



Research and
Development Center

从库存周期触底到经济触底需要多久？ ——兼论股市熊转牛的拐点

2023年10月26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
邮箱：xieyunliang@cindasc.com肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@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

库存周期触底到经济触底需要多久？

——兼论股市熊转牛的拐点

2023年10月26日

- **库存周期：迎来触底回升的拐点。**经验上，我国库存周期的底部在产成品存货同比 0%左右，7 月产成品存货同比降至 1.6%，随后出现回升的迹象，基本符合这一历史规律。除此之外，我们还可以借助原材料库存周期与库存绝对水平的变化来更好地辨别库存周期的位置。原材料库存周期和产成品库存周期大的走势是一致的，但仔细研究两类库存周期会看到，原材料库存周期常领先于产成品库存周期。本次原材料补库始于 2023 年 7 月，产成品补库始于 2023 年 8 月。从库存绝对水平的视角，二季度末库存绝对值较低，企业存在回补库存的动力。8 月，产成品库存水平环比增加 0.9%，说明企业补库产成品的意愿提升。
- **全球制造业共振：出口改善有望延续。**历史上，中美库存周期具有高度同步性。2023 年 8 月，中美库存周期实现同步触底回升。事实上，不只是中美，使用 PMI 观察世界经济体的景气度变化，最近几个月，全球制造业 PMI 共振回升。综合考虑外需的积极变化与四季度偏低的基数，我们判断后续出口同比增速或将进一步回升，年内出口增速有望转正。
- **产能周期：逐渐走出低点。**2023Q3 产能利用率回升至 75%上方（75.6%），表明阶段性产能过剩的问题有所缓解。从周期嵌套的角度，历史上我国一轮产能周期包含两轮库存周期，2023 年上半年库存周期和产能周期都在探底阶段，2023Q3 二者都出现了触底回升的迹象。我们认为，产能利用率回升有助于增强企业扩大资本开支的积极性。
- **关注股市熊转牛的三大拐点。**近期中国经济数据与权益市场表现出现了明显的背离，经济基本面向好，但市场表现偏弱。我们认为，当下权益市场的主要矛盾有三点，（1）经济预期的提振，（2）房地产市场企稳，（3）美联储从鹰派转为鸽派。当以上三点矛盾均得到改善，A 股有望迎来牛市。我们评估了这三点的现状，并对拐点出现的时间进行研判。
（1）库存周期或已经迎来触底回升的拐点，并有望带来一系列连锁效应，与出口、产能周期可能形成共振，再叠加财政发力，推动经济持续改善。（2）尽管市场对政策放松后的房地产市场仍较为悲观，但我们研究认为，房地产新开工最早出清完毕，新开工触底回升的拐点可能已经到来。（3）本轮美国经济放缓是一轮非典型放缓，最近两个月，菲利普斯曲线出现回归正常化的迹象，可能促使未来美联储从鹰派转为鸽派。综上所述，我们认为，当前 A 股赔率处于历史高位，往后看三大拐点或将陆续确立，A 股有望由熊转牛。
- **风险因素：政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。**

目录

一、库存周期：迎来触底回升的拐点.....	4
二、全球制造业共振：出口改善有望延续.....	8
三、产能周期：逐渐走出低点.....	11
四、关注股市熊转牛的三大拐点.....	14
4.1 库存周期触底回升，经济修复信号有望被持续确认.....	14
4.2 商品房新开工完成触底回升.....	15
4.2 美联储的高利率面临菲利普斯曲线归来的挑战.....	19
4.4 投资含义：三大拐点或将陆续确立，A股有望由熊转牛.....	23
风险因素.....	24

表目录

表 1：各行业库存增速分位（2012 年至今）.....	7
表 2：各行业产能利用率.....	13
表 3：未来五年商品房住宅需求趋势可维持在 8-10.6 亿平方米.....	18

图目录

图 1：历史上的库存周期.....	4
图 2：原材料库存和产成品库存共同构成企业库存.....	5
图 3：原材料库存同比有较强的周期性.....	5
图 4：原材料库存周期常领先于产成品库存周期.....	6
图 5：原材料大概率已到了该补库的时候.....	6
图 6：产成品或也到了该补库的时候.....	7
图 7：中美库存周期.....	8
图 8：PPI 增速的领先时间大概为 1 个季度.....	9
图 9：中美 PPI 共振触底回升.....	9
图 10：全球制造业 PMI 共振触底回升.....	10
图 11：对各国出口的同比增速.....	10
图 12：全球出口共振触底回升.....	11
图 13：历史上的产能周期.....	11
图 14：上半年工业产能利用率已降至历史低位水平.....	12
图 15：2023Q3 库存周期和产能周期都出现了触底回升的迹象.....	12
图 16：制造业投资同比和 BCI 投资前瞻指数.....	13
图 17：2023 年 GDP 同比实际可能略超 5% 目标.....	14
图 18：新房房价持续下行.....	15
图 19：二手房房价降幅更大.....	15
图 20：房地产投资仍深陷负增长.....	16
图 21：房地产投资资金来源降幅较大.....	16
图 22：住宅新开工增速出现触底回升迹象.....	17
图 23：住宅新开工面积连续三年弱于销售面积.....	17
图 24：商品房住宅广义库存已降至 2011 年水平.....	18
图 25：住宅新开工当月同比已反超销售.....	19
图 26：美国服务业有韧性，而制造业放缓.....	19
图 27：美国投资放缓，而消费韧性强.....	20
图 28：美国菲利普斯曲线失灵状态有望改变.....	21
图 29：垂直的菲利普斯曲线（2022-2023H1）.....	21
图 30：最近两个月，菲利普斯曲线回归正常化的迹象（2022.03-2023.08）.....	22
图 31：超额储蓄或于 2024 年一季度消耗殆尽.....	22
图 32：美国消费贷款的拖欠率已经超过疫情前水平.....	23
图 33：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位.....	24
图 34：A 股走势推演.....	24

一、库存周期：迎来触底回升的拐点

使用产成品存货同比划分库存周期，2000年以来，中国已经历了完整的7轮库存周期。2000年以来，中国已经历了完整的7轮库存周期，分别为：2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019、2019-2023，一轮库存周期平均持续39个月。

2023年8月，库存周期迎来了触底回升的拐点。本轮去库存始于2022年5月，截至2023年7月，已连续15个月去库存，产成品存货增速降至1.6%。2023年8月，产成品存货增速触底回升至2.4%。

图1：历史上的库存周期

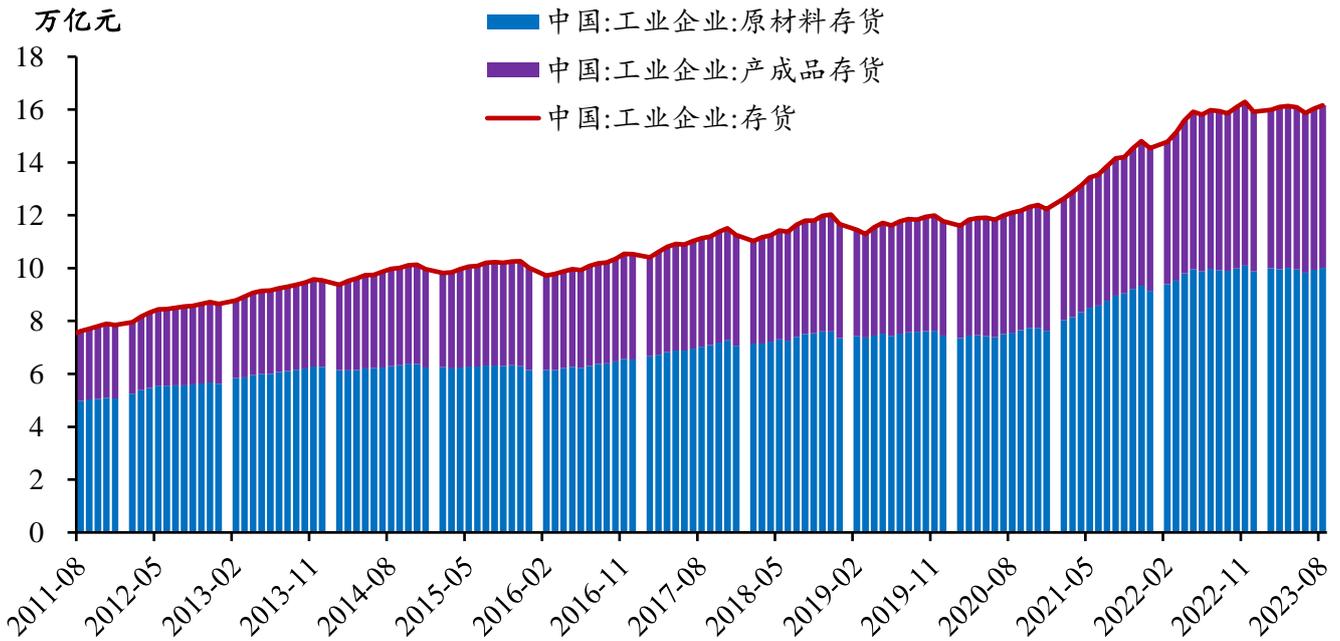


资料来源：万得，信达证券研发中心

历史经验上，我国库存周期的底部在产成品存货同比0%左右，7月产成品存货同比降至1.6%，随后出现回升的迹象，基本符合这一历史规律。除此之外，我们还可以借助原材料库存周期与库存绝对水平的变化来更好地辨别库存周期的位置。

原材料库存和产成品库存共同构成企业库存。月度的工业企业财务数据公布企业的存货数据和产成品存货数据。根据《工业统计报表制度》，存货指企业在日常活动中持有以备出售的产成品或商品、处在生产过程中的在产品、在生产过程或提供劳务过程中耗用的材料或物料等，通常包括原材料、在产品、半成品、产成品、商品以及周转材料等。产成品是指企业已经完成全部生产过程并验收入库，可以按照合同规定的条件送交订货单位，或者可以作为商品对外销售的产品。我们将产成品库存之外的存货统称为“原材料库存”。

在工业企业存货中，原材料库存占到6成，产成品库存占到4成。截至2023年8月，工业企业全部库存为16.2万亿元，其中原材料库存为10.0万亿元，占比约为六成；产成品库存为6.2万亿元，占比近四成。

图 2：原材料库存和产成品库存共同构成企业库存


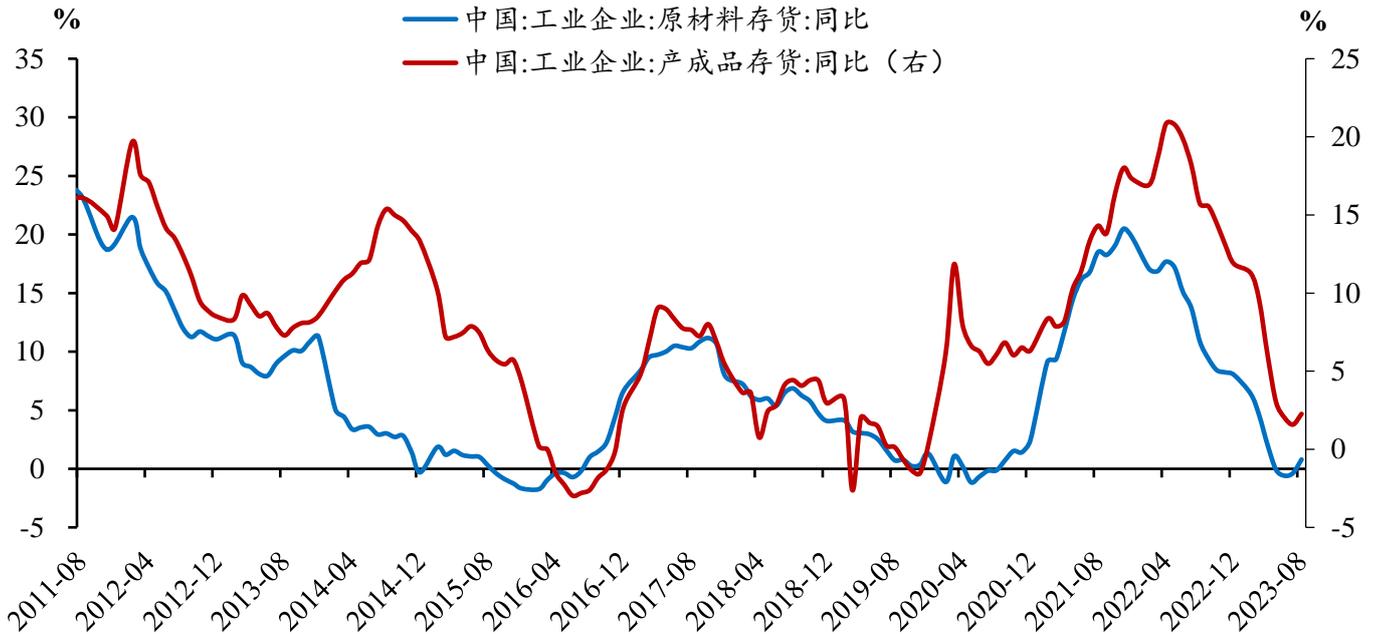
资料来源：万得，信达证券研发中心

市场一般用产成品存货同比来判断库存周期，因此对产成品库存关注程度较高，事实上原材料库存周期也有较强的参考意义。类似于产成品库存，原材料库存也具有强烈的周期性特征。使用原材料库存同比增速划分，2013年以来，我国经历了三轮完整的原材料库存周期，2013年7月-2016年2月、2016年3月-2019年6月、2019年11月-2023年6月。三轮时长分别为31个月、39个月、36个月。

图 3：原材料库存同比有较强的周期性

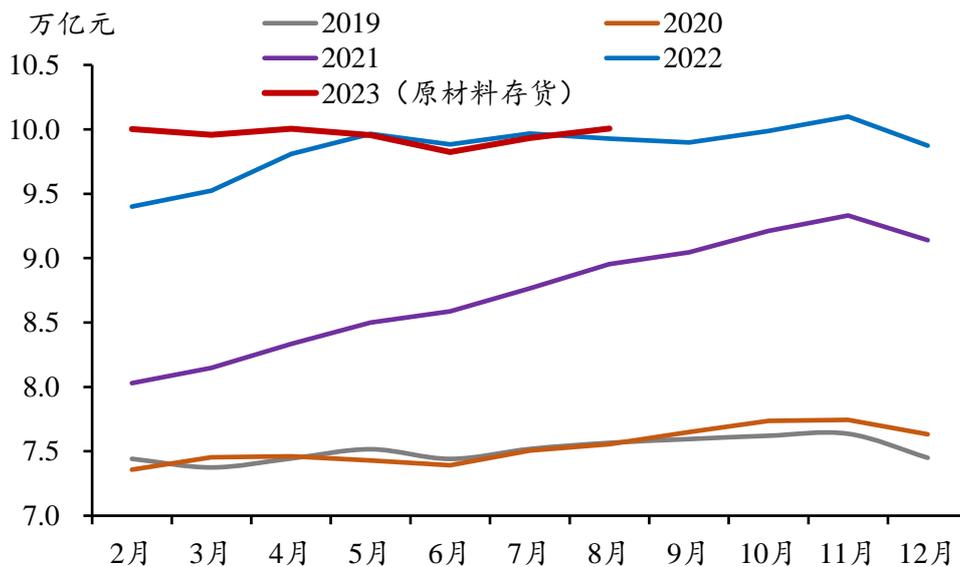

资料来源：万得，信达证券研发中心

原材料库存周期对产成品库存周期存在领先性。原材料库存周期和产成品库存周期大的走势是一致的，但仔细研究两类库存周期会看到，原材料库存周期常领先于产成品库存周期。理论上，企业补库原材料的目的是为了生产产成品。历史数据也显示，原材料库存周期常领先于产成品库存周期。例如，2016年2月原材料库存周期触底，4个月后产成品周期触底；又如，2021年11月原材料库存周期触顶，5个月后产成品库存周期触顶。本轮原材料补库始于2023年7月，产成品补库始于2023年8月。

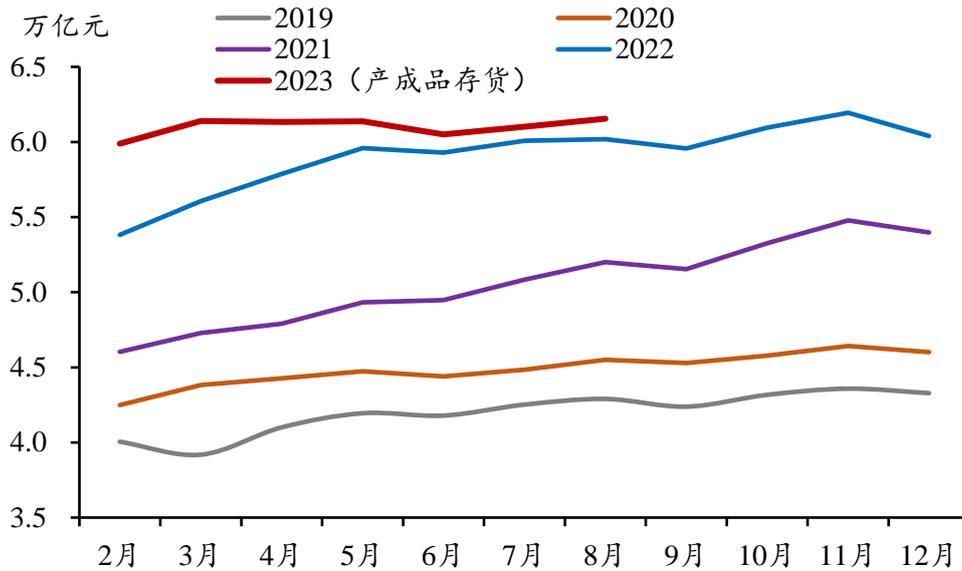
图 4：原材料库存周期常领先于产成品库存周期


资料来源：万得，信达证券研发中心

从库存绝对水平的视角，二季度末库存绝对值较低，企业存在回补库存的动力。从绝对水平来看，库存具有长期上升趋势，年末库存水平较年初往往增加。2020-2022 年，原材料库存年末水平较年初分别增加 3.7%、13.8%、5%；产成品库存分别增加 8.3%、17.3%、12.2%。截至今年 6 月，原材料库存水平较年初不增反减，减少 1.8%，且已低于去年同期，说明原材料大概率已到了该补库的时候。7-8 月，原材料库存水平连续两个月环比上升。产成品库存也呈现类似的情况，截至今年 6 月，产成品库存水平较年初仅小幅增加 1.0%。8 月，产成品库存水平环比增加 0.9%，说明企业补库产成品的意愿提升。

图 5：原材料大概率已到了该补库的时候


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6: 产成品或也到了该补库的时候


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从细分行业维度, 8月大部分行业的库存增速出现了上升。在33个工业行业中, 7月有26个行业产成品库存增速处于2012年以来的30%分位以下, 显示这些行业的库存水平已经偏低, 存在补库产成品的动能。8月有20个行业库存增速的分位数上升, 具体而言, 中游原材料加工业中的黑色金属冶炼、下游制造业中的仪器仪表、以及下游纺织业的库存分位数上升较为明显, 补库力度相对较大。

表 1: 各行业库存增速分位 (2012 年至今)

行业	5月库存分位数 (%)	6月库存分位数 (%)	7月库存分位数 (%)	8月库存分位数 (%)
煤炭开采和洗选业	0.79	0.72	0.63	0.56
石油和天然气开采业	0.13	0.07	0.09	0.15
黑色金属矿采选业	0.41	0.12	0.07	0.06
有色金属矿采选	0.28	0.30	0.21	0.10
非金属矿采选业	0.20	0.22	0.29	0.20
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.14	0.04	0.00	0.04
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.37	0.34	0.27	0.29
造纸及纸制品业	0.19	0.13	0.06	0.06
化学原料及化学制品制造业	0.33	0.12	0.00	0.02
化学纤维制造业	0.04	0.00	0.02	0.07
橡胶和塑料制品业	0.11	0.10	0.09	0.14
非金属矿物制品业	0.49	0.16	0.08	0.07
黑色金属冶炼及压延加工业	0.06	0.06	0.11	0.25
有色金属冶炼及压延加工业	0.31	0.29	0.35	0.37
金属制品业	0.00	0.00	0.00	0.00
医药制造业	0.24	0.36	0.20	0.29
通用设备制造业	0.06	0.07	0.13	0.18
专用设备制造业	0.71	0.60	0.64	0.69
汽车制造	0.53	0.37	0.30	0.32
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.36	0.65	0.65	0.77
电气机械及器材制造业	0.23	0.32	0.47	0.55
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.08	0.12	0.07	0.10
仪器仪表制造业	0.58	0.55	0.27	0.52
农副食品加工业	0.49	0.48	0.26	0.25
食品制造业	0.79	0.53	0.19	0.18
酒、饮料和精制茶制造业	0.39	0.36	0.17	0.25
烟草制品业	0.69	0.71	0.70	0.70
纺织业	0.09	0.19	0.07	0.29
纺织服装、服饰业	0.00	0.00	0.01	0.03
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.24	0.16	0.10	0.07
家具制造业	0.02	0.01	0.04	0.00
印刷业和记录媒介的复制	0.01	0.02	0.04	0.05
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.15	0.28	0.57	0.43

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

注释: 标黄代表该行业库存分位数在8月上升

二、全球制造业共振：出口改善有望延续

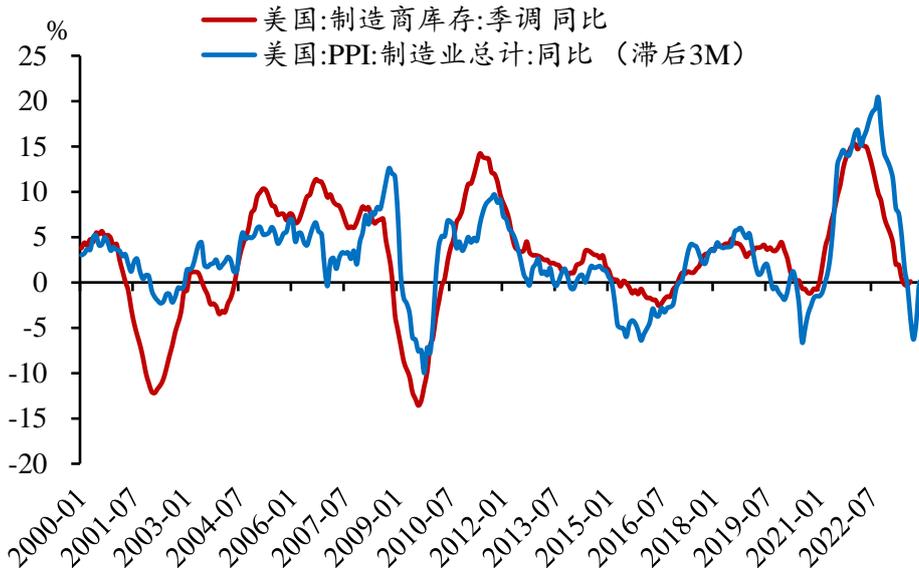
历史上，中美库存周期具有高度同步性。2018-2019年贸易摩擦期间，库存周期同步性遭到破坏。2020-2021年疫情后的一段时间，两国周期错位主因两国纾困政策不同。中国在疫情后更注重优先复工复产，以此来保障经济平稳运行，因此中国生产恢复快于消费恢复；美国通过财政刺激修复需求端，使得消费恢复快于生产。2020年底起，中美库存周期恢复同步性。

图 7：中美库存周期



资料来源：万得，信达证券研发中心

2023年8月，中美库存周期实现同步触底回升。8月中国库存周期指标从1.6%回升至2.4%，美国库存周期指标（制造商库存同比）从-0.3%回升至+0.1%。另外，PPI与库存周期的转换有着较为密切的关系，从美国历史上看，PPI同比拐点领先库存周期大概1个季度。2023年6-9月，美国PPI同比从-9.4%升至-3.3%，中国PPI同比从-5.4%升至-2.5%，两国PPI同比完成筑底，进入温和抬升的通道。

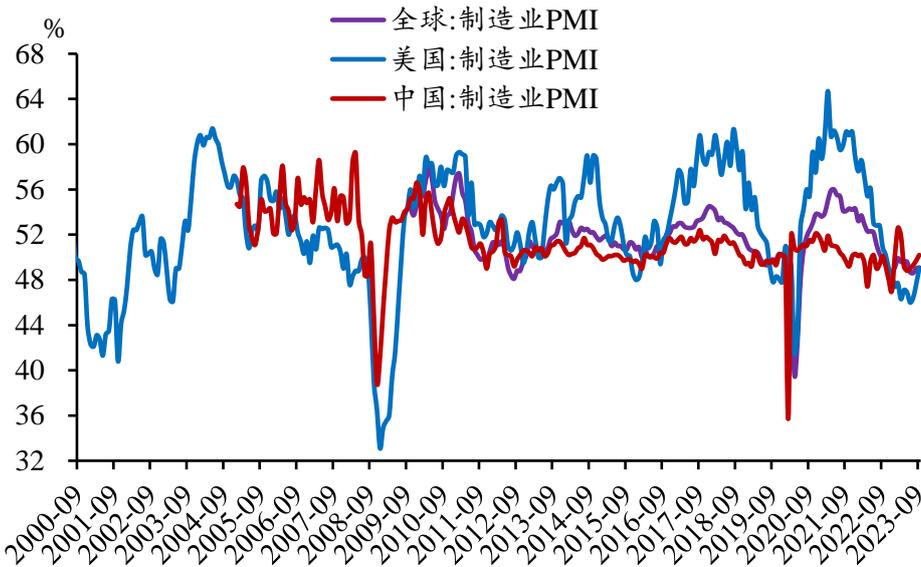
图 8: PPI 增速的领先时间大概为 1 个季度


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 中美 PPI 共振触底回升

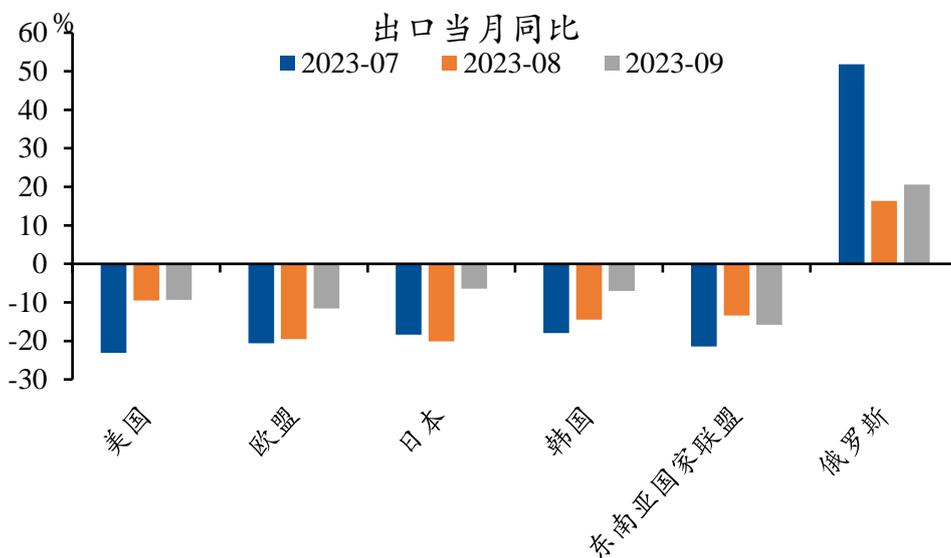

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

事实上, 不只是中美, 全球制造业景气度均出现了边际改善。全球制造业多种不同指标均呈现出高度同步性。使用 PMI 观察世界经济体的景气度变化, 最近几个月, 全球制造业 PMI 共振回升。2023 年 7-9 月, 全球制造业 PMI 从 48.6% 升至 49.1%, 美国制造业 PMI 从 46.4% 升至 49%, 中国制造业 PMI 从 49.3% 升至 50.2%。

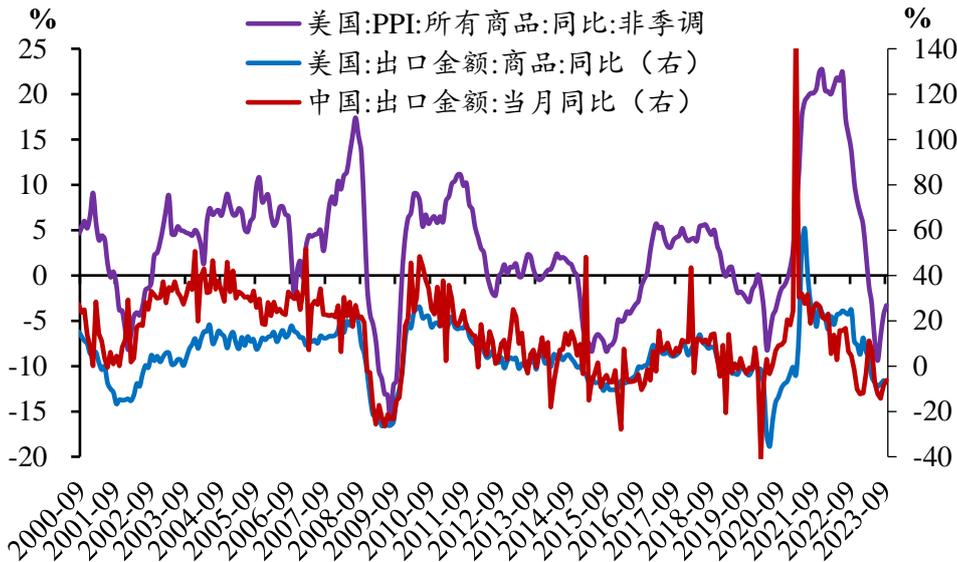
图 10：全球制造业 PMI 共振触底回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

外需环境的积极变化为后续出口好转打下了基础。历史数据显示, 全球库存周期、全球制造业 PMI、全球 PPI、以及出口等指标相互之间具有高度同步性, 背后共同反映出全球制造业的同步性。2023 年 7 月, 中国商品出口增速录得低点-14.3%, 8-9 月连续两个月降幅收窄至-6.2%。分国别来看, 7-9 月我国对美国、欧盟、日本、韩国的出口同比降幅展现出连续收窄的态势, 指向世界主要经济体的需求正在回暖。另外, 10 月前 10 日韩国出口同比回升至-1.7% (前值为-7.8%)。综合考虑外需的积极变化与四季度偏低的基数, 我们判断后续出口同比增速或将进一步回升, 年内出口增速有望转正。

图 11：对各国出口的同比增速


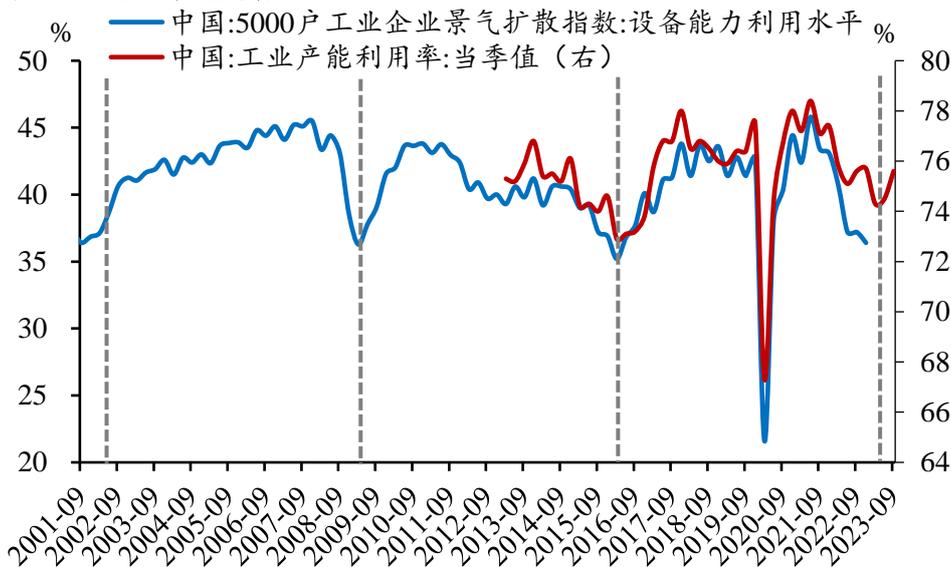
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12: 全球出口共振触底回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、产能周期: 逐渐走出低点

我们一般通过产能利用率观察产能周期。产能利用率是指实际产出与生产能力的比值。其中，分子端的实际产出是指报告期内生产的产品产量或产值；分母端的生产能力是指在劳动力、原材料、燃料、运输等保证供给的情况下，生产设备（机械）保持正常运行，企业可能实现的、并能长期维持的产品产出。产能利用率的分子主要受到需求的影响，相对而言是快变量；分母则是中长期的供给能力，为慢变量。历史数据显示，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均有着较强的联动关系。2000 年以来，中国经济已经走出三轮产能周期，分别是 2002-2009，2009-2016，2016-2023。

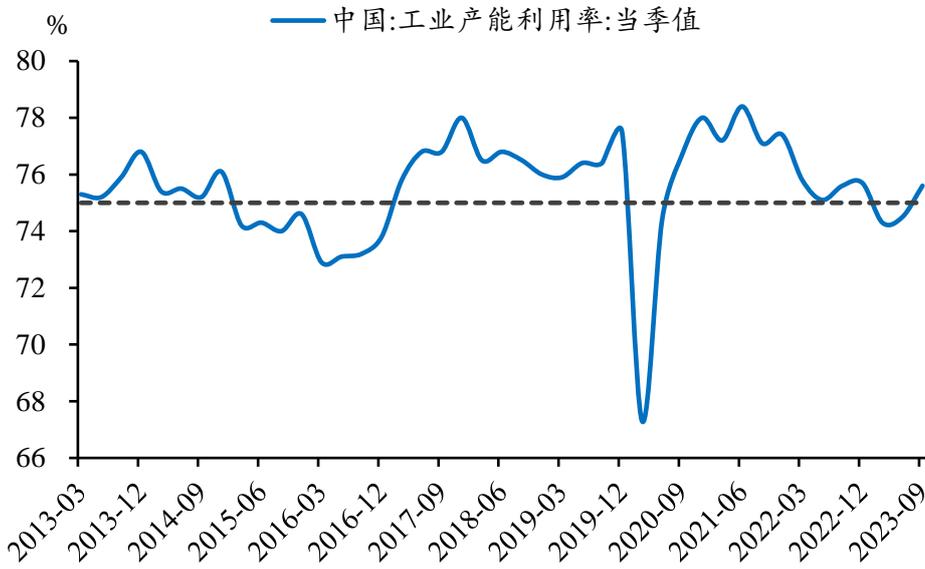
图 13: 历史上的产能周期


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

今年上半年，工业产能利用率降至历史低位，国内产能过剩的问题较为突出。今年一季度，工业产能利用率降至 2017 年以来（除 2020 年一季度外）最低位，录得 74.3%，二季度工业产能利用率为 74.5%，继续处于历史的

较低水平。拉长时间线来看，今年上半年产能利用率已经降至 2015-2016 年的水平，即供给侧改革取得成效前的水平。从历史数据看，当产能利用率低于 75% 时，国内产能过剩的问题较为突出。

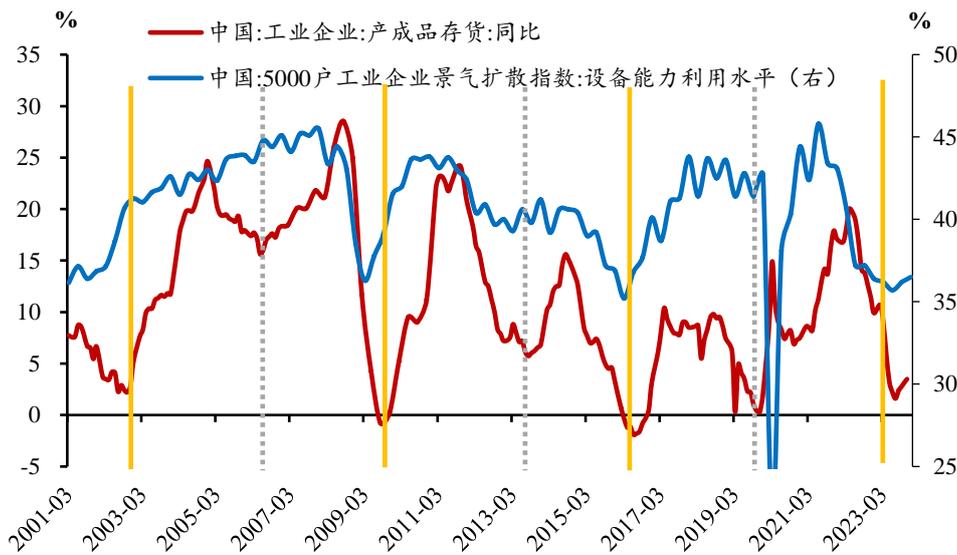
图 14：上半年工业产能利用率已降至历史低位水平



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从周期嵌套的角度，2023 年上半年库存周期和产能周期都在探底阶段，2023Q3 二者都出现了触底回升的迹象。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，第一轮库存周期开启时产能利用水平企稳回升，第二轮库存周期开始时产能利用水平往往处于高位。2023Q3 产能利用率回升至 75% 上方（75.6%），表明我国阶段性产能过剩的问题有所缓解。从细分行业来看，产能利用率提升的行业包含化学纤维、汽车制造、计算机通信、电气机械、食品制造。与之相对，非金属矿物制品、黑色金属冶炼等与地产相关的行业产能利用率变化不大。

图 15：2023Q3 库存周期和产能周期都出现了触底回升的迹象



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

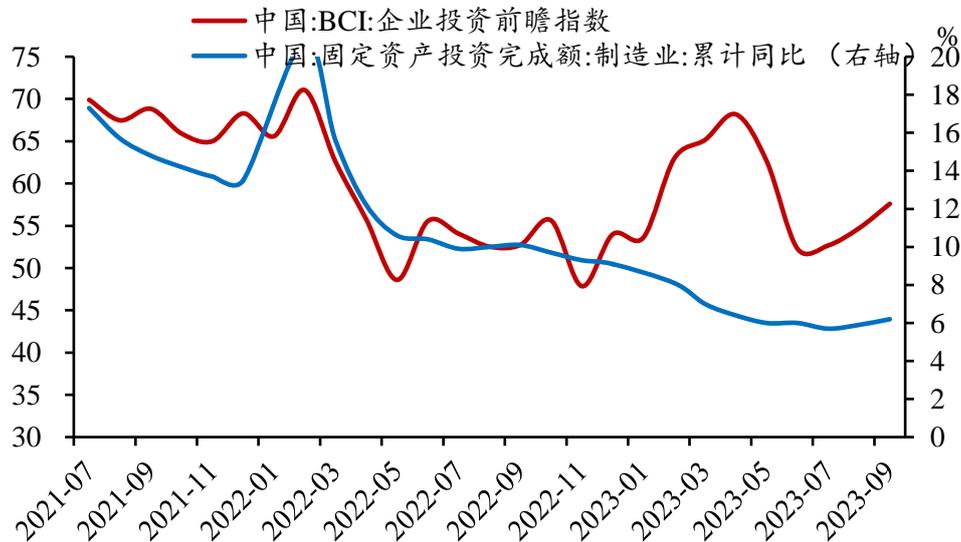
表 2：各行业产能利用率

产能利用率 (%)	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	分位数
煤炭开采和洗选	74.9	74.3	75.0	75.4	73.8	74.5	73.8	71%
石油和天然气开采	92.4	92.3	91.8	91.3	91.2	90.9	91.2	72%
化学纤维	84.2	83.8	82.0	79.2	82.1	84.1	85.1	92%
化学原料	77.9	77.7	75.3	76.0	75.5	74.3	74.6	28%
有色金属	79.0	79.0	79.6	79.4	77.8	80.3	80.2	72%
非金属矿物	65.8	66.7	68.2	67.2	63.9	65.1	65.0	8%
黑色金属冶炼	77.0	79.2	74.9	73.5	78.1	79.0	79.1	68%
通用设备	79.2	78.5	79.7	79.3	79.1	79.7	78.7	48%
汽车制造	72.1	69.1	75.7	73.2	72.0	73.3	75.6	40%
医药制造业	74.6	75.1	74.8	77.6	75.2	76.2	72.7	4%
计算机通信	77.0	77.5	78.1	78.5	73.7	74.6	76.5	12%
专用设备	77.8	77.5	77.6	77.5	77.0	78.1	77.5	22%
电气机械	77.3	76.0	76.7	79.0	75.8	77.1	77.8	32%
纺织业	78.2	77.8	76.7	76.2	75.5	76.9	76.9	28%
食品制造业	71.6	71.3	72.0	71.9	70.7	68.1	71.1	16%

资料来源：万得，信达证券研发中心

注释：分位数为2016年以来。

一般而言，产能利用率回升有助于增强企业扩大资本开支的积极性。一方面，政策坚持推动传统产业改造升级和培养壮大战略性新兴产业两手抓，财税金融政策多方面发力；另一方面，产能利用率触底回升有利于提升企业扩大生产的意愿，可以看到7月-9月制造业投资累计同比连续两个月上升，表征企业未来6个月投资额预期的BCI投资前瞻指数也连续三个月上行。

图 16：制造业投资同比和 BCI 投资前瞻指数


资料来源：万得，信达证券研发中心

四、关注股市熊转牛的三大拐点

近期中国经济数据与权益市场表现出现了明显的背离，经济基本面向好，但市场表现偏弱。2023 年三季度 GDP 同比增速为 4.9%，高于万得一致预期的 4.5%，显示出经济增长持续恢复向好。与之相对的是 A 股表现较为低迷，与向好的经济数据形成背离。

我们认为，当下权益市场的主要矛盾有三点，（1）经济预期的提振，（2）房地产市场企稳，（3）美联储从鹰派转为鸽派。当以上三点矛盾均得到改善，A 股有望迎来牛市。本章聚焦于评估这三点的现状，并对拐点出现的时间进行研判。

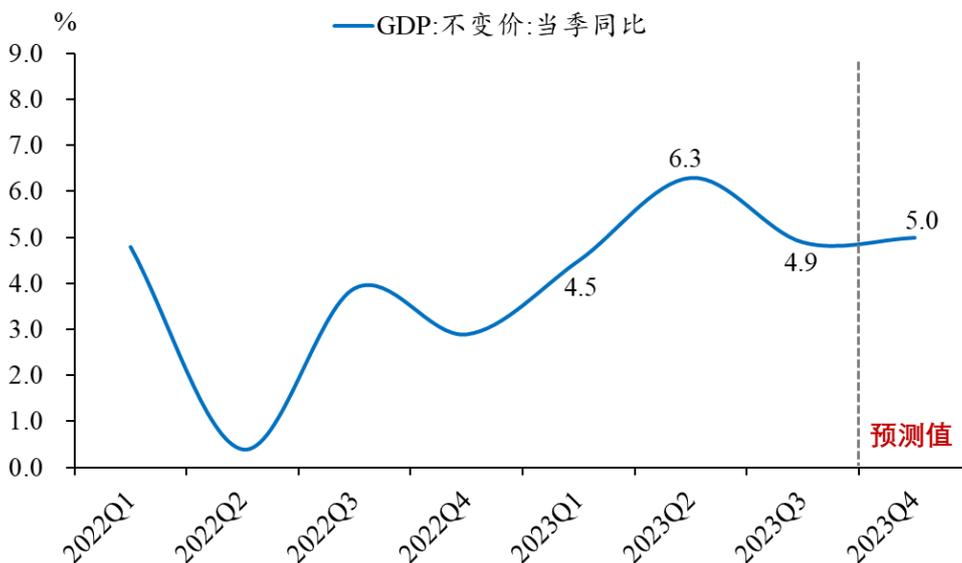
4.1 库存周期触底回升，经济修复信号有望被持续确认

库存周期或已经迎来触底回升的拐点，并有望带来一系列连锁效应，与出口、产能周期可能形成共振。5 月制造业 PMI 触底后连续 4 个月回升，9 月 PMI 上行至荣枯线之上，市场对经济处于修复阶段已有一定共识，但对经济内生动能能否继续改善仍存在担忧情绪。在本文的 1-3 章中，我们阐述了近期库存周期、出口、以及产能周期的积极变化，我们认为，在库存周期回升的带动下，未来经济修复信号有望被持续确认。

全年经济增速实际可能略超 5% 的目标。统计局在 2023 年前三季度国民经济运行情况新闻发布会上表示“我们初步测算，如果要完成全年预期目标，四季度只要增长 4.4% 以上，就可以保障完成全年 5% 左右的预期目标。从这个角度来讲，我们对完成全年预期目标是非常有信心的”。考虑到三季度以来经济动能的改善，叠加去年四季度的低基数，Q4GDP 环比增速有望达到 0.9% 以上（Q3 季调环比为 1.3%），对应四季度当季同比增速可达 5% 以上，则全年 GDP 增速约为 5.2%。

10 月 24 日全国人大常委会批准国务院增发国债 1 万亿元，稳增长再加力。中央财政将于四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。我们判断，当前增发国债有三个重要意义，（1）解决基建投资资金接续问题。去年下半年对于基建有两大增量政策，一是推出 7400 亿政策性开发性金融工具，二是启用 5000 多亿专项债结存限额，合计超过 1.2 万亿元。（2）解决地方财力不足问题。年初预算，地方政府性基金预算本级收入 74021 亿元，增长 0.4%。实际中，1-9 月地方政府性基金本级收入增速为 -16.3%，全年距离年初预算存在 1.1 万亿的缺口。（3）解决明年一季度 GDP 增长压力。因今年一季度经济增长较强，明年一季度面临高基数压力。

图 17：2023 年 GDP 同比实际可能略超 5% 目标

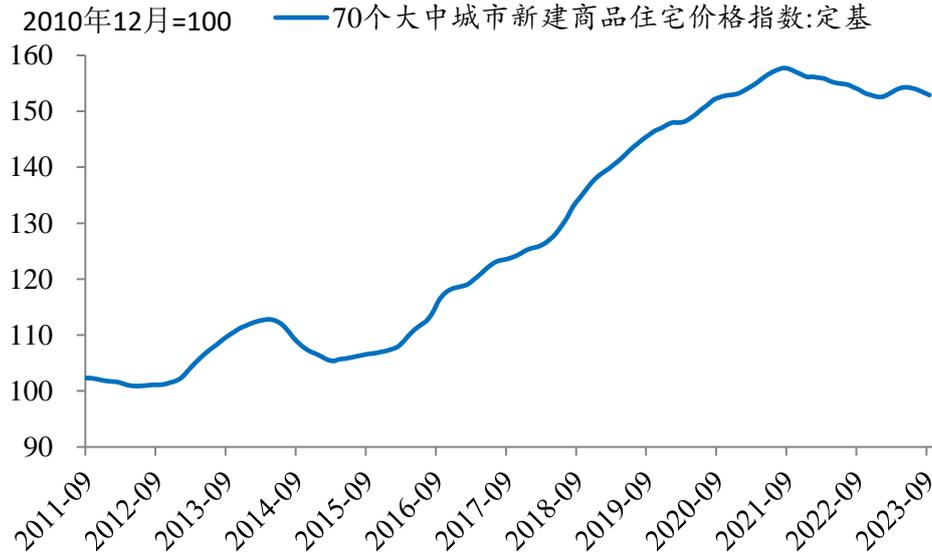


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4.2 商品房新开工完成触底回升

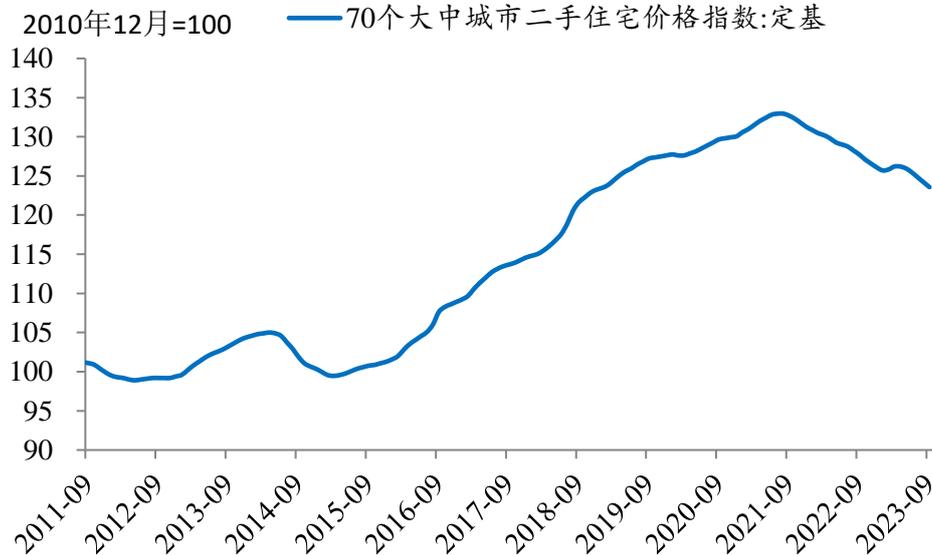
过去三年, 全国房价总体上呈现下降态势。2021年8月至今, 使用70大中城市新建商品房价格衡量的全国新房房价总体上持续下行。即便今年8月开始房地产放松政策陆续出台, 房价亦未改变下行趋势。截至2023年9月, 新房价格较高点(2021年8月)累计下跌3.1%。二手房房价调整则相对更大, 截至2023年9月, 全国二手房房价较高点(2021年8月)累计下跌7.1%, 降幅远超新房。

图 18: 新房房价持续下行



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 二手房房价降幅更大

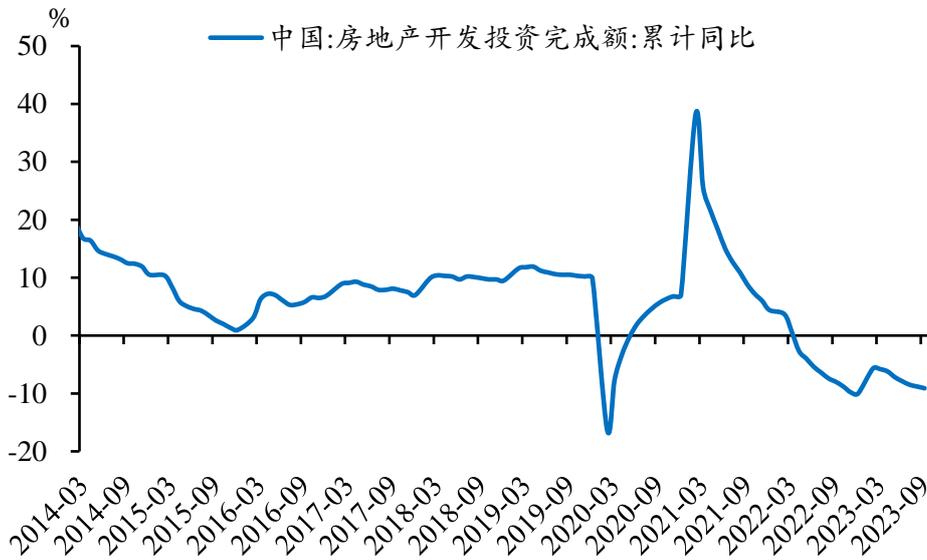


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

房地产投资仍较为低迷, 地产开发资金来源降幅较大。2023年前三季度, 全国房地产开发投资额为8.7万亿元, 同比下降9.1%, 降幅较1-8月扩大0.3个百分点, 房地产开发投资累计同比降幅已经连续7个月扩大。资金来源方面, 1-9月地产开发资金来源同比降幅扩大至13.5% (1-8月为-12.9%), 其中国内贷款的降幅有所收窄, 可

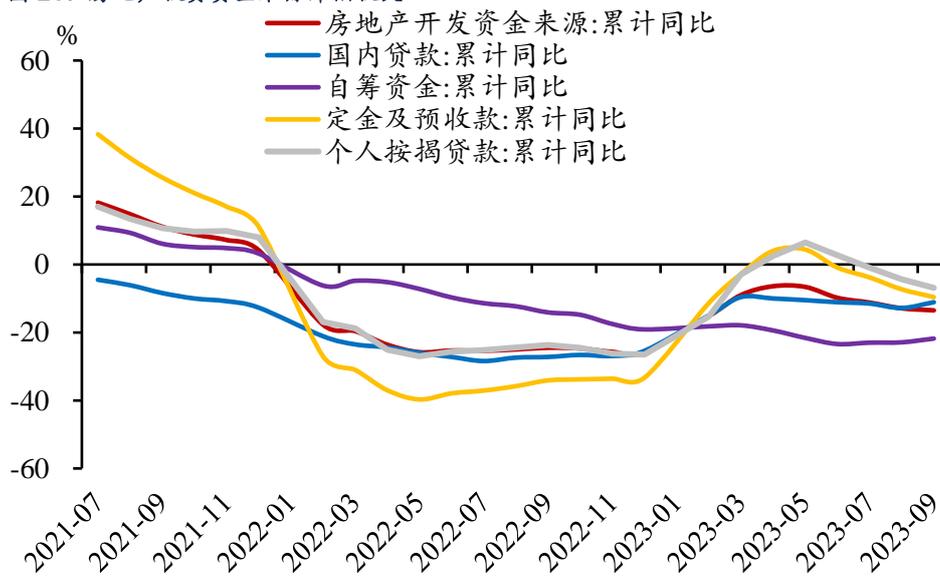
能与政策支持力度加大有关；定金及预收款、个人按揭贷款同比继续回落。

图 20：房地产投资仍深陷负增长



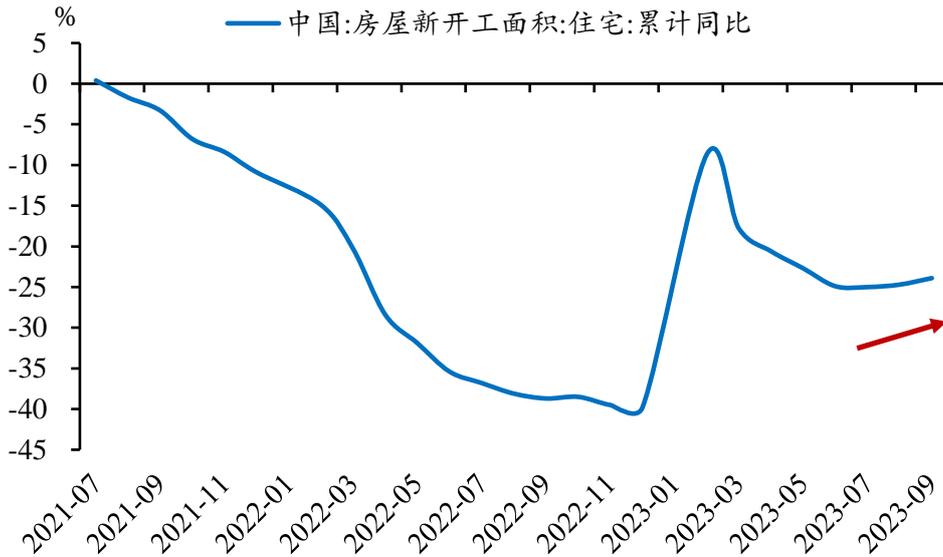
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21：房地产投资资金来源降幅较大



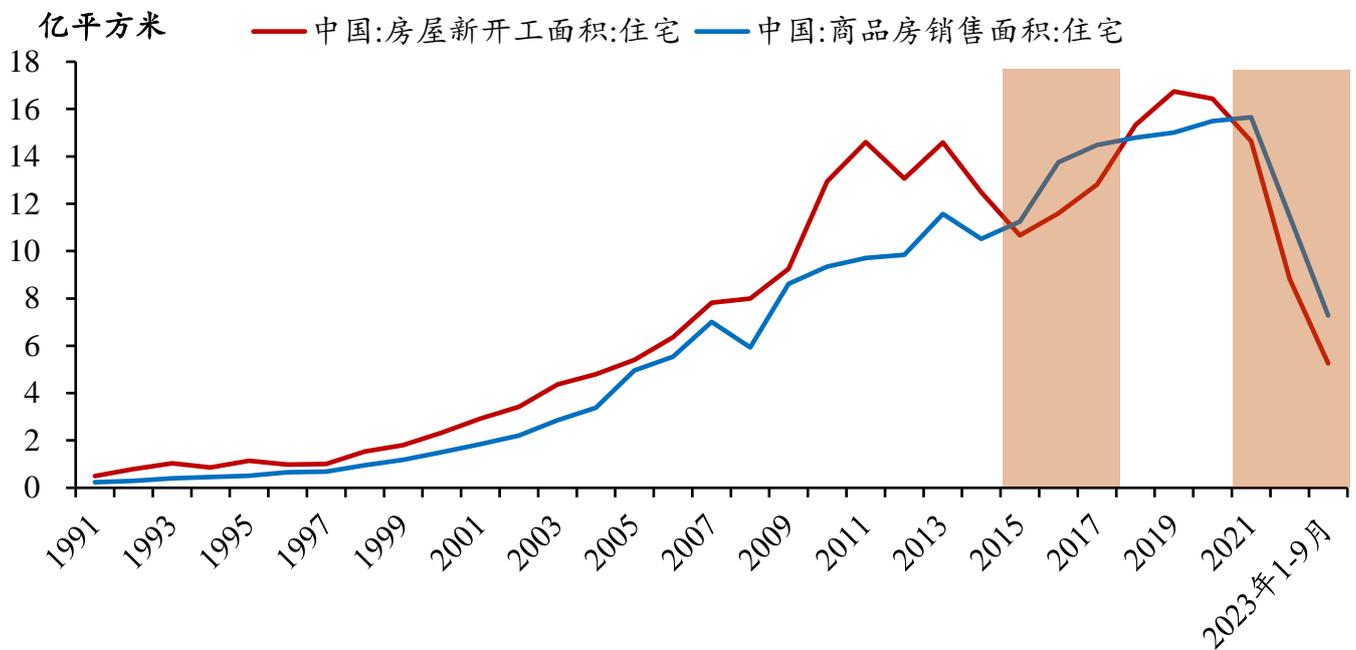
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

在市场对房地产市场普遍较为悲观之际，一个重要的拐点正在逐步显现，住宅新开工增速出现了触底回升的迹象。2023 年 7 月，住宅新开工累计增速录得-25%的低点，8 月降幅小幅收窄至-24.7%，9 月降幅继续收窄至-23.9%。

图 22: 住宅新开工增速出现触底回升迹象


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

那么为什么新开工在近期边际改善? 我们判断其逻辑在于伴随房企库存的持续去化, 地产行业的出清即将完成。历史上多数时间里, 住宅新开工面积是强于销售的, 但最近三年新开工面积持续弱于销售。可参考时间段为 2015-2017 年, 新开工连续三年弱于销售后, 重新反超销售。2019 年住宅新开工面积高达 16.8 亿平方米, 2022 年降至 8.8 亿平方米, 我们预计 2023 年可能仅为 7 亿平方米左右。2021 年住宅销售面积高达 15.7 亿平方米, 2022 年降至 11.5 亿平方米, 我们预计 2023 年可能低于 10 亿平方米。

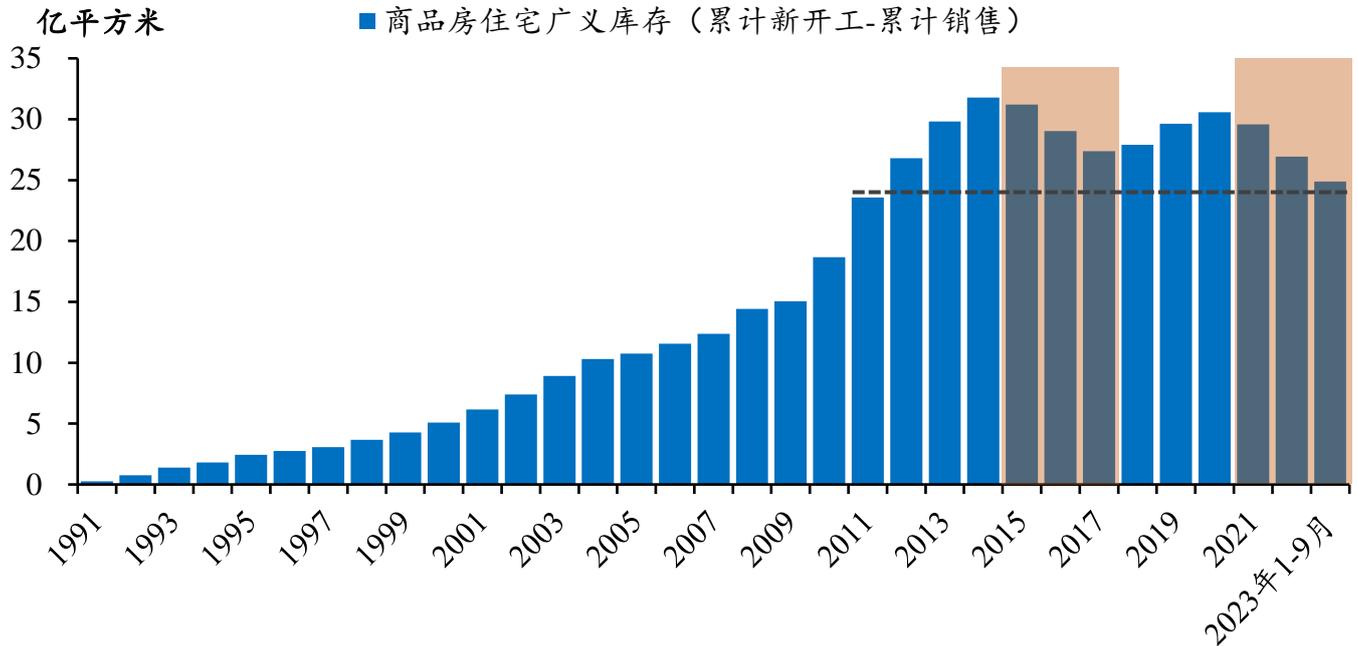
图 23: 住宅新开工面积连续三年弱于销售面积


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

开工低于销售导致房企广义库存的快速去化。广义库存=历史累计新开工面积-历史累计销售面积。每年“新开工面积”和“销售面积”的差额, 为当年商品房新增库存, 对历史数据进行累计求和, 即可得到商品房广义库存(含期房和现房)。2021 年以来, 与住宅新开工持续弱于销售相对应, 商品房住宅广义库存持续下降。截至

2023年9月，广义库存为24.9亿平方米，较2020年高点下降18.6%，已超过上一轮去库存累计降幅（13.9%）。

图 24：商品房住宅广义库存已降至 2011 年水平



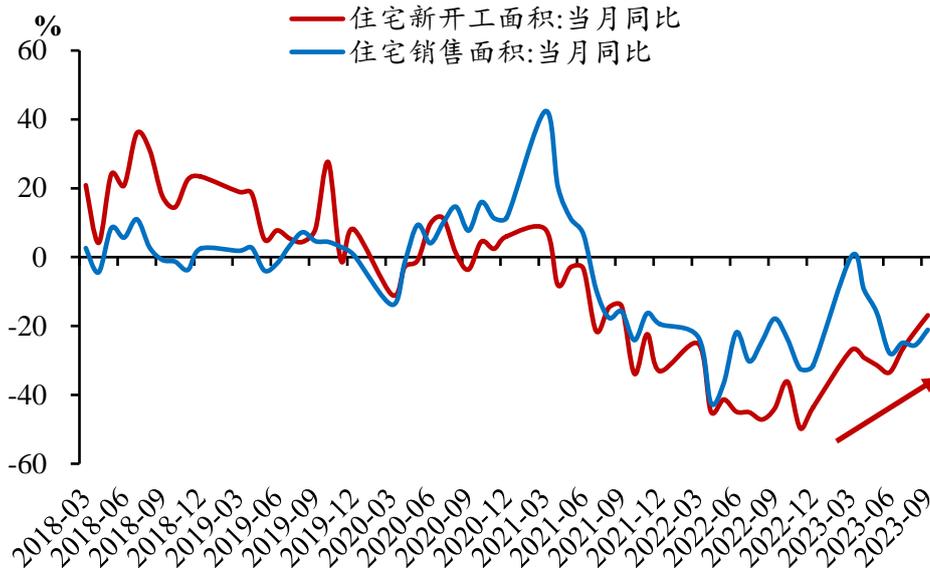
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

新开工已偏离了可持续的住宅需求，我们预计后续新开工面积有望继续改善。中长期而言，住宅的供给需要与需求相匹配，假设不考虑库存的情况下，新开工面积需要等于或是略高于销售面积。根据我们的测算，未来五年商品房住宅需求趋势可维持在8-10.6亿平方米，下限大致在8亿平方米。2023年实际住宅销售面积可能位于趋势值的下沿，由于商品房库存水平已经不高，今年实际新开工面积或已偏离了可持续的住宅需求，严重低于中长期的趋势下限。因此我们判断，新开工面积存在继续向趋势值回归的动力，作为证据，可以看到2023年8-9月住宅新开工当月同比连续两个月反超销售。我们预计到2024年上半年，住宅新开工面积累计增速有望实现由负转正，并逐步带动地产投资整体企稳。

表 3：未来五年商品房住宅需求趋势可维持在 8-10.6 亿平方米

需求类型	假设思路	需求量
城镇化需求	年增1000-1400万城镇人口，人均面积40平米	4-5.6亿平米
改善型需求	9亿+城镇人口，人均居住面积年增0.4-0.5平米	3.7-4.5亿平米
拆迁和更新需求	每年30-50万套，平均每套90平米	0.3-0.5亿平米
合计	——	8-10.6亿平米

资料来源: 信达证券研发中心

图 25: 住宅新开工当月同比已反超销售


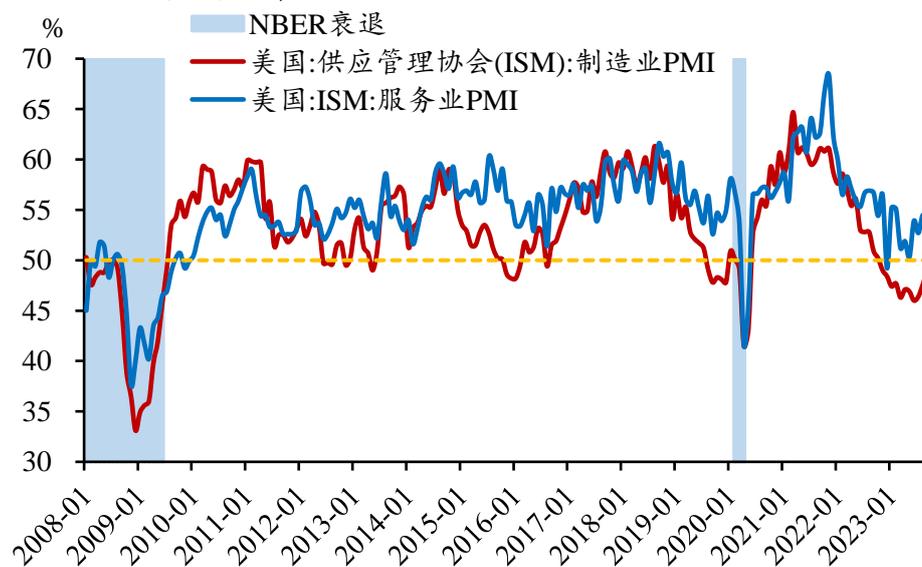
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4.2 美联储的高利率面临菲利普斯曲线归来的挑战

我们认为，现在已有多个经济特征显示出美国正在经历的不是典型衰退，而是滚动衰退。

特征一：制造业萎缩，而服务业有韧性。与往常制造业、服务业同步走弱的典型衰退不同（如 2008 年、2020 年），今年上半年，美国制造业 PMI 深陷荣枯线以下，显示制造业正处于剧烈收缩之中；而服务业 PMI 继续在荣枯线以上运行。

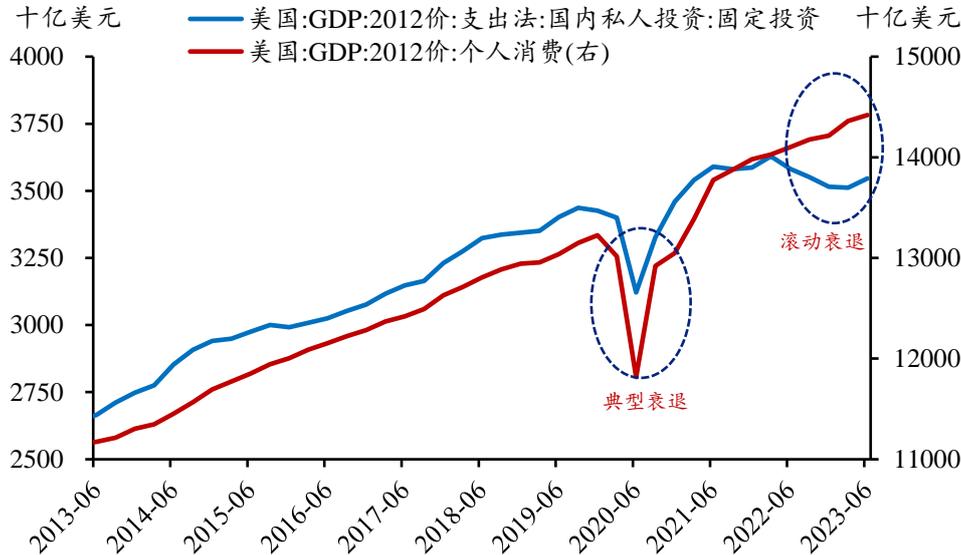
特征二：劳动力市场中，服务业就业强而制造业就业弱。今年以来，可以看到制造业非农就业缺乏上行动力，而服务业非农就业人数继续攀升，就业市场上的冷热不均现象与今年上半年制造业衰退而服务业有韧性相对应，这也反映出经济的不同部门在不同时间陷入困境。

图 26: 美国服务业有韧性，而制造业放缓


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

特征三：经济生产上，投资如期遇冷，而消费仍有韧性。当前与 2008、2020 年经济衰退冲击不同。2008、2020 年是典型的经济衰退，消费和投资都同步下行。而自去年加息开启以来，美国的投资支出明显下降，但是个人消费支出依旧有韧性，我们认为，这些表现背后可能都是经济正在经历滚动衰退。

图 27：美国投资放缓，而消费韧性强

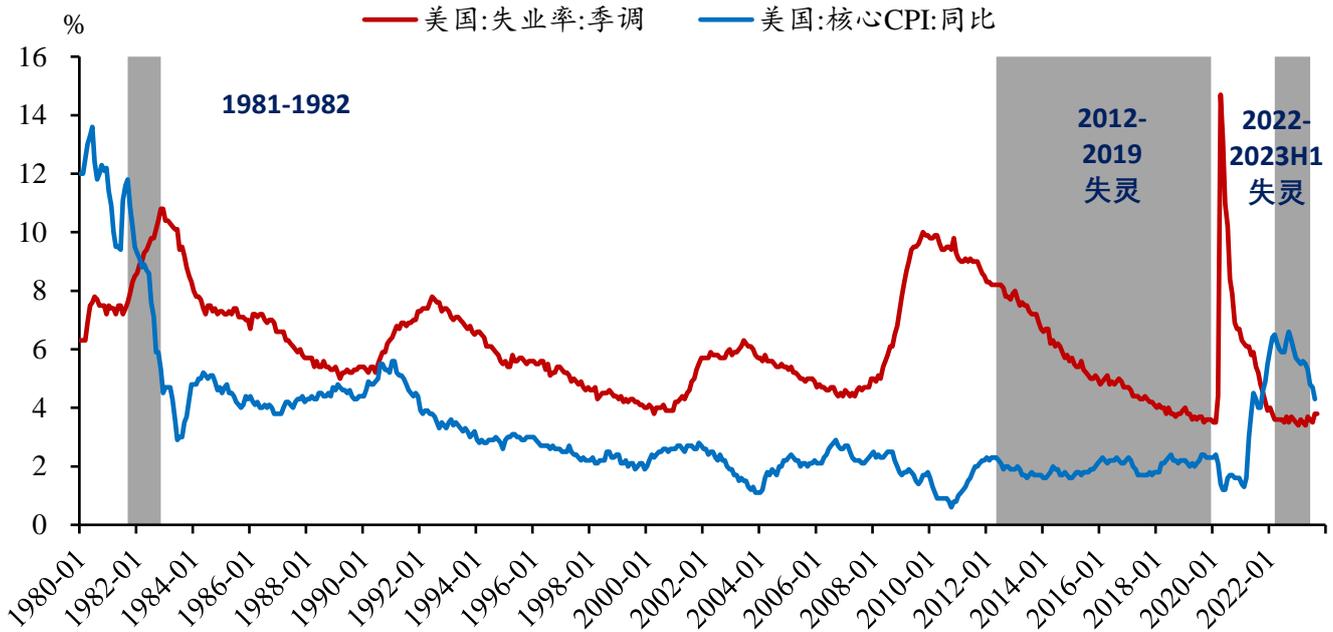


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

经济中有的部门在放缓，有的部门仍在扩张，这正是美国经济滚动衰退的表现。

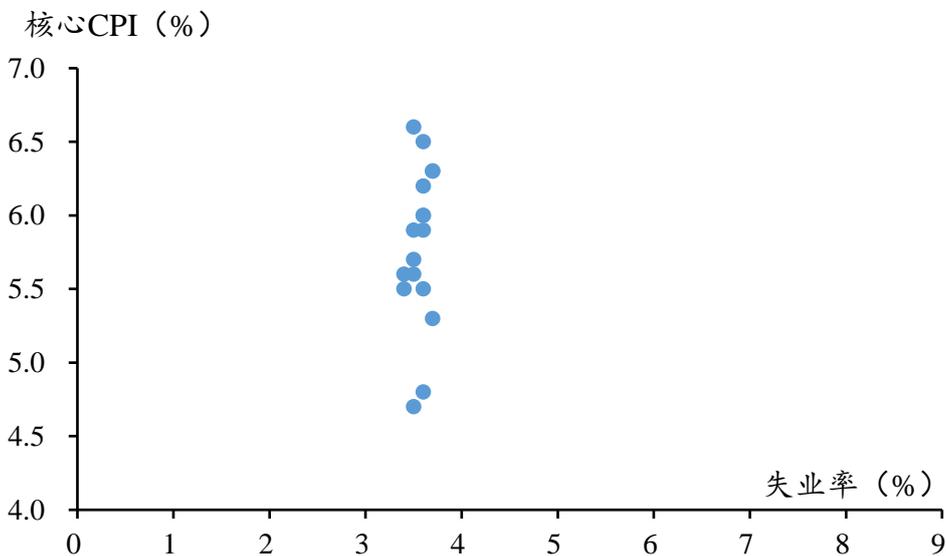
滚动衰退主要源于超额储蓄干扰消费的正常回落节奏。与典型衰退不同，滚动衰退中美国不同部门表现有错位现象，我们认为这轮经济陷入滚动衰退的原因主要在于“史诗级”加息和大量超额储蓄同时存在。在高利率的打击下，美国投资开始出现疲弱迹象。但美国政府财政补贴给居民带来的超额储蓄存量最高约达 2.27 万亿美元，这使得后续居民消费难有回落。

往后看，美联储的高利率面临菲利普斯曲线归来的挑战。菲利普斯曲线是表明失业率与通胀率存在一种交替关系的曲线，通胀率高时，失业率低；通膨率低时，失业率高。即，失业率和通胀率存在负相关关系。1981-1982，沃尔克加息抗通胀过程中，菲利普斯曲线经典有效。但此后，美国菲利普斯曲线曾长期失灵。

图 28：美国菲利普斯曲线失灵状态有望改变


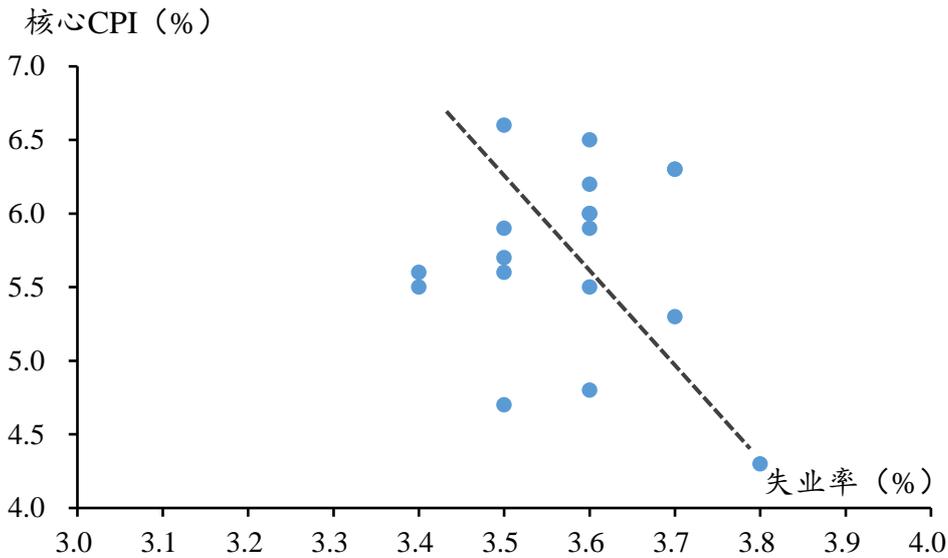
资料来源：万得，信达证券研发中心

2022 年以来菲利普斯曲线失灵使得美联储能够保持鹰派紧缩。2022 年 3 月美联储启动本轮史诗级加息后，核心 CPI 已从 6.5% 降至 4.3%，但失业率始终维持低位。垂直的菲利普斯曲线使得美联储能够保持鹰派紧缩。

图 29：垂直的菲利普斯曲线（2022-2023H1）


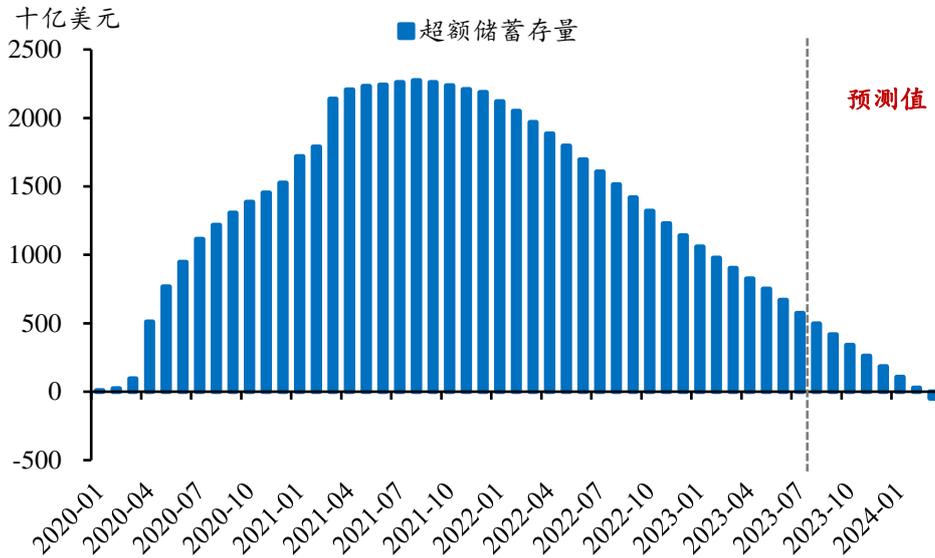
资料来源：万得，信达证券研发中心

最近两个月，菲利普斯曲线回归正常化的迹象。经典有效的菲利普斯曲线是一条向右下方倾斜的曲线。以 1981-1982 为例，沃尔克加息控通胀过程中，核心通胀从 11.8% 降至 4.5%，而失业率则从 7.2% 升至 10.8%。最近两个月，菲利普斯曲线有回归正常化的迹象。2023 年 8 月，美国失业率从 3.5% 升至 3.8%，核心通胀则从 4.7% 降至 4.3%，失业率和通胀率的替代关系重新出现。我们判断，菲利普斯曲线回归正常化，意味着美国就业前景或将在未来的一段时间持续降温。

图 30：最近两个月，菲利普斯曲线回归正常化的迹象（2022.03-2023.08）


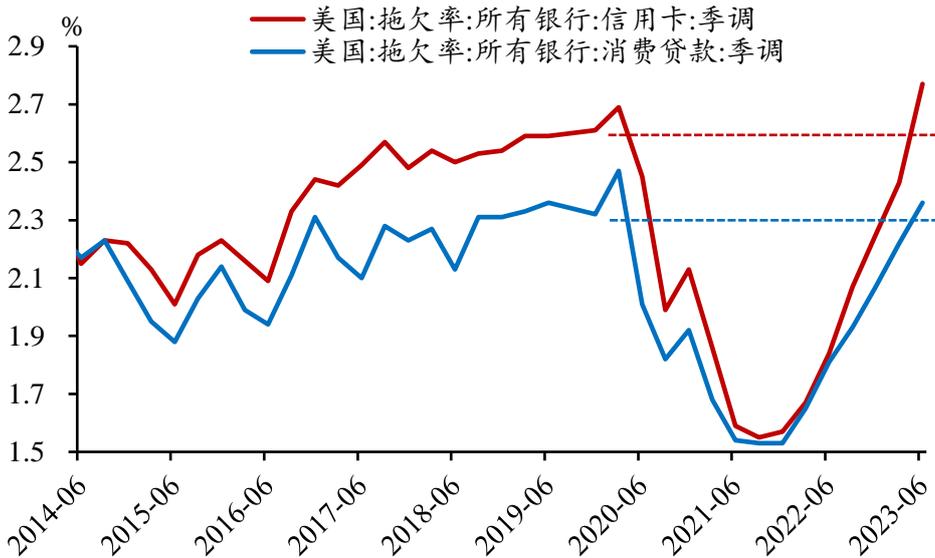
资料来源：万得，信达证券研发中心

菲利普斯曲线回归正常化的宏观背景是美国消费韧性可能逐渐消失。超额储蓄或于 2024 年一季度消耗殆尽。过去两年，超额储蓄已经消耗了四分之三，截至 2023 年 7 月，超额储蓄尚存 5700 亿美元，按此节奏推演，超额储蓄或将于明年 Q1 末消耗完毕。另外，在美国所有银行中，信用卡和消费贷款的拖欠率从 2022 年 6 月开始上行，截至今年 6 月，信用卡和消费贷款的拖欠率均已超过疫情前水平，也显示居民消费能力已经开始有所动摇。

图 31：超额储蓄或于 2024 年一季度消耗殆尽


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：美国消费贷款的拖欠率已经超过疫情前水平



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

4.4 投资含义：三大拐点或将陆续确立，A股有望由熊转牛

综上所述，我们对 A 股由熊转牛三大拐点的研判如下：

- (1) 库存周期或已经迎来触底回升的拐点，并有望带来一系列连锁效应，与出口、产能周期可能形成共振，再叠加财政发力，推动经济持续改善。
- (2) 尽管市场对政策放松后的房地产市场仍较为悲观，但我们研究认为，房地产新开工最早出清完毕，新开工触底回升的拐点可能已经到来。
- (3) 本轮美国经济放缓是一轮非典型放缓，最近两个月，菲利普斯曲线出现回归正常化的迹象，可能促使未来美联储从鹰派转为鸽派。

我们认为，当前 A 股赔率处于历史高位，但向上拐点还需等待。使用沪深 300 计算的股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位，指数当前已计入较多的悲观预期。往后看三大拐点或将陆续确立，A 股有望由熊转牛。

图 33：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：A 股走势推演



资料来源：万得，信达证券研发中心

建议关注中上游原材料行业与科技产业。（1）中上游原材料行业库存周期与产能周期有望共振向上，并推动中上游行业供需格局持续改善，关注煤炭、油气油服、钢铁等行业。（2）科技产业是中长期投资主线，一是全球半导体周期或已接近尾声，半导体、消费电子等细分领域景气度有望回升；二是中美博弈下，国内科技创新重要性持续提升，相关产业有望受益。

风险因素

政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。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。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

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。