

宏观季度报告

2023年7月4日

拾级而上

——2023年中期宏观经济展望

核心内容：

回顾过去五年，我们经历了2018年中美贸易摩擦爆发、2019年英国脱离欧盟和科创板设立、2020年新冠疫情爆发、2021年绿色低碳革命和房地产等行业调控、2022年俄乌冲突爆发以及全球严重通胀导致货币政策快速收紧、2023年上半年欧美应对银行业危机同时中国复苏不及预期。百年变局持续演化、逆全球化兴起、外生冲击频发、政策超出常规、预期快速变化、市场跌宕起伏。但我们仍然看到，市场对中国经济的进一步恢复保持着耐心，对中国经济的韧性和潜力抱有信心。进入2023年下半年，政策组合预计在7月末的中央政治局会议前后出台，此后还会有面向深层次改革的全国金融工作会议和二十届三中全会。8月BRICS峰会（南非）、9月G20峰会（印度）、10月一带一路峰会（中国）、11月APEC峰会（美国），则是中国进一步参与世界经济合作的舞台。面对这一场景，应该跟随市场预期修复、政策组合出台、企业盈利改善的步骤拾级而上，一步一个脚印。

一、展望下半年，市场焦点主要有四个方面：一是从基本面看，中国经济正处于底部，能否趋于回升需要观察PPI和工业企业利润收窄降幅的速度；二是从国内流动性来看，如果年内通胀平减指数回归正值，货币政策将克服“债务—通缩”机制，信用扩张将更为顺利；三是从全球流动性看，人民币汇率能否企稳回升，这需要观察中美利差、货币政策取向差异与经济景气差异等。四是目前市场可能已经充分定价上述因素，正在等待预期修复、流动性支撑和基本面改善的共振。

1. 工业企业利润恢复斜率不足，资产负债表呈现收缩状态，这是制约上半年A股总体表现的基本面因素。PPI已经连续三个季度负增长，尽管从基数来看已接近底部，从目前环比修复力度来看可能还要2至3个季度才能转正，驱动力主要是三季度组合政策出台，四季度出口接近底部，同期库存周期逐渐见底。

2. 货币政策仍处于观察期，降准降息只是顺应市场预期，可能效果有限。一季度我国的社会融资和信贷总额创出历史新高，4月之后货币政策进入观察期，力度开始下降，表现为M2与社会融资增速出现回落。从效果来看，由于GDP平减指数为负，实际利率偏高，货币政策并没有明显带动企业投资、居民购房与消费等有效需求。6月人民银行跟随市场利率调降了政策利率，显示出人民银行顺应市场预期、维持货币政策连贯性和有效性的意愿。但要让货币政策进一步起效，还需要更广泛的政策组合将GDP平减指数推升至正值。

3. 国内主要市场主体都处于资产负债表修复阶段，政策组合将陆续出台。现阶段，居民在修复资产负债表，企业在平衡生产和库存，地方政府在处理债务和风险，中央政府在评估政策效果。从大兴调查研究的内容来看，政策组合可能以恢复和扩大消费、稳定外企和民企信心、进一步降成本等为重点，7月末的中央政治局会议前后将进行部署。此外，下半年还将召开两个具有深远意义的会议——全国金融工作会议和二十届三中全会，除了亟待改革的财税体制、金融体制改革之外，企业科技创新、国有企业改革、民营经济发展、稳外资稳外贸等也将是改革重点。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：于金潼、吕雷

主要风险：

1. 内需持续低迷的风险
2. 地方政府债务的风险
3. 政策时滞的风险
4. 外需持续下行的风险
5. 美联储继续加息的风险
6. 全球银行业再现危机的风险
7. 全球地缘政治的风险

二、海外，目前美国年内出现衰退并导致降息的可能性已经较低。虽然从控通胀的角度考虑美联储下半年进一步加息并无必要，但还是需要特别警惕再度加息。三季度需要警惕美元与美债收益率上升的风险，但利率见顶后衰退交易再起会使两者再度走弱，这与 2022 年下半年节奏相似。

1.下半年美联储政策路径仍由价格稳定、就业最大化和金融稳定三重目标决定：价格水平方面，通货膨胀将在二季度快速放缓后显露粘性，年末仍有望降低至 3% 附近，但核心增速的粘性可能成为美联储加码紧缩的理由。劳动市场方面，薪资和新增就业年内保持逐渐放缓势头，但并不显著增加服务价格压力，失业率难以大幅抬升，这显著削弱了年内出现衰退和降息的概率。金融稳定方面，中小银行风险短期并未导致商行信用派生加速收缩，但中小银行和商业地产在中长期面临流动性风险的根本原因没有发生改变。经济方面，美国依然处于“滚动衰退”的状态，劳动市场外的增长状况并不乐观，2024 年进入弱衰退概率依旧较高。

2.警惕联邦基金利率再度提高：虽然从通胀控制的角度考虑美联储下半年进一步加息并无必要，但还是要特别警惕利率再度提高。原因有三方面，一是 2021 年对通胀粘性判断失误后，美联储“矫枉过正”并学习沃尔克时代的姿态较为明显；二是由于银行业整体韧性较强，且刚刚通过严酷的压力测试，金融稳定在美联储的反应公式中权重降低，而核心通胀粘性带来的担忧再度上升；三是消费支撑下经济增长略高于潜在增速，薪资降幅不够迅速，私人部门净值高且负债低，金融条件偏松。

3.欧央行短期偏鹰，但受到制造业疲弱的限制：尽管欧元区经济表现弱于预期，核心通胀增速也终于展现出放缓的势头，但欧央行加息仍未到尾声，拉加德表示 7 月加息仍有必要。我们估计 9 月加息大概率可使欧元区实际利率在四季度转正，随后继续加息的必要性降低。目前，欧央行“鹰派”的确定性比暂停加息并进入观察期的美联储要强，但在市场对其鹰派态度已经有预期的情况下，如果美联储选择再度加息则美元可能再度反弹。

4.美元与美债收益率：如果核心通胀数据明确开始弱化和全无走平或反弹的迹象，美元指数三季度在 100-105 间震荡，四季度仍可能回落至 100 以下。10 年期美债收益率则将在三季度向 3.5% 左右的中枢回归，四季度末有望降至 3.3% 下方。而如果美联储下半年连续加息，则存在美元指数阶段性突破 105、10 年期美债收益率突破 4% 的风险；同时，新利率重点浮现后经济和金融条件重新面临更大的压力，衰退交易再起。基于对美联储政策框架的判断，后一情形发生的概率可能更高。

总之，尽管经济回升的力量仍然不够强，海外的不确定性仍然很大，但中国经济已经开启了走出疫情影响，解决中长期问题，面向高质量发展的征程（这是我们 4 月 26 日二季度展望报告定名为“始于足下”的原因）。对于中国资本市场而言，下一阶段也即将开始“拾级而上”的进程。拾（shè）级而上，顺着阶梯一步一步向上走。第一阶梯：市场充分定价后的情绪修复；第二阶梯：政策组合即将出台；第三阶梯：美联储确定停止加息，人民币汇率企稳回升；第四阶梯：经济周期和企业利润增速见底回升。

目 录

一、预测更新与配置建议.....	4
(一) 预测更新.....	4
(二) 资产复盘与展望.....	5
1. 上半年市场复盘.....	5
2. 下半年配置策略.....	7
(三) 原油与黄金.....	9
1. 原油.....	10
2. 黄金.....	11
二、中国经济与政策.....	13
(一) 货币政策的制约与选择.....	13
1. 人民币汇率.....	13
2. 国内通胀率.....	13
3. 潜在经济增速.....	14
4. 货币政策重新进入逆周期.....	15
(二) 一揽子政策组合.....	15
1. 下半年重要会议前瞻.....	15
2. 财政政策.....	17
3. 产业与科技政策.....	17
4. 房地产调控政策.....	19
(三) 中国经济运行：断点后等待回升.....	21
1. 工业生产.....	21
2. 消费与可支配收入.....	22
3. 固定资产投资.....	23
4. 出口增速与结构.....	24
三、美联储、欧央行与全球金融市场.....	26
(一) 美国经济与政策.....	26
1. 二季度回顾.....	26
2. 劳动市场.....	27
3. 通胀粘性.....	30
4. 金融稳定.....	32
5. 经济运行.....	35
(二) 欧洲经济与政策.....	38
1. 经济和通胀.....	38
2. 欧央行.....	39
(三) 美元指数与美债收益率.....	42

一、预测更新与配置建议

(一) 预测更新

最新预测如表 1 所示，与 6 月 2 日预测（表 2）对比，明显调整主要有五个方面：

1.利率汇率：调高美国利率年末值（3.1%）、调低中国利率年末值（2.5%），相应调高美元指数（年末 99.1）、调低人民币汇率（年末 7.00）。

2.通胀率：CPI 可能持续运行在接近 0.1% 的位置，直至 Q4 回升至 0.4%；PPI 在 5 月或 6 月到达最低值（不超过 -5.0%），之后收窄降幅，但年内难以转正。

3.货币金融：M2 在 Q2 出现了快速下降，但下半年降幅将放缓，全年增速调低至 11.3%。M1 在 Q2、Q3 运行在 4.0% 至 4.5% 区间，Q4 升至 5.5% 以上。调低 Q2 与 Q3 的社会融资增速至 9.0% 左右，Q4 增速也调低至 9.3% 左右。

4.进出口与国内经济：进一步调低 Q2、Q3 出口与进口增速，但调高 Q4 出口增速，并预测 Q4 出口能实现转正。调高消费增速预测至 7.4%，调低固定资产投资增速预测至 3.4%（主要是 Q2 房地产投资增速下降所致，但维持房地产投资全年 -7.5%、制造业投资全年 3.8% 的预测，小幅调高基建投资增速预测至 6.1%）。

5.GDP 增速：将全年实际增速预测从 +5.5% 调降至 +5.4%，全年名义增速预测从 7.3% 调降至 6.2%。其中，二季度实际 GDP 预测调降至 5.9%，三、四季度也比此前调降。

表 1：2023 年 07 月 03 日预测（来源：《拾级而上——2023 年下半年宏观经济展望》）

分类	指标	月度预测						季度预测				年度
		4月	5月	6月	7月	8月	9月	Q1	Q2	Q3	Q4	2023年
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.44	3.64	3.81	3.85	3.80	3.88	3.48	3.81	3.88	3.30	3.30
	中国10年期国债收益率	2.78	2.68	2.64	2.60	2.65	2.58	2.85	2.64	2.58	2.50	2.50
	美元指数	101.7	104.2	103.4	103.4	103.0	104.5	102.1	103.4	104.5	100.0	100.0
	USDCNY即期	6.93	7.10	7.26	7.28	7.23	7.26	6.76	7.26	7.26	7.00	7.00
通胀率	CPI: 当月同比	0.1	0.2	0.2	-0.1	0.3	0.1	1.3	0.2	0.1	0.4	0.5
	PPI: 当月同比	-3.6	-4.6	-4.7	-3.3	-2.0	-2.0	-1.6	-4.2	-2.1	-1.4	-2.3
货币 金融	M1: 同比	5.3	4.7	4.3	4.0	4.5	4.2	5.9	4.3	4.2	5.5	5.5
	M2: 同比	12.4	11.6	11.6	11.5	11.5	11.4	12.8	11.6	11.4	11.3	11.3
	社会融资存量: 同比	10.0	9.5	9.0	9.1	9.1	9.0	9.7	9.0	9.0	9.3	9.3
	社会融资规模新增(万亿元)	1.22	1.56	3.35	1.40	2.40	3.60	14.5	6.13	7.40	4.70	32.76
	信贷新增(万亿元)	0.72	1.36	2.30	0.80	1.20	2.50	10.60	4.37	4.50	3.20	22.67
进出口	出口(美元值): 当月同比	8.5	-7.5	-11.6	-11.2	-5.4	-6.6	0.5	-4.2	-7.8	0.4	-2.9
	进口(美元值): 当月同比	-7.9	-4.5	-4.6	-3.3	-4.6	-5.1	-7.0	-5.7	-4.4	-4.0	-5.2
	贸易差额(亿美元): 当月值	902	658	700	730	750	750	2034	2260	2230	2600	9124
国内 经济	制造业PMI: %	49.2	48.8	49.0	-	-	-	-	-	-	-	-
	工业增加值: 当月同比	5.6	3.5	2.5	2.7	2.6	3.5	3.0	3.9	2.9	4.5	3.6
	社会消费品零售总额: 当月同比	18.4	12.7	2.4	5.4	5.6	4.9	5.8	10.1	5.3	8.4	7.4
	固定资产投资: 累计同比	4.7	4.0	3.8	3.9	3.7	3.5	5.1	3.8	3.5	3.4	3.4
	——制造业投资	6.4	6.0	5.2	5.0	4.8	4.3	7.0	5.2	4.3	3.8	3.8
	——房地产开发投资	-6.2	-7.2	-7.3	-7.2	-7.4	-7.5	-5.8	-7.3	-7.5	-7.5	-7.5
——基础设施建设投资	9.8	7.5	6.6	6.8	6.6	6.5	10.8	6.8	6.5	6.1	6.1	
GDP	实际GDP同比							4.5	5.9	5.3	5.8	5.4
	名义GDP同比							5.5	6.5	6.1	7.0	6.2

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理; 注意: 灰色背景下的数字为已经发生的实际值。

表 2: 2023 年 06 月 02 日预测 (来源:《5 月宏观经济指标预测: 站在周期的底部》)

分类	指标	实际值						预测值				年度 2023年
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	Q1	Q2	Q3	Q4	
利率 汇率	美国10年期国债收益率	3.52	3.92	3.48	3.44	3.64	3.50	3.48	3.50	3.30	2.90	2.90
	中国10年期国债收益率	2.90	2.90	2.85	2.78	2.68	2.60	2.85	2.60	2.50	2.72	2.72
	美元指数	102.6	105.0	102.1	101.7	104.2	104.6	102.1	104.6	101.3	98.1	98.1
	USDCNY即期	6.87	6.94	6.76	6.93	7.10	7.12	6.76	7.12	6.99	6.85	6.85
通胀率	CPI: 当月同比	2.1	1.0	0.8	0.1	0.2	0.1	1.3	0.1	0.1	0.4	0.5
	PPI: 当月同比	-0.8	-1.4	-2.4	-3.6	-4.6	-4.4	-1.6	-4.2	-2.1	-1.4	-2.3
货币 金融	M1: 同比	6.7	5.8	5.1	5.3	5.4	5.0	5.9	5.0	4.9	6.1	6.1
	M2: 同比	12.6	12.9	12.7	12.4	12.3	12.3	12.8	12.3	12.1	12.2	12.2
	社会融资存量: 同比	9.4	9.9	10.0	10.0	9.9	9.4	9.7	9.4	9.5	9.7	9.7
	社会融资规模新增(万亿元)	5.99	3.15	5.38	1.22	2.72	4.00	14.5	7.94	7.00	4.70	34.17
	信贷新增(万亿元)	4.90	1.81	3.89	0.72	1.55	2.90	10.60	5.17	4.50	3.20	23.47
进出口	出口(美元值): 当月同比	-10.5	-1.3	14.8	8.5	-3.2	-5.5	0.5	-0.6	-3.9	-0.9	-1.4
	进口(美元值): 当月同比	-21.4	4.2	-1.4	-7.9	-11.4	-8.9	-7.1	-9.4	-10.8	-3.8	-7.8
	贸易差额(亿美元): 当月值	1001	168	882	902	940	1000	2047	2842	3050	2480	10411
国内 经济	制造业PMI: %	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	48.6	-	-	-	-	-
	工业增加值: 当月同比	-	2.4	3.9	5.6	4.2	3.8	3.0	4.5	4.3	4.7	4.1
	社会消费品零售总额: 当月同比	-	3.5	10.6	18.4	11.8	0.9	5.8	9.6	4.8	8.0	7.0
	固定资产投资: 累计同比	-	5.5	5.1	4.7	4.4	4.3	5.1	4.3	3.5	3.9	3.9
	——制造业投资	-	8.1	7.0	6.4	5.6	5.3	7.0	5.3	3.2	3.8	3.8
	——房地产开发投资	-	-5.7	-5.8	-6.2	-6.8	-6.9	-5.8	-6.9	-7.5	-7.5	-7.5
	——基础设施建设投资	-	12.2	8.8	8.5	8.0	7.8	8.8	7.8	6.5	6.0	6.0
GDP	实际GDP同比		-			-		4.5	6.3	5.1	5.5	5.5
	名义GDP同比							5.5	8.2	7.7	8.2	7.3

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理。

(二) 资产复盘与展望

1. 上半年市场复盘

美国国债收益率: 2023 年上半年, 美国 10 年期国债收益率运行在 3.30% 在 4.08% 的高位区间, 6 月 30 日收于 3.80%。4.08% 的峰值出现在 3 月 2 日, 是硅谷银行事件之前美联储加息预期最强的时刻。3 月 10 日硅谷银行事件爆发之后持续下行, 4 月 6 日银行风险事件得到初步控制, 美国 10 年期国债收益率从 3.30% 的最低值开始反弹。

美元指数与 USDCNY: 2023 年 1 月中国疫情过峰速度快于预期, USDCNY 升至接近 6.7 的内年高位, 当时美元指数已降至 102 左右。2 月美联储加息预期再升温, 美元指数反弹至 105, USDCNY 冲击 7.0。3 月至 4 月美国银行业危机事件导致美元指数回落至 102 以下, USDCNY 反弹至 6.9 以内。5 月至 6 月, 尽管美联储暂时停止加息, 但由于下半年美国通胀将进入粘性区间, 加息预期再度升温, 美元指数再度反弹至 104 左右。同时国内经济复苏程度不及预期, 6 月中旬利率开始调降, USDCNY 突破 7.2。

全球股市: 2023 年 1 月全球权益资产普涨, 其中中概股涨幅最为显著。2 月美国就业与通胀好于预期, 美联储加息预期再升温, 全球权益资产普遍回调。3 月银行业危机事件导致美联储加息预期显著下降, 年内降息预期强化, 全球股市反弹, 黄金价格冲击历史。4 月美国与欧元区银行业危机基本得到控制, 经济衰退预期缓解, 美国、欧元区与日韩等股市保持了上行趋势。5 月美联储年内降息预期回落, 美元指数反弹, 欧洲股市出现调整, 但美股纳斯达克、日经指数等持续上行。6 月美联储暂时停止加息, 全球风险资产普涨。

国内外工业品：布伦特原油价格年内持续下行，仅4月OPEC+超预期减产之后出现小幅反弹，6月30日收于75美元/桶。工业品方面，铜价相对韧性，但国内螺纹钢等出现大幅度调整，主要反映国内经济复苏不及预期，尤其是房地产开发投资持续低迷等。

图 1：2023 年上半年全球风险资产表现：美欧日韩股市表现最好；国际油价、国内钢价调整较多

资产价格月度涨幅：%		2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023M5	2023M6	2023年以来 涨幅
A股 港股	万得全A	7.4	-0.4	-0.1	-0.8	-3.3	1.1	3.1
	上证综指	5.4	0.3	0.5	1.9	-3.6	-0.7	7.6
	沪深300	7.4	-3.1	0.2	-0.2	-5.7	0.1	4.1
	创业板指	10.0	-7.1	-0.4	-2.4	-5.6	-0.2	-0.9
	恒生指数	10.4	-10.3	2.3	-2.0	-8.3	1.7	0.6
亚太	日经225指数	4.7	0.0	2.3	3.9	7.0	5.9	10.6
	韩国综合指数	8.4	-1.5	3.1	2.0	3.0	-0.7	11.9
	富时新加坡指数	3.5	-3.4	-0.1	0.4	-3.4	0.6	0.6
美股	万得中概股100指数	18.5	-10.7	4.2	-10.3	-8.8	8.5	-0.1
	道琼斯指数	2.8	-3.1	1.2	3.8	-3.5	4.1	2.9
	标普500	6.2	-1.2	3.2	2.9	0.2	5.8	8.6
	纳斯达克指数	10.7	0.5	6.6	1.8	5.8	5.9	16.8
欧股	英国富时指数	4.3	1.2	-3.8	3.3	-5.4	0.1	5.6
	法国CAC40指数	9.4	2.6	0.4	3.1	-5.2	2.6	15.7
	德国DAX指数	8.7	1.6	1.6	2.6	-1.6	1.5	14.4
大宗 商品	CRB工业指数	0.1	-1.7	-0.3	1.4	-5.3	2.5	-3.5
	布伦特原油	-2.7	-2.6	-3.8	0.8	-8.3	0.6	-9.1
	LME铜	10.8	-2.5	2.2	-4.5	-5.6	2.4	2.7
	螺纹钢	1.4	-1.4	-1.0	-11.8	-6.0	6.8	-10.4
	伦敦金	5.8	-5.0	8.4	0.5	-1.4	-2.0	9.2
汇率 利率	美元指数	-1.3	2.7	-2.0	-0.5	2.5	-0.6	-1.8
	中债国债总财富指数	0.0	0.1	0.6	0.7	0.7	0.6	1.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

A股表现与行业风格：2023年上半年，由于经济复苏不及预期，政策力度边际递减，人民币对美元贬值等，A股从2月以来连续调整。6月人民银行跟随市场预期调降利率、国务院常务会议宣布政策组合，A股的调整幅度有所缓解。

国内债券：今年上半年，商业银行1年期同业存单收益率(AAA)从2.75%降至2.30%，10年期国债收益率从2.9%以上降至2.7%左右，开始冲击历史新低。

图 2：2023 年以来 A 股主要指数与中信一级行业月度涨幅

指数	日期	2023年以来 指数涨幅	2023M06 涨幅	2023M05 涨幅	2023M04 涨幅	2023M03 涨幅	2023M02 涨幅	2023M01 涨幅
基准	上证50	-5.4%	-0.1%	-6.9%	0.6%	-2.7%	-2.5%	6.6%
	沪深300	-0.8%	1.2%	-5.7%	-0.5%	-0.5%	-2.1%	7.4%
	中证500	2.3%	-0.8%	-3.1%	-1.6%	-0.3%	1.1%	7.2%
中信一级行业	石油石化	10.5%	1.4%	-7.3%	6.2%	0.8%	1.9%	7.8%
	煤炭	-1.7%	4.1%	-7.6%	-1.5%	-4.1%	2.8%	5.3%
	有色金属	-0.8%	1.6%	-7.8%	-1.0%	-3.8%	-3.2%	14.8%
	电力及公用事业	6.2%	-1.5%	3.6%	2.0%	-2.1%	1.8%	2.2%
	钢铁	-2.6%	0.1%	-4.6%	-2.0%	-7.3%	4.3%	7.7%
	基础化工	-7.8%	2.8%	-4.7%	-7.5%	-6.5%	0.1%	8.7%
	建筑	11.3%	-0.6%	-9.3%	10.8%	2.6%	3.0%	5.4%
	建材	-9.0%	2.2%	-7.6%	-5.1%	-6.6%	0.1%	8.7%
	轻工制造	-0.2%	3.4%	-2.4%	-4.3%	-6.8%	6.4%	4.3%
	机械	13.0%	8.1%	-0.4%	-2.2%	-4.1%	1.7%	10.1%
	电力设备及新能源	-3.9%	4.3%	-3.9%	-4.0%	-4.9%	-5.1%	10.6%
	国防军工	4.5%	3.6%	-1.1%	-1.2%	-3.8%	1.0%	6.2%
	汽车	6.9%	9.9%	-0.1%	-6.0%	-5.8%	-1.2%	11.3%
	商贸零售	-6.0%	0.1%	-6.3%	-1.3%	1.3%	1.0%	-0.7%
	消费者服务	-27.9%	-3.9%	-13.0%	-9.0%	-2.6%	-1.3%	-1.4%
	家电	17.4%	13.0%	-7.4%	2.4%	0.1%	1.2%	8.3%
	纺织服装	3.6%	4.1%	-2.1%	-1.3%	-6.3%	5.5%	4.2%
	医药	-4.8%	-4.0%	-2.8%	0.2%	-3.7%	0.2%	5.6%
	食品饮料	-7.4%	2.1%	-7.8%	-5.8%	-1.7%	1.0%	5.2%
	农林牧渔	-9.2%	3.6%	-10.1%	-4.1%	-1.8%	0.4%	3.1%
	银行	0.3%	-0.3%	-1.6%	4.6%	-1.6%	-3.7%	3.1%
	非银行金融	2.4%	-1.2%	-5.0%	6.5%	-3.3%	-2.5%	8.7%
	房地产	-14.1%	0.7%	-6.6%	-2.6%	-7.0%	-2.2%	3.1%
	交通运输	-6.7%	-2.4%	-6.2%	1.2%	-0.2%	-0.7%	1.6%
	电子	11.4%	-1.0%	1.5%	-5.1%	7.3%	0.2%	8.7%
	通信	45.4%	9.5%	0.6%	2.4%	9.1%	8.2%	9.2%
	计算机	32.3%	1.2%	1.0%	-6.8%	16.9%	5.3%	12.7%
	传媒	43.4%	-1.7%	-4.4%	13.7%	22.2%	4.4%	5.2%
综合	-11.8%	-1.5%	0.1%	-8.1%	-7.1%	2.4%	2.3%	
综合金融	0.2%	-0.7%	-0.5%	-2.5%	-4.9%	4.4%	4.8%	

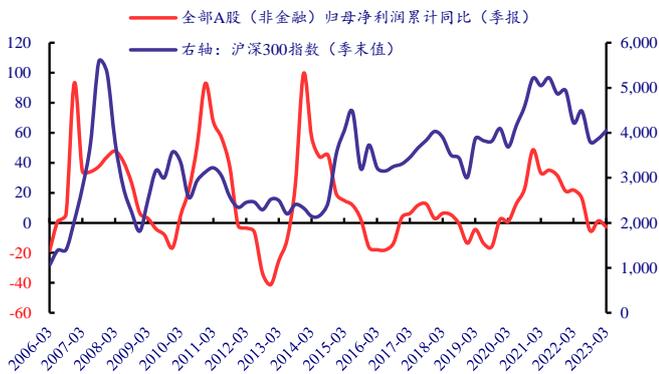
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 下半年配置策略

展望下半年，市场焦点主要有四个方面：一是从基本面来看，中国经济能否企稳回升，特别是 PPI 和工业企业利润收窄降幅的速度；二是从国内流动性来看，是否有增量政策，以及政策能否行程有效需求与信用扩张；三是从全球流动性来看，人民币兑美元汇率能否企稳回升，这需要观察中美利差、货币政策取向差异与经济景气度差异等。四是市场是否已经充分定价？

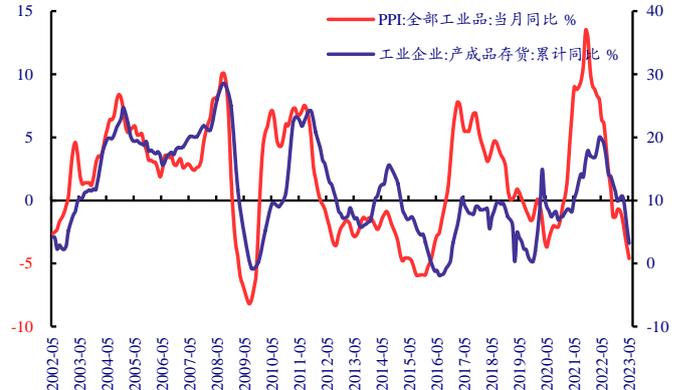
一是国内盈利底：1-5 月规模以上工业企业营业利润累计同比-18.8%（前值-20.6%），尽管降幅连续收窄，但恢复的斜率明显不足，工业企业资产负债表也呈现收缩状态，这是制约 A 股总体表现的基础性因素。从价格来看，5 月 PPI 同比-4.6%，已经连续三个季度负增长，尽管从基数来看 PPI 已经接近底部，但由于环比修复力度偏弱，从目前修复力度来看可能还要经历 2 至 3 个季度的负增长之后才能转正。从驱动力来看，三季度组合政策出台，四季度出口接近底部，同期库存周期也将逐渐见底。

图 3：中国工业企业利润增速与沪深 300 指数的正相关性



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

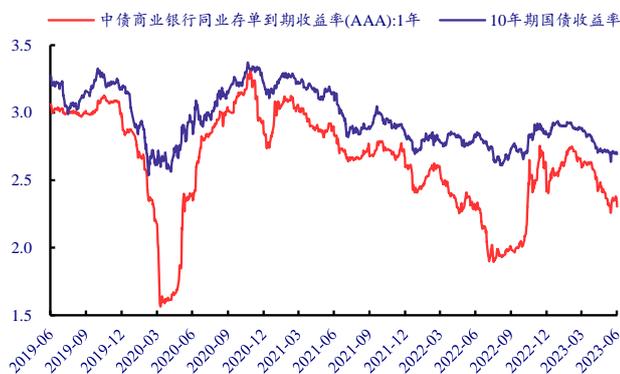
图 4：PPI 与工业产成品库存周期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

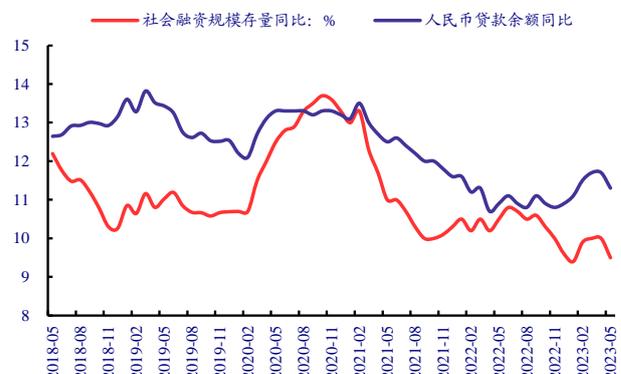
二是货币政策跟随调整和信用扩张面临制约。CPI 处于低位，PPI 下行，需要总需求扩张；但外部人民币贬值压力自 5 月以来持续强化，限制了当前货币政策的进一步宽松。6 月 OMO 利率、MLF 利率、LPR 调降 10BP，这是去年 8 月以来首次调降，只是对市场预期的被动跟随。但由于目前通胀平减指数为负值，导致实际利率极高，信用扩张的效果相对受限，并没有有效促进企业投资与居民的购房与消费。从 5 月数据来看，货币供应量与社会融资增速已经开始回落，中长期贷款增速仍维持上行但也出现顶部特征。

图 5：商业银行同业存单收益率与 10 年期国债到期收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：社会融资余额增速与人民币贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

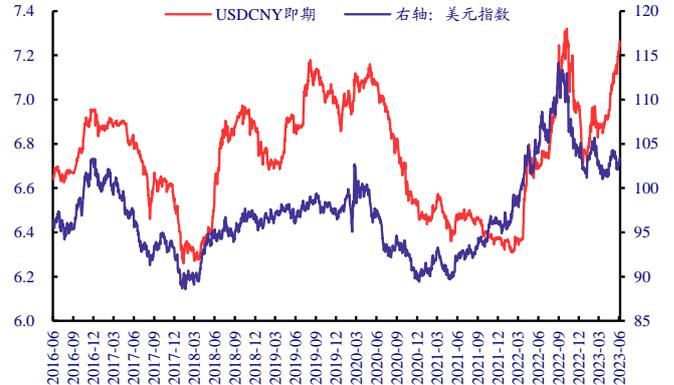
三是美联储与欧央行加息接近尾声，但未来充满不确定性。由于薪资保持较高增速，因此占美国 GDP 绝大比例的消费保持韧性，这也是美国经济软着陆的主要力量，美联储 5 月 SEP 预期 2023 年美国经济增长速率为+0.4%。同时，美国 CPI 已从 1 月的 6.4% 降至 5 月的 4.0%，核心 CPI 从此前 5 个月 5.5% 左右的水平降至 5 月的 5.3%。尽管美联储 6 月没有加息，暗示加息进程已接近尾部，但何时正式结束加息还需要进一步观察就业和通胀数据，特别是 CPI 反弹的可能性，这可能导致当前市场预期大幅波动。对比去年，美元指数很难再回 114 的高位；国内已经走出疫情，虽然经济复苏不及预期，但政策组合已经陆续出台，出口与库存周期企业接近底部，因此预计本轮 USDCNY 很难继续突破。

图 7：中美利差与 A 股表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：美元指数与 USDCNY 即期汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四是市场定价程度与预期修复程度。经历前期的趋势之后，5月10日以来，10年期国债收益率持续开始稳定在2.6至2.7%的区间，6月降息兑现也只是形成了短期扰动，并没有改变中枢。主要股指5月下旬以来也进入平行震荡，上证综指维持3200左右，沪深300指数维持3800左右，且行业风格也呈现随机漫步状态。国内商品也开始进入到筑底状态。这显示资本市场已经充分定价，但也没有超跌，正在等待新变化出现的一种状态。6月末至7月初，随着预期进一步修复，权益市场开始进一步向好。

图 9：10 年期国债收益率、沪深 300 指数、南华工业品指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 原油与黄金

1.原油

2 季度原油价格比 1 季度回落，这主要是需求的走弱带来的。OPEC 预计全球原油需求三季度开始回升。做出下半年全球原油需求回升的预期主要基于亚洲经济复苏顺利和美国经济超预期。现阶段来看这种预期仍然是不稳定的，中国需求持续疲软，美国和欧洲可能的激进加息也增加了衰退的担忧。3 季度原油价格可能仍然处于震荡，而 4 季度的原油价格取决于全球需求的走势。

图 10: 原油期货价格 (美元/桶、盎司/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: OPEC 预计全球原油需求



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

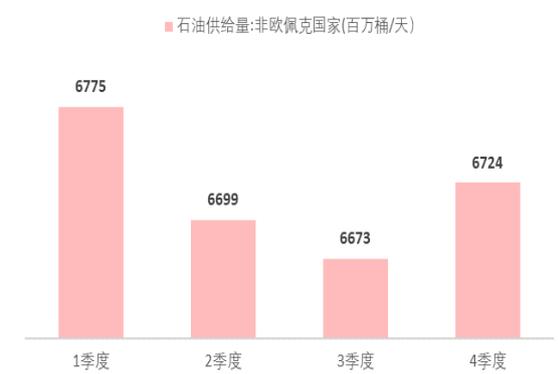
全球原油的供给显得更为乐观: EIA 预期欧佩克的供给在 3 季度略有恢复, 4 季度回落, 但非欧佩克国家的供给会在 4 季度有所弥补。对于欧佩克来说, 尼日利亚、哈萨克斯坦、伊朗、挪威、美国等国产量可能持续抬升, 俄罗斯减产的不及预期可能持续, 这抵消了 OPEC 减产的努力。

图 12: 欧佩克原油供给预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 非 OPEC 原油供给预期



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

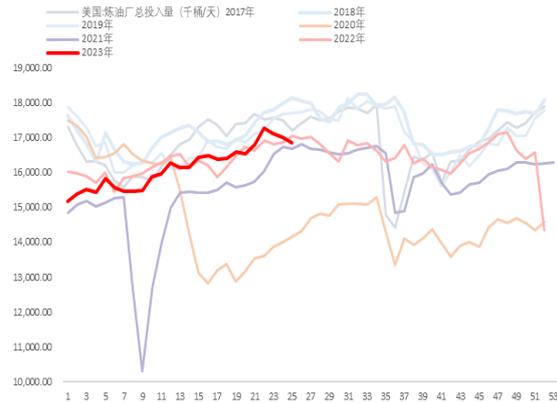
全球原油的需求需要持续观察：由于美国和欧洲的加息计划扰动，使得对未来全球经济的运行充满了不确定性。从美国来看，整体需求回落的苗头已经显现。美国炼厂需求回落至 1684 万桶/天，美国消费者外出出行增长趋于平缓，高速公路物流也较为平稳，这对于美国夏季出行的预期降低。美国货运量、美国的工业生产均表明美国对原油的需求回落。从中国来看，工业生产增速疲软，中国处于低位恢复中，但是恢复的速度低于预期。

图 14：美国原油需求（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 15：美国炼油厂总投入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

总体来说，原油没有摆脱震荡阶段，但震荡幅度已经降低，预计布伦特原油价格在 68 美元/桶至 78 美元/桶震荡，而 4 季度是否突破区间需要观察全球需求的走势。对于原油价格来说，现阶段下行的压力更大。首先，原油价格的低点虽然有沙特为首的 OPEC 减产支持，同时现货方面沙特等国有限价措施。但 2 季度已经表明 OPEC 成员国减产方面的压力较大，尤其是俄罗斯的减产面临更大的现实困难。OPEC 的减产对于原油价格的承托效应减弱。其次，美联储加息的不确定加剧了衰退预期的带来，即使美联储在 5 月份停止加息，其经济下行的苗头已有显现。欧洲的复苏在上半年已经结束，而下半年更可能进入衰退。对于中国的乐观预期在 2 季度被打破，中国经济短期不能一枝独秀。

支撑原油价格的因素看起来较为薄弱，但并不是不能改变价格走势。美国战略储备处于低点，回到 5 年平均水平可能需要增加 1 亿桶以上库存。美股汽油原油价差再次回升，说明汽油价格回落速度更慢，更高的价差使得炼油厂减产更为困难。OPEC 仍然可能为了保持原油价格做出更有效的减产，同时美国原油钻井在下滑，美国产量可能增加有限，供给的减弱推动价格上行。

2. 黄金

黄金价格稍长时间来看仍然是与美国的实际利率反方向变化。2023 年二季度黄金与美国名义利率呈反方向变动，与通胀联动加强。一季度黄金跟美元走势更为相关，二季度黄金定价重新跟随实际利率变化。

黄金向下仍然需要等待 7 月份美联储会议。可以说，三季度黄金价格变化并没有形成趋势，仍然以震荡为主。美国长债利率的下行直接利好黄金，这种明确的信号可能需要等

待4季度。二季度来看，美国名义利率对黄金的影响更大，通胀的下行速度仍然缓慢，黄金等待通胀下行需要时间。三季度来看，如果美联储7月份再次启动加息，美国长债收益率走高更为坚实，黄金仍然是弱势下行。而通胀预计在3季度下滑可能有所停滞，对于黄金价格的压制减弱。黄金的产量在2020年以后逐步下滑，黄金的开采成本逐步上行，其可以抬高黄金的价格底线。

图 16: 黄金和 TIPS (美元/盎司, %)

图 17: 黄金和美国国债收益率 (美元/盎司, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、中国经济与政策

(一) 货币政策的制约与选择

1. 人民币汇率

从货币三角来看，通胀不会制约利率，反而需要利率下行来抬升。汇率的快速走低反而成为制约国内利率变动的主要因素。人民币汇率4月份以来持续贬值，并且4月和5月有加速的趋势，相对于美元，人民币汇率在4月和5月分别下行2.28%和2.19%。

6月份我国政策利率调降10bps，人民币汇率跌破7.2元关口。央行始终强调保持人民币合理波动，但避免形成一致预期。2季度人民币汇率在亚洲国家中贬值幅度仅次于日本，而汇率持续贬值的预期形成后有自我强化的态势，央行在利率政策上的掣肘加大。

6月份美联储继续加息的预期加强，带动美元指数反弹，这给了人民币汇率新的压力。即使货币政策“以我为主”，但人民币汇率受到美元压制也是显而易见。7月份美联储带来的货币紧缩暂时不会消退，美元指数的反弹也没有结束。

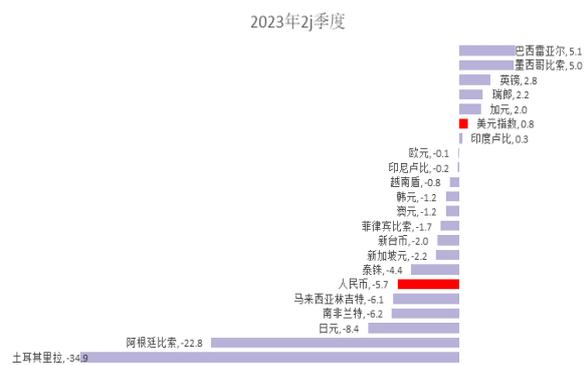
我国现阶段经济运行偏弱，需要货币政策给与支持，而央行在6月份降息后，市场反应并不强烈。7月到8月间人民币汇率的压力仍然较大，在此期间利率再次下行的压力加大，需要等待美联储预期稳定后重新考虑货币的价格工具。

图 18：人民币汇率和美元指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 19：2 季度以来全球货币表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 国内通胀率

CPI: 今年由于消费平稳，通胀环比变动保持平稳，猪肉下半年的周期仍然很难启动，整体物价变动跟随季节性变化。预计3季度0.2%，4季度0.4%，全年0.5%。6月CPI的翘尾水平为0.2%。6月份食品价格和非食品价格都保持小幅变动，各品种价格涨跌互现，整体CPI环比保持平稳。农产品价格方面，由于天气炎热蔬菜价格上行，水果、食用油、

鸡蛋价格下跌，猪肉价格仍然回落，水产品价格上涨。其他商品中，汽油价格小幅下行，工业产品价格如家用器具、交通产品价格下行，但旅游价格回升，医疗服务和其他服务价格上行。6月份CPI预计同比预计在0.2%左右，波动范围预计在0.1%~0.3%之间。

PPI: 大宗商品价格已经调整重新匹配需求，而需求恢复相对缓慢，价格下半年暴涨暴跌的概率低于上半年。由于翘尾水平在6月后回升，PPI会随之走高。而PPI回正则主要依靠下游需求的恢复和企业库存的消化，4季度要好于3季度。6月份PPI翘尾水平-4.6%，比5月份下滑0.9个百分点。从环比上来看，原油和煤炭价格下跌幅度减弱，铁矿石、螺纹钢和铜的价格上行，PPI在6月份环比波动减弱，预计下跌0.1%。

3.潜在经济增速

央行的态度在2季度发生了变化，但仍然坚持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。也就是央行在1季度货币政策报告中提出合理利率水平长期衡量原则是低于经济潜在增长率，并且利率水平要以自然利率为矛。

从理论来看，央行对于我国长期经济增速的预期在5.5%左右，这就意味着货币供应量和社会融资规模的增速不会发生剧烈的变化。也即是说，1季度信贷和社融投放开门红后，央行更可能在结构性方向努力，打通信贷堵塞节点，而不是在下半年重新加大信贷的总量投放。

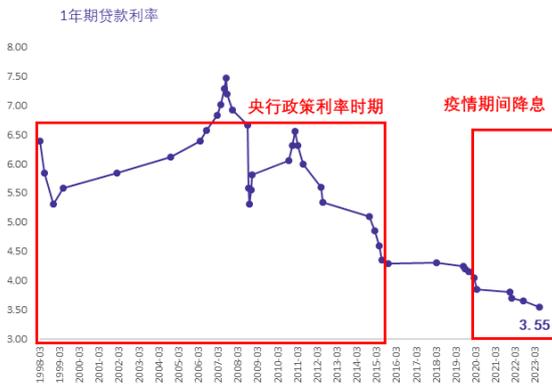
表3：中国潜在增长率研究（%）

年份	2016-2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026-2030	2031-2035	2036-2040	2041-2045	2046-2050
2013	世界银行和国务院发展研究中心	7.00			5.90		5.00				
2016	陆铭和蔡昉	6.60			5.63		4.98	4.54	3.93	3.15	2.47
2017	白重恩	6.28			5.57		4.82	3.94	3.40	3.46	2.98
2019	刘世锦				5.0-6.0						
2019	徐忠和贾向东				5.50		4.60				
2020	社科院	6.40			5.47		4.84	4.33			
2021	央行工作论文		5.70	5.50	5.50	5.30	5.10				
2021	日本央行				5.30		4.40				
	中国政府工作目标	6.50	6.00	5.50	5.00						

资料来源：中国银河证券研究院整理

从实际操作来看，政策利率调整为LPR时期，央行利率变动较为缓慢。同时，长期政策利率倾向于低于潜在GDP水平，而对于潜在GDP的确定并未充分考虑疫情的影响。首先，央行的政策制定对于疫情的影响考虑偏弱，从利率水平的下行来看，自2020年以来我国1年期贷款利率LPR降低60bps，无论力度和速度均弱于以往。这与央行的理论依据相符，根据央行潜在增长率的测定来看，利率水平的下滑应该是平稳。其次，从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率250bps左右，也就意味着，即使潜在增速在5.5%，名义政策利率水平更可能下滑至3.1%左右。最后，对于疫情是否永久性的降低了我国的潜在增长率水平，现阶段并未有定论，这需要更大量的研究，侧面也拖慢了央行降息步伐。

图 20：1 年期贷款利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21：GDP 增速与利率对比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4. 货币政策重新进入逆周期

今年以来央行的货币政策态度始终是变化的，并且在 6 月份重拾逆周期调节。2023 年 3 月的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会中，央行行长易纲在国新办发布会上表态实际利率水平是合适的，4 月 14 日货币政策委员会一季度例会公告删除了“逆周期调节”表述，5 月 15 日央行一季度货币政策执行报告写到“搞好逆周期调节”，6 月 9 日易纲行长在上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作座谈会上提到“加强逆周期调节”。6 月 28 日召开的本年度第二次货币委员会也提到“加大逆周期调节力度”、“搞好跨周期调节”。

对于逆周期调节的力度需要持续观察，逆周期政策更可能是稳健的。央行在 5 月份进行了降准，6 月份开启了降息。二季度货币委员会中提出货币政策仍然是稳健的，并且发挥货币政策做的需要“进一步疏通货币政策传导机制”、“加大宏观政策调控力度”、“发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”。对于信贷总量的强调了“合理增长、节奏平稳”，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

货币总量可能保持平稳，而货币价格继续下滑，但是下滑的时间点受到制约。1 季度开门红后，央行在货币总量上的空间并不大，更可能采用结构性的数量投放工具，例如各种专项便利工具。而在价格上，汇率制约仍然较大，3 季度可能先启动降准或者结构性的降息。等待美联储预期稳定预计 4 季度再次启动降息。

（二）一揽子政策组合

1. 下半年重要会议前瞻

7 月：月底的中央政治局会议将研判当前经济形势、定调下半年政策。7 月 26 日的美联储议息会也需重点关注，目前加息预期仍有变数，之后是在 9 月 20 日、11 月 1 日、12 月 13 日。

8 月的 BRICS 峰会（南非约翰内斯堡），9 月的 G20 峰会（印度新德里）、11 月的 APEC 峰会（美国旧金山）则是观察地缘政治、世界经济合作的重要会议。

10 月之后可能会有两个具有长期深远意义的重要会议，全国金融工作会议和二十届三中全会。全国金融工作会议每隔五年召开一次，过往五次会议都定调了下一个五年的金融重点工作。本次可能会聚焦金融机构改革、金融监管及防范化解风险等。三中全会一般会部署重大改革，以往历次均产生深远影响。二十届三中全会主要内容可以参考 4 月 21 日二十届中央全面深化改革委员会第一次会议主要议题，包括强化企业科技创新主体地位、加强和改进国有经济管理、支持民营经济发展等方面。

12 月的中央政治局会议和中央经济工作会议：主要研判 2024 年经济形势，定调 2024 年政策方向，部署 2024 年经济工作。

表 4：2023 年下半年重要会议的时间线

月份	2023 年下半年重要会议	关注点
7 月	7 月 26 日美联储议息会议	公布联邦基金利率决议
	中央政治局会议 (预测 7 月 28 日或 31 日)	分析研究经济形势，部署下半年经济工作，研究政策组合等
8 月	8 月 22 日至 24 日金砖国家峰会 (南非约翰内斯堡)	在财经、经贸、科技、工业、文化、教育、环境等领域达成合作协议和共识
	8 月 24 日至 26 日杰克逊霍尔 (Jackson Hole) 全球央行年会	美联储主席鲍威尔对利率终值的态度以及全球各央行对通胀下行进程的评价
9 月	9 月 9 日至 10 日 2023 年 G20 峰会（印度新德里）	会议议题可能涉及俄乌冲突、金融风险、经济衰退风险、经济复苏与合作等
	9 月 20 日美联储议息会议	会公布点阵图和经济预测（SEP）
10 月	全国金融工作会议 (预计 2023 年下半年, 时间待定)	聚焦金融机构改革、金融监管及金融风险防范化解等
	二十届三中全会 (预计 2023Q4, 时间待定)	财税体制、金融体制、房地产新模式等全面深化改革方案。4 月 21 日中央深改委第一次会议“强化企业科技创新主体地位、加强和改进国有经济管理、支持民营经济发展等”
	“一带一路”国际合作高峰论坛 (预计 2023 年下半年, 时间待定)	总结过去十年的成绩，探讨下一阶段的合作方向，政策、设施、贸易、金融等方面。
11 月	11 月 1 日美联储议息会议	公布联邦基金利率决议
	APEC 领导人非正式会议 (美国旧金山)	会议议题可能涉及贸易投资自由化和经济技术合作等经济领域
12 月	12 月 13 日美联储议息会议	会公布点阵图和经济预测（SEP）
	中央政治局会议（时间待定）	分析研究 2024 年经济工作
	中央经济工作会议（时间待定）	总结 2023 年经济工作成绩，提出 2024 年经济工作的总体要求和主要任务

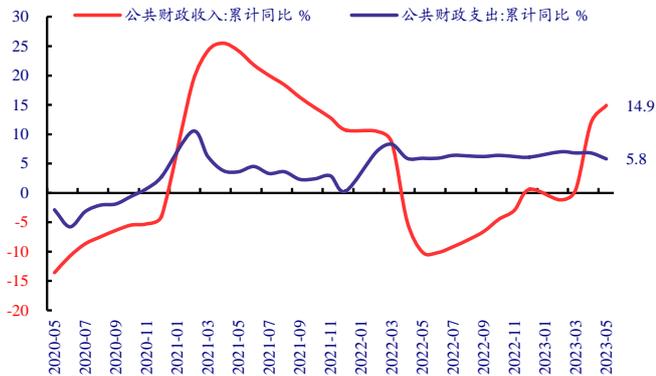
资料来源：新华网，人民网，wind，FRB，中国银河证券研究院整理

2. 财政政策

今年财政政策的定位是“积极的财政政策要加力提效”。1-5月受经济增长和基数效应影响，收入端一般公共预算收入增长较快，政府性基金收入降幅收窄；但支出端一般公共预算支出表现偏弱，政府性基金支出持续萎缩。总体判断财政扩张力度趋于放缓。

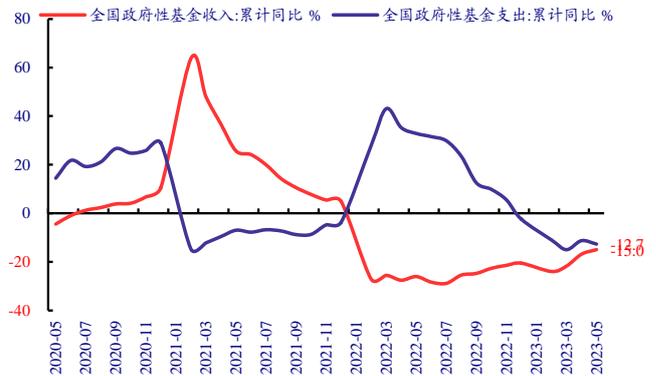
展望未来，在通胀平减指数为负、货币政策陷入流动性陷阱的背景之下，财政政策扩张力度需要进一步加强。当前通胀处于负值区间（PPI为-4.6%、CPI为+0.2%），导致经济体实际利率较高，货币政策效果受限，此时需要包括财政政策、行业政策以及房地产政策等的组合政策。6月16日国务院常务会议已经明确必须采取更加有力的措施，推动经济持续回升向好。财政部自5月中旬以来已将今年剩余地方债额度下达至各省份，后续新增专项债发行有望提速，并在第三季度基本完成。

图 22：公共财政收入与支出增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：政府性基金收入与支出增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 产业与科技政策

4月以来，产业与科技政策的重点主要部署在新能源车与氢能、央企科技创新、金融支持创新三个方面。首先，关于新能源车的政策措施、会议、领导讲话等4月以来总共有5次，6月就有2次，且已经落实为具体措施，包括进一步构建高质量充电基础设施体系，以及延长新能源汽车免征购置税的政策。二是推动中央企业建设科技领军企业，强化国家战略科技力量。包括国企改革专项行动“科改行动”与“双百行动”扩围深化；支持中央企业牵头建立更多的创新联合体，打造世界级战略性新兴产业集群；指导和推动中央企业加大氢能等战略性新兴产业布局力度等。三是金融支持创新方面，国务院常务会议已审议通过了《加大力度支持科技型企业融资行动方案》。

表 5：2023 年 4 月以来出台的科技与产业政策

时间	行业	政策要点
6 月 21 日	新能源车	国务院政策例行吹风会： 新能源汽车车辆购置税减免政策将延长至 2027 年年底，减免力度分年度逐步退坡。初步估算 2024 年至 2027 年减免车辆购置税规模总额达到 5200 亿元。
6 月 21 日	央企科技创新	国资委党委扩大会议： 加快发展战略性新兴产业和未来产业，支持中央企业牵头建立更多的创新联合体，加大重点技术布局 and 全链条融合创新力度，打造一批世界级战略性新兴产业集群。推动中央企业强化关键核心技术攻关；培育一批“专精特新”企业；加快推进企业主导的产学研深度融合，促进科技成果向现实生产力转化，助力提升重点产业链自主可控能力。
6 月 19 日	新能源车	国务院办公厅发布关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见。 优化完善网络布局，加快重点区域建设，提升运营服务水平，加强科技创新引领，加大支持保障力度。
6 月 16 日	金融支持创新	国务院常务会议审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》。 引导金融机构根据不同发展阶段的科技型企业的不同需求，进一步优化产品、市场和服务体系，为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务。要把支持初创期科技型企业作为重中之重，加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。要加强科技创新评价标准、知识产权交易、信用信息系统等基础设施建设。要统筹做好融资支持与风险防范，有效维护金融稳定。
6 月 8 日	央企科技创新	国务院国资委、中国科学院签署战略合作协议： 加强原创性引领性科技攻关，加快创新成果产业化。
6 月 2 日	新能源车	国务院常务会议研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施。 进一步优化产业布局，加强动力电池系统、新型底盘架构、智能驾驶体系等重点领域关键核心技术攻关，统筹国内国际资源开发利用，健全动力电池回收利用体系，构建“车能路云”融合发展的产业生态，提升全产业链自主可控能力和绿色发展水平。延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系，进一步稳定市场预期、优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力。
5 月 15 日	央企科技创新	国资委“科改行动”、“双百行动”扩围深化： 建立完善创新资源整合机制，加大产业资源、科研资源的专业化整合和一体化配置力度。
5 月 8 日	央企科技创新	科技部与国资委召开工作会商会议： 支持推动中央企业建设科技领军企业，强化国家战略科技力量。
5 月 5 日	新能源车	国务院常务会议审议通过加快推进充电基础设施建设、更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见。 聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈，适度超前建设充电基础设施，创新充电基础设施建设、运营、维护模式，确保“有人建、有人管、能持续”。引导企业下沉销售服务网络，鼓励高职院校面向农村培养维保技术人员，满足不断增长的新能源汽车维修保养需求。优化支持新能源汽车购买使用政策，鼓励企业丰富新能源汽车供应，同时加强安全监管，促进农村新能源汽车市场健康发展。
5 月 5 日	先进制造业	国务院常务会议审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见。 统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大，促进技术创新和转化应用，推动高端化、智能化、绿色化转型，壮大优质企业群体，加快建设现代化产业体系。
5 月 5 日	氢能	氢能应用现代产业链高质量发展推进会召开。 国务院国资委将指导推动中央企业加大氢能等战略性新兴产业布局力度。
4 月 20 日	央企科技创新	国务院国资委与中国科协举行工作会商： 深化务实合作，携手提升央企科技创新能力。
4 月 12 日	半导体 新能源车	国务院总理李强： 加快芯片研发制造等关键核心技术攻关，着力稳定产业链供应链，打造更多具有话语权的产品和技术，推动产业发展实现更大突破。电动化、网联化、智能化、共享化的“新四化”已成为汽车产业变革的主流趋势，发展智能网联新能源汽车是中国从汽车大国迈向汽车强国的必由之路，而汽车芯片作为汽车电子系统的核心元器件，更是汽车产业实现转型升级的重要基础。

资料来源：新华社、中国政府网，中国银河证券研究院整理

4. 房地产调控政策

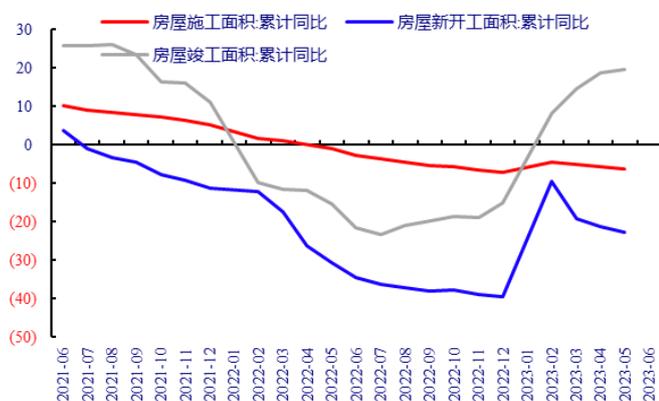
供给端：当前房地产市场修复仍以“保交楼”为主，房企投资及新开工意愿低迷。4月和5月房企新开工面积降幅分别为-21.2%和-22.6%，而竣工面积分别同比上升18.8%和19.6%。随着保交楼的持续进行和完成，施工面积也逐渐下降，4月和5月降幅分别为-5.6%和-6.2%。房地产开发投资截止6月25日累计同比下降7.2%。土地市场供应同样低迷，截止6月25日百城土地成交面积同比下降54.79%。

需求端：销售复苏但城市分化明显，价格下行趋势收窄但同样分化明显。今年以来，商品房成交额和成交面积同比增速均有所恢复，截止5月底商品房销售额累计同比增长11.9%，销售面积增长2.3%。但4月后成交面积明显回落。价格方面，一线城市的新房和二手房房价年初至今均保持正增长，5月一线新房价格同比增长1.7%，二手房价格增长0.4%；二线城市二手房价格在4月止跌，5月同比增长0.5%。整体而言商品房需求端在疫后集中恢复的推动下在4月到达顶峰，之后再次回落。进一步恢复市场预期、居民收入预期、人口增长预期等还需要更长期的时间。

政策端：当前房地产行业调控方向是在“房住不炒”的前提下“满足购房者的合理住房需求”、“探索新的发展模式”“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。今年的新增措施包括：2023年2月，人民银行、银保监会行程《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，鼓励商业银行向符合条件的主体发放租赁住房团体购房贷款；3月，政府工作报告提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展”。4月，中央政治局会议提及“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设。规划建设保障性住房。”

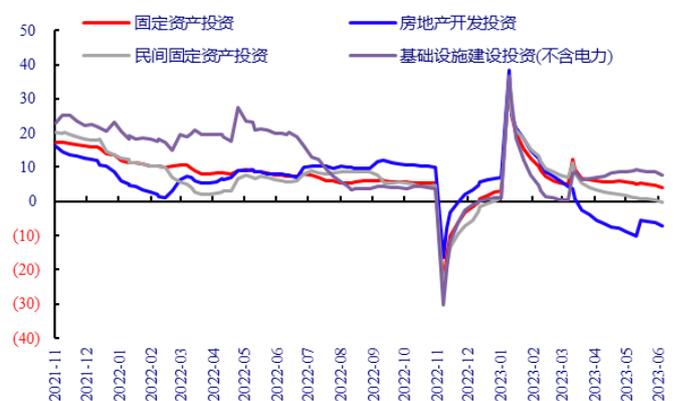
总体而言，房地产调控政策短期主要是围绕改善居民收入预期角度发力，长期将在供给收缩与需求信心修复之间逐渐达到平衡。

图 24：房屋施工、新开工、竣工面积:累计同比 (%)



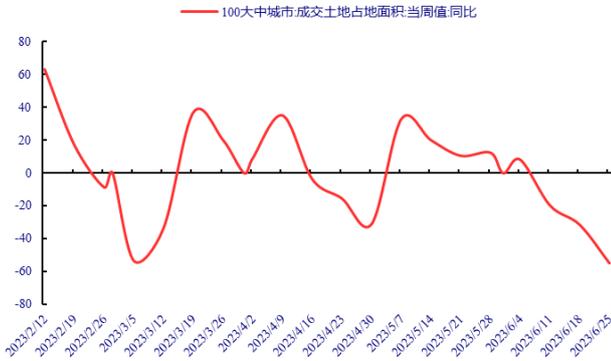
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 25：投资完成额:累计同比 (%)



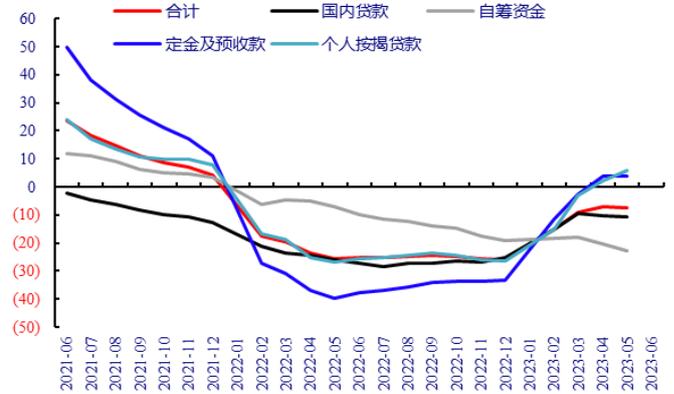
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 26: 100 大中城市:成交土地占地面积:当周值:同比 (%)



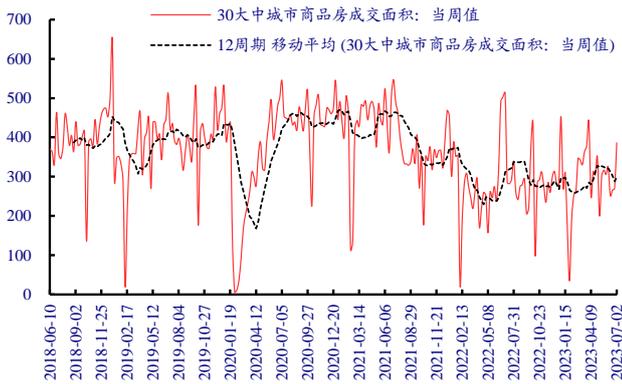
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: 中国:房地产开发资金来源:累计同比 (%)



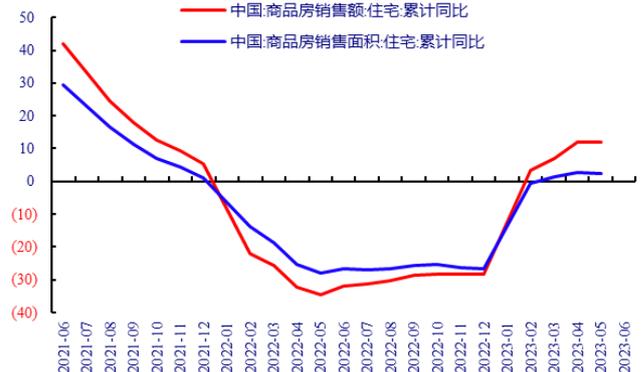
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



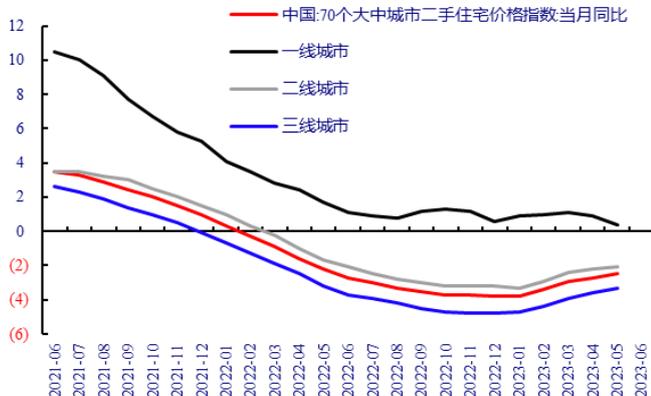
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 29: 中国:商品房销售额、销售面积:累计同比 (%)



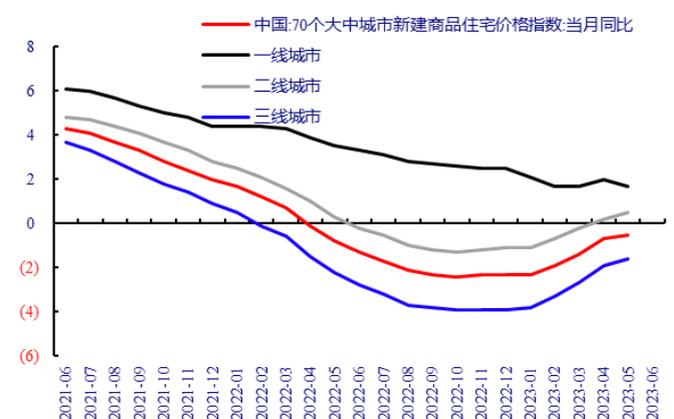
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30: 中国:70 个大中城市二手住宅价格指数:当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 31: 中国:70 个大中城市新建商品住宅价格指数:当月同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 中国经济运行：断点后等待回升

从经济运行数据来看，2季度的经济不及预期。2季度的消费增速（2年平均）可能在2%~3%左右，而低于市场预期的2021年的水平（4%~5%），远低于2019年的8%~9%。工业生产增速也较为低迷，4-5月份环比平均增速仅有0.1%。投资仅有承托作用，制造业投资周期已过，现阶段处于下行。房地产的下行更为快速，5月份单月下滑速度超过20%。这种从消费到生产增速的快速下行会使得我国整体经济运行下台阶。现阶段对于经济下台阶的预期是暂时性的，但经济的自我恢复力度偏弱，恢复时间偏长的话会直接降低我国经济潜在增长率水平。

1. 工业生产

疫情封控结束后，制造业企业的恢复速度较快，但是需求的恢复速度偏缓。2023年1季度企业对未来的预期偏高，生产活动较为活跃，商品价格随之走高，工业产成品库存上行。而1季度的消费不及预期，产成品去库存情况并不理想。4月份工业生产快速回落，企业一方面重新调整预期，另一方面也要消化库存。工业生产在4月份突然的停顿后5月份有所恢复，但4、5月份的平均环比增速仍然偏低，5月份的回升表明经济的自我恢复仍在，要回到历史水平仍然需要时间。基数效应下5月份同比回落，但两年平均（2022年和2023年）增速显示5月份工业生产增速从4月份的1.35%上行至5月的2.1%。但4月和5月生产仍然处于底部区域，5月份PMI指数48.8%，生产仍然处于淡季。

预计2季度的生产属于低位运行，企业的库存消化和预期调整需要时间。2季度生产处于淡季，生产的快速修复已经破灭，来自出口、房地产的压力持续，预计工业生产的上行要等到9月份到来。下半年的工业生产仍然要在需求和库存之间平衡，需求恢复的顺利订单量会有所增加，从而扭转企业预期。

图 32：中国企业经营情况（%）



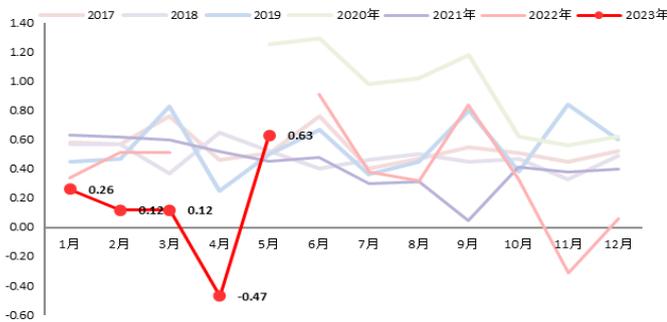
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 33：工业产成品库存增速（%）



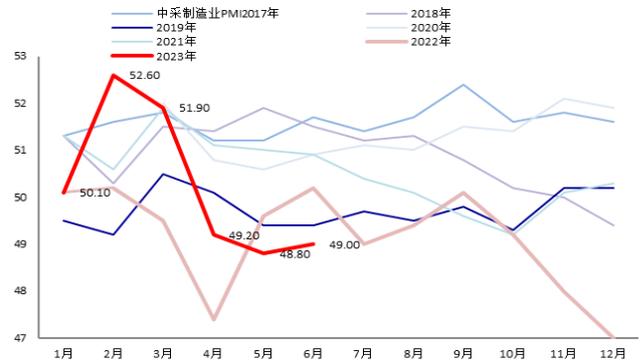
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 34: 工业生产环比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 35: PMI 回到荣枯线下 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

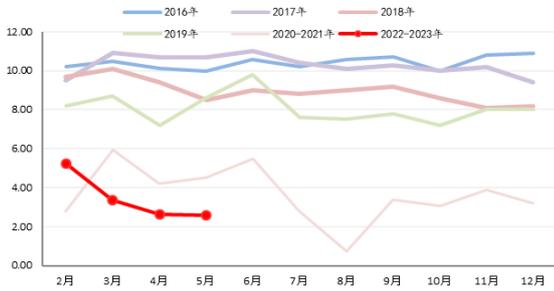
2. 消费与可支配收入

社会消费恢复缓慢，二季度增速下台阶。从两年平均水平来看，5月份全社会消费低位平稳，平均消费增速 2.6%，消费仍然未恢复至正常区间，2 季度预计两年平均增速在 2.7% 左右。从消费水平上来看，2023 年 2 季度消费增速整体再次下台阶，两年平均增速在 2%~3% 之间，低于疫情前（8%-9%）和 2020-2021 年（4%-5%）水平。消费增速的快速下台阶并不是正常的回落，这是居民在资产负债表受损的基础上平衡了消费和储蓄。

城乡居民人均收入增速与支出增速并不匹配。2021 年全年城乡居民人均支出大于人均收入，出现了“报复性消费”。进入 2022 年 2 季度，虽然居民人均支出减少，但这种减少更倾向于被动，而人均收入的减少是显而易见的。2022 年人均收入增速仅有 3.9%，居民对于未来的预期出现变化。2023 年初封控放开，居民人均支出快速上行，收入的上行速度低于支出的上行速度，使得 2023 年的消费增速恢复并不顺畅。

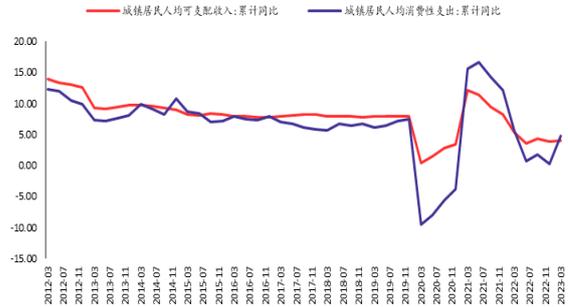
居民的消费者信心指数恢复缓慢，居民仍然在加大存款。这其中有关后预期不稳的因素，通常需要 20 个月以上恢复，也有收入预期下滑的影响。居民消费资产负债表和恢复信心的时间拉长，我国居民消费增速恢复需要时间。2023 年下半年预计居民消费两年平均增速会回到 3%~4% 的水平，这就意味着 2023 年下半年消费同比增速达到 9%。

图 36: 2022-2023 年平均消费增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 37: 居民人均收入和支出 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 38: 消费者信心 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 39: 居民存款 (亿元)



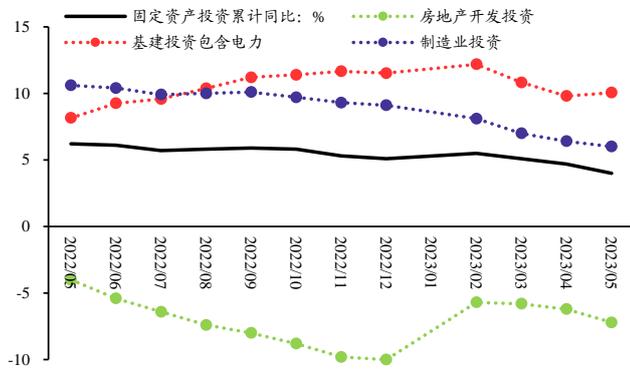
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 固定资产投资

2023 年以来固定资产投资增速继续回落，这是企业资产负债表收缩的自然结果。1-5 月，固定资产投资累计同比增速降至 4.0%。其中，制造业投资同比 6.0%，民间投资同比-0.1%，受高速出口拉动的制造业投资周期已完成，下一阶段需要与终端需求重新匹配。基建投资同比 10.05%，不含电力口径降至 7.0%，仍然保持高位，但也出现边际下行。房地产投资同比-7.2%，5 月下行速度加快，尤其是商品房新开工和施工面积增速进一步回落，“保交楼”支撑的竣工面积增速也出现边际递减。

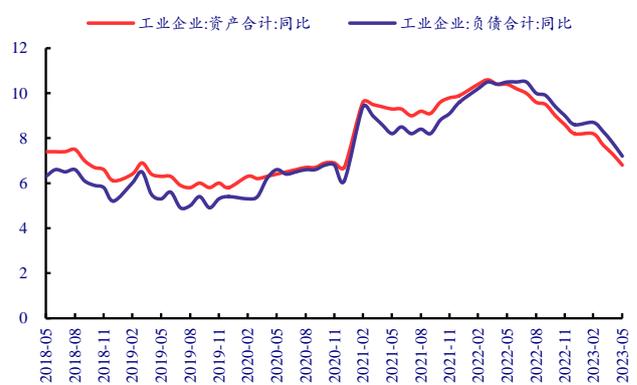
1-5 月制造业投资增速 6.0%，比上月下行 0.4 个百分点。其中出口产业链带来的高速投资开始回落是主因，可以看到，电气机械及器材制造业，计算机、通讯和其他电子设备制造业，化学原料及化学制品制造业等的固定资产投资都出现了回落。

图 40：固定资产投资增速变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 41：工业企业整体资产负债表：2022 年下半年以来持续收缩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4. 出口增速与结构

以美元计价，2023 年前 5 个月中国出口累计同比+0.3%；进口累计同比-6.7%。3 至 4 月出口增速较高主要有订单积压的因素，属于趋势外的扰动。5 月出口增速同比回落至-7.5%，累计同比增速由前值 2.5%降至 0.3%，主要受到基数效应和外需回落的拖累。

从出口主要地区来看：中国对东盟出口占中国出口额的比重从 2020 年的 14.8%升至 2022 年的 15.8%，2023 年前 5 个月进一步升至 16.2%。中国对欧盟出口占中国出口额的比重自 2020 年以来一直稳定在 15.5%左右。中国对美出口占中国出口额比重从 2020 年的 17.4%降至 2022 年的 16.2%，2023 年前 5 个月进一步降至 14.3%。2023 年前 5 个月，中国大陆对中国香港、日本、韩国等的出口占总出口额的比重分别为 7.5%、4.8%、4.6%，总体规模与美国、欧盟、东盟接近。而从趋势来看，中国香港、日本的重要性都有明显下降，韩国相对稳定。中国对印度出口占中国出口额的比重从 2020 年的 2.6%升至 2022 年的 3.3%，2023 年前 5 个月进一步升 3.4%。中国对俄罗斯出口占中国出口额的比重在 2022 年之前稳定在 2.0%左右，但 2023 年前 5 个月快速升至 3.1%。

从出口产品结构而言，劳动密集型和机电产品对出口增长转向拖累。5 月机电产品、劳动密集型产品和高新技术产品增速分别为-2.1%、-12.3%和-13.9%，前值分别为 10.4%、8.2%和-5.9%。劳动密集型产品、机电产品出口增速增速转负，高新技术产品出口增速降幅扩大。从具体品类来看，机电产品中，手机(-25%)与集成电路(-25.8%)出口增速降幅扩大，反映当前全球电子消费需求疲弱，汽车(123.5%)、汽车配件(13.4%)以及通用机械设备(7.5%)出口增速维持韧性，对机电出口形成支撑；纺织、服装、玩具、家具、塑料等商品均为两位数以上的负增长，对劳动密集型产品出口增速形成较大拖累，表明全球需求下行尚未出现拐点。

展望下半年，随着美联储和欧央行相继停止加息，预计 2023 年末至 2024 年初美欧经济将迎来底部，之后中国出口将迎来真正的底部。

图 42: 美国名义 GDP 与中国出口年度增速 (%)

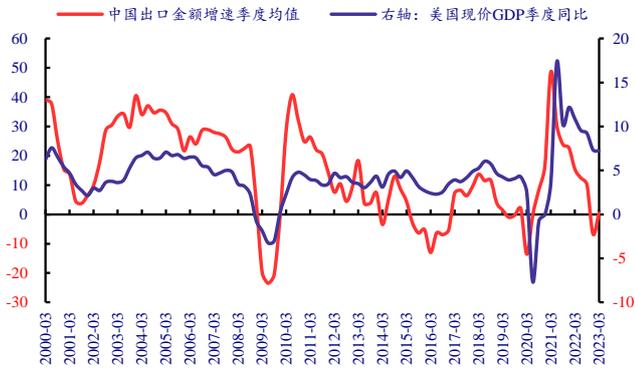


图 43: 全球主要经济体制造业 PMI 变化

制造业 PMI	美国 Markit	美国 ISM	欧元区	法国	德国	英国	日本	韩国	中国 财新	中国 中采	越南	印度	俄罗斯	巴西	墨西哥
2023-06	46.3	46.0	43.4	46.0	40.6	46.5	49.8	47.8	50.5	49.0	46.2	57.8	52.6	46.6	50.9
2023-05	48.4	46.9	44.8	45.7	43.2	47.1	50.6	48.4	50.9	48.8	45.3	58.7	53.5	47.1	50.5
2023-04	50.2	47.1	45.8	45.6	44.5	47.8	49.5	48.1	49.5	49.2	46.7	57.2	52.6	44.3	51.1
2023-03	49.2	46.3	47.3	47.3	44.7	47.9	49.2	47.6	50.0	51.9	47.7	56.4	53.2	47.0	51.0
2023-02	47.3	47.7	48.5	47.4	46.3	49.3	47.7	48.5	51.6	52.6	51.2	55.3	53.6	49.2	51.0
2023-01	46.9	47.4	48.8	50.5	47.3	47.0	48.9	48.5	49.2	50.1	47.4	55.4	52.6	47.5	48.9
2022-12	46.2	48.4	47.8	49.2	47.1	45.3	48.9	48.2	49.0	47.0	46.4	57.8	53.0	44.2	51.3
2022-11	47.7	49.0	47.1	48.3	46.2	46.5	49.0	49.0	49.4	48.0	47.4	55.7	53.2	44.3	50.6
2022-10	50.4	50.2	46.4	47.2	45.1	46.2	50.7	48.2	49.2	49.2	50.6	55.3	50.7	50.8	50.3
2022-09	52.0	50.9	48.4	47.7	47.8	48.4	50.8	47.3	48.1	50.1	52.5	55.1	52.0	51.1	50.3
2022-08	51.5	52.8	49.6	50.6	49.1	47.3	51.5	47.6	49.5	49.4	52.7	56.2	51.7	51.9	48.5
2022-07	52.2	52.8	49.8	49.5	49.3	52.1	52.1	49.8	50.4	49.0	51.2	56.4	50.3	54.0	48.5
2022-06	52.7	53.0	52.1	51.4	52.0	52.8	52.7	51.3	51.7	50.2	54.0	53.9	50.9	54.1	52.2
2022-05	57.0	56.1	54.6	54.6	54.8	54.6	53.3	51.8	48.1	49.6	54.7	54.6	50.8	54.2	50.6
2022-04	59.2	55.4	55.5	55.7	54.6	55.8	53.5	52.1	46.0	47.4	51.7	54.7	48.2	51.8	49.3
2022-03	58.8	57.1	56.5	54.7	56.9	55.2	54.1	51.2	48.1	49.5	51.7	54.0	44.1	52.3	49.2
2022-02	57.3	58.6	58.2	57.2	58.4	58.0	52.7	53.8	50.4	50.2	54.3	54.9	48.6	49.6	48.0
2022-01	55.5	57.6	58.7	55.5	59.8	57.3	55.4	52.8	49.1	50.1	53.7	54.0	51.8	47.8	46.1

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、美联储、欧央行与全球金融市场

(一) 美国经济与政策

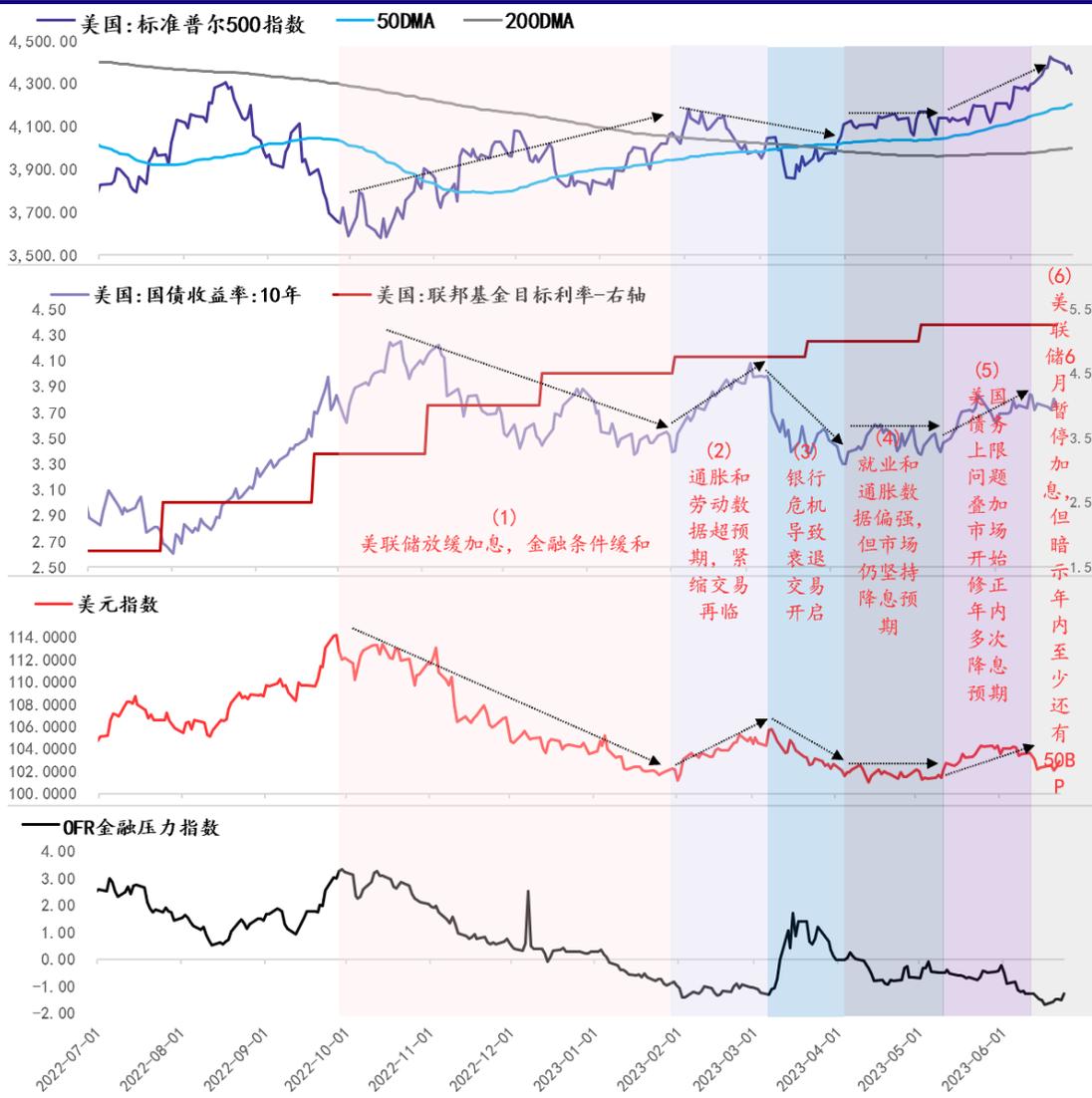
预期围绕美国政策利率和经济下行的主线而宽幅波动：2023 下半年美联储的政策路径依旧由价格稳定、就业最大化和金融稳定三重目标决定。价格水平方面，通货膨胀将在二季度快速放缓后显露粘性，年末仍有望降低至 3% 附近，但核心增速的粘性可能成为美联储加码紧缩的理由。劳动市场方面，薪资和新增就业年内保持缓慢放缓的势头而不显著增加服务价格压力，失业率难以大幅抬升，显著削弱了年内出现衰退和降息的概率。金融稳定方面，中小银行破产问题短期并未导致商行信用派生加速收缩，但中小银行和商业地产在更长期面临流动性风险的根本原因没有发生改变。经济方面，美国依然处于“滚动衰退”的状态，劳动市场外的增长状况并不乐观，2024 年进入弱衰退概率依旧较高。

因此从金融和经济周期的角度判断，我们认为虽然从通胀控制角度考虑美联储下半年进一步加息并无必要，但还是需要特别警惕利率再度提高；同时，年内出现衰退判定导致降息的可能性已经较低。(1) 在 2021 年对通胀粘性判断失误后，美联储“矫枉过正”并学习沃尔克时代的姿态较为明显；(2) 由于银行业整体韧性较强，且刚刚通过严酷的压力测试，金融稳定在美联储的反应公式中权重降低，而核心通胀粘性带来的担忧再度上升；(3) 消费支撑下经济增长仍略高于潜在增速，薪资降幅不够迅速，私人部门净值高且负债低，金融条件偏松。以上理由均可以支持美联储进一步加息，尽管我们判断更高的利率对通胀的短期影响可能并不显著。市场暂未计入下半年超过一次 25BP 的加息，而一旦加息重启，美元和美债可能先在额外紧缩下重新走强，而后重新进入衰退交易。

1. 二季度回顾

美国市场在 2023 年一季度经历了美联储加息放缓使资产价格回升、通胀和劳动数据强于预期导致紧缩预期再起以及硅谷银行事件开启的衰退交易。二季度初期市场仍在通过各类数据确认中小银行信贷紧缩对经济的影响，并随着经济数据的韧性逐步抛弃了年内多次降息的预期，而美联储则对下半年的利率路径给出了鹰派的指引，可以大致分为如下阶段：(1) 银行问题导致美债收益率和美元指数在二季度前大幅走弱，市场预期了更早的衰退和多次降息，但这种预期仍需要数据支持；不过，不论是银行信贷派生还是通胀与劳动数据均展示出经济韧性，股债汇基本保持平稳震荡的状态。(2) 5 月上旬开始，美国债务上限问题与依旧强劲的核心通胀与劳动数据导致市场开始修正不切实际的年内多次降息预期，推动美债收益率和美元指数回升。(3) 美联储于 6 月如期暂停加息，但对于下半年的利率路径给出了至少 50BP 的引导，尽管隐含利率预期显示市场并不相信这一指引，但美债收益率和美元在更强的紧缩压力下在较高位置保持观察。同时需要注意美股的强劲表现与利润预期不再进一步下调和人工智能带来的估值提升有关，因此走势异于美债和美元。二季度市场基本确立了年内不会降息的共识，但对于联邦基金利率终值是否再提升则存在分歧，我们认为虽然美联储没有进一步加息的必要性，但仍需警惕下半年连续加息对经济和资产走势带来的冲击和机遇。

图 44：上半年美国市场运行的主要阶段

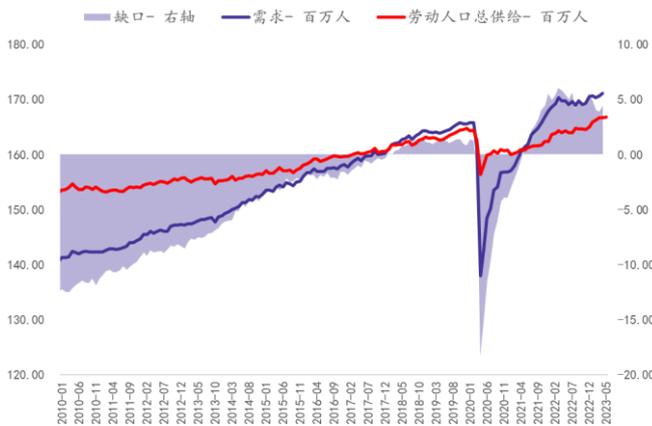


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 劳动市场

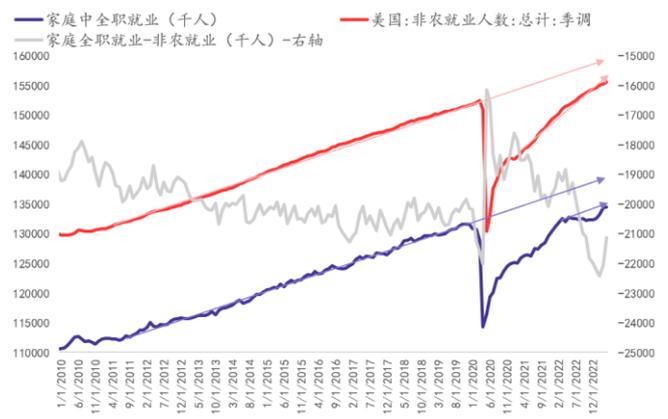
我们倾向于美国劳动紧张程度整体缓慢缓和，但其韧性大概率阻碍年内的降息：尽管二季度薪资环比增速出现小幅上修，但整体仍在向疫情前水平降低，对核心服务的压力逐渐缓解；非农时薪增速年末有望降至 3.6% 左右，与核心 PCE 通胀大致一致，对应约 3.8% 左右的核心通胀。而在贝弗里奇曲线回到相对正常水平（5%）前，失业率仍然较难以大幅上行并引发衰退。因此，虽然劳动市场还没有展现进一步加息的必要，但美联储对通胀的敏感度不得不防，年内在不出现黑天鹅事件的情况下难有降息。

图 45: 粗略劳动市场缺口保持 400 万人左右



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

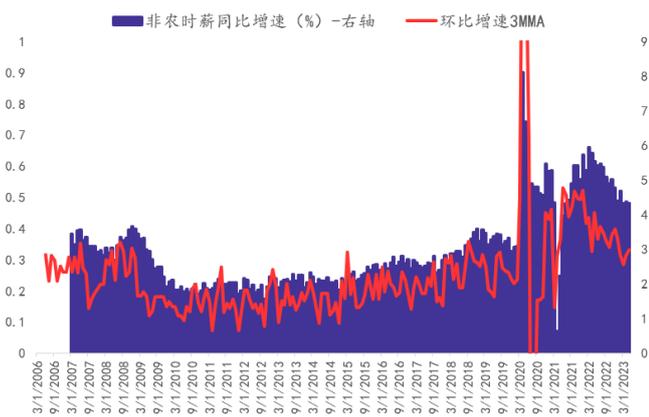
图 46: 新增就业不弱, 但可能没有非农数据显示的那么强



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

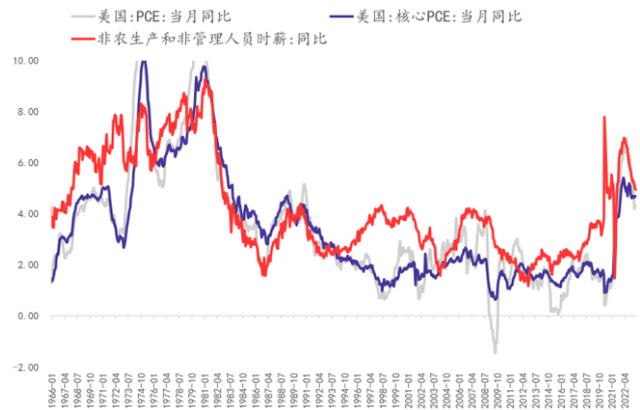
尽管数据显示劳动市场整体仍然偏紧, 供需缺口在逐渐弥合, 这也从各类工资增速的降低中得到印证。以非农时薪为例, 其 5 月的三月均增速放缓至 0.33%, 虽然高于疫情前 0.24% 的环比均值, 但以此推算的薪资同比增速年末可能降低至 3.6%。虽然这一增速高于鲍威尔在 5 月 FOMC 会议上提出的与通胀目标相符的 3% 左右的增速, 但至少表明劳动市场对核心通胀的压力正渐渐弱化, 没有更大幅度加息以压低服务需求的必要。我们对核心 CPI 下半年的预测运行范围为 5.0%-3.8%, 但这种粘性更多反映了通胀统计中居住成本的滞后, CPI 中的服务价格保持回落, 而 PCE 中的服务价格走平, 这符合工资放缓的状态。不过从需求角度考虑, 未消耗完的超额储蓄、转正的实际工资增速和不低的消费信贷依然在支撑劳动市场的韧性, 所以薪资与服务通胀下行的斜率都较为缓和。

图 47: 非农时薪环比增速保持回落趋势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 48: 工资缓和减轻核心通胀面临的压力 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

其他劳动数据也总体支持劳动市场的缓慢缓和: 职位空缺率和离职率保持下行趋势、非老齡人群的劳动参与率逐渐回升。新增就业由于存在企业调查和家庭调查两种口径而提供了模糊的信号, 在新增非农就业保持强劲的同时, 家庭就业则反映出更弱的增长, 而考

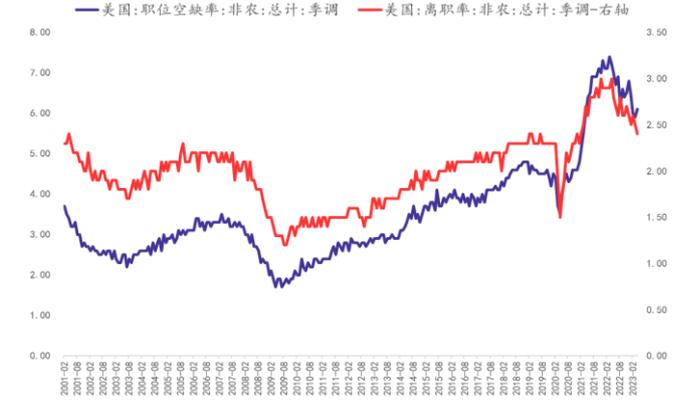
虑到薪资缓和、失业率略有回升并不符合近期非农就业的强劲以及非农就业可以重复统计兼职的问题，劳动市场升温的可能性并不大。各类劳动数据的触顶回落与供需平衡的逐渐改善匹配。

图 49：生产和非监督管理岗位工资回落至疫情前的周期峰值



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

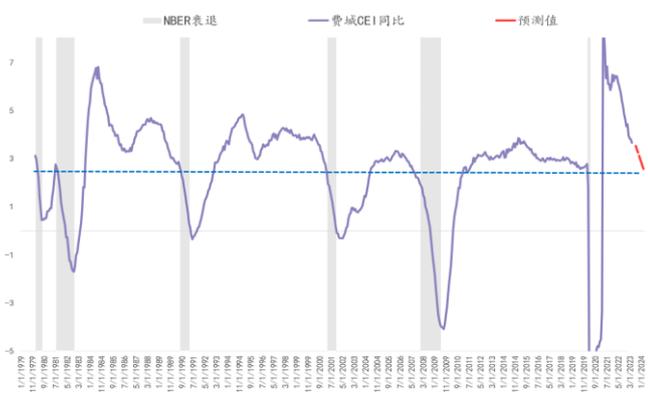
图 50：职位空缺率和离职率整体保持回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

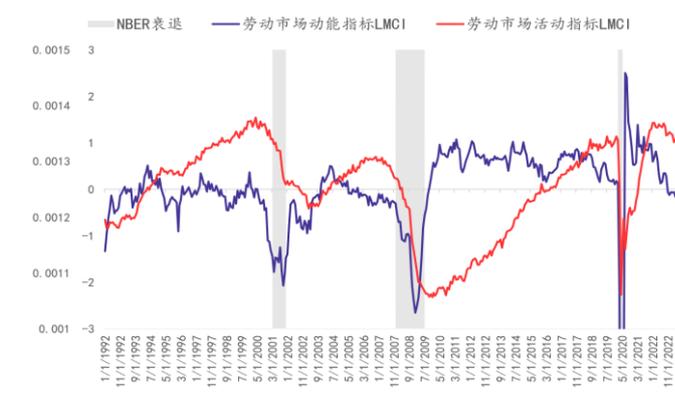
劳动数据不仅与通胀路径有关，也是决定美国陷入衰退时点的重要因素，其中失业率的变化尤为重要。在 6 月 FOMC 会议中，美联储将 2023 年低失业率预期降调至低于长期自然失业率的 4.1%，暗示衰退和降息均不会出现。对于失业率何时抬升，贝弗里奇曲线的有着重要的指导意义：研究显示历史上职位空缺率的下行在 8 个季度内必然导致失业率的大幅上升^①，但目前职位空缺率下行后失业率却还在低位徘徊。这是由于极高的职位空缺率提高了贝弗里奇曲线左侧的斜率，降低了失业率的牺牲比例^②。从经验来看，随着高利率持续，贝弗里奇曲线下移的过程中失业率难以继续保持历史低位，但在职位空缺率回到相对正常（5%或以下）的水平前，失业率可能确实难以明显抬升，导致衰退判定。这意味着 2023 年衰退和降息出现难度较大，但 2024Q1 失业率仍存在达到衰退标准的可能。

图 51：费城劳动市场 CEI 显示短期难以衰退（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 52：劳动市场活动指标依然处于较强状态



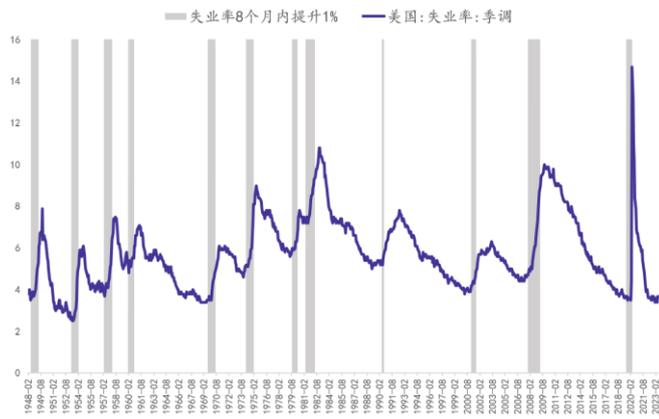
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

①Bad news for the Fed from the Beveridge space | PIIE

②<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.html>

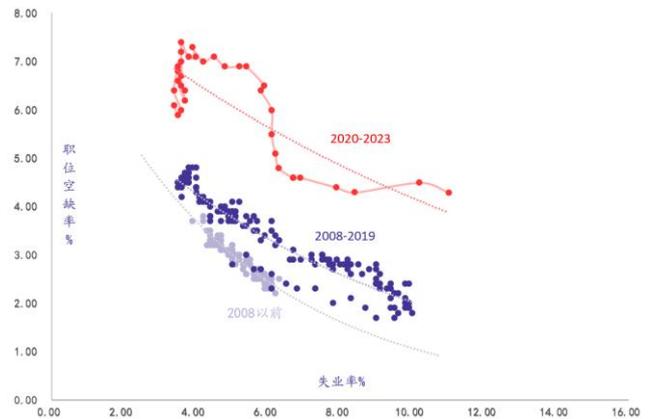
最后，需要注意作为滞后指标的失业率一旦开始抬升，斜率将十分陡峭。回顾二战以来的 12 次衰退，失业率在衰退判定前 8 个月内均上行超过 1%，这意味着在目前失业率在 3.4%-3.6%徘徊时，其在 2024 年初超过长期自然失业率并引发衰退概率不低，尽管目前的贝弗里奇曲线下失业率上行和衰退的程度将偏弱。从劳动市场同步指标看，5 月份费城 CEI 同比增速降低至 3.65%，按目前增速外推则 2024 年初将达到 2.5%的衰退阈值。

图 53：菲利普斯曲线抬升预示通胀存在粘性 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 54：贝弗里奇曲线的降低暂未显著提升失业率 (%)

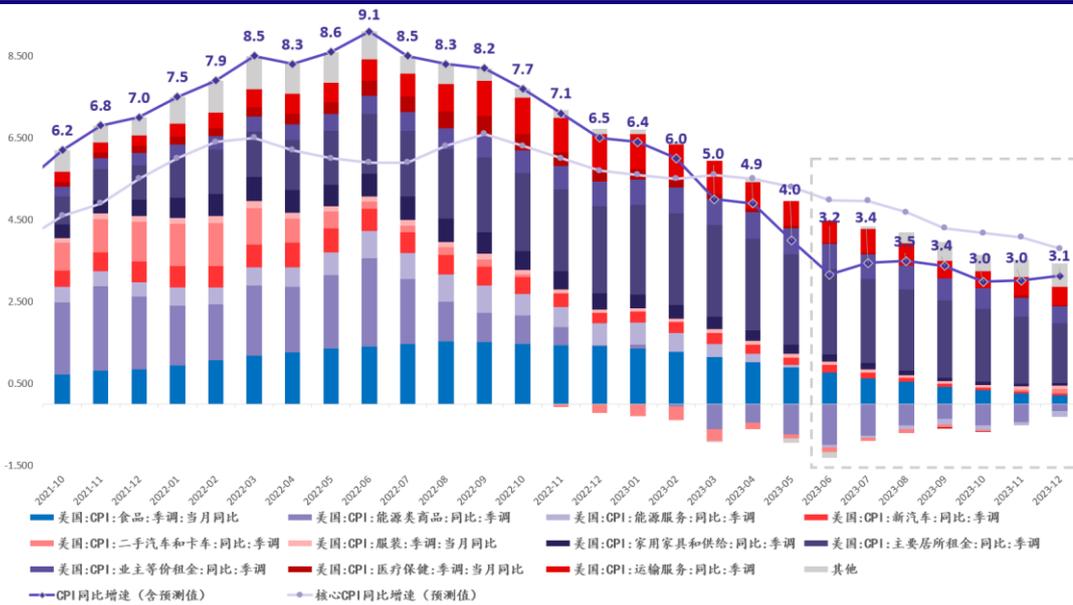


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 通胀粘性

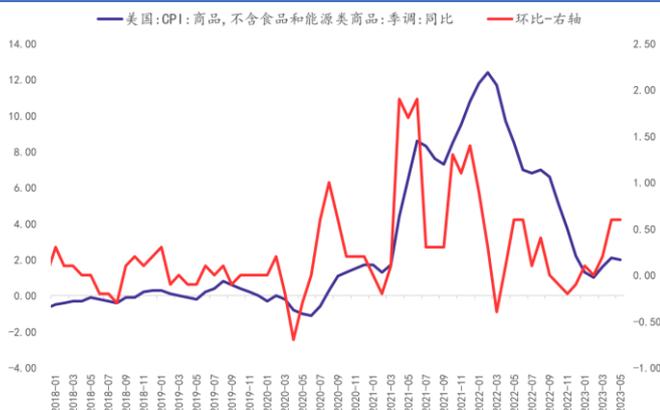
2023 年下半年食品价格预计继续缓慢放缓，而能源整体可能维持通缩状态。商品方面，尽管其价格短期难以回到疫情前零增长或通缩的状态，但对通胀的拉动乏力，而 2024 年则有望在经济弱衰退的情况下进一步走低。核心服务方面，CPI 数据显示服务价格增速连续回落，而 PCE 通胀反映的服务价格走平，在工资缓慢回落的状态下服务通胀反弹的风险也较小。居住成本同样开始下降，其滞后性对核心通胀的粘性做出持续贡献。整体上，下半年核心通胀将持续高于名义通胀，且由于服务价格更缓的下行斜率和居住成本统计滞后而在约 5%-3.8%的范围内运行。虽然我们认为在长期通胀预期稳定之下，居住成本滞后导致的通胀粘性是技术性因素，并不意味着偏高的核心通胀需要进一步加息，但核心的粘性可能成为美联储进一步提高利率的理由。

图 55：美国 CPI 与核心 CPI 同比增速预测显示通胀上半年较快回落，下半年展现粘性 (%)



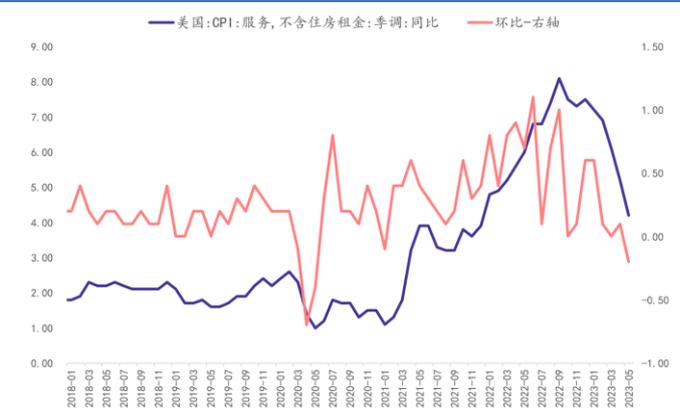
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 56：CPI 商品部份增速已经明显降低 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

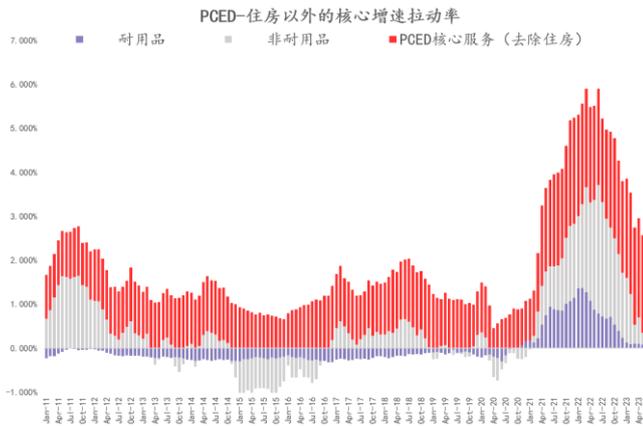
图 57：CPI 服务部分近期也保持了回落趋势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

其次，薪资的缓和对应着核心服务部分缓慢走弱。从 CPI 观察，去除居住成本的核心服务增速已从 8.1% 的高点降低至 4.2%，回落趋势明显；而 PCE 核心服务通胀对通胀的拉动率在见顶后保持高位。从薪资增速与核心 PCE 的相关性以及高利率环境对需求抑制的角度考虑，服务价格增速下半年出现反弹的可能性不大，更大概率慢慢降低。但是，目前服务价格的降幅并未达到令美联储满意的程度，核心部分仍可成为继续加息的理由。

图 58: PCED 增速的粘性来自于缓慢降低的服务价格 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

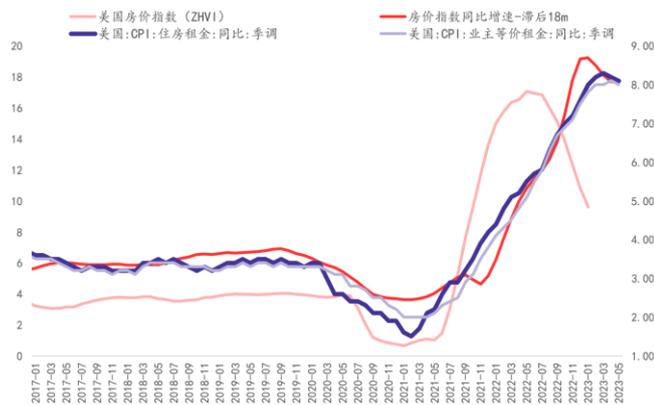
图 59: PCED 商品部份拉动率已经明显缓和 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

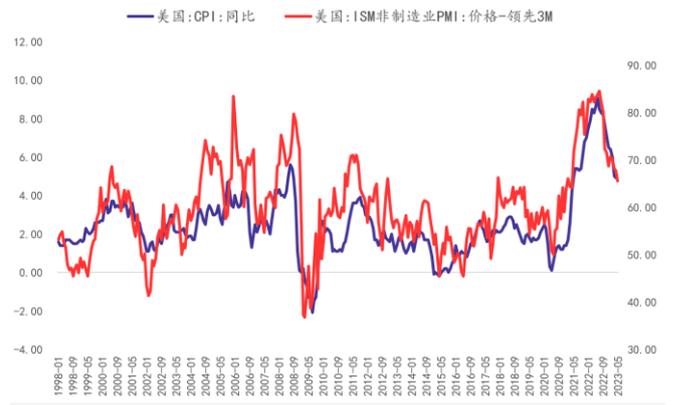
核心 CPI 和 PCE 通胀增速的粘性是可能迫使美联储在下半年加码紧缩的主要因素，但核心 CPI 中居住成本权重接近 40%，而其在核心 PCE 通胀中占比也接近 20%，这意味着下半年核心通胀下行速度不及预期是收到统计方式的影响。实际的居住成本增速早在 18 个月前就跟随房价开始回落，而目前美国房价仍在寻底中。因此，美联储以核心通胀增速偏高为理由的紧缩并不能在短期有效加快核心部分的下行。总体来看，通胀增速 2023 年内难以回到美联储的合意水平，这将阻碍降息开启。尽管通胀并不存在显著的反弹风险，但对误判 2021 年通胀形势的美联储来说，核心部分“走平”的风险在金融稳定的压力缓解后重新成为主要矛盾，故而显著提升了下半年加息的风险。

图 60: 居住成本对核心 CPI 的贡献不会因为加息而更快降低



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 61: 名义通胀继续下行面临的阻力不大 (%)



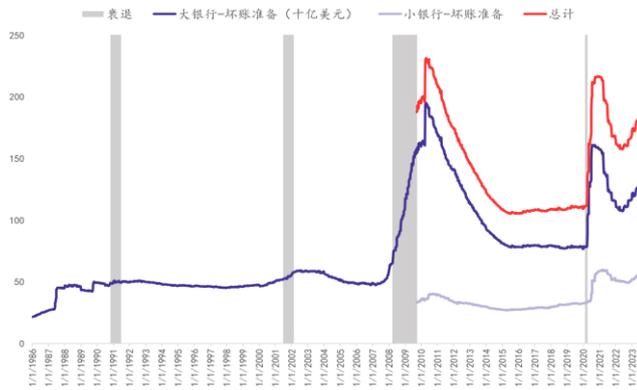
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

4. 金融稳定

美国中小银行在 3 月中下旬面临了短暂的流动性危机，也使此前边际放松的金融条件再次收紧，市场对信贷紧缩的情况保持观察。不过，二季度信贷增速下行的斜率暂没有显著加快，未来中小银行的信贷收缩预计更加显著，且信贷供给侧的收缩可能大于有超额

储蓄和薪资增长支持的需求侧。因此，年内美国银行系统对金融稳定的冲击可控，金融稳定风险降低给了美联储进一步加息的底气，也使通胀在货币政策反应公式中的权重提升。不过，银行中期仍面临四类问题，如果美联储下半年美联储进一步提高联邦基金利率，那么这四类问题对金融稳定的压力会更加突出。

图 62: 银行坏账准备水平稍有抬升 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 63: 工商业贷款下行更加明显 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

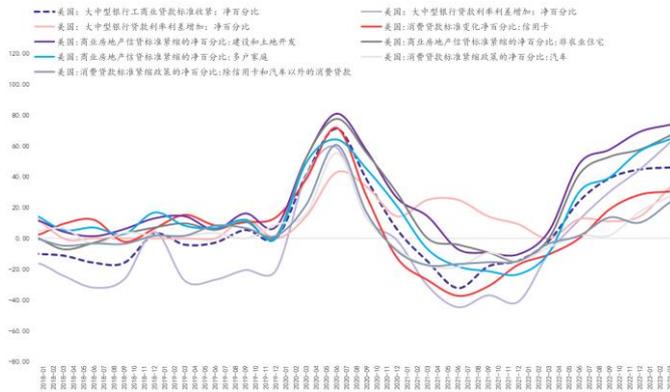
美联储一季度的高级信贷经理意见调查 (SLOOS) 展示了硅谷银行问题爆发后信贷变动的特征^③。首先，银行对大中型企业以及小型企业的商业和工业贷款的标准更加严格，需求也较弱，而中型银行对商业贷款标准的收紧更加频繁。其次，所有商业房地产贷款类别的严格程度上行，需求收缩；代表企业的工商业和商业地产贷款需求弱于代表居民的消费和住宅贷款。从供需两侧考虑，美国商行信贷一季度供给的主动收缩大于需求，经济短期仍由于家庭部门的收入和超额储蓄而存在韧性。从各类贷款增速考虑，工商业贷款增速下行最快，6月中旬已降至3.7%，而消费与不动产抵押贷款则分别维持7.6%和8.5%的增速；工商业贷款的下行与制造业 PMI 疲弱相符合，而不动产抵押贷款依赖住房抵押贷款降幅同样较快，消费贷韧性最强。

同时，6月28日美联储公布了23家重要银行顺利通过极为严苛的压力测试的消息：这次压力测试假设银行在全球严重衰退、商业地产价格下滑40%，住宅价格下滑38%、失业率升至10%的情况下面临5410亿美元的损失。而结果显示即使在这种情况下，重要商行仍可维持最低资本金要求并继续放贷^④。这意味着，金融稳定短期难以成为制约进一步加息的因素：美联储在3月没有上调点阵图主要是为了观察信贷紧缩是否超出预期，而目前偏强的经济数据和金融风险的降低给美联储重启加息提供了信心。

③ 覆盖80家大型国内银行和24家外国银行的美国分支和代理机构，通常每季度进行一次调查（一般在1月/2月、4月/5月、8月和10月/11月会议提供结果），同时美联储偶尔会进行一到两次额外的调查。

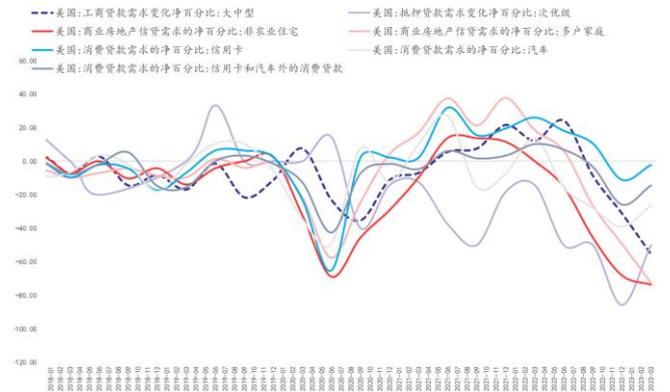
④ Federal Reserve Board – Federal Reserve Board releases results of annual bank stress test, which demonstrates that large banks are well positioned to weather a severe recession and continue to lend to households and businesses even during a severe recession

图 64: SLOOS 显示信贷供给端收紧, 企业部门紧缩更严重



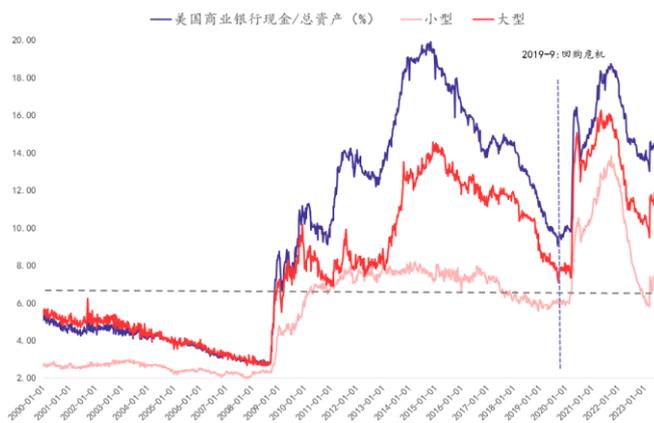
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 65: SLOOS 显示居民部门贷款需求边际回升, 工商业继续下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 66: 小银行现金占比偏低, 承受更大压力 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 67: 货币市场共同基金继续从吸引部分银行现金资产



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

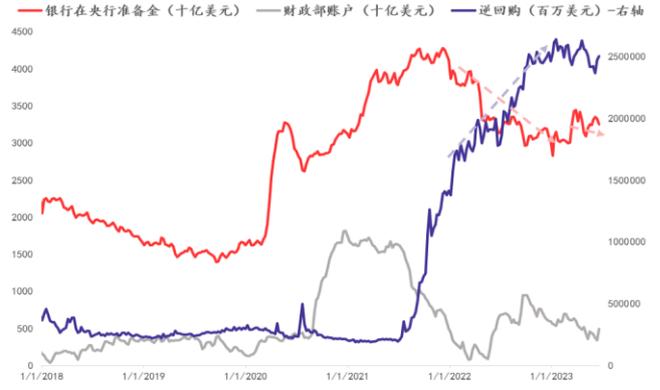
目前看, 2023 年内通胀与劳动市场对美联储政策路径的影响暂时比金融稳定更高, 但在两者继续回落后, 银行系统仍面临至少四类压力。(1) 由过低的存款利率所引发的存款外流; (2) 美联储的量化紧缩 (QT) 仍在继续; (3) 虽然美国债务上限问题解决, 但财政部账户 (TGA) 急需补充, 同样消耗银行现金; (4) 存款流出的背景下, 面临压力的中小银行从 BTFP 和贴现窗口获得流动性的成本较高, 难以在中长期缓解现金压力。以上四点虽然在 2023 年内不易引发冲击金融稳定的事件, 但利率高位下银行压力在不断积累, 这可能限制美联储继续加息的幅度, 也支持 2024 年出现降息。

图 68: 美国平均存款利率过低, FFR 对其传导缓慢 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 69: QT 的持续和新发国债可能继续消耗银行准备金

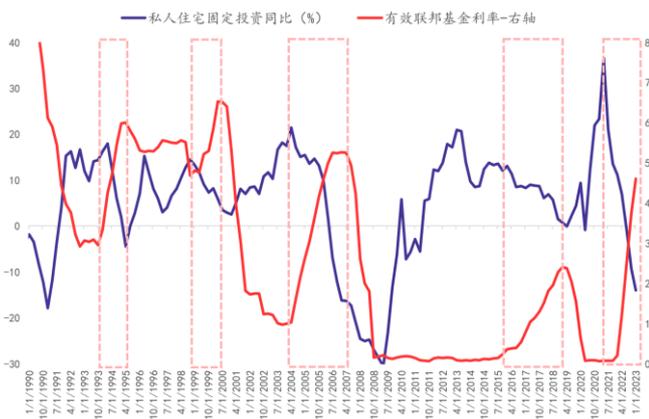


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

5. 经济运行

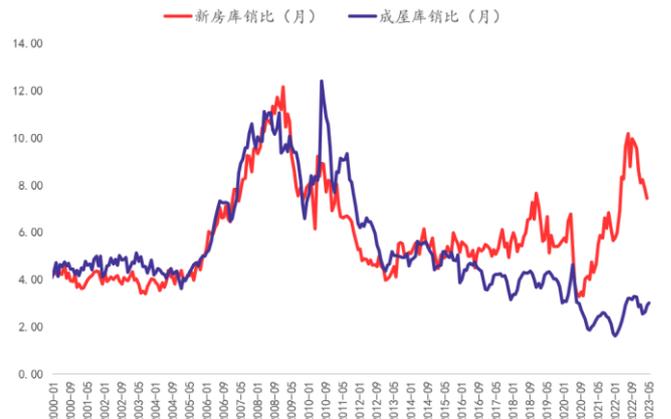
由于美国财政力度保持以及私人部门受到低负债、超额储蓄、实际收入增速回升和信贷的支持, 其经济在上半年依旧维持了接近潜在增速的正增长。美国“滚动衰退”局面同样没有发生变化: 利率敏感的投资部分受住宅和库存影响率先进入负增长, 房地产、商品和工业品先后下行, 而劳动市场韧性下的服务业带动消费则阻碍衰退的发生。预计三季度美国投资回升但维持负增长、消费走弱但正增长, 同时四季度经济环比转负概率较高。需要注意的是弱衰退仍然较难避免, 如果美国经济强度超过预期导致核心通胀继续走平或反弹, 那么美联储将再度连续提高利率, 进而压制企业和个人对商品与服务需求的预期, 使经济加速下行并为衰退交易再次打开空间。

图 70: 住宅投资可能继续下行但幅度缓和 (%)



资料来源: BAE, 中国银河证券研究院

图 71: 住宅库销比在加息后抬升, 但近期销售持续改善

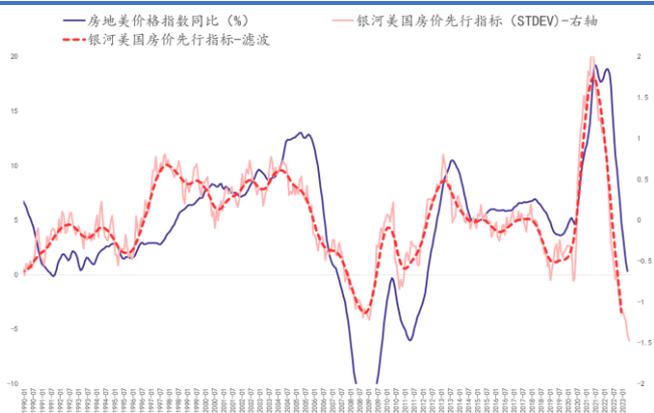


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

被滚动衰退最先打击的房地产业近期出现了边际改善的情况, 但我们仍倾向于在高利率抬高购房以及再融资成本的情况下, 地产相关投资中期难以转为恢复态势。房贷成本的提升和房价高位在过去三个季度对地产销售的冲击明显, 进而削弱了投资, 但年初以

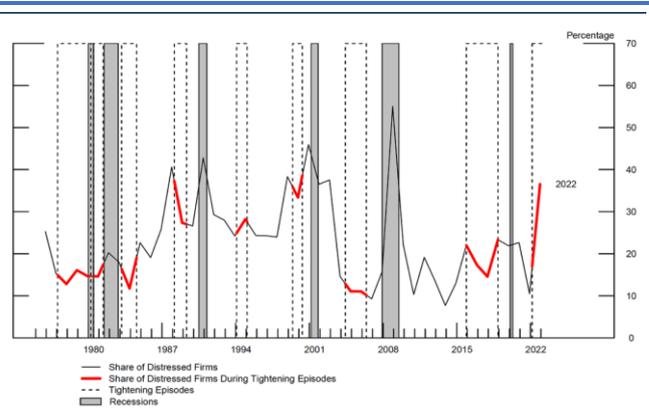
来新房销售边际回暖，库销比从高位回落，这可能将带动住宅投资二季度回升。房地产边际回暖依旧受到居民部门较低负债、超额储蓄支持等因素，在美联储保持高利率环境、居民储蓄消耗的情况下，住宅和商业地产投资均难以持续回升；另一方面，地产改善将带动居住成本再度上行，这也不利于美联储的通胀控制。在下半年联邦基金利率高位并有进一步提升的风险下，地产销售的反弹难以持久。从银行信贷观察，住房抵押贷款放缓斜率快于消费贷款，且各银行也在提高（商业）地产的放贷标准，这同样限制地产业的投资改善。房价方面，我们的领先指标显示住宅价格正在寻底，还没有稳定回升的迹象。最后，中小银行对商业地产的贷款在到期再融资的过程中可能引发低质量商业地产的抛售，相关风险依旧需要警惕。

图 72: 领先指标依然显示房价在寻底过程中 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 73: 美联储研究显示承压公司比例达到 1970 年来新高

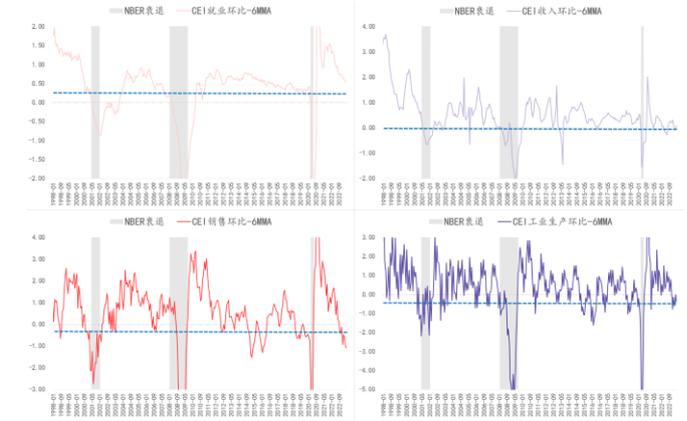
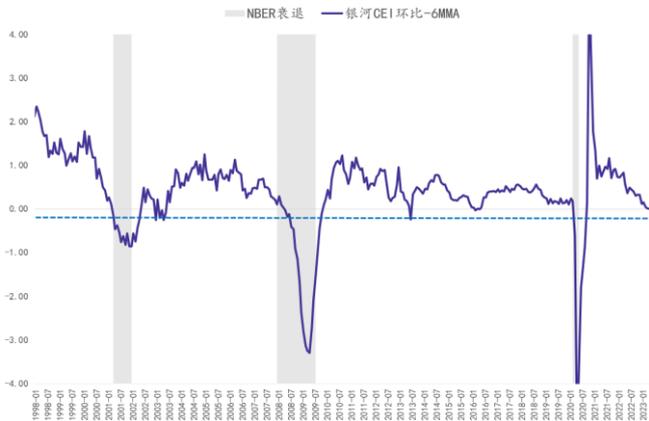


资料来源: FRB, 中国银河证券研究院

从经济同步指标角度考虑，商品销售、工业生产与实际可支配收入的环比增速依旧在衰退阈值附近徘徊，其中工业生产与收入低位震荡，商品销售则进一步下行；四个主要指标中就业相对坚挺，阻止衰退判定。相应的，零售增速和制造业 PMI 均保持了较弱的增长，工商业贷款下行斜率也是主要类别中最快的。美联储研究显示 2022 年加息以来金融情况承压的公司已经达到 1970 年以来最高，虽然短期对投资和就业的负面影响暂未显现，但 2023 和 2024 年负面效果会更突出；也即，如果利率更高，则经济下行仍会在 2024 年上半年带来降息。总体上，经济实际已经“部分弱衰退”，整体的韧性依然来自于劳动市场和服务业的支撑，因此经济进入衰退的时点取决于劳动市场和居民收入弱化的速度，目前看 2023 年出现衰退概率较低。

图 74: 银河 CEI 显示美国经济下行, 但衰退仍有距离 (%)

图 75: 新增就业和收入是经济韧性的主要来源



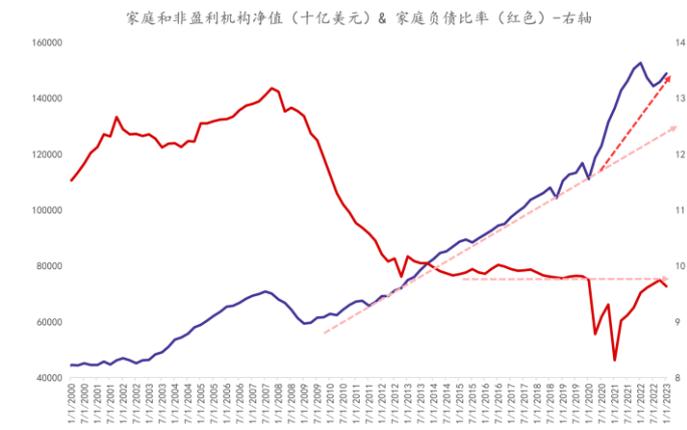
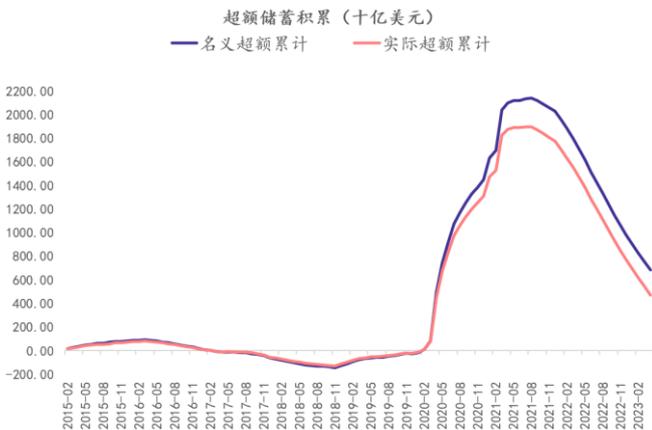
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

服务经济的韧性主要来源于私人部门较低的负债水平、超额储蓄的支撑、实际收入的回升和消费信贷的持续供给。我们依照旧金山联储方法估算的名义超额储蓄在 4 月底仍有 6800 亿美元左右, 按照近期约 700 亿美元的月度消耗则至少还能支撑三个季度, 也即 2024 年初才有望消耗殆尽。另一方面, 实际收入由于通胀更快的下行而缩小了降幅, 但随着薪资增速向年末 3.6% 的水平靠拢, 实际可支配收入也难以扩张, 这也可以从同步指标中收入的环比走平得到印证。信贷方面, 消费贷款增速从 13% 的峰值降低至目前的 7.6% 左右, 年末有望回落至 5% 以下。需要注意私人部门负债水平较低而并不对消费信贷的扩张从需求侧形成制约, 结合 SLOOS 来看消费信贷更多依靠银行因担忧风险而从供给端收紧消费贷。从以上因素考虑, 2023 年消费, 特别是服务消费, 将继续保有韧性, 高利率的作用在超额储蓄耗尽以及居民贷款再融资时才会更加明显的体现, 不过服务经济部分也是在缓慢走弱的。总体上, 经济虽然可能避免“硬着陆”, 但 2024 年出现温和衰退的概率是不低的; 同时, 如果美联储下半年选择连续加息, 则更高的利率下经济下行的斜率更加陡峭, 服务通胀消退的同时经济陷入衰退的时点可能提前, 且下行幅度加大。

图 76: 超额储蓄短期可以支撑消费和服务需求

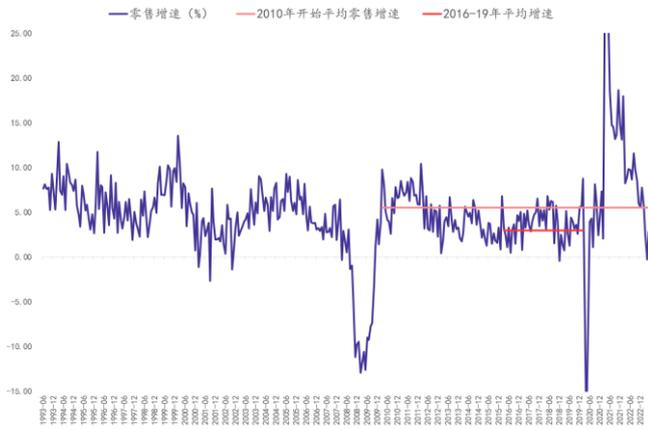
图 77: 家庭负债低, 信贷收缩更需要从供给端进行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

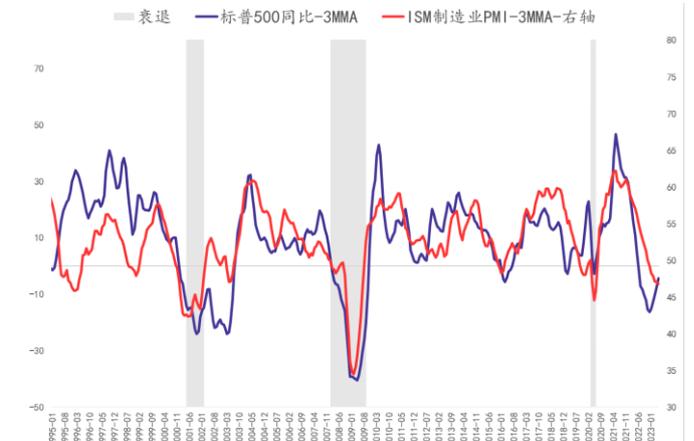
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 78: 商品为主的零售销售增速显著放缓 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 79: 制造业 PMI 表现持续疲弱 (%)



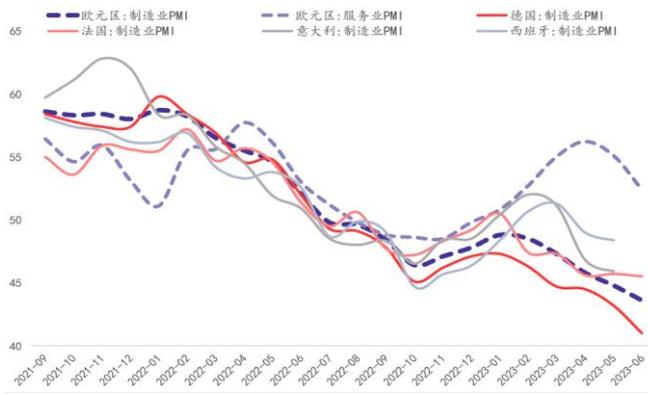
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 欧洲经济与政策

1. 经济和通胀

欧央行在 2023 上半年保持了比美联储更鹰派的态度, 并开启了量化紧缩以进一步打压居高不下的核心通胀, 同时对欧元区经济增长做出了弱恢复的展望。欧元区的核心 HICP 在 4、5 月份连续小幅回落, 尽管仍然过高但降低了 9 月后进一步加息的紧迫性。另一方面, 欧元区经济恢复在制造业处理积压订单后陷入疲软, 同样依靠服务业支撑, 这也对欧央行在三季度后继续加息有所限制。

图 80: 欧元区制造业 PMI 继续走弱



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 81: 失业率保持历史低位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

经济方面, 欧元区制造业的再度转弱拖累了弱复苏预期, 服务业也在高利率压力下边际下行。3 月会议时, 欧央行判断欧元区需求正从低谷缓慢恢复, 并将 2023 年预期 GDP 增速从 0.5% 上调至 1%, 不过这种弱恢复更多是由服务业需求带动, 而制造业的反弹持续

性受制于增量需求的弱势，拖累了投资增长。一季度欧元区经济环比负增长 0.1%，与去年四季度相同，进入了轻微技术性衰退的领域。欧元区 6 月制造业 PMI 已经下滑至 43.6 的低位，连续 12 个月处于萎缩区间，其中德国制造业 PMI 降至 41.0，反映出能源与供应链瓶颈缓解后高利率继续压制商品需求以及全球经济偏弱的复苏。与美国相似，欧元区的经济同样依靠劳动市场与服务业支撑：失业率保持 6.5% 的历史低位，19 国名义工资增速在一季度进一步升至 4.3%，实际工资增速降幅收窄，新增就业人数同比增长 1.6%。拉加德在二季度经济展望中继续认为虽然经济短期弱势，仍有望在年内逐渐增强。在全球复苏较弱、欧央行继续加息的背景下，需警惕欧元区经济增长不及预期的可能。

表 6：欧央行 2023 年二季度经济预测 (%)

(%)	2023 二季度					2023 一季度			
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
实际 GDP	5.3	3.5	0.9	1.5	1.6	3.6	1.0	1.6	1.6
失业率	7.7	6.7	6.5	6.4	6.3	6.7	6.6	6.6	6.6
HICP	2.6	8.4	5.4	3.0	2.2	8.4	5.3	2.9	2.1
核心 HICP	1.5	3.9	5.1	3.0	2.3	3.9	4.6	2.5	2.2
单位劳动成本	0.1	3.0	5.6	3.4	2.6	3.2	5.1	3.2	2.3
单位产出	3.8	1.2	-0.3	1.0	1.3	1.3	0.2	1.2	1.3
预算盈余/赤字占 GDP 比重	-5.3	-3.6	-3.2	-2.6	-2.5	-3.7	-3.4	-2.4	-2.4

资料来源：ECB，中国银河证券研究院整理

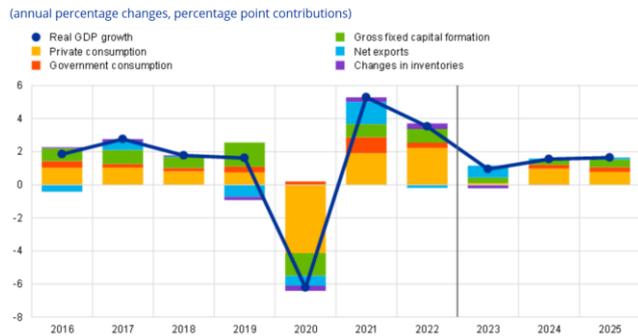
通胀方面，欧元区核心通胀在商品、工业制品和交通服务等增速回落后终于展现出触顶回落的趋势，这也减缓了欧央行在四季度继续加息的必要性。在欧央行的经济展望中，2023 年核心 HICP 同比增速分别从一季度的 5.3% 和 4.6% 进一步上调至 5.4% 和 5.1%，反映央行官员判断通胀形势仍旧严峻。不过随着制造业供给侧趋于恢复，商品和工业制品价格开始回落并带动核心通胀下行；尽管通胀的整体水平与稳定回落至 2% 的路径相差甚远，但缓慢下行的价格水平意味着在三季度继续加息的情况下，欧元区实际利率有望在四季度转正。因此，偏弱的经济增长和终于出现回落趋势的核心通胀似乎支持欧央行在三季度结束加息并继续维持高利率。

2. 欧央行

6 月 15 日，欧洲央行 (ECB) 加息 25BP，从 6 月 21 日起欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 4.00%、3.50% 和 4.25%。谨慎的缩表继续：从 3 月至 6 月，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划 (APP)，月均 150 亿欧元；7 月后将停止 APP 的到期再投资，缩减规模升至月均 250 亿欧元；疫情紧急购买计划 (PEPP) 将至少持续至 2024 年末。

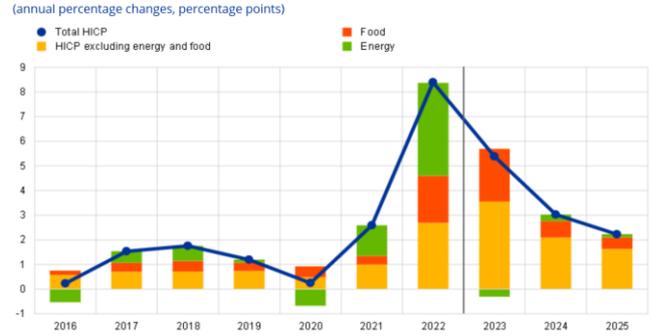
尽管欧元区经济表现弱于预期，核心通胀增速也终于展现出放缓的势头，欧央行的加息仍未到尾声，拉加德表示 7 月加息仍有必要。我们估计 9 月加息则大概率可使欧元区实际利率在四季度转正，随后继续加息的必要性降低。目前，欧央行“鹰派”的确定性比暂停加息并进入观察期的美联储要强，但在市场对其鹰派态度已有预期的情况下，如果美联储选择再度加息则欧元难以压制美元的反弹。

图 82: ECB 略微下调增长预期, 2023 年消费仍将趋弱



资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

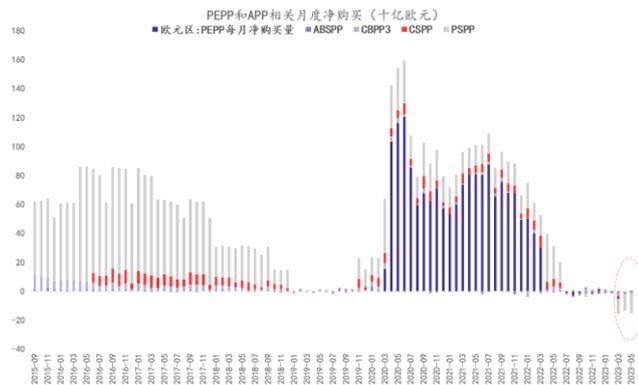
图 83: 核心通胀压力较大, 支持短期继续加息



资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

同时, 在 5 月会议时, 欧央行扩了大量化紧缩的规模: 从 7 月开始停止 APP 所有到期在投资。根据欧央行的数据, 下半年 APP 到期资产规模约 1487 亿欧元, 也即下半年 QT 每月平均缩减 250 亿欧元, 比现计划增加 100 亿欧元/月。拉加德表示以 APP 目前庞大的资产规模, 以 QT 方式彻底消化大约要 12-15 年时间, 这说明 QT 操作短期对流动性影响有限, 而此前的 QT 也已经被市场较好的吸收, 并未引发金融动荡。从南欧国债的收益率在量化紧缩价码后也并未显著上扬, 反而随着通胀回落而略有下行。我们认为 QT 的扩大不仅是保持紧缩的信号, 也可以理解为加息的辅助工具, 这会降低欧央行在三季度后继续加息的必要。目前欧央行官员对 7 月继续加息的态度较为明确, 9 月仍存不确定性但有不低的概率加息 25BP; 如果核心通胀保持目前下行的斜率, 在实际利率转正后于四季度继续加息必要性不高。

图 84: QT 作为加息的辅助手段



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 85: 欧央行下半年将加码缩表力度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

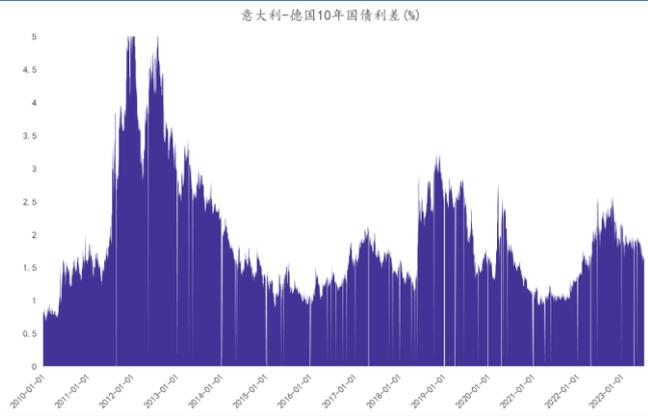
表 7: 欧央行官员近期观点

欧洲央行行长	欧洲央行副行长	管委	管委	管委	管委	管委	管委	管委	管委	管委
拉加德 Christine Lagarde	金多斯 Luis de Guindos	施纳贝尔 Isabel Schnabel	马赫鲁夫 Gabriel Makhlouf	诺特 Klaas Knot	Gediminas Simkus	温施 Pierre Wunsch	卡扎克斯 Martins Kazaks	卡兹米尔 Peter Kazimir	波斯蒂安 Bostjan Vasle	穆勒 Madis Muller
<p>2023-06-01【采访】目前的通胀率仍然太高，并且可能还会持续很长时间，欧洲央行的目标是在中期内将通胀率降至2%。</p> <p>2023-06-05【听证会】我们未来的决定将确保将关键利率上调至足够的限制性水平，实现通胀率及时恢复到2%的中期目标。</p> <p>2023-06-15【新闻发布会】七月很有可能继续加息，因为尚未完成加息任务，所以没有考虑暂停加息。</p> <p>2023-06-28【发言】欧元区通胀已进入一个新阶段，可能会逗留一段时间，短期内央行不太可能全然有信心地使利率已达峰值。</p>	<p>2023-06-20【采访】通胀肯定会放缓，但核心物价压力的回落基于更多的限制可能不会那么明显。</p> <p>2023-06-22【采访】未来几个月欧元区通胀率将保持在8%以上，夏季过后才会开始放缓。欧洲央行正在加快创建抗击金融分化风险的新工具，但该工具不应阻碍对抗通胀的政策。</p> <p>2023-06-24【采访】2023年欧元区可能出现“负增长”，接下来的几个月将出现高通胀，通胀将在今年最后一个季度放缓。</p> <p>2023-06-26【采访】欧洲央行正进入紧缩周期的最后阶段，具体何时暂停一系列加息行动将取决于数据。</p>	<p>2023-06-07【采访】需要看到令人信服的证据，表明通胀持续且及时地回到2%的目标，还没到那一步。</p> <p>2023-06-19【采访】需要继续加息，直到我们看到令人信服的证据，能表明潜在通胀率恢复到2%的中期目标是一致的。</p>	<p>2023-06-03【采访】尤其是核心通胀已证明比许多人的预期更加顽固。短期内需要在货币政策方面做更多工作，例如进一步加息以遏制欧洲持续的通胀压力。</p> <p>2023-06-26【采访】就目前掌握的证据，7月确实将再加息25个基点。但我对7月之后的加息行动尚未做决定。</p>	<p>2023-06-08【荷兰国会】欧元区正在看到能源成本上涨的第二轮影响，这意味着将消费者价格降至2%的目标将更加困难。通胀很可能在很长一段时间内居高不下，届时将有必要进一步加息。</p>	<p>2023-06-21【采访】我们需要提供非常具有可信度的货币政策，以确保我们一定会履行使命，我们将确保价格稳定，并将使通胀率降至2%的目标水平。9月仍在加息也不是不可能。</p> <p>2023-06-27【采访】欧洲央行至少需要再加息一次。虽然通胀肯定在下降，但是核心通胀仍有粘性。</p>	<p>2023-06-16【采访】除非核心通胀出现大幅下降，否则欧洲央行可能在9月再次加息。</p> <p>2023-06-28【采访】有必要牺牲经济成长来遏制物价。欧洲央行需要在接下来的三次数据中都看到核心通胀下降，才有理由在9月暂停加息。</p>	<p>2023-06-26【采访】尽管由于通胀仍然过高，经济放缓，但欧洲央行在下次会议后可能会继续加息，且下个月的加息不会是最后一次。</p>	<p>2023-06-19【声明】货币政策进一步收紧是唯一合理的路径，因为通胀高企比贷款成本上升对经济的威胁更大，所以7月有必要再次加息。但对接下来的9月会议持开放态度，届时将采取何种行动还有待考量。</p>	<p>2023-06-27【采访】核心通胀越来越强劲；欧洲央行将继续依赖数据进行决策；如果通胀比理想中更加持久，那么就需要进行更多次加息。</p>	<p>2023-06-01【采访】从现在的通胀水平来看，我认为很可能还会有不止一次的25基点加息。在我看来，有关明年年初降息预期可能过于乐观。</p> <p>2023-06-20【采访】如果欧元区的工资上涨已经加速，那么核心通胀率的下降可能会慢于目前的预期，使得中期内把通胀率牢牢锚定在2%的工作变得更加复杂。</p>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

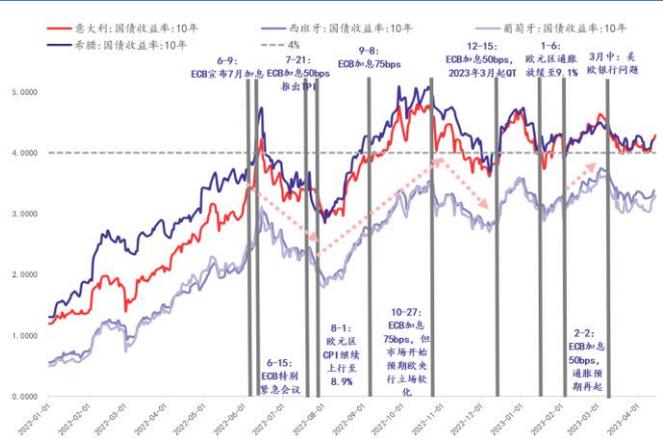
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 86: 德意 10 年债利差进一步收窄, 碎片化风险不大 (%)



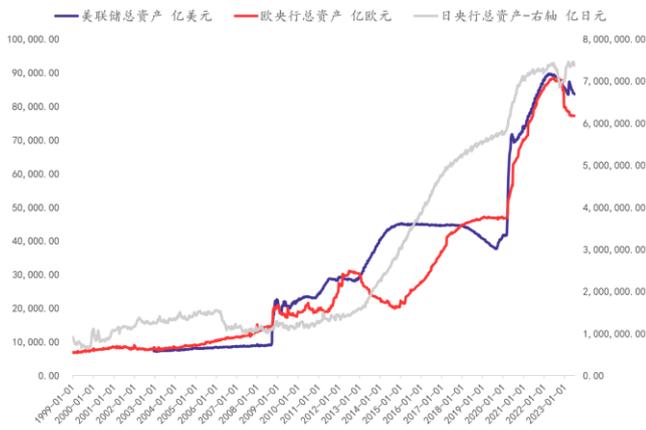
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 87: 南欧国债稳中略降, 市场开始预期欧央行加息尽头 (%)



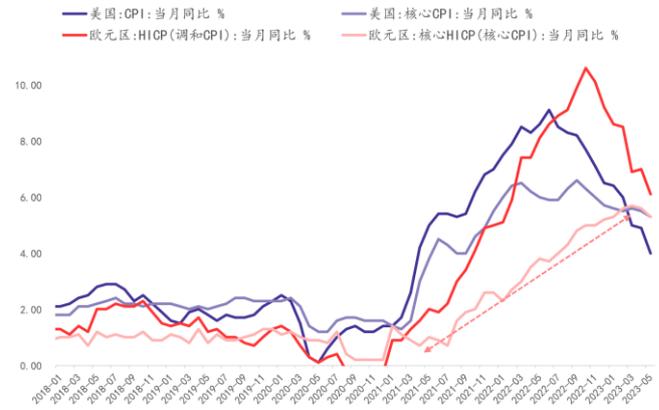
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 88: 美欧央行缩表持续, 日央行按兵不动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 89: 欧元区核心通胀出现见顶回落趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 美元指数与美债收益率

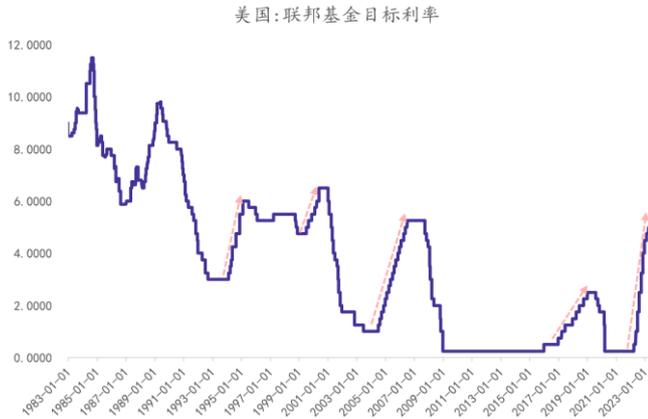
由于就业市场保持紧凑、银行信贷派生能力没有明显受损，在价格稳定、就业最大化和金融稳定的框架中，通胀的走势对货币政策的影响进一步上行。虽然我们进一步加息对通胀的短期走势影响并不显著，但从美联储的视角考虑，目前部分数据的韧性似乎支持矫枉过正的货币政策，因此需要警惕下半年多次加息的可能，降息在 2024 上半年依旧有望出现。对于美元指数和美债的走势需要分情况考虑。

首先，如果核心通胀数据明确开始弱化且全无走平或反弹的迹象，那么美联储不会进行货币紧缩，这种情况下美元指数和美债收益率都有望在三季度区间震荡后进一步下行，当前这一情形出现的概率略低。美元大周期仍受到美国经济占全球比重以及其经常账户和预算赤字的影响，在经济缓慢趋弱、赤字稳步扩张的情况下对美元并不形成支撑。从利差角度考虑，如果美联储暂停加息，则三季度欧央行依旧鹰派，美欧利差将进一步收窄，这会成为压制美元的重要因素。不过从短期经济韧性考虑，美国增长率在超额储蓄、实际薪资回升和消费信贷增长的支持下依然强于欧元区，而其他新兴市场经济体由于美欧经济弱势和中国恢复偏缓也难有更好的表现，因此在“比差”中经济的韧性成为阻碍美元快速下行的动力。从资金角度考虑，高利率下美元资产吸引力不弱，利于资金通过金融账户回流；缩表对流动性的收紧也有一定承托作用。不过，在以上框架中利差缩小和对美国未来降息的预期是主线，美元向下方向没有改变。所以此情形下预计美元三季度在 100-105 间震荡，四季度仍可能回落至 100 以下。10 年美债收益率则将在三季度向 3.5% 左右的中枢回归，四季度末有望降至 3.3% 下方。

不过更值得关注的是美联储下半年继续加息的情形：从历史经验考虑，美联储一旦继续加息就不会止步于仅 25BP，在市场对更多次加息预期不足的情况下，美元和美债收益率存在先突破硅谷银行事件前高点的可能：如美联储再度加息，欧元区趋于谨慎的紧缩则无法压制美元的反弹，更高的利率终值叠加经济韧性、美国金融账户净流出缩小和缩表都会成为美元反弹的动力。美债收益率在利率终值超预期、下半年发行量较大的情况下同样会进一步上行。因此，美元指数存在阶段性突破 105、10 年美债收益率突破 4% 的风险；同时，新利率重点浮现后经济和金融条件重新面临更大的压力，衰退交易的预期再起会

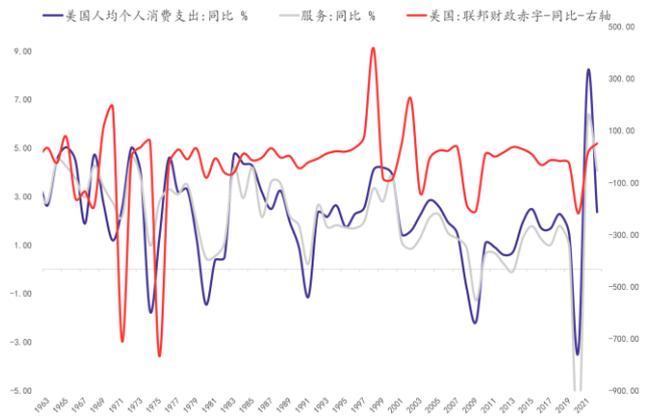
使美元和美债收益率再度走弱，这与 2022 年下半年节奏相似。基于对美联储政策框架的判断，这一情形发生的概率高于前一种假设。

图 90: 联邦基金目标制形成以来无重启加息后仅加一次的先例



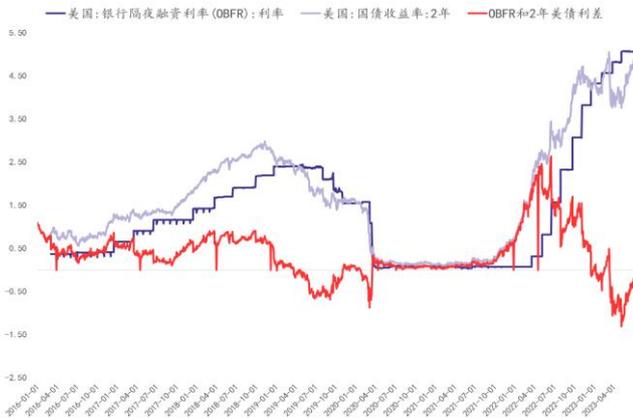
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 91: 赤字支持经济增长与美元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 92: 银行间的流动性压力近期有所收敛



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 93: 10 年美债与美元近期区间波动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2023 年上半年全球风险资产表现: 美欧日韩股市表现最好; 国际油价、国内钢价调整较多	6
图 2: 2023 年以来 A 股主要指数与中信一级行业月度涨幅	7
图 3: 中国工业企业利润增速与沪深 300 指数的正相关性	8
图 4: PPI 与工业产成品库存周期	8
图 5: 商业银行同业存单收益率与 10 年期国债到期收益率	8
图 6: 社会融资余额增速与人民币贷款余额增速	8
图 7: 中美利差与 A 股表现	9
图 8: 美元指数与 USDCNY 即期汇率	9
图 9: 10 年期国债收益率、沪深 300 指数、南华工业品指数	9
图 10: 原油期货价格 (美元/桶、盎司/桶)	10
图 11: OPEC 预计全球原油需求	10
图 12: 欧佩克原油供给预期	10
图 13: 非 OPEC 原油供给预期	10
图 14: 美国原油需求 (%)	11
图 15: 美国炼油厂总投入	11
图 16: 黄金和 TIPS (美元/盎司, %)	12
图 17: 黄金和美国国债收益率 (美元/盎司, %)	12
图 18: 人民币汇率和美元指数	13
图 19: 2 季度以来全球货币表现	13
图 20: 1 年期贷款利率 (%)	15
图 21: GDP 增速与利率对比 (%)	15
图 22: 公共财政收入与支出增速	17
图 23: 政府性基金收入与支出增速	17
图 24: 房屋施工、新开工、竣工面积: 累计同比 (%)	19
图 25: 投资完成额: 累计同比 (%)	19
图 26: 100 大中城市: 成交土地占地面积: 当周值: 同比 (%)	20
图 27: 中国: 房地产开发资金来源: 累计同比 (%)	20
图 28: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	20
图 29: 中国: 商品房销售额、销售面积: 累计同比 (%)	20
图 30: 中国: 70 个大中城市二手住宅价格指数: 当月同比 (%)	20
图 31: 中国: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数: 当月同比 (%)	20
图 32: 中国企业经营情况 (%)	21
图 33: 工业产成品库存增速 (%)	21
图 34: 工业生产环比增速 (%)	22
图 35: PMI 回到荣枯线下 (%)	22
图 36: 2022-2023 年平均消费增速 (%)	23
图 37: 居民人均收入和支出 (%)	23
图 38: 消费者信心 (%)	23

图 39: 居民存款 (亿元)	23
图 40: 固定资产投资增速变化	24
图 41: 工业企业整体资产负债表: 2022 年下半年以来持续收缩	24
图 42: 美国名义 GDP 与中国出口年度增速 (%)	25
图 43: 全球主要经济体制造业 PMI 变化	25
图 44: 上半年美国市场运行的主要阶段	27
图 45: 粗略劳动市场缺口保持 400 万人左右	28
图 46: 新增就业不弱, 但可能没有非农数据显示的那么强	28
图 47: 非农时薪环比增速保持回落趋势 (%)	28
图 48: 工资缓和减轻核心通胀面临的压力 (%)	28
图 49: 生产和非监督管理岗位工资回落至疫情前的周期峰值	29
图 50: 职位空缺率和离职率整体保持回落 (%)	29
图 51: 费城劳动市场 CEI 显示短期难以衰退 (%)	29
图 52: 劳动市场活动指标依然处于较强状态	29
图 53: 菲利普斯曲线抬升预示通胀存在粘性 (%)	30
图 54: 贝弗里奇曲线的降低暂未显著提升失业率 (%)	30
图 55: 美国 CPI 与核心 CPI 同比增速预测显示通胀上半年较快回落, 下半年展现粘性 (%)	31
图 56: CPI 商品部份增速已经明显降低 (%)	31
图 57: CPI 服务部分近期也保持了回落趋势 (%)	31
图 58: PCED 增速的粘性来自于缓慢降低的服务价格 (%)	32
图 59: PCED 商品部份拉动率已经明显缓和 (%)	32
图 60: 居住成本对核心 CPI 的贡献不会因为加息而更快降低	32
图 61: 名义通胀继续下行面临的阻力不大 (%)	32
图 62: 银行坏账准备水平稍有抬升 (%)	33
图 63: 工商业贷款下行更加明显 (%)	33
图 64: SLOOS 显示信贷供给端收紧, 企业部门紧缩更严重	34
图 65: SLOOS 显示居民部门贷款需求边际回升, 工商业继续下行	34
图 66: 小银行现金占比偏低, 承受更大压力 (%)	34
图 67: 货币市场共同基金继续从吸引部分银行现金资产	34
图 68: 美国平均存款利率过低, FFR 对其传导缓慢 (%)	35
图 69: QT 的持续和新发国债可能继续消耗银行准备金	35
图 70: 住宅投资可能继续下行但幅度缓和 (%)	35
图 71: 住宅库销比在加息后抬升, 但近期销售持续改善	35
图 72: 领先指标依然显示房价在寻底过程中 (%)	36
图 73: 美联储研究显示承压公司比例达到 1970 年来新高	36
图 74: 银河 CEI 显示美国经济下行, 但衰退仍有距离 (%)	37
图 75: 新增就业和收入是经济韧性的重要来源	37
图 76: 超额储蓄短期可以支撑消费和服务需求	37
图 77: 家庭负债低, 信贷收缩更需要从供给端进行	37
图 78: 商品为主的零售销售增速显著放缓 (%)	38
图 79: 制造业 PMI 表现持续疲弱 (%)	38
图 80: 欧元区制造业 PMI 继续走弱	38

图 81: 失业率保持历史低位.....	38
图 82: ECB 略微下调增长预期, 2023 年消费仍将趋弱.....	40
图 83: 核心通胀压力较大, 支持短期继续加息.....	40
图 84: QT 作为加息的辅助手段.....	40
图 85: 欧央行下半年将加码缩表力度.....	40
图 86: 德意 10 年债利差进一步收窄, 碎片化风险不大 (%).....	41
图 87: 南欧国债稳中略降, 市场开始预期欧央行加息尽头 (%).....	41
图 88: 美欧央行缩表持续, 日央行按兵不动.....	42
图 89: 欧元区核心通胀出现见顶回落趋势.....	42
图 90: 联邦基金目标制形成以来无重启加息后仅加一次的先例.....	43
图 91: 赤字支持经济增长与美元.....	43
图 92: 银行间的流动性压力近期有所收敛.....	43
图 93: 10 年美债与美元近期区间波动.....	43
表 1: 2023 年 07 月 03 日预测 (来源:《拾级而上——2023 年下半年宏观经济展望》).....	4
表 2: 2023 年 06 月 02 日预测 (来源:《5 月宏观经济指标预测: 站在周期的底部》).....	5
表 3: 中国潜在增长率研究 (%).....	14
表 4: 2023 年下半年重要会议的时间线.....	16
表 5: 2023 年 4 月以来出台的科技与产业政策.....	18
表 6: 欧央行 2023 年二季度经济预测 (%).....	39
表 7: 欧央行官员近期观点.....	41

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312

程曦 0755-83471683

上海地区：李洋洋 021-20252671

陆韵如 021-60387901

北京地区：田薇 010-80927721

唐嫚玲 010-80927722

suyiyun_yj@chinastock.com.cn

chengxi_yj@chinastock.com.cn

liyangyang_yj@chinastock.com.cn

luyunru_yj@chinastock.com.cn

tianwei@chinastock.com.cn

tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn