

产能周期下的嬗变

——2023下半年宏观经济展望

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001

张璐 投资咨询资格编号：S1060522100001

常艺馨 投资咨询资格编号：S1060522080003

范城恺 投资咨询资格编号：S1060523010001

2023年6月14日

核心观点

- ◆ **经济：产能过剩的隐忧。** 下半年中国经济复苏的环比动能面临走弱：1) 工业进入“去产能、去库存”下行周期；2) 经济旧动能减速对原材料行业冲击加大；3) 出口从传统国向“一带一路”迁移，对中游制造和劳动密集型产品的拉动可能相对下降；4) 外围科技封锁对高技术产业的冲击显化；5) 服务业和消费增长的基础有待夯实。**低通胀也是经济供求失衡的体现：**1) 上半年CPI走低是需求不足与短期扰动共振的结果；2) PPI的波动来源主要集中在几大原材料行业，对房地产和基建的敏感性强；3) 今年以来PPI下行向CPI的传导效率明显提升，体现了消费需求偏弱的问题。
- ◆ **政策：增量和加码可期。** **财政政策加码的可能步骤：**二季度推动加快地方专项债发行；三季度推出新一批政策性金融工具，其规模主要取决于土地出让收入的恢复情况；同时继续加快“十四五”重大项目建设，基建的实物工作量有望得到保障。**货币政策有必要继续推动降成本：**上半年存款利率市场化改革推进，已为政策利率调降打下基础，下半年降息成为“可选项”；降准在MLF到期高峰期出现的可能性更大；“稳信用”斜率相对有限，全年社融增速可能运行于10%+0.5%的区间。
- ◆ **海外：货币政策过渡期。** 美国经济、就业、通胀的降温趋势已基本确立，且金融风险冒头，美联储接近加息终点；但就业和通胀降温速度较慢，美联储可能维持“充分限制性”利率水平直到今年底或明年初。**历次美国利率“平台期”的资产表现：**美国股债双牛，A股和港股表现积极，美元指数在临近降息时承压。在此背景下，我国货币政策宽松的约束有望下降。
- ◆ **市场：人民币破七无妨。** **A股市场结构性行情可期，**数字经济和半导体板块表现可能优于“中特估”；**国债利率震荡格局有望被打破，**十年国债利率可能阶段性下行至2.6%左右；**人民币汇率有望在震荡中回升，**主要契机包括：政策加码带动中国经济复苏预期向好，美元指数运行中枢回落，地缘政治不确定性下降。
- ◆ **风险提示：**国内货币和财政政策力度不及预期，海外经济金融环境超预期恶化，国际地缘风险超预期等。



目录CONTENTS

- ◎ 实体经济：产能过剩的隐忧
- ◎ 宏观政策：增量和加码可期
- ◎ 海外环境：货币政策过渡期
- ◎ 资本市场：人民币破七无妨

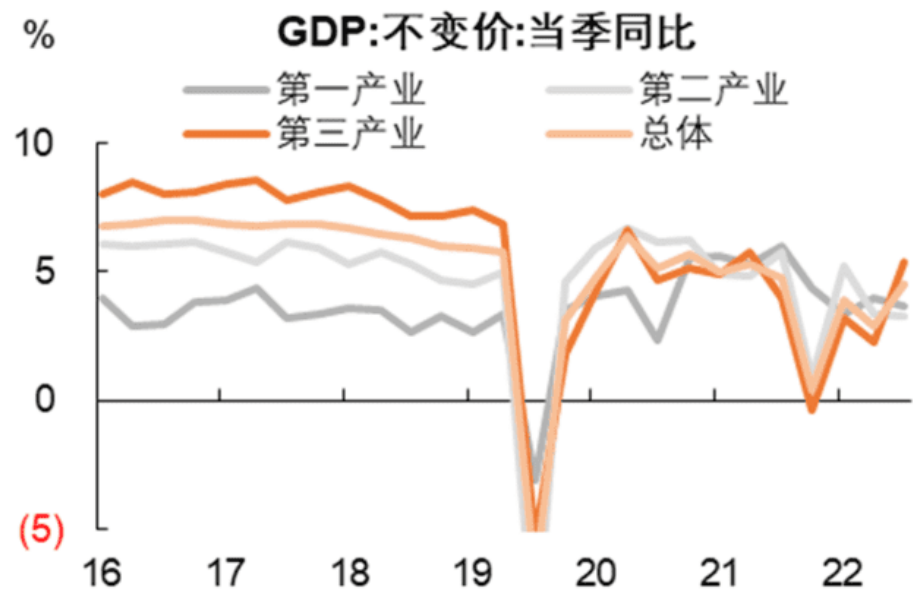
2023年中国经济数据预测

单位：%	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Y	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Y
GDP（当季同比）	4.8	0.4	3.9	2.9	3.0	4.5	7.0	4.0	4.6	5.0
工业增加值（当季同比）	6.5	0.6	4.8	2.8	3.6	3.0	5.8	4.2	4.5	4.5
固定资产投资（累计同比）	9.3	6.1	5.9	5.1	5.1	5.1	1.8	3	4.5	4.5
——房地产	0.7	-5.4	-8.0	-10.0	-10.0	-5.1	-7.6	-5.3	-2.5	-2.5
——基建	10.5	9.3	11.2	11.5	11.5	10.8	1.2	3.8	6.5	6.5
——制造业	15.6	10.4	10.1	9.1	9.1	7.0	3.6	3.8	4.3	4.3
社会消费品零售总额（当季同比）	3.3	-4.6	3.5	-2.7	-0.2	5.8	10.4	4.1	7.3	6.9
出口（当季同比）	15.8	12.4	10.2	-6.6	7.0	0.5	-4.6	-8.9	3.7	-2.5
进口（当季同比）	9.6	1.4	0.8	-6.6	1.1	-7.0	-5.0	0.2	2.7	-2.3
CPI（当季同比）	1.1	2.2	2.7	1.8	2.0	1.3	0.2	0.7	1.6	1.0
PPI（当季同比）	8.7	6.8	2.5	-1.1	4.1	-1.6	-4.3	-2.4	-1.9	-2.6
社会融资规模（存量同比）	10.6	10.9	10.6	9.6	9.6	10.0	9.5	9.7	10.3	10.3
M2（存量同比）	9.7	11.4	12.1	11.8	11.8	12.7	11.8	10.6	9.8	9.8

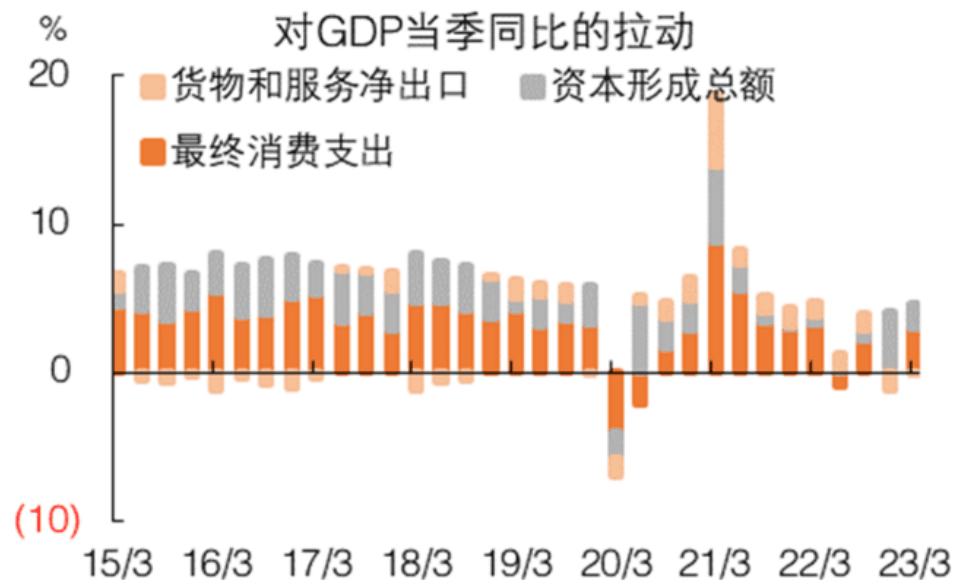
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 2023年一季度中国GDP交出4.5%的超预期答卷，其中第三产业加速增长，消费增长显著恢复，对GDP的带动作用突出。

◎ 2023年一季度第三产业带动GDP增速上行



◎ 2023年一季度消费对GDP的贡献显著回升



1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

第三产业加速增长，主要受三方面因素驱动



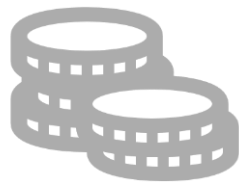
1、接触性、聚集型服务业补偿性增长

防疫政策放开后，居民外出就餐、旅游出行明显增多。住宿和餐饮业一季度增加值同比增长13.6%；批发和零售业一季度增加值同比增长5.5%，比去年四季度快5.2个百分点



2、交通运输业增长加快

得益于人流物流恢复，交通运输、仓储和邮政业一季度增加值同比增长4.8%，比去年四季度的-3.9%也有明显恢复。



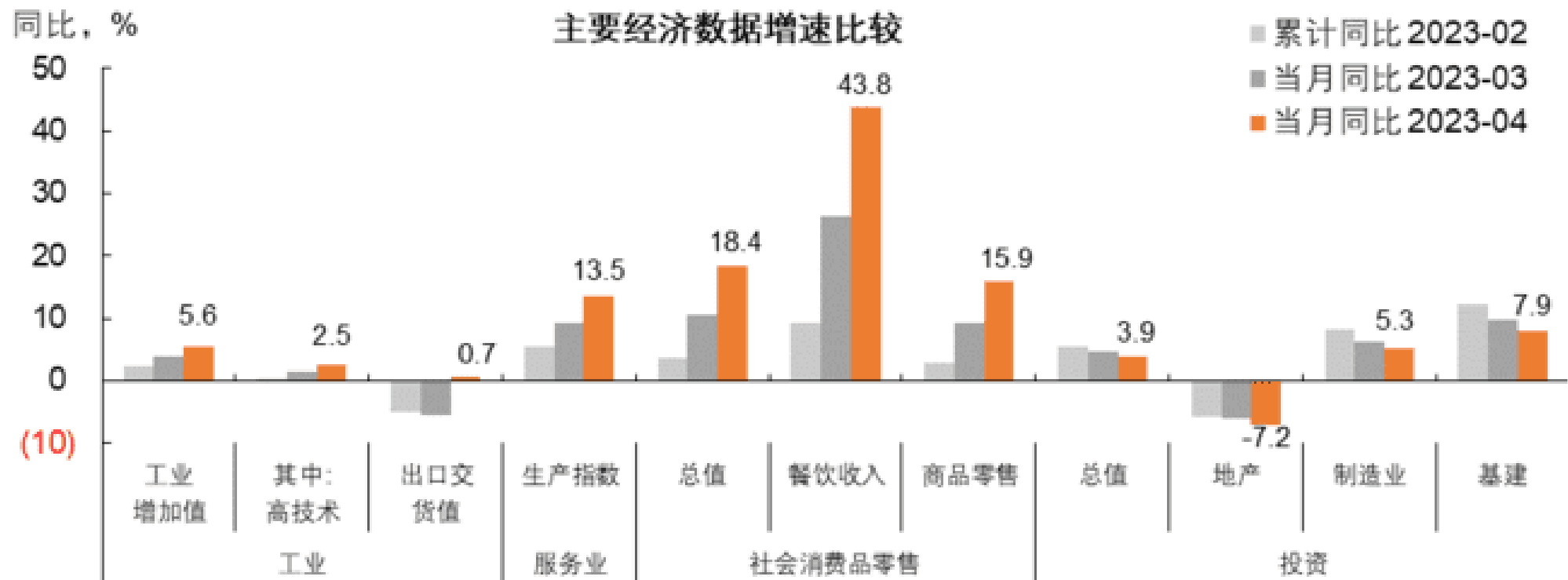
3、数字经济带动作用显著增强

信息传输、软件和信息技术服务业一季度增加值同比增长11.2%。平台经济监管态度逐步明晰，ChatGPT掀起数字经济投资热潮，AI应用空间打开，一季度高技术服务业的产值和投资均显著抬升。

1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

➤ 但工业增长呈现乏力迹象，房地产投资持续收缩仍显著拖累总需求。

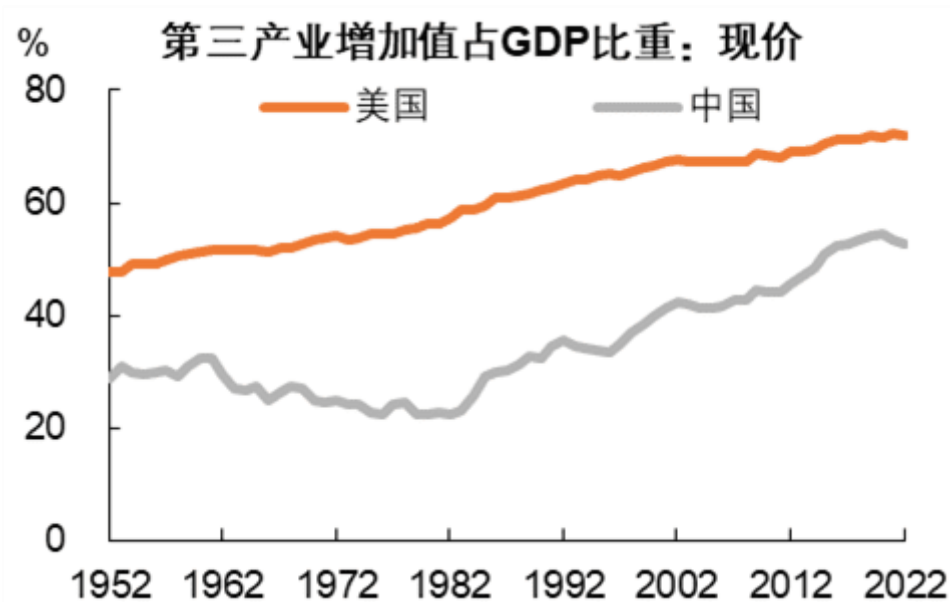
◎ 2023年中国主要经济增长数据比较



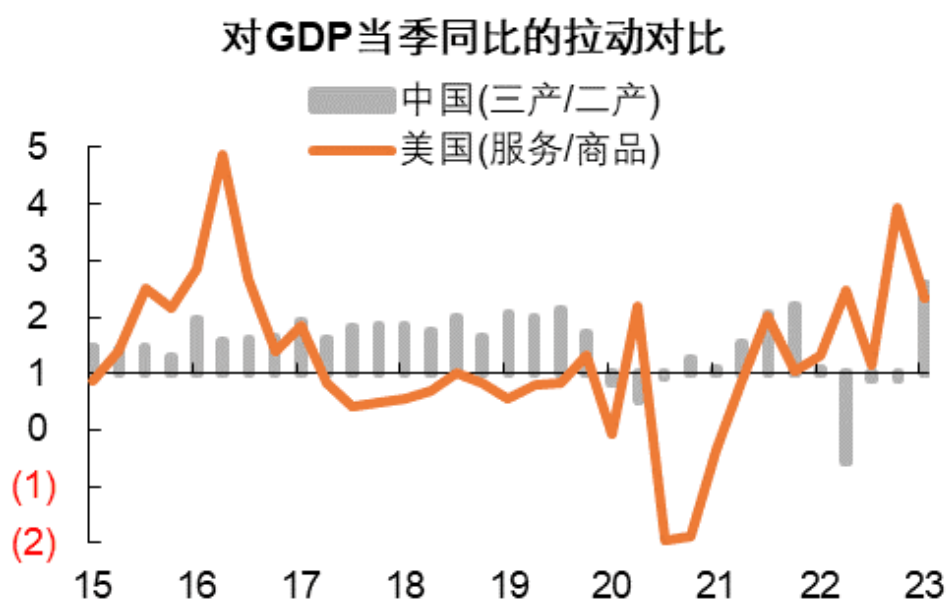
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 今年上半年资本市场面临的一个主要预期差：美国经济韧性超预期，而中国经济复苏不及预期。这是因为：
 - 一方面，服务业对中国经济的拉动效果或不及美国。不同于美国服务业对经济景气的较强支撑能力，中国服务业在经济中占比较低。

◎ 2022年第三产业在美国、中国GDP中占比分别为71.8%、52.8%



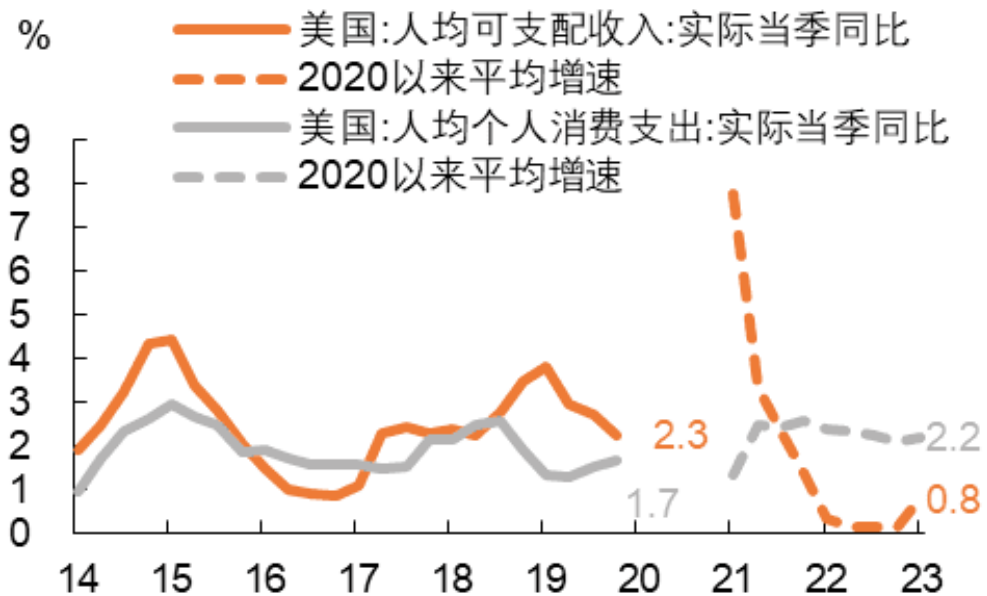
◎ 2021年三季度以来服务业成为拉动美国经济的主要力量



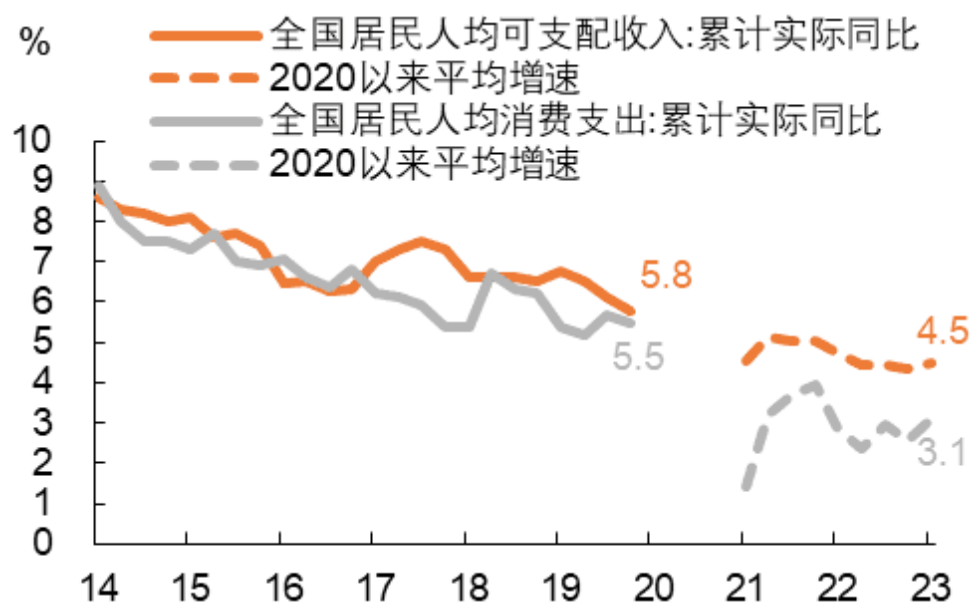
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 另一方面，中国消费恢复性增长的持续性和高度更加受限。疫情以来，在政府大举补贴居民收入下，美国家庭形成了大规模“超额储蓄”，支撑了居民消费支出比疫情前更快增长。而中国在收入增速持续下滑的情况下，居民消费支出增速以更大幅度下滑，有更多“预防性储蓄”成分在里面。

◎ 美国“超额储蓄”支撑消费持续较快增长



◎ 中国消费支出增速以更大幅度下滑

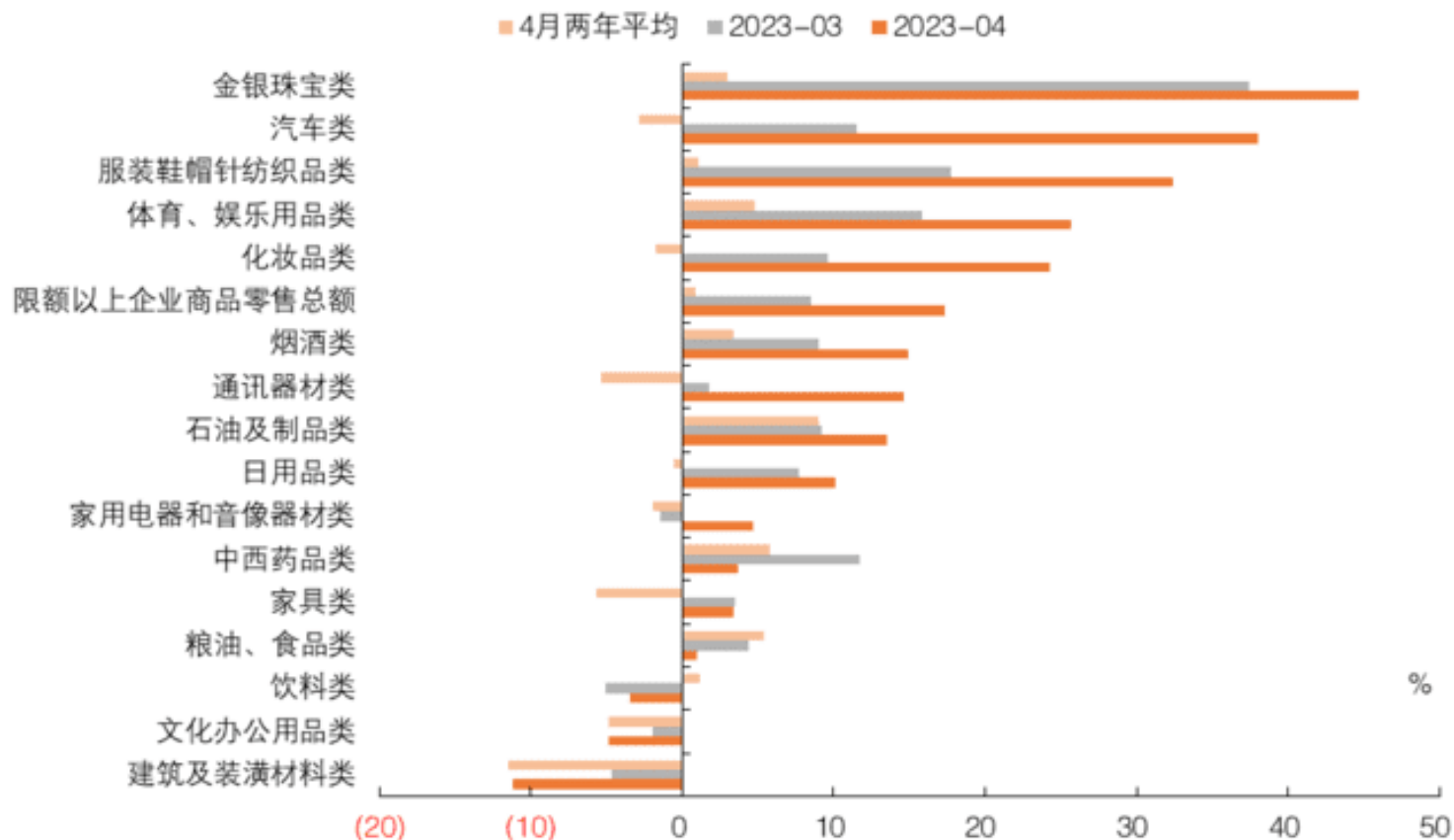


1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 当前消费复苏仍有很大疫后修复的成分，且房地产后周期、通讯器材、汽车等大件消费仍然疲软，消费增长的动能还需进一步夯实。

◎ 2023年4月限额以上商品零售情况

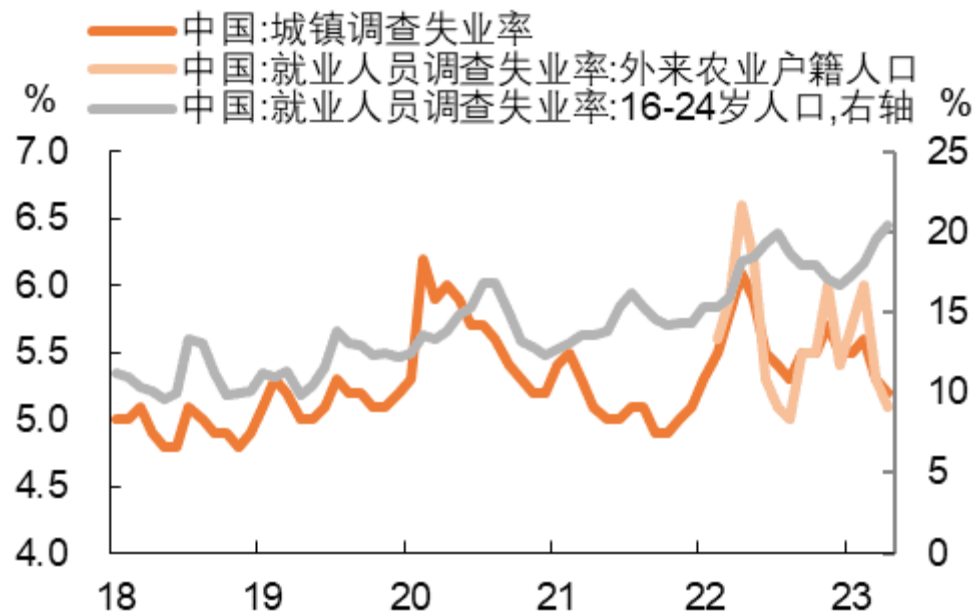
限额以上企业商品零售总额，当月同比



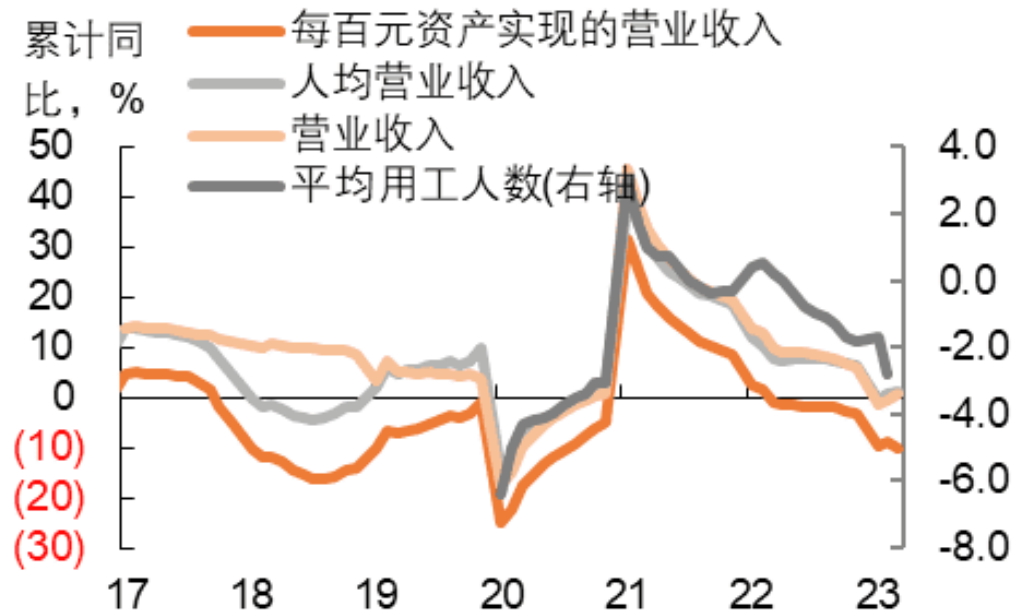
1.1 中国经济的“恢复性”复苏为何不及预期？

- 今年上半年就业形势整体显著改善，但结构上“冷热不均”。
 - 其一，青年仍是就业的薄弱环节。其就业困难对家庭消费的影响不容忽视。
 - 其二，农民工是城镇调查失业率走低的重要拉动力量。但农民工就业的收入效应尚不显著。
 - 其三，工业企业可能有通过减员控制成本的倾向。去年6月以来，工业企业的平均用工人数持续负增长，且3月跌幅猛然扩大至-2.8%。

◎ 青年就业仍是薄弱环节



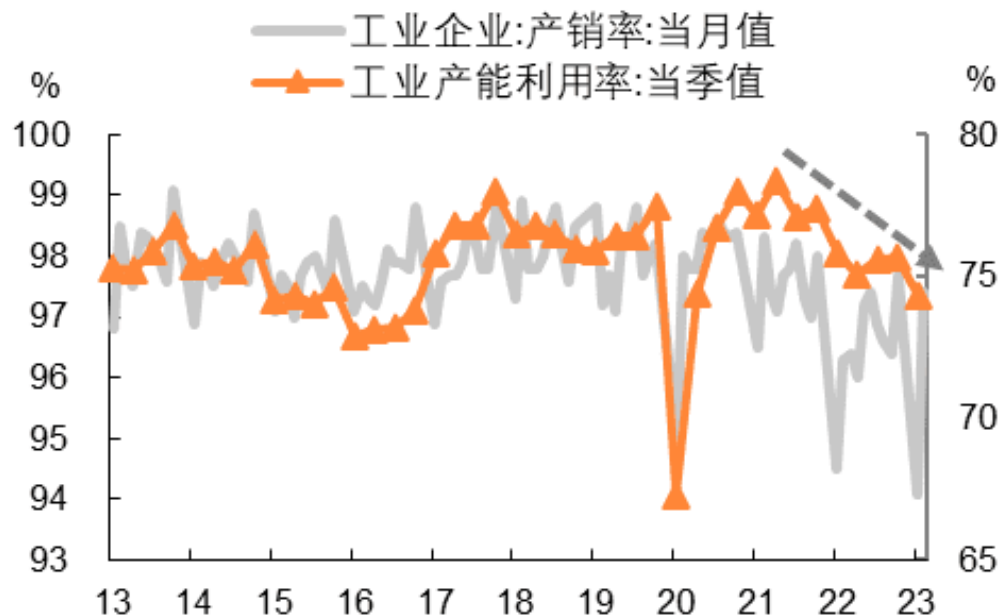
◎ 工业企业可能有通过减员控制成本的倾向



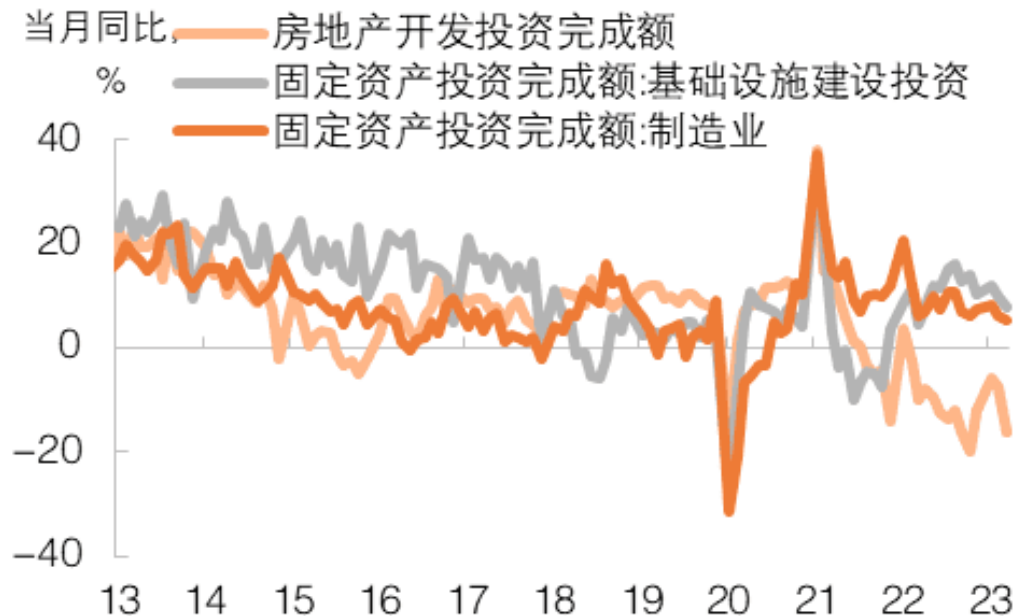
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 1、工业产能利用率下降，库存增速水平高企，指向“去产能、去库存”的不利组合。
- 在“十四五”规划提出“保持制造业比重基本稳定”的政策基调下，2021年以来我国制造业投资一直保持较高增速，导致目前产能过剩的隐忧开始呈现。

◎ 2021年下半年以来工业产能利用率走低



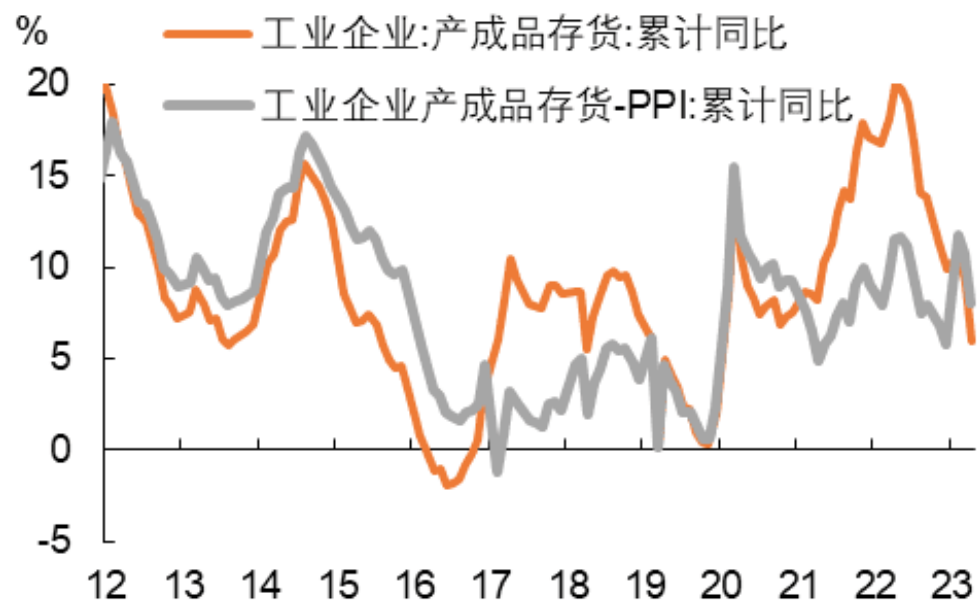
◎ 2021年以来制造业投资保持较高增速



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

➤ 工业企业库存水平较高，去库存进程可能至少持续到今年四季度到明年一季度，对工业生产亦有负面影响。

◎ 剔除价格因素的工业企业库存仍较快增长



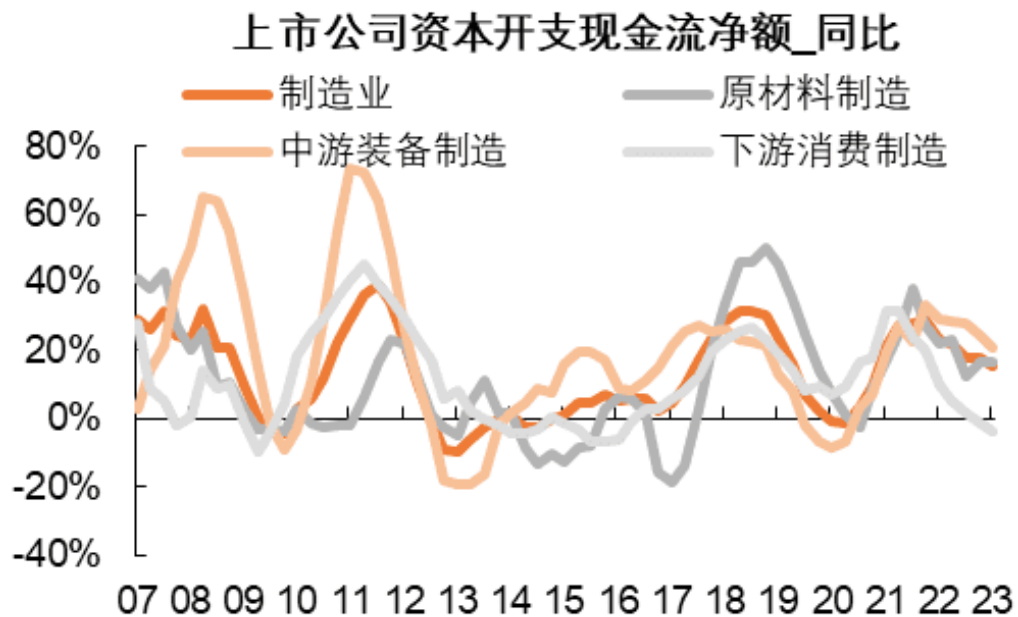
◎ 工业产成品周转天数亦有提升



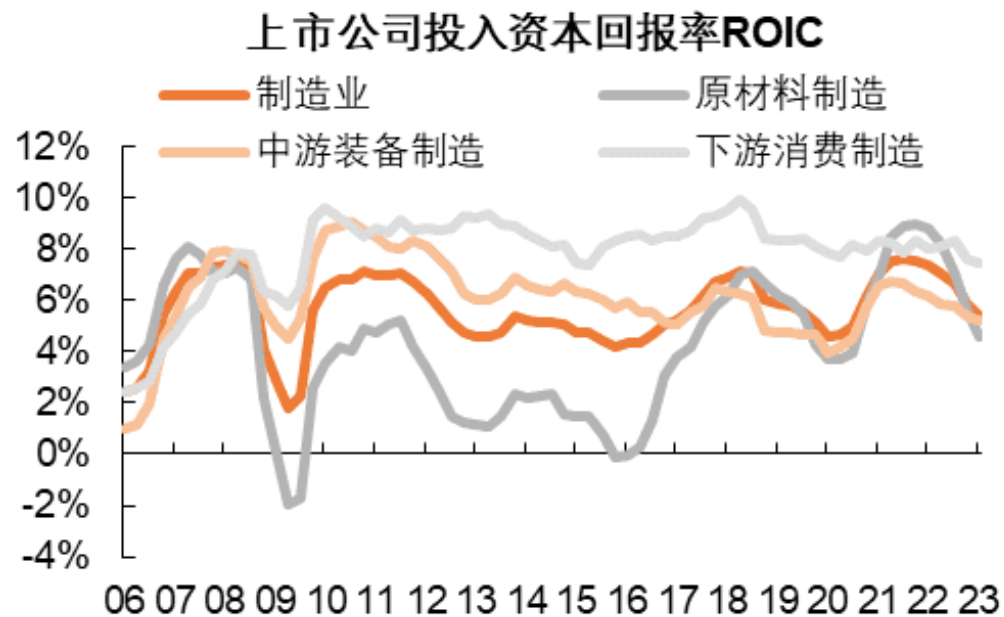
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 制造业上市公司资本开支增速于**2021年四季度**见顶，**2022年**开始进入“去产能”周期。目前下游消费制造业去产能较充分，但中游装备制造的去产能进程或被拉长（在建设现代化产业体系的政策支持下），上游原材料制造仍有向下空间。
- 投资回报率持续下行情况下，支持制造业投资需要更大政策强度。

◎ 2022年制造业产能周期开始向下



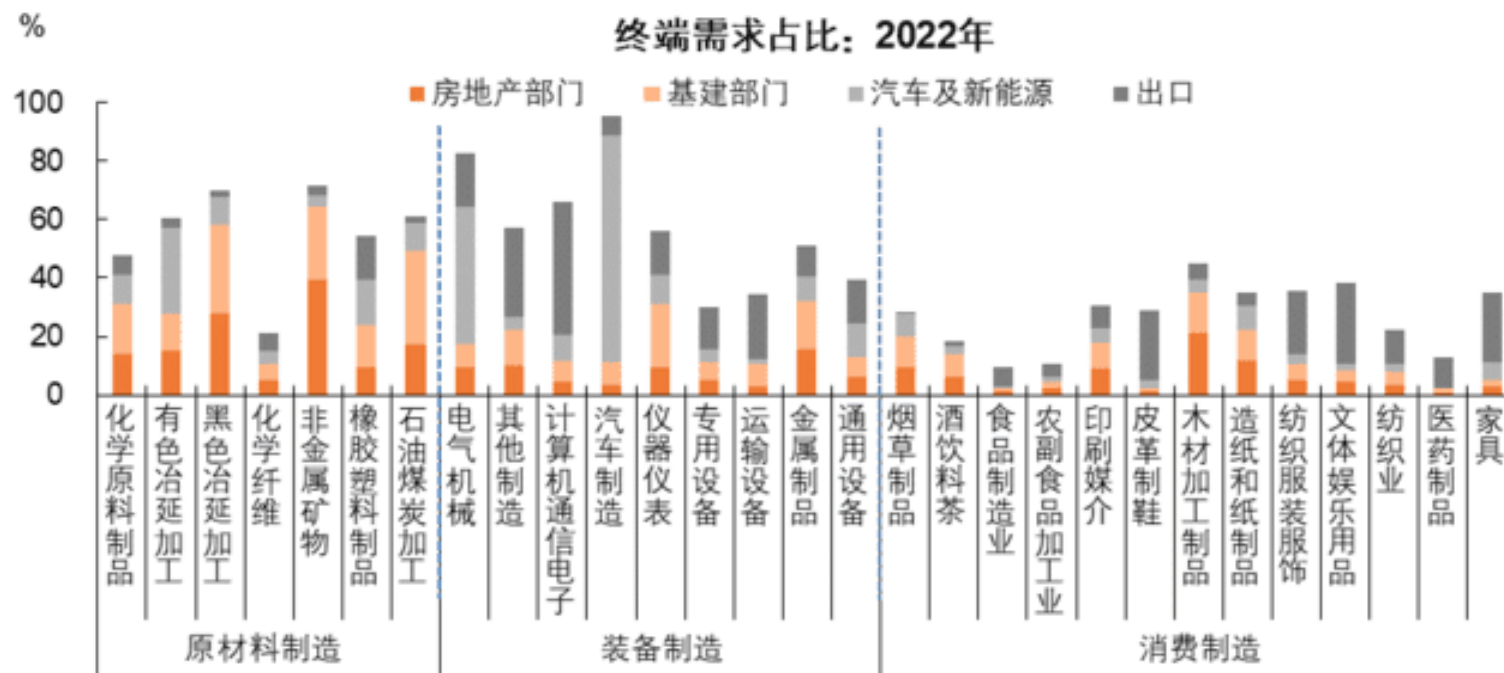
◎ 制造业投资回报率持续走低



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 2、房地产与基建的“此消彼长”不够充分，对原材料行业冲击加大。
- 2022年房地产对原材料行业的拖累已经较大、2023年基建投资走弱迹象带来原材料行业更浓的减产预期，也是近期大宗商品价格大幅调整的原因。

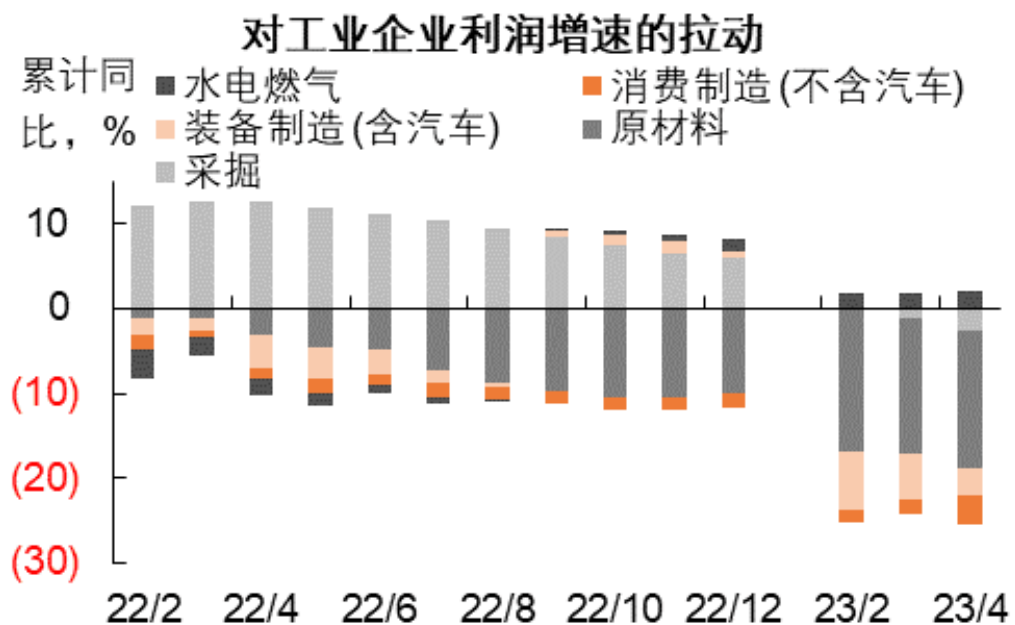
◎ 我国制造业各行业的终端需求依赖拆分



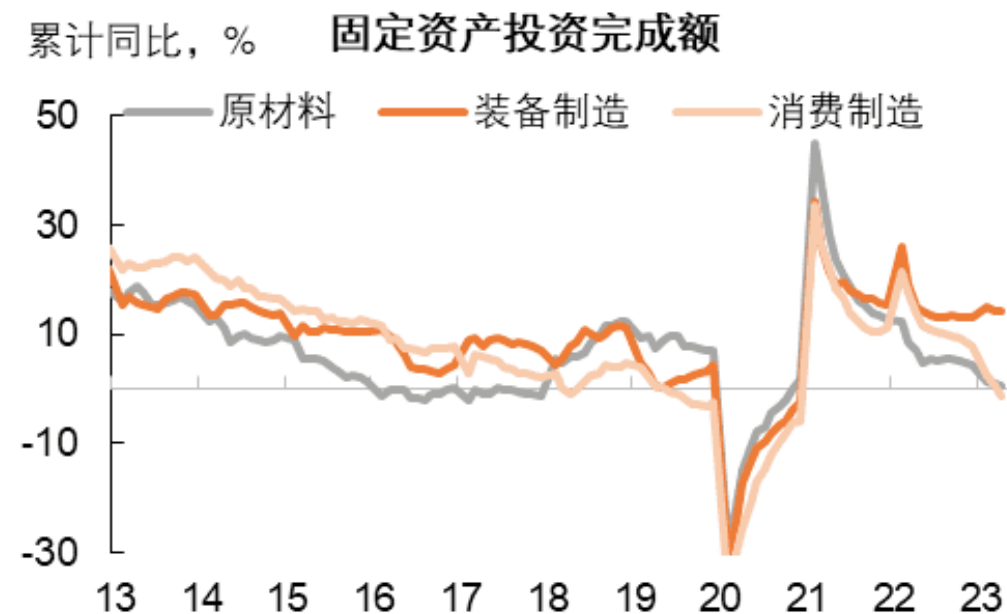
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 由于房地产投资的下滑，2022年原材料行业就成为工业企业利润最大的拖累项，原材料行业的固定资产投资也率先减速。2023年上半年原材料行业的利润加速下滑，其固定资产投资前景或不容乐观。

◎ 原材料行业对工业企业利润的拖累最大



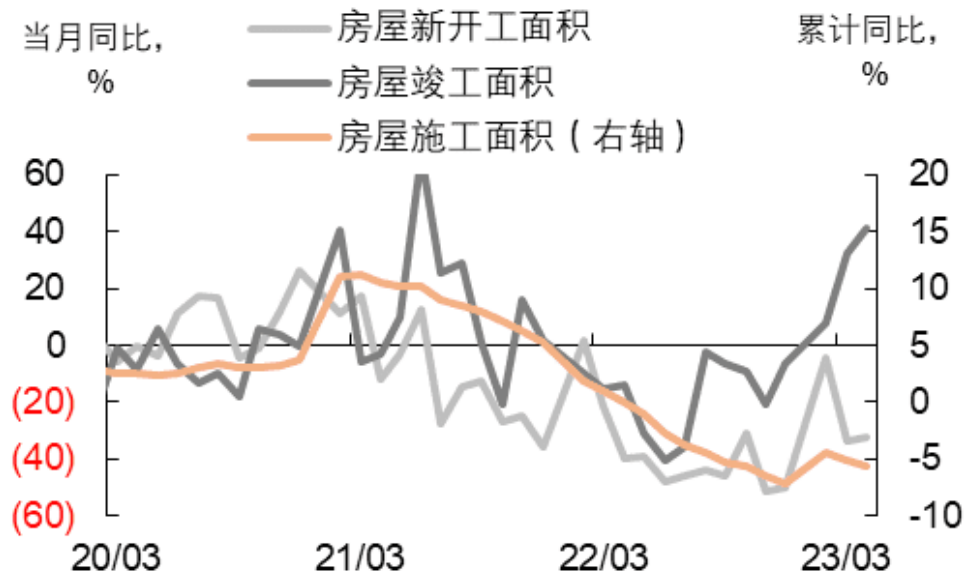
◎ 装备制造业在制造业投资中表现“一枝独秀”



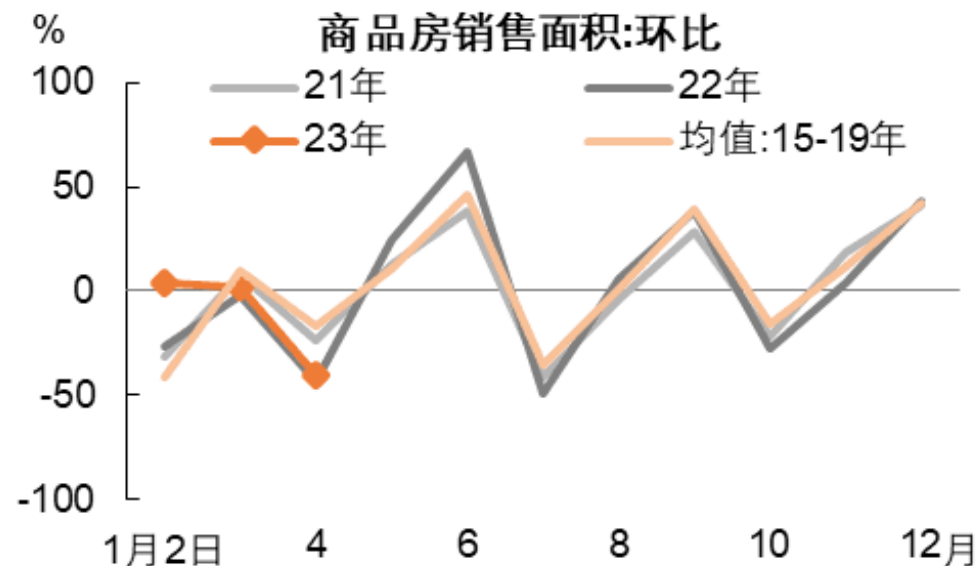
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 当前房地产投资修复以“保交楼”为主要特征，房企新开工意愿依然不强。这集中体现在房屋竣工面积增速不断攀升，但房屋新开工和施工面积增速仍然低迷。
- 房地产销售尚未得到根本改善，4月商品房销售面积环比仅与去年同期水平相当。

◎ 4月房地产竣工面积增速进一步抬升



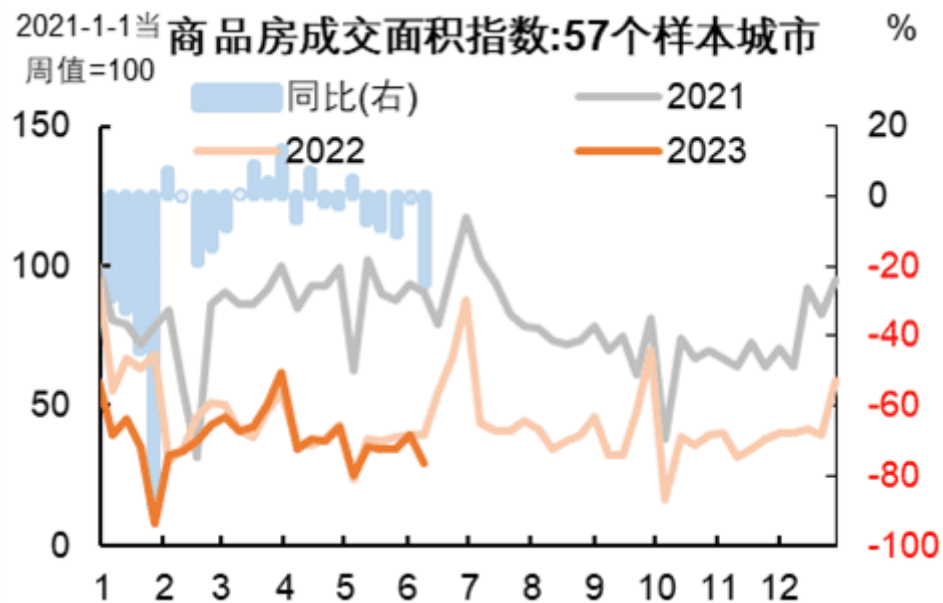
◎ 4月房地产销售环比与去年同期相当



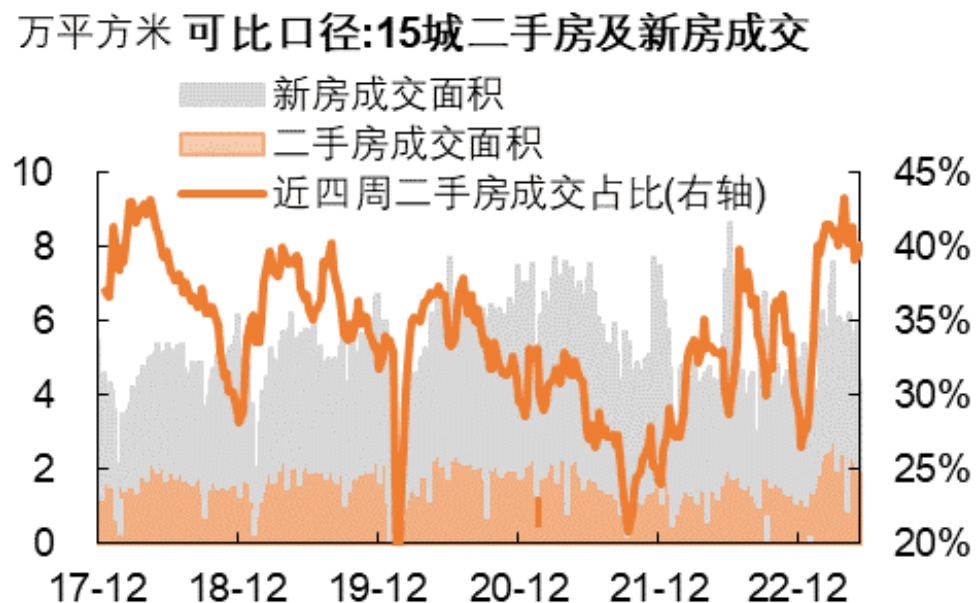
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 从高频数据来看，5月样本城市新房销售有所走弱，前期表现优异的二手房销售更快转弱。
- 今年以来二手房成交占比提升，房地产销售对新房库存去化和开发商新开工意愿的拉动不及此前。

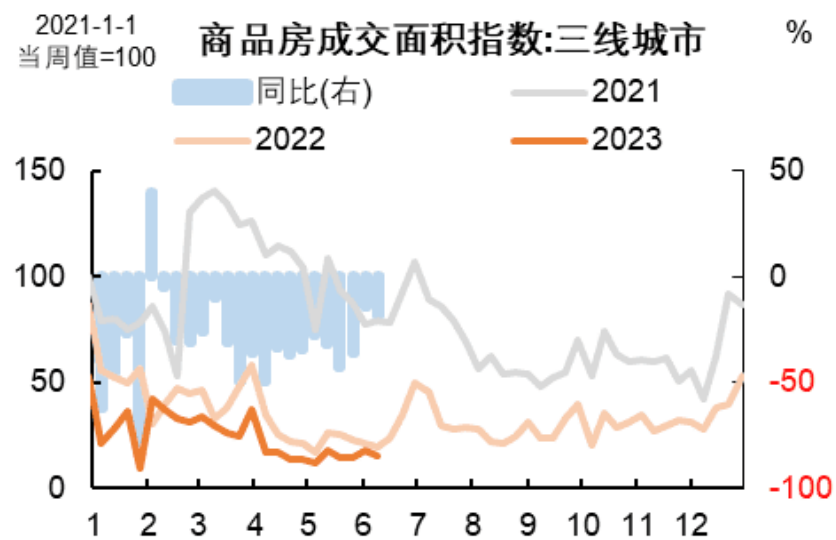
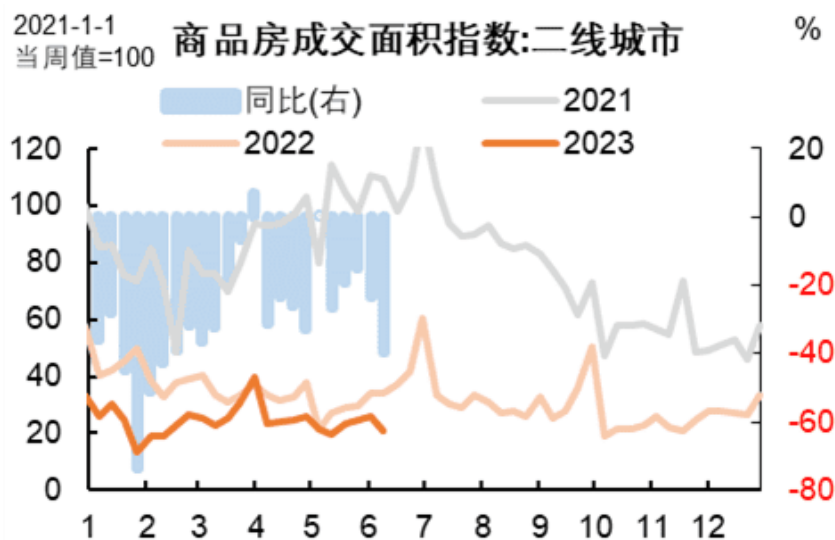
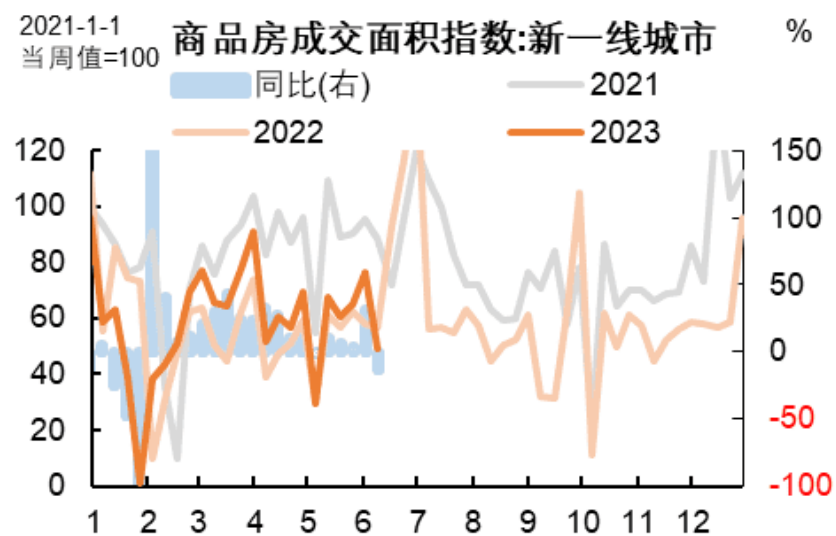
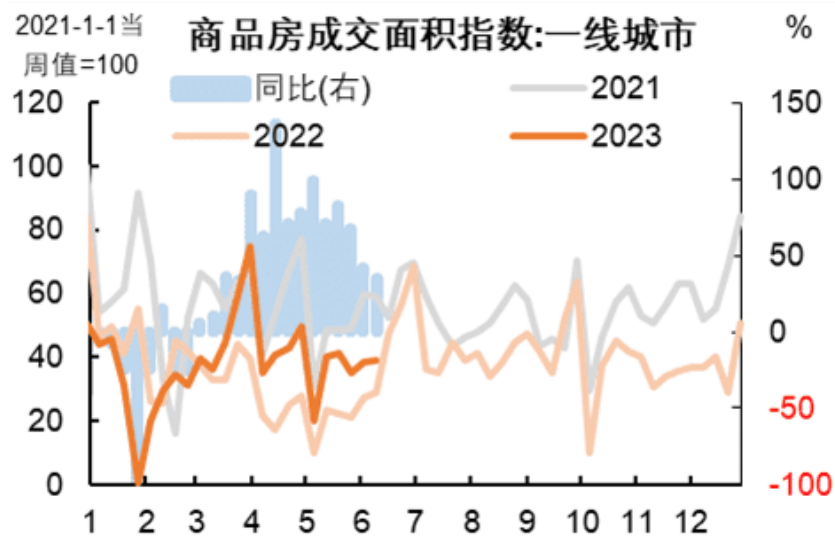
◎ 我们统计的57个样本城市房地产销售好转有限



◎ 二手房成交占比提升



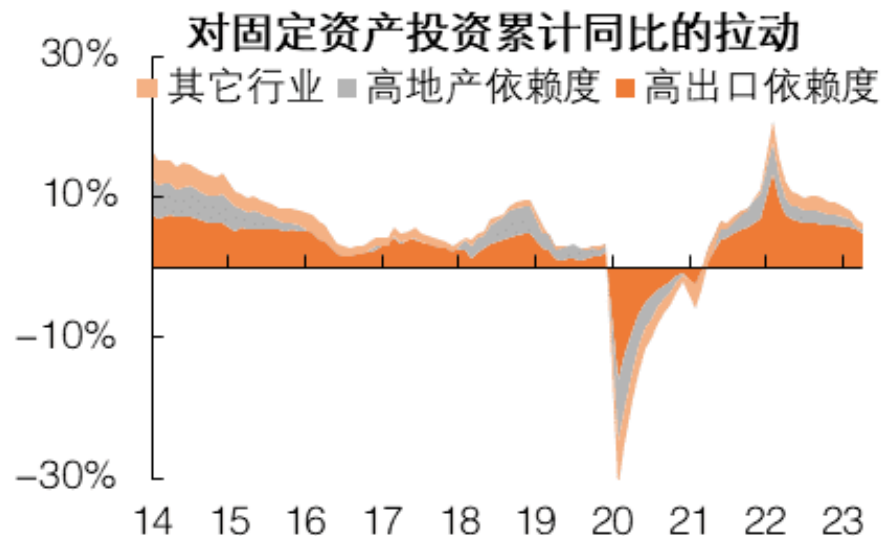
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧



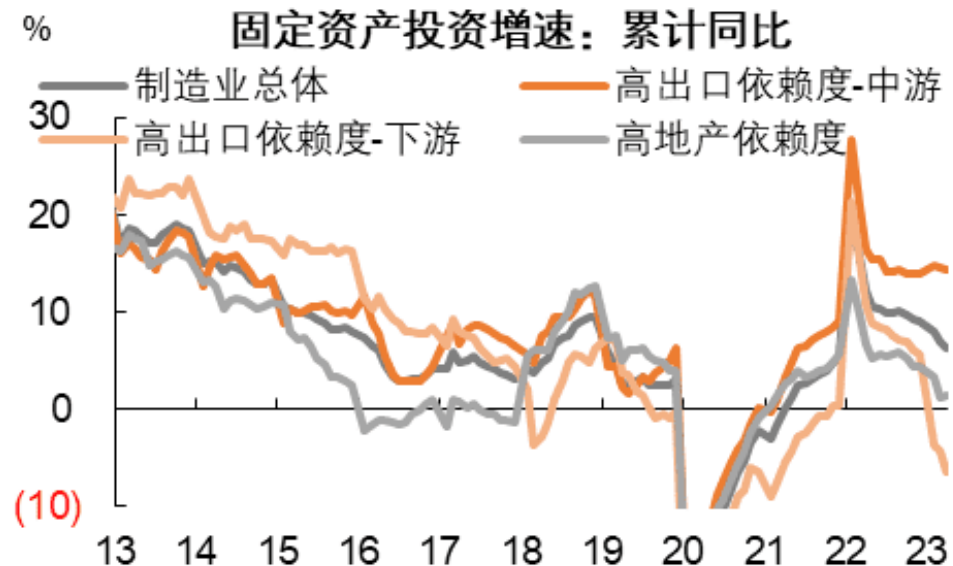
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 3、出口从传统国家向“一带一路”迁移，对中游制造和劳动密集型产品的拉动可能相对下降。
- 高出口依赖度行业对2020-2021年、2022年、今年1-4月制造业投资的贡献分别达到61%、65%、76%。
- 但今年以来高出口依赖的下游劳动密集型行业，其固定资产投资增速下滑。

◎ 今年以来高出口依赖度行业对制造业投资的贡献进一步提升



◎ 今年以来高出口依赖的劳动密集型行业投资增速下滑



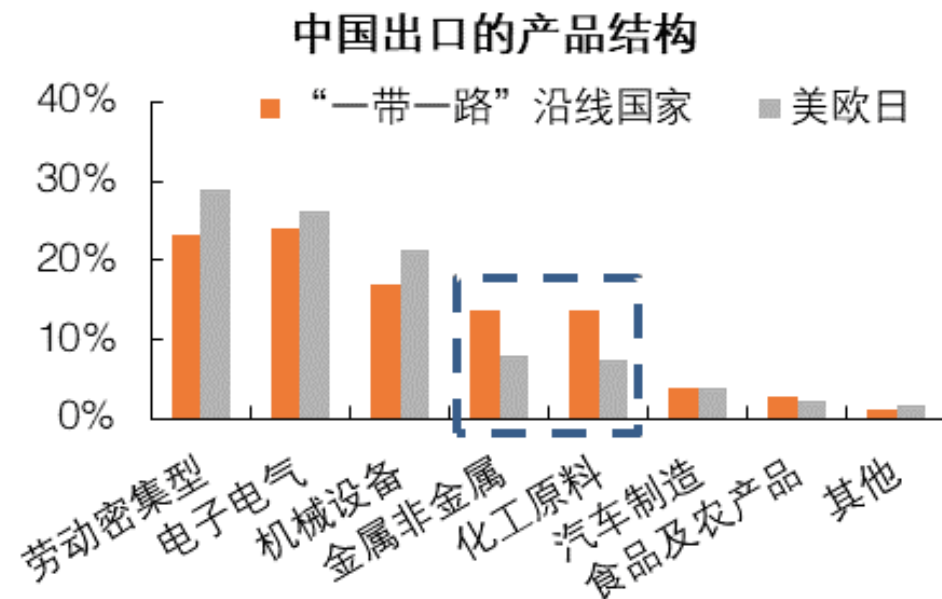
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 2022年5月以来，中国出口的拉动力量开始从传统上的美欧日向“一带一路”沿线国家转移。1-4月以人民币计价的出口同比增长10.6%，其中“一带一路”沿线国家的拉动达到8.2个百分点。
- 相比于传统国来说，中国向“一带一路”沿线国家出口的工业原材料占比相对较高，而中游制造和劳动密集型产品的比例相对较低，从而出口拉动国别的转换可能存在一定的“结构效应”。

◎ 出口从传统国向“一带一路”沿线国家迁移



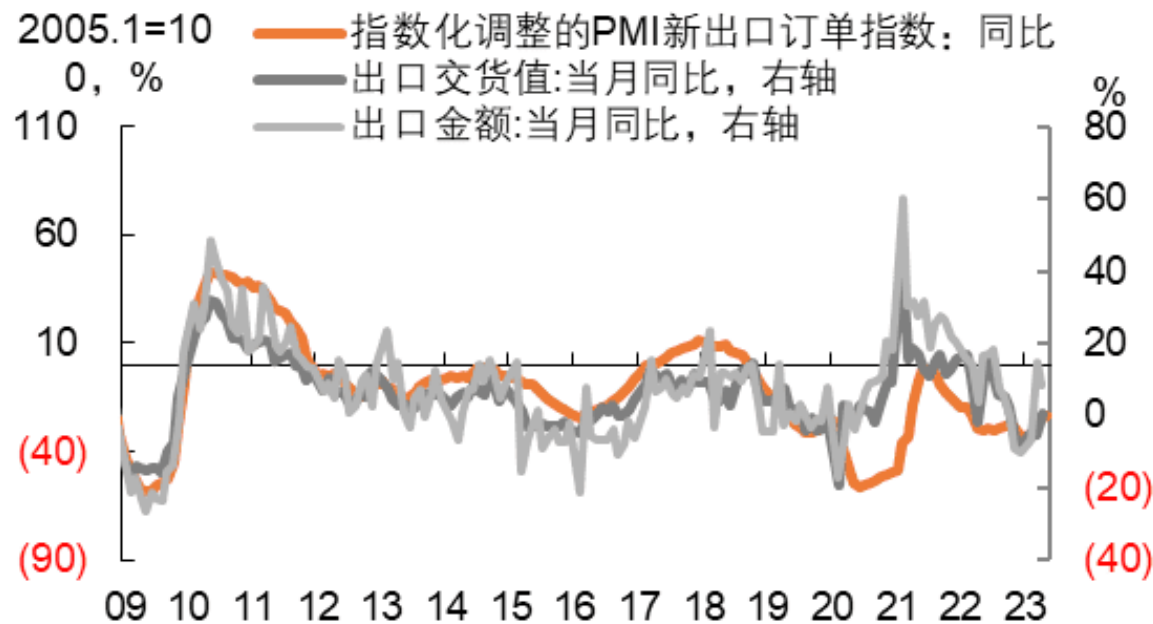
◎ 中国向“一带一路”出口的原材料占比更高



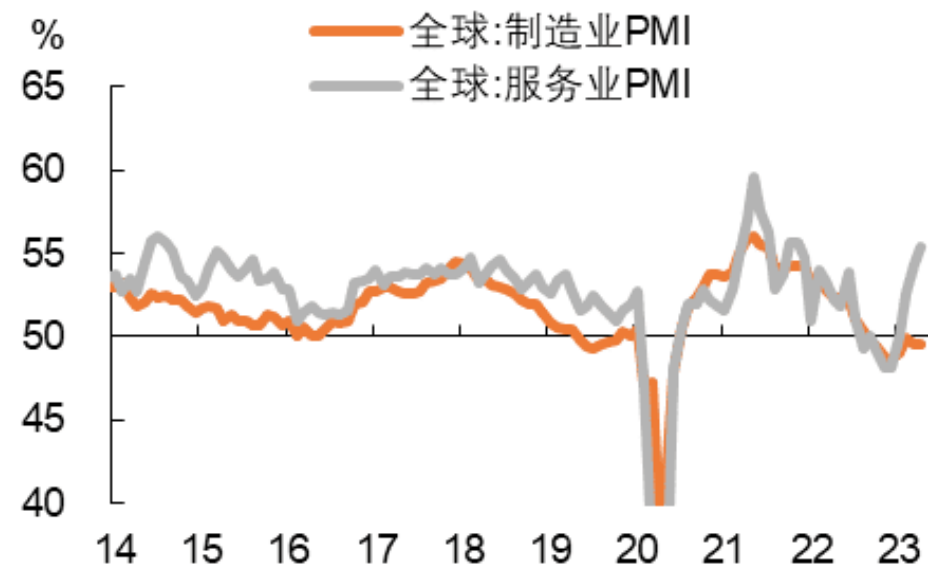
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

➤ 在全球经济呈现“制造业衰退、服务业扩张”的情况下，对中国出口增长的向上弹性仍需保持谨慎。

◎ 从出口交货值和PMI出口订单指数表现来看，出口增速进一步向上的弹性或许不大



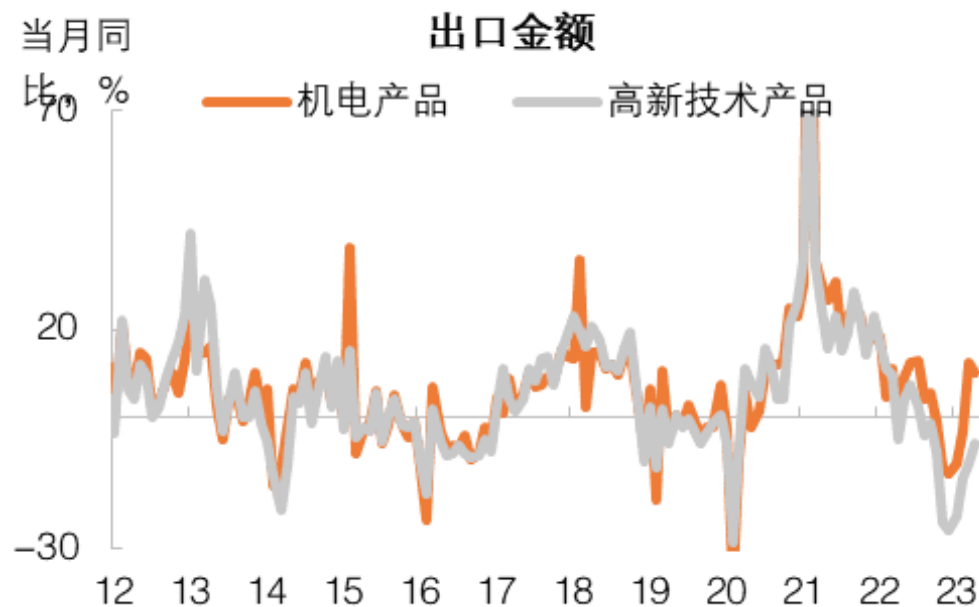
◎ 全球制造业景气低迷情况下，中国制造业增长缺乏共振条件



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 4、外围科技封锁形势收紧，对我国高技术产业的冲击显化。
- 今年机电产品出口高增长vs高新技术产品出口负增长形成反差，二者从去年6月开始产生系统性差异。高新技术产品出口的收缩与进口的收缩相联系，外围环境对中国中长期产业升级、科技突围的不利影响值得警惕。
- 今年以来高技术制造业生产增速开始低于整体，固定资产投资增速也呈下滑。

◎ 机电产品出口高增长vs高新技术产品出口收缩



◎ 高技术制造业的生产投资均呈下滑



1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

➤ 2023年稳定制造业投资需寻求并扩大支撑因素。

制造业技术改造和新动能行业具备投资潜力

- 尤其是绿色低碳、智能制造、自主可控及汽车产业链等。2022年，制造业技术改造投资增长8.4%，在制造业投资中的占比达40.6%。
- 二十大报告指出“实施产业基础再造工程……推动制造业高端化、智能化、绿色化发展”指明了制造业技术改造的重点方向。

释放可选消费及线下服务业行业延后投资需求

- 疫情防控放开后需求较快恢复，有助于释放文教、工美、体育和娱乐用品制造业、纺织业、纺织服装、皮革制鞋等制造行业的投资需求。

用实际行动改善预期，提振民间投资信心

- 考虑集中推出一批绿灯投资案例，打击反面典型，让企业产生政策稳定预期，提振投资意愿。

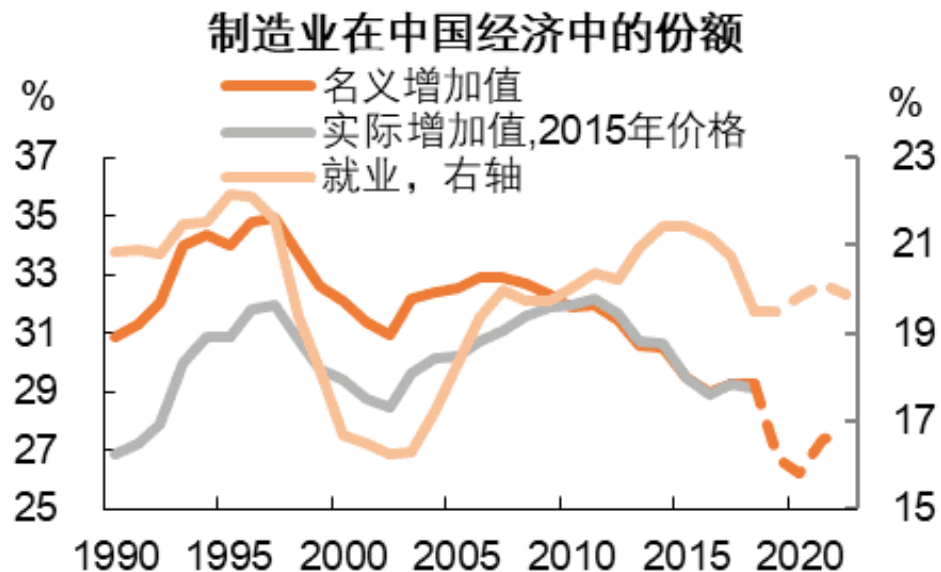
财政、货币及产业政策“续力”支持

- 我们测算，2022年各项政策发力对制造业投资的拉动约4-5个百分点。
- 第20届中央财经委第一次会议以研究加快建设现代化产业体系和人口高质量发展为主题，“把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来”，2023年进一步的货币财政支持可期。

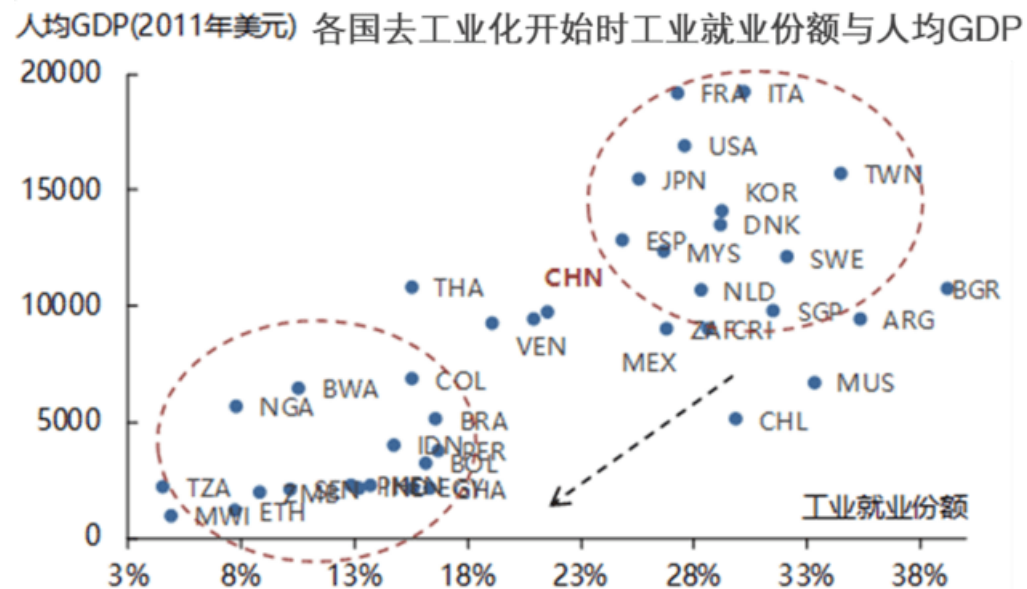
1.2 工业的弱需求与产能过剩隐忧

- 中长期来看，稳定制造业占比仍需坚持努力。制造业作为可贸易部门，其发展有利于同时充分利用内需和外需，是打造“双循环”的有力抓手。2021年以来制造业在中国经济中的份额已有所回升。

- ◎ 中国实际工业增加值中制造业份额从2012年即已回落，彼时人均GDP刚突破1万美元



- ◎ 部分后发国家去工业化的节点提前

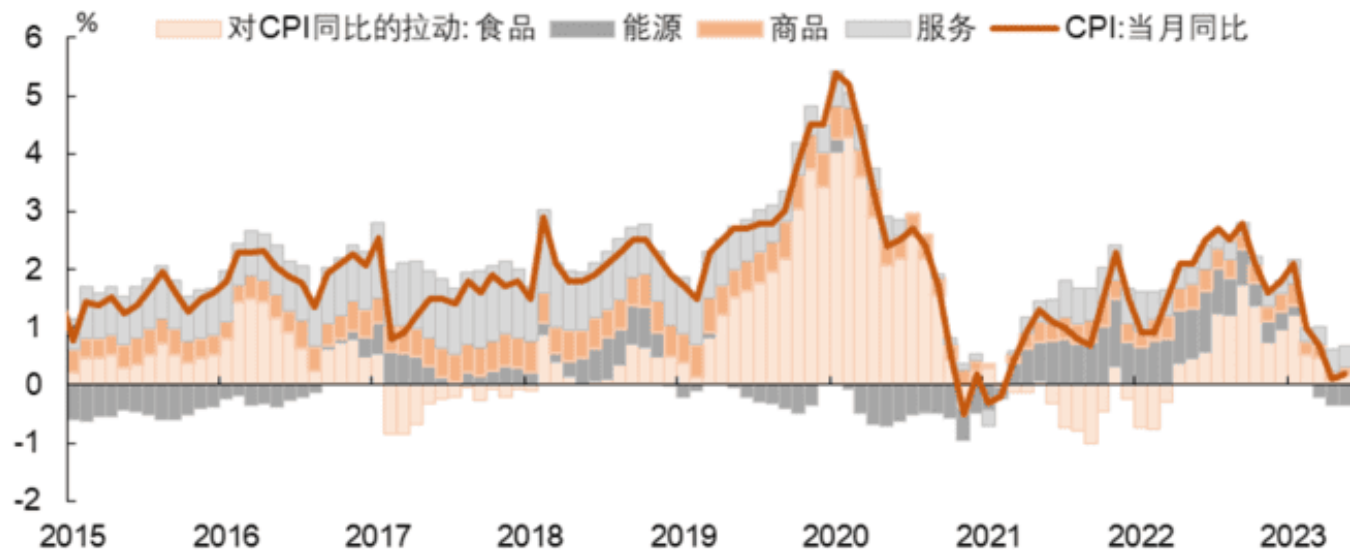


1.3 低通胀也是供求失衡的体现

■ 2023年上半年CPI走低：需求不足与短期扰动共振

- 海外和暂时性因素对CPI增速的扰动较强。去年上半年俄乌冲突升级，国际能源、粮食等大宗商品价格飙升，今年海外大宗商品价格同比读数较快下行。1) 5月能源分项拖累CPI增速0.36个百分点，去年为月均拉动0.7个百分点；2) 5月食品分项对CPI增速的拉动为0.2个百分点，去年为月均拉动0.56个百分点。
- 居民大件消费需求偏弱，而企业成本压力趋缓，以汽车为代表的工业消费品更大力度降价促销。除能源以外的工业消费品对CPI增速的拉动，从去年的0.33个百分点降至2023年5月的0.11个百分点。

◎ CPI同比增速分解

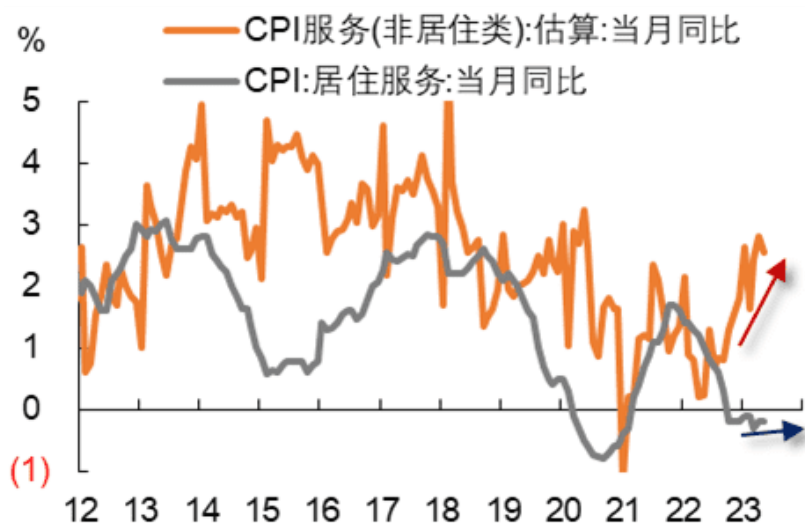


1.3 低通胀也是供求失衡的体现

■ 服务价格存在一定程度的上行。

- 一方面，以旅游为代表的接触性服务业需求恢复，带动价格中枢上移。
- 另一方面，房地产市场“筑底”，居住服务CPI的跌幅未进一步走阔。

◎ 2023年以来，CPI中服务价格企稳回升



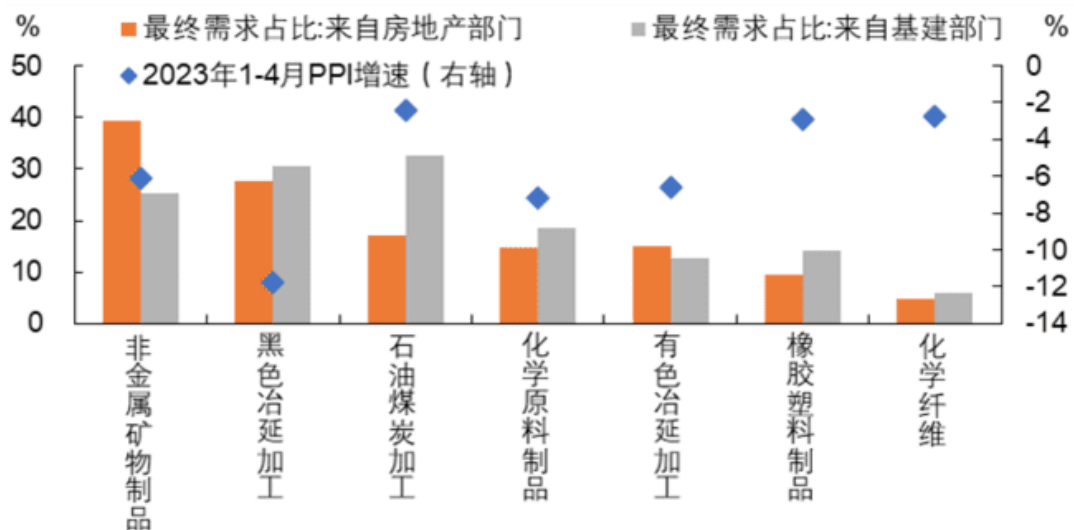
◎ 2023年前四个月，服务价格带动核心CPI中枢上移

CPI:同比 (%)	核心CPI	工业消费品 (扣除能源)	服务	居住服务	居住服务: 房租	非居住类 服务	旅游	交通工具 使用维修	家庭服务	教育服务	医疗服务	通信服务	快递服务
差值:23年初相对22年Q4	0.12	(0.12)	0.35	0.03	0.23	0.84	3.78	(0.12)	(0.88)	(0.09)	0.33	0.13	0.08
2023年1-4月	0.75	0.65	0.85	(0.18)	(0.48)	2.39	7.15	1.15	1.45	1.18	0.90	(0.20)	0.15
2022-12	0.63	0.77	0.50	(0.20)	(0.70)	1.55	3.37	1.27	2.33	1.27	0.57	(0.33)	0.07
2022-09	0.73	0.83	0.63	0.53	(0.53)	0.78	0.83	1.57	2.63	2.00	0.87	(0.30)	(0.03)
2022-06	0.93	1.03	0.83	1.00	(0.17)	0.58	2.47	1.57	2.77	2.53	0.90	(0.30)	(0.03)
2022-03	1.13	0.93	1.33	1.37	0.43	1.28	6.43	1.37	3.20	2.70	0.90	(0.30)	(0.27)
2021-12	1.23	1.00	1.47	1.67	0.77	1.17	6.30	1.73	3.13	2.77	1.00	(0.27)	0.07
2021-09	1.23	0.97	1.50	1.17	0.80	2.00	8.43	1.30	2.80	2.30	0.70	(0.30)	(0.03)
2021-06	0.83	0.80	0.87	0.67	0.40	1.17	(1.50)	1.67	2.40	1.93	0.67	(0.30)	(0.17)
2021-03	0.00	0.20	(0.20)	(0.17)	(0.33)	(0.25)	(7.03)	1.43	2.40	1.70	0.77	(0.30)	(0.37)
2020-12	0.47	0.63	0.30	(0.63)	(0.93)	1.70	(0.13)	1.13	2.47	1.90	2.13	(0.07)	(0.60)
2020-09	0.50	0.97	0.03	(0.75)	(1.13)	1.21	(4.03)	1.43	2.57	2.13	2.13	(0.20)	(0.37)
2020-06	1.03	1.20	0.87	(0.46)	(0.43)	2.86	5.67	1.63	3.07	2.27	2.63	(0.47)	(0.57)
2020-03	1.23	1.40	1.07	0.23	0.27	2.32	3.47	1.40	2.60	2.53	2.37	(0.53)	(0.83)
2019-12	1.43	1.60	1.27	0.47	0.97	2.47	1.00	2.03	4.17	2.83	1.67	(0.57)	(0.60)
2019-09	1.53	1.50	1.57	1.07	1.70	2.32	1.00	2.17	4.30	3.07	1.70	(0.80)	(0.47)
2019-06	1.63	1.37	1.90	1.80	2.10	2.05	2.50	2.40	4.83	3.20	1.50	(1.17)	(0.13)
2019-03	1.83	1.50	2.17	2.13	2.50	2.22	2.83	2.63	5.80	3.33	1.53	(1.23)	0.53
2018-12	1.80	1.50	2.10	2.37	2.50	1.70	2.73	2.90	5.97	3.27	1.23	(1.63)	0.73
2018-09	1.87	1.33	2.40	2.50	2.50	2.25	3.90	2.97	5.83	2.90	3.53	(1.50)	1.07
2018-06	1.93	1.37	2.50	2.23	2.37	2.90	2.43	2.57	5.40	2.70	5.67	(0.90)	2.27
2018-03	2.13	1.37	2.90	2.37	2.53	3.70	4.30	2.63	5.40	2.63	7.10	(0.70)	3.27
2017-12	2.27	1.43	3.10	2.81	2.83	3.53	2.77	2.03	4.13	2.73	8.40	(0.27)	2.90
2017-09	2.20	1.30	3.10	2.64	2.93	3.79	3.50	1.87	4.23	3.10	7.07	(0.13)	2.23
2017-06	2.13	1.33	2.93	2.47	2.87	3.63	4.00	1.80	4.17	3.30	5.73	(0.17)	1.13
2017-03	2.00	1.23	2.77	2.42	3.03	3.29	4.27	1.63	4.30	3.30	4.63	(0.20)	0.17
2016-12	1.87	1.27	2.47	1.96	2.87	3.23	3.20	1.33	4.53	3.30	3.90	(0.30)	0.23
2016-09	1.70	1.13	2.27	1.54	2.73	3.36	2.37	1.33	4.43	2.57	3.93	(0.30)	0.37
2016-06	1.57	1.03	2.10	1.52	2.77	2.97	0.97	1.43	4.17	2.23	3.20	(0.13)	0.63
2016-03	1.43	0.90	1.97	1.34	2.63	2.91	1.37	1.67	4.33	2.10	2.97	(0.37)	0.63
均值:16-19年	1.83	1.32	2.34	1.98	2.49	2.89	2.70	2.09	4.75	2.91	3.99	(0.65)	0.94
均值:20-22年	0.83	0.89	0.77	0.37	(0.13)	1.36	2.02	1.46	2.70	2.17	1.30	(0.31)	(0.26)
差值:20-22年相对16-19年	(1.00)	(0.43)	(1.58)	(1.61)	(2.62)	(1.53)	(0.67)	(0.63)	(2.05)	(0.74)	(2.68)	0.34	(1.20)

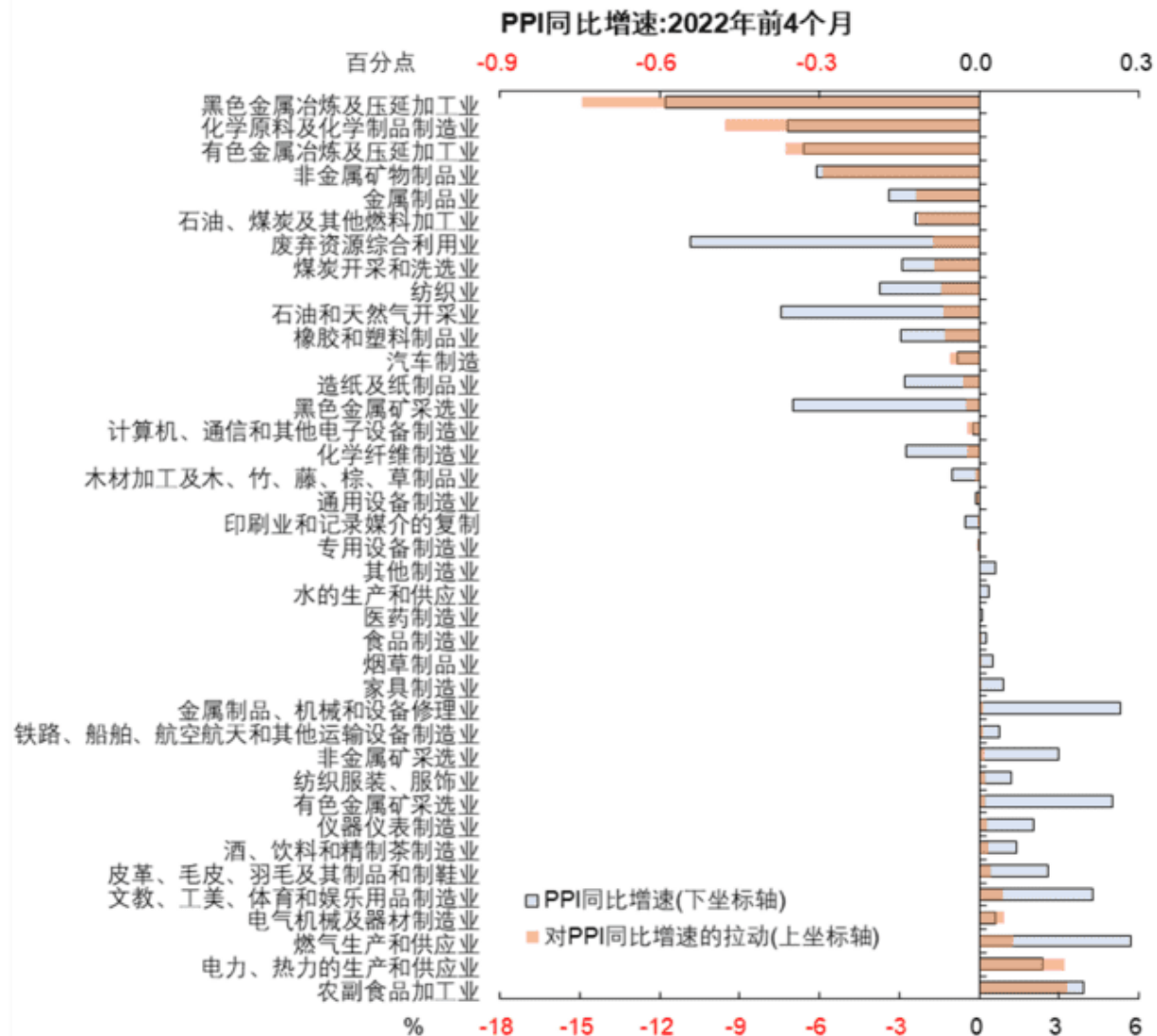
1.3 低通胀也是供求失衡的体现

- PPI波动来源主要集中在几大原材料行业，对房地产和基建的敏感性强。
- 2023年前4个月PPI累计同比收缩2.1个百分点。其中：1) 原材料制造板块对PPI增速拖累达2.16个百分点；2) 采矿和装备制造板块分别拖累PPI增速0.15和0.13个百分点。3) 水电燃气和消费制造板块分别拉动PPI增速0.23和0.17个百分点。

◎ 原材料行业对地产基建需求的敏感性



◎ 2023年以来，原材料板块子行业对PPI增速拖累较大

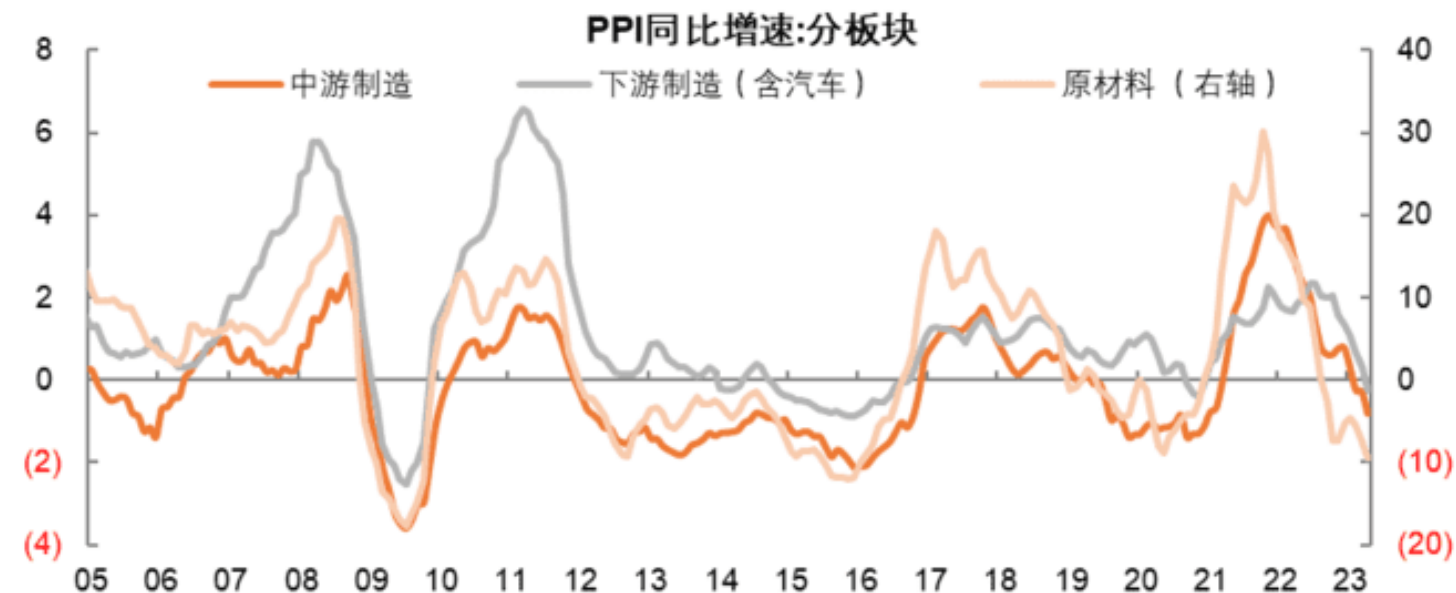


1.3 低通胀也是供求失衡的体现

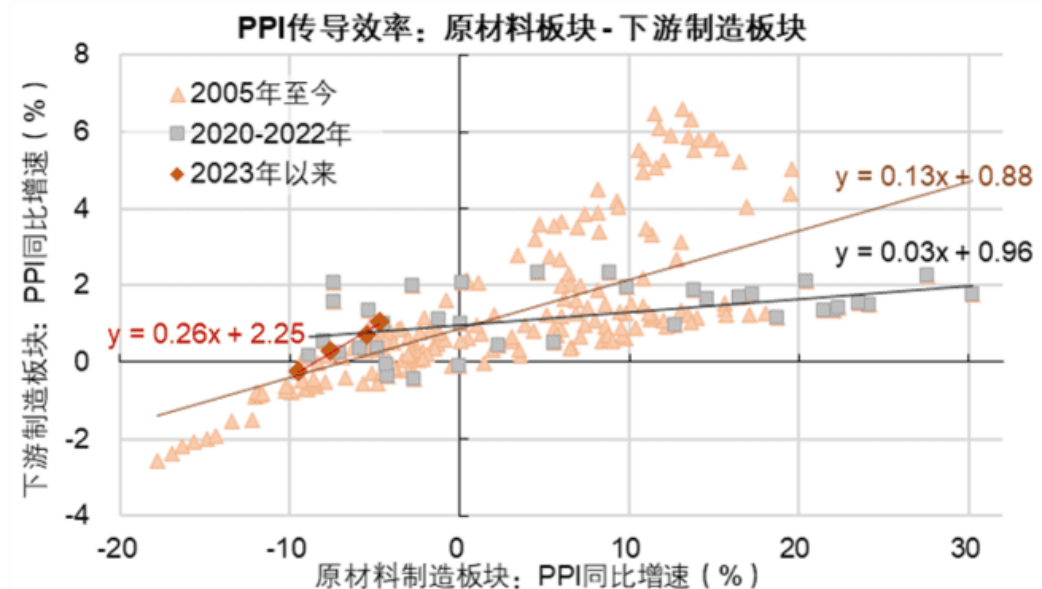
■ 需求偏弱会使“成本-售价”的传导呈现非对称特征。

- 2020年至2022年，原材料板块PPI同比增速较快上行并创历史新高；但下游制造板块PPI涨幅有限，价格上行弹性低于历史其他时期。成本上行，但需求不振，企业提价困难，毛利率被动压缩。
- 2023年以来，原材料板块PPI同比增速进一步下探，下游制造板块PPI增速也较快转负，价格下行弹性超过历史平均水平。成本趋降，但需求不强，企业“以价换量”，制约了盈利的修复。

◎ 制造业分板块PPI同比增速 (%)



◎ 需求不振是价格偏弱的核心原因

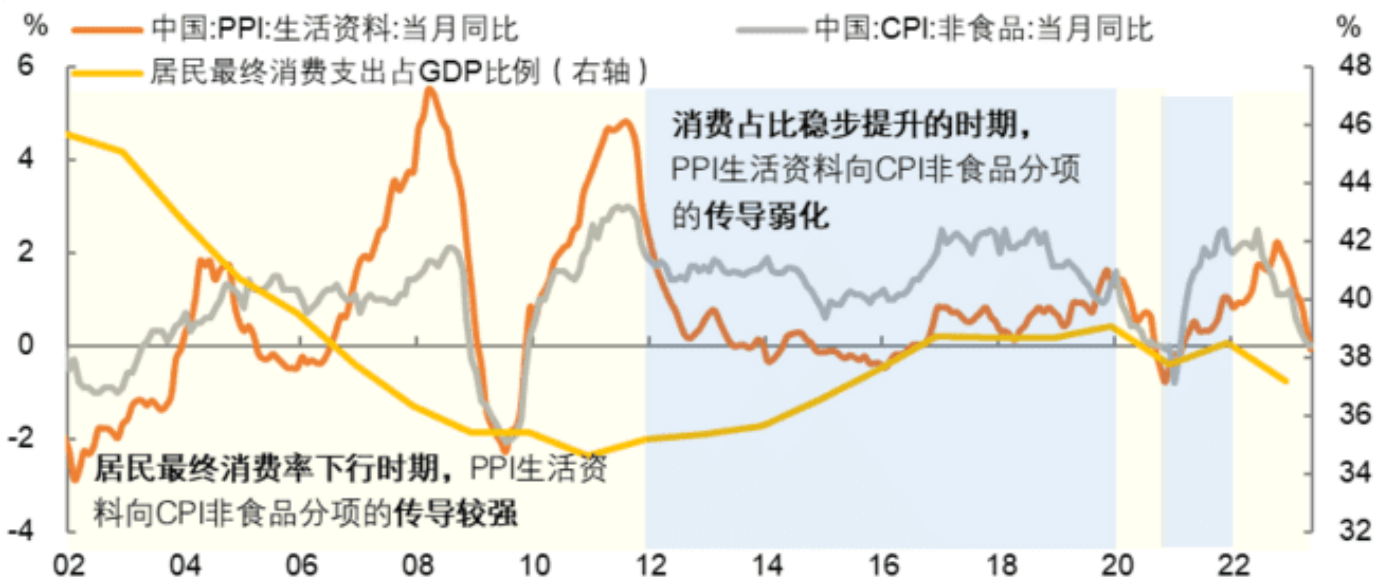


1.3 低通胀也是供求失衡的体现

■ 2023年以来部分商品的CPI下行幅度甚至大于PPI，也体现了弱需求的问题。

➤ 与居民消费相关的工业品同时计入CPI和PPI，二者相当于批发价和零售价的关系。在居民消费对经济增长驱动较强的2012至2019年间，CPI非食品项的中枢高于PPI生活资料；居民消费需求相对偏弱时，PPI生活资料与CPI非食品项的增速趋同。

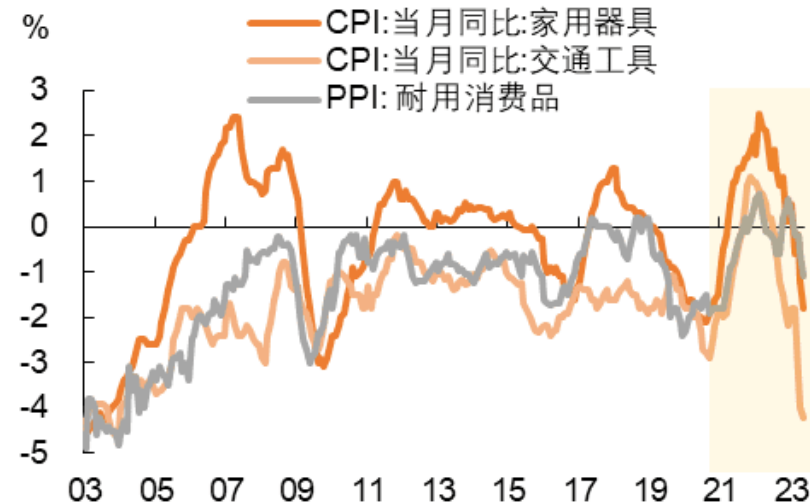
◎ PPI生活资料向CPI非食品分项的传导效率提升



◎ PPI一般日用品与CPI生活用品均较快下行



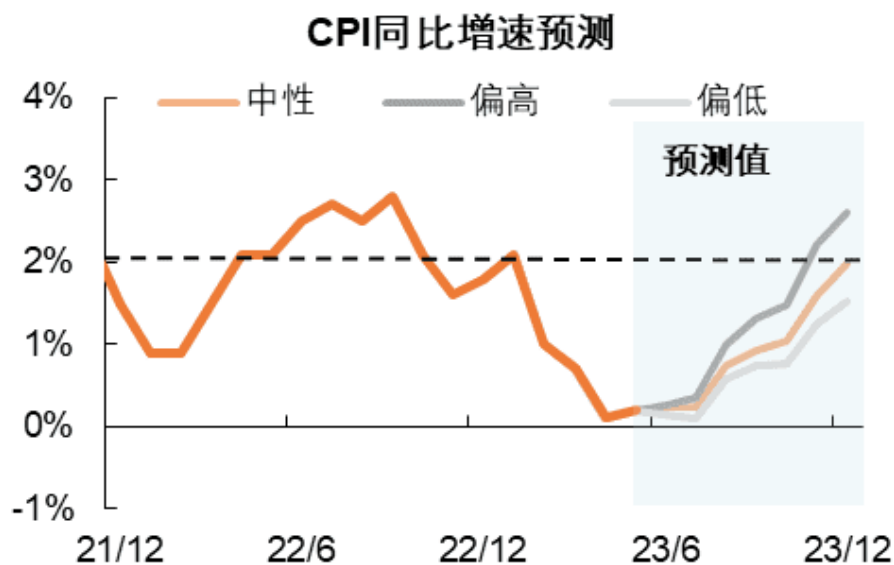
◎ CPI交通工具、家用器具降价幅度较大



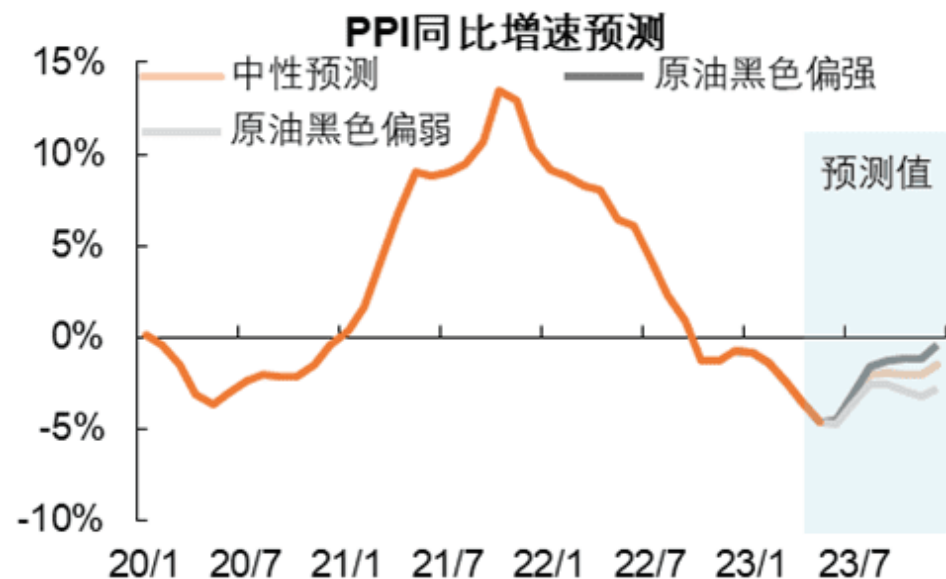
1.3 低通胀也是供求失衡的体现

- 预计下半年随着基数走低、内生需求滞后缓慢回升，国内物价同比读数将自低位逐步上行。
- CPI增速逐步回归2%的历史均值水平，核心CPI可能升至1.5%以上，PPI跌幅有望逐渐收窄。

◎ 2023年CPI同比增速预测



◎ 2023年PPI同比增速预测





目录CONTENTS

◎ 实体经济：产能过剩的隐忧

◎ 宏观政策：增量和加码可期

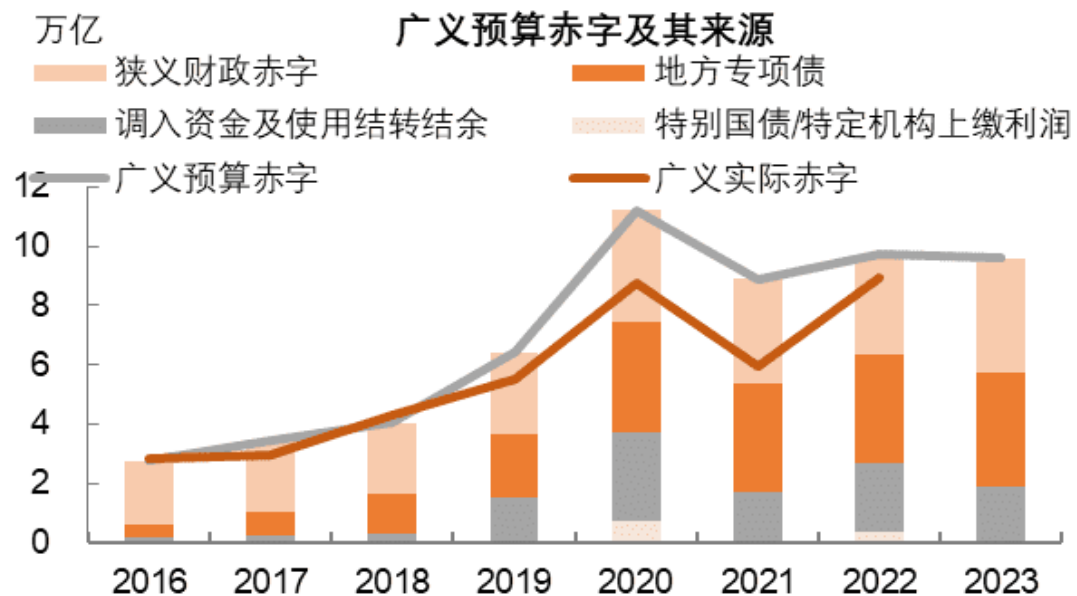
◎ 海外环境：货币政策过渡期

◎ 资本市场：人民币破七无妨

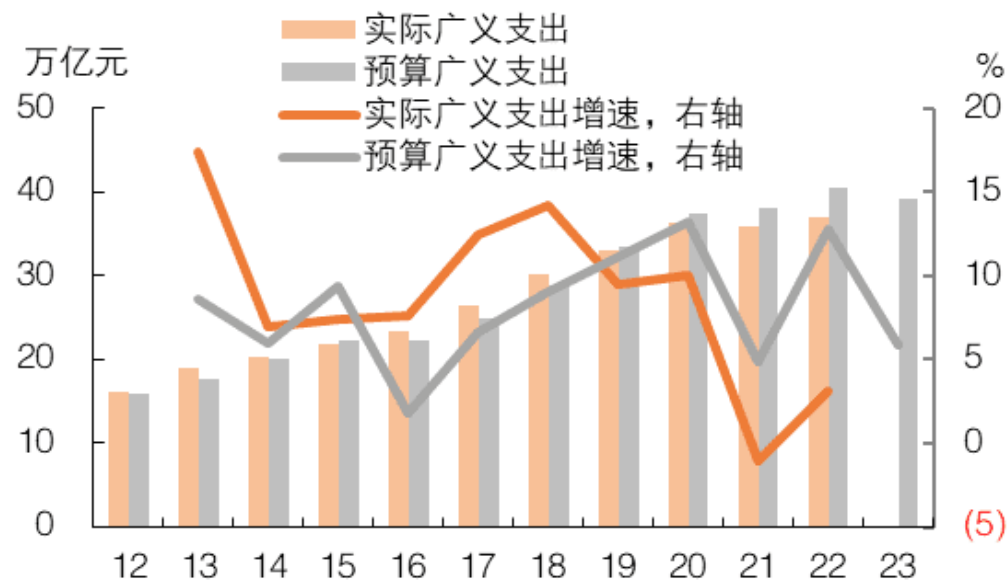
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 2023年财政预算安排与去年相近。今年广义预算赤字9.58万亿，略低于去年的9.72万亿，但小幅高于去年实际使用的8.96万亿赤字。主要拖累在于：1) 调入资金及使用结转结余的规模较去年下降；2) 去年特定国有和金融机构一次性上缴利润不再。但通过提高财政赤字安排和增加地方专项债进行了弥补。
- 2023年广义预算支出安排较去年实际支出增长5.9%，但比去年的预算安排罕见地下降了，这主要因为去年实际广义财政支出大幅不及预期。

◎ 2023年广义预算赤字比去年略降



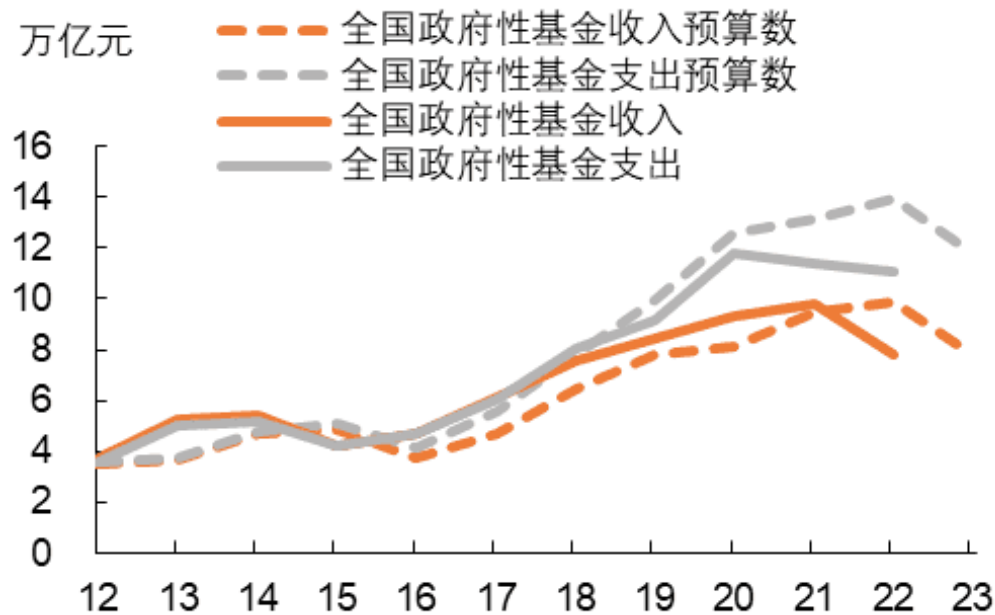
◎ 2023年广义预算支出罕见比去年减少



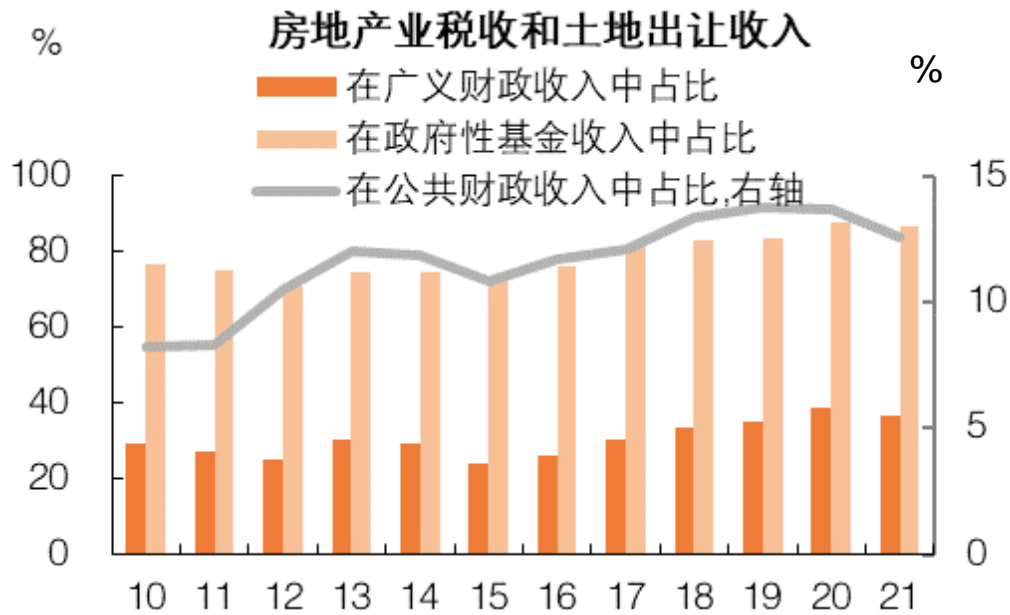
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 广义预算支出的下降集中在政府性基金预算支出的下降，体现的是房地产行业对财政发力的掣肘。
- 去年由于土地出让收入骤减，全国政府性基金收入比预算大幅少收了2.08万亿，相应地政府性基金支出比预算大幅少支2.84万亿。今年政府性基金预算收、支均比去年大幅调降，仅小幅高于去年实际收、支数。
- 2021年，房地产业税收在公共财政收入中占12.6%，土地出让收入在政府性基金收入中占86.7%，因此，房地产至少影响了广义财政收入的36.8%。

◎ 2022年土地出让收入骤减造成政府性基金支出力度下降



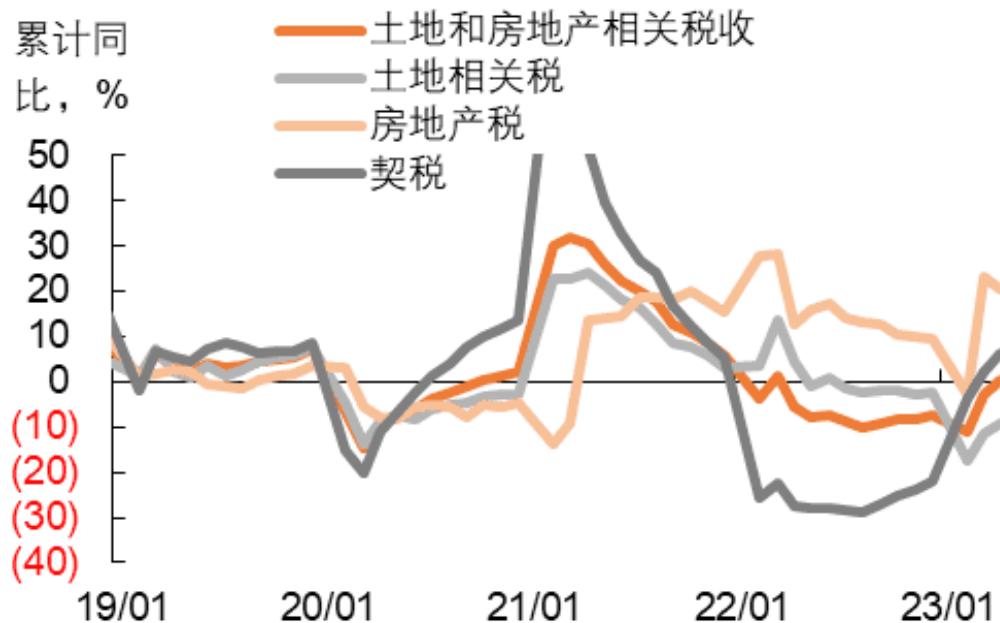
◎ 房地产在广义财政收入中占比超过3成



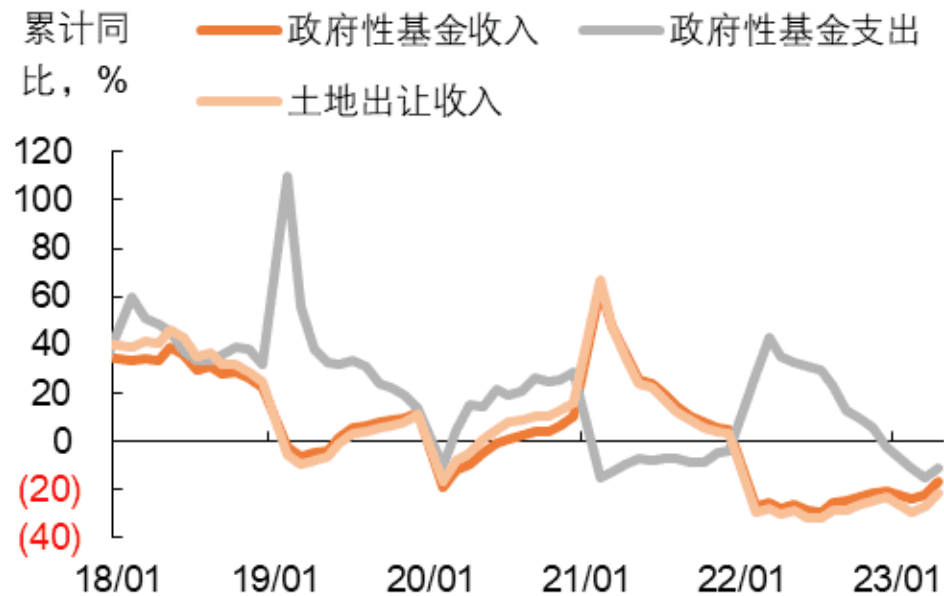
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 今年上半年房地产复苏不及预期，下半年可能仍需与去年相似的增量财政工具来保持基建投资力度。
- 1-4月受房地产销售影响较大的税种增速出现明显反弹，与同期房地产销售的好转相联；但受土地出让影响较大的税种增速降幅扩大，土地出让收入同比降幅仍达21.7%。
- 若下半年房地产市场延续低迷，政府性基金收入同比增速不能回到预算设定的0.37%微正增长（1-4月实际增速为-16.9%），则财政发力仍将面临资金欠缺，需要增量工具进行补充。

◎ 1-4月房地产销售相关税收显著反弹、但持续性存疑



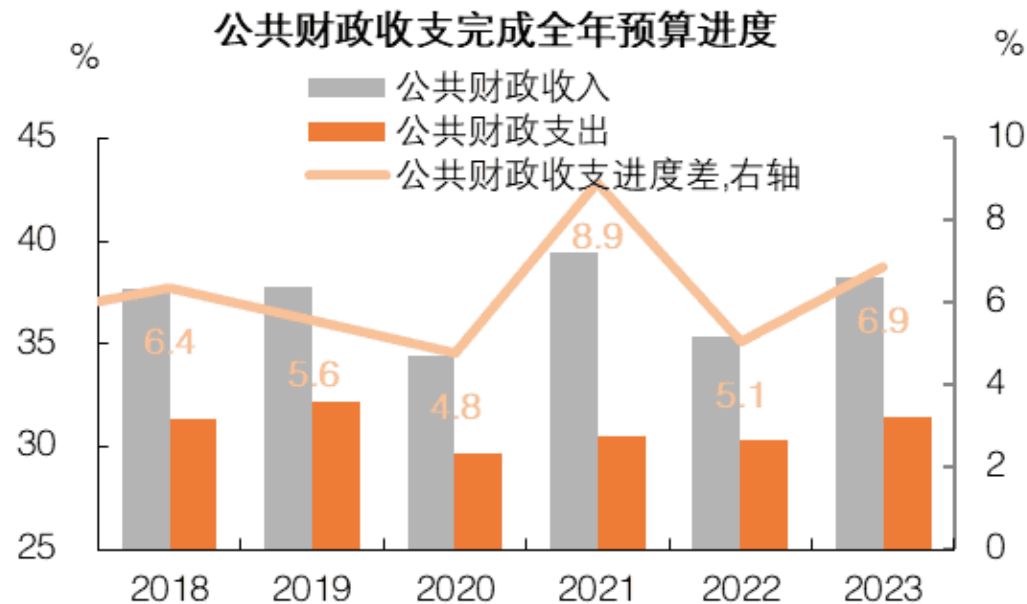
◎ 1-4月政府性基金收入恢复程度有限



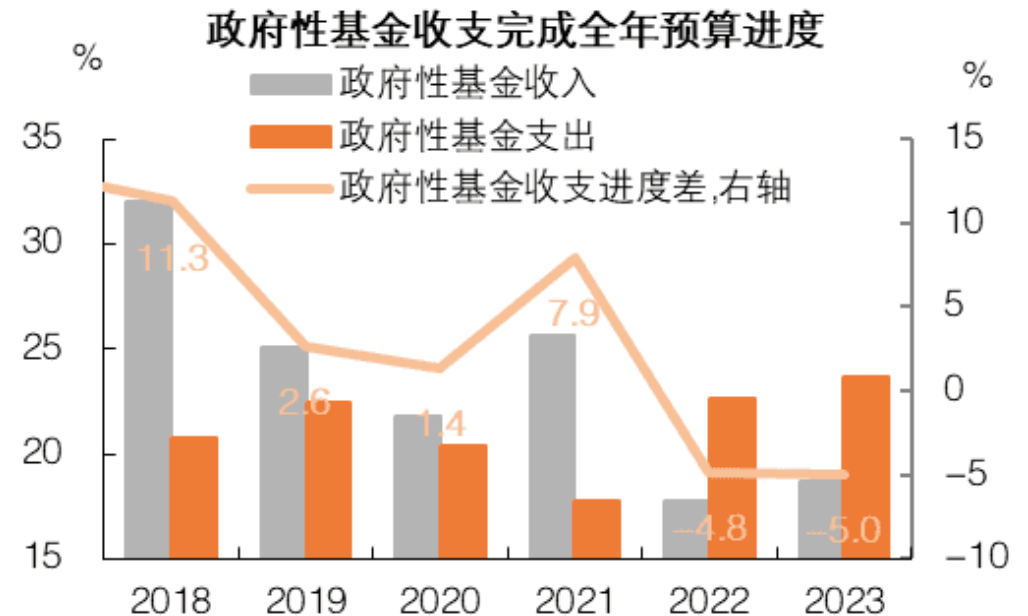
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 从今年1-4月财政收支数据来看，财政政策仍然体现了“前置发力”。
- 公共财政收入完成预算进度的38.3%，仅低于2021年；财政收入进度比支出进度快6.9个百分点，支持了公共财政发力。
- 政府性基金支出进度达到23.7%的近年来最高水平，比收入进度快5个百分点，土地出让收入未明显恢复情况下，地方专项债前置发力。

◎ 1-4月公共财政收入进度较快，体现经济复苏



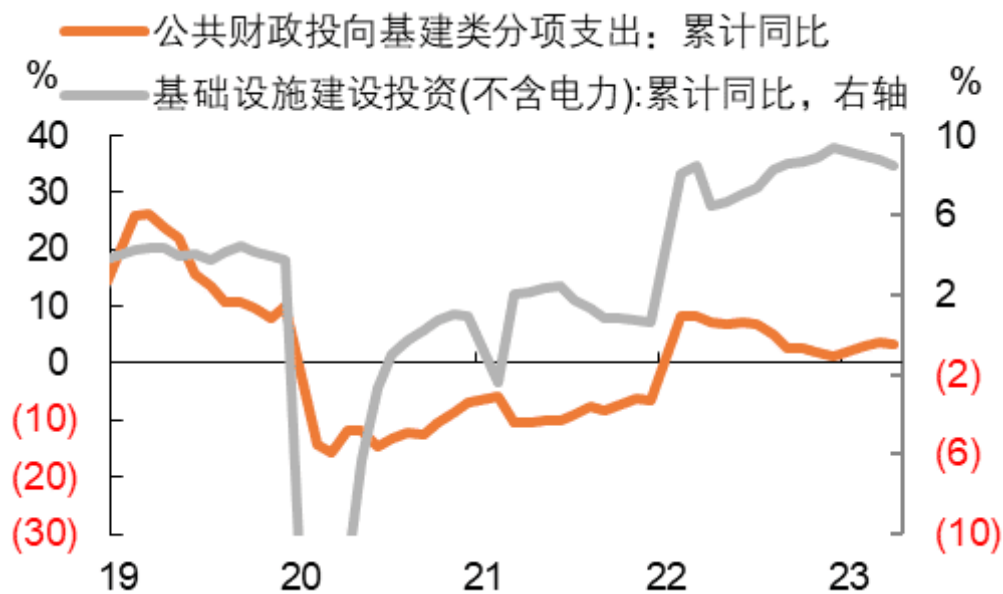
◎ 1-4月政府性基金收入仍乏力，地方债前置发力



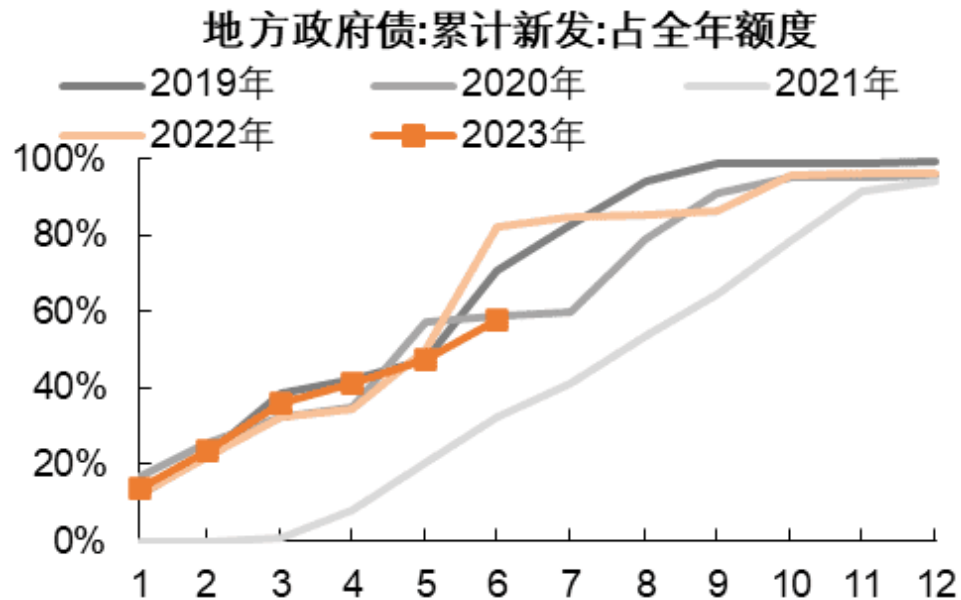
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 不过，财政政策对基建的支持力度可能不稳，也蕴含了财政加码的诉求。
- 今年1-4月公共财政投向狭义基建的分项增速不及去年上半年，基建投资对地方债资金的依赖度提升。
- 今年1-4月地方债发行进度比去年同期更快，但直到5月中下旬才下达剩余批次地方债额度，造成5-6月地方债发行节奏可能放缓。若按6月仅发完提前批次额度推算，则上半年地方债发行进度会明显慢于2022年和2019年，或对5、6月的基建投资造成不利影响。

1-4月公共财政投向基建领域力度不强



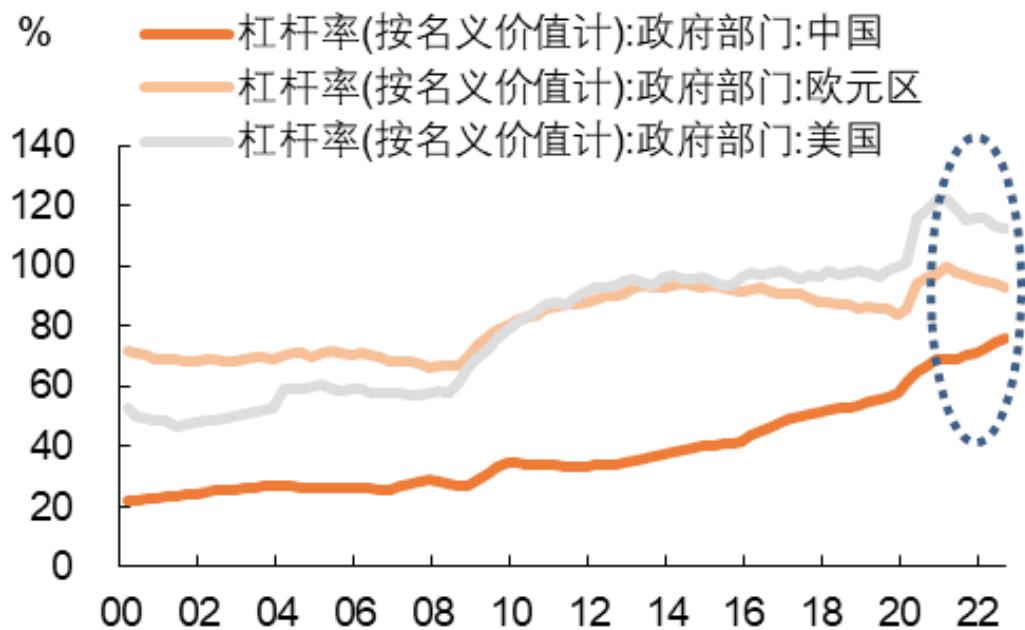
5-6月地方债发行进度可能“由快转慢”



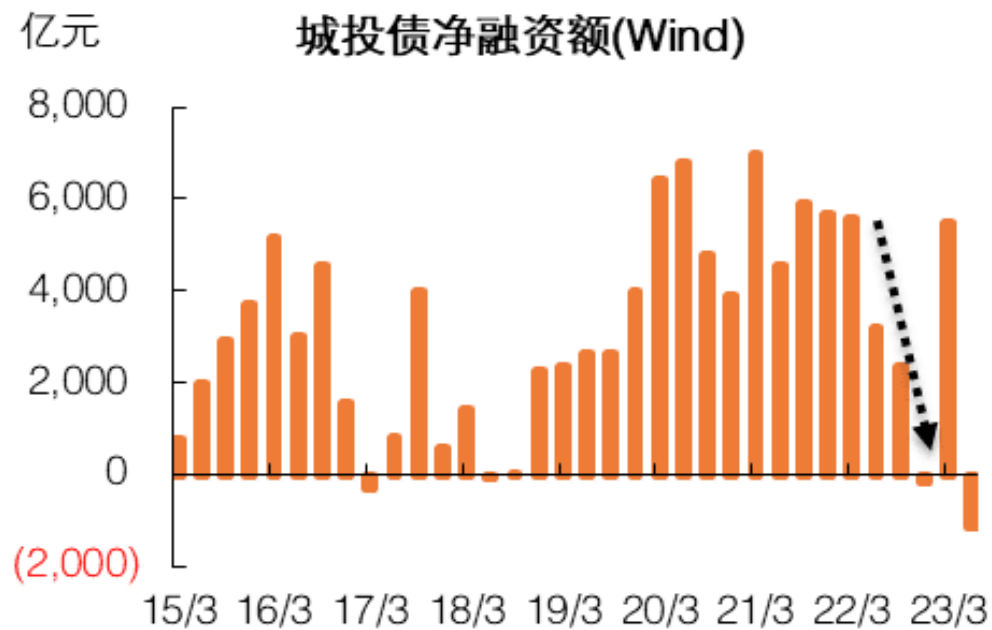
2.1 财政政策加码的缘由与猜想

- 财政加杠杆的能力和意愿均受到掣肘，财政与货币配合的“准财政”方式最可能祭出。
- 不同于欧美国家在高通胀、高名义GDP的情况下，政府部门杠杆率明显回落；中国今年面临的低通胀情境，可能导致政府部门杠杆率居高难下，影响政府加杠杆的空间和意愿。
- 4月中央政治局会议重申“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，城投平台融资受到更大限制。

◎ 不同的通胀环境导致中国与欧美的杠杆率走向相反



◎ 去年二季度以来城投平台融资收紧



2.1 财政政策加码的缘由与猜想

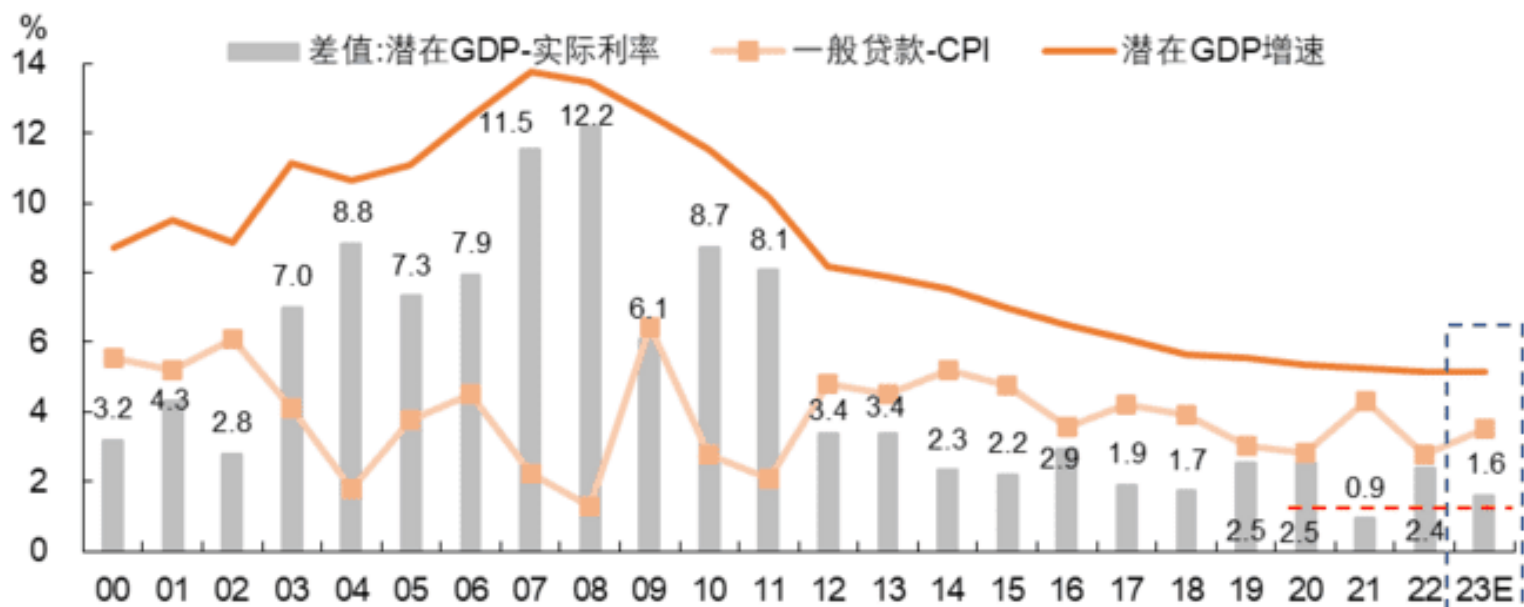
- 财政加码的可能步骤：二季度推动加快地方专项债发行、三季度推出新一批政策性金融工具。
- 2022年的增量工具包括：1) 地方专项债集中于6月底前发行完毕；2) 8.24批准动用5029亿地方专项债结存限额；3) 6.30、8.24新设两批共6000亿元政策性开发性金融工具额度（实际投放7399亿元）用于接棒专项债补充重大项目资本金；4) 6.1调增8000亿元政策性银行信贷额度。从而较好稳定了去年下半年基建投资增长与实物工作量的形成。
- 2023年的增量工具猜想：若政府性基金收入同比降幅仅收窄至10%，则政府性基金少收约7800亿。为维持向一般公共预算的调入规模，政府性基金支出需要比预算减少更多。按照去年二者下降的比例计算，则政府性基金支出少支约1万亿。政府性基金投入基建的比例假设为25%（与去年相近），则要达到预算设定的财政支持力度，将存在2500亿左右的资金缺口，需要通过政策性金融工具补充。考虑到今年预算设定的调入及使用结转结余资金规模比去年下调了5500亿，而在上述测算中政府性基金的收支差额降幅在2200亿，因而在稳增长倾向大致不变的情况下，可能不需要再启用地方专项债结存限额去保证向一般公共预算调入资金。按照与政策性金融工具大致相当的水平，我们认为调增3000亿左右政策性银行信贷额度可能是合适的。在此基础上，继续加快“十四五”重大项目建设，则基建的实物工作量有望得到保障。
- 中长期角度，考虑到当前土地财政（城投）、房地产与地方性银行之间“三位一体”的关系，需要从体制机制的根本性改革上来寻求“破局”，针对“土地财政”模式转型的财政体制改革可能逐渐进入议事日程。

2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

1. 实际利率与潜在GDP增速

- 预计2023年CPI增速中枢较去年下移1个百分点，若名义贷款利率相对平稳，则实际利率将会抬升，潜在GDP增速与实际利率的差值将回落至1.6%左右，是2000年以来历史次低水平（仅高于2021年）。
- 以“潜在GDP增速-实际利率”的缺口为衡量标准，2023年全年货币政策对实体经济的支持力度要持平于过去三年的均值，则年内名义贷款利率仍需调降30bp左右。

◎ 实际利率与潜在GDP增速的缺口

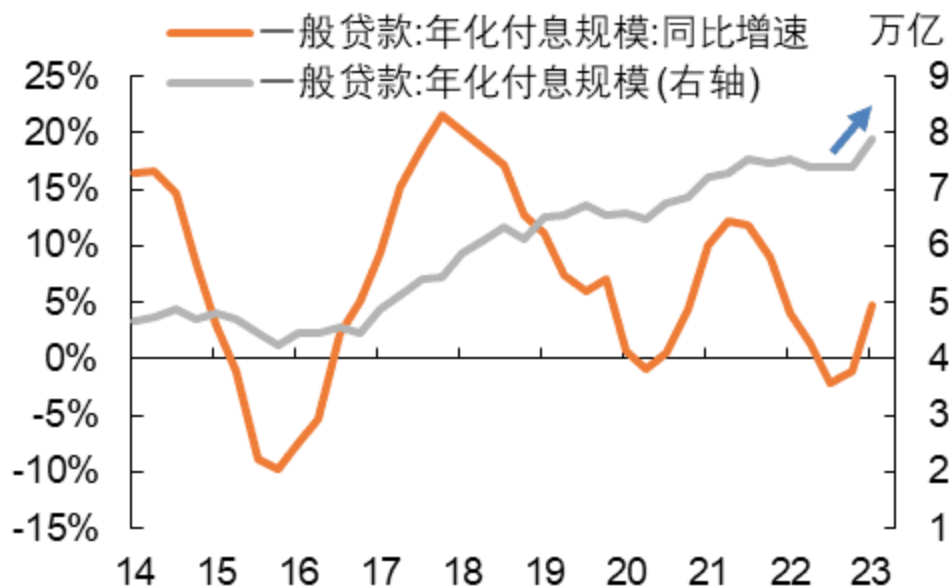


2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

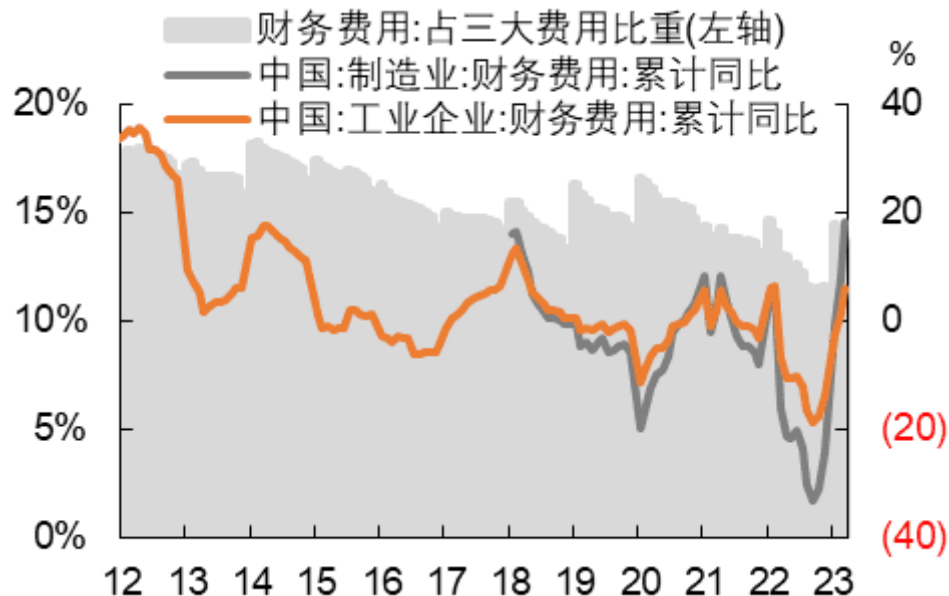
2. 缓解企业付息压力

- 2023年一季度，一般贷款付息规模增速升至4.9%，而去年增速为-1.1%。
- 2023年前四个月，规模以上工业企业财务费用的同比增速由负转正，在期间费用中的占比明显提升。

◎ 2023年一季度一般贷款年化付息规模提升



◎ 2023年以来规模以上工业企业财务费用增速提升

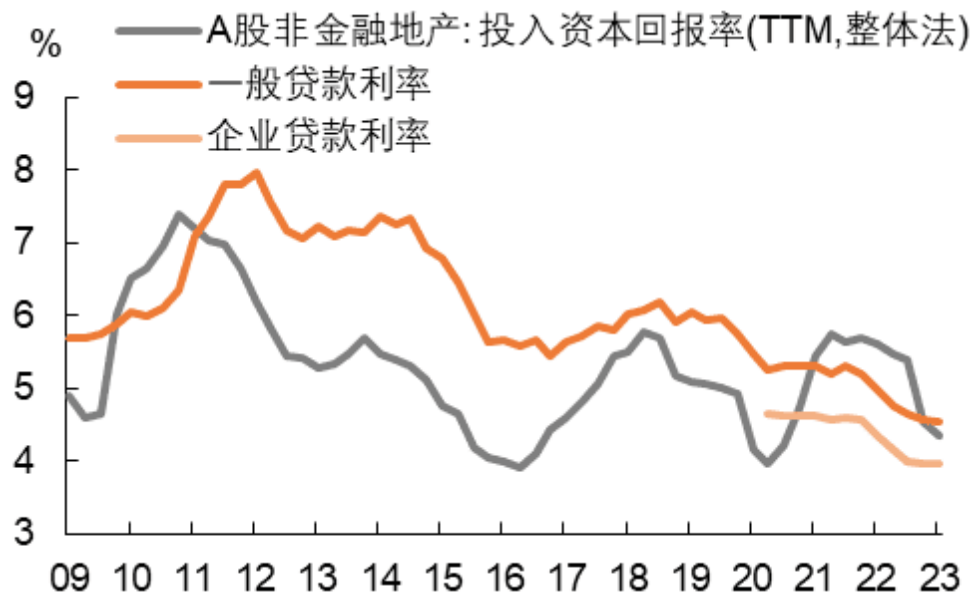


2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

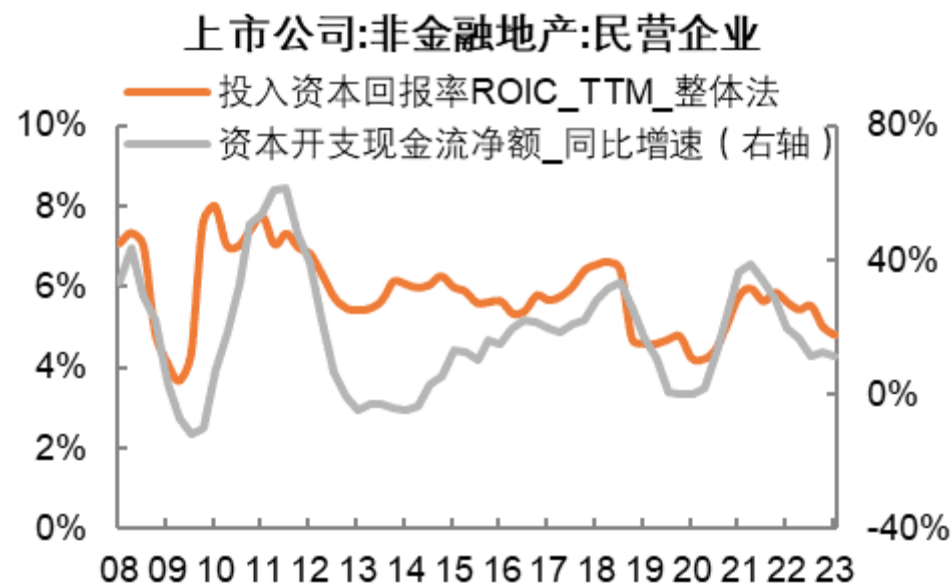
3. 激发投资内生动能

- 2022年，我国一般贷款、企业贷款加权平均利率分别累计下降62bp、60bp，而我们考察的非金融地产行业上市公司可比口径投入资本回报率（ROIC）累计下行117bp，约是贷款利率下行幅度的两倍。
- 2023年一季度，尽管宏观经济有所回温，但企业盈利依然承压，非金融地产行业上市公司的投入资本回报率较2022年末下行20bp；而同期一般贷款、企业贷款加权平均利率下行幅度分别仅有4bp、1bp。

◎ 一般贷款利率高于A股非金融地产企业ROIC



◎ 民营上市公司资本开支增速跟随其ROIC变化

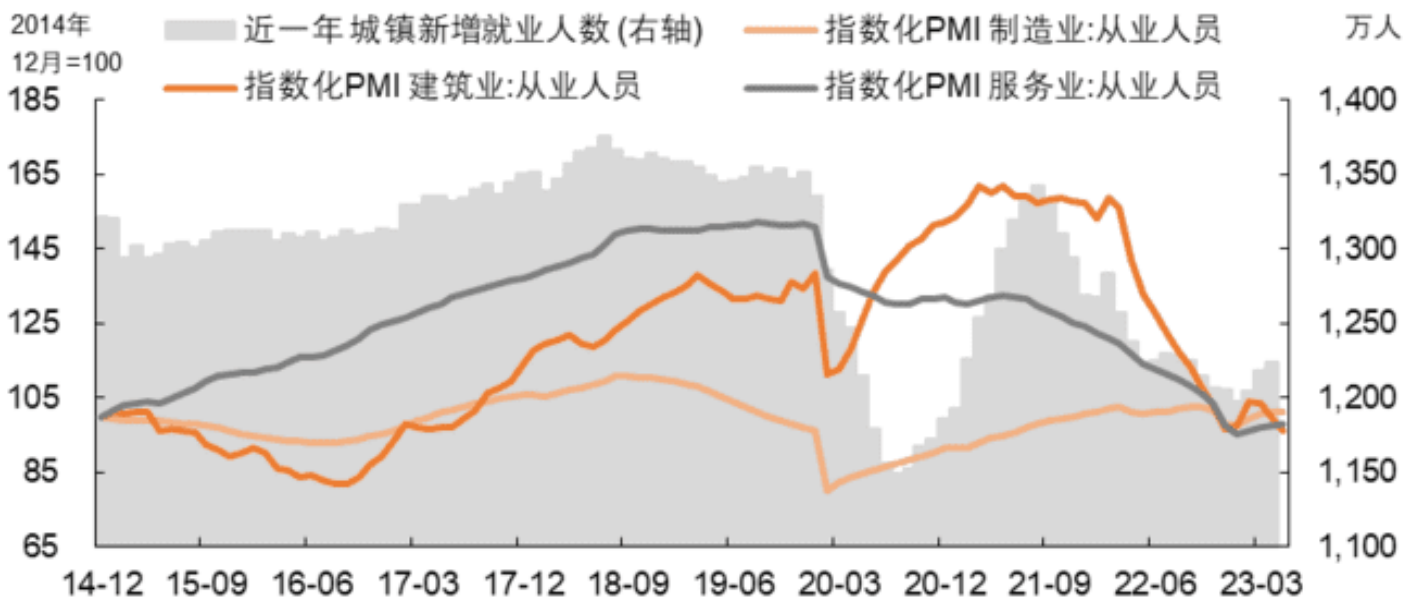


2.2 货币政策：“降成本”仍有必要

4. “稳就业”

- 从PMI指数看，2023年初就业恢复速度慢于2020年疫情后，且建筑业和服务业就业水平均处于近年来低位。从工业企业用工人数的变化来看，企业可能有通过减员控制成本的倾向。

◎ 2023年初以来PMI从业人员指数表现偏弱



2.2 货币政策：存款利率市场化更进一步

- 2020年以来，贷款利率市场化取得明显成效，贷款利率较政策利率更大幅度下行，但存款成本刚性的问题依然存在。
- **2023年4月**，市场利率定价自律机制发布“合格审慎评估实施办法（2023年修订版）”，利率的市场化调整具有了惩罚性。**1)** 4月多家中小银行公告下调存款挂牌利率，幅度从5bp~45bp不等。**2)** 据存款自律协会通知，银行对单位的协定存款及通知存款自律上限将自5月15日下调，四大行执行基准利率加10bp，其他金融机构执行基准利率加20bp。**3)** 据《证券时报》报道，多家大行6月8日起下调人民币存款利率，3年期、5年期定存挂牌利率下降15个基点，或将掀起新一轮存款“降息潮”。

2021.6

- 存款自律上限改为“基准+基点”形式，降低2年期上限约30bp，3年、5年期上限约60bp

2022.9

- 在8月LPR调降5bp的背景下，大行率先调降挂牌利率，活期下调5bp、2年及以下下调10bp、3年及以上下调15bp。

2022.4


- 推出存款利率市场化调整机制，参考10年国债和1年LPR。在2022年初LPR调降10bp的背景下，2年、3年、5年期存款利率上限均下调了10bp。

2023.4至今


- 合格审慎评估实施办法（2023年修订版）发布，其中加入了“存款利率市场化定价情况”作为扣分项，且与MPA考核同步，存款利率市场化调整具有了惩罚性。**这也是本次中小行跟进下调的重要原因。**

2.2 货币政策：存款利率市场化更进一步

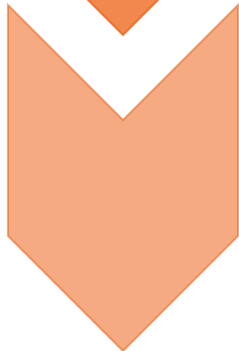
- 存款利率市场化改革是2023年货币政策的主要侧重点。



- 当前直接下调存款基准利率仍有一定阻碍：考虑到存款利率“压舱石”的角色、中美利差持续倒挂的现状。



- 相比于调降存款基准利率，未来推出挂钩短、中期政策利率的存款利率“锚”的可能性更大。
- 利率市场化改革以后，存、贷款基准利率已逐渐淡出货币政策舞台。贷款方面启用了挂钩中期政策利率MLF的贷款市场报价利率（LPR），存款方面目前提出参考10年国债收益率和1年期LPR，可以认为是个过渡形态。



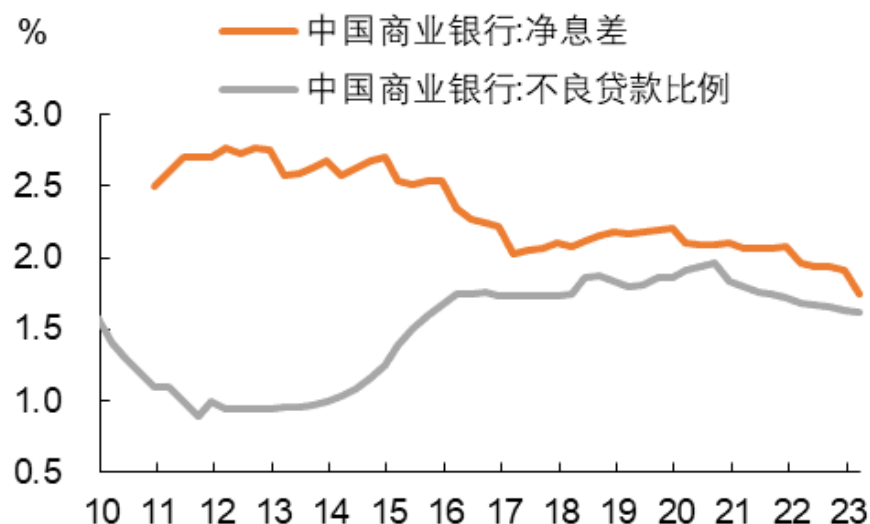
- 与当前市场利率曲线比较，存款基准利率在2年、3年期上明显陡峭。若央行后续推出新的存款利率“锚”，则下调活期存款利率、2年期和3年期定期存款利率或处于第一优先级。

2.2 货币政策：降息成为“可选项”

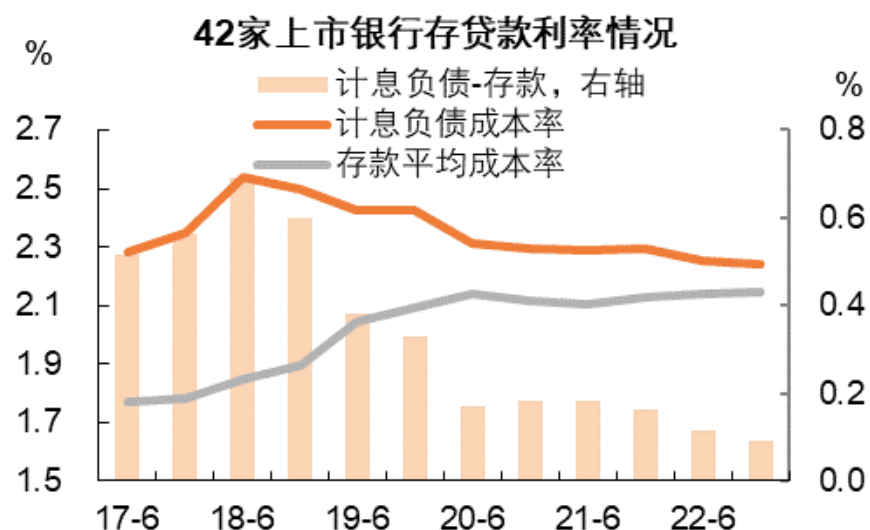
■ 从银行长期稳健经营的角度出发，政策利率的进一步调降，需考虑同步、同幅降低银行成本：

1. 商业银行净息差已处极端低位。今年一季度下滑至1.74%，续创历史新低。
2. 贷款定价中包含着一定的风险溢价。今年一季度商业银行不良贷款率为1.62%。合理的净息差有助于银行防范化解金融风险，提升信贷投放的积极性，可持续地支持实体经济。
3. 直接“降息”可能加剧银行经营压力。降息后银行资产端贷款利率的下行幅度和速度更快，而负债端存款成本相对刚性，可能会使银行净息差进一步降低。

◎ 2023年一季度商业银行净息差续创历史新低



◎ 2020年以来上市银行计息负债成本率稳中有降



2.2 货币政策：降息成为“可选项”

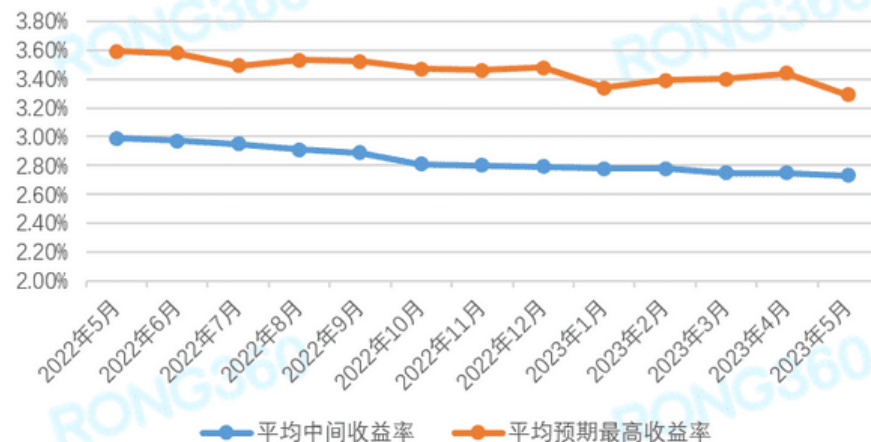
■ 存款利率市场化改革推进，已为政策利率调降打下基础。

- 据融360数据，4月份农商行1年、2年、3年、5年期存款平均利率分别环比下跌5BP、3BP、2.5BP和11.5BP；商业银行发行的人民币结构性存款平均成本在2.7%-2.8%，较去年同期下降20-30BP。

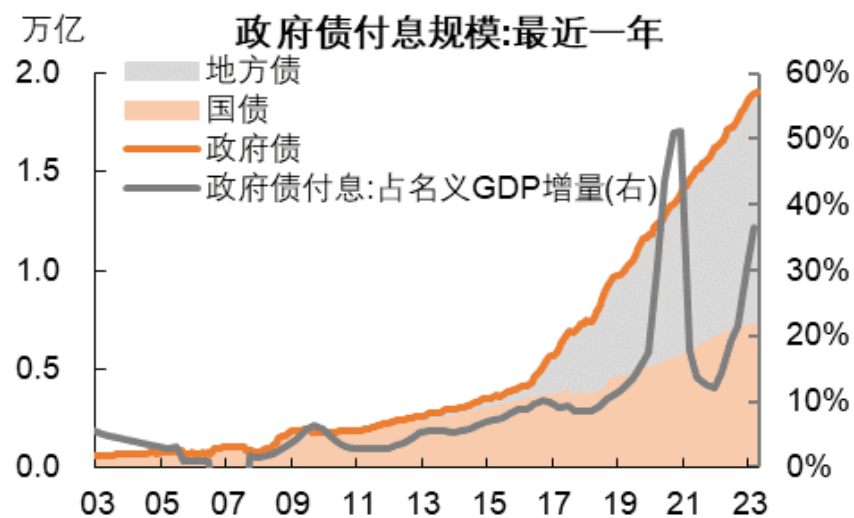
■ 进一步降息的诉求还在于“金融稳定”

- 2023年4月4日，易纲行长在《建设现代中央银行制度 更好服务中国式现代化》的讲话中指出，“维护币值稳定和金融稳定是人民银行的两项中心任务”，金融稳定在央行决策框架中的地位或有提升。
- 降息的“想象空间”在于：1) 加强财政政策与货币政策配合的考量下，降息对财政可持续性的加持；2) 若发生局部性阶段性的金融风险，降息所具有的较强信号显示效应。

◎ 人民币结构性存款平均预期收益率
结构性存款平均预期中间/最高收益率



◎ 政府债付息占名义GDP增量的比例攀升

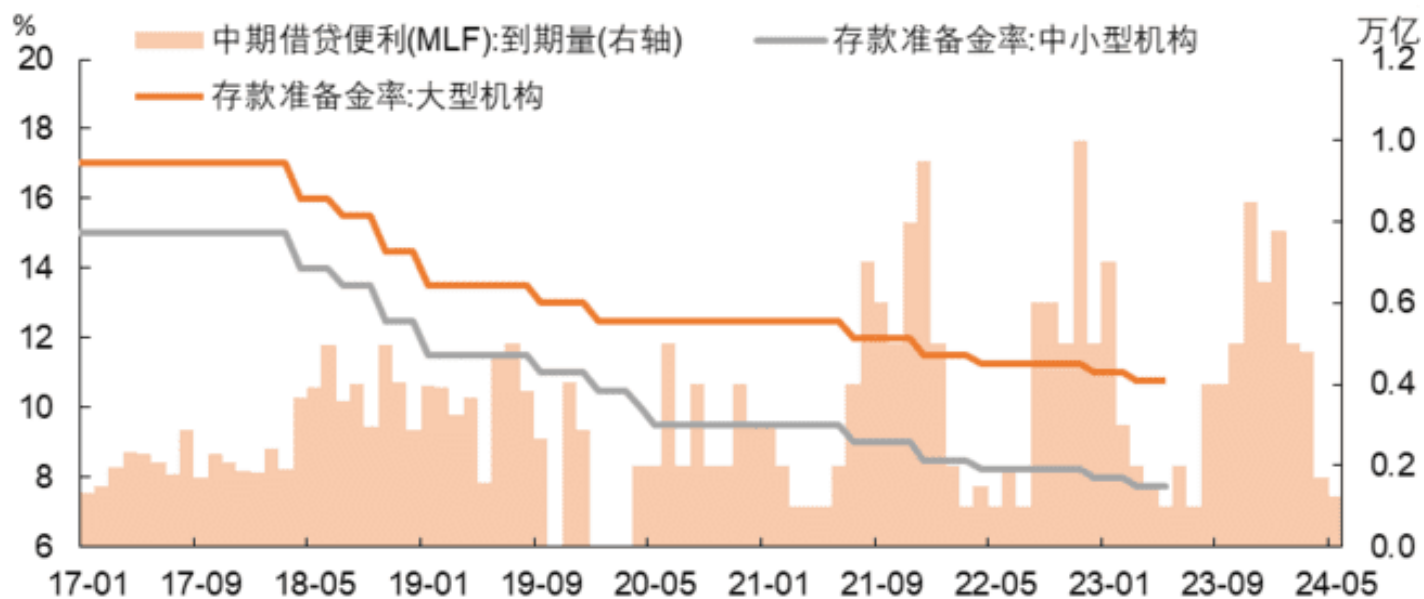


2.2 货币政策：降准仍有空间

■ 从“量”看，降准仍有空间

- 要保持大致平稳的M2增长，年内还有进一步降准0.25-0.5个百分点的可能性。央行2022年已经“依法上缴了所有的历史结存利润”，而2023年外汇占款有回落压力。降准可以提供低成本的长期资金，缓解商业银行的成本压力。降准在下半年MLF到期高峰期出现的可能性更大。

◎ MLF到期规模较高的月份往往是降准窗口期



2.2 货币政策：降准仍有空间

■ 如何看待降准的中长期空间？

- 截至2022年年末，金融机构加权平均存款准备金率为**7.8%**。考虑我国的经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题，5%是央行降准公告中多次提及的“隐形下限”。
- 我们认为，存款准备金率下限并非“紧约束”，无需过度担忧空间收窄对货币政策操作的限制。
 - 当前发达经济体大多实行较低且稳定的法定准备金要求，大力改进准备金管理模式，甚至很多国家实行零准备金制度；降低法定准备金要求也已成为当前新兴市场国家的共同趋势。
 - 随着宏观审慎政策的覆盖面进一步扩大，并且在防范化解金融风险方面发挥更加重要的作用，我国存款准备金率“下限”也将逐步下行。

◎ “三档两优”存款准备金率（2023年3月27日起执行）

	“三档”：法定存款准备金率	实际执行
大型银行 (六大国有银行)	10.75%	9.25%
中型银行 (股份制银行、城商行、非县域农商行、外资行)	7.75%	7.25%
服务县域的银行 (县域农商行、农村合作银行、农村信用社、村镇银行)	5%	5%

	“两优”：存款准备金率优惠	
大中型银行	上年普惠金融领域的贷款增量（余额）占全部新增（存量）人民币贷款比例达到1.5%	0.5%
	上年普惠金融领域的贷款增量（余额）占全部新增（存量）人民币贷款比例达到10%	1.5%
服务县域的银行	新增存款一定比例用于当地贷款考核标准	1%

注：据央行官网，普惠金融定向降准考核政策实施以来，普惠金融领域贷款明显增长，参加考核金融机构统一执行最优惠档存款准备金率。

2.2 货币政策：结构性工具“稳信用”

- 结构性货币政策工具加快投放，继续支持“稳信用”。
- 央行于2023年1月设立800亿元房企纾困专项再贷款，2月设立1000亿元租赁住房贷款支持计划。
- 截至2023年3月末，结构性货币政策工具余额约6.8万亿元，占基础货币的18.7%。我们测算，一季度阶段性再贷款工具合计投放规模约3067亿元，对人民币信贷的直接贡献为4465亿元，较去年同期多3382亿元。

◎ 结构性货币政策工具的投放使用情况（亿元）

单位 (亿元)	工具名称	额度	余额	使用 进度	变化图	单季变化： 21年Q4	单季变化： 22年Q1	单季变化： 22年Q2	单季变化： 22年Q3	单季变化： 22年Q4	单季变化： 23年Q1	
结构性 工具 前期	支农再贷款	7600	5960	78.4%		220	194	243	183	417	-44	
	支小再贷款	16400	14331	87.4%		2414	964	682	-134	308	160	
	再贴现	7050	6061	86.0%		61	344	-102	-696	134	478	
	抵押补充贷款 PSL	/	31291			-827	-654	-1160	278	5047	-237	
	投放金额（对人民币信贷的直接贡献）						1868	848	-337	-369	5906	357
21年四 季度以 来新设	碳减排支持工具	8000	3994	49.9%		855	531	441	642	628	897	
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	1365	45.5%		27	198	132	221	233	554	
	科技创新再贷款	4000	3200	80.0%		-	-	-	800	1200	1200	
	普惠养老专项再贷款	400	10	2.5%		-	-	-	4	3	3	
	交通物流专项再贷款	1000	354	35.4%		-	-	-	103	139	112	
	设备更新改造专项再贷款	2000	1105	55.3%		-	-	-	-	809	296	
	民企债券融资支持工具II	500	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	保交楼贷款支持计划	2000	5	0.3%		-	-	-	-	-	5	
	房企纾困专项再贷款	800	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	租赁住房贷款支持计划	1000	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	投放金额						882	729	573	1770	3012	3067
	对人民币信贷的直接贡献						1452	1083	867	2731	4231	4465

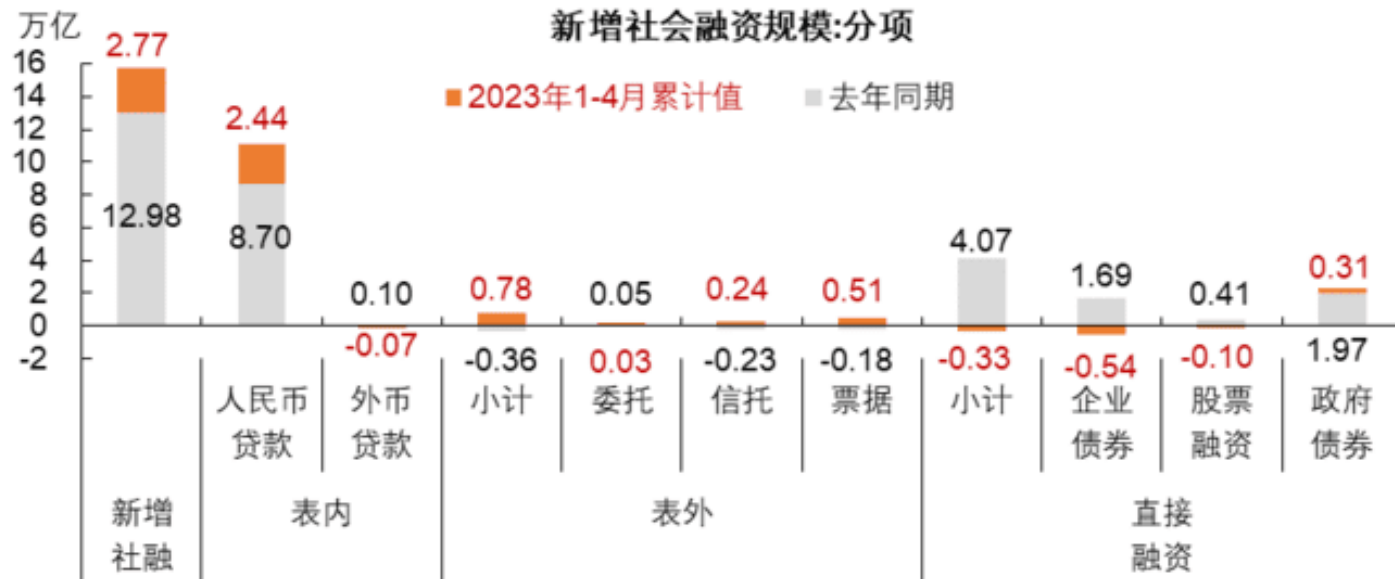
2.2 货币政策：开年社融表现较好

➤ 2023年以来，新增社融同比多增，支撑因素在于：

- 信贷贷款投放强劲：表内宽信用特征明显，企业贷款表现尤为亮眼。
- 表外融资规模多增：监管政策优化，推动委托信托贷款同比增加；未贴现票据贡献增量；
- 政府债融资依然前置：一季度政府债净融资2.3万亿，较18年-22年同期均值多增9000亿元左右。

➤ 拖累因素在于：企业债券融资偏弱，股票融资、外币贷款表现不强。

◎ 2023年1-4月新增社会融资规模分项表现



2.2 货币政策：理解信用“总量适度”

- “总量适度”的社融增速可大致定位在“名义GDP增速+2到3个百分点”。2018年全国两会起，我国不再设置全年M2及社融增速目标，改之为“与名义GDP增速相匹配”。2018年至2022年间，我国社融存量的平均增速为10.8%，而名义GDP平均增速为7.9%。
- 按照2023年名义GDP增速6%-7%的预测（假设全年录得5-6%的实际GDP增速，加上1个点左右的GDP平减指数），当前10%的社融增速应足够与之匹配，事实上并不要求今年社融增速进一步大幅增长。

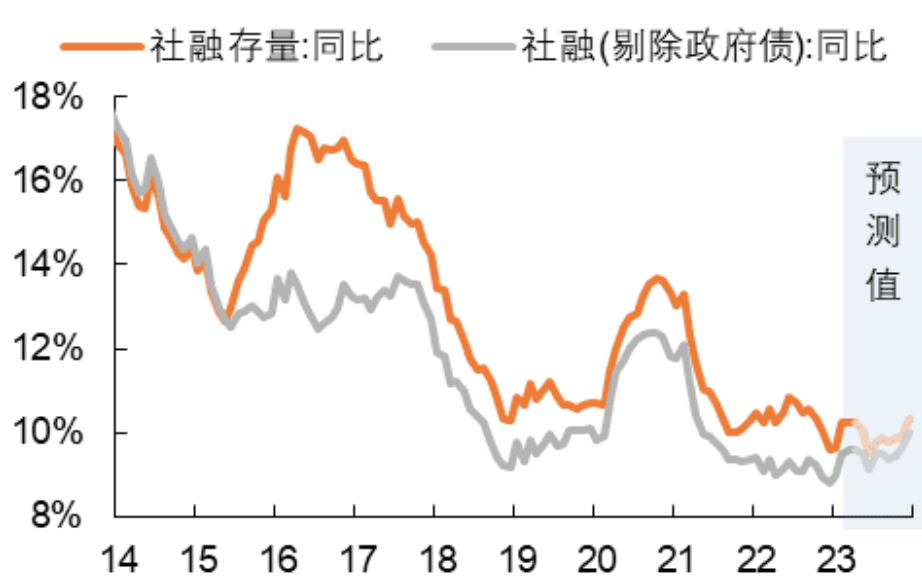
◎ 当前社融对名义GDP的支持已较有力



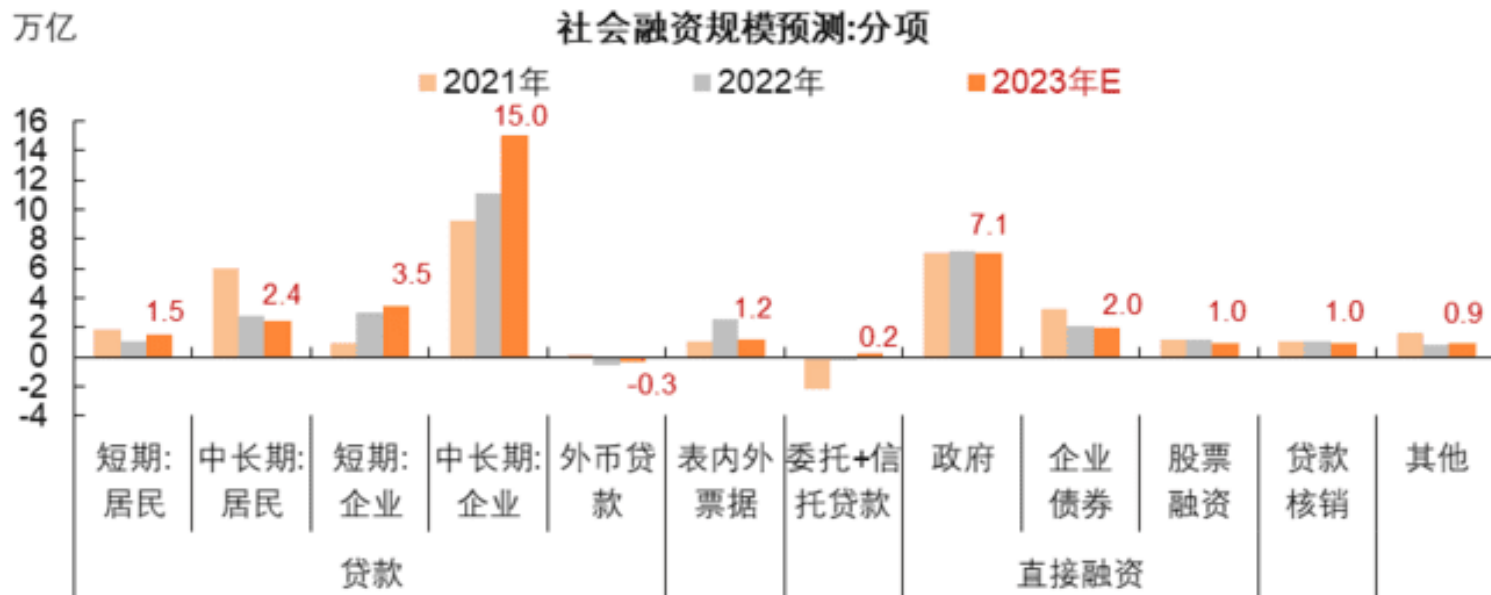
2.2 货币政策：“稳信用”斜率有限

- 预计2023年全年新增社融约35.5万亿，较2022年同比多增3.5万亿。各分项中，预计企业中长期贷款、企业和居民的短期贷款、表外委托及信托贷款分别多增3.9万亿、0.9万亿、0.4万亿。结合历史季节性规律，预计**2023年5-6月新增社融同比少增，社融增速走弱**（去年二季度政府债融资加速，疫情后表内信贷较快反弹，形成高基数）。下半年社融增速可能震荡上行，年末升至10%以上。
- “稳信用”斜率相对有限，2023年全年社融增速可能运行于10%+-0.5%的区间。

下半年社融增速有望逐步回升



预计企业贷款是新增社融的主要支撑





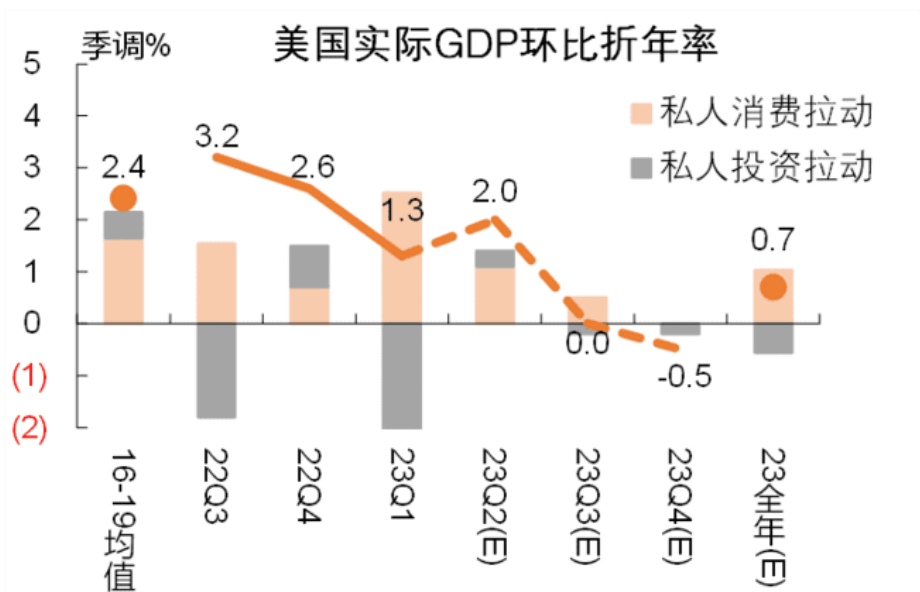
目录CONTENTS

- ◎ 实体经济：产能过剩的隐忧
- ◎ 宏观政策：增量和加码可期
- ◎ 海外环境：货币政策过渡期
- ◎ 资本市场：人民币破七无妨

3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

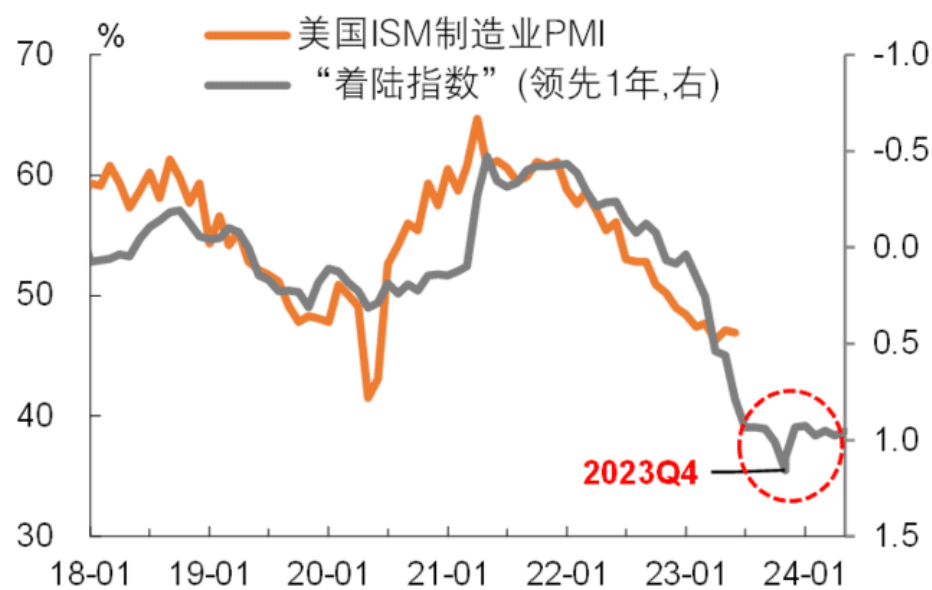
- **美国经济：**上半年美国经济韧性好于年初预期，消费是主要支撑；预计下半年经济进一步放缓，经济低点（环比意义）或在今年四季度；预计全年小幅增长0.7%，属“温和衰退”。

2023年下半年美国经济或继续走弱



注：2023Q2预测参考亚特兰大联储GDPNow模型。

领先性指标预示美国经济环比低点或在Q4

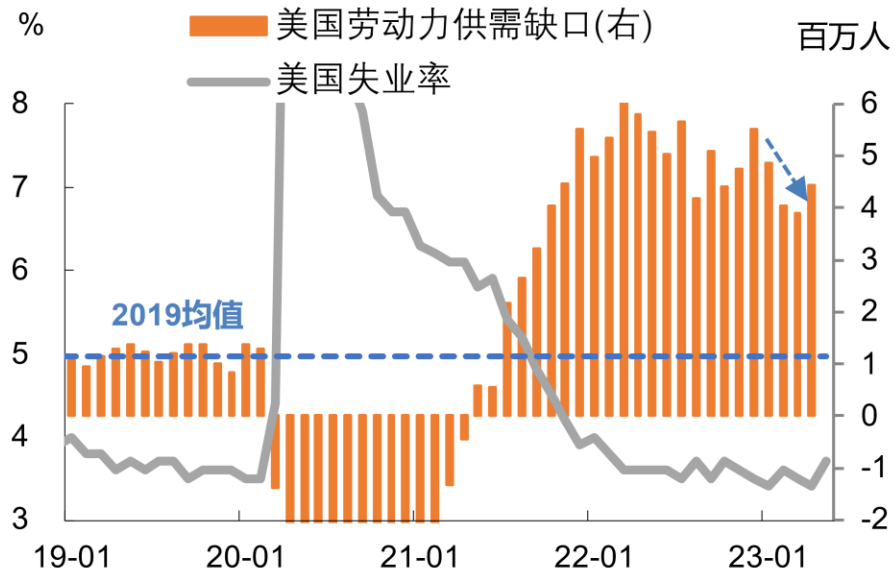


注：“着陆指数”为美国政策利率、美元指数和国际油价三指标合成的领先性指标，与美国制造业PMI有一年左右领先性。

3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

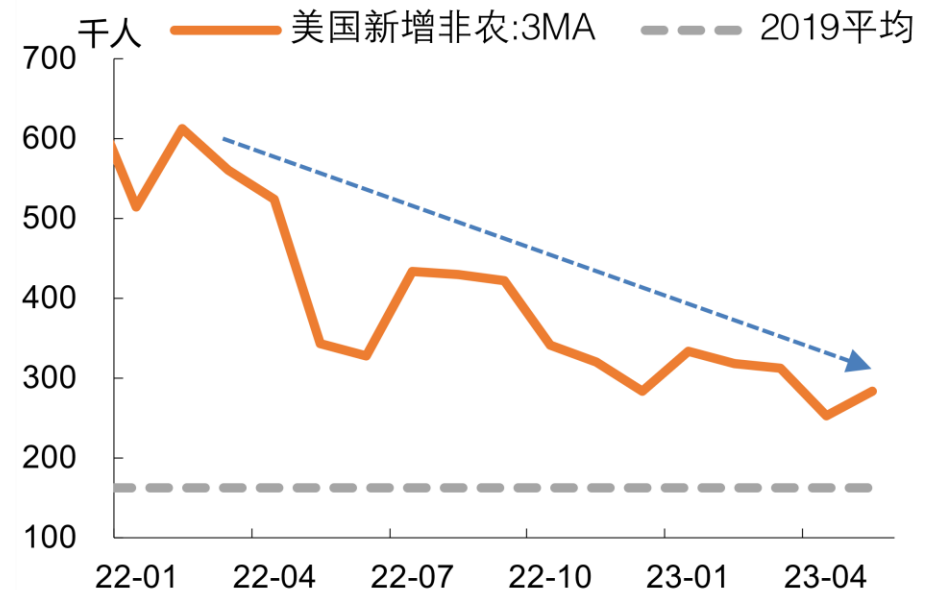
- **美国就业：**就业市场现状仍然“过热”，新增非农和失业率指标好于疫情前；但就业市场降温信号增多，如新增非农趋势下降、职位空缺减少、劳动力“供需缺口”收窄等。

◎ 美国失业率仍低，但供需矛盾有所改善



注：“美国劳动力供需缺口” = (就业人数+职位空缺) - 劳动力人口

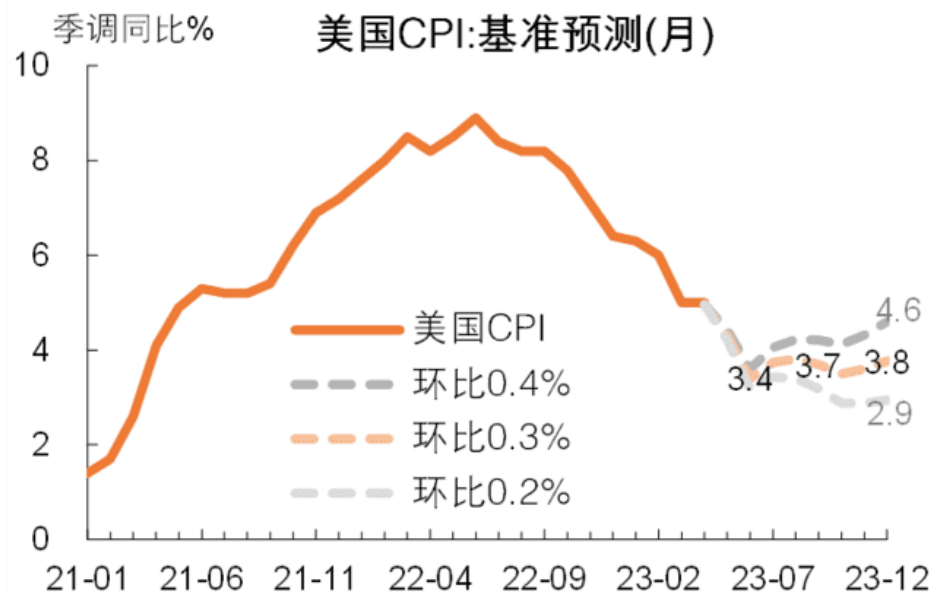
◎ 美国新增非农就业呈下行趋势



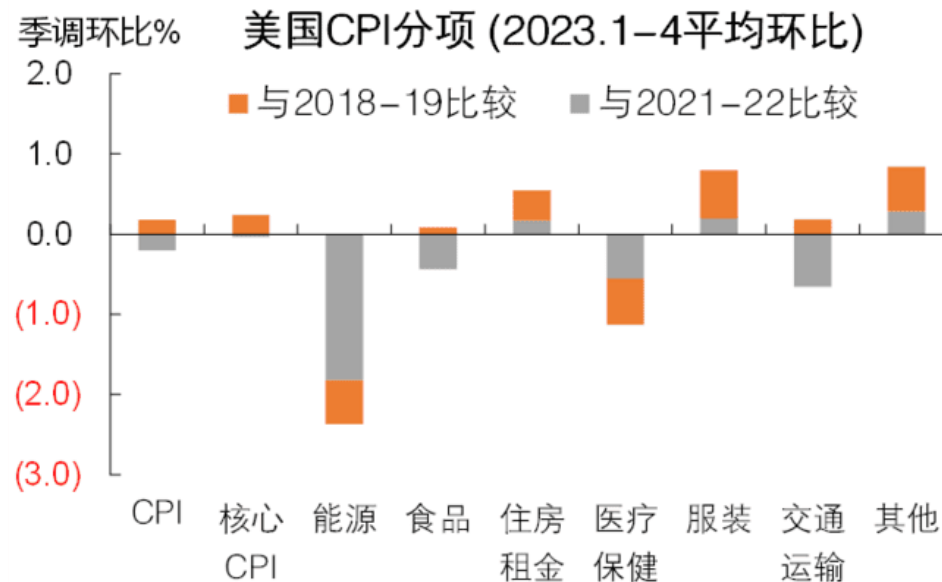
3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

- **美国通胀**：今年1-4月美国CPI环比较2021-22年减缓，但仍高于2018-19年，核心通胀黏性较强；下半年，能源和食品价格趋稳，住房租金等核心服务价格有望降温，预计年末CPI/PCE同比在3.8%/3.0%左右。

◎ 上半年美国通胀较快回落，下半年或企稳



◎ 能源、食品、医疗、交运等通胀改善，但住房租金、服装等核心通胀顽固



3.1 美国经济缓慢降温，美联储接近加息终点

- 美国金融条件：今年3-4月地区银行危机敲响金融风险警钟，平衡金融风险在美联储决策中的重要性上升。
- 总结：美国经济、就业、通胀的降温趋势基本确立，且金融风险冒头，美联储接近加息终点；但就业和通胀降温速度较慢，美联储可能维持“充分限制性”利率水平较长时间。

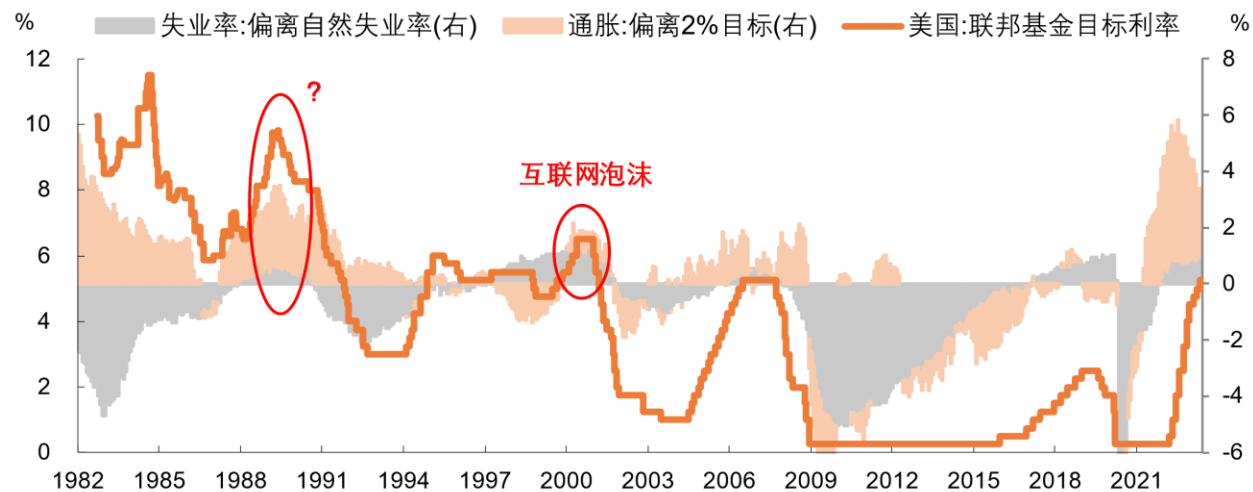
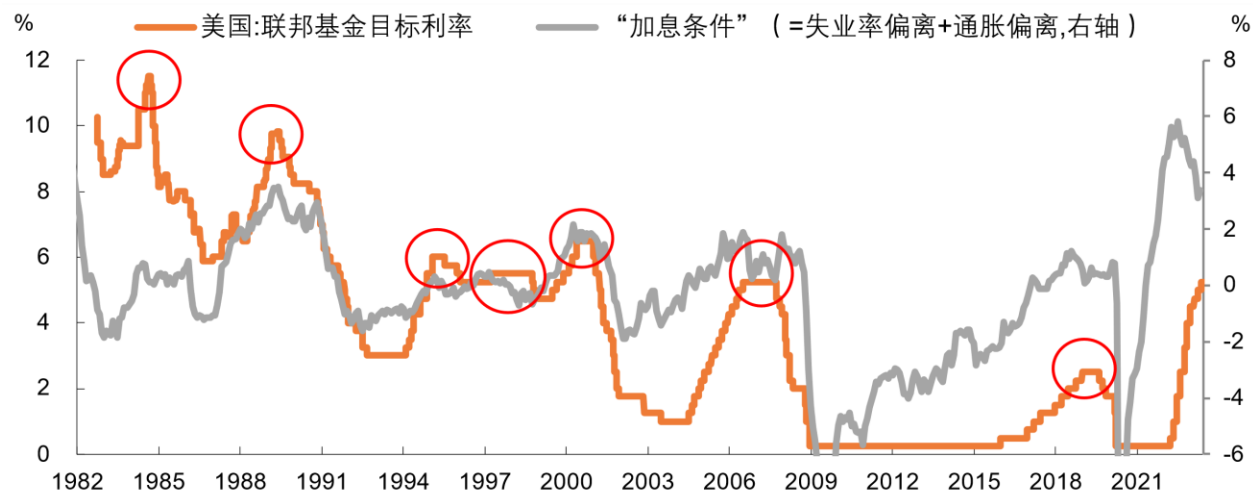
◎ 今年地区银行危机爆发，显著抬升美国金融体系压力



3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

- 美联储利率决策均需平衡就业和通胀。
- 1980年代以来7次停止加息到降息的周期：其中5次的背景是就业或通胀中必有一弱（低于目标），美联储需要平衡双目标而转向。仅有2次的背景是就业和通胀同时强于目标：1989年、2000-01年。
- 2000-01年美国**经济较好**，但**互联网泡沫危机爆发**，金融市场波动迫使美联储转向：当纳斯达克指数距离高点分别回落1/4和1/2时，美联储分别停止加息和降息。

◎ 美联储转向通常与就业和通胀目标相关



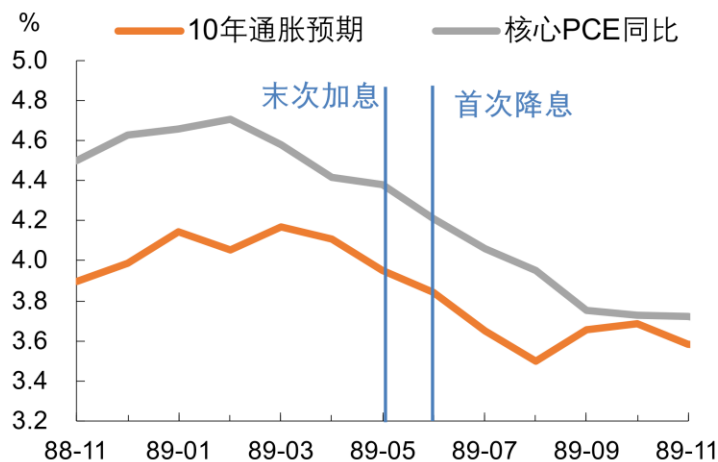
注：“失业率偏离”=自然失业率-失业率；“通胀偏离”=PCE同比-2%

3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

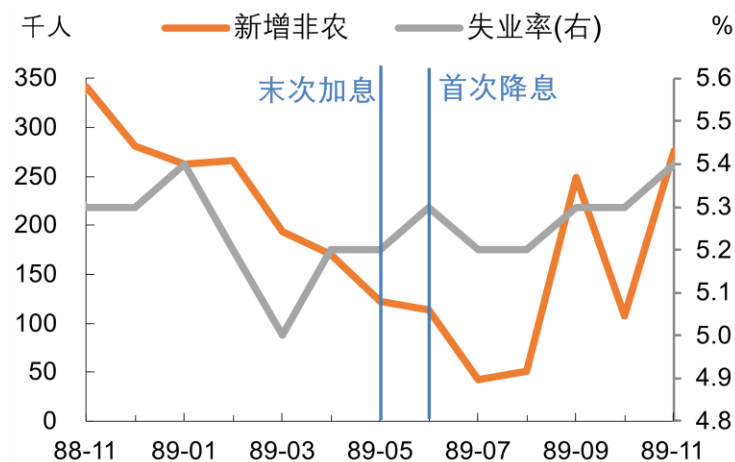
➤ 1989年停止加息和降息的触发因素主要是经济下行信号增多。一些条件与当下较为相似：

- ① 通胀：美联储转向时通胀仍明显高于2%，但通胀及通胀预期已经明显改善；
- ② 经济：未实质衰退，但下行信号增多（就业、PMI、工业指标等）；
- ③ 金融：高利率下的房地产市场首当其冲，伴随大量储贷协会破产，金融风险冒头。

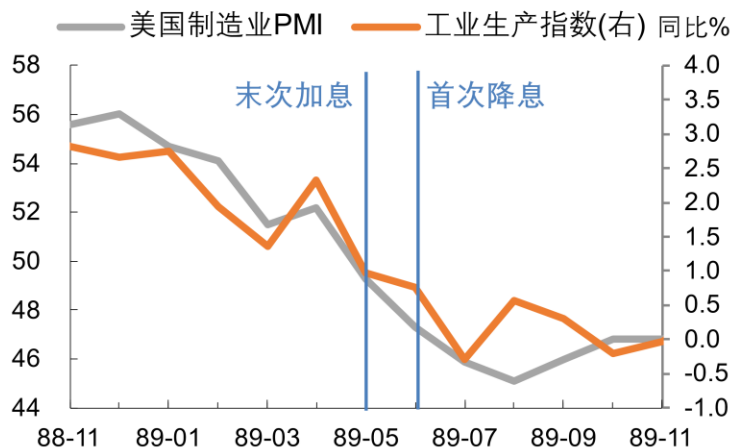
1989年美国通胀和通胀预期改善



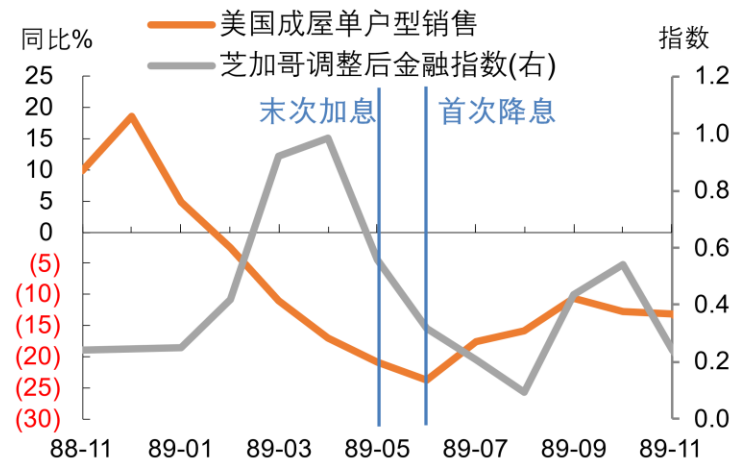
1989年美国就业市场降温



1989年美国制造业和工业走弱



1989年美国地产降温、金融条件收紧

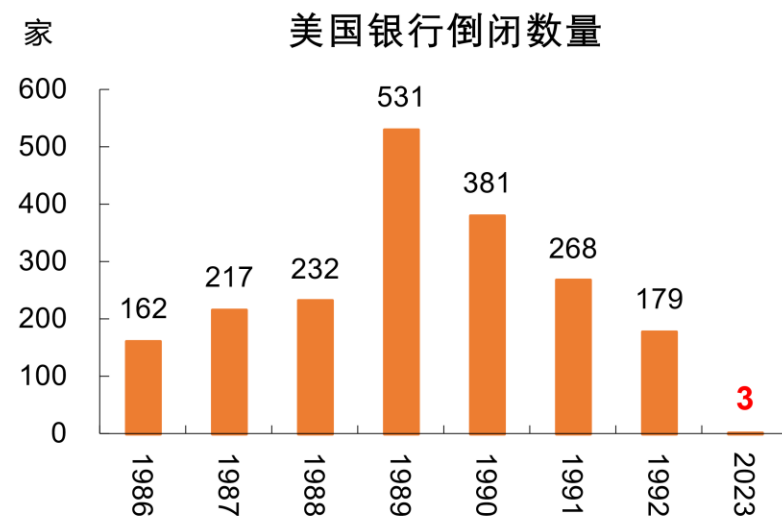
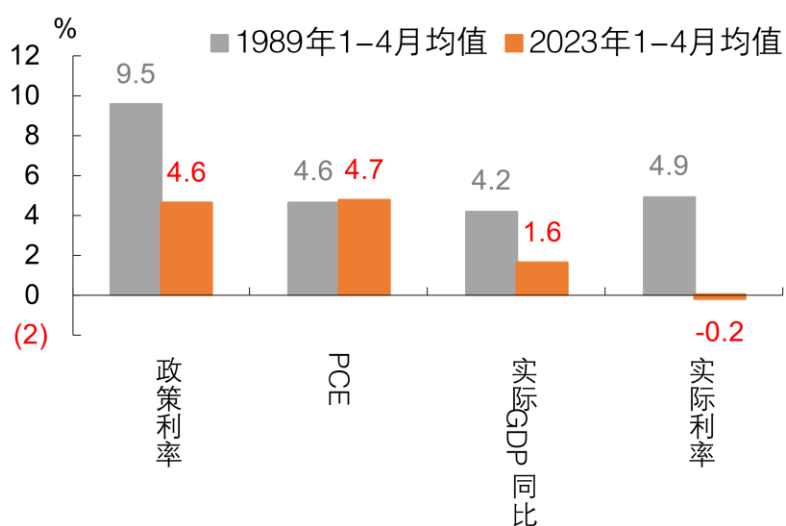
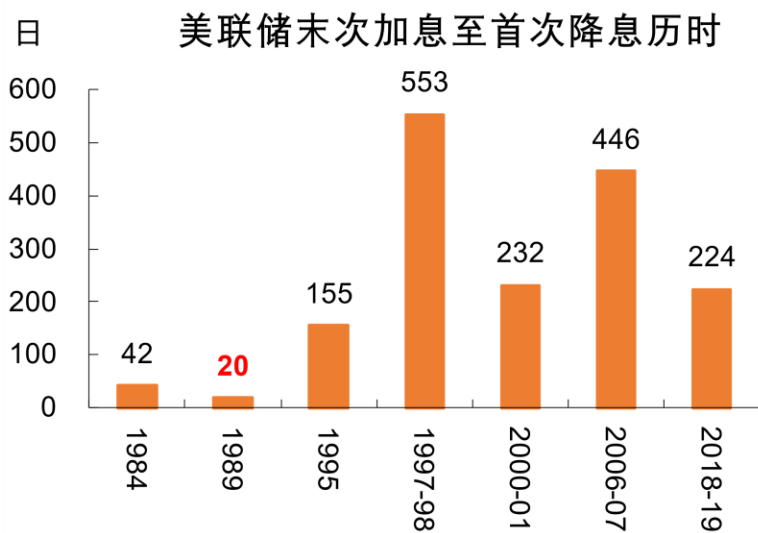


3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

➤ 1989年与当下的不同点：

- ① 政策连续性：1990年以前美联储频繁调整利率，1990年以后政策不轻易转向，“平台期”通常不少于5个月。
- ② 降息空间：1989年名义和实际政策利率水平都很高，美联储更具备“预防性降息”的空间；
- ③ 金融压力：1989年是储贷协会破产高峰期，当时系统性金融风险（包括地产泡沫风险）远高于当下。

◎ 1990年后美国利率“平台期”较长 ◎ 当前美国名义和实际利率不够“高” ◎ 当前美国银行危机程度更为有限



注：“实际利率”=政策利率-PCE，因四舍五入加总有出入

3.2 美联储停止加息和降息的触发条件：谨慎转向

■ 结论：

- 1) 历史上，美联储多数停止加息和降息是为了“保就业”或者“防通缩”；当前美国就业和通胀同时偏强，本轮美联储转向的条件会更苛刻。
- 2) 1989年美联储转向的背景与当下可能最为类似。但辩证来看，我们认为本轮美联储会选择“预防性停止加息”，但可能不会“预防性降息”。
- 3) 我们认为本轮美联储末次加息可能在7月，此后需看到经济切实走弱、或出现超预期的金融风险，才会考虑降息，可能的降息节点在今年底或明年初。

3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

■ 海外市场：

- 1980年代以来7轮美国利率“平台期”：美国股债双牛，美元和商品涨跌互现。
- 股债双牛的逻辑在于：美联储刚开始转向时的美国经济通常仍有韧性，而货币政策的转向更能提振股债表现。

◎ 美联储停止加息至首次降息时的大类资产：美股多上涨，美债均走强，美元和商品涨跌互现

	末次加息	首次降息	终端利率(%)	标普500指数(%)	10年美债利率(BP)	美元指数(%)	黄金(%)	原油(%)
1	1984/8/9	1984/9/20	11.50	1.2	-33	6.0	-1.6	0.8
2	1989/5/17	1989/6/6	9.81	2.1	-44	0.6	-1.9	1.6
3	1995/2/1	1995/7/6	6.00	17.8	-161	-7.3	2.4	-6.2
4	1997/3/25	1998/9/29	5.50	32.9	-216	0.4	-15.2	-23.9
5	2000/5/16	2001/1/3	6.50	-8.1	-129	-0.8	-2.7	-5.8
6	2006/6/29	2007/9/18	5.25	19.4	-72	-7.9	20.7	10.9
7	2018/12/20	2019/8/1	2.50	19.7	-89	2.0	14.7	17.6
平均			6.7	12.1	-106	-1.0	2.3	-0.7

3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

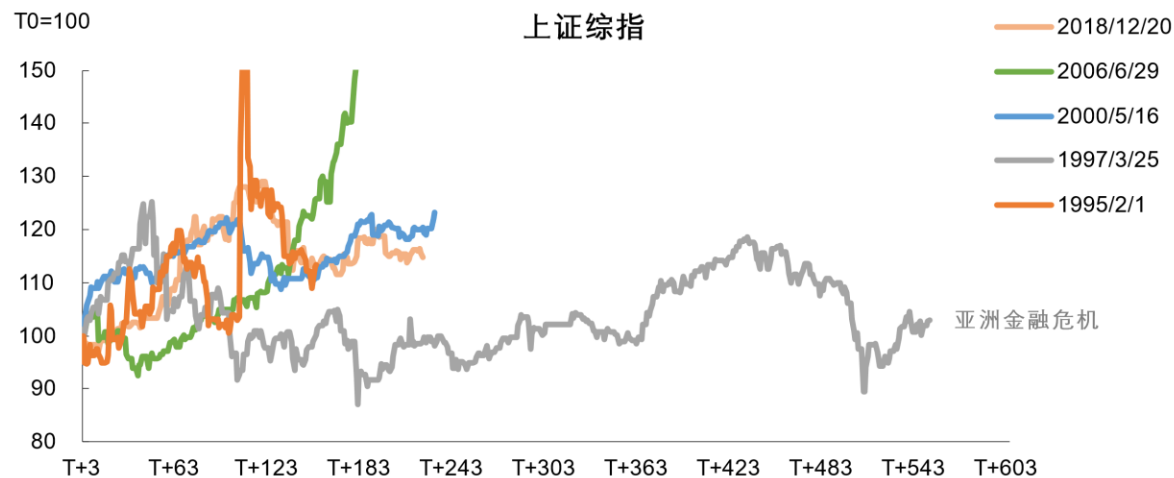
■ 中国市场：

- 1995年以来的5轮美国利率“平台期”：A股多数维持震荡上涨，港股在前3个月普遍上涨。
- 美联储停止加息通常为新兴市场提供良好环境（除非发生重大风险，如1997年亚洲金融危机）。

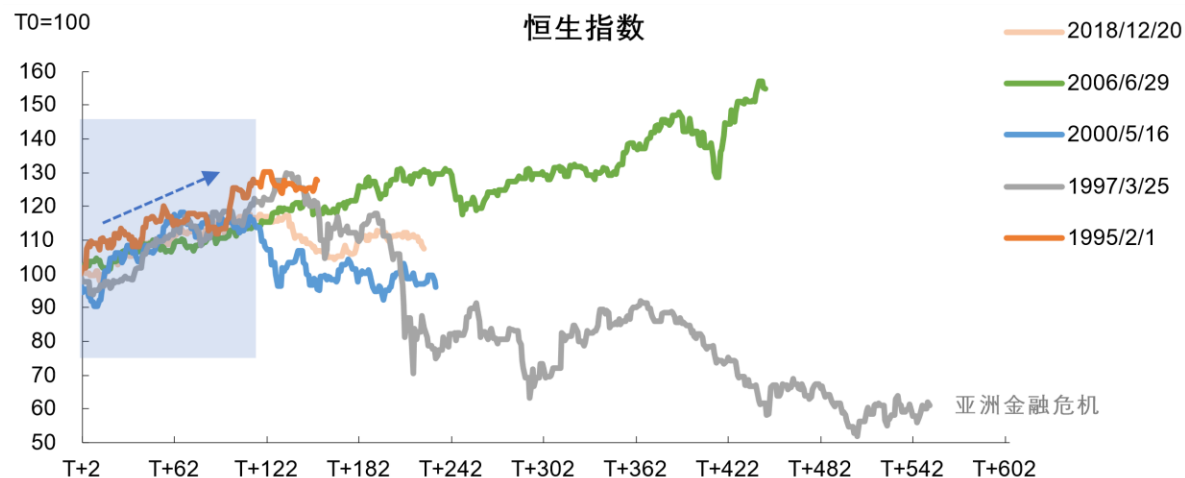
◎ 美国利率“平台期”的A股和港股表现

	末次加息	首次降息	终端利率(%)	上证综指(%)	恒生指数(%)
1	1995/2/1	1995/7/6	6.00	13.4	27.7
2	1997/3/25	1998/9/29	5.50	2.8	-38.9
3	2000/5/16	2001/1/3	6.50	23.2	-3.8
4	2006/6/29	2007/9/18	5.25	224.5	54.9
5	2018/12/20	2019/8/1	2.50	14.7	7.6
平均			6.7	55.7	9.5

◎ 美国利率“平台期”的A股表现



◎ 美国利率“平台期”的港股表现

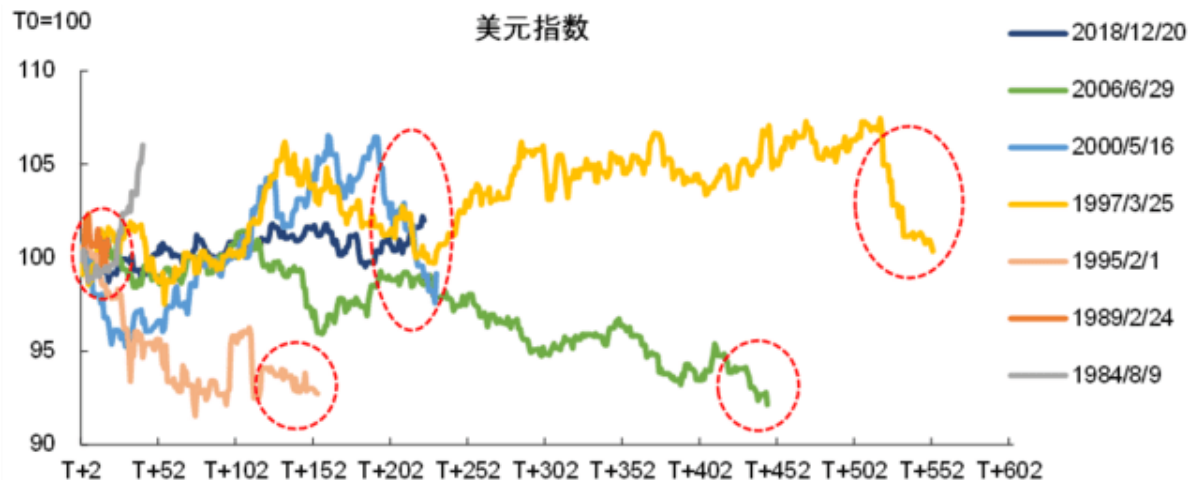


3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

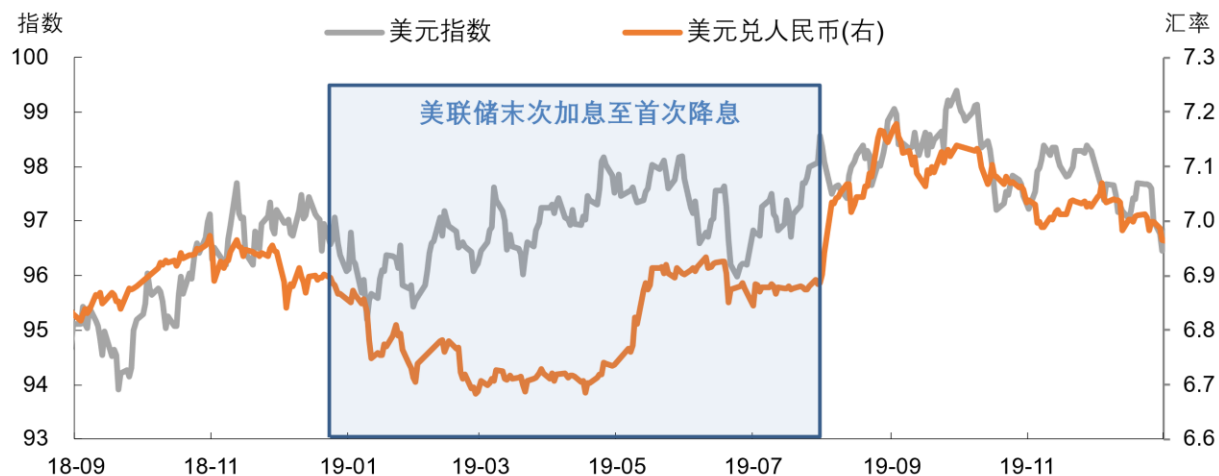
■ 美元指数与人民币汇率：

- 美元指数在停止加息后或将保持韧性，但临近降息前一个月左右可能承压，因市场降息预期提前升温。
- 2015年汇改后仅出现过一轮美国政策利率“平台期”（2018-19年），当时美元指数走强，人民币汇率“先升后贬”主要原因是中美贸易从“休战”到重启。背景还包括：中国货币政策“按兵不动”、贸易顺差上升等有利条件。

◎ 美国利率“平台期”的美元指数：末期承压



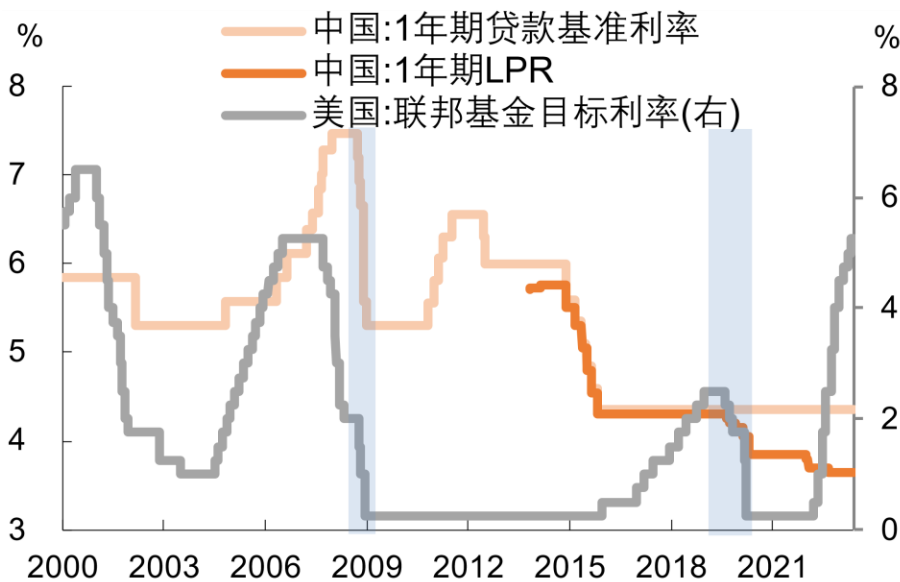
◎ 2018-19年美元及人民币汇率走势：先升后贬



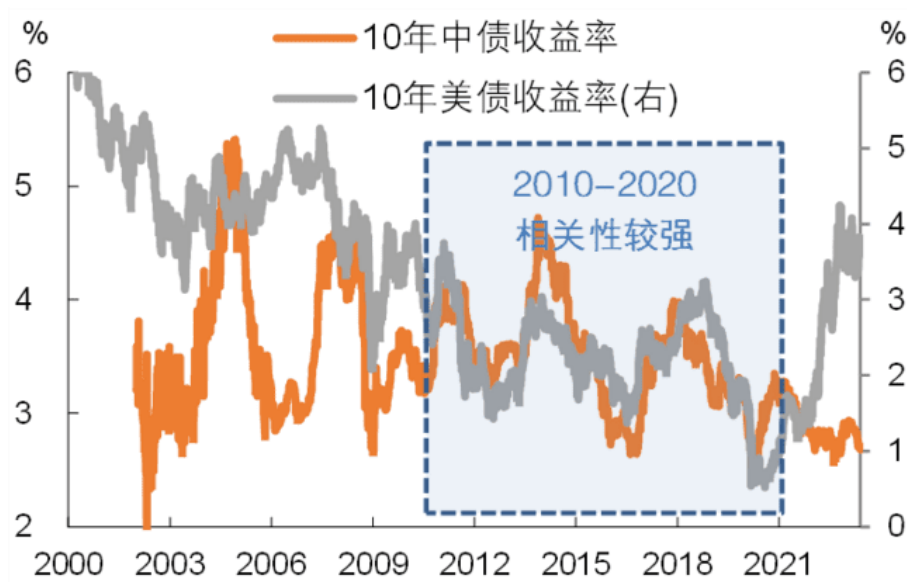
3.3 美联储停止加息和降息时的大类资产：股债双牛、美元或承压

- **我国货币政策：整体“以我为主”**。只有发生国际经济金融风险（如2008年、2020年），或者恰好中美经济周期同时下行（如2019年），中美货币政策才会同时宽松。
- 不过，**2010-2020年中美国债利率的相关性较强**。一是，中美经济通过贸易渠道产生联动效应；二是，美联储政策松紧客观上会影响国内货币政策空间。因此，**美联储政策转松后，我国货币政策宽松的约束有望下降**。

◎ 中美政策利率走势较为独立



◎ 2010-2020年中美国债利率的相关性较强





目录CONTENTS

- ◎ 实体经济：产能过剩的隐忧
- ◎ 宏观政策：增量和加码可期
- ◎ 海外环境：货币政策过渡期
- ◎ 资本市场：人民币破七无妨

4.1 股票市场：基本面预期有波动

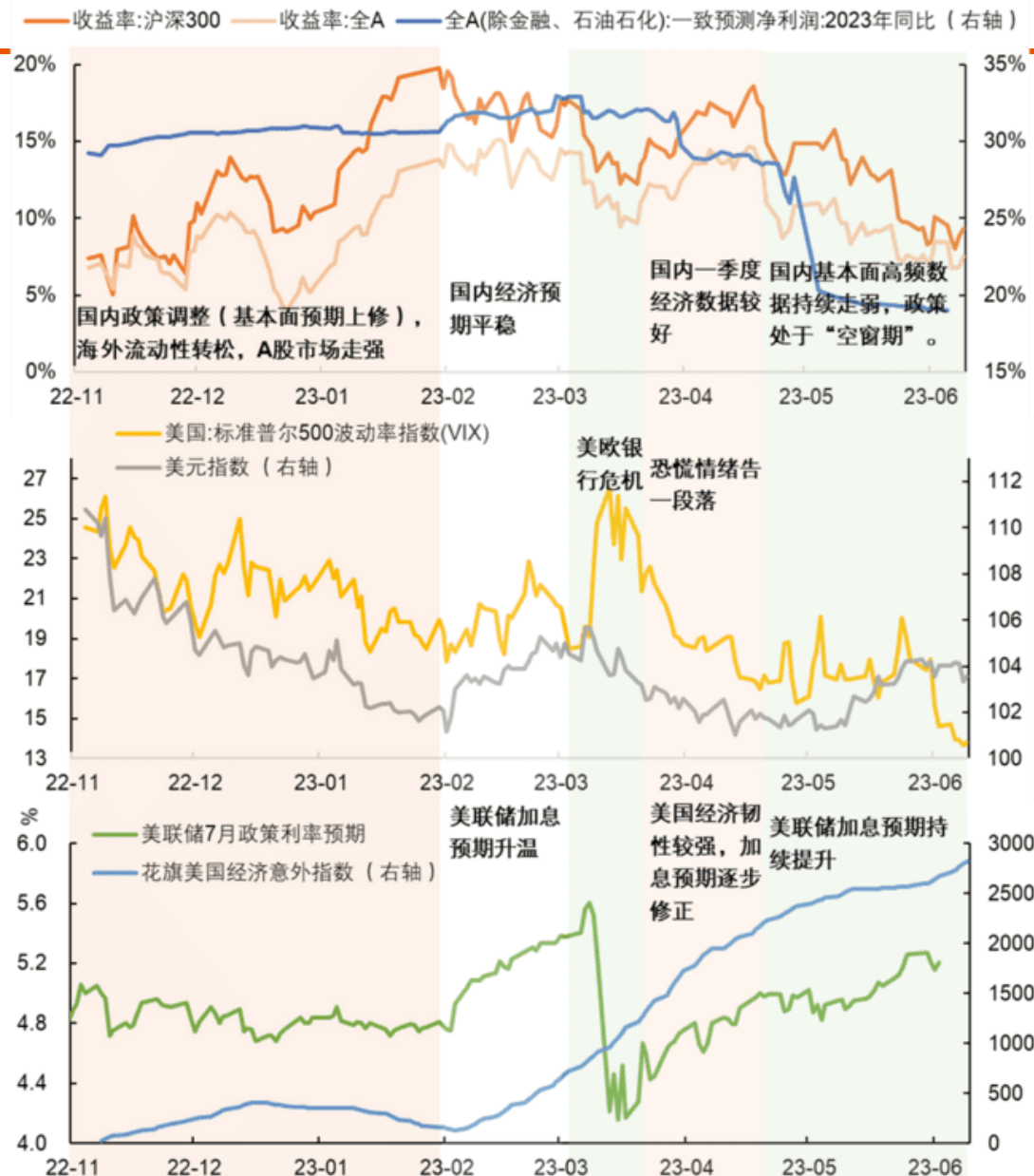
■ A股行情围绕两条定价主线展开

➤ 国内基本面运行与“稳增长”政策预期

➤ 海外风险偏好与全球流动性环境

- **2022年11月-2023年1月**：海外流动性转松，国内政策调整（基本面预期上修），A股走强；
- **2023年2月**：国内基本面预期平稳，海外加息预期升温，A股震荡；
- **2023年3月**：美国地区银行业危机演绎，冲击全球风险偏好，A股呈浅“V”型走势；
- **2023年4月中旬-5月**：海外经济韧性较强、加息预期不断升温，国内“强预期”遭遇“弱现实”，基本面预期较快下修，A股调整。

A股市场主要定价逻辑（基准日=2022年10月31日）



4.1 股票市场：定价逻辑如何演绎？

■ 下半年股票市场两条定价逻辑的演绎

➤ 国内：宏观政策可能加码，但“强刺激”概率不高。

- 如无增量政策，基本面预期可能继续下修；
- 如有增量政策力度符合预期，基本面预期平稳；
- 如增量政策超预期，基本面预期大幅上修。

➤ 海外：预计年内停止加息，但降息存在一定难度。

- 美联储7月议息会议后继续加息1-2次；
- 美联储7月停止加息，但年内不降息；
- 美联储7月停止加息，且年内降息1-2次。

■ 我们倾向于认为，下半年国内基本面可能维持弱复苏，美联储年内停止加息几成定论。平稳盈利驱动下，股市上行幅度可能不高，但小盘成长风格有望阶段走强。

■ “ChatGPT”与“中特估”如何权衡？

- 若国内“稳增长”政策力度超预期，“中特估”更具上涨空间。
- 若海外货币政策超预期转松、或国内政策利率调降，TMT板块更为受益。

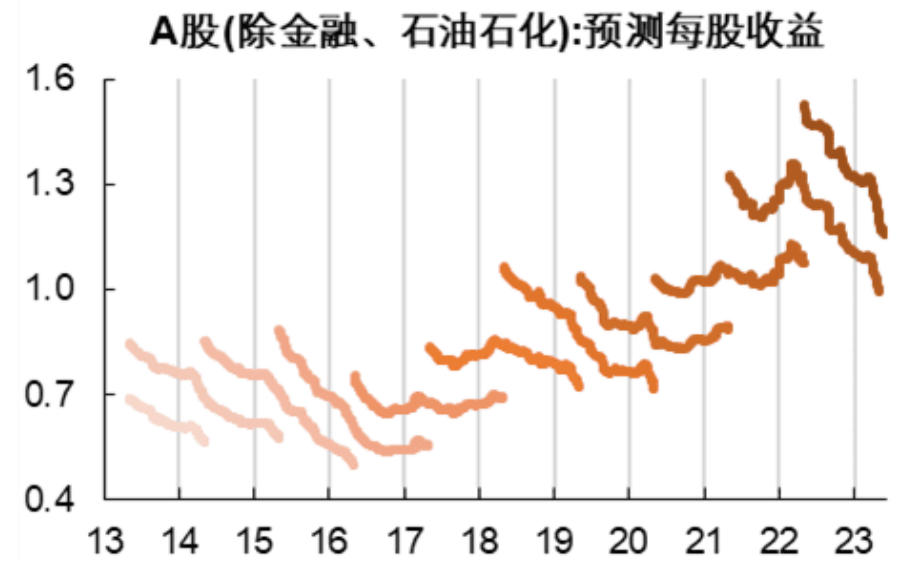
4.1 股票市场：风险溢价是否过高？

- 展望下半年，盈利改善潜力有限，风险溢价修复或将更多依靠估值的抬升，把握结构性行情尤为关键。
- 当前A股相比无风险利率的比价处于历史中高水平，高于2005年以来74%的历史区间。拆分看，主因无风险利率处历史低位（十年期国债利率低于98%的历史区间），市场估值处于中性位置（市盈率高于46%的历史区间）；
- 年初以来，分析师对A股市场每股盈利预测下修近四成。但从规模以上工业企业数据看，企业需求不足、库存高企，产品多有降价促销，年内PPI增速可能持续处于负值区间，盈利预测存在进一步下修的可能性。

◎ A股相比债券的性价比处于历史中高水平



◎ 2023年以来盈利预测下修的幅度较大



4.1 股票市场：把握结构性行情

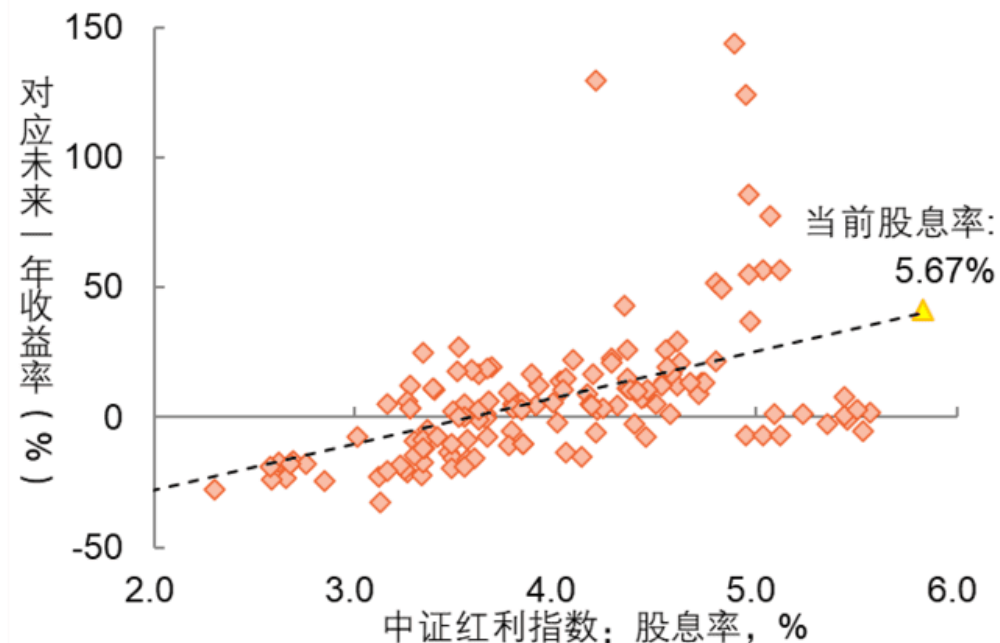
■ “央国企”价值重估，高股息板块中长期收益更为稳健

- 在国债利率中枢下行背景下，高股息板块相对价值凸显，中证红利股息率吸引力较强。
- 中国特色估值体系逐渐深入人心，国企改革被寄予厚望，且多属低估值、稳定板块。

◎ 沪深300指数股息率与10年期国债利率基本相当



◎ 中证红利板块股息率更具吸引力



4.1 股票市场：把握结构性行情

■ 半导体与数字经济，将迎拐点或补涨

- 半导体景气周期拐点临近：从时间和当前位置推算，全球半导体周期有望于今年三季度至四季度迎来拐点。
- ChatGPT打开AI应用端想象空间，海外市场风险偏好已先行提升。费城半导体指数和中国台湾半导体指数年初以来（截至6月2日）涨幅分别为38.3%、25.7%，二者与A股半导体指数的中长期走势高度一致。但A股半导体指数年初以来涨幅仅有4.4%，存在补涨空间。

◎ 全球半导体景气周期往往共振，目前已近拐点



4.1 股票市场：把握结构性行情

- 下半年海内外流动性宽松可能共振，成长股对其变化更为敏感。
 - 美联储年内将停止加息，年末存在降息的可能性；
 - 国内流动性环境将维持“合理充裕”，下半年大概率有一次降准，且不排除政策利率调降的可能性。

◎ 国内“宽货币”有助于创业板走强



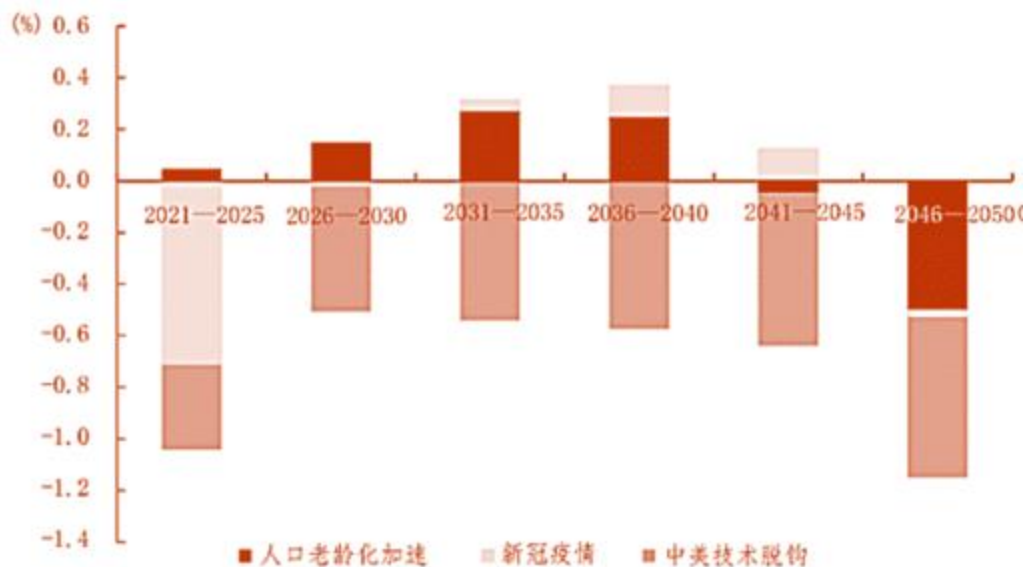
◎ 申万半导体指数市盈率与美债利率负相关



4.2 债券市场：长端利率能否向下突破？

- 债市对基本面走弱的定价告一段落，近一个月十年期国债利率在**2.7%附近窄幅震荡**。目前市场主要存在三方面忧虑：稳增长政策会否加码；汇率破“7”会否掣肘货币宽松；利率低位下“债灾”会否重现。
- 受“三大新因素”影响，我国GDP潜在增速中枢下移，国债利率波动中枢亦将随之下修。我们认为，在货币宽松和配置力量的支撑下，下半年10年国债利率仍有望阶段性下行至**2.6%左右**。

◎ “三大新因素”对我国潜在GDP增速的影响



据张晓晶（2023）测算，“十四五”时期，“三大新因素”导致中国潜在经济增长率下降1个百分点，其中新冠疫情贡献约0.7个百分点，中美技术脱钩贡献约0.3个百分点，人口老龄化影响很小

财政政策和地产政策“强刺激”可能性不大。稳增长“托而不举”，较难引发市场恐慌。

我国货币政策“以我为主”，且目前美联储加息已行至尾声。

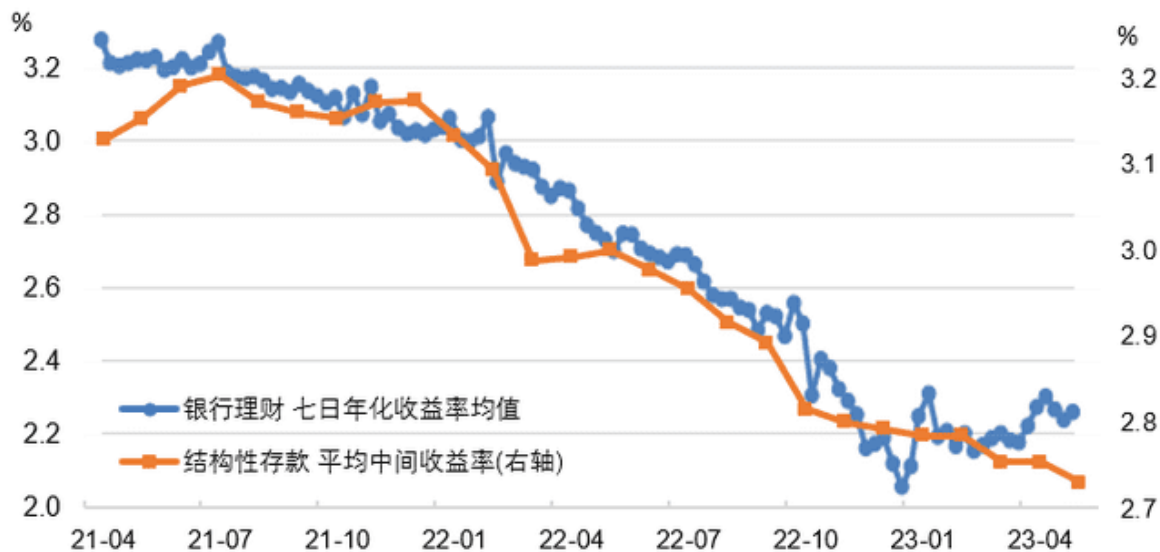
在强调宏观政策配合和金融稳定的当下，货币政策需保持宽松的流动性环境，维持实际利率在相对低位，下半年MLF利率调降仍有可能。

“混合估值法”理财产品已逐步推广，债券市场“反脆弱性”强于去年；市场具备学习效应，“踩踏式”卖出难以重现。

4.2 债券配置力量：银行理财

- 银行理财再次成为债券市场的重要买入力量。
 - 2022年11月债市出现“踩踏”，理财赎回形成“负反馈”。据《中国银行业理财市场年度报告》，2022年底银行理财市场存续规模27.65万亿元，较年初下降4.66%。
 - 2023年春节后，理财产品收益率止跌回升，而存款开始“降息”，居民存款向银行理财回流。
- 展望2023年下半年，存款利率调降将会继续，若居民消费倾向无较强改善，理财资金债市配置逻辑不改。

◎ 代表性现金管理类理财产品7日年化收益率



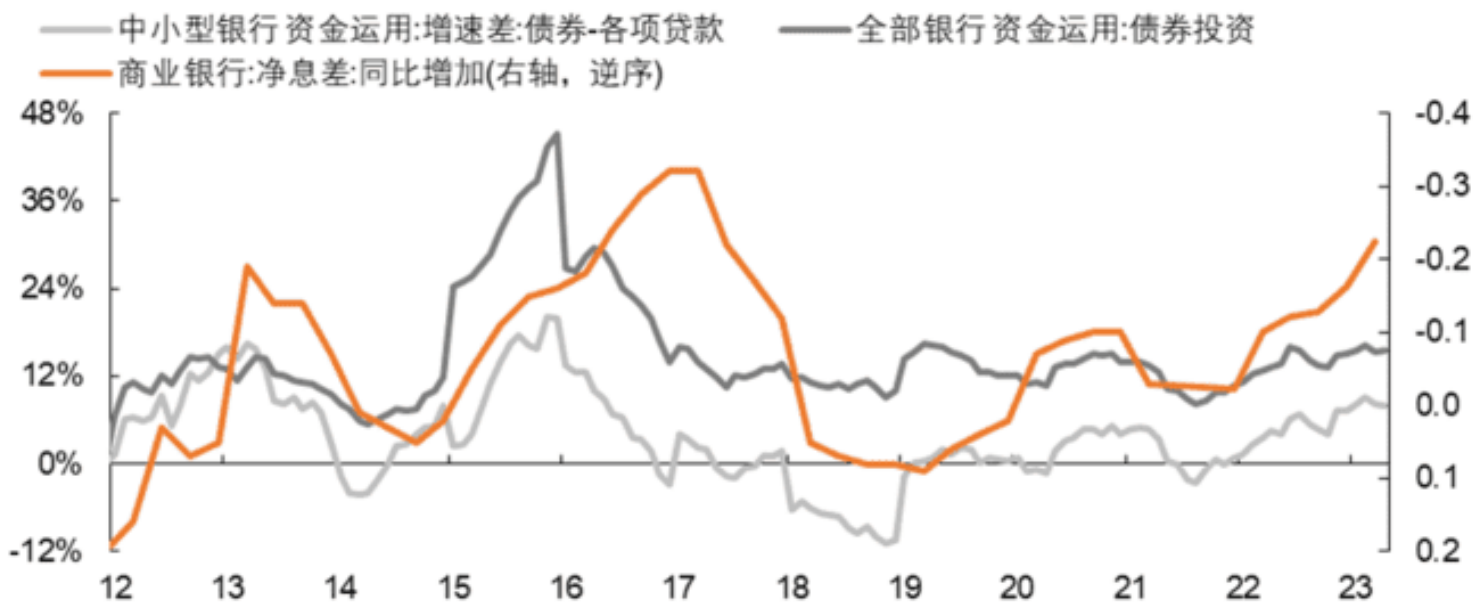
◎ 银行理财持续增配债券



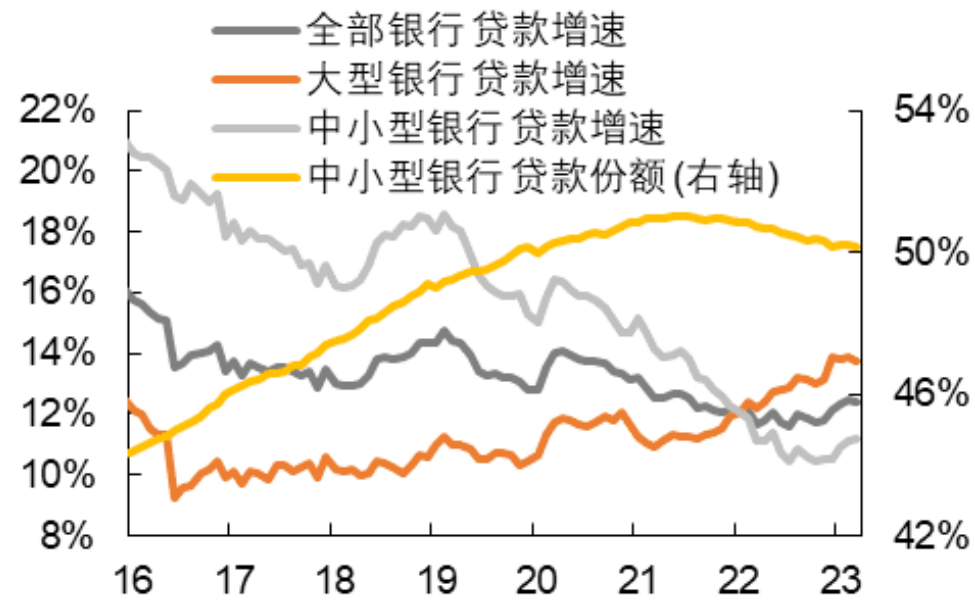
4.2 债券配置力量：银行自营

- “放贷”越来越不赚钱，银行自营资金倾向于更多配置债券资产。
- 大型银行具备规模优势，负债成本更低，2022年以来贷款增速总体偏弱，但大行逆势扩张，增速反超中小行。
- 中小银行净息差压降压力更大，资产配置调整尤为明显。截至2023年4月，投向债券资产的资金同比增速为19.1%，较其发放贷款的增速高近8个百分点。

◎ 2019年以来，商业银行贷款净息差大幅压降，债券配置需求增加



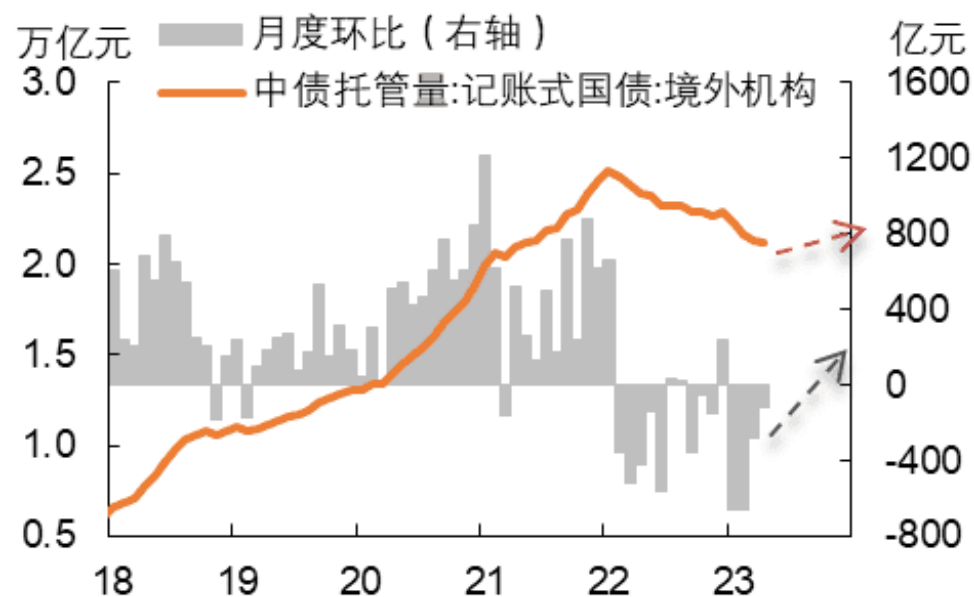
◎ 中小行贷款投放的份额逐步下行



4.2 债券配置力量：境外机构

- 美联储停止加息后，中美利差将进一步收窄，人民币资产吸引力上升，外资可能转而增持中国债券。

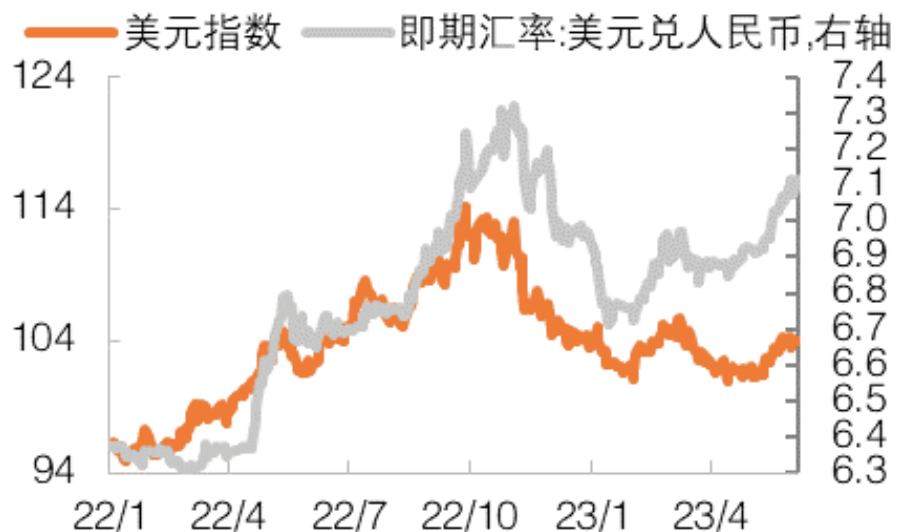
◎ 中美利差趋于收窄，外资减持国债步伐放缓，下半年有望逐步增持人民币债券



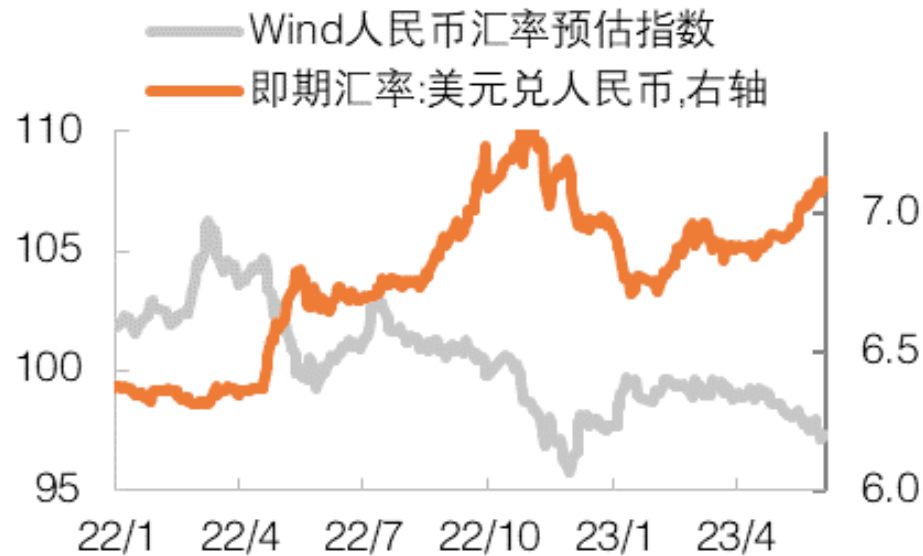
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 本轮人民币汇率破“7”，与去年11-12月疫情达峰期间的情形相似。
- 4月以来，美元指数先跌后涨，但人民币对一篮子货币汇率持续走跌，已向去年11-12月的低点靠近。人民币汇率未随美元下跌而升值、但随美元反弹而大幅贬值，主要反映了对中国经济趋谨慎的看法。
- 4月以来，在此前通胀数据低迷引发担忧情况下，国内高频增长数据出现转弱迹象，加之所公布的一季度经济数据反映经济复苏结构不均，使得市场对经济复苏的预期迅速减温。

◎ 4月以来人民币相对美元持续弱勢

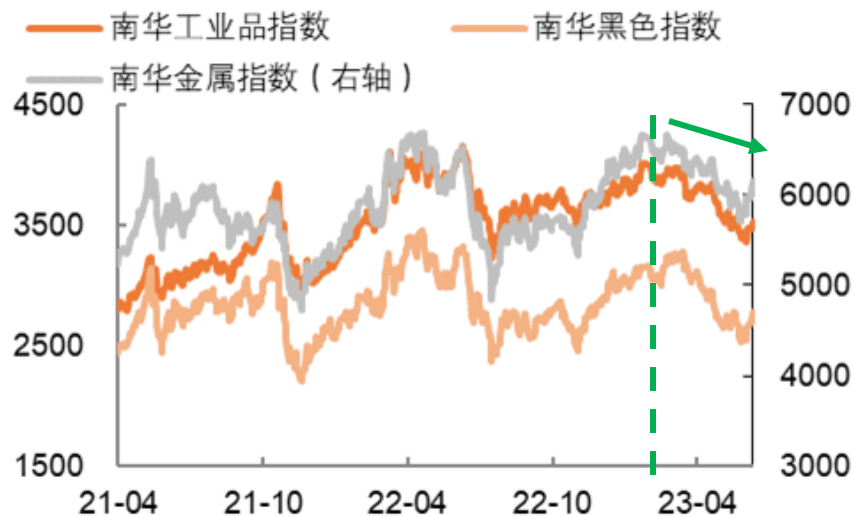
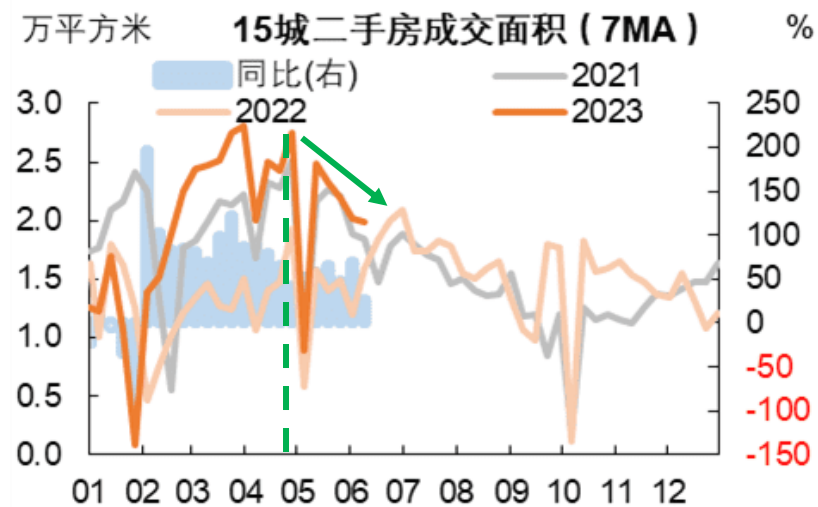
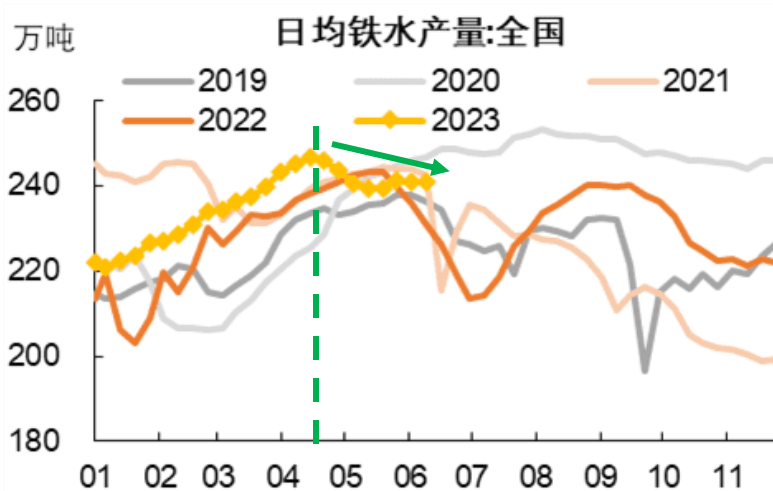
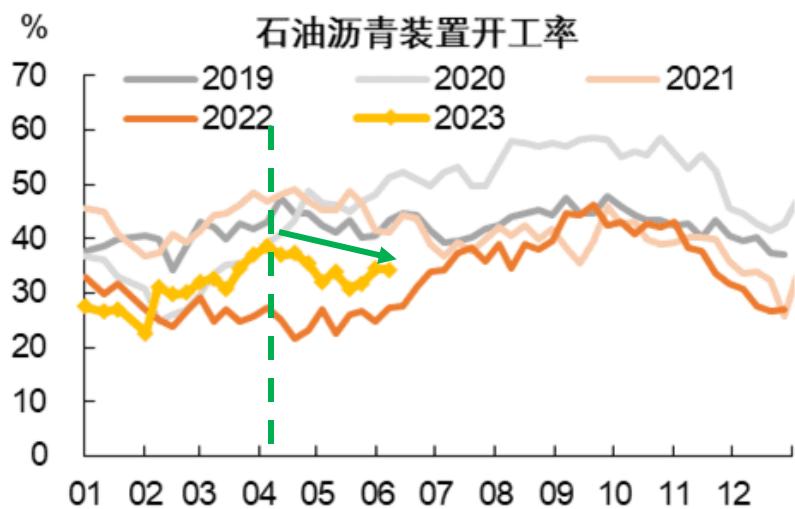


◎ 人民币相对一篮子货币水平向去年12月初靠近

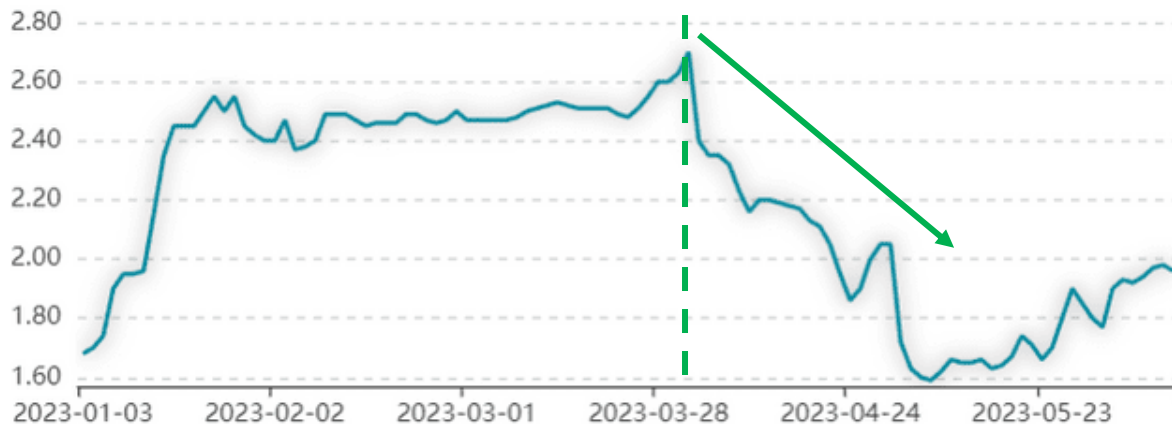


4.3 人民币汇率：破“7”无妨

➤ 国内高频增长数据在4月普遍出现拐点。



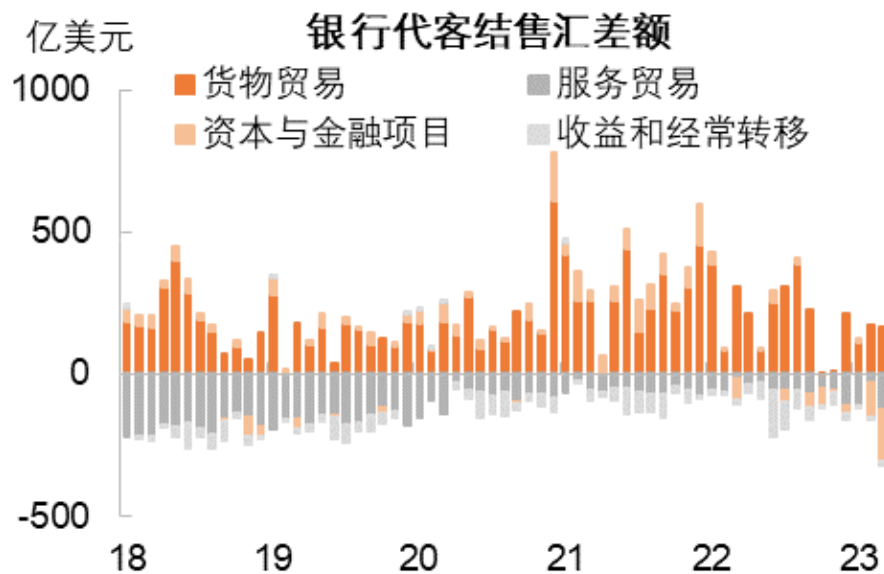
◎ 2023年以来国股行半年期票据转贴现利率走势 (单位: %)



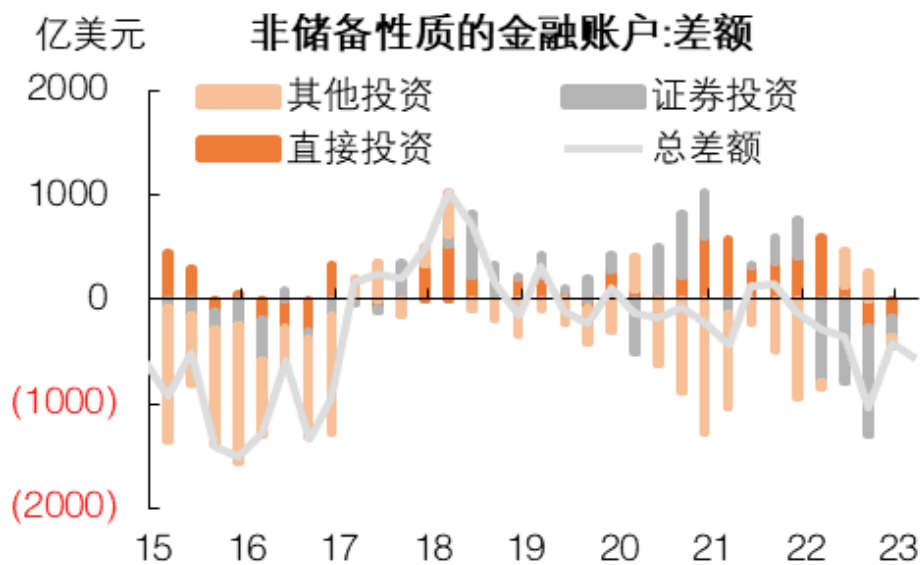
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 上半年中国出口超预期增长，为中国国际收支提供了稳定性力量，但金融账户下的资本外流压力不减。
- 今年2月以来，中国金融账户下的结售汇逆差幅度扩大。
- 事实上，去年二季度以来金融账户下的证券投资项目就转为大额净流出，去年四季度金融账户下的证券投资、其它投资、直接投资三项全部转为逆差，为2016年三季度以来首次。不过，去年四季度证券投资逆差出现收窄，体现了外资对防疫放开后中国经济前景的预期改善。

◎ 2月以来资本与金融项下结售汇大额逆差



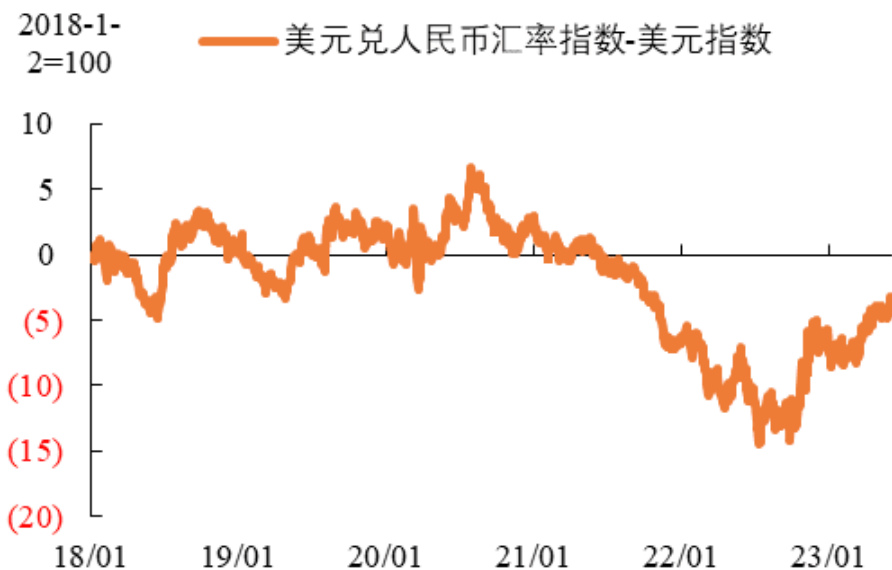
◎ 去年以来金融账户逆差就已显著拉大



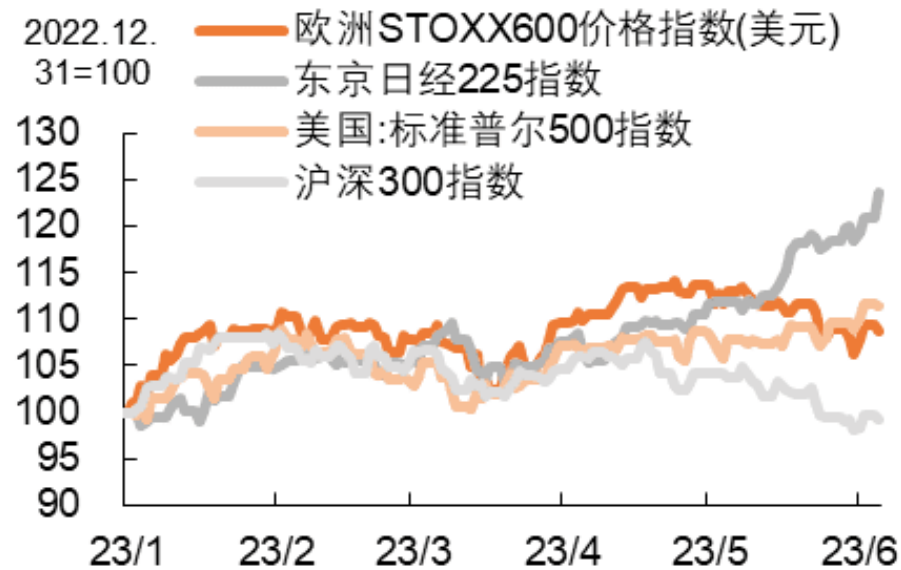
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 今年以来中美博弈形势的演变也助推了人民币汇率贬值。
- 以美元兑人民币汇率和美元指数的相对走势来看，去年10月8日拜登政府公布一项前所未有的出口管制，明确要求“限制中国开发超级计算机和先进半导体产业的能力”，是当时人民币大幅贬值破7的重要原因。
- 今年以来，美日韩荷在芯片出口限制上“抱团”，导致中美博弈局势进一步收紧。

◎ 去年10月以来中美围绕芯片的博弈收紧



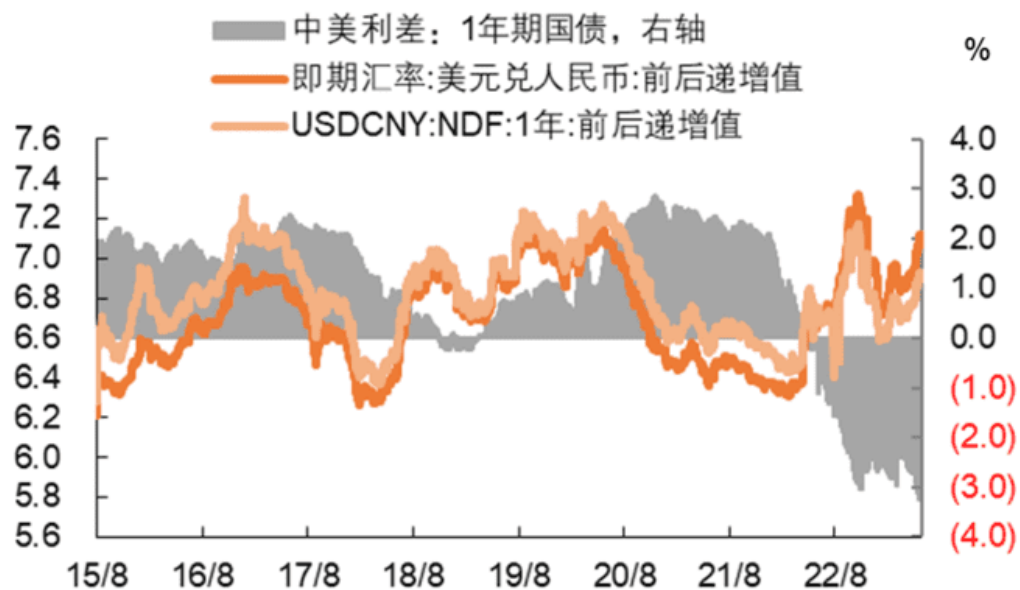
◎ 4月中下旬以来日本股市大涨



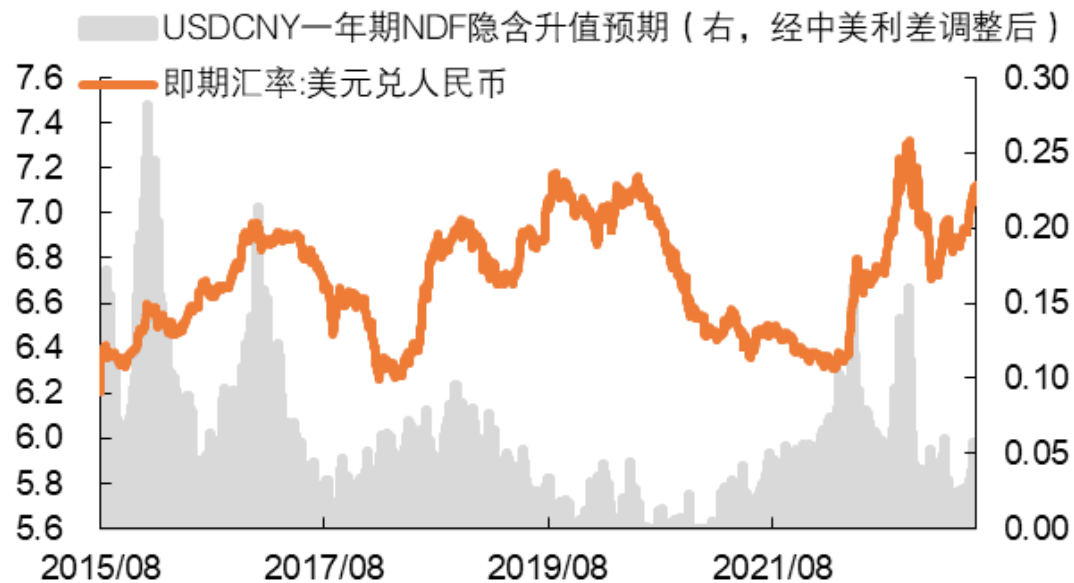
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 监管出面安抚市场情绪，并未形成人民币贬值的“羊群效应”。
 - 去年中美利差拉大也助推了人民币汇率贬值，但节奏上还是遵从于中国经济走势和中美博弈形势。
 - 今年以来中美利差仍保持倒挂，但经中美利差调整的外汇市场远期价格并未反映贬值预期有大幅抬升，这不同于去年人民币破“7”时的情境。5月18日中国外汇市场指导委员会2023年第一次会议召开，会议指出“必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作”。

◎ 去年中美利差拉大助推了人民币贬值



◎ 外汇远期市场隐含的人民币贬值预期并未大幅抬升

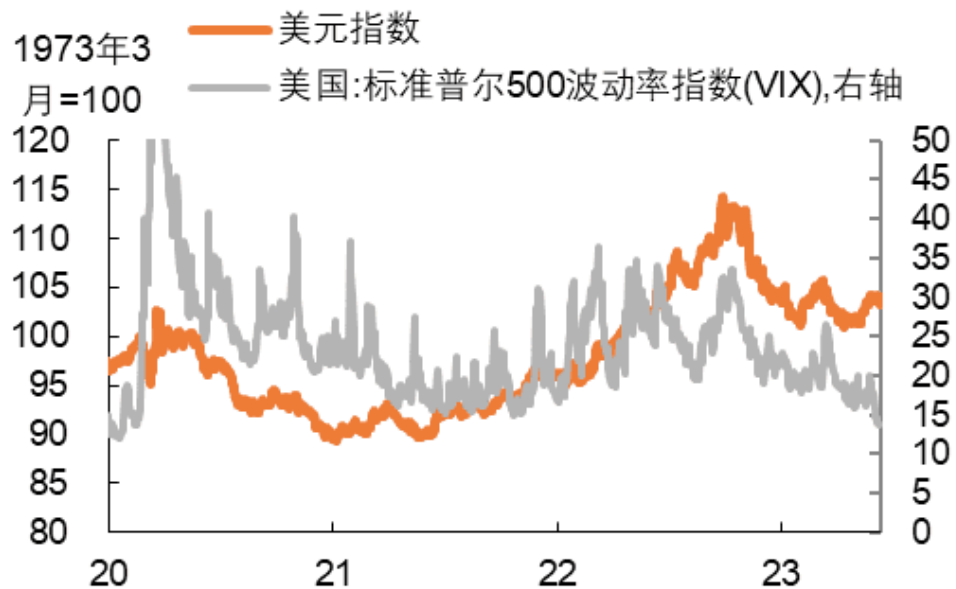


4.3 人民币汇率：破“7”无妨

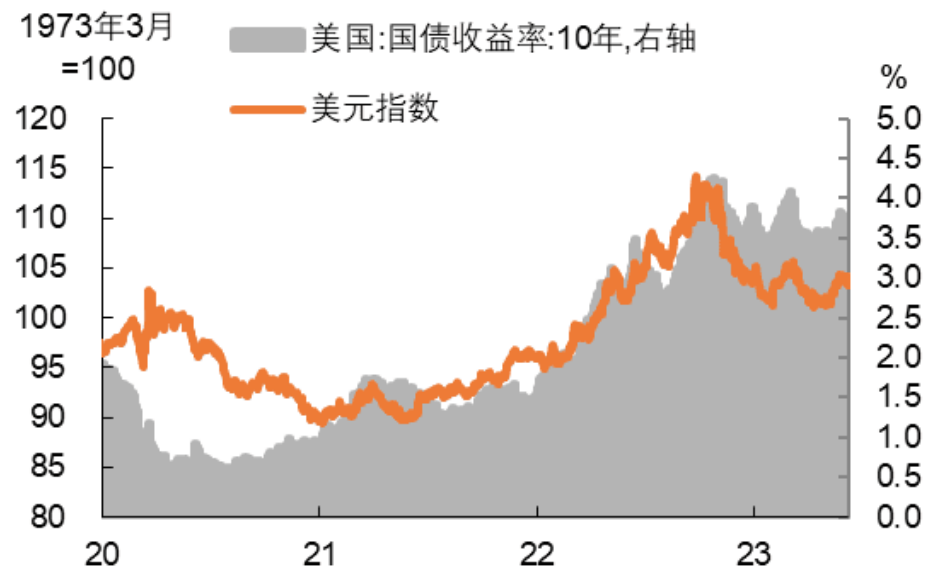
■ 下半年人民币汇率有望在震荡中回升。

- 疫情以来美元指数与三个指标相关性较高：一是VIX指数，避险属性驱动美元攀升；二是美债利率，美联储加息、美国经济高景气推升美元指数；三是美欧经济差异，美国经济的相对表现优异决定美元指数上行。
- 下半年美元指数运行中枢有望下移。目前海外风险事件在地区银行危机后回归平静；下半年随着美联储停止加息，美债利率下行空间有望打开；随着美国经济放缓，美国经济“一枝独秀”的程度下降。

◎ 相关性1：疫情以来美元指数走势充分体现
避险属性



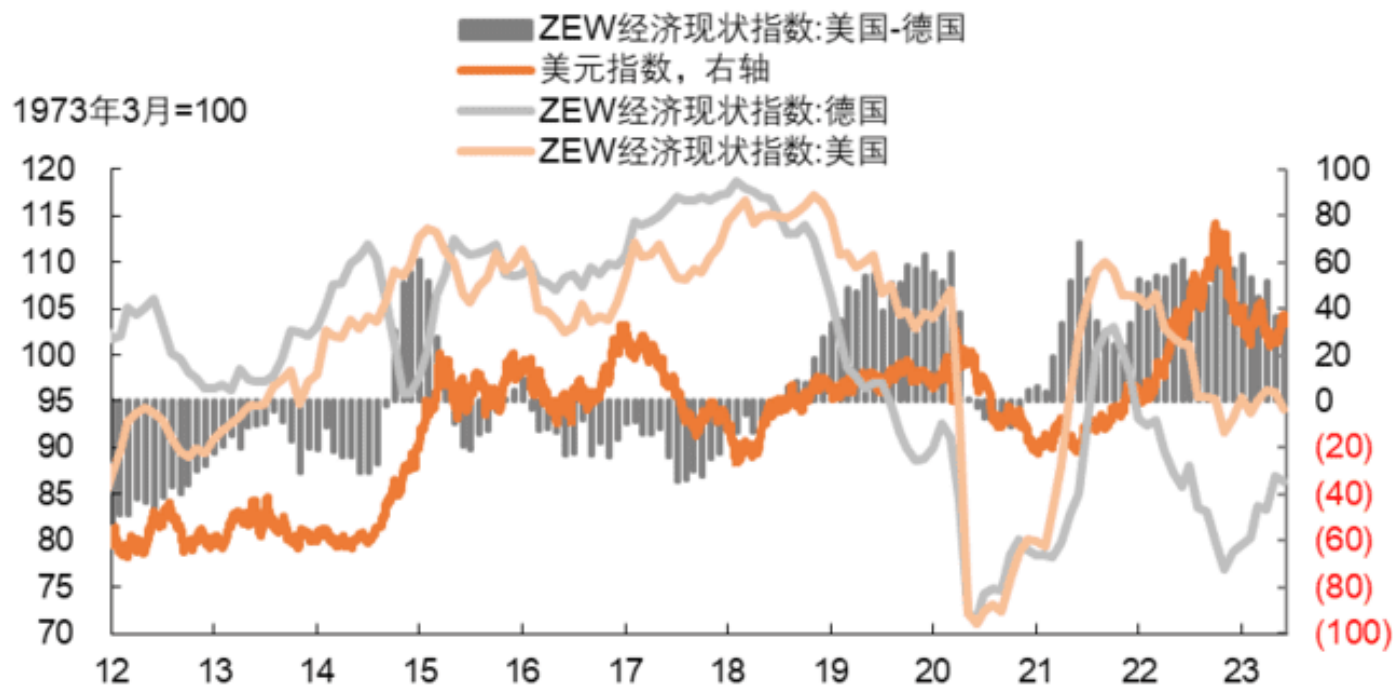
◎ 相关性2：疫情以来美元指数与美债利率
同步性较高



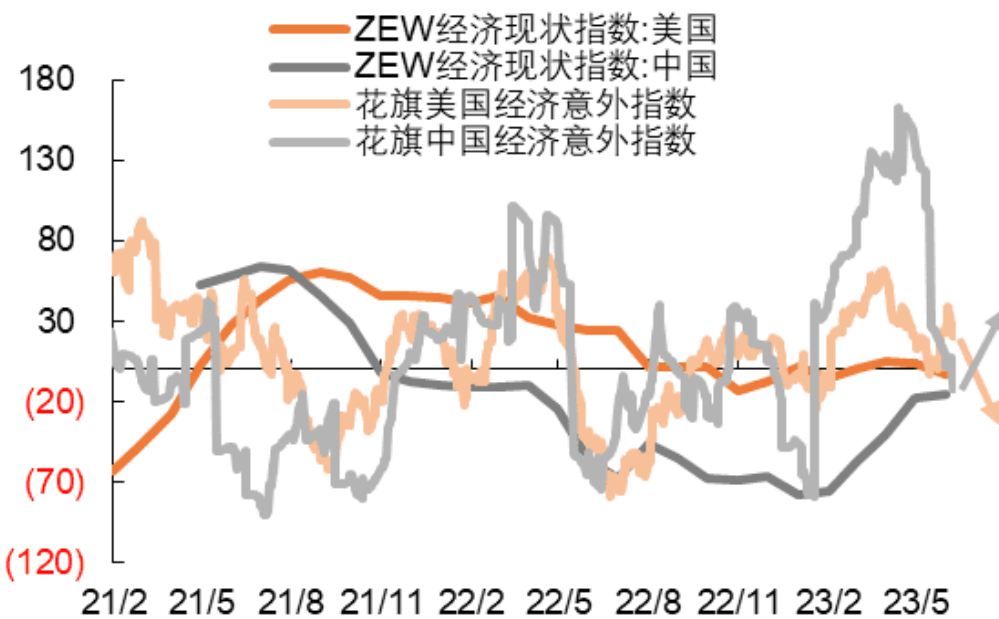
4.3 人民币汇率：破“7”无妨

- 当前美元指数的韧性主要来源于美国经济表现超预期。上半年美欧经济景气差异缩小已经带动美元指数从高点回落。年初以来人民币汇率走贬也是对“美国经济韧性强于预期、中国经济复苏不及预期”的反映。
- 下半年若中国政策加码带动中国经济复苏预期向好，而美国经济衰退预期强化，则有望促使人民币汇率回升。

◎ 相关性3：美元指数与美欧经济景气差异的相关性较好



◎ 美国经济衰退、中国经济复苏的大方向没变



风险提示

- 国内货币政策力度不及预期，以及“稳增长”的效果不及预期；
- 国内财政政策力度不及预期，地方政府债务负担及风险超预期；
- 海外经济金融环境超预期恶化，对我国出口以及金融市场产生波及；
- 国际地缘风险超预期，对我国经济复苏与金融市场产生额外压力等。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。