

等待利润表修复

--2023年四季度宏观A股展望

上海东证期货有限公司

东证衍生品研究院

王培丞 宏观高级分析师

从业资格号：F03093911

投资咨询号：Z0017305

- **一、前三季度经济回顾**
- 二、四季度宏观经济展望
- 三、四季度股指展望

7月政治局会议再平衡：长短兼顾，防范风险

衍生无限未来

2023年4月

中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

看法、判断

会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。

第一次指出

会议指出，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。

第一次强调

会议强调，要深入开展学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育，认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

第二次指出

会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。

第二次强调

会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

第三次指出

会议指出，要坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。各类企业都要依法合规经营。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。

第三次强调

会议强调，要全面深化改革、扩大高水平对外开放。认真落实党和国家机构改革方案，推进国家治理体系和治理能力现代化。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，开展改革开放先行先试。

第四次指出

会议指出，要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。要继续抓好新冠疫情防控工作。

第四次强调

会议强调，要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。要以“时时放心不下”的责任感，持续抓好安全生产。要做好迎峰度夏电力供应保障。要巩固拓展脱贫攻坚成果，抓好粮食生产和重要农产品供应保障，全面推进乡村振兴。要加强生态环境系统治理。各级领导干部要带头大兴调查研究，奔着问题去，切实帮助企业 and 基层解决困难。

第五次指出

其他

2023年7月

中共中央政治局7月24日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障，社会大局保持稳定，为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础。

会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。

会议强调，做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要活跃资本市场，提振投资者信心。

会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。要制定出台促进民间投资的政策措施。要多措并举，稳住外贸外资基本盘。要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通。

会议指出，要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展。要推动平台企业规范健康持续发展。

会议强调，要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境。要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题。要建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场。要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，推动改革开放先行先试。要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。

会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。

会议强调，要加大民生保障力度，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体。要加强耕地保护和质量提升，巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴。要坚决防范重特大安全事故发生，保障迎峰度夏能源电力供应。

会议指出，要以学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育为契机，教育引导广大党员干部牢固树立正确政绩观，更好激发干事创业的积极性，让勇于担当作为、善于攻坚克难的优秀干部脱颖而出、多作贡献，以新气象新作为推动高质量发展取得新成效。

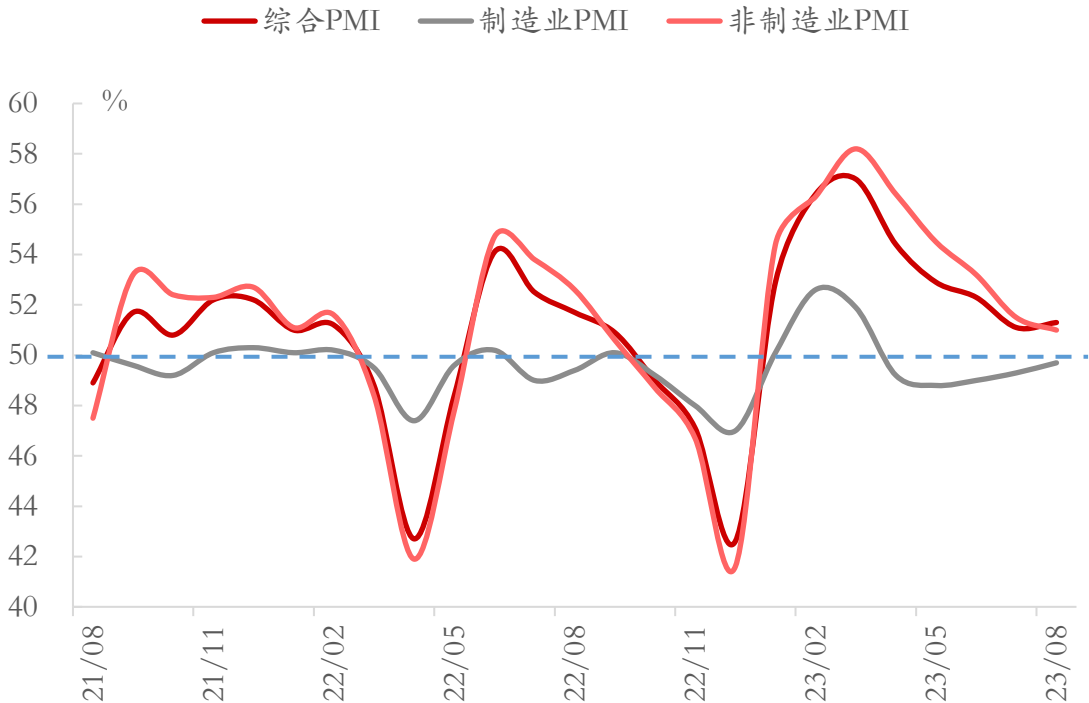
会议还研究了其他事项。

资料来源：新华网

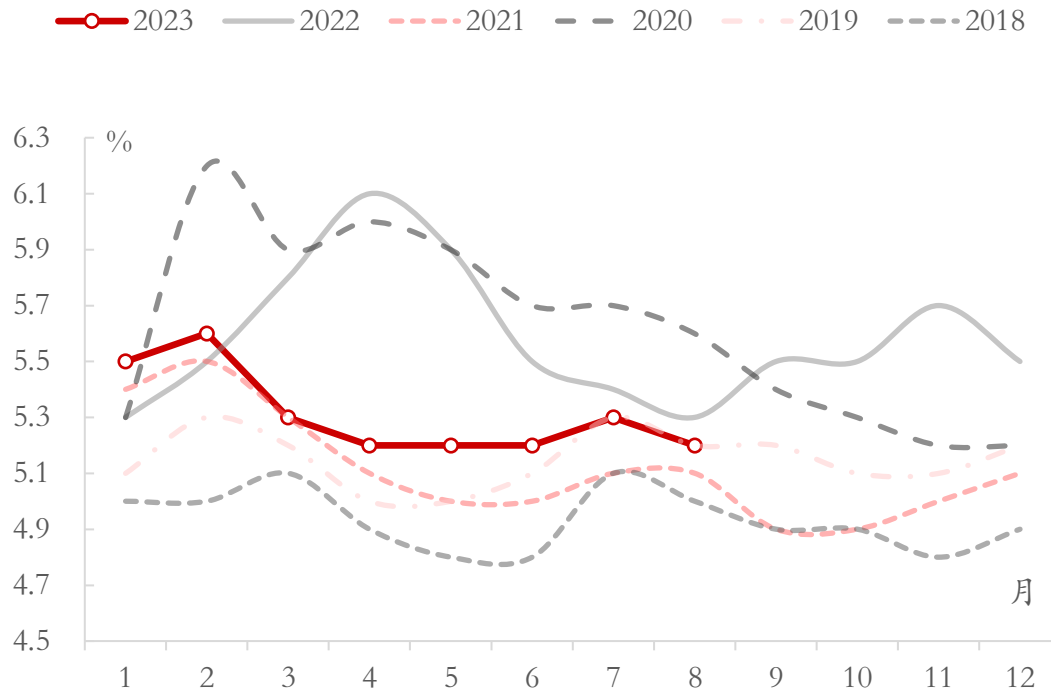
组合拳初见成效，三季度经济边际止跌

- 政策组合拳初见成效，8月份制造业PMI回升，综合PMI止跌。
- 城镇调查失业率也在8月份回落至5.2%，就业情况有一定好转。

图表：中国PMI走势



图表：中国城镇调查失业率有所下降



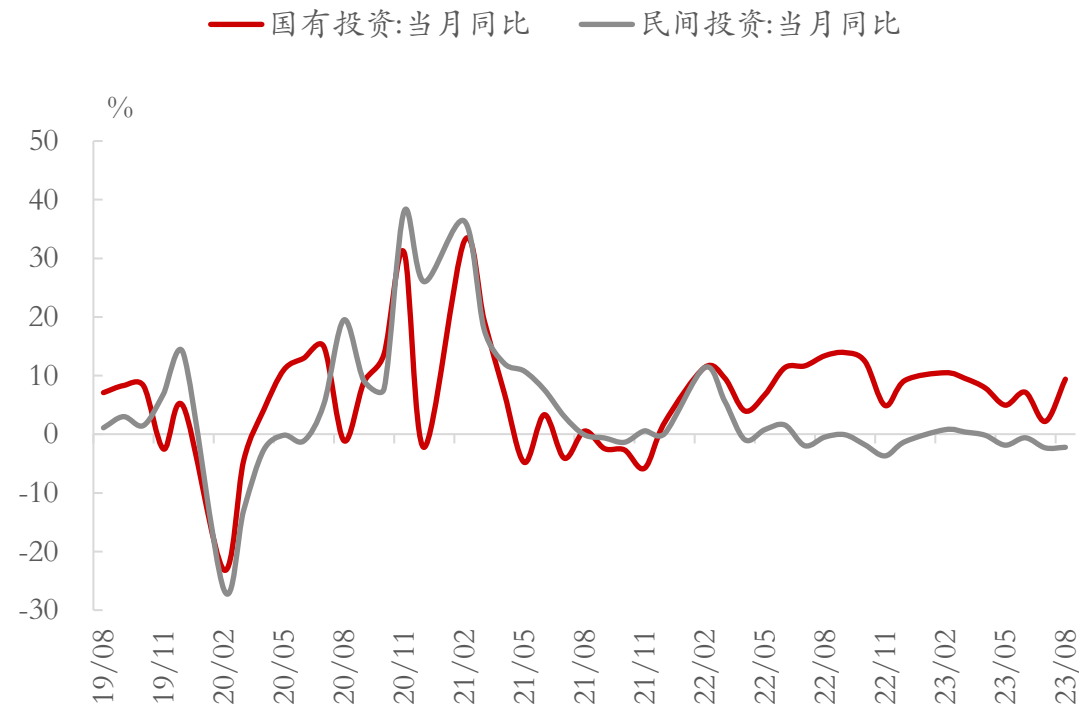
但需求不足问题依然凸出

- 困扰中国经济的需求不足问题暂无明显好转。
- 一方面，居民消费修复仍体现在可选消费品领域，多与场景修复、假期等因素有关。必选消费仍低迷。
- 另一方面，民间投资止步不前，国内投资修复更多靠国企拉动，国企与民企之间的分化仍大。

图表：必选消费与可选消费分化



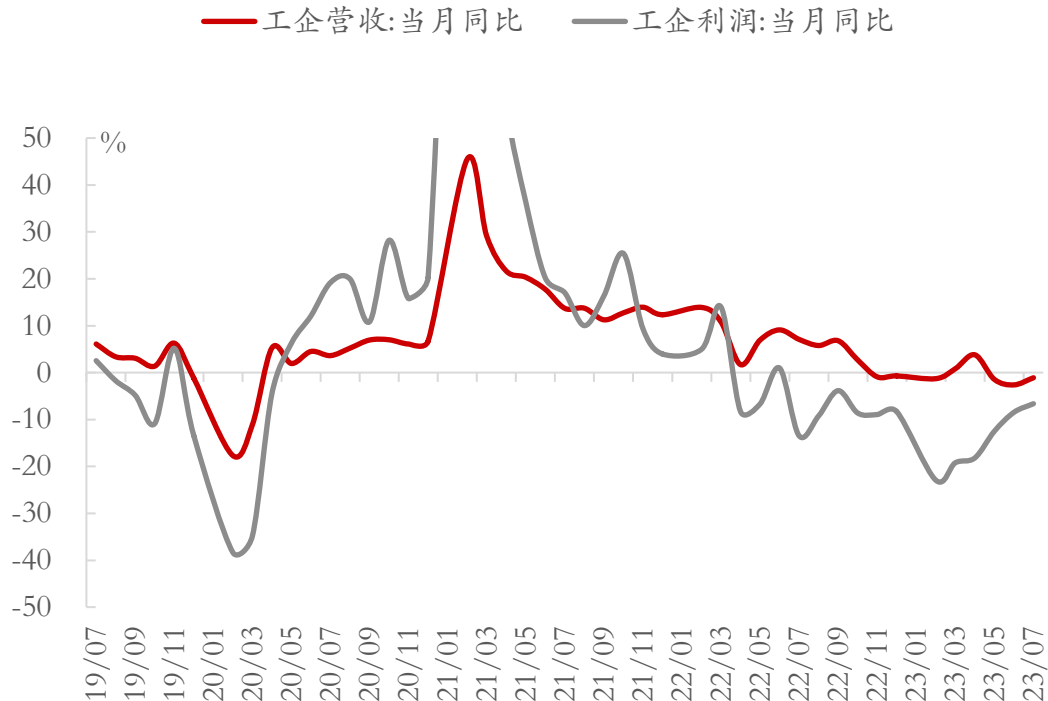
图表：民间投资仍未能修复



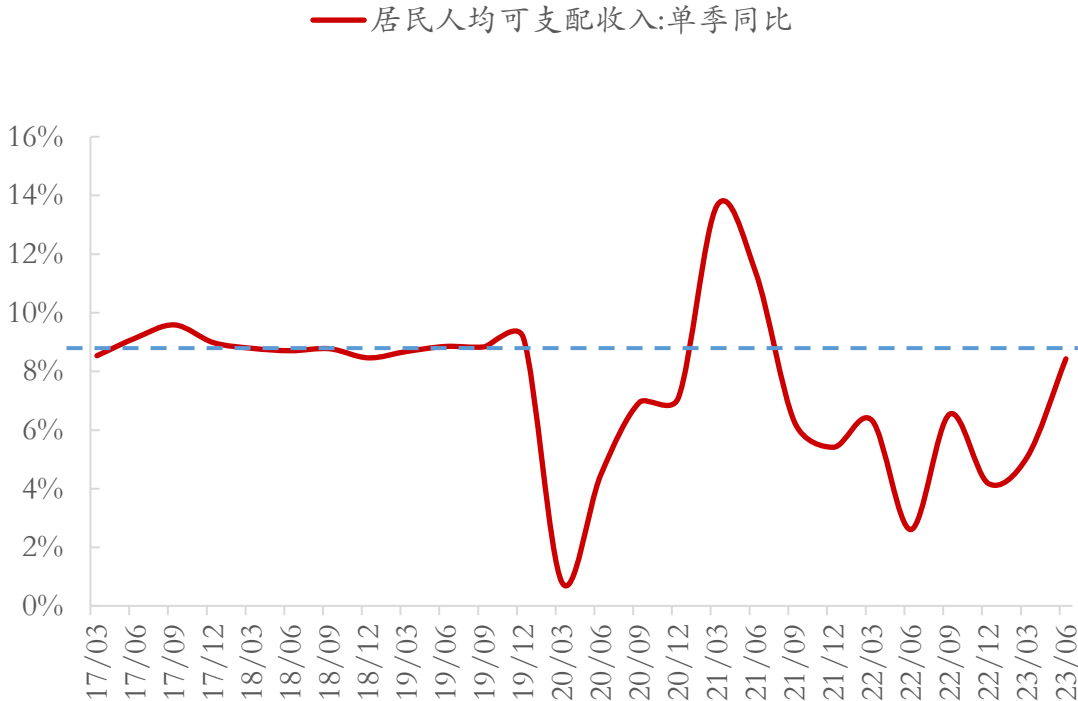
利润表修复向资产负债表修复过渡不畅

- 综合而言，这一局面导致的结果就是企业部门利润表修复受阻，目前仍停留在营业收入修复阶段。进而，企业利润向居民收入的转化更慢，尽管有去年的低基数效应，但今年居民部门可支配收入增速仍低于疫情前的趋势水平。

图表：工业部门营收与利润修复不畅



图表：居民部门可支配收入增长水平持续低于趋势水平

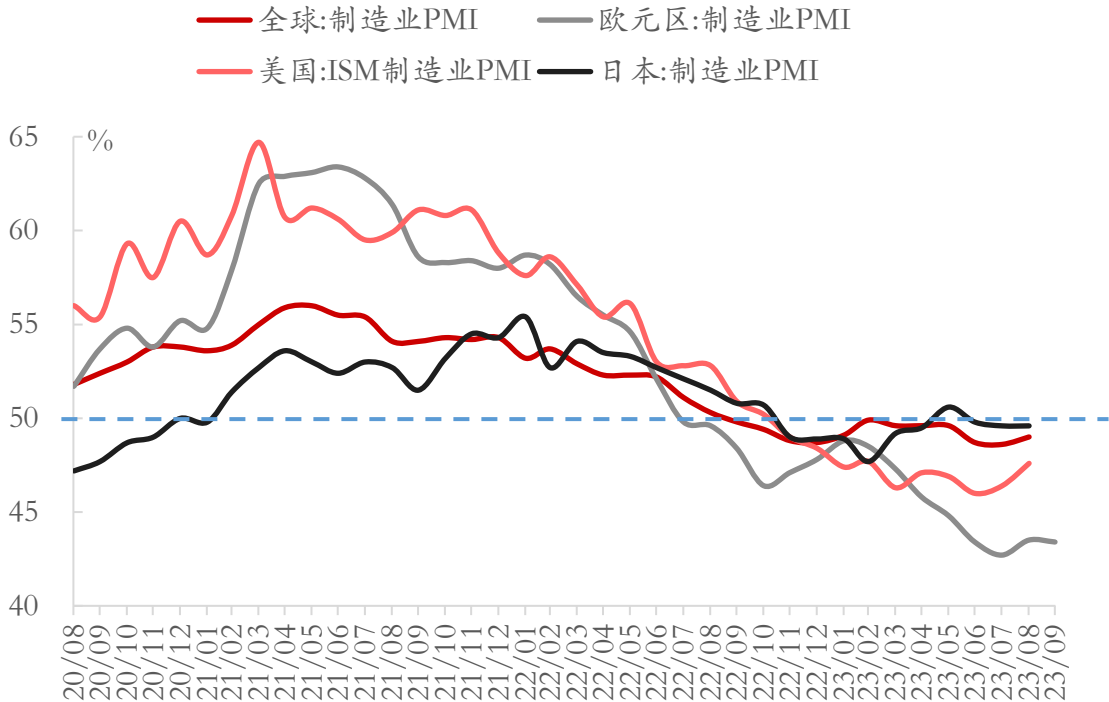


- 一、前三季度经济回顾
- **二、四季度宏观经济展望**
- 三、四季度股指展望

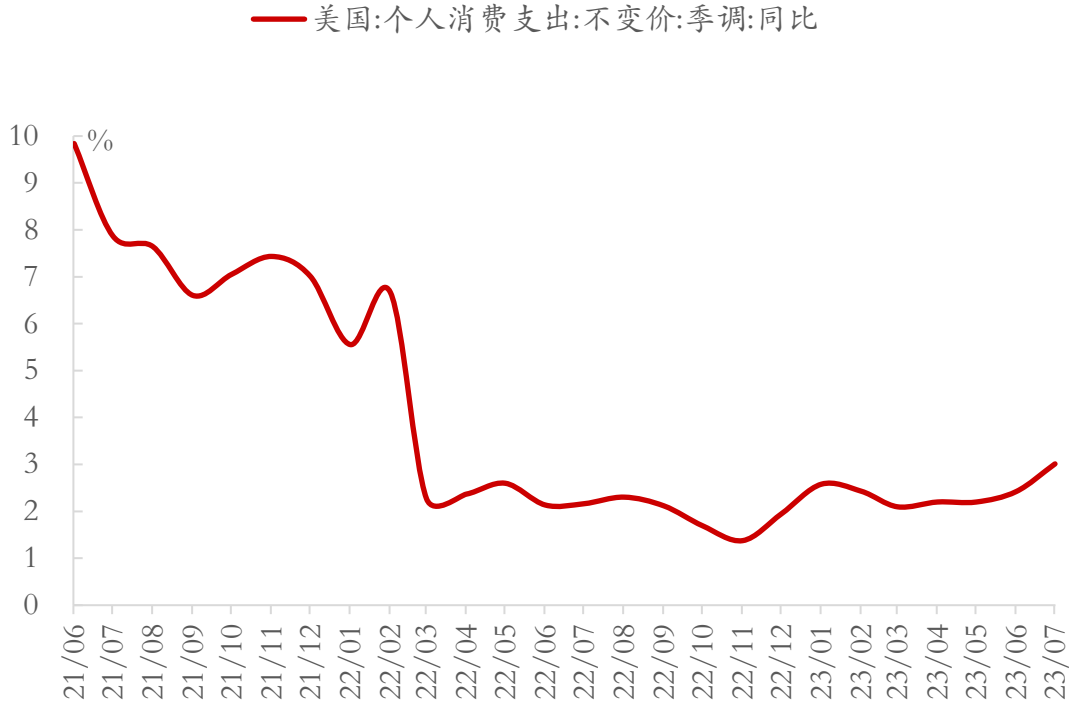
外需分化，美国强欧日弱

- 从外需角度看，美欧日之间有所分化，美国需求体现出较强的韧性，而欧日需求疲软。
- 8月份美国制造业PMI小幅回升至47.6%，美国需求有所扩张。美国居民消费支出边际上行。

图表：全球PMI走势



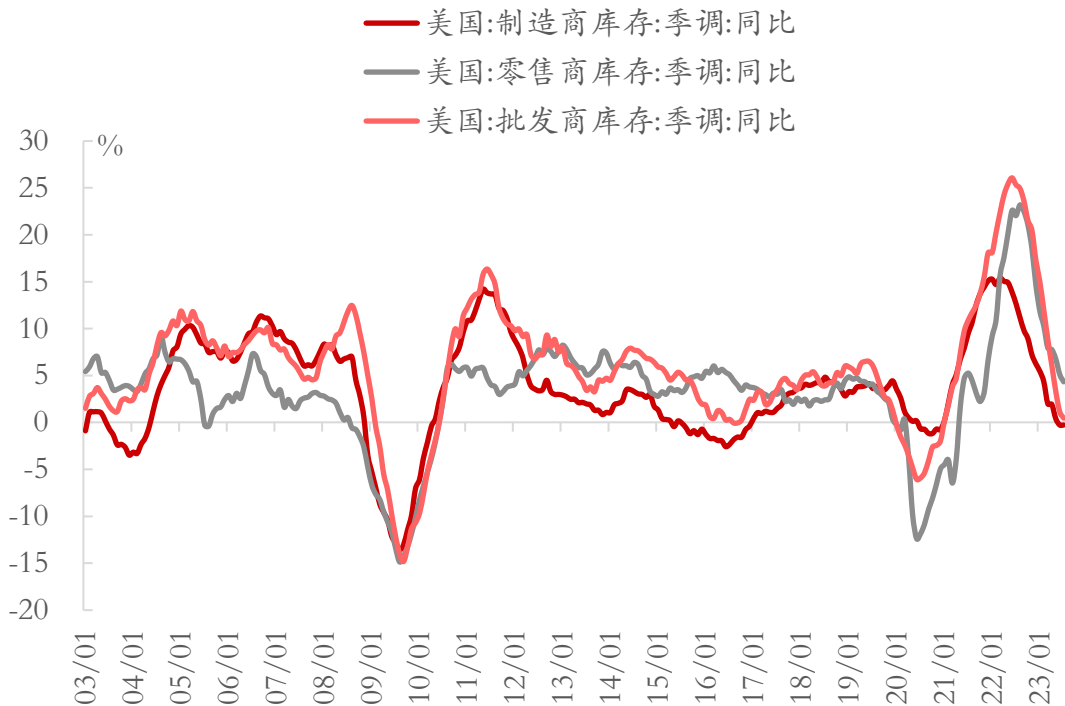
图表：美国消费支出筑底回升



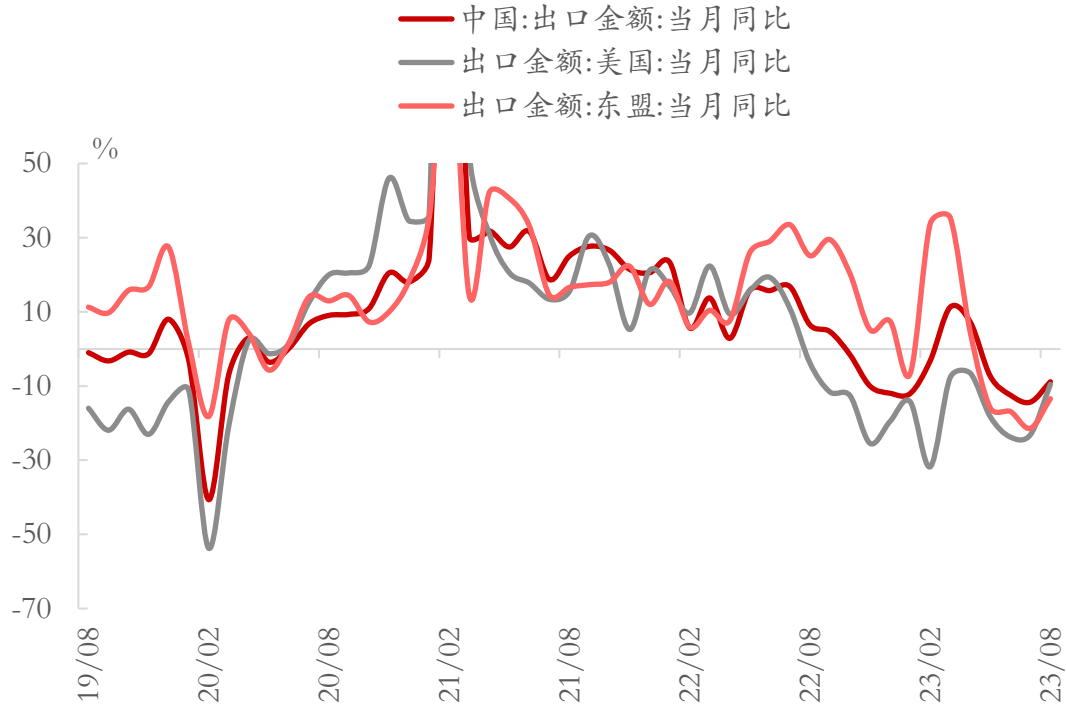
外需分化，美国强欧日弱，中国出口跌幅将收窄

- 同时美国的低库存现状也将拉动对中国商品的需求。
- 虽然有脱钩断链的背景，但通过东南亚的转口贸易将对最终出口形成支撑。故我们认为美国需求+中国去年低基数效应，共同将使得四季度出口跌幅收窄。出口增速单边下行的最紧张时刻已过。但在绝对量上，进出口金额较历史平均，仍有一定下行。

图表：美国库存低位



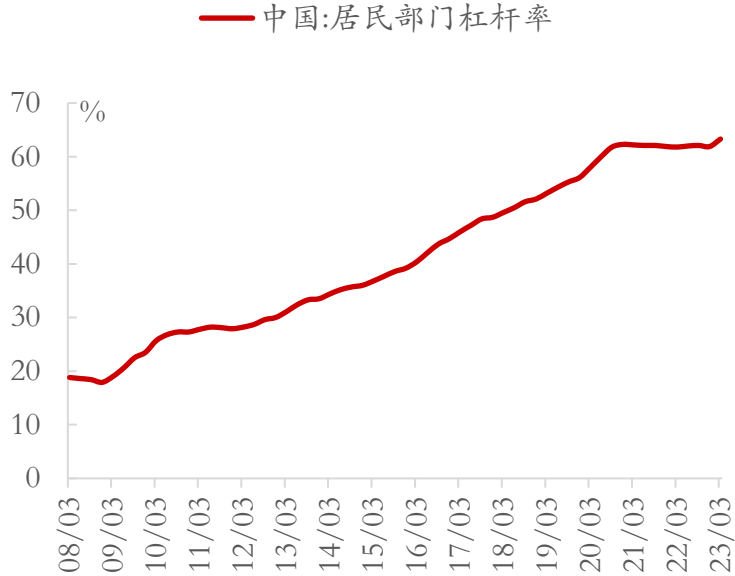
图表：中国对美国与东盟出口有所反弹



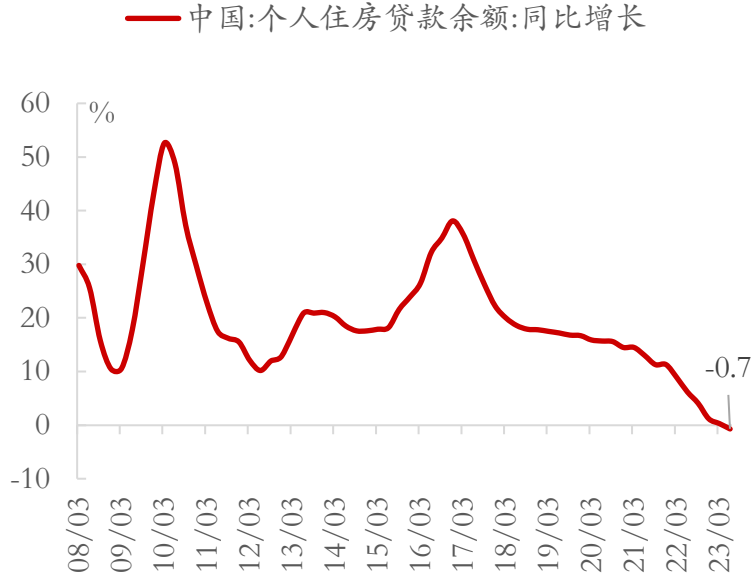
房地产：政策松绑加码，但落地情况不宜高估

- 从7月政治局会议起，中国房地产市场发展进入新阶段。“房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”指房地产市场早已从供不应求的热炒阶段进入到“房价下行-销售下行-预期下行”的负反馈阶段。
- 一方面，居民部门杠杆率已至高位，加杠杆空间已经不大。另一方面，二三四线地产投资价值被证伪，房价难起。
- 监管趋松的落脚点将会在一二线城市上。房地产行业未来将回归正常，而非刺激买房。

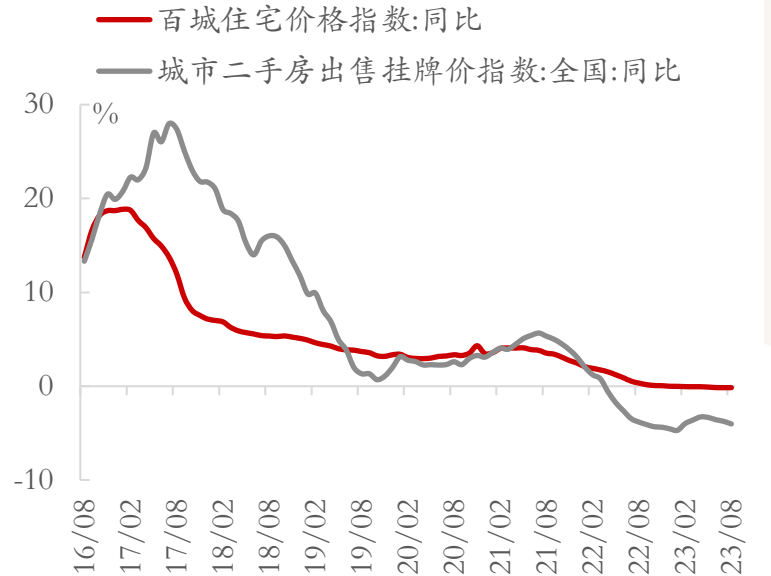
图表：中国居民部门杠杆率



图表：中国房贷增速走负



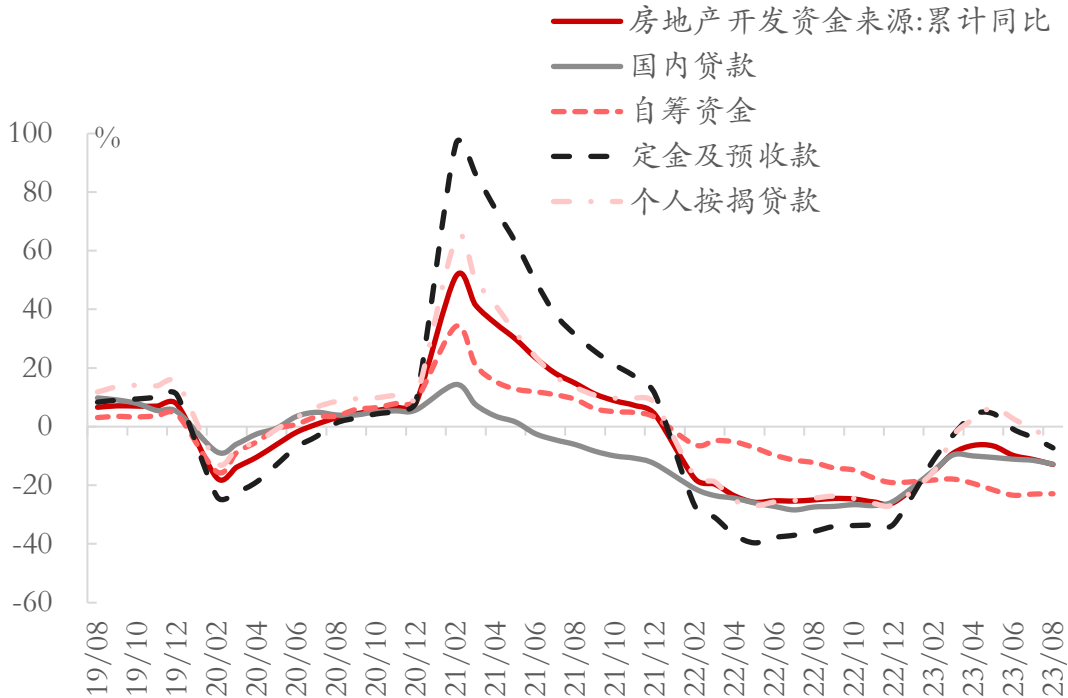
图表：中国一二手房价增速仍在下降



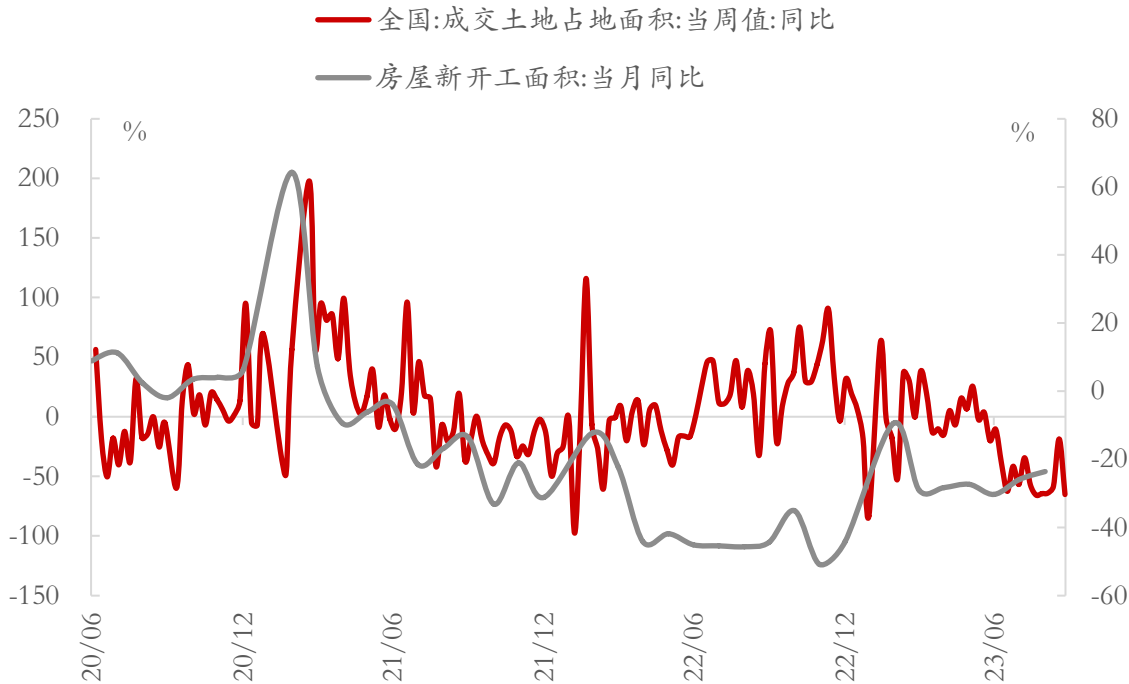
房地产：房企融资偏紧，新开工难言乐观

- 销售端不畅，房企资金流枯竭问题仍悬而未决。
- 新开工同比仍两位数负值，同时拿地也连续转负。从传导机制上看，地产开发投资企稳仍需要等待。

图表：房企资金来源仍处于下行通道中



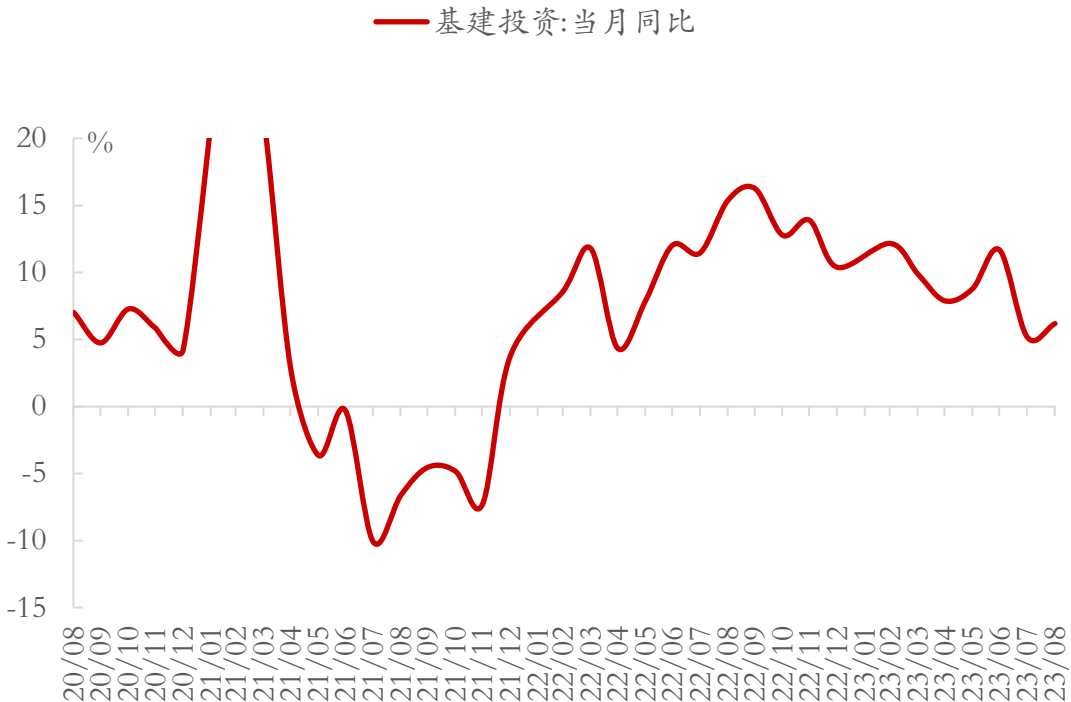
图表：新开工与拿地均大幅同比负增长



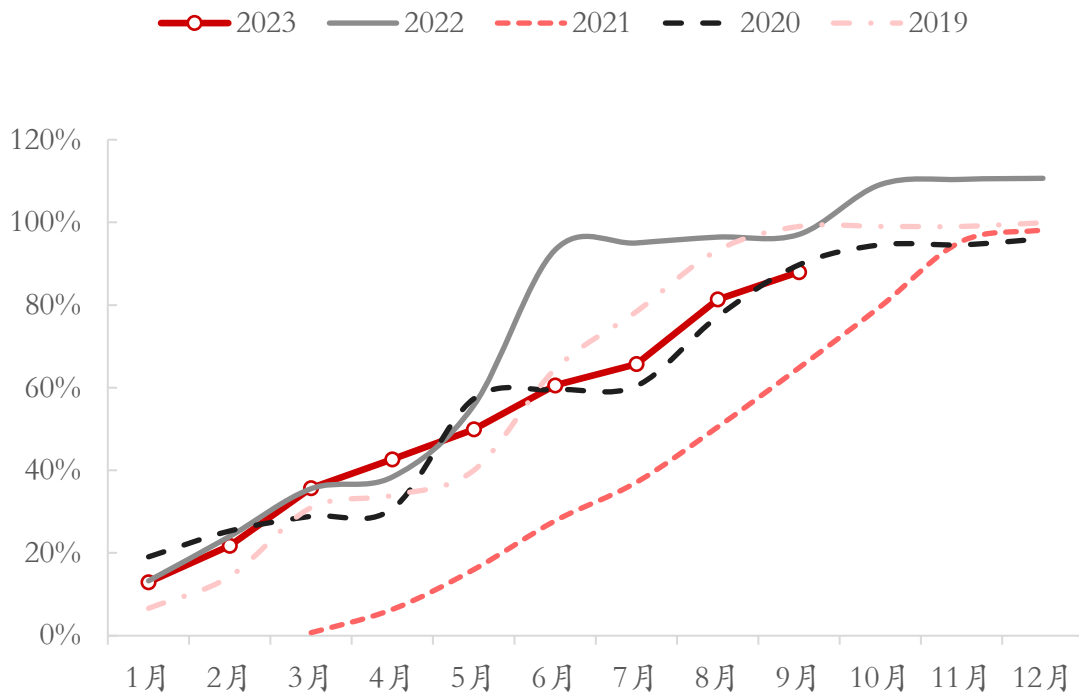
基建：财政加码必要性较强

- 今年前三个季度，基建投资增速整体下行，对经济的拉动力减弱。原因在于政府支出速度较为克制。
- 三季度专项债发行加快，但截止到9月25日，年内专项债总额约3.34万亿，仍有近5千亿额度待发。去年下半年动用了诸多准财政工具，但今年相关政策偏少，基建资金端面临压力，财政加码必要性较强。

图表：中国基建投资增速



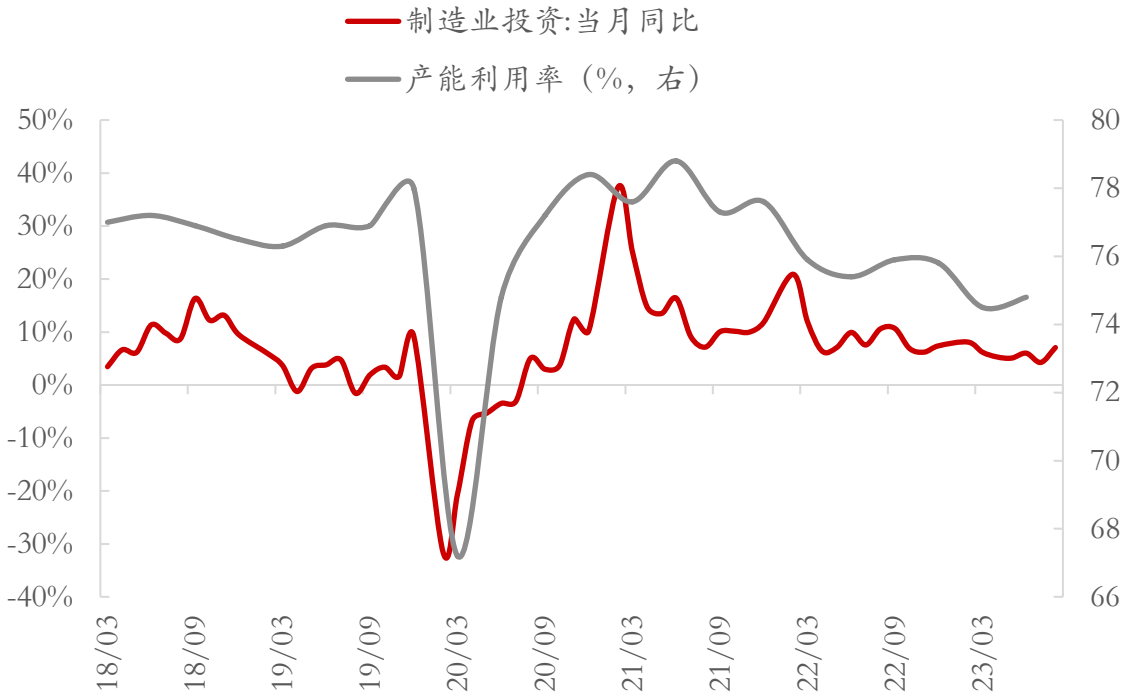
图表：地方政府专项债发行进度



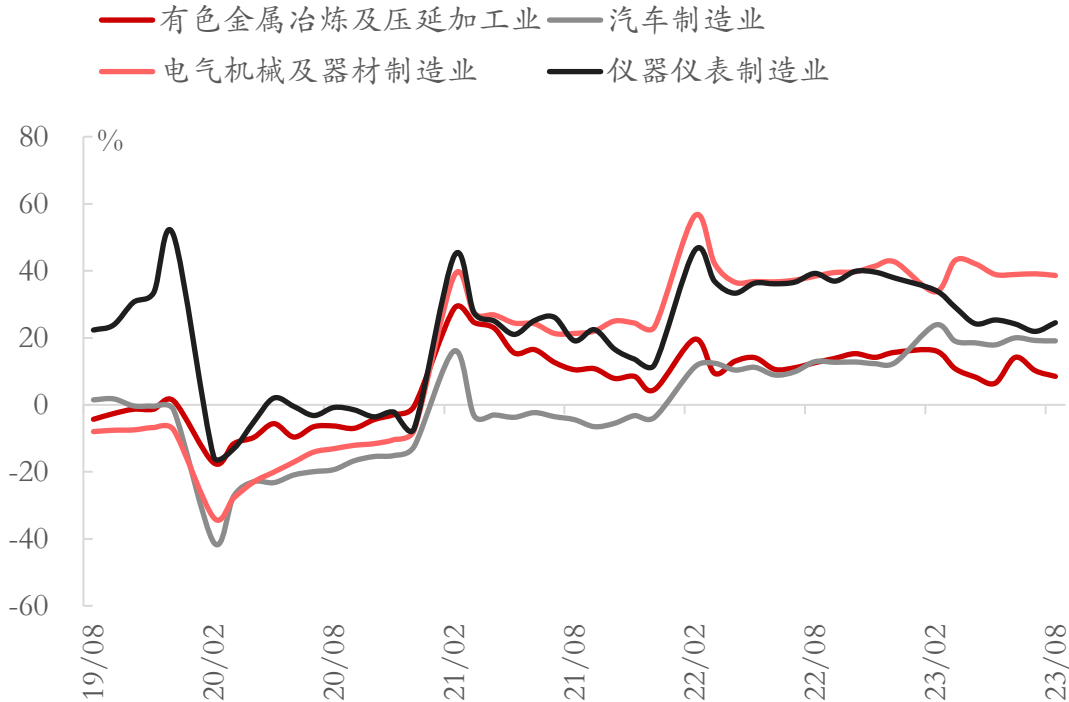
制造业投资更多看结构

- 产能利用率低位+利润改善偏慢，对制造业投资形成掣肘。
- 总量平淡，但结构性看点突出，以汽车、有色、电气、仪器仪表制造为代表的新型工业化始终保持较高投资增速。
- 政策端强调实现新型工业化是实现中国式现代化的关键任务，也是未来长期主题。四季度相关领域投资或将加大。

图表：制造业产能利用率低位



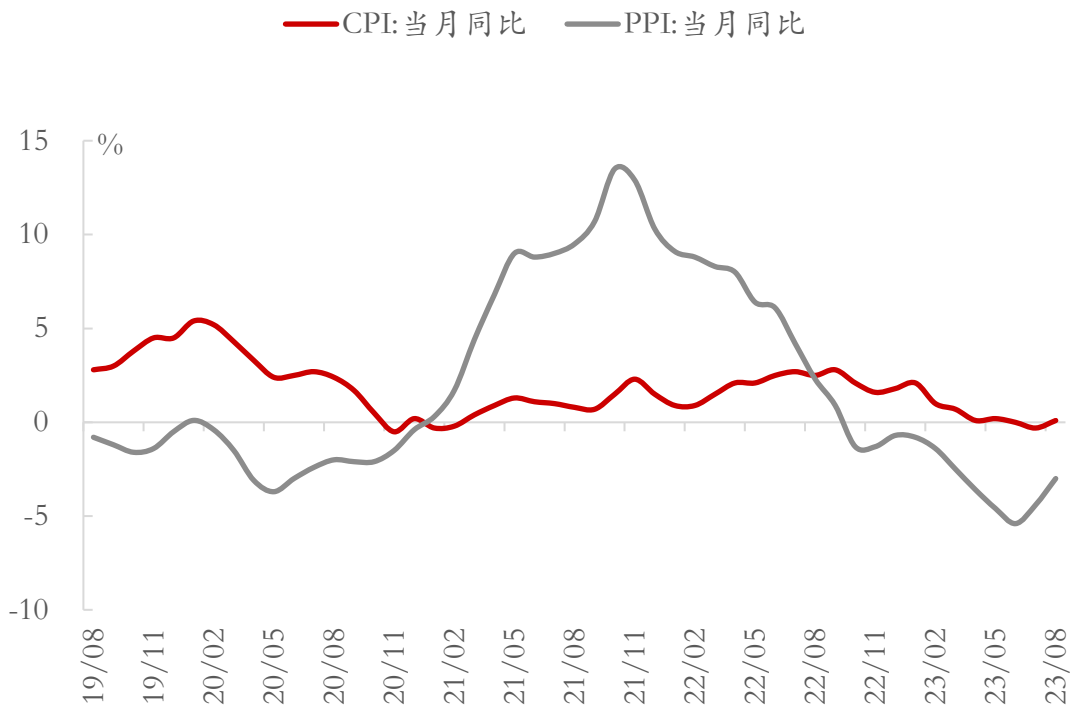
图表：四行业投资维持高增速



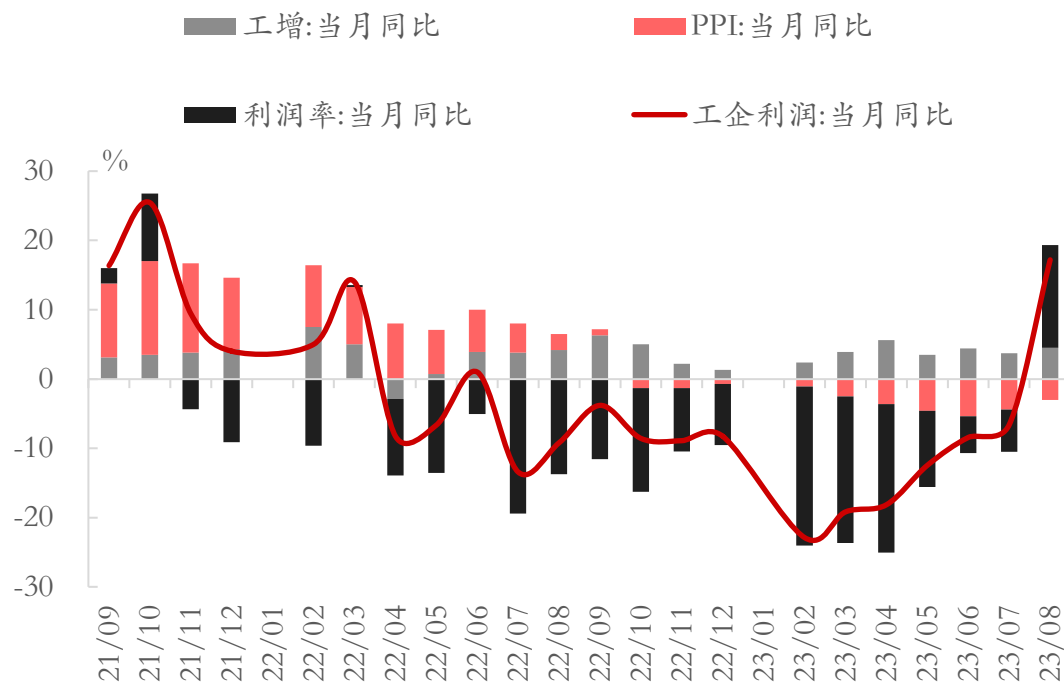
价格因素好转，带动企业利润反弹

- 前期萎靡的价格因素在三季度有所抬头，展望四季度，海外油价中枢上移将进一步支撑PPI上行，CPI在内需消费修复较慢的情况下，改善幅度将比较温和。
- 物价修复将减少对企业利润的拖累，从3季度工企利润同比走势已经可见端倪。在内需修复、价格反弹、减税降费等成本费用优化之下，8月工企利润同比已经回正。

图表：价格因素已于6-7月触底，四季度将温和回升



图表：PPI正向抬升，多因素叠加快速改善工企利润



宏观总结

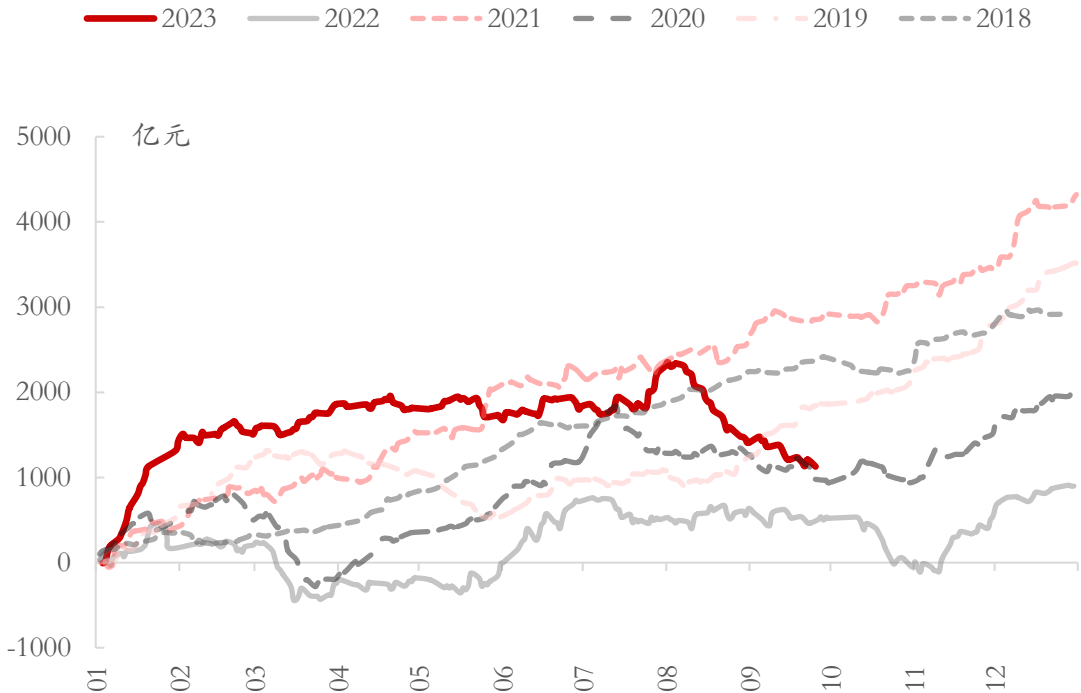
- 一、本年度宏观经济下滑的两个拖累点在于出口与地产。
- 二、出口方面，8月份反弹超预期，但后续可持续性仍有待观察。美欧日之间需求分化严重，美国有一定韧性，但欧日难有起色。从当前形势看，美国经济在四季度难言衰退，而较低的库存或将拉动对中国商品的出口需求，一定程度上托底出口。
- 三、国内方面，地产政策的落地效果仍是左右四季度经济增速的胜负手。而从8月底房地产销售“仍房不认贷”逐步推广，到9月份存量房贷利率下调、首套二套首付比例下调、限购解除等优化政策陆续跟上，我们可以看到本次调控密度高、力度大，但现实层面，短期内房地产销售波动不大，获益最大的群体--改善性需求并未能明显放量。“金九”褪色，能否迎来“银十”仍需要跟踪。但总体上，受制于杠杆约束、就业收入改善较慢、预期低迷等因素，我们持审慎态度，认为本轮地产弹性总体有限。
- 四、综上，四季度宏观政策仍将在“长期结构升级-短期稳增长-防风险”的三角结构之下寻求平衡。全年经济呈弱复苏态势，年内最低点逐渐过去，国内经济或有边际改善。

- 一、前三季度经济回顾
- 二、四季度宏观经济展望
- **三、四季度股指展望**

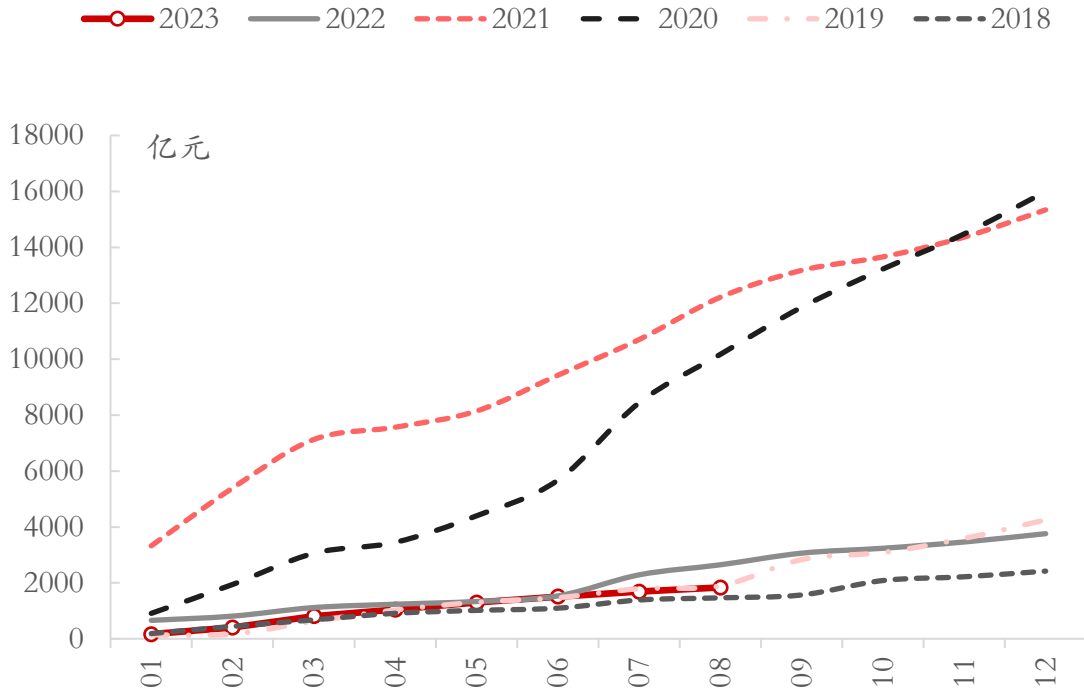
北向资金严重拖累行情

- 尽管政策组合拳力度不弱，但A股市场仍持续走低。从季度看，万得全A一季度涨幅6.47%，二季度涨幅-3.2%，三季度涨幅-4.96%（截至09/26），跌幅呈扩大态势。
- 三季度下跌原因在于北向资金大幅流出，8-9月合计净流入超1000亿元。而内资的代表公募基金却未能跟上。

图表：8月起北向资金转为净流出



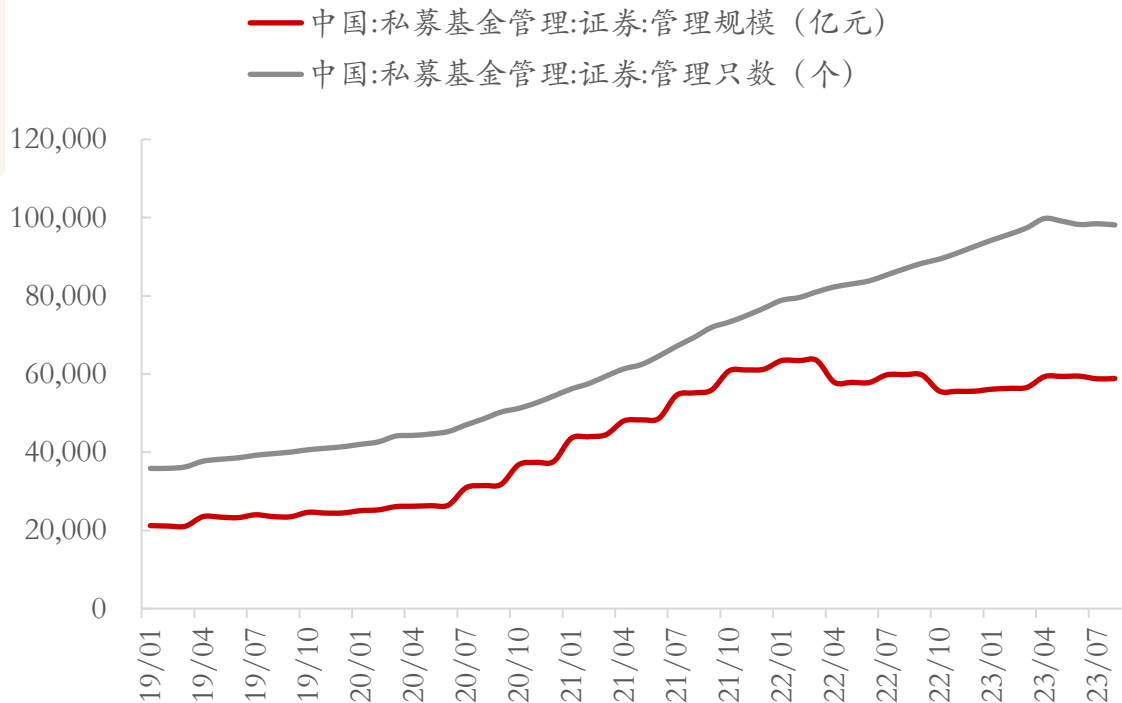
图表：中国新成立偏股型公募基金规模扩张较慢



私募停步，险资有所扩张

- 私募证券基金总规模与个数增长从2季度开始走平。
- 而险资则呈现出持续入场趋势，或与资本市场改革，引入长线资金等有关。

图表：私募证券基金规模走平



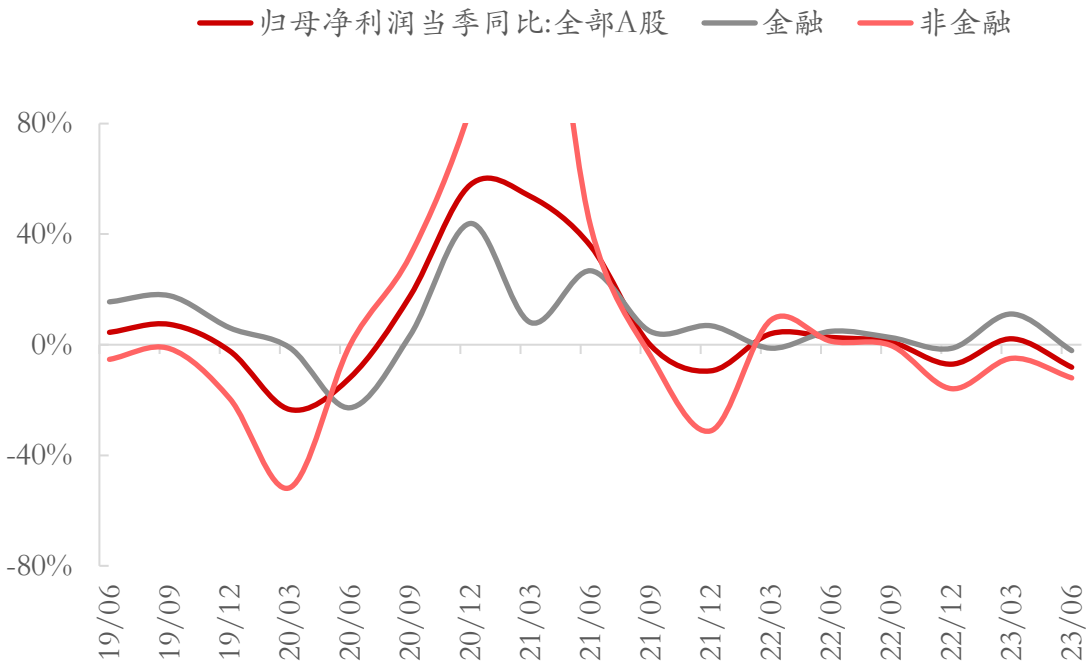
图表：险资入场带来一定增量



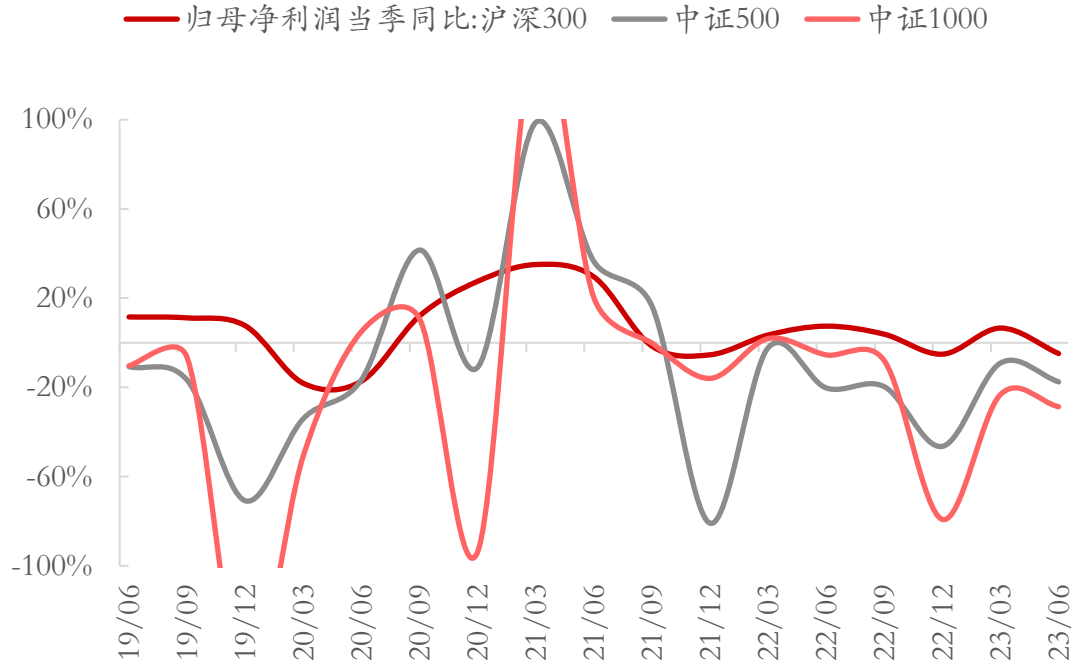
企业盈利：四季度同比将转正

- 上半年全部A股的盈利增速累计-3.34%，其中主要是二季度（单季同比-8.16%）拖累。
- 四季度A股看点主要在于盈利修复，随着价格因素反弹，盈利增速有望同比大幅回正。假设全年估值中枢回升到1-7月平均水平，则A股有一定的中枢上移空间，

图表：全A盈利增速



图表：三大股指盈利增速



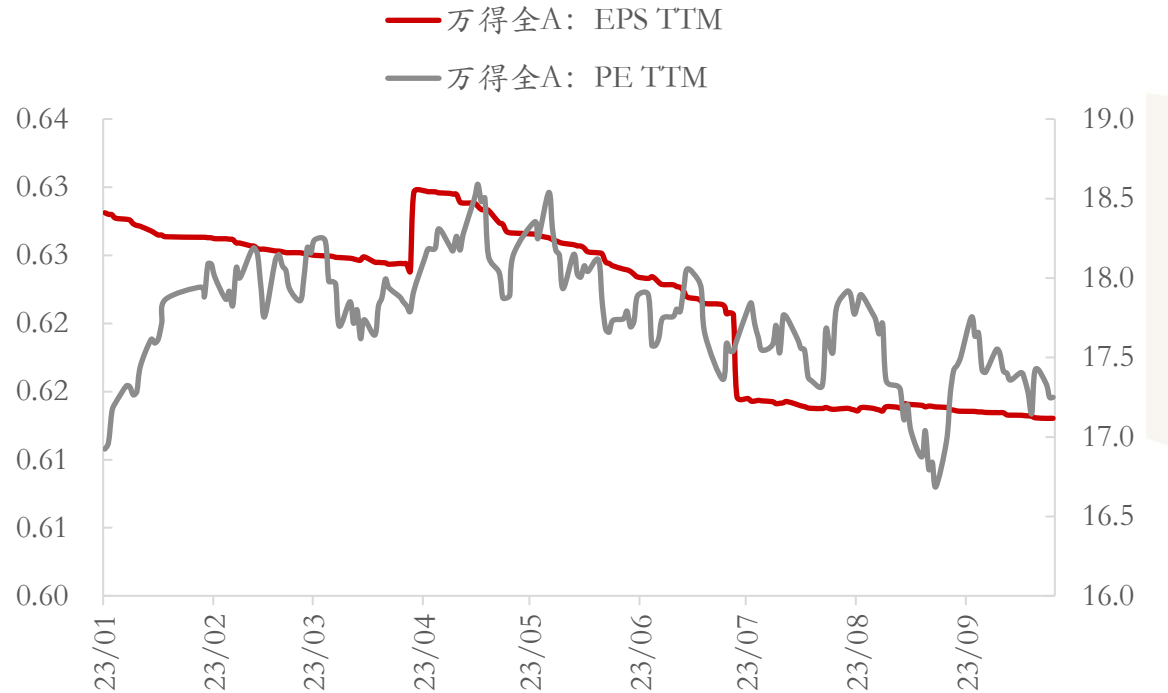
再论本年度估值水平

- 从前向视角看，本年度A股下跌经历了两个阶段：一是4月-7月，主要以杀盈利为主，未来12个月的前向EPS急速下降。二是8月-9月，估值和盈利双杀，前向市盈率和前向EPS单边下跌。同时注意到，9月中下旬起EPS开始走平，对应着基本面边际企稳。
- 从滚动视角看，结论一致。即便上半年宏观已经开始走弱，但主动杀估值行为从8月才开始表现明显。而前7个月万得全A估值区间震荡，中枢为17.9倍。

图表：三季度下跌主要源于估值盈利双杀



图表：万得全A滚动市盈率近期也快速下跌



ERP视角：估值虽低，但未足够低

- 从三大股指的ERP能更清晰地看出本年度A股估值水平的变化。经历了8-9月的下跌后，沪深300的ERP高于均值+1倍标准差，但仍未达到去年10月底的水平，即估值虽低，但并未足够低。
- 中证500与中证1000的ERP未超过均值+1倍标准差，难言十分便宜。

图表：沪深300指数ERP



图表：中证500指数ERP



图表：中证1000指数ERP



股指总结与展望

- 1、三季度市场下跌源于外资大幅流出同时内资未能持续流入，最终形成了资金净流出。
- 2、四季度A股看点在于企业利润修复：在PPI跌幅收窄的阶段，叠加去年四季度低基数，A股盈利有望读数上同比高增。
- 3、但须注意到，本年度A股下跌主要源于盈利下修，而估值水平虽然下跌但并未足够低，这就意味着估值的弹性或有不足。也即后续行情实现戴维斯双击的概率恐较小，市场上行空间总体有限。
- 4、我们认为在政策端不断发力之下，基本面边际改善，同时叠加低估值因素，顺周期品种IF、IH有望取得超额收益。

分析师承诺&免责声明

分析师承诺

王培丞

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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS