

类别

宏观市场半年报

日期

2023年7月3日



建信期货  
CCB Futures

### 宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwenxin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongbin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)

021-60635568

wangtianle@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F03107564



## 耐心等待美联储结束本轮加息进程

## 近期研究报告

《宏观专题-站在紧缩十字路口的美联储该何去何从》2023. 6. 15

《贵金属专题-本轮黄金牛市的驱动力与运行特征》2023. 5. 22

《宏观专题-美国债务违约风险再次浮现》2023. 5. 12

《宏观专题-美国银行业危机短期缓解但隐患继续累积》2023. 4. 28

《宏观专题-美国经济开年表现与非通胀交易的反复》2023. 2. 21

《宏观专题-中美超额储蓄形成机制和释放路径比较》2023. 1. 8

## 观点摘要

- 在中国经济增长势头先回升后走弱、经济政策持续处于扩张性基调且6月份之后刺激力度有所扩大的情况下，截止6月21日中国大类资产表现排序为债券(+2.32%)>股票(+2.69%)>货币(年化+2.06%)>商品(-3.67%)。债券偏强是因为中国央行货币政策始终处于稳健偏宽松基调且3月份降准6月份降息，而且中国经济复苏势头很快走弱以及结构性负面因素再次浮现也支撑了债券多头信心，但新一轮经济刺激政策引发的经济增长动能回升预期及其蕴含的稳增长决心也限制了债券利率下降空间。上半年股票与债券的跷跷板效应显著增强，市场情绪并没有出现极端情形，但3月份美欧银行业危机以及随后的中国央行降准的确引起了股市的短期波动。商品方面，工业商品受欧美央行紧缩、中国经济形势以及中国经济政策影响先扬后抑再反弹，农产品在猪周期抑制下持续偏弱但6月份之后受厄尔尼诺天气预期提振，避险需求和地缘政治风险提振贵金属，但美国经济通胀韧性以及美元汇率美债利率强势降低金价上涨的流畅度。
- 展望2023年下半年，我们预计在中美博弈白热化的大环境约束下，中国当局政策刺激力度以及推出节奏很可能低于市场预期，但刺激措施对实体经济及企业盈利逐步起到托底作用；美联储持续紧缩的累积滞后效应以及银行业危机引致的信贷条件收紧将继续抑制美国经济增长动能，美国经济在扩张性财政政策和紧缩性货币政策的作用下有可能实现软着陆，经济软着陆以及通胀压力进一步缓和势必为美联储在二次加息之后提供短期温和降息的时间窗口。在以上基准预期下，我们判断下半年中国国债利率易上难下，但在美联储开启降息进程之前国债利率仍在波动区间下沿运行，可继续超配；中国股票在美联储开启降息进程之前仍将震荡偏弱，但中国当局刺激政策的陆续推出或限制股市跌幅，建议标配价值股，四季度之后可择机移仓到成长股并超配；在美欧央行继续紧缩抑制下包括贵金属在内的大宗商品仍有最后一跌，而在美联储停止加息进程并最终开启温和降息周期之后，贵金属将引领大宗商品出现一次中级反弹，建议标配黄金低配原油，四季度之后可择机超配商品。

## 目录

一、上半年宏观市场回顾.....	- 4 -
二、中国经济休养生息仍需政策支持.....	- 6 -
2.1 中国经济疫后重新开放.....	- 6 -
2.2 结构性压力持续浮现.....	- 7 -
2.3 进一步政策支持不可或缺.....	- 11 -
三、美国经济软着陆与货币政策微调.....	- 12 -
3.1 积极财政政策与经济通胀韧性.....	- 12 -
3.2 美联储货币政策进入限制性区间.....	- 17 -
四、大类资产市场分析.....	- 19 -
4.1 美债震荡偏弱中债震荡偏强.....	- 19 -
4.2 美元强弩之末但人民币仍然偏弱.....	- 20 -
4.3 中外股市走势或再度趋同.....	- 22 -
4.4 大宗商品仍有最后一跌.....	- 22 -
五、中期资产配置建议.....	- 23 -

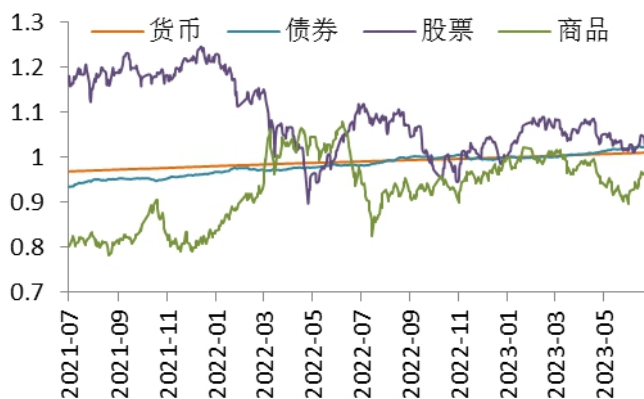
## 一、上半年宏观市场回顾

2023 年全球宏观市场主要受中美经济形势和全球央行政策动向主导，中间加上美国银行业危机和债务上限谈判的短期冲击，人工智能热潮以及地缘政治风险对特定经济体也有着相当程度的影响。

中国方面，防疫共存闯关时点提前到 2022 年 12 月份，在带来中国经济二次衰退的同时也增强了 2023 年中国经济将强劲复苏的预期，特别是在 2022 年中国居民存款大幅超增的情况下。2023 年初的经济数据证实了经济活动在疫情干扰因素减退以及消费场景重建之后的确有显著的恢复，尤其表现在餐饮旅游方面；但在国内积压需求和国外积压订单充分释放之后，市场热盼的报复性消费并没有如期到来，而欧美央行紧缩抑制制造业需求、债务压力抑制国内消费意愿以及地缘政治风险抑制投资意愿等利空因素开始浮现，经济增长动能显著减弱，2023 年 4 月份至 5 月份中国官方制造业 PMI 再度回到荣枯分界线下。

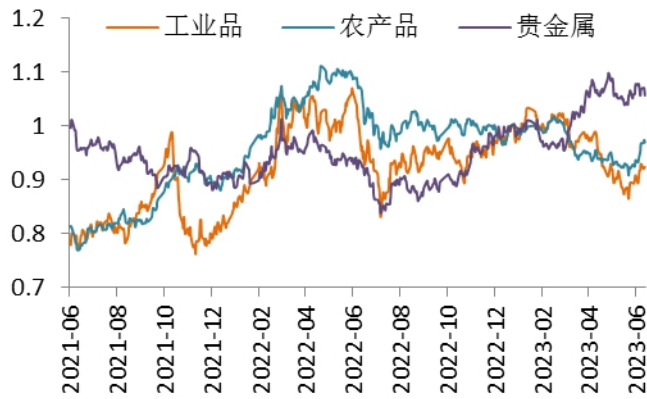
由于疫后重新开放的经济恢复程度不够理想，更是与欧美重新开放后经济持续过热形成鲜明对比，因此中国当局很快推出新一轮经济刺激措施。在 3 月份美欧银行业危机期间为稳定市场预期而降准 0.25 个百分点之后，6 月 13 日至 20 日中国央行陆续调降 7 天逆回购利率、各期限 SLF 利率、一年期 MLF 以及各期限 LPR 各 10BP，并引导商业银行下调存款利率。6 月 16 日国务院总理主持召开国常会，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，会议强调具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。

图1：中国大类资产表现(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国商品类别表现(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在中国经济增长势头先回升后走弱、经济政策持续处于扩张性基调且 6 月份之后刺激力度有所扩大的情况下，截止 6 月 21 日中国大类资产表现排序为债券 (+2.32%) > 股票 (+2.69%) > 货币 (年化+2.06%) > 商品 (-3.67%)。债券偏强是因为中国

央行货币政策始终处于稳健偏宽松基调且3月份降准6月份降息，而且中国经济复苏势头很快走弱以及结构性负面因素再次浮现也支撑了债券多头信心，但新一轮经济刺激政策引发的经济增长动能回升预期及其蕴含的稳增长决心也限制了债券利率下降空间。上半年股票与债券的跷跷板效应显著增强，市场情绪并没有出现极端情形，但3月份美欧银行业危机以及随后的中国央行降准的确引起了股市的短期波动。商品方面，工业商品受欧美央行紧缩、中国经济形势以及中国经济政策影响先扬后抑再反弹，农产品在猪周期抑制下持续偏弱但6月份之后受厄尔尼诺天气预期提振，避险需求和地缘政治风险提振贵金属，但美国经济通胀韧性以及美元汇率美债利率强势降低金价上涨的流畅度。

国际方面，2023年最大的变数是美国经济和通胀在美国政府积极财政政策和居民部门超额储蓄的支撑下异常强韧，尽管美联储持续收紧货币政策并且3月份爆发银行业危机，但就2023年上半年的情况来看，美国就业市场紧张形势有所缓解但仍处于非常强劲的状态，美国整体通胀增速显著回落但核心通胀依然处于近三十年的高水平区间。在这种情况下，虽然美联储持续放缓加息步伐并在6月会议上决定暂停加息，但就全面上调经济增长、就业市场和通货膨胀预期以及联邦基金利率路径预期，暗示年内或至少还有50BP的加息空间。经济通胀韧性使得美国10年期国债利率在3月中旬触及年内低点3.3%之后，又缓慢回升到3.8%附近；而以ChatGPT为代表的人工智能热潮则持续增强美股风险偏好，截止6月21日美国纳斯达克指数年内上涨29%，在环球股市中表现优异(欧洲STOXX600指数和日本日经225指数分别上涨7.7%和28.7%)。

除了美国之外的欧元区、英国和日本等发达经济体的核心通胀压力也极具韧性，发达经济体继续集体紧缩货币政策。欧洲央行在加息竞赛中急起直追，2023年上半年欧洲央行加息150BP(同期美联储加息幅度75BP)，目前美欧央行政策利差为112.5BP，欧洲央行在6月会议中强调7月份继续加息为大概率事件；英国央行加息150BP，目前美英央行政策利差缩小到12.5BP；加拿大央行在暂停加息4个月之后，于6月份开启二次加息进程，目前美加央行政策利差为37.5BP。与此同时，尽管日本核心CPI增速连续9个月超过3%，但雇员现金收入增速偏低意味着通胀压力无法增强雇员工资议价能力，因此日本央行继续维持超宽松货币政策以刺激经济增长，这也使得在美元指数整体震荡偏弱的情况下美元兑日元汇率仍升值8.2%。但多年超宽松货币政策推动日本金融资产整体走强，日本居民部门也成功进入加杠杆进程，因此日本央行也有可能收紧货币政策；6月28日日本央行行长植田和男在欧洲央行论坛上表示，如果合理确信通胀在放缓一段时间后将在2024年提速，那么日本央行将有充分理由转变货币政策。

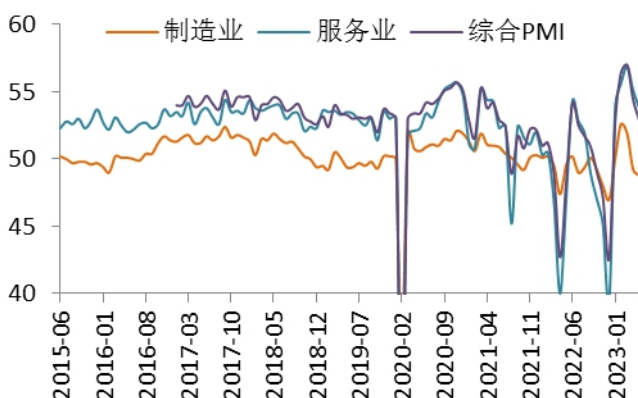
## 二、中国经济休养生息仍需政策支持

### 2.1 中国经济疫后重新开放

2020年至2022年中国经济受到新冠疫情及疫情防控的干扰，中国凭借强有力社交隔离措施在短时间内控制疫情，并持续实施动态清零政策以维持国内经济生活秩序的大致稳定。动态清零政策的确对服务业消费与跨境差旅造成一定程度的干扰，但国内外疫情发展状况差异也使得中国收获较多的替代性出口红利，2020年至2022年中国出口商品占全球份额平均为14.7%，较疫情前四年平均提升了1.8个百分点。在外需向好的支持下中国当局抓住有利时间窗口推进经济结构改革，如通过三道红线以及严格限购政策推动房地产市场转型、以强力政策干预抑制互联网行业无序扩张和推动教培行业转型、以财政补贴政策推动半导体行业化和新能源汽车行业发展等。

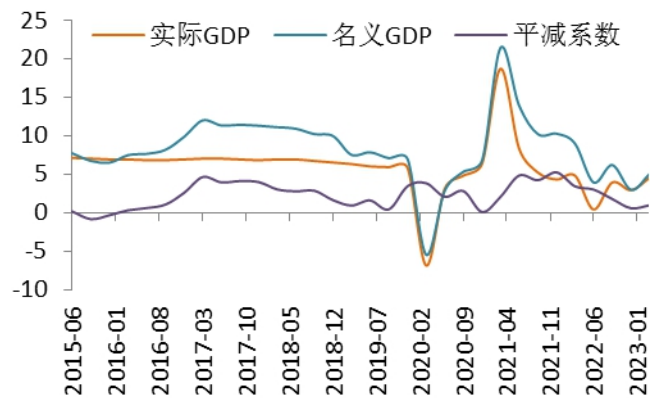
经济结构改革是推动中国经济转型升级所必须，但毫无疑问也会带来短期阵痛，2021年下半年中国经济增长动能开始减弱。再加上2022年海外经济体在传染性极强而毒性较低的Omicron新冠变种冲击下纷纷放弃抵抗转而采取与新冠病毒共存策略，令到中国动态清零的难度指数级上升，社交隔离措施的大幅强化进一步施压经济，2022年中国实际GDP同比增速下滑至3%，为1978年改革开放以来次低值（仅高于2020年的2.2%）。在这种情况下中国当局决定于2022年年底逐步进行防疫共存闯关，防疫共存闯关时点的提前（当时市场普遍预期闯关时点为2023年二季度）一方面使得2022年四季度中国经济出现二次探底，但也提升了2023年中国经济复苏预期。IMF在2023年1月份《世界经济展望》报告中将中国2023年经济增速预期提升至5.2%，较2022年10月份预期整整提升了0.8个百分点（与此同时2022年经济增长评估则由3.2%下调为3%）。

图3：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国经济整体状况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

出人意料的是中国疫情共存闯关进展异常顺利，2023年1月份起中国社会经济秩序逐步恢复正常，社交隔离措施的减退以及消费场景的重建使得服务业反弹力度更强，叠加2022年应对经济疲软而推出的两轮经济刺激措施，就使得2023年一季度中国经济超预期复苏。2022年底到2023年3月份中国综合PMI从42.6%持续回升到57%，2023年一季度中国经济同比增长4.5%，好于市场主流预期的4%；除了固定资产投资不如人意外，国内零售消费以及国际出口增速均好于市场主流预期，各大假日出游人数超预期恢复，酒店餐饮到处人潮涌动。金融市场对此也是给予充分肯定，2022年10月底到2023年2月中旬万得全A指数上涨16%（考虑到提前预期以及美欧银行业危机因素），2022年11月底到2023年2月中旬人民币汇率指数上涨4.1%。

## 2.2 结构性压力持续浮现

在2023年一季度经济如期复苏的同时，一些中长期结构性因素对中国经济的压力也开始持续浮现，这使得中国经济增长动能从4月份开始逐步走弱，最重要的两个结构性因素为外部的中美博弈白热化与地缘政治风险、内部的房地产周期转折与居民部门/地方政府债务压力。

### 2.2.1 中美博弈与地缘政治风险

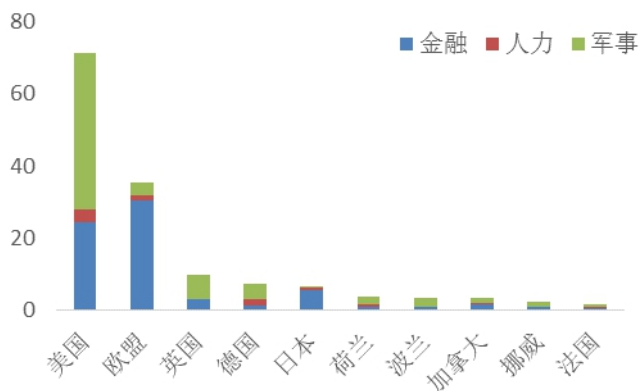
地缘政治风险包括俄乌冲突和中美博弈两部分。俄乌冲突方面，2022年2月份爆发并持续至今的乌克兰战争已经演化为美欧通过乌克兰与俄罗斯的战斗。基尔世界经济研究所(Kiel Institute for the World Economy, ifW Kiel)的“Ukraine Support Tracker”数据库显示，2022年1月份至2023年2月份美欧共援助乌克兰1559.9亿欧元，其中军事援助724.8亿欧元；美欧一方面不断军事金融援助乌克兰，另一方面持续加大对俄罗斯的制裁力度，截止2023年6月底美欧已经对俄罗斯实施11轮制裁，并且阻吓其他国家军事援助俄罗斯。

在诸多不利条件之下，俄罗斯在乌东地区的特别军事行动虽然进展缓慢但仍在坚定推进；根据战争研究所(Institute for the Study of War, ISW)的俄乌战局评估报告，截止6月底俄罗斯已经控制乌东地区卢甘斯克地区的几乎全部、顿涅茨克地区的55%、扎波罗热地区的75%以及赫尔松地区的70%（这四州已经在2022年9月份全民公投加入俄罗斯联邦）。6月底发生的瓦格纳雇佣兵事变在迅速得到处理之后，预计并不会对乌东地区形势造成颠覆性的影响；但俄罗斯国内派别矛盾以戏剧性方式暴露出来，有可能加大俄罗斯结束特别军事行动的压力并加速乌克兰战争的进程。

俄乌战局发展对中国地缘政治风险有着复杂的影响。一方面，俄罗斯与欧美经济社会的决裂意味着与中国经济社会的联动加强，2022 年全年以及 2023 年前五个月，中国对俄罗斯累积出口额分别同比增长 12.8%和 75.6%，比同期中国累积出口增速分别高出 5.8 和 75.3 个百分点，俄罗斯市场的开拓对于缓和欧美经济疲软对中国出口的拖累起到重要作用，美欧严厉制裁俄罗斯也有利于中国以更低廉的价格获取俄罗斯丰富的能源和金属资源，因此乌东地区形势的长期恶化对中国经济发展有利多的一面。

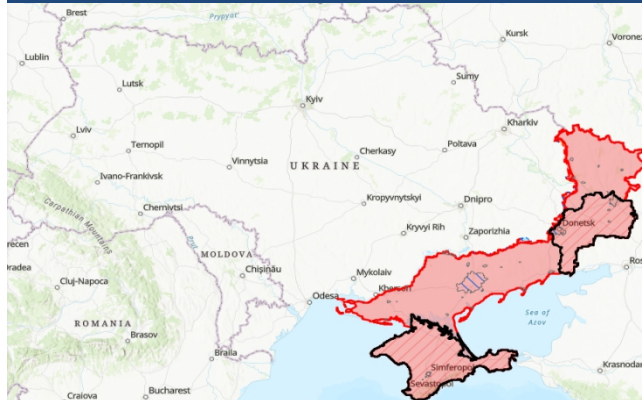
另一方面，美国把支持乌克兰打败俄罗斯作为抑制中国崛起的重要手段。美国在 2022 年 11 月出台的《国家安全战略报告》中称中国是唯一既有意愿也越来越有能力重塑国际秩序的战略竞争对手，而且中国控制着一个危险的俄罗斯，因此支持乌克兰打败俄罗斯就是削弱中国综合实力。无怪乎美国对乌克兰战争爆发后中俄贸易急速发展感到恼火，一方面不断指责中国不肯跟随美欧谴责俄罗斯，一方面持续捏造中国为俄罗斯提供军火武器的假消息。在美国全球领导能力增强的情况下，美国对中国的指责为美国构建抑制中国崛起的战略同盟提供了有力工具，尽管中国当局一直坚持不偏袒任何一方的说辞和做法。

图5：美欧援助乌克兰统计(十亿欧元)



数据来源：ifW Kiel, 建信期货研究发展部

图6：俄乌战局进展(红色区域为俄罗斯控制)



数据来源：ISW, 建信期货研究发展部

展望 2023 年下半年的俄乌战局走向，我们认为俄罗斯与欧洲均有意推动和平谈判，但美国以及美国支持下的乌克兰有将俄乌战局推向纵深的可能性。虽然俄罗斯发起特别军事行动为争取战略生存空间的反抗命运之举，但事实证明今时今日俄罗斯的经济政治实力无法其支持其战略野心，尤其是在美欧倾其所能全力支持乌克兰之后；因此俄罗斯有在乌东地区成为俄乌战略缓冲区的前提条件下，寻求结束特别军事行动的意愿。但考虑到 2024 年美国总统大选大概率仍然是特朗普对垒拜登，而拜登目前民意支持率最高的项目除了新冠疫情就是俄乌冲突，可想而知如果乌克兰在美欧全力支持下仍然失去乌东地区，必然会被共和党拿来大做



文章，对拜登竞选总统连任将是重大打击，因此美国有持续加大援助乌克兰的危险倾向。

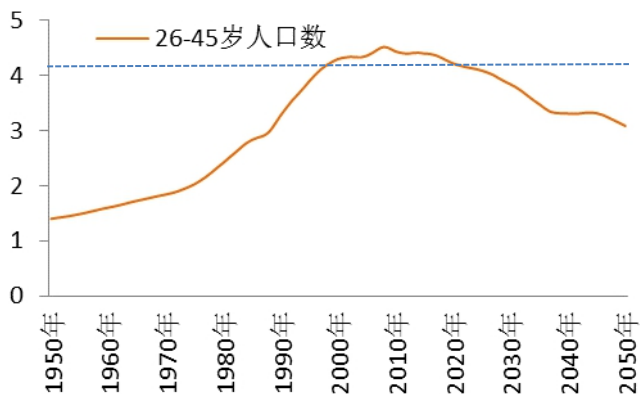
在中美博弈方面，在 2022 年 11 月《国家安全战略报告》“美国将利用国家力量的所有要素击败战略竞争对手”的战略思想指引下，美国拜登政府在 2023 年上半年基本上完成遏制中国崛起的政治、经济和军事同盟。除了强化美国在七国集团 G7 和北约 NATO 中的影响力外，美国通过印太经济框架 IPEF 拉拢中国东部、东南部和南部诸多经济体，通过四方安全对话 Quad 组建包含美国、日本、印度和澳大利亚的四国联盟遏制中国海洋发展，施压日本、韩国和中国台湾地区加入所谓的芯片四方联盟 CHIP4 并联合荷兰封锁中国半导体行业技术发展，联合欧盟抛出所谓的“去风险化”试图削弱中国的产业链优势，并在日本开办北约联络处、吸纳韩国加入北约合作网络防御卓越中心，试图将东北亚纳入北约协防体系。

在美国不断背信弃义处处遏制中国崛起之后，中国当局也最终放弃忍声吞气、期盼美国回心转意的做法，2023 年 3 月份中国最高领导人在全国政协会议上公开表态：以美国为首的西方国家对我实施了全方位的遏制、围堵、打压，给我国发展带来前所未有的严峻挑战，这意味着中国不再对美国抱有不切实际的幻想，中美博弈态势正式确立。美国构建反华战略同盟以及中美博弈白热化显著提升了中国的地缘政治风险，特别台海地区形势螺旋式恶化；限制中国与海外经济体的相互投资与科技学术交流，中国经济转型升级难度加大速度放缓；抑制中国商品的海外市场开拓，并使得中国制造业产能供过于求从而出现通缩风险。

### 2.2.2 房地产周期与债务压力

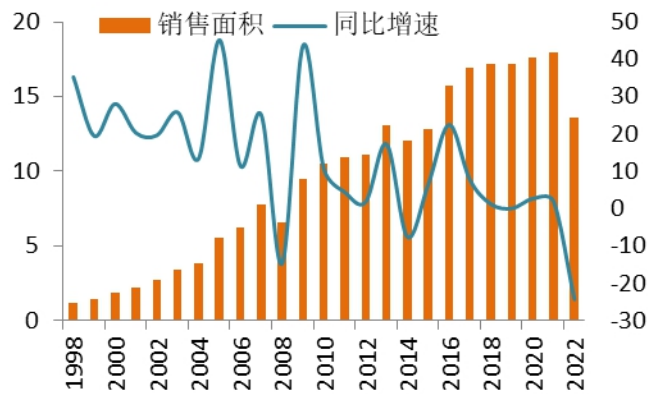
2008 年全球金融危机之后，中国人口红利与外贸红利逐步减退，中国当局一方面着力推动经济结构转型升级以提高竞争力，一方面加快城镇化以减缓经济增速下行速度，中国基础设施建设和房地产进入十年黄金发展期。基建投资和房地产业发展在一定程度上为经济结构转型升级提供了良好的条件，但也造成房价收入比过大和居民部门/地方政府债务压力高企的副作用，进而通过成本因素抑制企业固定资产投资和人口再生产，并加大了金融系统性风险。出于控制风险的考虑，2021 年以来中国当局通过三道红线和限购限贷从供需两端引导房地产行业软着陆，但一方面 2018 年之后购房年龄(约 26-45 岁)人口数再次出现显著下滑，另一方面新冠疫情和地缘政治风险在增加居民收入前景不确定性的同时也改变了人们的投资消费观念，诸多负面因素使得 2022 年中国房地产销售面积同比大跌 24.3%，跌幅为 1998 年房地产市场化改革以来最大。

图7：中国购房适龄人口数



数据来源：联合国人口署，建信期货研究发展部

图8：中国房地产销售面积



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

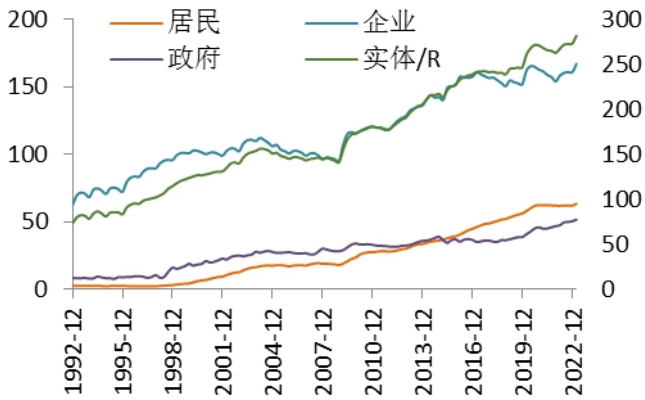
根据中国社会科学院金融所的统计，2023年一季度中国居民部门债务杠杆率上升到63.3%，低于日本（68.2%）和美国（74.4%）而高于欧元区（57.4%）；考虑到中国居民部门可支配收入在国民收入中占比为60%左右，而美欧日发达经济体的占比均在75%以上，如果以债务/可支配收入来衡量居民部门真实债务负担程度，则中国居民部门债务压力高于美欧日发达经济体。再考虑到过高的房价收入比对经济结构的扭曲和对潜在经济增速的抑制作用，我们判断中国当局将继续坚持房住不炒总基调，而中国房地产周期也确定进入下行阶段。

即使以1998年房地产市场化改革为本轮房地产周期起点，本轮房地产周期上升阶段也持续了23年，远远超过正常的房地产周期时长；原因之一是1998年改革之前中国积累了大量潜在房地产需求，原因之二是2008年全球金融危机之后人为加快城镇化透支了部分潜在房地产需求，结果就是房地产周期进入下行阶段后的回落速度也明显加快。快速冰冻的房地产市场和快速走弱的房地产价格会带来三个负面影响，其一是出清速度过快加大房地产开发商及房地产上游产业的经营难度，带来房企债务违约和期房销售制度下的房地产烂尾问题；其二是在地方政府收入严重依赖房地产业（包括土地出让金以及房地产交易各环节税收）的情况下，房地产市场熄火会加大地方政府财政收支压力，如果地方政府在财政压力下转向罚款等非税收入，则会引发更多的社会管理问题；其三是在金融资产-价格负反馈机制下抑制潜在购房需求，拖累房地产相关消费，并且通过财富效应抑制居民部门消费意愿。

因此2022年下半年以来，在坚持房住不炒总基调的前提下，中国当局也根据房地产市场的发展情况，持续采取措施延缓房地产行业的下行速度，避免抑制金融风险的措施反过来引发更大的金融风险。目前看除了四大一线城市及部分热点二线城市外，大部分城市的限购限贷政策在持续放开；2022年至今5年期以上

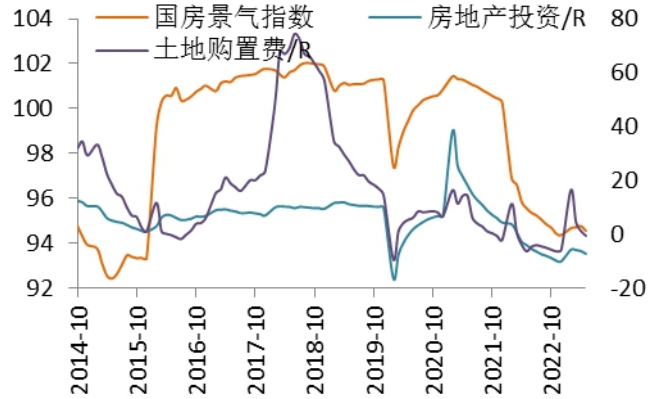
LPR 累积下调 45BP，个人住房贷款平均利率更是从 5.63% 下降至 4.14%，为 2008 年四季度央行公布该项数据以来的最低值。

图9：中国实体部门债务杠杆率



数据来源：社科院金融所，建信期货研究发展部

图10：房地产景气与投资拿地



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

从高频数据看 2023 年上半年房地产行业有低位企稳迹象，但企稳的基础尚不牢靠，需要政策的进一步支持。2023 年国房景气指数基本上在 94.46-94.77 之间窄幅波动，总体上好于 2022 年 12 月份的 94.37；2023 年 1-5 月份房地产投资和土地购置费累积分别同比萎缩 7.2% 和 0.5%，房地产新开工面积、施工面积和销售面积累积分别同比萎缩 22.6%、6.2% 和 0.9%，以 12 个月滚动累积销售计算的待售房地产去化月数小幅上升到 5.36。

### 2.3 进一步政策支持不可或缺

综上所述，在防疫共存闯关顺利进行之后，疫情干扰因素的减退以及服务消费场景的恢复意味着中国经济有内在的自然修复动力，更不用说 2022 年的居民部门超额储蓄在预期好转后有逐步释放的必要性；而且经济结构转型升级也在持续进行，2018 年有统计数据以来高技术行业投资增速持续大幅超过整体投资增速，而且新能源汽车在国内的竞争能力显著提升，2023 年一季度中国汽车出口量超过日本成为世界第一，因此我们对中国经济的长期增长前景保持谨慎乐观态度。另一方面，在外部中美博弈白热化以及俄乌冲突扩大化引发的地缘政治风险的影响下，在内部房地产周期转折以及居民部门/地方政府部门债务压力的抑制下，叠加欧美央行持续收紧货币政策抑制欧美工业商品短期需求，就使得国内外需求疲软、私人投资意愿不足、工业产能供过于求以及通缩风险趋于上升，提振私人部门支出意愿成为当务之急，进一步的政策支持不可或缺。

从各部门债务杠杆率情况看，目前中央政府部门尚有较大加杠杆空间，可以通过发行特别国债缓解地方政府债务压力、派发附使用期限条件的消费券提振居

民部门消费信心，以及继续以针对性的产业政策支持高科技行业发展、促进经济结构转型升级。但在推出新刺激政策的时机把握上，也要注意欧美央行紧缩货币政策的节奏，以免给人民币汇率造成过大的贬值压力。在中国当局进一步增加政策支持的基线预期下，我们认为中国经济将能延续弱复苏格局，2023年经济增长5%左右的目标大概率能够实现，但2024年之后经济增速可能滑落到5%下方，物价方面则要关注过剩产能的化解情况以及厄尔尼诺天气现象的发展。

### 三、美国经济软着陆与货币政策微调

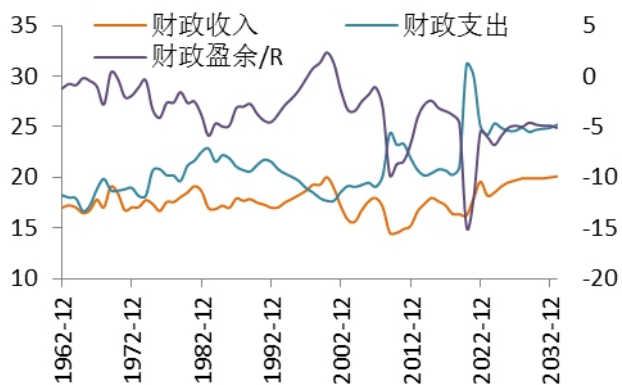
#### 3.1 积极财政政策与经济通胀韧性

与中国经济增长动能不足、通缩风险浮现相反，2023年上半年美国经济的突出特点是经济增长与通货膨胀均表现出较强韧性，即使在美联储不断收紧货币政策以及3月份爆发银行业危机的情况下，我们认为这是美国政府积极财政政策以及地缘政治风险双重影响的结果。

在新冠疫情扩散期间，美国政府以疫情救助为由大肆向居民部门派钱，2020年和2021年美国财政赤字率分别上升到14.9%和12.3%，为1962年以来最高值。在消费场景缺乏的情况下，巨额财政援助帮助美国居民部门积累起庞大的超额储蓄。从2020年初到2021年9月份美国居民部门累积超额储蓄最高达到2.48万亿美元，累积超额储蓄总额占到美国居民2022年总支出的13.5%。2021年与2022年美国拜登政府以提升经济竞争力应对中美博弈为由推出总规模达到2.22万亿美元的三个财政刺激方案《基础设施投资与就业法案》、《芯片与科学法案》以及《通胀削减法案》，意味着美国政府在往后数年还将维持积极财政刺激基调。2023年5月份共和党众议院与民主党政府关于债务上限的谈判，对美国政府的财政支出作出一定程度的限制，但三个方案的核心内容基本上得到保留。

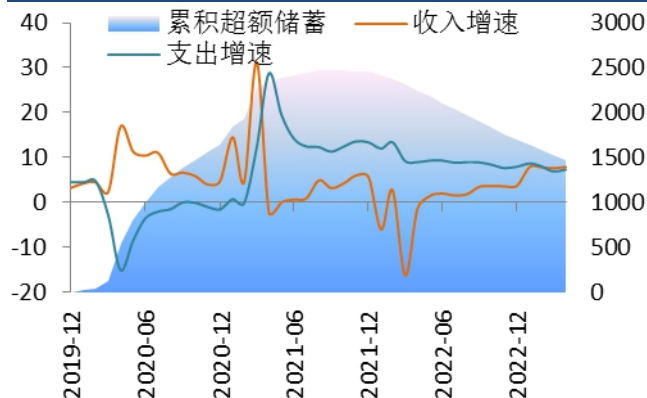
根据美国国会预算办公室CBO的估计，2022年至2033年美国财政支出占GDP比例平均达到24.8%，超过2000年至2021年的平均21.3%（这段时间美国还遭遇了科网泡沫破灭、次贷危机以及新冠疫情三次冲击）；2022年至2033年美国财政赤字占GDP比例平均达到5.3%，亦高于2000年至2021年的平均4.5%（若扣除次贷危机后两年和新冠疫情两年则为3.2%）。庞大的财政刺激计划与1981年至1989年的里根时代有相似之处，不同之处在于拜登政府财政赤字来自庞大的生产力投资，里根政府财政赤字则是来自民间税收削减以及国防开支；由于生产力投资有利于形成产能从而在中长期内改善供求关系进而降低通胀压力，因此拜登将他的第三个财政刺激计划命名为《通胀削减法案》。

图11：美国财政收支占GDP比例



数据来源：Wind, CBO, 建信期货研究发展部

图12：美国居民收支与超额储蓄



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

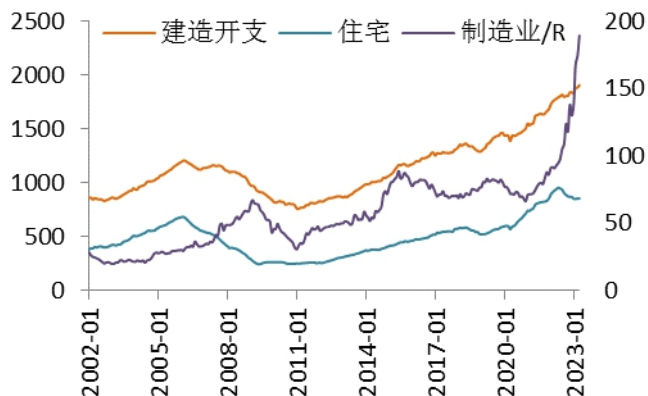
拜登政府财政刺激计划对于基础设施更新升级以及半导体、新能源等高科技行业投资给予巨额财政补贴，再叠加美联储高强度紧缩带来的美元汇率高企以及地缘政治风险催生的跨国产业链本地化部署，把美国从奥巴马政府就力推的制造业回流落实到位。数据显示2021年以来美国生产业建造开支大幅上升，2023年4月份生产业建造开支年化1893亿美元，较2022年5月份年化增加946亿美元，基本上抵掉了这段时间内因美联储加息而导致的住宅建造开支降幅。结合美国AI投资热潮以及新能源汽车发展来看，我们判断美国从2021年开始进入新一轮的朱格拉周期。

制造业回流使得美国技术工人出现多年未见的紧俏局面，因为在多年的去工业化之后美国潜在的技术工人供给十分有限；再加上居民部门庞大的超额储蓄、新冠疫情对人们就业观念的改变（天有不测之风云，与其拼命工作不如及时行乐）以及限制低端移民政策，就使得目前美国低端劳动力与技术工人奇缺，就业市场紧张局面迟迟未能得到根本性改善。2023年5月份美国新增非农就业33.9万，新增非农数据频频好于市场主流预期；失业率小幅上升到3.7%，仍处于2016年以来的较低水平区间；雇员薪资同比增速4.3%，该增速大致需要低于3.6%才能有效压低通胀预期。

总体来看，截止2023年4月份美国劳动力供需缺口为444.6万人，虽然比高峰期的605.4万有明显下降，但仍远远高于正常年份的±200万区间。虽然房地产和金融科技等利率敏感型行业的就业状况已经开始缓解，但教育医疗等核心服务业供需缺口依然较大，疫情期间受到较大冲击的休闲酒店等行业依然在大规模招聘，制造业回流以及下文将要分析的房地产行业软着陆持续推动建筑业和制造业扩张，我们认为美国就业市场已经开始缓解但当前仍处于较为紧张的形势当中，目前的就业供需形势以及雇员薪资增速远未达到可以拉低通胀的程度。美联储在

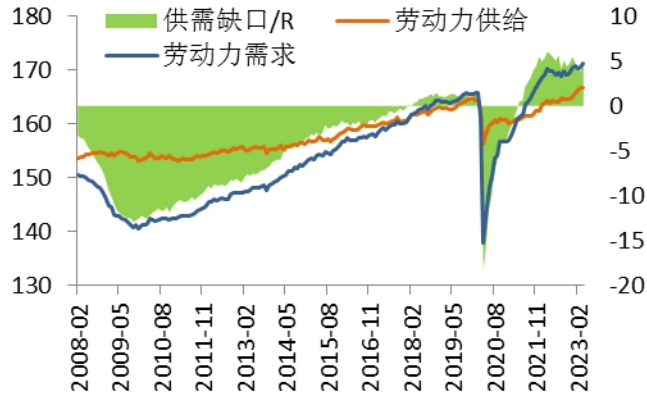
2023年6月份会议公布的经济通胀展望材料中，将美国2023年底失业率预测从2022年12月会议的4.6%下调至4.1%，距离美国5月份失业率只有0.4个百分点的距离。

图13：美国建造开支持续上行



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美国就业市场依然紧张



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

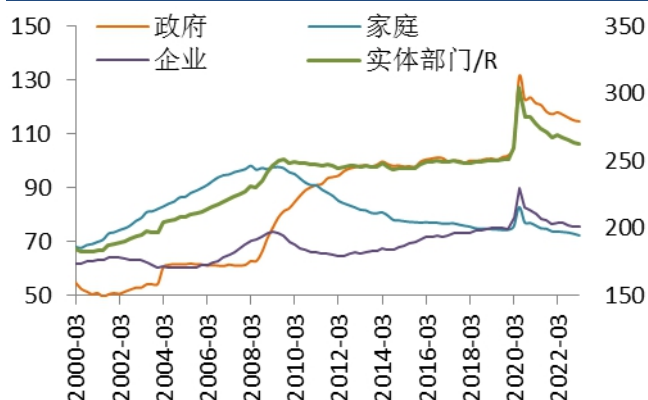
美国从2012年开始进入新一轮房地产周期，2020年下半年至2021年本轮房地产周期在美联储超宽松货币政策的刺激下进入加速赶顶阶段，2022年美联储持续紧缩打压房地产市场，NAHB住房市场指数从84直降至31。但2023年以来NAHB住房市场指数连续5个月回升至55，新房销售、成屋销售以及营建许可均有明显回升，房地美房价指数也持续反弹，美国房地产市场有软着陆迹象。从逻辑上讲，房地产市场在紧缩周期尚未结束就企稳是小概率事件，我们认为有四个因素促使这个小概率事件的出现。

其一是2009年至2019年美国居民部门在政府部门加杠杆的支持下成功进行了去杠杆，疫情期间居民部门收到大量的政府援助，随后美国就业市场偏紧又使得居民部门可支配收入高增，健康的居民部门资产负债表状况是美国房地产市场软着陆的核心因素；2023年一季度美国居民部门债务与名义GDP比率下降至72.3%，为2001年三季度以来最低值。其二是2023年11月份以来虽然美联储继续收紧货币政策抬升短端国债利率，但长端国债利率因经济衰退担忧而有所回落；2022年10月份美国10年期国债利率最高升至4.25%，2023年4月份最低回落到3.3%，目前则在3.8%附近徘徊；相对应地美国30年期住房抵押贷款利率从2022年10月份最高7.08%回落到2023年2月份的6.09%，目前则在6.7%附近运行，收入的稳健增长以及购房成本的下降(2022年下半年房价也有小幅回落)增强了居民购买力。

其三是高通胀环境自然也增强了房地产等类金融实物资产的吸引力，即使美

联储大幅度紧缩，美国核心通胀依然没有明显回落的表现，而且美国股市在AI炒作热潮的推动下强势反弹，相对来说价格小幅下跌后的房地产的性价比凸显。最后是美国居民在2020年利率大幅下降期间对存量住房抵押贷款做了利率重定价，即把原来的浮动贷款转换为低利率固定利率贷款，因此美联储的紧缩并不影响到这部分存款抵押贷款，美联储暴力加息对美国房地产的负面影响因此被削弱。鉴于房地产业在美国经济中的支柱地位，房地产业的软着陆有望提升美国经济软着陆的概率，进而也会对美国通胀形势和美联储货币政策立场产生影响。

图15：美国实体部门债务杠杆率



数据来源：Fed，建信期货研究发展部

图16：美国房地产市场软着陆



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

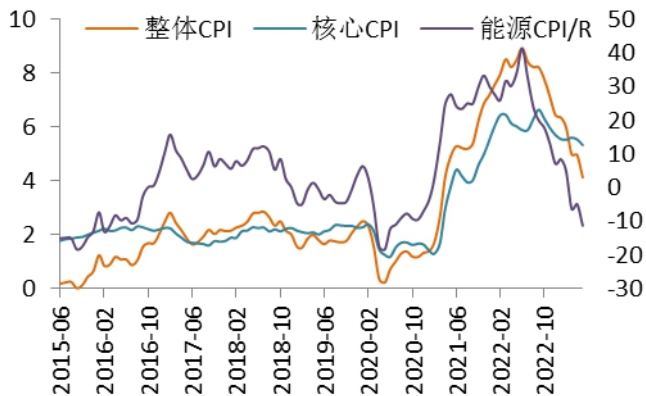
与就业市场的韧性相比，美国通胀形势表现出更复杂的特性。一方面，2023年5月份整体CPI同比增速回落到4%，相比2022年6月份高点9.1%整整减少了5.1个百分点，可以说美国通胀压力已经有显著的缓解；另一方面，2023年5月份核心CPI同比增速回落到5.3%，相比2022年9月份高点6.6%仅减少1.3个百分点，更是远高于过去30年的波动水平，因此美国核心通胀表现出较强的韧性。整体通胀与核心通胀虽然波动方向基本一致但波动幅度差异巨大，背后是美欧联合制裁俄罗斯以及原油、天然气等能源价格大幅回落，2023年5月份能源CPI同比跌幅达到11.3%，但其他类别消费品特别是核心服务与食品继续有较强的上涨动能。

总体而言，影响美国本轮通货膨胀走向的因素可分为结构性和周期性两大类。结构性因素首先来自于2020年以来美国持续实施积极财政政策使得美国总体经济供不应求，自然需要总体价格水平上行以平衡供需关系，这进一步体现在就业市场紧俏雇员薪资持续高增以及居民部门庞大超额储蓄对居民消费的支撑作用；从这一点看，美国通胀压力的上升将是中长期的，在积极财政政策引致的产能扩张落地之前，美国通胀波动中枢将显著高于疫情前水平。

其次是稳健的居民资产负债表对房地产价格进而对核心服务业 CPI 的支撑作用，2020 年至 2022 年美国房价累计上涨 35%(在 2022 年下半年调整 5%的情况下)而同期住房租金 CPI 仅上涨 12%，而 2023 年以来美国房地产市场软着陆、房地产价格高位企稳回升，必然会推动上涨幅度不足的租金价格继续上行。最后是全球政经格局重组带来的供应链本地化配置催生的成本压力，乌克兰战争长期化以及厄尔尼诺天气现象推升农产品以及食品价格，全球碳中和趋势对大宗商品底部的支撑作用等。

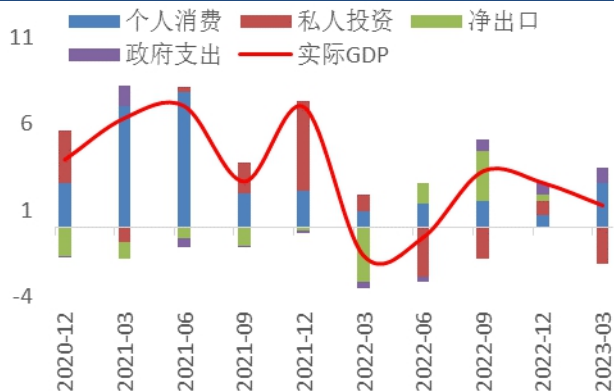
周期性因素自然来自于乌克兰战争对大宗商品供给冲击的减退以及美欧央行集体紧缩催生经济衰退预期对大宗商品价格的抑制作用，基数效应也值得重视。目前美国货币政策已经进入限制性区间，但是否具有推动通胀增速回归 2%目标的足够限制性存在不确定性。鉴于对美国继续维持积极财政政策基调、美国制造业加速回流以及房地产市场软着陆的判断，我们预计美国通胀增速继续回落，但 2023 年下半年回落速度将随着基数效应减弱而放缓，不排除在房地产价格企稳回升以及厄尔尼诺天气现象影响下短期回升得可能性。美联储在 2023 年 6 月会议的经济通胀展望材料中，将 2023 年底 PCE 通胀预期调低 0.1 个百分点至 3.2%，但把核心 PCE 通胀预期调升 0.3 个百分点至 3.9%。

图17：美国CPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美国GDP环比年率及其分项



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年一季度美国实际 GDP 环比年率增长 1.27%，增速为连续第二个季度回落。从三匹马车拉动率看，个人消费拉动 2.52 个百分点，为 2021 年三季度以来的高点；在服务消费保持坚挺的情况下，一季度商品消费显著回暖，反映出庞大超额储蓄、稳健劳动收入以及通胀压力缓解对消费意愿的提振，但超额储蓄的逐步消耗以及通胀回落速度的放缓意味着消费回暖可能是短期现象。私人投资拖累 2.14 个百分点，其中住宅投资拖累幅度明显收窄，但库存投资拖累程度达到五个季度以来最高，我们预计美国房地产市场软着陆、住宅投资弱复苏，但库存投资



转为拉动要等到 2023 年四季度或 2024 年初。总体而言，2022 年以来美国进入库存周期的下行阶段，但继续处于朱格拉周期和房地产周期的上行阶段，这意味着美国经济在美联储紧缩货币政策抑制下很可能实现软着陆，虽然 2023 年下半年经济增长动能仍将在美联储持续紧缩的累积滞后效应以及银行业危机导致的信贷条件双重压力下进一步放缓。美联储在 2023 年 6 月会议的经济通胀展望材料中，把 2023 年美国经济增长预期从 0.4% 上调至 1%。

### 3.2 美联储货币政策进入限制性区间

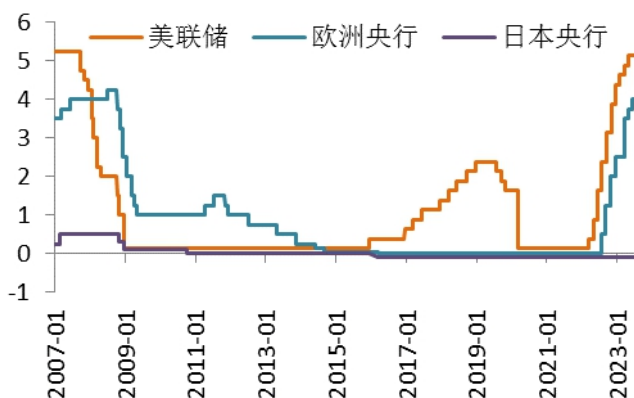
6 月 13-14 日美联储议息会议决定维持联邦基金利率目标区间于 [5%, 5.25%] 不变，这是美联储自 2022 年 3 月份以来连续十次加息之后首次暂停加息步伐。但是美联储在本次会议上全面上调经济增长、就业市场、通货膨胀以及政策利率路径预期，说明美联储虽然暂停加息以观察货币政策收紧的累积影响以及银行业危机引发的信贷条件收紧对经济的负面冲击，但在经济、就业和通胀均展现较强韧性的情况下，美联储本轮货币政策紧缩大概率还没到终点，很可能如澳洲联储和加拿大央行那样在暂停加息之后继续二次加息动作。

回顾美联储本轮紧缩历程。2021 年二季度美国整体 CPI 同比增速超过 5%，核心 CPI 同比增速超过 4%，超宽松货币政策与积极财政政策叠加新冠疫情和乌克兰战争等外部因素催生的通胀压力开始显现，但美联储持续以暂时性通胀为由拒绝收紧货币政策。一直到 2021 年 11 月份美国整体 CPI 和核心 CPI 同比增速分别逼近 7% 和 5%，美国民众的通胀预期也日渐高涨，薪资-物价螺旋式上升的恶性通胀风险若隐若现。彼时美联储如大梦初醒，开始实施历史上最快的货币政策立场转变，2021 年 11 月开始缩减 QE 规模 (Taper)，2022 年 1 月份开始 Taper 速度翻倍，2022 年 3 月份开始加息并结束 QE，2022 年 6 月开始缩减资产负债表规模，2022 年 3 月份至 6 月份单次加息幅度由 25BP 逐步加强至 75BP 并维持到 2022 年 11 月份，然后从 2022 年 12 月份至 2023 年 5 月份单次加息幅度逐步放缓至 25BP，在 14 个月的时间内累计加息幅度达到 500BP。

目前看一方面在美联储持续紧缩的抑制下美国经济增长动能有所放缓、就业市场紧张形势有所缓解、整体通胀增速显著回落，美联储 6 月会议暂停加息合情合理；另一方面在积极财政政策等因素综合影响下美国经济增长、就业市场与核心通胀表现出较强韧性，特别美国通胀预期有高位固化风险，倘若美联储此时明确表达加息进程已经结束，那么美元汇率与美债利率显著回落、大宗商品价格强势反弹、美国通胀增速企稳回升以及美联储控制通胀努力功亏一篑都是大概率事件，这将对美联储信誉造成严重影响。

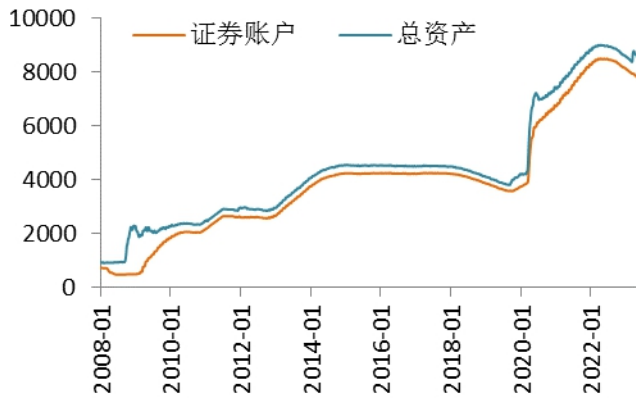
总体而言，美联储货币政策已经进入限制性区间，政策紧缩的累积效应以及银行业危机引致的信贷条件收紧对经济通胀的抑制作用将持续生效，但数据显示目前的政策紧缩程度尚不足以将核心通胀拉低到 2% 目标附近。因此美联储将继续收紧货币政策，但更重视流动性工具(对通货膨胀影响更大)而非利率工具(对实体经济影响更大)，亦即继续收缩资产负债表而政策利率方面更加谨慎，无论升息还是降息都会在每次会议上逐次决定；但鉴于积极财政政策带来的长期通胀压力，预计美联储货币政策将长期保持紧缩立场，坚决打压薪资-物价螺旋式上升的恶性通胀风险。

图19：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：美国GDP环比年率及其分项



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

因此美联储在 6 月会议上宣布暂停加息的同时，也反复强调暂停加息不等于加息周期终止、美联储将继续保持限制性立场以控制通货膨胀。其一是全面上调政策利率路径预期，2023 年底联邦基金利率目标区间预期从 [5%, 5.25%] 上调至 [5.5%, 5.75%] (2024 年底和 2025 年底目标区间则分别上调至 [4.5%, 4.75%] 和 [3.25%, 3.5%])，相当于美联储认为年内在目前基础上还有 50BP 的加息空间，这就很明确地向外界传递暂停加息不等于终止加息的信号；这并不是说美联储铁定要在下半年加息 50BP，而是通过前瞻指引打消市场认为美联储货币政策基调即将转变的预期，实际货币政策行动是会根据经济通胀形势以及金融市场波动而在每次会议上单独决定。

其二是美联储主席鲍威尔在新闻发布会上称几乎所有政策制定者都认为今年进一步加息是合适的，虽然加息步伐要更加适度，利率点阵图也显示在 18 名与会官员中认为年内不需要继续加息的官员只有 2 名；这就说明绝大多数与会官员认同目前的就业通胀数据意味着美联储要继续加息，只不过现在要放缓加息步伐，观察一下经济疲软信号是否超预期增多或者通货膨胀是否超预期回落，因为货币政策紧缩的累积效应以及银行业危机引发的信贷条件收紧对经济的负面冲击需要

时间来确定其程度规模。从我们对美国经济通胀形势的分析来看，后期美联储大概率也会像澳洲联储和加拿大央行那样，在暂停加息之后实施二次加息动作，直到实际通胀和通胀预期显著表现出向 2% 目标靠拢的可能性。鲍威尔也特意强调没有任何政策制定者预计今年会降息，这是进一步引导市场打消年内降息的念头，利率点阵图显示预期 2024 年底目标区间高于 5% 的与会官员从 4 人增加到 6 人，也就是说越来越多的美联储官员认为联邦基金利率目标区间需要在更高水平保持更长时间。

其三是美联储将继续推进缩减资产负债表行动。3 月份银行业危机爆发之后美联储一度释放出 3000 亿美元的短期流动性，造成美联储重新扩表的假象；但随着美联储继续减少公开市场账户所持证券数量，截至 6 月 7 日当周美联储总资产规模已经基本上下降到 3 月初水平。美联储持续缩表以及美国财政部重建现金储备账户，将对美债收益率曲线整体上移施加两重压力。

## 四、大类资产市场分析

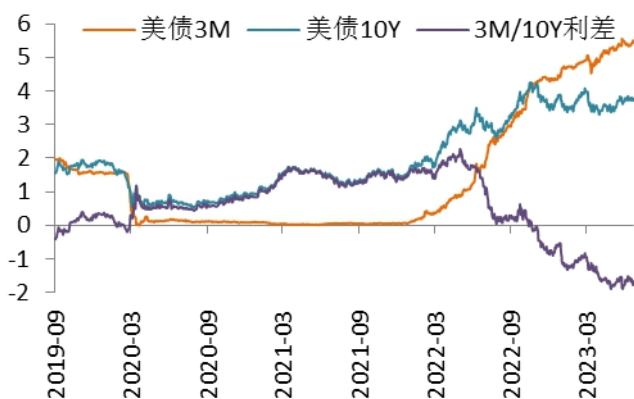
### 4.1 美债震荡偏弱中债震荡偏强

2022 年下半年至 2023 年 4 月初，以新增非农就业和就业市场供需缺口为代表的美国就业市场紧张态势以及以 CPI 和 PCE 物价指数为代表的美国通胀压力震荡缓解，美联储自 2022 年 12 月会议以来持续放缓加息速度并最终暗示加息周期接近尾声；3 月份银行业危机一方面迫使美联储释放大量短期流动性并且降低政策利率路径预期，另一方面通过信贷条件收紧增大美国经济衰退概率。因此在短端利率因美联储加息而继续上升的情况下，美债中长端利率均延续了自 2022 年 11 月份以来的回落趋势，4 月 5 日美国 10 年期国债利率跌至 3.3%，较 2022 年 10 月 24 日高点 4.25% 回落了 95BP。从 4 月初至 6 月底，由于监管机构迅速介入化解银行业危机，美国就业市场和通胀压力边际缓解但仍展现韧性，经济衰退担忧犹存但软着陆概率正在提升，美联储继续放缓紧缩步伐但警告升息进程尚未结束，美债收益率曲线再次平坦化上行，10 年期国债利率波动区间上升到 3.65-3.85%，3M/10Y 期限利差倒挂程度扩大到历史性的 173BP，2Y/10Y 期限利差倒挂程度扩大至 100BP 但略低于 3 月 8 日的极值水平 107BP。

我们认为扩张性财政政策使得美国经济通胀压力长期存在，为此美联储势必坚持紧缩性货币政策立场，以控制薪资-物价螺旋式上升的恶性通胀风险，而这又将持续诱发市场关于美国经济衰退的预期，尽管扩张性财政政策令到美国经济软着陆概率更大；结果是美债收益率曲线有可能长期维持期限倒挂形态，虽然倒挂

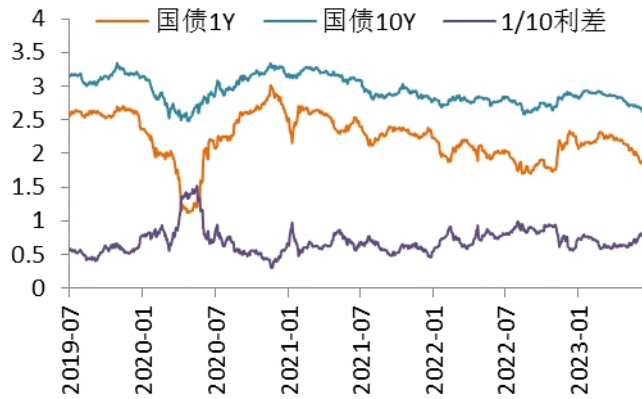
程度会随着美联储政策步伐和力度出现变化；美债 10 年期利率中期顶部已经出现但无显著回落空间，预计 2023 年下半年美债 10 年期利率核心波动区间仍为 3-4% 且偏区间上沿。但在美联储最终实现二次加息之后，美国经济增长动能进一步减弱、通胀压力显著缓解以及美联储进入短期降息周期仍是我们的基线预期，届时美债 10 年期利率将跌向 3-4% 区间的下沿，不排除短期跌破 3% 支撑位的可能性。

图21：美债3M/10Y利差



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图22：中债1Y/10Y利差



数据来源：Wind，建信期货研投中心

2023 年 1-2 月份中国国债收益率在疫后经济复苏预期的打压下延续 2022 年 11 月份以来的上升趋势，2 月 24 日 10 年期国债利率最高上升到 2.93%；随后 3 月份欧美银行业危机引发中美央行释放短期流动性维稳市场，而国内外积压需求释放之后结构性负面因素开始浮现，中国经济复苏势头开始放缓，因此国债收益率曲线开始整体下行 6 月 13 日 10 年期国债利率回落到 2.63%，与 2022 年经济形势最悲观时期的 2.58% 相差不远；但经济增长动能偏弱也引发中国当局将推出经济刺激政策的预期，6 月中旬中国央行引导社会融资利率和存款利率全面下行，6 月 16 日国常会研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，中国经济悲观预期得到一定程度的修正，10 年期国债利率小幅回升至 2.66%。我们认为在外部中美博弈白热化与地缘政治风险、内部房地产周期转折与居民部门/地方政府债务压力等结构性因素抑制下，中国经济疫后复苏最强劲的时点大概率已经过去，年内 10 年期国债利率最高点或已经出现；但中美博弈背景下当局也会适时出台全局或结构性刺激政策以维持经济增速在合理水平，因此短期看国债下跌幅度也相对有限，特别是在制造业 PMI 持续低于 50% 之后更需观察经济政策动向。我们判断下半年中国 10 年期国债利率核心波动中枢为 2.6-2.8%，关注经济复苏强度、通货膨胀压力以及中美经济政策动向。

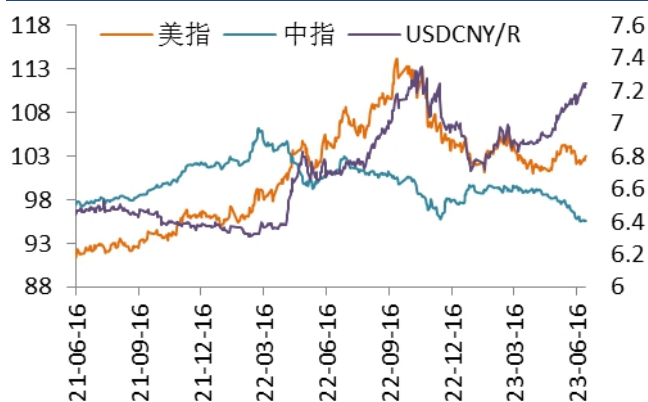
#### 4.2 美元强弩之末但人民币仍然偏弱

中国疫后经济复苏预期削弱美元的海外避险需求，而通胀压力缓解、美联储

放缓紧缩步伐以及欧洲央行加快升息步伐则削弱美元的利差优势，2023年初美元指数延续了自2022年9月底以来的回落趋势；3月份美国银行业危机一方面迫使美联储释放大量短期流动性另一方面通过信贷条件收紧增大美国经济衰退概率，2月初与4月中美元指数两次跌破101关口。而由于监管机构迅速介入后银行业危机得到控制，美联储继续放缓紧缩步伐但警告升息进程尚未结束，欧洲央行与英国央行继续加息，4月下旬至6月底美元指数在101至105之间偏弱运行。我们认为扩张性财政政策使得美国经济通胀压力长期存在，为此美联储势必坚持紧缩性货币政策立场，以控制薪资-物价螺旋式上升的恶性通胀风险；但在美联储最终实现二次加息之后，美国经济增长动能进一步减弱、通胀压力显著缓解以及美联储进入短期降息周期仍是我们的基线预期。我们预计下半年美元指数继续偏弱震荡，核心波动区间为100-108但波动中枢持续下移；在美联储结束加息进程之后美元指数可能在2023年四季度至2024年一季度短期跌破100，观察欧洲央行和日本央行动向。

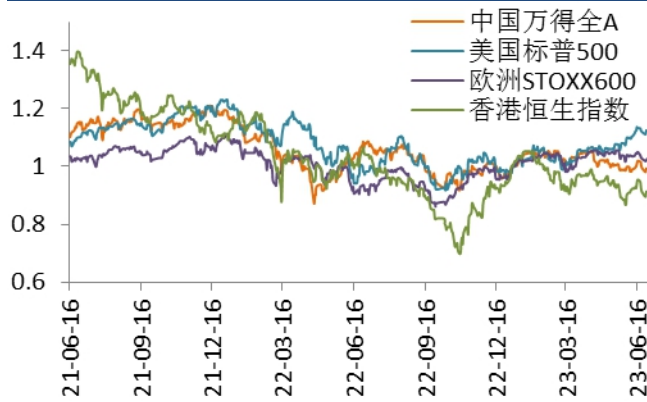
中国疫后经济复苏预期一度提振人民币汇率，2023年初人民币兑美元汇率升至6.7；但随着国内外积压需求的释放，地缘政治风险、海外经济疲软趋势、国内房地产市场动荡以及地方政府债务压力对经济的抑制作用重新占据主导，3月份之后人民币汇率再度走弱；6月份中国央行引导社会融资利率和银行存款利率全面下行，国常会研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，利差因素导致人民币汇率加速贬值，6月底人民币汇率指数跌破2022年12月低点，人民币兑美元汇率则贬值至7.2下方。由于10年期国债利率已经触底回升，我们判断经济刺激政策对汇率的打压已经被市场充分计价，中国经济增长动能的回升将有助于人民币汇率短期企稳，但升值空间则相对有限。

图23：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图24：中外股票指数比较(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

### 4.3 中外股市走势或再度趋同

2023年初至4月中旬中外股市走势方向基本一致，年初至2月上旬在中国经济疫后复苏预期和美联储放缓紧缩预期影响下联袂反弹，2月初至3月中旬受美国经济通胀展示韧性、市场重估美联储政策利率路径以及美欧银行业危机影响而偏弱调整，3月下旬至4月中旬因中美央行释放流动性、美欧银行业危机减退而展开一轮反弹。4月下旬至6月份中外股市分道扬镳，中国经济增长势头放缓以及地方政府债务恶化持续打压陆港股市，而AI热潮的兴起以及大科技企业盈利状况使得美国股市顶住美联储加息预期回归的压力而继续反弹，通胀压力的持续缓解以及欧洲央行放缓加息步伐也继续推高欧洲股市。截止6月底年内中国万得全A指数、美国标普500指数和欧洲STOXX600指数分别上涨2.1%、14%和7.3%而香港恒生指数下跌4.3%。

虽然中国央行在6月份降息10BP并引导银行机构降低存款利率，国常会也研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，但在中美博弈白热化以及欧美央行仍在紧缩进程背景之下，中国当局政策刺激力度以及推出节奏很可能低于市场预期，因此三季度中国股市并无显著反弹动能；而经济和通胀韧性迫使美联储开启二次加息进程，货币政策立场的持续收紧以及AI炒作热潮的降温很可能在秋冬之交推动美股出现较大幅度调整，届时包括中国股市在内的全球股市也将受到风险偏好的情绪传染影响。但在环球股市新一轮调整过后，美联储降息预期的加强以及中国刺激政策的起效将推动环球股市联袂回升。

### 4.4 大宗商品仍有最后一跌

2023年初至6月底美国CRB商品指数和中国南华商品指数分别下跌6.7%和4.2%，欧美央行持续紧缩引发的全球制造业需求疲软以及全球货币流动性趋于收紧为抑制大宗商品价格的主要因素。美联储放缓加息步伐、中国经济疫后复苏预期以及美元指数偏弱调整，在2022年四季度到2023年1月份一度支撑商品价格反弹；但在国内外积压需求释放之后，地缘政治风险和高债务压力下的中国经济重返弱复苏格局，2023年2月份至5月份工业商品价格持续调整；6月份以来中国经济刺激预期以及厄尔尼诺天气状况推动工农业商品反弹，与此同时贵金属在美联储降息预期减退的影响下陷入调整。分品种看年内工业品和农产品分别下跌8.6%和2.9%而贵金属上涨5.1%，工业品中有色金属、能源化工和黑色产业链分别下跌7.9%、11.5%和8.5%，贵金属特别是黄金成为年内商品大盘唯一亮点。美联储持续紧缩引发的经济衰退预期以及银行业危机和地缘政治风险带来的避险需求持续利多黄金，5月4日美元金价在亚盘开盘时分创下历史新高2082美元/盎司，

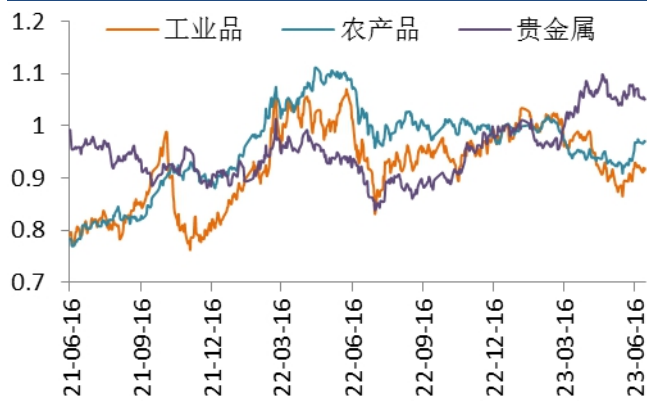
但美国经济滞涨格局以及美联储政策利率在更高水平保持更长时间导致的美元汇率和美债利率强势运行使得黄金上涨流畅度大为降低。

图25：美欧日中货币供应



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图26：南华商品分类指数(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研报中心

展望下半年，我们预计中国当局政策刺激力度以及推出节奏很可能低于市场预期，而美联储和欧洲央行将继续缩表且推高政策利率，因此全球货币流动性和制造业需求可能进一步走弱；再加上美联储二次加息导致的美元汇率强势以及经济衰退预期，大概率会使得包括贵金属在内的大宗商品在下半年出现最后一跌。而在美联储停止加息进程并最终开启温和降息周期之后，贵金属将引领大宗商品出现一次中级反弹，工业商品关注中美库存周期启动情况，农产品和能源关注厄尔尼诺天气状况演化过程。

## 五、下半年资产配置建议

影响 2023 年上半年全球金融市场的两个主要预期差为中国经济疫后复苏在国际地缘政治风险和国内债务压力等结构性因素的抑制下昙花一现，6 月份起中国当局陆续推出新一轮经济刺激措施；美国经济衰退预期在拜登政府积极财政政策和地缘政治风险的影响下迟迟未能兑现，经济就业与通胀韧性使得美联储政策利率路径不断上移。展望 2023 年下半年，我们预计在中美博弈白热化的大环境约束下，中国当局政策刺激力度以及推出节奏很可能低于市场预期，但刺激措施对实体经济及企业盈利逐步起到托底作用；美联储持续紧缩的累积滞后效应以及银行业危机引致的信贷条件收紧将继续抑制美国经济增长动能，美国在经济在扩张性财政政策和紧缩性货币政策的作用下有可能实现软着陆，经济软着陆以及通胀压力进一步缓和势必为美联储在二次加息之后提供短期温和降息的时间窗口。

在以上基准预期下，我们判断下半年中国国债利率易上难下，但在美联储开启降息进程之前国债利率仍在波动区间下沿运行，可继续超配；中国股票在美联

储开启降息进程之前仍将震荡偏弱，但中国当局刺激政策的陆续推出或限制股市跌幅，建议标配价值股，四季度之后可择机移仓到成长股并超配；在美欧央行继续紧缩抑制下包括贵金属在内的大宗商品仍有最后一跌，而在美联储停止加息进程并最终开启温和降息周期之后，贵金属将引领大宗商品出现一次中级反弹，建议标配黄金低配原油，四季度之后可择机超配商品。

**表1：中期大类资产配置建议**

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	标配	中国央行宽松货币流动性支持经济增长，现金理财收益率偏低；
债券	利率债	高配	结构性负面因素继续抑制中国经济增长动能，而经济刺激力度或不如市场预期；
	信用债	标配	经济增长动能偏弱，企业信用风险不低，目前信用利差未能覆盖；
股票	价值股	标配	国际地缘政治风险和国内债务压力抑制市场风险偏好，股市投资偏重防御价值股；
	成长股	低配	中国经济刺激力度或不如市场预期，成长股缺乏足够的收益保护；
商品	原油	低配	全球经济增长动能持续减弱恶化原油基本面，提防 OPEC+继续减产提振油价；
	黄金	标配	全球经济增长动能持续减弱提振黄金避险需求，但美联储二次加息降低黄金吸引力；
主要风险因素			中国刺激力度，美联储政策动向，乌东台海地缘政治风险；

数据来源：Wind，建信期货研究中心

以上判断的风险点在于：1、中国刺激力度超预期推动经济增长动能大幅回升；2、美国经济提前衰退美联储被迫显著下调政策利率路径；3、美国拜登政府提升在乌东地区和台湾地区的冒险意愿；4、OPEC+在财政压力下放弃控制油价。



## 【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739      有色金属研究团队 021-60635734      黑色金属研究团队 021-60635736  
石油化工研究团队 021-60635738      农业产品研究团队 021-60635732      量化策略研究团队 021-60635726

### 免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

**本研究报告仅供报告阅读者参考。**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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

**市场有风险，投资需谨慎。**本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

### 总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼  
电话：021-60635548 邮编：200120

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211  
电话：0755-83382269 邮编：518038

### 山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室  
电话：0531-81752761 邮编：250014

### 上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室（电梯16层F单元）  
电话：021-62528592 邮编：200122

### 北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室  
电话：010-83120360 邮编：100031

### 福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室  
电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

### 郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A  
电话：0371-65613455 邮编：450008

### 宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室  
电话：0574-83062932 邮编：315000

### 总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼  
电话：021-60636327 邮编：200120

### 西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室  
电话：029-88455275 邮编：710075

### 浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室  
电话：0571-87777081 邮编：310003

### 上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室  
电话：021-63097527 邮编：200082

### 广州营业部

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室  
电话：020-38909805 邮编：510620

### 泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座  
电话：0595-24669988 邮编：362000

### 厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908  
电话：0592-3248888 邮编：361000

### 成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号  
电话：028-86199726 邮编：610020

## 【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼  
邮编：200120      全国客服电话：400-90-95533  
邮箱：service@ccbfutures.com      网址：<http://www.ccbfutures.com>