

稳增长下一步：复苏压力和政策弹性

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

要点

最近两三个月，中国经济呈现出明显的“主动去库存”特征。4月市场开始博弈政策放松，政治局会议后刺激预期短暂降温，随着经济数据进一步走弱，稳增长是否会加码再度成为近期的市场焦点。我们认为，从托底经济、恢复信心和防风险的角度看，都有必要适当加大逆周期调节力度，政策也有空间。

- **疫后经济修复不及预期，主要原因有以下三点：一是房地产业仍在磨底中。**房地产是中国经济最重要的信用加速器，地产企稳是中国经济内生性恢复的基础，而4月房地产再次走弱；**二是出口强于预期，但1-4月出口交货值同比下降3.8%，可能表明出口对工业生产的实际带动有限；三是疫后消费“温而不暖”，中国家庭部门的实际偿债压力相对较高可能是主要抑制因素。**
- **适当加大逆周期调节力度，除了托底经济的需要外，更重要的意义在于推动信心恢复。**展望未来，货币信贷、财政和产业政策，在托底经济和提振信心中，均有望发挥更大作用。
- **货币信贷方面，**存款利率下调，为LPR调降打开了空间。根据上市银行的数据测算，仅协定存款利率上限下调一项，就可缓释行业资金成本3-4bp，因此我们认为LPR已有下调5bp的基础。
- **财政政策方面，**今年1-4月广义赤字使用进度偏慢，后续有望提速。除了预算内的财政资金外，隐性债务压力下，2023年政策性银行在补充基建项目配套融资时，仍有必要继续担重任。
- **产业政策方面，**在房地产、制造业和消费领域，政策都有进一步释放需求的抓手。**房地产**核心是要尽快推动形成良性循环，包括在因城施策框架下差异化购房政策、通过并购重组等方式推进保交楼等。**制造业**投资在总量承压的情况下，也不乏结构性亮点，包括围绕“加快建设现代化产业体系”缩小中国短板领域和世界的差距，以及推动可选消费投资需求的释放。**消费**内生性恢复动力不足，为更好发挥经济“压舱石”的作用，财政支出可适当向消费领域倾斜。中国公共消费率长期低于全球平均水平，比发达国家平均低4个百分点，这为以新能源汽车、家电和消费券为抓手，财政资金撬动消费恢复提供基础。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，地缘冲突升级。**

相关报告

图表目录

图表 1: 国房景气指数和 10 年期国债收益率的走势较为同步.....	- 3 -
图表 2: 2022 年 Q3 主要国家家庭部门可支配收入用于还本付息比例.....	- 4 -
图表 3: 稳增长中, 基建投资仍是重要的对冲抓手.....	- 5 -
图表 4: 2023Q1 基建配套融资明显改善, 可能会抑制后续投放.....	- 6 -
图表 5: 根据领先关系测算, 中国约有 2.7 亿平方米商品房延期交付.....	- 6 -
图表 6: 和世界相比, 中国的优势和短板产业.....	- 7 -
图表 7: 疫情以来可选消费占制造业投资比例下降了 5 个百分点.....	- 7 -
图表 8: 中国公共消费率长期低于全球平均水平.....	- 8 -

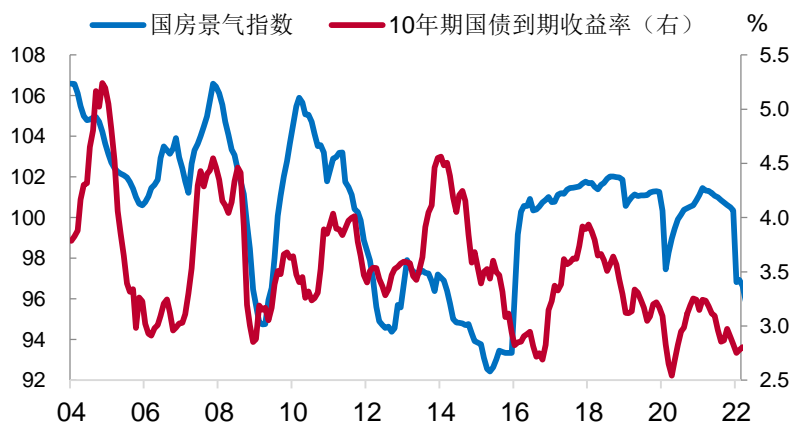
最近两三个月，中国经济呈现出明显的“主动去库存”特征。疫后经济修复的预期差，在股、债、汇市场上均有明显映射。4月市场开始博弈政策放松，政治局会议后刺激预期短暂降温，近期“小作文”频出，稳增长是否会加码再度成为市场焦点。

我们认为，从托底经济、恢复信心和防风险的角度看，都有必要适当加大逆周期调节力度。

疫后中国经济修复的高度和持续时间，都不及此前预期，主要原因有以下三点：

第一，房地产业仍在磨底中。房地产是中国经济最重要的信用加速器，这也体现在10年期国债收益率和国房景气指数走势有较高同步性之上，房地产企稳是中国经济内生性恢复的基础。一季度积压购房需求释放后，房地产业再度走弱，“保交楼”要求下竣工是为数不多的亮点。

图表 1：国房景气指数和 10 年期国债收益率的走势较为同步



来源：Wind，中泰证券研究所

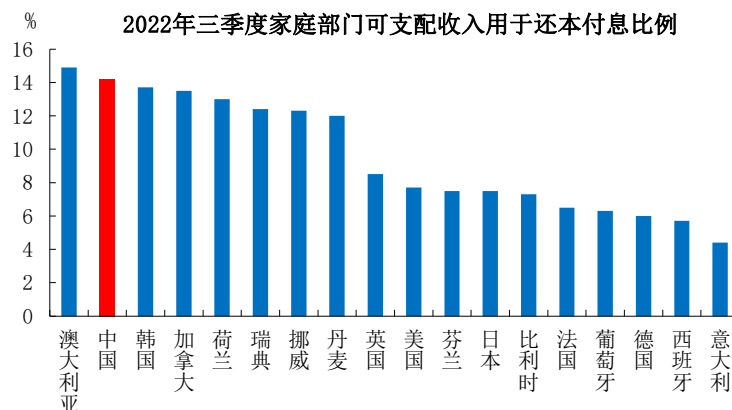
第二，出口好于预期，但对工业生产的带动可能有限。今年1-4月以人民币计价的中国出口同比增长10.6%，甚至比2022年全年的增速10.4%还要高。不过今年1-4月，工业企业出口交货值同比只有-3.8%，大幅低于2022年全年的增速5.5%。相较而言，出口交货值更能体现外贸活动对工业企业当期生产的影响。出口订单不足，加之内需处于恢复期，工业企业生产意愿低迷，3-4月季调后的工业增加值环比均是有统计以来的同期新低。从官方制造业PMI各分项指数来看，中国经济处于典型的“主动去库存”阶段。

第三，疫后消费“温而不暖”。新加坡、越南等东南亚国家防疫政策优化后，消费增速通常半年左右能恢复到疫情前的水平。相对来说，中国消费疫后恢复的速度偏慢，今年4月社会消费品零售总额两年平均同比2.6%，和2019年全年的社消增速8.0%相比还有较大提升空间。根据文旅部的数据推算，可比口径下，今年“五一”假期人均旅游支出，和2019年同期相比下降了15.5%。

压制疫后消费恢复的因素，除了家庭部门资产负债表受损、“疤痕效应”下预期改善需要时间等之外，也和中国家庭部门的实际偿债压力相对较高有

关。2022 年三季度（最新数据），中国家庭部门可支配收入用于还本付息的比例为 14.2%，高于主要发达经济体。

图表 2：2022 年 Q3 主要国家家庭部门可支配收入用于还本付息比例



来源：Wind，BIS，中泰证券研究所

适当加大逆周期调节力度，除了托底经济的需要外，更重要的意义在于推动信心恢复。从疫情模式向常态化回归过程中，经济修复的持续时间越长，可能越有助于“疤痕效应”的缓释，而信心又是居民扩大消费、企业增加雇佣和资本开支的基础。这可能也是 2022 年中央经济工作会议指出“明年经济工作千头万绪...从改善社会心理预期、提振发展信心入手”的根源所在。

展望未来，我们认为货币信贷、财政和产业政策，在托底经济和提振信心中，均有望发挥更大作用。

货币信贷方面，存款利率下调，为 LPR 下调打开空间。2022 年 9 月至今，LPR 一直没有调整，即使是在疫情冲击最严重的去年年末和今年年初。可能原因是商业银行存款成本刚性，在向实体让利之下，商业银行净息差持续收窄，限制了 LPR 的下调空间。

今年 4 月以来，商业银行存款利率的市场化调整提速，且挂钩 MPA 考核后具有惩罚性。根据上市银行的数据测算，仅协定存款利率上限下调一项，就可缓释行业资金成本 3-4bp。因此，我们认为 LPR 已有下调 5bp 的基础。

4 月中旬召开的一季度货币政策委员会例会，定调明显边际收紧。但 5 月中旬发布的一季度货币政策执行报告，对增长的关注度再次提高（着力支持扩大内需...提升支持实体经济的可持续性）。此外，还删除了“坚持不搞‘大水漫灌’”的表述。2021 年三季度货币政策执行报告同样未提及该表述，当年四季度存款准备金率与 LPR “双降”。

尽管货币信贷对经济的影响存在时滞，但从改善预期，以及政策基础和容易程度来看，我们认为 6-7 月 LPR 有望下调。

财政政策方面，今年 1-4 月广义赤字使用进度偏慢，后续有望提速。以公共财政和政府性基金两本账收、支缺口衡量的广义赤字，2023 年 1-4 月为 1.66 万亿，低于 2020 年和 2022 年同期的 1.95 万亿、2.06 万亿；2023 年

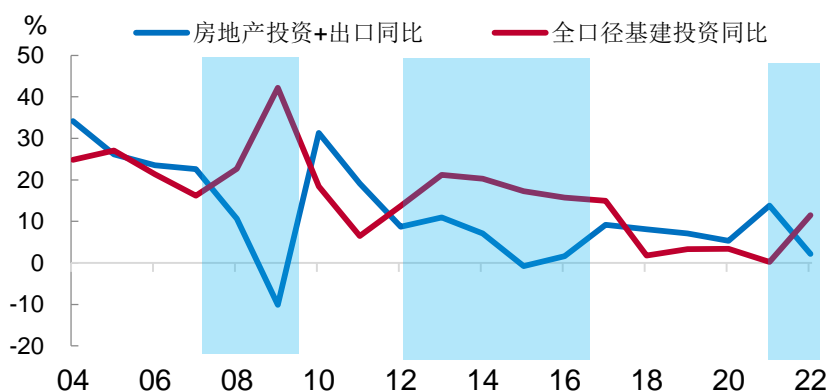
1-4月赤字使用进度为17.0%，低于2020年和2022年同期的17.3%、21.1%。

今年前4个月，广义财政赤字使用进度偏慢，可能和经济疫后恢复期，逆周期调节的必要性相对较小有关。随着稳增长压力的显现，广义财政赤字使用有望加快。

除了预算内的财政资金外，2023年政策性银行在补充基建项目配套融资时，仍有必要担重任。

2023年稳增长对基建投资的诉求，预计大于2022年。历史数据显示，当房地产投资+出口同比较快回落时，基建投资通常逆势回升，这就是通常说的基建来对冲。2022年房地产投资+出口同比增长2.2%，全口径基建投资同比11.5%；2023年房地产投资+出口同比可能转负，加之5.0%左右的GDP目标增速，高于2022年3.0%的实际GDP增速，因此从稳增长的角度看，2023年基建投资仍有必要维持高增速。

图表3：稳增长中，基建投资仍是重要的对冲抓手



来源：Wind，中泰证券研究所

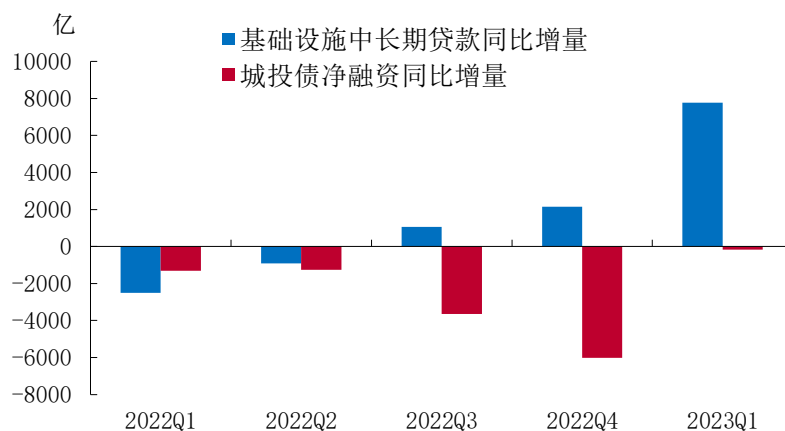
分资金来源看，2023年基建项目资本金压力可能边际缓解，但隐债压力下配套融资难度上升。

资本金方面，2022年推出的政策性开发性金融工具所对接项目，今年会继续施工。一般公共预算支出投向基建的比例在8%-10%，按区间中值计算，2022年公共财政对基建的支持约为2.35万亿，主要以资本金的形式参与。2022年政策性开发性金融工具为基建项目补充资本金7399亿，接近公共财政投入的1/3，投向以交通基础设施、农林水利等传统基建项目为主（两个行业合计占比75%）。上述两个行业的重大项目施工周期通常在2年以上，2022年解决了资本金后，今年继续施工的同时，对资本金的需求预计会弱于2022年。

配套融资方面，隐性债务压力可能会抑制市场化融资，意味着政策性银行有必要继续加大配套融资支持。2023年一季度基建融资明显改善，其中基础设施中长期贷款同比多增7771亿（2022年一季度同比少增2513亿），城投债净融资同比少增172亿（2022年一季度同比少增1314亿）。今年后续月份基建配套融资所面临的压力，除一季度投放较快因此会压节奏外，更重要的在于近期对隐性债务风险的担忧明显升温。鉴于基建在2023年稳增长

中的重要性，政策性银行有必要和 2022 年一样，继续加大对基建配套融资的支持。

图表 4: 2023Q1 基建配套融资明显改善，可能会抑制后续投放



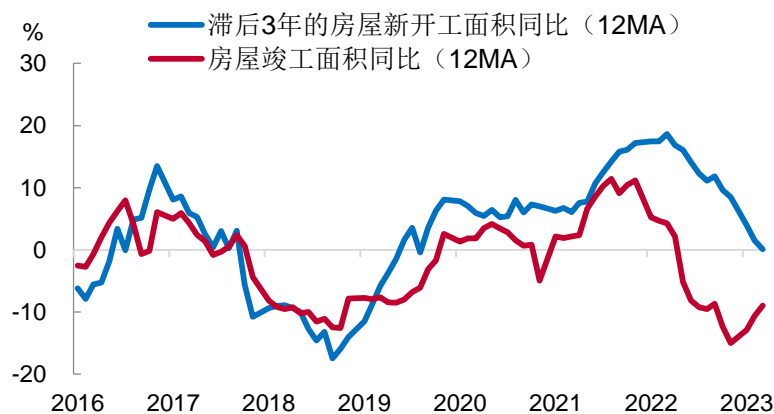
来源: Wind, 中泰证券研究所

产业政策方面，对于稳增长和推动信心恢复而言，它的重要性不亚于货币信贷和财政政策。我们认为在房地产、制造业和消费领域，政策都有进一步释放需求的抓手。

首先，有必要推动房地产业尽快形成良性循环。销售改善是房地产业形成良性循环的前提，除了在因城施策框架下，落实差别化的信贷、购房门槛等政策外，加快保交楼也至关重要。

百年建筑网调研显示，今年 5 月保交楼项目已交付比例为 34%。近年商品房销售中期房占比八成左右，存量问题项目交付慢，会抑制居民购买新房的意愿。根据新开工对竣工的领先性，测算得 2021 年三季度到 2022 年年末，中国约有 2.7 亿平方米商品房延期交付。按每平方米建安投资 2500 元估算，保交楼所需资金约为 6750 亿。在民营房企生产经营环境没有明显改善的背景下，房地产行业的并购、重组，将有助于推动保交楼。

图表 5: 根据领先关系测算，中国约有 2.7 亿平方米商品房延期交付



来源: Wind, 中泰证券研究所

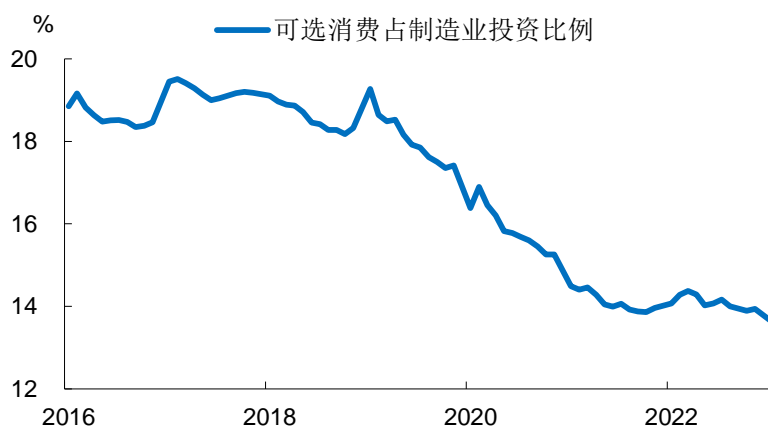
其次，制造业投资寻找结构性新动能。制造业投资中，民间投资占比接近九成，预期是影响制造业投资最重要的因素。2023 年制造业投资在总量承压的背景下，也不乏结构性机会。一是在“加快建设现代化产业体系”的要求下，围绕制造业重点产业链，延续财政、货币和产业等扶持政策，缩小短板领域的差距。二是和疫情前相比，可选消费占制造业投资的比例下降了 5 个百分点，尽管消费恢复缓慢，但大方向是将继续改善的，有望带动相关的投资需求。

图表 6：和世界相比，中国的优势和短板产业

发展水平	主要产业
世界领先产业	通信设备、先进轨道交通装备、输变电装备、纺织、家电
世界先进产业	航天装备、新能源汽车、发电装备、钢铁、石化、建材
与世界差距大产业	飞机、航空机载设备及系统、高档数控机床与基础制造装备、机器人、高技术船舶与海洋工程装备、节能汽车、高性能医疗器械、新材料、生物医药、食品
与世界差距巨大产业	集成电路及专用设备、操作系统与工业软件、智能制造核心信息设备、航空发动机、农业装备

来源：中国工程院，中泰证券研究所

图表 7：疫情以来可选消费占制造业投资比例下降了 5 个百分点

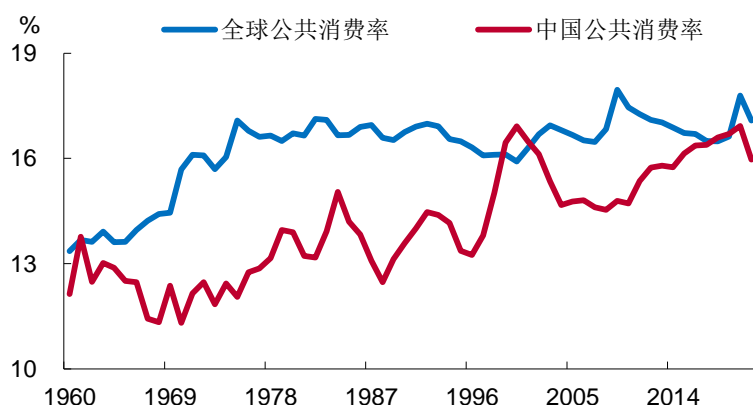


来源：Wind，中泰证券研究所

最后，推动消费更好发挥经济“压舱石”的作用。消费内生性恢复动力不足，适当加大对消费领域的刺激，有望撬动居民消费需求释放。对消费的政策刺激空间，来自于以政府最终消费支出/名义 GDP 衡量的公共消费率，中国长期低于全球平均水平，2021 年中国和全球的分别为 16.0%、17.1%。和发达国家相比，中国公共消费率大约有 4 个百分点的提升空间。公共消费对私人消费有挤入效应，学术研究显示，公共消费率每提高 1 个百分点，中

长期最高可增加私人消费 0.39 个百分点¹。

图表 8：中国公共消费率长期低于全球平均水平



来源：Wind，世界银行，中泰证券研究所

2022 年中央经济工作会议指出“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”，鉴于消费恢复的现状，政策加大对消费领域的刺激值得期待。预计可能的抓手：

一是新能源汽车。今年国常会多次重点提及新能源汽车，如 6 月 2 日国常会指出“要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策”。刺激新能源汽车消费的其它政策，预计还包括完善配套基础设施、新能源汽车下乡等。

二是家电。和汽车一样，家电作为大件消费，历史上也曾被当作促消费的主要抓手。2007 年到 2013 年，中国实施了一轮大规模的家电消费刺激，共投入财政资金 1363 亿，拉动家电消费约 1.21 万亿，杠杆率为 8.9 倍，成效显著。上一轮刺激所销售的家电更新换代需求，以及保交楼后的装修需求，有望成为家电促消费政策出台的基础。

三是消费券。消费券可以提升居民消费意愿，而且有杠杆效应。屈亚星的研究显示，疫情发生后到 2020 年 8 月 17 日，全国共有 66 个地区通过微信支付发放消费券，共计发放 8502 万张消费券，核销率为 65%，撬动消费的杠杆率为 3.7 倍²。鉴于当前国内消费恢复缓慢，可能会向特定群体发放一定规模的消费券，推动消费恢复。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期，地缘冲突升级。

1、伍再华、冉珍梅、郭新华，家庭借贷约束、劳动市场摩擦与政府支出乘数——对政府支出乘数困境的一个新解释，《世界经济文汇》，2017 年第 4 期

2、屈亚星，新冠疫情背景下不同补贴方式对居民消费的影响——以中国发消费券和美国发现金补贴为例，浙江大学[D]，2021 年

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。