

Q2能否成为政策兑现期

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

联系人：王奕群

wangyiqun1@guosen.com.cn

框架：从三目标体系说起

主要统计指标预测

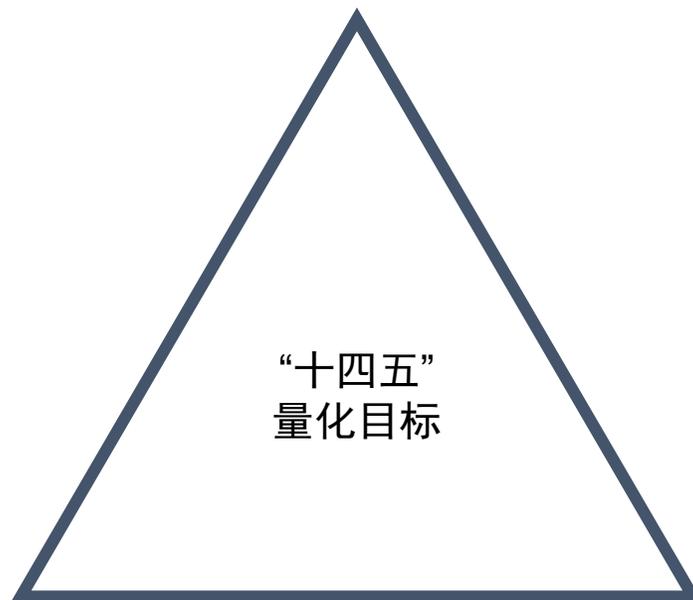
	2022	2023	2024	2025F	
GDP增速（实际/名义）	3.0/4.8	5.2/4.6	5.0/4.2	5.0/5.1	← 价格
工业增加值增速	3.6	4.6	5.8	5.0	← 生产
社会消费品零售总额增速	-0.2	7.2	3.5	4.5	← 内需
固定资产投资增速	5.1	3.0	3.2	4.2	
房地产	-10.0	-9.6	-10.6	-5.1	
基建	11.5	8.2	9.2	9.6	
制造业	9.1	6.5	9.2	7.8	
出口/进口增速	6.9/1.0	-4.7/-5.5	5.9/1.2	1.7/1.5	← 外贸
CPI/PPI	2.0/4.1	0.2/-3	0.2/-2.2	0.6/-0.9	
社融增速	9.6	9.5	8.3	8.5	
7天逆回购利率	2.0	1.8	1.5	1.2	
赤字率	2.8	3.0	3.0	4	
新增地方专项债（万亿元）	3.65	3.8	3.9	4.5	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

难点：微妙的权衡

- 习近平总书记在“十四五”规划的《说明》中强调：“到十四五末达到现行的高收入国家标准……”
- 世界银行“高收入国家”人均现价GDP \geq 14005美元 vs 我国95749人民币 \approx 13207美元
- 增速诉求外，需权衡内外部两种价格：通胀与汇率

实际GDP增速企稳（5%+）



平减指数/物价水平转正（0.1%+）

汇率稳中有升（7.2RMB/USD-）

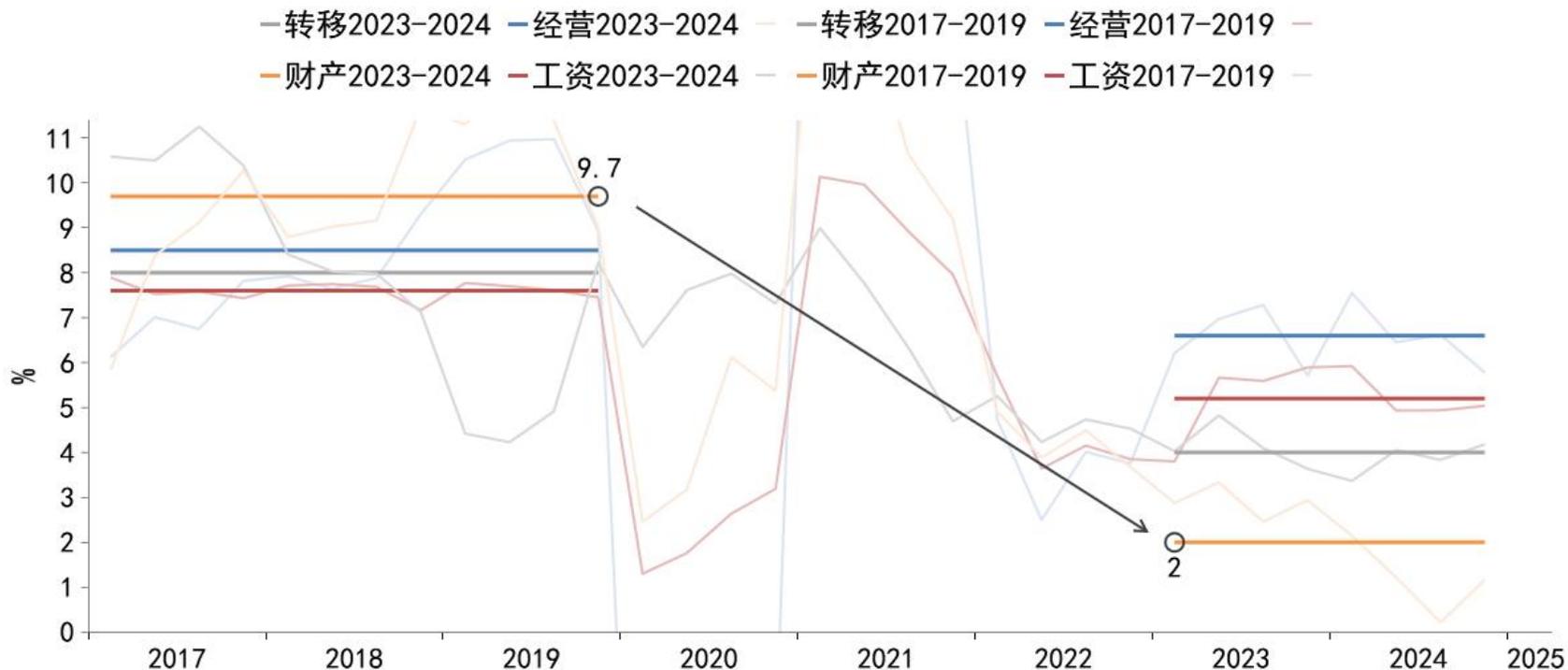
设计：结构性逆周期调控

- 去年三季度开始，政策思路出现显著调整，核心并非“强调控”
 - 失衡下，单纯“拉长板”只会更加被动
 - 定向支持三部门资产负债表修复
- 从两会释放的信息看，总量政策较为中性
 - 财政：总量明确（-），节奏靠前
 - 货币：总量模糊（-），节奏模糊
 - 核心为三个结构性“再平衡”
 - 平衡需求与生产（原第一任务“发展新质生产力”降为第二，原第三的“扩大内需”升为第一）
 - 平衡服务与制造（“投资于人”、“鼓励服务出口”、“加大服务业投资力度”）
 - 平衡传统与新兴（“促进传统动能焕新升级”、“推动传统产业改造提升”）

- 近两年，相较疫情前居民收入增速下降最快的类别依次是：
 - 财产性收入 (-7.7pct) > 转移性收入 (-4pct) > 工资性收入 (-2.4pct) > 经营性收入 (-1.9pct)
 - 首当其冲是修复资产端，短长结合（9.24新政+系列举措增加长期配置价值）

图：我国城镇居民可支配收入结构变迁

中国城镇居民可支配收入增速

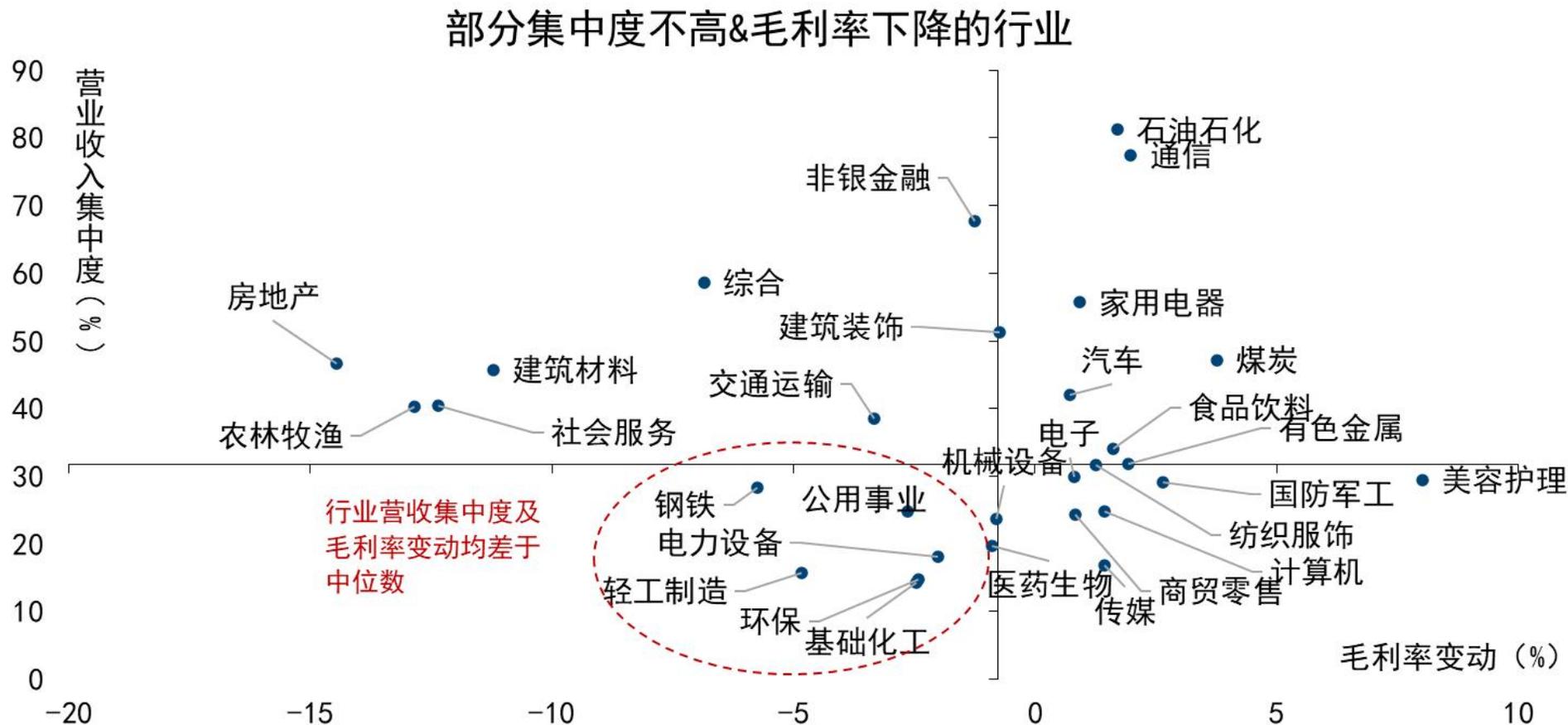


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所绘制

中期：并购重组国资是重心

- 中期看，下决心清理整合低效产能，使企业恢复盈利造血能力，并购重组是重要抓手
 - 行业集中度（TOP3营收）+ 毛利率下滑幅度

图：“低效产能”四象限图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

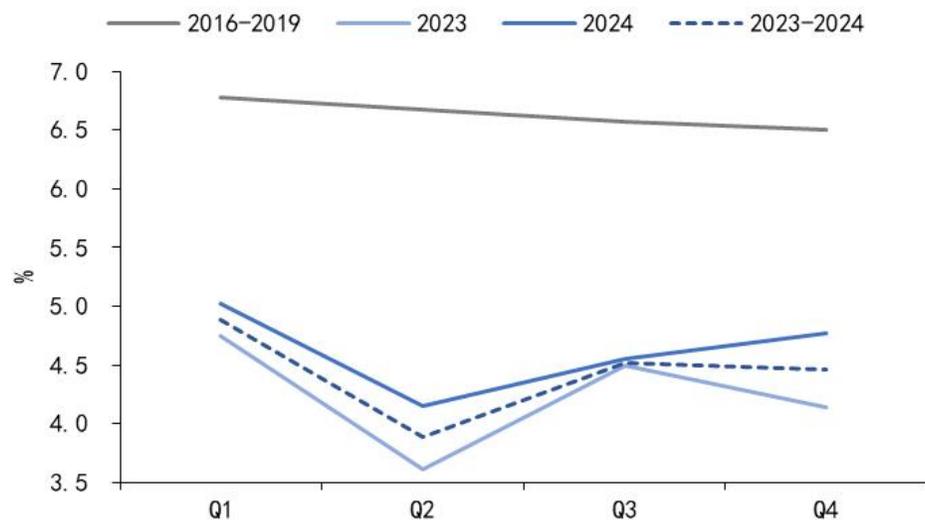
短期：博弈外贸

小周期：“Q2陷阱”

- 疫前我国全年增长节奏“前高后低”
 - 以2016-2019年为例，四个季度依次为6.8%、6.7%、6.6%、6.5%
- 近两年这一特征出现显著变化，形成“倒N字形”小周期，二季度成为全年低点
 - 起点是疫情转段的外生扰动+政策时滞+经济惯性

图：近两年，我国Q2增速均出现显著下滑，成为全年“洼地”

我国经济增长的季节性特征



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：财政政策应对普遍出现在Q3后

我国财政力度回溯



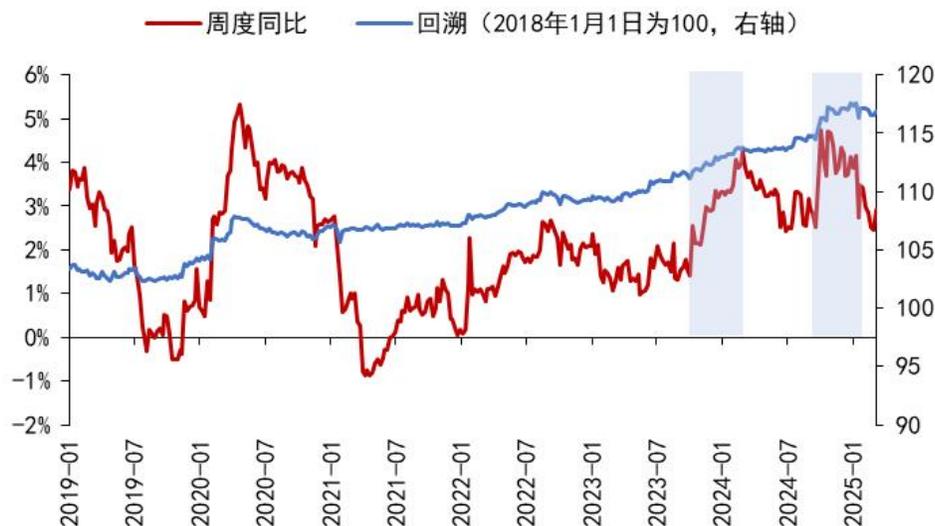
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

特征：货币发力相对滞后

- 疫前我国全年增长节奏的主要特征是“前高后低”
 - 以2016-2019年为例，四个季度依次为6.8%、6.7%、6.6%、6.5%
- 然而，近两年这一特征出现显著变化，形成“倒N字形”小周期，二季度成为全年低点
 - 起点是疫情转段的外生扰动+政策时滞+经济惯性
- 节奏上，**货币较财政更为滞后，与以往“货币打头”显著不同**

图：货币政策发力较财政略为滞后

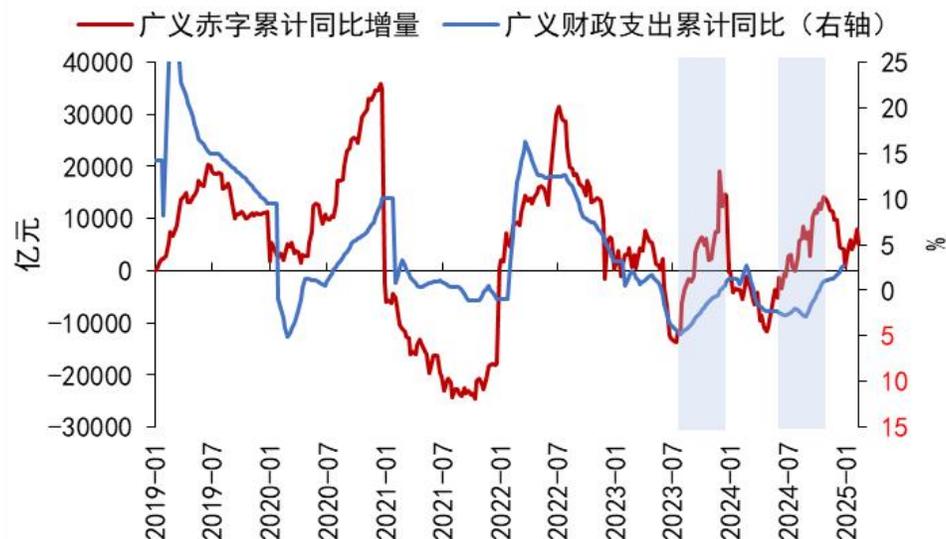
国信货币政策力度指数回溯



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：财政政策应对普遍出现在Q3后，Q4开始撤力

我国财政力度回溯

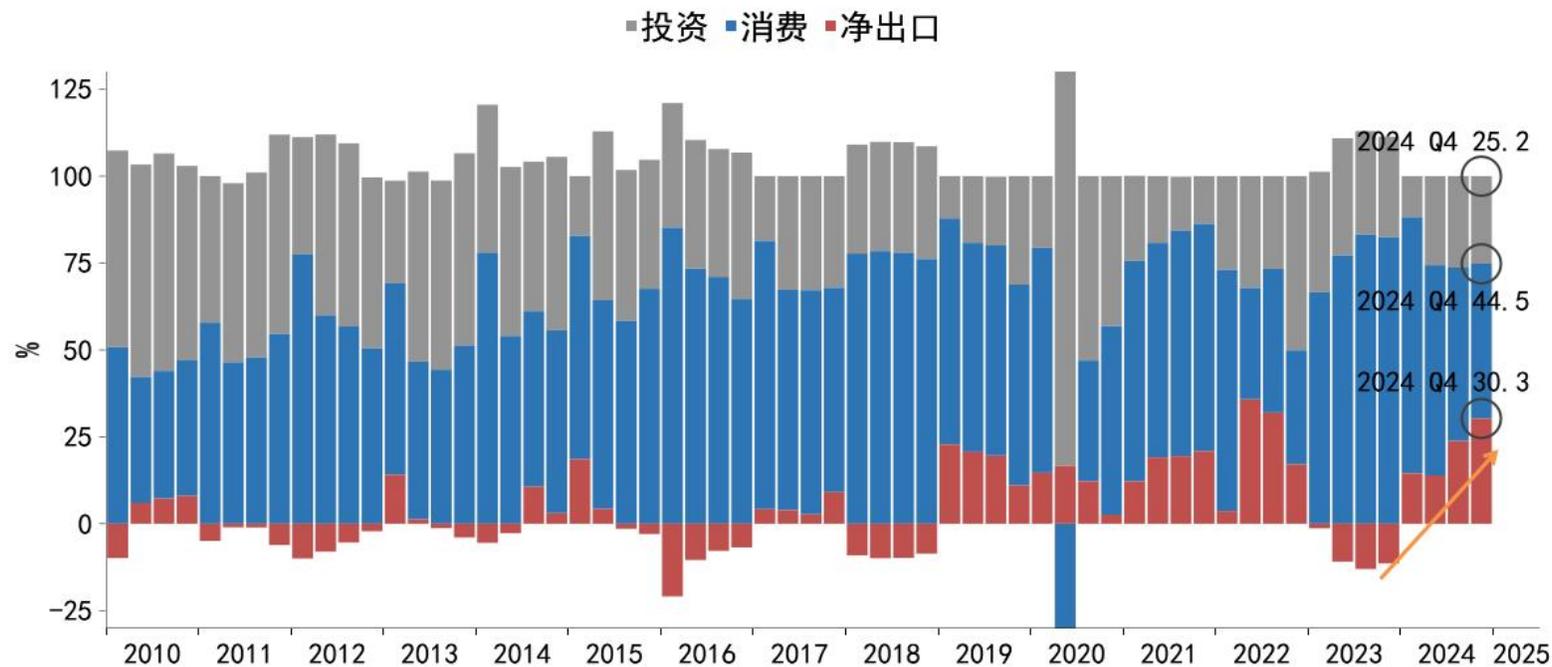


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 去年底以来的经济企稳，以海外补库+抢出口为核心，内生性依然偏弱
 - 增长结构类似2022年，外生力量重回主导

图：去年核心特征为投资+出口对冲消费走弱

“三驾马车”对中国经济的拉动

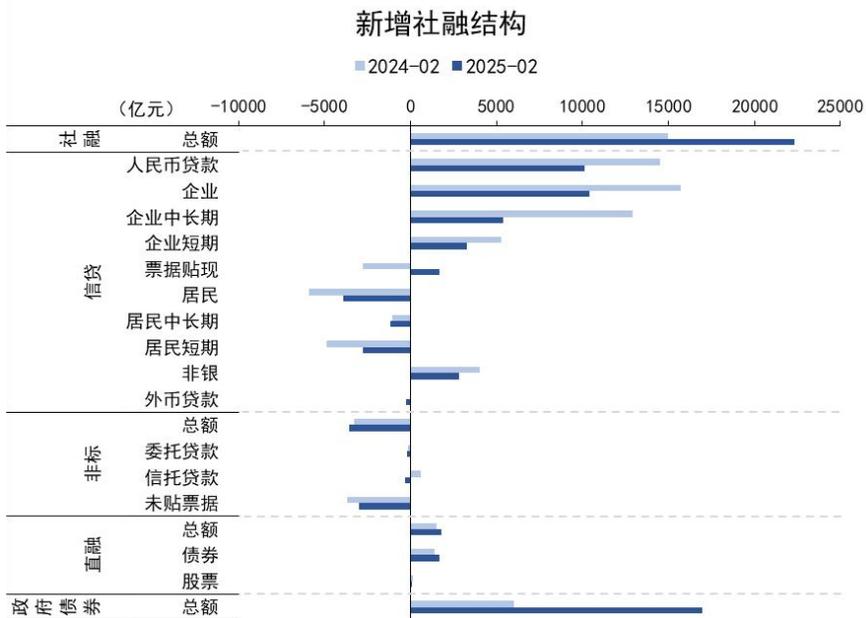


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

回暖：内生动能依然不强

- 若简单将2月疲弱信贷理解为政府-企业“跷跷板”，易出现理解误区
- 居民贷款显示内生性需求与预期仍在持续磨底
 - 短贷：2月单月同比回正（结束三个月同比萎缩），但1-2月累计看仍然同比大幅萎缩（且在“以旧换新”加码下）
 - 长贷：地产交易活跃+存量房贷调降背景下，长贷同比仍在萎缩
- 2月特殊再融资债发行显著上量，但M1同比继续回落佐证上述情况

图：显示内生性需求的居民贷款仍在持续萎缩



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

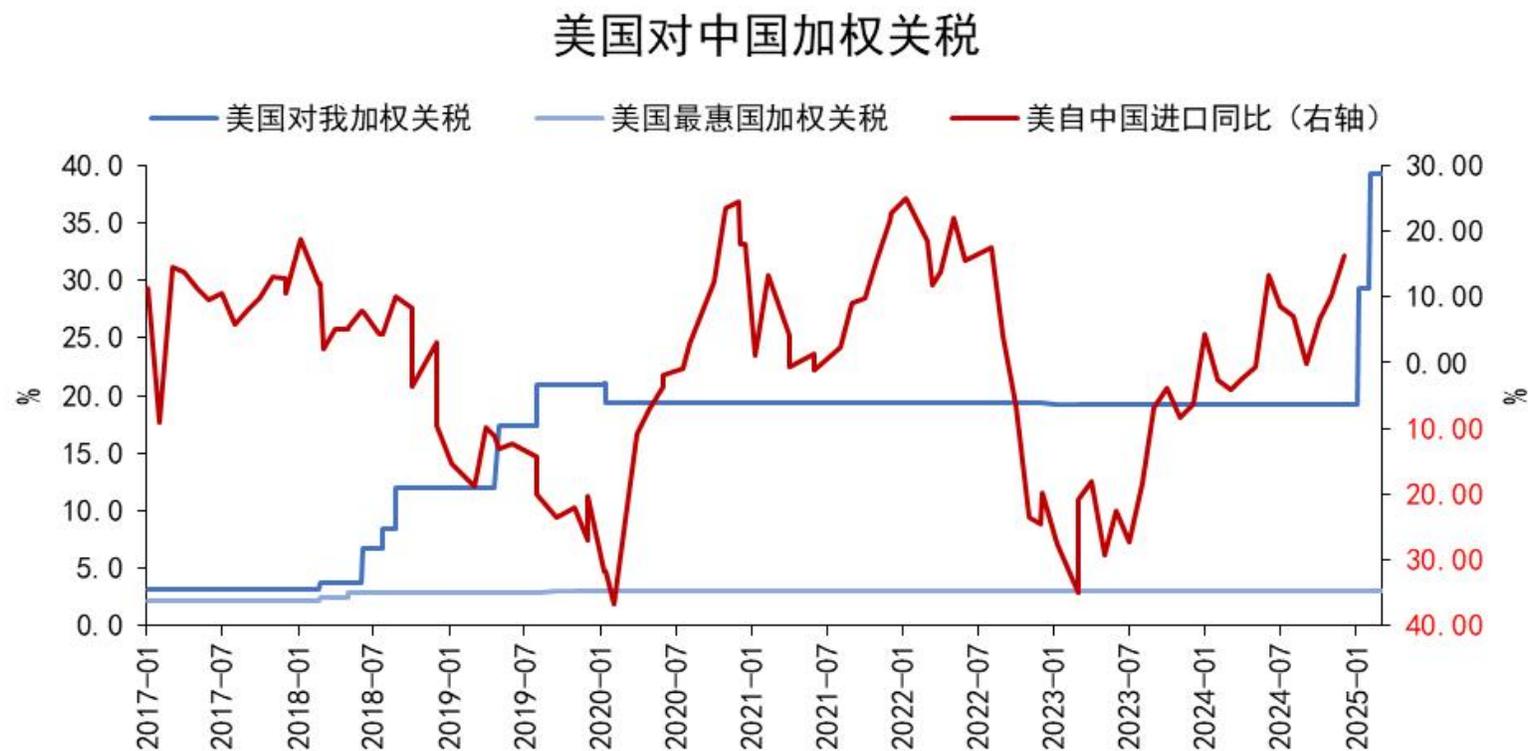
图：地产交易活跃，但M1仍在下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 心理冲击相对缓和，但实际力度显著大于2018-2019
 - 特朗普上一任期分两阶段对我加增关税加权合计约17.9%
 - 今年初以来，特朗普一个月内增加关税20%，目前累计39.3%（2018年前3.1%）

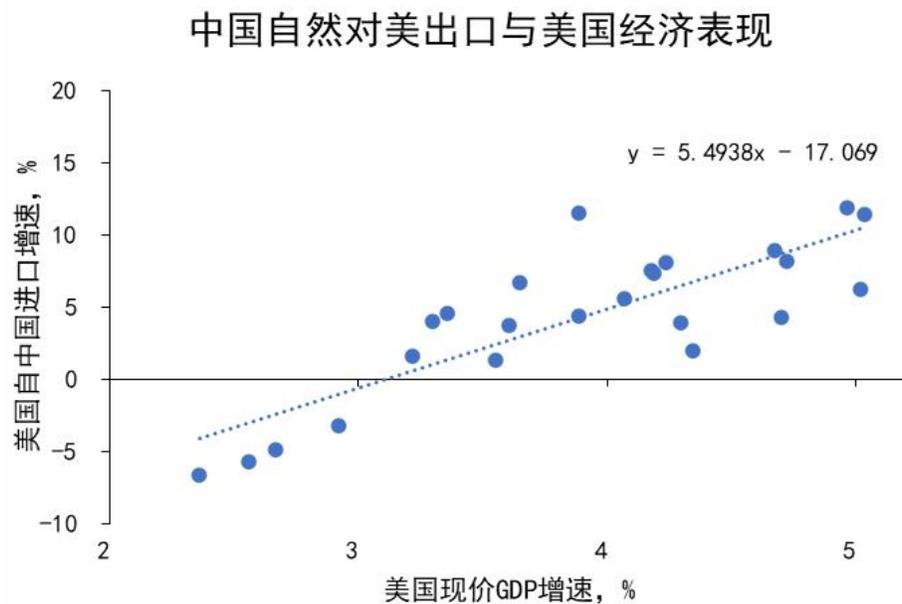
图：美国对我加权关税回溯



资料来源：PIIE、Wind、国信证券经济研究所整理

- 美自我进口增速与其名义GDP增速存在稳定关系（1pctGDP \approx 5.5pct进口）
 - A阶段（2018Q3-2019Q2）：+8.9pct加权关税，-1.9pct美国名义GDP同比增速，-20.3pct自中国进口同比
 - +8.9pct关税 \approx -9.9pct进口，单位关税点对应1.11%进口增速
 - B阶段（2019Q2-2019Q4）：+9.0pct加权关税，+1.0pct美国名义GDP同比增速，-4.0pct自中国进口同比
 - +9.0pct关税 \approx -9.5pct进口，单位关税点对应1.06%进口增速
- 增加20%关税，意味着对美出口最终将下降20%左右，拖累全年出口增速约**3%**

图：美对我进口需求与美国名义经济增速有稳定线性关系（2012-2017年回溯）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2018-2019美对我加征关税可分为两个评估期



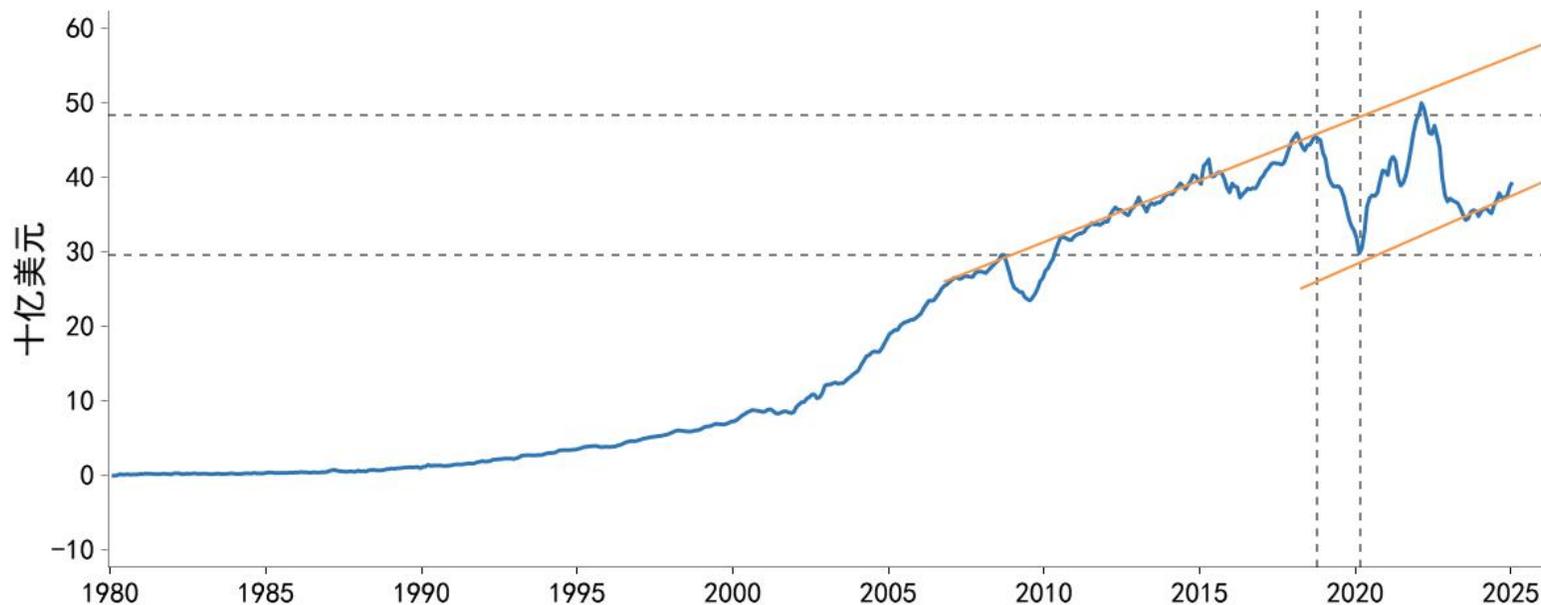
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 2018-2019：17.9%关税+14个月时间，造成约190亿美元/月永久缺口
- 依此匡算，增加20%关税：
 - 5个月时间，损失 $210 \times 5/4 \approx 263$ 亿美元，预计拖累上半年我国外贸约1.8%，GDP增速约0.6%
 - 10个月时间，损失 $210 \times 10/2 \approx 1050$ 亿美元，拖累同期我国外贸约**3.5%**

图：上一轮贸易摩擦导致美对我进口出现约200亿美元每月缺口

美国自中国进口货物规模

—月度进口规模（处理：X11季调+移动平均）

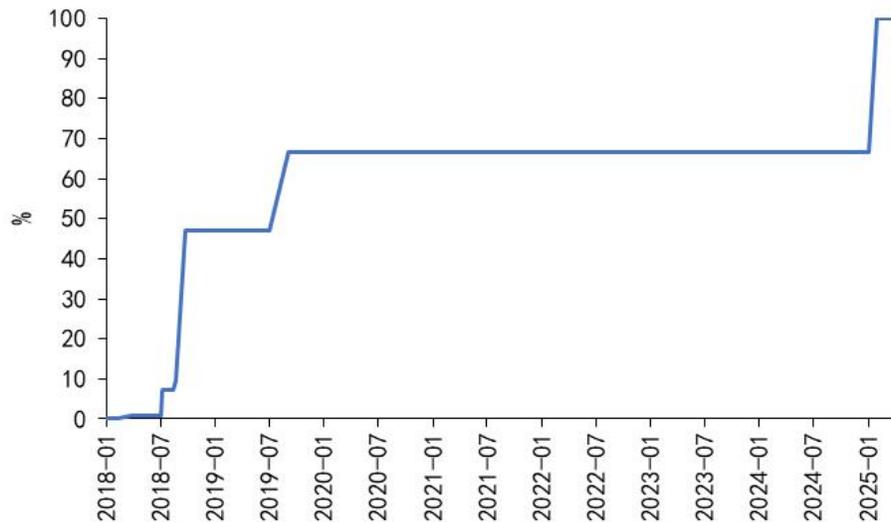


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 新关税对我出口增速冲击范围：**3-3.5%，下限可能性更高**
- 原因一：增量关税力度空前
 - 2018年7-9月加8.9%，暂停8个月，2019年6-9月加9%
 - 今年2月4日、3月4日全品类加税10%
- 原因二：出口退税对冲空间可能已较为有限
 - 中美货物贸易统计已明显倒挂

图：美国对我出口商品加增关税覆盖比例

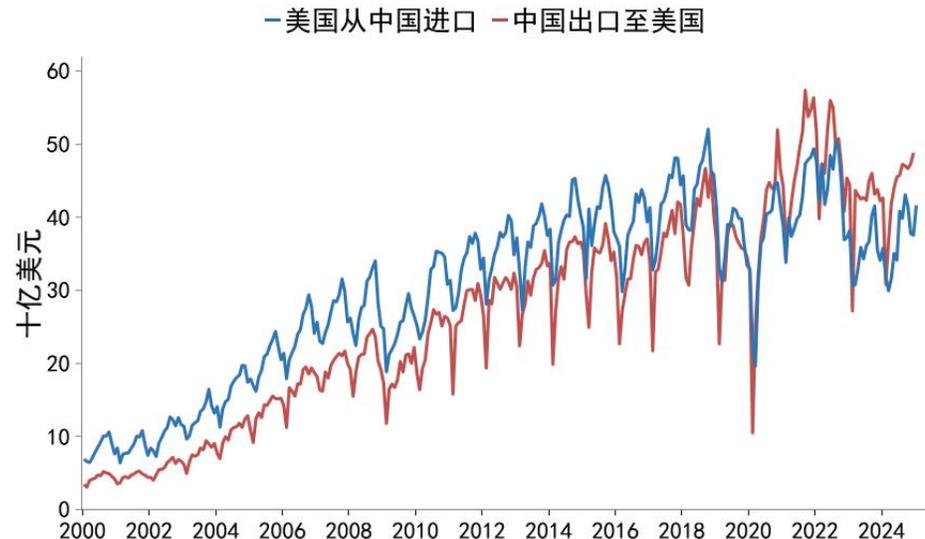
受美国加增关税影响的我国商品比例



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：中美货物贸易统计数值再2019年后逐步倒挂

中美统计口径下的货物贸易

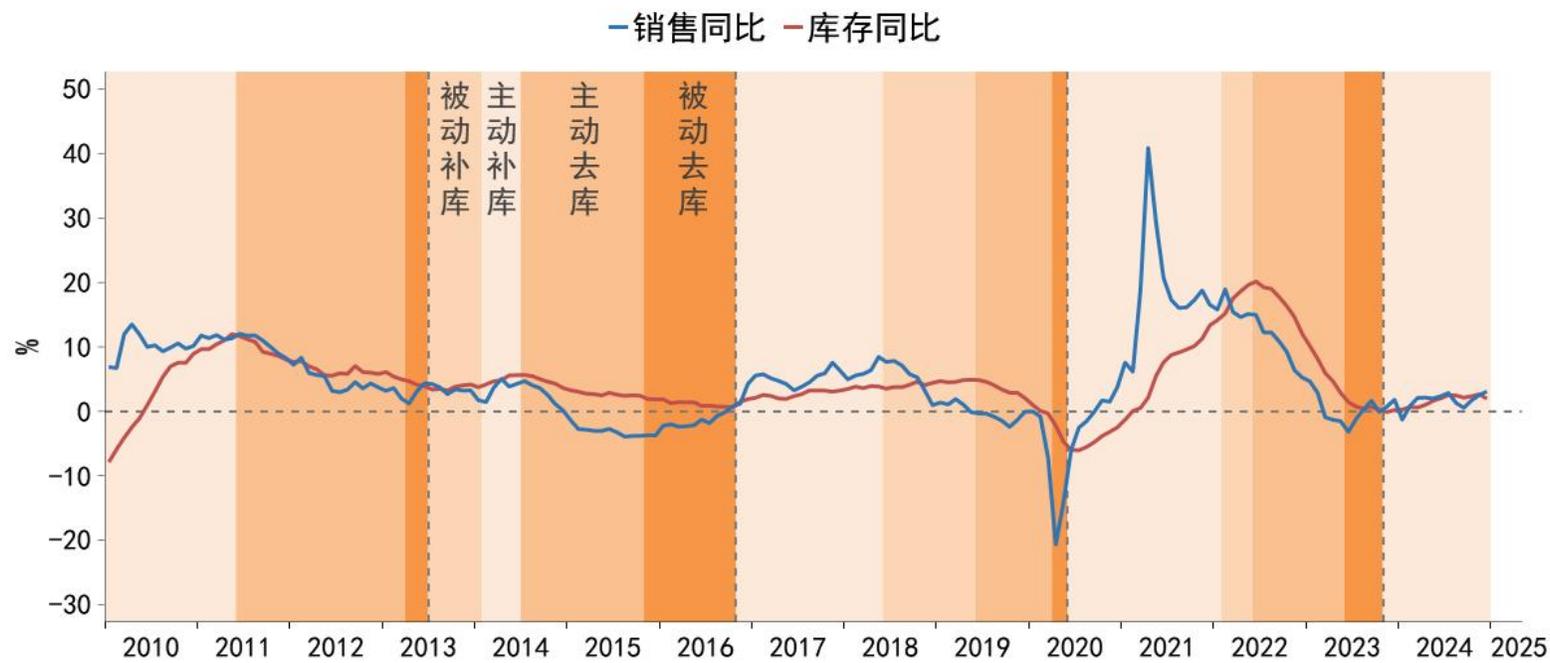


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 原因三：美国主动补库周期临近尾声，本轮启动至今已17个月
 - 前四轮依次为20个月，5个月，18个月，19个月，平均15个月
 - 经济危机后，补库斜率高、时间长，反之则更为平缓、短暂

图：美国商业库存周期较为稳定，约为3年半

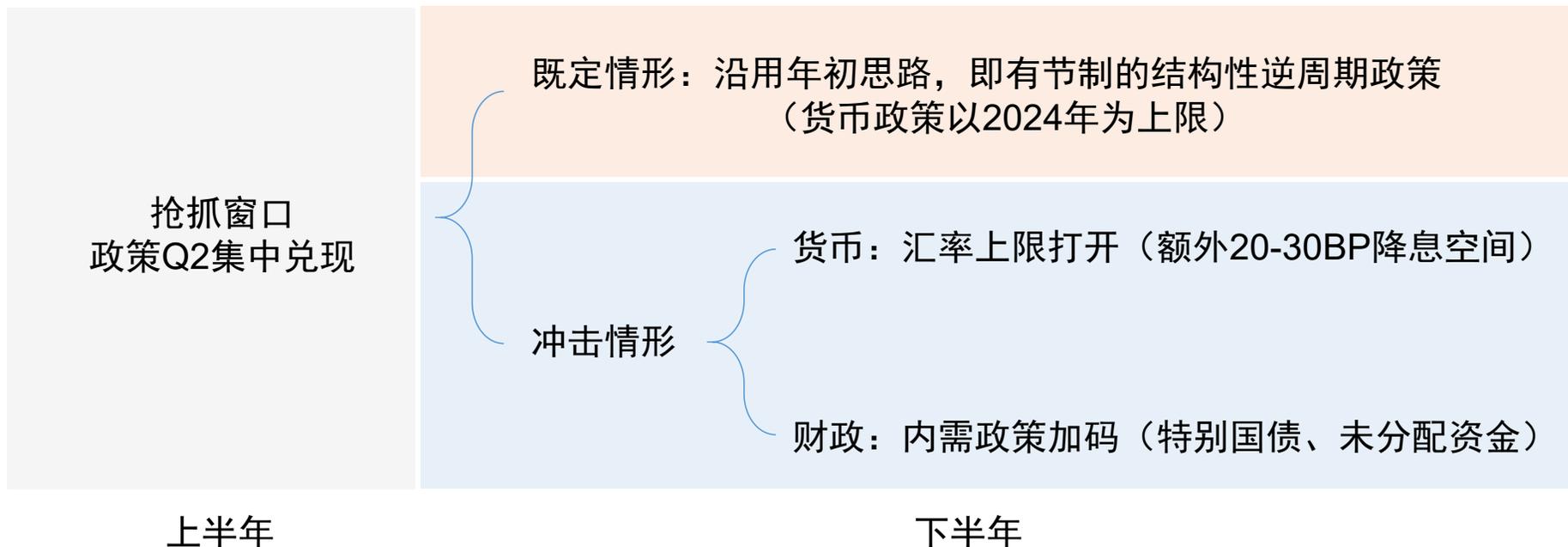
美国商业库存周期



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

节奏：Q2“双宽松”必要性较强

- 上半年，外生冲击：当前经济企稳高度依赖外需，而贸易摩擦升级超预期
 - “Q2陷阱”可能提前至Q1，并逐季加深
 - 政策应对将提前至Q2，进入“双宽松”
 - 财政前置，持续用力
 - 货币由偏紧转为中性，总量操作窗口出现，降准概率大于降息
 - 政府融资高峰 + 政策延续性 + 经济下行压力 + 美联储降息窗口
> 保留政策空间 + 息差约束 + 汇率约束
- 中美会晤决定下半年政策走势：追求“三均衡” vs 回归“强调控”



- 综合分析，Q2债市表现可能强于股市
 - 外需拉动不足
 - 货币政策兑现
 - 权益市场承压
 - 只要“宽信用”缺席，1.9%附近的10年国债具备配置价值（“适度宽松”前定价）

图：“适度宽松”前水平可能为短期合意定价，但“宽信用”启动前，长期下行趋势难改



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032