

展望 2023：或跃在渊

中国重新审视防疫政策；“双循环”的驱动双轮力有不逮。中国调适防疫政策之际，正值出口增速 29 个月以来首现负增长、社零增速由正转负的关口，二项数据均剑指国内外需求的同步消退。然而，在岸市场却从 2020 年 3 月时疫情爆发之初的低点附近展开反弹，锐不可当。

中国出口周期为七年一轮的中周期，并已于 2021 年 2 月见顶。这意味着经常账户余额相对于 GDP 的累积速度日趋放缓。出口周期创造宏观流动性，也因此与中国股市周期紧密相连。据此，出口中周期见顶与市场共识的“新的长期牛市”的逻辑相悖。

经济短周期接近拐点，但房地产复苏非一日之功。以房地产投资周期衡量的经济短周期正接近其转折点。但处于拐点的短周期仍需一剂催化因素的助力在未来一年里以开启新一轮周期。

当下的境况与 2014 年初有诸多相似之处。譬如，这两个时期都见证了美联储大刀阔斧收紧货币政策和中国房地产市场的趑趄前行，而决策层最终伸出援手。这两个时期的市场走势亦重规叠矩。譬如，上证在 2014 年的前几个月间进退维谷。

与此同时，美国经济短周期正从峰值回落，但尚未能恰如其分地反映美国经济所面临的衰退风险。由于中美经济东鸣西应，交错相依，美国的宏观波动性将通过汇率、大宗、股票和债券外溢至中国乃至全球市场。

上证曲折交易于约 3-3,500 点，恒指约 16-23,000 点。渐进倾向于周期性、成长型板块相对于防御性、价值型板块。我们的基准情景是，中国将一波三折、循序渐进地重启，中国房地产行业将在政策支持下缓慢复苏，而美国将在 2023 年步入衰退。如这三项不确定因素中任何一项好于我们的基准情景，譬如重启加速、房地产市场迅速恢复抑或美国经济避免了衰退，都将有力提振基准情景下的投资收益。

中国的利润率周期正再度扩张，这预示着周期性和成长型板块相对于防御性和价值型板块的表现前景向好。直观地说，随着中国重启和房地产恢复元气，对周期性板块的需求理应有所改善，增长也将受益。

诚然，风险因素在于中国继续延缓重启，房地产持续低迷，而美国如期陷入衰退。这三重冲击同时发生将招致近似于我们在 2022 年所经历的一类风险情景。本文无须赘述。即便如此，今年的史诗级波动表明，我们应该已经见证了上证以及恒指在本轮周期的最低位之一。

任尔东西南北风。无论我们在 2022 年遭遇了多少暗流险滩，眼下是时候重振旗鼓，举步向前了。

洪灏, CFA

hao.hong@growim.com

英文版报告：

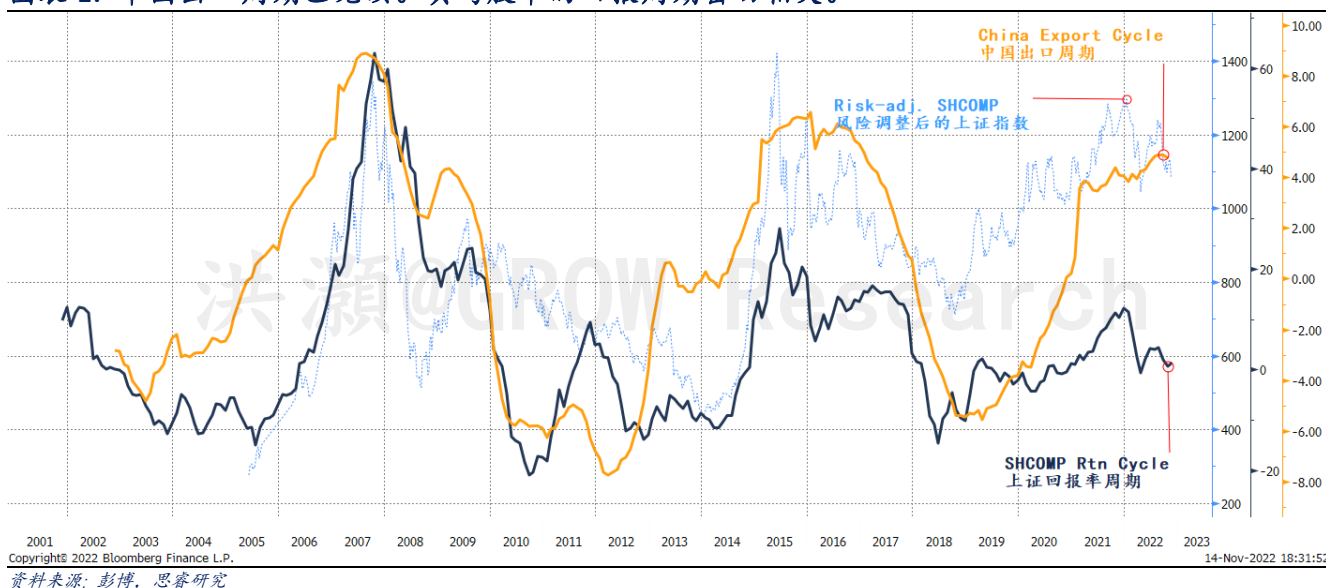
《“Outlook 2023: A Cyclical Recovery”》

“双循环”有待重启

在 2022 年 10 月 31 日发布的题为《“**Mai! Mai! Mai!**”》的报告中，我们写道：“此刻，过度悲观的情绪早已于事无补，并开始与我们的逆向思维相左”。这是对我们十二个月前就中国市场的谨慎立场的观点转变。

自我们的报告于三周前问世以来，许多在岸和离岸市场指数皆竞相上演有史以来最亮眼的上涨行情之一，平添了近 4 万亿元的市值。我们 11 月 1 日的后续推文被投资界誉为“**万亿一推**”。这些山崩地裂的市场变化显示着中国的重启是市场关注的焦点，而市场在预期它的到来。

图表 1: 中国出口周期已见顶。其与股市的回报周期密切相关。



有太多值得传吉报喜、舒胸展眉之事。然而在市场一派喧嚣亢奋间，我们必须冥然兀坐以衡量这一市场复苏的可持续性。毕竟，技术性反弹可能势如破竹却又转瞬即逝，但要维持估值扩张，牛市所需要的远不止是情绪层面的改弦易调。如若没有能够转化为由基本面改善而支持的可持续盈利增长，投资将再次变成交易对手之间的零和游戏，而非做大蛋糕而分享的共赢之举。

在我们看来，中国值此关键时刻开始调整疫情防控政策确乎在情理之中。中国 10 月的出口增速 29 个月以来首现负增长。换言之，外需——中国“双循环”战略的驱动因素之一——似乎开始力有不逮。过去两年间，尽管疫情扰动和楼市走软，有赖于令众多经济学者倍感困惑、势头不减的强劲出口，中国经济依然保持了韧性。但今非昔比，时过境迁，美联储大刀阔斧的紧缩政策对中国出口需求的外溢影响已经开始显现。

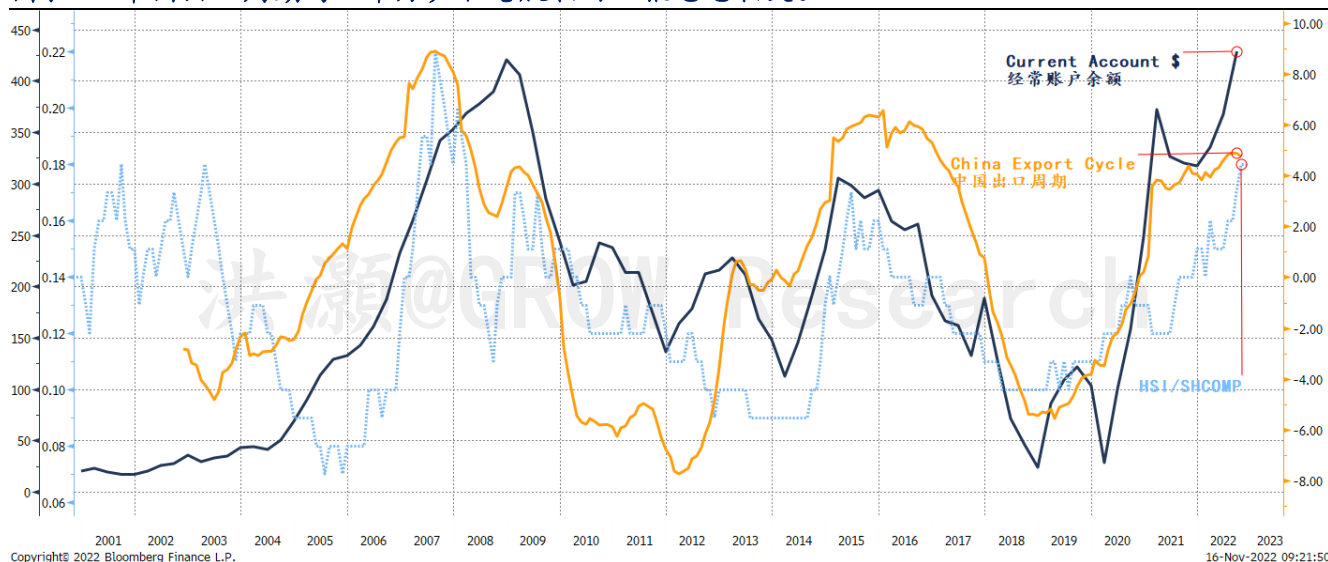
与此同时，衡量内需的社零增长 10 月由正转负。如是，驱动“双循环”战略行稳致远的双轮均开始消退。如若出口、消费和投资的三驾马车无法支撑经济，而财政支出又因土地出让收入下滑而吃紧，那么 2023 年的前景将显得黯淡渺茫。

为了驱散甚嚣尘上的悲观论调，中国重启正当其时。

我们可以看到，经 3.5 年周期调整后，中国的出口周期与中国股市回报周期紧密相关（图表 1）。其也随着中国经常账户余额以及恒指相对于上证的回报同时起落（图表 2）。

2008 年和 2015 年是中国出口周期的峰值，也正是这两年见证了中国股市历史上令人难忘的两轮泡沫（图表 2）。这并非简单的巧合。由于出口周期下的经常账户余额积累成为国家货币供应的有机组成部分，外汇资金自来是中国国内流动性的重要源头活水，从而推高股市。2021-2022 年，中国出口周期再次登顶。这一论据有力支持了我们于 2022 年谨慎行事和逆向投资的立场，也深刻阐释了中国股市今年低迷不振的表现。

图表 2：中国出口周期与经常账户和港股相对回报息息相关。



资料来源：彭博，思睿研究

如前所述，中国在岸和离岸市场联袂应声上涨。“三根阳线改变信念”，市场共识为“新一轮牛市重启在即”而再度欢呼雀跃。虽然我们对部分乐观看法所见略同，但上文关于中国出口周期见顶及其与中国股市回报周期相关性的论述，无疑与这些看多的呼声矛盾相悖。

换言之，中国的出口周期大约每七年运行一轮，而我们展望的时间维度则是未来 12 个月。尽管市场共识所翘首以盼的新牛市缺乏基本面支撑，但短期的周期性修复依然能与更长期的下行趋势分庭抗礼。

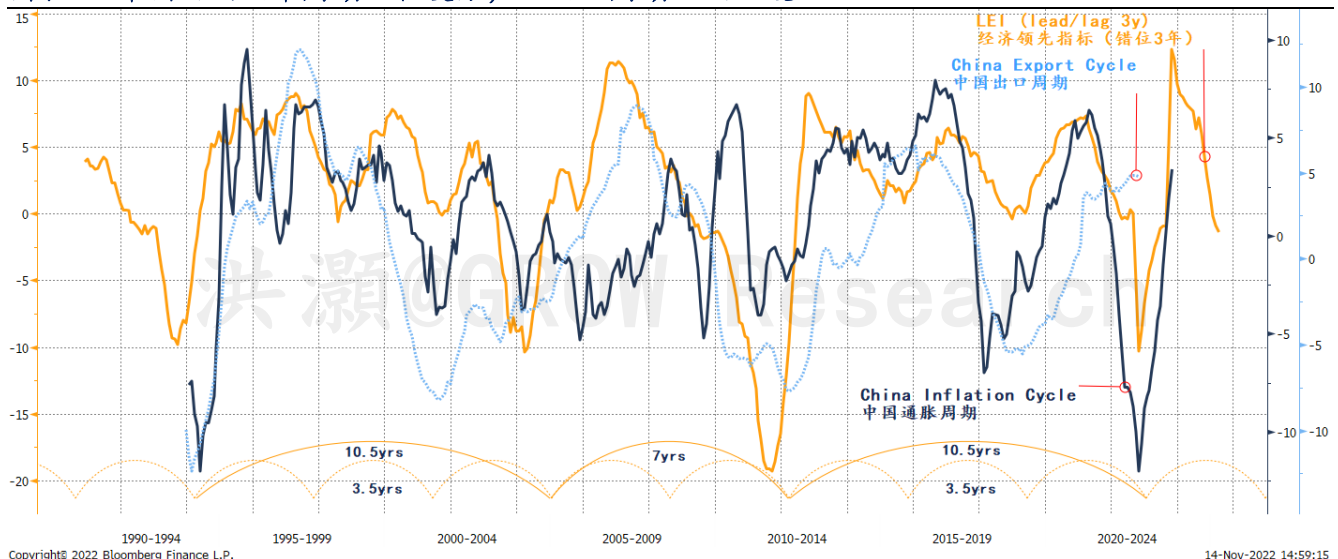
中国经济短周期临近转折点。然而…

众多周期在一个经济体中同时运行，各有先后。利润率周期便是其中之一。我们通过 CPI 和 PPI 的缺口来衡量利润率周期。可以看出，中国的利润率周期与出口周期息息相关，并引领着全球经济周期（图表 3）。

如数据所示，中国的利润率周期正在扩张。但这是由于上游价格迅速回落，而非下游定价权不断加强所致。不断扩充的利润率提振了生产，但商品需求的疲软却将最终导致库存的攀升——尤其是中国在内外需双双下行的情势下依然继续坚持现行的防疫政策。由此，中国经济将很快进入去库存阶段，并继续对增长形成拖累。

与此同时，领先经济指标已然急剧下滑，但仍未能恰如其分反映当今世界所面临的诸多挑战（图表 3）。因此，当中国在未来数月开始去库存之际，环球经济很可能会进一步被波及。而“双循环”的驱动双轮都将遭受逆风。

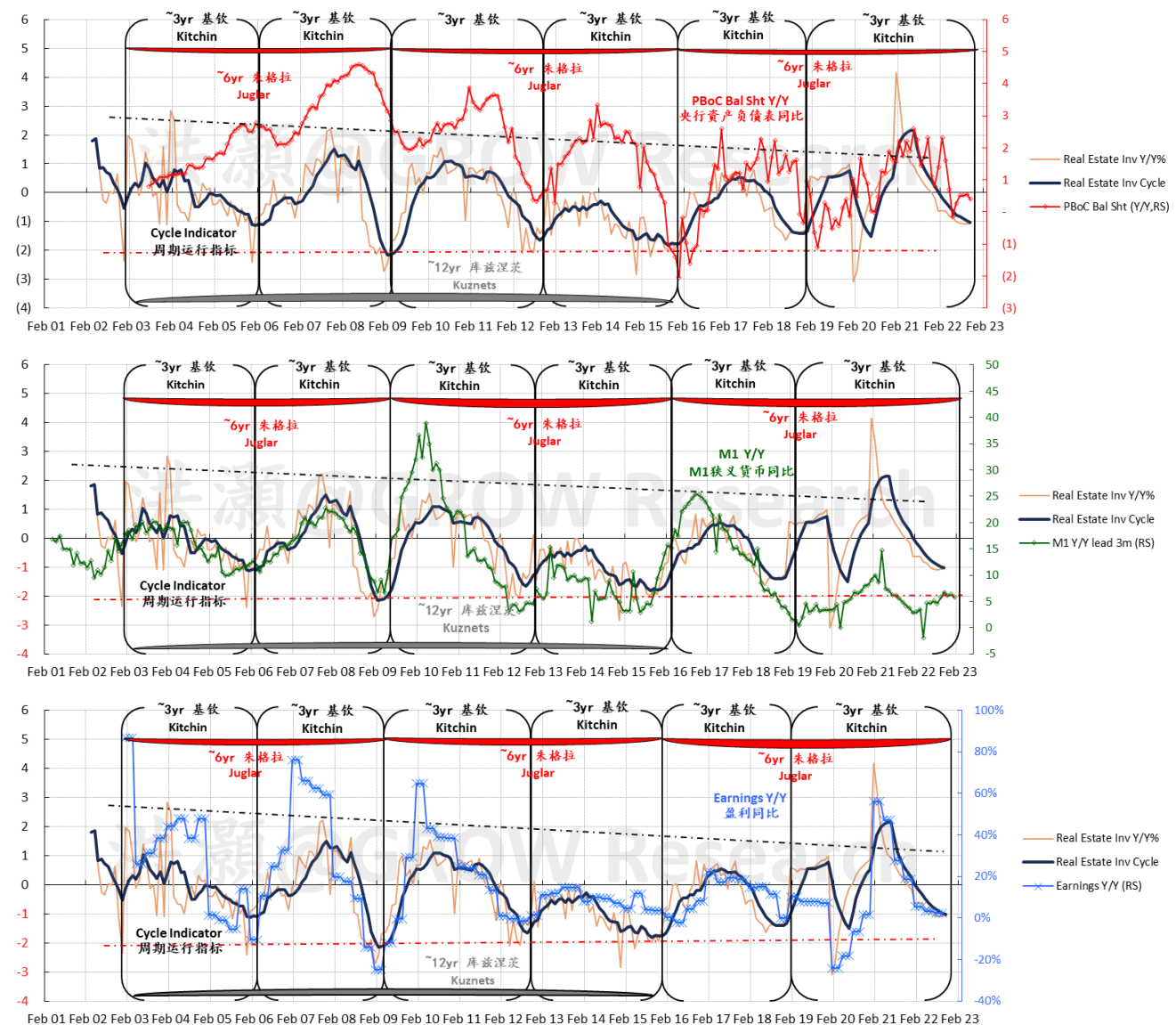
图表 3：中国的利润率周期正在复苏，但出口周期见顶放缓。



我们的专有模型还表明，中国的房地产周期正接近拐点（图表 4）。中国的房地产周期与几乎所有宏观经济变量同音共律，因此可以有力解释中国经济运行进程中的大部分异动。譬如，房地产周期与螺纹钢、债券收益率、股指、人民币汇率、货币供应增长、中国央行资产负债表等指标休戚相关（附录 1-4）。

房地产周期每三至四年运行一轮。如果当前周期肇始于 2019 年初，尽管于 2020 年被新冠疫情爆发骤然打乱运行轨迹，但若以史为鉴，那么截至目前，房地产周期应该接近下一轮新周期的起点（图表 4）。

图表 4: 中国经济短周期正接近转折点。



资料来源: 彭博, 思睿研究

然而, 周期处于拐点并不一定就意味着其会自行转向。正如我们常言道, 经济周期不是闹钟。它只是为经济如何随着周期的运行而起伏涨落提供大致的指南。必须要有诸如信贷这样的必要因素现身入局, 方能使房地产周期调头转向。

2022 年对中国房地产开发商而言是如蹈水火的一年。由于销售放缓, 现金流无法覆盖所有的开发需求。部分建筑项目烂尾, 急需有关部门的资金援助。由于一些引人注目的违约事件, 国内开发商的离岸美元债一度重挫 70%。

2023 年在岸和离岸房地产到期债券规模将超过一万亿元。截至 2022 年前三季度, 前 16 强开发商挣了约 1,500 亿元的 EBITDA, 这可视作毛现金流的代理指标。如果我们假设 2023 年销售无法迅速恢复, 行业毛现金流只能录得堪堪 4,000

亿元，那么若有关部门未进一步提供援手，开发商将难以偿还超万亿元计的到期债务。

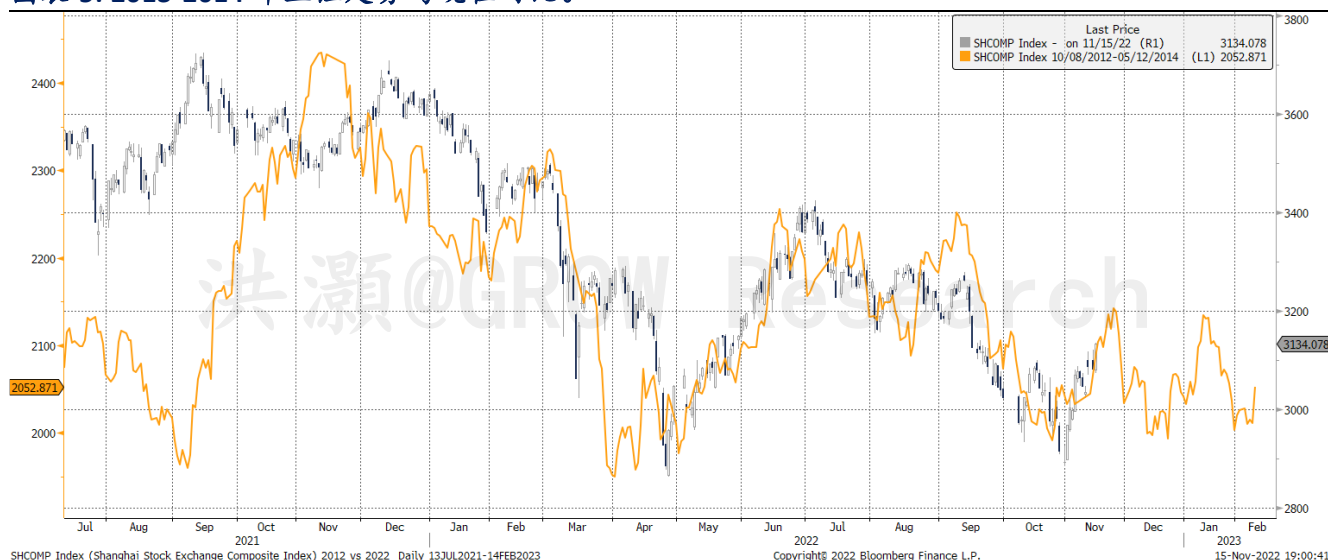
所幸的是，有关部门已宣布将融资额度从 1,600 亿元扩容至 2,500 亿元。此前，这一民营企业债券融资支持工具并不适用于房地产开发商。同时，商业银行向开发商放贷的相关指引亦陆续出台。此外，银行对开发商贷款比例的限制也获得松绑。虽然 2023 年开发商所需的支援力度取决于房地产销售的复苏状况，但有关部门这一系列雷厉风行的宽松措施暗示着决策层对房地产政策自上而下的微调。

鉴此，房地产周期会如期转向么？

2013-2014 年彼时彼日与今时今日

2013-2014 年与当下境况有如出一辙之处(图表 5)。市场轨迹的这种分形相似，尽管可能纯粹是偶然事件，但也能市场如何反映未来数月重大事件的不期而会和经济基本面的变化提供一些蛛丝马迹。

图表 5: 2013-2014 年上证走势与现在对比。



SHCOMP Index (Shanghai Stock Exchange Composite Index) 2012 vs 2022 Daily 13JUL2021-14FEB2023

Copyright © 2022 Bloomberg Finance L.P.

15-Nov-2022 19:00:41

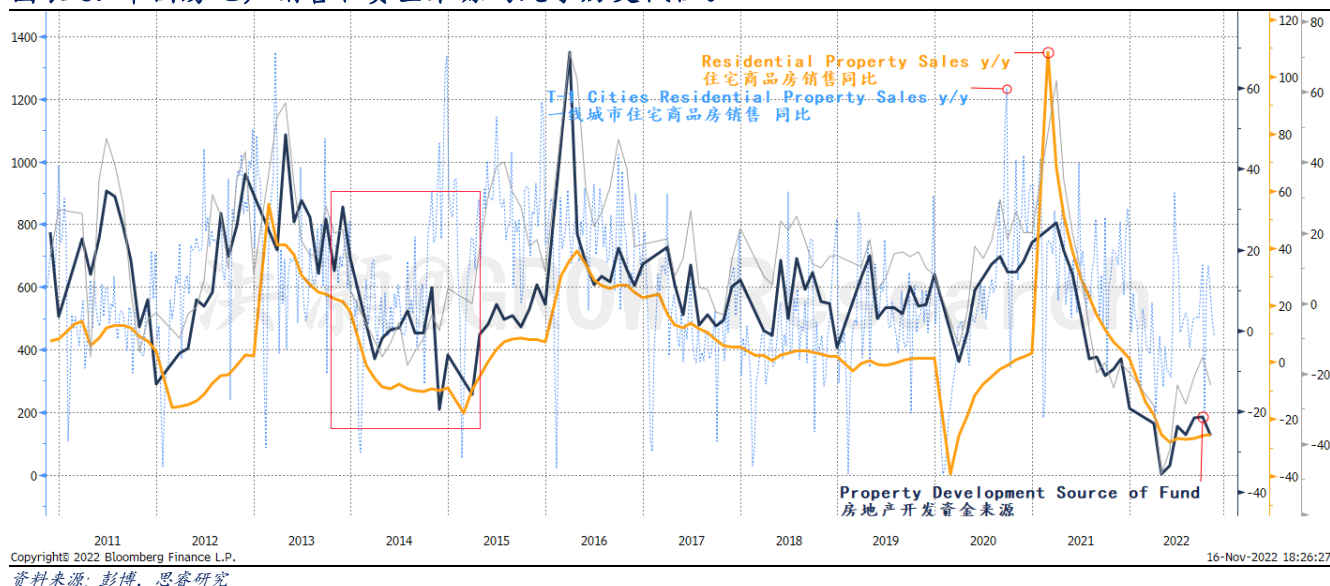
资料来源: 彭博, 思睿研究

2012 年 9 月，美联储推出第三轮量化宽松货币政策（QE3），且未设置明确结束期限。QE3 于 2012 年 12 月加码，而伯南克在 2013 年 6 月宣布 QE 减量，并于 2014 年 1 月正式开启缩减购债，直至 2014 年 10 月完全结束资产购买。美联储货币立场的这种鹰派转变，以及后续令市场目不暇接的连番出招操作，与我们在今年所见颇为相似。

与此同时，由于 2013 年对房地产投机风潮采取限制措施，2014 年初中国楼市销售出现下滑。随后，“930 新政”落地，降低了最低首付款比例要求和房贷利率。新政还放宽了一些购房限制，比如允许“认贷不认房”。

纵使政策扶持力度不断升级，当年的房地产销售依然耗费整整一年时间方恢复元气。2014 年 8 月，房地产库存销售比高达 38 个月。直至 2015 年降息降准，加之央行承接央行抵押补充贷款（PSL）扩表以推进棚改政策，房地产销售才开始重获生机（图表 6）。

图表 6：中国房地产销售和资金来源均处于历史低位。



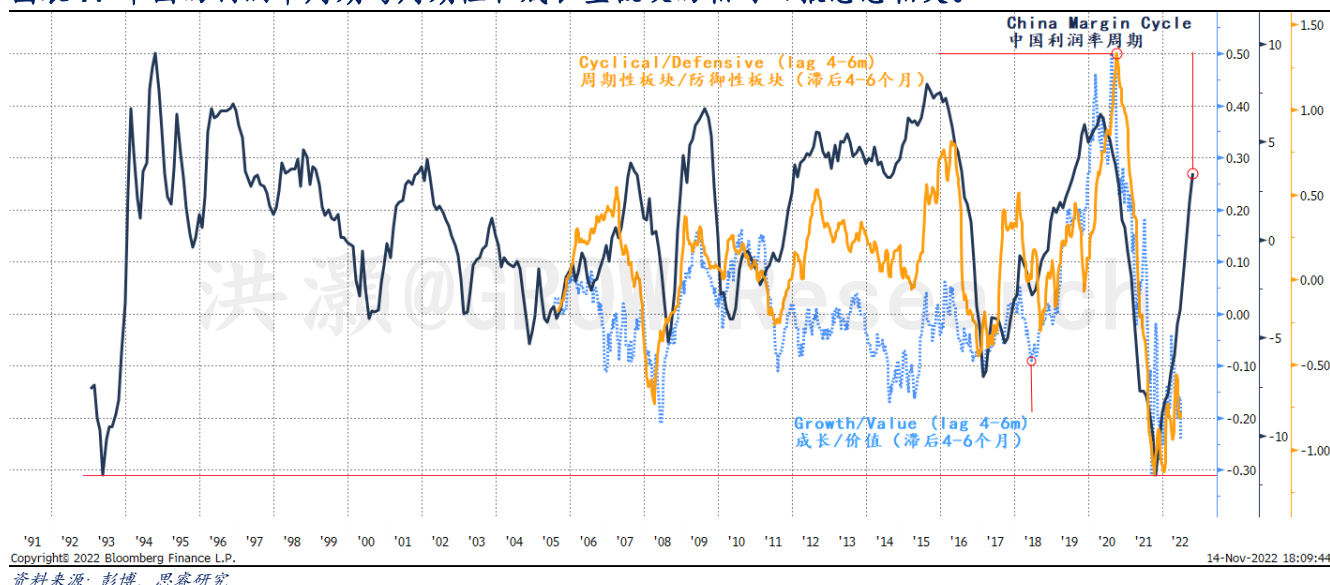
总而言之，2013-2014 年间和当下，美联储的货币政策取向和中国央行的楼市措施都殊为类似。它们是全球举足轻重的两家央行。换言之，目前中国房地产销售和房地产开发资金来源的境况甚至比 2014 年更为堪忧。彼时，中国房地产市场的枯木逢春所依仗的远不止几次降准和降息以及一家政策性银行的扩表。

在 2014 年的前几个月，中国股市尽管出现了间歇性的技术反弹，但近乎停滞不前（图表 5）。如若 2023 年与 2013-2014 年相差无几，则股市将在未来数月再度经受考验。

周期性/成长型股票将更胜一筹

我们在前一章节讨论过，以 CPI-PPI 衡量的中国利润率周期正再次扩张。有意思的是，当前利润率周期的底部与 1993 年周期的历史最低点相持平（图表 7）。当利润率不断提升时，下游的需求将向上游增加订单，而上游将开足马力生产更多产品以交齐订货。最终，利润率的扩张将促使上游再现活力，从而为经济周期的潜在回升铺就道路。

图表 7：中国的利润率周期与周期性和成长型板块的相对回报息息相关。



如是，周期性板块，如工业、材料、可选消费、房地产和信息技术等，应该会跑赢大盘。或者其弱势表现理应有所收敛改善。我们构建了一个周期性板块的等权指数，并将其相对表现与利润率周期作比。可以看出它们之间存在紧密的相关性，周期性板块的相对表现滞后约 4 至 6 个月。而成长型板块的相对表现也展现出类似的关系（图表 7）。这些结果有力佐证了我们的经济周期理论。

尽管利润率周期预示着周期性和成长型板块前景很可能将柳暗花明，但也并非一马平川。值得注意的是，周期性板块包括房地产和信息技术，这恰恰是拖累 2022 年整体市场表现的两大关键因素。

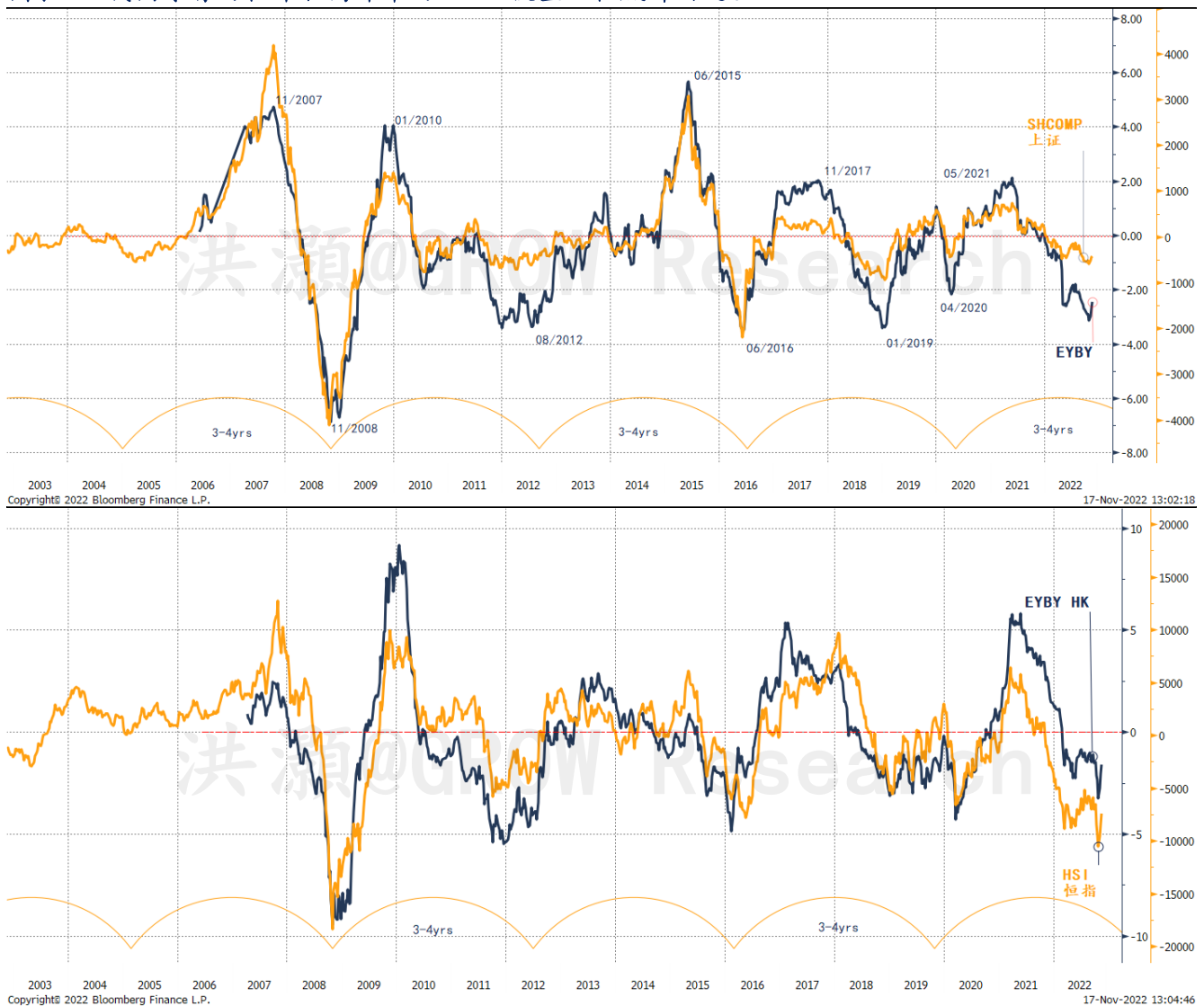
房地产的病灶源于开发商过度加杠杆但销售大幅缩水。信息技术的痼疾来自于两年前过犹不及的估值泡沫，该泡沫目前仍在消化中，以及在美中概股 ADR 的审计风波。因此，虽然利润率周期对这些板块青眼有加，但它们仍需勉力而为，革弊前行，且前途险象环生。

市场展望

我们追踪每三至四年一轮的中国经济短周期的专有 EYBY 模型正接近其周期底部，这与我们基于房地产周期的经济周期模型观察结果不谋而合（图表 8）。

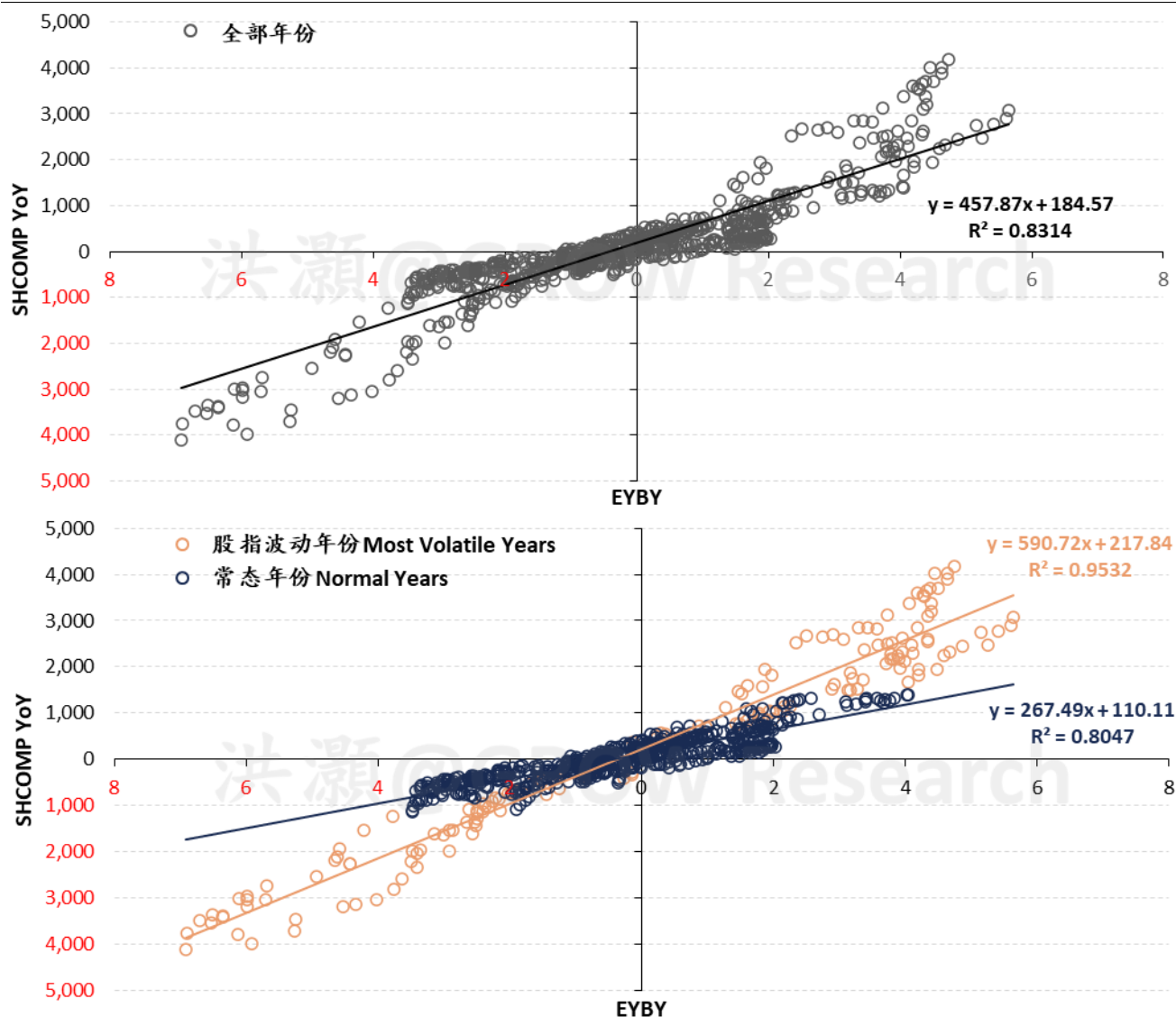
我们的 EYBY 模型预测上证未来 12 个月的交易区间将约为 3,000 点至 3,500 点。对于恒指，我们的 EYBY 模型表明，10 月底汹涌抛售潮期间所目睹的、约 15,000 点的点位应该是当前周期的低点，而其交易区间大约是 16-23,000 点。话虽如此，需要强调的是这一预测区间跨度宽泛，而前路将是荆棘载途。

图表 8：我们专有的在岸和离岸市场 EYBY 模型正在底部附近。



我们的 EYBY 模型与标的指数密切相关，尤其在对 2007 年和 2015 年股指异动的泡沫年份进行调整后（图表 9）。譬如，我们于 2021 年 11 月发布的、截至 2022 年 11 月的、上证这 12 个月的预测交易区间是略低于 3,000 点至不高于 3,800 点。重要的是，这是在当时看涨共识中唯一冷静自持的预警呼声，而故事的结局早已昭然于世人。

图表 9：我们的 EYBY 模型与指数的实际走势紧密相关。

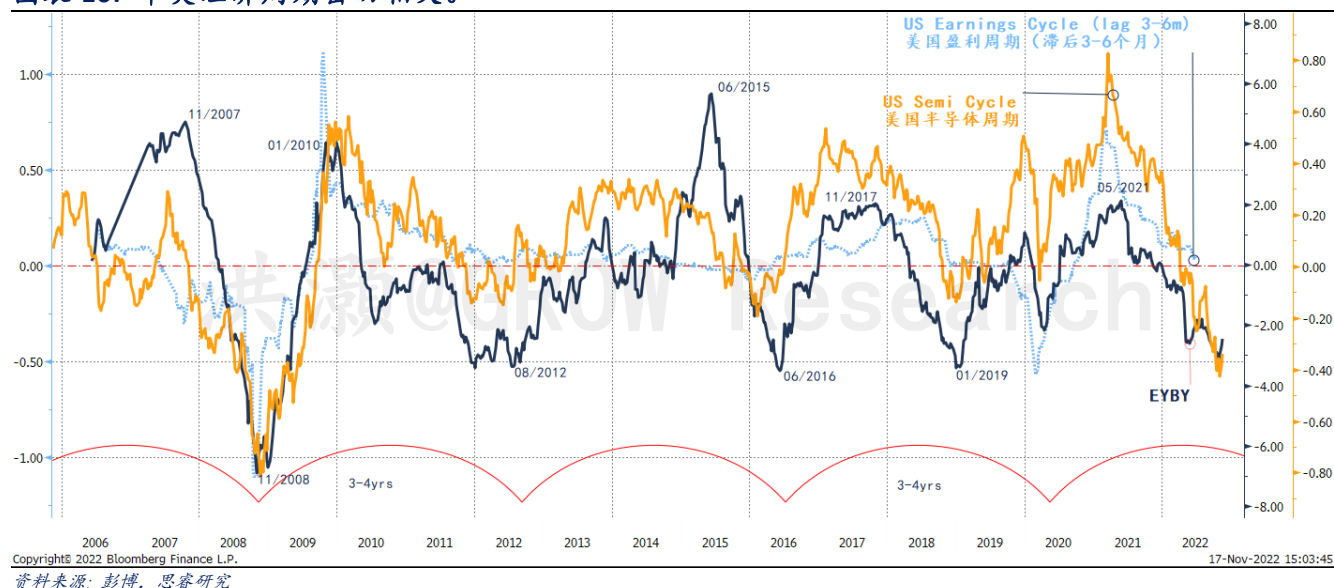


资料来源：彭博，思睿研究

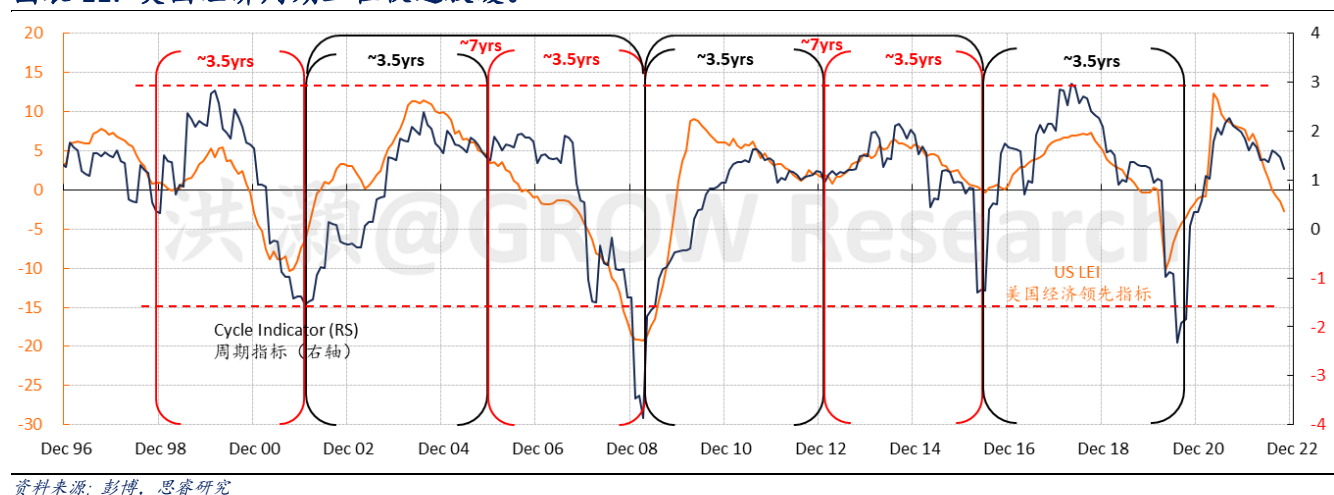
我们预测中的风险因素

我们的基准预测情景是中国逐步重启和房地产行业缓慢复苏。这种基准情景的不确定性在于美国经济是否会于 2023 年如期陷入衰退。而这一横亘于前的不确定性将影响中国股市的回报，尤其是香港和离岸市场的回归。

图表 10: 中美经济周期密切相关。



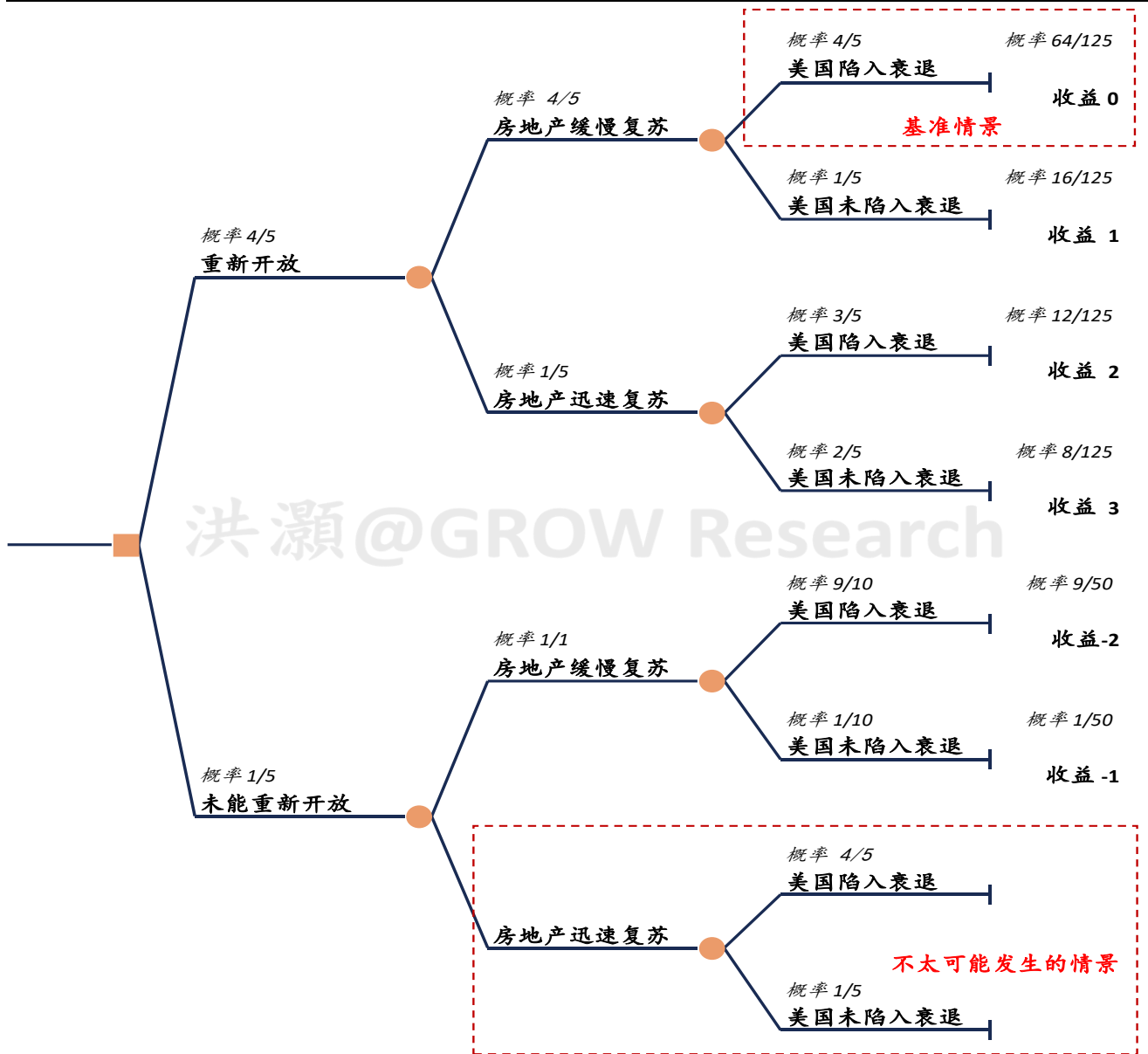
图表 11: 美国经济周期正在快速放缓。



有趣的是，我们的 EYBY 模型也可应用于美国经济周期。在图表 10 中，可以看出我们的模型与美国盈利周期和半导体周期息息相关。鉴于两大经济体东鸣西应，交错相依，这一观察结果理应不足为奇。

如我们在此用 EYBY 模型衡量的中国经济短周期正接近其拐点，而美国盈利周期虽然正迅速放缓，却尚未就位（图表 11）。

图表 12: 2023 年收益和风险情景。



资料来源: 思睿研究

为便于讨论，我们在**图表 12**中概述了 2023 年的各类情景。

影响投资收益的不确定因素不一而足。其中至关重要的因素包括：1) 中国是否会重新开放，2) 中国房地产能以多快的速度复苏，3) 美国是否会面临经济衰退。

我们在上述章节中细致入微地探讨了前两项不确定性。我们相信中国将重新开放，并且可能已然开启进程。重新开放将是循序渐进且有序管理的，以契合中国渐进主义的哲学理念。同时，由于中国步步为营地“摸着石头过河”，开放进程亦将一波三折、进退交错。尽管世路艰险，并非坦途，但问题应不在于中国是否会重新开放，而在于需要多长时间开放以及如何最有效地设法将医疗成本和潜在生命损失降至最低。

诚然，重新开放的概率无法被量化，必须通过观察宣传措辞的细微变化和当地疫情防控的渐进转变来感知监测。话虽如此，我们注意到这轮反弹发端于 2022 年 10 月 31 日，彼时在岸股指正徘徊于 2020 年 3 月疫情爆发之初的低点附近。综上，我们认为渐进式重新开放情景的概率为 4/5。（这个概率的大小只表明我们对于情景发生的主观判断和我们对于此情景的信心）。

另一项不确定因素在于房地产行业将如何复苏。我们已经见证了政策支持的“三支箭”同步发力，譬如支持开发商发债融资，引导银行向该行业增加信贷投放，并且甚至可能为开发商股权融资提供一臂之力。

即便如此，对比当下和 2014 年房地产行业的境况，可以看出复苏将是步态蹒跚而非平滑稳进。当年，历经几轮降息和降准以及政策性银行的再度扩表，才清理完毕“国五条”楼市调控政策下所累积的房地产库存。因此，我们认为房地产缓慢复苏情景的概率为 4/5。

我们专有的经济周期模型展现出傲人的预测记录，剑指 2023 年上半年美国经济衰退渐行渐近。随着美联储收紧货币政策，美国的需求将逐步回落，美国的盈利增长亦将并肩下行。因此，渐进式的重新开放、房地产行业的缓慢复苏以及 2023 年若隐若现的美国经济衰退共同决定了我们基准情景的收益。

如若以上任何一项不确定性好于预期，则收益将会水涨船高。否则，市场将扶摇直下，收益甚至将不及我们的基准情景。相信这种风险情景我们在这里无需赘述。

任尔东西南北风。无论我们在 2022 年遭遇了多少暗流险滩，眼下是时候重振旗鼓，举步向前了。

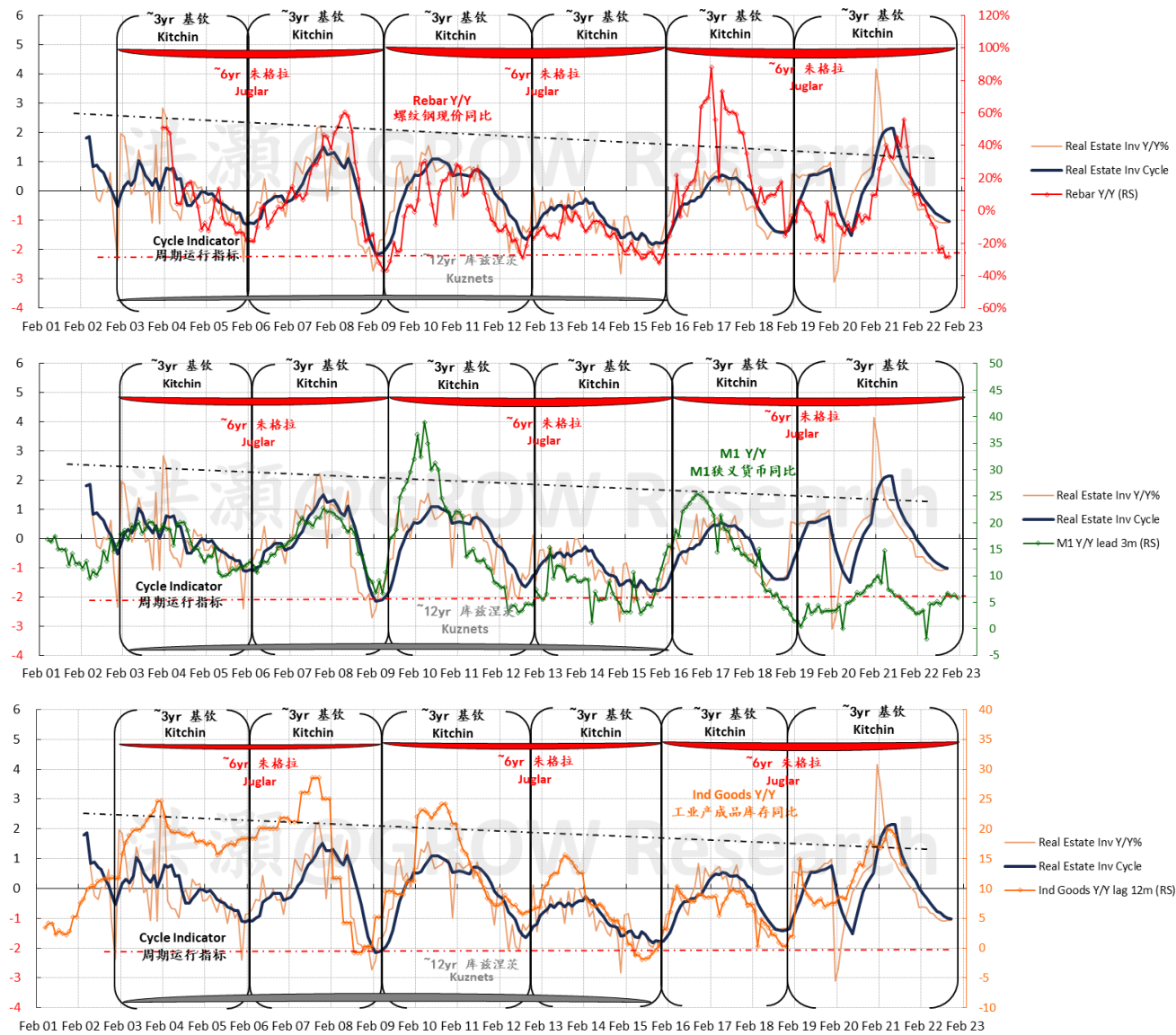
洪灏，CFA

推特：@HAOHONG_CFA

https://twitter.com/HAOHONG_CFA

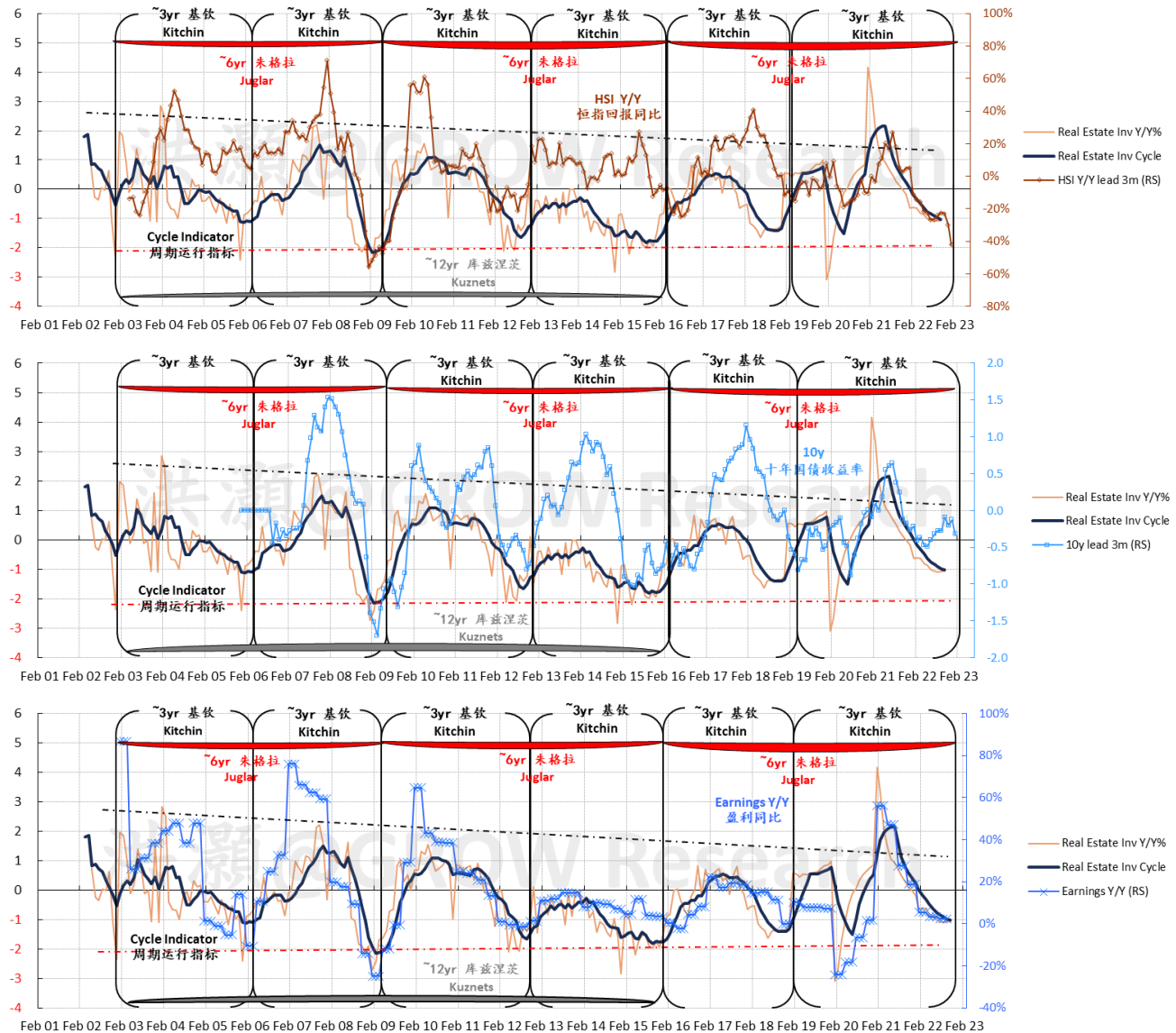
附录

附录 1: 中国经济短周期 (1/4)



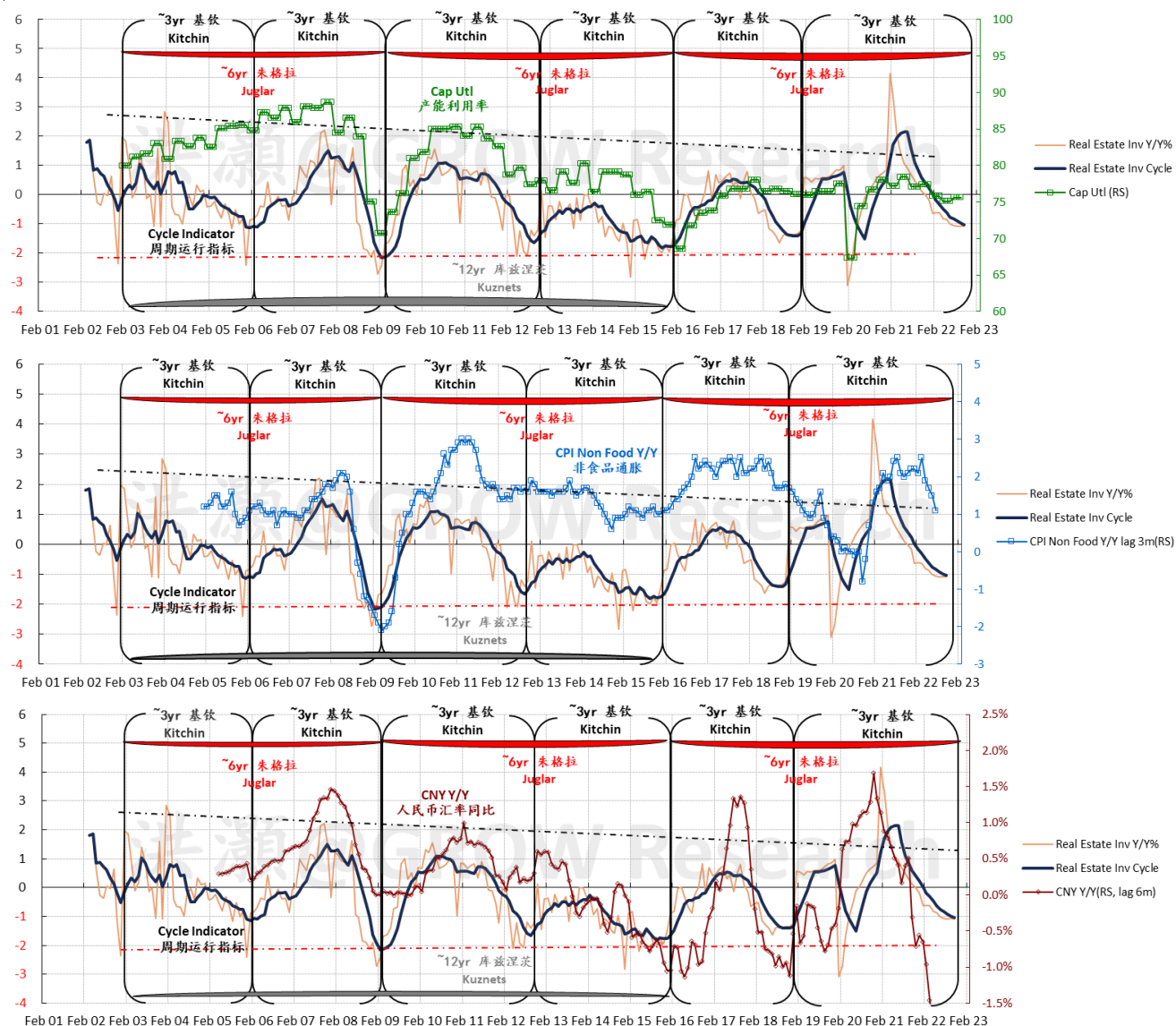
资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 2: 中国经济短周期 (2/4)



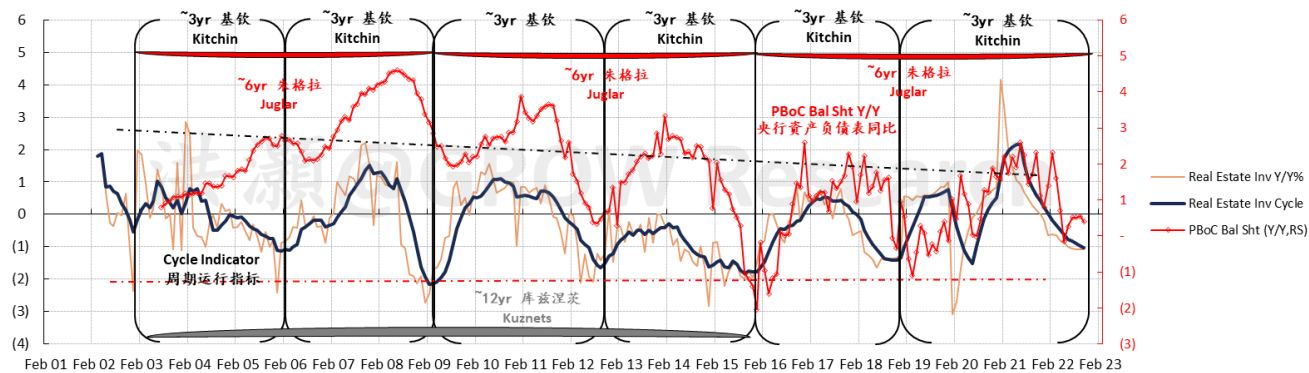
资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 3: 中国经济短周期 (3/4)



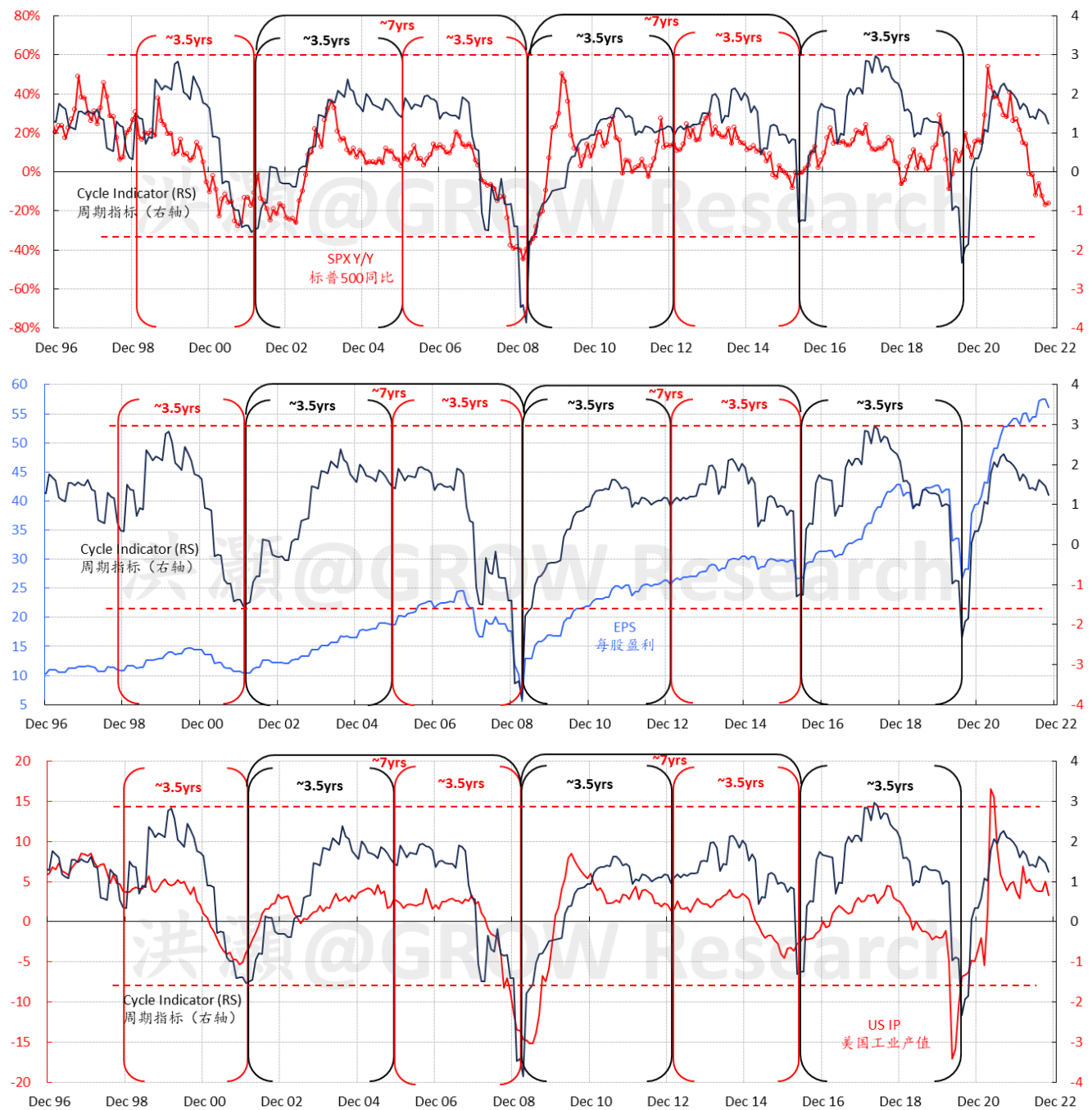
资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 4: 中国经济短周期 (4/4)



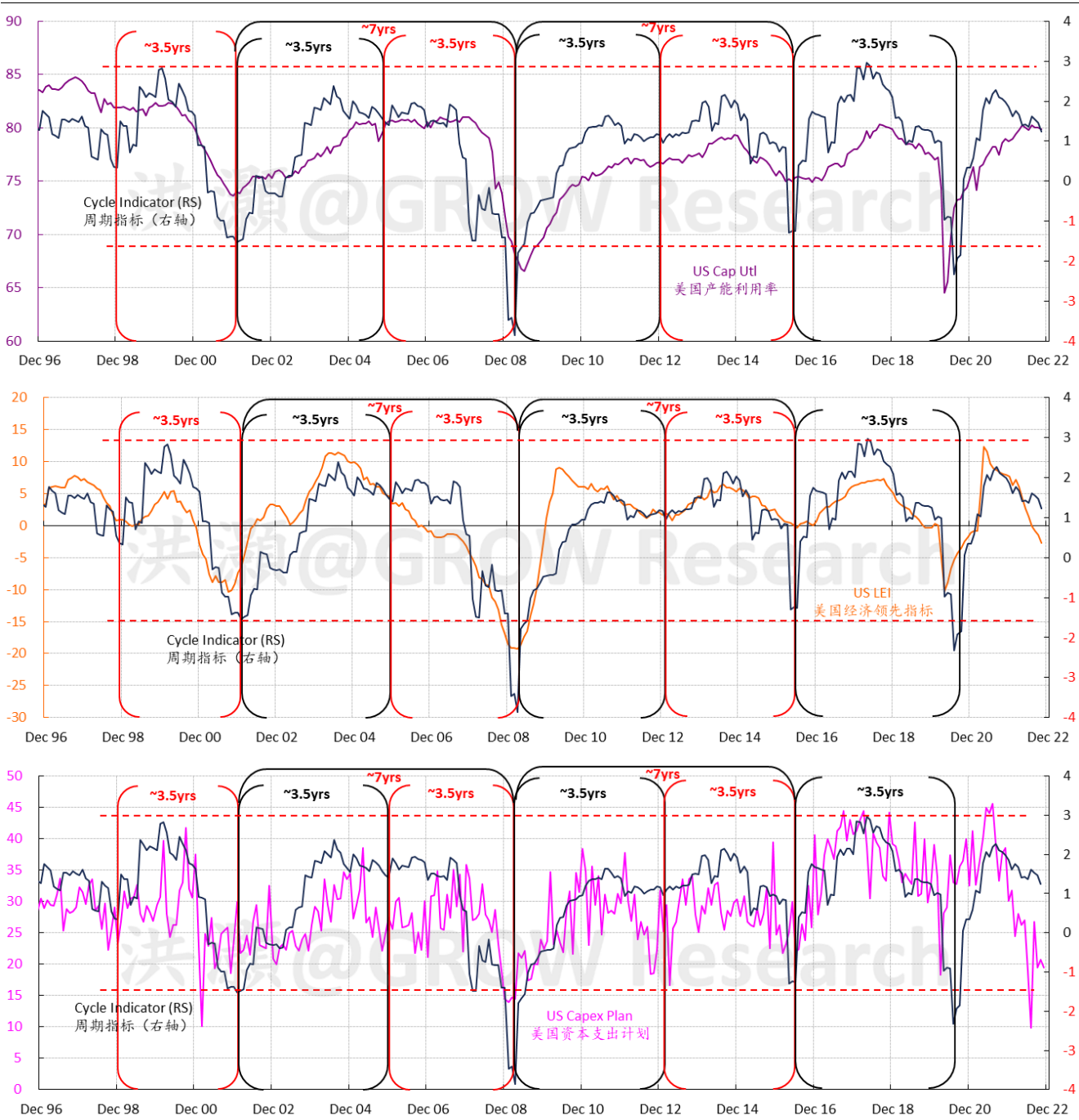
资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 5: 美国经济短周期 (1/3)



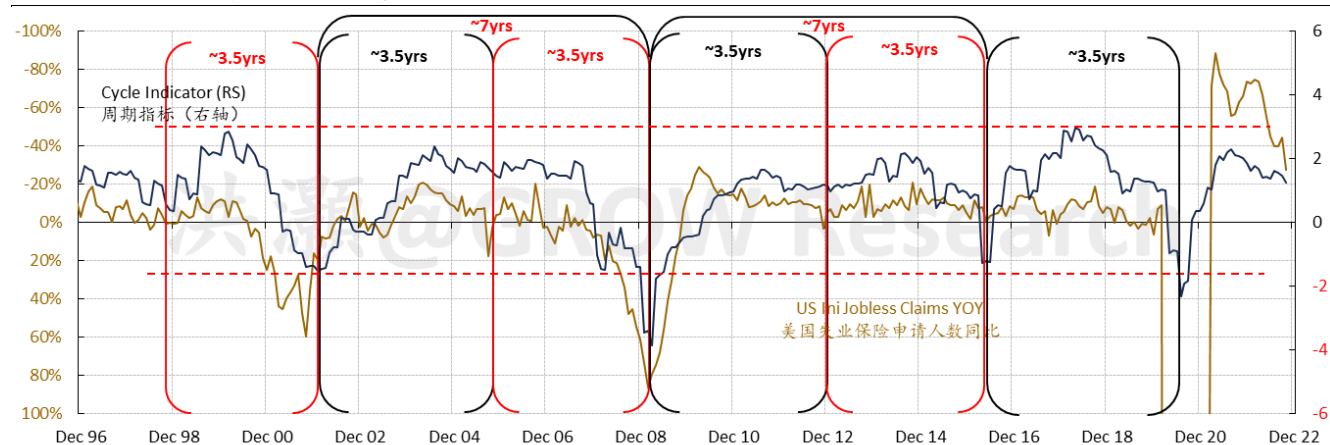
资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 6: 美国经济短周期 (2/3)



资料来源: 彭博, 思睿研究

附录 7: 美国经济短周期 (3/3)



资料来源: 彭博, 思睿研究

近期报告

20221106	<u>“万亿一推”</u>
20221030	<u>“Mai! Mai! Mai!”</u>
20221016	<u>谁的情绪靠谱?</u>
20221009	<u>拯救港股</u>
20220925	<u>全球最大的资产 - 尚能饭否?</u>
20220919	<u>佛系“破 7”</u>

法律声明

本报告由 GROW 思睿制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但 GROW 思睿及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，GROW 思睿及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，GROW 思睿可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与 GROW 思睿的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的金融工具的基本面评级或评分。

GROW 思睿的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。GROW 思睿没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。GROW 思睿可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均仅代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。