

数据即将见底，预期仍待修复

7月宏观经济展望

5月以来市场对中国经济增长预期急剧变化，一定程度上显示了市场此前对2023年经济增长的预期和政府的预期存在预期差，进而导致了市场对宏观政策的期待和实际政策选择之间的差距。即使政策力度相对温和，考虑到基数因素，下半年的经济数据仍将有所修复，6月或就是年内宏观数据表现最差的时刻，宏观数据的底部即将出现。但仍需改善预期，期待财政和准财政工具发力以及对地产的提振政策。

- 回顾上半年的经济增长，市场低估了疫情对中国经济的深层冲击。而政府工作报告仅设定5%左右的增长目标，4月底政治局会议则延续了对经济增长质量的追求。市场此前对2023年经济增长的预期和政府的预期存在预期差的。上述对经济增长预期差的存在，一定程度上导致了5月以来市场对相关“稳增长”政策的预期差，即市场对宏观政策的期待和实际政策选择之间的差距。
- 由于2022年下半年基数整体较低，即使政策力度相对温和，下半年的经济数据仍将有所修复，6月或就是年内宏观数据表现最差的时刻，宏观数据的底部即将出现。
- 尽管年内宏观数据的底部即将出现，全年实现5%的增长目标也并不困难。但当前市场预期的恶化仍需改善，以防止预期的恶化进入自我循环，进而影响未来经济增长。
- 在居民部门和企业部门的需求恢复仍需时间的情形下，政府部门托底总需求，进而引导并改善预期则刻不容缓。同时，从对总需求的影响看，当前经济的核心问题并非流动性不足以及融资成本过高，因此货币政策的效果不及财政政策。我们对下半年的财政以及准财政工具发力依然抱有期待。此外，仍有必要提振地产，预计后续仍有相关政策出台。
- **风险提示：**政策力度不及预期，地产修复程度不及预期，海外货币政策紧缩程度超预期。

相关研究报告

《汇率或处于超调状态》20230702

《策略周报》20230702

《6月PMI数据点评》20230630

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

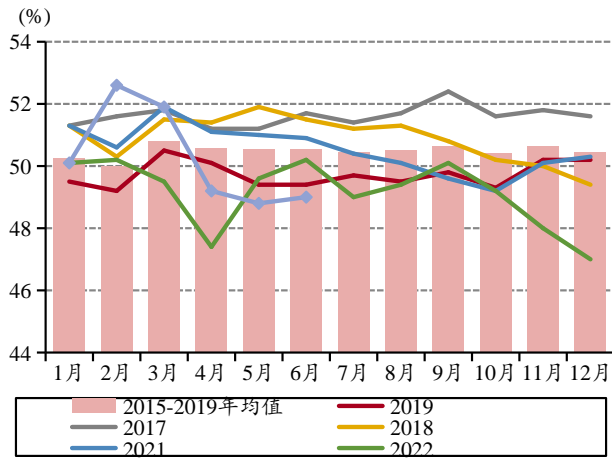
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

4月以来经济数据的预期差与政策选择

经济数据的预期差

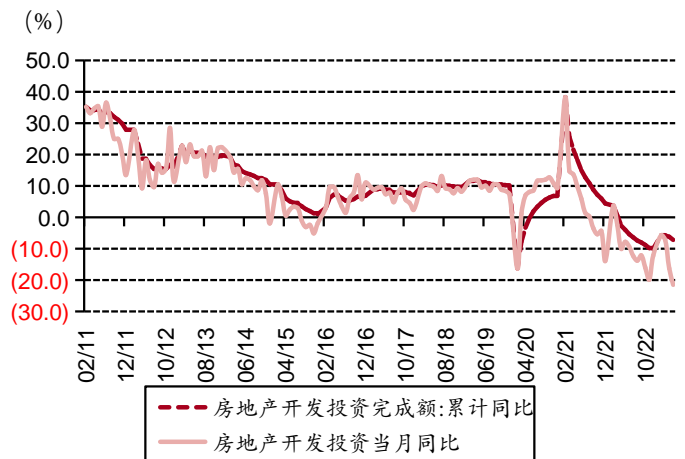
2023年至今，对中国经济2023年增长的预期一波三折。2023年政府工作报告建议2023年经济增长目标设定在5%左右，当时市场对这一目标均感觉偏谨慎。在经历了三年疫情后，市场对于宏观经济的内生修复充满期待。一季度经济数据公布后，4.5%的GDP增速继续强化了市场对2023年的经济增长的信心，多家机构将2023年中国的经济增速预期调整至6%以上。然而，中国经济数据4月、5月经济数据持续低于预期，典型的如4月以来制造业PMI连续3个月位于历史同期低点，房地产开发投资3月以来降幅持续扩大等。

图表 1. 4月以来制造业PMI均为历史同期低点



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 3月以来房地产开发投资降幅持续扩大



资料来源: Wind, 中银证券

在此情形下，市场信心亦发生急剧变化。花旗中国经济意外指数在4月13日攀升至高点之后一路下挫，6月底已下降至-52.9，与2022年6月水平大致相当。

图表 3. 2023年4月中旬以来花旗中国经济意外指数一路下挫



资料来源: Wind, 中银证券

年中回顾上半年的经济增长，必须承认，市场大大低估了疫情对中国经济的深层冲击。5%左右的增长目标反而是相对冷静、理性的判断。2023年4月底政治局会议肯定了“经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局”；但也强调“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力”。在此前提下，会议一方面指出“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，另一方面继续强调“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”，延续了对经济增长质量的追求。由此可见，市场此前对2023年经济增长的预期和政府的预期是存在预期差的。

预期差下的政策期待与实际政策选择

上述对经济增长预期差的存在，一定程度上导致了5月以来市场对相关“稳增长”政策的预期差，即市场对宏观政策的期待和实际政策选择之间的差距。

5月以来，尽管市场对经济增长预期迅速调整，同时对4月底政治局会议提出的“形成扩大需求的合力”颇有期待，但政策依然相对保持定力。5月以来，中央财经委会议和国务院常务会议的主题更多仍是围绕中长期结构性问题，直至6月16日国务院常务会议，才专注于研究提出推动经济持续回升向好的一批政策措施。此外，央行于6月下调了政策利率10BP，1年期和5年期LPR同步下调10BP。

图表 4.5 月以来相关政策一览

时间	机构	主题
5月5日	中央财经委会议	加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系；以人口高质量发展支撑中国式现代化
5月5日	国务院常务会议	审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见；部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴
5月19日	国务院常务会议	研究落实建设全国统一大市场部署总体工作方案和近期举措，审议通过《关于加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见》
6月2日	国务院常务会议	听取优化营商环境工作进展及下一步重点举措汇报，研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施，讨论并原则通过《中华人民共和国学前教育法（草案）》
6月15日	央行	下调逆回购中标利率 10BP
6月16日	国务院常务会议	围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了推动经济持续回升向好的一批政策措施；审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》、《私募投资基金监督管理条例（草案）》；讨论《中华人民共和国学位法（草案）》
6月29日	国务院常务会议	听取进一步强化安全生产重大风险和事故隐患排查整治的汇报，审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，审议通过《中华人民共和国领事保护与协助条例（草案）》，讨论《中华人民共和国治安管理处罚法（修订草案）》。
6月30日	央行	增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元 进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度

资料来源：Wind，中国政府网，中银证券

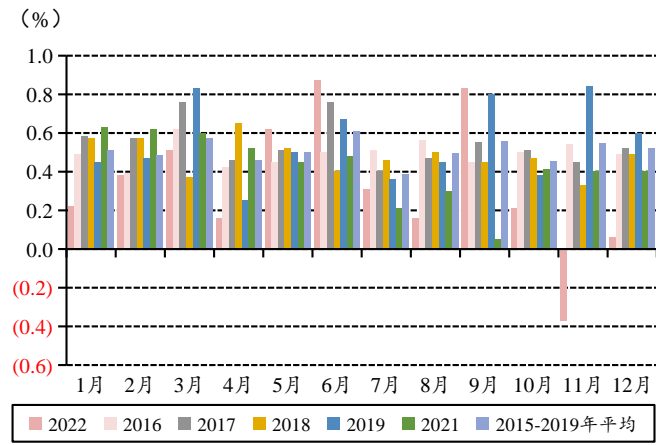
从上述政策选择看，政府部门的关注点仍更多在于中长期结构性问题，对于市场期待的刺激力度仍明显有所保留。6月27日，李强总理在达沃斯论坛开幕式上的致辞中表示，中国“全年有望实现5%左右的预期增长目标”。如果5%左右的增长目标不难实现，那么，政府工作报告中相对更具约束力的目标就是新增城镇就业1200万人。从这一角度看，如果仅从实现年初政府工作报告中的预期目标看，后续宏观政策的焦点将在就业方面，换言之，将对解决更多就业问题的民营企业、小微企业予以更多政策支持，而与市场此前预期的强刺激仍有落差。

宏观数据的底部即将出现，但预期的改善依然是关键

基数效应下下半年经济数据将有修复

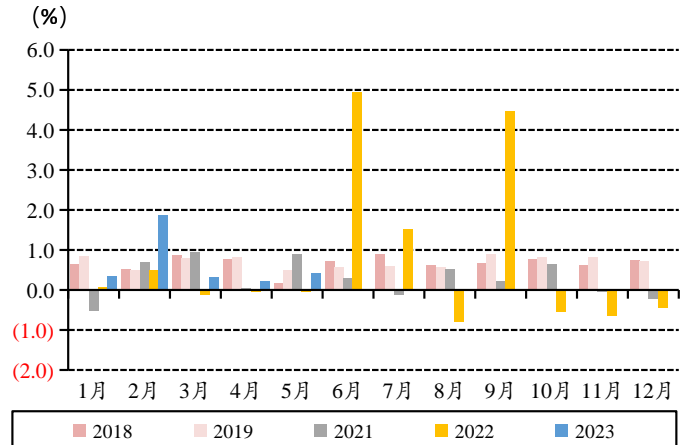
需要指出的是，尽管4月、5月经济数据持续低于预期，而6月由于2022年同期基数较高，预计经济数据表现仍难有起色。但2022年下半年基数整体较低。剔除环比数据异常的2020年，工业增加值环比除9月外均在历史低位，社会消费品零售总额环比在2022年下半年有4个月为负，固定资产投资环比增速同样明显偏低。因此，即使政策力度相对温和，考虑到基数因素，下半年的经济数据仍将有所修复，6月或就是年内宏观数据表现最差的时刻，宏观数据的底部即将出现。

图表 5. 2022 年下半年工业增加值环比处于历史低位



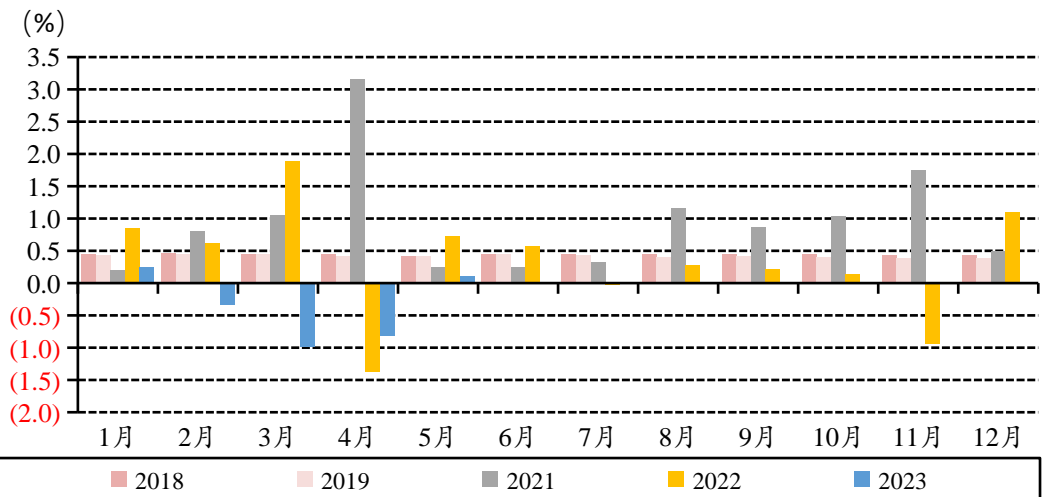
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 2022 年下半年社会消费品零售总额环比 4 个月为负



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 2022 年下半年固定资产投资环比增速偏低



资料来源: Wind, 中银证券

预期的改善仍是关键

尽管年内宏观数据的底部即将出现, 全年实现 5% 的增长目标也并不困难。但当前市场预期的恶化仍需改善, 以防止预期的恶化进入自我循环, 进而影响未来经济增长。

央行二季度问卷调查数据显示, 银行家、企业家和城镇储户的预期均较一季度明显回落, 而居民部门的预期恶化尤为值得关注。

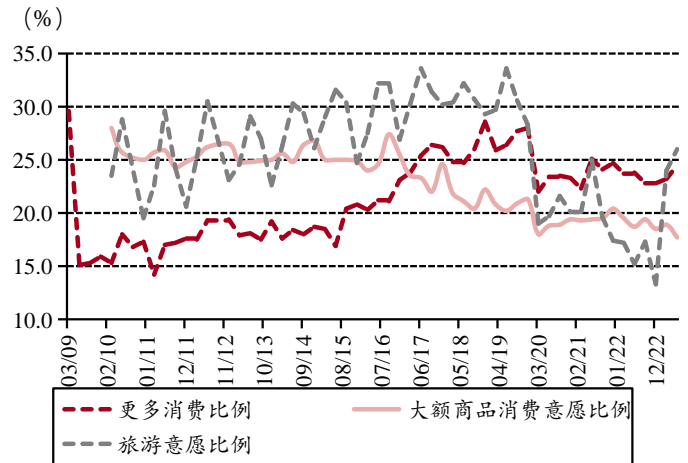
二季度银行家宏观经济热度指数为 37.8, 较一季度回落 2.4; 企业家宏观经济热度指数为 30.9, 较一季度回落 2.9。居民部门消费意愿虽有回升, 倾向“更多消费”的居民比例从一季度的 23.2% 升至二季度的 24.5%; 但居民大额商品消费意愿继续下滑至历史新低 17.7, 甚至弱于 2020 年一季度的 18%; 居民消费意愿的回升主要体现在旅游方面, 倾向未来三个月增加旅游支出的比例升至 26%。

图表 8. 二季度银行家和企业家宏观经济热度指数回落



资料来源: Wind, 中银证券

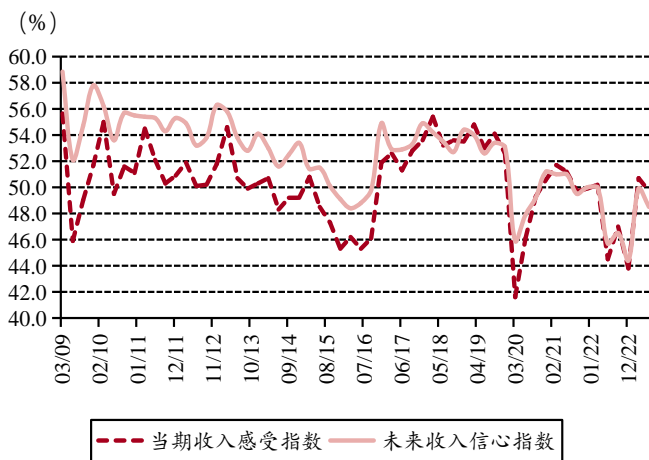
图表 9. 二季度消费意愿回升, 大额商品消费意愿下降



资料来源: Wind, 中银证券

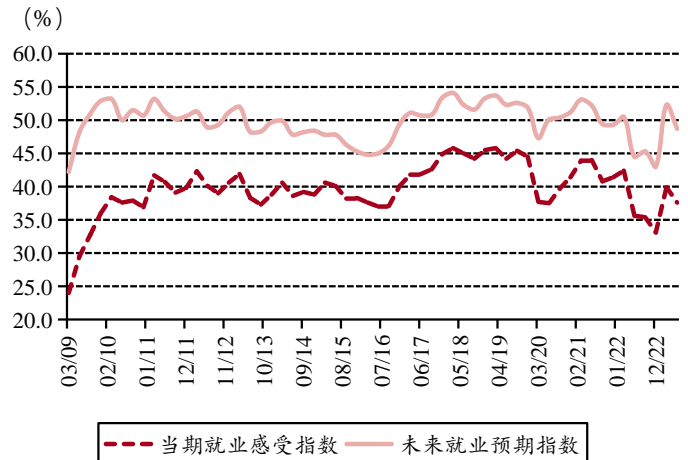
居民部门大额消费意愿的下降主要来自对未来收入预期的不确定。二季度居民当期收入感受指数下降至 49.7, 再度回到 50 下方, 居民未来收入信心指数下降至 48.5。而对未来收入信心的下降来自对未来就业的不确定性, 二季度居民当期就业感受指数下降至 37.6, 未来就业预期指数下降至 48.7, 也再度回到 50 下方。

图表 10. 二季度居民收入预期下降



资料来源: Wind, 中银证券

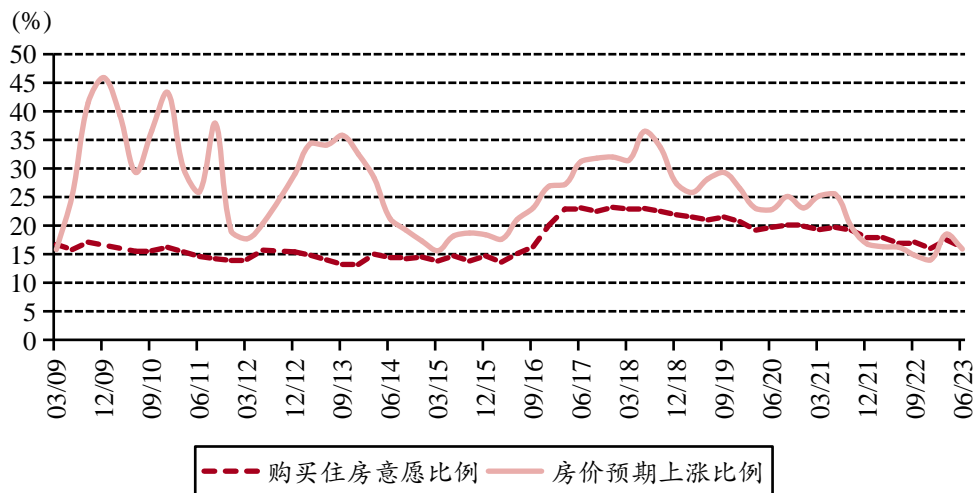
图表 11. 二季度居民对未来就业信心不足



资料来源: Wind, 中银证券

尤其值得关注的是, 居民部门的房价预期和购房意愿再度回落, 仍处历史低位。其中预期房价上涨的居民比例下降至 15.9%, 仅高于 2022 年下半年; 而有购房意愿的居民下降至 16.2%, 仅高于 2022 年四季度的 16%。

图表 12. 二季度居民购房意愿和房价预期均有明显回落



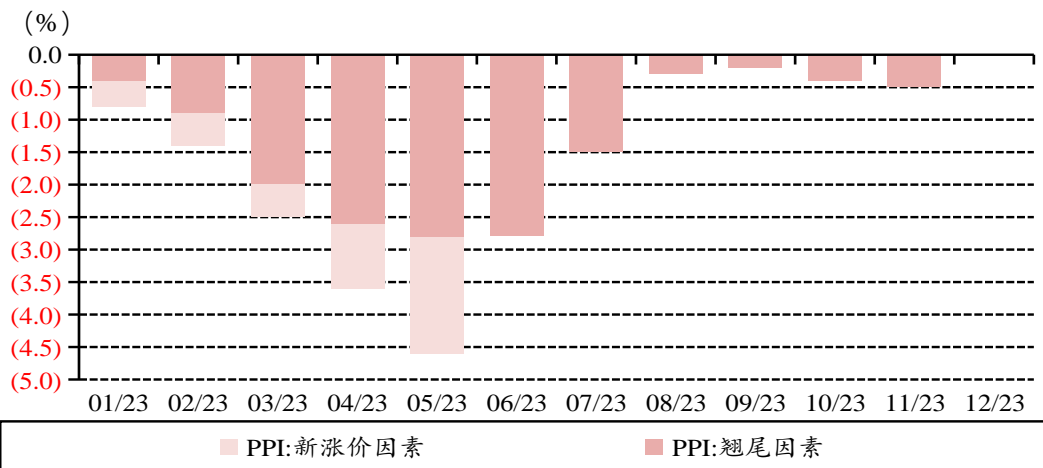
资料来源: Wind, 中银证券

关注财政和准财政工具发力

目前看, 诸多宏观数据均指向需求不足。而从居民部门、企业部门、政府部门三部门看, 居民消费取决于收入与财富效应, 而中国居民部门最主要的财富是房产。在居民收入预期回落, 且房价预期下降的背景下, 未来居民消费的恢复仍有不确定性。

就企业部门而言, 从7月起, 翘尾因素对PPI的影响将明显减弱, 预计PPI同比降幅7月起将明显收窄, PPI-CPI剪刀差见底回升, 相应的, 企业盈利也将开始逐步修复。盈利前景的改观预计将对制造业投资构成正面影响。不过, 考虑到PPI同比转正预计将在四季度。制造业投资的恢复仍需时间。而如前所述, 目前居民部门的房价预期和购房意愿仍在低位, 房地产投资的恢复也同样仍需等待。

图表 13. 7月起翘尾因素对PPI同比的拖累将明显减弱



资料来源: Wind, 中银证券

在居民部门和企业部门的需求恢复仍需时间的情形下, 政府部门托底总需求, 进而引导并改善预期则刻不容缓。尽管当前地方政府债务依然受到关注, 一季度地方政府杠杆率也创下了新高, 但一季度中央政府杠杆率为 21.4%, 仍有加杠杆空间。而从对总需求的影响看, 当前经济的核心问题并非流动性不足以及融资成本过高, 因此货币政策的效果不及财政政策。我们对下半年的财政以及准财政工具发力依然抱有期待。

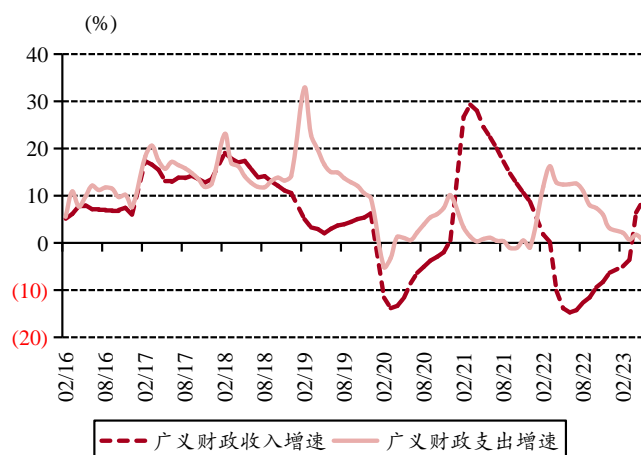
此外, 当前土地市场的走弱以及相应的政府性基金收入下降已经限制了地方政府财政支出空间。1—5月财政预算支出同比增长 5.8%, 但计入了政府性基金后的广义财政支出增速仅为 0.6%。因此, 仍有必要提振地产, 预计后续仍有相关政策出台。

图表 14. 中央政府仍有加杠杆空间



资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 广义财政支出增速明显走低



资料来源: Wind, 中银证券

我们对 6 月以及全年经济数据的预测见图表 16。

图表 16. 2023 年 6 月经济数据预测

指标	6 月预测值	上期值	2023 年预测值
二季度 GDP 同比 (%)	7.5	4.5	5.6
工业增加值同比 (%)	4.3	3.5	4.5
固定资产投资累计同比 (%)	2.2	4.0	5.4
社会消费品零售总额同比 (%)	2.0	12.7	9.8
出口 (美元) 同比 (%)	(13.1)	(7.5)	2.0
进口 (美元) 同比 (%)	(3.0)	(4.5)	(0.3)
CPI 同比 (%)	0.3	0.2	0.8
PPI 同比 (%)	(4.4)	(4.6)	(1.8)
M2 同比 (%)	11.5	11.6	10.8
新增信贷 (亿元)	23,000	13,600	—
新增社融 (亿元)	38,500	15,556	—
社融存量增速 (%)	9.4	9.5	10.5

资料来源: 中银证券

风险提示: 政策力度不及预期, 地产修复程度不及预期, 海外货币政策紧缩程度超预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371