

寻找大变量 ——2023年H2宏观指标预测

民生宏观 周君芝、陈怡、谭浩弘、周恺悦、吴彬

- 上半年经济实际增长持续下行，市场预期下半年经济能够筑底企稳。模糊判断不如精确测算。我们拆解各大经济板块结构并把握这些变量运行主线，测算主要宏观变量下半年读数，然后判断下半年中国经济能否迎来筑底。
- 测算结果显示下半年经济内生动能平稳，我们尚且不能对年内经济大反弹做过多乐观期待。然而好消息是，测算下来，经济下滑最快阶段落在了二季度，以至于二季度GDP环比弱于往年季节性，三季度经济下行斜率走平因为二季度表现过弱，三季度GDP环比反而强于季节性。
- **如此我们基本可以判断，不出意外情况下三季度迎来更加平缓的经济增长，同时也是悲观情绪最浓时期已经过去。四季度或存在一定不确定性。**
- 目前市场对海外经济、国内政策、出口以及基建仍存在不少分歧，我们给出基准判断如下。当然真实情况需要我们进一步保持观察。
- （一）美国经济有可能在四季度迎来硬着陆；
- （二）国内政策较上半年乐观，但政策出牌节奏需要更长时间等待；
- （三）下半年出口同比与上半年相差不多，但全年出口同比低点或落在5-7月份；
- （四）我们对全年基建都持谨慎态度，下半年基建投资同比较上半年逐季回落。

- **下半年经济的主基调？测算显示下半年经济不会有大的转向，这是下半年宏观经济的基调和底色。**
- **（一）地产投资压力在于施工端。地产行业预期仍待修复，全年累计增速或难以转正。**
- 今年施工面积累积同比或逐季下滑，测算得到Q3、Q4地产投资同比分别为1.9%和0.7%，全年累计同比或难转正（-2.6%）。
- **（二）基建投资的约束不在资金而在项目。预计下半年地方财政支出节奏放缓，基建投资较上半年走弱，下半年基建增速放缓至4%。**
- 因项目储备有限，今年中央加杠杆力度大概率持平于去年。预计今年Q3、Q4或分两批投放0.7万亿（同2022年）政策性金融工具。
- 我们测算得到Q3、Q4基建投资增速将放缓至4.4%和3.7%（下半年同比+4%），较Q1（10.8%）、Q2（预测同比+6.6%）以及上半年（预测同比+8%）有所回落。
- **（三）消费的约束来自于收入预期偏弱。下半年社零同比或较二季度走弱，预计下半年社零同比7.5%，两年复合增速在3.3%，低于长期趋势线。**
- 依赖线下场景的餐饮和场景消费，在低基数和高修复弹性的支撑下，餐饮消费同比增速为23.6%，场景消费同比增速为16.9%。
- 汽车消费受政策刺激退坡影响，对消费增长贡献或有走弱，预计同比-1.2%。
- 在保交付政策支持下，地产竣工加快，会带动地产链消费增加，从而对冲住宅销售不景气的影响，预计地产链消费增速在0.3%。

- **（四）制造业投资受制于内外有效需求不足。预计下半年制造业投资环比动能延续下行趋势，但总体跌势收敛。**
- 企业投资意愿和市场需求、盈利空间、政策扶持三个因素密切相关。
- 展望下半年度，若外需转负，地产偏弱，在两大终端需求不足的背景下，制造业投资或将延续下行趋势。
- 综合考虑环比动能以及同比基数，我们预估2023年Q2、Q3、Q4制造业投资同比分别为+5.2%、+4.0%和+5.8%。
- **（五）下半年出口的最大解释变量在于海外需求。预计2023H2出口增速预计落至-2%~-5%区间。**
- 我们给出三组方法估测下半年出口同比表现。
- 乐观情景：今年Q3-Q4出口同比-6.7%和3.6%，2023H2出口同比-2%。
- 中性情景：今年Q3、Q4同比分别为-8.28%和+1.25%，2023H2出口增速为-3.3%。
- 悲观情景：下半年总出口同比为-5%；Q3、Q4同比分别为-6.8%、-3.1%。

- **下半年最需要关注哪些变量？三个关键宏观变量或将影响资本市场：海外货币政策转向，出口的结构性机会、基建发力节奏。**
- 梳理主线逻辑并预测主要经济板块读数，我们最主要的目的是捕捉下半年影响宏观交易的关键大变量。按照我们预测，下半年多数宏观变量或延续二季度偏弱态势。不出意外的话，这些变量表现已在定价之内。下半年存在不确定性，或能影响资本市场交易的主要有三大变量。
- **变量一，海外货币政策转向。**
- 海外经济是否会在下半年步入深度衰退，不仅直接影响海外央行货币政策取向，进而影响全球资本市场表现。
- **变量二，出口结构性机会。**
- 全球经贸周期下行，海外需求回落将制约出口表现，下半年出口较难出现超预期大反弹。
- 全年中国出口或在三大板块体现出竞争优势：有新技术和差异化定价产品、中间资本品（生产资料、零部件、工程机械）、非美出口（一带一路，东盟）。
- **变量三，基建影响经济节奏。**
- 基于地方债务风险约束，今年下半年地方财政配合基建投资的意愿或有限，预计今年全年基建表现弱于去年。
- 虽然下半年基建不构成经济的重要助推因素，但基建发力节奏或影响经济节奏表现，关注下半年月度基建对经济的节奏扰动。

- **下半年经济节奏如何？经济环比增速或在Q2迎来短暂筑底，Q3经济斜率或走平，Q4宏观环境不确定性较强。**
- 上半年复苏换挡，经济在二季度初迎来下滑，而在二季度末展现出缓慢筑底信号。
- 受订单腾挪，积压需求释放等影响，Q1环比多增的偏终端需求的出口和消费在Q2回归疫情后常态；一季度看似疲弱的生产和投资，在二季度开始环比动能缓慢筑底。各个板块环比呈现出分化，二季度经济“企稳”的早期信号显现。
- **若政策调控的节奏和力度得当，经济“预期”最差的时期或已过去。**
- 进入三季度，终端消费复苏斜率逐步切换到疫后常态化模式后，经济数据环比增长幅度大概率高于正常趋势线。
- 我们预计Q2，Q3，Q4，三个季度GDP同比分别为6.7%，4.1%，4.8%。测算下来，GDP二季度环比增速偏低，而三季度环比增速则高于季节性，经济“预期”最差的时期或已过去。
- 两年复合增速角度，三季度GDP增速较二季度有将近0.5%的提升空间。
- 风险提示角度，若Q3实体数据筑底状态所打破，应该与两大变量有关——地产和基建。二者均与国内政策调控节奏和力度有关。
- **Q4宏观环境的不确定性或更多来自于跟海外经济绑定较深的中国出口。**
- 经济基本面在四季度究竟是迎来“二次探底”还是“N型复苏”，一来，关注出口的环比动能变化；二来，关注逆周期调控政策的成效。前者取决于美国经济什么时候迎来硬着陆，后者则和未来政策“出牌”的节奏非常相关。
- **风险提示：**海外地缘政治发展超预期，数据测算有误差，货币政策超预期



01

海外：美国或走向硬着陆

02

国内：下半年宏观指标预测

03

通胀：弹性比趋势更关键

04

社融：关键政策能否撬动有效需求

05

风险提示

CONTENTS

目录



01. 海外经济：美国走向硬着陆

图1：美国不同收入分位数工人的工资增速均居高难下

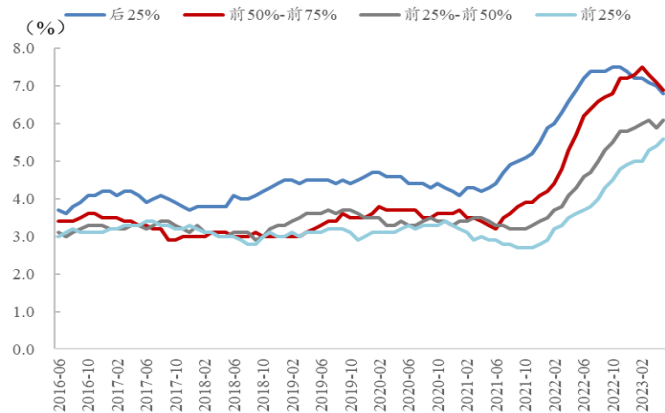
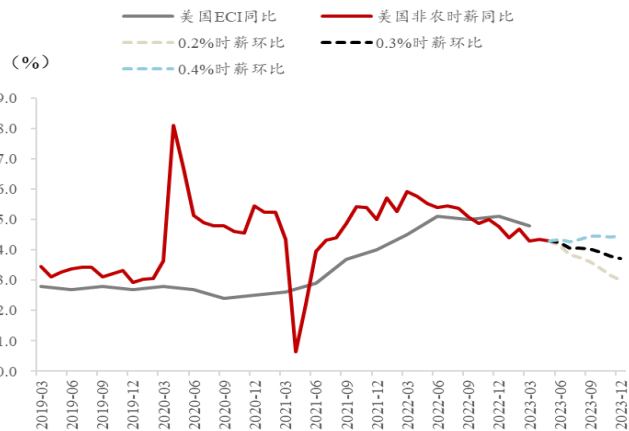


图2：美国工资增速很难在年内回到3%



1 经济衰退前，美国通胀增速很难回到2%

- 目前美国通胀的症结在于核心通胀，这与工资增速相关。
- 高企的工资增速让美国通胀很难在没有经济衰退的情况下回到美联储2%的目标区间。
- 美国工资增速处于“见顶，但未明显回落”的状态，这与劳动力市场的供需不平衡有关。
- 关于降息的时点，鲍威尔认为与2%通胀目标相符的工资增速在3%左右。无论是ECI和非农时薪同比都离3%有较大差距。近期非农时薪增速有明显的回落，但即使其未来维持0.2%的环比增速（低于近期平均水平），也要在年底才能回到3%的同比增速，若环比增速在0.3%甚至0.4%，则不可能在2023年回到3%的增速。而4月非农时薪环比却反弹到了0.5%。
- 这也就意味着，在经济进入硬着陆，并带来工资增速和核心通胀的明显下降前，美联储很难降息。

2

海外经济：美国走向硬着陆

- 在快速的加息以及银行业风波后，美国经济2023年主线或是紧信用，这将抑制美国居民和企业部门的信用扩张，且政府部门也在紧财政。
- 居民部门，消费信贷和储蓄规模的收缩，使较高的工资收入成为消费的唯一支撑项。**美国超额储蓄在2022年以来便快速下降，且储蓄多数集中在高收入群体。信贷端，由于银行大幅收紧了消费信贷的标准，消费信贷增速开始出现拐点。**未来美联储的抗通胀计划以降工资增速为主，因此今年美国消费走弱的趋势十分明显。**
- 企业部门方面，银行信贷标准的收紧，叠加高利率环境，使得美国企业无论是借贷还是发行企业债的成本都大幅上升，这会让企业收紧资本开支。**
- 历史上，信贷标准的收紧往往领先于美国制造业PMI快速下滑1-2个季度。且当前美国收紧贷款标准的银行净比例水平已经接近历次经济衰退的水平，我们预计在2023Q4，美国经济大概率迎来硬着陆。**

图3：美国消费信贷增速已经出现拐点

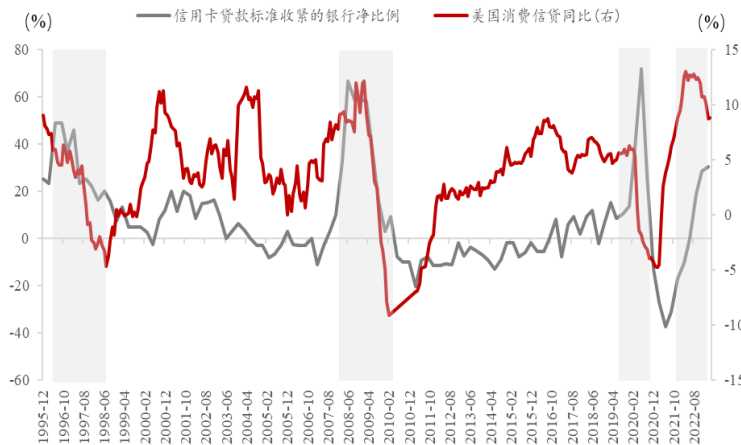
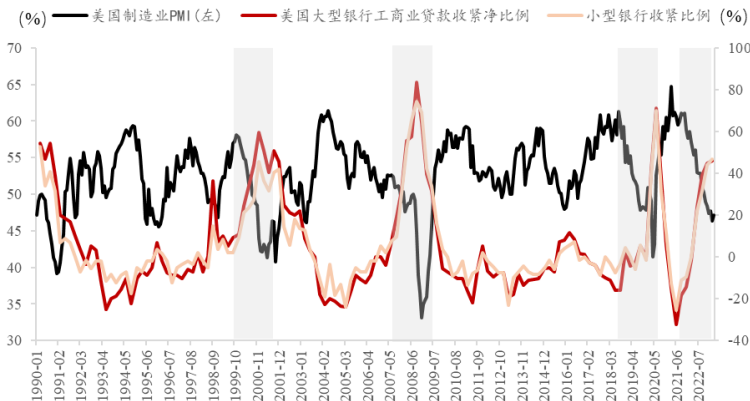


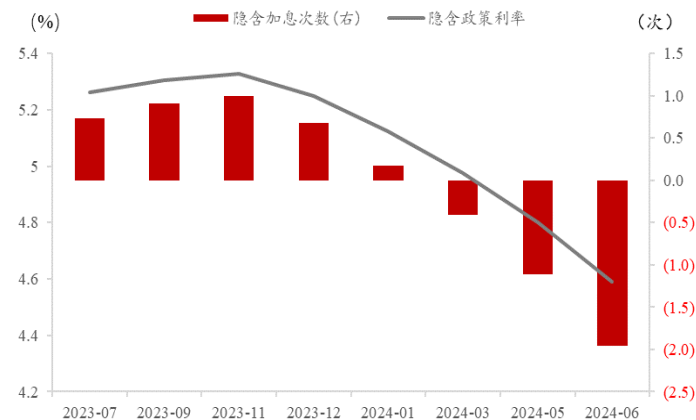
图4：信贷标准的收紧可能让PMI进一步下坠



3 货币政策：非线性的经济衰退可能会带来非线性的降息

- 首先，我们预计美联储在7月份加息25BP后将停止加息。
- 美联储在6月最新的点阵图中暗示下半年还将加息两次，不过鲍威尔表示目前未决定7月及未来的加息节奏，未来操作仍将遵循“数据依赖”原则。当前疲软的汽油价格、出现拐点的房租通胀和一系列前瞻指标均不支持美国通胀再次超预期。另一方面，近期美国PMI指标继续向下，信贷收缩的阴霾未散，以GDI衡量的经济增长甚至进入了“技术性衰退”。因此，我们认为“数据依赖”的美联储在7月后继续加息的概率较低。
- **非线性的经济衰退可能会带来非线性的降息。**
- 2023Q4左右，随着美国经济硬着陆，并让通胀增速显著回落后，美联储获得了降息刺激经济的政策空间。但是，我们认为美联储并不会如市场所预期一般，逐次25BP降息。因为，根据均衡利率理论，中央银行需要快速将政策利率降至均衡利率以下（美联储判断是2.5%），才能达到刺激经济的效果。因而，我们估计在年末或明年年初，可以看到美联储的大规模非线性降息。

图5：市场预期美联储7月加息25BP，并在2024Q1降息



资产价格：美债蕴含的战略性机会

- 我们认为美国硬着陆和美联储的非线性降息或将带来战略性的机会。
- 短期内，因降息预期修正叠加债务上限避险需求退坡，10Y美债利率可能会在偏高位置（3.6-3.8%）运行。且债务上限解决后，美债的增发也会带来一定的流动性扰动。但随着下半年美国经济走软，长端利率或将进入下行阶段。且美联储的非线性降息或将带来做多美债的战略性机会。
- 全球经贸下行周期，美元指数偏强运行。
- 一般来说，美元指数和全球的经贸周期，也就是全球经济增长强度呈反向关系。疫情后，随着发达国家财政周期的回落，美元指数也进入升值趋势。由于我们认为欧美需求大概率在2023年继续走弱，因此我们认为美元指数或将维持高位运行。
- 同时，欧洲正面临严重的信贷紧缩，这意味着欧洲经济韧性和后续加息都将不及市场预期，这也构成近期美元指数走强的推动因素。

图6：全球经贸下行周期，美元指数偏强运行

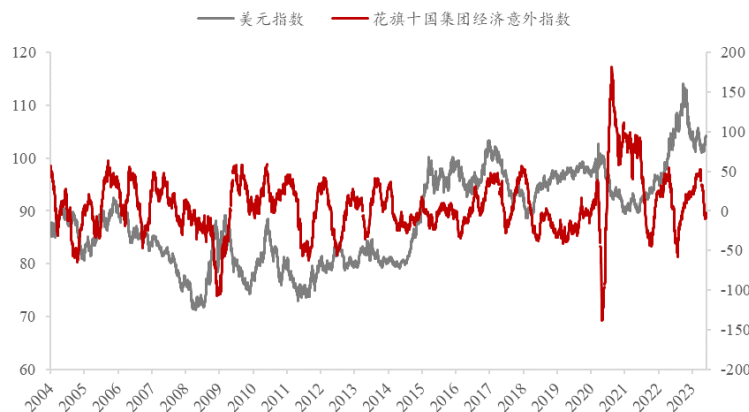
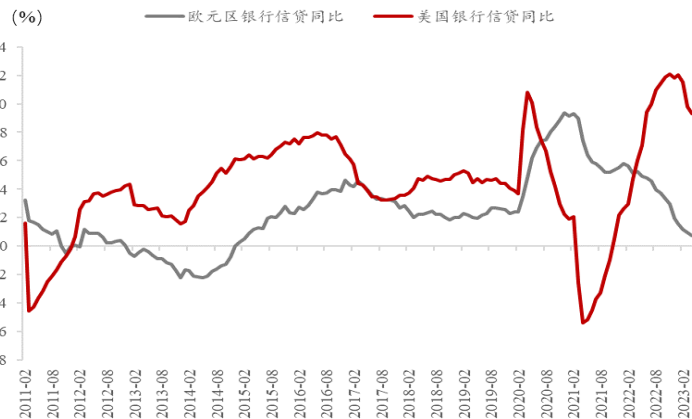


图7：欧洲正面临严重的信贷紧缩



02. 国内经济：2023年H2 宏观指标预测

1

地产的锚：2023年12亿平的年度销售面积十分关键

- 在《从库存看中国地产是否过剩》报告中，我们测算得到，从静态库存和动态库销比两个维度评估今年房地产走势，2023年12亿平的年度销售面积十分关键。
- 给定2023年销售面积大于12亿平，搭配相对偏悲观的施工面积和竣工面积假设（施工面积增速-3%，竣工面积增速10%），测算得到静态库存以及动态库销比较2022年走低。
- 给定2023年销售面积低于12亿平，即便施工和竣工给定最乐观设定（施工面积增速-7%，竣工面积增速20%），2023年的静态库存和库销比也不会比2022年改善多少。
- 库存的另一面是销售，警惕“销售-库存-房价预期”螺旋循环启动，三个环节存在互为强化的循环机制。
- 这也意味着销售面积同比能否为正，即全年住宅销售面积能否稳定在12亿平，关系今年地产链是否能企稳修复。

2

建安工程投资主要由施工面积决定，销售表现对施工面积有较强指引

- 参考2022年数据，房地产开发投资中，建安投资（63%）和其他费用（36%）为主要组成部分。土地购置费占其他费用的86%。因此，对土地购置费和建安工程投资增速的判断是地产投资的重点。
- 土地成交价款对土地购置费的领先关系，我们可以用土地成交价款预测下半年土地购置费用。土地购置费是指房地产开发企业通过各种方式取得土地使用权而支付的费用，按当期实际发生额计入房地产开发，延期偿付（一年之内）的拿地支出是土地成交的滞后指标。
- 对于地产投资中比重最大的建筑工程预测要依赖于我们对施工面积的判断：建安投资增速和施工面积密切相关。

图8：2022年房地产开发投资结构

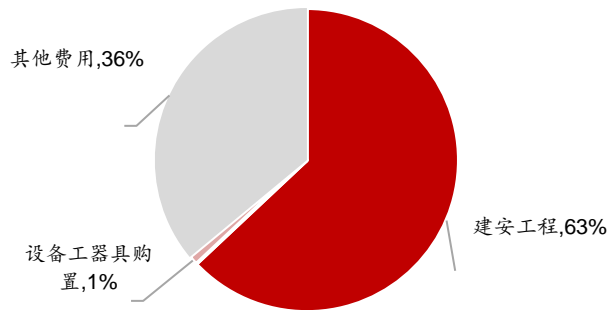
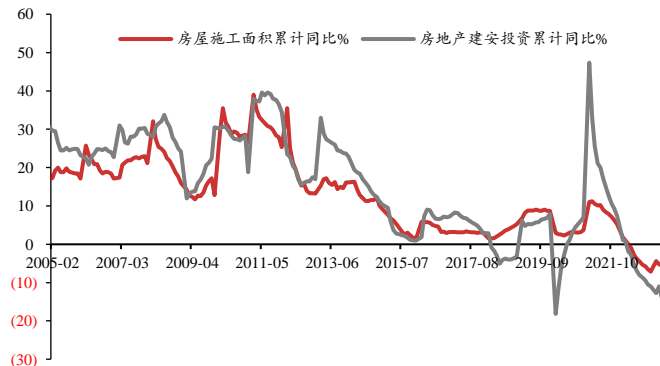


图9：建安投资和施工面积增速密切相关



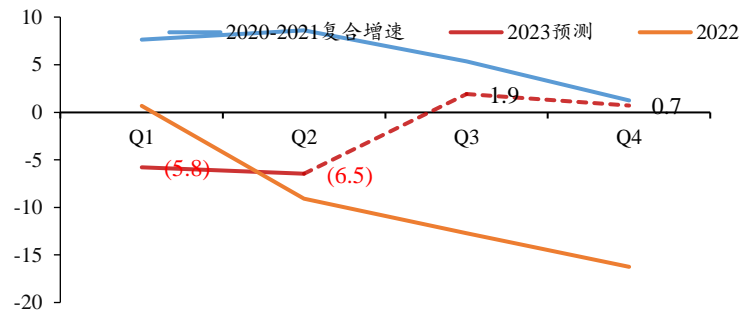
3

下半年地产投资增速或再度转负

- 地产投资的压力在于今年施工面积的增速存在较大不确定性，不确定性来自于三个层次。
- 第一层：销售端对施工面积增速存在强指引，而最前端的地产销售今年能否实现正增是第一层风险。
- 第二层：销售-新开工-投资的传导或发生明显钝化。
- 第三层：近几年房企拿地和新开工率连续走低，施工面积受开发进度制约。
- 今年施工面积累积同比或逐季下滑；测算得到Q3、Q4地产投资同比分别为+1.9%和+0.7%，年内累计同比或难转正（-2.6%）。

图10：2023年施工面积和累积增速预测

单位：万平方米	Q1	Q2E	Q3E	Q4E
2023	764577	791180	813238	833500
同比	-5.2%	-6.8%	-7.5%	-7.9%

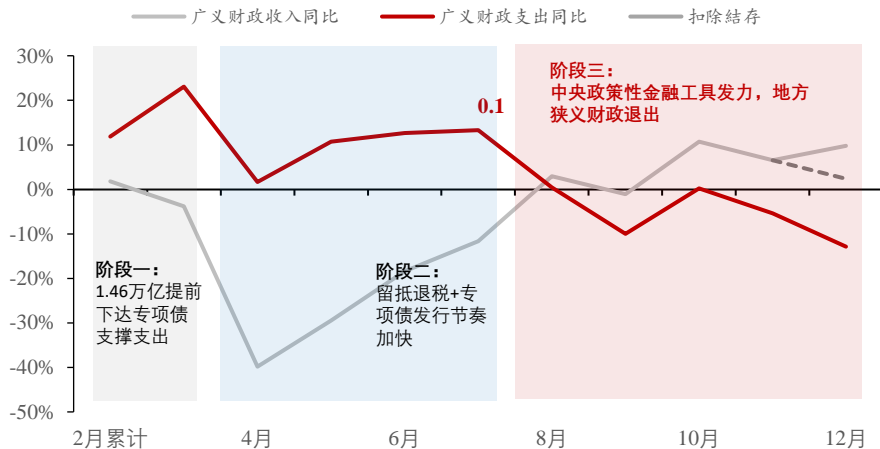
图11：2023年地产投资同比增速预测（%）


4

今年基建投资的逻辑是中央加杠杆，地方缓投资

- 2022年以后，地方财力趋紧，隐债监管趋严，地方政府工作重心转移至保民生、防风险，扩投资责任更多由中央政府承担。
- 以2022年为例，地方在用尽预算内资金后，投资支出力度大幅走弱，中央便及时加杠杆稳定投资。
- 今年财政运行节奏与2022年类似，故我们对下半年基建有两点判断：
 - 第一，下半年基建表现大概率取决于中央加杠杆节奏及规模。**
 - 今年财政运行节奏与2022年类似，年初地方财政加快预算内资金使用，保障年初投资力度。我们预计二季度末以后地方预算内资金吃紧，地方投资拉或将放缓，中央或成为基建主导力量。
 - 第二，受制于项目储备有限，今年中央加杠杆力度大概率与去年持平。**
- 预计今年于三、四季度或分两批投放0.7万亿（同2022年）政策性金融工具。

图12：2022年下半年曾出现中央加杠杆，地方财政退出



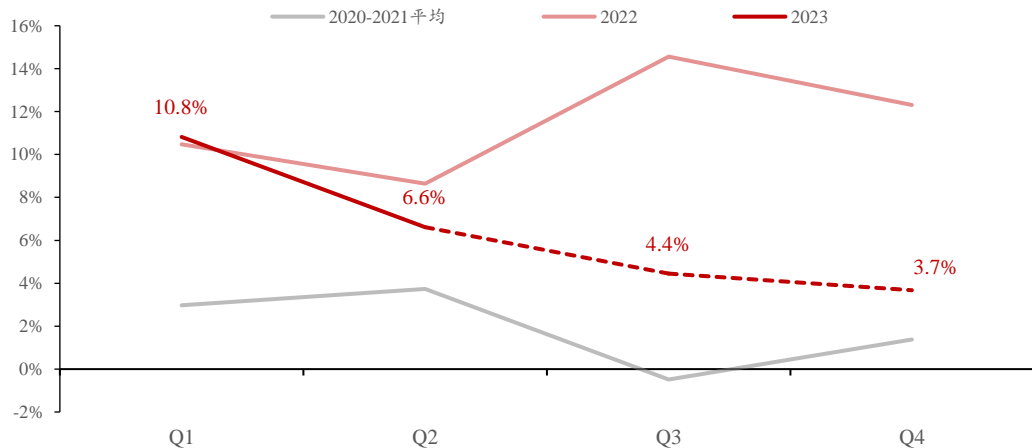
资料来源：wind，民生证券研究院测算

5

预计下半年基建或将逐季走弱

- 测算得到Q3、Q4基建投资增速将放缓至4.4%、3.7%（下半年同比4%）。
- 今年Q1基建投资增速为10.8%，Q2基建投资增速预计同比6.6%，上半年基建投资预计同比8%。下半年基建或较上半年明显回落。

图13：2023年基建投资同比增速预测



资料来源：wind，民生证券研究院测算，注：2023年Q2、Q3、Q4为预测值

需求反弹和低基数双重影响下，社零非典型复苏趋势

- 年内消费回暖的主要制约因素在于两点：一是人均收入增长放缓，居民消费能力有所下降；二是地产链相关消费偏弱。
- 参考历史情况，与2014-2015年消费情况有类似之处。
- **2023年消费三大核心变量：线下场景消费、地产链和汽车链，具体测算假设和测算逻辑如下。**
- **餐饮消费与场景消费依赖线下场景，今年修复动能偏强。**假设Q2、Q3与Q4环比恢复正常季节性可对标2014-2015年各季度，可预测场景消费。
- **地产链相关消费分两大板块测算：**目前房地产销售不太乐观，假设2023年住宅销售面积仅与2022年持平，同比增速为0。保交付政策支持下，地产竣工加快，会带动地产链消费有所增加。假设竣工面积各季度环比增速恢复到地产高速发展期（2013-2019年）的水平。
- **汽车销售受政策刺激，消费或前置。**上一次2016年底汽车购置税政策退坡后，2017、2018和2019年汽车链商品同比增速分别为5.6%、-2.39%和-0.8%，汽车消费同比增速有所下滑。2022年底的汽车政策退坡，假设2023年Q2、Q3和Q4对标2017-2019年各季度同比均值。
- **必选消费（食品饮料、药品）韧性较强。**2021-2022年每季度同比增速均介于10%和12%间，弹性较小，假设2023年各季度同比增速为10%。
- **其他消费（烟酒、日用品、文教用品、报刊杂志、通讯器材等）复苏弹性有限，**对标2013-2019年，假设Q2、Q3与Q4环比恢复正常季节性。

7

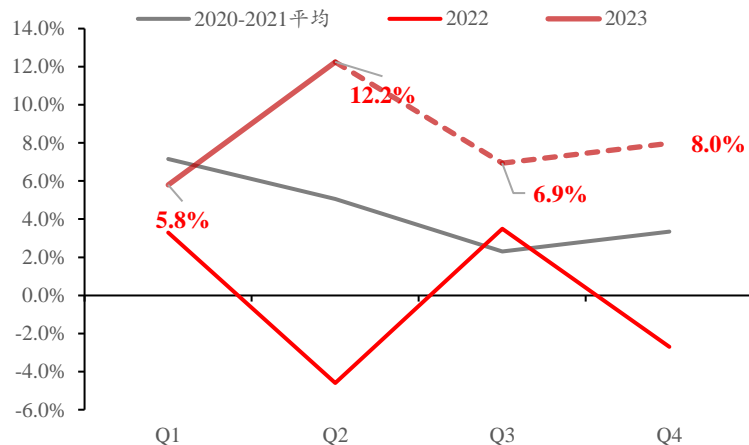
下半年社零同比较二季度走弱

- 依赖线下场景的餐饮和场景消费，由于去年低基数和反弹弹性高，改善幅度大。餐饮消费Q2、Q3与Q4增速分别为37.6%、23.0%、24.2%。场景消费Q2、Q3与Q4增速分别为14.5%、11.1%、21.7%。
- 汽车链消费下半年明显走弱。Q3与Q4增速分别0%、-2.4%（下半年同比-1.2%），较Q1、Q2的4.0%、9.6%（上半年同比6.8%）明显回落。
- 保交付政策推动竣工面积增加，地产链消费下半年有望改善。测算下半年同比0.3%，或较上半年-2.0%有所上升。
- 必选消费和其他消费弹性较小，对预测结果偏差影响有限。
- 最终测算得到预计2023年Q2、Q3、Q4分别为12.2%、6.9%、8.0%，全年增速在8.5%。

图14：2023年各季度总社零及各板块同比增速预测

板块		Q1	Q2E	Q3E	Q4E	2023E
餐饮		13.9	37.6	23.0	24.2	24.3
商品		6.4	9.8	5.2	6.2	6.8
汽车链	汽车、石油制品	4.0	9.6	0.0	-2.4	2.6
地产链	家具、家电、建筑装潢材料	-2.3	-1.7	-3.9	3.9	-0.8
场景消费	服装鞋帽、化妆品、珠宝	12.9	14.5	11.1	21.7	15.3
必选消费	粮油食品、饮料、药品	11.7	10.0	10.0	10.0	10.4
其他消费	烟酒、日用品、文教用品、报刊杂志、通讯器材	5.3	10.6	14.5	12.8	10.9
总社零		5.8	12.2	6.9	8.0	8.5

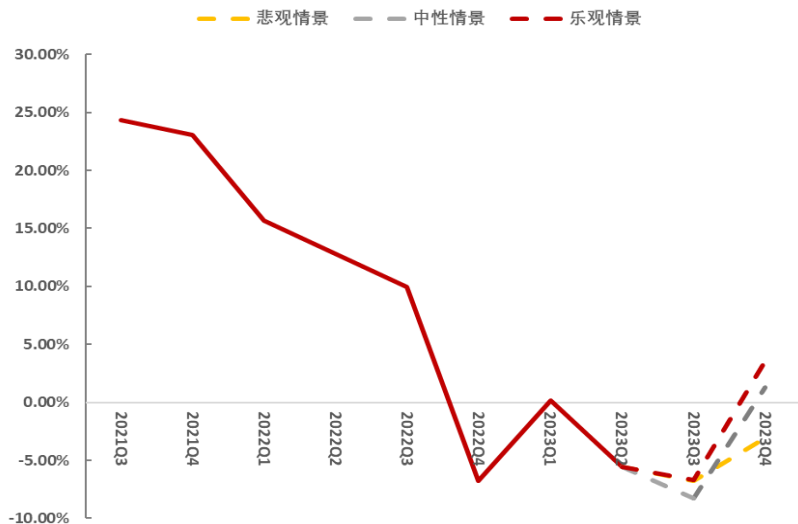
图15：2023年社零增速预测



下半年出口增速预计落在-2%~-5%区间

- 中国展望下半年度，海外需求回落将会制约出口整体表现，2023H2出口增速预计落至-2%~-5%区间。
- 乐观情景。**假设今年Q3和Q4出口环比等于历史同期水平（2013-2019年同期均值分别为5%和3%），在今年1-5月出口金额基础上进行环比累乘，得到今年Q3-Q4出口预计同比-6.7%和+3.6%，2023H2出口预计同比-2%。
- 中性情景。**考虑到今年出口情况类似于2012年，假设今年Q3和Q4出口环比等于2012年同期水平（Q3和Q4环比增速分别为3%和2%）。同样在1-5月出口金额基础上进行环比累乘，得到今年Q3、Q4同比预计分别为-8%和+1.3%，2023H2出口增速预计为-3.3%。
- 悲观情景。**最悲观情景下今年下半年出口不可类比于历史其他时期，因而我们只能拆分出口商品细节来估测下半年出口趋势。假设不同类型商品出口下半年有不同表现，将不同类型商品表现按照往年相似年份进行估算。再将所有商品出口加总，我们得到下半年总出口预计同比为-5%；Q3、Q4同比预计分别为-6.8%、-3.1%。

图16：三种情景下的23Q3、Q4出口增速



资料来源：wind，民生证券研究院测算，注2023Q2、Q3、Q4为预测值

8

下半年资本品和运输设备出口有相对亮眼表现

- 悲观情景下的具体商品测算：
 - 1) **消费品**：受制于贸易摩擦和产业转移后的东盟份额替代，本轮下行周期中，劳动密集型产品将会面临更快下滑。参照2015年的可比增速，预计2023H2，出行消费品和耐用品（包括消费电子）分别同比下降-5.1%和-14.2%。
 - 2) **中间品**：受大宗商品价格下行，预计中间品降幅将会与2016年度类似，2023H2增速为-5.6%。
 - 3) **资本品**：受益于中国产业升级下的竞争力提升，预计资本品（机电设备，不含消费电子）2023H2增速与2023H1增速接近，为+1.5%。
 - 4) **运输设备**：新能源汽车出口带动下，运输设备出口将会延续当前增长趋势，但由于去年基数较高，同比增速或将有所下滑，预计H2同比增长9.9%。
- 照此测算，Q3-Q4出口增速分别为-6.8%、-3.1%，节奏上呈现为同比逐步改善，但环比延续季节性回落。

图17：悲观假设下，不同商品的出口增速

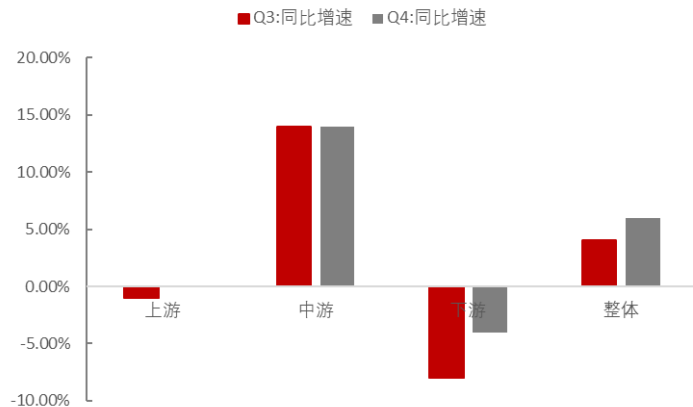
板块	主要商品	Q3同比增速	Q4同比增速
出行消费品	鞋帽箱包、服装服饰	-9.55%	0.30%
耐用消费品	家具、灯具、电脑设备	-17.92%	-10.35%
中间品	贱金属、塑料橡胶、纺织原料、化工制品等	-5.96%	-5.20%
资本品	机械设备、电力设备	1.50%	1.50%
运输设备	汽车、船舶	5.00%	15.00%
合计		-6.80%	-3.11%

11

内外有效需求不足，制造业投资延续下行趋势。

- 制造业投资表现取决于企业投资意愿和企业投资能力。
- 企业投资意愿和市场需求、盈利空间、政策扶持三个因素密切相关。展望下半年度，若外需转负，地产偏弱，两大终端需求不足的背景下，制造业投资或将延续下行趋势。
- 具体测算：
 - 1) 上游(钢铁、化工)：持续回落的大宗商品价格压缩上游盈利空间，制约整体投资需求。参考历史PPI：原材料工业与上游行业固定投资相关性。预计Q3、Q4增速为-1%和0%。
 - 2) 中游企业(汽车制造、机械制造)：受益于出口需求韧性和企业产业升级诉求，预计整体增速将会保持，Q3-Q4增速均为14%。
 - 3) 下游企业：受地产需求下滑，和外需回落，预计将会进入负增长趋势，Q3、Q4增速为-8%和-4%。
- 我们预估2023年Q2、Q3、Q4制造业投资增速将分别为5.2%、4.0%和5.8%。

图18：2023年Q3-Q4制造业投资预测



GDP增速测算：全年增速预计达到5%

- 基于全球经贸周期下行、国内财政承压等现实性因素，2023年的复苏之路大概率并不是典型的总量复苏，预测下今年GDP的增速接近5%。
- 我们预计Q2，Q3，Q4，三个季度GDP同比分别为6.7%，4.1%，4.8%。**GDP二季度环比增速偏低，而三季度环比增速则高于季节性，经济“预期”最差同时也是经济落差最大时期或已过去。**
- 风险提示角度，若Q3实体数据筑底状态所打破，应该与两大变量有关——地产和基建。二者均与国内政策调控节奏和力度有关。
- Q4宏观环境的不确定性或更多来自于跟海外经济绑定较深的中国出口。

图19：中性预测下2023年GDP同比及环比增速

实际GDP增长率	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	全年
2023年同比	4.5%	6.7%	4.1%	4.8%	5.6%	4.4%	5.0%
2023年环比	-14.8%	6.9%	4.8%	9.7%	-8.0%	13.6%	5.0%
2013-2019年环比均值	-14.4%	11.0%	4.5%	9.7%	-5.4%	15.3%	9.1%

图20：中性预测下2023年GDP各板块增速预测

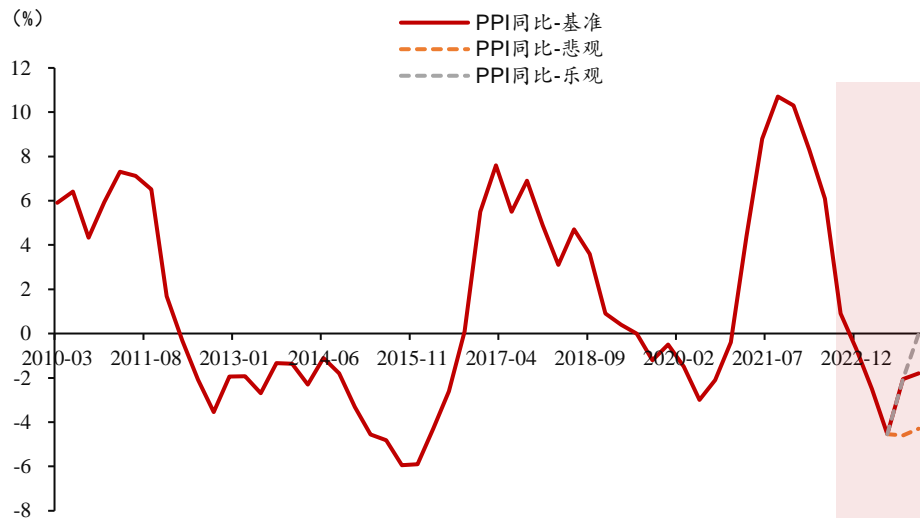
各版块预测	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023H1E	2023H2E	2023E
社零增速	5.8%	12.2%	6.9%	8.0%	9.6%	7.5%	8.5%
	今年消费约束来自于收入预期偏弱						
出口增速	0.1%	-5.6%	-8.3%	1.3%	-2.9%	-3.7%	-3.3%
	海外需求回落将会制约出口整体表现						
固定资产投资	3.1%	3.0%	3.7%	4.2%	3.1%	4.0%	3.9%
基建投资增速	10.8%	6.6%	4.4%	3.7%	8.0%	4.0%	5.8%
	今年基建投资的约束不在资金而在项目。						
房地产投资	-5.8%	-6.5%	1.9%	0.7%	-6.2%	1.4%	-2.5%
	今年地产投资压力在于施工端。地产行业预期仍待修复，年内增速难以转正。						
制造业投资	9.3%	5.2%	4.0%	5.8%	6.5%	5.0%	5.6%
	内外需均偏弱，今年制造业投资难有突出表现。						

03. 通胀： 弹性比趋势更为重要

1

PPI同比下行步入尾声阶段：弹性比趋势更为关键

- 市场多数期待下半年PPI价格周期向上带动库存周期和企业盈利周期企稳反弹，我们认为相较于同比趋势，弹性更为关键。
- 考虑基数效应，PPI大概率在下半年迎来企稳，但PPI的弹性则取决于环比动能。
- 基准情形是，在环比不变的背景下，Q2大概率形成本轮PPI的底部，Q2/Q3/Q4同比分别录得-4.5%,-2.1%,-1.8%。
- 涨价较慢情形下，若今年Q3遭遇和去年Q3类似的环比下滑（-2.5%），那么PPI的拐点则会推迟到Q3末Q4初，年内斜率走平，弹性相对有限。
- 涨价较快情形下，若今年Q4录得类似去年Q1的环比上行幅度（2%），那么PPI有望在年底转正，修复斜率偏陡峭。

图21：PPI下半年走势预测


资料来源：wind，民生证券研究院测算

2

CPI的年内低点或落在Q3，Q4温和抬升

- 考虑2022年H2，CPI基数前高后低，若环比趋于稳定，则CPI数据的低点大概率落在Q3。测算下来，若CPIQ3季度环比低于0.4%（2022Q3环比0.7%），那么CPI同比增速或滑落到0以下；若CPIQ4季度环比能达到0.9%（类似2022Q1），那么CPI同比大致在年底能达到1%。
- 中性预测下，若猪肉价格稳步抬升，下半年CPI大概率在【0%-1%】的区间窄幅震荡。**
- 自上而下研判核心CPI，因总需求抬升高度或比较有限，PPI相关的库存和企业盈利周期在中性预估下弹性有限，核心中枢抬升的幅度可控：价格拐点或和PPI拐点（Q2）接近，测算年底中枢回升至1.4%。

图22：生猪供应压力趋于缓释

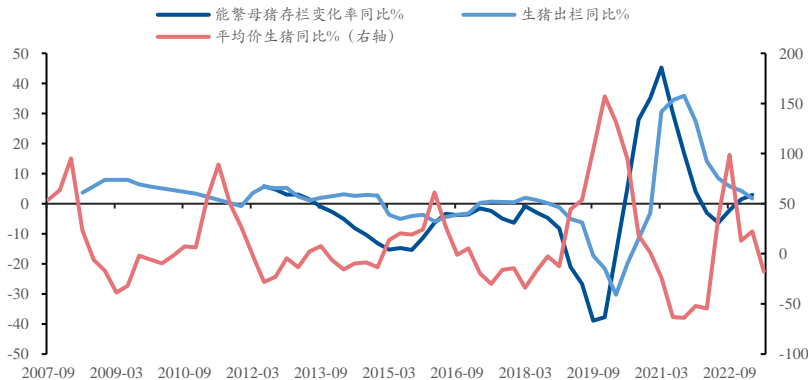
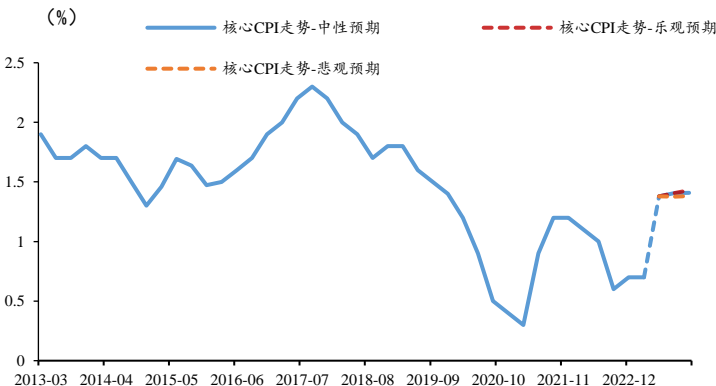


图23：核心CPI回弹幅度可控



04. 社融扩张： 政策撬动需求才是关键

2 社融扩张节奏是总量增速放缓，下半年靠中央加杠杆

- **2023年下半年，信用扩张速度或继续放缓：私人部门融资需求难以系统性改善，政府部门可能重新成为加杠杆主力。**
- **上半年社融增速提升主要依靠表内企业信贷拉动，但今年信贷投放明显前置，导致下半年投放速度或将放缓。**今年一季度信贷投放10.6万亿，同比多增2.3万亿，基本与2022年全年增幅相当，下半年信贷增速放缓，对社融扩张贡献减弱。
- **下半年私人部门融资需求难以快速改善，政府部门可能重新加杠杆。**1-4月居民信贷同比去年仅小幅多增0.4万亿，居民风险偏好低迷，缩表过程仍在持续，预计下半年私人部门信用扩张乏力。政府部门今年上半年加杠杆速度明显放缓，若后续财政工具带动中央政府加杠杆，下半年的社融增量或来自于政府杠杆。
- **预计中性情形，2023年信贷新增22.3万亿，其中居民信贷新增3.9万亿，社融增速9.7%。**

图24：信贷投放节奏对比

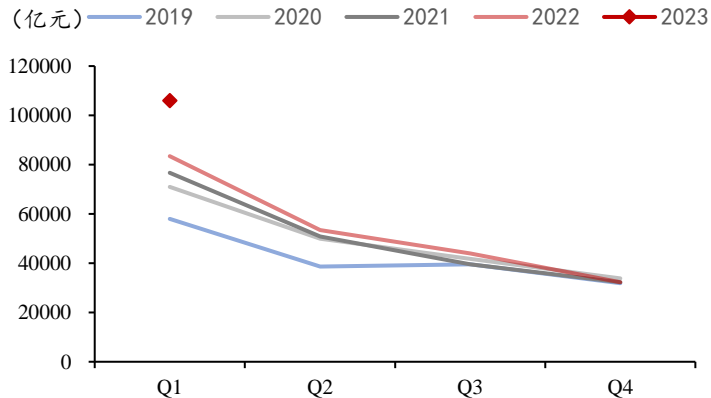
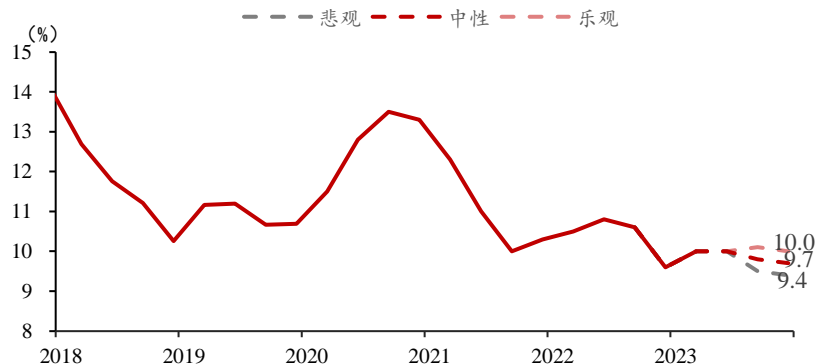


图25：社融同比增速预测



2 下半年银行间流动性继续保持宽松，降息窗口仍在。

- **实体需求持续偏弱，宽货币政策取向短期不会有太大转向。**当前居民避险情绪强，消费支出乏力。财政扩张退坡，企业经营状况并未大幅改善，当前宏观经济基本面仍偏弱，央行不得不维持宽松的货币政策。
- **DR007或仍围绕央行逆回购利率波动，对隔夜利率进一步下行形成制约。**当前资金面宽松，DR007也没有也并没有出现类似于大幅偏离央行逆回购利率的情况，预计下半年DR007仍在央行政策利率附近波动。
- **货币政策仍在降息窗口期，若央行调整OMO/MLF利率，那么资金利率有望进一步转松。**当前隔夜利率大幅低于7天利率，DR007与DR001的差值实际上是过去5年同期的最高水平，央行政策利率下调，有望打开资金利率进一步下行的空间。

图26：各类型银行信贷投放情况

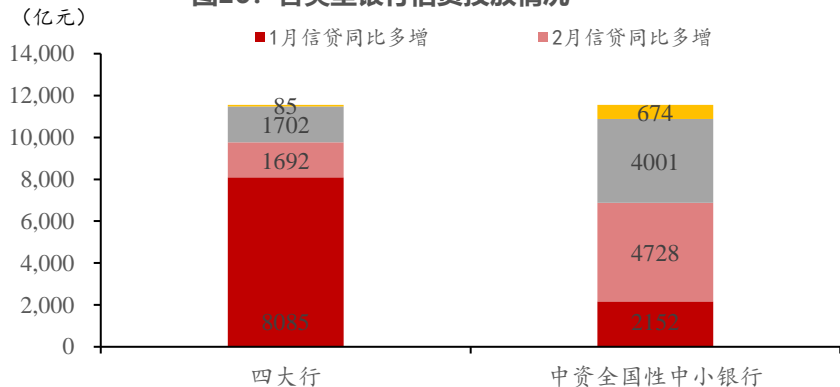
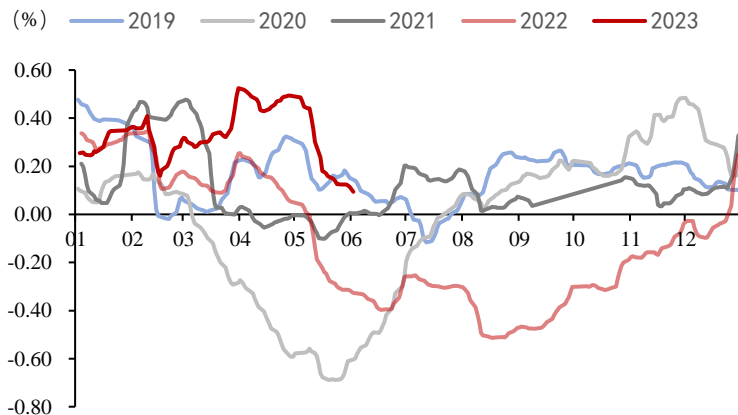


图27：DR007-OMO的差值



05. 风险提示

5

风险提示

- 1) **海外地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超过预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。
- 2) **数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对金融市场走向判断。
- 3) **货币政策超预期。**若货币政策超预期，会导致金融市场波动较大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

THANKS 致谢

宏观经济研究团队：



分析师 周君芝
执业证号：S0100521100008
电话：15601683648
邮件：zhoujunzhi@mszq.com



分析师 谭浩弘
执业证号：S0100522100002
电话：18221912539
邮件：tanhaohong@mszq.com



研究助理 陈怡
执业证号：S0100122120020
电话：13817480407
邮件：chenyi@mszq.com



研究助理 周信悦
执业证号：S0100121120011
电话：15623945742
邮件：zhoukaiyue@mszq.com



研究助理 吴彬
执业证号：S0100121120007
电话：15171329250
邮件：wubin@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 20120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	相对基准指数涨幅15%以上 相对基准指数涨幅5%~15%之间 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 中性 回避	相对基准指数涨幅5%以上 相对基准指数涨幅-5%~5%之间 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。