

宏观点评 20231017

中美缓和与政策加力

2023年10月17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

《流动性趋紧的局面还将持续多久?》

2023-10-16

《美国通胀回落的难度在哪?——海外宏观经济周报》

2023-10-15

■ **中美即将进入一段缓和期，市场也会迎来重要的时间窗口。**近期美国参议院多数党领袖查克·舒默率领的美国国会两党代表团访华，并受到了习近平总书记高规格的接见，传递了不同寻常的信号：例如超过会见国务卿布林肯时长的两倍之多，以及双方均积极对两国关系做出的积极评价。都进一步证实了双方有意加强对话，缓解关系的意愿。

■ **政策密集出台期已经出现，经济底若隐若现，市场底迟迟难现。**这可能是当前市场和经济最真实的写照——如果市场不能稳住、从而发挥经济和信心“晴雨表”的作用，经济的企稳也会变得脆弱，反之亦然。背后的核心问题在于**国内私人部门加杠杆的意愿和外部资金的信心依旧不足**。要突破这一困境，内外需要形成合力，充分利用中美关系缓和的时间窗口，继续加大政策广度和力度，一鼓作气稳住经济和人民币资产的信心。

■ **经济底若隐若现，有哪些表现？**

工业制造业方面，积极的因素在累积。近期工业端“好消息”接踵而至：先是工业企业利润同比增速终于走出长达一年的负增长“泥潭”；再是制造业 PMI 时隔五个月重回扩张区间，供需两端处于复苏轨道中。供需两端的好转使市场价格保持联动上升态势，PPI 的触底反弹也将进一步利好工业企业的利润表现。与此密切相关的两个重要变化是**库存和出口**。

库存：质疑但不应忽视。今年市场对于库存周期质疑的声音不少——如果没有需求，库存周期是否依旧有效。但不可否认的是当前库存在持续下降，而这本身就会使生产反弹、价格回升的可能性上升，例如此前商品价格的明显反弹背后就有这个因素。

当然要让库存形成可持续的正反馈，政策还需要加把力。当前我们距离市场心心念念的“补库存”可能仍有距离：一方面，从全球来看，截至今年第二季度，我国库存的水平依旧不低；另一方面，今年国内需求回升的关键无疑在政策，虽然政策已经开始发力，但是传导迟滞、效果温和，可能需要更加直接的手段来“加一把火”。

相较而言，出口的改善来得会更快些。撇开 2022 年第四季度的低基数助攻外，从全球库存周期来看，欧美等海外主要经济体的去库更加顺利，其制造业可能会更快进入补库、拉动我国出口的表现：一方面，全球制造业 PMI，尤其是发达经济体 PMI 已经开始温和反弹；而另一方面作为全球经济“金丝雀”的韩国出口在 9 月也出现明显反弹。

除了生产，通过“超级黄金周”的窗口，我们基本确认消费进入疫后复苏、冲高回落后的第三阶段，居民消费的企稳改善程度并不差：一是当下“量、价”的同步回升，三季度零售额及服务项 CPI 均反弹；二是未来修复有动能支撑，其中一方面是回暖的居民消费意愿与收入，另一方面是政策助力。**以存量房贷降息为例：**据上海证券报报道，此轮一次性调降房贷总量可达 25 万亿元，利率平均降幅 80bp，假设剩余期限 25 年，调降后能为居民每年节省约 1400 亿元的利息支出，该金额考虑消费意愿后相当于 2022 全年社零总额的 0.3%。**毫无疑问，收入和信心将是这一阶段消费的核心因素。**

■ **不过，积极的信号并不代表可以高枕无忧，2021 年以来的经验表明“复苏基础不牢固”是一直存在的问题，当前潜在的风险主要存在以下三个方面：**

最受瞩目的无疑还是地产，不过新政后“冷热不均”的楼市尚难言反弹：看房熙熙攘攘，但成交延续温和；二手房同比好转，但新房仍在低位。究其原因，一方面需求政策传导可能存在迟滞，居民“惜购”心态需时间化解；另一方面民营房企经营仍需企稳，出清阶段的地产供给有受阻风险。

基建方面，如果不加力，从今年第四季度到明年上半年同比增速的“逆风”会越来越大。作为今年经济重要“压舱石”的基建投资在三季度时似乎进入了“乏力期”，尽管8月以来新增专项债发行有所提速（领先于基建投资3个月左右），但毫无疑问也受到大规模特殊再融资债券发行的影响和限制。

基建投资放缓压力主要源于基建融资端面临的三大“逆风”：第一大“逆风”是无去年同期政策性开发性金融工具的“保驾护航”，根据央行数据，共7399亿元的政策性开发性金融工具所涉及项目总投资超过9万亿元。第二大“逆风”是作为基建融资主要渠道之一的财政端也面临较大压力，税收“晴雨表”紧跟经济步“乏”、且预计后续几个月改善幅度有限，同时房地产低迷对政府性基金收入形成明显拖累，这些都导致基建又一融资渠道受阻。第三大“逆风”是在地方化（隐）债、信托暴雷的背景下，城投平台和影子银行等资金来源也出现明显放缓，尤其在城投平台资产回报率较低、依赖于新融资来偿还债务的情况之下，城投融资对基建资金的贡献度也在发生急速下行。

在出口不强、地产偏弱的情况，工业制造业的复苏往往比较脆弱。工业企业利润增速的大幅反弹大部分原因在于下半年低基数的窗口被进一步打开，而9月制造业PMI重返荣枯线以上也有极端天气褪去后的季节性因素加持。以史为鉴，2010年以来共有两个时间段为PMI连续5个月以上低于50%：一段（2015.08-2016.02）在供给侧结构性改革和出口亮眼的拉动下，顺利走出了历时7个月的PMI收缩阶段；另一段（2018.12-2019.10）发生在中美贸易战的背景之下，这段时期中有2个月PMI短暂站上50%，但在总量政策并不那么“给力”的情况下很快重回萎缩，之后疫情爆发更是给制造业的发展“雪上加霜”。而今年二季度开始制造业表现得就不太乐观，PMI同样连续5个月跌落荣枯线。考虑到目前仍有过半的企业反映市场需求不足，政策继续给予呵护仍是必要的。

■ 如何巩固不牢固的复苏基础？

地产：需求、供给都得抓。修复爬坡阶段的“稳经济”离不开“稳地产”，而“稳地产”供需预期的企稳是一体两面的：需求端的松绑料将继续，以巩固楼市景气与入市需求；而供给端的发力同样关键，一是稳定房企融资与交楼风险，改善购房预期，二是推进城改，盘活供需存量置换。

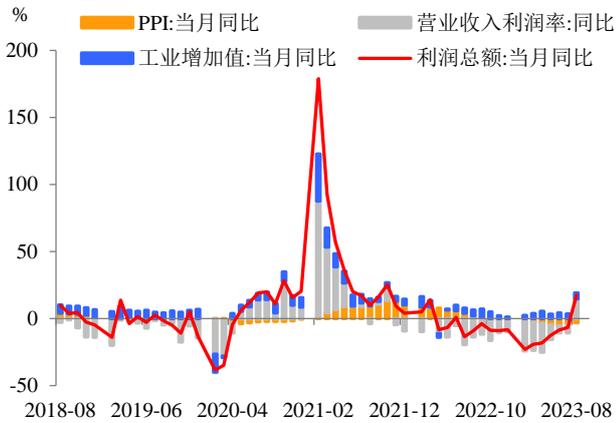
财政：既要防风险（化债），也得稳增长。在内蒙古吹响新一轮化债的“号角”之后，天津、辽宁、云南、重庆、广西也相继跟进，特殊再融资债的发行提速。我们认为开启新一轮化债的逻辑不仅仅在于降低系统性风险，还对于“稳增长”的意义非凡。此次化债的经济意义有两点：其一，此次募集资金用途别具一格，特殊再融资债券的资金用途细化到“偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款”，这有利于重塑企业信心；其二，通过发行期限更长的特殊再融资债券可以减轻地方政府债务到期压力，为地方发展腾挪出更多的资金和空间。

此外，在当前内生动力不足、出口偏弱、地方加杠杆受限、经济引擎面临切换等问题的“困扰”下，类似于长期建设国债的财政工具可使中央在中长期持续加杠杆，增强经济发展韧性。

货币：降准、降息得“管够”。我们在之前的报告里指出，新一届政府的货币政策越来越积极，而无论从巩固并扩大地产政策的果实，还是配合财政政策的维度看，积极宽松都应该继续保持。我们认为降准或在11月前瞻性落地，以协调年末地方化债与MLF到期以及跨年流动性需求。低通胀和地产恢复迟缓的背景下降息诉求仍存，时点上可能在今年底或明年年初——汇率压力相对较小，且有信贷开门红的需求。

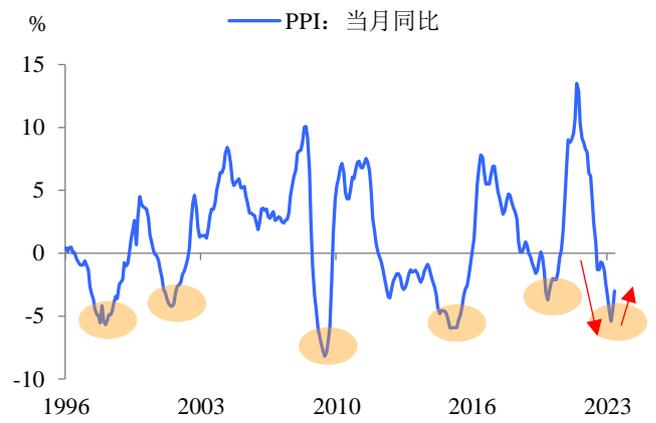
■ **风险提示：**经济企稳不可持续、出现超预期下滑，使得政策出台节奏加快、幅度加大。

图1: 时隔一年, 工业企业利润增速由负转正



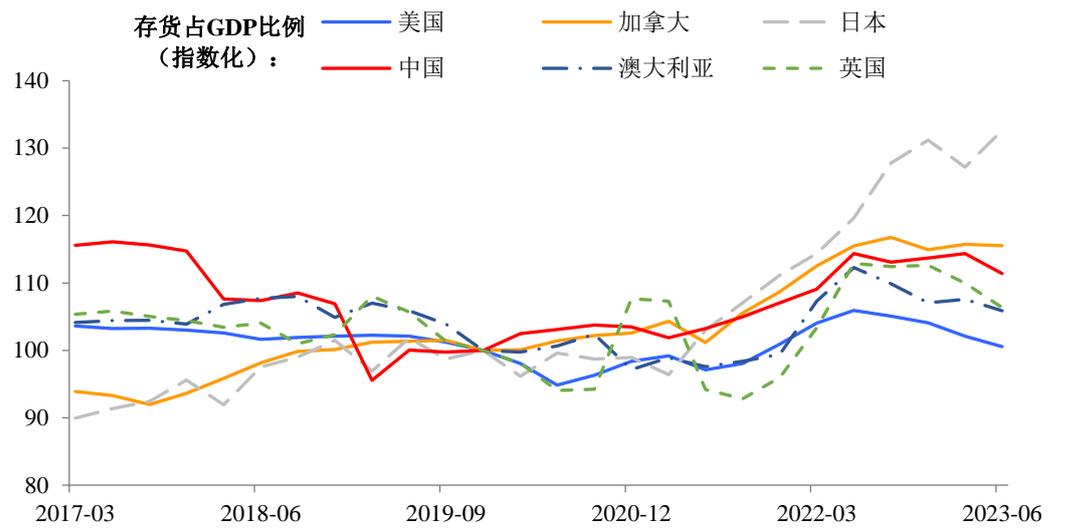
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: PPI 已成功实现触底反弹



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 目前我国库存仍处高位



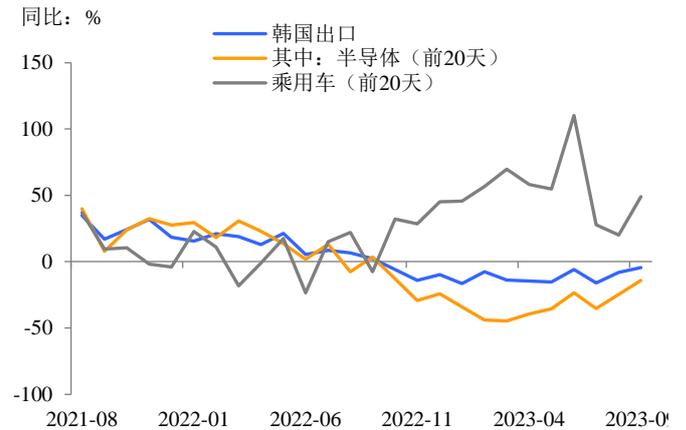
数据来源: Wind, iFind, CEIC, 东吴证券研究所

图4: 全球制造业可能出现企稳反弹



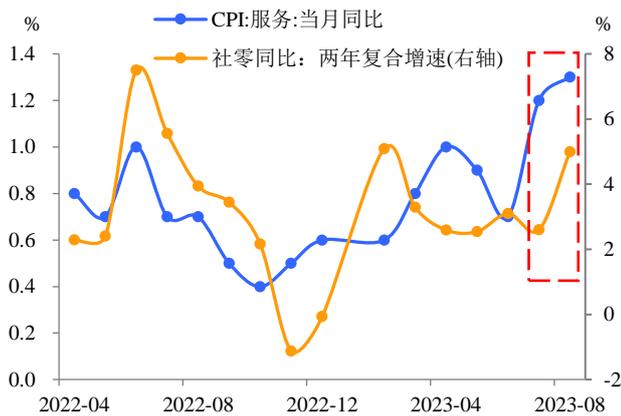
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 韩国出口似乎开始企稳



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 消费“量、价”均有回升



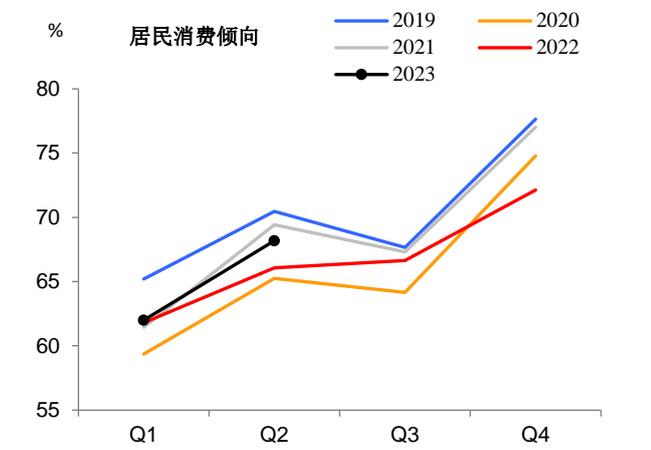
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 居民收入疫后快速修复



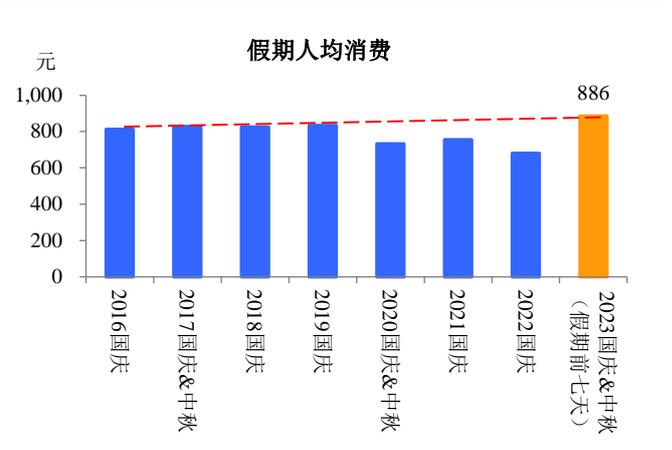
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 居民消费倾向明显修复



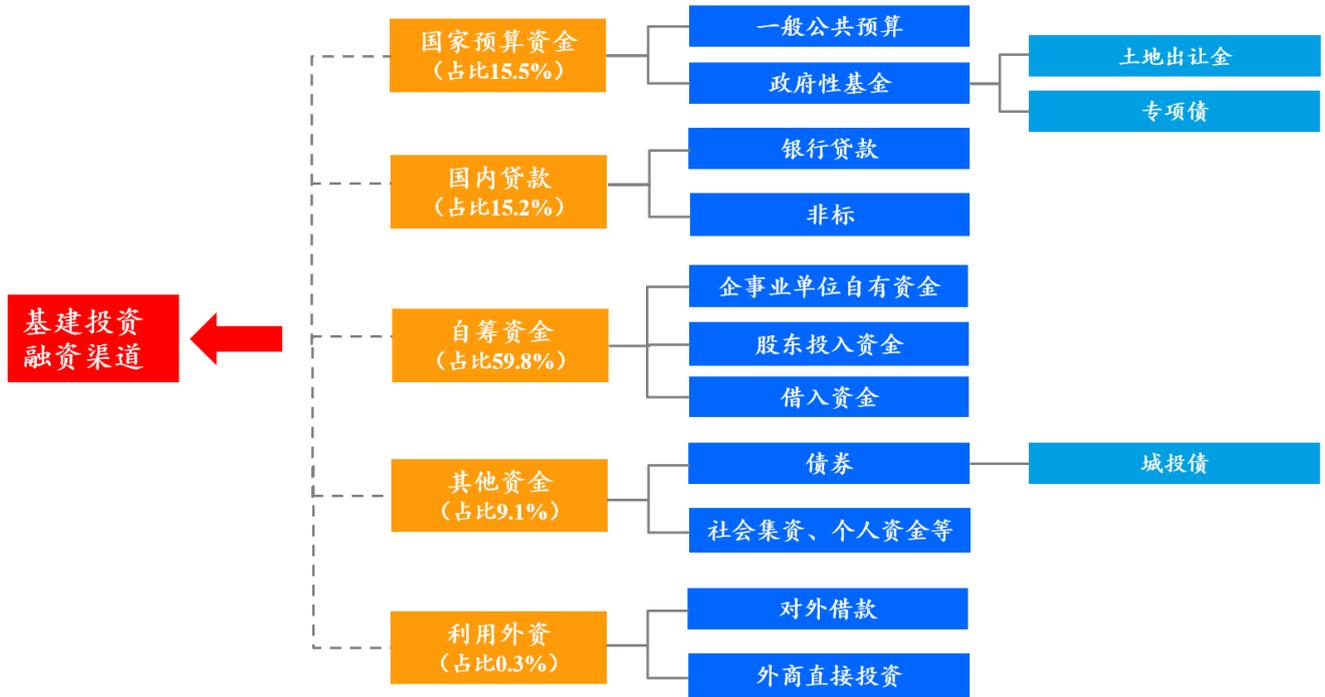
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 今年国庆假期人均消费的反弹较明显



数据来源: 文旅部, 东吴证券研究所

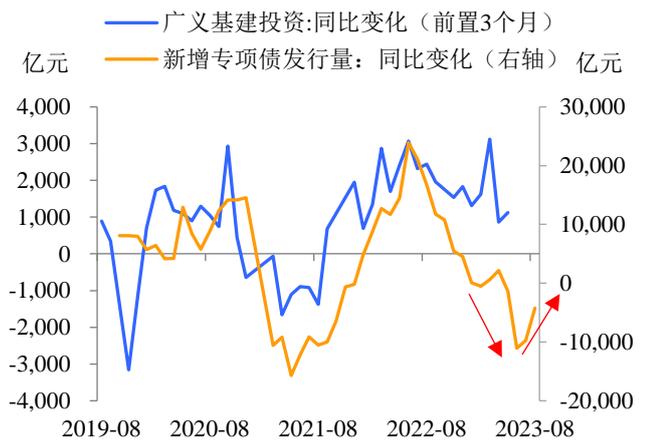
图10: 基建投资主要融资渠道



注: 各融资渠道资金占比为 2017 年数据, 此后该数据停止公布。

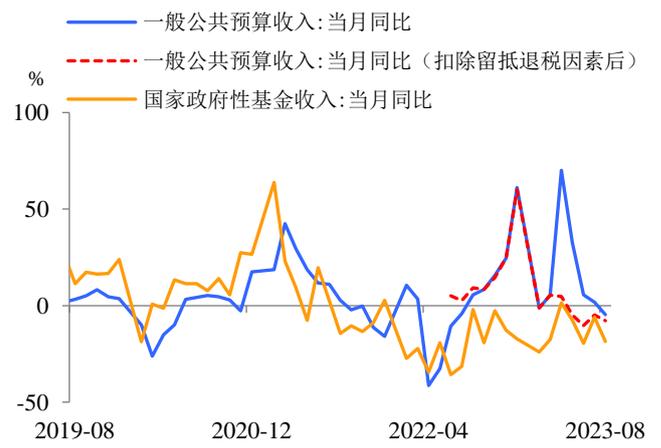
数据来源: 统计局, 《中国统计年鉴》, 东吴证券研究所

图11: 领先于基建投资3个月左右的新增专项债开始提速发行



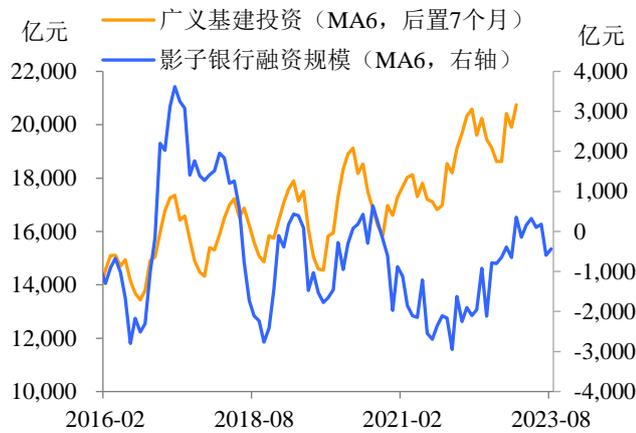
数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

图12: 财政收支平衡压力较大



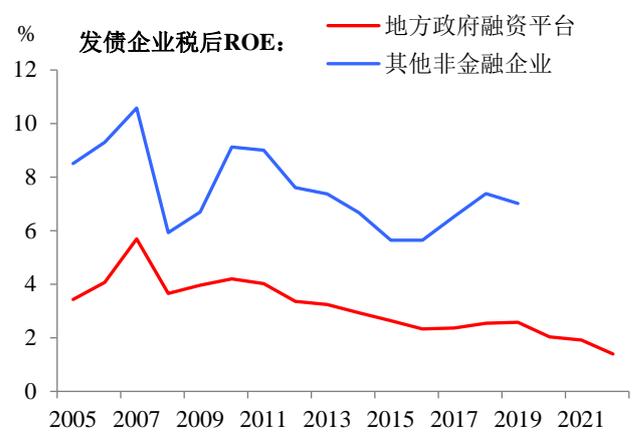
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 影子银行融资规模一定程度上也会对基建投资造成影响



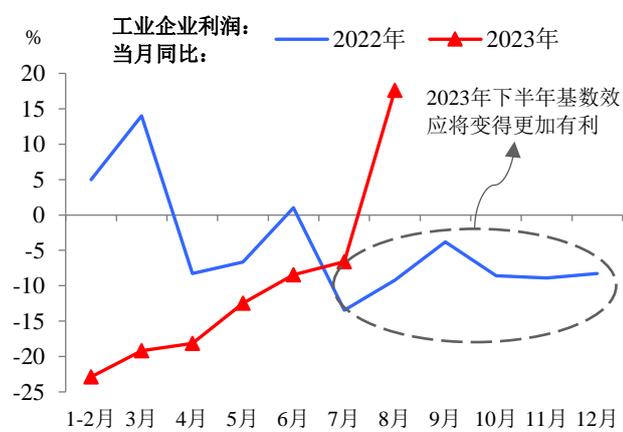
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 地方政府融资平台盈利能力较弱



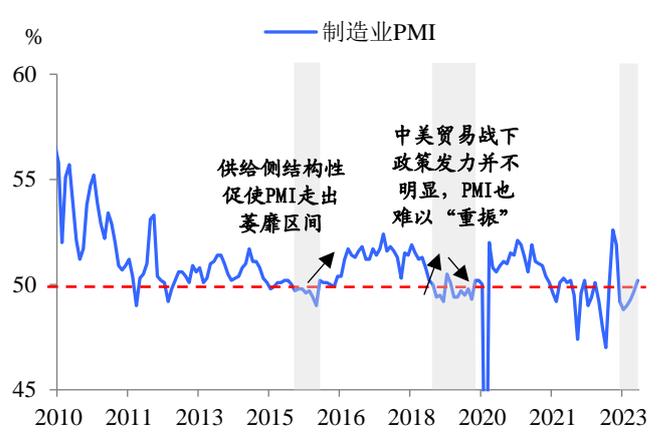
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 工业企业利润的回暖与低基数效应有很大相关性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 制造业 PMI 能否彻底走出萎靡区间与总量政策的发力有一定关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

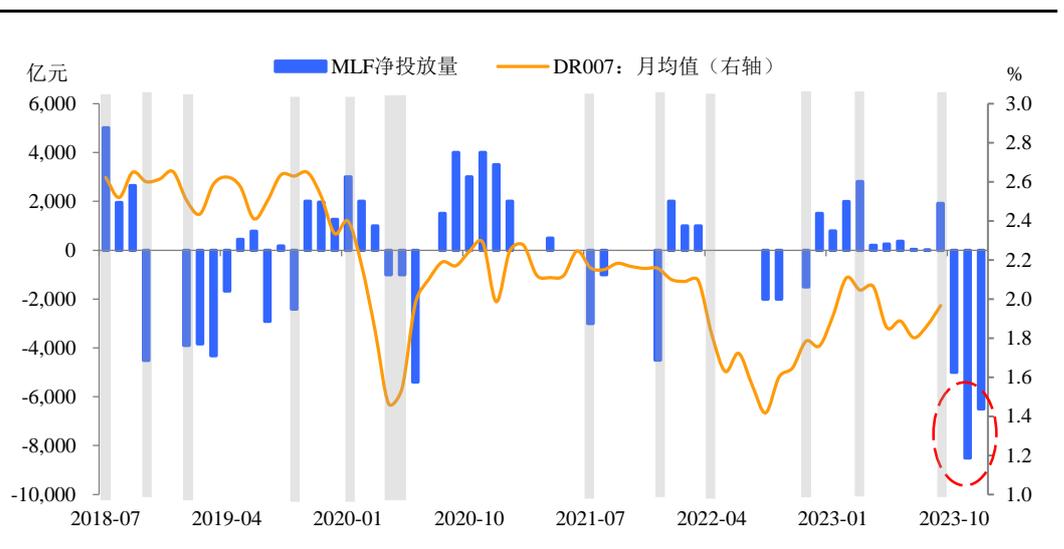
图17: 新一轮特殊再融资债发行情况

地区	特殊再融资债拟发行总金额 (单位: 亿元)		发行详情	
	一般债	专项债		合计
内蒙古	892.8	174.2	1067.0	9月26日宣布共发行三期: 前一期用途为“募集资金全部偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款”; 后两期用途为“募集资金全部偿还2018年之前认定的政府负有偿还责任的拖欠企业账款”; 10月10日宣布发行第二批特殊再融资债券
天津	210.0		210.0	共发行三期, 用于偿还存量债务
重庆	421.9		421.9	共发行四期, 用于偿还存量债务
广西	224.8	273.2	498.0	共发行三期, 用于偿还存量债务
云南	1076.0		1076.0	共发行五期, 用于偿还存量债务
辽宁 (含大连市)	839.6	166.4	1006.0	共发行八期, 用于偿还存量债务
青海	54.0	42.0	96.0	共发行二期, 用于偿还存量债务
贵州	882.4		882.4	共发行六期, 用于偿还存量债务
湖北	57.8	50.9	92.0	共发行二期, 用于偿还存量债务
湖南	285.2	358.1	643.3	共发行五期, 用于偿还存量债务
山东	126.1	155.9	282.0	共发行二期, 用于偿还存量债务
大连*	110.2	25.4	135.6	共发行四期, 用于偿还存量债务
宁夏	80.0		80.0	共发行一期, 用于偿还存量债务
福建	126.1	155.9	282.0	共发行二期, 用于偿还存量债务
江西	69.7	86.3	156.0	共发行二期, 用于偿还存量债务
甘肃	186.3	33.7	220.0	共发行二期, 用于偿还存量债务
吉林	250.0		250.0	共发行二期, 用于偿还存量债务
合计	5892.8	1522.0	7414.8	

注: 数据截至2023年10月16日。

数据来源: 央视网, 每日经济新闻, 各地财政局公告, 中国债券信息网, 东吴证券研究所

图18: 四季度流动性压力不小



注: 阴影为历次降准时点

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>