

## 夜过姑苏——2023年宏观经济及资产配置展望

### 报告要点:

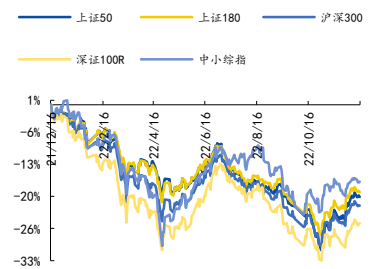
- 实体经济的压力在于三个方面：地产、库存及抗疫。
- 地产企稳的时间可能在 2023Q4：
  - 1) 历次地产投资启动时，地产的销售回款至少要有 20% 左右幅度的反弹，按目前的斜率顺推的话，满足这个条件至少要等到 2024 年年初；
  - 2) 地产投资滞后于地产回款而启动的时间差至少要长于 2015 年那次（13 个月）。
- 库存翻转的时间则在 2023Q3：
  - 1) 美国的 CPI 也许正在拐头，且欧元区能源价格也变得更加平稳，在偏大的概率下，发达国家的加息进程已到尾声；
  - 2) 如果发达国家政策变稳的边际拐点很快出现，那商品的拐点应该在明年 Q3 附近，那么，中国新一轮补库周期的启动应是在 2023Q3。
- 在经济各个要素中，地产和库存对经济的影响最为关键，这意味着，在 2023Q3 之前，也许周期无法企稳，况且，后续还存在其他的不利因素把周期往下压：
  - 1) 大概率，明年基建对经济的支撑力度会减弱；
  - 2) 海外经济下行会增加我国出口的压力。
- 抗疫政策的变化是明年偏正面的力量，这个力量可与经济周期的压力正负相抵。
- 照此推算，明年的单季度 GDP 增长可能会回到 4.5% 左右。
- 另一个重要线索是资产荒，当前的金融周期和实体周期是背离的。
- 但货币宽松的趋势依然可能维持到 2023Q3，信用周期的扩张也会贯穿明年始终。
- 在货币宽松及资产荒并行的状态之内，利率债应是一个占优资产，若 10Y 国债收益率到 2.9% 附近之后，会是一个良好的做多机会。
- 在 2023 年，股市的主要支撑是估值，而非经济基本面，上证指数应在 3100 点至 3300 点这 200 点左右的空间内窄幅波动：
  - 1) 股市的超额收益机会会逐步向阿尔法层面倾斜；
  - 2) 阿尔法层面的机会包括以下四点：一是通胀产业链，即粮食种植、食品加工及调味品；二是战争产业链，即军工、煤炭；三是逆周期行业，即电力；四是刺激政策链条，即互联网电商、光伏设备、家用电器（含小家电）；
  - 3) 其中，相对低估值且矛盾不凸显的煤炭、光伏设备及家用电器可以作为底仓少量配置。
- 商品市场尽管可能在 2023 年年中出现一个变稳的拐点，但就全年来讲，胜率更高的方向还是做空，做空的胜率要更大的品种是大豆、豆粕、铜铝。
- 猪价做多的黄金时代可能已经过去，后续来看，猪价的变势也使得 CPI 不会过度上涨，货币政策所面临的通胀阻力不会太大。

风险提示：国内疫情反复风险，政策不及预期风险，海外加息超预期风险。

### 主要数据:

上证综指:	3167.86
深圳成指:	11295.03
沪深 300:	3954.23
中小盘指:	4037.65
创业板指:	2373.72

### 主要市场走势图



资料来源: Wind, 国元证券研究所

### 相关研究报告

- 《2023 年宏观经济及大类资产展望》2022.10.09
- 《跨境资本的防火墙：汇率破 7 不是个事儿》2022.09.18

### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	

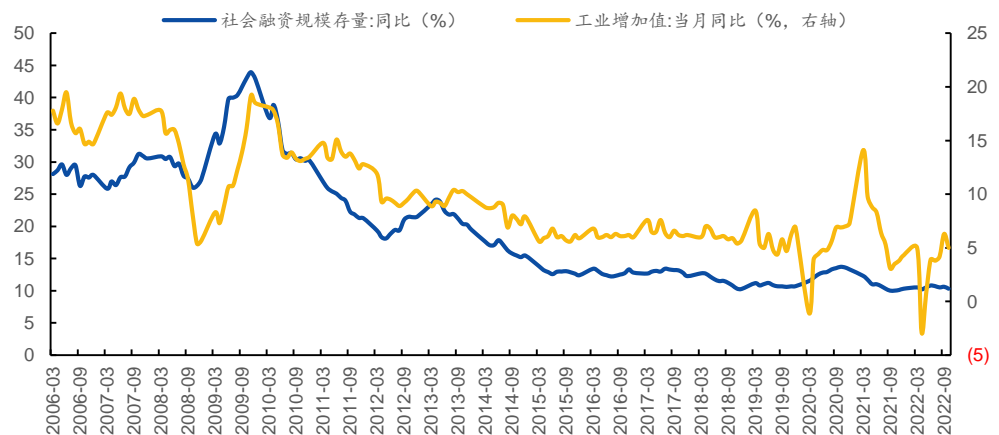
## 目录

一、非典型的经济压力 .....	3
1、经济的三座大山 .....	3
2、后续可能的变化 .....	5
2.1 地产投资的企稳：2023 年年末 .....	5
2.2 库存周期的反转：2023Q3 .....	7
3、无法很快消解的周期压力 .....	9
4、经济的回归：抗疫政策的变化 .....	10
5、2023 年的经济基本面：稳但难升 .....	12
二、资产荒：另一个需要正视的问题 .....	13
1、金融及实体周期的背离 .....	13
2、寡头下的货币政策：踟躇宽松 .....	15
3、信用周期的扩张可能会贯穿 2023 年 .....	16
三、资产配置方案：债券时间 .....	17
1、利率债是一个占优资产 .....	17
2、股票市场重回震荡 .....	18
2.1 上证指数运行区间：3100-3300 .....	18
2.2 三个线索的行业配置机会 .....	20
3、宜空的商品 .....	21

## 一、非典型的经济压力

自 2021 年始的这一轮经济压力与以往并不相同，一个异常的症状是金融周期和实体周期出现了明显脱轨。经验上，实体周期和金融周期应是彼此相关的，金融周期的起伏在塑造实体周期上起到了莫大的贡献，然而，这一次我们看到，尽管金融周期在不断向上，但实体周期却还是面临着莫大的压力，由此来看，这一轮的经济压力来源并不是周期性的。

图 1：金融周期与实体周期出现明显脱轨



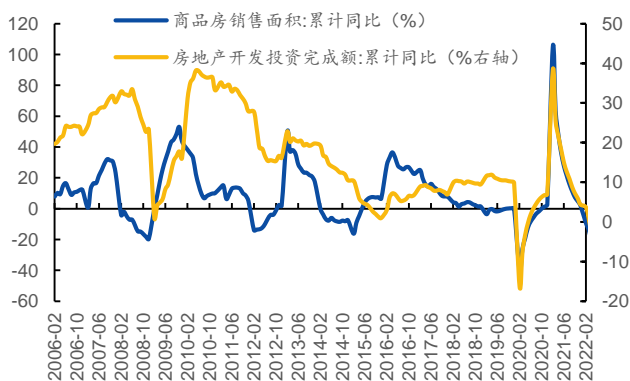
资料来源：wind，国元证券研究所

### 1、经济的三座大山

实体经济的压力在于三个方面。

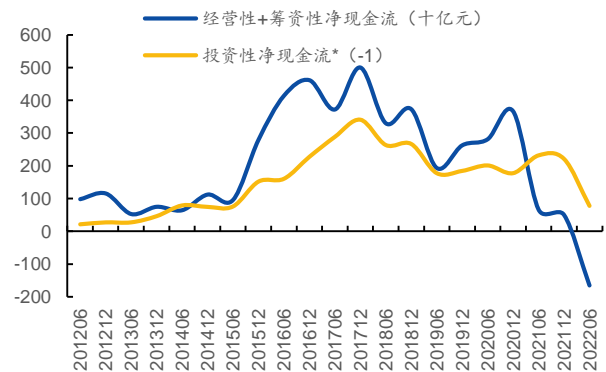
1) 管制升级后，地产信用和地产销售之间彼此交互恶化，至今没有出现回暖迹象。自 2021 年始，地产整体的资本开支速度明显下降，且在短时看不到企稳迹象。一则在时间维度上，地产销售即使企稳，地产投资需要一个信心集聚的时间；二则地产行业近来资本开支的收缩是偏被动的，近来地产的经营性及筹资性现金损失显著，这导致地产处于无钱开支的状态，这是另外一个环节的负向循环。

图 2：地产销售和地产投资之间存在传导时间差



资料来源：wind，国元证券研究所

图 3：地产行业在被动收缩资本开支

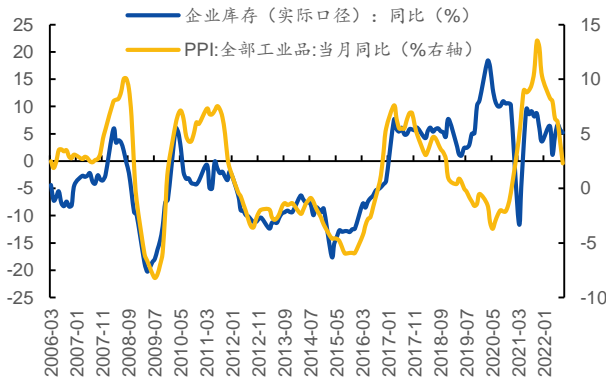


资料来源：wind，国元证券研究所

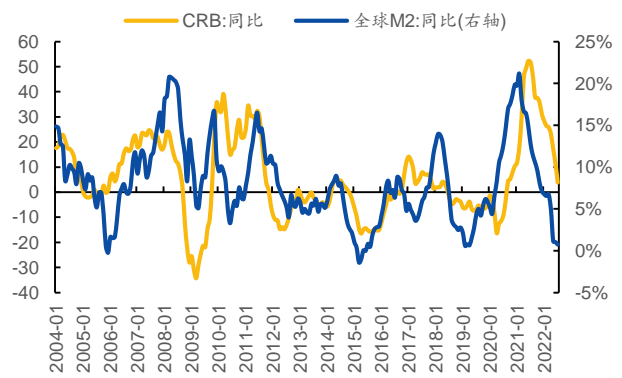
2) 库存是影响经济的第四辆马车，当前的去库对经济是一个隐形的压力。企业去补库存的决策来源于商品本身的涨跌情况，而当前一个非常明显的趋势是：全球的信用增长速度和商品价格一齐下跌，这导致国内企业对价格的预期尤弱，且引致了企业的持续去库存。往后看，一旦美国继续加息，全球信用和商品价格的拐点可能还需要一段时间才能见到，这导致企业在短时的库存策略仍然难以转变。

图 4：当前的去库对经济是一个隐形的压力

图 5：全球信用和商品价格息息相关



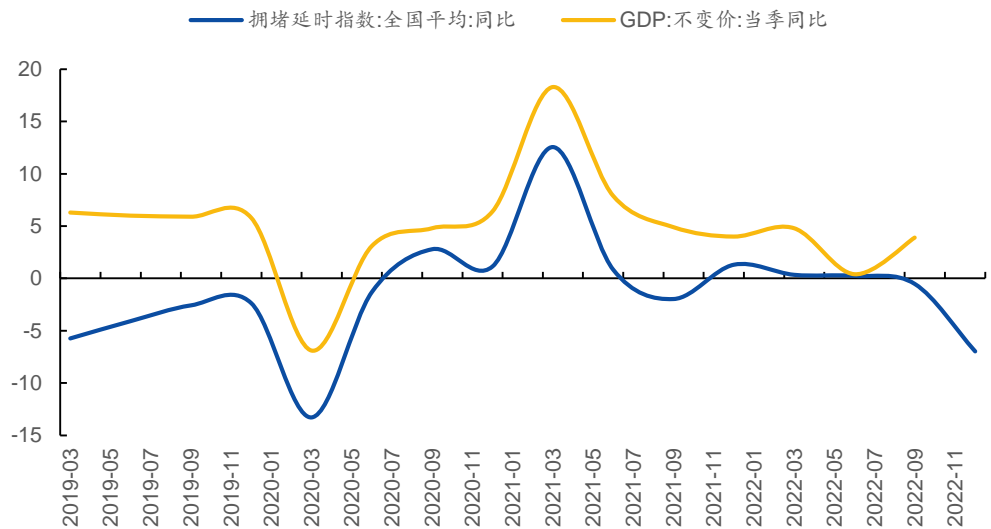
资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

3) 此外，抗疫政策在过去也加大了经济的波动。尤其进入 2022Q4 之后，在一波疫情加速之下，拥堵延时指数平均同比下跌了 7%，这个下跌幅度属 2020Q1 以来的最大下跌幅度，且所隐含的 GDP 增长水平有-3.5%之低。疫情防控政策虽然对经济没有趋势性影响，但存在着点阵影响。

图 6：抗疫政策对经济存在点阵影响



资料来源：wind，国元证券研究所

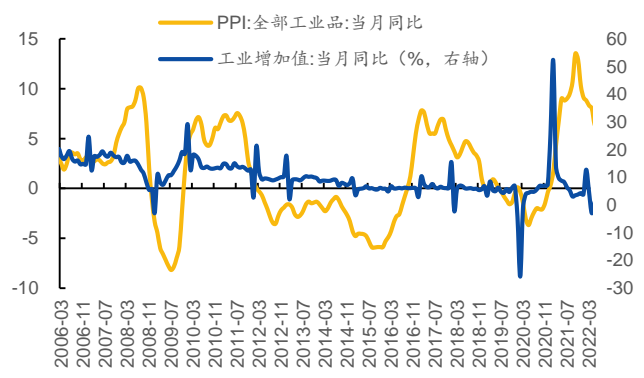
在上述三者中，地产和库存对经济的影响十分关键。经验上，当地产投资下降时，经济从未出现过企稳甚至复苏，而当商品周期下降且库存去化时，经济也从来没有出现过边际好转的迹象，因此，地产和库存是研究经济趋势能否翻转的非常重要的变量。

图 7：地产对经济的影响十分关键

图 8：库存对经济的影响十分关键



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

## 2、后续可能的变化

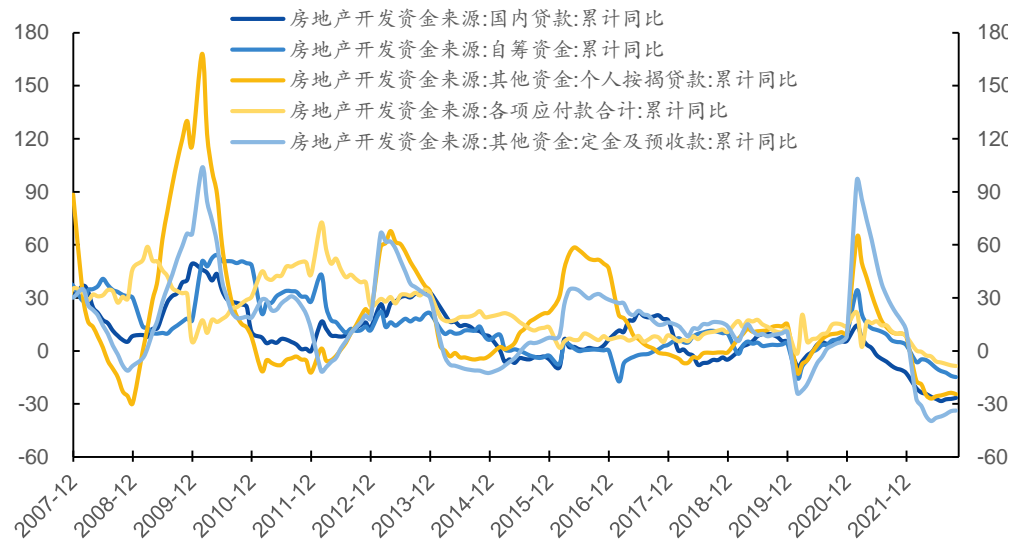
### 2.1 地产投资的企稳：2023 年年末

地产投资的复苏最早也要等到 2023 年年底附近。

1) 此次地产行业所受的冲击是政策性的（2021 年初的三条红线与按揭集中度考核政策），因此，地产的下跌主要是基于持续下滑的主观信心。这会推出两个基本结论：一是地产的衰退不会无休无止，一旦地产的衰退速度与信心匹配，地产就会在新的更低的水平上稳住；二是既往周期的时间上的规律应不能作为参考。

2) 然而，资本开支的启动一定是要以销售回款的加速为必要条件的。地产投资实际是现金流导向的，也就是说，在每轮地产开支启动之前，资本都会向地产进行一轮集中，当地产手中的现金流充裕之后，投资周期才有可能启动。因此，每每地产投资见底回升之时，个人按揭及定金预收款的回升是最为必要的条件。

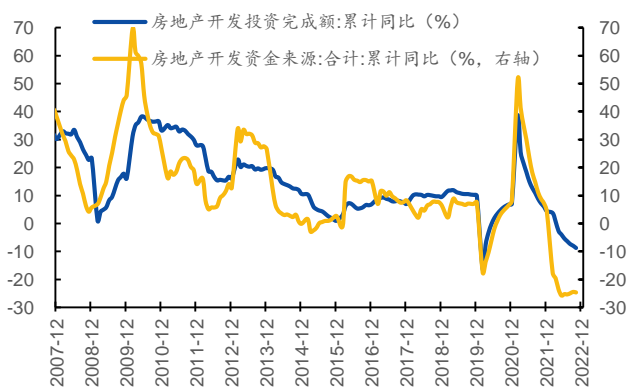
图 9：资本开支的启动以销售回款的加速为必要条件



资料来源：wind，国元证券研究所

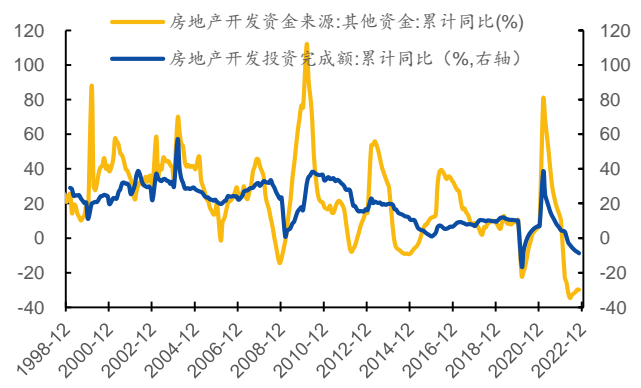
3) 地产投资企稳的时间点应该很接近 2023 年的年底。首先，地产开发投资资金来源已经降速逾 20%，但地产投资的降速仍然不到 10%，这意味着地产投资在短期仍然无法企稳，且有继续下降的空间；其二，就空间看，历次地产投资启动时，地产的销售回款（其他资金来源）至少要有 20% 左右幅度的反弹，按目前的斜率顺推的话，满足这个条件至少要等到 2024 年年初；其三，如果我们承认地产没有进一步高周转的空间的话，那地产投资滞后于地产回款而启动的时间差至少要长于 2015 年那次（13 个月），这意味着地产投资回升的时点至少要在 2023Q3。

图 10：地产投资在短期内很难企稳



资料来源：wind，国元证券研究所

图 11：当前地产的销售回款反弹幅度不足



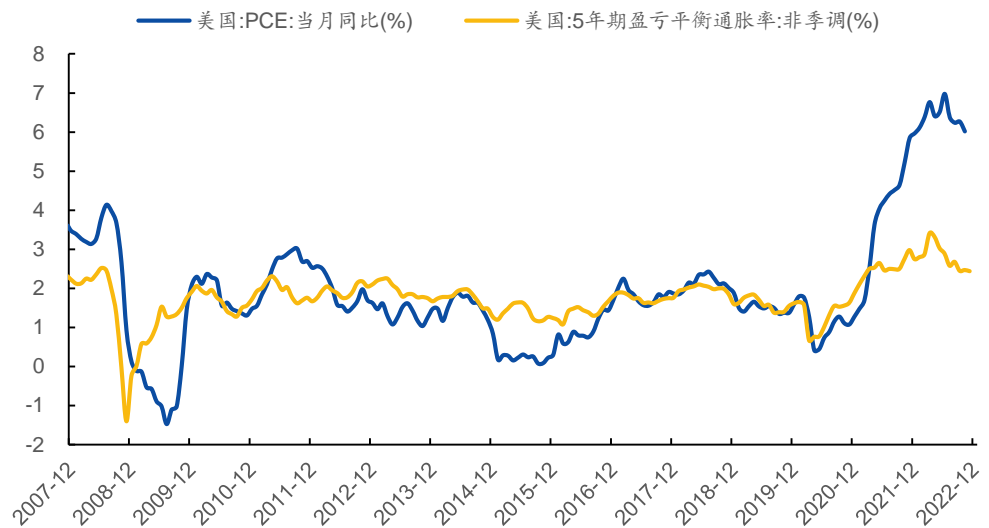
资料来源：wind，国元证券研究所

## 2.2 库存周期的反转：2023Q3

库存的根由在商品价格上，而商品价格的根由在全球货币上，全球货币的根由又在发达国家的通胀局势上。

一个潜在的转机是：美国的 CPI 也许正在拐头。其一，从食品的大幅上涨即可看出，美国的此轮通胀应与通胀预期的自我形成息息相关，而从大概率已经见顶的盈亏平衡通胀率去看，美国的此轮通胀大概率已于今年6月见顶；其二，通胀受货币条件及预期的变化影响，也许不会呈现出一轮又一轮稳定弹性的周期，但时间规律应该是严谨的，假设美国此轮通胀6月见顶的话，则此轮美国通胀与09-11年那一轮恶性通胀相同，都维持了26个月的时间。

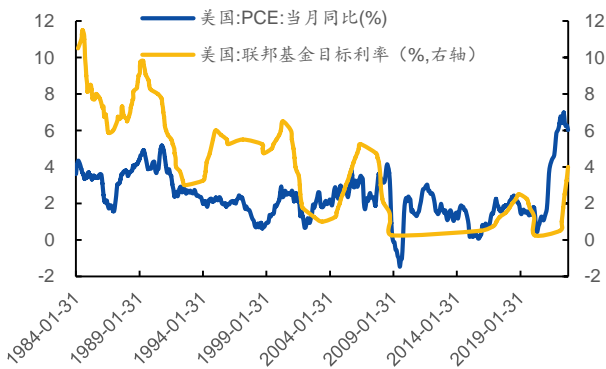
图 12：美国的 CPI 也许正在拐头



资料来源：wind，国元证券研究所

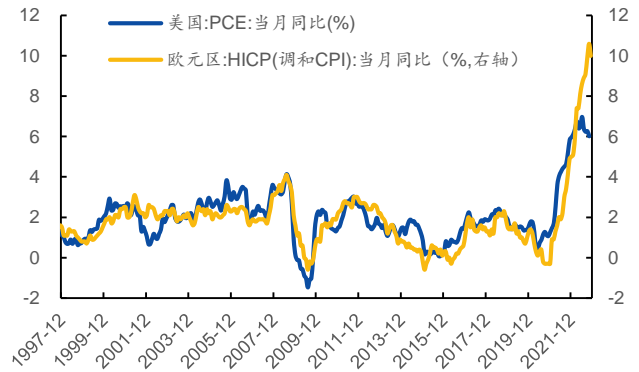
但美国仍然希望通过紧缩的货币政策额外维持一段美元强势，这意味着在今年美欧的加息未尽。首先，这种美国通过额外加息巩固控通胀成果的先例是存在的。在第二次原油危机之后，美国一共经历了4段完整的加息周期，每一段加息都是出于控通胀的考虑，而此中有两次在通胀见顶后，美国为了巩固稳定通胀的成果，额外进行了1-2次加息；其次，此次虽然美国通胀已见顶，但欧元区的通胀尚未出现见顶迹象，这时，美国仍然需要动用偏紧的货币政策来稳定输入性通胀的压力。

图 13: 美国有通过额外加息以巩固控通胀成果的先例



资料来源: wind, 国元证券研究所

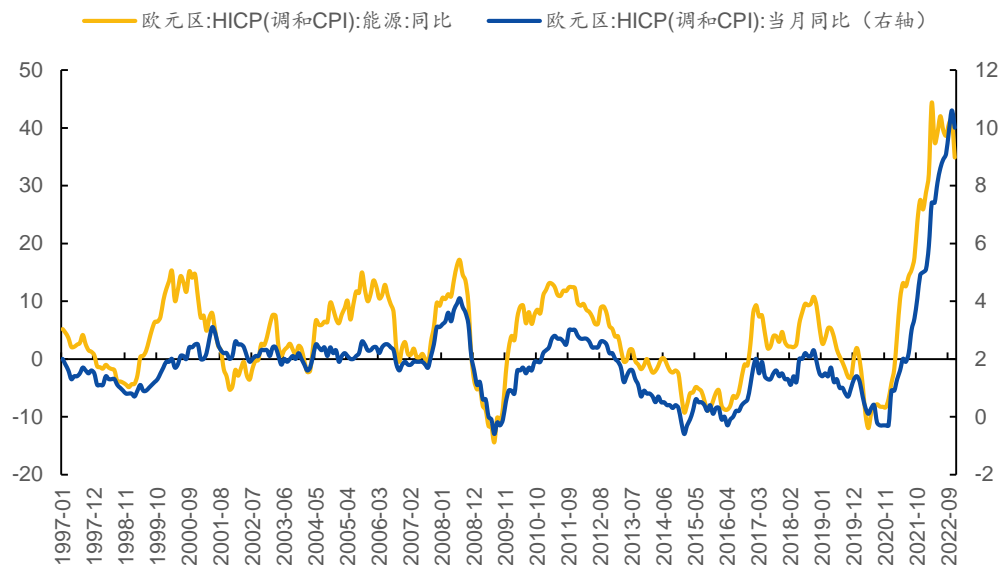
图 14: 欧元区的通胀尚处高位



资料来源: wind, 国元证券研究所

但在偏大的概率下，发达国家的加息进程已到尾声。细窥这一轮欧元区通胀结构即可知晓，这一轮欧元区的通胀源于能源通胀，而能源通胀在今年 3 月之后已经进入了明显的筑顶形态，这意味着，一旦能源的供应压力不再加剧，欧元区的通胀压力很可能会放缓，这时美国因欧元区通胀而额外收紧的基础也不存在。

图 15: 本轮欧元区的通胀源于能源通胀

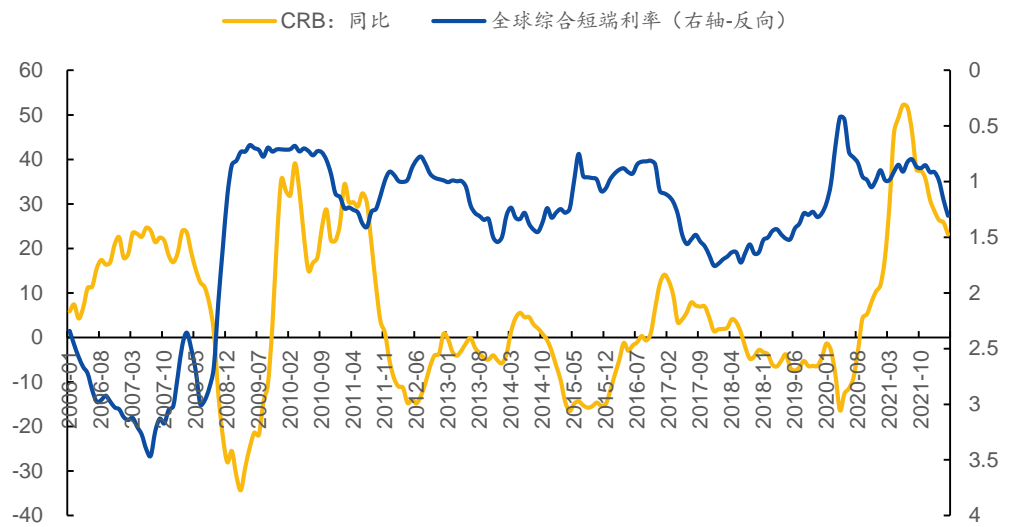


资料来源: wind, 国元证券研究所

如果发达国家政策变稳的边际拐点在明年 Q1 的话，那商品的拐点应该在明年 Q3 附近，那么，中国新一轮补库周期的启动应是在 2023Q3。很明显的是，商品的定价越来越与全球的金融环境相关，且在商品定价金融化后，商品周期在不断前移，从近几年的规律看，商品周期滞后于全球货币周期的时间差仅仅 2 个季度左右，这比起之前的若干周期来说，时间差是大幅压缩的。



图 16: 商品的定价越来越与全球的金融环境相关



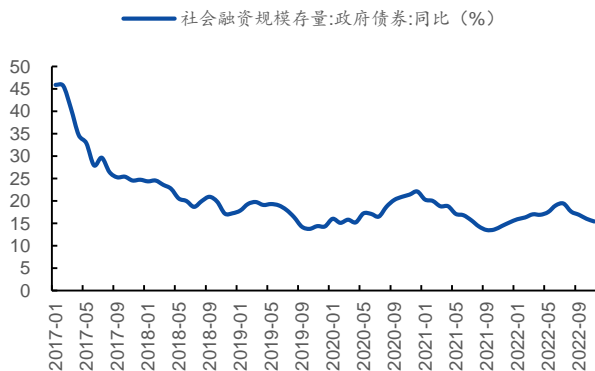
资料来源: wind, 国元证券研究所

### 3、无法很快消解的周期压力

至少对于第二产业来说，2023Q3 之前我们无法看到第二产业的恢复，甚至今年支撑第二产业的力量，在后续会陆续变成掣肘。

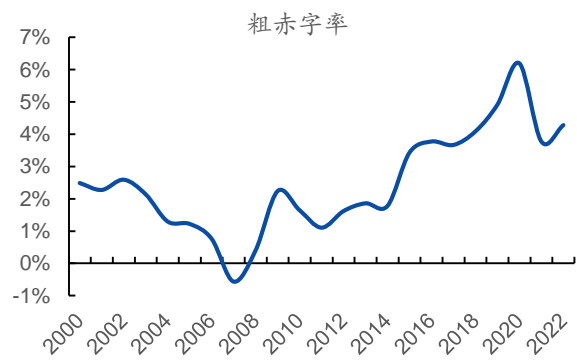
- 1) 大概率，明年的基建会从支撑变成压力。基建其实是一个相当短的变量（基建的发力一般不超过一年），其背后应该是马斯特里赫特条约的安全限制，而当前相对明显的是，这一轮基建的发力应已到达尾声，政府负债逐步进入了一轮下降周期，且受今年偏高的赤字率影响，明年基建的资金来源可能会明显放缓。

图 17: 政府负债逐步进入到一轮下降周期



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 18: 2022 年赤字率偏高

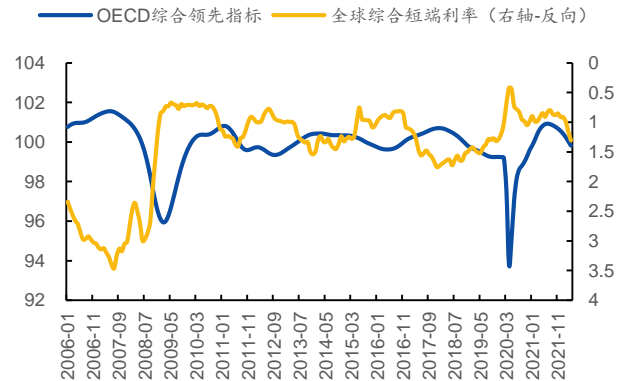
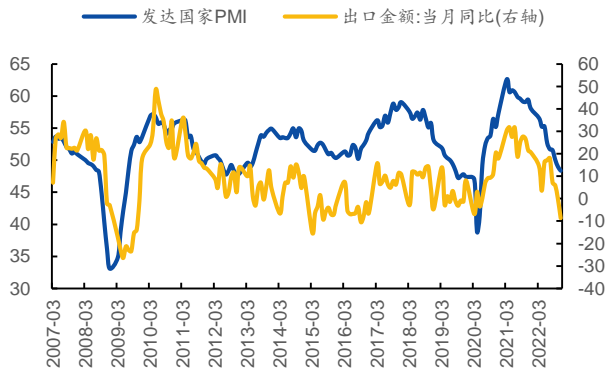


资料来源: wind, 国元证券研究所

2) 出口的衰退压力在明年也会加重。众所周知的是，随着发达国家紧缩政策的进行，包括美国在内的发达国家在经济上逐步走向衰退，且其经济需求从年初开始就出现了持续性下滑，外需的下滑成为了出口越来越沉重的压力。往后看的话，发达国家的需求下滑在明年难以止步，这导致出口下滑应该是一个贯穿明年始终的压力所在。

图 19：外需的下滑成为出口越来越沉重的压力

图 20：发达国家的需求下滑在明年难以止步



资料来源：wind，国元证券研究所

资料来源：wind，国元证券研究所

#### 4、经济的回归：抗疫政策的变化

但抗疫政策的变化是明年偏正面的力量，这个力量可与基建、出口及地产的压力正负相抵。

1) 抗疫政策的放松对消费的影响其实偏有限。消费下滑的元凶绝不仅仅是防疫政策。在 2020 年新冠病毒出现之前，消费的实际增长速度就持续下降，其原因可能有两点，一是随着经济潜在增长率的下降，消费预期是在逐步走弱的（大家对未来的收入增长空间的预期在收窄）；二是随着消费越来越充分，消费本身的潜在增长率也是下滑的。

如果照这个趋势线性推算的话，消费最多能回到 2021 年的水平。如果我们承认在没有疫情的情况下，消费也会就原有的通道继续下滑的话，那按照 2013-2019 年的下滑趋势，消费的实际增长速度在此时将会回落到 3.1% 附近，这与 2021 年的实际增长速度（扣掉基数因素）相当。

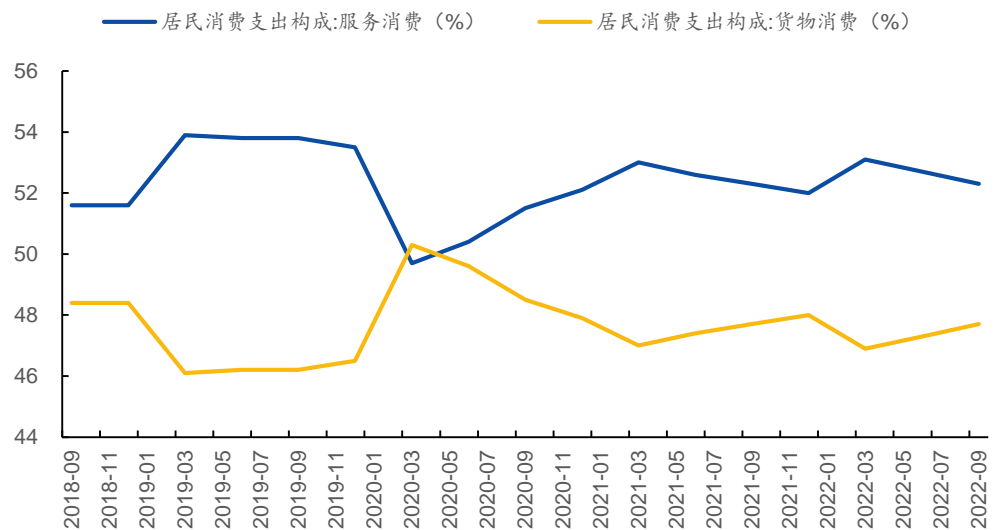
图 21：抗疫政策的放松对消费的影响有限



资料来源: wind, 国元证券研究所

2) 相应地, 服务业的恢复可能会力度稍大。自疫情来袭之后, 居民的消费结构出现了微妙的变化, 居民的服务消费向商品消费腾挪了 1.5% 左右的空间, 如果疫后一切如常的话, 那服务消费的恢复可能会比商品消费快 6 个百分点左右, 这意味着, 如果服务业恢复如初的话, 对 GDP 的拉动约 1.9 个百分点左右。

图 22：服务业的恢复可能会力度稍大



资料来源: wind, 国元证券研究所

3) 当然，这个过程也是循序渐进的。即使管控放松，交通及社会活动是否能充分恢复，也存在不确定性，毕竟民众的自发性防疫也可能会随着疫情新增人数的上升而加剧，这会相当程度上对冲掉疫情放松带来的影响，譬如，在越来越多的城市管控放松之后，交通情况依然没有起色。

图 23：管控放松后，交通和社会活动的恢复存在不确定性



资料来源：wind，国元证券研究所

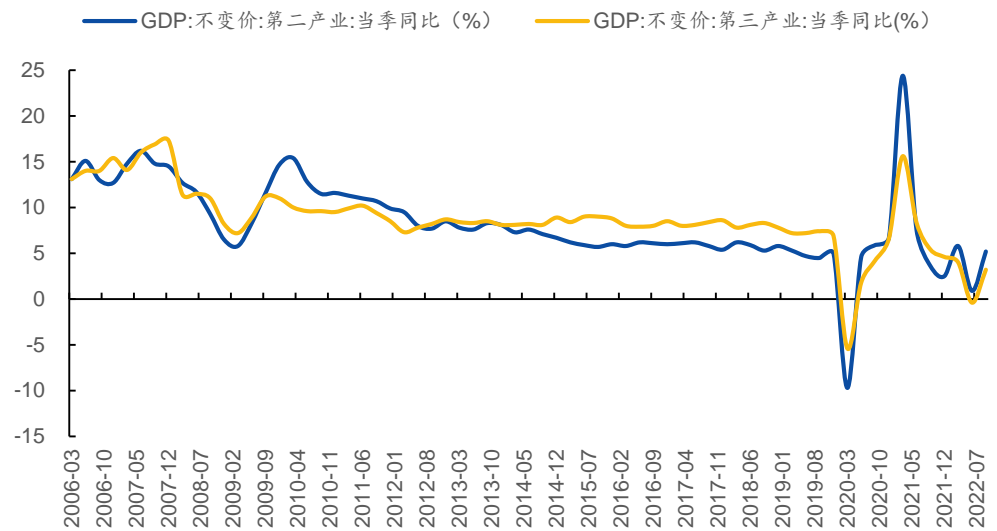
## 5、2023 年的经济基本面：稳但难升

照此来看，明年的单季度 GDP 增长可能会回到 4.5%左右。

1) 这两年经济中枢的回落其实主因并非疫情（2020 年下半年在正常基数时，经济甚至回升到了潜在增长率之上），而是地产及库存周期。若展望明年，虽然疫情对经济的拖累减轻，但基建、地产等重要周期线索会进一步减速，这将导致第二产业的 GDP 增长水平继续探底，其单季增长可能会探到与 2021Q4 时 2.5%的增长速度相当或更低水平。

2) 然而，服务业的恢复可能是经济中枢的有力稳定器。当前另一个问题是，疫情使得第三产业的增长水平甚至还要低于第二产业，这意味着，第三产业本身已经到了一个偏异常的状态之内，如果疫情防控政策放开，在乐观情境下，第三产业可能会恢复至与 2019 年相仿的水平（7%左右），这意味着，总 GDP 的均衡位置在 4.5%左右。

图 24：服务业的恢复可能是经济中枢的有力稳定器



资料来源: wind, 国元证券研究所

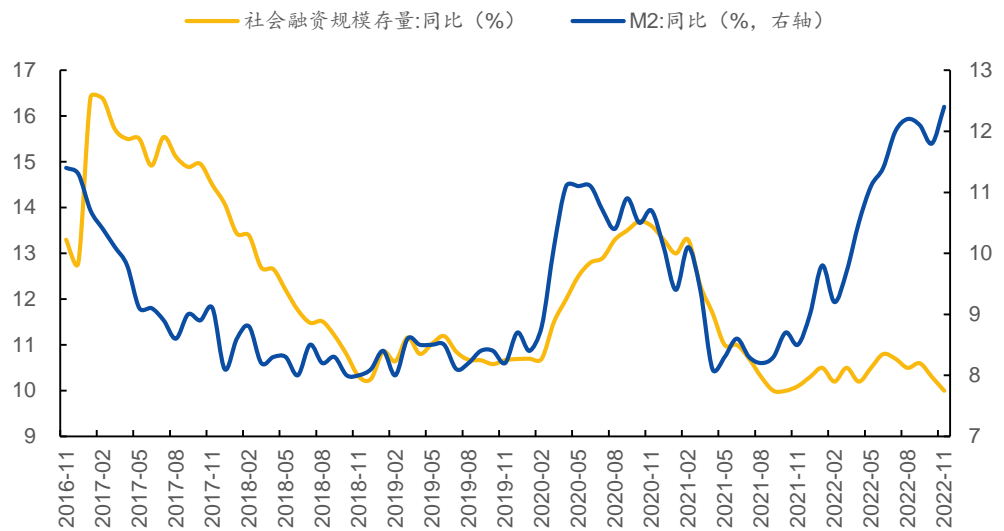
## 二、资产荒：另一个需要正视的问题

### 1、金融及实体周期的背离

经济基本面之外，另一个重要线索是资产荒，货币失灵也是个需要正视的问题。

当前的金融周期和实体周期是背离的。一方面，受前期货币宽松的影响，金融周期现在还在一个上升的状态，M2 和社融仍然处于持续加速的通道；另一方面，受地产及其他因素的影响，实体经济的增长速度仍然在放缓，这意味着，实体层面的货币越来越多，却依然无法阻止实体下降的步伐。

图 25: 当前金融周期向上



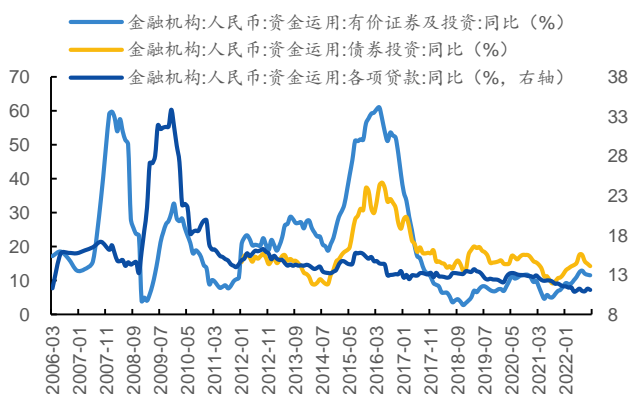
资料来源: wind, 国元证券研究所

本质上, 这个差异不难解释, 我们应该是陷入了准流动性陷阱之中。

1) 经济的式微并非出于周期, 而是各种管控政策, 因此, 当前经济的根本问题是信心问题和政策约束问题, 根本不是一个单纯的货币条件的问题。既然经济的痛点不在于货币, 我们靠传统的“货币-金融”周期的上升去托底经济, 大概率也是失败的, 换句话说, 就是在实体层面被管控或丧失信心的状态下, 当前更大的问题是需求, 但货币在提振需求的效果上一直是收效甚微的。

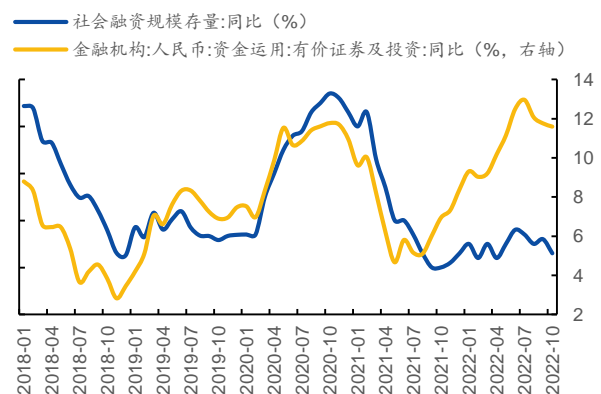
2) 因此, 在手中的筹码和一级市场融资需求匹配不上的情况下, 银行参与了大把的二级市场项目。从商业银行的信贷收支表的资金运用端看, 近期的有价证券及投资加速明显, 而这些投资中绝大多数并未投向一级市场, 毕竟社融没有出现与“有价证券投资”相仿的上行斜率, 这意味着, 银行大量的资金是通过二级市场投向了实体面。

图 26: 银行大量参加二级市场项目



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 27: 银行大量的资金通过二级市场投向了实体面



资料来源: wind, 国元证券研究所

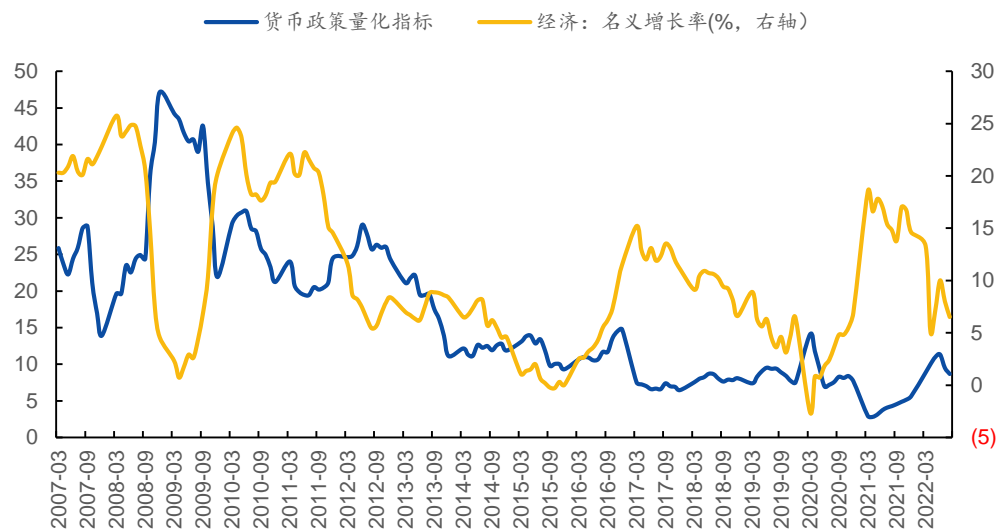
## 2、寡头下的货币政策：踟躅宽松

这种准流动性陷阱现象派生出了两个截然不同的货币政策思路，这两个思路看起来都是合理的。其一是以央行为代表的逆周期调控派，即在金融周期已处上升期时，政策没必要继续宽松去进一步推升金融周期，既然金融周期的上升无法推稳经济，那也不必造成大量的资产泡沫或通货膨胀等负作用；其二是跨周期调控派，既然经济长期注定增长放缓，我们就应在货币上一松再松。

这种双头博弈虽然增加了货币政策观测的难度，但仍然不能扭转货币宽松的趋势。

1) 货币政策的运行还是一个典型的逆周期调控规则。从经验上看，货币政策与经济名义增长率密不可分，至少在名义增长率的下滑阶段，货币政策都在保持着宽松的基调，这个规律在历史上是概莫能外的。这意味着，货币政策的基调并非完全基于主观，而是货币政策所设定的利率必须要和经济的回报率互相匹配，否则会存在更大的矛盾，为了淡化这种矛盾，货币政策在回报率的下滑阶段，必须不断下调利率水平。

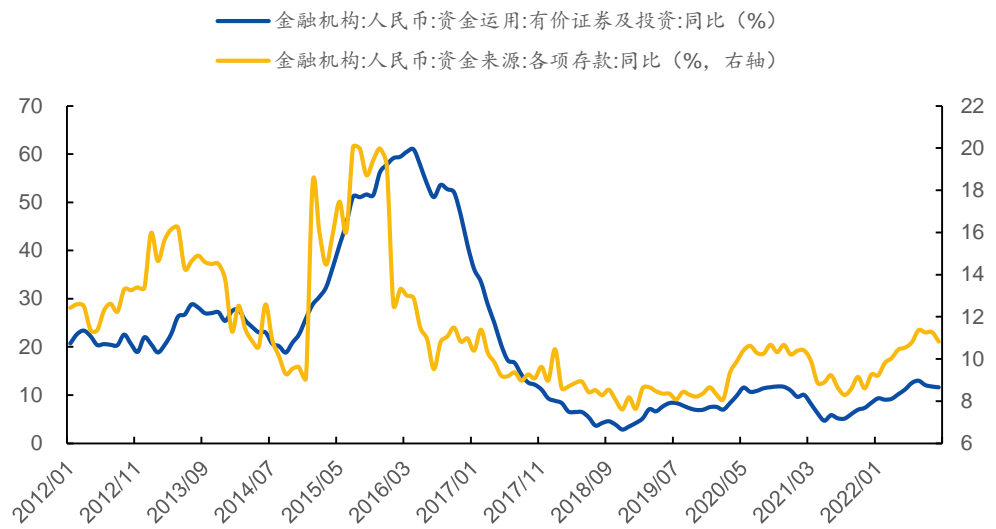
图 28：货币政策与经济名义增长率密不可分



资料来源：wind，国元证券研究所

2) 如果央行锚定的是金融周期的话，那金融周期当前的向下也使得货币收紧无法持续地进行下去。譬如当前，货币政策在短时收敛之后，银行的证券投资已经在带着存款规模放缓（因当前银行大量参与二级市场交易，这种货币到信用周期的传导是立竿见影的），一旦信用周期放缓，央行紧缩货币的逻辑立刻不复存在，照此来看，货币政策是紧不下去的。

图 29：金融周期的向下对货币收紧有制约

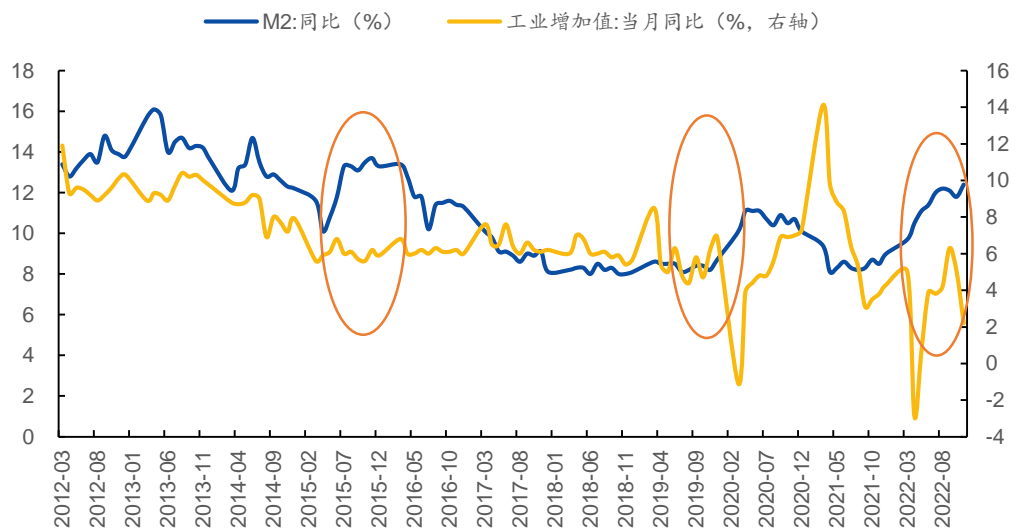


资料来源：wind，国元证券研究所

### 3、信用周期的扩张可能会贯穿 2023 年

如果商品和经济在明年 Q3 同步触底的话，那货币政策的宽松大概率维持到明年 Q3，那么，信用周期的扩张应是贯穿明年始终的。这意味着，明年会呈现出一个资产荒的标准宏观结构（金融向上，实体一般），毕竟，我们曾经历过的两轮资产荒都是在相似的结构之中出现的（信用扩张的资金是带着成本的，若进不了实体，必然会进入金融市场），若定量观察的话，明年这一轮资产荒也许要比过去两轮更加明显。

图 30：资产荒：金融向上，实体一般



资料来源：wind，国元证券研究所

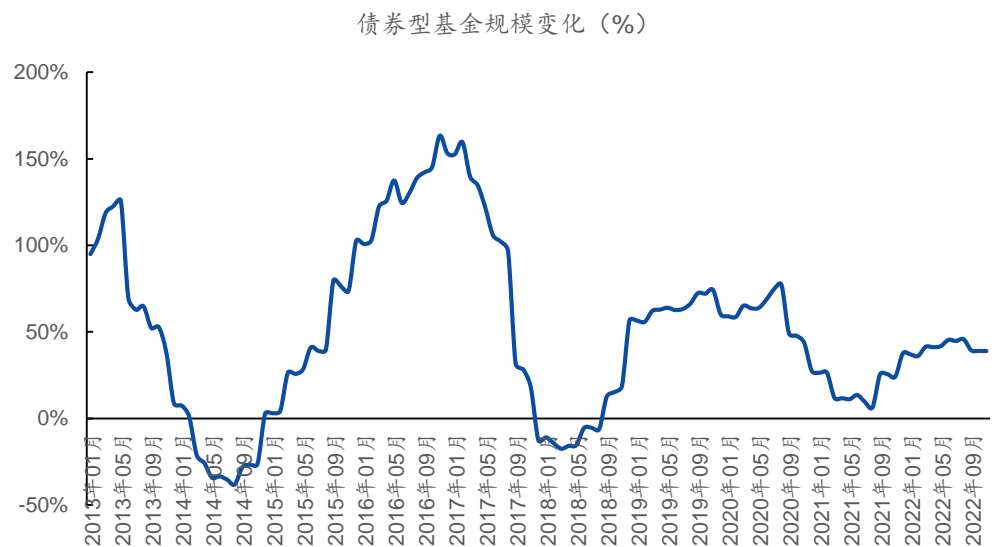


### 三、资产配置方案：债券时间

#### 1、利率债是一个占优资产

在货币宽松及资产荒并行的状态之内，利率债应是一个占优资产。一方面，货币宽松及经济名义增长速度下降是利率债牛市延续的经典组合；另一方面，资产荒也在一定程度上会压低收益率曲线的高度和斜率，其表现为债券基金的规模再度加速，且冲向新一轮上行脉冲的高位。

图 31：债券基金规模变化

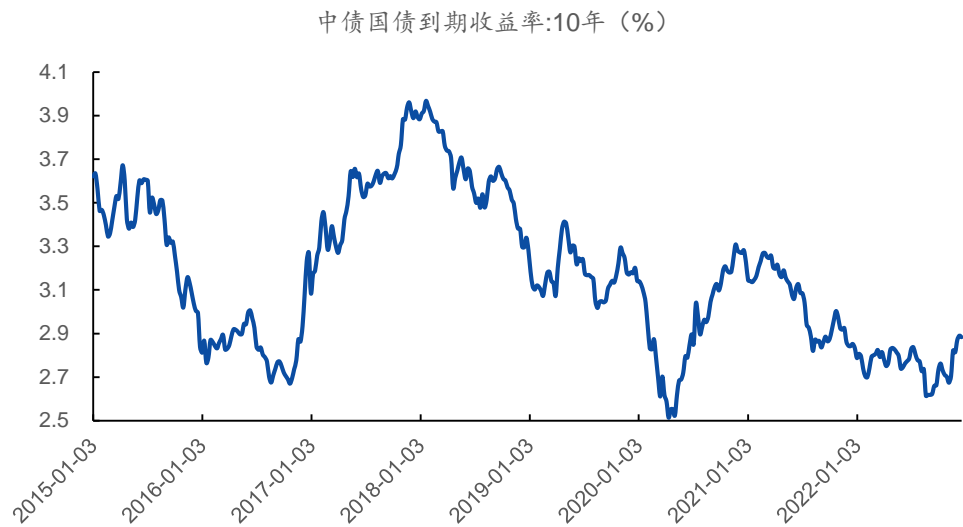


资料来源：wind，国元证券研究所

虽然实际增长速度也许不会进一步下降，但名义增长速度仍然会因价格下行而下降，这意味着若 10Y 国债收益率到 2.9% 附近之后，会是一个良好的做多机会。即使经济回升至 2022Q1 的水平，收益率也未必会回到比 2022Q1 更高的位置（名义回报率不如 2022Q1），而当前在收益率明显高于 2022Q1 的情况之下，收益率或许已经超调。

利率债的盈损结构仍然近似于看涨期权。其一，比起 2022Q1 来说，我们的经济增长最多持平，但 PPI 是下降的，这意味着经济本身的矛盾是大于 2022Q1 的；其二，从结构上看，我们是靠服务业回到 2022Q1 的水平，服务业的杠杆比起工业要天然性更低，这意味着即使经济基本面相当，更高的服务业占比会使得资金需求恢复的力度打一些折扣。

图 32：10Y 国债收益率在 2.9%附近是良好的做多机会



资料来源：wind，国元证券研究所

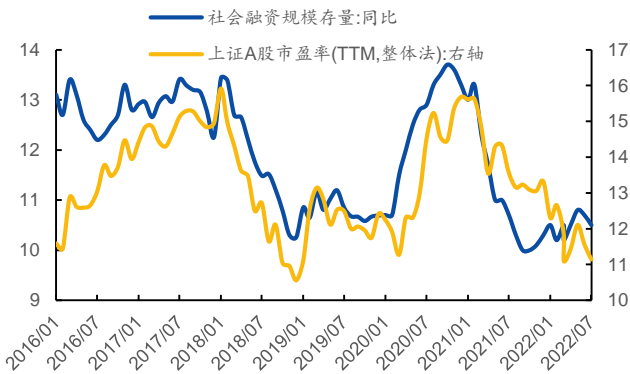
## 2、股票市场重回震荡

### 2.1 上证指数运行区间：3100-3300

众所周知的是，定价股票市场的是估值及业绩，估值与资产荒有关，业绩与实体经济有关。一方面，股票市场的估值与社融的变化息息相关，实体层面的流动性多寡给股票市场贡献了想象空间；另一方面，股票市场的业绩与经济名义增长率存在偏高的相关性。那么，根据以上关乎实体的分析结论的话，在 2023 年，股市的主要支撑是估值，而非经济基本面。

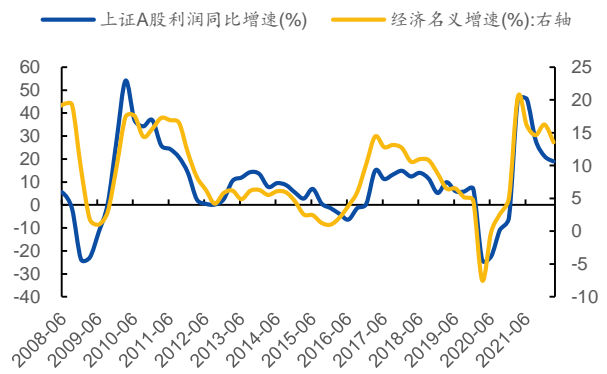
股票市场的估值预计不会收缩太多。当前的上证 A 股市盈率约 12.5 倍，与当前社融的增长水平基本匹配，但低于 M2 所隐含的增长水平。这意味着，当前市场上应该存在大量的剩余流动性，虽然这些剩余流动性的风险偏好不高，但因剩余流动性的量太大，股市还是因剩余流动性而获得了额外的支撑。因此，如果后续金融周期持续向上的话，股市的估值还是存在强大的支撑力量。

图 33：股票市场的估值与社融的变化息息相关



资料来源：wind，国元证券研究所

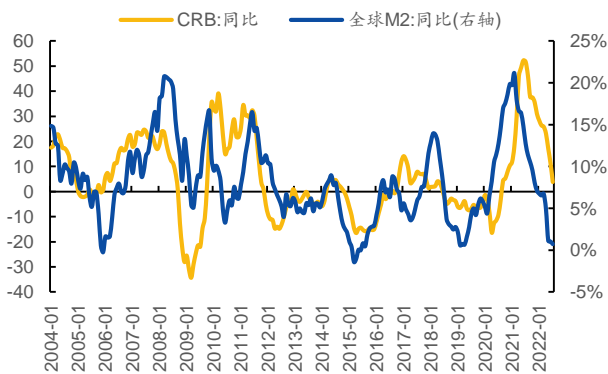
图 34：股票市场的业绩与经济名义增长率相关性高



资料来源：wind，国元证券研究所

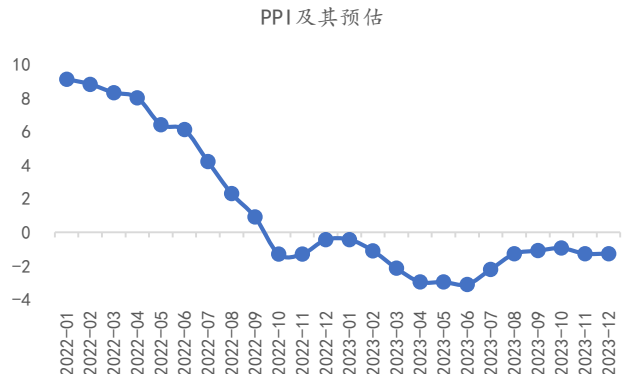
在业绩上，明年名义增长率所对应的水平应在 3.2%附近。我们除了沿用 4.5%的 GDP 假设外，PPI 在明年年末可能会探至-1.3%左右。在全球 M2 的增长速度仍在下探之时，PPI 在 2023 年全年都无法回到正增长状态。按照当前的周期因子去推算的话，PPI 虽然可能在明年年中附近见底，但后续的回升绝不算强劲（毕竟全球即使出现政策恢复，对 PPI 的正反馈应还不够充分）。

图 35：商品价格与全球信用周期密切相关



资料来源：wind，国元证券研究所

图 36：PPI 预估(%)



资料来源：wind，国元证券研究所

照此推算，2023 年的利润增长速度应会收敛至 0 一线，即 2023 年的利润水平与 2022 年相仿。按照此假设去看，接下来的权益市场不会出现太过明确的趋势，上证指数应会在 3100 点至 3300 点这 200 点左右的空间内窄幅波动。在业绩逐步变平但流动性撑住估值之后，股票指数会摆脱过去那种大幅往复波动的状态，贝塔层面的机会会逐步减弱。

## 2.2 三个线索的行业配置机会

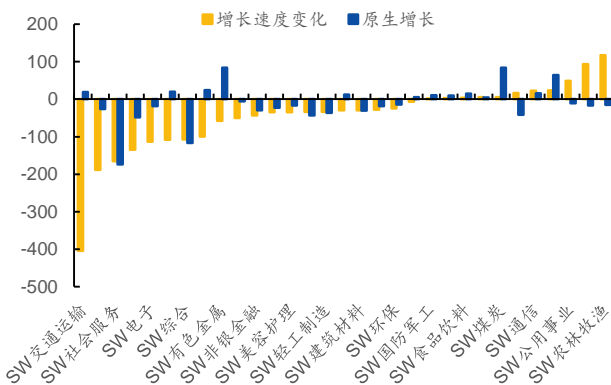
在行业层面，股市会面临两类超额机会。一是业绩增长速度上升带来的估值提升机会；二则是在业绩增长速度不出现大幅度回落的情景下，行业单依赖于本身偏高的业绩增长率而出现的业绩推动式上涨。

按图索骥，我们推荐三类行业。

1) 既有业绩加速，又有业绩高增长。这类行业包括光伏设备及煤炭，其中，光伏设备受益于双控政策和基建投入，而煤炭则受益于极端天气和全球能源安全问题，按照基本面来讲，这两个行业的基本面的利好都是不持续的，譬如，基建若在明年下滑，且俄乌冲突在明年淡化的话，这两个行业的基本面都会或多或少被削弱，但毕竟这两个行业的原生增长偏快，安全边际比其他行业要好一些，可以做一些少量的底仓配置。

图 37：各行业增速比较

图 38：光伏行业基本面存在利好



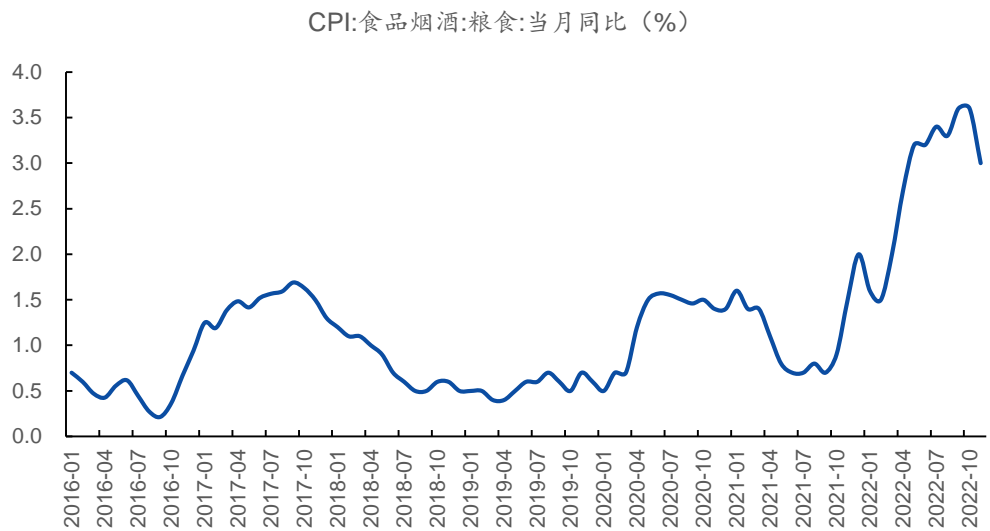
资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

2) 业绩原生增长速度一般，但有崛起迹象的行业。这些行业包括粮食种植、互联网电商及电力行业。粮食种植行业受既有通胀周期向上的影响，出现了明显的业绩改善；互联网电商受益于消费预期的改善及海外布局；电力行业则受益于动力煤价格的企稳及利率的下降。

图 39：粮食种植行业受通胀周期向上的影响，业绩明显改善



资料来源：wind，国元证券研究所

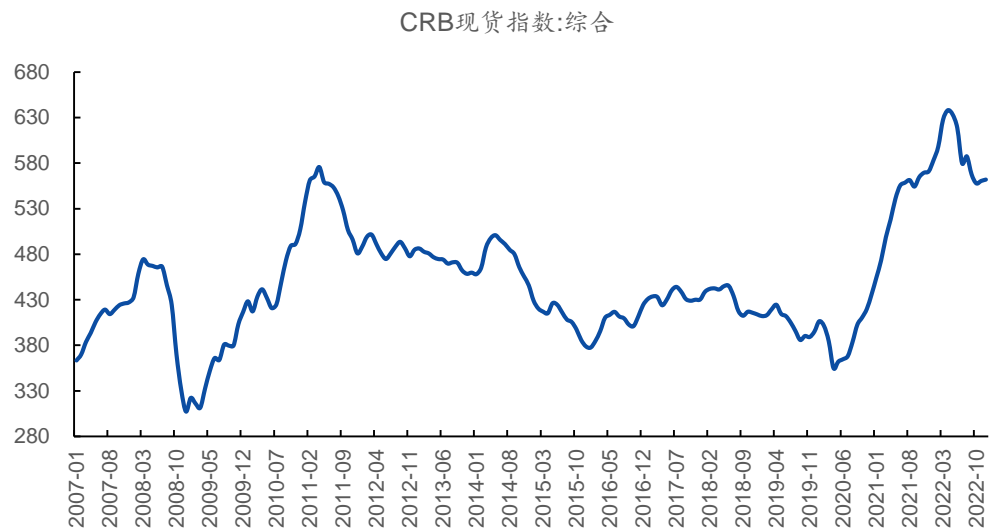
**3) 矛盾不凸显，但业绩有增长也有改善的行业。**这些行业包括家用电器、食品加工及调味品以及军工。其中，家用电器既有低估值，又可以受益于地产恢复；食品加工及调味品依然受益于既有上行的通胀周期，军工的业绩不但在不断增长，而且地缘政治的紧张及矛盾又为军工提供了明确的优质基本面。

综上所述，在相对平衡且方向不明确的市场之前，我们只能关注几个阿尔法层面的机会。一则通胀产业链，即粮食种植、食品加工及调味品；二则战争产业链，即军工、煤炭；三则逆周期行业，即电力；四则刺激政策链条，即互联网电商、光伏设备、家用电器（含小家电）。其中，相对低估值且矛盾不凸显的煤炭、光伏设备及家用电器可以作为底仓少量配置。

### 3、宜空的商品

商品市场尽管可能在 2023 年年中出现一个变稳的拐点，但就全年来讲，胜率更高的方向还是做空。一方面，当前商品的位置偏高，且这一轮商品周期仅仅下降了不足三个季度，无论从时间还是空间来讲，都是不够的；另一方面，若反过来看，商品周期如果出现上涨，都是在流动性非常充裕或者强力供给侧改革的环境下完成的，这个规律在历史上是概莫能外的，因此，当前这个位置不太可能会出现空中加油站的行情。

图 40：商品宜空

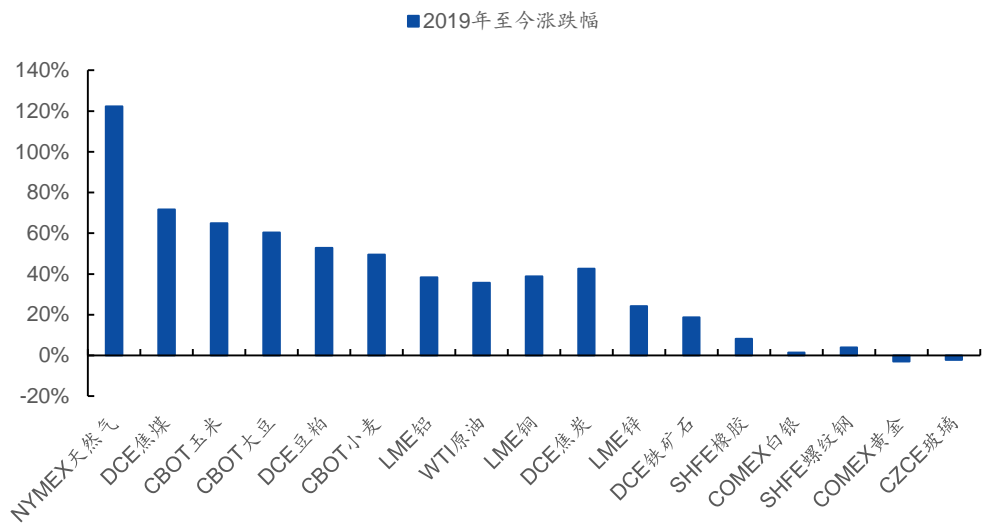


资料来源：wind，国元证券研究所

在具体品种上，我们可以多从空间的角度考虑。既然商品这一轮的大幅起落是因为全球货币的大幅收放，那么，我们可以用 2019 年（全球货币在相对正常状态）为锚，去比较商品的相对位置。很明显的是，在各个品类的商品中，相对 2019 年价格偏高的商品，大多为受俄乌危机影响偏大的商品（天然气、焦煤、玉米、小麦），这些商品的价格比 2019 年明显偏高，可能是战争引起的供应紧张带来了一些溢价。

除了受俄乌危机扰动且具备“供应溢价”的商品之外，其余的商品在做空上有相对更高的胜率。由于俄乌危机的前景难以预测把控，且即使预测成功，这些商品后续的波动率可能巨大，因此，我们可以暂时把这些商品放一放，除了这些品种之外，其余品种的商品也许做空的胜率要更大一些，譬如：大豆、豆粕、铜、铝。

图 41：2019 年至今主要商品品种涨跌幅

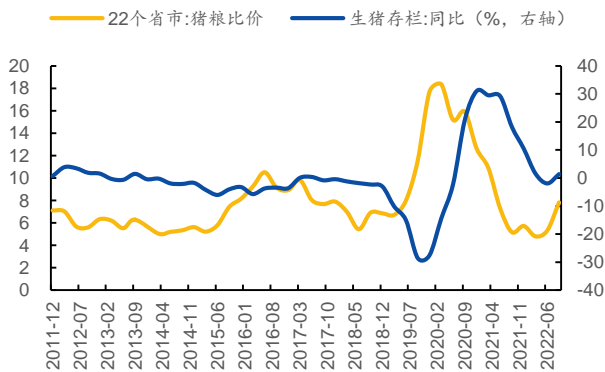


资料来源：wind，国元证券研究所

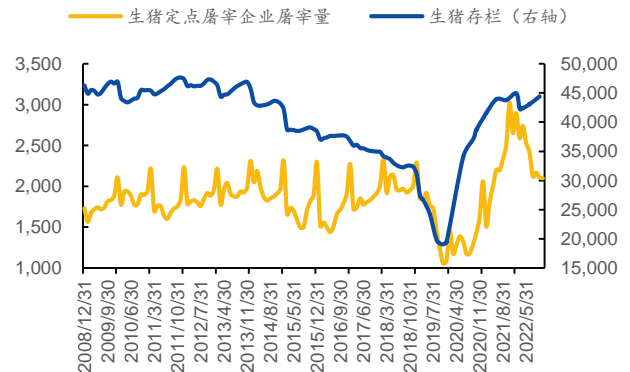
猪是一个相对独立的线索，但这一轮猪周期的启动有一些异常，其原因是市场对猪价看多的预期过于一致。其一，相对猪粮比来说，这一轮生猪存栏去化的力度是不够的；其二是，相对存栏来说，这一轮屠宰量回落得非常明显，这意味着，生猪产业背后的捂栏心态偏强。

图 42：本轮生猪存栏去化力度不够

图 43：生猪产业背后的捂栏心态偏强



资料来源：wind，国元证券研究所

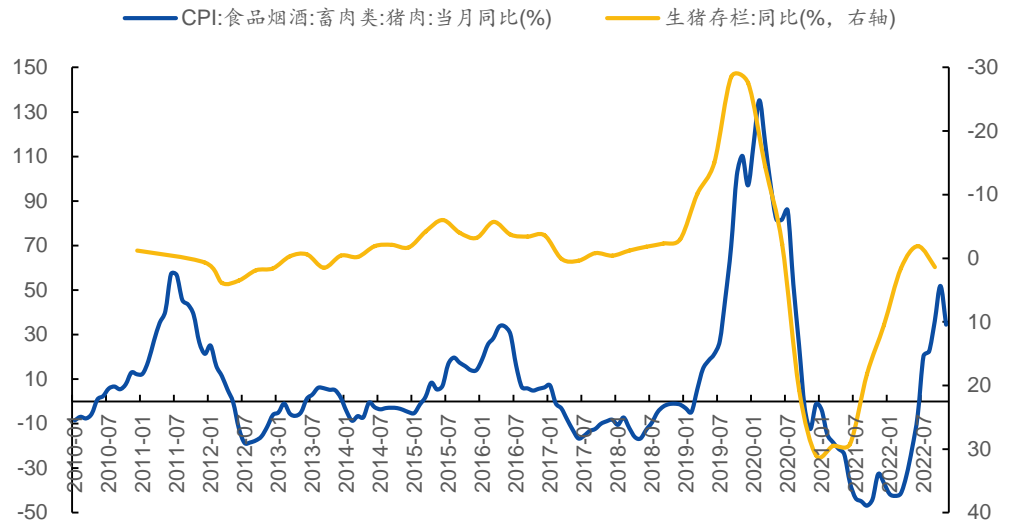


资料来源：wind，国元证券研究所

虽然这种预期会推动短时猪价上涨，但长期来看猪价会面临更大的隐患。其一是，当养殖户一边补栏(或去栏力度不够)一边捂栏时，往往存量栏的出栏压力会变大，这会使得猪肉上涨的趋势在更短的期限内被兑现完；其二是，一旦猪价的上涨斜率超越了基本面，则很可能会随时调头，这导致了从存量恢复到猪肉下跌的时间差会比以往更短。

猪价做多的黄金时代可能已经过去，后续来看，猪价的变势也使得 CPI 不会过度上涨，货币政策所面临的通胀阻力不会太大。从前文分析来看，当前的货币政策对 CPI 的走势本就关注不多，一旦 CPI 受猪周期见顶的影响平稳下来，明年的唯一可能超预期的通胀因素可能会就此被遏制住，那么，货币政策收紧的可能性就变得微乎其微。

图 44：猪价的变势使得 CPI 不会过度上涨



资料来源：wind，国元证券研究所



### 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188