



联络人

作者：
中诚信国际 研究院

袁海霞 010-66428877-261
hxyuan@ccxi.com.cn

张林 010-66428877-271
lzhang01@ccxi.com.cn

张文宇 010-66428877-352
wyzhang.Ivy@ccxi.com.cn

王晨 010-66428877-319
chwang01@ccxi.com.cn



相关报告

需求不足拖累经济修复，资产配置仍建议股债均衡——宏观经济与大类资产配置月报（2023年5月）

经济修复环比放缓结构持续分化，短期内建议股债均衡配置——宏观经济与大类资产配置月报（2023年4月）

经济修复略超预期但结构分化，后续权益资产仍具备配置价值——2023年一季度宏观经济及大类资产配置分析与二季度展望（2023年3月）

寒意随存，春山可望——2022年宏观经济及大类资产配置分析与2023年展望（2023年1月）

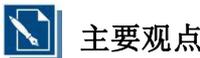
如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731;
gzhaoc@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

经济恢复性增长但动能仍偏弱，建议关注避险资产配置机会

——2023年上半年宏观经济及大类资产配置分析与下半年展望



主要观点

■ 经济恢复性增长，但相较资产负债表修复仍有距离

2023年上半年GDP同比增长5.5%，其中一季度同比增长4.5%，超出市场预期，二季度同比增长6.3%，低于市场预期。上半年经济产出缺口相较于去年下半年显著收窄，第三产业和最终消费对经济增长的贡献基本回归至常态，工业生产整体保持稳定的同时服务业生产和消费恢复性增长，成为经济修复的主要拉动，下半年也将是经济延续修复的重要拉动。经济修复节奏前快后慢，二季度GDP季调后环比增速0.8%，显著低于一季度的2.2%，特别是投资、消费以及出口三驾马车皆出现动能走弱，需求不足的问题进一步凸显，下半年基建投资以及促消费、扩投资相关的政策有望形成进一步支撑。总体看，经济修复呈现“弱修复”态势，人员出行、货运物流等社会层面的修复已经接近或达到疫情前，但企业利润、居民收入等资产负债表层面的修复依然任重道远，下半年宏观经济或将筑底企稳并延续修复，2023年全年GDP增速为5.3%左右。

■ 宏观经济运行面临的风险及挑战仍存

经济修复仍面临多重风险与挑战。一是大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂。二是需求不足对经济修复的制约仍将延续，尤其是通缩的压力或将向资产价格领域传导。三是宏观债务风险处于高位、付息压力突出，经济运行中的庞氏融资占比或上升。四是微观主体信心不足，资产负债表衰退风险依然存在。五是高度关注房地产下行风险及其风险的传导。六是需关注地方政府的结构性、区域性债务风险。

■ 政策环境与政策建议

当前经济运行已经进入修复关键期、风险高发期和发力窗口期，财政政策继续“加力提效”，加大增量财政资金落地，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，发力带动全社会投资和促进消费。货币政策更加注重“精准有力”，积极配合财政政策落地见效，持续引导实体经济融资成本下行。此外，宏观经济政策或将加强总体统筹与预期引导，继续做好短期稳增长与中长期结构调整的结合。

■ 上半年各类资产表现分化，避险资产后续表现或占优

上半年，国外环境趋于复杂，经济仍面临下行压力，地缘政治冲突持续；国内经济边际修复，但修复基础尚不稳固，在此背景下，各类资产表现分化，债券、黄金等避险资产涨幅相对较高。后续看，经济修复仍面临需求不足等问题，股票市场整体上涨概率不大，但结构性机会仍存，建议关注成长性板块。同时，经济修复基础尚不稳固下，债市表现或相对较好，可择机增配。此外，海外经济仍有下行压力，大宗商品整体上行概率或较小，但避险情绪升温下黄金仍具备配置价值。因此，我们认为，后续避险资产整体表现或由于风险资产，建议重点关注债券、黄金。

一、宏观经济：经济恢复性增长，但相较资产负债表修复仍有距离

2023 年上半年 GDP 同比增长 5.5%，其中一季度同比增长 4.5%，超出 4% 左右的市场预期，二季度同比增长 6.3%，低于 7% 左右的市场预期。上半年经济产出缺口相较去年下半年显著收窄，第三产业和最终消费对经济增长的贡献基本回归至常态，工业生产整体保持稳定的同时服务业生产和消费恢复性增长，成为经济修复的主要拉动。经济修复前快后慢，二季度 GDP 季调后环比增速 0.8%，显著低于一季度的 2.2%，特别是投资、消费以及出口三驾马车皆出现动能走弱，需求不足的问题进一步凸显。综合来看，上半年经济修复整体呈现“弱修复”态势，物流、出行等社会层面的修复已经接近或达到疫情前水平，但企业利润水平依然较差，居民资产仍增速在回落，政府财政收支压力没有根本缓解，从恢复性修复到资产负债表修复仍有较大距离。

表 1 2023 年二季度中国宏观经济核心指标一览表

	2023 年				2022 年	同比 变化	
	2020-2023 年四年复 合增速	2020-2022 年三年复 合增速	2022-2023 年 两年复合增速	Q2	6 月		Q2
GDP (当季同比, %)	4.38	3.75	3.31	6.3	-	0.4	↑
GDP (累计同比, %)	4.65	4.36	3.99	5.5	-	2.5	↑
第一产业 (当季同比, %)	4.74	5.08	4.05	3.7	-	4.4	↓
第二产业 (当季同比, %)	4.55	4.33	3.03	5.2	-	0.9	↑
第三产业 (当季同比, %)	4.24	3.20	3.43	7.4	-	-0.4	↑
工业增加值 (同比, %)	5.26	5.76	3.60	3.8	4.4	3.4	↑
服务业生产指数 (同 比, %)	5.42	4.35	4.05	8.7	6.8	-0.4	↑
投资 (累计同比, %)	4.70	5.00	4.94	3.8	-17.06	6.1	↓
制造业投资	5.35	5.13	8.18	6	6	10.4	↓
房地产投资	0.52	3.50	-6.66	-7.9	-7.9	-5.4	↓
基建投资 (不含电力)	4.76	3.95	7.15	7.2	7.2	7.1	↑
民间投资	2.53	3.45	1.63	-0.2	-25.85	3.5	↓
社零额 (同比, %)	4.02	2.67	3.65	8.2	3.1	-0.7	↑
出口: 同比 (% 美元)	9.31	13.83	5.00	-3.2	-12.4	13.9	↓
进口: 同比 (% 美元)	5.90	10.47	-0.74	-6.7	-6.8	5.6	↓
贸易顺差 (亿美元)	-	-	-	4086.9	706.2	3786.67	↑
CPI (同比, %)	1.67	1.99	1.20	0.7	0	1.7	↓
PPI (同比, %)	1.85	3.55	2.16	-3.1	-5.4	7.7	↓
M2: 同比 (%)	10.59	10.36	11.35	11.3	11.3	11.4	↓
新增社会融资规模 (亿 元)	-	-	-	215487	42241	210162	↑

(注: ↓、↑ 分别代表今年二季度相比上年同期增速的回落与提升)

（一）GDP 增速反弹，产出缺口整体收窄，产业与需求结构趋于常态

产出缺口延续收窄，经济修复节奏前快后慢。低基数下上半年 GDP 增速回升，其中二季度同比增长 6.3%，经济总体恢复性增长。从 GDP 总量来看，今年一季度产出缺口约 7800 亿，较去年四季度的 9100 亿显著收窄，二季度产出缺口约为 7000 亿，较一季度进一步收窄。从三次产业来看，上半年三次产业占 GDP 比重分别为 5%、38% 和 56%，基本回归至疫情前的常态化水平，一季度第三产业对经济增长的贡献率回升至 68%，成为经济修复的主要拉动力量，二季度仍保持在 60% 以上（64.3%），与疫情前水平基本持平。从三大需求来看，上半年最终消费对经济增长的贡献率达到 77.2%，资本形成总额贡献率为 33.6%，总体向常态水平回归，净出口对经济增长贡献率进一步下滑至 -10.8%。从经济修复节奏来看，随着预期不稳下的需求不足问题进一步凸显，二季度主要宏观数据边际走弱，GDP 环比增速 0.8%，显著低于一季度的 2.2%。从两年复合增速来看，二季度 3.3% 的两年复合增速也低于一季度的 4.6%。

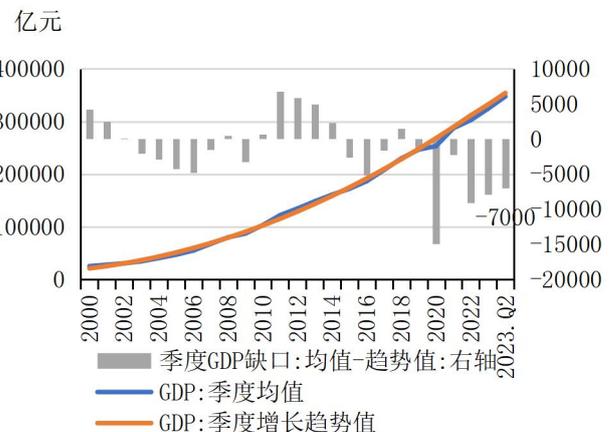
社会层面的修复已经基本完成，但资产负债表修复依然任重道远。本轮经济修复或需要经历三个阶段：一是社会秩序和交易修复，以物流、人员流动和市场交易的恢复为主；二是资产负债表修复，以企业利润、居民就业、财政状况改善为主；三是回归常态化增长，即以实现常态的资产负债表扩张和经济增长为特征。截至 6 月，物流、出行等社会层面的修复已经接近或达到疫情前水平，其中货运指数已与疫情前持平，客运指数接近疫情前的 90%。但工业企业利润仍然显著收缩，居民收入缺口并未弥补的同时青年失业率高位运行，政府财政收支压力没有根本缓解，从恢复性修复到资产负债表修复仍有较大距离。

图 1：GDP 同比增速回升

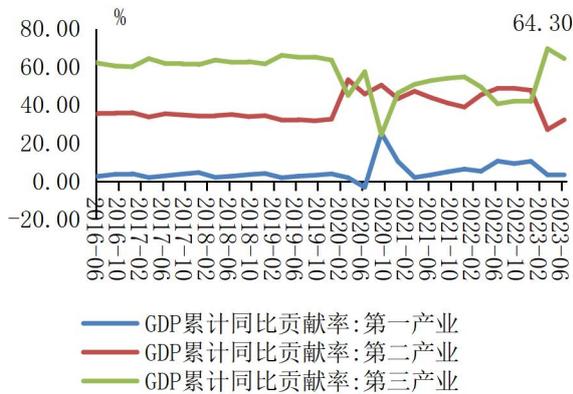


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 2：产出缺口依然较大但边际收窄



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 3：第三产业贡献率显著反弹


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 4：消费对经济增长贡献基本回归常态


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

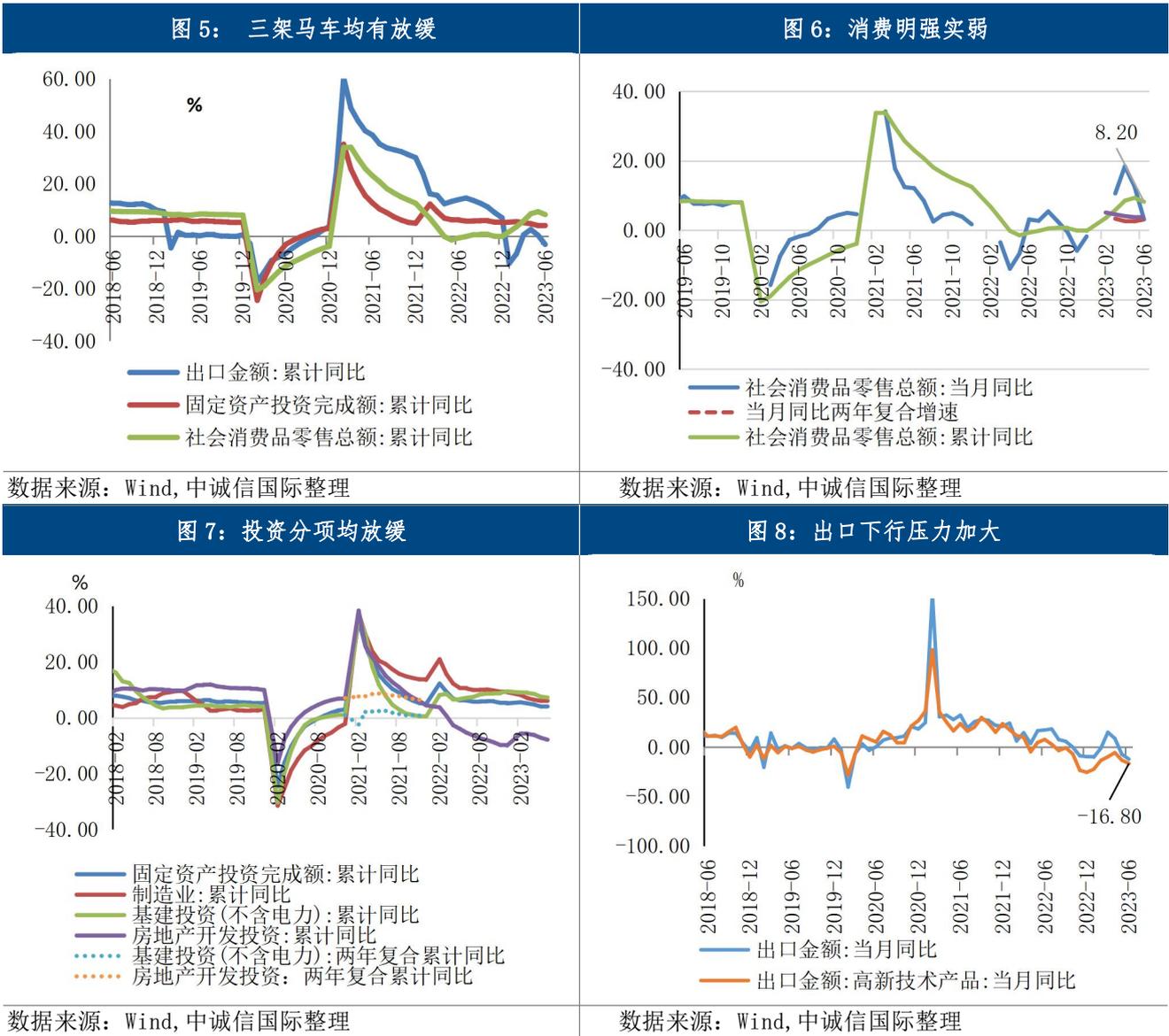
(二) 需求不足问题愈加显著，消费与投资需求亟待提振

从支撑因素看，经济生产端韧性较强，基建投资依然对经济形成支撑，居民收入增速有所回升。上半年工业增加值累计同比 3.8%，略高于去年同期，虽然二季度整体经济修复放缓，但 6 月工业增加值同比增速较前值回升 0.9 个百分点至 4.4%。基建投资依然起到稳定投资的重要作用，上半年基建投资增速保持 7% 以上，随着三季度专项债发行及落地提速，政策性开发性金融工具仍有进一步发力空间。当前居民收入增速也边际改善，可支配收入实际增速由去年末的 2.9% 上升至一季度的 3.8%，又延续上升至二季度的 5.8%，这为消费改善提供基础。此外，中国制造在全球贸易中的地位依然稳固，上半年“新三样”产品出口表现亮眼，且一带一路等地区对我国的出口有一定承接潜力。

从制约因素看，三驾马车动能均面临一定边际放缓压力。从投资来看，固定资产投资累计同比从 1-2 月的 5.5% 逐月下行至 6 月的 3.8%，基建投资、制造业投资累计同比走弱，房地产投资降幅扩大，从投资的资金来源上看，对于预算内资金的依赖有所增强，自筹资金的占比出现回落。从消费来看，“明强实弱”特征显著，社零额上半年两年复合增速仅为 3.7%，显著低于疫情前，特别是 6 月当月较前值大幅回落 9.6 个百分点至 3.1%，加之居民收入缺口并未完全弥补，疤痕效应仍存，消费难以短期提振。从出口来看，今年以来出口增速波动较大，5 月出口增速由正转负，下降 7.5%，6 月出口降幅较 5 月走扩，回落至 -12.4%（美元计价），两年复合增速为 1.2%，低于前值的 3.8%，外贸走弱压力进一步显现，其中除新能源、光伏、锂电池相关的“新

“三样”产品保持较高增速之外，高新技术产品增速处于持续收缩区间。从出口国别来看，今年以来我国对欧美等经济体出口相对走弱、对“一带一路”沿线国家有所增加。

总体来看，需求不足的状况在短期内较难逆转，消费与投资需求的提振仍需要逆周期政策的及时干预和支撑。



（三）生产修复亮点突出但冷热不均，利润水平仍待改善

从支撑因素看，装备制造类生产表现较好，接触型服务业恢复性增长。上半年装备制造类生产表现较好，增加值增长 6.5%，比全部规模以上工业快 2.7 个百分点。今年以来以电动载人汽车、锂电池、太阳能电池为代表的“新三样”产品出口同比增

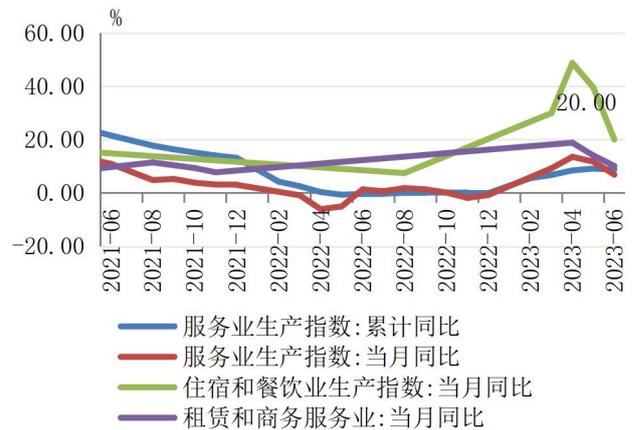
长 66.9%，拉高出口整体增速 2 个百分点。“新三样”产品出口大幅增长也有助于推动新能源相关装备制造类产业实现较快发展。回补效应下，上半年接触型服务业实现恢复性增长，其中住宿和餐饮业服务业生产指数同比增长 20%，接触性行业修复反弹带动服务业恢复性增长，上半年服务业生产指数为 8.7%，显著快于工业增加值增速。

从制约因素看，需求不足、价格下行以及周转流通速度放缓，影响企业利润与生产的改善。内外需不足之下工业部门与制造业部门面临总量收缩和结构性下滑压力。大宗商品价格承压及地缘政治因素影响下，上游原材料行业及与出口相关的高技术行业生产偏弱，其中 6 月高技术产业的增加值同比仅为 1.7%，下降到 2019 年以来低位，与出口中高技术相关产品走弱高度相关。随着回补效应逐渐消退，服务业生产后续或也将面临需求偏弱的制约，6 月服务业生产指数较前值回落 4.9 个百分点至 6.8%。从企业层面来看，企业周转流通速度放缓，企业利润承压。其中工业企业产成品去化缓慢，产成品存货周转天数从 2022 年末的 17.6 天上升至今年 5 月的 20.7 天，截至 5 月平均应收账款回收天数为 63.6 天，处于近 5 年来的次高值。1-5 月工业企业利润累计同比下滑 18.8%，比去年同期低 19.8 个百分点。存货去化速度较慢、应收账款回收速度较慢、利润延续收缩，表明微观主体困难仍存。

总体上看，生产修复受制于需求偏弱，企业利润改善也需要政策的进一步支撑。

图 9：装备制造业表现突出


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 10：住宿餐饮生产显著反弹


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 11：民间投资降幅走扩
图 12：企业利润降幅仍较大



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



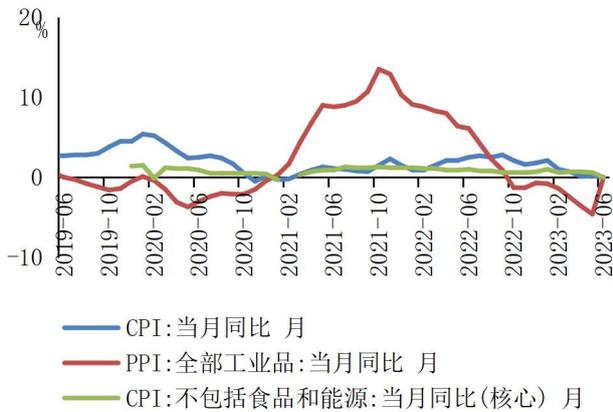
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

(四) 通缩压力有所加大，价格低迷短期内或难以扭转

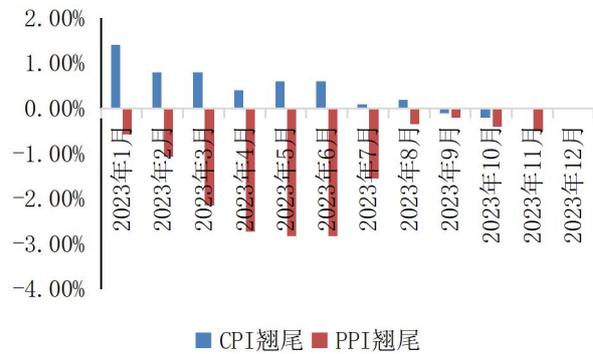
从支撑因素看，政策延续宽松取向有利于价格数据改善。6月央行召开2023年第二季度例会，会议指出要搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，7月财政部指出下半年要“实施好积极的财政政策，推动经济持续回升向好，实现质的有效提升和量的合理增长”，下半年货币政策、财政政策将延续宽松取向，有利于支撑通胀中枢整体抬升。同时，政策性因素拉动上下游原材料和工业品需求或上升，下半年PPI同比或逐步企稳，企业生产端的稳定也有助于为终端需求以及CPI的企稳提供基础与空间。

从制约因素看，CPI在服务价格边际走弱、工业消费品需求不足、猪肉供给充足等因素下难以短期提振，年内或保持低位运行，PPI生产资料、生活资料价格皆面临一定下行的压力。6月CPI同比为0%，触及2021年3月以来低点，剔除能源与食品的核心CPI为0.4%，为2021年4月以来的低位水平。二季度以来，服务价格边际回落至年内次低点为0.7，且消费品价格同比连续三个月为负，此外生猪周期处于低位猪肉价格对食品价格支撑不足，均制约短期内CPI回升。今年以来，PPI降幅持续走扩，6月PPI同比下降5.4%，为2016年来新低，且今年以来PPI定基指数整体呈回落态势，其中PPI生活资料价格持续回落，5月由正转负，6月降幅较上月走扩0.4个百分点，同比下降0.5%，为2020年12月以来低点，短期内PPI生产资料、生活资料价格仍面临一定的下行压力，且需关注生活资料价格持续走弱向CPI传导的压力。

总体看，年内CPI或仍位于低位，7月CPI可能转负，随着后续经济持续修复，下半年CPI中枢或有所抬升、PPI同比或逐步企稳。

图 13：通胀压力加大


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 14：跨境资本流动平稳


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（五）流动性合理充裕，宽货币需要进一步向宽信用传导

从支撑因素来看，货币供给保持较快增速，政策性因素支撑的融资需求依然较强。今年上半年货币供给增速始终高位运行，居民谨慎性储蓄增加也推动 M2 同比上行，6 月 M2 同比为 11.3%，较上月回落 0.3 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点，仍位于较高增速水平。市场流动性保持合理宽裕，6 月 DR007 的均值为 1.83%，处于年内新低，10 年期国债收益率最低在 6 月 14 日降至去年 9 月 7 日来新低 2.62%。此外，随着年中财政系统组织申报 2023 年第二批专项债项目，三季度专项债发行放量可期，且叠加基建和保交楼等配套融资拉动，政策性因素支撑的融资需求仍较强。

从制约因素来看，居民部门扩表意愿不强，企业盈利水平欠佳，制约融资需求改善。6 月居民贷款增加 9639 亿，同比多增 1157 亿，从数据上来看居民部门融资需求边际改善，但结合 6 月大中城商品房销售面积同比减少 32%、RMBS 条件早偿率指数快速上行来看，新增按揭贷款的可持续性仍有待观察。6 月企业贷款新增 2.28 万亿，同比多增 687 亿，其中企业中长期贷款增加 1.59 万亿，同比多增 1436 亿，连续 11 个月同比多增，或与服务业融资需求的改善以及基建项目的延续落地相关，但制造业企业部门的内生动能或依然偏弱，特别是制造业 PMI 持续位于荣枯线下，以及 PPI 的延续下行或将制约企业的投资与融资意愿。

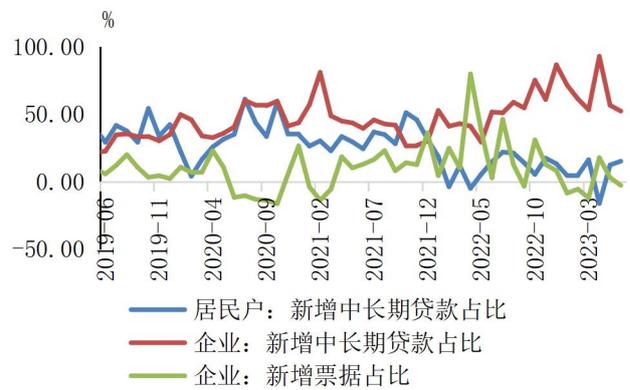
总体上看，货币供给大于货币需求的现象或依然延续，下半年财政政策加码发力或有助于宽信用的落地。

图 15: M2 与社融剪刀差仍较大



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

图 16: 居民中长期贷款占比边际回落



数据来源: Wind, 中诚信国际整理

(六) 汇率双向波动整体走贬，后续贬值压力或有所缓解

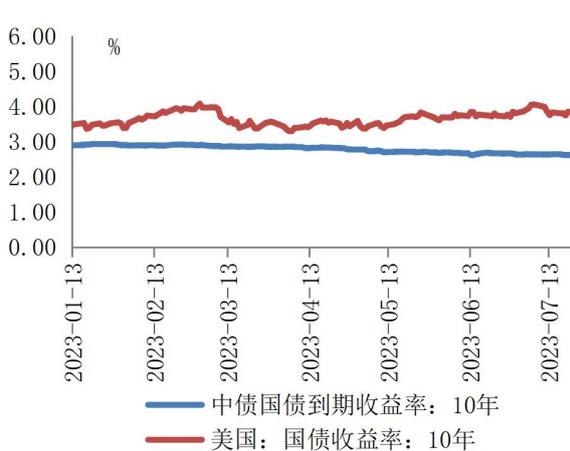
从支撑因素来看，上半年我国经济修复节奏虽有所放缓，但仍处于持续修复进程中，依然保持了相对稳定的基本面，出口虽承压但依然保持一定顺差，对汇率稳定形成支撑。此外，随着 6 月美国 CPI 超预期回落，美国加息节奏或放缓，年内结束加息的预期在上升，中美利差走扩带来人民币贬值压力加大的情况或逐步缓解。

从制约因素来看，一方面，下半年我国经济虽仍将持续修复，但需求不足等问题短期难见明显扭转，我国经济修复节奏和力度或不及预期，对汇率支撑或有限；另一方面全球政经环境和地缘冲突仍在持续，其带来的全球经济环境、金融及资本市场动荡可能会带来一定避险的需求，从而带来人民币贬值的压力。此外，7-8 月是海外上市企业分红高峰期，短期内季节性购汇需求增加仍将对人民币汇率形成一定压力。

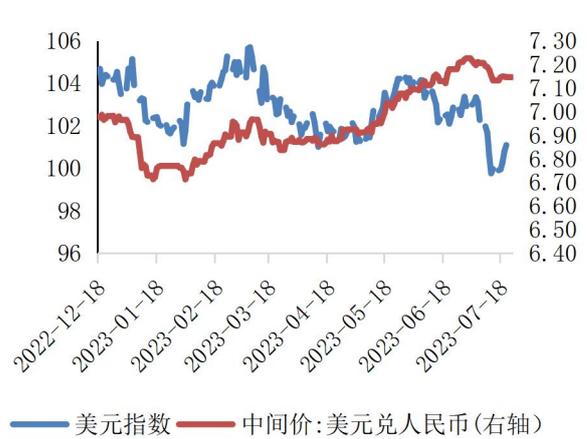
总体上看，我国外汇流动性调节工具丰富，有利于人民币汇率企稳，但也要看到需求不足仍制约国内经济修复的节奏和力度、海外政经环境持续严峻复杂也将对人民币汇率平稳产生扰动。下半年人民币贬值汇率预计在 7% 左右的区间双向波动，且波幅较大。

图 17: 本轮经济修复主要依托基建

图 18: 人民币破“7”，上半年整体走贬



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

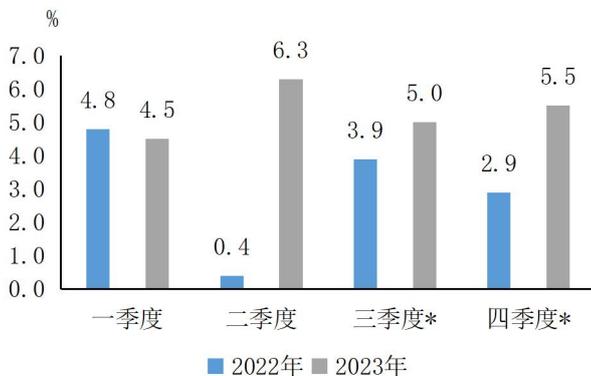


数据来源：Wind, 中诚信国际整理

(七) 全年增速或为 5.3% 左右，期待峰回路转后的复苏回暖

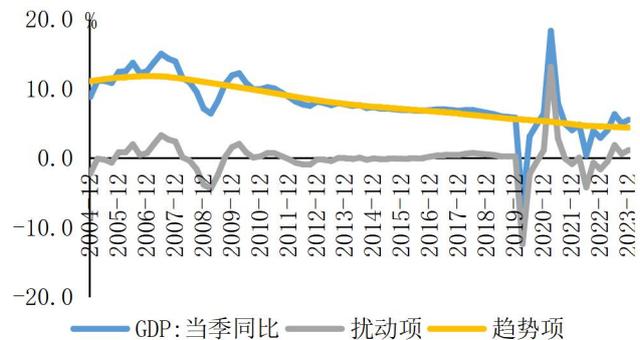
过去三年间，带动经济修复的动能不断转换，2020 年为房地产及出口，2021 年为出口、地产（下半年走弱）及制造业，2022 年为基建和出（已经出现走弱），随着地产、出口的增长拉动相继走弱，2023 年经济增长动能转换为基建、消费及服务业。由于下半年 GDP 规模较之上半年更高，以不变价计算，下半年经济同比只要能够达到 4.8%，就能实现全年 5% 的增速目标。考虑到去年的基数以及下半年稳增长政策的持续发力，我们预计全年经济增速有望达到 5.3% 左右，两年复合增速约为 4.1% 左右，三季度、四季度增速分别为 5% 和 5.5%，同时考虑到潜在增速的下行压力，需要关注中长期增长平台的下移。此外也要看到，微观主体困难仍存，仍存在一定“宏观数据强、微观感受弱”的特征。

图 19：全年 GDP 增速或为 5.3% 左右



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 20：利用趋势分解法估算 GDP 增速图示



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

二、宏观经济运行面临的风险及挑战仍存

二季度经济修复不及预期，下半年稳增长的压力有所加大，且经济修复仍面临多重风险与挑战。一是大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂。二是需求不足对经济修复的制约仍将延续，尤其是通缩的压力或将向资产价格领域传导。三是宏观债务风险处于高位，经济运行中的庞氏融资占比攀升，付息压力突出。四是微观主体信心不足，资产负债表衰退风险依然存在。五是高度关注房地产下行风险及其风险的传导。六是需要注意地方政府的结构性、区域性债务风险。

（一）大国博弈与去全球化浪潮交织，外部环境严峻复杂

中美大国博弈不改，我国高技术领域面临的压力不减。美国拜登政府多次强调“不寻求与中国脱钩”，今年6月、7月美国国务卿与财政部部长先后访华，释放了双边关系趋缓的信号，但美国联合其盟国遏制中国的根本策略并没有改变，特别是对中国高科技产业的围堵力度并未降低。从出口领域来看，虽然新能源相关的产品出口增速较快，特别是上半年“新三样”出口合计增速为61.6%，拉动整体出口增长1.8个百分点，但今年以来我国高新技术产品的整体出口增速持续下滑，1-6月累计同比为-14.1%，为2017年以来的低点，其中有基数原因，也反映了高技术产品出口受到了欧美贸易限制的影响。此外，还需要持续关注美联储货币政策调整变化对我国货币政策空间的制约及对金融市场的外溢影响。

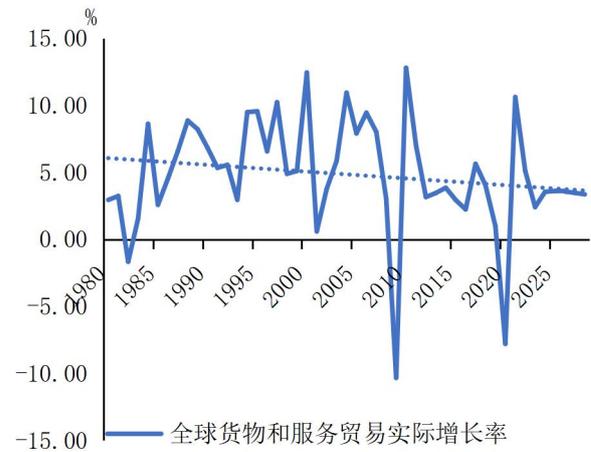
过去推动中国经济增长的全球化红利正在进一步弱化。受大国博弈、俄乌冲突、新冠疫情等多重因素的影响，各国对本国产业链安全性的关注上升，产业链加速向本国内部收敛，叠加美国等西方国家的“脱钩”行为，当前全球化正面临进一步走弱的压力。世贸组织（WTO）预测，2023年全球贸易增长仍将低于平均水平，其中商品贸易量预计将增长1.7%，低于过去12年2.6%的平均增速水平，而且乌克兰危机持续、欧美陷入通胀陷阱、货币政策紧缩以及全球金融市场不确定性的影响或将持续发酵。全球化红利加速弱化，叠加全球经济前景低迷、我国产业链外移加速，中国经济外部需求或持续疲弱，外贸产业所面临的挑战明显加大。

图 21：今年以来我国高技术产品出口持续收缩



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 22：全球贸易增速持续下行



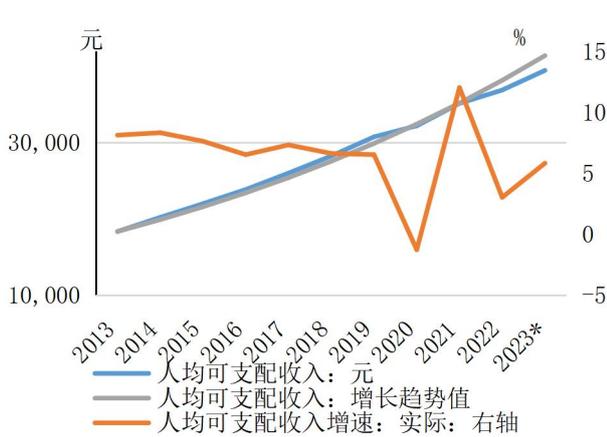
数据来源：wind, 中诚信国际整理

（二）需求不足是经济修复的重要制约，且短期内或较难扭转

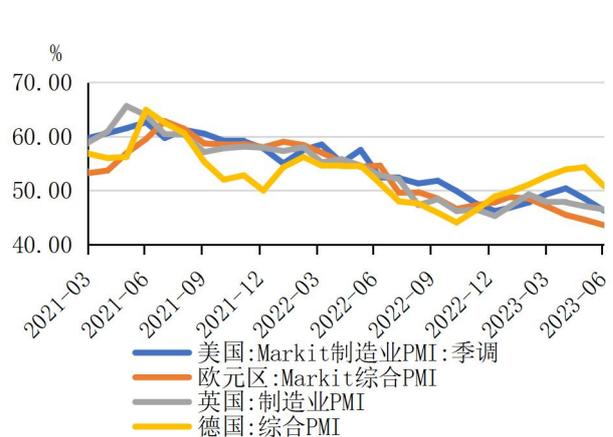
固定资产投资增速、消费增速以及出口增速短期反弹的基础不牢。从投资看，当前三大投资分项的累计同比都呈边际回落，制造业投资除受国内需求影响之外还受到出口的扰动，但欧美经济走弱甚至衰退的压力短期内难以逆转。此外今年以来预算内资金的增速保持在 30% 以上，带动预算内资金占比由去年末的 8.9% 左右上升至今年 5 月的 11.6%，自筹资金增速呈回落态势、5 月累计同比为 -0.9%，自筹资金占比由去年末的 69.7% 回落至 67.3%，或表明企业自发的投资意愿不足，而企业投资意愿的反弹往往依赖于企业利润水平的改善。今年以来信贷投放力度较大，国内贷款增速相较于去年末由负转正，占比由去年末的 10% 上升至 10.6。从消费看，由于消费主要受到收入水平和收入增速的影响，短期来看回暖的难度较大，相比常态情形下的增长水平，居民可支配收入缺口相较常态增长水平，约少增长了 9%。此外，当前就业压力依然较大，特别是青年群体的失业率持续保持在 20% 之上，互联网、金融、房地产以及部分工业企业出现大面积裁员降薪的现象，或对后续的消费回暖形成一定制约。

图 23：居民部门收入缺口尚未弥补

图 24：外需改善的基础薄弱



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



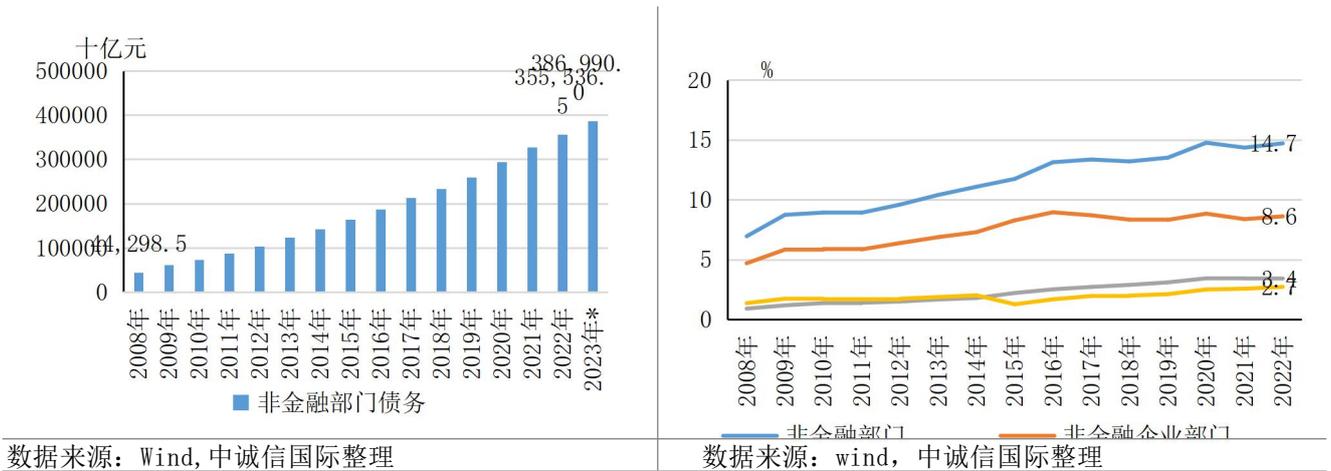
数据来源：wind, 中诚信国际整理

（三）宏观债务风险处于高位、付息压力突出，经济运行中的庞氏融资占比或上升

宏观债务风险将加大经济金融的脆弱性。根据我们测算，截至 2023 年 5 月底非金融部门总债务达到 372 万亿元，杠杆率达到 298.5%，持续处于 2017 年以来的高位水平。从全年来看，我们预计 2023 年宏观债务规模将达到 387 万亿左右，宏观杠杆率约为 289% 左右。巨量的债务对经济运行产生了多方面的压力：其一，加大了债务滚动的压力，假设平均融资成本为 5%，则每年的利息支出占 GDP 的比重达到 14% 以上，占新增社融的比重约为 56%（据 2022 年数据估算），还本付息压力不可忽视；其二，债务压力使得宏观政策稳增长受到一定程度的制约，既要发力稳增长，又要防止政策过度宽松导致债务风险高位快速攀升；其三，需要关注高债务压力下实体部门债务风险向金融部门的传导可能引发的系统性风险压力。此外，由于企业基本面变差以及融资需求变化，经济运行中的庞氏融资占比可能在上升，从而进一步加剧经济金融脆弱性。

图 25：非金融企业部门债务水平高位运行

图 26：高债务水平下付息压力较大



(四) 微观主体信心不足，资产负债表衰退风险依然存在

从居民部门来看，居民部门主动缩表的迹象已经较为明显。住房占我国居民总资产的比例超过 65%，占居民实物资产的比例超过 70%，占居民负债的比例接近 76%，房地产下行带来居民资产的缩水压力，居民资产同比增速由 2020 年的 9.6% 下滑至 2022 年末的 0% 附近，2023 年居民资产增速大概率是负增长。2023 年一季度虽然随着房地产交易边际回暖，居民部门债务增速和杠杆率均有所回升，但二季度以来居民部门杠杆率分别环比下行 0.6%、0.1%。此外，二季度以来居民提前还贷的意愿增强，6 月全国银行间同业拆借中心公布的抵押贷款提前还贷指数（RMBS 条件早偿率指数）已上升至 21.5%，今年上半年居民户新增人民币存款规模 11.9 万亿，相比去年同期多增 1.6 万亿，超额储蓄现象仍存。上述数据与现象表明居民部门出现了一定主动缩表的迹象。

图 27: 居民部门资产增速将为负数

图 28: 居民部门杠杆率环比回落



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: wind, 中诚信国际整理

从企业部门看，企业杠杆率高位回落，企业加杠杆扩表动力仍不足。1-5 月非金融企业部门杠杆率先升后降，与宏观经济走势较为一致；一季度非金融企业部门杠杆率扩张至 176.8%，其中政策推动信贷加大投放，以及居民部门储蓄攀升下银行也主动加大信贷投放，信贷成为企业加杠杆的支撑；4 至 5 月杠杆率边际回落，截至 5 月回落至 175.6%。企业部门特别是民营企业资产增速放缓、杠杆率被动上升。去年以来民营企业的资产增速持续低于负债增速，或表明民营企业的资产端因利润收缩等原因出现受损，而债务压力并未减轻。今年以来私营工业企业的杠杆率加速上升，由去年底的 58.4% 上升至今年 5 月的 60.3%，已经处于有数据统计以来的最高位；国有企业的资产负债率则保持相对稳定。后续既要警惕企业部门过快加杠杆导致债务风险进一步累积，又要防止非金融企业部门过快去杠杆导致“债务-通缩”风险。

图 29: 企业部门杠杆率边际回升

图 30: 民营企业资产负债率被动上行



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



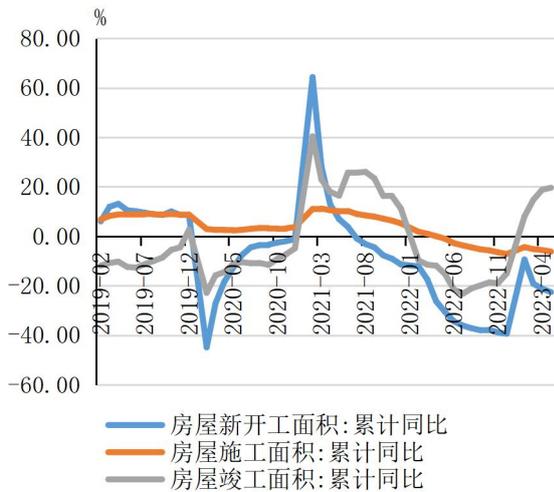
数据来源: wind, 中诚信国际整理

(五) 高度关注房地产下行风险及其风险的传导

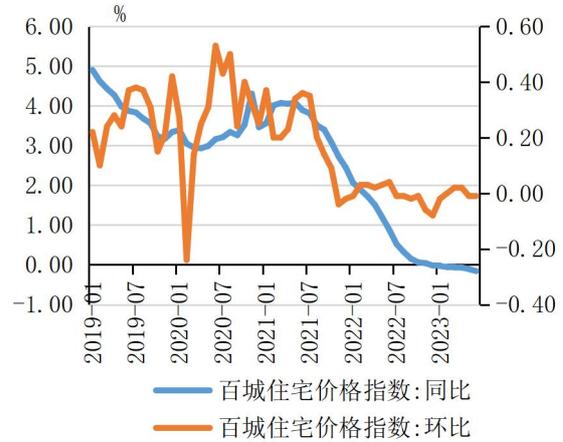
房地产行业正处于深度调整期，底部运行态势持续。与前几轮周期底部不同，受行业深度调整、房地产行业供需变化影响，本轮地产底部运行的态势持续时间或远高于此前。从短期来看，房地产仍处于供需两弱状态，房地产价格下行压力持续存在，今年以来，“保交楼”及部分积压需求释放带来一季度市场修复；进入二季度，政策放松力度不及预期，一些限购限贷限价政策“卡着脖子输氧气”导致居民购房需求释放动能不足，销售进一步走弱并二次探底，在前期积压需求集中释放带动下，一季度百城新房价格止跌企稳；进入二季度，市场恢复节奏有所放缓，住宅均价环比由涨转跌。从中长期看，房地产行业迎来长周期拐点并进入结构调整期，房地产调控政策的调整不会改变这一中长期趋势。

图 31: 房地产市场需求持续下行

图 32: 住宅市场价格持续回落



数据来源: Wind, 中诚信国际整理



数据来源: wind, 中诚信国际整理

(六) 关注地方政府的结构性、区域性债务风险

整体看，地方政府债务风险总体可控但压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。对于结构性和区域性问题需关注四方面问题。其一，地方债务结构与政府财力存在错配。目前地方债务中专项债务占比超 60%，对应的政府性基金收入占广义财政收入的比重近年来最高仅 47%且不断回落。其二，成本与收益、现金流与期限错配，导致地方“债务-资产”转化不足。以专项债为例，目前所投项目七成以上项目本息覆盖倍数低于 2 倍，同时资金闲置、资金挪用现象持续存在，地方政府举债投资越来越难及时形成优质的资产及持续的现金流。其三，“控增化存”推进下隐债增速波动下行，风险有所缓释但仍较突出。在当前土地财政弱化的背景下，流动性不足、融资循环不畅等加大了地方融资平台的债务风险敞口。其四，区域风险分化加剧，部分省份风险进一步凸显。

图 33: 地方政府债务率处于高位

图 34: 地方债付息压力仍存



数据来源：Wind, 中诚信国际宏观债务数据库



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、政策环境与政策建议

当前经济运行已经进入修复关键期、风险高发期和政策发力窗口期，在经济由“冷”向常态化发展过程中，居民和企业或存在一定的退缩心态，民营经济动力不足，需要也必须由政府发挥作用，加快经济从恢复性修复向资产负债表修复转变。但同时也需要做好稳增长与防风险的平衡，避免政策用力过猛、成本过高引发新的风险。

（一）宏观政策应加强整体统筹和预期引导，避免调控的碎片化、运动化

宏观经济政策立足于实现中国经济全面修复，着眼于推动中长期增长动能转换，因此宏观政策需要加强整体统筹。当前经济下行短期压力和中长期潜在增速下行叠加，需要进一步加强预期引导，不仅要释放短期内的稳增长信号，尽快扭转信心不足与预期偏弱的状况，还要在中期内坚持 GDP 考核，激励各地发掘增长潜力。调控的碎片化和运动化不仅容易带来政策效果的超调，也不利于稳定预期的形成。

（二）稳增长政策或加码提速，以财政政策为主推动需求好转

财政政策将延续加力提效取向以托底经济。二季度经济增速不及预期，虽实现全年 5% 的增速目标压力不大，但低基数下的较高经济增速与微观主体困难仍存之间有所落差，逆周期政策仍需要托底经济、呵护信心，进一步推动实现资产负债表的修复。居民与企业扩表意愿不足之下货币政策的作用或相对有限，财政政策将持续发挥稳增长作用，延续加力提效的总体基调。下半年专项债发行节奏或有所提速，并加大财政增量资金的落地，包括政策性开发性金融工具、盘活专项债限额、设备更新再贷款等，继续支持基建项目加快形成实物工作量。减税降费政策突出精准性与针对性，发挥助

企纾困的作用。财政政策空间依然充足，若下半年经济运行不及预期，调高财政赤字率、中央政府加杠杆等政策也有可能出台。此外，建议财政政策加强与其他政策的配合与协调，比如促消费、促投资政策，以及重点行业的产业政策。

稳健货币政策坚持灵活适度取向，与积极财政政策的实施形成时间和空间上的配合，更好地发挥预期引导作用和政策乘数效应。推动实体经济融资成本下行是货币政策的重要目标之一，如果经济修复迟迟不及预期，降准、降息政策的操作或再次落地，且操作力度可能加大。

（三）妥善引导房地产转型，避免房价下行引发资产负债表衰退

地产行业低迷从多方面制约经济复苏。其一，住房作为居民资产负债表中占比最高的资产，房价下跌会导致资产缩水，资产负债表质量进一步恶化，居民消费和投资的意愿与能力同时下降，进而拖累经济增长；其二，房地产行业局部资产泡沫破裂，会通过“房地产市场下行预期——房地产价格大幅下跌——抵押品价值大幅缩水——信贷资产质量明显恶化——不良率及债务风险上行——金融体系风险”的链条向金融系统传导，最终导致系统性的金融风险；其三，地方政府性基金收入80%以上来自于与房地产密切相关的国有土地出让权收入，土地资产价格或土地出让收入大幅下行都将加剧区域财政收支压力，或推升地方政府债务风险；其四，房地产行业产业规模大、涉及产业链条长，其风险通过产业链传递至建筑等相关行业，行业衍生风险加剧上扬。

中长期看，房地产行业已进入周期性拐点阶段，但行业下行速度过快对经济损伤较大，短期内仍需加大力度稳预期、稳地产、稳房价，恢复房地产市场信心。建议因城施策用足用好政策工具箱，可通过在核心一二线城市推行取消限购限贷条件、降低首付比例、下调存量房贷利率、提高公积金贷款额度、放松落户限制、加大人才引进等政策，进一步释放刚性购房需求和改善性需求。

（四）短期与中长期措施相结合，在增长中化解地方债务问题

短期看，一方面需把握经济增长与政府债务的关系，基于资产负债视角合理控制增量，并进一步优化债务结构、提升效率。我国中央政府杠杆率较低，且不是政府部门加杠杆主体，可适当提高国债占比、降低举债成本；同时，优化一般债和专项债结构，并用好用足专项债，加快项目储备、合理拓宽用途、提高资本金比例，更好发挥稳增长作用。另一方面，稳妥推进存量债务化解，因地制宜发挥资源优势。第一，从

三个途径加大“以时间换空间”力度。一是以建制县为抓手加快重启再融资地方债置换（额度空间 2.59 万亿）；二是鼓励优质银行等金融机构参与债务置换重组（额度空间 6-10 万亿），并探索加大政策支持、资金支持的具体方式；三是研究新一轮中央政府加杠杆的大规模分类置换的可行性，对于纯粹提供公共产品产生的债务，可借助中央政府发行（特别）国债进行更低息、长期的置换。第二，加快建立地方政府偿债备付金制度，并基于显隐性债务“合并监管”的思路，研究偿债备付金用于化债的可行性。第三，加大 REITs 盘活存量资产力度，降低对债务融资依赖，并适当放宽对净回收资金的使用限制，利用回收资金加大化债力度。第四，用好用足国企资源，合理推进上市国企股权划转，鼓励债务风险偏高地区设立信用保障基金、债务化解基金等稳妥化债。第五，以国企改革为契机加速融资平台转型，提升信用资质、增强再融资能力，助力债务化解。

中长期看，要持续深化财税体制改革，加快推进省以下财政体制改革，从源头解决地方债务问题，与此同时，推进深层次机制改革，构建地方政府债务管理长效机制。

（五）加大结构性改革推动产业升级与消费升级的力度

坚持通过供给侧结构性改革推动产业升级，发挥超大规模市场优势以及高技术制造业的辐射带动作用。以云计算、大数据、物联网、工业互联网、区块链、人工智能、虚拟现实和增强现实等重点数字经济行业为例，不仅本身具有较大的投资需求，还在家电、汽车等制造行业升级领域具有较大潜力，并且可以较好的改善居民部门的生活、居住与出行水平。

坚持通过供给侧结构性改革推动消费升级，在养老、医疗、文娱等短板领域增加高质量供给引导消费。我们测算近年来中国的消费乘数（3.5）显著大于投资乘数（1.6），多年来的经济增长已经解决了居民消费“有没有”的问题，但消费“好不好”的问题还存在较大短板，消费乘数对于经济增长的作用并没有得到充分释放。从短期来看，建议通过发行特别国债以向居民发放现金补贴，或者向居民发放时效一年期的数字货币，帮助居民提振消费信心。从中长期来看，应当加大力度调节国民收入的分配结构和居民部门内部的收入结构，提高居民部门在初次收入分配中的占比，并稳妥的缓解当前收入差距过大的问题。

（六）短期稳经济与中长期调整相结合，促进全要素生产率的提升

全要素生产率的提升可以有效对冲潜在增速的下行。通过加快建设现代产业体系，促进先进制造业群的形成，发挥区域增长极的带动作用，充分利用好国际与国内两个市场，利用国内大循环吸引海外资源，加大科技创新力度，提升科创要素的作用等途径和举措，尽快提升我国的全要素生产率。

四、上半年各类资产表现分化，避险资产后续表现或占优

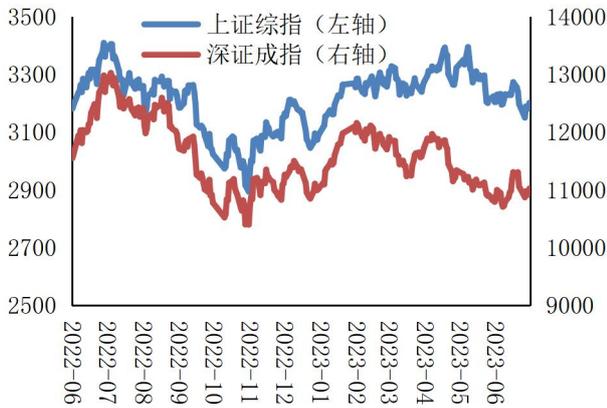
上半年，国外环境趋于复杂，经济仍面临下行压力，地缘政治冲突持续；国内经济边际修复，但修复基础尚不稳固，在此背景下，各类资产表现分化，债券、黄金等避险资产涨幅相对较高。后续看，经济修复仍面临需求不足等问题，股票市场整体上涨概率不大，但结构性机会仍存，建议关注成长性板块。同时，经济修复基础尚不稳固下，债市表现或相对较好，可择机增配。此外，海外经济仍有下行压力，大宗商品整体上行概率或较小，但避险性情绪升温下黄金仍具备配置价值。因此，我们认为，后续避险资产整体表现或由于风险资产，建议重点关注债券、黄金。

（一）大类资产回顾：经济修复仍面临一定挑战，避险资产表现较好

上半年，国内经济呈恢复性增长态势，但仍面临需求不足等问题；国外环境趋于复杂，经济仍面临下行压力，地缘政治冲突持续。在此背景下，避险资产表现较好，债券、黄金等涨幅相对较高。分类别看，上半年股票市场整体呈先涨后跌走势，上证综指、深证成指有所上涨，涨幅分别为 3.65%、0.1%；创业板指有所下跌，跌幅为 5.61%。年初在经济修复预期增强，上证综指涨幅较高；2-3 月上证综指进入调整期，整体呈区间波动走势；4 月后在经济修复边际放缓下，上证综指波动下行、且波动幅度有所加大。从资金流动看，一季度北向资金大幅流入、净流入规模约 1860 亿元，二季度北向资金净流入规模由正转负、小幅净流出 27 亿元。从市场风格看，小盘指数有所上涨、涨幅为 6.7%，整体表现优于中盘及大盘指数。债券市场表现较好，收益率整体呈先上后下走势，3 月之后下行明显，经济修复承压、信贷投放边际放缓下流动性较为宽松以及降准降息等宽松政策落地等是驱动收益率下行的主要因素。截至 6 月 30 日，10 年期国债收益率为 2.6351%，较去年末下行 18.54BP。从中枢看，上半年 10 年期国债收益率中枢为 2.81%，较去年同期小幅上行 2.44BP，其中二季度中枢低于一季度，下行 14.87BP 至 2.74%。大宗商品整体表现不佳，上半年商品指数跌幅超 7%；其中化工、有色等周期性指数跌幅相对较高，分别下跌 14.6%、11.8%；但同

时，在海外银行风险事件发酵、全球经济下行压力较大以及地缘政治冲突持续下，市场避险性情绪有所升温，贵金属指数表现较好，涨幅超过 8%。

图 35：股票市场走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 36：10 年期国债收益率走势



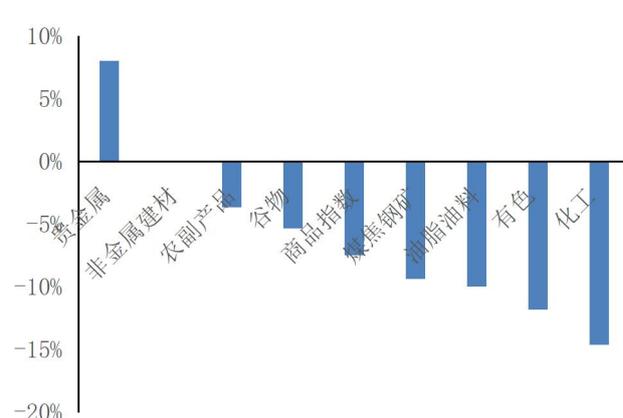
数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 37：上半年商品指数走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

图 38：Wind 商品分类指数涨跌幅（上半年）



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

（二）经济修复承压避险情绪或升温，建议关注债券及黄金

海外环境趋于复杂，国内经济修复承压，避险资产表现或相对较好，建议关注债券及黄金。经济修复仍面临需求不足、出口疲软、微观主体预期偏弱等因素制约，在此背景下，股票市场持续上行基础较弱，趋势性机会或不大，上证综指或主要位于 3100-3300 点位区间波动。从结构层面看，经济修复基础尚不稳固下，传统周期行业盈利空间或相对有限，建议关注成长类板块、表现或相对较好。从债券市场看，货币政策坚持以我为主、国债收益率对中美利差反应有所钝化下，收益率走势或仍聚焦国内因素影响：考虑到后续经济修复基础尚不稳固、仍面临一定挑战，收益率持续上行动力不足，叠加降准降息可能性仍存、流动性保持合理充裕，下半年 10 年期国债收益

率中枢或低于上半年、位于2.6%-2.65%之间。信用债方面，经济修复仍面临需求不足等挑战下，部分企业经营仍面临一定压力，盈利改善依然受到诸多制约，尾部风险释放压力仍存。从大宗商品看，6月美联储暂停加息，但鲍威尔会后鹰派发言或表明后续仍有加息可能，叠加全球经济趋弱态势依然不改，需求面临较大不确定性，大宗商品整体上行可能性或较小。原油方面，伴随OPEC+减产持续，原油或存在阶段性供需缺口，从而带动价格上涨；但受制于经济下行压力，持续上行概率不大，或呈区间波动走势。黄金方面，若后续美联储加息，或在短期内对黄金价格形成一定扰动，但全球央行持续购金或仍对长期金价形成一定支撑，根据世界黄金协会近期发布的数据，除土耳其、德国等部分国家外，5月全球央行仍在买入黄金；叠加全球经济下行压力、地缘政治冲突下市场避险性情绪升温，黄金或仍有上涨空间。整体而言，经济修复仍面临需求不足等问题，股票市场整体上涨概率不大，但结构性机会仍存，建议关注成长性板块。同时，经济修复基础尚不稳固下，债市表现或相对较好，可适当增配。此外，海外经济仍有下行压力，大宗商品整体上行概率或较小，但避险性情绪升温下黄金仍具备配置价值。因此，我们认为，后续避险资产整体表现或由于风险资产，建议重点关注债券、黄金。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>