

重估中国：站在历史轮回的新起点

疫情冲击、内外部形势变化，加大当前宏观经济研判难度。当下与过往什么阶段类似、又有何不同，对经济和市场的启示？以史为鉴的梳理，可提供一定参考。

■ 今夕似何年？类似 2012 年前后，增速换挡与周期因素“共振”下的经济超调

当前经济特征，与 2012 年前后类似，增速换挡与周期因素“共振”，带来经济的阶段性超调。2011 年以来，每 3-4 年会出现经济中枢下台阶、需求明显收缩的阶段，典型阶段有 2011 至 2012 年、2014 至 2015 年、2018 至 2019 年，均伴随地产周期回落、库存去化、海外需求下降和企业盈利下滑等。类似 2011 至 2012 年，居民储蓄意愿上升、但购房意愿大幅下降，使得地产销售回落、存款增长。

政策和市场环境亦有类似之处，财政加码、货币宽松，银行“缺资产”，债市表现好于股市、美元相对强势。每轮经济超调都伴随财政加码，当前和 2012 年更类似，财政目标赤字率下调，后续稳增长加码推升实际赤字率；需求收缩下，降准降息、流动性转向宽松，银行“缺资产”现象凸显、同业负债需求放缓。市场环境也与 2011 至 2012 年类似，债市表现较好、股市低迷，油价高位、美元走强。

■ 当下有何不同？结构变迁和传统动能弹性下降，利润分配和外围环境等不同

动能切换的结构变化不同、传统动能弹性明显下降，经济活动还受到疫情反复的冲击。2012 年前后，传统高耗能行业拖累第二产业表现弱于第三产业，而当前地产和疫情反复等拖累第三产业表现弱于第二产业、第二产业内部表现也有不同。当前地产面临供需约束增强，地方债务压力凸显等，使得传统动能弹性或大不如以往；同时，当前消费、服务等线下经济活动，显著受到疫情反复的影响。

微观表征也存在一定差异，企业利润分配格局、金融监管下的资金行为和外围环境等明显不同。不同于 2012 年前后，当前原材料供给和线下活动约束，导致下游消费制造盈利面临量价双重冲击，而原材料涨价推动利润向上游集中；当前金融监管更加规范，资金借助非银通道进入实体更少，而实体资金直接流入非银增多。外围扰动更多，海外通胀飙升下的美国“赶作业式”加息、地缘冲突增多等。

■ 以史为鉴，经济超调后回归“新稳态”，资产配置天平向权益类资产倾斜

2023 年回归之年，经济回归“新稳态”，驱动来自稳增长续力、地产超调后的修复及疫后修复。经验显示，增速换挡过程中超调的经济，会在随后阶段回归新中枢、弹性下降，驱动来自稳增长加码和前期超调的地产修复；当前，政策强化扩大投资、稳地产等领域支持，助力经济回归。与过往不同，疫后修复也是眼下经济回归的关键驱动之一，防疫优化过程中修复大势所趋，节奏和弹性仍需跟踪。

伴随经济回归、盈利修复等，资产配置天平向权益类资产倾斜，股市或转向盈利驱动。经验显示，经济回归过程中，需求修复、库存去化、成本下降等，带来企业盈利修复；类似过往经济超调阶段、尤其是 2012 年，股票相对债券性价比已处于历史极值，配置天平向权益市场倾斜，盈利修复的板块表现相对较好。但经济、盈利结构的不同，外围扰动的加大，使得市场演绎并非过往简单重复。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复的干扰，全球经济衰退超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、 今夕似何年？经济增速换挡与逃不开的周期.....	5
（一）类似 2012 年前后，动能切换与周期“共振”.....	5
（二）政策托底加码，国内债市和美元相对强势.....	7
二、 当下又有何不同？结构变迁和供需约束交织.....	9
（一）动能切换的供需结构变化、弹性明显下降.....	9
（二）疫情等供给冲击，与内外部金融环境差异.....	12
三、 对未来启示？经济回归、配置天平向权益倾斜.....	14
（一）2023 年回归之年，超调后修复与政策助力.....	14
（二）配置天平向权益倾斜，但并非过往简单重复.....	17
风险提示：.....	21

图表目录

图表 1: 2011 年以来，多次出现经济增速换挡和超调.....	5
图表 2: 经济增速换挡过程中，库存去化.....	5
图表 3: 经济换挡，伴随地产周期回落、投资中枢下移.....	5
图表 4: 经济换挡，伴随海外周期回落、出口强弱切换.....	5
图表 5: 类似 2012 年前后，当前居民杠杆平稳.....	6
图表 6: 储蓄意愿上升，带动居民存款加快增长.....	6
图表 7: 类似 2012 年前后，社零回落、汽车增长.....	6
图表 8: 类似阶段，核心 CPI 回落、PPI 通缩.....	6
图表 9: 类似阶段，企业利润大幅下滑.....	7
图表 10: 伴随盈利下滑，企业资产负债表收缩.....	7
图表 11: 类似 2012 年，目标赤字率下降而实际上升.....	7
图表 12: 对应阶段，政策性银行贷款增加.....	7
图表 13: 类似阶段，货币流动性环境转向宽松.....	8
图表 14: 类似阶段，实体融资成本下降.....	8
图表 15: 银行同业负债增长放缓，货基份额增加.....	8
图表 16: 负债和资产收益率均大幅下降.....	8
图表 17: 类似阶段，债市表现相对好于股市.....	9
图表 18: 类似阶段，美元相对强势，油价高位回落.....	9
图表 19: 不同于 2012 年前后，当前服务业拖累更大.....	9
图表 20: 疫情影响下，住宿餐饮、租赁商务弱于当时.....	9
图表 21: 非金属制品明显偏弱，但黑色冶炼等不同.....	10
图表 22: 汽车、电气机械、有色冶炼等表现强于当时.....	10
图表 23: 按揭利率降至历史低位，但地产销售低迷.....	10

图表 24: 当前居民加杠杆能力或弱于 2012 年前后.....	10
图表 25: 当前房企融资现金流约束明显强于以往.....	11
图表 26: 棚改已告别高增阶段.....	11
图表 27: 当前出口表现相对好于 2012 年前后.....	11
图表 28: 不同于过往, 当前中美经济出现“错位”.....	11
图表 29: 不同于过往阶段, 当前社融弹性下降.....	12
图表 30: 过往阶段, 基建或地产非标融资增长较多.....	12
图表 31: 不同过往, 当前阶段居民消费意愿下降.....	12
图表 32: 当前阶段, 疫情反复对线下活动的抑制.....	12
图表 33: 当前企业盈利显著分化.....	13
图表 34: 不同于传统周期, 当前上游涨价特征更明显.....	13
图表 35: 疫情影响下, 线下消费相关企业利润承压.....	13
图表 36: 计算机、房地产等利润也明显不及过往.....	13
图表 37: 相较 2012 年, 当前资管业务监管较强.....	14
图表 38: 当前资金直接进入非银多、回流实体少.....	14
图表 39: 不同于 2012 年前后, 当前美联储政策收紧.....	14
图表 40: 两个阶段, 中美通胀形势明显不同.....	14
图表 41: 地产超调后可能有所修复.....	15
图表 42: 居民收支回落后也有所修复.....	15
图表 43: 2022 年中国航班恢复情况弱于 2021 年.....	15
图表 44: 当前商圈客流远低于疫情前.....	15
图表 45: 疫后美国人流并没有恢复到疫情前.....	16
图表 46: 2020 年经验, 第三产业修复滞后第二产业.....	16
图表 47: 当前阶段, 出口已进入持续回落阶段.....	16
图表 48: 2012 年之后, 出口回落、基建投资保持高位.....	16
图表 49: 地产周期弹性或趋于下降.....	17
图表 50: 城投平台债务增长逐步放缓.....	17
图表 51: 房地产贷款增长放缓, 为产业发展腾空间.....	17
图表 52: 当前制造业投资逆势增长.....	17
图表 53: 伴随库存去化, 盈利见底回升.....	18
图表 54: 上游成本压制减弱, 带来中下游利润改善.....	18
图表 55: 当前, 股票相对债券性价比处历史极高水平.....	18
图表 56: 2013 年, 创业板表现明显强于沪深 300.....	18
图表 57: 2013 年创业板盈利改善, 市场表现强劲.....	19
图表 58: 相较之下, 盈利拖累上证综指表现偏弱.....	19
图表 59: 美债利率领先政策利率约一个季度见顶.....	19
图表 60: 美联储收紧下, 美股和美债双双走弱.....	19
图表 61: 美国经济衰退过程中, 美股走弱.....	20
图表 62: 美股大跌阶段, A 股表现多偏弱.....	20

图表 63: 随着利率走廊建立, 资金波动明显降低.....20

图表 64: 债券波动区间收窄、利率低点下移.....20

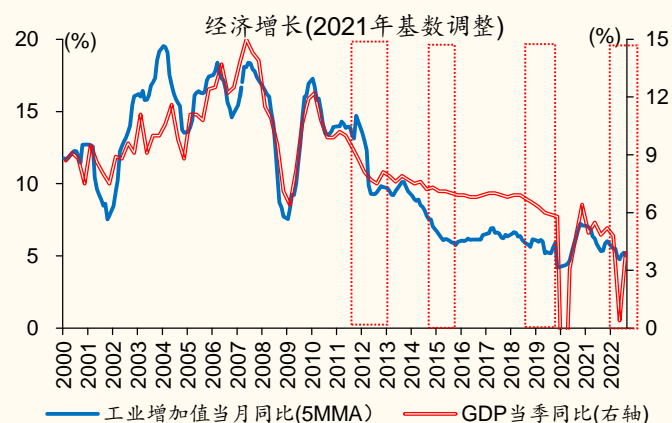
疫情冲击、内外部形势变化，加大当前经济研判难度。当下与过往什么阶段类似、又有何不同，对经济和市场的启示？以史为鉴的梳理，可提供一定参考。

一、今夕似何年？经济增速换挡与逃不开的周期

（一）类似 2012 年前后，动能切换与周期“共振”

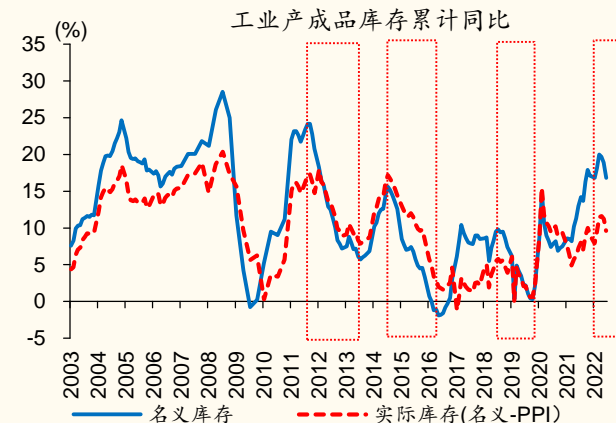
当前经济呈现增速换挡与周期因素“共振”的特征，类似阶段每 3-4 年出现。2011 年以来，经济增长中枢逐步下台阶，下降较为明显的阶段包括 2011 至 2012 年、2014 至 2015 年、2018 至 2019 年以及 2021 年下半年以来；下台阶过程中，经济还出现阶段性超调的情况、随后回归到新中枢附近，同时嵌套着库存周期，换挡过程中企业往往会经历去库存。

图表 1：2011 年以来，多次出现经济增速换挡和超调



来源：Wind、国金证券研究所

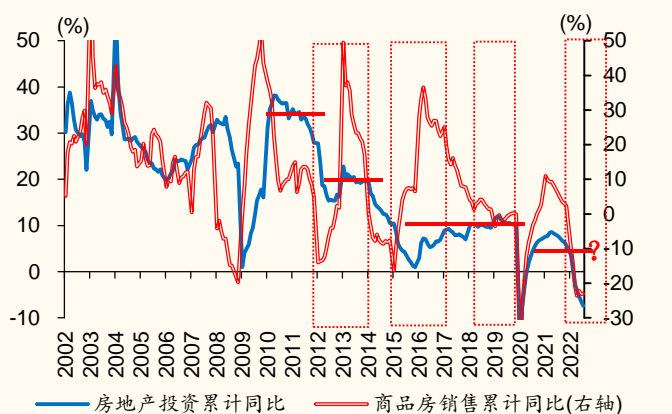
图表 2：经济增速换挡过程中，库存去化



来源：Wind、国金证券研究所

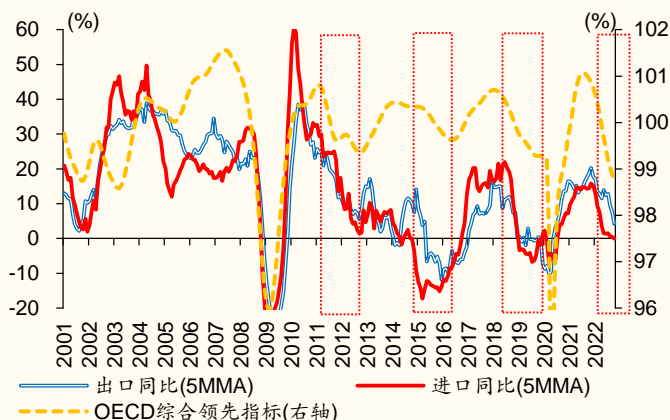
经济增速换挡与周期变化的背后，既有国内地产动能减弱，也有海外经济周期下行。过往三个典型阶段，都伴随地产周期回落，地产销售大幅回落、变化区间收窄，地产投资增长显著放缓、甚至阶段性下降，然后回归比前一阶段更低的新中枢；与此同时，海外经济进入下行周期，带来全球贸易和中国出口的下降，部分时段甚至出现出口持续负增长的情况。

图表 3：经济换挡，伴随地产周期回落、投资中枢下移



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：经济换挡，伴随海外周期回落、出口强弱切换

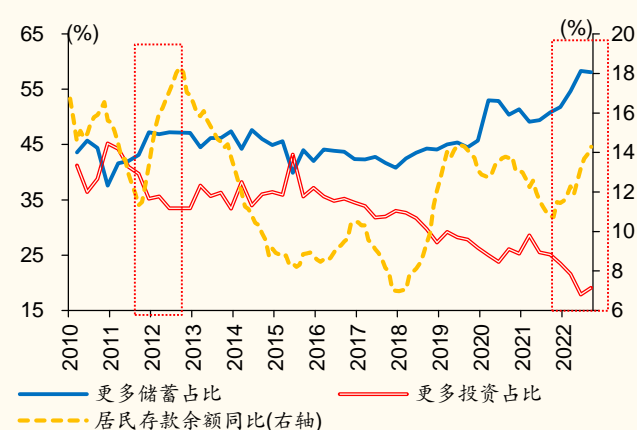
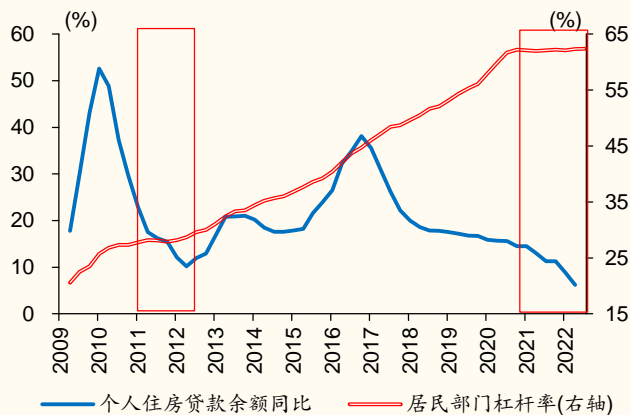


来源：Wind、国金证券研究所

地产动能减弱，与居民加杠杆意愿和能力下降等紧密相关，当前情况与2012年前后较为类似。可比的四个阶段，只有2011至2012年、2021年至今的两个阶段，居民杠杆没有明显上行。一方面，缘于居民加杠杆意愿下降，央行调查数据显示，两个阶段居民投资意愿明显下降、储蓄意愿明显上升，带动居民存款加快增长；另一方面，居民收入增长放缓，削弱加杠杆能力。

图表 5: 类似 2012 年前后, 当前居民杠杆平稳

图表 6: 储蓄意愿上升, 带动居民存款加快增长



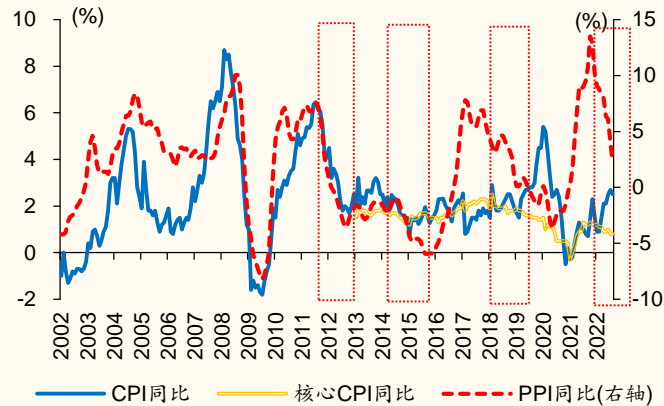
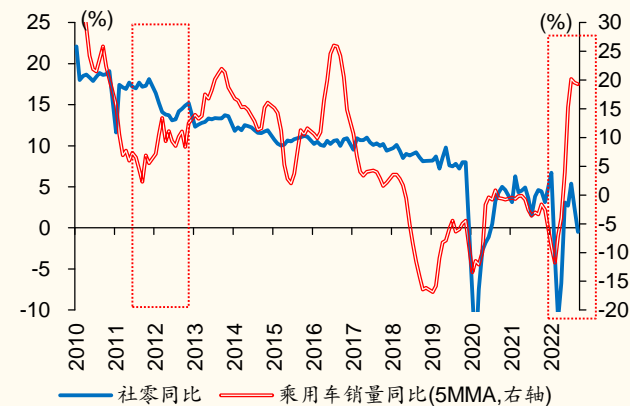
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

消费动能也明显减弱，在物价层面滞后表现为核心 CPI 回落、PPI 通缩。随着居民收入下降等，消费增长明显放缓，2012 年前后和当前社零中枢均较上一阶段出现下移，而促消费措施支持汽车消费逆势增长。消费增长放缓滞后反映在物价层面，核心 CPI 均有回落。内需走弱的同时，海外需求也在加速回落，共同推动 PPI 大幅下降、进入通缩区间。

图表 7: 类似 2012 年前后, 社零回落、汽车增长

图表 8: 类似阶段, 核心 CPI 回落、PPI 通缩

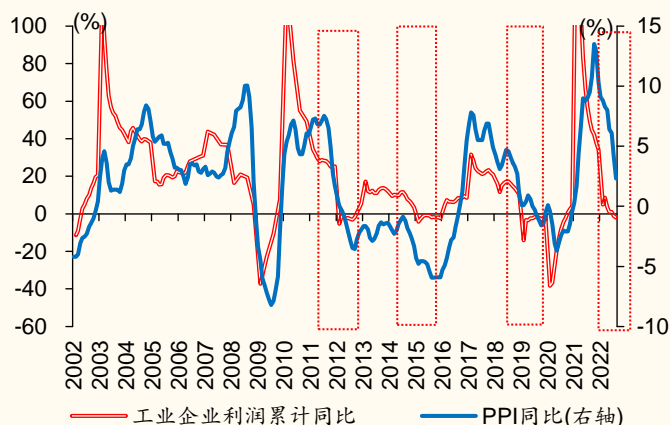


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

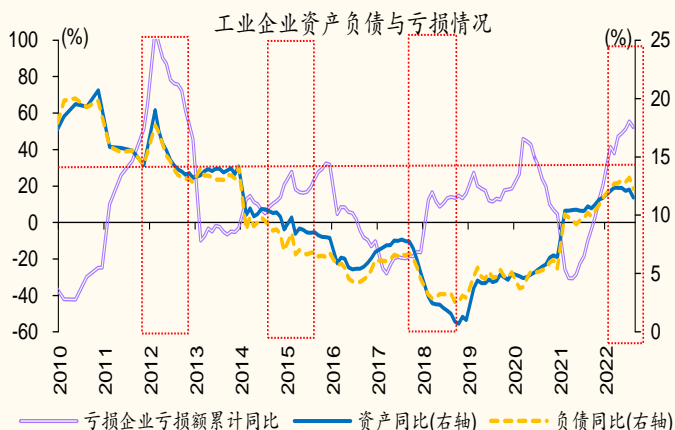
宏观特征在微观层面的映射也较为类似，企业盈利大幅下滑、资产负债表“衰退”。类似阶段，需求收缩、价格回落，量、价两个层面均拖累企业盈利，工业企业利润往往从增长放缓到进入亏损；当企业亏损到一定程度，举债意愿和能力下降，导致企业资产负债表从扩张到收缩。过往三个阶段经验显示，亏损企业亏损额增长超过 30%，企业资产负债表随后均出现收缩；当前亏损情况早已超出经验值，企业资产和负债增长也开始拐头向下、“衰退”迹象显现。

图表 9: 类似阶段, 企业利润大幅下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 伴随盈利下滑, 企业资产负债表收缩

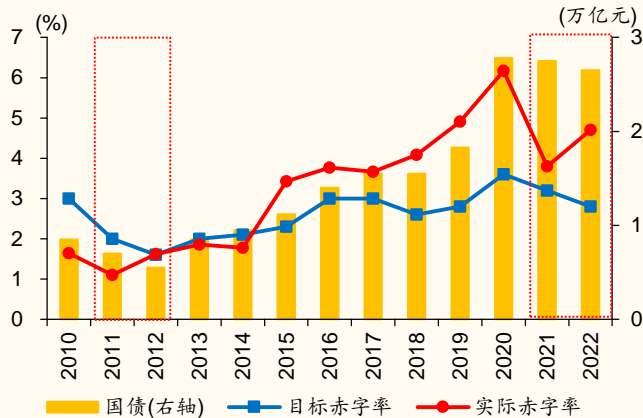


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 政策托底加码, 国内债市和美元相对强势

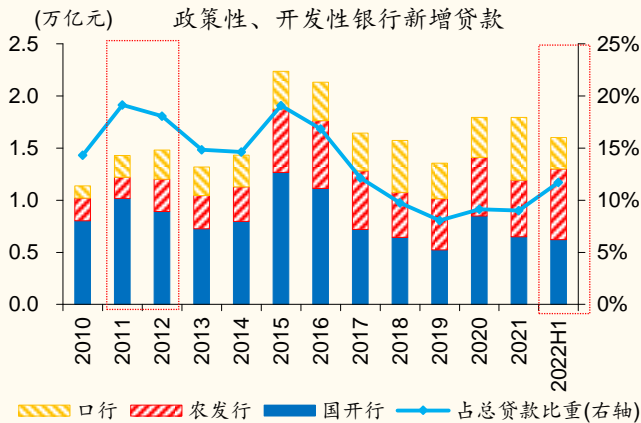
随着经济下行压力凸显, 财政由平稳转向托底加码, 实际赤字率上升、“准财政”加力。2012 年前后与当前情况类似, 年初财政预算对经济压力预估不足, 目标赤字率不升反降、国债规模回落, 但最终实际赤字率均较上一年抬升; 与此同时, 政策性、开发性银行发挥“准财政”作用、加大信贷投放, 2011 年、2012 年连续两年政策性贷款投放增加, 今年全年投放规模也大概率超过去年。

图表 11: 类似 2012 年, 目标赤字率下降而实际上升



来源: Wind、国金证券研究所

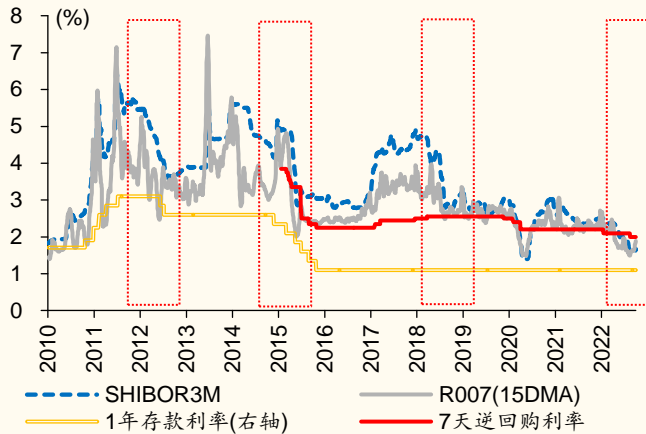
图表 12: 对应阶段, 政策性银行贷款增加



来源: Wind、国金证券研究所

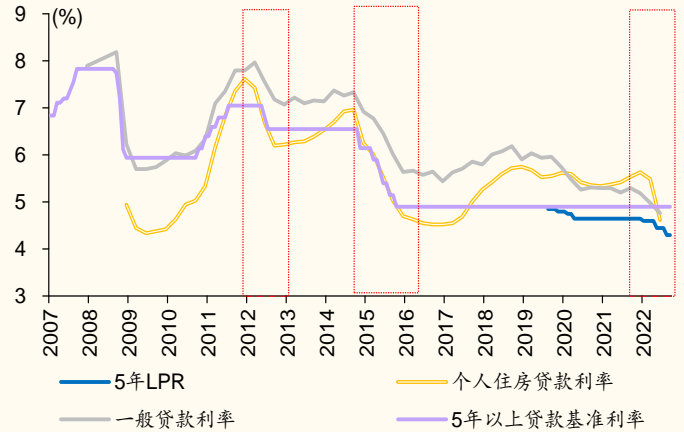
货币流动性环境转向宽松, 实体融资成本明显下降。当前阶段, 与 2012 年前后、2015 年前后类似, 央行降准、降息, 货币市场利率、贷款利率均大幅回落; 宽松力度上, 当前阶段与 2012 年前后较为接近, 年初以来 5 年 LPR 下降 0.35 个百分点、个人住房贷款利率回落或超 1.3 个百分点, 2012 年末贷款基准利率和个人住房贷款利率较 2011 年高点分别下降 0.4 和 1.4 个百分点。

图表 13: 类似阶段, 货币流动性环境转向宽松



来源: Wind、国金证券研究所

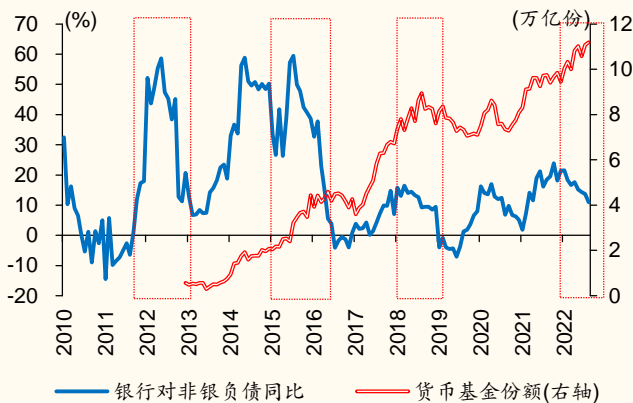
图表 14: 类似阶段, 实体融资成本下降



来源: Wind、国金证券研究所

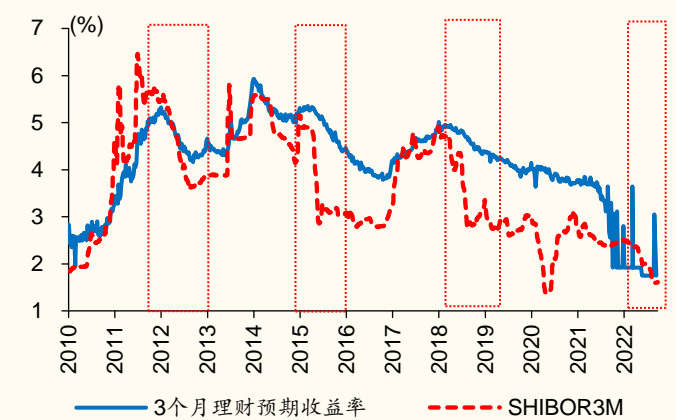
银行“缺资产”现象突出, 同业负债需求放缓。货币宽松过程中, 实体融资需求仍在惯性收缩, 而 2012 年前后和当前阶段, 居民存款在加快增长, 使得银行“缺资产”现象尤为突出; 相应地, 贷款利率大幅下降, 理财收益率也出现明显回落。因而银行在同业市场举债的动力明显下降, 银行对非银负债增长明显放缓, 同业拆借利率大幅回落, 低于同期限的理财收益率。

图表 15: 银行同业负债增长放缓, 货基份额增加



来源: Wind、国金证券研究所

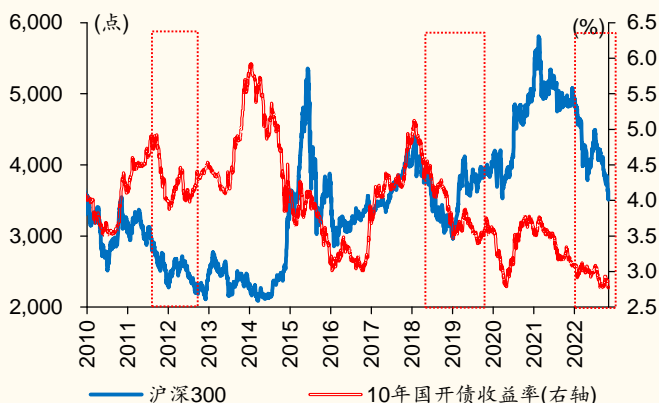
图表 16: 负债和资产收益率均大幅下降



来源: Wind、国金证券研究所

宏观变化映射到资本市场, 国内债市表现相对好于股市, 美元相对强势、油价高位回落。除 2014 至 2015 年外, 当前与上述回溯的其余两个阶段, 债券市场走强、股票市场震荡调整, 缘于经济回落、企业盈利下滑、货币宽松等驱动。同时, 海外需求走弱过程中, 美国经济相对好于欧洲等, 往往推动美元走强; 而需求拖累油价高位回落, 但供需松紧情况不同导致回落幅度不尽相同。

图表 17: 类似阶段, 债市表现相对好于股市



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 类似阶段, 美元相对强势, 油价高位回落



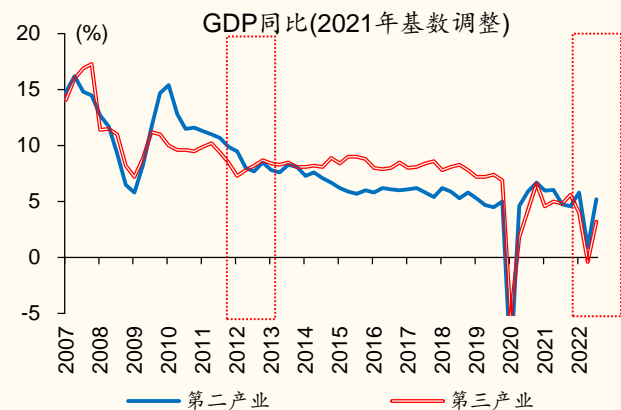
来源: Wind、国金证券研究所

二、当下又有何不同? 结构变迁和供需约束交织

(一) 动能切换的供需结构变化、弹性明显下降

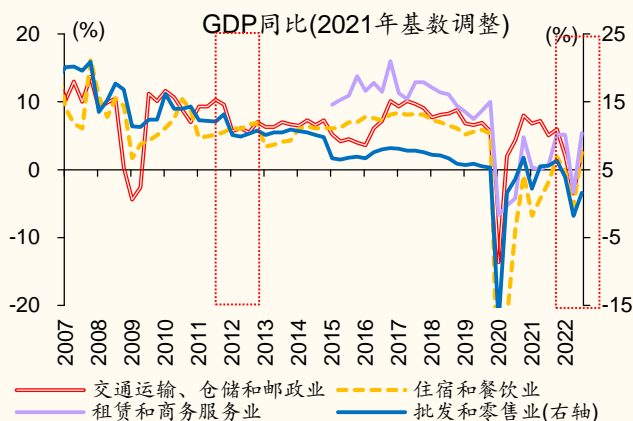
经济下台阶过程中, 动能切换带来的结构变化不同。当前与 2012 年前后类似, 第二产业 GDP 增长好于第三产业, 但随后表现或明显不同。2012 年年中开始第二产业增长持续弱于第三产业, 而当前第三产业明显受到地产和疫情反复的拖累, 住宿餐饮、租赁商务等明显弱于当时。即使是工业增加值总体回落, 对应不同行业也不尽相同, 例如, 黑色冶炼在 2012 年前后工业增加值平稳增长, 而当前持续回落; 电气机械、汽车制造工业增加值当时均趋于回落, 而当前表现相对强势, 与新能源、汽车等表现较强紧密相关。

图表 19: 不同于 2012 年前后, 当前服务业拖累更大



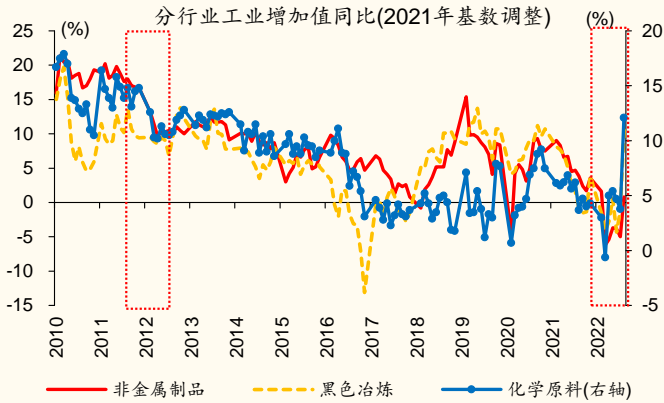
来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 疫情影响下, 住宿餐饮、租赁商务弱于当时



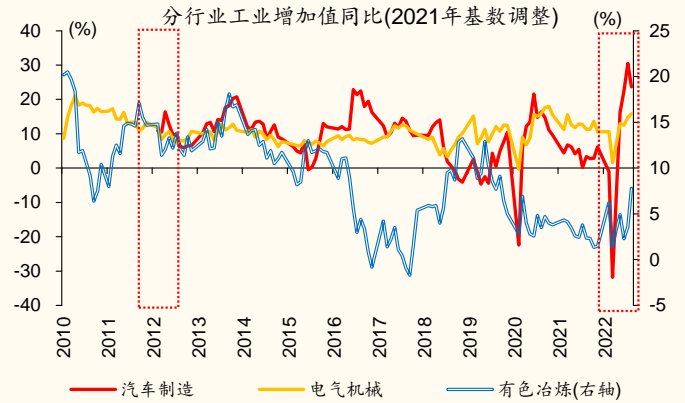
来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 非金属制品明显偏弱, 但黑色冶炼等不同



来源: Wind、国金证券研究所

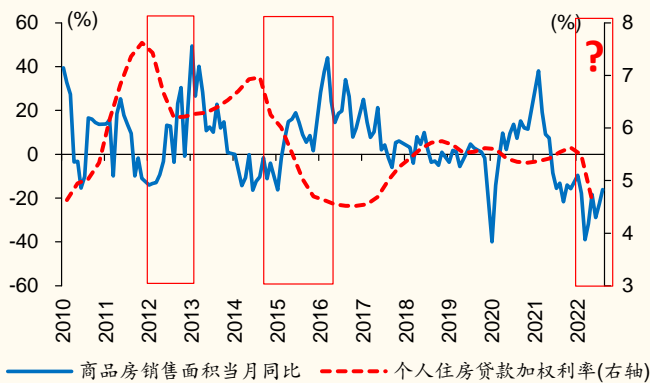
图表 22: 汽车、电气机械、有色冶炼等表现强于当时



来源: Wind、国金证券研究所

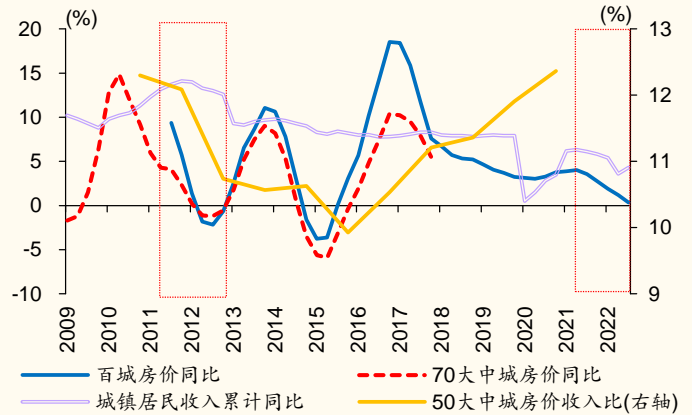
当前地产面临供需约束增强, 使得地产增长动能或大不如以往。当前按揭利率已降至历史最低水平, 但地产销售并未出现传统周期阶段的大幅增长, 背后是居民加杠杆能力和意愿的弱化, 及不同城市驱动分化; 地方政府也可能很难再启动类似 2015 至 2018 年的大规模棚改货币化, 去“帮助”居民加杠杆。与此同时, 当前地产面临的供给约束明显强于以往, 房企筹资现金流恶化、预售资金监管谨慎、金融机构对民营房企信用担忧等, 进一步掣肘地产周期修复 (详情参见《稳地产, 不能忽视的供给约束》)。

图表 23: 按揭利率降至历史低位, 但地产销售低迷



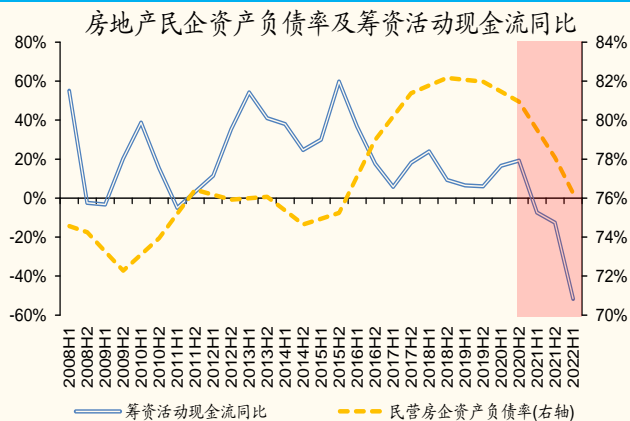
来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 当前居民加杠杆能力或弱于 2012 年前后



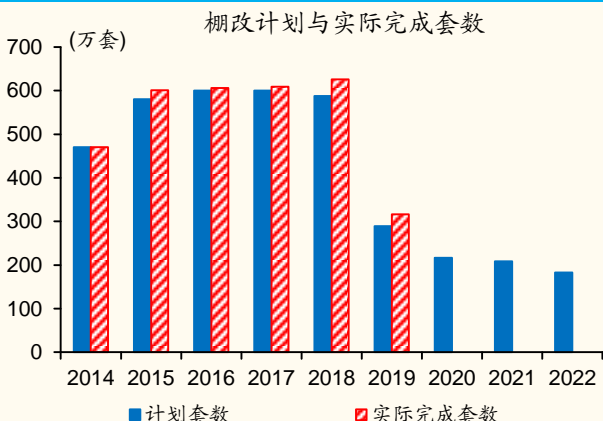
来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 当前房企融资现金流约束明显强于以往



来源: Wind、国金证券研究所

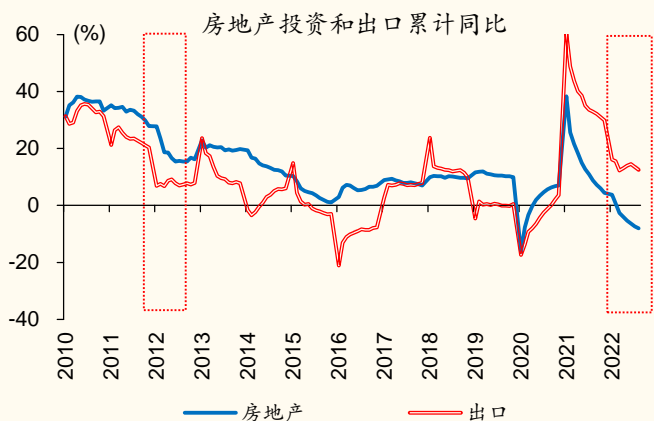
图表 26: 棚改已告别高增阶段



来源: 住建部、各地住建厅、国金证券研究所

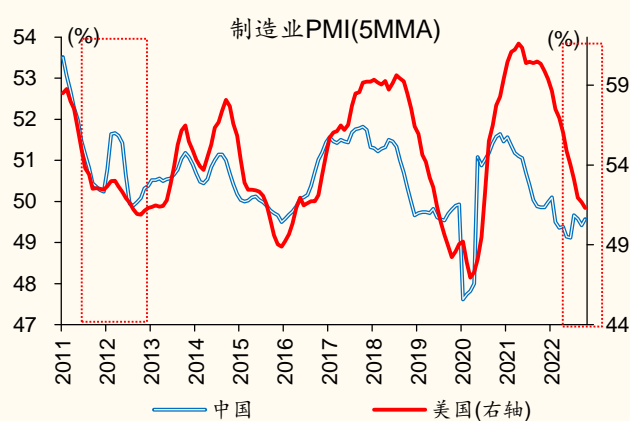
地产增长动能下降的同时，出口表现相对强势、出现明显“错位”。过往阶段，国内外经济周期性波动较为同步，地产和出口往往同步变化；但当前阶段，出口和地产表现存在明显“错位”，供给替代和海外疫后修复支撑出口高增，但地产持续回落、对经济形成明显拖累。伴随海外需求走弱，出口拖累或将加速显现，而地产拖累或逐步减弱。

图表 27: 当前出口表现相对好于 2012 年前后



来源: Wind、国金证券研究所

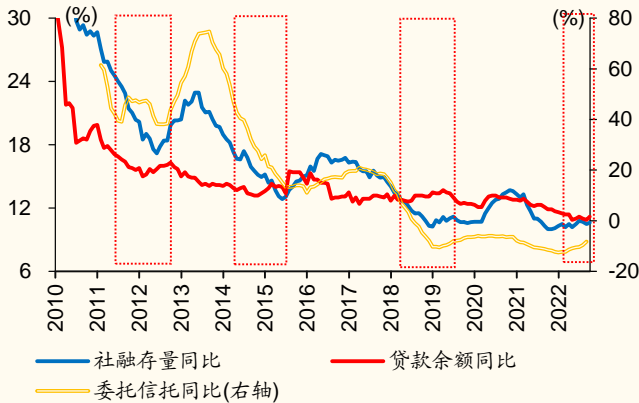
图表 28: 不同于过往，当前中美经济出现“错位”



来源: Wind、国金证券研究所

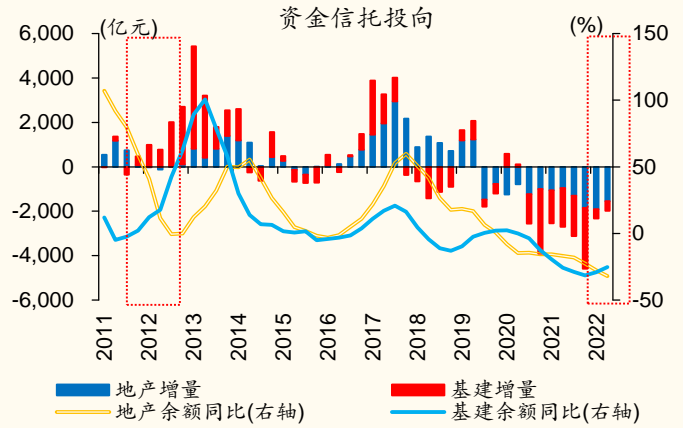
传统引擎弹性下降，导致信用周期“变平”。2018 年以来，信用环境变化弹性明显下降，社融存量增速中枢下台阶、变化区间明显收窄，直接缘于非标融资的逐步收缩和信贷增长中枢下移，背后是金融监管监管和传统动能下降。2012 至 2017 年，券商资管、信托等为代表的资管创新，为基建和地产表外融资提供便利，带动委托、信托等非标融资快速扩张，成为社融高波动的重要来源；2018 年以来，资管业务、地方举债等监管加强，导致非标融资持续收缩；地产增长动能下降等，进一步压制信贷增长弹性。

图表 29: 不同于过往阶段, 当前社融弹性下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 过往阶段, 基建或地产非标融资增长较多

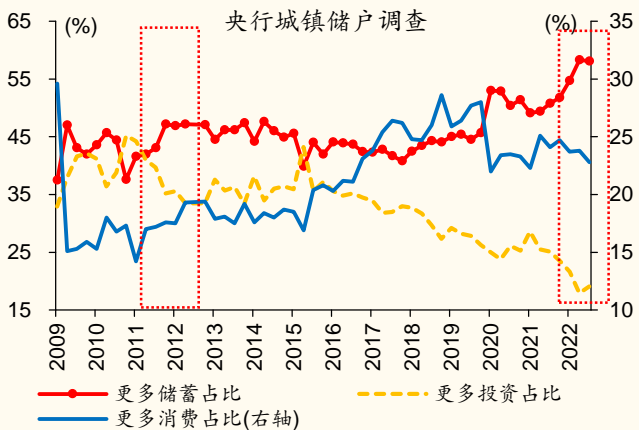


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 疫情等供给冲击, 与内外部金融环境差异

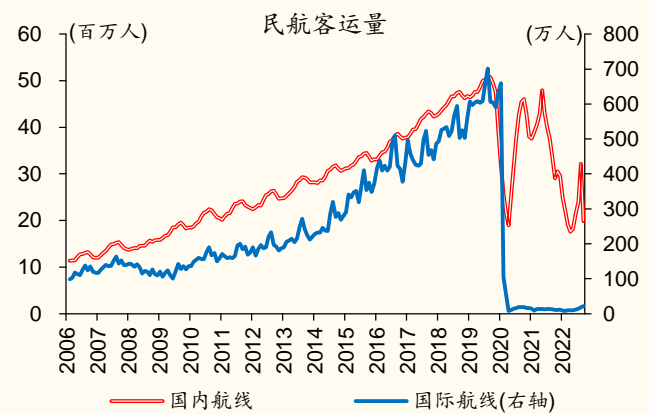
不同于过往, 当前居民消费行为等显著受到疫情反复的影响。与过往三个阶段相比, 疫情因素可能是最大不同之处, 对线下生产、消费等行为的影响显著, 例如, 人流量显著低于过往正常水平, 2022 年国内航班月均客运量较 2019 年下降超 50%、国际航班客运量下降近 98%。消费意愿也出现明显下降, 央行调查显示, 2011 至 2019 年居民消费意愿呈逐步抬升抬升, 疫情之后明显回落、2021 年年中以来持续下降。

图表 31: 不同过往, 当前阶段居民消费意愿下降



来源: Wind、国金证券研究所

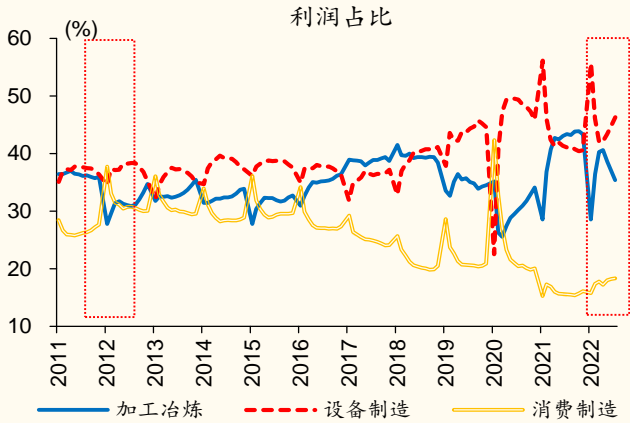
图表 32: 当前阶段, 疫情反复对线下活动的抑制



来源: Wind、国金证券研究所

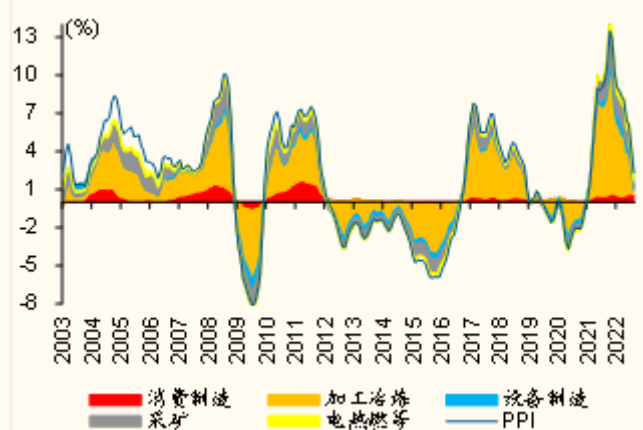
居民消费行为、行业景气等变化, 导致企业盈利更加分化。以工业企业利润来看, 下游消费制造利润占比处于历史绝对低位, 而在 2012 年前后上中下游利润分配相对均匀, 一方面是疫后供给约束下上游原材料涨价对下游利润挤压, 另一面是消费低迷带来的需求拖累。上市公司利润变化也透露类似特征, 线下消费相关的商贸零售、社会服务等行业利润增长, 大幅不及疫情前; 此外, 部分受政策和行业景气等影响的行业, 房地产、计算机等利润也明显不及过往。

图表 33: 当前企业盈利显著分化



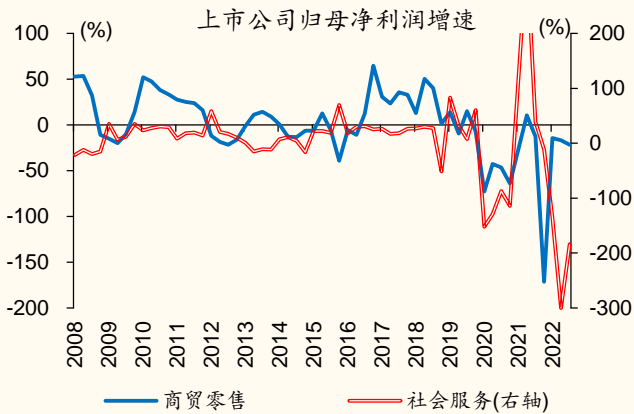
来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 不同于传统周期, 当前上游涨价特征更明显



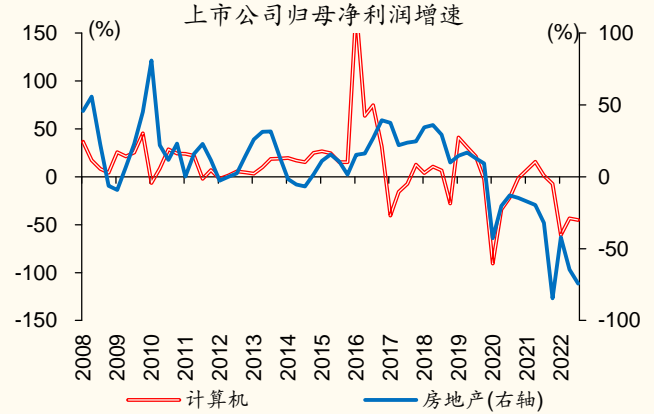
来源: Wind、国金证券研究所

图表 35: 疫情影响下, 线下消费相关企业利润承压



来源: Wind、国金证券研究所

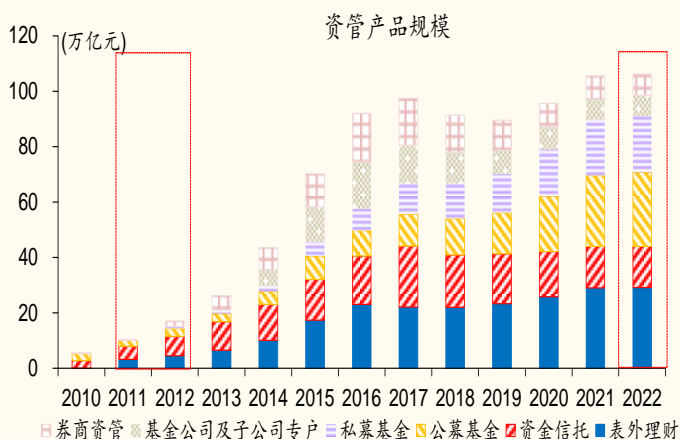
图表 36: 计算机、房地产等利润也明显不及过往



来源: Wind、国金证券研究所

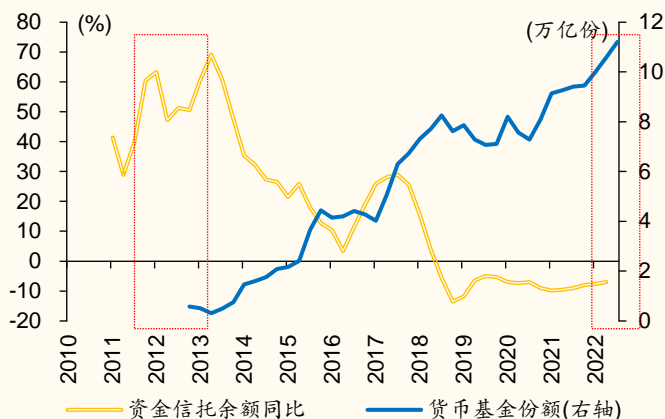
金融监管环境和机构行为等, 与 2012 年前后存在一些差异。2012 年开始, 监管转向鼓励金融创新, 券商资管、基金子公司、信托等资管产品加速扩张, 部分资金借助信托等非银通道流出银行, 形成庞大的影子银行体系。相较之下, 当前资管产品已进入统一监管时代, 银行资金出表等受到穿透式监管, 通过非银通道流向实体大幅减少; 相反, 实体资金借助非银流向金融市场增多。

图表 37: 相较 2012 年, 当前资管业务监管较强



来源: Wind、中国证券基金投资业协会、中国理财网、国金证券研究所

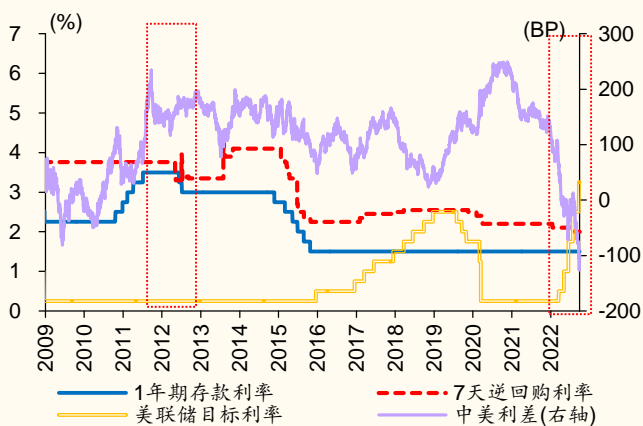
图表 38: 当前资金直接进入非银多, 回流实体少



来源: Wind、国金证券研究所

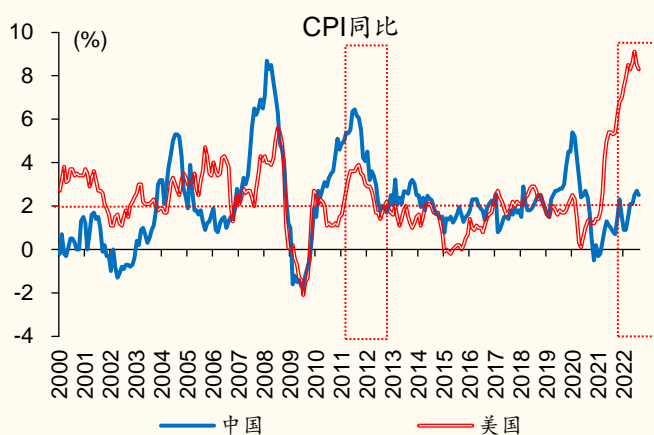
外围货币环境与 2012 年前后存在明显差异, 当前美联储正处于紧缩周期。2012 年前后, 美联储政策保持稳定, 联邦基金目标利率维持不变, 而当前美联储“赶作业”式加息, 联邦基金目标利率水平远超过当时; 持续加息之下, 美债大幅上行导致中美利差出现倒挂。两个阶段外围货币环境差异的背后, 是通胀形势的不同, 疫后大放水、供给冲击等导致美国通胀高企, 而 2012 年前后美国通胀相对温和、甚至低于中国通胀水平。

图表 39: 不同于 2012 年前后, 当前美联储政策收紧



来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 两个阶段, 中美通胀形势明显不同



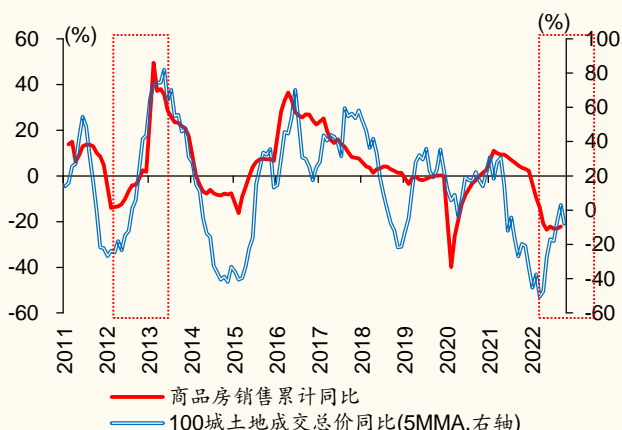
来源: Wind、国金证券研究所

三、对未来启示? 经济回归、配置天平向权益倾斜

(一) 2023 年回归之年, 超调后修复与政策助力

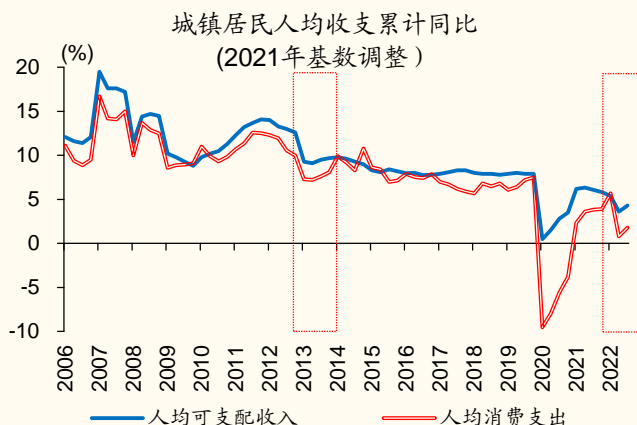
以史为鉴, 经济超调后回归“新稳态”, 部分驱动力或来自超调的地产和消费等。回顾 2012 年之后经济表现, 总量经济完成下台阶过程后出现企稳, 其中, 地产经历周期性回落后开始企稳回升, 居民收支增长大幅回落之后也有所修复。类似地, 2023 年是经济回归之年, 前期超调或处于非正常状态的地方可能出现修复, 地产和消费即为典型, 推动经济回归新的潜在水平。

图表 41: 地产超调后可能有所修复



来源: Wind、国金证券研究所

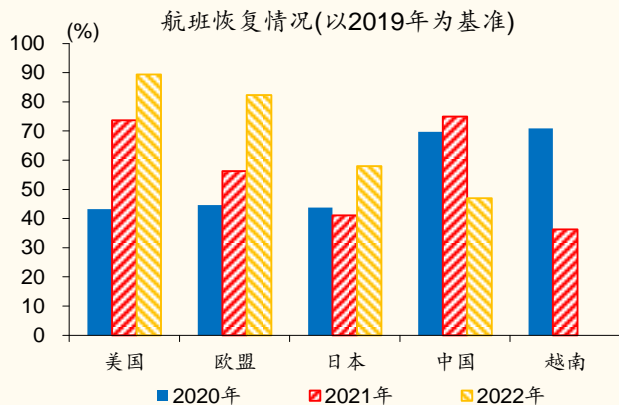
图表 42: 居民收支回落后也有所修复



来源: Wind、国金证券研究所

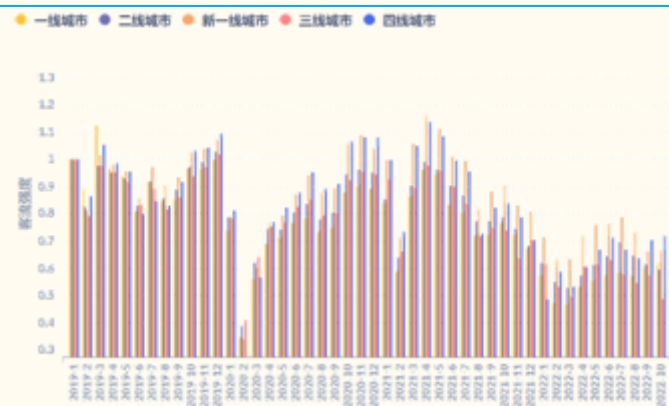
回归的另一关键驱动，或来自疫后修复，节奏和弹性仍需跟踪。不同于以往阶段，当前经济活动显著受到疫情反复的影响，2022年前三季度中国民航月均客运量只有 2019 年的 46%、甚至低于 2020 年的 70%，城市商圈客流量也有类似特征、平均只有 2019 年的 60%左右。国内 2020 年下半年到 2021 年、海外放开经验显示，疫情影响减弱、防疫优化过程中，经济活动逐步修复，带动消费和服务业修复；但可能回不到疫情前，例如，2021 年中国民航月均客运量为 2019 年的 75%，美国中转车站人流强度只有疫情前的 80%左右。

图表 43: 2022 年中国航班恢复情况弱于 2021 年



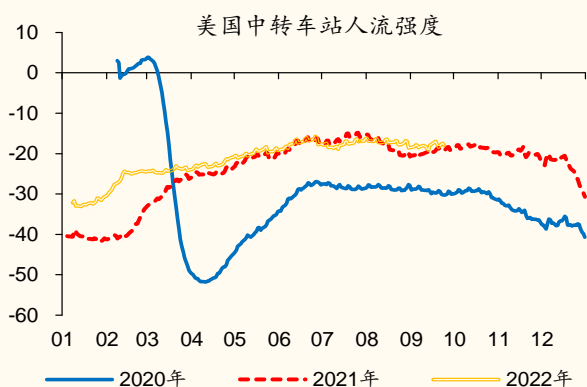
来源: Wind、谷歌、国金证券研究所

图表 44: 当前商圈客流远低于疫情前



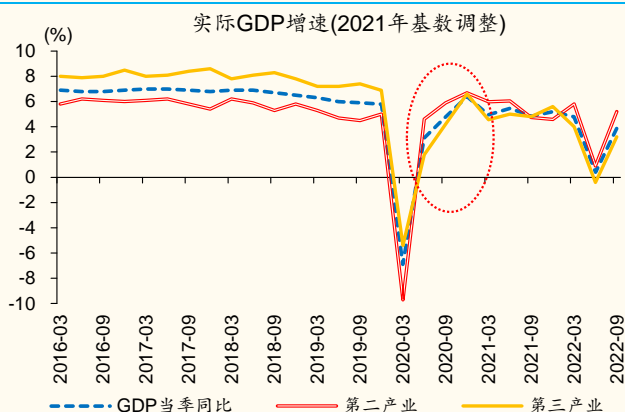
来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 45: 疫后美国人流并没有恢复到疫情前



来源: 谷歌、国金证券研究所

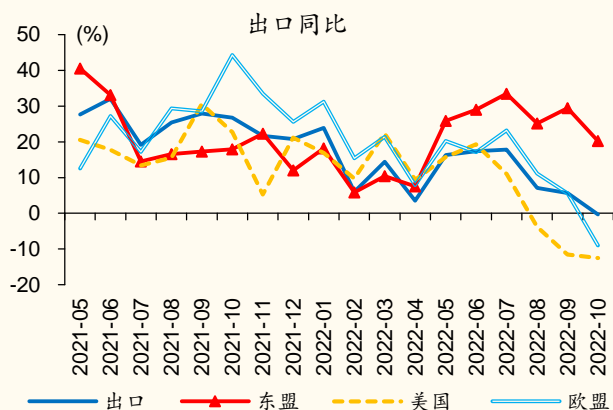
图表 46: 2020 年经验, 第三产业修复滞后第二产业



来源: Wind、国金证券研究所

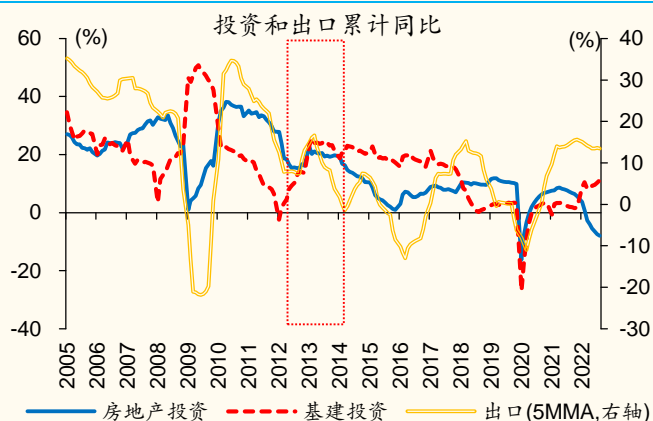
政策托底仍需续力, 对冲出口的同时, 助力经济回归“新稳态”。随着外需走弱, 出口已进入趋势性回落通道, 对经济支撑逐步减弱; 过往经验显示, 出口明显走弱的阶段, 基建投资保持较强强度, 缓解出口带来的拖累。与此同时, 经济从非正常状态向正常状态回归, 也需要政策助力; 除稳地产和促消费等措施外, 加快基建和制造业投资需求的释放, 或是当前重要途径。

图表 47: 当前阶段, 出口已进入持续回落阶段



来源: Wind、国金证券研究所

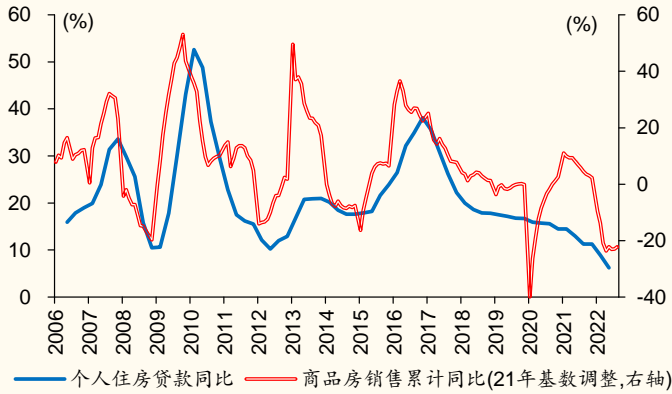
图表 48: 2012 年之后, 出口回落, 基建投资保持高位



来源: Wind、国金证券研究所

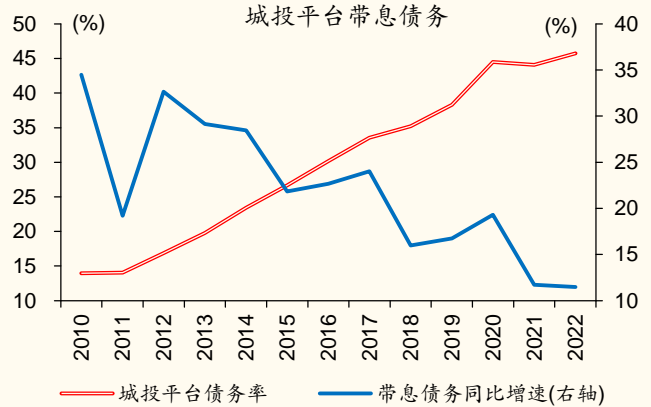
经济回归驱动的弹性和结构或不同于过往, 传统引擎弹性下降、产业支持增强。房企拿地能力和意愿的下降, 居民购房能力和意愿下降、不同能级城市的结构分化等, 使得地产修复的弹性弱于以往。债务持续累积和监管趋严, 对地方加杠杆掣肘更加凸显, 也降低了传统稳增长的功能。传统引擎增长放缓为产业发展腾空间, 政策托底也更加注重对产业的支持。

图表 49: 地产周期弹性或趋于下降



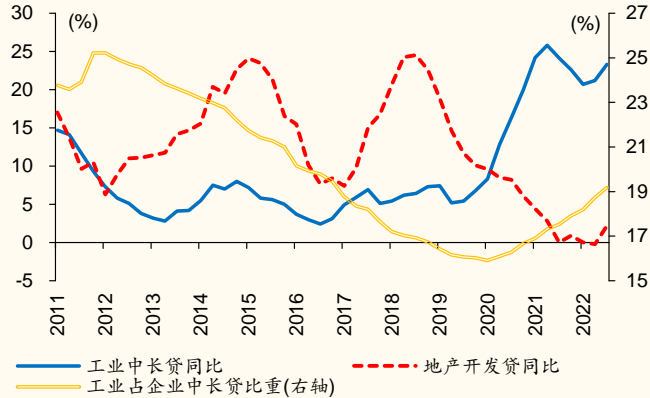
来源: Wind、国金证券研究所

图表 50: 城投平台债务增长逐步放缓



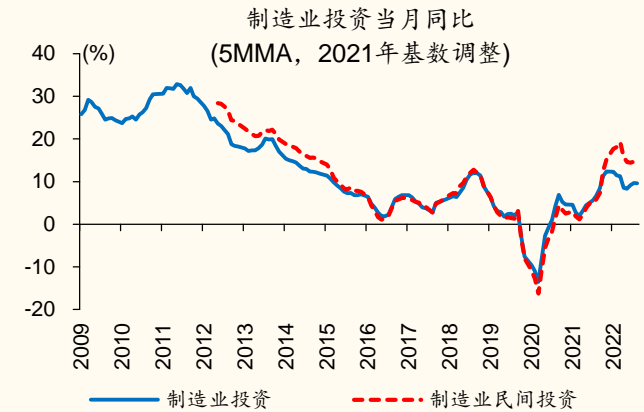
来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 房地产贷款增长放缓, 为产业发展腾空间



来源: Wind、国金证券研究所

图表 52: 当前制造业投资逆势增长

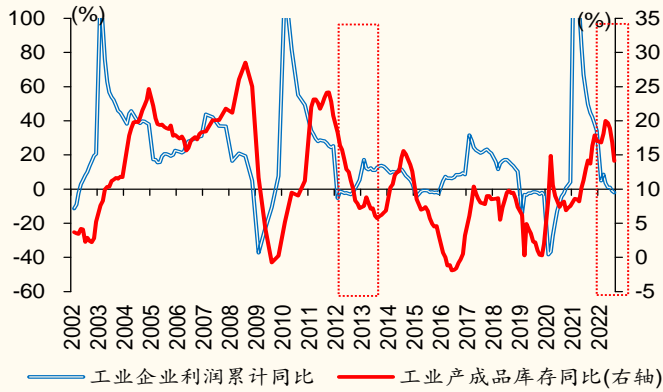


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 配置天平向权益倾斜, 但并非过往简单重复

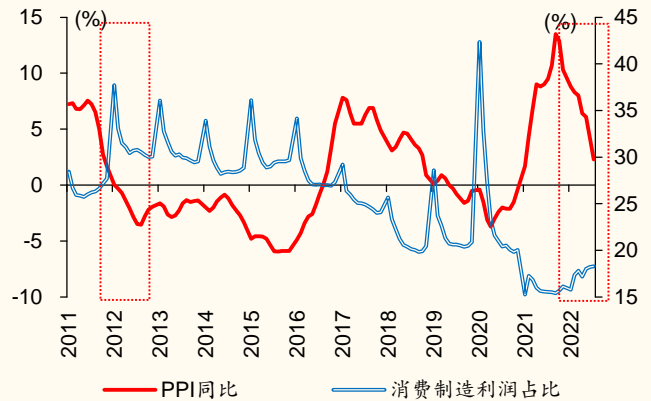
伴随经济回归, 企业盈利筑底修复, 结构优化、中下游利润趋于改善。2011-2012 年经验显示, 经济从超调到修复的过程中, 企业利润经历大幅下滑到筑底修复; 同时, 原材料价格大幅回落降低了中下游制造业成本, 需求修复带动销量增长, 推动中下游相关行业盈利的量价改善。当前阶段, 成本端压力缓解带来的中下游利润分配改善已开始显现, 后续盈利筑底修复或可期。

图表 53: 伴随库存去化, 盈利见底回升



来源: Wind、国金证券研究所

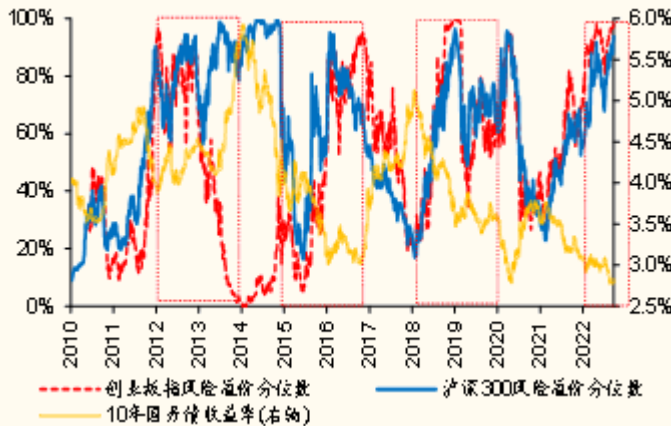
图表 54: 上游成本压制减弱, 带来中下游利润改善



来源: Wind、国金证券研究所

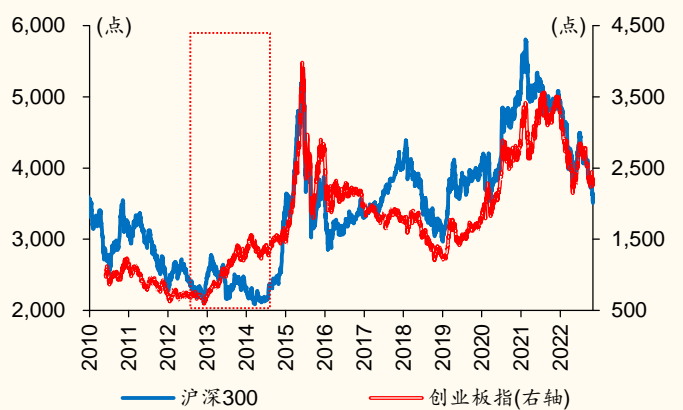
伴随经济回归、盈利修复等, 资产配置天平向权益类资产倾斜, 股市或转向盈利驱动。与 2012 年类似, 当前股票相对债券性价比处于历史极高水平; 但 2013 年不同股票表现分化, 创业板明显走牛、而沪深 300 震荡走弱, 背后是两者盈利表现的分化。这一经验告诉我们, 当股票相对债券性价比达到极值时, 股票表现的强势回归, 还需要盈利修复的支撑。

图表 55: 当前, 股票相对债券性价比处历史极高水平



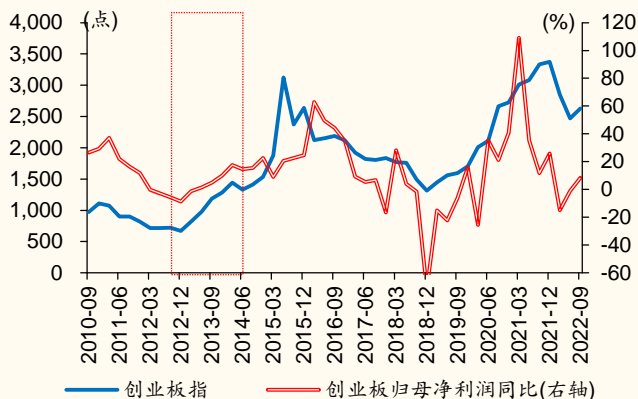
来源: Wind、国金证券研究所

图表 56: 2013 年, 创业板表现明显强于沪深 300



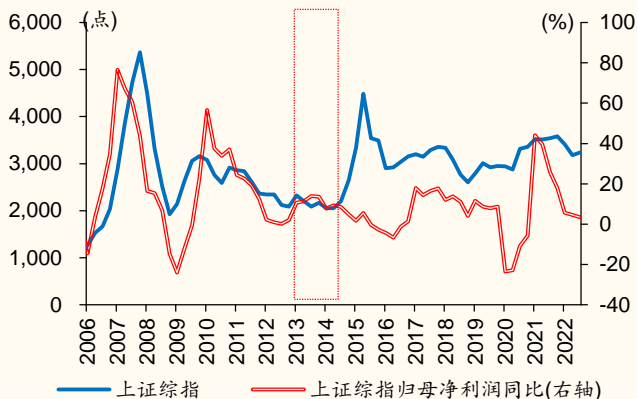
来源: Wind、国金证券研究所

图表 57: 2013 年创业板盈利改善, 市场表现强劲



来源: Wind、国金证券研究所

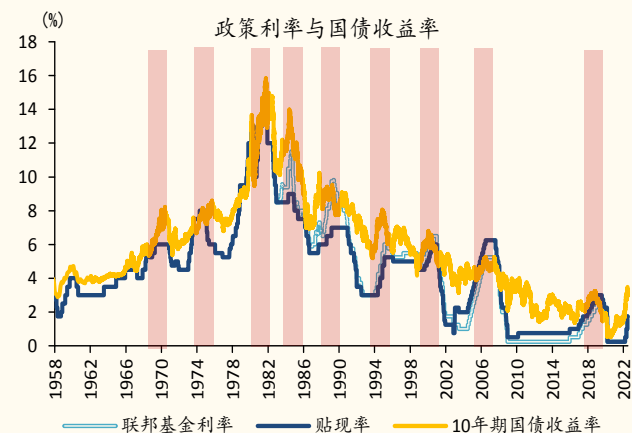
图表 58: 相较之下, 盈利拖累上证综指表现偏弱



来源: Wind、国金证券研究所

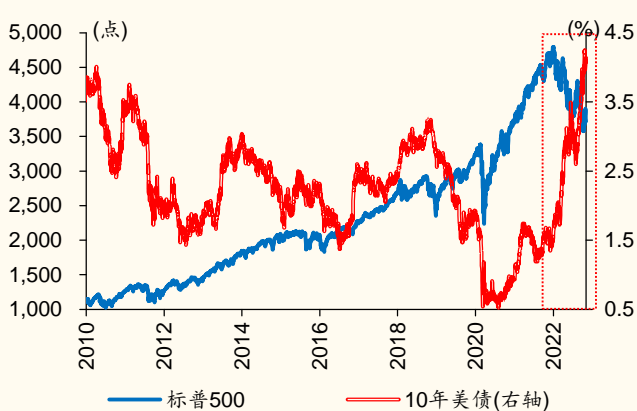
但外围环境的变化, 可能对国内市场产生扰动。当前与 2012 年前后外围环境的明显差异, 或导致外围环境对国内的影响不同。美联储“赶作业”式加息, 导致今年美股和美债双双走弱, 也对国内资本市场产生扰动。随着美联储加息接近尾声, 美债可能见顶回落、对美股估值的压制减弱, 但加息可能加速美国经济进入衰退, 企业盈利下滑接着拖累美股。经验显示, 美股大跌阶段, A 股表现多偏弱; 但不同于过往, 当前中美经济“错位”或使经验规律并不完全适用。

图表 59: 美债利率领先政策利率约一个季度见顶



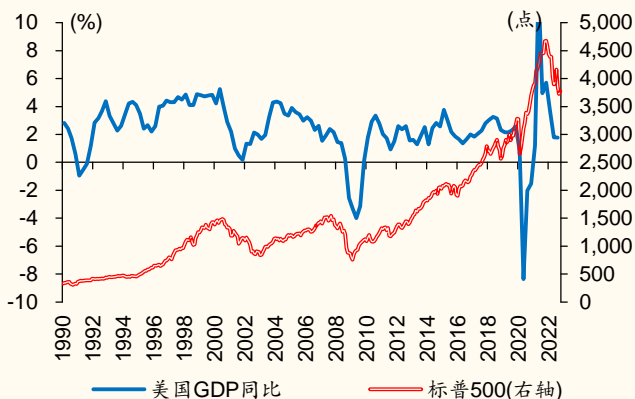
来源: Wind、国金证券研究所

图表 60: 美联储收紧下, 美股和美债双双走弱



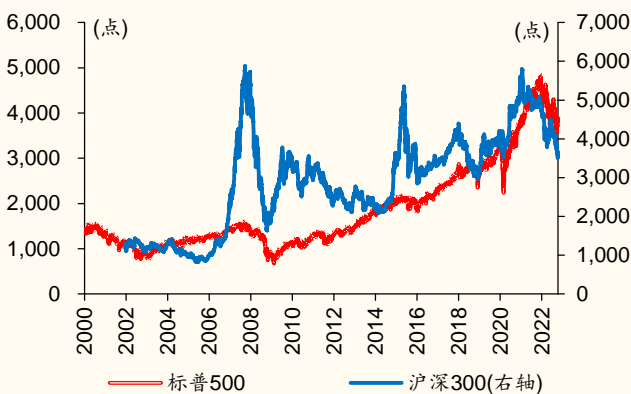
来源: Wind、国金证券研究所

图表 61: 美国经济衰退过程中, 美股走弱



来源: Wind、国金证券研究所

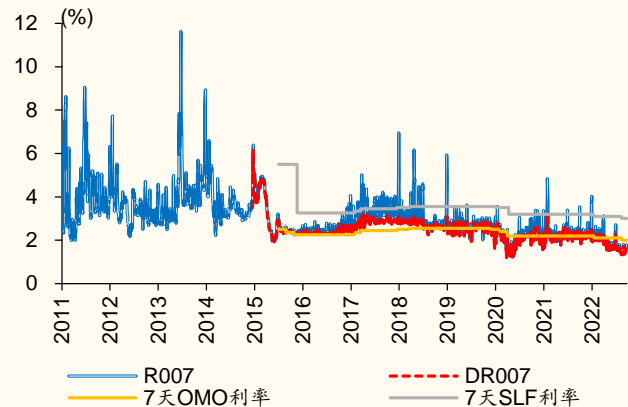
图表 62: 美股大跌阶段, A股表现多偏弱



来源: Wind、国金证券研究所

此外, 流动性环境演绎的不同, 或使得债券市场表现不同于过往类似阶段。2012 年表外业务快速扩张, 成为 2013 年“钱荒”的关键驱动, 债券市场也从小牛市转向大熊市。相较之下, 当前表外业务更加规范、对市场非正常扰动减少, 同时货币市场流动性调控转向利率走廊框架、资金波动明显降低; 伴随实体需求修复, 货币市场流动性或有所收敛, 但类似 2013 年“钱荒”的现象较难再现。货币流动性收敛、经济回归等, 或导致债券阶段性调整, 但经济中枢的下台阶、波动下降, 也决定了债券市场较难出现大熊市。

图表 63: 随着利率走廊建立, 资金波动明显降低



来源: Wind、国金证券研究所

图表 64: 债券波动区间收窄, 利率低点下移



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 当前经济特征, 与 2012 年前后类似, 增速换挡与周期因素“共振”, 带来经济的阶段性超调。政策和市场环境亦有类似之处, 财政加码、货币宽松, 银行“缺资产”, 债市表现好于股市、美元相对强势。
- 但是, 当前与 2012 年前后动能切换的结构变化不同、传统动能弹性明显下降, 经济活动还受到疫情反复的冲击。微观表征也存在一定差异, 企业利润分配格局、金融监管下的资金行为和外围环境等明显不同。
- 以史为鉴, 2023 年回归之年, 经济回归“新稳态”, 驱动来自稳增长续力、地产超调后的修复及疫后修复。伴随经济回归、盈利修复等, 资产配置天平向权益类资产倾斜, 股市或转向盈利驱动。但经济、盈利结构的不同, 外围扰动的加大, 使得市场演绎并非过往简单重复。

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。**债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放；房企债务、居民购房意愿等，继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。**变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。
- 3、海外经济衰退超预期。**欧美经济“硬着陆”、债务危机集中爆发等潜在风险，或加剧全球衰退程度和持续时间。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402