



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中央经济会议：
经济波浪式前进，推动内需政策密集出台

农银国际研究部主管陈宋恩

2023年7月25日



中央经济会议：经济波浪式前进，推动内需政策密集出台

找出经济问题的根源并解决它们，有利于构建高质量新经济发展基础，实现经济可持续增长。中共中央政治局召开会议（“中央经济会议”）分析研究当前经济形势和经济工作。中央经济会议指出当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，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。疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。

中央经济会议提出了应对经济短板的相应措施。在此，我们要指出的是，内需是指国内消费和投资。内需不足指投资和消费疲软。上半年，固定资产投资同比增长 3.8%，其中国有控股的固定资产投资同比增长 8.2%，民间固定资产投资同比下降 0.2%。投资增长来源的不平衡将增加政府或国有企业的财政负担。我们相信政府已经意识到这个问题，因此在 7 月份政府发布了两个重要文件 — 中共中央国务院印发《关于促进民营经济发展壮大的意见》和 发改委印发《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》。前一份文件是重申中央对民营企业的重视，增强民营企业信心。后一份文件是呼应前一份文件，要求各政府部门为民营企业寻找好的投资项目。两份文件提到 REITs 作为一种融资工具，帮助民营企业筹集资金进行投资。

中共中央 国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》

我们的观点：

从金融或资本市场投资者的角度来看，《意见》向市场传递了明确的信息：中央将在哪些方面支持和期待民营企业发展。我们总结了与金融和资本市场相关的要点。支持符合条件的民营中小微企业在债券市场融资，鼓励符合条件的民营企业发行科技创新公司债券，推动民营企业债券融资专项支持计划扩大覆盖面、提升增信力度；支持符合条件的民营企业上市融资和再融资；支持民营企业创新产品迭代应用。推动不同所有制企业、大中小企业融通创新，开展共性技术联合攻关；支持民营企业加强基础性前沿性研究和成果转化；支持中小企业数字化转型，推动低成本、模块化智能制造设备和系统的推广应用；支持民营企业参与推进碳达峰碳中和，提供减碳技术和服 务，加大可再生能源发电和储能等领域投资力度，参与碳排放权、用能权交易；支持民营企业参与乡村振兴，推动新型农业经营主体和社会化服务组织发展现代种养业，高质量发展现代农产品加工业；支持民营企业参与全面加强基础设施建设，引导民营资本参与新型城镇化、交通水利等重大工程和补短板领域建设；支持平台企业在创造就业、拓展消费、国际竞争中 大显身手，推动平台经济规范健康持续发展；支持民营经济代表人士在国际经济活动和经济组织中发挥更大作用。

逆周期货币政策，延续现有财政刺激措施，为吸引投资提供有利的市场环境。从民营企业投资者的角度来看，经济波动不利于投资，持续的政府政策将提高投资的可预测性，有好的金融和资本市场环境有利筹集必要投资资金。中央政府也意识到了这些要素。中央经济会议指出要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展；

要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；要活跃资本市场，提振投资者信心。由此看来，下半年央行将采取更加宽松的态度推出逆周期措施平滑经济波动，目前一些行业和领域的财政支持措施将持续下去。

汇率变动是经济发展变化和资金流动方向变化的结果；股市走势变动也是商业及经济前景变化和资金流动方向变化的结果。应对汇率风险面，人民银行、国家外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5，于 2023 年 7 月 20 日实施。该措施允许境内企业或机构增加境外外币借款，即做空外币，减轻人民币贬值压力。2022 年 10 月，这一参数调升后，人民币在随后的 3 个月内升值近 8%，追踪 A 股大盘股的沪深 300 指数也上涨近 8%，香港恒生指数从去年 10 月至今年 1 月已飙升近 54%。

上图：股指 沪深 300 指数（左轴）vs 美元人民币汇率（右轴）(7/2022-7/2023)

下图：股指与美元人民币汇率 相关度分析

相关度分析显示人民币汇率趋升（趋跌）时，股指趋升（趋跌）



来源：彭博

欧美英日 7 月 PMI 显示外需疲软延续至第三季度 中国三季度需增强内需以支持经济缓解外部不利因素

我们的观点:

主要发达国家最新 7 月 PMI 显示，二季度制造业疲软的情况可能延续至三季度。这一现象将在第三季度继续抑制全球大宗商品需求和中国出口部门。在外需持续疲软的情况下，中国加强内需支持三季度经济的紧迫性很高。

美国、欧元区、英国、日本和澳大利亚 7 月制造业 PMI 初值分别为 49.0、42.7、45.0、49.4 和 49.6。他们的一季度和二季度制造业 PMI 平均值也低于 50。初步统计数据显示他们的制造业过去两个季度的疲软将会有很高的机会延续到第三季度，不利影响通过供应链向全球蔓延。基础材料、能源等大宗商品的需求将受到抑制。美国和欧盟是中国两个主要贸易伙伴。第三季度中国出口行业将受到不利影响，用于出口的工业生产将受到抑制。据国家统计局数据，6 月份工业出口交货值同比下降 9.5%，上半年同比下降 4.8%。为了应对潜在的不利外部性，中国需要扩大内需来支持工业生产和经济。

消费呈波浪形增长。从消费看，上半年社会消费品零售总额同比增长 8.2%。然而，零售额增速从今年前两个月的 3.5% 飙升至 4 月份的 18.4%，但 6 月份零售额同比增速放缓至 3.1%。零售增长形态正如经济会议所描述的波浪形，但波浪正在以曲折式前进。风险是波浪前进动力的不确定性，因此政府必须加大力度诱导消费前进动力。

如何促进消费是中央经济会议的重点之一。会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。要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。要制定出台促进民间投资的政策措施。要多措并举，稳住外贸外资基本盘。要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通。

多个政府高层部门在会议召开前联合出台消费刺激措施，体现了政府的效率和促进消费的紧迫性。过去 3 周，多项刺激消费措施相继出台，包括 7 月 12 日商务部等 13 部门印发《关于促进家居消费若干措施》的通知，7 月 20 日发改委等 7 个部门印发《关于促进电子产品消费的若干措施》的通知，7 月 20 日发改委等 13 个部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》的通知。多个政府高层部门频繁发布通知表明政府对促进消费的重视。而且，拉动消费的方向很明确——汽车、电子产品和家居消费。政府发出的明确信息将为金融和资本市场的投资决策提供指引。

住户购买力很强，但有效拉动消费，需要新需求、新市场。住户人民币存款总额从 2022 年底的 120.34 万亿元增至 2023 年 6 月末的 132.24 万亿元，增加 11.9 万亿元。2022 年住户存款总额超过名义 GDP 总额，去年名义 GDP 总额 121 万亿元。上述三项刺激消费措施通知都是为了识别新需求、新市场。这三个通知的共同点是——新需求、新供给是绿色智能产品，新市场是增加农村市场渗透。

会议指出通过增加居民收入扩大消费。上半年，全国居民人均可支配收入比上年同期名义增长 6.5%，扣除价格因素，实际增长 5.8%。分城乡看，城镇居民人均可支配收入名义增长 5.4%，实际增长 4.7%；农村居民人均可支配收入名义增长 7.8%，实际增长 7.2%。正面是农村居民收入增速快于城镇居民，负面是城镇居民实际收入增速低于实际 GDP 增速。上半年，农村零售额同比增长 8.4%，增速快于城市 0.2 个百分点。城镇居民实际收入增速较低，将削弱城镇市场的消费信心和动力。相反，农村居民收入增长较高，有利于增强农村市场消费能力。因此，政府需要帮助释放农村消费市场潜力，支持城市市场收入和消费增长。

中产阶级不断壮大，社会保障网络不断扩大，消费信心将恢复，购买力将随之释放。会议强调，要加大民生保障力度，把稳就业提高到战略高度通盘考虑，兜牢兜实基层“三保”底线，扩大中等收入群体；要加强耕地保护和质量提升，巩固拓展脱贫攻坚成果，全面推进乡村振兴；要坚决防范重特大安全事故发生，保障迎峰度夏能源电力供应。

房地产市场和地方政府债务风险，中央经济会议暗示一揽子解决方案正在酝酿之中或即将出台。主要风险应对方面，会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。尽管会议没有提供细节，但传递出的信息很明确，即多种解决方案已准备就绪。

旧经济带出现有问题，用发展高质量新经济来解决。我们认为房地产市场和地方政府债务存在的一些风险是旧经济发展模式需要付出的代价。解决这些问题并不意味着经济重新陷入旧经济发展模式。中央经济会议指出，要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业；要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展；要推动平台企业规范健康持续发展。会议强调，要持续深化改革开放，坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境；要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题；要建立健全与企业的常态化沟通交流机制，鼓励企业敢闯、敢投、敢担风险，积极创造市场；要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，推动改革开放先行先试。要精心办好第三届“一带一路”国际合作高峰论坛。

国家发展改革委等 7 个部门印发《关于促进电子产品消费的若干措施》的通知

我们的观点:

上半年，家用电器和音像器材类产品和通讯器材类产品零售额同比分别增长 1.0%和 4.1%。其增速低于同期全社会商品零售 6.8%的增速。电子产品消费疲软不仅对生产商产生不利影响，而且由于消费者越来越多地在网上购买电子产品，因此电商平台运营商也受到影响。促进电子产品消费，面临的挑战是创造新需求、寻找新市场。《关于促进电子产品消费的若干措施》(《措施》)主要是解决这两个问题。《措施》共 12 项，包括加快推动电子产品升级换代、打造电子产品消费新场景、着力消除电子产品使用障碍、持续推动家电下乡、完善电子产品销售配送体系、开展绿色智能电子产品展销活动、规范电子产品回收制度、推动集中回收和远程回收、合理保障电子产品回收临时场地需求、切实加强隐私保护、完善质量标准体系和营造绿色消费氛围。这些措施突出了创新产品带动更新换代需求的主题，鼓励深入农村市场。

国家发展改革委等 13 个部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》的通知

我们的观点:

《关于促进汽车消费的若干措施》(《措施》)共十项，包括优化汽车限购管理政策、支持老旧汽车更新消费、加快培育二手车市场、加强新能源汽车配套设施建设、着力提升农村电网承载能力、降低新能源汽车购置使用成本、推动公共领域增加新能源汽车采购数量、加强汽车消费金融服务、鼓励汽车企业开发经济实用车型和持续缓解停车难停车乱问题。

汽车行业的市场投资情绪十分乐观。今年上半年，汽车制造业固定资产投资同比增长 20.0%，高于同期全国固定资产投资增速 16.2 个百分点。汽车制造工业产能利用率提高增强了生产商投资积极性。二季度和上半年，汽车行业产能利用率分别为 73.3%和 72.7%，比去年同期分别提高 4.2 和 2.0 个百分点。上半年汽车产量 1,310.3 万辆，同比增长 6.1%，其中新能源汽车产量 361.1 万辆，同比增长 35.0%。这意味着非新能源汽车产量下降约 2%，至 949.2 万辆。从统计数据来看，汽车制造业代表了供给侧的情况。由于今年上半年汽车制造商大幅增加固定资产投资，预计未来 12 个月行业产能将有所增加。供给将继续增加，当前和不久的将来挑战在需求端。因此，政府需要出台刺激汽车需求的措施。上半年，汽车零售额 22409 亿元，增长 6.8%。《措施》重点关注新能源汽车和农村市场。所以，《措施》要求优化丰富高性价比的车型供给。

商务部等 13 部门发布《关于促进家居消费若干措施的通知》

我们的观点:

住宅产市场从增量市场转为存量市场的变化意味着什么？在增量市场中，新房交付将带来对家具及装潢材料、家用电器、厨房用品、家纺用品及浴卫用品等的新需求。当增量市场减速时，对这些产品的新需求将受到抑制。这些产品的零售和工业生产将受到相应拖累。因此，不利影响将通过供应链传导至上游制造和基础材料行业。为了克服或缓解这些不利影响，应对方法之一是在存量市场中创造新的需求。

存量市场中创造新的需求。我们认为这也是商务部等 13 部门发布《关于促进家居消费若干措施的通知》（“《通知》”）的初衷。通知指出家居消费涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，是居民消费的重要组成部分，是人民对美好生活需要的直接体现。如何在存量市场中创造新的需求？《通知》提供答案，这是对现有住宅进行改造，将现有家居产品更换为绿色产品和智能家居产品。

《通知》要求金融机构为业主实施装修和绿色产品升级提供信贷支持。通知鼓励金融机构在依法合规、风险可控前提下，加强对家居消费的信贷支持，合理确定贷款利率和还款期限，优化审批流程，完善金融服务，推广线上即时办理。鼓励金融机构加强与家居生产企业、家居卖场、家装企业等合作，为经营商户和供应链上下游企业提供融资支持。支持符合条件的家居卖场等商业网点项目发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)。继续支持城镇老旧小区居民提取住房公积金用于加装电梯等自住住房改造，政策支持范围扩大到本人及配偶双方父母自住住房加装电梯等改造。

《通知》确定两种促进销售的策略—开展促消费活动和促进农村家居消费。《通知》鼓励有条件的地区出台针对性政策措施，引导企业提高家居消费供给质量和水平，提供更多高品质、个性化、定制化家居产品，加大优惠力度，支持居民更换或新购绿色智能家居产品、开展旧房装修。《通知》指出持续推进县域商业体系建设，引导家居企业、电商平台等下沉农村市场，优化县域流通网络和渠道，加大适销对路家居产品供应，提升售后服务水平。健全县乡村三级物流配送体系，发展集约化配送。深入开展绿色建材下乡活动，进一步扩大试点地区范围，有条件的地区应对绿色建材消费予以适当补贴或贷款贴息。鼓励有条件的地区开展家电家具家装下乡，因地制宜支持农村居民购买绿色智能家居产品、开展家庭装修。

楼龄超过 5-10 年存量住宅虽然已老化，但房产却可能已大幅升值。金融机构应该愿意为这些房产的业主提供信贷以支持翻新和升级他们的现有房屋。据国家统计局，2005 年至 2017 年，新建住宅竣工面积总计 83.08 亿平方米，年均新建住宅竣工面积为 6.39 亿平方米。从 2018 年到 2022 年，新建住宅竣工面积总计 33.55 亿平方米，年均新建住宅竣工面积为 6.71 亿平方米。今年上半年，新建住宅竣工面积总计 2.46 亿平方米，同比增长 18.5%。统计数据表明有两个重要指标，一是住宅存量市场规模大大高于增量市场规模。如果政府的政策能够从现有存量市场创造新的需求，那么消费潜力是巨大的。其次，鉴于有限的历史统计数字，考虑 2005 年至今竣工的住宅，目前存量市场有超过 83 亿平方米住宅的楼龄超过 5 年，有近 45 亿平方米住宅的楼龄超过 10 年。老旧物业的业主或住户对房屋装修或生活升级有着强烈的需求。

权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 9%)
持有	负市场回报 (约-9%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 9%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-9%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2006 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2006-22 年间平均增长率为 8.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2023 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司
电话:(852)2147 8863