



金融投资专业理财

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
柳瑜萍
期货从业资格证号：
F0308127
投资咨询证号：
Z0012251

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



全球衰退预期回落 国内经济缓缓复苏

摘要

2023 年上半年海外经济增速受各国央行大举加息及高通胀环境侵蚀居民消费能力等因素的影响有所放缓。然而在地缘冲突缓和且疫情对经济影响淡化的作用下，能源及食品价格从年初开始稳步回落，外加高利率环境对整体需求水平的抑制，海外通胀水平在上半年逐渐降温。即便如此，劳动力市场尚未得到显著改善，供需失衡现象致使薪资增速高居不下，核心通胀放缓斜率逐渐走平。各国央行为抑制通胀水平持续加息并于公开演讲放鹰，市场对货币政策拐点的预期也随之后置。往后看，由于多数服务业对利率敏感度较低，劳动力市场在短期内或难以得到改善，海外经济增速于三季度或持续展现韧性。高利率对经济的传导或多于四季度显现，但年内整体软着陆概率大幅提升。

经济持续弱复苏，内生动力显不足。今年二季度，我国主要指标同比增速较一季度来说均有回落，经济复苏步伐有所减慢。在节假日的带动下，消费环境改善，居民消费能力好转，但消费在去年高基数影响下小幅回落。就业形势与此前相比无显著改善，青年失业率仍为核心拖累项处在高位，结构性失业问题显著。投资项三大领域同比增速均有所下行，其中地产景气度回落最为显著，静待政策效果。在海外经济始终承压的背景下，我国经济依旧维持韧性。金融数据方面，需求端疲弱，市场信心不足的特征显著，居民端转向“降杠杆”。目前来看，我国经济需求不足的问题仍尤为显著，内生动能有待增强，需持续关注后续政策。但需要注意的是，国内经济复苏速率再度放缓叠加海外金融体系的潜在风险不可忽视，短期内政策需持续扩需求，货币政策大概率仍将维持平稳宽松。

正文目录

一、国外宏观经济回顾展望	4
(一) 经济虽有放缓，但软着陆预期增强	4
(二) 通胀稳步下行，后继动力减弱	6
(三) 就业市场火热，薪资下行受阻	8
(四) 经济数据优异，降息节点后置	9
二、国内宏观经济回顾展望	11
(一) 经济依然偏冷，复苏道路荆棘满途	11
(二) 固投增速放缓，地产景气度再度回落	12
1. 基建小幅回落，政策进入平稳期。	13
2. 制造业依旧是以高新技术制造业为主，支撑整体运行	14
3. 购房需求大幅回落，带动地产投资降幅走阔。	15
(三) 场景消费结构性恢复，社零受高基数影响同比下跌	17
(四) 出口分化明显，全球衰退预期不减	20
1. 外需不足叠加基数走高，出口增速由升转降	20
2. 主要进口商品量价齐升，进口跌幅收窄	22
(五) 通胀持续低位运行，上涨动能偏弱	23
1. 消费需求恢复缓慢，扩大内需仍是重点	23
2. 经济复苏乏力，大宗商品价格继续回落，带动 PPI 降幅走阔	27
三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主	30
(一) 财政政策：降低企业经营负担	30
(二) 货币政策：重点关注物价和房地产两大风险	31
四、下半年宏观经济展望	36
免责声明	38

图表目录

图 1 美国 PMI 指数走势	5
图 2 美国 GDP 环比增长率走势	5
图 3 欧元区 PMI 走势	6
图 4 欧元区 GDP 走势	6
图 5 美国 CPI 指数走势	7
图 6 欧元区 CPI 走势	8
图 7 美国薪资增速及职位空缺与失业人数比例走势	9
图 8 美联储 6 月经济预测指标	10
图 9 美联储 6 月利率预期点阵图	10
图 10 2023 年一季度第三产业带动 GDP 恢复上行	11
图 11 2023 年一季度三大产业贡献率	11
图 12 固投表现偏弱	13
图 13 基建投资细分项	14
图 14 财政收支同比增速	14
图 15 制造业投资细分项	15
图 16 新增企业中长期贷款	15
图 17 地产新开工、竣工和施工当月同比	16
图 18 成交土地溢价率：当周值	16
图 19 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比）	17
图 20 新增居民短中长期贷款	17
图 21 社会消费品零售总额增速	18
图 22 社零总额分项：当月同比	19
图 23 城镇调查失业率	19
图 24 城镇居民人均收入支出	20
图 25 我国出口同比增速（%）	21
图 26 CRB 现货指数	21
图 27 我国对主要经济体出口增速（%）	22
图 28 进出口数量指数（HS2）	23
图 29 主要进口商品金额同比增速（%）	23
图 30 核心物价低位运行	24
图 31 食品价格表现多数回落	25
图 32 猪肉存栏量（万头）	25
图 33 蔬菜价格位于下行区间	26
图 34 原油价格下行趋势不改	26
图 35 PPI 同比降幅扩大	27
图 36 成本压力下降	28
图 37 生产、生活资料负剪刀差持续扩大	28
图 38 CPI、PPI 剪刀差延续回升	29
图 39 公共财政收入同比增速（%）	31
图 40 地方财政收入同比增速（%）	31

图 41 社会融资规模存量增速	32
图 42 社会融资规模分项	32
图 43 新增人民币贷款当月值（亿元）	33
图 44 新增人民币贷款中长期贷款	33
图 45 企业端短中长贷款当月值（亿元）	33
图 46 居民端短中长贷款当月值（亿元）	34
图 47 居民消费动能有待释放	35
图 48 新增人民币存款分项（亿元）	35

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

一、国外宏观经济回顾展望

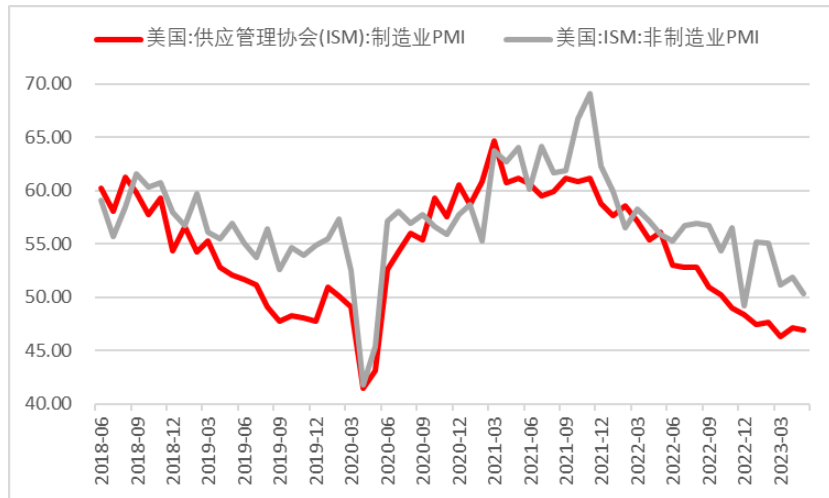
（一）经济虽有放缓，但软着陆预期增强

当前美国制造业 PMI 指数在商品需求薄弱及去库存等因素影响下已连续 7 个月维持于萎缩区间，服务业 PMI 则在疫情后服务需求爆发及居民薪资增速的支撑下维持于 50 荣枯线之上，但随着高利率环境逐渐传导至经济，服务业 PMI 也随之承压回落。在 4 月 PCE 数据中，个人收入及消费支出环比增长率分别录得 0.4% 及 0.8%，较前值 0.3% 和 0% 均有大幅抬升，整体数据皆暗示上半年作为美国 GDP 支撑的消费项在高涨的薪资推动下仍将展现一定韧性，而一季度美国实际 GDP 环比增长终值便录得了 1.3%，虽较四季度的 2.6% 大幅回落但仍高于市场预期。

然而欧元区经济表现便差强人意，欧元区 6 月欧元区制造业 PMI 录得 43.6，较前值 44.8 再次回落；服务业 PMI 录得 52.4，较前值 55.10 再次下跌，综合 PMI 则录得 50.3，同样低于前值的 52.8。整体 PMI 指数持续回落反映欧洲经济活跃度在疫情影响逐渐消散后依旧没有好转。而欧元区 GDP 在一季度环比下降 0.1%，季节性调整后同比增长 1%，低于预期及前值的 1.2% 和 1.8%。即便如此，多数经济学家认为在能源价格回落，家庭支出负担减轻的情况下，欧元区经济增速将在年内第二季度开启反弹。

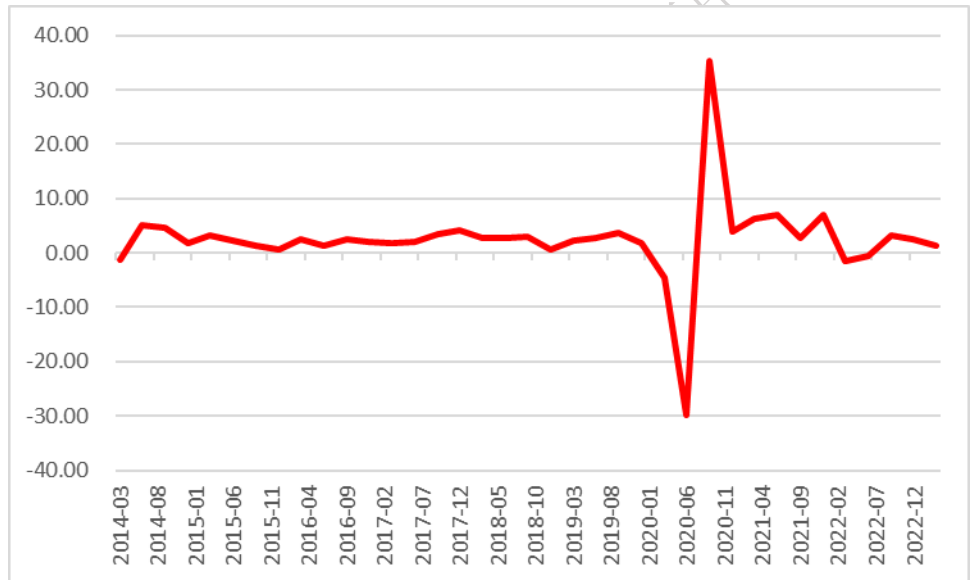
在最新的美联储经济指标预期中，美联储官员对年底实际 GDP 增速的预测值较 3 月也有所上修，与之伴随的还有下调的失业率预期。总的来看，即便当前美联储将年内利率终值预期提高并不断向市场暗示将持续加息，但在当前美国劳动力市场供需失衡导致薪资增速高居不下且居民负债水平较低的情况下，本次加息周期或难以使美国经济大幅衰退，年末软着陆概率大幅提升。

图 1 美国 PMI 指数走势



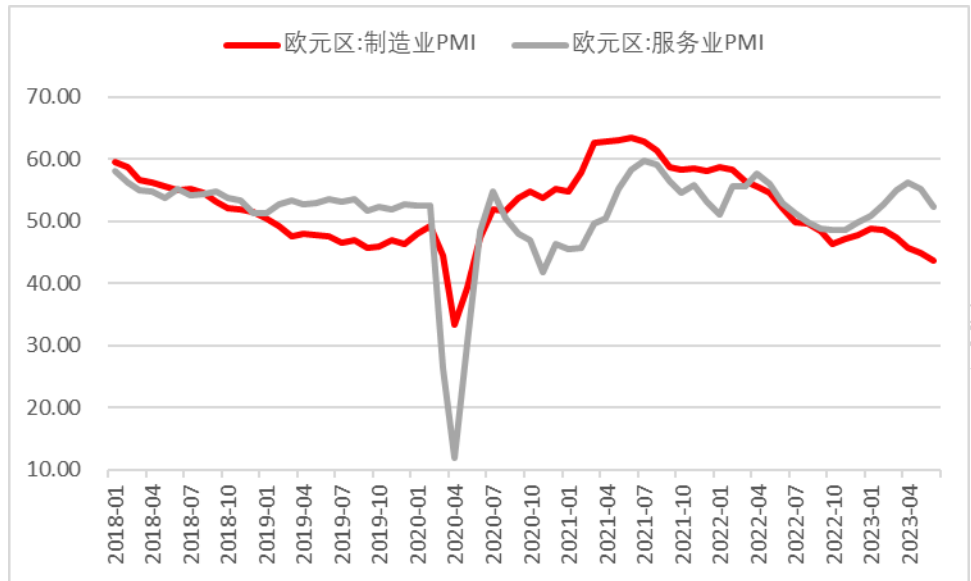
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 2 美国 GDP 环比增长率走势



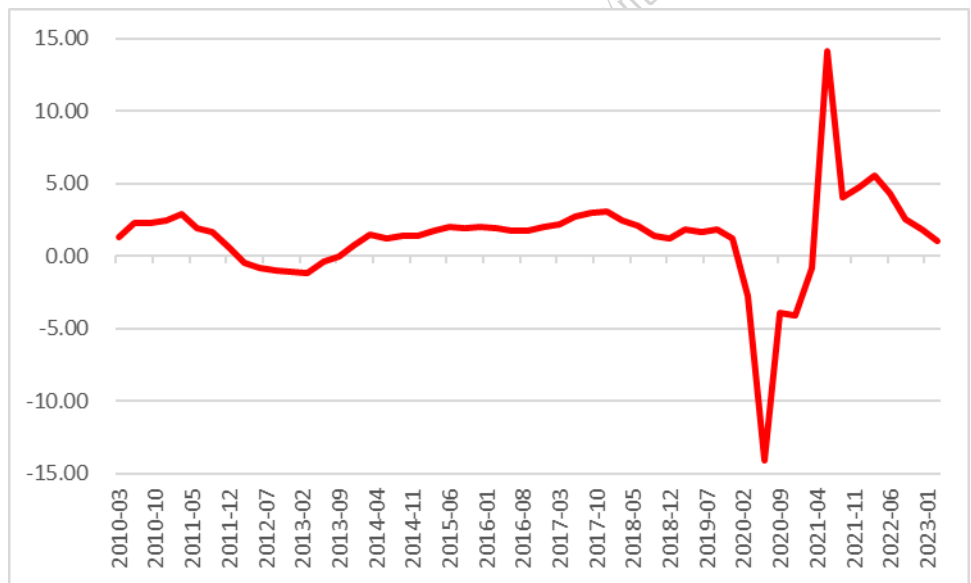
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 3 欧元区 PMI 走势



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 4 欧元区 GDP 走势



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

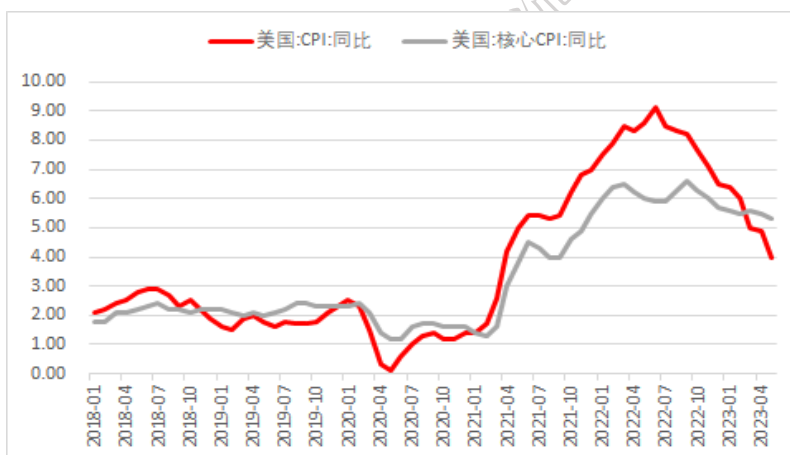
(二) 通胀稳步下行, 后继动力减弱

在最新通胀数据中, 美国 5 月 CPI 同比上涨 4%, 低于前值的 4.9%和预期的 4.1%。核心 CPI 同比上涨 5.3%, 较前值 5.5%小幅回落并与预期持平。5 月季调 CPI 环比上涨 0.1%, 低于前值的 0.4%并与预期持平, 而核心 CPI 环比上涨 0.4%, 较前值与预期持平。整体 CPI 数据在本月超预期显著回落, 然而核心通胀在本月虽符合预期但已连续 6 个月环比增幅保

持于 0.4% 以上并持续展现一定的韧性。欧元区方面也出现了与美国通胀类似的现象，欧元区 5 月调和 CPI 同比上涨 6.1%，低于前值及预期的 7.0% 和 6.3%。核心调和 CPI 在服务业的支撑下仍旧高居不下，5 月核心调和 CPI 录得 5.3%，但低于预期和前值的 5.6%。通胀水平在商品需求及能源价格下降的引导下持续回落，然而未来欧元区仍需关注服务业相关的价格指数来防范服务业火热所导致的通胀上调。

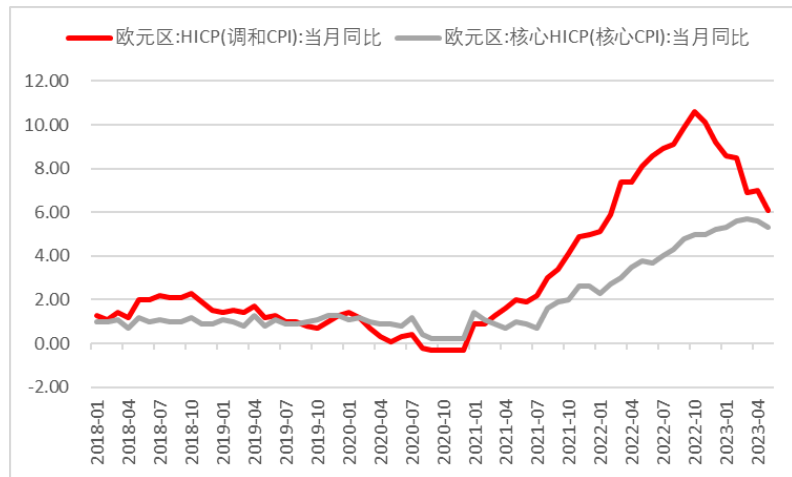
美国上半年通胀水平虽稳步下降但放缓斜率在后期逐渐走平，整体通胀下行趋势有所减弱。同时先前受疫情及地缘冲突影响较大的能源和食品价格回落也是上半年通胀下行的主力推手，下半年在疫情影响淡化供应链恢复的情况下，核心通胀能否稳定下行将成为决定通胀走势的关键因素。好消息是核心服务价格指数中占比较大的住房项受统计样本影响尚未反映早已回落的市场租金价格，因此下半年住房项指数仍有较大下降空间，核心服务价格指数或在住房价格回落后随之下行。

图 5 美国 CPI 指数走势



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 6 欧元区 CPI 走势



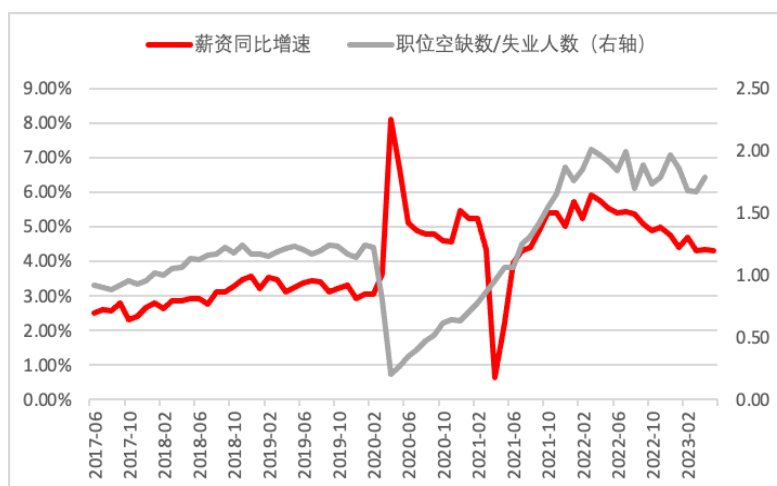
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

(三) 就业市场火热, 薪资下行受阻

美国 5 月新增非农就业人数录得 33.9 万人, 远高于预期的 18.0 万人及前值的 29.4 万人, 同时也为连续第 14 个月超出市场预期。失业率在 5 月录得 3.7%, 较前值 3.4% 有所上升, 且高于预期的 3.5%, 5 月劳动参与率录得 62.6%, 与前值持平。失业率在 5 月明显上调与强劲的新增非农就业人数产生背离, 登记失业人数与就业人口两者数量差异的扩大为本次失业率显著上调的主要原因。同时 5 月对经济周期较为敏感的自雇员工为主力离职群体, 而从职位空缺数来看, 市场上劳动力需求端尚未出现明显降温, 因此短期内美国经济或仍将展现一定韧性。

当前职位空缺与失业人数比仍处于 1.79 的高位, 平均每位失业人员拥有约两个职位供其选择, 整体劳动力市场需求远高于供给的现象并未如期得到显著改善。往后看, 即便当前薪资增速正持续放缓, 但 4.3% 的同比增速与美联储 2% 的目标仍有较大差距。同时货币政策对美国经济的影响尚未完全传导, 劳动力市场需求并未出现明显降温, 总体劳动力缺口在近期或难以显著缩小, 薪资下行势能在未来或将受到一定阻扰。

图 7 美国薪资增速及职位空缺与失业人数比例走势



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

(四) 经济数据优异, 降息节点后置

在 6 月 fomc 会议上, 美联储主席鲍威尔宣布在 6 月维持联邦目标基金利率于 5.00%至 5.25% 的区间。尽管美联储在本月会议停止加息, 美联储主席鲍威尔表示几乎所有美联储官员皆赞同于年底前再次加息。而在本月公布的最新美联储点阵图中, 美联储官员对 2023 年年底的联邦基金目标利率预期中值由 3 月的 5.1% 上升至 5.6%, 这也与鲍威尔的鹰派发言相互映照。在这 18 名美联储官员的利率终值预期中, 有 16 名美联储官员预计利率终值将落于 5.25% 至 5.5% 的区间, 12 名美联储官员预计年内利率终值将落于 5.5% 至 5.75% 的区间, 对比当前的联邦基金目标水平来看, 超过三分之二的美联储官员预计年内仍有两次加息 25 基点的空间, 整体利率曲线大幅抬升。

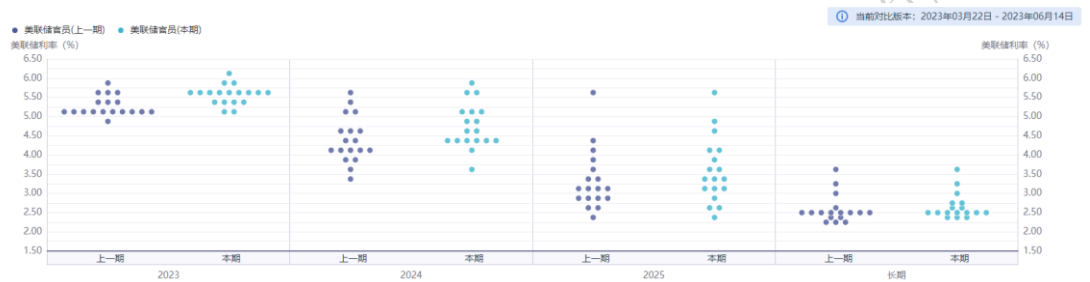
除年内利率预期上涨外, 美联储 sep 经济指标预期中对年内实际 gdp 增速的预期也由 3 月的 0.4% 上调至 1%, 结合失业率预期的下滑及通胀水平预期的上升也间接反映了美联储对美国软着陆的预期有所增加。往后看, 若 6 月非农就业数据及通胀数据未朝美联储目标靠拢, 同时信贷环境并未出现明显紧缩, 美联储 7 月 fomc 会议再次加息 25 基点或成为板上钉钉的共识。整体年内利率预期的抬升或于三季度给予美元及美债收益率一定的支撑。

图 8 美联储 6 月经济预测指标

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 9 美联储 6 月利率预期点阵图



数据来源: Wind, 瑞达期货研究院

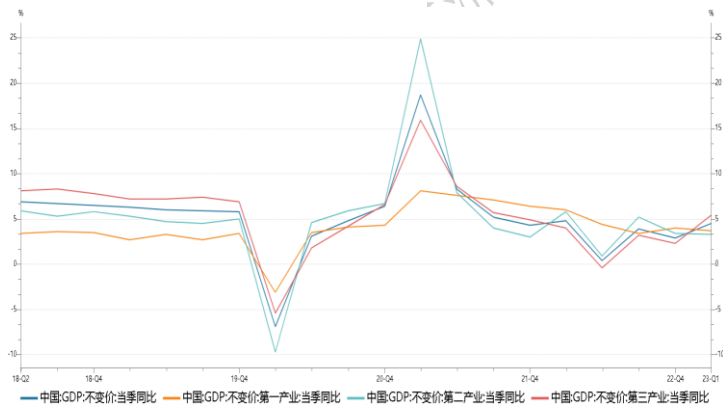
二、国内宏观经济回顾展望

(一) 经济依然偏冷，复苏道路荆棘满途

今年二季度，我国主要指标同比增速较一季度来说均有回落，经济复苏步伐有所减慢。在节假日的带动下，消费环境改善，居民消费能力好转，但消费在去年高基数影响下小幅回落。就业形势与此前相比无显著改善，16-24岁调查失业率再创新高，较上月攀升0.4个百分点至20.8%，结构性失业问题显著。投资项三大领域同比增速均有所下行，其中地产景气度回落最为显著。

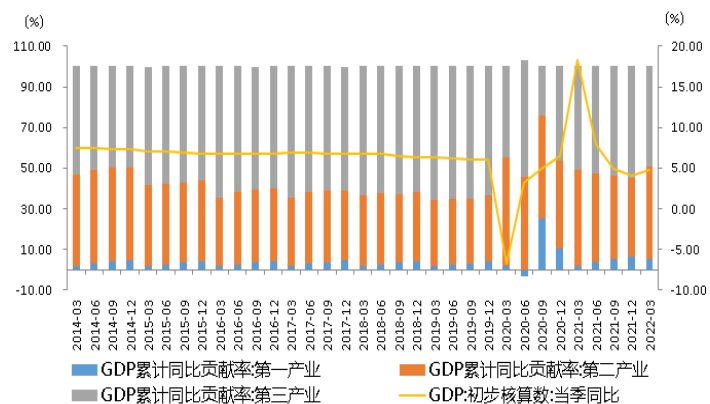
2023年一季度中国GDP同比增长4.5%，虽超市场预期，但复苏进度总体较弱，其中第三产业贡献最为亮眼，消费增长拉动整体GDP增速，一二产表现弱，供需错配问题较为显著。

图 10 2023 年一季度第三产业带动 GDP 恢复上行



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 11 2023 年一季度三大产业贡献率



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

第三产业加速增长，主要受三方面因素驱动：**1、接触性、聚集型服务业在补偿性增长防疫政策放开后，居民外出就餐、旅游出行明显增多。**住宿和餐饮业一季度增加值同比增长 13.6%；批发和零售业一季度增加值比去年四季度快 5.2 个百分点；**2、交通运输业增长加快得益于人流物流恢复。**交通运输、仓储和邮政业一季度增加值较去年四季度的-3.9%也有明显恢复；**3、数字经济带动作用显著增强。**信息传输、软件和信息技术服务业一季度增加值同比增长 11.2%。平台经济监管态度逐步明晰，ChatGPT 掀起数字经济投资热潮，AI 应用空间打开，一季度高技术服务业的产值和投资均显著抬升。

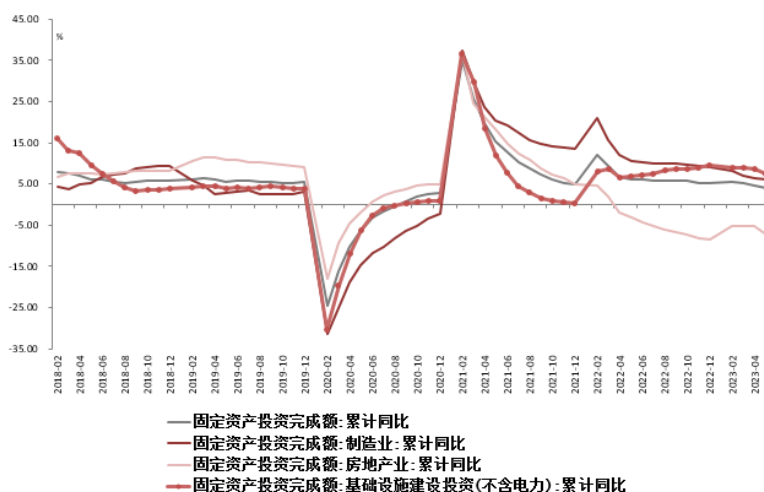
总的来看，**我国经济呈复苏趋势，但复苏进度却不及预期。**我们认为共有两方面原因所导致的弱复苏：**供给过剩。**2021 年起生产端表现强势，制造业投资水平高带动整体投资端，工业增加值高位运行，生产端驱动整体经济快速复苏；库存水平高，产能利用率下降，逐步进入“主动去库存”周期；工业企业利润率持续负增。**内需不足。**在拉动经济增长“三驾马车”的理论框架下，内需不足表现为投资需求和消费需求的不足，拉动经济增长的能力下降从而直接表现为经济增长速度的下降。此外，内需不足还表现在全体国民个人所得的可支配收入占 GDP 比例过低。现在全体个人所得收入占 GDP 的比例只略高于 1/3，世界罕见。相比之下，美国、日本、韩国、印度、巴西、俄国都是 50%以上。

接下来，随着一系列稳增长、稳经济、扩内需政策逐步落地，以及货币政策进一步宽松，经济复苏形势有望延续。

（二）固投增速放缓，地产景气度再度回落

固投上半年表现偏弱。1-5 月我国固定资产投资同比增长 4.0%，较上月回落 0.7 个百分点。三大领域同比增速均出现一定程度下行，投资端总体承压，地产景气度下滑程度较为明显，这一点从本月居民新增中长期贷款上也有所印证。地产行业后续仍需政策引导，从而对冲居民需求弱所带来的影响。

图 12 固投表现偏弱



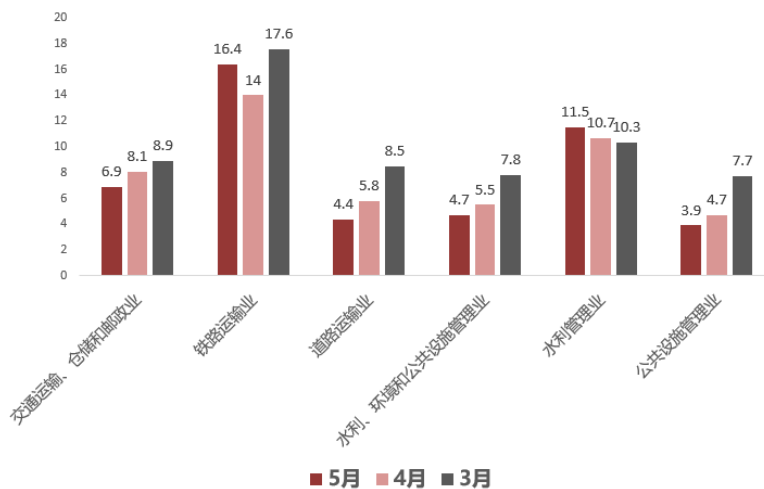
资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

1. 基建小幅回落, 政策进入平稳期。

基建投资增长 7.5%，总体表现较为稳定。铁路运输业以及水利管理业延续此前较快增长的态势，维持两位数增长，为主要贡献项。基建回落的一个重要因素是财政收入的下滑，扣除留抵退税影响后，上半年累计同比增长仅 1.54%，不足以支撑大幅度的财政支出，从而拖累基建，产生一定抑制效果。

我国经济复苏道路上依旧有较多不确定性，同时政策节奏已缓缓放慢，后续基建增幅或继续收敛。但基建作为传统重要抓手，对经济复苏意义重大，是三大投资领域中最重要的一环，后续政府或通过加力引导民间投资参与基础设施建设，缓解项目资金压力、助力总体基建。

图 13 基建投资细分项



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

图 14 财政收支同比增速

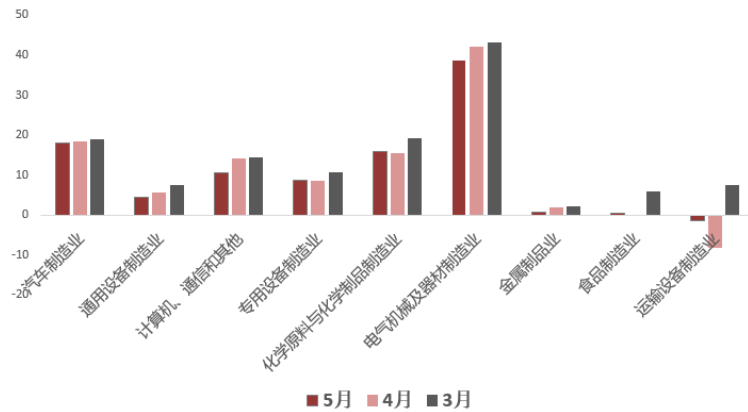


资料来源：wind，瑞达期货研究院

2. 制造业依旧是以高新技术制造业为主，支撑整体运行

制造业投资呈回落趋势，内生动力及外需的不足导致制造业投资小幅下行，但在去年基数回落的影响下依旧较强。但需要注意的是，在终端需求较弱的背景下，企业正处于一个主动去库存的周期，短期内生产端承压。

图 15 制造业投资细分项

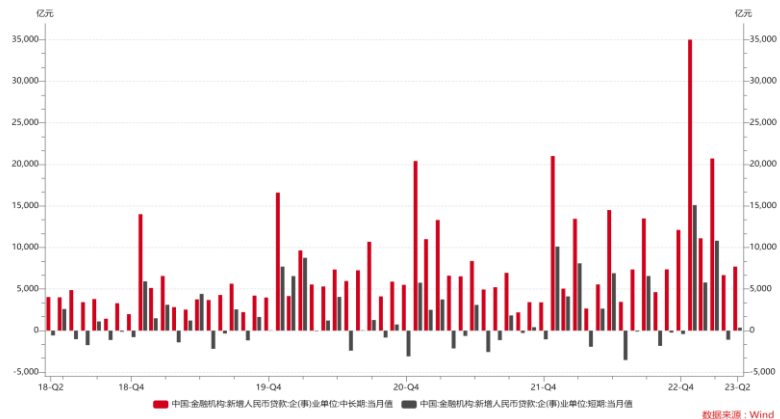


资料来源: Wind、瑞达期货研究院

内需偏弱导致企业经营信心不够高涨, 企业贷款中仍是中长期贷款作为支撑, 结构端表现不佳, 短贷乏力, 信贷动力不足, 融资需求在后续政策提振下或将缓慢恢复活力。

内外需共同疲弱影响制造业投资数据回落。长期来看, 在经济复苏基础尚不牢固的背景下, 制造业投资依旧关键。随着海外经济体逐渐步入衰退, 叠加内需不足, 制造业投资依旧面临出口下行和产能利用率较低的双重压力。我国仍处于疫后修复期, 需要针对性政策以及一定时间传导, 从而促进经济复苏。今年以来, 二十大报告后多次提出高质量发展这一目标, 后续或出台更多相关政策, 进一步推动高技术制造发展。

图 16 新增企业中长期贷款



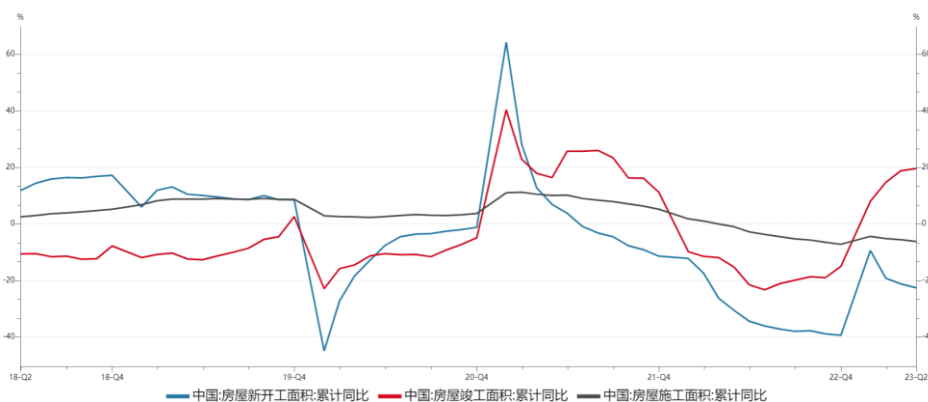
资料来源: Wind、瑞达期货研究院

3. 购房需求大幅回落, 带动地产投资降幅走阔。

上半年, 我国房地产投资同降幅持续走阔。具体来看, 房地产新开工、施工面积累计同比增速下滑不止, 分别为-22.6%和-6.2%, 前值分别为-21.2%和-5.6%。而竣工面积继续

上涨，累计同比增长 19.6%，前值为 18.8%，主要是受“保交楼”政策继续发力提振，地产链后端恢复优于前端。而从需求端来看，商品房销售面积累计同比降幅进一步下行 0.5 个百分点至-0.9%，房地产景气度转冷，市场对其信心不足，地产始终承压。

图 17 地产新开工、竣工和施工当月同比



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

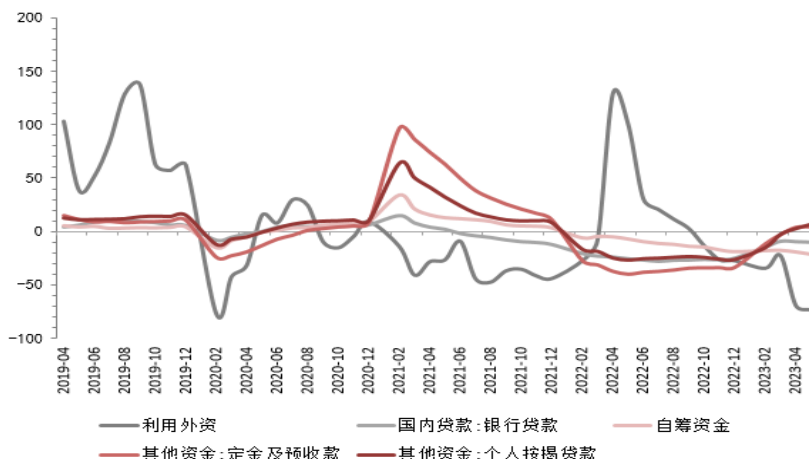
图 18 成交土地溢价率：当周值



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从地产资金来源看，自筹资金仍是主要拖累。个人按揭贷款同比上涨 6.5%，回升 4 个百分点，销售回款能力有所好转，但自筹资金同比仍在-21.6% 的低位徘徊。可以看出，目前地产资金到位情况差，政策传导速度比较缓慢，开发企业资金端压力比较大，对地产运行会有负面影响，行业复苏进程较为缓慢。

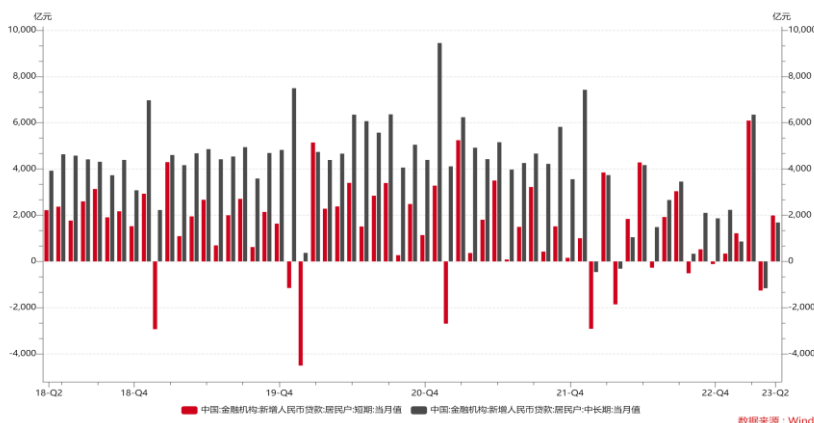
图 19 房地产投资结构走弱（资金来源累计同比）



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

从信贷来看，居民部门融资需求偏弱，中长贷仍处于低位运行，维持“去杠杆”，同时指向低迷的房地产行业为需求端复苏动力弱的主要拖累。目前我国地产政策还不足以稳定房地产景气度，仍缺少一些增量刺激政策，房地产行业压力仍然较大。

图 20 新增居民短中长期贷款



资料来源：Wind、瑞达期货研究院

（三）场景消费结构性恢复，社零受高基数影响同比下跌

中国消费市场在经历去年增速放缓之后，今年上半年随着消费场景的放开，以旅游业为代表的接触性服务业出现迅速复苏迹象，带动整体行业上行，但也要看到，居民消费意愿有待进一步提升，汽车、家电、住房等消费占比高、产业链长、带动力强的大宗消费潜力有待进一步释放。下半年预计复苏趋势将得到延续。

从最新数据来看，5月社会消费品零售总额同比增长12.7%，在高基数及“五一”假期前移等因素影响，社零较4月大幅下跌5.7个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额33875亿元，增长11.5%。2023年1-5月，社会消费品零售总额187636亿元，同比增长9.3%。随着疫情时代离去、经济走向常态，消费场景迎来结构性恢复，促消费，稳增长，尤其服务型消费在线下场景下明显改善。展望后市，随着更多高效有力的提振政策提上日程，消费端或将持续企稳上升，消费对经济增长将提供重要支撑作用。同时，考虑外需在海外缓慢衰退的大趋势下已在回落，政策在扩大内需、稳定外贸等各方面更大力度支持。

图 21 社会消费品零售总额增速



资料来源：wind，瑞达期货研究院

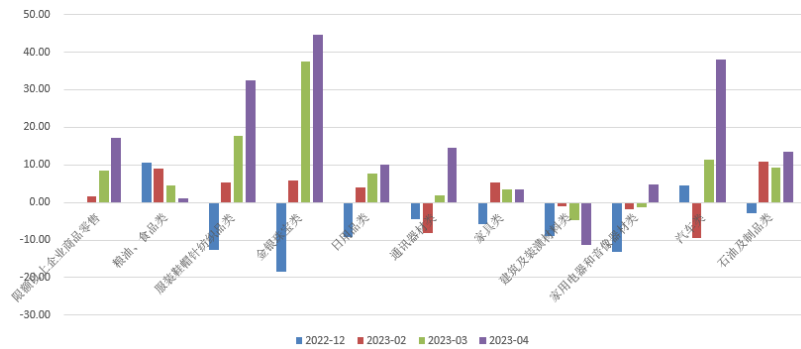
以餐饮为代表的接触型消费持续回暖，5月份全国餐饮收入同比增长35.1%，增速比商品零售高24.6个百分点，指向消费意愿提升，疫情影响正逐渐减弱。今年“五一”假期，居民出行意愿强烈，消费市场迅速回暖，全国交通运输部门预计发送旅客总量恢复至2019年的101.3%。尽管出游人次、国内旅游收入等数据均超疫情前水平，但人均旅游消费反而有所下降。经文旅部测算，2023年“五一”假期人均消费540.35元，较2019年同期下降10.46%，反映出居民收入水平和消费信心依旧受到影响，对于旅游支出更加理性和节俭。

商品类消费同样延续增长进程，较接触型消费增幅略小。5月份，商品零售额同比增长10.5%，增速较上个月回落5.4个百分点。从商品类别看，限额以上单位中七成以上商品类值零售额保持增长，其中穿类和用类商品零售增长较快。本月限额以上单位穿类、用类商品零售额同比分别增长17.6%和12.8%。在用类商品中，汽车类商品零售额同比增长24.2%。部分升级类商品零售增势良好，例如金银珠宝类增长高达24.4%。

目前商品消费复苏主要由服务业主导，以旅游为代表的接触性服务业恢复最为显著。

但需要注意的是，居民消费能力以及信息仍有提升空间，地产行业持续低迷，市场内伤动力不足是最大问题。下阶段，消费复苏的核心驱动因素将转为就业、预期、信心修复支持下的消费能力的提高，同时，受暑假影响为旅游旺季，服务业消费需求或在三季度继续改善。

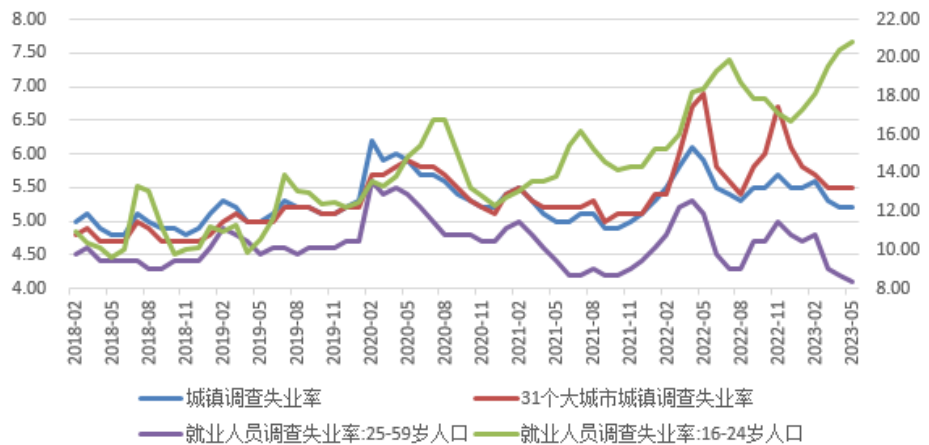
图 22 社零总额分项：当月同比



资料来源：wind，瑞达期货研究院

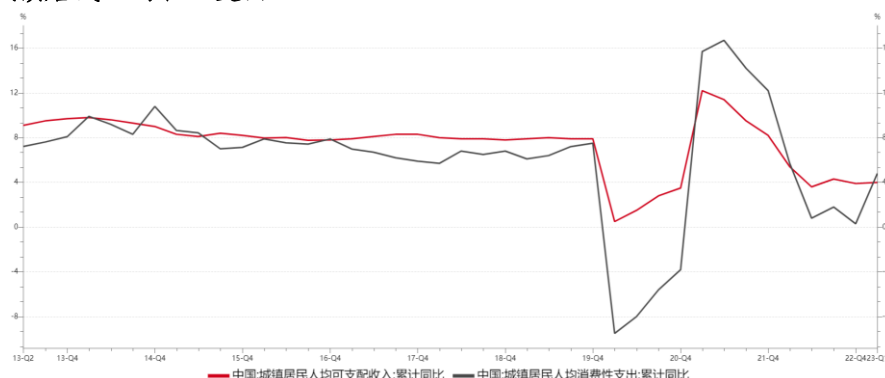
从就业角度出发，上半年青年失业率高位运行。16-24 岁调查失业率持续创新高，连续两月达 20%以上。中国经济复苏确定性较高，就业需求会增加，居民的就业和收入有望进一步改善，今年消费有望好于去年，特别是服务业持续好转，叠加稳就业政策显效。但随着 2023 毕业生陆续进入就业市场，将更加剧年轻人就业压力，扩大居民消费仍需政策还需进一步呵护。

图 23 城镇调查失业率



资料来源：wind，瑞达期货研究院

图 24 城镇居民人均收入支出



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(四) 出口分化明显, 全球衰退预期不减

1. 外需不足叠加基数走高, 出口增速由升转降

2023 上半年, 各海外经济体收紧货币政策, 导致全球经济下行风险增大, 海外需求趋于收缩, 叠加 2022 年上半年高基数效应的压制作用, 中国外贸承压, 但在“新三样”产品的支撑下, 下降幅度较为温和。同时可以看到, 我国出口增长速度超过进口, 这表明中国制造业在全球市场中的竞争力有所提升。其次, 贸易顺差持续扩大, 这反映出中国在全球经济中的地位越来越重要。随着稳外贸政策持续加码, RCEP 协议继续发挥作用助力出口企稳回升, 预计 2023 年下半年出口增速将企稳回升, 但大幅上行的概率不大。在全球经济呈现“制造业衰退、服务业扩张”的情况下, 对中国出口增长的向上弹性仍需谨慎。

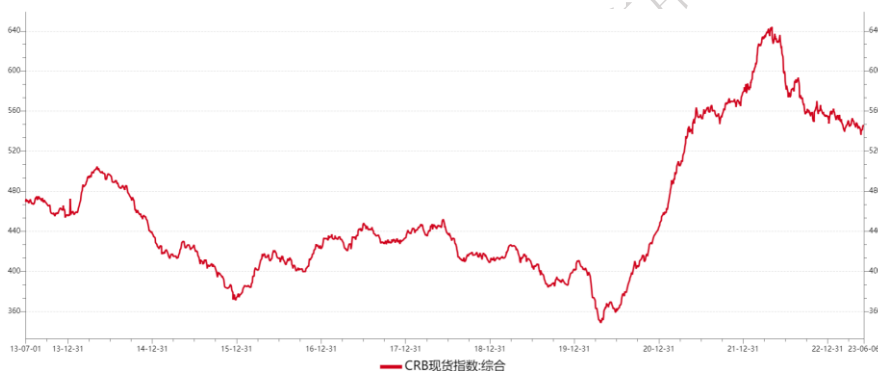
我国出口同比重返负增长, 也印证了上半年出口始终承压。在我们看来, 主要原因有两点: 一是去年基数影响。2022 年我国出口同比增速波动较大, 在分析二季度出口数据时需要适当考虑其带来的影响。剔除去年同期高基数的影响, 5 月我国出口的两年平均增速为 3.8%, 出口金额的绝对水平也是除去 2022 年以来的同期新高。二是机电产品(除汽车以外)由支撑转为拖累。但汽车及其零配件保持较好。除此之外, 2023 年以来 CRB 商品指数总体呈震荡走弱的形式, 对出口增速的支撑较弱, 量价齐跌特征始终存在。

图 25 我国出口同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 26 CRB 现货指数



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从出口经济体看，我国对美国 and 东南亚国家出口的拖累最大，而此前快速推动的“一带一路”国家拉动明显下降。具体来看，我国对欧盟、东盟和日本的出口增速分别下降至-7%、-15.9%和-13.3%，而对美国的出口同比降幅扩大至-18.2%。2023 年一季度泰国、越南、马来西亚、新加坡、印度尼西亚、菲律宾等东盟六国平均 GDP 增速达到 3.3%；东盟六国制造业 5 月 PMI 指数除菲律宾以外均有所下行，平均回落 1.47。种种迹象表明，全球经济衰退预期正持续升温，各国需求端表现不佳，接下来随着各经济体“被动收紧”货币政策，我国外贸在下半年料低位运行，我国对各经济体出口增速或多数下调。

图 27 我国对主要经济体出口增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

从主要出口产品上看,机电产品对出口由上月的支撑转为拖累。具体来看,5月份机电产品拖累整体增速-3.1个百分点。此前新优势产品除汽车外增速均有所回落。此外,劳动密集型产品持续回落,纺织纱线、织物及其制品下降9.4%,降幅进一步扩大,需求端总体压力不减。在全球经济持续衰退的大背景下,后续压力依旧显著,供需错配的现象将持续显现。

最新《全球经济展望》报告对2024年全球经济增长预期从2.7%下调至2.4%。可以看出,市场对全球经济的预测依旧是偏向悲观,全球经济衰退预期并未降温。在海外需求端回落叠加基数效应共同影响下,我国出口转弱。接下来,由于去年6月基数依旧较高,出口增速料继续维持负增长,并且大概率维持一段时间的负区间运行。待“稳外贸18条”等政策落实后,或缓解一定压力。

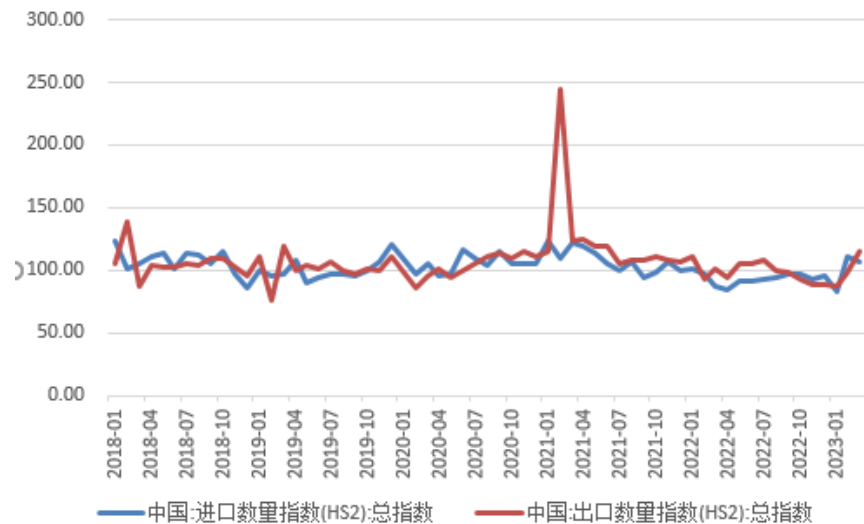
2. 主要进口商品量价齐升,进口跌幅收窄

回顾上半年,我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重压力,增速有所回落。而全球经济衰退预期升温的大背景下,我国内需不足的现象进一步现象,进口商品“量价齐跌”,持续负增。

具体来看,5月份我国进口同比下降4.5%,比4月降幅缩小3.4个百分点。从主要进口产品来看,上游原材料保持一定进口增速正增长,下游制成品增速延续较低负增长水平,拖累整体进口。具体来看,受大宗商品价格上涨拖累,铁矿石、铜矿、塑料等工业品进口数量增速不及农产品,国内工业生产需求增速放缓。而机电产品、高新技术产品、集成电

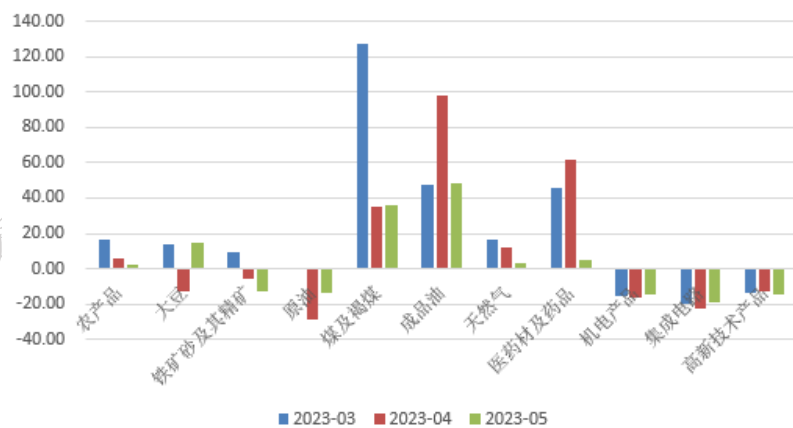
路等下游制成品进口增速持续下滑对整体进口金额同比造成较大拖累，或表明国产替代仍持续。从量价结构来看，主要商品进口数量和进口价格均环比提升，共同导致进口金额同比降幅缩小。主要商品进口数量增速摆脱负增长，或表明国内需求不足边际改善。受疫情影响较小的其他多数经济体生产恢复加速，预计未来国内稳增长政策仍将拉动内需回升，将进一步带动进口的恢复，进口增速有望延续回暖。

图 28 进出口数量指数 (HS2)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

图 29 主要进口商品金额同比增速 (%)



资料来源: Wind、瑞达期货研究院

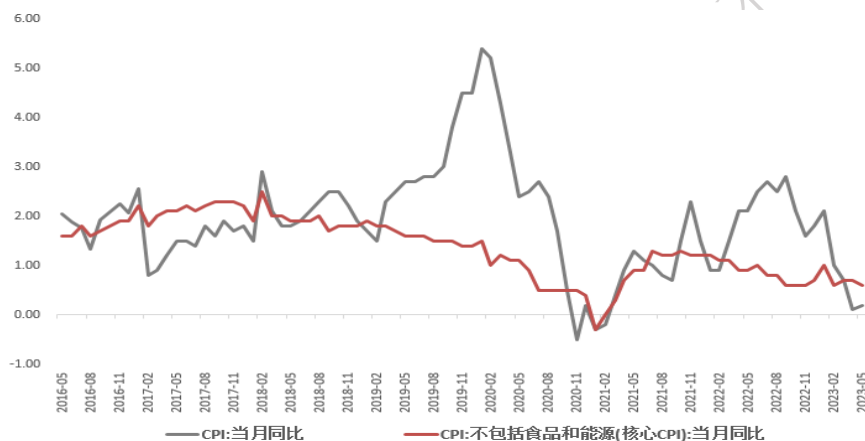
(五) 通胀持续低位运行，上涨动能偏弱

1. 消费需求恢复缓慢，扩大内需仍是重点

供求失衡也影响着低通胀。2023 年上半年 CPI 持续走低，是需求不足与短期因素共同导致。终端需求偏弱，导致核心 CPI 下行。同时，去年上半年俄乌冲突升级，国际能源、粮食等大宗商品价格飙升，基数效应较明显，CPI 同比承压。

单月来看，5 月 CPI 环比下降 0.2%，主要受季节性消费减弱以及消费市场供给充足因素影响，通胀水平继续降温。从剔除食品和能源后的核心 CPI 来看，同比增速下降至 0.6%，依旧低位运行，说明目前终端消费端通胀压力不大，但同时也显示终端需求修复较慢，扩内需依旧是接下来政策核心。随着后续政策落地生效，经济企稳复苏，国内需求对生产端的带动效应逐步增强，核心 CPI 或将能够扭转低位运行态势。

图 30 核心物价低位运行

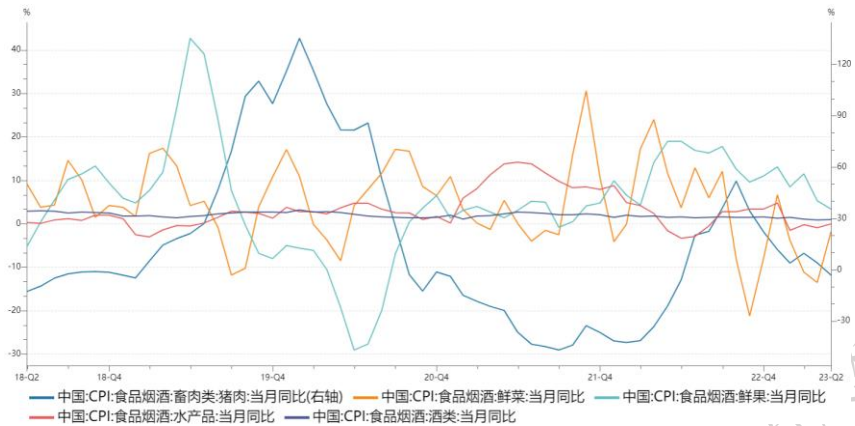


资料来源：Wind，瑞达期货研究所

具体来看，5 月食品价格同比上涨 1.0%，涨幅比上月回升 0.6 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.19 个百分点；环比下降 0.7%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点，影响 CPI 下降约 0.12 个百分点。

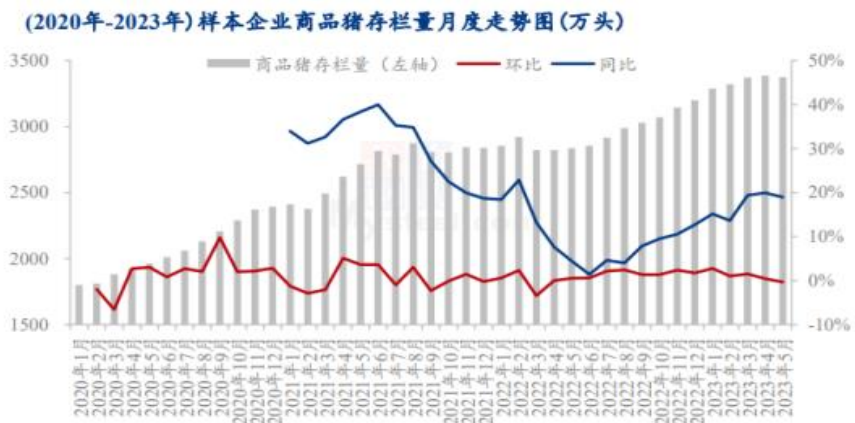
猪肉产能充足，拉动价格同比环比均回落。5 月份猪肉价格同比由上月上涨 4.0% 转为下降 3.2%，降幅回落 7.2 个百分点；环比也下跌 2.0%。从供应面分析，生猪生产波动平缓，近一年多稳定于 4100 万头存栏量的 95%-105% 区间，稳定的生产形势保证猪肉市场供应充足。从近期出栏体重来说，大体重猪出栏较多，导致出栏均重抬升，均对猪价有所压制。需求方面，消费淡季到来，产能去化动力不足，后续回暖幅度或有限。总体来看，整体生猪养殖行业延续亏损，猪价大概率将继续维持偏弱态势，但下跌的空间有限。

图 31 食品价格表现多数回落



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

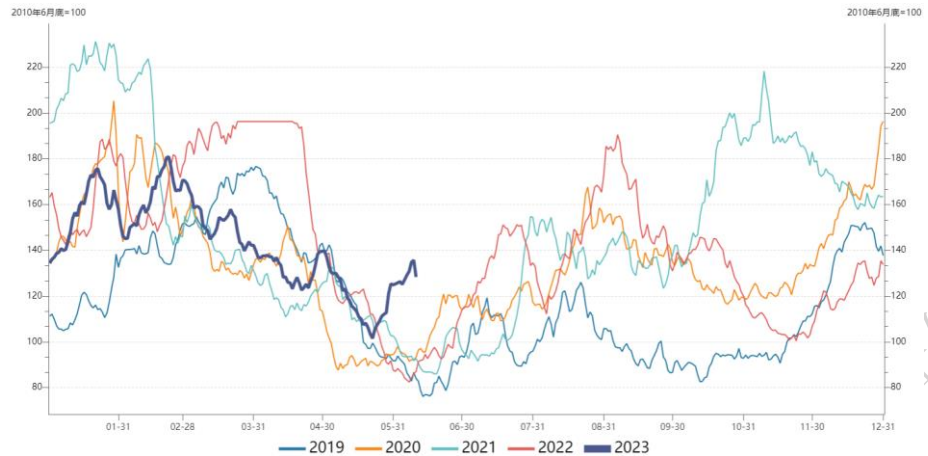
图 32 猪肉存栏量（万头）



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

其他食品（除猪肉外）价格环比均有所回落。从需求端出发，消费淡季叠加高温高湿天气影响，鸡蛋、鲜菜不利于存储，需求回落，价格分别下降 1.5% 和 1.7%，带动整体 CPI 下行约 0.04 个百分点。而供应端，因天气回暖，市场鲜活食品供应量增加，供过于求的现象仍未改善，鲜果鲜菜等价格持续下降，整体食品价格受供需两端共同影响连续多月下行。从寿光蔬菜价格指数也可看到，蔬菜价格持续回落。接下来，食品需求或已落入下行区间，季节性的需求不足仍是主要因素。

图 33 蔬菜价格位于下行区间



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从非食品项看，5月环比增速由上月转为下降0.1%。“五一假期”过后，出行需求减弱，交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格均环比回落7.2%；受“汽车价格战”波动影响下，燃油小汽车和新能源小汽车分别同比下降11.3%、5.1%和3.3%；原油需求疲软，油价中驱下探。全球经济复苏乏力，预计油价将保持震荡态势，大幅波动的可能性较低。与去年相比，油价下跌对非食品价格造成一定的拖累，但假期效应又刺激文旅行业的消费，此消彼长下，总体非食品价格较上月略微上涨。当前政策的首要目标是扩大国内需求、促进经济恢复和推动消费增长。随着内需持续改善，经济发展稳定，预计核心CPI将逐渐上升，但上升幅度或将较为缓慢。

图 34 原油价格下行趋势不改



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

总体来看，本月CPI同比价格的下行主要来自此前季节性因素影响需求下滑，使得商品价格小幅下行。短期内，随着我国经济缓慢复苏，供给需求端均有所改善，但供过于求

的态势仍在持续。叠加复杂的国际环境，内外需对市场价格的拉动或将相对有限，预期CPI同比涨幅阶段性低位运行未来或还会持续。长期来看，随着政策提振显现效果，内需扩大，消费市场恢复活力，CPI将回到合理水平。

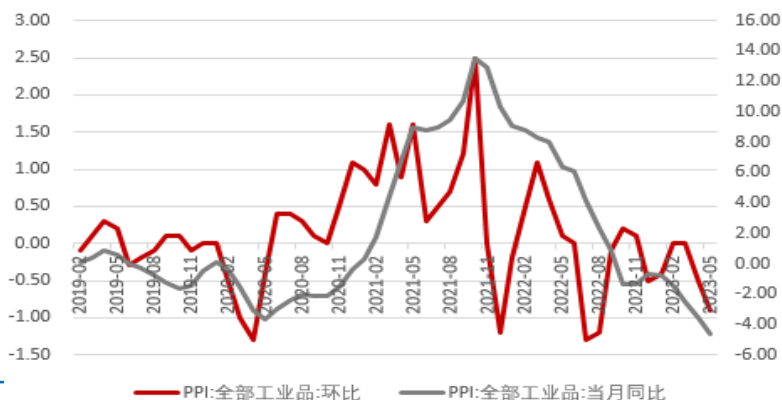
2. 经济复苏乏力，大宗商品价格继续回落，带动PPI降幅走阔

中国5月PPI同比下降4.6%，降幅比上月扩大1.0个百分点，下行幅度略超市场预期-4.3%，主要是受国际大宗商品价格波动较为明显以及去年高基数效应影响。从环比看，5月PPI负增长0.9%，环比走弱表明国内外市场需求总体偏弱。

国内工业仍处于结构调整期，叠加内需增长缓慢和外需疲弱因素，工业品价格继续低位运行。国际大宗商品冲高回落，能源、工业原料和农产品价格均发生不同程度的下降。海外经济体需求下行的负面影响导致国内石油、化学原料相关行业价格整体趋于下行，其中石油和天然气开采业价格环比下跌2.1%，化学原料和化学制品制造业价格下降2.0%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降1.1%。国内基建等相关行业如钢材、水泥等行业供应整体充足，但需求不及预期，价格有所下行，其中黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降4.2%，此外，煤炭产能继续释放同时储煤需求明显下降，煤炭价格继续回落，煤炭开采和洗选业价格环比降幅扩大5.2个百分点，或表明当前库存偏高和供应过剩，房地产行业企稳回升尚需时日。目前来看始终维持较低景气度，下游需求疲弱导致终端价格仍处于低位。

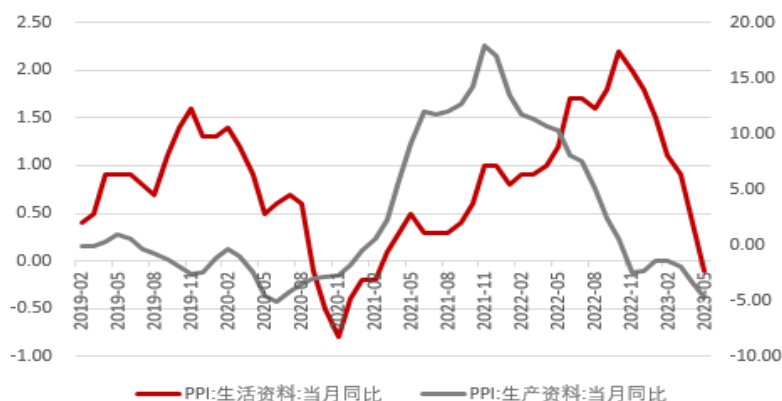
考虑到当前国内经济处于复苏初期阶段以及世界主要经济体增速放缓带来的挑战，叠加国内房地产市场或仍低位运行，生产端仍有一定调整压力，预计PPI在未来一个季度内将继续受高基数拖累，或将延续低位调整。

图 35 PPI 同比降幅扩大



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

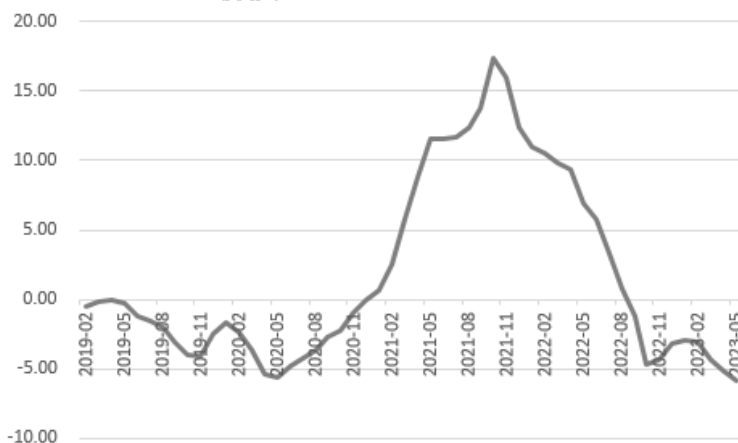
图 36 成本压力下降



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

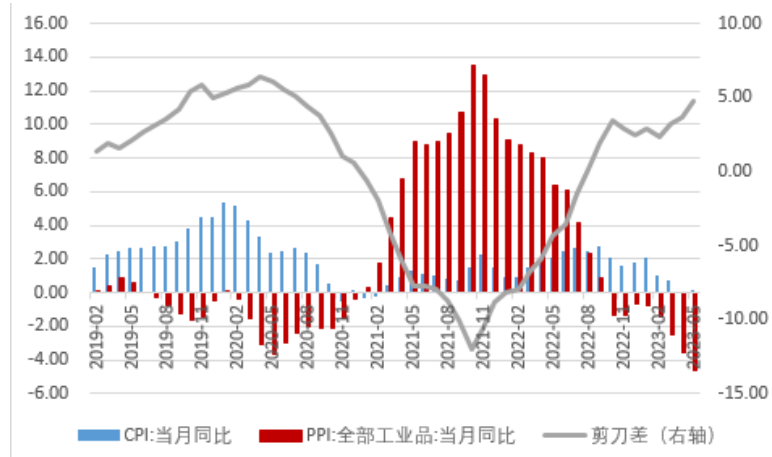
生产资料价格同比下降 5.9%，降幅扩大 1.2 个百分点；环比下降 1.2%。生活资料价格同比由上涨转为下滑 0.1%；环比下降 0.2%。今年以来，生产资料 PPI 与生活资料 PPI 之差、原材料工业 PPI 及加工工业 PPI 之差持续走低，生活资料 and 加工业的表现好于采掘工业和原材料工业。值得注意的是，在上游涨价动力减弱情况下，下游生活资料价格环比降幅扩大，消费复苏动能不足，这也与当月核心 CPI 涨幅延续低位运行得到相互印证。

图 37 生产、生活资料负剪刀差持续扩大



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

图 38 CPI、PPI 剪刀差延续回升



资料来源：Wind，瑞达期货研究所

从政策端来看，短期相对有限的通胀大概率不会对货币政策形成掣肘，内需仍处于企稳恢复阶段、修复动能有待进一步增强，政策仍需继续加力呵护与扩大内需，稳增长、扩内需相较于稳通胀来说更为迫切。展望下半年，经济或将延续温和修复态势，货币政策宽松周期或将延长。

三、国内宏观政策要稳字当头、以我为主

(一) 财政政策：降低企业经营负担

1-5 月累计，全国一般公共预算收入 99692 亿元，同比增速为 14.9%，主要受去年的低基数叠加今年的经济恢复性增长的影响。其中 1-5 月累计，税收收入也同比大幅增长 17 个百分点，其中增值税增长明显。然而，消费税、个人所得税同比仍有所下降，或表明目前居民端消费意愿低迷，仍需相关政策助力，扩大内需。而非税收入看，1-5 月累计，非税收入同比增长 4.5%。其中，国有资产有偿使用收入增长 21.1%，拉高全国非税收入增幅。从税收收入结构看，各主要税种表现分化。具体来看，国内消费税增速持续边际增长，未来有望随消费复苏持续稳健增长；企业所得税同比增速由正转负，与 PPI 降幅扩大、工业企业利润延续下降有关。总的来说，1-5 月的财政收入增长依赖于去年的特殊性因素影响，同时也与经济复苏息息相关。今年退税额同比大幅减少，带动财政一片向好，叠加错峰入库等因素，推高收入增幅。

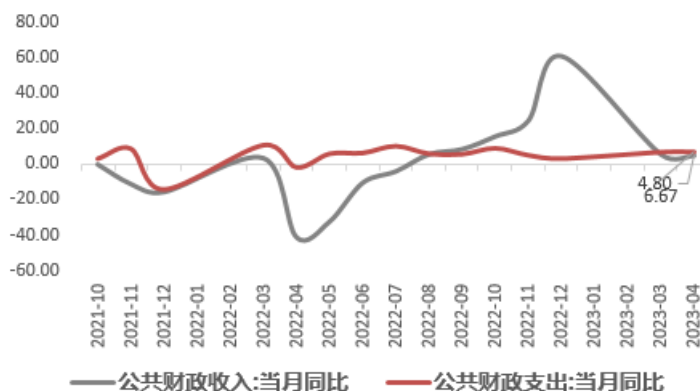
从支出端来看，1-5 月累计，一般公共预算支出同比增速为 4.5%。其中，社保就业和卫生健康支出增速较快，分别达到 45.2% 和 39.2%。社保就业支出在“稳就业”导向下持续改善，在“保基本民生、保工资、保运转”的三重压力下，保持较大规模的社保就业支出有较强必要性；卫生健康高支出是针对疫情相关花销，预计将随着疫情不断好转而逐步回落；教育支出增速边际增长较快，主因或与呵护就业有关，扩大招生并加大就业辅导政策落实。此外，交通运输和城乡社区是预算内基建的重要投资领域，这两项支出增速较快，但增速边际回落，与 5 月基建边际回落、总体较强的走势也相互印证。尽管广义财政支出有所增加，1-5 月政府基金支出进度仍追赶不上基建项目资本金，导致资金周转压力。针对经济内需不足和出口压力，未来有望出台更多宽财政政策，助力基建和产业发展，有效对冲需求不足。

2023 上半年财政收支体现出以下三个特征：在去年留抵退税的影响下，一般公共预算收入回升；一般公共预算支出结构化修复，基建成为主要拖累；地产销售见顶，对政府性基金收入支撑减弱。

接下来，财政收入增速与经济修复之间将呈现出较强相关性，财政收支将注重提升效能，更加凸显结构化特征。预计财政政策将采取一系列措施帮助企业降低经营负担、改善

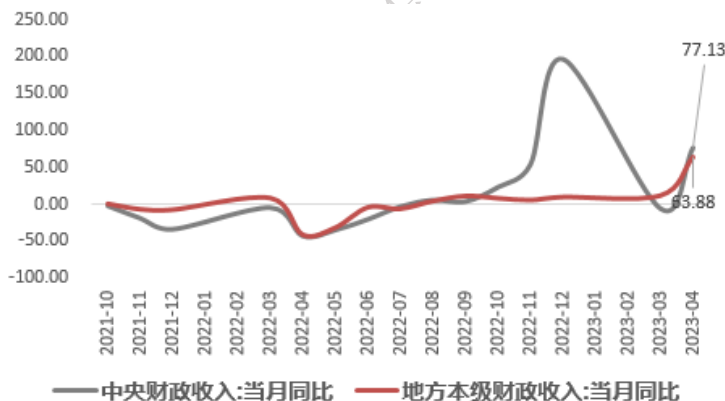
企业盈利质量，对经济恢复较慢的薄弱领域和产业发展压力较大的产业加大减税降费力度。同时，在加码过程中，预计严控新增隐性债务、多措并举逐步化解存量债务风险的政策思路不会改变，地方政府债务问题仍需重点关注。随着 2023 年疫后放开和经济动能逐步增强，财政政策空间及收支平衡压力适当下降，对债务化解的掣肘也将下降。

图 39 公共财政收入同比增速 (%)



资料来源: wind, 瑞达期货研究院

图 40 地方财政收入同比增速 (%)



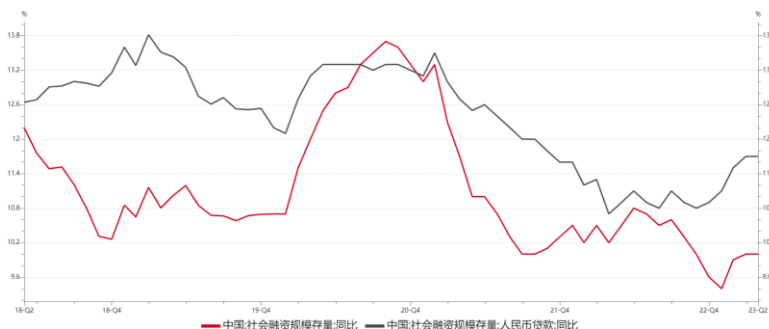
资料来源: wind, 瑞达期货研究院

(二) 货币政策: 重点关注物价和房地产两大风险

5 月社会融资规模存量为 364.42 万亿元, 同比增长 9.5%, 较上月回落 0.5 个百分点。其中, 贷款项 5 月份同比下滑至 11.3%; 政府债券同比增速下跌至 12.4%, 较上月回落 1.1 个百分点; 企业债券同比增速为 -0.1%, 较上月回落 0.7 个百分点, 企业债券增速有明显下滑。而从新增融资规模来看, 5 月社融增速继续放缓, 较上月多增 3312 亿元, 但比去年同期少 1.31 万亿元, “稳信用”压力加大。从社融分项出发, 人民币贷款, 政府债券及

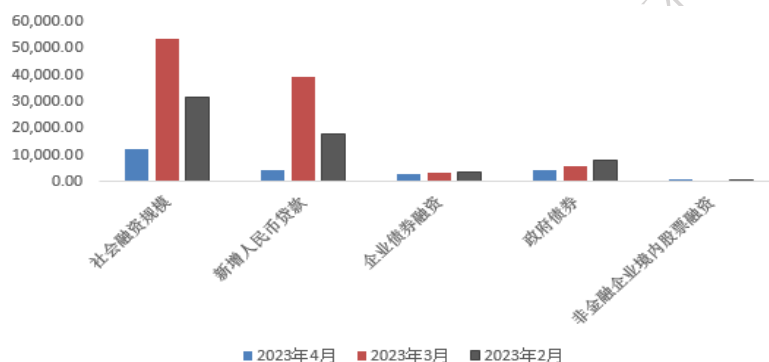
企业债券均同比大幅下滑，对 5 月社融增量形成明显拖累

图 41 社会融资规模存量增速



资料来源: Wind, 瑞达期货研究院

图 42 社会融资规模分项

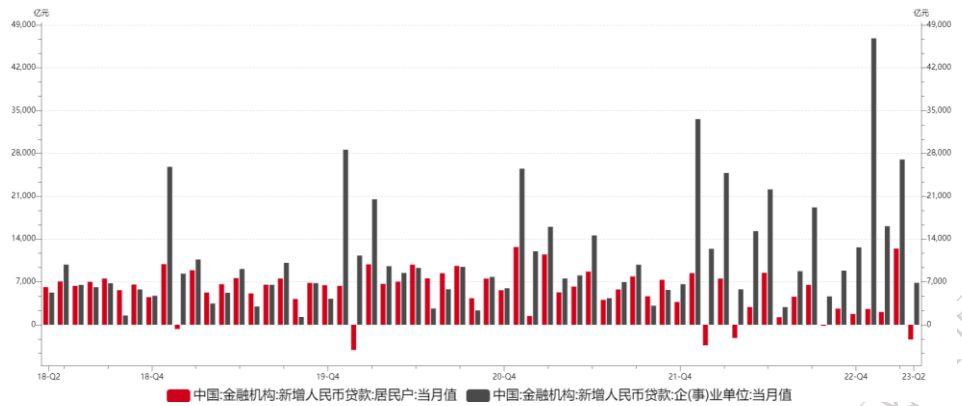


资料来源: wind, 瑞达期货研究院

信贷水平不及预期，居民段需求恢复缓慢。5 月份人民币贷款新增 1.36 万亿元，比上年同期减少 5418 亿元。5 月信贷呈现季节性回落，同时继续维持了此前“企业强、居民弱”的特征，居民端承压显著，其中，新增人民币贷款的最大拖累依旧是在居民中长期贷款。具体来看，企业单位贷款增加 8558 亿元，其中，短期贷款新增 350 亿元，中长期贷款新增 7698 亿元。企业端中长期贷款同比多增显著，已连续 10 月呈增长态势；企业端短贷则在去年同期高基数影响下大幅少增。

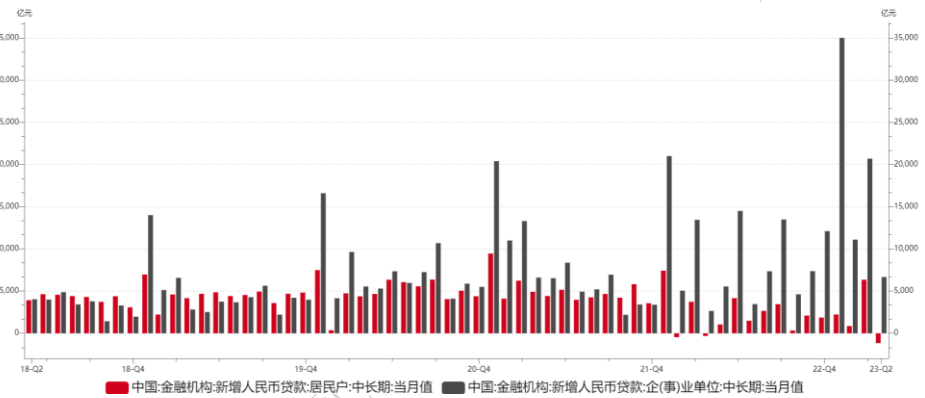
受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，我国 5 月制造业 PMI 数据表现不佳，供需两端景气延续回落。新订单较上月下降 0.5 个百分点至 48.3%，继 2 月以来持续小幅回落，生产指数掉落至 49.6%，较上月下降 0.6%。出口需求收缩，结合内需薄弱的背景下，企业信心不高涨，对未来预期有所下行。目前我国信贷动力不足，融资需求在后续政策提振下或将缓慢恢复活力。

图 43 新增人民币贷款当月值（亿元）



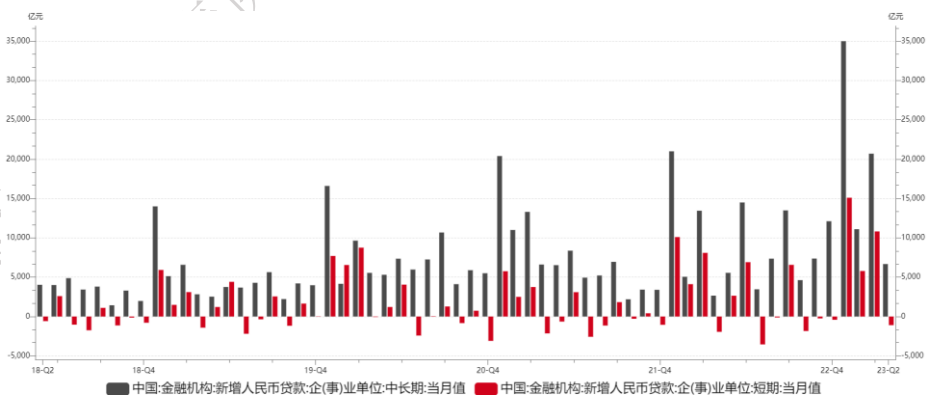
资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 44 新增人民币贷款中长期贷款



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 45 企业端短中长贷款当月值（亿元）

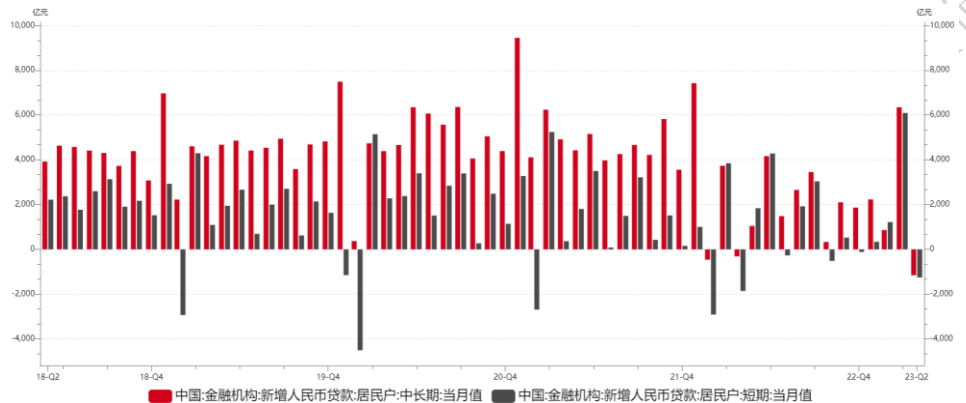


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

从居民端看，住户贷款再度回落，反映出当前居民端消费意愿仍有待恢复。而中长期端，录得有数据统计以来单月最大跌幅，房地产市场再度转冷。居民端贷款再度转向“降杠杆”，说明居民消费端以及收入端依旧承压。

受融资需求不足影响，央行于6月20日下调LPR，1年期和5年期以上LPR结束了连续9个月的“按兵不动”，均下降10个基点。这是2022年8月22日后首次调整。本次LPR对称下调，共有两点影响：一是通过释放出支持实体经济的积极信号，**引导市场预期，提振整体经济信心**；二是通过调整LPR，**促进实体经济信贷成本、经营主体融资成本和个人消费信贷成本稳中有降**，有利于稳投资、促消费、扩内需，加固经济基本盘。

图 46 居民端短中长贷款当月值（亿元）

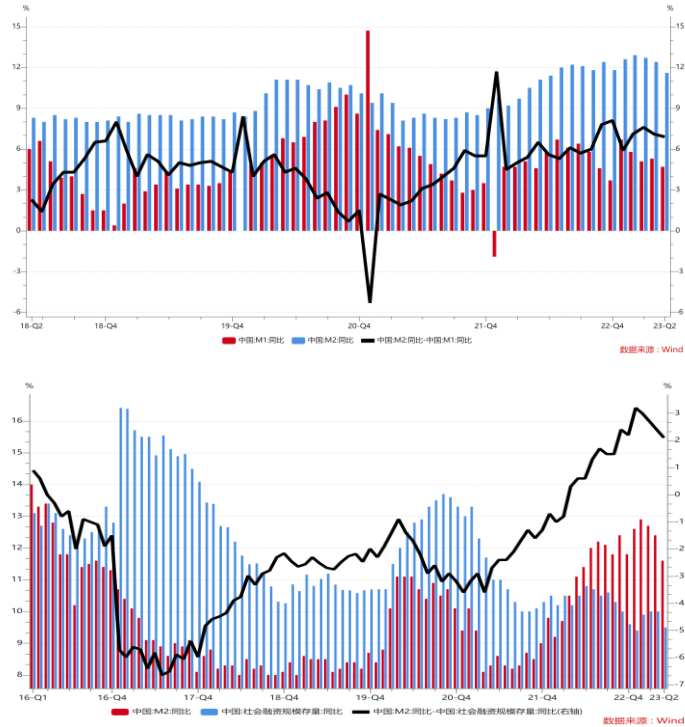


资料来源：Wind，瑞达期货研究院

M1M2 剪刀差仍较阔，资金供给增速边际回落。5月以来，金融机构逐步下调存款利率，表内储蓄对居民资金吸引力进一步回落，叠加节假日消费需求增高，住户存款较去年同期大幅少增。此外，M2增速与社融增速剪刀差继续小幅缩窄但总体偏高，或表明资金淤积和资金空转的问题仍存，后续政策既需要改善实体预期以提振融资需求，还需要防止脱实向虚。M2-M1剪刀差持续收敛，主要原因或是个人存款的流出而非企业活期存款延续小幅改善，但同时地产销售边际走弱。居民端中长期信贷出现收缩以及居民定期存款的转化规模仍然偏低，或表明居民端在前期购房需求脉冲式释放后信心仍然不足。如果没有进一步的政策支撑，不排除居民端新增信贷量会持续维持在低位。

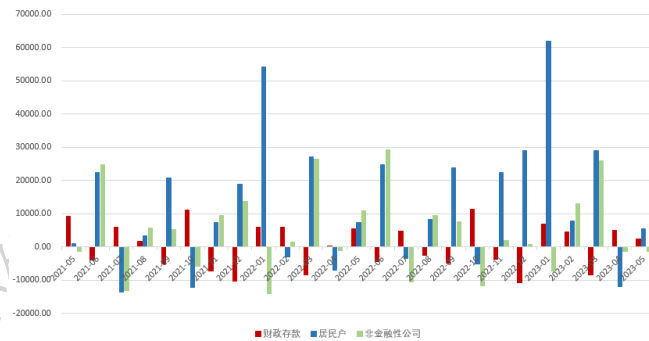
降准可以提供低成本的长期资金，缓解商业银行的成本压力。从“量”上来看，要保持大致平稳的M2增长，年内还有进一步降准0.25-0.5个百分点的可能性，而降准的时点有较大可能会出现在今年下半年MLF到期高峰期。

图 47 居民消费动能有待释放



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

图 48 新增人民币存款分项（亿元）



资料来源：Wind，瑞达期货研究院

2023 年以来，新增社融同比多增，支撑因素在于：1、信贷贷款投放强劲，企业贷款表现贡献较大；2、表外融资规模多增，未贴现票据贡献增量；3、政府债融资依然前置，1-5 月政府债融资规模为 2.8 万亿，较 18 年-22 年同期均值多增 1.1 万亿元左右。伴随着央行近日针对实体融资需求回落实施降息进行对冲，提振经济，预计经济下行压力将减轻，但未必能扭转态势。后续货币政策有望进一步宽松，结合“稳增长”政策的落地，实体融资有望出现实质性回升。

四、下半年宏观经济展望

展望 2023 年下半年，以美国为首的海外经济体通胀水平或持续回落，但整体降幅或相对走平，后期住房项价格指数将逐渐向市场价格靠拢并带动核心通胀回落。劳动力市场供给受制于人口结构影响或难以大幅修复，但需求在高利率环境逐渐传导至经济后大概率将得到显著抑制，然而主导本次劳动力修复的多数服务业商业体对利率的敏感度相对较低，因此劳动力市场数据得到显著改善的节点或相对滞后并于四季度显现。

在经济数据未能如期朝美联储目标靠拢的情况下，美联储为抑制通胀及劳动力市场大概率将再年内再次加息，并将高利率水平维持至年底，降息节点或于明年出现。在高利率预期的引导下，美国及欧元区国债收益率或在三季度将得到一定的支撑，而下行拐点或于 4 季度经济数据得到改善使市场上降息预期上升时出现。而美国经济在本轮加息周期中虽或避免严重衰退现象，但企业营收及居民消费水平在高利率及信贷环境收紧的影响下或仍将相对承压，经济增速在 4 季度或达到年内低点。

对于我国经济，《2023 年政府工作报告》将全年 GDP 增速目标设定在 5% 左右。目前来看，我国经济预期承压，总体呈现弱复苏态势，但由于 2022 年的基数较低，或有望超额完成国内生产总值增长 5% 左右的目标。另一方面，中国经济正从高速增长阶段转向高质量发展，；从简单追求 GDP 增速，转向以质量为首要目标的发展。在追求一定的经济增长速度的同时为高质量发展留出一定空间，更好保障和改善民生。

国务院总理李强 6 月 16 日主持召开国务院常务会议指出，当前我国经济运行整体回升向好，随着前期政策措施的出台实施，市场需求逐步恢复，生产供给持续增加，物价就业总体平稳，高质量发展稳步推进。同时，外部环境更趋复杂严峻，全球贸易投资放缓等，直接影响我国经济恢复进程。同时，会议再次强调“着力扩大有效需求”，内需问题是接下来政策核心要点。

在此背景下，下半年我国需求端料好转，并且伴随各类企业“去库存”进程的持续推进，产能过剩、需求疲弱的现象有望得到改善，企业利润降幅或收窄；制造业投资、基建投资企稳回升；居民收入及消费齐上行，三产支撑整体经济增速优于预期。但需要注意的是，全球经济衰退预期持续升温，各国需求端表现不佳，各经济体“收紧”货币政策，我

国出口增速始终承压。而地产方面，目前我国产业政策还不足以稳定房地产景气度，仍缺少一些增量刺激政策，房地产行业压力仍然较大。

如今我国经济正处于一个转型期，期间可能会遇到一些挑战与困难，这时也就需要货币、财政等系列政策协调配合，才能更好完成高质量发展目标。接下来，货币政策保持宽松，降准与降息工具仍可期，同时或使用地方专项债结存限额、发行特别国债、通过财政补贴刺激消费需求，从而达到稳增长、稳就业、扩大内需三大重要目标。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议