

新形势下我国宏观 经济政策解读

2023年8月26日

齐盛宏观交流会



温凯迪



投资咨询证号: Z0015210

目录

1 宏观经济解读

2 相关政策解读



Part one

宏观经济解读

宏观经济解读

初期产业



农业

少有现代工业



初级产品为主的工业

食品、烟草、采掘、建材等

劳动密集型产业

中期产业



工业化中期，重化工业

电力、石化、冶炼、重型机械、汽车



工业化后期，新兴服务业

金融、信息、广告、咨询服务

资本密集型产业

后期产业



后工业化

高档耐用消费品



现代化

个性消费

技术密集→知识密集



宏观经济解读

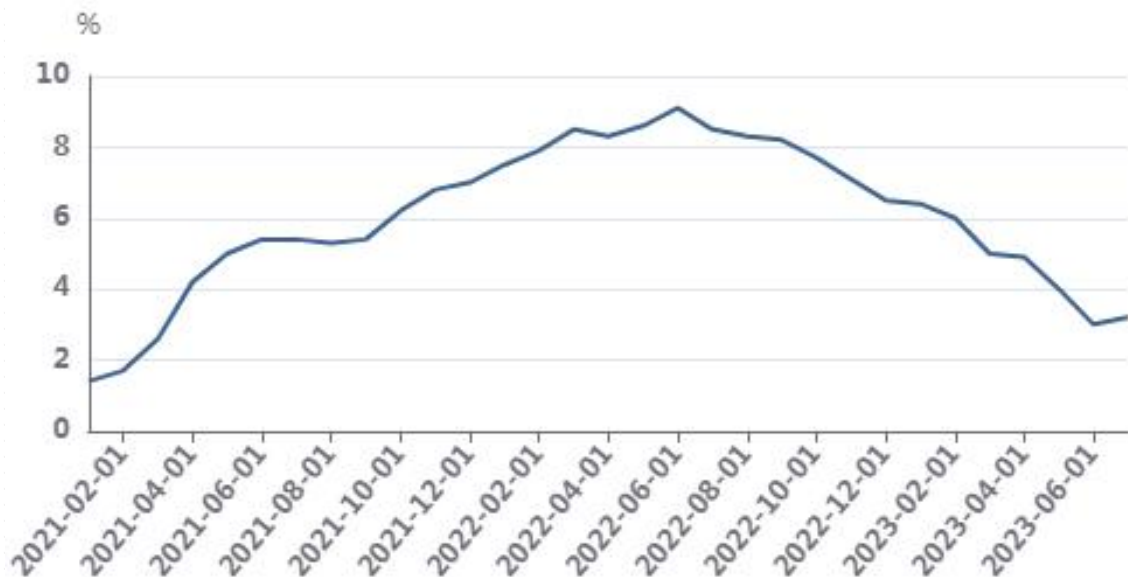
多维梯度式发展

- **科技创新**：信息技术、互联网、新能源在内的部分前沿领域，中国已经走到了世界领先
- **产业竞争**：制造业已经具备很强的国际竞争优势，进入一个从国内龙头走向国际龙头的阶段
- **结构转型**：路径符合经济发展一般规律和发达国家的历史经验，经济总量增速波动降低、消费和内需对GDP的贡献越来越大、消费中服务性消费占比不断提高
- **结构上经济动力引擎从投资向消费转移（消费已经占比过半），但城市发展总体尚在超大、特大城市向城市群、都市圈演化阶段。**
- **地产、基建的增量市场以超大、特大城市及周边为主。**



宏观经济解读-海外

● 美国CPI当月同比



● 10年美债收益率(左) ● 美国Markit制造业PMI(右1)
● PMI(右1)



7月可能是美联储最后一次加息。

美债收益率在去年10月首次触顶，近期受新发1.2万亿美债、通胀反复、经济韧性等短逻辑影响再破前高，长逻辑紧缩尾声、居民超额储蓄下降影响下后期美债收益率应整体下降。

经验上美债收益率领先全球制造业一年，今年四季度制造业或企稳，但回升空间有限。



宏观经济解读-海外



美加息尾声、经济预期放缓，美元指数或走弱。国内有复苏预期，但初期动力不强。

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，以往多对应贬值尾声。

未来人民币汇率或企稳，甚至升值。

宏观经济解读-前言

宏观经济三级目录

投资 (28.9%)

房地产

基建

制造业

消费 (58.6%)

细分项目非常多，如汽车、餐饮、石油消费，
一般是对权重高的前述项做主要分析

净出口 (12.6%)

主要贸易伙伴需求分
析

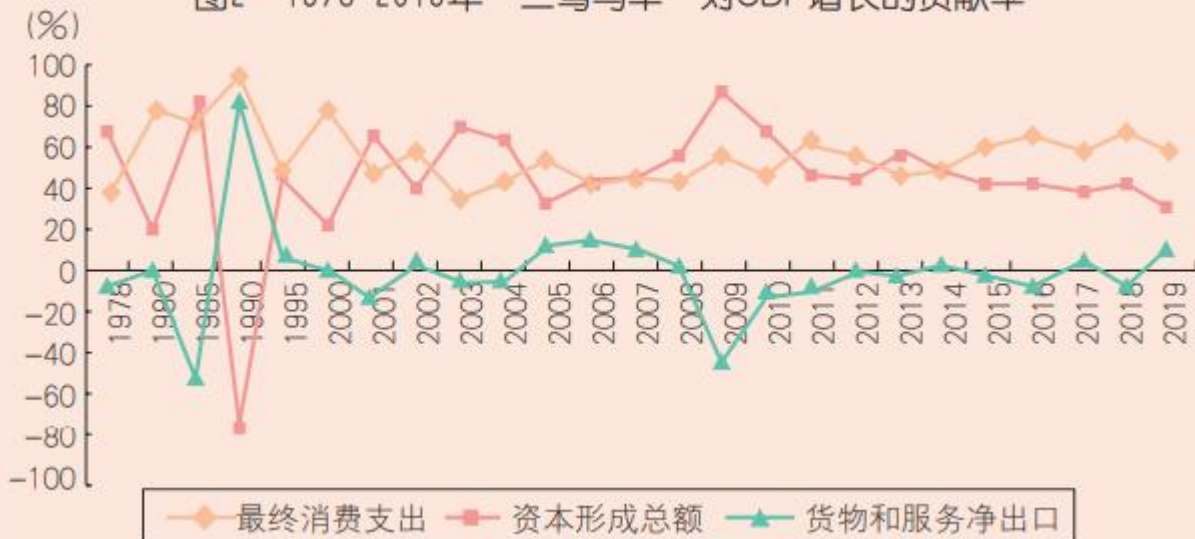
注：权重为历史数据估算，每年都会浮动



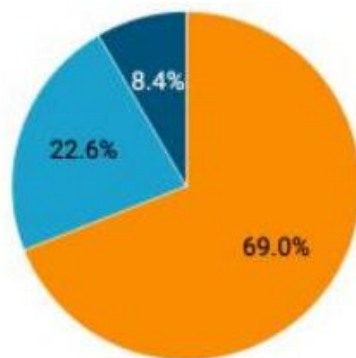
齐盛期货
QISHENG FUTURES

宏观经济解读-前言

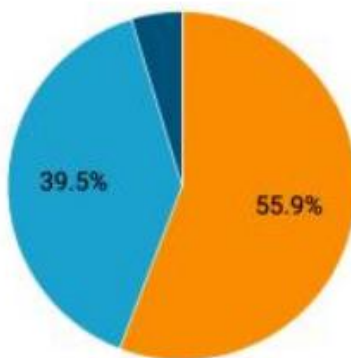
图2 1978-2019年“三驾马车”对GDP增长的贡献率



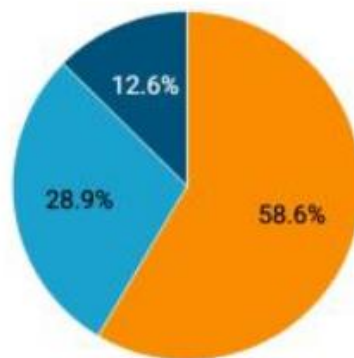
最终消费支出对国内生产总值增长贡献率(%) 资本形成总额对国内生产总值增长贡献率(%) 货物和服务净出口对国内生产总值增长贡献率(%)



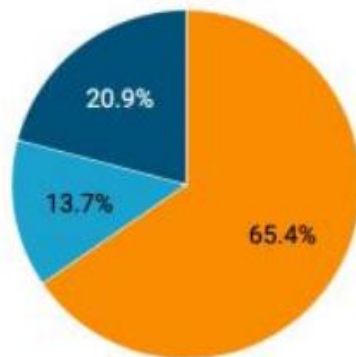
2015年



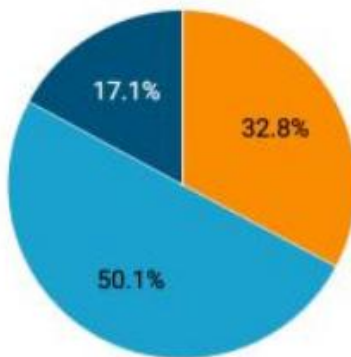
2017年



2019年



2021年



2022年

- 房地产链条长、涉及面广，是国民经济支柱产业。消费占比高，但很多分项关联度小。
- 出口关系到制造业投资，实际影响比“净出口”显示的要大。
- 消费占据主导，但还有很大提升空间。（世界银行的统计报告，发达国家的最终消费支出占GDP的比例一般在80%左右，发展中国家一般在70%以上。）

宏观经济解读



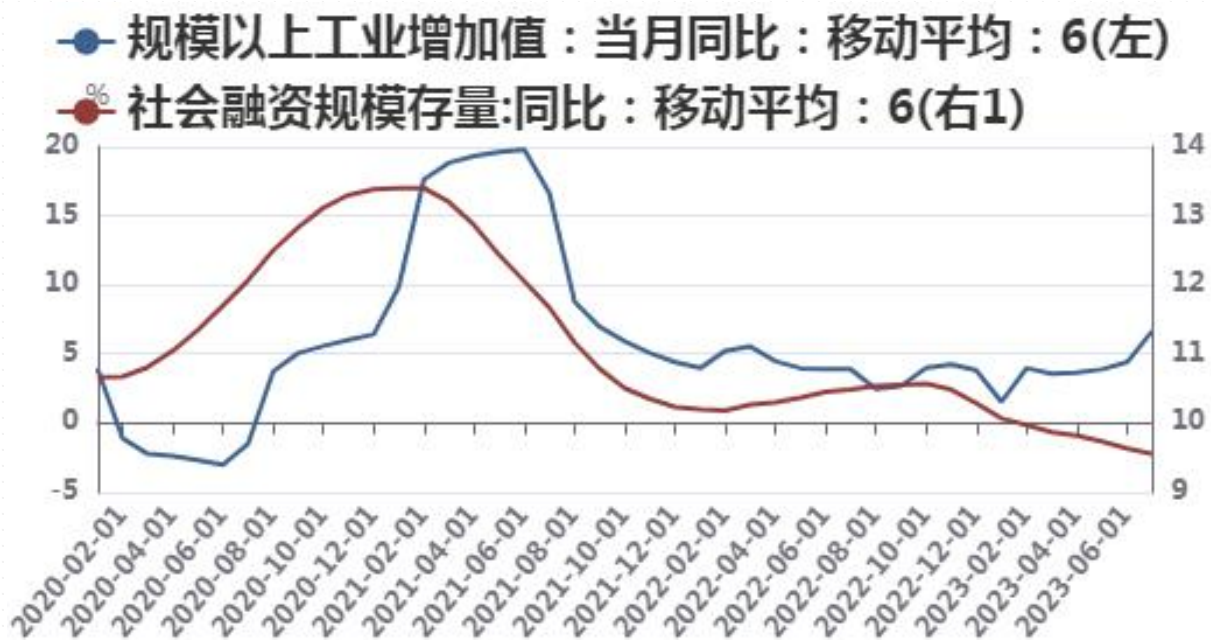
政府工作报告，“国内生产总值增长5%左右”。

二季度两年复合增速3.3%，下半年两年复合增速需达到4.0%可完成全年目标。

没有特别事件冲击目标都会完成。抛开过程，只看结果，三四季度经济肯定要比二季度好，二季度就是二轮复苏的起点。



宏观经济解读



金融底领先经济底，社融一般领先GDP两个季度左右。

背后的逻辑是融资增加会传导至投资，从而拉动经济回升。

具体而言，前几轮稳增长基本都是首先依靠基建+地产投资拉动，而制造业投资则相对滞后很难起到逆周期调节作用。

经济的全面回升则要等到出口、消费等终端需求的恢复。

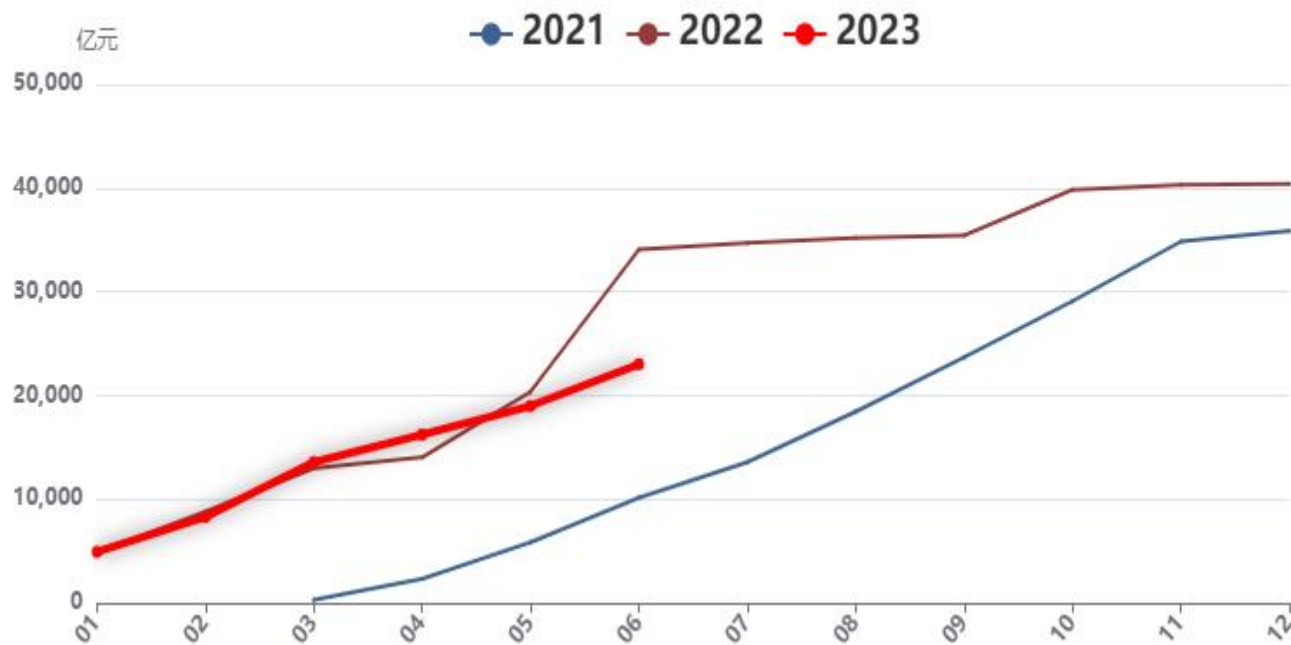
稳增长——稳投资——稳地产、基建



宏观经济解读



地方政府专项债-新增专项债券累计值



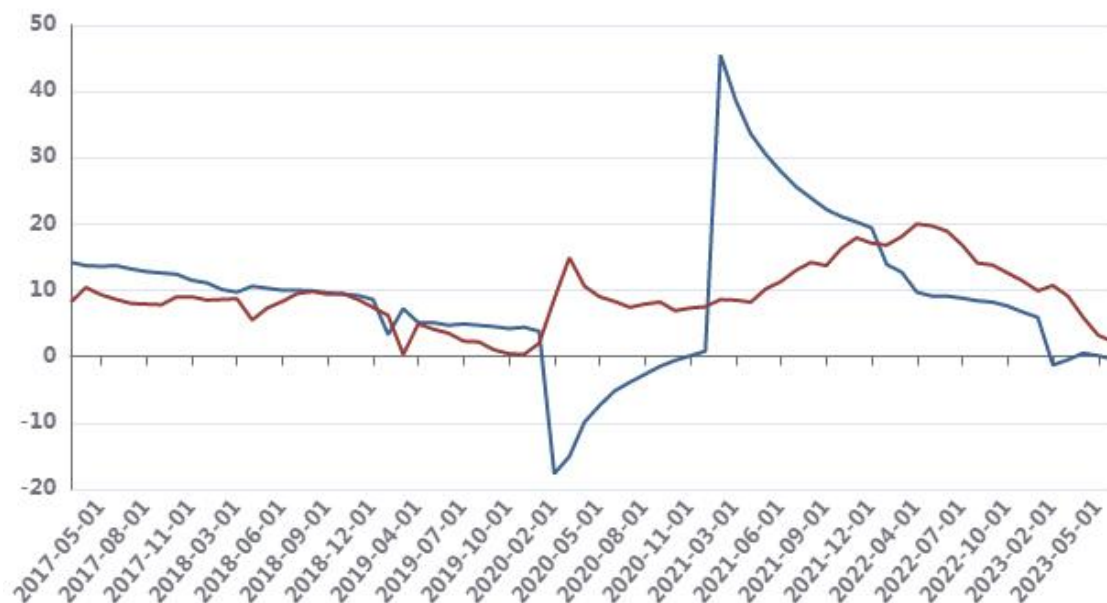
社融增速虽近期下滑，但年初的高增量正逐渐在投资、地产端反映，即使没有政策，地产端下半年本身也有复苏动力（虽然力度不大）。

上半年专项债发行速度较以往缓慢，占全年预算安排新增专项债限额的57.15%，而上年同期的发行进度为81.75%。下半年本身也会有加速。



宏观经济解读

● 工业企业:营业收入:累计同比 ● 工业企业:产成品存货:累计同比



● 工业企业:利润总额:累计同比



库存周期的四阶段：主动补库存→被动补库存→主动去库存→被动去库存。

当前阶段企业营收下降，库存下降但降速放缓，还处于主动去库阶段，应该很快进入被动去库环节（部分行业已经在此环节），按照以往时间经验，被动去库、库存底可能就在三、四季度。



宏观经济解读



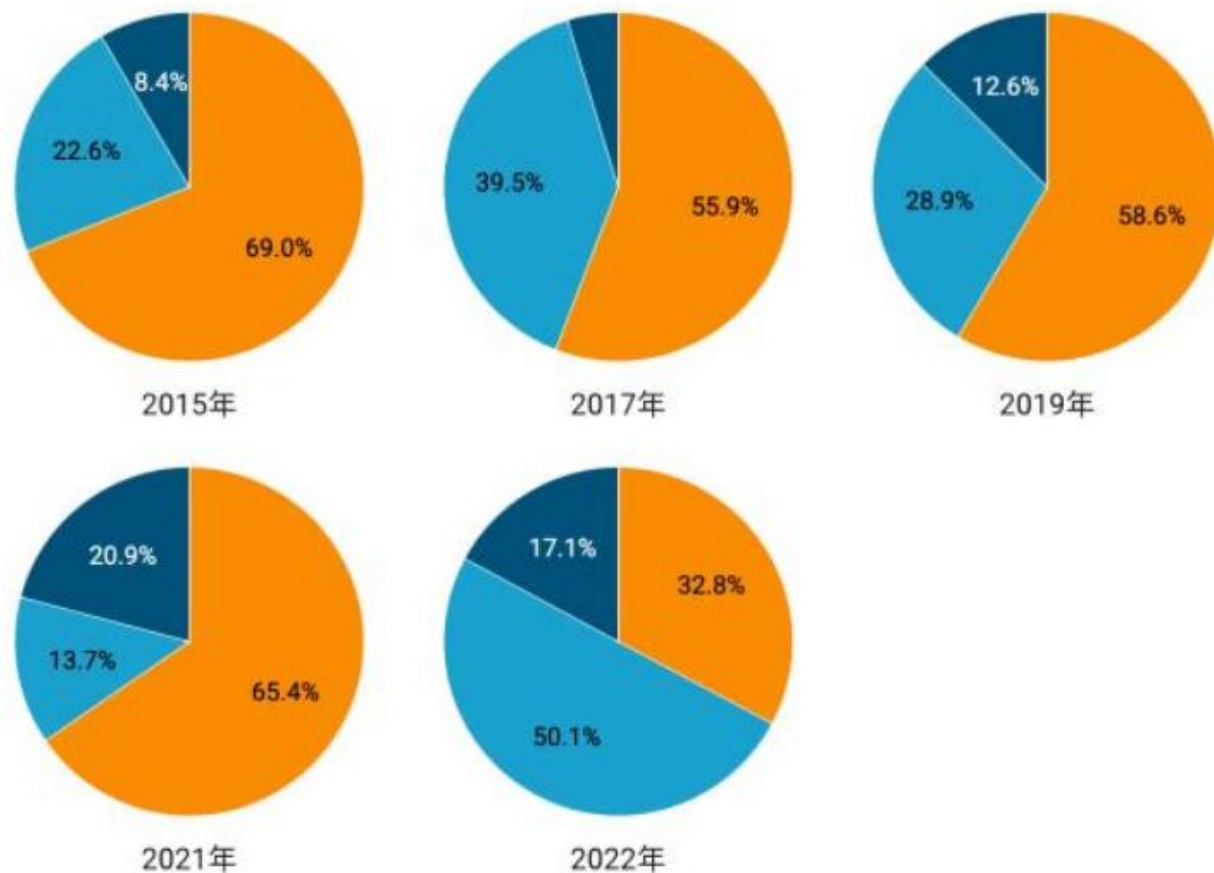
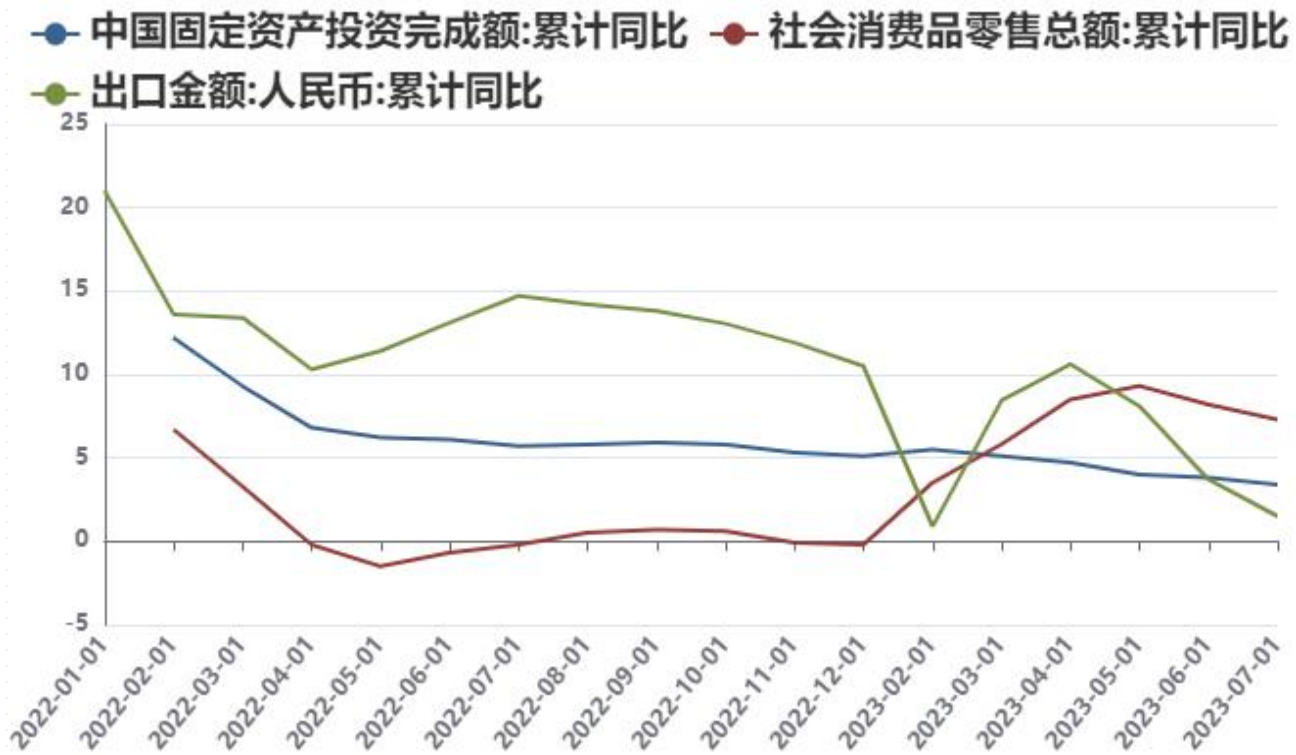
PPI一般领先存货3-5个月，商品指数领先PPI 1-2个月。

去年下半年PPI低基数，商品指数已经上涨，6月应该就是PPI底。

9月后或见库存底。

最终消费支出对国内生产总值增长贡献率(%) 资本形成总额对国内生产总值增长贡献率(%)
货物和服务净出口对国内生产总值增长贡献率(%)

宏观经济解读



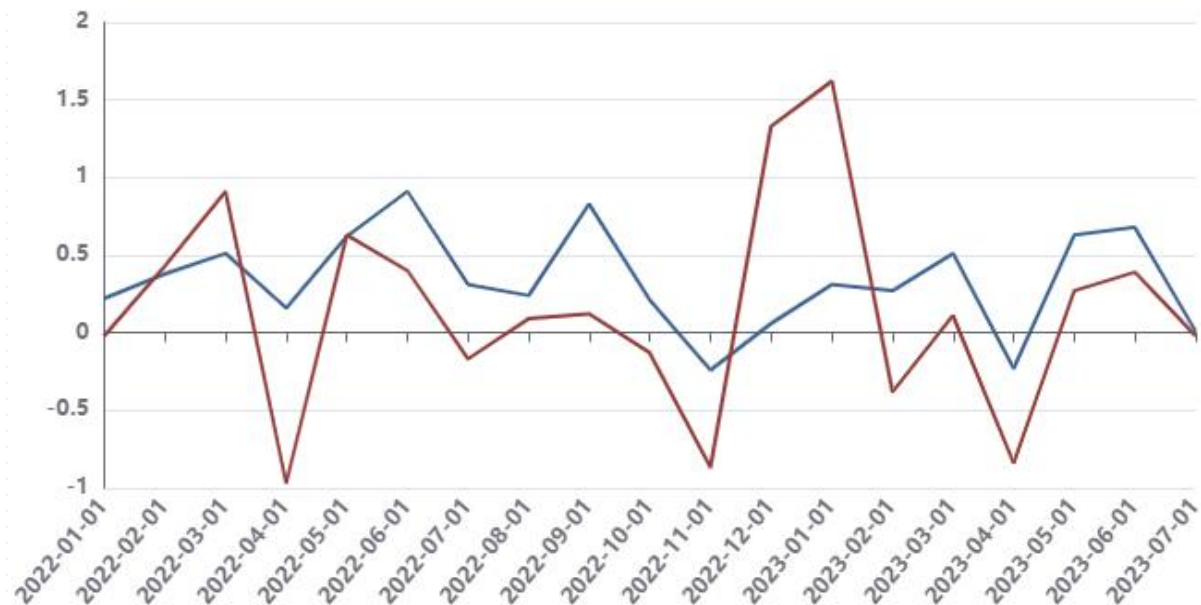
至7月份，消费最为强劲，主要是疫后自然恢复、去年二季度基数低。

投资受地产拖累较大，基建、制造业整体尚可。

出口排除基数影响后，受外围衰退影响，出口压力较大。

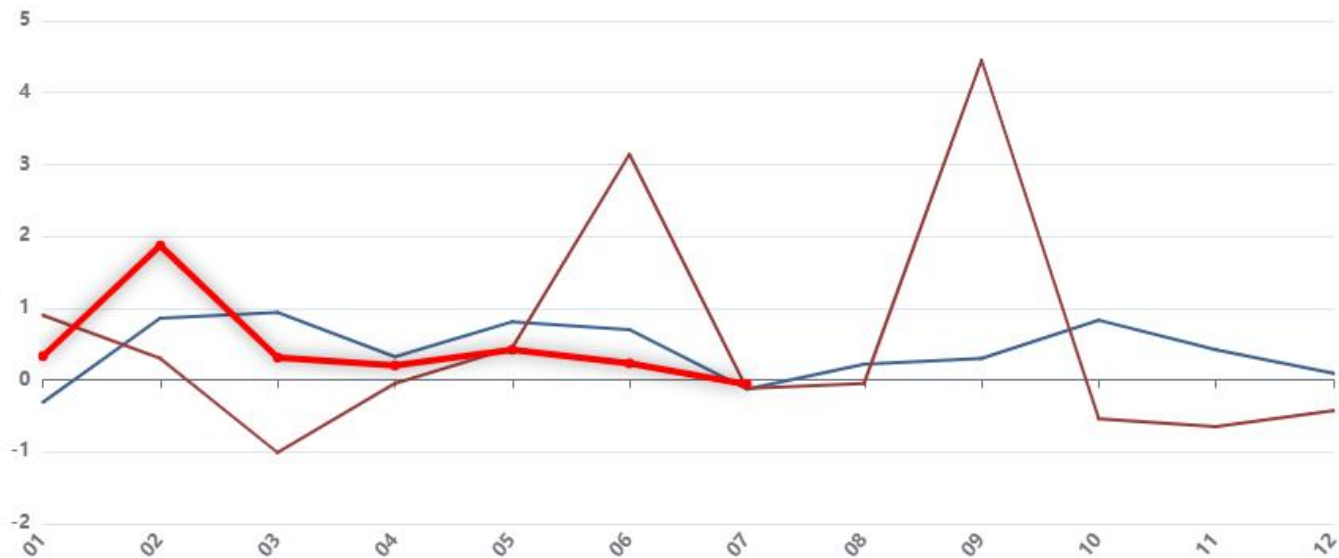
宏观经济解读

● 规模以上工业增加值:季调:环比 ● 固定资产投资完成额:环比



社会消费品零售总额:环比

● 2021 ● 2022 ● 2023



6月单月，工业增加值、固定资产投资环比上升；7月单月季节性转弱。

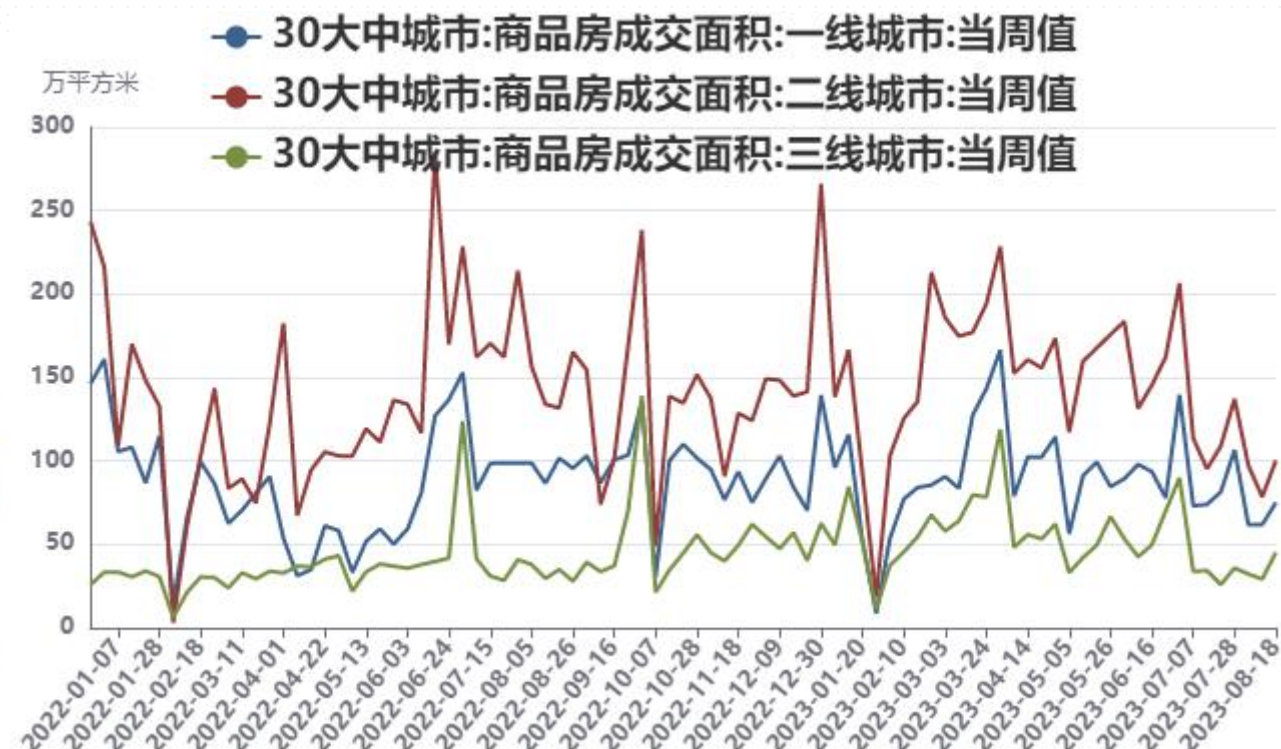
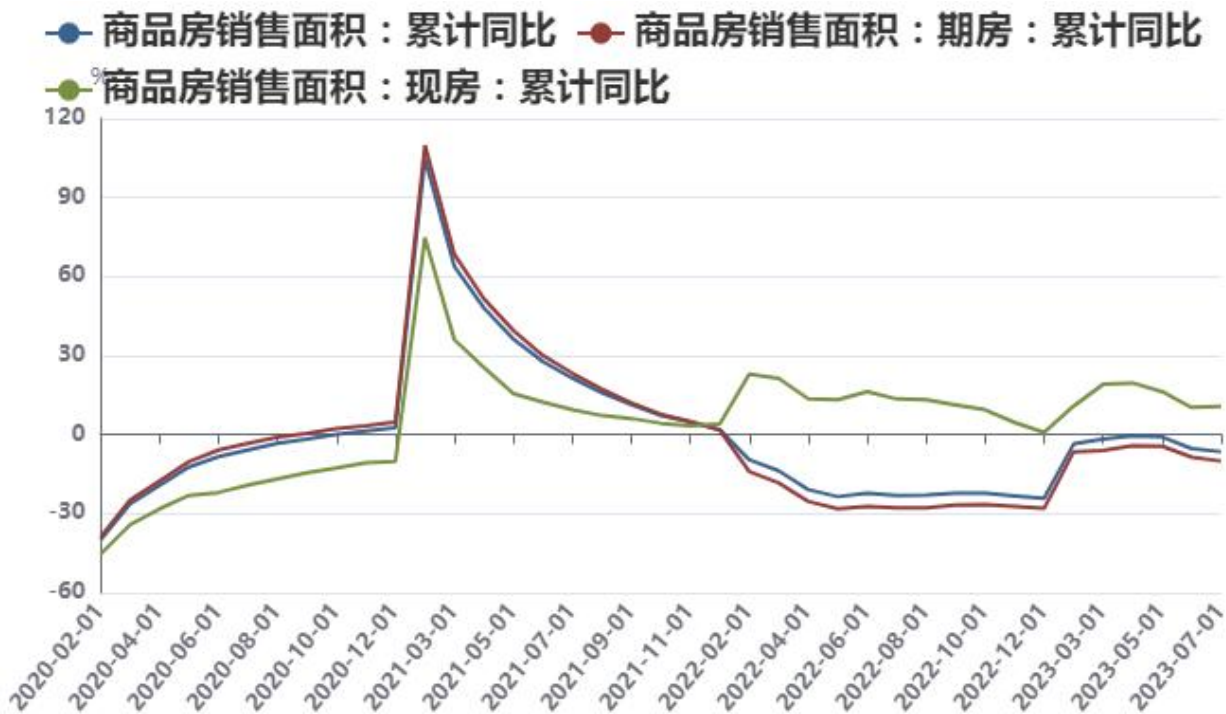
6月，消费虽季节性回落，不过排除基数扰动的两年平均增速出现增长；7月转弱。

整体看，6月份已经出现边际好转的迹象，7月份有季节性因素影响但整体仍偏弱。

齐

齐盛期货
QISHENG FUTURES

宏观经济解读

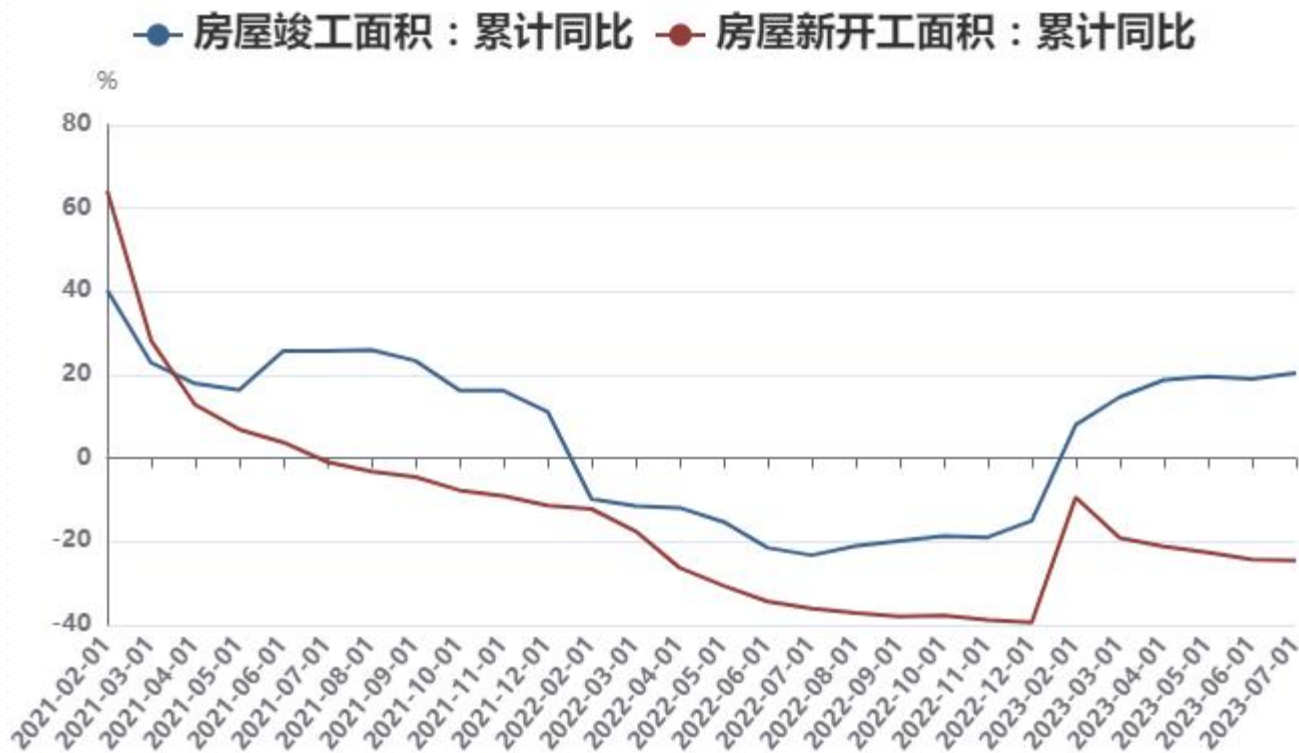
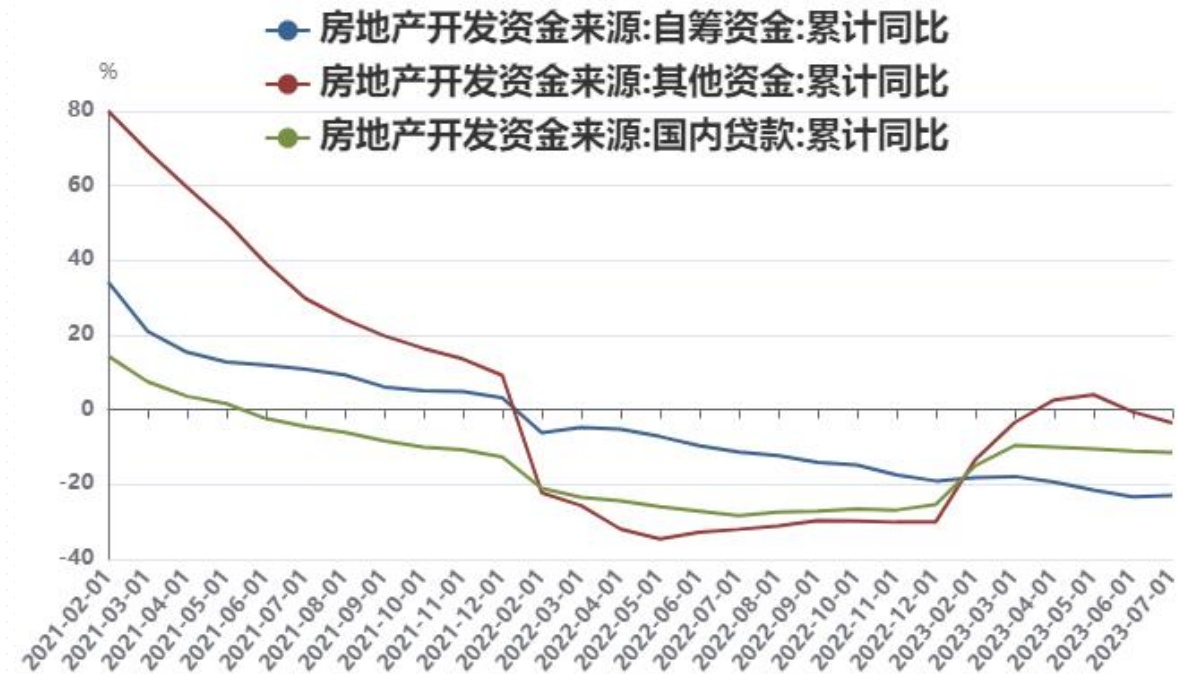


7月份地产销售再度转弱，8月至今的高频数据暗示销售端并无明显好转。

结构上，现房销售持续好于期房，一线销售好于二三线，暗示居民信心、需求不足。

地产销售的改善仍需时间。

宏观经济解读



至7月份数据，

房地产开发资金来源面临压力，尤其是自筹方面的压力。资金承压的背景下，保交楼压力下向竣工端倾斜，新开工持续低迷，终究会向施工、竣工端传导。

市场面临着一定压力，政策的传导需要一定时间。

宏观经济解读

中央政治局会议要闻速览

	20230724	20230428
房地产	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。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。

个人理解：

政策定向于城中村改造，尤其是超大、特大城市城中村改造，在供给端有充分的掌控力，更强调增量。近期动态，“能拆尽拆”、“货币化安置”？

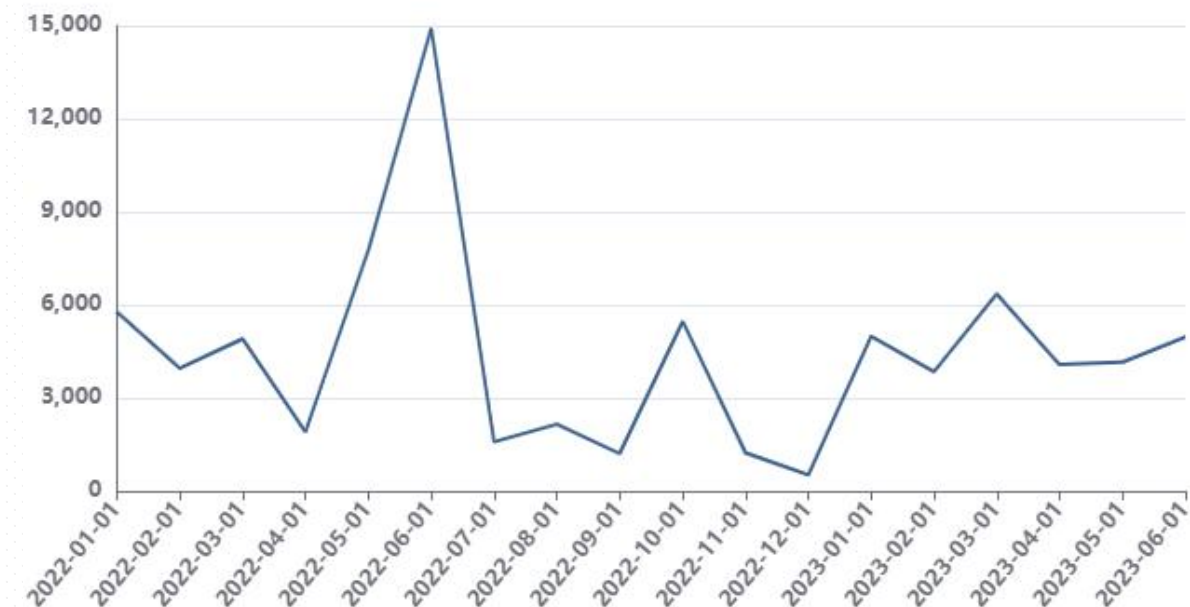
至于存量，应该对应着“盘活改造各类闲置房产”。



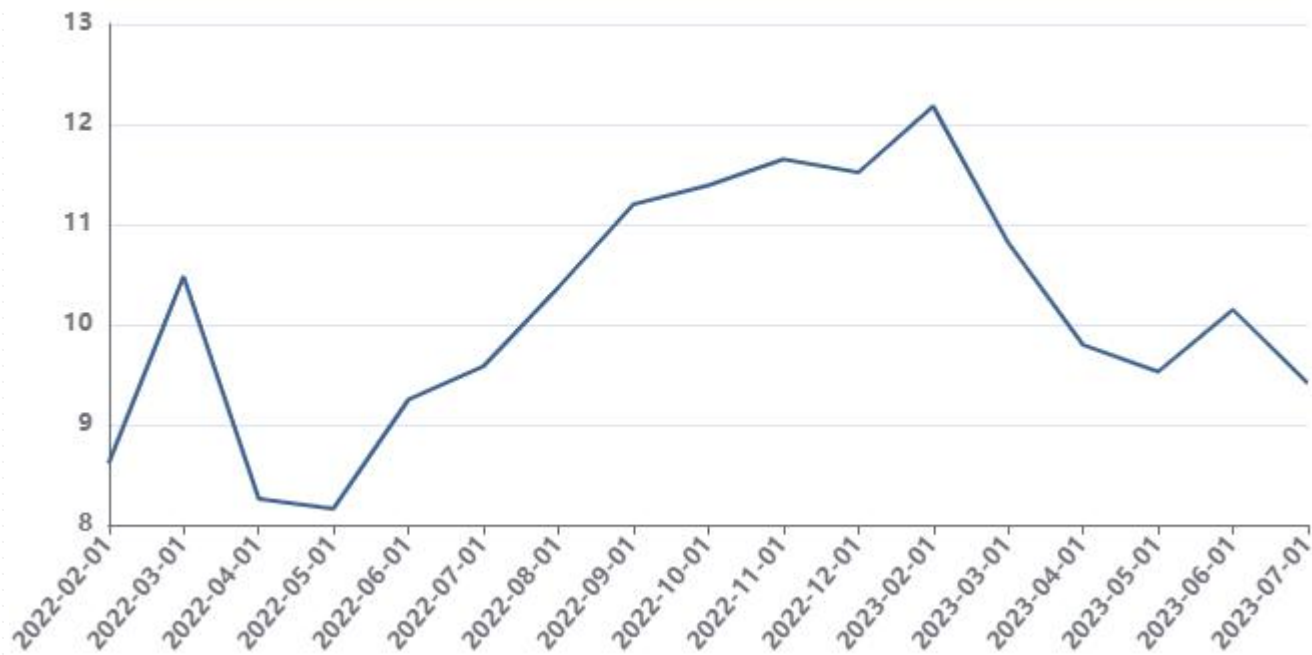
齐盛期货
QISHENG FUTURES

宏观经济解读

● 地方政府债券发行额:专项债券:当月值



● 固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比

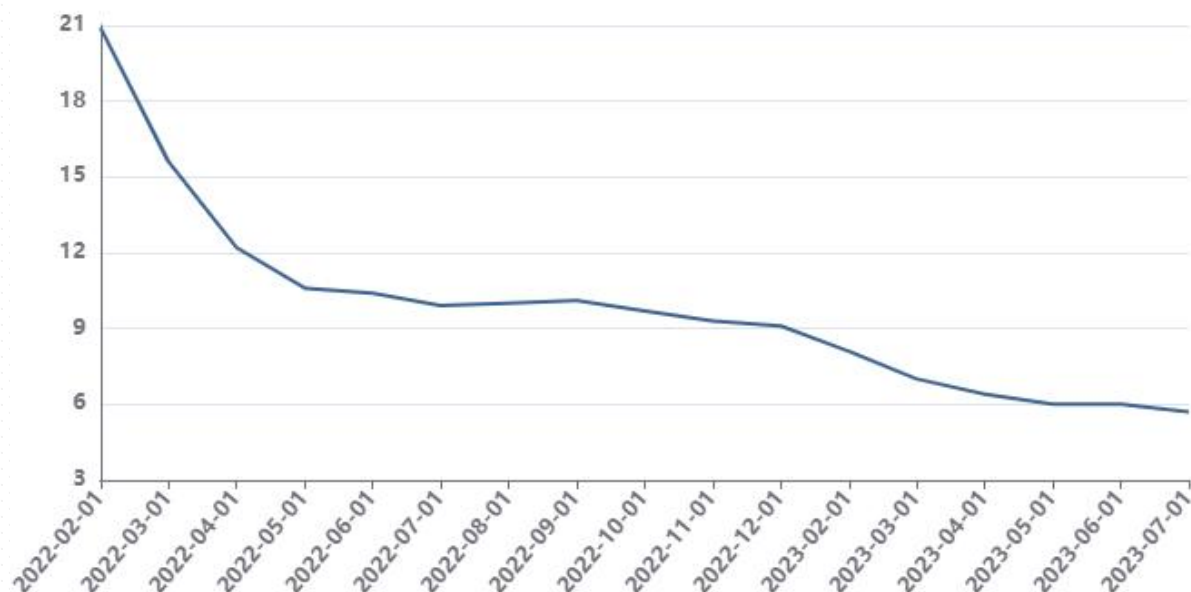


1~6月，新增专项债券累计发行23008亿元，剔除1288亿元中小银行资本金专项债后，今年上半年用于项目建设的新增专项债发行规模达21720亿元，占全年预算安排新增专项债限额的57.15%，而上年同期的发行进度为81.75%。

下半年基建有同比加速预期。

宏观经济解读

● 固定资产投资完成额:制造业:累计同比



制造业

5.7

其中: 农副食品加工业

7.0

食品制造业

2.0

纺织业

-2.3

化学原料和化学制品制造业

13.7

医药制造业

0.6

有色金属冶炼和压延加工业

10.2

金属制品业

-1.1

通用设备制造业

4.6

专用设备制造业

6.4

汽车制造业

19.2

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业

-0.6

电气机械和器材制造业

39.1

计算机、通信和其他电子设备制造业

9.8

细分行业上的亮点: 航空航天器及设备制造业、新能源汽车及电池、信息技术、工业控制及计算机系统、多晶硅。

工业高端化、智能化和绿色化。

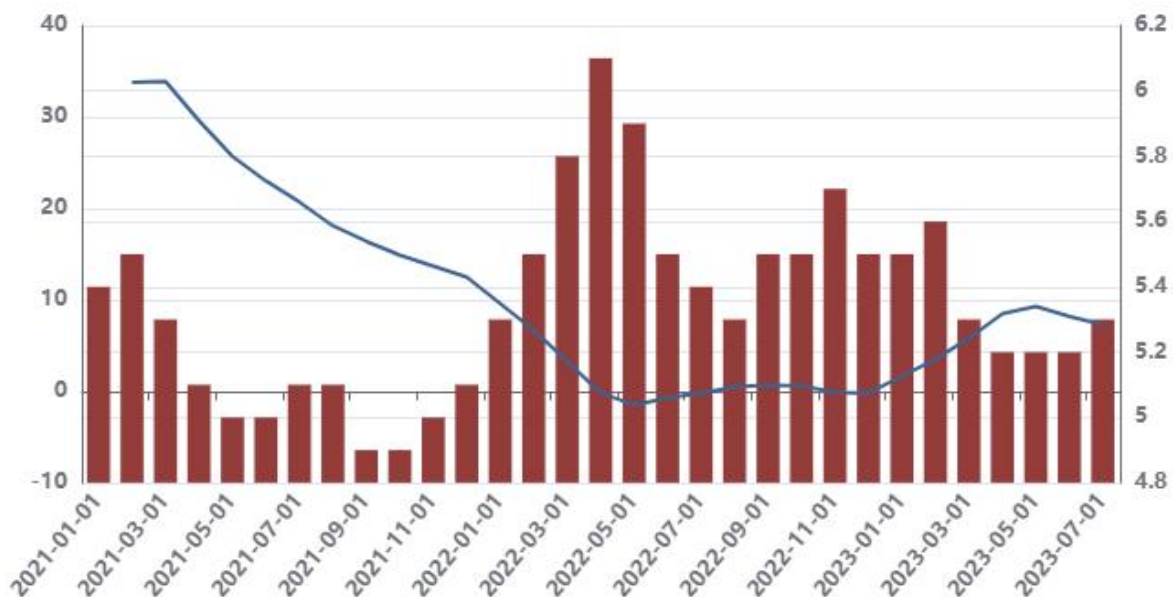
增速保持高位, 结构持续优化。



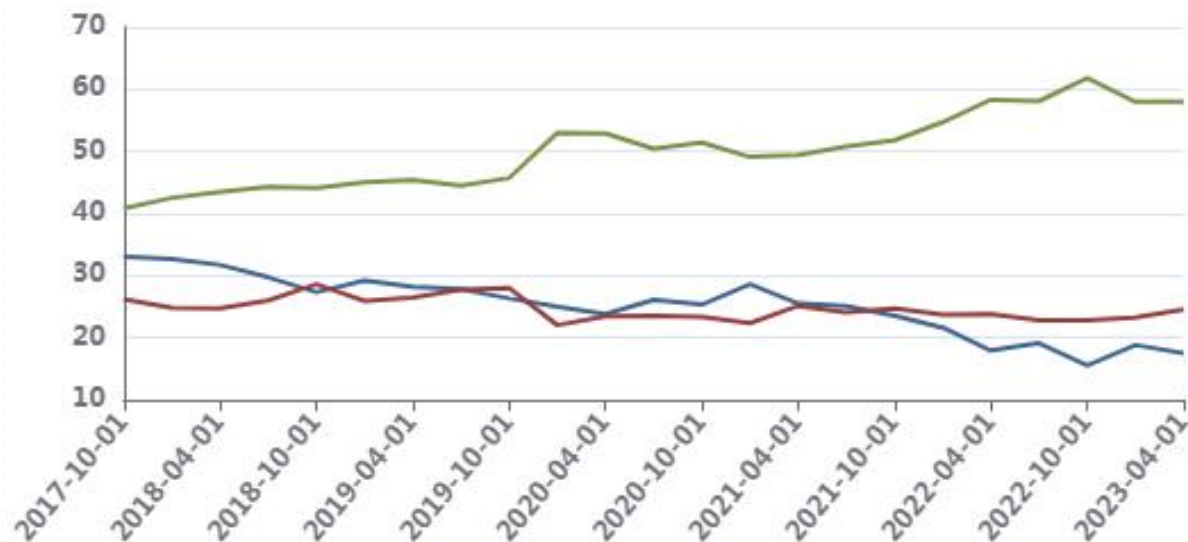
齐盛期货
QISHENG FUTURES

宏观经济解读

● 社会消费品零售总额:累计同比(左) ■ 城镇调查失业率(右1)



● 更多投资占比 ● 更多消费占比 ● 更多储蓄占比



消费目前总体在低位，近年储蓄率大幅提升，投资率大幅度下降，居民收入增速放缓、信心不足。

直接将储蓄转化为消费有一定难度，储蓄转化为投资相对更容易一些。

“活跃资本市场，提振投资者信心”，增加财产性收入，也是刺激消费的途径。

宏观经济解读

在7.24政治局会议之前，海外政策背景缓和，库存周期靠近底部，月度数据环比好转，市场本身已经有初步见底的迹象。

会议后，政策利好接踵而至，复苏预期得以强化，不过政策的传导需要一定时间，在三季度可能呈现出缓慢复苏的迹象，四季度大概率有所加快。





Part two

相关政策解读

政策解读

- 政治局会议（定调全年；季度）；
- 中央经济工作会议（定调全年）；
- 货币政策执行报告（最新报告对比上期寻求边际变化）；
- 高层领导讲话（主基调一般不会变，或关系政策落地节奏）。
- 经济形势专家座谈会（多在政治局会议当月召开，专家的观点可能形成建议）

政策解读

中央政治局会议要闻速览

	20230724	20230428
经济形势判断	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。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。	当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。
后续工作基调	要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。



政策解读

中央政治局会议要闻速览

	20230724	20230428
政策定调	要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。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。	恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。
民营经济	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。	要坚持“两个毫不动摇”，破除影响各类所有制企业公平竞争、共同发展的法律法规障碍和隐性壁垒，持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气。各类企业都要依法合规经营。要下决心从根本上解决企业账款拖欠问题。要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。



政策解读

中央政治局会议要闻速览

	20230724	20230428
房地产	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。	要坚持 房子是用来住的、不是用来炒的 定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在 超大特大城市 积极稳步推进 城中村改造 和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
防范风险	要切实防范化解重点领域风险。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。	要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。要继续抓好新冠疫情防控工作。



政策解读

中央政治局会议要闻速览

	20230724	20230428
民生	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。	要切实保障和改善民生，强化就业优先导向，扩大高校毕业生就业渠道，稳定农民工等重点群体就业。要以“时时放心不下”的责任感，持续抓好安全生产。要做好迎峰度夏电力供应保障。要巩固拓展脱贫攻坚成果，抓好粮食生产和重要农产品供应保障，全面推进乡村振兴。要加强生态环境系统治理。各级领导干部要带头大兴调查研究，奔着问题去，切实帮助企业和基层解决困难。
党员干部	要以学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育为契机，教育引导广大党员干部牢固树立正确政绩观，更好激发干事创业的积极性，让勇于担当作为、善于攻坚克难的优秀干部脱颖而出、多作贡献，以新气象新作为推动高质量发展取得新成效。	



政策解读

政策预期对比（注：2023年部分目前预期为主）

	2008年	2023年
资金来源	中央投资 29.5% ， 其它投资（地方为主） 70.5% 。	中央为主。
重点投向	重大基础设施建设和城市电网改造约 1.5万亿 灾后恢复重建 1万亿 基建为主。	超大城市、特大城市、城市群、都市圈。
创新方向	移动互联网 智能手机，字节跳动、美团等平台型经济	数字经济服务？ 数据确权、服务机器人，人工智能、低轨卫星？



免责声明

本报告内容形成采用的基础数据信息均来源于公开资料，我公司对这类信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和报告中得出结论及给出的建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关，本公司不承担投资者作出此类投资决策而产生任何风险，亦不对投资者作出此类投资决策做任何形式的担保。本报告版权为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告全部或部分內容翻版、复制发布，如引用、刊发，须注明出处为山东齐盛期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的侵权行为与我公司无关，我公司对侵权行为给公司造成的名誉、经济损失保留追诉权利。



齐策微信平台

利他即自利

格局定未来



THANKS

利 他 即 自 利 · 格 局 定 未 来