



Research and
Development Center

本轮弱复苏的特征、成因及前景 ——多周期嵌套分析

2023年6月6日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

本轮弱复苏的特征、成因及前景——多周期嵌套分析

2023年6月6日

- **本轮弱复苏的特征。**本轮弱复苏具备以下特征：1) 金融方面，信用迎来久违的扩张，存款扩张同时出现，存贷差走高，出现部分资金空转现象；2) 需求方面，消费复苏不均衡，居民消费弱，投资需求分化也较为明显，其中，基建保持较快增速，但房地产投资下行压力仍未解除；3) 价格方面，整体通胀一路走低，与服务价格连续回升不同，猪油价格共振下降，消费品价格表现尤其低迷；4) 生产方面，服务业复苏较好，工业复苏较弱，这是和2020年下半年复苏最大的不同；5) 股市方面，股市天然对工业复苏更敏感，对服务业复苏不太敏感，因此今年以来股市在交易弱复苏。
- **本轮弱复苏的成因。**本轮弱复苏在多周期嵌套分析框架内可以得到很好的解释。1) 信用周期总体向上，但结构分化，加杠杆的主力是企业，而居民部门杠杆率连续走平，这与信用大扩张下存贷差走高、居民消费仍弱的特征相对应。2) 房地产周期长期向下，地产投资压力未除，导致弱复苏中的投资需求出现明显分化，地产投资累计增速仍在负区间，地产链条弱，居住也对整体通胀构成下行压力。3) 产能周期向下，工业品产能过剩现象再次出现，导致企业资本开支意愿低、工业品通缩和企业利润负增。4) 库存周期上，目前仍处于去库存阶段，库存周期下行进一步加剧制造业景气下行，导致工业复苏偏弱，这与今年股市交易弱复苏相对应。
- **拐点可能在三季度。**我们认为今年出口可能超预期增长，主要源自于两方面，一是今年3、4月出口超预期背后，不是积压订单释放，而是抢订单，二是美国经济可能会放缓，但今年衰退风险不大，中国出口全年增速可能达到5%，好于市场普遍预期的零增长。出口变化领先于库存周期变化，其反弹通常会引发企业加速去库，也预示着新一轮库存周期或将到来。我们认为库存周期可能于三季度末四季度初触底回升，推动经济边际好转。美国经济触底后，中美共振复苏，补库可能更强。总的来看，制造业景气底可能在三季度，市场底一般早于景气底。周期拐点出现后，市场可能给予经济复苏更高定价。
- **风险因素：**美国银行业危机再度恶化，地缘政治风险上升，中国政策发力不及预期等。

目录

一、本轮弱复苏的特征.....	4
1.1 金融：信用扩张遭遇资金空转.....	4
1.2 需求：消费和投资均不足.....	5
1.3 价格：消费品通缩压力大.....	6
1.4 生产：服务业强复苏，工业弱复苏.....	8
1.5 股市：2020 年交易强复苏，2023 年交易弱复苏.....	9
二、本轮弱复苏的成因.....	10
2.1 信用周期：结构分化，总体向上.....	10
2.2 房地产周期：长周期向下，政策设计隐含波动机制.....	12
2.3 产能周期：处于探底阶段，产能过剩再次出现.....	14
2.4 库存周期：目前仍处于去库存阶段.....	18
三、拐点可能在三季度.....	19
3.1 全年出口可能超预期增长.....	19
3.2 下半年库存周期和产能周期可能双双触底回升.....	21
3.3 伴随经济底逐渐出现，市场将给予经济复苏更高定价.....	22
风险因素.....	23

表目录

表 1：四个大类行业及其所含细分行业.....	16
-------------------------	----

图目录

图 1：今年以来各项贷款增速明显上行.....	4
图 2：3 月存贷差创历史新高.....	4
图 3：消费复苏不均衡.....	5
图 4：房地产投资下行压力未解除.....	5
图 5：通胀一路走低，通缩担忧加剧.....	6
图 6：消费品和服务价格走势不均衡.....	6
图 7：猪肉价格下行，加剧消费品价格下行压力.....	7
图 8：油价下行，也加剧消费品价格下行压力.....	7
图 9：本轮复苏的特征是服务业强复苏，工业弱复苏.....	8
图 10：工业企业利润仍处于负增长.....	8
图 11：工业产销率下滑.....	9
图 12：2020 年交易强复苏，2023 年交易弱复苏.....	9
图 13：中国上市公司七成市值属于工业.....	10
图 14：居民部门杠杆率连续几个季度走平.....	11
图 15：企业部门持续加杠杆.....	11
图 16：政府部门小幅加杠杆.....	12
图 17：宏观杠杆率总体上升.....	12
图 18：房地产长周期或已进入下行周期.....	13
图 19：短期内房地产市场可能呈窄幅波动的 L 型态势.....	13
图 20：主要经济体都存在明显的产能周期.....	14
图 21：通过产能利用率观察产能周期.....	15
图 22：工业产能利用率已降至历史较低水平.....	15
图 23：采矿业产能利用率处于历史较高水平.....	16
图 24：设备制造业产能利用率处于历史平均水平.....	17
图 25：原材料加工业产能利用率处于历史较低水平.....	17
图 26：高技术制造业产能利用率处于历史最低水平.....	18
图 27：历史上的库存周期.....	19
图 28：3、4 月中国出口在全球一枝独秀.....	20
图 29：出口重点商品广泛改善.....	20
图 30：在假设下，美国失业率年底升至 4%.....	21
图 31：中国出口全年增速可能达到 5%.....	21
图 32：出口领先于库存周期.....	22
图 33：2023 年下半年库存周期和产能周期有望触底回升.....	22
图 34：信用持续扩张期，价值股和成长股存在共振向好机会.....	23

一、本轮弱复苏的特征

1.1 金融：信用扩张遭遇资金空转

信用迎来了久违的大扩张。自 2022 年底至今，各项贷款增速明显呈现上行趋势，截至 2023 年 4 月，各项贷款增速达到了 11.8%，相比 2022 年底回升了 0.7 个百分点。2023 年 1-3 月，信贷增长总量和结构都超预期向好，新增人民币贷款结构全面改善，从分项上看，3 月新增企业中长贷 2.07 万亿元、企业短贷 1.08 万亿元、居民中长贷 6348 亿元、居民短贷 6094 亿元，都创下历年同期之最。到了 4 月，各项贷款增速阶段性放缓。

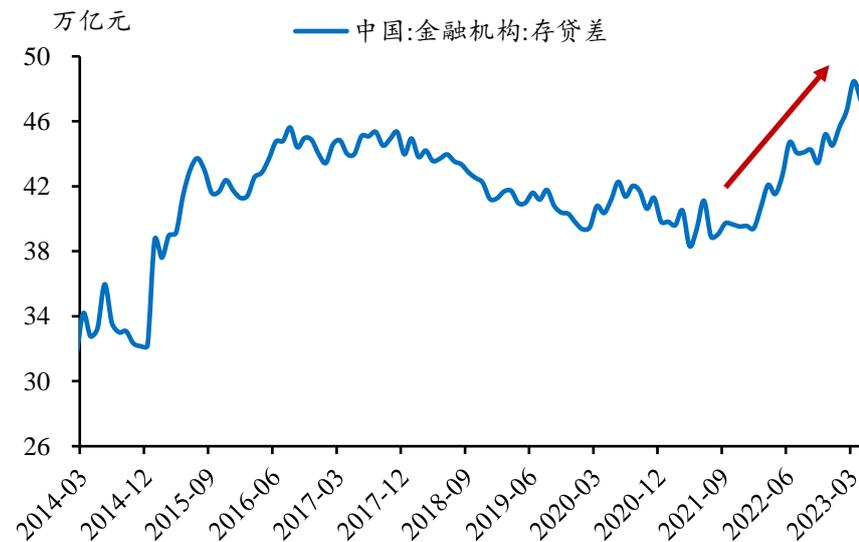
但存款增长比贷款增长更快，存贷差创出新高。虽然信贷增长较快，但存款增长也很快，截至 2023 年 4 月，各项存款同比增速达 12.4%，相比 2022 年底回升了 1.1 个百分点。当信用扩张遇上存款扩张时，由于存款比贷款增加得更多，3 月存贷差（各项存款余额与各项贷款余额之差）扩大到 48.5 万亿元，创下历史新高。

图 1：今年以来各项贷款增速明显上行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：3 月存贷差创历史新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

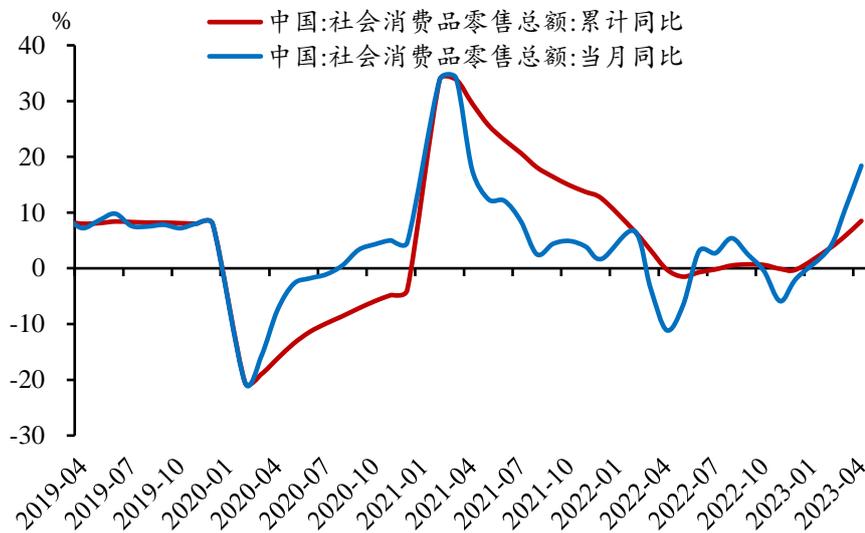
1.2 需求：消费和投资均不足

从需求端来看，消费和投资都明显不足。

消费复苏不均衡。2023年1-4月社零累计增速达到8.5%，4月社零当月增速高达18.4%。4月社零同比增速比3月份加快7.8个百分点，我们认为4月社零同比增速加快是上年同期基数较低等因素的作用。从社零结构上看，内部修复并不均衡。一是餐饮消费好于大宗消费，在消费场景继续扩展的背景下，接触型、出行类相关服务消费需求继续释放，4月餐饮收入两年复合增速为5.4%，较3月提高2.7个百分点，而耐用品消费低迷，或反映居民消费信心仍旧低迷；二是社会集团消费好于居民消费。

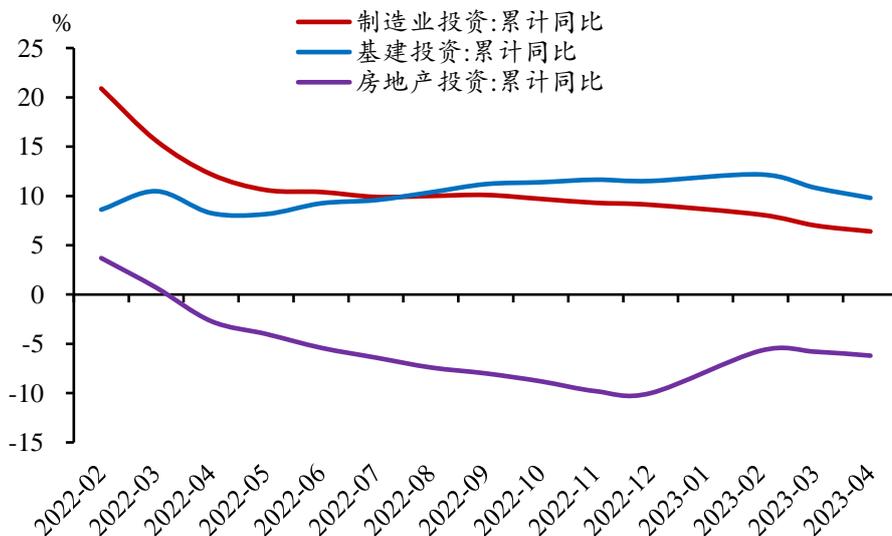
投资需求分化较为明显。2023年1-4月全国固定资产投资（不含农户）累计同比增速为4.7%，增速比1-3月份回落0.4个百分点。从结构上看，投资需求分化也较为明显。今年专项债发行继续前置，推动基建投资增长，2023年1-4月基建投资累计增速为9.8%，依旧保持较快增速；2023年1-4月房地产投资累计增速为-6.2%，当前地产销售仍然偏弱，房企信心尚未得到有效提振，房企拿地积极性较低，地产的下行压力仍未解除。总体来看，房地产与基建投资增速形成明显分化。

图3：消费复苏不均衡



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图4：房地产投资下行压力未解除



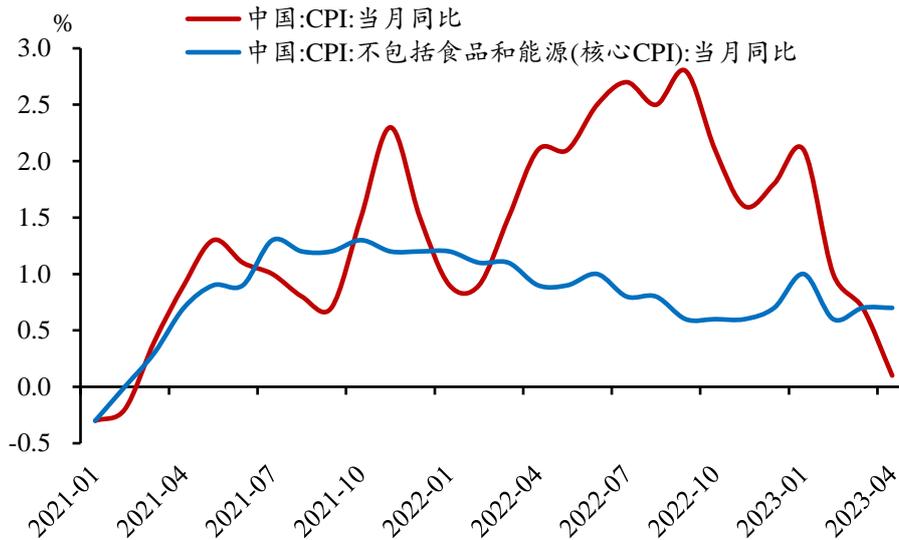
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 价格：消费品通缩压力大

整体通胀一路走低，通缩担忧加剧。今年以来，CPI 继续下行且回落较多。4 月 CPI 同比增速录得 0.1%，已连续 3 个月走低；4 月核心 CPI 同比录得 0.7%，保持低位平稳。整体 CPI 同比增速一路走低，导致市场对于通缩的担忧有所加剧。

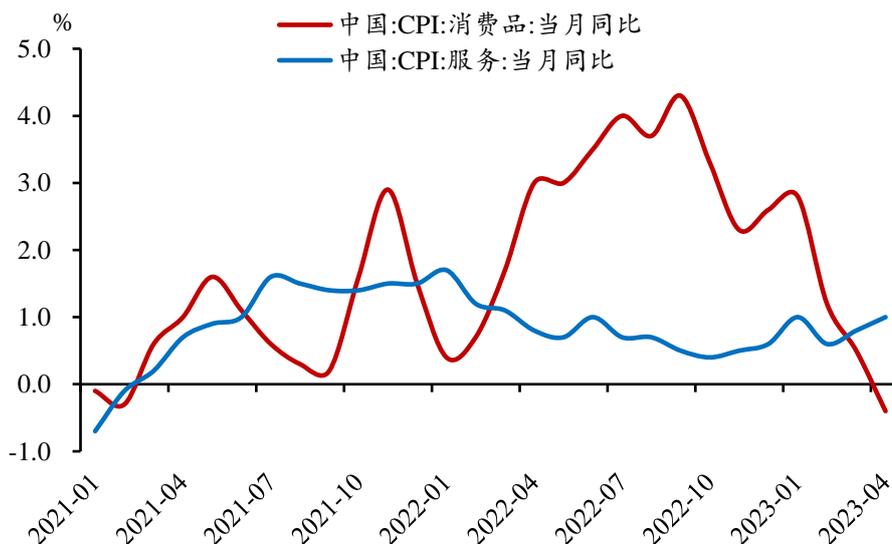
结构上，消费品和服务价格走势不均衡。与消费复苏不均衡相对应，价格端的结构也呈现出不均衡的走势。2023 年 4 月，消费品 CPI 同比录得 -0.4%，已降至负区间；服务 CPI 同比录得 1%，连续两个月回升，服务价格增速好于消费品价格，与耐用品消费低迷一致。

图 5：通胀一路走低，通缩担忧加剧



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：消费品和服务价格走势不均衡



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

整体通胀水平一路走低，消费品的通缩压力来自猪周期下行、原油价格下跌和工业部门产能过剩三因素共振的影响；除此以外，鲜菜、居住等也对 CPI 构成下行压力。

1) 猪肉价格和产能过剩三因素共振下降，加剧消费品价格下行压力。历史上看，猪价、油价均对消费品价格走势影响较大。目前，猪肉供应充足、消费需求偏淡等因素影响下，猪肉价格延续弱势；而油价也较去年高位回落了较多。猪、油价格共振下降，对消费品价格构成双重拖累。此外，工业部门产能过剩也给消费品价格带来通缩压力。有关工业部门产能过剩的问题，我们将在下文产能周期分析中详细探讨。

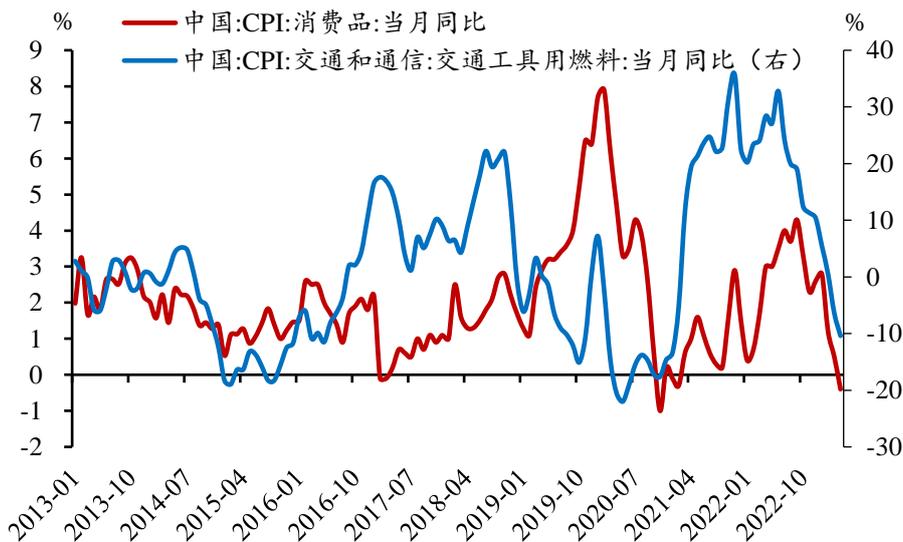
2) 除猪肉价格外，鲜菜、居住等也对 CPI 构成下行压力。鲜菜对食品 CPI 的拖累作用也较为明显，这背后或是果蔬大量上市带来的影响。此外，受地产表现的影响，居住对 CPI 也构成下行压力。

图 7：猪肉价格下行，加剧消费品价格下行压力



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：油价下行，也加剧消费品价格下行压力



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.4 生产：服务业强复苏，工业弱复苏

生产上，本轮工业复苏远弱于服务业。2023年1-4月服务业生产指数累计同比8.4%，较2022年底大幅回升了8.5个百分点。而工业增加值累计同比只有3.6%，与去年全年增速持平。

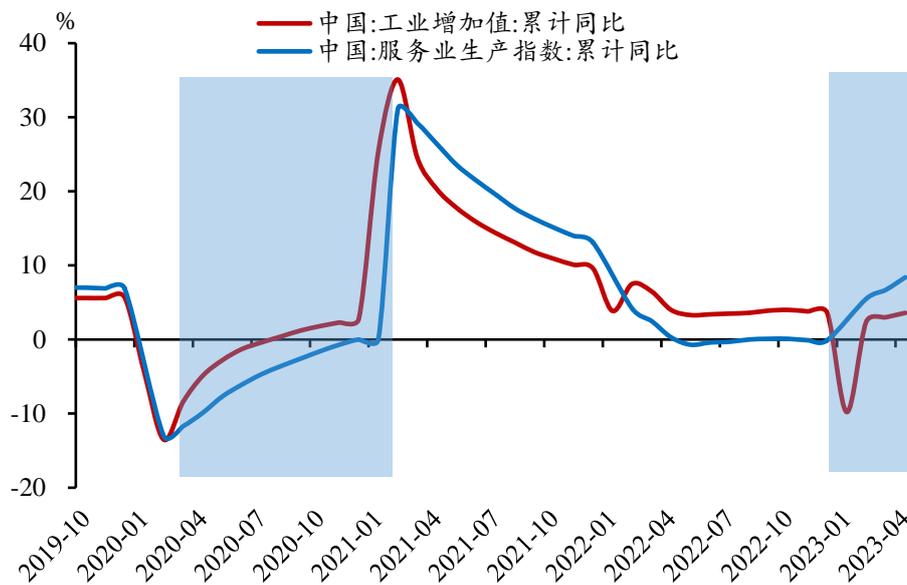
这其实是本轮复苏和2020年下半年复苏最大的不同。2020年疫后复苏，特征是工业复苏领先于服务业；而这轮复苏，特征是工业复苏远弱于服务业。

工业生产的弱复苏也有多方数据的验证：

1) 工业企业利润仍处于负增长。1-4月，工业企业利润累计同比为-20.6%，连续9个月负增长。41个工业大类行业中，1个行业持平，27个行业下降。

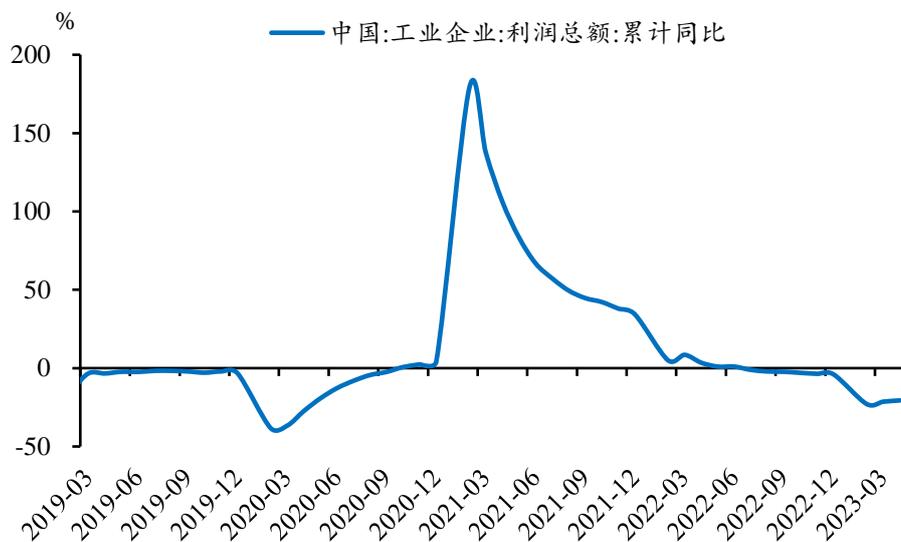
2) 工业产销率下滑。2023年3月工业产销率为94.1%，已经降至2000年以来最低位。4月有所回升。

图9：本轮复苏的特征是服务业强复苏，工业弱复苏

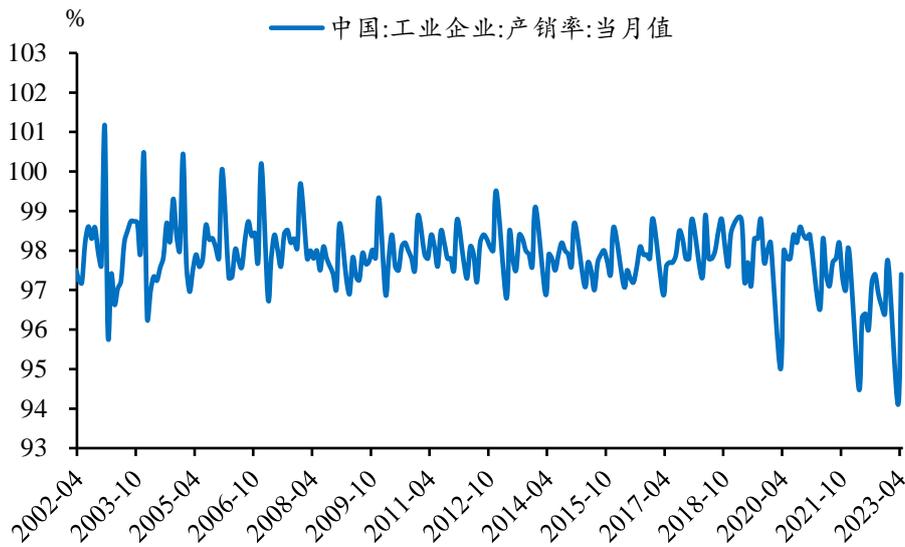


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图10：工业企业利润仍处于负增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

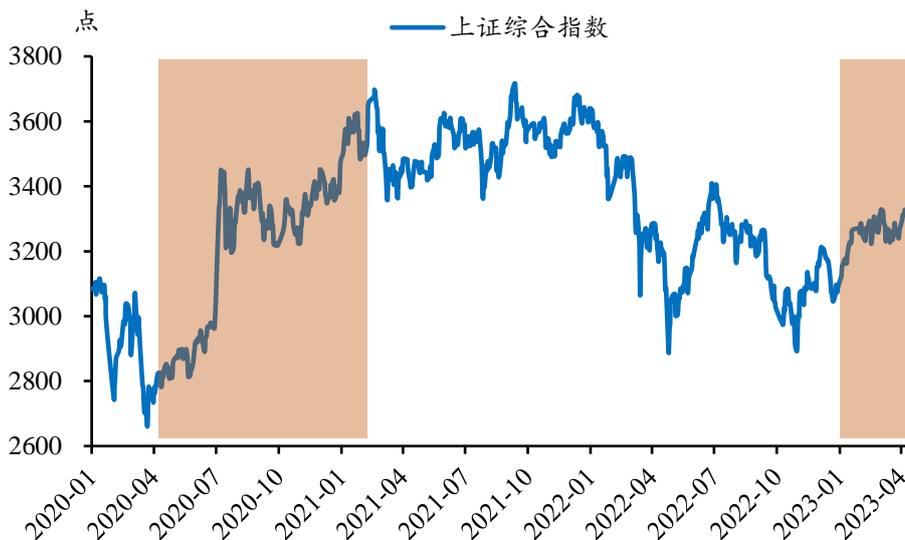
图 11：工业产销率下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.5 股市：2020 年交易强复苏，2023 年交易弱复苏

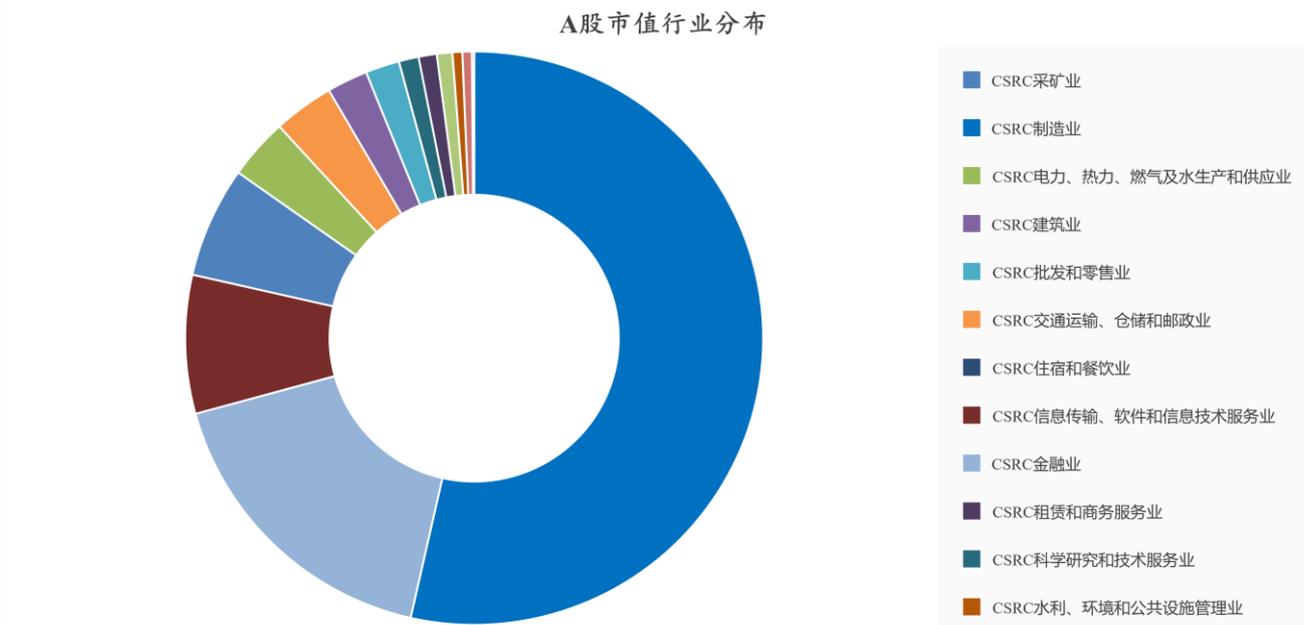
在股市交易上，今年这轮复苏交易与 2020 年的修复交易略有不同。2020 年疫后修复阶段，股市大涨交易强复苏。而 2023 年这轮复苏，股市多数时间里交易弱复苏，只有少数时间交易复苏。

今年股市交易弱复苏与本轮复苏特征、股市结构有关。在本轮复苏中，生产上，工业复苏远弱于服务业复苏；2020 年疫后复苏的特征是工业复苏领先于服务业。而在国内上市公司的市值结构中，七成市值属于工业，股市天然对工业复苏更敏感，对服务业复苏不太敏感。因此虽然 2023 年和 2020 年都经历了修复，但今年以来股市在交易弱复苏。

图 12：2020 年交易强复苏，2023 年交易弱复苏


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13：中国上市公司七成市值属于工业



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、本轮弱复苏的成因

2.1 信用周期：结构分化，总体向上

从信用周期的角度上看，三大部门中，加杠杆的部门主要是企业部门，居民部门杠杆率基本持平。

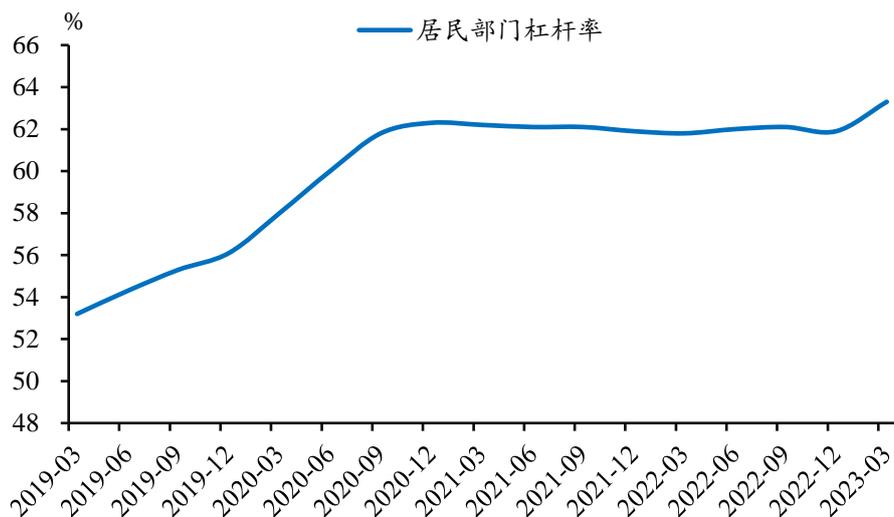
1) 居民部门杠杆率连续几个季度走平。2020年Q4，居民部门杠杆率达到62.2%的高位，此后至今基本维持在这一水平不变。2023年Q1，居民杠杆率录得63.3%。

2) 企业部门持续加杠杆。2020年Q3-2021年Q4，受政策收紧影响去杠杆；进入2022年后，在政策支持下重新加杠杆。2023年Q1，录得167%，较上年底提高6.1个百分点。

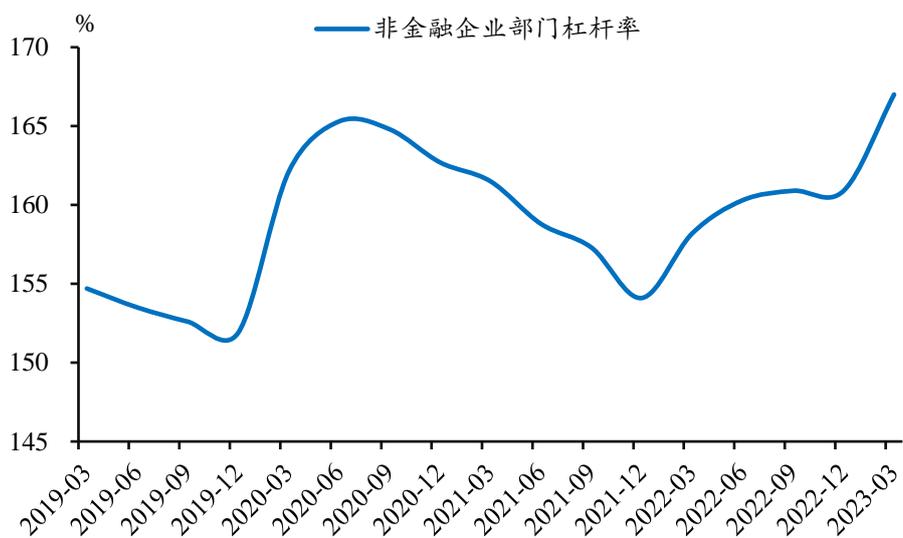
3) 政府部门小幅加杠杆。为应对经济下行压力，积极财政政策力度加大，政府部门杠杆率有所上升，但上升幅度不及企业部门。2023年Q1，政府杠杆率为51.5%，较上年底提高1.1个百分点。

因此，加杠杆的主力是企业，宏观杠杆率总体上升。2023年Q1，宏观杠杆率为281.8%，较上年底提高8.7个百分点。

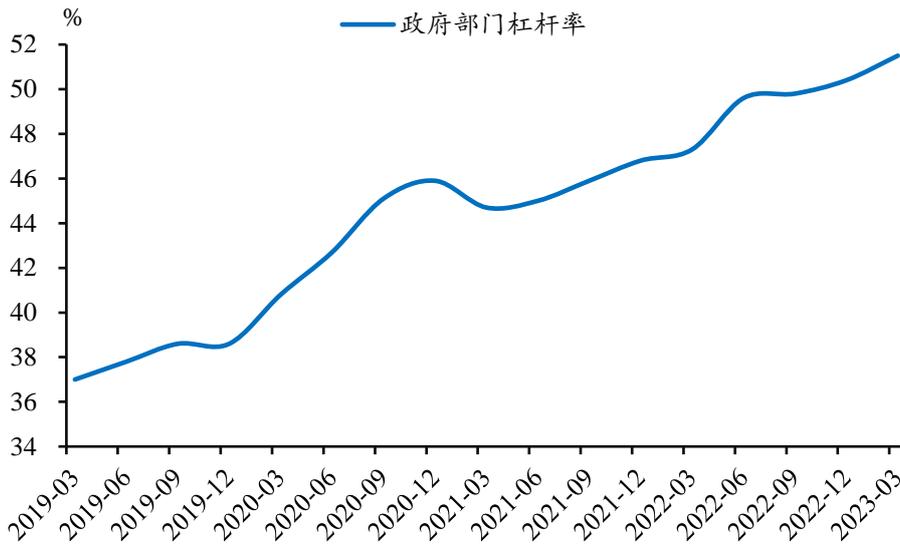
总的来看，在信用周期的影响下，经济出现信贷大扩张和居民消费偏弱共存的特征。在信用周期中，宏观杠杆率总体上升，但是加杠杆的主力是企业部门，还有一小部分杠杆靠的是政府部门，居民部门连续好几个季度走平，这和信用扩张条件下，存贷差创新高、居民消费偏弱相对应。

图 14：居民部门杠杆率连续几个季度走平


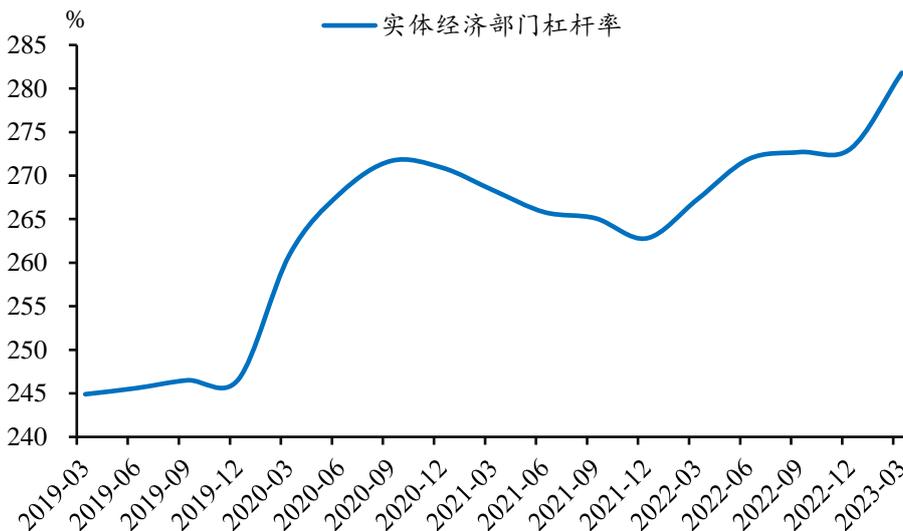
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15：企业部门持续加杠杆


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：政府部门小幅加杠杆


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17：宏观杠杆率总体上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 房地产周期：长周期向下，政策设计隐含波动机制

房地产长周期或已进入下行周期。根据库兹尼茨周期理论，房地产周期属于长达 18-20 年的长周期。2021 年下半年起，房价出现较长时间持续下行，或表明房地产长周期已经开始下行。

住房贷款利率新规的政策设计中隐含波动机制。2023 年 1 月 5 日，人民银行、银保监会发布建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制。根据新的机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。

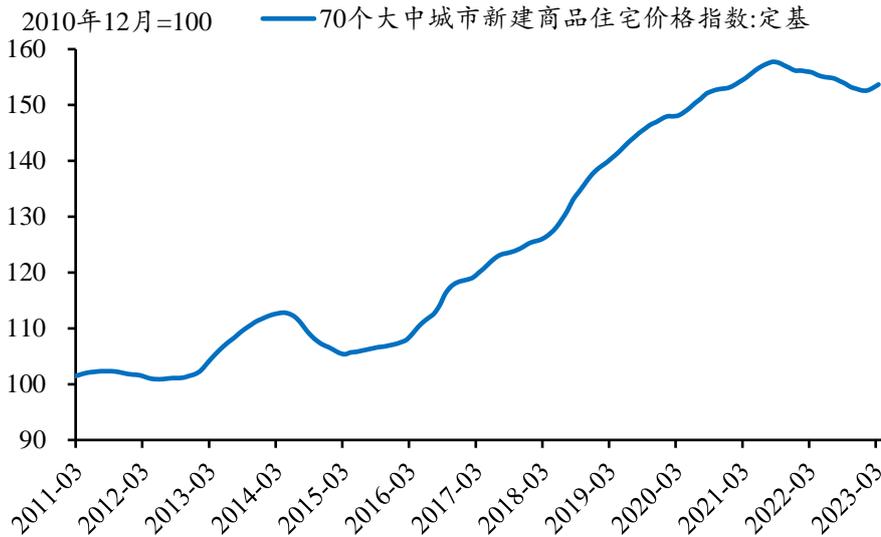
1) 政策设计：如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。

2) 实际落地：据中国质量新闻网报道，截至3月底，石家庄、哈尔滨、长春、福州等城市，首套房利率回调。

在首套房贷利率动态调整机制中，既有针对房价上涨的调整措施，也有针对房价下降的调整措施，政策初衷或是双向管制，保持房价平稳。但是政策实际落地的效果是市场博弈后的结果，在房地产市场弱势的背景下，政策双向管制力度不一样，或会形成房价下跌的预期，这可能反而会在一定程度上加大房地产市场波动。若要使房地产市场的房价达到稳定，可能需要稳地产政策适当加码。

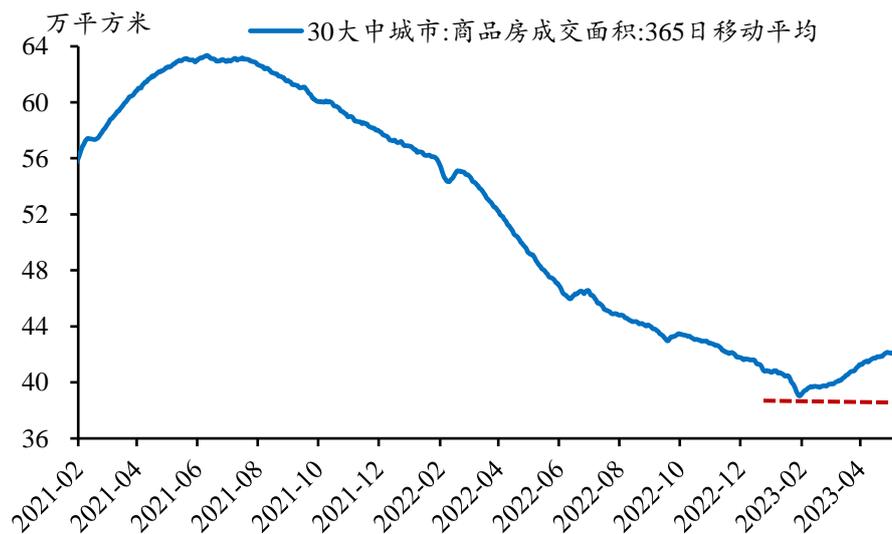
总的来看，在地产周期的影响下，经济出现弱地产投资、居住项 CPI 走弱等特征。房地产周期长周期向下，地产投资的压力还未解除，这导致本轮弱复苏中的投资需求出现明显分化，地产投资累计同比增速仍在负区间（见图4），与地产相关的物价水平表现走弱，也对整体通胀构成下行压力。

图 18：房地产长周期或已进入下行周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：短期内房地产市场可能呈窄幅波动的 L 型态势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

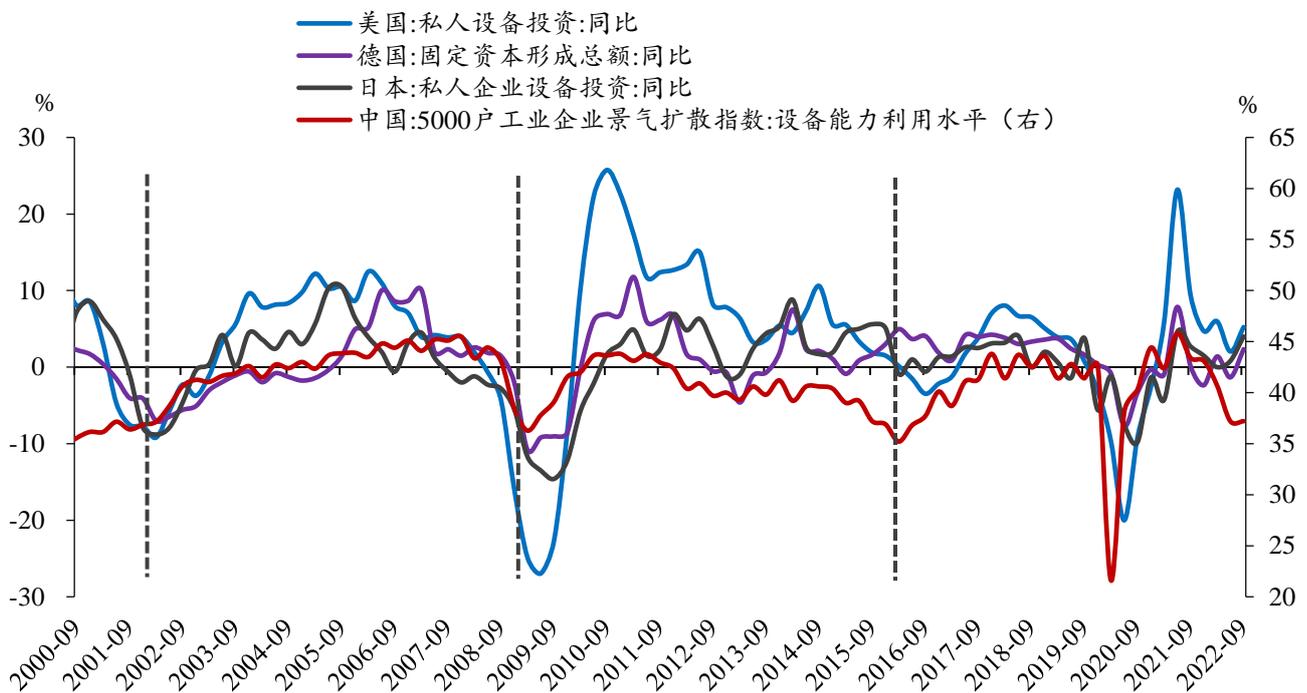
2.3 产能周期：处于探底阶段，产能过剩再次出现

全球化时代，主要经济体产能周期具有较强同步性。随着全球化遇挫，同步性有所减弱。

- 1) 2002-2009：加入 WTO 后，我国迎来一轮产能周期，整个周期时长约 7 年；
- 2) 2009-2016：金融危机后，我国迎来一轮产能周期，整个周期时长同样约 7 年；
- 3) 2016-至今：供给侧改革后，我国再次迎来一轮产能周期，目前已处于这轮周期的尾部。

目前，工业产能利用率已降至历史较低水平。通过产能利用率观察产能周期。5000 户工业企业设备能力利用水平、固定资产投资情况均与产能利用率高度相关。工业产能利用率已降至历史较低水平。2023Q1 工业产能利用率为 74.3%，已经降至 2015-2016 年水平，即供给侧改革取得成效前的水平。

图 20：主要经济体都存在明显的产能周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：通过产能利用率观察产能周期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22：工业产能利用率已降至历史较低水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

大类行业上看，传统产业产能利用率相对不错，而高技术制造业产能利用率处于较低水平。根据国民经济行业分类标准（GB/T4754-2017），同时考虑数据可得性，我们将工业行业从上游到下游分为采掘业、原材料加工业、设备制造业、高技术制造业四大类行业，分别考察其产能利用率情况。2023 年一季度，采矿业的产能利用率为 75.2%，明显高于 50% 分位数（72.2%），处于历史较高水平，设备制造业的产能利用率为 78.1%，略低于 50% 分位数（78.2%），大致处于历史平均水平，原材料加工业的产能利用率为 75.5%，低于 50% 分位数（76.5%），处于历史较低水平。与此同时，2023 年一季度，高技术制造业的产能利用率为 73.8%，远低于 50% 分位数（78.7%），处于历史最低水平。

总的来看，在产能周期的影响下，经济出现工业品通缩、企业利润负增等特征。时隔数年之后，产能过剩现象又周期性地出现了。当前工业部门产能过剩再次出现，这跟目前的很多经济特征是吻合的。目前消费品和工业

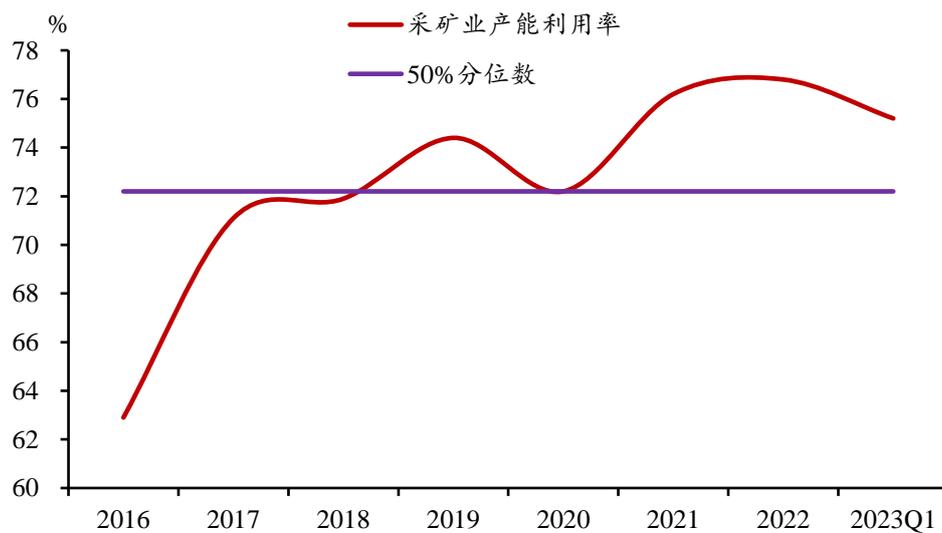
品通缩、工业企业利润负增长、企业资本开支意愿低等很多经济特征，其实都是与当前产能过剩的背景是对应的。

表 1：四个大类行业及其所含细分行业

	所属行业大类	具体行业
1	采掘业	煤炭开采和洗选业
		石油和天然气开采业
		黑色金属矿采选业
		有色金属矿采选业
		非金属矿采选业
2	原材料加工业	化学原料和化学制品制造业
		化学纤维制造业
		非金属矿物制品业
		黑色金属冶炼和压延加工业
		有色金属冶炼和压延加工业
3	设备制造业	通用设备制造业
		专用设备制造业
		铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
4	高技术制造业	汽车制造业
		电气机械和器材制造业
		计算机、通信和其他电子设备制造业
		仪器仪表制造业

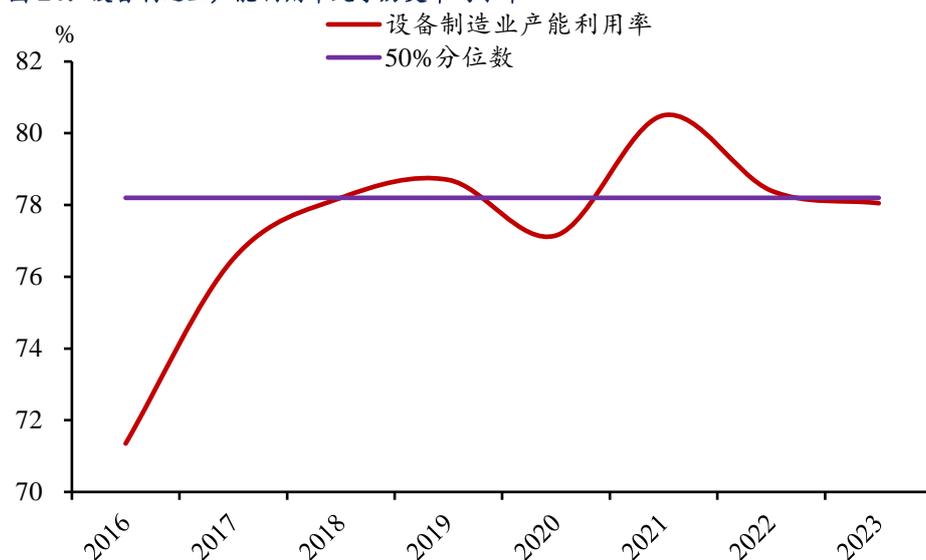
资料来源：信达证券研发中心

图 23：采矿业产能利用率处于历史较高水平



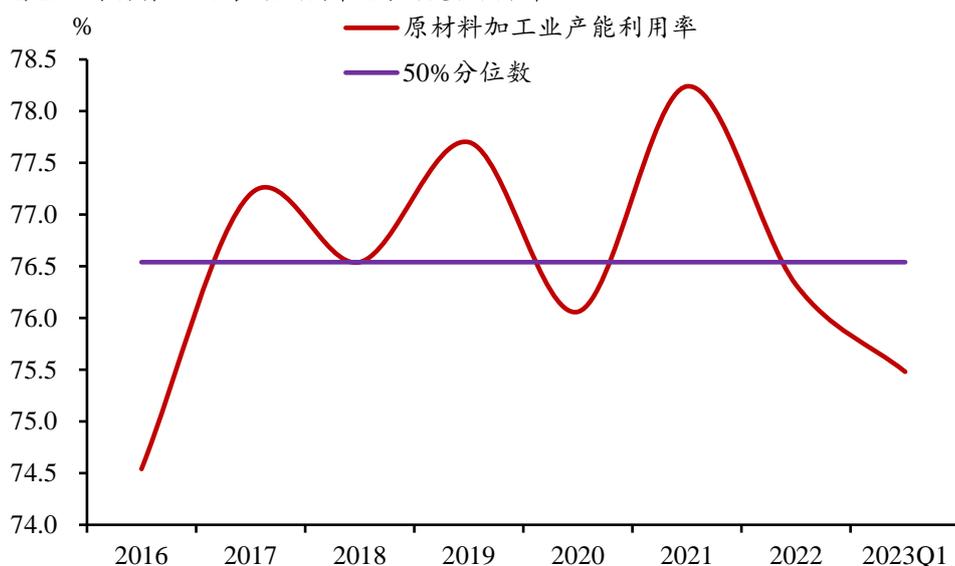
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 24：设备制造业产能利用率处于历史平均水平



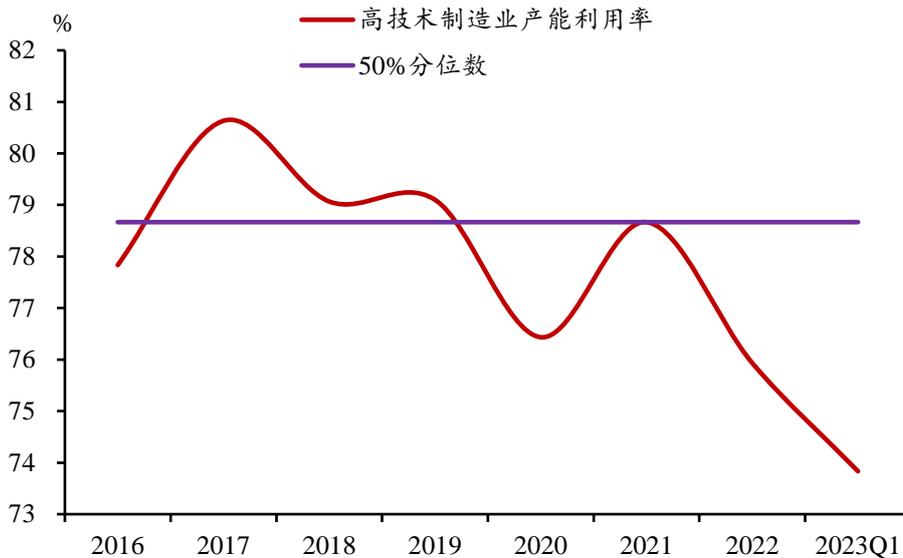
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25：原材料加工业产能利用率处于历史较低水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26: 高技术制造业产能利用率处于历史最低水平



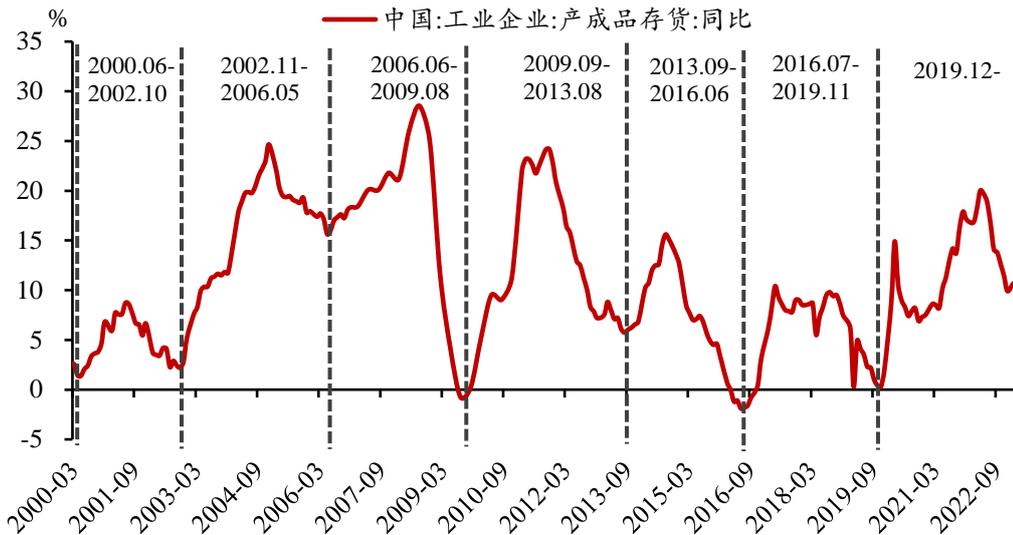
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.4 库存周期: 目前仍处于去库存阶段

2000 年以来, 中国已经历了完整的 6 轮库存周期。使用产成品库存增速划分我国的库存周期, “波谷-波谷”为一轮周期。2000 年以来, 中国共经历了完整的 6 轮库存周期, 分别为: 2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019, 时间长度分别为: 29 个月、43 个月、39 个月、48 个月、34 个月、41 个月, 一次库存周期平均持续 39 个月, 大约 3 年时间。

本轮去库存始于 2022 年 5 月, 目前仍处于去库存阶段。这一轮去库存开始于 2022 年 5 月, 截至到 2023 年 4 月, 工业企业产成品存货同比录得 5.9%, 已连续 11 个月去库存。但产成品存货同比增速还处于较高水平, 这意味着库存仍待进一步消化。

总的来看, 在库存周期的影响下, 经济出现工业弱复苏、企业利润负增等特征。当前经济中, 工业的疲弱不仅有产能周期的影响, 也有库存周期的影响, 即库存周期与产能周期均处于下行阶段。在去库存的过程中, 企业生产意愿偏弱, 而股市中七成市值都是工业企业, 因此今年的股市多数时间里在交易弱复苏。

图 27：历史上的库存周期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

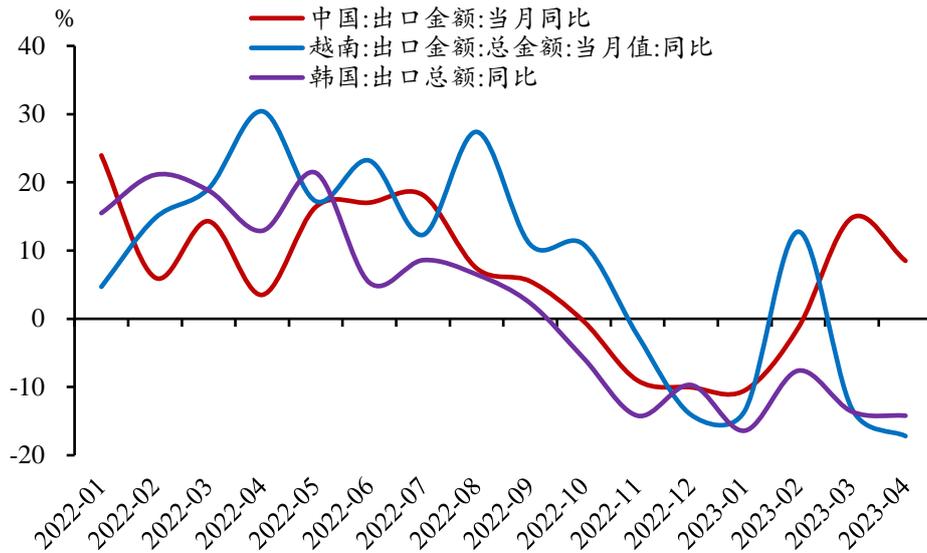
三、拐点可能在三季度

目前库存周期和产能周期都在探底阶段，下半年二者可能双双触底回升。总的来看，全年出口或超预期增长，制造业景气底可能在三季度。市场底一般早于景气底，拐点出现后，市场可能给予经济复苏更高定价。

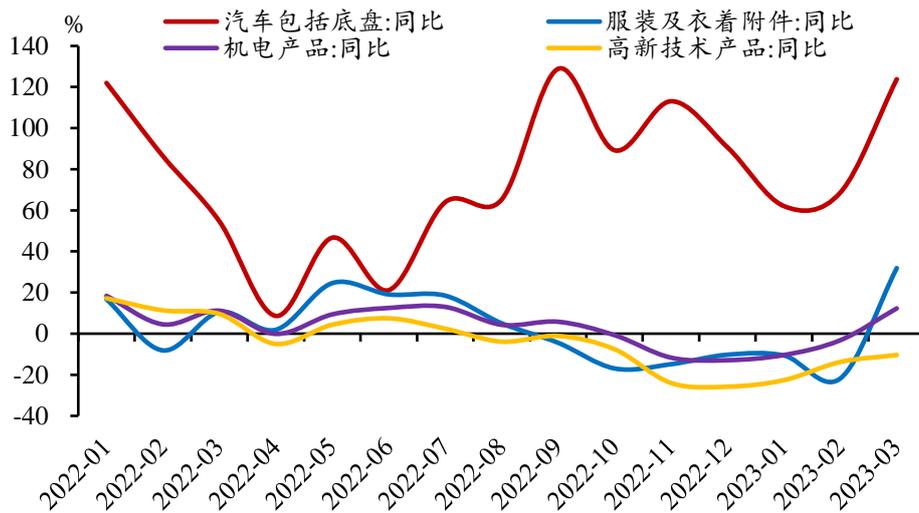
3.1 全年出口可能超预期增长

我们认为今年出口可能超预期增长，主要源自于两方面。

首先，今年 3、4 月出口超预期背后，不是积压订单释放，而是抢订单。3、4 月中国出口增速分别为 14.8% 和 8.5%，持续好于市场预期，4 月韩国 (-14.2%)、越南 (-17.2%) 仍然保持弱势。此外，出口结构也广泛改善。所以这次出口超预期，不是积压订单释放，而是疫情管控调整后国内企业大范围出海抢订单带来的。我们认为，出口份额重新分配后，中国份额上升，越南、韩国份额下降，所以越南、韩国出口弱势和中国出口强势并不矛盾。

图 28：3、4 月中国出口在全球一枝独秀


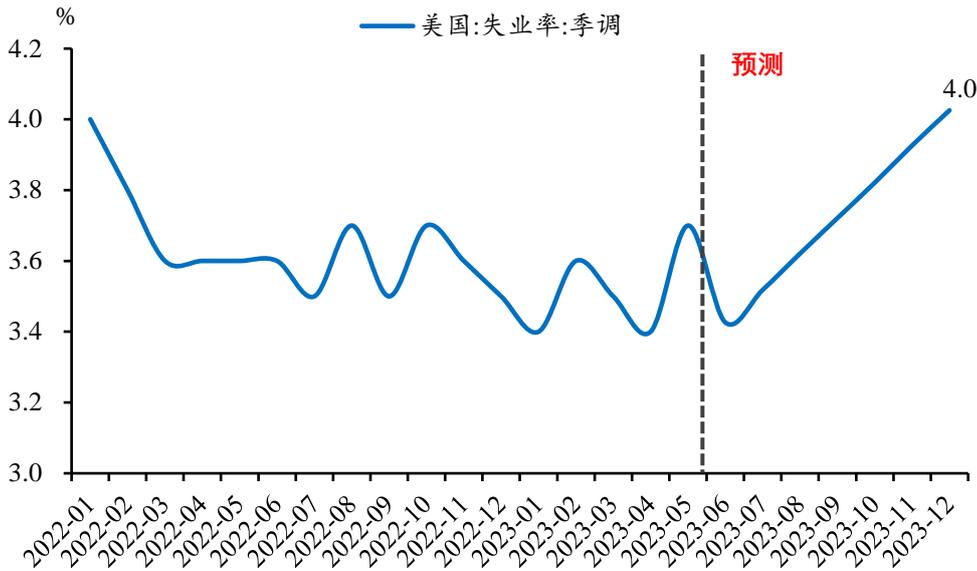
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：出口重点商品广泛改善


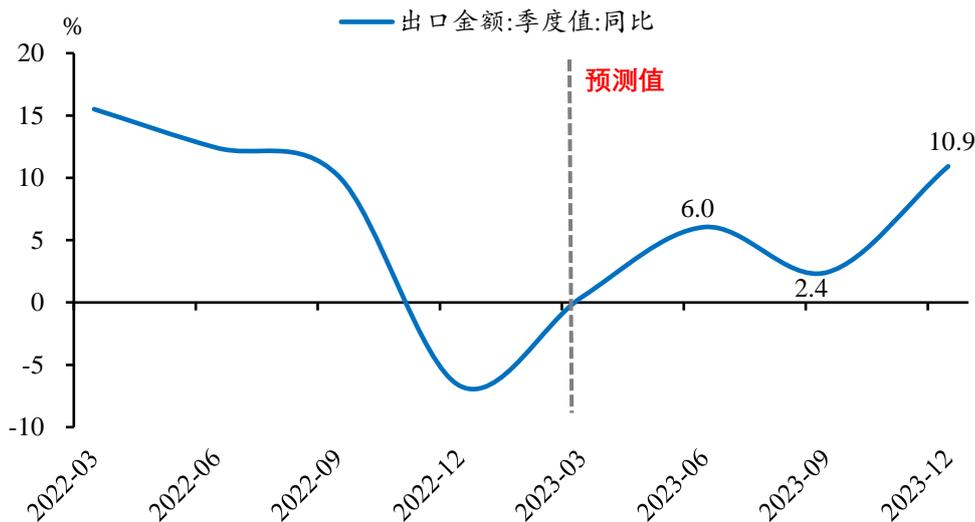
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，美国经济会放缓，但今年衰退风险不大。1-4 月，美国新增非农就业累计人数为 123.1 万人。我们不妨做一个假设，假设年内剩余 8 个月新增就业为零，则美国失业率到年底也只是升至 4%，这个水平仍低于美国的自然失业率（4.4%），所以我们认为美国在今年陷入衰退的风险不大。

综合来看，中国出口全年可能超预期增长。同样做一个假设，年内剩余月份出口环比走势不强于 2018 年和 2019 年，则全年出口增速仍可达到 5%。

图 30: 在假设下, 美国失业率年底升至 4%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 中国出口全年增速可能达到 5%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 下半年库存周期和产能周期可能双双触底回升

基于需求决定库存周期的理论, 出口变化领先于库存周期变化。出口是表征企业产品需求/销售的良好指标, 出口好意味着产品需求好转。基于需求/库销比决定库存周期的理论, 可知出口的变化领先于库存周期的变化。回顾历史, 自 2001 年中国加入 WTO 以来, 中国出口同比增速领先于工业企业产成品存货同比, 这也证实了出口领先于库存周期的关系。3、4 月出口表现转好具备较强的持续性, 其反弹通常会引发企业加速去库, 也预示着新一轮库存周期或将到来。

下半年库存周期和产能周期可能双双触底回升。根据熊彼特的经济周期理论, 不同周期之间存在嵌套关系。我国历史经验显示, 一轮产能周期包含两轮库存周期。目前来看, 库存周期和产能周期都在探底阶段, 下半年二者可能双双触底回升。

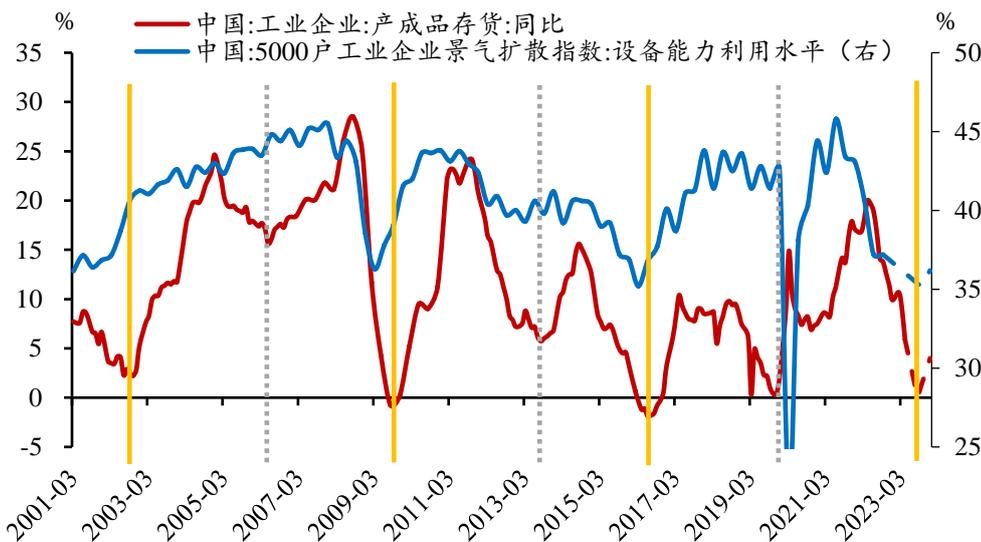
总的来看，制造业景气底可能在三季度，市场底一般早于景气底。

图 32：出口领先于库存周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33：2023 年下半年库存周期和产能周期有望触底回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

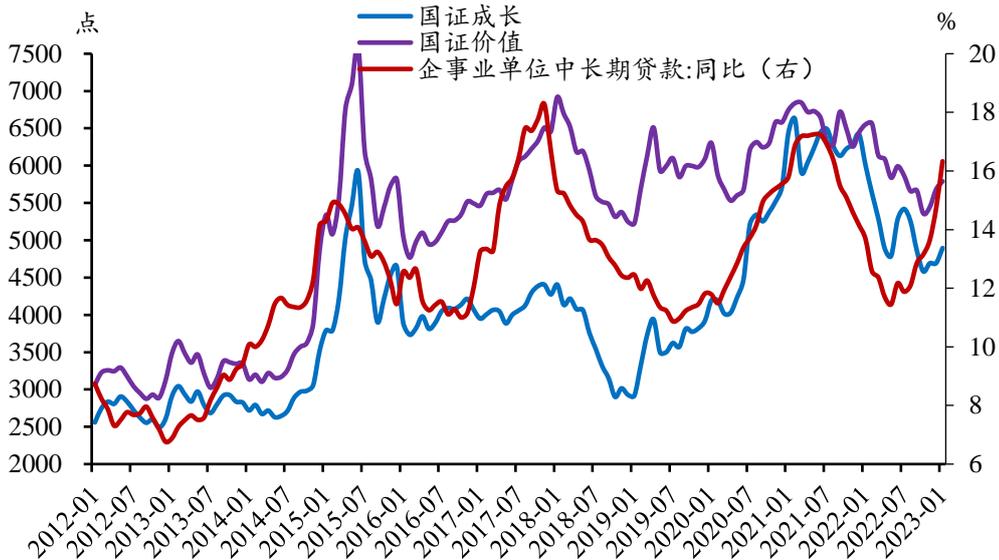
3.3 伴随经济底逐渐出现，市场将给予经济复苏更高定价

这轮弱复苏呈现多个特征，这主要是多个周期共同作用的结果。展望未来，我们认为今年全年出口可能超预期增长，下半年库存周期和产能周期可能双双触底回升。制造业景气底可能在三季度，市场底一般早于景气底。

因此，库存周期和产能周期拐点出现前，市场交易弱复苏。而拐点出现后，市场可能给予经济复苏更高定价。

三季度-四季度，重视价值成长共振机会。历史经验显示，在信用持续扩张期，价值股和成长股一般都有不错表现，二者呈共振向好行情。

图 34：信用持续扩张期，价值股和成长股存在共振向好机会



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

- 1) 美国银行业危机再度恶化：若美国银行业危机再度恶化，对美国经济造成较大冲击，或会使出口增速不及预期。
- 2) 地缘政治风险上升：若地缘政治风险上升，使油价再度抬高，或使国内通胀走势超预期。
- 3) 中国政策发力不及预期：若中国政策发力不及预期，或使国内需求修复不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。