

宏观点评 20230806

经济“放开 2.0”，这次有何不同？

2023 年 08 月 06 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《7 月非农：美国失业率高升还有戏吗？》

2023-08-05

《地产放松“鸣哨”，哪些城市可能“领跑”？》

2023-08-02

■ 从放开疫情到松绑地产，我们进入“放开”主线的 2.0 版本。2022 年 11 月 10 日，政治局常务委员会会议要求优化疫情防控工作，拉开了“放开 1.0”交易的序幕（图 1）。2023 年 7 月 24 日，政治局会议不提“房住不炒”，我们认为这意味着从去年第四季度以来“放开”主线进入 2.0 阶段（图 2）。那么这次有何异同？

■ 我们认为“放开 1.0”下的政策和市场变化的路径可以作为未来演绎的重要参考，从我们总结的政策转向的“五阶段”模式看，对于今年年内市场的表现我们持乐观态度，但是可能至少要经历两段波折。结合对国内经济政策，国外环境和外资情绪的分析，我们认为与“放开 1.0”相比，“放开 2.0”下，当前的经济基本面相对更好+经济预期下滑得更快，这意味着权益市场前期（政策转向的阶段 1 和 3）行情的弹性会更大，但后续的市场力度则有赖于政策的力度、效果以及海外市场的配合。不过从货币政策的预期和外资的表现来看，本轮债券收益率的反弹很可能会不如“放开 1.0”阶段。

■ “放开 1.0”，政策和市场节奏可能真的有迹可循。2022 年疫情防控政策的转向节奏以及市场的反映对于本轮地产政策的变化有一定的参考意义，如图 3 所示，我们总结了一个政策转向的“五阶段”模式，典型的可以分为“中央表态”——“央地协调”——“中央再表态、政策加速”——“政策初期效果有限”——“政策效果（可能）超预期”五个阶段，对应的市场的情绪会经历“乐观”——“疑虑”——“谨慎乐观”——“担忧”——“乐观”五个时期。

以 2022 年第四季度疫情政策转向为例，11 月 10 日中央政治局常委会会议，部署进一步优化防控工作二十条措施正式拉开转向序幕，不过尽管 11 月 11 日国务院联防联控机制发布防疫优化二十条，部分地区依旧出现疫情防控偏严的情况。11 月 29 日浙江宣传公众号撰文《“人民至上”不是“防疫至上”》再次引发热议，标志着政策转向进入第三阶段，随后 12 月 7 日国务院联防联控机制发布“新十条”，不再强调“动态清零”。此后疫情进入快速扩散阶段，经济活性迅速下降、医疗资源可能面临挤兑的担忧上升。2023 年 1 月则逐步进入第五阶段，阳达峰的速度快于预期，而其对于经济的负面影响却没有市场预期得那么悲观。

以“地产松绑”为代表的“放开 2.0”，方向向好，但过程难免波折。我们在之前的报告中已经说明本次房地产政策定调的变化并非权宜之计，而是面临供需关系新形势下方向性的变化。不过政策总是存在惯性，政策的转向也往往会遭遇一定的波折，比如中央和地方（尤其是部分重点城市）在政策推进的节奏和力度上还有协调的空间（“央地协调”），比如政策推出的初期效果可能并不是那么明显，这些都会使得市场出现阶段性的犹豫。因此，“放开 2.0”下的市场行情可能与去年“放开 1.0”下类似，方向是向好的，但是期间至少会面临两段波折。

■ 当然除了上述政策主线的线索，我们认为至少还可以从以下四个细节方面去对比两个时期的异同：

■ 首先，从经济上看都是预期要明显强于现实，不过与“放开 1.0”相比，本轮的特点在于现实相对更强，但前期预期下滑得相对更快。2022 年 11 月尽管有“放开”的积极预期，但是对于经济更现实的挑战是疫情放开、扩散加速而带来的经济继续触底，相较而言，当前主动去库存即将结束的叙事以及海外衰退风险的下降将带来制造业逐步企稳，PMI 继续刷新年内新低的可能性不大，当然这也意味着未来经济反弹的相对幅度会不如之前。

此外，从前期经济预期下滑的速度看，今年要更快。如图 5 所示，对比 2022 年 11 月初和 2023 年 7 月底，在之前约两个月的时间内，前者市场对 2023 年 GDP 增速的预测下调了 0.4 个百分点，而后者则下调了 0.5 个百分点（而且后续短期内还有可能进一步下调）。现实更强+经济预期

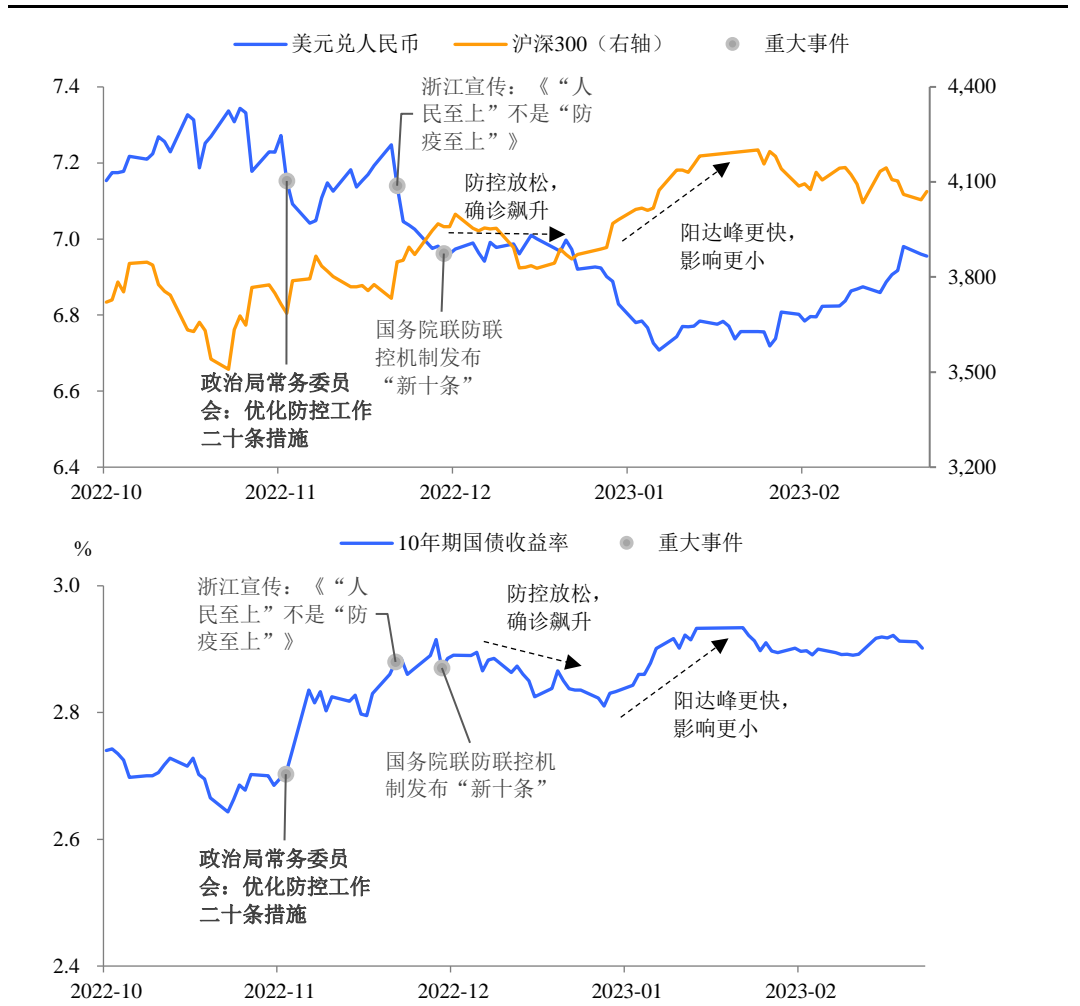
下滑更快，意味着在政策转向的前期，市场（尤其是权益市场）的弹性会更大。

- **其次，从国内配套政策上，货币政策发力是共同点，今年的力度可能会更大。**2022年11月扩大民企债券融资支持工具“第二支箭”和金融支持地产16条相继出台，此外央行还在11月底宣布降准。无独有偶，今年7至8月央行等部门部分续作了16条，而且积极推进民企融资“第二支箭”扩容增量。除此之外，今年第三季度降准的可能性较大，而第四季度继续降息的空间也仍存在。
- **第三，从海外的背景看，又是“似曾相识”的味道，等待下一个“硅谷银行”。**这主要体现在美联储政策和美国利率市场上——关键数据开始不及预期，暗示政策节奏变化；长端美债利率大涨、站上4%，金融体系压力上升。2022年11月和12月公布的CPI连续不及预期，这是2020年5月以来首次出现，随后在2022年12月将单次加息的幅度由50bp下调为25bp；类似的是，新增非农就业在连续14个月超预期之后，在2023年7月和8月（数据公布的时间）均出现不及预期的情况，这虽然不是美联储停止加息的充分理由，但至少意味着美联储紧缩的节奏会继续放缓——可能停止加息，也可能变成“两次会议加一次”。

从去年开始10年期美债收益率快速上涨破“4%”似乎总会捅出金融市场的“幺蛾子”。如图8所示，从去年11月的FTX破产，到今年3月的硅谷银行破产，再到7月Heartland Tri-State银行破产（规模偏小，影响有限）。我们可以看出在当前的特殊周期中，更有可能导致美联储政策阶段性转向的是金融体系的负反馈机制（金融机构出现“暴雷”），而不是经济的负反馈机制（就业、通胀下降）。2023年8月以来，10年期美债收益率再次持续站上4%，谁会是下一个“硅谷银行”，我们拭目以待。而无论美联储放缓紧缩、还是美国金融体系暴雷对于中国股市和债市都是好消息。

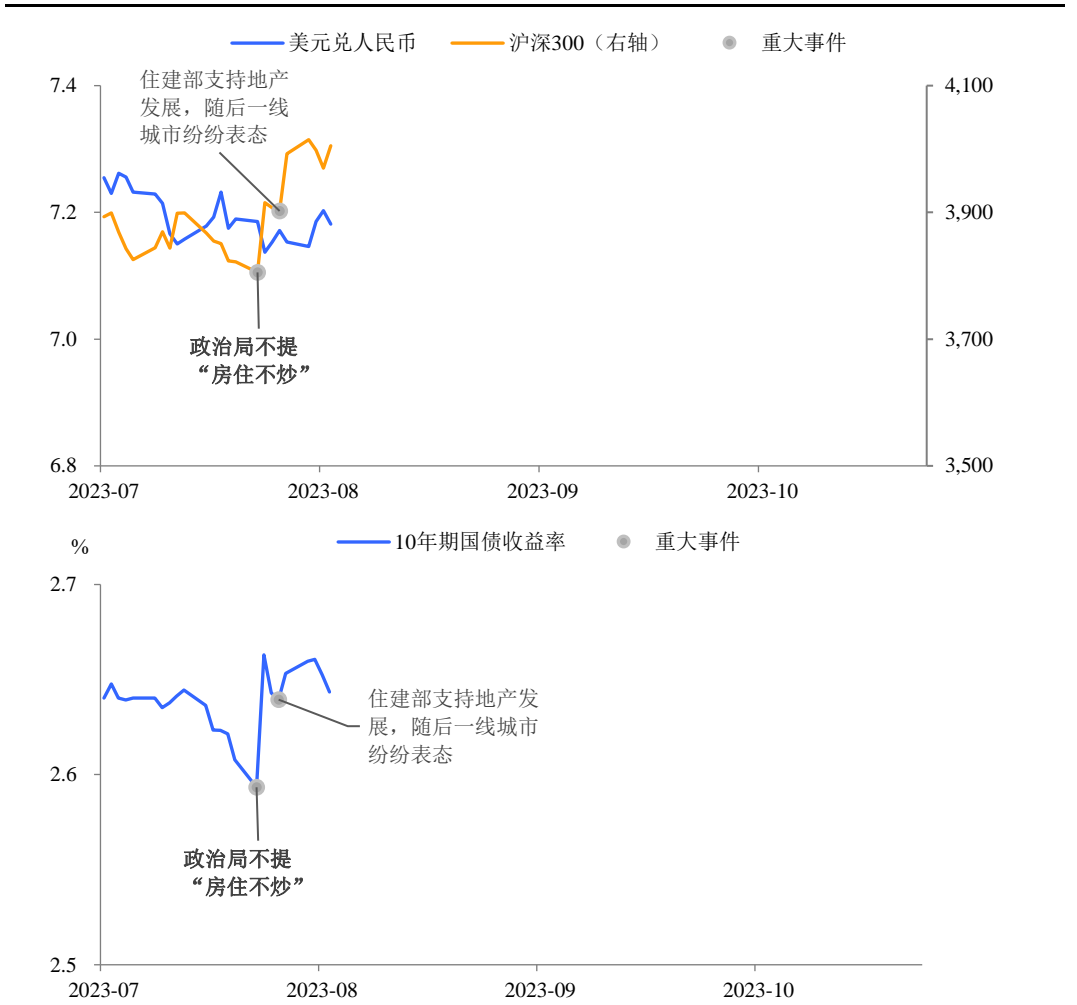
- **第四，从外资上看，观望情绪相对更浓：权益市场转向乐观但利率市场则更加谨慎。**如图9至11所示，我们通常认为如果外资在权益和利率市场都看多中国，则预期和情绪是更加乐观的，这就是2022年11月拉开疫情放开序幕后的情形，集中体现在沪、深股通外资流入由负明显转正，离岸利率互换价格明显上升、且较在岸利率互换的价差转正（一般而言这一价差多数为负值，因为海外机构对于中国经济的观点往往会比境内的机构更悲观一些），而今年7月以来股债出现了一定的分化：权益方面，7月政治局会议之前，外资就出现了一定的“抢跑”，而会议后中国相关股指的表现冠绝全球主要市场。不过利率方面，外资做多中国的动作则比2022年11月弱不少，而这是上一轮利率反弹的重要导火索。
- **总结而言，我们认为本轮以地产松绑为代表的政策出台标志经济放开2.0版本拉开序幕。**与疫情管控放松为代表的放开1.0相比，“放开2.0”下，当前的经济基本面相对更好 + 经济预期下滑得更快，这意味着权益市场前期（政策转向的阶段1和3）行情的弹性会更大，后续的行情力度则有赖于政策的力度、效果以及海外市场的配合。板块方面，放开交易带来的顺周期行情并不一定会导致TMT等成长板块垫底，相较而言防御、避险属性强的板块可能更受损（图12）。不过，从货币政策的预期和外资的表现来看，本轮债券收益率的反弹会明显不如“放开1.0”阶段。
- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济超预期陷入衰退，拖累我国出口；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

图1：放开 1.0 下的股债汇资产的走势和变化



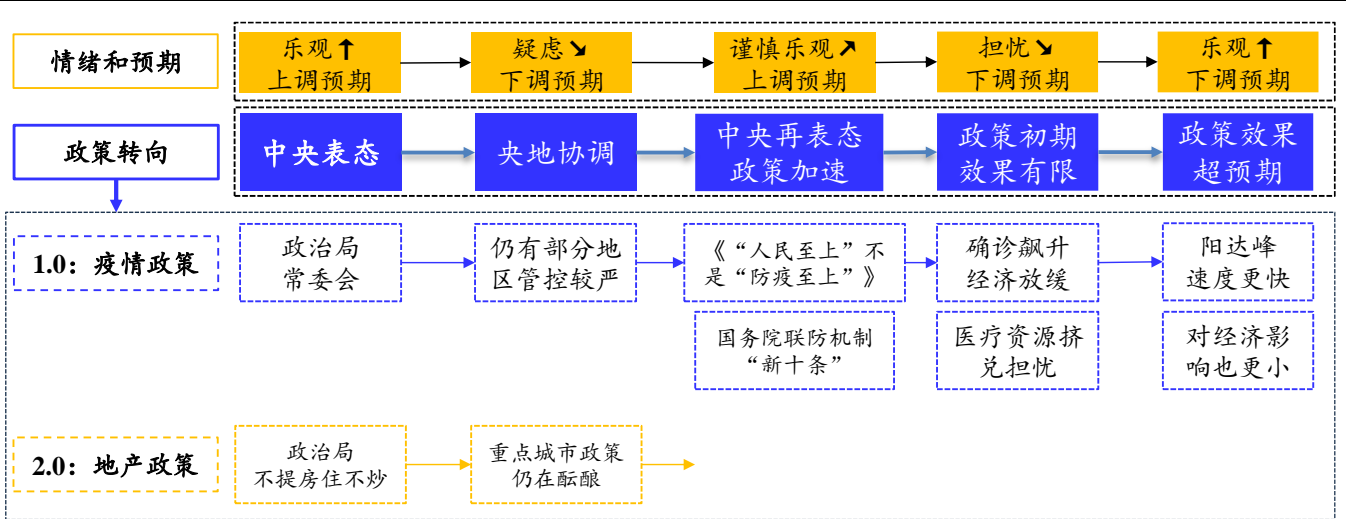
资料来源：Wind，新华社，中国政府网，东吴证券研究所

图2：放开 2.0 下的股债汇资产的走势和变化



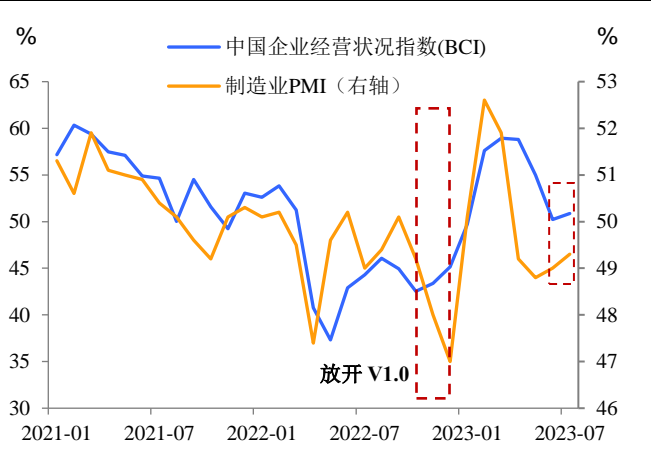
资料来源：Wind，新华社，中国政府网，东吴证券研究所

图3: 政策转向的“五阶段”思考



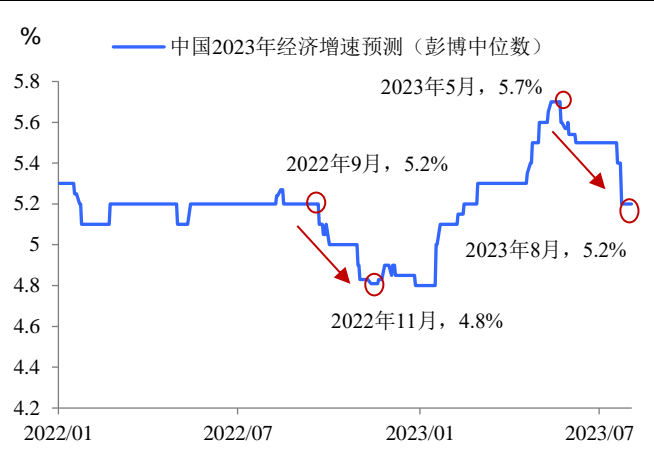
数据来源: 新华社, 中国政府网, 东吴证券研究所绘制

图4: 与放开 1.0 相比当前的经济情况更好



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

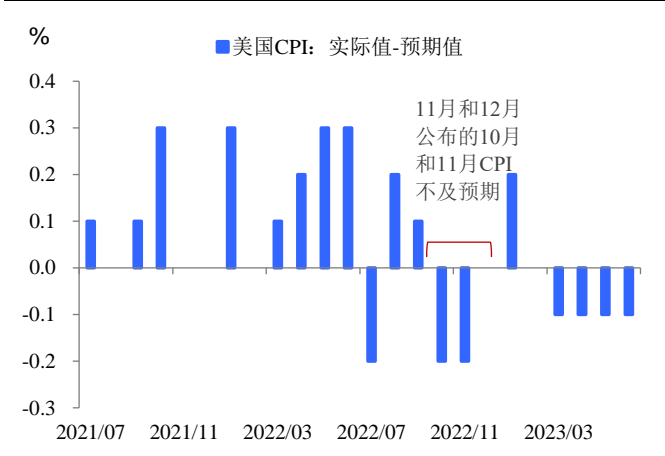
图5: 与放开 1.0 相比, 当前经济预期下滑的速度更快



注: 2023年8月为截至8月4日的数据。

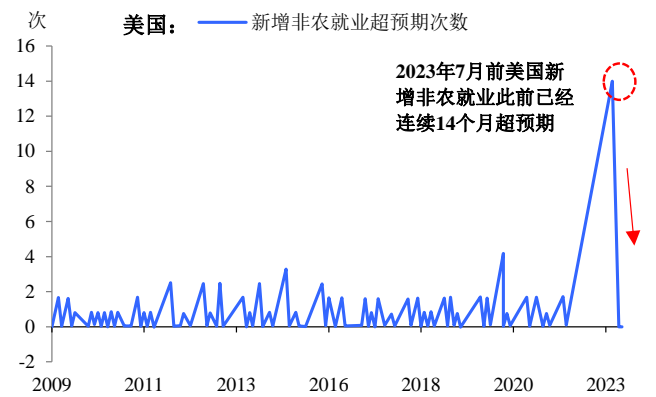
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6：2022年第四季度美国CPI开始连续不及预期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

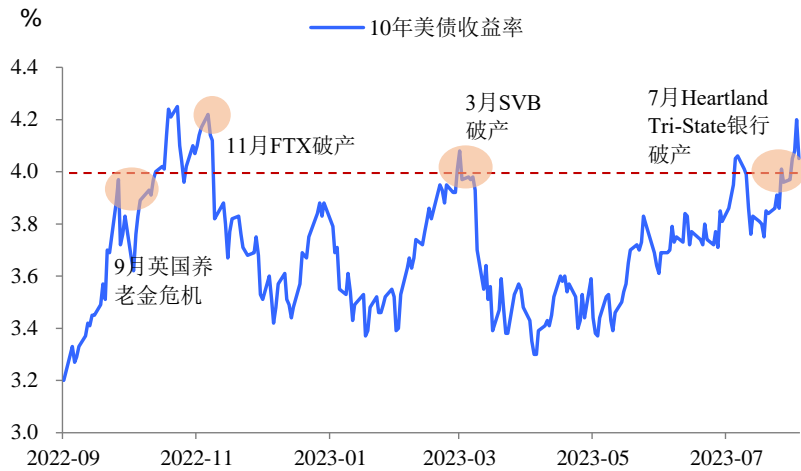
图7：2022年7月开始美国非农就业已经连续两个月不及预期



注：此处使用的是数据公布的时间。

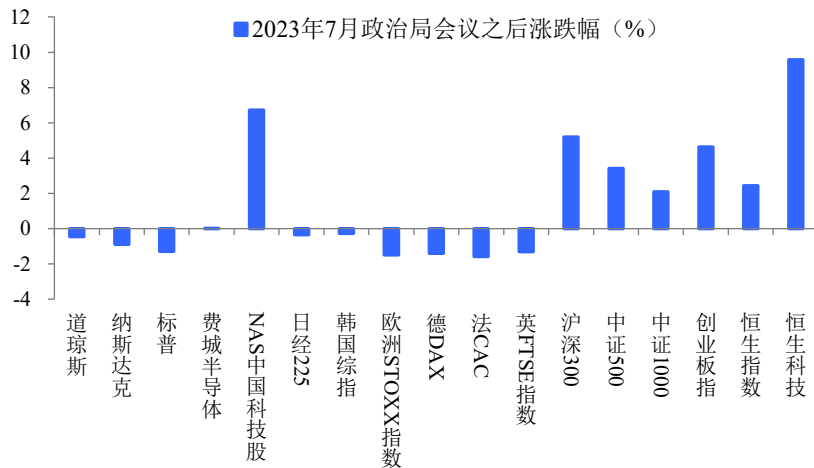
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8：这一次美债收益率破“4%”的诅咒会不会再次上演？



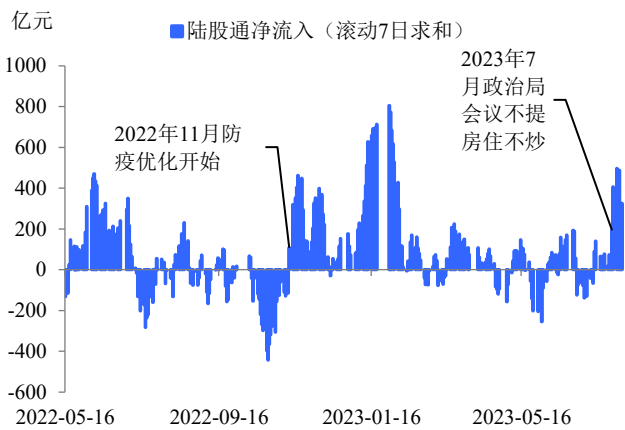
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023年7月政治局会议后中国相关股市得表现更好



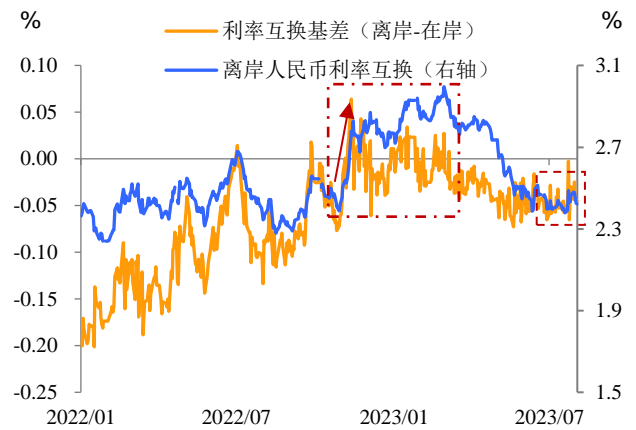
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：与放开 1.0 相比，外资在权益市场出现了一定的“抢跑”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：外资在利率市场的表现相对谨慎



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图12: 放开 1.0 VS 2.0 :不同行业的表现

放开 V1.0				放开 V2.0			
前10行业涨跌 (%)		后10行业涨跌 (%)		前10行业涨跌 (%)		后10行业涨跌 (%)	
食品饮料	24.96	电子	2.69	非银金融	15.98	公用事业	0.73
非银金融	20.26	基础化工	2.17	房地产	13.29	电子	0.67
银行	16.62	公用事业	1.27	钢铁	8.17	石油石化	0.47
家用电器	15.91	有色金属	0.90	建筑材料	7.83	纺织服饰	0.39
建筑材料	14.72	机械设备	0.69	银行	6.21	传媒	0.33
传媒	13.36	电力设备	-1.07	计算机	5.96	煤炭	0.04
房地产	11.33	环保	-1.15	综合	5.84	基础化工	0.03
美容护理	10.20	汽车	-1.74	食品饮料	5.68	国防军工	-0.02
轻工制造	9.58	煤炭	-3.55	建筑装饰	5.45	医药生物	-0.07
计算机	9.56	国防军工	-4.77	商贸零售	5.29	农林牧渔	-0.42

注: 放开 1.0 的时间区间是 2022 年 11 月 10 日至 2023 年 1 月 20 日 (春节前)。放开 2.0 的时间区间是 2023 年 7 月 24 日至 8 月 4 日。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>