



## 2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

中美经济分化尚未发生，有望在下半年显现。当前的经济走势似乎和年初市场预期的有所不同。美国通胀有所下降，但核心通胀仍高，经济数据韧性仍在，似乎离衰退相距甚远。中国经济在防控政策放松后走出梦幻开局，但自二季度以来，增长动能明显转弱。年初市场所期待的经济增速分化至今尚未出现。中国的疫情后增长故事是否已经接近尾声？美国是否能够避免衰退？对于这两个问题，我们的答案都是否定的。我们预计，下半年中美经济将逐渐分化。

**中国继续“K”型经济复苏，预计全年经济增速 5.7%。**我们认为，目前中国的经济数据，只反映了由积压需求集中释放带来的第一波经济迅速反弹的行情接近尾声，而并不意味着放开后的增长故事已经结束。第二阶段的经济复苏，将更多依赖于经济内生动能。当务之急是适时出台增量政策刺激措施，避免信心进一步受挫，从而稳固经济复苏。目前到 6 月实体经济数据发布之后的一段时间，或是政策最佳窗口期。我们认为，在经济复苏步入正轨之前，货币政策将继续保持宽松，预计之后央行会降低一次存款准备金率 25 个基点，而降息的概率不高。财政政策空间较为有限，但仍有望定向发力促消费，针对特定行业推出税费优惠，重启抵押补充贷款稳基建。此外，房地产支持政策亦会继续升级，以提振市场信心。在政策配合及时的基本假设下，我们认为，经济将呈现“K”**型复苏**：二季度经济增速环比下滑，下半年有望稳步回升。下半年经济复苏会更全面，但消费和服务仍是重要推动力。人民币汇率方面，我们预计走势将先抑后扬，年底人民币兑美元有望重返 6.7 附近。

**美国经济下半年或实现软着陆，但不确定性仍高。**由于目前核心 PCE 仍高，劳动力市场仍偏紧，我们预计美联储在之后的会议中还会连续加息两次，每次 25 个基点。在 7 月加息结束、美联储继续积极干预潜在小银行倒闭事件的基本假设下，我们认为，银行业危机不会演变成又一次全球金融危机。然而，高利率环境最终会抑制总需求。但相比 2008 年金融危机式的硬着陆，我们更倾向于认为美国经济在此轮加息周期中可以实现软着陆，即在四季度进入温和衰退。我们必须承认，今年由于各种事件叠加，判断经济走势变得尤为困难。若通胀下行不及预期，美联储加息比预期得多，进一步施压金融条件，银行业危机也许会继续发酵。届时，美国经济衰退的软着陆将演变成硬着陆。

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

张引, PhD

助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

2023 年 6 月 5 日



扫码关注浦银国际研究

# 目录

2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起.....	6
中国经济——疫后经济复苏的故事还在继续吗？.....	7
经济三架马车的前景如何？.....	11
无需过于担心通缩，但下半年通胀水平或仅温和回升.....	22
政策支持正当时，但大水漫灌式刺激可能性低.....	25
人民币预计先抑后扬.....	29
风险提示.....	31
美国经济——通胀逐下，温和衰退将至.....	32
银行业危机警报未除，而发展为金融危机可能性较小.....	34
劳动力市场出现早期放松信号，但整体仍偏紧.....	37
核心通胀高粘性或将维持，年底 CPI 预计难回 2% 的目标水平.....	39
美国经济会进入衰退吗？我们预计美国经济在四季度进入温和衰退.....	43
美债收益率和美元指数预计在加息结束后下行.....	47

## 图表目录

图表 1：一季度 GDP 细分数据显示疫后经济恢复不均衡.....	8
图表 2：市场信心从 3 月开始转弱.....	9
图表 3：4 月实体经济数据全面下滑.....	9
图表 4：16-24 岁年轻人的失业率再次抬升，创历史新高.....	9
图表 5：5 月制造业和非制造业 PMI 均继续下行.....	9
图表 6：2023 年二至四季度 GDP 同比增速预计为 7.5%、4.8%和 5.8%.....	9
图表 7：中国宏观经济关键数据及预测（2019-2024E）.....	10
图表 8：3 月起固定资产投资增速全面下滑.....	12
图表 9：中国制造业投资受 PPI 通缩拖累.....	12
图表 10：石油沥青装置开工率在 2023 年仍低于历年同期，且在 5 月明显走弱.....	12
图表 11：粗钢产量在 2023 年 5 月走弱.....	12
图表 12：地方专项债发行今年已过半.....	13
图表 13：土地出让收入下滑，对地方财政收入贡献减少.....	13
图表 14：对违约的担忧影响城投债融资.....	13
图表 15：房地产投资继续下滑，销售恢复较为波折.....	13
图表 16：房价继续走高，但是环比增速 4 月略跌.....	13
图表 17：30 大中城市商品房成交黄金周后改善.....	13

图表 18: 复常后的第一个黄金周出游人数自疫情开始后首次超 2019 年同期	14
图表 19: 在消费品零售内, 餐饮业复苏领先于商品零售	15
图表 20: 一线城市地铁客运量已恢复至 2019 年水平	15
图表 21: 二线城市地铁客运量已远超疫情前水平	15
图表 22: 电影票房已高于疫情前同期	16
图表 23: 乘用车销售在 5 月继续放缓	16
图表 24: 消费者信心指数已较去年 11 月低点回升 11%	17
图表 25: 储蓄存款余额超过其线性趋势线高达 32 万亿元	17
图表 26: 历史数据显示居民收入增速和经济增速基本保持一致	17
图表 27: GDP 增速的加快可以创造更多就业机会	17
图表 28: 中国出口今年表现远超预期	18
图表 29: 虽然中国对传统两大贸易伙伴(欧美)出口增速继续恶化, 但是对新兴市场出口仍强	18
图表 30: 高科技产品出口降幅明显	19
图表 31: 中国出口增速和全国名义经济增速相关性颇高	19
图表 32: 中国对各类产品出口累计同比	19
图表 33: 除农产品之外, 其他几类主要进口产品增速明显放缓	20
图表 34: 中国对机电产品和高新技术总进口与出口息息相关	20
图表 35: 虽然原油价格预计仅微降, 但是环比依然维持高跌幅	21
图表 36: 占服务贸易逆差 80% 以上的旅游贸易逆差预计防疫措施放松后大幅增加	21
图表 37: CPI 连续 3 个月低于预期, PPI 连续 7 个月落入通缩区间	23
图表 38: 服务业 CPI 虽有上升, 仍远低于疫情前水平, 有望伴随着服务业恢复攀升	23
图表 39: 核心 CPI 从 2 月起稳定维持在 0.6-0.7%, 服务 CPI 稳步上行	23
图表 40: CPI 各分项同比贡献率: 食品贡献减少, 交通通信成拖累	23
图表 41: 交通通信 CPI 下滑显著	24
图表 42: 房地产行业的低迷通过房价影响房租	24
图表 43: 猪价的下行周期至少要维持 14 个月	24
图表 44: 生猪存栏数量在去年 12 月见顶	24
图表 45: 1-4 月财政支出节奏大致和往年相若	25
图表 46: 去年四季度, 央行时隔近三年再发 PSL, 总额达 6300 亿	25
图表 47: 我们估算 2023 年 IMF 口径下的广义赤字率缩小 1.1%	26
图表 48: 4 月信贷略有疲软趋势, 但社融和贷款增速依然维持高位	28
图表 49: 市场利率稳中有降	28
图表 50: 贷款利息下降, 民间投资增速不增反降	28
图表 51: 贷款利率在一季度反弹后有望再降	28
图表 52: 经济重开后, 美元兑人民币汇率一度升值到 6.7 附近	30
图表 53: 社会全面恢复常态化运行后, 股票通曾连续 4 个月录得正流入, 但 3 月开始转负	30
图表 54: 随着股市表现转弱, 股票通自 3 月持续流出资金	30
图表 55: 债券市场在利率倒挂下继续流出	30
图表 56: 近日中间价设定显示央行并没有试图干预汇市, 汇率并未触及浮动上限	30
图表 57: 贸易顺差与人民币 CFETS 指数相关性高	30
图表 58: 受加息不确定性的部分影响, 自去年年中开始市场波动加大	33
图表 59: 金融危机之后, 主要经济体银行业的一级资本充足率显著改善	33

图表 60: 3月美国的银行存款快速流出, 流入货币基金 .....	34
图表 61: 美联储迅速推出银行期限融资计划 (BTFP) 和其他信贷延期工具 .....	34
图表 62: 美联储总资产在缩表时期短暂反弹 .....	34
图表 63: 小银行存款3月中开始的暴跌在4月下半段告一段落 .....	34
图表 64: 贷款在小幅下跌之后也已趋于稳定 .....	35
图表 65: 圣路易斯金融压力指数显示金融压力在4月中后期开始下降 .....	35
图表 66: 受到企业利润下滑的影响, 银行借贷意愿持续下降 .....	36
图表 67: 各部门的贷款增速已经开始显著下滑 .....	36
图表 68: SBOI 指数显示小企业的贷款可得性, 已满足的借款需求已经开始边际修复 .....	36
图表 69: SLOOS 显示企业贷的信用收紧指数在4月仅略微上升 .....	36
图表 70: 美国非农就业4月略微回升, 但3个月移动平均趋势继续向下 .....	37
图表 71: 2023年以来美国裁员人数远超去年同期 .....	37
图表 72: JOLT 职位空缺继续下行, 和失业人数的比率下行到1.8 .....	38
图表 73: 失业率4月再次回落到3.4%, 距离美联储4.5%的2023年年度预测还有较大的差距 .....	38
图表 74: 美国领取失业金人数5月略微下降 .....	38
图表 75: 薪资同比增速不降反升, 短期内依然会对通胀造成压力 .....	38
图表 76: 美国CPI各分项环比增速和环比贡献 .....	39
图表 77: 美国CPI和PCE同比增速进入下滑周期 .....	40
图表 78: 然而核心通胀仍具高粘性 .....	40
图表 79: 美国未来12个月以及5到10年通胀预期 .....	40
图表 80: 服务业和制造业PMI的价格指数在4月均有上升 .....	40
图表 81: CPI各分项中核心商品通胀在低迷了一段时间之后, 4月突然走强 .....	42
图表 82: 领先指标Manheim二手车指数转跌, 二手车高CPI增速或不可持续 .....	42
图表 83: 租金CPI或随Zillow房价和房租指数下行 .....	42
图表 84: 随着暑假到来, 旅游相关服务CPI预计上行 .....	42
图表 85: 核心商品主要分项环比贡献率 .....	42
图表 86: 核心服务主要分项环比贡献率 .....	42
图表 87: 美国GDP各分项季环比增速和对GDP拉动率 .....	43
图表 88: 投资各分项对GDP环比拉动率 .....	43
图表 89: 消费各分项对GDP环比拉动率 .....	43
图表 90: 实际个人服务消费至今未回到趋势线水平, 商品消费有所降温 .....	44
图表 91: 整体零售销售已经开始放缓, 但餐饮类销售依然强劲 .....	44
图表 92: 今年工业增加值数据较为波动, 而产能利用率稳中有降 .....	45
图表 93: 我们认为工业生产会跟随PMI的步伐继续下行 .....	45
图表 94: 库存销售比也上升到2020年9月以来的最高水平 .....	45
图表 95: 制造业新增耐用品订单(不包括交通)开始见顶回落 .....	45
图表 96: 两大主要房地产价格指数分别在1月和2月份止跌回升 .....	46
图表 97: 房贷申请在房贷利率下行中有所改善 .....	46
图表 98: 住房销售, 尤其是新房销售已触底反弹 .....	46
图表 99: 今年以来新房开工和营建许可有所好转 .....	46
图表 100: 加息周期通常导致GDP增速下滑 .....	48
图表 101: 截至5月底利率期货市场隐含6月FOMC会议加息14.8bps, 即加息概率为60% .....	48
图表 102: 目前的美元指数水平高于21世纪以来加息周期结束后的水平 .....	48

图表 103: 10 年-2 年期国债收益率差低位预示后续衰退和降息周期, 或将带动 10 年期收益率下行 .....	48
图表 104: 在过去 NBER 定义的衰退周期中, 10 年期国债收益率均震荡回落 .....	49
图表 105: 通胀下行或继续带动 10 年期盈亏平衡通胀率回落 .....	49

## 2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起

当前的经济走势似乎和年初市场预期的有所不同。美国通胀虽跌但核心通胀仍高，经济数据韧性仍在，离衰退似乎还有很长一段距离。中国经济在防控政策放松后，一季度走出梦幻开局，但自二季度以来，增长动能明显转弱。年初市场所期待的经济增速分化至今尚未出现。这就是导致了一个有趣的现象：尽管经济学家普遍认为美国的经济衰退不可避免，但是美国金融市场表现依然强劲；而中国即使在一季度经济数据远超预期的 4 月中，金融市场也并没有显著变化。

我们预计，中美经济分化将在下半年开始显现。从中国来看，我们认为，目前中国的经济数据，只反映了由积压需求集中释放带来的第一波经济迅速反弹的行情接近尾声，而并不意味着放开后的增长故事已经结束。第二阶段经济复苏将更多依赖于经济内生动能，该过程可能比较缓慢，也需要政策配合扩大有效需求。在政策配合及时的基本假设下，我们认为中国 2023 年全年可实现 5.7% 的经济增速。整体而言，经济可能呈现“K”型复苏：经济环比增速可能在二季度有所下滑，然后在下半年稳步回升。从美国来看，由于目前核心 PCE 仍高，劳动力市场仍偏紧，我们预计美联储在接下来的会议中还会连续加息两次，每次 25 个基点。在 7 月加息结束、美联储继续积极干预潜在小银行倒闭事件的基本假设下，我们认为，银行业危机并不会演变成又一次全球金融危机。高利率环境最终会抑制总需求。然而，相比 2008 年金融危机式的硬着陆，我们更倾向于认为美国经济在此轮加息周期中可以实现软着陆，即在四季度进入温和衰退。因此，下半年或将是中美经济逐渐分化的一个过程，而经济表现的分化，也终将反映在金融市场的表现上。

# 中国经济——疫后经济复苏的故事还在继续吗？

放开后经济复苏动能近期减弱。伴随着二十大的胜利召开和 2022 年底中国防疫政策放开，中国经济在疫情反弹结束之后，于今年一季度迎来梦幻开局。一季度 GDP 增速远超预期，3 月零售增速更是在沉寂已久之后首次突破两位数，尽管从结构上看，复苏仍不均衡（图表 1）。然而，当被疫情抑制的总需求充分释放以后，防疫政策的放松对经济的推动作用显著消退。4 月实体经济数据集体回落（图表 3），CPI 通胀率降至通缩边缘，年轻人失业率首次突破 20%（图表 4），达到历史新高，5 月 PMI 数据亦低于预期（图表 5）。人们不禁要问，疫情后中国的经济复苏故事戛然而止了吗？

比经济数据更需要关注的是信心，需要政策支持。在经济社会全面恢复常态化运行后中国经济和金融市场似乎经历了三个阶段（图表 2）。资本市场在去年 11 月到今年 2 月为中国出乎意料的迅速放开雀跃过，而后对经济数据的好坏似乎都没明显反应。归其原因，是疫情后中国的经济复苏故事还需要注入更多的信心。信心不足不仅会影响资本市场，也会影响企业投资，居民买房和消费。当务之急是适时推出增量政策刺激，避免信心的进一步受挫，从而稳固经济复苏。目前到 6 月数据发布之后的一段时间，或是政策最佳窗口期。我们认为，在经济复苏步入正轨前，货币政策会维持宽松。央行可能会继续使用定量工具（降准、增加信贷投放等）和结构性工具（再贷款）来促增长。我们预计，接下来央行会降低一次存款准备金率 25 个基点，但降低政策利率的可能性不大。财政政策空间则较为有限，但仍可能定向发力促消费，推出税费优惠支持特定行业如先进制造业，并在必要时重启抵押补充贷款（PSL）稳基建。考虑到房地产行业间接或直接影响中国至少 30% 的 GDP，房地产支持政策或将继续升级，直至行业企稳。

我们认为疫后经济复苏的故事远未完结，但节奏可能趋缓。目前的经济数据只能反映由积压需求集中释放引起的第一波经济迅速反弹行情接近尾声，而后的经济复苏将更多依赖于经济内生动能。该过程可能比较缓慢，也需要政策配合扩大有效需求。从居民来看，他们可能要等劳动力市场进一步好转（就业机会增加，工资上涨），才更有信心和实力加杠杆和扩大消费。我们看好蒸蒸日上的服务业，有望持续增加就业机会，但其中可能存在一定的滞后效应。从企业来看，他们或会待市场需求和营商环境显著改善后，才有动力扩大投资，从而创造更多工作机会。相比今年一季度的惊喜表现，二到四季度的经济复苏将会趋于细水长流，经济环比增速可能在二季度有所下滑，并在下半年稳步回升。先抑后扬的经济走势也将反映在通胀和人民币表现上。

我们认为，2023 年全年可实现 5.7% 的经济增速。分季度来看，二季度受益于低基数效应同比增速可能加快到 7.5%，而后随着基数走高，经济增速预计在三季度走低至 4.8%，四季度得益于内生动能的恢复和低基数效应再次反弹到 5.8%（图表 6）。

分行业来看，我们认为下半年的经济复苏结构会更加均衡，但服务业恢复仍是主线（图表 7），预计全年服务业 GDP 增速加快到 7%（2022 年：2.3%，一季度：5.4%），工业增加值可能仅微升至 4.2%（2022 年：3.6%，1-4 月：3.6%）。按支出法看，我们预计下半年的增长主要仍将依托于消费复苏，社会零售总额同比增速有望继续加快到 10%（2022 年：-0.2%，1-4 月：8.5%）；固定资产投资增速或维持现有水平，房地产和制造业投资的略微改善刚好弥补基建投资的下滑；而进出口对经济的贡献接下来可能转负。

图表 1：一季度 GDP 细分数据显示疫后经济恢复不均衡

	同比增速 (%)	对 GDP 同比的拉动 (%)	同比贡献率 (%)	一季度两年平均增速/19 年增速 (%)
GDP	4.5	4.5	100.0	
行业分类				
农业	3.8	0.2	3.6	179.6
工业	2.9	1.0	22.2	89.4
建筑业	6.7	0.3	7.0	69.8
<b>服务业</b>	<b>5.4</b>	<b>3.1</b>	<b>69.5</b>	<b>65.3</b>
交通运输、仓储和邮政业	4.8	0.2	4.2	50.7
批发和零售业	5.5	0.5	11.6	82.5
住宿和餐饮业	13.6	0.2	4.3	127.9
金融业	6.9	0.6	13.8	92.3
房地产业	1.3	0.1	2.0	-15.9
信息传输、软件和信息技术服务业	11.2	0.5	11.2	45.3
租赁和商务服务业	6.0	0.2	4.4	65.3
其他服务业	4.0	0.7	15.7	68.5
支出法				
<b>消费</b>		<b>3.0</b>	<b>66.6</b>	
投资		1.6	34.7	
进出口		-0.1	-1.3	

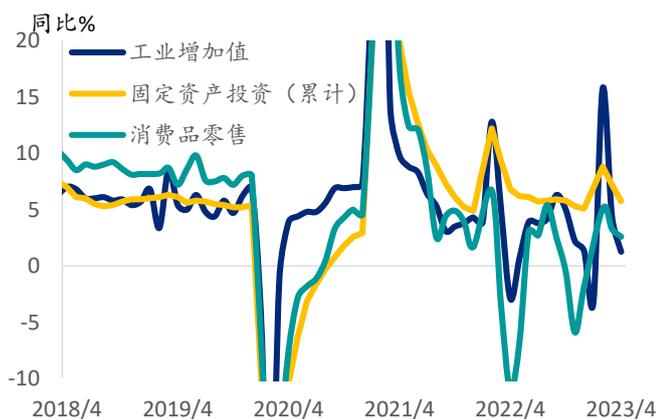
资料来源：Wind，浦银国际

图表 2：市场信心从3月开始转弱



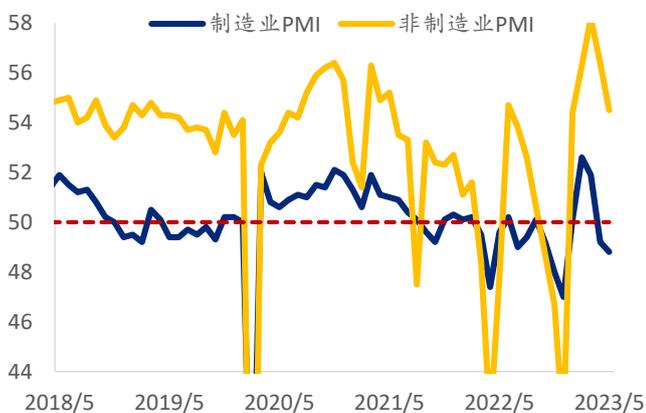
资料来源：Wind，浦银国际

图表 3：4月实体经济数据全面下滑



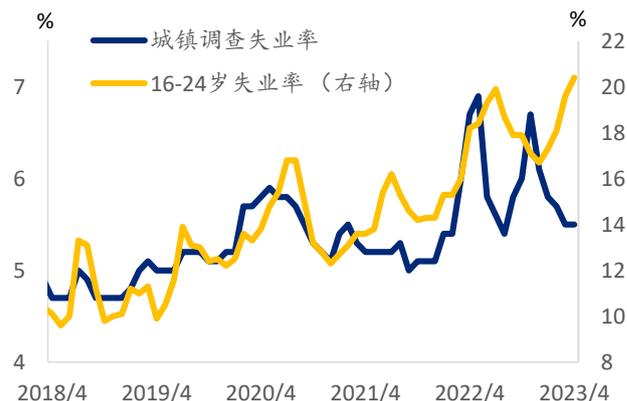
注：为了排除低基数效应，23年数据均采用两年平均增速  
资料来源：Wind，浦银国际

图表 5：5月制造业和非制造业 PMI 均继续下行



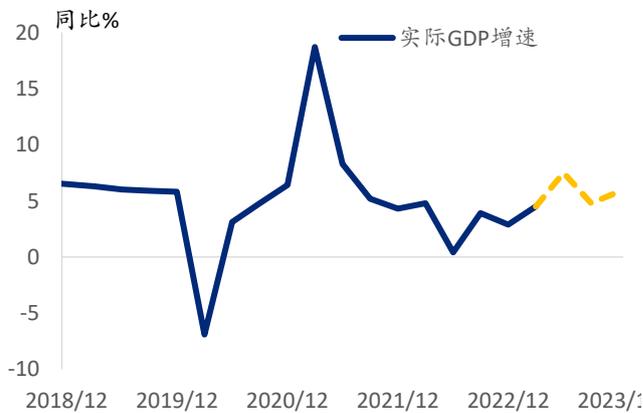
资料来源：Wind，浦银国际

图表 4：16-24 岁年轻人的失业率再次抬升，创历史新高



资料来源：Wind，浦银国际

图表 6：2023 年二至四季度 GDP 同比增速预计为 7.5%、4.8%和 5.8%



注：2023 年二至四季度为浦银国际预测。  
资料来源：Wind，浦银国际

图表 7：中国宏观经济关键数据及预测（2019-2024E）

指标名称	单位	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
实际 GDP 增速	同比%	6.0	2.2	8.4	3.0	5.7	5.0
最终消费贡献	百分点	3.5	-0.2	4.9	1.0	4.5	3.5
资本形成	百分点	1.7	1.8	1.7	1.5	1.7	1.6
净出口	百分点	0.7	0.6	1.8	0.5	-0.5	-0.1
名义 GDP 增速	同比%	7.3	2.7	13.4	5.3	7.0	7.1
工业增加值	同比%	5.7	2.8	9.6	3.6	4.2	4.5
第三产业 GDP 增速	同比%	7.2	1.9	8.5	2.3	7.0	6.0
固定资产投资	同比%	5.4	2.9	4.9	5.1	4.7	5.0
社会消费品零售	同比%	8.0	-3.9	12.5	-0.2	10.0	6.8
出口	同比%	0.5	3.6	29.6	7.0	-0.5	2.0
进口	同比%	-2.7	-0.6	30.1	1.0	0.0	3.0
贸易差额	亿美元	4,211	5,240	6,704	8,770	8,590	8,490
经常账户顺差	占 GDP%	0.7	1.7	1.8	2.3	1.3	1.0
GDP 平减指数	同比%，平均	1.2	0.5	4.6	2.2	1.3	2.1
CPI	同比%，平均	2.9	2.5	0.9	2.0	1.8	2.1
PPI	同比%，平均	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-1.1	2.2
赤字率	占 GDP%	-2.8	-3.7	-3.1	-2.8	-3.0	-3.0
M2	同比%，年末	8.7	10.1	9.0	11.8	10.5	9.0
贷款余额	同比%，年末	12.3	12.8	11.6	11.1	11.0	10.1
新增人民币贷款	万亿	16.8	19.6	19.9	21.3	23.5	23.9
社会融资总额增速	同比%，年末	10.7	13.3	10.3	9.6	10.1	9.8
政策利率（1 年期 MLF）	%，年末	3.3	3.0	3.0	2.8	2.8	2.8
存款准备金率（大型银行）	年末	13.0	12.5	11.5	11.0	10.5	10.5
10 年国债收益率	年末	3.2	3.2	2.8	2.9	3.1	3.1
美元兑人民币汇率	年末	7.0	6.5	6.4	7.0	6.7	6.8

E=浦银国际预测

资料来源：Wind，浦银国际

## ● 经济三架马车的前景如何？

### 投资整体难有起色，结构预计有所微调

投资或稳定在现有增速。固定资产投资累计同比仍在 4 月继续下滑到 4.7% (3 月: 5.1%, 图表 8), 三大组成部分 (制造业, 房地产, 基建) 齐跌。环比跌幅边际收窄 (4 月: -0.6%, 3 月: -0.8%)。从高频数据来看, 投资 5 月或仍疲软: 和房地产以及基建投资较为相关的石油沥青装置开工率以及粗钢产量均在 5 月走弱 (图表 10, 图表 11)。展望下半年, 我们估计固定资产投资结构有所微调, 整体仍较难有起色。全年固定资产投资增速预计将稳定在 4.7% 附近 (2022 年: 5.1%), 投资预计将贡献全年 GDP 1.7 个百分点。细分来看:

### ● 制造业 (↑)

伴随着 PPI 通缩 (图表 9), 以及央行设备更新改造专项再贷款的支持作用的淡出, 制造业投资增速从 3 月的 7% 累计同比下滑到 4 月的 6.4%。我们认为随着 PPI 在二季度见底后回升, 企业家信心的恢复及政策支持, 制造业投资增速有望回升。不过回升幅度受外需减弱制约, 可能仅小幅上升至 7.5%。

### ● 基建 (↓)

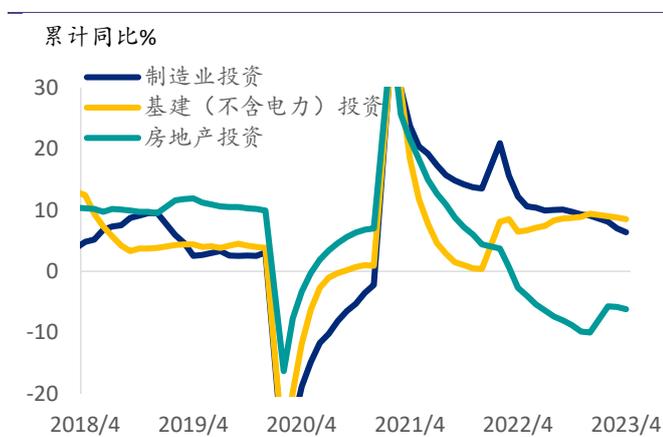
部分受政府工作报告制定的相对保守务实的财政刺激的影响, 基建投资累计同比 4 月再度小幅下滑 0.3 个百分点至 8.5%。展望未来, 几大融资渠道的局限性仍将牵制基建投资: 第一, 地方专项债配额低于去年 (2023 年: 3.8 万亿, 2022 年: 4.15 万亿), 6-12 月剩下的配额 (约 1.8 万亿) 亦低于去年同期发行的 2 万亿 (图表 12)。第二, 土地出让金收入增速即使在 2 月已见底, 亦很难迅速反弹 (图表 13)。在此轮房地产调控之前, 土地出让金收入占到地方政府财政收入 30% 以上, 是基建投资的主要融资来源, 而今该比例已经下滑到 20% 以下。第三, 之后城投债融资也很难弥补专项债和土地出让金的下降。政府今年一再重申要加强地方政府债务管理, 严控新增隐性债务。再加上近期的城投债风波事件, 市场对局部地区城投债违约的担忧加深, 城投债净融资在 5 月转负 (图表 14)。然而由于经济恢复的基础并不稳固, 政府还可能通过财政工具 (如 PSL) 来支持基建投资。综合考量之下, 我们预计基建投资增速 (不含电力) 到年底或将下滑到 7%。

### ● 房地产 (↑)

房地产行业数据 4 月亦全面走弱。首先, 房地产投资累计同比跌幅 4 月继续扩大至 -6.2% (图表 15)。其次, 虽然统计局修改了口径,

公布的房产销售累计同比持续改善，但是我们根据累计值计算的商品房销售面积同比跌幅在4月扩大。唯一积极的变化可能是房价继续上涨（图表 16），尽管除一线城市外涨幅有所减缓。5月高频数据显示，30 中大城市房产销售仍无明显改善（图表 17）。我们倾向于认为 4-5 月房产销售的不景气是因为之前积压的刚需集中释放后的短期调整，房产销售仍处在波动式恢复期，仍需要更多的政策支持。在政策支持、经济好转以及居民收入和信心恢复的大背景下，我们认为，这种波动式恢复终将在今年某个时点（最晚或在三季度末）迎来更加明确的稳企。由于房地产投资滞后于房地产销售周期大约半年，即便销售开始稳企，房地产投资恢复还需时日。我们预计，全年房地产投资或仍将减少 5%。

图表 8: 3月起固定资产投资增速全面下滑



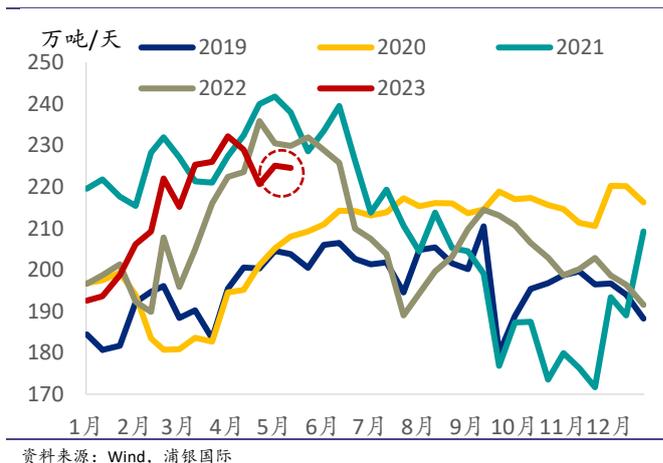
图表 9: 中国制造业投资受 PPI 通缩拖累



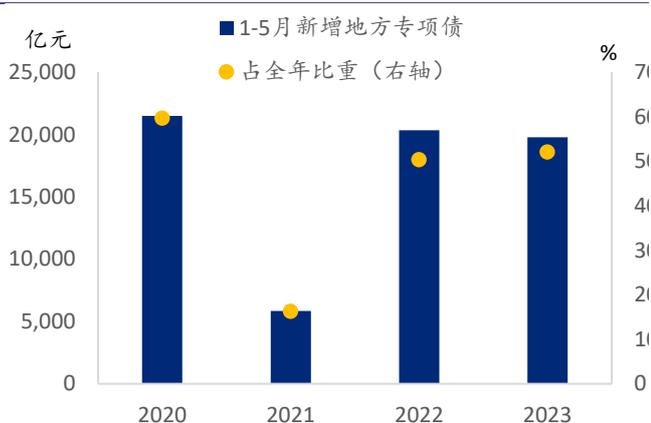
图表 10: 石油沥青装置开工率在 2023 年仍低于历年同期，且在 5 月明显走弱



图表 11: 粗钢产量在 2023 年 5 月走弱



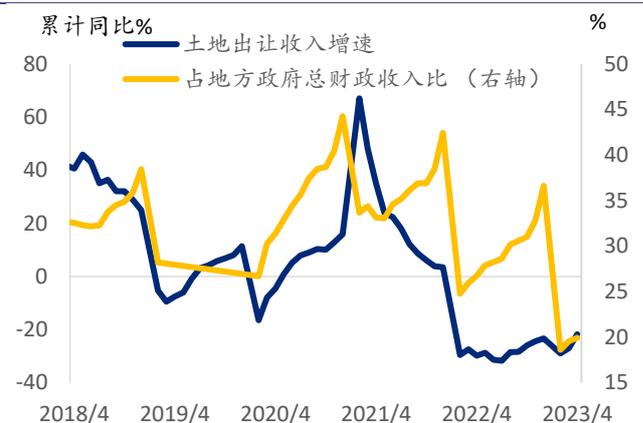
图表 12: 地方专项债发行今年已过半



注: 4-5月新增地方专项债数据财政部尚未发布, 用 Wind 地方专项债净融资代替, 5月数据截止5月29日

资料来源: Wind, 浦银国际

图表 13: 土地出让收入下滑, 对地方财政收入贡献减少



资料来源: Wind, 浦银国际

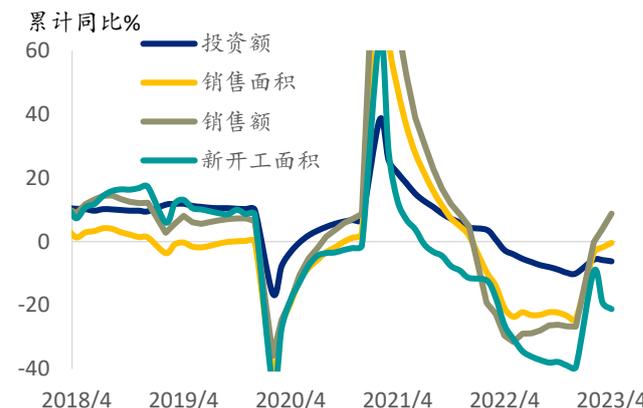
图表 14: 对违约的担忧影响城投债融资



注: 城投债净投资和利率数据均截止5月29号

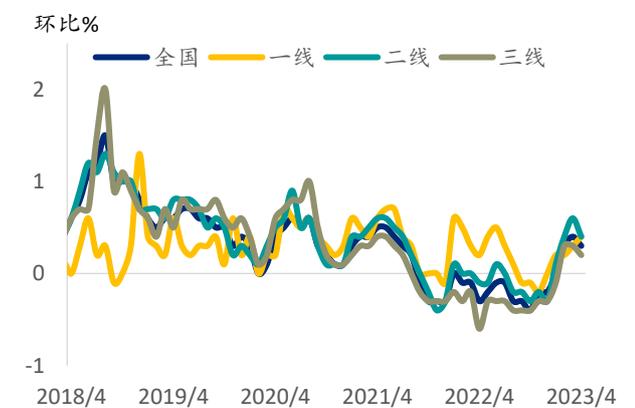
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 15: 房地产投资继续下滑, 销售恢复较为波折



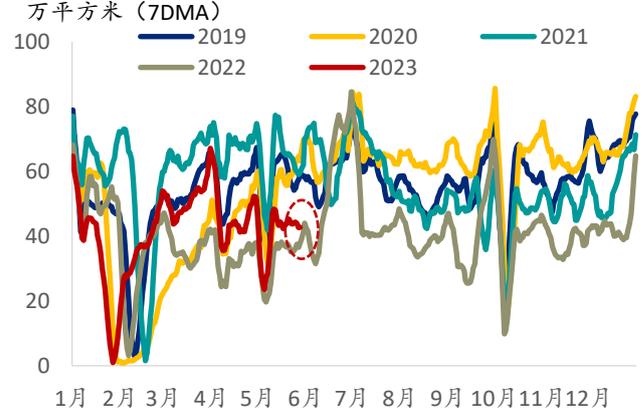
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 16: 房价继续走高, 但是环比增速4月略跌



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 17: 30大中城市商品房成交黄金周后改善



资料来源: Wind, 浦银国际

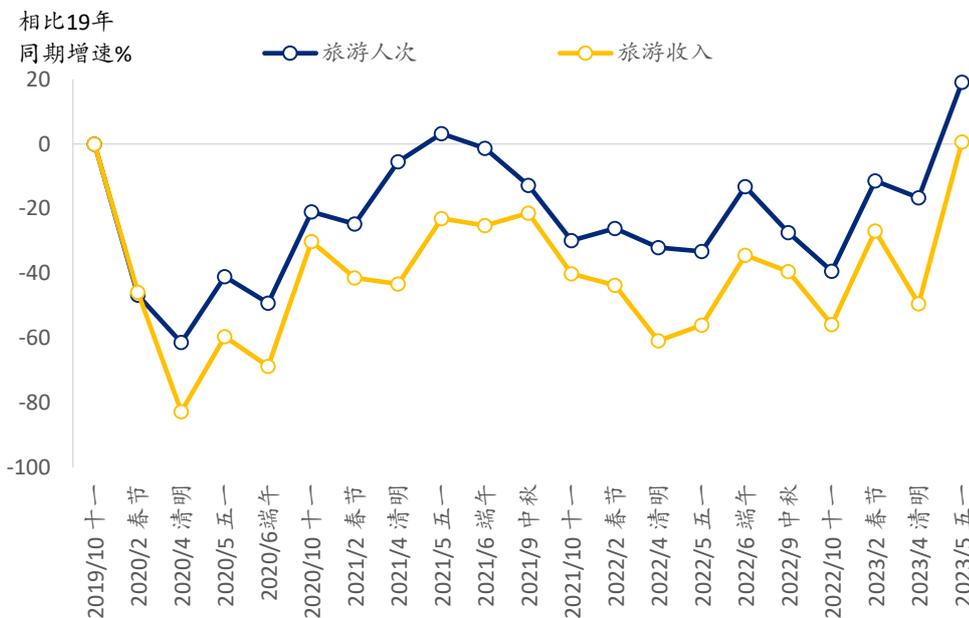
## 消费仍是经济增长最大推动力

消费复苏持续，但上升势头有所放缓。4月零售同比增速的加快主要得益于低基数效应，环比增速从3月的0.8%下滑到4月的0.5%。与此同时，复常后的第一个黄金周 - 五一劳动节假日出游人数在疫情后首次超2019年同期（高达19%，图表18），然而人均消费却依然低了10%。整体上看，之前受疫情影响被抑制的消费需求大部分已得到释放。

结构上看，服务消费复苏明显快于商品消费。分行业看，受疫情拖累严重的餐饮业复苏明显领先于商品零售（图表19）。商品零售内走势则分化明显。必需品中，能源类消费一枝独秀，随着经济活动的恢复，对能源的需求也开始水涨船高。我们较为看好的自选消费中，金银珠宝和服装鞋帽复苏最为显著。前者或得益于投资机会的缺乏，居民多选择购买黄金保值；而后者则伴随着疫后旅游出行类消费的“报复性”恢复。随着新能源汽车补贴的退出，汽车销售疲弱。而受房地产行业疲软的拖累，住房相关零售依然维持低个位数或负增长。

高频数据显示，不平衡的消费恢复在5月继续：服务消费方面，地铁客运量恢复疫情前水平且趋于稳定（图表20，图表21），电影票房更是远高于2019年同期水平（图表22）。但是耐用品消费，比如汽车销售继续放缓（图表23）。

图表 18：复常后的第一个黄金周出游人数自疫情开始后首次超 2019 年同期



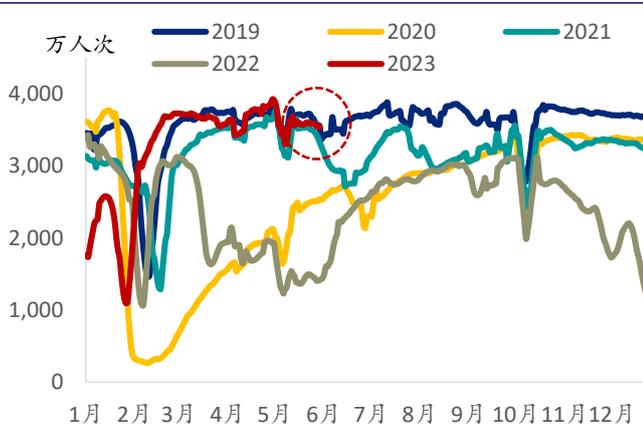
资料来源：文化和旅游部，Wind，浦银国际

图表 19：在消费品零售内，餐饮业复苏领先于商品零售

	23年4月			23年1至4月			
	同比增速 (%)	两年平均 (%)	19年同期 (%)	累计同比增速 (%)	两年平均 (%)	19年同期 (%)	两年平均/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	18.4	3.7	7.2	8.5	4.2	8.0	51.9
餐饮	43.8	10.6	8.5	19.8	7.4	9.3	79.0
商品零售	15.9	3.1	7.0	7.3	3.9	7.9	48.7
必需品							
粮油、食品、饮料、烟酒类	5.2	5.8	8.2	8.2	8.8	9.2	95.1
日用品类	10.1	0.0	12.6	6.2	4.4	15.3	28.4
能源类	13.5	9.1	0.1	11.0	13.4	3.1	430.6
自选消费							
服装鞋帽针纺织品类	32.4	4.8	-1.1	13.4	3.7	2.2	168.2
化妆品类	24.3	1.0	6.7	9.3	2.9	10.0	28.5
金银珠宝类	44.7	9.0	0.4	18.5	9.4	2.2	425.0
通讯器材类	14.6	-3.6	2.1	-1.5	-1.6	8.0	-19.4
汽车类	38.0	3.2	-2.1	5.4	-1.5	-3.1	48.4
住房相关							
家用电器和音像器材类	4.7	-1.7	3.2	-0.3	1.1	6.6	15.9
家具类	3.4	-5.3	4.2	4.3	-2.3	4.8	-47.9
建筑及装潢材料类	-11.2	-11.5	-0.3	-4.5	-2.6	5.8	-44.8

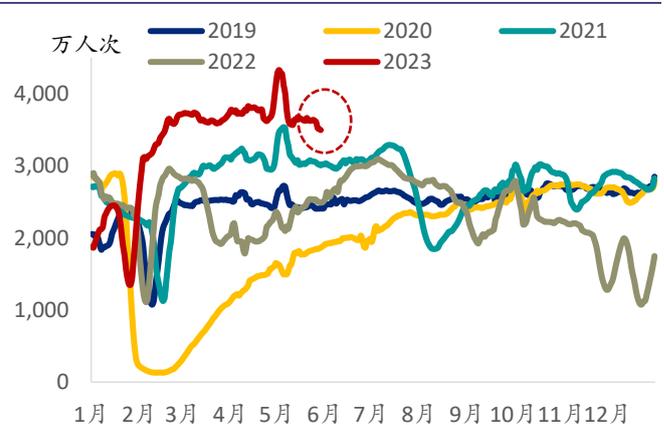
资料来源：Wind，浦银国际

图表 20：一线城市地铁客运量已恢复至 2019 年水平



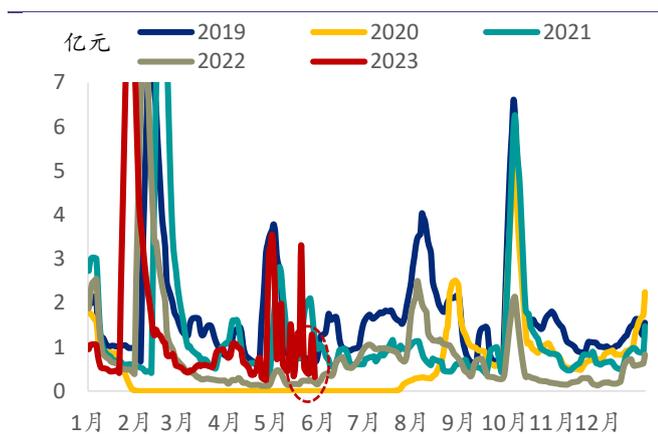
资料来源：Wind，浦银国际

图表 21：二线城市地铁客运量已远超疫情前水平



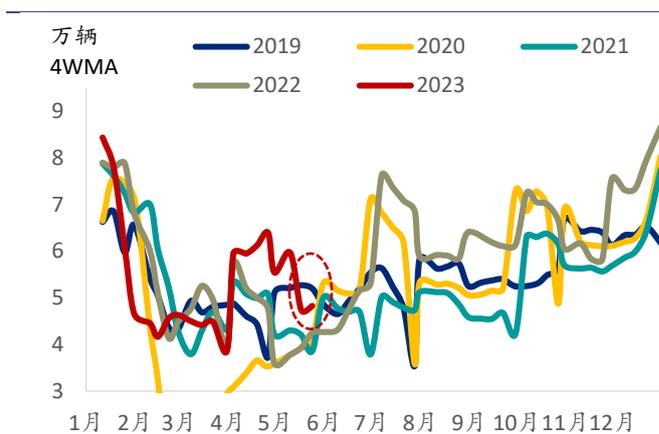
资料来源：Wind，浦银国际

图表 22：电影票房已高于疫情前同期



资料来源：Wind，浦银国际

图表 23：乘用车销售在 5 月继续放缓

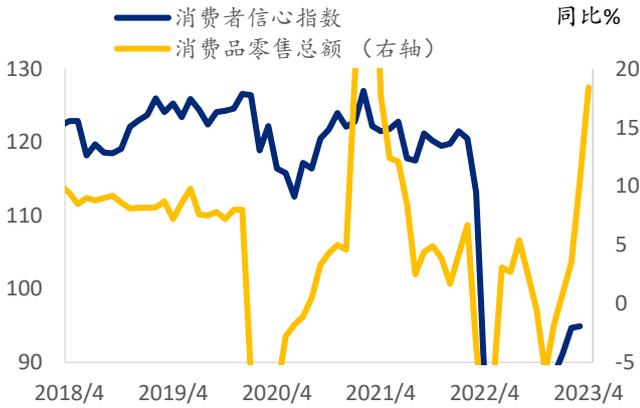


资料来源：Wind，浦银国际

随着信心的逐渐恢复，我们认为消费复苏将在波折中继续前行。虽然放开防疫措施后由压抑需求释放带动的复苏势头有所减退，但是我们注意到影响消费的几大主要因素仍在往向好的方向发展：**1. 信心** - 消费者信心指数已较去年 11 月低点回升 11%（图表 24），并有望继续攀升；**2. 储蓄** - 持续了三年已久的疫情抑制了居民消费意愿，并导致了超额储蓄的堆积。截止今年 4 月，储蓄存款余额超过其线性趋势线高达 32 万亿元（图表 25）；**3. 就业和收入** - 新增就业和居民收入增速在一季度均有边际改善。历史数据显示经济增速的加快往往会带来就业和收入的改善（图表 26），从而支持消费。当然 4 月零售数据和五一黄金周旅游数据显示消费的复苏并非一帆风顺，三年疫情带来的“伤痕效应”还需要更多的政策支持来抚平。我们预计政府之后会出台政策鼓励耐用品和服务消费。在政府出手促消费和房地产销售企稳的前提下，我们预计，2023 年消费品零售增速将从去年的小幅下跌恢复到 10%（5-12 月平均增速 10.7%）。10% 的增速看起来很高，但是 2 年平均增速 4.9% 仅比 2020-2021 年疫情时期平均增速快 0.6 个百分点，仍远低于疫情前增速（2019 年：8%）。最终消费或对今年 GDP 的贡献 4.5%（2022 年：1%，一季度：3%），成为经济复苏最重要的中坚力量。

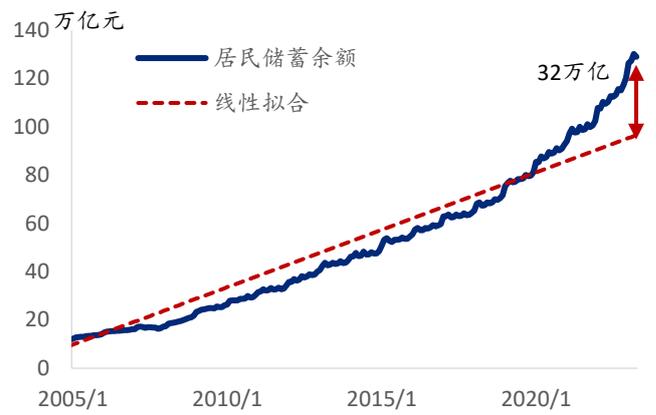
分行业看，我们较为看好除耐用品外的可选消费和服务消费。这些行业之前受疫情拖累最大，而今放开后同样会得益最多。我们预计全年服务业 GDP 增速有望从去年的 2.3% 反弹到 7%，但是两年平均的 4.7% 仍低于 2020-2021 年时期的 5.2%。耐用品消费也可能受益于居民资产负债表的改善，但改善空间有限。首先，若未推出新的购置税优惠，汽车零售随着新能源汽车补贴的退出可能会持续低迷。其次，通信技术并未实现从 5G 到 6G 的突破，手机换新需求有限。再者，房地产行业尚未企稳，影响家电需求。从这个角度看，我们认为有必要适时推出政策促进耐用品消费。

**图表 24: 消费者信心指数已较去年 11 月低点回升 11%**



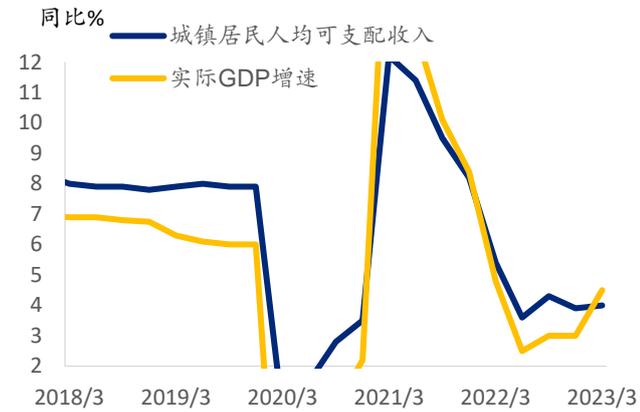
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 25: 储蓄存款余额超过其线性趋势线高达 32 万亿元**



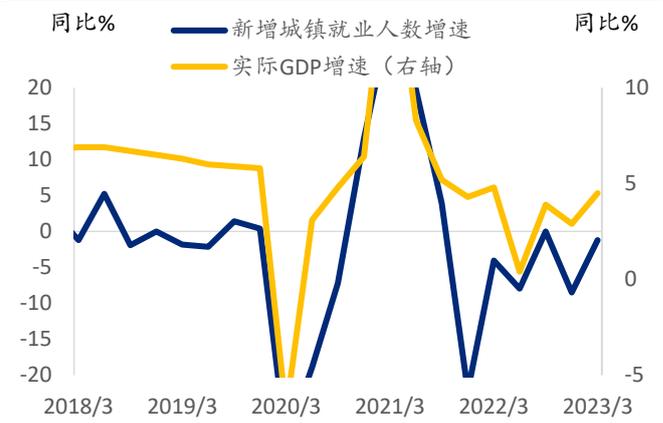
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 26: 历史数据显示居民收入增速和经济增速基本保持一致**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 27: GDP 增速的加快可以创造更多就业机会**



资料来源: Wind, 浦银国际

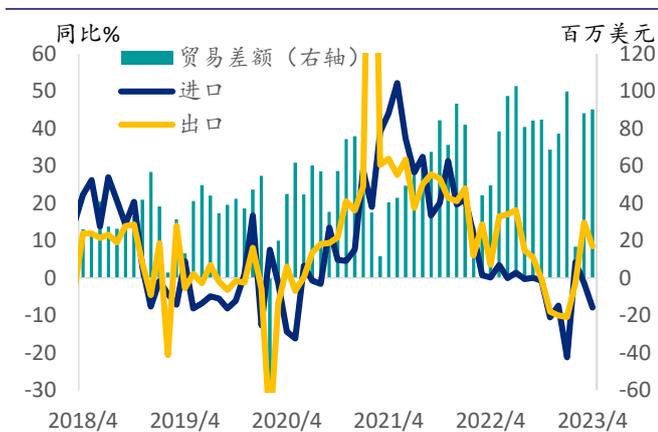
## 保持强出口难度较大，进出口对 GDP 贡献全年预计转负

对外贸易可能是前四个月表现最超预期的部门。中国出口前四个月录得同比+2.5%增速，连续3个月好于预期，也远高于去年11-12月的同比约-10%（图表28）。中国出口的优异表现，除了由于之前疫情影响生产、订单延后，也归功于多元化和分散化的贸易策略：

- 分国家来看，虽然中国对传统两大贸易伙伴——美国和欧盟的出口继续恶化，但对新兴市场出口仍强——2023年至今，中国对东盟的出口同比增长高达14.2%（图表29），超远2.5%的整体出口增速，继续受益于东盟的疫后复苏和区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）的签订。向印度的出口有所下滑但仍维持约4%的正增速。
- 分产品来看，出口新势力——新能源汽车及电池，以及若干传统出口产品（箱包，钢铁制品）的强势表现继续支撑出口（图表32）。伴随着全球科技下行周期，高新技术出口以及手机芯片等出口降幅明显（图表30）。

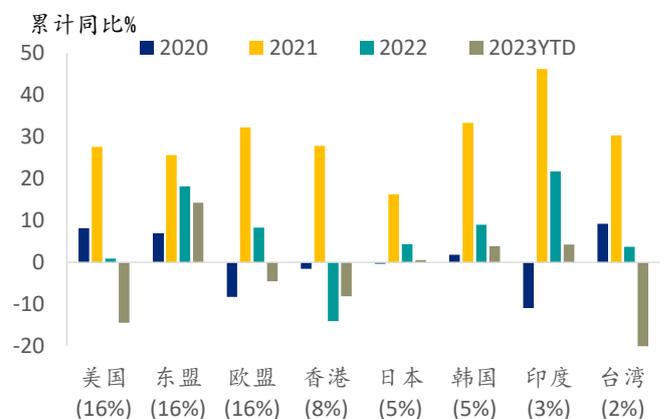
展望下半年，我们认为目前出口的高增速不可持续，2023年全年出口增速预计在-0.5%。即使欧美加息进程接近尾声，居高不下的利率水平仍将继续抑制外需，拖累出口，尤其是占中国贸易顺差超过一半的美国预计在四季度陷入衰退。虽然积极开拓新兴市场对出口能起到一定支撑作用，但从体量上来说，仍不足以弥补欧美两大市场的损失。不过，我们也不认为中国出口会再现2008年金融危机时期的暴跌态势。一方面，IMF预计今年全球经济增速为2.8%，远高于金融危机时期的-0.1%。加上高通胀因素，和中国出口增速相关性高的名义经济增速更是远高于金融危机时期（图表31）；另一方面，多元化的贸易策略，尤其是积极培育出口新势力，也将继续支撑出口。整体而言，我们预计出口增速可能会从2022年的7%下滑到2023年的-0.5%。5-12月出口增速平均在-1.8%。

图表 28：中国出口今年表现远超预期



资料来源：Wind，浦银国际

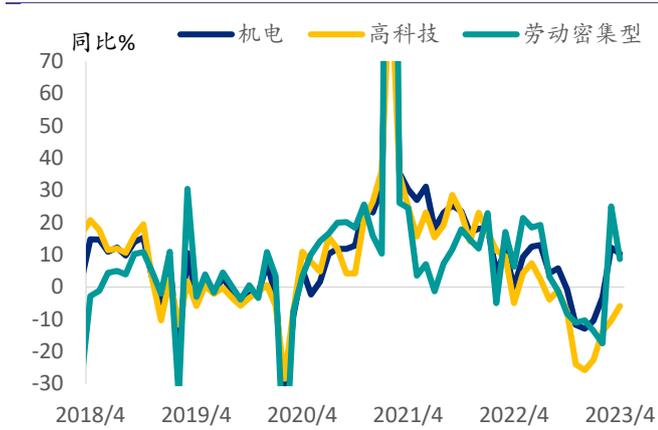
图表 29：虽然中国对传统两大贸易伙伴（欧美）出口增速继续恶化，但是对新兴市场出口仍强



注：括号内为该国出口占中国2022年全年出口比例

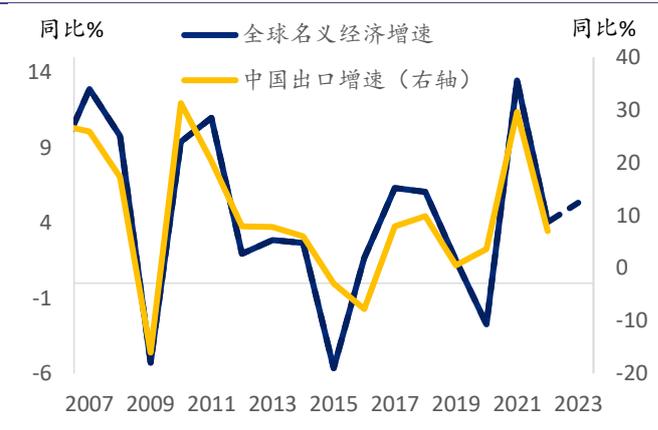
资料来源：Wind，浦银国际

图表 30: 高科技产品出口降幅明显



资料来源: CEIC, 浦银国际

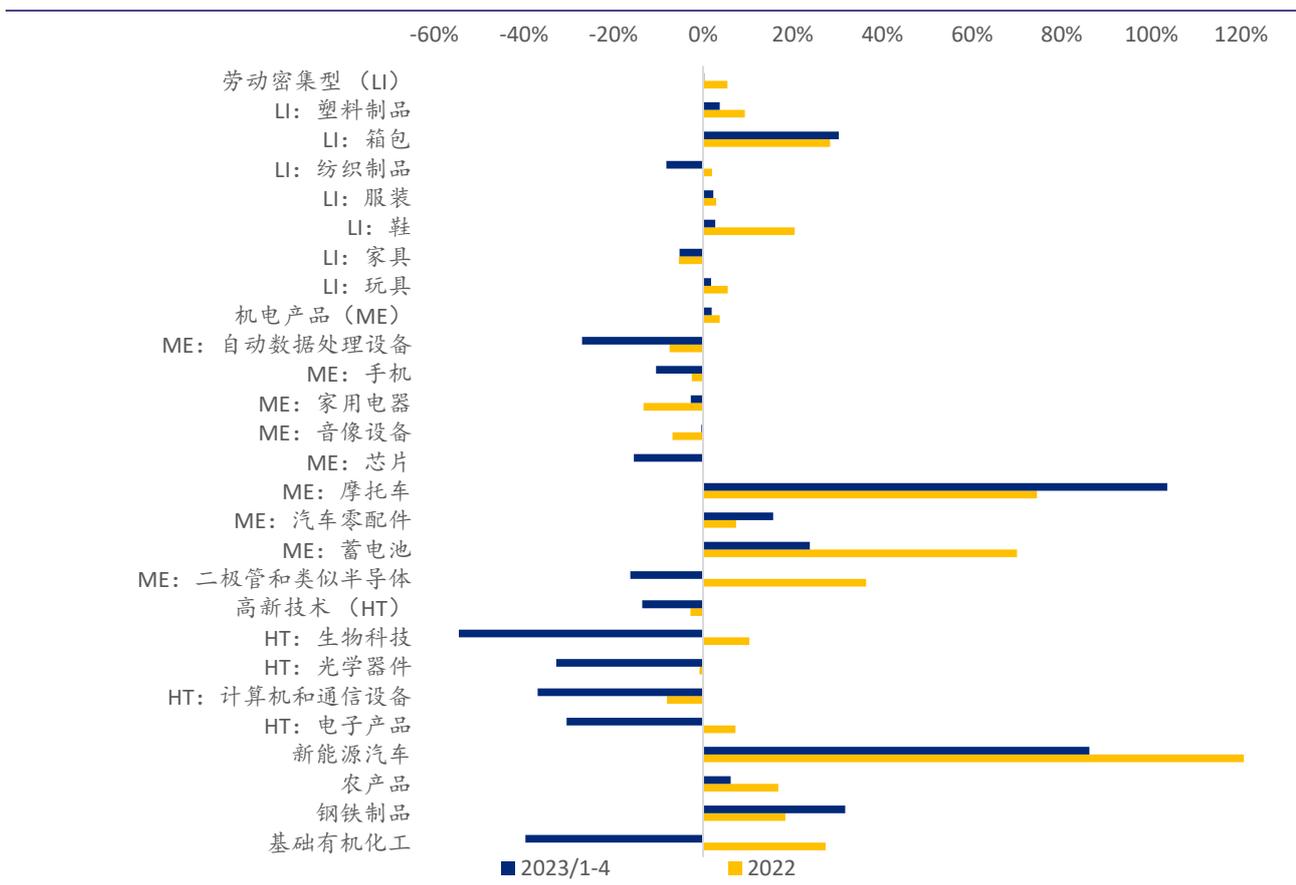
图表 31: 中国出口增速和全国名义经济增速相关性颇高



注: 虚线为 IMF 对 2023 年全球名义经济增速的预测。

资料来源: Wind, CEIC, 浦银国际

图表 32: 中国对各类产品出口累计同比



资料来源: Wind, 浦银国际

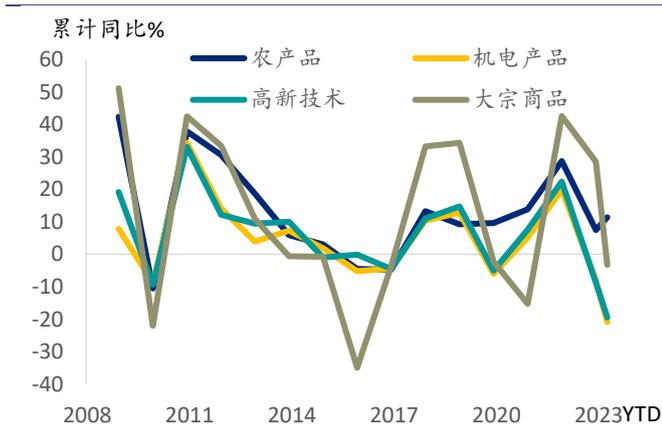
进口恢复不及预期，内需依然薄弱。防疫政策放松后，消费和服务的恢复远高于工业和投资，这一点也反映至进口数据上（进口增速迄今为止同比跌了-7.3%）：首先，大宗商品进口急剧下滑，累计同比从 2022 年的 28.5% 大幅回落至 2023 年至今的 -3.3%（图表 33）。除了价格因素，我们相信投资疲弱（尤其房地产投资）也是主要原因。其次，机电产品和高

新技术的进口增速均滑落至负区间，虽然这两类进口很多是中间品进口被用于再出口，外需减弱会影响其进口（图表 34），但将两类产品的进出口放到一起看，我们发现出口增速仍明显强于进口，侧面反应了中国内需仍较弱。

我们预计进口增速之后或会随着内需恢复而逐渐改善，但改善幅度或比较有限，主要受以下三因素影响：**第一**，据彭博统计的预测均值，油价在今年接下来的时间会略微下滑。转成同比数据意味着油价每季度同比依然至少会跌 10%（图表 35），影响占到中国进口 10% 以上的原油产品的进口价值。**第二**，机电产品和高新技术出口的走弱可能会继续拉低相关进口。**第三**，消费和服务驱动的经济复苏对进口的提振作用本身就小于投资驱动。我们预计，全年进口增速或回到 0%（1-4 月：-7.3%），5-12 月进口增速或将恢复到 3.6%。

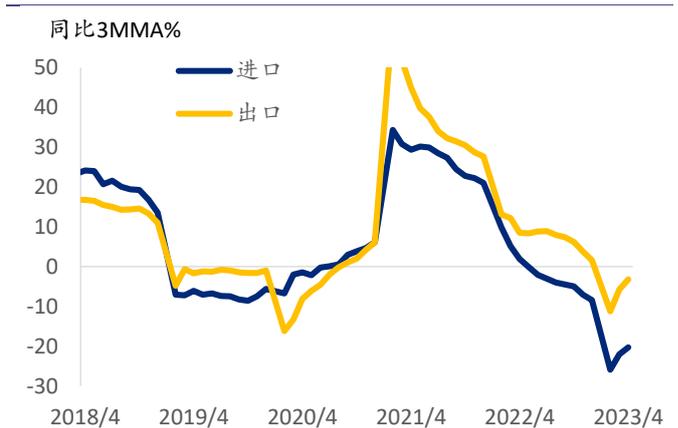
**经常项目顺差可能大幅收窄。**据我们进出口增速的预测，贸易顺差预计收窄到约 8590 亿美元（2022 年：8770 亿）。而服务贸易逆差在疫情管控放开之后可能大幅增加。今年一季度，服务贸易逆差同比增长 144%，与疫情前 2019 年同期相比仅减少 26%。疫情前占到服务贸易逆差 80% 的出境游的恢复是关键因素。随着国际航班逐渐恢复及暑期和十一黄金周到来，之后旅游贸易逆差有望继续拉大。我们预计，服务贸易逆差全年有望恢复到 2019 年不少于九成水平。综合来看，我们估计经常项目顺差占 GDP 比重会从 2022 年的 2.3% 降到 2023 年的 1.3%。进出口对 GDP 的贡献从 2022 年的 +0.5% 转到 2023 年的 -0.5%。

**图表 33：除农产品之外，其他几类主要进口产品增速明显放缓**



资料来源：Wind，浦银国际

**图表 34：中国对机电产品和高新技术总进口与出口息息相关**



资料来源：Wind，浦银国际

**图表 35: 虽然原油价格预计仅微降, 但是环比依然维持高跌幅**



注: 2Q23 至 4Q23 油价来自 Bloomberg 收集的预测均值  
资料来源: Wind, Bloomberg, 浦银国际

**图表 36: 占服务贸易逆差 80% 以上的旅游贸易逆差预计防疫措施放松后大幅增加**



资料来源: Wind, 浦银国际

## ● 无需过于担心通缩，但下半年通胀水平或仅温和回升

短期内 PPI 通缩仍将持续，但中期有望转正。今年 1 到 4 月 PPI 通缩加剧，从 22 年 4 季度的-1.1%加深到 23 年 1-4 月平均-2%（图表 37）。其一，高基数依然影响着 PPI 同比变化，22 年 1-4 月平均 PPI 高达 8.6%。其二，后疫情时代工业品供给的恢复速度明显快于需求。其三，对 PPI 历来影响颇大的原油价格虽然今年以来相对稳定，但是从同比来看价格跌幅超过 20%。我们估算 1 个百分点的油价变化可能会影响~10%的 PPI，那么仅 20%的油价同比跌幅可能就已经拉低了 1-4 月 PPI 高达 2 个百分点。展望未来，短期内以上三个因素仍将拖累 PPI 继续处于通缩区间。然而中期随着供需缺口趋于收敛，基数下降及油价拖累作用的减弱（图表 35），我们认为 PPI 从四季度开始有望转正，全年 PPI 有望落在-1.1%（5-12 月 PPI 平均在-0.7%）。

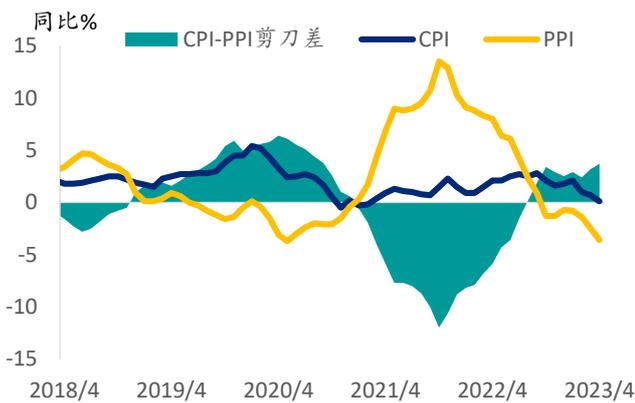
低迷的 CPI 数据反映了经济复苏不均。CPI 同比从去年四季度的 1.8%继续减速到今年 1-4 月平均 1%，4 月单月更是跌至 0 附近，通缩担忧加剧。细分来看，出行正常化后服务价格温和上升，却并不足以抵消以下三因素的拖累：**1）**食品对 CPI 支撑作用随着猪肉价格进入下行周期而减弱。**2）**交通通信 CPI 同比大跌。一方面，原油价格同比显著下跌导致交通工具燃料 CPI 同比 4 月跌至-10.4%。排除了能源和食品的核心 CPI 从 2 月起稳定维持在 0.6-0.7%（图表 39）。另一方面，由于耐用品消费（手机和汽车）低迷，交通和通信工具 CPI 同比跌幅亦有所扩大（图表 40）。**3）**房地产行业的低迷通过房价影响房租 CPI，连续 12 个月同比下跌（图表 42）。

**CPI 短期仍承压，中期有望随着经济内生动能增强而温和回升。**我们赞同人民银行的观点，当前中国经济并没有进入通缩。即便 CPI 接下来有个别月份跌至 0 以下，也将是暂时的。我们预计全年 CPI 会落在 1.8%附近，5-12 月 CPI 平均在 2.2%。细分来看：

- **猪肉价格（↓）**——此前拖累 CPI 的猪肉价格预计将继续拖累食品 CPI。猪肉以及相关产品在整体 CPI 的比重不到 5%，但因为猪肉价格周期的高波动性，猪肉价格和食品 CPI 高度相关。此轮猪价上行周期已在去年 10 月见顶，猪肉价格开始走弱。我们研究了之前几轮猪价周期，发现猪价的下行周期至少要维持 14 个月（图表 43）。与此同时，生猪存栏数量在去年 12 月见顶创历史最高水平后，才刚开始回落（图表 44）。综合考虑之下，我们认为今年接下来的绝大部分时期，猪价仍将处于下行周期，进而拖累食品 CPI。

- **交通通信价格**（短期↓中期↑）——下行可能是暂时的：一方面，油价对交通通信 CPI 的拖累作用在下半年有望减弱，另一方面，伴随着经济内生动能的增强，汽车和手机消费也将从中受益。
- **基数效应**（短期↓中期↑）——去年 9 月前个别月份基数较高。
- **服务价格**（↑）——随着居民资产负债表的恢复，我们认为服务业的复苏会从局部延展至整体。占到 CPI 比重近 40% 的服务 CPI 预计继续攀升，成为支撑今年 CPI 的最大助力。我们预计服务 CPI 可以从 2022 年的 0.8% 恢复到 2% 以上。
- **房租**（↑）——随着房地产行业稳企，房价的改善也会推动房租 CPI 恢复。

**图表 37: CPI 连续 3 个月低于预期, PPI 连续 7 个月落入通缩区间**



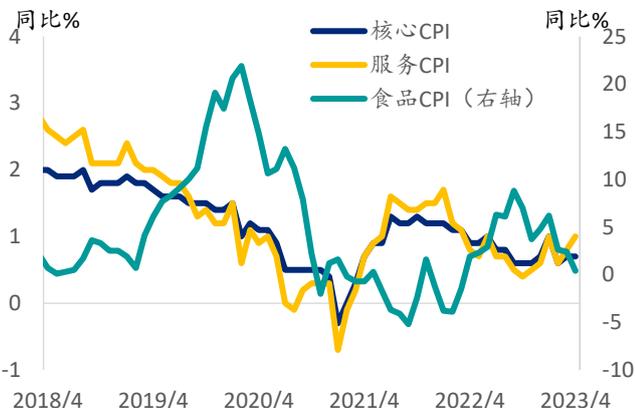
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 38: 服务业 CPI 虽有上升, 仍远低于疫情前水平, 有望伴随着服务业恢复攀升**



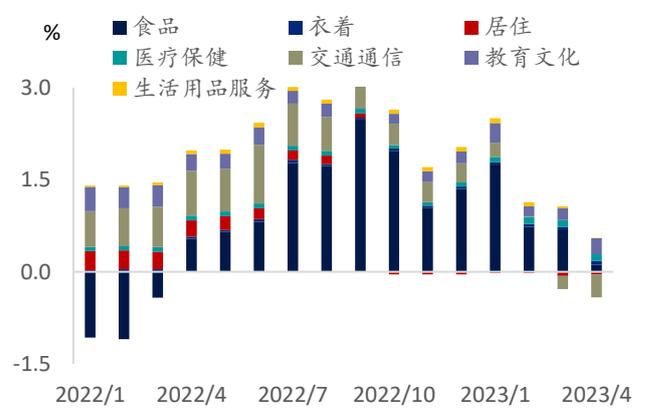
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 39: 核心 CPI 从 2 月起稳定维持在 0.6-0.7%, 服务 CPI 稳步上行**



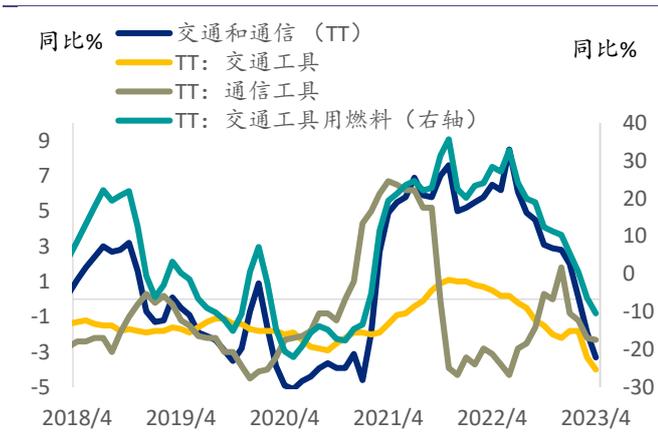
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 40: CPI 各分项同比贡献率: 食品贡献减少, 交通通信成拖累**



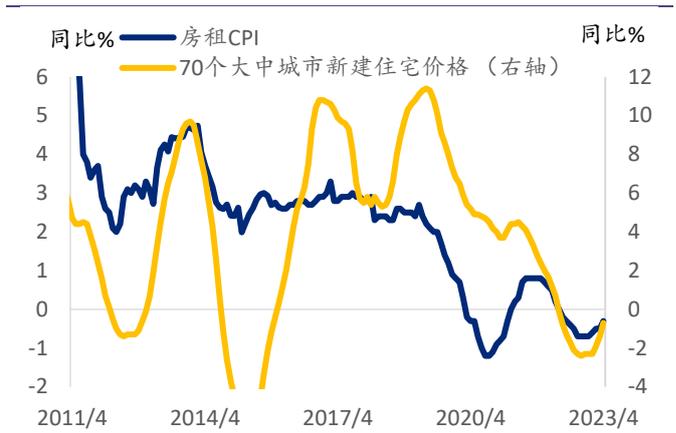
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 41: 交通通信 CPI 下滑显著



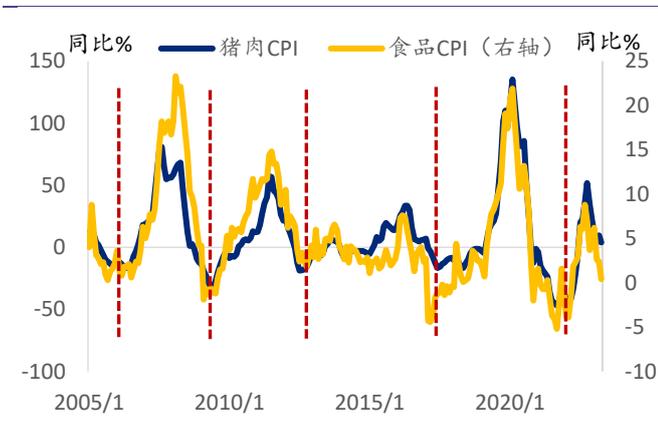
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 42: 房地产行业的低迷通过房价影响房租



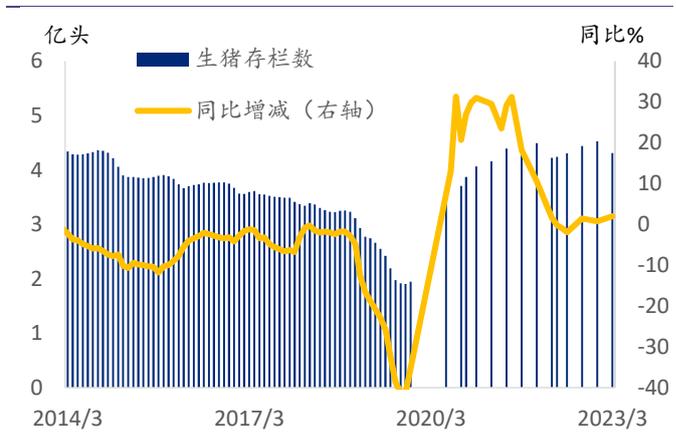
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 43: 猪价的下行周期至少要维持 14 个月



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 44: 生猪存栏数量在去年 12 月见顶



资料来源: Wind, 浦银国际

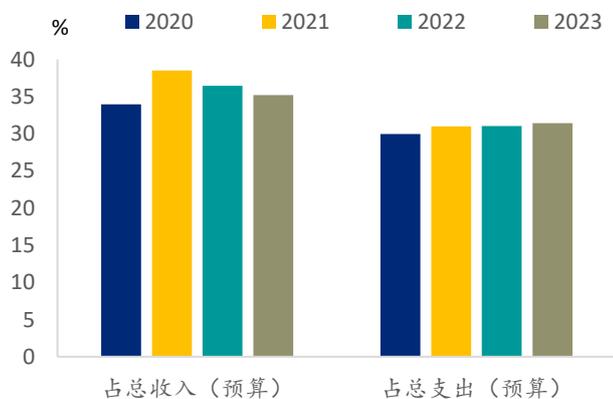
## ● 政策支持正当时，但大水漫灌式刺激可能性低

目前经济急需政策支持重振市场信心。信心不足不仅会影响资本市场，也会影响企业投资，居民买房和消费，形成恶性循环。当务之急是增量政策刺激的出台防止信心的进一步恶化，稳固经济复苏。目前到6月数据发布之后的一段时间应该是政策最佳窗口期。我们认为货币，财政，房地产政策需协同发力，但是大水漫灌式刺激的可能性很低。

财政刺激空间有限，将向薄弱环节定向发力。三年疫情极大地消耗了财政余粮，叠加对地方政府债务的担忧，今年两会制定了相对保守和务实的财政预算。我们估算，2023年IMF口径下的广义赤字率缩小了1.1%，即使狭义赤字率上升了0.2个百分点到3%（图表47）。在执行方面，1-4月财政收入同比增速受低基数影响加快到11.9%。随着营商环境的改善，税收收入有望增多，财政收入得以继续改善。1-4月财政支出节奏大致和往年相若（图表45）。

展望下半年，我们认为财政政策发力空间不大，但会定向发力支持薄弱环节的复苏。在收入端，除非经济增速大幅下滑，财政部不会贸然制定新的大规模的减税政策，但我们不排除政府会像某些行业推出定向税费优惠（如先进制造业）。此外，政府可能会推出鼓励消费的措施，例如发行消费券，对大宗消费（新能源汽车，节能家电等）提供补贴。在支出端，类似去年的追加地方专项债额度的可能性较低，但如必要，不增加政府债务负担的抵押补充贷款（PSL）可能会重启以稳基建（图表46）。此外，土地出让金的大幅下滑，也影响了地方政府的收入情况，出于对地方政府财政能力审慎考量，我们认为城投债发行之后或会少于去年同期。但由于经济增速达标的重要性，我们认为，再现2014和2017年地方政府债务融资骤然收紧的情况可能性并不大。

图表 45：1-4 月财政支出节奏大致和往年相若



资料来源：Wind，浦银国际

图表 46：去年四季度，央行时隔近三年再发 PSL，总额达 6300 亿



资料来源：Wind，浦银国际

图表 47：我们估算 2023 年 IMF 口径下的广义赤字率缩小 1.1%

(单位：亿人民币)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
<b>财政部口径</b>										
1 财政收入总量	141,370	160,320	166,820	182,710	198,120	212,540	209,030	214,250	228,244	236,330
1a 公共财政收入	140,370	152,270	159,600	172,570	183,350	190,380	182,890	202,540	203,703	217,300
1b 财政收入调整项 <sup>[1]</sup>	1,000	8,060	7,270	10,140	14,770	22,160	26,130	11,710	24,541	19,030
2 财政支出总量	154,980	176,580	188,540	206,510	221,920	240,140	246,630	249,950	261,942	275,130
2a 公共财政支出	151,790	175,880	187,760	203,330	220,910	238,870	245,590	246,320	260,609	275,130
2b 财政支出调整项 <sup>[2]</sup>	3,190	700	780	3,180	1,020	1,270	1,040	3,630	1,333	0
3 财政收支 (财政部口径, 1-2)	-13,600	-16,200	-21,800	-23,800	-23,800	-27,600	-37,600	-35,700	-33,698	-38,800
<b>狭义财政赤字率</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.7</b>	<b>-3.2</b>	<b>-2.8</b>	<b>-3.0</b>
<b>广义口径</b>										
4 广义财政收入 (1a)+(4b)+(4c)-(4d)	181,580	199,490	210,470	230,530	258,900	275,190	260,010	302,450	310,915	329,530
1a 公共财政收入	140,370	152,270	159,600	172,570	183,350	190,380	182,890	202,540	203,703	217,300
4b (+) 社会保险基金收入	39,190	44,660	48,270	55,380	72,650	80,840	72,120	94,730	101,523	109,357
4c (+) 国有资本经营收入	2,020	2,560	2,600	2,580	2,900	3,960	5,000	5,180	5,689	5,634
4d (-) 预算外税收减免 (包含增值税、车辆购置税等减免)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11,100
5 广义财政支出 (2a)+(5b)+(5d)+(5e)	204,630	231,990	253,090	283,410	327,580	367,050	404,780	406,280	420,708	442,377
2a 公共财政支出	151,790	175,880	187,760	203,330	220,910	238,870	245,590	246,320	260,609	275,130
5b (+) 社会保险基金支出	33,670	39,360	43,920	48,950	64,590	74,990	78,830	87,880	91,453	98,008
5c (+) 国有资本经营支出	2,000	2,080	2,170	2,010	2,160	2,290	2,610	2,620	3,395	3,469
5d (+) 政府性基金支出	17,170	14,670	19,240	29,120	39,920	50,900	77,750	69,460	65,250	65,770
5e 其中：土地出让支出	17,170	13,020	14,980	20,820	26,040	29,040	30,070	33,660	25,250	27,770
其它政府性基金支出	0	1,650	4,260	8,300	13,880	21,860	37,680	35,800	40,000	38,000
5f (+) 特别国债	0	0	0	0	0	0	10,000	0	0	0
6 广义财政收支 (4)-(5)	-23,050	-32,500	-42,620	-52,880	-68,680	-91,860	-144,770	-103,830	-109,793	-112,847
广义财政赤字率	-3.6	-4.8	-5.7	-6.4	-7.5	-9.3	-14.2	-9.3	-9.1	-8.7
7 广义政府净融资 (4)-(5)+(5e)	-5,880	-19,480	-27,640	-32,060	-42,640	-62,820	-114,700	-70,170	-84,543	-85,077
<b>广义政府净融资占 GDP%</b>	<b>-0.9</b>	<b>-2.9</b>	<b>-3.7</b>	<b>-3.9</b>	<b>-4.7</b>	<b>-6.4</b>	<b>-11.3</b>	<b>-6.3</b>	<b>-7.0</b>	<b>-6.6</b>
<b>IMF 增扩项目</b>										
8a 城投债净融资	40,720	36,410	75,290	61,680	48,070	43,680	45,230	47,040	38,040	34,236
8b 专项建设和其它政府引导基金净融资	-290	4,690	15,660	18,250	17,130	18,740	19,400	21,340	21,700	22,280
8 广义财政收支 (IMF 口径, 7-8a-8b)	-46,310	-60,580	-118,590	-111,990	-107,840	-125,240	-179,330	-138,550	-144,283	-141,593
<b>IMF 口径下的广义财政赤字率</b>	<b>-7.2</b>	<b>-9.0</b>	<b>-15.8</b>	<b>-13.6</b>	<b>-11.8</b>	<b>-12.7</b>	<b>-17.6</b>	<b>-12.4</b>	<b>-12.0</b>	<b>-10.9</b>

注：E=浦银国际预测；

[1] 财政收入调整项：从预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金及使用结转结余

[2] 财政支出调整项：补充中央预算稳定调节基金、向政府性基金预算调出

资料来源：Wind，浦银国际

货币宽松政策近期维持，而后根据经济恢复的节奏有序淡出。在财政政策受到比较多制约的情况下，货币政策在今年一季度提前发力，支持经济复苏：前四个月新增贷款同比增加高达 26%。社融和贷款存量增速连续 4 个月加快，M2 在 12.5% 以上的高增速附近徘徊（图表 48）。尽管 4 月单月信贷数据略有疲软趋势，但社融和贷款增速依然维持高位。随着防控政策优化后抑制的需求被释放后经济动能暂时转弱，我们认为宽松的货币政策将持续，推进有效需求恢复。央行可能会继续使用定量工具（降准，增加信贷投放等）和结构性工具（再贷款）来稳固经济恢复。我们预计央行接下来会降低一次存款准备金率，25 个基点。然而，一直宽松的货币政策是不可持续的。当经济恢复步入正轨，宽松的货币政策可能会逐渐退出，货币和信贷的增速随之稳步下滑。整体来说，我们认为 M2 增速年底可能会回落至 10.5%，社融增速小幅下滑到 10.1%（4 月：10.3%）。

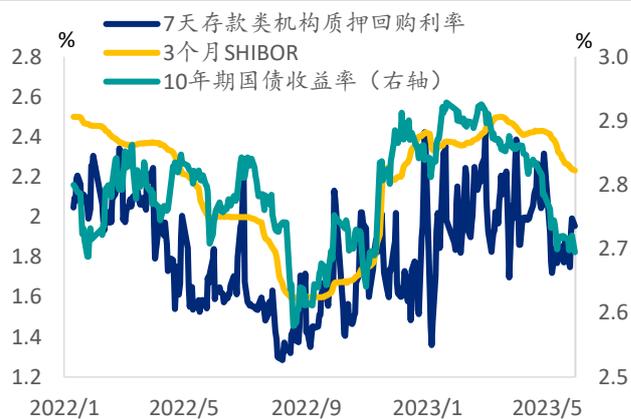
但是我们认为央行对定价工具（降息）的使用将会更加审慎，今年大概率不会有基准利率调整。不可否认，低迷的通胀数据和 5 月初的银行存款利率下调潮为降息创造了空间，然而从一季度货币政策报告来看央行降息的意愿仍较低：第一，央行并不认为中国会陷入长通缩，预计 CPI 在未来几个月受高基数等影响下低位窄幅波动之后，下半年中枢有望温和回升。第二，报告指出美国银行业危机的一大经验教训就是大收大放的货币政策。第三，报告提出利率水平的“居中之道”，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。此外我们也注意到目前的政策利率 - 一年期中期借贷便利（MLF）利率已经处在历史最低水平，并且之前一系列降息政策成效较为一般，民间投资增速不增反而跌至 0 附近（图表 50）。因此我们认为在美国银行业危机没有演变成全球金融危机、经济稳步恢复的大前提下，一年期 MLF 利率在今年接下来的时间会维持不变。但加权平均贷款利率甚至一年期 LPR 利率在宽松货币环境下有下降空间（图表 51）。五年期 LPR 利率的潜在调整则取决于房产销售情况。

**图表 48: 4月信贷略有疲软趋势, 但社融和贷款增速依然维持高位**



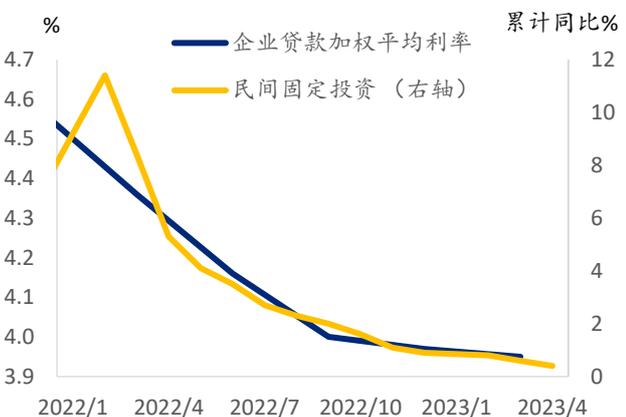
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 49: 市场利率稳中有降**



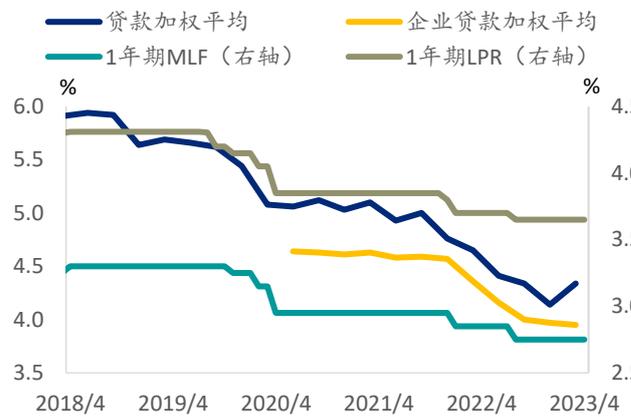
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 50: 贷款利息下降, 民间投资增速不增反降**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 51: 贷款利率在一季度反弹后有望再降**



资料来源: Wind, 浦银国际

## ● 人民币预计先抑后扬

中国重新开放对人民币的支持作用逐渐散去。受美元指数大幅升值（2022 年全年升值 7.8%）以及疫情防控下经济疲软的影响，人民币兑美元去年贬值 9.1% 之多（图表 52）。随着 11 月防疫政策的优化和放开，股票通从去年 11 月到今年 2 月连续录得 4 个月的净流入，债券市场也在中美利差依然倒挂的背景下短暂地在去年 12 月录得净流入（图表 53）。在资金流入的加持下，人民币兑美元一度在 1 月中升值在 6.7 附近，相比 11 月初的近期低位升值了 8.3%。可是好景不长，当放开对市场信心的支撑作用逐渐退去，股票资金从 3 月起再次净流出（图表 54）。近期更是因为 4 月经济数据不及预期，以及美元强势，人民币兑美元跌破 7 关键点位。

**短期内人民币贬值压力将持续。**1) 作为疫情后的第一个的暑期，出境游需求大增或将导致居民购汇需求增加。2) 中资股在港交所的派息期集中于 6-8 月，我们预计这些上市公司需要兑换高达 800 亿美金用于派息。3) 近期银行在央行引导下下调存款利率，境内人民币和美金存款利差加大，影响外贸企业结汇意愿。4) 加息预期再起，美国经济数据仍有韧性，美元强势在短期可能还会持续。5) 近日中间价设定显示央行并没有意图干预汇市（图表 56）。我们认为，央行在目前点位干预汇市的可能性很低。一方面，近两年来央行更倾向于让市场发挥作用，对汇市干预减少。并且人民币适度贬值有利于出口。另一方面，目前 7.1 附近的汇率相比去年开放前 7.3 的低位来说还有差距，而且人民币 CFETS 下跌幅度仍较小。然而如果有单边贬值预期迹象，央行可能会出手管理预期。去年央行曾几度出手下调外汇存款准备金率和上调外汇风险准备金率。如有需要，外汇存款准备金率仍有下调空间（目前是 6%，在 2021 年开始启用此工具前是 5%，历史最低到 4%）。另外逆周期因子也可以重启用于调节中间价。

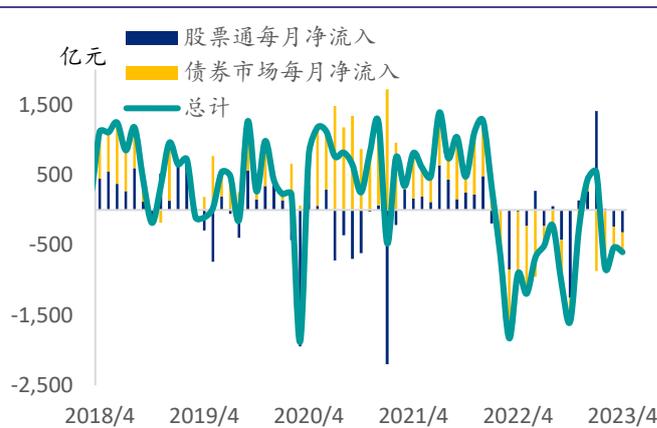
**中期看，经济复苏的最终确认会支持人民币升值。**我们认为疫后经济复苏对汇率的支撑作用并未结束。伴随着经济内生动能增强，市场对中国资本市场的信心恢复，外资可能会卷土重来。与此同时，美元在中期仍有贬值空间（参见美国美元部分讨论）。然而，我们也不觉得人民币汇率可以一飞冲天。影响汇率的另一大要素——经常项目顺差在未来的一段时间可能会逐渐收窄（图表 57），牵制人民币升值的幅度（参见进出口部分讨论）。我们预计年底人民币对美元汇率升到 6.7 附近。

**图表 52: 经济重开后, 美元兑人民币汇率一度升值到 6.7 附近**



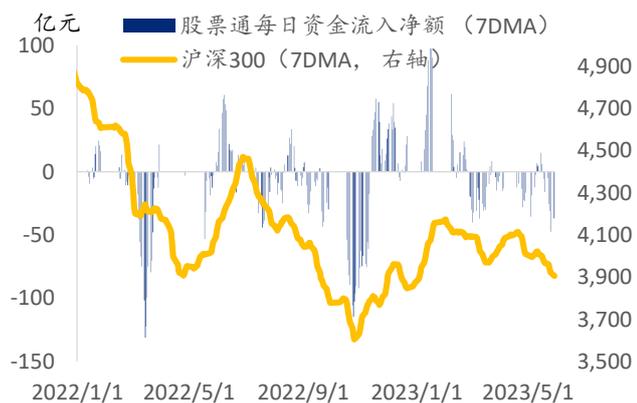
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 53: 社会全面恢复常态化运行后, 股票通曾连续 4 个月录得正流入, 但 3 月开始转负**



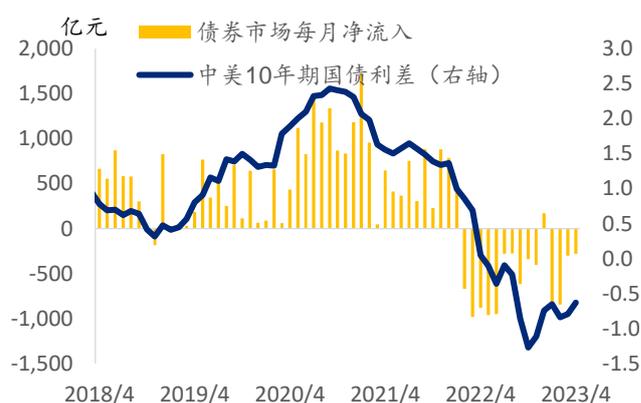
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 54: 随着股市表现转弱, 股票通自 3 月持续流出资金**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 55: 债券市场在利率倒挂下继续流出**



资料来源: Wind, 浦银国际

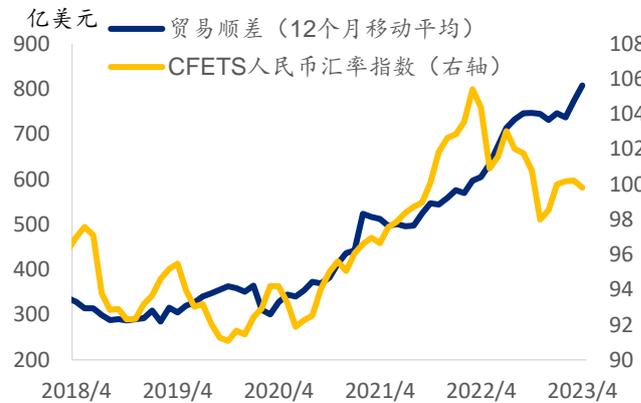
**图表 56: 近日中间价设定显示央行并没有试图干预汇市, 汇率并未触及浮动上限**



注: 目前的浮动上下线为中间价上下 2%

资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 57: 贸易顺差与人民币 CFETS 指数相关性高**



资料来源: Wind, 浦银国际

## ● 风险提示

- 1. 海外银行业危机继续发酵，演变成金融危机。**基于目前事态的发展，我们对海外宏观形势的基本假设是海外银行业危机最坏的时期已经过去，美国经济仅仅短暂陷入温和衰退。但是金融危机的发生一向是非线性且不可预测的。即使欧盟和美国的加息周期已进入尾声，高利率环境仍将挑战金融系统的稳定性。如果海外银行业危机继续发酵，引发全球金融危机，全球经济可能会硬着陆，从而影响中国出口以及金融市场表现。
- 2. 政策支持缺失或错过最佳时机。**经济复苏已经从一阶段的报复性恢复进入到“K”型复苏路线的中间低谷地带。经济动能和市场信心都略显不足，需要及时的政策调整推动经济复苏动能。目前到6月数据发布之后的一段时间应该是政策最佳调整期。如果6月数据依然低迷而政府没有新的支持措施出台，不管是投资还是消费的信心都会受到严重打击，需要更多的政策努力去弥补。
- 3. 房地产行业迟迟没有企稳。**我们的基本假设是房地产行业最终会在今年某个时点（最晚3季度末）实现稳企。然而迄今为止，作为房地产行业重要先行指标之一的房地产销售，仍摇摆不定。该行业间接或直接影响30%以上的中国GDP，房地产行业复苏的推迟将对房地产投资、住房相关的零售、银行业甚至劳动力市场产生深远影响。
- 4. 中美关系急速恶化。**我们的基本假设是中美关系不会在下半年急速恶化，因为世界第一大和第二大经济体完全脱钩既不现实，也不符合双方经济利益。然而，2023年至今中美之间小摩擦不断，相继发生气球击落事件（2月）、中方冻结与美方高层接触（4月）、美舰台海过航行动（4月）以及美方自1月以来持续扩大对中国企业制裁等。如果中美关系下半年突然急速恶化，那么对中国的资本市场信心以及经济（主要是贸易渠道）均有影响。

## 美国经济——通胀逐下，温和衰退将至

今年以来，金融市场对美国经济的关注更胜从前，三大悬而未决的问题将会对接下来市场走势起到关键作用：

1. **加息问题**：通胀正在下滑，但是速度似乎慢于预期。美联储对加息的态度不再坚决，但继续加息的可能性并未排除。
2. **银行业危机**：在美联储的积极干预下，美国三家银行的倒闭并未波及更多银行，然而在居高不下的利率水平下，风险犹存。下半年是否还有其他银行会因为流动性问题倒闭？甚至引发全球金融危机？
3. **经济衰退**：自去年俄乌冲突爆发后就开始激烈讨论的经济衰退迟迟未来。目前为止发布的实体经济数据展示了美国经济的韧性。然而衰退就此避免了吗？根据 2-10 年期国债收益率倒挂理论，利率倒挂越长时间，预示着衰退越为严重，这次也不能例外吗？

**我们的基本判断——下半年美国经济软着陆。**依照目前的进展，我们预计整体通胀水平会继续下行，但是美联储更为看重的核心 PCE 的下滑或较慢。由于目前核心 PCE 仍高，劳动力市场仍偏紧，我们预计美联储在接下来的会议中还会连续加息两次，每次 25 个基点。在 7 月加息结束、美联储继续积极干预潜在小银行倒闭事件的基本假设下，我们认为银行业危机并不会演变成又一次全球金融危机。2008 年金融危机之后巴塞尔协议 2 的签订，促使全球银行业改善资产负债表（图表 59）。然而，某些美国区域性银行的资产负债表依然脆弱，不排除会有其他区域性银行在下半年倒闭。虽然金融危机大概率（我们预测概率为 75%）可以避免，但是金融条件的收紧仍在所难免。我们判断，金融条件的收紧仍是渐进式的，并逐步抑制信贷需求。在这样的背景下，美国经济可能在今年四季度才进入衰退。由于经济基本面仍较为健康，所以衰退可能不会持续太久，幅度也不会太深。

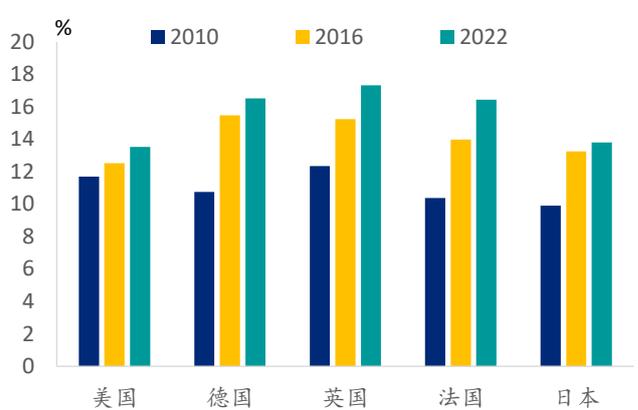
我们必须承认，今年各种事件的叠加，令判断经济走势变得尤为困难。如果通胀下行不及预期，美联储加息次数比我们预期的更多，进一步施压金融条件，银行业危机也可能继续发酵。虽然债务上限法案在 1 号通过众议院投票，但仍需要在触及债务上限日（耶伦警告最快为 6 月 5 日）前完成所有投票立法程序才行。我们认为，超过 90% 概率债务上限问题会在上限日前解决。然而如有意外，无疑给全球金融市场投入了一枚深水炸弹。在这两种情况之下，美国经济衰退的软着陆将演变成硬着陆。1990 至 2018 年期间的五次加息周期，均伴随着不同程度的危机，影响较大的事件包括 1998 年亚洲金融危机和 2008 年次贷危机。这次近代幅度最大的加息能否实现软着陆，值得市场密切关注。

图表 58: 受加息不确定性的部分影响, 自去年年中开始市场波动加大



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 59: 金融危机之后, 主要经济体银行业的一级资本充足率显著改善

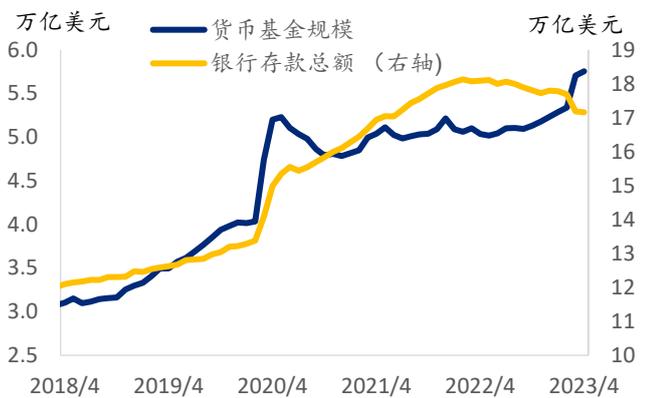


资料来源: CEIC, 浦银国际

## ● 银行业危机警报未除，而发展为金融危机可能性较小

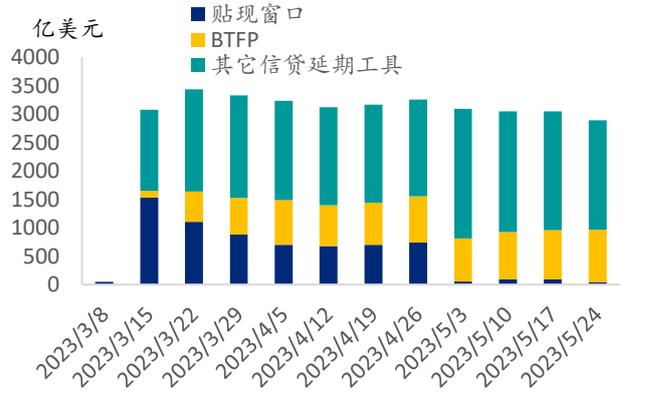
银行业危机担忧有所缓解。3月9日硅谷银行爆出流动性危机后，3月美国的银行存款，尤其是小银行存款快速流出，流入货币基金(图表 60)。之后美联储迅速推出银行期限融资计划(BTFP)和其他信贷延期工具，防止流动性危机扩散。同时，贴现窗口规模也大幅增加，3月15日突增1528亿(图表 61)，规模远高于一周前的46亿，甚至高于金融危机时期水平。双管齐下使得美联储总资产在缩表时期短暂反弹(图表 62)。整体来说，银行业危机最坏的时期似乎已经过去：**1)**小银行存款3月中开始的暴跌在4月下半段告一段落(图表 63)，贷款在小幅下跌后也已趋于稳定(图表 64)；**2)**美联储救助资金的规模趋于稳定，虽然BTFP和其他信贷延期工具规模仍高，但是贴现窗口基本回到了硅谷银行事件前的水平；**3)**虽然金融状态指数仍继续下滑，暗示金融条件的收紧，但是圣路易斯金融压力指数显示，金融压力在4月中后期开始下降(图表 65)。即使五月初第一共和银行倒闭，这几组指标也未出现显著波动。

图表 60: 3月美国的银行存款快速流出，流入货币基金



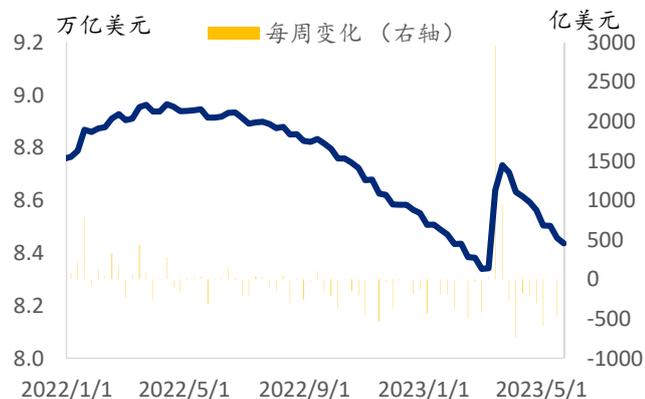
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 61: 美联储迅速推出银行期限融资计划(BTFP)和其他信贷延期工具



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 62: 美联储总资产在缩表时期短暂反弹



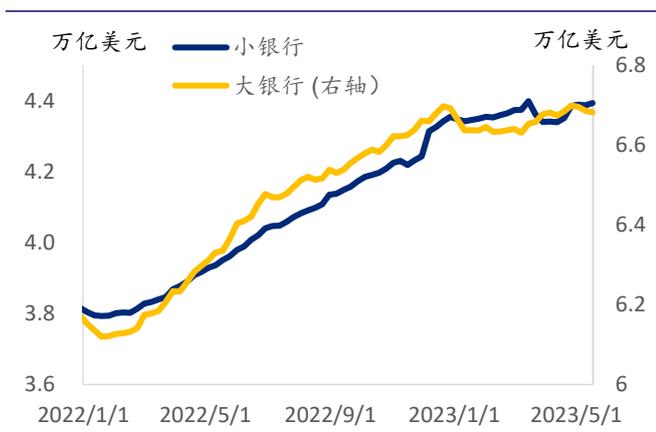
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 63: 小银行存款3月中开始的暴跌在4月下半段告一段落



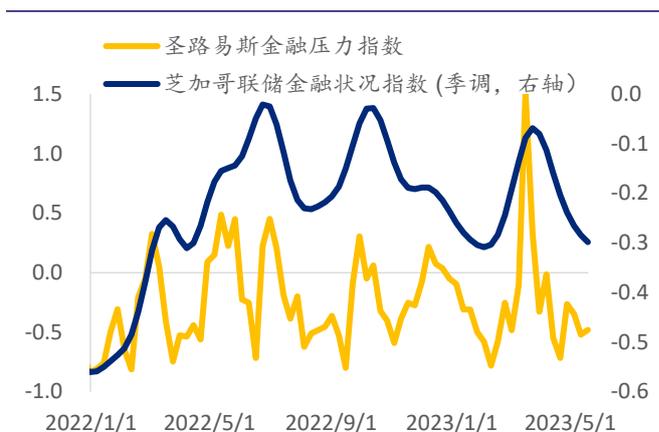
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 64：贷款在小幅下跌之后也已趋于稳定



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 65：圣路易斯金融压力指数显示金融压力在 4 月中后期开始下降

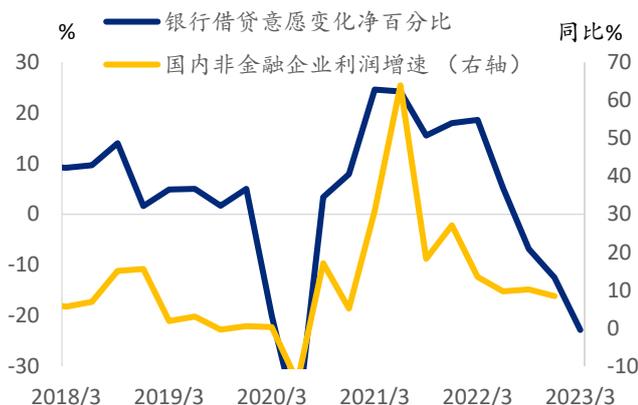


资料来源：CEIC，浦银国际

虽然在升息环境下信贷条件持续收紧，但是在信贷数据中尚未看到危机后信贷崩盘的迹象。自从加息开始之后，受到企业利润下滑的影响，银行借贷意愿持续下降（图表 66），各部门的贷款增速已经开始下滑（图表 67）。然而这些变化似乎是升息周期的自然表现，硅谷银行事件之后并没有暴跌情况的出现。此外，大部分前瞻性的调查数据显示金融条件正处在温和收紧之下：**1）** 小企业商业乐观指数（SBOI）显示小企业的贷款可得性以及信贷需求预期在经历了风波之后已于 4 月开始边际修复，已满足的借款需求比例也在稳步上升中（图表 68）。**2）** 美联储季度高级信贷官员对银行借贷行为的意见调查（SLOOS）显示企业贷的信用收紧指数在 4 月仅略微上升 1.2 个百分点至 46%，然而消费贷和建筑贷款收紧程度继续攀升（图表 69）。考虑到中小银行的商业地产贷款占全行业高达 70%，房地产相关贷款收紧较多也就不足为奇。

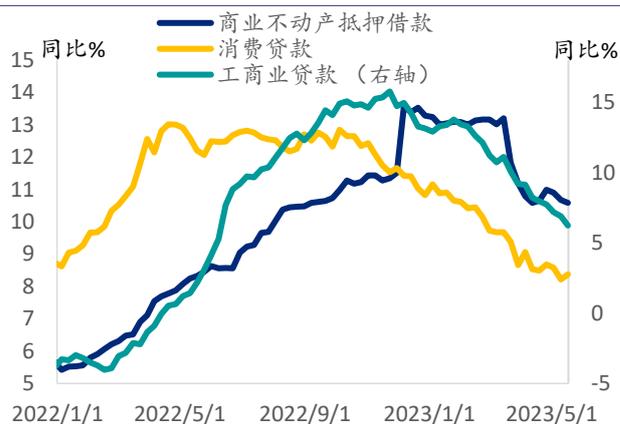
基于目前的数据，我们判断美国小银行危机演变成全球金融危机的可能性较小。经过 2008 年次贷危机之后，美国银行系统的稳定性已大幅提升，并且美联储应对的态度也较为积极。随着信贷条件的收紧，我们不排除之后仍将有其他区域性银行因挤兑被收购，但整体而言，银行业危机演变成新一轮全国性甚至全球性金融危机的可能性较小（我们预测概率为 25%）。需要注意的是，危机的发生都是概率事件，我们仍建议密切关注文中所提到的一系列指标变化以判断相关进展。

**图表 66: 受到企业利润下滑的影响, 银行借贷意愿持续下降**



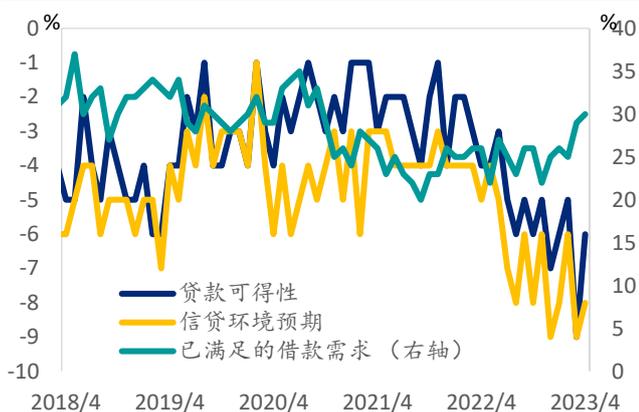
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 67: 各部门的贷款增速已经开始显著下滑**



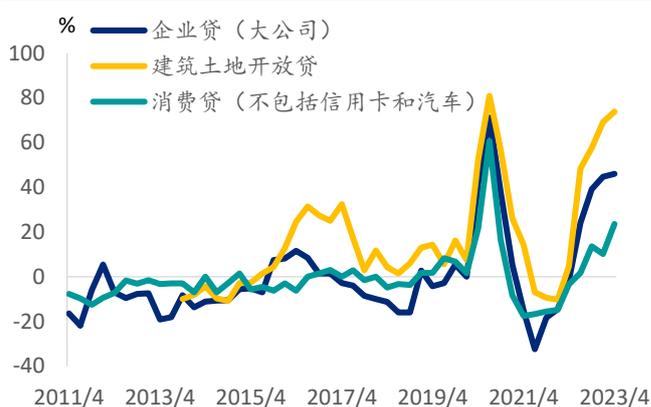
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 68: SBOI 指数显示小企业的贷款可得性, 已满足的借款需求已经开始边际修复**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 69: SLOOS 显示企业贷的信用收紧指数在 4 月仅略微上升**



注: SLOOS 指美联储季度高级信贷官员对银行借贷行为的意见调查。

资料来源: CEIC, 浦银国际

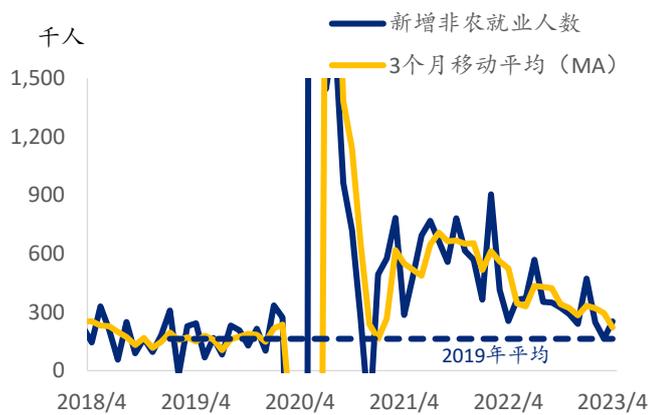
## ● 劳动力市场出现早期放松信号，但整体仍偏紧

近期数据释放了一些劳动力市场开始放松的早期信号：首先，非农新增就业人数4月录得25.3万，虽然较3月略有上升，但3个月移动平均趋势持续向下（图表70）。其次，自今年以来的整体裁员人数远超去年同期（图表71）。最后，虽然4月数据有小幅反弹，但今年以来整体来说JOLT职位空缺人数下行，和失业人数的比率跌至1.8（图表72）。

尽管已有一些积极的变化，劳动力市场要达到美联储的预期仍需时日。首先，由于新增就业下降的速度还不及拉高失业率的要求，4月失业率再次回落到3.4%，距离美联储2023年年度预测的4.5%还有较大差距（图表73）。其次，虽然非农新增就业和JOLT职位空缺今年以来有所改善，但是仍显著高于疫前水平。最后，5月周度的领取失业金人数数据略有下降（图表74）。

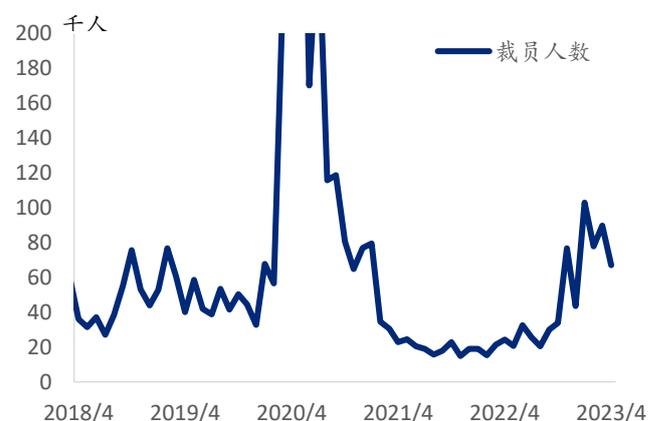
此外，劳动力市场相对滞后的指标——薪资同比增速不降反升，在短期内，依然会对通胀造成压力（图表75）。

图表 70：美国非农就业4月略微回升，但3个月移动平均趋势继续向下



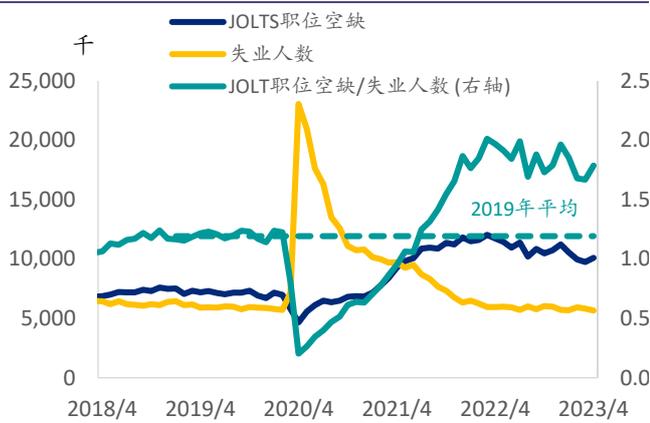
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 71：2023年以来美国裁员人数远超去年同期



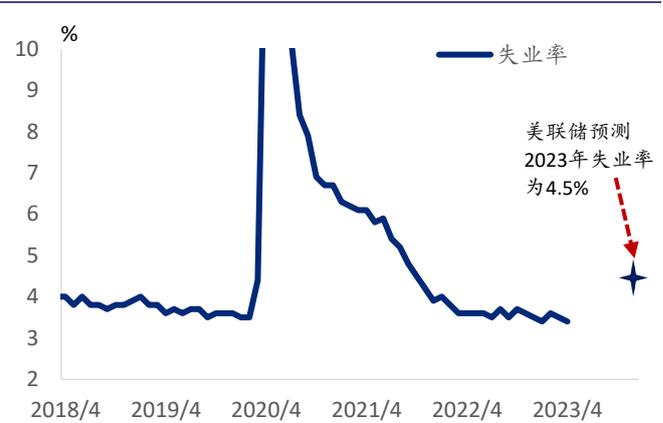
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 72: JOLT 职位空缺继续下行, 和失业人数的比率下行到 1.8**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 73: 失业率 4 月再次回落到 3.4%, 距离美联储 2023 年年度预测还有较大的差距**



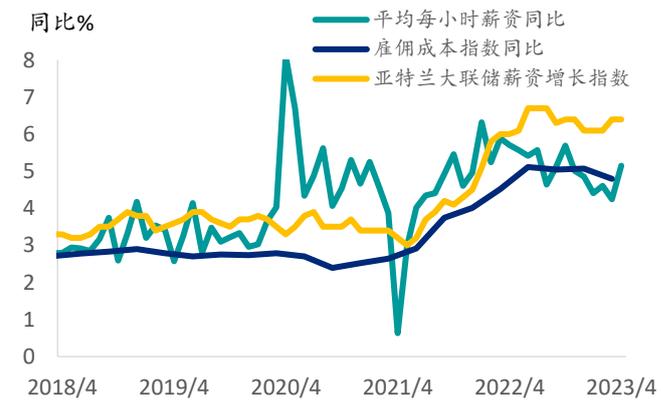
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 74: 美国领取失业金人数 5 月略微下降**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 75: 薪资同比增速不降反升, 短期内依然会对通胀造成压力**



资料来源: CEIC, 浦银国际

## ● 核心通胀高粘性或将维持，年底 CPI 预计难回 2% 的目标水平

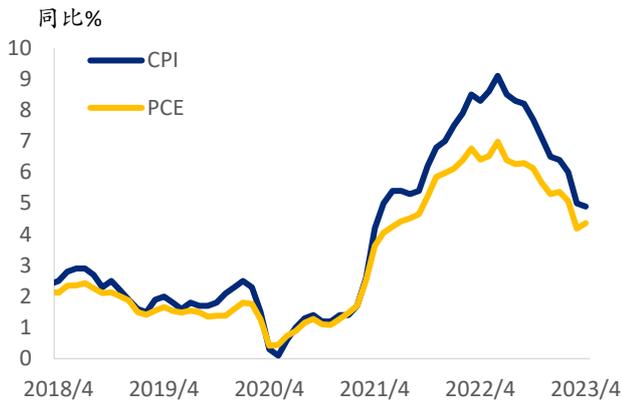
通胀数据下滑难掩核心通胀高粘性事实。CPI 同比从去年 6 月的高位 9.1% 一路跌到今年 4 月的 4.9% (图表 77)，但剔除食品和能源的核心 CPI 同比仅从去年 9 月的高位下滑了 1.1 个百分点到今年 4 月的 5.5%，核心 CPI 同比在今年首四个月一直维持在 5.5%-5.6% (图表 78)，环比也未跌破过 0.5%，除住房外核心服务 CPI 的坚挺是主要原因 (图表 76)。另外美联储更为看重的核心 PCE 下降幅度更为有限，最新的 4 月读数甚至不降反微升 (图表 78)

图表 76：美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%) 2023 年 4 月	环比贡献 (%) 2023 年 4 月
	2023 年 4 月	2023 年 3 月	2023 年 2 月		
CPI	0.4	0.1	0.4	100.0	0.37
食品	0.0	0.0	0.4	13.4	0.00
能源	0.6	-3.5	-0.6	7.0	0.04
核心 CPI	0.4	0.4	0.5	79.6	0.33
- 商品	0.6	0.2	0.0	21.3	0.12
家用家具和供给	-0.4	0.4	0.8	4.4	-0.02
服装	0.3	0.3	0.8	2.6	0.01
运输	1.5	0.0	-0.9	7.7	0.11
医疗护理	0.5	0.6	0.1	1.5	0.01
娱乐商品	0.3	0.2	0.4	2.3	0.01
教育和通讯商品	-0.2	-0.5	-0.8	0.9	0.00
酒精饮料	0.5	0.1	-0.3	0.8	0.00
其它	0.2	0.5	0.7	1.2	0.00
- 服务	0.4	0.4	0.6	58.2	0.21
住房	0.4	0.6	0.8	34.6	0.15
主要居所租金	0.6	0.5	0.8	7.5	0.04
外宿	-3.0	2.7	2.3	1.2	-0.04
业主等价租金	0.5	0.5	0.7	25.4	0.14
核心服务扣除住房	0.3	0.3	0.4	23.7	0.06
医疗护理	-0.1	-0.5	-0.7	6.4	-0.01
运输	-0.2	1.4	1.1	5.9	-0.01
娱乐	0.7	0.0	1.2	3.1	0.02
教育和通讯商品	0.1	0.3	0.2	4.8	0.00
其它个人服务	2.4	0.7	1.4	0.9	0.02

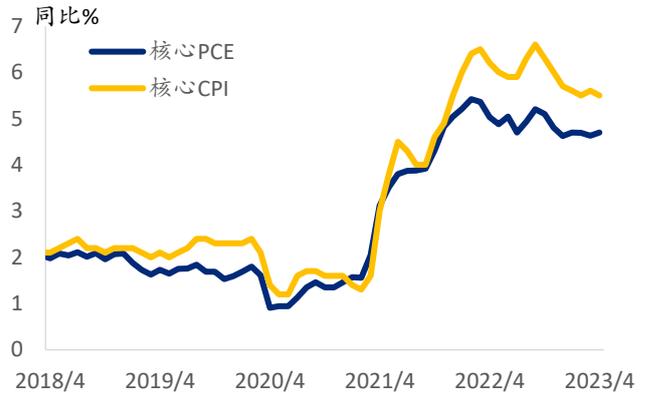
资料来源：Wind，浦银国际

图表 77: 美国 CPI 和 PCE 同比增速进入下滑周期



资料来源: CEIC, 浦银国际

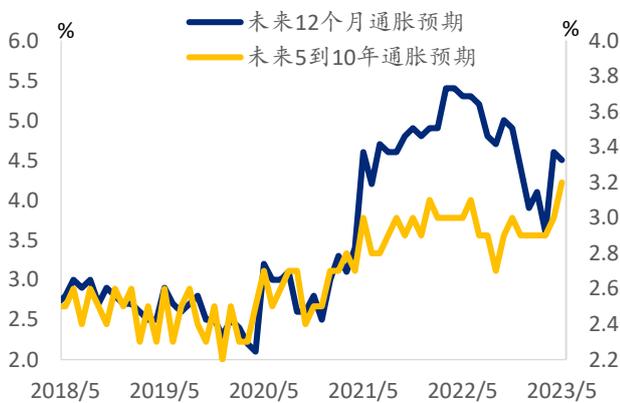
图表 78: 然而核心通胀仍具高粘性



资料来源: CEIC, 浦银国际

此外, 前瞻性的调查数据显示通胀下降的预期不容乐观。今年以来密歇根大学的 1 年以及 5 到 10 年通胀预期指数在短暂下降后都有反弹 (图表 79); 服务业和制造业 PMI 的价格指数在 4 月均有上升, 且服务业价格指数仍远高于 50 枯荣线 (图表 80)。

图表 79: 美国未来 12 个月以及 5 到 10 年通胀预期



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 80: 服务业和制造业 PMI 的价格指数在 4 月均有上升



资料来源: CEIC, 浦银国际

我们预计核心通胀的下滑可能仍会缓慢。CPI 全年预计将减半到 4.1% (5-12 月平均在 3.4%)，不过美联储更为看重的核心 PCE 粘性较高，可能仅会从 2022 年的 5% 略微下降到 4.2% (5-12 月平均在 4.0%)，远高于美联储目前预测的 3.6%。

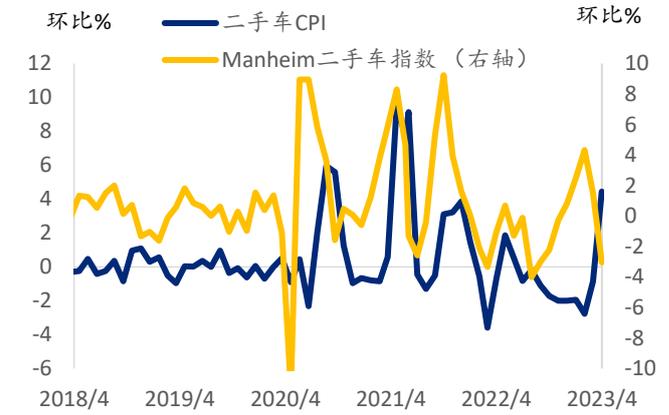
- **核心商品通胀有望继续下滑。** CPI 各分项中核心商品通胀在低迷了一段时间之后，4 月突然走强 (图表 81)。二手车 CPI 大增是一大推动力，环比从 3 月的 -0.9% 加快到 4 月的 4.4%。然而我们认为二手车 CPI 的上升并不可持续。一方面，领先的曼海姆二手车价格指数 4 月环比已经转跌 (图表 82)。另一方面，汽车供应链的供需平衡明显改善。汽车价格，不论是新车还是二手车，都不具备长期向上的基础。展望下半年，虽然仍有韧性的劳动力市场可能还会造成一段时间的短期扰动，但我们预计高利率环境将继续压低整体商品需求，进而拉低商品价格。
- **核心服务通胀粘性可能高于预期。** 我们的判断是基于几个因素：**1)** 由于租金价格一般滞后 Zillow 房价房租变化约一年，Zillow 指数的走势意味着今年接下来大部分时间房租 CPI 仍会下行 (图表 83)。**2)** 外宿价格虽然在 4 月环比转负到 -3% (3 月: +2.7%)，但是随着暑期旺季临近，外宿价格可能会迅速反弹。**3)** 除住房之外的其他核心服务 CPI 的显著下跌预计还需要时日。一方面，虽然劳动力市场出现降温信号，但要传导到劳动力成本还需时间。另一方面，除了酒店价格外，我们预计运输 (尤其是机票价格) 和娱乐价格也会受到暑期的影响而短期上行 (图表 84)。

**图表 81: CPI 各分项中核心商品通胀在低迷了一段时间之后, 4 月突然走强**



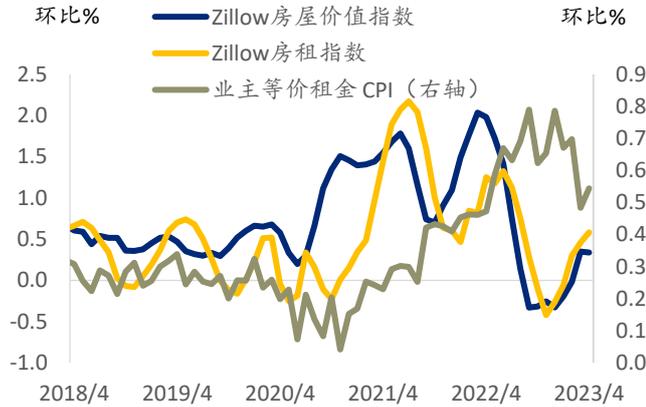
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 82: 领先指标 Manheim 二手车指数转跌, 二手车高 CPI 增速或不可持续**



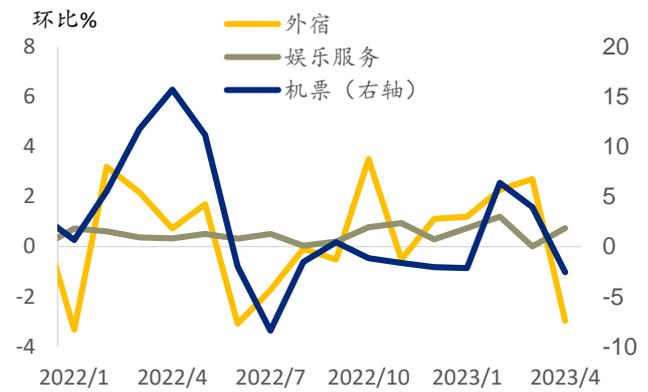
资料来源: Manheim.com, 浦银国际

**图表 83: 租金 CPI 或随 Zillow 房价和房租指数下行**



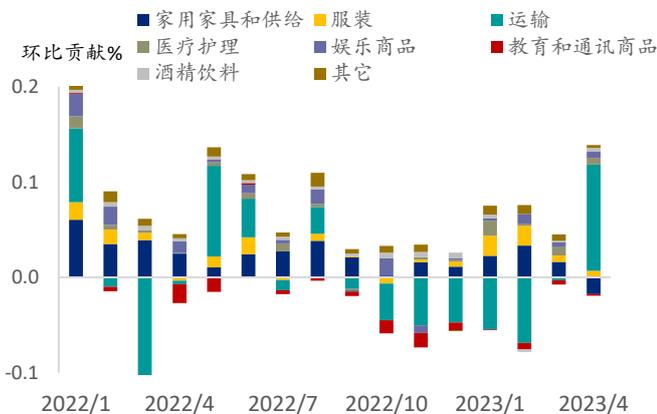
资料来源: CEIC, Zillow, 浦银国际

**图表 84: 随着暑假到来, 旅游相关服务 CPI 预计上行**



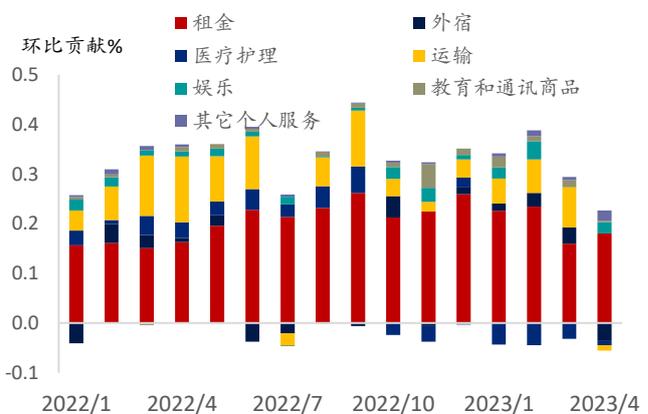
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 85: 核心商品主要分项环比贡献率**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 86: 核心服务主要分项环比贡献率**



资料来源: CEIC, 浦银国际

## ● 美国经济会进入衰退吗？我们预计美国经济在四季度进入温和衰退

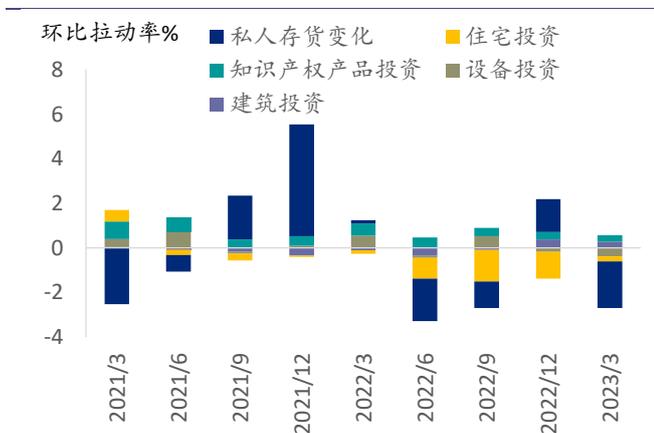
年初以来，美国经济韧性强于预期，但近代最大幅度的升息周期对经济的冷却作用分化明显。美国一季度 GDP 环比增速持续回落到 1.1%，但从结构上看，却不那么乐观。经济增速走弱主要由于投资的走弱，尤其是设备、住宅投资和存货的拖累。而占 GDP 超过 70% 的个人消费支出环比增速却从去年四季度的 1% 加快到了一季度的 3.7%，且商品和服务消费的增速都有加快（图表 87）。

图表 87：美国 GDP 各分项季环比增速和对 GDP 拉动率

	比重 (%)	环比增速 (%)		对 GDP 拉动作用	
		1Q23	4Q22	1Q23	4Q22
<b>整体</b>	<b>100.0</b>	<b>1.3</b>	<b>2.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.6</b>
<b>个人消费支出</b>	<b>70.9</b>	<b>3.8</b>	<b>1.0</b>	<b>2.5</b>	<b>0.7</b>
商品	27.7	6.3	-0.1	1.4	0.0
耐用品	11.5	16.4	-1.3	1.3	-0.1
非耐用品	16.4	0.9	0.6	0.1	0.1
服务	43.9	2.5	1.6	1.1	0.7
<b>私人投资总额</b>	<b>17.7</b>	<b>-11.5</b>	<b>4.5</b>	<b>-2.1</b>	<b>0.8</b>
固定资产投资	17.4	-0.2	-3.8	0.0	-0.7
建筑	2.3	11.2	15.8	0.3	0.4
设备	6.2	-7.3	-3.5	-0.4	-0.2
知识产权	6.4	3.8	6.2	0.3	0.3
住宅	2.8	-4.2	-25.1	-0.2	-1.2
私人存货变化	0.0	NA	NA	-2.1	1.5
<b>商品和服务净出口</b>	<b>-6.1</b>	<b>5.2</b>	<b>-3.7</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>
<b>政府消费支出和投资总额</b>	<b>17.2</b>	<b>5.2</b>	<b>3.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>

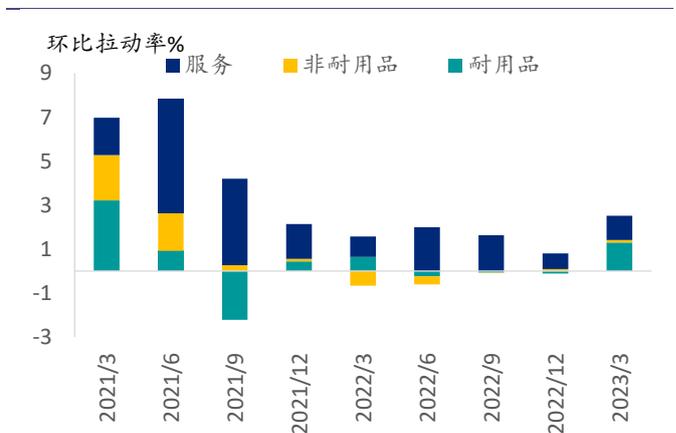
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 88：投资各分项对 GDP 环比拉动率



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 89：消费各分项对 GDP 环比拉动率

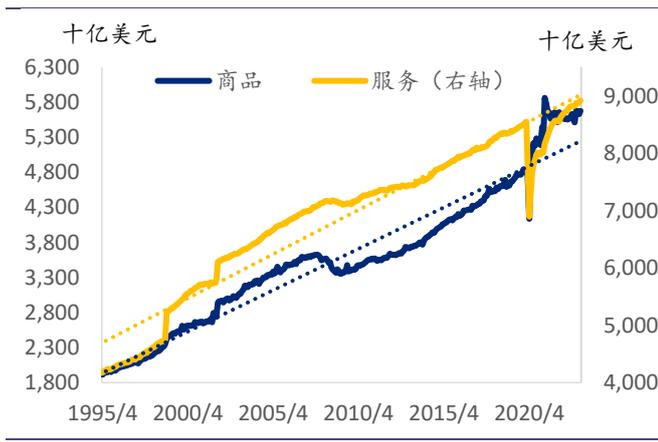


资料来源：CEIC，浦银国际

近期月度数据也同样体现了加息抑制需求作用的不均：

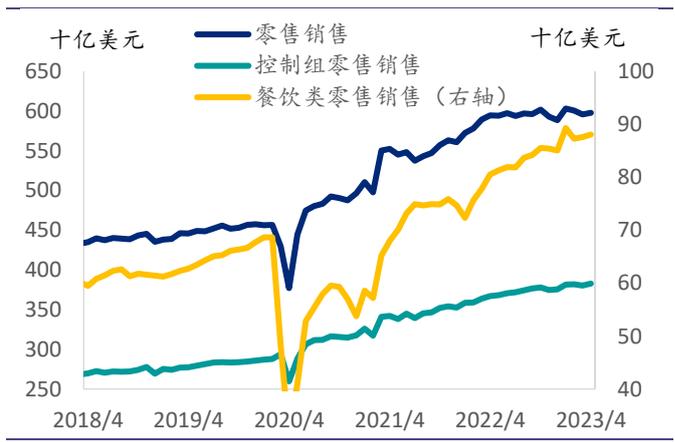
- **消费——商品消费有所降温，但服务消费仍处于上升期。**新冠疫情发生以来，美国商品消费的复苏一直领先于服务消费，并早在 2021 年就逐渐稳企。即使商品消费从 2022 年起就没有继续攀升，现有水平仍然远高于趋势线水平。而服务消费的复苏则较为滞后和缓慢，前期受到疫情和社交距离的影响，而后期（管控放开初期）又受到供应不足的影响。服务消费至今未回到趋势线水平，但仍处于上升轨道，尽管上升幅度已有所减慢（图表 90）。零售销售数据也反映了同样的消费特征：整体零售销售已经开始放缓（4 月环比 0.4%），但餐饮类销售依然强劲（4 月环比 0.6%）。另外，和核心 PCE 通胀相关性更高的“控制组”零售销售（剔除汽车、汽油、建材和食品）也保持强劲，4 月环比上升 0.7%（图表 91）。我们相信，服务消费会在下半年某个时点转弱，拉动整体零售进入更为明确的下行区间。

图表 90：实际个人服务消费至今未回到趋势线水平，商品消费有所降温



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 91：整体零售销售已经开始放缓，但餐饮类销售依然强劲



资料来源：CEIC，浦银国际

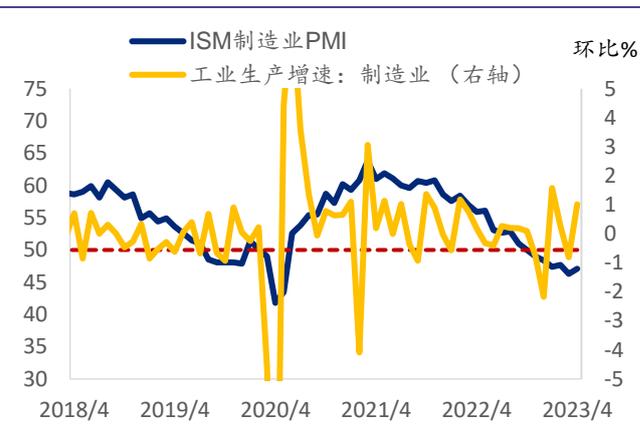
- **生产——4 月数据有所反弹，但整体下行趋势将继续。**今年以来，工业生产增速较为波动，而产能利用率稳中有降（图表 92），尤其是 4 月美国工业生产值环比增速加快至 0.5%（3 月：0%），但这主要归功于汽车制造业的提振，该行业增速的加快，拉高了整体工业生产值环比 0.3 个百分点。我们认为，汽车生产还有上升空间，但整体工业生产，尤其是制造业生产，可能会因为需求疲软而跟随 PMI 的步伐在波动中下行（图表 93）：库存数据显示库存总额已上升到历史最高位，库存销售比也上升到 2020 年 9 月以来的最高水平（图表 94）。若剔除与服务相关较高的交通部门，制造业新增耐用品订单也开始见顶回落（图表 95）。

**图表 92：今年工业生产值数据较为波动，而产能利用率稳中有降**



资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 93：我们认为工业生产会跟随 PMI 的步伐继续下行**



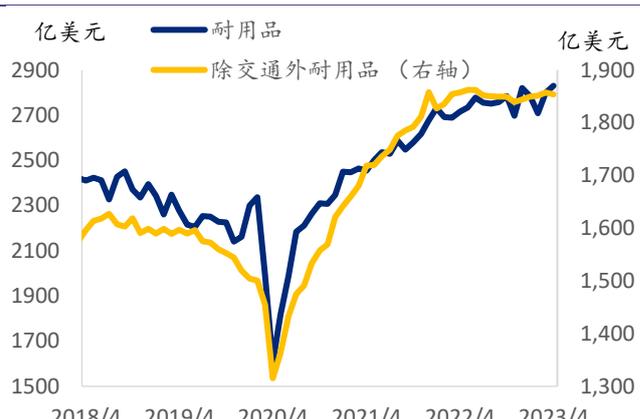
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 94：库存销售比也上升到 2020 年 9 月以来的最高水平**



资料来源：CEIC，浦银国际

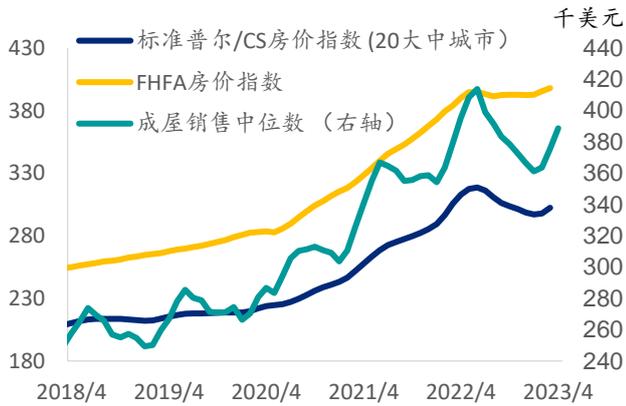
**图表 95：制造业新增耐用品订单（不包括交通）开始见顶回落**



资料来源：CEIC，浦银国际

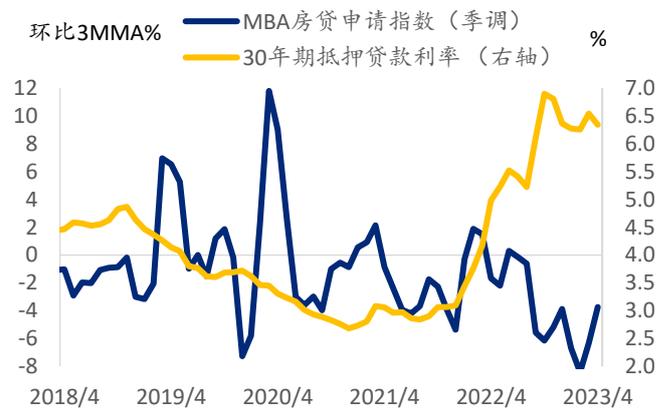
- **房地产投资——下行周期有望终结。**我们看到若干美国房地产企稳的信号：**1)** 两大主要房地产价格指数——FHFA 房价指数和标准普尔 CS 20 个大中城市房价指数分别在今年 1 月和 2 月止跌回升（图表 96）。成屋销售中间价也开始上行。随着贷款利率见顶下行，房价有进一步上升空间（图表 97）。**2)** 房产销售开始反弹，尤其是能够较快反映房地产市场变化的新房销售已在去年 9 月见底（图表 98）。**3)** 今年以来新房开工和营建许可有所好转（图表 99）。种种迹象表明，美国房地产市场可能已经渡过本轮周期的底部，有望进一步恢复。我们认为，房地产投资 GDP 的环比增速有望在今年某个时点转正并支撑美国经济。

**图表 96: 两大主要房地产价格指数分别在 1 月和 2 月份止跌回升**



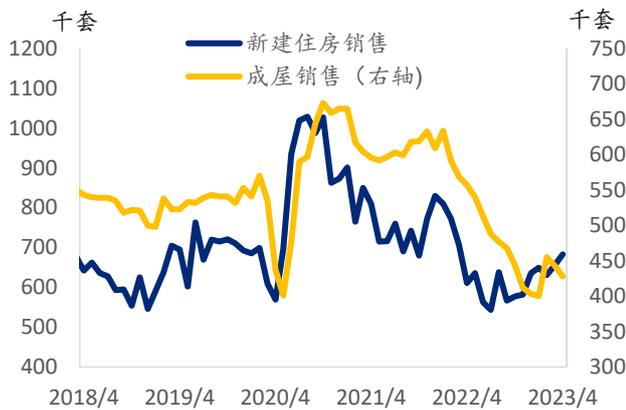
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 97: 房贷申请在房贷利率下行中有所改善**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 98: 住房销售, 尤其是新房销售已触底反弹**



资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 99: 今年以来新房开工和营建许可有所好转**



资料来源: CEIC, 浦银国际

我们预计美国经济今年四季度将进入衰退。虽然美国经济韧性仍在, 但我们预计, 总需求最终会在高利率环境下更为显著地走弱, 直到四季度进入温和衰退 (即两个季度出现  $\geq -1\%$  的环比经济增速, 图表 100)。我们对经济衰退的判断, 主要基于两个关键假设: **1) 银行业危机最坏的时期已经过去, 信贷条件温和收紧。**如果银行危机演变成新一轮的金融危机, 或者信贷条件急剧恶化, 那么美国经济可能会变为硬着陆。**2) 债务上限问题最终可以平稳渡过。**从历史上看, 2011 和 2013 年两次触及债务上限对市场的影响最大, 而这两次触及债务上限后两院均在最后时刻达成提高债务上限的协议, 未出现债务违约。从最新的进展 ([债务上限法案众议院投票通过](#)) 来看, 债务上限问题有望在 6 月初解决, 避免债务违约。

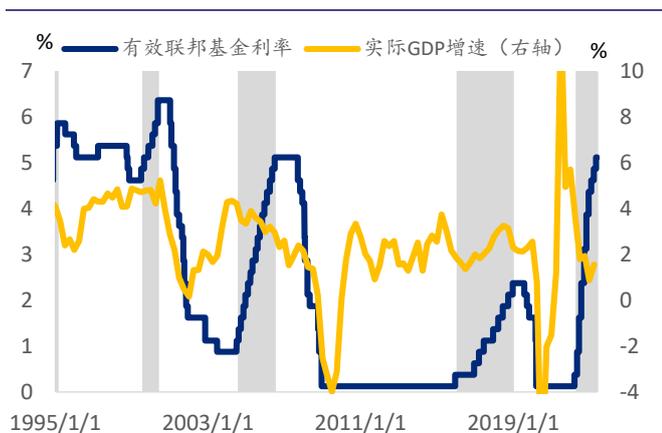
## ● 美债收益率和美元指数预计在加息结束后下行

加息进程接近尾声，降息还未到来。美联储5月表态定调，今后的加息政策将取决于每个月发布的数据情况。由于目前核心PCE仍高，劳动力市场仍偏紧，我们预计6-7月美联储仍将加息两次，每次25个基点。除了我们之前基于经济基本面的判断，市场数据也印证了这一观点。截至2023年5月底，据联邦基金利率期货反映的隐含加息幅度，市场认为7月或大概率结束加息，且已反映了9月FOMC会议部分的降息概率（图表101）。考虑到核心通胀的下行预计将较为缓慢，以及信贷条件并未显著收紧，我们的基本判断是，今年全年美联储不会降息，第一次降息或要到明年一季度，待四季度GDP数据发布后，美联储确定经济进入衰退，之后才会有所行动。历史数据显示，自21世纪起，降息最早要在加息结束的7个月后会开始。由于市场表现已经部分反映了年内降息预期，届时政策利率未变，或会对金融市场表现造成影响。

美元指数短期保持强势，中期下行。在近代最大幅度加息周期下，美元指数一度在去年9月攀升到114，创下2003年以来新高。这一水平也明显超出了美元的公允价值（fair value）。纵观历次加息周期，美元指数通常会经历前期升值后期贬值的趋势。美元指数从去年三季度开始下滑，今年4月为近期最低点（101附近），但仍然高于21世纪以来加息周期结束后的水平（图表102）。近期，因加息预期再起，美元再度反弹，我们认为，美元在短期内将维持强势，但待加息尘埃落定后，美元指数或会再次下行。此外，美元微笑曲线理论也支持美元中期走弱：当美国增长放缓，其他经济增长超过美国时（目前欧元区和中国都从去年经济最差的时候逐渐恢复过来，而美国预计今年四季度进入衰退），美元会因经济增速分化而走弱。与此同时，日本央行YCC政策调整仍在讨论中。综上，我们认为，在今年加息结束后，美元指数会在95-100之间波动。

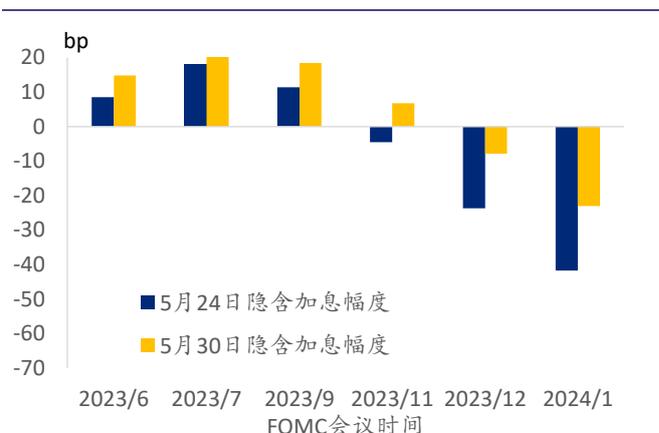
10年期国债收益率亦会先扬后抑。近期10年期国债收益率因加息预期再起而反弹，短期内有望继续保持高位。但和汇率一样，我们认为10年期国债收益率在加息周期尘埃落定后也将开始回落。我们的判断主要基于以下两点考虑：首先，对于衰退的担忧或将导致收益率下行。从经济基本面看，我们预计美国经济或在今年四季度进入衰退。作为衰退先行指标的2年和10年期国债收益率倒挂已经延续了超过220天（图表103）。投资者对衰退的担忧短时间内或难以消除，驱动10年期国债收益率下行（图表104）。其次，通胀下滑会影响名义收益率。10年期盈亏平衡通胀率预计随通胀下行，进而带动名义国债收益率回落（图表105）。我们预计，10年期美国国债收益率年底或将下行至3.2%-3.4%区间。

图表 100: 加息周期通常导致 GDP 增速下滑



注: 灰色部分代表加息周期  
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 101: 截至 5 月底利率期货市场隐含 6 月 FOMC 会议加息 14.8bps, 即加息概率为 60%



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 102: 目前的美元指数水平高于 21 世纪以来加息周期结束后的水平



注: 灰色部分代表加息周期  
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 103: 10 年-2 年期国债收益率差低位预示后续衰退和降息周期, 或将带动 10 年期收益率下行



注: 灰色是 NBER 定义的美国经济衰退时期  
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 104: 在过去 NBER 定义的衰退周期中, 10 年期国债收益率均震荡回落**



注: 灰色是 NBER 定义的美国经济衰退时期  
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 105: 通胀下行或继续带动 10 年期盈亏平衡通胀率回落**



资料来源: CEIC, 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com  
852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

