

当前经济形势分析及展望

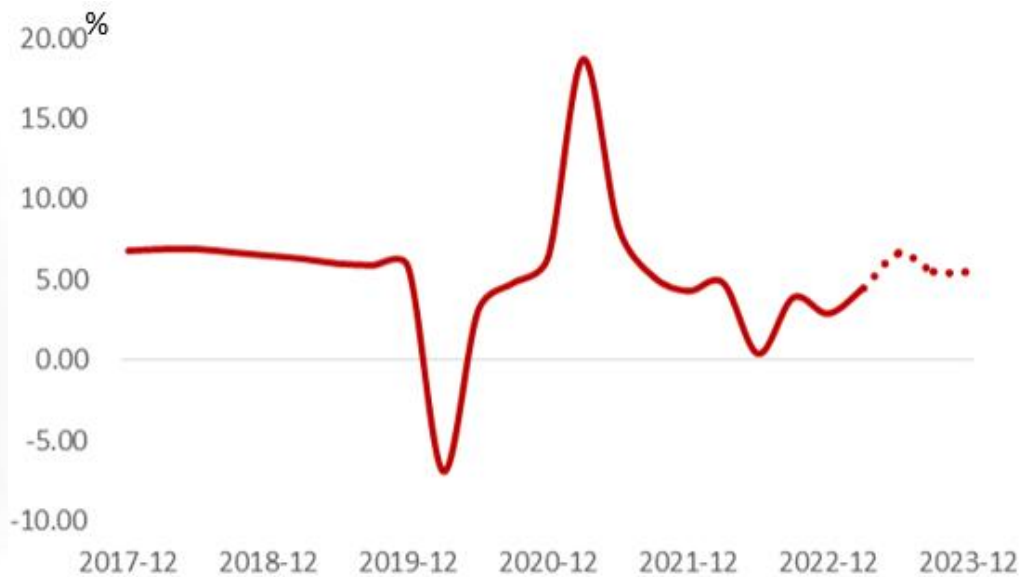
袁野

中邮证券研究所 宏观团队

中邮证券

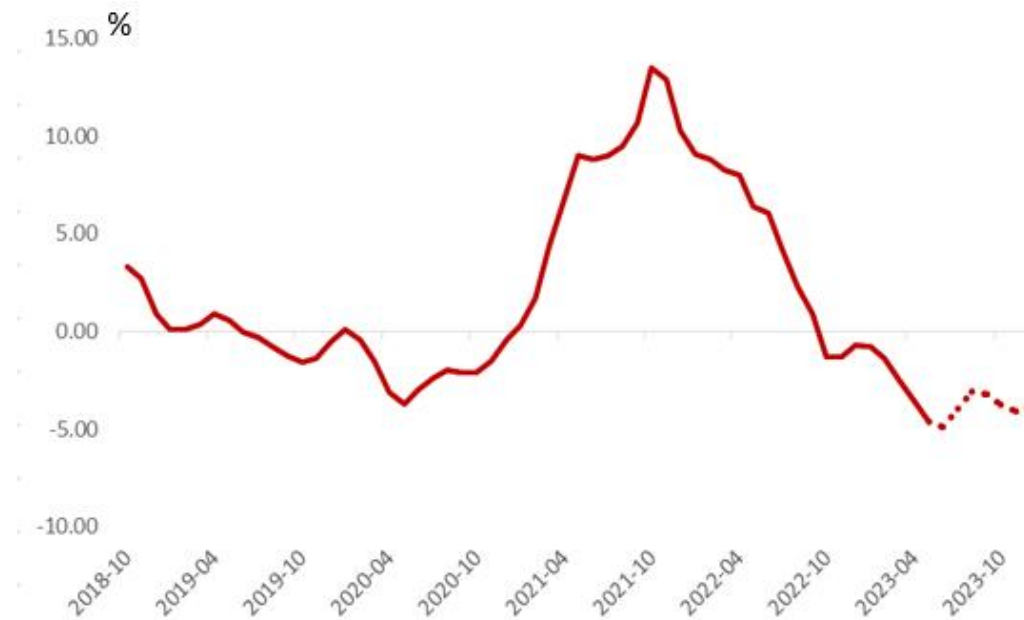
2023年6月26日

图表1: GDP不变价当季同比



资料来源: iFinD,中邮证券研究所

图表2: PPI同比



资料来源: iFinD,中邮证券研究所

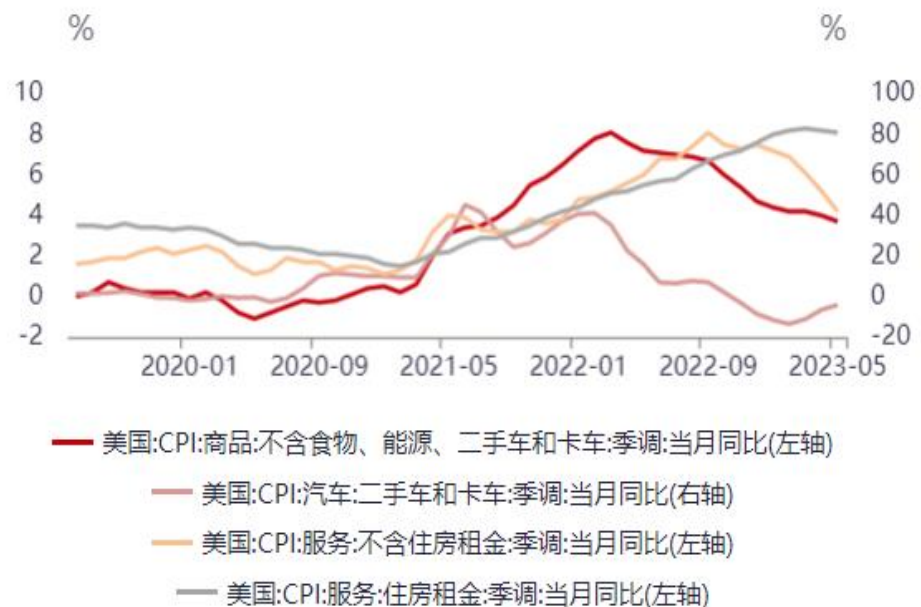
- 美国通胀虽然出现下降，但主要是由于能源和食品价格下降，而非货币政策起作用；
- 只看到了服务业通胀回落的“早期迹象”，在核心PCE的下降方面没有看到太多进展。——鲍威尔

图表3：服务业通胀走高抵消商品通胀回落



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

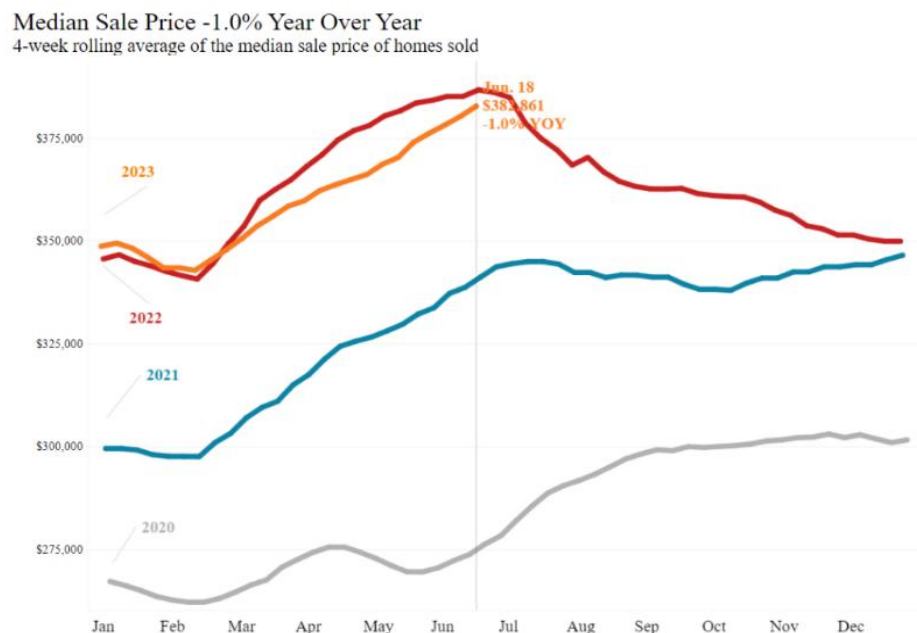
图表4：核心通胀主要成分拆分



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

- 2022年开始的房价下行趋势进入2023年以后出现弱化迹象。
- 能源价格下半年面临基数回落，以及两次季节性需求高峰、供给端收缩加剧的多重不确定性。

图表5：美国房屋销售价格中位数



资料来源：Redfin, iFinD, 中邮证券研究所

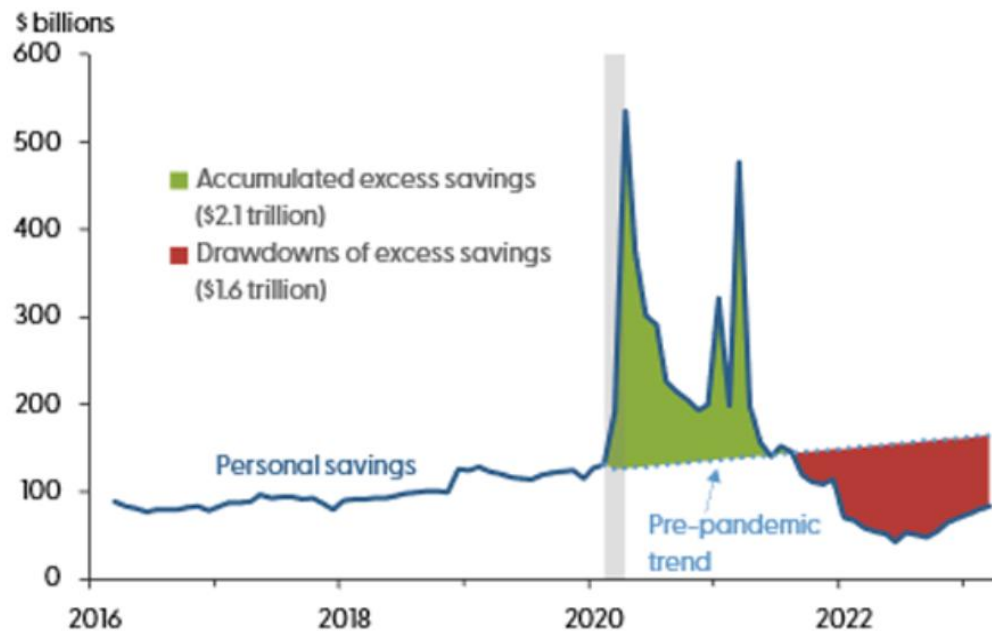
图表6：原油价格进入冬季存变数



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

- 需求的存量动能来自居民超额储蓄。2021年中达顶峰后逐渐消耗，但2023年以来消耗速度减缓至单月850亿美元左右（2022年每月平均下降1000亿美元左右）。
- 截至2023年一季度末，超额储蓄余额约5000亿美元。假设以过去3个月、6个月或12个月的平均速度消耗，超额储蓄对家庭支出的支撑将持续至2023年第四季度。

图表7：美国居民超额储蓄变动



资料来源：FRBSF, iFinD, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：美国GDP增速与个人消费



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

- 需求韧性的增量动能来自工资增长维持较快速度。5月平均时薪同比增长4.3%，仍远超2019年3%水平。
- 一方面因劳动力需求仍在较快扩张，另一方面，更重要的原因是劳动力供给缺口收敛不足。

图表9：美国工资增长较快



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

图表10：劳动力参与率缺口犹存



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

- 硅谷银行破产暴露风险因素——宏观环境，美联储加息；微观利率风险，证券投资占比高，形成浮亏；微观流动性风险，存款基础弱、资产流动性弱。
- 行业层面，证券投资浮亏并不严重。2022年末行业可供出售证券和持有至到期证券的浮亏大约为6200亿美元，远低于2.2万亿美元资本总额。存款稳定性问题亦可控。全行业未保险存款余额约为9.19万亿，占存款总额的47.8%。

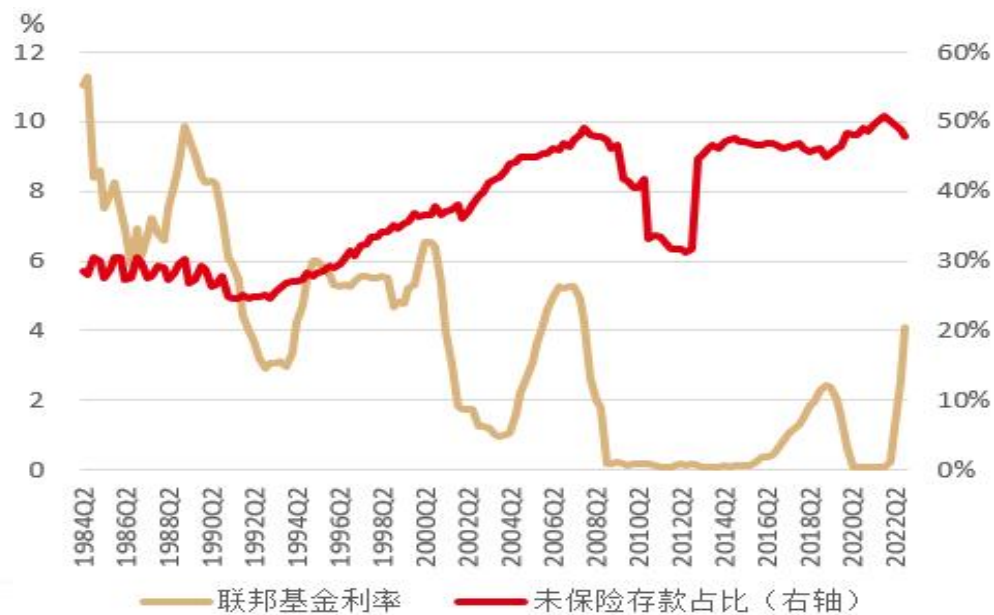
图表11：美国银行业证券投资浮亏及资本金



资料来源：FIDC,中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表12：美国银行业未保险存款占比



资料来源：FIDC,中邮证券研究所

- 美联储宽松、紧缩周期交替，商业银行资产结构、存款波动均有周期性。
- 但是本次加息周期更快、力度更大，导致浮亏程度大、存款流失压力大。对比2017-2019紧缩周期，最大浮亏仅840亿美元（资本金2万亿美元）。

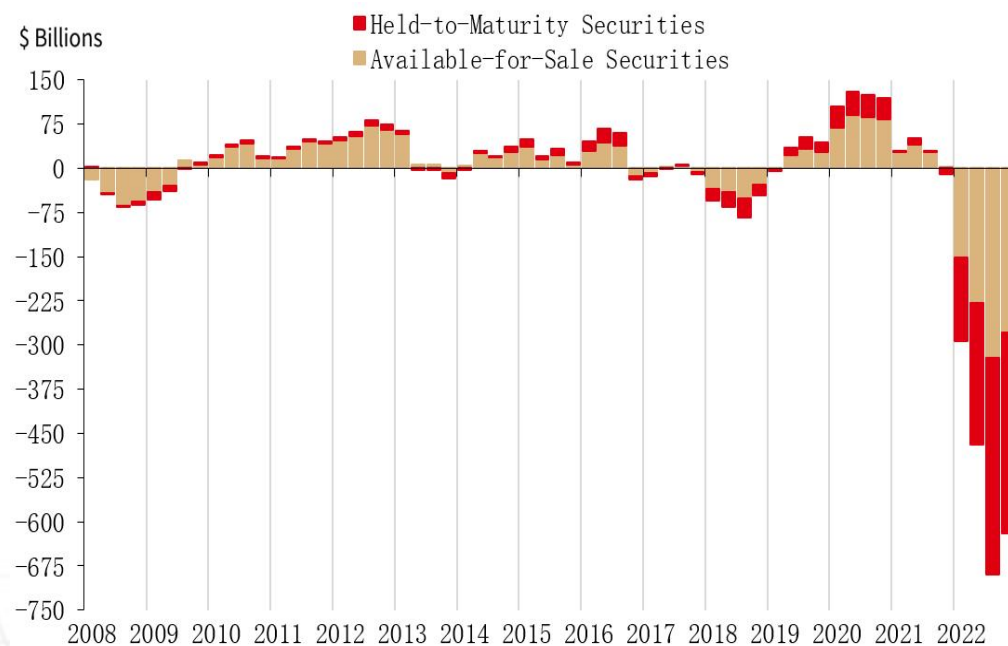
图表13：美国银行业证券投资浮亏及资本金



资料来源：WIND,FIDC,中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表14：美国证券业浮亏严重

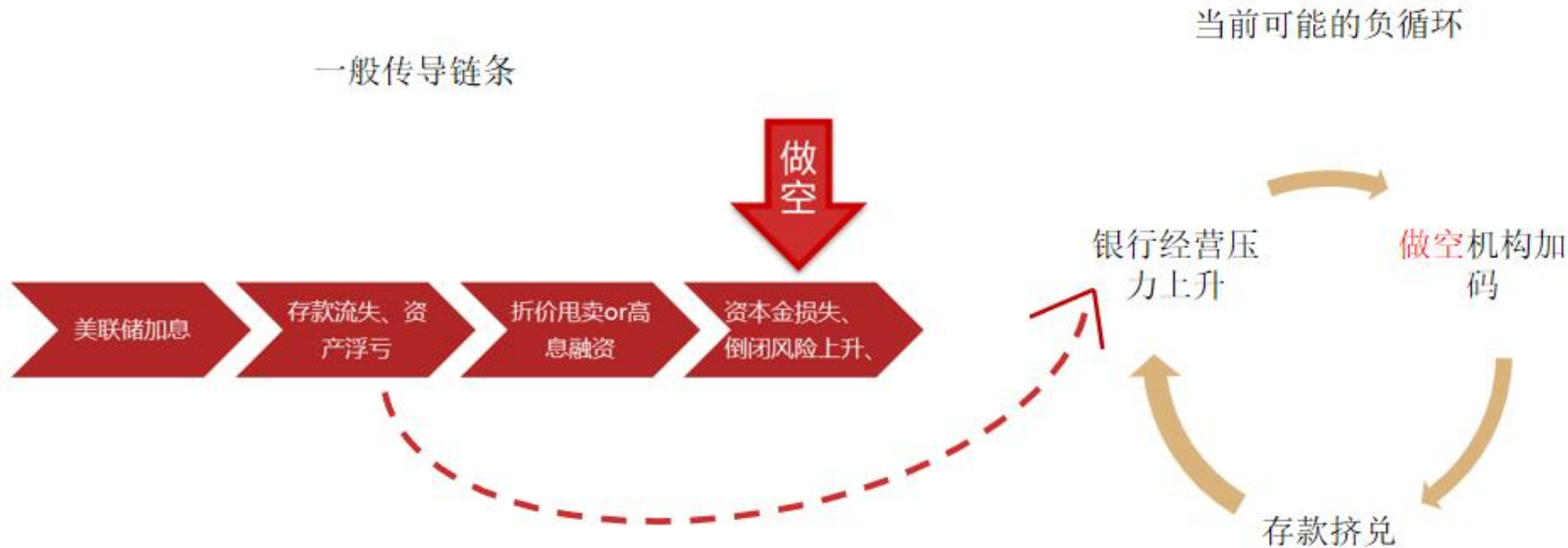


资料来源：WIND,FIDC,中邮证券研究所

做空因素不可忽略

- 本轮美国区域银行危机属于流动性危机。SVB、FRC事件中监管部门迅速行动，暂时平息了波动，但是对于金融市场有效的策略，对于存款人是否有效？有不确定性。
- 尤其是当做空机构发现有利可图之时，可能已形成负循环。

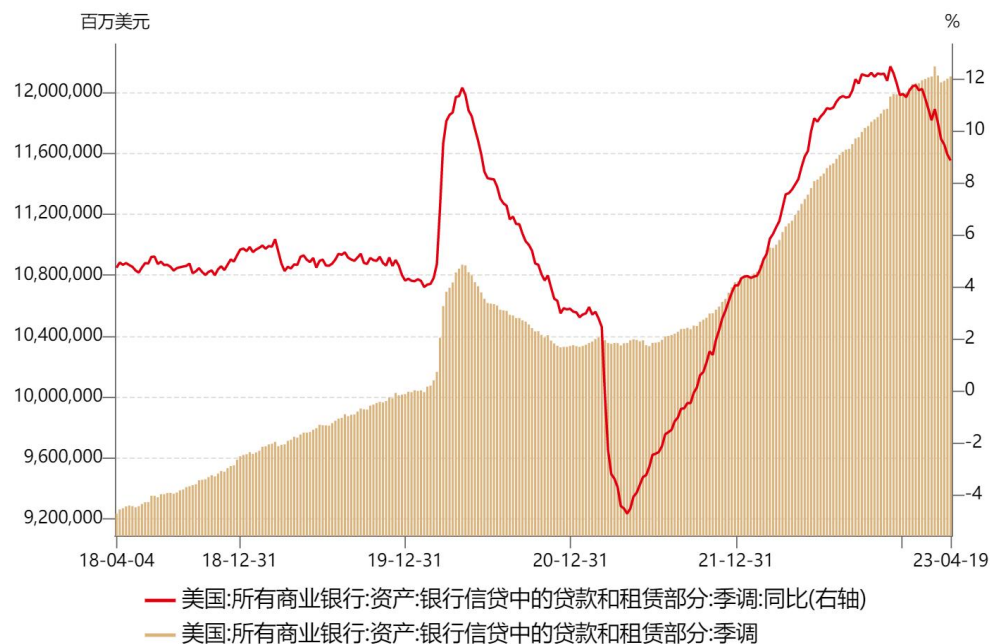
图表15：做空因素不可忽略



资料来源：中邮证券研究所整理

- 美国银行业贷款增速，2022年12月达到12.47%后见顶回落，4月末降至9%左右。
- 硅谷银行倒闭后，贷款扩张的减速进程加快，3月15日至4月19日，贷款增速下降了2个百分点。尤其是小型银行贷款增长在3月中旬触顶，此后快速放缓，各规模银行同时收紧信贷投放。

图表16：美国银行业贷款余额及增速



资料来源：WIND，FED,中邮证券研究所

图表17：小型银行贷款增速3月触顶

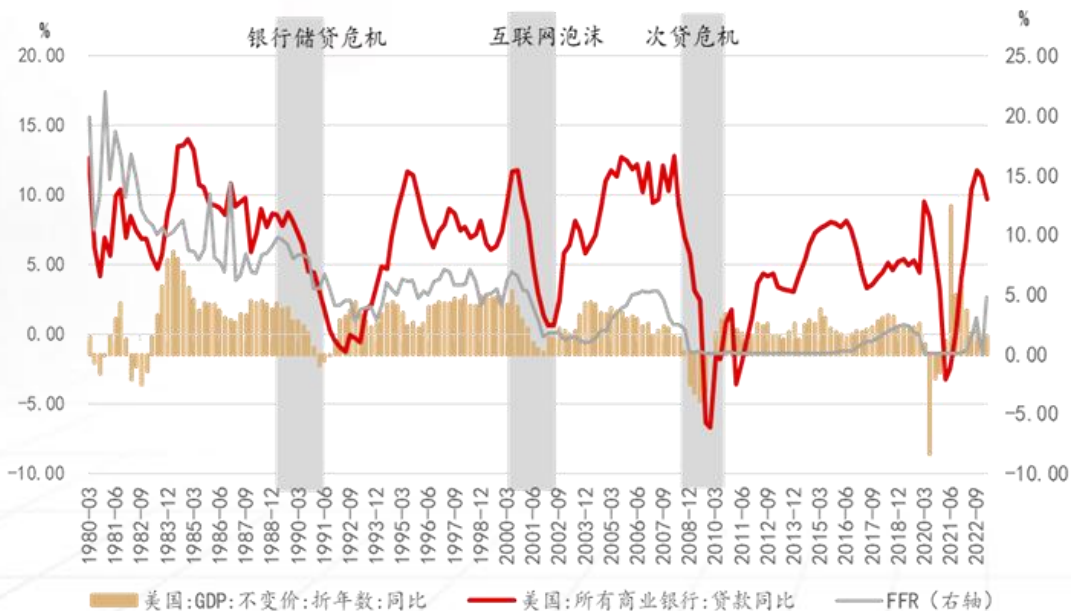


资料来源：WIND，FED,中邮证券研究所

信贷紧缩构成美国经济下行风险

- 大部分时期，美国信贷增长滞后于经济增速波动，反映融资需求在信贷增长中的主导性。在经济衰退、危机时期，二者则趋于同步，反映商业银行对于信贷投放转向谨慎对整体信贷增长的影响上升。
- 当前信贷增速仍然高于GDP名义增速，整体来看信贷环境仍然较为宽松。但存款流失的两因素并未消退，信贷紧缩将持续，如与GDP增速倒挂，则经济下行压力将明显增加。

图表18：历次危机与信贷紧缩



资料来源：WIND,中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表19：信贷增长与GDP名义增速



资料来源：WIND,中邮证券研究所

过去两年推高我国出口的结构性因素消退

- 我国出口超出全球经济增长的部分逐渐收敛，一季度出口高增后，二季度已回落。
- 出口的结构性支撑因素：2020年-2021年受益我国供应链率先恢复，2022年受益我国能源价格优势。

图表20：我国出口VS全球经济



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

图表21：出口增速与量价贡献

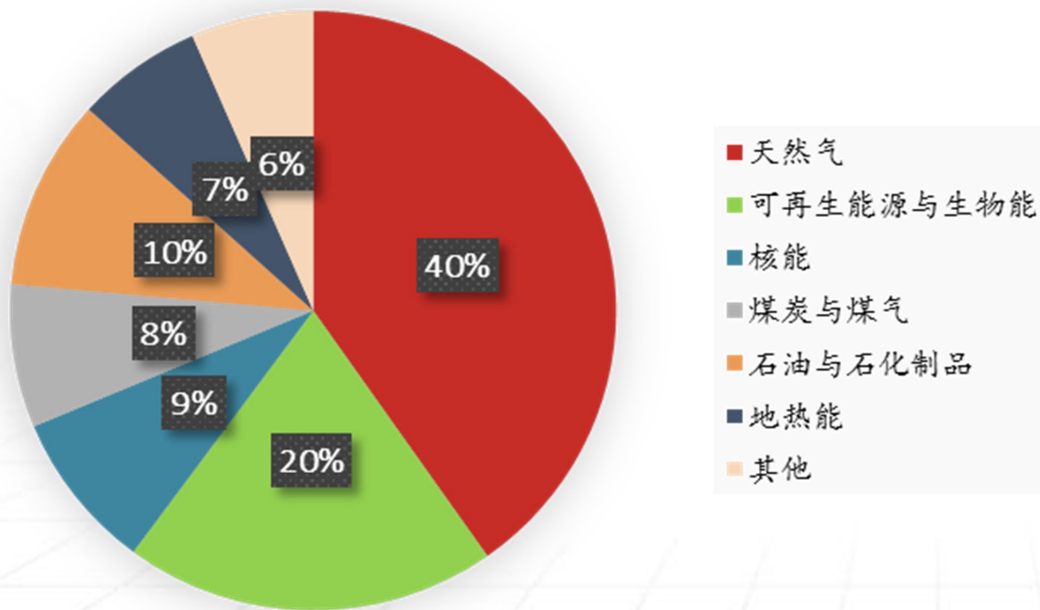


资料来源：iFinD,中邮证券研究所

2022年乌克兰危机推动欧洲能源成本

- 天然气在欧洲工业能源中仍占有主导地位，比例超过40%。
- 欧盟天然气自俄罗斯进口占比超过40%。

图表22：2021年欧元区工业能源结构

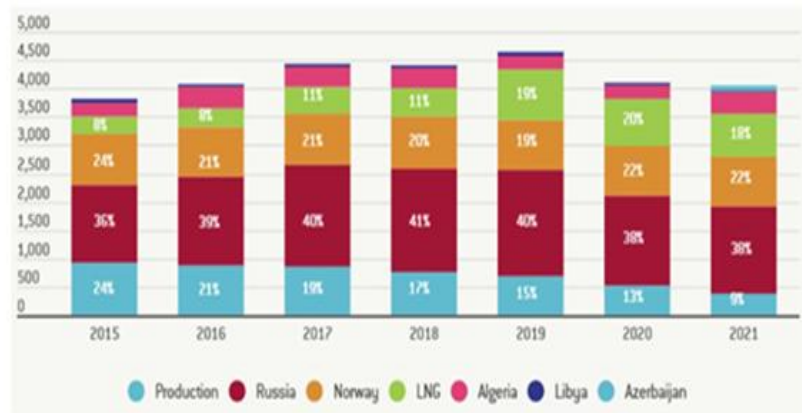


资料来源：欧盟统计局，EIA,中邮证券研究所

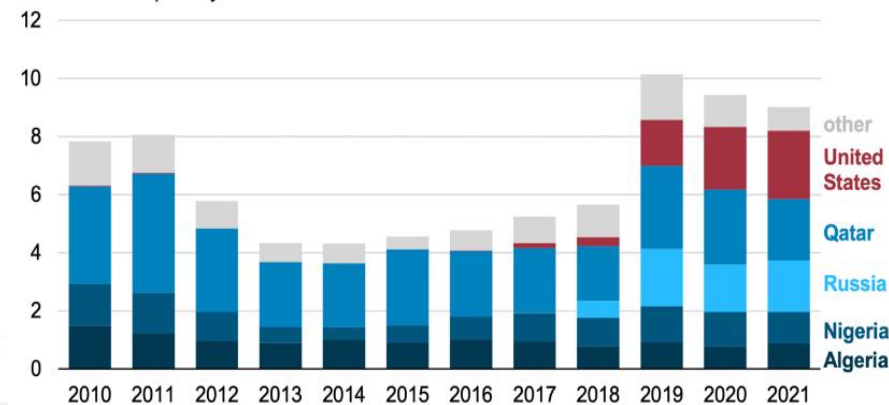
请参阅附注免责声明

图表23：欧盟天然气产量和进口情况

Annual EU27 natural gas domestic production and imports (TWh)



Europe (EU-27 and the UK) liquefied natural gas imports by source country (2010-2021)

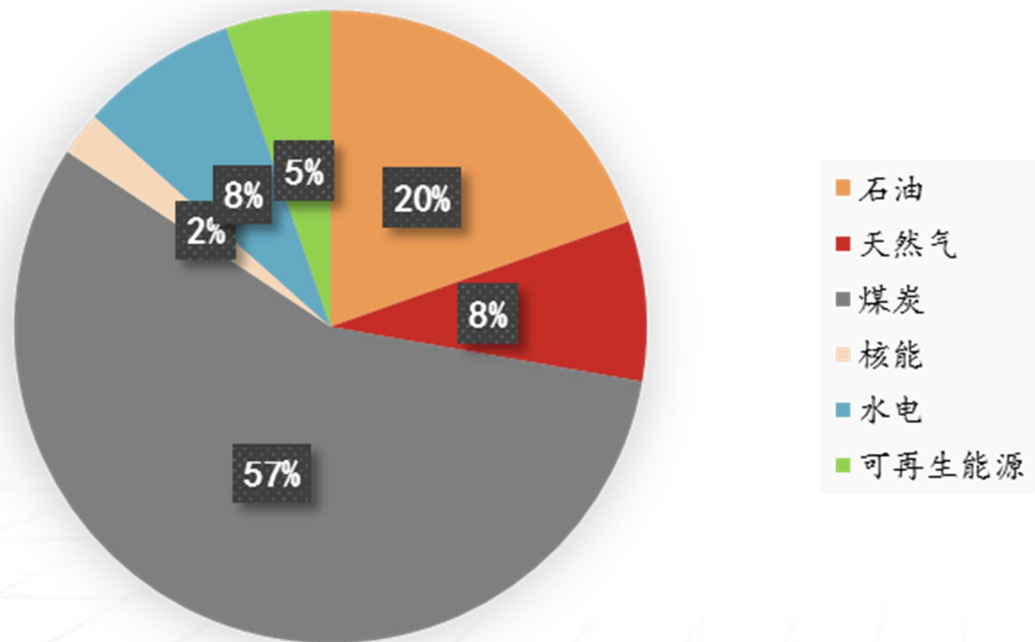


资料来源：欧盟统计局，EIA,中邮证券研究所

中欧能源结构差异大

- 天然气在欧洲工业能源中占有主导地位，比例超过40%。
- 中国能源消费中，煤炭占比超过50%。

图表24：2020年中国一次能源消费占比



资料来源：EIA,中邮证券研究所

图表25：中欧主导性能源价格2022年显著分化

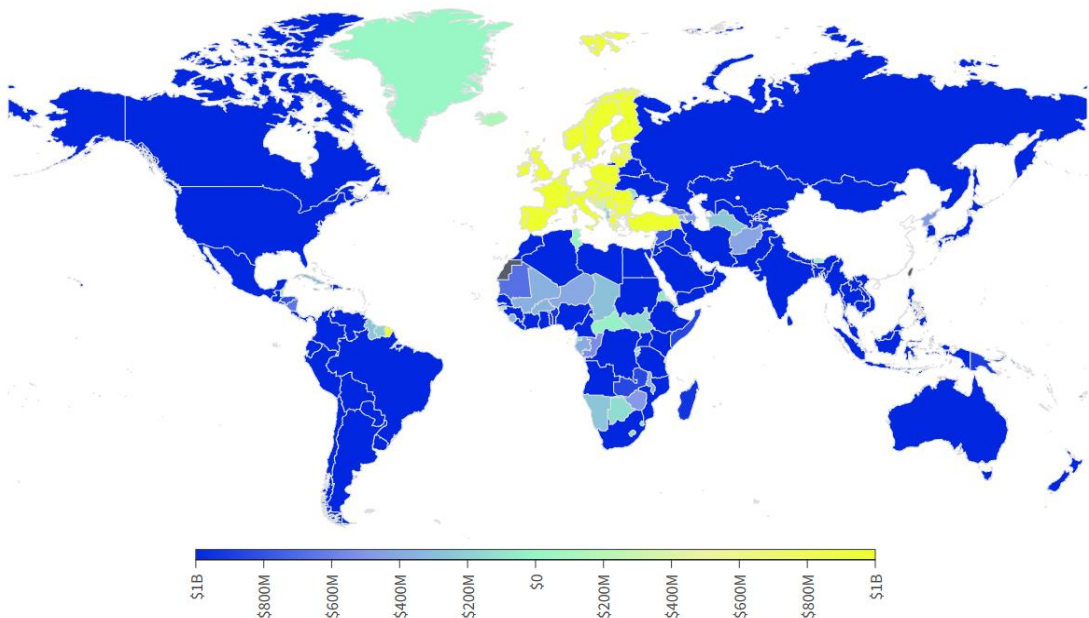


资料来源：iFinD,中邮证券研究所

中国在汽车出口有提升空间

- 中德两国比较，从全品类看，德国优势在欧洲，其他地区中国普遍出口更高。
- 而在交通工具等品类，德国优势覆盖了一带一路地区。

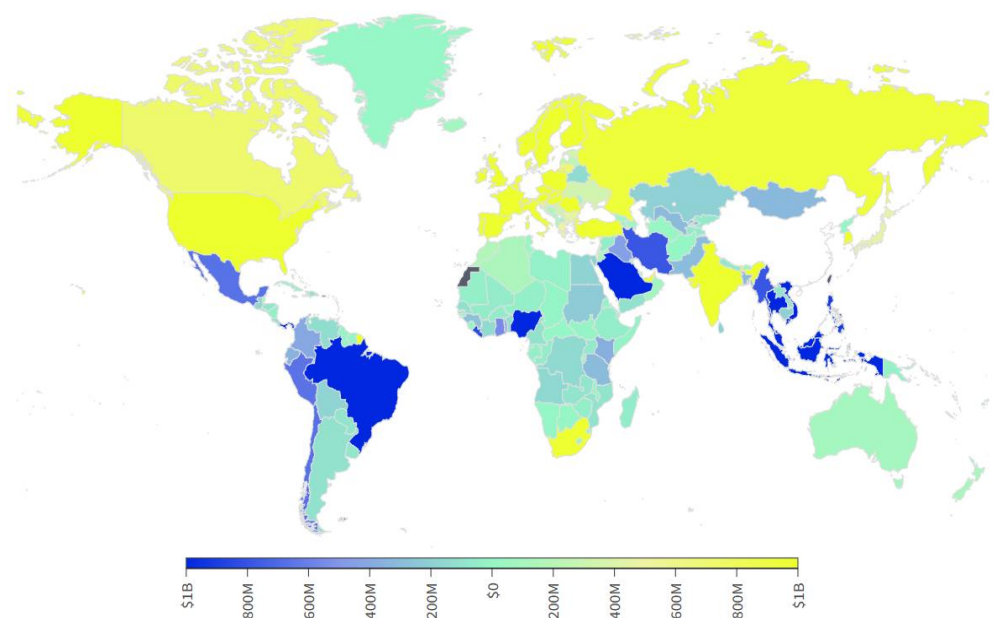
图表26：中德出口额对比（全品类）



注：蓝色表示中国出口额更高，黄色表示德国出口额更高。

资料来源：OEC,中邮证券研究所

图表27：中德出口额对比（交通工具）



注：蓝色表示中国出口额更高，黄色表示德国出口额更高。

资料来源：OEC,中邮证券研究所

高库存、低价格影响生产端稳增长工具

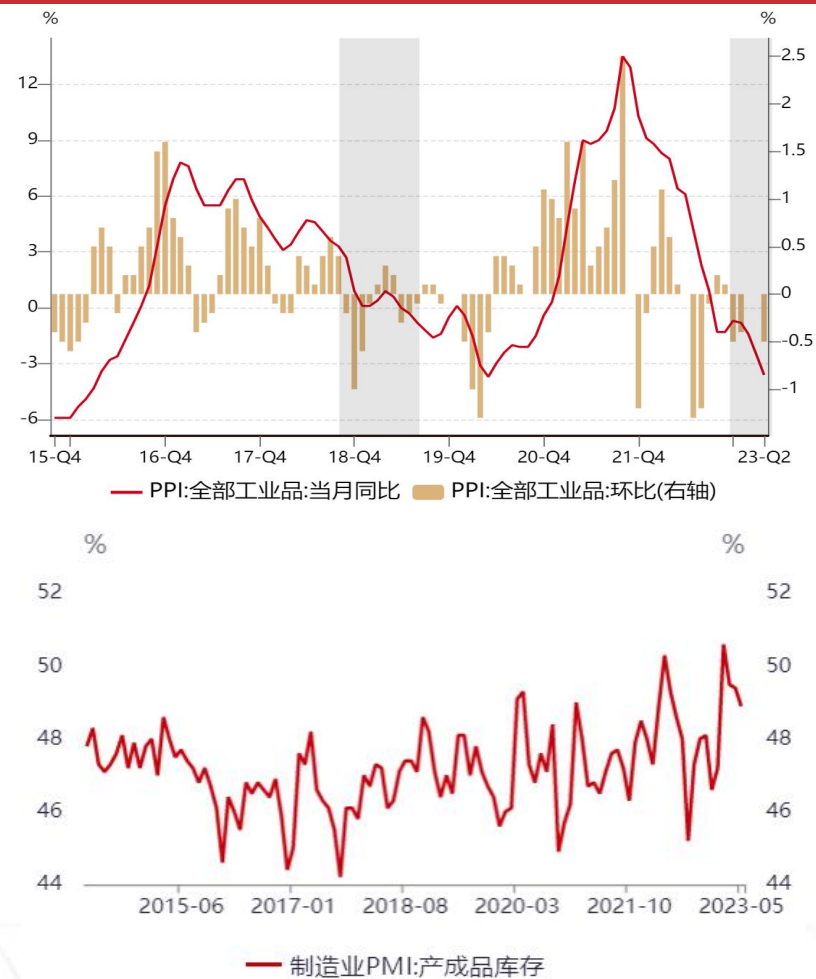
- 不同于前期在需求端工具发力受限期，生产端稳增长工具补缺，今年以来工业品库存累积偏高、价格下行压力偏大，制约生产端稳增长工具发力。

图表28：工业生产VS内需



资料来源：iFinD,中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表29：工业品库存、价格压力大



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

基建投资受制于项目和资金

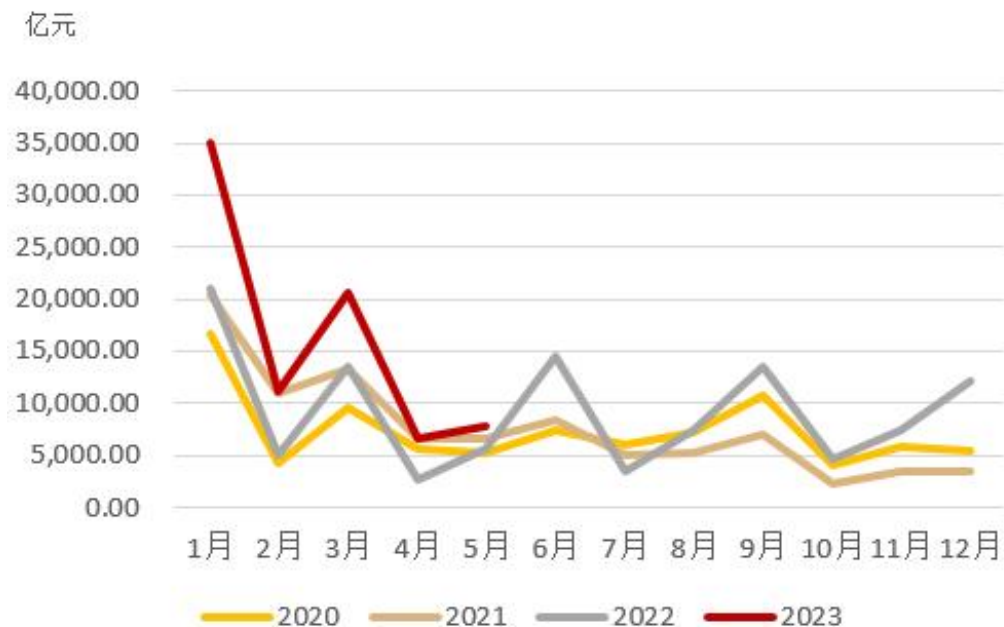
- 4月后基建投资增速重回个位数，企业中长期贷款、政府债券融资额同比少增可能形成了资金约束。
- 进一步扩张受制于项目借债能力，以及优质项目入库约束。

图表30：基建投资增速仍相对较高



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

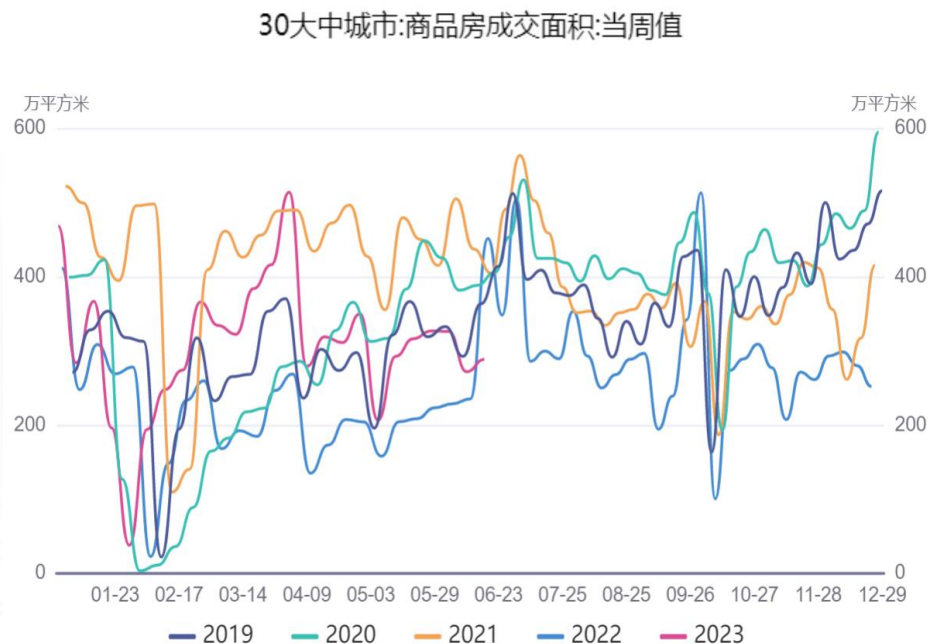
图表31：企业中长期贷款4月后增长放缓



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

- 积压需求释放，带动年初房地产市场短暂回暖，4月后房地产市场再度降温。
- 施工方面，仅竣工面积在“保交楼”政策带动下改善。

图表32：商品房销售面积



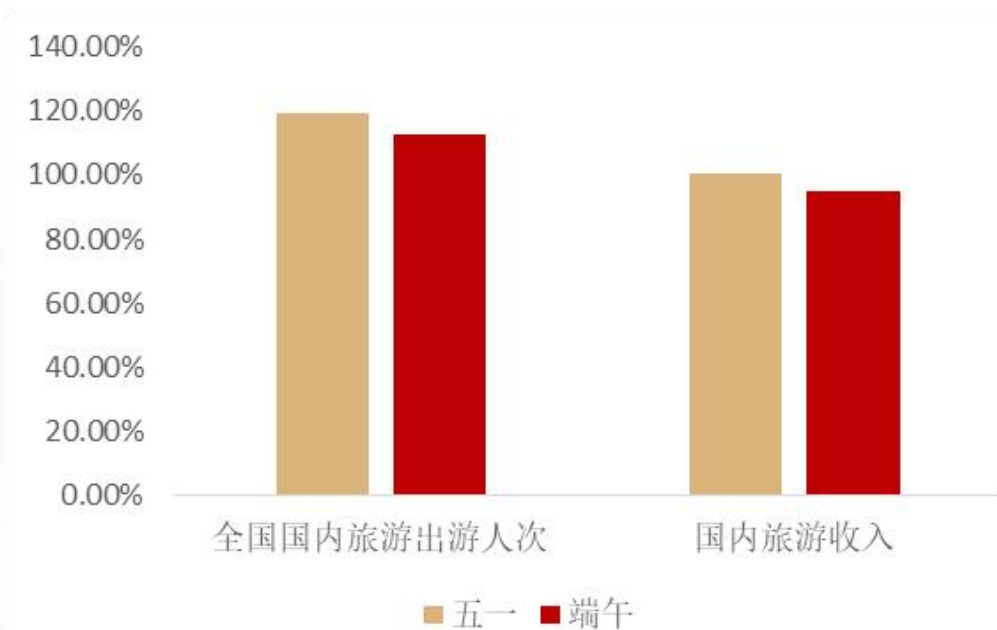
图表33：“保交楼”带动竣工改善



消费“两头热中间冷”

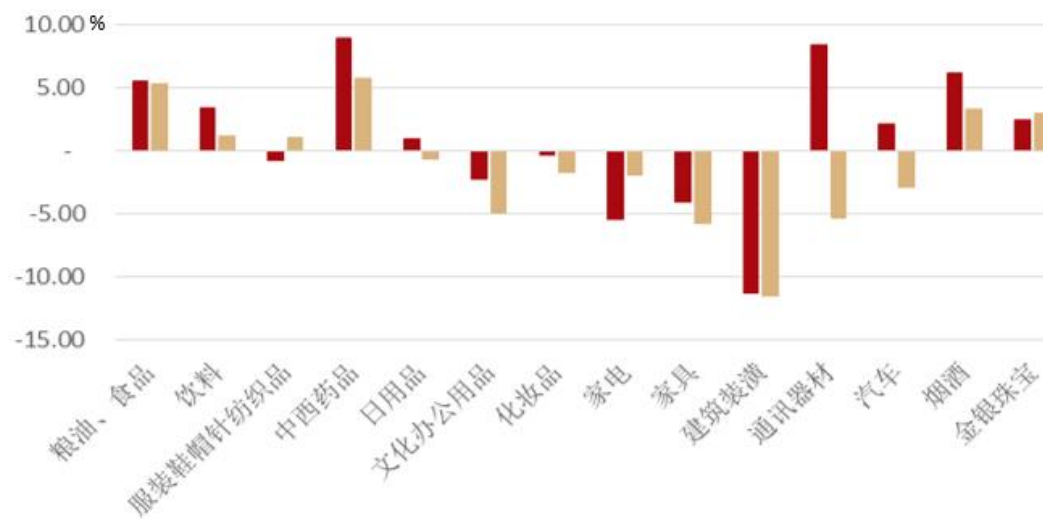
- 消费恢复持续偏慢，端午假期国内旅游相对2019年可比恢复程度低于五一假期。
- 结构上，呈现“两头热中间冷”分化态势。

图表34：五一、端午旅游恢复情况



资料来源：文化和旅游部数据中心,中邮证券研究所

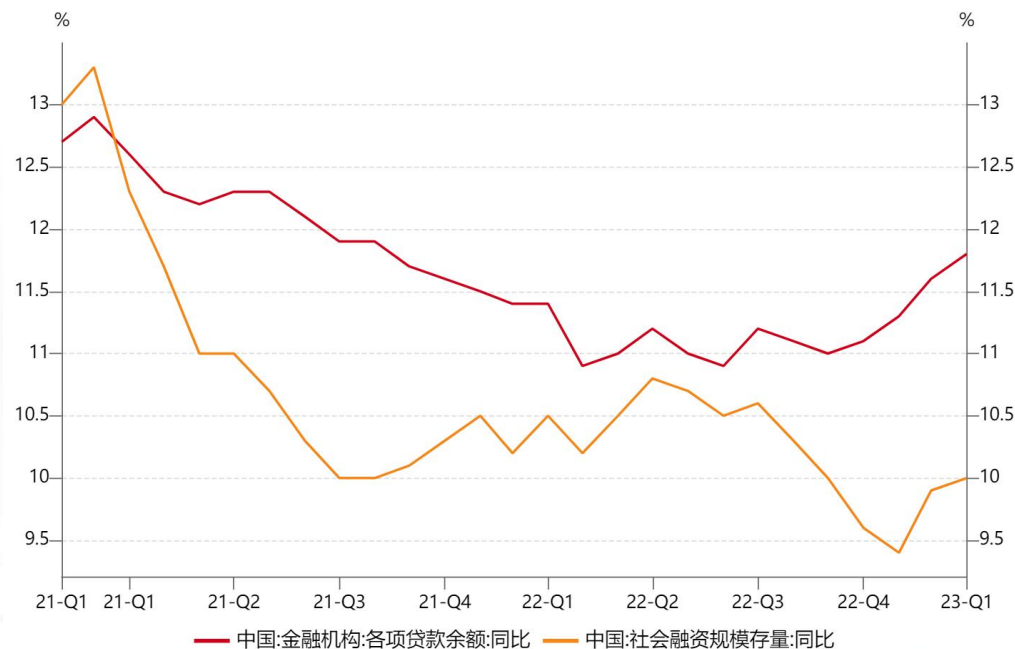
图表35：不同消费品零售额增速



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

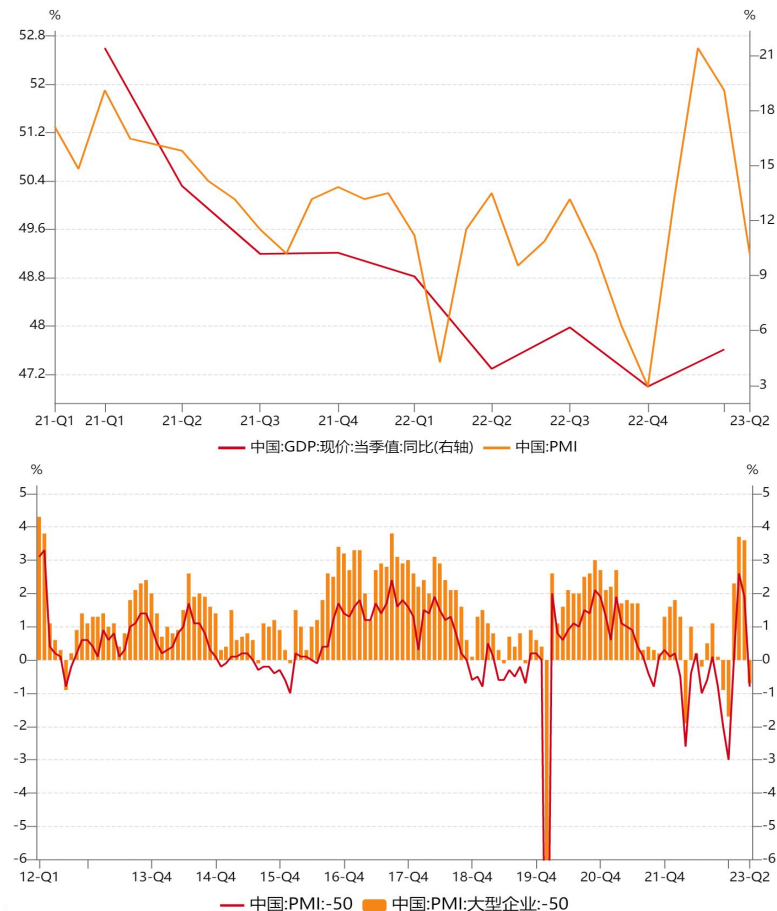
- 2023年开年，信贷、社融余额同比增速走高。
- 而经济内生动能不足。

图表36：开年宽信用



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

图表37：经济内生动能不足



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

- 2018年之前房地产、基建是重要投向，2021年以来涉农、绿色贷款成为主力。

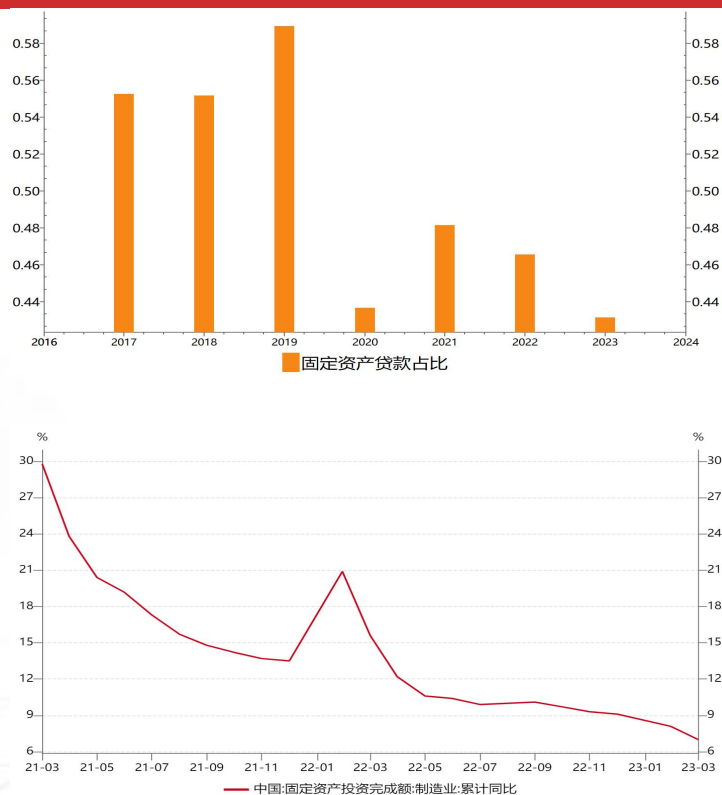
图表38：历年新增贷款投向



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

- 新增贷款中投向固定资产投资占比持续偏低，反映企业投资意愿弱。
- 背后的原因是企业盈利低迷，增员扩产意愿不强。

图表39：新增贷款中投向固定资产投资占比



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

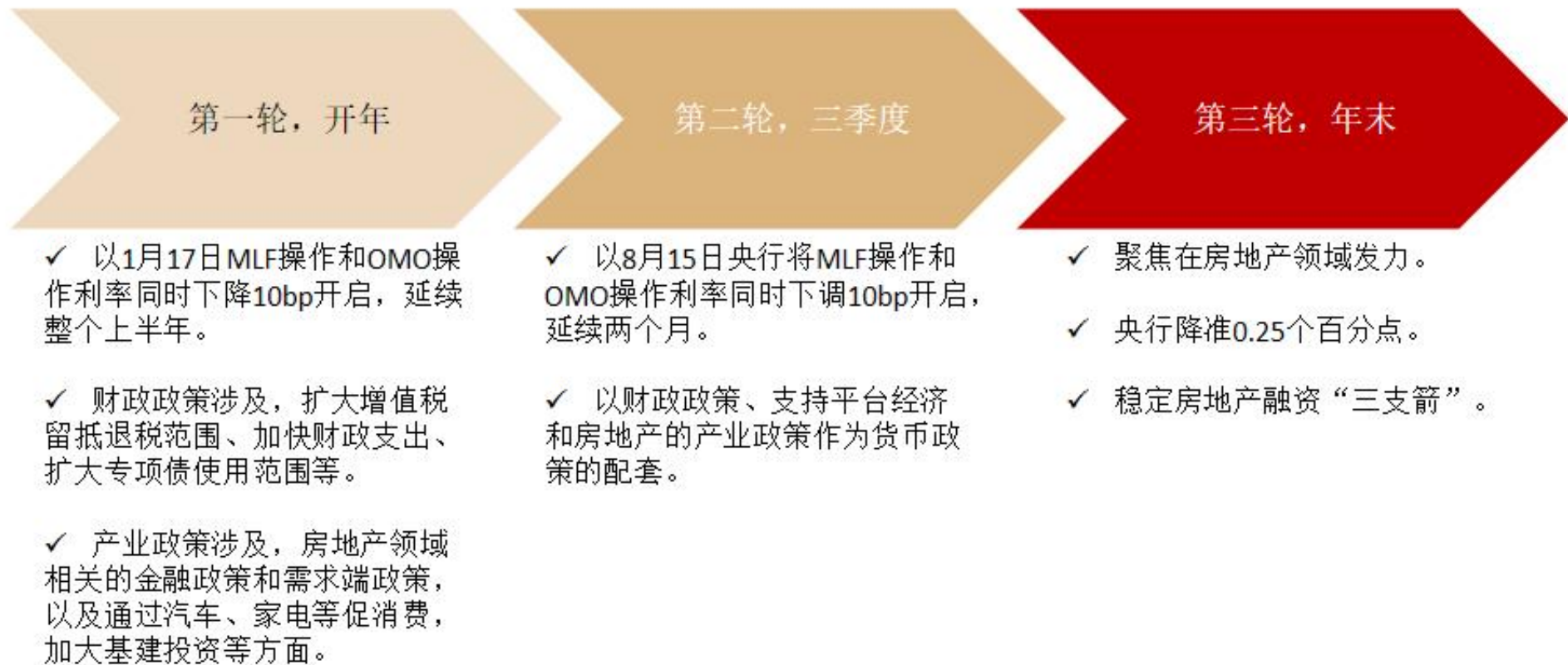
图表40：企业盈利低迷，增员意愿不强



资料来源：iFinD,中邮证券研究所

- 2022年稳增长政策大致存在3轮集中出台期。

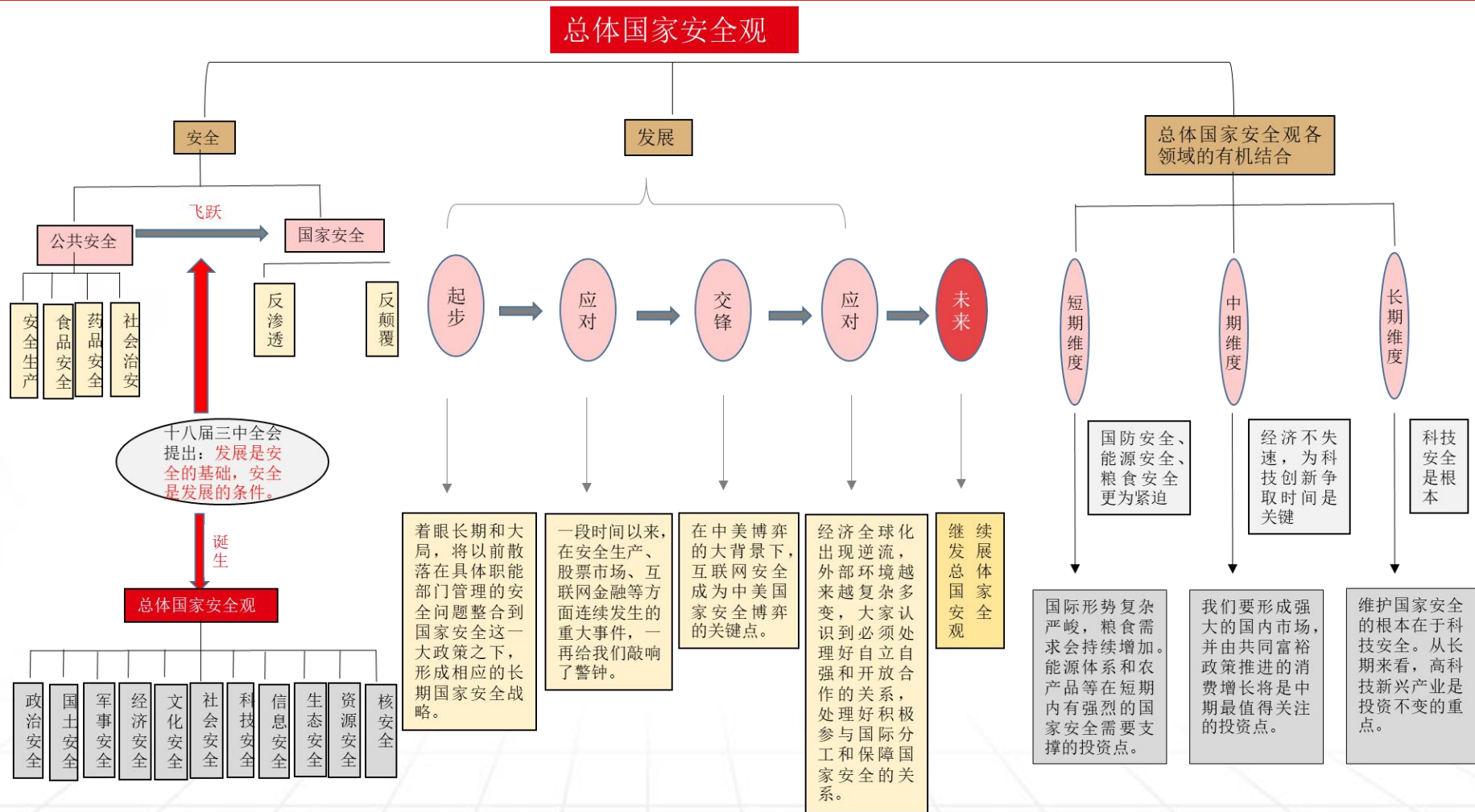
图表41：2022年稳增长政策出台



资料来源：中邮证券研究所整理

总体国家安全观统领全局

图表42：总体国家安全观

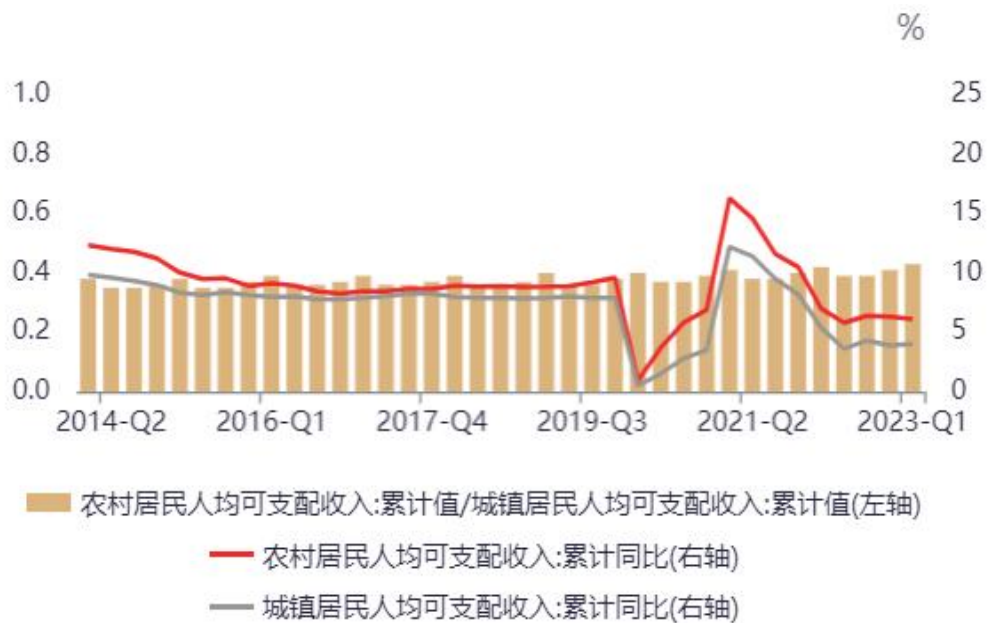


资料来源：中邮证券研究所整理

最艰巨最繁重的任务恰恰是发展空间所在

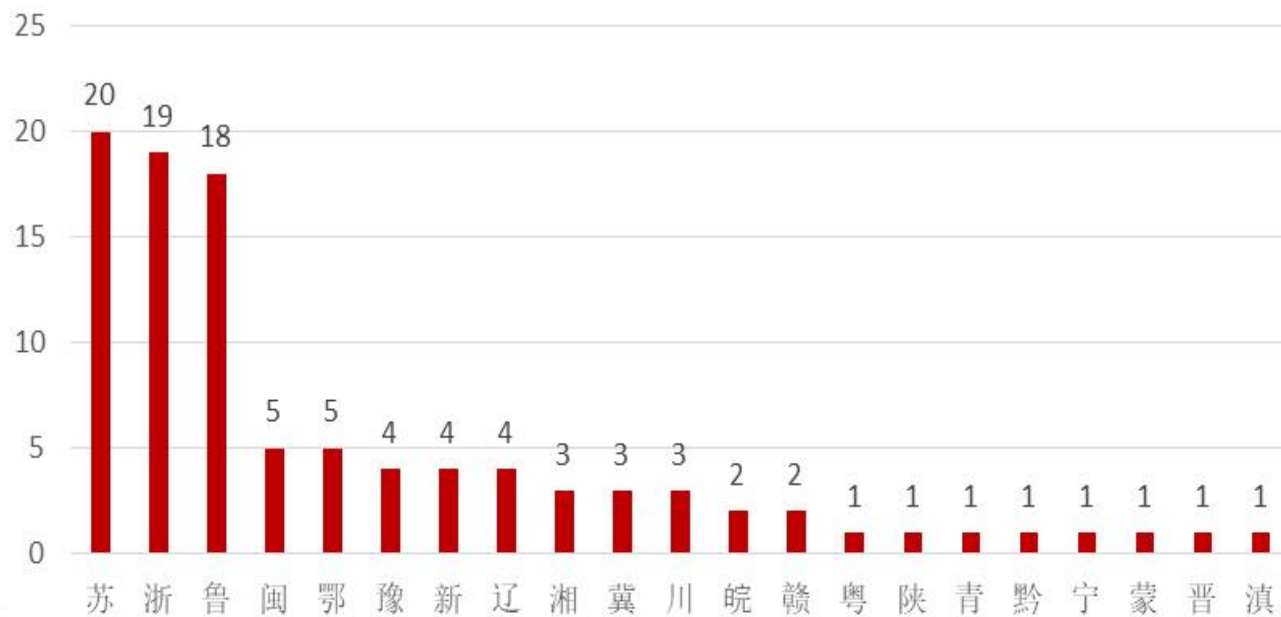
- 全面建设社会主义现代化国家，最艰巨最繁重的任务在农村。
- 2022年，全国城镇居民、农村居民人均可支配收入分别为49283、20133元。

图表43：城乡居民收入对比



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

图表44：2022中国县级市基本现代化指数前100名在各省份分布情况

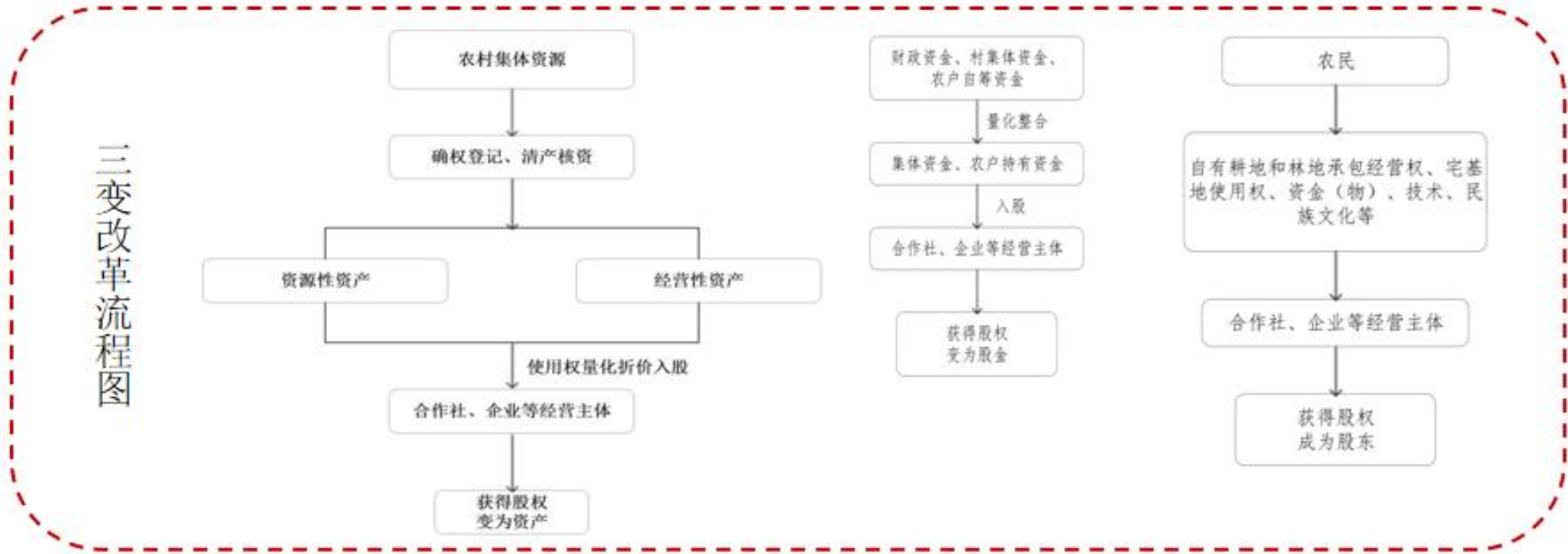


资料来源：中国城市基本现代化监测报告2022, 中邮证券研究所

三变改革奠定共同富裕基础

- “资源变资产、资金变股金、村民变股东” 的农村三变改革，重构农村新型集体经济。
- 路径：成立村级合作社搭建三变改革的平台——组织、动员、引导农户入股村级合作社，统筹发展村社资源——推动农户逐步转型产业工人等多业态从业。
- 本质：创新农村集体产权制度，在充分维护农民合法权益的基础上，优化对农村资源的配置效率。

图表45：三变改革流程

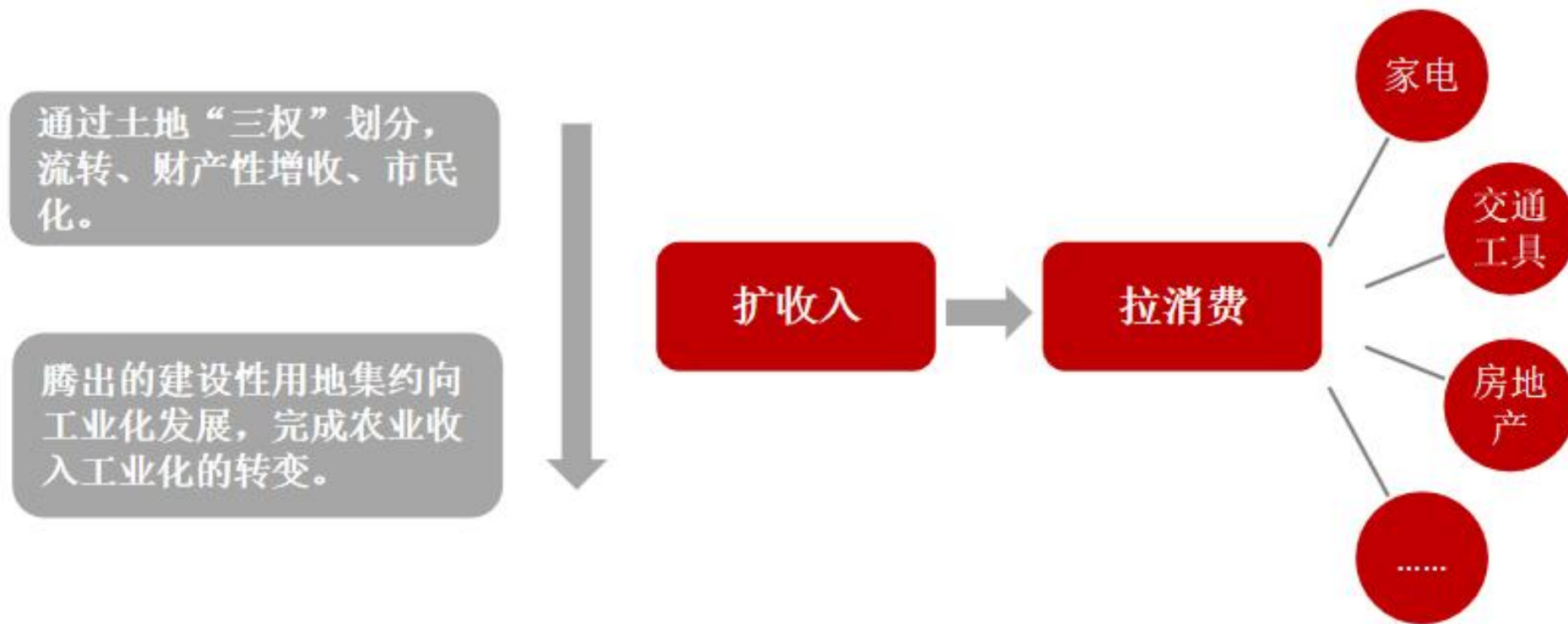


资料来源：《乡村振兴视阈下农村“三变”改革实践、困境与路径优化研究》，中邮证券研究所

扩大农村居民收入，释放消费潜力

- 当前农村居民扩大劳动力、财产性收入更合理，其边际消费倾向更高，更容易提高消费。
- 扩大农村居民收入分两步走，土地“三权”划分，建设性用地集约向工业化、服务业发展。

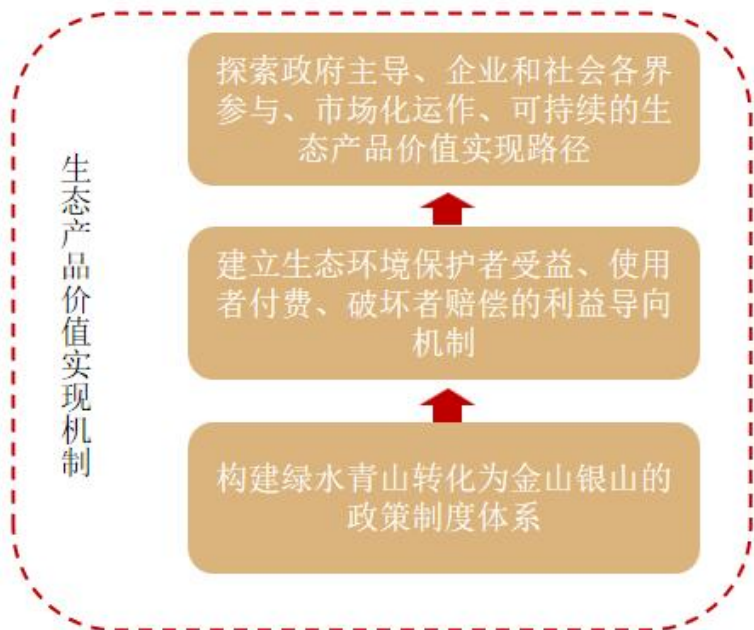
图表46：扩收入、拉消费



资料来源：中邮证券研究所整理

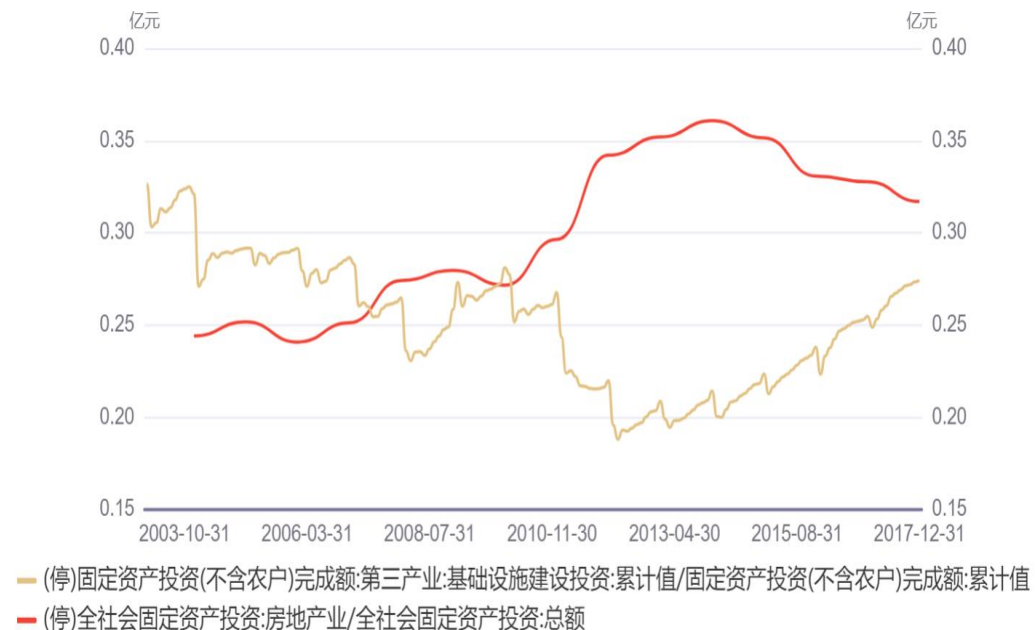
- “绿水青山就是金山银山”的新理念，是构建生态化发展新格局的指导思想。

图表47：生态产品价值实现机制



资料来源：中邮证券研究所整理

图表48：基建、房地产在投资中的主体地位有望向乡村转移

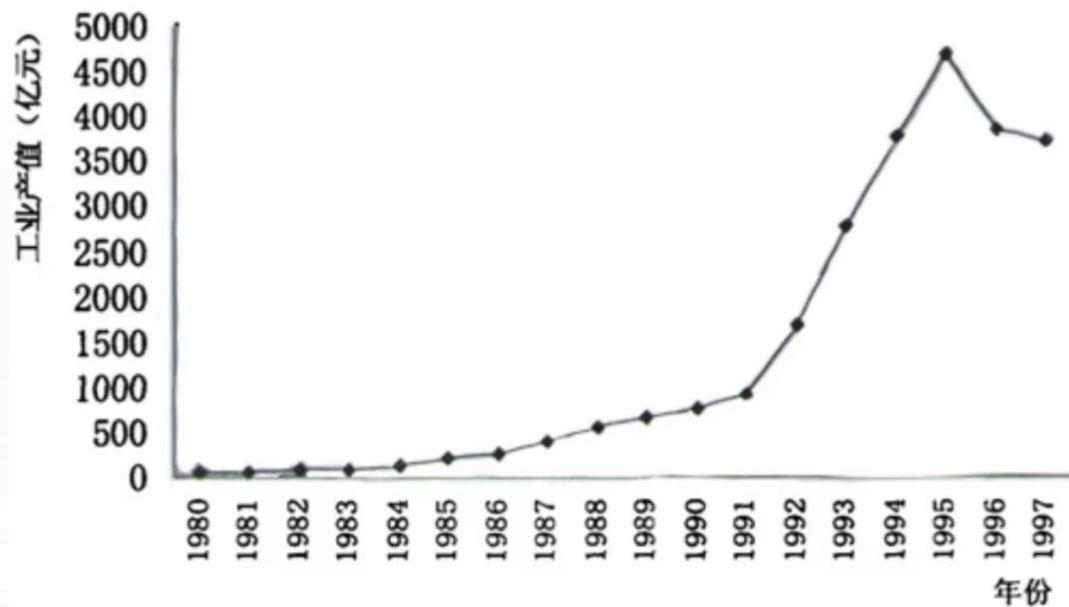


资料来源：iFinD,中邮证券研究所

历史上的乡村振兴——苏南模式

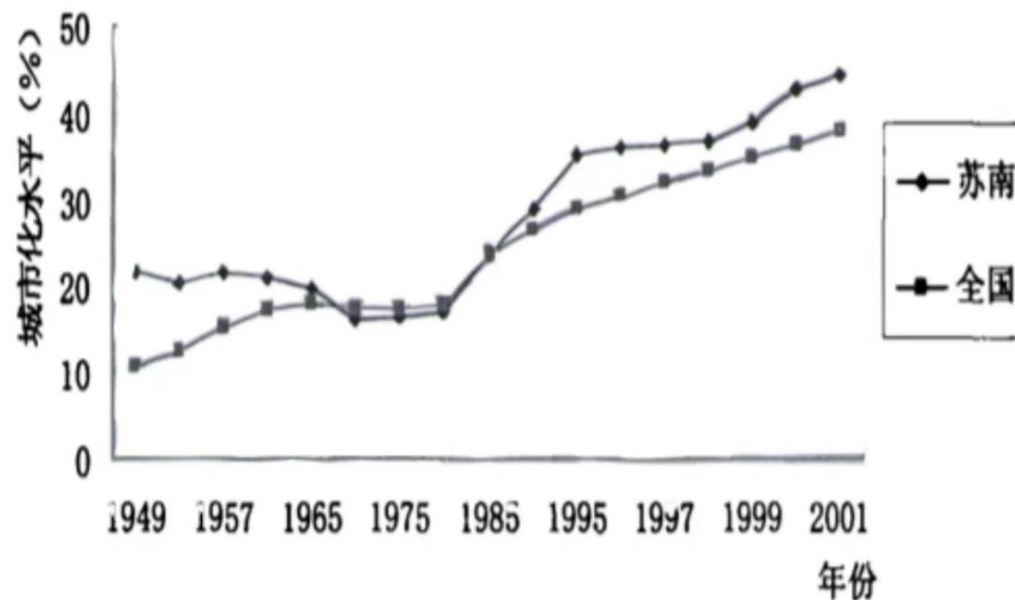
- 20世纪80年代苏南地区乡镇企业的大规模发展，推动乡村工业化以及小城镇的繁荣。
- 实现百万农民非农化转移，“以工建农”、“以工建镇”，农业现代化水平不断提高，大批小城镇迅速崛起。

图表49：苏南乡镇工业发展



资料来源：《乡村转型与城乡空间整合研究》，中邮证券研究所

图表50：苏南VS全国城市化水平



资料来源：《乡村转型与城乡空间整合研究》，中邮证券研究所

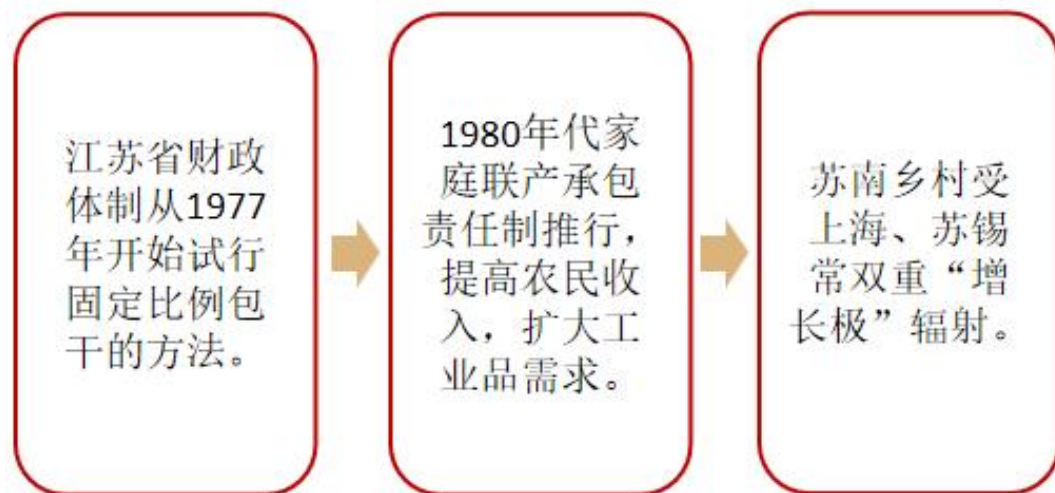
- 乡镇企业的主导是获得部分财政自主权的地方政府。
- 乡镇企业发展早期，村社内部通过资源资本化整合来内向完成工业资本积累。

图表51：80年代无锡企业资金来源对比

资金来源	国营企业	乡镇集体企业
政府拨款	1.60%	2.90%
国内银行贷款	44.80%	1.70%
国外投资	-	-
自有资金	53.60%	95.40%

资料来源：《解读苏南》，中邮证券研究所

图表52：苏南乡镇企业发展脉络



资料来源：中邮证券研究所整理

- 美联储紧缩超预期
- 美国衰退程度超预期
- 地缘政治冲突加剧
- 房地产下行超预期
- 政策落地执行扭曲

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

袁野 (首席分析师)

SAC编号: S1340523010002

邮箱: yuanye@cnpsec.com

魏冉 (研究助理)

SAC编号: S1340123020012

邮箱: weiran@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
 邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
 地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
 邮编：100050

上海

电话：18717767929
 邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
 地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼
 邮编：200000

深圳

电话：15800181922
 邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
 地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
 邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES