



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

经济平稳，物价、货币续落

——2023年6月份中国宏观数据预测

日期： 2023年07月21日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《缓回升仍是市场主流预期》

--2023年05月18日

《经济回暖中缓回升，内在动力需加强》

--2023年05月17日

《货币或再回落，降息概率提升》

--2023年05月14日

■ 主要观点

6月份宏观数据预测：CPI=-0.3%，PPI=-4.6%，M2=11.2%，M1=4.5%，新增信贷 22000 亿，信贷增速=11.3%，信用增速=9.5%；出口=-14.6%，进口=-9.0%，顺差= 700（USD）亿，工业=3.6%，消费=2.3%，投资=4.0%。

市场看法：经济短期前景信心趋软

市场整体预期经济平稳的态势没有改变，经济运行平稳中有韧性。彭博最新的宏观中长期前景 POLL 表明，市场对中国经济前景仍抱有较高信心，韧性认识进一步强化。对市场较为关心的消费前景，未来 4Q 消费增速的市场预期中位数均比上期下降，表明市场短期经济信心还是受到一些影响。

我们看法：经济平稳，物价、货币趋回落

随着 2023 年经济、社会生活正常化的进行，经济增长在渡过先期的反弹后逐渐进入平稳运行期；中国通胀前景将延续稳中趋降态势，PPI 将延续 3-6Q 的萎缩态势，或在年中前后迎来 CPI 和 PPI 双负的局面。与市场预期不同，我们认为未来 2-4Q 内降息、降准或再发生，并带动利率曲线下移，利率体系下移带来估值中枢上行是确定性的趋势，中国资本市场波动性回暖态势或来临。

房地产市场：楼市延续量平价落

虽然当前楼市环境趋于宽松，但楼市成交还是延续了前期的量平价弱特征。6月楼市政策延续放松趋势，从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，我们认为随着房地产行业进入新发展阶段，楼市发展也由过去的持续扩张期进入了新的平稳运行期。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降。

汇率企稳将重启资本市场回暖进程

央行最新表态的变化，表明央行认为当前汇率已脱离了合理均衡水平，或会适时调整汇率管理的逆周期调控政策。在经济运行平稳、韧性足的情况下，资本市场短期波动，显然受汇率持续贬值影响较多；人民币汇率回升前景有利中国资本市场持续回暖。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 对宏观经济形势的即期认识	3
1.1 市场看法：经济短期前景信心趋软.....	3
1.2 我们看法：经济平稳，物价、货币趋回落.....	3
2 六月高频数据、政策分析	4
2.1 房地产市场：楼市延续量平价落.....	4
2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行.....	7
3 六月份宏观数据预测与解释	9
3.1 电力消费回暖预示经济回升.....	9
3.2 工业、消费延续回升，投资延续平稳.....	11
4 宏观数据对经济和资本市场的影响	14
4.1 货币稳中趋降，汇率有近优无远虑.....	14
4.2 汇率企稳将重启资本市场回暖进程.....	15
5 风险提示：	16

图

图 1：主要城市中原房价指数延续下行.....	5
图 2：70 城市住宅价格增速保持下行（当月同比，%）.....	6
图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米）.....	7
图 4：猪肉价格延续下降走势（全国，元/公斤）.....	8
图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）.....	8
图 6：各行业用电增长结束反弹（当月同比，%）.....	10
图 7：工业和行业用电增长结束反弹（当月同比，%）.....	11
图 8：中国工业经济增速平稳回升.....	12
图 9：中国社会零售增长延续平稳.....	13
图 10：中国固定资产投资增长平稳态势延续（%，月）.....	14

表

表 1：2023 年 6 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）.....	9
---	---

1 对宏观经济形势的即期认识

1.1 市场看法：经济短期前景信心趋软

按照彭博最新的宏观中长期前景 POLL（6月20日-6月27日，73家机构有效回复），对未来4Q的GDP增速预期，除2023Q3增速维持不变外，其余3Q预期都比上期下降，但下降幅度有限（≤0.3%），2023-2025年度增速预期则保持不变，表明市场整体预期经济平稳的态势没有改变，经济运行平稳中有韧性。我们在《经济平稳不变 物价下行中结构改善》（2023年7月3日）的报告中指出，市场对中国经济前景仍抱有较高信心，韧性认识进一步强化。对市场较为关心的消费前景，未来4Q消费增速的市场预期中位数均比上期下降，表明市场短期经济信心还是受到一些影响。2023H1消费物价的预期变化较大，受近期CPI走势影响，CPI各期预期调降较多；虽然短期CPI下行，但2024、2025年度CPI预期仍然保持在2.0%上方，表明传统意义上的经济通缩并未成为市场主流看法。对未来4Q的CPI同比增速，本次预期继续全部下调，中值变化呈现了显著的先降后升态势。对PPI预期也进一步下降，从预期中位值看，工业品价格萎缩将贯穿全年。

1.2 我们看法：经济平稳，物价、货币趋回落

我们认为，随着2023年经济、社会生活正常化的进行，经济增长在渡过先期的反弹后逐渐进入平稳运行期，市场对中国经济运行的强韧性看法进一步体现。

我们认为，中国通胀前景将延续稳中趋降态势，PPI将延续3-6Q的萎缩态势，或在年中前后迎来CPI和PPI双负的局面。虽然CPI和PPI都萎缩，但PPI萎缩超过CPI，CPI和PPI间的剪刀差仍较宽并延续，物价结构的这种变化，实际上有利于工业经济效益的改善。从趋势上看，2023年内国货币仍存在“双降”（降息和降准）的内在需求。按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

综合来看，对资本市场估值中枢有重要影响的利率体系平稳预期不变，市场仍然认为，随着经济恢复和货币回缩，市场利率将趋于缓慢回升，标杆利率10年国债YTM的中位预期年底将重回3.0%。与市场预期不同，我们认为未来2-4Q内降息、降准或再发生，并带动利率曲线下移，利率体系下移带来估值中枢上行是确定性的趋势，中国资本市场波动性回暖态势或来临。

2 六月高频数据、政策分析

2.1 房地产市场：楼市延续量平价落

2023年6月，各地因城施策，又有更多的城市根据自身情况，对楼市进行了不同程度的松绑，多地在放松疫情前严格“四限”措施的同时，开始进一步在增加真实需求方面发力，以期增加和激发市场购买力，如提供不同程度的购房补贴，吸引人口流入，将购房政策与落户政策结合等，优化限购限贷等政策，支持需求释放。

7月1日，江苏徐州推出主城区卖旧房买新房给予补贴政策，对购买新房面积为90平方米及以下的，按合同价的0.8%补贴；面积为90平方米以上按合同价的1.2%补贴。

6月30日，内蒙古自治区调整部分住房公积金政策，其中提出，住房公积金贷款最高额度由80万元提高至100万元；多子女家庭住房公积金贷款额度上浮10%，即最高额度为110万元。同日，陕西西安在城六区、开发区范围内全面推行二手房“带押过户”业务，并要求各部门务必在10月底前实现“带押过户”业务。

多地优化公积金政策，降低首套或二套住房公积金贷款首付比例。贵州省毕节市住房公积金管理中心发布毕节公积金支持缴存职工购房六条新举措，包括调整贷款最高额度、对多孩家庭实施优惠政策、降低二套房首付款比例等，支持住房公积金缴存职工刚性和改善性购房需求。其中，降低二套房首付款比例方面，上述举措指出，缴存职工结清首套房住房贷款的，购买二套房申请公积金贷款的最高首付款比例由30%调整为20%；缴存职工首套房为商业贷款未结清的，申请二套房个人住房公积金贷款的最高首付款比例为30%。

除了降低二套房首付款比例，连云港等地对首套房首付比例进行下调。6月26日，连云港市住建局发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，降低住房公积金贷款首付比例。具体为，缴存职工家庭购买首套房进行公积金贷款的，首付最低比例由30%调整为20%。

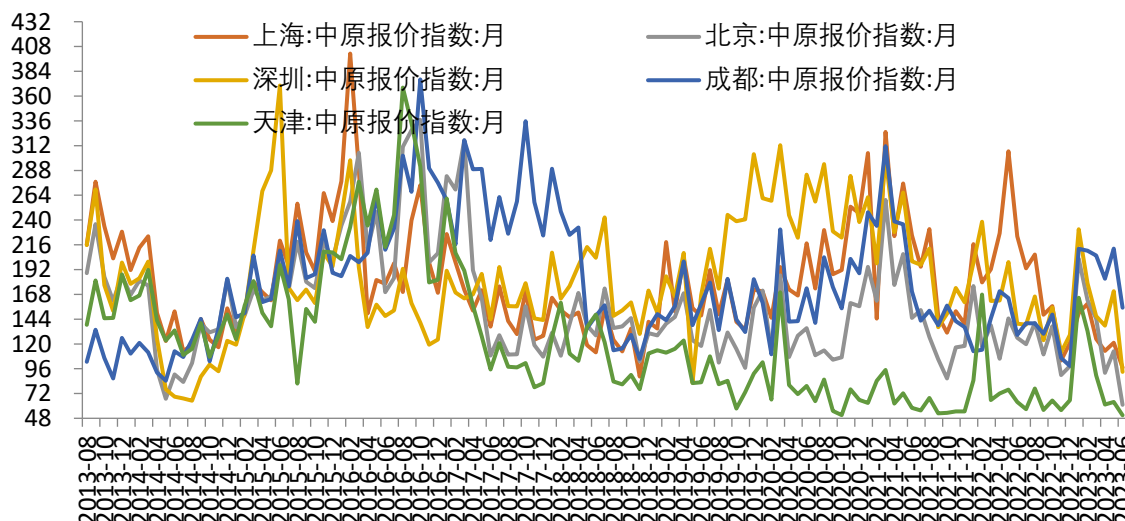
6月末，扬州楼市政策再度优化调整，公积金账户余额可支付购房首付款。自7月1日起，《关于促进市区房地产市场平稳健康发展的通知》正式实施，施行期1年，实施范围覆盖了扬州市区（含江都区）。此次《通知》共提出8条措施，对市区过往部分政策进行了延续和优化。政策延续的内容包括支持合理住房需求，继续放宽条件，鼓励购买新房和二手房；推广二手房按揭贷款“带押过户”模式；继续执行人才购房补贴政策。

《通知》明确，在市区购买改善性住房的，不再执行限购政

策，其原有住房不再执行限售政策。《通知》指出，为缓解缴存公积金购房家庭资金周转压力，结合该市实际，对扬州全市住房公积金购房提取政策做出优化补充。购房职工与开发企业签订购房合同并以自有资金支付一定购房款后，开发企业办理购房合同网签备案。职工再通过线上或线下渠道办理购房提取公积金，用于补充支付首付款或前期购房款；职工办理购房提取不影响其申请公积金贷款。

整体而言，我们认为，虽然当前楼市环境趋于宽松，但楼市成交还是延续了前期的量平价弱特征，从主要城市房地产市场交易统计情况看，房地产市场成交平稳，我们跟踪的 5 个主要城市（上海、深圳、天津、北京、成都）的中原房价指数看，2 季度房价整体延续了波动回落态势，房价整体在年初回升后并没有出现持续。从成交和价格的变化看，2023 年春节后房地产市场季节性回暖带来的成交和价格回升，并没有带来楼市人气聚集的持续。

图 1：主要城市中原房价指数延续下行



资料来源：Wind，上海证券研究所

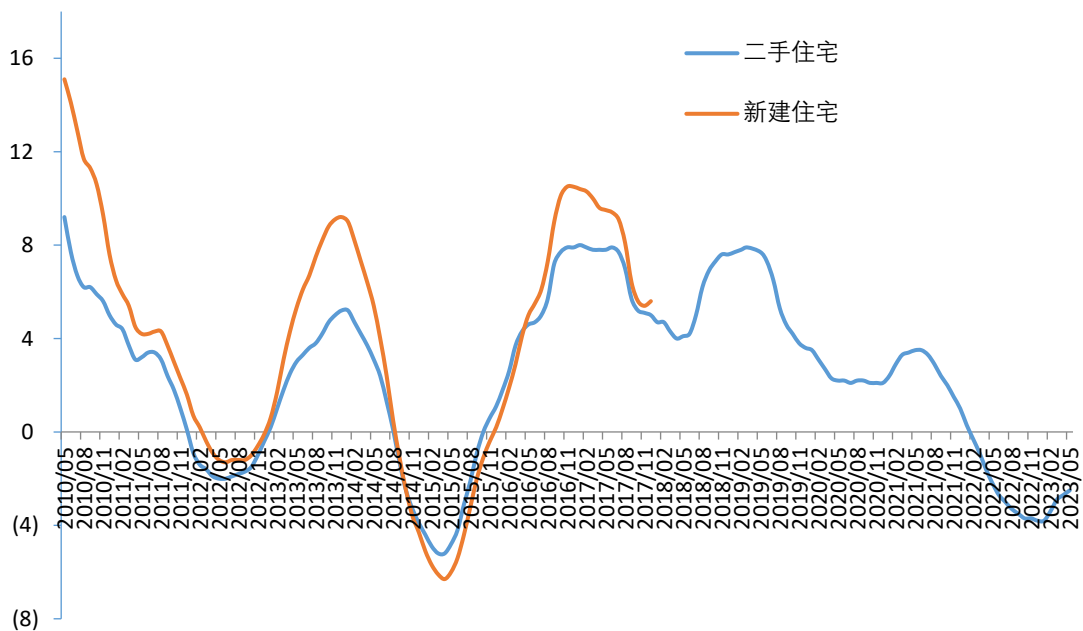
国家统计局公开信息显示，2023 年 5 月份，70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比整体涨幅回落、二手住宅环比下降。一线城市商品住宅销售价格同比涨幅回落，二三线城市同比总体降势趋缓。

从新建商品住宅看，5 月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，其中北京、上海和广州环比分别上涨 0.2%、0.3%和 0.1%，深圳下降 0.2%；二线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；三线城市新建商品住宅销售价格环比由上月上涨 0.2%

转为持平。从二手住宅看，5 月份，一线城市二手住宅销售价格环比由上月上涨 0.2% 转为下降 0.4%，其中，北京、上海、广州和深圳环比分别下降 0.6%、0.8%、0.2% 和 0.1%；二、三线城市二手住宅销售价格环比由上月持平分别转为下降 0.3% 和 0.2%。

一线城市商品住宅销售价格同比涨幅回落，二三线城市同比涨幅扩大或降幅收窄。5 月份，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 1.7% 和 0.4%，涨幅比上月分别回落 0.3 和 0.5 个百分点。二线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 0.5%，涨幅比上月扩大 0.3 个百分点；二手住宅销售价格同比下降 2.1%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降 1.6% 和 3.3%，降幅比上月均收窄 0.3 个百分点。

图 2：70 城市住宅价格增速保持下行（当月同比，%）



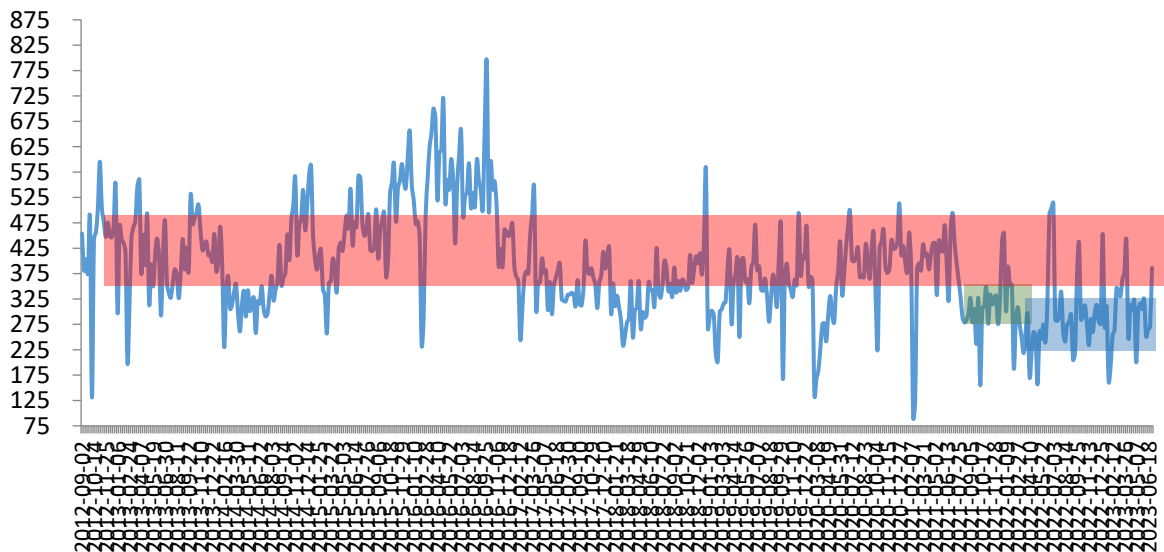
资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 6 月的楼市成交仍然维持了下台阶后的相对平稳态势，成交和上月基本持平，仅略有下降，整体态势上延续了 2021 年 2Q 以来的下台阶后低位平稳运行的局面。2023 年 6 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 278.0 万方，上月为 281.2 万方，连续 3 月下降；2022 年 6 月份同期为 388.5 万方，比上年疫情管控时期水平还要低不少。从月度波动上看，2021 年 Q2 后楼市活跃度下降后成交平稳；从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，我们认为随着房地产行业进入新发展阶段，楼市发展也由过去的持续扩张期进入了新的平稳

运行期。

2022 年 Q4 以来各地先后不同程度对楼市调控采取了松动的措施，市场对楼市调控转向逐渐转向放松预期逐渐升高，但基于经济、社会和行业基本面的变化，楼市成交依然平稳，并没有出现持续回升局面；楼市运行的整体格局未变，并没有突破 2021 年 Q2 以来的平稳运行区间。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米）

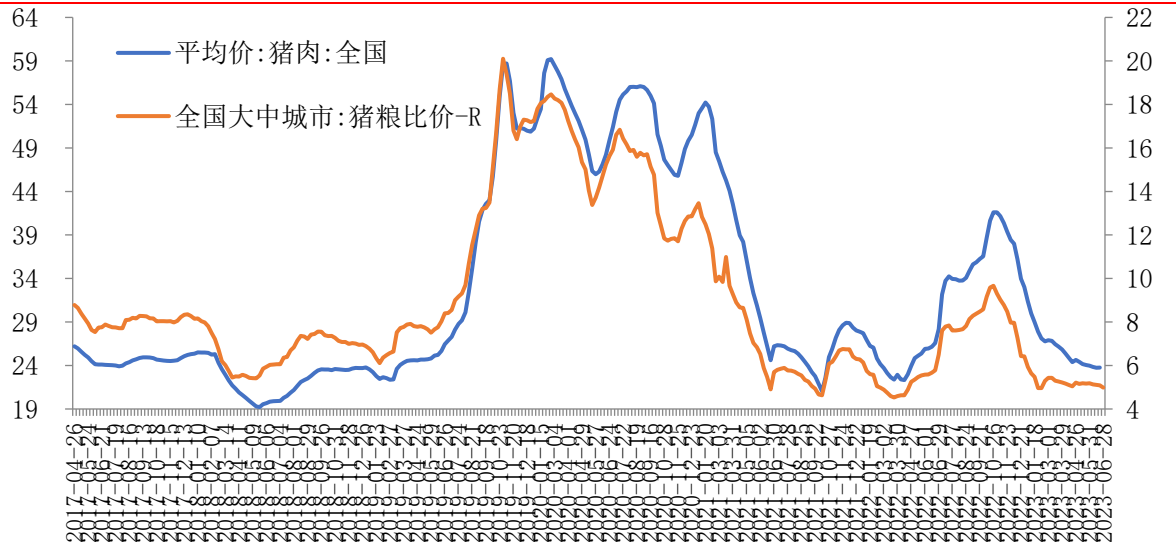


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行

从商务部监测的日常消费品周度指数看，各类消费品走势在季节性波动规律作用下延续回落态势，猪肉价格运行低位中延续疲软态势。2023 年 6 月份，在季节性波动规律作用下，居民消费价格普遍平稳中趋降，环比回落。我们一直认为，对消费价格整体水平具有标杆指示性作用的猪肉价格变化，因产业结构正处集中整合期，市场结构的垄断竞争格局正在形成中，产业集中化稳定格局还在变化中，因而未来猪肉价格仍将在 1-2 年内处于低位平稳偏弱状态。相对于正常年景而言，当前消费品价格季节性规律作用下的上涨速度要缓和得多，主要消费品种猪肉则处周期性低迷阶段。

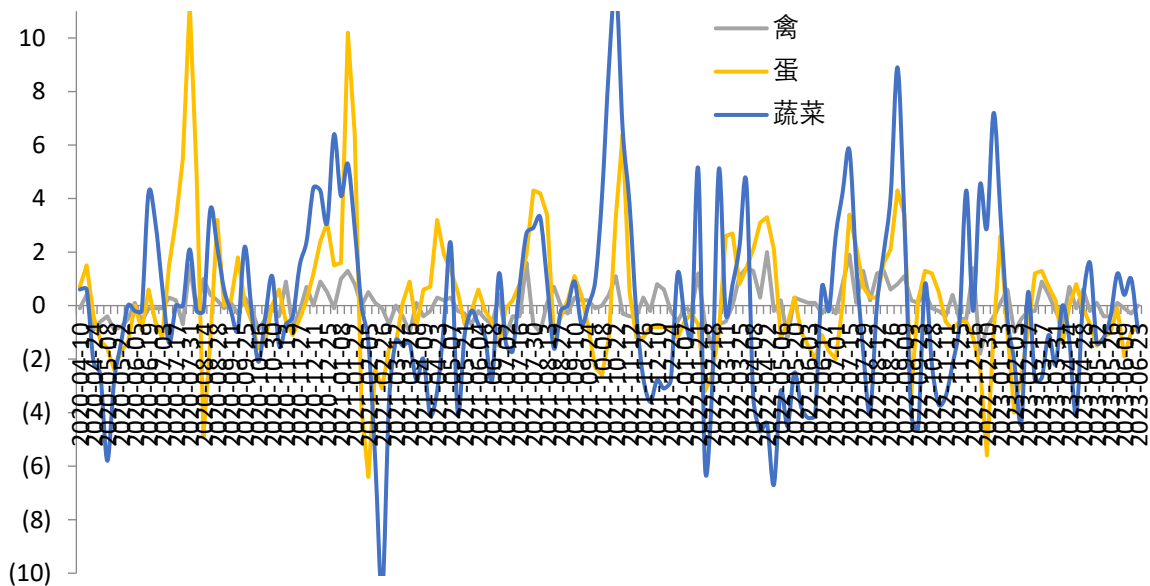
图 4：猪肉价格延续下降走势（全国，元/公斤）



资料来源：Wind，上海证券研究所

作为消费品价格篮子构成中权重最大的食品篮子，6 月运行整体处于季节性低迷状态，尤其是蔬菜品种，表现最为显著。农副产品中的肉、蛋、禽品种，也随气候回暖价格运动延续了季节性低迷态势。

图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

年初以来，我们一直判断 CPI 或在年中前后迎来跌破负值状态的时期，综合各方面的因素看，按照固有的消费物价季节性运行规律，我们预计 6 月份消费品价格水平环比回落 0.6%，当月同比

将迎来，负值状态为-0.3%，印证我们年中前后或跌破 0 至负值的判断。虽然 2023 年 6 月或迎来消费品和工业品的“双负值”状态，但 2023 年中国物价低迷主要是受基数效应和产业周期成熟影响，并非传统经济周期性意义上的“通缩”状态，属于一种“非典型通缩”。

3 六月份宏观数据预测与解释

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 6 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1： 2023 年 6 月国内重要经济数据预测 (同比增长，除 PMI 外)

预 计 公 布 日 期	项 目	本 月 预 测	上 月 实 际	上 月 预 测	去 年 同 期
6/30	PMI	49.5	48.8	49.5	50.2
7/1	财新 PMI	50.5	50.9	49.5	51.7
7/10	CPI 涨幅%	-0.3	0.2	0.2	1.1
	PPI 涨幅%	-4.6	-4.6	-3.8	8.8
7/13	出口增速%	-14.6	-7.5	-3.7	17.1
	进口增速%	-9.0	-4.5	-7.9	-0.1
	贸易顺差 (亿美元)	700	657.9	850	973.7
7/17	城镇固定资产投资-当年累计%	4.0	4.0	5.1	6.1
7/17	工业增加值%	3.6	3.5	5.8	3.9
	当年累计%	3.6	3.6	3.8	3.4
7/13	M2 增速%	11.2	11.6	12.0	11.4
	M1 增速%	4.5	4.7	5.1	5.8
	信贷新增 (10 亿元)	2200	1360	1800	2810
	信贷增速	11.3	11.4	11.8	11.2
	信用增速	9.5	9.5	9.9	10.8
7/17	消费增速%	2.3	12.7	13.8	-6.7
	当年累计%	8.0	9.3	9.5	-1.5
7/17	2 季度 GDP 增速%	上月预测：8.5		本月调整：8.0	
	当年累计%	上月预测：6.5		本月调整：6.0	

资料来源：wind, 上海证券研究所

3.1 电力消费回暖预示经济回升

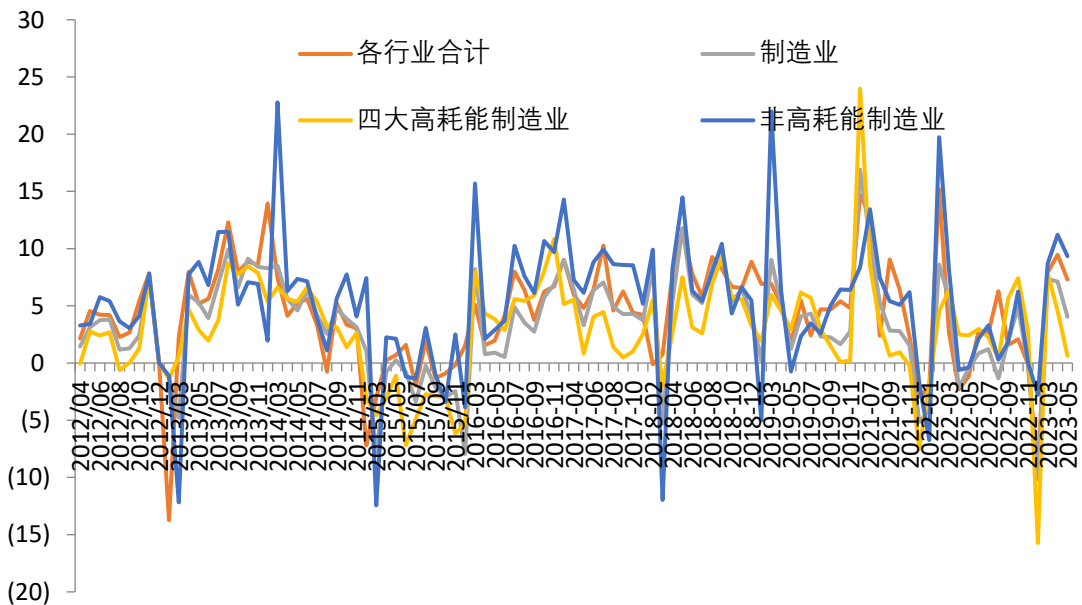
2023 年 6 月 21 日，中电联发布 2023 年 1-5 月全国电力市场形势报告。1-5 月，全国全社会用电量 35325 亿千瓦时，同比增长 5.2%。分产业看，第一产业用电量 456 亿千瓦时，同比增长 11.6%，占全社会用电量的比重为 1.3%，对全社会用电量增长的贡献率为

2.7%；第二产业用电量 23643 亿千瓦时，同比增长 4.9%，占全社会用电量的比重为 66.9%，对全社会用电量增长的贡献率为 63.1%；第三产业用电量 6136 亿千瓦时，同比增长 9.8%，占全社会用电量的比重为 17.4%，对全社会用电量增长的贡献率为 31.2%；城乡居民生活用电量 5090 亿千瓦时，同比增长 1.1%，占全社会用电量的比重为 14.4%，对全社会用电量增长的贡献率为 3.0%。

5 月份，全国全社会用电量 7222 亿千瓦时，同比增长 7.4%。分产业看，第一产业用电量同比增长 16.9%；第二产业用电量同比增长 4.1%，其中，工业用电量同比增长 4.1%；第三产业用电量同比增长 20.9%，其中，住宿和餐饮业、租赁和商务服务业、批发和零售业、交通运输/仓储和邮政业、房地产业同比增长超过 20%；城乡居民生活用电量同比增长 8.2%。

1-5 月，四大高载能行业合计用电量同比增长 3.0%。其中，非金属矿物制品业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业同比分别增长 8.1%、3.7%、3.2%；黑色金属冶炼和压延加工业用电量同比下降 0.9%。消费品制造业用电量同比增长 2.8%。高技术及装备制造业合计用电量同比增长 7.7%。其中，电气机械和器材制造业用电量同比增长 26.1%，汽车制造业用电量同比增长 15.0%，医药制造业用电量同比增长 10.5%。

图 6：各行业用电增长结束反弹（当月同比，%）



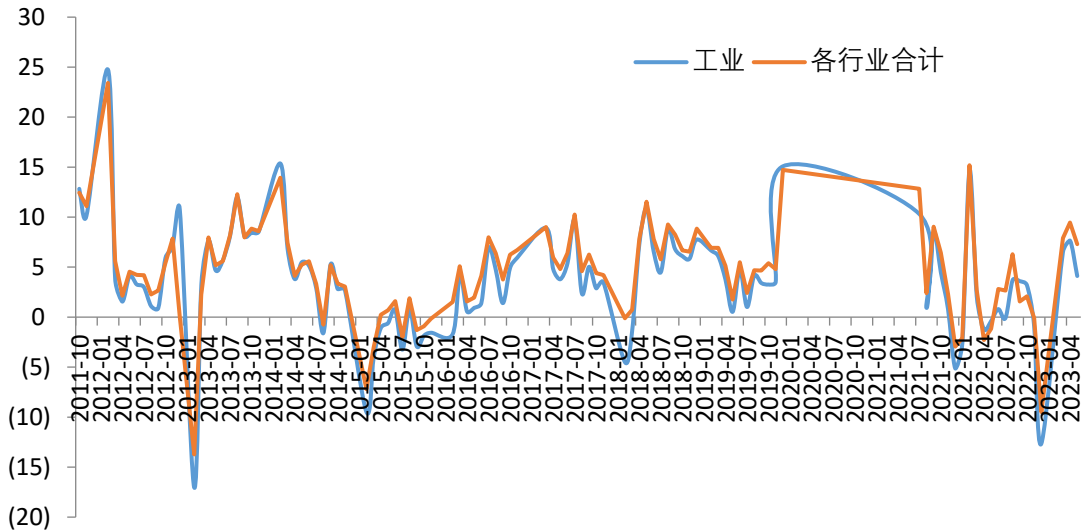
资料来源：Wind，上海证券研究所

5 月份，全国制造业用电量 3800 亿千瓦时，同比增长 4.0%；制造业日均用电量 122.6 亿千瓦时/天，比上年同期增加 5.3 亿千瓦时/天，比上月下降 0.1 亿千瓦时/天。其中，四大高载能行业用

请务必阅读尾页重要声明

电量合计 2030 亿千瓦时，同比下降 0.6%；高技术及装备制造业用电量 839 亿千瓦时，同比增长 11.8%；消费品制造业用电量 498 亿千瓦时，同比增长 7.7%；其他制造业行业用电量 432 亿千瓦时，同比增长 8.9%。

图 7：工业和行业用电增长结束反弹（当月同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从电力市场的运行情况看，2023 年中国经济保持了平稳缓回升的态势，电力消费较为平稳，这印证了我们之前的判断：经济、社会正常化将带来经济回暖中的缓复苏。

3.2 工业、消费延续回升，投资延续平稳

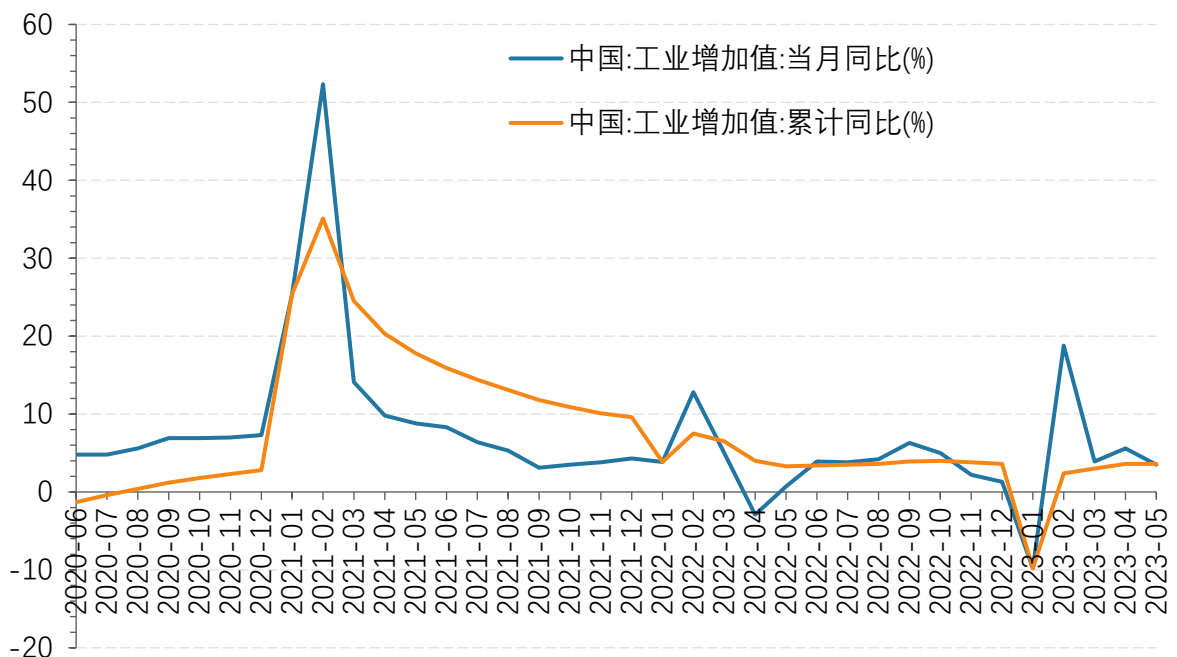
5 月份，全国工业生产运行延续恢复态势，工业生产总体平稳，全国规模以上工业增加值同比增长 3.5%，较 4 月份回落 2.1 个百分点，主要是由于上年基数抬升的影响，从环比、两年平均和累计增速看，工业生产总体平稳。从环比增速看，5 月份由上月下降转为增长 0.63%；从两年平均增速看，5 月份比 4 月份加快 0.8 个百分点，工业生产边际改善；从累计增速看，1-5 月份，工业增加值同比增长 3.6%，与 1-4 月份持平。从动态看，今年以来，工业增加值 2、3、4、5 月份累计同比分别增长 2.4%、3.0%、3.6%、3.6%，呈持续恢复态势。从三大门类看，1-5 月份制造业增加值同比增长 4.0%，比 1-4 月份加快 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.9%，加快 0.2 个百分点；采矿业增长 1.7%，回落 0.7 个百分点。

5 月份，装备制造业增加值同比增长 8.0%，高于全部规模以上工业 4.5 个百分点，对全部规上工业增长的贡献率超过七成。从主

要行业看，5 月份，汽车、电气机械行业增加值继续保持两位数增长，同比分别增长 23.8%、15.4%，铁路船舶、通用设备行业生产较好，分别增长 7.6%、6.1%，以上四个行业共拉动规上工业增加值增长 2.3 个百分点。

新能源、新动能产品持续高增长。5 月份，新能源产品高速增长，其中新能源汽车产量同比增长 43.6%，带动汽车用锂离子动力电池、充电桩等产品产量同比分别增长 229.0%、63.8%；其他新能源产品如风力发电机组、光伏电池等分别增长 77.2%、53.1%。新材料产品需求增加，相关产品快速增长。碳纤维及其复合材料生产成倍增长，产量增长 119.1%，太阳能工业用超白玻璃、多晶硅、单晶硅、海绵钛等产品产量分别增长 65.2%、72.8%、46.7%、46.7%。高技术产品两位数增长，工业控制计算机及系统、动车组、服务机器人等产品产量分别增长 92.6%、77.9%、34.3%。

图 8：中国工业经济增速平稳回升



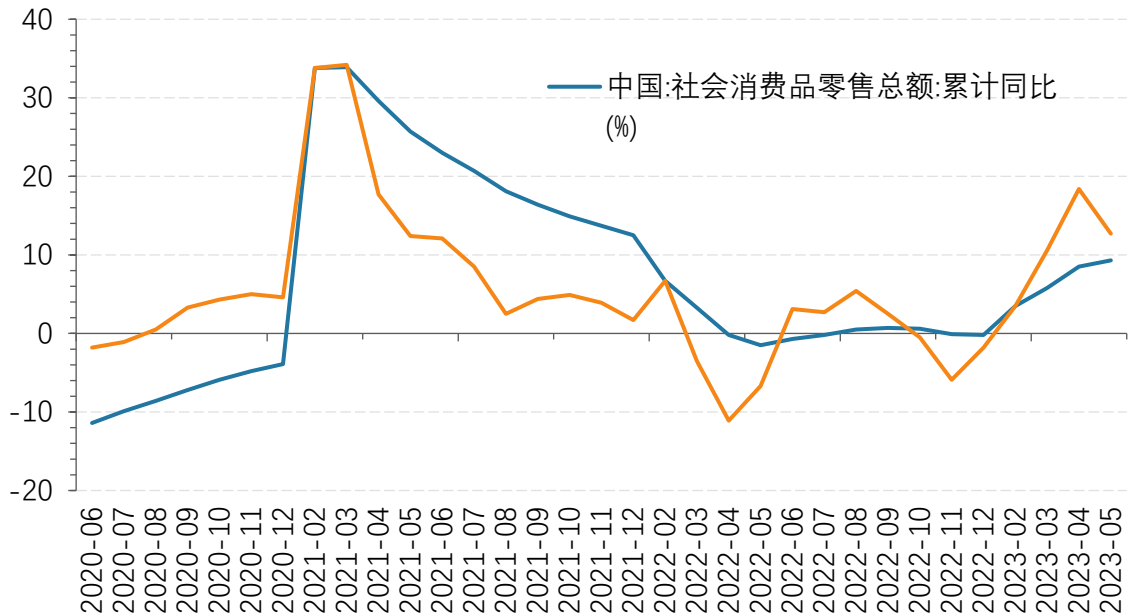
资料来源：wind，上海证券研究所

5 月份，市场销售总体保持恢复态势，商品消费继续增长，餐饮、文化及旅游相关服务消费持续回暖，网络购物占比稳步提升。

消费市场延续恢复态势，城乡市场增长基本同步。5 月份，社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%。受上年同期基数走高及“五一”假期前移等因素影响，5 月份社会消费品零售总额增速比 4 月份回落 5.7 个百分点；与 2021 年同期相比，增长 5.2%，两年平均增长 2.6%，增速与 4 月份基本持平。5 月份乡村消费品零

售额同比增长 12.8%，增速比城镇高 0.1 个百分点；两年平均增长 2.8%，两年平均增速比城镇高 0.3 个百分点。

图 9：中国社会零售增长延续平稳



资料来源：wind，上海证券研究所

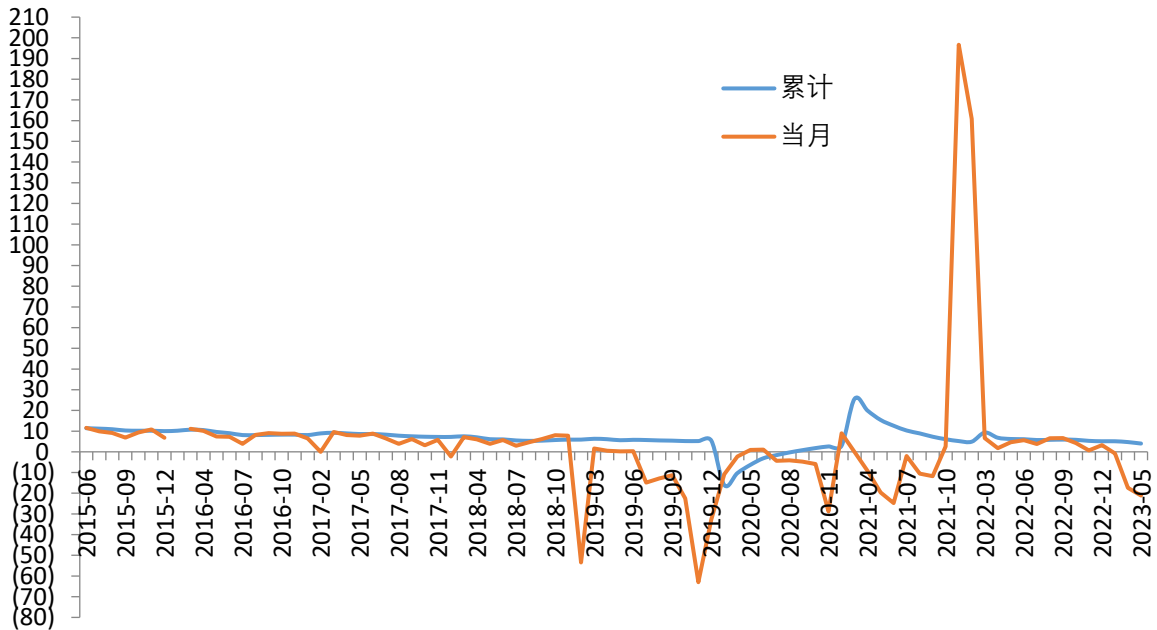
我们一直认为，投资是经济的第一增长动力。2023 年以来，固定资产投资保持增长态势，对经济社会发展的带动作用持续显现。1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%，增速比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。

高技术产业投资较快增长，1-5 月份高技术产业投资同比增长 12.8%，增速比全部固定资产投资高 8.8 个百分点，增速比制造业投资高 6.8 个百分点。其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长 18.8%，电子及通信设备制造业投资增长 16.1%。高技术服务业投资同比增长 13.0%，增速比服务业投资高 11.0 个百分点。其中，科技成果转化服务业投资增长 47.4%，电子商务服务业投资增长 21.9%。基础设施投资保持增长，1-5 月份基础设施投资同比增长 7.5%，增速比全部固定资产投资高 3.5 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 16.4%，水利管理业投资增长 11.5%，信息传输业投资增长 7.5%。

政府相关宏观部门多次向市场释放了促进经济增长的积极信号：进一步激发民间投资活力；持续释放房地产市场刚性和改善

性住房需求，推进“保交楼”项目建设力度，巩固和拓展固定资产投资稳定增长的良好势头。在基础设施领域，政府也加大了重点项目落地建设的推进力度，各地都在争取建设项目尽早形成实物工作量，促进增长。因此，我们预计，2023 年中国投资增长整体增长将保持平稳态势。

图 10：中国固定资产投资增长平稳态势延续（%，月）



资料来源：wind，上海证券研究所

4 宏观数据对经济和资本市场的影响

4.1 货币稳中趋降，汇率有近优无远虑

经济运行平稳中短期偏软的态势，并没有改变中国经济中长期运行平稳的趋势，中国经济韧性强表现愈发充分；因此，伴随着经济、社会生活正常化后，疫情期间偏松的货币状态将持续缓慢回撤，货币增速将平稳回落；伴随通胀下行，年内降息、降准仍将是大概率事件。与市场预期不同，我们认为未来 2-4Q 内降息、降准都或发生。

货币回撤和降息并不会导致人民币汇率的持续贬值。我们在近期的宏观数据跟踪报告（6月26日，《汇率 POLL：虽弱无忧》）中曾指出，按照路透最新的人民币汇率 POLL（未来 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月后的期末汇率预测）看，市场对人民币汇率中长期走势的预期为“先平后升”，近期人民币兑美元汇率的疲软态势，并没有形成持续贬值预期。最新市场预测中值的未来 4 期值

(2023年6月底、8月底、11月底，2024年5月底)分别为7.00、7.00、6.90、6.75。可见，市场对人民币汇率的中短期走势预期保持稳定，缓回升、而非持续贬值，仍是主流看法。

从市场对汇率的平稳预期，以及汇率逆周期管理政策保持稳定的形势看，市场对近期人民币汇率贬值的适应性和容忍度都在提高。尽管中国和西方主要经济体间货币政策走向差异仍然存在，但我们仍然坚持认为，伴随着美联储加息接近尾声，利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退，其它因素对汇率走势的影响重要性将逐渐上升：通货膨胀差对汇率的影响将逐渐体现，经济发展前景差异将再度成为汇率的方向性影响力量。市场对经济前景信心的波动，或是近期影响汇率短期波动的因素。

4.2 汇率企稳将重启资本市场回暖进程

6月30日召开的央行货币政策委员会二季度例会，对汇率管理的新提法是“防止汇率大起大落”，替换了4月7日召开的一季度例会提法“增强汇率弹性”。我们认为央行最新表态的变化，表明央行认为当前汇率已脱离了合理均衡水平，或会适时调整汇率管理的逆周期调控政策。

在经济运行平稳、韧性足的情况下，资本市场短期波动，显然受汇率持续贬值影响较多；人民币汇率回升前景有利中国资本市场持续回暖。我们认为，汇率走势主导因素或转向经济和通胀，当前的波动不改2023年人民币汇率重拾升势的中长期运行趋势，人民币汇率将因中国经济更为良好的增长前景和更平稳的物价，结束2022年的弱势，再现稳中偏升的趋势。中国经济和社会生活的全面正常化后，经济回暖下的缓复苏进程不变，政策预期平稳，在市场对地缘政治事件和房地产问题的适应性上升情况下，资本市场平稳中回暖、波动中上“扬”是大概率事件。

5 风险提示：

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。