

## 理解焦点问题：

# 看好中国市场的短期与长期逻辑

### 投资要点：

#### ➤ 核心观点

在经历了7月底的上涨之后，A股市场自8月初以来再次有所调整。近期进出口、通胀、金融等重要数据先后发布，有关部分各项政策密集发布，亦有媒体报道外资行下调中国股票评级等，这些都引发了市场很大的关注。本文就近期各项数据、事件、政策，对当前市场关注的一些焦点问题进行讨论。

我们认为，从长期看，中国经济作为大国经济体在后地产时代将大有可为，与日本经济有本质不同，科技创新和新兴产业将成为中国经济增长核心动力。从短期看，2023年以来国民经济持续恢复回升向好，且7月份起PPI同比开始触底回升，上市公司盈利增速有望迎来向上拐点。从外部影响看，“脱钩”“去风险”等因素无法撼动中国发展，我国高水平对外开放将持续推进。

我们对未来中国经济的中长期发展充满信心，坚定看好未来中国资本市场的投资机会。当前中国企业正在世界范围内取得更大的长期竞争优势，企业盈利能力增强且更加稳健，在未来中国经济高质量发展阶段，中国股票市场也会充分受益。

#### ➤ 风险提示

地缘政治风险超预期、经济数据不及预期、海外市场大幅波动等。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《进出口数据点评：关注结构亮点》—2023.08.08
- 2、《“宏观政策组合拳”发布会解读》—2023.08.04
- 3、《如何理解日本央行政策调整》—2023.08.02

## 正文目录

1	短期：国民经济恢复向好.....	1
2	长期：后地产时代大有可为.....	3
3	外部：“脱钩”“去风险”无法撼动中国发展.....	4
4	展望：坚定信心看好中国经济和中国市场.....	6
5	风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1：2023 年以来我国实际 GDP 增速逐季回升.....	1
图表 2：一季度我国 GDP 同比增速高于美日欧等国家.....	2
图表 3：PPI 触底回升中上市公司盈利增速有望企稳向上.....	2
图表 4：主要国家研发支出金额对比（亿美元）.....	4
图表 5：全球货物出口金额中国占比近年来持续提升.....	5
图表 6：2022 年中国实际使用外资金额创历史新高.....	6
图表 7：外商直接投资同比增速短期呈周期性波动.....	6

## 1 短期：国民经济恢复向好

2023 年以来，中国经济社会全面恢复常态化运行，国民经济持续恢复回升向好。从经济增速来看，上半年实际国内生产总值（GDP）累计同比增长 5.5%，增速明显快于上年全年 3% 的经济增速，也快于疫情三年年均 4.5% 的增速。分季度看经济增长的节奏，去年四季度实际 GDP 当季同比增速是 2.9%，今年一季度和二季度，GDP 当季增速提高到 4.5% 和 6.3%，呈现出逐季回升加速增长的势头。

**图表 1：2023 年以来我国实际 GDP 增速逐季回升**

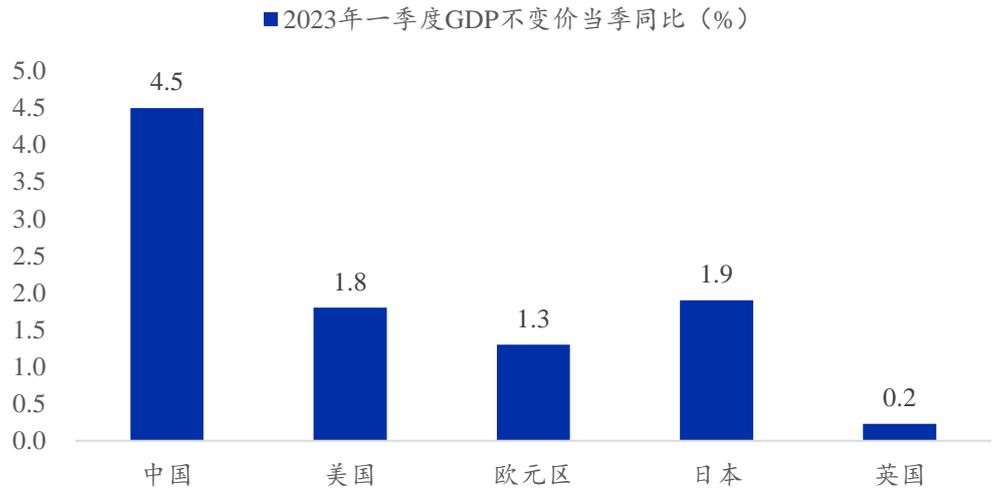


来源：Wind，华福证券研究所

从国际比较来看，2023 年一季度美国、欧元区、日本、英国的实际 GDP 同比增速分别为 1.8%、1.3%、1.9%、0.2%（二季度增速尚未完全公布），中国一季度和上半年的经济增速要显著更高。在今年 4 月国际货币基金组织（IMF）发布的《世界经济展望报告》中，IMF 预计 2023 年全球经济将增长 2.8%、中国经济增速为 5.2%，中国将成为全球经济增长的关键引擎。

从经济增长结构变化来看，中国经济转型升级态势持续、创新驱动战略深入实施、高质量发展有序推进。GDP 分产业看，科技含量最高的信息传输、软件和信息技术服务业，2023 年上半年累计增长 12.9%，增速大幅高于整体 GDP 增速。分三大需求看，上半年国内最终消费支出对经济增长贡献率达 77.2%，比上年全年提高 44.4 个百分点。消费作为拉动经济增长的主动力作用显著增强，消费、投资、外需贡献结构不断优化。固定资产投资中，上半年高技术产业固定资产投资完成额累计同比 12.5%，显著高于 3.8% 的整体固定资产投资增速。

**图表 2：一季度我国 GDP 同比增速高于美日欧等国家**



来源：Wind，华福证券研究所

在国民经济恢复向好之际，我们也会看到经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，特别是应该如何理解不断向好的宏观经济数据与微观主体感受之间的“温差”。除了宏观整体与微观个体本身可能存在的结构性差异外，我们认为价格因素是导致“温差”的重要原因。实际 GDP 增速是剔除价格因素的，而企业利润和居民收入都是包含价格因素的名义值，今年以来国内通胀回落，特别是工业品价格 PPI 同比出现较大幅度负增长，以及由此对应的上半年中国工业企业利润总额累计同比下降 16.8%，这是导致“温差”的核心原因。

**图表 3：PPI 触底回升中上市公司盈利增速有望企稳向上**



来源：Wind，华福证券研究所

PPI 变化对资本市场尤为重要，历史经验显示，PPI 同比与 A 股非金融上市公司盈利增速高度正相关。本轮周期中，我国 PPI 同比在 2021 年 10 月达到高点 13.5%，随后不断回落，在 2022 年 10 月跌破 0% 进入负增长，由此对应的是 A 股非金融上市公司整体盈利增速的明显回落。而国家统计局最新数据显示，7 月份我国工业品价格 PPI 同比下降 4.4%，虽然在负增长区间，但是比 6 月份同比下降 5.4% 降幅明显

收窄。预计下半年 PPI 同比增速有望企稳回升，价格因素对企业利润和居民收入的负面压制减轻，宏微观“温差”会显著缩小，A 股上市公司盈利增速也将迎来回升势头。

## 2 长期：后地产时代大有可为

经济数据中另一个特别受到关注的焦点就是房地产问题。当下我国房地产市场的供求关系已经发生了重大变化，上半年我国商品房销售面积和房屋新开工面积累计同比分别为负增长 5.3% 和 24.3%。房地产问题的背后，是中国人口结构的长期变化趋势，以及由此带来的对中国经济中长期发展潜力和模式的讨论。

人口结构变化是一个长期趋势，在中国的老龄化和人口变化中，一般认为有两个重要意义的转折时点。一个是劳动力年龄人口的顶峰，我国大概在 2010 年前后已经达到。另一个是总人口峰值，2022 年末我国全国人口 141175 万人，较上年末减少 85 万人，这是中国人口自 1962 年以来首次出现负增长。无论是看劳动力人口还是总人口，中国人口增长的峰值都已经慢慢出现，中长期人口结构变化的拐点渐行渐近。

今年以来在对于中国房地产和人口问题的讨论中，部分观点担心中国重蹈日本 90 年代以后的覆辙，由此也引发了很多关于“资产负债表衰退”理论的探讨。“资产负债表衰退”是对 90 年代日本经济现象的一种解释，其核心思想是日本之所以出现经济停滞，是因为市场主体的行动目标将由追求利润最大化转为债务最小化，企业将把大部分利润用于还债而非投资，居民将把大部分收入用于还债而非消费，造成私人部门的信贷需求持续减少。

从逻辑上说，“资产负债表衰退”并不是对“日本经济停滞”的一种解释，而更像是一种同义反复。企业为什么不投资而去还债，背后根子上的原因还是因为没有科技创新和新兴产业，而这又正是日本经济为什么停滞的原因。因此，“资产负债表衰退”与“日本经济停滞”一样，本身都是经济运行的结果而非原因。问题的关键在于日本经济在后地产时代，为什么没有科技创新和新兴产业，中国经济能不能走出这样的困境。

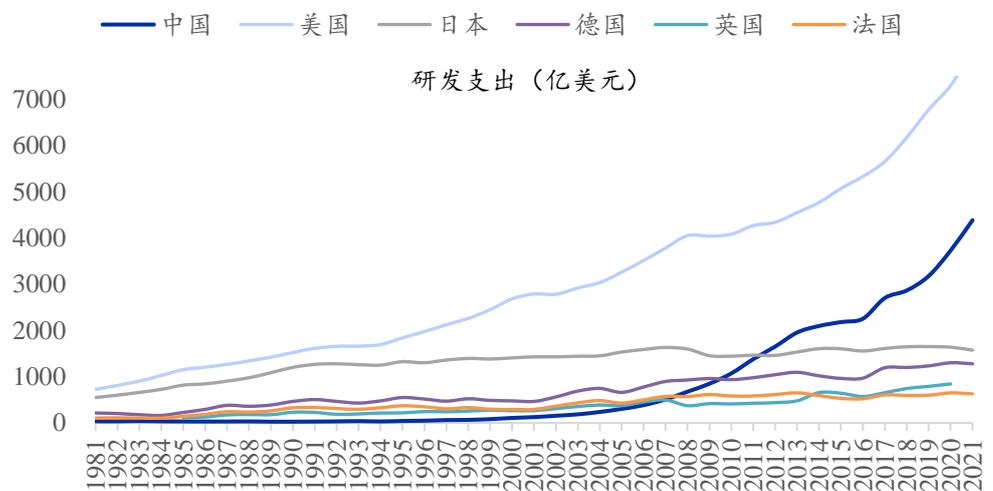
我们认为，作为大国经济体，中国经济在后地产时代与日本经济有本质不同。中国经济的超大规模市场优势非常突出。我国有 14 亿多人口，超过世界银行定义的高收入国家人口总和（最新数据 2021 年为 12.4 亿）。中国人均 GDP 超过 1.2 万美元，已经进入中等偏上收入国家序列，未来中国市场将继续成为全球最具发展潜力的消费和投资市场。

超大规模市场优势非但是说需求端空间足够大，更重要的是通过规模经济优势，能够形成强有力的科技创新竞争力。我们国家超大规模市场形成的规模经济优势，有利于摊薄企业进行科技创新发展新产业所需要前期大量投入的研发成本和固定成本。科技创新并不是有投入就能成功，获得成功是一个概率的问题，这个概率乘上取得成功后的回报，就是企业家的事前期望回报收益。而且创新成功往往又都是小概率事情，这就要求创新一旦获得成功后的回报要足够大，才能吸引更多的企业和资源在事前愿意投入。我国拥有超大规模的国内市场，这保证了新技术新产品一旦获得成功，将取得丰厚的市场回报。大国经济相比于小国经济有明显的鼓励创新的规模经济优势，我国超大规模市场资源禀赋优势同样是全球经济中的稀缺资源，可以转化为强大的科

技创新竞争力。

规模经济对于科技创新的支持推动作用，我们在研发支出数据中可以明显看出。中国的研发支出(R&D)占GDP比重从1997年起逐年持续抬升,从1996年的0.51%上升至2022年的2.55%。从数值上看目前中国研发支出占GDP比重与美日德等发达国家仍有一定差距,这主要是由发展阶段不同造成的,但从趋势上看中国研发支出占比上升的势头非常明显,且预计不久就能够接近发达国家水平。虽然研发支出占GDP的比重目前我国尚低于日本德国等国家,但由于中国经济规模达体量大,中国研发支出的绝对金额在2007至2012年间先后超越英国法国德国日本等国家,目前已仅次于美国。

**图表 4：主要国家研发支出金额对比（亿美元）**



来源：Wind，华福证券研究所

因此从长期发展角度看，在人口结构和地产周期转折点出现后，在后地产时代中国经济通过科技创新和新兴产业将继续大有可为。超大规模市场下中国经济具有显著的规模经济优势，多种技术路线可以并行发展，市场拥有足够的潜在空间，有利于符合科技和产业方向、具备竞争潜力的企业快速发展。正是这一优势，最近十几年我们看到中国企业在每一次科技和产业创新浪潮中都几乎能获得一席之地没有缺席，从移动互联网、到5G、到新能源和新能源汽车、到如今的人工智能。

### 3 外部：“脱钩”“去风险”无法撼动中国发展

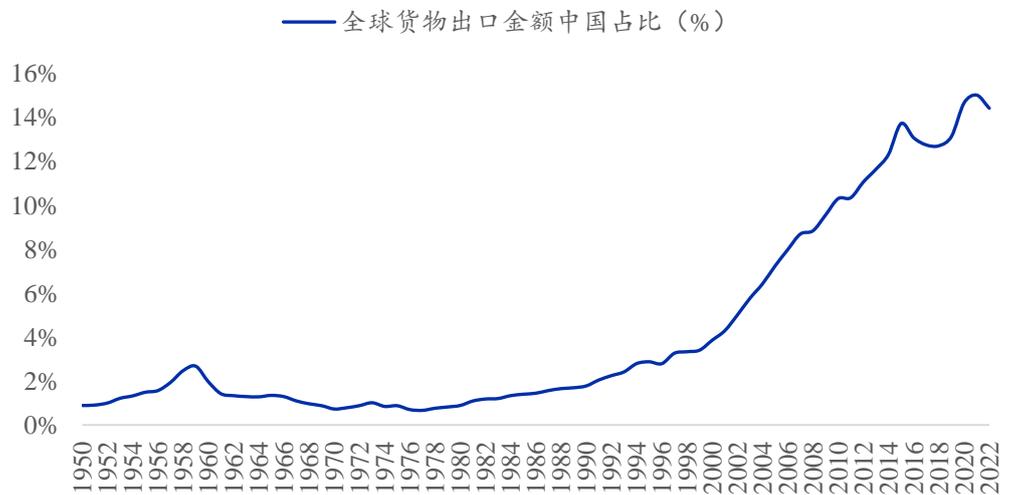
当前我国发展面临的风险挑战明显增多。今年以来，在对华关系问题上，美国高官多次表态，对华不寻求对抗、冷战或“脱钩”，而是聚焦所谓“去风险”，使得“去风险”成为了一个热词。无论话术如何变化，背后的目标并没有变化，以“去风险”之名行对华“脱钩”之实，继续遏制孤立中国，才是美国话术陷阱背后的真实图谋。8月10日，美国白宫发布又对外投资审查行政令，限制美国主体投资中国半导体和微电子、量子信息技术和人工智能领域。外部环境更趋复杂严峻，也是对未来中国经济形势判断的一个焦点问题。

我们认为，无论是“脱钩”还是“去风险”，都无法撼动中国的发展。一方面，

全球经济运行有其自身的客观规律，当前全球产业链的形成和发展，是一系列市场经济规律共同作用的结果，不是某个主观意愿就能随意改变的。违背客观规律的“脱钩”“去风险”，越往后会遇到更多的阻力和更大的机会成本。另一方面，我国坚定不移推动高水平对外开放，开创合作共赢新局面，拓宽了广阔的发展空间，实现了与全球各国的互利共赢。

数据是最好的证据。在“脱钩”“去风险”问题上，无论是全球进出口贸易数据还是外商来华投资数据，都显示出遏制打压阻挡不了中国发展的步伐。从全球货物贸易出口金额来看，2022 年我国货物出口金额达 35936 亿美元，较 2018 年增长约 45%。而且更重要的是，虽然自 2018 年贸易战以来，各种贸易摩擦争端打压不断，但全球货物出口金额的中国占比近年来却不降反升。

**图表 5：全球货物出口金额中国占比近年来持续提升**

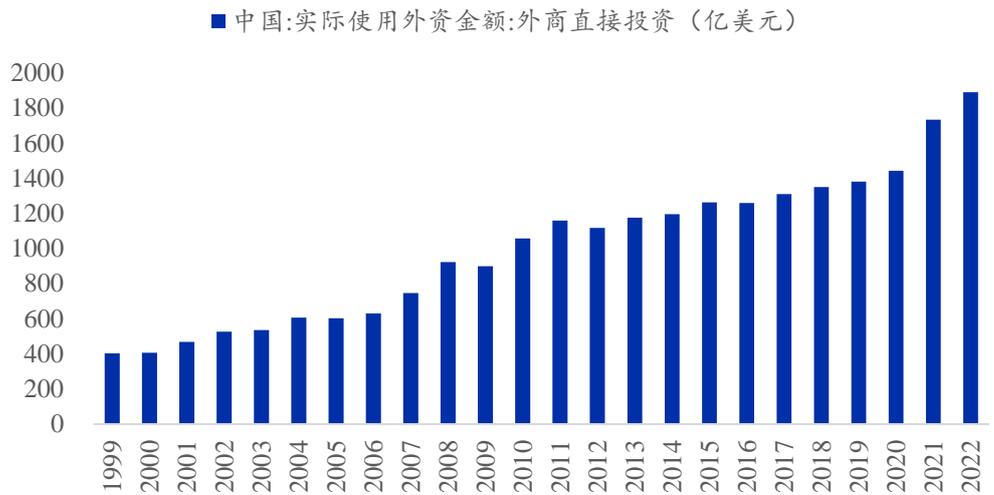


来源：Wind，华福证券研究所

从外商直接投资（FDI）来看，近年来也是持续增加。2022 年中国实际使用外资金额达 1891 亿美元创历史新高，较 2018 年时的 1350 亿美元累计增长 40%。2023 年上半年中国外商直接投资整体规模保持稳定，前 5 个月实际使用外资金额 844 亿美元，同比增速较去年同期小幅下滑 5.6%。

部分观点因为今年上半年实际使用外资金额小幅负增长，而大幅放大悲观预期，认为这是外资持续流出中国的信号，这个大可不必。外商直接投资增速与中国出口增速类似，受全球经济周期影响较大。今年以来，欧美国家制造业 PMI 一直在 50 的荣枯线以下，全球经济处于本轮周期谷底，这对来华的外商直接投资必然产生不小的负面影响。从历史数据也可以清楚地看到，中国实际使用外资金额短期阶段性负增长，在每一轮全球经济周期波动中基本都会出现，绝非罕见现象不必大惊小怪。

**图表 6：2022 年中国实际使用外资金额创历史新高**



来源：Wind，华福证券研究所

**图表 7：外商直接投资同比增速短期呈周期性波动**



来源：Wind，华福证券研究所

2023 年 8 月 13 日，国务院印发《关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》，提出 6 方面 24 条政策措施，要求更好统筹国内国际两个大局，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，充分发挥我国超大规模市场优势，更大力度、更加有效吸引和利用外商投资。在一系列政策措施推动下，未来中国市场对外商投资的吸引力必定会越来越强。

#### 4 展望：坚定信心看好中国经济和中国市场

从长期角度看，中国经济的超大规模市场优势非常突出，有利于摊薄各种固定成本和研发支出，大国经济有显著的鼓励创新的规模经济优势。与此同时，在当前以及今后相当长一个时期内，我国劳动力数量充裕质量优化，在全球范围内的竞争优势依然明显。在后地产时代，科技创新和新兴产业将成为中国经济增长核心动力，在供给

侧通过科技创新提升生产效率弥补人口红利逐渐褪去,在需求侧用供给创造需求新产业新产品带来新需求填补房地产。

从短期角度看,2023年以来中国经济社会全面恢复常态化运行,国民经济持续恢复回升向好,上半年中国实际GDP增速逐季回升。且7月份以后PPI同比开始触底回升,今年以来PPI同比始终在负增长区间,这对上市公司盈利形成了制约压力,也是影响行情表现的重要基本面原因。但往后看,当前PPI同比开始触底回升,在未来向上的过程中,A股公司预计同样会表现出更强的盈利上行弹性。

我们对未来中国经济的中长期发展充满信心,坚定看好未来中国资本市场的投资机会。当前中国企业正在世界范围内取得更大的长期竞争优势,企业盈利能力增强且更加稳健,在未来中国经济高质量发展阶段,中国股票市场也会充分受益。

## 5 风险提示

地缘政治风险超预期、宏观经济不及预期、海外市场大幅波动等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn