

破立之间的经济压力

- 今年 2 季度，我国经济虽然同比增速看上去还不错，但下行压力其实强于今年 1 季度。从几个主要经济指标季节调整后的绝对水平来看，我国总需求不足的状况在今年 6 月有所加剧。
- 在内需之中，主要的拖累项还是地产投资。尽管从 2022 年 11 月开始，地产融资政策放松已经有了大半年时间，地产行业仍未能跳出恶性循环。如果没有更强有力的扶助政策出台，行业状况很可能进一步恶化。但中国经济也并非全无亮点。最近 3 年，我国汽车行业取得了历史性的突破，在新能源转型的大潮中实现了弯道超车，亮眼表现从 2020 年一直延续到现在。
- 我国汽车行业的弯道超车可以给人两点启示。从一方面来说，我国供给面的产业转型升级一直在快速推进。而从另一方面来说，在汽车这么一个大行业取得历史性突破的时候，我国宏观经济仍然低迷，充分表明了我国宏观政策既要推进“立”，更要防止“破”。在市场已经做好了“立”的时候，我国宏观政策需要纠偏不恰当的“破”。只有停止人为的“破”，守住中国经济的存量，同时促进“立”，培育更多的新增长点，我国经济才能实现高质量发展之要求。

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：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

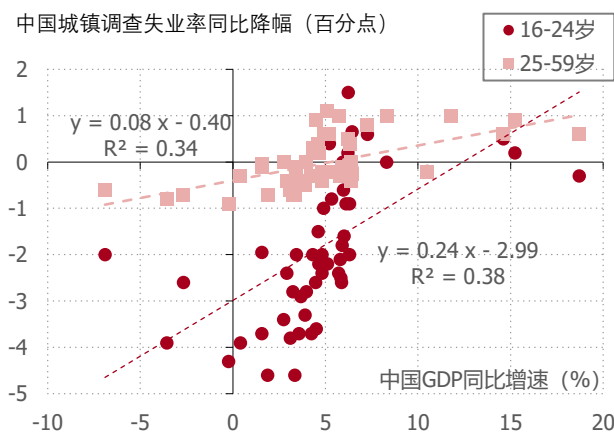
证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

今年 2 季度，我国经济虽然同比增速看上去还不错，但下行压力其实强于今年 1 季度。2023 年 2 季度，我国 GDP 同比增长 6.3%，快于今年 1 季度 4.5% 的同比增速。但这主要是去年 2 季度低基数的结果——2022 年 1 季度 GDP 同比增速 4.8%，2 季度降至 0.4%。如果算两年复合年化增长率（今年比 2021 年的增长），今年 1 季度和 2 季度的增速分别为 4.6% 和 3.3%，2 季度增速明显放缓。

不过，考虑到今年上半年 GDP 同比增速已经达到了 5.5%，且由于去年 4 季度经济受疫情影响而留下了低基数（意味着今年 4 季度 GDP 同比增速不会太差），今年全年 GDP 增速达到 5% 目标应该没太大问题——但这只是表明增速达标的可能性很大，并不代表经济状况有多理想。

当前，我国“稳就业”的压力不小。今年 6 月，我国城镇调查失业率与上月持平，继续维持在 5.2%，也接近于过去 6 年失业率的平均水平。但同时，我国青年人（16-24 岁年龄段）调查失业率却再创新高，上升至 21.3%。青年人的失业问题有其结构性的一面（今年 6 月我国 25-59 岁年龄段人口的失业率仅为 4.1%），也有其周期性的一面——青年人失业率的同比降幅与我国 GDP 同比增速显著正相关。换句话说，经济增长得越慢，青年失业率上升得越快。而即使是仍处较低水平的 25-59 岁年龄段的失业率，其同比降幅也与 GDP 同比增速正相关。从稳定就业市场、维护社会稳定的角度来看，经济增速还需稳住。（图表 1）

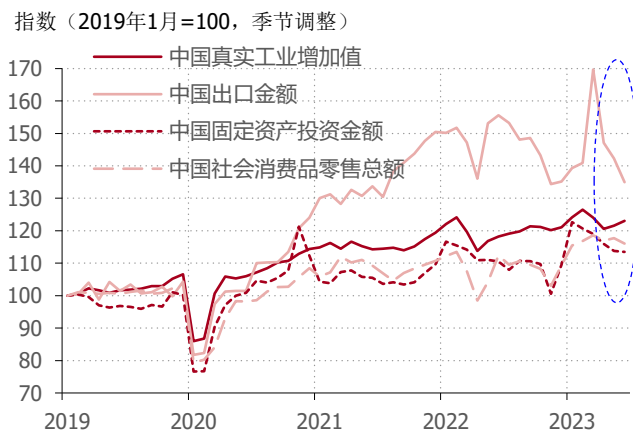
图表 1. 我国不同年龄人口失业率降幅都与 GDP 增速显著正相关——经济增长越慢，失业率涨得越快



资料来源：万得，中银证券

从几个主要经济指标季节调整后的绝对水平来看，我国总需求不足的状况在今年 6 月有所加剧。季节调整之后的绝对水平指数显示，我国出口金额已连续下滑 3 个月，6 月季调后的出口金额比 3 个月前的高点缩水了 20%。同月，我国投资和消费品零售总额的绝对水平也小幅下滑。我国工业增加值绝对水平在 6 月虽有所回升，但仍然低于今年年初的高点。如果需求面指标环比走弱的势头在今年 3 季度延续，再考虑到去年 3 季度基数的抬升，今年 3 季度 GDP 同比增速可能会明显低于今年 2 季度。（图表 2）

图表 2. 2023 年 6 月，我国需求面指标季节调整后的绝对水平均下滑，仅工业增加值规模小幅回升

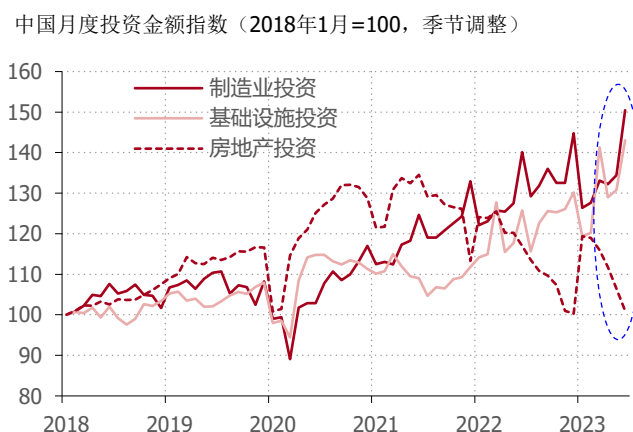


资料来源：万得，中银证券

要稳定需求，只能从内需想办法。因为外需既不能为我国所控制，且未来前景还不乐观。正如笔者在 2023 年 4 月 23 日发表的《经济复苏有隐忧》一文中所说的：“在发达经济体景气度因货币紧缩而走低的时候，我国出口不太可能长期保持强势。”最近几个月的出口走势无非是在印证之前的判断而已。【1】

在内需之中，主要的拖累项还是地产投资。季节调整之后，今年 6 月我国固定资产投资金额和消费品零售总额分别比今年 3 月水平低了 5% 和 2%，降幅相对温和。而 6 月我国地产投资金额却比 3 月水平低了 13%。相比之下，投资的另外两大项，制造业投资和基础设施投资，其 6 月水平比 3 月分别高了 13% 和 1%。事实上，如果不是今年 6 月制造业和基础设施投资规模反常的高，6 月我国投资数字还会更难看。（图表 3）

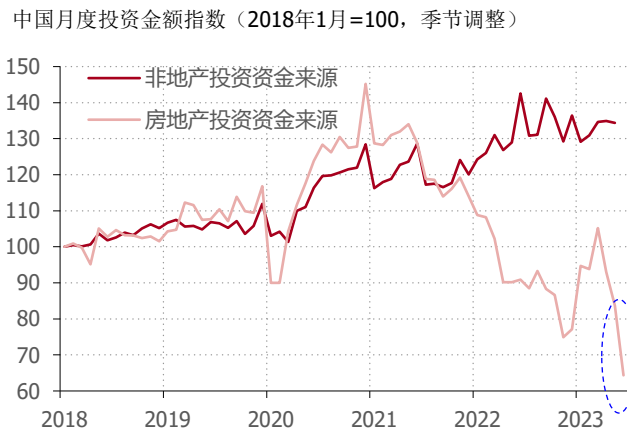
图表 3. 地产投资走弱拖累了整体投资



资料来源：万得，中银证券

在今年 4 月 23 日发表《经济复苏有隐忧》一文中，笔者曾说：“从地产投资资金来源来看，今年 1 季度地产行业的复苏有明显的需求拉动特征——房子卖得多了，销售回款增加了，所以地产行业复苏了。”当时笔者还判断此轮地产复苏难以持续。从今年 4 月到现在，地产销售重归低迷，连带着销售回款再次回落，从而让地产投资资金来源再次大幅下滑。到今年 6 月，地产投资资金来源的绝对水平已跌破了去年 4 季度的低点，又创近 7 年来的新低。（图表 4）

图表 4. 地产行业的融资紧缩加剧，如无扶持政策，行业状况很可能进一步恶化



资料来源：万得，中银证券

在 2022 年 7 月 26 日发表的《中国房地产业的困境和对策》一文中，笔者曾对当时的地产行业有过如下分析：**【2】**

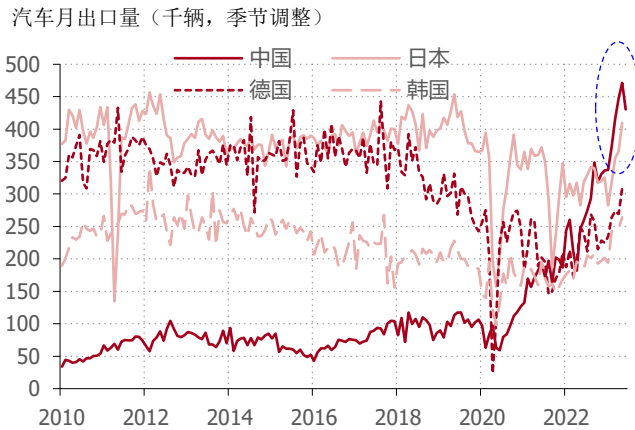
“对于地产过于严厉的融资紧缩政策触发了行业的下行，并将行业推入了恶性循环中。一方面，地产开发商资金链收紧，信用风险上升；另一方面，其他人对地产行业信心下降，主要表现为银行对地产开发商的惜贷，以及购房者因为担心房屋交付而来的‘惜购’心态——不太敢买房子。这两方面的因素相互加强，使地产行业进入了极其反常的疲弱状态。地产行业仅凭自身力量，很难打破这种恶性循环。”

尽管从 2022 年 11 月开始，地产融资政策放松已经有了大半年时间，地产行业仍未能跳出上面引文所说的恶性循环。今年 1 季度地产行业的复苏，更像是被疫情抑制之需求的一次集中性释放。释放结束之后，行业又重回困境。

这也表明，当前的地产纾困政策力度仍显不足，尚不足以打破行业的恶性循环。如果没有更强有力的扶持政策出台，行业状况很可能进一步恶化。而考虑到地产行业有较长的上下游联系，且通过卖地收入与地方政府财政密切相关，地产行业的弱势会给经济带来沉重压力。

当然，中国经济也并非全无亮点。最近 3 年，我国汽车行业取得了历史性的突破，亮眼表现从 2020 年一直延续到现在。从 2022 年 4 季度开始，我国更是超过日本，成了世界第一大汽车出口国。我国汽车行业的突破还表现在国内市场自主品牌崛起。多年以来，国内市场中合资品牌汽车销量一直高于自主品牌。但从 2022 年 1 季度开始，我国自主品牌汽车销量反超合资品牌，且优势在最近一年多时间里不断扩大。（图表 5）

图表 5. 我国汽车出口量已跃居世界第一



资料来源：万得，中银证券

汽车的新能源转型让我国汽车行业上了一个大台阶。2019 年末的时候，在我国汽车产量中，新能源汽车（包括纯电动和插电混动）占比尚不足 5%。但从 2020 年开始，这一比例就不断上升。目前，我国汽车产量中新能源车的占比已达到 1/3。最近 3 年新能源车占比的上升，与我国汽车出口量的爆发走势高度吻合，也与我国自主品牌汽车销量反超合资品牌的路径一致——我国汽车行业在新能源转型的大潮中实现了弯道超车。（图表 6）

图表 6. 新能源转型让我国自主品牌汽车崛起



资料来源：万得，中银证券

我国汽车行业的弯道超车可以给人两点启示。从一方面来说，我国供给面的产业转型升级一直在快速推进。重要行业的技术突破可遇而不可求。但我国恰恰是在新冠疫情冲击全球产业链的时候，紧紧抓住了新能源车转型的技术机遇，在国内国外都实现了汽车行业的历史性突破。这充分体现了我国改革开放四十多年在制造业方面积累起来的强大竞争力。

而从另一方面来说，在汽车这么一个大行业取得历史性突破的时候，我国宏观经济仍然低迷，充分表明了我国宏观政策既要推进“立”，更要防止“破”。根据中汽协的统计，2022 年我国重点汽车企业的总营业收入约为 4.5 万亿元，总工业增加值 8481 亿元。可以说，汽车行业是我国一个举足轻重的大行业。但就是这么大的一个行业，它过去两年半时间里平均 10% 以上的工业增加值真实增速，仍不足以对冲地产行业走弱带来的压力，无法改变我国经济低迷的现状。

这充分说明了，经济发展固然要培养新增长点，但也不能人为打击传统增长引擎。所谓“有破有立”，试图在破立之间实现经济平稳增长、经济结构转型升级，只能是一厢情愿。这是因为产业结构的升级，与传统增长引擎的呵护并不矛盾。地产市场的平稳发展，与汽车行业的上台阶可并行不悖。如果不是2021年推出的融资紧缩政策让地产行业陷入了恶性循环，平稳发展的地产业加上取得突破的汽车业，我国经济状况必然远好于现在，何至于陷入需求收缩、预期转弱的困局。所以，在市场已经做好了“立”的时候，我国宏观政策需要纠偏不恰当的“破”。

在经济面临沉重下行压力的时候，我国急需放松对经济增长的政策约束：与其说现在中国经济需要的是“踩油门”，不如说需要的是“松刹车”；与其说市场在期待“一揽子”刺激性政策，不如说市场在期望“一揽子”政策纠偏。这方面，对我国债务问题的认识纠偏【3】，以及对房地产市场调控政策的纠偏是重中之重【4】。只有停止人为的“破”，守住中国经济的存量，同时促进“立”，培育更多的新增长点，我国经济才能实现高质量发展之要求。（完）

【1】徐高，2023年4月23日，《经济复苏有隐忧》，
http://chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9988。

【2】徐高，2022年7月26日，《中国房地产业的困境和对策》，
http://chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9298。

【3】参见：徐高，2023年6月28日，《需要全面纠偏对我国债务的认知》，
http://chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/10208。

【4】参见：徐高，2022年12月5日，《构建地产新发展模式的三个原则》，
http://chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9612。

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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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