

# 2023年下半年宏观经济与 大类资产配置展望

下半年海外经济核心是各主要央行货币政策调整；中国经济复苏仍可期待，货币政策和财政政策将延续联动。预计中国经济全年增长5.8%。下半年人民币大类资产排序：股票>债券>货币>大宗。

- 下半年海外经济面临着复苏中的货币政策调整。美国经济衰退压力逐渐显现，预计美联储下半年至多仍有一次加息，或难看到美联储降息。欧元区经济恢复不均衡，有望延续温和复苏态势；但其通胀前景尚不能令人满意，预计仍有两次加息。日本经济处于温和复苏过程，结构性特征明显；稳定通胀目标接近达成，YCC政策边际调整可能性增加。
- 中国经济复苏仍可期待。下半年基建投资仍有发力空间；制造业投资仍有韧性，但增长结构相对脆弱；地产行业预期仍待修复。尽管海外需求整体收缩，但“一带一路”相关国家有望对外需形成支撑，全年出口仍有望实现正增长。居民消费倾向修复仍将支撑消费复苏，需关注消费修复中的结构性问题。政策方面，货币政策与财政政策预计将延续联动。货币政策方面，弱复苏背景下国内流动性环境仍将以宽松基调为主，降息降准均有想象空间。财政政策有望进一步联动货币政策向稳投资、促消费倾斜。政策性金融工具或将加码，弥补政府性基金预算压力。
- 大类资产配置方面，海外关注防风险，国内盯紧流动性。全球大类资产市场交易主线或重回经济增速，风险资产仍面临经济下行压力。下半年人民币大类资产配置顺序：股票>债券>货币>大宗。
- **风险提示：**全球通胀回落速度偏慢；美国风险因素爆发，导致年内美联储开始降息；乌克兰危机前景不明

## 相关研究报告

《大类资产交易周报》20230604

《宏观和大类资产配置周报》20230604

《转债市场小幅上涨》20230604

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

证券分析师：孙德基

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

## 目录

<b>1. 海外经济：艰难复苏背景下的货币政策调整 .....</b>	<b>5</b>
1.1 美国：衰退压力逐渐显现，至多仍有一次加息 .....	5
1.2 欧元区：通胀前景尚不能令人满意，预计仍有两次加息 .....	6
1.3 日本：稳定通胀目标接近达成，YCC 政策边际调整可能性增加 .....	7
<b>2. 中国经济：复苏犹可期待 .....</b>	<b>9</b>
2.1 投资：下半年基建、制造业投资均有韧性 .....	9
2.2 外需：全年出口有望实现正增长 .....	12
2.3 消费修复有望延续，但结构问题仍然存在 .....	14
2.4 政策展望：稳增长窗口期打开 .....	15
<b>3. 大类资产配置：海外关注防风险，国内盯紧流动性 .....</b>	<b>19</b>
3.1 全球主要大类资产观点：下半年或需防范全球经济下行风险 .....	19
3.2 人民币资产观点：流动性支撑资产轮动 .....	25
<b>4. 结论、预测与风险提示 .....</b>	<b>32</b>
结论与预测 .....	32
风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1. 美国 CPI 同比增速及细分项目 .....	5
图表 2. 美国劳动力市场求人倍数与薪资增长指数 .....	5
图表 3. 1980 年以来历次衰退起始月份六项指标同比增速情况 .....	5
图表 4. 欧元区实际 GDP 季调环比增速及预测 .....	6
图表 5. 欧元区经济高频指标追踪情况 .....	6
图表 6. 欧元区 CPI 同比增速表现 .....	7
图表 7. 欧元区失业率创历史新低, 劳工成本加速上涨 .....	7
图表 8. 日本实际 GDP 增速及构成 .....	7
图表 9. 日本经济高频指标追踪情况 .....	7
图表 10. 日本 CPI、核心 CPI 同比及构成 .....	8
图表 11. 日本家庭和企业未来 5 年通胀预期 .....	8
图表 12. 日本名义薪资同比与实际薪资同比 .....	8
图表 13. 日本 PPI 增速与核心 CPI 增速 .....	8
图表 14. 基建投资及大类行业表现 .....	9
图表 15. 财政支出投向增速对比 .....	9
图表 16. 权重行业投资对基建的拉动表现 .....	10
图表 17. 水利管理业投资同比增速表现 .....	10
图表 18. 高技术、装备制造业仍有支撑 .....	10
图表 19. 原材料加工、轻工业投资或不及预期 .....	10
图表 20. 房价环比上涨城市个数 .....	11
图表 21. 房价环比下跌城市个数 .....	11
图表 22. 房价同比下降城市个数 .....	11
图表 23. 房价同比上涨城市个数 .....	11
图表 24. 商品房广义库存仍在下降 .....	12
图表 25. 竣工推升现房库存去化难度 .....	12
图表 26. 欧美对我国贸易顺差的支撑力度下降 .....	12
图表 27. 欧美在我国出口中占比明显下滑 .....	12
图表 28. 优势产品对 4 月当月出口同比增速的正贡献 (%) .....	13
图表 29. 不同种类商品对各地区出口的拉动作用 .....	13
图表 30. 人均旅游花费与可支配收入同比增速之差 .....	14
图表 31. 全国旅游收入与可支配收入同比增速之差 .....	14
图表 32. 汽车对消费的拉动作用较为明显 .....	14
图表 33. 汽车市场更新需求或仍较高 .....	14
图表 34. 1-4 月限额以上消费结构 .....	15
图表 35. 稳就业阶段性承压 .....	16
图表 36. 银行间质押式回购交易仍旧活跃 .....	16

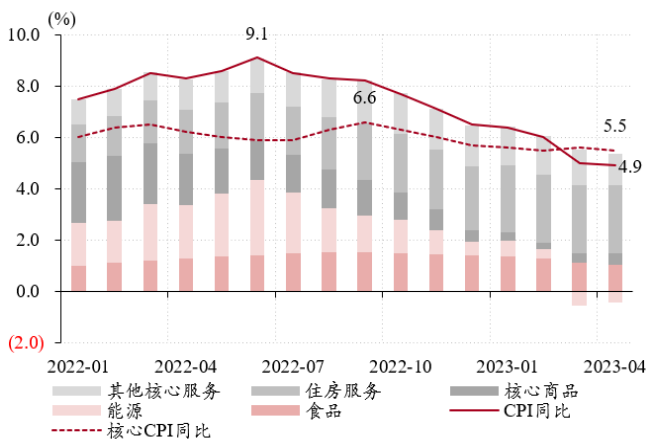
图表 37. 市场利率下降或驱动降息.....	17
图表 38. 一般贷款加权平均利率仍持续下行.....	17
图表 39. 商业银行净息差收窄.....	17
图表 40. 8 月起资金缺口加大.....	18
图表 41. 基础货币投放兼顾总量结构.....	18
图表 42. 土地收入仍然承压.....	18
图表 43. 下半年专项债发行或将加速.....	18
图表 44. 全球主要金融资产指标价格变动.....	19
图表 45. 全球风险类资产 2023 年以来表现排序.....	20
图表 46. 美元&黄金 2023 年以来表现排序.....	20
图表 47. 债券类资产 2023 年以来表现排序 (收益率/息差变动, bp).....	20
图表 48. 大类资产年初至今交易主题和节奏变动.....	21
图表 49. 标普 500 指数 同 美债 10 年收益率的 30 日滚动关联度近期重返正值..	21
图表 50. 标普 500、上证指数以及港股指数走势 VS 我们的短期判断.....	22
图表 51. 美债 10 年收益率 & 美元指数 走势 VS 我们的短期判断.....	22
图表 52. 布伦特油价 & LME 铜价 & 黄金 走势 VS 我们的短期判断.....	23
图表 53. 降温的能源价格有望帮助能源 CPI 维持在低位.....	23
图表 54. 美国 CPI 核心通胀拆分: 服务业通胀仍处于高位.....	23
图表 55. 经济学家一致预期 (23Q2-24Q1): 美国 GDP, CPI 及核心 PCE 同比增速..	24
图表 56. 经济学家一致预期 (23Q2-24Q1): 欧元区 GDP, CPI 及核心 CPI 同比增 速.....	24
图表 57. 典型的“衰退交易”所经历的阶段和资产价格变动特征: 以 2008 年金融 危机为例.....	24
图表 58. 上半年主要大类资产价格表现情况.....	26
图表 59. 2020 年以来上证综指中枢维持在 3000 点上方.....	26
图表 60. 2020 年以来创业板指波动中枢较高.....	26
图表 61. A 股盈利波动幅度较大.....	27
图表 62. 估值波动趋势自 2023 年开始分化.....	27
图表 63. 流动性近三年处于较高水平.....	28
图表 64. 主要机构投资者持股市值变化.....	28
图表 65. 债券收益率历史分位数仍处于较低水平.....	28
图表 66. 2015 年以来三次利率偏低时期.....	29
图表 67. 降准降息是推动利率走低的重要原因.....	29
图表 68. 截至 2023 年 5 月 31 日大宗商品表现疲弱.....	30
图表 69. Wind 周期品类期货价格指数 2023 年以来涨幅.....	30
图表 70. Wind 农产品类期货价格指数 2023 年以来涨幅.....	30
图表 71. 货币基金收益率中位数较 2022 年下半年上升.....	31
图表 72. 一季度货币基金持仓久期情况.....	31
图表 73. 2023 年下半年主要经济指标预测 (单位: %).....	32

## 1. 海外经济：艰难复苏背景下的货币政策调整

### 1.1 美国：衰退压力逐渐显现，至多仍有一次加息

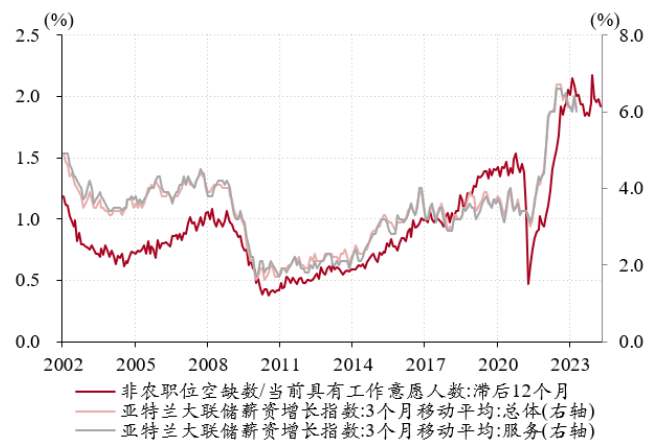
美国通胀明显回落，但尚未取得足够进展。2022年下半年以来，美国通胀压力持续减弱。2023年4月CPI同比增速从高点9.1%已经降至4.9%，是2021年5月以来首次降至5%以下；核心CPI同比降幅有限，今年以来总体在5.5%~5.6%之间反复。从三分法来看，美国核心商品通胀压力总体减弱，近两个月有所反复；住房服务通胀滞后于市场房价约15个月，后者自2022年二季度开始大幅回落，意味着2023年下半年住房服务通胀压力趋于减弱；而住房服务以外的核心服务通胀压力放缓程度有限，这是美国劳动力市场持续紧张的结果（见图表1）。当前，美国劳动力市场求人倍数仍处于历史高位，时薪增速难有回落迹象，意味着美国通胀韧性仍然较强（见图表2）。

图表 1. 美国 CPI 同比增速及细分项目



资料来源：美国劳工部，中银证券

图表 2. 美国劳动力市场求人倍数与薪资增长指数



资料来源：Wind，亚特兰大联储，中银证券

美国经济韧性好于预期，但衰退压力逐渐显现。一季度美国 GDP 环比折年率上修至 1.3%，低于前值 2.6%，但好于年初市场预期，其中投资表现较弱，消费展现出较强韧性，商品消费由此前四个季度的负向拉动转为正向拉动 1.4 个百分点，服务消费拉动作用较上季度扩大 0.4 个百分点至 1.1%。不过，高频数据显示美国经济下行压力加大。从图表 3 来看，1980 年以来美国历次衰退初期，NBER 参考的六项月度指标同比增速均处于下行过程，或部分指标同比增速回落而其他指标前期出现负增长。2022 年以来最新数据显示，除实际个人消费增速相对稳定之外，五项指标同比增速均处于趋势下降过程，实际制造和贸易销售额、实际个人收入已经出现负增长，表明美国经济逐步临近衰退状态。作为美国经济领先指标，4 月份 LEI 连续第 13 个月下降，继续警告今年美国出现经济衰退。纽约联储的衰退概率指标也显示，未来 12 个月美国出现衰退概率已经升至 68.2%。温和衰退仍是目前美联储和市场认为的基准情形。不过，考虑到美国劳动力市场韧性和通胀粘性，美联储需要将利率维持高位，而由于银行业动荡根源并未消除，随着高利率环境延续，银行业动荡引发金融危机导致经济陷入深度衰退的可能性仍然存在。

图表 3. 1980 年以来历次衰退起始月份六项指标同比增速情况

	1980/01	1981/07	1990/07	2001/03	2007/12	2020/02	2022 年以来
非农就业人数	趋势下行过程	高点	趋势下行过程	趋势下行过程	趋势下行过程	高点	趋势下行过程
家庭调查就业	趋势下行过程	高点	趋势下行过程	趋势下行过程	趋势下行过程	高点	趋势下行过程
工业生产指数	开始趋势下行, 前期负增长	高点	高点	趋势下行过程, 前期负增长	趋势下行过程	前期负增长	趋势下行过程, 前期接近零增长
制造贸易销售	开始趋势下行, 前期负增长	高点提前1个月	高点	趋势下行过程, 前期负增长	趋势下行过程, 降幅较大	前期负增长	趋势下行过程, 前期负增长
实际个人收入	趋势下行过程	高点	高点	趋势下行过程	趋势下行过程	高点	趋势下行过程, 前期负增长
实际个人消费	--	--	--	趋势下行过程	趋势下行过程	高点	相对稳定

资料来源：Fred，Wind，中银证券

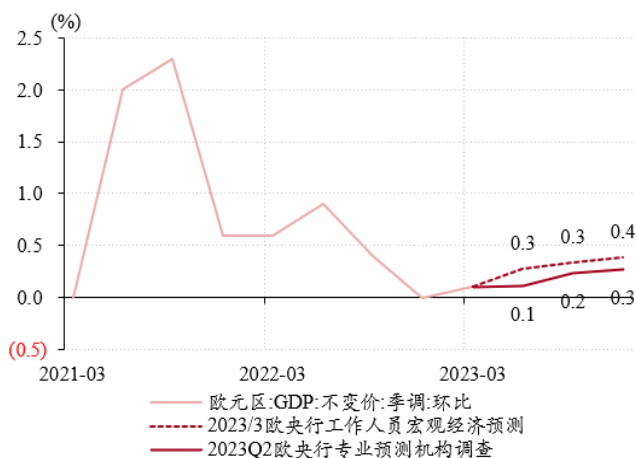
注：上述六项指标分别是非农就业人数、家庭调查就业、工业生产指数、实际制造和贸易销售额、实际个人收入（扣除转移支付）、实际个人消费支出。

美联储政策陷入多难困境，下半年至多仍有一次加息。5月美联储FOMC会议纪要和近期美联储官员表态，反映出美联储内部对于未来加息节奏存在较大分歧。5月19日，美联储主席鲍威尔在华盛顿举行的美联储会议上表示，做多风险和做少风险正在变得更加平衡，同时指出政策利率可能不需要像过去认为的那样大幅上调才能实现目标。这意味着，在货币紧缩滞后效应和银行业压力带来的信贷紧缩影响均存在较大不确定性情况下，美联储6月暂停加息的概率较大。而由于近期美国通胀和就业数据再超预期，市场预计美联储7月再次加息25bp的概率提升，在11月开始降息。不过，我们仍然维持2023年度展望报告中的观点，即认为基准情形下，下半年或难看到美联储降息，但不排除美联储紧缩过头风险，引发金融危机波及美国经济，届时美联储开启降息的时点也将相应提前。

## 1.2 欧元区：通胀前景尚不能令人满意，预计仍有两次加息

欧元区经济恢复不均衡，有望延续温和复苏态势。2023年一季度，欧元区实际GDP季调环比正增长0.1%，低于市场预期，但高于前值0.0%（见图表4）。伴随货币政策持续收紧以及经济重启，不同领域的经济指标出现明显分化。工业信心指数自2021年11月以来大幅回落，消费者信心指数虽然延续了2022年四季度以来反弹态势，但仍处于低位，实际零售销售指数同比连续6个月负增长，反映消费仍然疲软。制造业PMI远低于荣枯线，创下2020年6月以来新低。不过，受经济重新开放影响，欧元区服务业增长强劲，带动综合PMI位于荣枯线上方（见图表5）。基于2022年下半年以来欧元区经济强于预期的事实，2023年3月欧央行工作人员预测2023年欧元区经济增长1.0%，较2022年12月预测上调0.5个百分点，环比增速呈现逐季回升态势（见图表4）。5月份欧央行货币政策会议纪要显示，模型估计结果与3月预测大体一致，2023年二、三季度GDP将进一步温和扩张。

图表4. 欧元区实际GDP季调环比增速及预测



资料来源: Wind, ECB, 中银证券

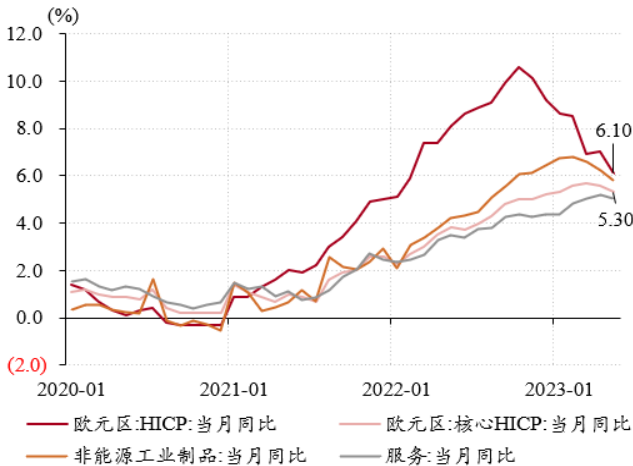
图表5. 欧元区经济高频指标追踪情况

	工业信心指数	消费者信心指数	零售销售同比	制造业PMI	服务业PMI	综合PMI
2022-01	13.2	(9.5)	9.4	58.7	51.1	52.3
2022-02	13.6	(9.5)	6.0	58.2	55.5	55.5
2022-03	8.0	(22.0)	2.3	56.5	55.6	54.9
2022-04	7.1	(22.5)	5.1	55.5	57.7	55.8
2022-05	6.0	(21.5)	1.1	54.6	56.1	54.8
2022-06	7.0	(24.1)	(2.7)	52.1	53.0	52.0
2022-07	3.5	(27.2)	(0.6)	49.8	51.2	49.9
2022-08	1.5	(25.0)	(1.2)	49.6	49.8	48.9
2022-09	0.2	(28.7)	0.2	48.4	48.8	48.1
2022-10	(0.5)	(27.4)	(2.6)	46.4	48.6	47.3
2022-11	(1.3)	(23.7)	(2.5)	47.1	48.5	47.8
2022-12	(0.8)	(22.0)	(2.8)	47.8	49.8	49.3
2023-01	0.9	(20.6)	(1.8)	48.8	50.8	50.3
2023-02	0.1	(19.0)	(2.4)	48.5	52.7	52.0
2023-03	(0.7)	(19.1)	(3.8)	47.3	55.0	53.7
2023-04	(2.8)	(17.5)		45.8	56.2	54.1
2023-05	(5.2)	(17.4)		44.8	55.9	53.3

资料来源: Wind, 中银证券

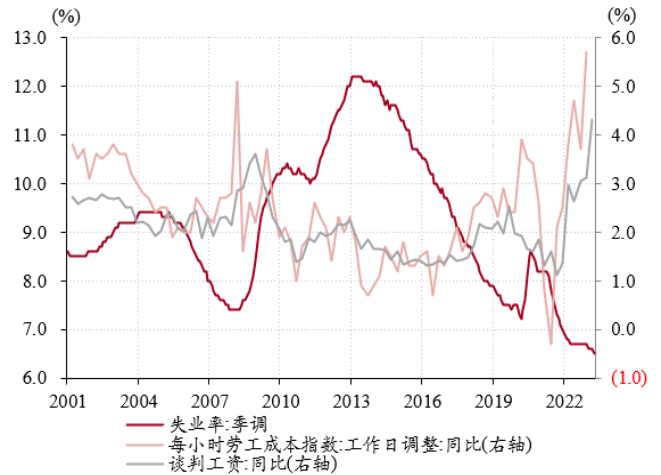
欧元区通胀见顶回落，利润率下滑或缓解通胀压力。受能源价格回落影响，欧元区CPI同比增速在2022年10月达到10.6%之后明显回落，2023年5月由前值7.0%大幅降至6.1%，为2022年3月以来新低；核心CPI同比增速在3月份达到高点5.7%，4、5月份先后降至5.6%、5.3%。相对于非能源工业制品价格，欧元区服务价格韧性较强，5月份同比增速为5.0%，仅较上月回落0.2个百分点，反映了经济重启和工资上涨的影响（见图表6）。当前欧元区劳动力市场仍然紧张：4月份失业率创下历史新低；2022年四季度每小时劳工成本同比增长5.7%，创历史新高；2023年一季度谈判工资同比增长4.3%，为1993年二季度以来新高（见图表7）。工资上涨压力加大核心通胀上行风险，不过同时也会对企业利润率施加压力，后者对于欧元区通胀压力贡献更大（2022年四季度在GDP平减指数中占据一半以上）。考虑到企业利润率已经处于高位，未来利润率放缓或有助于抵消工资上涨带来的通胀上行压力。

图表 6. 欧元区 CPI 同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 欧元区失业率创历史新低, 劳工成本加速上涨



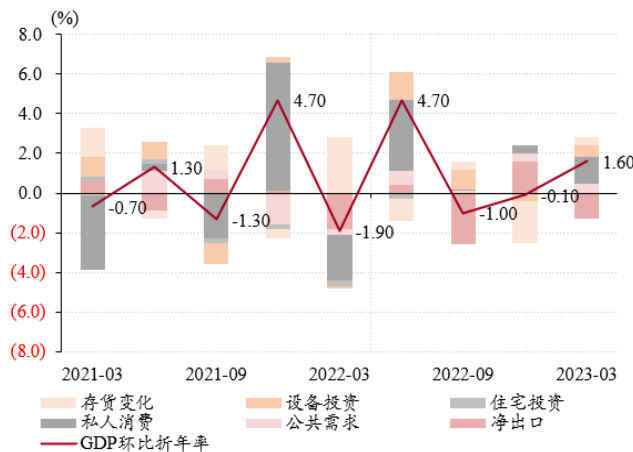
资料来源: Wind, ECB, 中银证券

欧央行重申进一步紧缩以控制通胀, 预计仍有两次加息。2022 年 7 月以来, 欧央行开启加息进程, 截至 2023 年月连续加息 7 次, 累计加息 375bp, 存款利率从-0.5%提高至 3.25%。为了在进一步加息以确保通胀及时回到 2%目标与货币政策传导不确定性增加之间取得适当平衡, 欧央行在多次加息 75bp、50bp 之后, 在 2023 年 5 月首次加息 25bp。6 月初, 欧央行行长拉加德发表演讲时表示, 通胀前景、潜在通胀动态以及货币政策传导强度是影响货币政策制定的决定性因素, 而过去的预测显示通胀前景不能令人满意, 没有明确证据表明潜在通胀已经见顶, 并且加息对经济的影响有待进一步观察, 因此欧央行将进一步收紧以抑制通胀。4 月彭博经济学家调查结果显示, 预计欧央行将分别在 6 月、7 月各加息 25bp, 使存款利率达到 3.75%的峰值。

### 1.3 日本: 稳定通胀目标接近达成, YCC 政策边际调整可能性增加

日本经济处于温和复苏过程, 结构性特征明显。日本实际 GDP 年化增速在连续两个季度负增长之后, 于 2023 年一季度转为正增长, 同比增长 1.6%, 高于市场预期, 其中私人消费增长加快, 企业设备投资和存货变化的拉动作用转正, 净出口再次转为负贡献 (见图表 8)。从高频数据来看, 受日本疫情防控政策变化影响, 入境旅游人数大幅增加, 服务业 PMI、消费者信心指数出现明显回升, 但制造业 PMI 自 2022 年 11 月以来持续位于荣枯线下方, 新屋开工和机械订单维持同比负增长, 意味着投资增长面临压力。此外, 全球制造业 PMI 同样位于荣枯线下方, 日本出口可能继续承压 (见图表 9)。

图表 8. 日本实际 GDP 增速及构成



资料来源: Wind, 中银证券

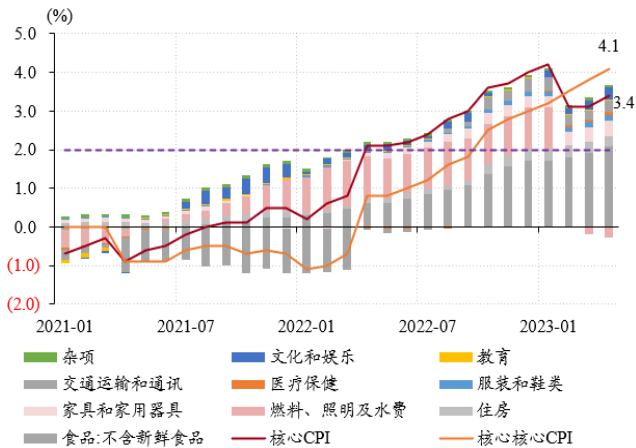
图表 9. 日本经济高频指标追踪情况

	制造业 PMI	服务业 PMI	消费者信心指数	新屋开工户数:同比	实际机械订单:同比	全球制造业 PMI
2022-01	55.4	47.6	36.6	2.1	5.6	53.2
2022-02	52.7	44.2	35.1	6.3	(27.7)	53.7
2022-03	54.1	49.4	32.5	6.0	7.2	52.9
2022-04	53.5	50.7	32.0	2.4	19.1	52.3
2022-05	53.3	52.6	33.1	(4.2)	8.6	52.3
2022-06	52.7	54.0	32.3	(2.2)	5.6	52.2
2022-07	52.1	50.3	30.1	(5.4)	(5.4)	51.1
2022-08	51.5	49.5	32.0	4.6	(6.7)	50.3
2022-09	50.8	52.2	31.2	1.1	(2.5)	49.8
2022-10	50.7	53.2	30.8	(1.8)	(17.9)	49.4
2022-11	49.0	50.3	29.6	(1.4)	(15.4)	48.8
2022-12	48.9	51.1	30.9	(1.7)	(12.2)	48.7
2023-01	48.9	52.3	31.0	6.6	(16.6)	49.1
2023-02	47.7	54.0	30.9	(0.3)	(7.4)	49.9
2023-03	49.2	55.0	34.0	(3.2)	(13.4)	49.6
2023-04	49.5	55.4	35.0	(11.9)		49.6
2023-05	50.6	56.3	36.2			

资料来源: Wind, 中银证券

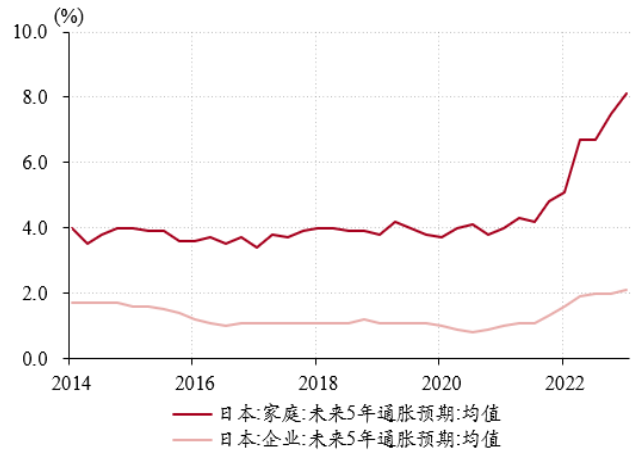
**稳定通胀目标接近达成，通胀大幅上行空间或有限。**2022年4月以来，日本核心CPI（剔除新鲜食品价格）同比增速持续位于2%上方，最高升至今年1月份的4.2%，在能源价格拖累下，2月份回落至3.1%，不过4月份再次升至3.4%，位于历史高位。同期，核心CPI同比增速也大幅抬升，迄今已经连续7个月持续超过2%，4月份升至4.1%，创1981年10月以来新高，通胀压力更加广泛（见图表10）。此外，日本家庭和企业的中长期通胀预期也出现明显上行，表明日本逐渐接近实现2%的价格稳定目标（见图表11）。不过，日本名义薪资增速低于通胀，实际薪资增速仍然为负，不存在“薪资-通胀”相互加强趋势，而且伴随PPI增速转为下行，供应因素对CPI的推动作用或趋弱，日本通胀大幅上升的空间有限（见图表12、13）。

图表 10. 日本 CPI、核心 CPI 同比及构成



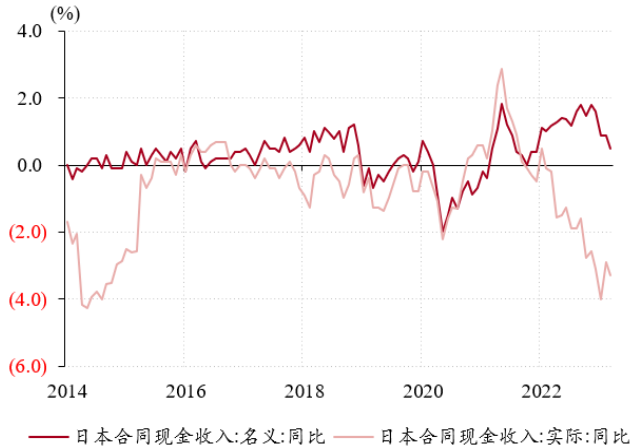
资料来源: CEIC, 中银证券

图表 11. 日本家庭和企业未来 5 年通胀预期



资料来源: 日本央行, 中银证券

图表 12. 日本名义薪资同比与实际薪资同比



资料来源: CEIC, 中银证券

图表 13. 日本 PPI 增速与核心 CPI 增速



资料来源: Wind, 中银证券

**日本央行相对谨慎，YCC 政策边际调整可能性增加。**随着日本通胀持续超过 2% 的稳定通胀目标，日本央行已经进入政策观察期。4 月份日本央行会议表示将对货币政策进行一次广泛的评估，计划的时间框架约为一年至一年半。并且，5 月 11 日发布的英文版意见摘要将此前“持续地(Persistently)”保持宽松的措辞修改为“耐心地(Patiently)”讨论了维持宽松政策。此前日本央行行长植田和男多次强调日本通胀是由成本推动因素导致的，并认为由于原材料成本下降，通胀可能会在未来几个月放缓，日本央行必须避免过早收紧货币政策。不过，日本通胀压力趋于广泛，经济有望持续复苏<sup>1</sup>，以及近期日元再次贬值，均增加了日本央行调整 YCC 政策的可能性。正如近期植田表态，将 YCC 目标债券收益率的期限从当前的 10 年期缩短到 5 年期可能是选项之一<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> <https://www5.cao.go.jp/keizai3/getsurei-e/2023may.html>

<sup>2</sup> <https://www.gelonghui.com/p/607946>



## 2. 中国经济：复苏犹可期待

### 2.1 投资：下半年基建、制造业投资均有韧性

#### 2.1.1 不宜轻易下调对基建投资的预期

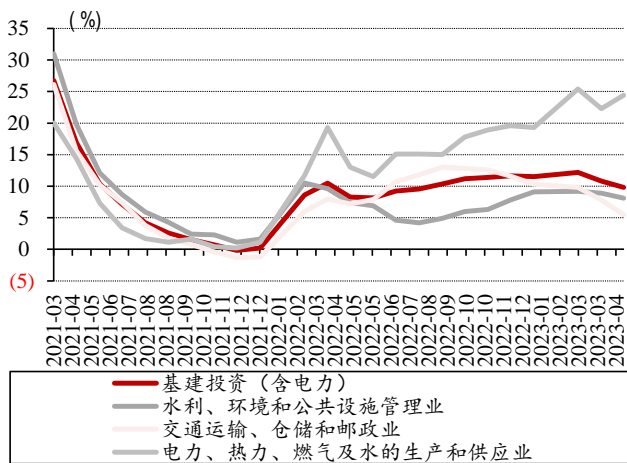
二季度以来，中国基建投资增速有所下滑，我们认为，4月基建投资增速下滑主要由于结构调整，而不是发力减缓，因此不宜轻易下调对基建投资的增速预期。

按照老口径（含公共事业）计算，1-4月基建投资同比增长9.8%，较一季度下滑1.0个百分点，连续2个月下滑。着眼基建三大类别，1-4月交通运输仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业及公用事业投资增速均维持在较高水平，累计同比分别实现8.10%、5.50%和24.40%，分别较一季度变动-0.8、-2.3及2.1个百分点，公用事业相关投资是4月基建发力的重点。

从细分行业看，1-4月，占比最高的两项子行业——公共设施管理业和道路运输业同比增速分别实现4.70%和5.80%，较一季度分别下行3.00和2.70个百分点，对当期基建投资增速的正贡献分别下降1.07和0.74个百分点；但需要注意的是，一季度两行业对基建投资的正贡献水平较高，集中发力后，季初月数据短期回落也属正常现象；占比较大的行业投资基数本身较大，对需求的拉动往往具有较强的持续性，后续相关投资增速有望回升。

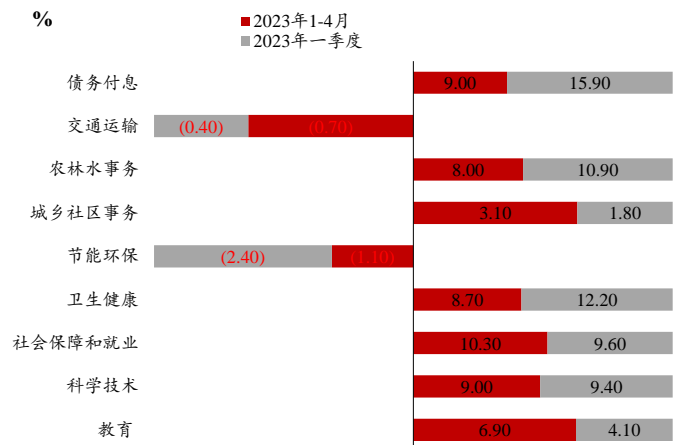
从4月公共财政向基建领域的相关支出看，绝对规模最大的城乡社区事务支出同比增速较一季度有所加快，财政对基建投资的重视程度并未减弱。

图表 14. 基建投资及大类行业表现



资料来源: Wind, 中银证券

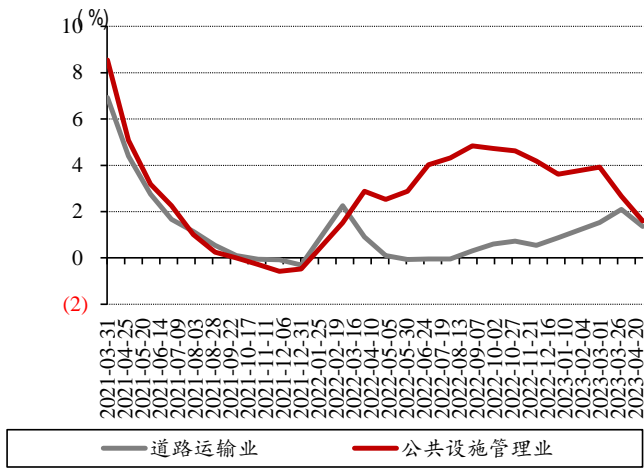
图表 15. 财政支出投向增速对比



资料来源: Wind, 中银证券

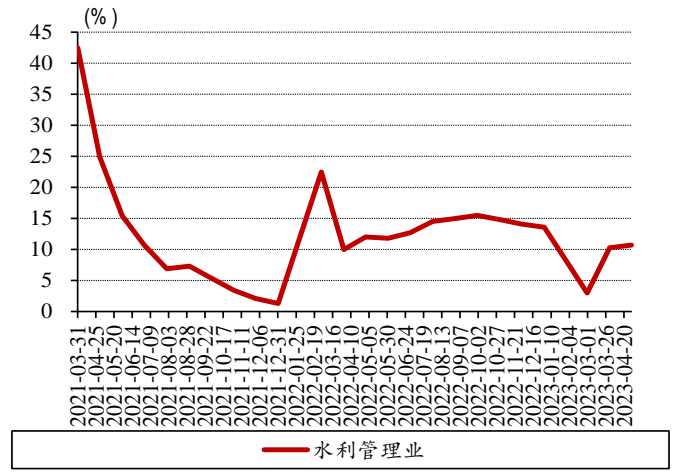
值得一提的是，2022年以来，水利投资成为基建集中发力的重点子行业，及至4月，其累计同比增速并未减缓，累计实现10.7%，较一季度加快0.4个百分点；重点发力领域发力未放缓，可进一步说明基建投资仍将是年内稳增长发力的重要抓手。

图表 16. 权重行业投资对基建的拉动表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 17. 水利管理业投资同比增速表现



资料来源: Wind, 中银证券

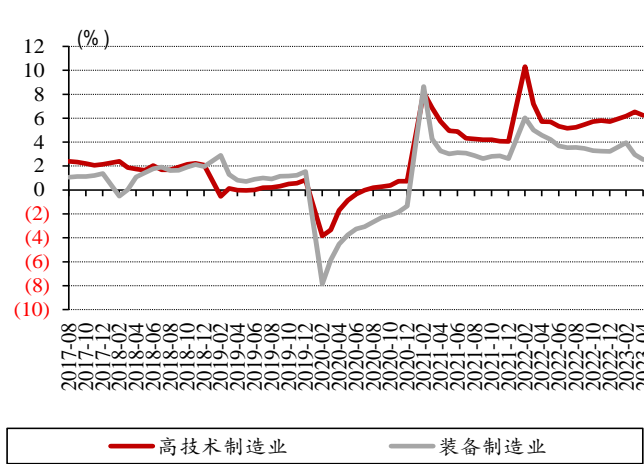
### 2.1.2 下半年制造业投资仍有韧性, 但增长结构较为脆弱

1-4 月, 尽管制造业投资同比增幅较一季度继续收窄 0.6 个百分点, 但其增速仍维持在 6% 以上的较高水平, 我们认为年内制造业投资将维持韧性, 但需注意制造业投资增长结构的脆弱性。

**高技术、装备制造业投资仍是重要支撑。**2023 年以来, 高技术、装备制造业均仍为制造业投资的重要支撑因素。1-4 月, 高技术、装备制造业分别为制造业投资贡献正增速 6.23 个和 2.55 个百分点, 其中, 高技术制造业投资始终维持活跃, 其中电力新能源相关产业贡献拉动最强, 实现 4.55 个百分点。此外, 由于装备制造业与基建投资的相关程度较高, 而基建投资年内仍是韧性, 预计装备制造业投资增速仍将维持温和增长。

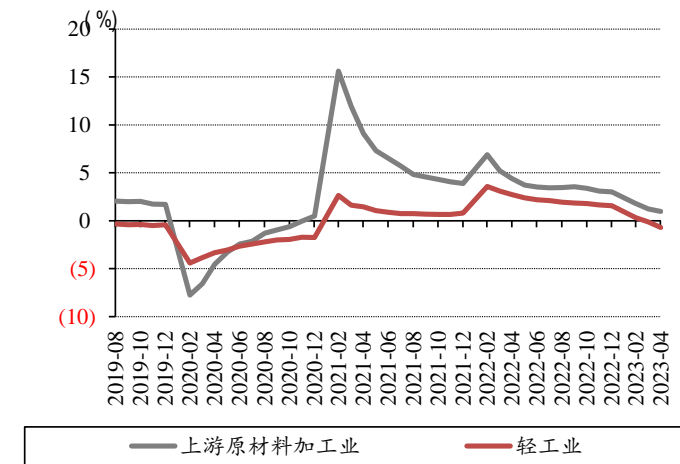
**但制造业投资结构的脆弱性不宜忽视。**在需求相对弱勢的背景下, 轻工业投资表现不及预期, 1-4 月对制造业投资增速的贡献为负, 拖累制造业投资同比增速 0.70 个百分点。以纺服为代表的轻工业品是我国传统出口优势产品, 对外需更为敏感, 下半年发达经济体需求持续弱势, 或将影响相关产业投资增速表现。且受制于价格因素, 上游原材料加工业年内投资热情预计较低。整体而言, 下半年制造业投资虽保有韧性, 但增长结构的脆弱性不容忽视。

图表 18. 高技术、装备制造业仍有支撑



资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 原材料加工、轻工业投资或不及预期



资料来源: Wind, 中银证券

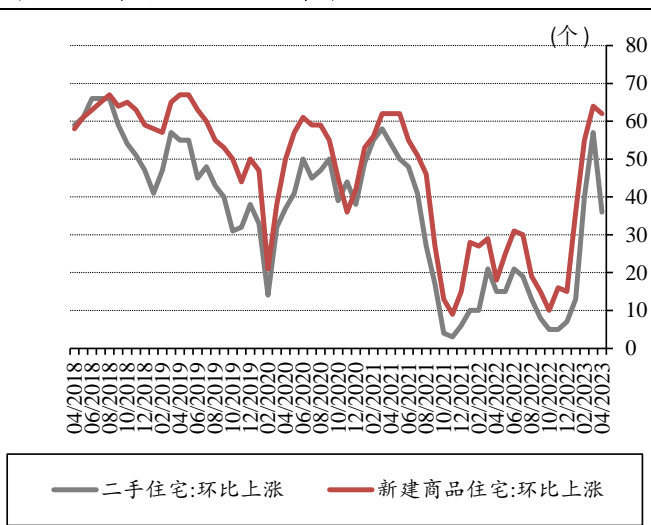
## 2.1.3 地产行业预期仍待修复

**地产销售回落的原因或在预期端。**2023年一季度，在政策扶持、疫后需求修复的共同发力下，地产销售表现持续修复，截至一季度，商品住宅销售面积同比降幅收窄至0.20%。及至4月，商品住宅销售面积增速表现回落，降幅走扩至2.24%。包括购房者、开发商在内的地产行业弱预期是当前主要症结。

**新房、二手房价格表现趋异，刚需性住房或是主要需求来源。**据ceic数据，2023年以来，新建商品住宅房价表现相对较好，4月新房价格环比、同比上涨的城市个数分别为62和22个，其中，同比上涨的城市个数较3月继续增加，环比上涨城市个数仅较3月（64个）微幅回落。相比之下，二手房价格明显偏弱，4月二手房价格环比、同比上涨的城市个数分别仅为36和9个，其中，环比价格上涨的城市较3月明显减少21个。

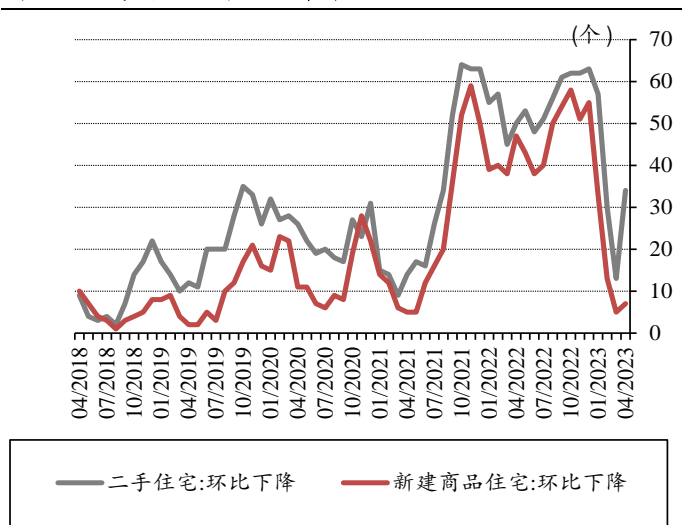
“新房强、二手房弱”一定程度上可以说明当前购房需求以“刚需”为主，居民对于房价的预期仍然较弱，或对当前地产销售修复形成一定影响。

图表 20. 房价环比上涨城市个数



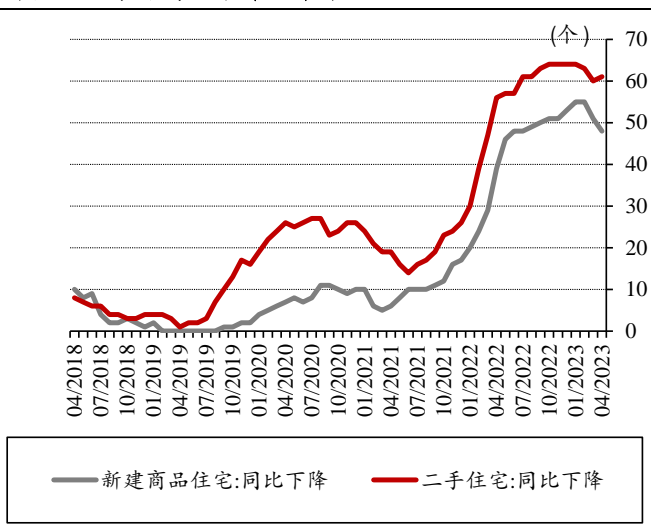
资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 房价环比下跌城市个数



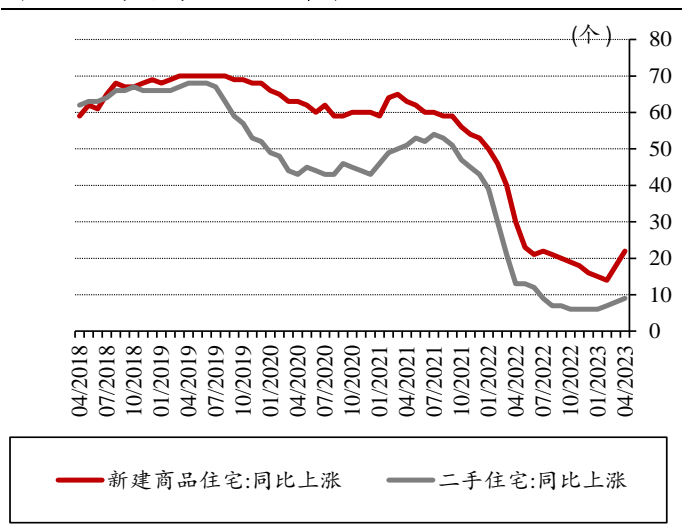
资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. 房价同比下降城市个数



资料来源: Wind, 中银证券

图表 23. 房价同比上涨城市个数

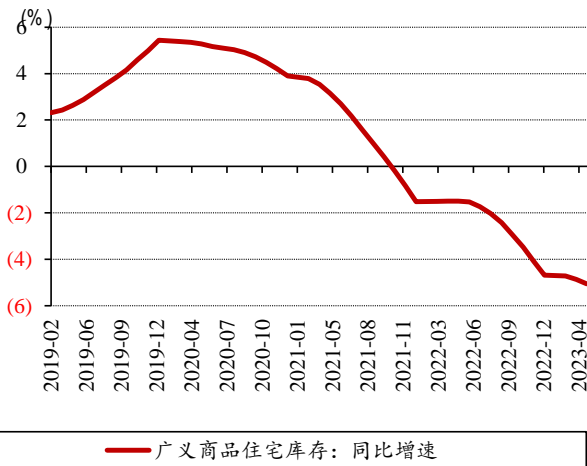


资料来源: Wind, 中银证券

**“主动去库存”延续，地产投资修复受到阻滞。**从广义角度看，地产行业仍处于主动去库存阶段。截至2023年4月，中国商品房住宅累计面积2,640,940.33万平方米，同比下滑5.05%，降幅较3月继续走扩0.2个百分点。在4月商品房销售走弱的情况下，广义库存继续下降，说明房企新开工意愿较销售更弱，行业整体仍处于主动去库存阶段。

而从现房角度看，竣工加速推升现房库存去化难度。着眼行业待售面积指标，1-4月，商品房待售面积同比增长15.44%，较2022年末有所下降，在销售整体回暖的背景下，现房市场摆脱了此前“被动累库存”的状态。但需要注意的是，在“保交楼”政策的影响下，商品房竣工面积同比增速持续较高，1-4月实现18.80%，待售房屋增速被竣工推升，增加了去化难度，或对地产投资修复形成一定阻滞；年内土地成交表现基本印证了我们的逻辑判断。

图表 24. 商品房广义库存仍在下降



资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 竣工推升现房库存去化难度

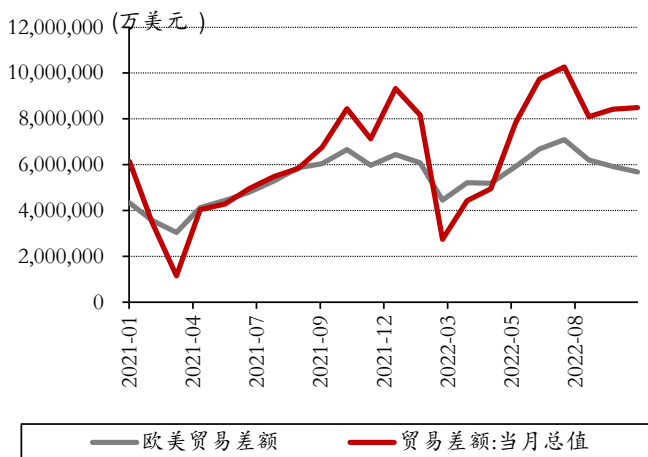


资料来源: Wind, 中银证券

## 2.2 外需：全年出口有望实现正增长

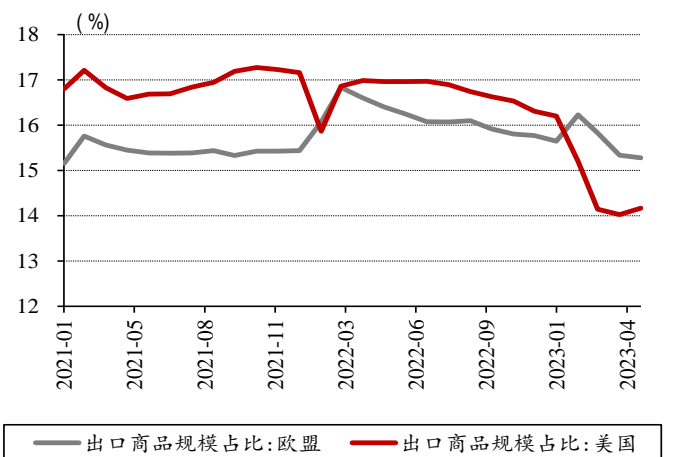
海外需求整体收缩，带动出口优势商品增速下行。2023年以来，主要发达经济体流动性继续收缩，海外经济“软着陆”压力加大，外需疲弱已成为市场一致预期。3-4月当月出口增速分别实现14.80%和8.50%，均明显超出市场预期；除疫情政策优化调整后的供给回补因素外，中国出口市场的新变化也是重要影响因素。

图表 26. 欧美对我国贸易顺差的支撑力度下降



资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. 欧美在我国出口中占比明显下滑



资料来源: Wind, 中银证券

从重要贸易对手的表现看，除东盟外，2023年以来，欧盟、美国在中国对外出口总额中占比均较2022年降低，截至4月分别为15.28%和14.17%；作为中国贸易顺差的重要来源，欧美对中国贸易顺差的支撑作用下降。

欧、美等发达经济体需求收缩，使得中国传统优势商品出口受限，对出口增速正向拉动逐步削弱。4月机电、周期制品、能源、纺织品对当月出口同比增速的正贡献分别为0.59、-0.03、-0.22及0.77个百分点，较2022年平均水平明显下行。

图表 28. 优势产品对 4 月当月出口同比增速的正贡献 (%)

商品名称	4月单月	上期	2022年平均
机电产品	0.59	2.36	2.32
周期制品（钢铁+化工）	(0.03)	1.38	2.87
能源相关（原油）	(0.22)	0.59	1.03
轻工纺织	0.77	1.64	0.90
汽车	<b>4.62</b>	<b>3.03</b>	<b>0.90</b>

资料来源：Wind，中银证券

“一带一路”相关国家有望对外需形成支撑。3-4月，在发达经济体需求收缩的背景下，东盟、俄罗斯等“一带一路”相关地区对中国出口市场形成有效补充。为测算“一带一路”相关市场对我国外需的支撑作用，我们选取了俄罗斯、五个东盟代表国家及五个“一带一路”代表国家，以研究其商品需求结构及对我国出口增速的影响。

据我们测算，2023年1-4月，在对欧美出口商品持续负贡献的背景下，东盟、俄罗斯、“一带一路”国家均对中国出口增速影响积极，且有较强的支撑作用；其中，对东盟、“一带一路”出口的多数商品均能维持正贡献，对俄罗斯出口的交通运输设备、光学仪器分别拉动当期出口同比增长2.75和0.72个百分点，补充作用明显。

在产品结构上，汽车产业链有望成为短期优势出口商品。4月当月，HS分类下的“车辆、航空器、船舶及运输设备”出口同比增速实现65.35%，已连续第五个月增长，为当月出口增速贡献4.62个百分点的正增速，东盟、俄罗斯等“一带一路”国家市场开拓或将持续利好汽车出口产业链。

图表 29. 不同种类商品对各地区出口的拉动作用

产品种类	东盟	欧盟	美国	俄罗斯	“一带一路”
机电、音像设备及其零件、附件	0.15	-0.07	-0.83	0.08	0.28
贱金属及其制品	0.51	-0.18	-0.14	0.00	0.08
车辆、航空器、船舶及运输设备	0.71	0.32	-0.12	2.75	0.14
矿产品	0.30	0.04	0.00	0.01	-0.03
纺织原料及纺织制品	0.05	-0.19	-0.17	0.07	0.02
杂项制品	0.37	-0.14	-0.26	0.00	0.04
化学工业及其相关工业的产品	0.00	-0.22	-0.19	0.08	-0.02
塑料及其制品；橡胶及其制品	0.08	-0.03	-0.13	0.19	0.00
特殊交易品及未分类商品	0.26	0.15	0.23	0.00	0.00
食品；饮料、酒及醋；烟草及制品	0.03	0.04	-0.03	0.02	0.01
矿物材料制品；陶瓷品；玻璃及制品	0.07	-0.02	-0.05	0.06	0.00
光学、医疗等仪器；钟表；乐器	0.10	0.01	-0.01	0.72	0.01
革、毛皮及其制品；箱包；肠线制品	0.14	0.00	0.02	0.04	0.02
植物产品	0.00	0.00	-0.01	0.01	0.00

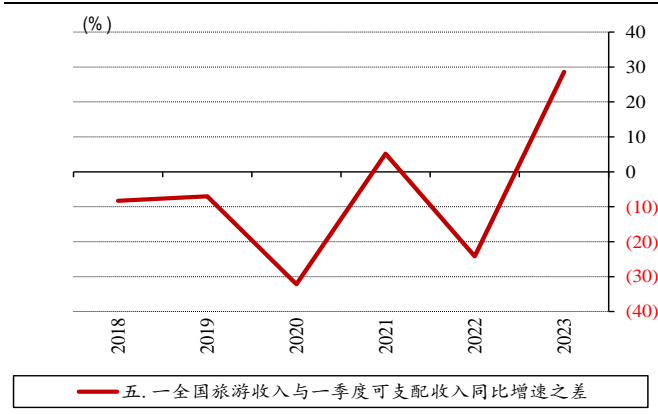
资料来源：Wind，中银证券

## 2.3 消费修复有望延续，但结构问题仍然存在

### 2.3.1 居民消费倾向修复仍将支撑消费复苏

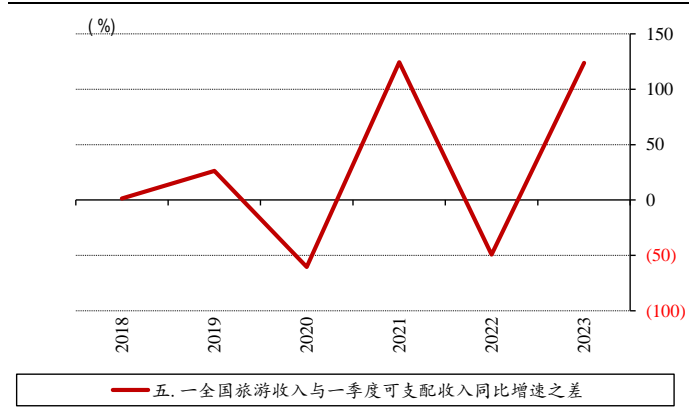
居民消费倾向修复仍将支撑消费复苏。在此前深度报告《我们如何描绘国内需求？》中，我们提出居民边际消费倾向修复是支撑年内消费复苏回暖的重要因素之一，即年内居民有更强的消费意愿。为验证这一逻辑，我们用“五一”全国旅游收入同比增速、“五一”人均旅游支出同比增速分别与一季度人均可支配收入同比增速做差，所得差值均为 2018 年以来新高。这一结果显示：2023 年一季度，在人均可支配收入同比增速较为温和的背景下，“五一”全国旅游收入、人均旅游支出同比增速均创 2018 年以来新高，一定程度可反映出年内居民边际消费倾向正在回升。

图表 30. 人均旅游花费与可支配收入同比增速之差



资料来源: Wind, 中银证券

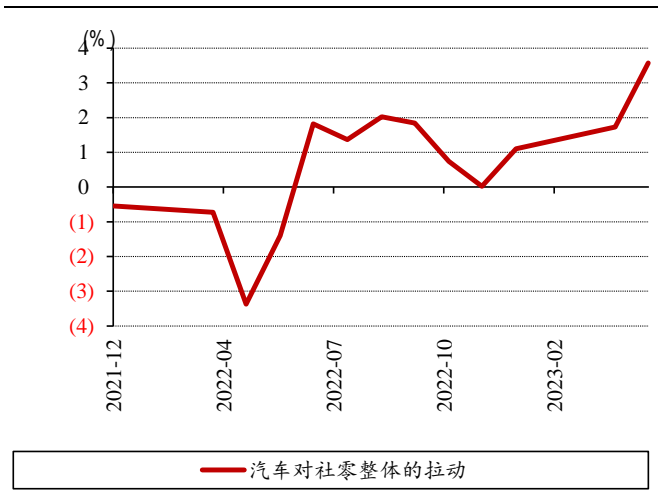
图表 31. 全国旅游收入与可支配收入同比增速之差



资料来源: Wind, 中银证券

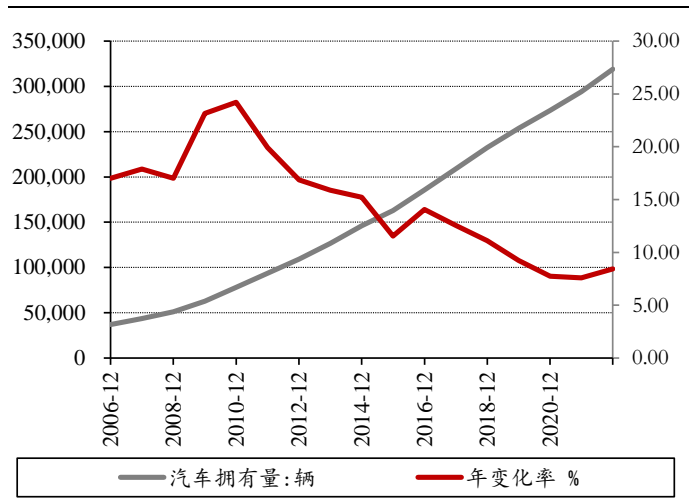
1-4 月，国内消费数据持续修复，社零累计同比增速实现 8.5%，除去年同期的较低基数因素外，随着防疫政策优化调整，居民消费空间得到释放。从结构看，汽车对消费的拉动作用仍然较强，4 月，社零中汽车消费同比增长 41.02%，拉动社零同比增速上升 3.57 个百分点，考虑到 2010 年以来，汽车拥有量同比增速持续下降，而汽车的使用周期往往为 8-10 年，当前汽车市场中或仍然沉淀着较强的更新需求，后续汽车消费或仍具备上行动力，对年内消费将有所支撑。

图表 32. 汽车对消费的拉动作用较为明显



资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 汽车市场更新需求或仍较高



资料来源: Wind, 中银证券

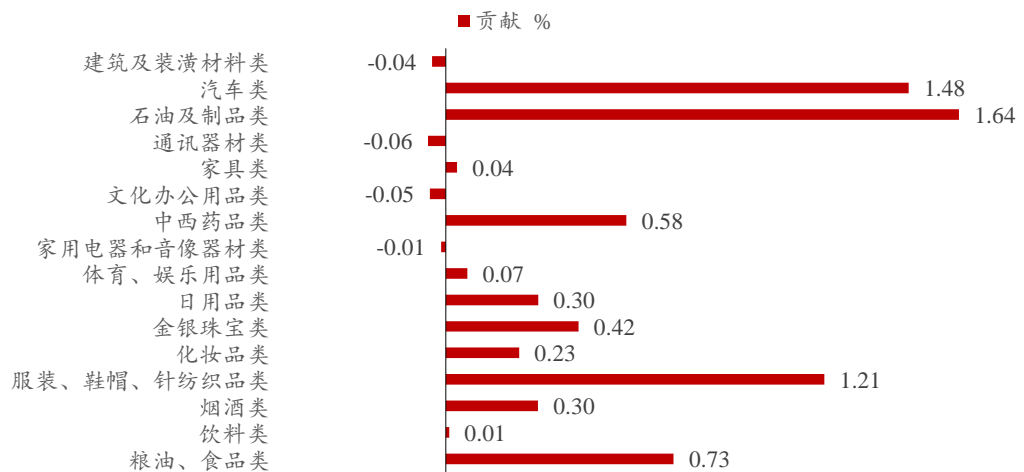
从限额以上社零数据看，1-4 月，多数消费品恢复同比正增长，石油制品、能源及轻工品正贡献最为显著；得益于油价下降、交运物流恢复等因素，石油及其制品同比增长 11.0%，拉动限额以上社零数据上升 1.64 个百分点；此外，纺织、鞋帽等轻工业品消费同比增长 13.4%，贡献 1.21 个百分点的正增速。

## 2.3.2 关注消费修复中的结构性问题

地产投资修复缓慢或对消费修复有所影响。1-4月，地产销售相关消费有所修复，限额以上家具类消费同比增长4.3%，家电消费同比降幅仅0.3%，地产销售修复带动相关消费的回暖。但1—4月建筑建装饰材料零售额同比下降4.5%，降幅较一季度扩大2.1个百分点，或与当前地产投资的弱势表现相关，当前地产行业预期整体较低，在主动去库存背景下，地产投资改善周期较长，相关消费短期缺乏上行动力。

此外，当前消费者对地产行业的不确定预期仍存，房价的正财富效应短期难以发挥，对消费增长的助力或较有限。

图表 34. 1-4 月限额以上消费结构



资料来源：Wind，中银证券

## 2.4 政策展望：稳增长窗口期打开

**展望 2023 年下半年，货币财政延续联动。**4月28日政治局会议中提出，财政政策与货币政策需“形成扩大需求的合力”，货币政策一季度执行报告中也提出缓解内需不足是下一阶段工作重心，国内经济内生动力的不足或将打开货币财政政策联动想象空间。随着4-5月低基数阶段的影响逐渐减退，6月以后经济数据环比的走弱将呈现至同比数据之上，三季度将迎来下半年的稳增长窗口期。

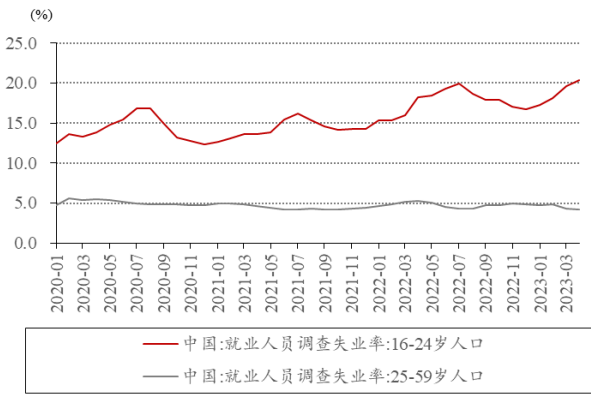
货币政策方面，基于人民银行“缩减原则”，政策利率的调降更多是为形成信号意义，预计政策利率将小幅下调，8月以后资金量缺口加大也将形成降准的时间窗口，结构性货币政策工具可能仍将聚焦于地产去库存及战略新兴产业等方向。财政政策方面，地方债预计将加速发行，其次准财政工具和政策性银行信贷额度等金融工具也有望继续出台。预计政策性开发性金融工具仍将扮演重要角色，政策性金融工具的落地时间往往在二季度后，下半年政策性开发性金融工具大概率延续。

### 2.4.1 货币政策：降息降准均有想象空间

**展望下半年，弱复苏背景下国内流动性环境仍将以宽松基调为主。**上半年整体流动性环境保持宽松，2月大额逆回购及3月降准呵护下，资金面整体平稳，1-4月DR007平均水平为2.0365%，市场利率围绕政策利率上下波动，处于政策合意水平。5月以来，随着信贷投放趋弱、地方债发行节奏放缓等因素，在人民银行减少逆回购操作量的情况下，流动性依然宽松，市场利率持续低于政策利率，后续弱复苏背景下，流动性环境难以转向紧缩。

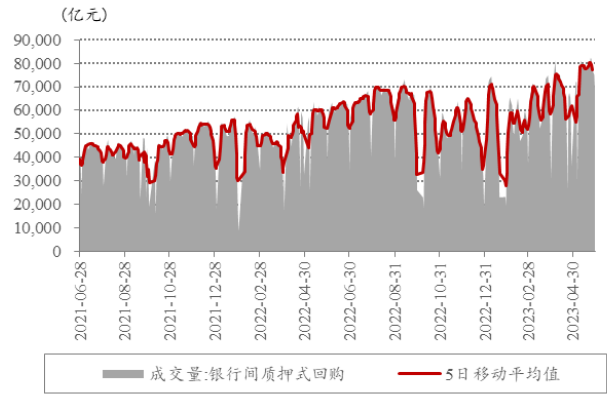
**稳就业和防风险可能承压。**下半年国内通胀预计温和复苏，对货币政策不形成掣肘，但稳就业和防风险可能阶段性承压。就业方面，上半年青年失业率仍在向上攀升，4月上升至历史最高值20.4%，随着毕业季到来三季度失业压力升温的情况下，稳增长保就业可能成为货币政策首要目标。民营企业在吸纳就业功能上更为突出，在保就业诉求强烈的情况下，货币政策对于小微企业的倾斜力度可能加大，如进一步提升普惠小微贷款支持工具额度，加大对于地方法人金融机构运用支小再贷款等工具的引导力度。防风险方面，银行间质押式回购交易仍旧活跃，客观上限制了货币政策大收大放的空间。5月以来银行间质押式回购单日成交量多次突破8万亿元，且呈现持续上升趋势，显示出流动性淤积银行间的现象持续存在，金融稳定问题仍值得关注。

图表 35. 稳就业阶段性承压



资料来源: Wind, 中银证券

图表 36. 银行间质押式回购交易仍旧活跃



资料来源: Wind, 中银证券

**从货币政策价格型工具来看, 市场利率下降或驱动降息。**随着 4 月后经济数据的不断更新, 市场的降息预期逐渐抬升, 结合以往降息规律, 我们认为市场利率所表征的资本回报率下降很可能再次驱动人民银行降息。以 2019 年 11 月和 2022 年 1 月两次降息为例, 在之前一段时间充分的观察期内, 市场利率都围绕政策利率持续上下波动, 但没有持续高于政策利率, 则人民银行往往选择启动降息。尽管遵循“缩减原则”降息幅度往往偏小, 但整体思路仍然是围绕“实际利率总体保持在略低于潜在经济增速水平”出发, 政策利率与市场利率也相差不远。

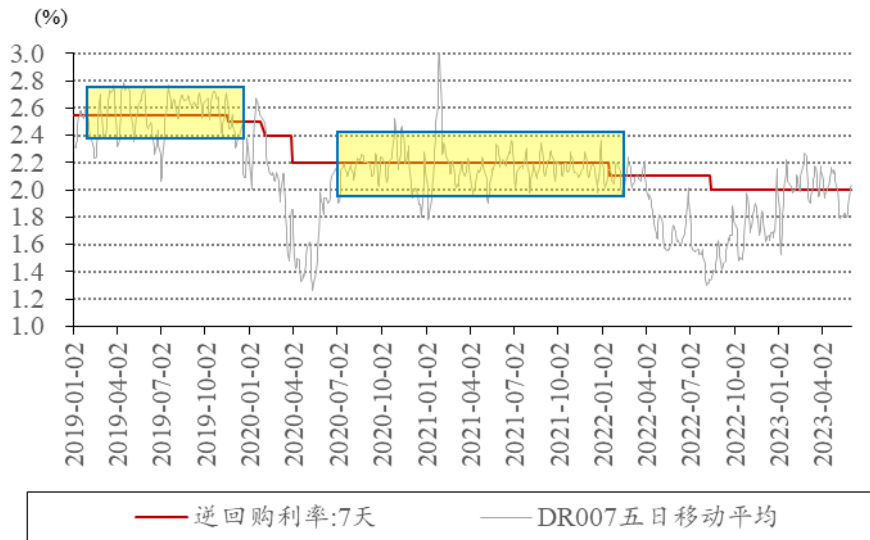
**经济超预期下行也会带动人民银行被动降息。**以 2022 年 8 月为例, 在降息前市场利率已长期大幅偏离政策利率, 尽管这一情景更多是受到疫情的临时性冲击, 但人民银行不得不选择被动降息。今年以来市场利率先上后下, 目前来看难以持续维持在政策利率以上, 那么在经过这一段时间的观察期后, 人民银行可能再次下调政策利率以适应市场。

**关键在于信号意义。**在市场利率变动触发降息的逻辑以外, 弱复苏环境下工企利润承压、低通胀水平、稳定市场预期等因素也都提升了降息预期。由于政策利率的信号意义大于实质性意义, 政策利率调整幅度也不会过大, 仍将以 10bp 为基准。

**存款利率市场化水平进一步提升。**存款利率市场化调整机制于 2022 年 4 月成立, 一经成立存款利率已有三次密集调整, 分别是 2022 年 4 月底全国金融机构新发生存款加权平均利率下调 10bp、2022 年 9 月期间多家银行下调活期存款、通知存款、整存整取、零存整取等多个品种 10-30bp 不等、2023 年 4 月以来部分去年未调整的银行补降以及协定存款和通知存款自律上限调整。随着一般贷款加权平均利率持续下行, 商业银行整体净息差再次探底, 银行群体仍有调降存款挂牌利率的动力, 从 2022 年 9 月存款利率调整来看, 利率定价链条主要是从 MLF 利率传导至 LPR 利率再传导至存款利率, 若后续 MLF 利率下调, 仍将再次带动存款利率调整。

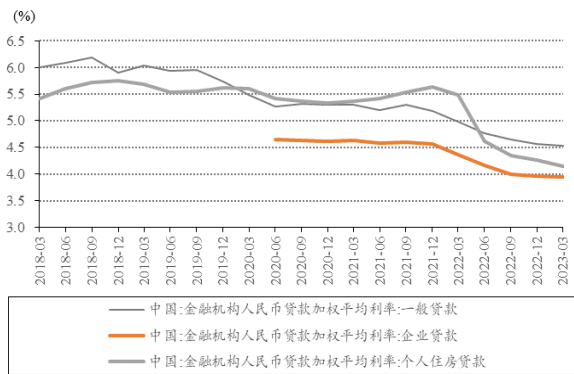


图表 37. 市场利率下降或驱动降息



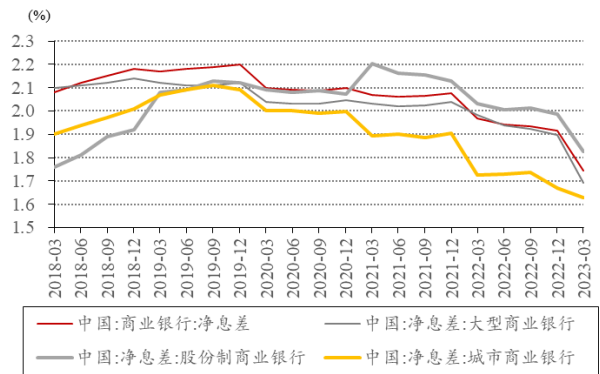
资料来源: Wind, 中银证券

图表 38. 一般贷款加权平均利率仍持续下行



资料来源: Wind, 中银证券

图表 39. 商业银行净息差收窄



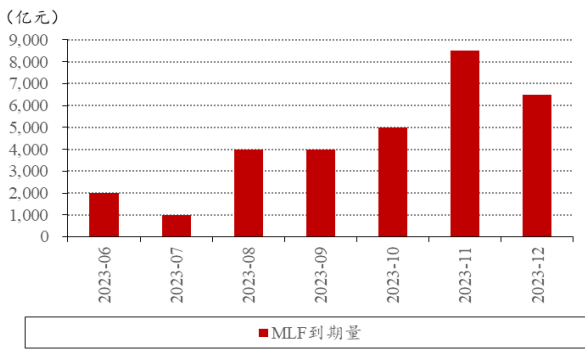
资料来源: Wind, 中银证券

从货币政策数量型工具来看，三季度存在降准时间窗口。在货币供给与名义 GDP 增速基本匹配的要求下，为了适配整个系统的资产负债表扩张，人民银行每年至少要投放 2 万亿元的长期资金。从一季度降准、MLF、结构性工具共投放了 1.4 万亿元中长期流动性来看，下半年仍有每次 25bp 的 1-2 次降准空间。8 月起 MLF 到期量增加，月中资金缺口加大，可能是降准的时间窗口。

投放节奏是主要关键。数量型工具投放节奏对于流动性环境影响显著，从一季度来看，由于金融系统扩表速度较快，大量消耗超储，2 月人民银行启用了巨额逆回购对冲资金面紧张，但短期资金对于流动性改善效果有限，使得一季度市场利率持续上升。在下半年资金缺口加大期间，降准或中期借贷便利等中长期流动性投放节奏仍值得重点观察。

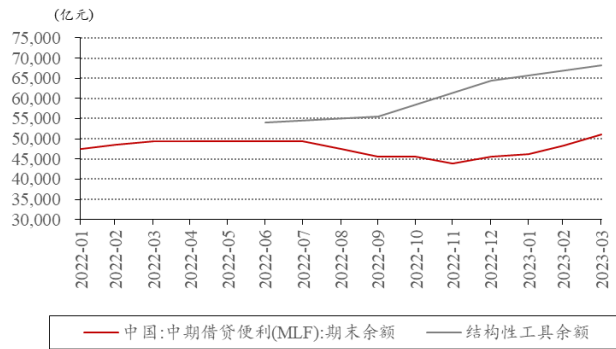
结构性工具方面实现有进有退。2023 年以来结构性工具保持“聚焦重点、合理适度、有进有退”的实施方向，碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、交通物流专项再贷款延续实施，房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效，普惠养老再贷款适时到期退出，整体上看符合有进有退的目标。从结构性货币政策工具情况表来看，2023 年 3 月末结构性工具余额为 68219 亿元，环比 12 月末增长 3754 亿元，其中阶段性工具环比增长 3160 亿元，其中科技创新再贷款、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、设备更新改造贷款分别贡献 37.97%、28.39%、17.53%、9.37%。其中值得关注的是剩余额度较高的碳减排支持工具与新推出的两项针对地产领域的新工具。但随着结构性工具投放比重越来越大，这一工具的体量也逐渐膨胀，而结构性工具利率普遍偏低，一定程度上可能影响政策利率的传导。

图表 40. 8 月起资金缺口加大



资料来源: Wind, 中银证券

图表 41. 基础货币投放兼顾总量结构



资料来源: Wind, 中银证券

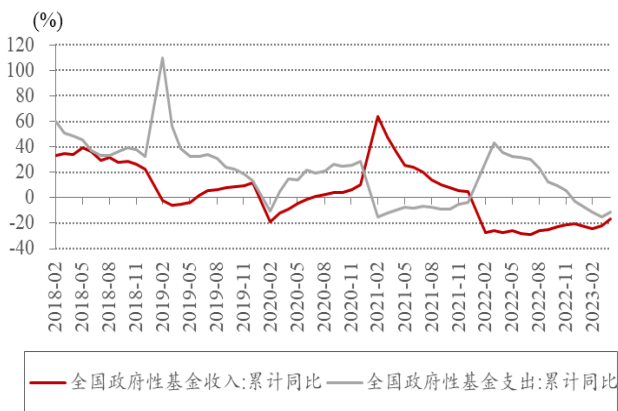
## 2.4.2 财政政策: 准财政工具有望加码

展望下半年, 财政政策有望进一步联动货币政策向稳投资、促消费倾斜。财政政策受全年预算安排及中期财政规划约束, 2023 年财政相对前置发力。一方面新增专项债发行较快, 前 5 月新增专项债发行规模达到 19657 亿元; 另一方面一般公共预算支出进度较快。但这也意味着下半年财政空间相对有限, 政策性银行贷款及其他政策有望加码。

**土地收入仍然承压。**一季度以来尽管国有土地使用权出让金收入增速有所回暖, 但在地产销售无大幅改善的情况下, 土地收入对政府性基金预算支出的支撑力度难言改善, 预计下半年政策性金融工具仍将扮演重要角色。政府性基金预算对于稳增长保就业意义重大, 1-4 月, 全国政府性基金预算支出同比下降 11.3%, 影响了政府投资发力驱动经济增长、改善就业的强度。中长期来看, 探索土地财政转型之后政府性基金预算收入的扩充十分重要, 但短期内准财政工具仍将成为财政政策的重要补充。

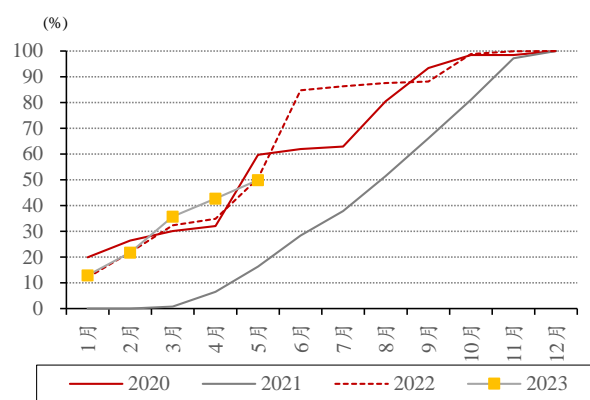
**政策性金融工具或将弥补政府性基金预算压力。**参考 2022 年情景, 应对土地收入大幅下滑的办法包括集中上缴结存利润、增发政策性金融工具以及补充发行限额内专项债等方式, 较好地保障了政府性基金支出的相对平稳。今年以来, 新增专项债发行前置予以对冲政府性基金预算支出下滑, 但仍需其他政策积极配合。其中政策性工具在去年收到了较好的成效, 有力地支撑了基建投资的高速增长, 下半年实物工作量显著回升, 年初表内财政资金的下拨以及专项债发行使得资金较为充裕, 而政策工具的筹划落地时间往往在二季度末乃至于下半年, 2023 年下半年该项措施可能会得以延续。

图表 42. 土地收入仍然承压



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. 下半年专项债发行或将加速



资料来源: Wind, 中银证券

## 3. 大类资产配置：海外关注防风险，国内盯紧流动性

### 3.1 全球主要大类资产观点：下半年或需防范全球经济下行风险

#### 3.1.1 上半年全球主要大类资产回顾：美国通胀和金融风险是市场交易的主线

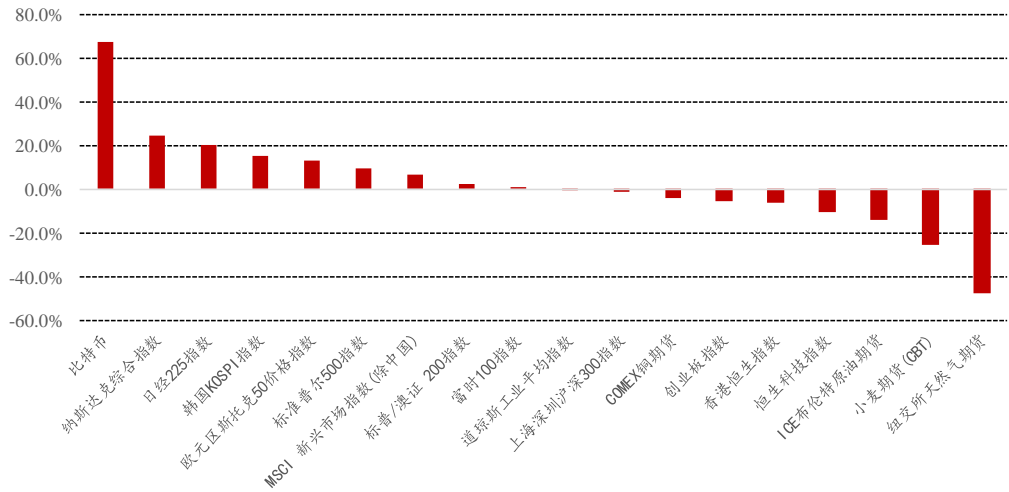
2023年上半年，风险资产和避险资产共同回暖。在我们追踪的全球主要资产中（数据截至5月30日），2023年上半年风险资产和避险资产大致出现整体回暖的态势（风险资产中的回暖分化较为明显），这同2022年大部分时间中风险资产和避险资产同跌并且美元走强的“紧缩交易”的特征是相反的，显示出市场预期美国通胀和美联储加息压力边际放缓。具体来看，风险资产年初至今的涨幅中，比特币以接近70%的涨幅领涨，美股、欧股、日韩股市表现较好，其主要股指涨幅大致在10%-20%左右，如此强劲的表现同上述资产在2022年的大幅下行形成了鲜明对比。另一方面，新兴市场和AH股表现则相对较弱，其主要股指在2023年上半年的变动大致在+5%至-10%的区间；在2022年取得较为强劲的表现之后，大宗商品2023年上半年转为回落：铜、油、小麦和天然气年初至今分别录得4%、14%、25%、50%左右的跌幅；传统避险资产中，美元指数整体延续了2022年的涨势，在2023年上半年录得约1%（主要由弱日元驱动）的小幅涨势，金价则在金融风险的带动下走高约7%；在经历了2022年的历史性的巨大跌幅之后，利率类资产在2023年上半年有所企稳和回暖：中国、美国、德国10年期国债收益率分别走低约12、19、23个基点，全球高收益债利差走阔约7.5个基点，全球高投资级债利差走阔约3个基点。

图表 44. 全球主要金融资产指标价格变动

全球主要金融资产指标		收盘价	价格30日变动	2023年以来价格变动	2022年全年价格变动
风险资产	比特币	27773	-5.4%	67.9%	-64.3%
	标准普尔500指数	4206	0.9%	9.5%	-19.4%
	道琼斯工业平均指数	33043	-3.1%	-0.3%	-8.8%
	纳斯达克综合指数	13017	6.5%	24.4%	-33.1%
	日经225指数	31328	8.6%	20.1%	-9.4%
	COMEX铜期货	366	-5.3%	-3.9%	-14.6%
	上海深圳沪深300指数	3838	-4.7%	-0.9%	-21.6%
	标普/澳证 200指数	7209	-1.4%	2.4%	-5.5%
	MSCI 新兴市场指数(除中国)	1172	2.4%	6.9%	-19.3%
	创业板指数	2219	-4.6%	-5.5%	-29.4%
	韩国KOSPI指数	2586	3.4%	15.6%	-24.9%
	欧元区斯托克50价格指数	4292	-1.6%	13.1%	-11.7%
	恒生科技指数	3702	-5.1%	-10.3%	-27.2%
	香港恒生指数	18596	-6.5%	-6.0%	-15.5%
	富时100指数	7522	-4.4%	0.9%	0.9%
	小麦期货(CBT)	591	-4.6%	-25.4%	2.8%
	ICE布伦特原油期货	74	-7.5%	-14.4%	10.5%
	纽交所天然气期货	2.33	-3.4%	-48.0%	20.0%
	美元兑日元	139.79	2.6%	6.6%	13.9%
	美元兑英镑	0.8056	1.2%	-2.7%	12.0%
	美元兑离岸人民币	7.0911	2.4%	2.4%	8.9%
	金价	1959	-1.5%	7.4%	-0.3%
	美元兑欧元	0.9316	2.7%	-0.3%	6.2%
美元指数即期汇率	104.2	2.5%	0.6%	8.2%	
全球高收益债利差	5.5%	-0.8	-7.5	-163.9	
全球投资级企业债利差	1.5%	-1.0	-3.0	-50.0	
10年期德国国债收益率	2.34%	-2.9	22.9	-274.8	
10年期美国国债收益率	3.69%	-26.5	18.8	-236.5	
10年期中国国债收益率	2.72%	6	11.9	-6	
避险资产					

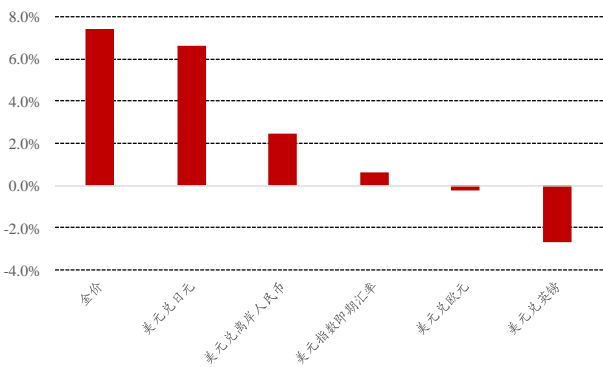
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年5月30日收盘价 资产排序按照“风险程度”从高至低排列；风险程度基于资产2017年以来同MSCI全球股票指数的关联度；债券收益率和利差的BP变动中，正值为收益率下行/利差缩小，负值为收益率上行/利差扩大

图表 45. 全球风险类资产 2023 年以来表现排序



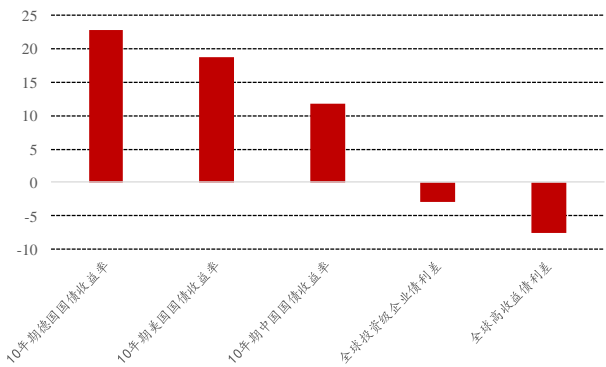
资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年5月30日收盘价

图表 46. 美元&黄金 2023 年以来表现排序



资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年5月30日收盘价

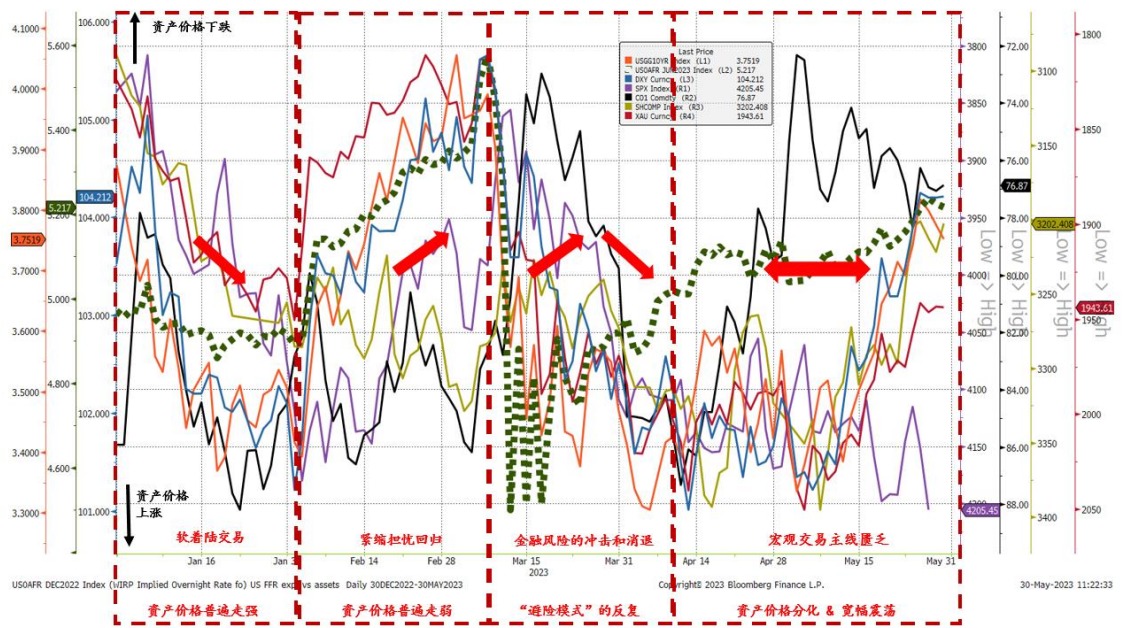
图表 47. 债券类资产 2023 年以来表现排序 (收益率/息差变动, bp)



资料来源：彭博，中银证券；注：截至23年5月30日收盘价，收益率变动正值为下降，意味着资产价格走高，反之亦然

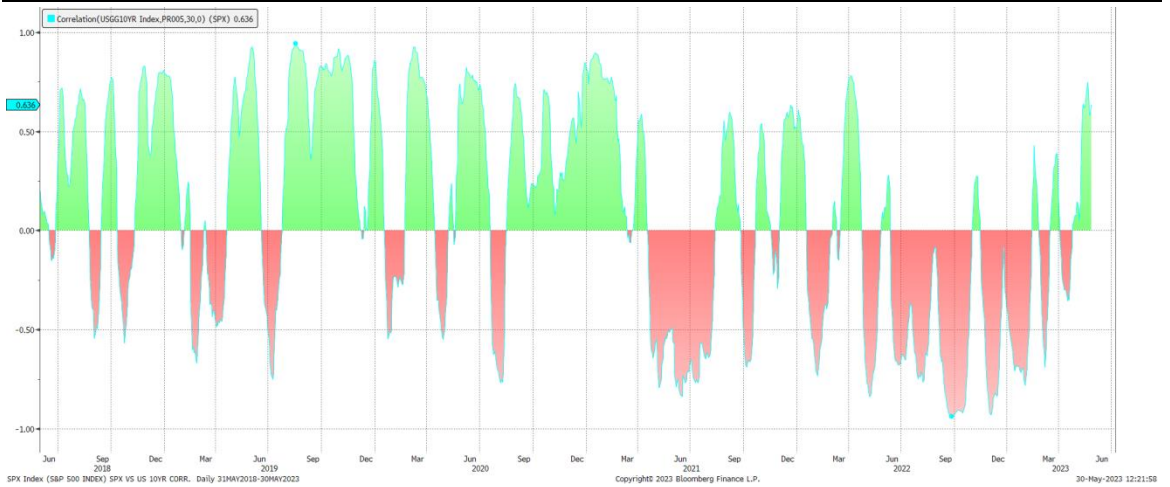
2023 年上半年，美国通胀和金融风险曾是主导大类资产走势的宏观交易线索。整体来看，进入 2023 年之后，美国的通胀增速持续放缓，美联储的加息节奏也由快速降为慢速，并于近期开始释放本轮加息接近终点的信号。尽管如此，从市场的反馈（资产价格变动、新闻报道等）来看，通胀担忧以及相关的对美国紧缩货币政策预期的反复仍然在 2023 年一季度的大部分时间主导着大类资产的走势。在这一阶段，市场延续了 2022 年的风险资产和避险资产同涨同跌的特征，通胀担忧的升温（紧缩政策预期的升温）和降温（紧缩政策预期的降温）则决定了资产价格是普涨还是普跌。不过，这一情况在 3 月初被突发的金融风险所打破。在金融风险主导市场的行情中，风险资产和避险资产的关联度重回负值，而是否出现新的金融风险事件则决定了市场是进入“避险模式”（风险资产跌，避险资产涨）还是进入“风险模式”（风险资产涨，避险资产跌）。进入 4 月之后，随着金融风险逐渐平息，市场也将注意力重新转移至全球经济的基本面上。但是整体上如期放缓的美国通胀水平，暗示接近加息终点的美联储以及经济活动数据好坏参半的美国经济并未能够给市场一个非常清晰的宏观交易主线。在全球宏观 Beta 的缺失下，各个大类资产自身及其细分领域的 Alpha 因素的影响力有所增强，这也导致了 4 月中旬之后市场各类资产走势呈现出分化而震荡的格局。

图表 48. 大类资产年初至今交易主题和节奏变动



资料来源：彭博，中银证券，注：数据截至23年5月30日；图例包括：美债10年收益率：橘色实线，左轴1；市场对于2023年6月联邦基准利率预期：绿色虚线，左轴2；美元指数：蓝色实线，左轴3；黄金：红色实线，右轴1，逆序；上证指数：黄色实线，右轴2，逆序；布伦特油价：黑色实线，右轴3，逆序；标普500：紫色实线，右轴4，逆序；

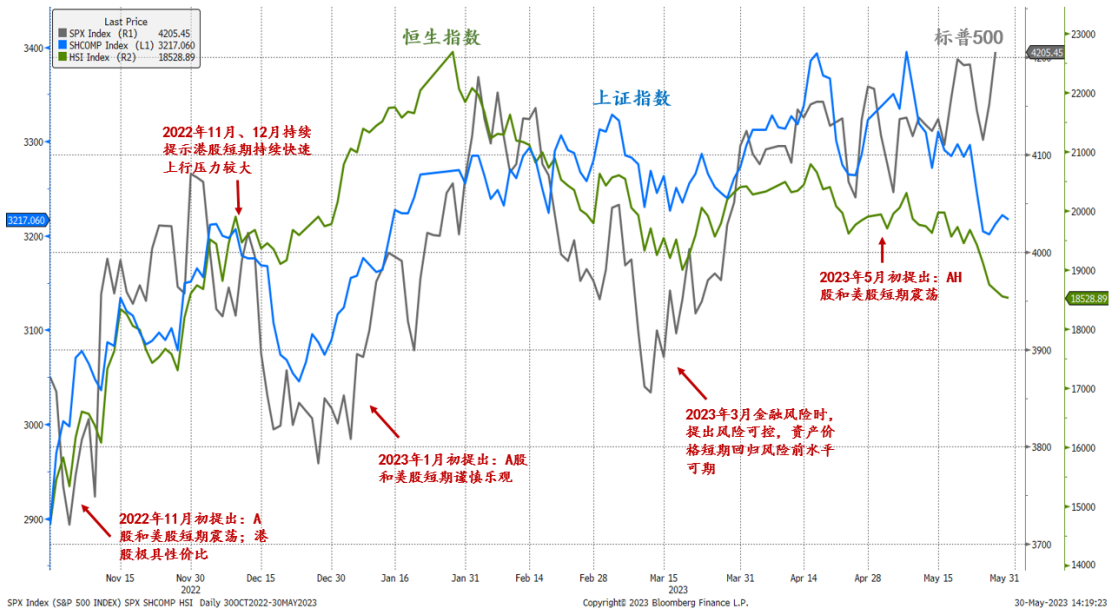
图表 49. 标普 500 指数 同 美债 10 年收益率的 30 日滚动关联度近期重返正值



资料来源：彭博，中银证券，注：截至23年5月30日

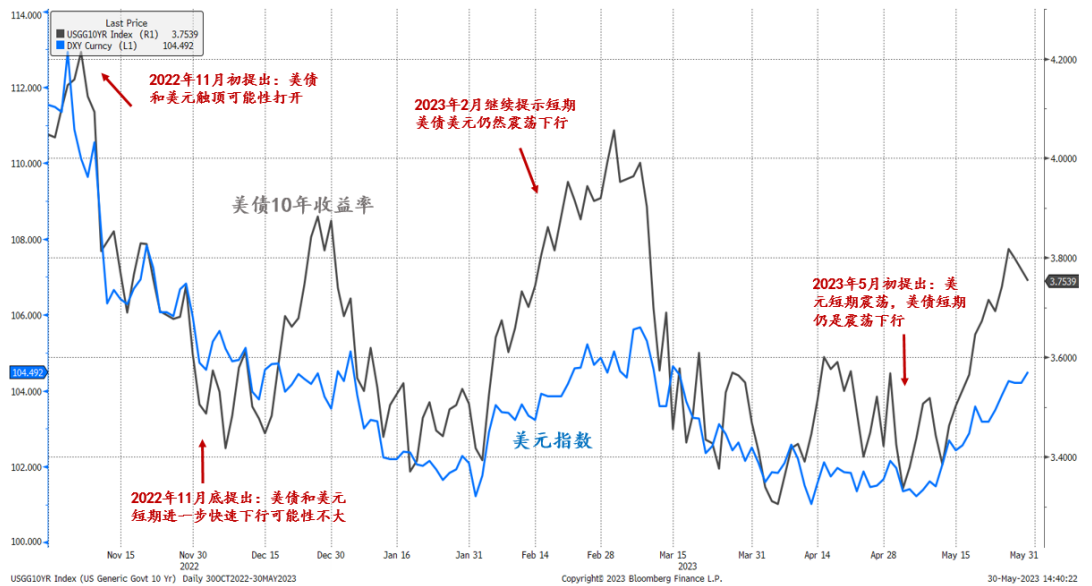
回顾历史观点，我们对大类资产走势的短期判断准确性较高，但中长期观点中的“衰退交易”迟迟未到。从2022年11月初提出港股极具性价比，到2023年1月初谨慎看多风险和避险资产，再到3月金融风险爆发时判断并不是2008年重演，再到5月提出AH股和美股短期呈宽幅震荡态势。事后看，我们对于大类资产的短期走势判断整体而言是比较准确的，对于突发事件的判断和持续追踪也是比较稳健的。不过，我们中长期观点中的“衰退交易”却迟迟未到：彼时，站在2022年末，我们预计全球经济周期的低点可能出现在2023年年中，而对此提前做出反应的大类资产的“衰退交易”则可能出现在2023年1季度左右。但是全球经济的韧性，尤其是服务业的韧性超出了我们的预期。主要经济体的经济数据也并未如我们所预期的一样全面快速下滑，而是呈现出好坏参半的情况。同时，尽管分析师对于美股的盈利预期如我们所料地持续下修，但这却并未给美股带来显著的负面冲击。另一方面，部分行业的强劲发展势头（例如人工智能产业方面的进展以及受益于中国防疫政策放松的奢侈品行业）也在一定程度上对于欧美主要股指提供了支撑。

图表 50. 标普 500、上证指数以及港股指数走势 VS 我们的短期判断



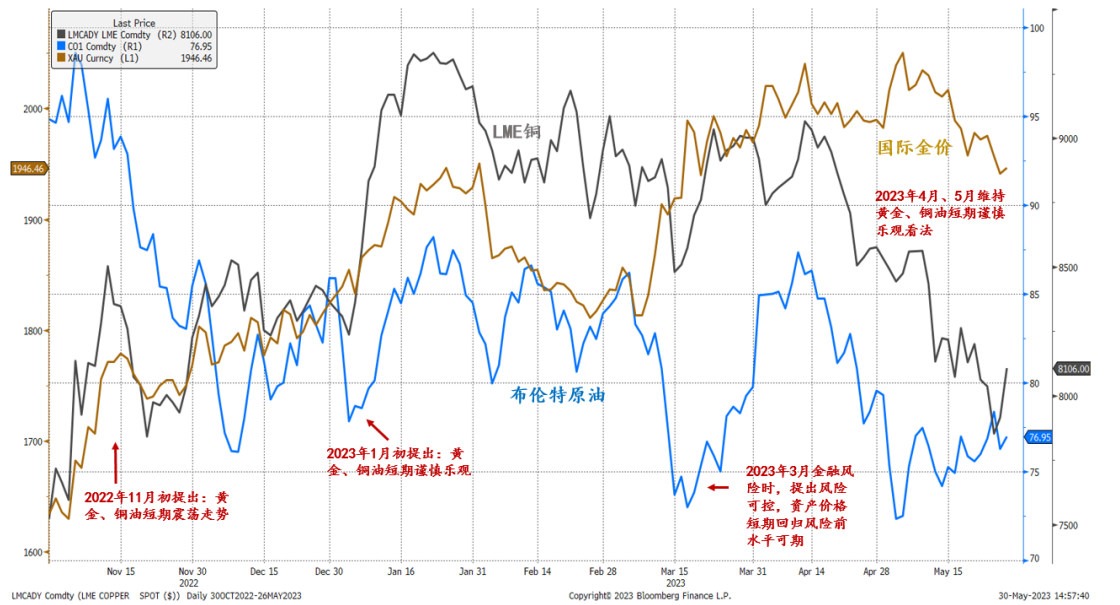
资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 5 月 30 日

图表 51. 美债 10 年收益率 & 美元指数 走势 VS 我们的短期判断



资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 5 月 30 日

图表 52. 布伦特油价 & LME 铜价 & 黄金 走势 VS 我们的短期判断

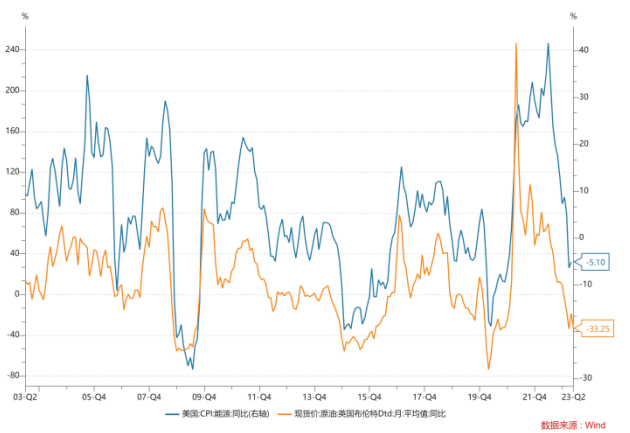


资料来源：彭博，中银证券，注：截至 23 年 5 月 30 日

### 3.1.2 下半年全球主要大类资产展望：市场交易主线或重回经济增速，风险资产仍面临调整压力

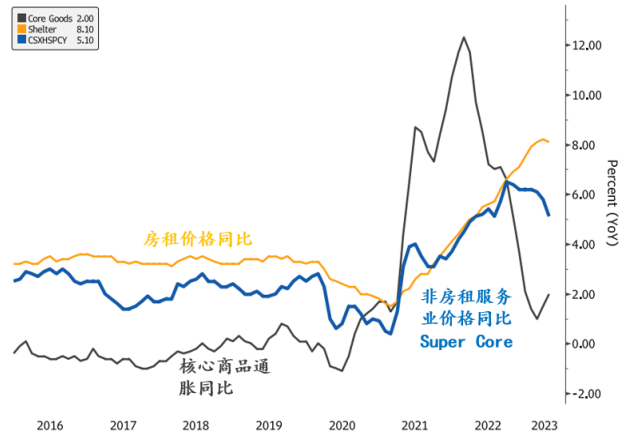
**2023 年下半年全球宏观经济的基准情景：海外主要经济体通胀回落，经济增速放缓；大规模财政政策支持缺席，货币政策难以大幅宽松；金融风险仍需警惕。**基于经济周期的历史规律，先导指标的信号以及彭博统计的经济学家一致预期，我们认为海外主要经济体的经济增速在 2023 年下半年大概率仍将持续降温或维持在较低水平。对于全球主要商品而言，假设供给侧基本稳定，需求侧的降温则意味着全球主要商品在 2023 年下半年仍将面临一个易跌难涨的局面。考虑基数效应，这意味着实物商品的通胀有望在 2023 年下半年持续回落或者保持在较低的水平。尽管如此，服务业通胀的韧性仍可能持续，从而可能迫使欧美央行将利率维持在加息终点的水平并避免过早地重启其它宽松货币政策的工具。另一方面，尽管我们注意到部分发达经济体宣布将采取更多的产业刺激和扶持以及居民补贴等财政政策，但是考虑到目前金融市场，经济以及政治环境的限制，如疫情期间的大规模的财政刺激政策在 2023 年下半年重现的可能性并不高。在经济增速放缓以及利率水平高企的背景下，金融风险在部分主要经济体发生的基础仍然是存在的。美国银行存款流失，商业房地产资产质量恶化等可能引发更广泛的经济和市场后果的金融问题仍然是需要投资者持续警惕的。

图表 53. 降温的能源价格有望帮助能源 CPI 维持在低位



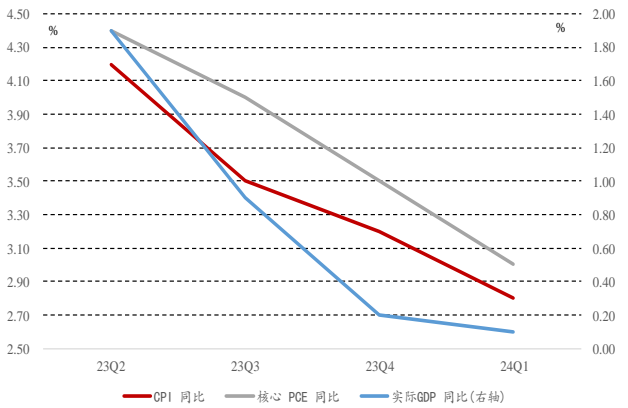
资料来源：彭博，中银证券

图表 54. 美国 CPI 核心通胀拆分：服务业通胀仍处于高位



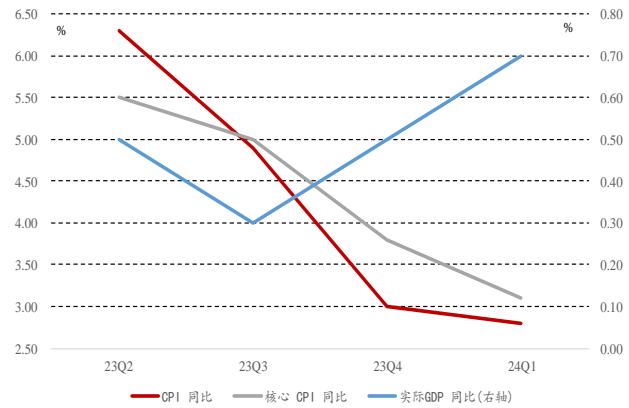
资料来源：彭博，中银证券

图表 55. 经济学家一致预期 (23Q2-24Q1) : 美国 GDP, CPI 及核心 PCE 同比增速



资料来源: 彭博, 中银证券

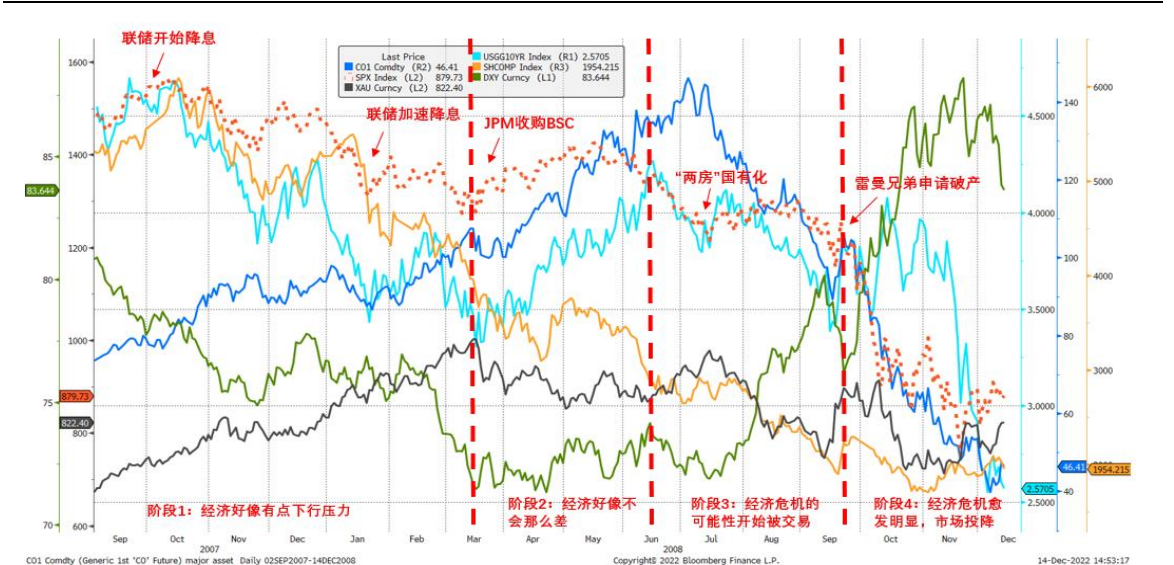
图表 56. 经济学家一致预期 (23Q2-24Q1) : 欧元区 GDP, CPI 及核心 CPI 同比增速



资料来源: 彭博, 中银证券

**2023 年下半年宏观策略基准判断: 市场交易主线或重回经济增速, “衰退交易” 仍可能为风险资产带来最后一跌; 交易节奏上先慢后快。**在前述全球宏观经济基准情景成立的前提下, 我们预计相较于 2022 年和 2023 年上半年, 市场在 2023 年下半年对于通胀 (及其对于货币政策冲击) 的关注度会显著降低, 而对于经济增速下行压力的关注度会有所提高。从我们所追踪的大类资产来看, 大部分资产目前尚未完全充分计价全球经济增速的进一步放缓。实际上, 基于我们的计算, 目前部分资产价格所隐含的对于经济增速的预期是过于乐观的。我们认为随着全球经济增速的进一步回落, 目前仍展现出一定韧性的经济活动数据也将进一步降温, 并逐渐迫使市场下调其对于 2023 年下半年经济增速的乐观程度。基于目前的经济和政治现实, 在这个过程中, 我们认为特定的地缘政治事件以及金融风险的爆发则可能成为市场交易的催化剂。因此, 我们认为商品, 股指, 高收益信用债等全球风险资产价格在 2023 年下半年或面临普遍的调整的压力, 尤其是近期较为强势的海外主要股指。相反的, 在典型的“衰退交易” 情景下, 避险类资产的表现则会相对更好。对于利率债而言, 考虑到主要央行可能会避免过早地重启宽松的货币政策, 我们预计长端表现将会好于短端。黄金和美元相较于风险资产或有较好的相对收益, 但其绝对收益则可能取决于经济下行的程度和届时市场的悲观程度。从交易节奏上来看, 参考 2008 年金融危机的走势, 我们预计市场会在数月的犹豫和反复中逐渐认清经济下行的现实, 并最终在 1-2 个月的时间内“彻底投降”, 形成最悲观的预期定价, 从而完成“衰退交易” 的最后一步。当然, 2008 年金融危机并不是我们的基准情景 (我们预计本轮全球经济底部会显著高于 2008 年时的底部), 这意味着尽管从交易节奏上我们可以参考彼时的情况, 但是本次“衰退交易” 中资产价格的变动幅度可能会显著小于 2008 年时的水平。

图表 57. 典型的“衰退交易” 所经历的阶段和资产价格变动特征: 以 2008 年金融危机为例



资料来源: 彭博, 中银证券; 红色点状线为标普 500, 黄色线为上证指数, 浅蓝色线为美债 10 年收益率, 深蓝色线为布伦特油价, 绿色线为美元指数, 黑色线为黄金价格。



### 3.2 人民币资产观点：流动性支撑资产轮动

下半年国内的宏观背景较大概率有两种可能性：一是没有受到外部冲击影响，且处于持续复苏趋势之下，二是受到较大外部冲击影响，复苏的稳定性出现摇摆迹象。无论是哪种情况，2023年当中货币政策都较难持续回收流动性，因此流动性相对充裕是下半年人民币资产价格有支撑的重要原因。与之相较的是，定价更依赖于国际经济基本面的大宗商品价格，可能受以欧美为代表的海外经济增速疲弱拖累，特别是金融属性不强、供需两端都相对市场化、受国际局势影响较小的品种，价格表现或承压。下半年大类资产配置顺序：股票>债券>货币>大宗。

#### 3.2.1 上半年大类资产价格表现：债券>货币>股票>大宗，下半年大类资产配置排序：股票>债券>货币>大宗

**上半年：高增长、低通胀、金融数据持续超预期、海外经济强劲支撑我国外贸部门。**上半年整体来看，经济基本面利好明显多于利空：一是国内疫情防控政策调整后，与海外经验相似的是，消费反弹超预期的时间持续了一个季度，二季度当中由于低基数效应，消费同比仍维持高增长，提振了市场对经济持续向好的信心；二是一季度在经济复苏预期高涨的同时，金融数据连续三个月大幅超出市场预期，为资本市场提供了较为充裕的流动性；三是通胀自1月开始同比增速就明显低于市场预期，给货币政策继续宽松留出了政策空间；四是此前市场担忧的外需不足问题，在一季度进出口数据中体现的并不明显，并且出口数据中一定程度上显示出出口产品和出口地点都有结构性调整，提振了市场对全年出口韧性的信心。但是人民币大类资产价格表现方面，截至5月31日，风险资产整体弱于避险资产，其中国债收益率下行15BP收于2.69%，货币基金收益率中位数下行11BP收于2.04%，A股指数表现有所分化，重要指数中上证综指上涨3.73%表现最好，创业板指下跌6.53%调整幅度最大，大宗商品整体以下跌为主，其中国际油价下跌15.81%，螺纹钢期货价格下跌15.27%，主要大宗商品中只有国际金价价格上涨8.48%。但人民币风险资产的价格表现在一季度和二季度当中明显有所不同，一季度风险资产价格表现较好，A股指数普遍上涨，大宗商品价格表现也相对偏强，相对应的是国债收益率基本持平。人民币资产价格在二季度出现结构性调整的主要原因，是进入4月之后经济复苏的斜率有所放缓，因此此前对经济复苏强劲的乐观预期有所下调，带动风险资产价格下跌。

**下半年：增速回落、通胀低、海外经济衰退压力上升影响我国外需。**与上半年经济复苏预期强劲相对应的是，经济增速在越过二季度高点之后，下半年整体回落至正常水平，市场将开始感受到稳增长的压力。虽然通胀预计仍将维持在较低水平，不会对货币政策构成掣肘，但是国内应届毕业生就业问题、房地产产业链修复问题、海外经济衰退预期和风险暴露等问题，都可能在不同时间点需要宏观政策发力稳增长，因此与上半年的关键词经济复苏不同的是，下半年的关键词可能是对内稳增长和对外防风险。我们认为虽然当前海外经济展现出较强的韧性，确认经济衰退的时点也在被不断推后，但海外经济强劲和中国经济复苏是捆绑在一起的，因此下半年如果国内经济增速下行，海外经济回落的压力也将加大。比较之下，在中高速增长、低通胀的宏观背景下，人民币资产仍将有明显的国际比较优势，但全球经济衰退预期将拖累大宗商品定价，因此我们对人民币资产的排序是：股票>债券>货币>大宗。

图表 58. 上半年主要大类资产价格表现情况

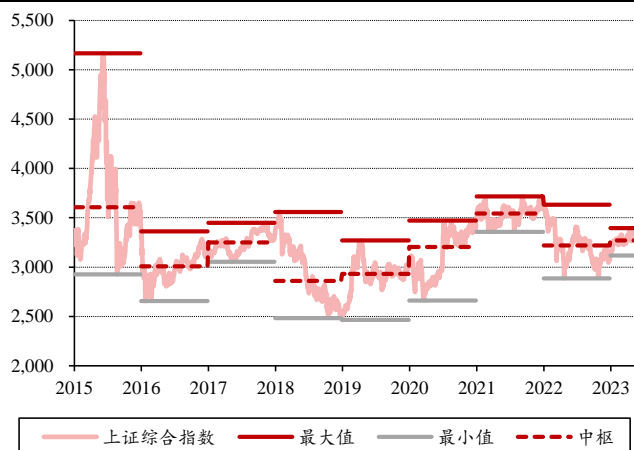
分类	名称	现价	截至 5 月 31 日	5 月	二季度	一季度	年初以来
股票	上证综指	3,089.26		-3.57%	-2.79%	5.94%	3.73%
	深证成指	11,015.99		-4.80%	-9.21%	6.45%	-2.02%
	中小 100	7,340.34		-5.69%	-11.08%	5.89%	-4.44%
	创业板指	2,346.77		-5.65%	-10.11%	2.25%	-6.53%
	万得全 A	4,815.11		-3.31%	-5.75%	6.47%	1.46%
	沪深 300	3,871.63		-5.72%	-7.14%	4.63%	-1.89%
	标普 500	3,839.50		0.25%	1.34%	7.03%	8.86%
	NASDAQ	10,466.48		5.80%	6.12%	16.77%	23.59%
	MSCI 发达市场	2,602.69		-1.25%	-0.11%	7.25%	7.60%
	MSCI 新兴市场	956.38		-1.90%	-3.10%	3.55%	0.22%
债券	中债国债	2.69		-9 BP	-17 BP	2 BP	-15 BP
	十年美债	3.64		20 BP	16 BP	-40 BP	-24 BP
	十年欧债	2.46		2 BP	5 BP	-15 BP	-9 BP
	十年日债	0.45		5 BP	6 BP	-7 BP	-1 BP
大宗商品	NYMEX 原油	67.57		-12.00%	-15.98%	-5.68%	-15.81%
	SHFE 螺纹钢	3,463.00		-5.97%	-15.70%	1.81%	-15.27%
	LME 铜	8,110.00		-5.65%	-9.05%	7.42%	-3.13%
	LME 铝	2,247.00		-4.63%	-6.28%	1.64%	-5.51%
	CBOT 大豆	1,299.50		-8.44%	-14.62%	-1.25%	-14.73%
	COMEX 黄金	1,981.00		-0.91%	-0.97%	8.81%	8.48%
货币类	货币基金	2.04		-7 BP	-21 BP	10 BP	-11 BP
外汇	美元指数	104.22		2.51%	2.11%	-0.86%	0.71%

资料来源: Wind, 中银证券

### 3.2.2 A 股：流动性支撑下行有底，盈利弹性主导上行空间

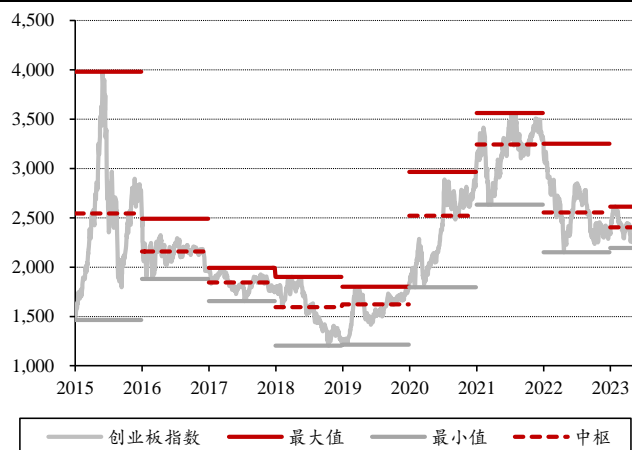
2020 年以来 A 股指数的中枢不低。以上证综指为例，2015 年牛市指数冲高之后，2016 年-2019 年期间上证综指整体处于下行和底部震荡趋势当中，其中波幅最小的是 2017 年，2020 年 3 月上证综指触底之后，股指基本处于上行趋势当中，并且具备几个特点，一是指数年震荡区间收窄，二是上证综指年中枢指数涨跌幅度减小，三是上证综指年指数中枢基本保持在 3200 点上方，且基本维持在 3000 点-3600 点区间波动。另一方面，考虑到 A 股内部分化，创业板指的表现与上证综指趋势相似，幅度存在明显差异。2016 年-2019 年期间创业板指整体呈现下行趋势，调整幅度显著大于上证综指，但 2020 年之后创业板指的波动相较于之前的窄幅下跌，更明显表现出宽幅上涨特点。在 2020 年-2022 年期间，创业板指连续三年表现出指数宽幅波动、年中枢指数涨跌幅度加大的特点，且年中枢指数在 2020 年至今的三年半时间中，整体维持在 2400 点上方，仅次于 2015 年水平，因此当前的创业板指整体水平不低。

图表 59. 2020 年以来上证综指中枢维持在 3000 点上方



资料来源: Wind, 中银证券

图表 60. 2020 年以来创业板指波动中枢较高

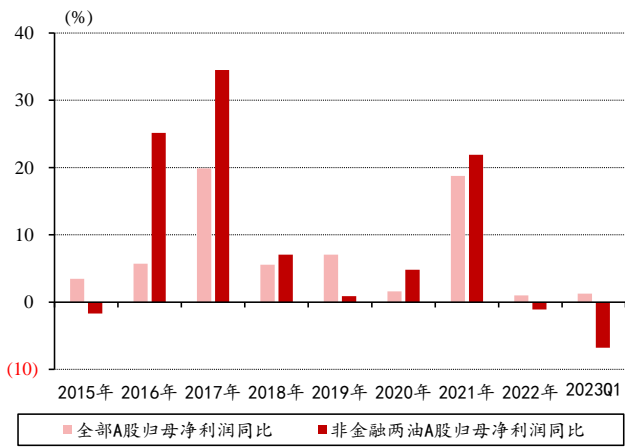


资料来源: Wind, 中银证券

**A股整体盈利增速偏低。**与2019年及之前相比，2020年及之后A股上市公司归母净利润增速整体增速趋弱。2019年及之前，全部A股归母净利润同比增速维持年均正增长，非金融两油A股归母净利润同比增速虽然在2015年同比下降，但此后增速整体较为强劲；2020年和2021年在疫情冲击和基数效应影响之下，A股盈利增速出现明显波动，但2022年和2023年一季度，全部A股和非金融两油A股的利润增速均出现同比下降的情况，且2023年一季度规模以上工业企业利润同比下降21.4%，虽然4月工业企业利润同比增速持续回升，同时市场预期下半年盈利增速将有所好转，但在海外经济衰退压力下，全年工业企业利润增速大幅回升依然承压。整体来看，增速偏弱且波动较大的盈利，并非支撑A股中枢的原因。

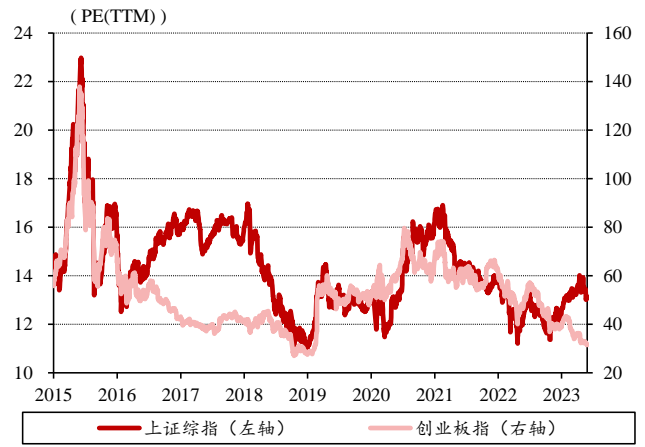
**估值走势在过去三年中高度相似。**2019年及之前，上证综指和创业板指的估值趋势分化时间出现在2016年，2016年-2017年，上证综指的估值经过2016年的调整之后开始反弹，创业板指的估值则维持下行趋势，但二者的估值均在2018年继续下行并在2019年触底回升；2020年-2022年期间，上证综指和创业板指的估值走势，虽然波动幅度不同但趋势高度相似，这一趋势在2023年重新分化，创业板指估值开始下降，但上证综指估值反弹。上证综指和创业板指估值波动区间没有大幅偏离历史中枢水平，且相对偏低，是支撑A股指数过去三年内下行有底的重要因素之一。

图表 61. A股盈利波动幅度较大



资料来源: Wind, 中银证券

图表 62. 估值波动趋势自 2023 年开始分化

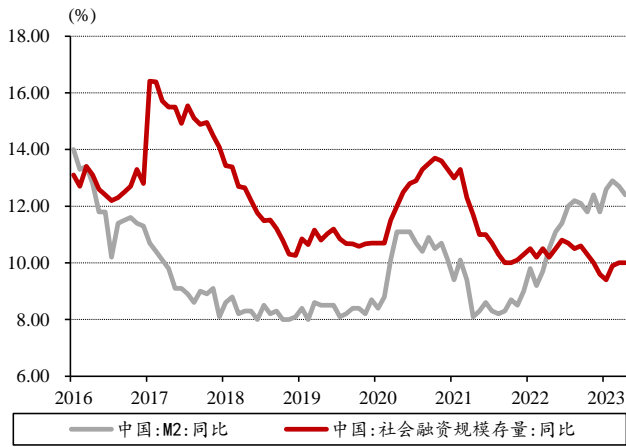


资料来源: Wind, 中银证券

**流动性近三年整体处于偏高水平, 是托举 A 股指数的一个重要系统性因素。**2020 年-2022 年这三年期间, A 股最大的宏观背景是新冠疫情的影响和对国内经济冲击的不确定性, 为对冲疫情给经济带来的负面影响, 宏观政策方面除了财政政策减税降费, 对资本市场影响最为明显的就是货币政策向经济注入较多流动性。从社融同比增速看, 2020 年宽信用的货币政策影响结果就是社融增速年内从 10.7% 升至 13.7%, 从 M2 增速看, 则更是出现两次增速上行, 除了 2020 年之外, 2022 年同比增速高点达到了 12.4%, 并在 2023 年延续了高增速。经济体中较高的流动性水平是过去三年当中支撑 A 股指数的重要原因, 从社融增速和 M2 增速看, 偏宽松的流动性环境在 2023 年延续, 特别是 M2 同比增速持续上行背后, 是居民储蓄持续增长, 截至 2023 年一季度, 居民新增人民币存款 9.9 万亿元, 创下历史同期新高, 居民储蓄增加并转化为投资, 为人民币资产提供了可观的增量流动性。

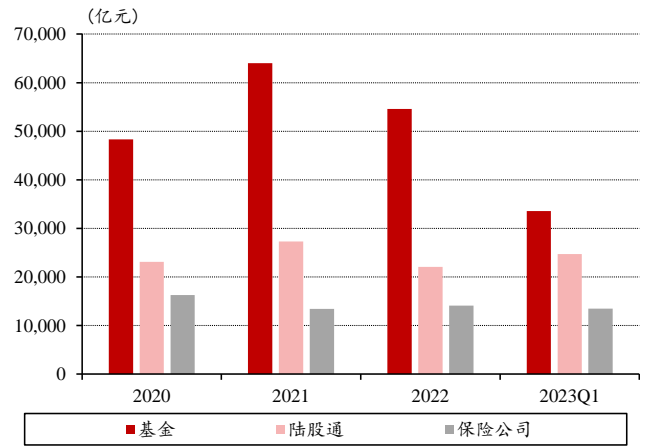
**宽松的流动性有望通过机构投资者流入 A 股市场。**从上市公司财报看, 持股市值较高的机构投资者分别为基金、陆股通和保险公司, 但不同机构投资者的持股市场波动差异较大: 基金的持股市值在 2021 年超过 6 万亿元, 但在 2023 年一季报中回落至 3 万亿元上方, 持股市值不仅受到基金管理人资产配置和市场波动的影响, 同时也受基金产品净申购情况的影响, 整体波动较大; 陆股通的持股市值整体在 2 万亿元上方, 波动幅度明显小于基金; 保险公司受益于资金来源的稳定性, 持股市值表现最为平稳。我们认为居民储蓄对人民币资产预期回报率的敏感度较高, 居民储蓄高增的情况下, 后续仍有可能通过基金、保险、理财等产品持续流入股市。

图表 63. 流动性近三年处于较高水平



资料来源: Wind, 中银证券

图表 64. 主要机构投资者持股市值变化



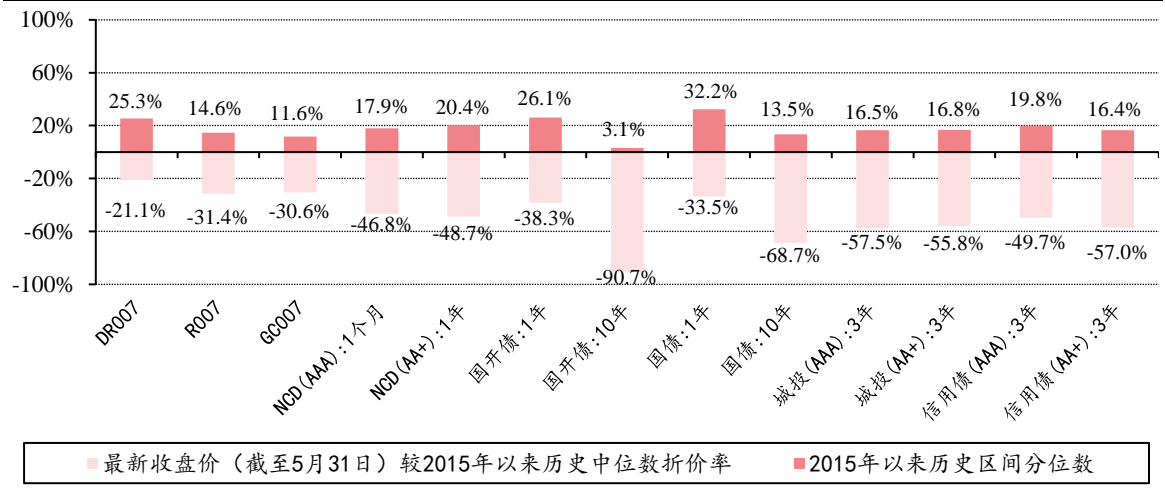
资料来源: Wind, 中银证券

综上, 从过去三年 A 股的表现来看, 在疫情的不确定性冲击影响下, A 股指数的波动区间和波动中枢都稳定维持在不低的水平之上, 但与此同时, A 股盈利增速不仅波动加大而且表现偏弱, 估值没有明显的系统性低于历史中枢, 因此支撑 A 股指数偏强的主要因素是流动性持续处于较高水平。我们认为 2023 年下半年国内外均存在较为明显的风险因素, 因此货币政策难以收紧, 宽松的流动性环境大概率将持续, 并且从 M2 同比增速在 2023 年继续走高和居民一季度新增储蓄创历史同期新高来看, 流动性仍可能通过直接和间接等方式流入 A 股市场。

### 3.2.3 债券: 避险情绪高, 但利率分位数低

利率的分位数持续偏低。2022 年下半年市场利率已经处于偏低的水平, 当时低利率形成的原因是国内出现了较大范围的疫情冲击, 给经济增长造成比较明显的负面影响, 因此货币政策在 7 月中旬降息、12 月初降准。2022 年底随着国内疫情防控政策调整, 市场预期出现了一致上调, 认为疫情防控放开之后经济将先后出现消费反弹和常态化增长, 因此在经济复苏预期快速切换影响之下, 叠加年末季节性流动性紧张, 债券市场收益率整体短时间内出现整体上行。进入 2023 年后, 一季度金融数据持续超预期, 同时通胀明显低于预期, 加之流动性整体维持在较为宽松的水平上, 债市收益率再度下行。截至 5 月 31 日, 拆借利率波动中枢虽然较 2022 年有所上升, 但从历史分位数看, 较 2015 年至今的中位数整体偏低, 其中非银机构资金拆借利率在历史区间中的分位数低于 20%, 表明当前流动性整体仍处于相对宽松的水平; 利率债和信用债收益率的分位数也整体偏低, 大多在 20% 下方, 其中分位数最低的是十年国开债, 仅为 2015 年至今区间的 3.1%。

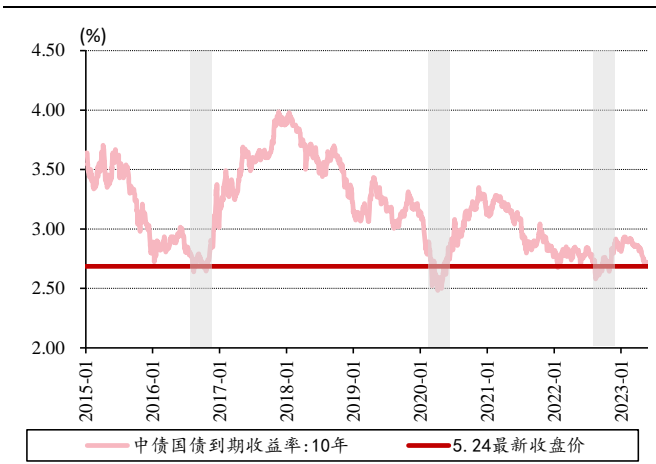
图表 65. 债券收益率历史分位数仍处于较低水平



资料来源: Wind, 中银证券

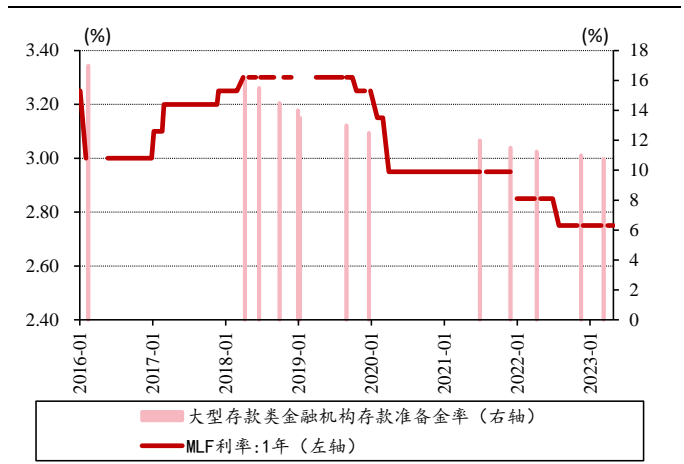
2015年以来三次低利率形成的原因略有不同。以十年国债利率为例，2015年以来共有三个时期利率低于当前水平，分别是2016年8月至10月，2020年3月至5月，以及2022年8月至11月，每次持续时间均为2-3个月，但低利率形成的原因有所不同。2020年和2022年宏观经济都受到了疫情冲击影响，为对冲经济发展的不利因素，货币政策均采取了下调存款准备金率和调降MLF利率的组合拳，其中2020年还超预期下调了超额存款准备金利率，因此十年国债收益率创下2015年以来最低水平；与上述情况不同的是，2016年的低利率并非受货币政策调整的直接影响，而是资金脱实向虚的影响所致，一个重要的渠道是理财规模的快速扩大，2012年-2015年期间理财产品规模加速发展，其中2015年新增规模8.48万亿元，总额达到23.5万亿元，2016年监管开始关注资金脱实入虚的情况，因此当年新增理财产品规模5.55万亿元，2017年新增规模更是仅有0.49万亿元，随着资金脱实入虚的情况得到控制，低利率的市场情况被结束。

图表 66. 2015 年以来三次利率偏低时期



资料来源：Wind，中银证券

图表 67. 降准降息是推动利率走低的重要原因



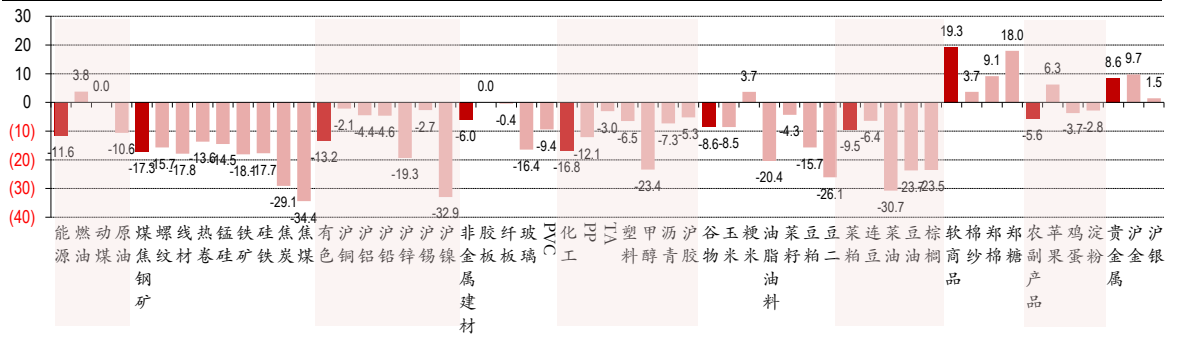
资料来源：Wind，中银证券

虽然当前债市收益率的历史分位数偏低，但下半年宏观环境整体对债市比较友好：从经济基本面看，海外风险因素较多，且以欧美为代表的发达经济体，经济增速回落甚至落入衰退的方向比较确定；国内经济仍在从疫情冲击的影响之下持续复苏，但在二季度的高增长之后，下半年经济增速将出现回落；国内通胀整体处于较低水平，下半年通胀大概率也不会是影响债市的主要因素；外需回落内需疲弱，下半年不排除有稳增长宏观政策组合拳出台，同时货币政策较难出现回收流动性的时机，虽然不能排除关键时点前后可能出现流动性阶段性紧张，但从全年来看流动性环境整体偏宽松。借鉴历史经验看，虽然当前利率水平整体偏低，但宏观环境对债市比较友好，而且货币政策仍有调整的可能，下半年债券收益率仍可能维持在偏低水平，需要注意的是仍可能存在债券市场收益率短期快速转向的风险，以及重要时点流动性超预期收紧的风险。

### 3.2.4 大宗商品：国际定价资产受海外经济疲弱拖累

上半年大宗商品价格表现整体偏弱。截至5月31日，wind商品指数下跌11.1%，十个分类指数中，仅有软商品指数上涨19.3%和贵金属指数上涨8.6%，跌幅超过两位数的分类则包括油脂油料(-20.4%)、煤焦钢矿(-17.3%)、化工(-16.8%)、有色(-13.2%)和能源(-11.6%)。从时间上看，定价受国内因素影响较大的周期品类和农产品类大宗商品价格走势的拐点出现在3月：3月之前，周期品类和农产品类大宗商品价格涨多跌少，主要是受国内经济复苏预期影响；3月及之后，国内经济高频数据开始出现复苏疲弱迹象，复苏斜率下降主要出现在生产端，如工业增加值同比增速持续低于预期，环比增速弱于季节性等。

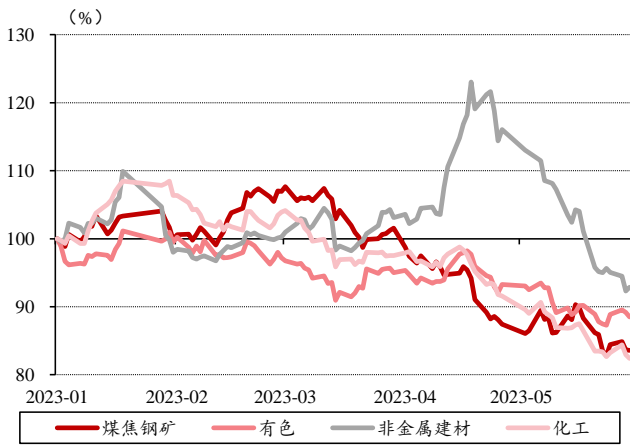
图表 68. 截至 2023 年 5 月 31 日大宗商品表现疲弱



资料来源: Wind, 中银证券

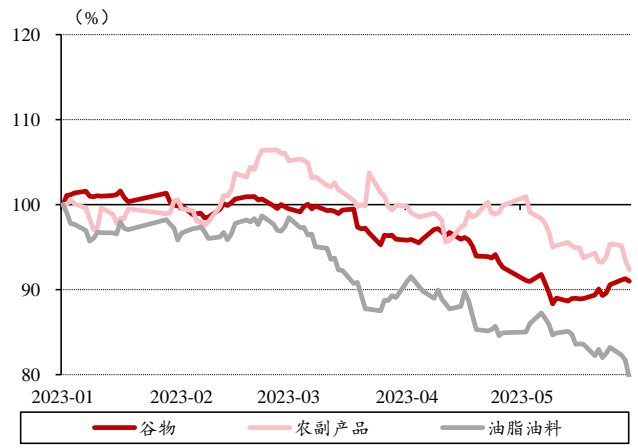
**下半年周期品：需求疲弱；农产品：关注供给。**虽然周期品类和农产品类大宗商品的定价主要受国内因素影响，但下半年宏观环境整体对大宗商品较为不利。如果没有超预期的风险因素冲击，下半年国内投资增速大概率维持下行趋势，考虑到 2022 年投资对经济增长的贡献率达到 50.1%，在高基数影响下，2023 年投资难再超预期，如果房地产产业链恢复进程受阻，或工业企业去库存时间长于预期，则周期品类大宗商品需求疲弱，将拖累期货价格延续调整趋势。农产品方面，从全球范围看，俄乌冲突对供给端仍有一定负面影响，但从美国农业部发布 5 月农产品供需报告的情况看，预计 2023/24 年全球玉米、大豆、小麦、大米产量同比均有所增长，其中除了小麦供需偏紧，产需缺口缩小外，预计玉米、大豆、大米等大宗农产品产需结构都将有不同程度的边际宽松。虽然农产品是我国进口的主要商品品类，但对国内的农产品来说，价格主要还是受国内供求情况影响。截至 4 月，CPI 中食品价格同比增长 0.4%，1-4 月食品价格累计同比增长 2.9%，在重要农产品储备制度的平抑作用下，预计年内农产品价格难有明显上行，但考虑到今年全国较大范围内高温天气到来的时间偏早，因此仍需关注农产品生产端在夏秋季可能出现的意外情况。

图表 69. Wind 周期品类期货价格指数 2023 年以来涨幅



资料来源: Wind, 中银证券

图表 70. Wind 农产品类期货价格指数 2023 年以来涨幅



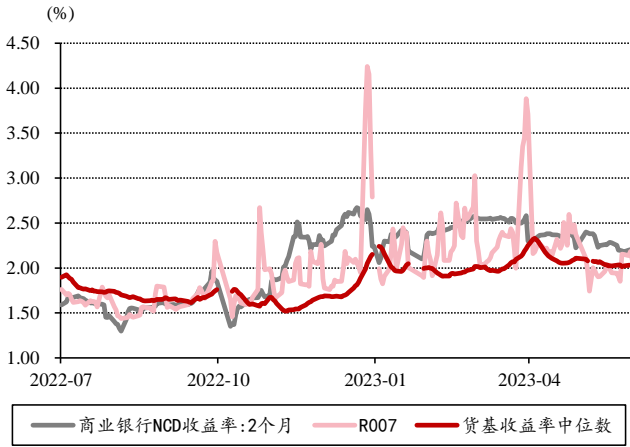
资料来源: Wind, 中银证券

### 3.2.5 货币类资产：中枢水平继续向拆借利率靠拢

**拆借利率中枢抬升但流动性宽松；关注商业银行债券和同业存单发行量变化。**2022 年四季度货币市场资金拆借利率虽然较三季度有所上升，但 2022 年下半年拆借利率中枢整体维持在 2% 下方；2023 年以来货币市场流动性整体虽然偏松，但拆借利率波动区间进一步小幅上移至 2%-2.5%。商业银行 NCD 利率自 2022 年四季度上行至 2.5% 上方之后，虽然在 2023 年有所回落，但回落幅度较为有限。从利率走势看，2022 年四季度以来，货币基金收益率中位数走势保持在 R007 利率和商业银行 2 个月 NCD 利率区间下方，一定程度上表明货币基金对流动性和产品估值稳健性的要求越来越高。从货币基金一季报持仓久期也能够看到，与 2022 年年报相比，30 天以内的持平占比上升了 3.2 个百分点，其他久期持仓品种的占比则都有不同程度的下降。

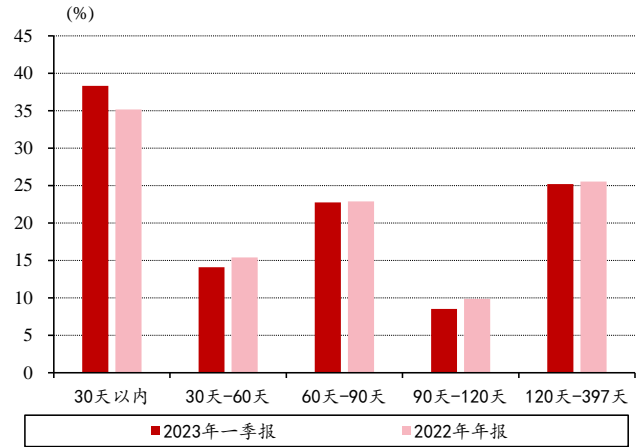
监管越发收紧，货币基金收益率逐渐向拆借利率靠拢。由证监会、央行联合发布的《重要货币市场基金监管暂行规定》5月16日正式实施，对货币基金的久期和杠杆等投资指标的约束收紧，也意味着货币基金的投资品种范围收窄、收益率中枢和波动性下降。考虑到下半年国内外风险因素较多，货币政策可能需要在宽货币和宽信用两方面发力，特别是银行负债端压力偏大，净息差偏低，预计拆借利率波动中枢下行的概率大于进一步上行，货币基金收益率波动中枢下半年或低于2%。

图表 71. 货币基金收益率中位数较 2022 年下半年上升



资料来源: Wind, 中银证券

图表 72. 一季度货币基金持仓久期情况



资料来源: Wind, 中银证券

## 4. 结论、预测与风险提示

### 结论与预测

下半年海外经济面临着复苏中的货币政策调整。美国经济衰退压力逐渐显现，预计美联储下半年至多仍有一次加息，或难看到美联储降息。欧元区经济恢复不均衡，有望延续温和复苏态势；但其通胀前景尚不能令人满意，预计仍有两次加息。日本经济处于温和复苏过程，结构性特征明显；稳定通胀目标接近达成，YCC 政策边际调整可能性增加。

中国经济复苏犹可期待。下半年基建投资仍有发力空间；制造业投资仍有韧性，但增长结构相对脆弱；地产行业预期仍待修复。尽管海外需求整体收缩，但“一带一路”相关国家有望对外需形成支撑，全年出口仍有望实现正增长。居民消费倾向修复仍将支撑消费复苏，需关注消费修复中的结构性问题。政策方面，货币政策与财政政策预计将延续联动。货币政策方面，弱复苏背景下国内流动性环境仍将以宽松基调为主，降息降准均有想象空间。财政政策有望进一步联动货币政策向稳投资、促消费倾斜。政策性金融工具或将加码，弥补政府性基金预算压力。

大类资产配置方面，海外关注防风险，国内盯紧流动性。全球大类资产市场交易主线或重回经济增速，风险资产仍面临经济下行压力。下半年人民币大类资产配置顺序：股票>债券>货币>大宗。

我们对 2023 年下半年主要宏观经济指标的预测见图表 73。

图表 73. 2023 年下半年主要经济指标预测（单位：%）

	2023E	2023Q1	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E
实际 GDP 同比	5.8	4.5	7.7	5.0	5.8
工业增加值同比	4.7	3.0	5.4	4.3	4.9
固定资产投资同比	5.5	5.1	2.8	4.9	5.5
社会消费品零售总额同比	7.8	5.8	8.7	6.0	10.6
出口（美元计价）同比	4.4	0.4	2.6	2.8	11.4
进口（美元计价）同比	(0.8)	(7.1)	(5.6)	2.3	7.2
CPI 同比	1.0	1.3	0.4	0.9	1.4
PPI 同比	(1.6)	(1.6)	(4.0)	(1.3)	0.3
存量社融同比	10.8	12.7	11.5	10.9	10.8
M2 同比	10.8	10.0	9.7	10.0	10.8

资料来源：中银证券

### 风险提示

1. 全球通胀回落速度偏慢。截至 2023 年 4 月，美国 PCE 物价指数同比增长 4.7% 超出市场预期，欧洲通胀同比增长 7.0% 较 3 月超预期增速上行，当前美联储大概率已经结束了本轮加息进程，但央行为稳定物价或仍将持续加息至下半年。如果下半年欧美地区通胀回落速度偏慢，或者通胀增速明显超预期，则不排除欧美货币政策有再度收紧的可能性。
2. 美国风险因素爆发，导致年内美联储开始降息。虽然目前市场对于下半年美联储降息抱有期待，但考虑到美国经济增速目前表现出的内生强劲动力，实际上降息的预期在逐渐降温。但美国下半年经济内部的风险因素暴露的可能性依然存在，包括银行风险、商业地产风险在内，在美国债务上限刚刚初步解决的情况下，大概率需要美联储调整货币政策来稳定风险因素对经济的冲击，因此仍不能完全排除年内美联储降息的可能。
3. 乌克兰危机前景不明。乌克兰危机的外溢性影响依然存在于欧洲地缘安全、全球食品和能源价格、全球化肥等原材料供应领域，即便乌克兰危机短期内能够结束，美欧为首的西方对俄罗斯的制裁持续时间也将对上述各方面造成持续负面影响。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371