



2023年7月03日

二〇二三年度

行则将至，玉汝于成

---2023年下半年配置策略展望

瞿新荣 投资咨询从业资格号:Z0018524

quxinrong023761@gtjas.com

报告导读:

- 主题(线索): 美国软着陆、中国消费复苏(CPI/PPI ✓)、地产中性。
- 经济: 中国经济面临 30 年来严峻挑战, 地产消费回升难一蹴而就, 资产负债表修复→扩张
- 政策: 中美货币政策博弈, 财政有压力, 地产政策调整, 安全主题。
- 配置: A股消费成长+黄金+原油。
美债: 2023H2 4.0%→3.3%, 美元回落, 配黄金成长;
中债: 2023H2 2.5%→2.8%, A股(消费\化工\军工\半导体);
商品: (地产周期震荡回升, PPI-4.8%→0%), 原油标配(70-90)

风险(预期差): 美国经济没有着陆; 中美关系边际改善; 中国政策超预期; 欧债与新兴市场危机; 地缘冲突

请务必阅读正文之后的免责条款部分

国泰君安期货研究所

目录

1. 2023 年 H1 回顾：美国经济过悲观，中国经济过乐观.....	3
1.1 美国经济消费与就业放缓低于预期，核心通胀韧性.....	3
1.2 中国经济信用扩张受阻，市场期待政策出台.....	5
2. 2023 年 H2 展望：中国经济行则将至，玉汝于成.....	6
2.1 美国经济预期软着陆.....	6
2.2 中国经济亟需信用扩张.....	8
2.2.1 中国经济需要防止“收入→通胀”反向循环，形成通缩。.....	8
2.2.2 中国经济要解决中小私营企业利润低迷问题。.....	8
3. 2023 年 H2 配置展望：A 股消费成长+黄金+原油.....	9

(正文)

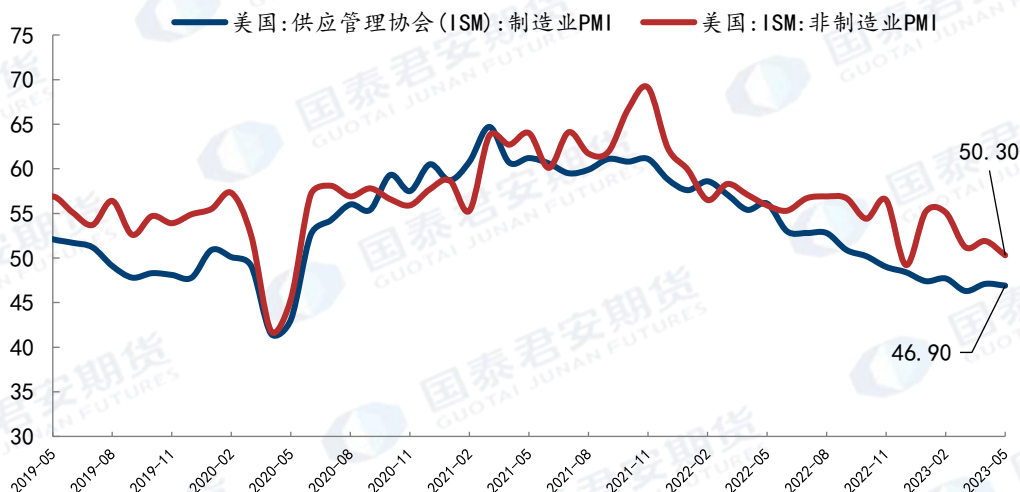
1. 2023 年 H1 回顾：美国经济过悲观，中国经济过乐观

1.1 美国经济消费与就业放缓低于预期，核心通胀韧性

随着美联储 2022 年开启加息缩表，2023 年 3 月爆发“硅谷银行”破产危机，市场普遍预期 2023 年美国将开启衰退——失业率走高至 4% 以上，消费回落。

实际上，美国经济衰退速度远低于市场预期。5 月美国 ISM 制造业 PMI 46.9，前值 47.1；服务业 PMI 50.3，前值 51.9，5 月美国经济景气度服务业偏韧性。4 月美国职位空缺数 1010 万，前值 959 万，较上月回升。5 月美国失业率 3.7%，新增非农就业人数 33.9 万人，前值 25.3 万人，薪资同比增速 4.3%，前值 4.3%，劳动参与率 62.6%，前值 62.6%。美国 5 月失业率回升，但新增就业人数超预期（其中服务生产新增非农就业人数 25.7 万人，前值 19.7 万人），员工薪资增速与前值持平保持韧性，显示美国劳动市场偏韧性。

图 1：美国 ISM 服务业 PMI 超预期上行



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 2：美国失业率与劳动参与率



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

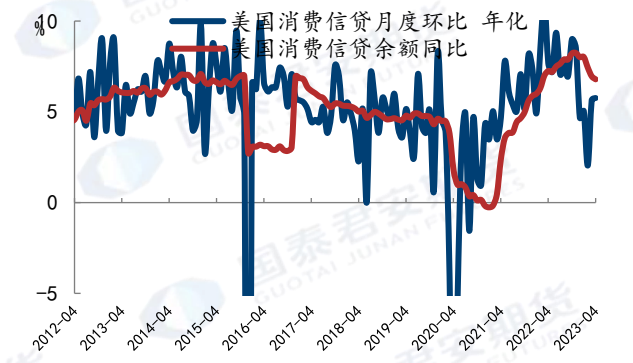
图 3：美国职位空缺人数



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

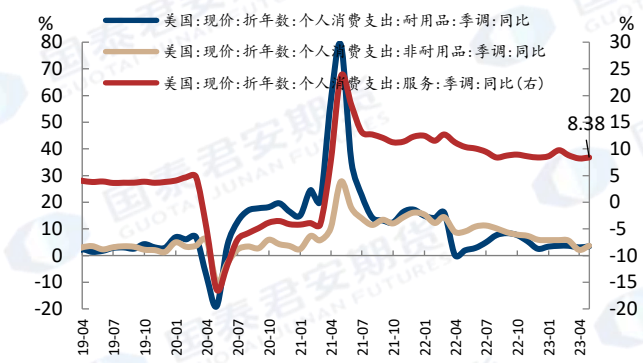
美国消费方面，薪资增长与信贷支撑了美国消费。4 月美国个人服务消费支出同比 8.4%，高于公共卫生事件前水平。由于劳动力短缺，薪资增速较高，叠加超额储蓄，使美国服务消费下行速度偏慢。但消费信贷的情况在 2022 年底以来在逐渐发生改变，美国消费信贷环比年化增速快速回落，这意味着对美国居民消费的支持将削减。

图4：美国消费信贷环比折年快速回落



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图5：美国服务消费支出下行缓慢，有韧性



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

就业与消费韧性，使得美国核心通胀下行缓慢。5月美国CPI 4.0%，核心CPI 5.3%，全口径CPI超预期回落，但核心CPI回落偏慢，显示美国核心通胀依然有韧性，美联储降息时点可能比市场预期来得更晚，这限制了商品反弹的高度。

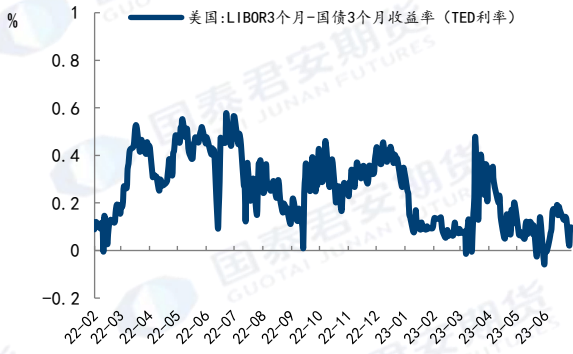
图6：美国核心通胀、薪资增速与房租同比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

尽管美联储在2023年H1超预期鹰派，但除了3月“硅谷银行”破产风险，广泛的风险似乎还没有来临。2022年6月美联储开启缩表，6月以来美联储缩减国债规模较快。5月美国存款机构准备金3.27万亿美元，6月美联储逆回购协议2.44万亿美元，依然偏高。目前美国债务上限通过后，美国财政部预期新增国债补充TGA账户，当前看美元流动性整体偏宽松，风险相对可控。

图7：美国 TED 利差稳定



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图8：美国高收益债期权调整利差

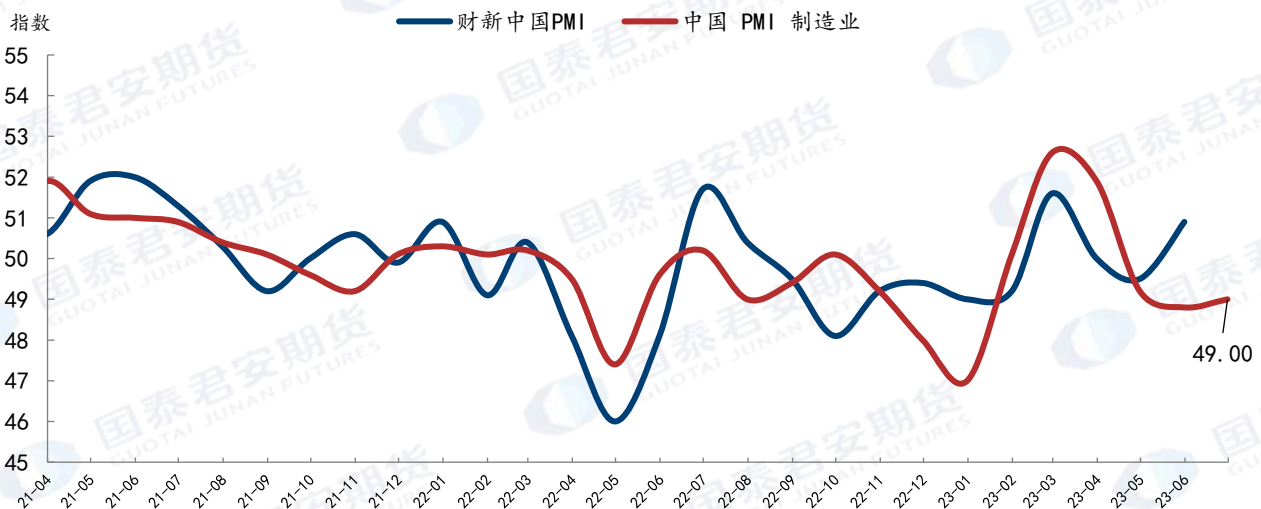


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

1.2 中国经济信用扩张受阻，市场期待政策出台

2022年8月以来受公共卫生事件封控、出口回落和“烂尾楼”风险影响，中国经济景气度持续下行。2023年11月“三支箭”+“金融十六条”+公共卫生事件封控放开，中国经济景气度反弹。受地产投资不及预期与基建下行影响，中国公共卫生事件封控放开后的反弹只有一个季度，未能持续。2023年5月中国中采和财新PMI景气度分化，受地产与基建下行影响，制造业PMI回落，服务业景气度同时回落。

图9：中国制造业PMI



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

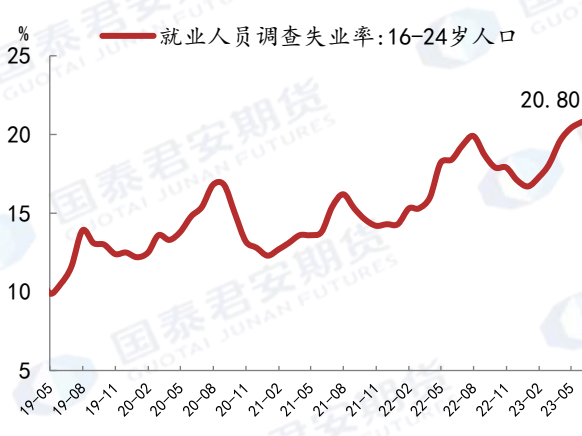
中国居民消费信心依然不足。消费增长取决于居民消费信心与消费能力。2023年1-5月居民累计贷款18361亿，累计同比37.9%，5月消费贷款下行。居民5月新增贷款3672亿元，较去年同期略有回升。整体上，居民部分资产负债表依然有收缩趋势。

图 10：居民当年新增贷款累计同比



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 11：中国居民青年失业率高企



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2023 年除汽车消费略有起色外，其余商品房、家电、家具建材类消费均负增长，2021 年中央经济工作会议定调“需求收缩、供给冲击、预期转弱”未完全改善。

2023 年外需转弱内需不足问题依然存在，PPI、CPI 价格持续下行：

1) 2023 年 1-5 月地产投资增速-7.2%，低于预期；

2) 2023.4.28 政治局会议强调“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”，后续政策支持尚未落地；

3) CPI 与 M2 增速背离，宽货币到宽信用受阻；

4) 5.15 央行一季度货币政策执行报告认为：我国 CPI 将低位窄幅波动，当前我国经济没有出现通缩。

6 月 16 日李强总理召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施落地，主要包括：加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险。

2. 2023 年 H2 展望：中国经济行则将至，玉汝于成

2.1 美国经济预期软着陆

能够比较确定的是，随着美联储加息推进，美国消费将逐级回落。美国经济增长主要由消费、私人部门投资、净出口及政府消费与投资构成，支撑美国当前经济表现的主要是美国服务业消费持续表现韧性。随着美国居民超额储蓄的消耗，以及美联储加息周期下薪资增速的回落，叠加美国库存下降，美国经济下半年表现将明显不及上半年。

图 12：美国 GDP 增速分项构成，投资回落



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

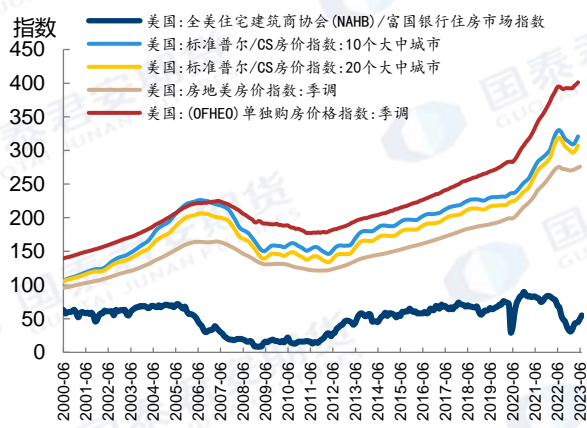
尽管 2023 年 H2 美国经济有持续下行风险，但并不意味着美国经济增速将两个季度低于零。2023 年 1 季度，美国 GDP 环比折年率 1.8%，超出预期。2023 年 6 月 14 日美联储议息会议认为，2023 年美国 GDP 增速预期 1%，远超 3 月份会议预期的 0.4%。美国经济表现韧性较大的原因是，美国居民与企业债务率偏低，无惧美联储加息——这一点从美国 5 月新建与存量住房销售能够表现出来，5 月美国新建住房销售折年数 76.3 万套、成屋销售折年数 43 万套，尤其新屋销售 2023 年 2 月以来持续回升。比较健康地负债，能够让美国居民与企业有更多的时间来应对美联储加息，而美国政府债务问题短期已经通过债务上限解决。

图 13：美国消费与工商贷款坏账率走高



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 14：2023 年 H1 美国住房指数表现韧性



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.2 中国经济亟需信用扩张

2.2.1 中国经济需要防止“收入→通胀”反向循环，形成通缩。

2023.4.28 政治局会议强调“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。

6.16 李强总理召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施落地，主要包括：**加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险。**

为应对中国经济下行，2023年H2中国政策将可能从以下几方面发力，改善经济预期：

1) 货币政策。降息降准。6.20降低1/5LPR 10BP（力度不够），Q3-Q4可能会有进一步降准。

2) 财政政策。1-5月公共财政支出累计同比5.8%，1-5月全国政府性基金支出累计同比-12.7%，合计累计同比0.56%，不够积极。2023年H2预期新增政策性金融工具（三行发行债券筹集重大项目资本金，“资本金贷款”）5-7000亿。（2022年，国家开发银行投放基础设施基金4256亿、农业发展银行基金金额2459亿、进出口银行基础设施基金684亿，共7399亿，目的是补充交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等领域重大项目的资本金）

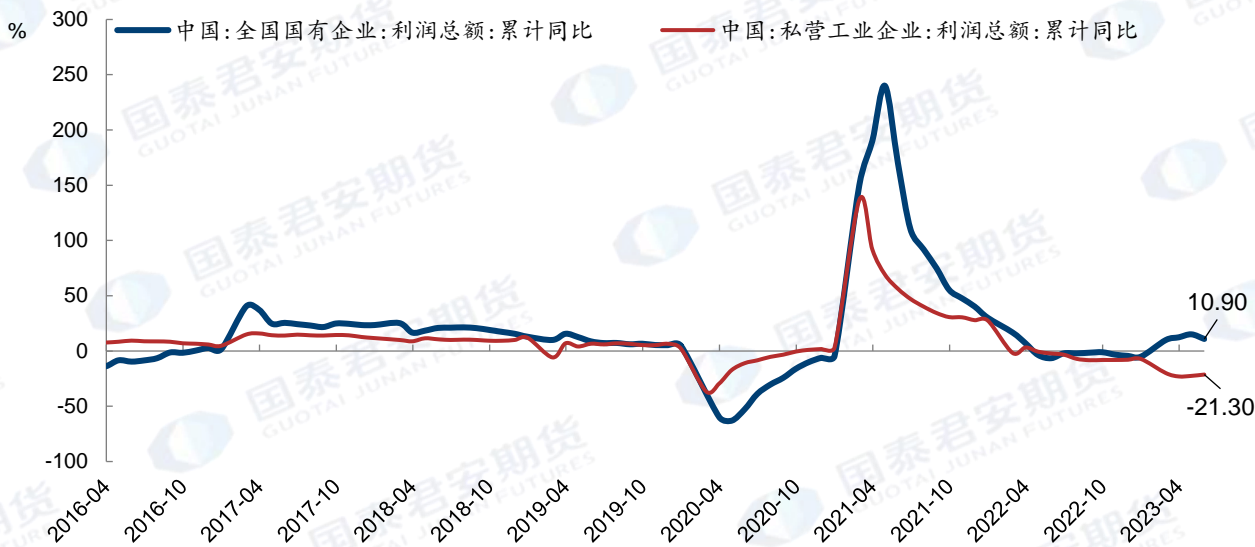
3) 产业政策：放开高能级城市限购（稳定房地产投资增速是关键）、支持新能源汽车、加快充电桩建设、发放消费券等。（6.09 商务部等四部委《关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知》、“618端午欢乐购”、“惠购湖北”）

4) 想办法解决M2与CPI增速背离。 $P=MV/Q$ ，关键要解决V的问题。信心是市场经济硬通货。

2.2.2 中国经济要解决中小私营企业利润低迷问题。

2023年1-4月，全国国有企业利润总额累计增速15%，私营企业利润总额累计同比-22%，企业利润增速出现明显分化，需要出台更多政策来改善这种分化。企业利润分化的主要原因包括地产、教培、互联网政策调整后的余力，以及国有企业资源优势。当前对私营企业的政策调整基本已经结束，整体上私营企业利润将逐渐改善。2023年1-5月，工业企业利润累计同比增速-18.8%，2023年以来持续改善。

图 15：全国国有企业有私营企业利润增速



资料来源：Wind, 国泰君安期货研究

对于当前工业企业由于竞争激烈而发生的毛利下降，内卷严重问题，我们认为这只是短期问题，不影响中国经济中长期发展。目前出现所谓工业企业竞争激烈、产能过剩问题，主要原因包括：1) 外需不足而国内消费单一，内需市场未完全打开；2) 工业企业技术依然有待升级。竞争并不代表坏的现象，当前要打通中国统一大市场优势，企业利润将在经济与消费复苏时得到释放。

3. 2023 年 H2 配置展望：A 股消费成长+黄金+原油

基于对中美经济理解，2023 年 H2 将可能有以下交易主题(线索)：

1) 美国经济软着陆。这意味着美国服务消费将表现韧性，通胀回落将缓慢，对应美债收益率下行空间将受到抑制，美债收益率的坚挺将对油价下方空间形成支撑，而黄金虽然趋势上具备做多条件，但上升空间将可能受到压制。

2) 中国消费复苏(CPI/PPI ✓)、地产中性。中国经济面临 30 年来严峻挑战——这一方面来自于外部贸易摩擦压力，另一方面来自中国房地产超长周期的调整——扣掉 2020 年公共卫生事件影响，中国房地产投资实际面临 4 年的超长期调整，目前来看可能还没有调整结束，出生人口下降以及“房住不炒”政策下，中国地产消费回升很难一蹴而就，中国居民与企业资产负债表修复→扩张将以往周期来的更慢，而这将影响“土地财政”，将给地方财政债务带来压力。

3) 基于当下中国经济表现，在资产配置上偏谨慎：A 股消费成长+黄金+原油。

美债：2023H2 4.0%→3.3%，美元回落，配黄金成长；

中债：2023H2 2.5%→2.8%，A 股（消费\化工\军工\半导体）；

商品：（地产周期震荡回升，PPI-4.8%→0%），原油标配(70-90)

当下，能够比较确定的 2023 年 H2 预期是，1) 美国经济将放缓，消费回落；2) 中国经济有较大压力，信心修复可能比预期来得慢。我们的资产策略是基于以上的预期做出的，但依然要关注可能的预期差(风险)：美国经济没有着陆；中美关系边际改善；中国政策力度超预期；欧债与新兴市场危机；地缘冲突。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521