

经济复苏的成色如何？

——二季度宏观展望

◆ 核心观点

· 市场关于中国经济在疫情政策调整后进入强修复阶段的定价持续到1月底，之后进入震荡阶段，总体反映出对经济增长的前景和复苏动能的持续性产生了担忧。一季度GDP增长4.5%，增速不低，修复趋势仍然存在，但有效需求不足也是事实。**宏观层面存在四条预期向上的线索，后续需要关注相关领域的政策表现和数据表现。**

· **首先，就业和收入趋于改善，消费有望继续回暖。**2023年一季度社零同比增长5.8%，在低基数的情况下增速仍然低于疫情前。除了疫情达峰的影响，更主要是疫情造成的“疤痕效应”，数据上表现为居民消费和投资意愿下降，储蓄和偿债意愿上升。社零结构也指向不均衡的复苏，社交、出行相关品类有明显改善，耐用消费品呈现负增长，从内循环改善传导至收入端还需时日。而服务业的快速修复、基建持续高增、地产链的回暖对就业的支持预计将逐渐体现，当前“大兴调研之风+新气象+呵护民企+对外开放”，对企业信心修复相对积极，收入有望渐次好转。

· **第二，房地产头部企业有望获得更多政策支持。**今年销售、施工等数据明显好转，新开工还在下滑，狭义库存和广义库存指向的库存变化水平相反。我们认为现房库存压力是暂时的，随着新开工从2021年下半年开始进入负增长，2024-2025年竣工端贡献的库存将明显下降。销售端经过2022年的深度调整，已经回落至我们测算的刚需水平，未来大幅下滑的可能性较小，2024年去库存的速度将明显加快。广义库存去化时间约15个月，库销比与2017年之后相比没有显著的压力。如果新开工继续下滑，中长期内潜在住宅供给可能偏紧，导致经济可能面临着房价上涨而房地产投资并未繁荣的局面。政策端需要提升房企拿地新开工的意愿与能力，预计未来房地产融资支持政策与市场化出清并存，头部企业有望获益。

· **第三，总量层面有望完成筑底过程。**3月出口超预期，但欧美外需下行背景下年内出口仍然承压，并且去年夏天出口增速较高。出口周期总体同步于PPI周期同步于工业企业利润周期，有望在年中附近筑底。

· **第四，基建和制造业的韧性有望延续。**一季度基建投资同比10.82%，较去年增速有所回落，但仍然较高，经济弱复苏背景下，政策性开发性金融工具有望推出。制造业投资增长7%，保持了相当高的韧性。对制造业投资拉动最大的行业为政策支持力度较大的新兴产业与受能源危机影响的出口的高能耗行业。制造业投资短期影响需求，长期影响供给，聚焦于战略新兴行业的制造业投资是我国打造现代化产业结构、达到中等发达国家的主要抓手之一，未来有望持续享受政策红利。

· **流动性方面，**海外紧缩的顶部仍大概率落在年内，国内货币政策仍需要维持宽松，转向需要看到社融持续好转、经济回升、通胀压力增大，目前条件不成熟。除了存量居民房贷之外，信贷利率已经很低，利率已经不是需求不畅的原因，降息概率不大，预计仍以结构性工具为主。

· **映射到资产价格上：**向上的宏观线索有望带来复苏斜率上的超预期，对应权益市场进一步修复。债市所处的宏观周期位置偏不利，且长端利率已临近年内低点。

◆ **风险提示：美联储加息超预期、出现系统性金融风险、国内房地产销售不及预期、地缘政治冲突**

作者

潘宇昕 分析师
资格证书：S0380521010004
联系邮箱：panyx@wanhesec.com
联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观月报-复苏动力不弱，仍在初期》2023-03-22

《宏观深度-经济复苏中的波折与关键》2023-01-05

《策略周报-二十大报告学习：创新驱动、安全保障，推动高质量发展》2022-11-04

《宏观月报-逆风解意，向阳而生》2022-10-01



正文目录

一、国内经济复苏的情况.....	3
(一) 消费：有待改善.....	3
(二) 房地产：短期库存较高，中期供给能力偏低.....	4
(三) 制造业投资：韧性有望延续.....	6
(四) 基建：有望延续高增.....	8
(五) 出口：短期景气度较高，全年仍有压力.....	8
二、物价：增速偏低.....	12
三、大类资产展望.....	12
(一) 宏观层面存在四条预期改善的线索.....	12
(二) 流动性偏宽松.....	13
(三) 股优于债.....	13
四、风险提示.....	14

图表目录

图1 失业率(%).....	3
图2 社零主要分项累计增速(%).....	3
图3 居民存款持续多增(万元).....	4
图4 地产提前还贷潮仍在延续(点).....	4
图5 商品房成交面积回暖(万平方米).....	4
图6 住宅价格企稳(%).....	4
图7 狭义住宅库存及去化周期(万平方米、月).....	4
图8 广义住宅库存及去化周期(万平方米、月).....	4
图9 新开工领先竣工10-11个季度(%).....	5
图10 刚需购房面积测算(万平方米).....	5
图11 民间制造业投资增速(%).....	6
图12 1-2月各行业对制造业投资的拉动(%).....	6
图13 中长期贷款余额同比增速及贷款利率(%, 利率为右轴).....	7
图14 地方政府专项债净融资(亿元).....	8
图15 基建相关数据(%).....	8
图16 中国主要出口国家和地区出口金额增速(%).....	8
图17 韩国、越南近期出口情况(%).....	8
图18 出口金额总体同步于PPI增速(3个月移动平均, %).....	9
图19 美国GDP增速(%).....	9
图20 美国通胀情况(%).....	9
图21 各分项对美国CPI的拉动(%).....	10
图22 美国通胀情况(%).....	10
图23 新增非农就业6个月移动平均低于10万人对于衰退有较好的提示作用(千人).....	10
图24 美国个人消费支出增速(%).....	11
图25 美国住房市场有企稳迹象(点、千套(右轴)).....	11
图26 欧元区核心通胀持续走高(%).....	11
图27 欧美政策利率处于高位(%).....	11
图28 东盟和印度构成我国最大的出口地区.....	11
图29 东南亚国家制造业PMI(%).....	11
图30 猪肉价格或已见顶(%, 元/千克).....	12
图31 油价(美元/桶).....	12
图32 3月FOMC加息点阵图(%).....	13
图33 市场预期的加息路径(4月17日).....	13
图34 沪深300VS10年期国债收益率(%, 点).....	14
图35 主要指数涨跌幅(1月30日-4月17日).....	14
图36 申万行业涨跌幅(1月30日-4月17日).....	14

一、国内经济复苏的情况

随着去年年底疫情防控政策的调整和疫情迅速达峰，到今年3月份的时候，我们的社会生活基本已经恢复到相对正常的状态，伴随疫情渐行渐远的是A股市场的明显修复，从wind全A的走势看，市场关于中国经济在疫情政策调整后进入强修复阶段的定价持续到1月底。之后随着政策利好的阶段性兑现、两会略显保守的政策表述、欧美银行风险的暴露，市场进入震荡下行阶段。总的来看，外围市场的风险事件对国内的影响相对有限，当前市场的波动反映出市场对经济增长的前景和复苏动能的持续性产生了担忧。

2022年，围绕着疫情反复、房住不炒、制造业红利、美联储加息等宏观线索，全社会资产负债表出现深刻调整，经济数据上表现为消费低迷、房地产大幅调整、制造业与基建投资的较快增长、出口放缓等。2023年，中国经济面临的内外部约束条件发生了重大转变，叠加中国的中期目标——在2035年达到中等发达国家水平——对应经济年化复合增速在5%左右，今年一季度GDP增速为4.5%，考虑到年初疫情的影响，总量增速不算低，但各个关键领域增长情况差异化明显，我们认为中期视角的修复仍在推进，短期的环比变化可能对资产价格的影响更大。因此，对当前经济复苏的情况做一个检视，是非常必要的。

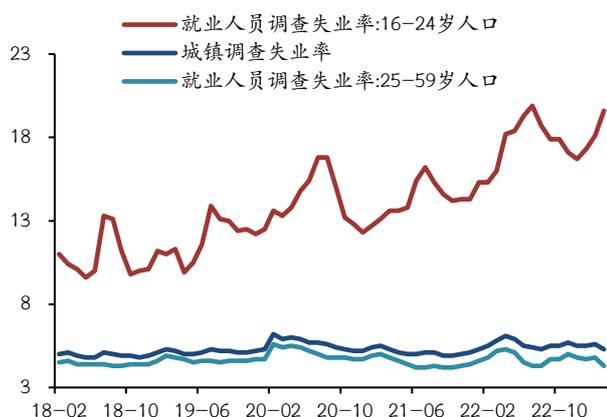
（一）消费：有待改善

2023年一季度社零同比增长5.8%，在低基数的情况下增速仍然低于疫情前。一方面我们认为受到年初疫情集中爆发对于消费存在一定的拖累。1-2月社零同比3.5%，3月当月反弹至10%，与疫情退出的节奏相符合，同时，一季度零售增速最快的是药品类，印证了疫情达峰的影响。

另一方面更重要的是，疫情给居民的心理留下了一些创伤。过去三年多的时间里，经济社会生活受到明显约束，居民收入预期的不稳定性、收入增速的放缓、青年人口的失业问题，民众对于风险的容忍和承受能力相比疫情之前出现了不小的下降，在数据方面体现为消费和投资意愿下降，储蓄和偿债意愿上升。

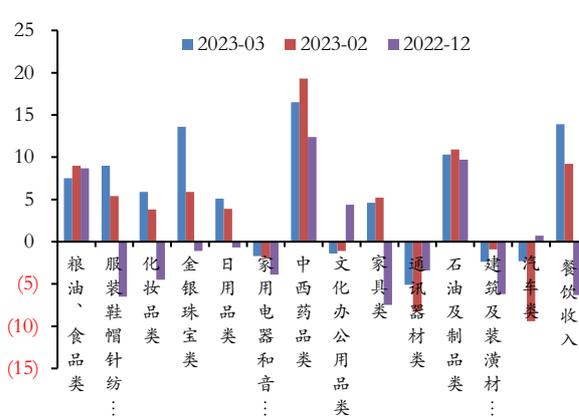
社零分项的增速差异符合疫后的消费逻辑，受到抑制时间最长的消费品类复苏最强劲，一季度餐饮收入同比13.9%，逐月修复；服装鞋帽、化妆品、珠宝等与社交、出行相关的品类增速较2022年全年有明显改善，而汽车、手机、家电等耐用消费品呈现负增长，从内循环改善传导至收入端还需时日。

图1 失业率(%)



资料来源：wind，万和证券研究所

图2 社零主要分项累计增速(%)

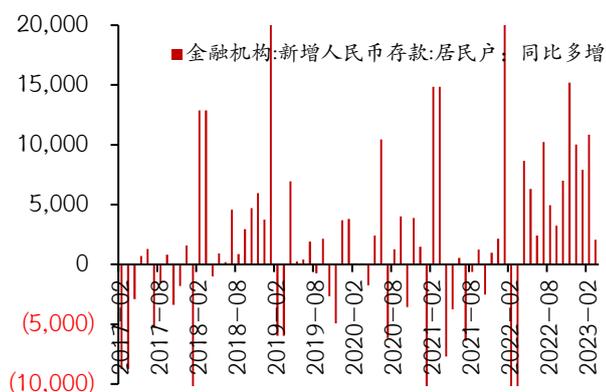


资料来源：wind，万和证券研究所

资产负债方面，居民部门的资产配置行为比较保守，修复资产负债表的意愿比较强烈。2023年1季度新增住户存款同比多增2万亿元，同时，提前还贷潮仍在延续，今年4月RMBS条件早偿率指数仍处于相对高位，背后的原因除了持续了一段时间的房地产预期转弱以外，主要是存量和增量房贷利率出现大幅偏离导致的，提前还贷可以减少利息支出，一季度新增居民长期贷

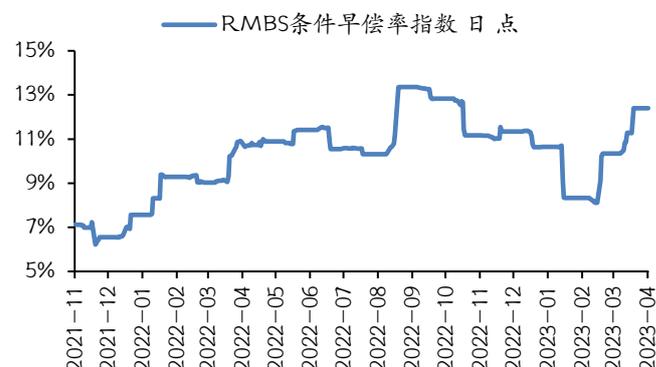
款同比少增 1258 亿，短期贷款同比多增 5710 亿，可能存在以利率较低的短期贷款置换利率较高的房贷的行为，当前宽松的信贷政策对于居民修复资产负债表有积极的意义。随着房地产销售和价格的企稳，目前已经有这样的迹象，居民资产负债表有望重新打开。

图 3 居民存款持续多增（万元）



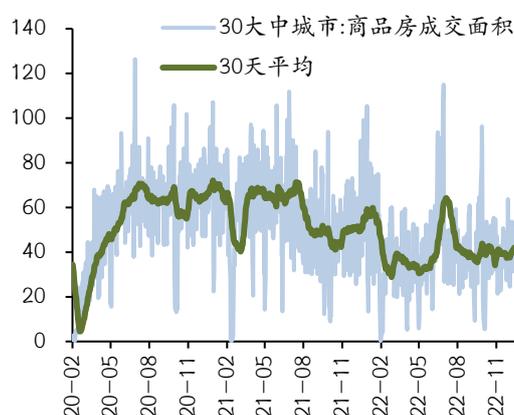
资料来源：wind，万和证券研究所

图 4 地产提前还贷潮仍在延续（点）



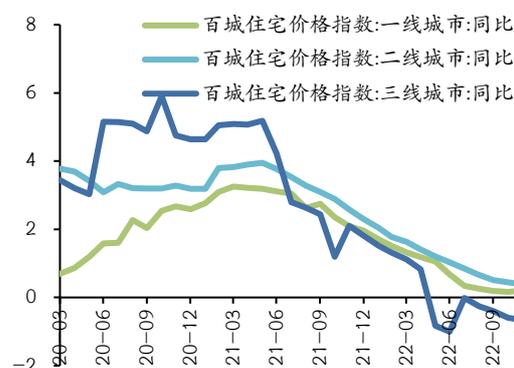
资料来源：wind，万和证券研究所

图 5 商品房成交面积回暖（万平方米）



资料来源：wind，万和证券研究所

图 6 住宅价格企稳（%）



资料来源：wind，万和证券研究所

（二）房地产：短期库存较高，中期供给能力偏低

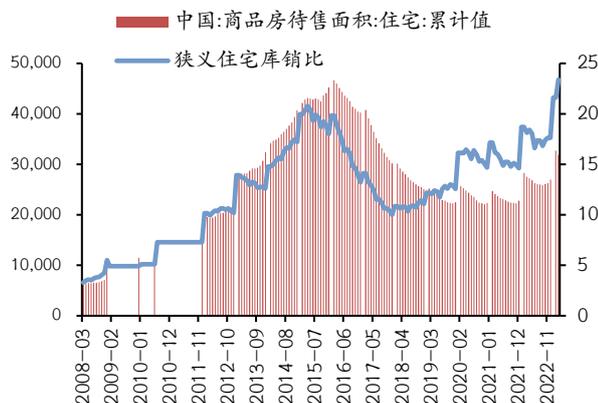
2022 年中国房地产市场经历了大幅调整，销售下降 25% 左右，新开工下降 40%，开发投资下降 10%，整个房地产行业显示出较为广泛的违约压力。进入 2023 年，随着防疫政策的调整、“保交楼”政策的推进、以及政府对房地产行业采取了非常强有力的扶持政策，销售、施工等数据明显好转，其中，1-3 月住宅销售面积 2.6 亿平方米，同比下降 0.2%，竣工同比增长 16.8%，新开工提供下降 19.2%。住宅待售面积 3.2 亿平方米，同比增长 15%，狭义库销比达到 23 个月，但是值得注意的是，以“扣除不可销售面积¹后的累计新开工与累计销售面积之差”来衡量的广义住房库存却呈现持续下降的趋势，处于 2011 年以来较低的水平。

从两种口径的差异及供需状况来看，我们认为现房库存压力是暂时的，反而住宅市场可能面临着中期供应不足的问题。

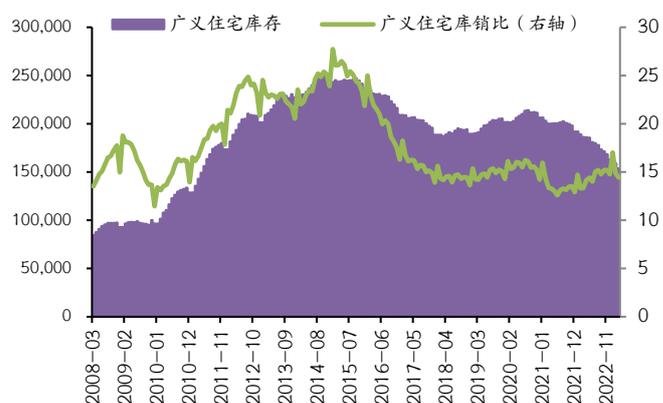
图 7 狭义住宅库存及去化周期（万平方米、月）

图 8 广义住宅库存及去化周期（万平方米、月）

¹ 2006-2017 年房屋竣工面积中不可售部分占比约 5%，云南、江西、山西竣工住宅面积中不可售面积占比约 4%，我们假设整体的住宅不可售面积占比约 3%。



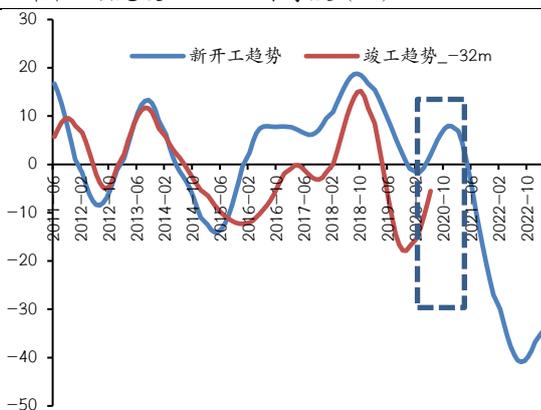
资料来源：wind，万和证券研究所



资料来源：wind，万和证券研究所

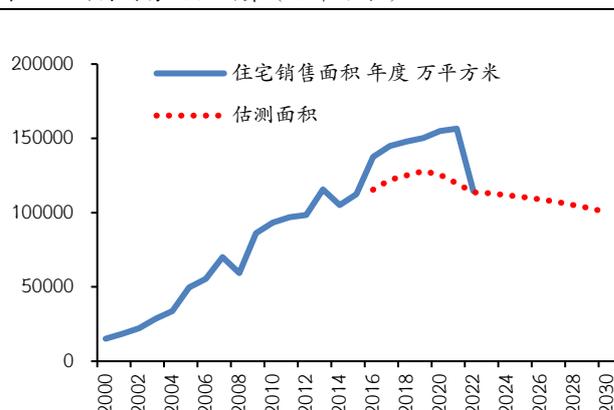
首先，我们看到的待售面积上行一方面是由于去年销售不景气，更重要的房地产整体进入了竣工周期，而今年可能是竣工端的最后一个春天。根据我们测算，竣工增速滞后新开工增速 10-11 个季度，2020 年四季度到 2021 年末的竣工端高速增长大致对应着 2018 年一季度到 2019 年一季度的开工项目，今年的竣工大致对应着 2020 年三季度到 2021 年二季度的新开工。因此今年房地产的竣工端大概率会有不错的表现，再加上“保交楼”的推进，对地产后周期消费也有相应的拉动作用。基于这样的规律，由于新开工从 2021 年下半年开始进入负增长，在整个 2022 年深度回落，因此 2024、2025 年的房地产竣工端能贡献的库存将明显下降。而销售端经过 2022 年的深度调整，已经回落到我们测算的刚需水平，我们估算的 2023 年至 2025 年的购房刚需均值在 11.2 亿平方米，如果考虑改善性住房的需求，随着房价的企稳，未来销售面积大幅下滑的可能性较小。总体而言，今年现房的库存可能仍有上行压力，但进入 2024 年库存的去化将明显加快。

图 9 新开工领先竣工 10-11 个季度 (%)



资料来源：wind，万和证券研究所

图 10 刚需购房面积测算 (万平方米)



资料来源：wind，万和证券研究所

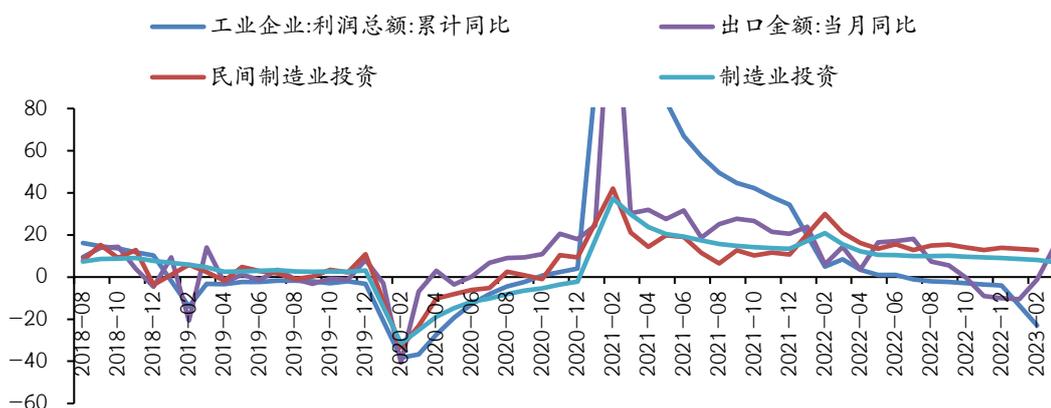
广义库存相比狭义的现房库存包含了所有在建未售的面积，可以衡量中长期住房的供应。截至 3 月的广义住宅库存约 15 亿平方米，以过去 12 个月平均销售面积为分母测算的库存去化时间约 15 个月，与 2017 年之后的库销比相比没有特别显著的压力。如果新开工继续下滑，中长期内潜在住宅供给可能偏紧，导致经济可能面临着房价上涨而房地产投资并未繁荣的局面。

因此，政策端除了为在建工程提供资金支持之外，还需要提升房企拿地新开工的意愿与能力。根据中指研究院发布的《2023 中国房地产百强企业研究报告》，百强房企“三道红线”指标均值均已合规，但净负债率均值为 82.9%，较上年上升 0.7 个百分点；现金短债比均值为 1.6，较上年下降 0.2，表明房地产企业的偿债压力依然较大，现金流仍然紧张。今年 3 月房地产开发企业到位资金同比增速已转正，但一季度整体到位资金同比下降 9%，融资压力仍然较大。今年政府工作报告提及“化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”和“防止无序扩张”，预计未来房地产融资主体支持政策与市场化出清并存，在供需格局明显优化的情况下，头部企业盈利能力改善预期较强。

（三）制造业投资：韧性有望延续

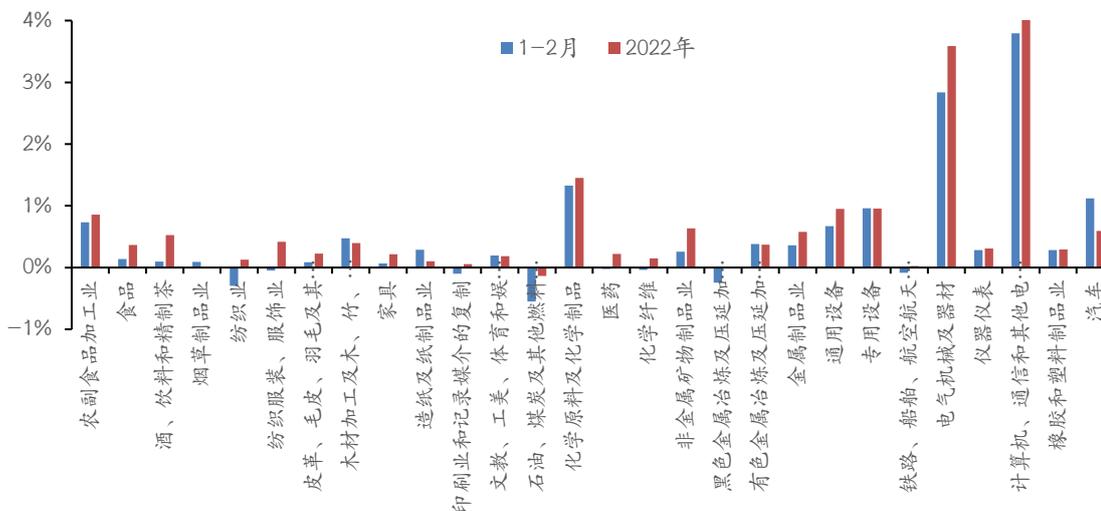
今年一季度中国制造业投资累计增长 7%，在高基数、出口下行、利润下行的情况下仍然保持了相当高的韧性。制造业以民企为主体的市场结构，决定了制造业投资是高度市场化的行为，只有预期回报率维持在高位的时候，企业才有比较强的动力投资扩产。从行业来看，从去年到今年 2 月对制造业增速拉动最大为计算机通信和电子设备、电气机械、通用+专用设备、汽车等装备制造业和化工行业，正好对应政策支持力度较大的新兴产业与受能源危机影响的高能耗产品行业。

图 11 民间制造业投资增速 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 12 1-2 月各行业对制造业投资的拉动 (%)

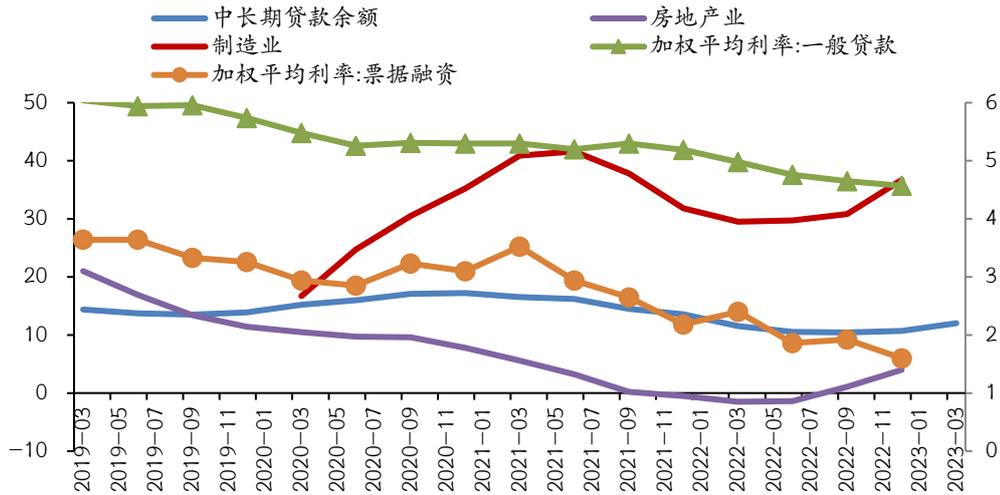


资料来源：Wind、万和证券研究所

往后看，尽管消费弱复苏、地产尚未完全转向、出口承压已然成为市场共识，但在政策支持和金融倾斜的背景下，我们认为制造业投资增速中枢仍然有望维持高位。

打造现代化的产业结构，推动制造业高质量发展是我国实现“中等发达国家”的必然之路。“十四五”规划纲要将“加快推进制造强国、质量强国建设”列为重点任务，明确要求“推进制造业补链强链，强化资源、技术、装备支撑”，“扩大制造业中长期贷款、信用贷款规模，增加技改贷款，推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜”。2020 年以来金融政策明显倾向于制造业，制造业中长期贷款余额同比增速在疫情之后迅速攀升，2022 年同比增长 36.7%，并且贷款利率也在持续下行，有利于制造业企业扩大投资。今年以来，中央及各地方政府陆续出台了支持制造业高质量发展的相关政策，围绕高新技术企业、“专精特新”中小企业、创新型中小企业等市场主体，在税费、信贷、上市、产业孵化等方面给予支持，推进先进制造业集群发展。

图 13 中长期贷款余额同比增速及贷款利率（%，利率为右轴）



资料来源：Wind、万和证券研究所

表 1:今年以来中央及各地方政府关于支持制造业高质量发展的部分政策

政策文件	日期	部门	相关内容
国务院新闻办就“更好发挥税收职能作用更优质服务经济社会高质量发展”举行发布会	2023-4-6	国务院新闻办	落实并持续优化完善税费支持政策，进一步助力制造业高质量发展。一是支持高端化。 通过落实并完善高新技术企业税收优惠、制造业重点行业新购固定资产加速折旧等支持政策，推动制造业向高端化升级。 二是助力智能化。 发挥好研发费用加计扣除、技术转让税收优惠等政策作用，推动制造业加快数字化转型，不断提升智能化水平。 三是引导绿色化。 实施好环境保护、节能节水等专用设备投资抵免企业所得税、资源综合利用等税费支持。
关于印发助力中小微企业稳增长调结构强能力若干措施的通知	2023-1-14	国务院促进中小企业发展工作领导小组办公室	加大对中小微企业的金融支持力度。加大专精特新中小企业培育力度。 中央财政通过中小企业发展专项资金继续支持专精特新中小企业高质量发展和小微企业融资担保业务降费奖补，加大对优质中小企业直接融资支持。 支持专精特新中小企业上市融资；促进中小企业特色产业集群高质量发展。 构建中小企业特色产业集群梯度培育体系，壮大集群主导产业，促进集群内中小微企业专精特新发展。
重庆市《以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量实施方案》的通知	2023-4-10	重庆市发改委	落实好境外投资者以分配利润直接投资暂不征收预提所得税等政策。 各区县、开发开放平台依据自身发展重点和实际情况，可在法定权限范围内进一步出台招商引资优惠政策， 鼓励外商投资企业境内再投资制造业领域。支持制造业外商投资企业进出口。优化我市制造业外商投资企业在 RCEP 区域内的产业链布局。
安徽省《以数字化转型推动制造业高端化智能化绿色化发展实施方案（2023—2025 年）》	2023-3-22	安徽省人民政府办公厅	制造业品质品牌提升工程。 打造一流产品、一流企业、一流产业，开展关键技术创新、重大课题研究，支持企业主导制定国际、国家（行业）标准， 培育一批专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业，推动制造业向价值链中高端迈进。
安徽省《支持以数字化转型推动制造业高端化智能化绿色化发展若干政策》	2023-3-22	安徽省人民政府办公厅	加大金融支持力度。 利用安徽省普惠型小微企业贷款风险补偿引导资金，对符合补偿条件的制造业企业数字化改造贷款给予风险补偿。加大全省各类产业发展基金对数字化转型的支持力度，在省十大新兴产业引导基金体系中，设立省制造业数字化转型子基金。
《2023 年广东金融支持经济高质量发展行动方案》	2023-3-2	广东省人民政府	实施“金融+制造”工程支持制造业高质量发展。 创新“牵头行”服务模式，为我省重点培育发展的战略性新兴产业集群和未来产业集群提供多样化金融服务。 推广设立银行制造业服务中心，加大对储能、集成电路、硅能源、超高清视频显示等重点产业的支持，扩大技术改造信贷规模。 继续加强对制造业中小微企业融资支持。抓住注册制改革机遇， 加大制造业企业辅导改制上市工作力度。 出台发展融资租赁支持“制造业当家”的政策文件。 对通过省中小企业融资平台发放的符合条件的制造业中小微企业贷款，给予一定贴息支持。
北京市《推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	2023-2-21	北京市发改委	提出集中发力的 8 个重点领域。 一是深化新一代信息技术和制造业服务业融合，二是推动医药制造与健康服务有机融合，三是打造智能网联汽车制造和服务全链条体系，四是促进集成电路制造与研发设计服务一体化发展，五是提升高端装备与服务融合水平，六是推进新能源和节能环保与相关产业绿色融合，七是促进现代物流和制造业高效融合，八是释放消费领域服务与制造融合潜力。
四川省《聚焦高质量发展推动经济运行整体好轉的若干政策措施》	2023-2-7	四川人民政府	支持制造强省重大工程建设， 安排专项资金支持产业基础再造工程、重大技术装备攻关工程、产业链强链补链工程，突破一批关键核心技术，支持重大技术装备首台套、新材料首批次、软件首版次推广应用。安排专项资金实施培育“专精特新”企业等。

东莞《关于坚持以制造业当家推动实体经济高质量发展的若干措施》	2023-1-29	东莞市人民政府	支持制造业科技创新。 加快构建“源头创新+技术攻关+成果转化+科技金融+人才支撑”全过程创新生态链。支持制造业骨干企业发展壮大。支持企业加快利用资本市场，完善“专精特新”企业“国家—省—市”梯度培育体系，支持“专精特新”企业联合申请产业用地。
--------------------------------	-----------	---------	--

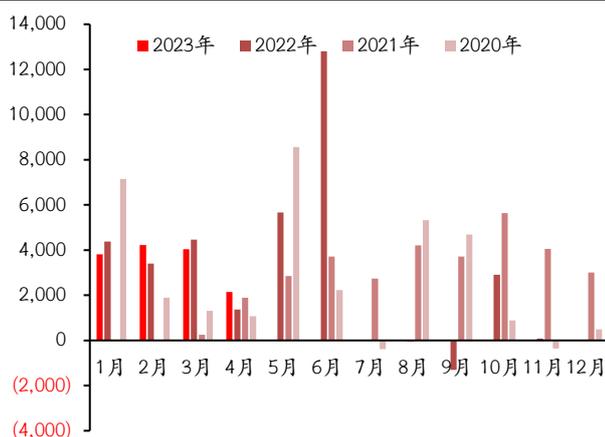
资料来源：国务院、各地方政府网站、万和证券研究所

（四）基建：有望延续高增

基建继续加速，二季度预计仍将超过 10%。一季度基础设施投资同比 10.82%，较去年全年的增速有所回落，但仍然是比较高的增速，其中，水利管理业投资增长 10.3%，公共设施管理业投资增长 7.7%，铁路运输业投资增长 17.6%，道路运输业投资增长 8.5%。同时，4 月以来基建相关高频数据继续保持向上，为经济修复、就业改善提供动力，我们理解主要与专项债提前批的影响集中释放有关。

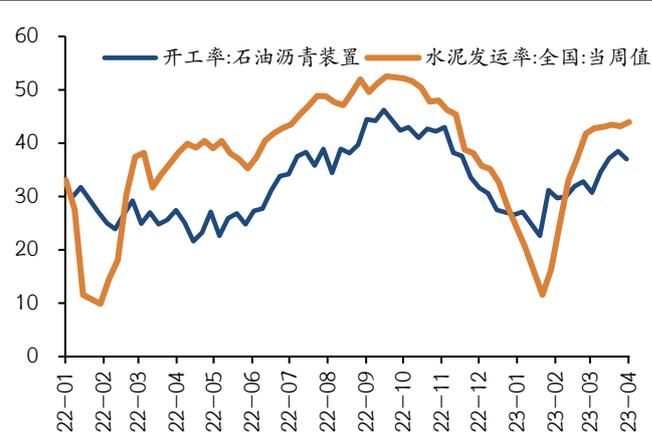
经济弱复苏背景下，财政仍需加力。今年政府工作报告中关于财政空间的表述较为谨慎，2023 年目标赤字率上升 0.2 个点至 3.0%，赤字规模 3.88 万亿元，较上一年增加 5100 亿元，地方政府专项债券拟安排 3.8 万亿元，较上一年增加 1500 亿元，属于市场预期的下限范围，但由于收入端好于去年，广义财政支出增速仍有望高于去年实际完成的 3.3%。此外，政策性开发性金融工具一般用于支持重大的基础设施建设项目，是今年广义财政政策的看点之一。中央经济工作会议明确表示“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”，我们预计可能会在年中附近推出落地，即专项债发行尾声这一时点。

图 14 地方政府专项债净融资（亿元）



资料来源：wind，万和证券研究所

图 15 基建相关数据（%）



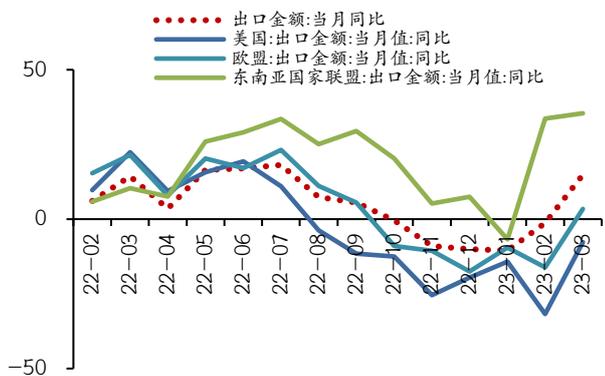
资料来源：wind，万和证券研究所

（五）出口：短期景气度较高，全年仍有压力

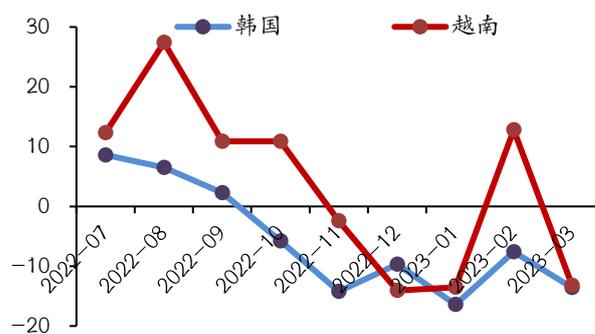
3 月出口超预期，但欧美外需下行背景下年内出口仍然承压。今年一季度我国出口 8218 亿美元，累计同比上涨 0.5%，其中 3 月单月同比大幅上涨 14.8%，而同期韩国、越南的出口同比下降 13% 左右，我们倾向于认为出口的回升主要是由疫情达峰后国内供应能力提升带来的订单集中释放，后续的脉冲将会减弱，也可能跟欧美年初的经济表现较好有关，但总体仍有进一步放缓的压力，并且去年夏天出口基数较高，预计年中附近可见到出口增速的低点。另一个角度来看，由于出口金额总体同步于 PPI 增速，价格因素的拖累预计在 2 季度筑底。

图 16 中国主要出口国家和地区出口金额增速（%）

图 17 韩国、越南近期出口情况（%）



资料来源: Wind、万和证券研究所



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 18 出口金额总体同步于 PPI 增速 (3 个月移动平均, %)



资料来源: Wind、万和证券研究所

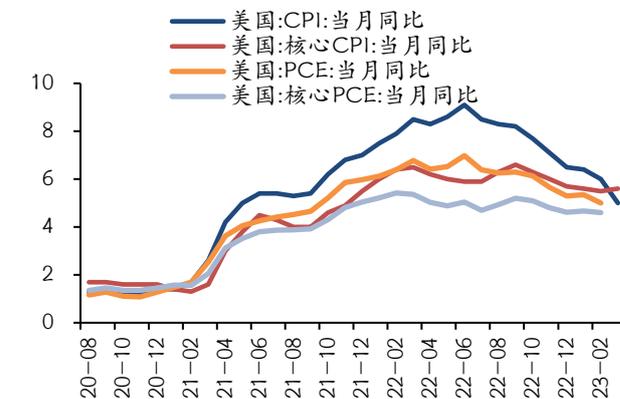
美国经济预计延续放缓,但深度衰退言之尚早。在美联储持续加息的影响下,美国 GDP 同比增速不断放缓,去年 4 季度同比折年率下降到 0.88%,但环比又连续两个季度增长。3 月份 CPI 同比增长 5%,较去年 6 月高点的 9.1%已有明显下降,但仍然远高于美联储 2%的长期目标值,并且,通胀的下降主要在于能源价格的下跌,而住宅、服务业等通胀下降非常有限,主要是由于美国就业市场仍然比较强劲,美国职位空缺率处于高位,薪资增速尽管已有明显放缓,但对消费端尚且没有显著影响,2 月美国个人耐用品消费支出同比 2.74%。整体看来,美国经济韧性仍较高,美联储抗击通胀的路程仍然非常艰巨,目前美国银行业危机已暂告一段落,美联储预计将继续加息或将利率维持在高位,从而使得需求端降温以达到降低通胀的目的,所以经济增速放缓乃至一定程度的衰退是大概率的。

图 19 美国 GDP 增速 (%)



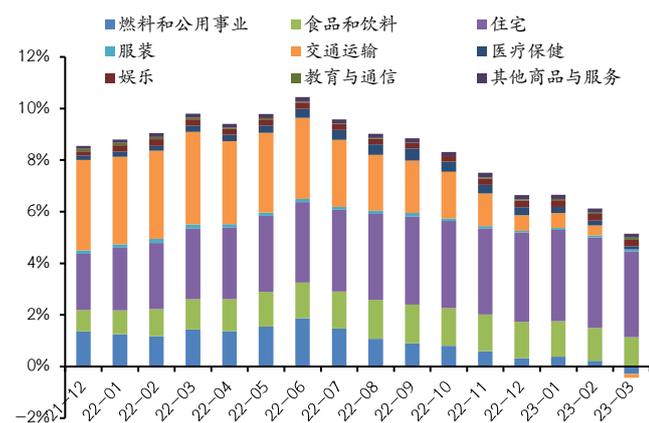
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 20 美国通胀情况 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 21 各分项对美国 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

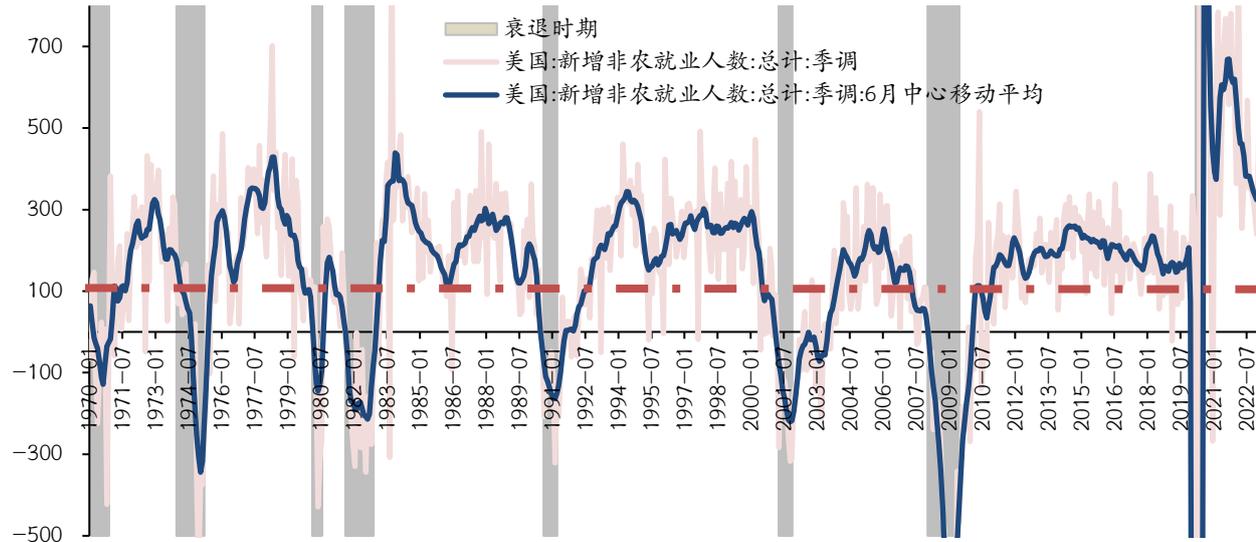
图 22 美国通胀情况 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

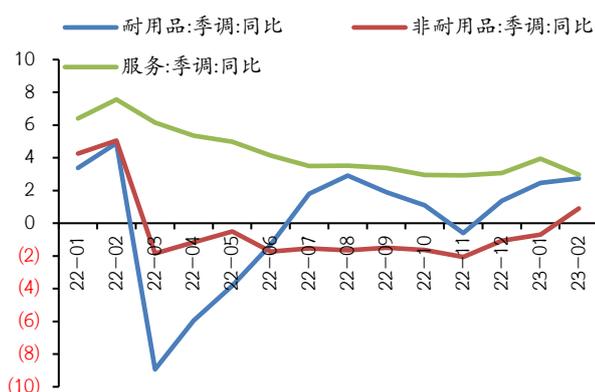
回顾美国历史上的多次衰退，新增非农就业 6 个月移动平均低于 10 万人时对于衰退有较好的提示作用，2023 年 3 月新增非农就业人数仍有 23.6 万人，房地产、消费等利率敏感领域目前没有进一步恶化的迹象，深度衰退言之尚早，如果通胀能延续较快回落的趋势，美国经济“软着陆”的空间将扩大，但服务业通胀粘性总体是制约了这一可能性，所以目前关于美国经济前景的基准假设仍然是温和衰退。

图 23 新增非农就业 6 个月移动平均低于 10 万人对于衰退有较好的提示作用 (千人)



资料来源：CME、万和证券研究所

图 24 美国个人消费支出增速 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

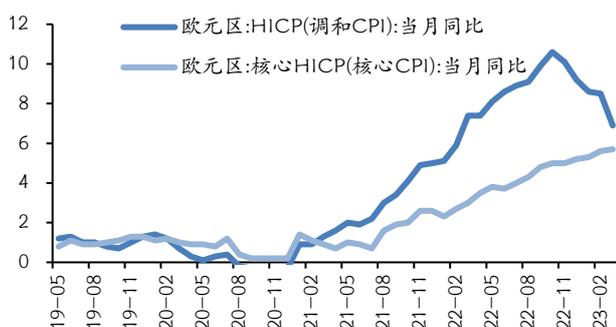
图 25 美国住房市场有企稳迹象 (点、千套 (右轴))



资料来源: Wind、万和证券研究所

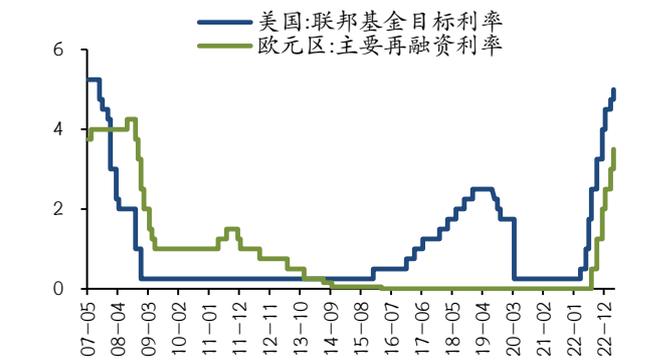
欧元区通胀仍高，欧洲加息之路未到尽头。随着欧洲能源危机的逐渐缓解，欧元区 HICP3 月下降至 6.9%，但是核心 HICP 同比上涨 5.7%，再创历史新高，预计欧央行仍将继续加息，欧元区经济衰退风险加大。欧美经济不改下行趋势对应我国外需的下行压力仍存。

图 26 欧元区核心通胀持续走高 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

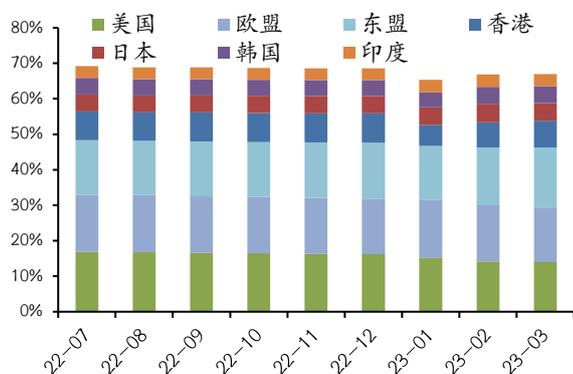
图 27 欧美政策利率处于高位 (%)



资料来源: Wind、万和证券研究所

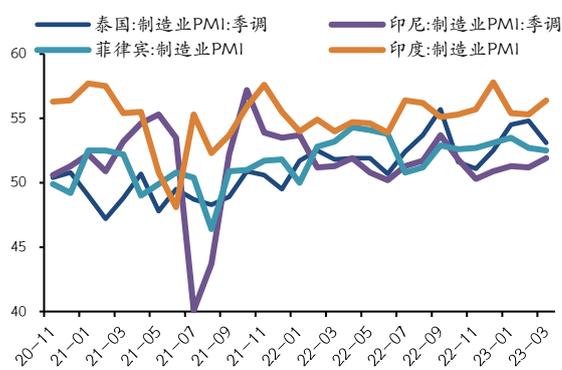
但是部分产品出口景气度仍高，以及 RCEP 的贸易创造效应对出口的支撑仍然较强。从出口结构来看，3 月汽车出口金额同比 123.8%，景气度持续处于高位，指向我国制造业升级。从出口地区来看，东盟和印度等东南亚和南亚国家构成我国最大的出口地区，占出口总额的 20%，以泰国、印度为代表的新兴市场制造业 PMI 依旧保持在荣枯线以上运行，将对我国出口构成支撑。

图 28 东盟和印度构成我国最大的出口地区



资料来源: Wind、万和证券研究所

图 29 东南亚国家制造业 PMI (%)



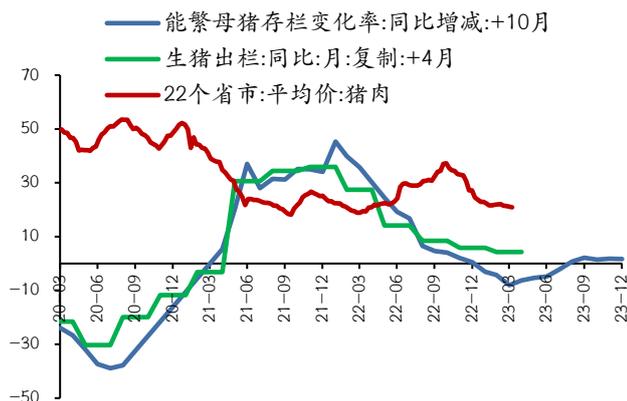
资料来源: Wind、万和证券研究所

二、物价：增速偏低

CPI 受食品和能源拖累维持偏低位，核心 CPI 增速仍偏低。3 月 CPI 同比 0.7%，较 1 月的读数下降 1.4 个百分点，扣除翘尾因素以外，新涨价因素也在收缩，主要是受到猪价、菜价、石油价格下行的拖累。猪价方面，本轮能繁母猪同比增速于 2022 年 5 月触底反弹，历史上的猪周期中能繁母猪同比拐点领先猪价拐点 10 个月左右，预期中的猪价高点应该在 2023 年二季度前后，但由于之前疫情限制了下游需求，本轮猪价上行可能已经结束，但由于生猪产能的反弹幅度也比较温和，后续消费逐渐修复对猪肉价格也有一定支撑，预计全年猪价走势相对平稳。油价方面，3 月布伦特原油价格较上年同期下降 30%，较年初下降 5%，往后看，在供需两端均下行的情况下，油价中枢预计变化有限。3 月核心 CPI 同比 0.7%，仍然比较低，服务项价格回暖相对较快，同比增长 0.8%。CPI 的情况总体反映出当前需求不强、复苏不同步。

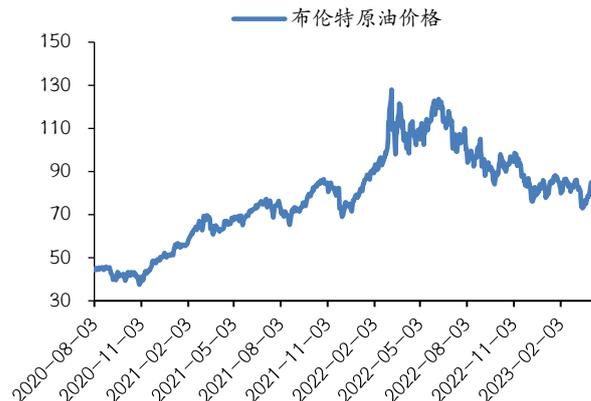
PPI 大概率于二季度触底回升。3 月 PPI 同比下降 2.5%，较 1 月跌幅进一步扩大。我们通过回归分析发现原油价格及其滞后项对 PPI 同比增速的解释力度超过 80%，今年上半年油价基数相对偏高，将导致 PPI 呈明显负增长，油价对 PPI 的拖累预计在下半年逐渐降低，动力煤、螺纹钢、铜等受国内需求影响较大的工业品需求端存在一定支撑，我们判断 PPI 大概率在二季度触底回升，年内有望转正。

图 30 猪肉价格或已见顶（%，元/千克）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 31 油价（美元/桶）



资料来源：Wind、万和证券研究所

三、大类资产展望

（一）宏观层面存在四条预期改善的线索

部分领域增速较高说明经济修复的趋势仍在，同时有效需求不足也是事实，宏观层面存在四条预期向上的线索，后续需要关注相关领域的的数据表现和政策。

首先，未来就业和收入改善的趋势是比较明朗的。服务业的快速修复、基建持续高增、地产链的回归对就业的支持预计将逐渐体现，农民工、青年人等消费倾向更高群体的就业改善有望预计将带动消费的改善，同时，当前“大兴调研之风+新气象+呵护民企+对外开放”，对企业信心修复相对积极，收入有望渐次好转。

第二，房地产头部企业有望获得更多政策支持。过去两年房地产供给侧则经历了显著的出清和收缩，从两种口径的差异及供需状况来看，我们认为现房库存压力是暂时的，反而住宅市场可

能面临着中期供应不足的问题。经济可能面临着房价上涨而房地产投资并未繁荣的局面，政策端需要提升房企拿地新开工的意愿与能力，头部企业预计获益较多。

第三，总量层面有望完成筑底过程。出口周期同步于 PPI 周期同步于工业企业利润周期，预计在年中附近筑底。

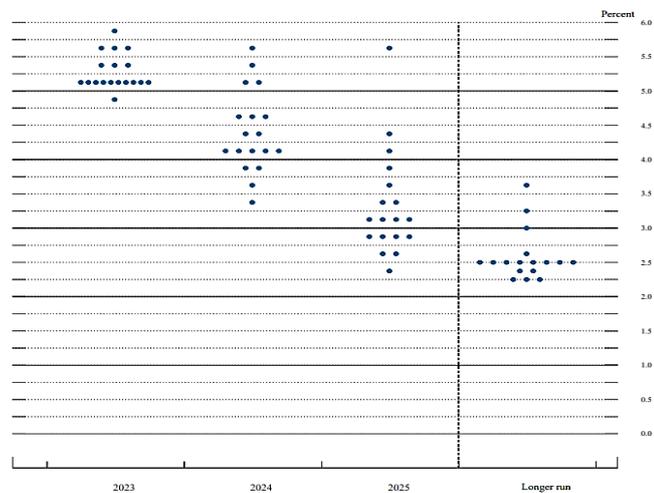
第四，基建和制造业的韧性有望延续。制造业投资短期影响需求，长期影响供给，聚焦于战略新兴行业的制造业投资是我国打造现代化产业结构、达到中等发达国家的主要抓手之一，未来有望持续享受政策红利。经济弱复苏背景下，政策性开发性金融工具有望推出，对基建形成助力。

（二）流动性偏宽松

海外紧缩的顶部仍大概率落在年内，对应美债收益率、美元指数的见顶。国内货币政策转向需要看到社融持续好转、经济回升、通胀压力增大，目前条件不成熟，预计仍以结构性工具为主。

美联储目前的政策利率在已经达到 5%，从目前已处于高位的利率、放缓中的通胀增速、薪资增速，以及初步呈现出脆弱性的金融市场来看，美联储加息接近尾声。根据近日公布的 3 月议息会议的加息点阵图，2023 财年的利率终值大概率落在 5-5.25% 的区间，而市场对加息路径则更为乐观，CME 利率合约显示市场认为下半年有望开启降息，近期美国纳斯达克指数的反弹也反映了流动性向好的预期。

图 32 3 月 FOMC 加息点阵图 (%)



资料来源：FOMC、万和证券研究所

图 33 市场预期的加息路径 (4 月 17 日)

MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	83.5%	0.0
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	69.3%	17.7
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	33.9%	50.1%	11.1
9/20/2023	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	21.4%	43.1%	27.9%	4.8
11/1/2023	0.0%	0.0%	1.7%	14.1%	34.6%	33.9%	13.9%	1.9
12/13/2023	0.0%	1.3%	11.7%	30.6%	34.0%	17.8%	4.2%	0.4
1/31/2024	1.1%	10.1%	27.7%	33.5%	20.2%	6.3%	0.9%	0.1
3/20/2024	9.1%	25.8%	32.9%	21.7%	7.8%	1.5%	0.2%	0.0
5/1/2024	26.4%	31.9%	20.5%	7.3%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0
6/19/2024	29.4%	25.8%	13.4%	4.1%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0
7/31/2024	27.7%	19.9%	9.0%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0
9/25/2024	2.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0

资料来源：CME fedwatch tool、万和证券研究所

国内方面，一季度宏观经济的价格表现反映出我国有效需求的确存在不足的问题，货币政策整体仍需要维持宽松。但是，目前除了存量居民房贷之外，信贷利率已经很低，利率已经不是需求不畅的原因；结合通胀的表现，尽管通胀增速偏低，但总体是符合经济从疫情中走出进入修复阶段的特征，并没有明显的落入“通缩”的压力，央行一季度《货币政策执行报告》也强调“要警惕未来通胀反弹压力”，可见其政策重点也并非防通缩。因此，当前降息的可能性不大，更多以结构性政策工具、财政性金融工具精准改善居民和实体的资产负债表。

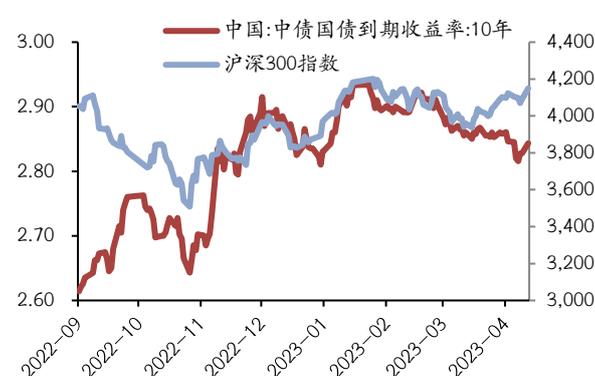
（三）股优于债

映射到资产价格上，权益市场方面，向上的宏观线索有望带来复苏斜率上的超预期，对应估值的进一步修复。债市方面，长端利率已临近年内低点，所处的宏观周期位置偏不利。

从沪深300走势来看，市场关于中国经济在疫情政策调整后进入强修复阶段的定价持续到1月底，同时10年期国债收益率上行至2.94%，之后便是围绕“弱复苏”进行定价，利率在2.8-3.0%区间徘徊，在股指涨跌幅并不夸张的情况下，行业涨跌幅分化巨大，涨幅靠前的行业集中在TMT、能源、央企价值重估等热门题材。二季度在宏观线索有望带来复苏斜率超预期的情况下，前述交易特征有望打破，与经济总量相关性较高的行业预计将迎来修复。

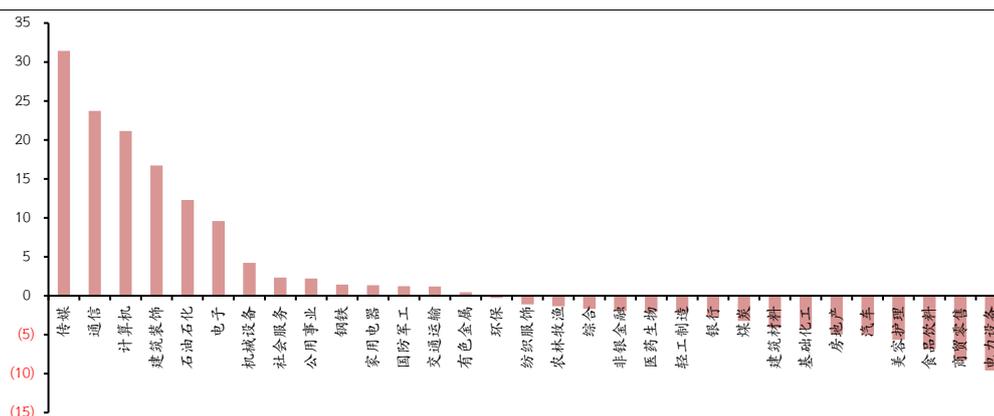
去年10月以来，股债跷跷板的现象非常明显，对于经济预期的变化是一个基本的背景，在流动性充裕的背景下，当前10年期国债收益率下行至年内低点，在经济预期有望向上突破的情况下，利率向下突破难度较大。但在流动性整体充裕以及投资者风险偏好提升需要时间的背景下，向上幅度也有限，预计长端利率仍在2.8-3.0%区间徘徊。

图 34 沪深300VS10年期国债收益率(%,点)



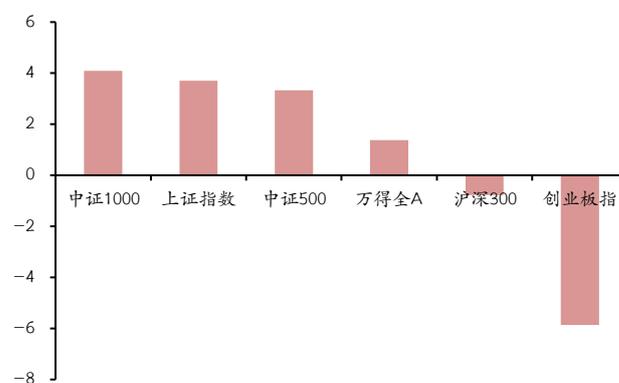
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 36 申万行业涨跌幅(1月30日-4月17日)



资料来源: CME、万和证券研究所

图 35 主要指数涨跌幅(1月30日-4月17日)



资料来源: Wind、万和证券研究所

四、风险提示

美联储加息超预期、出现系统性金融风险、国内房地产销售不及预期、地缘政治冲突

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>