

# 从国际收支到稳定经济增长

## ——破局系列一

### 核心观点

美元持续的强韧性以及10年期中美国债利差走阔至200BP可能增加我国的国际收支平衡压力。未来中美利差是重要观测点，如果持续位于高位，则收支压力可能倒逼国内基本面政策可能逐渐加强，稳增长工具重点关注财政、产业、货币三大领域协同配合。在此背景下，股票应重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

#### □ 从国际收支到稳增长历史上有几次？

当前我国再次面临国际收支、汇率稳定与经济增长双重压力。国际收支平衡根本性需要经济基本面的支撑，我们认为2023年以货币政策为主导的维稳政策发力至今，较难彻底扭转当前经济的疲弱态势，我们梳理过往两轮政策重心从国际收支到经济增长的切换（2015年底-2016年初和2018年底-2019年初），都是从货币政策主导，向产业政策、财政政策主导的切换，均依赖于投资端如基建、地产的逆周期支撑，前者持续性较强，2016年中我国经济明显趋稳，经济韧性持续至2017年，汇率、国际收支随经济形势而逐步企稳，但后者持续性偏弱，2019年一季度经济企稳，但二季度再次出现下行压力，汇率、国际收支形势也出现反复。

#### □ 稳增长工具重点关注财政、产业、货币三大领域

**财政政策方面**，预计准财政工具将明显发力，央行各项政策性金融工具使用更为“灵活”，有助于递补卖地收入不足的影响，助力政府投资及基建投资。另外，特别国债或将是重要储备政策，一方面用于扶持重点领域发展、促进产业转型、夯实国家安全基础，在科技、安全、能源等领域加大支持；另一方面，对于一些具有重大公共产品意义的基建、民生等产业发展项目，可以通过发行特别国债定向支持。

**产业政策方面**，将侧重工业稳增长发力，以十大重点行业为抓手，从供需两端助力工业增速恢复向好。当前工信部会同有关部门制定了10个重点行业稳增长工作方案，对2023年与2024年钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业、电子信息制造业的工业增加值增速、营收、销量等目标有较清晰的指引及相关配套政策支持。工业稳增长政策着力于稳住重点细分行业，具有规模大、带动性强、关联性高的特点，相关政策有望持续发力确保今明两年目标的实现。

**货币政策方面**，预计仍将持续发力，防止资金套利空转的大背景下，宽货币或略有收敛，重心过渡到宽信用，继续强化企业、居民中长期贷款投放，进而增强对实体经济的带动。工具箱中的降准、降息、结构性政策工具、“准财政”属性的政策性金融工具等均将持续发力。

#### □ 总需求发力领域有可能有哪些？

总需求三驾马车中重点关注投资领域发力。

**基建投资方面**，一方面新、老基建共同发力，在加速已有政策落地和重大项目施工的同时，各地积极谋划储备项目配合基建投资发力；另一方面重点关注“平急两用”基础设施。

**制造业投资方面**，将主要集中在中上游一系列短板领域，加快建设现代化产业体系，创造新的竞争优势；自主可控驱动的围绕现代产业体系再造是驱动制造业投资的主线，不应低估“链长制”对制造业投资的拉动作用。

**房地产投资方面**，需重点关注三方面政策发力点，将助力总需求有效改善。一是城中村改造的进一步推进和放松，尤其是拆建比例的放松和货币化安置比例的提

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

分析师：廖博

执业证书号：S1230523070004

liaobo@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghaol@stocke.com.cn

分析师：潘高远

执业证书号：S1230523070002

pangaoyuan@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《9月外储：后续关注资本流动对国际收支的影响》

2023.10.08

2 《10年美债利率可能继续上行，抹平期限利差》

2023.10.06

3 《预计9月经济回稳向上，后续关注股债双牛兑现》

2023.10.05

高；二是需求端政策进一步放松，未来一线城市在限购限贷政策端仍有进一步放松空间；三是保障房相关领域投资建设的加速推进。

□ **逆周期政策加强重视周期股机会，持续时长与美国经济高度相关**

美元持续的强韧性以及 10 年期中美国债利差走阔至 200BP 可能增加我国的国际收支平衡压力。短期来看，预计本轮 10 年美债利率可能于 Q4 突破 5%，直至抹平与 2 年期美债利率的期限利差。中期来看，财政支出力度将是美债利率的核心制约因素，需高度关注下一轮财政预算谈判进展。美元方面，短期尚不具备大幅回落的基础，预计仍将维持高位震荡。国内资产方面，在此背景下，国内基本面政策可能逐渐加强，股票重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

□ **风险提示**

美国衰退风险超预期；国内稳增长政策力度不及预期

## 正文目录

<b>1 从国际收支到稳增长历史上有哪些？</b>	<b>5</b>
1.1 2015 年底-2016 年初，稳增长政策持续性较强	5
1.2 2018 年底-2019 年初，稳增长政策持续性偏弱	9
<b>2 稳增长工具有哪些？</b>	<b>11</b>
2.1 财政政策：准财政工具发力，或储备特别国债	11
2.2 产业政策侧重工业稳增长发力	14
2.3 货币政策持续发力，重心逐渐过度到宽信用	15
<b>3 总需求发力领域有可能有哪些？</b>	<b>17</b>
3.1 基建：新老基建发力，关注“平急两用”	17
3.2 制造业：自主可控引领现代产业体系再造	18
3.3 地产重点关注城中村改造和其他城市更新项目	19
3.3.1 城中村改造的进一步推进和放松	19
3.3.2 需求端政策进一步放松	19
3.3.3 保障房相关领域投资建设的加速推进	19
3.4 促消费政策协同发力	20
3.5 出口：稳外贸政策或有限，更多关注产业逻辑	20
<b>4 逆周期政策加强重视周期股机会，持续时长与美国经济强相关</b>	<b>20</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 2015-2016 年我国经济增速放缓 .....	6
图 2: GDP 增速及目标值 .....	6
图 3: 2015 年-2016 年人民币贬值压力较大 .....	6
图 4: 2015-2016 年外汇储备、外汇占款明显回落 .....	6
图 5: 2015-2016 年地产政策调整 .....	7
图 6: 2016 年二季度起我国 GDP 增速企稳 (初步核算数) .....	8
图 7: 2016 年基建+地产“双轮驱动”, 经济增长压力缓解 .....	8
图 8: 2018 年-2020 年 5 月人民币震荡贬值 .....	9
图 9: 2018 年 2-10 月外储规模震荡回落 .....	9
图 10: 2018 年下半年 GDP 增速下行压力明显加大 .....	10
图 11: 2018-2019 年地产政策优化 .....	10
图 12: 2019 年 DR007 波动性相比此前明显加大 .....	11
图 13: 2019 年一季度经济企稳, 但二季度再次出现下行压力 .....	11
图 14: 2023 年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多, 1-8 月社保就业支出较快 .....	13
图 15: M2、信贷、社融增速 .....	16
图 16: 预计宽信用着重带动企业、居民中长期贷款 .....	16
图 17: 我国结构性货币政策工具 .....	17
表 1: 十大工业重点行业稳增长政策目标 .....	14

## 1 从国际收支到稳增长历史有哪些？

当前我国再次面临国际收支、汇率稳定与经济增长双重压力。今年以来，我国经济弱修复，内生动力相对偏弱。虽然9月中采制造业PMI指数录得50.2%，再次回到荣枯线上方，各项政策尤其是工业稳增长政策发力效果渐显。但我们认为只有需求的修复才能确保工业企业生产扩张的持续性，而目前需求的恢复仍有空间，其持续性仍需政策发力维稳。

汇率及国际收支端，今年4月下旬以来，受国内经济修复不及预期、美国基本面强韧性及美联储鹰派决策影响，人民币汇率震荡走贬。截至9月28日，人民币兑美元汇率收于7.3，较4月14日的6.85累计贬值幅度达6.6%，9月8日日内低点7.35更是突破了近年极值。也需关注国际收支的边际变化，截至今年9月末，我国外汇储备余额31150.7亿美元，8、9月合计大幅减少约892亿美元。近几月北向资金流出幅度相对较大，已经披露的8月当月境内银行代客涉外收付款差额为-444亿美元，其中资本与金融项目差额为-489亿美元（直接投资差额为-168亿美元，证券投资为-293亿美元）是主要的拖累。总体看，当前同样亟需稳定汇率及国际收支。

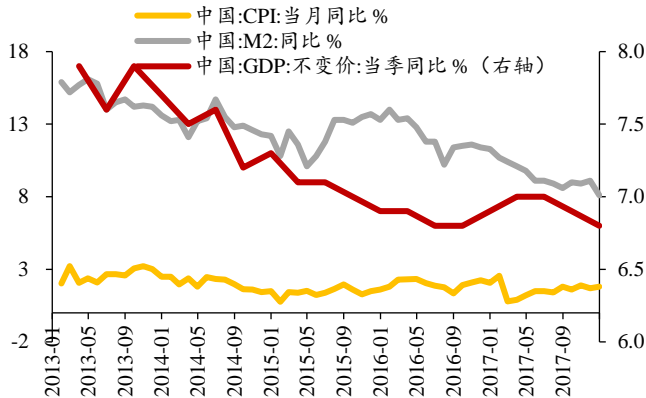
国际收支平衡根本性需要经济基本面的支撑，我们认为2023年以货币政策为主导的维稳政策发力至今，较难彻底扭转当前经济的疲弱态势，我们梳理过往两轮政策重心从国际收支到经济增长的切换（2015年底-2016年初和2018年底-2019年初），都是从货币政策主导，向产业政策、财政政策主导的切换，均依赖于投资端如基建、地产的逆周期支撑，前者持续性较强，使得汇率、国际收支随经济形势而逐步企稳，但后者持续性偏弱，进而导致汇率、国际收支形势出现反复。

### 1.1 2015年底-2016年初，稳增长政策持续性较强

2015-2016年我国经济增长与国际收支平衡均有承压。首先，经济阶段性走弱。2014年全球经济处于再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，而我国经济处于增速换挡期、结构调整阵痛期、前期政策消化期三期叠加，GDP增速下行压力加大，2015年全年我国GDP增速降至6.9%（初步核算数），首次破7%，在产能过剩、油价大幅下跌、出口萎缩的背景下，CPI降至1.4%，PPI也处于连续数十个月的负增长期，这使得企业应收大幅缩减，利润下滑，经济走势低迷。

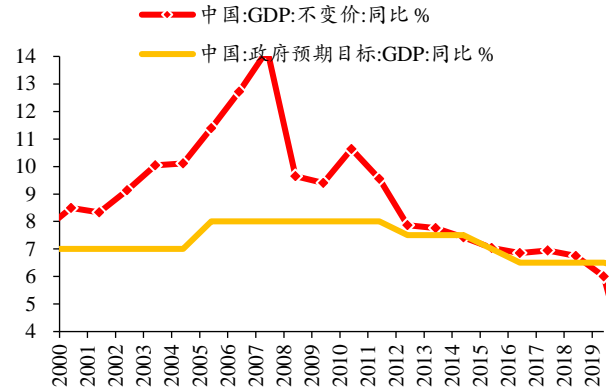
其次，汇率贬值及国际收支平衡压力加大。2014年起美国基本面修复，美元指数上行周期开启，2015年底美国各项经济指标均表现较好，美联储于当年12月启动加息，并预期美国2016年经济回升、通胀走高，加息节奏延续。但由于我国基本面承压、产能过剩问题突出，人民银行连续降准、降息加以应对，中美两国基本面差与货币政策差共同导致人民币贬值压力升温。2015年8.11汇改中，人民币单日大幅贬值，并一定程度上引发超调，使得汇率进一步走贬，本轮贬值的最低点为2017年1月3日的6.96，较2015年8月10日汇改前一日的6.21贬值幅度达12%。国际收支方面，此期间我国外汇储备和外汇占款均多月负增长，资本流出和汇率贬值形成负反馈，2015、2016年外储回落幅度分别高达5123和3198亿美元，并于2017年1月历史上唯一一次跌破3万亿美元。虽然期间央行积极维稳汇率走势，但基本面疲弱下，汇率和国际收支难改压力。

图1: 2015-2016 年我国经济增速放缓



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: GDP 增速及目标值



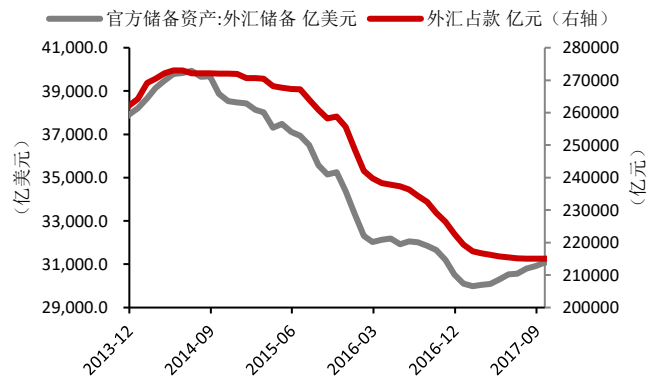
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 2015 年-2016 年人民币贬值压力较大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2015-2016 年外汇储备、外汇占款明显回落



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**2015 年货币政策积极稳增长，但效果不佳。**为稳定经济形势，货币政策先行，2014 年央行分别于 4 月和 6 月定向降准，2015 年力度加码，2 月首次开展“全面+定向”降准，全年五次降息、五次降准，幅度分别达 125BP 和 300BP。但政策相对收效一般，2015 年四个季度我国 GDP 实际同比增速分别为 7%、7%、6.9%、6.8%（均为初步核算数），仍是下行趋势，投资、出口均显著承压。

**2015 年三季度起，自上而下政策基调发生边际变化，12 月中央经济工作会议定调，基建+地产“双轮驱动”的政策布局再次开启。**7 月底政治局会议指出，我国经济正处于“三期叠加”的特定阶段，经济发展步入新常态，强调要“调动各方面积极性，狠抓工作落实，保持经济运行在合理区间”，“采取务实有效的办法，引导消费、投资、出口稳定增长”，措辞较 4 月底会议明显转向。12 月的中央经济工作会议延续宽松基调，提出积极的财政政策要加大力度，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，并提出“通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地产市场”，“要补齐软硬基础设施短板，提高投资有效性和精准性”，我们认为以上表述意味着在经济下行压力的倒逼下，基建+地产“双轮驱动”的政策布局再次开启。



地产政策方面，首付比例多次调降、棚改货币化安置落地、推动农村人口城市落户等政策带动地产销售、投资，推动地产去库存。2015年3月“3.30房贷新政”降低首付比，并将二手房交易的营业税减免门槛从之前的五年降至两年。当年7月政治局会议后，8月取消对境外个人在国内购房限制，9月，央行再度将非限购城市的首套首付比例降至25%。棚改货币化在2015年年中推出，逐步加大力度，对地产销售、投资形成强带动。2016年初，地产放松政策继续加码，2月初再次调降首付比，4月底政治局会议上，在房地产方面继续强调加快提高户籍人口城镇化率，有序消化房地产库存。

财政政策及基建投资方面，2015年财政赤字率由上年的2.1%上调0.2个百分点至2.3%；5月，国常会部署推广PPP模式刺激基建投资；2016年赤字率进一步上调至3%。2016年上半年基建投资规划密集出台，投资利好频出，“一带一路”、长江经济带、京津冀三大战略稳步推进，铁路、公路、水路、轨道交通、机场等投资规划纷纷出台，带动重大项目投资规模大幅提高。

图5：2015-2016年地产政策调整

日期	政策文件	主要内容
2015/3/30	央行、住建部、银监会《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	使用公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为20%；拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，再次申请公积金贷款购买普通自住房，最低首付款比例为30%。
2015/6/30	国务院《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	推动棚改货币化安置。
2015/8/19	中央六部委《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》	取消对境外个人在国内购买住房的限制条件。
2015/8/26	住建部、国家开发银行《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》	要求各地区按照原则上不低于50%的比例确定棚改货币化安置目标，并把目标分解到市、县，落实到具体项目。
2015/8/31	住建部《关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付款比例的通知》	二套房：为改善居住条件再次申请住房公积金委托贷款购买住房的，最低首付款比例由30%降低至20%
2015/9/14	国务院《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	下调保障性住房和普通商品住房项目外房地产行业其他项目最低资本金比例至25%。
2015/9/28	人民日报发文《房地产市场是稳住宏观经济环境重要之锚》	“从稳增长角度来看，无论承认与否，房地产业在现阶段中国经济中的支柱作用显而易见。即使按照较窄口径计算，房地产业对中国GDP的贡献度就可达到10%左右，此外更不用说，房地产业对大量上下游产业具有高度关联性与拉动效应。在实体经济领域，很难找到比房地产业更具市场深度与广度的替代产业。”
2015/11/20	公积金	提高实际贷款额度，切实提高住房公积金使用效率，全面推行异地贷款业务《住房公积金管理条例(修订送审)》，放宽公积金提取条件和使用范围提高公积金使用效率，可发行住房公积金个人住房贷款支持证券。
2016/2/2	央行、银监会《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	规定非限购城市首套住房原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。
2016/2/17	财政部、国家税务总局、住建部发布《关于调整房地产交易环节契税 营业税优惠政策的通知》	调整房地产环节契税和营业税：个人购买家庭唯一住房90平方米及以下减按1%税率征收契税，家庭唯一住房面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税，二套房最高契税也仅按2%收取。
2016/3/24	财政部、国家税务总局《营业税改征增值税试点过渡政策的规定》	个人将购买2年以上(含2年)的普通住房对外销售的，免征营业税降低房屋(包括新房及二手房)转让手续费
2016/6/3	国务院办公厅《关于加快培育和促进住房租赁市场的若干意见》	到2020年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系，基本形成市场规则明晰、政府监管有力、权益保障充分的住房租赁法规制度体系
2016/8/3	发改委《更好发挥投资对经济增长的关键作用》	进一步促进房地产投资健康发展，因城施策加大调控力度。鼓励商品房库存较大的城市进一步加大去库存力度，一、二线等住房供应紧张的城市要采取扩大新增供地、盘活存量土地等方式扩大土地供给，防范土地价格快速上涨。
2016/8/22	住建部 贯彻《法治政府建设实施纲要(2015~2020年)》	明确根据房地产市场分化的实际，坚持分类调控，因城施策。

资料来源：发改委、财政部、中国人民银行、住建部、浙商证券研究所

从政策效果看，基建+地产“双轮驱动”对经济拉动效果显著，2016年二季度起我国经济明显趋稳，经济韧性持续至2017年。2016年一季度我国GDP增速6.7%（初步核算数），较前值继续回落0.1个百分点，但二、三季度均持平于6.7%（初步核算数），增速止跌超预期，四季度数据更是录得6.8%（初步核算数），企稳上行，经济形势及预期得到显著改善。结构上主要依赖地产、基建投资，尤其是2016年上半年，两项数据显著上行，2016年6月末，地产开发投资、基建投资同比增速分别达到6.1%和20.9%，分别较2015年末提高5.1和3.7个百分点，同期的制造业投资仍然承压，同比增速由8.1%降至3.3%。2017年一、二季度，我国GDP同比增速进一步回升至6.9%（初步核算数），保持较强韧性。

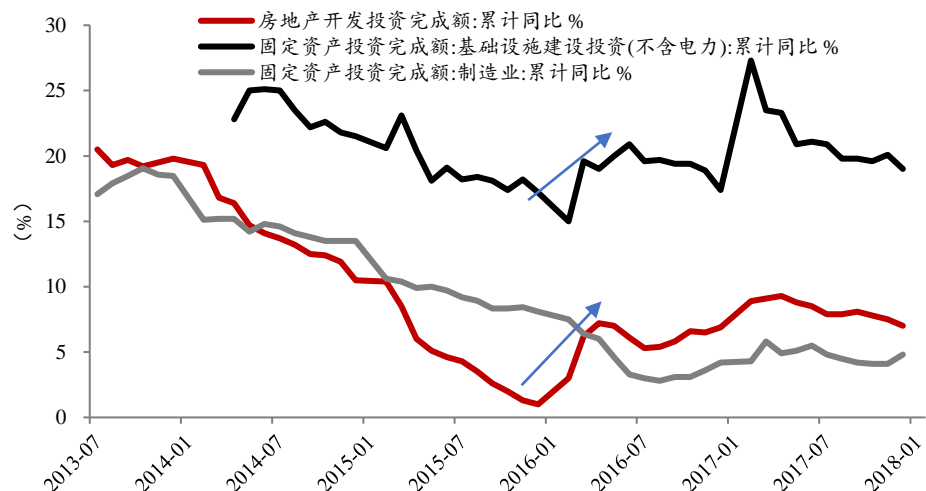
在经济基本面的支撑下，2017年初人民币汇率停止贬值，外汇储备也自2017年1月的底部位置逐步企稳，国际收支平衡风险缓解。

图6：2016年二季度起我国GDP增速企稳（初步核算数）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：2016年基建+地产“双轮驱动”，经济增长压力缓解



资料来源：Wind，浙商证券研究所



## 1.2 2018 年底-2019 年初，稳增长政策持续性偏弱

2018-2019 年我国经济增长、国际收支同时承压。2018 年下半年我国经济下行压力明显加大。2018 年一季度我国 GDP 增速+6.8%（初步核算数），持平上年四季度，相对稳健，但受社融表外融资增速下滑较快、实体企业融资成本较高等影响，二季度起基建投资明显回落、传统制造业投资出现下行压力，二、三、四季度 GDP 增速分别为 6.7%、6.5% 和 6.4%（初步核算数），经济逐步呈现回落压力。

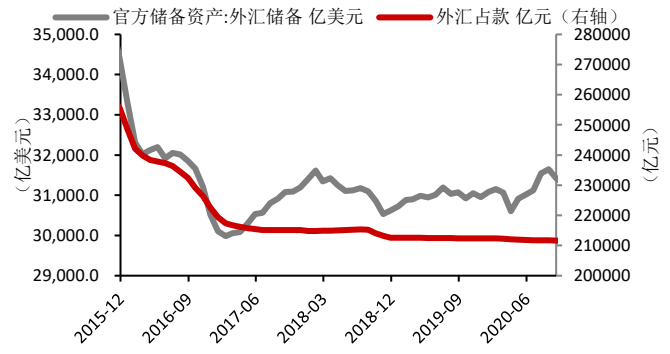
与之相对应，2018 年美国 GDP 增速为 2.9%，创 2015 年以来最高，美联储年内四次加息并推进缩表，中、美国经济基本面与货币政策偏差叠加 2018 年初中美博弈加剧，贸易摩擦升温，人民币汇率开启贬值。国际收支同样承压，2018 年 2-10 月，我国外汇储备余额震荡回落，2018 年 9 月降至 3.1 万亿美元下方，并延续至 2019 年 4 月。2018-2019 年，人民币汇率震荡贬值的表观扰动因素是中美贸易摩擦的演进，其重要原因之一是我国经济基本面的走弱。

图8：2018 年-2020 年 5 月人民币震荡贬值



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图9：2018 年 2-10 月外储规模震荡回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2018 年初，货币政策最早出现边际转向。由于年初社融增速大幅走低，为缓解后续经济下行压力，货币政策转向，人民银行 3 月跟随美联储加息 5BP（美联储加息 25BP）后不再跟随，并在全年共计 4 次定向降准。

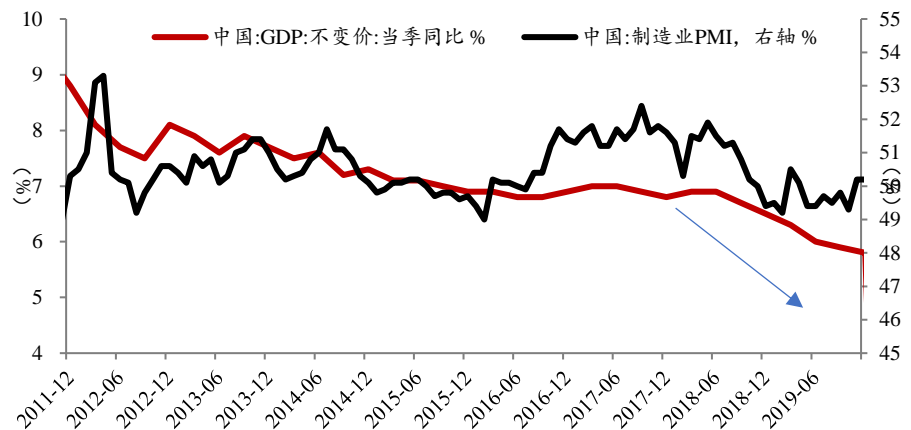
但仅靠货币政策并未有效抑制经济增速放缓，二季度起经济增速趋势性回落，PMI 也在 11 月降至收缩区间，重大会议定调的稳增长诉求逐步强化。4 月底政治局会议提出扩大内需，7 月底政治局会议进一步强调积极的财政政策要在扩内需和调结构上发挥更大作用，12 月政治局会议提出“保持经济运行在合理区间，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心”，重新强调“六个稳字”，意味着稳增长基调明确。

增量政策主要包括地产政策、财政及投资支持政策。地产政策方面，2018 年 8 月 7 日，住建部在部分城市房地产工作座谈会上提出“稳地价、稳房价、稳预期”，相较 3 月两会的“房住不炒”、7 月底政治局会议“坚决遏制房价上涨”发生边际变化。“因城施策”的大基调下，多地地产调控政策在四季度有所松动，广州、武汉、南宁等部分城市局部放松限价，多城市下调房贷利率上浮比例，12 月 18 日，山东菏泽发文取消限售，打响 2018 年放松调控第一枪。进入 2019 年，1-4 月，多城调降人才落户门槛，呼和浩特、宁波等市更是出台人才购房补贴。4 月，发改委发布《2019 年新型城镇化建设重点任务》，要求城区常住人口 100

万-300 万的II型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万-500 万的I型大城市要全面开放放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制，进一步带动地产销售。

**财政政策及基建投资方面**，2018 年 8 月 14 日，财政部要求加快地方政府专项债券发行和使用进度，全年陆续推出多项降税降费政策尤其是多行业的增值税税率下调及个税专项附加扣除细则的出炉。9 月 18 日，发改委召开新闻发布会，就固定资产投资运行问题与市场进行交流，建立补短板项目储备库。2019 年，发改委集中批复多项水利、交通领域重点投资项目。

图10： 2018 年下半年 GDP 增速下行压力明显加大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11： 2018-2019 年地产政策优化

时间	事件
2018 年 8 月 7 日	住房和城乡建设部召开部分城市房地产工作座谈会，提出：系统分析当地房地产市场存在的突出问题和主要风险点，因地制宜，精准施策、综合施策，把地方政府 <b>稳地价、稳房价、稳预期</b> 的主体责任落到实处，确保市场稳定。
2018 年 10 月 16 日	住建部提出为进一步完善公租房运营管理机制，在 8 省开展政府购买公租房运营管理服务试点工作。
2018 年 12 月 24 日	全国住房和城乡建设工作会议提出“三稳”目标，即稳地价、稳房价、稳预期，明确稳增长
2019 年 4 月	发改委发布《2019 年新型城镇化建设重点任务》，要求城区常住人口 100 万-300 万的 II 型大城市要全面取消落户限制；城区常住人口 300 万-500 万的 I 型大城市要全面开放放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制。

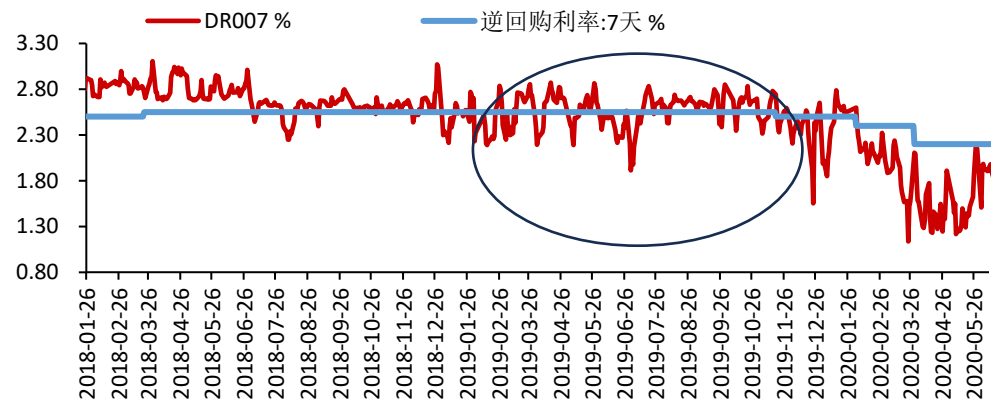
资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

在产业、财政及货币政策综合发力维稳下，2019 年初我国经济企稳，汇率、国际收支压力暂缓。2019 年一季度 GDP 增速持平于前值的 6.4%（初步核算数），出现企稳迹象。结构中，房地产投资、销售表现亮眼，一季度末地产开发投资增速 11.8%，较上年末提高 2.3 个百分点（同期基建投资增速由 3.8%微升至 4.4%，制造业投资增速由 9.5%降至 4.6%），PMI 也重新回到 50%扩张区间。受此影响，2019 年初人民币汇率贬值压力有所缓和，2018 年年末位于 6.9 附近，2019 年初震荡升值，截至 3 月 21 日最高升至 6.69；外汇储备也自低位震荡回升。

但本轮稳增长政策持续性较弱，2019 年二季度起经济增速再度回落，人民币汇率与国际收支在没有基本面支撑的情况下也再次承压。2019 年一季度经济出现企稳迹象后，4 月

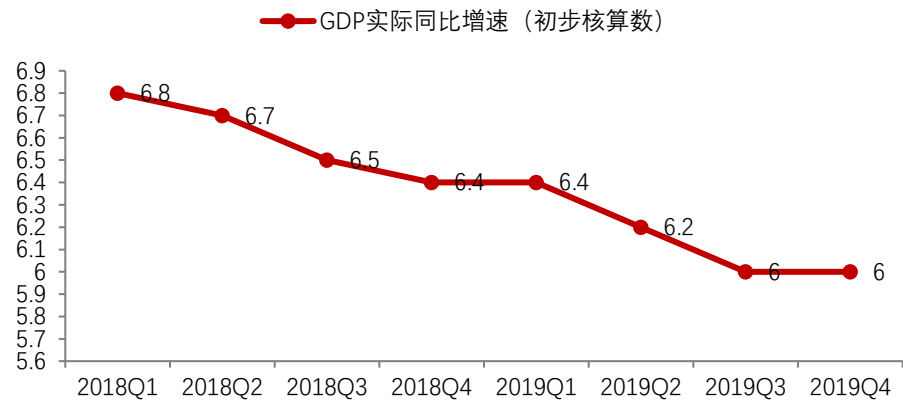
政治局会议再次删去“六个稳字”，并重提“房住不炒”，强调“以供给侧改革的方式稳定总需求”，体现政策大方向仍在供给侧。在此大的方针下，各项政策也边际转向收紧，5-7月，多地调控关注房价红线，苏州、西安等市相继升级调控；3月底至4月中旬，央行连续19个工作日暂停公开市场操作，2019年全年DR007波动性相比此前明显加大。受政策边际收紧影响，2019年二季度GDP增速超预期回落0.2个百分点至6.2%，经济修复的持续性也较弱。

图12: 2019年DR007波动性相比此前明显加大



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 2019年一季度经济企稳, 但二季度再次出现下行压力



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2 稳增长工具会有哪些?

### 2.1 财政政策: 准财政工具发力, 或储备特别国债

扩大内需是关键, 政策定调要积极。2023年以来我国处于经济修复进程中, 7月政治局会议指出“当前经济运行面临新的困难, 主要是国内需求不足”, 特别是“一些企业经营困难, 重点领域风险隐患较多, 外部环境复杂严峻”。为此, 7月政治局会议明确提出“用好政

策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展”和“积极扩大国内需求”，并在此背景下提出“继续实施积极的财政政策”和“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”的要求。可以看到，2023年下半年定调扩大内需是关键，并明确了财政政策要积极发力的两个大方向，一方面是用好当前的政策空间，已经落地的政策要加快推进，找准发力方向，针对薄弱领域加强社会民生等保障支出，对建设现代产业体系等重点领域加强支持；另一方面是加强逆周期调控并进行相对应的政策储备，已有使用经验的准财政工具可重复使用，一揽子化债方案有助于扫除道德风险、提升地方主体维稳意愿，面临国内外复杂局面时“特别国债”等政策可以先行储备待用。

**已有政策加快落地，专项债、减税降费等已有显现。**7月政治局定调后，财政政策积极有为，已有政策加快推进并积极针对薄弱及重点领域加强支持；

- 财政支出重点覆盖社保就业，1-8月社保就业预算支出进度达到69.5%，远高于同期财政支出进度，兜牢“三保”，强化对社会保障重点领域的支持力度，加快补齐短板弱项，优先保障就业、养老、医疗、社会救助、优抚安置等支出需要；
- 落实政策要求，专项债加速发行，截至10月8日，新增专项债已经发行3.51万亿元，占全年3.8万亿元新增专项债额度的92%，即将发完。
- 针对薄弱及重点领域，7月以来减税降费等政策陆续落地。正如7月政治局会议表述，2023年以来部分领域面临一定的困难，居民收入预期和就业质量扰动消费能力及意愿，私营企业面临盈利下滑、竞争格局不确定性提升和内外环境多重挑战增加等影响，经营压力陡增，7月政治局会后一系列减税降费等政策陆续落地，8月25日出台了一系列支持中小企业的财税政策降低企业经营负担，8月28日及31日接连出台个税优惠措施呵护居民收入（我们在9月1日外发的《如何解读近期个税优惠政策？》报告中有详细解读），9月28日又接连发布了对保障性住房税费、医疗服务增值税、部分领域城镇土地使用税等方面的减免政策。

图14：2023年社保就业、教育、外交国防支出等预算支出增加较多，1-8月社保就业支出较快

一般公共预算支出投向	2021		2022预算		2022决算		2023预算		2023预算较2022年 决算绝对值新增 亿元	2023预算较2022年 决算占比新增 %	2023年1-8月支出 进度
	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)	数额(亿元)	占比(%)			
农林水支出	22169	9.0%	24041	9.0%	22490	8.6%	23661	8.6%	1171	0.0%	59.9%
公共安全支出	13794	5.6%	14692	5.5%	14333	5.5%	14857	5.4%	524	-0.1%	
科学技术支出	9607	3.9%	10418	3.9%	10023	3.8%	10455	3.8%	432	0.0%	52.7%
社会保障和就业支出	33746	13.7%	37398	14.0%	36603	14.0%	39344	14.3%	2741	0.3%	69.5%
教育支出	37687	15.3%	41404	15.5%	39455	15.1%	42095	15.3%	2640	0.2%	60.6%
城乡社区支出	19459	7.9%	21103	7.9%	19415	7.4%	19809	7.2%	394	-0.2%	61.4%
外交、国防支出	14287	5.8%	15226	5.7%	15376	5.9%	16508	6.0%	1132	0.1%	
节能环保支出	5419	2.2%	5877	2.2%	5396	2.1%	5778	2.1%	382	0.0%	55.3%
一般公共服务支出	19952	8.1%	21103	7.9%	21109	8.1%	21460	7.8%	351	-0.3%	
资源勘探工业信息等支出	6651	2.7%	6945	2.6%	7297	2.8%	7704	2.8%	407	0.0%	
文化旅游体育与传媒、灾害防治及应急管理其他支出	15518	6.3%	17096	6.4%	15637	6.0%	16783	6.1%	1146	0.1%	13.1%
债务付息支出	10346	4.2%	11219	4.2%	11358	4.4%	12381	4.5%	1023	0.1%	62.9%
交通运输支出	11331	4.6%	12021	4.5%	12025	4.6%	12381	4.5%	356	-0.1%	59.9%
住房保障支出	7143	2.9%	7747	2.9%	7558	2.9%	7704	2.8%	146	-0.1%	
卫生健康支出	19213	7.8%	20836	7.8%	22542	8.6%	24211	8.8%	1669	0.2%	61.8%
总计	246322	100.0%	267125	100.0%	260609	97.56%	275130	100.0%	14521		62.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**加强逆周期调控，关注储备政策，聚焦准财政、化债方案及特别国债。**7月政治局会议强调“加强逆周期调节和政策储备”，在加速已有政策落地和利用现有政策空间的基础上，我们认为，更值得关注的是后续增量政策及政策储备，可能成为影响后续经济及资产价格的关键力量。

- **卖地收入有扰动，关注准财政工具。**基建作为政府投资的重要抓手，基建到位资金主要来源于预算内基建投资安排、卖地收入、专项债、银行信贷、城投债等，其中卖地收入是重要来源。我们在此前外发的《关注财政货币配合，聚焦化债布局城投》报告中有详细分析，今年以来卖地收入不足成为扰动基建发力的原因之一，若地产销售、新开工等没有大幅增长，卖地收入较难快速修复；受制于项目质量要求和专款专用要求，专项债加速发行也难以完全递补卖地收入的下滑。我们认为应该重点关注准财政工具的出台，一方面在2022年面临相似的宏观及政策环境时，已经使用过政策性金融工具，积累了政策部署经验并取得了较好的政策效果，另一方面资金使用可以更为“灵活”，有助于递补卖地收入不足的影响，助力政府投资及基建投资。
- **统筹发展与安全，一揽子化债方案扫除道德风险、提振效率与意愿。**财政政策统筹发展与安全的背景下，要兼顾短期又着眼长期，防范化解系统性风险是助力产业结构转型的重要前提。百年未有之背景下，过去三年地方财政面临着意外冲击和产业结构转型阵痛的多重扰动，同时2023年面临着防范化解地方政府债务风险、压实地方主体责任和终生追责、逆周期发力维稳的复合要求，7月政治局会议明确“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，形如特殊再融资、超长期贷款置换、债务重组降低利息负担等方式，我们认为一方面有助于降低地方政府债务风险约束，腾挪政策空间用于经济建设及产业转型，另一方面有助于化解道德风险，提升地方政府主体意愿，提升政府投资效率及积极性。
- **面对国内外多重挑战，特别国债是重要储备政策。**百年未有之变局下，我国当前面临复杂的国内外形势，意识形态在人权、经济、贸易、投资、科技、金融、军事、气候能源等领域不断碰撞，俄乌冲突、巴以冲突等“黑天鹅”不断出现，关税摩擦、民粹主义等“灰犀牛”暗藏风险，我国则处于经济动能转换和产业结构转型的关键时期。我们认为从统筹发展与安全的角度出发，2023年Q4至2024年，面对复杂的国内外经济政治局势，特别国债或将是重要储备政策，一方面用于扶持重点领域



发展、促进产业转型、夯实国家安全基础，在科技、安全、能源等领域加大支持；另一方面，对于一些具有重大公共产品意义的基建、民生等产业发展项目，可以通过发行特别国债定向支持，从而将部分预算内资金腾挪出来，拓宽应对短期问题的政策空间。

## 2.2 产业政策侧重工业稳增长发力

今年以来，工业面临利润增速承压、需求修复不足、生产增速放缓的三重压力较为突出，工业成为经济增长能否趋稳的关键点。我们认为，在从国际收支到稳定经济增长的过程中，产业政策将侧重工业稳增长发力，以十大重点行业为抓手，从供需两端助力工业增速恢复向好。

今年三季度，工信部会同有关部门制定了 10 个重点行业稳增长工作方案，对 2023 年与 2024 年钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工业、电子信息制造业的工业增加值增速、营收、销量等目标有较清晰的指引及相关配套政策支持。

工业稳增长政策着力于稳住重点细分行业，具有规模大、带动性强、关联性高的特点。例如，机械行业稳增长工作方案主要聚焦机床工具、农业机械、工程机械等 11 个细分行业，涉及国民经济 7 个大类、36 个中类和 108 个小类。

我们认为，工业稳增长方案目标明确，随着相关政策的发布及落地，工业稳增长效果在三季度末已有所显现，相关政策有望持续发力确保今明两年目标的实现。我们将十大重点行业的增速目标进行拟合测算，预计 2023 至 2024 年制造业增加值两年平均增速约为 4.8%，据工信部数据，十大重点行业增加值合计占规模以上工业的七成左右，这将为工业以及 GDP 增速向好奠定重要基础。

同时，工业稳增长对部分行业的营收增速、销量目标亦有较清晰的指引，这将使得政策更加兼顾生产与需求的协调。具体来看：

在需求方面，工业稳增长政策着力恢复和扩大重点领域需求，促进投资、消费、出口共同发力。主要举措包括充分发挥国家制造业转型升级基金、中小企业发展基金等政府投资基金作用，引导带动社会资金加大投入力度；组织新能源汽车、智能家电、绿色建材下乡，加快工业母机、高端医疗装备、机器人等创新产品推广应用；鼓励企业对标国际需求加大研发力度，生产适销产品，巩固工业产品出口。

在供给方面，工业稳增长政策着力搭建高质量供给体系，稳产业、育企业、建标准。包括加快产业链锻长补短，提高关键要素保障水平，推动共性技术研发和推广应用，促进绿色制造和智能化升级；支持龙头企业发挥带动作用，加快培育专精特新“小巨人”、单项冠军等企业，支持企业专业化、差异化发展；强化标准系统化布局，发挥标准引领作用，支持企业积极参与国际标准制修订。

表1：十大工业重点行业稳增长政策目标

成文日期	发文机关	政策	相关增长目标
2023 年 7 月 19 日	工业和信息化部、国家发展改革委、 商务部	《轻工业稳增长工作方案 (2023—2024 年)》	2023—2024 年轻工业增加值平均增速 4%左右，规模以上企业营业收入规模突破 25 万亿元。
2023 年 8 月 9 日	工业和信息化部	《电力装备行业稳增长工 作方案(2023-2024 年)》	力争 2023-2024 年电力装备行业主营业务收入年均增速达 9%以上，工业增加值年均增速 9%左右。

2023年8月10日	工业和信息化部、财政部	《电子信息制造业2023—2024年稳增长行动方案》	2023—2024年计算机、通信和其他电子设备制造业增加值平均增速5%左右，电子信息制造业规模以上企业营业收入突破24万亿元。
2023年8月18日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、生态环境部、商务部、应急管理部、中华全国供销合作总社	《石化化工行业稳增长工作方案》	2023—2024年，石化化工行业稳增长的主要目标是：行业保持平稳增长，年均工业增加值增速5%左右。
2023年8月21日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、商务部、海关总署、国家粮食和储备局	《有色金属行业稳增长工作方案》	力争2023年有色金属工业增加值同比增长5.5%左右，2024年增长5.5%以上。
2023年8月21日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、商务部、海关总署	《钢铁行业稳增长工作方案》	2023年钢铁行业工业增加值增长3.5%左右、2024年钢铁行业工业增加值增长4%以上等主要目标。
2023年8月22日	工业和信息化部、国家发展改革委、财政部、自然资源部、生态环境部、住房和城乡建设部、商务部、金融监管总局	《建材行业稳增长工作方案》	2023至2024年，建材行业保持平稳增长，力争工业增加值增速分别为3.5%、4%左右，产业高端化智能化绿色化水平不断提升。
2023年8月25日	工业和信息化部、财政部、农业农村部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家药监局	《机械行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	2023—2024年力争营业收入年均增速3%以上，到2024年达到8.1万亿；重点行业呈现规模稳中有升，新增长点不断涌现，企业竞争力进一步增强，供给能力显著提升
2023年8月25日	工业和信息化部、财政部、交通运输部、商务部、海关总署、金融监管总局、国家能源局	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）》	2023年，汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量2700万辆左右，同比增长约3%；汽车制造业增加值同比增长5%左右。2024年，汽车行业运行保持在合理区间。

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

我们认为，工业稳增长政策既是短期内提振工业增速的应对之举，也将兼顾高质量转型发展的战略方向，未来还需关注新兴产业、未来产业的相关支持政策。据工信部运行监测协调局局长陶青，接下来有关部门还将联合金融机构支持企业技术改造，谋划推进制造业数字化转型，深入实施智能制造工程，加快改造提升传统产业。开展先进制造业集群发展专项行动，系统推进5G、智能网联汽车、新材料等新兴产业发展。前瞻布局人工智能、人形机器人等未来产业，打造竞争新优势。

### 2.3 货币政策持续发力，重心逐渐过度到宽信用

预计货币政策仍将持续发力，防止资金套利空转的大背景下，宽货币或略有收敛，重心过渡到宽信用，继续强化企业、居民中长期贷款投放，进而增强对实体经济的带动。工具箱中的降准、降息、结构性政策工具、“准财政”属性的政策性金融工具等均将持续发力。

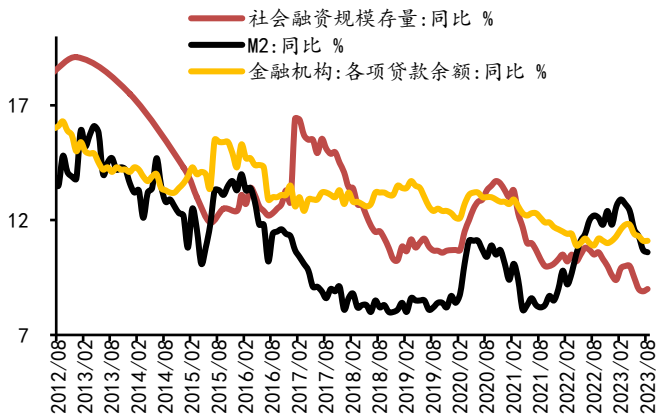
防止套利空转的背景下，预计宽货币略有收敛，重心过渡到宽信用。在7月底政治局会议“加强逆周期调节和政策储备”，“发挥总量和结构性货币政策工具作用”政策基调下，9月央行降准已经兑现了我们9月8日发布报告《8月外储：国际收支稳健，预计年内仍有降准降息》中的判断，我们认为当前政策是降准+防止资金空转套利的组合，8月下旬以来的短端流动性趋紧或有延续，其目的之一是防止资金套利、空转，更有效地促使资金注入实体，央行8月4日答记者问中提出“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”，从8月逆回购、MLF的非对称降息已经可以初窥央行的政策思路；我们认为目的之二或是从稳定汇率预期

的角度考虑，避免中美短端利差压力过大可能对资本流动和汇率形成的压力。由此，预计资金面短期波动或有加大，DR007 围绕 7 天逆回购利率上下波动，宽货币或略有收敛，重心过渡到宽信用。

对于宽信用，预计更加强化对企业、居民中长期贷款投放，增强对实体经济的带动。操作方面，预计总量+结构双重发力，工具箱中的降准、降息、结构性政策工具、“准财政”属性的政策性金融工具等均将持续发力：

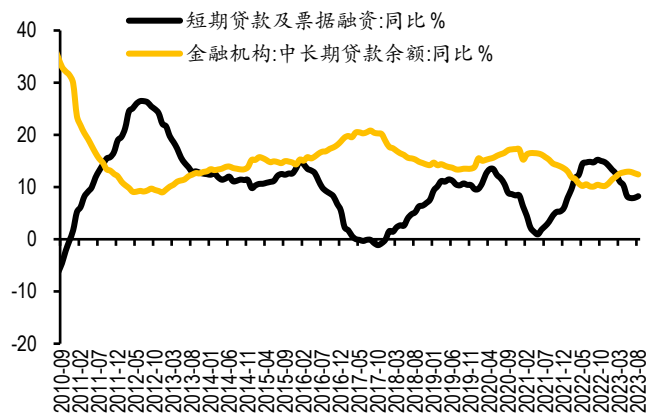
其一，预计 2023 年年内仍有降息概率（四季度后期，随着我国政策预期强化，市场情绪改善，及海外美联储加息预期逐步“达峰”，预计我国降息空间再次打开），2024 年年初稳增长诉求进一步增强，或再次降准、降息，降准增加中长期资金投放，改善企业资金可得性，降息带动企业融资成本下行，推升融资意愿，共同带动宽信用。

图15: M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图16: 预计宽信用着重带动企业、居民中长期贷款



资料来源：Wind，浙商证券研究所

其二，当前我国经济结构性问题依然突出，预计结构性政策工具将持续发力，再贷款将发挥主导作用，预计央行继续引导银行加大对制造业、科技、小微、绿色等领域的信贷支持。2021 年末至今，央行先后创设碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款等多个领域再贷款工具，并以季度为频率更新结构性政策工具的推进。根据央行数据，截至 2023 年 6 月末，我国结构性货币政策工具余额 68737 亿元，较去年末增加了 4272 亿元，其中，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、碳减排支持工具及科技创新再贷款的余额分别增加 1648、1433 和 1200 亿元。2023 年 7 月 14 日，人民银行新闻发布会提出“必要时还可再创设新的政策工具”，预计后续仍可期待新创设的结构性政策工具，央行也可能继续增加目前已有工具的额度，为高质量发展阶段的重点领域和薄弱环节提供精准的金融支持。

图17: 我国结构性货币政策工具

工具名称	支持领域	发放对象	利率(1年期)/激励比例	额度(亿元)	余额(亿元,截至2023年3月末)	余额(亿元,截至2023年6月末)	
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	8000	5960	5658
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	17600	14331	14231
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%(6个月)	7400	6061	5950
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%(激励)	800	275	398
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%		31291	29896
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	3994	4530
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	1365	2459
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	3200	3200
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点,普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	10	13
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	354	434
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1105	1694
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%(激励)		269	269
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%(激励)		0	0
	民企债券融资支持工具(第二期)	民营企业	专业机构	1.75%	500	0	0
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00%	2000	5	5
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	0	0
	租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	0	0
	合计					68219	68737

资料来源: 人民银行, 浙商证券研究所

其三, 政策性金融工具等“准财政”工具有望新增额度。我们认为我国未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局, 提示重点关注两大领域: 1) 再贷款资金强化支持制造业; 2) PSL 为新市民公共基础设施及新基建等领域提供资金支持。政策性金融工具用作基建项目资本金, 有望新增额度, 作为专项债资金的接续。与之相对应, 预计PSL也将再次重启放量。

### 3 总需求发力领域有可能有哪些?

#### 3.1 基建: 新老基建发力, 关注“平急两用”

基建是2023年经济增长的重要抓手。2022年底随着部分约束政策的放松, 我国经济动能重启, 经济进入修复进程, 2022年中央经济工作会、2023年两会等一系列会议定调, 明确财政政策要积极有为, 发挥政府投资的牵引和引领作用, 推动经济实现平稳增长、稳中有进。基建投资作为政府投资和财政发力的重要抓手, 成为带动经济增长的重要力量, 我们在5月外发的《水到渠成, 股债双牛》报告中, 从两个角度对2023年基建投资(统计局口径)进行全年预测, 一方面是结合2023年基建到位资金, 从预算内基金资金、卖地收入形成的支出、专项债、银行信贷、城投债等角度进行预测, 预计2023年基建投资同比增长6.8%左右, 另一方面各省每年会公布当年的地方政府重大项目及重点项目, 我们在此前《地方重大项目投资怎么看?》《今年重大项目有望拉动多少GDP?》诸多报告中提示重大项目变化对基建及固定资产投资有重要指示作用, 从已公布省份的可比口径来看, 预计2023年基建投资增速在6%左右。

基建投资Q2受卖地收入扰动, Q3受天气因素拖累。从2023年前三季度来看, Q1受益于政策发力基建投资实现开门红, 基建投资同比增长8.8%; Q2由于卖地收入修复较慢、



专项债发行降速等影响，基建投资增速边际回落，上半年基建投资同比回落至 7.2%；Q3 受天气因素拖累，6 月至 8 月高温及大规模降雨对基建施工强度产生负面拖累，进而导致基建投资不及预期，1-8 月基建投资同比回落至 6.4%。所以从整体上看，2023 年以来基建投资呈现出前高后低的走势。

**基建投资有望边际回升，关注新、老基建和“平急两用”。**8 月长时间的高温及大规模降雨导致基建施工强度下降，进而导致基建投资表现不利，进入 9 月天气因素扰动显著下降，基建施工强度有望改善，同时结合历史经验来看，随着天气因素扰动的下降，基建项目施工强度的回升可能还伴随着适度赶工的出现。此外，7 月政治局会议明确要求“精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”和“要更好发挥政府投资带动作用”。

我们认为，基建投资有望边际回升，一方面新、老基建共同发力，在加速已有政策落地和重大项目施工的同时，各地积极谋划储备项目配合基建投资发力，8 月 18 日海南省发布《海南省谋划储备项目提质扩容十条措施》，要求按照“远近结合”的原则加大项目储备，紧盯储备项目、新开工项目、省重点项目等关键指标，逐年扩大储备项目规模。8 月 21 日，青海省发改委公布全省共谋划储备项目 1847 项，估算总投资 2.48 万亿元。8 月 26 日，辽宁省召开重大项目调度推进会，抓投资是稳增长的当务之急，要在项目储备上扩量提质。

另一方面重点关注“平急两用”基础设施，4 月政治局会议明确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，7 月政治局会议要求推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，我们认为，在统筹发展与安全和短期加大逆周期政策的背景下，适度超前推动“平急两用”基础设施建设是兼顾短期与着眼长远的合适选择。7 月政治局会议以来，部分省市已经公布项目名单，9 月 26 日，杭州发布《“平急两用”公共基础设施建设第一批项目清单》，首批共 87 个项目，投资金额超 400 亿元，全部围绕老百姓最关心的“医、食、住、行”四大方面展开，并计划于 2024 年开工建设。

### 3.2 制造业：自主可控引领现代产业体系再造

我们认为，制造业投资是未来较长一段时期的经济强变量，并且已经积累较大市场预期差。国家安全的重要性提升引领制造业资本开支扩大，特别是产业政策引领的供应链安全投资，很大程度上决定了制造业投资的强度。目前，我国已基本形成规模大、体系全、竞争力较强的产业体系，但仍然存在不少“断点”和“堵点”。我国制造业部门大量关键核心技术和中间件的供给依赖于海外，供给体系的自主性相对不强，国内供给体系在满足生产需求方面存在质量安全、多样性、稳定性等多方面的要求。

当前，国际发展环境日趋复杂，产业链安全存在威胁，工业母机、高端芯片、基础软硬件、开发平台、基本算法、基础元器件、基础材料等瓶颈仍然突出，关键核心技术受制于人的局面没有得到根本性改变。整体来看，我们认为制造业资本开支将主要集中在中上游一系列短板领域，加快建设现代化产业体系，创造新的竞争优势。**我们重点提示，自主可控驱动的围绕现代产业体系再造是驱动制造业投资的主线，不应低估“链长制”对制造业投资的拉动作用。**

“链长制”是指在一条产业链上培育龙头企业作为“链主”，以地方政府相关负责人任产业链“链长”，并以此为抓手贯通上下游产业链条。近年来，部分西方国家单边主义、保护主义抬头加剧，发起全球范围的贸易战，并将其视为大国竞争的手段工具，通过长臂管辖实现强权目的，对我国产业链供应链稳定构成威胁。围绕强链补链的重要任务，各地依次设计了“链长制”的创新组织方式，多地陆续推进“亩均论英雄”的探索，旨在通过亩均效益综合评价和资源要素差别化配置，以最小的资源环境代价获得最大的产出效益。通过财税、土地、



用能、人才等政策对重点科技项目攻关等方面给予倾斜，在信用评级、贷款准入、贷款授信、担保和还款方式创新、利率优惠等金融服务方面给予制造业重点支持。

综合研判，我们认为制造业投资保持相对较高的增速，有效支撑总需求侧的修复。我们重点提示，统筹发展与安全意味着强链补链和产业基础再造已成为制造业投资的新动能，当前已积累较大的市场预期差，后续需要重点关注制造业投资对基本面的支撑作用。

### 3.3 地产重点关注城中村改造和其他城市更新项目

地产方面，我们认为需重点关注三方面政策发力点，将助力总需求有效改善。一是城中村改造的进一步推进和放松，尤其是拆建比例的放松和货币化安置比例的提高；二是需求端政策进一步放松，未来一线城市在限购限贷政策端仍有进一步放松空间；三是保障房相关领域投资建设的加速推进。

#### 3.3.1 城中村改造的进一步推进和放松

我们曾在前期报告《城中村改造有多大规模？》中指出：城市更新是未来地产投资重要的发展方向，而城中村改造是城市更新的重要组成部分。从全国范围看，我们曾在 2022 年发布的城市更新系列报告中进行测算：综合 2019 年-2021 年间的平均投资规模和部分省市的十四五城市更新投资规划，十四五期间城市更新拉动投资规模 10-12 万亿以上，期间平均每年拉动投资规模约 2-2.5 万亿；其中，十四五期间全国平均每年城中村改造投资规模可能略低于 1 万亿。未来以城中村改造为代表的城市更新我们认为需重点关注两方面的政策放松，可能带动相关投资规模进一步增长：

一是拆建比例的明确放松。当前城市更新面临诸多拆建比例约束，这也在一定程度上限制了城市更新的投资规模，如果未来拆建比例做进一步明确放松可撬动更多增量投资。住建部 2021 年正式发布《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知》（以下简称《通知》）并提出四项重点指导原则：一要严格控制大规模拆除，《通知》要求老城区更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的 20%；二要严格控制大规模增建，《通知》要求更新单元（片区）或项目内拆建比不宜大于 2（即新建/拆除比例不得超过 2，例如原项目面积 100 平，拆除 20 平，新建面积最高不得超过 40 平）；三要严格控制大规模搬迁，《通知要求》更新项目居民就地、就近安置率不宜低于 50%。

二是货币化安置比例提升。在当前“房住不炒”大基调的指引下，城中村改造采用货币化安置的比例相对有限，仍更多采用实物安置等手段。如未来进一步放松并提升货币化安置比例，可能有效提振居民购房需求，在改善地产销售的同时对地产投资形成间接提振。

#### 3.3.2 需求端政策进一步放松

截至 9 月 1 日北上广深四大一线城市已全面落地“认房不认贷”，极大程度推动了置换需求；当前政策效果表现为一线城市二手房挂牌量均有所上行，主要为房屋置换者“腾挪”认房额度出售老房；但挂牌价整体平稳，指向当前需求释放仍然较为缓慢。在房价未出现明显上涨的情况下，我们认为未来一线城市在限购限贷政策端仍有进一步放松空间。

#### 3.3.3 保障房相关领域投资建设的加速推进

2024 年是十四五的第四年，相较于 5 年整体规划，过去三年在保障房领域的投资进度明显较为提前。

此前住建部曾指出十四五期间全国计划建设 900 万套（前四十大城市 650 万套）保障性租赁住房；截至目前，2021 年、2022 年、2023 年分别计划建设 94.2 万套、240 万套、240 万套，距离目标仅剩余 326 万套，如按过去两年的建设速度估算，目标完成进度明显提前。

在此背景下，我们认为 2024 年可能继续加速筹建保障房，提前完成十四五的保障房建设目标；十四五期间可能超额完成建设目标。

### 3.4 促消费政策协同发力

最终消费是经济增长的持久动力，提振消费是扩大内需战略的重要组成部分，预计促消费政策与财政货币政策协同发力，稳步助力国内消费市场提质扩容。重点关注以下方向：

**其一，多渠道增加城乡居民收入，通过稳定收入预期的方式促进消费。**收入和收入预期是消费的决定变量，增加城乡居民收入的方式有三：第一，劳动力要素：深化收入分配体制改革，提高劳动报酬在初次分配中的比重；第二，土地要素：进一步盘活土地要素，有序推动农村宅基地出租、流转、抵押，促进农村居民从土地获得财产性收入。第三，资本要素：活跃资本市场，提振市场信心，在此基础上丰富居民可投资金融产品，如股票、基金、养老金等，形成资本市场和居民财富之间的良性互动。

**其二，鼓励有条件的地方发放消费券，释放消费潜力。**消费券作用立竿见影，尤其在居民消费信心不足、预防性储蓄不断积累的情况下，消费券可以发挥政府支出的乘数效应，在短期内快速提振消费。另外，有条件的地方也可以与平台企业合作发放消费券，促进消费市场正向循环。

**其三，稳定大宗消费，加大对于绿色产品、智能产品以及适老化产品升级换代的支持力度。**提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，持续开展智能家电、绿色建材、新能源汽车下乡；适度超前建设充电基础设施体，鼓励地方加大置换新能源汽车的补贴力度，汽车限购地区应适当增加号牌指标投放。鼓励财政状况较好的地区发放消费券

**其四，扩大服务消费，丰富消费场景和服务类消费供给。**第一，可以适度优化延长餐饮场所、文旅场所、游乐园等营业时间。第二，加快电影作品、文艺演出、体育赛事、游戏版号等审批进度，丰富服务消费供给。第三，推广社区居家养老新模式，发展“托老所”，提升社区及家庭设施适老化水平。第四，提升健康服务消费，逐步将符合条件的“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围。

### 3.5 出口：稳外贸政策或有限，更多关注产业逻辑

**稳外贸政策影响相对有限，重视供给和产业逻辑。**面对海外的复杂局势和全球经济衰退预期，我国针对性的出台了一些稳外贸措施，2023 年 3 月商务部部长王文涛明确表示稳外贸要从“货物贸易要升级、服务贸易要创新、数字贸易要发展”三方面发力，2023 年 4 月，国务院办公厅发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，对重点产品和领域加大财政金融支持，我们认为稳外贸政策有一定积极影响，但相对有限，应更多关注百年未有变局下我国的供给优势，我国出口有望在高基数扰动后保持边际修复走势，重点关注三大出口产业趋势（具体逻辑在 9 月外发报告《出口如期回暖，结构重于趋势》有展开）：1）重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。2）关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。3）关注新一轮科技周期和全球碳中和进程的演绎。

## 4 逆周期政策加强重视周期股机会，持续时长与美国经济强相关

未来国内稳增长政策的持续时长将与美国经济政策高度相关。如果美国经济继续在高利率背景下保持强韧性，则 10 年美债利率和美元居高难下，可能对国际收支平衡形成持续性的压力，继而延长稳增长政策的时长。股票重视周期股投资机会，债券保持震荡趋势。

当前中美利差已走阔至近 200BP, 接近 2005 年人民币汇率制度改革后的极值水平(2005 年 7 月 21 日, 中国人民银行宣布我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度; 此前主要实行单一盯住美元的汇率制度), 这也对我国的国际收支平衡压力产生了较大影响, 因此也衍生了国内稳增长政策的对冲诉求。

我们曾于前期报告《10 年美债利率可能继续上行, 抹平期限利差》中指出: 短期美国财政阶段性闯关成功未见明显退坡, “宽财政-紧货币”支撑的经济韧性得以延续, 即经济可能在高利率环境下延续更长时间的强韧性, 长期经济增长预期上修驱动中性利率上行, 推动 10 年美债利率向上。短期来看, 我们认为 10 年期美债利率仍有进一步冲高的可能性, 10 年美债利率可能上破 5% 并逐步抹平与 2 年期美债的倒挂幅度, 从利率曲线的角度逐步去除衰退预期。

中期来看, 未来驱动美债利率拐头的制约因素主要源于两大方面, 分别是**财政支出力度**和**金融稳定风险**。一是财政支出力度, 本次财政预算虽然两党阶段性妥协, 但麦卡锡被罢免后大概率将增加下一轮财政谈判的难度(详细请参考前期报告《10 年美债利率可能继续上行, 抹平期限利差》), 如果 2024 财年预算明显受阻将破坏美国经济韧性; 二是金融稳定风险, 即美国国债利率快速上行使得 3 月美国银行风险重现, 或使得对冲基金等金融机构出现杠杆平仓等问题; 金融风险倒逼货币政策转向可能驱动利率下行。

短期来看, 美国财政支出对美债利率的制约力度可能更强, 未来需高度关注下一轮财政预算谈判进展。我们预计 10 年期美债收益率或有突破 5% 的概率, 使得人民币汇率短期有继续贬值风险。但是, 我们提示, 一旦汇率大幅贬值触发显著的资本流出压力, 央行或采取更大力度积极维稳, 稳定汇率走势, 后续也需持续关注资本与金融项目资金流动或对外汇储备的扰动。

一方面, 我们提示关注周期股对应的投资机会。2023 年以来, 周期板块估值压缩幅度较大, 当前周期行业处于盈利周期底部。随着稳增长政策陆续出台, 经济逐步复苏, 预计周期行业盈利出现拐点的可能性较高, 其向上反弹空间值得期待。若扩内需政策效果显现, 预计库存水平较低的上游原材料加工业、下游消费品制造业或将率先进入补库, 后续周期行业有望进入盈利和估值同步修复的行情。

另一方面, 我们认为后续债市保持震荡的概率较大。随着我国政策助力基本面渐进走强, 利率较难大幅下行。同时, 超额储蓄仍处于积累的过程, 使得利率较难大幅上行。综合看, 考虑我国基本面政策或逐渐加强, 债券将维持震荡趋势。

## 5 风险提示

美国衰退风险超预期; 国内稳增长政策力度不及预期

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>