

复苏稳中有进，信心逐渐增强

——2023 年宏观中期报告

证券研究报告-宏观中期报告

发布日期：2023 年 06 月 28 日

相关报告

《宏观专题：经济弱复苏仍为宏观交易主线》
2023-05-28

《宏观专题：稳中求进，推动内生动力持续增强》
2023-04-29

《宏观专题：修生养息 拥抱科技 蓄势待发》
2023-04-20

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **当前经济整体温和复苏，短期仍面临一定压力。**一是工业企业仍处于主动去库周期；二是财力偏弱导致基建投资下滑，地产销售偏弱驱动新开工不足；三是积压外贸订单需求已逐步释放，转口贸易下滑；四是能源因素驱动通胀走低，短期可能仍有通胀下行压力；五是货币活化程度不高，居民加杠杆意愿不强。
- **展望下半年，我们观察到一定积极信号，同时伴随宏观政策逆周期调节力度加快，我们认为经济动能会边际加快抬升。**我们认为 GDP 二季度约为 7.0%，三季度约为 4.7%，四季度约为 5.8%，全年累计增速可能在 5.5% 左右。两年平均增速而言，整体呈现经济复苏动能的趋势性增强，但节奏上可能存在波动。
- **政策层面央行、财政、地产或以一揽子形式落地。**(1) 从降息与降准周期来看，总量操作频率常为季度或半年度，当前**总量政策**或进入观察期。四季度 MLF 合计两万亿到期，叠加税期、净融资节奏、缴准消耗因素，流动性缺口较大，**仍可能进行降准操作**。(2) **财政政策的首要抓手或是加快净融资节奏，前置基建投资**；同时财力补充可能以“特别国债”或类似于 PSL 等货币政策工具的“准财政”手段实现，考虑到特别国债发行政程序的繁琐，且资金落地到投资增长仍存在时滞，后者使用的可能性更大。(3) **地产需求侧政策仍有空间，但或受居民杠杆空间与意愿约束，效果有待观察**；2023 年以来房企资金来源好转，下半年供给端逐步宽松的政策可能延续。
- **权益观点：**(1) 当前我国经济的基本格局仍为温和复苏，进入 2023 年下半年经济复苏的动能可能边际增强，叠加一揽子政策窗口打开，**市场短期的风险偏好或得到一定提振**。(2) 中期，下半年我国经济动能或呈现趋势性走强，因此估值因素与基本面因素可能实现共振，**大盘或在宽幅震荡中实现中枢上移**。(3) 板块配置上，建议以“**防御为主，进攻为辅**”，我们建议关注银行、医药、国防军工、公用事业等，同时适当关注 TMT 的长期主线。
- **债券观点：**(1) 短期，债市对降息定价偏谨慎，核心是防守稳增长政策。7 月政治会议定调前，**政策预期仍可能对市场情绪构成压制**。(2) 中期，经济动能下半年可能趋势性增强，若实现 4~4.5% 左右的两年平均增速或对应 **2.7%~2.75% 左右的中枢**。(3) 温和复苏的格局下，**仍可能存在复苏脉冲**；政治局会议若定调，市场的强预期可能演绎至高点而后缓解并进入观察期，市场可能仍有介入机会。

风险提示：(1) 一揽子政策的形式、节奏存在不确定性。(2) 经济复苏的节奏、高度存在不确定性。

内容目录

1. 上半年国内经济：温和复苏的主线	5
1.1. 工业生产：工业主动去库，量利有所背离	5
1.2. 投资：基建投资与地产投资下滑	8
1.3. 消费：汽车消费韧性较强，可选消费偏弱	10
1.4. 外贸：俄罗斯出口维持高位，整体出口需求边际回落	11
1.5. 通胀：短期可能仍有通胀下行压力	12
1.6. 货币与信贷：货币活化程度不高，但信贷结构边际改善	14
2. 主要经济指标复苏前景与路径展望	16
2.1. 当前复苏的基本格局总结与积极信号总结	16
2.2. 全年主要经济指标路径展望	17
3. 政策还有什么释放空间？	19
3.1. 降息打开了一揽子政策窗口	19
3.2. 货币总量政策或有宽松空间	20
3.2.1. 降准政策仍有空间	20
3.2.2. 再贷款政策或延续温和力度	20
3.2.3. 中小银行存款利率或补降	21
3.3. 财政政策支出节奏或将加快	22
3.3.1. 财政运行的背景：收支错配压力加大	22
3.3.2. 基建投资的直接影响与边际变化	22
3.4. 地产供需两端均有提振空间	24
3.4.1. 需求侧政策仍有释放空间，但受居民杠杆空间与意愿约束	24
3.4.2. 房企供给端逐步宽松的政策可能延续	25
4. 海外经济：降息周期与制造业周期或延后	26
4.1. 美国经济脉冲式复苏，欧洲通胀仍有粘性	26
4.2. 联储降息周期与全球制造业周期或延后	27
5. 权益观点：防御为主，进攻为辅	28
5.1. 大盘走势：短期风险偏好提振，中期估值与经济共振	28
5.2. 行业配置：寻找低估值与相对稳定的盈利	29
6. 债券观点：短期防御政策预期，中期等待经济信号	30
6.1. 短期视角：短期防御政策预期	30
6.2. 中期视角：等待基本面的信号	31
7. 风险提示	32

图表目录

图 1：我国制造业 PMI 数据	6
图 2：我国制造业 PMI 分项	6
图 3：我国工业增加值同比增速	6
图 4：我国工业增加值分项同比增速	6
图 5：我国工业企业库存周期	6
图 6：我国工业企业利润增速	6
图 7：我国工业细分利润对总利润同比拉动率	7
图 8：我国高炉炼铁周频开工率	7
图 9：我国焦化企业周频开工率	7
图 10：我国秦皇岛港煤炭调度周频吞吐量	8

图 11: 我国石油沥青周频开工率	8
图 12: 固定资产投资完成额同比增速	8
图 13: 固定资产投资分项增速	8
图 14: 房屋新开工面积与房地产开发投资完成额增速	9
图 15: 房屋竣工面积与房地产新增固定资产投资增速	9
图 16: 我国涤纶长丝织机周频开工率	9
图 17: 我国汽车半钢胎周频开工率	9
图 18: 我国螺纹钢与线材合计周频产量	9
图 19: 我国 100 大中城成交土地占地面积	9
图 20: 我国主要城市二手房成交面积	10
图 21: 我国 30 大中城商品房成交面积	10
图 22: 社零总额累计同比与当月同比增速	10
图 23: 社零商品与餐饮分项同比增速	10
图 24: 限额以上企业商品零售总额分项拉动率	11
图 25: 我国乘用车当周日均销量	11
图 26: 我国电影票房当周收入值	11
图 27: 我国对世界主要地区出口当月同比增速	12
图 28: 我国对世界主要地区出口对出口增速拉动率	12
图 29: 我国主要商品出口对出口增速拉动率	12
图 30: 我国 CPI 与核心 CPI 增速	13
图 31: 我国 CPI 食品与猪肉价格同比增速	13
图 32: 我国 CPI 分项对 CPI 同比增速的拉动率	13
图 33: 我国 PPI 同比增速	13
图 34: 我国主要商品价格与 PPI 同比增速	13
图 35: 我国货币增长周期与 CPI 通胀周期	14
图 36: 我国货币增长周期与 PPI 通胀周期	14
图 37: 我国 M2 与社融同比增速以及剪刀差	14
图 38: 我国 M1、M2 同比增速以及剪刀差	14
图 39: 我国社融与 M2 剪刀差与非银贷款增速	15
图 40: 我国四月新增人民币贷款结构	15
图 41: 我国票据融资占人民币贷款比重	15
图 42: 我国新增票据融资与新增未贴现汇票	15
图 43: GDP 不变价累计同比增与绝对值计算同比增速	17
图 44: GDP 定基指数同比增速与官方累计同比增速	17
图 45: GDP 不变价累计同比增速与 GDP 定基指数两年平均增速	17
图 46: 我国主要经济指标预测表	18
图 47: GDP 当季增速与目标增速差值与货币政策指数	19
图 48: 制造业 PMI 与货币政策指数	19
图 49: 70 个大中城商品住宅价格同比与货币政策指数	19
图 50: 社会融资规模存量同比增速与货币政策指数	19
图 51: 我国 10 年期国债收益率与降准降息政策落地时间点	20
图 52: 我国财政公共预算收支差额季节性	20
图 53: 我国 MLF 月度操作与到期量	20
图 54: 我国支农支小扶贫再贷款余额	21
图 55: 我国 MLF/LPR1Y/LPR5Y/住房贷款利率	21
图 56: 近三年我国各省市自治区主要财政指标变动	22

图 57: 基建支出占当月财政支出的比重?	23
图 58: 我国基建投资(不含电力)累计同比增速	23
图 59: 基建相关财政资金与基建投资增速	23
图 60: 我国国债与地方债合计净融资进度与往年比较	23
图 61: 我国宏观杠杆率水平与世界主要经济体杠杆率水平对比	24
图 62: 我国居民、政府、金融、企业四部门宏观杠杆率	25
图 63: 我国居民部门杠杆率增速与可支配收入增速	25
图 64: 我国居民部门杠杆率增速与住宅价格增速	25
图 65: 我国房地产开发资金来源分项累计同比增速	25
图 66: 我国房地产开发企业资产负债率	25
图 67: 美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比	26
图 68: 美国失业率季调与持失业保险人群失业率	26
图 69: 美国 CPI 通胀分项对 CPI 增速拉动率	26
图 70: CME 利率期货对美联储加息路径预期	26
图 71: 欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI	27
图 72: 欧元区调和 CPI 与核心 CPI 同比增速	27
图 73: 全球制造业 PMI 与美联储联邦基金利率	27
图 74: 上证综指收盘价以及估值水平	28
图 75: 6 月中信细分行业涨跌幅统计	28
图 76: 6 月中信细分行业市场情绪统计	28
图 77: 五月申万行业指数市盈率历史分位数	29
图 78: 近 5 个季度申万二级行业对应归母净利润净利润-扣除非经常损益合计同比增速 (%)	30
图 79: 近一个月央行净投放与资金利率	31
图 80: 我国国债收益率曲线关键期限变动	31
图 81: R001 成交量占银行间逆回购成交量比重	31
图 82: 中长期纯债基金久期均值	31
图 83: 我国十年期国债收益率月均值与 GDP 剔除基数效应后增速 (方法见前文)	32
表 1: 截至 2023 年 6 月第二周我国国债与地方债净融资完成进度	23

1. 上半年国内经济：温和复苏的主线

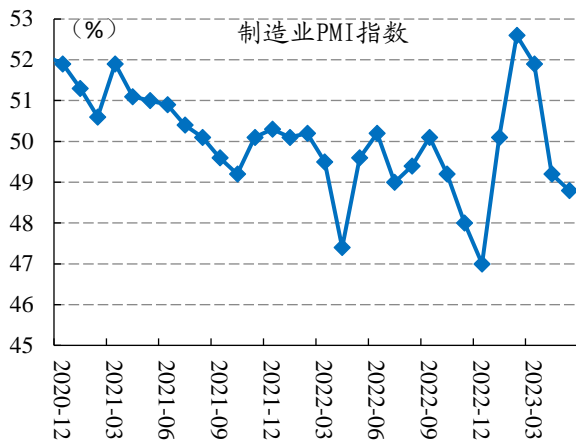
1.1. 工业生产：工业主动去库，量利有所背离

制造业 PMI 来看，5 月 PMI 数据较前值进一步下行 0.4% 至 48.8%，连续三个月回落；结构上呈现出产需双弱，内外双弱的格局，生产指数、新订单指数、新出口订单指数分别较前值回落 0.6%，0.5%，0.4%。工业增加值来看，5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%。1—5 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。结构上，采矿、制造、电热燃水产值均同比下行。库存周期来看，当前原材料与产成品存货均处在下行周期，企业主动去库特征较为明显，一方面工业企业利润仍处在同比下滑区间，企业补库意愿不强；另一方面，中游需求偏弱使得企业仍有诸多存货需要出清，有色金属、化工、煤炭、汽车库存均有增长。

同时我们注意到，工业领域仍然存在一定量价背离，1-4 月规模以上工业企业实现营业收入同比增长 0.5%、实现利润总额同比下降 20.6%，工业增加值和营收创利变化的差异，一定程度上说明了恢复中的供应端，从量转化为利的基础还有待进一步夯实。从工业产业链对工业利润的拉动来看，制造业整体负贡献比较大，尤其是化工、计算机通信设备、医药等领域承压。

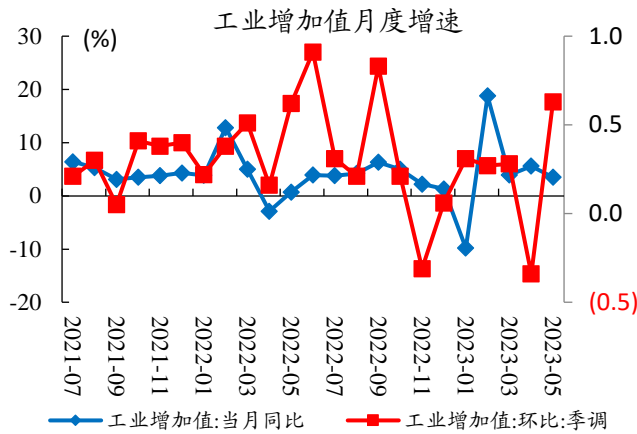
展望下半年，工业领域我们也观察到一定积极信号。一是制造业 PMI 指数下滑的斜率放缓；二是库存周期来看，原材料存货同比增速已经开始转头向上，尽管仍需等待产成品存货的消化，但企业盈利预期正在边际改善；三是从工业高频指标来看，进入 6 月，高炉开工、焦化开工、煤炭调度量、沥青开工率均有环比改善。

图 1：我国制造业 PMI 数据



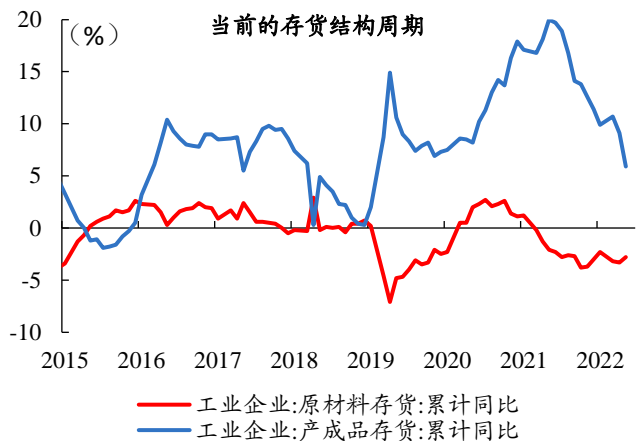
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 3：我国工业增加值同比增长



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 5：我国工业企业库存周期



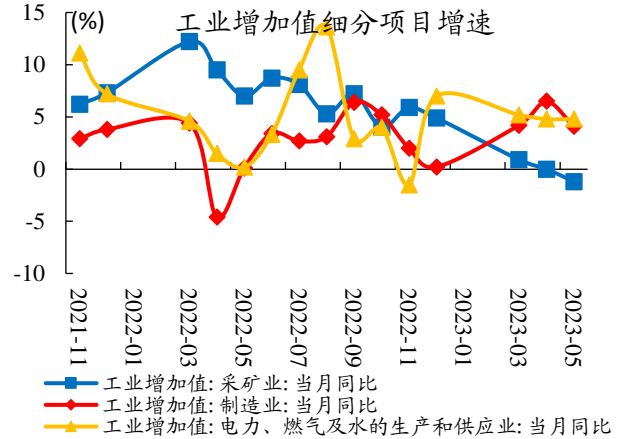
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 2：我国制造业 PMI 分项

指标名称	2023-05	2023-04	变动
PMI	48.80	49.20	-0.4
生产	49.60	50.20	-0.6
产成品库存	48.90	49.40	-0.5
原材料库存	47.60	47.90	-0.3
采购量	49.00	49.10	-0.1
进口	48.60	48.90	-0.3
主要原材料购进价格	40.80	46.40	-5.6
出厂价格	41.60	44.90	-3.3
新订单	48.30	48.80	-0.5
新出口订单	47.20	47.60	-0.4
在手订单	46.10	46.80	-0.7
从业人员	48.40	48.80	-0.4
供货商配送时间	50.50	50.30	0.2
生产经营活动预期	54.10	54.70	-0.6

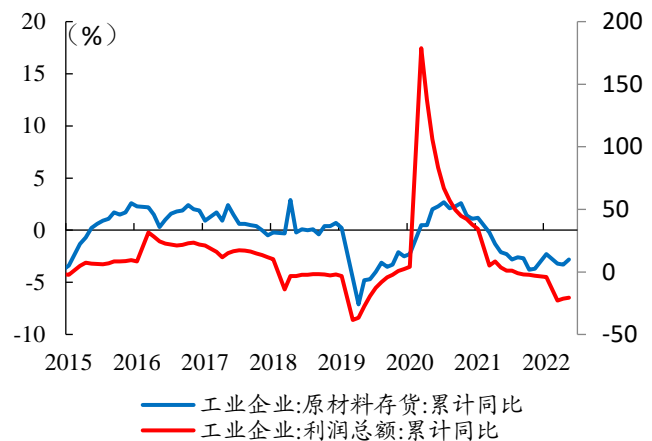
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 4：我国工业增加值分项同比增长



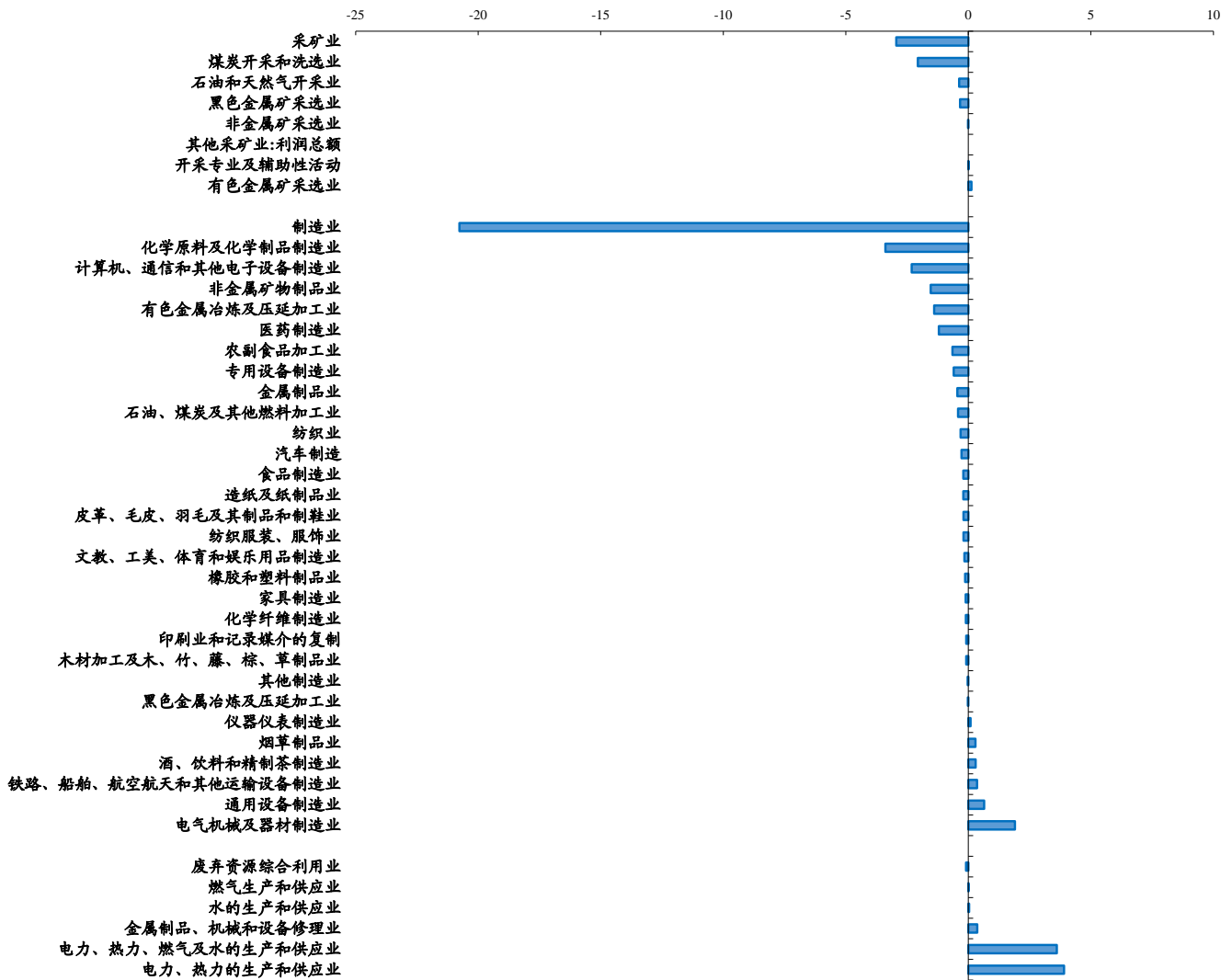
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 6：我国工业企业利润增速



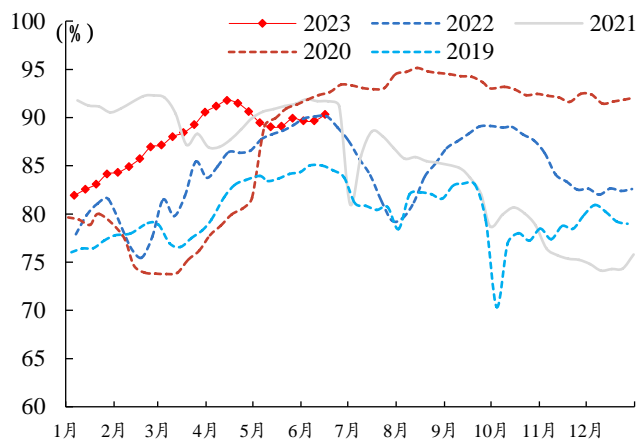
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图7：我国工业细分利润对总利润同比拉动率



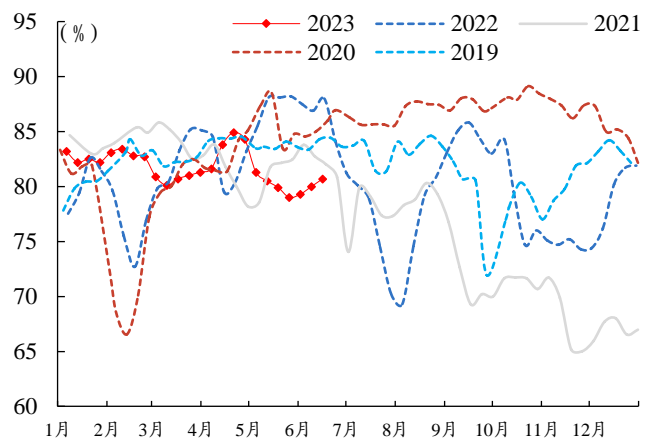
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图8：我国高炉炼铁周频开工率



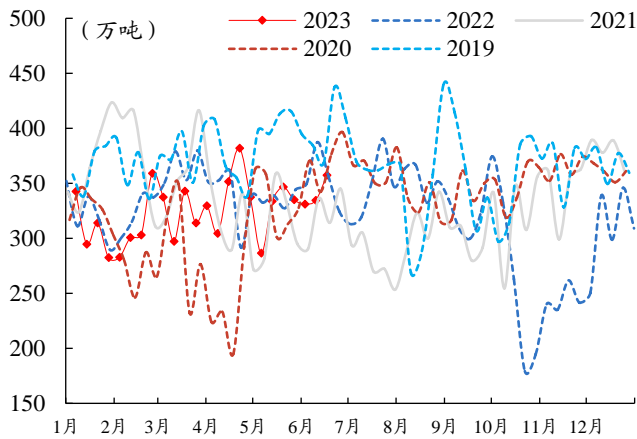
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图9：我国焦化企业周频开工率



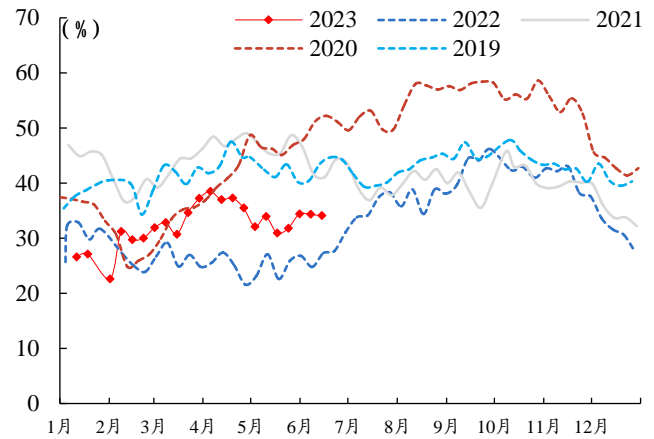
资料来源：Mysteel，Wind，中原证券

图 10：我国秦皇岛港煤炭调度周频吞吐量



资料来源：秦皇岛煤炭网，Wind，中原证券

图 11：我国石油沥青周频开工率



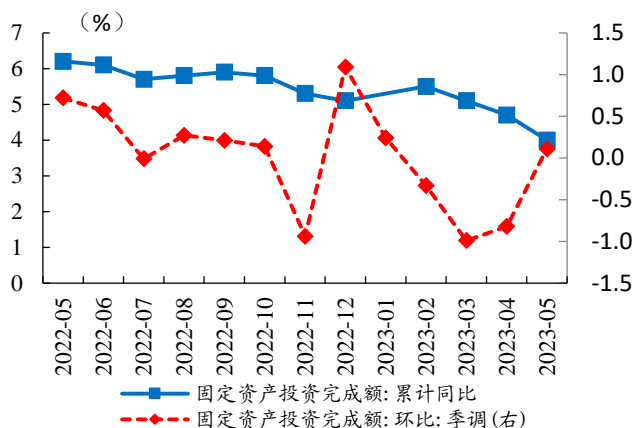
资料来源：百川资讯，Wind，中原证券

1.2. 投资：基建投资与地产投资下滑

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%，比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。分领域看，基础设施投资同比增长 7.5%，制造业投资增长 6.0%，房地产开发投资下降 7.2%。地产领域，1-5 月房屋竣工面积累计同比增长 19.6%，较前值小幅上涨 1%，而新开工面积累计同比负增 22.6%，降幅较前值进一步扩大 1.4%。

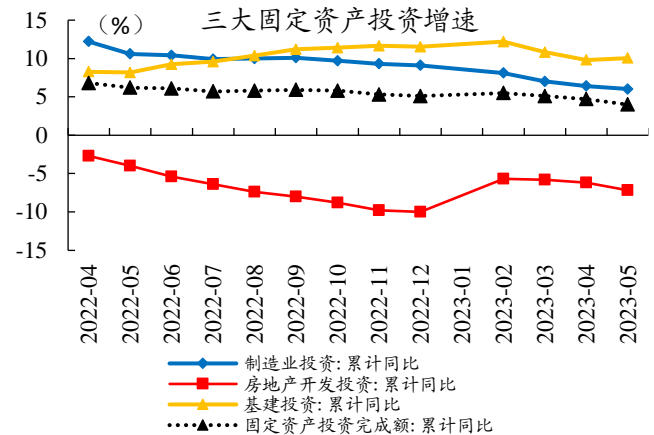
当前我国投资需求整体偏弱，主要由三个方面驱动，一是在工业利润承压的背景下，制造业投资呈现持续放缓态势，且产业结构上集中在化工、通信、医药等制造企业；二是地方财政压力偏大，基建支出占比下滑，基建投资整体节奏偏慢，力度偏弱；三是地产供需两侧都有堵点，房企融资能力仍然受到监管，同时地产购置需求下滑，销售走弱，需求不足进一步传导至投资端，呈现出竣工高增但新开工不足的局面，1-5 月房屋竣工面积累计同比增长 19.6%，较前值小幅上涨 1%，而新开工面积累计同比负增 22.6%，降幅较前值进一步扩大 1.4%。

图 12：固定资产投资完成额同比增速



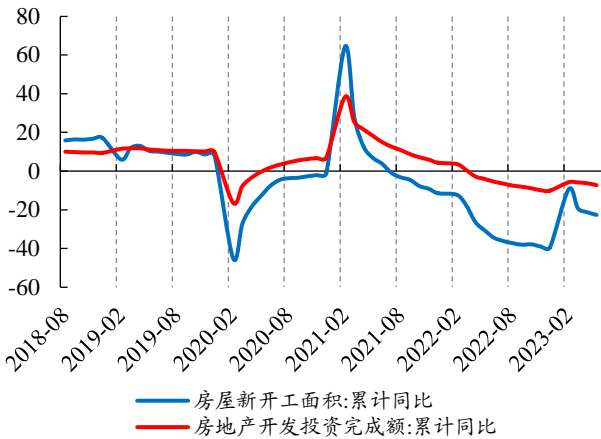
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 13：固定资产投资分项增速



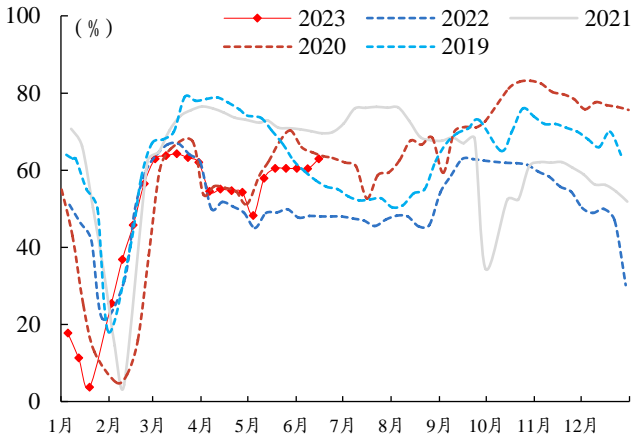
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 14: 房屋新开工面积与房地产开发投资完成额增速



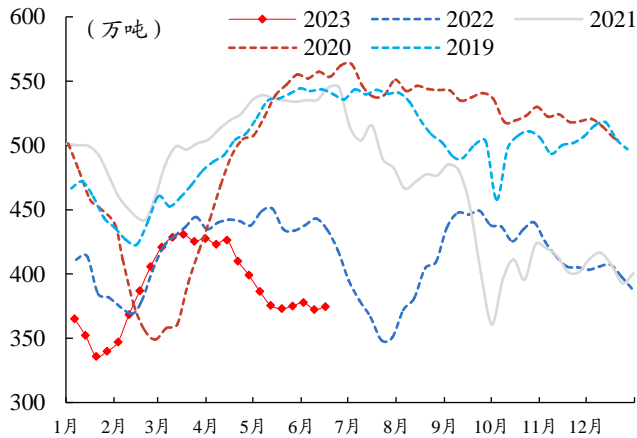
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 16: 我国涤纶长丝织机周频开工率



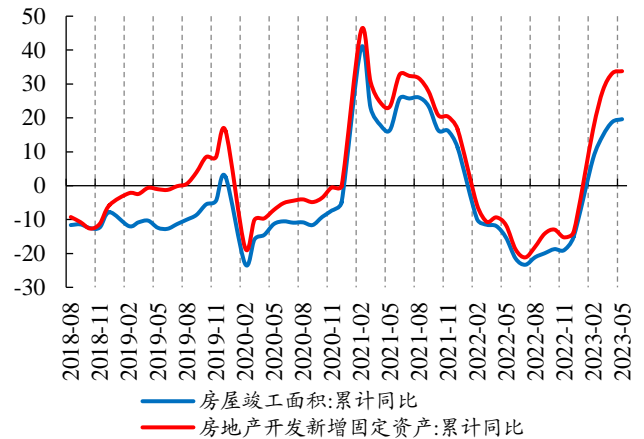
资料来源: 隆众化工, Wind, 中原证券

图 18: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



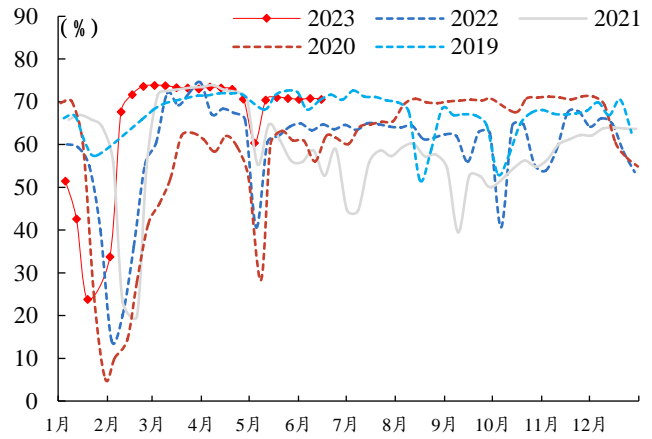
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 房屋竣工面积与房地产新增固定资产投资增速



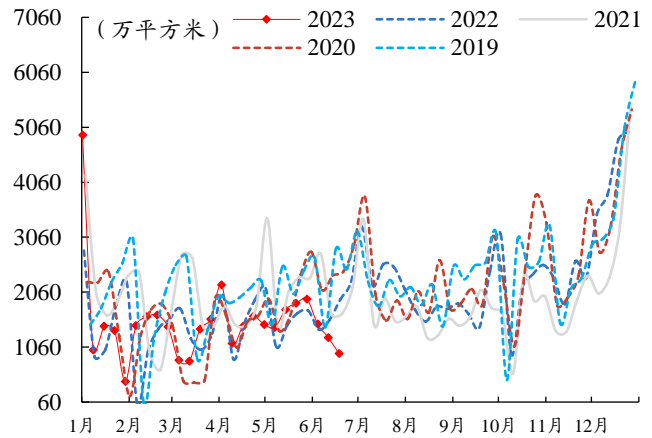
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 17: 我国汽车半钢胎周频开工率



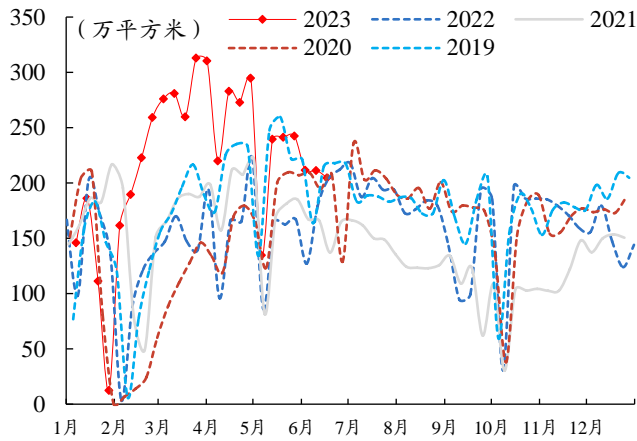
资料来源: 中国橡胶信息贸易网, Wind, 中原证券

图 19: 我国 100 大中城成交土地占地面积



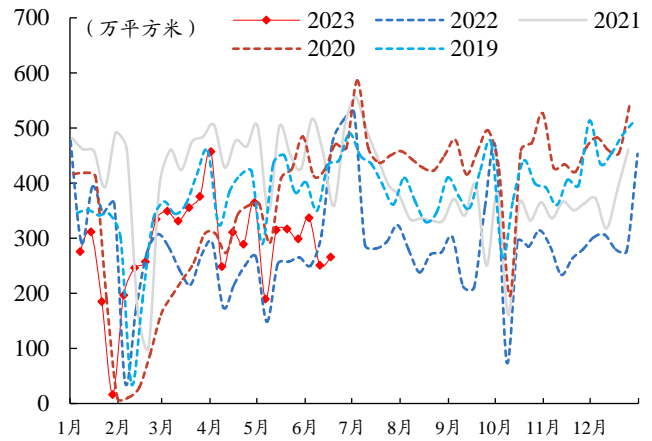
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 20：我国主要城市二手房成交面积



资料来源：各地房管局、房产信息中心，Wind，中原证券

图 21：我国 30 大中城商品房成交面积



资料来源：Wind，中原证券

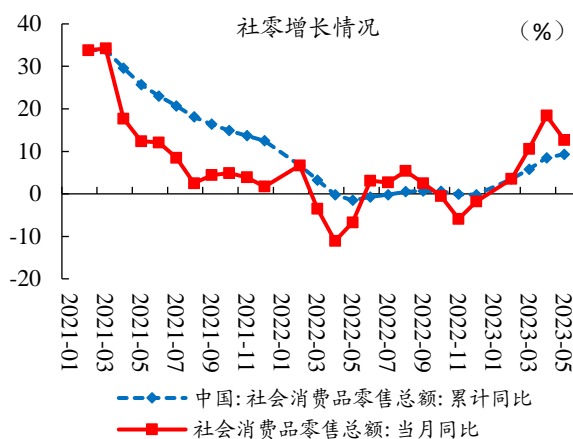
1.3. 消费：汽车消费韧性较强，可选消费偏弱

5 月份，社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%，比上月回落 5.7 个百分点；环比增长 0.42%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 32906 亿元，同比增长 12.7%；乡村消费品零售额 4897 亿元，增长 12.8%。按消费类型分，商品零售 33733 亿元，增长 10.5%；餐饮收入 4070 亿元，增长 35.1%。

当前消费数据在基数效应褪去后开始逐步回落，根据限额以上企业商品零售额结构，汽车类消费呈现出较强的增长动能与韧性，近两个月对社零同比增速整体贡献率均超过五成，但石油制品、服装鞋帽类消费回落幅度较大；整体呈现出耐用强，可选弱的消费格局。

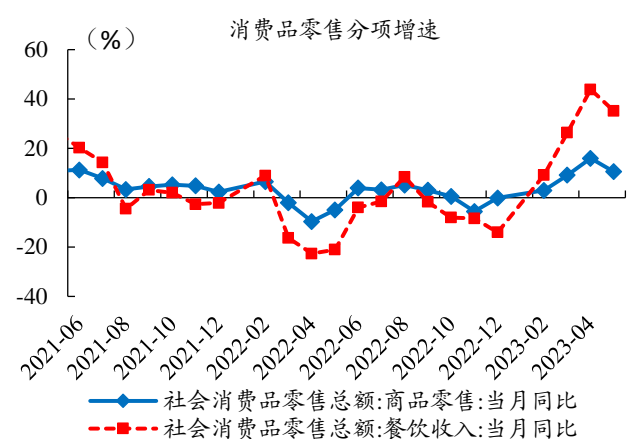
展望下半年，消费领域积极因素不少，一是从近几个月限额以上企业零售品结构中看，汽车类耐用品消费始终保持了较好的增长势头，二是 4 月以来，乘用车当周日均销量持续高于过去 4 年季节性水平，同时电影票房高频走势基本与过去 4 年一致。

图 22：社零总额累计同比与当月同比增速



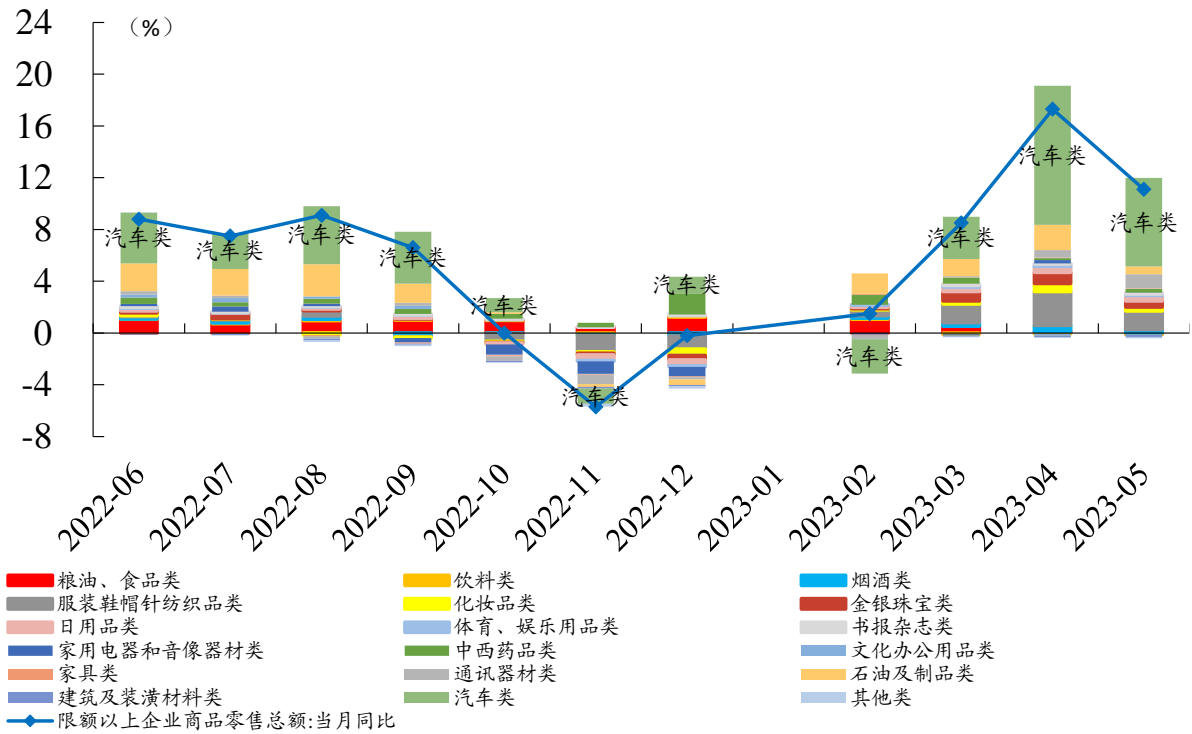
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 23：社零商品与餐饮分项同比增速



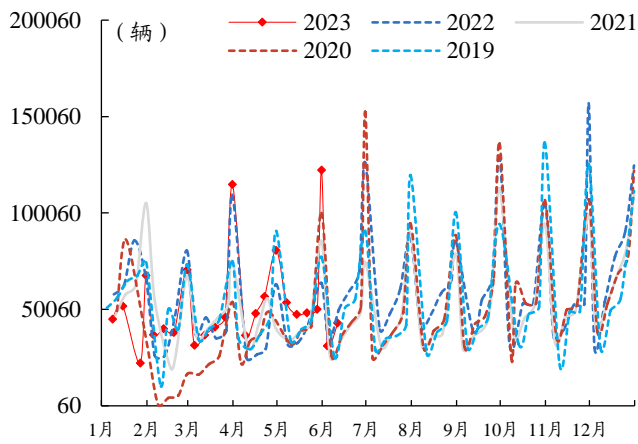
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 24：限额以上企业商品零售总额分项拉动率



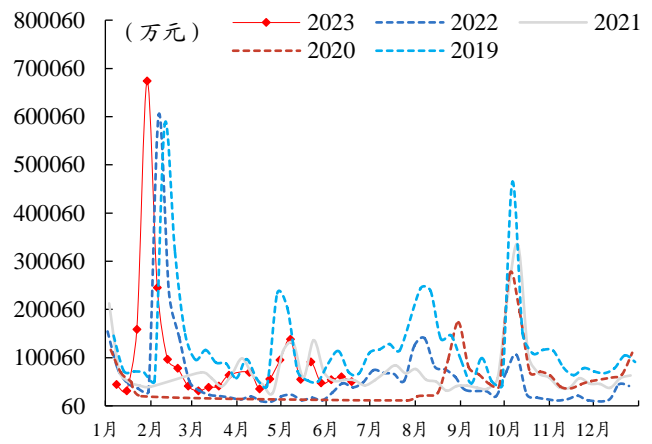
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 25：我国乘用车当周日均销量



资料来源：乘联会，Wind，中原证券

图 26：我国电影票房当周收入值

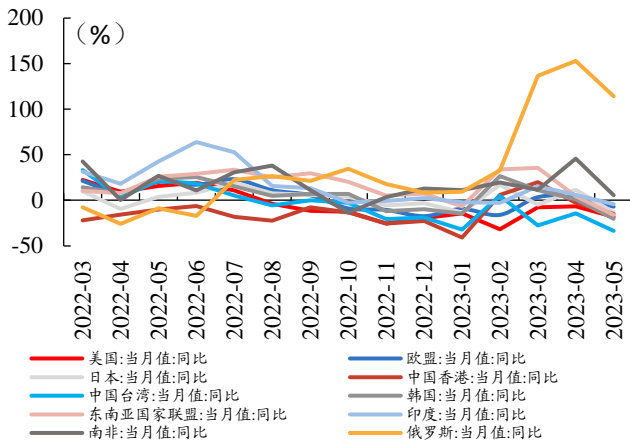


资料来源：国家新闻出版广电总局，Wind，中原证券

1.4. 外贸：俄罗斯出口维持高位，整体出口需求边际回落

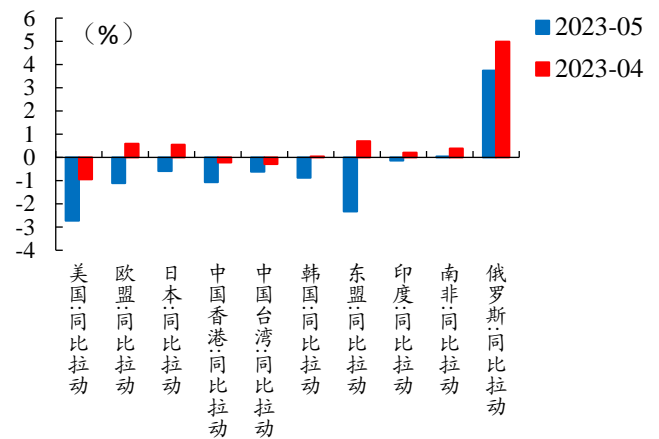
5 月份，货物进出口总额 34460 亿元，同比增长 0.5%。其中，出口 19492 亿元，下降 0.8%；进口 14968 亿元，增长 2.3%。进出口相抵，贸易顺差 4523 亿元。1-5 月份，货物进出口总额 167714 亿元，同比增长 4.7%。其中，出口 96214 亿元，增长 8.1%；进口 71500 亿元，增长 0.5%。国别来看，我国对俄罗斯出口依然维持了较高的增速，显著抬升了整体出口中枢，而香港、东盟地区出口维持了下滑转弱，贸易的需求已经逐步得到释放，这一点也体现在对欧美地区的出口上。从出口结构来看，机电产品出口拉动率出现了较大幅度下滑，而汽车类产品维持了一定的韧性，边际仍有小幅下滑。

图 27：我国对世界主要地区出口当月同比增速



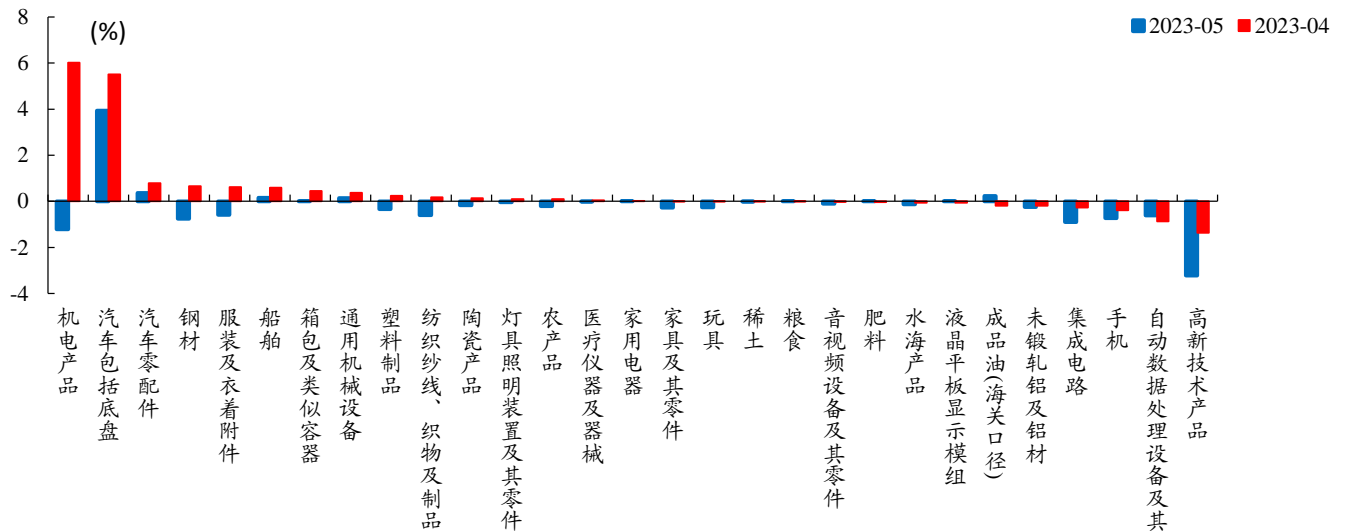
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 28：我国对世界主要地区出口对出口增速拉动率



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 29：我国主要商品出口对出口增速拉动率



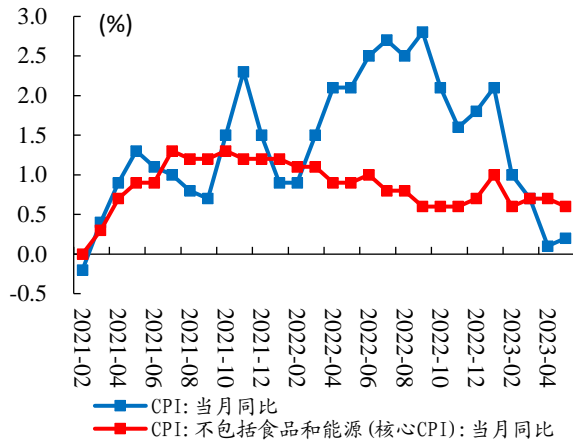
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

1.5. 通胀：短期可能仍有通胀下行压力

5 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.2%，环比下降 0.2%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.6%。1-5 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.8%。

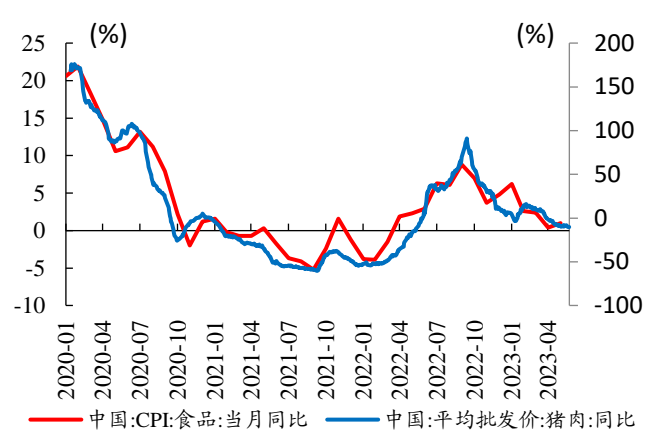
展望未来，CPI 与 PPI 可能仍面临一定下行压力，一是由于 2022 年下半年猪价持续攀升，CPI 后续仍面临一定同比下滑压力；二是油价的阶段性峰值出现在 2022 年年中，且工业去库周期仍未结束，PPI 可能面临一定下行压力。但长周期来看，通胀下行不必悲观，一是结构上核心 CPI 保持稳定，且 CPI 下行的核心贡献来自于交通通信项，这与 4 月能源类商品价格下行有关，也反映在 PPI 的持续下行中；二是从货币因素来看，货币扩张周期通常领先通胀周期一年左右，2022 年下半年以来的货币扩张尚未传导至通胀，主要受到当前投资消费需求偏弱影响，但目前已经看到部分消费回暖迹象，CPI 在分项增长较强。

图 30: 我国 CPI 与核心 CPI 增速



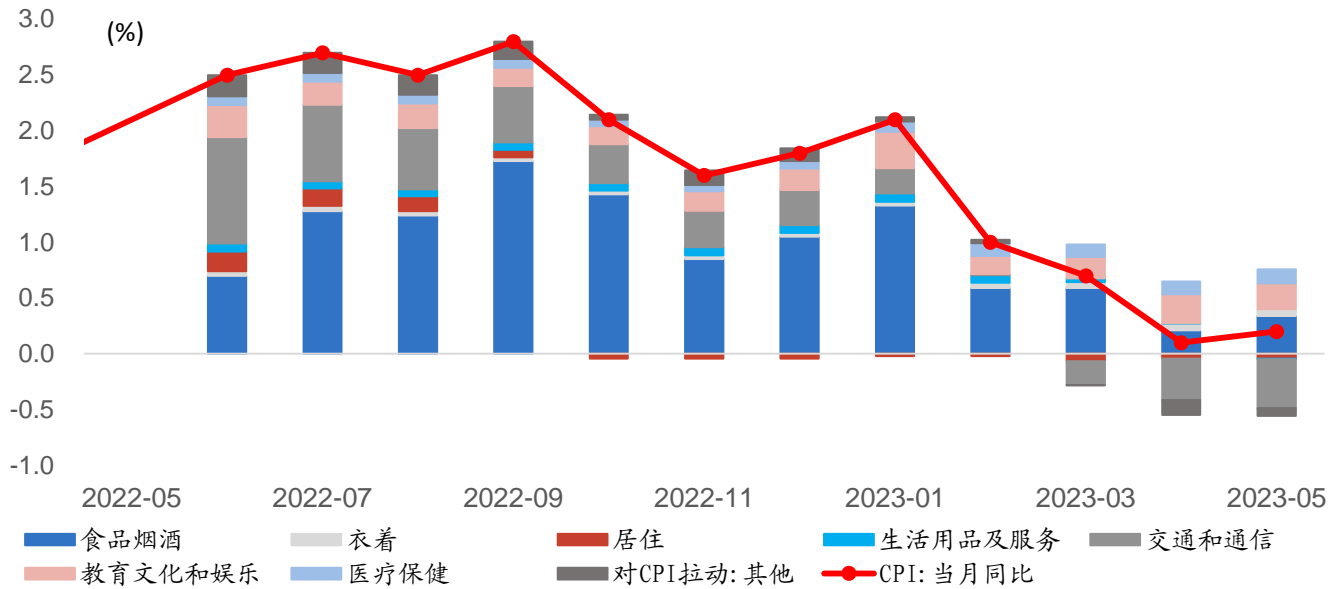
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 31: 我国 CPI 食品与猪肉价格同比增速



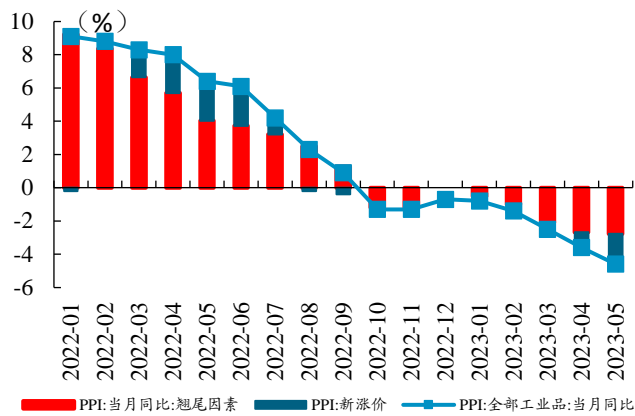
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 32: 我国 CPI 分项对 CPI 同比增速的拉动率



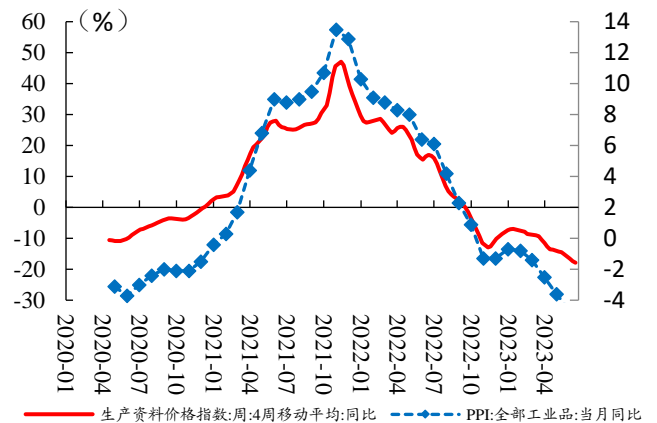
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 33: 我国 PPI 同比增速



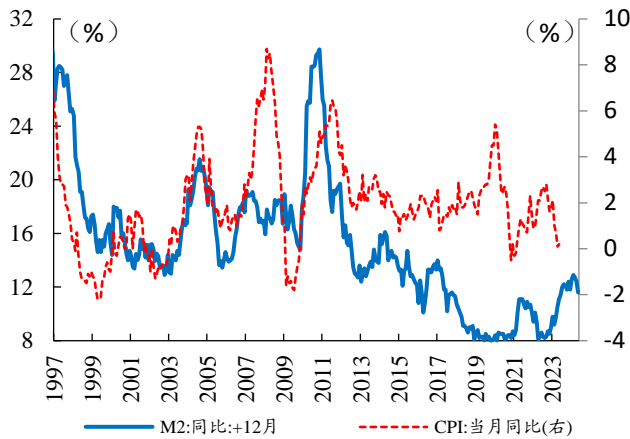
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 34: 我国主要商品价格与 PPI 同比增速



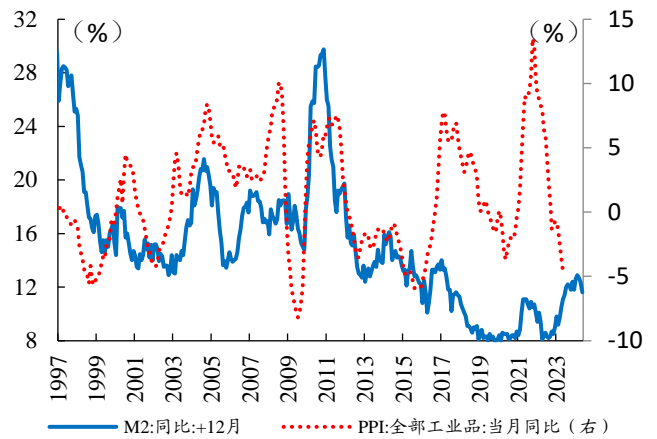
源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 35: 我国货币增长周期与 CPI 通胀周期



资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 36: 我国货币增长周期与 PPI 通胀周期



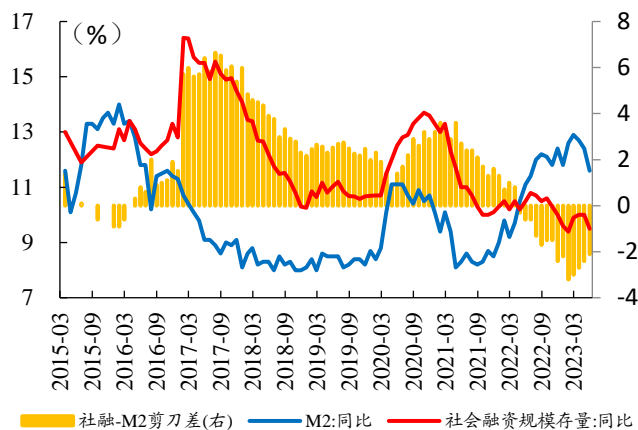
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

1.6. 货币与信贷: 货币活化程度不高, 但信贷结构边际改善

5 月 M2 同比增长 11.6%, 较前值下滑 0.8%, 社融存量同比增速 9.5%, 较前值下滑 0.5%。总量上, 社融与 M2 剪刀差-2.1%, 仍处在 2015 年以来的低位; M2 与 M1 剪刀差 6.9%, 为近三年高位; 社融与 M2, M2 与 M1 背离反映出, 一方面资金空转仍在延续, 表现为非银贷款增速较高, 另一方面企业存款活化程度偏低, 运营资金需求不强。信贷结构上票据融资占新增贷款比重下滑较为明显, 一方面可能与 5 月出票量整体偏弱有关, 另一方面信贷需求有一定或边际好转, 且银行冲票行为可能受到一定监管约束; 人民币贷款内部, 企业短贷出现较大幅度下滑, 但居民部门中长贷与企业部门中长贷较 2022 年同期均有明显改善, 信贷结构整体较好。

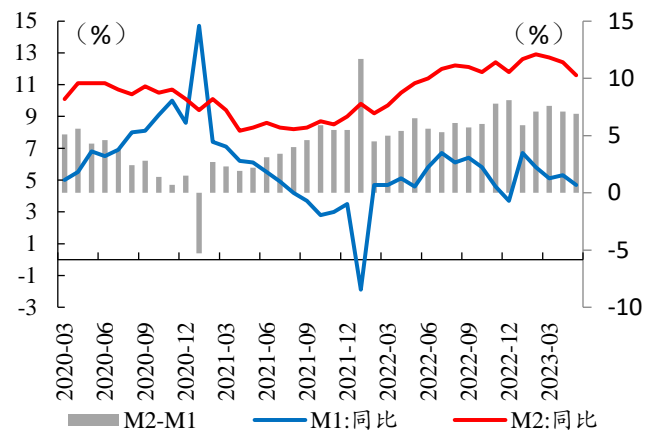
持续高增的 M2 并未带来社融中枢的抬升, 反而推动了资金空转, 同时企业存款活化程度不高; 2023Q1《货币政策执行报告》定调为“总量适度, 节奏平稳”, 结构性政策“聚焦重点, 合理适度, 有进有退”, 展望未来, M2 增速可能会逐步走低, 结构性政策可能更多以“准财政”手段为重点基建项目提供支持, 短期社融或仍面临一定下探压力, 而伴随基建投资与制造业投资逐步上量, 社融增速有望维持平稳, 二者剪刀差或逐步收敛。

图 37: 我国 M2 与社融同比增速以及剪刀差



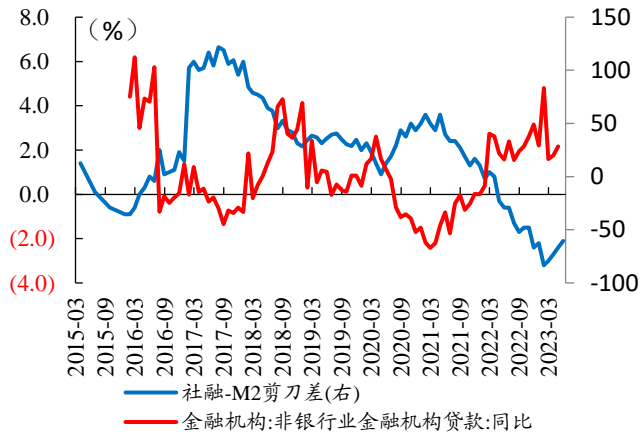
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 38: 我国 M1、M2 同比增速以及剪刀差



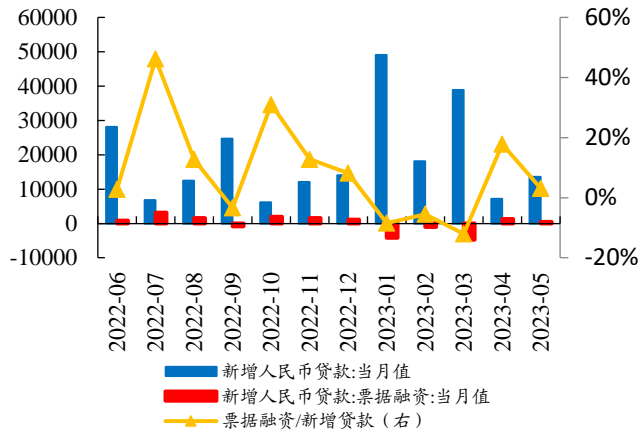
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 39: 我国社融与 M2 剪刀差与非银贷款增速



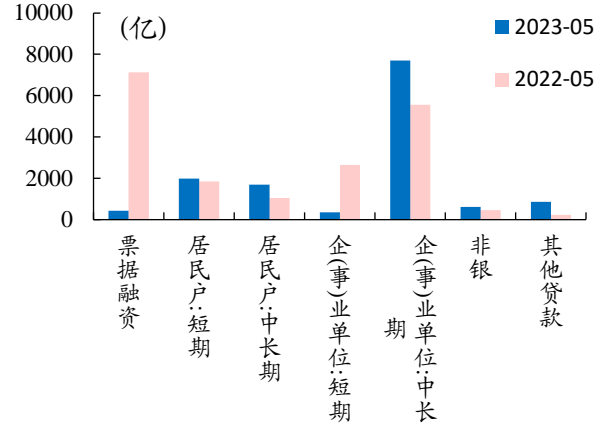
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 41: 我国票据融资占人民币贷款比重



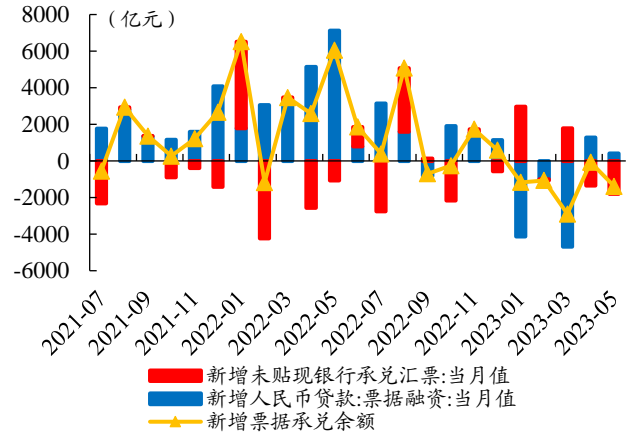
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 40: 我国四月新增人民币贷款结构



资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 42: 我国新增票据融资与新增未贴现汇票



资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

2. 主要经济指标复苏前景与路径展望

2.1. 当前复苏的基本格局总结与积极信号总结

当前经济整体温和复苏的格局并未改变，主要运行特征有：一是工业企业仍处在主动去库周期；二是财力偏弱导致基建投资下滑，地产销售偏弱驱动新开工不足；三是积压外贸订单需求已逐步释放，转口贸易下滑；四是能源因素驱动通胀走低，短期可能仍有通胀下行压力；五是货币活化程度不高，居民加杠杆意愿不强。

展望下半年，我们在主要宏观指标中观察到一定积极信号，同时伴随宏观政策逆周期调节力度加快，我们认为经济动能会边际加快抬升。

(1) 工业领域我们观察到一定积极信号。一是制造业 PMI 指数下滑的斜率放缓；二是库存周期来看，原材料存货同比增速已经开始转头向上，尽管仍需等待产成品存货的消化，但企业盈利预期正在边际改善；三是从工业高频指标来看，进入 6 月，高炉开工、焦化开工、煤炭调度量、沥青开工率均有环比改善。

(2) 消费领域的韧性较强。一是从近几个月限额以上企业零售品结构中看，汽车类耐用消费品消费始终保持了较好的增长势头，二是 4 月以来，乘用车当周日均销量持续高于过去 4 年季节性水平，同时电影票房高频走势基本与过去 4 年一致。

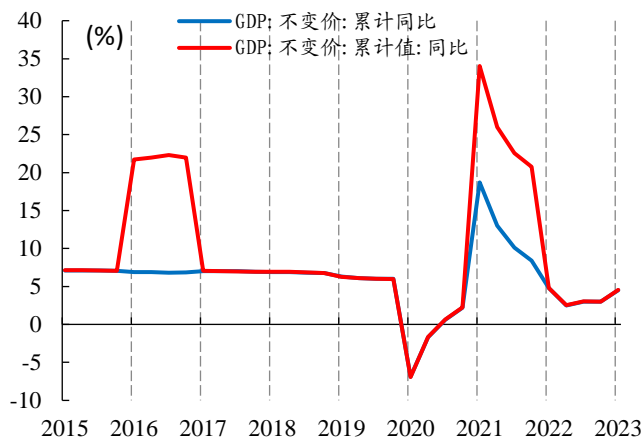
(3) 投资层面，工业盈利预期改善驱动制造业投资改善，宏观政策落地驱动地产基建投资改善。我们观察到涤纶长丝织机的开工率进入 6 月环比抬升明显，汽车半钢胎开工率持续处在超季节性水平，一定程度反映了工业周期的边际改善；地产层面，高频数据依然呈现出偏弱运行的走势，但新增人民币贷款中居民部门中长贷的同比抬升或指向地产领域需求的边际改善，同时地产与基建领域的政策将会对投资端有较大提振作用，伴随降息政策落地，一揽子政策窗口也逐步打开，这一点我们将在政策部分更深入讨论。

2.2. 全年主要经济指标路径展望

对于 GDP 增长的路径, 整体思路是根据近两年 GDP 中枢水平以及预估的经济复苏节奏进行预估。我们尝试使用两年平均增速衡量经济增长的惯性, 并观察经济增速的中枢, 但由于统计口径与数据调整因素的存在, 我国统计局公布的“GDP 不变价累计值经计算得到的同比增速”与“直接公布的 GDP 不变价累计同比增速”二者在部分时期存在差异, 因此我们自行建立了 2007 年以来我国 GDP 不变价定基指数, 以便于我们计算两年平均增速。

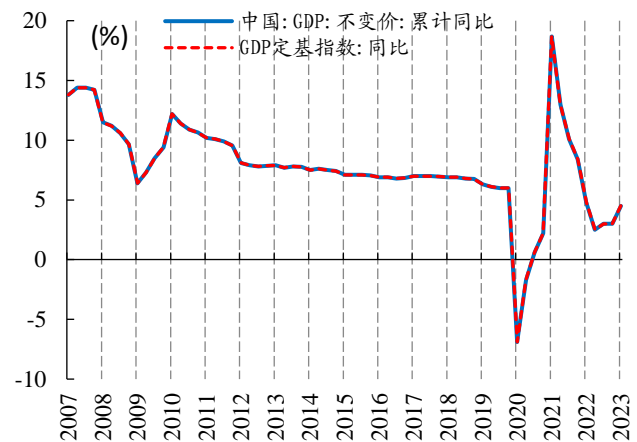
我们使用两年平均增速替换近三年受基数效应影响较大的时期, 估算得到近两年我国经济增速的中枢约为 4.2%。

图 43: GDP 不变价累计同比增与绝对值计算同比增速



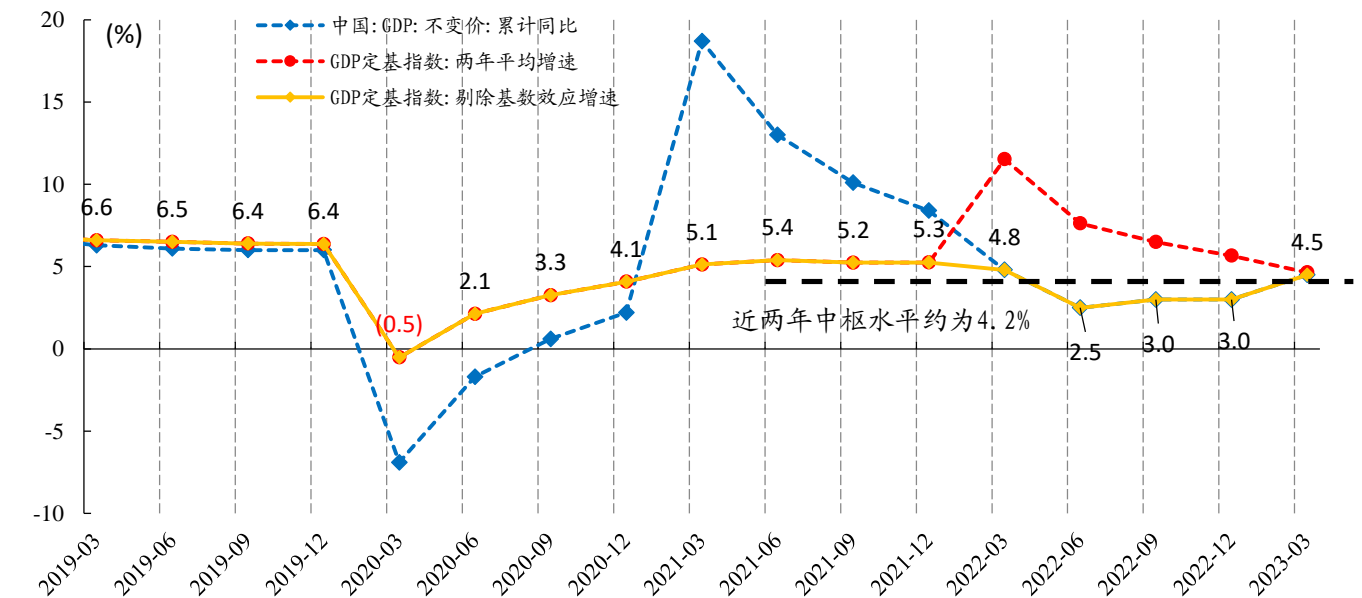
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 44: GDP 定基指数同比增速与官方累计同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券编制

图 45: GDP 不变价累计同比增速与 GDP 定基指数两年平均增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券编制

结合 2023 年上半年复苏状况及复苏节奏, 我们认为二季度两年平均增速可能略低于 4%, 三季度两年平均增速可能在 4.1% 附近, 四季度两年平均增速可能在 4.3% 附近, 整体呈现经济复苏动能的趋势性增强, 但节奏上可能存在波动; 相对应的累计同比增速, 二季度约为 7.0%,

三季度约为 4.7%，四季度约为 5.8%，全年累计增速可能在 5.5%左右。因此三季度可能存在一定当季增速低于目标增速的压力，全年实现 5%累计同比增长的压力不大。

图 46：我国主要经济指标预测表

指标	2023-Q1	2023-Q2	2023-Q3	2023-Q4	2023全年
GDP同比(%)	4.5	7.0	4.7	5.8	5.5
工业增加值累计同比(%)	3.0	3.8	4.0	-	4.2
固定资产投资累计同比(%)	5.1	4.0	4.3	-	4.5
制造业投资(%)	7.0	5.8	6.3	-	6.6
地产投资(%)	(5.8)	(7.0)	(6.0)	-	(5.0)
不含电力基建投资(%)	8.8	7.0	7.5	-	8.0
社会消费品零售累计同比(%)	5.8	9.5	6.0	-	9.0
出口累计同比(美元计,%)	1.0	(1.3)	0.0	-	1.0
CPI同比(%)	1.3	0.2	0.4	-	1.0
PPI同比(%)	(1.6)	(4.2)	(3.6)	-	(3.0)

资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

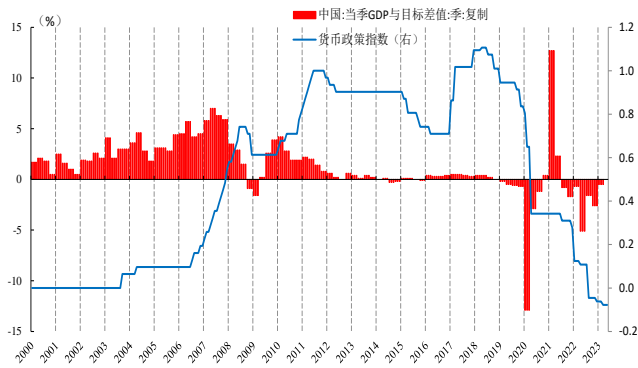
3. 政策还有什么释放空间？

3.1. 降息打开了一揽子政策窗口

2023年6月13日，人民银行7日逆回购操作中中标利率较前日下调10个基点至1.9%，同日央行下调了常备借贷便利利率，隔夜、7天、1个月期各下调10个基点；2023年6月20日，全国银行间同业拆借中心公布了新一期贷款市场报价利率，1年期LPR，5年期LPR较上期均下调10个基点。央行为什么要开展一系列降息操作，我们将降准与降息操作幅度标准化并合并编制为货币政策指数，从四个经济维度与央行的货币政策行为进行对比；我们认为，央行集中进行货币政策的宽松操作是前瞻式地对冲GDP低于目标的压力，PMI连续下滑的压力，地产销售偏弱压力，社融增速下滑的压力。

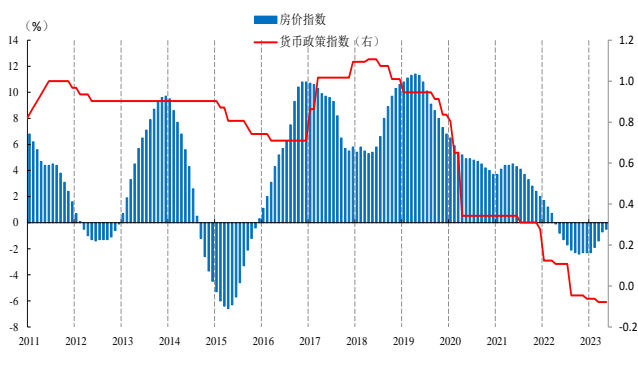
央行连续降息操作一定程度反映了我国政府对于稳增长的态度，6月第二周降息政策落地后，6月16日，国务院总理李强再次主持召开国常会“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，也代表我国一揽子稳增长政策窗口打开。

图 47: GDP 当季增速与目标增速差值与货币政策指数



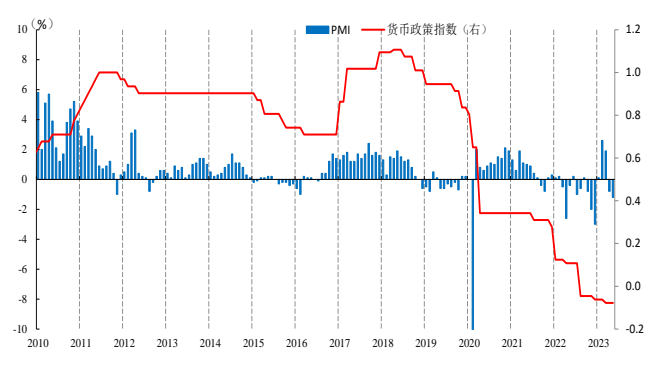
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制

图 49: 70 个大中城商品住宅价格同比与货币政策指数



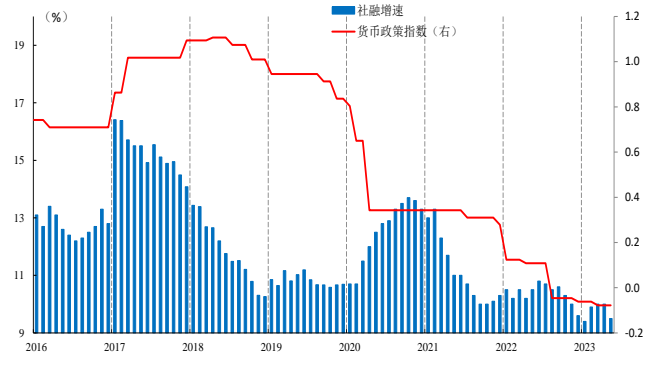
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制

图 48: 制造业 PMI 与货币政策指数



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制

图 50: 社会融资规模存量同比增速与货币政策指数



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制

3.2. 货币总量政策或有宽松空间

3.2.1. 降准政策仍有空间

从降息与降准周期来看，总量政策操作通常以季度或半年度为操作周期，因此短期而言总量货币政策可能进入观察期，但三季度中后段，四季度仍有可能进行进一步宽松操作。

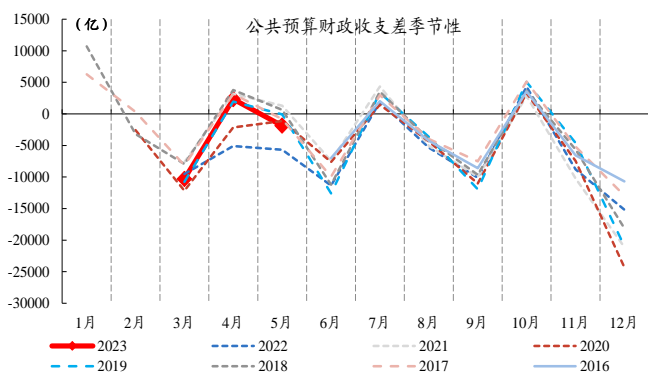
图 51：我国 10 年期国债收益率与降准降息政策落地时间点



资料来源：中国人民银行，Wind，中原证券

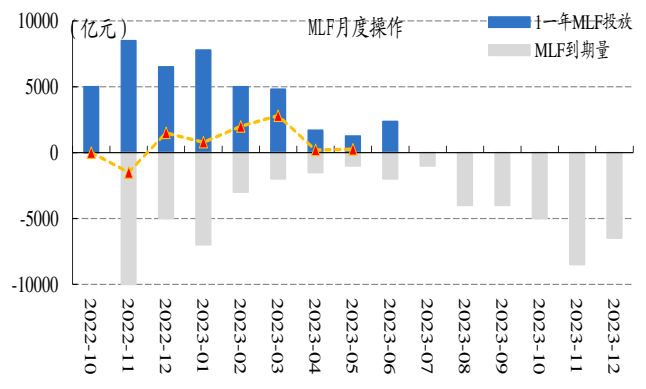
一方面，按惯例，7月即将召开的政治局会议将会分析研究宏观经济，定调宏观政策，一揽子政策可能进入密集落地期；另一方面，从资金缺口的角度来看，尽管7月税期存在一定资金缺口，但MLF的到期量不大，且8、9月会有大量财政投放，央行可能会以续作形式阶段性对冲；但进入四季度，MLF到期量合计两万亿，同时10月又是缴税大月，叠加国债净融资节奏在下半年可能加快，缴准持续消耗的流动性，四季度流动性缺口较大，届时降准概率升高。

图 52：我国财政公共预算收支差额季节性



资料来源：财政部，Wind，中原证券

图 53：我国 MLF 月度操作与到期量



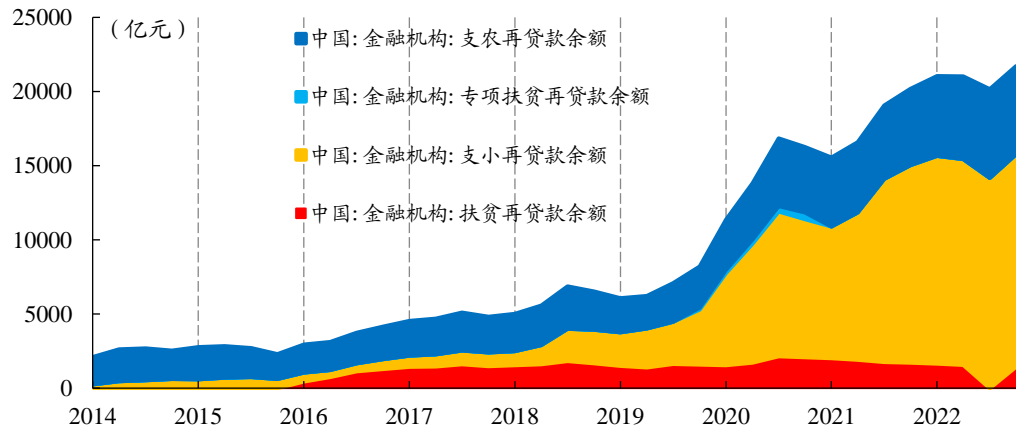
资料来源：中国人民银行，Wind，中原证券

3.2.2. 再贷款政策或延续温和力度

此外，近些年来，专项再贷款政策成为为市场、实体经济提供流动性的重要渠道之一。过去几年来看，再贷款在疫情时期快速增长，为支持实体经济发挥重要作用，2022年以来再贷款

余额开始保持相对稳定，但同比而言仍在稳健增长，2023 年一季度我国支农支小扶贫再贷款余额合计达 21727 亿，较上年同期增长 8%。下半年，再贷款政策的温和力度也有望延续。

图 54：我国支农支小扶贫再贷款余额



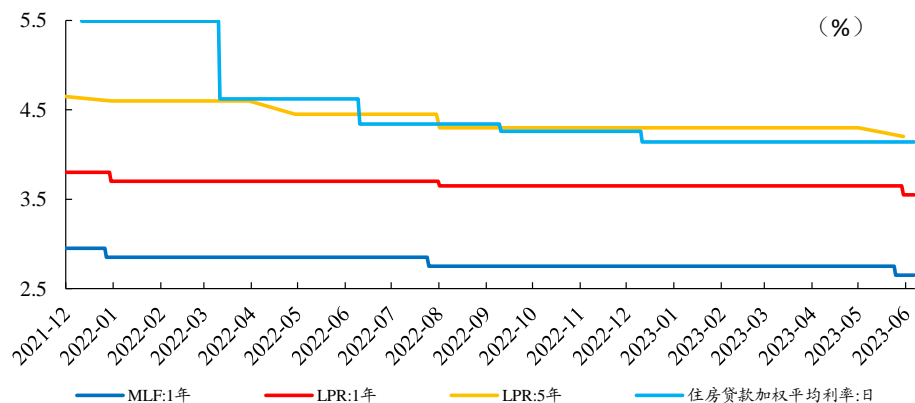
资料来源：中国人民银行，Wind，中原证券

3.2.3. 中小银行存款利率或补降

同时，引导存款利率的先导性下调也仍有可能。2022 年 4 月，中国人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。对于存款利率市场化调整及时高效的银行，中国人民银行会给予适当激励。

2022 年以来，我国共进行了三轮存款利率下调：（1）2022 年 4 月，国有大行发起第一轮存款利率下调，紧接着 5 月中小银行跟随下调；（2）2022 年 9 月，国有大行调降存款利率，2023 年 4 月农商行、村镇银行等中小行跟进调整；（3）2023 年 6 月，国有行与股份行先后调降存款利率。回顾过去三轮存款利率调整，从时间节点上来看，均实现了对住房贷款加权平均利率的下行引导，同时多发生在 LPR 利率调整前后，实现率负债端利率向资产端利率的传导。预计下半年，在国有行完成存款利率下调后，中小行将会逐步跟进，并进一步引导贷款利率下行，实现实体经济融资成本的降低。

图 55：我国 MLF/LPR1Y/LPR5Y/住房贷款利率



资料来源：中国人民银行，Wind，中原证券

3.3. 财政政策支出节奏或将加快

3.3.1. 财政运行的背景：收支错配压力加大

根据各地市统计局、财政局的公布数据，2022 年在我国 31 个省市自治区中，仅有内蒙古、新疆两地一般公共预算收入同比增速较前值（2021 年）抬升，其他 29 个省市自治区收入增速均较上年下滑；此外，从财政自给率来看，我国共 27 个省市自治区 2022 年财政自给率较上年下滑，仅有内蒙古、山西、陕西、新疆四地财政自给率较上年抬升。一方面，我国地方财政收支错配压力加大，另一方面地方政府债务率也在持续攀升。2022 年我国共 28 个省市自治区政府债务率较上年抬升，仅内蒙古、山西、陕西三地政府债务率小幅下降。

图 56：近三年我国各省市自治区主要财政指标变动

省份	22-一般公共预算收入自然增速	同比变化方向	21-一般公共预算收入增速	22财政自给率	同比变化方向	21财政自给率	同比变化方向	20财政自给率	22政府债务率	同比变化方向	21政府债务率	22城投债务率	同比变化方向	21城投债务率
安徽省	2.6%	↓	8.8%	43%	↓	46%	↑	43%	371%	↑	331%	507%	↑	456%
北京	-3.7%	↓	8.2%	77%	↓	86%	↑	77%	185%	↑	148%	196%	↑	188%
福建省	-1.3%	↓	9.9%	59%	↓	65%	↑	59%	356%	↑	298%	489%	↑	376%
甘肃省	-9.4%	↓	14.6%	21%	↓	25%	↑	21%	671%	↑	489%	644%	↑	556%
广东省	-5.8%	↓	9.1%	72%	↓	77%	↑	74%	189%	↑	145%	174%	↑	141%
广西壮族自治区	-6.2%	↓	4.8%	29%	↓	31%	↑	28%	576%	↑	476%	714%	↑	599%
贵州省	-4.2%	↓	10.2%	32%	↓	35%	↑	31%	661%	↑	603%	789%	↑	734%
海南省	-9.6%	↓	12.9%	40%	↓	46%	↑	41%	419%	↑	327%	86%	↑	69%
河北省	-2.0%	↓	8.9%	44%	↓	47%	↑	42%	386%	↑	317%	255%	↑	216%
河南省	-2.1%	↓	4.3%	40%	↓	42%	↑	40%	354%	↑	285%	523%	↑	400%
黑龙江省	-8.8%	↓	12.8%	24%	↓	25%	↑	21%	565%	↑	502%	104%	↑	102%
湖北省	-0.1%	↓	30.7%	38%	↓	41%	↑	30%	424%	↑	363%	742%	↑	664%
湖南省	-4.6%	↓	8.0%	34%	↓	39%	↑	36%	497%	↑	419%	761%	↑	671%
吉林省	-25.6%	↓	5.4%	21%	↓	31%	↑	26%	842%	↑	547%	578%	↑	411%
江苏省	-7.6%	↓	10.6%	62%	↓	69%	↑	66%	224%	↑	189%	905%	↑	774%
江西省	4.8%	↓	12.2%	40%	↓	41%	↑	38%	370%	↑	320%	650%	↑	594%
辽宁省	-8.7%	↓	4.1%	40%	↓	47%	↑	44%	435%	↑	371%	119%	↑	103%
内蒙古自治区	20.2%	↑	14.6%	48%	↑	45%	↑	39%	331%	↓	379%	88%	↓	105%
宁夏回族自治区	0.0%	↓	9.7%	29%	↓	32%	↑	28%	434%	↑	418%	109%	↑	100%
青海省	0.1%	↓	10.3%	17%	↓	18%	↑	15%	925%	↑	848%	99%	↓	108%
山东省	-2.5%	↓	11.0%	59%	↓	62%	↑	58%	332%	↑	274%	560%	↑	473%
山西省	21.9%	↓	23.4%	59%	↑	56%	↑	45%	182%	↓	191%	74%	↓	87%
陕西省	19.3%	↓	22.9%	49%	↑	46%	↑	38%	295%	↓	313%	492%	↓	542%
上海市	-2.1%	↓	10.3%	81%	↓	92%	↑	87%	112%	↑	95%	110%	↑	100%
四川省	2.3%	↓	12.0%	41%	↓	43%	↑	38%	363%	↑	319%	821%	↑	729%
天津市	-13.8%	↓	11.3%	67%	↓	68%	↑	61%	468%	↑	368%	691%	↑	576%
西藏自治区	-16.7%	↓	-2.4%	7%	↓	11%	↑	10%	312%	↑	230%	362%	↑	304%
新疆维吾尔自治区	14.9%	↑	9.6%	33%	↑	30%	↑	27%	416%	↑	410%	251%	↓	265%
云南省	-14.4%	↓	7.6%	29%	↓	34%	↑	30%	621%	↑	481%	827%	↑	636%
浙江省	-2.7%	↓	14.0%	67%	↓	75%	↑	72%	251%	↑	211%	749%	↑	614%
重庆	-8.0%	↓	9.1%	43%	↓	47%	↑	43%	479%	↑	377%	927%	↑	782%

资料来源：各地统计局、财政局，中原证券统计

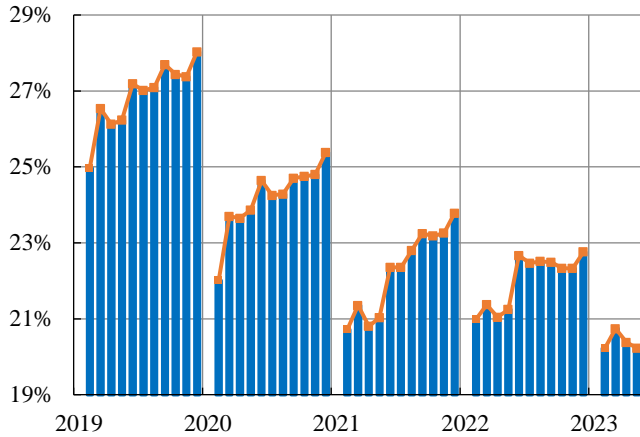
3.3.2. 基建投资的直接影响与边际变化

地方财政压力加大的直接影响便是基建相关的财政支出减少。以我国一般公共预算为例，公共预算支出中，基建支出主要包括节能环保支出、城乡社区支出、农林水支出、交通运输支出，这四项合计累计支出金额占总支出金额的比重呈现年内后置的特征，但注意到 2020 年、2021 年、2022 年基建支出占比分别为 25.4%，23.8%，22.8%，呈现逐年下降趋势，2023 年初基建支出比重较 2022 年进一步下行至 20.2%，基建支出再下台阶。

但同时我们也观察到一定边际变化，一是基建支出占当月财政支出的比重从往年来看，会

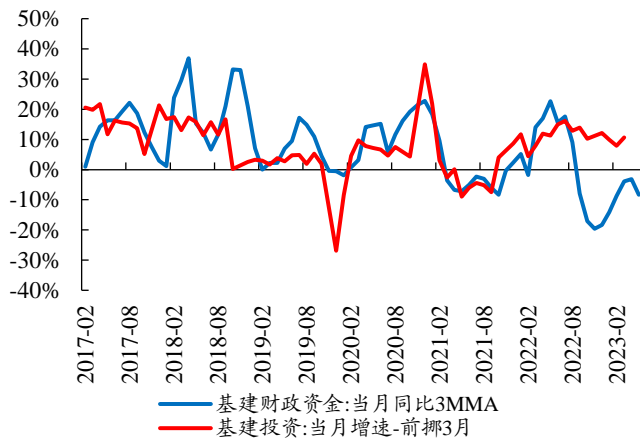
在下半年快速抬升。二是从基建相关财政资金并于基建投资单月增速比较发现，基建相关财政资金领先基建投资大约一个季度，且二季度以来基建相关财政资金支出增速开始边际抬升。三是二季度以来我国政府债净融资节奏相较于过去六年同期来看有所加快，同时注意到我国政府债净融资仍有非常大的发行空间，截至6月中，我国国债净融资仅完成全年目标的30%。

图 57：基建支出占当月财政支出的比重？



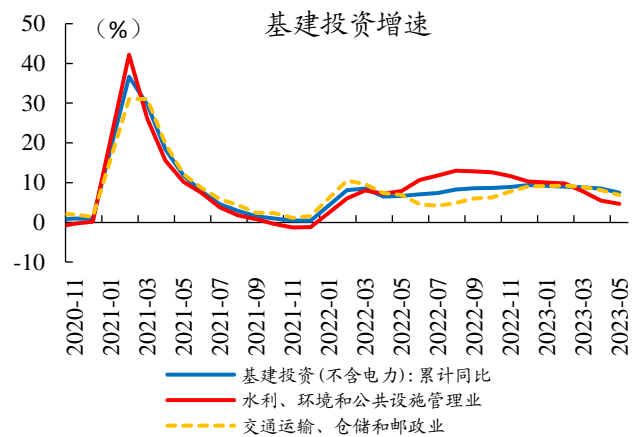
资料来源：财政部，Wind，中原证券

图 59：基建相关财政资金与基建投资增速



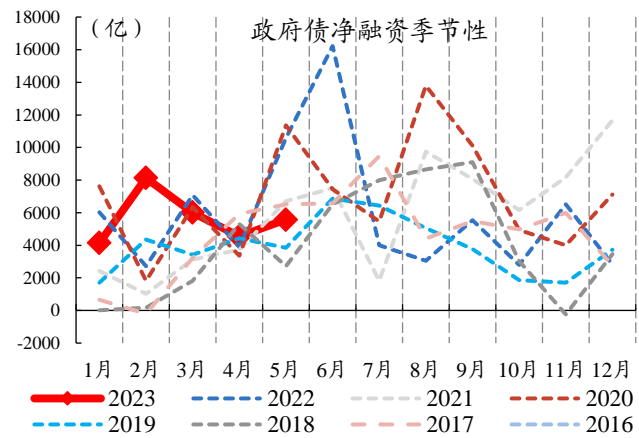
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制（见此前报告）

图 58：我国基建投资(不含电力)累计同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 60：我国国债与地方债合计净融资进度与往年比较



资料来源：财政部，Wind，中原证券

表 1：截至 2023 年 6 月第二周我国国债与地方债净融资完成进度

	国债目标	净融资额	完成/目标	一般债目标	专项债目标	总目标	目前净融资	完成/目标
2023	31600	9624	30%	7,200	38,000	38,720	25,596	66%
2022	26500	25747.5831	97%	7,200	36,500	43,700	42803	98%
2021	27500	23282.7	85%	8,200	36,499	44,699	48831	109%
2020	37800	40353.3	107%	9,800	37,500	47,300	43,681	92%
2019	18300	17547.0	96%	9,300	21,496	30,796	30,472	99%
2018	15500	14462.9	93%	8,300	13,499	21,799	33,262	153%
2017	15500	14734.3	95%	8,300	8,000	16,300	41,166	253%
2016	14000	13150.2	94%	7,800	4,000	11,800	58,022	492%

资料来源：财政部，Wind，中原证券

当前经济复苏承压，基建作为逆周期调控手段有较大概率重启，且依赖下半年财政政策的加力。目前来看，财政政策的首要抓手或是加快净融资节奏，前置基建投资，提振经济；同时

财力的补充可能以“特别国债”或类似于PSL等货币政策工具的“准财政”手段实现，考虑到特别国债发行程序的繁琐，且资金落地到投资增长仍存在时滞，后者使用的可能性更大。

3.4. 地产供需两端均有提振空间

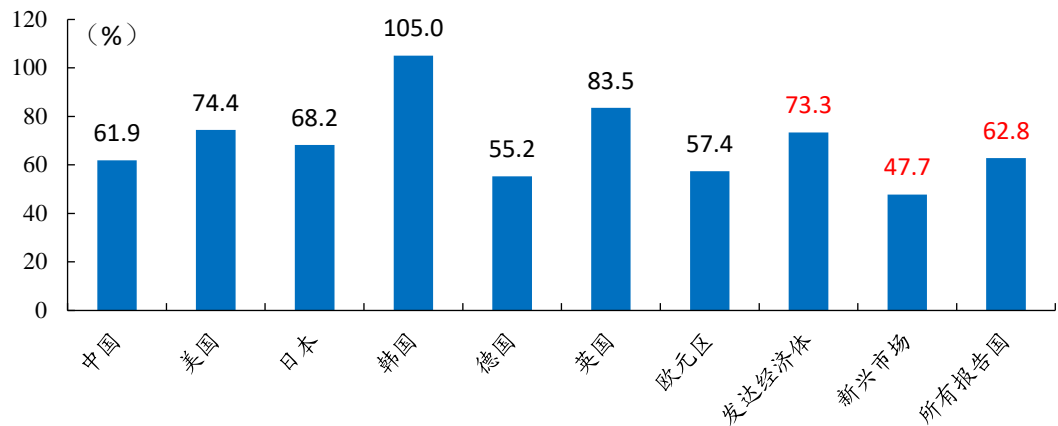
当前地产投资呈现出竣工高增但新开工不足的局面，1-5月房屋竣工面积累计同比增长19.6%，较前值小幅上涨1%，而新开工面积累计同比负增22.6%，降幅较前值进一步扩大1.4%。投资需求整体偏弱。

3.4.1. 需求侧政策仍有释放空间，但受居民杠杆空间与意愿约束

投资偏弱的核心逻辑是销售侧压力较大，需求不足进一步传导至投资端，而需求侧的核心矛盾则是居民部门加杠杆的空间与意愿均不强。

短期加杠杆空间偏小。根据我国统计局与BIS（国际清算银行）统计，截至2022年年末，我国居民部门杠杆率水平为61.9%，明显高于全球新兴市场的47.7%杠杆率均值，但相较于世界发达经济体的平均水平73.3%仍有较大距离，基本与所有报告国62.8%的平均水平一致。具体国别来看，我国杠杆率低于美日韩英、但高于德国及欧元区平均水平。从杠杆率空间来看，我国杠杆率基本符合我国发展水平，对比美日韩进一步扩张的空间在短期内较小。

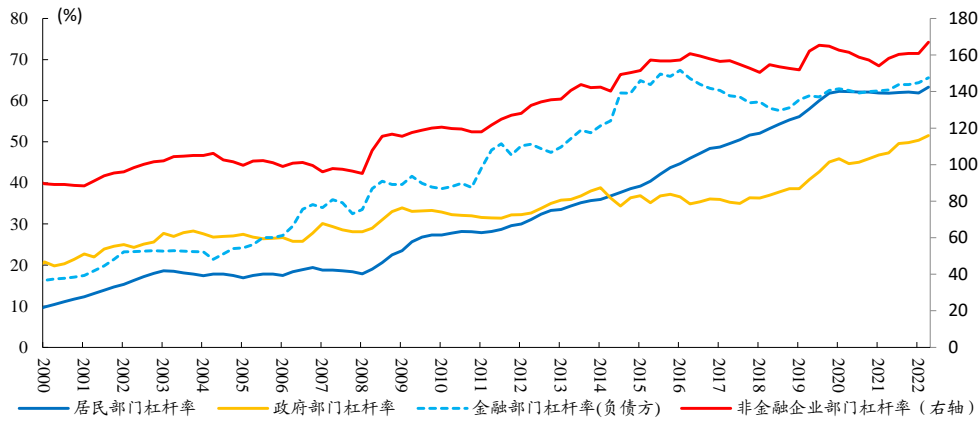
图 61：我国宏观杠杆率水平与世界主要经济体杠杆率水平对比



资料来源：国家统计局，BIS（国际清算银行），Wind，中原证券

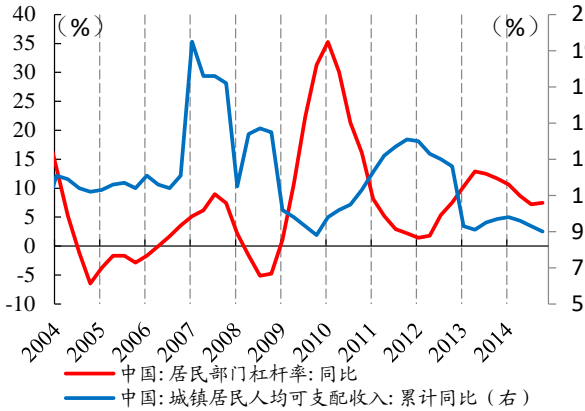
居民加杠杆意愿不强。截至2023年一季度我国居民部门杠杆率63.3%，较前值小幅抬升，近三年都保持了相对稳定，或主要与三方面因素相关，一是居民部门在2017年伊始的宏观去杠杆周期中持续加杠杆，杠杆率已经处在相对高位；二是近三年受疫情因素影响后，居民部门收入预期仍不稳定，表现为可支配收入累计同比增速仍在下滑；三是资产价格处在弱势周期，2011年以来我国70大中城市商品住宅价格指数同比增速与居民部门杠杆率增速变动基本一致，当前地产价格仍然处在下行周期，居民部门增加房产配置的意愿不强，多数持币观望。

图 62：我国居民、政府、金融、企业四部门宏观杠杆率



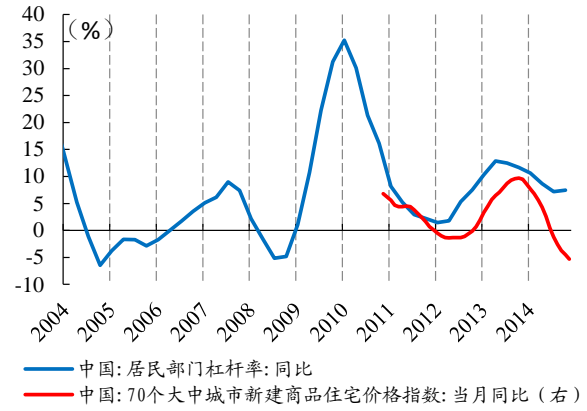
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 63：我国居民部门杠杆率增速与可支配收入增速



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 64：我国居民部门杠杆率增速与住宅价格增速

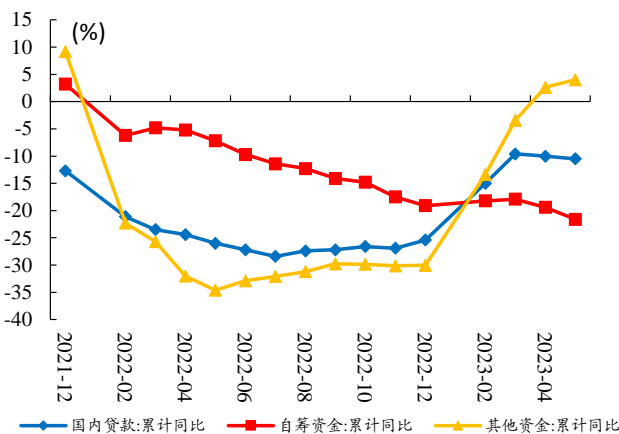


资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

3.4.2. 房企供给端逐步宽松的政策可能延续

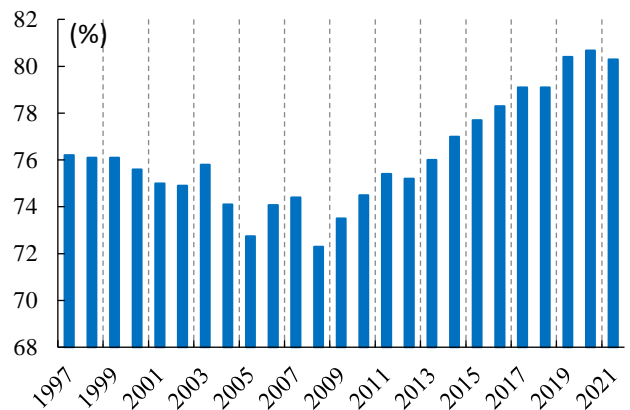
2023 年以来，我国房地产企业开发资金来源中其他资金增速显著抬升，国内贷款资金也有一定抬升，代表了房企定金与预收款资金来源得到补充，对地产企业的信贷政策也有一定支持。下半年，房地产企业的供给端政策有望延续，融资能力有望进一步改善。

图 65：我国房地产开发资金来源分项累计同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 66：我国房地产开发企业资产负债率



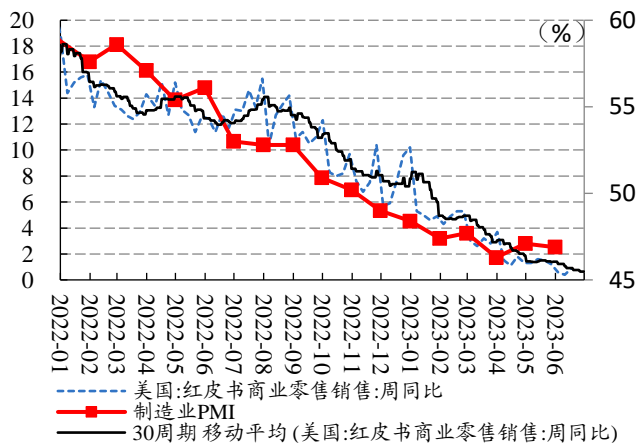
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

4. 海外经济：降息周期与制造业周期或延后

4.1. 美国经济脉冲式复苏，欧洲通胀仍有粘性

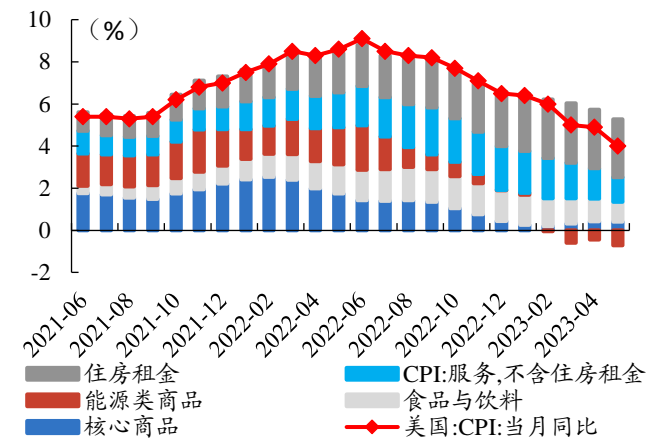
从上半年美国经济的复苏状况来看，经济处在韧性与衰退的边缘，呈现脉冲式波动，5月来看，5月制造业PMI录得46.9%，较前值小幅回落0.2%；5月失业率上行0.3%至3.7%，且失业数据与救济金领取数据双双抬升，失业压力边际增强；5月美国CPI通胀延续下探至4%，结构上服务类通胀拉动、能源类通胀拉动显著降低，尤其是前者显示了就业市场的工资粘性在下滑，通胀控制取得一定成效。欧元区而言，一季度与二季度初期，制造业与服务业PMI呈现出明显的背离，制造业偏弱服务业偏强，而进入二季度后服务业与制造业双双下行，经济复苏压力增大，同时核心CPI仍处在5.3%的偏高位置，通胀仍然呈现一定粘性。

图 67：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比



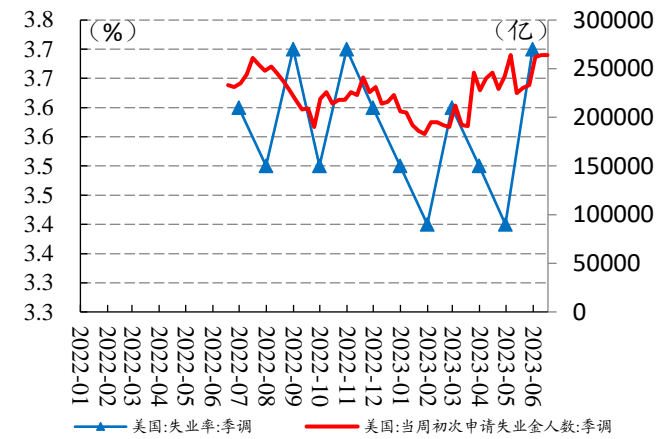
资料来源：美国供应管理协会，Wind，中原证券

图 69：美国 CPI 通胀分项对 CPI 增速拉动率



资料来源：美国劳工部，Wind，中原证券

图 68：美国失业率季调与持失业保险人群失业率



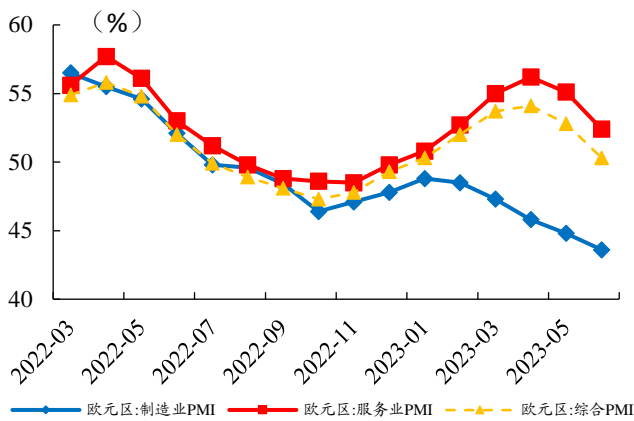
资料来源：美国劳工部，Wind，中原证券

图 70：CME 利率期货对美联储加息路径预期

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	71.9%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.1%	65.8%	10.1%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.1%	60.6%	17.0%	1.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.7%	35.6%	44.6%	11.2%	0.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	23.6%	40.7%	25.7%	5.3%	0.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	16.9%	34.7%	30.9%	12.4%	2.1%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	16.6%	34.5%	31.0%	12.7%	2.2%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	10.3%	26.2%	32.6%	21.1%	7.1%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	8.8%	23.6%	31.6%	23.0%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	1.1%	7.7%	21.4%	30.4%	24.3%	11.4%	3.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.6%	5.0%	15.8%	26.7%	26.8%	16.7%	6.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.3%	14.1%	24.9%	26.8%	18.3%	8.2%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

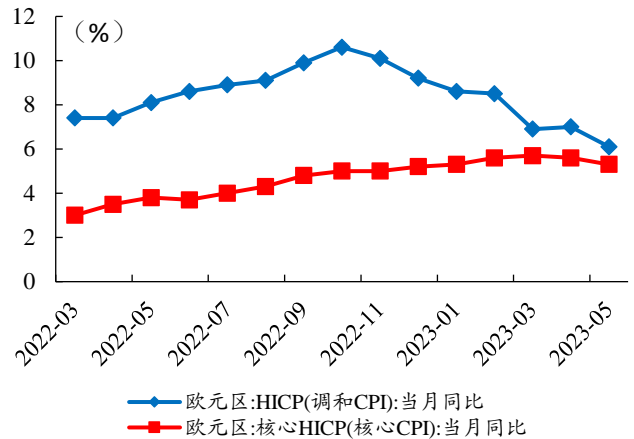
资料来源：CME（芝加哥商品交易所），中原证券

图 71: 欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI



资料来源: 欧盟统计局, Wind, 中原证券

图 72: 欧元区调和 CPI 与核心 CPI 同比增速



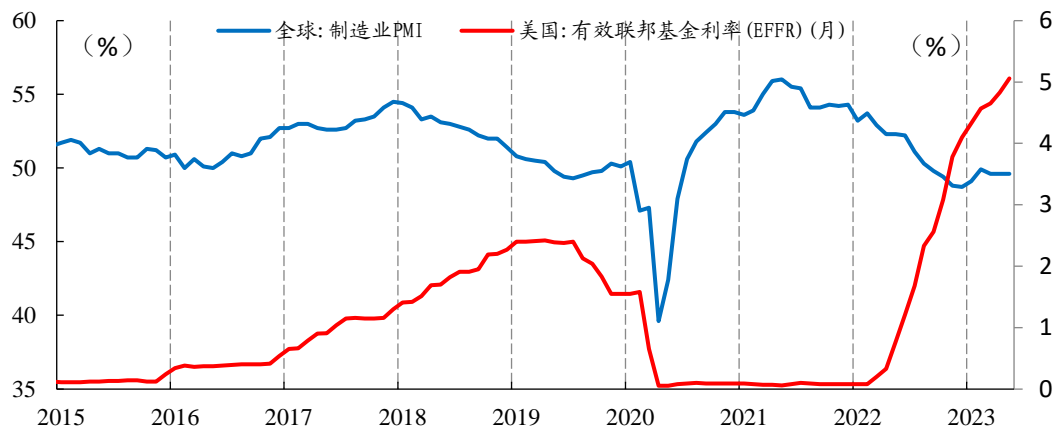
资料来源: 欧盟统计局, Wind, 中原证券

4.2. 联储降息周期与全球制造业周期或延后

整体上美国当前制造业周期相较于一季度有所改善, 劳动力供给呈现出一定改善特征, 但就业市场仍然不稳定, 经济呈现脉冲式波动; 同时通胀层面, 住房领域呈现出一定粘性, 使得市场对美联储加息的预期路径有所改变, 预期由前期 5.25% 的高点抬升至 5.5%, 预计 7 月美联储将继续加息 25BP, 而步入降息的节奏则可能延后至年末, 甚至 2024 年。

全球制造业周期而言, 历史来看 2018~2019 年的制造业下行周期伴随联储降息而步入反转, 2022 年以来联储的持续加息一定程度压制市场总需求, 而伴随联储进入降息周期, 全球制造业周期也可能迎来反转。因此整体上, 伴随联储降息节奏的延后, 全球制造业周期反转的节点可能延后, 对于我国外贸短期形成一定压制。

图 73: 全球制造业 PMI 与美联储联邦基金利率



资料来源: 中国物流与采购联合会, Wind, 中原证券

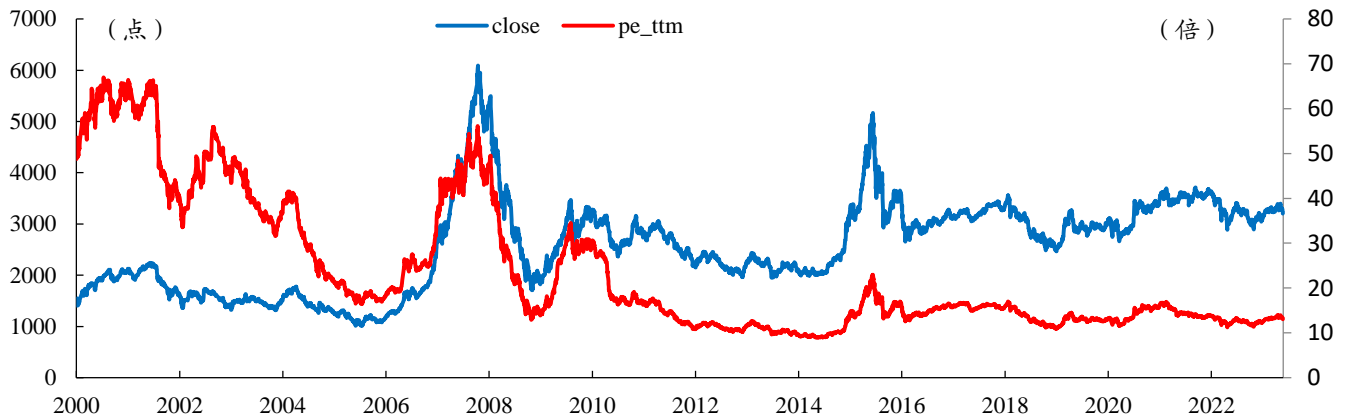
5. 权益观点：防御为主，进攻为辅

5.1. 大盘走势：短期风险偏好提振，中期估值与经济共振

当前我国经济的基本格局仍为温和复苏，进入 2023 年下半年经济复苏的动能可能边际增强，叠加一揽子政策窗口打开，市场短期的风险偏好或得到一定提振；从 6 月市场反应来看，上证指数单边动能增强，按中信行业分类，共 27 个板块上涨，3 个板块下跌；消费、TMT、金融板块均有不错表现，电力及公用事业表现偏弱，市场风格逐步偏于进攻。

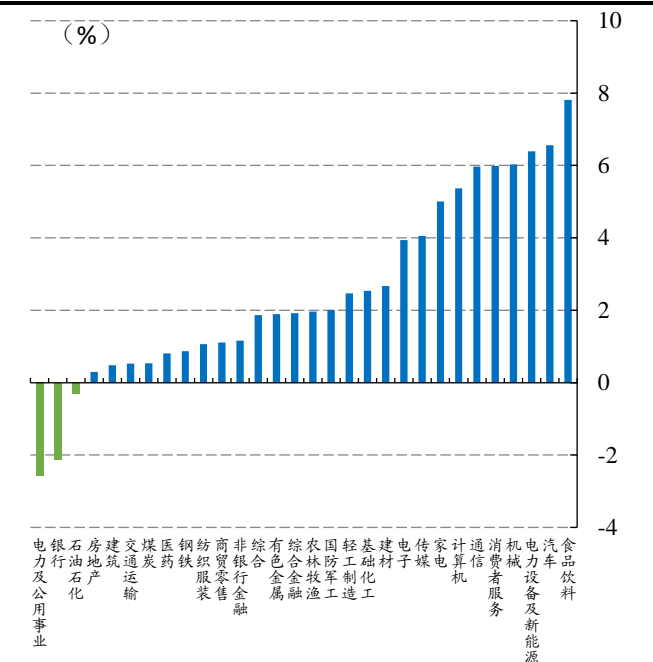
中期而言，大盘将以基本面为锚，结合我们前文对经济复苏走势的判断，下半年我国经济动能或呈现趋势性走强，但节奏上可能存在脉冲式波动；同时当前我国大盘估值水平依然处在历史较低位置，因此估值因素与基本面因素可能实现共振，大盘或在宽幅震荡中实现中枢上移。

图 74：上证综指收盘价以及估值水平



资料来源：上交所，Wind，中原证券

图 75：6 月中信细分行业涨跌幅统计



资料来源：Wind，中原证券

图 76：6 月中信细分行业市场情绪统计

换手分位数水平	2023-06-16	2023-05-31	成交额分位数水平	2023-06-16	2023-05-31
传媒	96%	95%	通信	99%	90%
通信	87%	64%	传媒	98%	97%
计算机	85%	84%	计算机	97%	96%
机械	82%	50%	机械	96%	83%
消费者服务	81%	83%	消费者服务	90%	91%
建筑	78%	65%	电子	85%	87%
家电	76%	79%	建筑	84%	73%
房地产	70%	55%	商贸零售	80%	60%
国防军工	61%	46%	汽车	79%	43%
汽车	59%	19%	电力设备及新能源	76%	50%
商贸零售	56%	39%	电力及公用事业	71%	88%
银行	56%	62%	国防军工	68%	57%
电力设备及新能源	52%	36%	轻工制造	68%	67%
电力及公用事业	47%	67%	家电	66%	53%
电子	46%	53%	非银行金融	52%	40%
石油石化	46%	46%	食品饮料	51%	39%
非银行金融	42%	29%	石油石化	51%	53%
煤炭	40%	53%	有色金属	46%	33%
医药	36%	38%	银行	45%	43%
交通运输	32%	40%	交通运输	44%	41%
轻工制造	31%	22%	煤炭	42%	63%
农林牧渔	29%	15%	房地产	41%	8%
有色金属	25%	11%	基础化工	39%	30%
纺织服装	24%	21%	纺织服装	38%	31%
综合	23%	44%	医药	35%	47%
食品饮料	20%	4%	综合金融	23%	16%
基础化工	13%	2%	农林牧渔	20%	16%
钢铁	10%	13%	建材	19%	3%
综合金融	9%	14%	钢铁	13%	15%
	7%	1%	综合	7%	9%

资料来源：Wind，中原证券

5.2. 行业配置：寻找低估值与相对稳定的盈利

由于大盘可能仍以震荡中枢上移为主，板块配置上，建议以“防御为主，进攻为辅”，防御的思路是低估值与相对稳定的盈利，我们建议关注银行、医药、国防军工、公用事业等；进攻思路则是拥抱 TMT 的长期主线。截至 5 月，银行板块估值历史分位数仅有 2.3%，具有低估值高股息的防御属性，资产端伴随未来一揽子政策的落地，收益可能逐步修复，负债端央行始终维持以温和的宽松政策，息差有望维持。医药板块估值历史分位数 26%，同时医药行业的周期性相对较弱，受政策、卫生事件影响更为明显，当前防疫背景尚未完全解除，医药行业仍会有一定盈利支撑。国防军工板块历史分位数 37.1%，估值水平不高，同时盈利增速波动较小，具有较好的防御属性。公用事业估值水平历史分位数处在 71.6% 的偏高水平，但近三个季度利润增速均保持了较好的增长，仍具有不错的防御属性。

图 77：五月申万行业指数市盈率历史分位数

申万行业	最新市盈率	上月市盈率	环比变化	历史分位数	历史平均值	历史最高	历史最低
煤炭	6.0	6.5	-7.7%	0.1%	9.0	13.4	6.0
有色金属	13.4	13.5	-0.7%	0.8%	31.1	60.6	13.2
银行	4.7	4.8	-1.7%	2.3%	6.3	8.3	4.3
电力设备	21.7	22.1	-1.7%	2.6%	36.3	58.9	20.3
交通运输	12.9	12.9	0.2%	18.8%	17.2	27.5	11.0
食品饮料	30.0	30.0	-0.1%	18.9%	36.5	63.0	21.2
医药生物	27.2	28.6	-4.8%	26.0%	34.3	63.5	20.3
基础化工	16.4	16.9	-2.6%	30.2%	20.7	37.4	12.5
非银金融	14.4	14.6	-1.2%	31.9%	15.7	23.7	11.6
家用电器	14.7	13.7	7.1%	33.5%	16.9	30.0	10.6
国防军工	57.3	55.2	3.7%	37.1%	61.3	83.3	44.7
建筑装饰	9.6	9.6	-0.2%	38.7%	9.9	12.8	7.9
环保	21.3	22.2	-3.9%	39.7%	21.5	26.1	14.7
农林牧渔	28.5	28.9	-1.5%	44.2%	46.2	133.5	14.9
石油石化	14.0	14.2	-1.5%	46.0%	15.1	26.4	9.0
通信	36.4	28.9	25.8%	48.8%	36.5	52.8	23.9
纺织服饰	24.4	25.1	-2.6%	55.1%	25.6	39.6	16.6
综合	42.0	42.6	-1.2%	57.1%	40.5	74.4	23.1
美容护理	45.1	47.9	-5.8%	61.2%	41.5	64.8	25.2
汽车	30.0	28.0	7.0%	64.5%	25.3	39.0	12.6
社会服务	87.6	83.3	5.1%	66.3%	76.4	209.7	24.9
公用事业	24.3	24.8	-2.1%	71.6%	21.8	30.1	16.2
电子	46.1	42.3	9.1%	80.5%	37.1	64.7	20.3
轻工制造	29.8	29.5	1.0%	87.0%	23.9	34.3	14.2
机械设备	31.6	30.0	5.0%	88.2%	28.1	34.4	19.2
商贸零售	36.2	37.0	-2.1%	88.8%	24.9	40.9	13.1
房地产	14.0	13.8	0.9%	95.2%	10.0	15.6	6.8
计算机	78.5	65.8	19.4%	95.7%	56.1	91.5	34.7
钢铁	22.2	22.8	-2.7%	97.2%	11.3	24.1	5.7
建筑材料	18.2	18.5	-1.5%	97.3%	13.7	19.6	10.0
传媒	53.9	45.1	19.4%	98.6%	33.0	62.0	19.5

资料来源：上交所，深交所，Wind，中原证券

图 78：近 5 个季度申万二级行业对应归母净利润净利润-扣除非经常损益合计同比增速 (%)

申银万国行业类(2021)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
SW 社会服务	-93.8	-8,334.7	-442.3	-24.8	108.0
SW 非银金融	-40.5	-20.0	-22.7	-27.5	76.7
SW 综合	-203.3	-147.5	-2,807.9	-150.6	68.6
SW 农林牧渔	-178.6	-201.4	130.6	147.2	57.8
SW 房地产	-90.8	-80.6	-91.0	-538.9	57.5
SW 公用事业	-24.2	-11.5	16.5	152.1	44.3
SW 电力设备	76.7	91.5	86.0	97.7	28.1
SW 美容护理	-25.1	-14.1	-10.8	12.8	20.8
SW 食品饮料	18.4	16.1	13.6	15.0	17.9
SW 建筑装饰	7.0	2.0	0.9	7.3	17.2
SW 家用电器	9.7	16.9	17.9	20.0	11.5
SW 通信	20.5	32.3	25.4	22.5	2.2
SW 银行	8.6	7.5	8.1	7.6	1.5
SW 煤炭	86.9	88.3	64.9	46.3	0.0
SW 传媒	-5.6	-16.2	-18.6	-74.1	-1.4
SW 机械设备	-26.8	-22.3	-13.0	-7.9	-2.8
SW 国防军工	19.2	11.1	4.8	-10.3	-3.8
SW 环保	-14.8	13.4	-0.8	-18.8	-5.1
SW 交通运输	46.2	-21.1	-28.3	-42.6	-6.0
SW 商贸零售	-4.8	-10.5	-25.9	40.6	-10.2
SW 石油石化	27.7	58.9	25.6	33.1	-10.7
SW 汽车	-25.4	-32.4	-12.0	1.8	-11.6
SW 纺织服饰	28.8	0.0	-10.4	-36.4	-13.8
SW 有色金属	119.5	84.9	82.4	73.4	-22.4
SW 医药生物	34.8	14.0	10.6	10.5	-33.1
SW 轻工制造	-45.4	-37.2	-31.1	-35.7	-44.9
SW 基础化工	40.2	28.8	6.0	-6.2	-49.2
SW 钢铁	-24.1	-52.5	-74.0	-77.5	-74.5
SW 建筑材料	-17.4	-26.6	-35.8	-50.7	-75.4
SW 电子	-2.0	-15.8	-29.3	-38.4	-76.6
SW 计算机	-61.2	-48.1	-47.5	-52.1	-117.9

资料来源：上交所，深交所，Wind，中原证券

6. 债券观点：短期防御政策预期，中期等待经济信号

6.1. 短期视角：短期防御政策预期

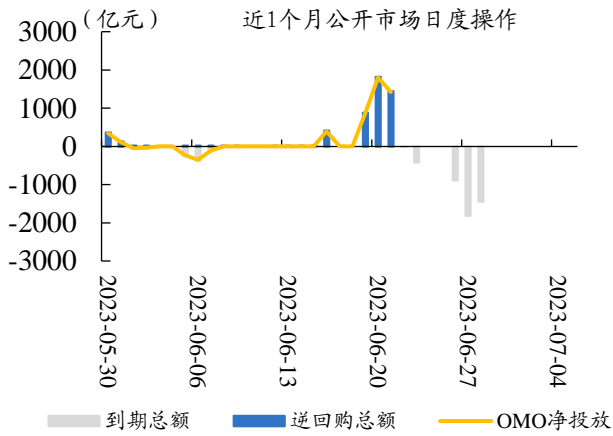
降息政策落地之后，债券市场短暂跟随，10Y 附近收益率下行约 5BP，但短端下行幅度偏小，整体收益率曲线略微趋平，债市对降息的定价偏于谨慎，其核心逻辑或是对于一揽子稳增长政策的防守；展望下半年，降息打开了政策窗口，但仅降息政策力量略显单薄，一揽子政策工具或集中在财政、货币、地产三个层面释放。财政端净融资节奏或许加快，目前来看，国债、地方债的使用力度不及预期，尤其是国债与地方专项债的融资节奏偏慢，下半年仍有较大供给空间；货币层面，四季度税期与 MLF 到期量较大，届时可能以降准手段补充流动性缺口；地产层面供给与需求两侧仍有进一步释放政策的可能，且对市场情绪有较大影响；综合来看，在 7 月政治会议定调前，政策预期仍可能对市场构成一定压制。

从 6 月资金面来看，在央行外因素基本覆盖流动性缺口的情况下，央行的净投放力度并不

弱，整体仍然呈现呵护资金面的态度，资金中枢的边际上移一方面可能与财政投放的节奏错配相关，另一方面可能与政府债净融资集中在中下旬进行相关。7月为缴税大月，税期仍可能会对流动性构成一定冲击，资金面相较于5月意外的宽松，可能会有一定幅度的收敛。

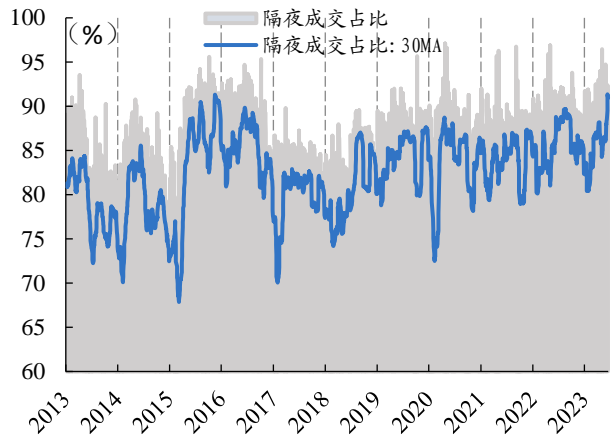
市场层面，非银杠杆已经接近历史峰值，基金久期在冲高后也开始回落，市场止盈与防御情绪较强，建议短期仍以防御为主。

图 79：近一个月央行净投放与资金利率



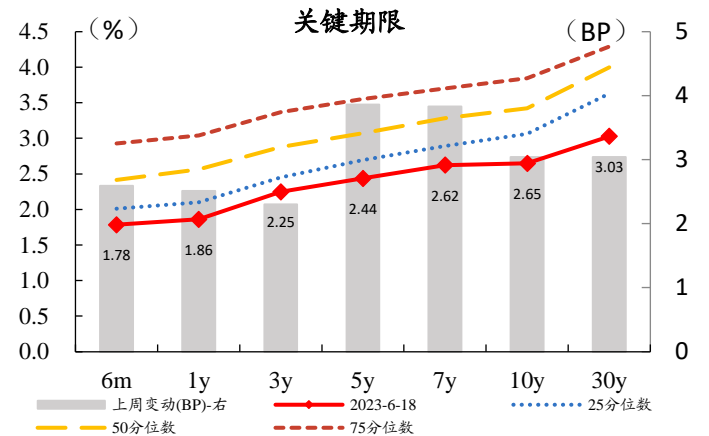
资料来源：中国人民银行，Wind，中原证券

图 81：R001 成交量占银行间逆回购成交量比重



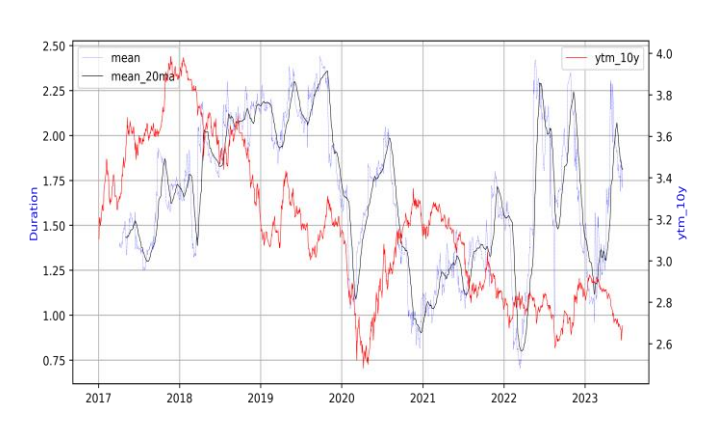
资料来源：中国货币网，Wind，中原证券

图 80：我国国债收益率曲线关键期限变动



资料来源：中债信息网，Wind，中原证券

图 82：中长期纯债基金久期均值

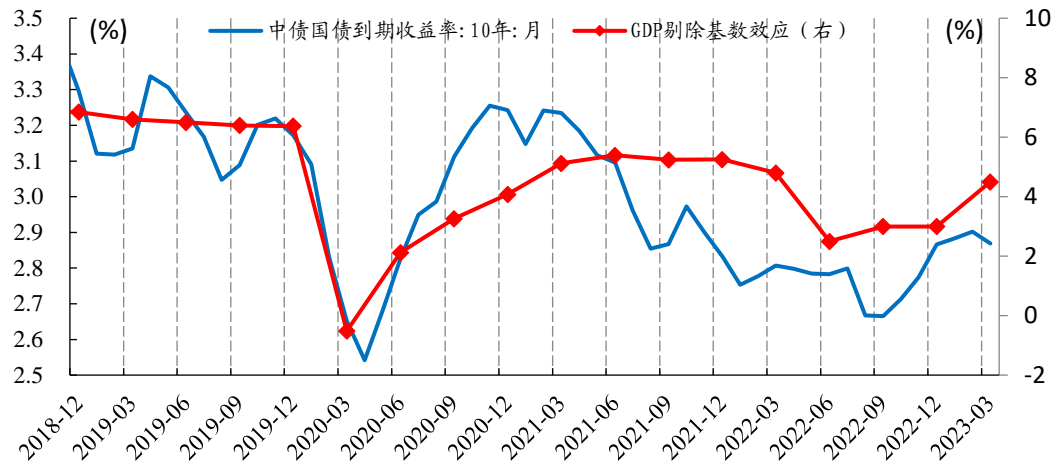


资料来源：中债信息网，中原证券计算（方法见此前报告）

6.2. 中期视角：等待基本面的信号

根据我们前文对于主要经济指标路径的预期，经济动能下半年可能呈现趋势性增强，从以往4年来看，10年期国债收益率与剔除基数效应的GDP增速（方法见前文GDP路径预测部分）在趋势上具有较好的一致性，因此宏观背景上，利率点位或不具备向下突破2.6%的动能，2.7%~2.75%左右的中枢可能对应下半年4~4.5%左右的GDP两年平均增速。

图 83：我国十年期国债收益率月均值与 GDP 剔除基数效应后增速（方法见前文）



资料来源：中债信息网，国家统计局，Wind，中原证券

但正如我们前文对经济复苏节奏的判断，经济温和复苏的格局下，仍然可能存在波段式复苏；当前一揽子政策尚未完全落地，若政治局会议定调宏观政策，市场的强预期可能演绎至高点而后缓解并进入政策观察期，因此三季度在波段式的基本面反应下，市场可能仍有介入机会。

7. 风险提示

- (1) 一揽子政策的落地形式、节点存在不确定性。
- (2) 经济复苏的节奏、高度存在不确定性。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10%以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10%以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15%以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5%至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。