

撰写日期：2022年10月14日

证券研究报告—宏观策略专题报告

复苏弱的症结和未来政策发力空间在哪？

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890521120001

电话：021-20321004

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

- 1 《公募基金：中国投连险分类排名（2022/09）》 2022-10-13
- 2 《公募基金：华夏基金宋洋：量化策略为桨，做市场波浪中的适应者—基金经理投资价值分析报告》 2022-10-13
- 3 《公募基金：成长风格收敛，关注政策走向-FOF视角：基金月度投资图鉴 2022年10月期》 2022-10-12

◎ 投资要点：

◆从7-8月的经济和金融数据来看，当前主要矛盾在于需求不足。

◆过去政策刺激对经济的拉动几乎是“立竿见影”的，但本轮刺激政策却迟迟未见效。主要原因在于“这次不一样”，过去政策刺激见效较快的三个因素出现了变化。而且企业利润下滑、库存较高，内需预期疲弱，外需也在走弱，生产端可能“无心也无力”。加之地产、基建的大逻辑也在发生变化。通过投资、宽信用促进企业扩张为主要切入点的政策应对当前的需求不足问题的效率在降低，后续主要切入点或在于改善居民端需求不足的矛盾。

◆未来政策发力点可能将更多的集中在终端需求侧。如通过降息、降低前期高加点购房者房贷利率等手段降低居民负担，变相增加居民收入，释放消费潜力。另外，地产领域可以在坚持房住不炒的基础上进一步释放改善型需求，促进地产企稳，提振对经济增长的信心。

◆国内货币政策短期受汇率影响较大，短期降息则可能加剧汇率波动和跨境资本流动风险。降息的信号仍需等待人民币贬值压力放缓：一是中美经济相对强弱变化，二是中美利差趋势改变。另外，若全球环境超预期恶化，中国经济复苏不及预期，下行压力较大，则也会加大货币宽松的可能。

◆经济预期偏弱，但由于我国政策空间较为充足，资本市场中长期不悲观。

◆风险提示：经济超预期下滑，疫情影响超预期，中美关系风险提升。

内容目录

未找到图形项目表。	3
1. 本轮经济“复苏弱”的主要症结在哪?	4
2. “预期弱”、政策见效慢又是为何?	6
2.1. 以产带需的刺激方式效率降低	7
2.1.1. 需求通缩，居民“稳杠杆”	7
2.1.2. 制造业扩张乏力	8
2.2. 地产、基建逻辑变化拖累政策效果	9
2.2.1. 地产需求不足，房贷成本压力上升	10
2.2.2. 基建逐渐变成“短效药”	12
2.2.3. 新经济“羽翼未丰”及未来潜在的产业发展结构失衡风险	13
3. 办法总比困难多——未来政策发力空间展望	13
3.1. 扩需求、降库存、稳信心	13
3.2. 扩需求——降息、以居民端为切入点释放终端需求潜力	14
3.3. 汇率制约背景下，货币政策宽松时机何时到?	14
3.4. 稳信心——在房住不炒基调下，释放改善型需求	16
4. 宽松基调下，未来资本市场并不悲观	17

图表目录

图 1: LPR 较快下行，DR007 处于低位	4
图 2: 社融-M2 倒挂并走阔，融资需求疲弱	4
图 3: 央行城镇储户问卷调查	4
图 4: 消费增速低于收入增速（2021 年为两年平均增速）	4
图 5: 工业产成品库存处于高位	5
图 6: 上游成本上升导致制造业利润受损	5
图 7: 工业产成品库存处于高位	5
图 8: 上游成本上升导致制造业利润受损	5
图 9: 地产指标持续下滑	5
图 10: 30 大中城市地产销售持续走弱	5
图 11: 基建投资持续上升	6
图 12: 建筑业 PMI 扩张但从业人员复苏较慢	6
图 13: PPI 向 CPI 传导不畅	7
图 14: 核心 CPI 自 2020 年以来持续低迷	7
图 15: 人民币存款: 累计新增: 住户	7
图 16: 人民币贷款: 累计新增: 住户	7
图 17: 我国居民杠杆率“横盘”已两年	8
图 18: 发达经济体经验: 稳杠杆后可能是去杠杆	8
图 19: 制造业利润与制造业投资增速	8
图 20: 发达经济体经验: 稳杠杆后可能是去杠杆	8
图 21: 消费（2021 年为两年平均）、库存同比增速	9
图 22: 8 月外需开始走弱	9
图 23: 刚需群体快速减少	10
图 24: 未来适龄刚需人口比例降低、性别比失衡	10
图 25: 个人住房抵押贷款早偿率与商品房销售背离	10

图 26: 住户部门中长期贷款罕见出现负增长	10
图 27: 2018 年以来个人住房贷款加权平均利率显著高于基准利率	11
图 28: 同业存单、余额宝收益率降幅高于贷款利率降幅	11
图 29: 今年广义财政（国家一般公共收支及政府性基金收支）缺口远超往年同期水平	12
图 30: 中国台湾地区电子、服务业年薪情况	13
图 31: 美国 10 年期国债收益率快速上行，中美名义利差倒挂	15
图 32: 贸易顺差持续高增但外汇储备今年快速下降	15
图 33: 地产销售、融资、拿地、新开工持续下滑	16

未找到图形项目表。

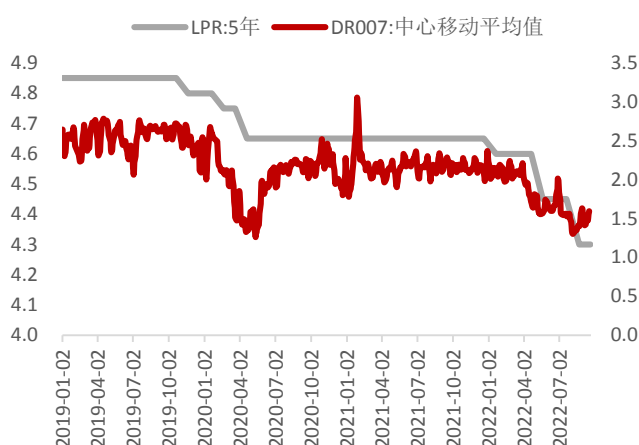
1. 本轮经济“复苏弱”的主要症结在哪？

7月以来疫情反复，地产烂尾、停贷事件，高温天气等因素影响，经济复苏较弱。同时，市场对经济复苏的预期也在转弱。

从7-8月的经济数据和金融数据来看，都在指向一个重要的矛盾——需求不足。

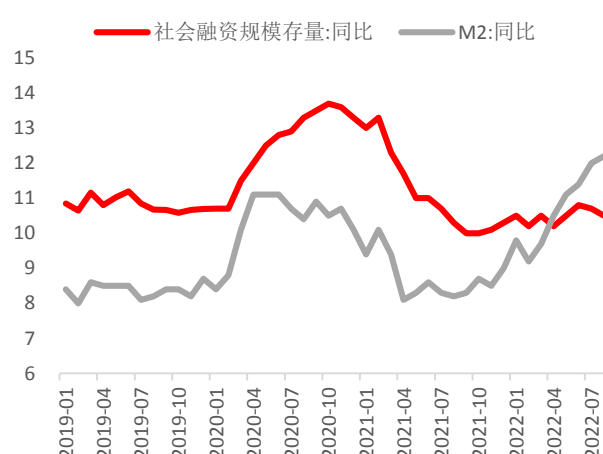
在极为充裕的流动性环境下，融资需求不足。当前DR007已经处于2020年疫后“危机模式”期间的水平，LPR也降至新低，可以说当前货币的宽松力度已经超过2020年，但融资需求依旧疲弱，社融-M2倒挂并走阔。

图1：LPR较快下行，DR007处于低位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

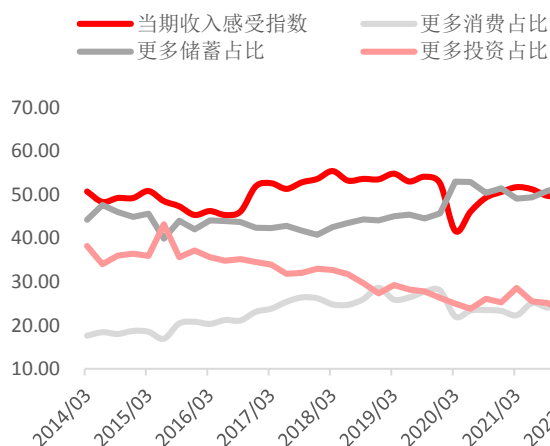
图2：社融-M2倒挂并走阔，融资需求疲弱



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

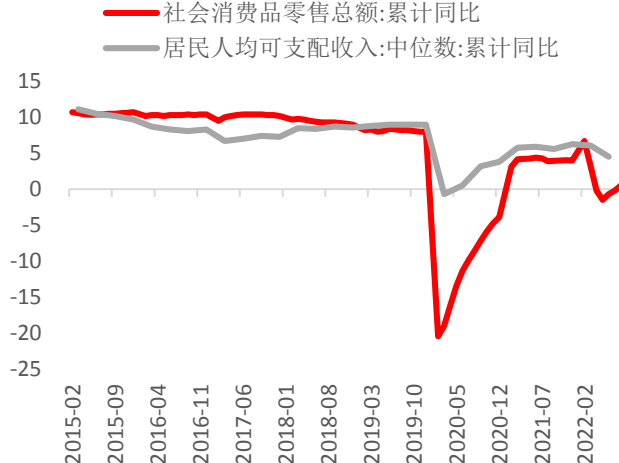
居民投资意愿大幅下滑，消费低迷。由于收入预期受损，以及地产逻辑转变，居民无视利率下行，不仅买房不积极，消费也低迷，而且受疫情影响还有部分消费需求难以释放。自2021年二季度以来居民的投资意愿持续降低、储蓄意愿持续上升，2022年疫情导致收入感受指数较快下行，居民储蓄、投资意愿分化加剧。而2020年以来，消费增速持续低于收入增速，今年二季度以来，分化加剧，体现出居民的消费意愿和能力受到了进一步抑制。

图3：央行城镇储户问卷调查



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图4：消费增速低于收入增速（2021年为两年平均增速）

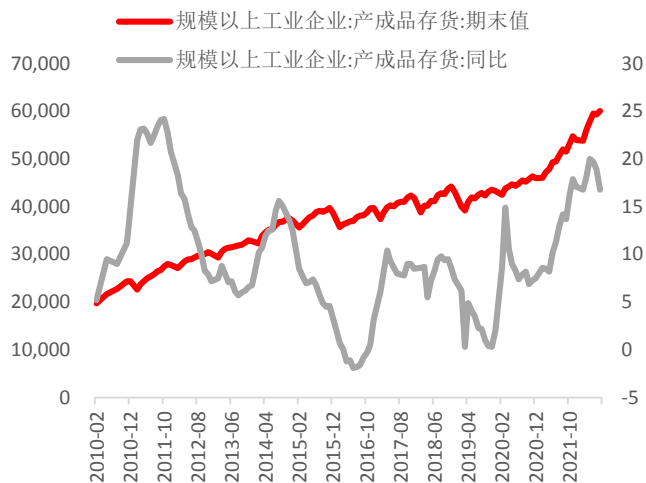


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

库存持续高增，制造业利润下滑、投资增速放缓、景气度落入收缩区间。2020年疫后的复

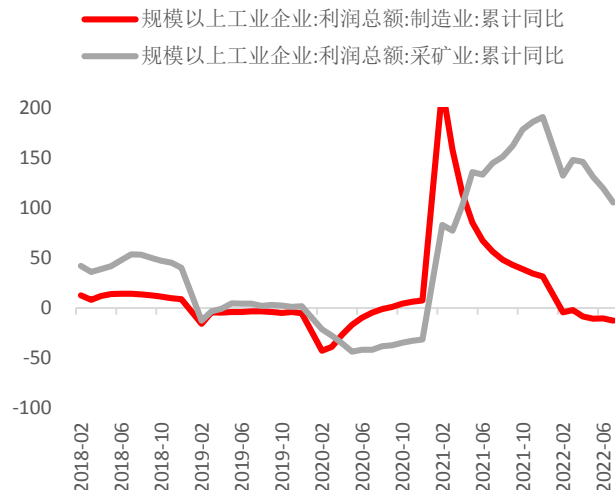
工复产推动企业连续的增产补库之后，补库周期延长，工业产成品库存持续高增，叠加需求疲弱，企业开始转入去库存周期，带动制造业投资增速持续回落。加之前期原材料成本上涨导致制造业利润下滑，制造业景气度落入收缩区间，新订单、新出口订单分项表现相对较弱，制造业固定资产投资增速也在放缓。

图 5：工业产成品库存处于高位



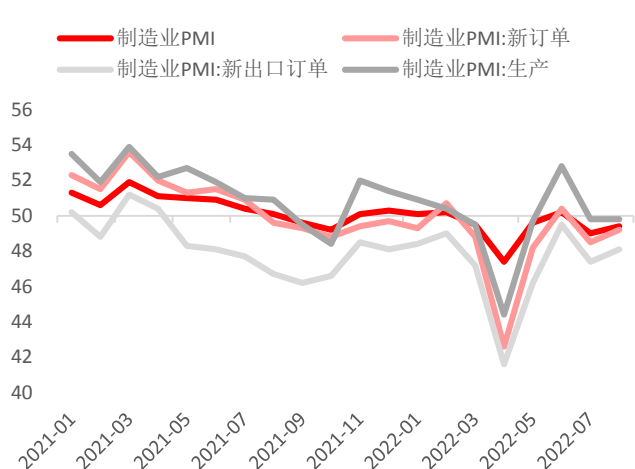
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：上游成本上升导致制造业利润受损



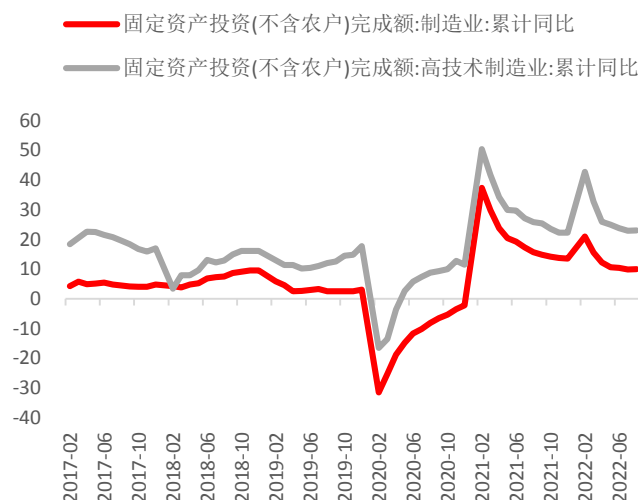
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：工业产成品库存处于高位



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：上游成本上升导致制造业利润受损

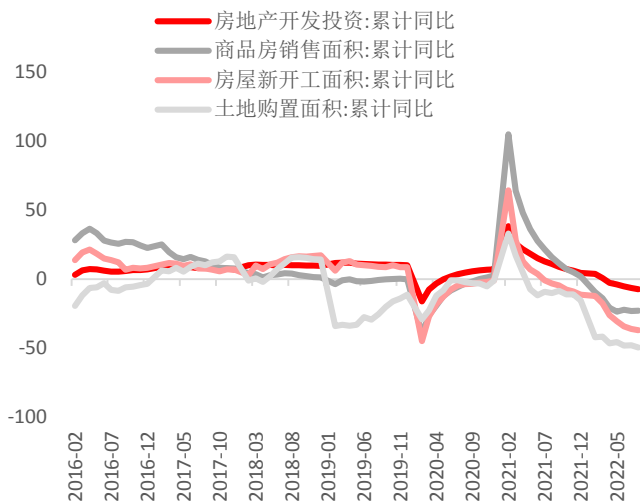


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

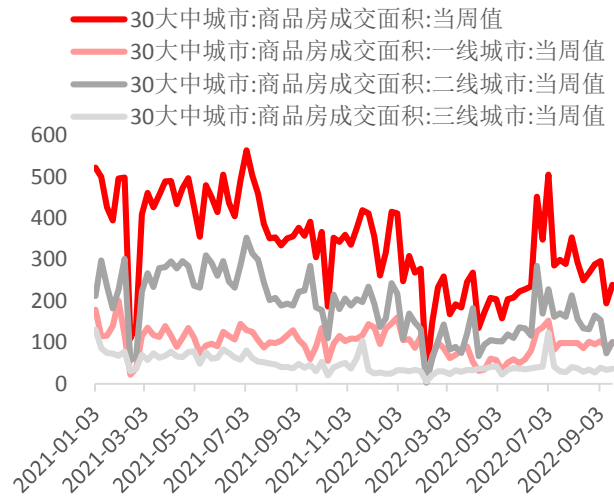
房地产较快下行，仍在探底。从拿地、新开工到销售和开发投资，各类指标均在持续走弱，尤其是拿地、新开工这类先行指标下滑幅度较大。固然有烂尾楼因素影响购房者信心，而人口“见顶”、经济结构新老交替转型、投机需求离场、收入预期转弱等因素在推动地产周期的大逻辑转向，才是主要因素。政策不断发力，包括保交楼、放松限购、LPR 降息，但见效较慢，地产的高频数据显示仍在探底。

图 9：地产指标持续下滑

图 10：30 大中城市地产销售持续走弱



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

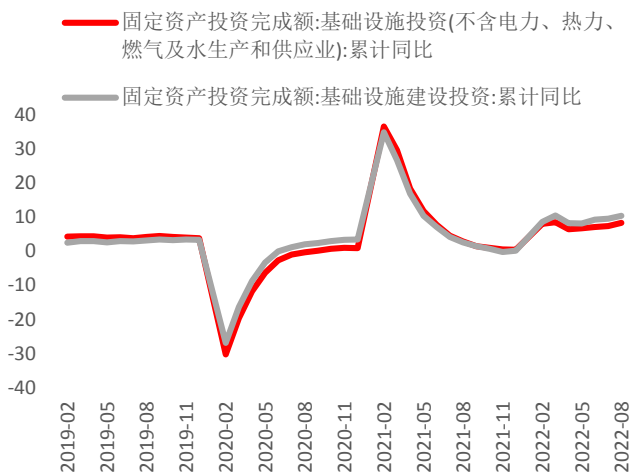


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

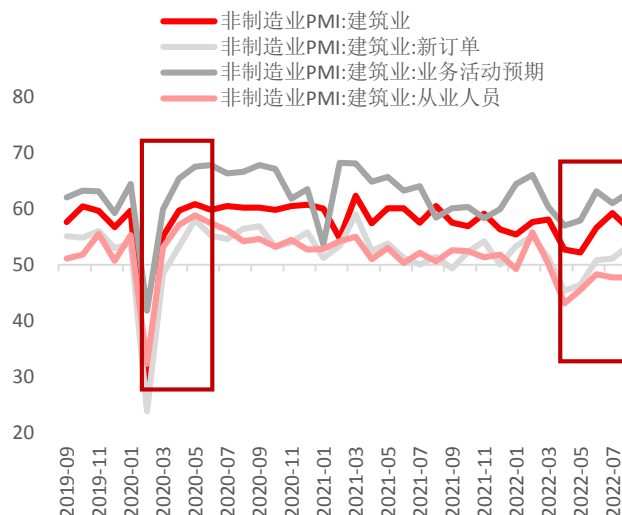
基建独木难支。今年基建托底，增速较过去几年有明显提升，但难以补足地产较快下行带来的缺口。加之7-8月受高温影响拖累施工，导致建筑业PMI扩张但从业人员分项复苏缓慢。无论是施工端还是就业段，对需求的拉动效果延后，加大了今年稳增长压力。

图 11：基建投资持续上升

图 12：建筑业 PMI 扩张但从业人员复苏较慢



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. “预期弱”、政策见效慢又是为何？

驱动政策刺激强效果的外在因素发生了根本性变化。过去政策刺激对经济的拉动几乎是“立竿见影”的，但本轮刺激政策却迟迟未见效。从货币政策和财政政策情况来，今年力度已超2020年，但见效偏慢，导致市场对经济复苏的预期有所弱化，7月、8月社融不及预期，信贷脉冲迟迟未至。

复苏预期接连两次落空后，市场预期变得更谨慎。从A股市场看，去年年末到今年年初，以及今年6月均存在稳增长预期和成长向价值切换的预期升温的情况，但复苏预期均落空，导致市场更加谨慎。即使8月中旬以来，政策持续不断加码，市场对经济稳增长的信心仍显不足，更倾向于等待经济验证，而非左侧大举布局。近期的风格切换，有海外紧缩预期升温、国内流动性边际收紧对成长股的压制因素，但更多的可能是市场在缺乏主线、方向不明的背景下从拥挤赛道回归均衡的一个过程，在经济复苏得到验证前，难言风格切换已成定局。

除了疫情、高温影响，主要原因或在于“这次不一样”，过去政策刺激见效较快的三个因素出现了变化：居民收入持续稳定增长、房价上涨预期稳定、以美联储为主的海外主要央行维持低利率环境。国内房价及海外加息环境短期难以改变，通过投资、宽信用促进企业扩张为主要切入点的政策应对当前的需求不足问题的效率在降低，当前主要切入点或在于改善居民端需求不足的矛盾。

2.1. 以产带需的刺激方式效率降低

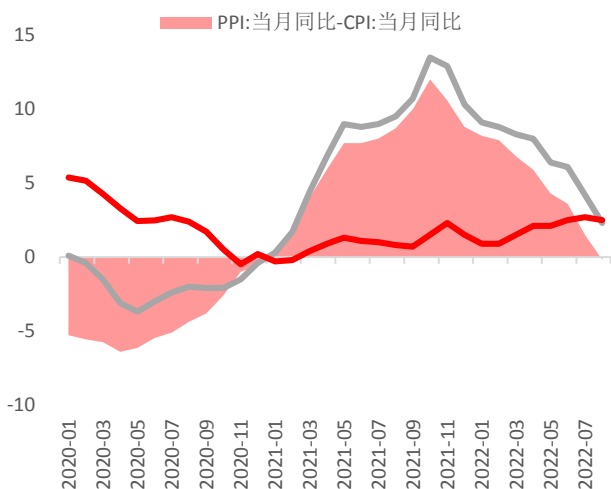
过去的几轮稳增长预期相对高涨，前提假设往往是疫情会持续好转。不过疫情的反复已成为当前复苏预期的重要不确定因素。而且面对产能扩张、需求不足的局面，投资、扩展拉动需求的效率在降低，可持续性也在降低。

2.1.1. 需求通缩，居民“稳杠杆”

国内供需矛盾在疫情的催化下更加突出。在海外核心通胀压力上升、海外主要央行不得不加大紧缩力度的趋势下，其实国内正面临供过于求引发的核心商品通缩压力。

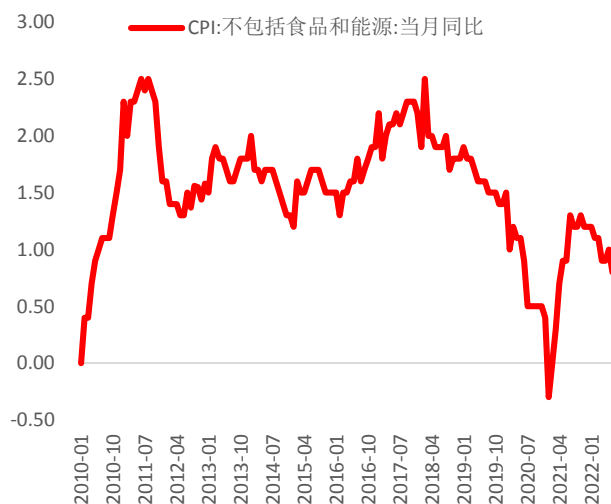
价格传导不畅，面临通缩压力。除了猪肉价格对CPI形成一些上涨压力以外，今年出现了价格传导不畅的情况，此前市场预期的PPI向CPI传导、较大的通胀压力可以说都没有出现。从核心CPI的情况看，2020年疫情以后，即使经历了去年以来的大宗商品通胀压力，但核心CPI已连续2年多处于1%附近水平，明显低于此前2%附近波动的水平，为十多年以来的低位。

图 13: PPI 向 CPI 传导不畅



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 14: 核心 CPI 自 2020 年以来持续低迷

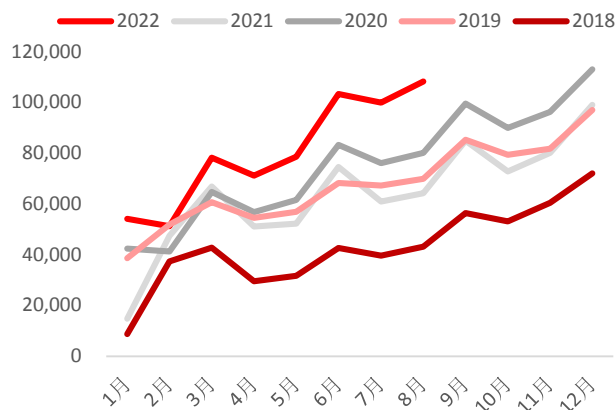


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

缺乏“安全感”，居民“稳杠杆”意愿增强。从居民的存贷款情况看，今年居民新增存款显著高于往年，新增贷款则明显弱于往年。居民对未来预期偏弱，尤其是因疫情、收入不确定性令居民因缺乏“安全感”而增加了预防性储备，而降低了加杠杆意愿，自2020年三季度以来，居民部门结束了2008年以来持续较快加杠杆的进程，转入稳杠杆阶段。以海外发达经济体经验来看，居民较快的加杠杆进程结束之后可能面临稳杠杆、甚至去杠杆风险，日本自1990年刺破泡沫之后居民先是稳杠杆，然后去杠杆；美国自金融危机后居民持续去杠杆；欧元区自欧债危机后居民也持续去杠杆。

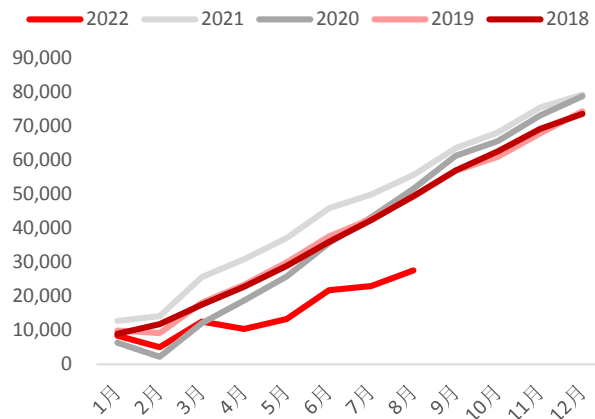
图 15: 人民币存款:累计新增:住户

图 16: 人民币贷款:累计新增:住户



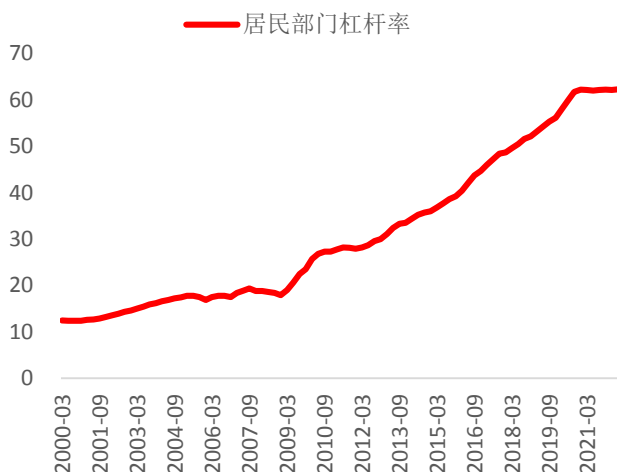
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 17: 我国居民杠杆率“横盘”已两年

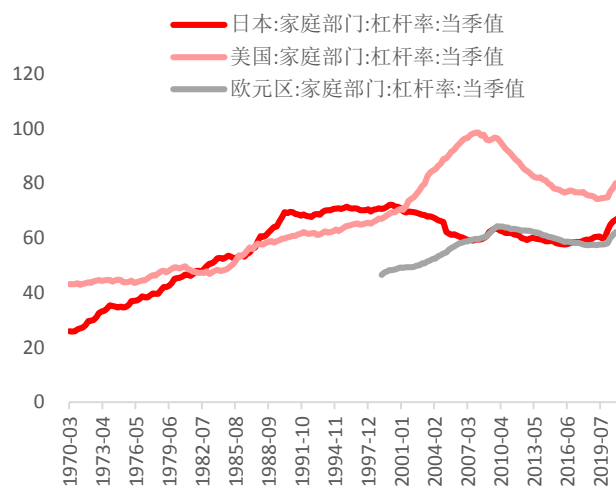


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 18: 发达经济体经验: 稳杠杆后可能是去杠杆



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部



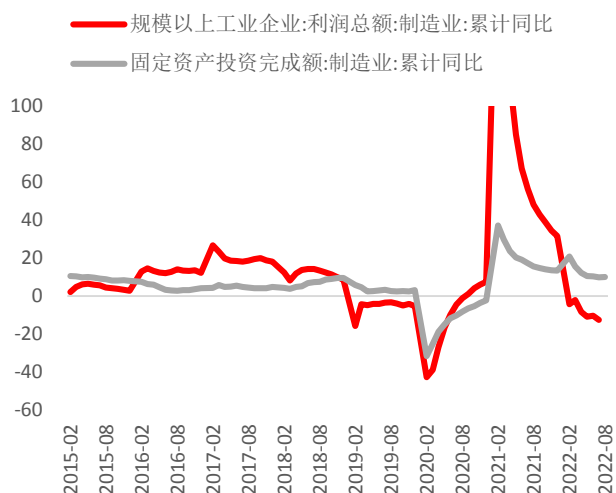
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

2.1.2. 制造业扩张乏力

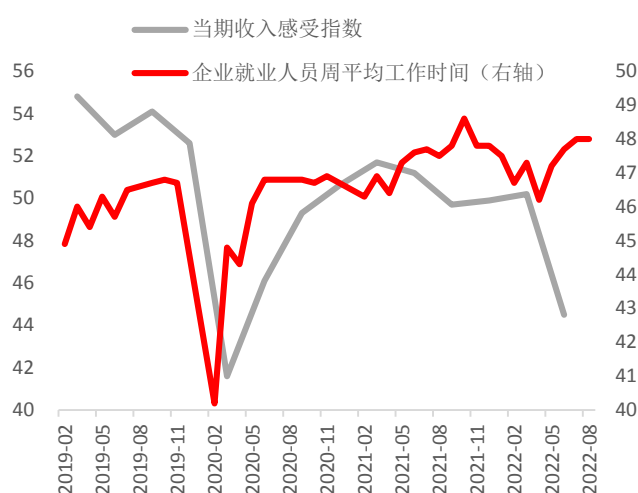
对于中下游制造业来说，价格传导不畅、需求通缩可能就意味着要么利润下滑，要么“降本增效”，要么二者兼有。利润下滑会抑制企业扩张能力和意愿，反应在数据上就是在利率低、流动性足的环境下，难以拉动融资意愿回升、制造业投资走弱；“降本增效”则会降低居民收入、就业预期，增加工作时长，导致终端需求降低，反映在数据上就是产需矛盾加大、库存升高，居民收入预期下滑。

图 19: 制造业利润与制造业投资增速

图 20: 发达经济体经验: 稳杠杆后可能是去杠杆



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

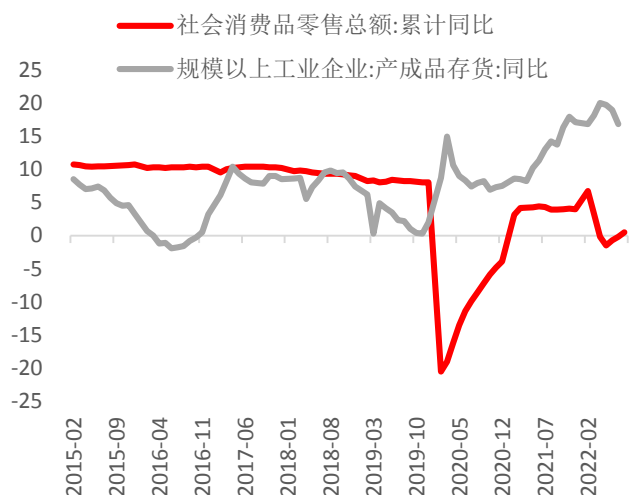


资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

其实我国产能过剩的问题已存在较长一段时间了，2016 年去产能就是政策上的一个应对。而产能过剩其中的一个矛盾就是收入分配不均，普通劳动者收入偏低，贫富差距扩大，去年的“共同富裕”、三次分配也是政策上的一个应对。

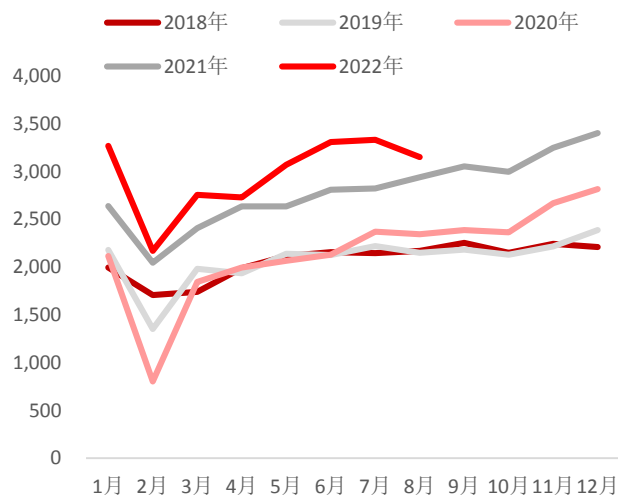
供需缺口扩大，内外需预期偏弱。贫富差距扩大、劳动者收入分配偏少会导致供需缺口，疫情的影响则显著加剧了供需矛盾，2020 年疫情以来，我国以复工复产为导向的刺激政策，已经令库存持续上升，前期海外需求旺盛、出口强劲，也难以消化国内过剩的生产力。而疫后消费需求整体偏弱，今年疫情加剧了供需矛盾，同时由于海外衰退预期上升，外需也在走弱。

图 21: 消费（2021 年为两年平均）、库存同比增速



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 22: 8 月外需开始走弱



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

那么，延续过去的思路，通过刺激扩产去带动需求，“以产带需”的效率在降低：企业利润前期受损、库存较高，内需预期疲弱，外需也在走弱，生产端存在“无心也无力”的困境。即使有所扩产，也可能是继续加重库存压力，对经济拉动的边际效果显著减弱，还可能进一步增加通缩和新一轮经济下行风险。另外，从全球的角度来看，走老路的刺激方式，也是在以国内的需求通缩、廉价商品为代价去帮助海外降低通胀压力，国内企业盈利难以明显改善。

2.2. 地产、基建逻辑变化拖累政策效果

另外，地产、基建的大逻辑也在发生显著的变化。

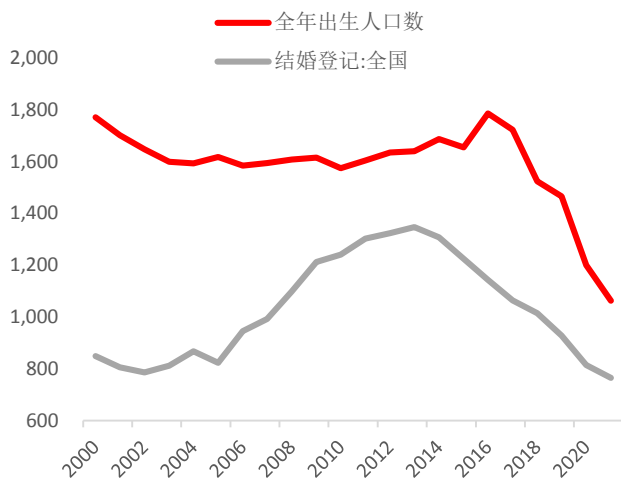
2.2.1. 地产需求不足，房贷成本压力上升

过去地产的高速发展对经济潜力有一定的透支，而且高房价、高房租提高了居民、企业的成本，对消费、投资是存在抑制效果的。因此国家过去几年不断强调房住不炒，推动经济结构转型。

去年下半年以来地产逻辑发生变化，地产各项数据较快回落，去年上半年很多热点城市还在排队贷款，今年地产投资、销售增速就出现了失速下行。

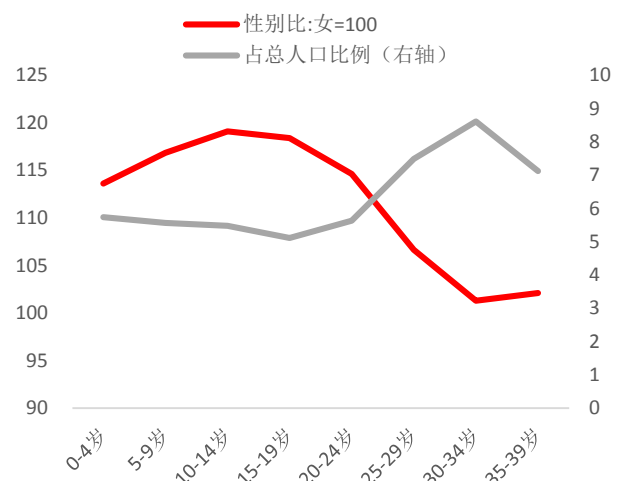
从地产需求端来看当前购房需求疲弱的原因在于投机离场、刚需趋势性疲弱、改善需求受限。由于涨价预期被扭转，投机、投资需求逐渐离场；刚需群体是目前政策的主要目标购房群体，短期内年轻群体失业率上升导致购房和还贷能力下降，且基数下降导致未来刚需可能会呈趋势性疲弱；改善性需求将是未来购房主力，但二套房加点、首付等政策限制仍然较多，购房成本较高，不利于改善性需求释放。

图 23：刚需群体快速减少



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 24：未来适龄刚需人口比例降低、性别比失衡

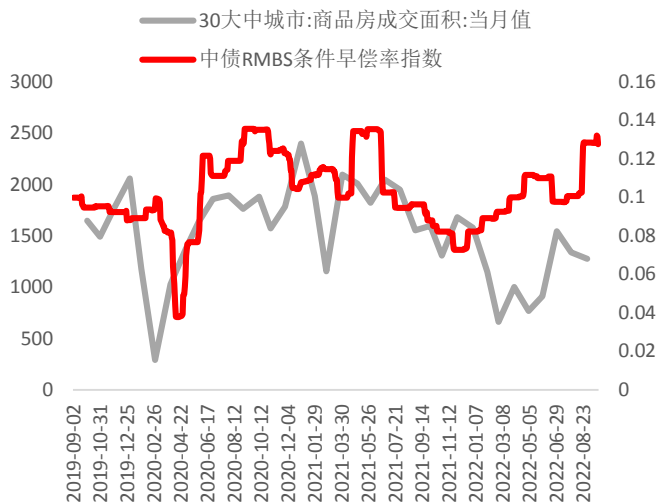


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

此外，提前还贷意愿提升，这反应居民的消费和投资意愿进一步削弱。过去，个人住房抵押贷款（RMBS）条件早偿率指数与地产销售具有同步性，主要受地产周期中置换等需求变化影响，提前还款随着地产销售上升而增加，但今年二者出现背离，显示出成交低迷的背景下，居民提前还贷意愿上升；住户部门人民币中长期贷款还罕见的出现了月度减少的情况，是2008年金融危机以来首次。由于近几年受新冠疫情影响，经济下行压力加大，收入预期、投资回报率预期都有不同程度降低。尽管今年已经较大幅度下降，但从提前还款意愿增强的角度来看，降息效果并不明显。

图 25：个人住房抵押贷款早偿率与商品房销售背离

图 26：住户部门中长期贷款罕见出现负增长

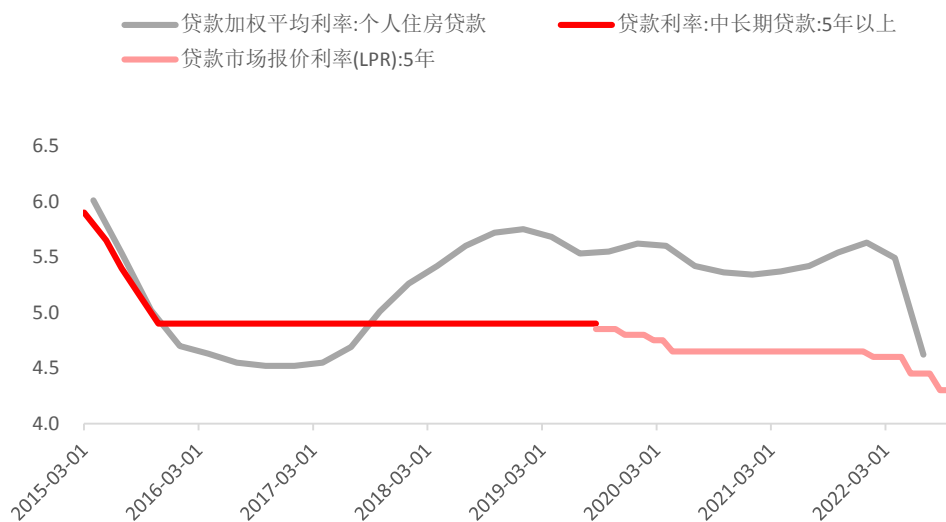


资料来源：中债信息网，Wind，华宝证券研究创新部

这主要可能有两个原因：

一是上一轮地产周期中，购房者不仅承担了高房价，而且普遍贷款“加点”较高，降息效果有限。2018年以来，由于地产调控加强，多数城市个人住房贷款普遍在基准利率的基础上进行加点，加上非首套房的加点，导致在过去的近4年时间里，个人住房贷款加权平均利率高出5年期贷款利率及LPR基准平均大约80BP，这部分加点是“永久性”的高成本，不会由于LPR下调而降低，对这部分承担高成本的群体而言，LPR降息效果“打折”，甚至由于消费贷等短期贷款利率更低，可能推动其还款意愿提高。

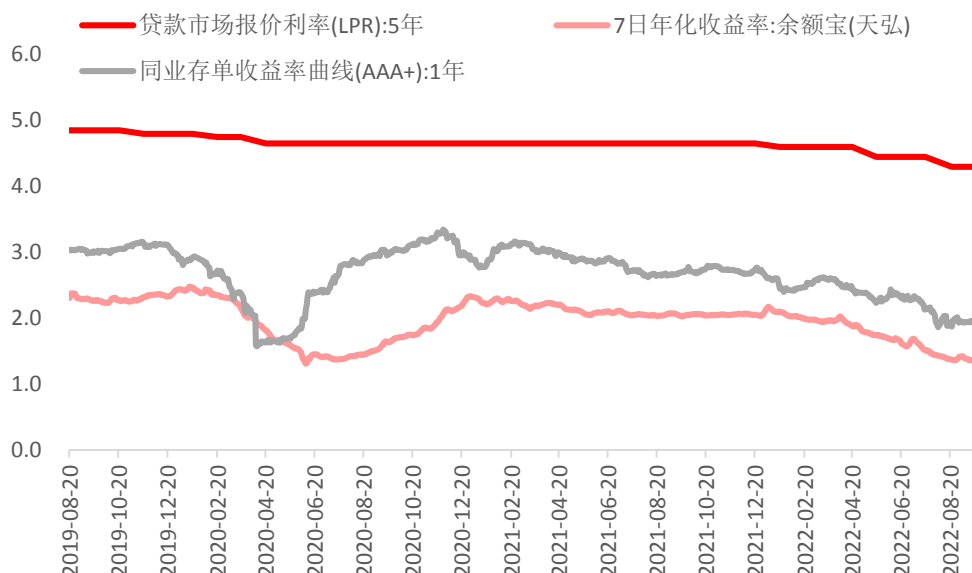
图 27：2018 年以来个人住房贷款加权平均利率显著高于基准利率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

二是作为有优质抵押物的房贷利率仍然“偏高”。尽管今年LPR连续调降，降幅达到35BP，但收益率水平也有较大下行，今年大类资产波动加剧，投资难度加大，同业存单、余额宝年化收益率，今年降幅大约70BP。而且收益率目前呈现趋势性下降，并非2020年短期下降后迅速反弹。考虑到地产快速下行拖累、海外需求开始走弱等差异，经济增速、预期收益率或难以像2020年那样较快回升，经济增长中枢和收益率运行中枢逐渐下移。对居民来说，如果预期收益率降幅超过贷款成本降幅的时间拉长，“提前还款=更高收益”的预期逐渐形成，提前还贷意愿可能会进一步增强，并造成居民和银行资产负债表的收缩。

图 28：同业存单、余额宝收益率降幅高于贷款利率降幅



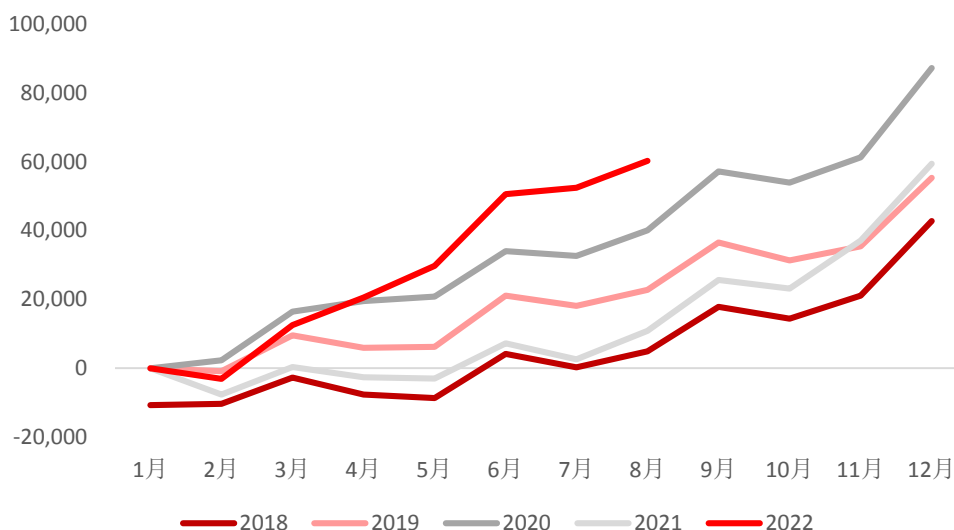
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2.2. 基建逐渐变成“短效药”

作为“基建狂魔”我国过去基建发展非常迅速，不过早在 2016 年供给侧改革开始重心就转向补短板，常规基建空间已然不足，目前多以大型水利、电力等领域的工程，新基建（但占比仍偏低）为主。

不断加大的财政压力将在未来制约基建空间。从体量来看，难以补足地产投资下行的缺口。当前的财政状况也在制约基建的长期可持续性，根据财政部数据显示，今年广义财政（国家一般公共预算收支及政府性基金收支）缺口远超往年同期水平，8 月已超 6 万亿。2020 年以来受疫情扰动，财政收支缺口较大，目前由于土地出让情况不佳，未来政府基金性收入还将面临挑战，地方政府的财政压力上升。

图 29：今年广义财政（国家一般公共预算收支及政府性基金收支）缺口远超往年同期水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

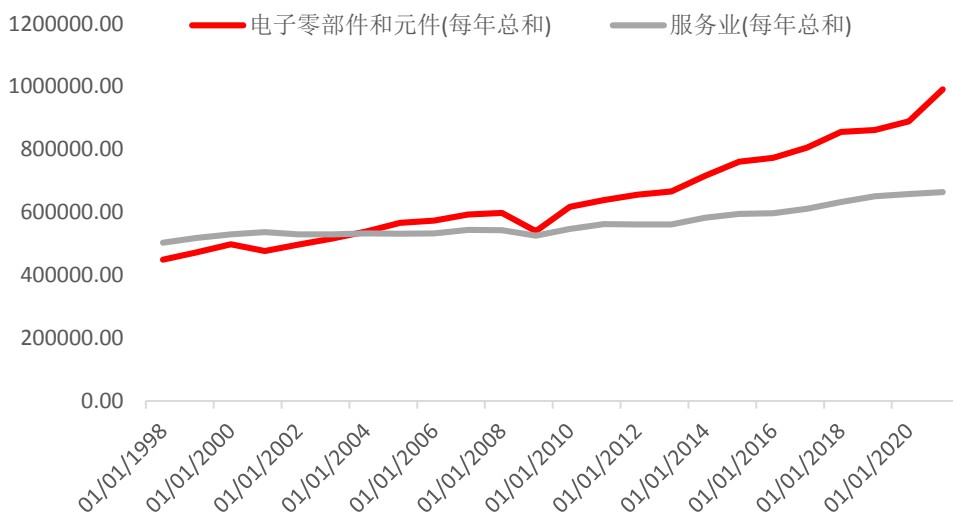
这两年基建的主要作用是“短期特效药”，并非长久之计。

2.2.3. 新经济“羽翼未丰”及未来潜在的产业发展结构失衡风险

其实不仅是基建，在经济结构转型的过程中，目前新经济“羽翼未丰”，体量上还无法弥补地产较快下行带来的缺口，仍然需要旧经济起到稳定器作用，争取过渡时间。

另一个问题就是，在发展新经济的过程中要注意避免经济结构、居民收入失衡风险。地产基建相关的产业链中存在较多的劳动密集型产业，涉及到较广泛的产业和就业，分享增长红利的面更广。但新兴产业多以高端制造为主，属于资本、技术密集型产业，多数企业、居民难以参与其中，分享增长红利。因此，在经济结构转型的趋势中，要注意经济结构、收入失衡风险，避免陷入类似中国台湾地区新兴产业（电子）持续增长，如服务业这类涉及就业岗位较多的行业增长停滞的经济发展结构不平衡的局面。中国台湾地区近10年服务业薪资年化增速仅1.6%，而电子行业年化增速4.5%。

图 30：中国台湾地区电子、服务业年薪情况



资料来源：CEIC，华宝证券研究创新部

3. 办法总比困难多——未来政策发力空间展望

3.1. 扩需求、降库存、稳信心

由于疫情的发展、防疫政策前景我们无法预测，我们以当前现状（疫情存在反复的可能、防疫政策不变）作为基准假设前提，对未来政策发力的方向和空间进行展望。

当前内循环的“堵点”主要在于需求不足，未来政策发力点可能将更多的集中在终端需求侧。当需求潜力提升、经济企稳带来信心企稳，就有望带动需求较快扩张，库存下降，企业扩张动力就会增强，从而形成正向循环。扩需求的切入点要转换到释放居民需求潜力，稳信心的切入点还在于稳地产，而且政策方向的转换和发力越快越好。

鉴于押注新经济可能带来的潜在结构失衡风险，也需要稳住地产在经济中的支撑作用，并持续扩大消费对经济内生动能的带动作用。

3.2. 扩需求——降息、以居民端为切入点释放终端需求潜力

需求不足是我国当前的主要问题之一，受居民收入水平及收入预期影响较大。再加上上文提到的经济结构转型可能存在的产业、收入结构失衡风险，未来需要加大对居民终端需求侧的支持和刺激，让居民“有钱花、敢花钱”，提升消费对经济的贡献度，强化内生动能，打通内循环堵点，加快去库存、改善企业盈利，形成消费、投资、就业的正向循环。

提升消费能力直观的办法就是提高居民收入或收入预期，比如发钱、涨薪。

前者已被美国证实不好用，因为发钱是短期行为，“救急不救穷”，难以扭转长期的收入信心不足局面，而且可能会扭曲短期的需求信号。

后者的确是扭转预期的有效手段，但有两个大的难点：1) **非常难以落实**。在当前需求偏弱的环境下企业很难主动涨薪，而通过政府补贴则存在偏补等风险，未必能真正流入到居民手中，效果大打折扣，而且可能显著加大财政压力；2) **短期加大制造业外移压力**。目前，美国正推动制造业从中国外移，相对廉价的用工成本是我国制造业的优势之一，改善按劳分配状况、提升薪资水平是个长期过程，若在短期内明显提升用工成本，则可能会成为加速制造业外移的推手，对制造业及出口带来一定负面影响。

潜在的政策方向之一就是降息，提振融资需求并降低存量债务负担。由于受到疫情不确定因素、地产较快下行、内需疲弱、外需走弱等因素的影响，当前我国经济下行压力相对前几轮经济下行周期要更大，未来经济增长中枢在下移，利率的下行是符合经济规律的，并非大水漫灌式的释放流动性，而是通过“降价”来降低贷款负担、降低储蓄意愿、提振消费意愿。我国居民杠杆率近年已经到了“加不动”的地步了，债务负担上升，那么降息对存量债务负担的减轻效果可能也会更加明显。

此外，针对上文提到的上一轮地产周期中承担高房价、高利率购房者来说，可以通过银行对前期高加点进行让利的形式“定向减负”。上一轮地产周期中很大一部分刚需、改善群体是当前我国消费主力群体，但高负担加上经济预期偏弱，会较大削弱这部分群体的消费能力。借鉴海外房贷“Refinance”的机制，可以针对刚需、改善型购房群体出台相应的房贷置换政策，允许以当前较低的房贷利率对前期高加点的房贷利率置换，或者直接调降加点，降低长期负担。一方面可以有效减轻这部分群体的还贷压力，进一步释放消费潜力；另一方面可以降低提前还贷意愿，避免形成个人和银行部门的资产负债表持续收缩趋势。

另外，还可以加大对无房家庭和支持力度，尤其是新进入职场的年轻群体。加大租赁住房保障力度，大幅降低这部分群体的住房成本，从而释放消费潜力。如政府主导，对目前开发存在困难的、或者烂尾项目进行盘活，并对尚未售出的住房转换成租赁保障住房，主要面向、支持无房家庭和个人。

降低负担等于是变相增加居民收入，释放消费潜力。同时也能降低政府和企业的融资负担，存款利率降低也有益于增加消费和投资的需求潜力。而且还能够避免短期直接提高收入带来的潜在制造业外移压力。随着经济的复苏带动信心好转，将会促进需求潜力加快转变成真实需求，带动库存降低，企业利润修复，畅通内循环堵点，提升消费对经济的拉动作用，降低新兴产业可能带来的潜在产业失衡风险。

降息仍是降低居民负担、降低实体经济融资成本、缓解地产压力、提振经济的有效路径，尤其是针对居民端的“定向减负”有助于改善当前终端需求不足的矛盾。

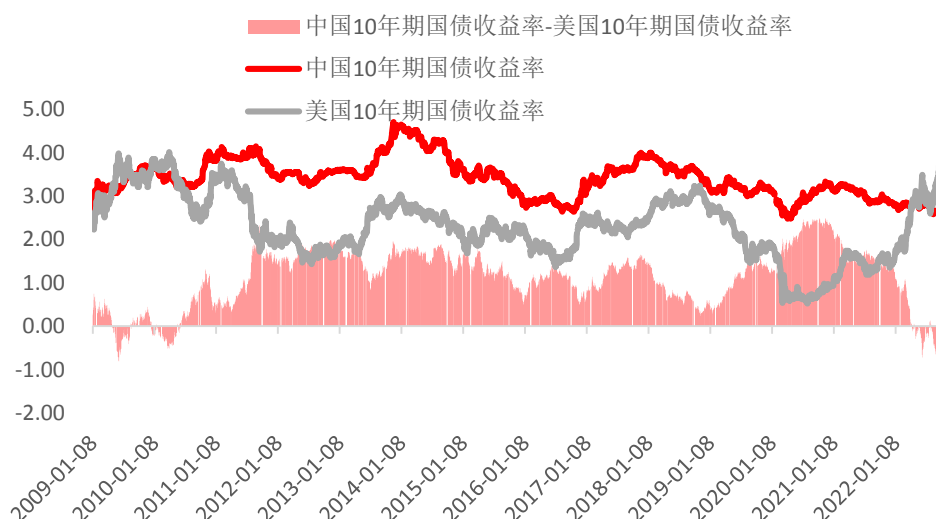
3.3. 汇率制约背景下，货币政策宽松时机何时到？

对内，降息有助于提振经济和缓解地产问题，但是对外，降息可能加剧短期的汇率贬值和

跨境资本流动风险。

目前货币政策主要的压力在于汇率和跨境资本流动方面。一是，由于美联储货币政策收紧预期升温，中美利差倒挂，美元指数持续升值；二是，全球经济下行预期较强，中国出口预期转弱；三是，中美经济相对强弱来看，美国预期衰退，但拐点未现，中国预期复苏，但仍需验证，人民币仍面临贬值压力。

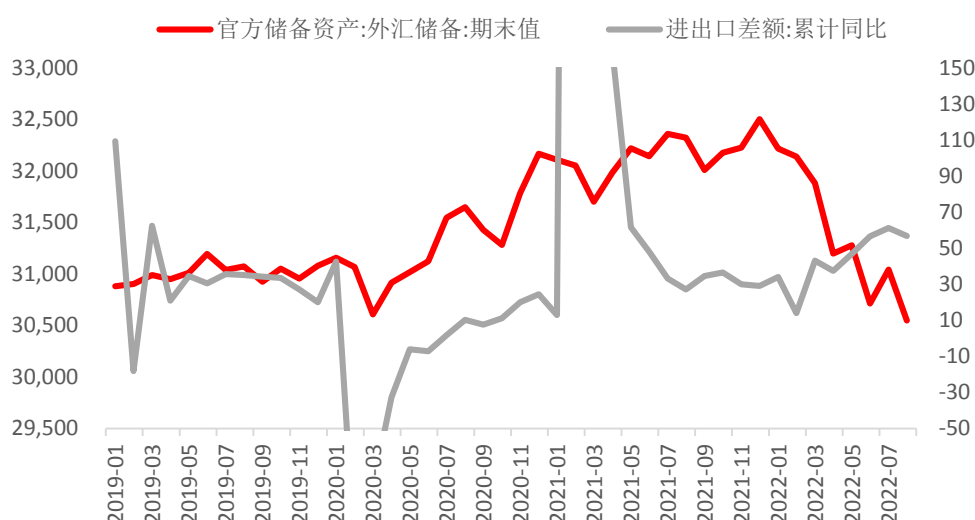
图 31：美国 10 年期国债收益率快速上行，中美名义利差倒挂



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

美元强势背景下资本跨境流动压力较大。从今年的外汇储备以及进出口情况来看，在出口强劲、贸易顺差持续高增的背景下，外汇储备仍然出现了较快下滑，纵然有其他因素影响，但资本跨境流动的压力依然不可忽视。而且随着出口预期转弱，贸易顺差高增的局面也将出现变化。

图 32：贸易顺差持续高增但外汇储备今年快速下降



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

在全球加息、美元强势阶段降息可能会加剧短期市场波动，加大短期的汇率、资本跨境流动压力。而从时机上来看，在美联储“风头最盛”、且海外各国跟随加息的时候宽松可能会加剧短期波动，可能引发汇率短期较快贬值、资本撤离的恶性循环。

降息的双面影响下，利率的走势可能取决于经济和汇率的优先级评估。

从汇率的角度来看，在美国经济迎来衰退拐点、美联储加息预期“见顶”、人民币贬值压力缓解后进行宽松可能会更加合适。人民币贬值压力放缓的信号主要在于：一是中美经济相对强弱变化，即中国经济向上的拐点和美国经济向下的拐点，至少印证一个；二是中美利差趋势改变，即美国核心通胀压力缓解，或美联储紧缩预期见顶、甚至减弱。从目前的情况预计，以上信号在今年四季度到明年一季度的可能性较大。

从经济的角度来看，若全球环境出现超预期恶化，中国经济复苏不及预期，下行压力较大，则也会加大货币宽松的可能。因为扭转人民币汇率贬值走势中长期趋势的主要变量还是来自于中美经济的相对强弱变化，若为了保汇率而实行克制的货币政策、放任经济下行，未必有利于汇率预期，在此情况下宽货币、提振经济预期或将更有助于改善汇率中长期预期。

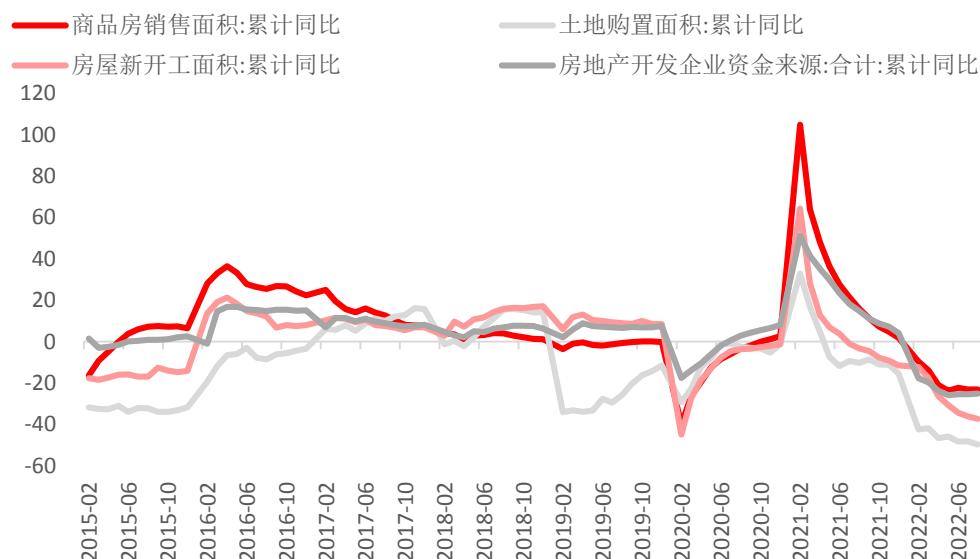
尽管降息可能会提振经济，但在强美元背景下也可能加剧汇率贬值的风险。降息空间的打开有待观察美联储货币政策预期“见顶”或者国内经济对政策刺激的迫切性显著提升。

3.4. 稳信心——在房住不炒基调下，释放改善型需求

我们在上文中提到，目前基建、新经济尚不足以弥补地产较快下行的缺口，新经济尚处于高成长、高波动阶段，仍需要地产在经济结构转型过程中继续发挥稳定作用，为新经济的崛起争取时间，因而地产的企稳对现阶段经济复苏、信心企稳有着重要影响。

而且从地产销售、融资、拿地、开工等地产周期的领先指标情况来看，未来地产投资下行压力可能有增无减，需要的是尽快释放合理需求，扭转地产较快下行的不利局面，助地产企稳修复。

图 33：地产销售、融资、拿地、新开工持续下滑



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

首先是释放改善型购房需求。上文中也提到，刚需的群体基数、购房能力都在减弱，改善型需求将是未来购房需求的主力。而目前对于非首套房在首付比例、房贷利率加点上的限制导致改善型购房成本相对较高，可以因城施策、科学制定方案、逐步放宽，以释放改善型需求，对房地产市场进行托底，从长期角度来看，也符合房地产市场主力需求群体的逐步转换趋势。但对于第三套及以上的住房限制仍要严格体现出“房住不炒”的基调，避免投机需求死灰复燃。

其次，适当放宽价格指导，允许价格在一定范围内进行市场化波动，以匹配市场供需，增加市场活跃度。

需要注意的是，当前仍要控好一线、强二线城市房价，避免中介炒作、投机需求抬头等现象发生，保障房住不炒基调。当地产企稳，经济复苏弱的局面就有望改善，对未来信心修复，居民的消费潜力就有望得到进一步的释放。

另外，从地产后周期的角度来看，释放刚需和改善型需求也有助于有效降低地产下行对地产后周期产业的影响。从购房需求的角度来看，投资、投机型购房者对家电、家具、装修甚至汽车消费等地产后周期的需求显著低于刚需和改善型购房者。抑制投资、投机需求而释放刚需、改善型需求，有助于改善地产下行周期当中地产后周期产业链的预期。

4. 宽松基调下，未来资本市场并不悲观

经济预期偏弱，但资本市场中长期不悲观。尽管当前经济复苏偏弱、偏慢，后续经济依然面临疫情扰动、地产下行、财政压力上升、外需预期走弱等多重考验，但由于我国前期在全球大放水的阶段货币政策保持相对克制，货币政策空间较为充足，待汇率制约因素减弱后，有望迎来进一步的降息。这一方面有助于应对经济下行压力，托举经济企稳，从分子端改善企业盈利预期；另一方面宽松的基调、宽松的空间为资本市场提供支撑，从分母端对股债形成估值托举。

短期由于欧美通胀、加息预期升温、衰退预期等不确定性及风险较多，可以适当偏均衡多策略、偏防御型配置，以降低外部不确定性较多带来的波动风险。保持信心和耐心，待不确定性落地、政策信号显现则有望迎来积极布局右侧的机会。

风险提示：疫情影响超预期，国内经济复苏不及预期，欧洲衰退程度超预期，中美关系风险提升，海外波动风险加剧。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司就不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。