

# 复苏饱经磨砺，秋减收冬可暖

## ——2023 年宏观经济半年报

### ■ 内容摘要

出口韧性在对亚非国家转移，但受全球制造业景气度下行拖累，出口年内仍会负增长（-3.5%），净出口或对经济增长形成小幅拖累。

国内经济增长动能在上半年冲高回落后，下半年稳增长政策维护动力增强，投资端稳健增长但仍有小幅回落压力，消费仍将是经济增长的主要驱动，来弥补投资增速放缓的内需缺口。

下半年，基建投资受增量政策工具托举维持调节作用（8%），制造业投资保持相对稳健增长（5%），促进房地产投资降幅收敛仍较关键（-4%）。下半年经济修复强度依然不会太大，但保持斜率方向向上是底线。

消费总体仍受收入及消费意愿不足的制约，但地产竣工的滞后反应对地产相关消费有拉动。在利率下行周期里，存款余额同比有继续下行的可能，有利于促进年内消费的回升。预计消费实际增速有望维持在 4%-5% 之间，名义累计同比增速可至 9%。

### ■ 核心观点

- 一季度经济呈现脉冲式复苏反弹，二季度经济景气超预期下滑。预计二季度在低基数下 GDP 增速 7% 左右，上半年录得 5.8%。
- 下半年，稳增长政策谨慎发力的预期下，可选消费的改善空间有望成为消费增长的主要驱动，Q3 和 Q4 当季同比预计为 4.9% 和 5.1%，全年 5.4%。
- 下半年通胀无压，也不会有通缩的风险，CPI 大概率呈缓慢增长，年末有望回升至 1% 之上，对扩内需政策实施不构成约束。
- 下半年尤其三季度对稳增长政策诉求较高，货币政策仍有宽松加码可能，同时政策性开发性金融工具等财政及“准财政”手段有望与货币政策工具形成合力。
- 资产配置仍以维护经济增长修复为主线，政策预期强度不强维稳为主，资产收益预期会再收窄，权益资产震荡中枢小幅下移的可能性大。
- 工业品价格中枢仍缺乏向上支撑动能，短期国内商品反弹后仍有回调压力；10 年国债收益率向下空间看至 2.5%，对国债价格短期有支撑。

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2023 年 6 月 30 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38 号

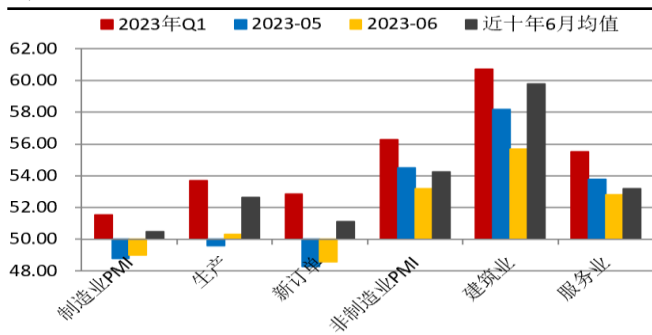
# 目 录

1. H1 脉冲式复苏 H2 维稳 5%中枢.....	1
2. 外需压力犹存 内需动能难增 .....	3
2.1 出口转移亚非 Q3 大概率低点.....	3
2.2 投资维稳减弱 基建还需发力 .....	4
2.3 提升消费动力 储蓄替代可期.....	7
3. 实体弱通胀低 政策预期渐强 .....	8
3.1 猪价延续疲软 通胀低位回升.....	8
3.2 资金谨慎宽松 政策空间打开.....	9
4. 债短强股震荡 商品支撑不稳 .....	10
免责声明.....	12

## 1. H1 脉冲式复苏 H2 维稳 5%中枢

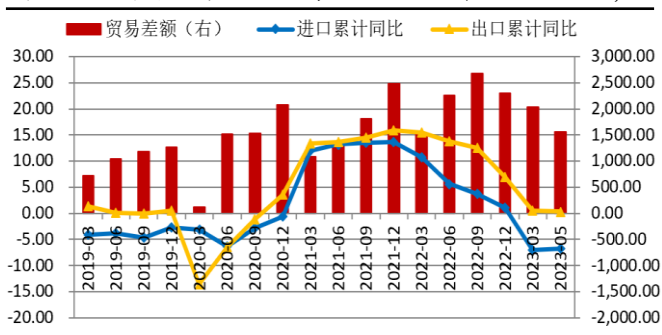
2023年，一季度经济呈现脉冲式复苏反弹，二季度经济景气超预期下滑，连续三个月均处于收缩区间。6月，国内经济景气水平依然较低，制造业 PMI 环比回升 0.2 个百分点至 49%，生产和需求端仍均远低于历史同期水平；非制造业 PMI 为 53.2%，环比回落 1.3 个百分点，建筑业支撑出现放缓，服务业景气也有小幅回落低于历史均值，改善空间依然存在（见图 1.1）。在财政进一步扩张受限及经济内生增长动能不足下，国内经济实际下行压力加大。同时，海外主要发达经济体景气低迷，外需总体承压及出口结构转移，施压出口延续回落但幅度开始偏缓，2023年 1-5 月，出口累计同比增长 0.3%，略低于一季度的 0.5%，较去年同期回落幅度仍大；而国内需求在增长承压但积极政策持续推进下，进口降幅小幅收窄，5 月累计同比 -6.7%；4-5 月贸易顺差 1560 亿美元，高于去年同期的 1270 亿元，预计二季度净出口对经济增长贡献韧性仍在与一季度相当，不会有明显的拖累（见图 1.2）。随着 6 月经济表现仍弱，政策预期升温，预计二季度在低基数下 GDP 增速 7% 左右，上半年录得 5.8%。而我国面临内需不足及结构性产能过剩的双重问题，下半年经济增长压力仍然较大。

图 1.1：制造业及非制造业 PMI 分项指数（%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 1.2：我国贸易顺差当季值及出口同比（亿美元，%）



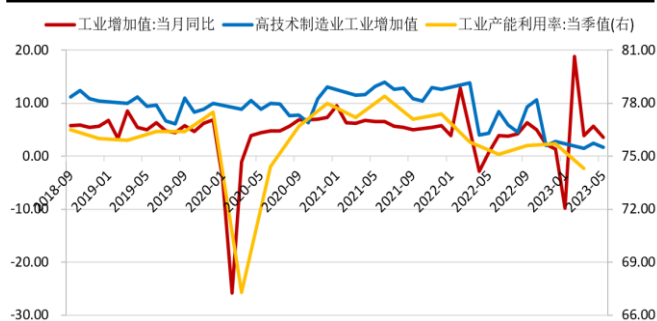
资料来源：Wind，2021 年同比数据为两年复合增长率

2023 年第一季度，工业产能利用率下降至 74.3%，较去年同期减少 1.5 个百分点，低于 2021 年高点 4.1 个百分点，为近年来较低水平，以工业为核心的实体经济复苏滞后，也影响未来投资增长。2022 年开始，高技术制造业生产增速开始走低，2023 年已低于工业增加值总体增长水平（见图 1.3）。从结构上看，计算机电子、设备及汽车等战略新兴行业的产能过剩，源自经济结构转型阶段内生修复动力不足及外需放缓的双重影响。本轮高技术制造业投资主导的经济转型周期中，2023 年 5 月，高技术制造业

请参阅最后一页的免责声明

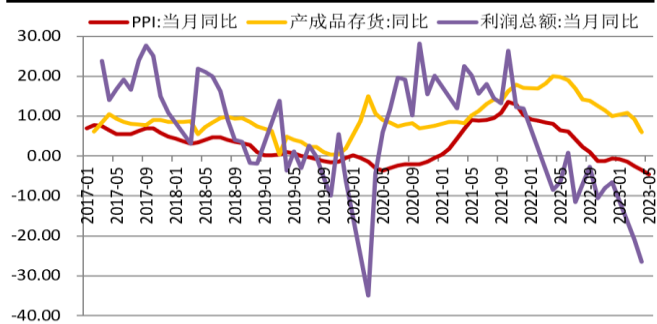
投资累计同比 12.8%，较一季度下降 2.4 个百分点，低于 2022 年 9.4 个百分点；高技术制造业投资的调整拖累 2023 年制造业投资增速也是逐月下降，5 月至 6%，分别低于一季度和 2022 年 1.0、3.1 个百分点，两者增速差也由 2022 年的 13% 收窄至一季度 8.2% 再至 5 月的 6.8%。在基建逆周期对冲房地产下滑压力下，制造业投资周期下滑拖累经济增长动力，固定资产投资在一季度复苏反弹支撑在 5.1% 后转回落，5 月降至 4%（见图 1.4），二季度经济复苏更趋弱势。同时，战略布局使得投资对海外价格及企业利润的敏感度钝化，经济结构转型决定了高技术制造业投资的支撑弱化但韧性仍在。但价格下行影响工业企业去库阶段在下半年或仍持续，不利于工业复苏的修复改善，工业商品价格同比增速二季度有望触底，但年内回正较难。

图 1.3: 工业增加值当月同比及产能利用率当季值 (%)



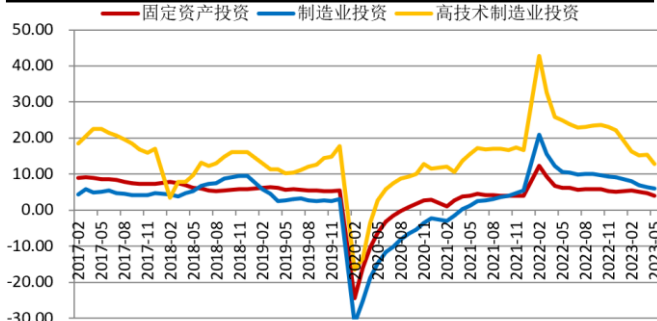
资料来源: Wind, 2021 年同比数据为两年复合增长率

图 1.5: PPI、库存及利润当月同比 (%)



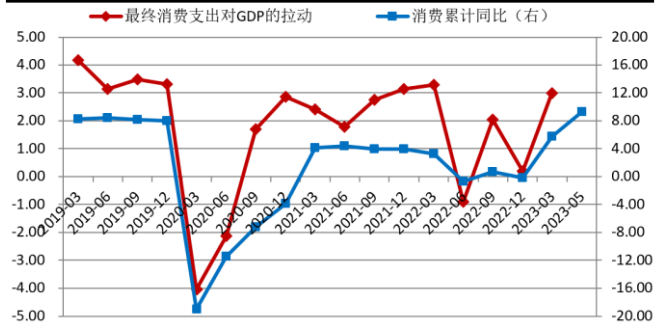
资料来源: Wind, 2021 年利润数据为两年复合增长率

图 1.4: 固定资产投资和制造业投资累计同比 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 1.6: 消费累计同比及对 GDP 增长的拉动 (%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

2022 年 PPI 开启下行趋势，拖累利润增速走低转入负增长，工业产成品库存同比也自 2022 年下半年开始下降。2023 年 5 月，PPI 当月同比下降 4.6%，4 月企业利润同比下降 26.5%，仅好于 2020 年 3 月的 -34.9%，使市场对盈利预期下降，对 A 股价值投资也有不利；同时，PPI 负增长预计将推动企业在下半年持续去库（见图 1.5），进而影响市场复苏信心，下半年经济增速中枢或维持在 5% 的增长平台。

一季度最终消费支出对 GDP 增长拉动 3 个百分点，贡献 66.6%，是较高水平。在全球经济景气偏弱及国内投资周期承压下，消费表现依然是经济增长的主要拉动所在。2023 年 5 月，社会零售消费总额累计同比增长 9.3%，高于一季度 3.5 个百分点，预计二季度消费对经济增长拉动仍大在 4.5 个百分点以上（见图 1.6）。下半年，稳增长政策谨慎发力的预期下，可选消费的改善空间有望成为消费增长的主要驱动，但价格滞后反应及信心恢复需要过程，预计四季度 GDP 增速会高于三季度，Q3 和 Q4 当季同比预计或为 4.9%和 5.1%，则全年增速会在 5.4%。

## 2. 外需压力犹存 内需动能难增

出口韧性在对亚非国家转移，但受全球制造业景气度下行拖累，出口年内仍会负增长，净出口或对经济增长形成小幅拖累。国内经济增长动能在上半年冲高回落后，下半年稳增长政策维护动力增强，投资端稳健增长但仍有小幅回落压力，消费仍将是经济增长的主要驱动，来弥补投资增速放缓的内需缺口。基建投资受增量政策工具托举维持调节作用，制造业投资保持相对稳健增长，促进房地产投资降幅收敛仍较关键。下半年经济修复强度依然不会太大，但保持斜率方向向上是底线。

### 2.1 出口转移亚非 Q3 大概率低点

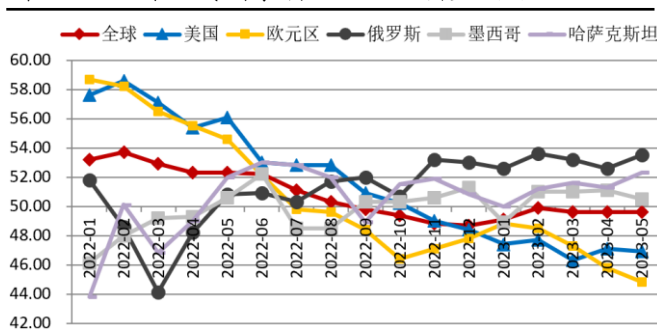
上半年，中国出口先降后缓，出口国别结构转移提供了较强的韧性支撑。欧美经济体的 PMI 景气持续在收缩区间且进一步走低，拖累了对我国进口商品的需求；而今年以来，“一带一路”沿线的亚非国家经济景气保持扩张，对我国外贸商品提供了增量需求，以俄罗斯、非洲及哈萨克斯坦等亚洲国家为主，5 月对我国出口拉动增加 3 个百分点以上，一定程度上对冲对欧美出口的下降拖累。5 月，对我国出口拉动最大的俄罗斯制造业 PMI 为 53.5%，保持在历史较高水平；哈萨克斯坦 3 月以来对我国出口拉动在 0.3 个百分点左右，5 月制造业 PMI 为 52.3%，创年内高点也高于去年同期（见 2.1）。在新兴经济体景气扩张支撑下，对我国出口份额转移仍有韧性，会适度支撑年内贸易顺差。

出口的风险压力主要在于全球制造业 PMI 仍处收缩，其中欧美制造业 PMI 景气下

请参阅最后一页的免责声明

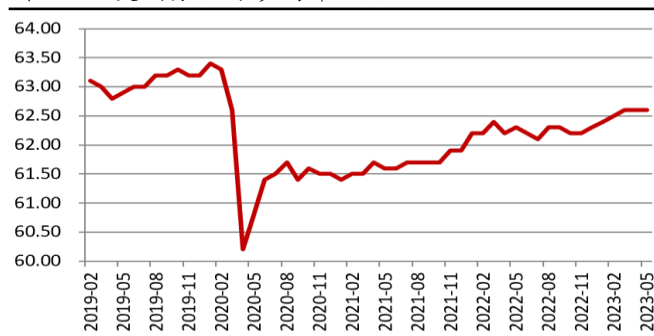
滑拖累较大，加上美联储的加息进程尚未结束，欧洲工业生产受能源价格回升抑制，总体外需弱势但下半年压力不大。上半年美国劳动力参与率有所修复，5月为62.6%，连续三个月持平，高于2022年末0.3个百分点（见图2.2），显示劳动力供给有所恢复，但结构性供应不足问题仍在。下半年，美国加息高点隐现，在美联储暂停加息后，美国乃至全球的衰退还会缓到，大宗商品价格依然面临震荡压力，施压我国出口额增长。总体来看，上半年我国出口增速维持疲弱，三季度压力最大或见低点，四季度有基数影响有所回升，全年增速调低至零轴之下-3.5%左右。

图 2.1：全球主要国家制造业 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，一德宏观战略部

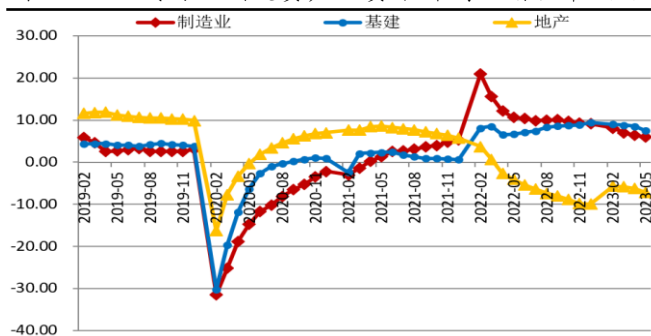
图 2.2：美国劳动力参与率 (%)



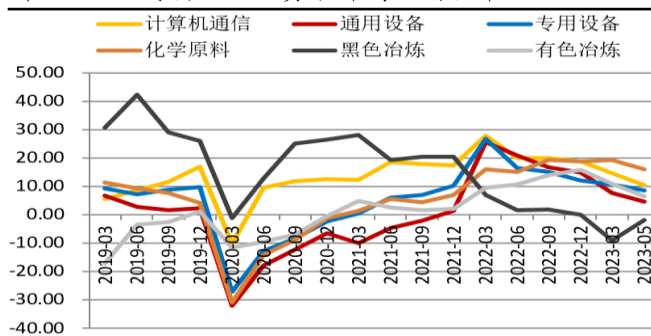
资料来源：Wind，一德宏观战略部

## 2.2 投资维稳减弱 基建还需发力

上半年，扩大内需是政策主基调，虽效果不甚明显，但投资维稳作用仍在。结构上，基建持续支撑及地产弱修复来平衡制造业投资下滑的局面未变，只是力度上较预期偏弱。三大投资中，基建（不含电力）投资增速自去年12月以来超过制造业投资增速，制造业投资年内逐步下滑，房地产投资二季度修复回落，5月累计同比分别为7.5%、6.0%、-7.2%，较一季度分别回落1.3、1.0、1.4个百分点，较2022年分别下降1.9、3.1和回升2.8个百分点（见图2.3）。综合来看，2022年制造业投资周期主导下，基建起到逆周期对冲房地产下滑的作用，而今年在制造业投资回落已低于基建投资之下，房地产修复之路不畅，基建投资更多起到跨周期调节的作用，而进入二季度基建的支撑边际也有所减弱，下半年若无增量政策支持，投资的维稳效用会弱化。预计二季度固定资产投资总增速仍会小幅缓降至3.6%，三季度至3.1%，年末至3.4%。

**图 2.3: 主要行业固定资产投资累计同比增长率 (%)**


资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

**图 2.4: 主要制造业投资累计同比增长率 (%)**


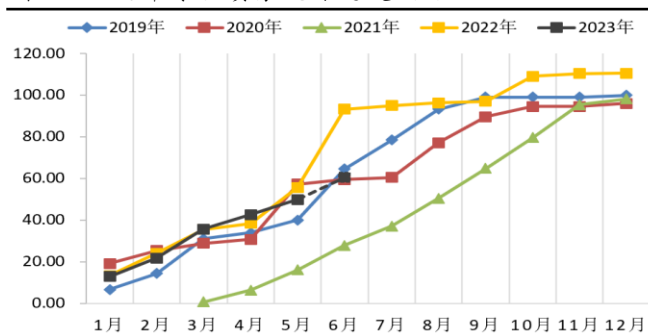
资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

2023 年以来，制造业投资增速持续下行，其中高技术制造业投资增速回落幅度较大。近年随着产业结构升级，高技术制造业占比提升，成为制造业投资增长的主要驱动。而 2023 年高技术制造业中计算机通信、通用设备和专用设备投资增速受产能扩张制约而回落，1-5 月，投资增速较一季度进一步分别回落 4.0、3.1、2.0 个百分点，发达经济体的需求回落是主因；同时，5 月，化学原料及制品和有色冶炼等行业投资增速也较一季度走低，黑色冶炼行业投资仍在负增长区间，受我国实体经济内生需求恢复不足及企业利润低位的制约（见图 2.4）。可见，实体恢复动能偏弱及外需总体弱势对我国制造业投资构成了内外双重压力。上半年制造业技改投资和设备更新的支撑也在减弱，5 月技改投资增速在 0.4%，明显低于 2022 年 10% 以上的增长水平；加上海外发达国家对我国高技术产业的技术封锁限制出口，短期难有实质改善，预计下半年制造业投资仍面临调整压力。而战略发展上，当前地产行业复苏力度偏弱及基建持续较高增长也有压力，5 月国常会也提出，把制造业作为发展实体经济的重点，保持制造业比重基本稳定，发展先进制造业集群，因而维持制造业投资增速不滑坡是投资维稳的核心，预计上半年制造业投资增速至 5.6%。随着价格因素对企业利润压制的逐渐缓解及库存去化周期有可能在三季度见底，下半年调整幅度也不会太大，产业集群发展支撑制造业投资全年在 5% 左右。

在前 5 个月没有政策增量支持下，5 月专项债发行节奏也有明显放缓，基建投资的支撑效用边际减弱，增速连续调整。5 月，新增专项债累计发行 1.897 万亿元，占全年目标的 49.9%，不及去年同期的 55.7% 和 2020 年的 57.3%（见图 2.5）。据消息称，截至 6 月 26 日，今年新增专项债已发行 2.3 万亿元，发行进度 60.5%，大幅低于去年 6 月的 93.3%，预计 6 月基建投资增速仍有放缓或至 7%。沥青开工率、水泥需求、

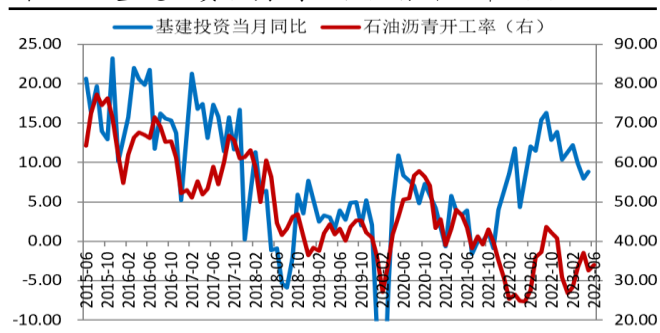
挖掘机销量等表征基建实际落地情况的高频指标均表现疲软，二季度石油沥青开工率在 35%左右，略强于一季度，但不及去年下半年（见图 2.6），一方面表明以交运、公共设施为主的传统基建落地进度偏弱，同时可反映资金到位不及时等因素或拖累基建项目总体开工进展偏缓，导致基建实物工作量减弱拖累上半年基建投资增速。去年 6 月-9 月期间，当局先后确定两批合计超过 6000 亿元的政策性开发性金融工具额度，推动了基建投资增速的走高。今年三季度专项债发行能否加速以及政策性金融工具的预期续力为基建投资填补资金缺口，会是稳定下半年整体基建增速的关键，方向上会侧重加快安全战略属性较强的新能源类和数字信息技术等新基建重点项目落地，预计下半年狭义基建投资增长有小幅回升，保持全年增长 8%的判断。

图 2.5：近年专项债券发行进度 (%)



资料来源：Wind，作者整理

图 2.6：基建投资当月同比和沥青开工率 (%)



资料来源：Wind，2021 年基建数据为两年复合增长率

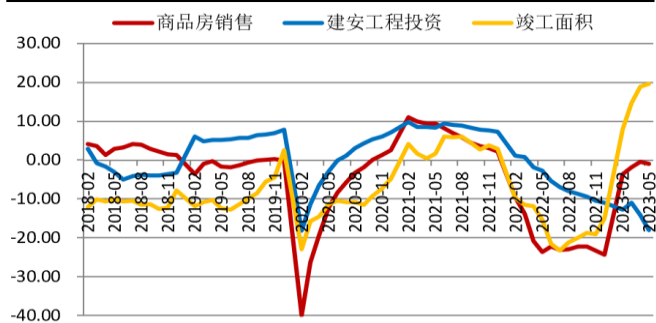
2023 年上半年，房地产投资的弱修复态势并不坚固。2023 年以来，保交楼效果显现，竣工面积由去年 12 月的-15%回升至 2023 年 3 月的 14.7%再到 5 月的 19.6%，调整可比口径下地产销售也有明显改善但 5 月持续性中断；之外，建安工程投资增速一季度小幅回升后 4-5 月再转下行，5 月建安投资累计同比下降 17.9%，较 3 月降幅扩大 6.9 个百分点，后续地产竣工进一步改善空间会逐渐收窄，三季度末或将看到高位回落（见图 2.7）。与此同时，房地产新开工、施工面积也仍未有明显改善，反映房地产投资的短期有效恢复并未得以持续，后期销售终端的恢复情况对新开工以及房地产投资的恢复程度的影响仍大。当前地产行业呈现的竣工与新开工显著分化的主因或仍在房企融资不畅的资金链问题上，针对楼市出台的融资端政策主要集中在国有龙头房企，而对大部分民企来说，在债务问题下融资状况并未得到改善。房地产开发资金来源中，自筹资金的累计同比仍处于历史低位，销售回款资金（定金及预收款+个人按揭贷款）在房贷利率下行刺激下增速有所回升，4 月累计同比开始回正，5 月小幅回升至 4.5%，

请参阅最后一页的免责声明



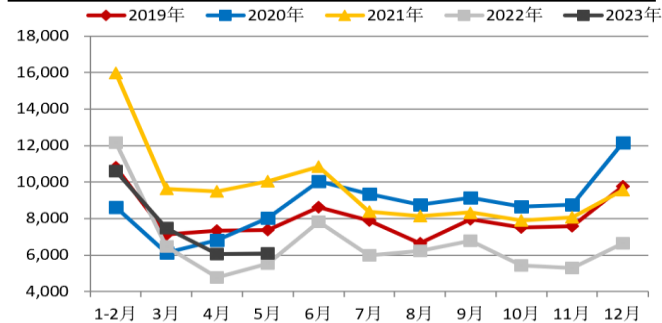
但5-6月销售转弱或将难以带动销售回款资金的进一步提升。在去年地产开启的宽松周期延续下，上半年房地产投资总体是弱修复，一季度改善回升显著，二季度不稳或将回落至-7.8%，但仍好于2022年。从销售及回款绝对量上看，下半年的定金及预收款和个人按揭贷款增量也不大，2023年5月，销售回款当月值6085亿元，是近年同期低位，近月表现也不及2019年疫前水平和2021年的疫后修复水平（见图2.8）。当前市场处于低利率环境，但二手房挂牌激增及市场购房意愿不强，销售回款和开工均会受到抑制，下半年房地产投资修复的动力依然不强，若三季度政策可促进楼市信心改善，在低基数下全年谨慎乐观看逐渐回升至-4%。

图 2.7: 房地产销售、竣工面积及建安投资累计同比(%)



资料来源: Wind, 2021 年数据为两年复合增长率

图 2.8: 地产开发资金: 定金及预收款+按揭 (亿元)



资料来源: Wind

### 2.3 提升消费动力 储蓄替代可期

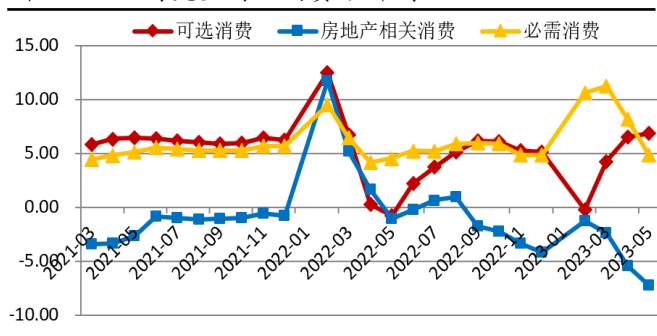
在下半年投资仍有放缓压力下，扩内需的关键落在促消费上。考虑2022年3-5月疫情对消费的深度影响，对2023年社会消费品零售总额同比增速也进行了两年复合平均，5月限额以上商品零售两年复合增长偏弱，当月同比仅增长1%，是消费总体不及预期的主因，餐饮收入虽随场景接触消费有所恢复增长，但贡献并不大。限额以上商品零售中，地产相关消费和必需消费均有明显回落拖累较大，1-5月同比较一季度分别下降4.9、6.4个百分点至-7.2%和4.8%；而可选商品消费出现反弹，汽车、体娱、金银珠宝类消费改善较为明显（见图2.9），表明上半年消费回升受地产产业链制约，必需品的走低也反映居民消费动力不足，可选品的改善更多是低基数影响，综合来看上半年消费累计同比会录得8%之上，复合增速在4.5%左右。

下半年，消费总体仍受收入及消费意愿不足的制约，但地产竣工的滞后反应对地产相关消费有拉动。一季度，居民人均可支配收入实际累计同比3.8%，较2022年回

请参阅最后一页的免责声明

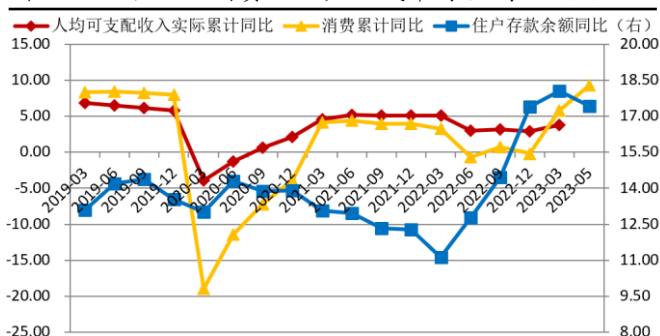
升 0.9 个百分点，但仍不及 2021 年 5% 的增长中枢。另外，存、贷款利率影响“储蓄替代效应”和“收入预期效应”，在利率下行周期里，5 月住户存款余额同比较 3 月回落 0.6 个百分点至 17.41%，且有继续下行的可能，这有利于促进年内消费的回升（见图 2.10）。下半年在仍需依靠提振消费来扩内需的关键时期，预计消费实际增速有望维持在 4%-5% 之间，名义累计同比增速可至 9%。

图 2.9：不同类型商品消费累计同比 (%)



资料来源：Wind，2021 年数据为两年复合增长率

图 2.10：收入、消费及住户人民币存款同比 (%)



资料来源：Wind，2021 年数据为两年复合增长率

### 3. 实体弱通胀低 政策预期渐强

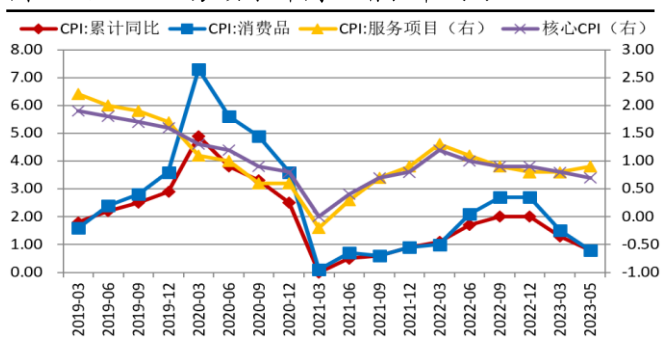
下半年通胀无压，也不会有通缩的风险，CPI 大概率呈缓慢增长，年末有望回升至 1% 之上，对扩内需政策实施不构成约束。当前实体经济修复动能逐步减弱，下半年尤其三季度对稳增长政策诉求较高，在其他稳增长措施虽有预期但落实偏缓的背景下，央行仍需维持一个偏宽松的资金面环境。下半年货币政策仍有宽松加码可能，同时政策性开发性金融工具等财政及“准财政”工具有望三季度出台与货币政策工具形成合力。若三季度宽信用政策对经济提振效应不明显，则 9-10 月可能会再次打开降准降息的窗口期。

#### 3.1 猪价延续疲软 通胀低位回升

在国内实体经济修复偏弱，动力也不强劲的背景下，消费需求对通胀的拉动不会太大。另外，供给端又存在结构性产能过剩的局面没有显著的供给冲击风险，加上全球 CRB 商品价格下行输入性成本不高，因而国内通胀大幅升温可能性降低。关于通缩，5 月，央行 2023 年一季度货币政策执行报告中提到，我国当前不符合通缩的特征。进

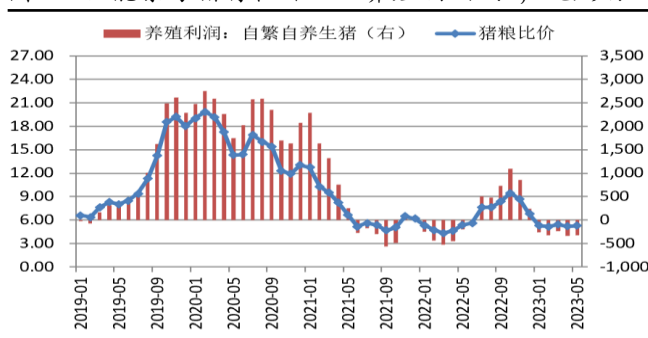
入二季度，消费品价格下行拖累 CPI 走低，1-5 月 CPI 累计同比增长 0.8%，低于 3 月 0.5 个百分点，其中 4-5 月的消费品 CPI 当月同比连续负增长，近似 2021 年初水平；但服务项目 CPI 较一季度小幅回升 0.1 个百分点，核心 CPI 走势总体也较稳定在 0.7%（见图 3.1），短期来看年内 CPI 当月同比仍有转负可能。但随着国内服务业维持改善及稳增政策预期升温带动消费品价格，CPI 非食品价格会有所回升。食品项 CPI 影响较大的仍是猪肉价格的持续下跌。端午过后，全国生猪价格跌入 6 元低位区间，猪价弱势承压，截至 6 月 26 日，国内猪粮比价回落至 4.96，上半年持续亏损且养殖端利润亏损面积再次扩大（见图 3.2）。同时，年内能繁母猪存栏环比也持续负增，高温天气增多，下游消费或仍较为清淡，中短期猪价还会延续低位疲软态势，对 CPI 增长的支撑减弱，四季度会有季节性好转。总体来看，下半年食品弱而服务强，消费有待改善，CPI 大概率呈缓慢增长，年末有望回升至 1% 之上，下半年通胀走势对扩内需促消费的稳增政策不构成约束。

图 3.1: CPI 及分项累计同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 能繁母猪存栏环比及养殖利润 (%，元/头)



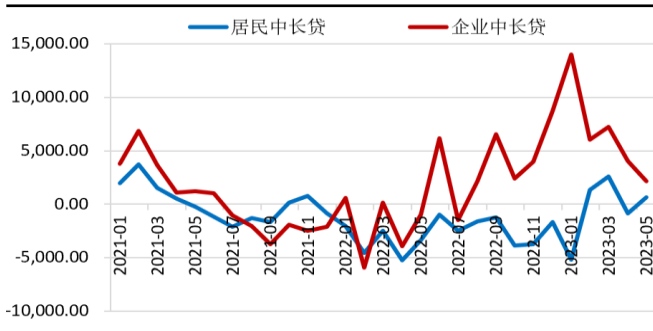
资料来源: Wind, 一德宏观战略部

### 3.2 资金谨慎宽松 政策空间打开

6 月美联储暂停加息但年内加息难言结束，外围政策的不确定性仍在，但中期影响偏小。国内实体经济修复斜率走平且动力不足是宽松窗口得到延续的关键，年初居民和企业部门中长贷分化较大，一季度企业中长贷当月同比增加均在 5000 亿元以上，居民部门的预期修复空间大；而进入二季度，居民中长贷的修复不大，企业部门预期也有减弱，5 月当月同比增加回落至 2147 亿元，显示政策支撑边际放缓下内生需求效率不足的问题仍未解决（见图 3.3）。当局对一季度货币政策除了“精准有力”，更强调“总量适度，节奏平稳”，1-5 月政策保持平稳定力，但 5-6 月经济的疲态更为显

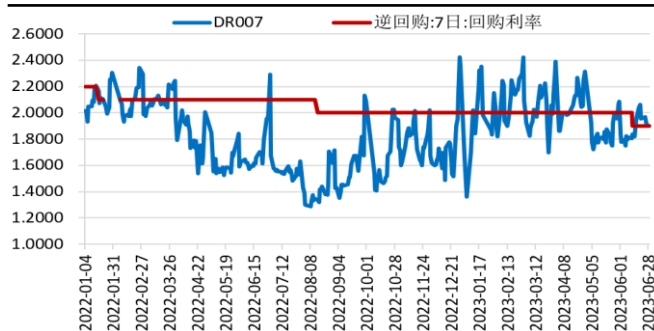
著，政策预期升温，6月短期政策利率、MLF及LPR同步下调10BP，下半年货币政策仍有宽松加码可能，同时政策性开发性金融工具等财政及“准财政”工具有望三季度出台与货币政策工具形成合力。5月份以来，市场利率DR007中枢持续低于政策利率，6月13日调降政策利率以后，DR007利率向政策利率回归，资金面有收敛迹象（见图3.4），但6月末央行逆回购净投放力度高于3月份同期。结合当前经济修复动能减弱、中长期信贷投放速度放缓的情况，下半年尤其三季度对稳增长政策诉求较高，在其他稳增长措施还未落地的背景下，央行仍需维持一个偏宽松的资金面环境。资金利率中枢的后续走向，取决于本轮稳增长政策的“宽信用”效果，关注7月政治局会议增量政策情况。预计三季度政策在6月降息后总量上再度操作空间不大，结构性政策工具仍将是推动宽信用落实的主要方式，专项债发行三季度大概率提速，政策性金融工具可能加码，中长期债务置换也是可选择的手段；若三季度宽信用政策对经济提振效应不明显，则9-10月可能会再次打开降准降息的窗口期。

图 3.3：企业和居民中长贷当月值同比增加（亿元）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 3.4：DR007 及 7 天逆回购利率（%）



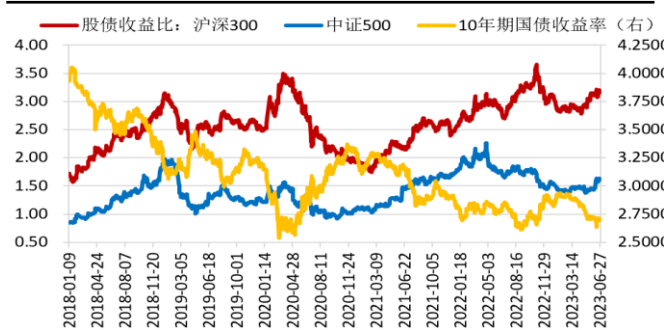
资料来源：Wind，一德宏观战略部

#### 4. 债短强股震荡 商品支撑不稳

中国经济在年初实现强劲的修复式复苏后，内需恢复动能减弱，4月预期降温，5-6月复苏斜率依然平缓，上半年经济的弱复苏持续性受到现实挑战。实体经济恢复增长不足叠加PPI持续下行，工业企业盈利承压仍大，国内流动性仍保持在合理充裕区间，上半年权益资产价格呈现先升后降的震荡走势，大宗商品价格以震荡走弱为主，6月在稳增长政策预期升温下商品小幅回升；基于经济恢复的基本面受扰，利率走低支撑上半年债券价格总体上行。

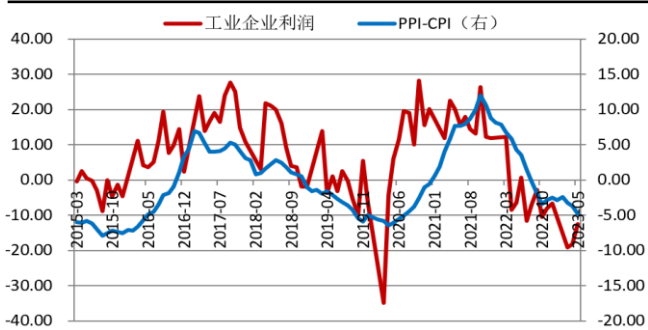
下半年，外需扰动犹存的同时内需动能依然不强，投资支撑减弱及消费拉动还需刺激，对稳增长政策的预期较上半年加大，资产配置更多仍以维护经济增长修复为主线；但政策预期强度不强维稳为主的基调下，资产收益预期会再收窄，资产价格缺乏趋势指引，权益资产震荡中枢小幅下移的可能性大。在国内产能恢复快于需求的环境下，国内通胀低位弱势，叠加海外通胀也进入下行阶段，工业品的价格中枢仍缺乏向上支撑动能，“内趋强、外走弱”的预期偏差短期修正驱动也并不强，预计短期国内商品反弹后仍有回调压力；10年期国债收益率已至2.7%附近，向下仍有空间看至2.5%，对国债价格短期仍有支撑；6月股债收益比较一季度回升至80%分位数水平之上，随着国债利率的进一步下行，权益类资产较固收资产的预期回报也将呈现较大改善（见图4.1）。从盈利因素及中下游结构上看，二季度PPI持续下行且CPI也缓慢回落至1%之下，PPI-CPI剪刀差未收敛反扩大，年中盈利仍在探底，盈利因子未能对权益资产形成支撑；下半年在国内稳增长促进及海外需求结构韧性下，PPI跌幅有望触底后逐渐收敛，CPI通胀四季度有望企稳回升，PPI-CPI剪刀差有收敛可能，下游高弹性需求板块（数字经济、AI赋能等）的结构性机会可能高于 $\beta$ 收益（见图4.2）。

图 4.1：股债收益率比及 10 年期国债收益率（1，%）



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4.2：PPI-CPI 剪刀差及企业利润当月同比增长率(%)




资料来源：Wind，2021 年利润数据为两年复合增长率


## 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)