

磨砺以须，待时而动

——宏观投资策略报告

2023年06月29日

- 年初部分积压需求释放，消费修复斜率陡峭，随后生产端也快速修复。但进入二季度，经济增速出现放缓态势，整体复苏进程不及预期。央行在6月开启降息，助力稳经济。居民缩表，房企资金链偏紧传导至投资端，本轮复苏弹性和持续性不及以往复苏周期。
- 地产投资持续承压，政策预期推动自下而上的宽松。上半年房地产新开工、施工跌幅较深，竣工增速修复。居民风险偏好降低，地产销售明显分化，高能级城市销量为主要支撑，三四线城市销量低迷，房企资金来源偏紧。LPR调降给市场带来一定利好，未来保交房政策将保持发力，因城施策仍是政策重要方向，下半年地产投资拖累作用预期较上半年边际减弱。
- 预期基建调节转为常态化政策，成为稳经济的重要压舱石。基建上半年增速延续高位，电力投资拉动作用较强。未来财政支出仍将助力基建，经济稳增长、高质量发展，高科技产业发展有待突破的背景下，基建政策和投向资金预期保持“细水长流”的状态，大幅资金投放到基建的可能性降低，基建投资长期预期保持相对偏稳定。
- 制造业短期承压，去库、需求偏弱压力仍存。内、外需偏弱，企业处于去库存周期，叠加高基数作用影响，上半年制造业投资承压放缓。民间固投增速转负。随着美联储紧缩政策的结束，海外需求有望在磨底后逐步回升，有助于推动我国制造业需求回温，但这一进程仍需时间来消化，预期高技术产业增速将持续领跑。
- 出口进入回落通道，进口相对疲弱，整体仍有支撑。海外加息周期，外需走弱，叠加地缘政治问题带动下，我国对外出口的国家、产品结构均在逐步调整。从当前美国经济数据来看，仍有可能实现“软着陆”，人民币汇率贬值较多，给出口带来一定支撑。但我国出口动能依然受限。在高基数作用下仍处于回落通道。
- 消费增速边际放缓，居民信心、就业有待修复。我国消费复苏路径与海外消费修复有明显差异，疫后居民、企业资产负债表受损。当前年轻劳动力就业依然承压，叠加对未来收入担忧下，居民消费信心不足，在低利率和宽松的信贷环境下，加杠杆的动能缺位，居民储蓄下降速度缓慢。消费信心改善仍需政策驱动，新能源汽车消费鼓励措施仍将持续，推动绿色智能家电下乡和以旧换新，“因城施策”下促进地方房地产销售。
- CPI预期维持低位温和状态，PPI筑底反弹，但上行幅度受限。与居民生活有关的非食品分项价格难以大幅上涨，核心CPI持续处于低位，居民消费情绪偏谨慎，加杠杆乏力。在厄尔尼诺现象影响下，食品项或出现阶段性的价格波动。内外需偏弱，大宗商品涨幅受到一定约束，原油价格在地缘政治影响下，或持续低位，随高基数作用减弱，PPI或逐步回升，但反弹幅度和速度预期偏缓。
- 货币政策保持“宽货币、宽信用”，后续有望出台更多政策组合拳。继央行螺旋式降息后，未来仍有可能推出针对性强的结构性政策工

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

经济修复放缓背景下，降息助力实体经济
核心CPI回落，PPI继续下探
经济结构分化，弱复苏下有待政策提振

具，疏通信贷落地渠道，定向支持高新技术企业、保交楼、房企纾困等方向。流动性预期保持宽松，三季度央行仍有降准的空间，缓解银行压力。金融强监管为长期方向，提升金融市场防风险能力。

- **财政配合发力，注重经济高质量发展。**经济弱修复背景下，对于企业减税降费的政策仍将延续，财政政策仍将持续托举基建，并将侧重于新基建和产业政策，政策预期将更加关注汽车消费、绿色产业、科创产业等的定向投放。地方政府土地出让金收入承压，中央财政仍有加杠杆空间。年内特别国债发行概率较小，当前政策工具箱依然丰富。
- **海外紧缩周期步入尾声，需求放缓压力持续。**美国通胀压力逐步缓解，但结构性问题依然突出。美联储压降通胀诉求仍强，年内仍有加息可能。区域性中小银行在高利率下依然承压，财政成本压力持续，但对金融体系冲击整体可控。预期美联储将在 2024 年开启降息。欧洲经济、通胀压力持续，日本宽松政策下经济保持稳步增长。
- **大类资产：**1) A 股预期维持结构性上涨，我国全年弱复苏的方向依然不变，企业有望缓步走出盈利下行周期。央行流动性保持宽松，预期小盘成长依然占优，科技相关赛道有望表现较好。2) 利率仍有下探空间，可保持长久期利率债持仓，短端、存单仍具性价比。信用债配置力量仍强，短久期可适当下沉资质，可关注腰部及以上区域城投。3) 大宗商品：黄金关注美联储政策调整节点。政策助力基建、地产投资，钢材需求有望边际回暖。工业品价格随着欧美加息、去库进程进入尾声，有望迎来阶段性反弹。4) 人民币汇率短期依然承压，中长期有望逐步回归。
- **经济全面复苏尚需时间，当前我国经济依然面临一定挑战。**地产端政策的放松，有望缓解地产投资下行压力。随着我国经济缓慢修复，由去库存逐步进入补库阶段，并且随着时间推移，伴随美国进入补库存共振的周期，有望迎来经济的下一轮驱动。但需求偏弱，企业去库或需要更长时间。整体而言，经济较去年整体将上一个台阶，但经济依然面临失业率、居民收入不足、银行息差压力增加、地方政府化债等风险和挑战。
- **风险因素：**居民消费意愿和信心疲弱，地产销售持续低迷；后续政策推进和落地不及预期；欧美发达经济体衰退幅度超出市场预期。

正文目录

1 经济阶段性承压	5
1.1 房地产政策有望继续放松，基建压舱石作用延续	5
1.1.1 地产形成较大拖累，政策有待进一步放松	5
1.1.2 基建压舱石作用持续	6
1.1.3 制造业投资增速放缓，高基数产业依然增速领跑	7
1.2 出口进入回落通道，进口增速延续低位	8
1.3 消费增速边际放缓，居民信心、就业有待修复	9
2 通胀延续低位，PPI 有望缓步上行	11
2.1 CPI 持续低位，多个分项形成拖累	11
2.2 能化、黑色产业链价格下行，PPI 持续下探	12
3 货币、财政政策共同发力，支持实体经济发展	13
3.1 货币政策稳健偏宽松，宽信用落地有待政策进一步刺激	13
3.2 财政配合发力，注重经济高质量发展	15
4 海外政策紧缩周期步入尾声，需求放缓压力持续	16
4.1 美国通胀压力延续，联储持续偏鹰	16
4.2 欧洲经济、通胀压力持续，日本宽松政策下经济稳步增长	17
5 大类资产配置展望	17
5.1 股票：关注结构性机会	17
5.2 债券：经济弱修复下，利率仍有下行空间	18
5.2.1 利率债：经济修复动能偏弱，把握阶段性交易机会	18
5.2.2 信用债：配置力量仍强，防范阶段性估值风险	19
5.3 商品：贵金属关注美联储政策节点，国内工业品阶段性反弹机会	19
5.4 汇率：美国尚未走出加息周期，人民币汇率短期依然承压	20
6 风险因素	21

图表目录

图表 1: 仅竣工正增，施工、新开工形成拖累 (%)	5
图表 2: 地产销售恢复相对疲弱 (%)	5
图表 3: 房企资金来源依然偏紧 (%)	6
图表 4: 首套房贷利率持续下调 (%)	6
图表 5: 地方政府新增专项债投放 (亿元)	6
图表 6: 基建分项投资增速 (%)	6
图表 7: 制造业投资放缓，民间投资承压 (%)	7
图表 8: 企业销售、利润前瞻指数回落 (%)	7
图表 9: 出口回落部分影响制造业增速 (%)	8
图表 10: 制造业、产成品增速共同下行 (%)	8
图表 11: 对东盟出口支撑作用加强 (%)	8
图表 12: 进出口价格指数持续回落拖累出口增速	8
图表 13: 美国制造业新增订单、存货持续回落 (%)	9
图表 14: 大宗商品价格回落，进口增速放缓 (%)	9
图表 15: 社零修复速度逐步放缓 (%)	9
图表 16: 可选消费增速出现回落 (%)	9

图表 17:	年轻劳动力失业率持续处于高位 (%)	10
图表 18:	城镇新增就业人数逐步增加 (万人, %)	10
图表 19:	居民存款高位, 信贷需求相对不足(亿元,%)	10
图表 20:	消费者信心尚未修复 (%)	10
图表 21:	CPI 食品分项波动减小 (%)	11
图表 22:	能源相关分项通胀持续回落 (%)	11
图表 23:	居民存款回落速度偏慢 (%)	12
图表 24:	居民加杠杆乏力 (%)	12
图表 25:	PPI 随大宗商品价格下行 (%)	12
图表 26:	对 PPI 波动影响较大的分项持续下探 (%)	12
图表 27:	PPI 有望逐步触底回升 (%)	13
图表 28:	需求偏弱, PPI 上行幅度受到约束 (%)	13
图表 29:	实体信贷在二季度增长乏力 (亿元)	13
图表 30:	社融-M2 倒挂程度持续缩窄 (%)	13
图表 31:	6 月逆回购、MLF 利率依次调降 (%)	14
图表 32:	信贷脉冲转正上行, 支持经济发展 (%)	14
图表 33:	土地购置费持续负增 (%)	15
图表 34:	地方土地出让收入同比持续负增 (%)	15
图表 35:	美国失业率仍处低位 (%)	16
图表 36:	核心 CPI 降幅放缓 (%)	16
图表 37:	欧元区、英国国债收益率上行至高位 (%)	17
图表 38:	欧洲地区通胀依然处于高位 (%)	17
图表 39:	上半年中特估、TMT 指数表现较优	18
图表 40:	M1-PPI 上行, 权益估值上涨放缓 (%)	18
图表 41:	广义流动性缺口持续收窄 (%)	18
图表 42:	2023 H1 国债收益率震荡下行 (%)	18
图表 43:	不同等级期限利差走势 (%)	19
图表 44:	信用利差一季度明显收窄 (%)	19
图表 45:	金银比价窄幅震荡	20
图表 46:	钢材需求偏弱 (元/吨)	20
图表 47:	人民币汇率 5 月以来持续贬值	21
图表 48:	结售汇规模较去年缩量 (亿美元, %)	21

1 经济阶段性承压

我国经济在2023年一季度迎来良好开局，部分积压需求释放，消费修复斜率陡峭，随后生产端也快速修复。但进入二季度，经济增速出现放缓态势，整体复苏进程不及预期，市场对于复苏的持续性担忧增加，随之下修了经济预期。连续3年疫情影响下，实体部门资产负债表受损，居民消费修复的斜率放缓，外需走弱，出口增速高位回落，房地产修复进程偏慢，阶段性的复苏放缓。央行在6月开启降息，有助于缓解经济阶段性压力，助力经济稳增长。

1.1 房地产政策有望继续放松，基建压舱石作用延续

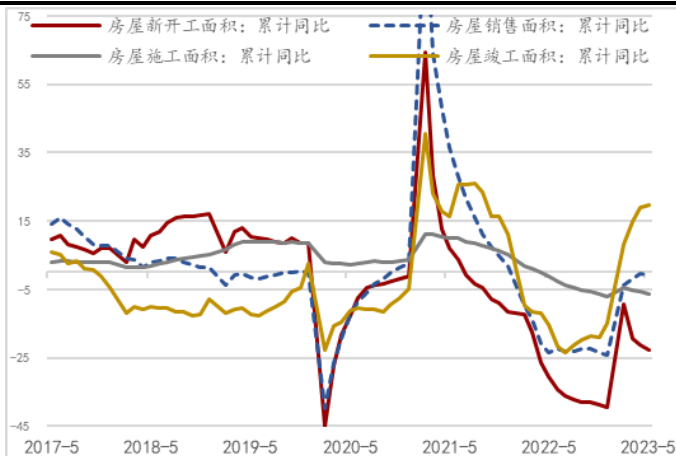
1.1.1 地产形成较大拖累，政策有待进一步放松

上半年房地产投资带来较大拖累，新开工、施工跌幅较深，竣工增速修复。“房住不炒”的政策调控以来，叠加人口长期趋势的转变，地产销售进入大的下行周期当中，疫情和封控政策加速了这一进程。房企资金链承压，新开工、施工增速持续负增，企业拿地谨慎，地产投资为上半年经济主要拖累项。

地产销售明显分化，高能级城市销量为主要支撑，三四线城市销量低迷。一季度随疫情防控正常放开，部分城市购房积压需求在一季度快速释放，房地产销售升温，4月房地产销售整体开始放缓，一线城市销售仍有支撑，三四线城市地产销售转弱。部分三四线房地产价格回落，叠加对未来市场走势不确定的预期下，居民购房情绪被削弱。

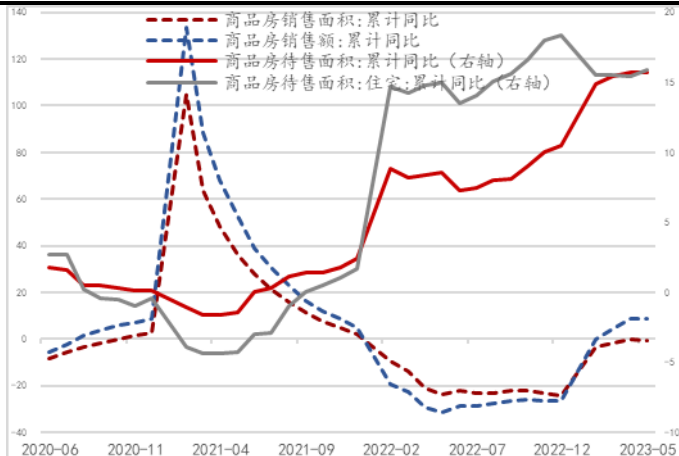
“因城施策”下部分城市地产政策陆续放松，居民风险偏好降低。“因城施策”的政策下，多个城市从首付比例、公积金、贷款利率、限购等多个方面进行放开，二、三线城市政策已经明显放松，但三四线城市的销售依旧疲弱。6月初，青岛发布了《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，降低了非限购区域购房首付比例，以及限售条件，调降了特定条件群体商品住房上市交易年限。收入和就业问题、人口压力、居民杠杆水平、房价收入比等因素制约了居民的购房需求。

图表1: 仅竣工正增, 施工、新开工形成拖累 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表2: 地产销售恢复相对疲弱 (%)

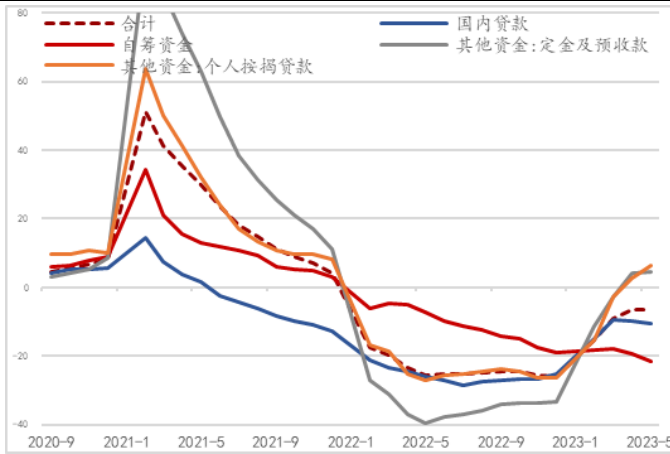


资料来源: Wind, 万联证券研究所

地产开发资金的主要来源依然是销售收入，银行对于给房企放贷谨慎。从房地产资金来源来看，地产自筹资金和国内贷款来源收紧，增速持续承压。房地产销售放缓，将给房企资金链带来压力。地产政策的三支箭出台后，6月中旬，首家房企迎来“三支箭”股权融资的获批，用于存量住宅项目后续建设及交付。政策将持续助力上市房企并购重组和股权融资，有助于符合条件的房企基本面修复，提振市场信心。

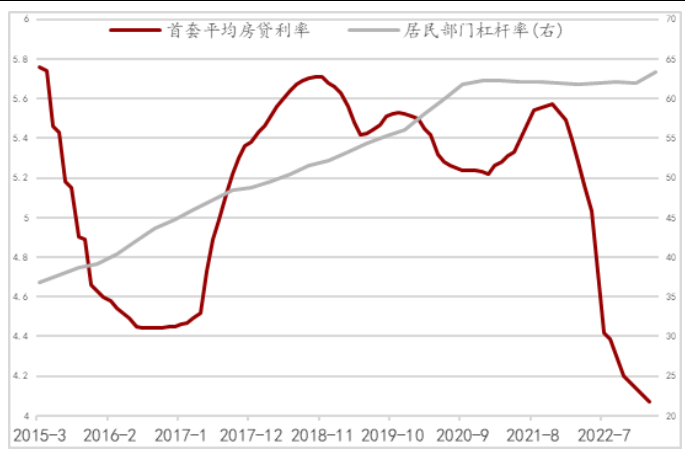
房地产政策预期推动自下而上的放松，LPR利率调降，因城施策、保交房政策保持发力。当前市场对于地产政策的放松仍有较大期待，“保交房”政策仍将持续，河北地区的保交房政策已初见成效，为居民购房提供兜底保障。5年期LPR利率的调整，有助于降低居民购房成本，并给市场带来改善预期。在三季度，“因城施策”政策下，地方政府或出台更多地产相关政策，来支持刚需、改善型住房需求。但当前居民收入、就业、消费信心尚未修复，仍需关注政策放松之后的实际落地效果。年内地产投资预期仍为负增长，下半年拖累作用较上半年边际减弱。

图表3: 房企资金来源依然偏紧 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 首套房贷利率持续下调 (%)

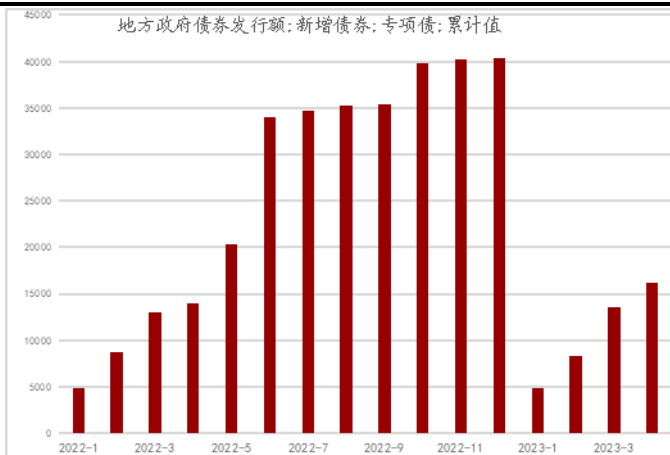


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.1.2 基建压舱石作用持续

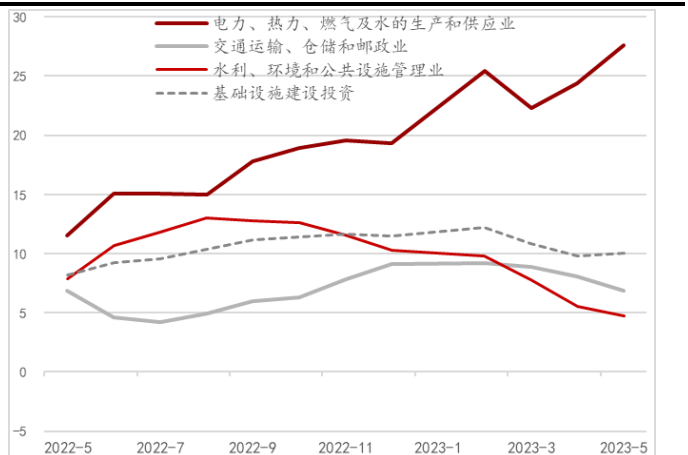
基建上半年增速延续高位，电力投资拉动作用较强。基建投资为固投的重要支撑项，财政资金支撑、专项债投放节奏靠前，基建投资表现较好，随着后续高基数作用加强，未来基建同比增速或逐步放缓。不含电力的基建投资增速慢于基建投资整体，电力投资的拉动作用仍强。从具体分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增速高位持续上行，而交通运输、仓储和邮政业和水利、环境和公共设施管理业增速边际放缓。

图表5: 地方政府新增专项债投放 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 基建分项投资增速 (%)



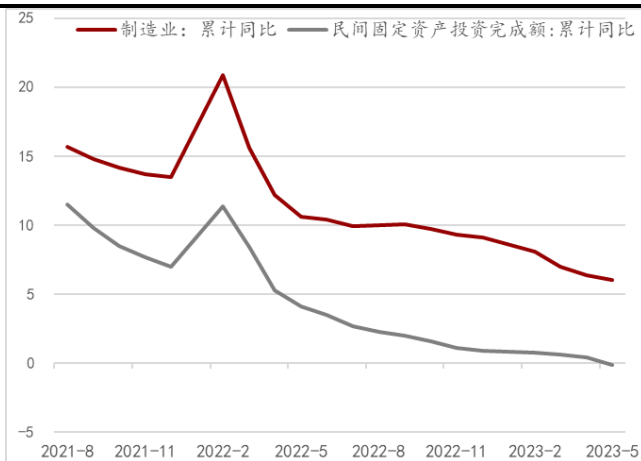
资料来源: Wind, 万联证券研究所

预期基建调节转为常态化政策，成为稳经济的重要压舱石。未来财政支出仍将助力基建增长，基建对于下半年经济保持稳增长的状态起到重要的支撑作用。基建调节预期成为常态化政策，大幅资金投放到基建的可能性较低，经济稳增长、高质量发展，高科技产业发展有待突破的背景下，基建政策和投向资金预期保持“细水长流”的状态，起到经济压舱石的作用。基建投资长期预期保持相对偏稳定的状态。

1.1.3 制造业投资增速放缓，高基数产业依然增速领跑

制造业投资承压放缓，高技术产业增速快于整体。制造业投资增速在上半年逐步放缓，部分受到高基数作用影响，内需偏弱，企业处于去库存周期，叠加外需走弱的背景下，给制造业投资带来一定拖累。高技术产业增速依然领跑制造业整体增速，政策支持给产业带来一定利好，但高技术产业增速也出现稳步下滑，压力有所显现。固定资产投资整体增速明显快于民间固投，民间固投累计增速在5月转为负增。

图表7: 制造业投资放缓，民间投资承压 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 企业销售、利润前瞻指数回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

制造业短期承压，随库存去化完成逐步进入补库阶段，有望反弹上行。库存去化、内外需不足问题延续，短期制造业增速依然承压。随着美联储紧缩政策的结束，海外需求有望在磨底后逐步回升。如果海外发达经济体呈现“浅衰退”，随着经济从底部逐步回暖，有助于推动我国制造业需求回温。未来中美补库周期有望迎来共振拐点，工业企业利润增速预期逐步回暖。

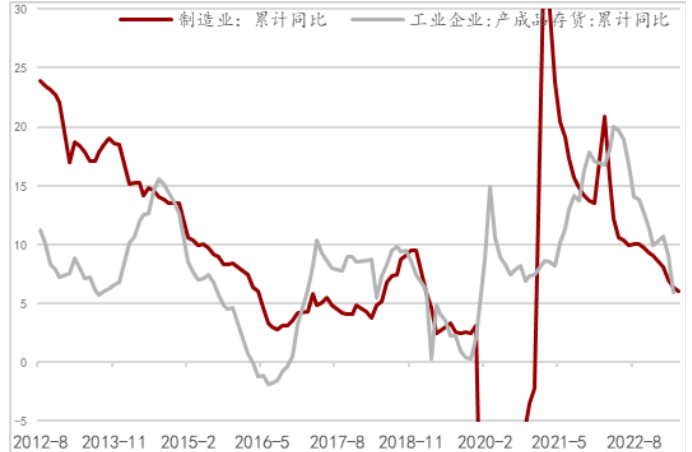
政策持续助力新兴产业发展，贷款利率通道有望继续下行，企业帮扶政策仍将延续。从制造业的发展方向上来看，科技创新仍将是未来我国经济增长的主要动能，新能源产业链已经具备全球竞争力，我国也在大力推动数字经济发展，未来符合国家战略方向的产业仍将保持旺盛增长，高技术产业增速将持续领跑。

图表9: 出口回落部分影响制造业增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 制造业、产成品增速共同下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

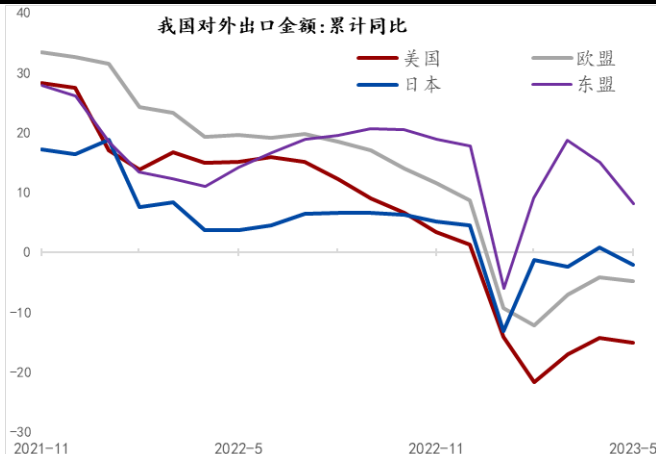
1.2 出口进入回落通道，进口增速延续低位

大宗商品价格回落、外需走弱等因素带动，出口进入回落通道。我国一季度出口保持高位，表现大超市场预期，5月增速转负，如期进入回落通道。出口是我国疫情期间重要的经济支柱，贸易顺差处于高位，但海外紧缩的政策压制了外需，也影响了我国制造业和出口的表现，大宗商品价格持续回落，也给进出口增速带来一定拖累。

我国出口结构逐步调整。对东盟、俄罗斯等地区的出口大幅增长，一定程度上填补了对欧美等出口放缓的缺口，也是一季度出口表现强韧性的重要支撑。电动汽车、锂电池、太阳能电池等新能源类产品出口增速上涨，成为支撑我国出口的新优势产品，部分传统商品出口增速回落。

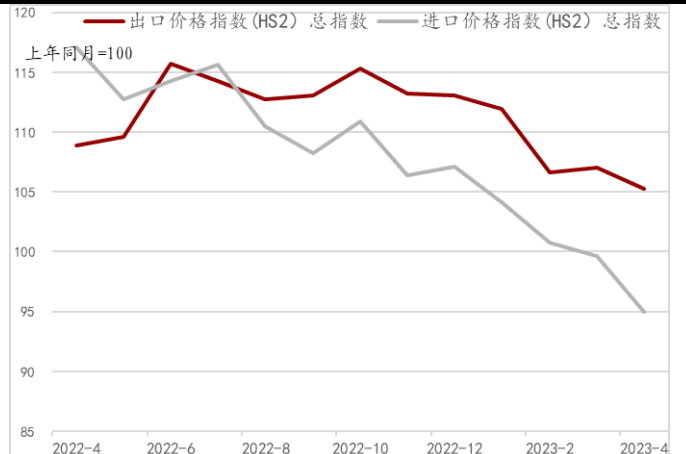
进口展现出我国内需相对疲软的问题。我国进口金额累计同比持续为负，大宗商品价格回落带来部分影响，人民币汇率持续贬值也影响了进口需求，整体来看，当前内需偏弱的问题依然存在，短期进口增速承压。随着需求慢慢好转，价格下跌的拖累影响减弱，下半年进口有望底部缓步回升。

图表11: 对东盟出口支撑作用加强 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表12: 进出口价格指数持续回落拖累出口增速

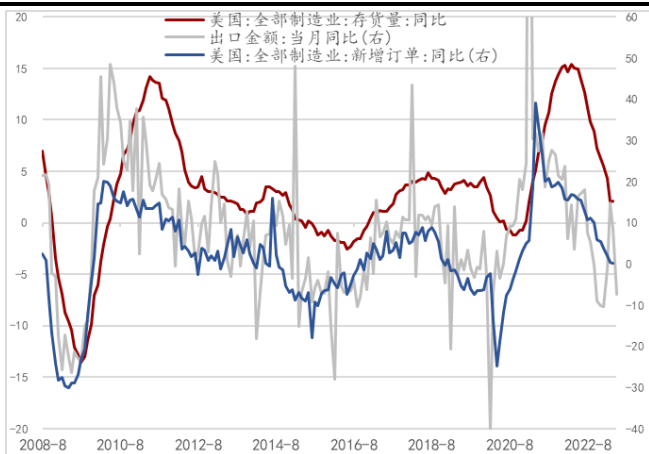


资料来源: Wind, 万联证券研究所

出口动能受限，但整体仍有支撑。地缘政治问题带动下，去全球化兴起，欧美等发达国家面临通胀问题，我国则面临需求不足的问题，疫情加剧并提速了这一进程，双方

找到新的替代均需要时间。外需走弱的影响下，全球主要制造业经济体均受到一定冲击。随着美联储经济的转向，从当前美国经济数据来看，美国经济仍有可能实现“软着陆”，人民币汇率贬值较多，给出口带来一定支撑。但外需大幅回暖的可能性较低，我国出口动能依然受限。在高基数作用下，出口仍处于回落通道。

图表13: 美国制造业新增订单、存货持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表14: 大宗商品价格回落, 进口增速放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 消费增速边际放缓, 居民信心、就业有待修复

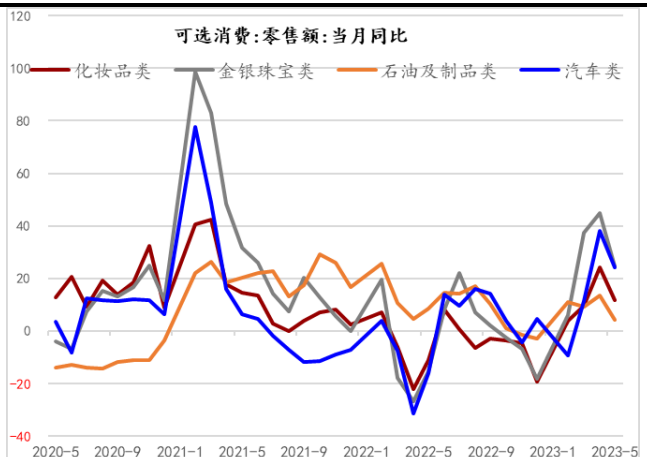
消费斜率修复陡峭, 速度逐步放缓。疫情防控放开之后, 消费场景的修复快速带动消费反弹, 消费复苏斜率陡峭, 另一方面, 连续多年低基数作用也带来一定影响。随着进入二季度, 消费修复速度放缓, 且表现弱于市场预期。餐饮收入修复速度较快, 可选消费中, 金银珠宝类增速较高, 汽车销售表现较好, 部分受到去年同期低基数作用的影响。

图表15: 社零修复速度逐步放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 可选消费增速出现回落 (%)

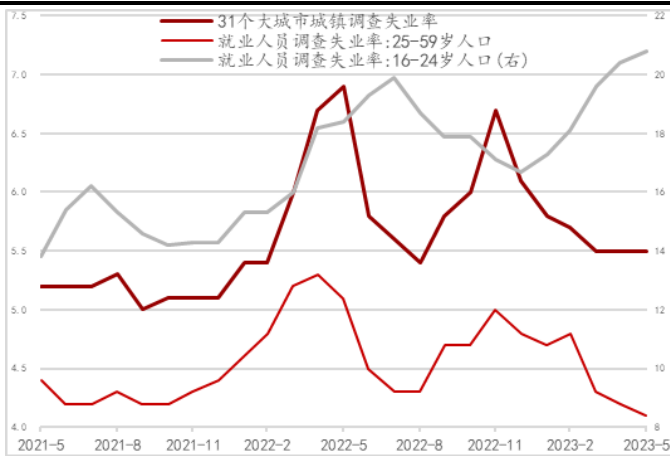


资料来源: Wind, 万联证券研究所

结构性失业压力持续, 失业问题给消费带来一定拖累。青年失业率(16-24岁)升至20%以上, 连续三年的疫情给服务业带来较大冲击, 服务业能吸纳较多劳动力, 而疫后服务业修复不足, 青年失业率居高不下。对信息技术、教育、房地产等行业的监管政策变化, 带来相关行业劳动力需求减弱, 也部分影响了青年失业率。青年是拉动消费的主力军, 在居住、文化、通信和交通等方面花费更多。对青年群体未来收入的担

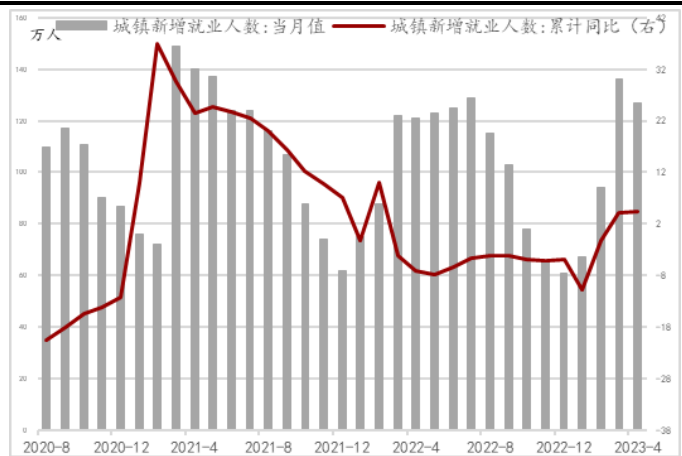
忧，也会部分影响上一代人的消费决策。收入和失业方面的顾虑，将给消费者这信心带来一定削弱。

图表17: 年轻劳动力失业率持续处于高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 城镇新增就业人数逐步增加 (万人, %)

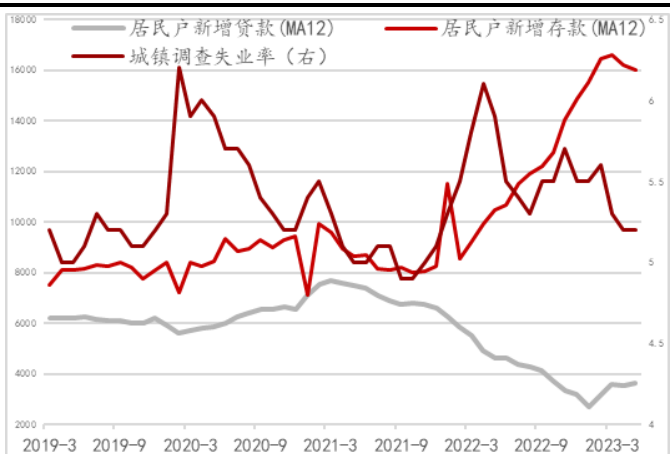


资料来源: Wind, 万联证券研究所

我国消费复苏路径与海外消费修复有明显差异，疫后居民、企业资产负债表受损。防控政策放开后，消费迎来一波快速反弹，但持续性稍显不足。相比欧美等海外发达经济体，消费在我国经济中占比较低，并且我国需求的复苏慢于供给的复苏，疫情期间也给居民的收入、信心带来一定损伤。美国在疫情期间有大幅的财政补贴，劳动力薪资水平持续抬升，居民的资产负债表并没有受到很大冲击，与之相对两国通胀也走向两个方向。而我国居民在疫情3年带来的就业、收入压力下，资产负债表受损，当前我国年轻劳动力就业依然承压，叠加对未来收入担忧下，居民消费信心不足，在低利率和宽松的信贷环境下，加杠杆的动能缺位，居民储蓄下降速度缓慢。未来有望出台更多政策扶持消费，居民信心和就业问题影响下，具体消费修复幅度和落地情况仍需观察。

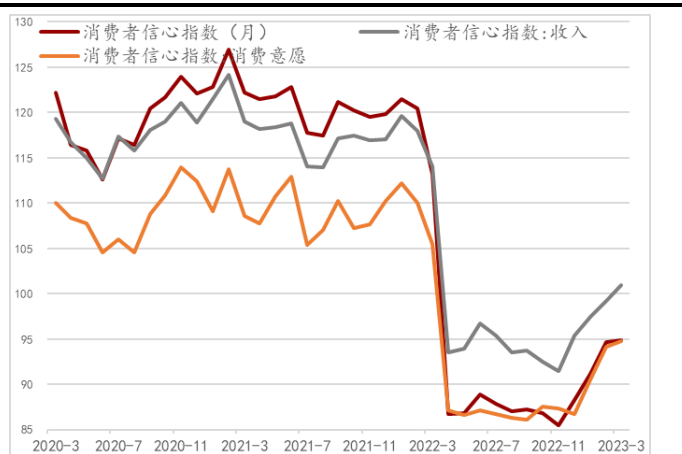
消费对内需的支撑作用加强，消费信心改善仍需政策驱动。外需走弱、地产持续负增，需求不足，经济缺乏驱动力，消费对经济的托举作用加强。预期政策将采取多种措施鼓励消费，新能源汽车消费鼓励措施仍将持续，推动绿色智能家电下乡和以旧换新。地产有望出台更多政策，“因城施策”下促进地方房地产销售。

图表19: 居民存款高位，信贷需求相对不足(亿元,%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 消费者信心尚未修复 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

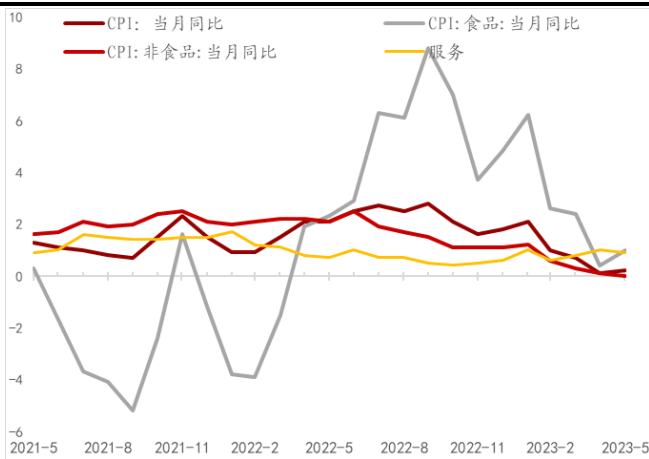
经济全面复苏尚需时间，当前我国经济依然面临一定挑战。我国年内经济驱动力量预期将逐步切换，年初防疫政策放开后，消费斜率的快速上行带来了第一波经济上行驱动力，但是消费修复的持续时长和幅度不及预期。随后生产端逐步修复，继续支撑经济走势，但我国需求不足的问题逐步显现，经济动能趋弱。6月政策基调宽松的的调整下，预期将有更多政策出台提振经济。地产端政策的放松，有望缓解当前房地产投资的下行压力，驱动三季度经济企稳。随着我国经济缓慢修复，去库存进程完成，逐步进入补库阶段，与美国进入补库存共振的周期，有望迎来经济的下一轮驱动。但需求偏弱，企业去库或需要更长时间。整体而言，经济较去年整体将上一个台阶，但经济依然面临失业率、居民收入不足、银行息差压力增加、地方政府化债等风险和挑战。

2 通胀延续低位，PPI有望缓步上行

2.1 CPI持续低位，多个分项形成拖累

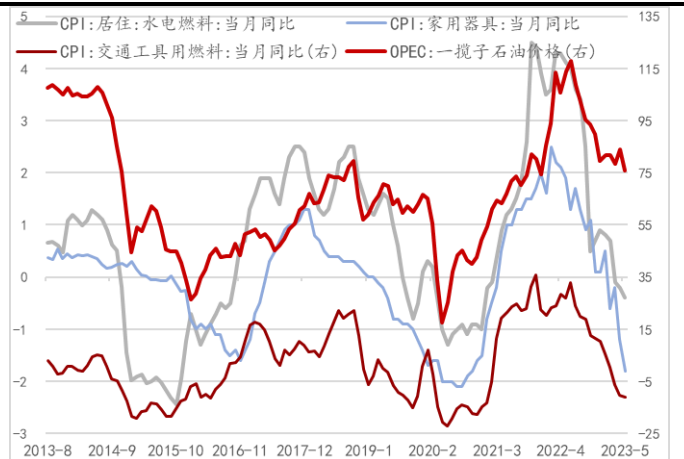
食品、非食品多个分项走弱，带动CPI延续低位。CPI新涨价因素今年以来持续偏低，猪肉价格持续回落，能繁母猪去化偏慢，食品分项一定程度上压降了CPI。地缘政治形势变动下，国际原油价格持续回落，我国今年以来多次调降国内成品油价格，我国能源相关通胀分项持续下行。在外需走弱，市场对我国经济复苏预期的调整下，4、5月铜、铝等大宗商品价格回调。房地产新开工、施工低增速，下游黑色金属需求偏弱，黑色产业链价格走低。应届生就业依然承压，房租分项持续负增，随五一长假出行过峰，住宿、机票等价格快速回落，服务分项也边际下行。整体来看，CPI在多重分项走弱的带动下，持续处于低位。

图表21: CPI食品分项波动减小 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 能源相关分项通胀持续回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

CPI非食品项驱动偏弱，预期下半年维持低位温和状态，食品分项或产生阶段性扰动。我国2023年CPI预期整体上行压力较小，降息不会带来我国通胀迅速反弹，这一点与美联储鹰派的加息、降息政策有明显差异。与居民生活有关的非食品分项价格难以大幅上涨，我国核心CPI增速持续处于低位，疫情期间居民资产负债表受损，并未出现工资、房价、二手车价格大幅上涨等，居民消费情绪偏谨慎，叠加强对房地产预期转弱，居民防御性储蓄升高，加杠杆乏力。预期下半年CPI增速仍将处于温和状态，核心CPI窄幅震荡。食品分项或出现较大幅度的波动，在厄尔尼诺现象影响下，今年预期出现

持续高温天气, 洪涝灾害可能给蔬菜、水果供应带来影响, 或导致阶段性的价格波动。

图表23: 居民存款回落速度偏慢 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 居民加杠杆乏力 (%)

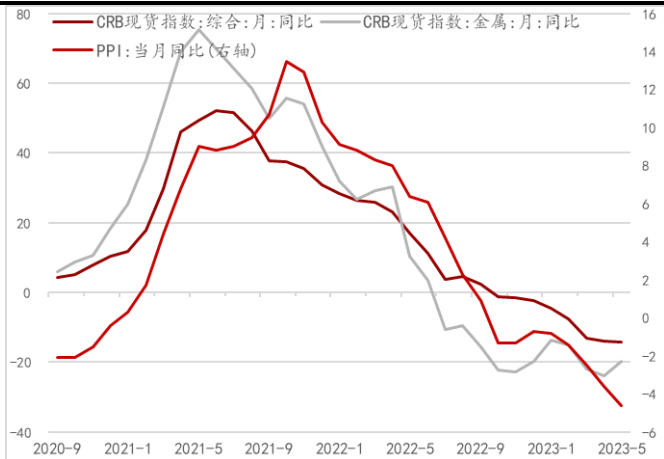


资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2 能化、黑色产业链价格下行, PPI 持续下探

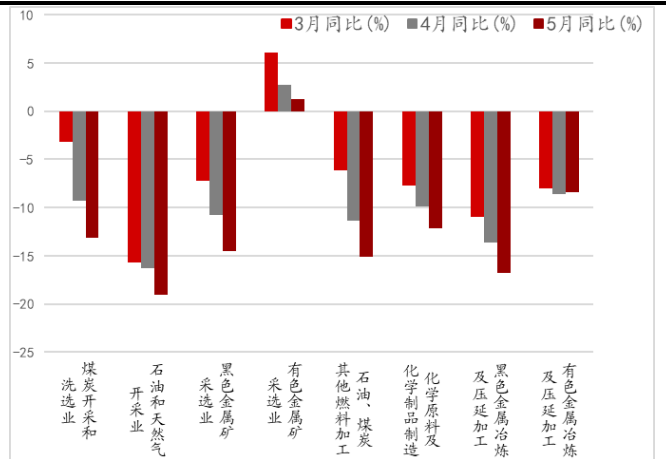
能化、黑色商品价格回落, PPI持续下行。PPI在5月环比下行幅度较大, 同比也下探至近几年低点, 原油价格持续回落, 铜价也在4、5月有所下跌。地产新开工、施工持续低位运行, 国内的煤炭、钢材、水泥等下游需求偏弱, 能源、工业品价格回落与外需走弱密切相关, 铜等国际定价的大宗商品价格下行, 叠加地缘政治影响下原油价格持续下滑, 均拖累了PPI的表现。

图表25: PPI随大宗商品价格下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

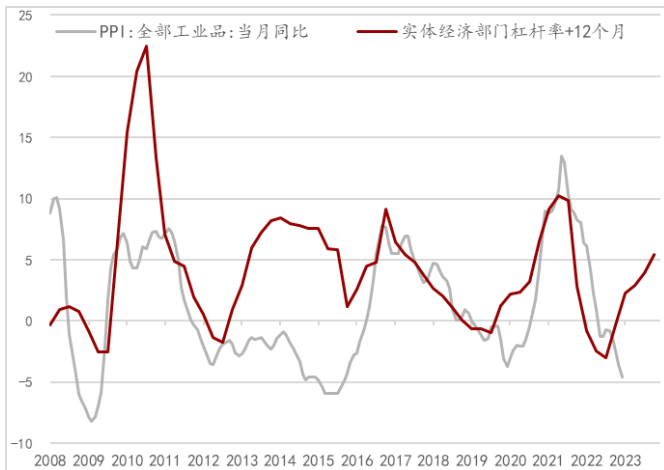
图表26: 对PPI波动影响较大的分项持续下探 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

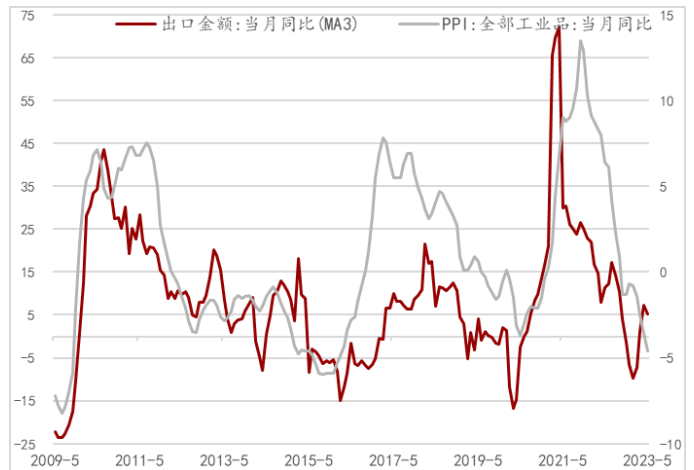
下半年PPI有望筑底反弹, 但上行幅度受限, 全年维持低位。当前我国经济修复速度依然存在一定压力, 叠加外需偏弱, 大宗商品涨幅受到一定约束, 原油价格在地缘政治影响下, 或持续低位, 随着PPI高基数作用逐步减弱, PPI预期将筑底反弹, 但反弹幅度和速度预期偏缓。通胀整体大幅攀升的压力较小, 需求不足带动当下通胀回落。

图表27: PPI有望逐步触底回升 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表28: 需求偏弱, PPI上行幅度受到约束 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

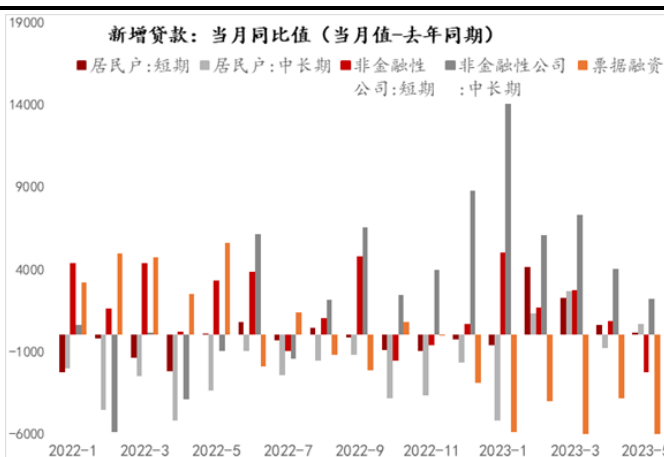
3 货币、财政政策共同发力, 支持实体经济发展

3.1 货币政策稳健偏宽松, 宽信用落地有待政策进一步刺激

实体部门信贷扩张乏力, 信贷增速放缓。2023年一季度货币供应保持宽松, 信贷投放节奏前置, 且额度较高。但一季度信贷冲量, 给4、5月信贷带来一定透支, 二季度信贷增速略显疲态。居民购房热情不复往昔, 对未来收入不确定的担忧, 年轻劳动力失业率高企, 房地产进入下行长周期, 居民部门缺少加杠杆的动力。企业部门在一季度杠杆率已经有所抬升, 海外需求回落, 企业去库周期下, 进一步加杠杆的空间受到约束。

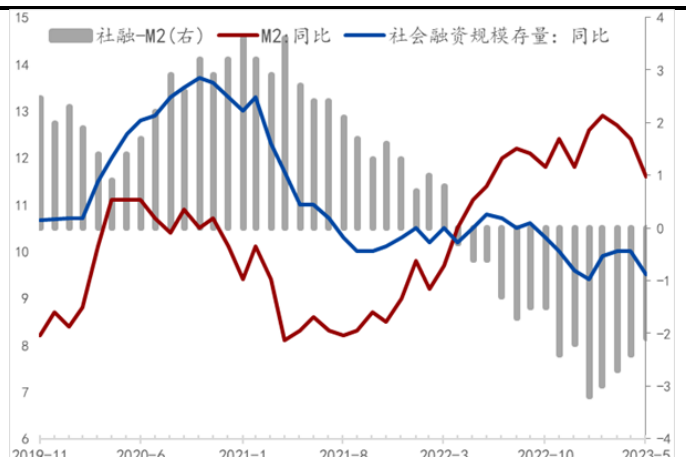
社融增速放缓, 流动性整体保持宽松。居民存款高涨拉动M2增速处于高位, 但货币供应并未能完全转化为信贷扩张, 部分企业通过贷款来进行资金套利。市场资金依然充裕, M2在高基数作用下增速回来。社融增速在5月有所放缓, 政府债、信贷发行缩量, 表外票据延续下行带来一定拖累。随着监管持续引导存款利率下行, 有助于引导资金向消费投资转换。

图表29: 实体信贷在二季度增长乏力 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 社融-M2倒挂程度持续缩窄 (%)

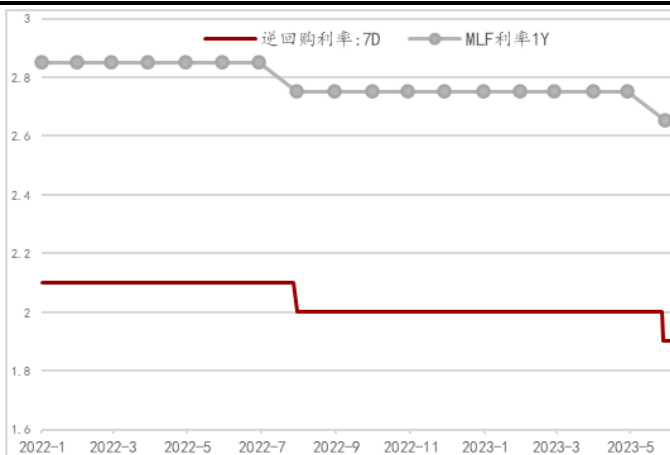


资料来源: Wind, 万联证券研究所

银行陆续下调存款利率，为政策利率调降“铺路”。今年以来，我国居民消费、企业投资意愿较低，存款定期化、长期化特征持续。当前我国存款长端利率水平显著高于市场利率，协定存款与通知存款灵活性较强，并且利率高于活期，在机构存款中占比较高，定存利率下调必要性增强。二季度以来，多家国有大行、股份制银行、地方银行等陆续下调定期存款、活期存款、外币存量利率，其中定期下调的幅度大于活期，长期限下调幅度更大。存款利率下调，有利于缓解银行息差压力，为降低实体经济融资成本创造条件，也为政策利率调降腾挪了空间，有助于政策利率向市场利率收敛。

存款利率→OMO→MLF→LPR的利率依次调降，政策助力稳经济。通胀数据持续低位，信贷增速放缓，内需不足问题显现，海外政策收紧周期，外需回落压力下，给我国出口增速带了一定拖累。需求修复节奏慢于供给，降息稳经济诉求增加。并且居民信心缺失，从当前收入水平来看，贷款利率并不算低，实体部门利息偿还压力较大。降息有助于保障私人部门债务的可持续性，释放出更多的流动性。6月美联储暂缓加息，为国内降息提供窗口。在6月13日，7天期OMO利率调降10bp后，MLF也在6月15日下调10bp，6月20日1年期、5年期LPR同步下调10bp。地产端压力持续，三四线城市销售低迷，LPR调降有助于降低居民存量购房信贷的压力，提振部分刚需住房需求。

图表31: 6月逆回购、MLF利率依次调降 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表32: 信贷脉冲转正上行, 支持经济发展 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

货币政策保持“宽货币、宽信用”，后续有望出台更多政策组合拳。上半年经济修复态势转弱，政策不足以向“稳货币、稳信用”切换，易纲在上海的工作会议上提出“加强逆周期调节，全力支持实体经济”。继央行螺旋式降息后，预期更多政策“组合拳”将助力经济发展，除了总量型降息降准工具，预期将陆续推出针对性强的结构性政策工具，疏通信贷落地渠道，定向支撑高新技术企业、保交楼、房企纾困等方向。需要关注本次降息调整后，居民购房意愿和消费信心是否出现好转，并给经济带来提振，如果三季度经济继续探底，美联储加息结束，不排除三季度末到四季度继续降息的可能。

流动性预期保持宽松，三季度仍有降准的空间。经济承压下，政策将呵护流动性保持平稳，当前信贷表现偏弱，短期流动性或走向自发式宽松。流动性对央行投放的依赖程度较高，对于降准的时点，短端可以关注信贷的需求，当前银行资金供给相对充足，降准释放流动性的需求相对较低，如果流动性阶段性承压，三季度央行仍有降准的空间，缓解银行压力。随着存款利率调降，居民对定期存款利率变动较为敏感，存款可能搬家至理财产品、货币基金等。后续在高基数作用下，M2增速仍有一定放缓压力。

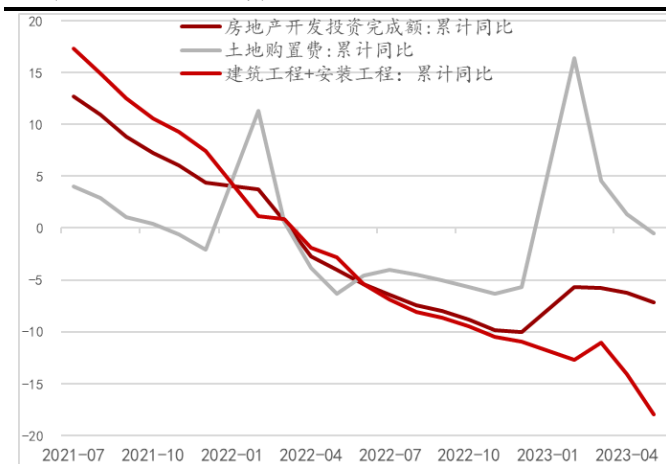
金融强监管为长期方向，提升金融市场防风险能力。2023年金融监管正逐步加强，在

金融监管机构改革之后，“一行两会”变为“一行一局一会”的格局，未来将持续优化监管资源配置，深化地方金融监管改革，提升风险防范能力。

3.2 财政配合发力，注重经济高质量发展

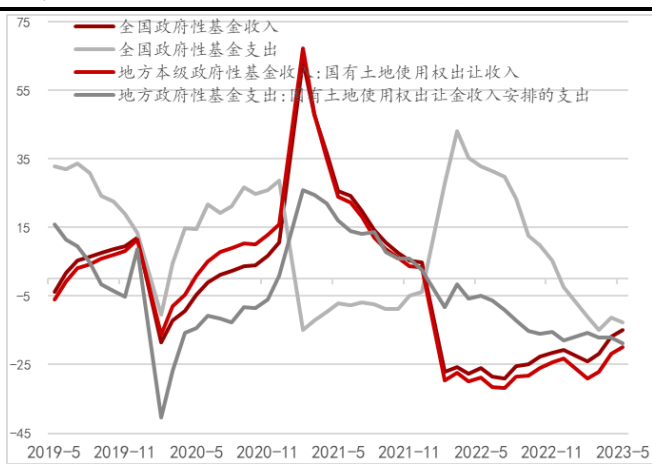
财政支出积极发力，中央财政支出增加，地方财政承压。2023年上半年财政政策前置发力，二季度支出增速逐步放缓。中央财政支出和地方财政支出明显分化，中央财政支出持续增长，而地方财政支出增速逐步放缓。疫情连续三年，地方收入在持续下滑，而政府财政投放一直处于高位，地方政府的财政压力较大，不同地区也明显分化。土地出让金持续回落，地方政府财政收入承压。当前城投存量债务的利率依然偏高，付息压力较大，地方债务掣肘了地方政府加杠杆的空间。

图表33: 土地购置费持续负增 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表34: 地方土地出让收入同比持续负增 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

经济弱修复的背景下，财政政策将注重精准发力，稳增长政策有待加码，助力经济高质量发展。对于企业减税降费的政策仍将延续，助力降低企业经营负担，改善企业盈利质量。央行降息后，有助于推动企业贷款利率中枢持续下移。下半年，财政政策仍将持续托举基建，并将侧重于新基建和产业政策，政策预期将更加关注汽车消费、绿色产业、科创产业的定向投放。对于企业的减税降费政策仍将延续，对于民企、中小微企业、科创企业的定向帮扶政策不会退出。

中央财政仍有加杠杆空间，财政和货币政策将配合发力。从地方政府收入和居民收入来看，收入下滑压力较大，经济恢复仍需政策驱动。地产政策的放松，有助于土地出让金收入边际改善，缓解地方财政压力，但地方政府土地出让金收入预期仍将承压，中央对地方的转移支付仍将增加，或推出更多开发性金融工具，撬动相关配套融资，弥补地方财力的不足，助力宽信用落地。地方政府化债仍将延续，下半年预期政策仍将严控新增隐性债务。

年内特别国债发行概率较小，当前政策工具箱依然丰富。我国历来共发行过3次特别国债，当经济面临重大挑战，或者化解重点风险需要配合关键性政策时，才会发行特别国债，会议级别涉及人大常委会批准、政治局会议这些较高级别的会议。当前经济没有大幅衰退，我国银行业风险较低，发行特别国债的必要性和条件不足。

4 海外政策紧缩周期步入尾声，需求放缓压力持续

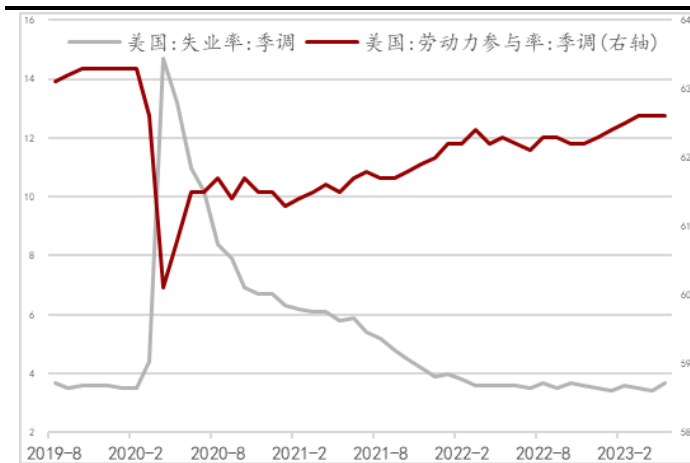
4.1 美国通胀压力延续，联储持续偏鹰

通胀压力逐步缓解，但结构性问题依然突出。美国为石油消费大国，国际油价的持续下行较大程度上拉低了美国通胀。但通胀韧性较强，服务性通胀仍处高位，并且工资上涨等因素带来的结构性问题延续，通胀依然存在潜在的上行风险，核心CPI呈现出一定粘性，年内降至2%的通胀目标的压力较大。月度通胀数据的下滑不足以撼动美联储的鹰派立场。

美联储压降通胀诉求仍强，年内仍有加息可能。美国为应对高通胀，自2022年3月以来持续加息了500bp，2023年6月暂停加息，依然处于缩表周期。美联储6月FOMC会议表态偏鹰，通胀依然是核心矛盾，点阵图上调了加息终点，未来7月、9月议息会议上可能再次以25bp的幅度加息，会议提及2024年开启降息。

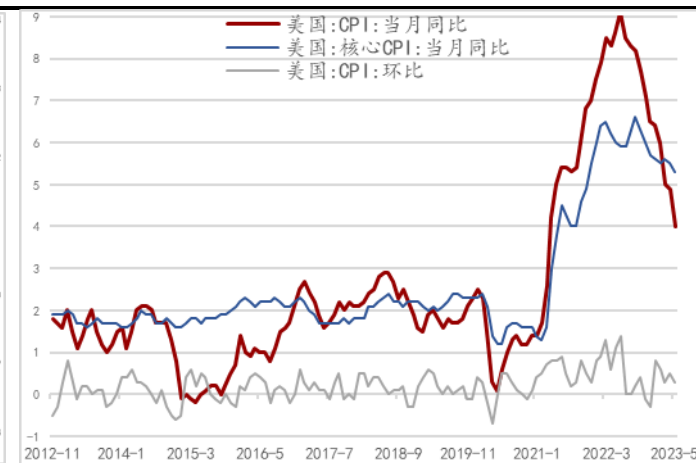
就业市场与服务行业出现降温迹象，失业率仍处低位。美国失业率低位小幅上行，但表现依然强于市场预期。劳动参与率修复开始出现放缓迹象，时薪环比增速回落，就业市场供需逐步走向平衡。当前就业市场表现不弱，对美联储加息节奏尚不是主要干扰项。

图表35: 美国失业率仍处低位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表36: 核心CPI降幅放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

区域性中小银行在高利率下依然承压，财政成本压力持续，但对金融体系冲击有限。

2023年上半年硅谷银行、第一共和银行等美国区域性银行风险爆发，美联储政策面临“物价稳定”和“金融稳定”的两难抉择。虽然区域性银行非系统重要性银行，但也暴露了区域性银行手持大量美债，并未对利率风险进行对冲的通病。加息进入尾声，但部分区域性银行在高利率下的资产负债表难以修复，中小银行的风险仍在持续发酵，美联储仍将通过银行定期融资计划给市场输送流动性，整体对金融稳定性的冲击有限。5月底美国债务上限调高，美债违约的市场担忧暂缓，但美国债务压力持续积累，利率持续高位下，财政压力较大，未来美债的信用可能依然面临挑战。

美国通胀正在下降，预计降息不会在停止加息后迅速开启。政策更倾向于相机抉择，预期2024年将处于降息周期之中，当前美联储在经济、通胀、宏观审慎间均衡抉择，6月为美联储暂停加息提供合理环境。经济数据仍具韧性，通胀下行幅度放缓，未来仍有加息可能。但库存持续回落，领先指标出现降温迹象，中小银行体系脆弱性仍存，也制约了美联储持续激进加息的可能。2023年内快速开启降息的可能性较小，但不排除经济超预期回落，美联储提前开启降息的可能。

4.2 欧洲经济、通胀压力持续，日本宽松政策下经济稳步增长

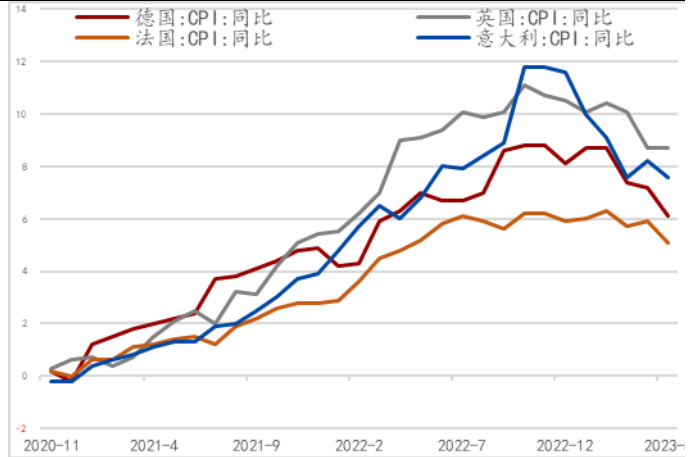
全球通胀受能源价格回调有所放缓，但欧洲面临的通胀问题依然严峻。欧央行加息滞后于美国，加息结束时点或继续后延，预期年内将停止加息。紧缩周期下，也给经济带来较大压力，欧洲经济或进一步疲软。在俄乌冲突影响下，欧洲地区通胀回落幅度慢于美国，压力也较美国更大。

图表37: 欧元区、英国国债收益率上行至高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表38: 欧洲地区通胀依然处于高位 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

相较于欧美，日本经济温和向好，货币政策保持灵活宽松。一季度日本GDP同比增长1.9%，居民新消费也带来一定拉动。日本央行货币政策保持宽松，呵护经济增长。与我国相同，外需走弱的背景下，日本出口给经济带来一定拖累。

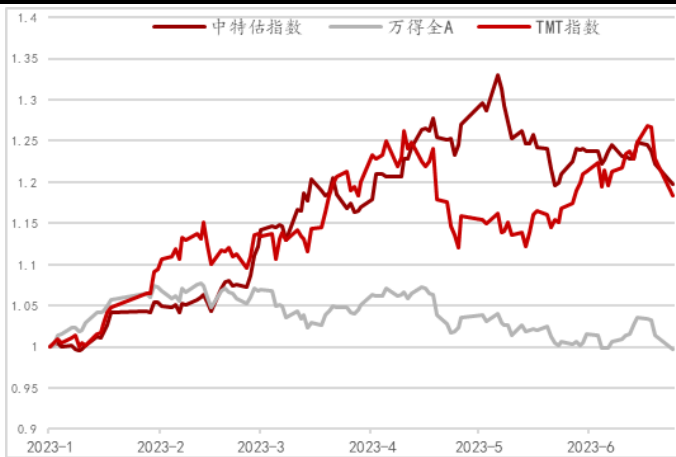
5 大类资产配置展望

5.1 股票：关注结构性机会

上半年A股结构性机会特征显著，中特估和人工智能相关概念板块明显上涨。A股行业切换高速轮动，TMT板块在人工智能带动下，吸引了较多资金流入，部分细分行业持续上行。中特估概念在上半年表现较优，政策提振、国企的低估值、业绩预期改善等吸引了较多资金流入，年内也成立了众多相关概念的基金。

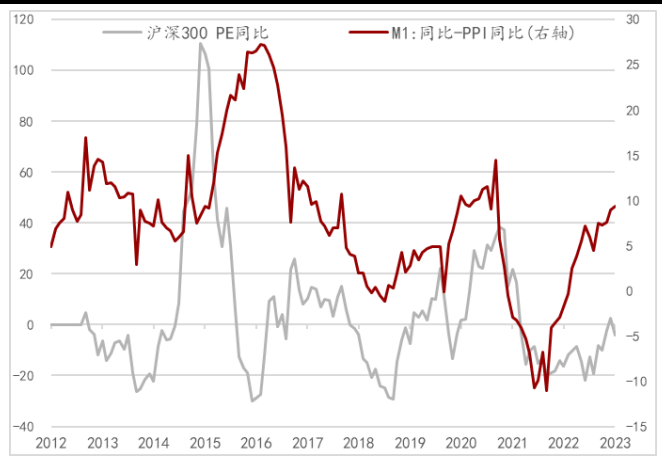
A股预期维持结构性上涨，关注小盘成长，科技相关赛道。我国经济复苏弹性存在不确定性，叠加短期在海外政策、地缘政治不确定性影响下，A股当前仍处于估值收敛交易的趋势之中。人民币汇率近期持续贬值，或影响部分海外资金流入。当前股票相对债券的风险溢价有所提升，我国全年弱复苏的方向依然不变，企业有望缓步走出盈利下行周期。随着行业估值收敛完成，A股有望延续结构性的上涨，央行流动性保持宽松呵护经济基本面，预期小盘成长依然占优，科技相关赛道有望表现较好。

图表39: 上半年中特估、TMT指数表现较优



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表40: M1-PPI上行, 权益估值上涨放缓 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.2 债券: 经济弱修复下, 利率仍有下行空间

5.2.1 利率债: 经济修复动能偏弱, 把握阶段性交易机会

经济修复动能偏弱, 利率债上半年处于震荡牛市。上半年利率债震荡下行, 对经济弱复苏和未来悲观预期有所体现, 经济修复内生驱动偏弱。4-5月市场对宏观、政策期待较强, 实际数据转弱, 市场风险偏好走低。市场交易对于利空指标更加敏感, 债市整体环境较优。

利率仍有下探空间, 可保持长久期持仓。经济短期仍将处于“弱现实”的状态, 随着利率债估值挑战, 市场预期差的波动可能带来阶段性加仓的机会。资产荒的行情在下半年或持续上演, 可以保持长久期利率债持仓, 获取票息收益。

短端、存单仍具性价比。随着存款利率下调, 短期对货币宽松的预期, 以及负债端成本下降, 带动银行短期增配固收类资产。对于居民而言, 更多定期存款或移动到理财产品、货币基金, 增强了理财配置力量。居民风险偏好仍低, 短久期资产需求增加, 预期理财增量将呈现短端化特征, 对短期资产配置量增加。理财配置规模预期小幅上升, 同业存单、短端利率、短久期二永等品种利率或有所下滑。随流动性分层的改善, 有望释放短端收益率的下行空间, 给短期利率、信用债和同业存单等带来一定利好。

图表41: 广义流动性缺口持续收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表42: 2023 H1 国债收益率震荡下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.2.2 信用债：配置力量仍强，防范阶段性估值风险

上半年信用债表现较好，信用利差整体压缩。2023年一季度信用债收益率区间窄幅震荡，进入二季度资金相对充裕，机构配置力量较强，资产荒行情出现，信用债收益率下行。

城投债政策环境收紧，机构配置需求仍强。当前化解地方政府债务政策环境依然偏紧，地方政府一般公共预算收入和土地出让收入下滑，城投债基本面承压，不同区域收入分化加剧。地方政府化债过程中将严控城投债的新增量，预期城投债净融资将缩量，资产荒行情在下半年仍有可能延续，市场上大量风险偏好资金或带来优质区域城投利差压缩。

短久期可适当下沉资质，可关注腰部及以上区域城投。隐性债务化解和城投平台转型和剥离的过程中，城投平台公开债预期出现违约冲击的概率较小，而非标相对不安全，可以关注部分资质较好地区的公开城投债，优质城投利差持续压缩，兼顾风险和收益的前提下，也可以选择部分腰部城投。舆情可能会导致阶段性的估值波动的风险，弱区域的债务压力较大，估值波动风险也相对更高。短久期城投债可适当下沉资质，长久期城投需要关注地区资质和潜在的估值波动风险。

图表43：不同等级期限利差走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表44：信用利差一季度明显收窄（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

地产基本面持续承压，房企信用质量分化。地产销售不及预期，房企资金链依然承压，预期未来“因城施策”的地产政策将继续放开，地产三支箭将缓步落地，在基本面弱修复的背景下，地产债不易过度下沉，低能级城市的地产销售仍面临较大压力，央国企资质相对较优，民营房企信用质量或进一步分化，可以关注短久期高资质的地产债。

5.3 商品：贵金属关注美联储政策节点，国内工业品阶段性反弹机会

黄金关注美联储政策调整节点，金银比价偏离可能带来白银阶段性的投资机会。黄金上半年震荡上行，随着市场预期美联储加息步入尾声，美国经济承压，欧洲经济衰退压力显现，黄金获得上行动力。美联储6月FOMC议息会议表态偏鹰，未来仍有加息控通胀的可能，美元指数下行进程放缓，短期黄金投资机会受阻。随着美联储结束加息，市场对美联储将开启降息的预期升温，黄金将再度迎来投资机会。白银相对黄金具有更多的工业品属性，波动幅度大于黄金，可以关注金银比偏离均值时带来的投资机会。

政策助力基建、地产投资，钢材需求有望边际回暖。我国经济修复缓慢，地产新开工、

施工疲弱，与房地产、基建相关的黑色品种整体回落。随着政策的提振，地产有望边际回暖，但新开工增速难以快速上行，需求回温幅度有限，基建的逆周期调节作用仍将延续，当前去库进程依然偏缓，钢材的需求企稳仍需要进一步验证，可以关注黑色品种超跌反弹的机会。

工业品价格随着欧美加息、去库进程进入尾声，有望迎来阶段性反弹。欧美加息周期下，带来外需求走弱，海外经济承压，二季度市场对我国经济增速预期放缓，铜、铝等大宗商品价格回落。随着美联储逐步走出加息周期，我国下半年政策持续助力稳增长，企业库存去化进程进入尾声，铜铝等大宗商品价格或迎来阶段性反弹。

图表45: 金银比价窄幅震荡



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表46: 钢材需求偏弱 (元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

5.4 汇率: 美国尚未走出加息周期, 人民币汇率短期依然承压

进入5月, 人民币汇率再度贬值, 美元快速走强。我国经济表现不及预期, 经济基本面和市场弱预期等因素, 美联储尚未结束加息, 企业结售汇意愿减弱, 部分带来人民币汇率呈现弱勢格局。我国货币政策坚持以我为主, 货币政策保持稳健。在我国6月迎来降息, 中美利差倒挂压力下, 人民币持续承压。

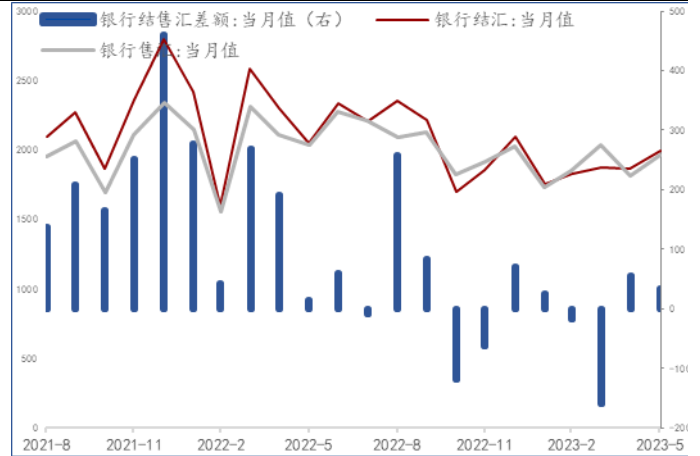
人民币汇率短期承压, 中长期有望逐步回归。美国未来仍有加息可能, 中美利差倒挂压力仍将持续, 两国政策反向人民币汇率短期仍将承压。从中长期来看, 人民币不具备长期贬值的基础, 随美联储加息结束, 2024年开启降息通道, 中美利差有望缩窄, 企业结售汇意愿有望增强, 我国的国际收支对汇率仍有支撑作用。

图表47: 人民币汇率5月以来持续贬值



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表48: 结售汇规模较去年缩量 (亿美元, %)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

6 风险因素

我国居民消费意愿和信心疲弱, 地产销售持续低迷; 后续政策推进和落地不及预期; 欧美发达经济体经济衰退幅度超出市场预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场