

上半年股、债、汇、商交易的宏观变量组合是实体数据下行、政策克制但流动性充裕。展望下半年，虽然仍有诸多不确定性，例如政策发力的具体节奏，美国经济衰退的幅度难以预测，但我们认为下半年概率较大的一种宏观组合是，经济数据下滑收敛，政策能动性高于上半年，流动性宽松贯穿全年。

回顾今年前两个季度，我们会发现一季度经济向上弹性最高，二季度经济反复，展望未来两个季度，三季度经济斜率或出现走平，四季度不确定性较大。如果说一季度交易强数据和强预期，二季度交易弱数据和弱预期，那么三季度经济数据变化预计不大，真正牵动交易的核心矛盾再度落脚到政策。只不过本轮政策等待过程中，市场需要更多耐心。

### ► 下半年国内宏观的主要矛盾仍落在资产负债表能否企稳。

首先需要强调，我们现在所处的并非是一个简单的库存周期。

去年底我们在《2023 年展望：宏观转向，资产换锚》展望 2023 年宏观经济主线时，就曾提及国内重要的宏观主线在于资产负债表：“2023 年海外主线在于经济处于全球经贸周期下行阶段，国内主线在于能否迎来居民资产负债表重塑”。

#### 去年底我们期待的居民资产负债表修复并扩张，今年上半年并未完全兑现。

正因为资产负债表脆弱性抬升，所以今年上半年我们不仅见证了消费、投资等当期需求偏弱，还见证了资产负债表脆弱性抬升之后伴随的一系列现象，私人部门风险偏好收缩，剩余流动性过剩，金融市场定价风险规避。

观察下半年经济走势，我们仍需要对国内资产负债表周期保持足够关注。

### ► 我们对下半年有三个关键判断，下半年或迎来“经济底”和“政策底”。

**判断一**，下半年经济主基调是，经济内生动能不太可能有大反弹。

**判断二**，Q3 经济形态是斜率走平，悲观预期或因此收敛；Q4 不确定性比较高，我们暂时不做方向判断。

**判断三**，理论上政策组合包可以很丰富，具体可参考 2014 年-2015 年。高质量增长定调之下，本轮政策出牌节奏或需要市场付出更多耐心。

今年市场对经济预期悲观情绪最浓的“情绪底”或落在 Q2。今年 1-3 季度，一季度需求冲高，二季度经济反复，三季度斜率走平，四季度存不确定性，所以 Q3 有可能是“经济底”。虽然 6 月 OMO 利率超预期调降点燃市场对政策乐观预期，但预计本轮政策偏克制，“政策底”落在下半年，且磨底时间或偏长。

### ► 下半年比较确的交易机会还是来自分母端。

如果今年一季度交易强数据和强预期，二季度交易弱数据和弱预期，三季度数据端变化不大，真正牵动交易的核心矛盾再度落脚到政策。

2014-2015 年和当下宏观背景相似度较高，当时政策组合颇丰富，是中国逆周期政策典例。这段历史给出的启发：帮助经济走出有效需求不足（即资产负债表和当期需求共振向下现状），可供选择政策工具或许在 2014-2015 年找到答案。

2014-2015 年，当时政策既有着力分子端（修复需求，提振增长），也有着力分母端（宽松货币，着力修复资产负债表）。

预计在本轮政策期待之中，我们比较容易迎来分母端政策，交易流动性宽松以及风险偏好修复，这或许是下半年大概率的方向。

**风险提示：**海外经济韧性超预期，地缘政治风险超预期。



分析师 **周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

### 相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：再起变数-2023/06/25
- 2.宏观专题研究：还应期待怎样的地产政策？-2023/06/20
- 3.宏观专题研究：耐心等待政策的“出牌”节奏-2023/06/19
- 4.流动性跟踪周报：海外资金加速涌入日本股市-2023/06/18
- 5.2023 年 5 月财政数据点评：财政还有多少空间？-2023/06/17

# 目录

<b>1 上半年交易的主导变量是流动性和预期</b> .....	<b>3</b>
1.1 市场交易流动性并博弈政策预期 .....	3
1.2 宏观背景是数据下行、政策克制但流动性充裕 .....	5
<b>2 当下并非处于一个简单的库存周期</b> .....	<b>7</b>
2.1 库存周期并非当下的主要矛盾 .....	7
2.2 国内的主要矛盾在资产负债表 .....	9
<b>3 下半年经济底？我们有两大关键判断</b> .....	<b>11</b>
3.1 判断一，下半年经济内生动能不太可能大反弹 .....	11
3.2 判断二，Q3 经济悲观预期或收敛，Q4 仍存不确定性 .....	12
<b>4 下半年政策底？需要足够耐心等待政策出牌</b> .....	<b>13</b>
4.1 未来政策的施政逻辑和框架 .....	14
4.2 预计政策的发牌节奏不同以往 .....	15
<b>5 下半年比较确定的交易机会还是来自分母端</b> .....	<b>17</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>18</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>19</b>

# 1 上半年交易的主导变量是流动性和预期

## 1.1 市场交易流动性并博弈政策预期

去年底，市场对 2023 年有两大“共识性”预期，预期国内经济强复苏以及政策强刺激；预期美国经济大衰退以及货币大宽松。

今年 1 至 6 月，资本市场波动较大。回顾股、债、汇、商市场表现，上半年国内复苏和政策预期兑现得比较颠簸，美股经济衰退和货币宽松的预期兑现情况同样如此

**回顾上半年资本市场表现，绕不开三个关键时点。**

**一是 3 月 5 日两会政策目标低于预期。**政府公布全年 GDP 增速目标在 5%左右，财政预算赤字、专项债规模低于市场预期。市场因为去年底放开疫情及民企“三支箭”而调高的强复苏预期开始降温。

可以说 3 月初强复苏预期开始被证伪，市场转入弱复苏交易逻辑。

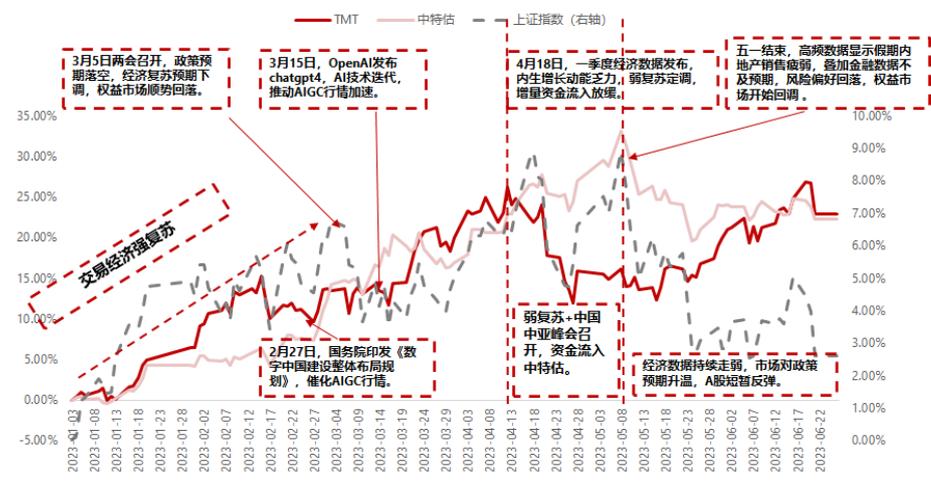
**二是 4 月中下旬高频数据显示地产再度走弱。**2-3 月地产销售量价迎来一轮始料未及的小阳春，环比、同比都有较强表现。然而进入到 4 月中下旬，高频数据显示地产销售量价再度走弱，5 月不少地产链环节数据甚至同比弱于去年。

4 月中下旬之后市场预期进一步走弱，地产链的消费偏弱引发市场一度开启避险模式。

**三是 6 月以来市场开始博弈政策预期。**面对短期反弹力度不足的宏观数据，以及仍在走弱的地产销售，市场信心有待提振。5 月中旬公布 4 月金融通胀数据，PPI 同比负增，并且居民信贷也在同比收缩。随之而来的是对政策刺激的期待。

经济数据表现得略显平淡。悲观情绪之下催生出政策博弈预期，6 月前三周，股、债、商市场一度交易强刺激政策预期。

图1：权益市场：从强复苏到弱复苏，从规避风险到博弈政策



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：债券市场：节后利率趋势下行，6月以来开始博弈政策



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：大宗表现：国内对复苏预期降温



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：人民币汇率表现：今年5月以来承受下跌压力



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 宏观背景是数据下行、政策克制但流动性充裕

上半年市场起伏波动，然而交易仍紧密呼应宏观大背景。透过资本市场表现，我们能够清晰捕捉到上半年市场实际上在交易三组宏观变量。

### 第一，经济增长动能偏弱，从疫后冲高到回归疫后常态。

春节过后，人员流动指标率先迎来快速反弹，连带消费、地产以及出口均大幅超过市场之前预期，同时也助涨市场对经济修复的乐观情绪。

事后证明，一季度场景消费、汽车、地产销售、出口订单，这些短期需求相关变量之所以有不俗表现，背后其实对应着疫情需求回补。4月疫后需求回补效应退却，消费、出口等短期需求变量纷纷回归疫后常态水平。

也正是在这一阶段，市场交易完成了强预期向弱现实回归。

### 第二，全年流动性始终宽松，这是一次历史少见的剩余流动性宽松。

今年支撑资本市场的一个重要宏观变量在于历史少见的流动性宽松。我们可以将此称为“剩余流动性”。

如果用指标精细刻画“剩余流动性”，我们可以给出两大指标。一个是处于历史偏低水平的DR001；另一个是M2与社融同比裂口创下历史偏高水平。

关于这两大指标的细节逻辑我们暂且不做过多阐述，但这两大指标指向当下处于一个历史少见的流动性宽松时期，不仅体现为银行间市场资金面较为宽松，还体现在实体融资供给大幅超过实体融资需求。

这也是为何年初以来，股票市场表现最好的板块，均与流动性充裕相关；债市利率一路走低。

### 第三，现实中政策相对克制，波动的是市场对政策的预期。

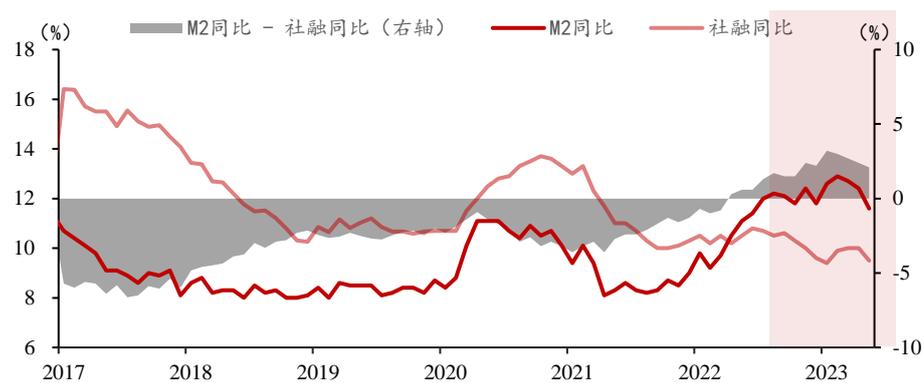
自年初两会定调 5%左右的 GDP 增速目标以来，上半年整体政策取向偏克制，基本与去年底中央经济工作会议定调国家安全大主线相咬合。

市场关注的稳增长操作是指在两个领域有实质性操作，一是货币宽松，上半年分别降息一次且降准一次；二是新能源车购置税优惠政策延期。

即便如此，市场反复期待政策更多作为。去年底放开疫情防控，市场有过一轮预期；5 月经济和地产数据走弱之后，市场再度酝酿一轮预期。

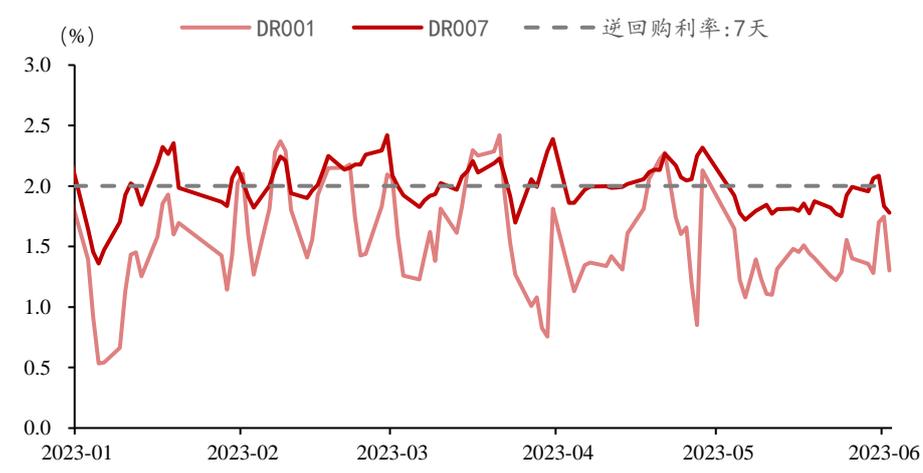
可以说，除了疫情前后需求数据变动，上半年资本市场交易波动还有一个来源在于政策预期。

图5：当下 M2 与社融同比增速裂口攀至历史偏高水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：上半年质押式回购资金利率大部分时候低于 7 天逆回购利率



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 当下并非处于一个简单的库存周期

### 2.1 库存周期并非当下的主要矛盾

**关注到实际增长乏力之后，市场开始困惑，当下是否处于库存周期底部？**

尤其是上游大宗给出不同程度的库存偏低信号，市场期待库存周期底部之后经济将迎来周期性修复。

我们首先注意到一个鲜明特征，中国工业产成品库存周期时间跨度 3-4 年。房地产周期对此有较好的经验解释，这也符合中国既有经济周期的规律——地产主导中国经济短周期波动。

**中国库存周期本质上是地产周期的一个侧影。**

当下中国地产经历的并非简单的需求小周期。就如我们团队曾经也关注到今年地产库存偏低，只要需求有所反弹，地产销售量价便能迎来修复，至少强于去年。

然而现实情况是，4 月下旬以来地产需求快速下滑，即便地产库存已经降至历史偏低水平（个别城市甚至降至历史较低水平，详细测算请参考我们之前报告《地产大分化时代已来》），销售量价依旧低位徘徊，甚至同比转负。

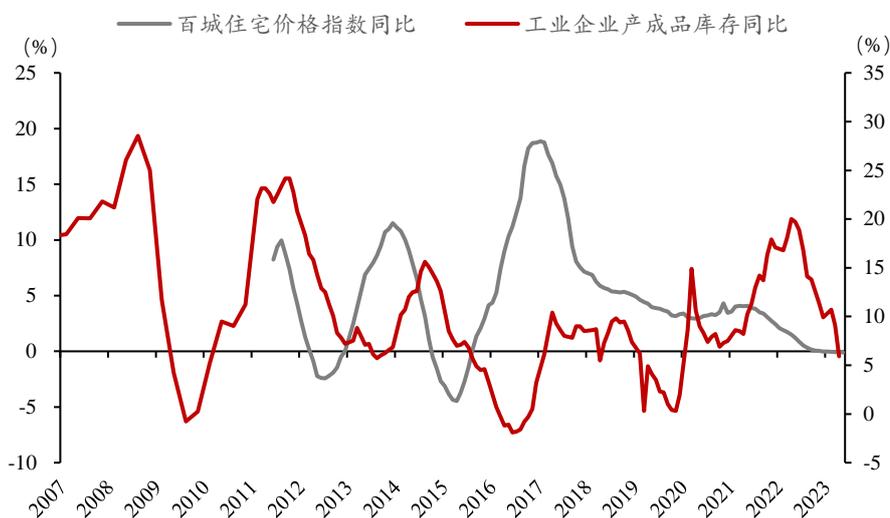
又例如，当我们展望下半年 PPI 同比，去年同期基数偏低，若按正常季节性表现，我们可以得到 PPI 同比年中触底，并在下半年迎来同比反弹。这已经成为当下市场共识。**然而有意思的是，若下半年 PPI 环比弱于往年同期，则下半年我们同样可能迎来一个微弱反弹、甚至走平的 PPI 同比。**

当下地产表现以及未来 PPI 同比趋势给出两点启示，当我们讨论 3-4 年的库存周期时，潜在假设是需求能够均值回归。然而现实是，当下正在经历更长时间的下行周期，需求均值回归这一假设并不适用。

**若将今年上半年宏观经济简单理解为库存周期下行阶段，我们便无法理解为何上半年金融市场流动性如此充裕，十年国债利率向下突破 2.7%，并且大宗在偏低库存情况下依然迎来价格下行。**

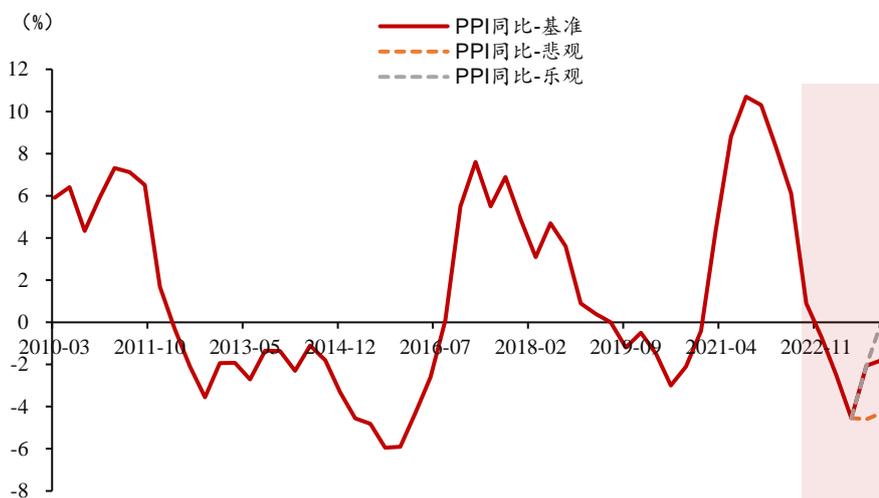
故而我们认为，当下宏观并非处于库存周期底部这么简单。

图7：房地产价格指数领先于工业产成品库存指数



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：下半年 PPI 同比走势关键在于环比弹性



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 国内的主要矛盾在资产负债表

去年底我们展望 2023 年宏观经济主线时,就意识到国内重要的宏观主线在于资产负债表:“2023 年海外主线在于经济处于全球经贸周期下行阶段,国内主线在于能否迎来居民资产负债表重塑”。(2022 年 11 月 23 日,《2023 年:宏观转向,资产换锚》)。

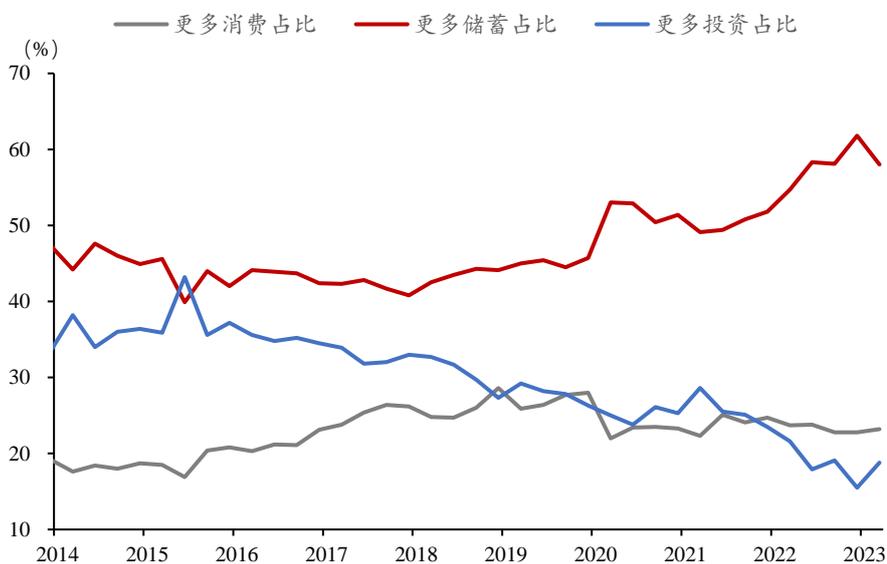
**去年底我们期待的居民资产负债表修复并扩张,今年上半年并未完全兑现。**

5 月之后,市场开始给予国内资产负债表足够关注度。当前中国经济现状是有效需求不足,已成为普遍共识。不同于普通时期需求下滑,市场之所以担忧经济前景,关键在于地产链走弱联动两类资产负债表呈现出脆弱性。一个是居民部门有缩表迹象,另一个是城投负债压力显性化。

**正因为资产负债表脆弱性抬升,所以今年上半年我们不仅见证了消费、投资等当期需求转弱,还见证了资产负债表脆弱性抬升之后伴随的一系列现象,私人部门风险偏好收缩,剩余流动性过剩,金融市场定价风险规避。**

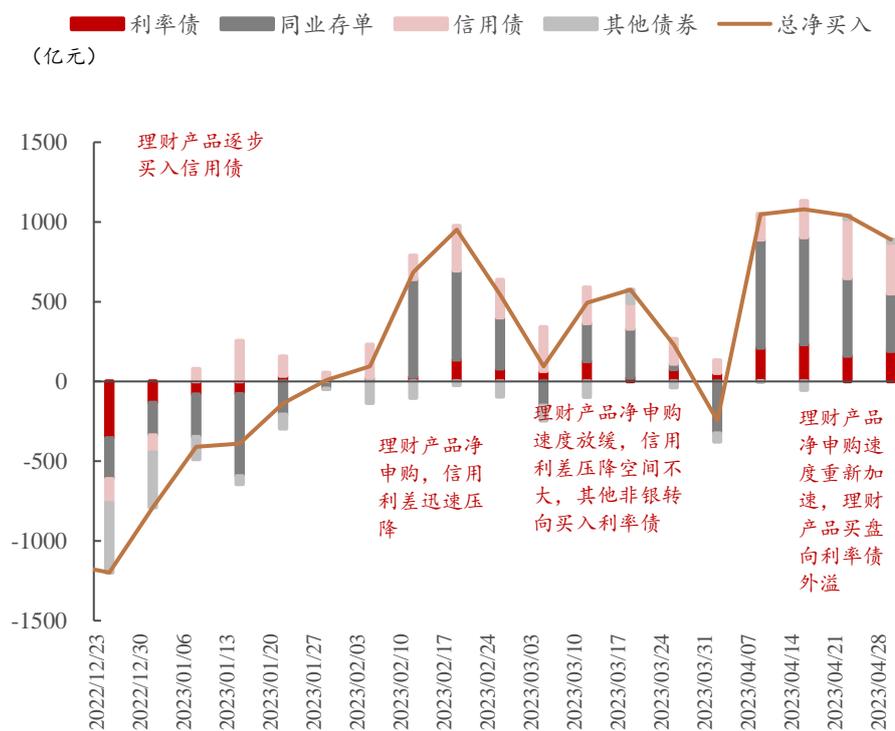
观察下半年经济走势,我们仍需要对国内资产的资产负债表周期保持足够关注。

**图9: 居民投资意愿持续偏低, 显示居民风险偏好收缩**



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10：去年底和今年初，居民申赎理财的根本动机在于风险偏好规避



资料来源：wind，民生证券研究院

## 3 下半年经济底？我们有两大关键判断

### 3.1 判断一，下半年经济内生动能不太可能大反弹

面对4月以来偏弱的经济数据，市场开始期待经济什么时候探底。

我们分两个层面来回答这一问题，第一，测算主要经济板块走势从而把握经济内生动能；第二，预测分季度GDP增速，并对比历史同期水平从而评估下半年增长趋势。

**不同板块测算显示，下半年经济内生动能的主基调是经济不太可能有大反弹。**

**先看地产**，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。由于基数效应，我们预测Q3、Q4同比将达到1.9%，0.7%，但年内累计增速为负（-2.5%）。

**再看基建**，今年基建投资的约束不在资金而在项目。我测算得到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（6.6%）以及上半年（8%）有所回落。

**再接着看消费**，今年消费约束来自于收入预期偏弱，预计全年社零同比7.5%，今年Q3和Q4社零同比分别在8%，9.6%。

**制造业投资方面**，内外需均偏弱，今年制造业投资难有大起色。预计今年Q2、Q3、Q4制造业投资同比分别为5%、4.1%和5.82%。

**最后看出口**，今年出口总趋势取决于海外经贸周期下行。预计2023H2出口增速预计落至-2%~-5%区间。

上述五大板块是经济重要构成分项，若没有外生政策变动情况下，目前我们尚未看到哪一板块有强劲的内生修复动能。这也是为何我们认为下半年经济的总基调是平稳延续，难言内生动能大反弹。

**图11：下半年各主要经济变量预测**

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。						

资料来源：wind，民生证券研究院预测

### 3.2 判断二，Q3 经济悲观预期或收敛，Q4 仍存不确定性

我们测算得到今年二到四季度 GDP 增速环比分别为 6.7%、5.1%和 9.7%。其中二季度 GDP 环比低于往年季节性表现；三季度 GDP 环比高于往年季节性表现。

**与我们观察到的疫后经济行为一致，二季度或是经济预期悲观预期最浓时期。**

疫后经济节奏遵循一些客观规律，先短暂冲高，随后需求回落。对应到今年经济增长上，受订单腾挪，积压需求释放等影响，一季度偏终端需求的出口、消费、地产扩张幅度显著超季节性。二季度短期冲高的需求开始回落，对应在出口、消费、地产板块经济读数降温。

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回归正常趋势线。

**预期缘自现实，二季度增长动能回落伴随着经济增长预期或已经降到谷底，三季度经济增长动能回归常态，对经济的悲观预期也将有所收敛。**

如果说三季度经济增长的基本形态是经济斜率走平，四季度是今年不确定性最强的时间段。不确定性来自两个方面，一是海外美国经济衰退的深度；二是国内政策是否发力。

**图12：全年 GDP 增速预测**

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%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

## 4 下半年政策底？需要足够耐心等待政策出牌

## 4.1 未来政策的施政逻辑和框架

应对有效需求不足政策需要着力三个层面：缓解缩表压力；提振风险资产价格预期；修复当期生产和就业压力。与之对应，政策或有“三张牌”：

**最快面世的料是缓解缩表压力政策**，具体政策预计包括轮番降息、地方债务风险化解。

**需要耐心等待的或是资产价格稳定政策**，具体政策落脚点是防止房价过快下滑。

**最需耐心等待的是修复生产和就业政策**，政策落脚点或在修复民营外资信心。

我们认为，市场可以交易政策发力带动资产负债表企稳；政策发力带动实体数据反弹，可能需要更多时间，建议对此做右侧交易。

**图13：历史既有逆周期政策大致有七类，我们梳理了今年或有政策着力点**

- 01 托底政策：财政杠杆和货币宽松**
- 02 消费政策：突破点或仍在汽车领域**
- 03 地产政策：短期内或仍延续因城施策基调**
- 04 就业政策：多渠道缓解青年就业压力**
- 05 民企政策：重点在于修复民企信心**
- 06 外资政策：重点在于构筑稳定营商环境**
- 07 化债政策：控制系统性金融风险**

资料来源：民生证券研究院

## 4.2 预计政策的“发牌”节奏不同以往

回顾历史，与今年宏观基本面最相似的年份是 2014-2015 年。

当时也面临着需求不足，典型指标是物价维持低位。2014-2015 年大部分时期 PPI 同比负增，CPI 同比处于 2 以下。2014 年出口开始走软，2015 年出口同比转负。

还有相似的一面是 2014 年房地产显露过高的库存压力。先是房地产价格下降，随后是房地产投资中枢下移，2014 年房地产面临的是二十年一遇的库存高企。

除此之外，2014 年地方政府隐性债务压力也牵引着市场关注。2014 年 43 号文发布，年底发布新预算法并拟在 2015 年年初推进。2015 年还开启了地方政府债券置换原有隐性债务，这也是历史少见的债务置换操作。

还有一个类似的巧合在于当时居民储蓄偏高，说明当时的宏观大背景是资产负债表脆弱性提高，全社会风险偏好收敛。

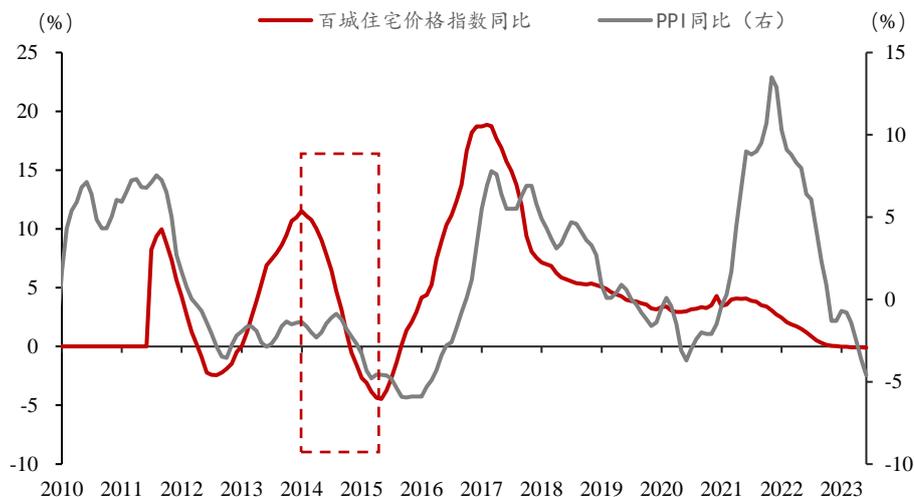
我们之所以将当下所处环境类比于 2014 年-2015 年，不仅因为当期实体需求表现类似，同样都是内外需动能降温；还因为资产负债表也遇到不同以往的潜在缩表压力，典型表现在于居民购房意愿降低、债务风险提高、金融体系风险偏好收缩。

**2014-2015 年和当下宏观背景的相似性，给我们带来启发：帮助经济走出有效需求不足，即资产负债表和当期需求共振向下的现状，可供选择的政策工具或许在 2014-2015 年找到答案。**

去年中央经济工作会议定调高质量发展，2014 年-2015 年那一轮棚改货币化、PPP 等启动大规模地方基建，因此预计此类操作不会在今年重复。当下政策更倾向于经济增长的效率，即实际增速围绕在潜在增速小幅波动，而非用强刺激手段撬动短期需求。

**这也是我们理解下半年或有政策，政策着力点或落在资产负债表修复，即连续降息缓解私人部门缩表压力以及，隐性债务处理化解当前地方债务高风险。**

图14：2014-2015 年需求收缩并且资产负债表脆弱性抬升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2014-2015 年政策组合拳

政策类别	2014年	2015年
货币政策	·4月、6月定向降准 ·11月降息	·4次降准 (2月、4月、9月、10月) ·展开6轮降息 (1月、3月、4月、6月、8月、10月)
财政政策	·赤字率: 2.1%	·赤字率: 2.3% ·适当发行专项债券 (1000亿) ·PPP模式迎来高潮 (总投资额0.6万亿) ·专项建设基金投放8000亿元支持基建
地产政策	·PSL启用助力棚改 ·政府工作报告提出“针对不同城市情况分类调控” ·2014年2季度开始地方调控政策逐步松动 ·930新政 (首套房贷最低首付比为30%, 贷款利率下限为基准利率0.7倍)	·棚改启用货币化安置, 2015年货币化安置比重达棚改安置的29% ·多次降息
隐性债务化解政策	·建立规范的地方政府举债融资机制 ·43号文 开正门堵偏门	·开启第一轮隐性债务置换
汇率政策	——	·首次征收外汇风险准备金率20%

资料来源: 民生证券研究院根据央行等相关政府部门网站公开渠道信息整理

## 5 下半年比较确定的交易机会还是来自分母端

纵观 2023 年，有三个关键“底”可作为资本市场交易的定价锚。

**第一个底，情绪底。**我们测算显示，二季度 GDP 增速环比动能显著弱于往年，这是疫后经济规律性节奏所致。一季度经济水位偏高，市场预期也颇为高涨，而二季度经济疫后需求冲高退却，市场预期开始交易经济动能下行。正因如此，我们认为二季度是市场预期的情绪底。

**第二个底，经济底。**四季度是全年不确定性最强的一个季度，内在不确定性来自于国内政策，外在不确定性来自于美国经济是否在四季度迎来硬着陆。但纵观 1-3 季度，一季度经济攀至高点，二季度经济反复，三季度经济趋于平滑，这一形态确定性较高。5 月经济企稳早信号初步显现，我们判断三季度是经济底。

**第三个底，政策底。**6 月 OMO 利率超预期调降，点燃市场对政策的强预期。然而我们之前提示，高质量增长定调之下，本轮政策定力较强，政策并不想立刻大力刺激经济以免造成后续不良效果。正因如此，我们需要足够耐心等待政策出牌节奏。政策底落在下半年，但政策磨底时间比较长，市场需要付出足够耐心。

**如果说一季度交易强数据和强预期，那么二季度交易弱数据和弱预期，三季度数据端变化不大，真正牵动交易的再度落脚到政策。**

我们可以在 2014-2015 年找到宏观情景类似时期，也可以用类似期待观察未来或有政策组合包。2014-2015 年政策组合包非常丰富，可以说是我们观察中国逆周期政策的典例。

**当时政策既有着力分子端（修复需求，提振增长），也有着力分母端（宽松货币，着力修复资产负债表）。**

分母端政策目的是为化解系统性风险，与高质量增长定调吻合。高质量增长定调之下，我们更容易迎来分母端政策，即货币宽松和债务风险化解操作。

**我们认为，在等待政策过程中，我们比较容易迎来分母端政策，交易流动性宽松以及资产负债表企稳修复，这一点是未来比较确定的方向。**

6 月市场已经等待了降息代表的宽货币，下半年最值得期待的还有另一个政策，那就是债务风险化解。

## 6 风险提示

1) **海外经济韧性超预期**。若美国经济保持超预期韧性，出口超预期上行，当前政策出台节奏或慢于当前预期。

2) **地缘政治风险超预期**。若年中地缘政治风险提升，宏观调控力度可能转向、产业政策方向可能调整。

## 插图目录

图 1: 权益市场: 从强复苏到弱复苏, 从 risk off 到博弈政策.....	4
图 2: 债券市场: 节后利率趋势下行, 6 月以来开始博弈政策.....	4
图 3: 大宗表现: 对复苏预期一再降温.....	4
图 4: 人民币汇率表现: 今年 5 月以来开启快速贬值.....	5
图 5: 当下 M2 与社融同比增速裂口攀至历史偏高水平.....	6
图 6: 上半年质押式回购资金利率持续低于 7 天逆回购利率.....	6
图 7: 房地产价格指数领先于工业产成品库存指数.....	8
图 8: 下半年 PPI 同比走势关键在于环比弹性.....	8
图 9: 居民投资意愿持续偏低, 显示居民风险偏好收缩.....	9
图 10: 去年底和今年初, 居民申赎理财的根本动机在于风险偏好规避.....	10
图 11: 下半年各主要经济变量预测.....	12
图 12: 全年 GDP 增速预测.....	13
图 13: 历史既有逆周期政策大致有七类, 我们梳理了今年或有政策着力点.....	14
图 14: 2014-2015 年需求收缩并且资产负债表脆弱性抬升.....	15
图 15: 2014-2015 年政策组合拳.....	16

## 分析师承诺

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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

## 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； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 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