

# 中国经济开始修复，政策效果仍待观察

## 8月宏观经济展望

7月制造业 PMI 回升，宏观经济开始呈现出修复迹象，关注下半年 PPI-CPI 剪刀差见底回升以及出口的修复。宏观政策预计力度偏温和。随着宏观经济的修复和政策的陆续出台，风险资产价格预计短期获得提振。

- 7月制造业 PMI 小幅回升至 49.3，连续第二个月回升。7月下旬以来，花旗助攻经济意外指数同样有所回升。进入 7 月，中国经济数据开始显示出修复迹象。
- 下半年宏观经济修复的主要原因一是来自基数较低，二是来自 6 月中旬以来政策不断出台对经济的正面影响。其中值得关注的，一是 PPI-CPI 剪刀差的见底回升对企业盈利的正面影响，二是外需好于预期背景下出口修复的可能性。
- 7月 24 日政治局会议就此前市场关心的地产、地方政府债务、就业等问题明确给出了回应，对市场信心起到了切实的提振。会议对政策的具体表述则延续了前期的政策导向。政治局会议前后，宏观政策密集出台。概括起来，已出台的政策大致可以分为以下几类：基建、地产相关（地产融资、城中村改造、老旧小区改造、存量房贷利率调整），消费相关（汽车、家居、电子产品等大宗消费），民企及民间投资，减税降费等。总体上，政策仍以提振信心，激发经济内生动力为主，力度偏温和。
- **风险提示：**政策力度不及预期，地产修复程度不及预期，海外需求复苏不及预期

### 相关研究报告

《规避主动股基“规模扩张效应”的基金优选策略》20230804

《如何看待美债收益率走高》20230804

《公募基金市场月度跟踪》20230804

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

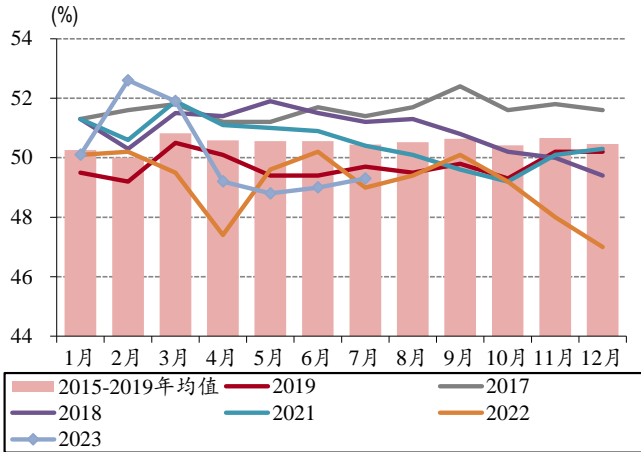
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 中国7月经济数据开始显示出修复迹象

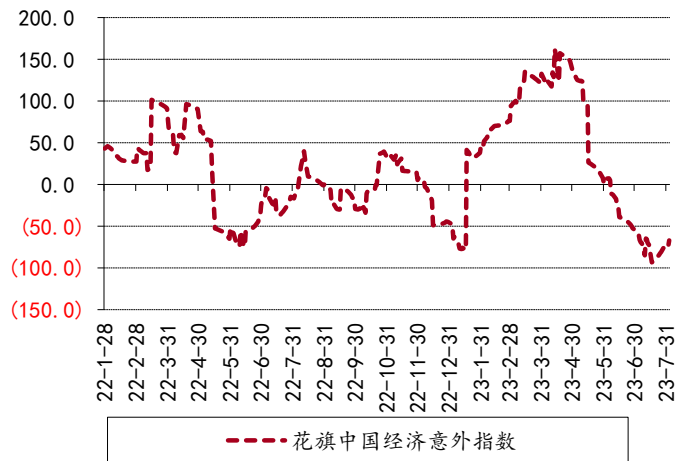
尽管7月经济数据尚未公布,但已公布的7月制造业PMI再次小幅回升至49.3,连续第二个月回升。同时,7月下旬以来,花旗助攻经济意外指数同样有所回升。总体看,正如我们上月的判断,年内中国经济数据的底部已经出现,进入7月,中国经济数据开始显示出修复迹象。

图表 1. 6月制造业PMI小幅回升但仍在历史低位



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 7月下旬以来花旗中国经济意外指数有所回升

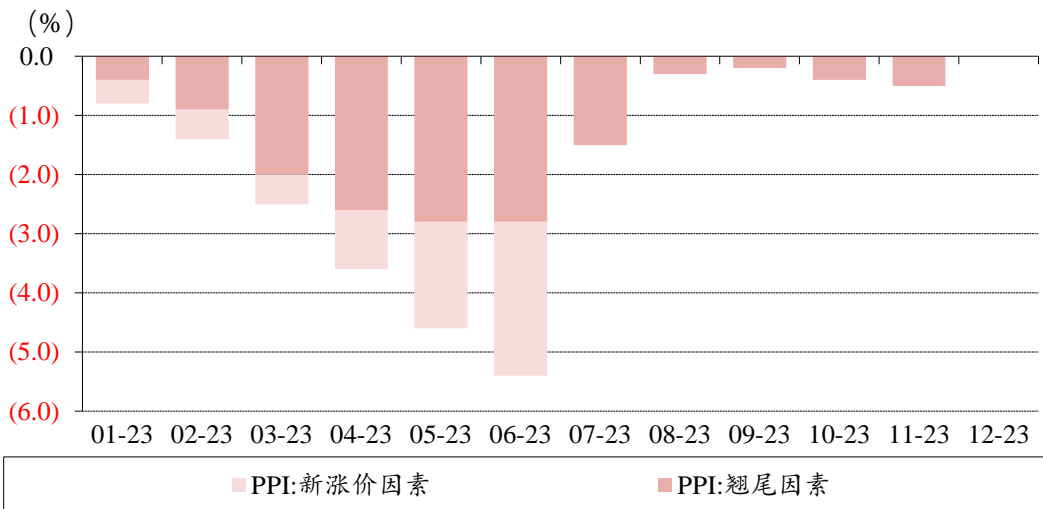


资料来源: Wind, 中银证券

如我们上月所指出的,下半年宏观经济修复的主要原因一是来自基数较低,二是来自6月中旬以来政策不断出台对经济的正面影响。其中值得关注的,一是PPI-CPI剪刀差的见底回升,二是出口修复的可能性。

2023年6月PPI同比下降5.4%,其中翘尾因素为-2.8%,新涨价因素为-2.6%。7月起,翘尾因素对PPI的影响逐步减弱,因此PPI降幅同比收窄是大概率事件。与此同时,CPI预计仍将维持低位徘徊。相应的,PPI-CPI剪刀差自7月起逐步回升也是大概率事件。

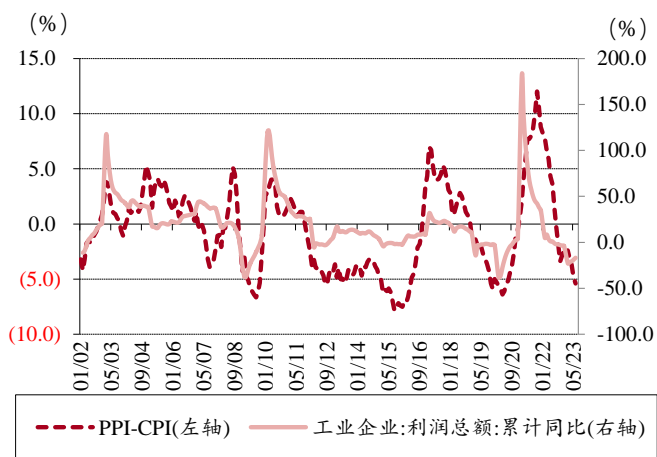
图表 3. 7月起翘尾因素对PPI影响逐步减弱



资料来源: Wind, 中银证券

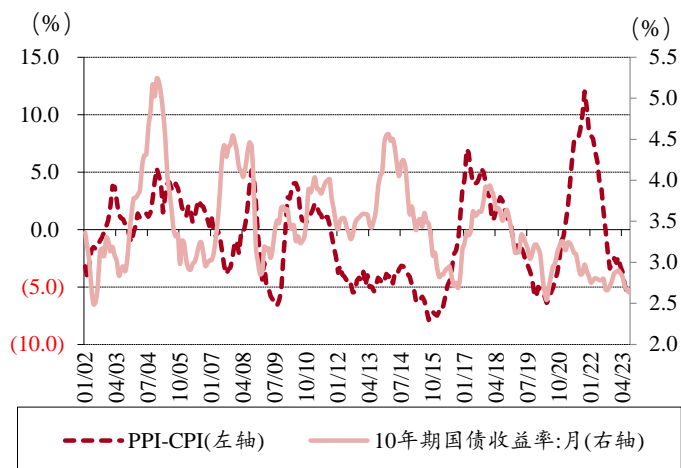
从历史数据看,PPI-CPI剪刀差的回升往往伴随着企业盈利的修复以及10年期国债收益率的上行。其背后的逻辑不难理解:CPI作为消费者价格指数,与工资成本密切相关,因此PPI-CPI一定程度上可以视为企业盈利空间的指标。而当企业盈利修复时,投资意愿也将有所上行,基本面的改善进而驱动10年期国债收益率上行。

图表 4. PPI-CPI 剪刀差见底回升伴随着企业盈利的修复



资料来源: Wind, 中银证券

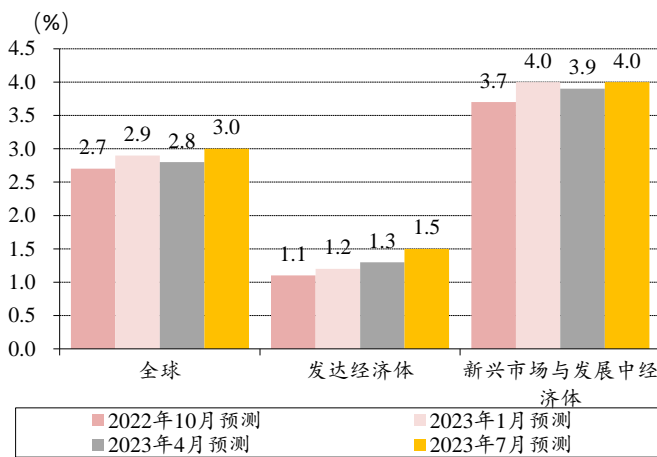
图表 5. PPI-CPI 剪刀差见底回升时往往国债收益率上行



资料来源: Wind, 中银证券

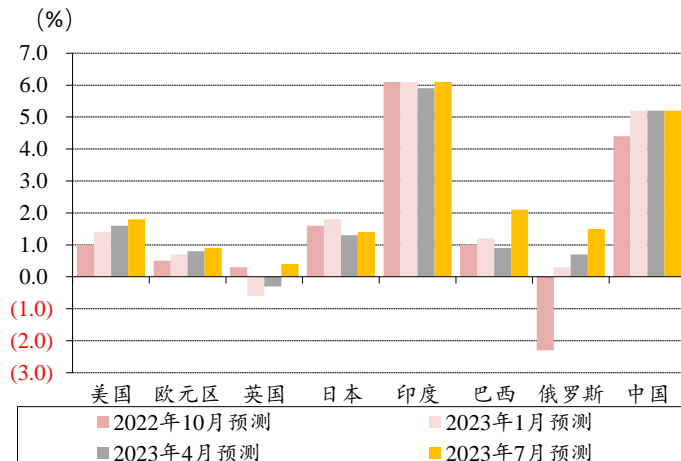
除了 PPI-CPI 剪刀差回升带来的企业盈利修复, 我们再次强调出口修复的可能性。7 月, IMF 上调了对 2023 年全球经济增长的预期, 将全球增长预期自 4 月的 2.8% 上调至 3.0%, 其中发达经济体增长预期自 1.3% 上调至 1.5%, 新兴市场与发展中经济体增速自 3.9% 上调至 4.0%。从主要经济体看, 多数经济体 2023 年增速均较 4 月有不同程度上调, 如美国增速自 1.6% 上调至 1.8%, 欧元区增速自 0.8% 上调至 0.9%, 英国增速自下降 0.3% 变为增长 0.4%, 日本增速自 1.3% 上调至 1.4%, 印度增速自 5.9% 上调至 6.1%, 巴西增速自 0.9% 上调至 2.1%, 俄罗斯增速自 0.7% 上调至 1.5%。

图表 6. IMF 上调 2023 年全球增长预期



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 多数经济体增速均有上调



资料来源: Wind, 中银证券

全球经济增长的改善意味着外需修复的可能性上升。我们此前所预判的出口“N”形复苏预计将从 7 月开始启动向上修复的过程。我们预计, 三季度出口增速将逐步震荡回升, 四季度因基数较低, 预计出口增速将有较为明显的改善。全年美元计价的出口小幅正增长。

## 宏观政策的权衡与选择

在经济修复的同时, 宏观政策持续出台。

7 月 24 日政治局会议就此前市场关心的地产、地方政府债务、就业等问题明确给出了回应, 指出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 适时调整优化房地产政策”; “有效防范化解地方债务风险, 制定实施一揽子化债方案”; “把稳就业提高到战略高度通盘考虑”, 对市场信心起到了切实的提振。

不过，从会议对政策的具体表述看，延续了前期的政策导向。会议继续强调“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展”；“更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用，要制定出台促进民间投资的政策措施”。总体上，政策力度依然偏温和。

政治局会议前后，宏观政策密集出台。此外，发改委、央行等部门陆续召开民营企业座谈会，提振民企信心。概括起来，已出台的政策大致可以分为以下几类：基建、地产相关（地产融资、城中村改造、老旧小区改造、存量房贷利率调整），消费相关（汽车、家居、电子产品等大宗消费），民企及民间投资，减税降费等。总体上，政策仍以提振信心，激发经济内生动力为主，力度偏温和。

图表 8.7 月以来相关政策一览

时间	机构	内容
7月10日	央行、金管总局	中国人民银行 国家金融监督管理总局关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知
7月12日	商务部等 13 部门	商务部等 13 部门关于促进家居消费若干措施的通知（商消费发〔2023〕146号）
7月14日	国务院常务会议	审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》
7月14日	国务院常务会议	审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》
7月19日	中共中央、国务院	中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见
7月19日	住房和城乡建设部等 7 部门	《关于扎实推进 2023 年城镇老旧小区改造工作的通知》
7月20日	发改委等 13 部门	《关于促进汽车消费的若干措施》的通知（发改就业〔2023〕1017号）
7月20日	发改委等 7 部门	《关于促进电子产品消费的若干措施》的通知（发改就业〔2023〕1019号）
7月21日	国务院常务会议	审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》
7月24日	发改委	《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》
7月31日	国务院常务会议	学习贯彻习近平总书记关于当前经济形势和经济工作的重要讲话精神，研究有关到期阶段性政策的后续安排
7月31日	发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》
8月1日	央行、外管局下半年工作会议	保持流动性合理充裕，促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降；加强宏观审慎管理和预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定；因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率
8月2日至4日	财政部、税务总局	支持小微企业和个体工商户的 10 项税费优惠政策

资料来源：中国政府网，发改委网站，央行网站，财政部网站，中银证券

如我们此前所强调的，对于 2023 年 5% 左右的增长目标，实现难度并不突出，因此，政策一方面强调“加强逆周期调节和政策储备”，一方面在实际落地的政策方向上更注重激发经济内生动力并不难理解。此外，中国经济转型升级过程中面对的中长期结构性问题始终存在，近年来外部环境的变化也使得国家安全等问题更加突出，因此，宏观政策始终面临着在中长期目标和短期问题、经济问题和非经济问题之间的权衡与选择。在更为强调宏观经济“质的有效提升和量的合理增长”的背景下，对逆周期刺激政策不宜寄望过高。

我们对 7 月以及全年经济数据的预测见图 9。

我们判断，7 月工业生产与固定资产投资均较 6 月有小幅回升；社会消费品零售总额在基数影响下，同比增速再度明显上行；贸易仍在萎缩，但出口和进口降幅预计均有所收窄；CPI 短期进入负值区间，PPI 降幅开始明显收窄；M2 增速继续回落，社融存量增速小幅回升。总体上，7 月数据呈现出宏观经济开始逐渐修复的迹象。随着宏观经济的修复和政策的陆续出台，风险资产价格预计短期获得提振。

图表 9. 2023 年 7 月经济数据预测

指标	7 月预测值	上期值	2023 年预测值
工业增加值同比 (%)	4.5	4.4	4.7
固定资产投资累计同比 (%)	4.1	3.8	4.9
社会消费品零售总额同比 (%)	10.8	3.1	10.6
出口 (美元) 同比 (%)	(4.3)	(12.4)	2.1
进口 (美元) 同比 (%)	(1.5)	(6.8)	(2.7)
CPI 同比 (%)	(0.3)	0	0.5
PPI 同比 (%)	(5.4)	(3.8)	(2.4)
M2 同比 (%)	11.1	11.3	10.8
新增信贷 (亿元)	12500	30500	—
新增社融 (亿元)	15600	42241	—
社融存量增速 (%)	9.2	9.0	10.4

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，海外需求复苏不及预期



## 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，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