



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济、货币预期平稳 市场波动中回暖

——中国经济中长期前景 POLL (2023 年 7 月/PB)

日期: 2023年08月04日

分析师: 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师: 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

- 《通胀下行中结构改善》
——2023 年 07 月 24 日
- 《进出口双降, 顺差仍高》
——2023 年 07 月 24 日
- 《经济平稳, 物价、货币续落》
——2023 年 07 月 21 日

■ 主要观点

经济预期略微变软

按照彭博最新的宏观中长期前景 POLL (7 月 17 日-7 月 24 日, 73 家机构有效回复), 对未来 4Q 的 GDP 增速预期, 并没有呈现出一致下降局面, 而是“三降一升”, 2024Q2 的经济增速预期反而比上期提升。2023-2025 年度增速预期变化“二降一平”, 2023 年和 2024 年的增速预期分别比上期下降 0.3%和 0.1%, 2025 年则和上期持平。市场预期的变化表明, 市场认为经济平稳的态势没有改变, 仅是当期经济增速水准略有下调; 市场对中国经济前景仍抱有较高信心, 韧性认识进一步强化。对市场较为关心的消费前景, 未来 4Q 消费增速的市场预期中位数均比上期下降, 表明市场短期经济信心还是受到一些影响。我们认为, 随着 2023 年经济、社会生活正常化的进行, 经济增长在渡过先期的反弹后逐渐进入平稳运行期, 市场对中国经济长期运行的强韧性看法进一步体现。

通缩预期并不存在

从消费物价的预期看, 市场并不认可中国经济会陷入通缩: 虽然未来 4Q 的 CPI 增速预期都比上期下降, 但下降有限 ($\leq 0.3\%$), 2023Q3 的增速预期下降 0.1%至 0.5%, 后续 3Q 的增长预期都在 1.0%及以上, 且呈持续回升态势。显然, 市场预期虽受近期 CPI 走势影响, 但 CPI 各期预期调降也有限, 2024、2025 年度 CPI 预期仍然没有跌破 2.0%, 表明传统意义上的经济通缩并未成为市场主流看法。PPI 预期变化也表现为近降远平, 从预期中位值看, 工业品价格萎缩将延续至 2024H1。我们仍然认为, 中国通胀前景将延续稳中趋降态势, PPI 将延续 3-6Q 的萎缩态势, 或在年中前后迎来 CPI 和 PPI 双负的局面; 虽然中国价格持续低迷, 但并非传统经济周期意义上的通缩, 而是转型期产业结构变动下的特有现象。

经济信心保持平稳, 市场波动中回暖

从进出口增速的预期变化看, 外需放缓即将过去, 2023Q4 的进出口同比增速都将转正; 对未来 4Q 的投资增长预期变化, 波动中保持平稳, 经济运行平稳有韧性的整体格局并没有改变。对中国经济未来 12 月内陷入衰退的概率, 11 名经济学家给出了中值 10%的预估概率, 可见市场并无过度悲观预期。对于具有政策风向标的货币增长前景, 稳中趋降的市场预期不变, 本期增速水准基本平稳; 对货币政策环境变化的预期, 降息、降准的短期预期仍然存在, 利率体系的市场中长预期保持平稳。

综合来看, 对资本市场估值中枢有重要影响的利率体系平稳预期不变, 市场仍然认为, 随着经济恢复和货币回缩, 市场利率趋于缓慢回升后再缓降的波动态势。与市场预期不同, 我们认为未来 2-4Q 内降息、降准或再发生, 并带动利率曲线下移, 利率体系下移带来估值中枢上行是确定性的趋势, 中国资本市场波动性回暖态势或来临。

风险提示

俄乌冲突扩大化, 国际金融形势改变; 中国通胀超预期上行, 中国货币政策超预期变化。

附表 1：2023 年 7 月中国经济中长期前景 POLL（中位数）

	3Q	4Q	1Q	2Q	Avg.	Avg.	Avg.
	2023	2023	2024	2024	2023	2024	2025
GDP YOY%	4.6%	5.0%	4.3%	4.9%	5.2%	4.8%	4.6%
Previous survey	5.0%	5.4%	4.4%	4.8%	5.5%	4.9%	4.6%
GDP QOQ%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	n/a	n/a	n/a
Previous survey	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	n/a	n/a	n/a
CPI YOY%	0.5%	1.0%	1.8%	2.0%	0.9%	2.0%	2.0%
Previous survey	0.6%	1.2%	2.1%	2.1%	1.2%	2.2%	2.0%
PPI YOY%	-2.9%	-2.2%	-1.0%	-0.3%	-2.7%	0.8%	1.5%
Previous survey	-2.2%	-1.6%	-1.0%	-0.3%	-2.1%	1.0%	1.0%
IP YOY%	4.6%	5.4%	4.6%	4.5%	4.6%	4.8%	4.1%
Previous survey	4.5%	5.1%	4.6%	4.5%	4.7%	4.8%	4.3%
FAI YOY%	4.3%	5.2%	4.9%	4.8%	4.6%	5.1%	4.1%
Previous survey	4.6%	5.2%	5.0%	5.2%	5.0%	5.2%	4.6%
M2 YOY%	11.4%	11.0%	10.2%	10.0%	11.0%	9.7%	8.0%
Previous survey	11.5%	11.0%	10.2%	10.0%	11.0%	9.6%	8.0%
Export Trade YOY%	-5.3%	0.8%	0.5%	2.2%	-2.3%	2.5%	3.0%
Previous survey	-4.6%	0.4%	-2.0%	1.0%	-1.3%	2.4%	2.8%
Import Trade YOY%	-5.0%	1.3%	2.5%	3.1%	-2.8%	3.0%	2.6%
Previous survey	-2.8%	2.0%	2.0%	2.7%	-1.4%	3.1%	2.5%
Retail Sales YOY%	5.4%	9.1%	5.0%	5.3%	8.4%	6.3%	5.2%
Previous survey	6.3%	10.5%	6.5%	6.8%	9.3%	6.7%	5.0%
Unemployment rate	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	4.1%	3.9%	4.0%
Previous survey	4.1%	4.1%	n/a	n/a	4.1%	4.0%	4.0%
Surveyed unemployment	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.2%	5.0%	5.0%
Previous survey	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.2%	5.0%	5.0%
Current Acct. % GDP	1.2%	0.8%	0.7%	0.8%	1.5%	1.2%	0.9%
Previous survey	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.5%	1.2%	0.9%
Budget as a % GDP	n/a	n/a	n/a	n/a	-5.5%	-4.6%	-3.5%
Previous survey	n/a	n/a	n/a	n/a	-5.0%	-4.6%	-3.0%

资料来源：彭博，上海证券研究所

附表 2：2023 年 7 月中国货币环境中长期 POLL（中位数）

	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2025
Reserve Requirement	10.50%	10.50%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%	10.00%
Previous survey	10.50%	10.50%	10.38%	10.25%	10.25%	10.25%	10.25%
7-day Reverse Repo	1.85%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
Previous survey	1.90%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
1-Year LPR	3.55%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%	3.45%
Previous survey	3.55%	3.53%	3.50%	3.50%	3.50%	3.45%	3.45%
1-Year MLF	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%
Previous survey	2.65%	2.60%	2.60%	2.60%	2.55%	2.55%	2.65%
2-Year Note	2.10%	2.20%	2.20%	2.25%	2.15%	2.10%	2.10%
Previous survey	2.23%	2.25%	2.28%	2.25%	2.15%	2.10%	2.10%
10-Year Bond	2.60%	2.70%	2.80%	2.80%	2.74%	2.75%	2.60%
Previous survey	2.70%	2.80%	2.85%	2.80%	2.80%	2.75%	2.60%

资料来源：彭博，上海证券研究所

风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。