

向稳态增速回归

——2023下半年宏观经济与资产展望

宏观首席分析师：孙付

SAC NO: S1120520050004

2023年5月13日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心观点

- 美国经济可能在2023年三季度或四季度出现衰退，将是一次被充分预期的衰退，市场已有所消化，后续影响相对有限。
- 中国经济：伴随经济活动正常化，下半年经济环比动能将向稳态水平回归。预计全年GDP增速约5.7%，单季增速分别为：4.5%、8%、5%和6%。
- 经济恢复特征：1) 一季度全面集中恢复，各行业改善显著，二季度后边际有所放缓；2) 一般服务业景气度修复较快，房地产边际有所改善但区域分化较大。
- 通胀水平不高：CPI呈现U型，全年中枢0.7%；PPI低位震荡，全年中枢-2.2%。
- 货币流动性：1) 货币政策有望持续保持相对宽松状态；2) 资金供求在一季度较为集中释放后呈现“量价同步回落”；3) 全年新增信贷约22万亿元，社融增速约9.5%。
- 资产价格展望：
 - 美债：10年期美债收益率或将向3%靠拢。 中债：资金价格维持低水平，10年国债利率落至2.6%附近。
 - 美元：受停止加息预期和美国经济放缓预期影响，美元或将走弱。
 - 黄金：美国实际利率回落以及美元走弱，黄金有望走强。
- 风险提示：遭遇疫情、地缘冲突等影响，宏观经济出现超预期波动。



1 海外经济：等待充分预期的衰退

● 美国经济增长特征及展望：

- 1) 当前，美国经济仍体现一定韧劲，内外需均保持扩张，服务业强于制造业，房地产销售有所企稳，库存逐步被消化。
- 2) 美国经济的三大突出特征：相当充分的就业、仍处于高位的通胀、高利率下中小银行暴露脆弱性。
- 3) 考虑加息的累积效应和对经济的滞后影响，美联储及市场普遍预期2023年三季度或四季度经济出现衰退。

● 美国通胀有望进一步回落：

- 1) 货币增速（M2）持续大幅度回落，且已为负，通胀的流动性基础转弱；
- 2) 大宗商品价格回落减弱成本压力。

● 美联储策略：停止加息观察经济变化，保持鹰派声调。

海外经济分析：美国经济增长特征

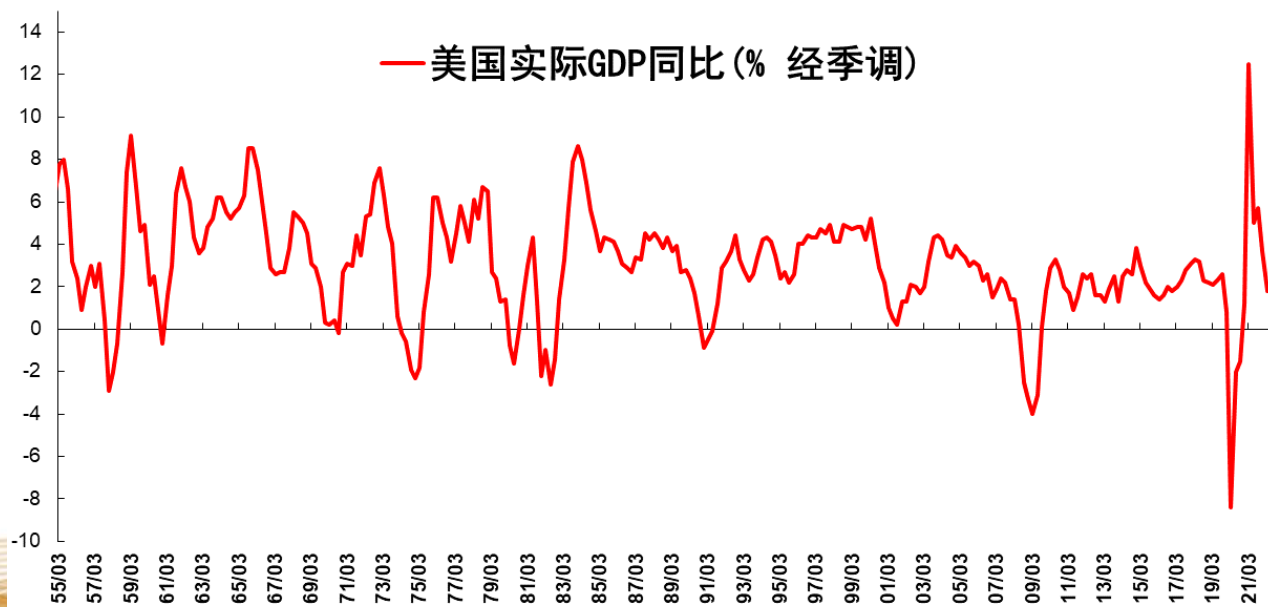
指标	各分项贡献率 (%)											
	2023/3	2022/12	2022/9	2022/6	2022/3	2021/12	2021/9	2021/6	2021/3	2020/12	2020/9	2020/6
实际GDP(年化环比: %)	1.1	2.6	3.2	-0.6	-1.6	7.0	2.7	7.0	6.3	3.9	35.3	-29.9
国内需求	0.95	2.14	0.39	-1.74	1.49	7.12	3.74	7.60	7.34	5.59	38.06	-31.15
个人消费	2.5	0.7	1.5	1.4	0.9	2.1	2.0	7.8	7.0	2.5	26.3	-23.1
耐用消费品	1.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.6	0.4	-2.2	0.9	3.2	0.1	6.2	0.1
非耐用消费品	0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.7	0.1	0.3	1.7	2.1	0.0	4.6	-2.2
服务	1.0	0.7	1.6	2.0	0.9	1.6	3.9	5.2	1.7	2.5	15.5	-21.0
国内私人投资	-2.34	0.79	-1.8	-2.83	0.98	5.14	1.78	0.3	-0.82	3.07	12.69	-9.65
非住宅投资	0.1	0.52	0.8	0.01	0.98	0.17	0.1	1.29	1.18	1.46	2.91	-4.12
住宅投资	-0.17	-1.2	-1.42	-0.93	-0.15	-0.05	-0.29	-0.24	0.52	1.3	2.21	-1.18
库存变动	-2.26	1.47	-1.19	-1.91	0.15	5.01	1.96	-0.75	-2.52	0.3	7.57	-4.35
政府支出	0.81	0.65	0.65	-0.29	-0.40	-0.16	-0.02	-0.54	1.18	-0.01	-0.97	1.57
净出口	0.11	0.42	2.86	1.16	-3.13	-0.16	-1.08	-0.60	-1.03	-1.68	-2.74	1.29
出口	0.54	-0.44	1.65	1.51	-0.53	2.37	-0.13	0.51	0.03	2.20	4.98	-8.66
进口	-0.43	0.86	1.21	-0.35	-2.60	-2.53	-0.95	-1.11	-1.06	-3.88	-7.72	9.95

截至2023年一季度，美国经济仍体现较强韧劲，内外需均保持扩张，服务业强于制造业，房地产销售有所企稳，库存逐步被消化。

十次持续加息的累积和滞后效应将对经济产生抑制作用。至于美国经济是否衰退，及何时衰退，尚待观察。

“软着陆”情景：通胀水平逐步回落，2023年底至3.5%附近，2024年底至2.5%附近，失业率有所回升，但在4%附近。

“阶段性衰退”情景：2023年三季度或四季度，GDP同比、环比均呈现负增速。



资料来源：BLOOMBERG，华西证券研究所

海外经济分析：美国经济预测指标

2023年一季度美国GDP同比1.6%，美联储预测全年增速0.4%。这预示着2023年三季度或四季度经济可能会出现阶段性衰退。

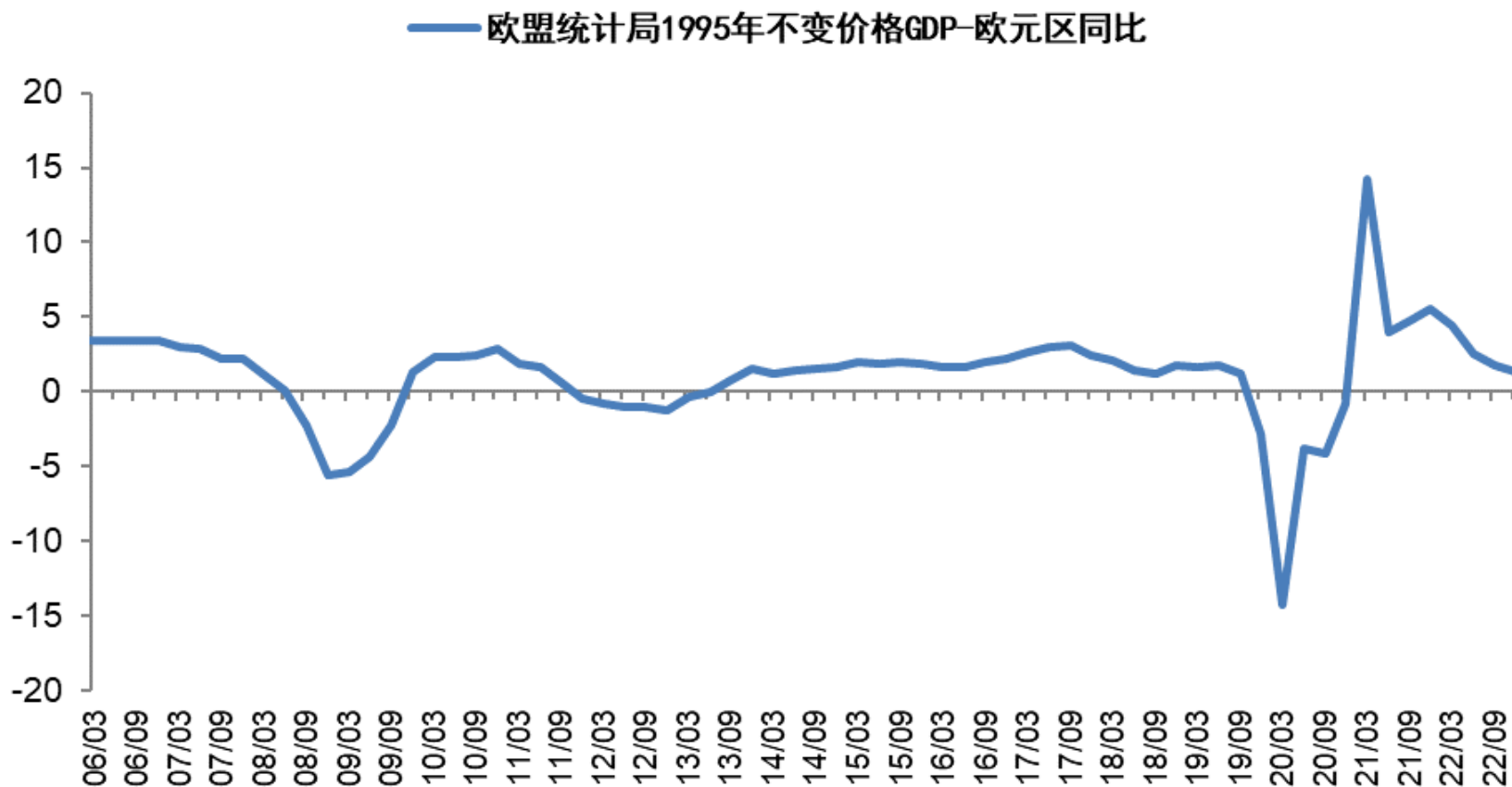
美联储经济预测表(2023,3)

		2023年	2024年	2025年	长期
GDP	2023年3月预期	0.4%	1.2%	1.9%	1.8%
	2022年12月预期	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
失业率	2023年3月预期	4.5%	4.6%	4.6%	4.0%
	2022年12月预期	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
PCE通胀	2023年3月预期	3.3%	2.5%	2.1%	2.0%
	2022年12月预期	3.1%	2.5%	2.1%	2.0%
核心PCE通胀	2023年3月预期	3.6%	2.6%	2.1%	
	2022年12月预期	3.5%	2.5%	2.1%	

资料来源：美联储网站，华西证券研究所

海外经济分析：欧洲经济虽弱但未衰

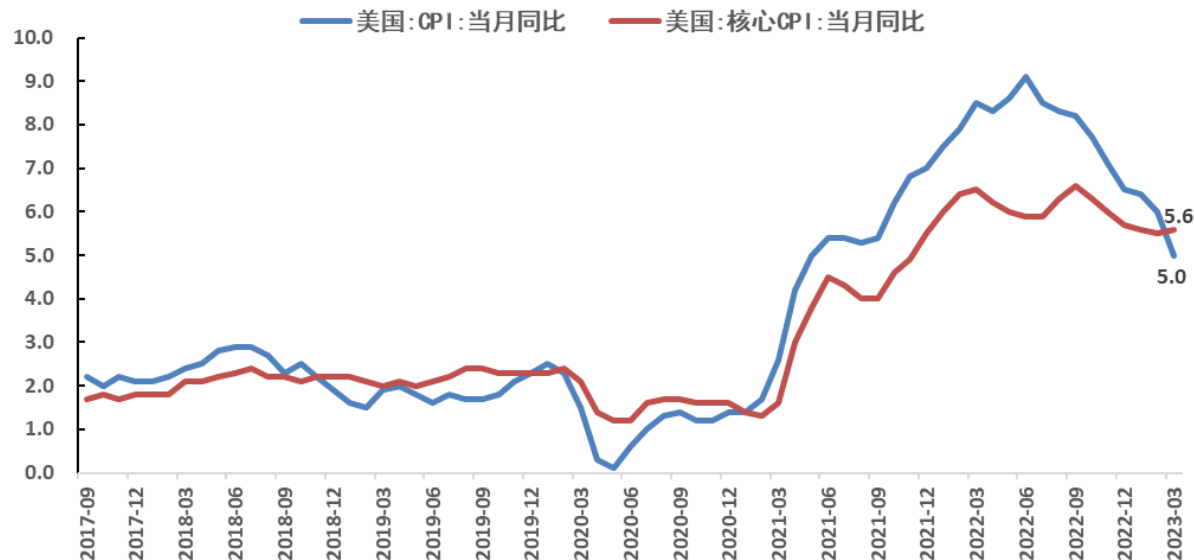
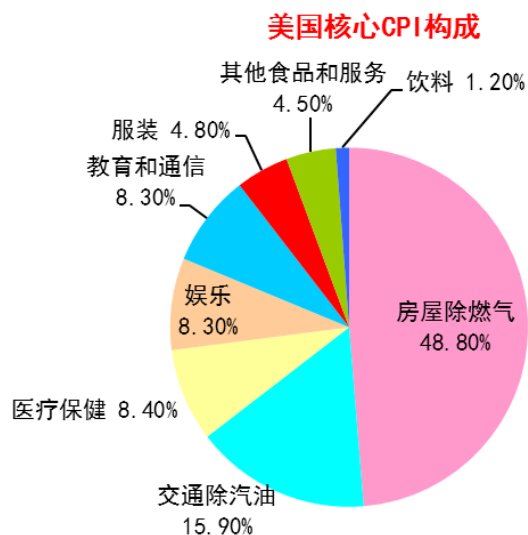
截至2023年一季度，欧元区经济增速放缓至1.3%，尚未出现市场担心的衰退。



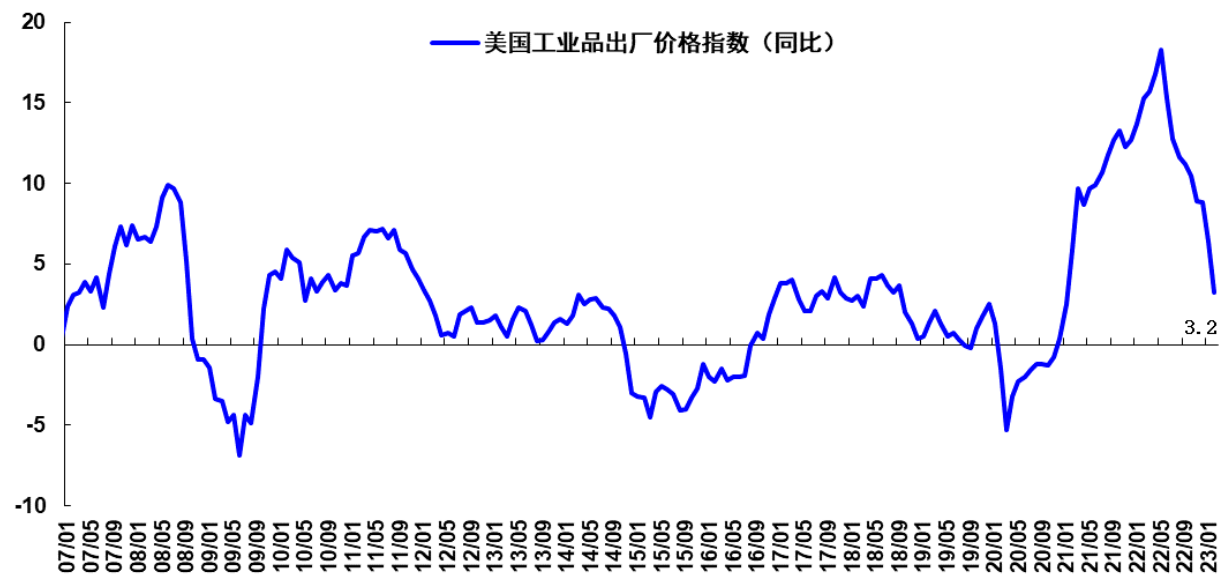
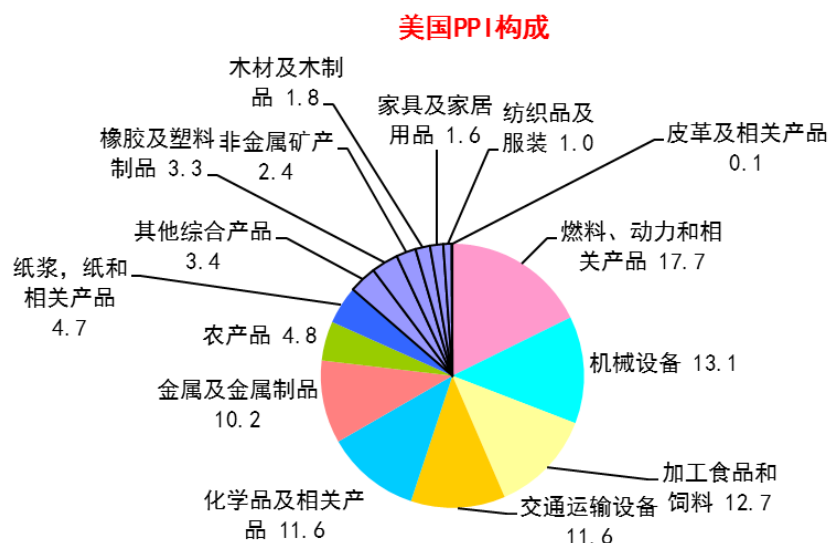
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国通胀形势

2023年4月美国CPI为4.9%，继续回落；核心CPI为5.5%，回落较慢；PPI为2.3%，显著回落。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



海外经济分析：美国通胀与工资关系

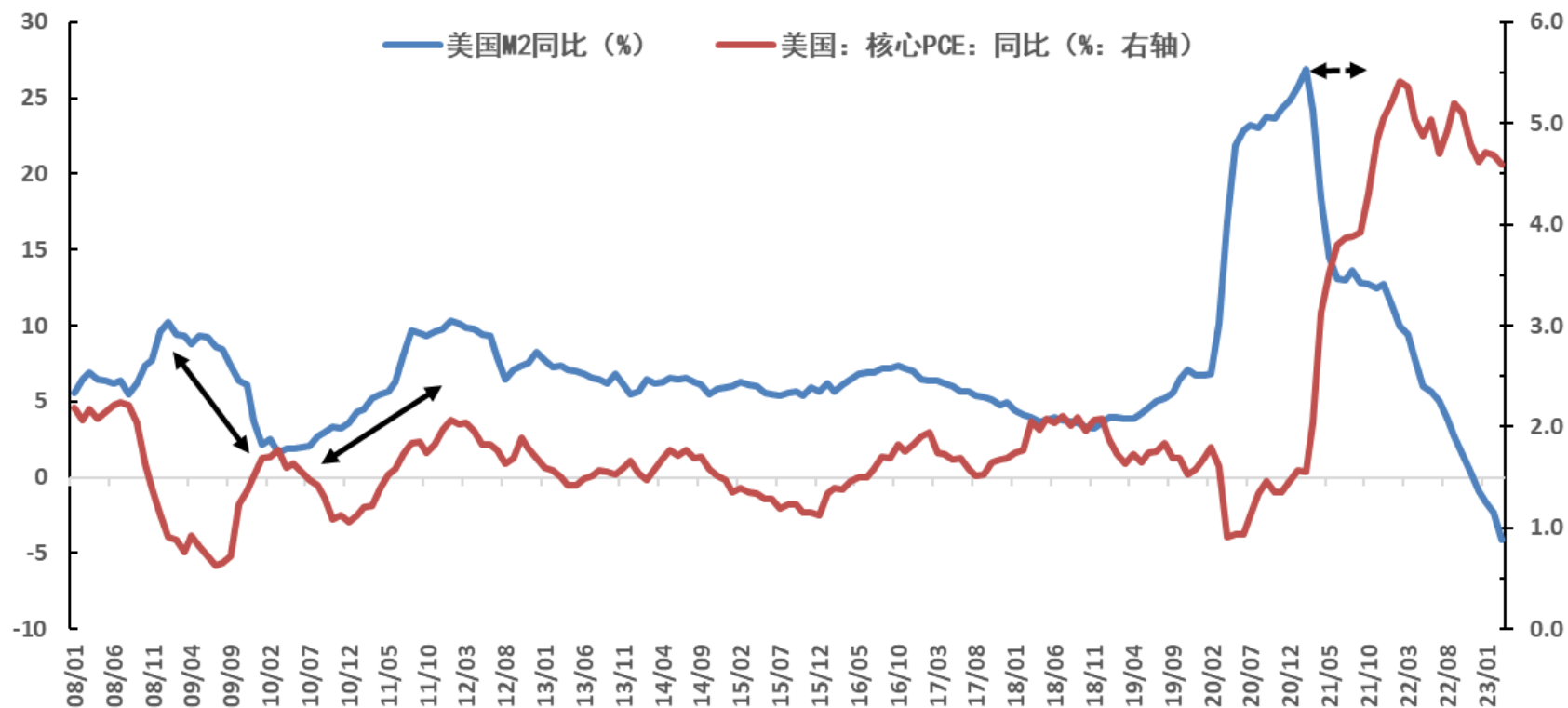


加息抑制需求，
改变劳动力紧俏
局面，降低工资
涨幅，为通胀降
温。

海外经济分析：美国通胀有望持续回落

美国通胀有望持续回落：

- 1) 货币增速 (M2) 持续大幅度回落，增速已为负，通胀的流动性基础转弱；
- 2) 持续加息的累积效应和高利率对经济产生抑制，工资涨幅回落缓解通胀压力；
- 3) 大宗商品价格下降带动PPI回落，从成本端缓解通胀压力。

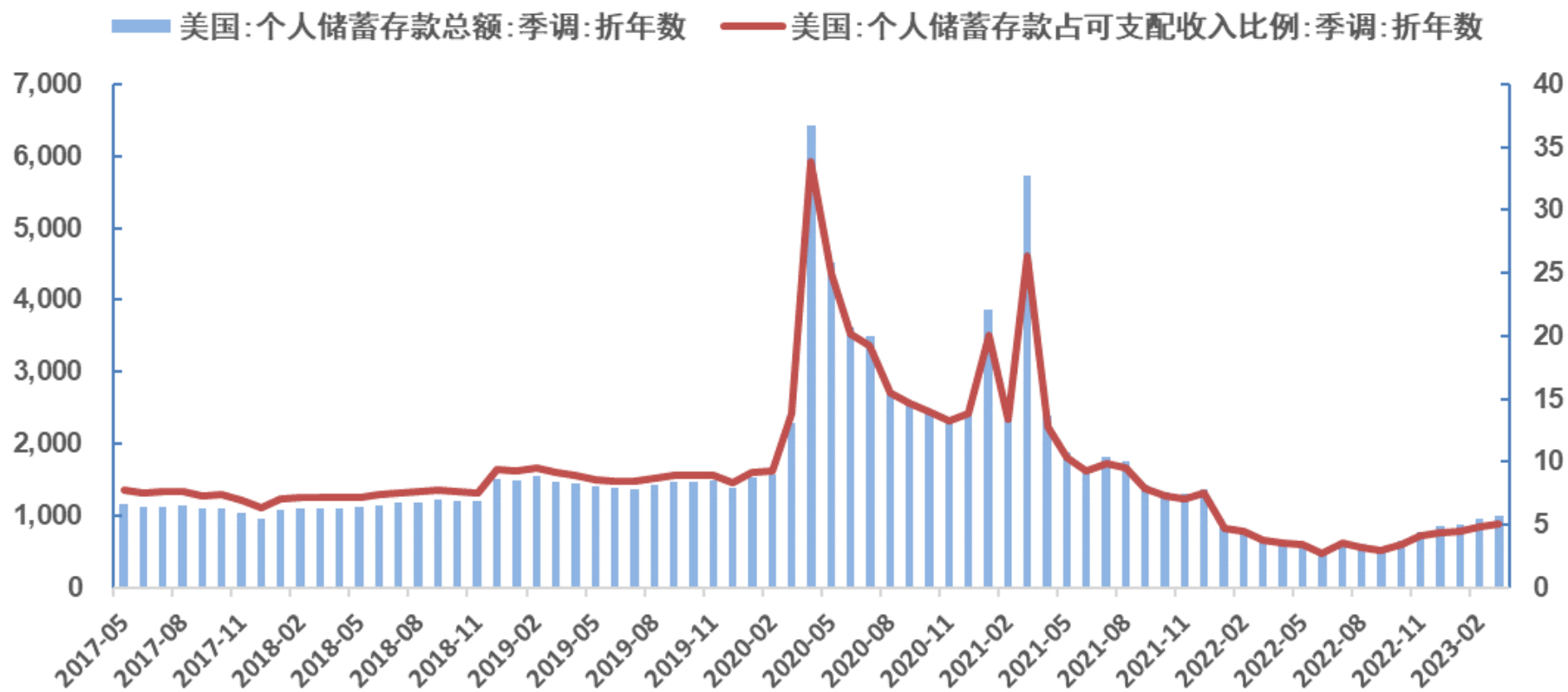


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

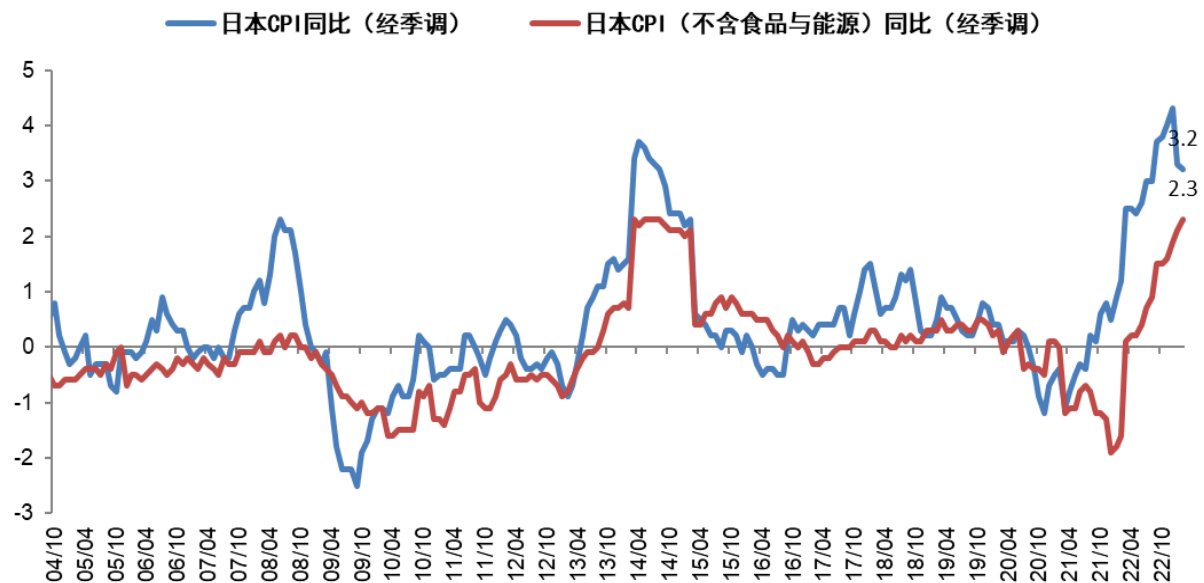
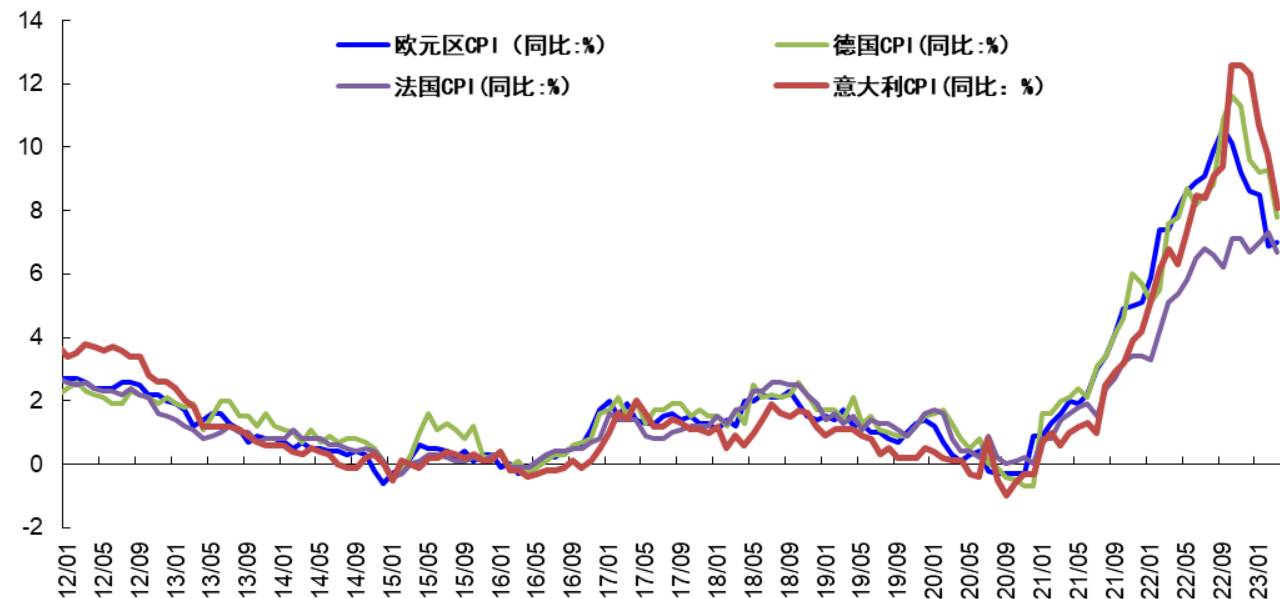
海外经济分析：美国个人储蓄变化

个人储蓄存款规模（流量）及占可支配收入显著下降，会降低货币增速。

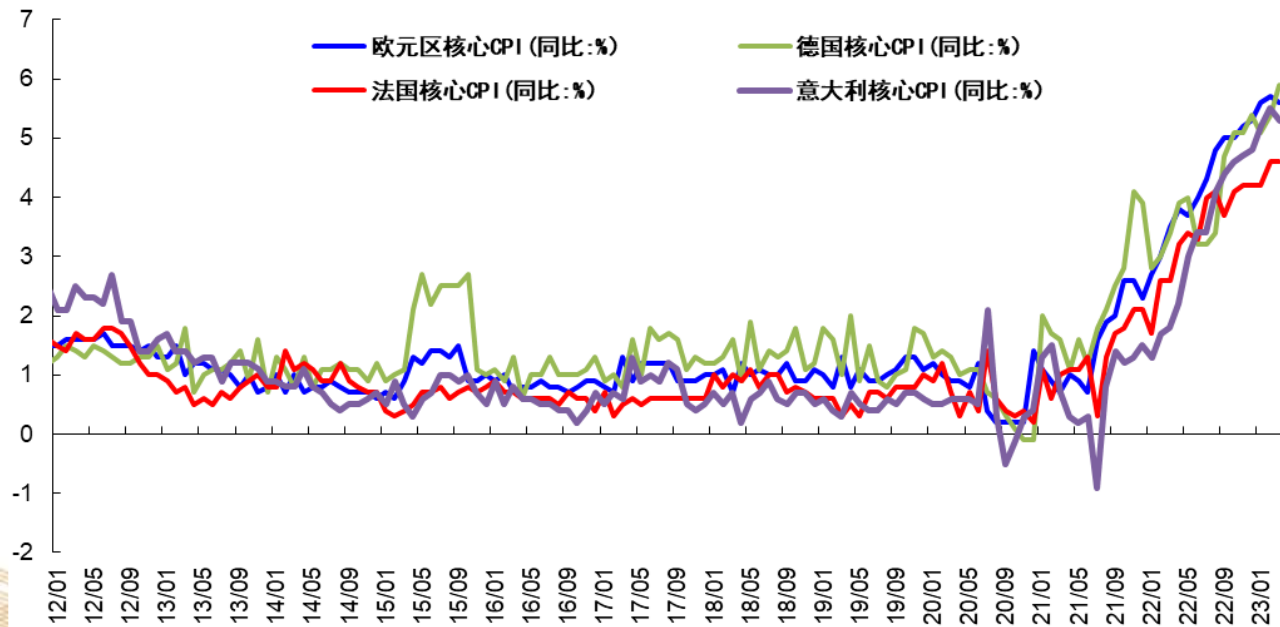
单位：十亿美元 %



海外经济分析：欧洲通胀压力仍大



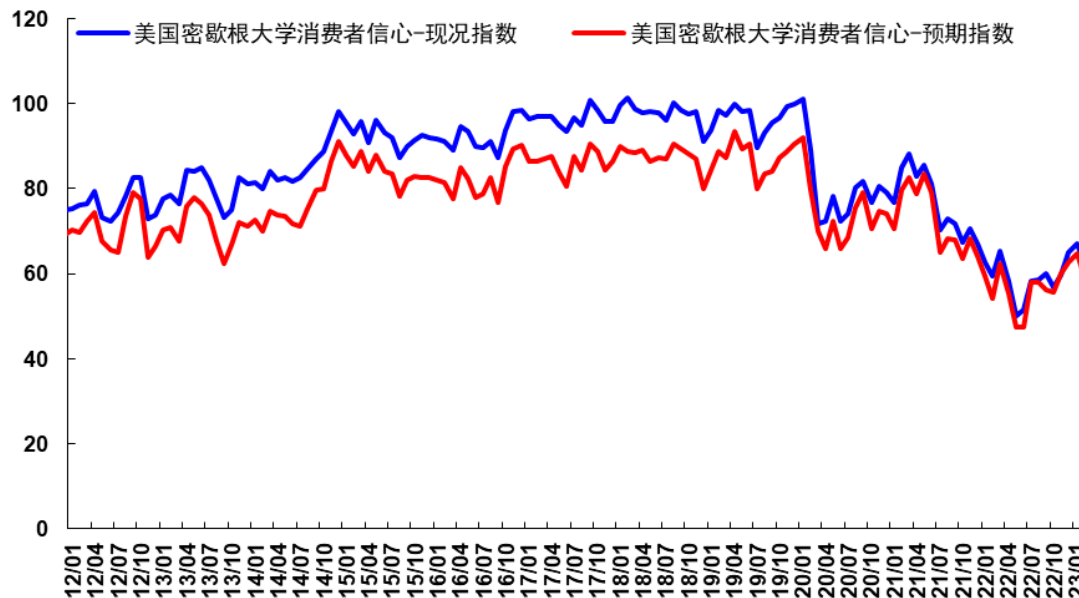
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



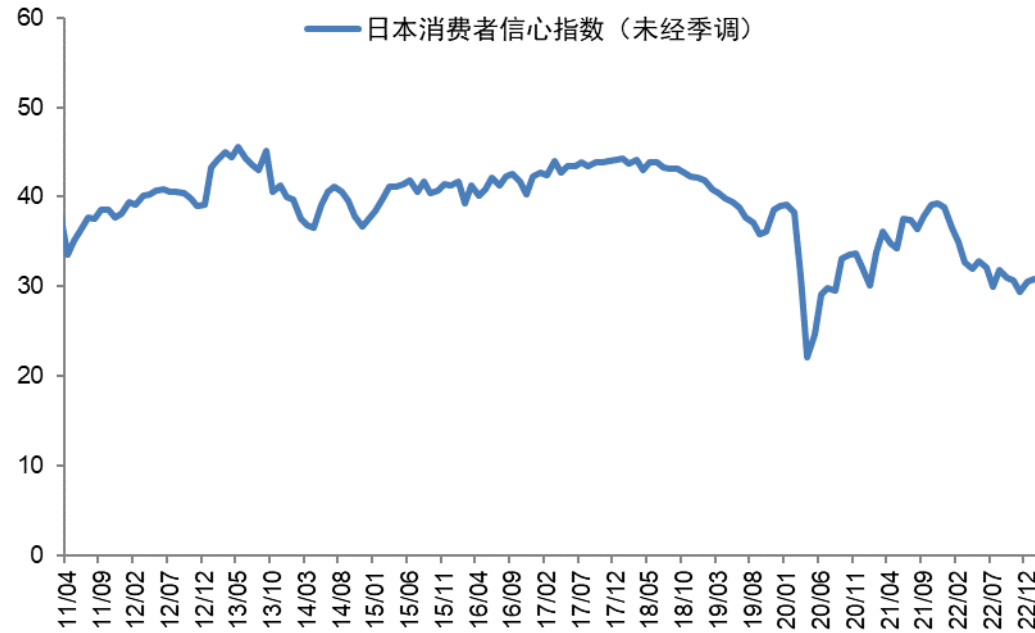
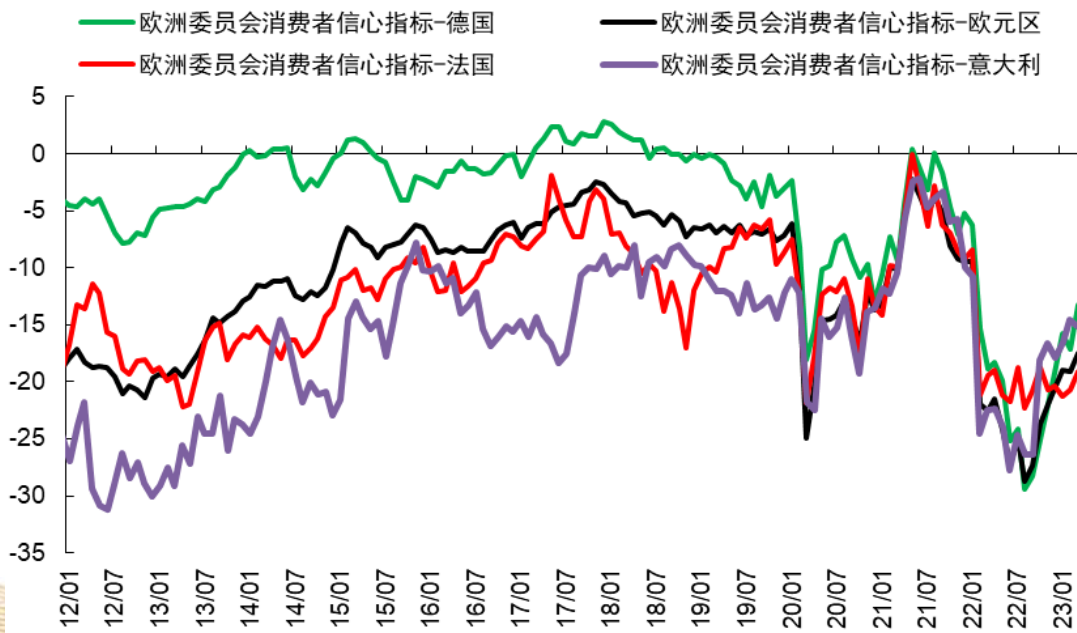
截止到2023年4月，欧元区：一般CPI有所回落；但核心CPI仍处于高位。

海外经济分析：消费者信心边际有所改善

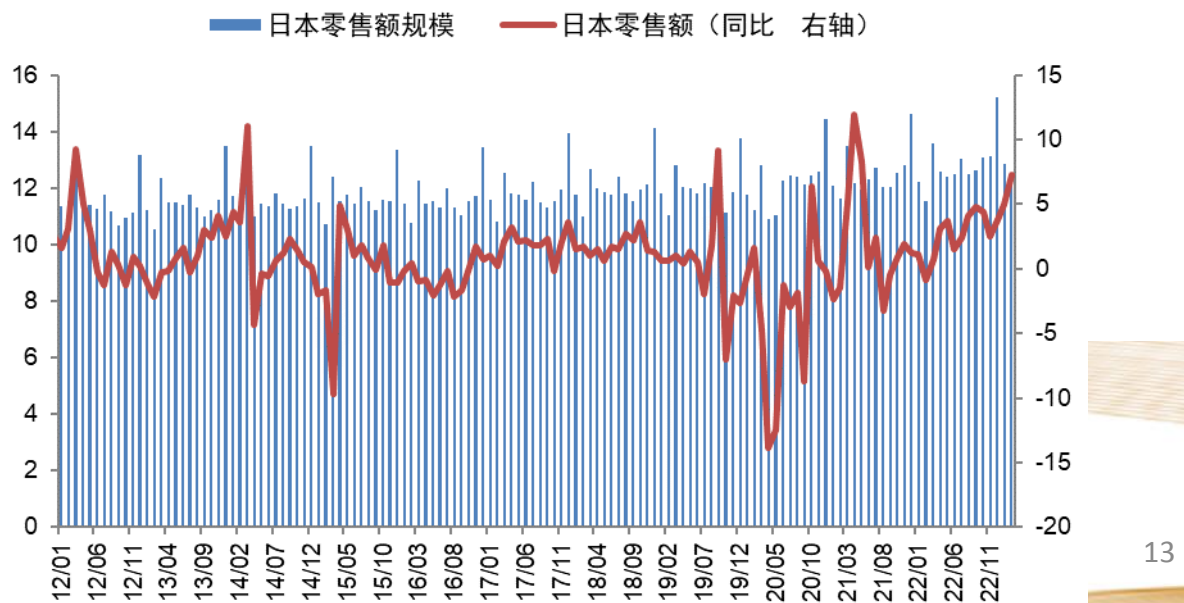
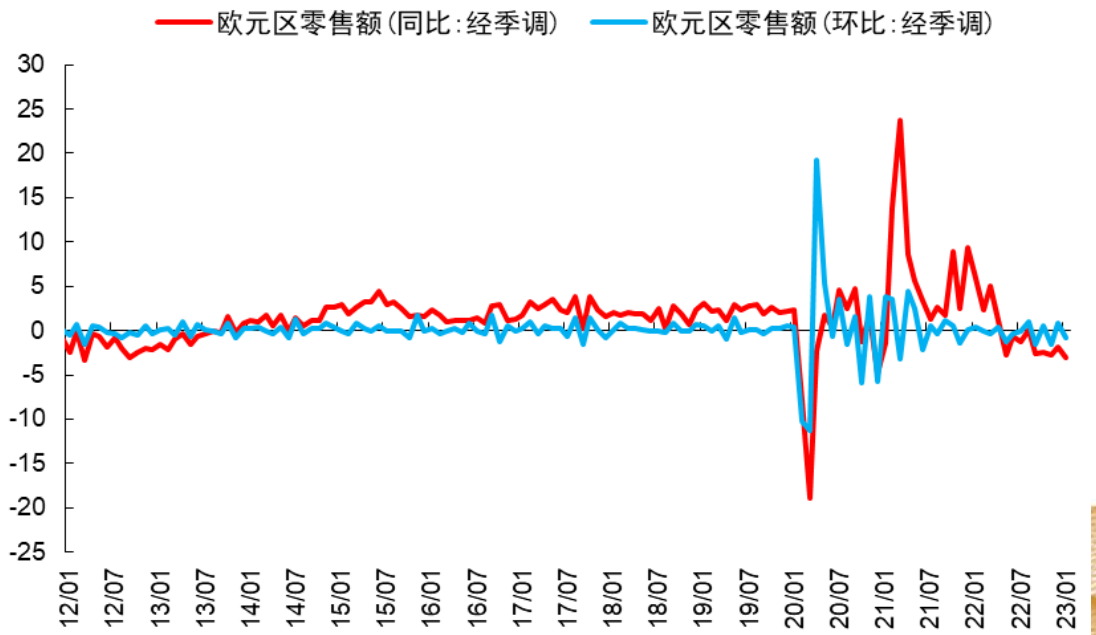
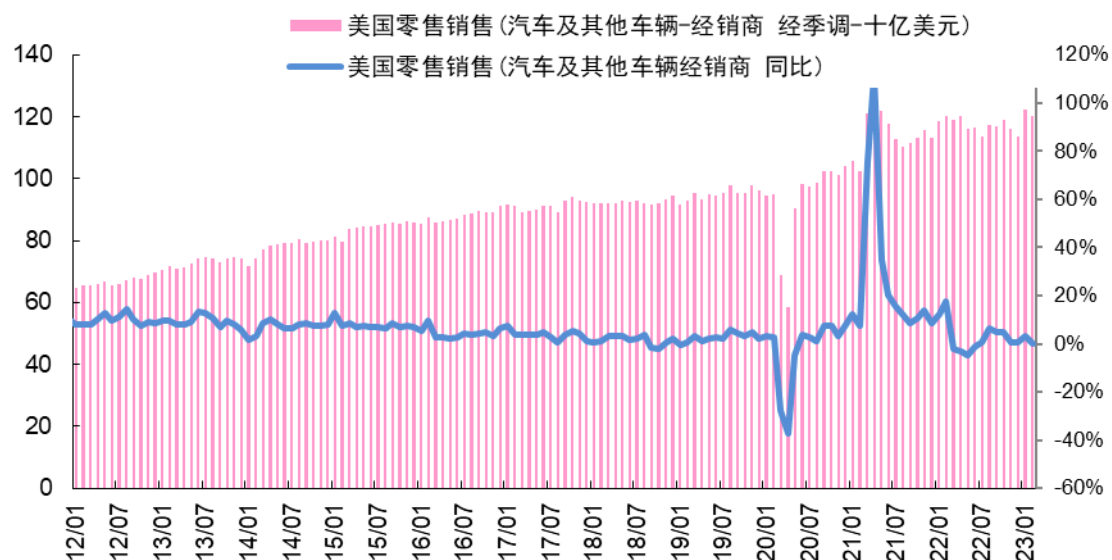
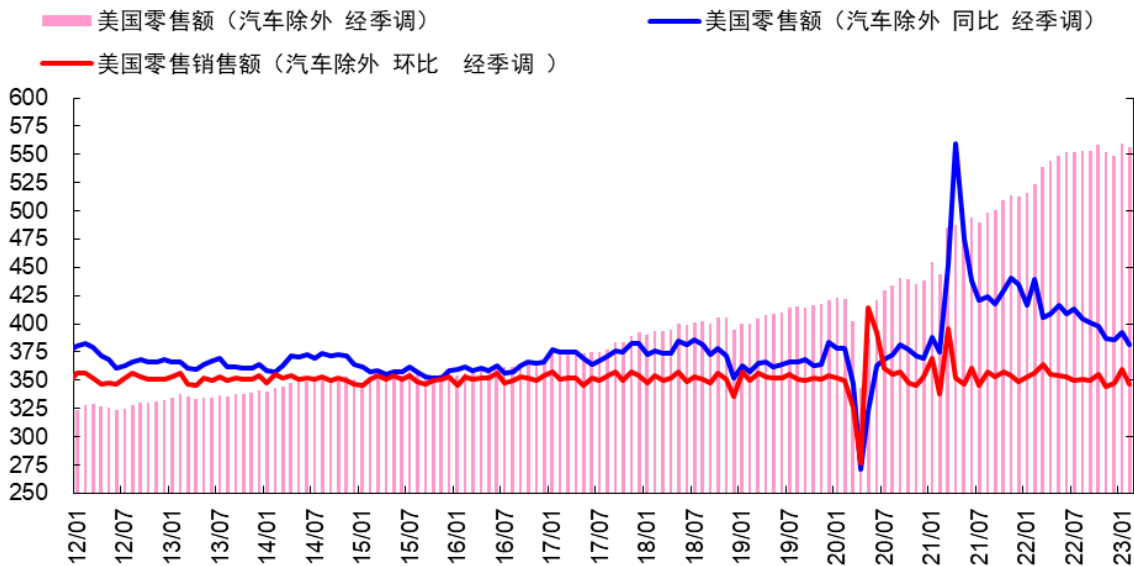
伴随通胀高位回落，消费者信心有所改善。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



海外经济分析：美国、欧元区零售消费较弱

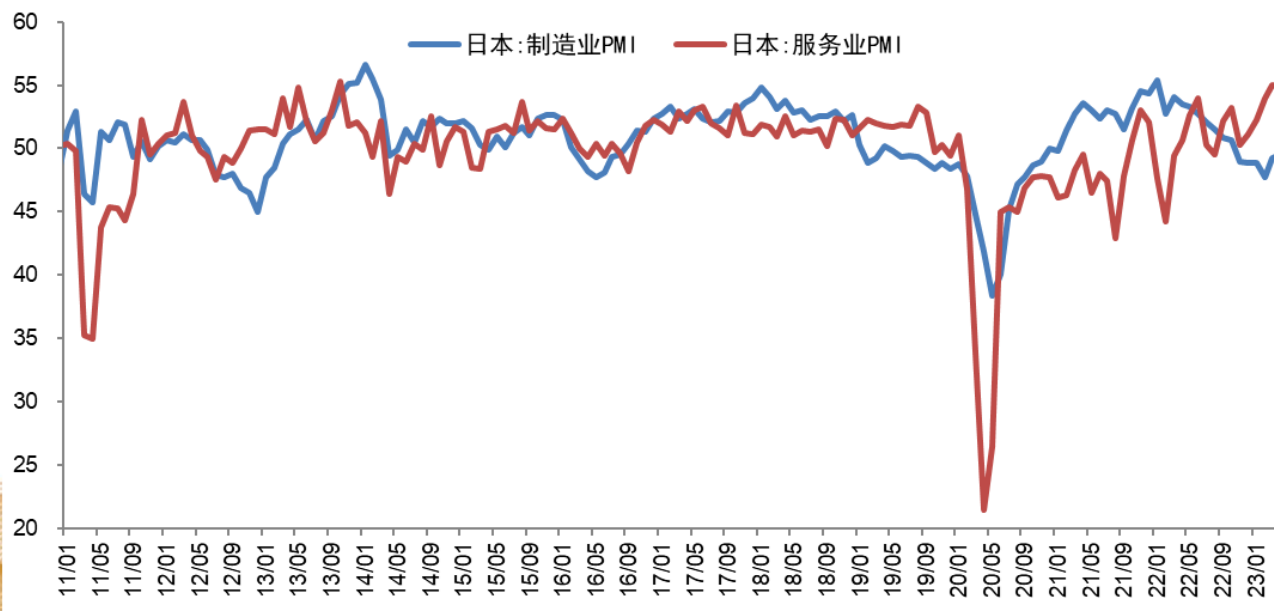
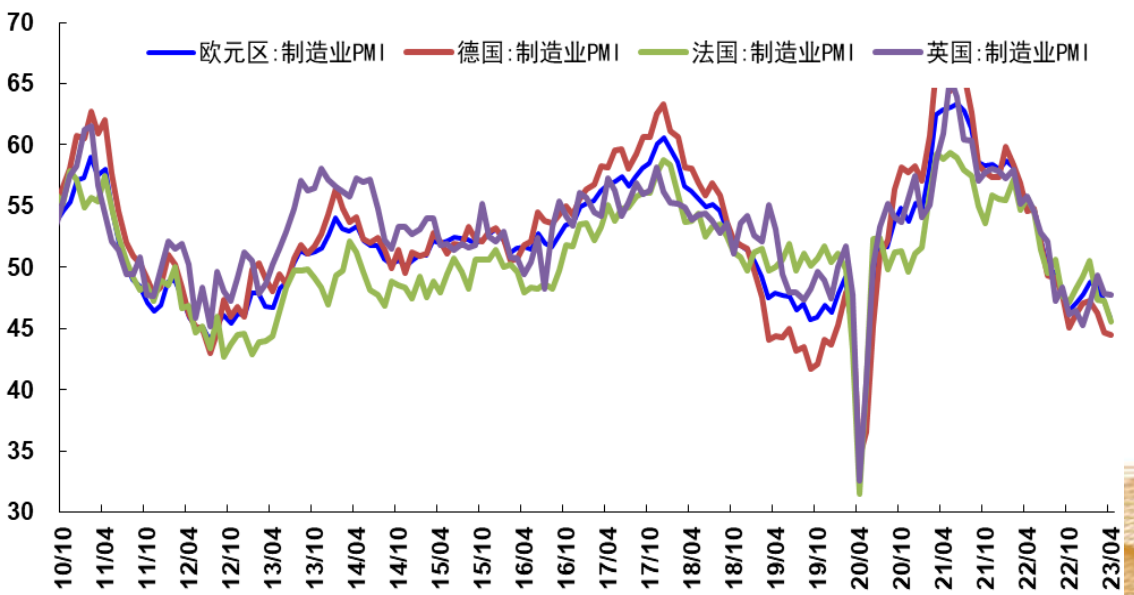
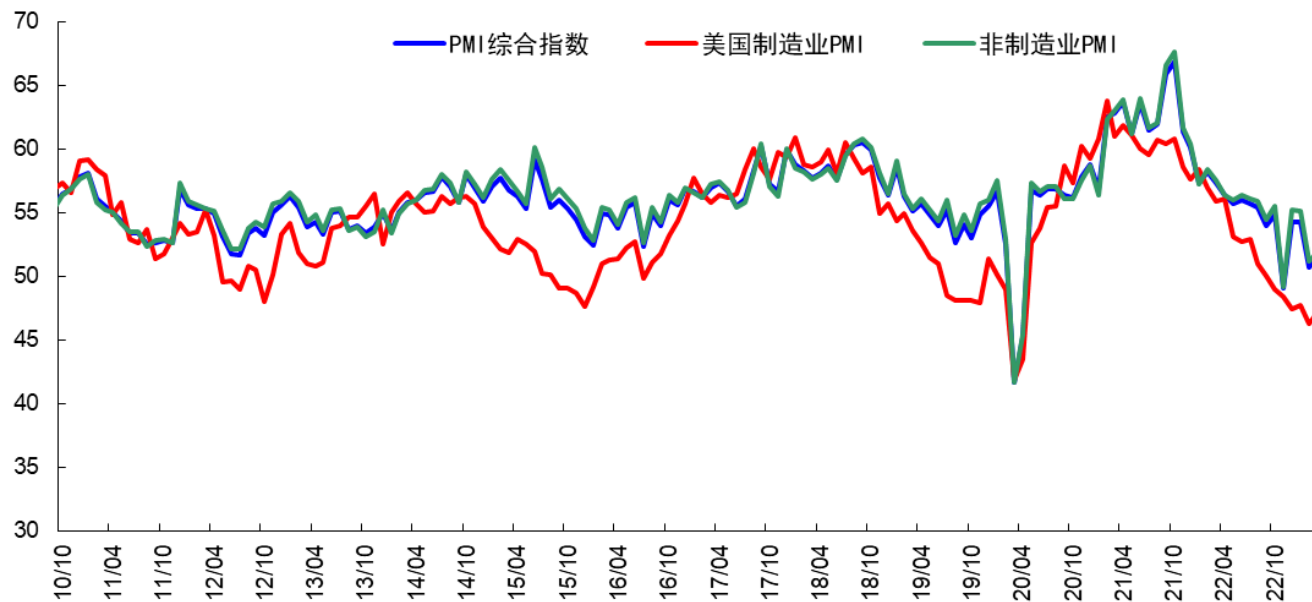


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：制造业景气处于低位、服务业较好

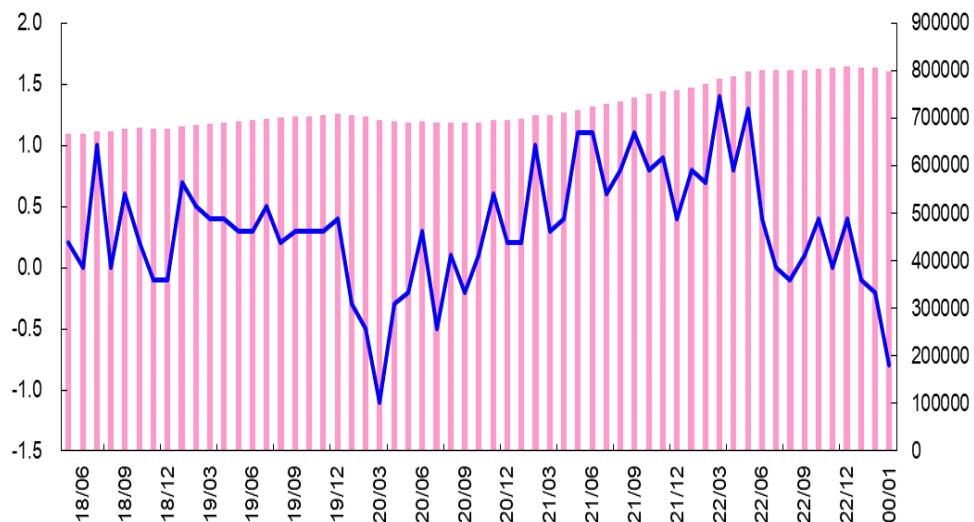
2022年以来，欧美日制造业景气度持续降温。

疫情管控放开后，服务业景气度相对较高。

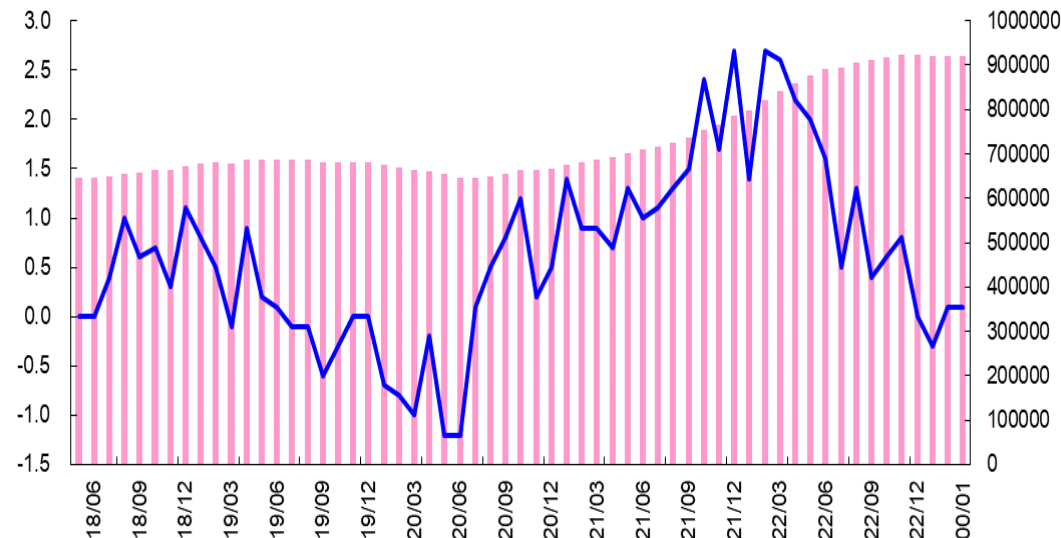


海外经济分析：美国库存已有所去化

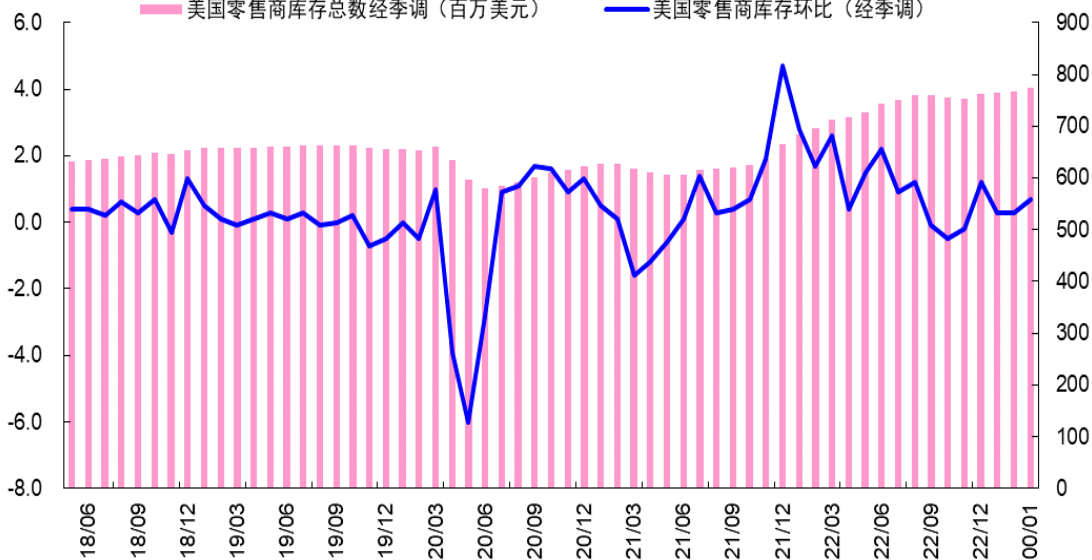
美国生产商库存总数经季调 (百万美元) 美国生产商库存环比 (经季调)



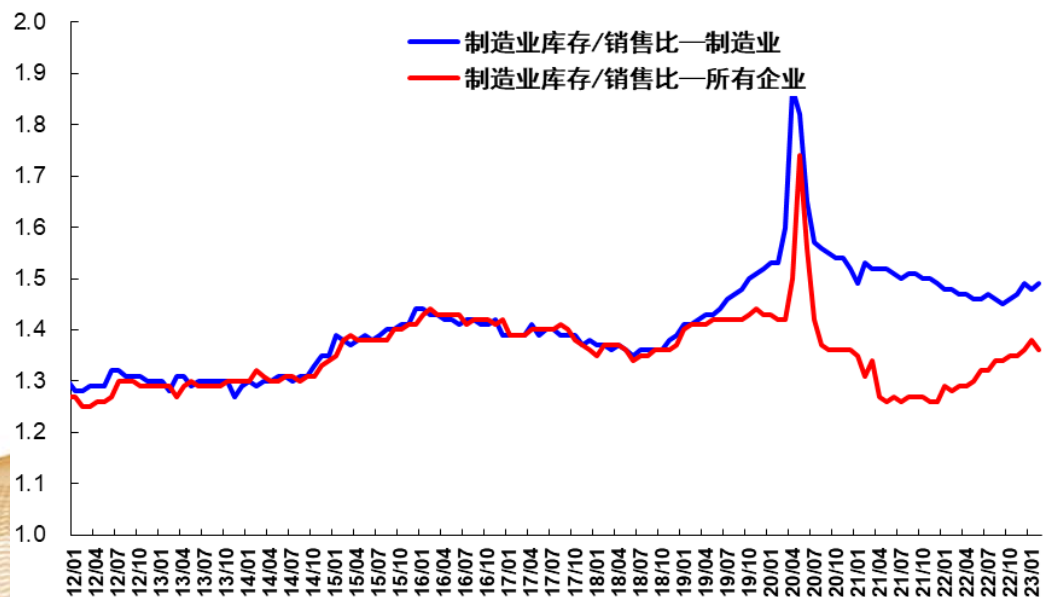
美国批发商库存总数 (百万美元 经季调) 美国商品批发库存环比 (经季调)



美国零售商库存总数经季调 (百万美元) 美国零售商库存环比 (经季调)



制造业库存/销售比—制造业
制造业库存/销售比—所有企业

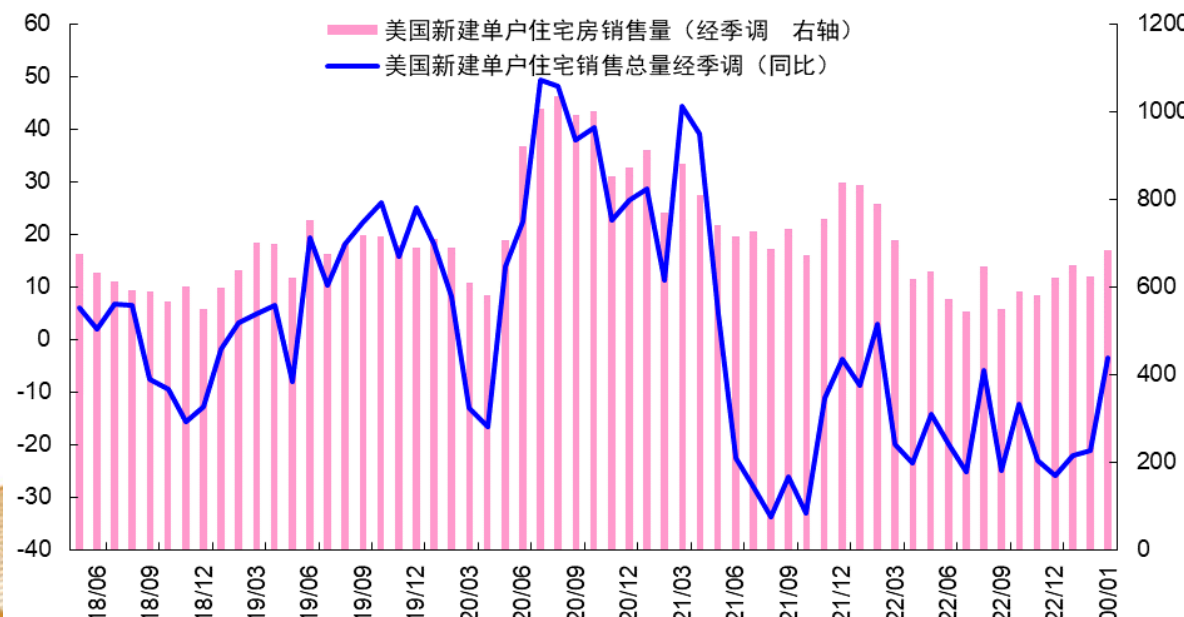
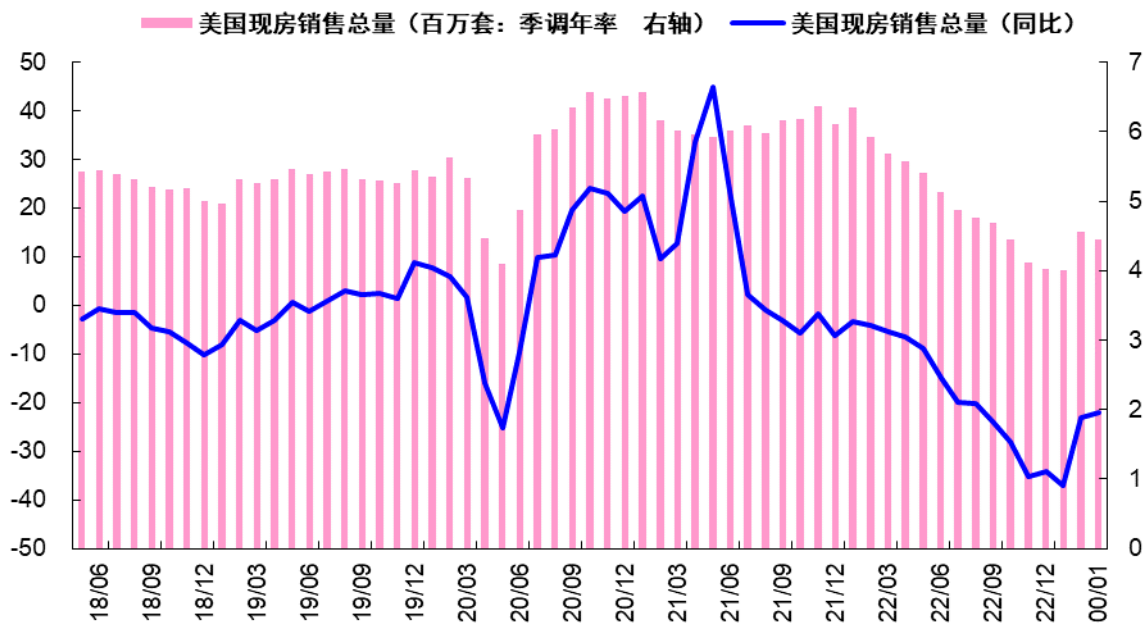
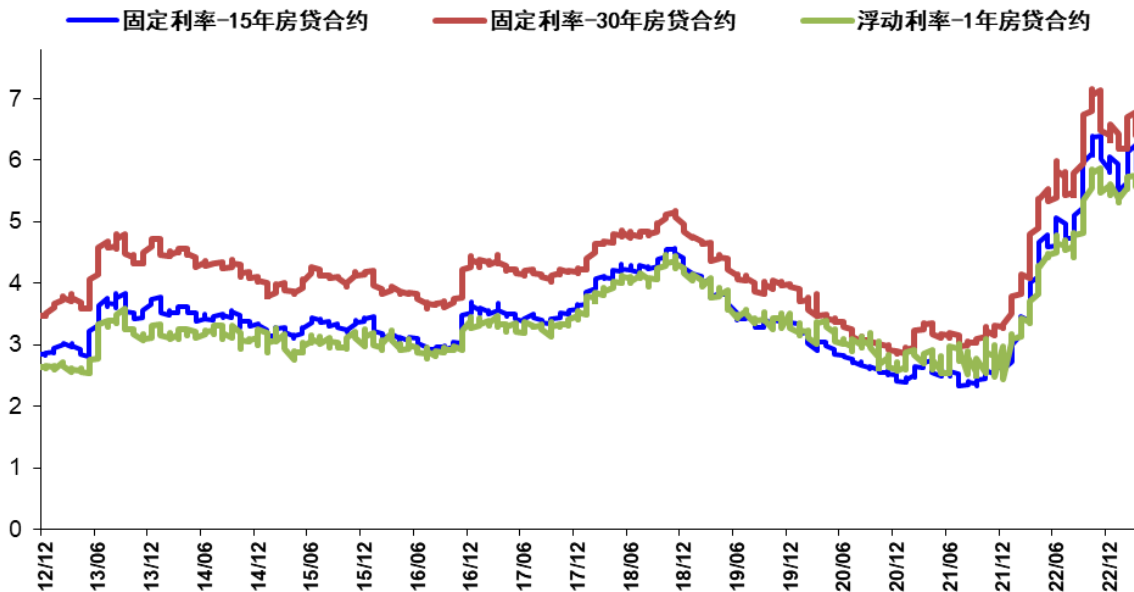


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国房地产市场

2022年，伴随财政刺激退潮，房贷利率中枢显著上移，房地产市场较为明显降温。

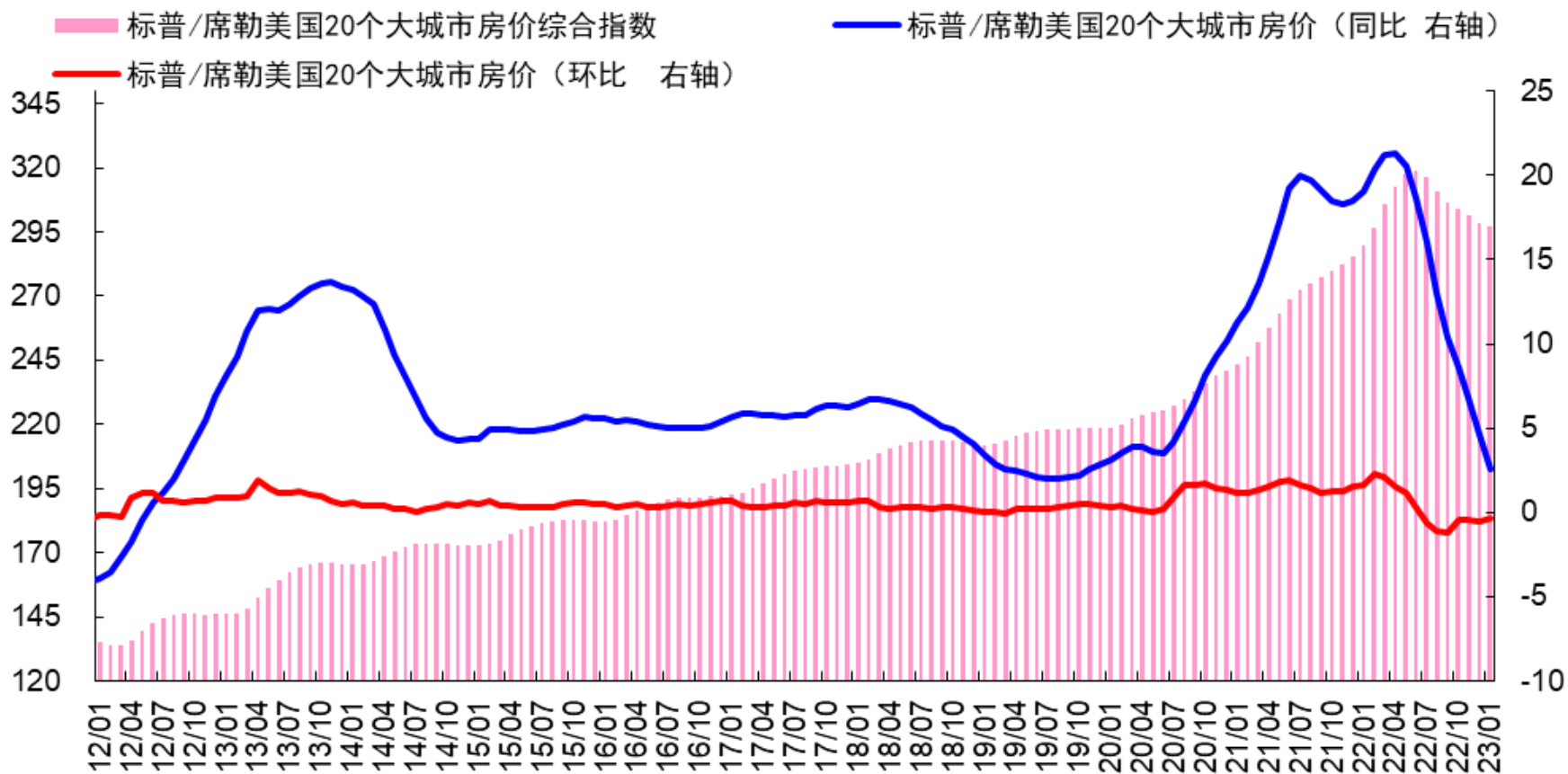
2023年一季度，美国房地产市场房屋销售出现企稳迹象。



海外经济分析：美国房地产市场价格

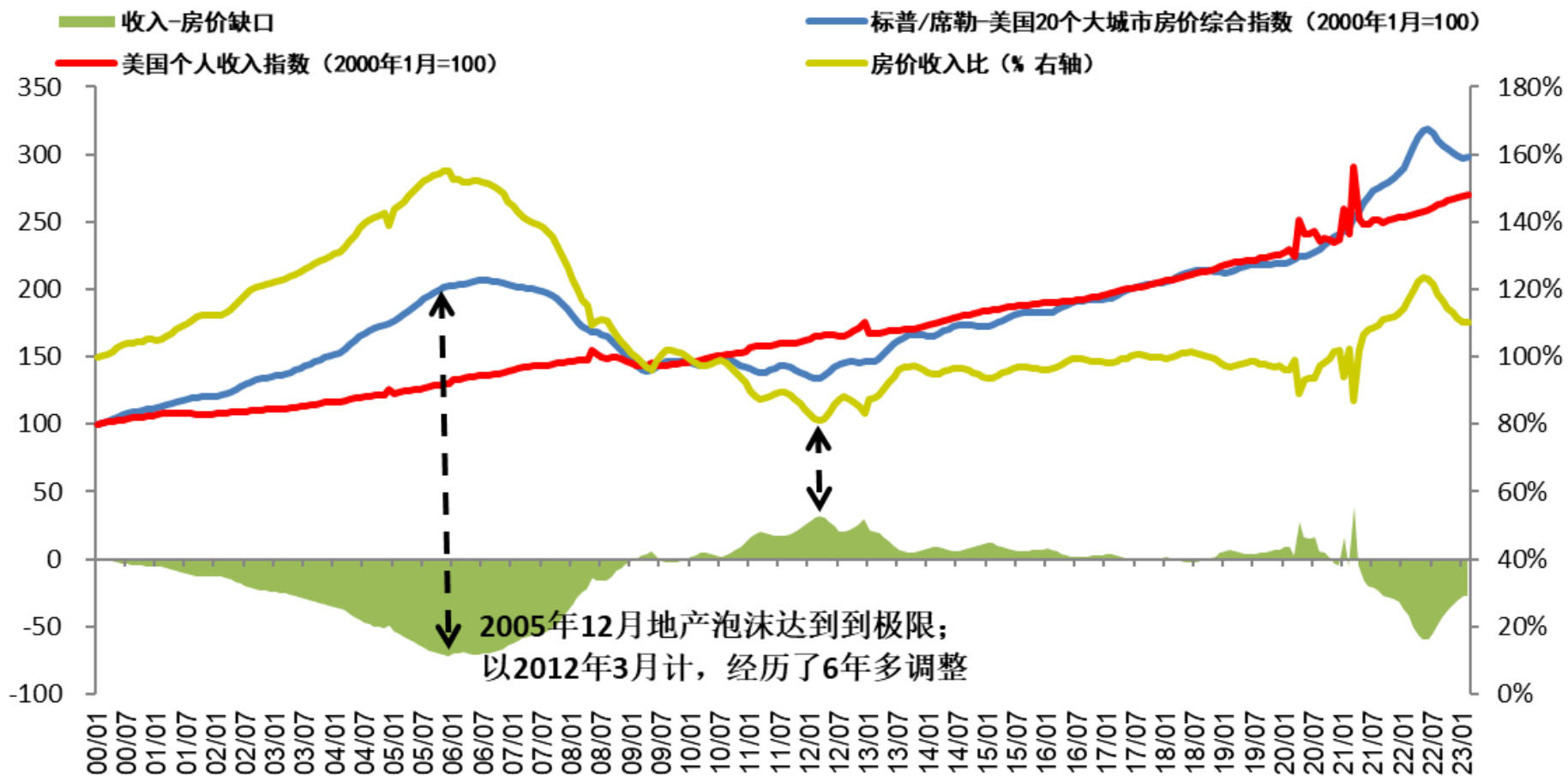
疫情期间，美国房价持续上涨：1) 疫情后财政支持下，居民购房需求较好，并带来库存水平下降；2) 大宗商品价格上涨及通胀显著回升下，导致相关建筑材料及人工成本上行，并传导至房价中。

2022年下半年以来，伴随原材料成本下降、房屋需求降温，房价增速显著放缓。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：房地产市场-房价收入关系

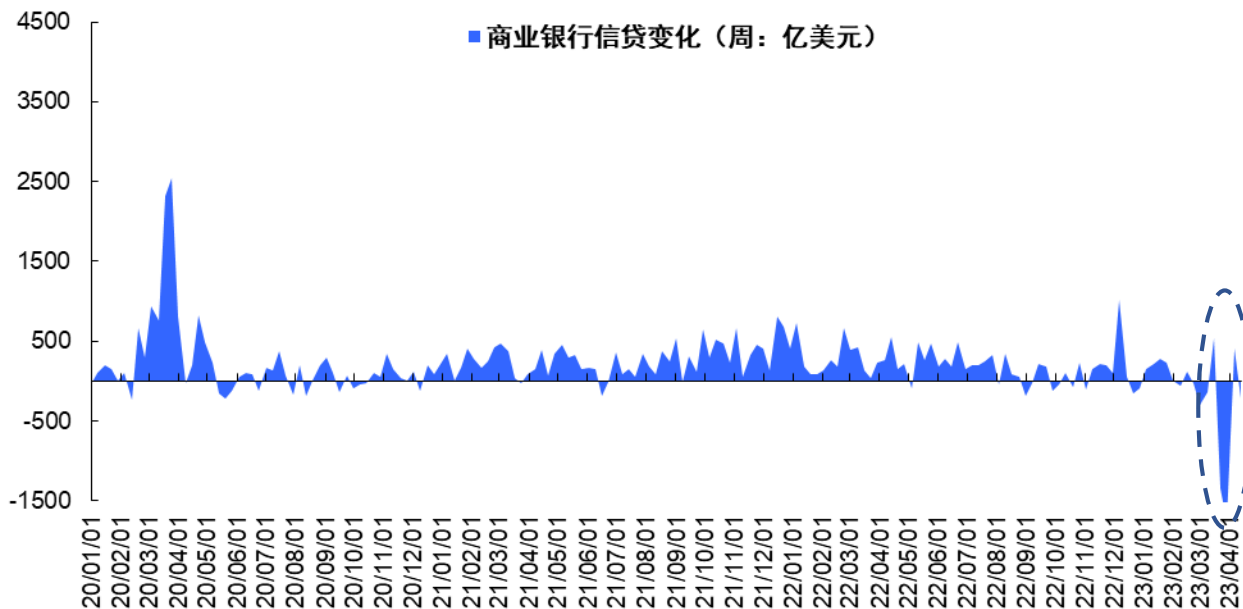


海外经济分析：美国银行业风波及信贷影响

2023年3月10日以来，美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行以及欧洲的瑞士信贷银行相继破产被收购。

美国银行业风波导致3月下半月信贷显著收缩。但4月有所恢复。

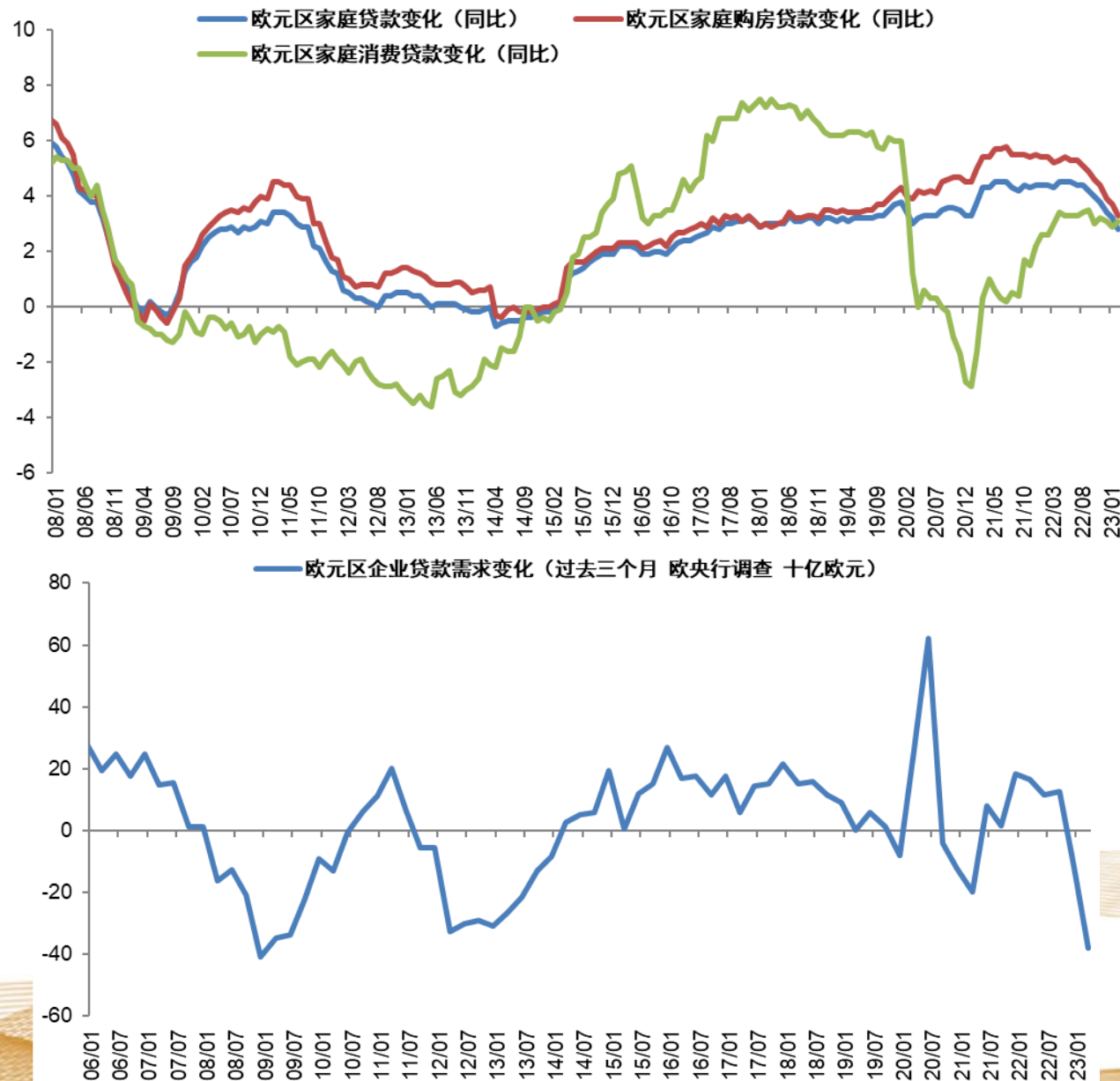
高利率环境下，中小银行风险须要持续关注。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：欧元区信贷扩张放缓

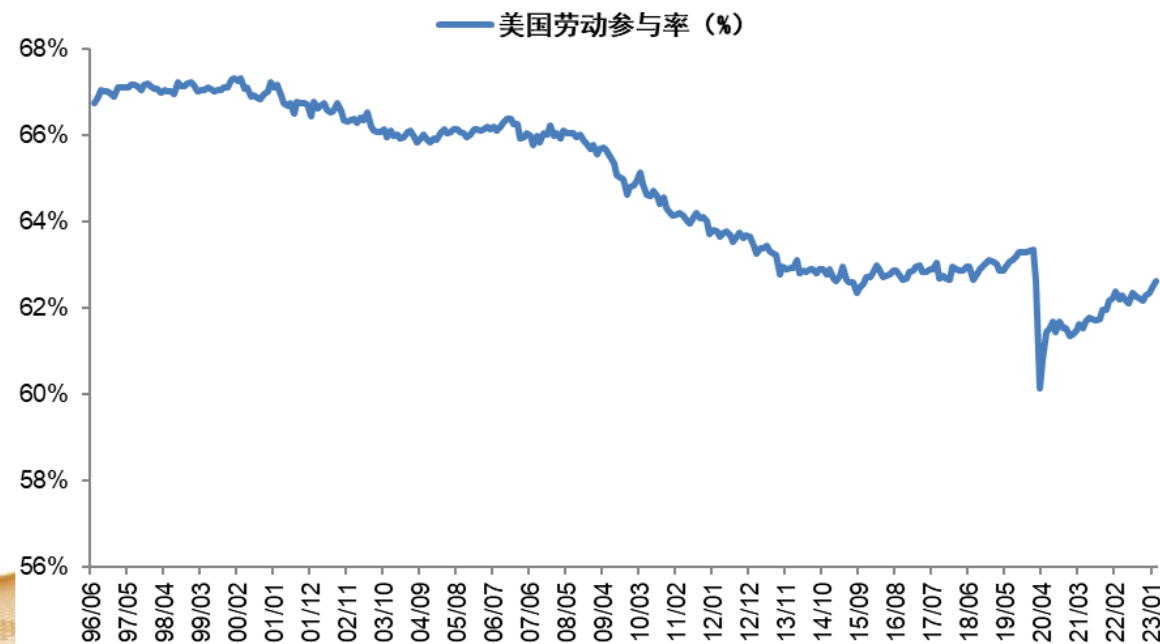
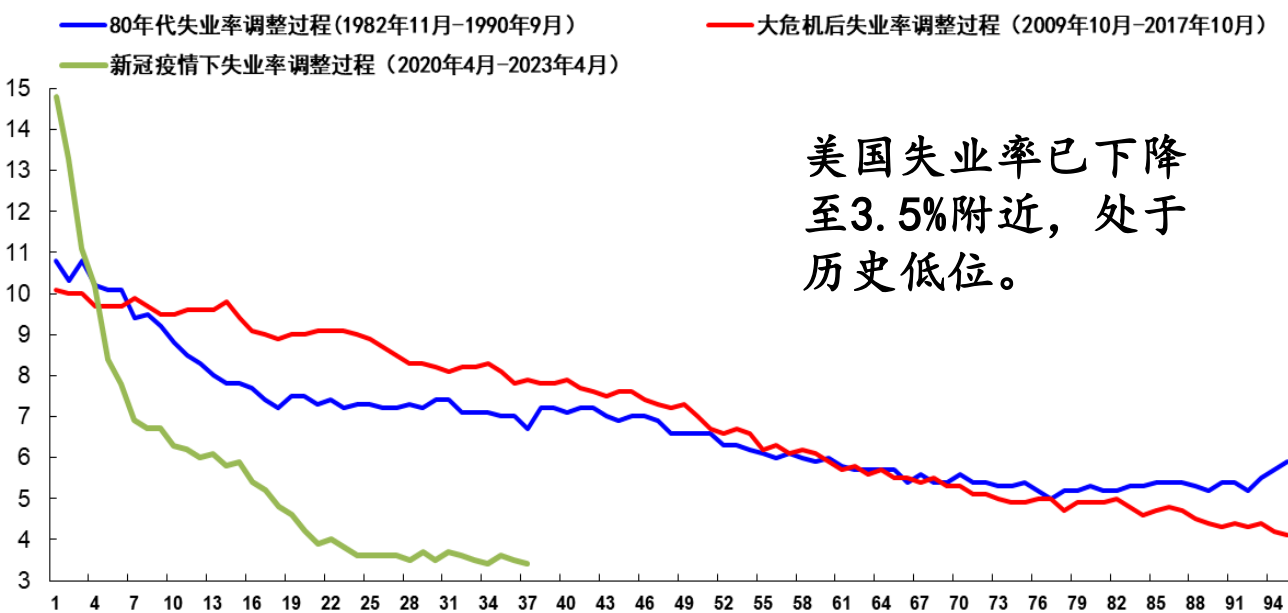
欧元区家庭和企业信贷增速及需求均出现回落。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

海外经济分析：美国就业市场较为稳健

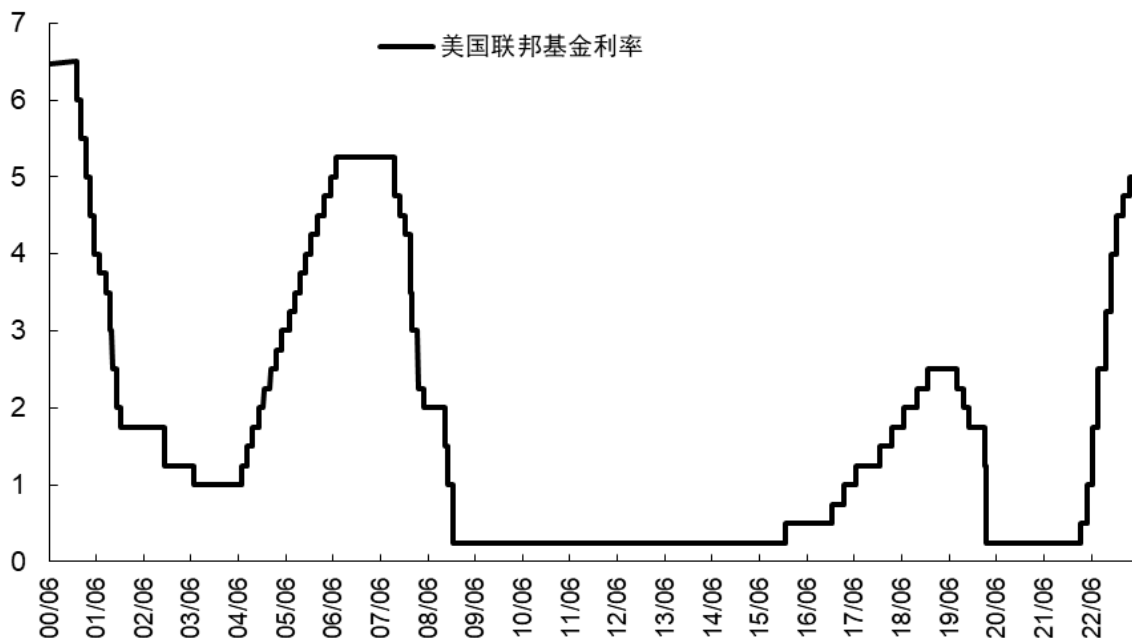
- 美国失业率已降至3.5%附近（2023年4月），处于历史低位。
- 劳动参与率有所改善，目前为62.6%。



海外经济分析：美国加息缩表抗通胀

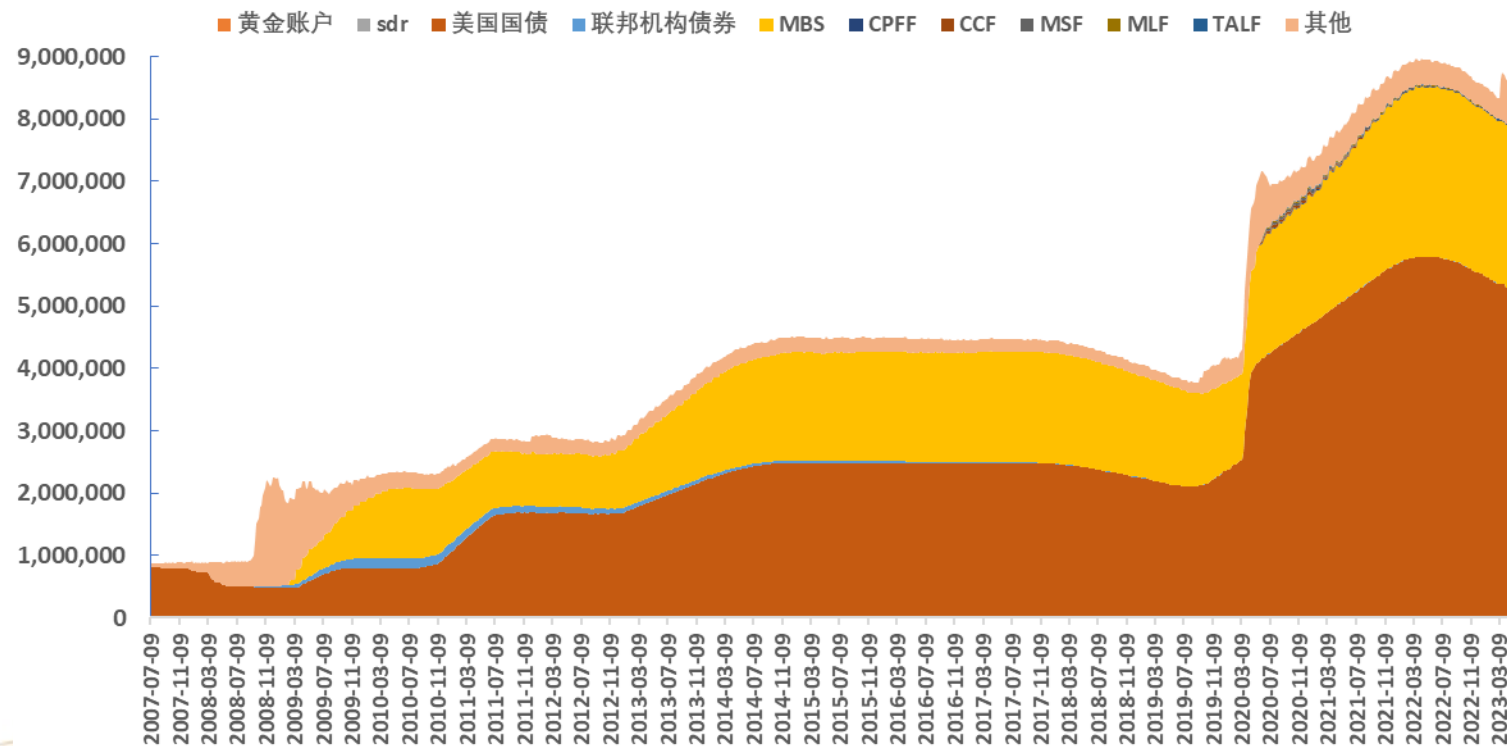
● 美联储5月3日加息25BP（基准利率达到：5%-5.25%），本轮加息将结束。2004-2006年那轮加息周期在2006年6月结束，1年3个月后（2007年9月）进入降息阶段。

● 至于未来什么时候降息，尚待观察；可能在2024年上半年。



海外经济分析：美联储资产负债表规模变化

- 为缓解银行流动性危机，阶段性扩表。2023年3月下半月，为了防止银行系统风险的蔓延，美联储向市场注入了约4000亿美元的流动性（扩表）。
- 重新回归缩表。2023年5月3日FOMC会议表明会继续按2022年5月份发布的《缩减美联储资产负债表规模计划》实施缩表，每月缩减规模950亿美元，其中包括600亿美元国债和350亿美元MBS。





2 中国经济：向稳态增速回归

- **国内增长**：伴随经济活动正常化，下半年经济环比动能将向稳态水平回归。预计全年GDP增速约5.7%，单季增速分别为：4.5%、8%、5%和6%。
- **经济恢复特征**：
 - 1) 一季度全面集中恢复，各行业改善显著，二季度后边际有所放缓；
 - 2) 一般服务业景气度修复较快，房地产边际有所改善但区域分化较大。
- **通胀水平不高**：CPI呈现U型，全年中枢0.7%；PPI低位震荡，全年中枢-2.2%。
- **货币流动性**：1) 货币政策有望持续保持相对宽松状态；2) 资金供求在一季度较为集中释放后呈现“量价同步回落”；3) 预计2023年新增信贷约22万亿元，社融增速约9.5%。

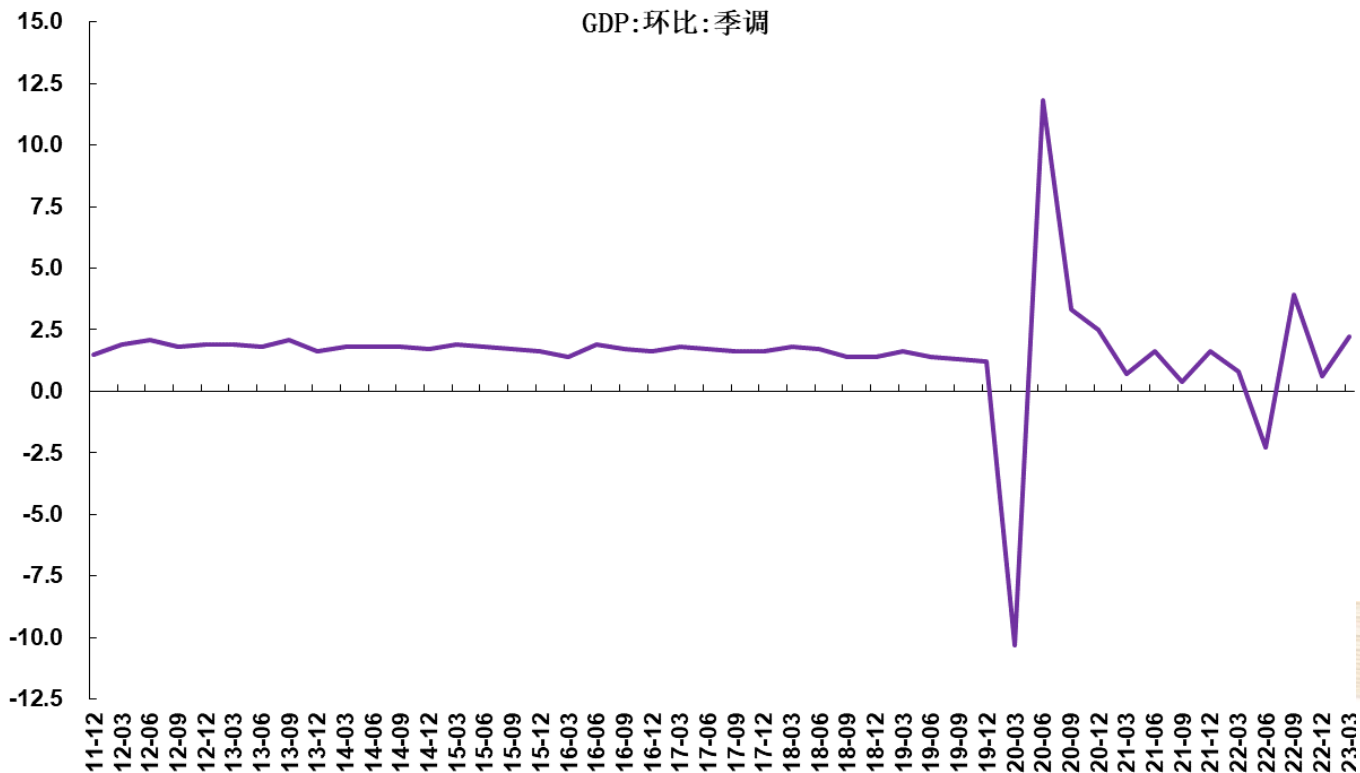


2.1 经济将向稳态增速回归

下半年经济增速将向稳态水平回归

	2012-2013年	2014年	2015-2017年	2018年	2019年	2023下半年-2024年 (E)
GDP季度同比区间 (%)	7.5-8.1	7.2-7.6	6.8-7.1	6.5-6.9	5.8-6.3	4.7-5.2
GDP季度同比均值 (%)	7.8	7.4	6.9	6.75	6	4.9
GDP季度环比区间 (%)	1.6-2.1	1.7-1.8	1.4-1.9	1.4-1.8	1.2-1.6	1-1.4
GDP季度环比均值 (%)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2

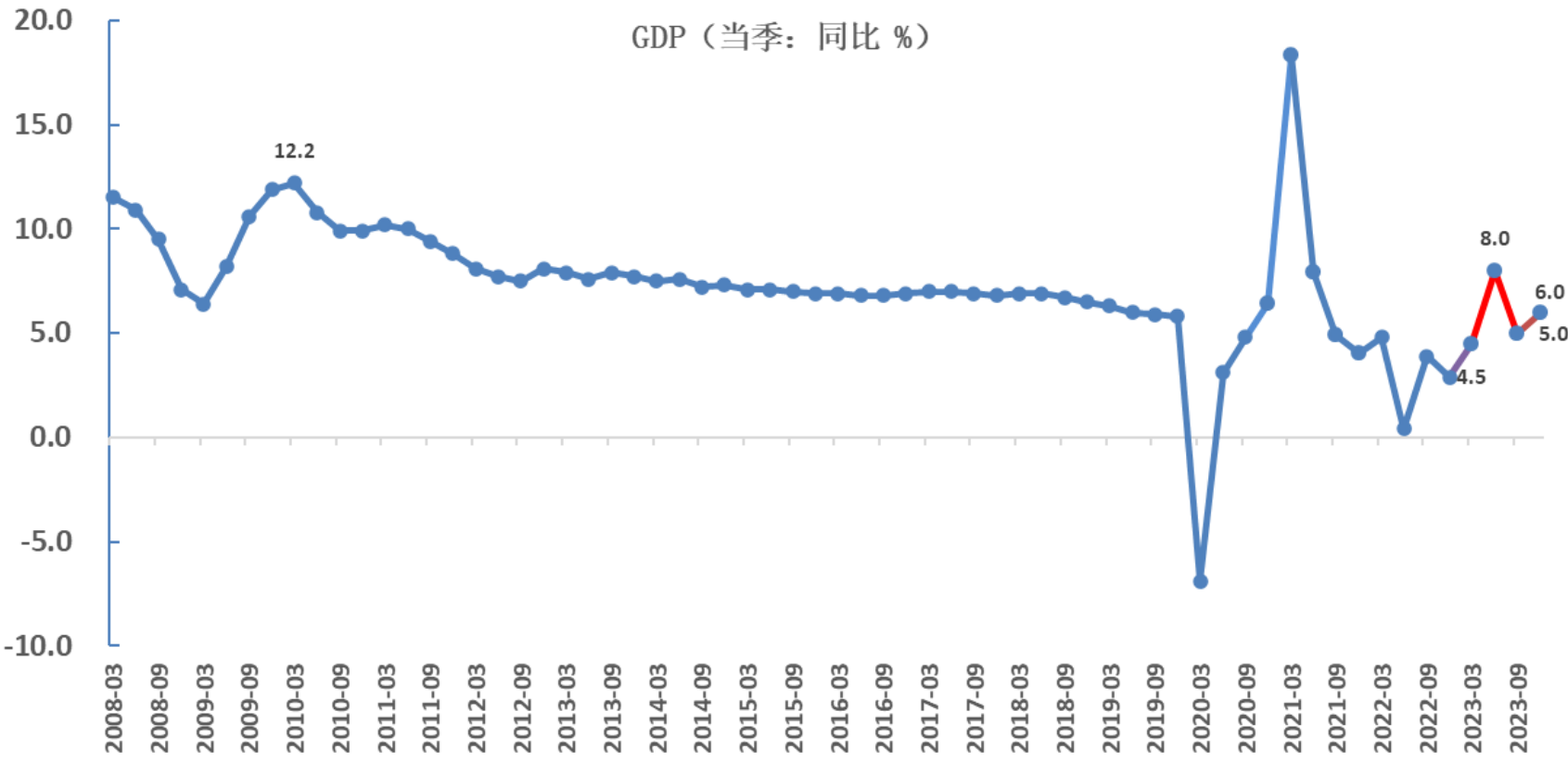
- GDP季度环比增速呈现趋势特征
- 经济活动恢复正常后，未来经济增速将会回归到趋势状态中
- 预计2023下半年至2024年，GDP季度环比增速中枢在1.2%，波动区间在1%-1.4%。



资料来源: WIND资讯, 华西证券研究所

经济增速预测

➤ 2023年中国经济增速修复、回升。预计2023年一季度至四季度GDP增速分别为4.5%、8%、5%和6%，全年增速同比5.7%。（四个季度环比分别为：2.2%、1%、1.2%、1.2%）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

经济主要指标预测

表：2023年主要宏观经济指标预测（亿元 %）

年份	GDP	物价水平		工业增 加值 (%)	消费品零售增速 (%)		固定资产投资增速 (%)				进出口			流动性		
		CPI(%)	PPI(%)		消费名 义增速 (%)	消费实 际增速 (%)	整体 (%)	房地产 (%)	基建 (%)	制造业 (%)	出口 (%)	进口 (%)	贸易差额 (亿美元)	新增信 贷规模 (亿元)	社融余 额增速 (%)	新增社 融规模 (亿元)
2023年E	5.7	0.7	-2.2	5.5	7.5	6	6.5	-1	8.5	8	3	0	9853	220000	9.5	348000
2022年	3	2.0	4.2	3.6	-0.2	-2.8	5.1	-10	11.5	9.1	7	1.1	8775	213000	9.6	320000
2021年	8.4	0.9	8.0	9.6	12.5	10.7	4.9	4.4	0.2	13.5	29.9	30	6759.2	199462	10.3	313500
2020年	2.2	2.5	-1.8	2.8	-3.9	-5.2	2.9	7	3.4	-2.2	3.6	-0.6	5240	196382	13.3	348634
2019年	6.0	2.9	-0.3	5.7	8	6	5.4	9.9	3.3	3.1	0.5	-2.7	4217.5	168171	10.7	256735
2018年	6.7	2.1	3.5	6.2	9	6.9	5.9	9.5	1.8	9.5	10	16	3509	161663	10.3	224900
2017年	6.9	1.6	6.3	6.6	10.2	9	7.2	7.0	15	4.8	8	16	4195.5	135300	14.1	261500
2016年	6.8	2.0	-1.4	6	10.4	9.6	8.1	6.9	15.7	4.2	-7.7	-5.5	5100	126500	17.8	272300
2015年	7.0	1.4	-5.2	6.1	10.7	10.6	10.0	1.0	17.3	8.1	-3	-14	5932.2	117200	15.1	200900
2014年	7.4	2.0	-1.9	8.3	12.0	10.9	15.7	10.5	20.3	13.5	6	0.5	3830.6	97800	14.2	165300

注明：截至2023年3或4月，

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

工业增加值：当月同比3.9%，累计同比3%；**服务业生产指数：**当月同比9.2%，累计同比6.7%；

名义社零：当月同比10.6%，累计同比5.8%；

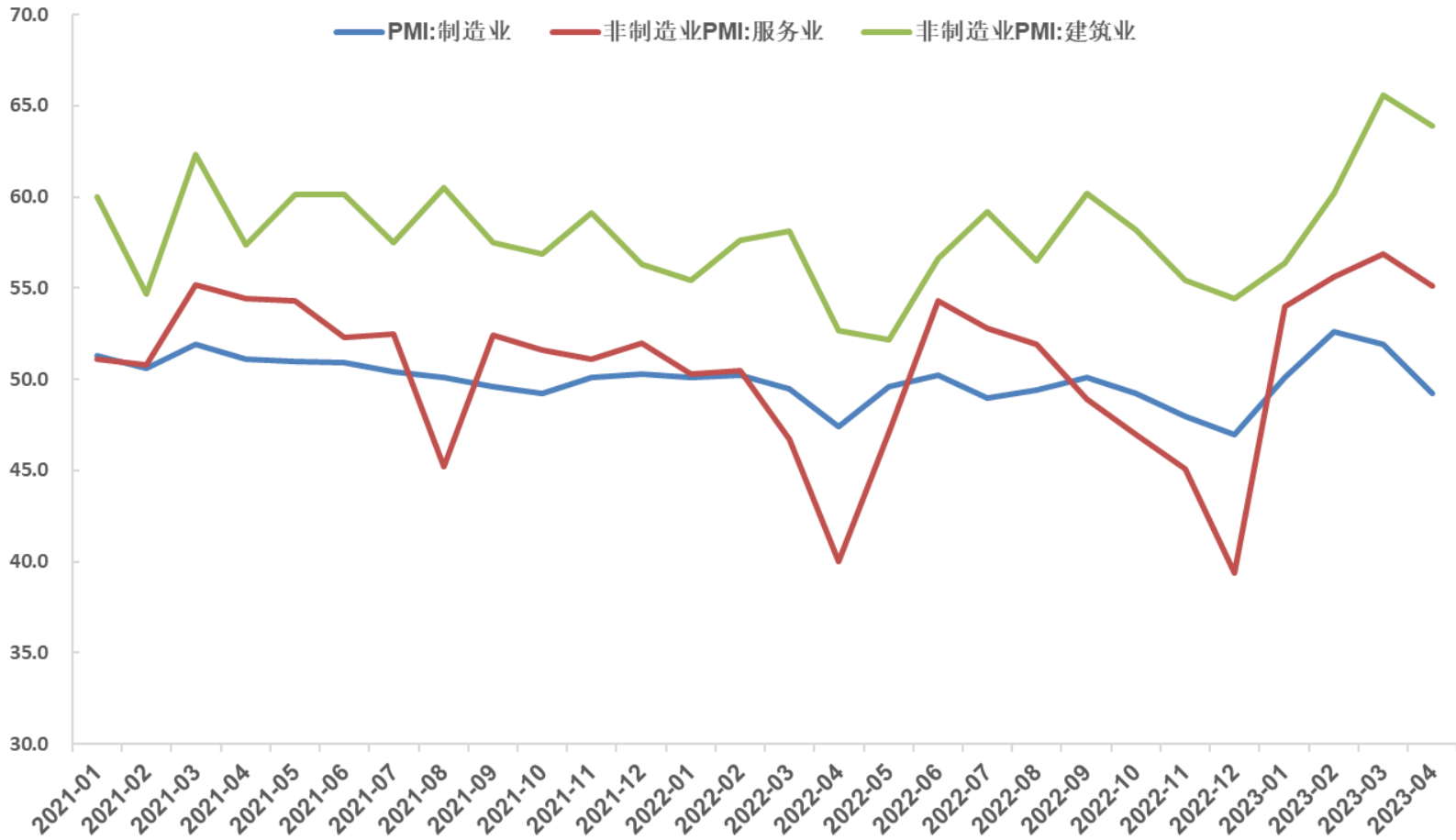
固定资产投资：累计增速5.1%，其中，制造业7%，房地产开发投资-5.8%，基建（含电力）10.8%；

出口：当月同比8.5%，累计同比2.5%；**进口：**当月同比-7.9%，累计同比-7.3%。

信用扩张：累计新增信贷规模11.3万亿元，累计新增社融规模15.7万亿元，社融存量增速10%。

疫情后服务业恢复较快

➤ 受疫情影响较大的服务业，疫情后快速、显著恢复；建筑业活动回升业较为明显。

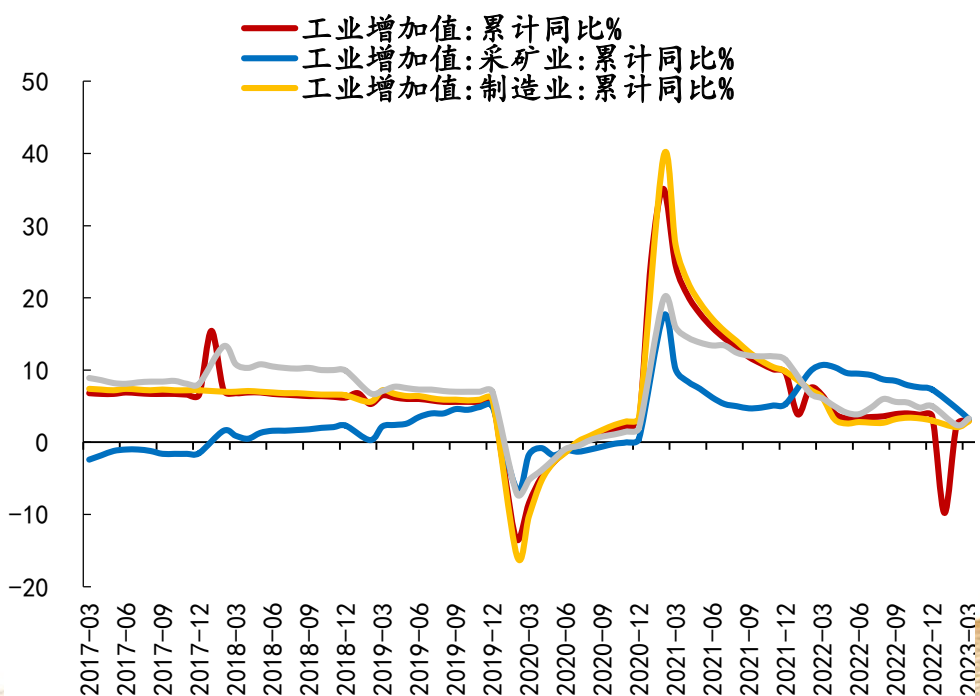


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

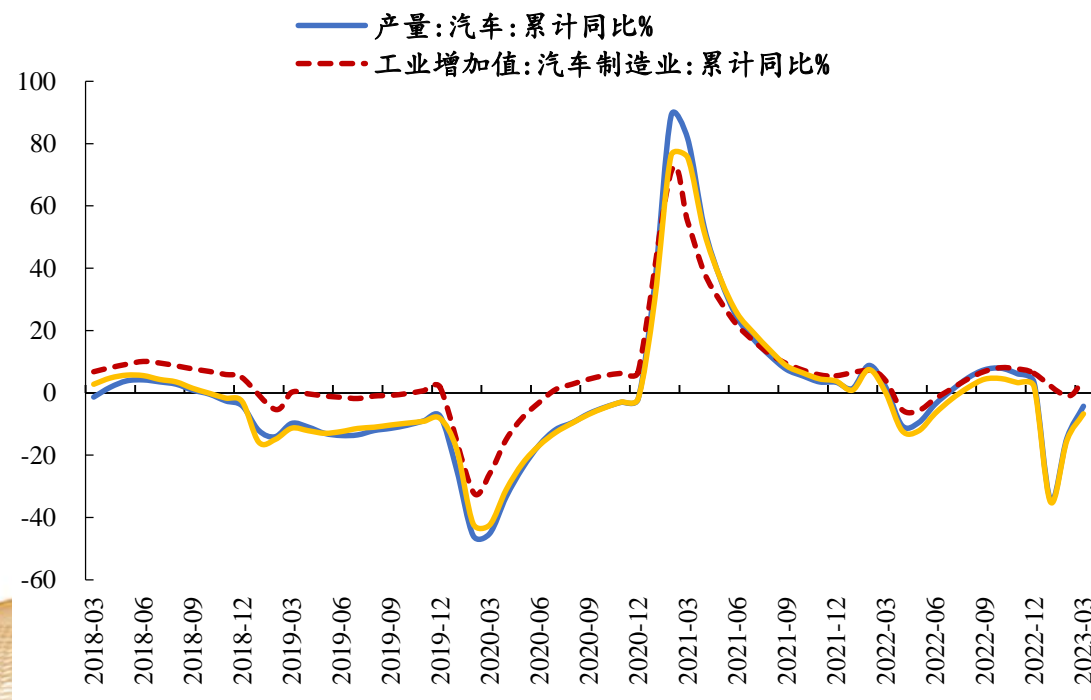
工业生产回升

3月规模以上工业增加值同比实际增长3.9%，较前值做出季节性回调。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长3.0%，比上年四季度加快0.3个百分点。随着稳增长政策持续加码，工业增加值加快回升。从数值来看已接近疫情前同期水平，预计后续工业增加值将继续回升。

分三大门类看，一季度采矿业增加值增长3.2%，制造业增长2.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.3%。从产品来看，3月份高新技术产业产品和电力能源产品增速明显。运动型多用途乘用车(SUV)和新能源汽车累计同比上升11.2和6.2个百分点达到-6.1%和22.5%。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

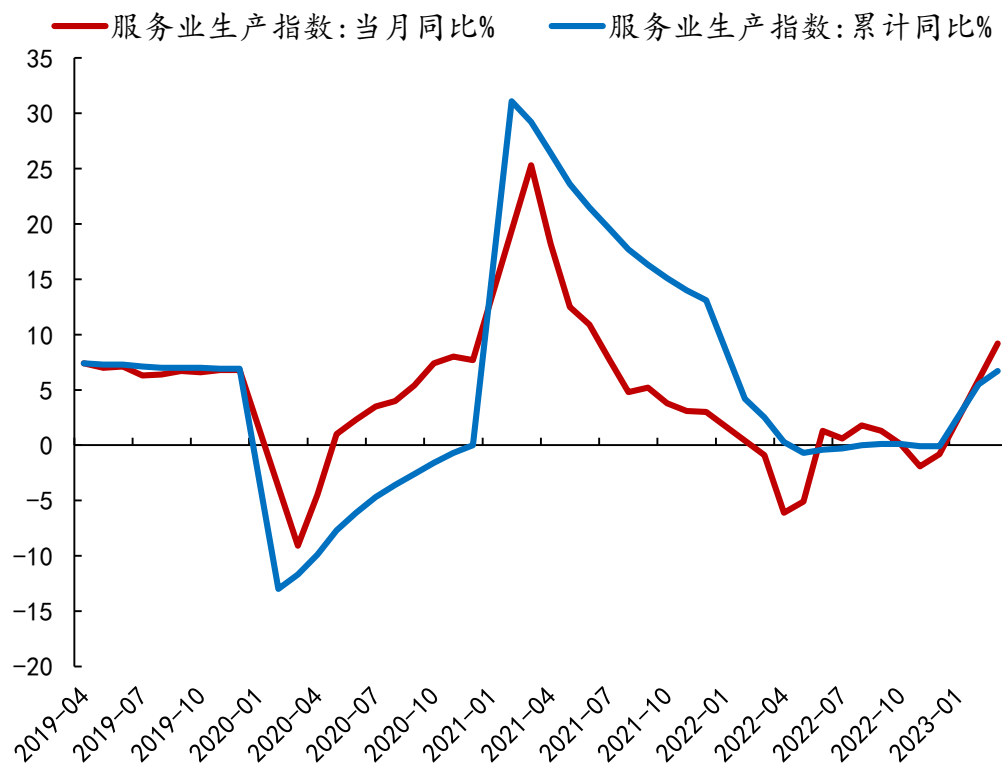


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

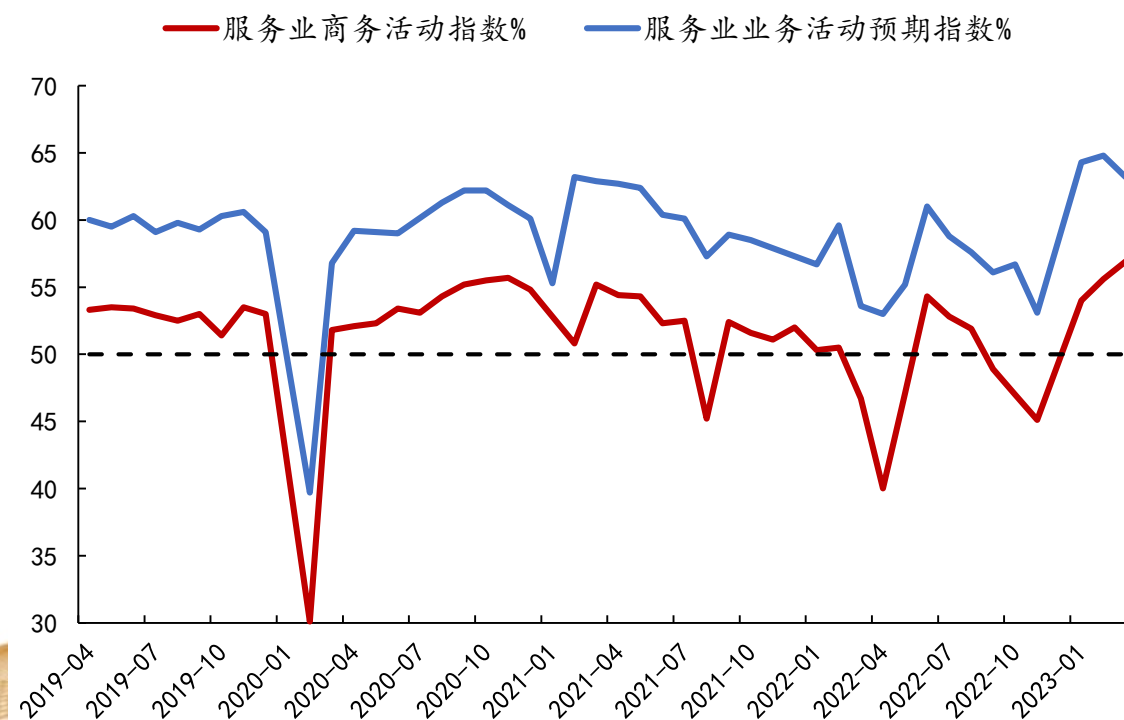
服务业较为强劲恢复

一季度，服务业增加值同比增长5.4%，比上年四季度加快3.1个百分点。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业，租赁和商务服务业，批发和零售业增加值分别增长13.6%、11.2%、6.9%、6.0%、5.5%。

3月份，全国服务业生产指数同比增长9.2%，比1-2月份加快3.7个百分点。其中，住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长29.9%、12.0%、11.9%，比1-2月份分别加快18.3、2.7、7.7个百分点。



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

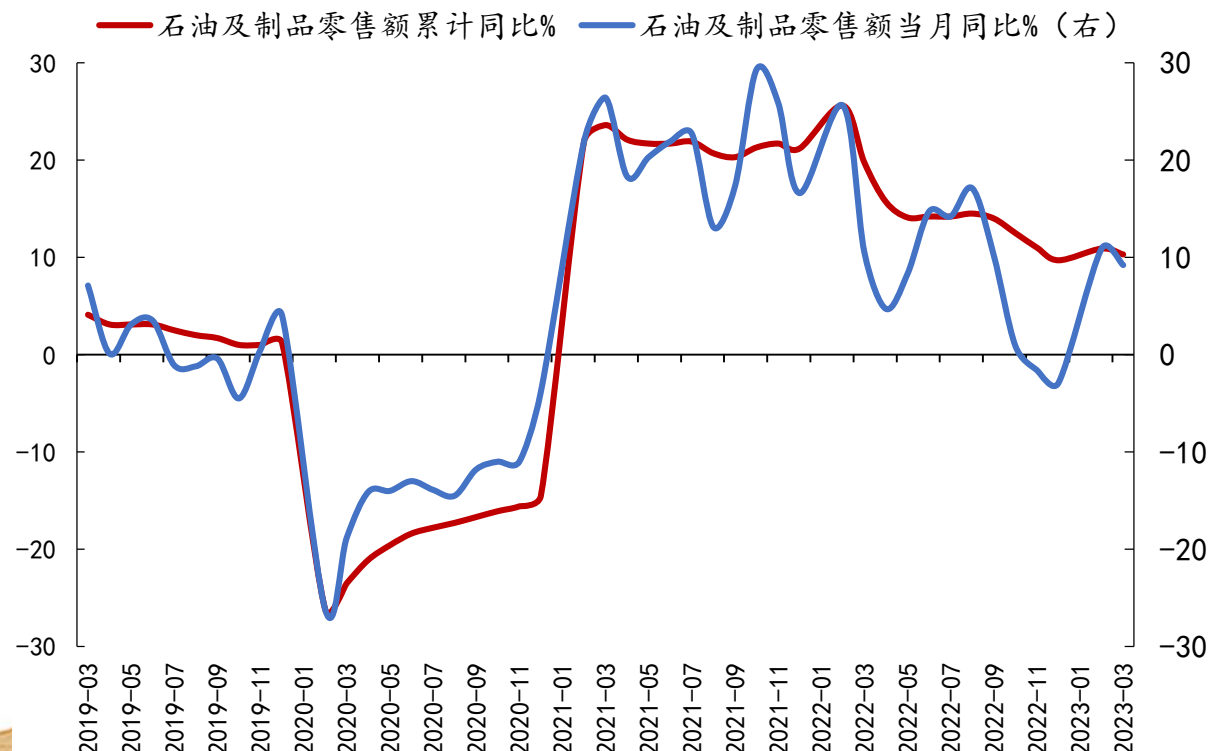
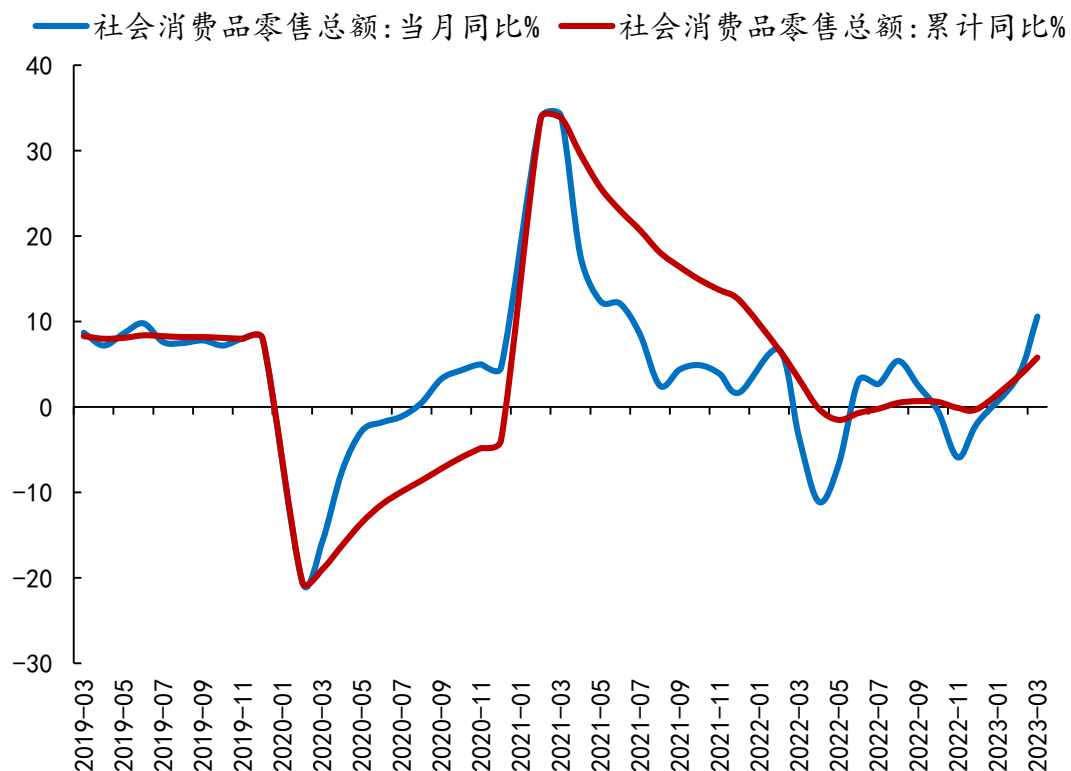


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

消费显著改善

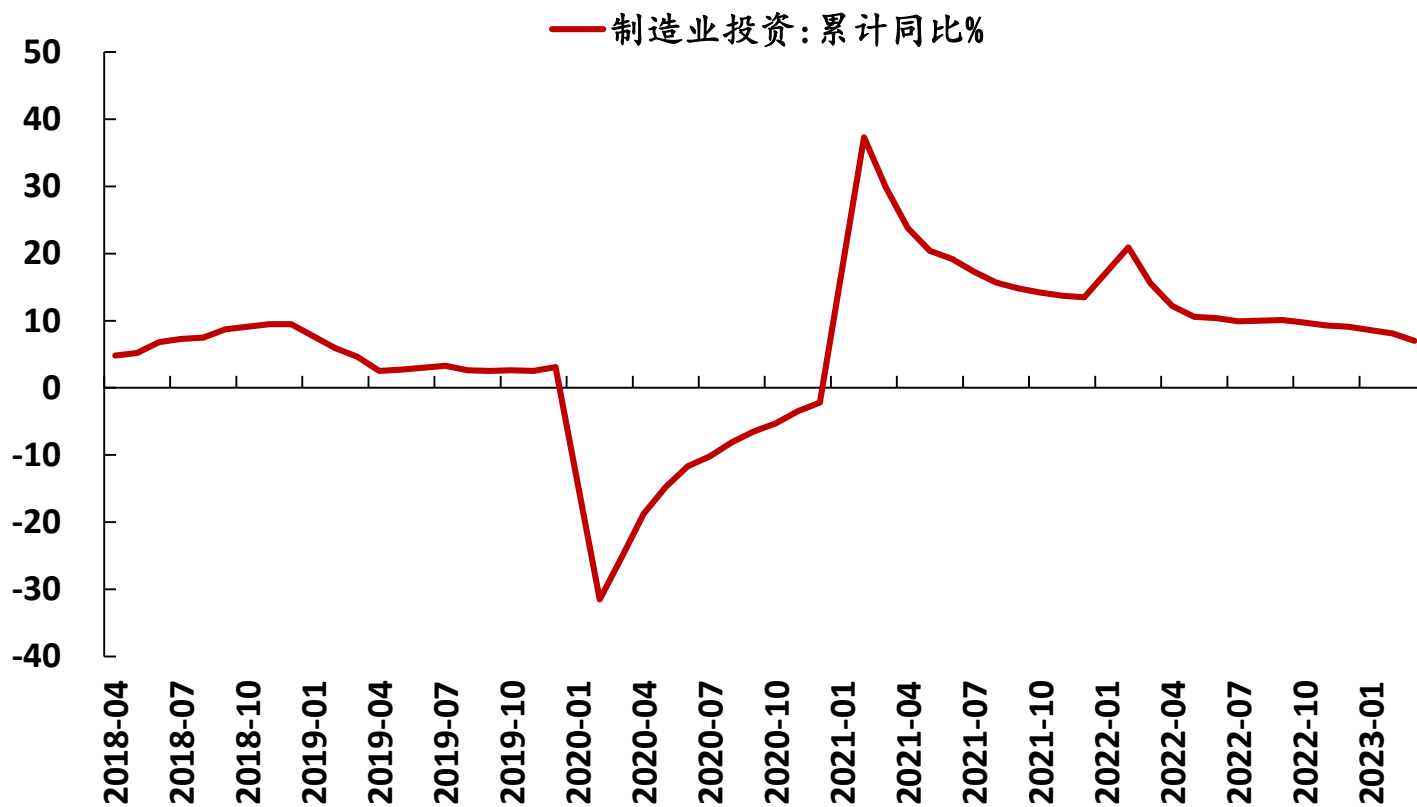
一季度，我国居民消费需求集中释放，社会消费品零售总额114922亿元，同比增长5.8%。3月份，社会消费品零售总额同比增长10.6%，比1-2月份加快7.1个百分点；环比增长0.15%。

按消费类型分，商品零售累计同比增长4.9%，限额以上企业商品零售总额当月同比上升8.5%；餐饮收入累计同比增长13.9%，限额以上企业餐饮收入总额当月同比猛增37.2%。



预计后续制造业投资将保持相对稳定

一季度制造业投资同比增长7%，较前值下降2.1个百分点，制造业投资增速边际回落。1月、2月、3月制造业PMI指数分别为50.1、52.6、51.9，均在荣枯线之上，表明制造业持续复苏，预计后续制造业投资将保持稳定。



财政支持与基建投资

2023E各口径财政赤字率测算一览 (亿元 %)

2010-2023E各口径财政赤字率测算一览														
	全国公共 财政收支 差额预算	全国政府 性基金收 支差额预 算	狭义赤字 合计	PSL新增 额度	政策性银 行金融债 净融资	城投债净 融资	铁道债净 融资	国债净融 资	地方债净 融资	广义赤字 合计	名义GDP	政府预期 目标:财 政赤字: 赤字率	狭义赤字 率	广义赤字率
2010	10500	656	11156		7037	1952	1450	7027	2000	19465	412119	3.0%	2.5%	4.7%
2011	9000	790	9790		11459	2320	890	4185	2000	20854	487940	2.0%	2.0%	4.3%
2012	8000	817	8817		13495	6877	1250	5149	500	27271	538580	1.6%	1.6%	5.1%
2013	12000	781	12781		10810	6840	1540	9166	2116	30471	592963	2.0%	2.2%	5.1%
2014	13500	807	14307		10500	12979	1625	8868	3008	36979	643563	2.1%	2.2%	5.7%
2015	16200	1721	17921	10812	10678	9735	1600	10700	36637	80162	688858	2.3%	2.6%	11.6%
2016	21800	4248	26048	9714	14599	14761	1330	13150	58022	111575	746395	3.0%	3.5%	14.9%
2017	23800	8299	32099	6350	12023	5405	1440	14734	41166	81119	832036	3.0%	3.9%	9.7%
2018	23800	13884	37684	6920	9903	4196	1150	14463	33262	69895	919281	2.6%	4.1%	7.6%
2019	27600	21854	49454	2670	13853	12497	380	17547	30472	77419	990865	2.8%	5.0%	7.8%
2020	37600	44677	82277	202	25483	23081	600	40353	43681	133400	1016000	3.6%	8.1%	13.1%
2021	35700	36739	72439	0	21542	23979	1020	21883	48142	116566	1143670	3.2%	6.3%	10.2%
2022	33700	36500	70200	6300	20679	11254	130	25748	45798	109909	1210207	2.8%	5.8%	9.1%
2023E	39000	40000	79000	0	20000	16000	500	30000	49000	115500	1299615	3.0%	6.1%	8.9%

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

说明：政府财政赤字率目标 = 全国公共财政收支差额预算/名义GDP:E

狭义赤字率 = (全国公共财政收支差额预算+全国政府性基金收支差额预算)/名义GDP

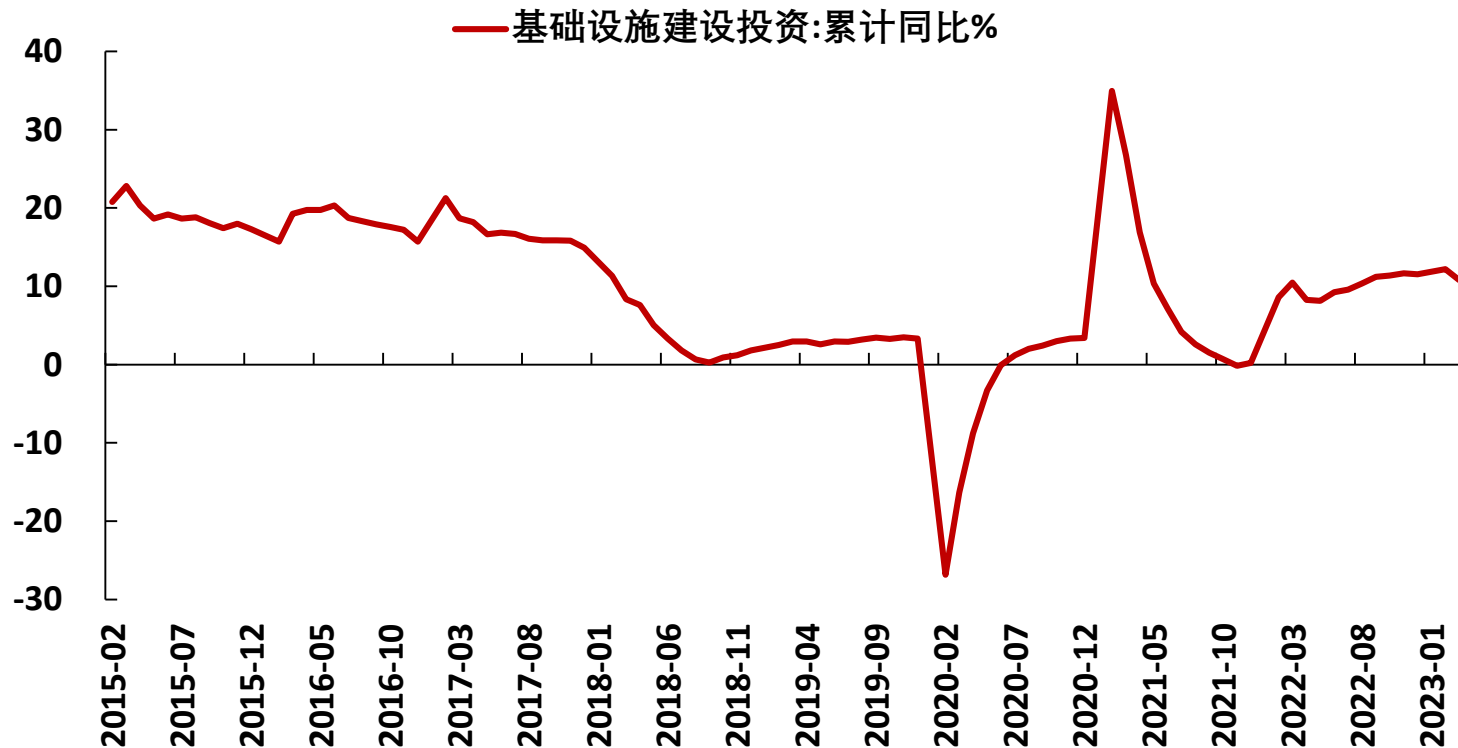
广义赤字率 = (PSL新增余额+政策性银行金融债净融资+城投债净融资+铁道债净融资+国债净融资+地方债净融资)/名义GDP

2020年国债净融资中包括特别抗疫国债净融资10000亿元。

基建投资增速继续保持较高增速

一季度基建投资（不含电力）同比增长8.8%，较上年全年下降0.6个百分点；全口径基建投资同比增速为10.8%，较前值回落0.7个百分点。

今年以来，企业中长期贷款增长显著，与基建相关贷款占比较高；预计基建投资增速继续保持较高增速。

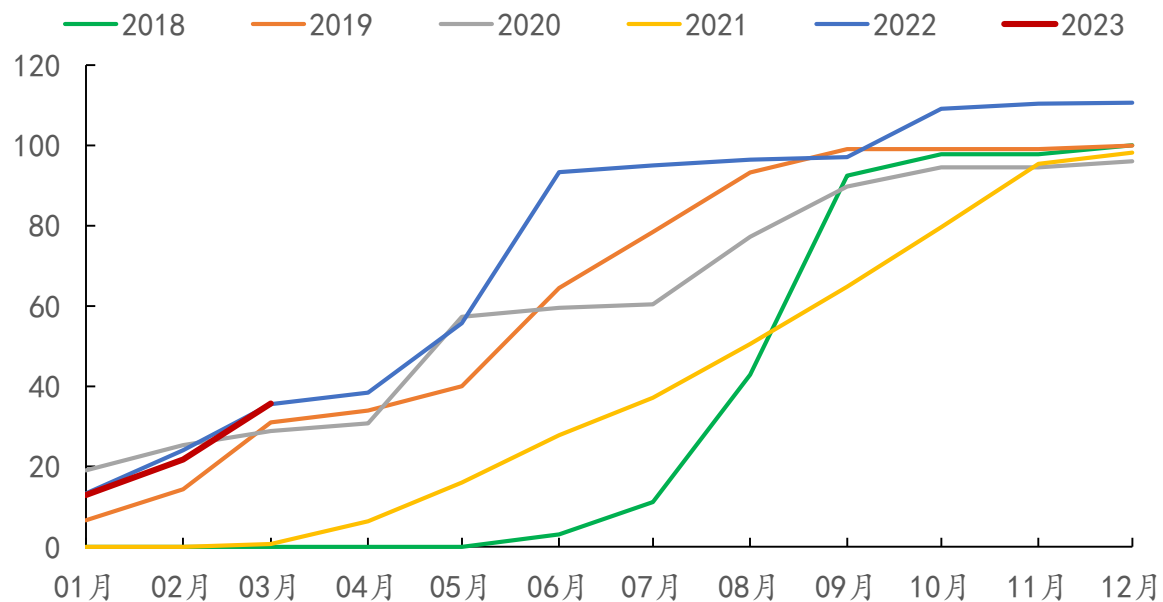


资金充裕，项目充足

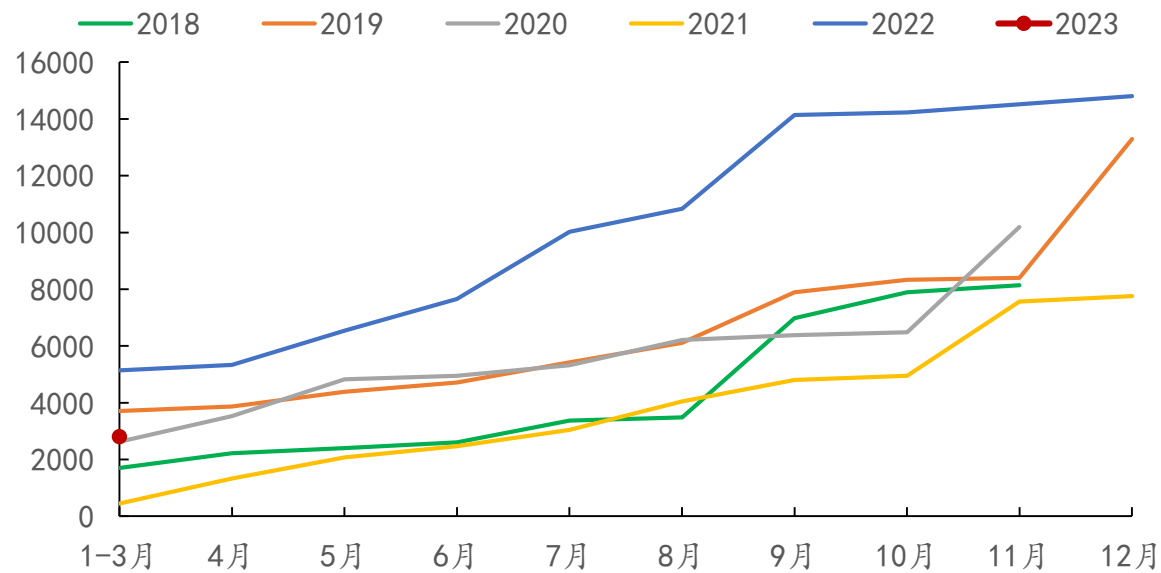
2023年地方政府新增专项债券额度3.8万亿元，较去年增加1500亿元。一季度，地方政府新增专项债已发行13568亿元，约占全年计划的35.7%，与去年同期基本持平。地方专项债发行进度较快，为项目投资提供有力的资金支持。

一季度，发改委共审批核准固定资产投资项目42个，总投资2803亿元，主要集中在高技术、能源、水利等行业。去年项目审批规模达到了1.48万亿元，为近几年之最。虽然今年项目审批金额较去年一季度5145亿元的水平有所下降，但考虑到项目建设周期一般在2-3年，当前基建项目较为充足，后续基建增速仍有支撑。

图：新增专项债发行进度（%）

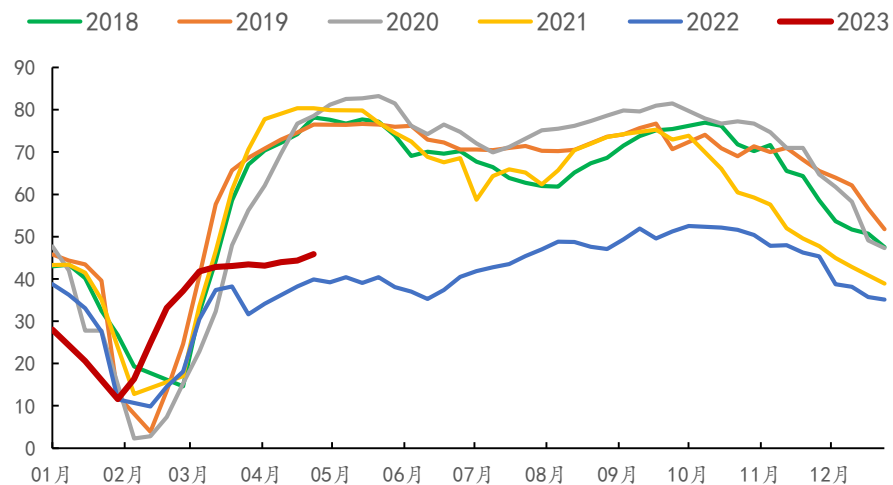


图：发改委项目审批核准金额（亿元）

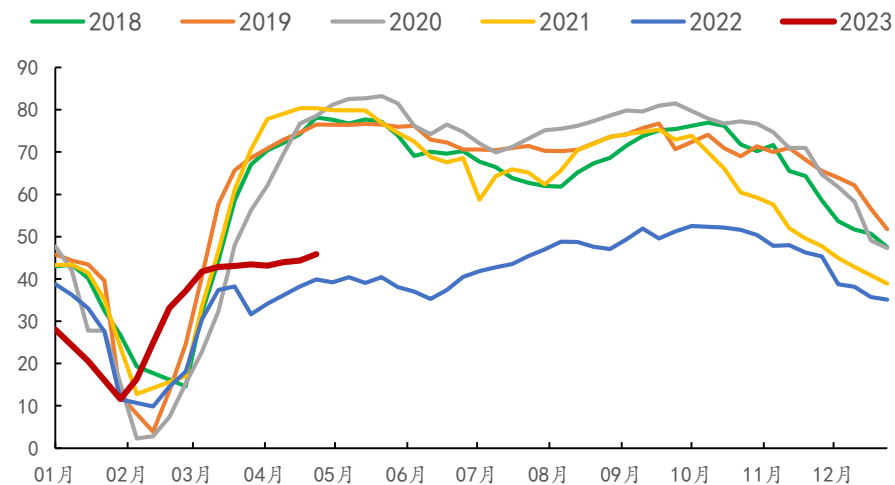


高频数据显示基建投资处于温和修复中

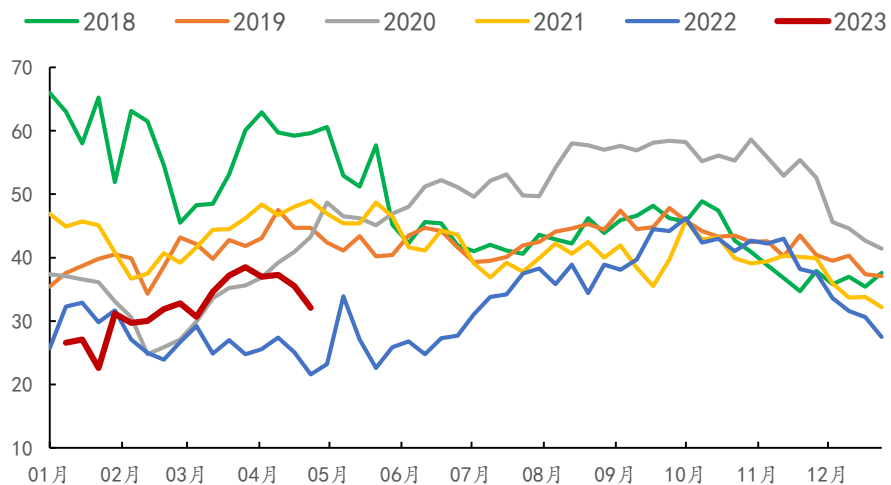
图：磨机运转率：全国(%)



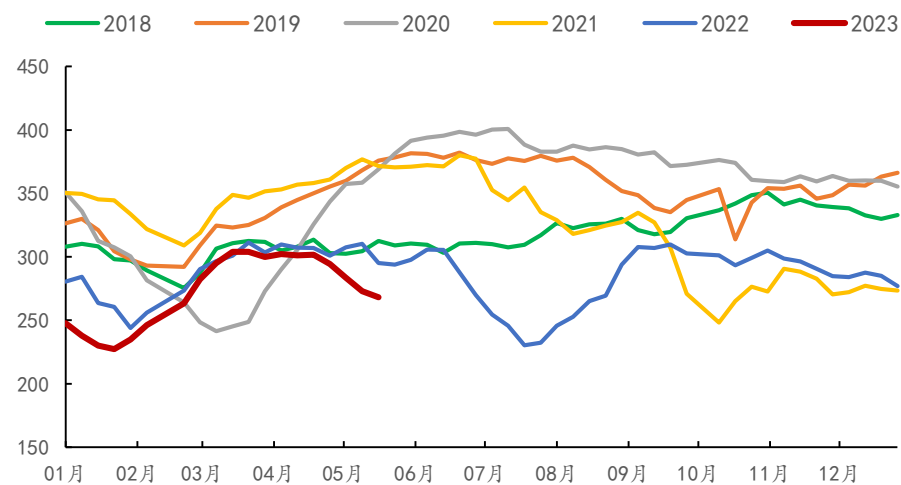
图：水泥发运率：全国(%)



图：石油沥青装置开工率(%)



图：主要钢厂产量：螺纹钢：全国(万吨)

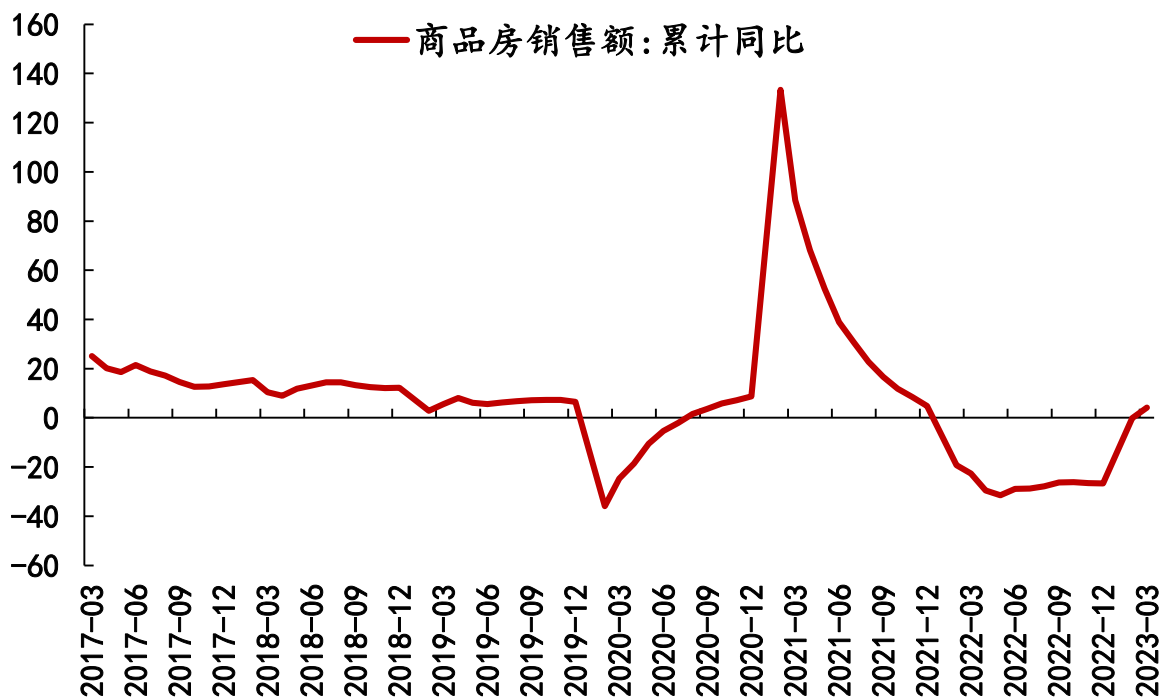


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

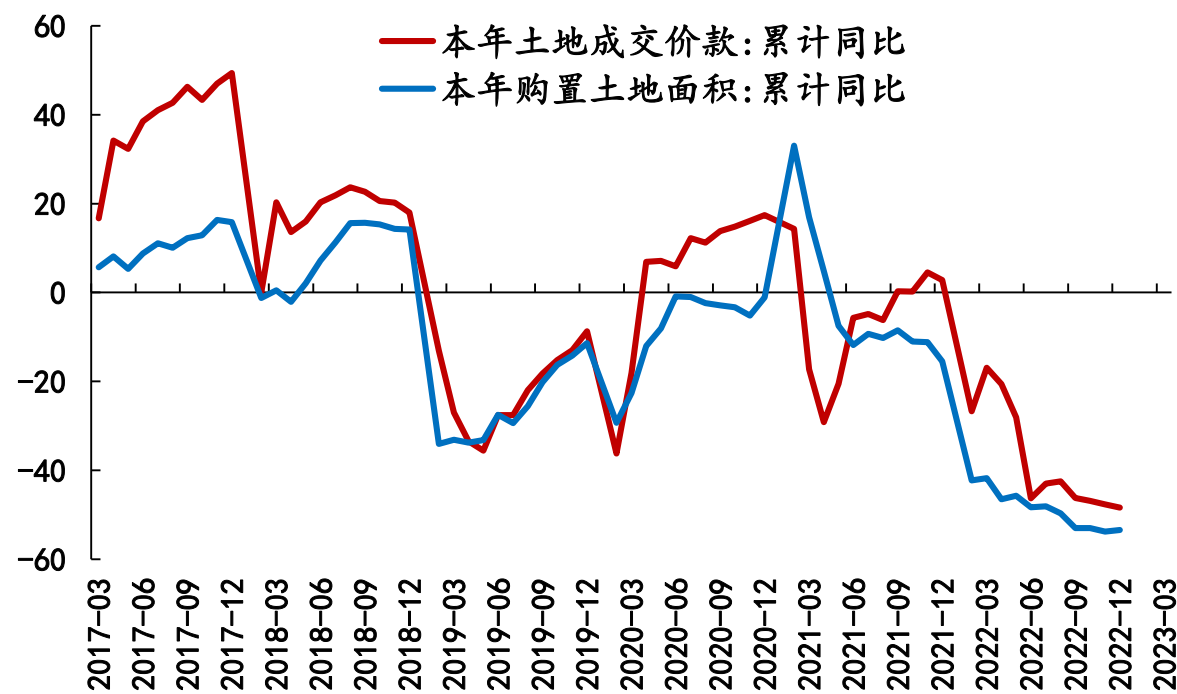
房地产销售和投边缘有所改善

一季度房地产开发投资同比增速-5.8%，较上年全年回升4.2个百分点。施工面积同比下降5.2%，新开工面积下降19.2%；竣工面积上升14.7%，大幅回升。

一季度商品房销售面积同比下降1.8%，较上年全年回升22.5个百分点；商品房销售额同比上升4.1%，较上年全年回升30.8个百分点，房地产销售有所回暖。



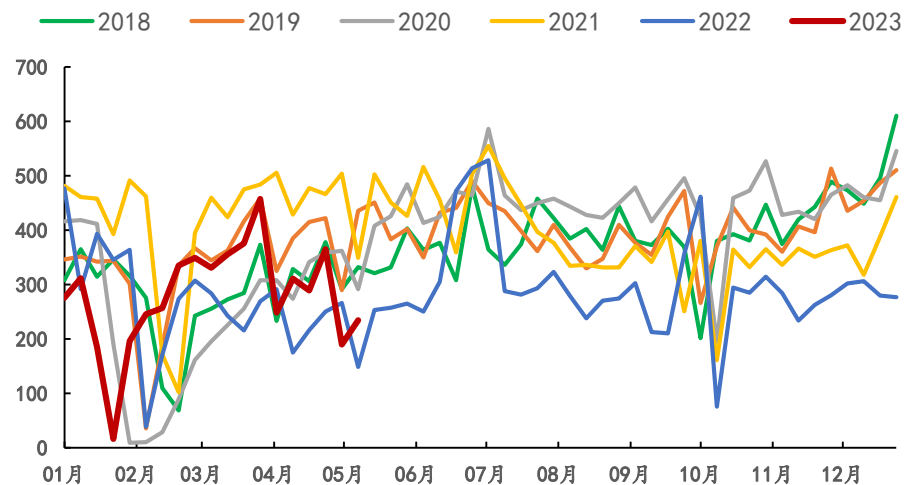
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所



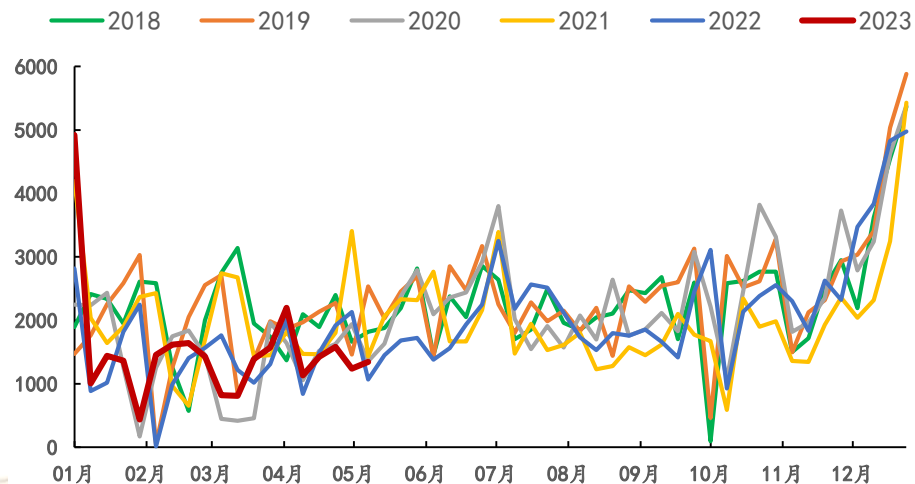
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

高频数据显示房地产市场边际修复

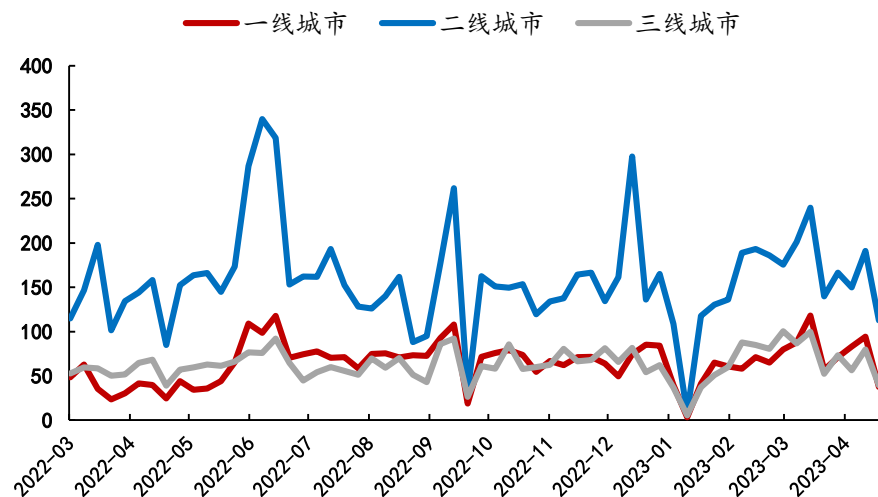
图：30城商品房成交面积:全国 (万平方米)



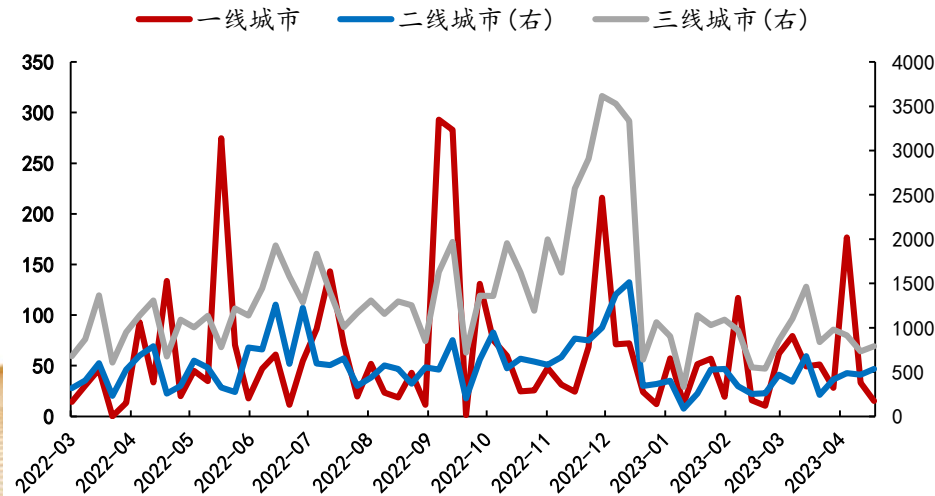
图：100城土地成交面积:全国 (万平方米)



图：30城商品房成交面积:各级城市(万平方米)



图：100城土地成交面积:各级城市(万平方米)

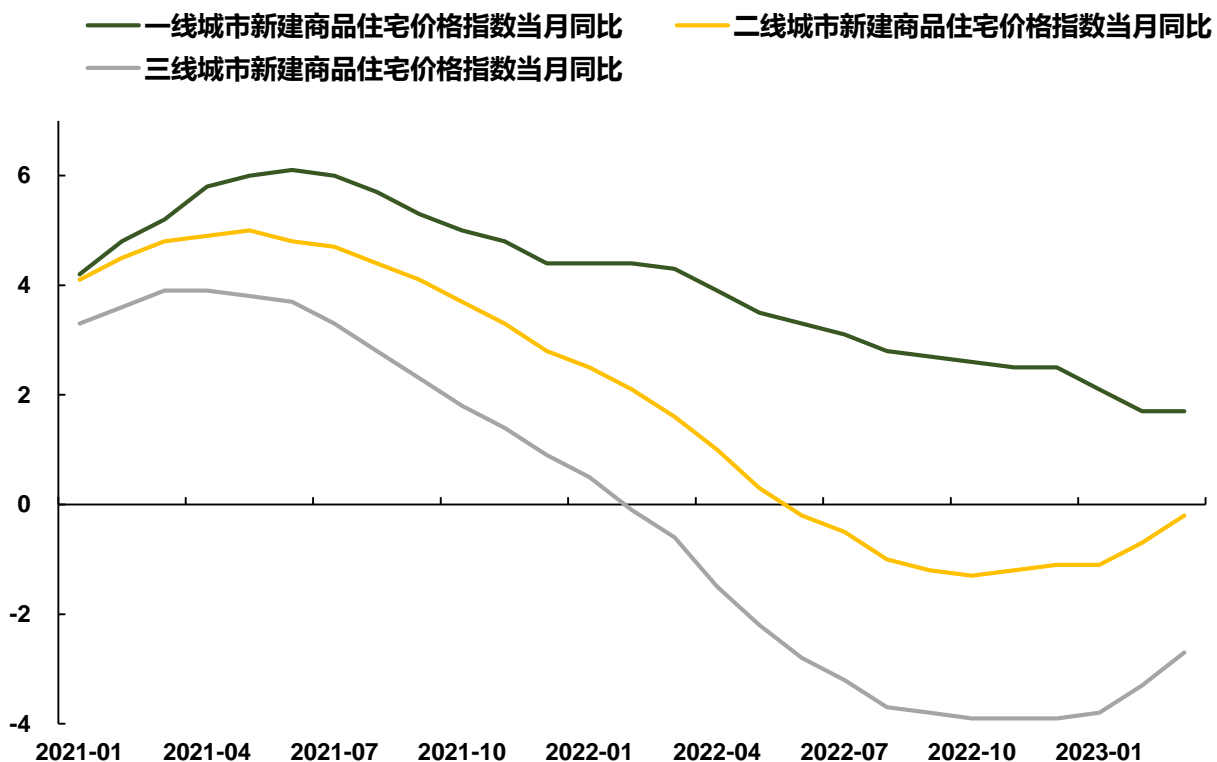


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

房地产结构性问题需要关注

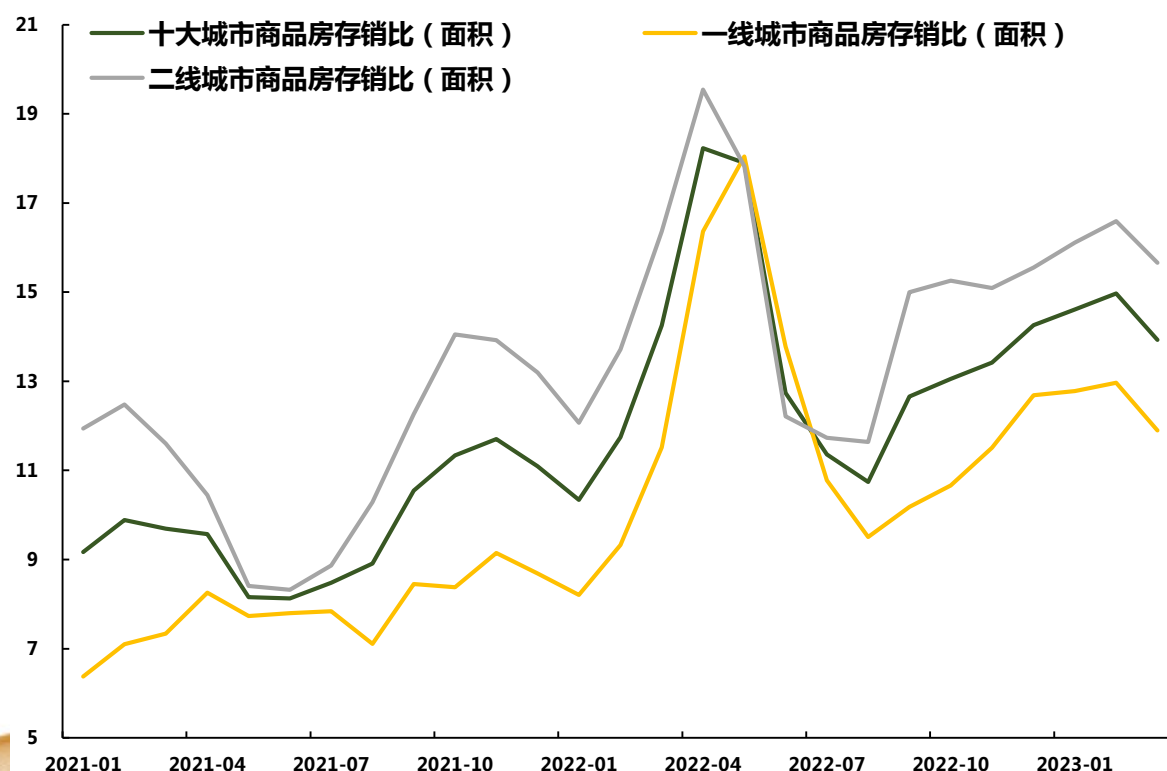
当前除一线城市外，其他城市的新建住宅价格仍处于同比下跌区间，显示市场预期信心仍较弱，而与此同时，一线以外的城市房地产库存压力也相对更高。

图：各级城市房价指数同比 (%)



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

图：各级城市商品房库存销比 (月度数)



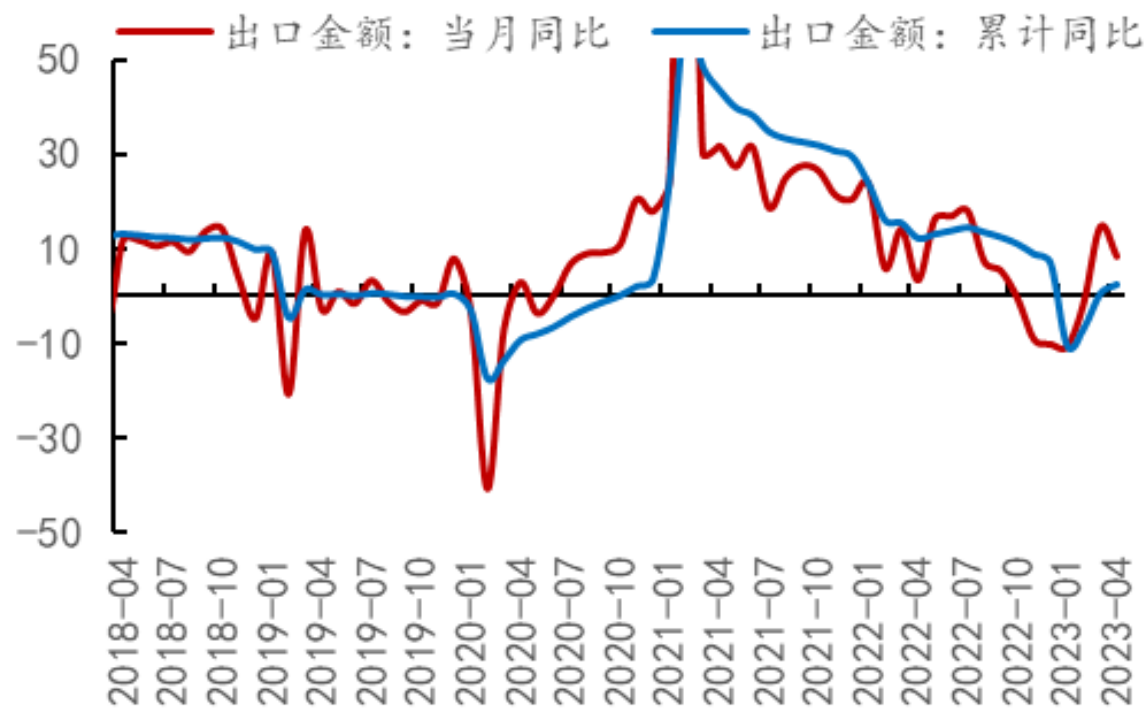
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

出口体现韧劲、进口增速回落

1-4月，出口增速保持正增长，进口增速为负。

出口：对“一带一路”沿线国家出口保持较快增长；进口：增速回落既有价格下降因素，也有国内商品需求不强因素。

受基数影响，预计5-7月出口增速可能有所回落，8-12月逐步趋稳。





2.2 通胀水平不高，但也难言通缩

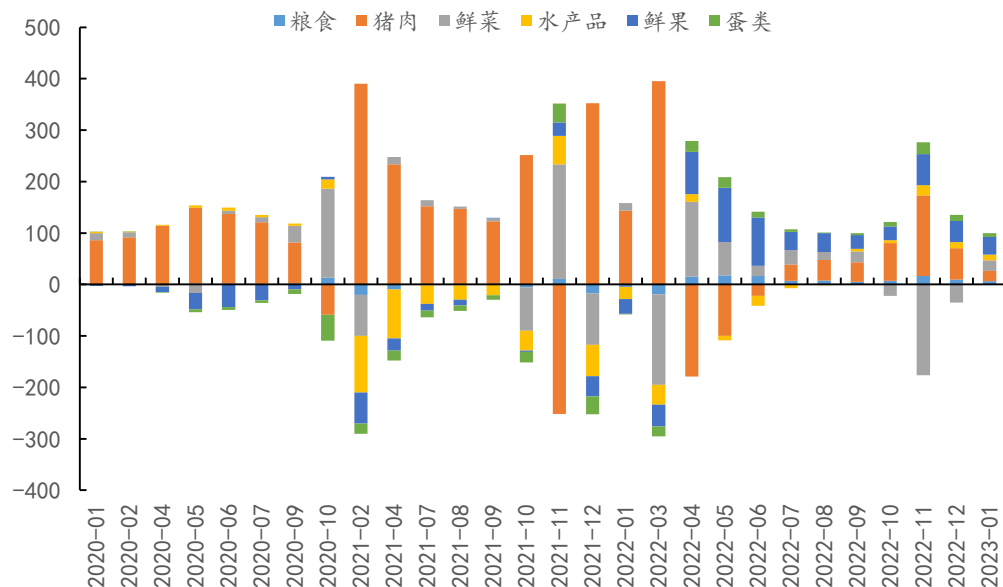
CPI：呈现U型态势，4月或是低点

PPI：保持低位震荡，Q2后有所回升

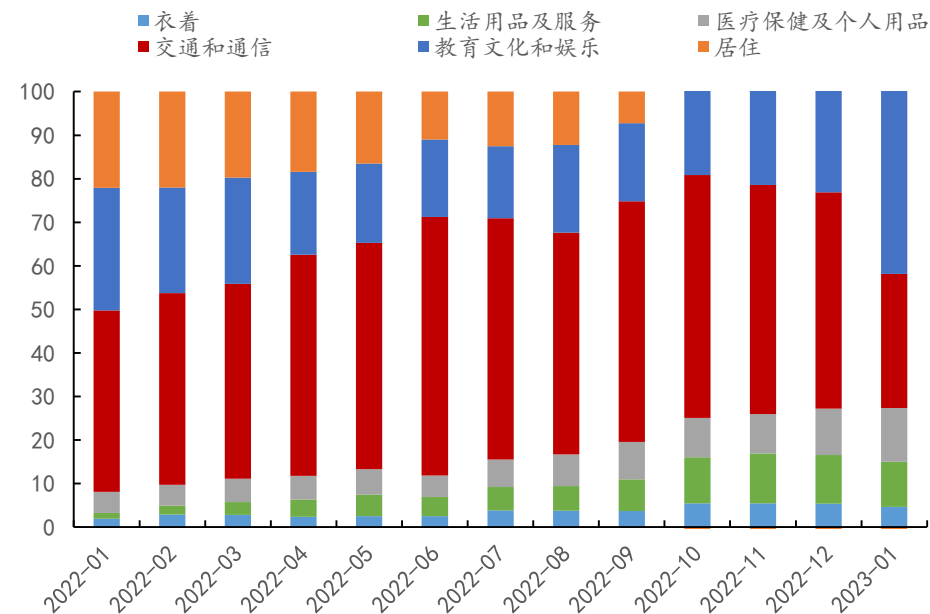
CPI：呈现U型态势，4月或是低点

● 对于CPI未来走势的判断，核心是对其主要驱动因素价格走势进行判断。从各分项对CPI的贡献率可以看出，CPI食品烟酒分项受猪肉和鲜菜价格影响较大，而CPI非食品烟酒分项受原油价格以及服务业价格影响较大。

食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



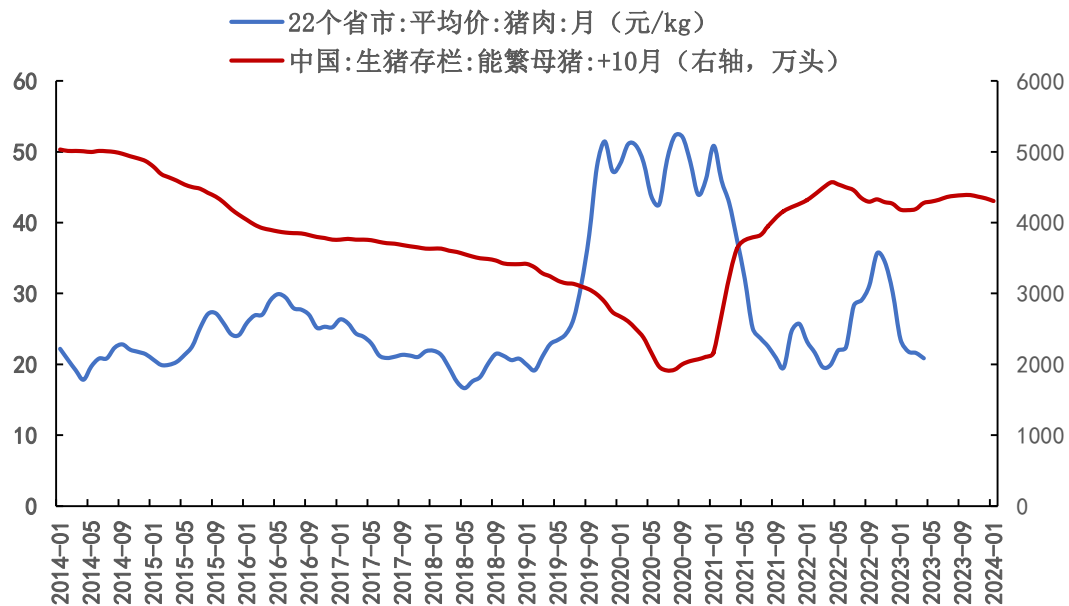
非食品烟酒分项对 CPI 同比的贡献率(%)



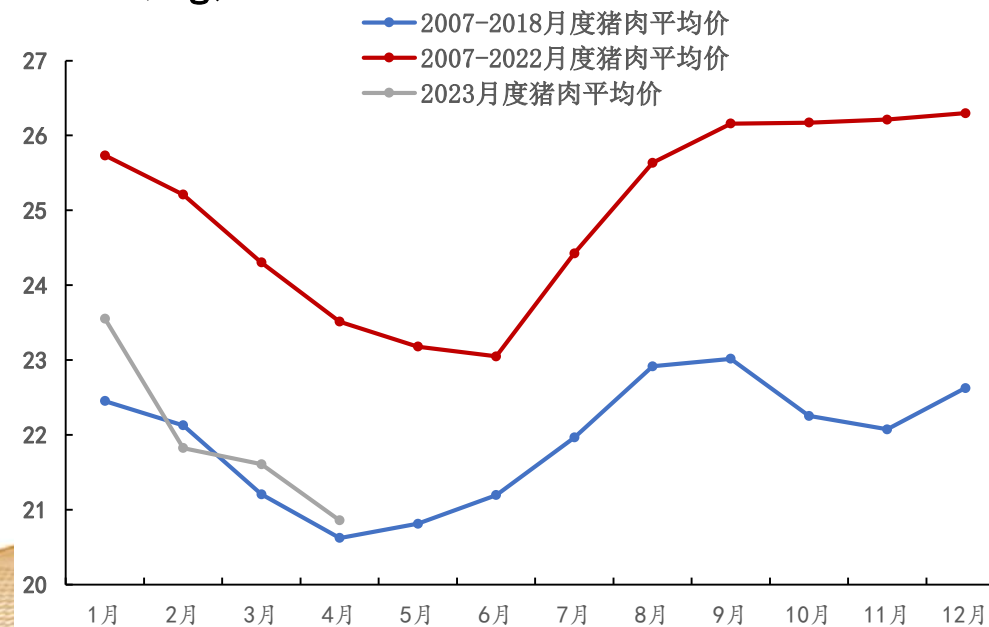
CPI：呈现U型态势，4月或是低点

- **供给端：能繁母猪存栏仍然较高，生猪供给或将震荡增加。**去年5-12月，能繁母猪存栏量出现了一定程度的回升，按照能繁母猪存栏领先生猪出栏10个月的周期推断，今年10月之前生猪供给或仍将震荡增加。
- **需求端：下半年随着消费旺季的逐步到来，猪肉需求或将得到支撑。**从过往猪肉价格变动趋势来看，5-6月份之后，随着消费旺季的陆续到来，猪价往往会呈现逐步回升的态势。
- **综合供需来看，猪价短期或保持低位震荡，下半年逐步企稳回升至年初24元/kg水平。**

能繁母猪存栏量仍然较高



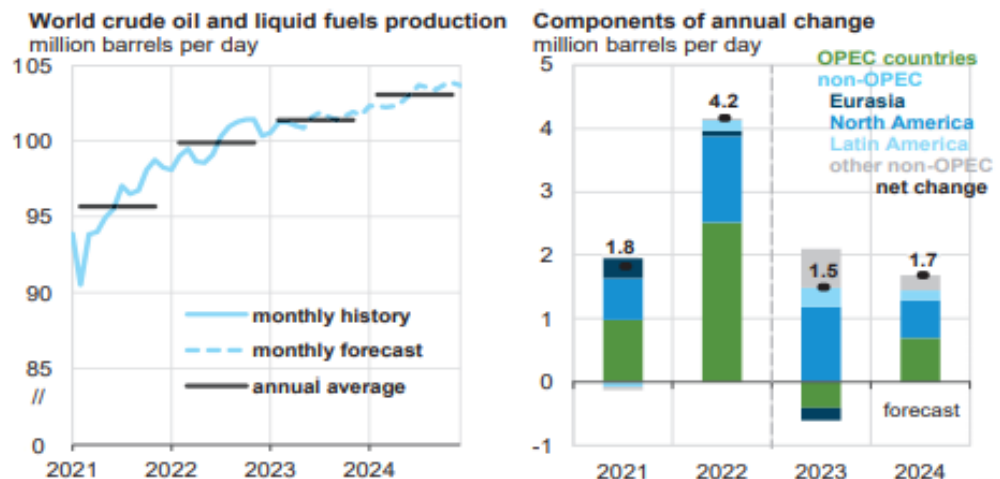
5-6月份后猪肉消费旺季将陆续到来 (元/kg)



CPI：呈现U型态势，4月或是低点

- **需求端：**欧美经济面临进一步下行压力，全球原油需求有所转弱。EIA在预计2023年全球石油需求约为100.99 百万桶/天，较2022年增加160万桶/天，增幅较往年明显收缩。
- **供给端：**OPEC+大幅减产以及美国页岩油供给不确定背景下，全球原油供给增幅显著回落。EIA预计2023年全球原油产量约为101.34百万桶/天，较2022年增加约150万桶/天，与2022年450万桶/天的增量相比明显减少。
- **综合供需两个方面来看，未来油价或维持震荡态势。**根据 EIA 预测，布伦特原油全年平均78.7美元/桶；WTI原油全年平均73.6美元/桶；

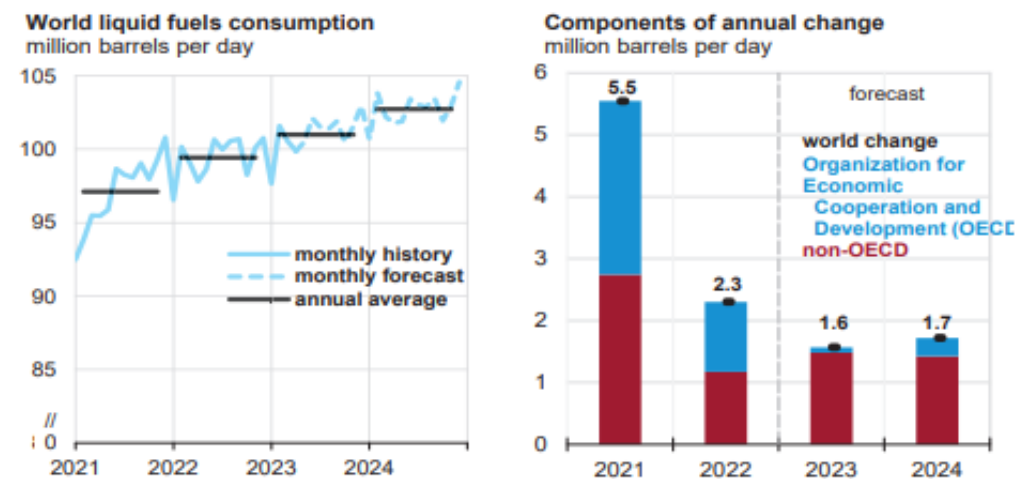
2023年全球原油新增产量同样收缩明显



Data source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, May 2023



2023年全球石油消费增长转弱



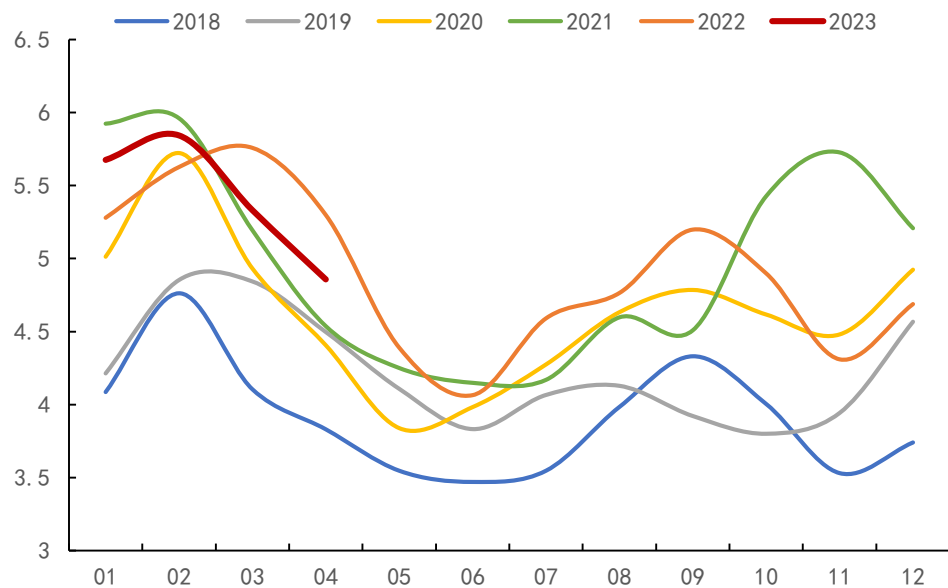
Data source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, May 2023



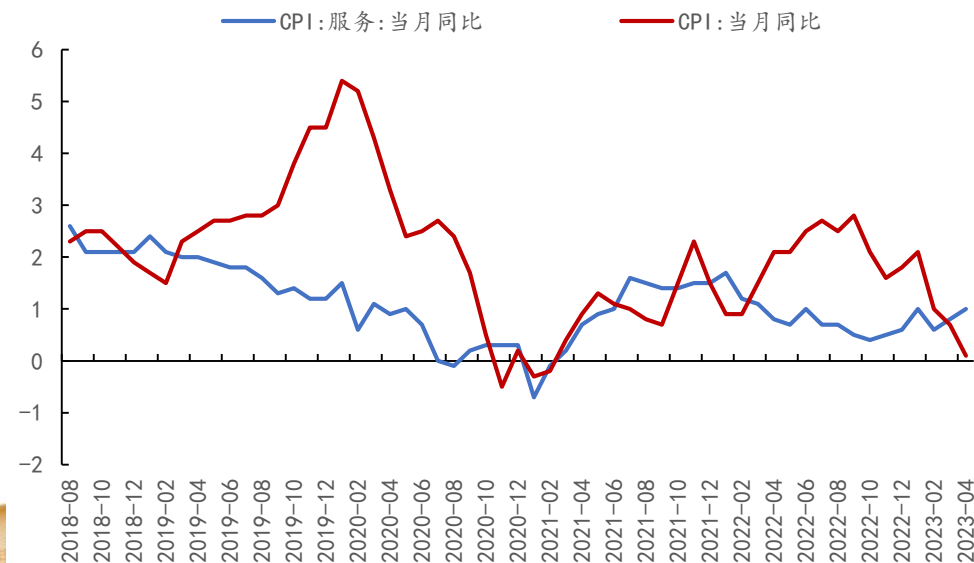
CPI：呈现U型态势，4月或是低点

- **鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征。**鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，3-6月蔬菜大量上市，价格逐步回落；7-9月易受洪涝灾害影响，价格有所上行，10-11月，秋菜上市，价格再度小幅回落；12月至次年2月价格一般为年内高点。
- **服务业价格或将逐步回升。**CPI服务分项同比自去年11月便出现触底回升迹象，4月同比增速已回升至1%。预计后续随着居民出行、旅游的进一步修复，服务分项对于CPI的拉动也会逐步显现。

鲜菜价格呈现明显的季节性波动特征



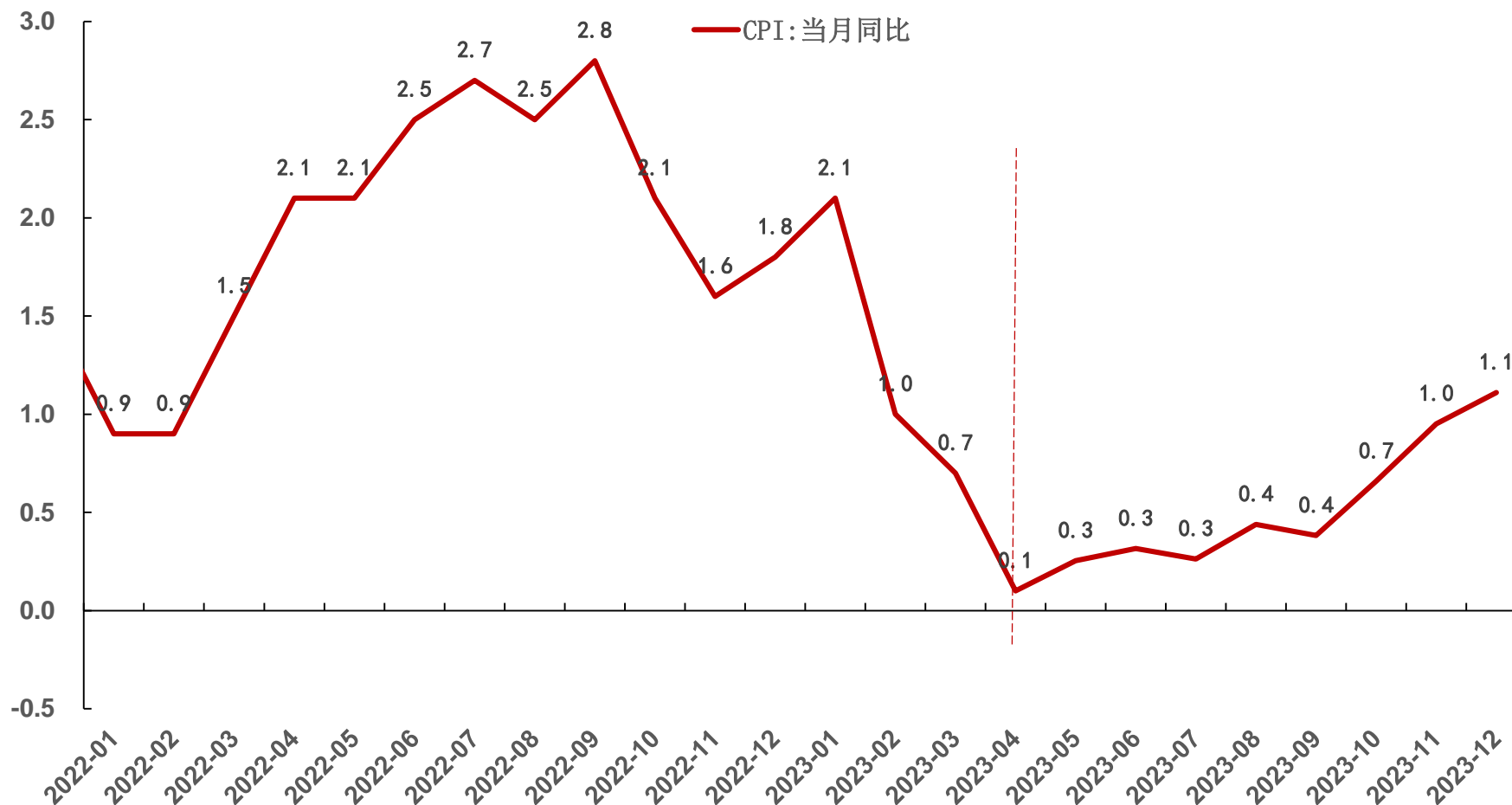
CPI服务分项当月同比出现回升



CPI：呈现U型态势，4月或是低点

● 综上对CPI核心驱动因素的分析判断，对CPI同比走势预测如下：2023年CPI呈现U型走势，4月或是U型阶段性低点，后续将震荡上行，全年中枢0.7%，压力相对较小。

2023年 CPI同比走势预测(%)



PPI：保持低位震荡，Q2后有所回升

● PPI主要驱动因素是石油、煤炭、钢铁、有色开采及加工以及化学原料制造相关产品价格的波动。一方面，上述5个工业大类价格波动较为剧烈，直接主导PPI走势；另一方面，这5个工业大类均为工业上游部门，通过影响工业产品下游价格间接对PPI产生影响。

五大行业占PPI权重及对PPI贡献

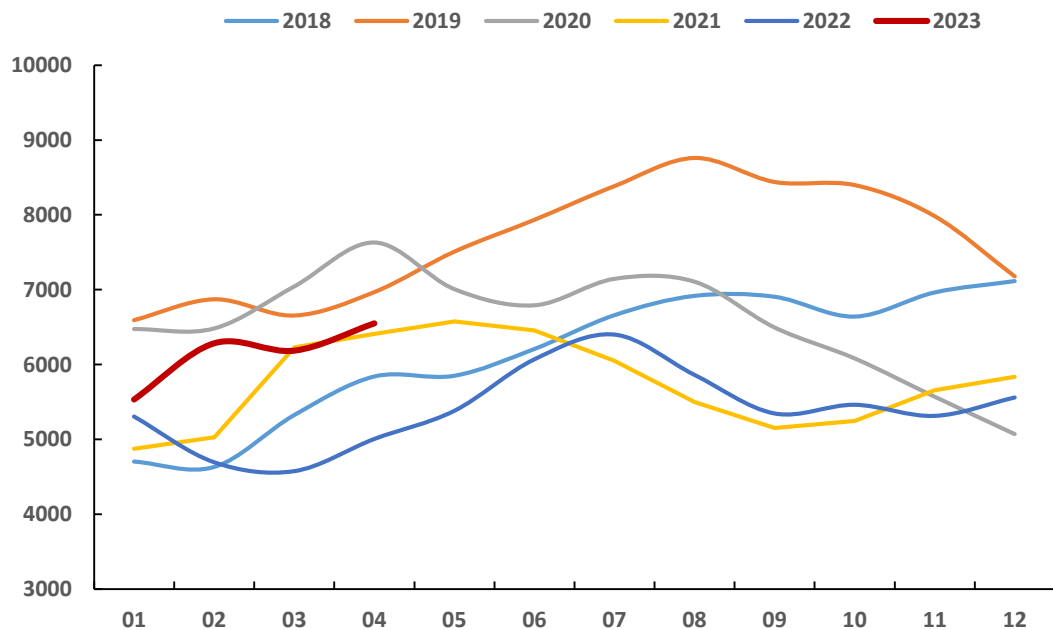
工业大类	工业子行业	PPI权重	对PPI同比贡献	对PPI环比贡献
石油开采及加工	石油和天然气开采业	0.73%	5.17%	1.57%
	石油加工、炼焦和核燃料加工业	3.11%	13.81%	12.62%
	合计	3.84%	18.97%	14.19%
煤炭开采及加工	煤炭开采和洗选业	1.88%	9.20%	10.77%
钢铁开采及加工	黑色金属矿采选业	0.65%	1.09%	4.53%
	黑色金属冶炼和压延加工业	5.55%	8.62%	27.25%
	合计	6.20%	9.71%	31.78%
有色开采及加工	有色金属矿采选业	0.57%	2.08%	0.08%
	有色金属冶炼和压延加工业	4.21%	5.31%	-0.77%
	合计	4.78%	7.39%	-0.69%
化学原料制造	化学原料和化学制品制造业	7.54%	8.75%	6.54%
合计		24.24%	54.02%	62.59%

PPI：保持低位震荡，Q2后有所回升

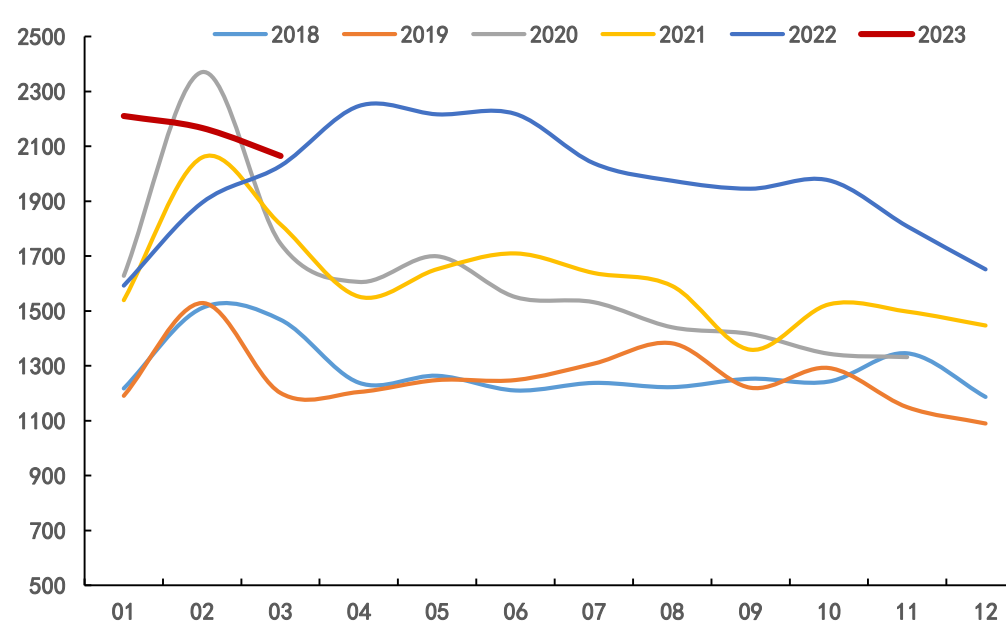
● **生产、进口数量增多，煤炭库存处于高位，煤价或将震荡下行。**今年以来，我国加大了煤炭进口数量、煤炭产量也处于高位，导致当前库存较高，煤价或将震荡下行，不过迎峰度夏（7-9月）等用煤高峰时期，煤价可能会出现小幅上涨

● **库存高位、需求平淡，钢材价格或将稳中有降。**3月中钢协会会员企业钢材库存约2000万吨，处于历史较高水平。而需求端则出现了放缓迹象，近期基建修复节奏有所放慢，石油沥青装置开工率、磨机开工率均出现回落。往后看，在供给偏多，需求平淡的情况下，钢材价格或将稳中有降。

主流港口煤炭库存处于近年高位（万吨）



钢材库存处于高位（万吨）



PPI：保持低位震荡，Q2后有所回升

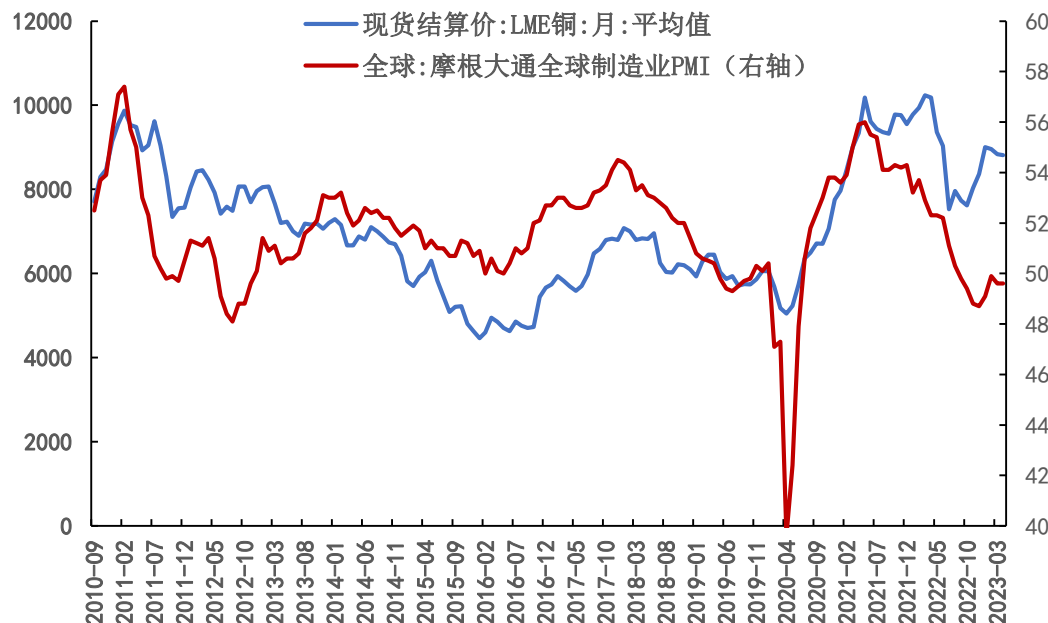
●**有色金属价格或将维持震荡。**一方面，美联储加息已接近尾声，受停止加息以及美国经济放缓影响，美元或将走弱，而美元的弱势或对以美元定价的有色等大宗价格产生一定提振。

另一方面，有色金属价格与全球PMI走势高度相关，全球制造业PMI指数虽从低点略回升，但仍在枯荣线以下，一正一负力量对冲下，有色价格或维持震荡态势。

走弱的美元或将对有色产生提振



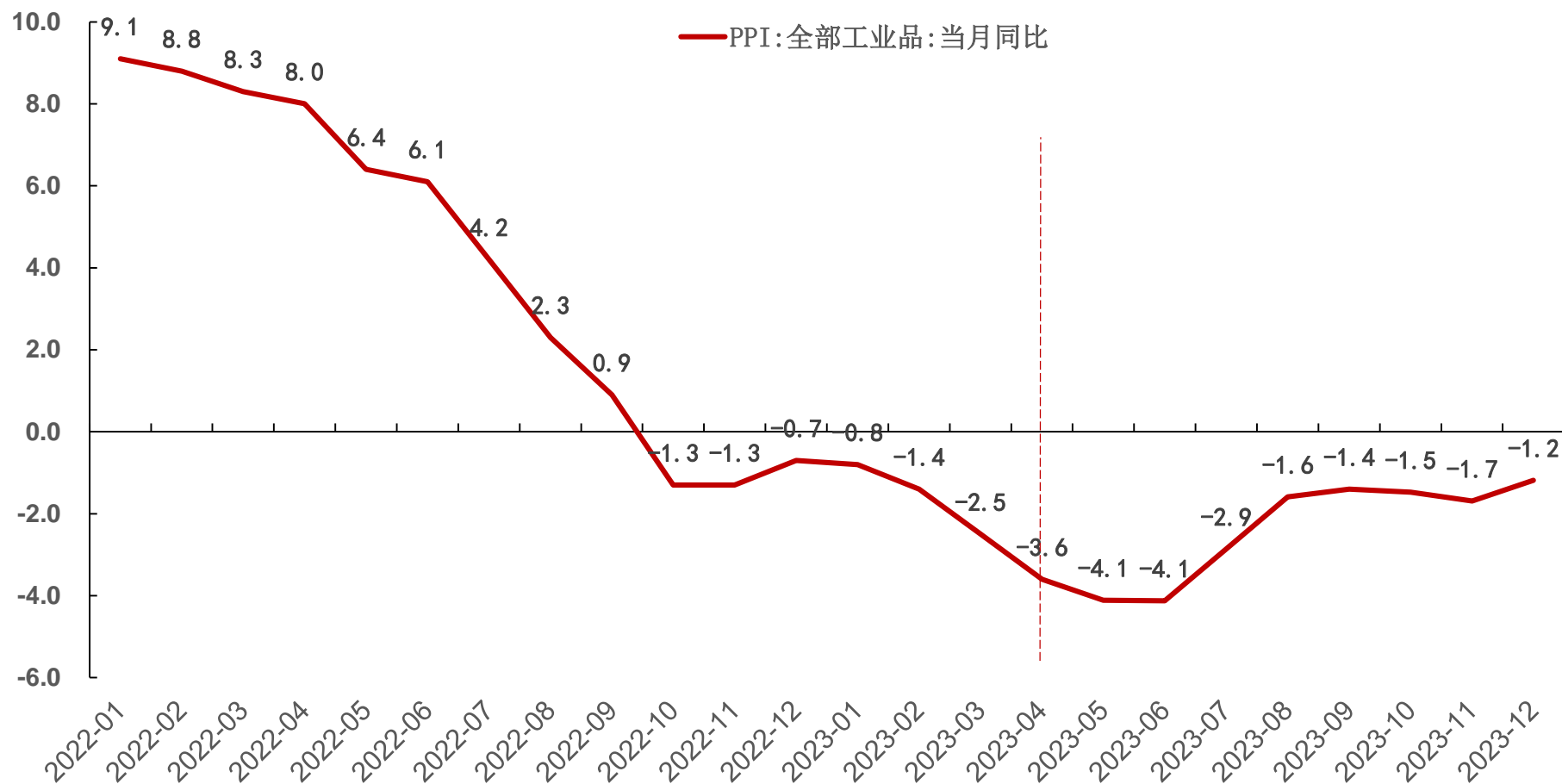
全球PMI仍在枯荣线以下 (美元/吨)



PPI：保持低位震荡，Q2后有所回升

● 综上对PPI核心驱动因素的分析判断，对PPI同比走势预测如下：2023年，PPI整体呈现低位震荡态势，预计下半年有所回升，但难转正，全年中枢-2.2%。

2023年 PPI同比走势预测(%)





2.3 货币政策保持相对宽松

未来政策与融资判断

● 经济恢复验证期，货币政策保持适度宽松局面。

1) 价：政策利率维持不变。

2) 量：3月中下旬，降准0.25个百分点补充长期流动性，匹配资金需求的期限。

● 资金供求在一季度较为集中释放后呈现“量价同步回落状态”。

供给端：一季度银行竞争性地投放信贷，二季度后信贷增量将显著放缓。

需求端：一季度，疫后各方面经济集中恢复，资金需求相对较旺；二季度以后，经济修复斜率有所放缓，资金需求有所降温。

● 预计2023年新增信贷约22万亿元，新增社融约35万亿元，社融增速约9.5%，M2增速约11-11.5%。

2022年，M2增速超过社融增速且差值扩大，原因：疫情冲击下，居民储蓄增加；房地产市场调整，居民购房意愿下降；财政较为积极，支出力度较大。

2023年，上述因素均发生变化，二者差值将逐步收窄。

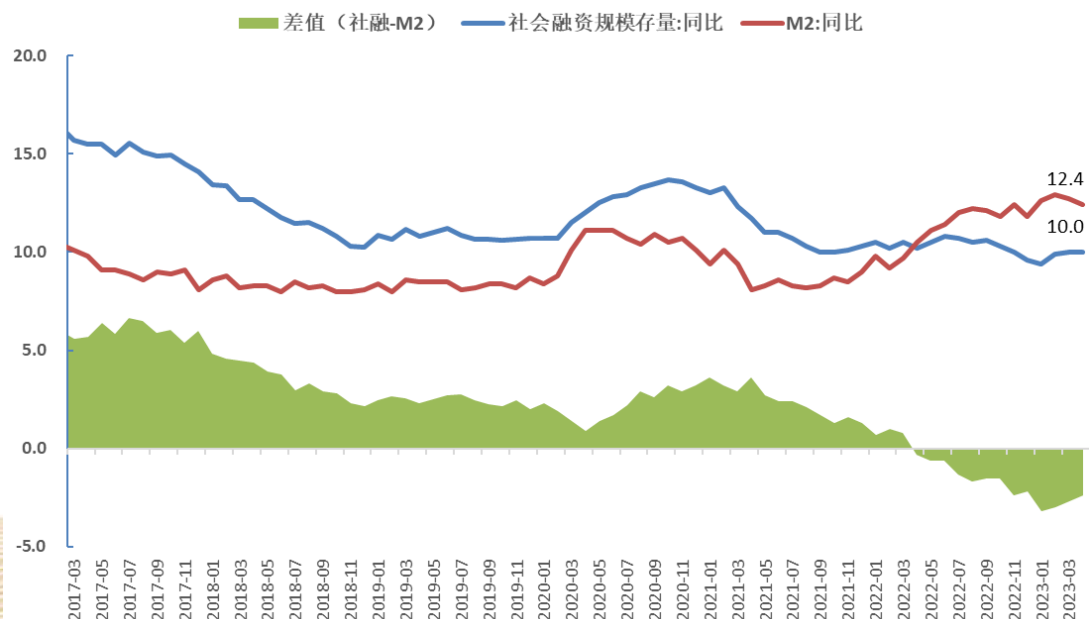
融资规模及增速判断

表：社融规模及增速（万亿元 %）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (E)
新增人民币贷款	13.84	15.67	16.88	20	20	20.9	22
新增非标	3.56	-2.94	-1.76	-1.3	-2.67	-0.6	0
新增企业债	0.6	2.63	3.24	4.4	3.3	2.05	2.5
新增境内股票融资	0.9	0.36	0.35	0.9	1.2	1.2	1.2
新增政府债券	5.58	4.85	4.72	8.3	7	7.12	7.7
新增其它融资	1.65	1.9	2.2	2.56	2.52	1.33	1.4
新增社融	26.15	22.49	25.58	34.86	31.35	32	34.8
存量社融	205.9	227	251.3	284.2	314.1	344.2	379
存量社融同比	14.10%	10.30%	10.70%	13.30%	10.30%	9.60%	9.50%
名义GDP增速	11.50%	10.50%	7.30%	2.70%	13.40%	5.30%	6.20%
杠杆率系数 (dr)	2.60%	-0.20%	3.40%	10.60%	-3.10%	4.30%	3.30%

预计2023年，M2增速为11%-11.5%。M2与社融增速之差收窄。

预计5月以后，每月信贷规模在1.3万亿元附近。



资料来源：中国人民银行，WIND资讯，华西证券研究所



3 大类资产展望

历史回顾：加息末期，大类资产表现特征

加息末期，一般为最后一次加息至下一轮首次降息的时间段！

- **美股：**美联储末次加息后，除2000年美国互联网泡沫破裂时期之外，美股均在半年内有不俗表现。
- **美债：**紧缩政策对利率牵引作用减弱，叠加经济衰退预期，国债收益率多呈现下降趋势。
- **美元：**美联储加息结束后，短期内美元指数承压，而人民币相应走强。
- **黄金：**美联储末次加息后，受美元走弱影响，黄金价格整体呈现震荡上升趋势。
- **大宗：**美联储末次加息后，不同时期下LME铜和布伦特原油价格涨跌不一，以震荡行情为主。

未来展望：再临加息末期，大类资产将如何表现？

- 美股：由于利率压制缓解，美股半年内或将回暖，其中纳指弹性可能更高。
- 美债：我们预计下半年10年期美债收益率或将向3%靠拢。
- 美元：受停止加息预期和美国经济放缓预期影响，美元或将走弱。
- 黄金：美联储加息末期，美国实际利率回落以及美元走弱，黄金有望走强。
- 大宗：美元有所走弱；供需方面，OPEC减产计划以及中国经济温和修复或将带动原油、铜、铝等大宗价值震荡上行。

1990年后的数轮加息末期更具参考意义

表：1990年以来美联储历次加息情况梳理

初次加息	末次加息	加息次数	加息幅度	持续时间	利率峰值	间隔时间	初次降息
1994-02	1995-02	7次	300bp	12个月	6.00%	5个月	1995-07
1999-06	2000-05	6次	175bp	11个月	6.50%	8个月	2001-01
2004-06	2006-06	17次	425bp	24个月	5.25%	15个月	2007-09
2015-12	2018-12	9次	225bp	36个月	2.50%	8个月	2019-08
2022-03	— —	— —	475bp	— —	— —	— —	— —

资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美股：利率压制缓解，整体胜率较高

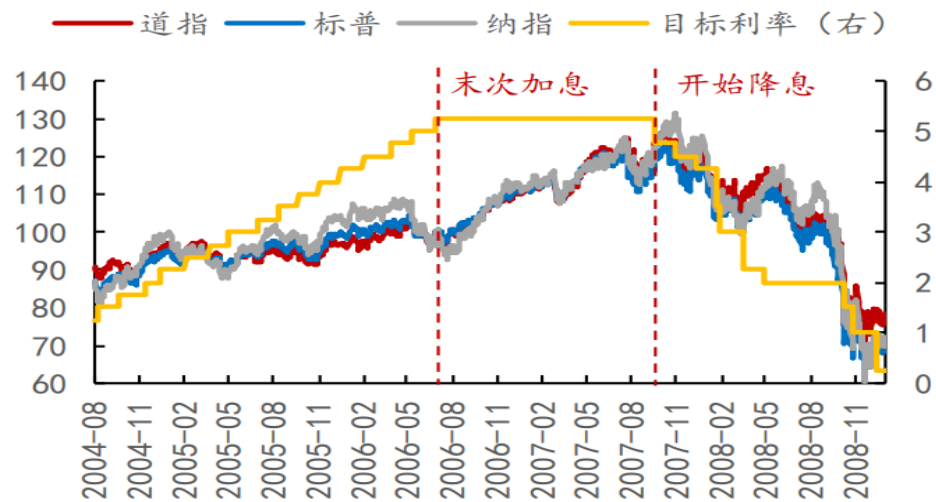
图：美股走势（1995. 2. 1末次加息=100）



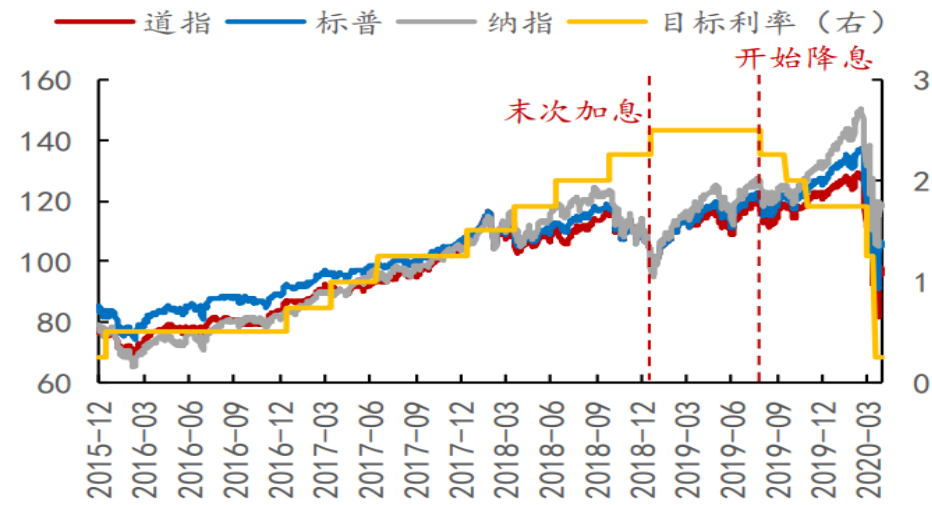
图：美股走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：美股走势（2006. 6. 29末次加息=100）



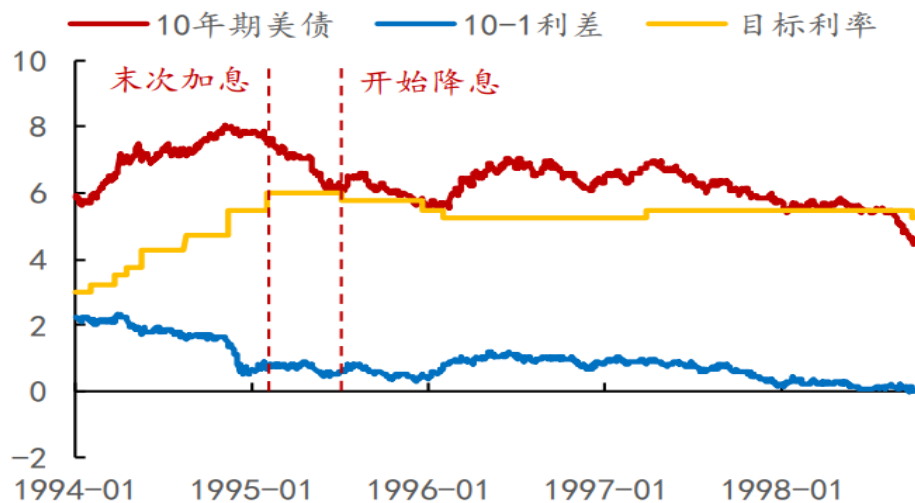
图：美股走势（2018. 12. 19末次加息=100）



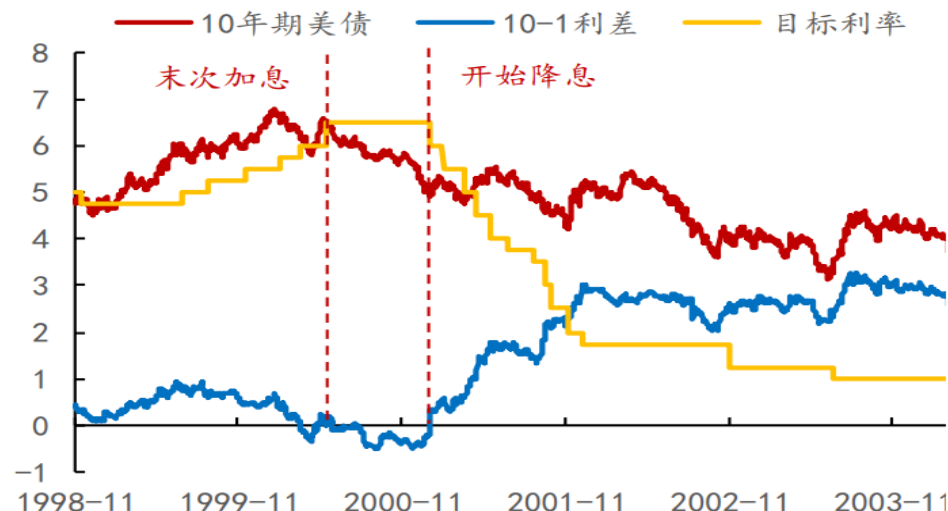
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美债：收益率整体下行，长短利率利差扩大

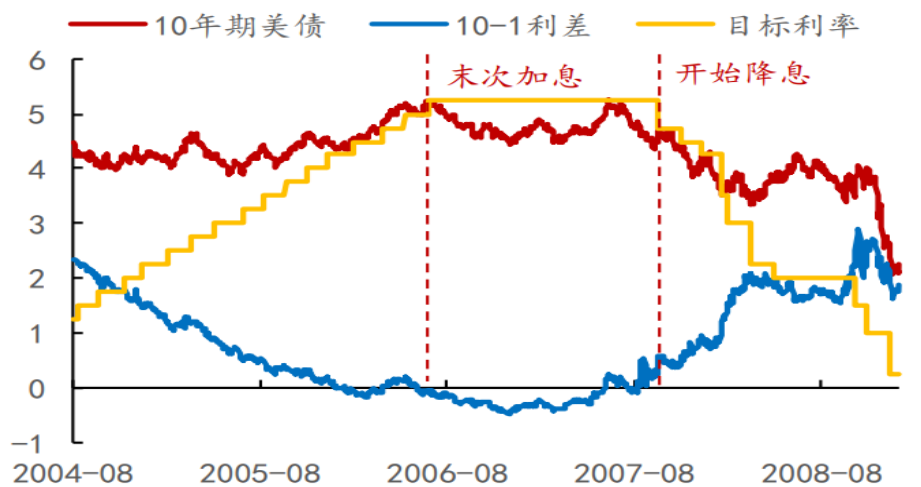
图：美债走势（1995. 2. 1末次加息=100）



图：美债走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：美债走势（2006. 6. 29末次加息=100）



图：美债走势（2018. 12. 19末次加息=100）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

美元：美元大概率走弱

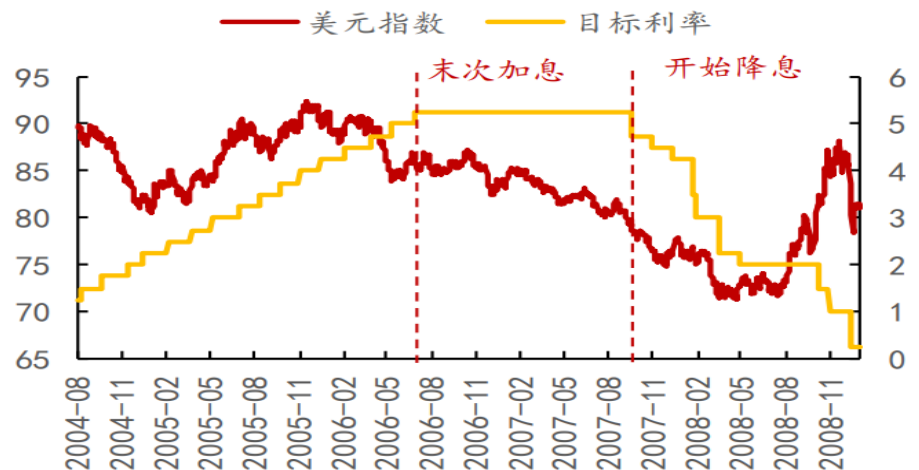
图：美元指数走势（1995. 2. 1末次加息=100）



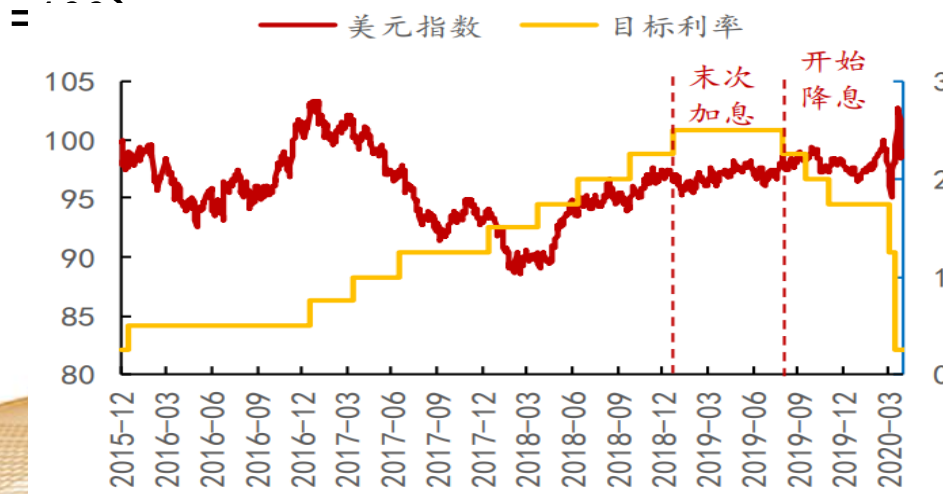
图：美元指数走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：美元指数走势（2006. 6. 29末次加息=100）



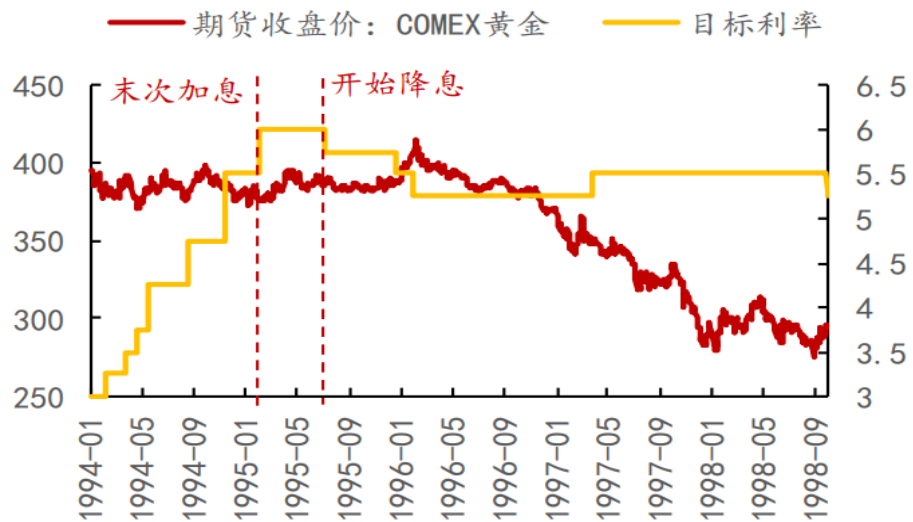
图：美元指数走势（2018. 12. 19末次加息=100）



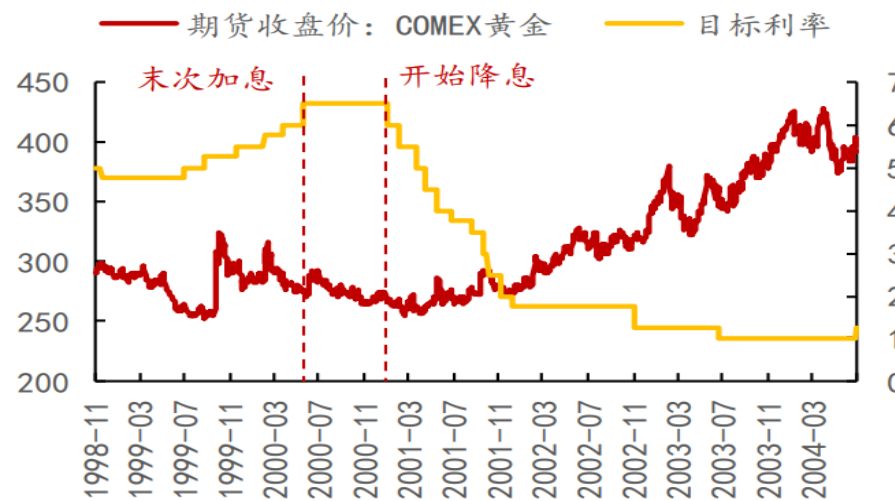
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

黄金：整体震荡上行，与美元表现负相关

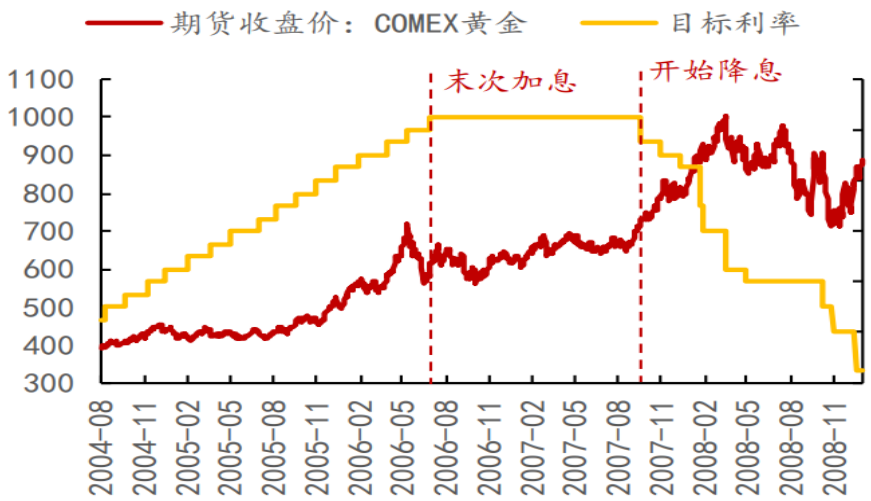
图：黄金走势（1995. 2. 1末次加息=100）



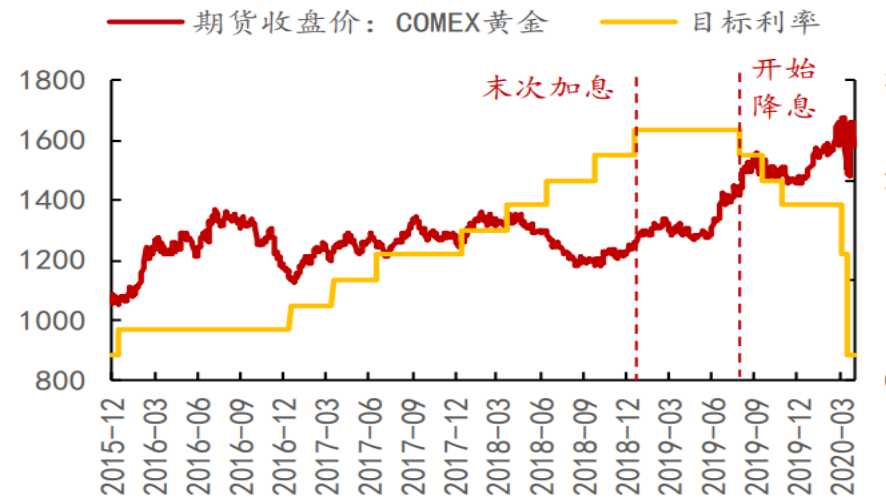
图：黄金走势（2000. 5. 16末次加息=100）



图：黄金走势（2006. 6. 29末次加息=100）



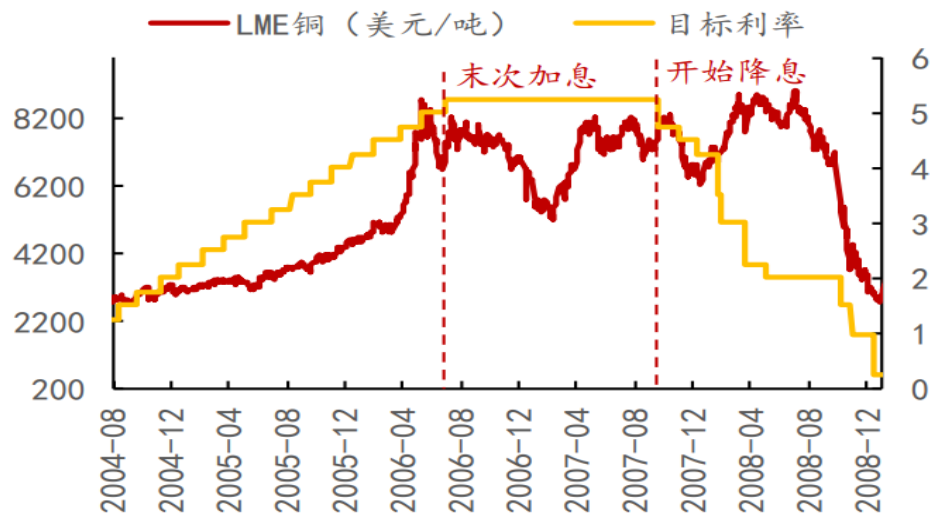
图：黄金走势（2018. 12. 19末次加息=100）



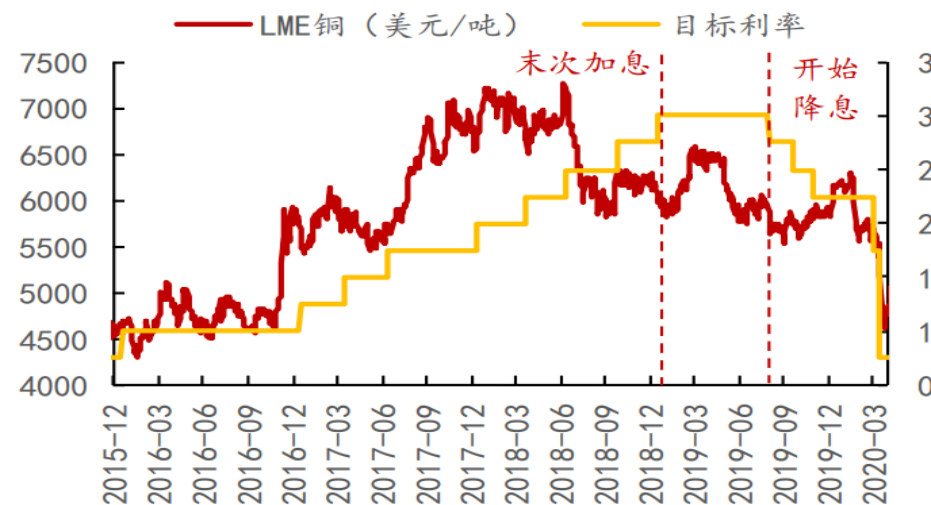
资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

大宗商品：整体表现震荡，涨跌不一

图：LME铜价走势（2006. 6. 29末次加息=100）



图：LME铜价走势（2018. 12. 19末次加息=100）



图：布伦特油价走势（2006. 6. 29末次加息=100）



图：布伦特油价走势（2018. 12. 19末次加息=100）

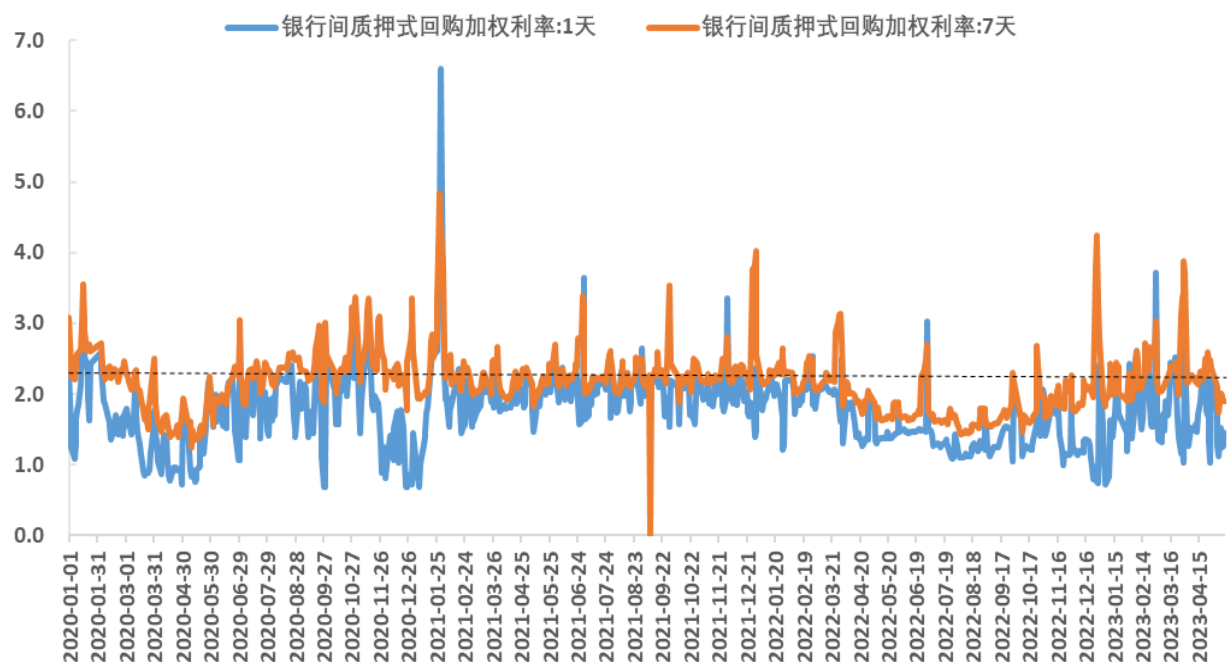


资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

中债利率：有望回落至2.6%附近

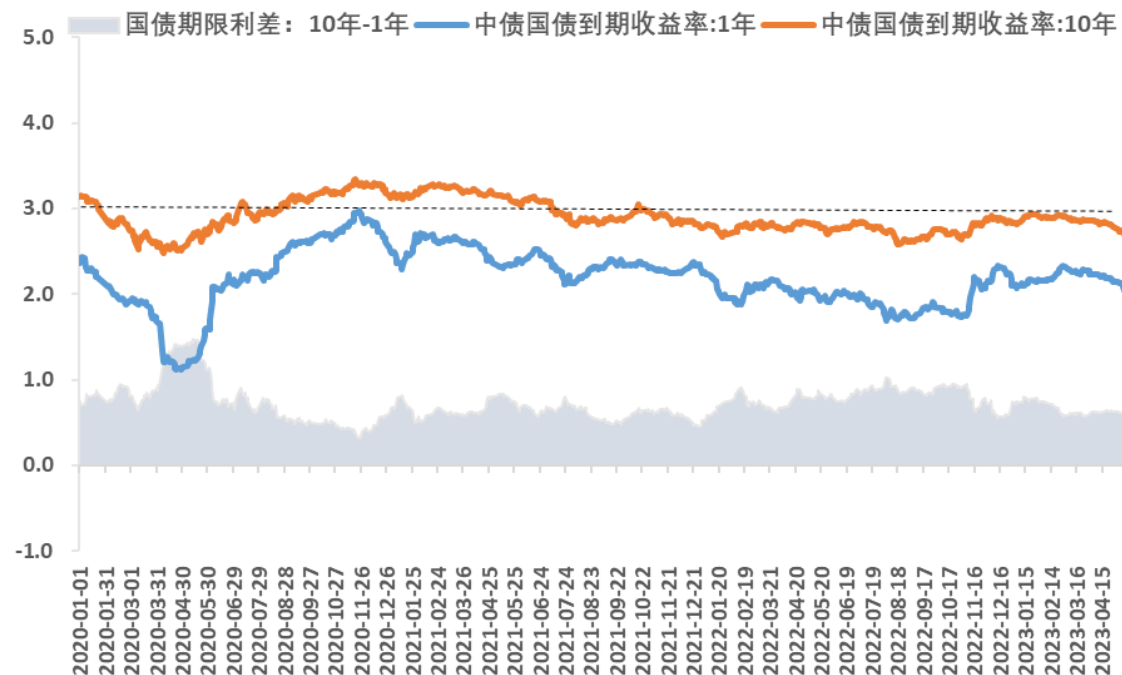
- 基本面因素放缓，货币政策保持宽松，市场利率继续在政策目标之下运行。下半年，美债长端利率继续回落，向3%靠拢。
- 预计中国10年国债收益率将回落至2.6%附近。

图：短期资金利率（%）



资料来源：WIND资讯，华西证券研究所

图：国债收益率（%）



人民币汇率：有望适度走强



	变化方向 (2023, 1, 1-2023, 5, 12)	变化幅度 (2023, 1, 1-2023, 5, 12)
人民币对美元	小幅升值	0.01%
人民币对欧元	贬值	2.92%
人民币对日元	升值	1.97%
人民币对英镑	贬值	3.90%
CFETS人民币汇率指数	走强	0.60%
美元指数	走弱	0.76%

2023年以来，美元有所走弱，人民币对美元小幅升值；人民币汇率指数有所走强。

如果后续美元继续走弱，人民币有望适度走强。

4 风险提示

由于新冠疫情对经济活动影响较大，如果疫情出现反复，将会对我们的相关预测带来较大的不确定性；宏观经济出现超预期波动，比如地缘政治因素出现超预期的变化，将对宏观经济带来较难预测的扰动。

谢谢！！

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。