

不一样的“弱复苏”

——解析与出路的思考

◆ 核心观点

- **2023年上半年经济呈现恢复性增长，但自主修复的动能偏弱。一是预期中的高储蓄向高消费的转化并没有出现。**我国居民仍然呈现储蓄意愿强、消费意愿低的特征，一方面由于疫情期间我国财政政策较为审慎，居民在2020年积攒的并不多的超额储蓄在2021年底已经基本消耗殆尽，预防性储蓄的动机延续至今。另一方面，中低收入人群的收入状况仍在恶化，股市、房地产市场的持续低迷使得中产阶层的现金流也受到冲击。**二是企业修复分化明显，民营企业经营困难持续加大。**制造业PMI从2月的最高点52.6%持续下行，4月开始落入收缩区间，大型企业PMI相对稳定，民营企业集中的中小企业和服务业在经历的波折更为明显，民间投资增速从去年底的0.9%回落到5月的-0.1%。**分领域看，享有政策红利的制造业投资仍表现出很强的韧性。**从去年到今年5月对制造业增速拉动最大的为计算机通信和电子设备、电气机械、化工、汽车、通用+专用设备，对应“数字经济”、“双碳+新能源”和设备更新等政策支持力度较大的行业。**房地产开发投资持续承压，企业现金流仍有压力。**4月以来商品房销售掉头、新开工同比超20%的下滑、房企到位资金同比增速再度转负，目前的房地产政策能否有效改变当前的行业困境仍有待观察。
- **财政政策积极的信号非常清晰，但地方财政紧运行，政策传导或受阻。**2023年广义实际赤字率较去年的7.4%小幅抬升至7.55%，债务空间抬升有限。受土地出让金下滑影响，地方财政收支压力较大，加上中央基于地方债务风险的考虑，地方加杠杆的空间有限，导致财政支出增速明显下滑。
- **美国加息或仍未到尽头，衰退风险仍存，下半年我国出口仍然承压。**美国GDP增速不断放缓、制造业PMI连续7个月处于荣枯线下、消费者信心指数接近经济衰退时期的表现，但美国就业市场的火热和较快的薪资增速继续支撑着美国消费韧性。5月美国CPI同比增长4.1%，仍远高于2%的长期目标值。今年1-5月我国出口同比增加0.3%，如果美国超预期加息，外需仍有进一步放缓的压力。
- **价格下跌或是需求不足的综合映射，稳增长政策的力度和能否打通政策传导的渠道或是影响下半年经济走势和定价的关键因素。**上半年物价指数低迷、债券收益率大幅下行、人民币汇率出现的贬值、A股涨幅与全球和亚太重要指数相比处于中下水准。我国经济全年失速的可能性不大，高质量发展目标下，政策很难走“地产基建强刺激”的老路。综合考虑政策的推行难度和效果，我们认为下半年宏观政策可以有以下几个维度。一、降息、促消费政策的推出预计较为顺畅，二是专项债发行节奏有望加速，政策性开发性金融工具存在继续提量的可能。三是房地产政策或继续在因城施策框架下调整，强化前期保交楼、保主体政策的落实情况，加速房企信用风险出清，加快保障房建设，促进房地产企业转型。
- **股市：**我们对中国经济中长期经济增长充满信心，短期的的确存在一些困难，但积极的改变也在发生。目前A股估值处于合理区间，市场对经济前景的悲观预期大部分已经逐渐消化，随着新一轮逆周期政策的逐步落地，股价仍有修复空间。**利率：**基本面偏弱的状态可能还会持续一段时间，后续存款利率下调和进一步降息降准的可能性仍存，十年期国债利率可能跌破2.6%。
- **风险提示：宏观政策推进不及预期、美联储加息超预期、地缘政治冲突**

作者

潘宇昕 分析师
资格证书：S0380521010004
联系邮箱：panyx@wanhesec.com
联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

- 《宏观深度-不畏浮云遮望眼》 2023-05-16
- 《宏观月报-经济复苏的成色如何?》 2023-04-24
- 《宏观月报-复苏动力不弱，仍在初期》 2023-03-22
- 《宏观深度-经济复苏中的波折与关键》 2023-01-05

正文目录

前言.....	4
一、 经济复苏预期的校正.....	4
(一) 疫情之后自主修复的动能偏弱.....	4
(二) 地方财政紧运行, 财政政策传导受阻.....	9
(三) 美国经济韧性好于预期, 但衰退风险仍存.....	10
(四) 价格下跌或是需求不足的综合映射.....	12
二、 下半年政策力度是关键.....	14
(一) 降息、促消费政策的推出预计较为顺畅.....	15
(二) 地方专项债发行节奏有望加速, 准财政有望加码.....	15
(三) 房地产供需两端政策预计继续强化.....	16
三、 下半年股债研判.....	17
四、 风险提示.....	19

图表目录

图 1 消费品零售总额: 当月同比 (两年复合平均, %)	4
图 2 欧元区国家家庭储蓄率的变化 (%)	4
图 3 欧元区国家家庭最终消费支出同比 (%)	4
图 4 中国居民人均储蓄占可支配收入比重 (4 季移动平均)	5
图 5 中国人均收入、支出、储蓄的增速变化	5
图 6 美国个人收入、支出、储蓄的增速变化	5
图 7 转移支付占可支配收入的比重	5
图 8 美国居民疫情期间积累了高额储蓄 (十亿美元)	5
图 9 中国居民人均超额储蓄规模较小 (元)	5
图 10 农民工收入增速放缓 (%、万人)	6
图 11 提前还贷潮仍在延续	6
图 12 住宅价格较为低迷 (%)	6
图 13 住户贷款余额同比增速 (%)	6
图 14 不同类型企业 PMI (%)	7
图 15 民间固定资产投资增速 (%)	7
图 16 各行业对制造业投资的拉动	7
图 17 房地产仍深陷信用风险漩涡	8
图 18 商品房竣工、新开工、销售面积当月同比增速 (%)	8
图 19 房地产开发到位资金同比 (%)	8
图 20 不同类型房企债券净融资规模 (亿元)	9
图 21 广义赤字率	9
图 22 财政收入增速 (%)	10
图 23 基础设施建设投资	10
图 24 美国 GDP 增速 (%)	11
图 25 美国 PMI (%)	11
图 26 消费者信心指数 (%)	11
图 27 美国就业和薪资增速 (%)	11
图 28 美国住宅市场情况 (千套)	11
图 29 美国房贷利率 (%)	11
图 30 各分项对美国 CPI 的拉动 (%)	12
图 31 加息路径图 (%)	12
图 32 亚洲主要制造业国家出口增速: 当月同比 (%)	12
图 33 我国出口增速与美国制造业 PMI 较为同步 (%)	12
图 34 CPI 增速较低 (%)	13
图 35 工业品价格 (元/每吨)	13
图 36 债券收益率大幅下行 (%)	13
图 37 金融机构新增贷款与新增存款的差额 (万亿元)	13
图 38 人民币汇率走势 (点、元/美元)	14

图 39 欧美货币政策 (%)	14
图 40 上半年主要指数走势 (1 月 3 日为 100%)	14
图 41 全球及亚太重要指数上半年涨跌幅 (%)	14
图 42 专项债发行进度.....	16
图 43 不同口径的商品房住宅库存均低于 2015 年 (万平方米)	17
图 44 中国的三次产业结构对应的潜在增速在 5%左右	18
图 45 万得全 A PE-TTM (倍) 及 10 年历史分位数 (%)	19
图 46 创业板指 PE-TTM (倍) 及 10 年历史分位数 (%)	19
图 47 沪深 300 PE-TTM (倍) 及 10 年历史分位数 (%)	19

前言

伴随疫情约束的消退，2023 年上半年经济呈现恢复性增长，但环比修复的斜率呈现逐渐走弱的特征，资本市场对复苏放缓给予了较为有效的定价，股、债、汇，包括物价走势都显示了当前的经济压力。根据过往的经验，经济承压的现实对应逆周期政策的强预期，即通过刺激性政策带动经济回升。但是，在高质量发展的要求下，政策对质的诉求超过对量的诉求，对短期政策的判断变得更加复杂。本文首先分析了上半年经济修复不及预期的原因，针对经济修复中的堵点，综合考虑政策的推行难度和效果，分析下半年的政策思路。

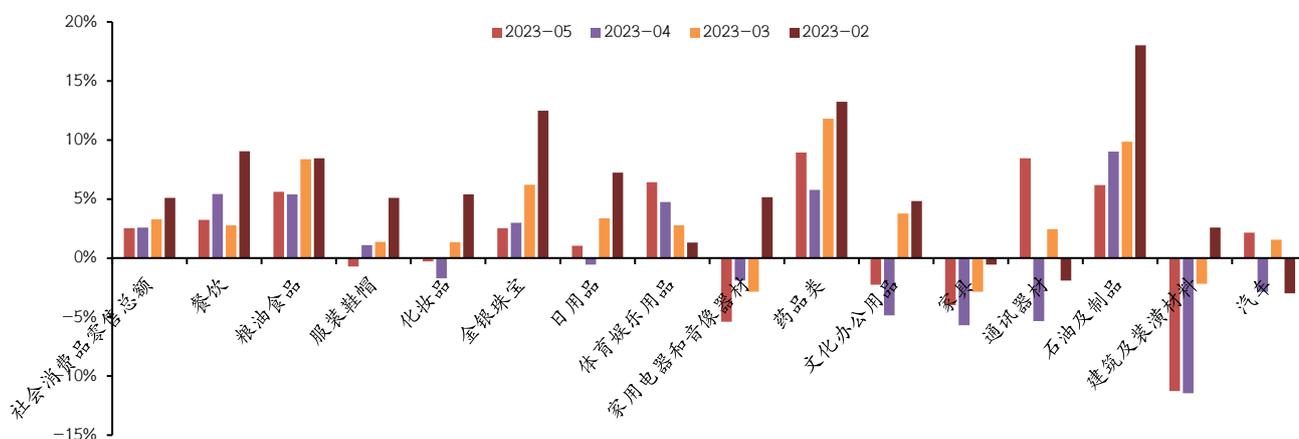
一、经济复苏预期的校正

（一）疫情之后自主修复的动能偏弱

1. 预期中的高储蓄向高消费的转化并没有出现

消费复苏分化。3 月以来社零月度同比增速都超过 10%，主要是由于去年同期低基数的原因，消费呈现出恢复性的增长，但是按两年复合平均增速来看，5 月社零同比仅有 2.54%，较年初明显放缓。分品类看，需求积压较为严重的消费品类，如社交、出行相关的餐饮、化妆品、服装、金银珠宝等增速都已经出现了回落，体育娱乐用品消费仍然保持扩张，家居类消费明显萎缩，汽车、消费电子等耐用消费品则受益于消费场景的打开和促消费政策在 5 月明显回暖。分化的消费或许指向疫情约束导致的消费需求的积压大部分已经得到了释放，一些可选消费、耐用品消费需求的释放相对偏后，仍显示出较强的扩张动力，也是符合疫后消费的行为逻辑的。但拉长时间来看，消费增速还是挂钩收入增长和消费倾向的抬升，汽车、手机消费的持续性有待观察。

图 1 消费品零售总额:当月同比（两年复合平均，%）

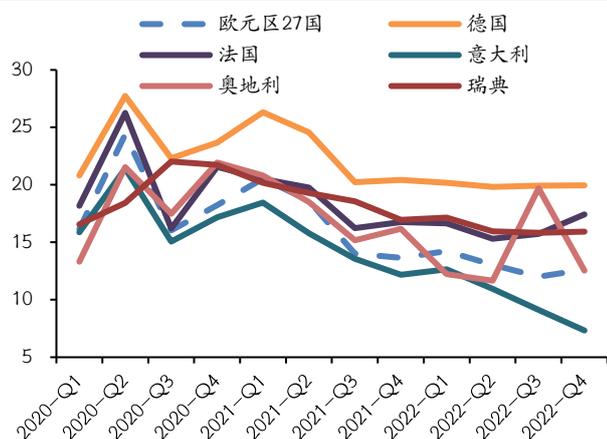


资料来源：Wind、万和证券研究所

尽管疫情的约束已经消退，我国居民仍然呈现储蓄意愿强、消费意愿低的特征，这是疫后复苏的第一个预期差。2022 年底，我们根据欧美发达国家疫后修复的经验路径，曾经寄希望于疫情期间积累的超额储蓄变成今年消费复苏的支撑。欧美发达国家的储蓄率相比疫情期间普遍有明显的下降，同时支出端增速相比疫情之前大幅抬升（图 2、图 3、图 6）。而中国的情况有所不同，今年一季度居民人均储蓄占可支配收入的比重（4 季移动平均）达到 30%，仅次于 2020 年一季度，储蓄同比增速达到 16%，远高于同期的消费和收入增速。（图 4、图 5）

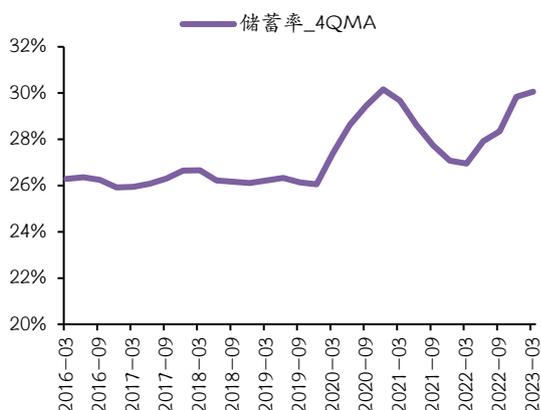
图 2 欧元区国家家庭储蓄率的变化（%）

图 3 欧元区国家家庭最终消费支出同比（%）



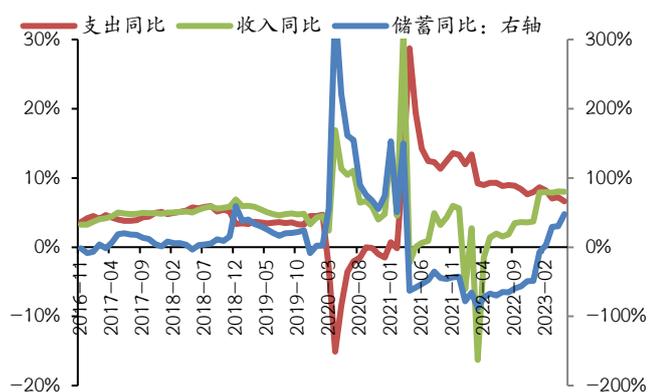
资料来源：欧盟统计局，万和证券研究所

图 4 中国居民人均储蓄占可支配收入比重（4 季移动平均）



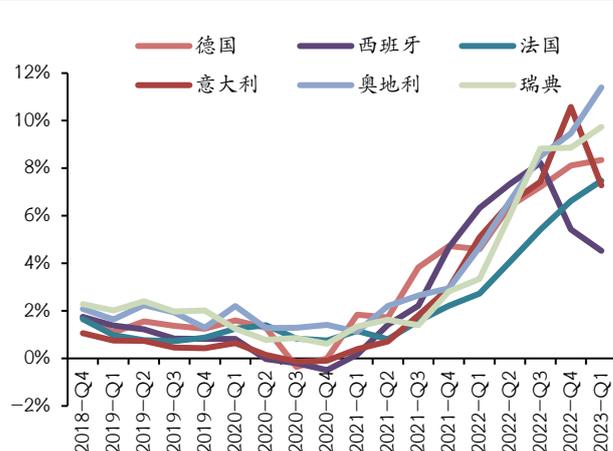
资料来源：wind，万和证券研究所

图 6 美国个人收入、支出、储蓄的增速变化



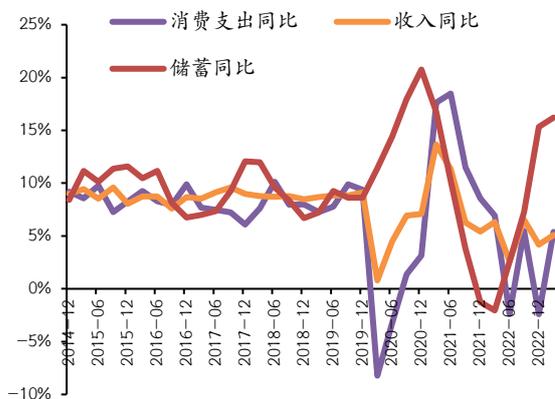
资料来源：wind，万和证券研究所

图 8 美国居民疫情期间积累了高额储蓄（十亿美元）



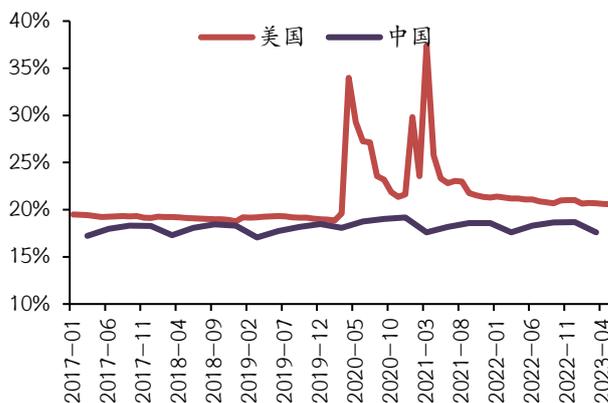
资料来源：欧盟统计局，万和证券研究所

图 5 中国人均收入、支出、储蓄的增速变化



资料来源：wind，万和证券研究所

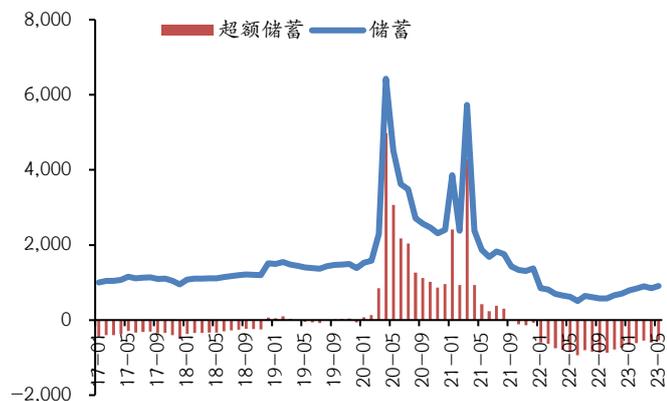
图 7 转移支付占可支配收入的比重



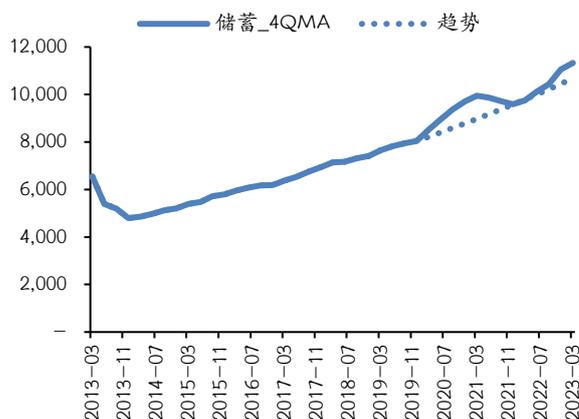
资料来源：wind，万和证券研究所

图 9 中国居民人均超额储蓄规模较小（元）

背后的原因一方面是由于疫情期间我国财政政策较为审慎，我国居民其实并没有形成多少超额储蓄。以美国为代表的发达国家在疫情期间对居民进行大量的转移支付，美国居民疫情期间（2020.4-2021.4）积累了大约 25 万亿美元的超额储蓄，对后续的消费形成了有力的支撑。从我国人均居民储蓄偏离趋势值的程度可以看出，2020 年积攒的并不多的超额储蓄在 2021 年底已经基本消耗殆尽，2022 年收入的不确定性加剧了预防性储蓄的动机并且延续到 2023 年。



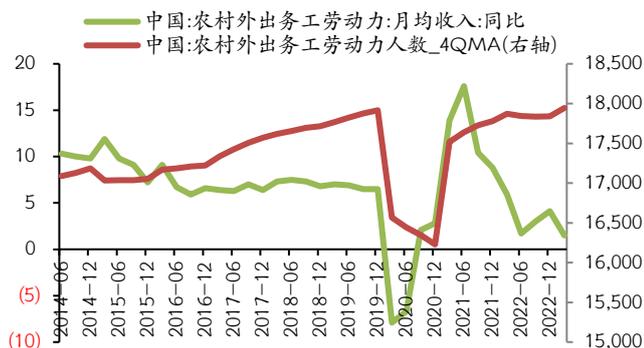
资料来源：wind，万和证券研究所 注：超额储蓄为储蓄超过2019年平均储蓄的规模



资料来源：wind，万和证券研究所

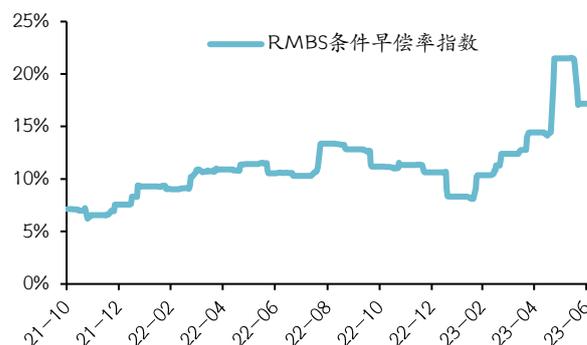
另一方面，经济下行压力下居民收入和现金流受到冲击。种种数据表明中低收入人群的收入分配状况仍在恶化——今年4月16-24岁人口调查失业率上行至20.4%，一季度外出务工农民工人数已经恢复至疫情前，但收入增速远低于疫情之前。同时，股市、房地产市场的持续低迷等因素使得中产阶层的现金流也受到冲击。今年RMBS条件早偿率指数大幅上行指向提前还贷潮仍在延续，不过居民住房贷款余额并没有发生实质性萎缩，同时经营贷、消费贷快速扩张，背后的原因主要是存量房贷和新增贷款利率存在较大幅度的偏离，提前还款或者置换贷款可以节省利息支出。从这个角度说，当前宽松的货币政策对于居民修复现金流有积极意义，但尚不足以扭转居民对于收入的悲观预期，追求储蓄和流动性最大化的行为仍将持续。

图10 农民工收入增速放缓（%、万人）



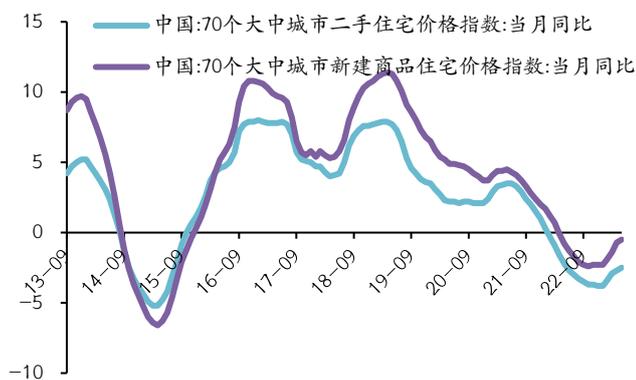
资料来源：wind，万和证券研究所

图11 提前还贷潮仍在延续



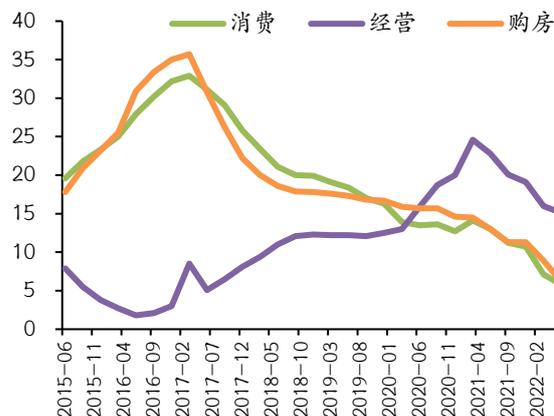
资料来源：wind，万和证券研究所

图12 住宅价格较为低迷（%）



资料来源：wind，万和证券研究所

图13 住户贷款余额同比增速（%）

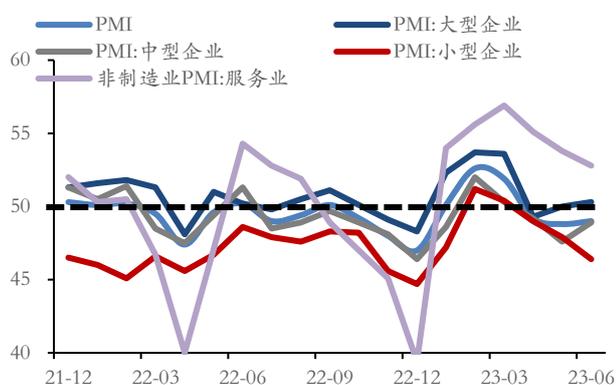


资料来源：wind，万和证券研究所

2. 企业修复分化明显，民营企业经营困难持续加大

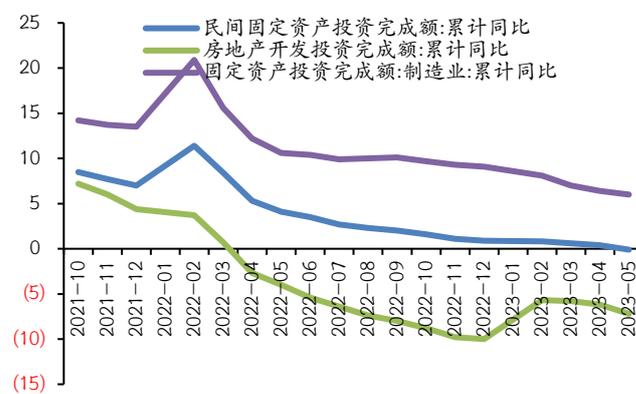
制造业 PMI 从 2 月的最高点 52.6% 持续下行，4 月开始再度落入收缩区间，其中大型企业 PMI 相对稳定，民营企业集中的中小制造业企业和服务业 PMI 在经济复苏过程中经历的波折更为明显。国有企业在 1-5 月整体利润达到了 1.8 万亿，同比增长 11%，同期私营工业企业利润下降 213%。所以，民间投资出现回落也是十分自然的，民间投资增速从去年底的 0.9% 回落到 5 月的 -0.1%，如果民营企业盈利预期未能根本性改善，投资也很难出现大幅度上扬。

图 14 不同类型企业 PMI (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 15 民间固定资产投资增速 (%)

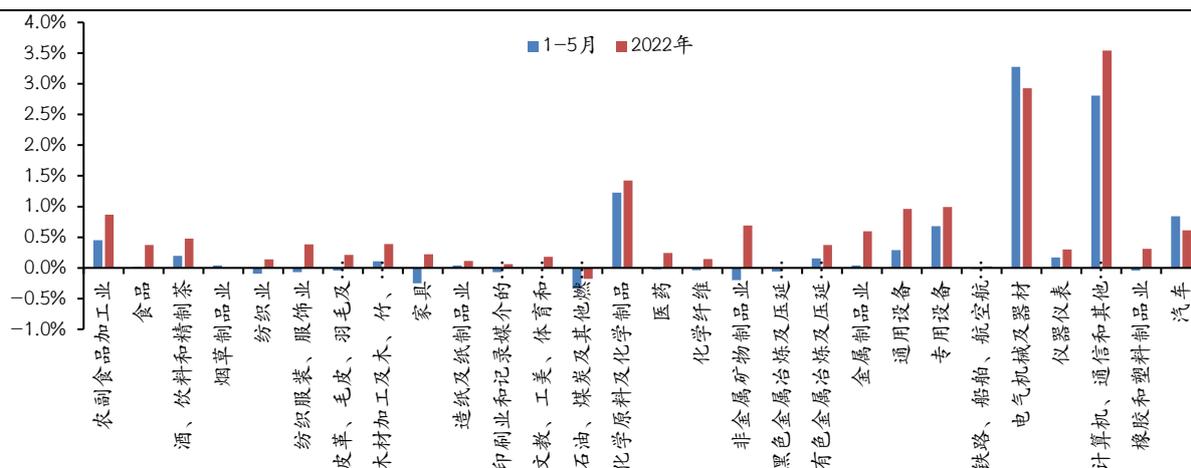


资料来源：Wind、万和证券研究所

分领域看，享有政策红利的制造业投资仍然表现出了很强的韧性。从行业来看，从去年到今年 5 月，对制造业增速拉动最大的为计算机通信和电子设备、电气机械、化工、汽车等，基本对应“数字经济”、“双碳+新能源”等政策支持力度较大的战略性新兴产业，以及由设备更新带动的通用+专用设备制造业。

中长期来看，推动制造业高质量发展是我国实现“中等发达国家”的必然之路，产业政策和金融支持的力度有望继续加强。同时，传统产业升级改造带来的设备更新与技改或进入加速期。在 2022 年下半年以来，政策层面对于设备更新改造的支持力度显著提升，在多个重要会议和文件中均提及了要加强对于制造业设备更新改造的支持力度，叠加数字经济相关产业对于专用设备以及技改的大量需求，新一轮设备更新周期将对今年制造业投资产生较为显著的拉动。

图 16 各行业对制造业投资的拉动



资料来源：Wind、万和证券研究所

表 1 今年以来对制造业高质量发展的政策支持力度进一步加大

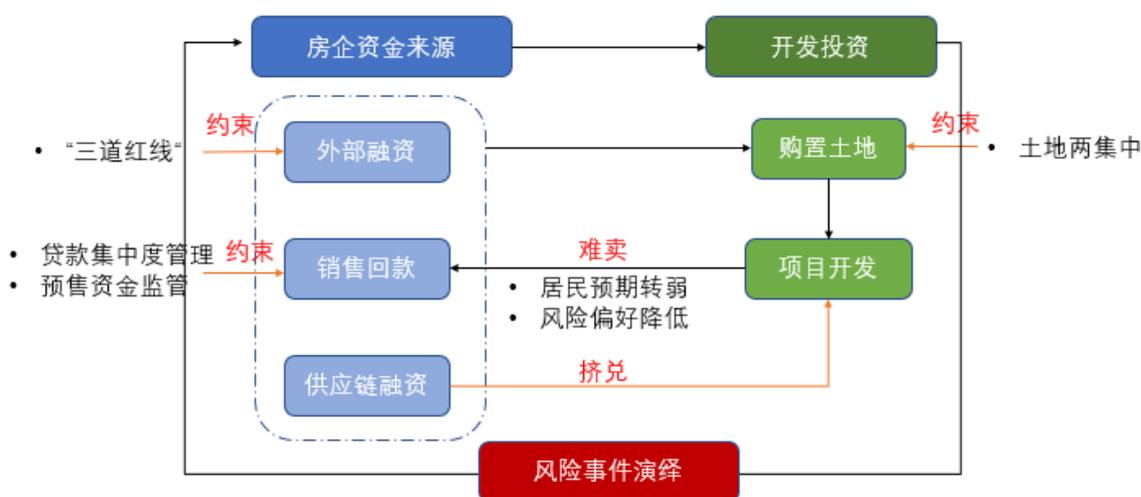
日期	会议或政策文件	相关内容
6/21	财政部、税务总局等 4 部发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	明确了新能源汽车购置税减免政策再延续四年

5/31	国家发展改革委等部门关于做好2023年降成本重点工作的通知	落实税收、首台（套）保险补偿等支持政策，促进传统产业改造升级和战略性新兴产业发展。对科技创新、重点产业链等领域，出台针对性的减税降费政策，将符合条件行业企业研发费用税前加计扣除比例由75%提高至100%的政策作为制度性安排长期实施。
4/28	中共中央政治局会议	要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，既要逆势而上，在短板领域加快突破，也要顺势而为，在优势领域做大做强。要夯实科技自立自强根基，培育壮大新动能。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展
4/6	国务院新闻办就“更好发挥税收职能作用更优服务经济社会高质量发展”举行发布会	落实并持续优化完善税费支持政策，进一步助力制造业高质量发展。一是支持高端化。通过落实并完善高新技术企业税收优惠、制造业重点行业新购固定资产加速折旧等支持政策，推动制造业向高端化升级。二是助力智能化。发挥好研发费用加计扣除、技术转让税收优惠等政策作用，推动制造业加快数字化转型，不断提升智能化水平。三是引导绿色化。实施好环境保护、节能节水等专用设备投资抵免企业所得税、资源综合利用等税费支持。
2/25	国家发展改革委等9部门联合印发《关于统筹节能降碳和回收利用加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	《指导意见》首批聚焦锅炉、电机、电力变压器、制冷、照明、家用电器等6类产品设备，配套印发了更新改造和回收利用实施指南（2023年版），进一步细化任务举措，加强对地方和有关行业企业的工作指导，推动相关政策落实落地。
1/28	国务院常务会议	深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，实施好原定延续执行的小规模纳税人增值税减免、普惠小微贷款等政策。

资料来源：国务院、工信部等，万和证券研究所

房地产开发投资持续承压，企业现金流仍有压力。2022年中国房地产市场经历了大幅调整，整个行业弥漫着广泛的违约压力。随着“保交楼”政策的推进、以及政府对居民购房和房企融资的政策扶持，年初以来房地产呈现出开发投资降幅收窄、销售竣工明显好转的回暖迹象，但4月以来商品房销售掉头、新开工同比超20%的下滑、房企到位资金同比增速再度转负、民营房企债券净融资规模持续负增长等等数据显示，始于流动性冲击的行业信用风险尚未出清，目前出台的房地产放松政策能否有效改变当前房地产行业的困境仍有待观察。

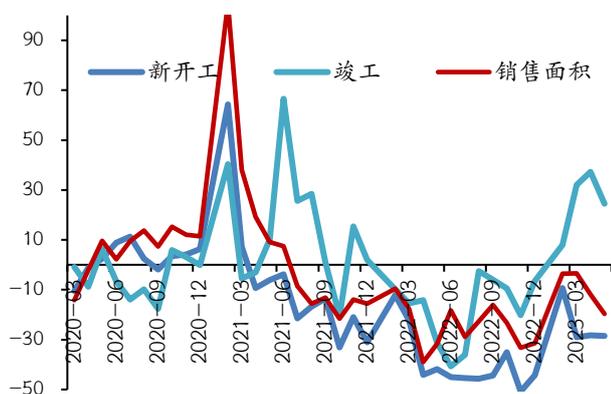
图 17 房地产仍深陷信用风险漩涡



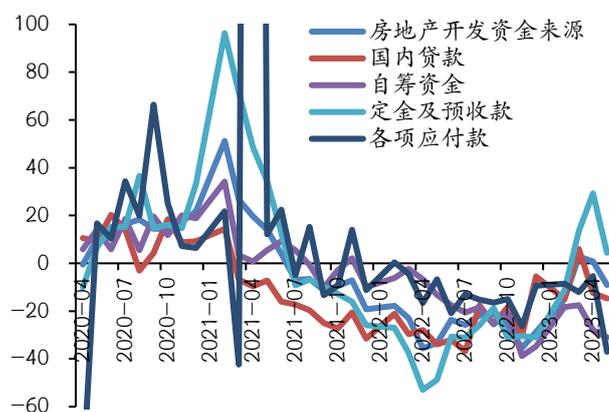
资料来源：万和证券研究所

图 18 商品房竣工、新开工、销售面积当月同比增速（%）

图 19 房地产开发到位资金同比（%）

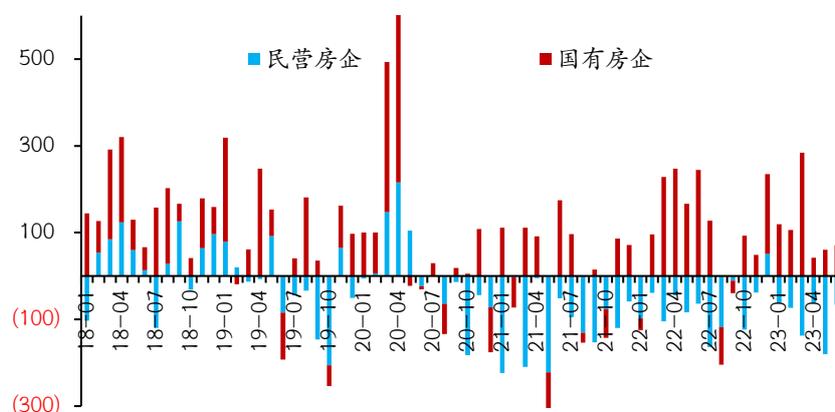


资料来源：Wind、万和证券研究所



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 20 不同类型房企债券净融资规模（亿元）



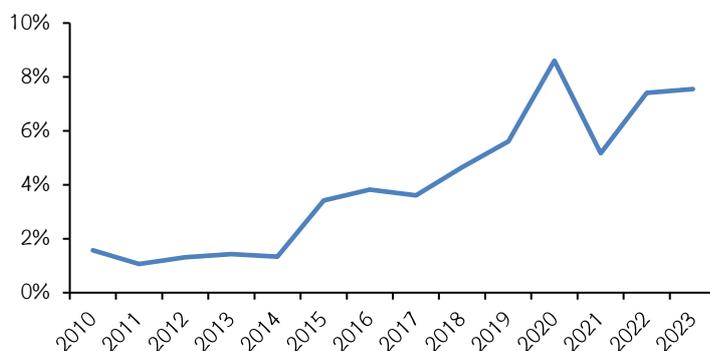
资料来源：Wind、万和证券研究所

（二）地方财政紧运行，财政政策传导受阻

政府部门债务空间受年初的财政预算约束，地方财政紧运行，财政支出增速明显下滑。根据 2023 年财政预算草案，预算内赤字较去年的 2.8% 小幅抬升至 3%，广义赤字率较去年的 7.4% 小幅抬升至 7.55%，债务空间抬升较为有限。与此同时，受土地出让金下滑影响，财政预算收入完成进度不及预期，导致财政支出增速偏慢。根据 2023 年财政预算草案，政府性基金预算收入增速目标分别 0.4%，而实际上，1-5 月政府性基金预算收入同比下降 15%，按照目前房地产市场的情况，政府性基金预算收入的增长目标实现的难度较大，再考虑到地方性、结构性的差异，部分地方财政收支压力较大，1-5 月，包含一般公共预算和政府性基金预算的广义财政累计支出增速仅有 0.56%，一定程度上导致基建投资增速出现比较明显的下滑。

财政政策的信号是非常清晰的，财政部部长刘昆 6 月 26 日在第十四届全国人民代表大会常务委员会议第三次会议上明确表示，财政部下一步首要的工作是加力提效实施积极的财政政策。但是地方财政紧运行可能导致财政信号传导梗阻，再加上中央基于地方债务风险的考虑，地方加杠杆的空间非常有限。在这种局面下，动用“准财政”工具或者增加中央赤字规模显得格外重要。

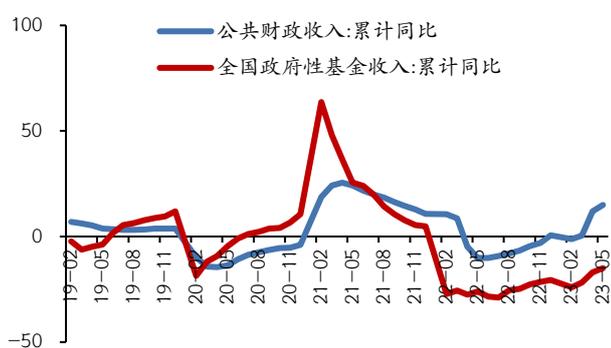
图 21 广义赤字率



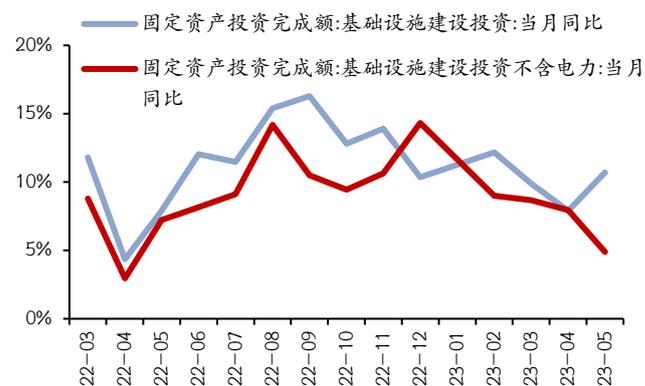
资料来源：wind，万和证券研究所 广义赤字率=(公共财政赤字+政府性基金赤字)/名义GDP

图 22 财政收入增速 (%)

图 23 基础设施建设投资



资料来源：wind，万和证券研究所



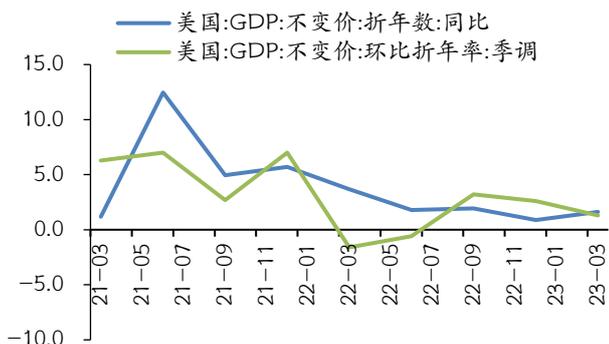
资料来源：wind，万和证券研究所

（三）美国经济韧性好于预期，但衰退风险仍存

美国仍然处于经济韧性高、通胀粘性强的处境，加息或仍未到尽头。

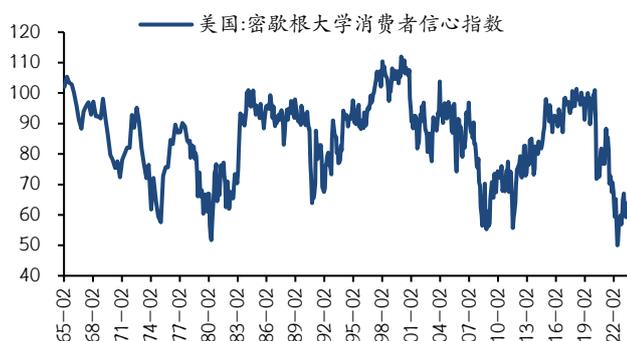
在美联储持续加息的影响下，美国GDP增速不断放缓、制造业PMI连续7个月处于荣枯线下、消费者信心指数接近经济衰退时期的表现，但是美国就业市场的火热和仍然较快的薪资增速接替超额储蓄继续支撑着美国的消费韧性。4月美国个人耐用品消费支出同比3.48%，作为美国居民的最大件商品消费——住宅市场出现了明显的回暖，5月美国新开工私人住宅折年数达到163万套，环比增加29万套，建筑商信心进入扩张区间，大中城市房价2月以来环比接连上涨，而6月以来美国30年房贷利率已经超过了6.6%，可见需求端的火热程度。

图 24 美国 GDP 增速 (%)



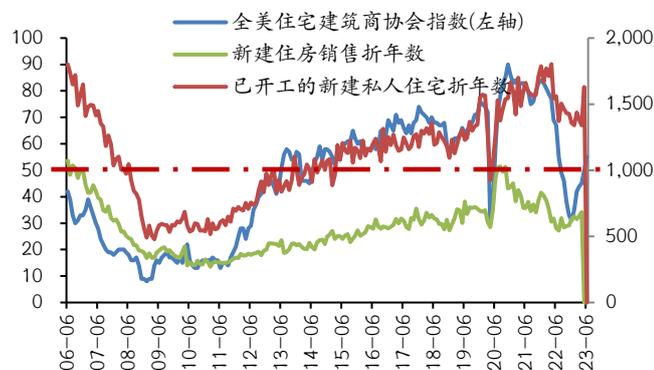
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 26 消费者信心指数 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 28 美国住宅市场情况 (千套)



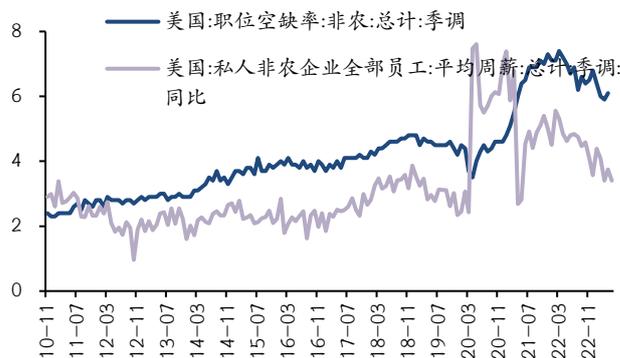
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 25 美国 PMI (%)



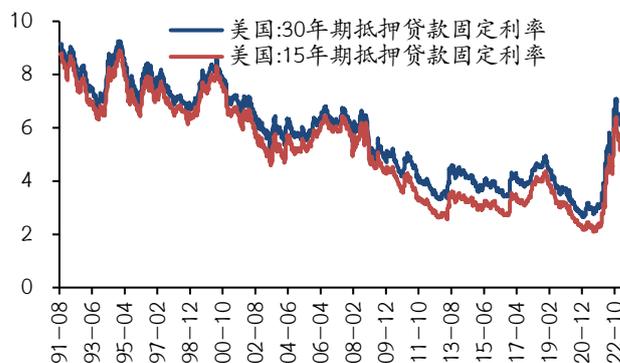
资料来源：Wind、万和证券研究所

图 27 美国就业和薪资增速 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 29 美国房贷利率 (%)



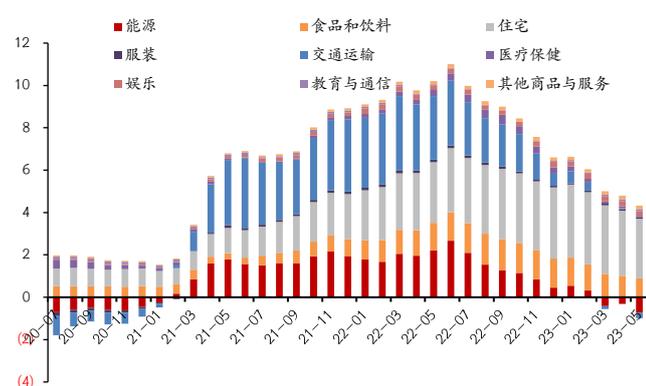
资料来源：Wind、万和证券研究所

“薪资-通胀”螺旋的延续造成了美国通胀的黏性较高，5 月美国 CPI 同比增长 4.1%，较去年 6 月高点的 9.1% 已有明显下降，但仍然远高于美联储 2% 的长期目标值。通胀的下降主要在于能源、交通相关价格的下跌，而住宅、服务业等通胀下降非常有限，随着房地产回暖，美国抗通胀的难度无疑更进一步，预示着加息可能仍未到头。6 月份美联储跳过而非暂停加息，美联储主席鲍威尔表示，几乎所有政策制定者都认为 2023 年进一步加息是合适的，加息点阵图显示更多的参会者认为 2023 年利率目标值应该在 5.5%–5.75% 的区间，年内可能还有两次加息。¹ 银行系统在上半年出现的流动性问题似乎暂时得到解决，美联储虽然在上调利率水平，但为此配合性放

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230614.pdf>

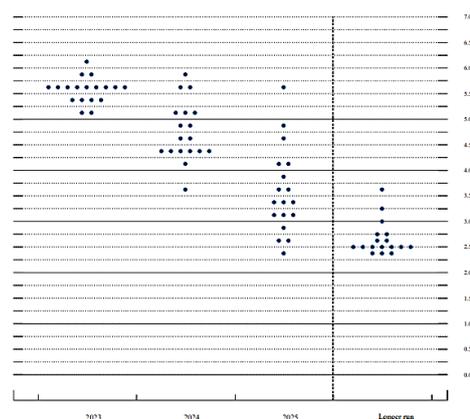
宽了数量政策，但如果美联储超预期加息的话，不排除中小银行继续出现问题的可能，这个风险仍然是一个不可忽视的灰犀牛。

图 30 各分项对美国 CPI 的拉动 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

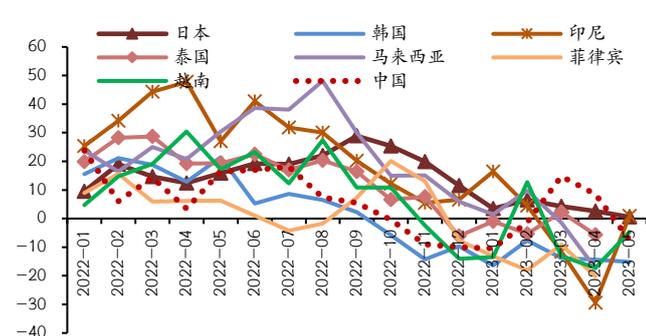
图 31 加息路径图 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

美国基本面整体还未完全扭转向下的趋势，预示着下半年我国出口仍然承压。今年 1-5 月我国出口 1.4 万亿美元，同比增加 0.3%，与日韩及东南亚制造业国家相比情况较好，其中一部分原因是由于前期积压订单的释放，也跟美国经济韧性较高有关，但如果美国超预期加息，外需仍有进一步放缓的压力，出口或继续筑底。

图 32 亚洲主要制造业国家出口增速：当月同比 (%)



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 33 我国出口增速与美国制造业 PMI 较为同步 (%)



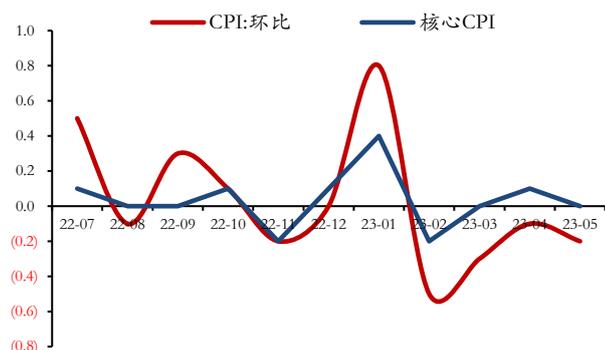
资料来源：Wind、万和证券研究所

(四) 价格下跌或是需求不足的综合映射

1. 物价指数低迷

2 月以来，CPI 环比增速持续处于负增长区间，其中一部分原因是受到猪肉价格、粮食价格和能源价格下行的影响，但核心 CPI 环比增速也基本处于 0% 附近。动力煤、螺纹钢、铜等受国内需求影响较大的工业品今年以来价格出现了持续的下跌。

图 34 CPI 增速较低 (%)

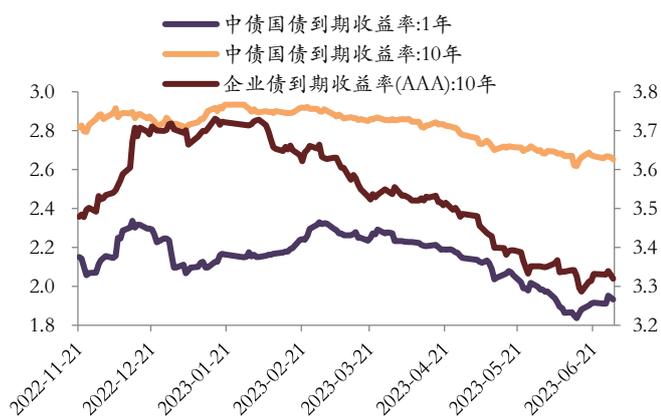


资料来源: Wind、万和证券研究所

2. 债券收益率大幅下行

随着基本面修复放缓得到验证, 3月以来货币政策逐渐加码: 3月17日, 央行公布全面降准0.25个百分点, 5月中旬, 多家大型国有银行开始下调通知存款以及协定存款利率上限, 6月中旬, 央行开启了“OMO→SLF→MLF→LPR”的连续降息操作, 各种类型、各种期限的债券收益率普遍下行, 10年期国债收益率从1月最高2.93%大幅下降至2.70%附近震荡。货币政策传导同样出现了阻滞, 一方面M2增速保持在两位数以上, 远高于名义GDP增速, 另一方面存款比贷款增长更快, 宏观上出现了资金“空转”的现象。

图 36 债券收益率大幅下行 (%)

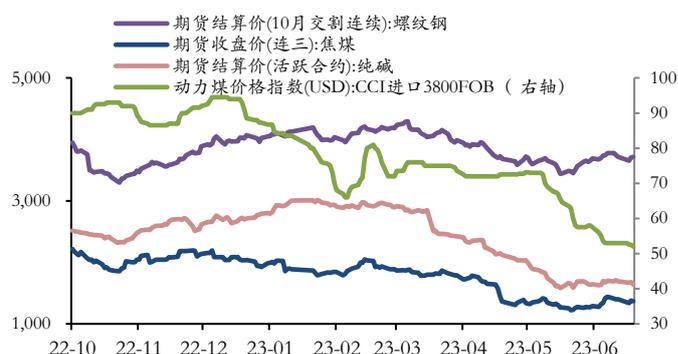


资料来源: Wind、万和证券研究所

3. 人民币汇率出现一定幅度的贬值

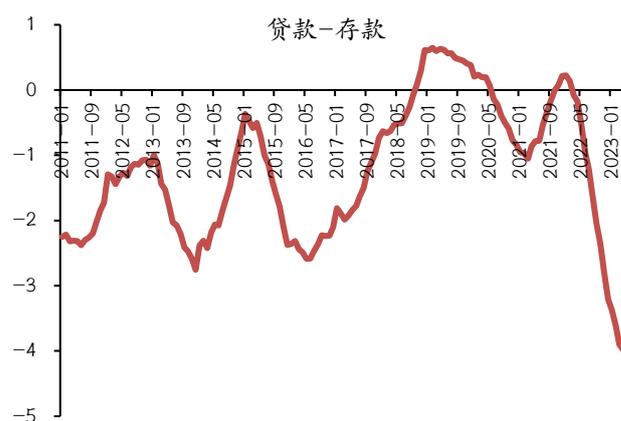
本轮人民币汇率贬值始于海外发达国家的货币政策快速收紧。2022年3月是CFETS人民币汇率指数的高点, 之后随着美联储、欧洲央行快速提高基准利率以及国内严峻的疫情防控形势, 人民币兑美元汇率从2022年3月的6.3元/美元左右到11月贬值到7.25元/美元, 之后随着美联储加息预期放缓、国内进入疫后修复阶段, 人民币汇率今年3月修复至6.85元/美元左右。进入4月, 随着国内经济增速放缓得到确认、国内外货币政策进一步背离, 人民币汇率再次逼近去年11月的低点。而与去年11月不一样的是, 现在已没有疫情的约束, 海外加息也已渐进尾声, 汇率的疲软显示出国内的经济压力。

图 35 工业品价格 (元/每吨)



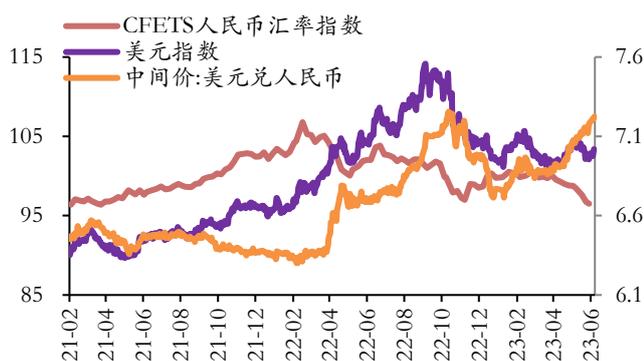
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 37 金融机构新增贷款与新增存款的差额 (万亿元)



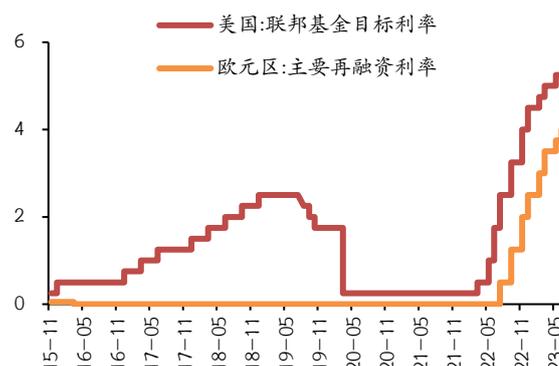
资料来源: Wind、万和证券研究所

图 38 人民币汇率走势（点、元/美元）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 39 欧美货币政策（%）

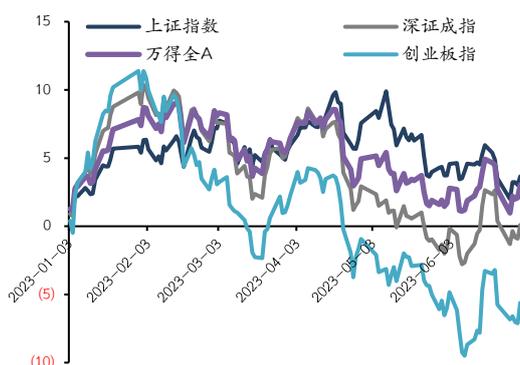


资料来源：Wind、万和证券研究所

4. 股价表现不佳

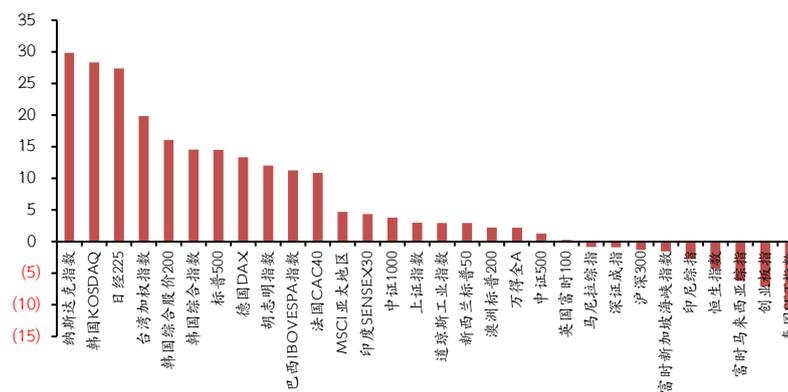
今年上半年 A 股先涨后下跌，与全球和亚太重要指数相比处于中下水平。市场在疫后初步放开以及春躁等多重因素影响下于 2022 年 12 月下旬开始回暖上行，4 月开始国内需求端恢复状况不及预期得到确认后，A 股转而进入下行通道。截至 6 月 30 日，沪综指上涨 2.75%，深成指下跌 0.81%，创业板指下跌 6%。从全球来看，A 股与发达市场股市相比表现不佳，与大多数亚太新兴市场股指走势较为接近。

图 40 上半年主要指数走势（1 月 3 日为 100%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

图 41 全球及亚太重要指数上半年涨跌幅（%）



资料来源：Wind、万和证券研究所

二、下半年政策力度是关键

由于居民、企业的收入/利润及现金流在经济下行的背景下受到了较大的冲击，目前即便疫情的限制已经消失，私人部门的盈利预期仍然没有扭转，更倾向于重新构筑储蓄的安全垫，导致投资、消费意愿不足，在内生修复动力偏弱的情况下，政府部门在债务预算、地方财政紧张等约束下，财政支出力度偏低，同时，美国经济上半年韧性较高，对出口的支撑好于预期，但下半年美联储仍然有超预期加息的可能，出口预计难以明显好转。内需、外需难以形成向上的合力，下半年我国经济运行压力不减，目前股、债、汇包括物价走势都较为充分地反映了经济下行的压力。

在这样的背景下，稳增长政策的力度和能否打通政策传导的渠道或是影响下半年经济走势和定价的关键因素。

需要明确的是，我国与去年相比已经是在全面复苏的进程当中，经济环比即便出现放缓，全年失速的可能性不大。当前经济放缓的原因除了疫情留下的“疤痕效应”这样偏短期的因素以外，

有很多是趋势性而非周期性的变化，比如去地产化、防范地方债务风险、人口下降等，短期的刺激解决不了长期的矛盾，高质量发展目标下，政策很难走“地产基建强刺激”的老路，对政策的预期要考虑实际。促消费、产业升级无疑是最合意的政策方向，但短期拉动经济总量难度较大。综合考虑政策的推行难度和效果，我们认为下半年宏观政策可以有以下几个维度。

（一）降息、促消费政策的推出预计较为顺畅

基本面走弱、物价增速偏低、海外加息进入尾声，货币政策进一步宽松的前提条件基本具备。不过，6月降息刚刚落地，汇率压力短期难以明显降低，连续密集降息需要看到连续收缩的经济数据。更重要的是，目前宏观已经出现了一定的“流动性陷阱”，去年下半年以来央行了解决货币传导不足，创设了资金直达机制，即结构性货币政策，但从效果来看，去年以来新设立的普惠养老、碳减排、煤炭清洁、交通物流等专项再贷款、民企债券融资支持工具以及保交楼贷款支持计划等工具的使用进度相对较慢，截至今年3月末，累计使用进度尚未过半。宽信用关键是要增强私人部门对未来的信心，激发居民和企业的融资意愿，降息仍有一定作用，但可能解决不了根本问题，需要更大力度的财政政策来支持。

表2 结构性工具使用进度（亿元）

结构性工具名称	2023-03			2022-12		
	余额	额度	使用进度	余额	额度	使用进度
普惠小微贷款激励	275	400	69%	213	400	53%
碳减排	3,994	8,000	50%	3,097	8,000	39%
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	1,365	3,000	46%	811	3,000	27%
科技创新再贷款	3,200	4,000	80%	2,000	4,000	50%
普惠养老专项再贷款	10	400	3%	7	400	2%
交通物流专项再贷款	354	1,000	35%	242	1,000	24%
设备更新改造专项再贷款	1,105	2,000	55%	809	2,000	40%
民企债券融资	0.00	500	0%	0.00	500	0%
保交楼贷款	0.00	2,000	0%	0.00	2,000	0%
支农再贷款	5,960	7,600	78%	6,004	7,600	79%
支小再贷款	14,331	16,400	87%	14,171	16,400	86%
再贴现	6,061	7,050	86%	5,583	7,050	79%

资料来源：Wind、万和证券研究所

消费是稳内需的关键，围绕汽车、家居、品牌消费和餐饮业的系列政策措施预计将陆续出台。6月中旬，发改委、商务部先后表示将抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策措施，重点围绕促进汽车、家居、品牌消费和餐饮业高质量发展，加快充电桩、储能等设施建设和配套电网改造，推动新能源汽车下乡等。6月29日，李强总理主持召开国务院常务会议，审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，会议强调“促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合”。我们认为以地方牵头的消费券、消费补贴仍是可能方式。新能源汽车补贴已经在多省落地，湖北省计划发放3亿元家电消费券²，后续类似的政策可能继续加码。

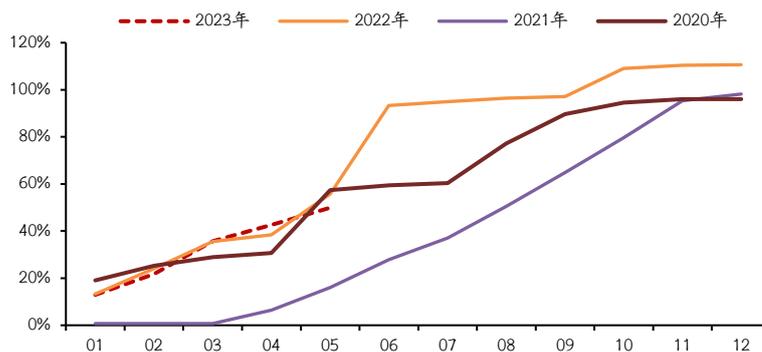
（二）地方专项债发行节奏有望加速，准财政有望加码

从过去三年多的经验来看，财政加码主要有以下三种思路：

² https://media.hubei.gov.cn/zyxmt/push/weixin/202306/t20230613_4705906.shtml

第一个是预算内的腾挪。一是加快专项债发行速度这种常规操作。2023年1-4月新增专项债发行进度达43%，为过去三年最快，财政开年前置特征较为明显，不过5月新增专项债发行节奏再次放缓，慢于2022年和2020年的同期。6月26日公布的《国务院关于2022年中央决算的报告》显示，将适当扩大地方政府专项债券投向领域和用作项目资本金范围，优先支持成熟度高的项目和在建项目，专项债发行有望提速，加快形成实物工作量。二是盘活专项债限额。去年9月的国常会决定“依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额”，截至2022年末，专项债限额与余额的差目前仍有1.15万亿左右，如果后续地方财政收支压力凸显，那么这部分资金可能仍会盘活用于缓解今年地方财政压力。

图 42 专项债发行进度



资料来源：Wind、万和证券研究所

第二个额外的收入补充。一是通过央行利润上缴，2022年特定国有金融机构和专营机构利润上缴的是政府性基金收入的重要补充，但今年没有再安排特定利润上缴，预计该政策的空间较去年边际减弱；二是特别国债。2020年抗疫特别国债是为应对新冠肺炎疫情影响，由中央财政发行的特殊国债，不计入财政赤字，但由于当年两会召开时间较晚（5月22日），算上特别国债的赤字规模也没有突破当年财政预算框架。去年经济受疫情冲击较大，年中市场再度提高对特别国债或者调整财政预算的期待，但最终只使用了专项债限额空间，未突破预算。今年特别国债或者中央加杠杆的概率不高。

第三个是“准财政”工具的推出。2022年央行牵头支持三大政策性开发性银行创设7399亿元金融工具，用作重大项目资本金及为专项债项目资本金搭桥，同时调增8000亿元政策性、开发性新增贷款额度投向基建领域，对预算内财政资金发力形成有效补充，从去年经验看对基建投资支持效果较好，政策前期已经有充分铺垫，2022年底中央经济工作会议指出“政策性金融要加大对符合国家发展规划重大项目的融资支持”³，6月16日，发改委表示，将加快实施“十四五”规划102项重大工程，推动能源、水利、交通等重大基础设施以及新型基础设施建设，二季度货币政策委员会例会指出“继续发挥好已投放的政策性开发性金融工具资金作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”。如果投资持续低迷，政策性开发性金融工具今年存在继续提量的可能。

（三）房地产供需两端政策预计继续强化

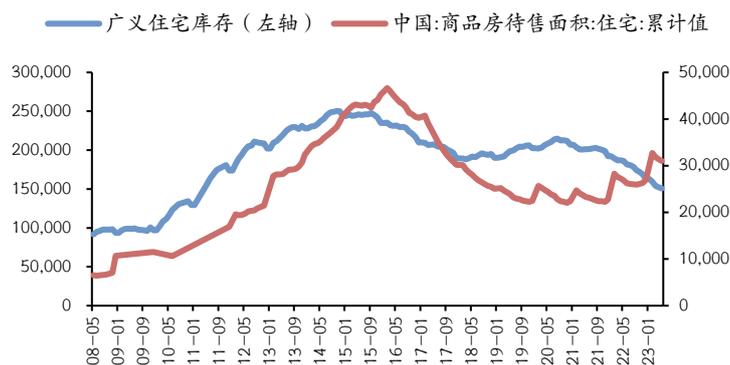
长期来看，随着新增城镇人口的下降以及中国经济高质量发展，“去地产化”和“房住不炒”的趋势都不会改变，但是房地产数据在过去两年已经经历了连续大幅回落，保持房地产平稳发展，

³ https://www.gov.cn/xinwen/2022-12/16/content_5732408.htm

既有利于保持一定的经济增长速度、降低风险，也符合高质量发展的要求。地产政策不会再走强刺激的老路，但在现有政策框架下也有优化的空间。

需求端政策或继续在因城施策、一城一策框架下调整。今年1-5月商品房住宅销售面积为4亿平方米，线性外推全年销售9.7亿平方米，比我们测算的2023-2025年住宅销售均值10.5亿平方米还要低，需求端预计将进一步松懈。由于当前住宅库存并不高，这一点与2015年明显不同，所以类似大规模棚改的政策出台的概率很小，整体可能还是在因城施策的框架下通过放松限购限售、降低首付比例、优化公积金政策等边际微调。高能级城市有望适度放开，进一步支持刚性和改善性的住房需求。

图 43 不同口径的商品房住宅库存均低于 2015 年（万平方米）



资料来源：Wind、万和证券研究所

供给端要强化前期保交楼、保主体政策的落实情况，加速房企信用风险出清。购房需求低迷不仅由于居民收入受损，也与房企交付风险仍存有关。去年7月政治局会议之后，房企纾困政策不断落地，保交楼成为重点任务，但实际当中保交楼进展缓慢。克而瑞研究中心的调研结果显示，2022年末，32个典型城市的290个前期停工项目中，有126个仍处于停工状态⁴；据百年建筑网数据显示，截至2023年5月，全国各地1114个保交楼项目交付率仅为34%。⁵这背后的原因一是在于保交楼专项借款申请难度较大，也不一定覆盖全部的项目资金缺口；二是开发商、项目公司、施工班组、供应商等各建设环节信任度不足，协调存在阻力。后续一方面可能需要加大保交楼资金的投放力度，另一方面要落实前期保主体政策的落实情况，尤其关注地产二、三支箭的推进。2023年以来，融创、恒大、龙光、华夏幸福、中国奥园、阳光城、富力城、花样年、当代置业等房企积极推动债务重组并取得一定进展，在政策加快推进下，未来房企融资环境有望进一步改善。

加快保障房建设，促进房地产企业转型。数据显示，2022年，我国常住人口城镇化率达到65.22%，其中还有1.3亿的进城农名工以及中低收入青年群体等，难以负担商品房。鼓励房地产企业建设保障房，通过设计合理的价格体系和退出机制，在商业模式上实现可持续运转，既可以保障中低收入人群的居住权、进一步提高城镇化率，也有助于实现房地产企业的转型。当然，这一过程离不开财政的支持。

三、下半年股债研判

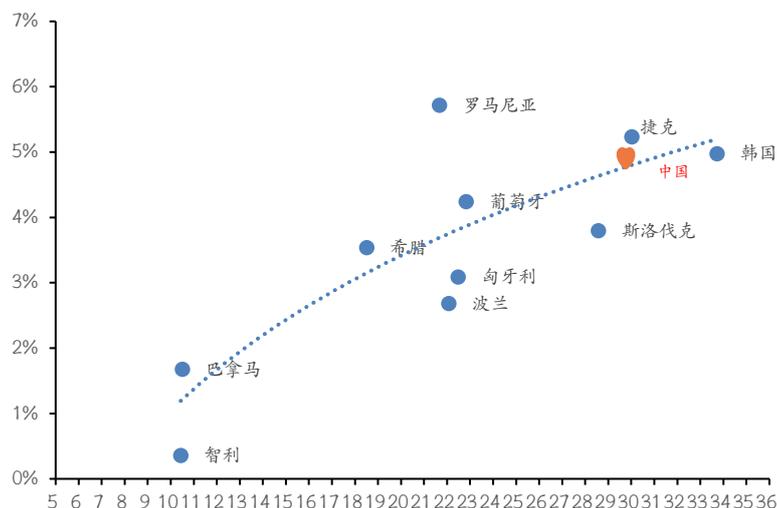
⁴ <http://www.cricchina.com/research/Details/606491>

⁵ <https://www.100njz.com/23/0518/13/AE624B481BF55615.html>

我们对中国经济中长期经济增长充满信心，短期真实的存在一些困难，但积极的改变也在发生，目前 A 股估值处于合理区间，随着新一轮逆周期政策的逐步落地，股价仍有修复空间。

我们在前期报告中研究了 1987 年之后跨过高收入国家门槛的经济体的长期增速及其产业结构之间的对应关系，认为我国三次产业融合发展、制造业占比高是中国经济在 2025-2035 年的平均复合增速达到 5% 左右的有力支撑，因而建设现代化产业体系是我们理解中期经济框架的主要抓手，与政策导向一致。

图 44 中国的三次产业结构对应的潜在增速在 5% 左右



资料来源：wind，万和证券研究所 详见《不畏浮云遮望眼——中国经济增长的挑战与底气》

当前的经济增速应该仍是处于潜在增速之下的，相比去年中国经济毫无疑问是处在复苏阶段的，高质量发展的政策框架对短期复苏的斜率的影响还需要进一步观察。但我们不应低估国家对经济平稳运行的托底的能力和决心。自今年 3 月 19 日中办印发《关于在全党大兴调查研究的工作方案》以来，全国范围内掀起自上而下的调研之风，下半年中央可能就经济社会发展重大问题出台规划。中央财经委会议 5 月 5 日强调“坚持稳中求进，循序渐进，不能贪大求洋；坚持三次产业融合发展，避免割裂对立；坚持推动传统产业转型升级，不能当成低端产业简单退出”，显示出中央也重视经济发展的稳定性、连续性、整体性。6 月 16 日国常会强调“必须采取更加有力的措施”预示着政策窗口已经到来，7 月份政治局会议前后大概率是一揽子政策出台的窗口期。

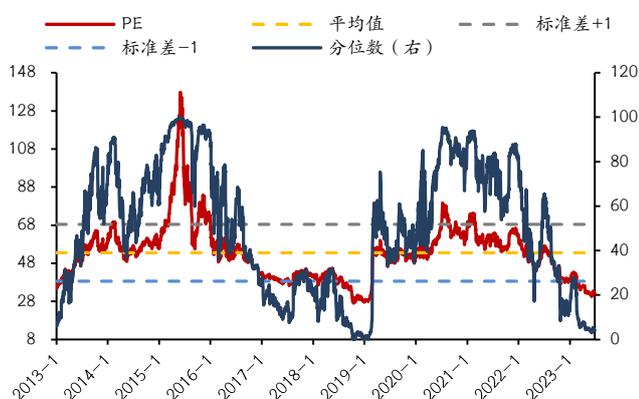
截至 6 月 30 日，万得全 A、沪综指、深成指、创业板指、沪深 300 动态 PE 分别为 17.61 倍、12.94 倍、23.37 倍、32.55 倍、11.68 倍，分别位于十年期历史 42.87%、38.77%、31.53%、4.67% 与 31.27% 分位，较年初变动不大。市场对经济前景的迷惘和悲观预期大部分已经逐渐消化，随着新一轮逆周期政策的逐步落地，股价仍有修复空间。

图 45 万得全 A PE-TTM (倍) 及 10 年历史分位数 (%)



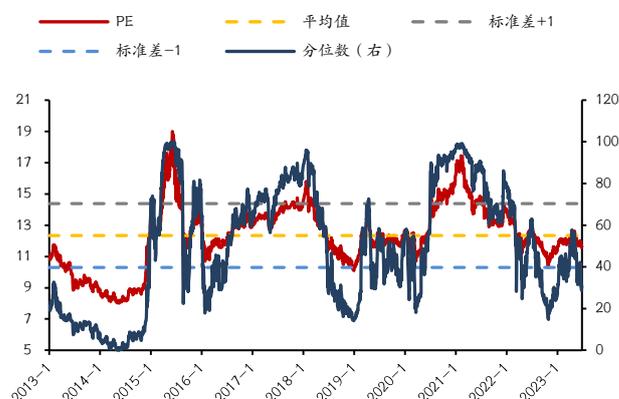
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 46 创业板指 PE-TTM (倍) 及 10 年历史分位数 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 47 沪深 300 PE-TTM (倍) 及 10 年历史分位数 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

十年国债利率中枢或低于 2.6%。考虑到强刺激概率不大，基本面偏弱的状态可能还会持续一段时间，后续存款利率下调和进一步降息降准的可能性仍存，十年期国债利率可能跌破 2.6%。

四、风险提示

我们的基准假设是国内基本面运行偏弱、海外仍有衰退风险，需求总体偏弱，对应货币政策、财政政策都有加码的空间。以上假设存在几个风险：1.国内经济表现出超预期的韧性。需求端改善明显，宏观政策加码的必要性下降，相应的股债表现或与预期不同。2.政策保持较强的定力。即便国内基本面运行持续偏弱，央行没有降息、财政加码持续低于预期，股指预计继续调整，利率或继续下行。3.美联储加息超预期。全球流动性超预期收敛，风险资产价格通常会有所下修。4.地缘政治冲突超预期。发达国家在科技领域对中国的封锁或延续。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>