

深度报告
2023年6月27日

蓄势待发

——2023年中期宏观经济与资本市场展望

丁安华 招商银行首席经济学家

☎ 0755-83195106 ✉ dinganhua@cmbchina.com

陆文东 招商银行研究院总经理

☎ 0755-83077289 ✉ luwendong@cmbchina.com

谭卓 招商银行研究院宏观经济研究所所长

☎ 0755-83167787 ✉ zhuotan@cmbchina.com

刘东亮 招商银行研究院资本市场研究所所长

☎ 0755-82956697 ✉ liudongliang@cmbchina.com

感谢牛梦琦、王欣恬、刘阳、王天程、张冰莹、柏禹含、陈峤、苏畅、石武斌、赵宇、丁木桥对本文的贡献。

敬请参阅尾页之免责声明



概要

- **展望下半年，美国加息周期或已见顶，经济韧性或继续衰减。**基准情形下，美国通胀将快速回落至 3% 附近，实际利率将相应快速走高。劳动力市场或逐步冷却，失业率或升破 4.0%。叠加美国金融条件收紧或令金融稳定性承压，美联储继续加息概率不高，并可能于四季度择机降息。随着货币紧缩的即期和滞后效应进一步显现，美国增长动能将继续趋缓，经济增速向 1% 收敛。
- **复苏与转型将成为下半年中国经济的主题，全年 GDP 增速将超过政府 5% 的增长目标，我们的预测为 5.3%。**经济增长动能在上半年冲高回落，下半年有望在政策托举下边际增强。在需求端，低基数下消费将成为经济增长的主要驱动。投资或维持稳健增长，稳住经济大盘。其中，基建投资受增量政策工具托举维持高增，制造业投资保持稳健增长，房地产投资降幅趋于收敛。受全球经贸景气度下行拖累，出口或小幅负增长，净出口或对经济增长形成拖累。工业生产有望持续修复。物价方面，PPI 同比跌幅有望触底后逐渐收敛，CPI 通胀有望企稳回升。
- **宏观政策将聚焦扩大内需，协同发力，在继续修复疫情伤痕的同时着力推动高质量发展。**财政政策方面，中央财政或更加积极，扩张空间、提升效能。可能选项包括新增政策性开发性金融工具、发行特别国债、发行长期建设国债等。货币政策方面，央行将加强逆周期调节，加大“稳增长”力度。6 月全面降息后，下半年降准降息仍然可期，央行或择机降息 1 次，降准 1 次。
- **大类资产配置策略建议积极布局权益资产。**上半年中美的双预期差主导了大类资产波动，即中国经济复苏力度低于预期，而美国经济表现和美联储货币政策强于预期。下半年中美双预期差有望收敛，大类资产的表现可能会在某种程度上回到我们年初预计的“转折之年”轨道上，权益类资产相较于固收资产的预期回报将出现改善。具体资产配置建议如下：高配 A 股的成长风格；中高配 A 股、港股科技股，A 股的消费风格、黄金、美债；标配 A 股的周期风格、中国国债、信用债、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。

2023 年中国经济预测表

指标	2020	2021	2022	2023F
实际 GDP	2.2	8.4	3.0	5.3
社会消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	9.1
全社会固定资产投资	2.7	4.9	4.9	4.1
房地产投资	7.0	4.4	-10.0	-6.2
基建投资	3.4	0.2	11.5	8.0
制造业投资	-2.2	13.5	9.1	6.0
出口（以美元计）	3.6	29.6	7.0	-1.0
进口（以美元计）	-0.6	30.0	1.0	-2.1
CPI*	2.5	0.9	2.0	0.7
PPI*	-1.8	8.1	4.1	-2.5
社融	13.3	10.3	9.6	10.5
M2	10.1	9.0	11.8	10.8
人民币贷款	12.8	11.6	10.9	11.0
目标赤字率	3.6	3.2	2.8	3.0
新增地方政府专项债（万亿）	3.75	3.65	3.65	3.8
降准预期				
次数	3	2	2	2
幅度（bp）	50	100	50	50
利率				
10 年期国债*	2.9	3.0	2.77	2.75
1 年期 LPR: 年末	3.85	3.80	3.65	3.45
5 年期 LPR: 年末	4.65	4.65	4.30	4.05
上证综指*	3,128	3,500	3,200	3,300
美元兑人民币*	6.9	6.45	6.7	6.95
伦敦金（美元/盎司）*	1,770	1,800	1,800	2,000

注：以上经济指标除专门标注外，均为增速，单位为%；带*指标为年度均值
资料来源：Wind，招商银行研究院

目录

一、宏观主线：美国韧性衰减，中国渐进修复	1
(一) 美国经济：加息周期见顶，经济韧性衰减	1
(二) 中国经济：扩大内需，推动转型	4
(三) 中国金融：提升货币效能，扭转收缩态势	8
二、美国经济：通胀持续回落，增长动能趋弱	13
(一) 美国通胀：持续回落	13
(二) 美国就业：趋于冷却	14
(三) 政策利率：不会“更高”，难以“更久”	16
(四) 美国增长：分化收敛，动能趋弱	17
三、中国经济：渐进复苏	19
(一) 外贸：出口下行，进口改善	19
(二) 消费：积蓄动能，趋近常态	21
(三) 投资：稳健增长，结构分化	24
(四) 供给侧：生产修复不均，利润逐步回升	29
(五) 通胀：斜率向上	31
四、财政货币：积极作为，形成合力	34
(一) 财政政策：积极作为，提升效能	34
(二) 货币金融：加强逆周期调节	40
五、资本市场：双预期差收敛将驱动下半年大类资产	45
(一) 2023 年上半年市场回顾：境内外权益、固收市场分化明显	45
(二) 主要市场研判：A 股发力待经济转暖，固收、汇率亦不悲观	47
(三) 资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会	60

图目录

图 1: 美联储施行史上最快加息周期.....	1
图 2: 下半年美国实际利率将持续上行.....	1
图 3: 本轮美国通胀回落速度快于上行速度.....	2
图 4: 美国 CPI 通胀有望继续快速下行.....	2
图 5: 美国劳动力市场供需严重失衡.....	3
图 6: 美国通胀预期与薪资增速高度正相关.....	3
图 7: 美国货币、信用双紧缩.....	3
图 8: 美国收益率曲线持续倒挂.....	3
图 9: 美国经济消费强、投资弱.....	4
图 10: 美国生产景气度持续回落.....	4
图 11: 上半年“三驾马车”动能反弹后转弱.....	5
图 12: 公共部门经济动能强于私人部门.....	5
图 13: 我国经济增长中枢放缓.....	6
图 14: 人力和物质资本对产出增长驱动转弱.....	6
图 15: 我国全要素生产率仍有较大提升空间.....	6
图 16: 净出口对增长的贡献随外部形势波动.....	6
图 17: 出口金额对名义 GDP 的比重下降.....	7
图 18: 基建和房地产投资高增长难以持续.....	7
图 19: 中国居民消费需求长期偏低.....	8
图 20: 中国居民消费倾向长期下行.....	8
图 21: 一季度货币流通速度降至历史新低.....	9
图 22: 二手房成交和土地出让整体清冷.....	9
图 23: 2020-2022 年居民存款增加贷款减少.....	10
图 24: 1-5 月居民存款继续高增.....	10
图 25: 工业企业应收账款平均回收期上升.....	10
图 26: 5 月 M2-M1 维持在 6.9% 的高位.....	10
图 27: 财政存款与财政综合收入剪刀差扩大.....	11
图 28: 公共财政支出中利息占比趋势性上升.....	11
图 29: 居民储蓄意愿明显上升.....	12

图 30: M2-社融增速剪刀差盈余扩大	12
图 31: 二手车持续下拉美国核心商品通胀	13
图 32: 美国服务通胀仍在高位	13
图 33: 美国劳动力市场韧性超预期	14
图 34: 美国劳动力市场供需匹配效率低下	14
图 35: 美国服务业就业需求分化	15
图 36: 美国行业间薪资增速分化收窄	15
图 37: 美联储大幅上调加息周期高度预测	16
图 38: 美联储大幅下调失业率预测	16
图 39: 市场对美联储加息的预期大幅波动	17
图 40: 美联储资产负债表规模显著收缩	17
图 41: 美国零售仍在高增	18
图 42: 美国居民收入增速仍高于疫前水平	18
图 43: 美国人均超额储蓄仍超 4,000 美元	18
图 44: 美国企业利润已开始萎缩	18
图 45: 上半年我国出口增速先升后降	19
图 46: 对新兴和发达经济体出口增速分化	19
图 47: 我国进口量、价增速差收敛	21
图 48: 净出口对我国 GDP 拉动减弱	21
图 49: 一季度消费对 GDP 的拉动不及疫前	22
图 50: 1-5 月社零规模与疫前趋势尚有缺口	22
图 51: 1-5 月社零增长动能放缓后企稳	22
图 52: 社会集团消费修复不及居民部门	22
图 53: 居民收入较疫前趋势水平仍有缺口	23
图 54: 消费倾向仍显著低于疫前水平	23
图 55: 餐饮服务消费修复好于商品消费	23
图 56: 非耐用品消费修复好于耐用品消费	23
图 57: 商品房销售持续大幅收缩	24
图 58: 二手房价格跌幅相较新房更大	24
图 59: 销售端城市分化加剧	25
图 60: 需求疲弱拖累房企销售回款	25

图 61: 房地产施工项目存量与增量分化	25
图 62: 土地成交降幅边际收窄	25
图 63: 基建投资动能趋缓	26
图 64: 后续新增专项债发行有望提速	26
图 65: 三大行业基建投资增速分化	27
图 66: 公共财政投向基建领域比重持续下降	27
图 67: 制造业投资增速放缓	28
图 68: 中游装备制造业投资是重要支撑	28
图 69: PMI 新订单指数收缩加剧	28
图 70: 制造业上中下游行业利润均陷入收缩	28
图 71: 民间固定资产投资增速与占比下降	29
图 72: 第一产业及民营房地产拖累民间投资	29
图 73: 工业生产修复总体承压	30
图 74: 中游生产小幅提速	30
图 75: 服务业生产明显改善后动能放缓	30
图 76: 工业企业利润大幅下降	30
图 77: 三大行业利润增速表现分化	31
图 78: 私企和外企利润下降幅度更大	31
图 79: 年内国际大宗商品价格持续回落	32
图 80: PPI 通缩压力主要来自上游	32
图 81: PPI 通缩或在年内持续	32
图 82: CPI 新涨价因素陷入负增长	32
图 83: 核心 CPI 环比弱于季节性	33
图 84: 下半年中国 CPI 通胀将企稳回升	33
图 85: 今年目标赤字率小幅上调	35
图 86: 今年中等口径实际赤字率明显下降	35
图 87: 今年减税降费规模或有所下降	35
图 88: 今年财政调度资金规模明显下降	35
图 89: 财政收支进度分化	36
图 90: 二季度以来财政扩张力度边际收敛	36
图 91: 公共财政收入恢复性增长	36

图 92: 今年税收收入占比预计将明显提升	36
图 93: 5 月公共财政支出增速放缓	37
图 94: 政府债券净融资规模居历史高位	37
图 95: 债务付息占综合财力的比重达 4%	38
图 96: 地方政府债务率逐年上升	38
图 97: 中央政府主动加杠杆	38
图 98: 中央转移支付占地方综合财力的 1/3	38
图 99: 中央政府仍有加杠杆空间	39
图 100: 短期负债比重有所抬升	39
图 101: 上半年央行基础货币投放放缓	40
图 102: 6 月各期限利率均下调 10bp	40
图 103: 结构性货币政策工具继续发力	41
图 104: 人民币贷款加权平均利率降至新低	41
图 105: 今年人民币兑美元汇率先升后贬	42
图 106: 实际利率已升至 2016 年以来次高	42
图 107: 年初至今信贷先冲高后回落	42
图 108: 4 月份居民中长贷收缩超千亿	42
图 109: 近期存款增速持续高于贷款	43
图 110: 广义流动性盈余预计收窄	43
图 111: 货币市场利率回落至 1.96% 附近	44
图 112: 同业存单利率回落至 2.36% 附近	44
图 113: 二季度流动性分层现象有所缓解	44
图 114: 政府债发行造成的流动性压力减小	44
图 115: 美股表现强于 A 股、港股	46
图 116: 美债利率高位震荡	46
图 117: 美债长短端利率均处于高位震荡状态	48
图 118: 美国 PMI 连续性回落	48
图 119: 投资级 vs 高收益级美元债	49
图 120: 中资美元债指数 (分板块)	49
图 121: 美欧利差 vs 美元指数	50
图 122: 中美利差仍然深度倒挂	50

图 123: 美债实际利率 vs 伦敦金.....	51
图 124: 美元 vs 伦敦金.....	51
图 125: 下半年利率中枢或小幅回落.....	53
图 126: 货币市场利率可能保持低位.....	53
图 127: 上半年城投信用利差高位回落.....	54
图 128: 上半年城投净融资不高.....	54
图 129: 近 1 年固收型基金指数累计净值走势.....	55
图 130: 固收型基金指数风险收益涨跌幅.....	55
图 131: 上证 PB 估值处历史中等偏低水平.....	55
图 132: M2 超名义 GDP, 宏观流动性偏宽松.....	55
图 133: 价格见底助力业绩好转.....	56
图 134: 去库存导致业绩修复空间有限.....	56
图 135: 被动去库存阶段对应上证指数慢牛.....	56
图 136: 时空规律指向 2023-2024 年牛.....	56
图 137: 半导体销售周期见底将助力科技股.....	57
图 138: 宏观流动性宽松时通常小盘股强.....	57
图 139: 经济下行将导致企业收入增速下降.....	59
图 140: 美股估值未反应经济下行风险.....	59
图 141: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比.....	60
图 142: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比.....	60
图 143: A 股估值在全球市场属于中等水平.....	61
图 144: “胜率—盈亏比”九宫格.....	61

表目录

表 1: 2023 年上半年大类资产表现回顾.....	46
表 2: 2023 年下半年主要因子对大类资产的影响.....	47
表 3: 对重点指数按照估值、盈利预测和产业政策做综合排序.....	58
表 4: 2023 年下半年大类资产配置策略.....	62

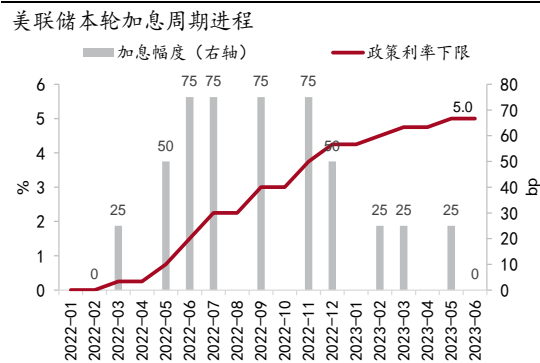
一、宏观主线：美国韧性衰减，中国渐进修复

（一）美国经济：加息周期见顶，经济韧性衰减

去年3月至今年5月，为应对上世纪八十年代后最严重的通货膨胀问题，美联储施行了史上最迅猛的一轮加息周期。14个月的时间里，美联储连续在10次议息会议上累计加息500bp，加息进程先急后缓。加息步长初始为25bp，之后被连续上调至50bp、75bp，全力追赶美国通胀曲线。在连续4次加息75bp之后，加息幅度在去年末被调降至50bp。今年美联储连续3次加息25bp，并在6月议息会议上宣布加息“暂停”（图1）。

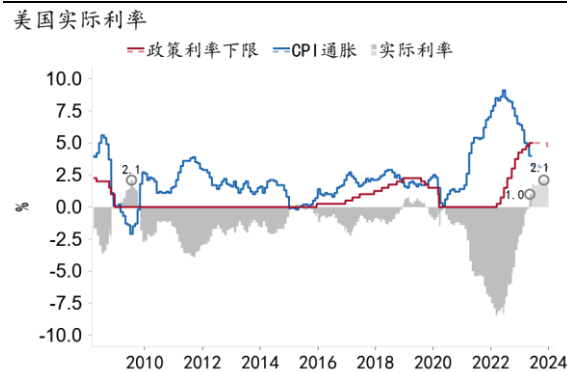
当前美国政策利率已超越通胀曲线，美联储已初步达成其操作目标。美国CPI通胀读数已由去年6月的9.1%快速下行近六成至今年5月的4.0%。以联邦基金目标利率下限减CPI通胀计，美国实际利率在今年4月由负转正至0.1%，5月已大幅上行至1%（图2）。

图1：美联储施行史上最快加息周期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图2：下半年美国实际利率将持续上行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

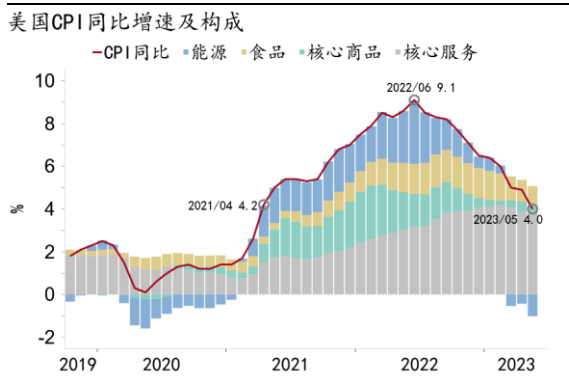
但美国政策利率后续路径不确定性仍高，美联储与市场之间存在显著分歧。6月议息会议后，点阵图中位数预期显示美联储年内将继续加息50bp，而市场则预期美联储将于7月再度加息25bp至5.25-5.5%区间并保持至年底。分歧产生的根本原因，在于新冠疫情爆发后美联储持续大幅误判通胀，政策调整严重滞后，致使其前瞻指引的公信力下降。鲍威尔也公开表示，美联储的利率预测不代表委员会的决定或计划，如果经济没有按预期发展，政策路径就会进行调整。

前瞻地看，基于美联储“双目标”及美国金融条件综合研判，我们认为美联储本轮加息周期大概率已见顶，并或于四季度择机降息。

首先，年内美国通胀大概率将延续快速回落态势，三季度降至3%附近并维持震荡。本轮美国“大通胀”大致可分为三个阶段。一是2021年疫情造成供应链失衡，驱动通胀快速走高。二是2022年上半年俄乌冲突爆发所带来的能源价格攀升，导

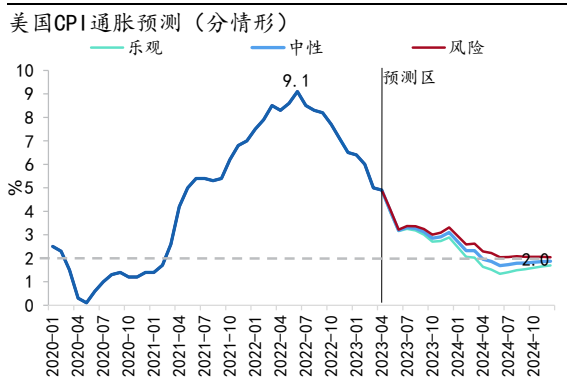
致通胀高度上行、广度走阔。三是 2022 年中以来，劳动力市场紧张使得薪资增速成为美国通胀的主要支撑，但能源食品和核心商品通胀快速下降，驱动美国 CPI 同比增速快速下行，回落速度甚至超过了上行期。美国 CPI 通胀从 4.2% 升至 9.1% 耗时 14 个月，但从 9.1% 下行至 4.0% 仅历时 11 个月（图 3）。现阶段供应链压力和俄乌冲突的影响均已成为历史，核心商品通胀随之回到 2.0% 下方，能源通胀则已经转负。房租通胀仍在高位，但随着高利率持续压制房价，房租通胀的回落只是时间问题。即便充分考虑美国劳动力市场的韧性，基准情形下美国 CPI 通胀仍将于下半年快速下行至 3% 附近（图 4）。

图 3：本轮美国通胀回落速度快于上行速度



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

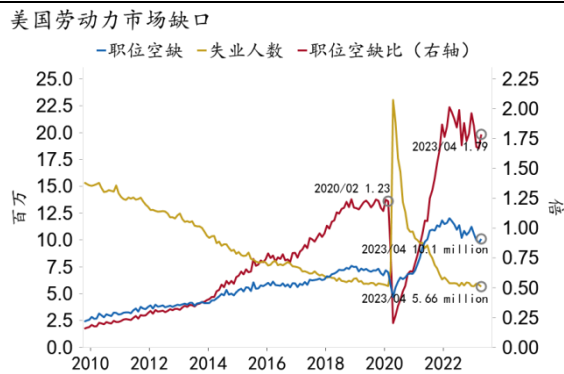
图 4：美国 CPI 通胀有望继续快速下行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

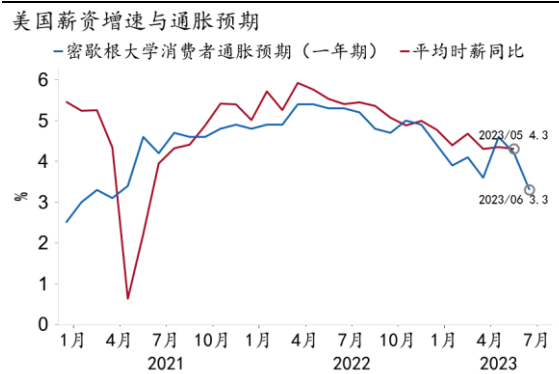
其次，下半年美国就业市场供需缺口有望持续收敛，失业率或边际上行，突破 4.0%。当前美国劳动力市场仍然高度紧张，劳动力需求远超供给，上半年失业率处于 3.5% 左右的历史低位，1 个求职者仍对应着 1.8 个工作岗位（图 5）。从需求看，4 月职位空缺数仍超 1,000 万，强劲的消费需求持续支撑企业雇佣需求。从供给看，5 月失业人数 566 万，远低于职位空缺数，劳动参与率连续三个月持平于 62.6%，相较疫前水平仍有 0.7pct 距离。受供需缺口支撑，5 月美国平均时薪同比增速仍高达 4.3%，薪资增速对通胀水平仍有支撑。然而，火热的表象之下，供需和行业错配也严重制约了美国劳动力市场和整体经济的运行效率，后续大概率将趋于冷却。高利率对劳动力需求的抑制仍将进一步加深，广度亦将走阔。一方面，货币紧缩的滞后效应将随实际利率走高进一步增强；另一方面，高利率对劳动力市场的抑制或将从科技、金融、制造业等利率敏感型行业向其他行业扩散。美国劳动参与率也有望缓慢修复，供需缺口将相应收敛。值得一提的是，当前薪资增速对供需缺口的响应已显著钝化，通胀水平和通胀预期持续下行对薪资增速构成显著压制（图 6）。

图 5：美国劳动力市场供需严重失衡



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

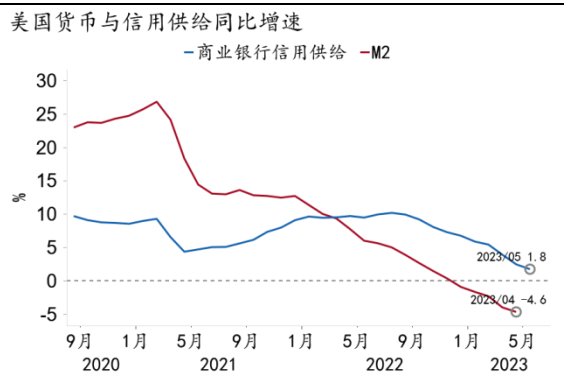
图 6：美国通胀预期与薪资增速高度正相关



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

再次，美国金融条件大幅收敛将进一步抑制需求，金融稳定性或再度承压。数量方面，美联储快速缩表导致美国广义货币供给增速于上世纪三十年代“大萧条”后首次陷入负增长。2022 年 3 月至今美联储合计缩表 5,700 亿美元，占疫情爆发以来扩表规模的 11.9%。受此影响，美国 M2 同比增速已于去年 12 月转负，至 2023 年 4 月跌幅走阔至 4.6%（图 7）。价格方面，高利率压制了信贷需求，收益率曲线期限倒挂颠覆了金融机构“借短贷长”的行为逻辑（图 8），从而压制了信贷供给。商业银行信用供给同比增速从 2022 年 7 月的 10.2% 快速下行至 2023 年 5 月的 1.8%。尽管美国股市高景气对金融条件形成有力支撑，今年纳斯达克指数累计涨幅超过 30%，但随着美国经济走弱，资本市场对金融条件的支撑将趋弱，银行业风险可能再度发酵。这将制约美联储政策紧缩的空间。

图 7：美国货币、信用双紧缩



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：美国收益率曲线持续倒挂



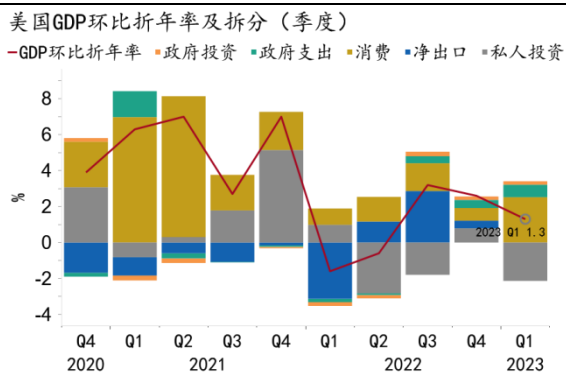
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

综合上述三方面，结合历史经验显示美国通胀见顶叠加失业率上行即可触发降息（图 8），下半年美联储货币政策仍有可能转向宽松，但利率仍将维持高位。但若 6 月通胀特别是核心通胀数据显著超出市场预期，美联储仍有可能于 7 月议息会议再度加息 25bp。

最后，随着高利率即期和滞后紧缩效应逐步显现，下半年美国经济增速或进一步趋弱，向 1% 收敛。当前美国经济总体趋弱、冷热不均。消费韧性强劲，但生产和

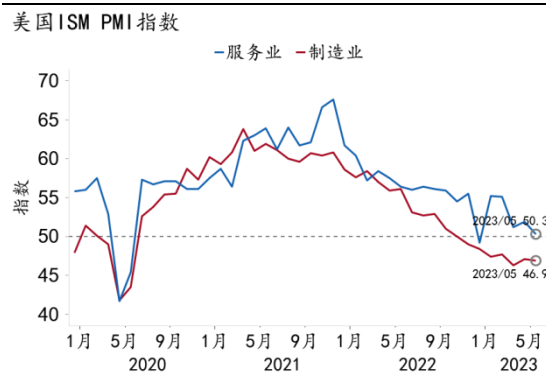
投资动能持续走弱（图 9）。今年一季度，美国 GDP 环比折年率 1.3%，消费拉动为 2.5pct，私人投资拉动为-2.1pct。美国经济韧性主要来自于居民消费，受到劳动力市场供不应求，以及疫情下财政刺激后形成的“超额储蓄”支撑。但企业部门生产和投资则受高利率抑制持续走弱，制造业 PMI 连续 7 个月萎缩（图 10），私人固定资产投资环比折年率在过去四个季度中的三个季度为负，其中地产投资四个季度均为负。前瞻地看，高利率对需求的抑制或经由劳动力市场逐步扩散至居民部门。美国劳动力市场的冷却已初现端倪，职位空缺数中枢下降、薪资增长放缓。从历史上看，美国收益率曲线期限倒挂后经济衰退必定发生。

图 9：美国经济消费强、投资弱



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 10：美国生产景气度持续回落



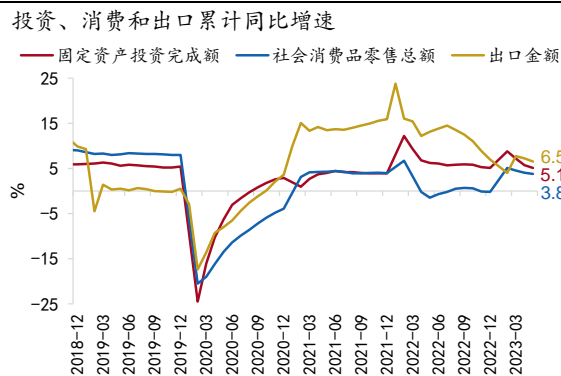
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（二）中国经济：扩大内需，推动转型

上半年中国经济曲折修复。经济重启在短期内带来了社交场景修复和积压需求释放，推动一季度经济超预期增长 4.5%。但脉冲效应消退后，内生动能仍然不足，二季度修复动能明显放缓。从需求端看，疫情期间维持高景气的外需自去年下半年转冷，今年一季度短暂走强后再度转弱，1-5 月出口金额两年复合累计同比增速由一季度的 7.7%降至 6.5%；内需修复也有所放缓，固定资产投资两年复合累计同比增速由一季度的 7.2%放缓至 5.1%，社零由一季度的 4.5%放缓至 3.8%（图 11）。

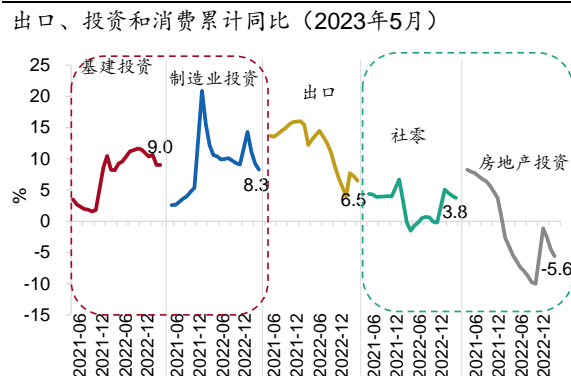
从供需结构上看，我国经济总体呈现出需求弱于供给的特征。这映射在价格上表现为通胀持续低迷，反映在劳动力市场上则表现为新增就业偏低、重点群体就业承压。二季度需求不足开始向供给传导，4-5 月工业和服务业生产的两年复合同比增速均明显放缓，经济产出持续低于潜在水平。

图 11：上半年“三驾马车”动能反弹后转弱



注：2021、2023 年各月为两年复合累计同比增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 12：公共部门经济动能强于私人部门



注：2021、2023 年各月为两年复合累计同比增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

从市场主体看，去年以来公共部门经济动能强于私人部门的格局仍然延续，私人部门需求持续疲弱，信心不足的状况未见明显改善（图 12）。一方面，受公共部门政策影响更大的基建和制造业投资仍是当前中国经济增长的最主要驱动。虽然动能自去年末的高位边际转弱，但两者 1-5 月两年复合累计同比增速仍然高达 9.0%、8.3%。另一方面，受居民部门影响更大的消费和房地产投资修复动能总体弱于经济大盘。1-5 月社零两年复合累计同比增速为 3.8%，远低于疫前同期水平（2019 年 1-5 月累计同比增速为 8.1%），结构上更偏向小宗和即期消费。商品房销售跌幅仍在边走阔，与房企收缩性的开发行为形成负向循环，1-5 月房地产销售面积较 2021 年同期收缩 30%，房地产投资较 2021 年同期收缩 16%。受其拖累，民营企业投资意愿不足，今年 1-5 月民间投资累计同比-0.1%，显著低于整体固定资产投资增速，在其中占比降至 54.0%的十年最低点。

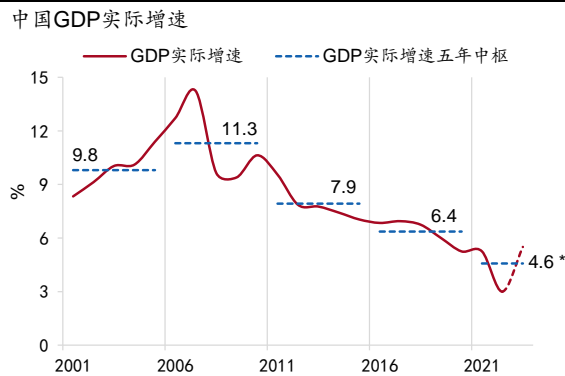
当前经济呈现出的总需求不足和不均衡修复，很大程度上源于疫情三年造成的“伤痕效应”。由于收入承压、预期疲弱，三部门的资产负债表均趋于收缩。居民部门储蓄上升、消费和贷款行为收缩；企业部门盈利收缩、资本开支增长承压，加杠杆意愿不足；政府部门积极作为稳大盘，但财政可持续性制约后续财政支出的空间。尽管我国经济全面重启，但信心和需求不足的问题仍在持续。因此，扩大内需将成为下半年经济工作的重中之重。这不仅关乎当下，也关乎未来。

从长周期观察，当前中国经济不仅需要稳定重启复苏动能，还需要着力推动深度转型。与国际经验一致，随着我国经济总量上升，经济增长中枢趋势性放缓（图 13）。要实现党的二十大报告中“到 2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平”的发展目标，需进一步激发经济动能，稳住经济增速中枢，平缓其下行斜率。

经济增长的源泉来自于劳动（劳动力与人力资本）、资本和全要素生产率。当前我国劳动力总量拐点已现，资本积累的边际回报降低（图 14），未来除了应着力扭转出生率下滑的势头之外，最为关键的就是提升中国的创新机制和市场活力，大力推进创新型国家建设（图 15）。党的二十大报告提出“坚持创新在我国现代化建

设全局中的核心地位”，“着力提高全要素生产率”。只有通过创新提升全要素生产率和人口素质，才能对冲劳动人口收缩和资本积累回报降低的负面影响，确保中国经济的持续稳定增长。从宏观结构上看，这很大程度上取决于供给侧的转型升级，特别是在日趋复杂严峻的外部形势下。因此，我国正在加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国，提升产业链供应链韧性和安全水平。从微观主体上看，创新型企业具有重要的发展经济学意义，关键在于引导企业发展创新能力，呵护企业的创新意愿。

图 13：我国经济增长中枢放缓



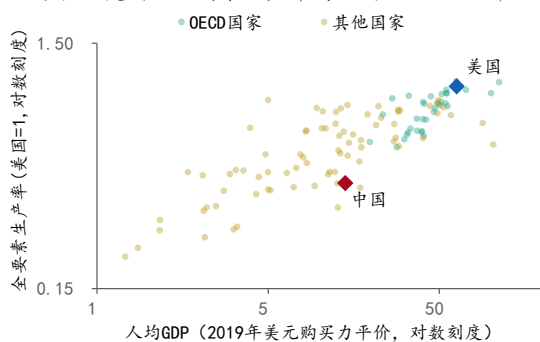
注：2020-2021 经两年复合增速平滑，近三年中枢含 2023 年预测值

资料来源：Wind，招商银行研究院

值得注意的是，高质量发展的意涵不仅在供给侧，也在需求端。没有需求端的调整，供给侧的转型升级将成为无源之水、无本之木。党的二十大报告指出，“要坚持推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性，提升国际循环质量和水平”。

图 15：我国全要素生产率仍有较大提升空间

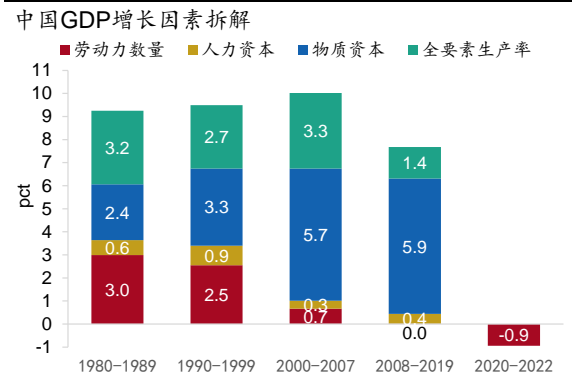
全球相较美国的全要素生产率与人均GDP（2019年）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

在总需求的“三驾马车”之中，出口在我国于 2001 年入世后高速发展，极大推动了我国工业化和城镇化进程，使得我国产能快速扩张、GDP 增速陡峭上行。但 2008 年次贷危机后全球贸易总量锐减，对我国当时出口主导的增长模式形成巨大冲击。

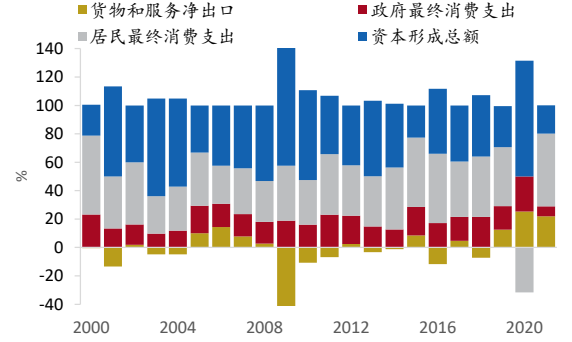
图 14：人力和物质资本对产出增长驱动转弱



资料来源：Macrobond，ILO，招商银行研究院

图 16：净出口对增长的贡献随外部形势波动

三大需求对GDP增长的贡献

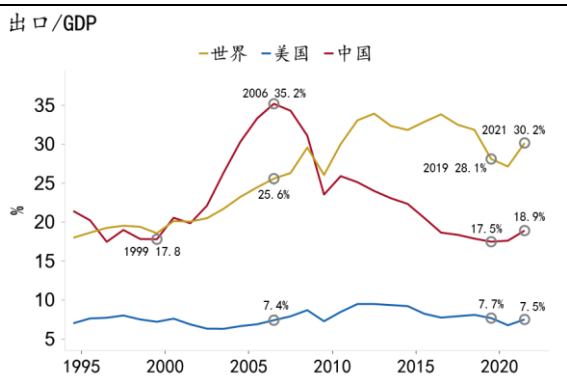


资料来源：Wind，招商银行研究院

2017年起，出口面临外需趋势性放缓和全球化逆风，净出口对我国经济增长的拉动中枢降至零附近（图16，图17）。

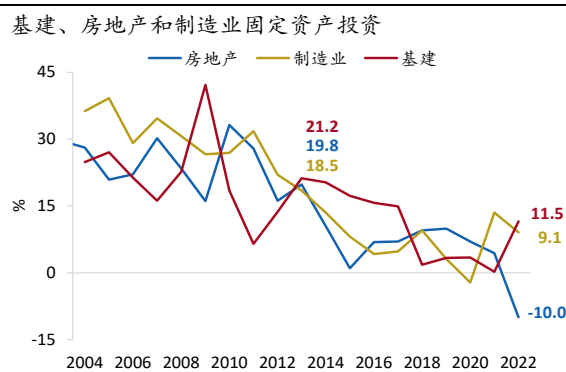
2008年，为应对外部冲击，我国推出一揽子计划以扩大内需“稳增长”，固定资产投资在接下来一段时间成为拉动增长的重要引擎。资本形成总额在名义GDP中的比重明显抬升，驱动我国工业和服务业的产能进一步扩张。但与此同时，资本的边际回报也持续降低，以传统的基建和房地产投资为主导的增长模式日趋乏力（图18）。2015年，为走出产能过剩、需求不足、物价低迷的困境，我国推出供给侧结构性改革，并在此后持续深化。

图 17：出口金额对名义 GDP 的比重下降



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 18：基建和房地产投资高增长难以持续



资料来源：Wind，招商银行研究院

过去三年，我国经济增长模式较之前显著偏离。一是出口形势随外需经历了潮起潮落。二是投资增长整体承压。制造业投资相继受到出口景气和稳增长政策提振，增速有所反弹；去年起基建投资发力，成为经济增长的主要驱动；房地产市场深度调整，房地产投资陷入大幅收缩。三是疫情给居民部门造成“伤痕效应”，延阻了我国消费扩张的进程。

前瞻地看，在需求端，未来我国经济要实现持续的高质量发展，关键在于稳定出口、优化投资以及扩大消费。

首先是稳定出口。面对全球贸易增长放缓以及逆全球化的挑战，我国应进一步推动高质量对外开放，寻找新的出口增长极，通过积极稳外贸稳外资，尽可能稳定外需对中国经济增长的贡献。

其次是优化投资。由于房地产需求趋势性下行，地方政府债务负担日渐沉重，以传统房地产和基建投资为主导的增长模式难以为继。我国应着力推动投资转型，支持新型工业化进程，驱动制造业投资稳健增长。坚持“两个毫不动摇”是重中之重。除了发挥国企中流砥柱的作用，还需要给予民营企业良性扩张行为以正向激励，通过撬动私营部门投资积极性，发挥投资对需求扩张的乘数作用。

最后也是最重要的，是扩大消费，特别是居民消费。最终消费占我国GDP比重长期超过50%，在“三驾马车”之中占比最高。但其中包括居民消费和政府支出，去

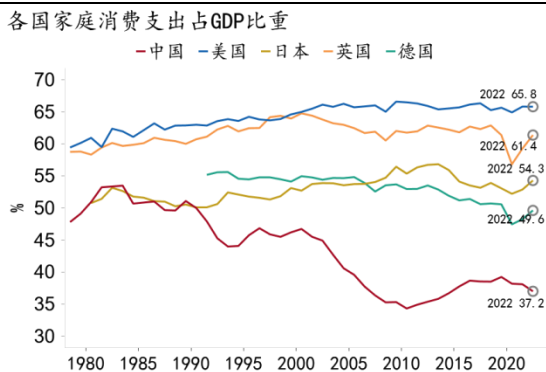
年居民消费占 GDP 比重仅为 37.2%，大幅低于主要发达国家水平（图 19）。美国和日本家庭消费占 GDP 的比重分别达到 65.8%、54.3%。可见我国居民消费存在着巨大的潜在增长空间。

党的二十大报告指出“增强消费对经济发展的基础性作用”。人民的美好生活，既是所有经济工作的出发点，也是最终目标。中央经济工作会议以及今年的《政府工作报告》均将“着力扩大国内需求”列为今年重点工作之首，提出把恢复和扩大消费摆在优先位置。

为此，宏观经济管理部门应该重构以居民部门为本的一揽子政策，致力于推动居民消费的回升。一是多渠道增加居民收入。消费是收入的函数，但在我国的收入分配体系中，居民收入比重长期偏低。2022 年居民收入占 GDP 比重为 44.2%，显著低于世界主要发达经济体（美国达 73%）。二是提升居民消费倾向。2000 年以来我国居民消费倾向自 85% 降至 2022 年的 65.4%，同样大幅低于主要发达国家（图 20）。短期看，考虑到就业需求结构，应着力支持中小微企业和服务业企业，激发私人部门活力，吸纳新增就业。配合发放消费券、补贴耐用品消费等政策，推升消费倾向。长期看，应完善优化收入分配及社会保障体系，提升国民收入中劳动报酬比重，增强向居民部门转移支付的力度。

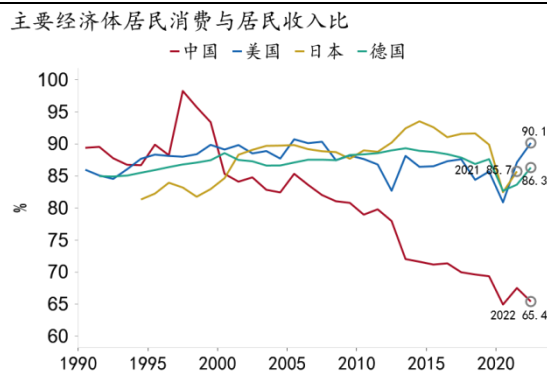
简而言之，不论是为了争取实现今年的更好结果，还是中长期的远景目标，未来的经济工作都将聚焦私人部门特别是居民部门，通过提振信心、扩大消费，不断增强中国经济内生动能，持续推动高质量发展。

图 19：中国居民消费需求长期偏低



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 20：中国居民消费倾向长期下行



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

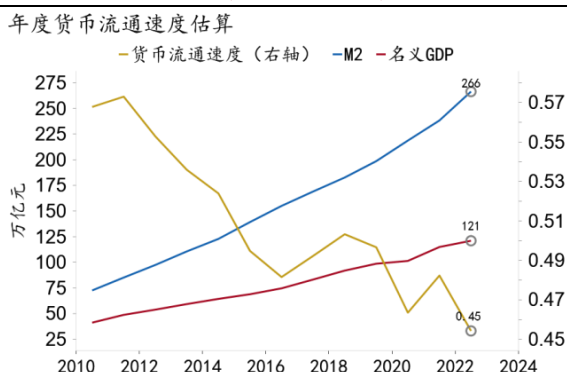
（三）中国金融：提升货币效能，扭转收缩态势

上半年我国金融数据表现总体冲高回落。一季度受金融机构“开门红”推动，宏观经济总体呈现金融强、经济弱的局面。然而，二季度随着需求修复不及预期，叠加信贷供给节奏放缓，金融与经济表现的分化逐步向下收敛。

我国金融形势趋弱，突出表现在货币流通速度放缓。根据货币数量论($MV=PY$)，一个经济体中所有商品和服务的总体价格与流通中的货币总量成正比。如此一来，

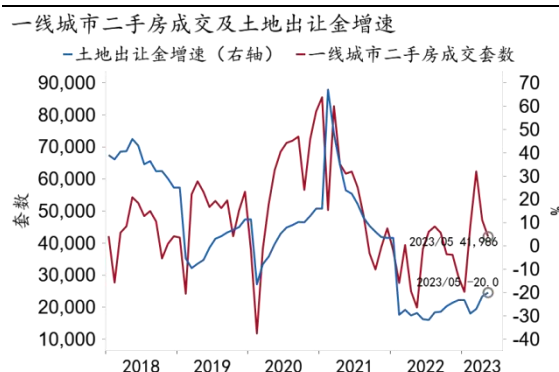
货币流通速度，即单位货币在所有交易中的平均流转频率，相当于交易中所有商品和服务的金额除以货币供给量。2020年以来，我国名义GDP增速显著走低，而广义货币供给量大幅上升，分子下降而分母增加，导致货币流通速度显著放缓，一季度名义GDP与M2的比值下滑至0.45的历史新低（图21）。值得注意的是，名义GDP仅核算生产环节的增加值总和，并未完全涵盖所有经济活动（PY），尤其是中间产品交换、二手房交易及土地出让金等。考虑到今年1-5月二手房成交套数和土地出让金较近五年同期中枢下降3.3%和27.2%（图22），全口径计算的货币流通速度降幅或更大。

图 21：一季度货币流通速度降至历史新低



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 22：二手房成交和土地出让整体清冷



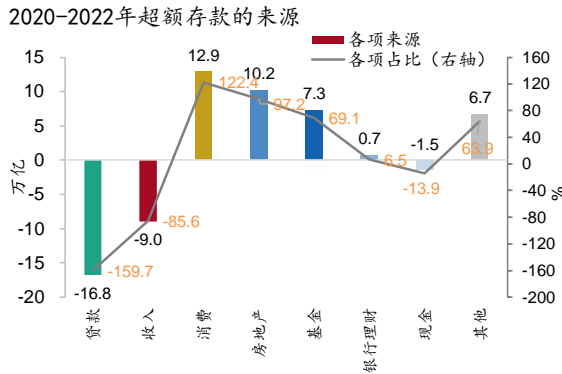
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

经济运行微观机制的改变，拖累了货币流通速度，导致货币金融形势出现“异象”，各项“剪刀差”反常扩张。疫情以来，扩张性经济行为的回报下降、不确定性上升，导致我国经济三大主体的资产负债表扩张显著放缓。疫前十年（2010-2019年），中国名义利率远低于名义GDP增速，10年期国债到期收益率均值为3.5%，低于同期名义GDP增速均值8.7pct，激励居民、企业、政府普遍加杠杆，我国经济总量相应快速扩张。然而，过去三年的疫情冲击令我国经济发展承压，名义利率与名义GDP增速差收窄至4.7pct，叠加内外部不确定性显著上升，各主体资产负债扩张放缓，经济行为趋于收缩。

首先是居民部门“压杠杆”，导致存款-贷款增速剪刀差扩张。截至5月，我国私人部门存款增速超过贷款1.9pct，与疫前十年贷款增速超过存款3.5pct的经验相悖。其中，居民部门存贷款增速差高达10.3pct，对私人部门存贷款增速差的贡献率高达114%。居民收入增长缓慢、青年就业承压，消费持续低于疫前趋势水平，居民主动积累预防性储蓄。同时，资本市场表现不佳、房地产销售转冷，使得居民不断将金融投资转换为存款，超额存款居高不下，贷款需求疲弱。2020-2022年，居民超额存款高达10.5万亿，而贷款较疫前趋势水平减少16.8万亿（图23）。今年1-5月，居民压杠杆的行为仍未缓解，居民存贷款分别新增9.2万亿和1.8万亿，导致超额存款继续上升至15.1万亿，贷款累计少增18.0万亿（图24）。4-5月，存款利率下

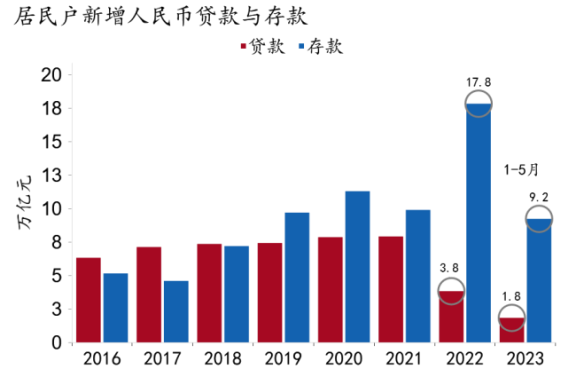
调和债券市场走强，居民存款部分向理财等金融投资回流，但5月底居民存款增速仍高达17.4%，高于疫前十年均值5.3pct。

图 23: 2020-2022 年居民存款增加贷款减少



资料来源: Wind, 招商银行研究院

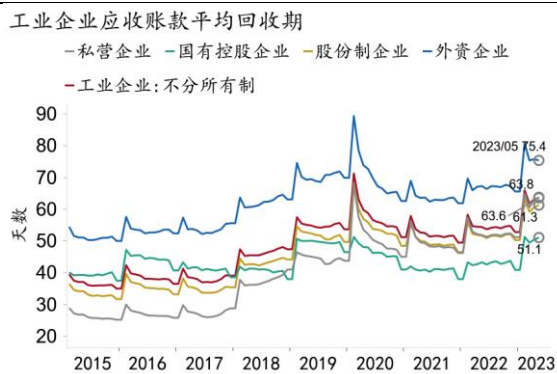
图 24: 1-5 月居民存款继续高增



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

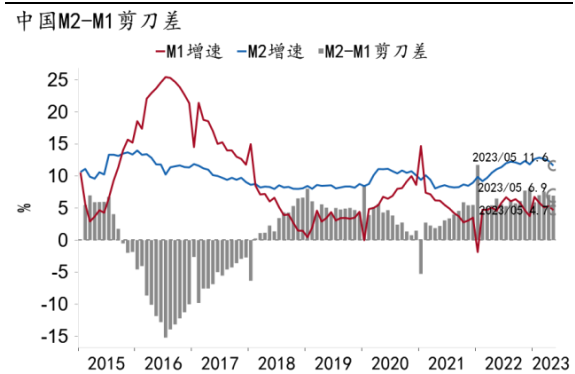
其次是企业部门“避风险”，导致 M2-M1 增速剪刀差扩张。弱需求拖累供给，致使企业生产经营活力不足、利润下滑，资本开支的能力及意愿受到抑制，对现金和活期存款的需求下降，定期存款需求上升。1-5 月规上工业企业利润总额下降 18.8%，非国有工业企业利润跌幅相对更大。与此同时，工业企业应收账款平均回收期较近五年同期延长 10.1 天（18.8%），私营企业升幅（16.4 天）远高于国企（6.5 天）（图 25）。而由于信贷供给充足、利率持续下调，部分企业减持现金和活期存款，转入定期存款或理财，驱动 5 月 M2-M1 增速剪刀差走阔至 6.9%，高于近五年均值 2.8pct（图 26）。企业经营活跃度走低，经由企业部门的货币资金在金融体系中停留的时间延长，在实体经济的流转速度下降。

图 25: 工业企业应收账款平均回收期上升



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 26: 5 月 M2-M1 维持在 6.9% 的高位



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

再次是政府部门“高债务”，带动财政存款-财政收入增速剪刀差扩张。这里考虑政府的财政综合收入，包括公共财政收入、政府性基金收入以及政府债净融资（包括国债、地方政府一般债和专项债）。财政存款¹占财政综合收入的比重越高，或者

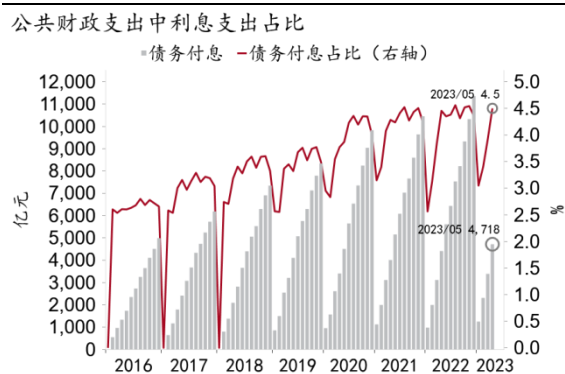
¹ 财政存款指中央和地方政府存放在金融机构的存款总额。

财政存款增速高于财政综合收入增速，意味着财政资金周转越慢，通过政府部门的资金流通速度下降。1-5月累计财政存款与财政综合收入增速分别为10%和5.9%，两者剪刀差高达4.1pct，高于近五年均值8.7pct（图27）。财政存款高增长，或受地方政府债务负担加重影响。1-5月公共财政支出中累计利息支出高达4,718亿，占比4.5%，较近五年中枢上升0.6pct（图28），使得政府开支更为审慎。

图 27: 财政存款与财政综合收入剪刀差扩大



图 28: 公共财政支出中利息占比趋势性上升



最后，居民、企业和政府部门经济行为均出现收缩迹象，形成反馈循环，导致M2-社融增速剪刀差维持盈余。M2和社融可分别视为全社会的资金来源端和资金运用端，两者的剪刀差扩张主要由于资金来源增加、运用减少。一是居民部门存款高增补充资金来源（图29），但新增按揭贷款大幅收缩导致资金运用不畅。二是企业贷款和直接融资需求下降，应收账款回收期拉长拖累票据融资，地产低迷叠加资管新规等政策限制表外融资，导致资金运用受阻。三是政府财政支出同比多增，转化为居民和企业收入，资金来源增加；同时政府债券发行节奏放缓，吸纳私人部门资金下降，资金运用减少。

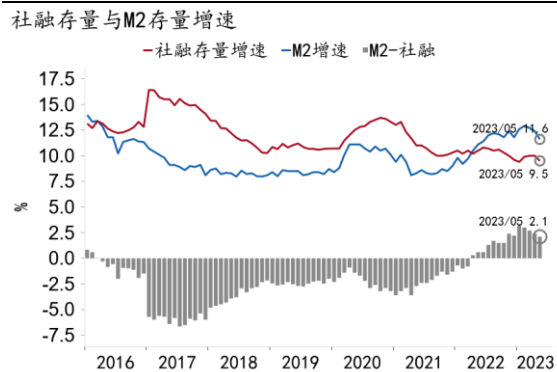
简而言之，预期疲弱、需求收缩导致三大主体堆积存款，造成全社会资金来源上升，同时开支减少导致全社会资金运用下降。两方面因素共同驱动广义流动性处于盈余状态，M2增速高于社融增速2.1pct（图30）。下半年随着宏观政策逐步发力，居民消费和企业投资需求或缓慢回升，同时存款利率下调或刺激资金运用加快，广义流动性盈余预计收窄至0.3pct。

图 29：居民储蓄意愿明显上升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 30：M2-社融增速剪刀差盈余扩大



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，扩大内需将成为未来宏观政策的主要发力点。目前制约经济金融表现的症结主要在需求端，即实体经济三大主体的预期转弱和行为收缩，而非金融供给。收缩性经济行为导致的货币流通速度下降，意味着货币政策传导可能受到制约。仅依靠增加金融供给，难以从根本上走出当前的困境，甚至可能导致资源配置效率下降、市场出清困难。因此，货币政策和财政政策应协同响应、发挥合力，以扩大内外需作为根本出发点，激发经济主体活力、改善预期，尽快提升经济主体资产端收益、降低实体经济融资成本，扭转经济主体行为的收缩态势，推动经济重回良性扩张的正循环。展望下半年，货币政策空间已打开，进一步降准降息可期；财政政策有望中央加力，或新增政策性开发性金融工具并发行特别国债。

政策积极托举下，今年 GDP 增速将超过政府 5% 的增长目标，我们的预测为 5.3%。从结构上看，消费在低基数下将成为全年经济增长的主要驱动。投资有望维持稳健增长。其中，受增量政策工具托举，下半年基建投资有望维持高增长，制造业投资保持稳健增长；房地产投资降幅或趋于收敛，全年小幅负增长。外贸方面，随着全球经济和贸易增速放缓，全年出口或呈小幅负增长，净出口对经济或形成负向拖累。从节奏上看，二季度 GDP 增速或实现 7% 左右的增长，主要拉动来自低基数下高增长的消费，以及基建和制造业投资，但两年复合增速或较一季度明显放缓。三季度随着增量政策工具落地生效，GDP 增长动能有望增强，四季度修复动能或边际下行。

二、美国经济：通胀持续回落，增长动能趋弱

（一）美国通胀：持续回落

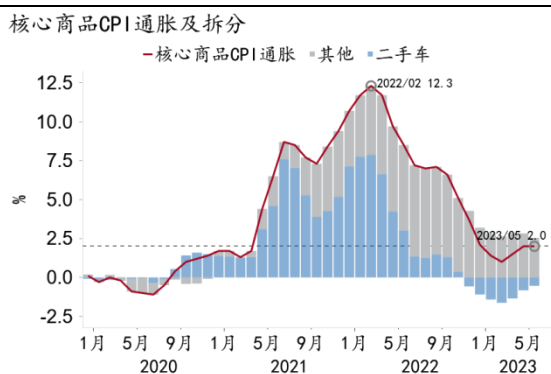
美国 CPI 通胀连续十一个月下行，从 2022 年 6 月高点 9.1% 下行 5.1pct 至 2023 年 5 月的 4.0%。能源和核心商品是主要贡献项，分别下行 4.0pct、1.1pct。核心服务分项则逆势抬升 0.5pct。

结构上看，通胀“十一连跌”是美国高利率与强需求交互影响的结果。一方面，以能源为代表的利率敏感型分项价格在高利率压制下持续快速下行。另一方面，部分服务分项价格在强需求支撑下持续快速上行。其他分项价格增速逐渐放缓。

能源通胀持续快速回落至负区间，是本轮通胀下行的最大贡献项，累计贡献度达 78%。5 月能源 CPI 同比增速录得 -11.7%，较去年 6 月高点 41.6% 回落了 53.3pct。俄乌冲突爆发推高去年上半年能源价格基数，随着冲突影响边际退坡，叠加美联储加息，能源价格掉头快速下行。去年 6 月末以来，布伦特原油价格累计下跌三成，美国天然气价格累计下跌七成。

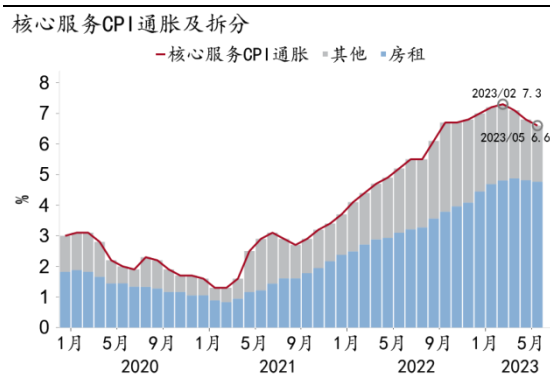
食品通胀连续九个月回落，但分项中的服务通胀韧性仍强。国际粮价持续回落叠加禽流感影响边际退坡，拖累食品项通胀从去年 8 月高点 11.4% 回落至今年 5 月的 6.7%，传导效应或持续至今年三季度。食品 CPI 中服务通胀（户外餐饮项）则在 8.0% 上方保持震荡十个月。

图 31：二手车持续下拉美国核心商品通胀



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 32：美国服务通胀仍在高位



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

核心商品通胀自高位回落至合意区间，年初以来低于 2%。二手车通胀是主要贡献项，在高利率压制下对核心商品通胀总回落的贡献度达 81.5%（图 31）。4-5 月，二手车通胀止跌反弹，而新车价格和家具价格转涨为跌，指向商品通胀回落广度或将走阔。

核心服务通胀韧性仍强，就业市场超预期支撑其同比增速仍处绝对高位，环比增速亦远高于合意水平（图 32）。1-5 月核心服务通胀中枢高达 7.0%，房价和租金

价格发生阶段性反弹推高房租分项通胀。2-5月美国30年期抵押贷款利率已从6.3%回升至7.0%以上，预计后续房价和租金仍将继续下行。

前瞻地看，基准情形下全年美国CPI通胀中枢预计在4.0%左右，下半年或在3.0%附近震荡。高利率持续下强需求终将转弱，拖累服务价格增速放缓，驱动商品通胀进一步走低。值得一提的是，美联储前主席伯南克和经济学家布兰查德在今年5月的一篇工作论文中估计²，如果劳动力市场保持火热，美国通胀水平或将长期位于2.5%上方。尽管总CPI通胀水平将快速回落至3.0%附近，但至四季度核心通胀或仍将保持在4.0%上方。劳动力市场转弱的幅度将对核心通胀特别是服务通胀的走势构成显著影响。

（二）美国就业：趋于冷却

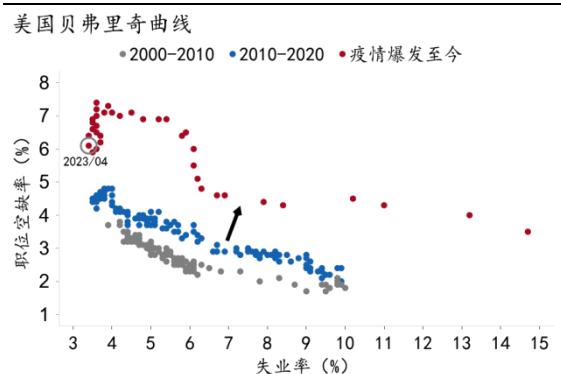
上半年美国劳动力市场总体维持强劲，韧性超市场预期。1-5月失业率均值3.5%，处于历史低位，新增非农就业人数均值31.4万，远高于疫前中枢（2010-2019）18.3万（图33）。

图 33：美国劳动力市场韧性超预期



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 34：美国劳动力市场供需匹配效率低下



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

但与此同时，美国劳动力市场仍存在着严重的供需错配问题。疫情以来，贝弗里奇曲线³大幅外移，相同的失业率水平对应更高的职位空缺率（图34）。4月美国职位空缺比仍然高达1.79，尽管这一数据相较去年下半年（1.84）边际下行，但仍处历史高位，远高于疫前水平（1.2）。

供给端，美国劳动参与率或永久低于疫前水平。5月劳动参与率62.6%，较疫前水平仍有0.7pct的缺口，一半来自提前退休，另一半来自老龄化⁴。前者可以因提

² What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation? Ben Bernanke, Olivier Blanchard. Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at the Brookings Institution. May 23, 2023.

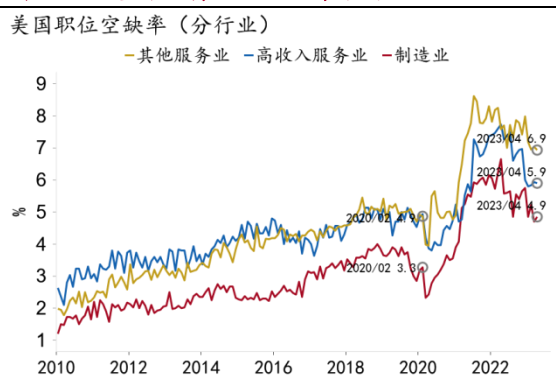
³ 贝弗里奇曲线是反映劳动力市场中失业率与职位空缺率之间负相关关系的曲线。该曲线离原点越远，表明劳动力市场中的供求匹配程度越低。

⁴ “The Great Retirement Boom”: The Pandemic-Era Surge in Retirements and Implications for Future Labor Force Participation, Joshua Montes, Christopher Smith, and Juliana Dajon, Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2022-081.

前退休人口逐步达到原定退休年龄自然收敛，后者或将进一步恶化。需求端，美国劳动力需求仍受经济强需求支撑。1-4 月职位空缺数均值为 1,010 万，远高于疫前（2010-2019）水平（509 万）。

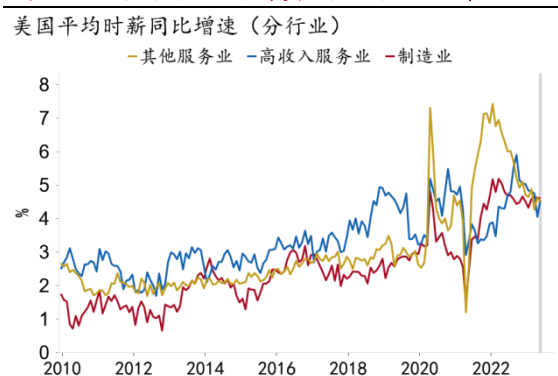
从行业结构上看，美国就业修复显著不平衡。在供给端，疫情以来供给修复程度最低的 5 个行业中有 4 个属于其他服务业⁵，其中休闲酒店行业总就业人数至今仍未超过疫前水平。在需求端，疫情以来高收入服务业与其他服务业职位空缺水平明显分化，折射出美国科技行业“裁员潮”和服务业就业高景气之间的矛盾（图 35）。1-4 月，美国信息业职位空缺率中枢为 5.1%，而休闲酒店行业高达 8.2%。

图 35：美国服务业就业需求分化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 36：美国行业间薪资增速分化收窄



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

薪资增速与就业市场在总量与结构上发生双重分化。从整体上看，供需错配问题仍存，但薪资增速已经率先放缓。1-5 月平均时薪环比增速均值为 0.3%，低于 2022 年全年中枢 0.1pct。从结构上看，各行业职位空缺率持续分化，但薪资增速分化已显著收窄（图 36）。年初以来，其他服务业与其他行业的薪资增速分化已显著收敛。导致美国劳动力市场“双重分化”的主要原因，一是持续回落的通胀水平和通胀预期，二是趋于收缩的企业利润。前者降低了劳动者对薪资增速的要求，后者则限制了企业支付更高薪资的能力。

前瞻地看，预计下半年美国失业率将于年底升至 4.0% 上方，下半年月均新增非农就业人数亦将跌至 30 万下方，平均时薪环比增速中枢将于四季度回归 0.2% 以下。短期看，供给端修复告一段落、需求端继续冷却，劳动力市场供需缺口将进一步收敛，整体趋冷。由于美国通胀水平有望进一步回落，薪资增速的下行速度仍将快于劳动力市场转冷的速度。长期看，劳动参与率将随老龄化进程进一步走低，低收入服务业劳动供给不足的结构性问题或将持续存在，因此失业率或永久性低于疫前水平，薪资增速则可能永久性高于疫前水平。

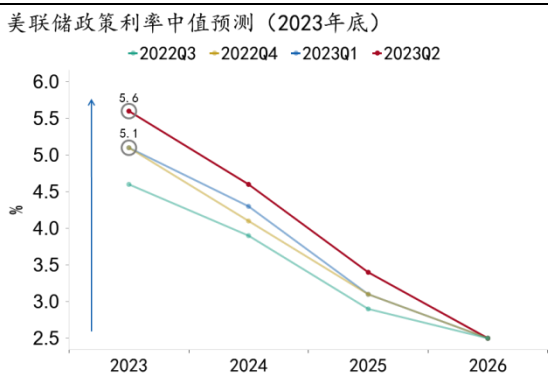
⁵ 根据美国劳工部公布的各行业平均时薪数据，我们将专业及商业服务、信息业和金融业三个平均时薪超过 40 美元的服务业分项定义为高收入服务业。

（三）政策利率：不会“更高”，难以“更久”

6月美联储“鹰派”终结利率“十连加”，宣布不加息，但进一步大幅上调了利率指引。上半年美联储累计加息3次共75bp，当前政策利率区间位于5.0-5.25%。二季度美联储对年末联邦基金利率的预测中位数为5.6%，较去年四季度及今年一季度上调了50bp（图37）。美联储主席鲍威尔表示，货币政策紧缩已经取得一些进展，尤其体现在以住房和私人投资为代表的利率敏感型部门需求上。考虑到货币政策的经济影响存在滞后性，且银行信贷收缩仍在持续，故此次选择了暂停加息。这符合市场预期。

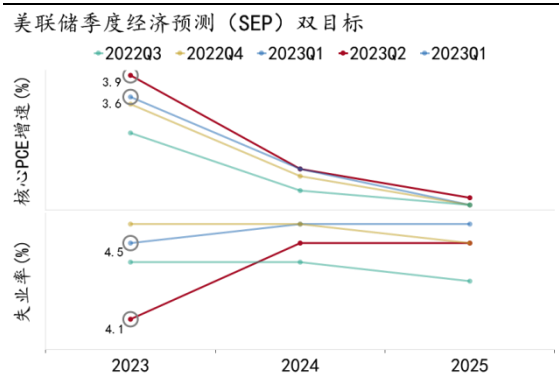
美联储的鹰派指引意在打压通胀预期，与美联储对“双目标”和银行业风险的判断相呼应。5月美国核心通胀仍然高达5.3%，是美国高通胀的主要支撑。美联储对美国经济形势的展望趋于乐观，6月将年底失业率预测下调0.4pct至4.1%，核心PCE通胀预测上调0.3pct至3.9%（图38），并指出美国银行业动荡是“结构问题而非整体问题，监管问题而非宏观问题”。截至目前，美国银行业风波对资本市场的影响已基本消散。

图 37：美联储大幅上调加息周期高度预测



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 38：美联储大幅下调失业率预测

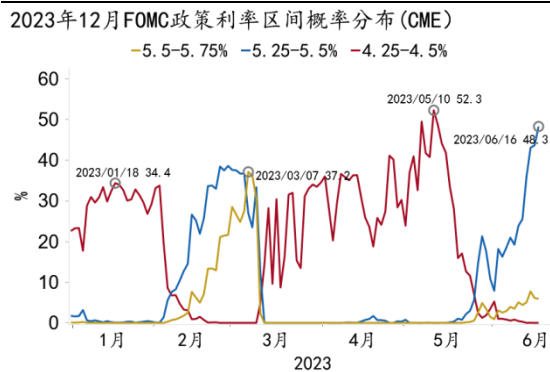


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

今年以来，市场对美联储的政策预期持续大幅波动，后续美联储加息路径仍然存在较大不确定性（图39）。年初，因通胀回落顺利，市场预期年底利率水平或将低于4.5%。至3月初，劳动力市场过紧推高市场预期至5.5%以上。3月美国银行业动荡，市场预期年底利率水平将跌至4.5%以下。随着银行业风险边际缓解，劳动力市场持续偏紧，叠加美联储于6月议息会议上调利率指引，6月末市场调高年底政策利率预期至5.25-5.5%区间，低于美联储当前指引25bp，并预期7月再加息25bp，利率水平保持至年底。

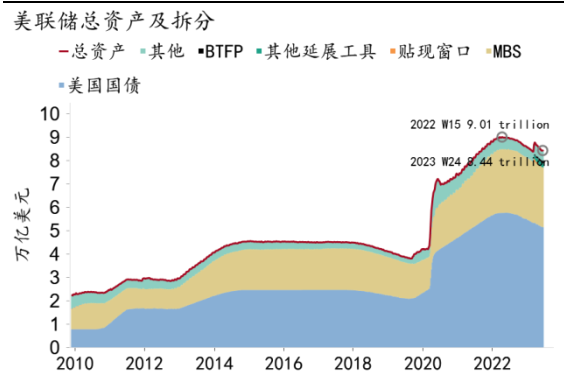
可见，不论是美联储的前瞻指引还是市场预期，对未来的指导意义都大幅下降。

图 39：市场对美联储加息的预期大幅波动



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 40：美联储资产负债表规模显著收缩



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，6月美联储的利率决议标志着本轮加息周期的结束，预计美联储或于四季度开启降息周期。我们此判断源自三方面考虑。一是基准情形下CPI通胀仍将于下半年快速下行至3%附近。二是美国实际利率已经转正，四季度或超2.0%，货币紧缩对经济的压制将进一步增强。三是随着高利率持续，银行业风险或再起波澜。当前通胀回落幅度已达到历史上多数降息周期开启时的水平，且失业率大概率会出现上行趋势。

缩表方面，美联储或将维持每月缩减600亿美元国债和350亿美元MBS的计划，缩表或持续至三季度末，合计收缩规模或超7,000亿美元。年初以来，除硅谷银行事件爆发后的两周，其他时间美联储均在执行缩表计划，至今累计收缩了4,200亿国债和MBS，占美联储当前国债+MBS规模的5.4%（图40）。

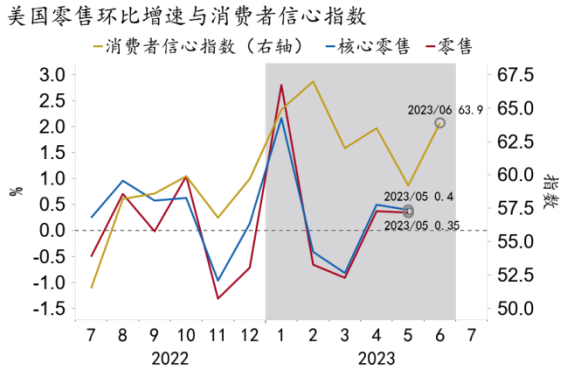
（四）美国增长：分化收敛，动能趋弱

上半年美国经济表现总体趋弱、结构分化。就业、消费等数据表明美国居民部门韧性仍强；但生产、投资、企业盈利等数据则显示美国企业部门经营活动在高利率制约下转冷，收益率曲线持续倒挂等指标也指向美国衰退风险上升。

一方面，消费需求是美国经济韧性的最大支撑。2023年一季度美国GDP环比折年率录得1.3%，其中商品和服务消费分别贡献1.4pct、1.1pct，其他分项合计贡献-1.2pct。1-5月美国零售和核心零售（剔除机动车和汽油）环比增速中枢均高达0.4%，且在2-3月环比转负后连续2个月环比正增长（图41）。

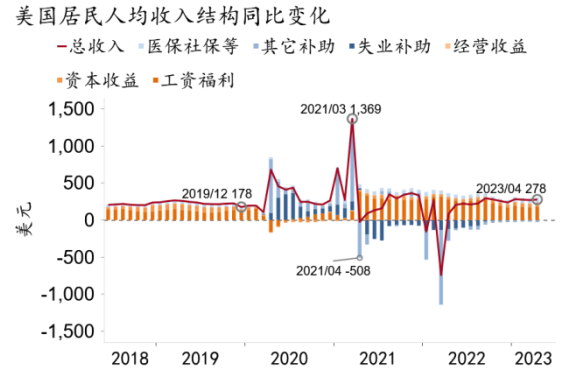
美国消费韧性受到居民收入和预期的双重支撑。收入方面，薪资高增推动居民收入增速显著高于疫前。1-4月人均收入同比增量均值高达277美元，较2019年全年中枢增长近两成（图42）。此外，得益于疫情期间大规模的财政补贴，4月美国居民超额储蓄规模仍达1.4万亿美元，人均超4,000美元，相当于疫前人均月收入的80%（图43）。预期方面，强劲的就业市场是居民部门预期持续改善的主要支撑。上半年密歇根大学消费者信心指数均值达到63.4，显著高于去年下半年均值57.5。

图 41：美国零售仍在高增



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 42：美国居民收入增速仍高于疫前水平



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

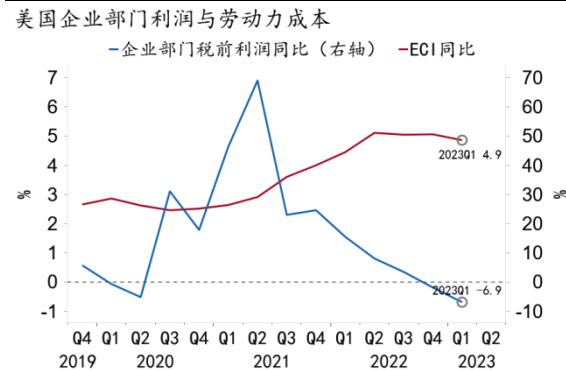
另一方面，美国企业部门动能明显转弱。生产方面，制造业 PMI 指数连续 7 个月位于荣枯线下方，服务业 PMI 指数亦已从 1 月高点 55.2 回落至 5 月的 50.2。企业盈利方面，美联储持续加息推高融资成本，火热的就业市场推高雇佣成本，拖累一季度企业部门税前利润同比跌幅走阔至 6.9%（图 44）。投资方面，去年二季度以来，受高利率抑制，美国私人固定资产投资环比折年率有三个季度为负，其中地产投资持续收缩。

图 43：美国人均超额储蓄仍超 4,000 美元



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 44：美国企业利润已开始萎缩



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

前瞻地看，下半年美国经济动能或持续趋弱。美联储和世界银行均认为美国今年实际 GDP 增速仅为 1.0%，这一数值远低于潜在增长水平。企业部门收缩或通过劳动力市场向居民部门传导，薪资增速和职位空缺或持续下行，叠加超额储蓄不断下行，将于明年上半年耗尽，美国居民部门景气度或将下行。从历史上看，美国历次收益率曲线期限倒挂后均发生了经济衰退，当前美国 10Y-2Y 国债期限利差已持续倒挂 12 个月，并于 6 月末再度跌破-100bp。

三、中国经济：渐进复苏

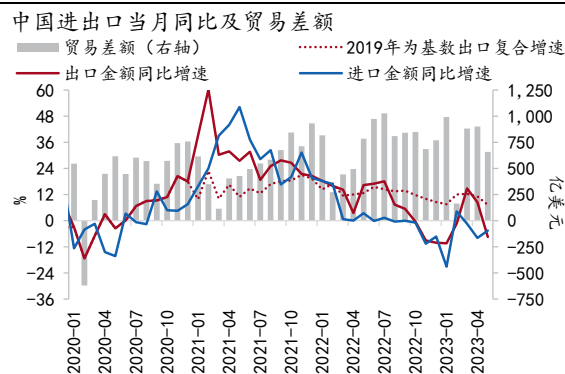
(一) 外贸：出口下行，进口改善

1. 出口：增速下行

上半年我国出口景气度显著超出预期，以海关统计口径，1-5月以美元计价的出口金额累计同比增长0.3%，高出我们去年末基准情形下的预期增速约5pct。出口超预期主要由于两方面因素。一是上半年美欧经济韧性超过此前预期，海外经济衰退时点后移；二是我国经济重启后积压订单释放，同时部分新出口订单回流。不过，在2-3月反弹后，出口金额同比增速自4月开始放缓，5月陡峭下行至-7.5%（图45）。

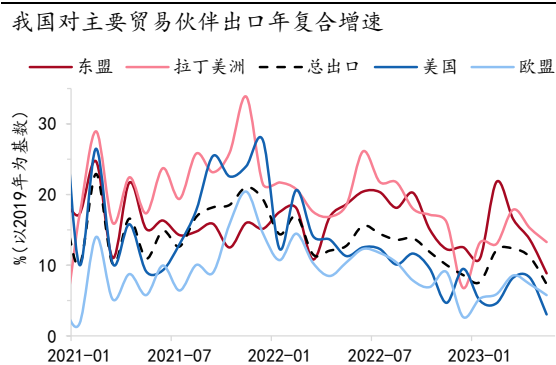
从区域结构上看，我国对主要贸易伙伴出口增速水平和占比有所分化，总体呈现“东升西降”的格局。剔除基数效应，以疫前相对平缓的2019年同期出口金额为基数计算四年复合增速，对东盟、拉美、非洲和印度等发展中经济体出口增速高于总体，对美国、欧盟和日本三大发达经济体出口增速低于总体（图46）。在西方贸易保护主义抬头以及全球供应链重组的背景下，部分新兴经济体的出口对我国形成一定替代，但其经济贸易发展也同时强化了对来自我国商品的进口需求，包括加工贸易出口所需的设备、原材料和零配件等外需进口，以及其经济和产业发展所需的内需进口。总结而言，上半年新兴及“一带一路”经济体需求对我国出口增速形成的正向支撑在下半年有望延续，但我国出口的总体景气度最终取决于全球经贸的景气度以及金融条件。例如，东盟在我国总出口占比的首位优势在一季度大幅扩张，但自4月起快速下行，5月降至第三位。

图 45：上半年我国出口增速先升后降



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 46：对新兴和发达经济体出口增速分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

从商品结构上看，伴随外需韧性逐步回落，下游消费品出口增速在年初反弹后快速冷却，包括与海外出行社交相关的服装鞋靴、房地产后周期相关的家具灯具陶瓷等。制造业中间品和设备出口增速也在5月明显放缓，考虑到去年末以来美欧制造业PMI持续收缩，这一趋势在下半年或将持续。此外，半导体产业链相关产品出口持续低迷。不过，出口也显露出新的亮点。一是我国新能源汽车产业链领先全球，汽车出口继续保持快速增长，1-5月汽车和零配件合计拉动出口累计同比增长1.8pct。

1-5月我国出口汽车包括底盘达193万辆，同比增长八成，已超过日本成为全球最大的汽车出口国。二是受全球低碳转型的基础设施建设支撑，电工器材和太阳能电池出口保持高速增长，拉动1-5月出口累计同比增速1.3pct。

展望下半年，随着全球经济和贸易增长放缓以及金融条件收紧，我国出口增长动能或延续放缓，在去年基数年中高、年末低的影响下，同比增速呈现前低后高的走势。预计6-12月出口累计同比增速由1-5月的0.3%下行2.2pct至-1.9%，全年出口同比增速降至-1%左右。本次预测对下半年出口增速较去年末边际上调，主要考虑到海外衰退时点后移以及我国出口结构性调整所带来的韧性。

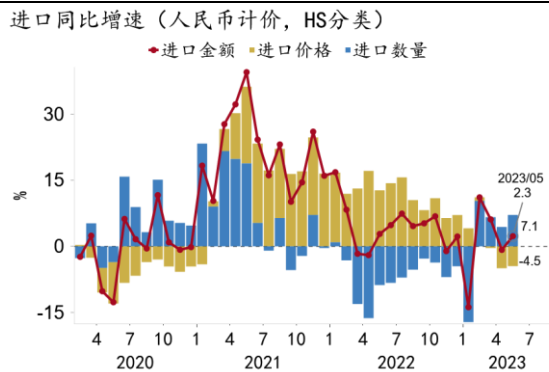
2. 进口：缓慢改善

上半年我国进口修复不及预期，1-5月以美元计价的进口金额累计同比下降6.7%，大幅低于我们去年末预测的小幅正增长，主要由于我国内需修复以服务为主，商品修复偏弱。从节奏上看，由于加工贸易进口需求冲高回落，叠加内需温和修复，上半年进口金额同比增速经历了较大波动，至5月边际改善。分量价来看，进口价格降至收缩区间，影响了进口金额的同比读数（图47），1-5月实际进口数量累计同比增长了1.5%，较去年12月的-4.6%以及去年全年的-6.7%均有改善。

进口商品结构上主要呈两方面变化趋势。一是高新技术产品在总进口中的占比持续下降，2016至2022年由33.2%降至28.2%，今年1-5月下行至24.9%，主要由于全球半导体产业链持续低迷、相关产品进口持续收缩，叠加美国对我国进口部分高科技产品限制升级，以及我国在部分领域自主替代能力增强。二是农产品、煤、原油、金属矿及矿砂等大宗原材料进口增速保持景气，且进口数量持续处于高位，自俄乌冲突以来的这一趋势仍在持续。相应地，在区域结构上，伴随高科技产业链调整，上半年我国自美国、日本和韩国进口占比明显下滑；因大宗商品进口景气，我国自拉丁美洲国家、澳大利亚、非洲国家和俄罗斯进口比重明显上升。此外，受出口加工贸易转弱影响，我国自东盟进口比重自高位回落；与出口“东升西降”格局相一致，我国与一带一路国家和新兴经济体贸易金额持续上升。

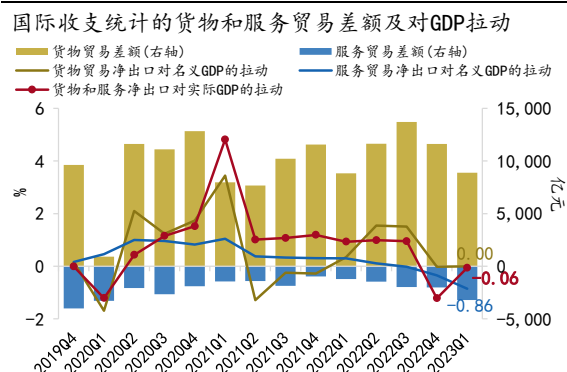
展望下半年，进口数量或将受我国内需修复提振，但考虑到价格因素以及加工贸易所需进口转弱，进口金额同比增速难以大幅反弹。6-12月进口金额累计增速或升至小幅正增长0.3%，全年进口金额或呈-2.5%的负增长。本次更新对下半年进口的预期较我们去年末有所下调，主要是由于国内经济修复呈现由服务业主导的特征。

图 47：我国进口量、价增速差收敛



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 48：净出口对我国 GDP 拉动减弱



资料来源：Wind，招商银行研究院

3. 贸易差额：陷入收缩

上半年我国货物贸易出口增速冲高回落，进口增速整体低迷，1-5 月货物贸易顺差累计同比扩张 27.8%。预计 6-12 月货物贸易顺差累计同比收缩 7.8%，拖累全年累计同比扩张幅度降至 3.6%。

服务贸易方面，今年上半年随着跨境旅行政策优化调整，服务贸易进口增速反弹，1-4 月国际收支口径下以美元计价的服务贸易进口金额累计同比增长 13.9%，叠加服务贸易出口持续收缩，服务贸易逆差累计同比扩张 1.5 倍。前瞻地看，这一趋势或将在年内持续，按当前进度估计，全年服务贸易逆差或由 2022 年的 986 亿美元大幅扩张至 2,000 亿美元上下。

“净出口”对 GDP 或转为负向拖累。下半年随着货物贸易顺差收窄、服务贸易逆差扩张，货物和服务净出口差额将进一步收窄。值得注意的是，虽然基准情形下全年货物贸易差额或实现正增长，但三驾马车中的货物和服务净出口对 GDP 或呈负向拖累（图 48）。事实上，今年一季度，虽然人民币计价的货物贸易顺差大幅扩张 44%，但货物和服务净出口仍然拖累 GDP 增速 -0.06pct。背后原因在于，一是服务贸易逆差扩张部分抵消货物贸易顺差，二是 GDP 核算中的货物和服务贸易规模与海关的货物进出口数据、商务部的服务贸易数据存在统计口径差异⁶。

（二）消费：积蓄动能，趋近常态

随着今年我国经济重启，市场对消费复苏存在极高期待，但上半年数据表现总体不及预期。一季度最终消费拉动 GDP 同比增速 3pct，低于 2021、2022 年同期水平（分别为 8.8pct、3.2pct）以及疫前三年（2017-2019 年）同期均值（4.7pct），对当季 GDP 贡献达 67%（图 49）。1-5 月社零累计规模 18.8 万亿，较疫前同期趋势水

⁶支出法 GDP 核算中“货物和服务净出口”来自于“国际收支平衡表”，其中，货物进出口数据较海关数据的统计口径有所调整，服务进出口数据综合了包括国际交易报告系统、商务部在内的多个数据源，因此与商务部口径的服务贸易数据也存在差异。近年来，国际收支口径的货物和服务贸易差额相较海关的货物贸易差额、商务部的服务贸易差额，差距均明显扩大，可能和转手贸易、加工贸易相关、以及贸易结构调整有关。

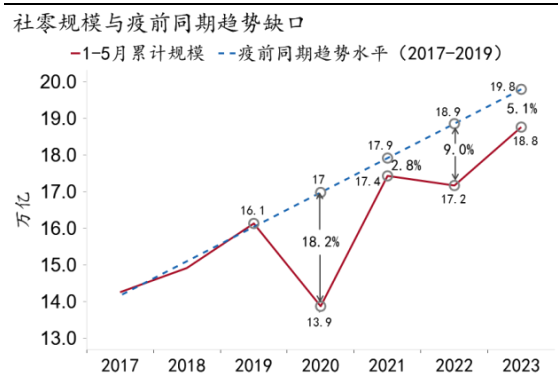
平尚有 5.1% 的缺口（图 50），累计同比增速达 9.3%。剔除基数效应后，社零两年复合累计同比增速 3.8%，略低于 2021 年同期 0.2pct，显著低于疫前三年同期均值 5.5pct。

图 49：一季度消费对 GDP 的拉动不及疫前



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 50：1-5 月社零规模与疫前趋势尚有缺口

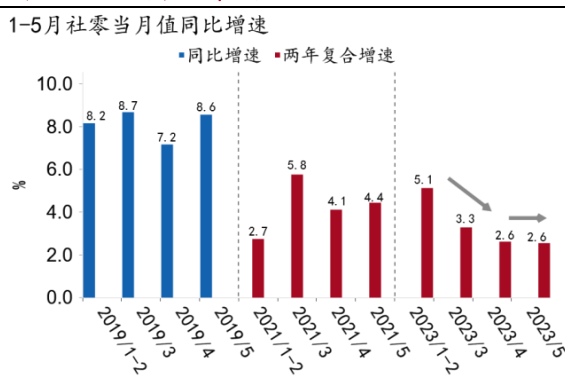


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从形态上看，1-5 月社零修复动能呈现“冲高-回落-企稳”的态势。受益于消费场景恢复以及前期积压需求释放，1-2 月社零两年复合增速 5.1%，高于 2021 年同期水平 2.4pct。但之后社零修复动能开始减弱，并于 5 月低位企稳，社零两年复合增速为 2.6%，显著低于 2021 年同期 1.8pct（图 51）。

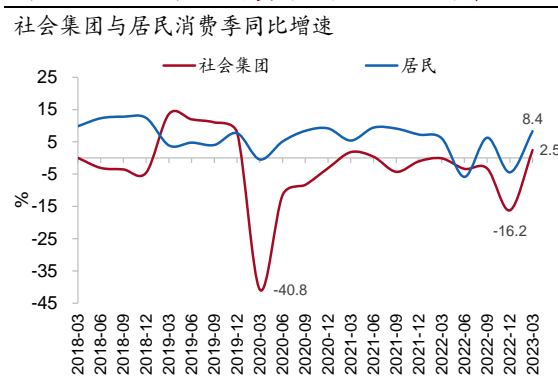
从消费主体看，社会集团修复程度不及居民部门，一季度零售总额同比增速分别为 2.5%、8.4%（图 52）。

图 51：1-5 月社零增长动能放缓后企稳



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 52：社会集团消费修复不及居民部门



注：2021、2023 为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

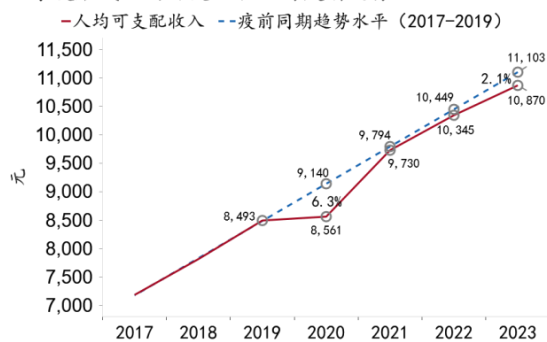
从理论上讲，居民消费主要取决于收入及收入预期，以及消费倾向。今年我国居民收入修复不充分，消费倾向偏低，共同拖累了居民消费的修复。一方面，一季度居民人均可支配收入 10,870 元，相较疫前同期趋势水平仍有 2.1% 的缺口，缺口较前两年同期反而有所扩张（图 53）。居民人均可支配收入名义增速 5.1%，处于疫情以来的低位；两年复合增速 5.7%，低于 2021 年同期 1.3pct。同时，就业市场持续承压抑制收入预期改善。另一方面，今年以来居民消费意愿有所改善但仍处于历

史低位，季调后一季度居民消费倾向为 67.6%，仍低于疫前趋势水平（68.5%）（图 54）。

社会集团消费也同样受到收入和消费倾向的拖累。一是由于债务问题加剧，税收及土地出让收入收缩，地方政府财政承压，党政机关也坚持过紧日子，削减各类消费开支。二是企业盈利大幅收缩，抑制其消费能力和意愿，1-5 月全国规模以上工业企业利润总额同比收缩 18.8%。受上述因素影响，一季度社会集团零售总额两年复合增速仅为 1.2%，远低于居民部门（7.2%）。

图 53：居民收入较疫前趋势水平仍有缺口

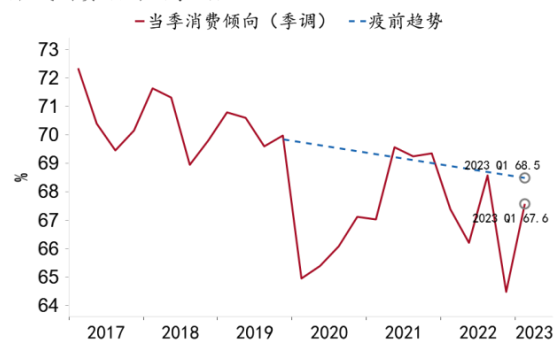
一季度居民人均可支配收入与疫前趋势缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 54：消费倾向仍显著低于疫前水平

居民消费倾向（季调）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

消费结构呈现两个主要特征，反映出当前消费修复以场景恢复为驱动，需求和信心恢复滞后。一是服务消费修复好于商品消费。1-5 月，餐饮服务消费两年复合累计同比增速 5.9%，高于商品消费 2.4pct（图 55）。从动能上看，商品消费逐月放缓，而餐饮消费呈现出冲高后小幅放缓的走势。二是商品消费中，非耐用品消费修复好于耐用品消费。出行类、社交类消费，如服装鞋帽、化妆品、金银珠宝和石油类消费持续高增；但大宗耐用品消费（汽车、通讯器材、地产相关消费品）修复动能偏弱，是当前消费复苏的拖累项（图 56）。

图 55：餐饮服务消费修复好于商品消费

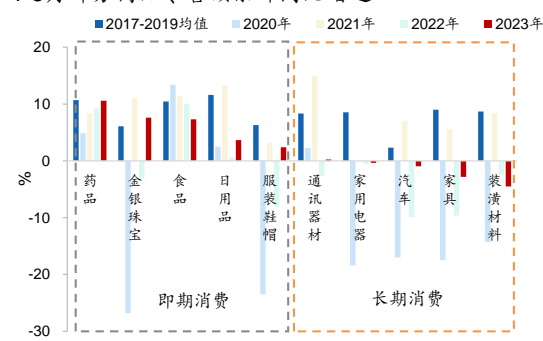
商品和餐饮消费当月同比增速



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 56：非耐用品消费修复好于耐用品消费

1-5 月部分商品零售额累计同比增速



注：2021、2023 为两年复合增速

资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，预计全年社零规模 48 万亿，同比增速 9.1%，相较疫前趋势水平的缺口有望修复五成。从节奏上看，二至四季度修复动能或将逐步上升，三四季度或

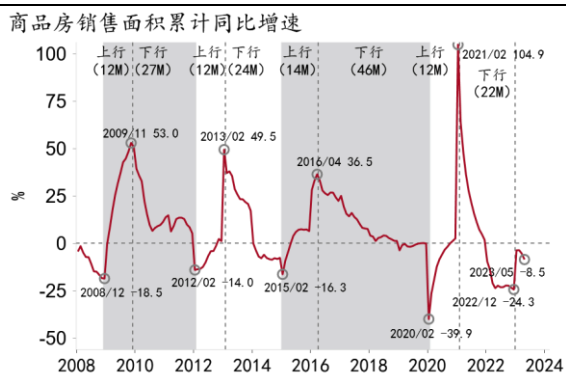
与一季度相当。从结构上看，经济活动全面正常化将支撑服务消费反弹，商品消费中非耐用品消费有望继续温和修复；但居民收入和信心改善仍需时日，或对耐用品消费形成制约。预计全年最终消费拉动 GDP 同比增速 3.7pct，对 GDP 贡献率为 71.9%。

(三) 投资：稳健增长，结构分化

1. 房地产：后端支撑，降幅收窄

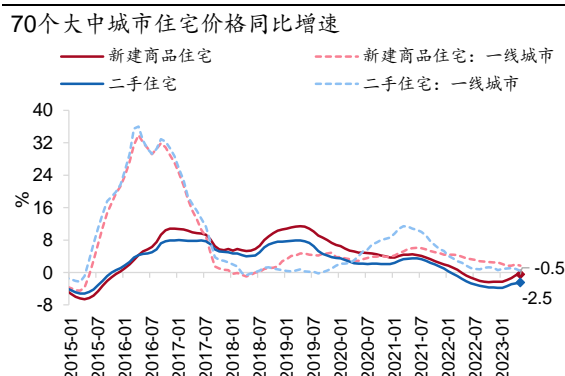
今年以来，私人部门需求不足对房地产市场修复形成制约。疫情造成的“伤痕效应”拖累居民预期修复，其经济行为呈现收缩性，体现为商品房销售量价齐跌、居民部门主动去杠杆。1-5 月居民新增中长期贷款 1.3 万亿，一度陷入收缩，相较疫前三年同期均值减少 1 万亿。按照房地产行业从销售到投资的传导链条，居民部门需求不足导致房地产及其上下游企业资金承压，拖累房地产投资修复，进一步降低地方政府土地出让收入。

图 57：商品房销售持续大幅收缩



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 58：二手房价格跌幅相较新房更大



资料来源：Wind，招商银行研究院

目前，房地产销售正处于 1998 年房改以来最长的收缩期（图 57）。截至 5 月，商品房销售面积累计同比增速连续 17 个月陷入负区间。商品房销售金额累计同比增速于 3 月转正，但实质是低基数下的弱反弹。1-5 月商品房销售金额和面积均较 2021 年同期收缩三成。房价持续下降，新建商品住宅和二手住宅价格连续 14 个月、16 个月下跌，5 月同比增速分别为 -0.5%、-2.5%（图 58）。

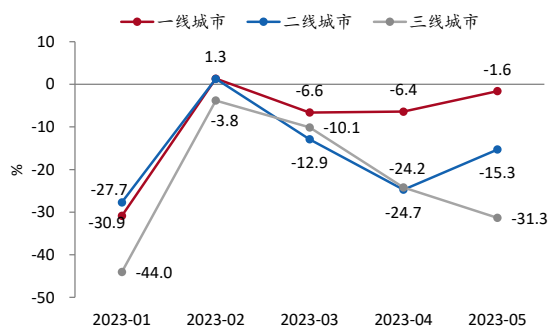
从区域结构上看，城市间商品房销售分化加剧（图 59）。一线城市修复动能仍保有韧性；二、三线城市修复乏力，或受库存负担偏重以及城镇化速度放缓拖累，目前政策调整效果相对有限。

由于销售端修复疲弱叠加信用端承压，房地产企业到位资金降幅边际走阔。1-5 月房企到位资金累计同比收缩 6.6%，两年复合增速下降至 -17.1%，其中与居民购房行为相关的定金及预收款和个人按揭贷款是最大拖累项，对降幅的贡献合计为 56.1%（图 60）。

房地产投资持续偏弱。1-5月房地产投资累计同比下降7.2%，两年复合累计同比增速下降至-5.6%，修复动能跌幅逐月走阔。一方面，销售低迷拖累房地产企业投资能力；另一方面，房地产企业仍面临市场短期不确定性以及长期需求中枢下行，投资意愿不足。

图 59：销售端城市分化加剧

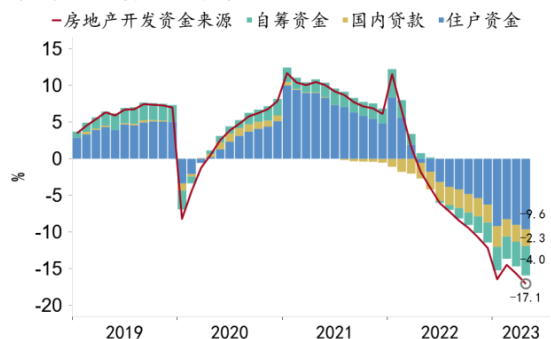
30个大中城市商品房成交面积增速



注：2021、2023年数据为各月两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 60：需求疲弱拖累房企销售回款

房地产开发资金累计同比增速及各项贡献

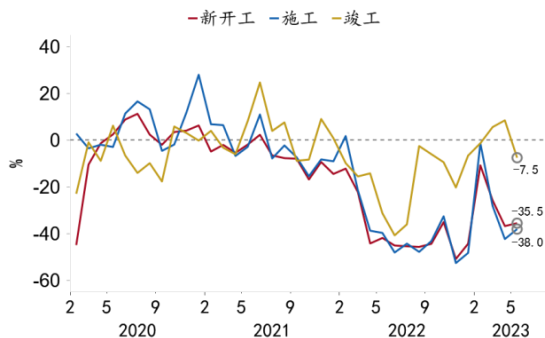


注：2021、2023年数据为各月两年复合增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

从投资结构看，房地产投资的增量与存量行为分化，后端存量投资受政策托举缓慢修复，但前端增量投资持续低迷。存量投资率先回归增长区间，随着“保交楼”政策托举效果边际减弱，5月竣工面积两年复合增速降至-7.5%（图 61）。增量投资仍陷收缩。土地购置方面，房企客观存在补库需求，叠加限制政策边际放宽，百城土地成交数量收缩斜率放缓（图 62）。建安投资方面，新开工、施工跌幅持续走阔后略有收窄，5月两年复合增速分别为-35.5%、-38.0%。后端投资或为年内亮点，但房地产投资实质性企稳有赖于前端增量投资修复。

图 61：房地产施工项目存量与增量分化

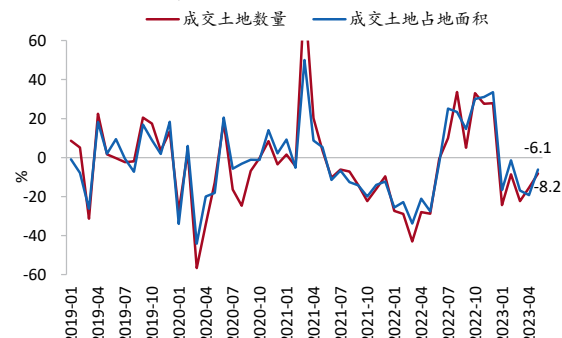
房屋新开工、施工、竣工面积当月同比增速



注：2021、2023年为两年复合增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 62：土地成交降幅边际收窄

100城成交土地同比增速



注：2021、2023年为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，2023年商品房销售金额或同比下降5%，房地产投资或同比下降6.2%。销售方面，修复斜率同时受到短期和长期因素制约。短期内，下半年居民收入改善和预期扭转仍需时日，新增住房需求收缩。长期来看，我国人口总量减少，城镇化进程持续放缓，中长期住房需求中枢下移。投资方面，存量改善拐点已至，增量或

持续低迷。私人部门预期疲弱所引发的经济行为收缩短期内难以彻底转向，叠加前期政策效果边际减弱，房地产投资或仍将处于收缩区间，但跌幅有望边际收窄。

2. 基建：政策托举，持续发力

上半年基建投资仍是“稳增长”的重要抓手，但增速边际下行，动能趋缓。1-5月全口径基建投资累计同比增长 10.1%，高出固定资产投资增速 6.1pct，两年复合增速 9.1%，低于去年全年 2.4pct。一季度基建投资靠前发力特征明显，累计同比增长 10.8%，主要受新增专项债发行前置、财政支出进度加快、银行信贷超预期增长，以及政策性开发性金融工具持续撬动社会配套融资的推动。进入二季度，政策支撑边际下行，基建投资动能有所减弱（图 63）。新增专项债自二季度以来发行有所放缓，5月发行 2,755 亿，较去年同期减少 3,565 亿；1-5 月累计发行进度达 49.9%，低于去年同期 5.9pct（图 64）。4 月基建投资同比增速下降 2.0pct 至 7.9%，三大行业增速均有所放缓。尽管 5 月同比增速再次反弹至 10.7%，但主要是受低基数下电力行业投资高增的带动（图 65）。高频数据显示，二季度以来挖机开工小时数和销量由增转降，水泥发运率、磨机运转率、石油沥青装置开工率修复明显放缓，表明开工和实物工作量完成速度下降。

图 63：基建投资动能趋缓

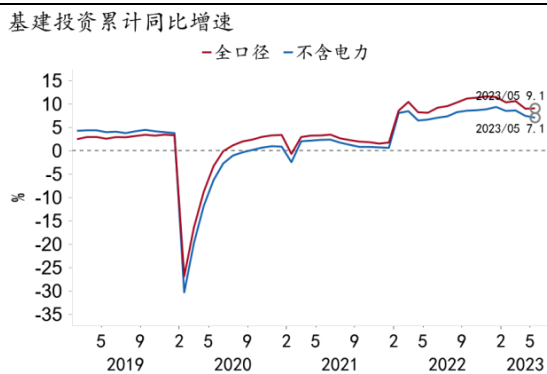
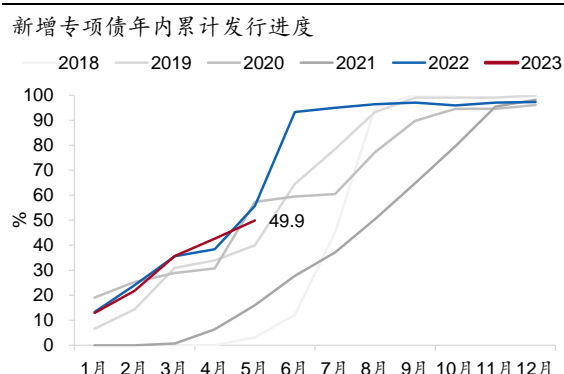


图 64：后续新增专项债发行有望提速

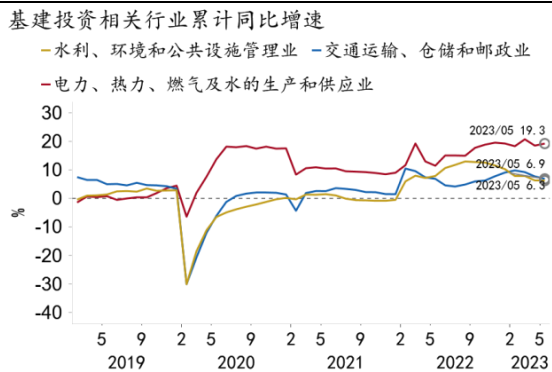


展望下半年，基建投资增速有下行压力，增速或边际放缓，进一步发力有待增量工具的托举。

财政部已于 5 月中旬下达第二批新增专项债额度，后续发行预计将提速，但下半年财政预算内资金对基建投资的支撑受限。下半年财政收入将恢复性增长，但改善空间或受限，财政收支仍然承压。一是经济内生动能不强、需求不足，制约财政收入反弹力度。二是土地出让收入或延续收缩。三是地方政府债务压力沉重，利用债务限额增发专项债的空间下降、约束强化。四是财政可调度资金规模明显减少，包括预算稳定调节基金及结转结余资金，特定国有金融机构上缴利润等。从支出结

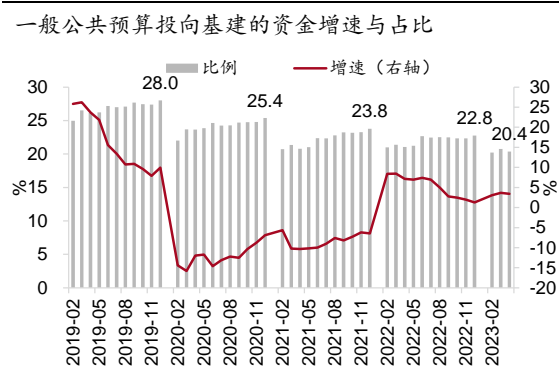
构上看，财政预算内资金更加偏向民生领域，叠加债务付息的挤出效应，对基建领域的支持力度有限，基建领域支出增速与占比在不断下降（图 66）。

图 65：三大行业基建投资增速分化



注：2021 年及 2023 年各月数据为两年复合增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 66：公共财政投向基建领域比重持续下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

银行信贷和“准财政”工具或是下半年基建投资的重要支撑。6月16日国常会提出加大宏观政策调控力度，中央财政或积极作为。一是政策性银行加强发力，包括调增信贷额度，重启PSL，新投放政策性开发性金融工具等。二是或发行特别国债，用于扩大投资和拉动需求。三是或发行长期建设国债，用于“十四五”规划和扩大内需战略规划确定的重大工程项目和基础设施建设。

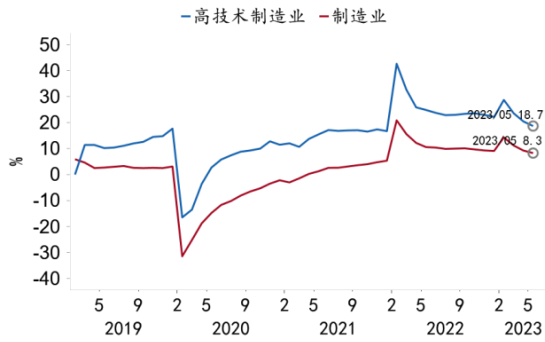
前瞻地看，基建投资全年有望实现8%左右的高增长。在节奏上，二季度基建投资增速或边际放缓。二季度末和三季度初或是增量政策工具制定出台的重要窗口期，三季度基建投资增速有望随之回暖。在结构上，下半年基建投资仍将以水利、交通、能源、农村农业基础设施、市政及园区改造等传统基建为主体，以新能源、绿色能源、特高压、城际高速公路、大数据中心等新基建为重要抓手。

3. 制造业投资：增速承压，稳健增长

上半年制造业投资在较高基数上保持中高速增长，但增速持续放缓，企业资本开支意愿不强。1-5月，制造业投资累计同比增长6.0%，由于去年同期基数较高，两年复合增速高达8.3%（图 67）。但单月增速逐月下降，增长动能明显放缓，5月同比增速降至5.1%，为2020年11月以来最低值。分上中下游来看，上游行业投资增速显著分化，部分行业陷入收缩；中游装备制造业维持高速增长，是制造业投资的重要支撑（图 68）；下游消费品制造业整体较为稳健。

图 67：制造业投资增速放缓

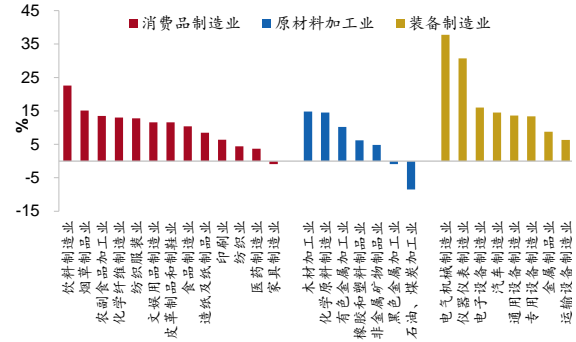
制造业与高技术制造业投资累计同比增速



注：2021 年及 2023 年各月数据为两年复合增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 68：中游装备制造业投资是重要支撑

1-5月制造业分行业投资累计同比增速



注：数据为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

前瞻地看，政策托举下全年制造业投资有望维持 6%左右的稳健增长。

需求不足和盈利预期疲弱是主要的制约因素。实际上，二者的影响从 2022 年就开始显现，今年以来尤为明显。一是 2022 年下半年制造业 PMI 新订单和新出口订单指数持续位于收缩区间，今年一季度短暂回升后再度落入收缩区间，且跌幅走阔（图 69）。二是规上工业企业利润累计同比增速自去年 7 月开始转负（图 70），已持续将近一年，今年 1-5 月累计同比增速为-18.8%。三是企业经营活动预期未见明显改善，今年以来预期指数连续回落。四是企业主动去库存，产能利用率降至历史低位（74.3%）。此外，出口承压和房地产持续低迷也将对部分制造业行业投资造成压力。

扩大需求，修复盈利以及中小微企业纾困或是政策发力的重要方向。一是延续落实并优化退税减税降费政策，降低企业负担，引领企业投资方向。二是扩大政府投资，引导撬动社会资本及民间投资。三是“宽信用”货币政策与贴息、融资担保等财政政策配合发力。四是持续优化营商环境，着力扩大国内需求。

图 69：PMI 新订单指数收缩加剧

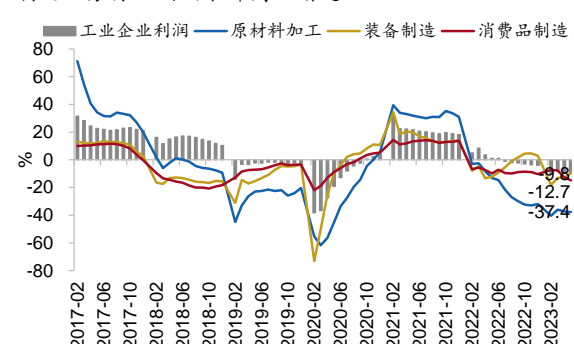
PMI 新订单与新出口订单指数



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 70：制造业上中下游行业利润均陷入收缩

制造业分行业利润累计同比增速

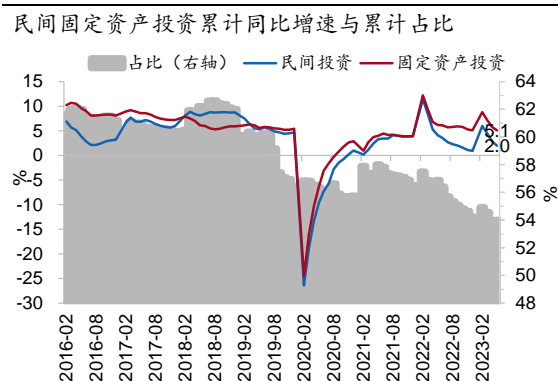


注：2021 及 2023 年各月数据为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

值得注意的是，民间投资增速自 2019 年以来趋势性下行，民企投资意愿不足。疫情三年，民企生产经营受到的冲击更大，民间固定资产投资增速由 2019 年的 4.7% 降至 2022 年的 0.9%。民间固定资产投资同样集中在制造业、基建和房地产领域，三者占比超过 80%，其中制造业占比接近 50%。

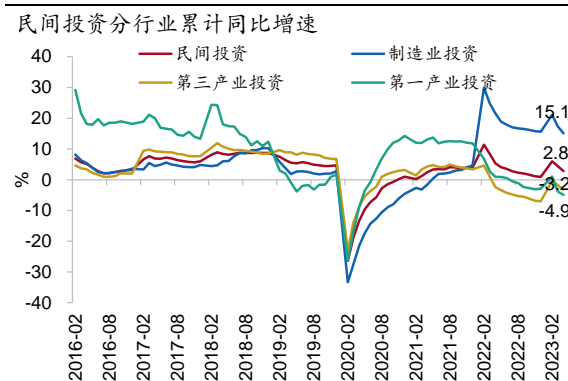
1-5 月民间投资增速为-0.1%，两年复合增速 2.0%，显著低于整体固定资产投资 3.1pct，所占比重持续下降至 54.0%，为近十年最低（图 71）。从结构上看，制造业投资维持高增，1-5 月民间制造业投资累计同比增长 15.1%，显著高于民间固定资产投资整体增速。但另一方面，服务业投资表现低迷，拖累主要来自房地产行业（图 72）。

图 71：民间固定资产投资增速与占比下降



注：2021 年及 2023 年各月数据为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 72：第一产业及民营房地产拖累民间投资



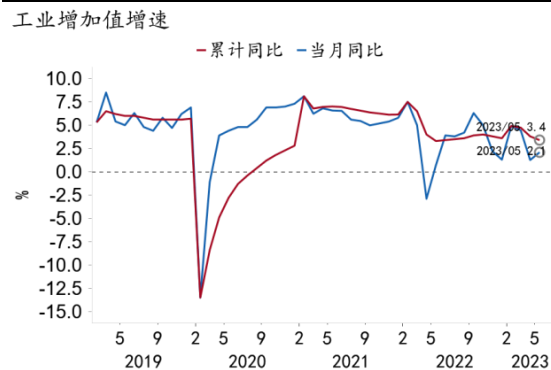
注：2021 年及 2023 年各月数据为两年复合增速
资料来源：Wind，招商银行研究院

（四）供给侧：生产修复不均，利润逐步回升

上半年我国工业生产修复总体承压，结构上冷热不均。1-5 月规上工业增加值累计同比增长 3.6%，持平于 2022 年全年，两年复合增速 3.4%（图 73）。一季度工业生产较去年底有所改善，两年复合累计同比增速达 4.7%，二季度动能则明显放缓。4 月规上工业增加值季调环比增速转负，5 月边际企稳，但动能依然较弱。分三大门类看，相较 2022 年，今年上半年中游制造业生产有所提速，而上游采矿业和下游电热燃水业生产放缓（图 74）。

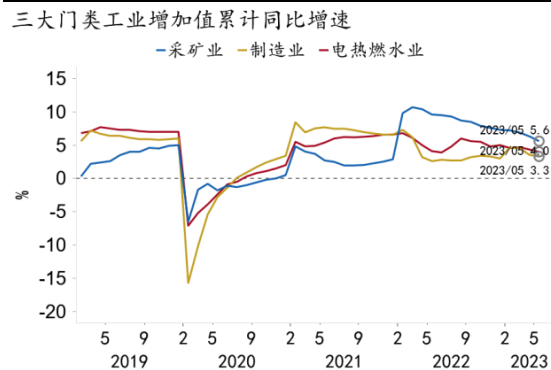
工业生产受到供需两方面因素的制约。在需求端，内外需求不足抑制生产扩张。在供给端，一是工业企业仍处主动去库存周期；二是 PPI 持续通缩，工业企业利润大幅下降；三是企业预期趋弱，生产经营活动预期指数连续下降。

图 73：工业生产修复总体承压



注：2021、2023年各月为两年复合累计同比增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

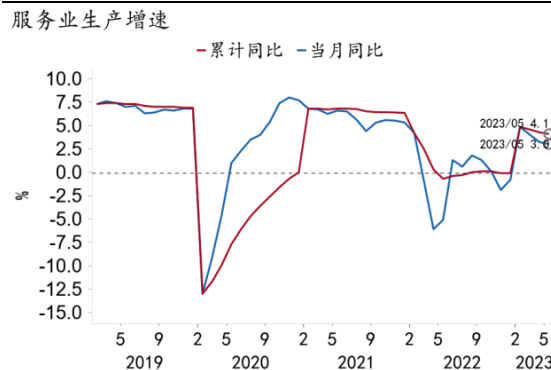
图 74：中游生产小幅提速



注：2021、2023年各月为两年复合累计同比增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

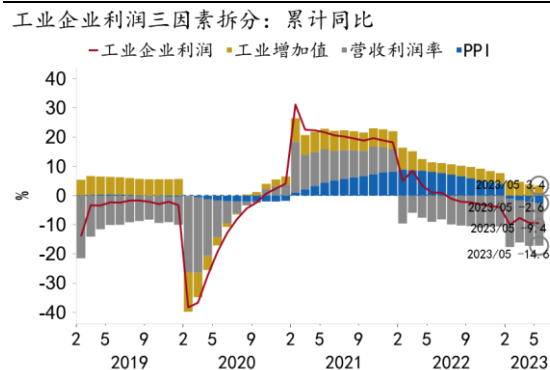
上半年服务业生产显著改善，景气度显著高于工业生产，主要受前期受压制的服务需求持续释放支撑。1-5月服务业生产指数累计同比增长9.1%，较2022年全年-0.1%大幅反弹9.2pct，不过两年复合累计同比增速为4.1%，仍低于疫前三年平均增速3.5pct（图75）。二季度以来服务业生产动能也有所放缓。4-5月服务业商务活动指数连续两个月扩张放缓。分行业看，接触型聚集型服务业生产加速修复，包括住宿餐饮、租赁和商务服务、批发零售等行业等。现代服务业中，信息技术服务业生产高速增长，5月两年复合增速达10.4%。

图 75：服务业生产明显改善后动能放缓



注：2021、2023年各月为两年复合累计同比增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 76：工业企业利润大幅下降



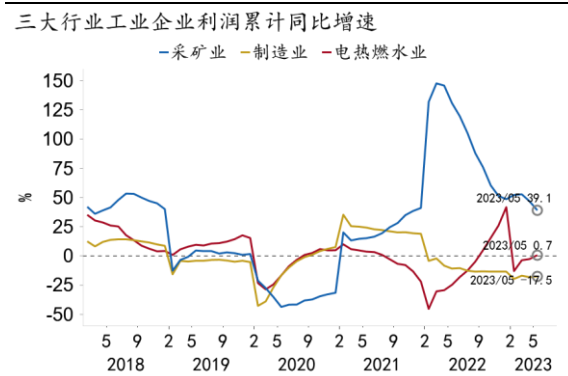
注：2021、2023年各月利润及增加值为两年复合累计同比增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

上半年工业企业利润大幅下降，行业表现分化。1-5月规上工业企业利润累计同比下降18.8%，较2022年全年的-4.0%大幅下降14.8pct，两年复合增速-9.4%，显著低于近年平均水平。

利润率下降是上半年规上工业企业利润大幅收缩的主要原因，价格下跌也对企业利润产生一定拖累（图76）。工业企业利润受营业收入及利润率的影响，而营业收入又可以进一步拆分成量和价两个因素。利润率方面，1-5月规上企业营收利润率为5.19%，较去年同期下降1.28pct；产量方面，1-5月规上企业工业增加值累计

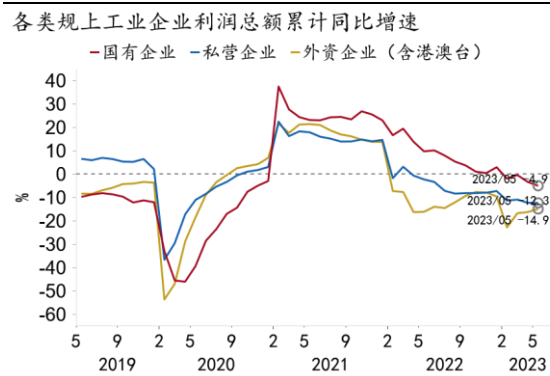
同比增长 3.6%，两年复合增速 3.4%，较去年同期上升 0.1pct；价格方面，1-5 月 PPI 累计同比下降 2.6%，跌幅持续走阔。由于生产动能受限，叠加价格下跌，工业企业营业收入增速边际下行，两年复合增速为 4.5%，较去年同期下降 4.6pct。

图 77：三大行业利润增速表现分化



注：2021、2023 年各月为两年复合累计同比增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 78：私企和外企利润下降幅度更大



注：2021、2023 年各月为两年复合累计同比增速
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

工业企业利润修复呈现出显著的结构性特征。一是从行业上看，三大行业利润增速表现分化。1-5 月采矿业和制造业利润分别下降 16.2% 和 23.7%，电热燃水生产供应业利润累计增长 34.8%。观察两年复合增速，由于基数效应，采矿业利润仍保持高速增长，制造业利润大幅收缩，电热燃水生产供应业利润由降转增（图 77）。二是从利润占比看，中游装备制造业利润占比提升。上半年中游装备制造业利润占比上升快于过去两年的节奏，1-5 月占比达 32.1%，较去年同期改善 5.1pct。分所有制看，私营企业和外商及港澳台商企业利润大幅下降（图 78）。

前瞻地看，下半年工业生产有望企稳修复，服务业生产动能有望边际增强。需求和预期的改善速度将决定生产端的修复斜率。工业企业利润有望逐步回升。一方面，企业库存正加速去化，成本压力在保生产及纾困政策支持下也有望边际缓解，利润率或将反弹。另一方面，工业生产动能有望较二季度边际修复，叠加下半年 PPI 通胀跌幅或逐步收窄，量价对利润的支撑力或有所加强。但是，需求不足或仍将制约企业盈利修复的斜率。

（五）通胀：斜率向上

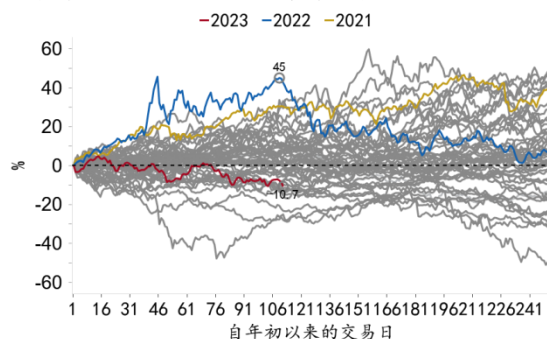
1. PPI：持续通缩，幅度收敛

本轮 PPI 深通缩源于海外、始于上游，并在内需特别是地产投资走弱影响下持续发酵。2021 年疫情冲击导致全球供应链紧张，国际大宗商品价格快速上涨，叠加 2020 年疫情带来的低基数，PPI 同比增速从 2020 年 5 月的 -3.7% 上行至 2021 年 10 月的 13.5%，其中上游 PPI 同比增速从 -14.8% 大幅上行至 66.5%。去年上半年，原油价格在俄乌冲突影响下继续上行，但其他大宗商品价格均开始回落（图 79），PPI 通胀相应下行；至下半年主要大宗商品价格均在美联储加息和中国地产投资乏力的双

重影响下快速回落，PPI 通胀于 10 月转负。截至今年 5 月，PPI 通胀已连续八个月为负，同比跌幅走阔至 4.6%（图 80）。

图 79：年内国际大宗商品价格持续回落

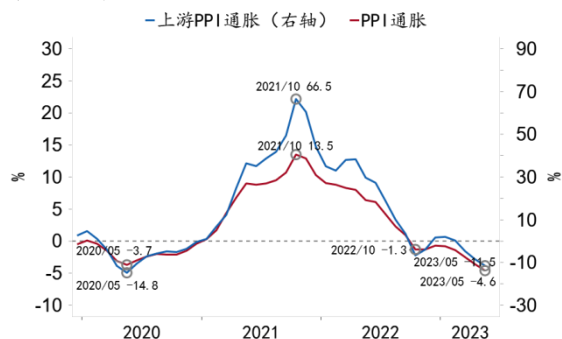
大宗商品价格（S&P GSCI）年内累计涨幅（1970-2022）



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 80：PPI 通缩压力主要来自上游

中国PPI同比增速



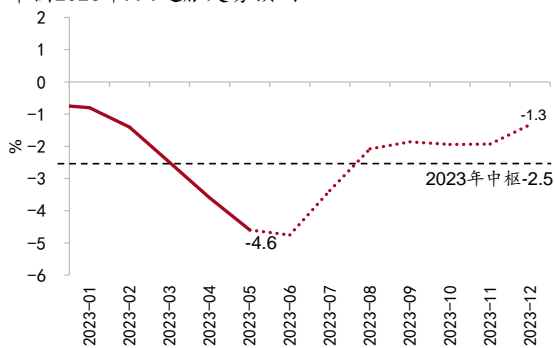
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

去年四季度开启的新一轮商品价格上行已于今年二季度月上旬终结。疫后重启带来的复苏交易令主要大宗商品价格于 2022 年四季度起开启上行，但需求疲弱的现实导致涨幅全部回吐，4 月初至 5 月末主要大宗商品价格均快速下行，螺纹钢价格下跌约 12.5%，原油价格下跌约 14.7%，焦炭价格下跌约 27.8%。叠加去年同期基数在俄乌冲突影响下高企，PPI 同比跌幅迅速走阔。

前瞻地看，下半年 PPI 通缩或将持续，全年中枢约为-2.5%。从形态上看，5-6 月 PPI 同比或下探至接近-5.0%的低点，之后跌幅将逐渐收敛，至年底或收敛至-1.3%（图 81）。海外方面，美联储加息周期或已见顶，“加息交易”对大宗商品价格的压制或已告一段落，但货币紧缩对经济的滞后影响将带来需求持续萎缩，预计原油为代表的国际定价大宗商品价格将以震荡为主。国内方面，随着更多经济支持政策的出台，下半年内需或温和扩张，预计煤炭为代表的国内定价大宗商品价格将有所上行。

图 81：PPI 通缩或在年内持续

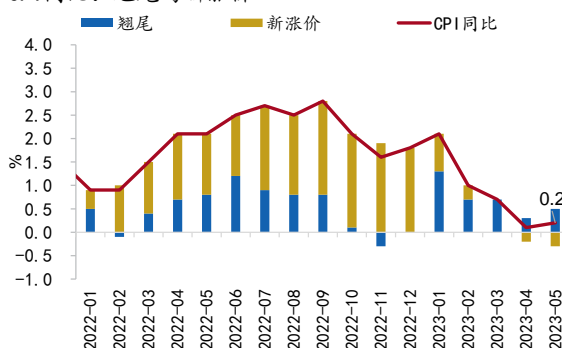
中国2023年PPI通胀走势预测



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 82：CPI 新涨价因素陷入负增长

CPI 同比：翘尾与新涨价



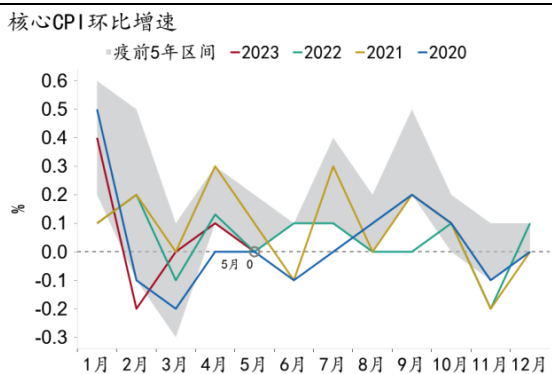
资料来源：Wind，招商银行研究院

2. CPI：温和修复

上半年我国 CPI 通胀显著下行，主要由于内需疲弱压制商品特别是耐用品价格，但疫后重启对服务价格一度形成脉冲支撑。1-5 月我国 CPI 累计同比增速为 0.8%，形态上趋势性下行。5 月新涨价因素为-0.3pct，表明年内物价实质性下行，通胀读数为正来自于翘尾因素支撑。

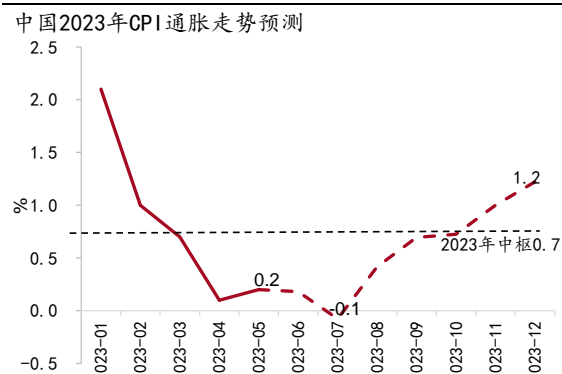
食品项 CPI 通胀在猪周期主导下快速回落。1-5 月猪肉 CPI 通胀从 11.8%跌至-3.2%，拖累食品项 CPI 通胀从 6.2%跌至 1.0%。本轮猪周期从去年 3 月上行至 11 月，随后持续下行，因此今年上半年猪肉通胀在基数效应和价格变动双重影响下快速下行。2-5 月鲜菜通胀连续 4 个月为负，其中 3-4 月跌幅大于 10%。去年二季度鲜菜价格在疫情影响下大幅走高，基数效应对年内食品通胀亦有压制。能源项 CPI 通胀走势与国际油价一致，1-5 月交通工具用燃料 CPI 累计同比下跌 4.8%。

图 83：核心 CPI 环比弱于季节性



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 84：下半年中国 CPI 通胀将企稳回升



资料来源：Wind，招商银行研究院

核心通胀保持弱势，1-5 月核心 CPI 累计同比增速仅为 0.7%，5 个月中有 3 个月环比动能显著弱于季节性（图 83）。结构上看，商品通胀是主要拖累项。1-5 月家用器具（-0.7%）、交通工具（-3.0%）、通信工具（-1.7%）三大商品分项累计同比增速为负。服务通胀在疫后去产能和疫后需求扩张的双重影响下保持韧性。1-5 月服务通胀累计同比增速 0.9%，其中旅游分项累计同比增速 7.1%。

前瞻地看，CPI 通胀或于年中触底，可能陷入负增长。下半年起 CPI 通胀将企稳回升，年底升至约 1.2%，全年中枢约 0.7%（图 84）。能繁母猪头数于今年 1 月见顶回落，该项数据一般与滞后 6-12 个月的猪价数据呈负相关关系，猪价下行或将持续至三季度。随着扩大内需的政策逐步出台，商品通胀的拖累有望缓解，核心 CPI 环比动能或将逐步回归季节性水平。

四、财政货币：积极作为，形成合力

今年以来，宏观政策坚持“稳字当头、稳中有进”的政策基调，政策立场总体审慎。一季度，由于防疫政策全面优化、市场预期改善，《政府工作报告》强调“保持政策连续性针对性”。4月中央政治局会议指出“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，继续要求“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”。财政政策方面，今年重在“提效”，总体力度相较去年边际收敛，旨在保障财政更可持续。由于财政收入承压，债务负担加重，一季度中等口径财政支出增速仅为0.7%，显著低于5.5%的名义GDP增速。货币政策方面，由于通胀表现低迷，去年四季度以来我国实际利率（MLF利率-CPI通胀）快速上行，已升至2016年以来次高水平。

由于经济修复节奏不及预期，需求疲弱问题凸显，政策加大力度“稳增长”的必要性上升。6月16日国常会研究提出推动经济持续回升向好的一批政策措施，表示针对经济形势的变化，“必须采取更加有力的措施”，强调“具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施”“最大限度发挥政策综合效应”。

前瞻地看，宏观政策未来存在较大宽松空间，货币和财政政策将形成合力、扩大需求，推动经济企稳回升向好。财政政策方面，下半年中央财政发力值得期待，包括发行特别国债、新增政策性开发性金融工具等。货币政策方面，6月OMO/MLF/LPR利率全面调降10bp，标志着后续支持性政策空间打开，下半年进一步降准降息均可期。

（一）财政政策：积极作为，提升效能

1. 政策基调：加力提效，更可持续

今年财政政策重在“提效”，总体力度相较去年边际收敛，旨在保障财政更可持续。《政府工作报告》和4月底政治局会议均要求积极的财政政策“加力提效”，但考虑到去年财政实际执行力度超前，结合今年财政预算安排及执行推演，今年财政总体力度相较去年边际收敛，主要体现在以下三个方面。

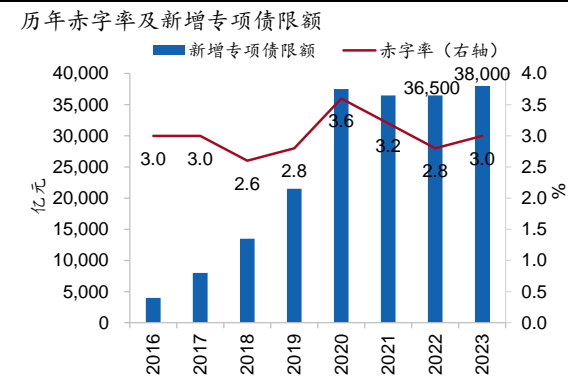
第一，目标赤字率⁷小幅上调，但实际赤字率⁸明显下降。今年目标赤字率上调0.2pct至3.0%，对应的赤字规模为3.88万亿，较去年提升5,100亿；新增专项债限额为3.8万亿，较去年提升了1,500亿（图85）。但今年狭义实际赤字率约为4.2%，较去年下降0.9pct；对应实际赤字规模5.38万亿，较去年下降8,100亿。中等口径

⁷ 目标赤字率是《报告》公布的目标，是考虑了跨期和跨账本资金调节后的结果，仅对应目标赤字规模（国债+地方一般债）。

⁸ 实际赤字率是财政实际收支差额，对应实际赤字规模（国债+地方一般债+调入资金）。

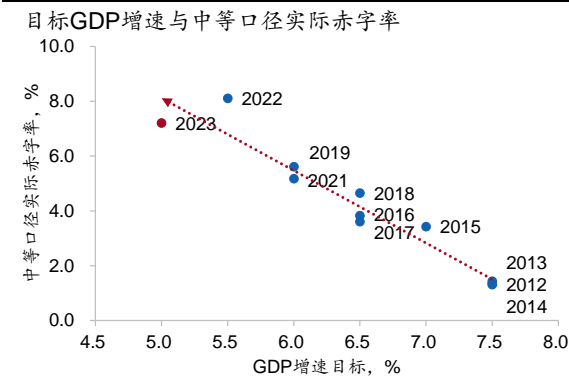
⁹下实际赤字率约 7.2% (图 86)，较去年下降 0.9pct；对应实际赤字规模 9.36 万亿，较去年下降 5,000 亿。相较目标赤字率，实际赤字率更能反映财政扩张的力度。

图 85：今年目标赤字率小幅上调



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 86：今年中等口径实际赤字率明显下降

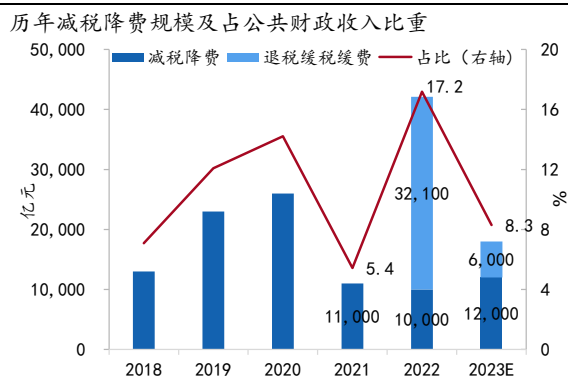


资料来源：Wind，招商银行研究院

第二，今年的税费支持政策思路发生了改变。今年不再安排大规模的增值税留抵退税，预计新增减税降费 1.2 万亿，加上延续执行留抵退税等政策，全年将为经营主体减负约 1.8 万亿 (图 87)，相较去年全年新增减税降费及退税缓税缓费超 4.2 万亿¹⁰的历史最高水平显著收敛。

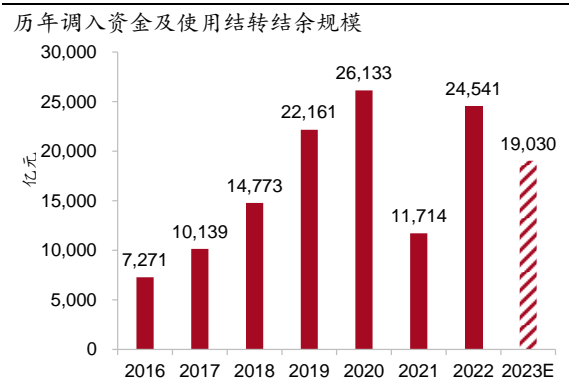
第三，今年财政可筹措资金的空间总体受限。这也是今年目标赤字率上调，但实际赤字率反而出现下降的原因。除了增加赤字，从财政可筹措资金的三大来源看，不论是“跨期”和“跨账本”资金调度 (图 88)、还是央行等特定国有金融机构及专营机构上缴利润、以及动用专项债结存限额增发专项债，可用资金空间均较上年显著收敛。

图 87：今年减税降费规模或有所下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 88：今年财政调度资金规模明显下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

⁹ 综合考虑一般公共预算和政府性基金预算“两本账”。

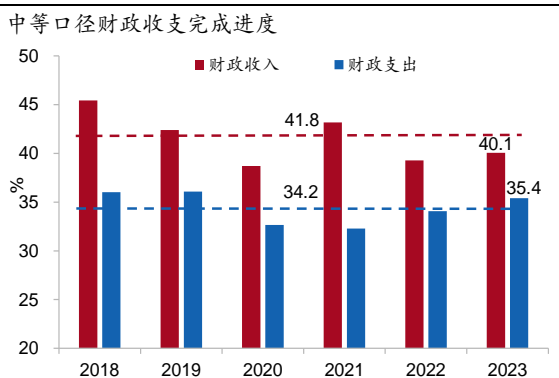
¹⁰ 其中增值税留抵退税 2.46 万亿，新增减税降费超 1 万亿，缓税缓费超 7,500 亿。

2. 政策执行：前置发力，扩张放缓

上半年财政积极靠前发力，但由于收入增长承压，债务负担加重，二季度以来扩张速度边际放缓。

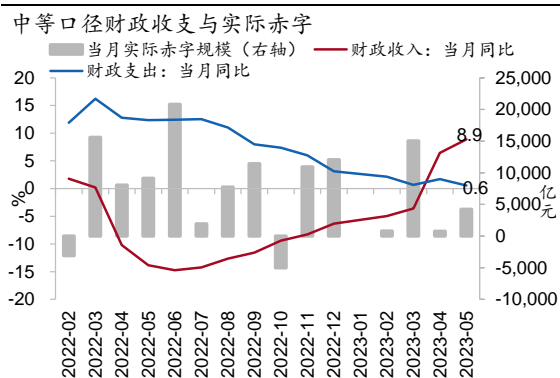
从预算完成进度来看，上半年公共财政支出及实际赤字进度较快，财政收入进度不及往年。中等口径下，1-5月财政支出完成进度为35.4%，较近五年均值高1.2pct；财政收入完成进度为38.1%，较近五年均值低1.7pct（图89）；实际赤字规模20,815亿（图90），较近五年均值高12,000亿，赤字完成率为22.2%。这一方面体现了财政积极靠前发力，另一方面也反映出财政收入承压。

图 89：财政收支进度分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

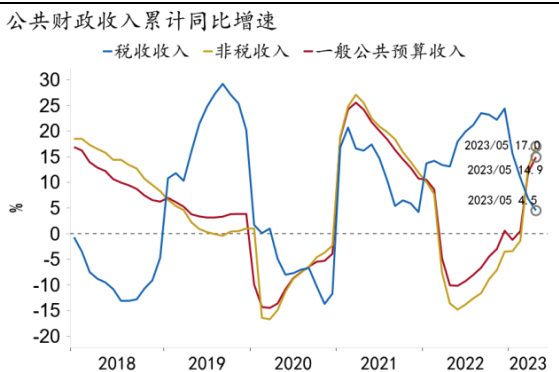
图 90：二季度以来财政扩张力度边际收敛



资料来源：Wind，招商银行研究院

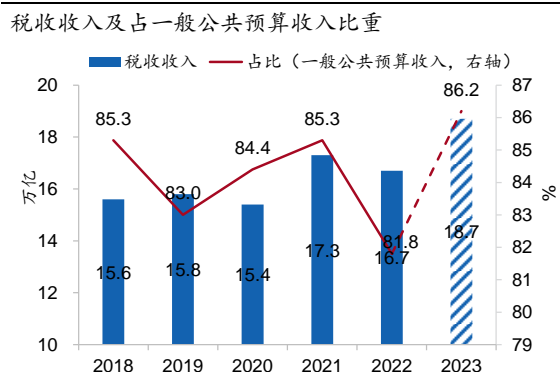
剔除基数效应，上半年财政收支增长继续承压，缺口进一步扩张。剔除去年留抵退税影响，1-5月实际赤字较去年增加了3,714亿。在收入端，一般公共预算收入恢复性增长，政府性基金收入跌幅逐渐收窄。1-5月一般公共预算收入累计同比增速14.9%，但剔除去年留抵退税影响，累计同比增速仅0.4%（图91）。结构上看，税收收入有所回暖，非税收入支撑减弱（图92）。因国有土地出让收入依然低迷，1-5月累计收入1.49万亿，同比大幅下降20%，拖累政府性基金收入累计下降15.0%。

图 91：公共财政收入恢复性增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 92：今年税收收入占比预计将明显提升

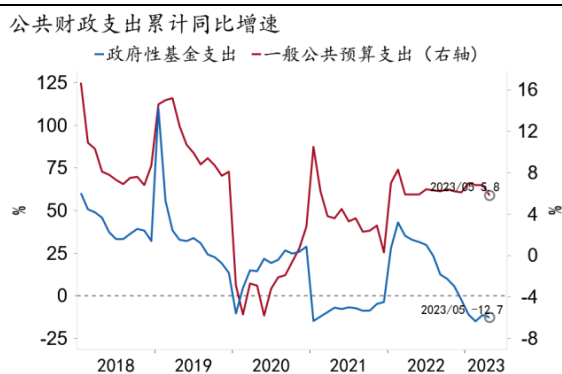


资料来源：Wind，招商银行研究院

在支出端，一般公共预算支出靠前发力，政府性基金支出显著收缩。1-5月一般公共预算支出累计同比增速5.8%，较全年预算增速高0.2pct。但5月财政收入修

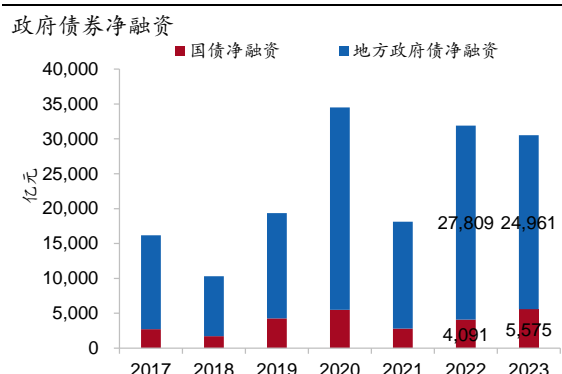
复受阻，叠加政府债券净融资规模较去年同期明显收缩，显著掣肘支出力度，5月支出同比增速环比下降5.2pct至1.5%，为2022年4月以来最低。1-5月政府性基金支出累计同比下降12.7%（图93），主要是因为基数抬升、收入低迷以及二季度新增专项债发行放缓。在融资端，上半年政府债券净融资规模居历史高位，但较去年同期有所下行。1-5月政府债券净融资30,535亿，较去年同期下降1,347亿；其中国债净融资5,574亿，创历史同期新高，地方政府债净融资24,961亿，较去年同期下降2,848亿（图94）。

图 93：5 月公共财政支出增速放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 94：政府债券净融资规模居历史高位



资料来源：Wind，招商银行研究院

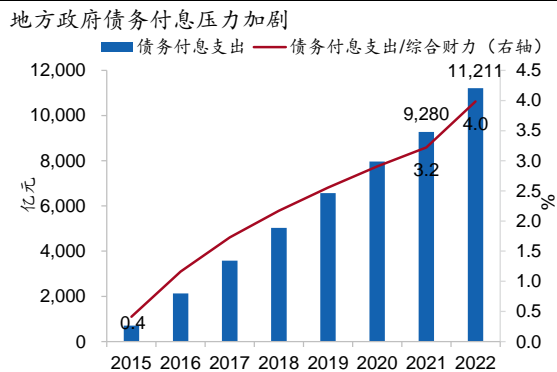
值得注意的是，政府债务负担加重，尤其是地方政府债务，已成为“防风险”工作的重中之重。《政府工作报告》和4月底政治局会议明确提出“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”。事实上，2022年地方政府债务付息首次超过1万亿，已达1.12万亿，占综合财力的比重约为4%（图95）。疫情以来，地方政府财政收支压力加大，债务负担大幅上升。一方面，由于经济增速放缓、房地产市场持续低迷，叠加大规模的税费支持政策，地方财政收入大幅减少。另一方面，为托底经济增长，公共部门开支逆周期上升。2022年地方政府债务率¹¹达125.0%（债务/综合财力），较2019年大幅上升了42.1pct。若考虑隐性债务¹²，宽口径下地方政府债务率已达257.6%（图96），杠杆率¹³达59.7%（债务/名义GDP）。债务负担加重或导致地方政府开支审慎，资金周转效率下降，制约财政政策效能。一方面或降低政府部门运行效率和政策执行力，另一方面或拖累地方政府推进基建投资的效率。

¹¹ 债务率=债务余额/地方政府综合财力，地方政府综合财力=地方本级政府性基金收入+地方本级一般公共预算收入+中央对地方转移支付。

¹² 主要是地方政府负有担保，连带偿还责任的地方融资平台的有息负债，包括银行贷款，城投债，非标等。据JPM，2022年底地方融资平台付息债务余额约55.8万亿；采用IMF和中国磋商报告的估计，其中约2/3为地方政府隐性债务。

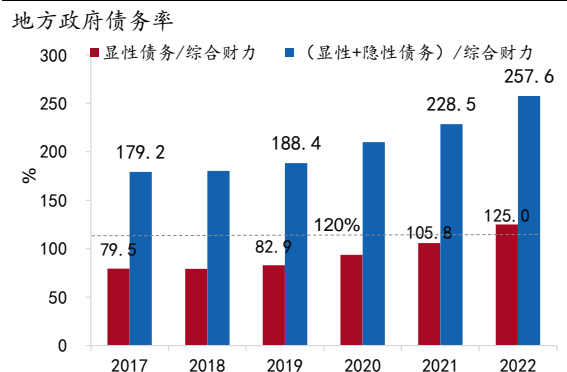
¹³ 杠杆率=债务余额/名义GDP

图 95：债务付息占综合财力的比重达 4%



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 96：地方政府债务率逐年上升



资料来源：Wind，招商银行研究院

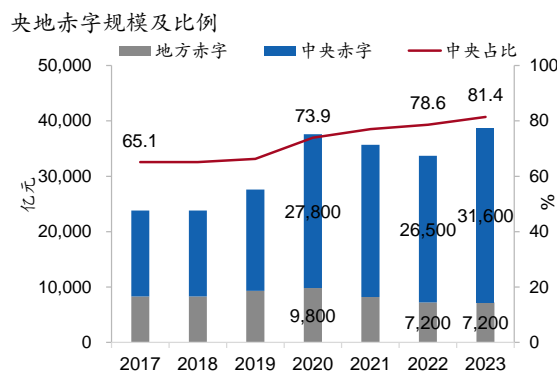
3. 政策空间：中央加力，提升效能

下半年财政政策的空间在于中央政府加杠杆，以及更加注重提升政策效能。

为缓解地方政府压力，保障增强财政可持续性，近年来中央政府主动加杠杆，并提升转移支付的规模和效率。今年赤字规模增加了 5,100 亿，全部为中央赤字。2017 年以来，中央赤字占预算赤字规模的比例由 65.1% 持续上升至 2023 年的 81.4%（图 97）。今年财政进一步加大对地方转移支付力度，补充地方财力，预算安排 10.06 万亿，增长 3.6%（图 98）。

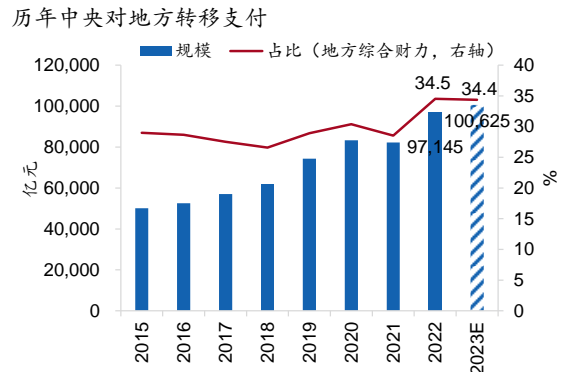
考虑到地方政府债务压力日渐沉重，未来中央财政或进一步积极发力“稳增长”。截至一季度，中央政府和地方政府杠杆率分别为 21.4% 和 30.1%（图 99）。中央和地方的财权事权仍然分化，地方政府税收占比不到 50%，而支出占比超过 80%，收支缺口主要靠中央转移支付和地方政府税收返还来填补。这一长期问题有待通过财税改革根本性解决。

图 97：中央政府主动加杠杆



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 98：中央转移支付占地方综合财力的 1/3



资料来源：Wind，招商银行研究院

下半年财政政策可能的发力方向包括三方面。

一是政策性银行发力。一方面，新投放一批政策性开发性金融工具。相较专项债，政策性开发性金融工具用作资本金的要求较低，撬动市场配套融资更多，且投

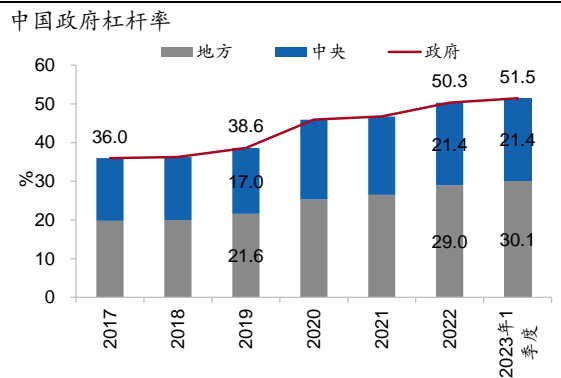
资周期短，效率明显提升。2022年共投放两批总计7,400亿金融工具，支持重大项目超2,700个，有效补充“新基建”在内的重大项目资本金。上半年仍以推进去年开工的金融工具项目建设为主，预计三四季度或新投放金融工具，规模或与去年相当，衔接专项债资金，续力投资发展。另一方面，调增政策性银行信贷额度，2022年调增8,000亿，今年或进一步上调。

二是发行特别国债。特别国债不列入财政赤字，不会增加赤字率，收支纳入中央政府性基金预算。2020年为筹集财政资金，统筹推进疫情防控和经济社会发展，于当年6月发行了1万亿抗疫特别国债。今年或继续发行1万亿特别国债，用于推动基础设施建设、保障民生就业以及促进消费。但值得注意的是，发行特别国债需进行预算调整，一般是由国务院提交议案，全国人大常委会审议并调整预算，再通过财政部安排发行。十四届全国人大常委会第三次会议将于6月26日召开，议题并未涉及特别国债。后续需关注7月下旬的政治局会议和委员长会议。

三是或发行长期建设国债。1998年到2004年，为应对亚洲金融危机，七年间共发行9,100亿长期建设国债，主要用于基础设施建设。下半年基建投资进一步发力需要增量资金的支持，或可通过发行长期建设国债，推动重大工程项目建设。

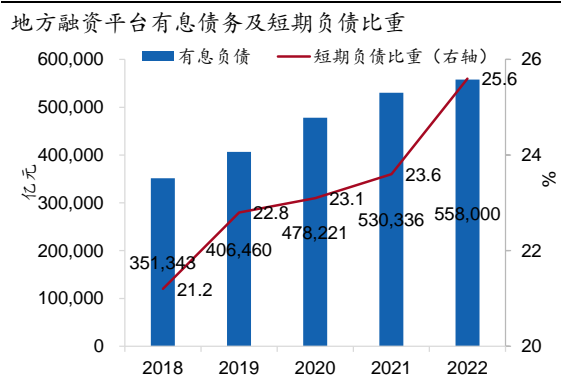
下半年财政将更加注重提升政策效能。一是用好用足贴息工具。持续支持制造业设备更新、技术改造，民生教育就业等重点领域，以及中小微企业。扩大贴息范围，出台针对个人消费贷款的相关政策。二是提高减税降费的准确性和针对性。1-4月，全国新增减税降费4,689亿，在规模上不及去年，但更加注重支持科技创新、重点产业链，中小微企业、个体工商户以及特困行业等。三是推动资金下沉、提高转移支付效率。四是通过公共开支引导撬动民间投资。

图 99：中央政府仍有加杠杆空间



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 100：短期负债比重有所抬升



资料来源：Wind，招商银行研究院

对于地方政府债务风险的化解，《政府工作报告》提出，“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”。目前市场对于地方融资平台信心不足，不愿意投资其发行的长期债券，更倾向于投资1年以内的短期城投债。地方平台有息债务中短期负债的比重持续上升，由2018年的21.2%升至2022年的25.6%（图100）。

以低成本政府债务置换部分高成本、短期限的平台债务，并配合展期、重组等方式，或是未来化解地方债务风险的方向之一。

经济发展是经济安全的最大保障。通过逆周期调节有力推动经济持续增长，维持名义 GDP 增速高于名义利率水平，是保障债务可持续性的关键。在私人部门需求不足的情况下，政府部门更需积极作为，刺激需求，托底增长。

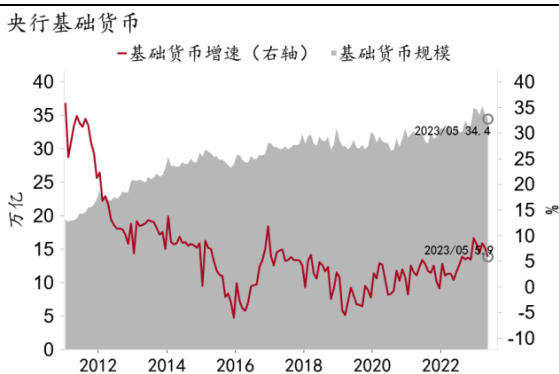
（二）货币金融：加强逆周期调节

1. 货币政策：“稳增长”“降成本”

上半年稳健的货币政策坚持精准有力，政策立场随经济金融形势变化相机调整，先小幅收紧，再边际宽松。一季度，由于经济金融数据均超预期，《政府工作报告》要求“保持政策连续性针对性”，相较去年末中央经济工作会议中的“加大宏观政策调控力度”的定调更加稳健。据此，5 月《一季度货币政策执行报告》中新增“总量适度，节奏平稳”的表述，重提“提升支持实体经济的可持续性”以及“保持利率水平合理适度”。然而，随着二季度金融经济动能走弱，6 月初易纲行长公开表示“加强逆周期调节，全力支持实体经济”，发出了货币政策“稳增长”的明确信号。

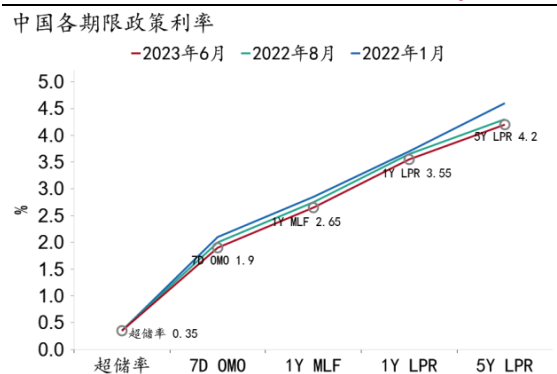
总量政策方面，数量上，上半年央行精准适度投放流动性，投放量逐渐下降。3 月 27 日，央行下调存款准备金率 0.25pct，释放长期流动性超 5,000 亿。一季度 MLF 净投放 5,590 亿，二季度净投放降至 820 亿。一季度央行基础货币同比增长 8.5%，5 月份降至 5.9%（图 101）。价格上，1-5 月政策利率保持稳定，与上年末持平。6 月随着经济动能继续走弱，货币政策更注重加强逆周期调节，OMO 和 MLF 利率同步下调 10bp，同时 1 年期和 5 年期以上 LPR 利率均下调 10bp（图 102）。

图 101：上半年央行基础货币投放放缓



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 102：6 月各期限利率均下调 10bp



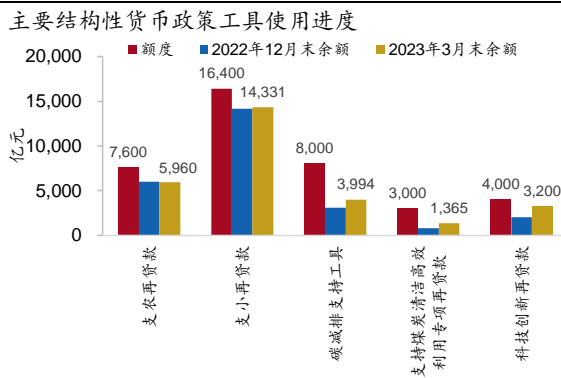
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

结构性政策方面，央行积极发挥其撬动作用，精准支持重点领域。今年以来，结构性货币政策工具重点关注科技创新和清洁能源领域。一季度科技创新再贷款、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款分别新增 1,200 亿、554 亿，而支农及扶贫再贷款分别减少 44 亿和 140 亿（图 103）。此外，央行 1 月新设 800 亿的房企纾困专项

再贷款和 1,000 亿的租赁住房贷款支持计划，有效拉动房地产开发周期末端的存量项目建设，支撑一季度房地产投资修复。

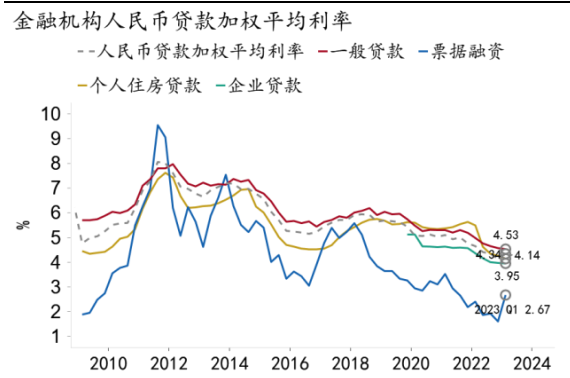
“降成本”方面，在央行的政策支持和引导下，存贷款利率市场化改革不断深化，存贷款利率稳中有降。存款方面，为加强存款利率市场化调整、稳定银行负债成本，去年以来央行指导利率自律机制成员合理调整存款利率。去年 9 月商业银行开始下调存款利率。今年以来，各期限存款利率已累计下调 5-15bp。商业银行净息差压力增大，一季度净息差为 1.74%，环比下降 0.17pct，已降至历史新低。贷款方面，尽管 1-5 月政策利率未调整，但受需求不足的制约，贷款利率加点有所压缩。一季度末，加权贷款利率同比下降 31bp 至 4.34%，其中企业和个人住房贷款利率降至历史新低，同比分别下降 41bp、135bp 至 3.95% 和 4.14%（图 104）。

图 103：结构性货币政策工具继续发力



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 104：人民币贷款加权平均利率降至新低



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

外部均衡方面，中美经济表现相较预期分化，叠加美国银行业风波，人民币汇率出现双向波动。年初国内疫情防控政策调整、经济复苏信心高涨，人民币汇率连续升值，自 1 月 2 日的 6.90 升值至 2 月高点 6.72。此后，由于国内经济修复节奏偏缓、美国经济表现出较强韧性，美元指数走强，人民币汇率再度下跌，从 2 月高点贬至 6 月 23 号的 7.2 附近（图 105）。

未来我国货币政策主要有内外部两方面考量。内部方面，将着力支持实体经济。一是目前经济内外需求不足、内生动能不强，货币政策将以“稳增长”作为主要目标。二是尽管目前政策利率和人民币贷款加权利率均降至历史新低，但由于通胀低迷，实际利率已升至 2016 年以来次高水平（图 106），未来仍存在宽松空间。外部方面，尽管美国加息周期或已见顶，但美国利率维持高位，经济展现韧性，人民币汇率仍然承压，对我国货币政策宽松空间形成一定制约。

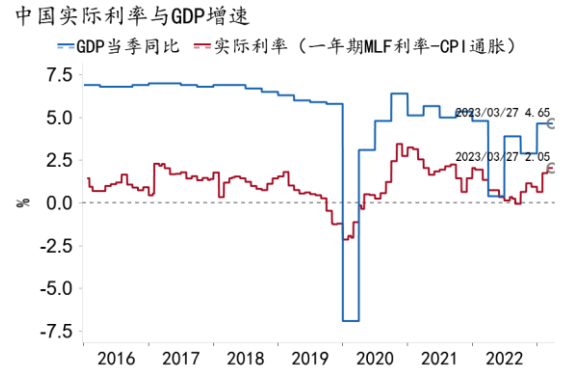
前瞻地看，基准情形下，下半年预计 1 年期 MLF 或再调降 10bp，带动 1 年期 LPR 下调 10bp；5 年期以上 LPR 或调降 15bp，以促进房地产市场平稳健康发展。考虑政府债发行提速在即，为保证市场流动性合理充裕，预计全面降准 1 次，幅度为 0.25pct。

图 105：今年人民币兑美元汇率先升后贬



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 106：实际利率已升至 2016 年以来次高



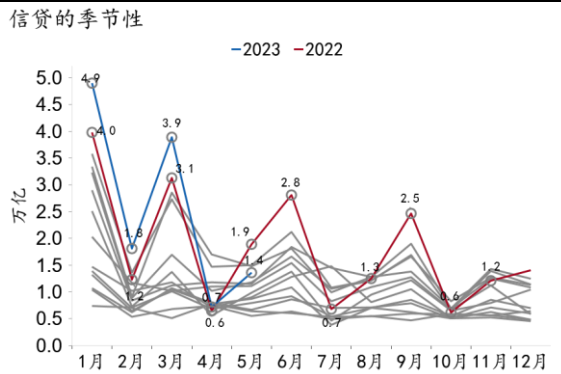
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

2. 广义流动性：盈余收窄

受经济形势影响，上半年金融数据表现冲高回落。

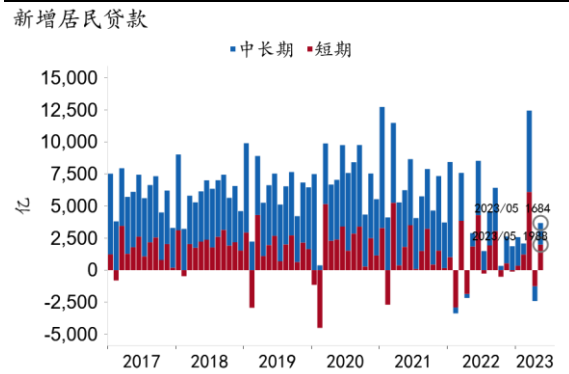
信贷方面，年初随着我国经济重启，一季度信贷创历史同期新高。新增人民币贷款 10.6 万亿，同比多增 2.26 万亿。在企业端，受房地产存量项目施工加快及基建投资支撑，信贷需求回暖，一季度企业贷款新增 8.99 万亿，同比增加 1.91 万亿。在居民端，房地产“小阳春”叠加消费场景恢复，拉动居民贷款新增 1.71 万亿，同比增加 4,500 亿。二季度经济内生增长动能疲弱，拖累信贷增速（图 107）。4-5 月，新增人民币贷款 2.1 万亿，同比减少 4,566 亿。在企业端，由于房地产投资降幅走扩以及票据大量到期，新增企业信贷同比减少 5,687 亿。在居民端，房地产销售回落和提前还贷导致 4 月中长贷收缩超千亿，为历史首次（图 108）。

图 107：年初至今信贷先冲高后回落



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 108：4 月份居民中长贷收缩超千亿



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

社融方面，一季度强劲的表内信贷拉动新增社融超预期，贡献高达 95.1%。新增社融 14.53 万亿，同比增加 2.48 万亿。其中，表内信贷为最大支撑项。由于前几年影子银行已大幅压降、房地产融资政策边际放松，非标融资明显改善；受基数效应影响，政府债券融资同比小幅增加约 2,500 亿；信用债利率相较表内信贷性价比不高，企业债同比减少约 4,600 亿。二季度信贷走弱使得新增社融低于季节性。4-5 月，新增社融 2.78 万亿，同比减少 9,942 亿，5 月社融存量同比增速为 9.5%。其中，

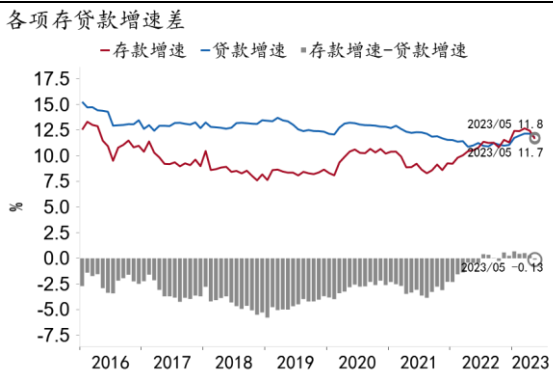
企业经营活力不足压制贸易融资需求，未贴现银行承兑汇票减少拖累非标融资收缩；受专项债额度下达节奏影响，政府债发行速度放缓；企业需求不足拖累企业债融资。

M2 方面，由于居民消费需求疲弱，叠加旺盛的企业贷款派生存款，一季度 M2 同比高增，2 月达到高点 **12.9%**。由于私人部门经济行为趋于收缩，消费和投资增速仍不及疫前趋势水平，居民存款同比再增加 2.08 万亿；企业贷款同比增加 1.91 万亿，贷款派生存款，企业存款同比增加 1.79 万亿。二季度，多家银行下调存款利率、债券市场走强，居民存款部分回流至理财，以及企业信贷增速下滑，M2 增速降至 **11.6%**。

总体而言，由于需求仍然不足，居民、企业和政府部门同步收缩，货币流通速度下降，广义流动性仍存在“双重盈余”，表现为 M2 增速高于社融，存款增速高于贷款（图 109）。

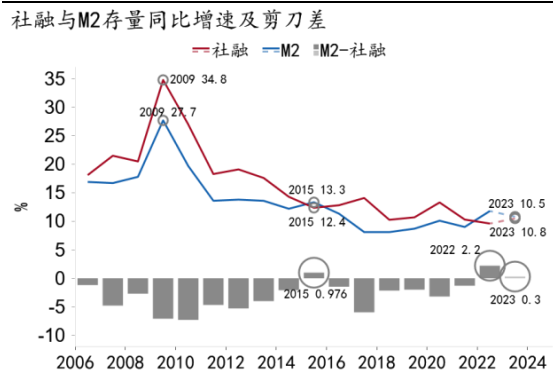
前瞻地看，下半年社融增速或升至 **10.5%**，M2 增速或降至 **10.8%**，广义流动性盈余（M2-社融增速剪刀差）有望收窄至 **0.3pct**（图 110）。下半年社融将受到基建投资需求和政府债券融资拉动。但由于经济活动向常态回归或仍需时日，私人部门储蓄回落节奏或不及预期，M2 增速仍有支撑，但受基数效应影响，M2 增速或降至 10.8%。

图 109：近期存款增速持续高于贷款



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 110：广义流动性盈余预计收窄

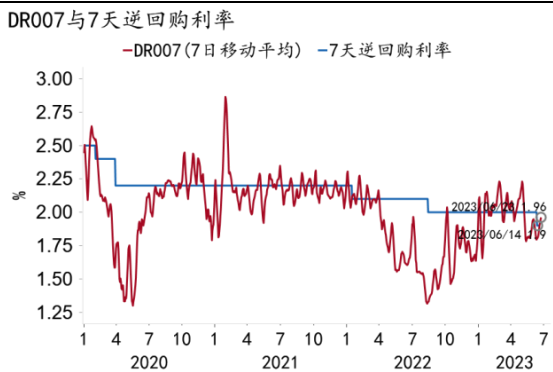


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

3. 狭义流动性：合理充裕，窄幅波动

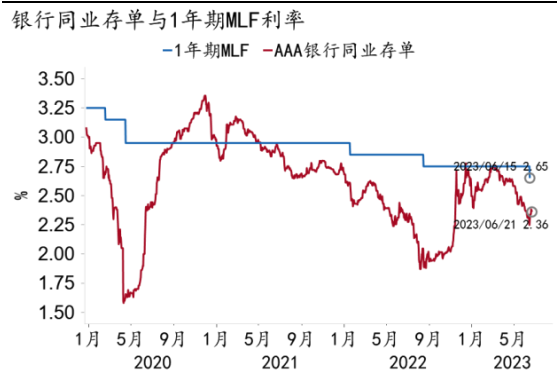
上半年银行间市场流动性保持合理充裕，二季度流动性总体上较一季度更加宽松。一季度基本面回暖驱动市场利率回升，二季度受信贷投放和国债发行力度减弱的影响，利率中枢有所下行（图 111，图 112）。货币市场方面，一季度 DR001 和 DR007 利率中枢分别为 1.62% 和 2.03%，较 2022 年四季度分别上行 36bp 和 30bp。二季度，DR001 和 DR007 利率中枢分别下降 13bp 和 10bp 至 1.49%、1.93%。同业存单方面，一季度利率中枢为 2.63%，较去年四季度上升近 30bp，发行规模高达 6.01 万亿，发行机构主要是城农商行（2.4 万亿）及股份制银行（2.2 万亿）。二季度，利率中枢下降 15bp 至 2.49%，发行规模减少至 5.4 万亿，发行主体以城农商行为主。

图 111: 货币市场利率回落至 1.96% 附近



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 112: 同业存单利率回落至 2.36% 附近

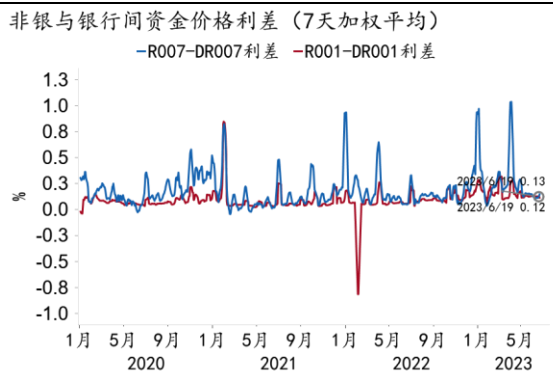


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

非银流动性整体运行平稳，二季度流动性分层现象有所缓解。一季度 R001 和 R007 的利率中枢分别为 1.80% 和 2.35%，二季度分别下降 23bp 和 24bp 至 1.57% 和 2.10%。二季度主要期限利率整体波动减少，流动性分层明显缓解，尤其是 7 天品种。二季度银行间与非银的拆借利差相较一季度明显收敛（图 113）。

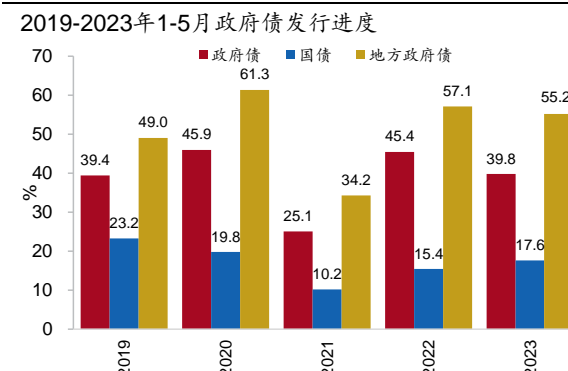
财政发债节奏较往年偏慢，叠加财政支出同比多增，对流动性形成支撑。一方面，政府债发行对流动性造成的压力减小，1-5 月政府债发行进度为 39.8%，慢于去年同期的 45.4%，其中地方政府债净融资额约为 2.5 万亿，占全年额度的 55.2%，低于去年同期 1.9pct（图 114）。另一方面，今年财政仍然前置发力，1-5 月财政支出 4.6 万亿，相较去年同期多增 2,814 亿，对流动性形成补充。此外，除今年 1 月外，缴税对流动性扰动不大。

图 113: 二季度流动性分层现象有所缓解



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 114: 政府债发行造成的流动性压力减小



资料来源: Wind, 招商银行研究院

前瞻地看，下半年货币市场利率将围绕新的政策利率中枢窄幅波动。一方面，6 月 13 日 OMO 利率下调 10bp，将带动货币市场利率以新的政策利率为锚。另一方面，下半年债券发行将提速，同时考虑到或新增特别国债，叠加市场主体信贷需求或回暖，市场利率或往政策利率方向边际上行。

五、资本市场：双预期差收敛将驱动下半年大类资产

上半年我们并未迎来资本市场预期中的“转折之年”，中美的双预期差主导了大类资产波动，即中国经济复苏力度低于预期，而美国经济表现和美联储货币政策强于预期。

这两条主线也是我们在月度报告中所重点关注的。目前来看，这仍将是驱动下半年大类资产的核心因子。

因当前国内经济修复放缓，投资者预期较弱，风险偏好较低，权益新发行基金持续低迷，居民资产配置回流存款和银行理财。不过，风起于青萍之末，一些积极的动能正在积蓄，我们认为双预期差在下半年将逐步收敛。

一方面，中国经济复苏动力将有所增强，同时资本市场也将调低对经济回升的预测基准，从而实现双向奔赴的预期收敛。

预期我国将在三季度推出一揽子稳增长政策，可能一定程度扭转当前国内经济下滑趋势，从而对经济和资本市场形成托底和提振信心的作用。同时，中美正在共同经历去库存周期，按照过往规律，去库周期可能在四季度见底。这一变化对固收的小牛市会形成扰动，但将利好权益资产和人民币汇率，特别是有利于A股结构中依赖于总量经济的消费、医药等板块，以及成长风格，风格切换窗口正在打开。

另一方面，美国将在争议中结束本轮货币政策紧缩周期，使得境外预期差逐步收敛，对境外资产和人民币汇率带来影响。

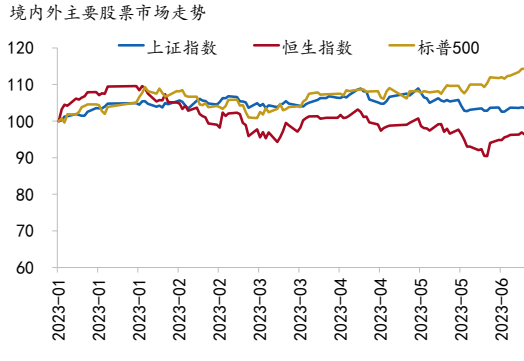
境外股市已经先行对此进行定价，特别是美国的成长风格股票已经有较大涨幅，而美元债资产将以丰厚的票息收益和资本利得空间持续吸引资金介入，中资美元债将同样因此受益，由于欧洲货币政策紧缩可能持续更久，美元汇率预计将震荡偏弱，这将缓解上半年以来人民币的贬值压力。

因此，中美双预期差的收敛，使得大类资产的表现可能会在某种程度上回到我们年初预计的“转折之年”轨道上，权益类资产相较于固收资产的预期回报将出现改善。

（一）2023年上半年市场回顾：境内外权益、固收市场分化明显

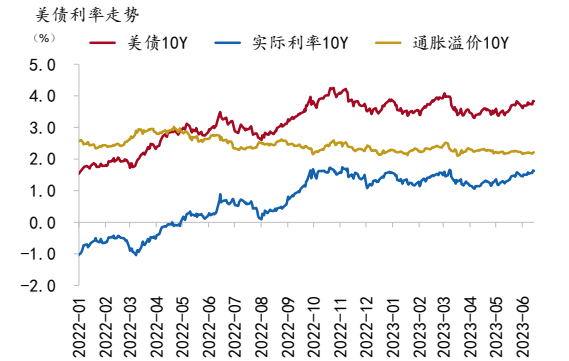
回顾2023年上半年，在双预期差驱动下，境内外市场分化，呈现明显的“境外权益强于境内，境外固收弱于境内”的特征。其中，主要股市全面上涨，美、欧、日等发达国家股市涨幅大于A股和港股；美债利率高位震荡，而中债利率下行，中美利差持续拉大。

图 115: 美股表现强于 A 股、港股



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 116: 美债利率高位震荡



资料来源: Wind, 招商银行研究院

表 1: 2023 年上半年大类资产表现回顾

大类资产	名称	2023年一季度 (%)	2023年二季度 (%)	2023年上半年 (%)
权益	MSCI 发达市场	6.96%	4.97%	12.27%
	MSCI 新兴市场	3.37%	1.53%	4.95%
	道琼斯工业平均指数	0.38%	2.04%	2.43%
	标准普尔500指数	7.03%	6.24%	13.70%
	纳斯达克综合指数	16.77%	10.48%	29.00%
	上证综合指数	5.94%	-2.29%	3.52%
	伦敦金融时报100指数	2.42%	-0.95%	1.44%
	巴黎CAC40指数	13.11%	-0.84%	12.16%
	法兰克福DAX指数	12.25%	2.52%	15.08%
	东京日经225指数	7.46%	19.73%	28.67%
	韩国综合指数	10.75%	4.27%	15.48%
	恒生指数	3.13%	-5.79%	-2.85%
	台湾加权指数	12.24%	8.41%	21.68%
	圣保罗 IBOVESPA 指数	-7.16%	18.20%	9.74%
俄罗斯 RTS 指数	2.70%	6.12%	8.98%	
大类资产	名称	2023年一季度 (BP)	2023年二季度 (BP)	2023年上半年 (BP)
利率	美国 10Y	-40	24	-16
	中国 10Y	2	-18	-17
	英国 10Y	-26	91	65
	法国 10Y	-32	16	-15
	德国 10Y	-18	7	-11
	日本 10Y	-7	0	-6
大类资产	名称	2023年一季度 (%)	2023年二季度 (%)	2023年上半年 (%)
贵金属	黄金	8.00%	-1.85%	6.00%
	白银	-7.63%	2.43%	-5.38%
大类资产	名称	2023年一季度 (%)	2023年二季度 (%)	2023年上半年 (%)
汇率	美元	-0.86%	-0.50%	-1.36%
	人民币	1.17%	-4.48%	-3.37%
	日元	-1.27%	-6.39%	-7.58%
	英镑	1.94%	3.55%	5.56%
	欧元	1.29%	1.34%	2.64%

注: 数据截至 2023 年 6 月 23 日

资料来源: Wind, 招商银行研究院

境外市场方面，美元宽幅震荡，黄金上行，债券走平，股市上涨。上半年，市场的交易主线围绕海外货币政策展开，美联储上半年持续加息，但加息斜率放缓，市场对美联储是否继续加息产生分歧，且这种分歧反复摇摆。同时，美国经济保持了较强韧性，超出市场预期。受此影响，美元宽幅震荡，表现弱于去年；黄金则在弱美元的背景下震荡上行；美债 10Y 利率基本持平；美股三大股指整体上涨但分化明显，尤其是纳斯达克指数在人工智能驱动下，涨幅较大；日本股市则创出 33 年来的新高。

境内市场方面，人民币汇率贬值，债券上涨，股市小幅上行。上半年，市场交易主线围绕国内经济走势展开，一季度经济复苏较快，而二季度经济复苏放缓。受此影响，国内大类资产一、二季度走势出现反复，人民币汇率先升后贬，整体出现贬值；中债利率先上后下，走出小牛市；A股先涨后跌，半年度来看小幅上行；股市风格分化加大，受益于数字经济和人工智能的成长板块，以及国企改革的稳定板块表现持续较好，而与总量经济高度相关的周期和消费板块表现持续较差。

（二）主要市场研判：A股发力待经济转暖，固收、汇率亦不悲观

表 2：2023 年下半年主要因子对大类资产的影响

影响因素	国内			影响因素	海外			
	A股	中债	人民币		美股	美债	美元	黄金
经济增长	→	→	→	经济增长	↓	↑	↑	↑
通胀	↑	→	→	通胀	→	↑	↓	↑
货币政策	↑	↑	↓	货币政策	↑	↑	↓	↑
美元	→		↑	美元				↑
利率	→		↓	利率	↑		→	↑
综合影响	↑	↑	→	综合影响	→	↑	↓	↑

注：对于人民币汇率来说，经济增长指中国与美国的经济增长差异；对美元汇率来说，经济增长指美国与欧元区的经济增长差异。

资料来源：招商银行研究院

1. 美债：利率趋向于震荡下行

美债 10Y 利率趋向于震荡下行，下半年波动区间有望下移至 3.0-3.5% 之间，想要向下突破 3.0% 需要出现更强烈的“衰退预期+降息预期”，目前来看尚不足矣。

利率向下的方向较为确定，但似乎不能过度高估利率下降的幅度。一方面，美国内生增长动能已经降速，但目前就业市场仍然紧俏，消费支出仍然不差，美国经济呈现弱而不衰的状态。另一方面，在基数效应下，美国整体通胀水平的回落较为确定，但在结构上仍有韧性，例如核心通胀、核心服务通胀的下行速度仍然偏缓。这导致的一个问题就是，美联储虽会停止加息，但恐怕很难以较快的速度落入到降息周期当中，这也会限制利率回落的幅度。

当然，如果在下半年看到更多能够佐证美国经济衰退以及通胀全面退坡的数据，美债利率的下行幅度会更大，向下突破 3.0% 并非不可能，但现在来看逻辑仍不充分。

图 117: 美债长短端利率均处于高位震荡状态

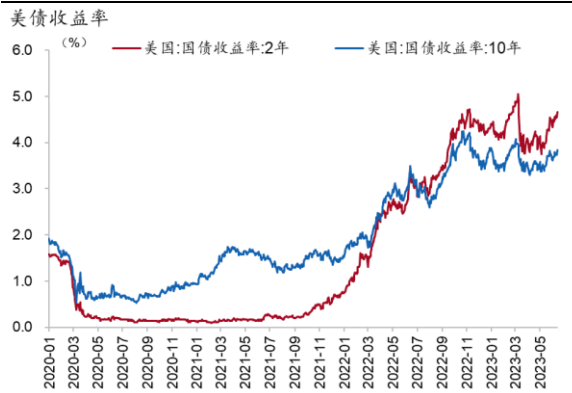
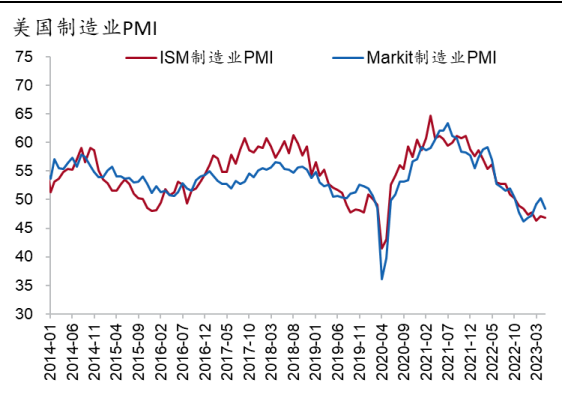


图 118: 美国 PMI 连续性回落



2. 中资美元债: 具备配置价值, 投资级确定性较强

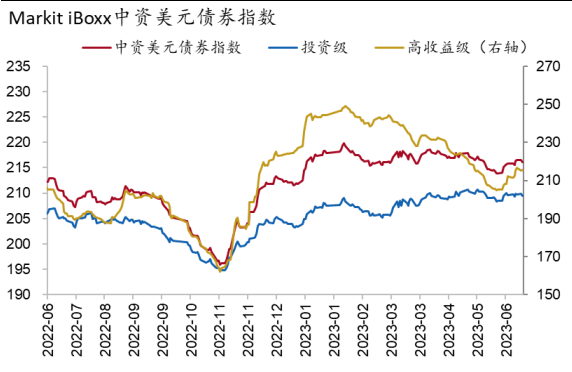
趋势上, 美元基准利率的下行仍是大概率事件, 中资美元债的上涨趋势已经形成, 具备配置价值。

结构上, 投资级美元债确定性较强。由于投资级中资美元债主要跟随美债基准利率变动, 考虑到基准利率方向向下, 叠加目前美元债票息较高的优势, 我们认为中资美元债, 尤其是投资级相对具备较好的配置价值。但对于高收益美元债来说, 其不仅仅受到基准利率影响, 很大程度上也会受到信用风险的影响, 尤其是地产行业的风险。对于地产行业来说, 修复动能略显弱势, 这将限制高收益债的整体表现。不过, 优质国央企安全性相对较高, 可以关注部分高等级地产美元债的投资机会。另外, 在销售放缓后, 我们认为政策预期有所加强, 可以关注后续是否会有进一步地产放松政策的出台, 从而决定高收益美元债是否存在波段机会。

板块上, TMT 和金融板块具备相对优势, 中低等级地产、弱资质城投建议相对谨慎。具体来看, 部分头部科技企业的美元债安全性较高, 而金融债本身也相对稳健, 建议优先配置, 高等级地产和城投债其次。其中, 对于城投来说, 今年地方政府财政压力较大, 弱资质城投可能会面临估值波动风险, 建议谨慎。

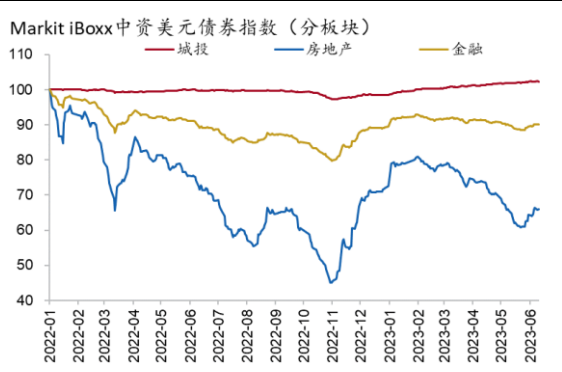
综合来看, 我们对中资美元债和相关产品维持中高配建议。具体产品结构上, 以配置投资级美元债为主, 板块上可以优选 TMT、金融板块, 尽量规避弱资质地产、城投板块。产品上建议适当配置 QDII 债基或是相应的银行理财产品。

图 119: 投资级 vs 高收益级美元债



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 120: 中资美元债指数 (分板块)



资料来源: Wind, 招商银行研究院

3. 外汇: 美元将震荡偏弱, 人民币不必过分悲观

美元: 趋于弱势, 但跌幅有限。从美欧经济增长差异来看, 目前美欧经济增长均已降速, 但美国的衰退预期尚未实现, 欧元区则已经陷入了技术性衰退——Q1GDP 环比为-0.1%, 同时 2022 年四季度 GDP 环比终值下调至-0.1%。也就是说市场呈现着美国略强于欧洲的经济格局, 这也将为美元提供支撑。从货币政策差异来看, 由于欧洲的通胀周期略滞后于美国, 且通胀读数较高 (英国通胀仍在 8.7%, 欧元区为 6.1%, 美国为 4.0%), 市场对欧洲流动性收紧的定价相对美国更高, 这一点仍将压制美元的表现。另外, 美联储加息周期接近尾声, 后续随着经济数据的大概率转弱, 市场有可能会抢跑降息预期, 这一点将对美元构成利空。

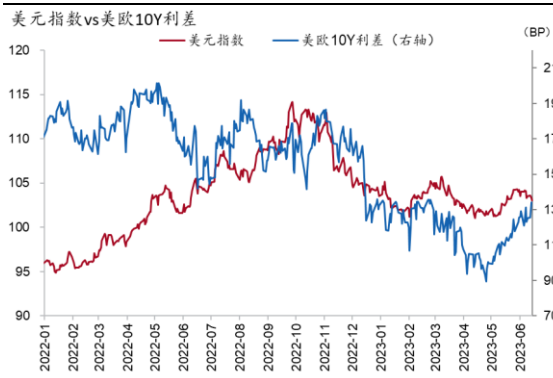
综合来说, 我们认为美欧间货币政策的变化将是推动美元下半年表现的核心因素, 整体影响偏空。但考虑到美国经济的放缓仍然偏慢, 美元的下行幅度预计将会受限且表现也会相对反复。

人民币: 短线仍有贬值压力, 随后有望触底回升。预计人民币兑美元中枢为 6.95, 波动区间在 6.6-7.4 之间。

上半年人民币外汇市场呈现明显的“美元弱, 人民币更弱”的特征, 其中不乏有人民币自身基本面因素的利空, 例如中国经济修复动能低于预期、中美利差深度倒挂导致结汇意愿不足等等。

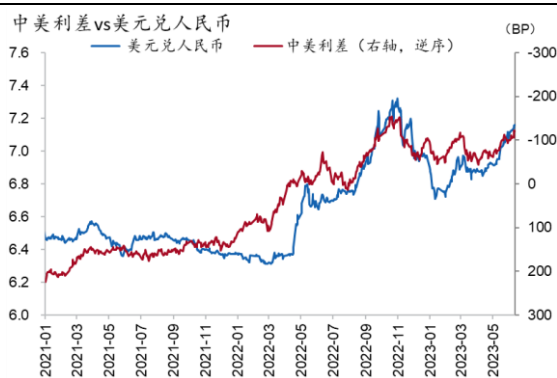
展望下半年, 我们认为美元流动性整体将趋于转松, 美元震荡偏弱对人民币构成利多。但是, 国内经济动能的弱势以及中美利差的倒挂暂时仍看不到改善的迹象, 叠加与之而来的降息预期, 人民币短期仍有贬值压力。不过, 也不必过度悲观, 人民币在中期层面的利好正在累积, 例如中国央行降息后, 大概率将出台一揽子刺激政策, 上半年由于出口较好积攒了大量待结汇需求, 市场也已经对经济的转弱有了相对充分的定价等, 人民币汇率在未来趋势上仍然倾向于升值。而升值的幅度则取决于刺激政策的强度以及美国降息预期能否出现强化。

图 121: 美欧利差 vs 美元指数



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 122: 中美利差仍然深度倒挂



资料来源: Wind, 招商银行研究院

欧元: 下半年延续偏强震荡, 波动区间预计为 1.05-1.15。一方面, 考虑到核心通胀的韧性, 欧央行预计仍将维持高利率状态, 7 月加息相对确定, 这将对欧元利多。不过另一方面, 虽然欧元区通胀仍居高位, 就业仍然坚挺, 但欧洲经济已经出现转弱迹象。根据欧盟统计局的最新统计结果, 2022 年第四季度和 2023 年第一季度经济环比增速进入负增长, 意味着进入了技术性衰退。这些因素将掣肘欧元表现, 预计下半年欧元可能整体将延续偏强震荡走势。

日元: 下半年触底回升, 美元/日元波动区间预计为 135-147。短期来说, 鉴于美联储在加息的尾部阶段, 美债利率仍有一定上行风险, 而日本央行鉴于通胀上行不稳固, 可能会延续当前的宽松货币政策。日元利率预计仍将维持低位, 美日利差的拉大仍可能在下半年初期对日元汇率构成一定压力。从目前日本的经济数据和通胀数据来看, 产出缺口逐渐弥合、商品贸易逆差逐渐收窄、通胀表现整体强势、工资增速上涨明显, 这些都有利于稳定可持续的通胀目标的达成, 并令日本央行逐渐开启货币政策正常化的进程。随着下半年美联储加息结束, 美债利率上行对日元的压力减轻, 同时日本央行调整货币政策的条件逐渐成熟, 日元将获得支撑。

英镑: 下半年延续震荡走强, 波动区间预计为 1.24-1.34。首先, 通胀的顽固将支撑英国央行的加息之路走得更远。英国的通胀形势在整个 G7 经济体中表现最为顽固, 4 月核心通胀创 1992 年 3 月以来新高。在加息上, 英国央行预计将走得比美联储更久, 市场定价加息将一直持续到明年 2 月。因此从利差分化角度来看, 后续随着英国央行加息的持续, 将在下半年对英镑构成提振。其次, 英国经济有一定韧性, 一季度避免了衰退, 今年英国的经济增速预测也由负转正, 扭转了市场极度悲观的衰退预期。最后, 在年初的银行业危机中, 英国金融业相对稳定, 受波及较小。这些因素在下半年将继续支持英镑的表现。不过需要警惕的是, 英国持续加息对经济的负面影响尚未充分显现, 英国央行内部少数官员也对加息存在一定分歧, 这些因素一旦发酵可能会构成英镑的利空因素。

4. 商品：黄金牛市未完，原油宽幅震荡

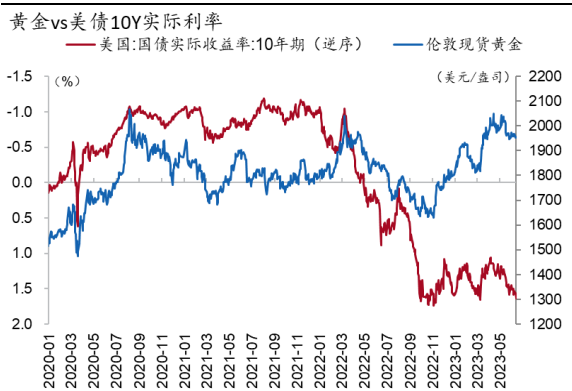
黄金：金价的上涨逻辑仍然顺畅，具备配置价值，年内极值位预计在 2450 美金。

第一，利率端易下难上。由于美联储停止加息的预期持续反复，美元实际利率的变化不大，整体处于 1.5% 上下波动，也并没有成为驱动黄金走高的核心力量。下半年，美联储将进入停止加息的实质性阶段。尽管降息不会那么快到来，但是市场届时将会炒作降息预期，1.5% 的实际利率总体来说易下难上，且下行空间也相对较大，预计将成为驱动黄金上行的核心力量。

第二，美元延续弱势，利好黄金。美元作为黄金的标价货币，与黄金呈现一定程度的负相关关系。从去年四季度以来，推动黄金上涨的核心因素就源于美元指数走弱。展望未来，美元大概率仍将延续震荡偏弱走势，对于黄金的利好也并未被打破。

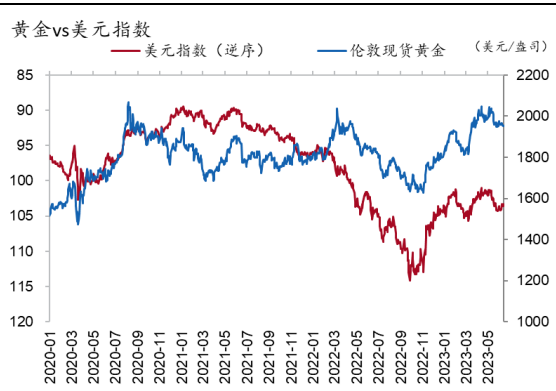
第三，央行购金需求的上升。央行购金量在去年达到了历史新高水平，也一度成为了托底黄金的重要力量。从目前的央行购金情况来看，虽然我们未必能得出购金量再创新高的结论，但央行购金的态度仍然相对积极，尤其是部分新兴市场国家，例如中国央行今年以来已经连续 5 个月增持了黄金储备。因此，整体来说，就算央行购金量无法超越去年的极高水平，也能够在今年维持在一个相对高位，对黄金的走牛存在正向推动作用。

图 123：美债实际利率 vs 伦敦金



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 124：美元 vs 伦敦金



资料来源：Wind，招商银行研究院

原油：宽幅震荡，三季度可能阶段性上涨。但长期来看，油价大概率冲高回落，重心较 2023 年上半年下移，WTI、Brent 均有可能跌破 65 美元/桶。

第一，4 月 OPEC+ 大幅超预期减产后原油市场基本面已经出现了根本性的变化，原油市场的供需平衡预期将从“二季度过剩，下半年偏紧”，调整为“二季度中下旬即开始偏紧，三季度缺口较大”。并且，6 月 OPEC+ 会议暂时确认了减产的延续。**第二，北半球交运需求的季节性很强，油品三季度出现逆季节性收缩的概率一般，美欧炼厂开工率大概率逐步回升。****第三，海外核心通胀或长期高企，对于油品裂解价差具**

备一定的反向拉动作用。第四，长期来看，海外衰退预期一旦加速升温，需求收缩，油价大概率见顶开启下跌。整体来看，市场暂时无法证伪三季度油品的季节性需求扩张，油价上行驱动依然存在。

此外，建议继续密切关注地缘政治风险，尤其是美伊关系、俄乌冲突、亚太局势等可能给原油市场供需两端带来的扰动。

铜：铜价整体震荡。宏观上，中国经济仍有修复预期，不过欧美经济衰退预期仍在。微观上，2023年下半年供需双增，但供应过剩。铜精矿和废铜原料供应充裕，精铜产量持续攀升。消费端，新能源行业带动铜消费增量明显，传统行业呈现结构性变化，其中东南亚增量比较明显。贯穿铜产业链的是，不同产业都在压利润，其中部分行业利润已经被压到极低水平。后期只有消费端边际转好，才能带动利润向上传导和价格的回升。

5. 境内固收：利率中枢或小幅下移，固收产品攻守兼备

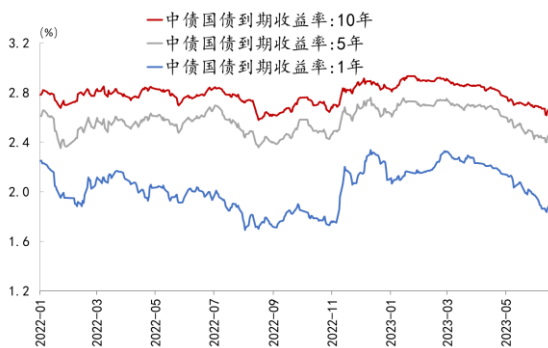
(1) 利率债展望：利率中枢或小幅下移

基于我们的利率分析框架，经济增长、通胀水平、货币财政政策和金融监管是影响债市的主要因子。展望2023年下半年，名义和实际GDP增速走平，通胀小幅上升，货币政策宽松，财政政策常态化积极，金融监管基调维持不变，“稳增长”权重加大，“防风险”权重维持，以上中长期因素或将驱动无风险利率中枢小幅下移。

二季度以来，经济动能放缓成为支撑债市走强的主要因素。在经济动能放缓的背景下，稳增长政策落地概率上升，稳增长政策或导致债券市场利率出现一定幅度的反弹。往后看，三季度是检验稳增长政策对经济支撑效果的窗口期。经济动能放缓的格局仍对债市形成支撑，只是随着经济动能放缓的斜率下降，对债市利好程度或小于二季度。此外，上半年实体部门尤其是居民部门风险偏好较低，居民资金更多地停留在存款、理财、固收基金等低风险产品中，一定程度推升了配置债券的需求。考虑到经济修复偏缓，居民部门风险偏好的修复也会偏慢，因此预计后期债券配置需求仍会偏强，一定程度上也对债市形成支撑。

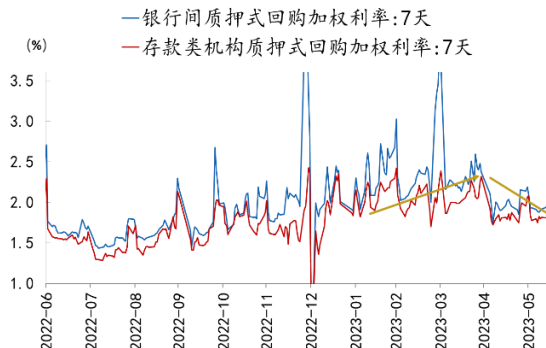
在此思路下，三季度初期，稳增长政策工具落地概率上升，利率可能出现反弹，债券价格下降。但在经济数据偏弱和配债需求偏强的共同支撑下，利率上行的空间不大，且有可能在上行结束后，再次由于经济表现低于预期而下行。四季度需要关注经济数据能否在稳增长政策的推动下有一定起色，环比改善若低于预期，利率可能偏向于震荡。

图 125：下半年利率中枢或小幅回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 126：货币市场利率可能保持低位



资料来源：Wind，招商银行研究院

利率债策略：中性条件下，下半年预计 10 年期国债利率中枢在 2.7% 附近，小幅低于上半年中枢水平（2.8%），波动区间在 2.5-2.9%。乐观条件下，若经济修复超预期，中枢将持平 2.8%，波动区间在 2.6-3.0%。悲观条件下，若经济修复不及预期，中枢回落至 2.6% 附近，明显低于上半年，波动区间在 2.4-2.8%。

债券期限结构曲线：经济动能先放缓，短端下行带动曲线形态趋于陡峭，后经济修复趋于平稳，曲线形态从陡峭转为中性。

在中性条件下，我们对利率节奏和相应策略给出大致判断，三季度在稳增长政策导致债券利率反弹时，可阶段性择高点进行介入。利率反弹后，仍有一定下行空间，可以维持已有仓位和久期；若利率能突破去年低点，则可以考虑逐步止盈。等基本面数据稳定且有改善预期时，可以逐步考虑降低仓位和久期。

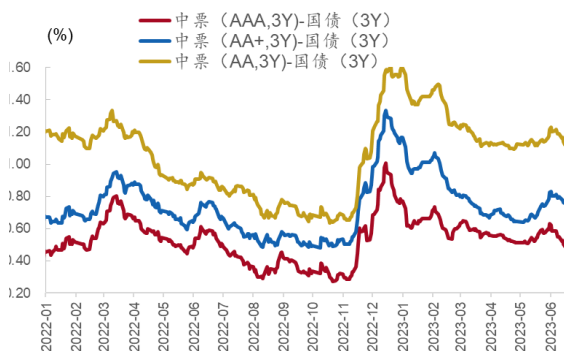
（2）信用债展望：基本面修复放缓，货币宽松力度加大

信用利差长期受到基本面变化，中短期受到金融监管政策的影响。信用利差包含企业违约风险和债券流动性风险。长期以来我国信用利差主要受流动性风险影响，不过近几年以来，风险溢价带来的影响加大，行业之间和高低评级的分化愈加明显。未来，我们认为这一趋势将延续，信用债投资要更关注行业的基本面表现，挑选政策扶持以及行业处于上升周期的为佳。

我们认为下半年信用利差走势大致如下，三季度信用利差低位震荡，或有一定小幅下压的空间，主要是货币政策宽松推动流动性溢价下行，经济修复偏缓使得违约风险或小幅上行，但整体可控。四季度信用利差震荡，或伴有阶段性小幅上行，主要是经济趋稳，货币政策力度或不及三季度，信用利差在压缩至较低位置后容易发生小幅反弹，经济修复趋稳使得信用违约风险小幅改善。

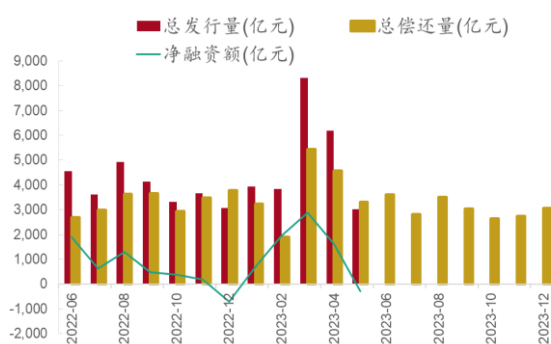
信用债配置策略：消费仍是下半年支持经济修复的重要板块，因此看好受益于基本面好转、下游消费修复的行业，例如休闲服务、食品饮料、建材行业等。同时看好受益于政策提振的行业，如高端制造业、双碳等板块。也需关注部分城投平台债偿债压力上升的情况。

图 127：上半年信用利差高位回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 128：上半年城投债净融资不高



资料来源：Wind，招商银行研究院

城投债：二季度经济修复放缓，货币政策宽松力度加大，城投债配置需求上升，信用利差压缩至低位。尽管整体城投债表现偏强，但由于部分地方财政收支压力较大，部分地区城投债偿债问题受到关注，舆情事件零星显现。展望下半年，货币宽松力度可能进一步加大，预计对城投债形成支撑，城投信用利差可能还有一定压缩空间。但仍然要关注区域之间分化可能会加大，财政能力弱的区域收支问题可能更为严重，会影响到弱资质城投的偿债和再融资能力。在策略上，整体应加大对城投风险的关注程度，更看重偿债能力强的优质城投，谨防尾部风险。

强周期债：煤炭行业景气度将从高位下滑，钢铁行业景气度有待改善。上半年以来，国内下游需求释放程度较弱，强周期债表现不及整体的高等级信用债。展望来看，煤炭行业下半年预计将延续供求宽松的局面，供应端在国家保障能源安全的大环境下将维持在相对高位，需求端电煤和非电煤在弱复苏下也将整体平稳，预计信用利差震荡为主。由于煤炭债信用利差又回到了历史低位，投资性价比不算太高，但短期限债仍有票息配置价值。钢铁行业在年初强需求预期的驱动下大幅扩产，二季度需求回落下面临较高的库存压力，钢企盈利空间大幅压缩，后续钢材的库存压力需要进一步缓解，预计下半年钢厂低效益态势将延续，行业基本面恢复之前将有信用风险溢价的扰动。

地产债：行业将继续处于周期底部企稳阶段，不同企业属性的地产债延续分化。基本面来看，地产销售、新开工和投资端的土拍都还在低位徘徊，地产债对基本面的变化反映已经不多，更多是对政策面的博弈。行业尾部风险尚未完全解除，策略上，超预期的信用风险还需要继续防范，趋势性的投资机会难以见到，但优质和次优的国央企、中短久期地产债的投资机会可以继续关注。

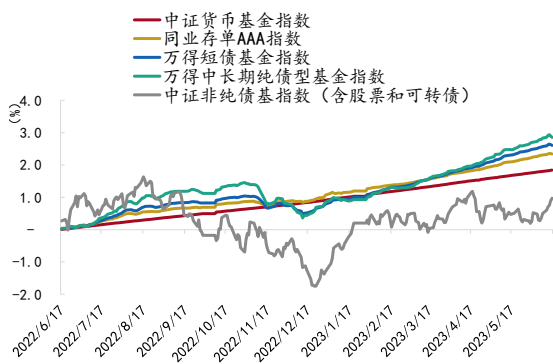
(3) 固收产品建议：攻守兼备

对于满足流动性管理需求的投资者，建议优选稳健低波策略理财产品、T+1 现金类理财、货币基金。

对于波动承受意愿不高的稳健型投资者，建议优选期限匹配策略理财产品。其中，短债策略、短期滚动开放式的固收理财和短债基金，由于底层债券久期偏短，对利率波动的敏感度较低，可维持配置；封闭期1年以上的净值型固收理财和公募中长期债基，预计下半年净值增长将不如前期顺畅，要做好净值波动的预期，但在后续利率上行幅度不大的预期下，整体持有风险也不大。

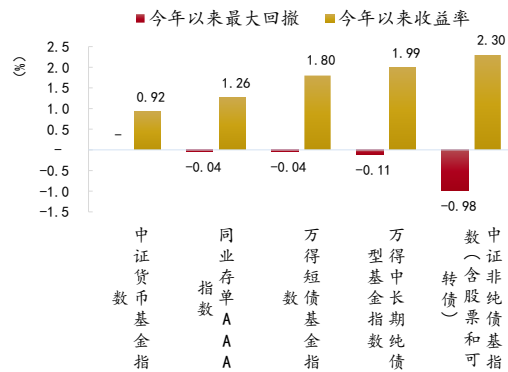
对于有波动承受意愿的稳健进阶投资者，建议优选固收+策略下的以下几种细分策略产品，如结构性理财、固收+股指增强、高股息策略的理财产品，以及公募基金主动管理型的含权比例20%以上的固收+等。

图 129: 近 1 年固收型基金指数累计净值走势



资料来源: Wind, 招商银行研究院, 截至 6 月 16 日

图 130: 固收型基金指数风险收益涨跌幅



资料来源: Wind, 招商银行研究院, 截至 6 月 16 日

6. 权益: A 股等待经济动能好转信号, 当前已进入风格切换窗口

(1) A 股大盘: 从震荡走向慢牛

图 131: 上证 PB 估值处历史中等偏低水平



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 132: M2 超名义 GDP, 宏观流动性偏宽松



资料来源: Wind, 招商银行研究院

上半年市场整体较为震荡，主要宽基指数涨跌幅度均不大，上证指数估值处于中性偏低水平，点位回落到去年中枢 3200 点附近。从大势研判三因子框架（估值、流动性、业绩）看，当前估值并非大盘制约因素，货币供应量 M2 增速创近 6 年新高，宏观流动性也不是大盘的制约因素，大盘能否起来关键在于业绩预期能否好转。

我们判断，A 股业绩下半年将小幅好转。从需求侧看，预计稳增长政策将落地，下半年工业品价格和通胀水平将呈现改善趋势，这将助力名义经济和 A 股业绩增速

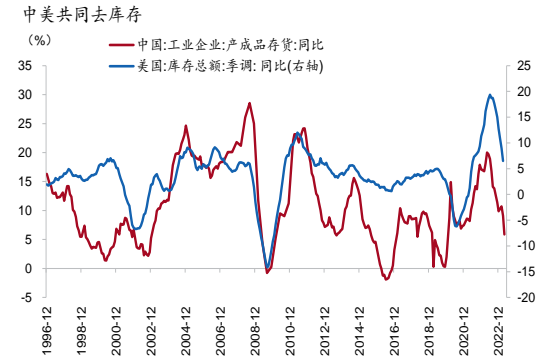
有所好转。从供给侧看，当前仍处中美共同去库存阶段，企业扩产动力较弱，企业不愿扩产业绩修复力度就较为有限。往往需等到价格修复，PPI上行，企业利润有所好转之后，企业才有扩大生产的动力。由于PPI大约年中见底，且PPI领先库存见底1-2个季度，我们大致推断四季度中国库存也将向上修复。

图 133：价格见底助力业绩好转



资料来源：Wind，招商银行研究院

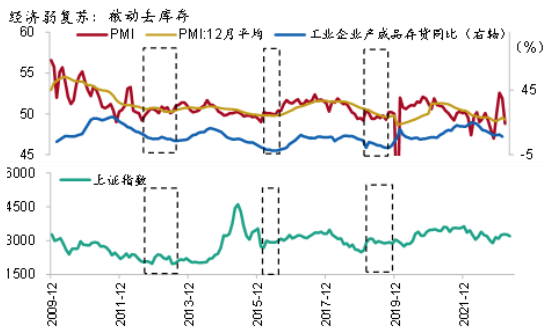
图 134：去库存导致业绩修复空间有限



资料来源：Wind，招商银行研究院

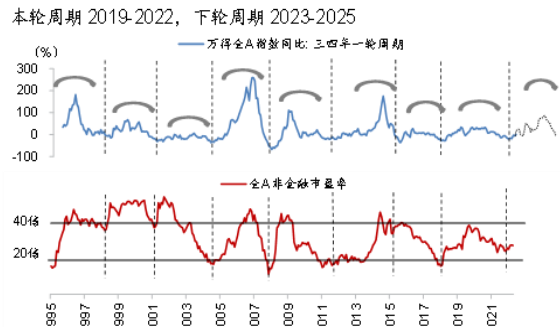
展望未来，随着业绩下半年缓慢修复，股指大方向将震荡上行。当前市场已经定价偏弱的经济现状，但尚未定价政策的逆周期调节以及下半年业绩即将改善的预期，后续大概率先呈现俯卧撑式的震荡行情，待经济动能好转的信号出现时则能走出更为流畅的行情，信号第一是通胀见底，第二是库存见底。当前经济环境，类似于美林投资时钟的复苏期，经济需求处于渐进复苏的早期，而库存周期仍在下行。近10年出现过三轮被动去库存行情，即2012-8到2013-8，2016-2到2016-6，2019-2到2019-11，每一次都对应着上证指数的慢牛，上涨15-20个点后陷入震荡。今年的宏观环境和市场走势都可能和2019年比较相像。今年是本轮经济周期和市场周期的开局之年，是结构性的慢牛，在库存周期见底之后、中美经济共振之时，会逐步形成更强的牛。

图 135：被动去库存阶段对应上证指数慢牛



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 136：时空规律指向 2023-2024 年牛



资料来源：Wind，招商银行研究院

(2) A股结构：不变的技术和中小盘，待变的中特估、消费和成长价值

科技板块或是全年主线。首先，科技是长期产业趋势。在数字经济顶层政策的强支持下，在人工智能技术的强催化下，科技板块有可能形成一轮时间周期较长的产业机会，就像 13-15 年的互联网，16-19 年的消费升级，20-22 年的新能源。**其次，从产业周期的角度看也有机会。**半导体销售周期也临近底部。目前已连续两个月增速下滑超过 20%，仅次于 2008 年金融危机和 2001 年科网泡沫破灭时的水平，预计四季度将见底好转，而股价会领先基本面 1-2 个季度先行。**最后，从历史规律看后市也仍有机会。**科技板块通常调整幅度 10-30% 不等，调整时间 1-3 个月不等，过往几轮的科技牛行情中，诸如 2010、2013、2015、2019、2020 年，除一季度大涨之外，年内剩余时间仍有机会。

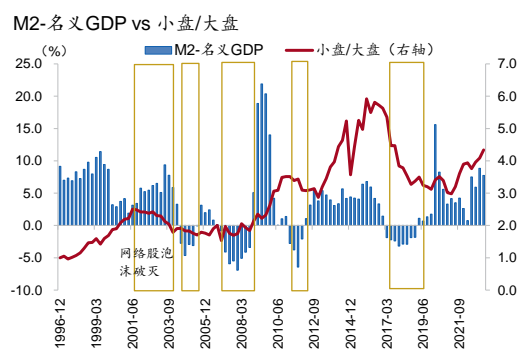
中特估主题或持续到库存周期见底。中特估主题也叫央企重估主题，指的是低估值、高分红、业绩稳定或有改善空间的央国企，其公司主要聚集在建筑、能源、电力及公用事业等行业。在当前经济动能仍偏弱的背景下，高景气行业稀缺，市场会更关注基本面相对稳定的低估值高分红板块。今年以来高景气行业仅有科技等少数行业，这也是科技和中特估轮动上涨的原因。低估值央企既有超额收益又有绝对收益的时间并不多，上一轮还是 2014 年的大牛市之际，彼时同样处于 PPI 通缩经济动能偏弱的时期。我们认为低估值央企在库存周期见底前仍能强势一段时间，后续随着经济动能逐步增强，高景气板块将增加，资金会从基本面稳定的此类低估值高分红板块，切换到与总量经济更相关的板块。

图 137：半导体销售周期见底将助力科技股



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 138：宏观流动性宽松时通常小盘股强



资料来源：Wind，招商银行研究院

消费板块自库存周期见底开始上行。消费板块 11 月-1 月的强势是在反映疫后消费场景修复，而 2 月以来的弱势则是反映居民消费能力消费意愿偏弱。后续消费板块要上行，仍需要等待经济动能好转，可能的信号第一通胀先上行，第二库存周期上行，大约需要等到四季度。除了经济修复的时间会对消费股启动造成影响，政策也可能是个需要高度关注的变量。如果中央出台扩消费的顶层政策，则消费股可能在政策的加持下，提前走强。值得注意的是，白酒医药等消费子行业，在长逻辑遇到阶段性景气下滑时，总有投资者逆向布局，也有短期资金相信别人相信的力量进行博弈，这都可能使得行情提前来临。

新能源板块难以持续下跌，后续反弹震荡为主。新能源已快速扩张了三年，从当前分析师的盈利预测看，其业绩将从前几年的高增速下滑到今明两年的中高增速。一个行业快速扩张两三年后，竞争就会异常激烈，从而导致第三第四年增速放缓，这也是经济周期为什么总是三四年一轮的原因，也是股市每轮牛熊周期都有新的领头板块的原因。今年在业绩的支撑下新能源板块下行空间有限，但不会再是领头羊。

市值风格方面，继续看好中小盘。上半年风格偏中小盘，累计涨幅中证 1000> 中证 500> 沪深 300。我们认为，在宏观流动性偏宽松以及经济渐进复苏的背景下，中小盘的业绩弹性更大，中小盘相对强势的趋势将延续。期间也需注意，消费等总量板块有起色后风格将相对均衡。

成长价值风格方面，我们认为 A 股进入成长价值风格切换的窗口期，未来有望开启新一轮成长占优周期。2021 年中期开始的价值占优周期已持续约 2 年时间，按照时间规律已接近尾声。我们认为，科技板块将带领新兴行业景气上行，盈利预测显示 2024 年成长的改善幅度明显高于价值，成长风格的相对景气将上升。此外，美国加息接近尾声，中国货币政策放松，也有利于提升成长股的相对估值。

综上，我们认为科技和中小盘或贯穿全年，库存周期见底后中特估向消费板块切换，并且价值向成长切换，期间要特别注意是否有政策的出台促使消费行情提前来临。权益产品配置方面，建议整体仓位中高配，结构上更重视持仓偏科技的成长股基金，其次是持仓偏低估值高分红的深度价值型基金和消费医药类基金。对冲产品方面，当前对冲成本处于合意区间，成长风格略偏强势，整体对冲环境不算差，建议低风险偏好者继续持有对冲产品。

表 3：对重点指数按照估值、盈利预测和产业政策做综合排序

板块	指数类型	2023Q1 利润增速	2023 利润增速	2024 预测增速	PE 5年分位	PB 5年分位	估值 水平	产业 政策	景气 预期	综合 排序
科创50	宽基	-10	11	30	27	18	好	好	好	1
中证1000	宽基	-14	50	22	54	39	中	好	好	2
中证500	宽基	-8	31	16	47	45	中	好	好	3
上证指数	宽基	4	17	13	46	21	好	好	中	4
创业板	宽基	37	37	32	8	20	好	好	中	5
沪深300	宽基	7	15	13	27	13	好	中	中	6
上证50	宽基	1	6	10	47	40	中	中	中	7
成长	中信风格	-7	47	36	27	47	中	好	好	1
消费	中信风格	11	33	30	41	24	好	中	好	2
周期	中信风格	-19	22	18	33	42	中	中	中	3
金融	中信风格	10	12	14	25	15	好	差	中	4
稳定	中信风格	22	34	13	91	88	差	中	中	5
TMT	产业链	-21	46	34	43	45	中	好	好	1
下游	产业链	6	36	35	39	34	好	中	好	2
中游	产业链	-19	31	25	41	41	中	好	中	3
基建	产业链	16	58	23	82	36	中	中	中	4
上游	产业链	-9	8	9	12	55	中	差	中	5

资料来源：Wind，招商银行研究院，2023-6-14

(3) 恒生科技：震荡走向慢牛

港股上半年整体震荡,与A股走势大体同步,其主要受制于中国经济低于预期,同时也受制于美国加息预期升温。我们认为中国经济将渐进复苏,美元加息周期下半年将结束,放长看港股大方向和A股类似,应是震荡上行,要逆转当前震荡偏弱的形势,需等待中国库存周期见底以及美联储加息结束。恒生科技行业属性和行情走势与A股消费股更为相像,其配置价值弱于A股科技股。

(4) 美股策略建议:继续震荡,增配科技板块

展望2023年下半年,美股整体维持震荡走势,而科技板块将相对较强。具体来看:

美联储加息周期临近结束。短期利率对美股的影响转为中性,中期将逐步转为有利。

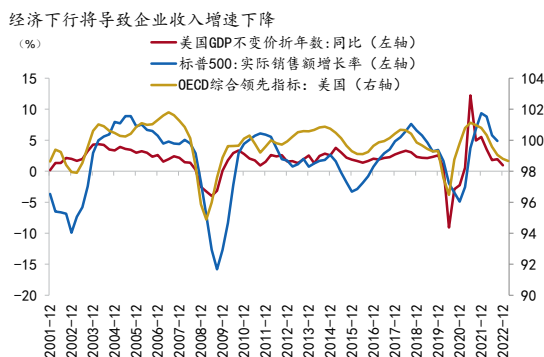
企业盈利增速放缓仍是压制美股的因素。5月美国ISM制造业PMI继续回落至46.9,从经济领先指标看,美国经济仍未见底。由于美国经济表现出较强的韧性,且美国企业和居民资产负债表相当健康,预计企业盈利放缓的影响比较温和。

美股估值水平较高,上行空间有限。当前标普500市盈率已经处于过去10年的80%分位数,估值水平较高。而标普500风险溢价(1/市盈率-美国10年期国债利率)处于过去10年的0%分位数,美股相对估值水平极高。

综合判断,美股将同时面临货币政策转向的有利局面,以及企业盈利增速放缓和估值较高的不利局面,因此,预计美股中期将继续震荡。

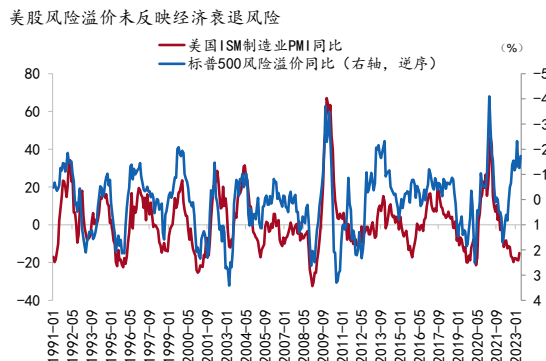
结构上,受景气上行和宽松预期双轮驱动,科技板块将相对较强。一方面,企业盈利端,人工智能有望进入大规模应用阶段,美国科技类公司将明显受益;另一方面,估值端,成长风格的估值对美国货币政策转松更为敏感。因此,建议继续对美股整体标配,逐步加仓美股科技板块,如纳斯达克100指数等。

图 139: 经济下行将导致企业收入增速下降



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 140: 美股估值未反应经济衰退风险



资料来源: Wind, 招商银行研究院

（三）资产配置策略：加大权益类配置，重视结构性机会

对于 2023 年下半年的大类资产配置逻辑，我们认为包括 A 股、港股在内的权益类资产的收益预期将有所恢复，但也不宜过于乐观。维持适当增加资产配置整体的进攻性，并加大权益类资产的配置力度的建议，同时特别重视权益资产内部的结构机会。

接下来我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

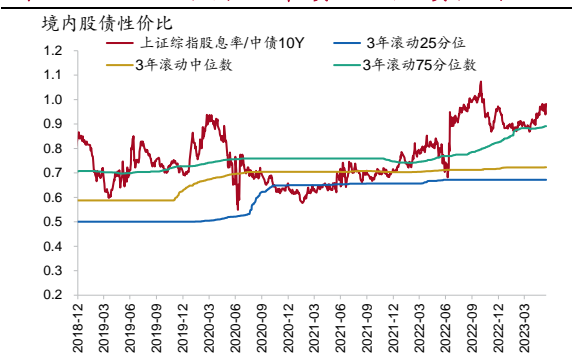
1. 胜率：境内权益资产胜率较高

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：A 股、中资美元债、黄金胜率较高，港股科技股、国内固收、美股、美债胜率中等。

2. 盈亏比：境内股票高于债券

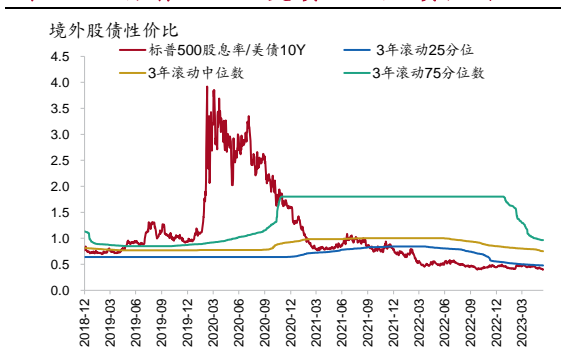
1) 跨资产来看，目前境内股票相对便宜，境外美股相对美债偏贵。

图 141：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 142：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

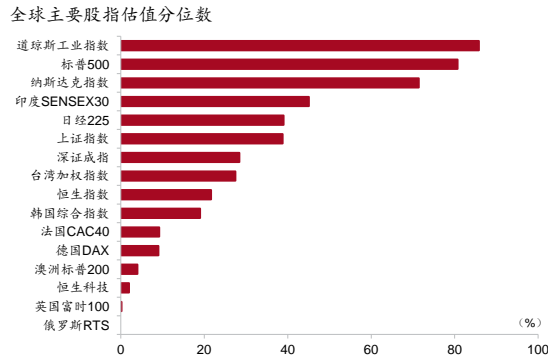
2) 资产内部对比来看：

权益：横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值中等。

固收：美债高于中债，中债利率约为 2.6%，而美债利率约为 3.8%。

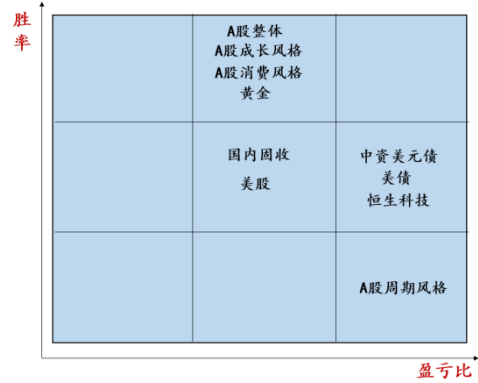
黄金：盈亏比中等。

图 143: A 股估值在全球市场属于中等水平



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 144: “胜率—盈亏比”九宫格



资料来源: Wind, 招商银行研究院

3. 结论: 相对看好 A 股、港股科技股、海外债券、黄金的配置价值

根据胜率的“高—中—低”3 档以及盈亏比的“高—中—低”3 档, 我们构建了“胜率—盈亏比”九宫格, 并将各类资产放入相应的档位当中, 以供投资者参考。需要说明的是, 胜率越高代表基本面越好, 盈亏比越高则代表估值越低。

根据市场研判与分析, 我们对 2023 年下半年的大类资产配置做如下建议: **高配: A 股的成长风格。中高配: A 股、港股科技股, A 股的消费风格、黄金、美债、中资美元债。标配: 中国国债、信用债、A 股的周期风格、美股、美元、人民币、欧元、日元和英镑。**

表 4：2023 年下半年大类资产配置策略

资产类别		配置建议					配置变化（与资本市场 6 月报相比）
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元			●			
	欧元			●			
	人民币			●			
	日元			●			
	英镑			●			
贵金属	黄金		●				
固收	中国国债			●			
	中国信用债			●			
	美债		●				
	中资美元债		●				
权益	A 股		●				
	—消费		●				
	—周期			●			
	—成长	●					
	港股-科技		●				
	美股			●			

资料来源：招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F (518040)

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号