

宏观季度报告

2023年4月25日

## 始于足下

——2023年二季度宏观经济展望

### 核心内容：

**一、去年中国经济增长主要依靠投资与出口。今年主要依靠消费与服务修复。此次调高 2023 年 GDP 增速预测至 6.1%（去年 12 月 10 日预测为 5.8%）；调高社会消费品零售额增速至 9.8%（此前预测 7.5%），但调低全年 CPI 至 1.2%。预测 5 月 PPI 在 -3.0% 见底，年底恢复至 0.1%（此前预测年底 +2.0%）。**

**1. “货币价格三角”与政策平衡：（1）汇率：**随着中国经济的持续修复，人民币在二季度走强的概率更大，预计 4 至 5 月仍然在 6.8 左右运行，6 月可能趋向 6.7。

**（2）通胀：**全年低位运行，二季度 CPI 预计 0.5% 左右，全年 0.8% 左右。PPI 受基数影响更深，二季度可能低于 -3.0%，5 月形成全年低点，下半年缓慢上行。低通胀为货币政策打开空间。**（3）利率：**预计政策利率上半年继续平稳，但三季度可能降息。原因一是二季度经济恢复仍处于观察期；二是美联储将在二季度结束加息；三是通胀率二季度处于低位，三季度上升幅度有限。

**2. 中国经济可能超预期之处：（1）内需：**需要修正人口负增长的线性外推，一是疫情影响正在消退。二是生育促进政策已经形成体系，目前已进入地方政府落实层面。**（2）出口：**一季度好于预期，短期主要看美欧停止加息后的经济恢复能否对冲银行业危机的影响。中期主要看能源价格冲击缓和之后中国出口占全球份额的回升。预计出口 Q2 同比 -1.9%，Q3 同比 -4.5%，Q4 同比 +2.4%，全年增长 -1.0%。

**（3）企业利润：**PPI 在 5 月见底，下半年出口与库存周期见底，市场争议点主要在于下半年 PPI 回升的斜率、去库存过程的市场、以及房地产销售的可持续性。

**二、海外方面，不论是美元周期、美欧利差因素还是美国经济相对表现，都指向美元指数下行，虽然联储缩表与避险因素仍会形成支撑，但不会改变向下方向，预计年末将进入 98 至 96 的区间。美债收益率二季度在 3.2% 左右存在一定支撑，但随着美国经济衰退和降息的概率上升，到年末有望回到 2.8% 左右。**

**1. 美联储 5 月停止加息，Q4 在衰退概率中可能降息。（1）**美国劳动紧张逐步缓解，非农时薪同比增速年末应降至 3.5% 以下，对应核心 CPI 在 3.5% 至 4.0% 区间。而近期贝弗里奇曲线下落不仅意味着劳动紧张的缓解，也对应着失业率上升和年内衰退导致温和降息的可能。**（2）**上半年通胀回落较为确定，指向加息在 5 月停止。下半年核心通胀预计仍在 3.5% 以上，阻碍 2% 的通胀目标达成，通胀的粘性导致年内难以多次或大幅降息。**（3）**银行业问题对金融稳定短期不构成严重挑战，也不会导致美联储三季度初就放松金融条件，但银行业长期问题、美国经济因信贷收紧更快下滑的可能，都指向美联储在 2023Q4 开启降息。

**2. 美国经济处于“滚动衰退”当中：**第一阶段影响对利率最敏感的房地产业。目前处于第二阶段，周期性下行向商品和工业生产蔓延。下半年预计进入最后阶段，紧缩对服务需求造成冲击，进而导致阻碍衰退判定的就业和收入指标下滑。届时美国经济将符合 NBER 全面衰退标准。预测美国在四季度末出现弱衰退和降息，且核心通胀压力和美国经济同步指标所反映的韧性并不支持衰退提前到来。

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：于金潼

特别感谢：吕雷、铁伟奥

### 主要风险：

1. 重要经济体增速超预期下行
2. 通胀意外上升
3. 市场出现严重流动性危机

**3.比美联储更鹰的欧央行:**在能源价格回落之后欧元区经济处于底部修复的状态。欧央行将 2023 年预期 GDP 增速从 0.5%上调至 1.0%，但 2024 年从 1.5%降低至 1.3%，既反映其认为年内不会衰退，也反映高通胀和高利率在 2024 年拖累经济增速，侧面展示了欧央行加息的决心。在欧元区核心 HICP 居高不下、经济缓慢恢复的背景下，预测欧央行在 5 月和 6 月均加息 25BP，利率终值（主要再融资利率）应不低于 4%并将在夏季达到，这也意味着二季度欧央行比美联储更鹰。

**三、投资启示: 2023 年应坚持经济复苏的交易思路。首先 PPI 将于二季度见底，形成企业利润增速的底部；下半年随着房地产进一步改善、美联储停止加息之后中国出口见底、以及产成品去库存的完成，宏观经济和企业盈利将进一步回升。其次国内稳货币宽信用，三季度也有进一步降息的可能。其三美联储二季度停止加息，之后中美利差将逐渐转正，人民币对美元趋于升值，有利于人民币资产。**

## 目 录

一、美联储、欧央行与全球金融市场.....	4
(一) 美国经济与政策 .....	4
1. 一季度回顾：通胀和金融稳定问题引发高波动，但紧缩对市场压制整体缓和 .....	4
2. 劳动市场：紧张程度缓慢下降，关注工资增速与两条曲线 .....	5
3. 通货膨胀：上半年回落较为确定，下半年粘性阻碍降息 .....	8
4. 金融稳定：银行业危机暂非系统性问题，信贷派生承压加大降息可能 .....	10
5. 经济运行：投资和消费继续放缓，但就业和收入阻碍四季度前出现衰退判定 .....	13
(二) 欧洲经济与政策 .....	16
1. 比预期更高的核心通胀与避免衰退的经济 .....	16
2. 比美联储更鹰的欧央行 .....	17
3. 注意南欧国家债务问题和流动性担忧，但欧央行应对工具丰富 .....	19
(三) 美元指数与美债收益率 .....	20
二、中国经济与政策 .....	22
(一) 货币的平衡：货币价格三角平衡以及政策的选择 .....	22
1. 货币价格三角之汇率：主导因素回到经济增长，6月份汇率回弹 .....	22
2. 货币价格三角之通胀：二季度陷入低点，下半年缓慢回升 .....	23
3. 货币价格三角之利率：一季度货币市场利率回升，二季度受汇率压制难以降息 .....	24
4. 货币的主导机构：央行延续稳货币、宽信用组合 .....	26
(二) 扩大内需、财政政策与房地产新模式 .....	27
1. 人口、就业、收入、消费 .....	27
2. 进出口：出口上半年可能维持负增长，全年韧性体现在出口份额上 .....	28
3. 国内工业品周期趋于下行，企业利润增速承压 .....	30
4. 地产新模式：长租房供需两端改革将是转型重点 .....	31
5. 财政与基建：收入回升，支出加力提效，基建有五个重点投向 .....	33
(三) 长期：机构改革与房地产新模式 .....	34
1. 金融机构改革 .....	34
2. 科技体制改革与产业政策 .....	35
3. 房地产新模式 .....	35
三、投资启示 .....	36
(一) 二季度和全年宏观经济展望 .....	36
(二) 中国资产 .....	37
1. 经济周期定位与投资时钟 .....	37
2. 利率：复苏是债券牛市的尾声 .....	38
3. 股市风格与行业轮动 .....	39
(三) 大宗商品之原油与黄金 .....	40
1. 原油：上有顶下有底的震荡 .....	40
2. 黄金：二季度下跌概率高于上行 .....	43
(四) 风险提示 .....	44

## 一、美联储、欧央行与全球金融市场

### (一) 美国经济与政策

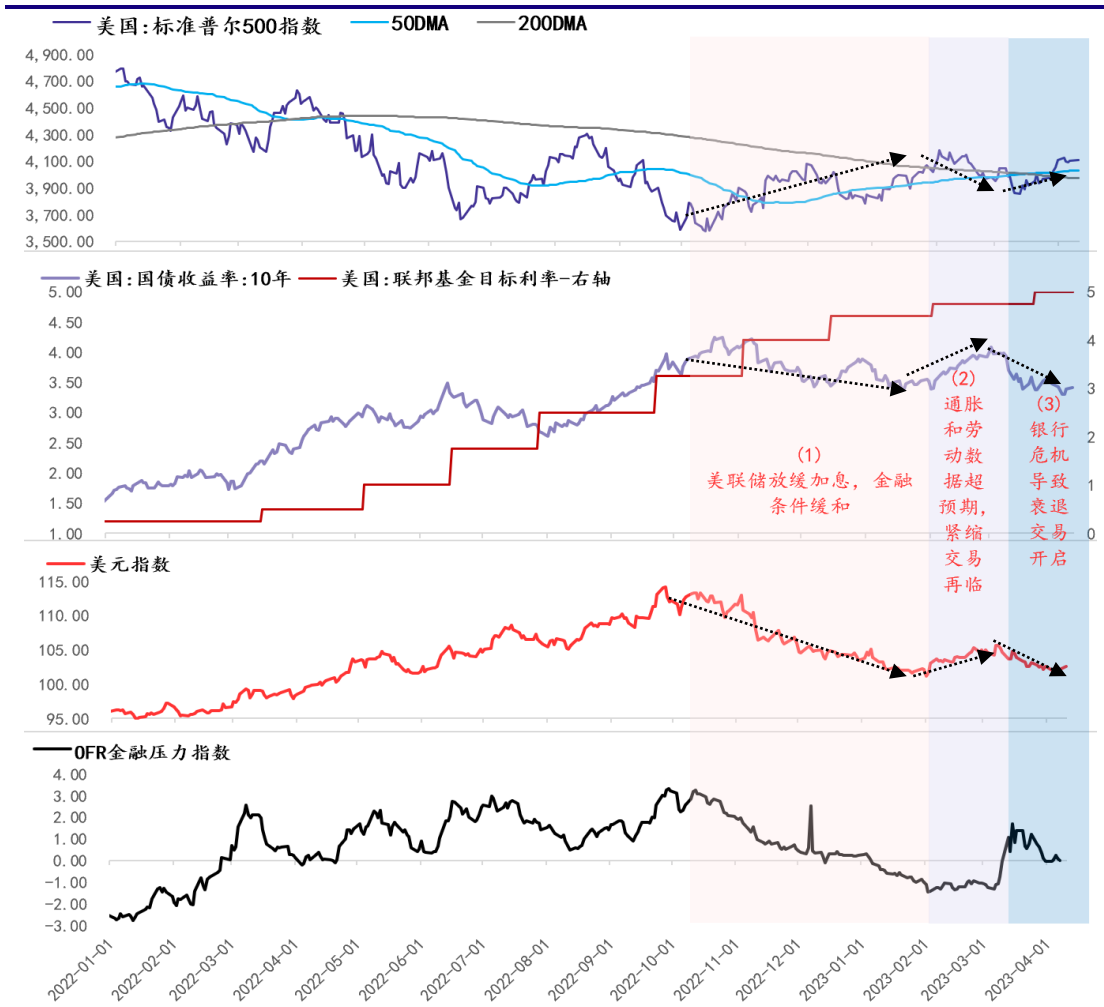
2023年内,美联储的主要矛盾依然是通过压制需求侧使通胀向2%的中长期目标靠拢,在此基础上尽力避免经济硬着陆,这也使得劳动市场的变化成为预判其政策路径的核心变量;而另一方面,银行问题提高了金融稳定在美联储反应函数中的地位。因此,一季度后美联储面临价格稳定、就业最大化和金融风险防控三重目标,货币政策将更加谨慎。经济方面,美国目前处于“滚动衰退”中,距离NBER判定的全面衰退尚有距离。各类领先与同步指标和银行问题对信贷派生的抑制均显示美国在2023年四季度可能进入衰退状态,导致降息。

总体上,我们倾向于美联储于5月FOMC会议后暂停加息,并至少维持5.00%-5.25%的利率终值到2023年四季度。美国经济状况在二、三季度不易陷入衰退,但四季度可能出现弱衰退并触发降息。在美联储的紧缩达峰趋缓以及美国经济稳步下降的假设下,美国的利率中枢和美元指数在未来三个季度将继续走弱。

#### 1. 一季度回顾: 通胀和金融稳定问题引发高波动, 但紧缩对市场压制整体缓和

美国市场在2023年一季度变化可以大致分为三个阶段:(1)随着2022Q4美国通货膨胀的增速从高点回落的趋势确认,美联储于12月放缓加息至50BP,并在2023年2月进一步放缓加息至25BP,金融紧张程度缓和。在此期间,市场在价格水平于2023上半年保持回落、实际利率在二季度转正的预期下开始交易美联储紧缩的边际缓和以及更早的货币政策转向,美股与美债价格双双从底部上扬,美元指数大幅下滑,对全球资产定价的压制减轻。(2)尽管鲍威尔在2023年2月的FOMC会议上表示反通胀(disinflation)的进程已经开始,美国经济在劳动市场紧张以及金融条件边际放松之下展现韧性,2月初公布的1月份通胀和劳动数据均超出市场预期,打破了一季度末美联储加息停止的期望。随着加息终值预期的抬升,紧缩交易导致两年美债收益率创下新高以及美元反弹,美股再次下跌。(3)紧缩交易由于3月10日硅谷银行破产所揭露的中小银行金融稳定问题戛然而止,虽然政府与美联储迅速提供流动性并有效防止银行危机扩大至系统性风险,市场仍判断美联储迫于金融稳定考虑将更快停止加息并在年中考虑降息,因此转向衰退交易。美元和美债收益率在经济因金融动荡更快下滑的预期下再次走低,美股在恐慌下跌后因降息提前的可能而逆势回升。

图 1：一季度美国市场运行的三个阶段



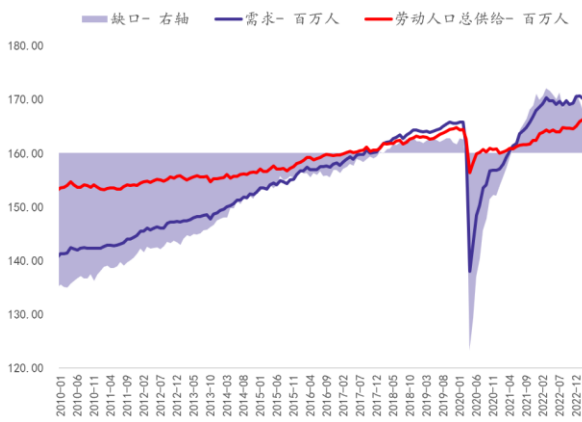
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2. 劳动市场：紧张程度缓慢下降，关注工资增速与两条曲线

2023 年美国金融条件的紧缩路径，尤其是利率的终点和降息的时间，依然取决于通胀的走势。在通胀的主要构成部分中，能源、食品以及部分商品上半年快速回落的趋势较为确定，居住成本虽然存在统计滞后，但也料将在 2023 年三季度开始缓和。最大的不确定性来自于劳动市场在供需不平衡下的超预期。

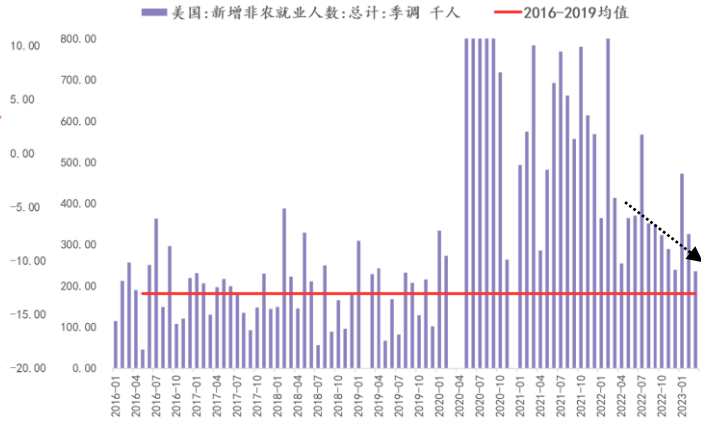
我们认为美国的劳动紧张程度处于缓慢下降的状态，但韧性仍存：工资的环比增速已经靠近疫情前水平，对核心服务通胀的压力正逐渐降低，非农时薪同比增速年末应降至 3.5% 以下，对应核心 CPI 3.5%-4.0% 的范围。同时，贝弗里奇曲线近期出现下降的趋势，这不仅意味着劳动紧张的缓解，也对应失业率的上升和年内衰退导致温和降息的可能。菲利普斯曲线的小幅上扬暗示通胀增速短期难以向 2% 快速靠拢，阻碍 2023 年内出现更大幅度降息。

图 2：粗略劳动市场缺口降低至 400 万人



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：新增非农就业有韧性，但也在边际放缓

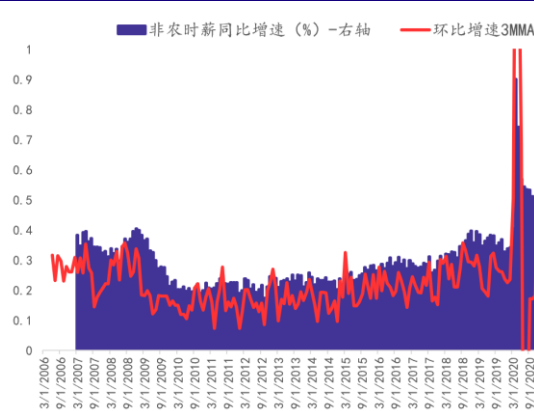


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

劳动市场紧张的根源依旧是供需不平衡。从供给侧考虑，美联储判断美国短期面临由 200 万超额退休、40 万的新冠死亡以及 100 万移民构成的巨大缺口，粗略估计的劳动缺口虽然下降也仍有 400 万人；婴儿潮一代的持续退休、65 岁以上劳动参与率的中枢降低以及美国中长期人口结构问题预示供给缺口短期难以弥合。从需求侧来看，美国居民的实际服务消费尚未恢复到疫情前，接近 1 万亿美元的名义超额储蓄仍可支撑服务需求，通胀回落也减轻了对实际收入的压力。

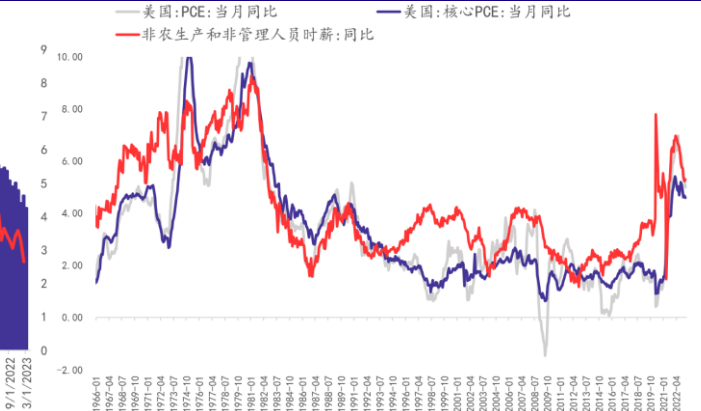
尽管如此，数据的边际变化仍指向劳动紧张程度的缓解。首先，美联储关注劳动数据主要由于对“工资-物价”螺旋的担忧，因此工资增速才是劳动市场的核心变量。非农时薪的三月均环比增速已经在 3 月份降低至 0.26%，接近疫情前 0.24% 的水平，以此推算的年末时薪同比增速约在 3.3% 左右；而按照其一般高于核心 PCE 的规律，年末的核心 PCE 应当更低；核心 CPI 下半年预计在 4.3%-3.5% 的范围运行。这种缓和印证了供需不平衡导致的工资增速高点已过，也将削弱核心服务价格的粘性。

图 4：非农时薪环比增速接近疫情前水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

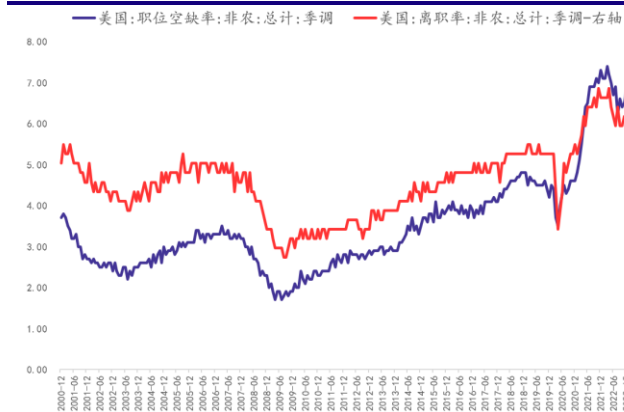
图 5：工资缓和减轻核心 PCE 面临的压力（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

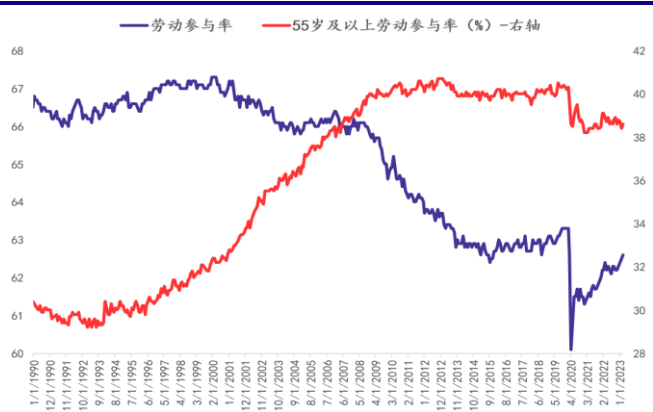
其次，质量略低于薪资的新增非农就业、职位空缺率和离职率都出现了下行，而劳动参与率与劳动人口处于回升状态。3月份新增就业的三月均值稍降至34.5万人，虽然远高于疫情前的18.1万人，但也整体保持边际降低的状态。2月职位空缺率和离职率也降低至6.0%和2.6%，确认了触顶回落。这些数据与美国经济的下行和工资增长的放缓是匹配的。

图 6：职位空缺率和离职率回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

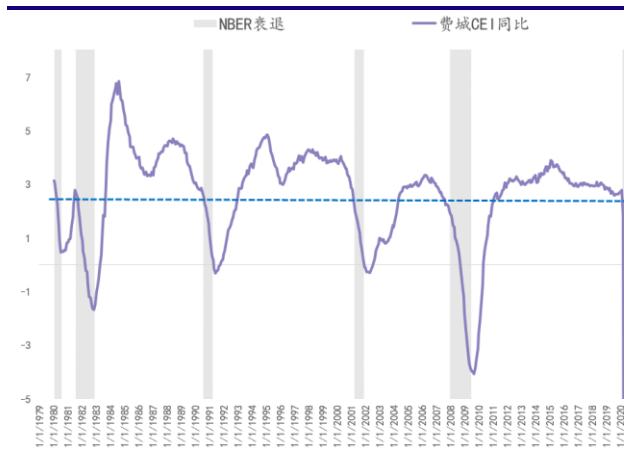
图 7：劳动参与率与疫情前有差距，但也在回升（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

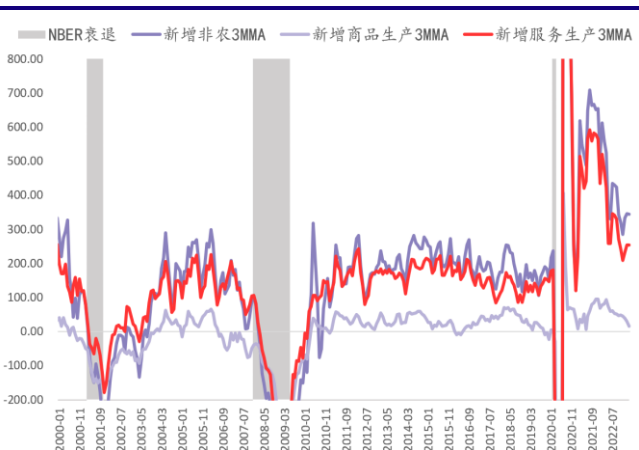
同时也要注意，劳动市场数据表明衰退并不易迅速到来，而可能出现在四季度或更晚。不论是从新增就业、失业率还是劳动同步指标与衰退的关系来看，就业在短期仍有韧性，并不支持三季度初出现降息的预期。从新增非农就业考虑，衰退前服务业一般降低至10万人而商品制造业负5万人左右，与目前仍有明显差距。失业率高于长期自然失业率也是较为准确的衰退指标，目前失业率在3.5%附近，达到4.4%的自然失业率仍需时间。同步指标方面，费城联储的劳动市场CEI的同比增速目前依然有4.4%，短期不会降至2.5%的衰退阈值。因此，我们倾向于降息不会早于2023年四季度。

图 8：费城劳动市场 CEI 显示短期难以衰退（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 9：新增就业的趋势同样不支持衰退在三季度初就来临（千人）

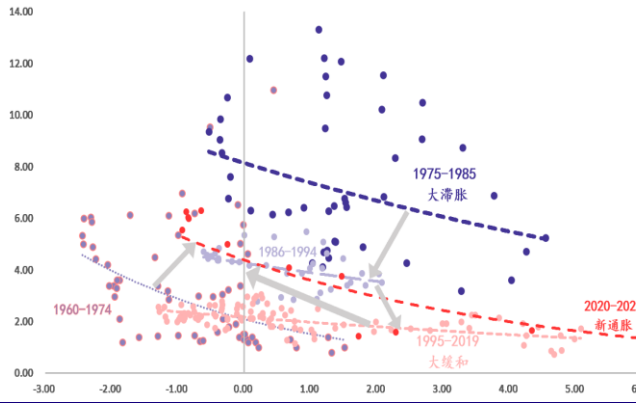


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

最后，美国对美国劳动市场的判断需要结合两条曲线，即菲利普斯曲线和贝弗里奇曲线。菲利普斯曲线描述的是劳动紧张程度以及通胀预期和和通胀间的关系，而在2020年后该曲线

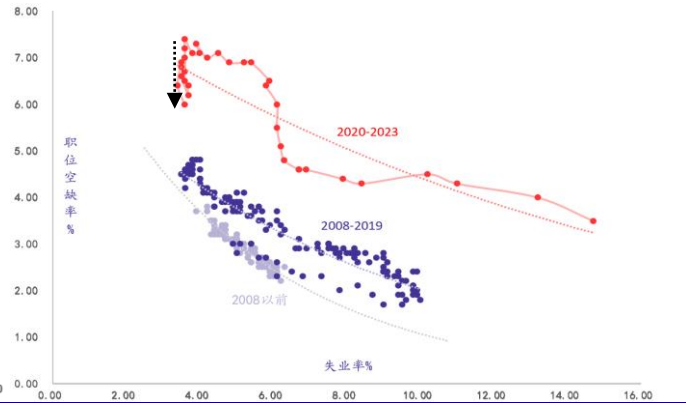
的斜率由于劳动市场紧张和短期通胀预期上行而出现了小幅抬升，目前暂无回落的迹象。这意味着通胀回到 2% 仍面临较大阻力，而通胀中枢中期可能在 3% 以上。贝弗里奇曲线则反映了职位空缺率和失业率间的关系，如果该曲线的下移，那么在失业率不大幅上行的情况下可也压低服务通胀。近期贝弗里奇曲线已出现下行，这将缓和通胀压力，不过职位空缺率的上行一般也对应着失业率的抬升，因此 2023 年内出现衰退的概率依旧不低。

图 10：菲利普斯曲线抬升预示通胀存在粘性 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：贝弗里奇曲线近期出现回落，但可能引发失业上升 (%)



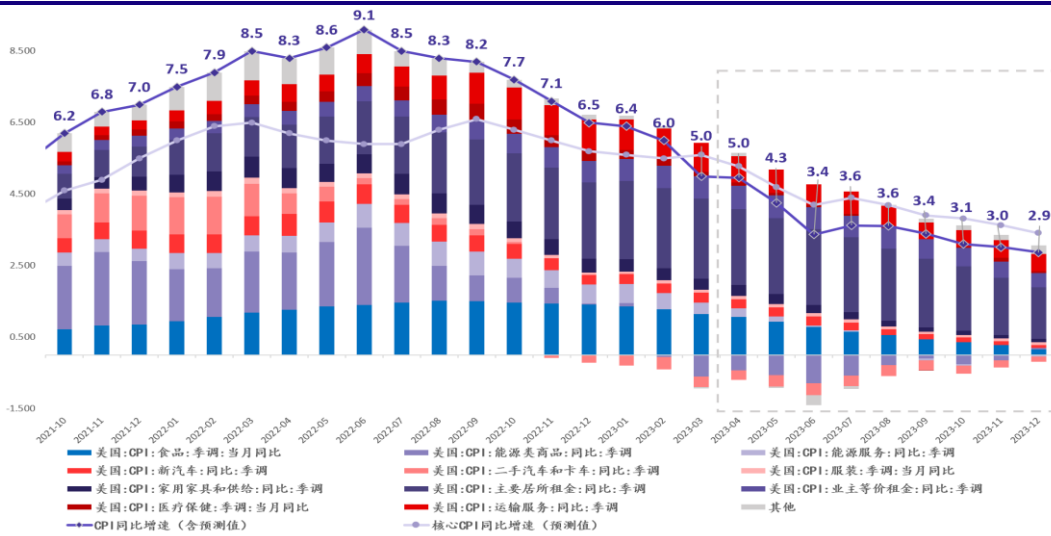
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 通货膨胀：上半年回落较为确定，下半年粘性阻碍降息

作为美联储货币政策的核心矛盾，通胀可以大致分解为食品、能源、商品、居住成本和核心服务五部分。通胀在 2023 上半年较为确定的回落主要来自于能源以及部分商品在高基数下陷入通缩，食品和核心服务整体处于缓慢放缓中，而居住成本由于统计方式滞后不易在上半年回落。同时，随着能源和商品通缩的动力在下半年减缓，居住成本和核心服务的韧性将逐渐显现，核心通胀将高于名义通胀，阻止 CPI 向 3% 以下靠拢，也显示短期 2% 的通胀目标难以达成。在这种情况下，尽管上半年名义通胀的显著回落利于加息在 5 月以后停止，服务业和居住成本的价格韧性意味着年内难以多次或大幅降息，只是在通胀缓慢回落和经济在四季度衰退的假设下有降息可能。



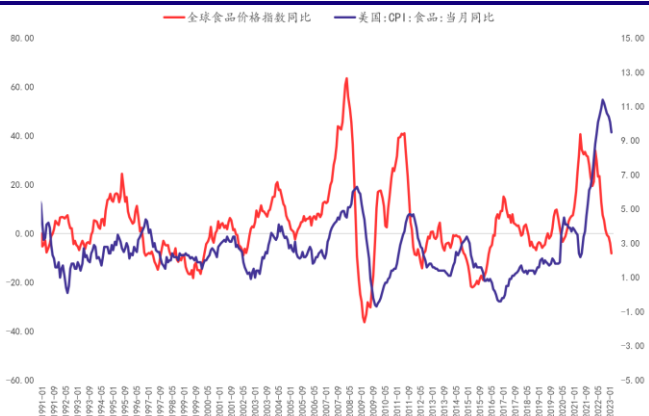
图 12: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速预测显示通胀上半年较快回落, 下半年展现粘性 (%)<sup>1</sup>



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

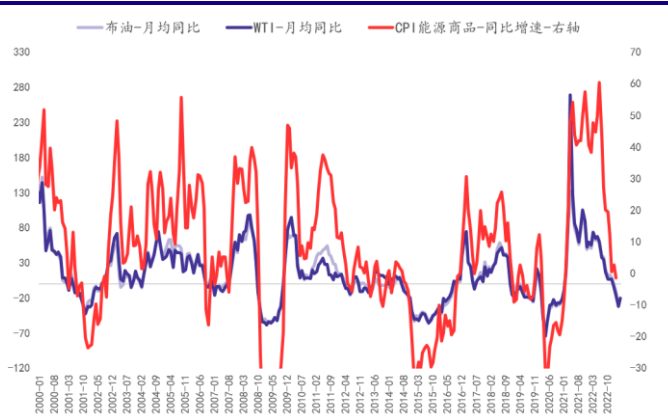
首先, 供应链压力的缓解以及紧缩下商品需求的放缓支持名义 CPI 和 PCE 的回落。在 2022 年俄乌冲突造成的原油与天然气高基数下, 能源部分的可能在 2023 年二、三季度保持通缩, 拉动名义 CPI 下行。食品的增速滞后全球食品价格指数一年左右, 尽管未来该指数还有一个小峰值, 但食品通胀越过拐点并整体保持回落的势头将保持。同时, 商品价格随着供应链压力的改善和高利率对需求的打击开始下降, 对 CPI 的拉动已然不大。

图 13: 食品价格的领先指标已经明显回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 能源通缩将加快名义通胀的下行 (%)

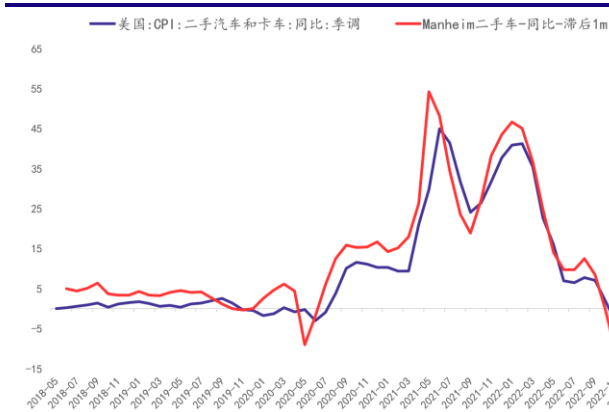


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

其次, 权重最高的居住成本存在统计滞后, 回落趋势确立可能要等到下半年。目前房租和业主等价租金两项权重接近 34%, 仅两项对 CPI 的拉动就在 2% 以上, 且滞后房价 18 个月左右, 这意味着 2023 年下半年居住成本才会有更加明显的回落, 但下行趋势正在确认。

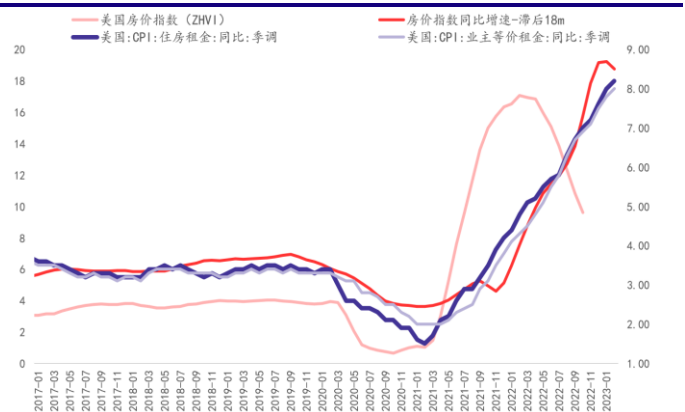
<sup>1</sup> 本图中的 CPI 预测包含四季度出现衰退的预期, 如果美国经济韧性导致衰退更晚到来, 那么名义 CPI 仍将保持在 3.3%-3.5% 左右。

图 15: 二手车为首的部分商品价格增速放缓 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

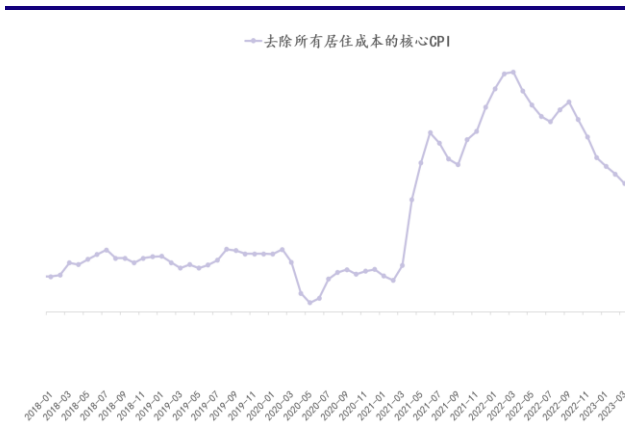
图 16: 居住成本的粘性短期阻碍通胀回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

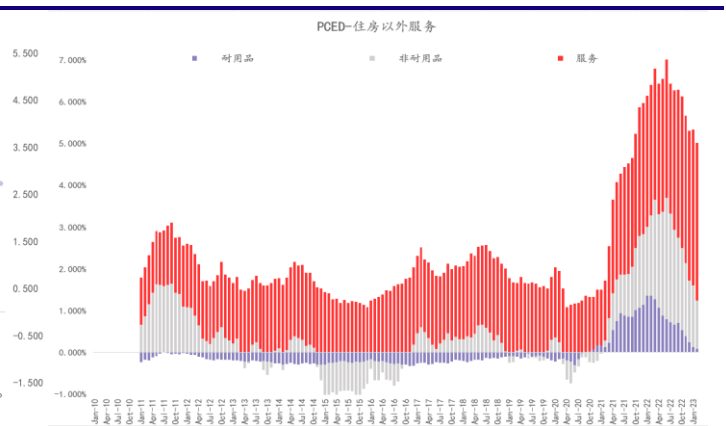
最后, 劳动市场的紧张导致的工资增长以及美国超额储蓄带来的需求粘性为核心服务价格的回落创造不确定性。剔除居住成本的核心 CPI 同比增速依然接近 3%, 远高于疫情前 1% 左右的中枢, 是阻碍通胀向 2% 靠拢的重要动力。工资增速近期出现缓和, 指向服务通胀相对缓慢的边际下降, 但劳动市场的供不应求尚未过去。结合居住成本滞后的问题, 服务价格韧性意味着通胀会阻碍降息在三季度初出现, 但价格水平缓慢走弱的趋势依然支持美联储在四季度经济接近衰退的情况下小幅降息。

图 17: 居住成本以外的核心 CPI 继续放缓, 但斜率降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: PCED 增速的最大粘性来自于缓慢降低的服务价格 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

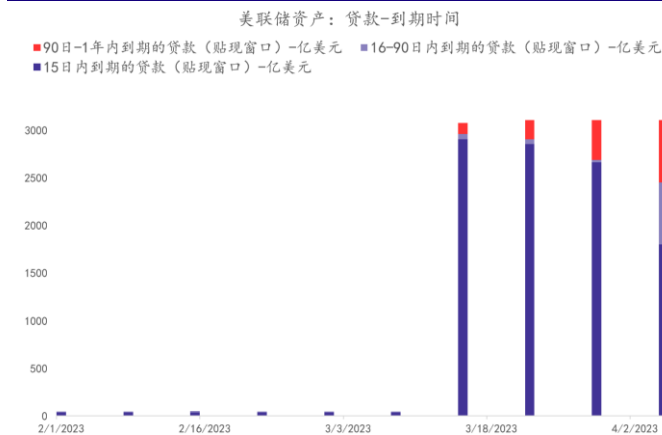
#### 4. 金融稳定: 银行业危机暂非系统性问题, 信贷派生承压加大降息可能

以硅谷银行被 FDIC 接管为导火索, 美国中小银行在 3 月中下旬面临了短暂的流动性危机, 也导致此前边际放松的金融条件再次收紧。短期来看, 美联储和政府迅速采取的行动显示了在银行出现危机时及时注入流动性的决心, 包括第一共和等面临问题的银行也通过短期借款补充了现金, 市场情绪趋于稳定。因此, 中小银行在 3 月的困境暂时不构成系统性危机, 也不会大规模蔓延。但从长期角度考虑, 美国银行业的现金在缩表和存款利率过低的状态下不断流出以及美债和资产支持证券形成的浮亏都难以在美联储释放降息信

号前有明显的改善。同时，银行业的流动性危机可能会使信贷派生速度更快下降，进而加速美国经济的下行。

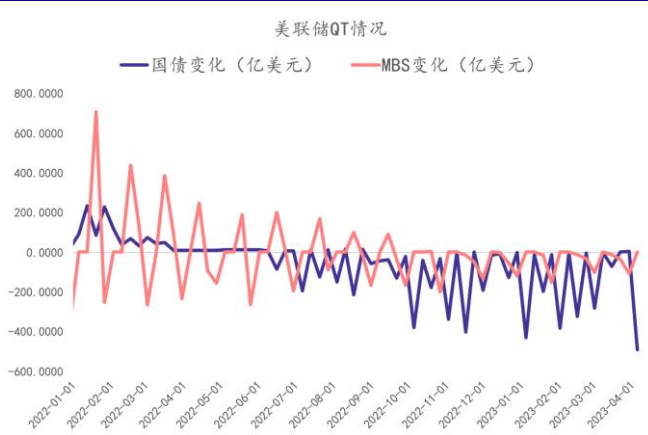
总体上，银行业对金融稳定短期并不构成严重挑战，也不会导致美联储在三季度初就放松金融条件，但银行在高压紧缩下面临的长期问题和美国经济因信贷边际收紧而更快下滑的可能都指向美联储仍有望在 2023 年四季度开启降息。

图 19：美联储的流动性支持偏短期且成本高昂



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

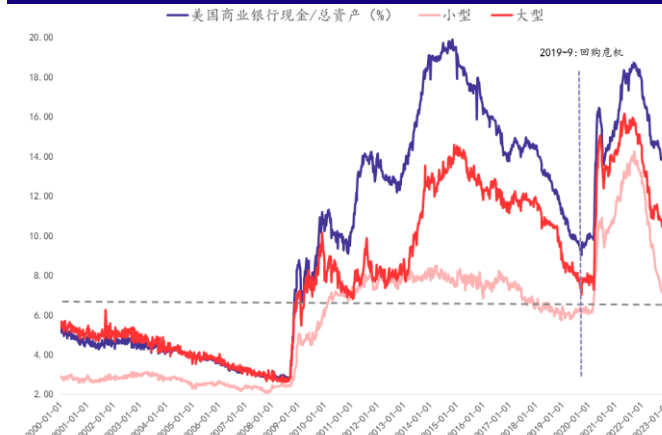
图 20：美联储坚持通过 QT 缩表，短期流动性支持不是 QE



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

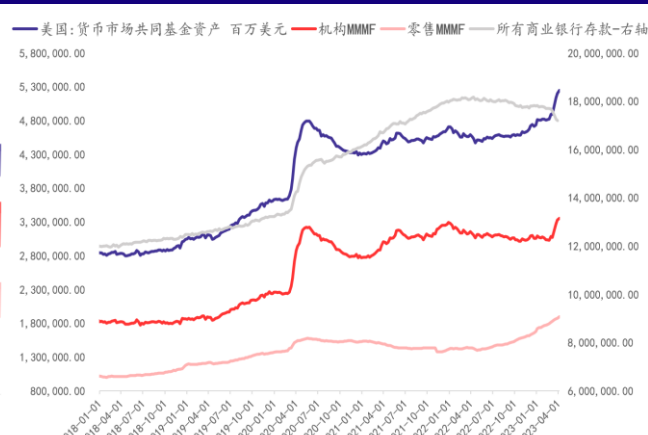
在硅谷银行和签名银行破产后，美联储、财政部和 FDIC 果断宣布保护储户资产，并为银行系统注入超过 3000 亿美元的流动性阻止危机蔓延。该部分流动性中 2900 亿美元主要通过 FDIC 和美联储贴现窗口发放，到期时间一般为 15 日以内，119 亿的银行定期融资计划（BTFP）是 1 年内到期，较好补充了银行现金并稳定了市场信心。至一季度末，美国小银行的现金资产比已经从 2019 年流动危机时 6% 以下的水平回升至 7.4%，且其存款中被 FDIC 保险覆盖的比例也更高，短期内难以引发恐慌挤兑或者新的流动性危机。鲍威尔在 3 月 FOMC 会议上表示美国银行系统“健康且有韧性”（sound and resilient），资本与流动性充足。所以，美联储不会因为对金融稳定的担忧在上半年停止加息后立刻考虑降息。

图 21：小银行现金占比短期修复，不构成系统性风险（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

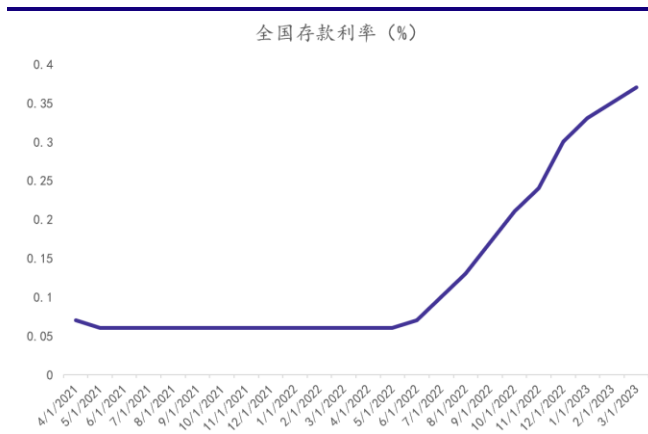
图 22：货币市场共同基金从吸引部分银行现金资产



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

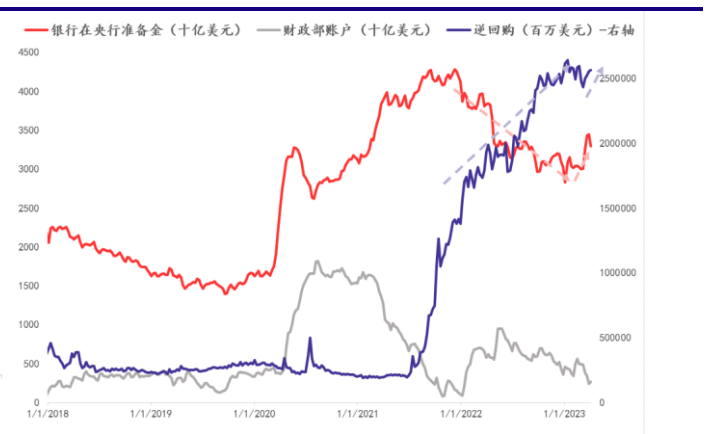
尽管银行业的短期问题在美联储等提供的流动性支持下缓解，长期问题却仍然存在，也对未来的信贷派生形成压力。首先，美联储通过贴现窗口提供的流动性多在三个月以内到期，且借款成本是高昂的联邦基金利率，这意味着银行无法在长期依赖美联储补充现金。其次，美国存款利率在疫情时期流动性过剩的背景下依然处于 0.37% 的低位，无法进一步吸引储户的现金，在硅谷银行事件后有更多的银行存款转投更安全且收益率货币市场共同基金。与此同时，美联储坚持通过量化紧缩(QT)进行缩表，在大量货币基金可以在 ONRRP 中享受高利率的情况下，新发国债也需要通过消耗银行现金来承接。最后，高利率使得银行在本轮加息周期前购买的国债继续维持浮亏，无法缓解银行资产端压力。以上因素在美联储暂停 QT 或者释放降息信号前都将使银行现金情况进一步恶化，中小银行在长期依然受困于流动性问题。因此，在通胀缓慢回落、美国可能在四季度衰退的基础上，紧缩为银行业和金融稳定带来的不确定性也是支持美联储年末降息的理由。

图 23: 美国平均存款利率过低, FFR 对其传导缓慢 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

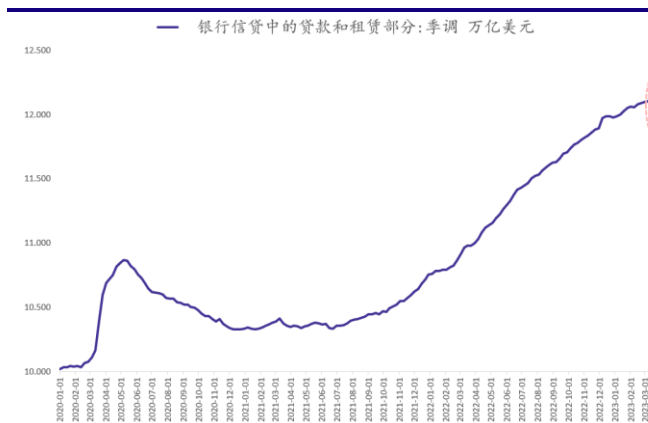
图 24: QT 的持续同样在消耗银行准备金



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

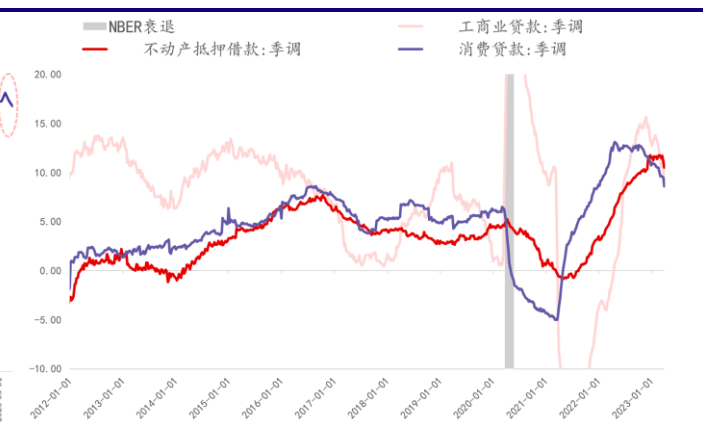
银行业问题和美联储对紧缩政策的坚持也将加速抑制信贷派生，使美国经济的下行速度加快，侧面支持年末降息。在硅谷银行破产后，商业银行非证券信贷总量在 3 月下旬迅速降低 1050 亿美元，工商业和消费贷款的回落尤为明显，其同比增速下行的斜率也有加快。虽然商业银行信贷收缩的程度在 4 月边际改善，还需进一步观察，但这种趋势会压制商业活动，加速美国经济的下滑和降息的到来。

图 25: 美国银行信贷派生在 SVB 事件后受到冲击 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 26: 工商业和消费贷款下行更加明显 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

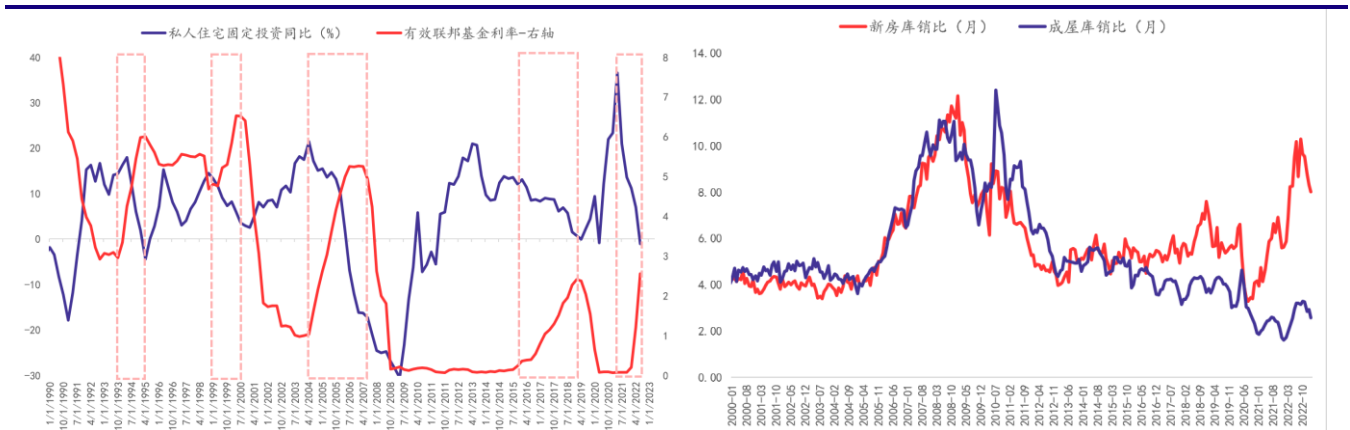
5.经济运行：投资和消费继续放缓，但就业和收入阻碍四季度前出现衰退判定

美国经济仍保持了一定韧性，目前处于“滚动衰退”当中：滚动衰退的第一阶段开始于对利率最敏感的房地产业，而目前经济正处于第二阶段，也即周期性下行向商品和工业生产蔓延；下半年预计滚动衰退将进入最后阶段，紧缩对服务需求造成冲击，进而导致就业和收入指标下滑。届时，经济将符合 NBER 全面衰退的标准。我们倾向于美国经济在四季度出现弱衰退，这也利于美联储在年内降息。不过需要注意目前市场对期三季度初的降息可能难以兑现，核心通胀的压力和美国经济同步指标所反映的韧性并不支持衰退快速到来。

作为投资中最敏感的部门，房地产业投资在二战以来的 11 次衰退中有 8 次出现了明显下滑，也与联邦基金利率存在较明显的反比关系。美联储 2022 年加息以来，滚动衰退率先打击房地产业：随着房贷成本上升和房价高位压制需求，私人住宅投资快速从高位下滑，库销比攀升。不过随着通胀增速的放缓、美联储加息终值不再显著上调、房价的下跌以及收入的支持，房地产销售在 2023 年一季度处于触底回升的阶段，新屋和成屋销售均有触底回升的迹象，库销比下降。虽然如此，历史经验显示历次联邦基金利率达到顶峰后，住宅投资有较大概率下滑至少一个季度以上。所以，在抵押贷款于紧缩下保持高位、货币供给继续收紧、美国将陷入浅衰退的情况下，地产投资在 2023 年内继续下行的可能较高，但斜率会随着紧缩政策放松而缓和，我们的领先指标也显示房价有继续走弱的空间。本次地产下行周期与 2008 年存在本质区别，信贷质量更好且空置率处于低位，难以引发深度衰退，但需要警惕银行危机导致的信贷收缩对商业地产的影响。美国小银行对商业地产贷款接近 2 万亿美元，在其现金流紧张导致信贷收缩的情况下，不排除美国低质量商业地产出现抛售危机并引发连锁反应的可能。

图 27：住宅投资对利率最为敏感，同步性较强（%）

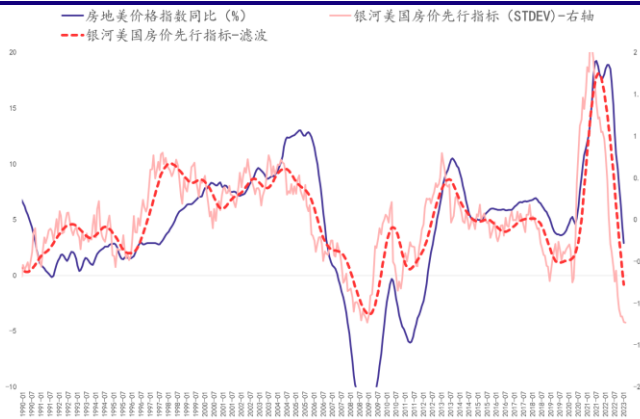
图 28：住宅库销比在加息后抬升，但近期销售改善



资料来源：BEA，中国银河证券研究院整理

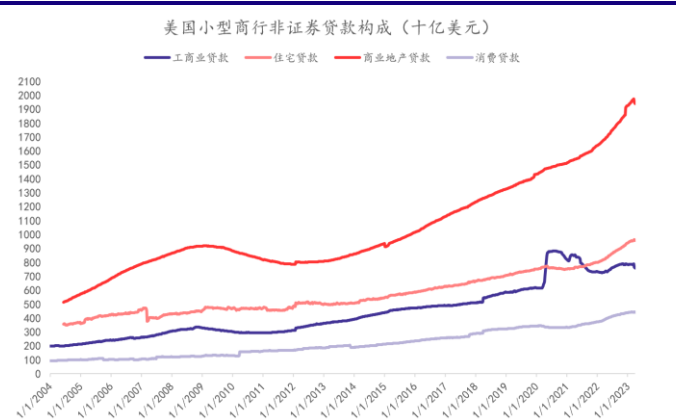
资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 29：领先指标依然显示房价有下降空间（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 30：小型商行商业地产信贷派生能力下降可能引发问题

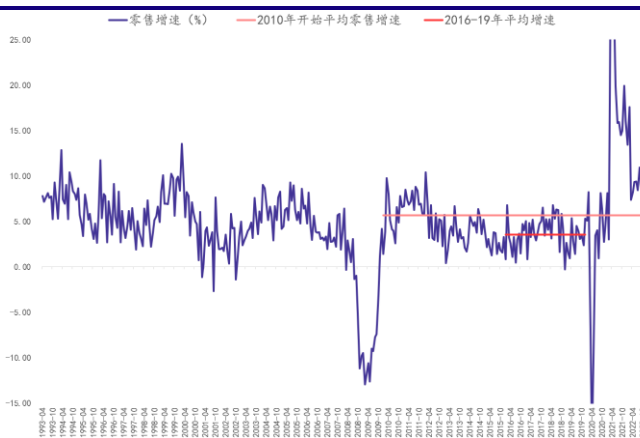


资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

在利率敏感的房地产部门率先展现出衰退迹象后，紧缩的效果向商品消费和工业生产蔓延。由于受到超额储蓄和较高的名义工资增速支持，商品消费的下行晚于房地产业，大约从 2022 年四季度开始明显回落。商品销售的情况一般又影响批发和制造业的出货水平，进而决定工业生产的增速和投资力度，因此制造业 PMI 和工业生产指数基本同步开始下滑。从零售销售表现看，耐用品的周期性回落最为显著，同比和环比均进入负增长状态，而非耐用品虽然更具韧性但也保持回落，反映紧缩已经使商品消费显著放缓，进而带动工业生产和投资下行。近期美国 PMI 继续保持边际回落的态势，工业生产和工商业贷款也在硅谷银行事件后继续放缓，基本符合衰退前的特征。

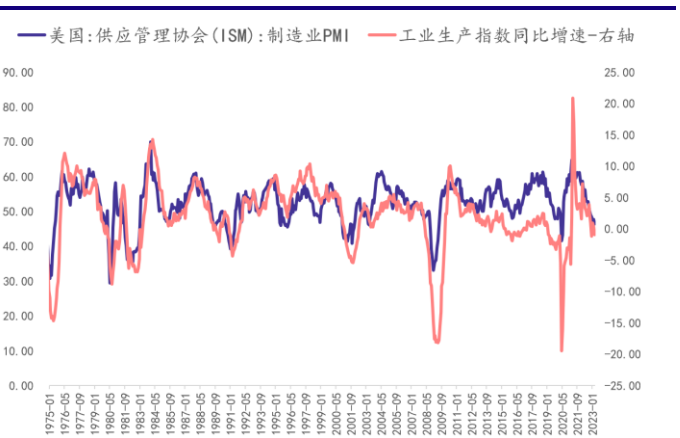
从银河 CEI 的销售和工业生产分项来看，两者的六月均环比增速分别是-0.6%和-0.4%，已经超过-0.25%的衰退阈值，这也侧面印证了商品和工业生产部门已经被滚动衰退所波及。不过仅房地产和工业生产的下行还不足以使 NBER 判定美国经济进入全面衰退的状态，目前滚动衰退正在通过缓慢打击服务需求向第三阶段过渡。

图 31：商品为主的零售销售增速下滑明显（%）



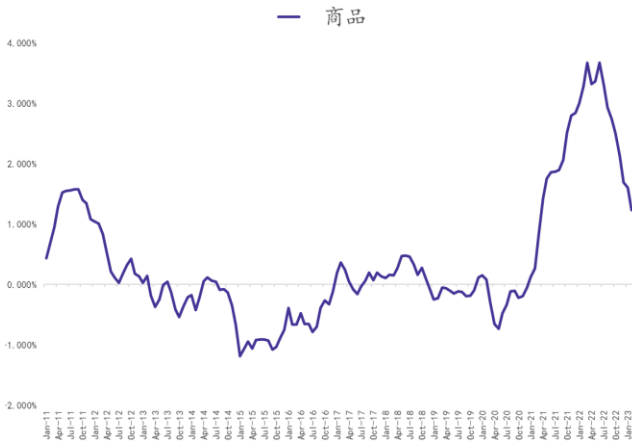
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 32：商品消费回落带动工业下行（%）



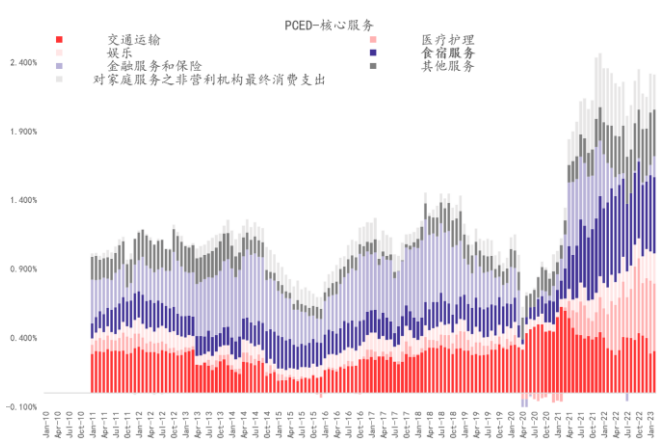
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 33: 从 PCED 增速也可以看出商品类需求明显下滑 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

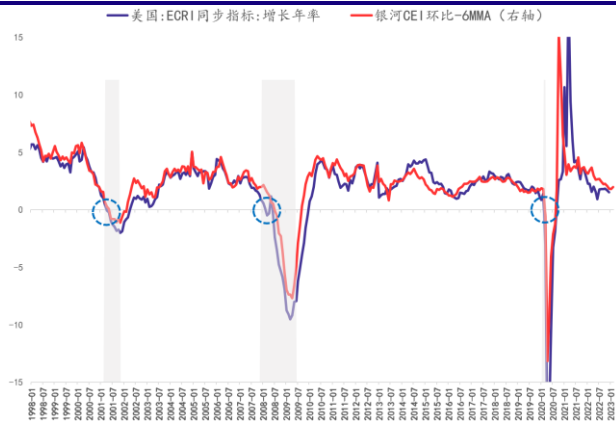
图 34: 经济的韧性主要来自核心服务部分 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

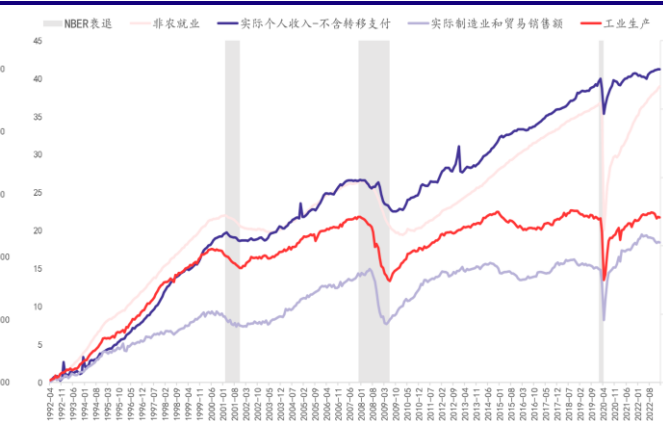
预计美国经济的滚动衰退在下半年进入第三阶段,即紧缩和经济放缓开始打击服务需求和消费,使劳动市场降温。届时,美国在投资、消费和劳动市场全面疲弱的情况下将符合“弱衰退”的标准;鉴于美国经济和居民收入的韧性,我们倾向于弱衰退在四季度出现,因此三季度初的降息预期可能为时过早。从同步指标考虑,阻碍 CEI 陷入衰退状态的主要是就业和收入指标。就业市场符合衰退状态一般需要新增非农就业出现显著负增长,这与目前劳动市场数据展现的韧性相差甚远。收入方面,随着通胀增速下行的斜率快于名义工资,实际收入的降幅收窄对居民短期消费仍有支撑;同时,一季度末美国名义超额储蓄仍有接近 1 万亿美元,月度消耗放缓至 600 亿美元,保守估计仍可以支撑三个季度。因此,尽管银行业问题造成信贷紧缩,美国的服务消费和劳动市场依然难以迅速进入衰退状态。从劳动紧张程度与衰退的模型考虑,美联储对 2023 年底 4.5% 的失业率预期实质上暗含了弱衰退。消费信贷的加速紧缩和劳动市场的边际放缓也在加大年末出现衰退的概率,结合同步与领先指标和经济数据综合考虑,美国四季度出现环比折年率负增长和劳动市场衰退的可能较高,年内 GDP 基本处于缓慢降低至负增长的状态。

图 35: ECRI 与银河 CEI 均显示美国衰退仍有距离 (%)



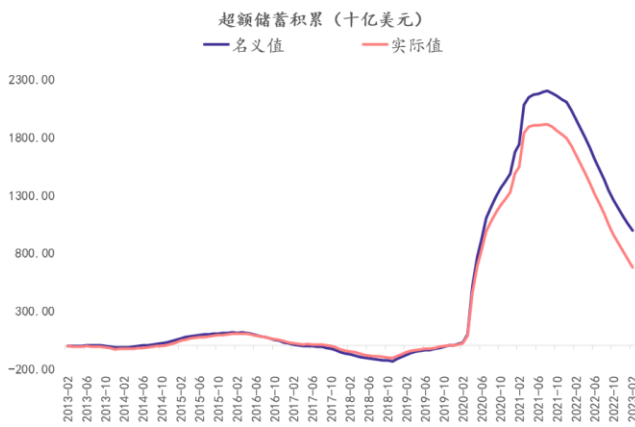
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 新增就业和收入是经济韧性的来源



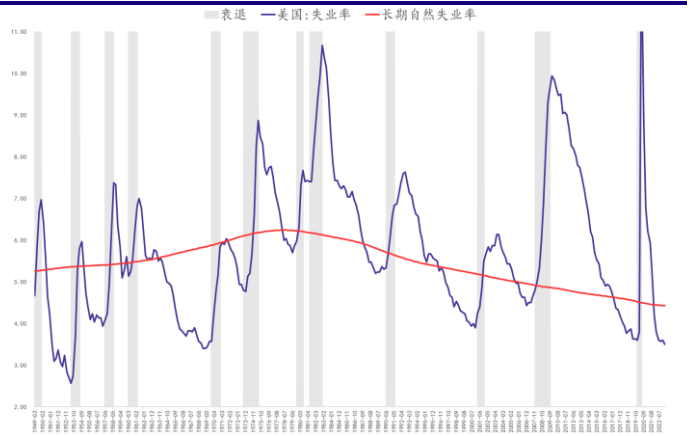
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37：超额储蓄短期可以支撑消费和服务需求



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 38：劳动紧张模型显示年末可能出现衰退 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 欧洲经济与政策

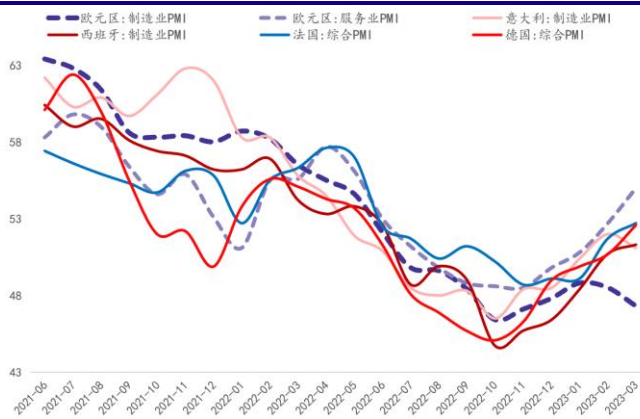
### 1. 比预期更高的核心通胀与避免衰退的经济

欧元区 2022 年四季度经济增速由于能源价格的缓和、提前的燃气储备和暖冬而意外避免了衰退，最终修正值录得零增长。另一方面，尽管能源增速缓和减轻了名义通胀的压力，核心增速依然在服务类价格支撑下居高不下，支持欧央行的货币政策在 2023 年二、三季度比美联储更加鹰派。

经济方面，在能源价格回落后欧元区的制造业整体处于底部改善的状态，而消费信心和服务业表现在衰退预期淡化后同样有所回升。欧央行认为欧元区需求正从低谷缓慢恢复。随着供给条件和生产信心恢复，积压的订单得以释放，投资下行幅度缓和，工资增长也在支持消费支出的回升。劳动市场方面，失业率降至 6.6% 的历史低位，同时劳动成本增速达到 5% 以上，19 国工资增速也上升至 2.8%，紧凑的劳动市场推升服务成本并巩固居民收入。因此，欧央行将 2023 年预期 GDP 增速从 0.5% 上调至 1%，但 2024 年从 1.5% 降低至 1.3%；这不仅反映欧央行认为年内不会衰退，经济较有韧性，也体现出高通胀和更高的利率在 2024 年拖累经济增速，也侧面展示了欧央行加息的决心。IMF 的展望将欧元区 GDP 增速从 2023 年 1 月的 0.7% 小幅上调至 0.8%，同样支持其艰难的复苏。欧元区 2022 年 Q4 的 GDP 增速下修至 0% 其实表明尽管能源危机的缓和让经济好于预期，但高利率缓慢传导和俄乌冲突持续对经济的不良影响仍在，银行业危机也是警示，因此不宜对欧元区 2023 年经济表现过于乐观。当然，欧元区经济缓慢恢复的预期与美国经济继续下行的趋势不同，支持欧央行更加鹰派的加息。

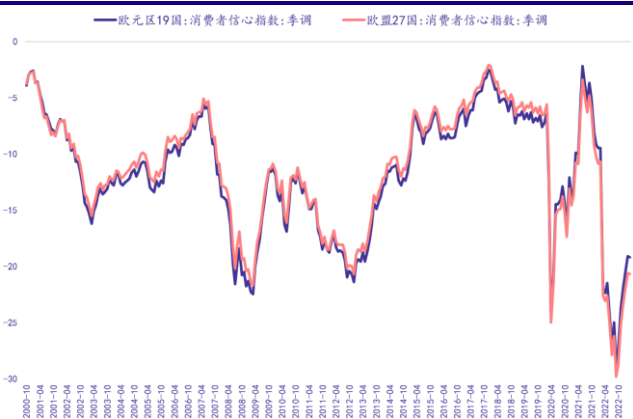


图 39：欧元区 PMI 整体有所修复



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 40：消费者信心指数底部回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 41：欧央行 2023 年一季度经济预测 (%)

(%)	2023Q1 预测值					2022Q4 预测值			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
实际GDP	5.3	3.6	1.0	1.6	1.6	3.4	0.5	1.9	1.8
失业率	7.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.7	6.9	6.8	6.6
HICP	2.6	8.4	5.3	2.9	2.1	8.4	6.3	3.4	2.3
核心HICP	1.5	3.9	4.6	2.5	2.2	3.9	4.2	2.8	2.4
单位劳动成本	0.1	3.2	5.1	3.2	2.3	3.2	5.0	3.1	2.6
劳动产出率	3.9	1.3	0.2	1.2	1.3	1.3	0.1	1.4	1.3
预算盈余/赤字占GDP比重	-5.1	-3.7	-3.4	-2.4	-2.4	-3.5	-3.7	-2.7	-2.6

资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

通胀方面，尽管油气价格显著回落，欧元区仍然面临更甚于美国的核心通胀压力。尽管欧央行对名义通胀走低更有信心，但核心通胀的预期在服务、商品和工资的持续压力下被调高：预计名义 HICP 在 2023 均值 5.3%、2024 均值 2.9%、2025 均值 2.1%；而 2022Q4 的预期均值分别为 6.3%、3.4%和 2.3%。核心方面，2023 到 25 年预测均值为 4.6%、2.5%和 2.2%，前值为 4.2%、2.8%和 2.4%。欧央行目前面临比美联储更糟糕的核心通胀局面，美国部分商品已经出现明显通缩，服务也开始横向震荡，而欧元区的核心 HICP 依然保持向上态势，一季度同比增长 5.5%，环比压力保持。分项信号同样显示价格粘性，不仅工业品仍受到供给瓶颈的滞后影响，工资增长下服务业也没有缓和迹象：工业制品和餐饮与住宿服务维持 10% 以上增速，商品中汽车和家具以及服务中交通、娱乐文化和教育增速也均在 5% 以上，尚无回落迹象。这导致欧元区核心通胀继续加速，也就意味着欧元区年内更高的加息幅度以及相应的经济代价。

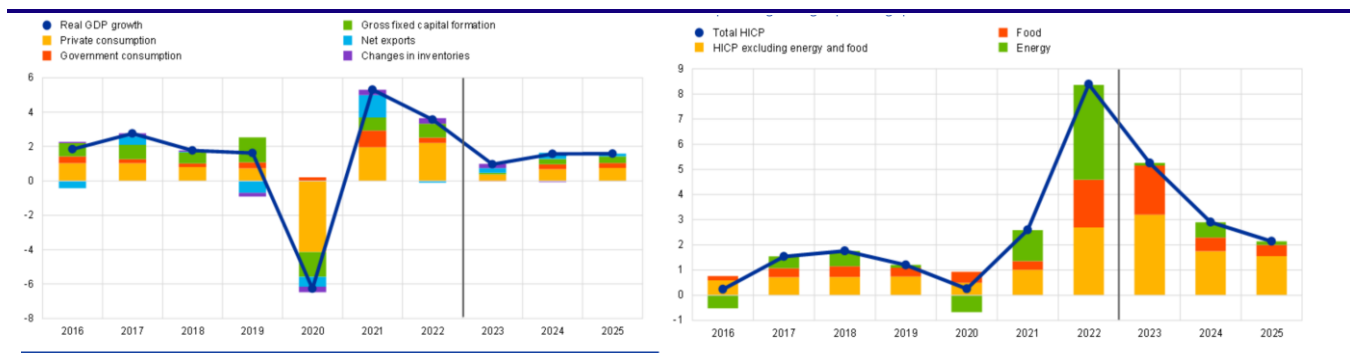
## 2.比美联储更鹰的欧央行

欧央行于 3 月加息 50BP，欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 3.50%、3.00%和 3.75%。同时，欧央行也开始谨慎跟进缩表：从 3 月至二季度末，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划（APP），月均 150 亿欧元；同时疫情紧急购买计划（PEPP）将至少持续至 2024 年末。与美联储相似，欧央行在瑞士信贷危机后也面临价格与金融稳定的双重挑战，但从欧央行近期的表态来看，通胀对货币政策

的影响显然高过对金融稳定的担忧，而对经济弱恢复的预期也支持 2023 年内比美联储更多的加息。

因此，我们倾向于欧央行在 5 月和 6 月均加息 25BP，利率终值（主要再融资利率）应不低于 4% 并有望在夏季达到，这也意味着比美联储更鹰的欧央行在二季度将对美元指数形成压制。

图 42: ECB 预测中消费投资下程度减弱, GDP 强于此前预期 图 43: 最大的通胀压力依然来自核心部分, 意味着加息仍要继续

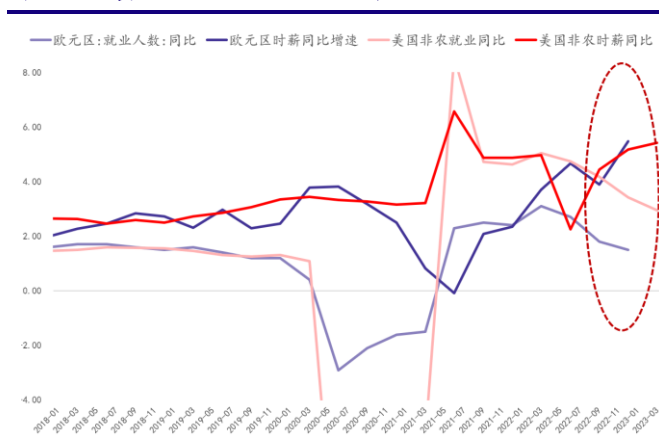


资料来源: ECB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: ECB, 中国银河证券研究院整理

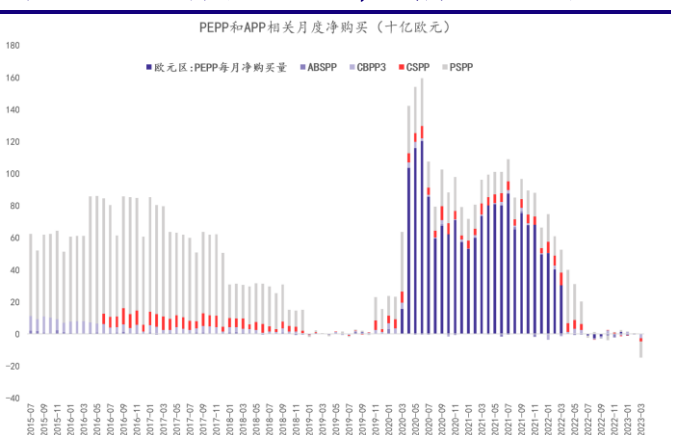
欧央行认为市场对于瑞士信贷问题和金融稳定的担忧并不改变其控通胀决心, 态度明确。其在 3 月货币政策会议中明确了两点, 一是 (核心) 通胀依然是其货币政策面临的主要矛盾; 二是欧洲金融稳定且并不影响加息, 即使出现流动性风险也有充足对策。这基本奠定了欧央行短期的鹰派态度。欧央行委员会的表述认为“欧元区银行部门有韧性, 资本和流动性充足, 任何情况下欧央行的政策工具箱都可以为欧元区金融系统提供流动性支持并保证货币政策的顺利传导”。在此基础上, 欧央行对 QT 缩表的执行也进一步确立了上半年“控通胀优先”的政策路径。

图 44: 工资对核心 CPI 的压力支持 ECB 继续加息



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: 欧央行 3 月开始坚定缩表, 短期紧缩态度明确



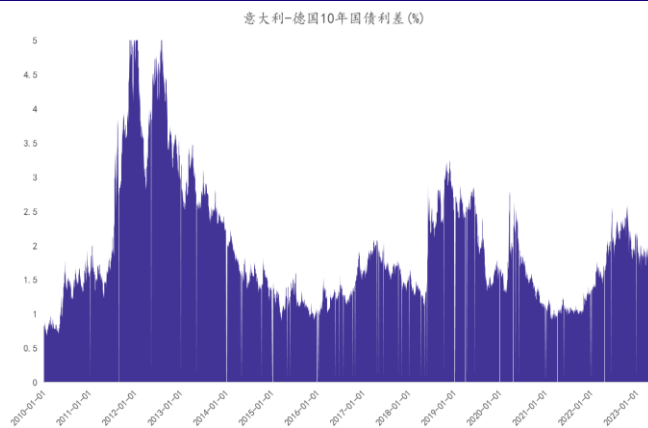
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 注意南欧国家债务问题和流动性担忧，但欧央行应对工具丰富

目前来看，欧洲金融环境面临的主要担忧包括（1）金融（银行）系统的流动性问题；（2）个别国家债务问题导致货币政策传导碎片化，表现于欧元区内国债收益率的分化。不可否认的是，继续收紧的全球金融环境未来仍会导致类似硅谷银行和瑞士信贷的问题发生，但欧央行有足够的决心和政策工具处理相关问题。

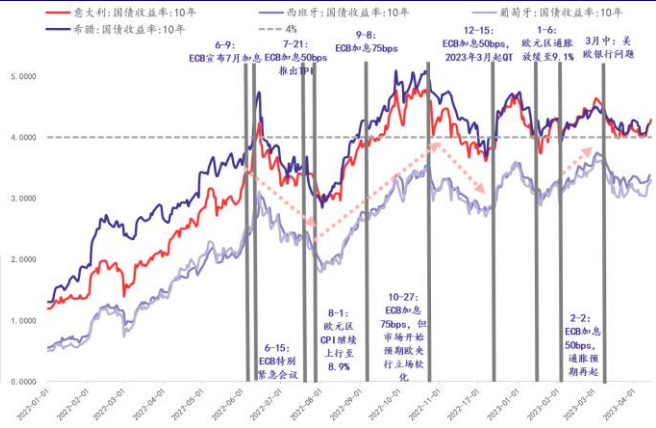
首先，欧央行行长拉加德在3月货币政策发布会中表态“如果需要的话，我们有足够的工具和措施……我们的职员过去就已经展示过，如果出现流动性危机的话，他们可以做出迅速且富有创造力的反应，但我们目前并未见到流动性危机”。尽管瑞士央行对瑞信的快速救助与欧央行并无关系，但为问题银行注入短期流动性预防危机已经是央行的常规操作：2022年11月英国市场因特拉斯政府不切实际的预算陷入混乱时英央行也果断重启QE补充短期流动性；硅谷银行事件后美联储一边紧缩，一边提供短期资金。这至少表明各大央行在银行系统出现债务导致的流动性问题时行动迅速且有效，临时“QE”也并未在中期妨碍物价稳定的终极目标。从主要央行的态度来看，银行业债务危机会得到高效处理，而银行资产与负债端的风险也正被积极排查，有利于控制突发债务风险对市场的影响。

图 46：德意 10 年债利差从高点回落，相对稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

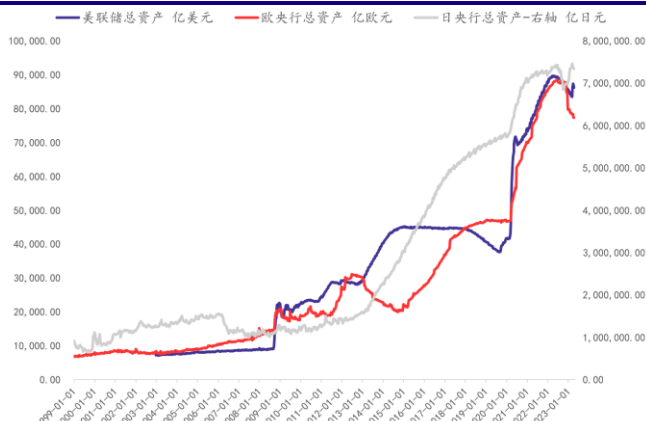
图 47：近期风险事件并未加剧“碎片化”，南欧国债较为平稳（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

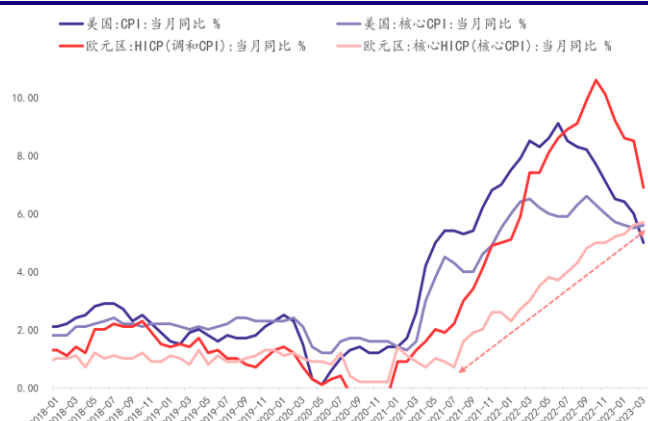
而关于“碎片化”风险，拉加德也强调了“传导保护工具 TPI”会在必要时保证金融稳定，防止资金抛弃风险较高的南欧国家国债并转投稳定的德债。同时，将持续到 2024 年的超 1.7 万亿欧元的 PEPP 也可以灵活调整，作为使用 TPI 和 OMT 前的防线。TPI 可以用于购买 1-10 年期的债券且没有规模上限，能在出现针对个别欧元区国家（特别是意大利）国债抛售时有效阻止其收益率过快上行。从瑞信问题后南欧国债的收益率来看，在央行及时处理流动性危机后债务压力较大的意大利和希腊国债收益率并未显著攀升，而是保持稳定；在欧央行不超预期加息的情况下，意大利国债收益率可能不会突破 2022 年 10 月末的顶峰。所以，欧元区短期难以出现严重碎片化问题和流动性危机，利于欧央行在二季度保持紧缩力度；即使出现意外，欧央行也有足够的货币工具和决心维护金融稳定，不必过分忧虑欧债问题。不过，欧洲的商业地产在持续的金融条件紧缩下也面临和美国类似的情况，因此对以质量较低的商业地产为底层资产的产品需要警惕。

图 48：美欧央行二季度将继续缩减资产负债表规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 49：核心通胀迫使欧央行比美联储更鹰



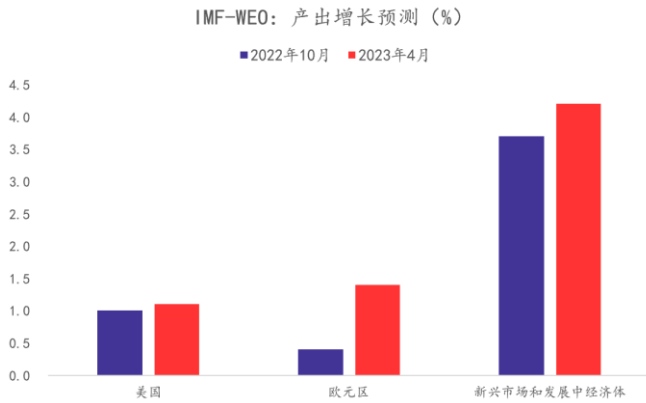
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### （三）美元指数与美债收益率

虽然金融稳定和经济下行对美联储的货币政策影响加大，但通胀控制短期仍是主要矛盾。在预计通胀增速在二季度快速放缓至4%以下，下半年缓慢放缓的情况下，美联储的加息在上半年停止，四季度有望出现首次降息。

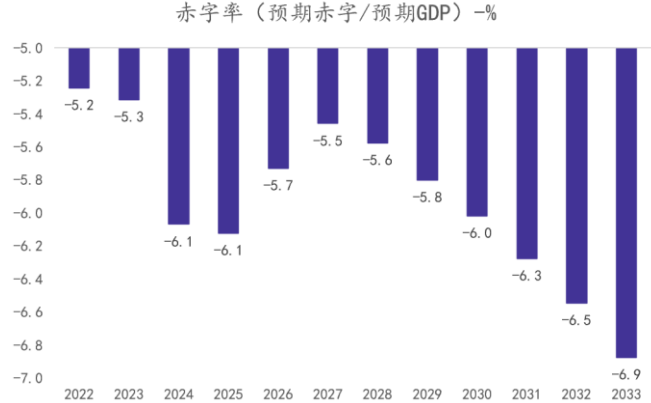
随着美联储紧缩顶部渐进和货币政策潜在的转向，美元指数在年内继续位于回落通道，硅谷银行事件后其顶部再次得到确认。整体上，不论是美元周期、利差因素还是美国经济的相对表现均利于美元指数的下行，虽然缩表和全球风险因素仍对美元形成一定支撑，但不会改变向下的方向。从美元周期角度考虑，大周期常受到美国占全球经济比重以及美国经常账户和财政预算赤字趋势的影响。目前美国经济短期趋弱、新兴市场经济体和欧元区表现相对好于预期，美国的赤字率也保持较快的扩张，这支持美元在长周期的下行。从中期框架考虑，美欧和美英利差有望在未来三个季度进一步收窄：欧元区和英国在2023年面临比美国更严重的核心通胀，因此两大央行年内预计加息更多次并更晚考虑降息；在美国年内降息概率明显高于欧、英央行的情况下，利差收窄也会导致美元更快下行。经济增长方面，硅谷银行事件导致的信贷派生收紧将加速美国经济的下行，年内易陷入衰退；同时，欧元区在能源危机缓解后，经济并未衰退且进入缓慢恢复期，新兴市场表现也好于美国，这不利于资金通过经常账户回流美国以支撑美元。另一方面，美国仍在坚持以每月约760亿美元的速度实行量化紧缩，流动性在高利率下的持续收紧可能在美元下行中制造小幅阻力。与此同时，全球高利率环境下金融风险不断积累，风险事件的意外爆发也可能使美元短期向上波动，但2023年内使美元下行的因素明显更强。因此，在二季度需要警惕个别经济数据超出预期造成美元的波动，但在加息停止的时间确立后，美元的下行将更加顺畅，预计年末美元指数可能处于98-96的区间，这也将进一步减轻对新兴市场经济的压制。

图 50: IMF 预测非美经济表现相对更好, 压制美元



资料来源: IMF, 中国银河证券研究院整理

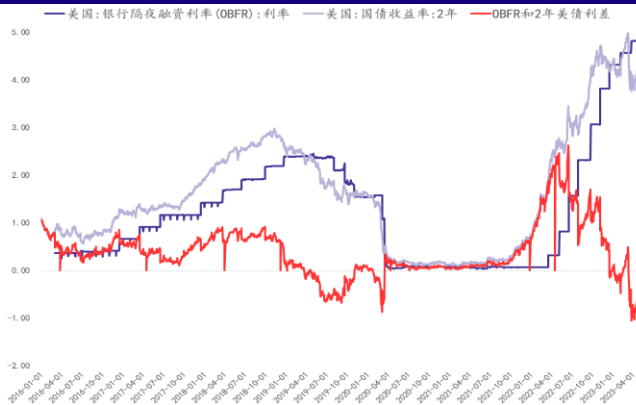
图 51: CBO 预测美国财政赤字率保持扩张



资料来源: CBO, 中国银河证券研究院整理

美债方面, 随着加息见顶与年内降息的可能, 未来三个季度美债收益率预计继续向下, 但 2 年期美债波动可能明显高于 10 年期。从一季度 2 年期美债的表现来看, 其对联邦基金利率和美元指数跟随较为紧密, 但硅谷银行事件反映出其更易受到流动性和预期变化的冲击, 震荡更加剧烈。相比之下, 随着美国经济下行、长期通胀预期回落的确定性提升以及风险因素的加持, 10 年期美债对短期预期的波动敏感度更低, 是相对更加平稳且安全的品种。我们预计 10 年美债在二季度经济数据存在反复的可能下仍以小幅震荡为主, 在 3.2% 的位置存在一定支撑, 但随着衰退概率和货币政策转向的概率在下半年加深, 其收益率有望回到 2.8% 左右。

图 52: 银行间的流动性紧张和相关风险依然需要警惕



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 53: 2 年美债近期跟随美元, 但波动剧烈



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、中国经济与政策

### (一) 货币的平衡：货币价格三角平衡以及政策的选择

#### 1. 货币价格三角之汇率：主导因素回到经济增长，6 月份汇率回弹

从货币的国外价格来看，一季度美元兑人民币在 6.75 元~6.97 元之间波动，货币的国外定价走低，现阶段仍然有压力。一季度美元波动幅度较大，美元指数下行 1.13%，人民币升值 1.33%。总体看人民币的波动幅度和走势与美元基本相当，但是节奏完全不同。

图 54：美元兑人民币汇率（元）

图 55：中国国别风险与人民币汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1 月份人民币升值主要是由于疫情封控政策缓解带来的国别风险降低。1 月份美元下行 1.6%，人民币汇率上行 2.93%且涨幅加快。除了跟随美元而动外，中国疫情封控结束带来了中国自身风险降低，造成 5 年期 CDS 价格从 2022 年 11 月份至 2023 年 1 月下行 61.1%，其中 1 月份下行 24.1%。2 月份人民币汇率主要跟随美元走势而动，但是 2 月至 3 月份地缘政治风险再次上行，带了 3 月份人民币升值幅度减弱。进入 4 月份美元继续下滑，但是人民币汇率升值缓慢，国别风险同样在下行，说明在此时期影响人民币汇率的指标转变为对中国经济的关注。

图 56：美元兑人民币汇率（%）

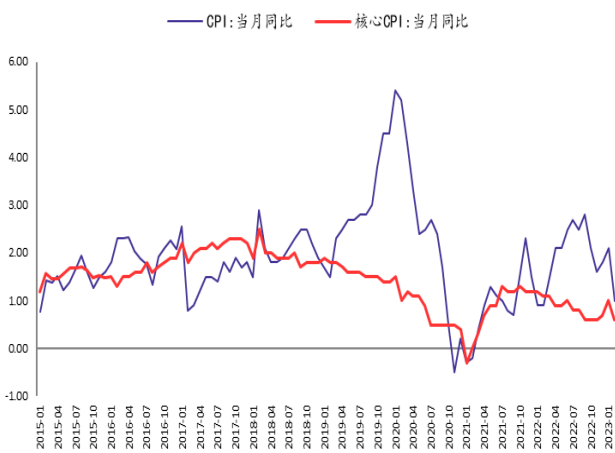
	美元指数	人民币汇率	5年GDS价格
1月	-1.60	2.93	-24.13
2月	1.74	-1.56	10.21
3月	-2.28	1.15	21.50
4月14日	-0.99	0.16	-5.37

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

疫情封控放开后，对于中国经济恢复的预期较为强烈，而2月份的经济数据显示，中国经济的恢复仍然偏缓。社会零售品消费仅有3.5%，并且居民贷款增长缓慢，居民仍然在积极的存钱。房地产消费表现好于2022年，但是4月份房地产消费再次下滑。社会消费品指数处于低位，3月份继续下滑至0.7%，带来了对于中国经济未来增长的担忧。

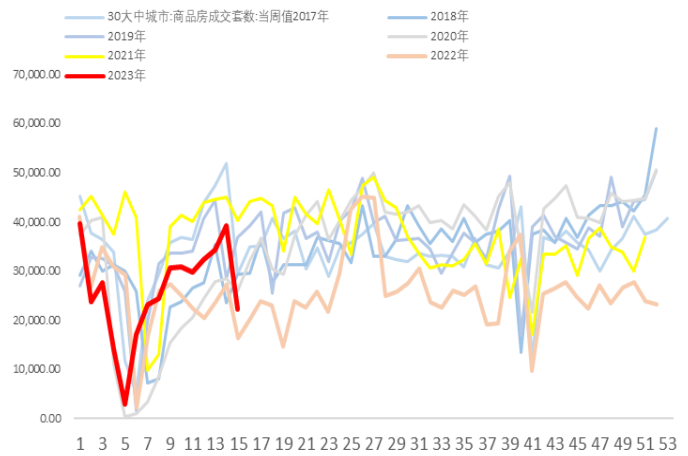
在这种情况下，人民币汇率在3月份和4月份升值缓慢，跟随美元的运行趋缓。此趋势可能在5月份以后会有所改善，也即随着中国经济持续的修复，对于经济运行的担忧将减弱。现阶段人民币汇率仍然处于低位，并且在二季度后改善的可能性更大，4月~5月人民币汇率可能仍然在6.8左右运行，而6月份可能回到6.7%左右。

图 57: 通胀的变化(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 58: 30大中城市房地产购买套数(套)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 货币价格三角之通胀：二季度陷入低点，下半年缓慢回升

一季度物价处于低位，二季度趋势预计继续下行且CPI与PPI均处于本年度低点。

从CPI来看，3月份物价水平超市场预期回落，并且一季度价格同样疲软，主要是因为：

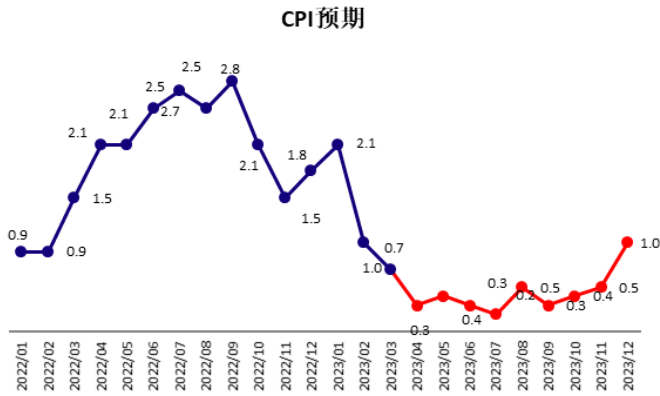
(1) 2023年基数水平较低；(2) 猪肉价格持续下行，猪生产链仍然处于猪周期的下行阶段，供给增加预计仍然能持续1个季度；(3) 疫情后收入预期恢复需要时间，需求缓慢回升，供给超过需求，对物价带来冲击，商品价格疲软；(4) 2023年一季度显示服务类价格的恢复也较为缓慢，2023年可能很难恢复至疫情前的水平；(5) 房地产仍然处于观察阶段，房价-房租-工资螺旋在2023年仍然难以建立，对物价推动有限。

2023年全年物价可能低位运行，二季度物价处于低点，预计在0.5%左右，全年物价水平在0.8%左右。从工业品价格来看，PPI的基数影响更深，二季度物价水平可能低于-3%，并且3月份开启的上游大宗商品价格回落可能持续4月份，并且物价水平在5月份-6月份震荡，5月份的PPI可能是全年的低点，PPI水平在6月份后缓慢上行。

下半年物价水平将缓慢回升，这是由于：(1) 居民生活仍然处于回升状态，居民需求会在下半年持续好转；(2) 一季度社会融资规模和信贷规模创出历史新高，天量的信用投放会在未来承托经济上行；(3) 猪肉价格周期在下半年会摆脱下跌趋势，同时大宗商品价

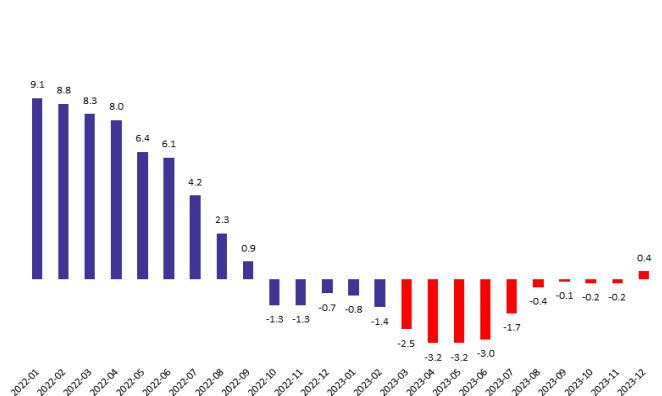
格经过二季度低位徘徊，下半年更可能止跌；(4) 下半年基数水平高于上半年。这意味着物价在二季度处于低点，给货币政策打开空间，即使二季度后，物价的上行也是缓慢的，全年的货币政策并不受到压制。

图 59：2023 年 CPI 走势预期 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 60：2023 年 PPI 走势预期 (%)



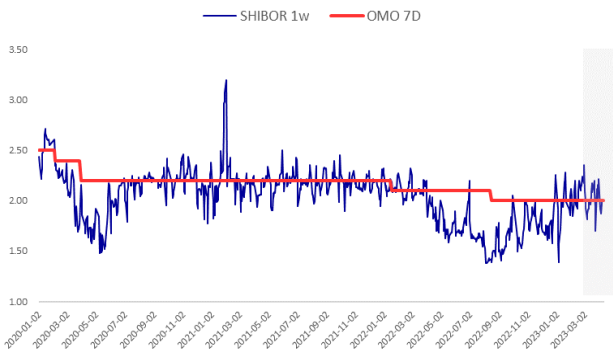
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 货币价格三角之利率：一季度货币市场利率回升，二季度受汇率压制难以降息

从货币国内价格来看，政策利率在一季度保持稳定，市场利率出现上行。从 2023 年初始，货币市场利率重新围绕 7 天逆回购利率 2% 附近运行。银行同业拆借利率和存款类机构质押回购利率年初上行，摆脱了 2022 年的超宽松状态，重新围绕 2% 的利率水平波动。1 年期银行同业存单利率也从 2022 年的低点 1.9% 回到了 2023 年一季度 2.7% 左右。国债收益率同样出现上行，2023 年 3 月 10 年期国债收益率比 2022 年 10 月上行 15bps，1 年期上行 49bps。

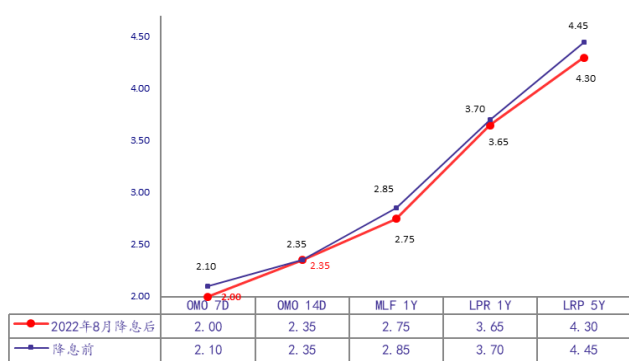
货币市场利率出现上述变化主要是我国疫情政策在 2022 年 11 月份出现了重大调整，央行判断我国经济会在之后逐步恢复正常。2023 年伊始，货币市场利率已经回到了 7 天逆回购利率附近，也即是央行对于使用超低短期利率套利的行为不再容忍。央行在 2023 年回归“货币正常化”，防止资金在金融系统空转，有限的资金更多的服务实体经济。

图 61：银行同业拆借利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 62：央行政策利率曲线 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

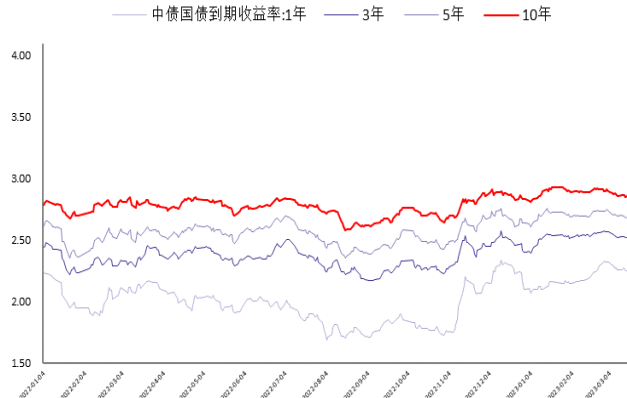


图 63: 银行同业存单利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 64: 中债国债收益率 (%)

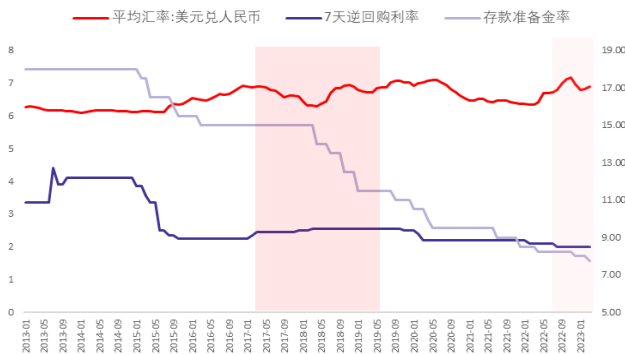


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从政策利率来看，央行政策利率在 2023 年上半年会继续平稳。第一，2022 年 8 月央行小幅降息后汇率快速下滑，央行在降息和汇率稳定的选择中暂时为了汇率而妥协。4 月份人民币汇率始终保持在 6.8 元左右，美联储加息并未结束，汇率仍然承压，因此央行在二季度美联储稳定之前暂时不会启用汇率工具。第二，一季度社融和信贷创出历史新高，并且居民和企业贷款保持高速增长，在货币投放数量大幅上行的情况下，利率工具的启动就显得较为困难。第三，一季度经济逐步恢复，当期的贷款会在之后逐步见效；预计二季度的经济保持恢复，在基数影响下，二季度各项经济指标增速会快速上行，央行仍然在观察期。

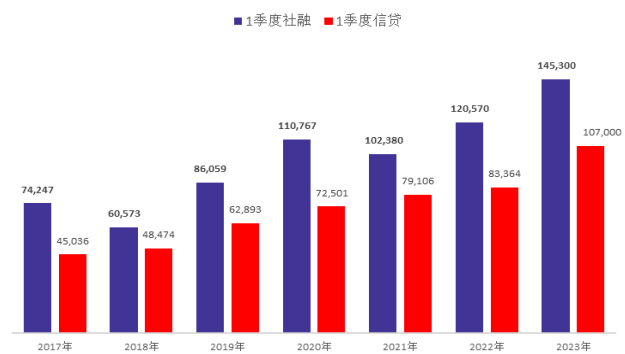
虽然央行政策在二季度较难有所作为，但三季度仍然可以降调政策利率。第一，经济在二季度仍然处于观察期，房地产的恢复以及未来消费的复苏如果仍较为缓慢，央行利率政策工具可能在三季度启动。第二，美联储加息预计在二季度结束，央行受外部制约减弱。第三，通胀二季度处于低位，三季度上升幅度有限，给货币政策释放空间。

图 65: 央行货币三角关系 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 66: 一季度社融和信贷总量 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 4. 货币的主导机构：央行延续稳货币、宽信用组合

进入 2023 年，我国经济摆脱了疫情时期的特殊状态，迎来了中国式现代化下的多元发展目标。关于金融支持中国式现代化发展的路径，人民银行易纲行长 2023 年 4 月在中国金融论坛年会上做出详细阐述。央行将通过坚持维护币值稳定和金融稳定为中国式现代化保驾护航。易纲行长表示，币值稳定即物价稳定和汇率稳定，国内的货币政策将以总量合理增长和政策利率小幅波动为主旋律。在货币总量方面，央行现阶段依然坚持适度增长，即“我国广义货币供应量（M2）和社会融资规模与名义 GDP 年均增速基本匹配”。

货币政策工具强调“综合考虑，相机抉择”。2023 年 3 月的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会中，强调在精准有力实施好稳健的货币政策这一总的取向的同时，更强调具体的政策工具怎么使用，要综合考虑，相机抉择。而抉择仍是坚持以我为主，把国内的目标放在首位。从目前来看，国内的经济好转是肯定的，但是也存在一些不确定性因素，所以下一步根据经济发展情况的变化和需要，统筹增长和物价，适时适度调整货币政策工具。

金融风险仍然是央行关注的重点内容。2023 年 4 月的二十国集团财长和央行行长会议上，会议成员普遍认为全球经济仍面临较大下行风险。各方同意加强政策协调，共同促进全球经济复苏、维护金融稳定。同时在 2023 年 4 月的一季度货币政策委员会例会上，对于当前形势判断，增加了发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧的表述。表明央行近期加大对金融风险的关注。

易纲行长在 4 月的二十国集团财长和央行行长会议上表示，中国经济正在企稳回升，通胀保持低位，房地产市场出现积极变化，预计今年 GDP 增速将达 5% 左右。以及今年一季度货币政策委员会例会上国内经济呈现恢复向好态势的判断，表明对于当前的经济态势是积极肯定的。

二季度货币政策以稳定货币和宽信用为主，而一季度信贷和社融融资实现了开门红，融资增速处于较高的位置。在央行稳定货币、防风险、支持信用的背景下，高速的信贷和社融增长不可持续，全年信贷总量增速和社融增速仍需与经济增长相配合，那么信贷和社融的高增速会在接下来的 3 个季度稳步回落。

**图 67：货币政策委员会例会内容整理**

内容	货币政策委员会例会 (2023年4月7日)	货币政策委员会例会 (2022年12月28日)	边际变化
形势判断	当前国际经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧。国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境动荡不安，国内经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。但恢复的基础尚不牢固。	1、增加发达国家央行政策紧缩带来金融市场波动，说明提升对金融风险的关注度 2、增加国内经济呈现恢复向好态势的表述，删除三重压力的表述，说明对经济的判断更加乐观。
政策性开发性金融工具	用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。	用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。	增加促进政府投资带动民间投资。
物价水平	在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定	在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。	无变化
结构性货币政策工具	结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，继续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。	结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，落实好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具，综合施策支持区域协调发展。	1、从做好加法到聚焦重点、合理适度、有进有退 2、强调继续实施碳减排支持工具
供给侧改革	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	无变化
利率	完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。	完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。	“推动降低”变化为“稳中有降”
汇率	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	无变化
实体经济	构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持科技创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。	构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持科技创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。	无变化
绿色金融	以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系	以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系	无变化
消费金融	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务	无变化
就业	继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。	继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。	无变化
房地产	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。	扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，维护住房消费者合法权益，确保房地产市场平稳发展。	1、增加化解优质头部房企风险的表述 2、增加加快完善住房租赁金融政策体系 3、增加推动房地产业向新发展模式平稳过渡
平台企业	引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。	引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。	无变化
金融开放	推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	无变化

资料来源：中国人民银行官网，中国银河证券研究院整理

## (二) 扩大内需、财政政策与房地产新模式

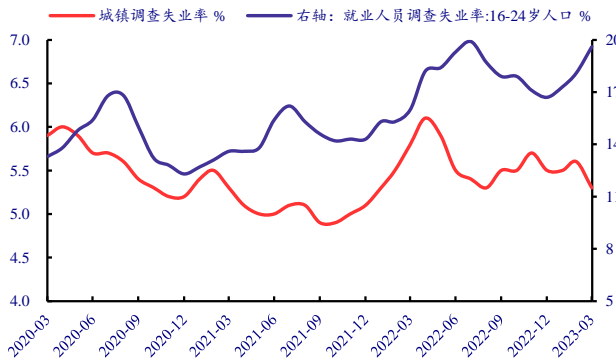
### 1. 人口、就业、收入、消费

短期而言，就业、收入、消费都有改善，但同时也都面临着各自的问题。3月调查失业率降至5.3%，但16至24岁人口的调查失业率又上升至19.6%的高位。一季度社会消费品零售总额同比+5.8%（3月当月同比+10.6%），尤其是餐饮收入同比+13.9%（3月当月同比+26.3%），但汽车、通讯器材、建筑与装潢、家用电器、文化办公用品等仍为负增长。

一季度居民可支配收入同比+4.0%（前值+3.9%）、消费性支出同比+4.8%（前值+0.3%），消费反弹斜率大于收入是经济复苏期的典型特征，最近一次可以参考 2021 年。

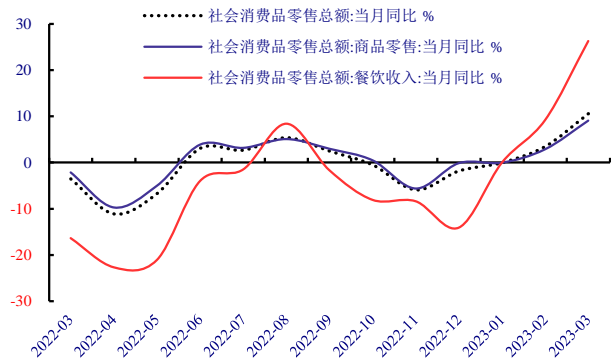
长期而言，虽然要注意未来劳动人口下行的不利影响，但不应对人口问题过度悲观。一是疫情影响正在消退。二是生育促进政策已经形成体系，目前已经进入地方政府落实层面。2023 年以来，各地方加速出台鼓励“三孩”生育、取消生育登记限制、实施差异化育儿补贴等措施。

图 68：就业：总体好转，压力仍在应届毕业生群体



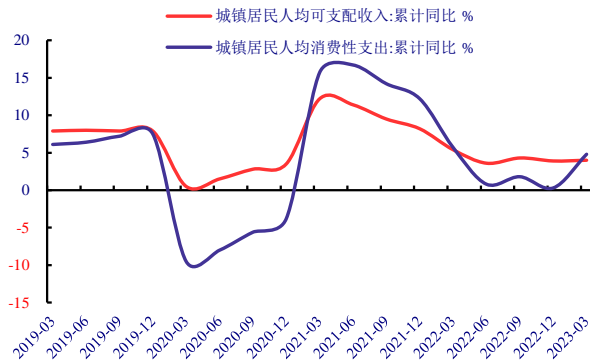
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 69：消费：疫后恢复明显，但汽车、手机、家装、家电等低迷



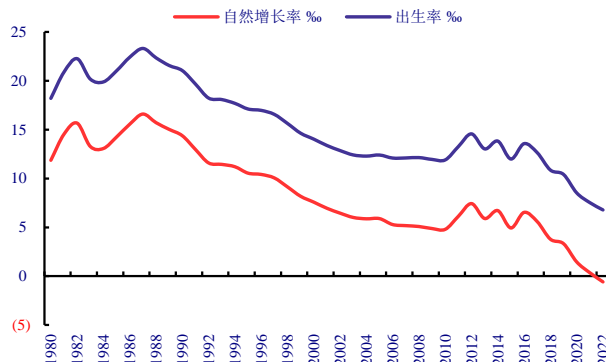
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 70：收入：经济上行期消费增速反弹斜率大于收入恢复



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 71：人口：人口出生率持续下降，人口自然增长率降至负值

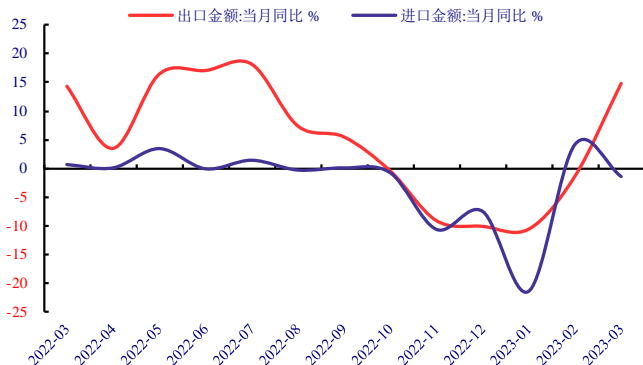


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2. 进出口：出口上半年可能维持负增长，全年韧性体现在出口份额上

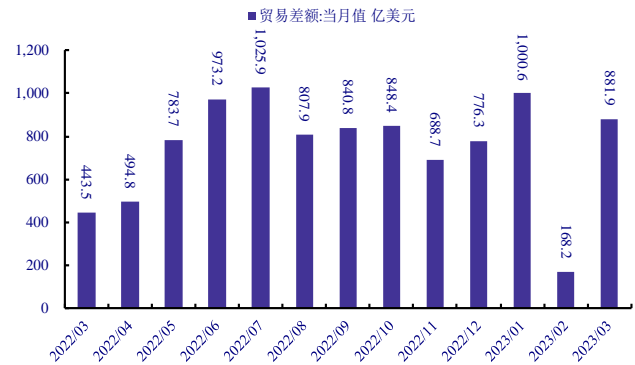
出口尚未真正见底。一季度中国出口好于预期，但接下来主要看美欧停止加息后的经济恢复能否对冲银行业危机的影响。2023 年 3 月出口 3155.9 亿美元，同比增长 14.8%，进口 2274 亿美元，同比下降 1.4%，贸易顺差 881.9 亿美元。一季度商品出口累计值 8218.3 亿美元，累计同比 0.5%，进口累计值 6171.2 亿美元，累计同比-7.1%。

图 72: 3 月出口增速收窄降幅, 进口增速延续低迷



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

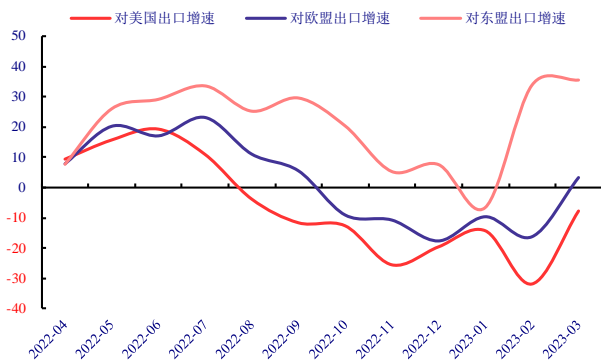
图 73: 出口韧性、进口低迷, 贸易顺差远高去年同期水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

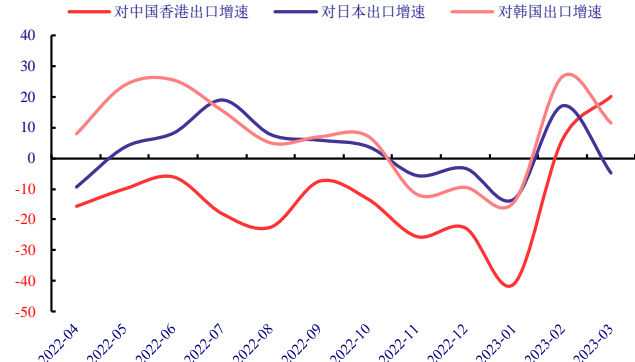
**东盟成为最大出口市场, 欧盟与美国紧随其后:**一季度中国大陆对东盟、欧盟、美国、中国香港、日本、韩国、印度、其他出口额占总出口额比重(美元计价)分别为 16.9%、15.3%、14.0%、7.6%、5.0%、4.7%、3.4%、33.1%。一季度对东盟出口同比+18.6% (前值+9%), 增速延续上升趋势;对欧盟出口同比-7.1% (前值-12.2%), 对美国出口额同比-17% (前值-21.8%), 对中国香港出口同比-8.9% (前值-23.5%), 增速降幅均有所收窄;对日本出口同比-2.4% (前值-1.3%), 对韩国出口同比+6% (前值+2.1%), 增速延续向上, 对印度出口同比+3.9% (前值-2.1%), 增速止跌转正。

图 74: 对美、欧盟、东盟出口增速 (美元当月同比%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 75: 对港、日、韩出口增速 (美元当月同比%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**东盟继续巩固对我国出口增速的贡献, 对香港出口持续回升, 对欧美出口短期弱势:**一方面, 受益于 RCEP 实施生效带来的政策红利, 我国与东盟贸易往来持续升温, 产业的优势互补以及供应链融合式发展加快推进, 带动了中间产品贸易规模保持增长。另一方面, 随着香港和内地 2 月 6 日起全面通关, 内地与香港之间的跨境陆路货运开始恢复正常, 有助大陆对香港的出口增长自 2 月开始逐步回升。3 月份对欧美出口的好转, 不代表欧美地区对我国的进口需求出现趋势性回暖变化, 关键视二季度美联储停止加息之后美国、欧元区经济的恢复情况而定, 上半年我国对欧美地区出口大概率将持续同比负增长。

**前瞻: 上半年中国出口可能持续负增长, 全年出口韧性主要体现在出口份额上。**美联储、欧央行相继加息对全球总需求带来较强压制, 以及美国不断谋求与中国的经贸脱钩, 短期内我国出口持续转向正增长的难度较大, 目前看上半年中国出口可能持续负增长。

2015 至 2019 年中国出口占全球比重基本稳定在 13.0 % 左右，近年小幅上升，整体稳定。2020 年至 2021 年中国出口占全球份额分别上升至 14.7%、15.0%。2022 年中国出口占全球的份额下降 0.6 个百分点，主要让给能源出口国、北美自贸区（也是主要商品出口国）、印度、越南与新加坡等。内部原因是中国疫情反复对生产和运输的影响。外部原因一是能源价格高位运行，推动商品出口国的出口份额明显提升；二是美国通过《芯片与科学法案》、《通胀削减法案》等，持续驱动制造业回迁美加墨自贸区；三是东盟的越南、新加坡，以及印度等对中国形成产业竞争。

对包括东盟国家在内的“一带一路”沿线国家出口增速的提升，有望弥补对欧美等地区出口增速的回落。欧盟、美国、日本和韩国等是我国外贸传统市场，2022 年对上述经济体出口合计占我国出口比重的 41.2%。同期，对包括东盟国家在内的“一带一路”沿线国家出口占我国出口比重的 32.9%。今年一季度，我国对东盟的出口增长达到 18.6%，高于去年同期的 12.3%，对“一带一路”沿线国家进出口 3.43 万亿元，同比增长 16.8%，较同期我国外贸整体增速高 12 个百分点。在能源冲击和疫情消退之后，中国（大陆加香港）出口占全球份额将稳中有升，这可能是今年出口韧性的一个来源。展望全年，预计 Q2 出口同比增速为 -1.9%，Q3 同比增速为 -4.5%，Q4 同比增速 2.4%，全年增速预测 -1%。

图 76：主要经济体出口占全球份额：中、日、韩等出口份额下降，商品出口国、美加墨地区比重明显上升

区域	出口占全球比重			份额变化 百分点数	区域	出口占全球比重			份额变化 百分点数
	2020	2021	2022			2020	2021	2022	
<b>亚洲</b>	<b>37.9%</b>	<b>38.0%</b>	<b>36.6%</b>	<b>-1.42</b>	<b>欧洲</b>	<b>37.1%</b>	<b>35.8%</b>	<b>34.9%</b>	<b>-0.93</b>
——印度	1.57%	1.77%	1.82%	0.05	——比利时	3.82%	3.76%	3.88%	0.12
——新加坡	2.05%	2.05%	2.07%	0.02	——荷兰	2.39%	2.46%	2.54%	0.08
——越南	1.60%	1.50%	1.49%	-0.01	——英国	2.26%	2.11%	2.13%	0.02
——中国台湾	1.97%	2.00%	1.92%	-0.09	——西班牙	1.75%	1.70%	1.68%	-0.02
——韩国	2.90%	2.88%	2.74%	-0.14	——瑞士	1.81%	1.70%	1.61%	-0.09
——日本	3.63%	3.38%	3.00%	-0.38	——意大利	2.83%	2.76%	2.64%	-0.12
——中国香港	3.11%	3.00%	2.45%	-0.55	——法国	2.77%	2.62%	2.48%	-0.14
——中国内地	14.7%	15.0%	14.4%	-0.60	——德国	7.83%	7.33%	6.65%	-0.68
<b>商品出口国</b>					<b>北美</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.3%</b>	<b>13.0%</b>	<b>0.67</b>
——沙特	0.99%	1.24%	1.65%	0.41	——美国	8.07%	7.85%	8.29%	0.44
——澳大利亚	1.42%	1.54%	1.66%	0.11	——加拿大	2.21%	2.27%	2.40%	0.13
——巴西	1.19%	1.26%	1.34%	0.08	——墨西哥	2.36%	2.21%	2.32%	0.11
——俄罗斯	1.89%	2.21%	2.14%	-0.07					

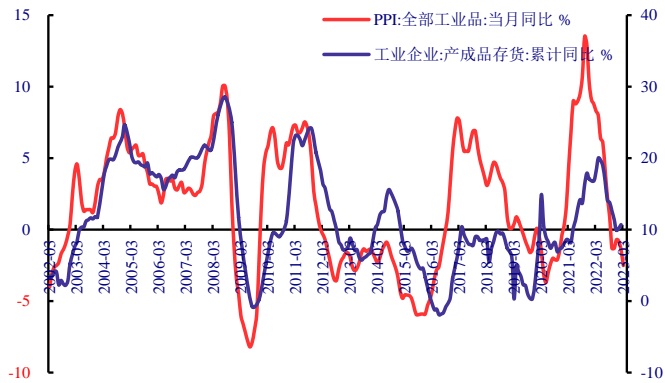
资料来源：WTO，中国银河证券研究院

### 3. 国内工业品周期趋于下行，企业利润增速承压

1-2 月全国规模以上工业企业利润同比下降 22.9%。分量价来看，一季度工业增加值同比 +3.0%（其中 3 月当月同比 3.9%），量的增长相对正常；但 PPI 自 2022 年 10 月进入负值区间，3 月进一步下行至 -2.5%。从基数效应来看，PPI 有望在 5 月见底回升，但市场对未来回升斜率还有争论，主要还是不太确定下半年房地产销售和出口的形势。分行业来看，有三类

利润降幅最大：一是制造业中的电子设备、汽车、电气机械，目前处于降价去库存过程之中。二是能源、化工，主要受 2022Q2 能源价格显著上升形成的高基数影响。三是房地产产业链的黑色金属、有色金属、非金属矿物制品等，受 2022 年房地产开发投资增速持续下行的影响。

图 77：工业品库存周期下行，工业品价格指数承压



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 78：过去三次库存周期：工业整体与黑色、有色、非金属建材



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从工业品库存周期的角度来看，经历了 2022 年库存被动积压之后，目前降价去库存过程还是比较痛苦的。目前去库存已经经历了三个季度（2022Q2 形成了产成品库存增速的峰值），从历史经验来看，库存周期预计将在两个季度左右见底。今年的实现机制，一是经济主要是随着信贷投放和社会融资逐渐带动有效需求回升，去库存过程有望在两个季度之内完成。

图 79：中国库存周期的历史、现实与未来

库存周期	上升期	下降期
2000.06-2002.10	13个月	16个月
2002.11-2006.04	26个月	17个月
2006.05-2009.08	27个月	12个月
2009.09-2013.08	26个月	22个月
2013.09-2016.06	12个月	22个月
2016.07-2019.11	10个月	31个月
2019.12-2023.03	26个月（2022年4月见顶）	截至2023年3月已度过12个月

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 4. 地产新模式：长租房供需两端改革将是转型重点

一季度房地产业销售面积改善但投资仍然低迷，价格分化明显。有五项特征：

- (1) 房地产开发投资下降。1-3 月，房地产开发投资-5.8%，前值+0.7%。

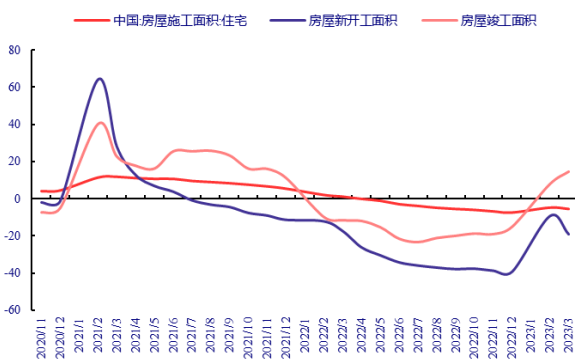
(2) 保交楼政策显成效，但房企开发意愿仍然低迷：一季度房地产开发企业住宅施工面积同比-5.4%，住宅新开工面积同比-19.2%，仅住宅面积同比恢复至 14.7%，前值为-11.5%。

(3) 房地产销售面积总体改善：全国住宅销售面积累计同比转正至 1.4%，住宅销售额累计同比 7.1%；一线城市成交面积降幅收窄至-3.0%，三线城市大幅改善至 18.1%。

(4) 房价整体回落，地区分化明显：70 个大中城市新建商品住宅价格分别下降 2.3%，1.9%和 1.4%。其中，一线城市平均上涨 1.83%，二线城市平均-0.67%，三线城市平均-3.27%。二手房下跌更为明显，70 大中城市二手住宅价格指数一季度平均下降 3.37%。

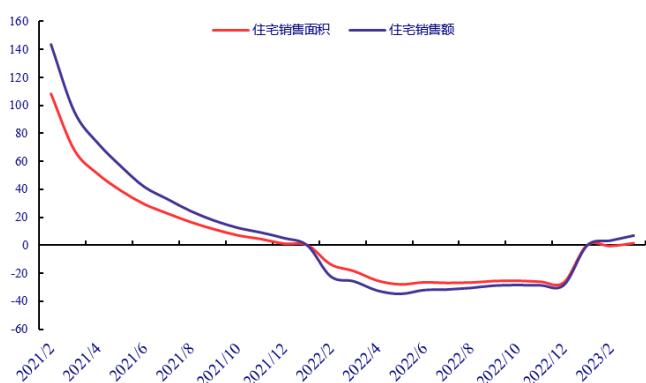
(5) 房企到位资金总体收窄降幅，但利用外资、自筹资金降费增大：一季度房地产开发企业到位资金 3.4 万亿元，同比降幅回升至-9.04%。其中需要注意的是利用外资和自筹资金同比分别降至-22.7%和-17.94%，定金及预收款和个人按揭贷款同比恢复明显，至-2.80%和 -2.85%。

图 80：房地产开发-累计同比 (%)



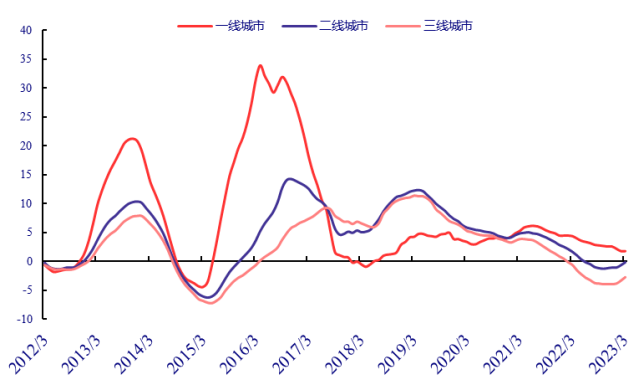
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 81：房地产销售面积和销售额-累计同比 (%)



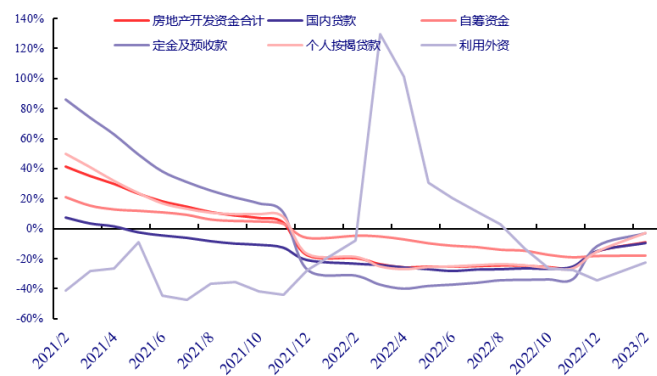
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 82：70 城住宅价格指数同比：一线、二线、三线 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 83：房地产开发资金来源:当月同比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

我们认为未来房地产市场逐步迈向“租购并举”，金融服务提供长期支持，在供给侧和需求侧共同发力。我国房地产企业长期在“高负债、高周转、高杠杆”框架下运作，造成企



业财务能力脆弱、风险抵御能力差。随着老龄化加剧、城镇化指标见顶回落、需求端下降，多重因素共同作用导致短期风险爆发。因此，需要供需两端调节。

**供给侧：政策将引导房企开发长期住房经营模式，建立多层次保障房体系以及二级保障房市场；**主要表现在（1）房地产供给政策将引导房企开发保障性住房，并建立面向不同条件人群的多层次保障房体系，同时建立二级市场盘活保障房流动性，将有限资源提供给更多需要的人群。（2）搭配城市有机更新等项目，引导房企长效经营；未来随着老龄化、人口抚养比上升等趋势，政策更易鼓励企业参与城市更新项目，采取协议出让、授权房企长期经营城市更新项目内物业等方式，促进适老适幼化住房设计与社区服务。（3）融资方面政策将支持企业建设保障性住房融资。随着保障性租赁住房 REITs 等资产证券化金融工具将逐步推进，预计未来政府将在地方创设并发行以经营性房地产为基础资产的 REITs、收益权资产支持证券等多元化的新型融资方式，多途径吸引社会资本参与。

**需求侧：租赁赋权，为保障性住房申请人提供多元融资或支付方式。**为租赁赋权可以切实保障租购双方权利，预计政策将适度倾斜承租人、提高居民非资产性福利水平。同时政府将科学设计租赁住房的专项立法，保障低收入人群、长期租赁合同承租人的利益。可以借鉴经验的包括新加坡的“长租即产权”模式，即居住人每月付房租但拥有房屋产权。

**图 84：房地产重点政策梳理**

日期	政策内容
1月5日	央行决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制。新建商品房销售价格环比和同比连续三个月下降的城市可阶段性维持、下调或取消当地首套房贷款利率下限。
1月10日	人民银行、银保监会在联合座谈会上表示有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》。行动方案从资产、负债、权益、预期四个方面，重点推进21项工作任务，化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。
2月3日	自然资源部对住宅用地出让公告不再要求“全年不超过3次”。优化完善集中供地政策，更好发挥充分公开披露信息对于稳定和引导市场预期的积极作用。
3月3日	全面推行“带押过户”。自然资源部、中国银保监会正式印发《关于协同做好不动产“带押过户”便民利企服务的通知》，对协同做好不动产“带押过户”做出全面部署，深化不动产登记和金融便民利企合作，进一步提升便利化服务水平，降低制度性交易成本，助力经济社会发展。目前全国有15个省份100多个地市已采取“带押过户”模式。
3月5日	政府工作报告定调2023年房地产方向：风险化解、平稳发展、保障住房为重点。在全国人大一次会议政府工作报告对今年政府工作的建议中提到：“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”以及“加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。”

资料来源：人民银行、政府工作报告等，中国银河证券研究院整理

## 5. 财政与基建：收入回升，支出加力提效，基建有五个重点投向

今年财政政策的定位是“积极的财政政策要加力提效”。其中预算赤字率从2022年的2.8%调升至3.0%（增量为2500亿元）；地方政府专项债计划额度从3.65万亿元调升至3.8万亿元（增量约为1500亿元）。一季度财政收支状况变化如下：

**公共财政收入：**一季度公共财政收入累计同比增长0.5%，其中税收收入同比-1.4%，非税收入同比+10.9%。主要税种之中，国内增值税同比+12.2%、企业所得税同比+9.3%、进口环节税同比-14.4%、国内消费税同比-22.2%、个人所得税同比-4.4%。

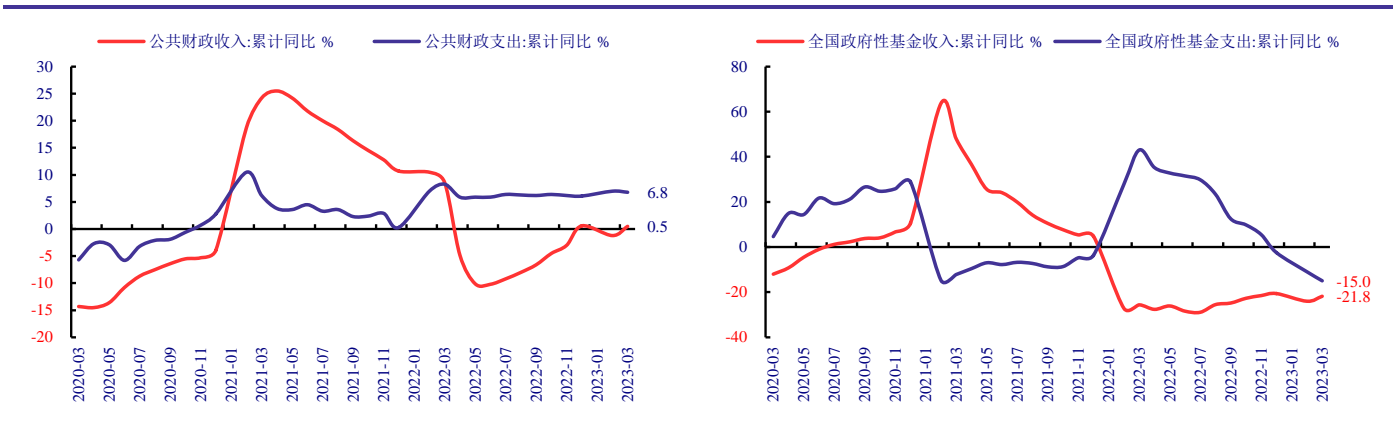
**公共财政支出：**一季度公共财政支出同比+6.8%，其中卫生健康+12.2%、农林水事务+10.9%、社会保障和就业+9.6%、科学技术+9.4%、教育+4.1%、城乡社区事务+1.8%、交通运输-0.4%、节能环保-2.4%、文化旅游体育与传媒-2.7%，以及债务付息+15.9%。

**政府性基金收支：**一季度全国政府性基金收入同比-21.8%，其中国有土地使用权出让收入同比-27%；一季度全国政府性基金支出同比-15%，其中国有土地使用权出让收入所对应的支出同比下降 17.1%。

展望未来，财政收入稳中有升，有利于财政政策“加力提效”，一季度财政支出增长6.8%，其中3月同比增速6.5%，并加力支持基本民生、科技等重点领域。二、三季度财政政策将延续加强对稳就业、促销费、扩大有效投资的支持，四季度出口确定底部，内需明显企稳之后将转向自主创新、高质量发展等方向。

图 85：公共财政收入与支出增速

图 86：政府性基金收入与支出增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (三) 长期：机构改革与房地产新模式

#### 1. 金融机构改革

3月16日中共中央、国务院印发《党和国家机构改革方案》，改革重点包括金融体制、科技体制、社会工作（社区治理、非公有制经济等）三方面。其中金融体制改革可能影响如下：

**新设立中央金融委员会和中央金融工作委员会：**合署办公的关系能将党中央决议和政策及时有效传递给金融系统，同时也能更直接有效获取金融市场的信息。这将进一步提升金融系统政策执行效率与风险防控水平，强化金融市场服务实体经济发展和国家战略的能力。

**在银保监会的基础上组建国家金融监督管理总局：**负责除证券业务外的一切金融监管，使金融监管职责更为明确，避免监管盲区。剥离原属证监会和央行的投资者和消费者保护职责并入国家金融监管总局，使得投资者和消费者保护的工作力量更集中。将中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离，确保“管办分离、政企分开”。

**证监会升至国务院直属机构：**提升权威性，加强国家对资本市场直接监管力度。划入原属发展改革委的企业债券发行审核职责，证监会统一负责企业债发行，是全面注册制之后进一步提升直接融资占比的措施。

**中国人民银行分支机构改革：**撤销央行大区分行，此前在县市级的基层监管职能将逐步向国家金融监管总局转移，央行派出机构人员将归为公务员体系统一管理。未来中国人民银行将专注于监测各地经济运行状态，精准实施货币政策，提升货币政策效果等职能。

## 2. 科技体制改革与产业政策

**组建中央科技委员会：**加强党中央对科技工作的集中统一领导，统筹推进国家创新体系建设和科技体制改革，研究审议国家科技发展重大战略、重大规划、重大政策，统筹解决科技领域战略性、方向性、全局性重大问题，研究确定国家战略科技任务和重大科研项目，统筹布局国家实验室等战略科技力量，统筹协调军民科技融合发展等。

**重新组建科学技术部：**加强推动健全新型举国体制、优化科技创新全链条管理、促进科技成果转化、促进科技和经济社会发展相结合等职能，强化战略规划、体制改革、资源统筹、综合协调、政策法规、督促检查等宏观管理职责。

**将国家知识产权局调整为国务院直属机构：**加快推进知识产权强国建设，全面提升知识产权创造、运用、保护、管理和服务水平。

**组建国家数据局：**负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用，统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设等，由国家发展和改革委员会管理。

## 3. 房地产新模式

**长期而言，房地产必然走向新发展模式：**从二十大报告来看，住房问题放在民生部分，商品房和保障房体系并重。从当前房地产调控措施来看，三条红线和房贷集中度管理等都没有松动，房地产发展必然进入低债务新模式。从过去三年政策重心切换来看未来三年，政策重心将从扩大内需到自主创新再到共同富裕，房地产税等中长期改革预计将在2024年经济回稳、机构改革和自主创新进入预定轨道之后开始加速推进。从新加坡经验来看，财税改革、保障房的多层次体系与二级市场必不可少(参考前期报告《香港与新加坡房地产发展模式比较研究》)。

### 三、投资启示

#### (一) 二季度和全年宏观经济展望

我们在2022年12月10日的《复苏之路：2023年宏观经济十大预测》之中预测2023年实际GDP增速为5.8%，剔除二季度低基数的影响为4.6%。从需求侧来看，2023年社会消费品零售增速7.5%左右，固定资产投资增速6.2%左右，扣除外需回落的影响，名义GDP增长可预估为6.6%；通胀平减指数可能降至0.8%，对应实际GDP增速为5.8%。从供给侧来看，预测2023年工业增加值增速提升至5.5%左右，服务业指数增速明显回升至6.0%左右。

我们将下一级段主要宏观变量的预测调整如下，较明显的调整有四个方面：（1）调低CPI，但调高社会消费品零售额增速，主要原因是消费下沉阶段价降但量增。（2）是调低工业增加值增速，但调高服务业增速，小幅提高GDP增速预测。主要原因是工业受出口、去库存影响更加显著，但服务业的恢复好于预期。（3）考虑到银行业危机和通胀的路径，二季度美联储将停止加息，预测全年美国国债收益率、美元指数将继续趋于下行。（4）在欧洲维持弱恢复，美国年末的经济下行可能导致金融条件边际放松的假设下，中国出口有望在四季度回升。

图 87：国内外主要宏观经济指标预测（更新至2023年4月25日）

分类	指标	实际值			预测值			季度				年度
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	Q1	Q2	Q3	Q4	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.52	3.92	3.48	3.5	3.6	3.4	3.48	3.4	3.2	2.8	2.8
	中国10年期国债收益率	2.9	2.9	2.85	2.8	2.75	2.7	2.85	2.7	2.8	2.9	2.9
	美元指数	102.6	105	102.1	101.9	100.5	100.2	102.1	100.2	98.8	97.1	97.1
	USDCNY即期	6.87	6.94	6.76	6.85	6.8	6.82	6.76	6.82	6.75	6.7	6.7
通胀率	CPI：当月同比	2.1	1	0.8	0.5	0.9	1	1.3	0.8	1.1	1.4	1.2
	PPI：当月同比	-0.8	-1.4	-2.4	-2.9	-3	-2.8	-1.6	-2.9	-0.6	0.1	-1.3
货币 金融	M1：同比	6.7	5.8	5.1	5.5	5.6	5.4	5.9	5.4	5	6.4	6.4
	M2：同比	12.6	12.9	12.7	12.8	12.7	12.7	12.8	12.7	12.5	12.3	12.3
	社会融资存量：同比	9.4	9.9	10	9.8	9.7	9.6	9.7	9.6	9.6	9.8	9.8
	社会融资规模新增（万亿元）	5.99	3.15	5.38	1.3	2.7	4	14.5	8	7	4.7	34.22
	信贷新增（万亿元）	4.9	1.81	3.89	0.7	1.8	2.9	10.6	5.4	4.5	3.2	23.7
进出口	出口（美元值）：当月同比	-10.5	-1.3	14.8	6.5	-5.4	-5.5	0.5	-1.9	-4.5	2.4	-1
	进口（美元值）：当月同比	-21.4	4.2	-1.4	3.2	0.9	1.9	-7.1	2	-2.4	1.9	-1.4
	贸易差额（亿美元）：当月值	1001	168	882	600	600	750	2047	1950	2410	2400	8807
国内 经济	制造业PMI：%	50.1	52.6	51.9	51.2	50.8	49.8	-	-	-	-	-
	工业增加值：当月同比	-	2.4	3.9	6.8	6.2	4.8	3	5.9	4.5	4.9	4.6
	社会消费品零售总额：当月同比	-	3.5	10.6	24.3	15.5	3.9	5.8	13.7	8.6	11.3	9.8
	固定资产投资：累计同比	-	5.5	5.1	5.3	4.9	4.6	5.1	4.6	4.5	4	4
	——制造业投资	-	8.1	7	7.1	6.4	5.2	7	5.2	4.5	4.7	4.7
	——房地产开发投资	-	-5.7	-5.8	-5.3	-4.5	-3.4	-5.8	-3.4	-2	0.3	0.3
	——基础设施建设投资	-	12.2	8.8	9.4	8.3	7.2	8.8	7.2	6.2	5.3	5.3
GDP	实际GDP同比	-	-	-	-	-	-	4.5	7.8	6	6.2	6.1
	名义GDP同比	-	-	-	-	-	-	5.5	9.1	7.3	7.2	7.2

资料来源：中国银河证券研究院整理

## (二) 中国资产

### 1. 经济周期定位与投资时钟

**2023 年总体应坚持经济复苏的交易思路。**尽管复苏的进程需要政策持续发力，需要等待微观主体预期修复，复苏的力度目前仍有争议，复苏的行业也会有先有后，但复苏格局是相对确定的，特别是新一届国务院开始履职，扩大内需与恢复市场信心的措施稳步推进，中国外交也取得多项新成果之后，资本市场对于中国经济复苏的进程也更为确定了。这意味着今年中国经济总体保持经济景气度修复、通胀率可控、政策逐渐见效的趋势。在投资时钟模型之中，复苏格局对应的是股市牛市的开局、债券牛市的尾巴。

**从普林格模型来看：**2022Q4 至 2023Q1 中国国债收益率趋于上升，商品价格与股市修复，市场进入“债券涨完股票涨”阶段，主要反映了国内经济复苏预期，但同期货币政策相对偏紧。2023Q2 货币政策转入稳货币宽信用阶段，叠加美欧银行业危机导致加息预期显著下行，债券收益率出现下行。但二季度 PPI 与企业盈利增速即将见底，信贷投放与政府债券发行仍在推升社会融资增速，综合判断经济仍处于复苏初期，市场仍处于“债券涨完股票涨”的阶段，商品价格的加速需要等到更全面的复苏信号，尤其是出口见底与房地产销售加速的信号。

图 88：国内股票、债券、商品三种资产的走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

综上所述，二季度我们认为应该侧重权益资产，面临四重利好：

**一是国内盈利底：**PPI 即将见底，同时政策逐渐见效，经济进一步修复，将带动工业企业利润增速见底回升。市场对 PPI 即将见底预期较为一致，但分歧在于 PPI 反弹的斜率。考虑到库存周期仍在下行，国内政策更为注重内生，预计 PPI 上行与企业盈利改善的斜率相对缓和。

**二是国内稳货币宽信用：**内部CPI上行压力可控，PPI下行需要总需求扩张的政策；外部人民币贬值压力缓解，货币政策具备宽松条件，预计存在货币政策宽松预期。同时中长期贷款投放持续加速，社会融资增速也在信贷和政府债发行的带动之下见底回升。

**三是美联储停止加息：**二季度美国CPI明显下行，因此美联储停止加息的概率较为确定，这会驱动中美利差倒挂程度收窄，美元指数下降，人民币资产重估。但需要注意，美国CPI下半年会进入粘性区间，且存在反复的可能，因此年内降息仍有不确定性。

**四是信心的恢复与预期好转：**3月下旬以来多国的政要与企业家访华，多项对外合作项目与人民币国际化成果落地；市场预期恢复、民企信心好转，有望带动民间投资与FDI反弹。

图 89：2022 年 11 月以来全球风险资产反弹，月度变化受美联储加息预期的影响较为明显

资产价格月度涨幅：%		2022M11	2022M12	2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023年以来涨幅
A股 港股	万得全A	7.8	-2.1	7.4	-0.4	-0.1	1.8	8.6
	上证综指	8.1	-1.9	5.4	0.3	0.5	3.2	9.6
	沪深300	8.8	0.6	7.4	-3.1	0.2	1.8	7.2
	创业板指	4.2	0.3	10.0	-7.1	-0.4	0.2	3.7
	恒生指数	25.1	8.7	10.4	-10.3	2.3	0.4	5.1
亚太	日经225指数	3.2	-6.9	4.7	0.0	2.3	3.1	9.3
	韩国综合指数	9.0	-8.1	8.4	-1.5	3.1	4.5	15.2
	富时新加坡指数	7.6	-0.8	3.5	-3.4	-0.1	2.1	2.1
美股	万得中概股100指数	42.1	10.6	18.5	-10.7	4.2	-6.3	5.4
	道琼斯指数	5.3	-2.1	2.8	-3.1	1.2	3.2	2.5
	标普500	4.6	-3.0	6.2	-1.2	3.2	2.6	8.1
	纳斯达克指数	3.3	-4.7	10.7	0.5	6.6	1.2	16.2
欧股	英国富时指数	7.5	-0.8	4.3	1.2	-3.8	3.7	5.7
	法国CAC40指数	7.4	-2.9	9.4	2.6	0.4	3.9	15.8
	德国DAX指数	8.7	-3.0	8.7	1.6	1.6	2.4	13.4
商品	CRB工业指数	2.6	0.8	0.1	-1.7	-0.3	4.0	-0.3
	布伦特原油	-10.8	2.9	-2.7	-2.6	-3.8	7.3	-2.5
	LME铜	9.7	4.2	10.8	-2.5	2.2	-0.3	7.0
	螺纹钢	6.6	8.7	1.4	-1.4	-1.0	-5.7	-3.9
	伦敦金	7.5	4.2	5.8	-5.0	8.4	0.7	9.4
货币 债券	美元指数	-4.2	-3.1	-1.3	2.7	-2.0	-0.2	-1.3
	中债国债总财富指数	-1.1	0.6	0.0	0.1	0.6	0.3	0.9

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2. 利率：复苏是债券牛市的尾声

债券会有阶段性机会，但利率更多呈现区间震荡。确实，中国经济开始修复但修复力度仍不足，欧美银行业事件之后外需下行压力仍然较大。信贷开始扩张但社会融资需求仍然缺乏内生动力，特别是房地产市场仍然需要居民预期的进一步修复。货币政策坚持稳健定位，强调精准有力与结构性工具使用。因此基准预测10年期国债收益率将在2.7%至2.9%区间波动。市场分歧点主要是出口见底的时间与房地产销售改善的持续性。另外要提示的是，人口负增长的线性预测可能需要调整，一是疫情影响正在消退，二是生育政策已经到乐地方政府落实层面。

### 3. 股市风格与行业轮动

权益资产方面，把握二季度盈利底的机会，但也要密切关注和充分应对行业轮动的加快和市场风格的变化。回顾历史，经济见底回升时期权益市场表现分为三个阶段：

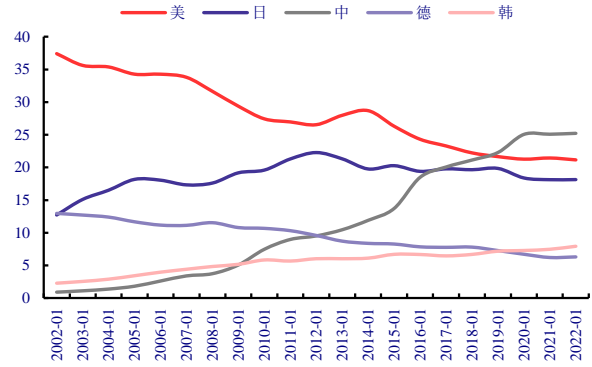
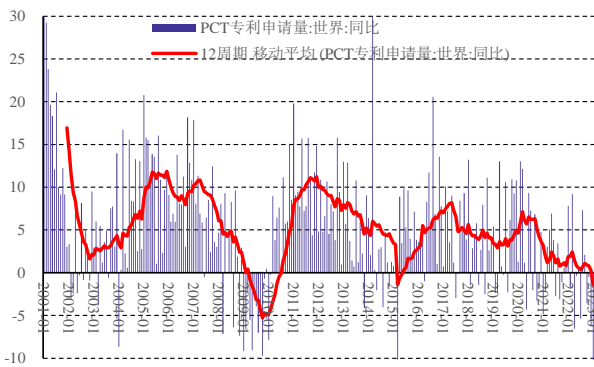
**衰退末期至复苏初期：**情绪性反弹加流动性宽松预期推动高弹性品种上行。但由于复苏基础不稳，加之国内外货币政策预期变化，市场波动较为剧烈。2023Q1 以来的科技股行业在一定程度上就反映了这种情况。从国际专利申请量来看，目前全球科技周期是处于下行期的，人工智能是为数不多的亮点，所以被市场关注。同时国内政策对数据要素、自主创新的关注也提升到了前所未有的高度。所以从宏观的视角来看，当前的科技股行情就是以上合力的结果。未来要等商品、消费、金融地产等行业的业绩真正回升之后，科技股的关注度才会有所下降。

**复苏中期：**市场进入基本面驱动阶段，需要业绩兑现。大盘风格、房地产产业链与消费逐渐占优。预计 2023Q2 将会出现 PPI、工业企业利润增速的底部、业绩先见底的行业将占优。从驱动力看，目前消费温和修复、投资相对平稳、房地产仍存分歧、出口承压较为明显。

**复苏后期至初步过热：**能源材料、消费电子等后周期品种将开启上行，但之后牛市终结。但要注意，近年来能源材料行业面临较强的供给约束，供需平衡点偏低；而消费电子、汽车等行业仍在去库存过程之中，底部可能相对滞后。

图 90：从 PCT 专利申请量看，全球技术周期目前处于下行期

图 91：中国的国际专利申请量占全球比重持续提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**二季度展望：**2022 年 11 月以来中国经济从衰退末期进入复苏初期，情绪性反弹加流动性宽松（美联储加息放缓等）预期推动市场上行。2023 年 5 月以 PPI 见底为标志，市场将进入基本面驱动阶段。目前看供给约束较强的工业品生产的利润改善可能更快，内生回复的消费则更为稳定但斜率平缓。

图 92：2022 年 11 月以来 A 股整体上行，2023 年以来市场风格集中到 TMT 板块

指数	日期	2023年以来 指数涨幅	2023M04 涨幅	2023M03 涨幅	2023M02 涨幅	2023M01 涨幅	2022M12 涨幅	2022M11 涨幅
基准	上证50	2.6%	1.6%	-2.7%	-2.5%	6.6%	1.1%	13.5%
	沪深300	6.2%	1.5%	-0.5%	-2.1%	7.4%	0.5%	9.8%
	中证500	9.3%	1.1%	-0.3%	1.1%	7.2%	-4.7%	6.0%
中信一级行业	石油石化	17.5%	6.0%	0.8%	1.9%	7.8%	-5.4%	10.3%
	煤炭	4.2%	0.4%	-4.1%	2.8%	5.3%	-10.1%	7.2%
	有色金属	11.6%	4.4%	-3.8%	-3.2%	14.8%	-5.5%	8.0%
	电力及公用事业	3.0%	1.1%	-2.1%	1.8%	2.2%	-4.4%	8.2%
	钢铁	5.7%	1.6%	-7.3%	4.3%	7.7%	-6.5%	8.3%
	基础化工	-1.4%	-3.1%	-6.5%	0.1%	8.7%	-4.2%	7.7%
	建筑	22.5%	9.9%	2.6%	3.0%	5.4%	-7.0%	13.8%
	建材	-0.2%	-1.8%	-6.6%	0.1%	8.7%	-3.6%	18.8%
	轻工制造	0.3%	-3.0%	-6.8%	6.4%	4.3%	1.4%	12.4%
	机械	7.2%	-0.1%	-4.1%	1.7%	10.1%	-5.6%	2.9%
	电力设备及新能源	-3.8%	-3.6%	-4.9%	-5.1%	10.6%	-4.0%	2.4%
	国防军工	2.4%	-0.8%	-3.8%	1.0%	6.2%	-4.1%	-6.3%
	汽车	-1.9%	-5.3%	-5.8%	-1.2%	11.3%	-6.7%	8.1%
	商贸零售	0.0%	-1.6%	1.3%	1.0%	-0.7%	2.1%	18.7%
	消费者服务	-9.4%	-4.4%	-2.6%	-1.3%	-1.4%	8.2%	18.7%
	家电	14.9%	4.8%	0.1%	1.2%	8.3%	1.4%	13.5%
	纺织服装	-0.1%	-3.0%	-6.3%	5.5%	4.2%	1.3%	9.9%
	医药	2.5%	0.7%	-3.7%	0.2%	5.6%	-2.6%	6.5%
	食品饮料	-2.5%	-6.6%	-1.7%	1.0%	5.2%	11.1%	16.5%
	农林牧渔	-0.2%	-1.9%	-1.8%	0.4%	3.1%	1.3%	5.2%
	银行	2.5%	4.9%	-1.6%	-3.7%	3.1%	1.1%	13.5%
	非银行金融	8.9%	6.3%	-3.3%	-2.5%	8.7%	-1.0%	15.2%
	房地产	-5.4%	0.9%	-7.0%	-2.2%	3.1%	-7.2%	26.1%
	交通运输	2.1%	1.4%	-0.2%	-0.7%	1.6%	0.6%	8.2%
	电子	23.9%	6.0%	7.3%	0.2%	8.7%	-4.1%	2.7%
	通信	40.6%	9.1%	9.1%	8.2%	9.2%	-4.0%	2.9%
	计算机	42.2%	2.5%	16.9%	5.3%	12.7%	-3.0%	-1.7%
	传媒	45.9%	8.7%	22.2%	4.4%	5.2%	2.2%	14.5%
	综合	-8.0%	-5.5%	-7.1%	2.4%	2.3%	-5.9%	11.9%
	综合金融	2.0%	-1.9%	-4.9%	4.4%	4.8%	-0.8%	9.4%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

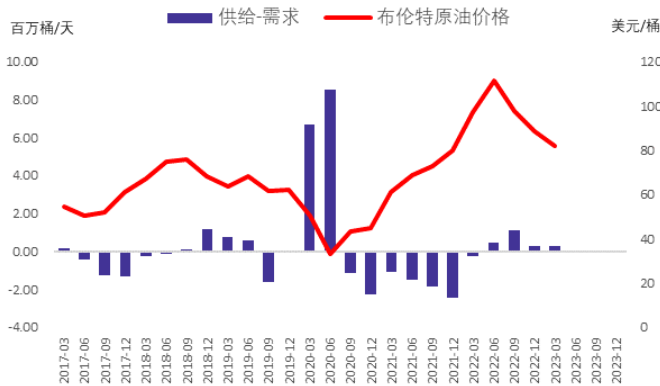
### （三）大宗商品之原油与黄金

#### 1. 原油：上有顶下有底的震荡

2022 年到 2023 年一季度，全球原油市场供给略微过剩，带来了 2022 年下半年原油价格的持续回落。3 月份 OPEC 预计全球原油需求二季度继续回落，从一季度的 10155 万桶/天下降到 10070 万桶/天，全球原油需求在三季度才会重新回升。OPEC 做出下半年全球原油需求回升的预期主要基于中国经济复苏顺利，需求和生产稳步回升，美国经济下行仍然温和以及欧洲下半年需求恢复。2023 年下半年的需求改善预期仍然要基于二季度的经济运行情况来调整，实际上 OPEC 并不看好已经到了的二季度需求。



图 93：全球原油供需差和原油价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

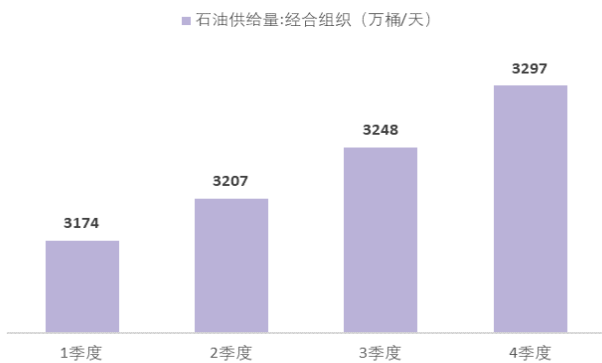
图 94：OPEC 预计全球原油需求



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

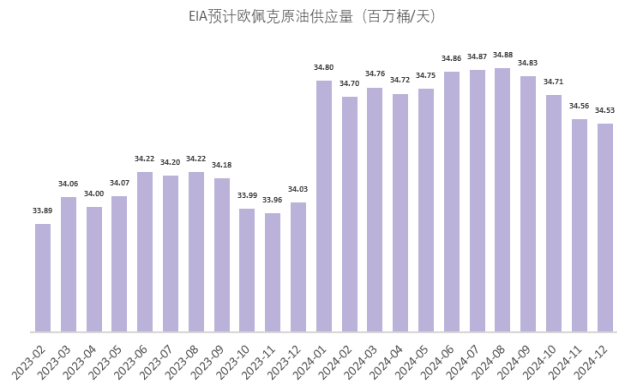
**全球原油的供给显得更为乐观：**OPEC 预计经合组织（美国）的供给会持续上行，EIA 预期欧佩克的供给会继续走高。这主要是因为 2022 年 9 月份后 OPEC 的原油减产并未见效，国际能源中心预计沙特阿拉伯原油生产在 2022 年 9 月-2023 年 2 月期间减少约 580 万桶，但是尼日利亚、哈萨克斯坦、伊朗、挪威、俄罗斯、美国等国在此期间增产，抵消了 OPEC 减产的努力。

图 95：OPEC 预计经合组织供给



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 96：OPEC 原油供给预期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2023 年 3 月份美国中小银行危机爆发，美国经济预期回落，原油价格大幅下挫。为了维持原油价格，4 月 2 日沙特能源部宣布将减产原油约 50 万桶/天，作为稳定原油市场的“预防措施”。此后 OPEC 国家纷纷跟随，伊拉克宣布日减 21.1 万桶，阿拉伯联合酋长国日减 14.4 万桶，科威特日减 12.8 万桶，哈萨克斯坦日减 7.8 万桶，阿尔及利亚日减 4.8 万桶，阿曼日减 4 万桶。俄罗斯宣布将继续主动日均减产原油 50 万桶，直至 2023 年年底。

图 97: 原油价格 (美元/桶)

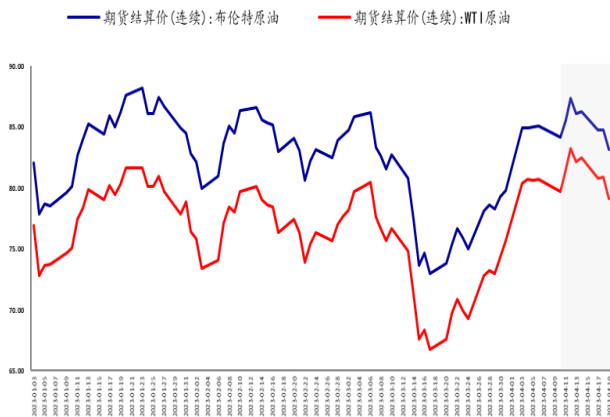


图 98: 国内成品油价格 (元/吨)



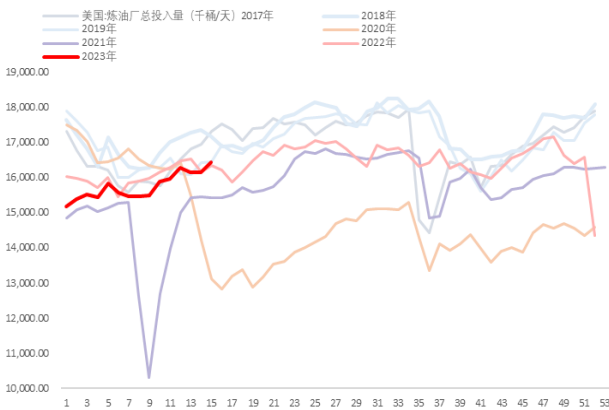
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新的减产计划宣布之后原油价格快速上行，但是这种供给的扰动被更悲观的需求前景抵消。从美国来看，整体需求继续大幅上行的概率已经较小，现阶段保持平稳。美国炼厂需求保持在 1650 万桶/天，回到历史区间范围。美国消费者外出出行增长趋于平稳，表明出行消费快速上行濒临结束。美国原油出口、美国货运量、美国的工业生产均表明美国对原油的需求回落。从中国来看，原油需求虽然上行，但回升幅度和持续性均需要观察。中国工业生产恢复速度平稳，中国原油进口 3 月份才快速回升。同时山东地炼厂的开工率在下行，中国的货物周转在 3 月份小幅下滑。

总体来说，原油现阶段处于上下皆有限制的阶段，预计布伦特原油价格在 65 美元/桶~85 美元/桶震荡。原油价格回落仍然有限度，首先，沙特为首的 OPEC 减产支持原油价格，同时现货方面沙特等国有限价措施，沙特 2 月份接受的原油底线价格在 65 美元/桶~70 美元/桶。沙特的减产决定短时间不会因为美国压力而改变，双方的关系有一定程度的疏远。其次，如果原油价格下行，美国可以补充其快速下行的战略储备，2022 年美国战略储备原油减少了 1 亿桶以上。最后，美国金融条件收紧濒临结束，美元标价的商品会有一定程度的支撑。原油价格上涨的压力也较大。全球需求的上行并没有太强的动力，目前美国需求下降不显著，但中国的需求恢复也较为缓慢。全球来看，二季度的需求相对一季度并不会有很大的改善。美国商业库存处于下降趋势，而汽油原油差价也在回落，显示了需求的下滑。

图 99：美国炼油厂需求量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 100：美国高速公路流量（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

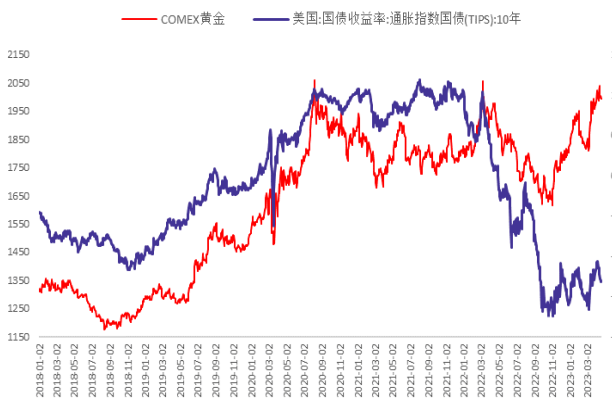
## 2. 黄金：二季度下跌概率高于上行

黄金价格稍长时间来看仍然是与美国的实际利率反方向变化。2023 年一季度黄金与美国名义利率呈反方向变动，但是与通胀联动稍弱。一季度黄金跟美元走势更为相关，但美元不是决定黄金价格变化的根本原因，黄金跟美元高度相关的走势通常持续时间不长，黄金最终会跟随实际利率变化。

二季度来看，美国名义利率稍有反复。3 月份由于银行危机美国实际利率快速下行，但美国经济减缓速度仍然较慢，经济的韧性较强。这样可能会带来名义利率的回升和震荡，这会侧面压制黄金上涨。另一个方面，通胀的下行可能在二季度有所加快，黄金价格与通胀的相关性会逐步走高。市场在二季度更为关注通胀，那么其下行会拉低黄金价格。

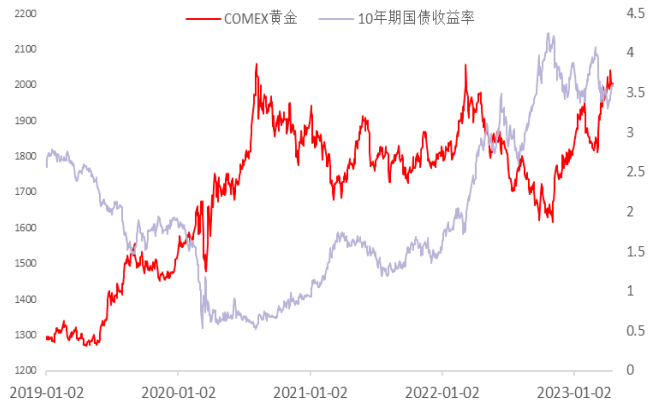
尽管黄金的产量在 2020 年以后逐步下滑，黄金的开采成本逐步上行，其可以抬高黄金的价格底线，但不能成为黄金创新高的动力。对比一季度来看，黄金下行的概率要高于上行的概率。

图 101：黄金和 TIPS（美元/盎司，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 102：黄金和美国国债收益率（美元/盎司，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### (四) 风险提示

目前看国内外有三重风险需要密切关注：第一，二季度美联储停止加息的确定性较高，但下半年美国 CPI 可能难以顺利回落；4 月初 OPEC+ 的超预期达成限产协议之后通胀反弹概率也有所上升。第二，欧美银行业事件会影响其商业银行的信贷派生，对实体经济的影响在下半年才会陆续出现，中国出口的压力可能会被延长。第三，国内消费逐步加速，固定资产投资增速相对平稳，房地产市场有所恢复但可持续性仍存分歧。

## 图表目录

图 1: 一季度美国市场运行的三个阶段.....	5
图 2: 粗略劳动力市场缺口降低至 400 万人.....	6
图 3: 新增非农就业有韧性, 但也在边际放缓.....	6
图 4: 非农时薪环比增速接近疫情前水平 (%).....	6
图 5: 工资缓和减轻核心 PCE 面临的压力 (%).....	6
图 6: 职位空缺率和离职率回落 (%).....	7
图 7: 劳动参与率与疫情前有差距, 但也在回升 (%).....	7
图 8: 费城劳动力市场 CEI 显示短期难以衰退 (%).....	7
图 9: 新增就业的趋势同样不支持衰退在三季度初就来临 (千人).....	7
图 10: 菲利普斯曲线抬升预示通胀存在粘性 (%).....	8
图 11: 贝弗里奇曲线近期出现回落, 但可能引发失业上升 (%).....	8
图 12: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速预测显示通胀上半年较快回落, 下半年展现粘性 (%).....	9
图 13: 食品价格的领先指标已经明显回落 (%).....	9
图 14: 能源通缩将加快名义通胀的下行 (%).....	9
图 15: 二手车为首的部分商品价格增速放缓 (%).....	10
图 16: 居住成本的粘性短期阻碍通胀回落 (%).....	10
图 17: 居住成本以外的核心 CPI 继续放缓, 但斜率降低.....	10
图 18: PCED 增速的最大粘性来自于缓慢降低的服务价格 (%).....	10
图 19: 美联储的流动性支持偏短期且成本高昂.....	11
图 20: 美联储坚持通过 QT 缩表, 短期流动性支持不是 QE.....	11
图 21: 小银行现金占比短期修复, 不构成系统性风险 (%).....	11
图 22: 货币市场共同基金从吸引部分银行现金资产.....	11
图 23: 美国平均存款利率过低, FFR 对其传导缓慢 (%).....	12
图 24: QT 的持续同样在消耗银行准备金.....	12
图 25: 美国银行信贷派生在 SVB 事件后受到冲击 (%).....	12
图 26: 工商业和消费贷款下行更加明显 (%).....	12
图 27: 住宅投资对利率最为敏感, 同步性较强 (%).....	13
图 28: 住宅库存比在加息后抬升, 但近期销售改善.....	13
图 29: 领先指标依然显示房价有下降空间 (%).....	14
图 30: 小型商行商业地产信贷派生能力下降可能引发问题.....	14
图 31: 商品为主的零售销售增速下滑明显 (%).....	14
图 32: 商品消费回落带动工业下行 (%).....	14
图 33: 从 PCED 增速也可以看出商品类需求明显下滑 (%).....	15
图 34: 经济的韧性主要来自核心服务部分 (%).....	15
图 35: ECRI 与银河 CEI 均显示美国衰退仍有距离 (%).....	15
图 36: 新增就业和收入是经济韧性的重要来源.....	15
图 37: 超额储蓄短期可以支撑消费和服务需求.....	15
图 38: 劳动紧张模型显示年末可能出现衰退 (%).....	15
图 39: 欧元区 PMI 整体有所修复.....	17
图 40: 消费者信心指数底部回升.....	17

图 41: 欧央行 2023 年一季度经济预测 (%)	17
图 42: ECB 预测中消费投资下行程度减弱, GDP 强于此前预期	18
图 43: 最大的通胀压力依然来自核心部分, 意味着加息仍要继续	18
图 44: 工资对核心 CPI 的压力支持 ECB 继续加息	18
图 45: 欧央行 3 月开始坚定缩表, 短期紧缩态度明确	18
图 46: 德意 10 年债利差从高点回落, 相对稳定 (%)	19
图 47: 近期风险事件并未加剧“碎片化”, 南欧国债较为平稳 (%)	19
图 48: 美欧央行二季度将继续缩减资产负债表规模	20
图 49: 核心通胀迫使欧央行比美联储更鹰	20
图 50: IMF 预测非美经济表现相对更好, 压制美元	21
图 51: CBO 预测美国财政赤字率保持扩张	21
图 52: 银行间的流动性紧张和相关风险依然需要警惕	21
图 53: 2 年美债近期跟随美元, 但波动剧烈	21
图 54: 美元兑人民币汇率 (元)	22
图 55: 中国国别风险与人民币汇率	22
图 56: 美元兑人民币汇率 (%)	23
图 57: 通胀的变化 (%)	23
图 58: 30 大中城市房地产购买套数 (套)	23
图 59: 2023 年 CPI 走势预期 (%)	24
图 60: 2023 年 PPI 走势预期 (%)	24
图 61: 银行同业拆借利率 (%)	25
图 62: 央行政策利率曲线 (%)	25
图 63: 银行同业存单利率 (%)	25
图 64: 中债国债收益率 (%)	25
图 65: 央行货币三角关系 (%)	26
图 66: 一季度社融和信贷总量 (亿元)	26
图 67: 货币政策委员会例会内容整理	27
图 68: 就业: 总体好转, 压力仍在应届毕业生群体	28
图 69: 消费: 疫后恢复明显, 但汽车、手机、家装、家电等低迷	28
图 70: 收入: 经济上行期消费增速反弹斜率大于收入恢复	28
图 71: 人口: 人口出生率持续下降, 人口自然增长率降至负值	28
图 72: 3 月出口增速收窄降幅, 进口增速延续低迷	29
图 73: 出口韧性、进口低迷, 贸易顺差远高去年同期水平	29
图 74: 对美、欧盟、东盟出口增速 (美元当月同比%)	29
图 75: 对港、日、韩出口增速 (美元当月同比%)	29
图 76: 主要经济体出口占全球份额: 中、日、韩等出口份额下降, 商品出口国、美加墨地区比重明显上升	30
图 77: 工业品库存周期下行, 工业品价格指数承压	31
图 78: 过去三次库存周期: 工业整体与黑色、有色、非金属建材	31
图 79: 中国库存周期的历史、现实与未来	31
图 80: 房地产开发-累计同比 (%)	32
图 81: 房地产销售面积和销售额-累计同比 (%)	32
图 82: 70 城住宅价格指数同比: 一线、二线、三线 (%)	32
图 83: 房地产开发资金来源: 当月同比 (%)	32

图 84: 房地产重点政策梳理.....	33
图 85: 公共财政账户: 2015 年以来收入占 GDP 比重持续下行, 2021 年至 2022 年支出占比低于之前水平.....	34
图 86: 政府性基金账户: 疫情三年以来收支差额明显, 2022 年因土地出让收入的拖累, 收支差额进一步扩大.....	34
图 87: 国内外主要宏观经济指标预测 (更新至 2023 年 4 月 20 日).....	37
图 88: 国内股票、债券、商品三种资产的走势.....	38
图 89: 2022 年 11 月以来全球风险资产反弹, 月度变化受美联储加息预期的影响较为明显.....	39
图 90: 从 PCT 专利申请量看, 全球技术周期目前处于下行期.....	40
图 91: 中国的国际专利申请量占全球比重持续提升.....	40
图 92: 2022 年 11 月以来 A 股整体上行, 2023 年以来市场风格集中到 TMT 板块.....	41
图 93: 全球原油供需差和原油价格.....	42
图 94: OPEC 预计全球原油需求.....	42
图 95: OPEC 预计经合组织供给.....	42
图 96: OPEC 原油供给预期.....	42
图 97: 原油价格 (美元/桶).....	43
图 98: 国内成品油价格 (元/吨).....	43
图 99: 美国炼油厂需求量.....	44
图 100: 美国高速公路流量 (%).....	44
图 101: 黄金和 TIPS (美元/盎司, %).....	44
图 102: 黄金和美国国债收益率 (美元/盎司, %).....	44

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**唐璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn