

穩增長政策發力 中國經濟向好



天風觀察 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

今年中國經濟既是轉型中的復甦，也是疫後復甦。轉型復甦的特徵是經濟增長中樞處於長期下行通道，疫後復甦的特徵是環比增速分為「N」字形三個階段：一季度是疫後復甦的第一階段，高環比增速體現出疫後經濟報復性恢復的特徵；二季度是疫後復甦的第二階段，環比增速的大幅回落既有短期因素（需求集中釋放），也有長期因素（內生動能不足）。

眼下進入三季度，各項短期因素或多或少都發生了變化：

一是6月份製造業PMI（採購經理人指數）數據表明，環比增速重新向上的拐點或已臨近。PMI上行0.2個百分點至49，結束了連續三個月下行。其中，生產強於需求強於庫存，6月生產指數上行0.7個百分點至50.3，拉動PMI上行0.18個百分點；新訂單指數上行0.3個百分點至48.6，拉動PMI上行0.09個百分點；原材料庫存下行0.2個百分點至47.4，拖累PMI下行0.02個百分點。

二是6月份高頻數據也表明內地部分行業需求開始企穩。生產端，6月上游生產指標均有所好轉，如高爐開工率從5月末的82.4%上行至6月末的84.1%；江浙地區滌綸長絲開工率從82.2%上行至86.2%。需求端，6月輕紡城成交量、乘用車零售環比表現亮眼，3月至4月份輕紡城成交量環比明顯低於往年同期，6月輕紡城成交量環比已與往年同期水平接近；6月乘用車零售環比上行9%，強於今年4、5月水平。

三是「政策底」和「庫存底」為經濟增速環比改善提供了額外支撐。6月中旬人民銀行先後下調了OMO（公開市場操作）和MLF（中期借貸便利）利率，並在二季度貨幣政策例會明確表示「要克服困難、乘勢而上，加大宏觀政策調控力度」、「繼續發揮好已投的政策性開發性金融工具資金作用……延續實施保交樓貸款支持計劃」等。6月底人行提高支小支農再貸款額度後，預計後續信用端政策工具會繼續加碼。

6月國務院常務會議表示「要研究推出經濟持續回升向好的一批政策措施，強調具備條件的政策措施要及時出台、抓緊實施，同時加強政策措施的儲備，最大限度發揮政策綜合效應」。隨

着政策底的到來，政策對經濟的支撐力度增強，如人行通過加大對基礎設施建設的支持力度（如政策性開發性金融工具等），彌補基建因土地出讓收入下滑的資金缺口，進而推動基建投資企穩。

除政策發力外，去庫存對經濟的拖累預計會逐漸減弱。企業加速主動去庫存助推了二季度經濟環比增速的大幅放緩，庫存同比增速從3月的9.1%快速下滑至5月的3.2%，6月企業繼續加速去庫存，如6月PMI產成品存貨下滑2.8個百分點至46.1%。加速去庫存雖然不是經濟放緩的原因，但是加劇了放緩幅度，導致4、5月工業增加值複合增速（比2021年）快速回落至1.3%和2.1%。

從庫存周期來看，當下庫存周期有望從主動去庫存階段逐漸轉向被動去庫存和補庫階段。目前工業企業利潤總額和收入正在緩慢修復，後續企業去庫存速度或會開始放緩，並逐漸進入補庫階段。6月PMI產成品庫存指數快速回落時，原材料庫存指數僅跌0.2個百分點，同時新訂單指數、商品出廠價格指數和主要原材料購進價格指數均有所回升。這表明庫存周期中的積極因素正在逐步增多，行業去庫存對經濟的拖累將放緩。

外圍補庫存利好中國出口

最後，出口依然是今年經濟復甦的重要驅動力。今年5月至7月是年內出口增速下行較明顯的時間點，8月之後隨着基數效應減弱及歐美外需回暖，中國出口增速或將再度上行。隨着通脹數據回落，美國居民實際可支配收入增速回升。當下美國供不應求的勞動力市場格局確保了居民端的收入維持高增，一季度美GDP同比增長2%，其中個人消費支出拉動GDP同比增長2.8個百分點。

目前美國批發商庫存同比增速以每個月平均1.9個百分點的速度下滑，美國零售商庫存增速以1.5個百分點的速度下滑。按照上述去庫存速度，今年三季度末、四季度初可能是美國庫存周期底部，美國四季度或將開啟補庫存，中國出口訂單好轉將帶動外貿企業更早補庫。

總體來看，二季度或是疫後復甦環比最弱的階段，即疫後復甦的第二階段（N字形的第二筆）。三季度在透支效應減弱、政策適度托底、內外庫存加速見底等因素的共同作用下，環比增長有望有所改善。進入疫後復甦的第三階段，市場對基本面定價也從低估進入到修復。



目前美國企業利潤逐步惡化，推動勞動力市場降溫，進而導致美國消費支撐減弱。

當前美國經濟出現分化，但仍具韌性。筆者預計短期勞動力市場仍將保持較高增長，較強勁的就業及實際收入增速回升將支撐美國消費，但依靠供應緊張推動的房地產市場回暖較難長期持續，並且未來高利率或導致美國企業利潤下滑，進而會推動美國勞動力市場降溫，預計美國經濟年內或出現惡化風險，下半年美聯儲再次加息概率較高，短期美債利率或震盪運行。

美經濟衰退風險上升



經濟把脈 明明

中信證券固定收益
首席研究員

當前美國經濟出現分化，美國製造業已步入衰退區間。2022年11月至今，美國製造業PMI（採購經理人指數）已連續七個月處於收縮區間，PMI新訂單也自2022年9月開始低於50，當前製造業PMI已接近45的衰退警戒線水平（製造業PMI向下突破45後，美國經濟往往趨近衰退或處於衰退之中），此外製造業產出指數同比增速也已回落至0以下。同時，製造業就業市場降溫速度較快，製造業新增非農就業人數已經開始出現負增長，製造業職位空缺和平均每周製造業工作時間也已大幅下滑，反映出製造業用工需求正在下降。

就業市場下季或惡化

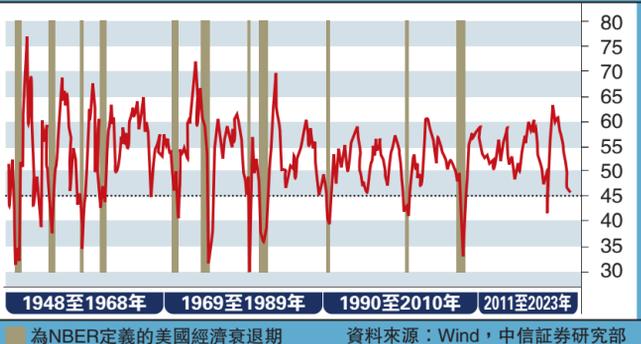
但當前美國製造業衰退並不一定指向經濟衰退。歷史上來看，製造業衰退往往會蔓延至其他經濟部門，觸發經濟整體步入衰退區間，因此被視為經濟衰退的領先指標。雖然當前美國製造業衰退跡象明顯，但上世紀50年代以來，製造業增加值佔美國GDP比重已從接近30%大幅下降至2022年的11%，因而製造業對美國經濟的重要性已不可同日而語，製造業衰退對其他經濟部門的傳導作用減弱，當前僅製造業衰退較難快速引發更為廣泛的經濟衰退。

相比於美國製造業PMI持續處於榮枯線以下，美國服務業景氣度相對樂觀。美國5月服務業PMI進一步放緩至50.3，服務業PMI就業分項也已經下跌至榮枯線以下。美國個人消費支出中服務消費雖然增速放緩但仍具有韌性，從高頻信用卡消費數據也可以看出，服務消費進一步增長動力較有限，但具有一定期性。

聚焦房地產行業，當前需求回升、現有庫存緊缺提高推動了美國房地產行業近期回暖。全美住宅建築商協會（NAHB）/富國銀行住房市場指數今年以來持續上升至超過中點50的水平，反映建築商整體情緒轉向正面，對房地產行業未來景氣度持謹慎樂觀。當前美國房地產行業部分買家已經適應了6%至7%的抵押貸款利率新常態水平，同時抵押貸款利率近期較穩定，需求以及房價回升，市場及建築商對於房地產行業預期有所改善，推動房地產開工等數據近期回暖，ABC建築積壓指數顯示建築積壓訂單也處於高位水平。

短期勞動力市場的增長預計將保持韌性。由於一些行業的職位空缺率仍然較高，就業人數尚未完全恢復至疫情前水平，因此部分行業（例如休閒與酒店業、政府部門等）的高增長支撐了美國就業市場的強勁增長。筆者預計一些勞動力缺口較大行業的非周期性特性（包括政府部門、教育和

美國製造業PMI連續7個月處於收縮區



為NBER定義的美國經濟衰退期 資料來源：Wind，中信證券研究部

保健服務業）也將支撐勞動力市場增長，因而短期美國勞動力市場將繼續保持較高的增速。但當前較多行業的勞動力供不應求在逐步緩解，未來隨着企業經營壓力增大、招聘放緩，預計中長期勞動力市場增長將較弱，就業市場惡化最早或出現在今年四季度。

雖然儲蓄傾向增加及學生貸款暫停計劃結束會減弱消費動力，但較強勁增長的就業及實際收入增速回升將支撐美國消費韌性。目前超額儲蓄剩餘規模在逐步下降，儲蓄傾向提高導致超額儲蓄耗盡節奏放緩，但儲蓄增加意味着消費支出減少，當前居民消費支出趨於謹慎。且預計學生貸款暫停計劃結束將進一步增加消費支出增長阻力。學生貸款暫停計劃將於2023年8月29日結束（8月29日之後，利率將恢復到三年前學生貸款暫停生效之前的利率），這將影響超過4000萬借款人的還款情況。雖然儲蓄及學生貸款暫停計劃對消費的增益將減弱，但筆者認為當下勞動力市場增長較強勁及實際薪資增速持續反彈是未來消費繼續保持韌性的關鍵，預計此輪加息較難導致美國消費大幅下行。

加息令企業盈利下滑

信貸緊縮方面，當前企業信貸標準已經較大幅上升，居民貸款及企業貸款增速均放緩。2023年一季度居民住房貸款及非住房貸款增速均進一步放緩，尤其是住房貸款，學生貸款同比增速（非住房貸款的主要構成之一）也較低。對於企業而言，貸款及銀團貸款資產增速自去年下半年開始下滑，工商業貸款標準也在較快速收緊。歷史上來看，信貸緊縮往往會推動失業率同比變動滯後性提升，由於疫情後失業率飆升後又再度下行至歷史低位，導致失業率同比增速近期雖上升，但仍處於0增速附近。但不可置否的是，未來美聯儲長時間信貸緊縮、銀行信貸標準進一步提升預計會滯後性地推動失業率從歷史低位開始逐漸上升，此輪美國經濟軟着陸概率較低。

企業利潤已經開始承壓，預計未來高利率持續將進一步推動美國企業利潤下滑，進而導致勞動力市場降溫。企業投資及企業經營仍具有韌

性。此前疫情後企業利潤大幅超趨勢性增長，並且在此輪開啟加息前企業獲得了大量低利率的貸款，因而短期而言，企業借貸成本還未快速跟隨利率而提升。但目前美國企業利潤（金融與非金融行業）在較快速度下滑，庫存貨計價和資本消耗調整的企業利潤同比增速已經跌破零的警示線，反映出隨着經濟放緩及流動性緊縮，企業利潤在逐步惡化，預計未來企業利潤增速將進一步下探，導致用工需求下降，推動美國勞動力市場降溫，進而導致美國消費支撐減弱。

房地產方面，短期庫存緊張或持續推動房地產市場回暖，但中長期房地產市場回暖較難持續。當前高利率背景下房主售房意願普遍不強，新建住房竣工對庫存狀況的改善也仍需等待一段時間，預計短期庫存緊張較難明顯緩解，房地產市場短期或繼續回暖。但中長期來看，未來竣工房屋庫存量上升或對新房價格造成下行壓力，並且存在美聯儲緊縮政策推動已經企穩的抵押貸款利率進一步上行的可能，疊加利率、預計將持續較長一段時間保持在高位，因而對於房地產市場而言，在降息臨近之前較難切實地全面復甦。

整體而言，短期美國經濟增長預計將仍具韌性，年內美聯儲再次加息概率較高。美國經濟雖然出現分化，製造業出現衰退，但當前居民資產負債表良好，購房需求有所回升，疊加房地產市場供給不足的影響，房地產市場降溫節奏不及預期、出現反彈跡象，住宅投資對美國GDP增長的拖累短期將有所減弱，並且美國消費在實際收入以及勞動力市場的支撐下具有韌性，預計短期美國經濟仍將以不低的增速增長。

中長期來看，預計高利率將對於企業經營構成壓力，導致勞動力市場走弱，進而推動美國經濟出現惡化風險。通脹方面，在下半年高基數效應消失後，整體CPI降幅或將有限、在勞動力保持較強勁增長及租金價格降溫有限的背景下，核心CPI下降斜率或不及預期，美聯儲控制通脹緊迫性或將回升。因此，下半年美聯儲再度加息概率較高，當前10年期美債利率對於加息及降息預期的調整較為充分，短期美債利率或震盪運行。

美國庫存增速快速回落



資料來源：Wind，天風證券研究所

香港經濟不俗 只是市場預期過高



樓市新態 汪敦敬

祥益地產
總裁

近日去理髮，理髮師與筆者傾談說：「香港經濟都是比較差。」我回應：「是嗎？比復常前更差？」他回應：「那又好很多，只不過還未回復疫情前的舊貌而已。」這其實是一個典型的例子，市場在不斷改善中，只是未符合人們的期望而已。可以說問題只在於期望未達，而不是沒有改善。

當下市場面對的是一個多年疫情影響、而眼前亦有中美博弈的處境，何況這幾年社會停頓，很多事物都改變了。我個人比較享受手掃漆式一浸一浸的改善，認為這樣比較實在，重點是要社會不斷前進。雖然在變幻多端的市場中，很多時都掌握不到變化，但我們仍然可以從結果中看到事實，一起檢視如下。

香港的失業率持續下跌。截至5月份，失業率只有3%，已由疫情時高峰時的7.2%大幅下降。而人工上升的趨勢亦開始了，政府宣布中低層公務員劃一加薪4.65%。近期亦有薪酬調查報告反映，2023年平均人工加幅達4.1%。經濟增速亦進展不錯，中國GDP有機會維

持5%，香港GDP已超過2.8萬億港元，較97年增加超過一倍。最新公布的5月份零售業總銷貨價值，臨時估計為345億元，按年升18.4%；今年首五個月合計的總銷貨值臨時估計按年升21%。

遊客消費習慣已改變

很多人忽略了，近年所謂的加息對港人普遍有利。不少人認為加息是壞消息，但香港是一個資金多及借貸少的地方，加息之後社會整體享受利息回報是多於利息負擔的，加上聯繫匯率之下，銀行很多時定期息口都會遠高於按揭封頂的借貸息口。香港的資金沒有流出，銀行儲蓄仍在增加資金。

理髮師聽了筆者的解釋後就樂觀起來，他也與我分享近期有關內地客的見聞，普遍都是質素高而且有品味的，少了很多人拖行李箱出來，這亦是一個改變。仍然有很多港人期望，內地客來港旅遊會拖行李箱及有張購物清單逐樣去買。甚至有人慨嘆，現在內地客來港已經不買東西了，其實筆者想說內地已高速進步，遊客不再是以前那種模式，他們好像港人北上消費一樣，兩手空空上去，見到合心意的東西才買。很多事情其實都是悲情過分期望過高，令到很多負面情緒充斥，香港正在變得愈來愈好。