

## 策略

## 经济减速的原因及影响

2023年6月3日

策略研究/事件点评

## 山证策略团队

## 分析师：

张治

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

## 投资要点：

越来越多的迹象证实，从2022年开始，中国经济增长再次进入系统性减速。上一次减速大约在2012年。

我们知道，2012年的减速源于产能过剩。过去十年里，企业部门一直在做供给侧调整，经济需求端的支撑主要来自居民和政府部门加杠杆。

现在，我们趋向于认为，由于成本收益的倒挂，居民部门去杠杆已经启动，财富的缩水正导致消费减速；基建投资也正在挑战规模效应所能接受的上限。

在此背景下，降息是必要手段。针对房地产市场的主动去杠杆，我们认为，自然出清要优于再刺激，政府部门的杠杆空间应更多地放在直接补贴、鼓励创新等方面。

由于需求减速的趋势已经压制了经济的周期性修复：一方面，我们维持A股定价的主导因素已由增长(或ROE)转向利率和Beta的判断，曾经的高ROE公司，估值回归之路大约走了一半，低估值+科技的主线应能贯穿全年。

另一方面，我们曾判断3月中旬的低点为牛熊分水岭，当前市场已在此下方运行。对于存量资金市场，由于结构调整压估值的对象流通市值权重更大、增长相对更快，而提估值的对象反之，事实上自3月以来A股市场已进入重心下移的趋势中了。

风险提示：宏观经济超预期发展，海外流动性超预期恶化

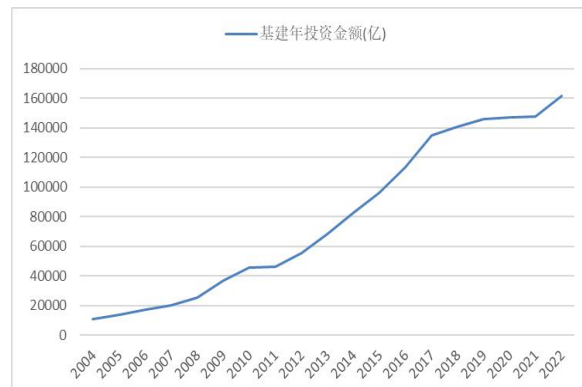


图 1：房价预期的转向



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：基建还有多少上升空间？



资料来源：Wind，山西证券研究所

### 分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话: 010-83496336