

分化的增长挑战政策平衡术

——宏观经济分析与资产展望

宏观首席分析师：孙付

SAC NO: S1120520050004

2023年9月4日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心观点

- 中美经济分化及国内稳增长与化解债务风险对宏观政策提出更高的平衡要求。
- 美国经济仍体现较强韧劲，消费和投资均保持扩张，服务业强于制造业，房地产步入上行周期，去库存渐入尾声。我们预计到2024年二季度，美国经济仍可能保持扩张状态，通胀回落节奏将比较缓慢。美国的降息时点可能在2025年以后。
- 中国经济：中国经济恢复动能转弱，政策逐步加码稳增长。我们预计全年GDP增速约5.0%，单季增速分别为：4.5%、6.3%、4.3%和5.0%。
- 通胀水平不高：CPI呈现U型，全年中枢0.5%；PPI低位震荡，全年中枢-3.0%。
- 货币流动性：1) 货币政策有望持续保持相对宽松状态；3) 全年新增信贷约22万亿元，社融增速约9.5%。
- 大类资产展望：

美债：利率将在高位维持一段时间	中债：长端利率在2.5%附近
美元：保持相对强势	人民币汇率：关注贬值压力
金属商品：延续弱势	原油：窄区间震荡（70-80美元/桶）
- 风险提示：宏观经济出现超预期波动，将对宏观经济带来较难预测的扰动。



1 海外经济：美国经济韧劲较强

海外经济核心观点

- 美国经济未出现年初市场预期的衰退，从收入及储蓄、房地产、库存及财政等方面看，经济还会继续扩张（飞）一段时间。
- **海外经济增长三大特征：**
 - 1) 美国经济韧劲较强，主要是服务消费和产能投资较快增长，带动就业扩张、收入增长，形成正向反馈。
 - 2) 受房地产上行和未来库存补充带动，美国经济本轮扩张可能延续至2024年年中。
 - 3) 欧洲经济普遍羸弱，德国存在衰退风险；日本经济表现较好。
- 受工资持续上涨影响，美国通胀回落节奏将会有所放缓。
- 美国财政政策：可能受大选影响，2023-2024年财政保持扩张。
- 美联储加息政策：加息可能接近尾声，终点目标大概为：5.5%-5.75%。

海外经济分析：美国经济增长特征

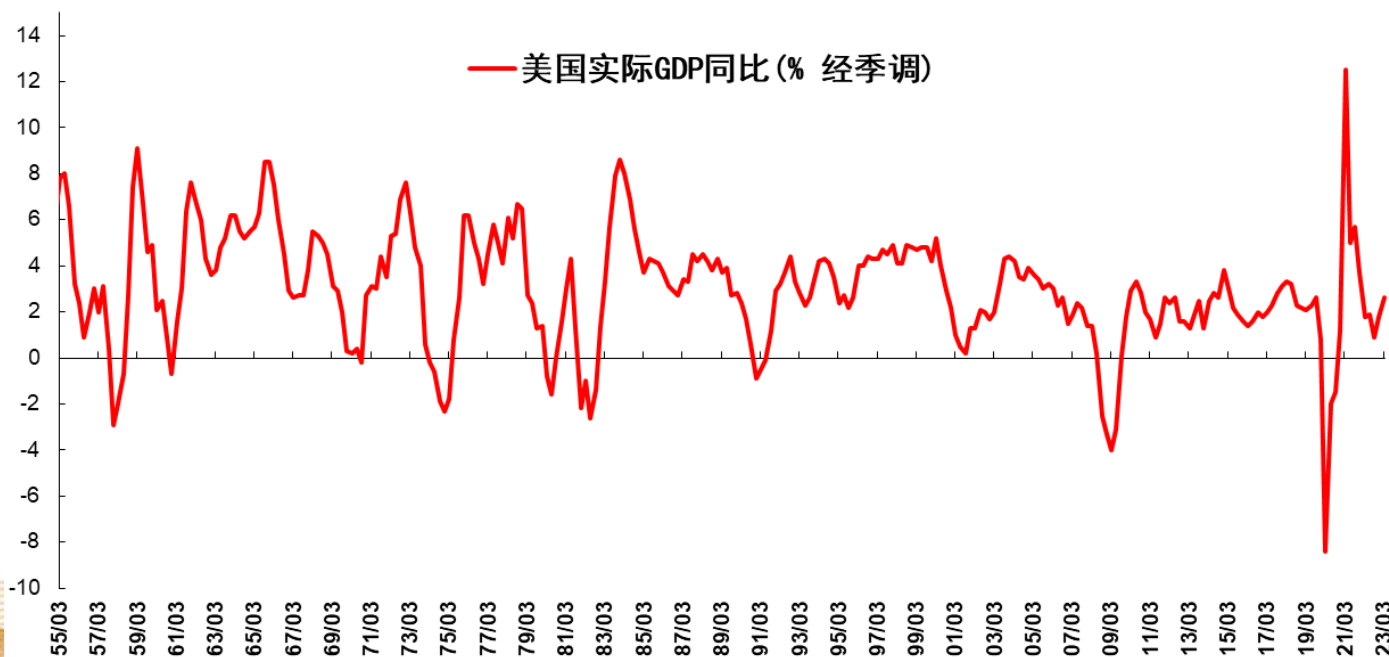
指标	各分项贡献率 (%)											
	2023/6	2023/3	2022/12	2022/9	2022/6	2022/3	2021/12	2021/9	2021/6	2021/3	2020/12	2020/9
实际GDP	2.4	2.0	2.6	3.2	-0.6	-1.6	7.0	2.7	7.0	6.3	3.9	35.3
国内需求	2.54	1.42	2.14	0.39	-1.74	1.49	7.12	3.74	7.60	7.34	5.59	38.06
个人消费	1.1	2.8	0.7	1.5	1.4	0.9	2.1	2.0	7.8	7.0	2.5	26.3
耐用消费品	0.0	1.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.6	0.4	-2.2	0.9	3.2	0.1	6.2
非耐用消费品	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.7	0.1	0.3	1.7	2.1	0.0	4.6
服务	1.0	1.4	0.7	1.6	2.0	0.9	1.6	3.9	5.2	1.7	2.5	15.5
国内私人投资	0.97	-2.22	0.79	-1.8	-2.83	0.98	5.14	1.78	0.3	-0.82	3.07	12.69
非住宅投资	0.99	0.08	0.52	0.8	0.01	0.98	0.17	0.1	1.29	1.18	1.46	2.91
住宅投资	-0.16	-0.16	-1.2	-1.42	-0.93	-0.15	-0.05	-0.29	-0.24	0.52	1.3	2.21
库存变动	0.14	-2.14	1.47	-1.19	-1.91	0.15	5.01	1.96	-0.75	-2.52	0.3	7.57
政府支出	0.45	0.85	0.65	0.65	-0.29	-0.40	-0.16	-0.02	-0.54	1.18	-0.01	-0.97
净出口	-0.12	0.58	0.42	2.86	1.16	-3.13	-0.16	-1.08	-0.60	-1.03	-1.68	-2.74
出口	-1.28	0.86	-0.44	1.65	1.51	-0.53	2.37	-0.13	0.51	0.03	2.20	4.98
进口	1.16	-0.28	0.86	1.21	-0.35	-2.60	-2.53	-0.95	-1.11	-1.06	-3.88	-7.72

资料来源：BLOOMBERG，华西证券研究所

截至2023年二季度，美国经济仍体现较强韧劲，消费和投资均保持扩张，服务业强于制造业，房地产步入上行周期，去库存渐入尾声。

预计到2024年二季度，美国经济仍可能保持扩张状态，通胀回落节奏将比较缓慢。

美国的降息时点可能在2025年以后。



海外经济分析：美联储的预测

6月FOMC会议美联储对于美国经济指标的预测 (%)

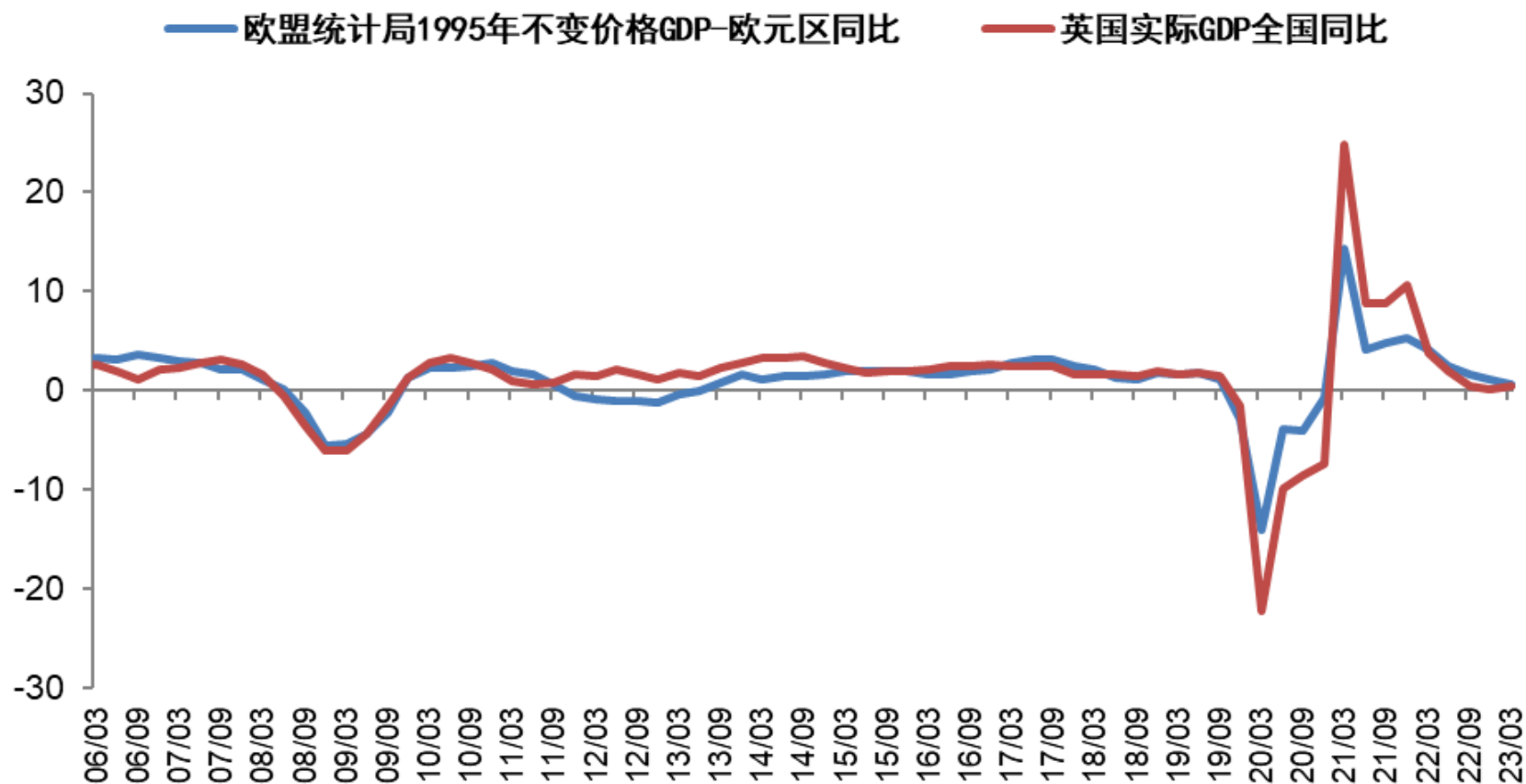
		2023年	2024年	2025年	长期
GDP	2023年6月预期	1.0%	1.1%	1.8%	1.8%
	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%	1.8%
	2022年12月预期	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
失业率	2023年6月预期	4.1%	4.5%	4.5%	4.0%
	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%	4.0%
	2022年12月预期	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
PCE通胀	2023年6月预期	3.2%	2.5%	2.1%	2.0%
	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%
	2022年12月预期	3.1%	2.5%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	2023年6月预期	3.9%	2.6%	2.2%	
	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%	
	2022年12月预期	3.5%	2.5%	2.1%	
利率中位数	2023年6月预期	5.6%	4.6%	3.4%	2.5%
	2023年3月预期	5.1%	4.3%	3.1%	2.5%
	2022年12月预期	5.1%	4.1%	3.0%	2.5%

资料来源：美联储网站，华西证券研究所

海外经济分析：欧洲经济虽弱但未衰

截至2023年二季度，欧元区经济增速放缓至0.6%，英国经济增速为0.4%，尚未出现市场担心的衰退。

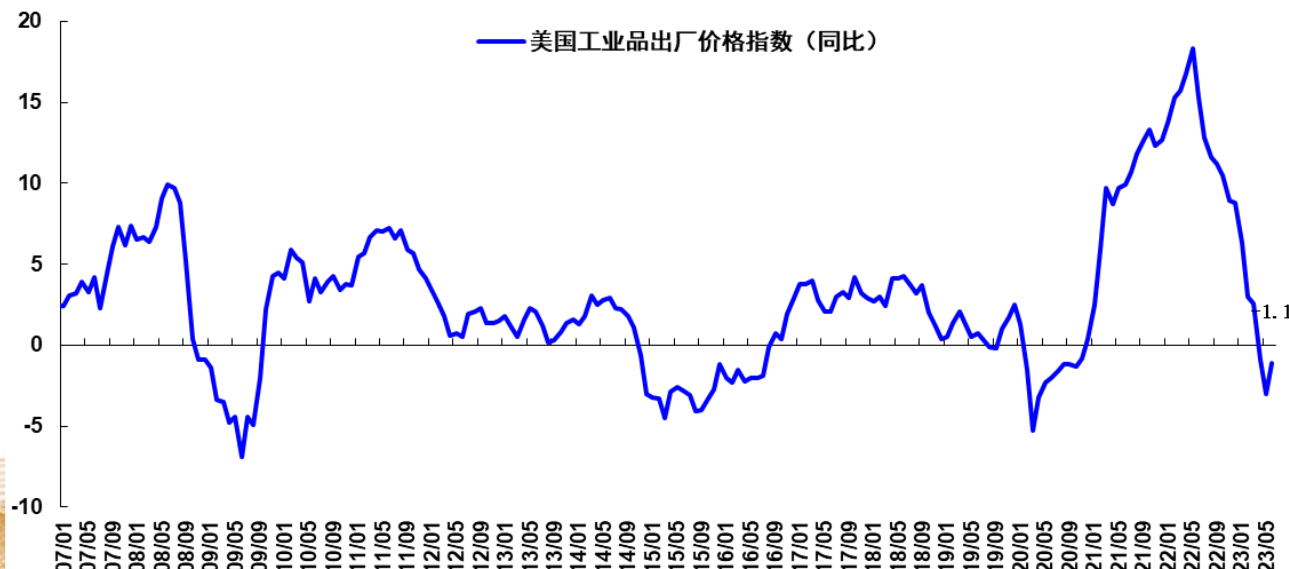
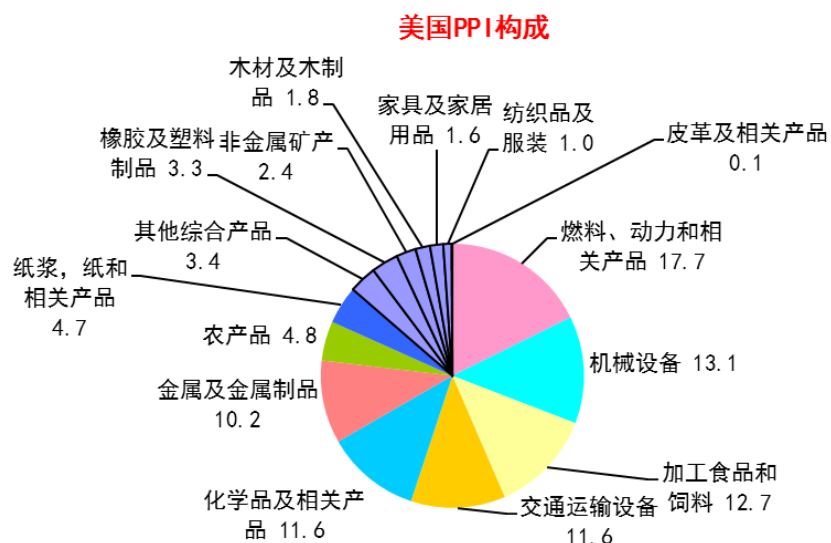
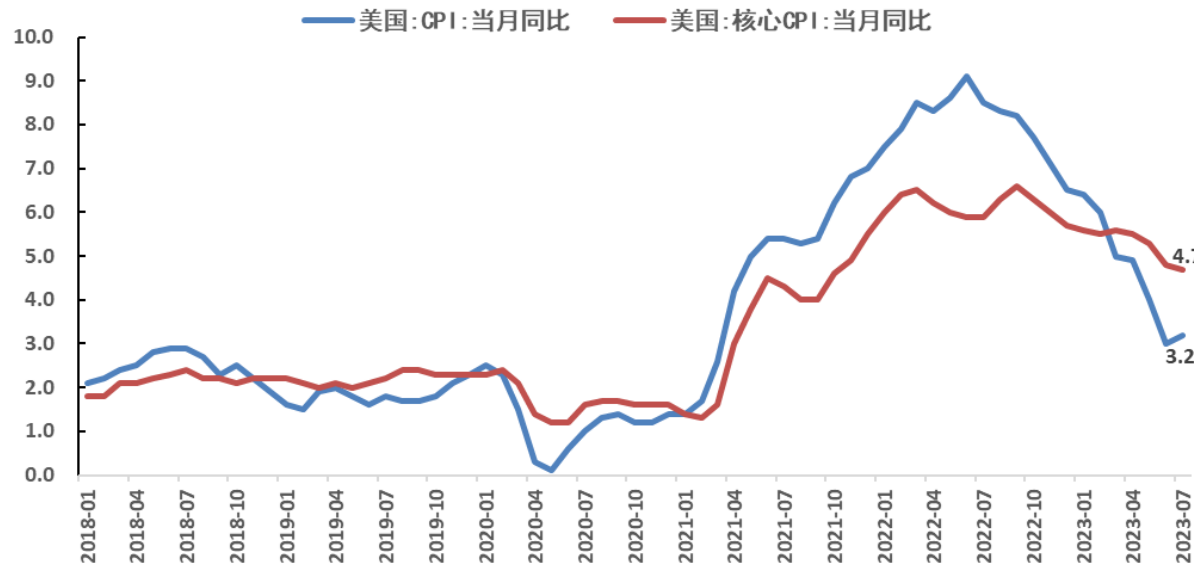
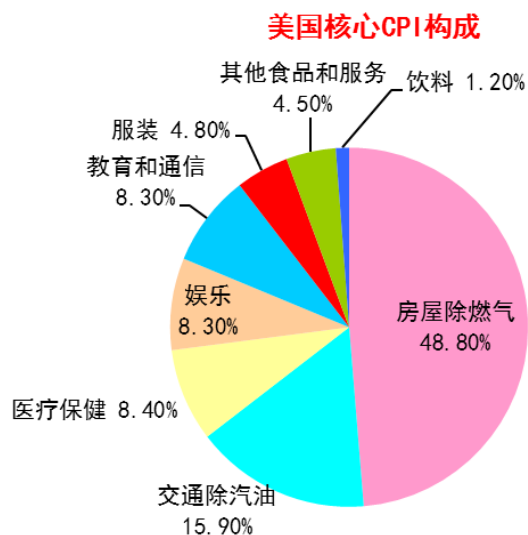
单位：%



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

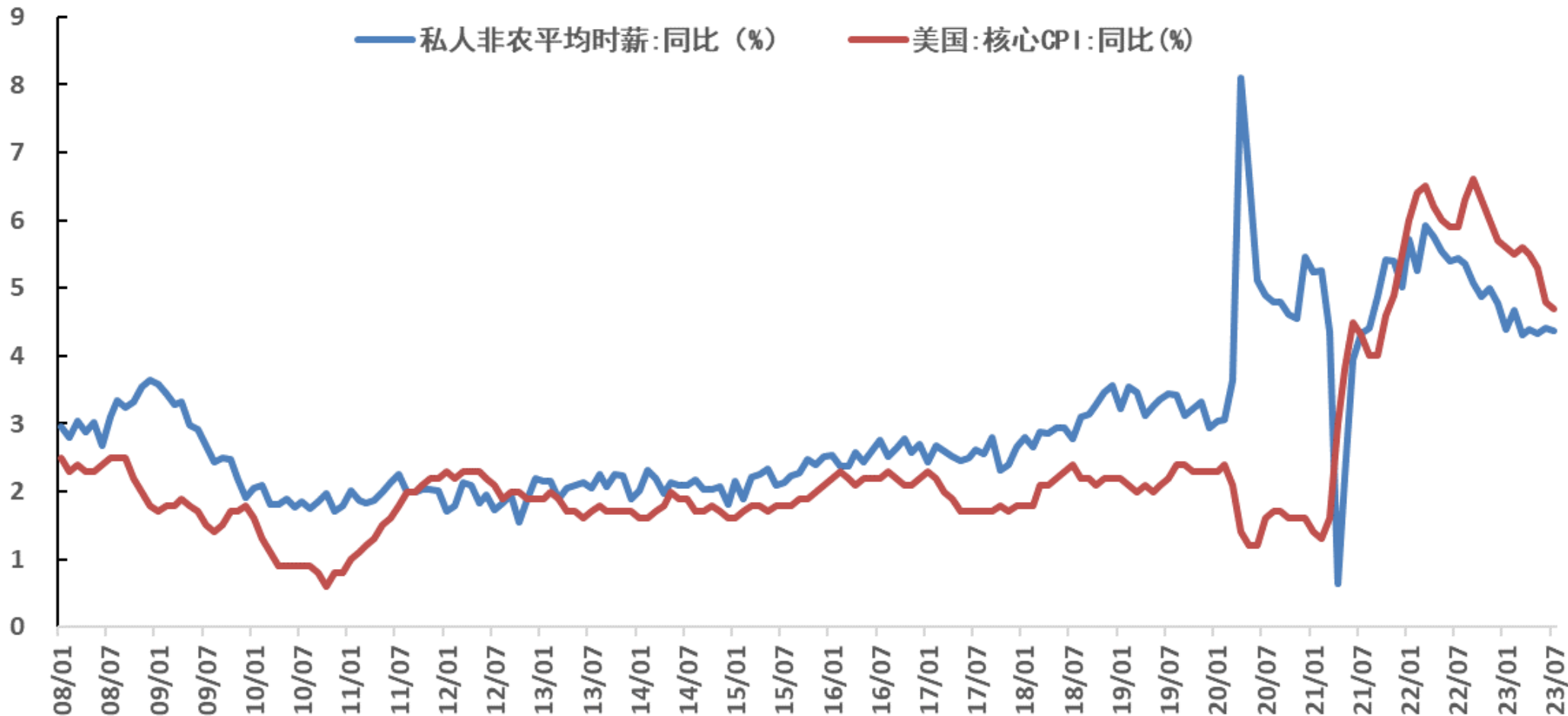
海外经济分析：美国通胀形势

2023年7月美国CPI为3.2%；核心CPI为4.7%，回落相对慢；7月PPI为-1.1%，显著回落。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国通胀与工资关系

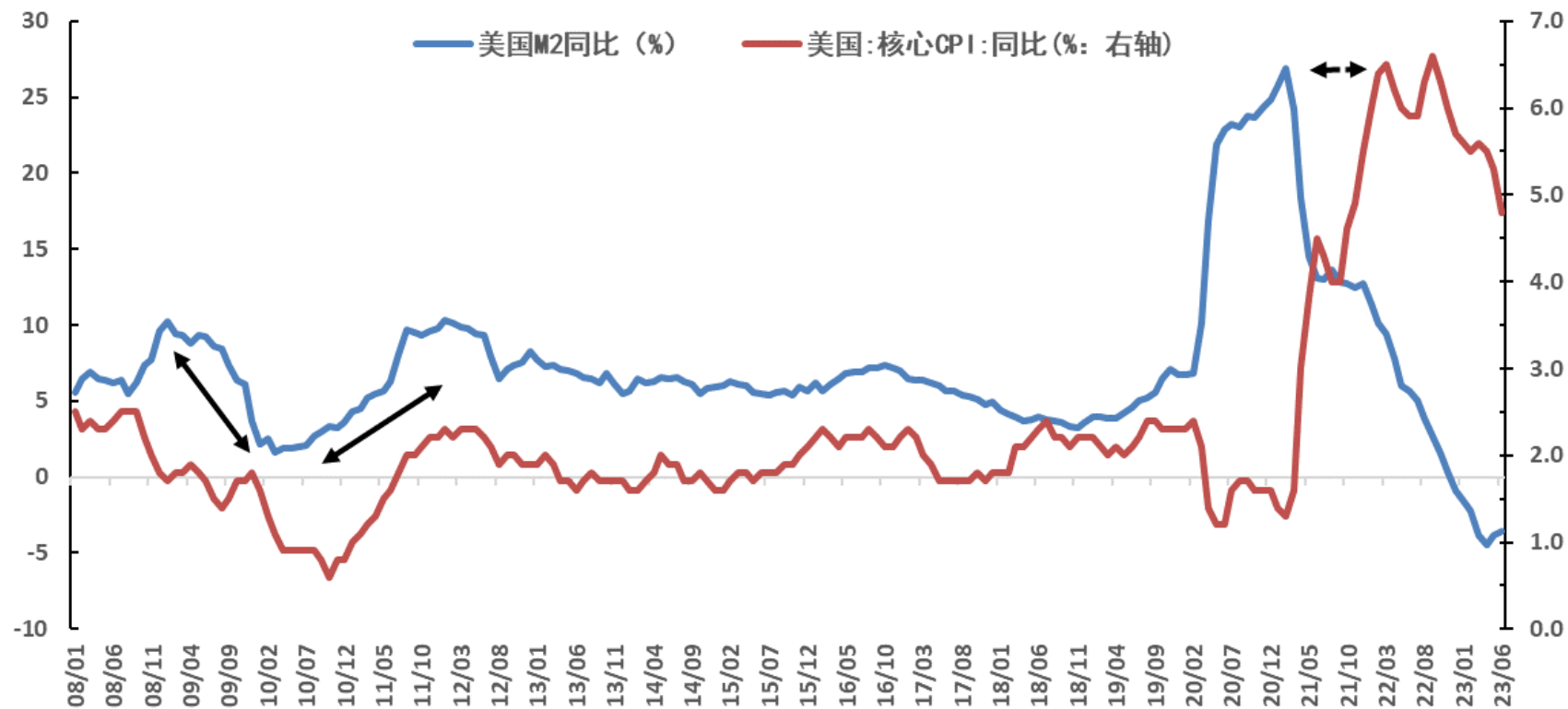


加息抑制需求，
改变劳动力紧俏
局面，降低工资
涨幅，为通胀降
温。

海外经济分析：美国通胀有望持续回落，但节奏较慢

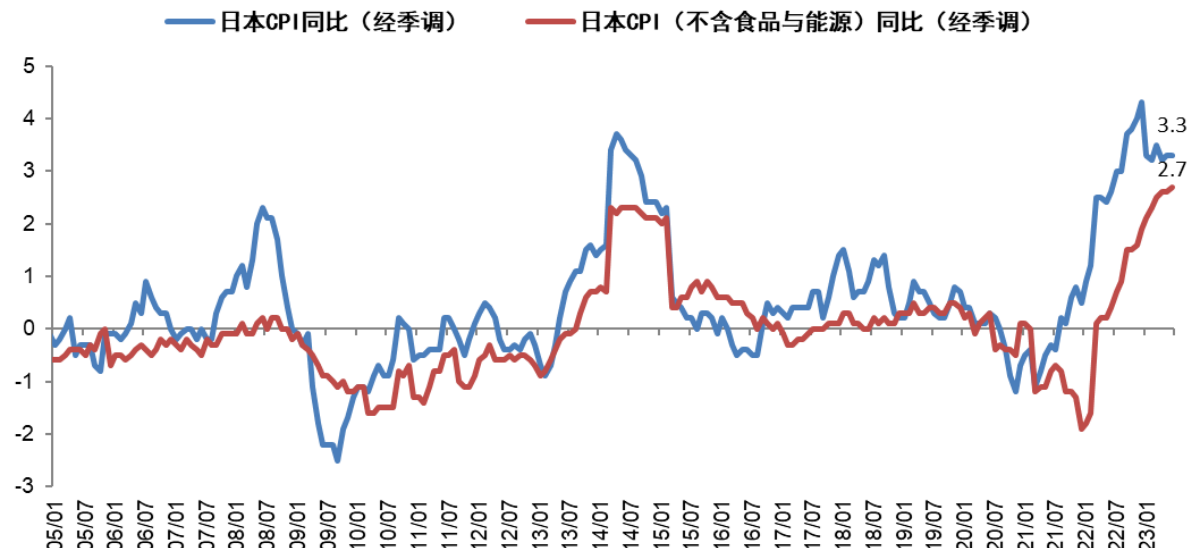
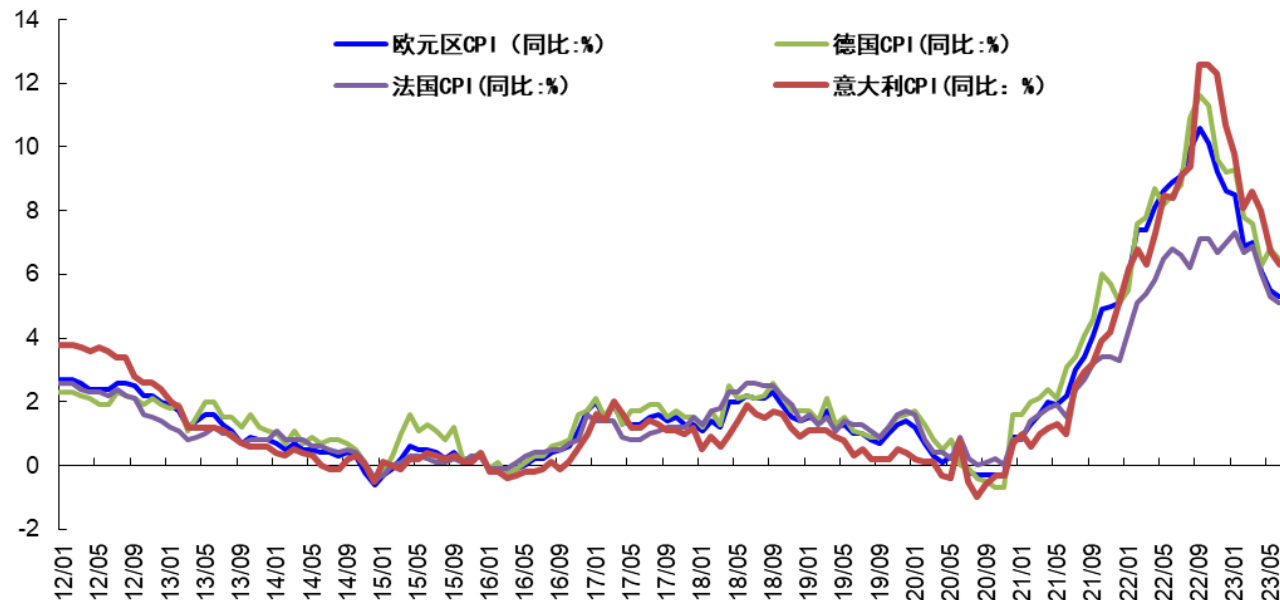
美国通胀有望持续回落：

- 1) 货币增速 (M2) 持续大幅度回落，增速已为负，通胀的流动性基础转弱；
- 2) 持续加息的累积效应和高利率对经济产生抑制，如果工资涨幅回落，将缓解通胀压力；
- 3) 大宗商品价格下降带动PPI回落，从成本端缓解通胀压力。

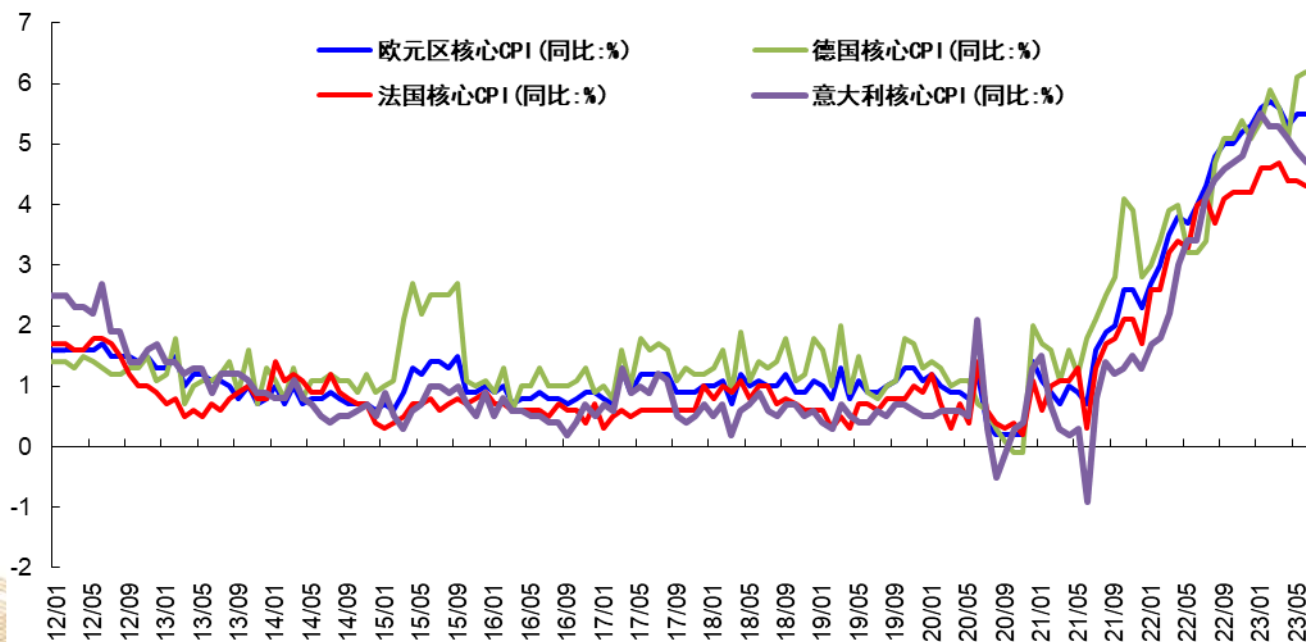


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：欧洲通胀压力仍大



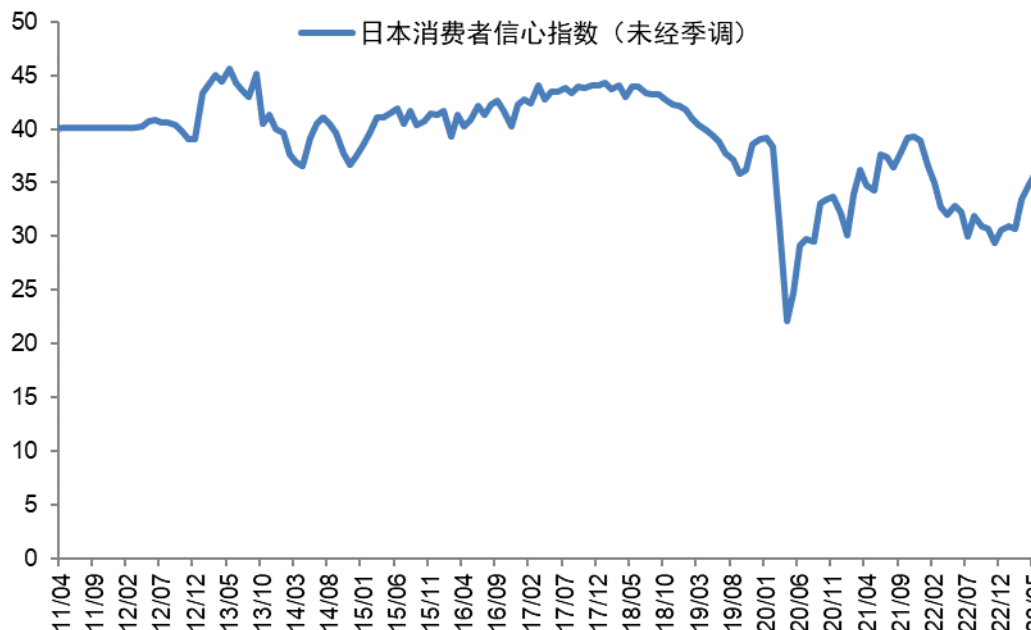
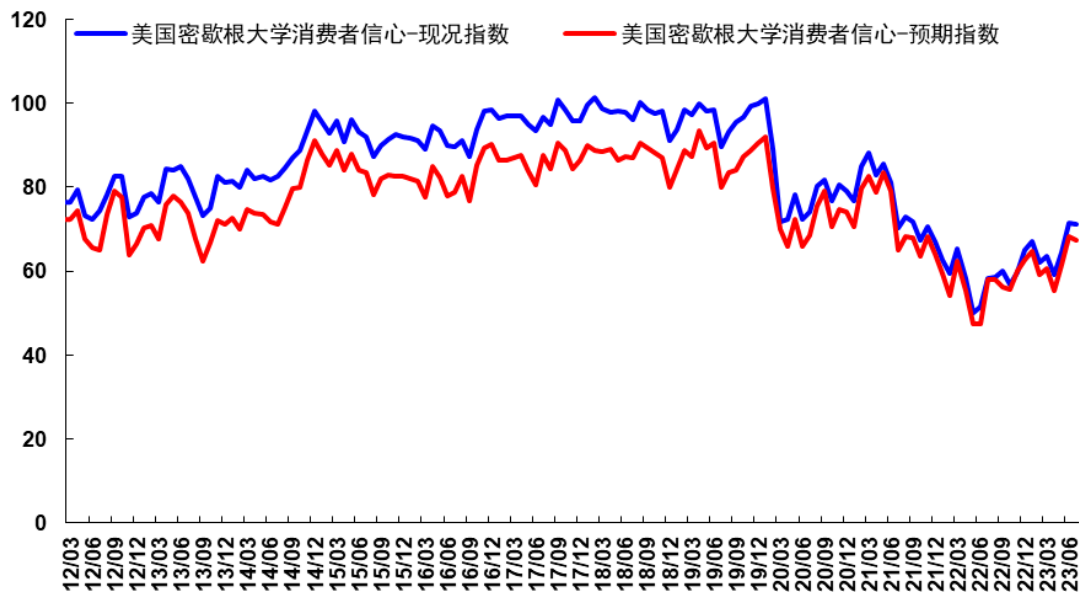
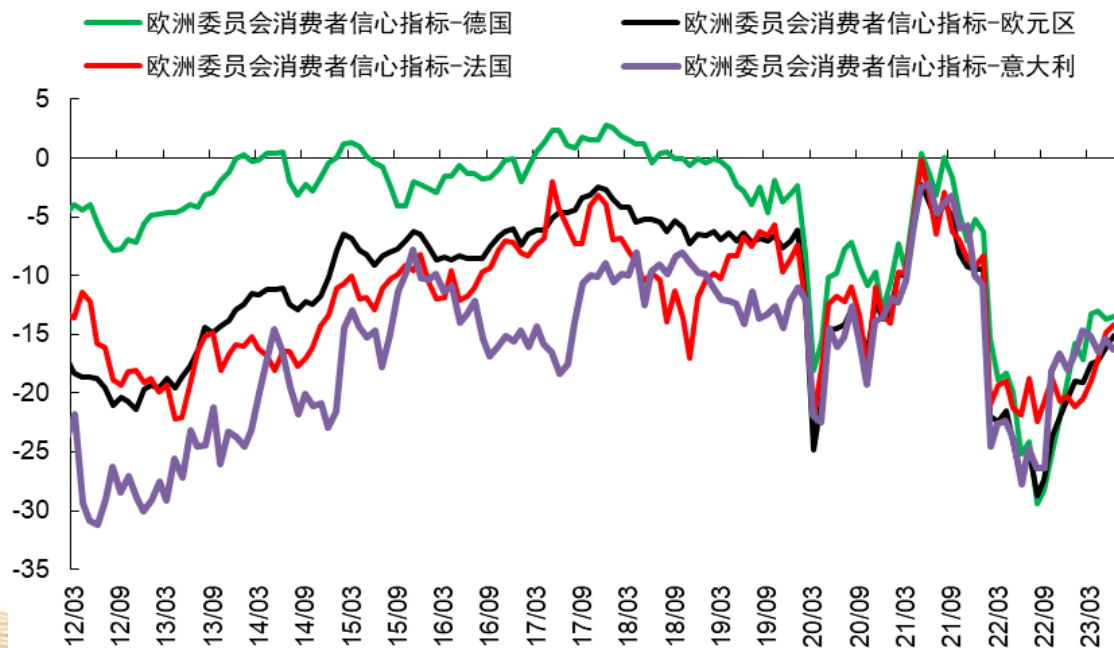
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



截止到2023年7月，欧元区：一般CPI有所回落；但核心CPI仍处于高位。

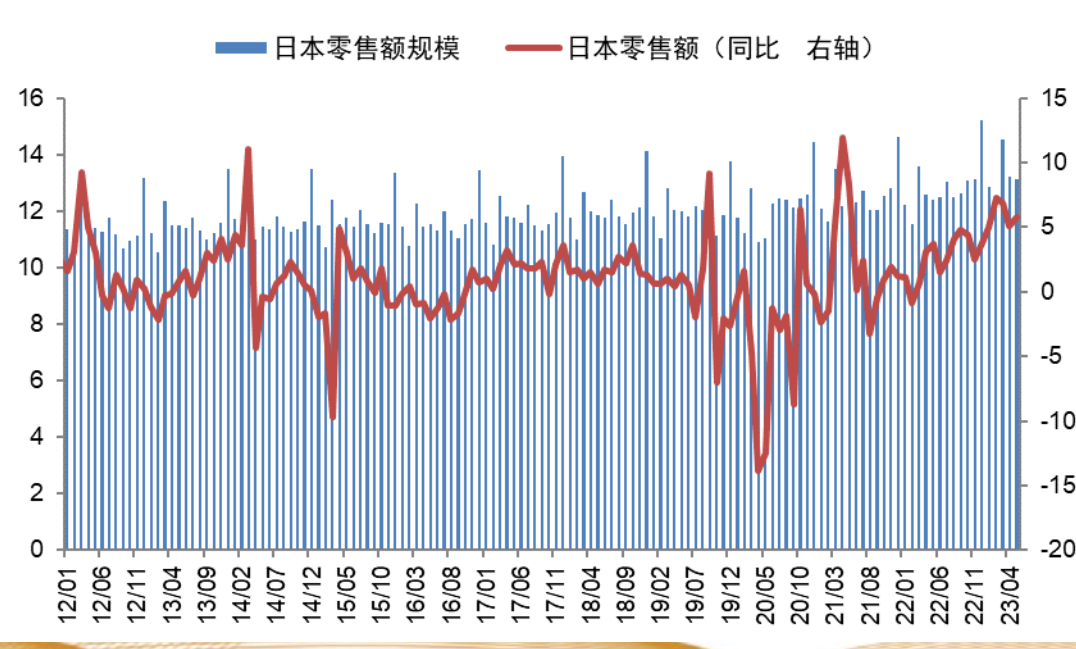
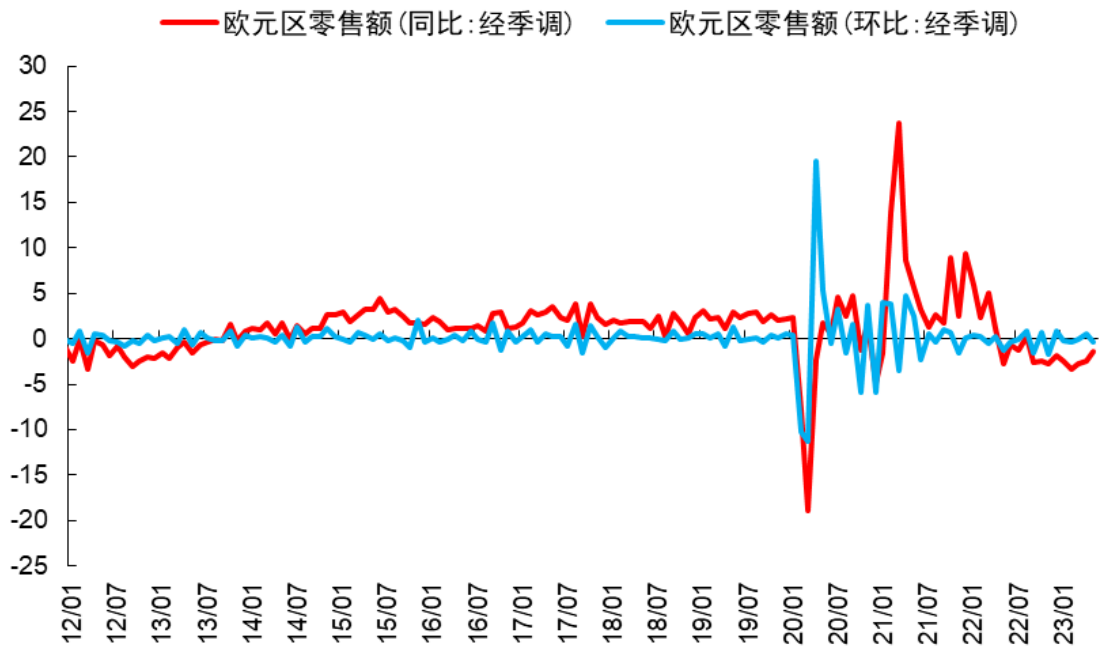
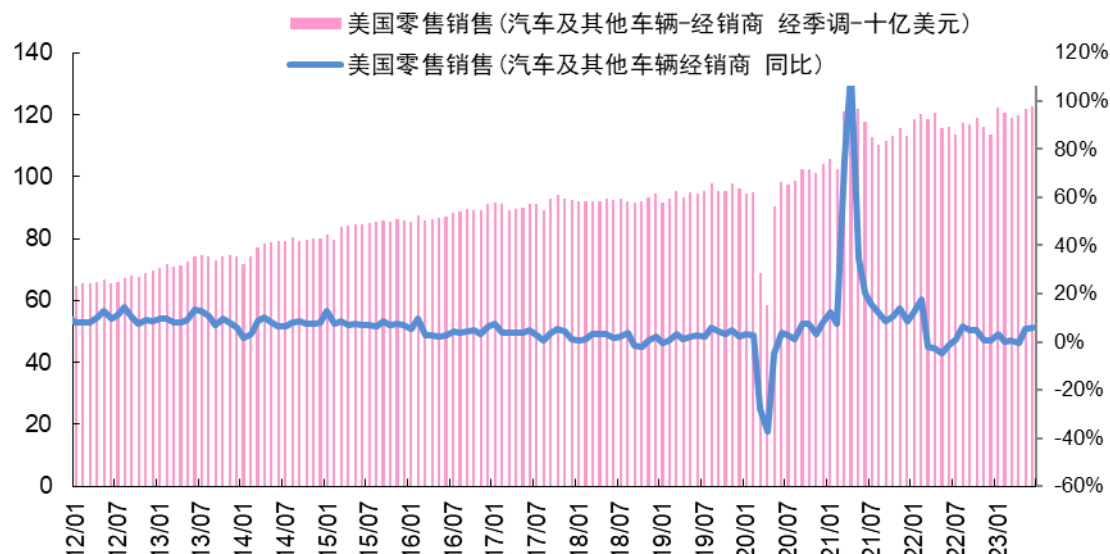
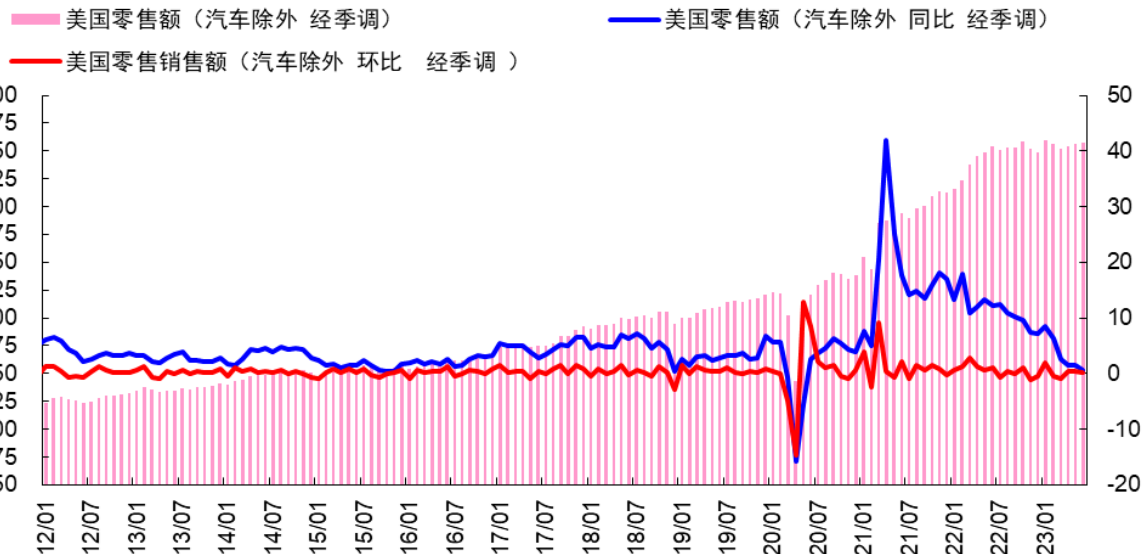
海外经济分析：消费者信心边际有所改善

伴随通胀高位回落，消费者信心有所改善。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国和日本消费改善、欧元区仍较弱

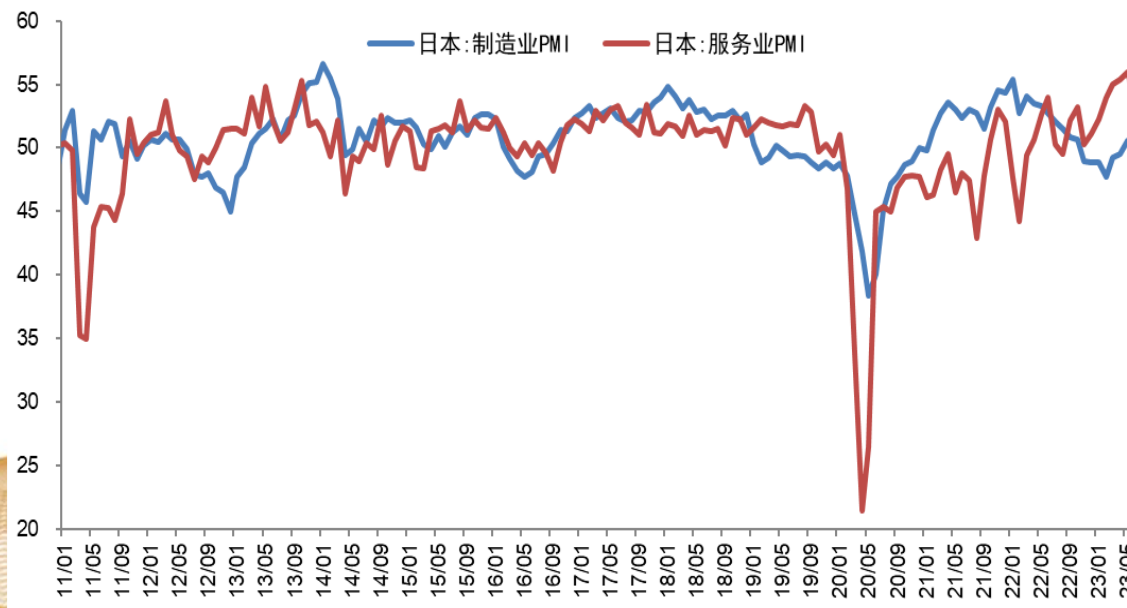
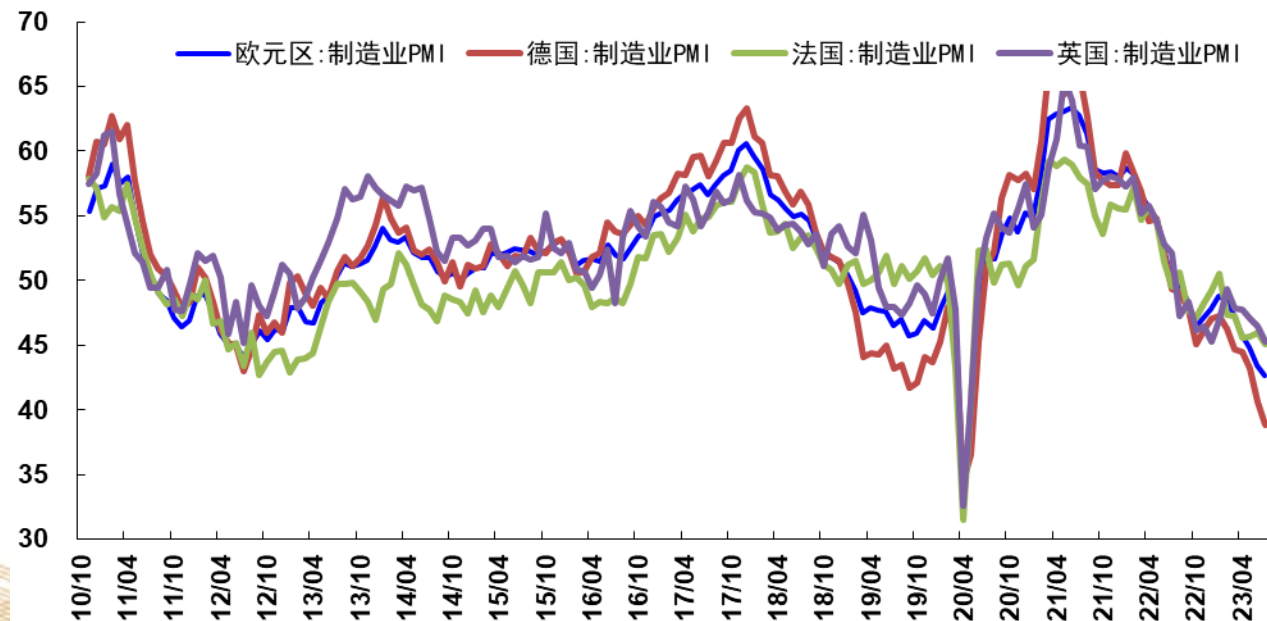
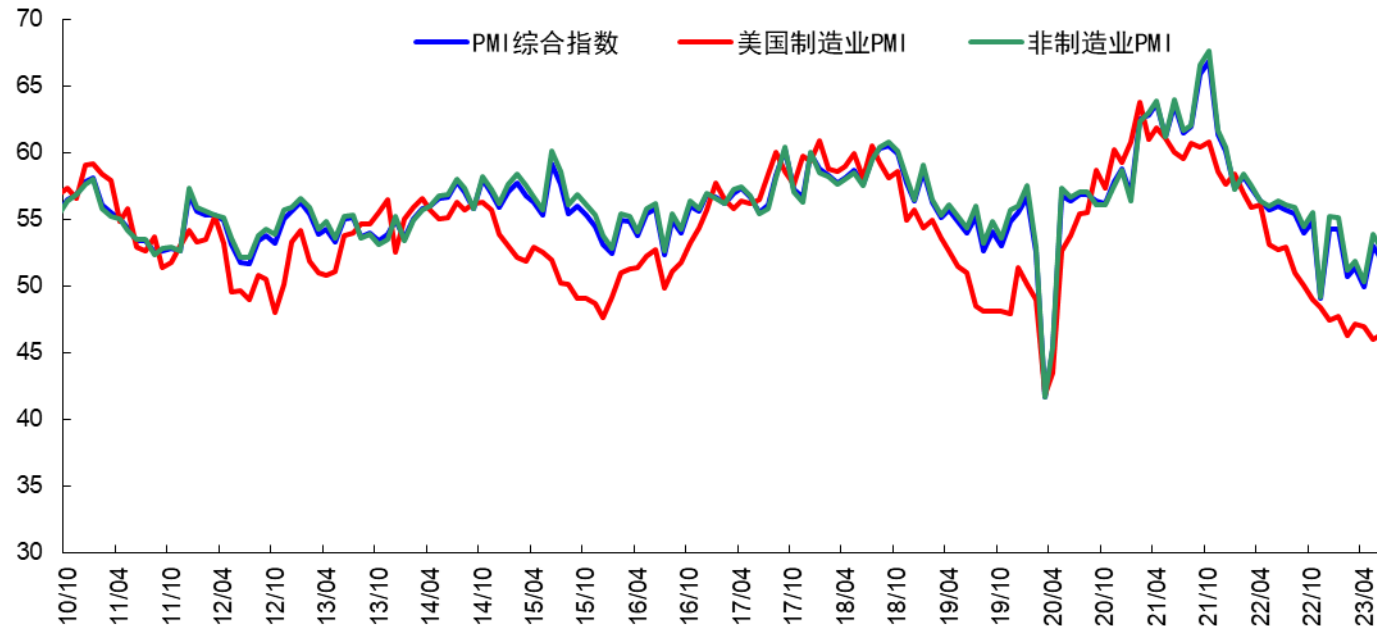


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：制造业景气处于低位、服务业较好

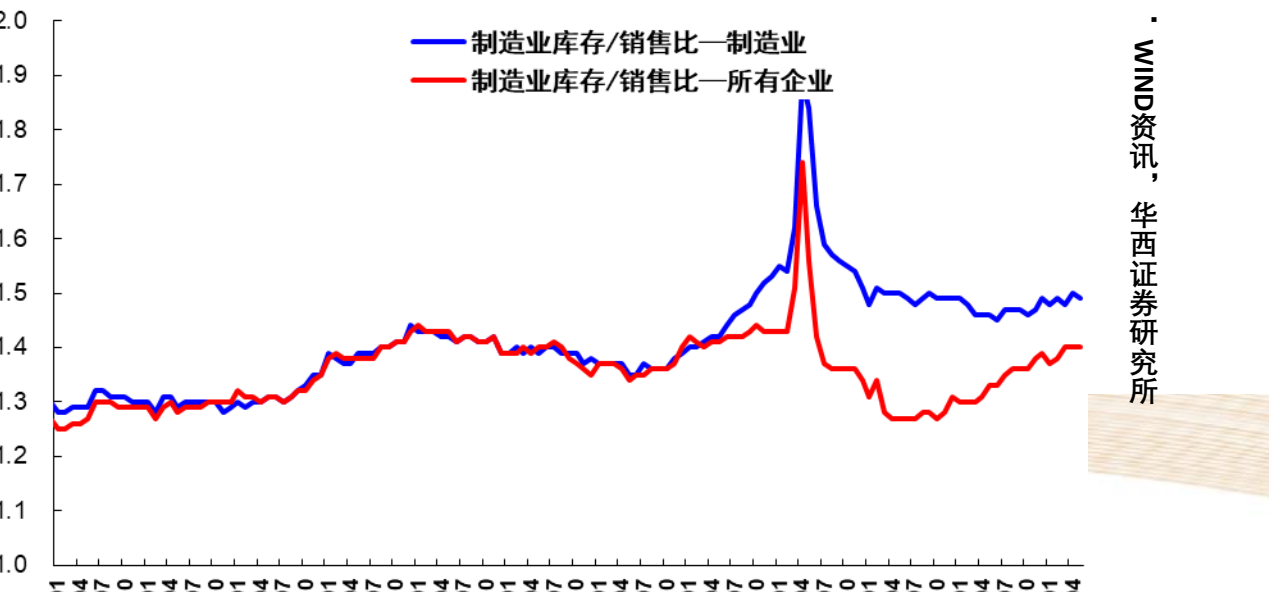
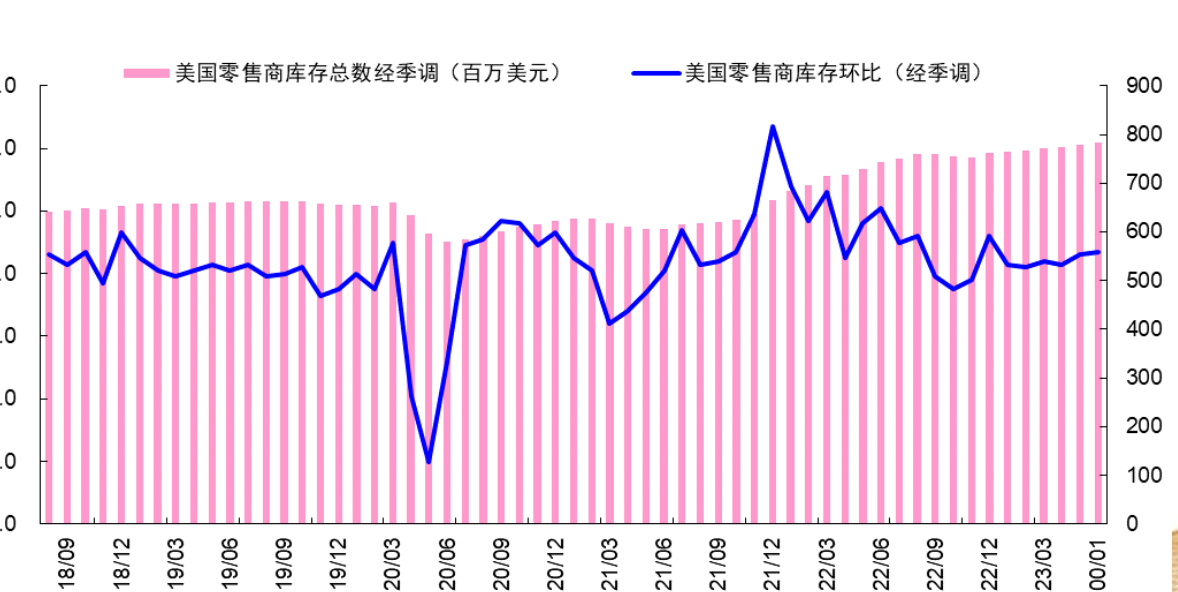
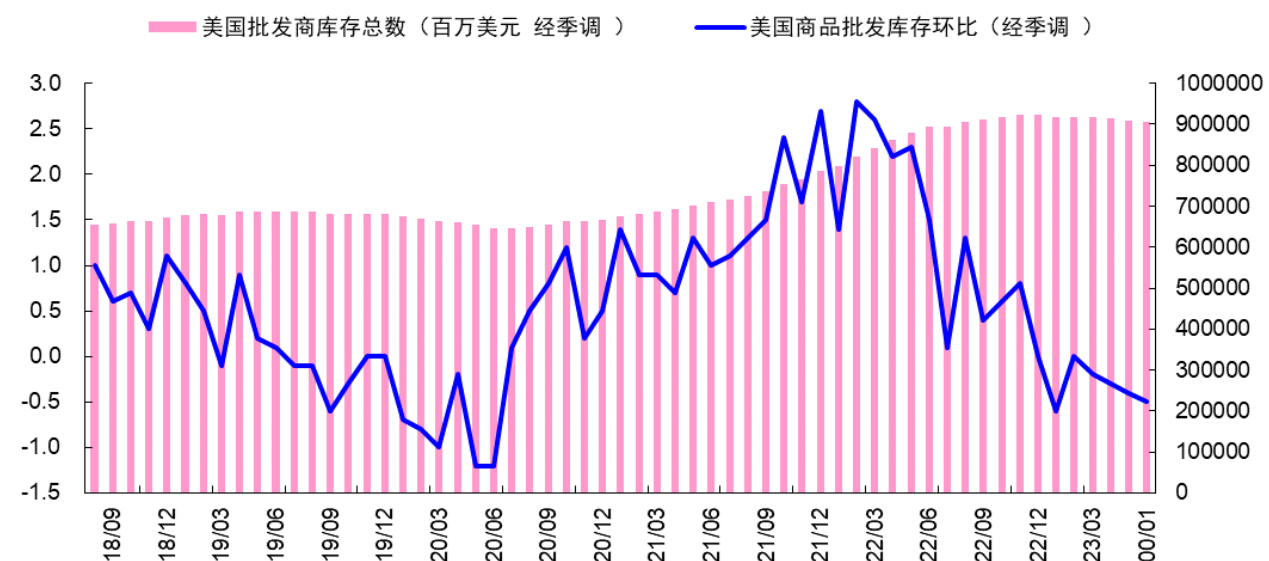
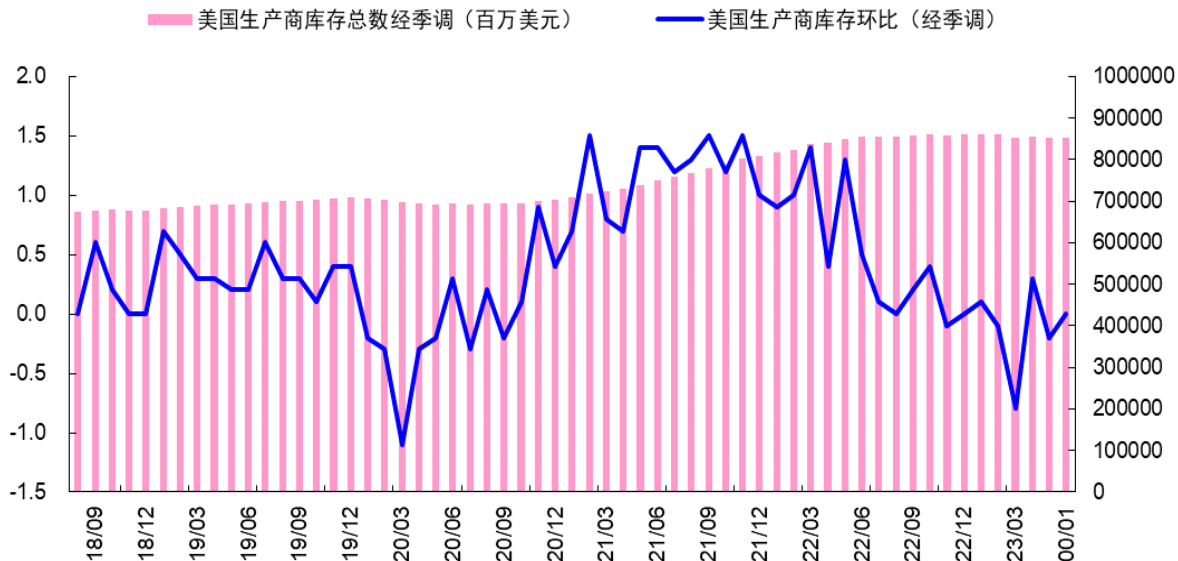
2022年以来，欧美日制造业景气度持续降温。特别德国。

疫情管控放开后，服务业景气度相对较高。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国库存处于相对低位



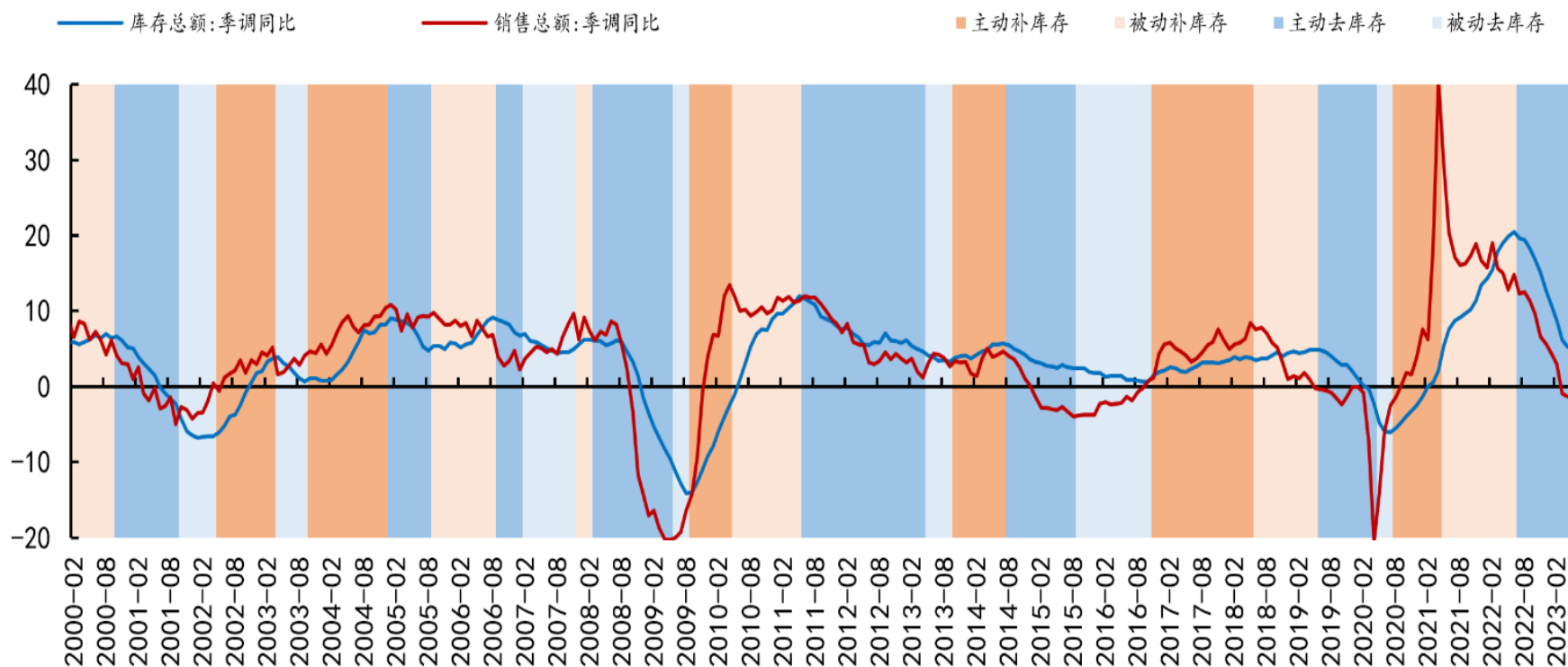
WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国库存处于相对低位

美国：2000年来共有八轮，下游消费为主要驱动

2000年以来美国大致经历了八轮库存周期。我们采用目前较为常用的美国库存总额同比与销售总额同比来刻画美国库存周期。具体划分的原则为：销售上升、库存下降为被动去库存；销售、库存同时上升为主动补库存；销售下降、库存上升为被动补库存；销售、库存同时下降为主动去库存。2000年以来，美国大致经历了八轮库存周期。

2000年以来美国库存变动情况 (%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国库存处于相对低位

目前，美国处于主动去库的尾声，2023年下半年可能步入被动去库存阶段，2024年上半年可能迈入主动补库阶段。

美国库存周期具体时间段

轮次	主动补库存		被动补库存		主动去库存		被动去库存	
	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数	时期	持续月数
第一轮			2000. 1-2000. 9	9	2000. 10-2001. 9	12	2001. 10-2002. 4	7
第二轮	2002. 5-2003. 3	9			2003. 4-2003. 9	6		
第三轮	2003. 10-2004. 12	15			2005. 1-2005. 8	9		
第四轮			2005. 9-2006. 8	12	2006. 9-2007. 1	5	2007. 2-2007. 11	10
第五轮			2007. 12-2008. 2	3	2008. 3-2009. 5	15	2009. 6-2009. 8	3
第六轮	2009. 9-2010. 4	8	2010. 5-2011. 5	13	2011. 6-2013. 4	23	2013. 5-2013. 9	5
第七轮	2013. 10-2014. 7	10			2014. 8-2015. 8	13	2015. 9-2016. 10	14
第八轮	2016. 11-2018. 5	19	2018. 6-2019. 5	12	2019. 6-2020. 4	11	2020. 5-2020. 7	3
第九轮	2020. 8-2021. 4	9	2021. 5-2022. 6	14	2022. 7-			
	平均持续月数	11. 7	平均持续月数	10. 5	平均持续月数	11. 8	平均持续月数	7

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：持续时间与驱动逻辑

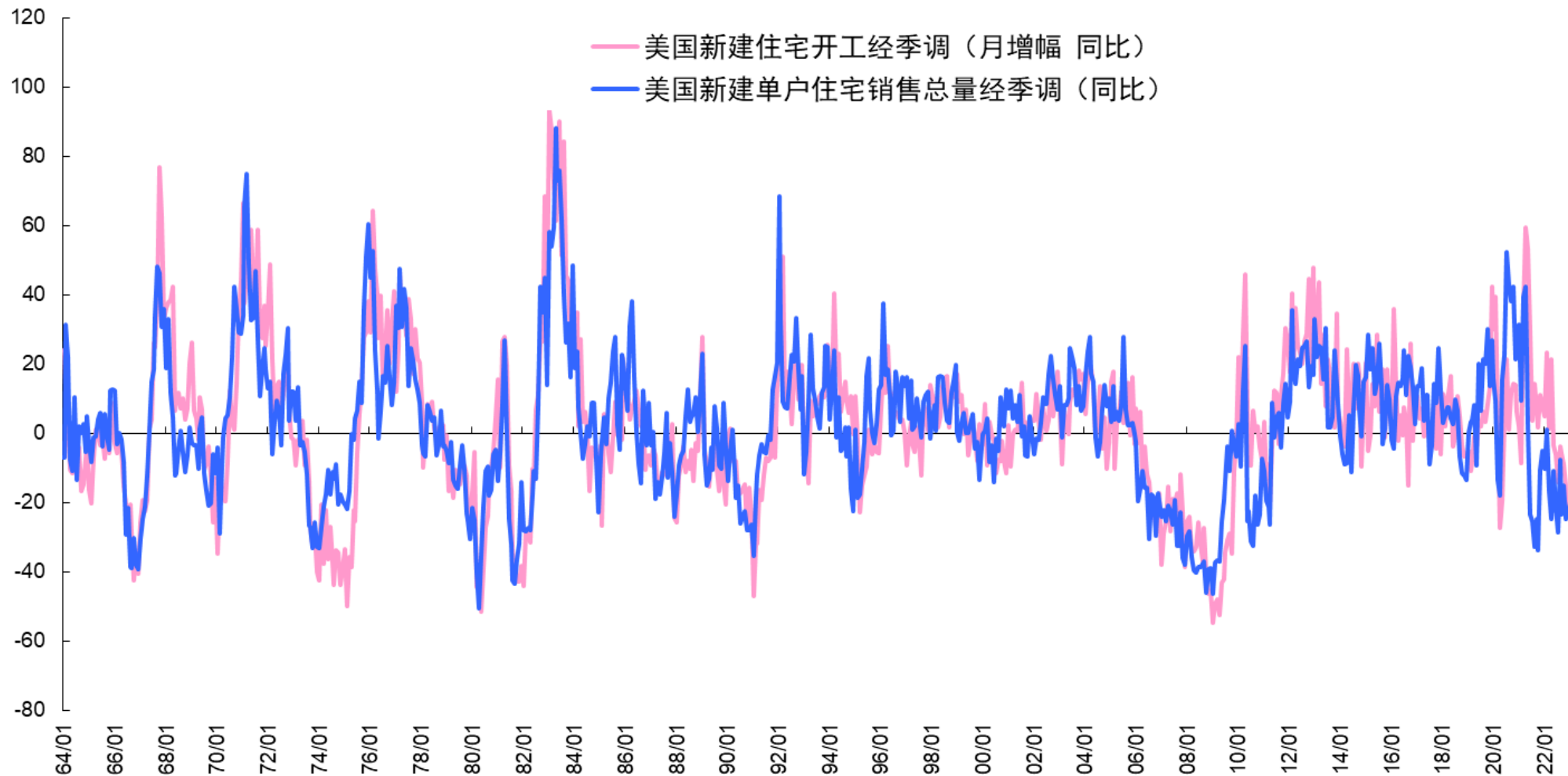
● 本轮房地产周期判断

综合目前美国居民的超额储蓄规模、薪资涨幅和房价收入比，以及美国房地产自身周期规律特征，自2023年初以来的房地产上行期可能持续至2024年下半年；住宅投资将对增长形成支撑。

● 基本逻辑：

- 1) 从房地产销量和住宅投资看，1960年以来，美国经历了约13轮房地产周期，下行期和上行期时间跨度大致平衡；房屋销量领先开工投资约1个季度。
- 2) 美国房贷利率与房屋销售存在一定关系，但并不显著。
- 3) 居民收入水平和房价收入比是房地产周期的关键影响因素。
- 4) 截至2023年Q2，美国家庭部门仍有约7500亿美元超额储蓄，薪资涨幅处于相对高位（超4%）、房价收入比处于历史相对合理水平（115%），这为房地产市场景气上行提供了支持。

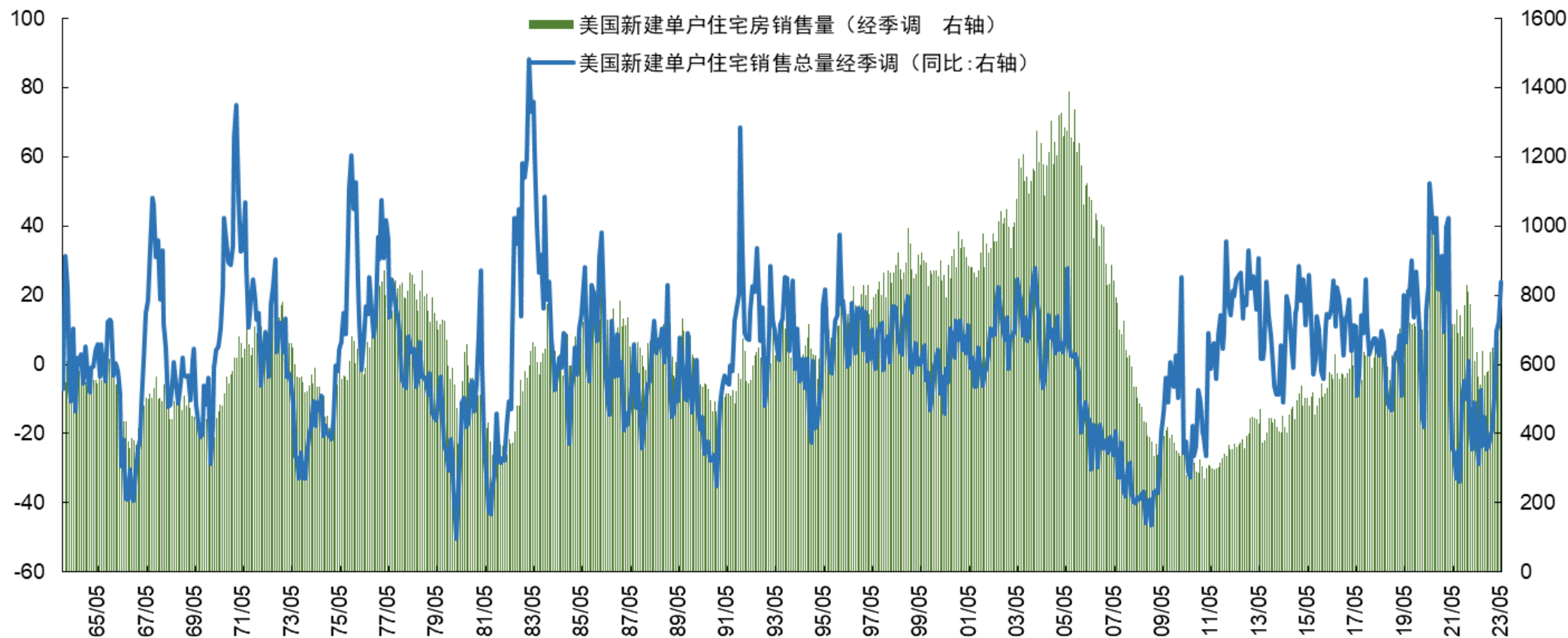
美国房地产周期：住宅销售领先开工建设约1个季度



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：基于销量的周期划分（1）

单位：%



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

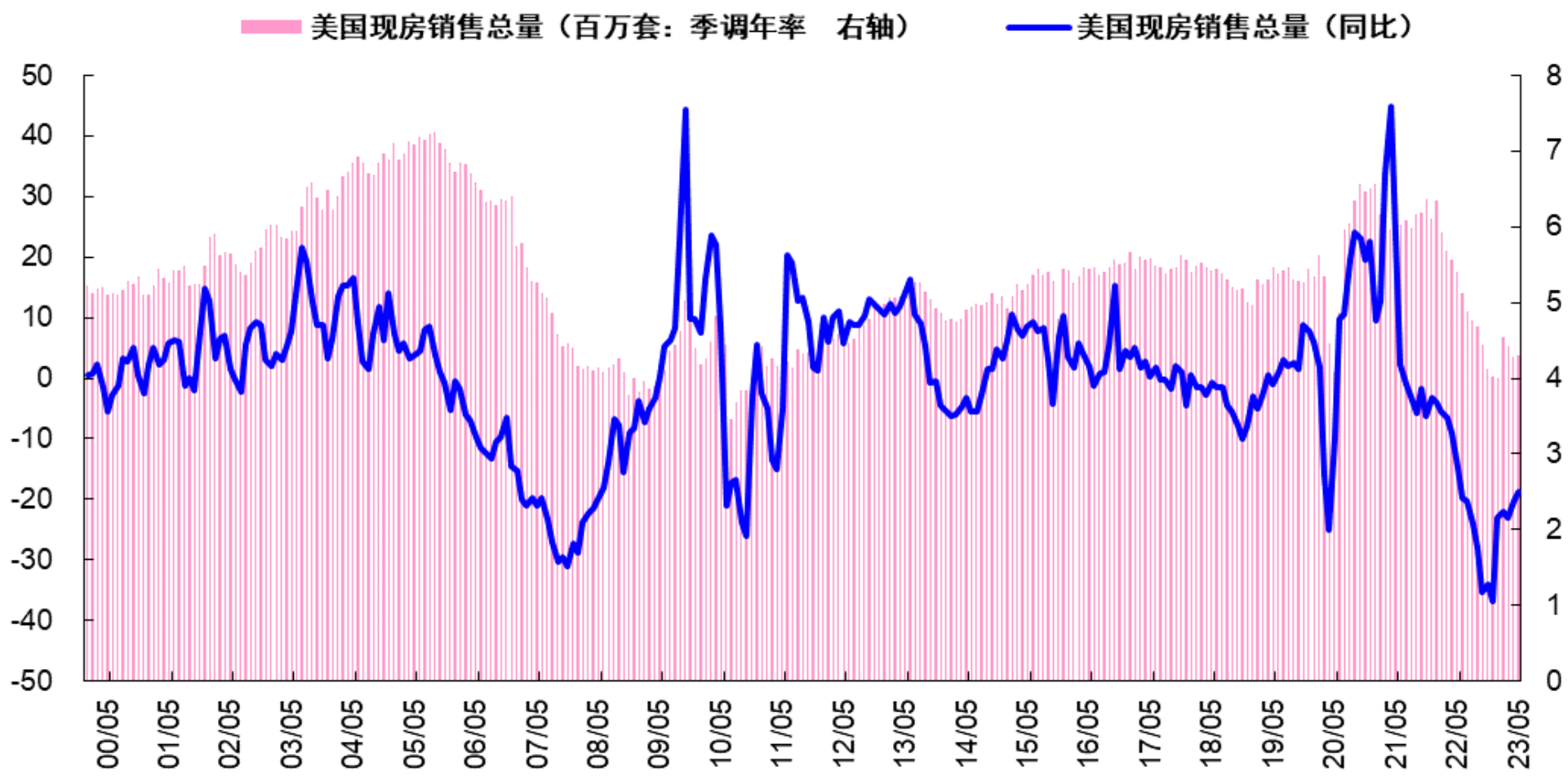
美国房地产周期：基于销量的周期划分（2）

住宅销售周期					
周期	阶段	开始时间	结束时间	阶段持续时间	周期持续时间
1	下行	1965/12	1966/12	12个月	22个月
	上行	1966/12	1967/10	10个月	
2	下行	1967/10	1970/2	27个月	40个月
	上行	1970/2	1971/3	13个月	
3	下行	1971/3	1974/1	34个月	57个月
	上行	1974/1	1975/12	23个月	
4	下行	1975/12	1980/4	51个月	63个月
	上行	1980/4	1981/4	12个月	
5	下行	1981/4	1981/9	5个月	24个月
	上行	1981/9	1983/4	19个月	
6	下行	1983/4	1984/12	20个月	35个月
	上行	1984/12	1986/4	15个月	
7	下行	1986/4	1991/1	57个月	69个月
	上行	1991/1	1992/1	12个月	
8	下行	1992/1	1994/12	35个月	48个月
	上行	1994/12	1996/2	13个月	
9	下行	1996/2	2000/6	52个月	103个月
	上行	2000/6	2005/7	61个月	
10	下行	2005/7	2009/1	42个月	56个月
	上行	2009/1	2010/4	14个月	
11	下行	2010/4	2011/4	12个月	33个月
	上行	2011/4	2013/1	21个月	
12	下行	2013/1	2014/6	17个月	30个月
	上行	2014/6	2015/7	13个月	
13	下行	2015/7	2018/11	40个月	69个月
	上行	2018/11	2021/4	29个月	
14	下行	2021/4	2022/12	20个月	
	上行	2022/12			

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：现房与新房销售节奏同步

单位：%

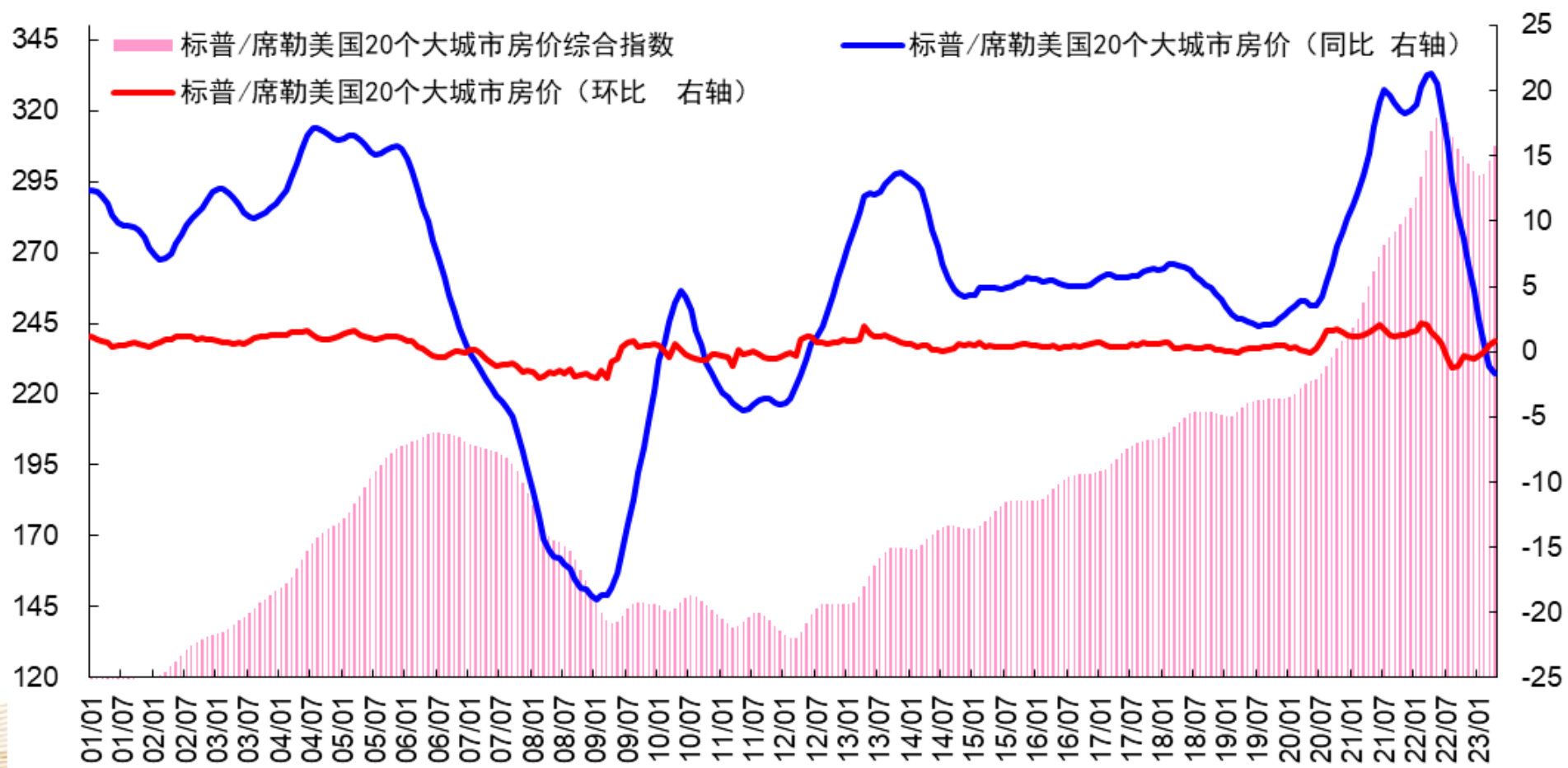


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：主要房价指标变化

美国房价持续上涨的原因：1) 疫情后财政支持下，居民购房需求较好，并带来库存水平下降；2) 2022年大宗商品价格上涨及通胀显著回升下，导致相关建筑材料及人工成本上行，并传导至房价中。

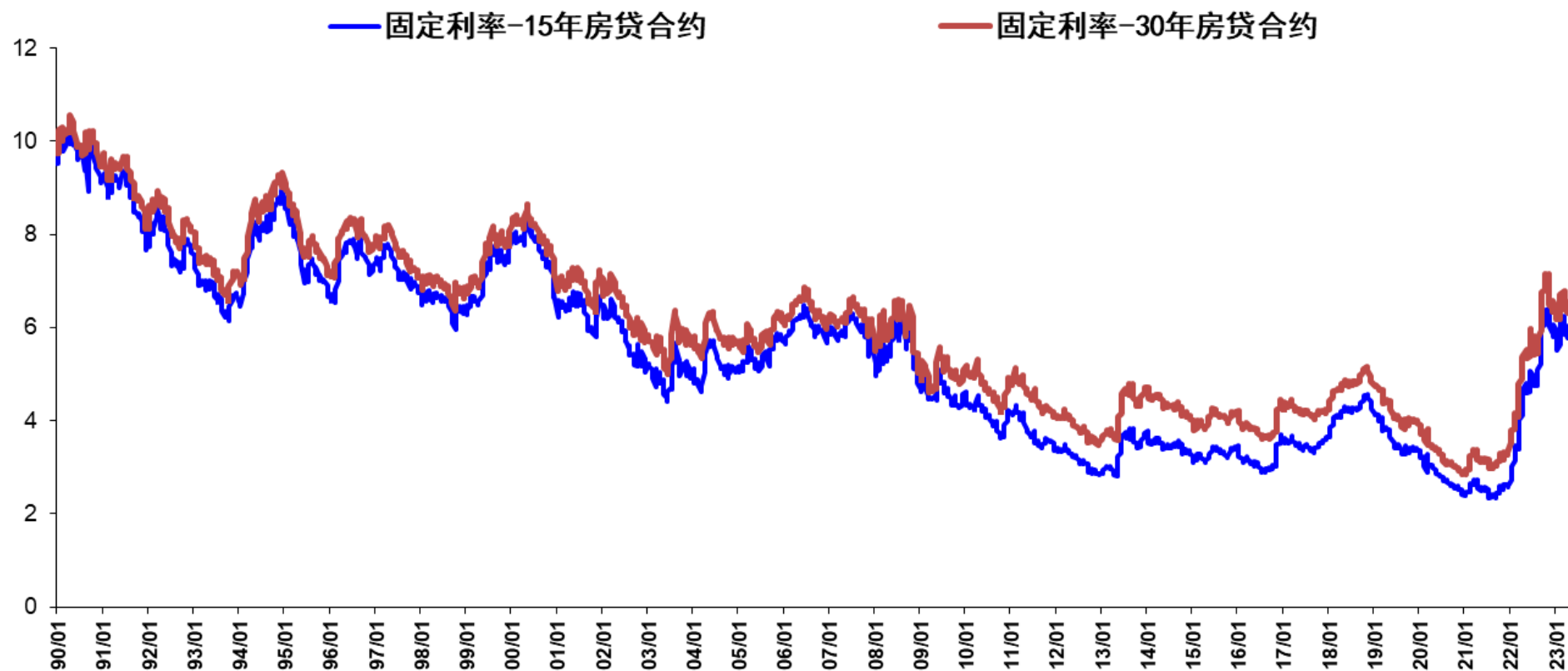
伴随原材料成本下降、房屋需求降温，房价增速显著放缓。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：房贷利率 (%)

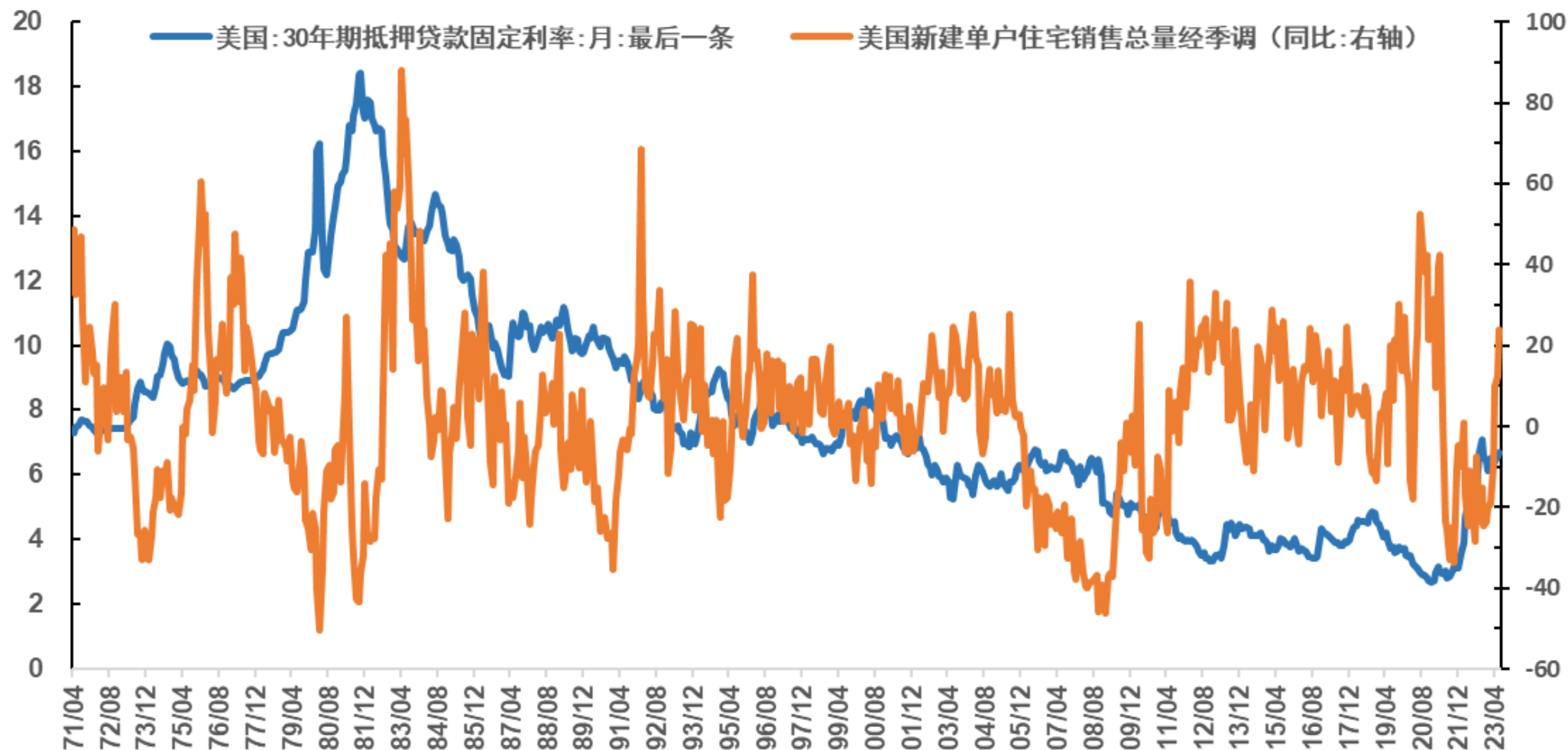
单位：%



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

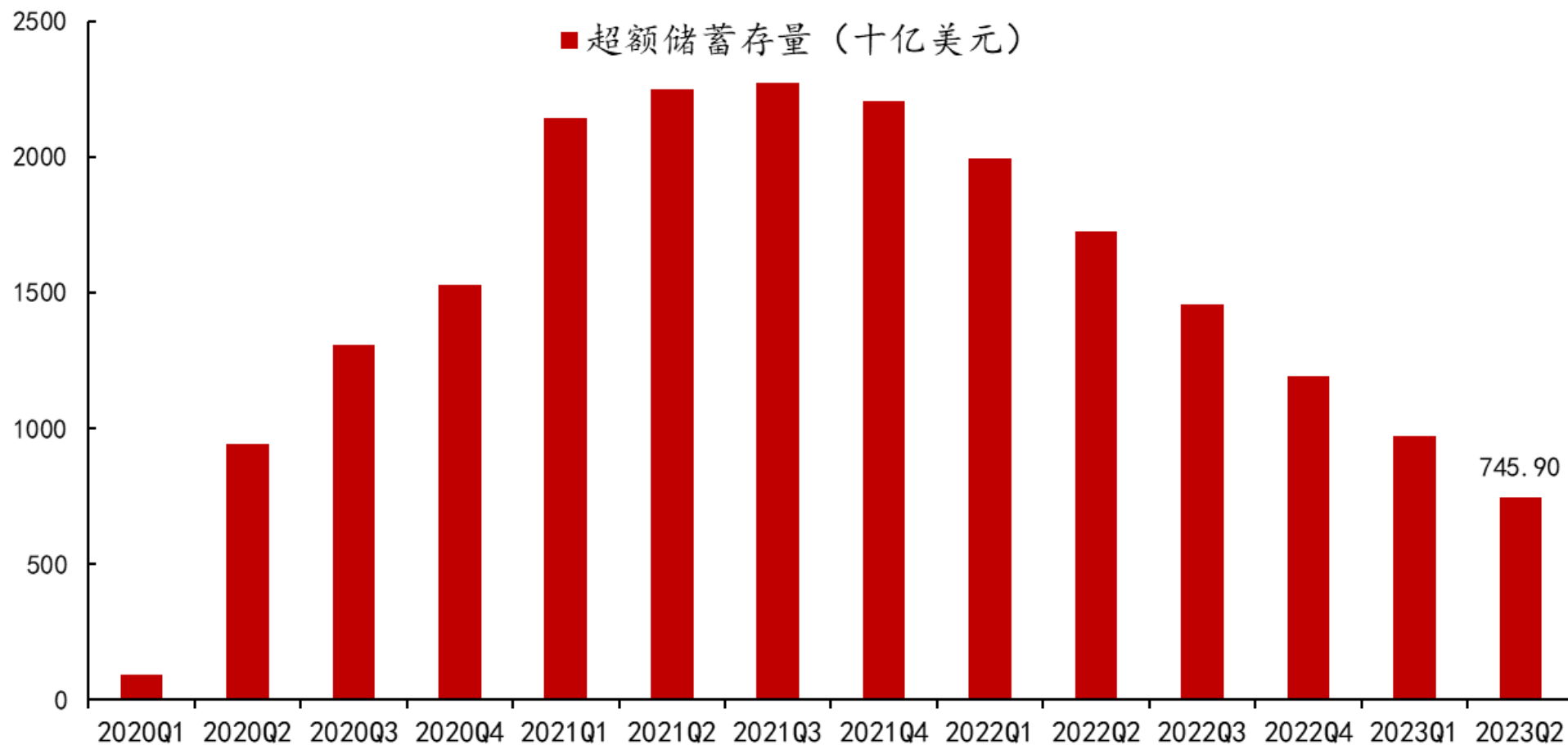
美国房地产周期：房贷利率与销售有一定关系，但不显著

单位：%



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：2023年以来，房地产上行支撑因素：超额储蓄

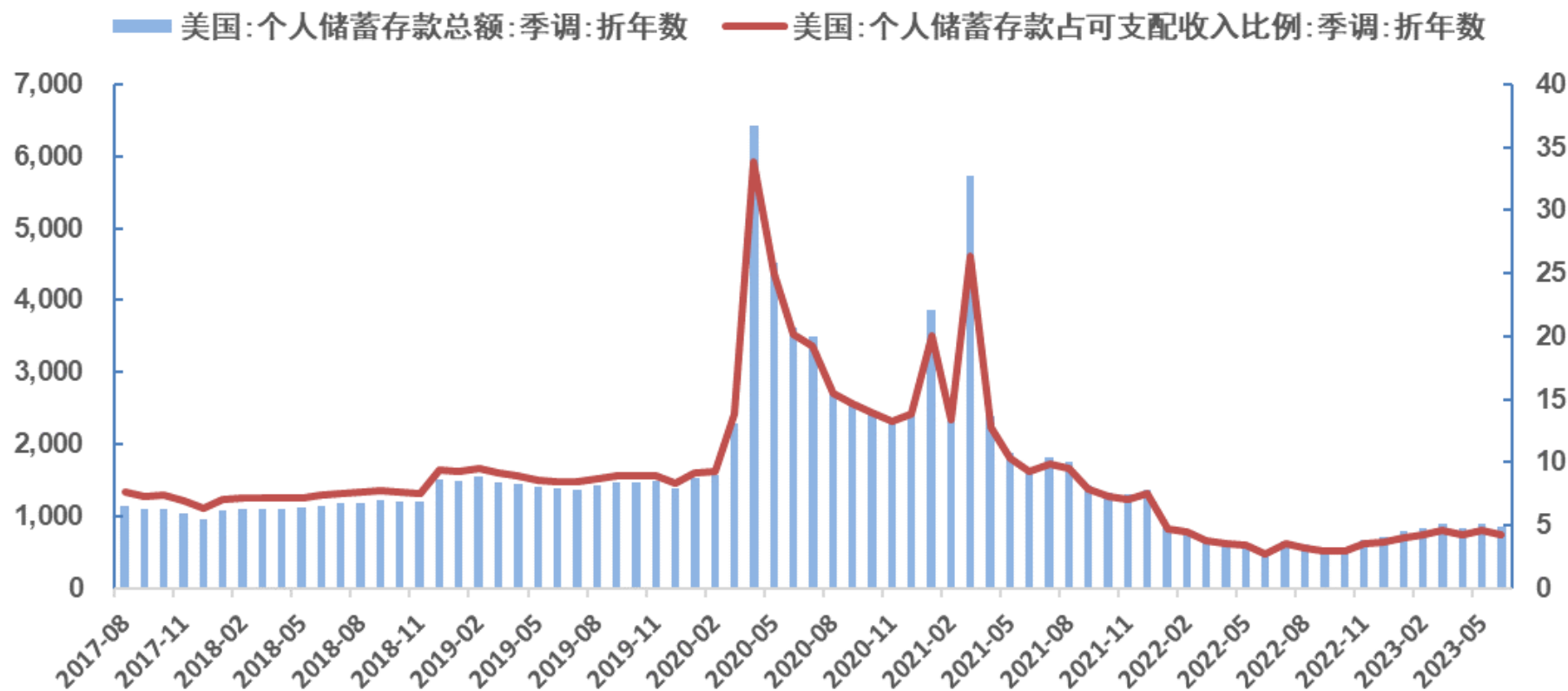


资料来源：圣路易斯联储，华西证券研究所

美国房地产周期：2023年以来，房地产上行支撑因素：增量储蓄

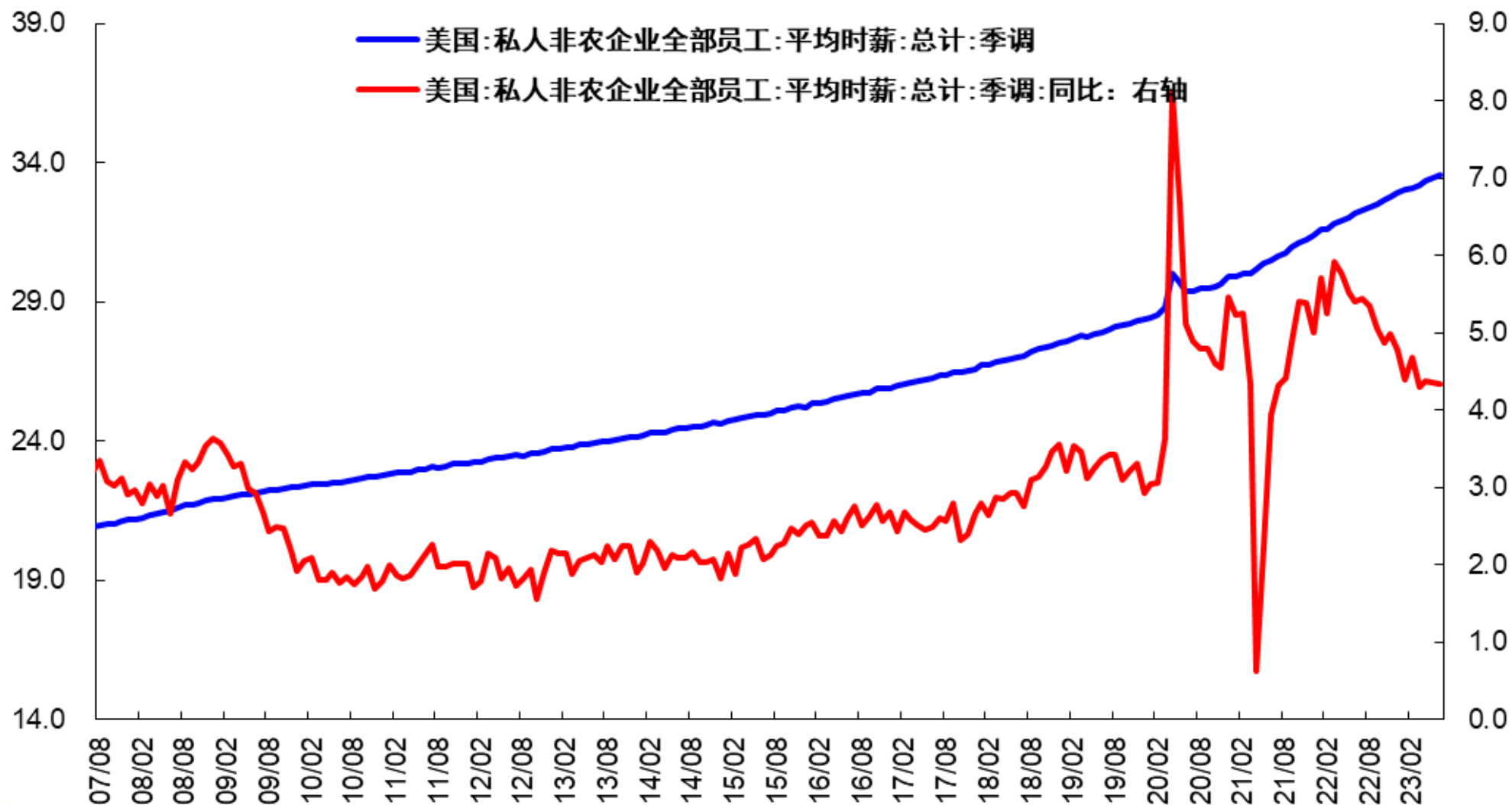
个人储蓄存款规模（流量）及占可支配收入比例企稳。

单位：十亿美元 %



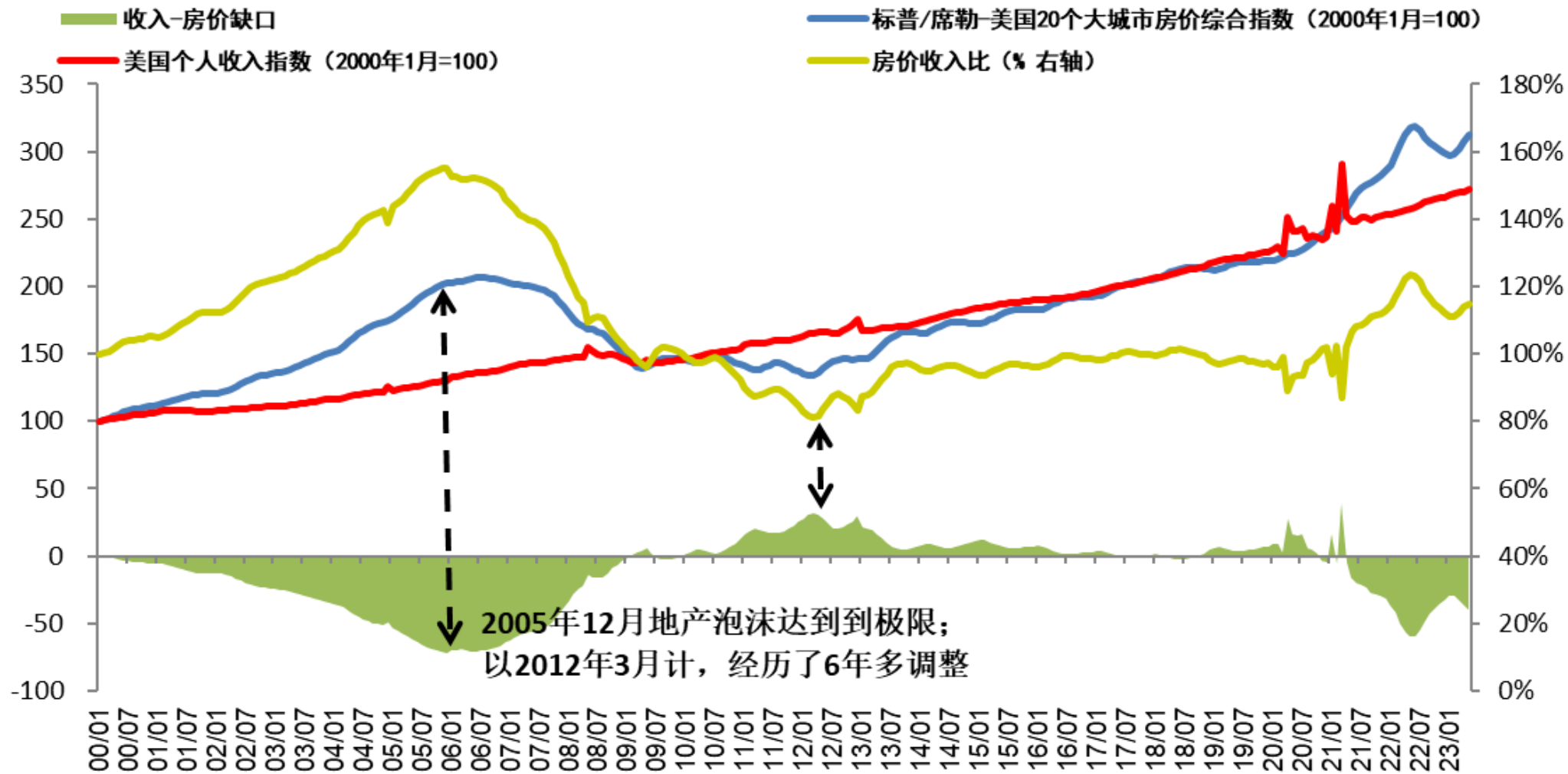
美国房地产周期：2023年以来，房地产上行支撑因素：薪资增长

单位：美元，%



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美国房地产周期：房地产上行支撑因素：相对合理的房价收入比



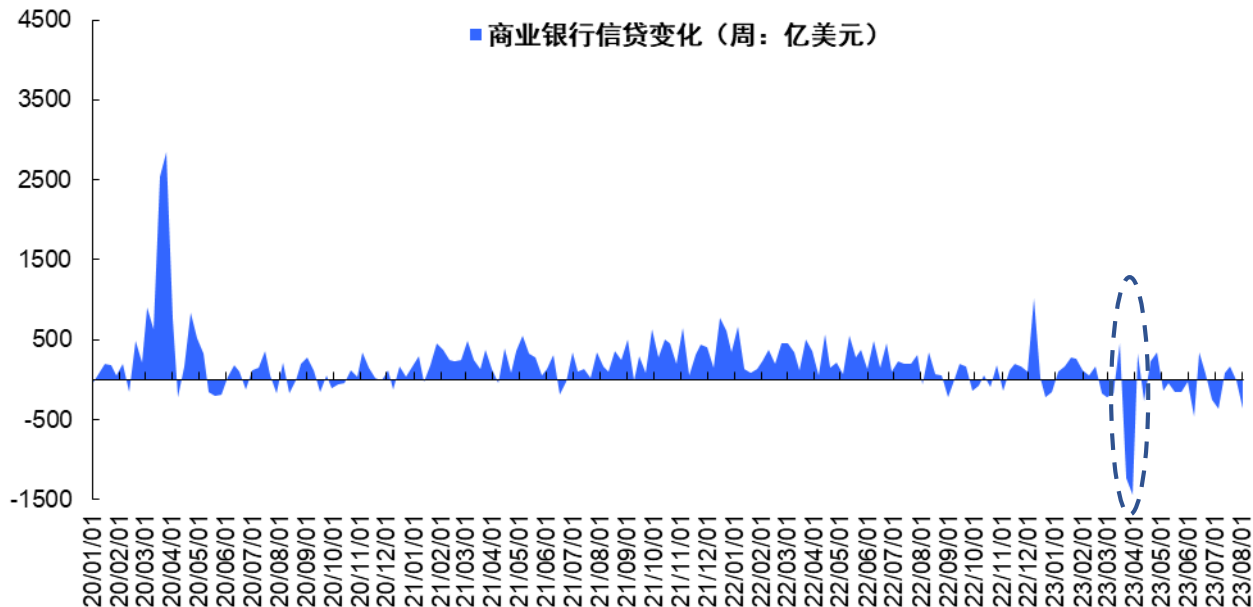
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：高利率下，中小银行风险须关注

2023年3月10日以来，美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行以及欧洲的瑞士信贷银行相继破产被收购。

美国银行业风波导致3月下半月信贷显著收缩。

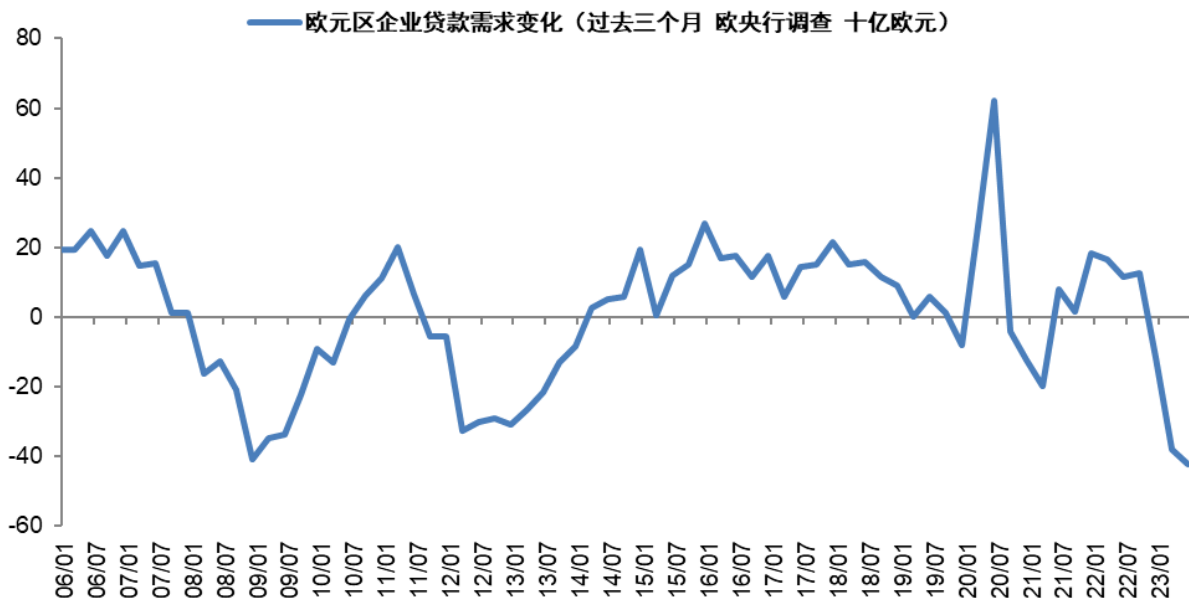
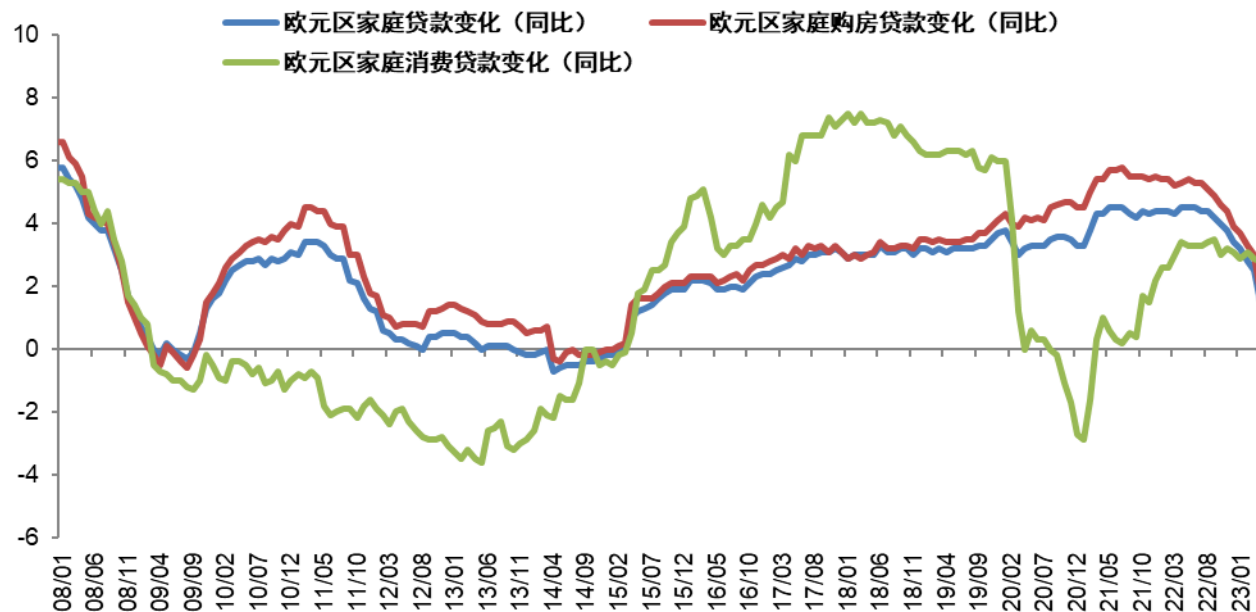
高利率环境下，中小银行风险须要持续关注。信贷扩张有所放缓。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：欧元区信贷扩张放缓

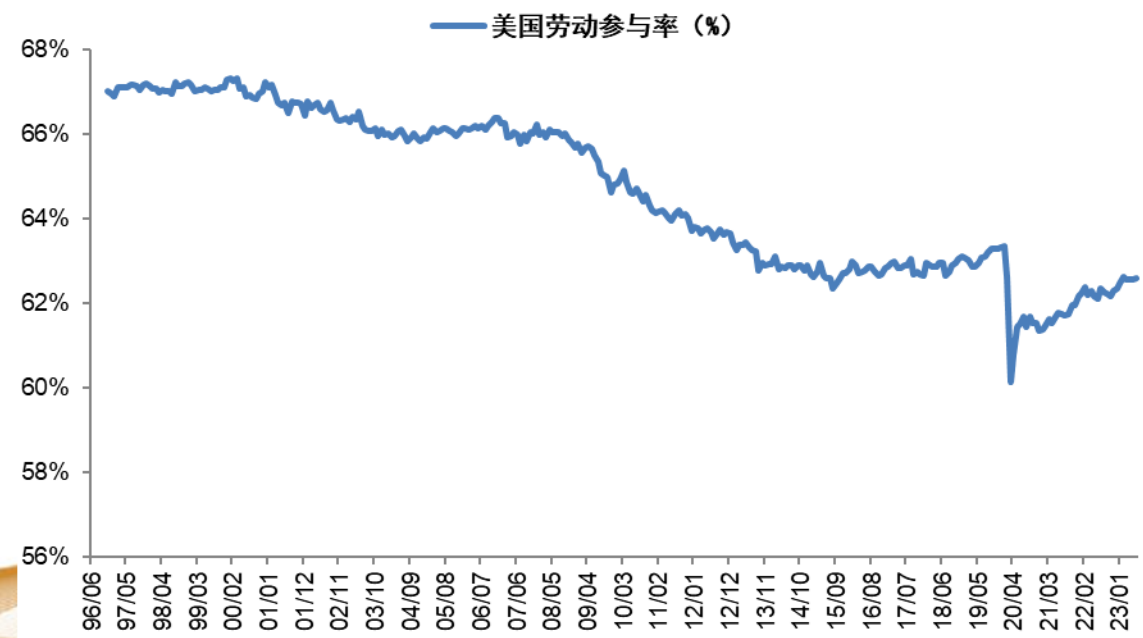
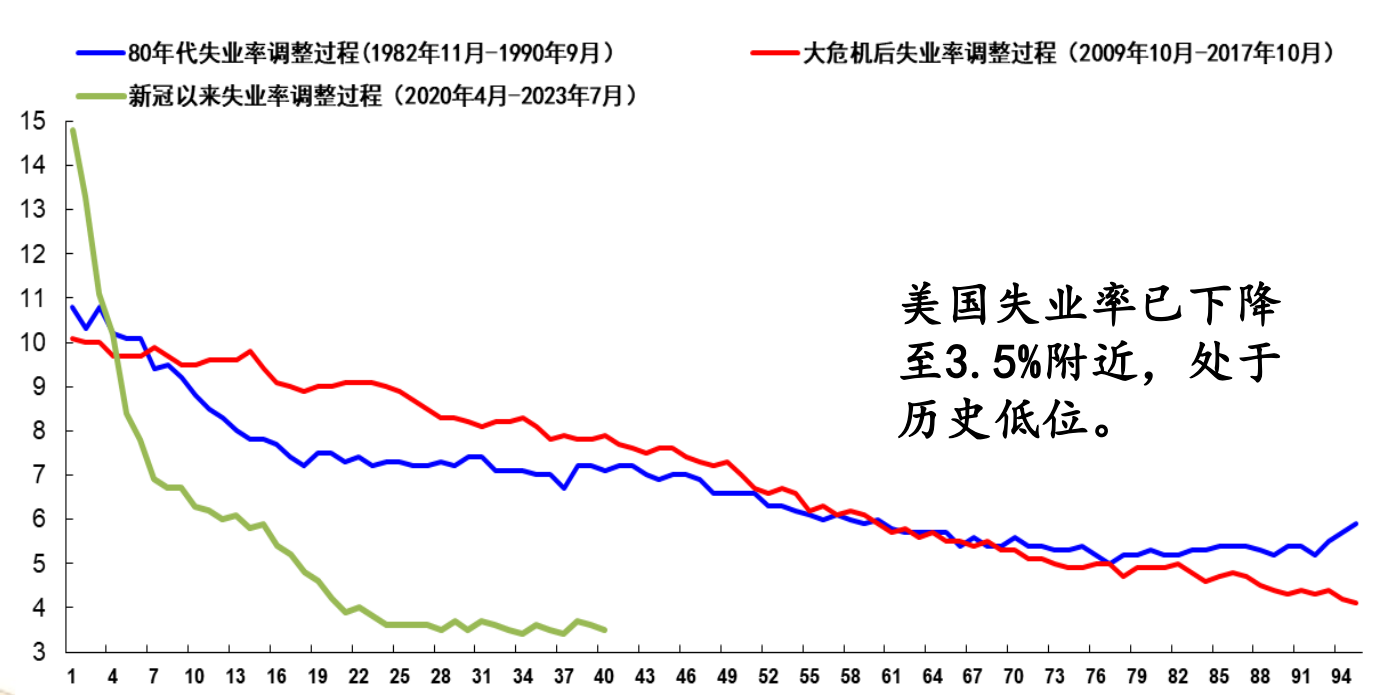
欧元区家庭和企业信贷增速及需求均出现回落。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

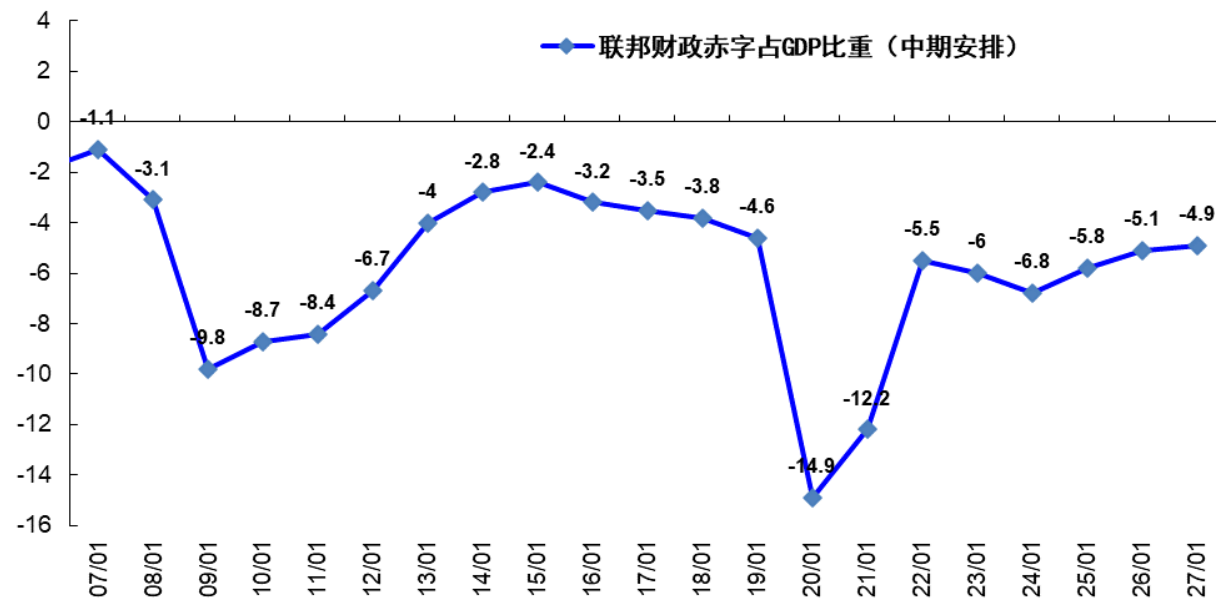
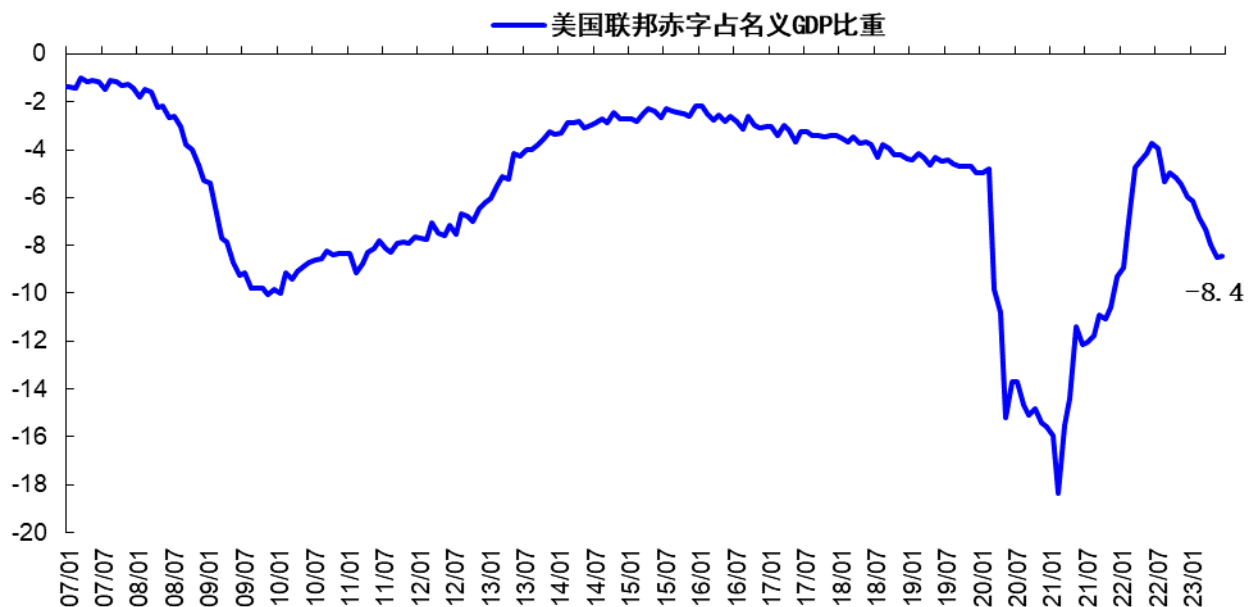
海外经济分析：美国就业市场较为稳健

- 2021年12月至今（2023年7月），美国就业持续处于充分状态；失业率已降至3.5%附近，处于历史低位。
- 劳动参与率有所改善，目前为62.6%。



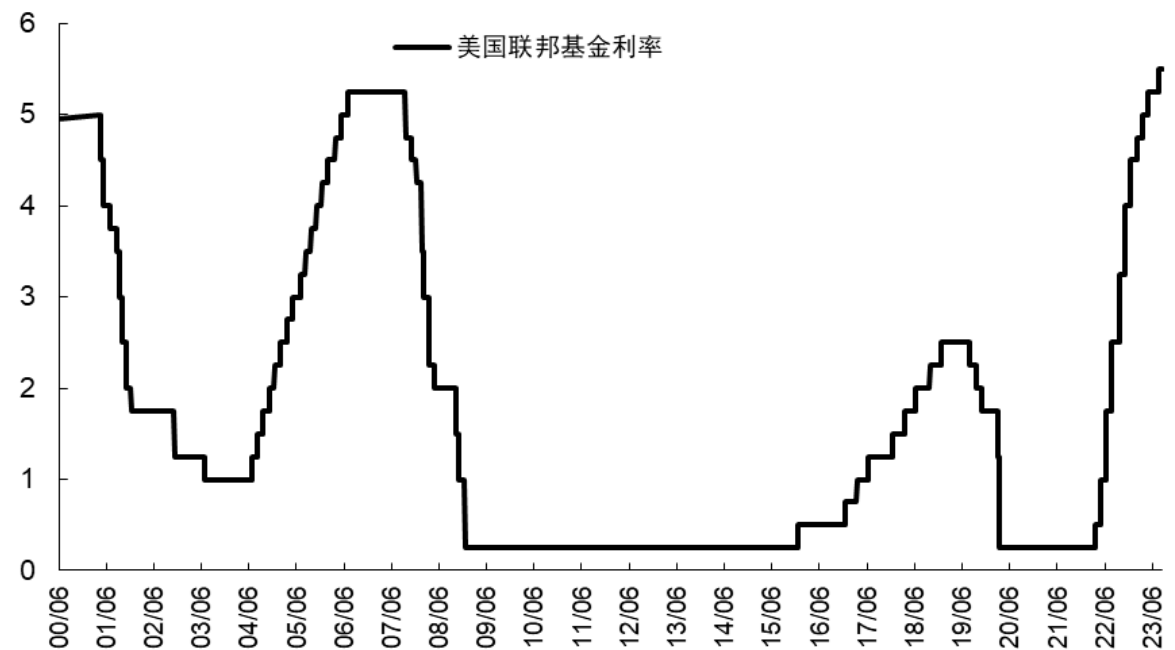
海外经济分析：美国财政保持扩张

- 可能受到大选因素影响，美国2023-2024年财政处于扩张期。
- 截至2023年7月，美国财政赤字为8.4%，同比显著扩大。



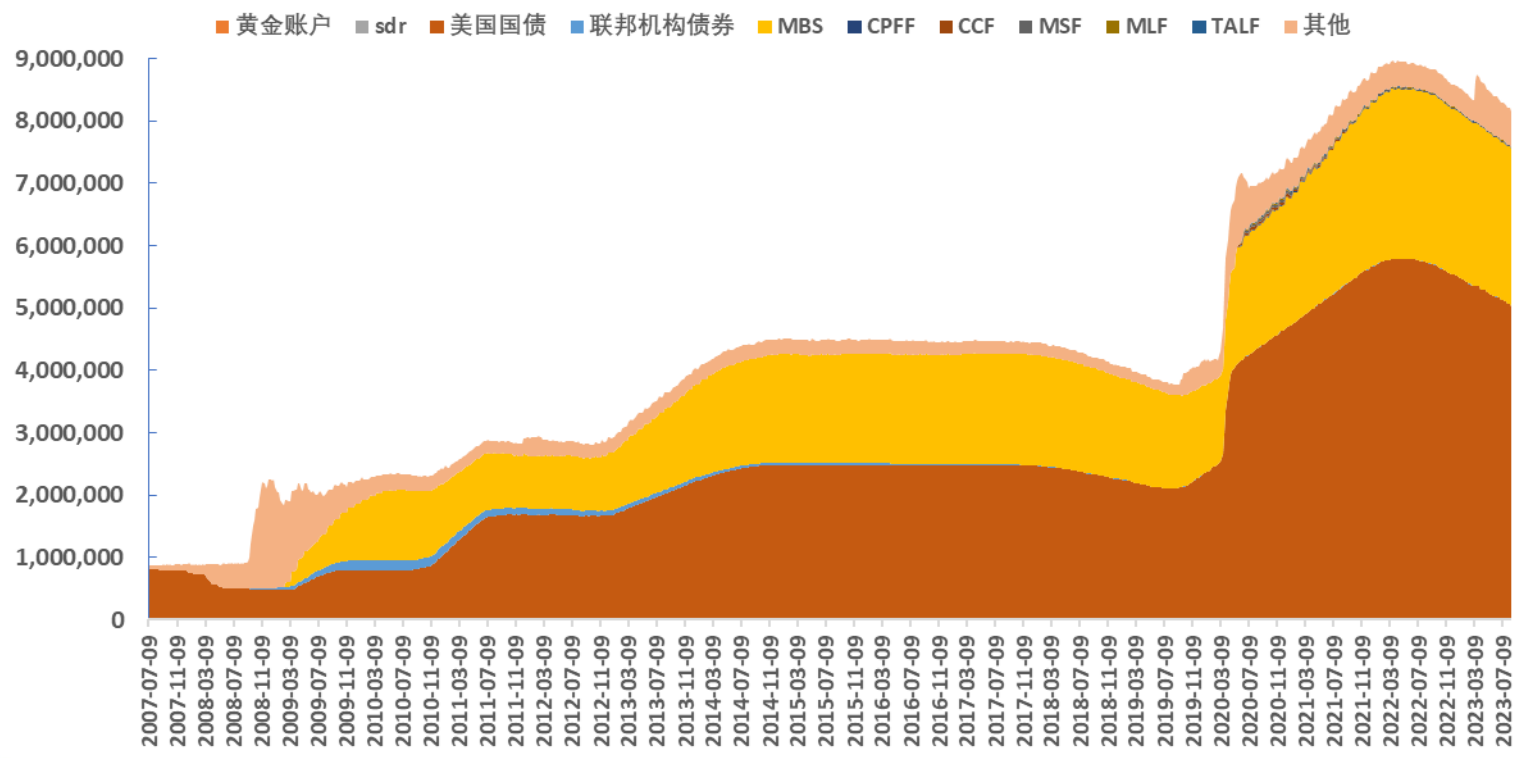
海外经济分析：美欧加息缩表抗通胀

- 截至2023年7月，自2022年3月以来美联储已累计加息11次，共加息525bp，为2001年3月以来的最高水平。
- 至于未来什么时候降息，尚待观察；可能在2025年以后。



海外经济分析：美联储资产负债表规模变化

- 为缓解银行流动性危机，阶段性扩表。2023年3月下半月，为了防止银行系统风险的蔓延，美联储向市场注入了约4000亿美元的流动性（扩表）。
- 重新回归缩表。2023年7月FOMC会议表明会继续按2022年5月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，每月缩减规模950亿美元，其中包括600亿美元国债和350亿美元MBS。





2 中国经济：多措并举稳增长

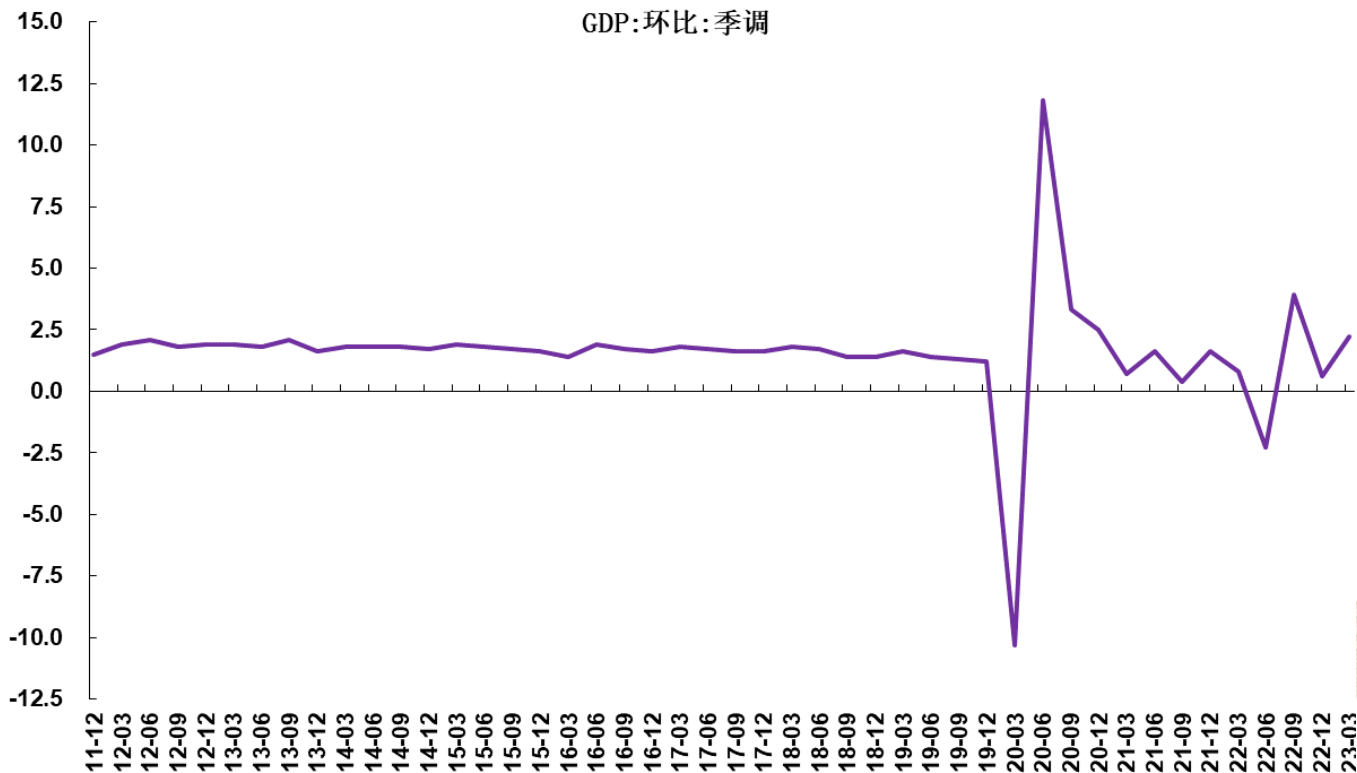


2.1 经济增长问题

经济增速的趋势状态

	2012-2013年	2014年	2015-2017年	2018年	2019年	2023下半年-2024年 (E)
GDP季度同比区间 (%)	7.5-8.1	7.2-7.6	6.8-7.1	6.5-6.9	5.8-6.3	4.7-5.2
GDP季度同比均值 (%)	7.8	7.4	6.9	6.75	6	4.9
GDP季度环比区间 (%)	1.6-2.1	1.7-1.8	1.4-1.9	1.4-1.8	1.2-1.6	1-1.4
GDP季度环比均值 (%)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2

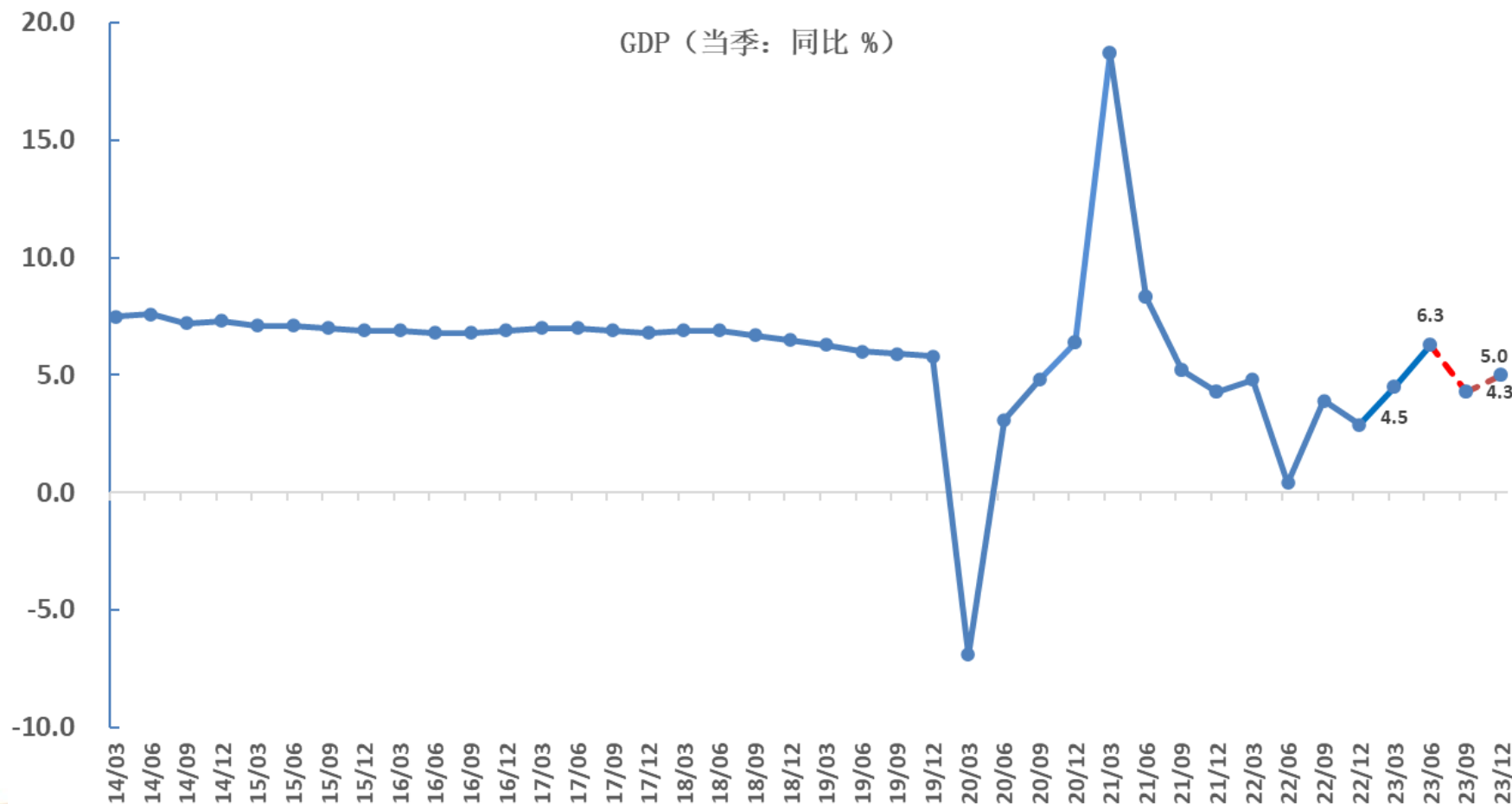
- GDP季度环比增速呈现趋势特征
- 经济活动恢复正常后，未来经济增速将会回归到趋势状态中
- 我们预计2023下半年至2024年，GDP季度环比增速中枢在1.2%，波动区间在1%-1.4%。



资料来源: WIND资讯, 华西证券研究所

经济增速预测

- 2023年中国经济增速修复、回升。我们预计2023年一季度至四季度GDP增速分别为4.5%、6.3%、4.3%和5.0%，全年增速同比5.0%。（四个季度环比分别为：2.2%、0.8%、0.8%、1.1%）



经济主要指标预测

表：2023年主要宏观经济指标预测（亿元 %）

年份	GDP	物价水平		工业增 加值 (%)	消费品零售增速 (%)		固定资产投资增速 (%)				进出口			流动性		
		CPI(%)	PPI(%)		消费名 义增速 (%)	消费实 际增速 (%)	整体 (%)	房地产 (%)	基建 (%)	制造业 (%)	出口 (%)	进口 (%)	贸易差额 (亿美元)	新增信 贷规模 (亿元)	社融余 额增速 (%)	新增社 融规模 (亿元)
2023年E	5.0	0.5	-3	3.5	7.0	6.5	3.7	-7.5	8.5	5.5	2	-4	10372	220000	9.5	343000
2022年	3	2.0	4.2	3.6	-0.2	-2.8	5.1	-10	11.5	9.1	7	1.1	8775	213000	9.6	320000
2021年	8.4	0.9	8.0	9.6	12.5	10.7	4.9	4.4	0.2	13.5	29.9	30	6759.2	199462	10.3	313500
2020年	2.2	2.5	-1.8	2.8	-3.9	-5.2	2.9	7	3.4	-2.2	3.6	-0.6	5240	196382	13.3	348634
2019年	6.0	2.9	-0.3	5.7	8	6	5.4	9.9	3.3	3.1	0.5	-2.7	4217.5	168171	10.7	256735
2018年	6.7	2.1	3.5	6.2	9	6.9	5.9	9.5	1.8	9.5	10	16	3509	161663	10.3	224900
2017年	6.9	1.6	6.3	6.6	10.2	9	7.2	7.0	15	4.8	8	16	4195.5	135300	14.1	261500
2016年	6.8	2.0	-1.4	6	10.4	9.6	8.1	6.9	15.7	4.2	-7.7	-5.5	5100	126500	17.8	272300
2015年	7.0	1.4	-5.2	6.1	10.7	10.6	10.0	1.0	17.3	8.1	-3	-14	5932.2	117200	15.1	200900
2014年	7.4	2.0	-1.9	8.3	12.0	10.9	15.7	10.5	20.3	13.5	6	0.5	3830.6	97800	14.2	165300

注明：截至2023年7月，

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

工业增加值：当月同比3.7%，累计同比3.8%；**服务业生产指数：**当月同比5.7%，累计同比8.3%；

名义社零：当月同比2.5%，累计同比7.3%；

固定资产投资：累计增速3.4%，其中，制造业5.7%，房地产开发投资-8.5%，基建（含电力）9.4%；

出口：当月同比-14.5%，累计同比-5%；**进口：**当月同比-12.4%，累计同比-7.6%。

信用扩张：累计新增信贷规模16.1万亿元，累计新增社融规模22.1万亿元，社融存量增速8.9%。

主要行业在GDP中占比及增速

- 房地产行业持续调整及相关行业（建筑、装饰、家居家电）景气偏弱，对增长形成拖累。
- 餐饮、旅游和住宿及交运行业快速恢复，但占GDP比重不高。

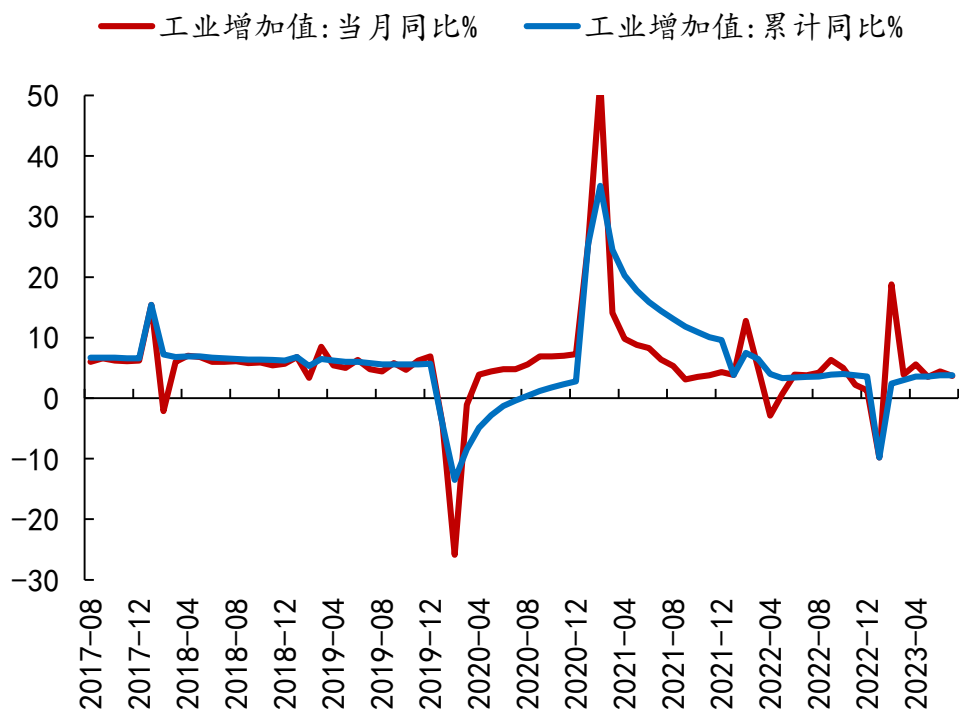
主要行业	占GDP比重 (%)	2022年各行业GDP增速 (%)
制造业	27.7	2.90
建筑业	6.9	5.50
批发和零售业	9.5	0.90
交通运输、仓储和邮政业	4.1	-0.80
住宿和餐饮业	1.5	-2.30
金融业	8.0	5.60
房地产业	6.1	-5.10
信息传输、软件和信息技术服务业	4.0	9.10
租赁和商务服务业	3.2	3.40

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

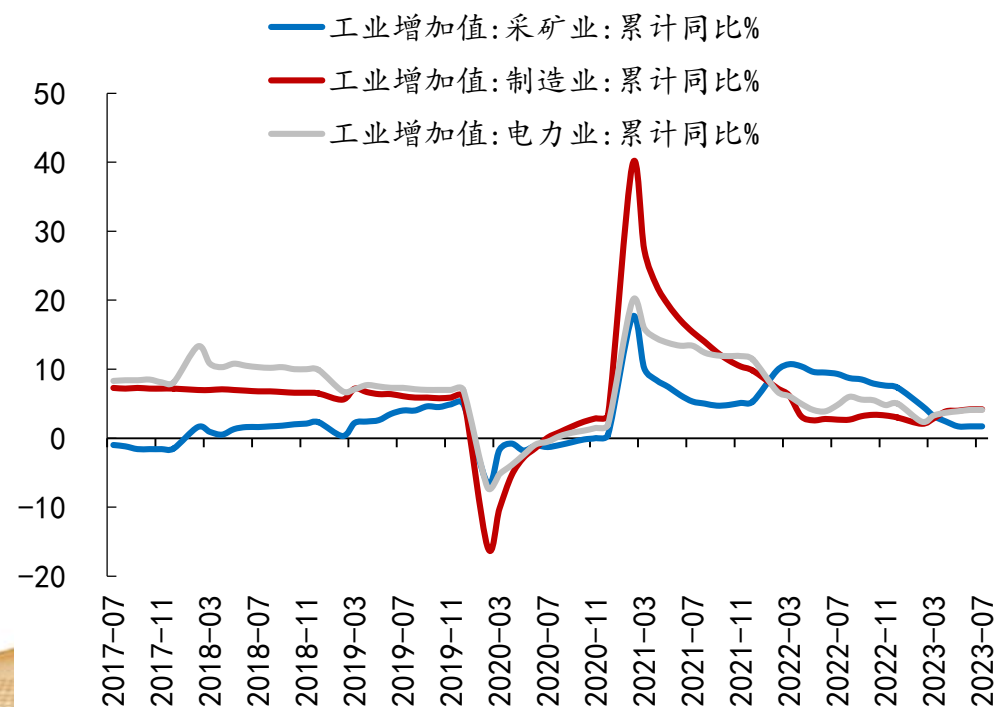
工业生产边际放缓

7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.7%(预期4.6%，前值4.4%)，环比增长0.01%(前值0.68%)。虽然7月PMI生产指数回升至50.2%，处于荣枯线以上，但内外部需求整体依然偏弱，拖累工业生产边际放缓。

分三大门类看，7月，采矿业增加值当月同比增长1.3%，较前值回落0.2个百分点；制造业增加值当月同比增长3.9%，较前值回落0.9个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长4.1%，较前值回落0.8个百分点。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

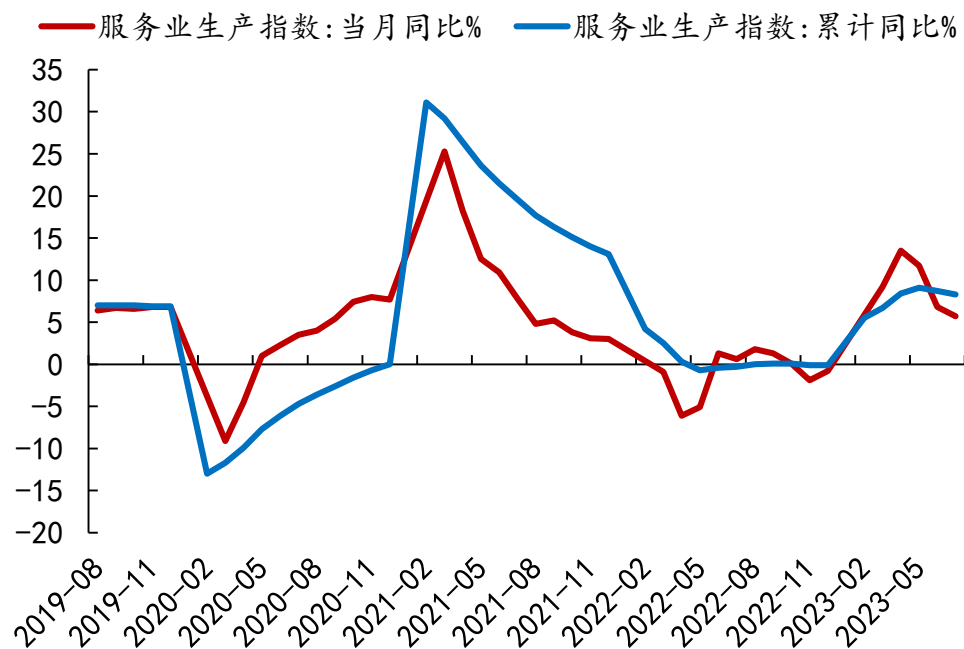


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

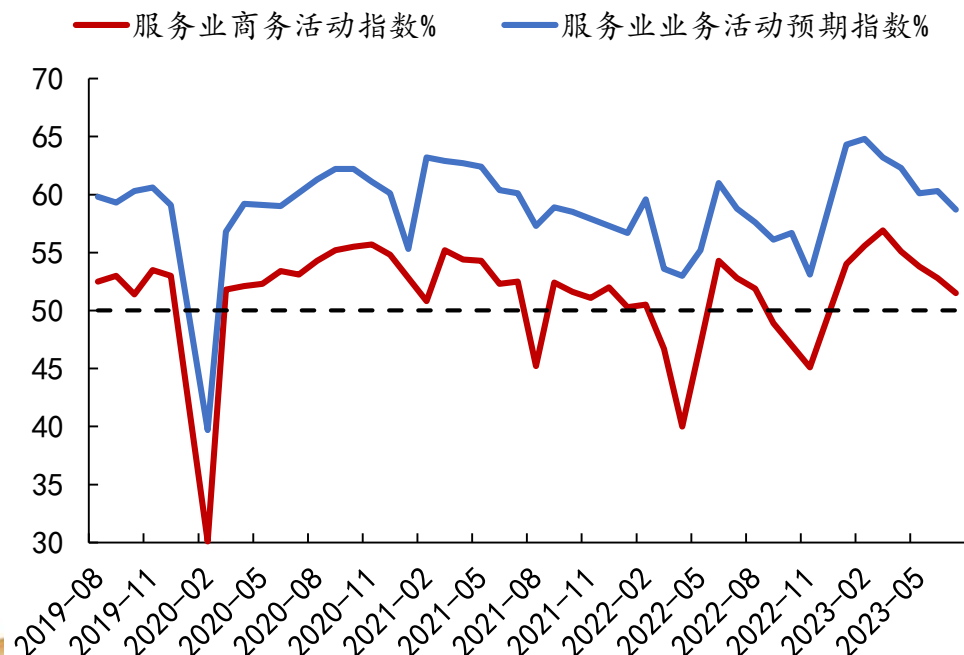
服务业保持增长

7月份，全国服务业生产指数同比增长5.7%，较前值回落1.1个百分点。1-7月份，全国服务业生产指数同比增长8.3%，较前值回落0.4个百分点。

7月份，服务业商务活动指数为51.5%，较上月回落1.3个百分点，继续保持在扩张区间。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为58.7%，较上月回落1.6个百分点，但仍保持在较高景气度区间。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

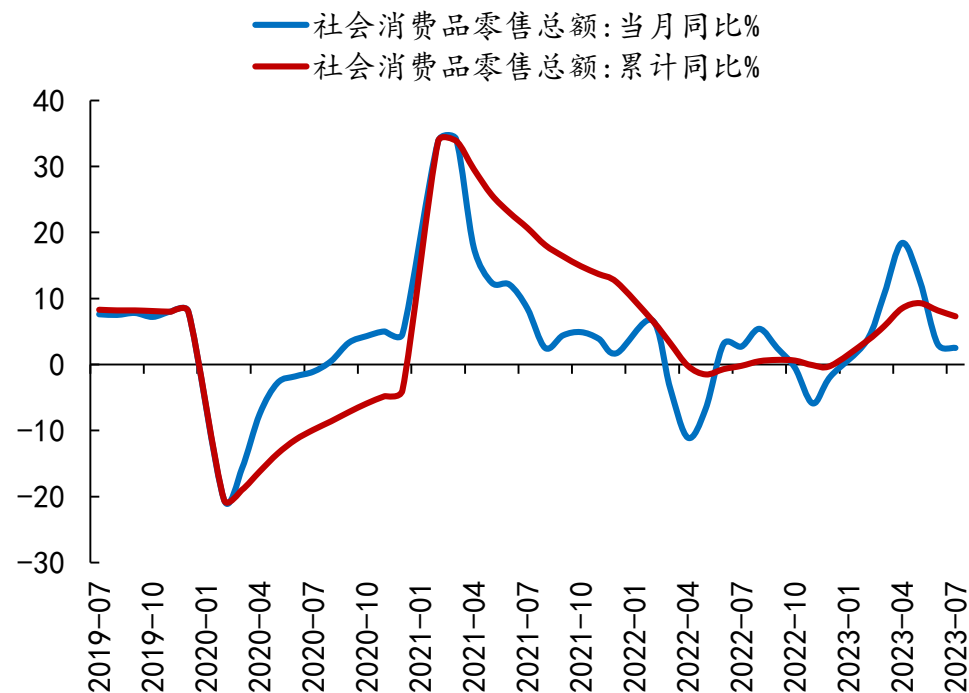


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

消费品零售修复转弱

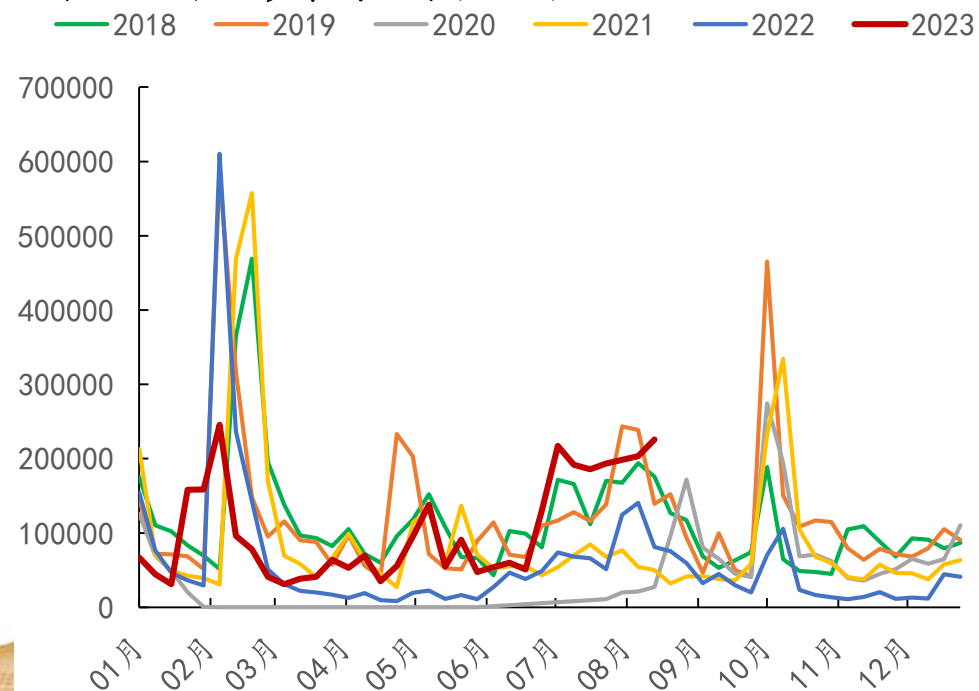
7月，社会消费品零售总额36761亿元，同比增长2.5%，较前值回落0.6个百分点，环比下降0.06%。1-7月份，社会消费品零售总额264348亿元，同比增长7.3%，较前值回落0.9个百分点。

7月，社会消费品零售总额增速回落，但是高频数据显示电影市场等服务类消费持续升温。两者的表现出现分歧在于，当前实物商品消费和服务类消费修复节奏存在一定不同步性，实物商品消费偏弱，服务类消费较强，而社会消费品零售总额社会中不包括教育、医疗、文化、艺术、娱乐等方面的服务性消费支出。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

图：全国电影票房:周(万元)

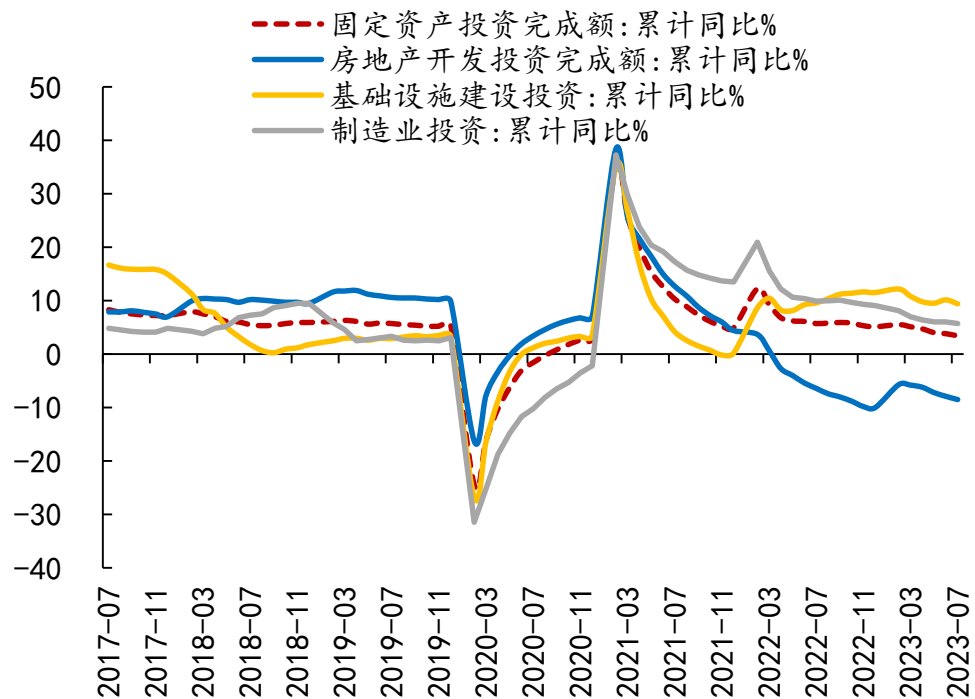


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

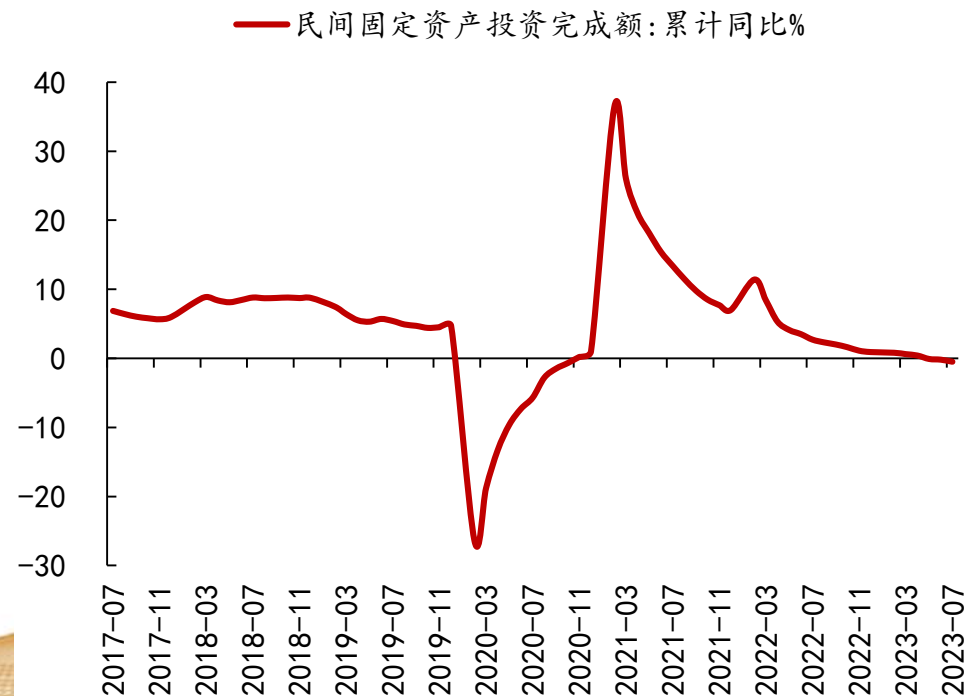
固定资产投资增速有所回落

1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长3.4%（预期3.9%，前值3.8%），环比下降0.02%。从环比看，7月份固定资产投资（不含农户）下降0.02%。1-7月份，民间固定资产投资149436亿元，同比下降0.5%（前值-0.2%）。

分产业看，第一产业投资同比下降0.9%（前值-0.1%）；第二产业投资增长8.5%（前值8.9%）；第三产业投资增长1.2%（前值1.6%）。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

财政支持与基建投资

2023E各口径财政赤字率测算一览 (亿元 %)

2010-2023E各口径财政赤字率测算一览														
	全国公共 财政收支 差额预算	全国政府 性基金收 支差额预 算	狭义赤字 合计	PSL新增 额度	政策性银 行金融债 净融资	城投债净 融资	铁道债净 融资	国债净融 资	地方债净 融资	广义赤字 合计	名义GDP	政府预期 目标:财 政赤字: 赤字率	狭义赤字 率	广义赤字率
2010	10500	656	11156		7037	1952	1450	7027	2000	19465	412119	3.0%	2.5%	4.7%
2011	9000	790	9790		11459	2320	890	4185	2000	20854	487940	2.0%	2.0%	4.3%
2012	8000	817	8817		13495	6877	1250	5149	500	27271	538580	1.6%	1.6%	5.1%
2013	12000	781	12781		10810	6840	1540	9166	2116	30471	592963	2.0%	2.2%	5.1%
2014	13500	807	14307		10500	12979	1625	8868	3008	36979	643563	2.1%	2.2%	5.7%
2015	16200	1721	17921	10812	10678	9735	1600	10700	36637	80162	688858	2.3%	2.6%	11.6%
2016	21800	4248	26048	9714	14599	14761	1330	13150	58022	111575	746395	3.0%	3.5%	14.9%
2017	23800	8299	32099	6350	12023	5405	1440	14734	41166	81119	832036	3.0%	3.9%	9.7%
2018	23800	13884	37684	6920	9903	4196	1150	14463	33262	69895	919281	2.6%	4.1%	7.6%
2019	27600	21854	49454	2670	13853	12497	380	17547	30472	77419	990865	2.8%	5.0%	7.8%
2020	37600	44677	82277	202	25483	23081	600	40353	43681	133400	1016000	3.6%	8.1%	13.1%
2021	35700	36739	72439	0	21542	23979	1020	21883	48142	116566	1143670	3.2%	6.3%	10.2%
2022	33700	36500	70200	6300	20679	11254	130	25748	45798	109909	1210207	2.8%	5.8%	9.1%
2023E	39000	40000	79000	0	20000	16000	500	30000	49000	115500	1299615	3.0%	6.1%	8.9%

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

说明：政府财政赤字率目标 = 全国公共财政收支差额预算/名义GDP:E

狭义赤字率 = (全国公共财政收支差额预算+全国政府性基金收支差额预算)/名义GDP

广义赤字率 = (PSL新增余额+政策性银行金融债净融资+城投债净融资+铁道债净融资+国债净融资+地方债净融资)/名义GDP

2020年国债净融资中包括特别抗疫国债净融资10000亿元。

政府债务与平台债务：规模与结构

表：政府债务与城投平台存量规模与结构（万亿元，%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中央								
国债	10.66	12.01	13.48	14.96	16.80	20.89	23.27	25.59
地方								
地方政府债券	4.83	10.63	14.74	18.07	21.12	25.49	30.31	34.90
一般债券	3.85	7.14	10.33	10.99	11.87	12.74	13.77	14.39
专项债券	0.97	3.49	6.14	7.39	9.44	12.92	16.70	20.67
非债券形式存量债务	9.93	4.73	1.73	0.32	0.19	0.18	0.16	0.16
地方政府债务合计：狭义	14.76	15.36	16.47	18.39	21.31	25.66	30.47	35.06
城投平台债务	20.05	24.34	29.29	35.28	40.96	48.15	52.82	57.48
城投债	4.02	5.44	5.95	6.28	7.38	9.51	11.71	12.76
地方政府债务+平台债务：广义	34.81	39.70	45.76	53.67	62.27	73.81	83.29	92.54
政府债务合计：狭义	25.42	27.36	29.95	33.35	38.11	46.55	53.74	60.65
杠杆率：狭义	36.90%	36.66%	35.99%	36.28%	38.63%	45.93%	46.76%	50.12%
政府债务+平台债务	45.47	51.71	59.24	68.63	79.07	94.70	106.56	118.13
杠杆率（含平台）：广义	66.01%	69.28%	71.20%	74.66%	80.15%	93.43%	92.72%	97.61%

注明：
 杠杆率= 债务/名义GDP

资料来源：WIND资讯，中国地方政府债券信息公开平台，华西证券研究所

地方政府债券净融资额

表：地方政府债券净融资额（万亿元）

	地方政府专项债			地方政府一般债			
	新增	置换+再融资	合计	新增	置换+再融资	其他	合计
2022	3.37	0.59	3.96	-0.18	0.80	0.00	0.62
2021	3.21	0.57	3.78	0.22	0.91	-0.09	1.04
2020	3.28	0.20	3.49	0.18	0.73	-0.03	0.88
2019	2.06	0.10	2.16	0.88	0.18	-0.17	0.89
2018	1.29	0.49	1.78	0.75	0.97	-0.18	1.54
2017	0.95	1.05	2.00	1.06	1.30	-0.24	2.12
2016	0.74	1.77	2.51	1.38	2.16	-0.24	3.29
2015	0.53	0.44	0.97	1.76	1.10	-0.17	2.69

注明：

新增专项债：除了少数用于补充银行资本金的专项债外，其他均用于项目建设。

置换债券：2019年之前，用于置换非政府债券形式的政府债务所发行的债券地方政府债券。

再融资债券：1) 用于偿还部分到期地方政府债券本金所发行的债券；2) 2019年之后，用于置换非政府债券形式的政府债务所发行的债券地方政府债券。

其他一般债：2015年之前发行的地方政府债券。主要为2010年财政部代发地方政府债券，以及2012试点省市发行的地方政府债券。

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

城投平台债务梳理

表：城投平台债务存量（万亿元，%）

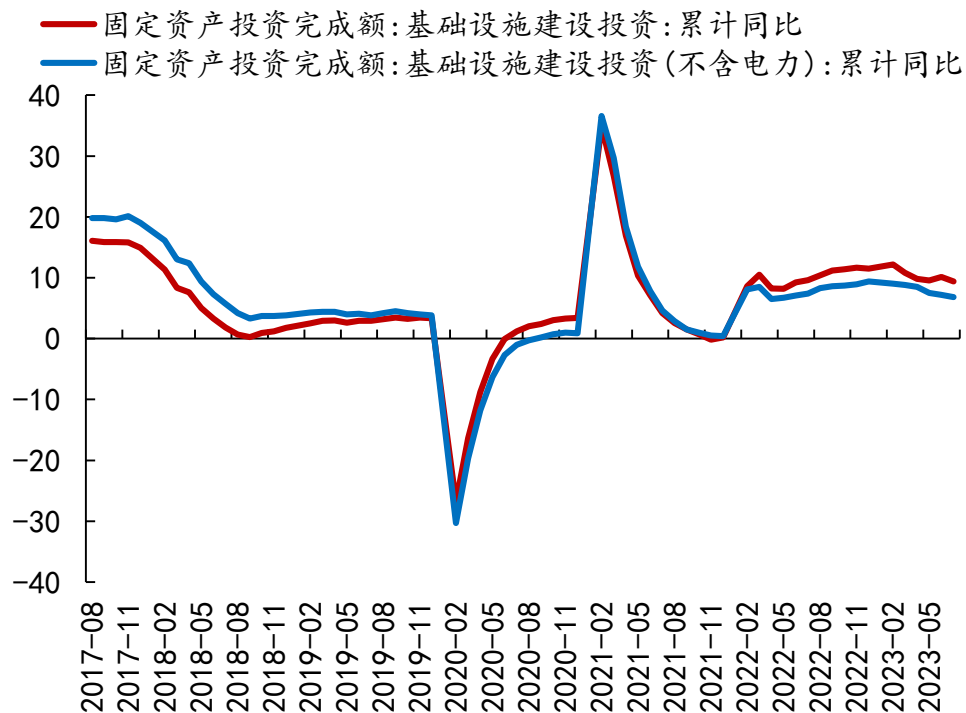
	短期借款	一年内到期的非 流动负债	应付票据	长期借款	应付债券	合计	资产总计	城投杠杆水平
2022	4.71	9.86	1.21	28.31	13.39	57.48	147.04	39.09%
2021	3.86	8.65	1.10	26.14	13.08	52.82	136.31	38.75%
2020	3.58	7.49	0.94	25.26	10.88	48.15	125.13	38.48%
2019	2.84	6.25	0.70	22.48	8.69	40.96	108.62	37.71%
2018	2.02	5.33	0.44	20.55	6.94	35.28	95.08	37.10%
2017	1.63	3.88	0.31	17.15	6.32	29.29	80.13	36.55%
2016	1.33	3.09	0.41	13.78	5.73	24.34	67.35	36.14%
2015	1.39	2.45	0.52	11.56	4.13	20.05	55.57	36.07%

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

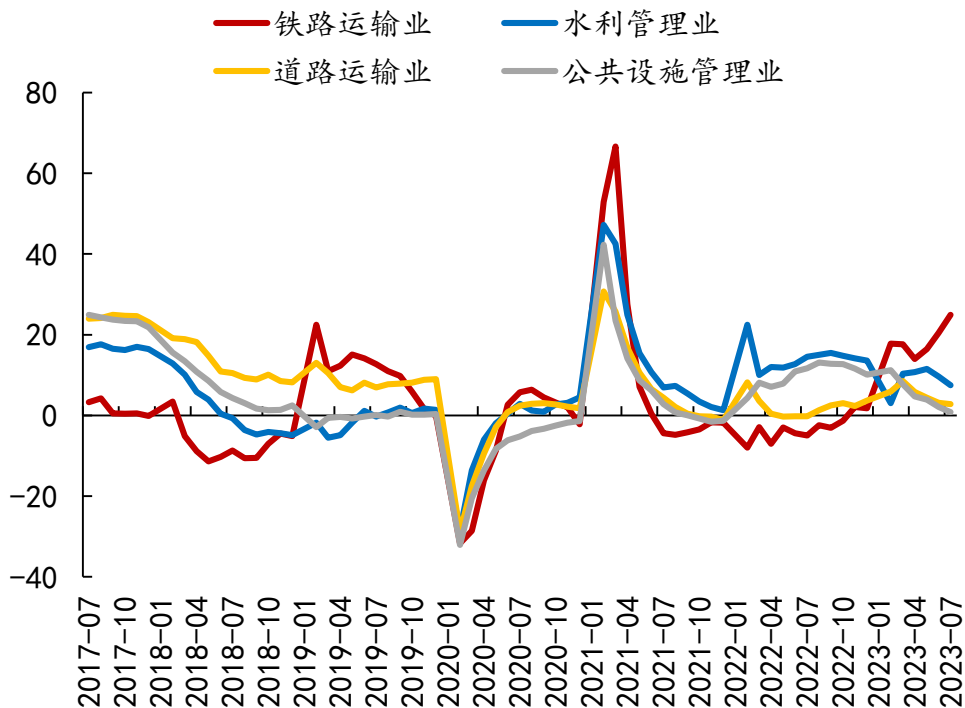
基建投资增速放缓

1-7月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长6.8%，较前值回落0.4个百分点；全口径基建投资同比增速为9.41%，较前值回落0.74个百分点。

其中，铁路运输业投资增长24.9%（前值20.5%），水利管理业投资增长7.5%（前值11.5%），道路运输业投资增长2.8%（前值3.1%），公共设施管理业投资增长0.8%（前值2.1%），除铁路运输业外增速均有所回落。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



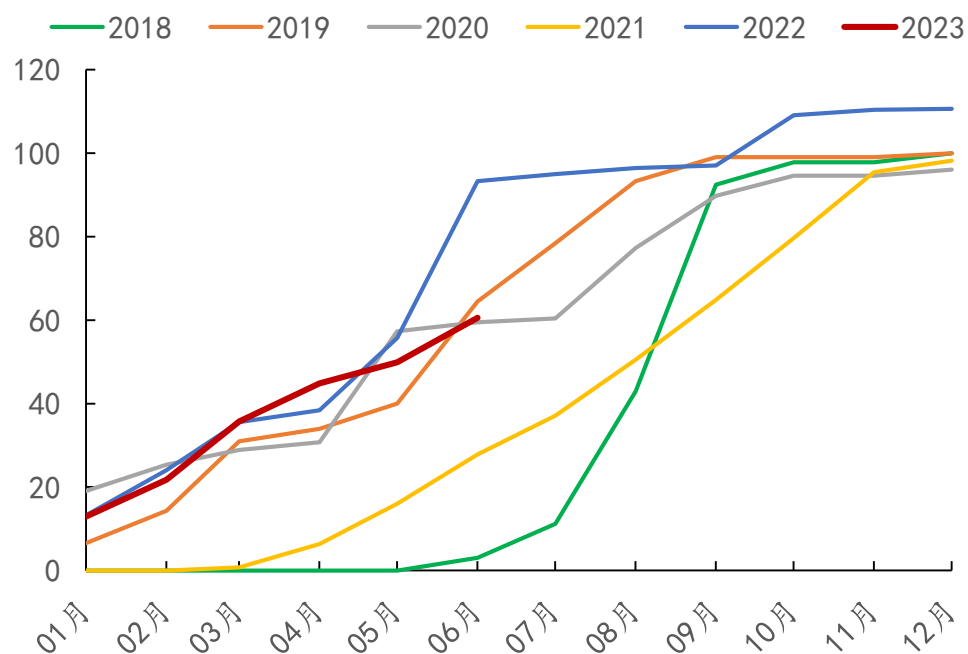
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

专项债发行提速将带动基建回升

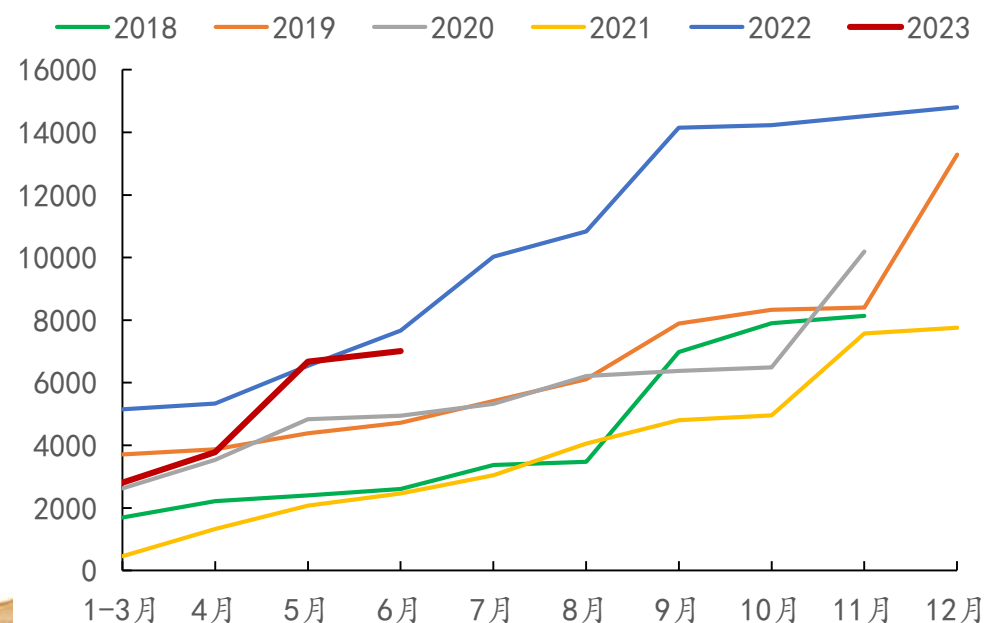
7月基建增速有所放缓，一是受到财政资金限制，土地出让金收入持续负增长影响了地方财政收入；二是，7月全国各地受高温多雨天气影响较大，施工进度受到一定影响。

据 21 世纪经济报道，近期监管部门通知地方，要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕。8月高频数据显示基建落地节奏加快，预计后续随着专项债资金陆续投入项目建设，基建投资有望回升。

图：新增专项债发行进度 (%)

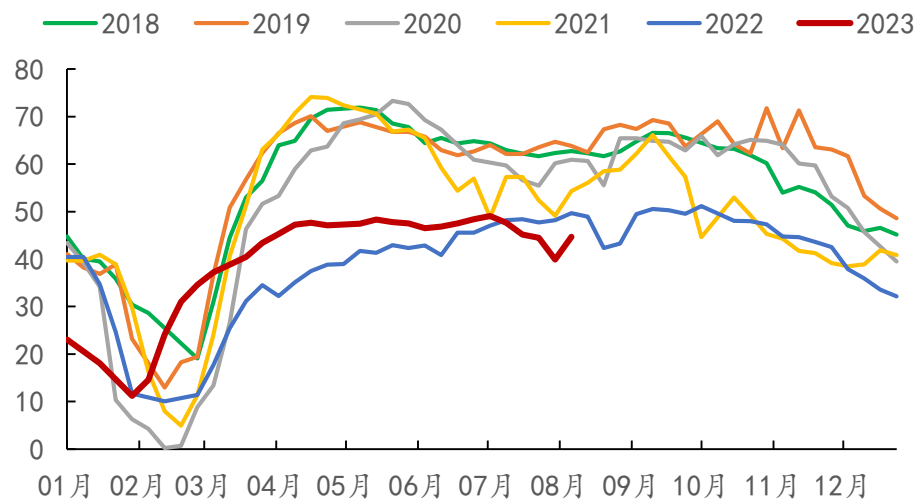


图：发改委项目审批核准金额：累计值 (亿元)

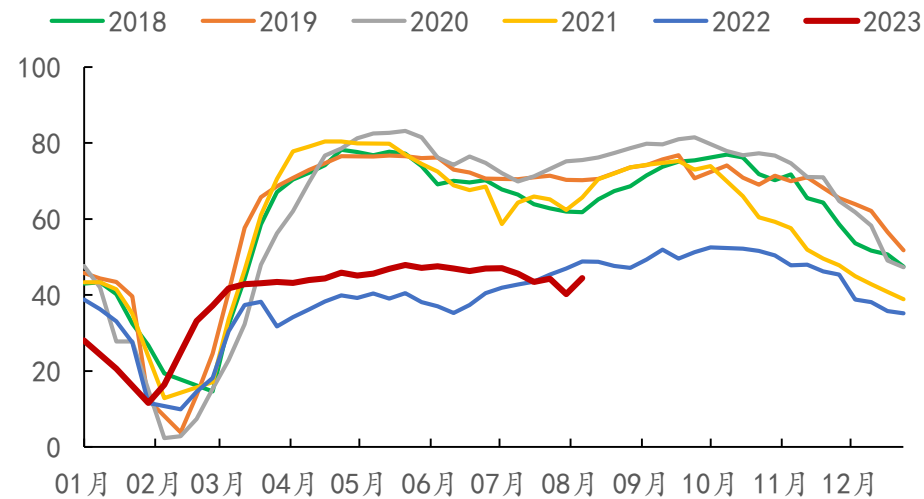


高频数据显示基建落地节奏加快

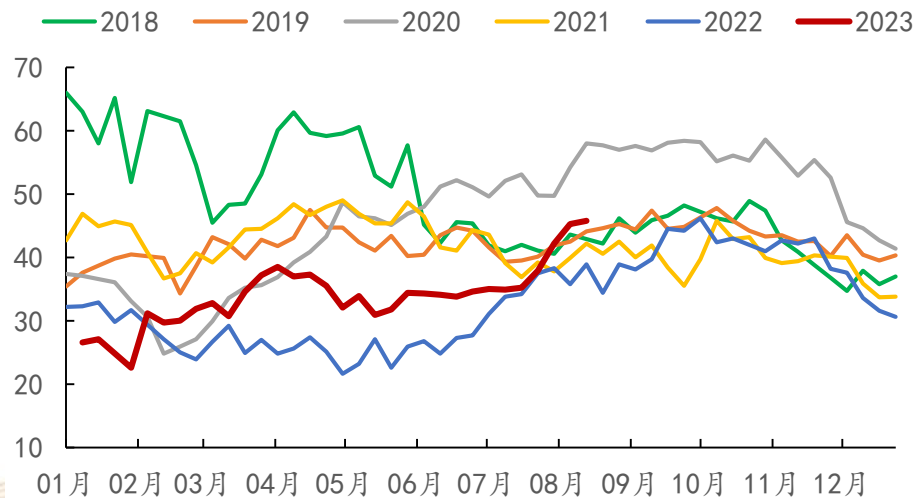
图：磨机运转率：全国(%)



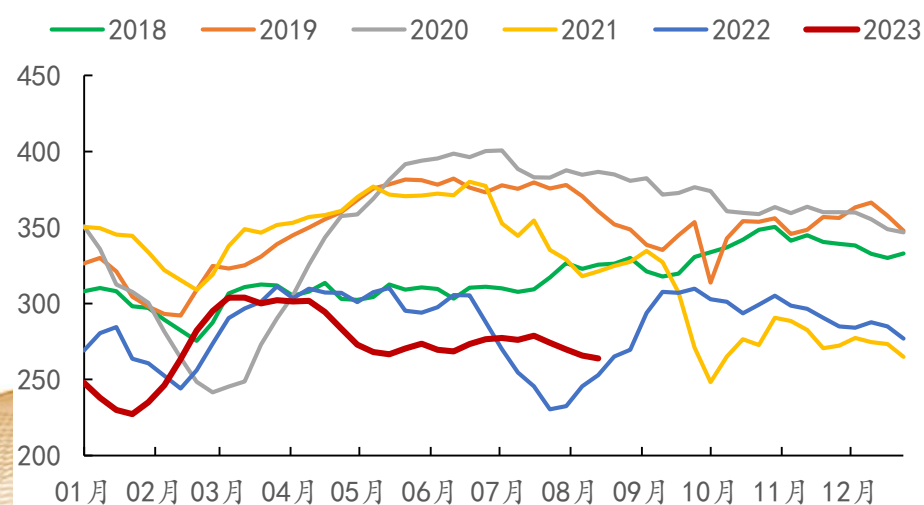
图：水泥发运率：全国(%)



图：石油沥青装置开工率(%)



图：主要钢厂产量：螺纹钢：全国(万吨)



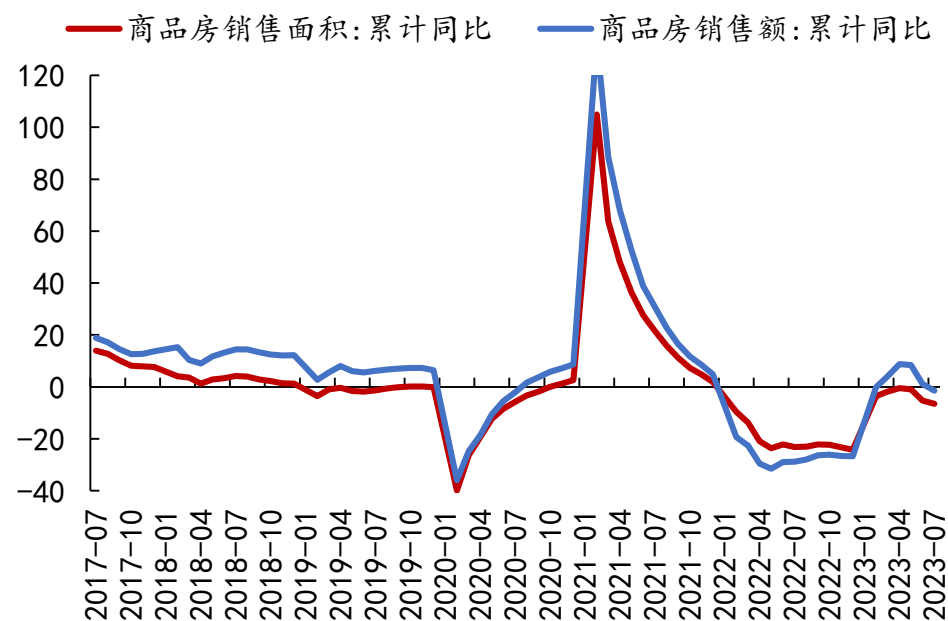
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

房地产市场延续低迷

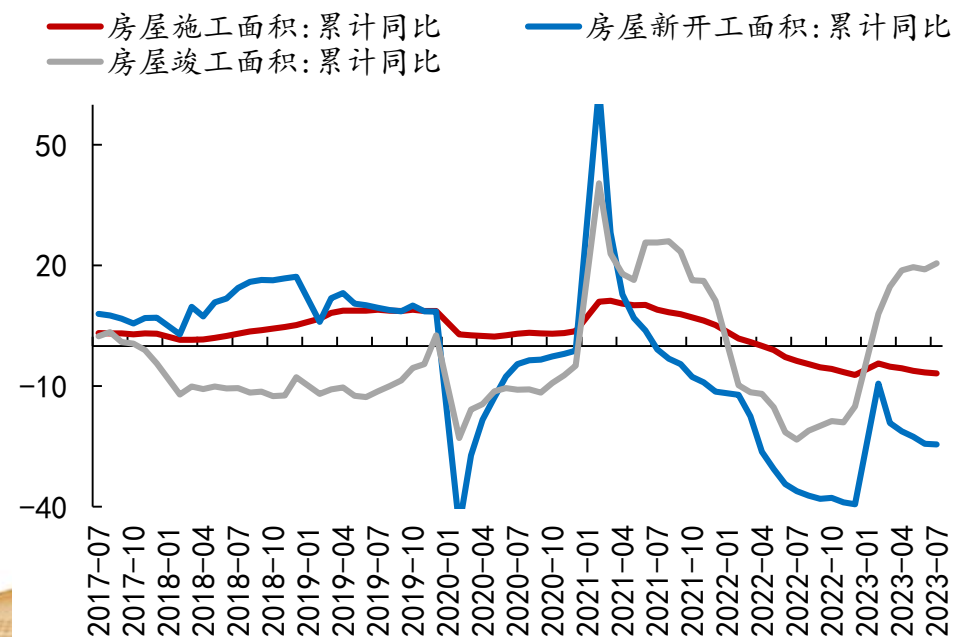
1-7月，全国房地产开发投资完成额为67717亿元，同比下降8.5%，增速较前值下降0.6个百分点，降幅持续扩大。施工面积和新开工面积降幅持续扩大，房地产开发建设仍比较低迷。

1-7月，商品房销售面积66563万平方米，同比下降6.5%，较前值回落1.2个百分点。商品房销售额70450亿元，同比下降1.5%，较前值回落2.6个百分点。

6月半年末冲量后，7月房地产销售再度低迷。8月份以来，地方层面先后有30多个城市政策放松，内容主要涉及放松限购、放松限贷、放松限售、减免交易税费、放松公积金贷款、发布购房补贴、放松落户等方面。政策放松，或有助于销售端边际修复，但扭转市场低迷格局或仍需时间。



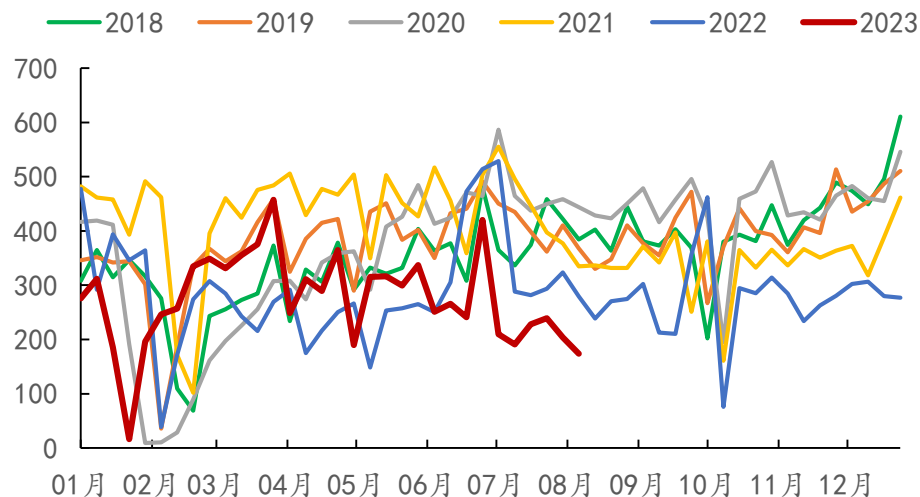
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



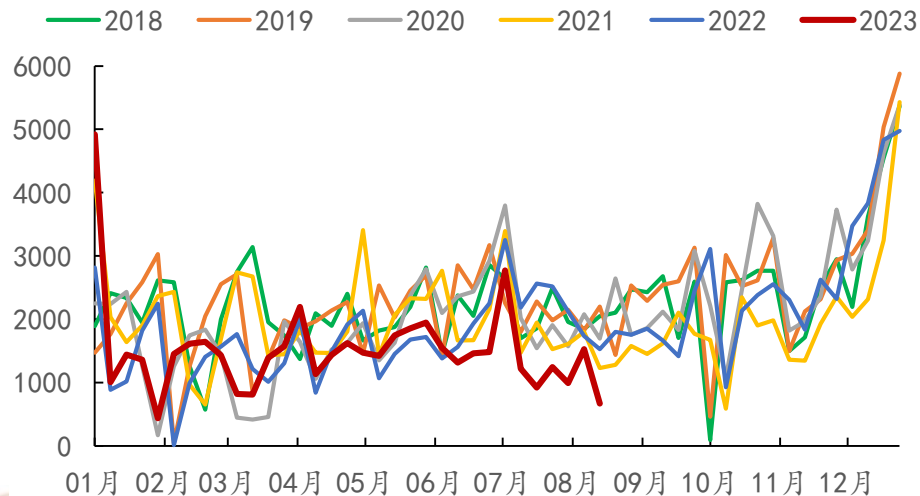
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

高频数据显示房地产市场再度探底

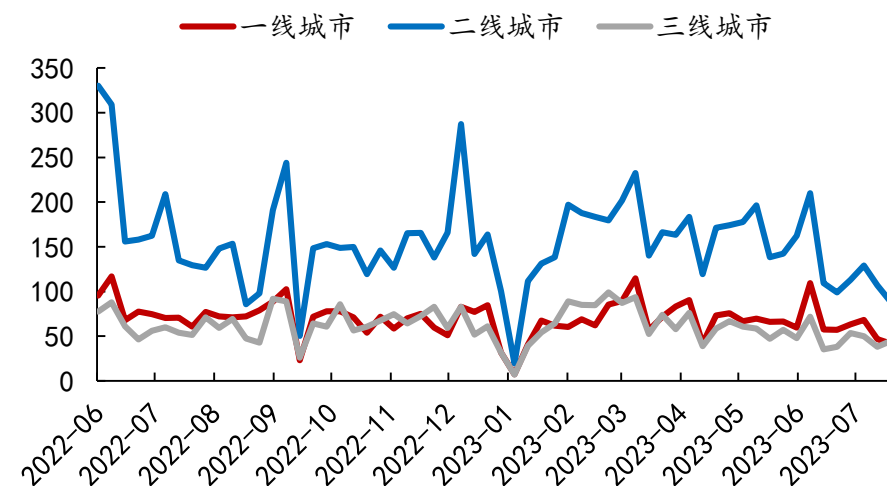
图：30城商品房成交面积:全国 (万平方米)



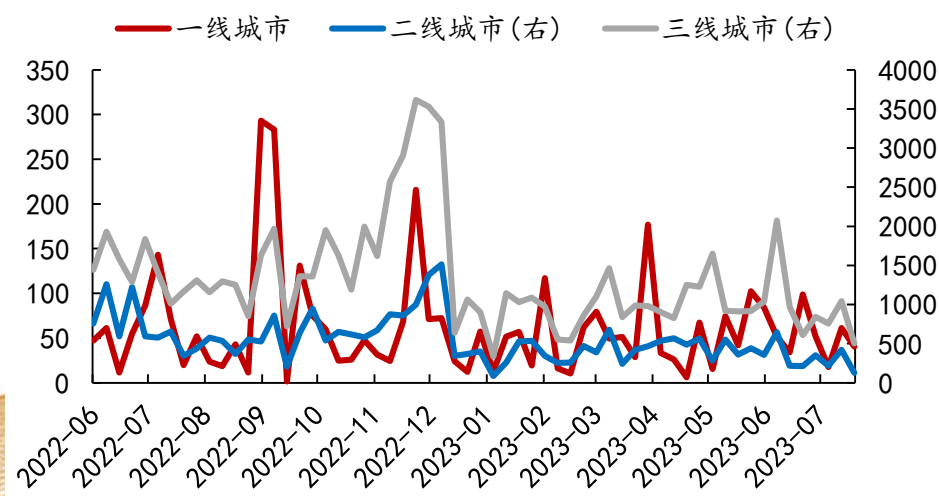
图：100城土地成交面积:全国 (万平方米)



图：30城商品房成交面积:各级城市(万平方米)



图：100城土地成交面积:各级城市(万平方米)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

房地产稳定政策：保交楼

重点内容分类	部门	中共中央（定调）	央行、银保监会、自然资源部	住建部、市场监管总局
保交楼	2023年	4月《中央政治局会议》 做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。	1月13日《改善优质房企资产负债表计划行动方案》 加快新增1500亿元保交楼专项借款投放、设立2000亿元保交楼贷款支持计划、加大保交楼专项借款配套融资力度、强化保交楼司法保障。	7月28日 住房和城乡建设部召开企业座谈会 继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。 1月5日 人民日报记者采访住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹 用力推进保交楼保民生保稳定工作。落实城市政府主体责任，做实“一楼一策”方案。
	2022年	12月《2022年中央经济工作会议》 确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作。	11月23日《“金融16条”》 1、支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。 2、鼓励金融机构提供配套融资支持，推动化解未交楼个人住房贷款风险。 11月21日《全国性商业银行信贷工作座谈会》 完善保交楼专项借款新增配套融资的法律保障、监管政策支持等，推动“保交楼”工作加快落实，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。	/

房地产稳定政策：保房地产主体

部门	中共中央（定调）	央行、银保监会、自然资源部	住建部、市场监管总局	证监会
重点内容分类				
保房地产主体	<p>4月《中央政治局会议》 有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。</p> <p>3月两会政府工作报告 1、房地产市场风险隐患较多。 2、有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。</p> <p>2月《求是》 防范房地产业引发系统性风险。正确处理防范系统性风险和道德风险的关系，做好风险应对各项工作，确保房地产市场平稳发展。</p>	<p>1月13日《改善优质房企资产负债表计划行动方案》 在风险可控和保障债权安全的前提下，金融部门将从存量和增量入手，加大贷款、债券、资管等多渠道融资支持力度，保持优质房企融资性现金流稳定。</p> <p>1月10日《全国性商业银行信贷工作座谈会》 有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。</p>	<p>1月17日 全国住房和城乡建设工作会议 1、防范风险。要“抓两头、带中间”，以“慢撒气”的方式，防范化解风险。 2、促进转型。各项制度要从解决“有没有”转向解决“好不好”。有条件的可以进行现房销售，继续实行预售的，必须把资金监管责任落到位，防止资金抽逃，不能出现新的交楼风险。</p> <p>1月5日 人民日报记者采访住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹 着力化解房企风险。稳妥化解房企资金链断裂风险，满足合理融资需求。</p>	<p>3月24日《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》 ②分类调整项目收益率和资产规模要求。 ③推动公募发行常态化。</p> <p>2月20日 启动不动产私募投资基金试点工作 ①不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。 ②试点基金产品的投资者首轮实缴出资不低于1000万元人民币，且以机构投资者为主。</p>
	<p>12月《2022年中央经济工作会议》 满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。</p>	<p>11月23日《“金融16条”》 一、保持房地产融资平稳有序（一）到（六）条。 三、积极配合做好受困房地产企业风险处置（九）、（十）条。 四、依法保障住房金融消费者合法权益（十一）、（十二）条。 五、阶段性调整部分金融管理政策（十三）、（十四）条。</p> <p>11月21日《全国性商业银行信贷工作座谈会》 保持房地产融资平稳有序，稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款、信托贷款等存量融资在保证债权安全的前提下合理展期。用好民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”）支持民营房企发债融资。</p> <p>11月 中国银行间市场交易商协会 继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具 交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。</p>		<p>11月《股权融资方面调整优化5项措施》 一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。 二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。 三、调整完善房地产企业境外市场上市政策。 四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。 五、积极发挥私募股权投资基金作用。</p>

房地产稳定政策：刺激房地产需求（1）

重点内容分类	部门	中共中央（定调）	央行、银保监会、自然资源部	住建部、市场监管总局、金融监管总局	政府网站
刺激房地产需求	认房不认贷	/	<p>2023年8月25日 央行、金融监管总局《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》</p> <p>一、居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</p> <p>二、家庭住房套数由城市政府指定的住房套数查询或认定责任部门，根据居民家庭申请或授权，提供查询服务并出具查询结果或认定证明。</p>		<p>重点城市</p> <p>2023年9月1日 北京 《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》</p> <p>居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在本市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</p>
			<p>2023年8月31日 央行、金融监管总局《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》</p> <p>1、自2023年9月25日起，存量首套住房商业贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业贷款，亦可协商变更合同约定的利率水平。</p> <p>2、LPR上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业贷款利率政策下限。新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业贷款，仍纳入商业住房贷款管理。</p>		<p>2023年9月1日 上海 《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》</p> <p>通知规定，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</p>
			<p>2023年8月31日 《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》</p> <p>1、首套住房商业贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。</p> <p>2、二套住房商业贷款利率政策下限调整为不低于相应期限LPR加20个基点，首套住房利率政策下限按现行规定执行。</p> <p>3、各地可按照因城施策原则，根据当地房地产市场形势及调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业贷款最低首付款比例和利率下限。</p>		<p>2023年8月30日 广州 《广州市人民政府办公厅关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》</p> <p>居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</p>
			<p>2023年1月5日《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》</p> <p>②对于评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。</p>	<p>2023年7月28日 住房城乡建设部召开企业座谈会 倪虹部长</p> <p>进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施。</p>	<p>2023年8月30日 深圳 《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》</p> <p>居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</p>

房地产稳定政策：刺激房地产需求（2）

部门 重点内容 分类		中共中央（定调）	央行、银保监会、自然资源部	住建部、市场监 管总局、金融监 管总局	政府网站
刺激 房地产需求	重点城市	<p>2023年4月/7月《中央政治局会议》</p> <p>加大保障性住房建设和供给，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。盘活改造各类闲置房产。</p>	<p>2023年3月30日《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》</p> <p>①以点带面，积极做好“带押过户”。要推动省会城市、计划单列市率先实现，并逐步向其他市县拓展；</p> <p>②因地制宜，确定“带押过户”模式。模式一：新旧抵押权组合模式；模式二：新旧抵押权分段模式；模式三：抵押权变更模式。</p>	/	<p>北上广深 2023年7月29日-8月1日 按照倪虹部长在企业座谈会上的讲话要求，结合我市房地产实际情况，抓好贯彻落实，更好满足居民刚性和改善性住房需求。</p> <p>深圳 2023年7月 8月1日起实施四个管理办法，“保障房‘1+3’新政”对各对象与主体的规范。双拼房可“双证合一”。</p> <p>江苏 2023年8月31日 《关于促进经济持续回升向好的若干政策措施》 支持各地因城施策适时调整限制性房地产政策措施：1、落实降低购买首套房首付比例和首套房、二套房贷款利率。2、落实个人首套房“认房不认贷”等政策。3、放宽住房公积金提取政策，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。4、引导金融机构加大对已售逾期难交付项目“保交楼”配套融资力度。</p> <p>广东 2023年8月30日 《住房和城乡建设部市场监管总局关于规范房地产经纪服务的意见》 1、房地产经纪机构要合理降低住房买卖、租赁经纪服务费用，鼓励按照成交价格越高、服务费率越低的原则实行分档定价。2、房地产互联网平台不得强制要求加入平台的房地产经纪机构实行统一的经纪服务收费标准，不得干预房地产经纪机构自主决定收费标准。</p> <p>成都 2023年8月27日 《成都市高层次人才购买商品住房实施细则》 出台人才安居六条措施，进一步松绑购房限制条件。《成都市人才分类目录》中的A、B、C、D、E、F类人才在蓉工作并取得人才安居资格后，可不受户籍、社保缴纳时间限制在成都市购买商品住房或二手住房。 2023年8月28日 《成都住房公积金管理中心关于提取住房公积金按月直付房租有关事项的通知》 实施提取住房公积金按月直付房租模式，并先行在保租房领域开展试点。</p> <p>北京 2023年8月7日 《关于优化住房公积金提取政策进一步规范提取行为的通知》 优化租房提取频次，职工提取住房公积金用于支付房租的，可按月提取住房公积金。提高租房提取额度。职工家庭在北京市行政区域内无自有住房且租赁住房的，可按每人每月2000元限额提取住房公积金。</p>

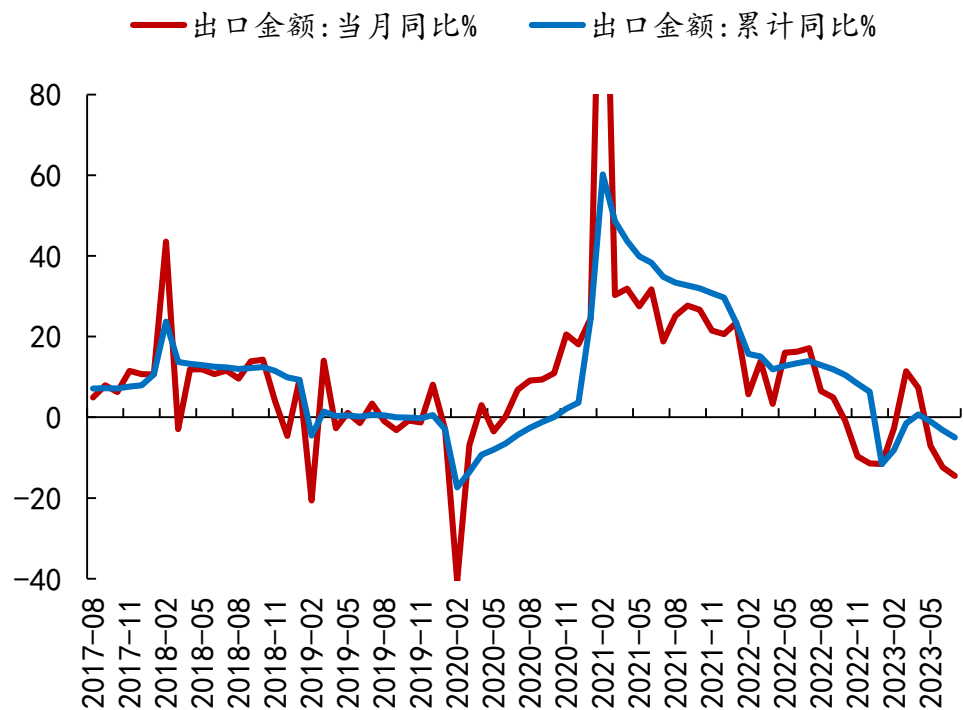
房地产稳定政策：刺激房地产需求（3）

重点内容分类	部门	中共中央（定调）	央行、银保监会、自然资源部	住建部、市场监管总局	证监会	
刺激 房地产需求	政策调控	<p>2023年8月30日 国务院 上证报 财政部发布 2023年上半年中国财政政策执行情况报告： 1、加力提效实施好积极的财政政策，加快地方政府专项债券发行使用。 2、坚决查处新增隐性债务行为，防止一边化债一边新增。 3、用好外经贸发展专项资金等政策，支持稳住外贸外资基本盘。 4、打好宏观政策、扩大内需、改革创新、防范化解风险组合拳。</p> <p>2023年8月1日 中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议 指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。</p> <p>2023年3月 两会政府工作报告 加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。</p> <p>2023年2月《求是》 要因城施策，着力改善预期，扩大有效需求，支持刚性和改善性住房需求，支持落实生育政策和人才政策，解决好新市民、青年人等住房问题。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，消除多年来“高负债、高杠杆、高周转”发展模式弊端，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。</p>	<p>2023年7月10日 “金融16条”有关政策期限的通知 《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至2024年12月31日。</p> <p>2023年4月25日 全国自然资源和不动产登记工作会议 我国全面实现不动产统一登记。</p> <p>2023年4月20日 一季度金融统计数据有关情况新闻发布会 ①“既管冷、又管热”，既支持房地产市场面临较大困难的城市用足用好政策工具箱，又要求房价出现趋势性上涨苗头的城市及时退出支持政策，恢复执行全国统一的首套房贷款利率下限。 ②坚持“住房不炒”，支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资平稳有序。</p> <p>2023-03-17 中国人民银行下调金融机构存款准备金率 降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。</p>	<p>2023年1月17日 全国住房和城乡建设工作会议 坚持“住房不炒”，增强政策的精准性协调性，以更大力度精准支持刚性和改善性住房需求，提升市场信心，努力保持供需基本平衡、结构基本合理、价格基本稳定，同经济社会发展相协调、同住宅产业发展相协调，严控投机炒房。</p> <p>2023年5月8日《关于规范房地产经纪服务的意见》 ①合理确定经纪服务收费。 ②严格实行明码标价。 ③严禁操纵经纪服务收费。</p> <p>2023年1月5日 人民日报记者采访住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹 大力支持刚性和改善性住房需求。对于购买第一套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来。对于购买第二套住房的，要合理支持。以旧换新、以小换大、生育多子女家庭都要给予政策支持。对于购买三套以上住房的，原则上不支持。</p>	<p>2023年3月24日《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》 ①拓宽试点资产类型。研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。</p>	
	租赁市场	<p>2022年3月《2022年政府工作报告》 坚持“住房不炒”。稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。</p> <p>2022年12月《2022年中央经济工作会议》 要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。</p>	<p>2022-11-21《全国性商业银行信贷工作座谈会》 全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。</p>	<p>2023年2月24日《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》 ①基本原则和要求：支持住房租赁供给侧结构性改革。 ②加强住房租赁信贷产品和服务模式创新：加大对租赁住房开发建设的信贷支持力度。 ③拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道：增强金融机构住房租赁贷款投放能力。 ④加强和完善住房租赁金融管理：严格住房租赁金融业务边界。</p> <p>2023-01-10《全国性商业银行信贷工作座谈会》 加大住房租赁金融支持，做好新市民、青年人等住房金融服务，推动加快建立“租购并举”住房制度。</p> <p>2022-11-23《“金融16条”》 六、加大住房租赁金融支持力度（十五）、（十六）条。</p>	<p>2023年1月17日 全国住房和城乡建设工作会议 以发展保障性租赁住房为重点，加快解决新市民、青年人等群体住房困难问题。</p>	<p>3月24日《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》 鼓励更多保障性租赁住房 REITs 发行，首次申报发行 REITs 的保障性租赁住房项目。</p>
		<p>2023年2月《求是》 鼓励地方政府和金融机构加大保障性租赁住房供给，探索长租房市场建设。</p> <p>2022年12月《2022年中央经济工作会议》 探索长租房市场建设。</p> <p>2022年3月《2022年政府工作报告》 坚持租购并举，加快发展长租房市场。</p>				

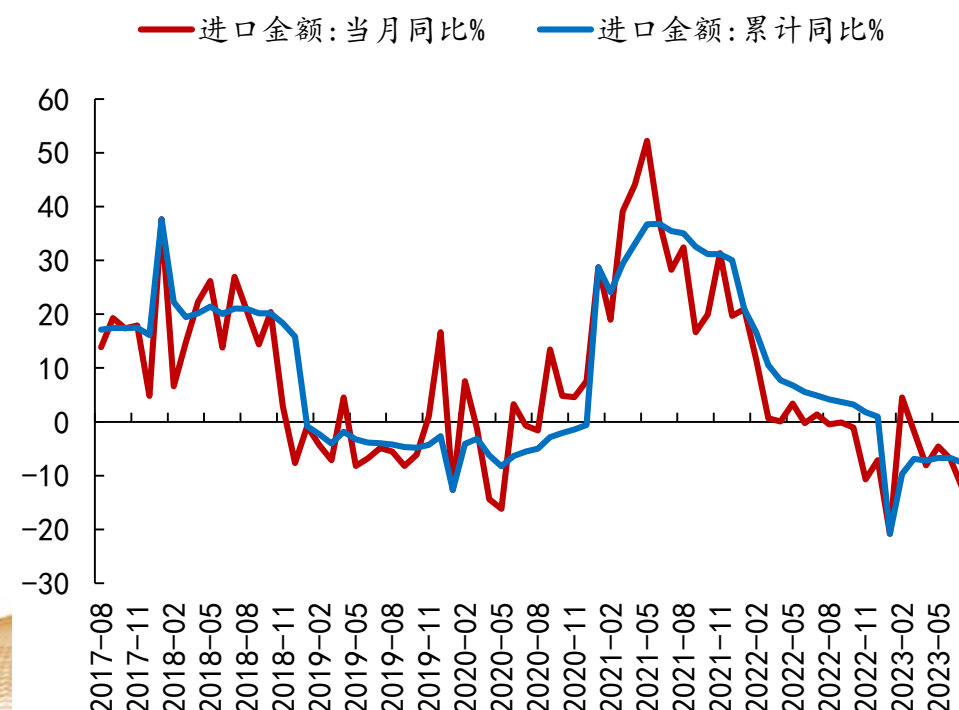
出口增速或阶段性见底

海关总署公布数据显示，以美元计，7月我国出口2817.6亿美元，同比下降14.5%（预期-11.4%，前值-12.4%）；进口2011.6亿美元，同比下降12.4%（预期-4.8%，前值-6.8%）。去年高基数（去年7月出口金额3295亿美元，为有数据统计以来第二高）、短期外需回暖动力不足以及地缘冲突等问题是导致进出口同比增速降幅进一步扩大的主要原因。

往后看，我们认为出口同比增速或已阶段性见底，一是高基数问题逐步消退；二是临近圣诞出货高峰期，义乌圣诞用品出口已恢复至疫情前水平，较去年增加10%左右；三是美西、美东、欧洲等主要航线集装箱运价指数均已触底回升，所以对于后续出口我们仍持谨慎乐观态度。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



2.2 通胀：已经处于底部区域

CPI：呈现U型态势，7月或是低点

PPI：逐步企稳回升，年内较难转正

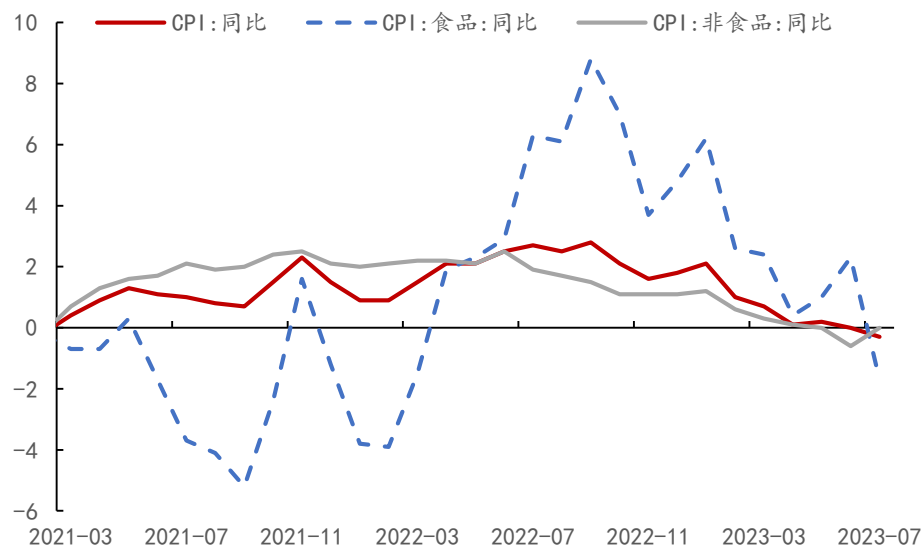
CPI：呈现U型态势，7月或是低点

● 7月CPI同比-0.3%，去年基数较高以及食品分项的大幅回落是主要原因。

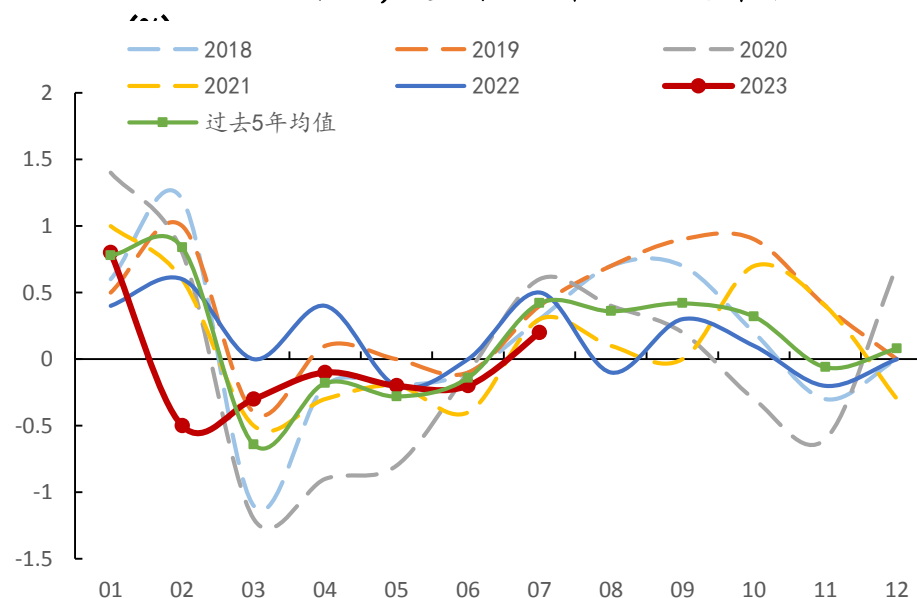
食品分项中猪肉价格下降26.0%，降幅比上月扩大18.8个百分点；鲜菜价格由上月上涨10.8%转为下降1.5%；鸡蛋、牛羊肉和虾蟹类价格降幅在1.5%—4.8%之间，降幅均有扩大。

非食品分项方面，服务价格上涨1.2%，主要与机票、住宿、旅游等价格上涨有关，另外工业消费品价格下降1.9%，降幅收窄0.8个百分点。

CPI同比转负主要受食品分项拖累(%)



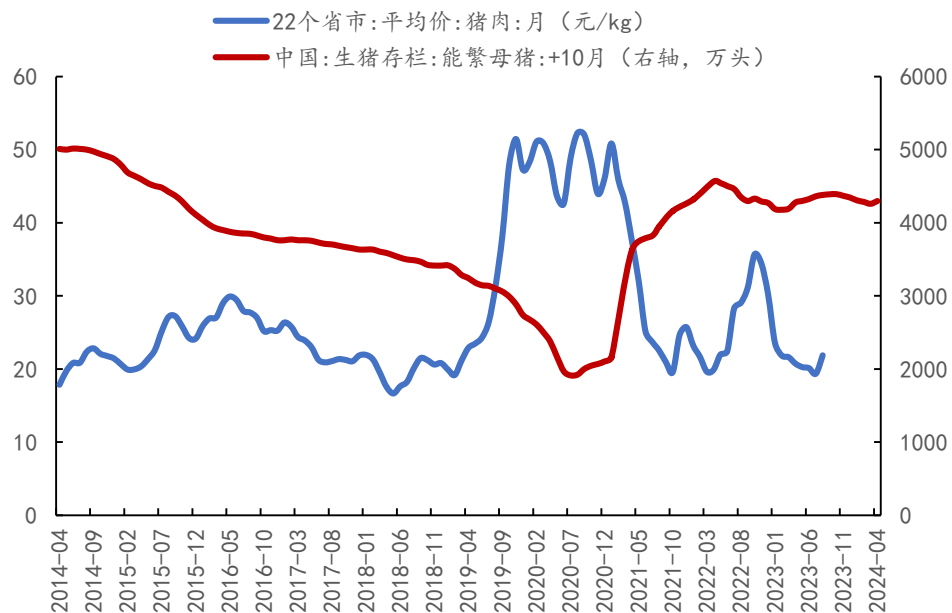
CPI 环比转正，基本回升至历史中枢



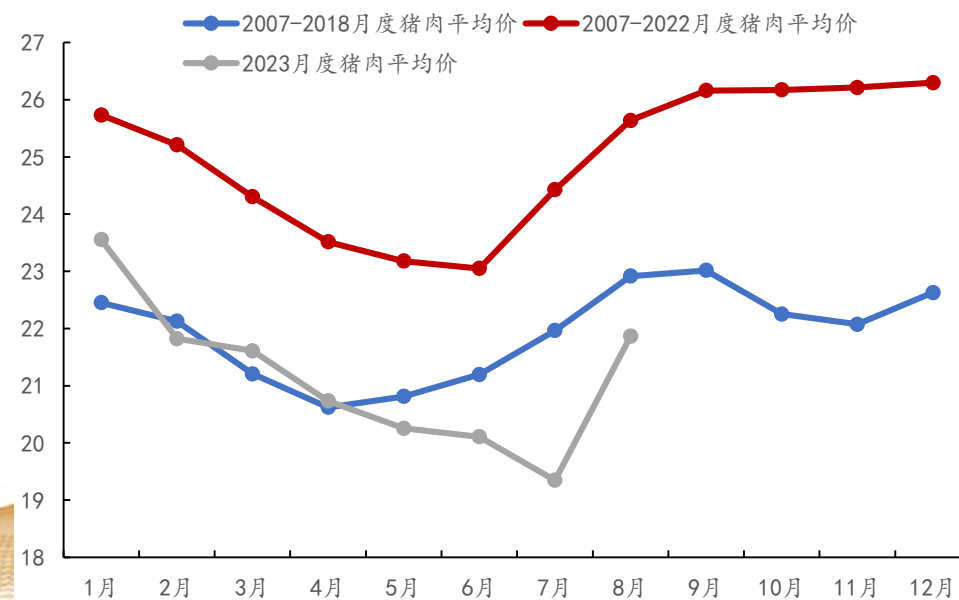
CPI：呈现U型态势，7月或是低点

- **供给端：能繁母猪存栏小幅回落，生猪供给有所减少。**去年10月之后，能繁母猪存栏量出现了一定程度的回落，按照能繁母猪存栏领先生猪出栏10个月的周期推断，今年8月份之后生猪供给或将有所减少。
- **需求端：随着中秋、国庆消费旺季的逐步到来，猪肉需求或将得到支撑。**从过往猪肉价格变动趋势来看，5-6月份之后，随着消费旺季的陆续到来，猪价往往会呈现逐步回升的态势。
- **综合供需来看，猪价下半年将逐步企稳回升，我们预计年底有望升至年初的24元/kg左右。**

能繁母猪存栏小幅回落



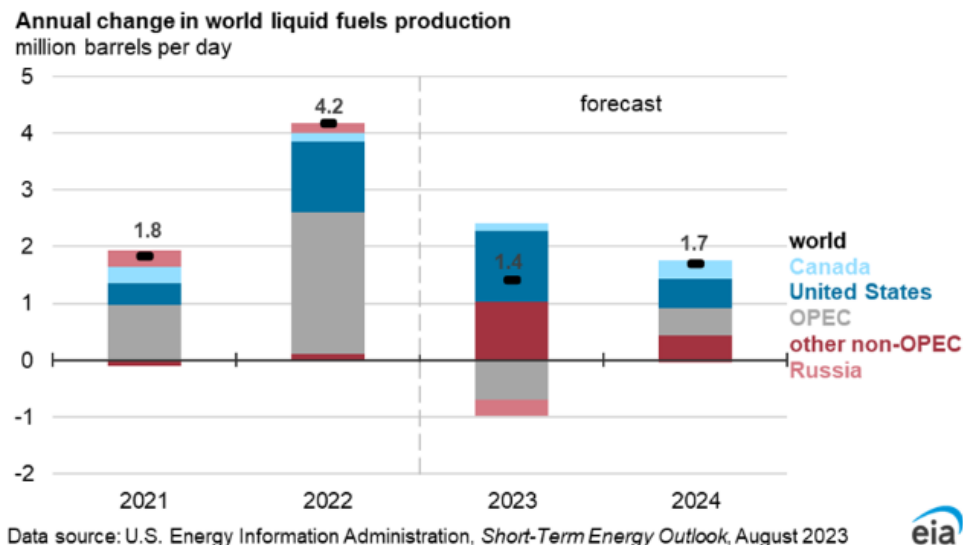
中秋、国庆猪肉消费旺季将陆续到来 (元/kg)



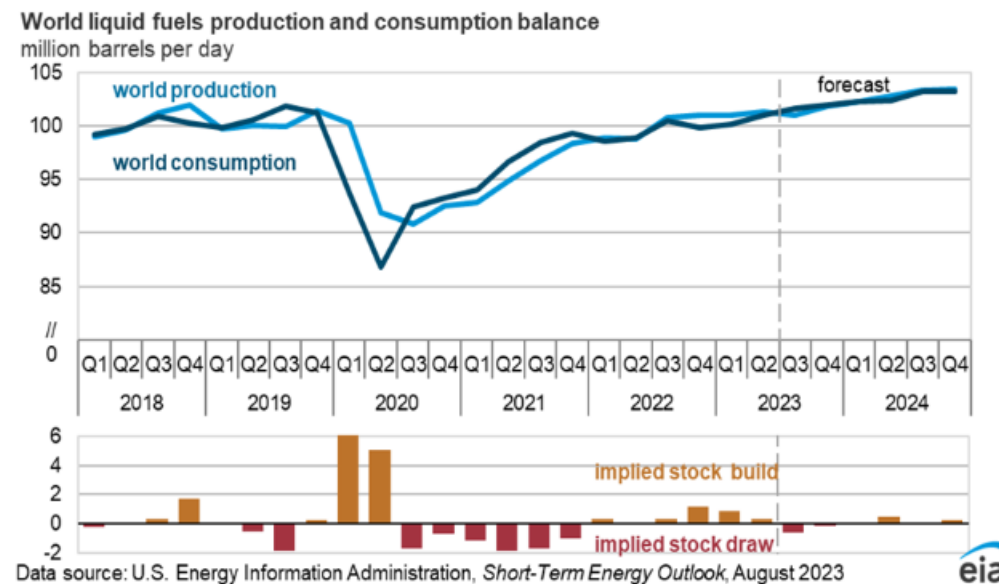
CPI：呈现U型态势，7月或是低点

- 自六月以来，原油价格有所上涨，主要是由于沙特阿拉伯延长自愿削减原油产量以及全球需求增加所致。我们预计这些因素将在未来几个月继续减少全球石油库存，并对油价构成上行压力。
- EIA预计布伦特原油价格在 2023 年下半年（2H23）平均为 86 美元/桶，并在 11 月和 12 月达到 88 美元/桶，2024 年第一季度也将保持在该水平附近。

2023年全球原油新增产量有所收缩



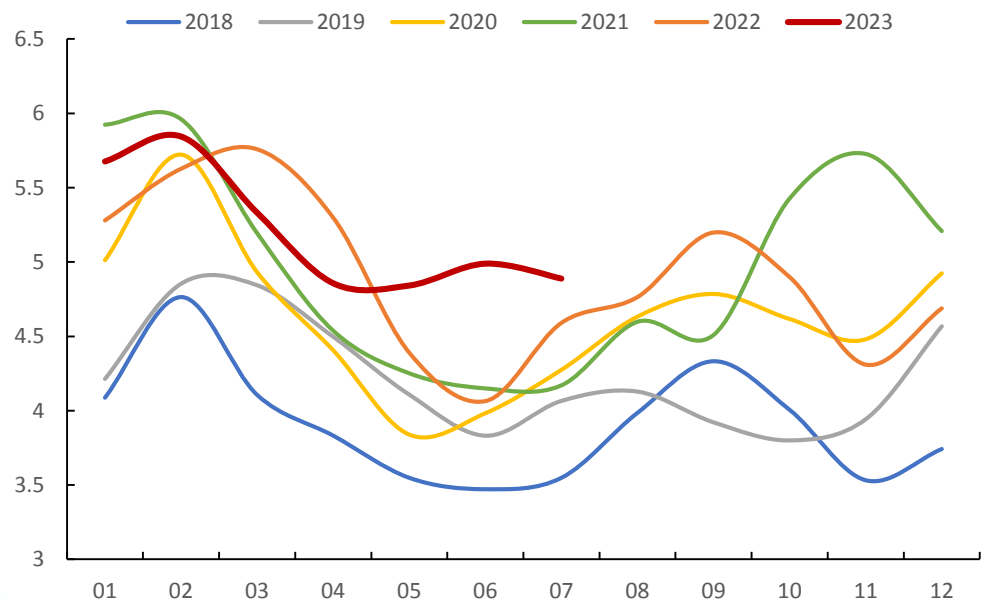
2023年下半年原油需求将小幅超过供给



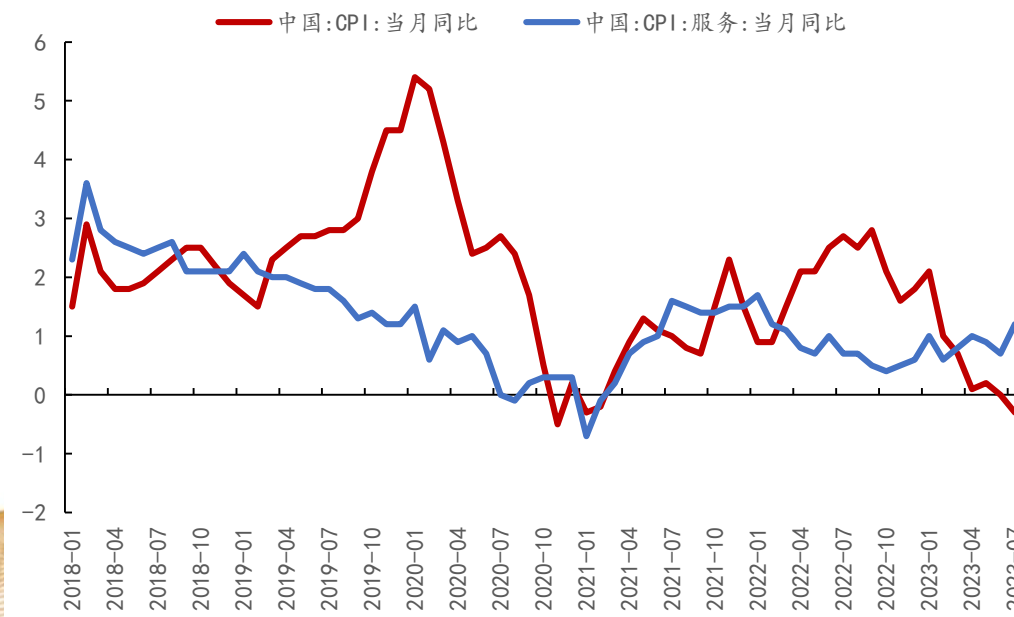
CPI：呈现U型态势，7月或是低点

- **鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征。**鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，3-6月蔬菜大量上市，价格逐步回落；7-9月易受洪涝灾害影响，价格有所上行，10-11月，秋菜上市，价格再度小幅回落；12月至次年2月价格一般为年内高点。
- **服务业价格或将逐步回升。**CPI服务分项同比自去年11月便出现触底回升迹象，7月同比增速已回升至1.2%。我们预计后续随着居民出行、旅游的进一步修复，服务分项对于CPI的拉动也会逐步显现。

鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征



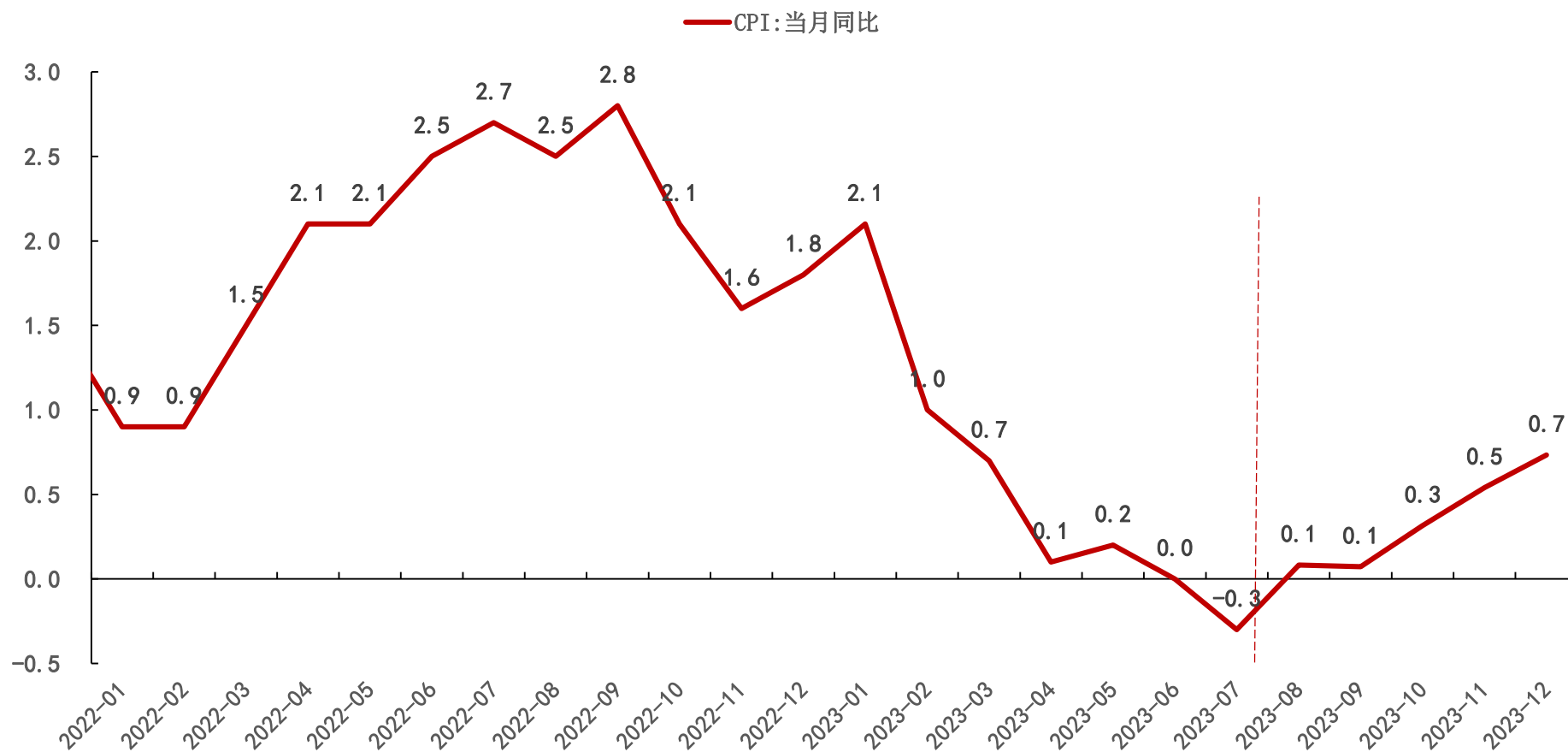
CPI服务分项当月同比继续回升



CPI：呈现U型态势，7月或是低点

● 综上对CPI核心驱动因素的分析 and 判断，对CPI同比走势预测如下：**2023年CPI呈现U型走势，7月或是U型阶段性低点，后续将震荡上行，全年中枢0.5%。**

2023年 CPI同比走势预测(%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

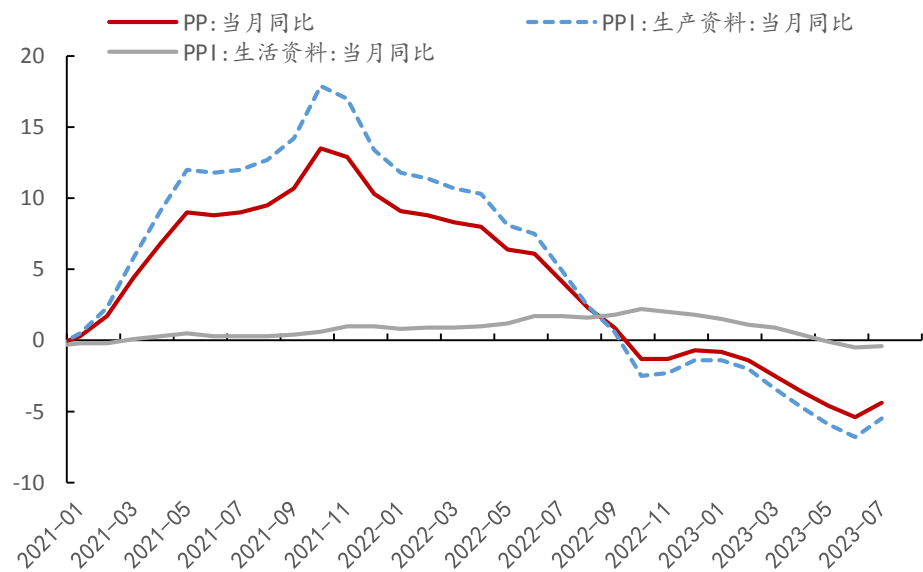
PPI：逐步企稳回升，年内较难转正

● 7月PPI同比-4.4%，降幅收窄，主要与国际油价回升、国内煤、钢价格企稳有关。

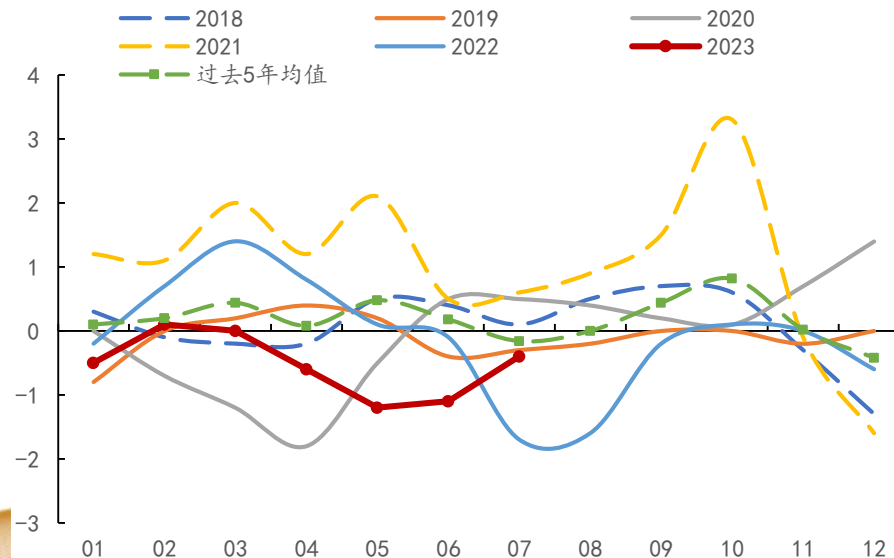
其中生产资料价格下降5.5%，降幅收窄1.3个百分点，是主要贡献项。细分来看石油和天然气开采业下降21.5%，收窄4.1个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业下降10.6%，收窄5.4个百分点；有色金属冶炼和压延加工业下降1.0%，收窄6.2个百分点。

生活资料价格下降0.4%，降幅收窄0.1个百分点。

PPI同比降幅收窄（%）



PPI环比升至历史中枢附近（%）

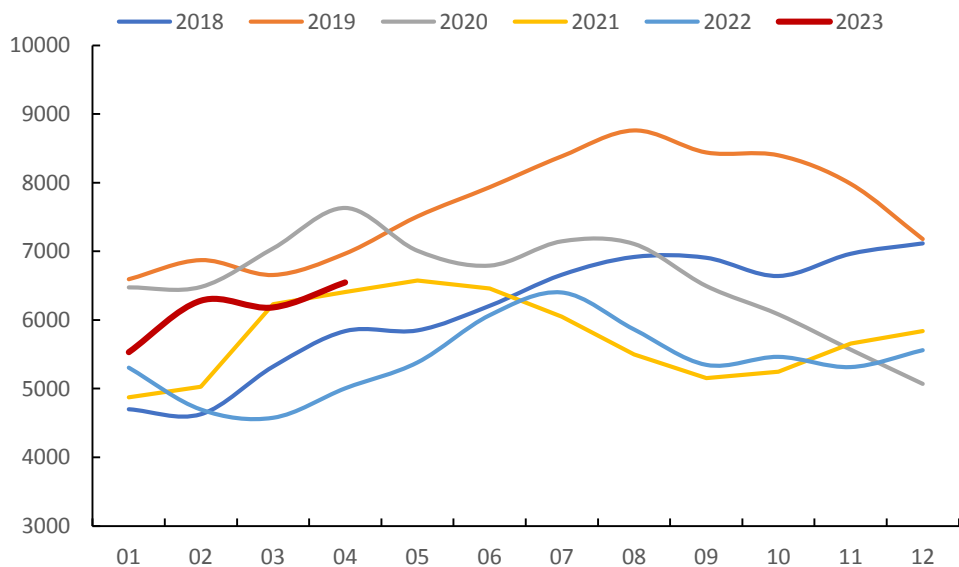


PPI：逐步企稳回升，年内较难转正

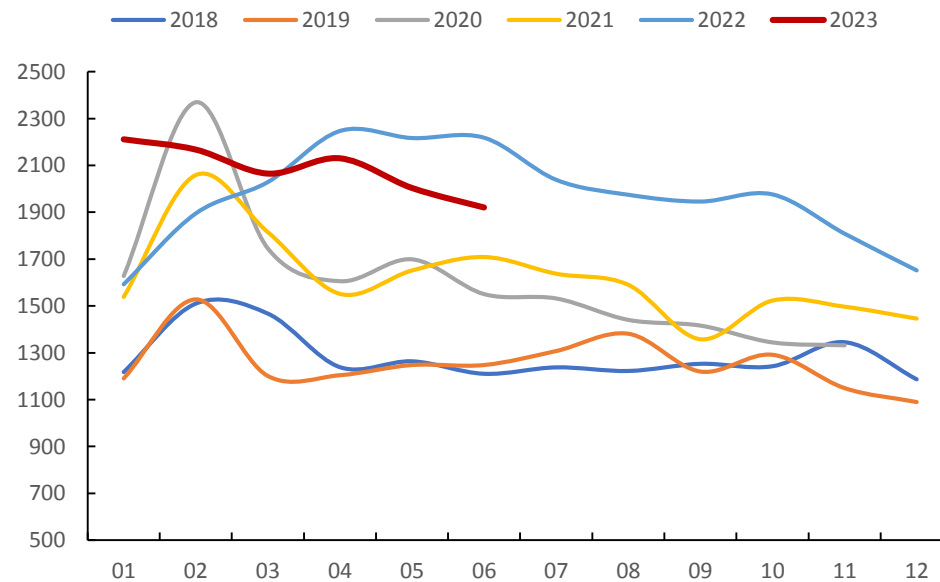
● **煤炭需求有所回升，煤价或将震荡上行。**需求方面，电煤需求在度夏高峰作用下将维持高位；非电煤需求也将在9月建筑施工旺季逐步增加。目前库存处于历史中枢附近，随着需求的逐步回升，煤价有望震荡上行。

● **库存回落，需求回升，钢材价格或将稳中有升。**近期基建修复节奏有所增加，石油沥青装置开工率、磨机开工率均出现回升，对于钢材的需求也逐步恢复。往后看，在供给平稳，需求回升的情况下，钢材价格或将稳中有升。

主流港口煤炭库存位于历史中枢附近（万吨）



钢材库存回落较为明显（万吨）



PPI：逐步企稳回升，年内较难转正

●**有色金属价格或将维持震荡。**一方面，美联储加息已接近尾声，受停止加息以及美国经济逐步放缓影响，美元或将走弱，而美元的弱势或对以美元定价的有色等大宗价格产生一定提振。

另一方面，有色金属价格与全球PMI走势高度相关，全球制造业PMI指数虽从低点略回升，但仍在枯荣线以下，一正一负力量对冲下，有色价格或维持震荡态势。

走弱的美元或将对有色产生提振



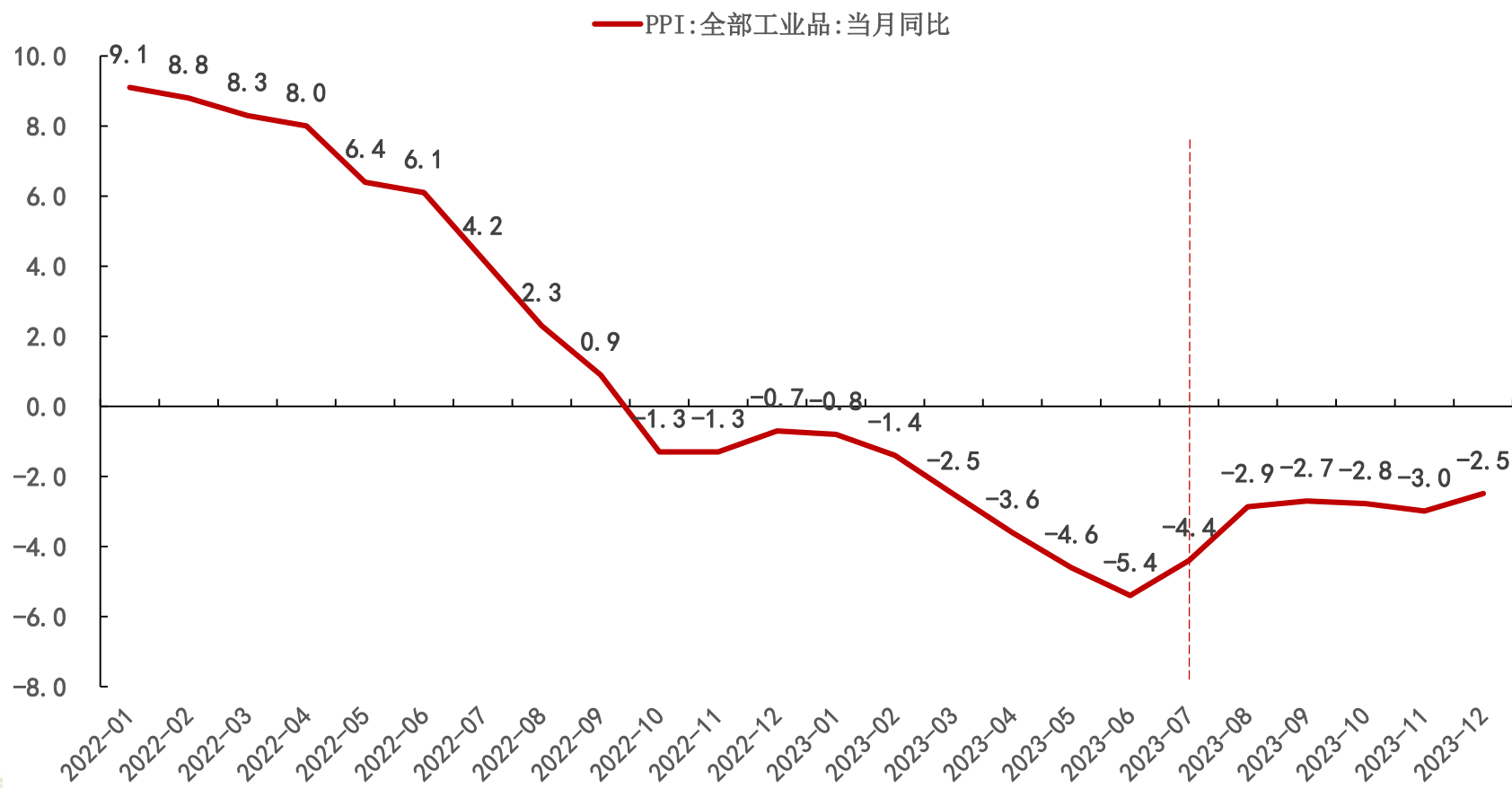
全球PMI仍在枯荣线以下 (美元/吨)



PPI：逐步企稳回升，年内较难转正

● 综上对PPI核心驱动因素的分析判断，对PPI同比走势预测如下：2023年，PPI整体呈现低位震荡态势，预计下半年有所回升，但较难转正，全年中枢-3.0%。

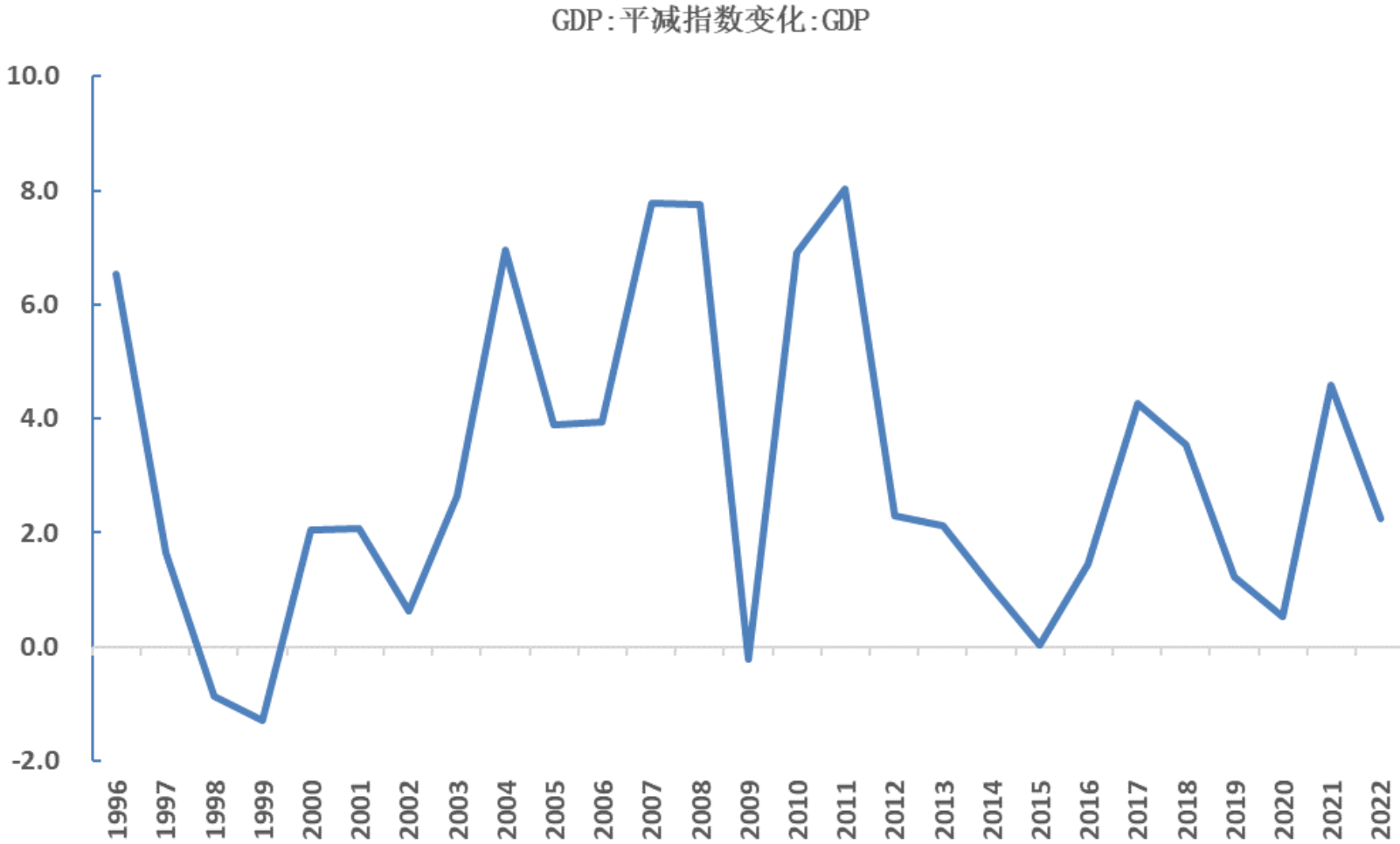
2023年 PPI同比走势预测(%)



GDP平减指数

● 历史上，1998-1999年、2009年，GDP平减指数出现负值。

1996-2022年GDP平减指数(%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



2.3 货币政策与融资分析

未来政策与融资判断

● 货币政策基调较为积极，宽松有望继续加码。

央行二季度货政报告：在整体政策基调方面，新增“加大宏观政策调控力度”，货币政策方面，删除“搞好跨周期调节”，改为“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展”；利率方面，删除“保持利率水平合理适度”，改为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”。整体来看，央行透露出的政策基调较为积极，后续降准、降息等宽松政策仍有可能。

● 适当稳定银行利差，负债端成本也将进一步下降。

央行指出我国商业银行净息差持续收窄，利润增速有所下降，要想维持商业银行稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平。为了维持银行合理的净息差水平，我们判断在6月、8月连续两次降息的情况下，银行负债端成本（存款利率）也有望进一步下调。

● 我们预计2023年新增信贷约22万亿元，新增社融约34.3万亿元，社融增速约9.5%，M2增速约11%。从社融增速与GDP增速匹配看，信用供给仍较充裕。

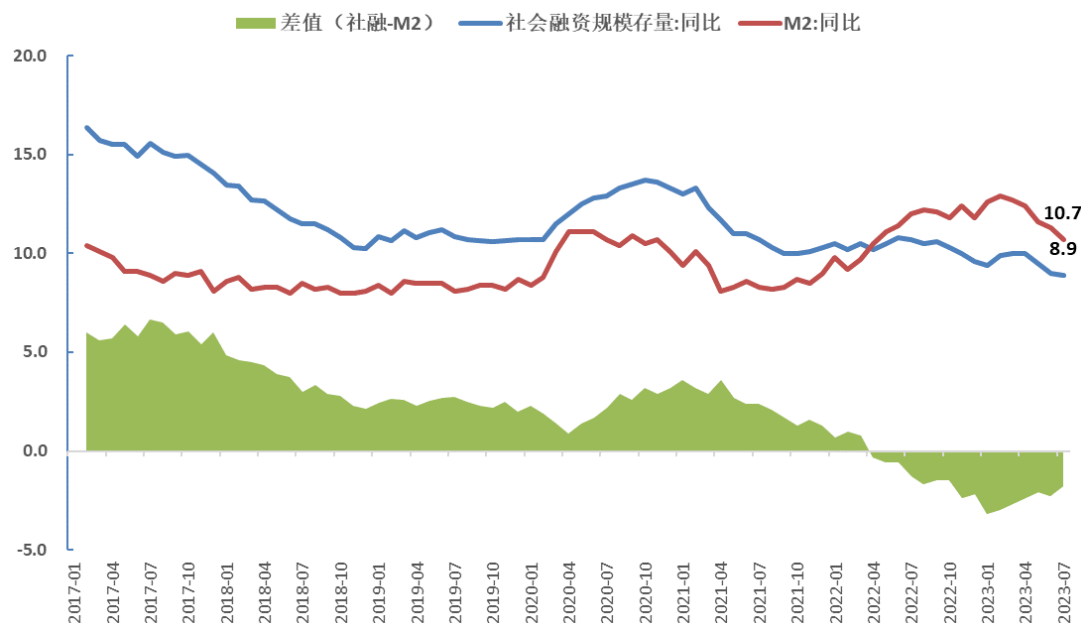
融资规模及增速判断

表：社融规模及增速（万亿元 %）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (E)
新增人民币贷款	13.84	15.67	16.88	20	20	20.9	22
新增非标	3.56	-2.94	-1.76	-1.3	-2.67	-0.6	0
新增企业债	0.6	2.63	3.24	4.4	3.3	2.05	2.0
新增境内股票融资	0.9	0.36	0.35	0.9	1.2	1.2	1.2
新增政府债券	5.58	4.85	4.72	8.3	7	7.12	7.7
新增其它融资	1.65	1.9	2.2	2.56	2.52	1.33	1.4
新增社融	26.15	22.49	25.58	34.86	31.35	32	34.3
存量社融	205.9	227	251.3	284.2	314.1	344.2	378.5
存量社融同比	14.10%	10.30%	10.70%	13.30%	10.30%	9.60%	9.50%
名义GDP增速	11.50%	10.50%	7.30%	2.70%	13.40%	5.30%	5.00%
杠杆率系数 (dr)	2.60%	-0.20%	3.40%	10.60%	-3.10%	4.30%	4.50%

我们预计2023年，M2增速约为11%。M2与社融增速之差收窄。

预计7月以后，每月信贷规模在1.2万亿元附近。





3 大类资产展望

美债：利率将在高位维持一段时间

中债：长端利率在2.5%附近

美元：保持相对强势

人民币汇率：关注贬值压力

金属商品：强美元下偏弱

原油：在70-80美元/桶附近震荡

大类资产核心观点

- 美债利率：经济热度较高，利率保持高位。
- 中债利率：资金相对宽松，长端利率2.5%附近波动。
- 美元：尽管美联储加息接近尾声，但中期看，美国经济会持续强于欧洲，美元将保持相对强势。
- 商品：金属价格呈现弱势，原油价格在70-80美元/桶附近震荡。

美债利率：经济热度较高，利率保持高位

- **政策预期及判断：**美联储加息可能已进入尾声，终点目标大概为：5.5%-5.75%附近。
- **利率判断：**2022年1月以来，3个月期美债利率从0%上升至2023年8月22日5.57%；10年美债利率从1.5%上升至4.34%。短端上行557BP（跟随加息幅度及预期），长端上行284BP，约为短端的一半。

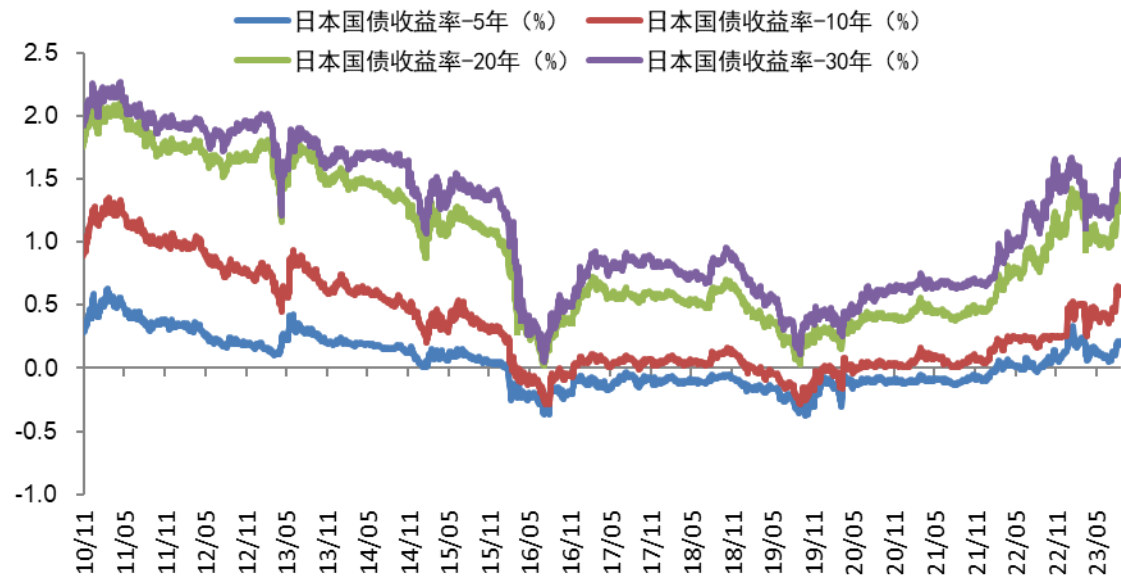
由于美国经济仍然保持较高热度，我们预计未来一段时间，3个月期美债利率维持在5.5%附近；10年美债利率亦将在相对高位。

图：不同期限美债收益率（%）

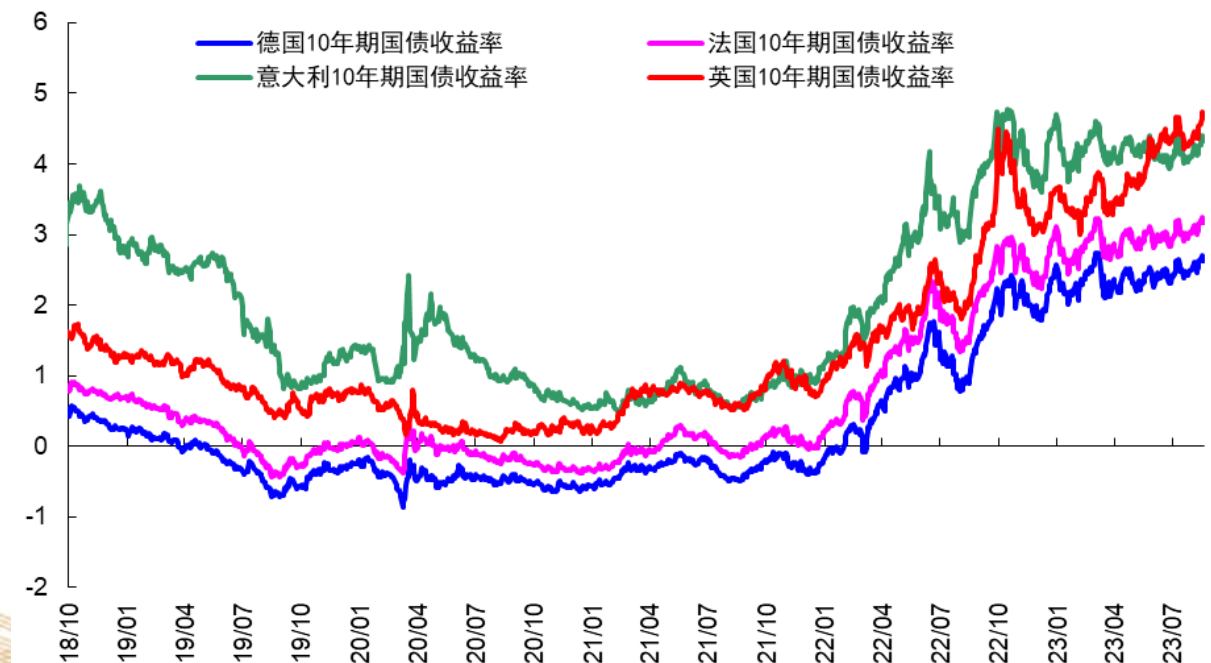


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

欧洲、日本债券利率：通胀冲击下收益率上扬



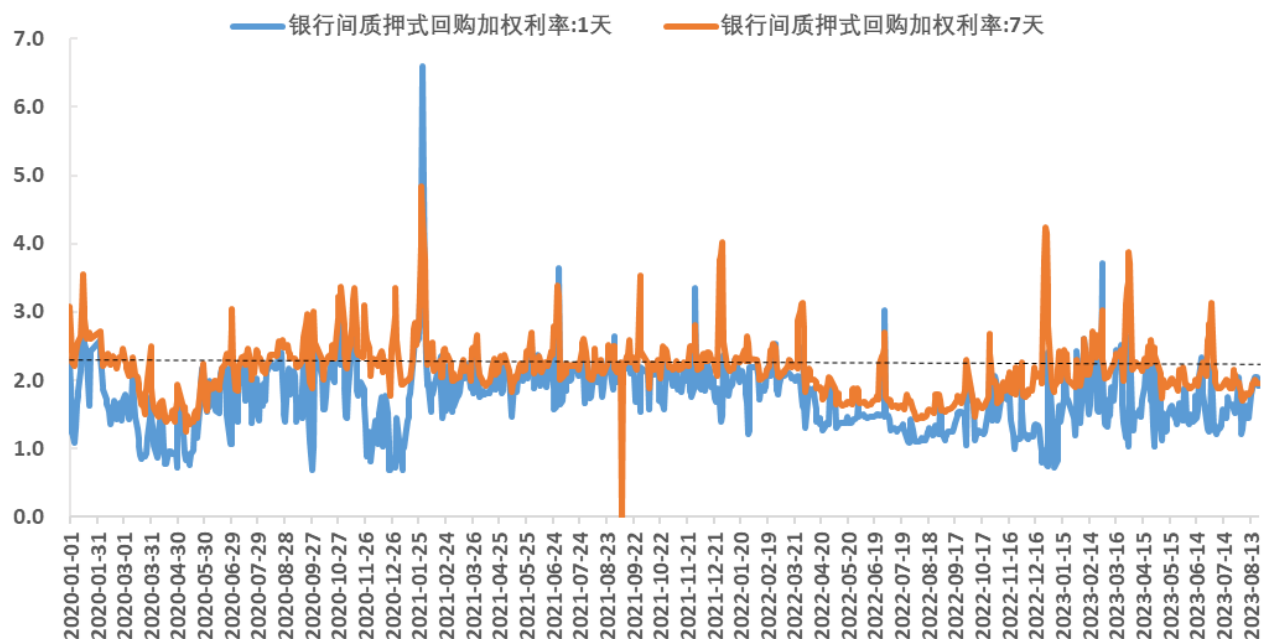
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



中债利率：资金相对宽松，长端利率2.5%附近波动

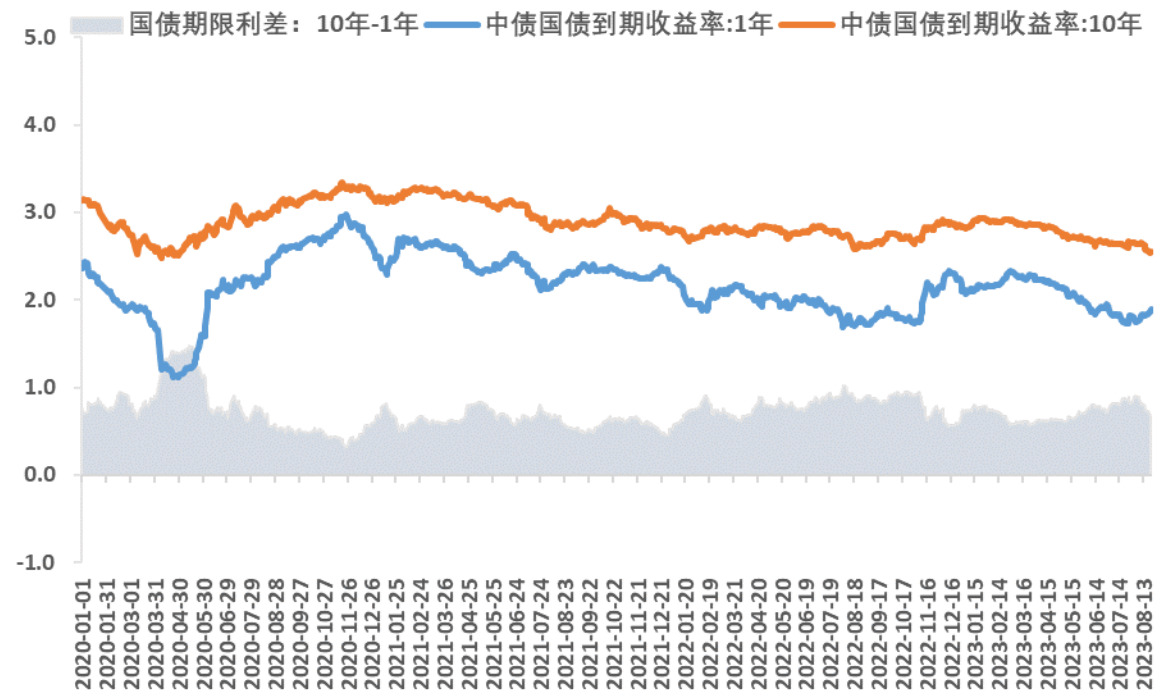
- 经济恢复放缓下，政策宽松适度加码，资金利率保持低位。
- 我们预计10年国债收益率短期在2.5附近波动。

图：短期资金利率（%）



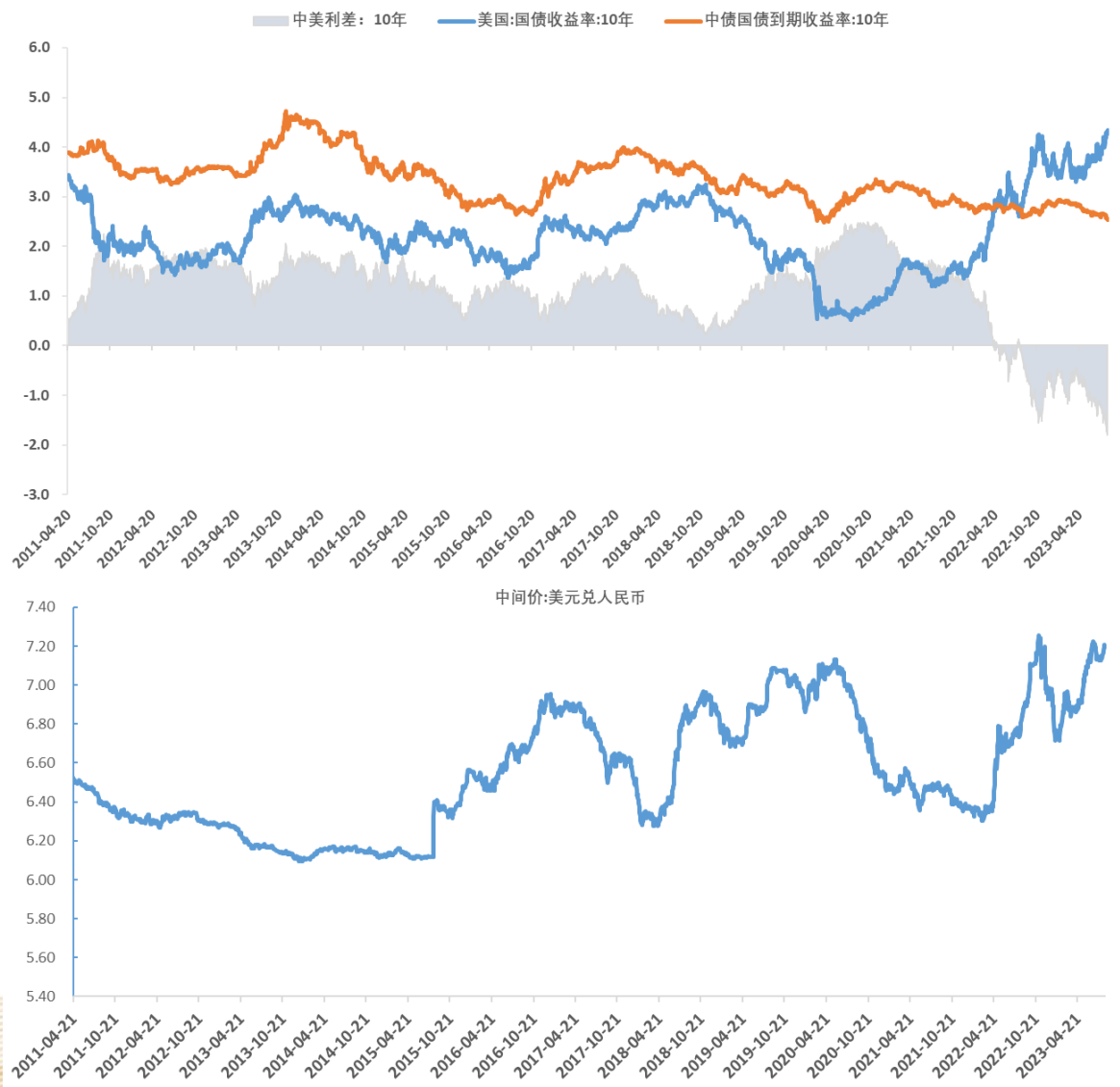
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

图：国债收益率（%）



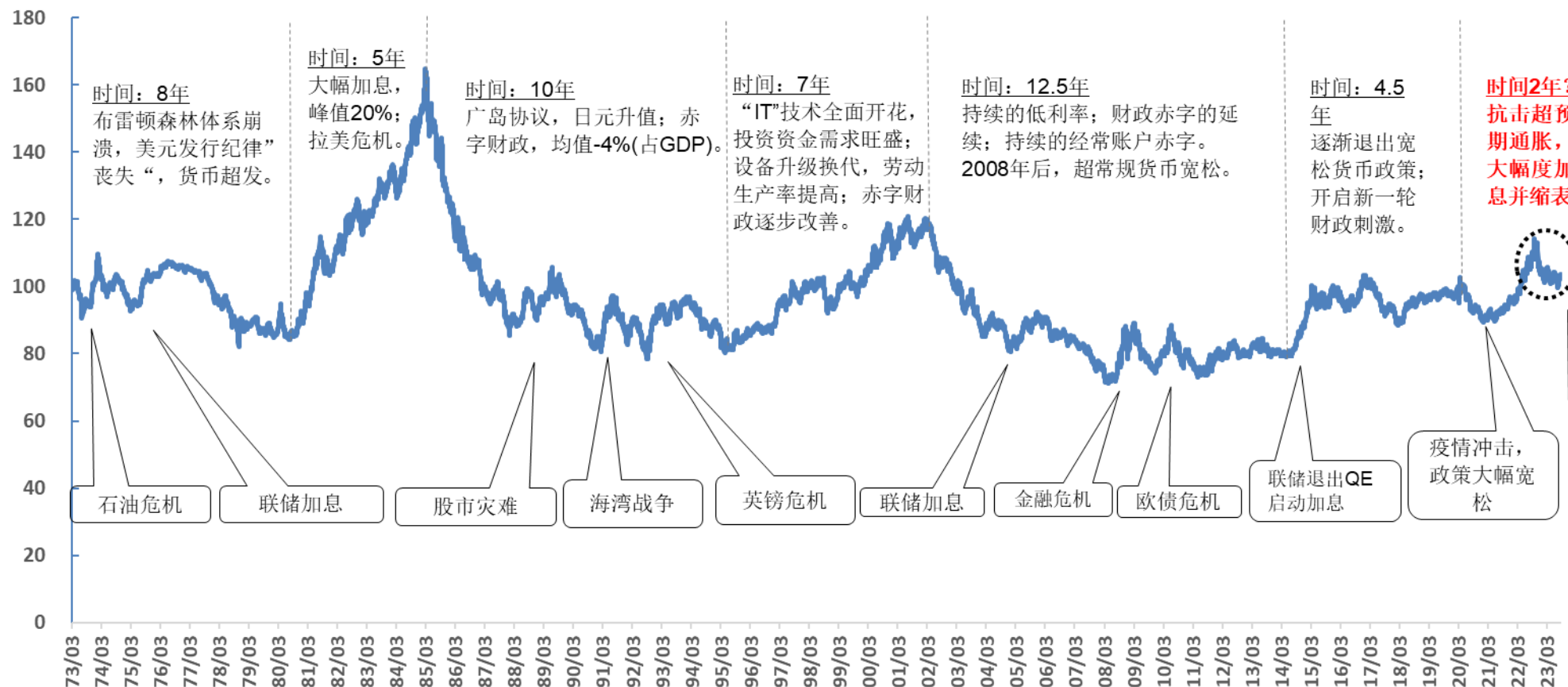
中美利差：倒挂幅度有所扩大

图：中美10年国债利率与利差 (%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

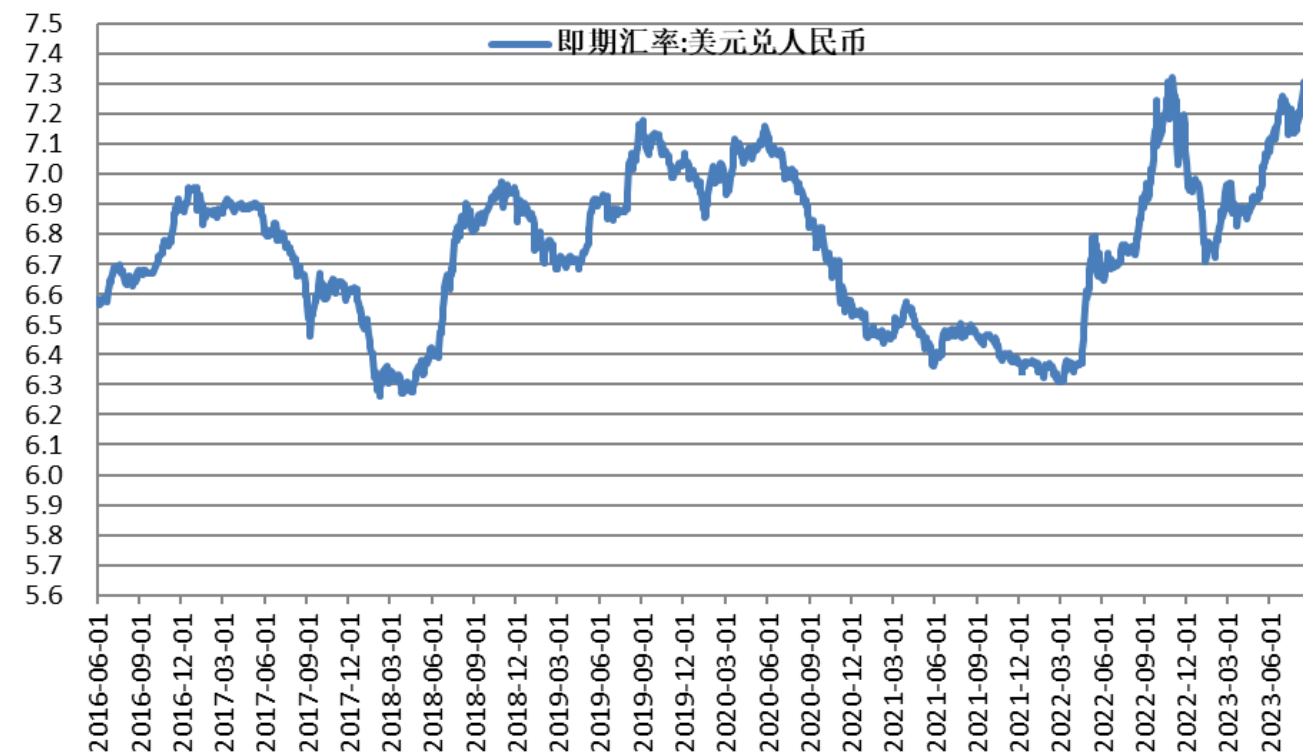
美元：保持相对强势



美元指数：保持相对强势

尽管美联储加息接近尾声，但中期看，美国经济会持续强于欧洲，美元将保持相对强势。

人民币汇率：贬值压力



	变化方向 (2023, 1, 1-2023, 8, 22)	变化幅度 (2023, 1, 1-2023, 8, 22)
人民币对美元	贬值	4.92%
人民币对欧元	贬值	7.73%
人民币对日元	升值	4.84%
人民币对英镑	贬值	11.28%
CFETS人民币汇率指数	走弱	1.50%
美元指数	走弱	0.11%

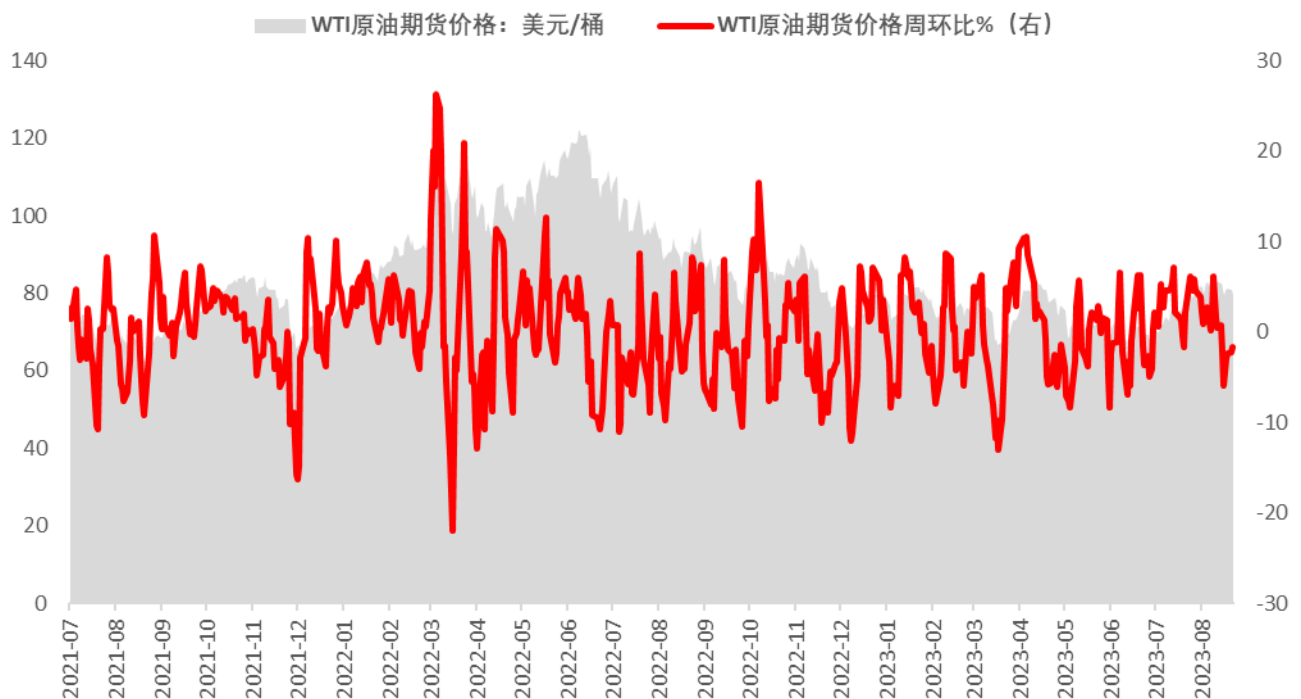
基本面和政策面的分化导致人民币有所贬值。

伴随政策对经济的支撑作用显现，后续贬值压力或将缓解

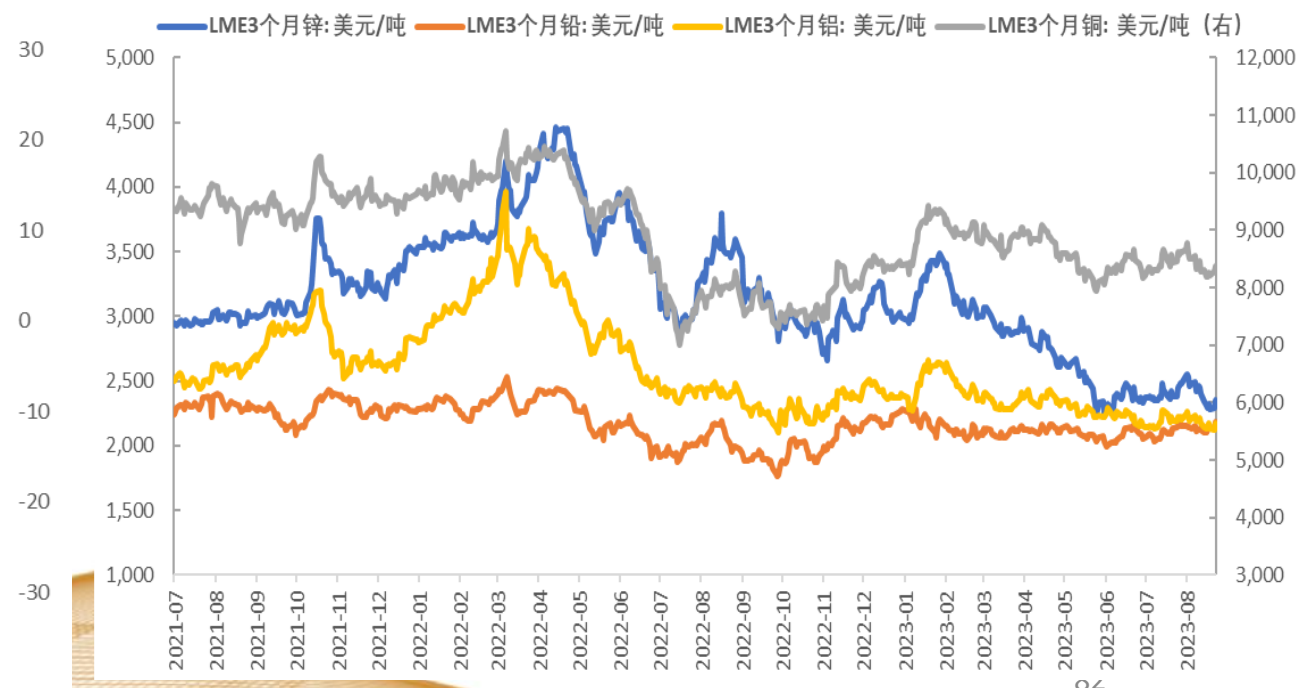
一般大宗商品：基本金属偏弱，原油在窄区间波动

- 基本金属：弱需求、强美元下，基本金属价格偏弱。
- 原油：需求平淡，供给受控下，原油价格在70-80美元/桶徘徊。

图：原油期货价格（美元/桶）



图：主要金属期货价格（美元/吨）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

黄金：转向弱勢

- 黄金的核心定价因素：美债实际利率和美元指数。
- 黄金价格受抑制：实际利率上行并维持在高位；美元保持强势。
- 黄金价格转向弱勢。

图：美债实际利率与黄金价格（美元/盎司 %）



图：美债实际利率与黄金价格（美元/盎司 %）



4 风险提示

宏观经济出现超预期波动，将对宏观经济带来较难预测的扰动。

谢谢！！

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。