



中枢渐提升

——2023年H2宏观经济、金融展望

胡月晓

(CIIA:29001385)

S0870510120021

■ **西方经济面临疲态，国际金融波动增加。**疫情后西方经济虽表现平稳，但整体仍未恢复至疫情前水平，受疫情期间积累储蓄消耗和高利率影响，西方经济增长面临压力上行。欧美经济体通胀先后缓和，货币政策面临转折；由于通胀和经济运行节奏差异，欧美经济体间货币政策不同步性增加，FED或领先EBC于年终前后率先降息，FED以利率政策治理通胀的历史特征是“快升速降”。新兴经济体疫情后恢复走势表现不一，美元强势地位面临尾声。

■ **中国经济延续平稳中缓回升态势。**从中国经济持续增长的机理上看，消费不足并非中国经济增长障碍，资本不足才是困扰中国经济发展的问题所在。中国经济转型“瓶颈”和关键阻点为楼市问题处理、债务风险化解和关键产业突破，改革开放初期“瓶颈”加大经济波动性不同，当前存在“瓶颈”延长了经济转型和底部时间。基于产业成熟前期的市场结构变化，下半年中国物价将延续低迷；通胀回落中结构改善，工业经济整体效应将回升。宏调政策体系集中于降成本，货币政策重在流动性分布结构调整，货币“二分法”效应逐渐呈现。

■ **资本市场中枢抬升。**经济平稳+通胀下行，将带来利率曲线高度下行，从而带动资本市场估值中枢抬升。注册制下融资节奏表现平稳，上半年资本市场运行表现稳中偏暖，下半年将需要平稳回暖趋势，但市场结构或将发生变化；与科技行业相比，利率下行的估值提升效应较受益于传统行业。下半年，中国信用利差或延续季节性低位运行，固收市场回升确定性较高。在大类资产配置方面，继续高配债券、股票，低配货币，减配商品和房产。

风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。



目 录

- 国际经济和金融：疲态现、波动增
- 中国经济前景：正常化后的韧性
- 中国资本市场：中枢渐抬升
- 风险提示



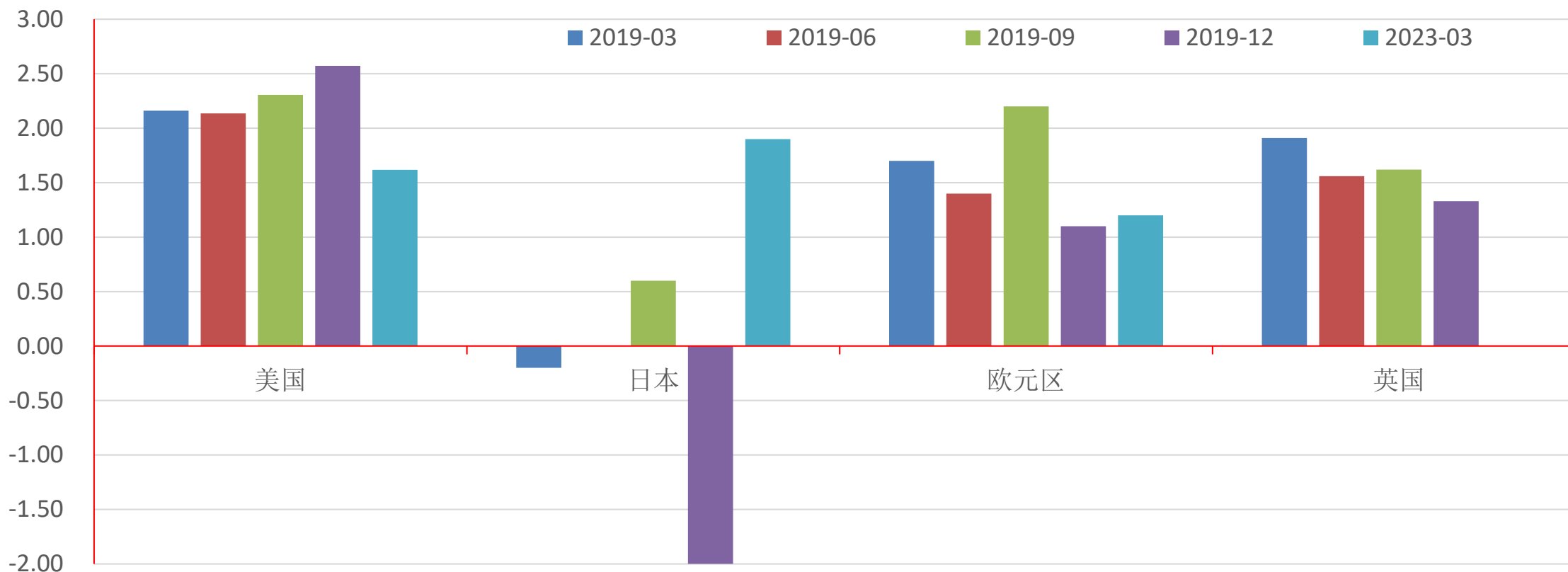
一、国际经济与金融：疲态现、波动增

1. 全球经济普遍弱于疫情前期
2. 西方通胀忧虑中回落
3. 美国经济和美元强势面临转折

发达经济体经济仍未恢复到疫情前水平

- 疫情期间，世界经济形势发生了较大改变。
- 2008年全球金融危机后遗症——债务经济，仍在主导国际经济时局。

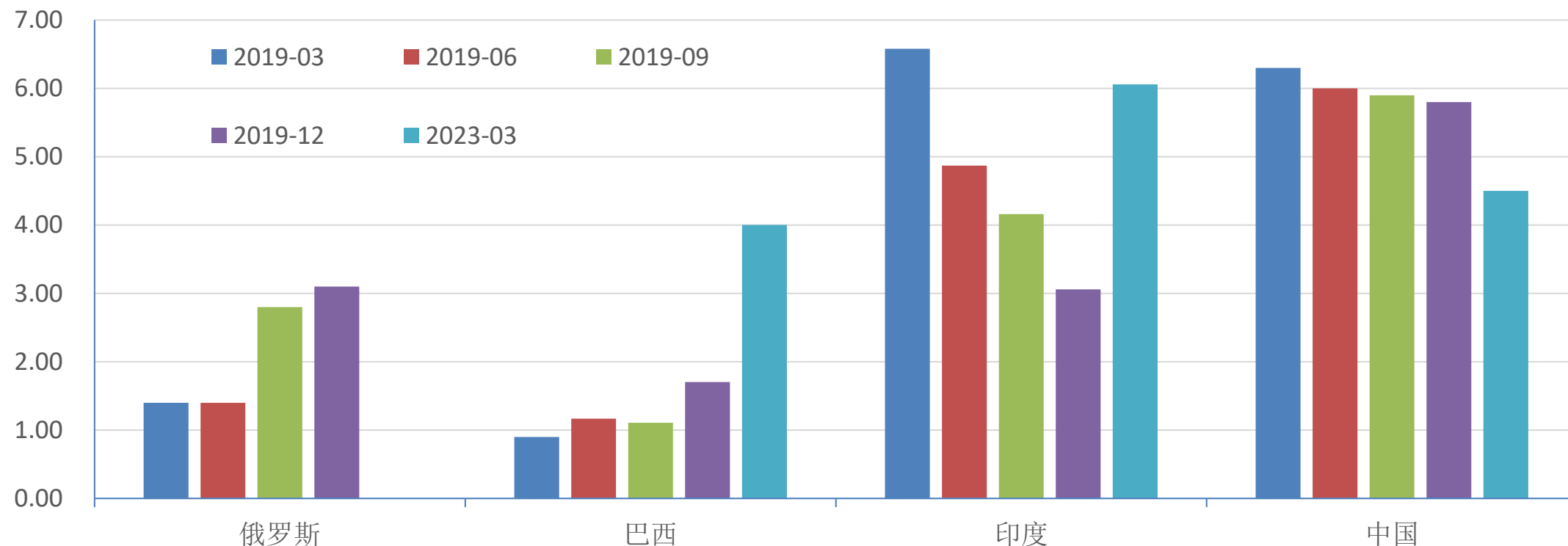
图 疫情前后发达经济体经济增速（不变价/当季同比,%）



新兴经济体经济复苏显著好于西方世界

- 疫情后，新兴经济体系经济运行格局改变，整体复苏好于西方。
- 资源禀赋要素差异和地缘政治形势变化，主导了世界经济格局变化。

图 疫情前后新兴经济体经济增速（不变价/当季同比,%）

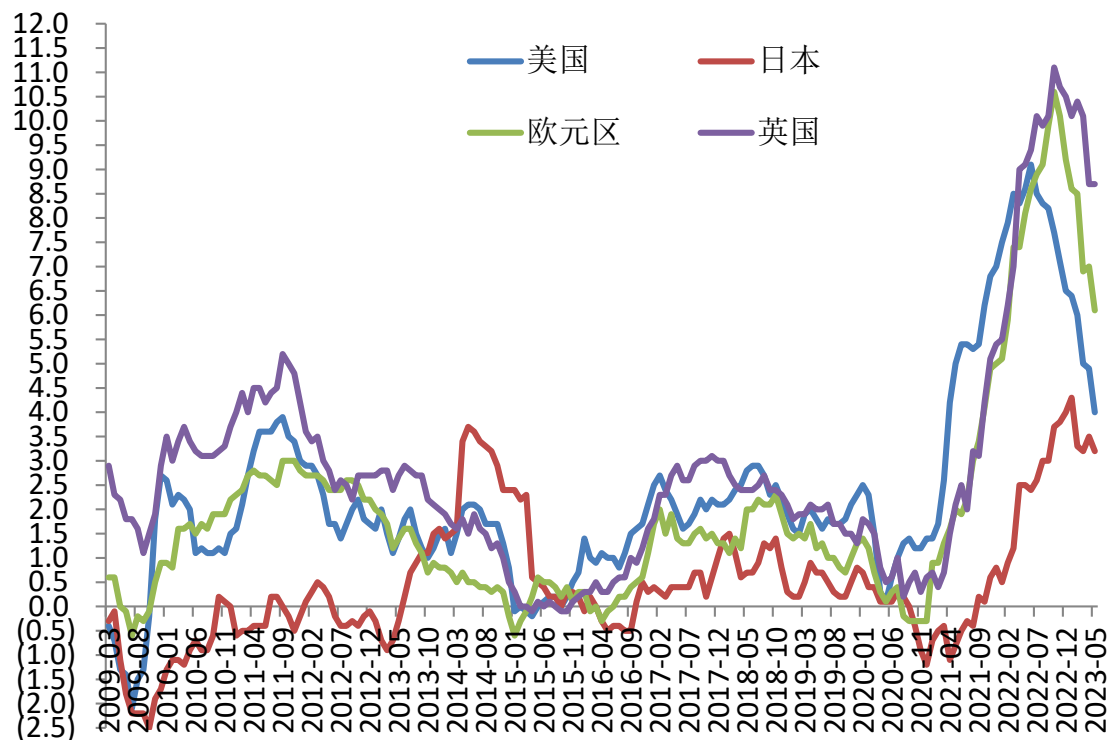


资料来源：wind，上海证券研究所

发达经济体通胀忧虑仍存

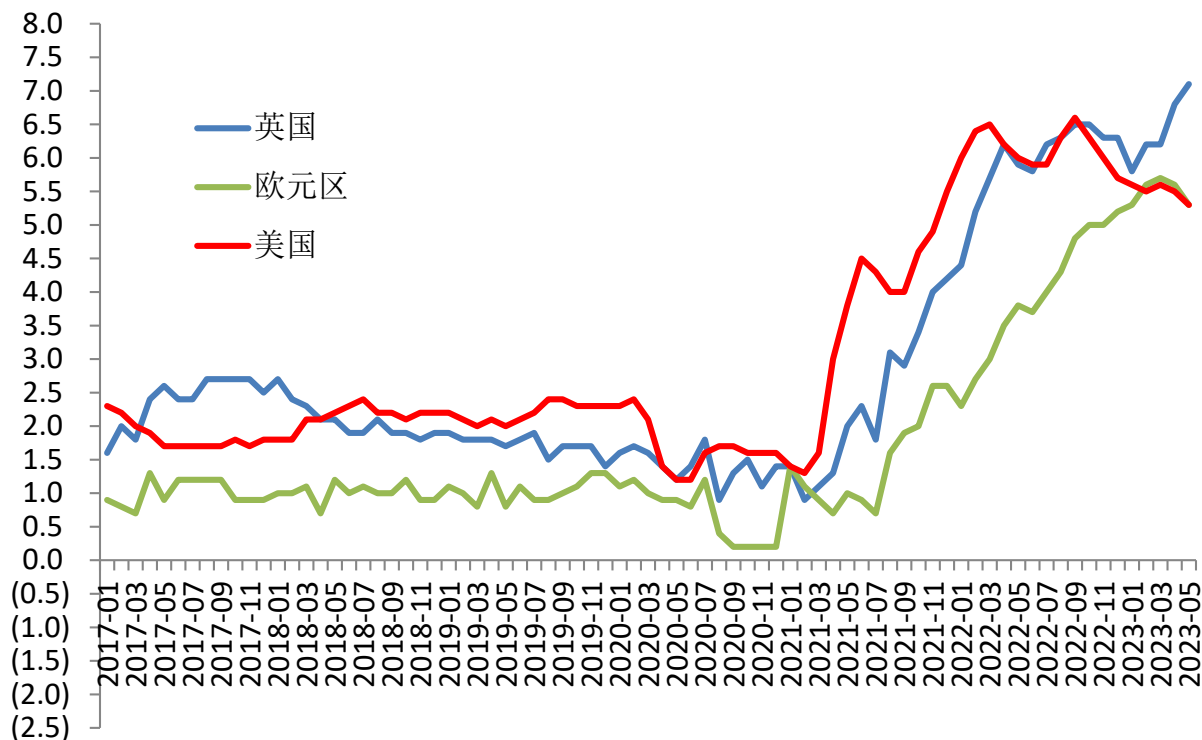
- 虽然自2022H2始，发达经济体一般通胀先后从高点回落，且回落态势持续，但核心通胀仍居高位。
- 欧美主要经济体仍对通胀抱有戒心。

图 发达经济体通胀（CPI同比/月，%）



资料来源：wind，上海证券研究所

图 发达经济体通胀（核心CPI同比/月，%）

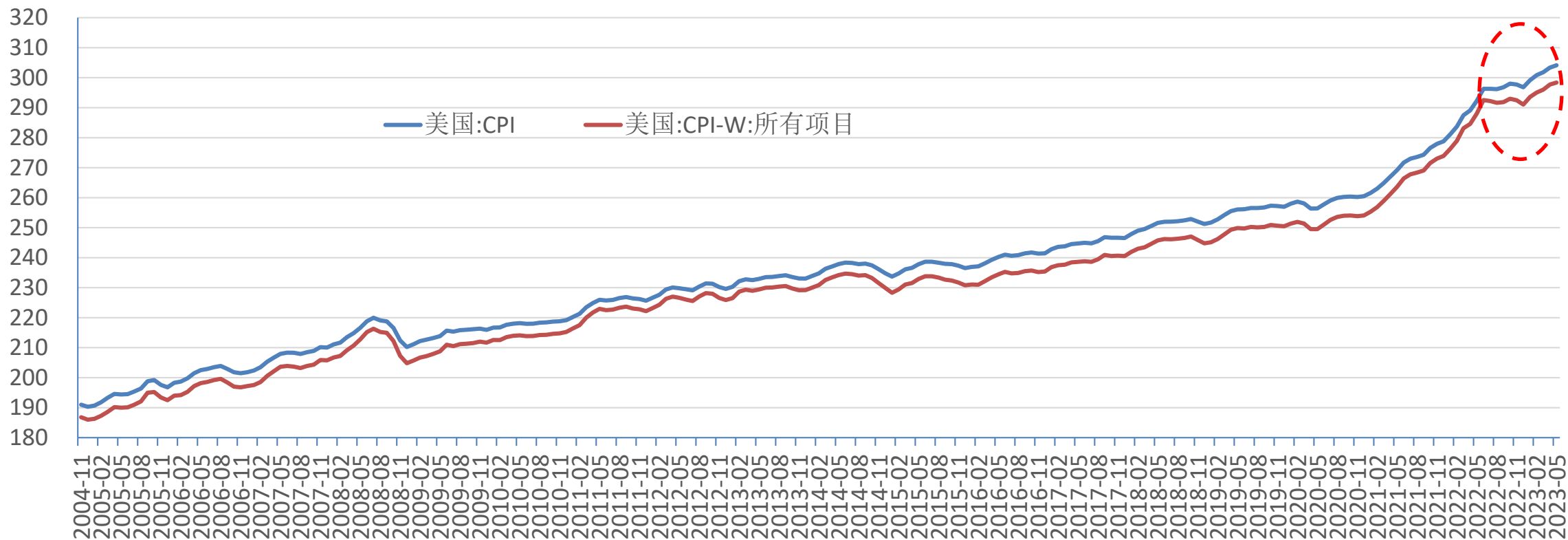


资料来源：wind，上海证券研究所

美国通胀下行趋势已确立

■ 美国通胀态势：物价水准提升后的高物价、低通胀。

图 美国通胀的定基指数变化（1982-84年=100）

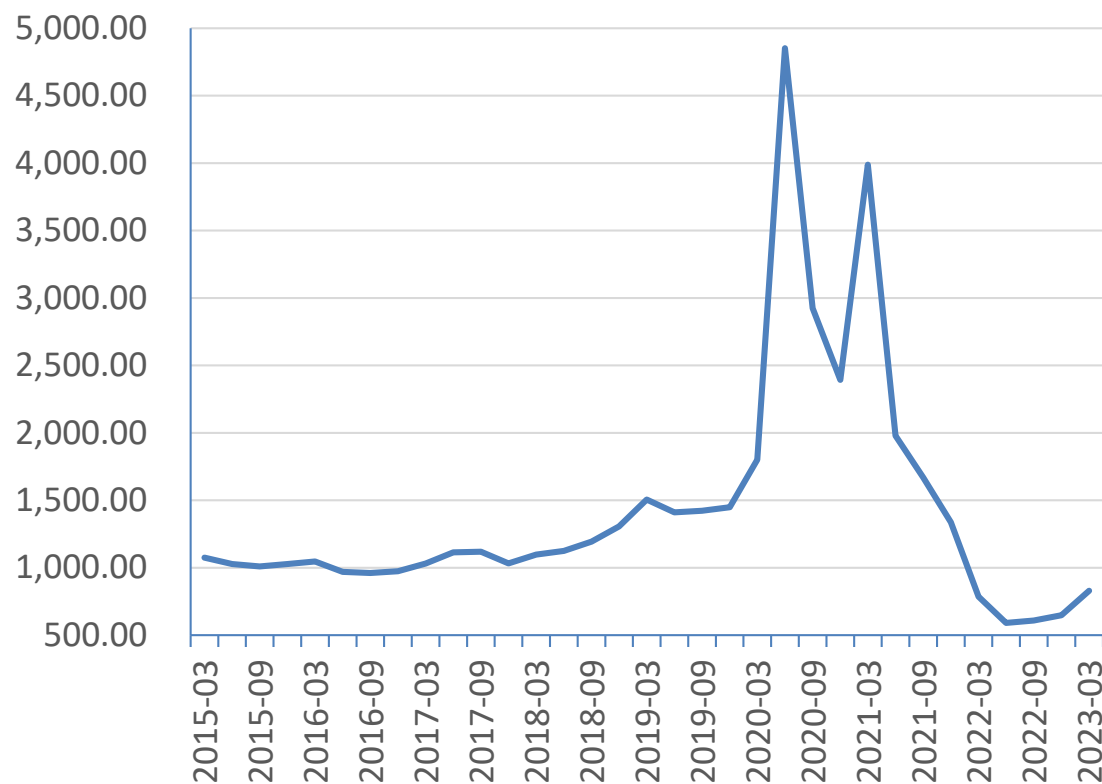


资料来源：wind，上海证券研究所

美国经济受益于收入和储蓄提升

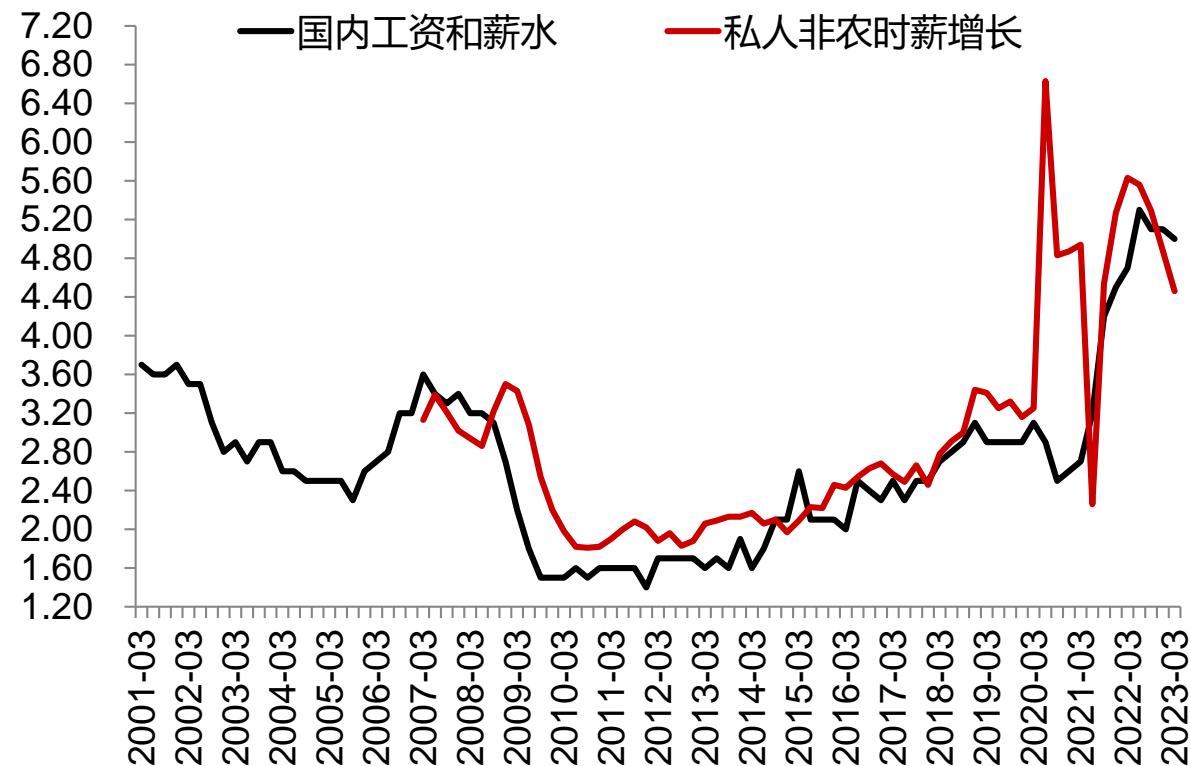
- 疫情期间美国居民家庭储蓄额外增长，薪资脱离长期低迷格局增长。

图 美国储蓄的变化（个人净储蓄:季调，10亿美元）



资料来源: wind, 上海证券研究所

图 美国薪水增长（当季同比，%）

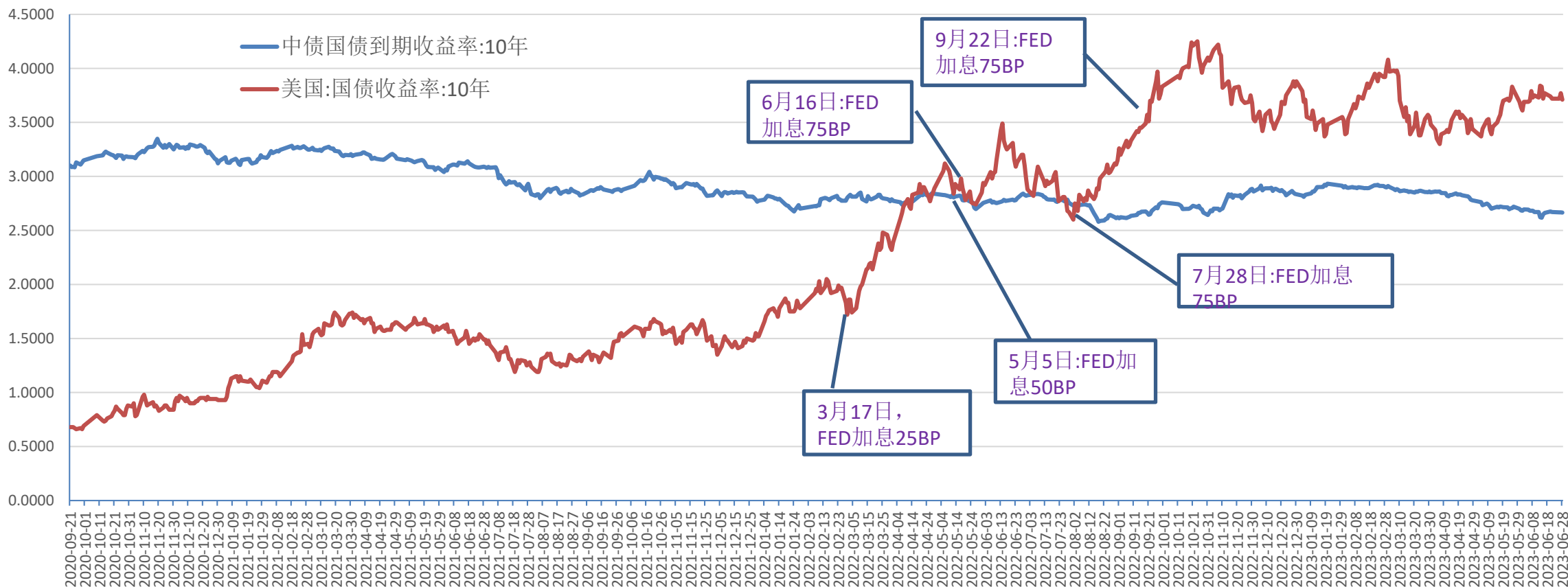


资料来源: wind, 上海证券研究所

美国利率顶部平台运行态势显现

- 美国联邦基金目标利率在2022年9月后，再上行对国债标杆利率影响下降，表明已到经济不可承受之点；
- 2022年4季度后，美国利率体系水准不再跟随FB利率上涨，呈现波动走平态势。

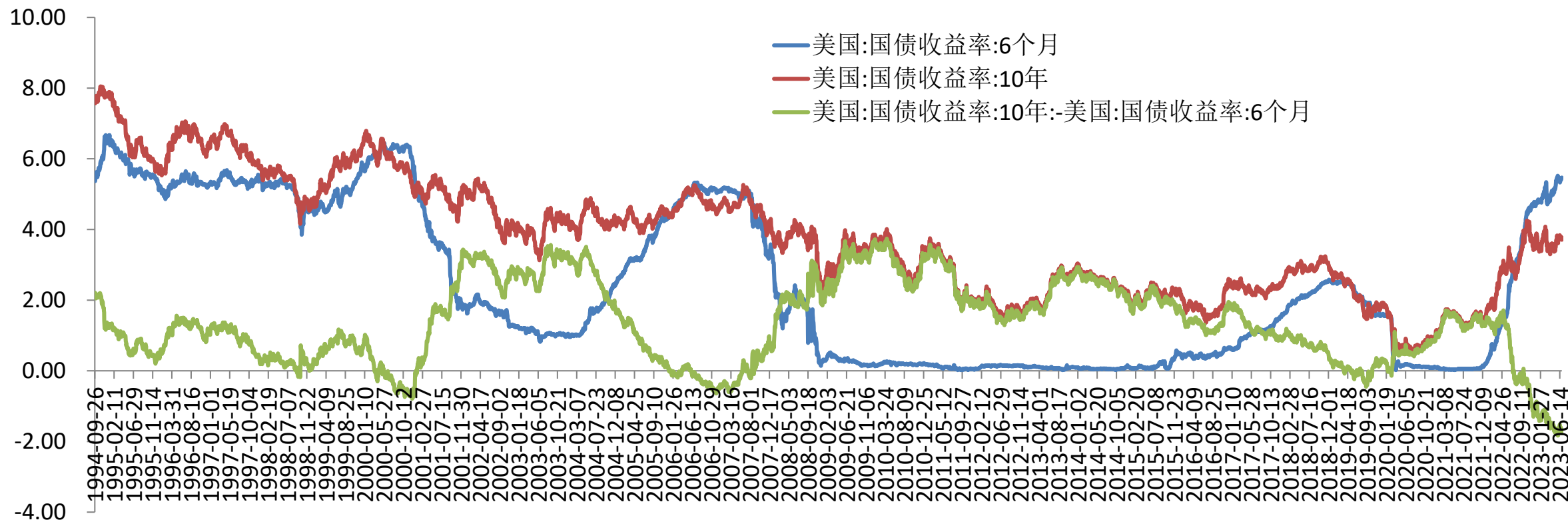
图 美国国债利率走势（10年国债YTM/%，月）



美国经济承受加息能力快速下降

■ 期限利差（YTM10Y-6M）在2022年7月后变负，表明美债市场认为加息已对美国经济前景构成伤害。

图 美国国债期长短期利率走势（%，月）

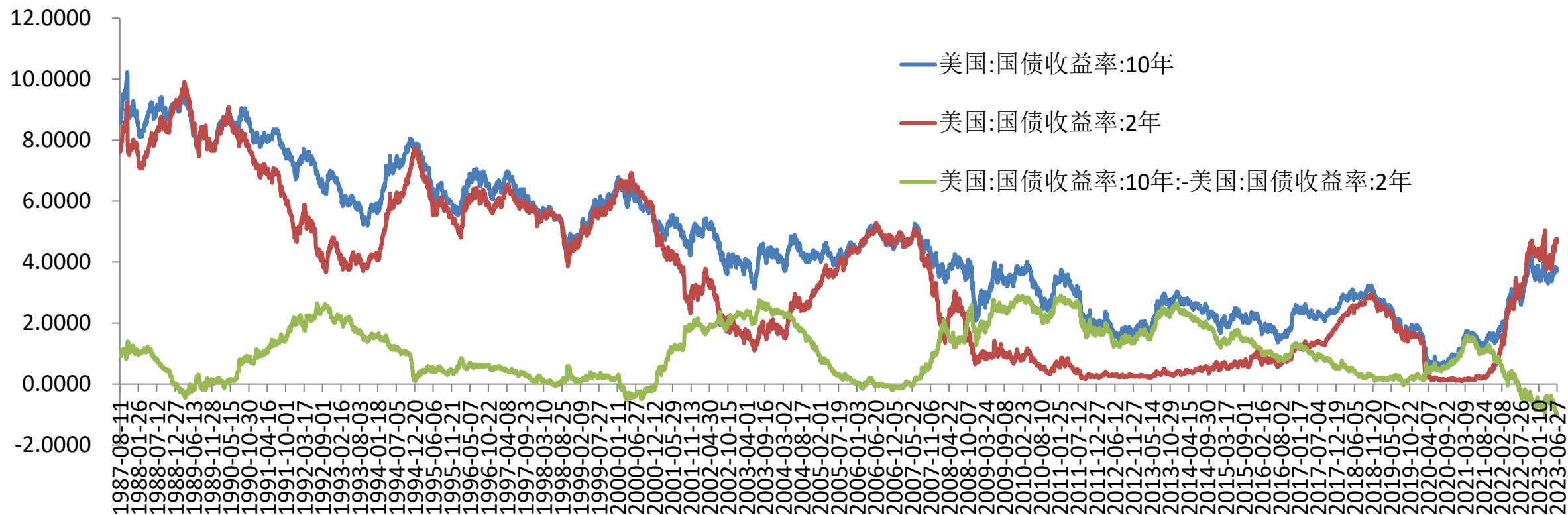


资料来源: Wind, 上海证券研究所

金融市场已不支持美元再加息

- 美国货币政策或转向YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略；
- 通过压低长端利率，以期激发企业的长期投资，降息先行指标——（10Y-2Y）利差，已负值近1年。

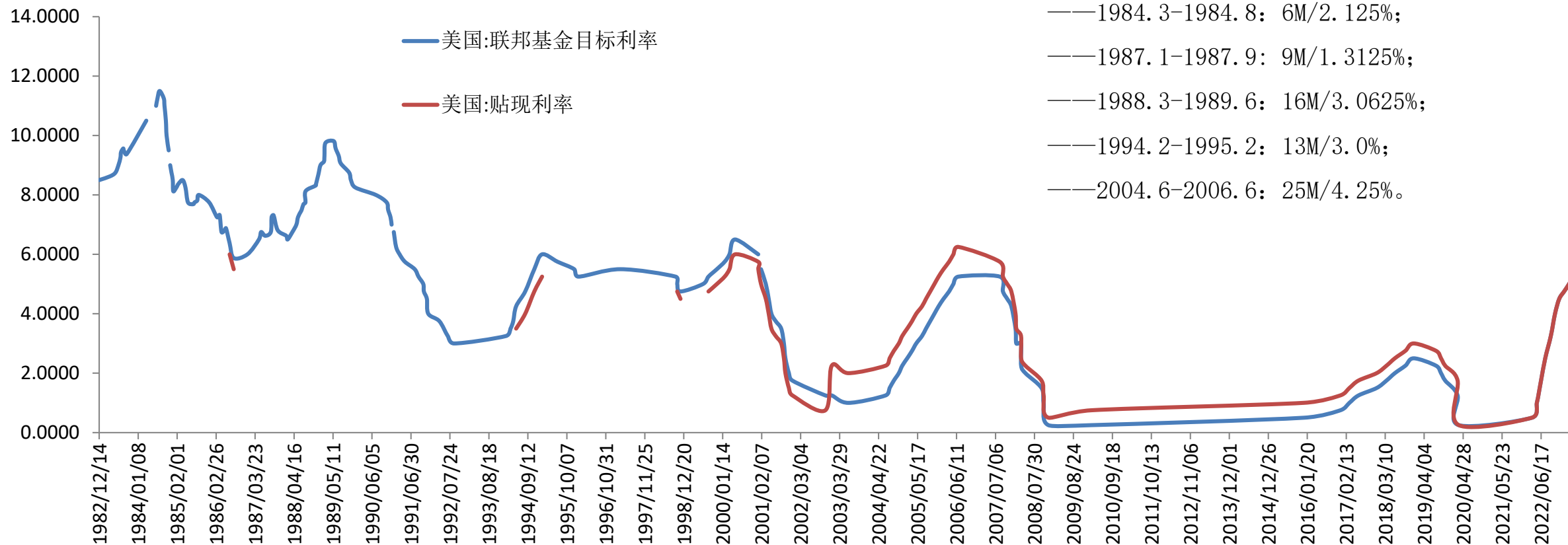
图 美国国债中长期限利率走势（%，月）



FED加息政策或急剧变化

- 美元历史上多次快速、大力度加息,此轮加息或体现为“快”,全程幅度或高于历史。
- 从历史经验看,FED一旦停止加息,即会很快以更大力度降息

图 美元基准利率的变化 (%)

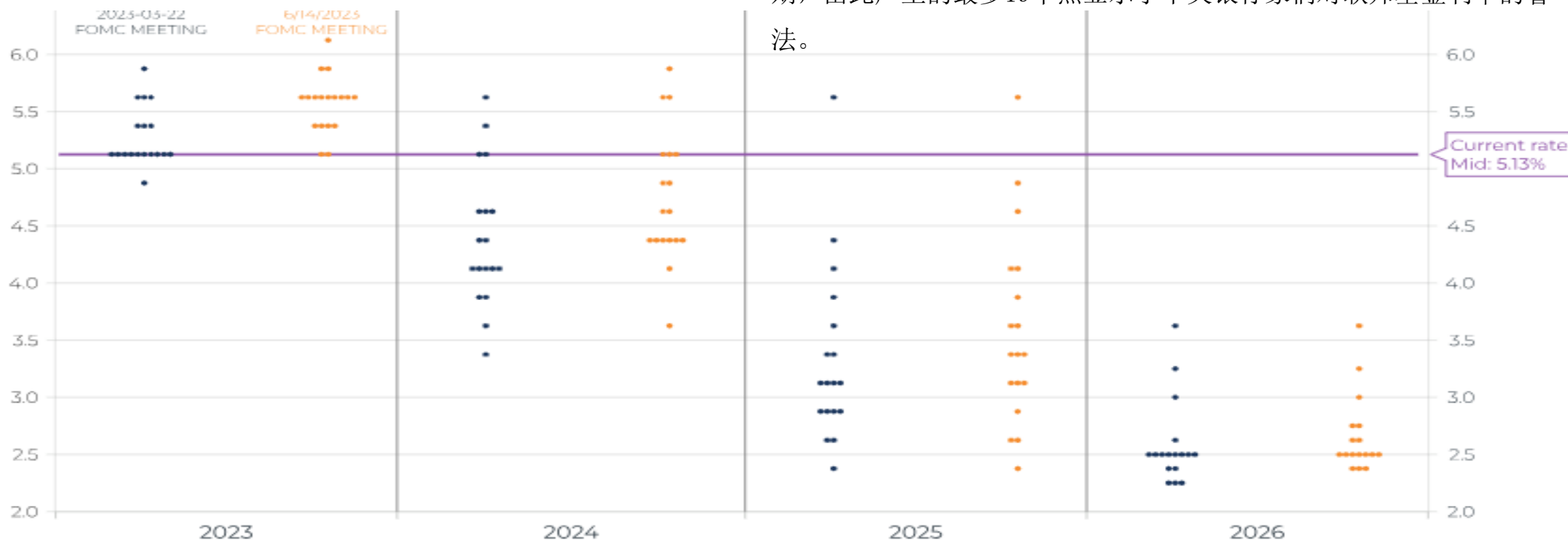


资料来源: wind, 上海证券研究所

美元加息预期仍高，下半年或临转变

- 2023年6月，FED加息预测“点阵图”趋紧——但它是经常变化的。

图 美联储加息预测点阵图

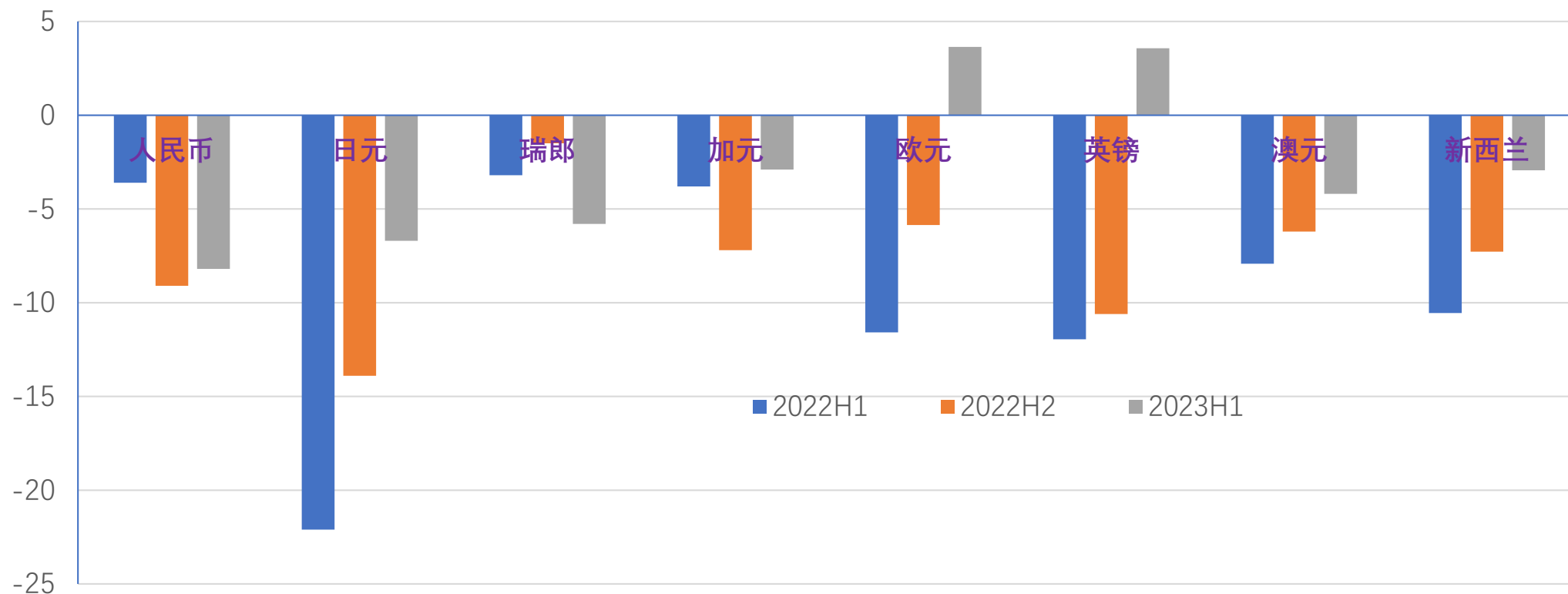


资料来源：FED、上海证券研究所

上半年美元强势地位仍然存续

■ 截止2023年6月29日，除欧元、英镑外，其它货币延续相对美元集体贬值态势，但幅度缩小，我们认为美元强势或到尾声。

图 国际主要货币兑美元的贬值变化（半年度，%）



资料来源：WIND、上海证券研究所

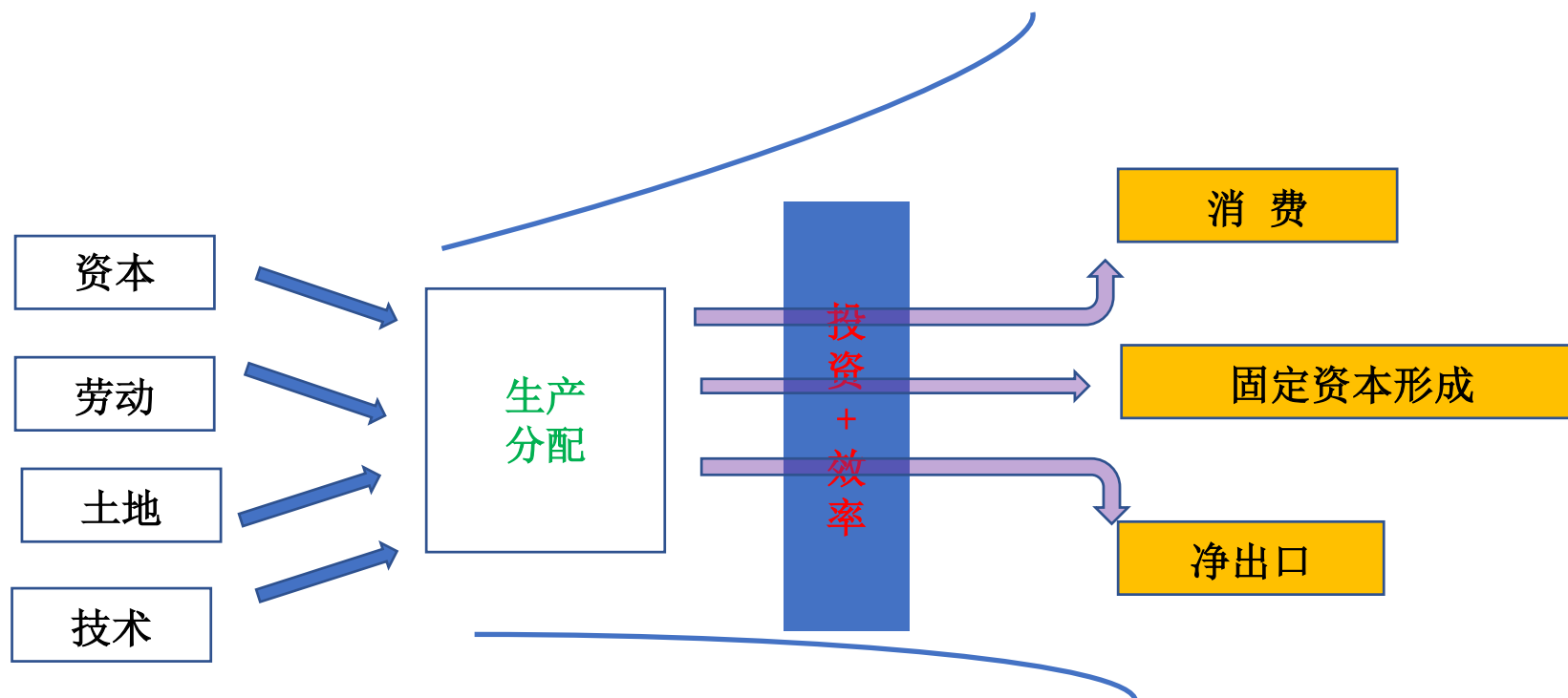


二、中国经济：正常化后的韧性

1. 中国经济转型期，底部徘徊仍有时
2. 产业结构决定通胀低迷态势
3. 货币“二分法”效应显现

- 我们认为，投资是经济增长的第一动力。

图 GDP 如何扩张：源泉动力为投资

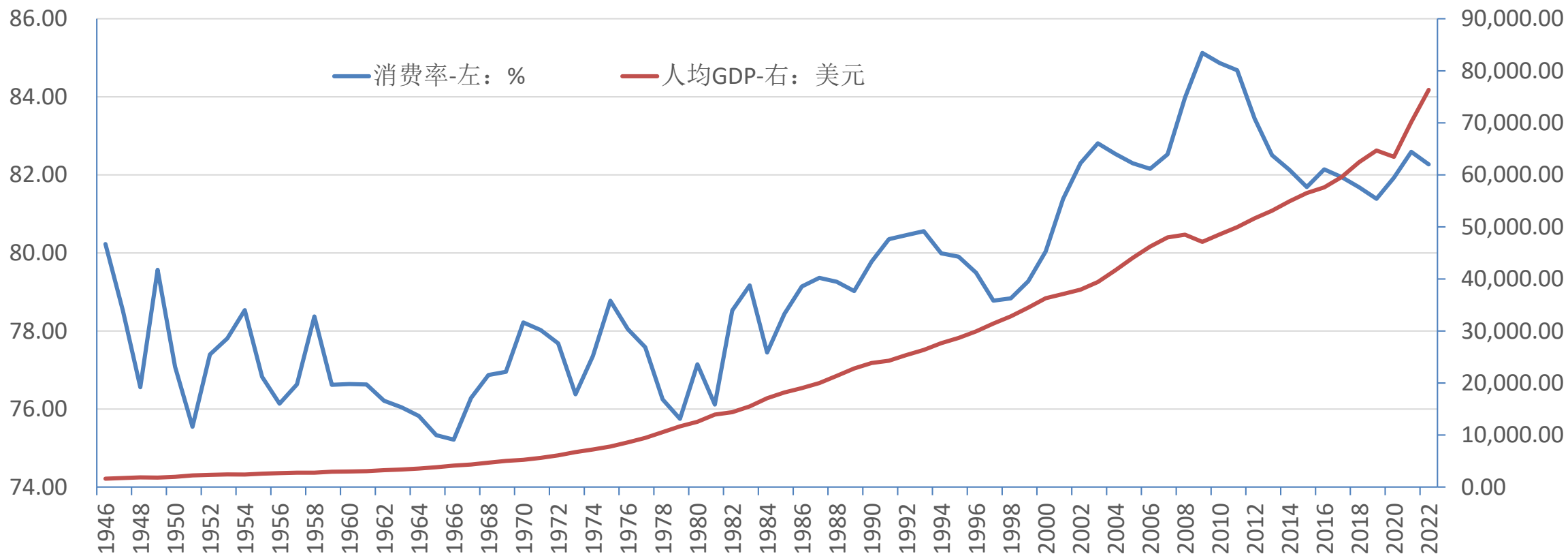


资料来源：上海证券研究所

如何看待经济增长动力：第一属谁？

- 消费率变化是经济发展阶段的体现，随着经济成长阶段提升，投资率下降，消费率提升；
- 投资代表未来的预期和信心，是经济第一增长动力。

图 美国人均GDP和消费率的变动情况（年）

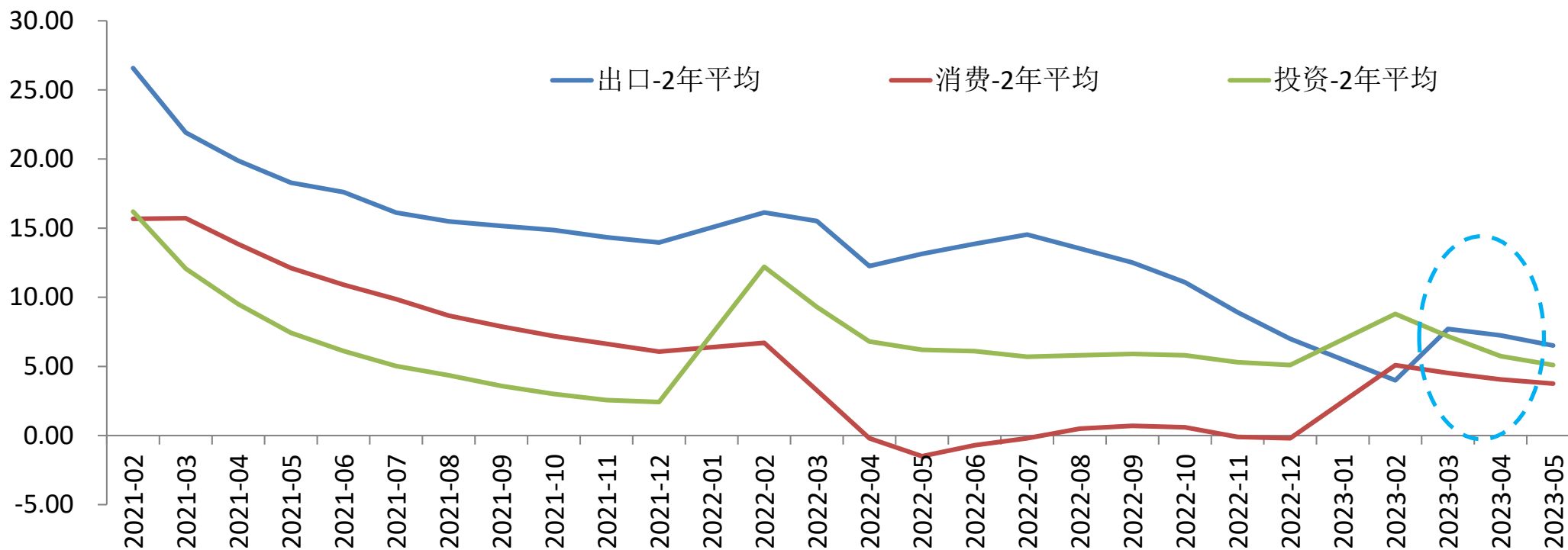


资料来源：wind，上海证券研究所

中国经济增长三架马车表现平稳

- 2021年，疫情影响下增长动力趋缓；2022年，疫情影响下消费放缓；2023年，三架马车均走势平稳。
- 相较于疫情前（2019年），当前增速仍未全部恢复，未来回升仍有空间。

图 中国经济增长三架马车变化（累计同比/月，%）

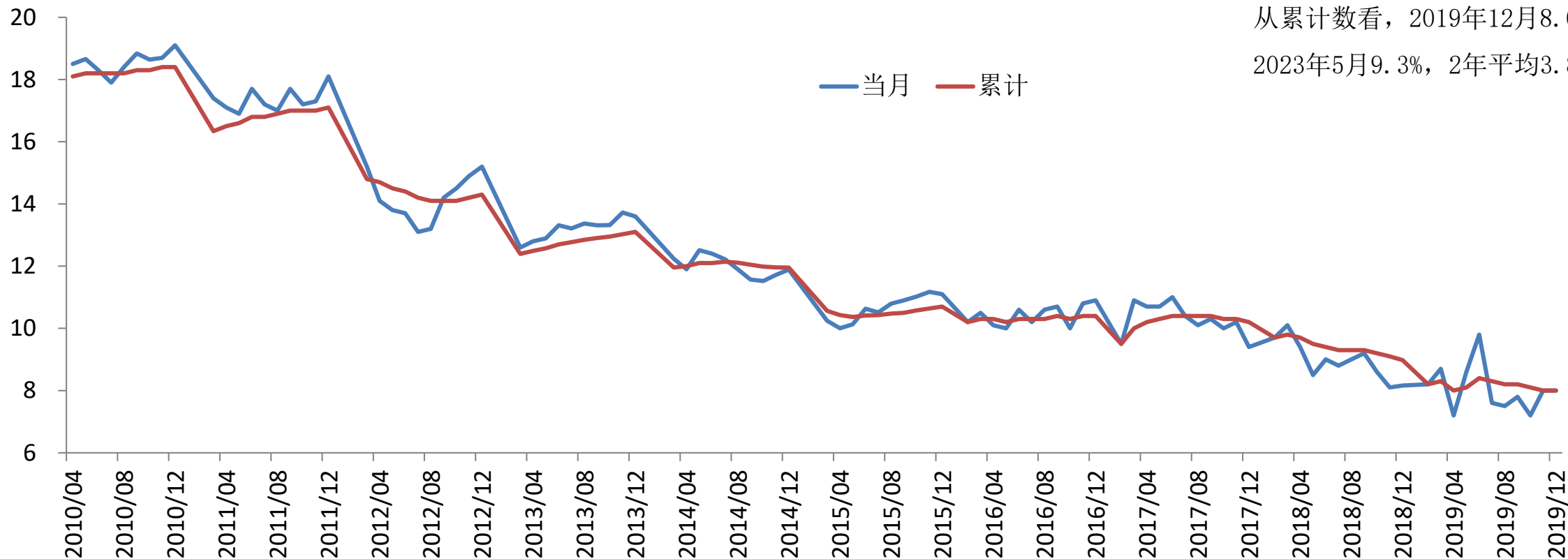


资料来源：wind，上海证券研究所

中国消费增长前景：平稳中缓降趋势或持续

■ 2010年后中国消费增长逐渐下台阶，我们认为，背后机理就是楼市泡沫对消费影响的逐渐扩大。

图 疫情前中国消费增速逐年下台阶（同比/月，%）

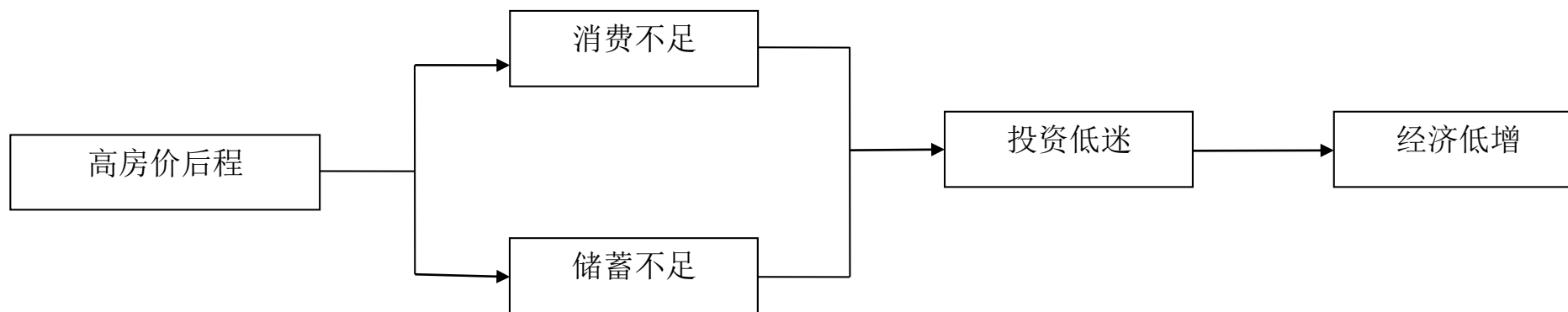


资料来源：wind，上海证券研究所

高房价后期经济动力积累下降

- 楼市泡沫后期，尤其是楼市进入存量房时代后，高房价对消费的压制作用就会凸显；
- 高房价对消费降低的影响：按照疫情前的规律，依当年楼市变化，消费增速每年下降约0.5-1.5。

图 高房价——>低储蓄——>低投资——>低增长

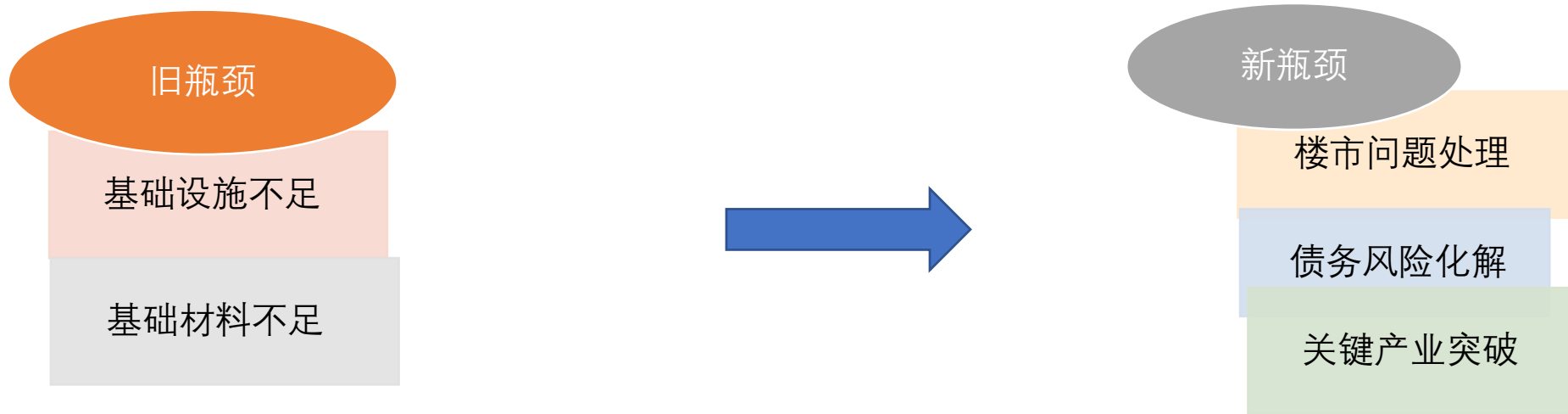


资料来源：上海证券研究所

中国经济增长的新“瓶颈”

- 改革开放初期，中国经济发展曾长期存在“瓶颈”，从而使得中国经济“大起大落”。
- 当前中国经济增长过程中的新“瓶颈”，延长了中国经济的转型期。

图 中国经济不同发展阶段的“瓶颈”——增长突破点

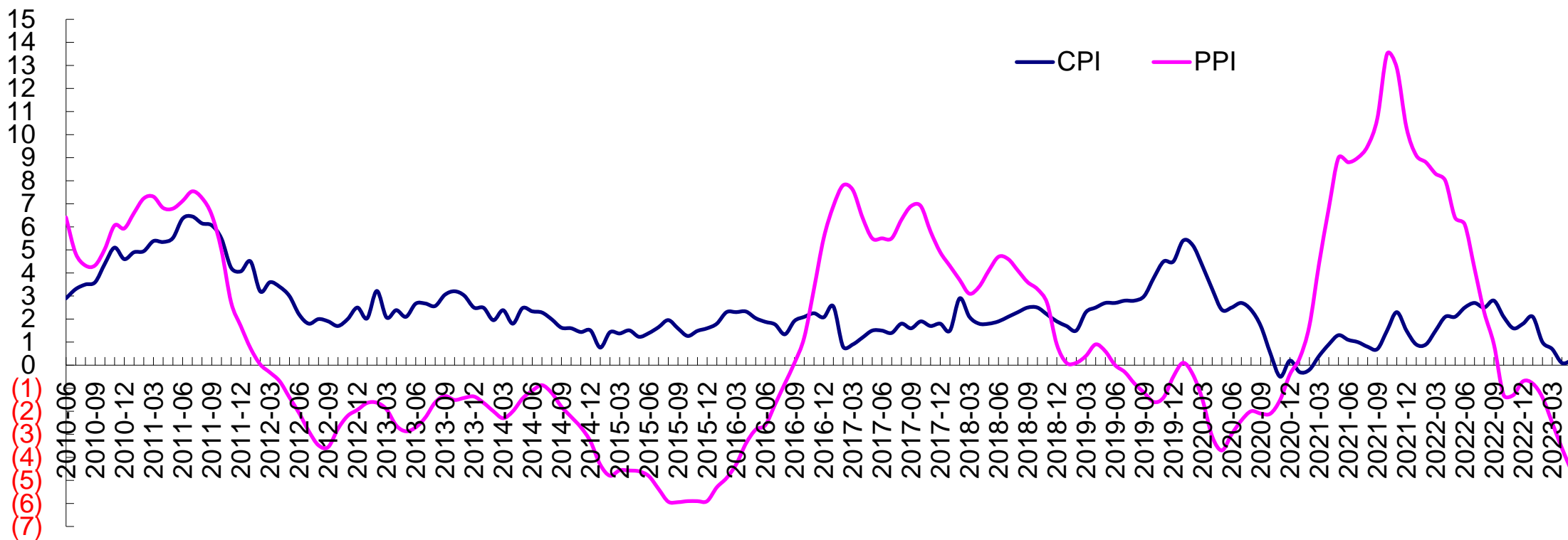


资料来源：上海证券研究所

2023年下半年或迎来CPI、PPI“双负”期

- 中国物价低迷主要是产业结构变动的结果，并非基于经济周期概念下的通缩。
- 2014年中国物价形势进入新阶段：关键商品决定价格结构。

图 中国价格结构的变化(同比增长/%，月)

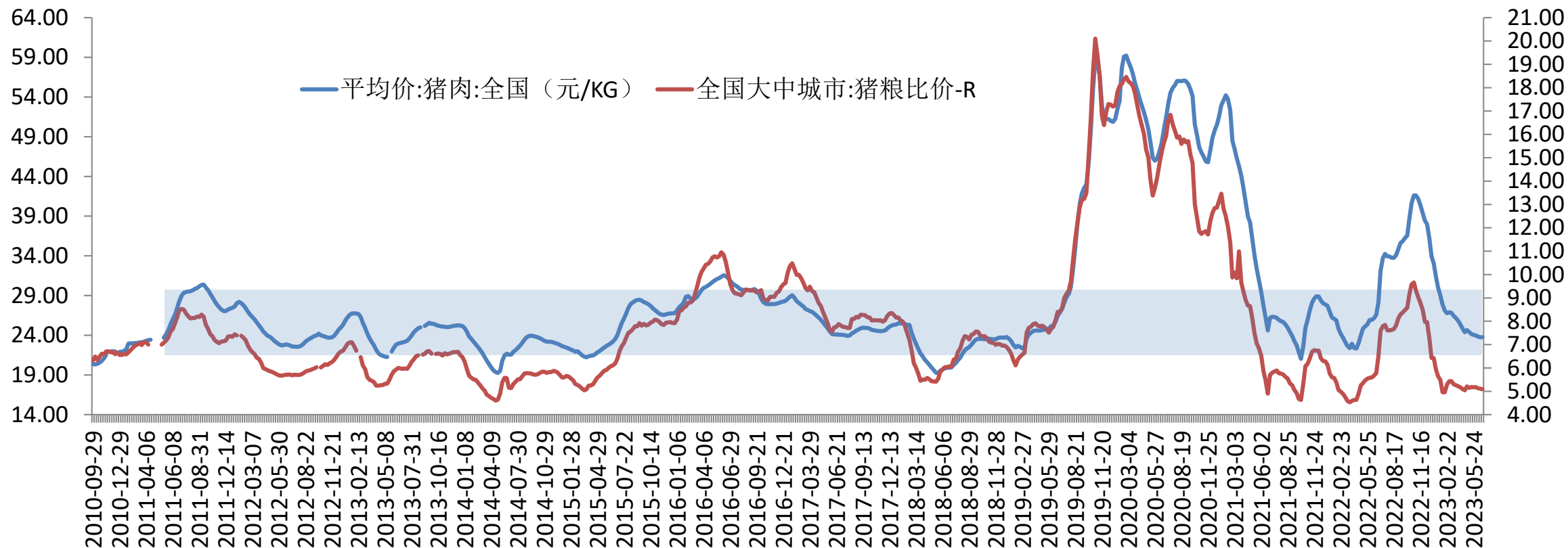


资料来源：wind，上海证券研究所

关键商品猪肉价格料低迷依旧

- 猪肉生产进程转变：小规模分散—中规模适度—大规模集中；当前行业整体规模化程度仍处较低水平，正处于集中度提高期。
- 根据牧原股份2022年年报，2022年我国生猪出栏量前十家企业合计出栏14,192万头，占全国生猪总出栏量的份额为20.28%。

图 中国猪肉价格和猪粮比的变化（日）

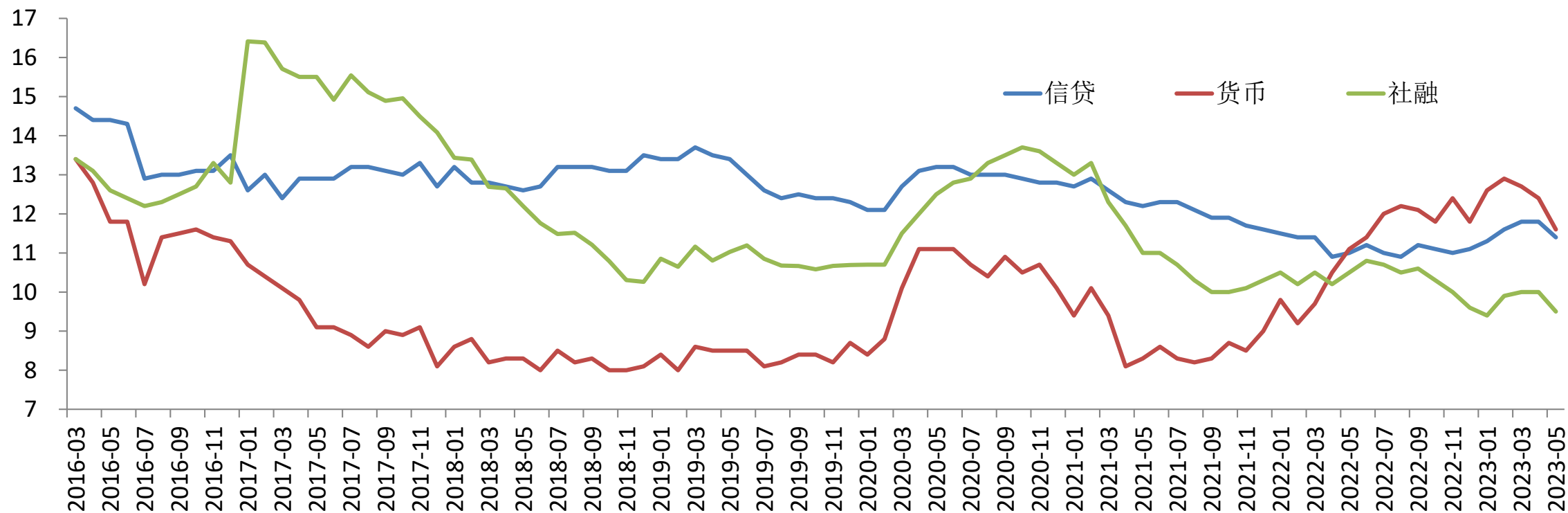


资料来源：Wind、上海证券研究所

中国流动性环境平稳中面临缓变

- 营造良好的货币金融环境，保持流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
- 未来货币和信用增长或延续稳中偏降态势。

图 中国货币和信用增速变化（同/月，%）

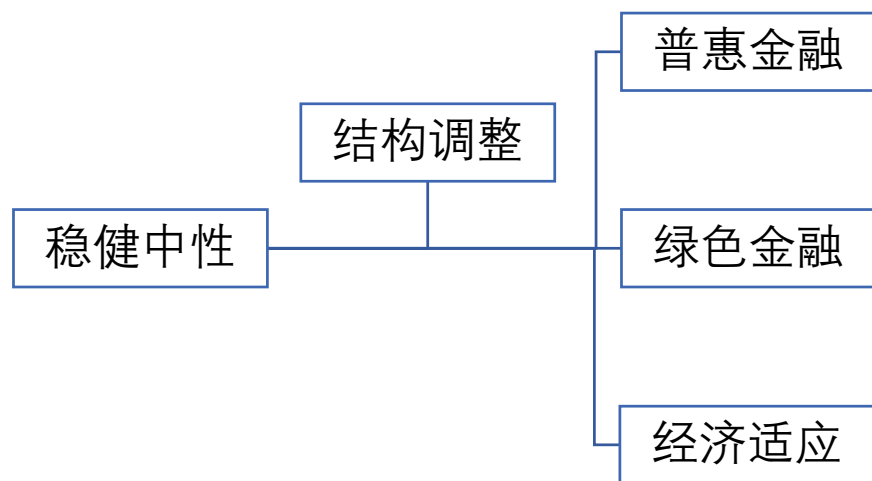


资料来源：Wind、上海证券研究所

中国货币政策发展：结构内容拓展

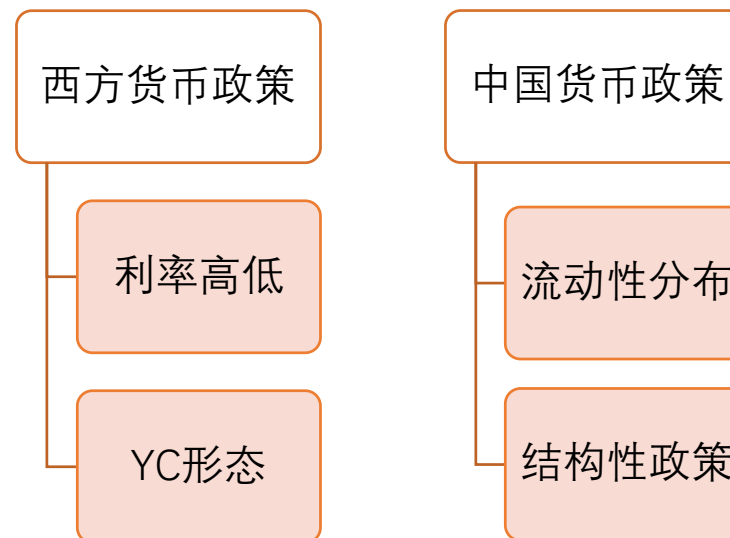
- 经济进入了债务经济时代，货币体系已由外生转内生。
- 结构性货币政策内容新变化：普惠→普惠+绿色+创新。直达实体方式：企业→项目

图 中国货币政策框架



资料来源：上海证券研究所

图 中外货币政策着眼点差异

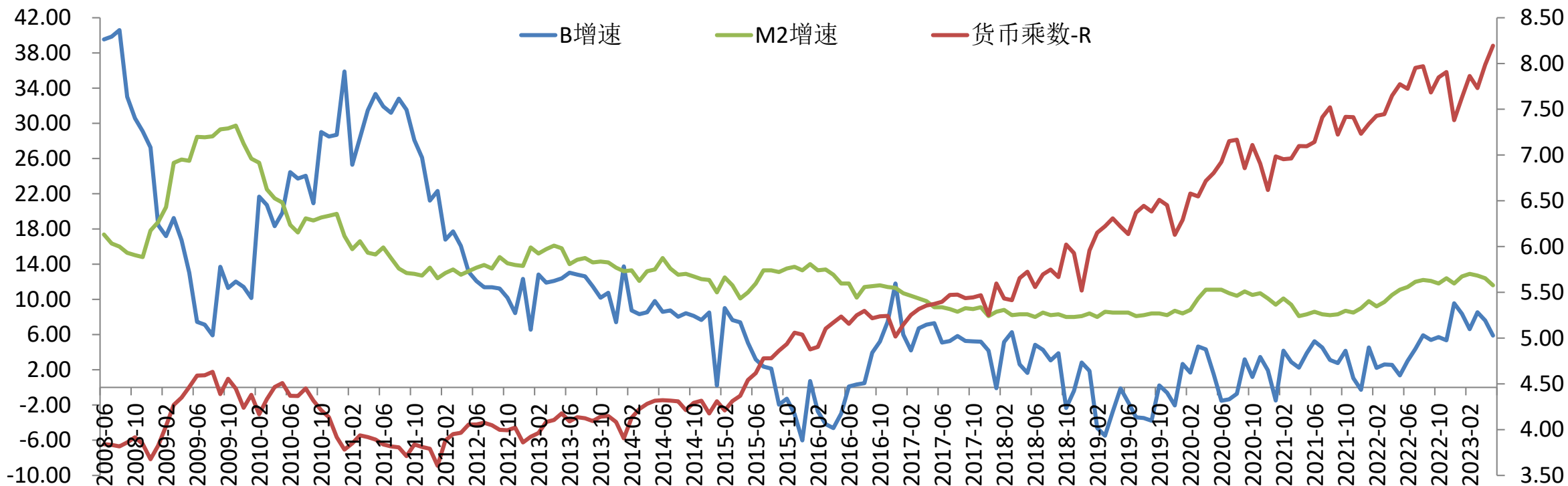


资料来源：上海证券研究所

货币政策展望：降息之后有降准——“双降”可期

- 中国货币环境：总量过多，增量不足；基本问题：投放能力不足，基础货币（B）增长长期低于广义货币（M2）。
- M2增速平稳有赖货币乘数再提升；已接近西方成熟体系危机前高点，难再提高；
- 预期2023年H2降准1-2次、下调RRR0.5%，9-10月或为窗口期。

图 中国基础货币与货币乘数增长 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

汇率前景：虽弱无忧

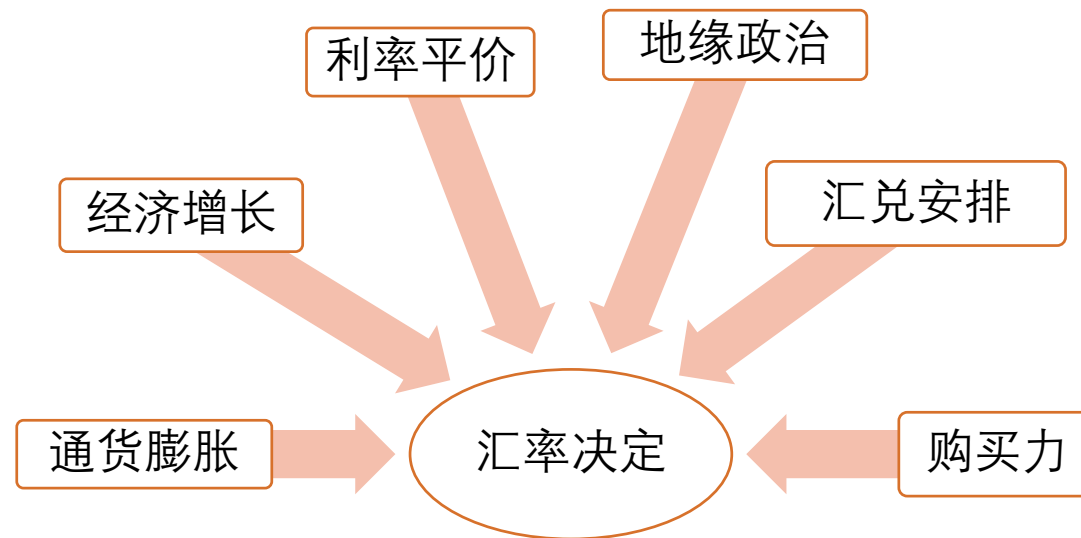
- 决定汇率走向的因素将发生变换，经济因素将重回主角，金融因素推举次位。
- 汇率决定机理：2020年，购买力；2021年，经济+利率；2022年，利率平价；2023年，通胀和经济。

表：人民币兑美元汇率中长期POLL

Date	30 Jun 2023	31 Aug 2023	30 Nov 2023	31 May 2024
Median	7.00	7.00	6.90	6.75
Highest	7.20	7.43	7.57	7.20
Lowest	6.72	6.70	6.53	6.30
Spread	0.48	0.73	1.04	0.90
No. of Forecasts	45	49	49	42

资料来源：路透，上海证券研究所

图 汇率决定的影响因素



资料来源：上海证券研究所



三、资本市场：中枢渐抬升

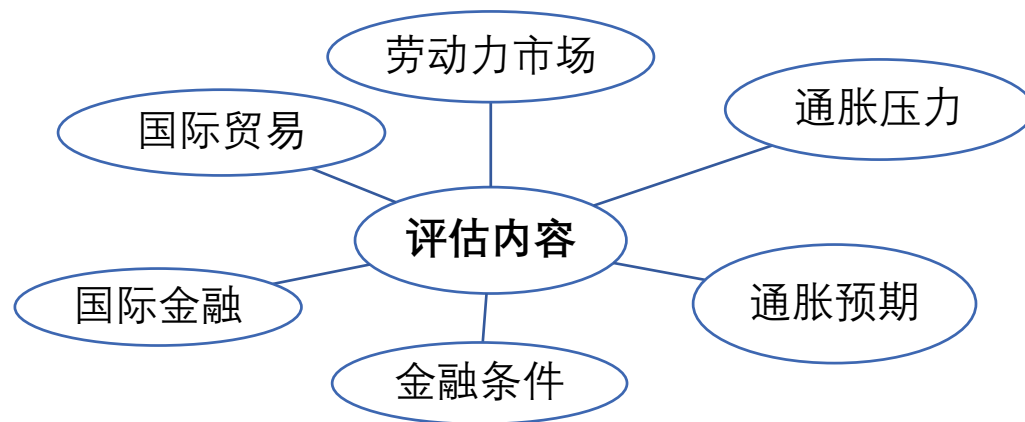
1. 中国利率曲线或延续下移
2. 中国A股融资平稳，运行回暖
3. 中国资本市场延续回暖中结构待变

■ 中国稳健货币政策的含义：保持流动性合理充裕，保持广义货币M2和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。（央行货币政策委员会二季度例会，2023年6月30日）

■ “Appropriate monetary policy” is defined as the future path of policy that each participant deems most likely to foster outcomes for economic activity and inflation that best satisfy his or her individual interpretation of the statutory mandate to promote maximum employment and price stability. (Monetary Policy Report, June 16, 2023, P47)

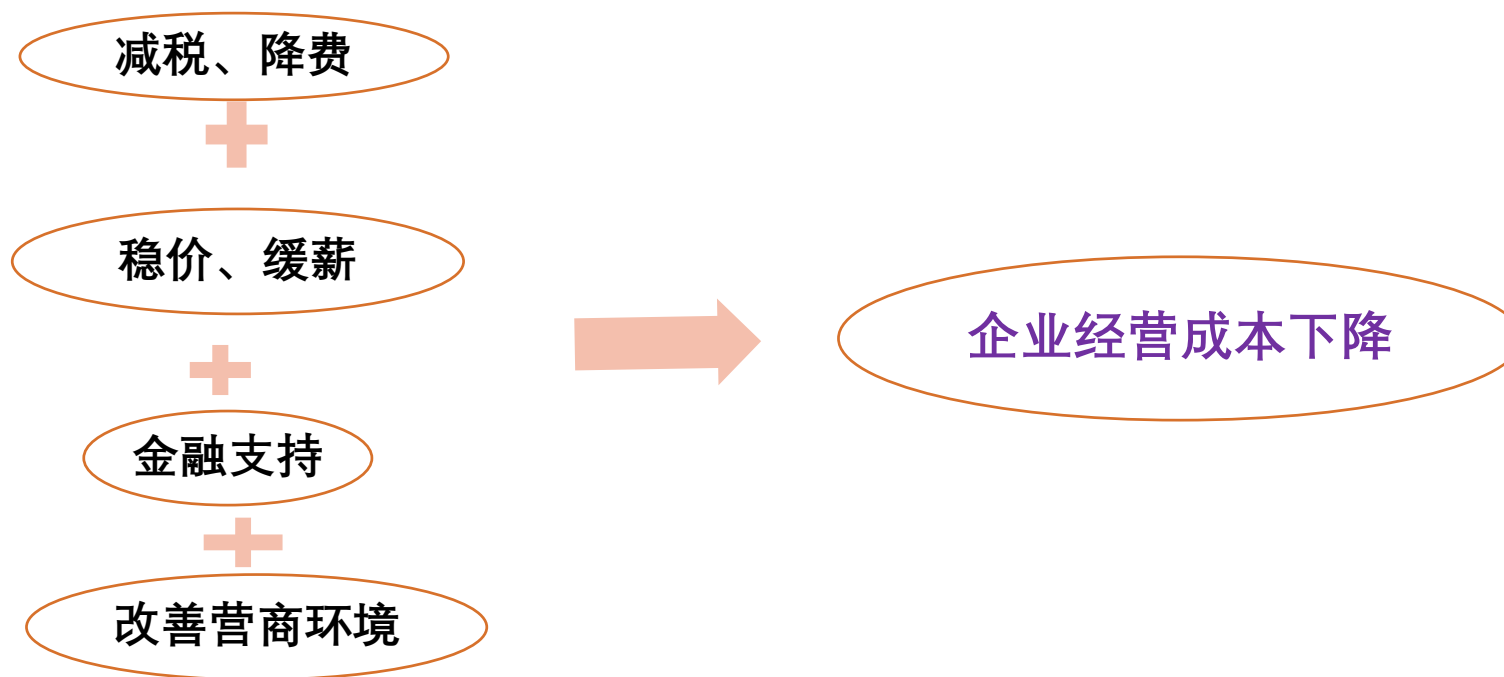
——各方利益都能在法定授权范围内得到考虑与均衡，能最大限度发挥各参与主体的能动性。

图 FED通胀前景评估内容



- 2023年6月13日，国家发改委发布《关于做好2023年降成本重点工作的通知》（发改运行〔2023〕645号）。

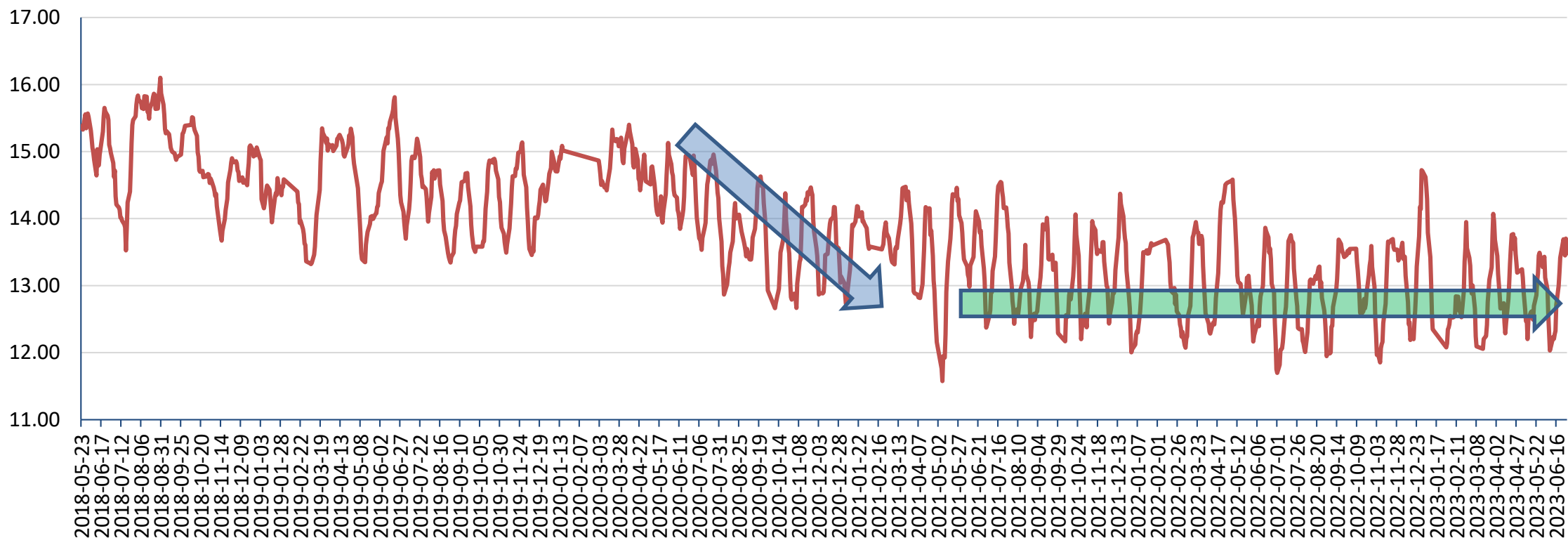
图 政策体系合力指向降成本



市场融资成本平稳，暂未有趋势性下降

- 在“降成本”的金融供给侧改革下，中国融资利率中长期下降趋势仍未改变。
- 我们认为，过去中国融资利率偏高的市场格局，主要受楼市融资持续高位的影响。

图 温州民间借贷利率波动中平稳（月/民间融资综合利率，Average-10D，%，日）

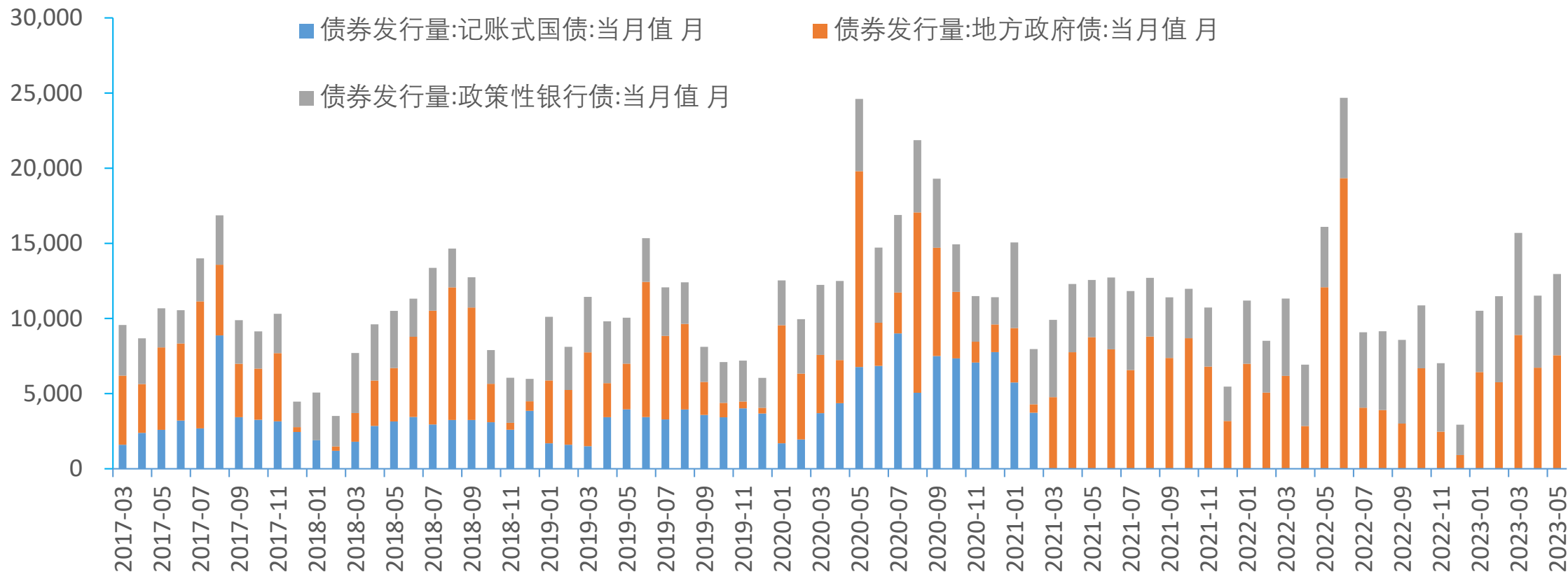


资料来源：Wind，上海证券研究所

利率市场下半年有望延续回升

■ 2023年，经济、社会生活正常化后，利率产品供给整体放缓；按节奏看，下半年供给延续缓和。

图 中国利率债发行态势（亿元）



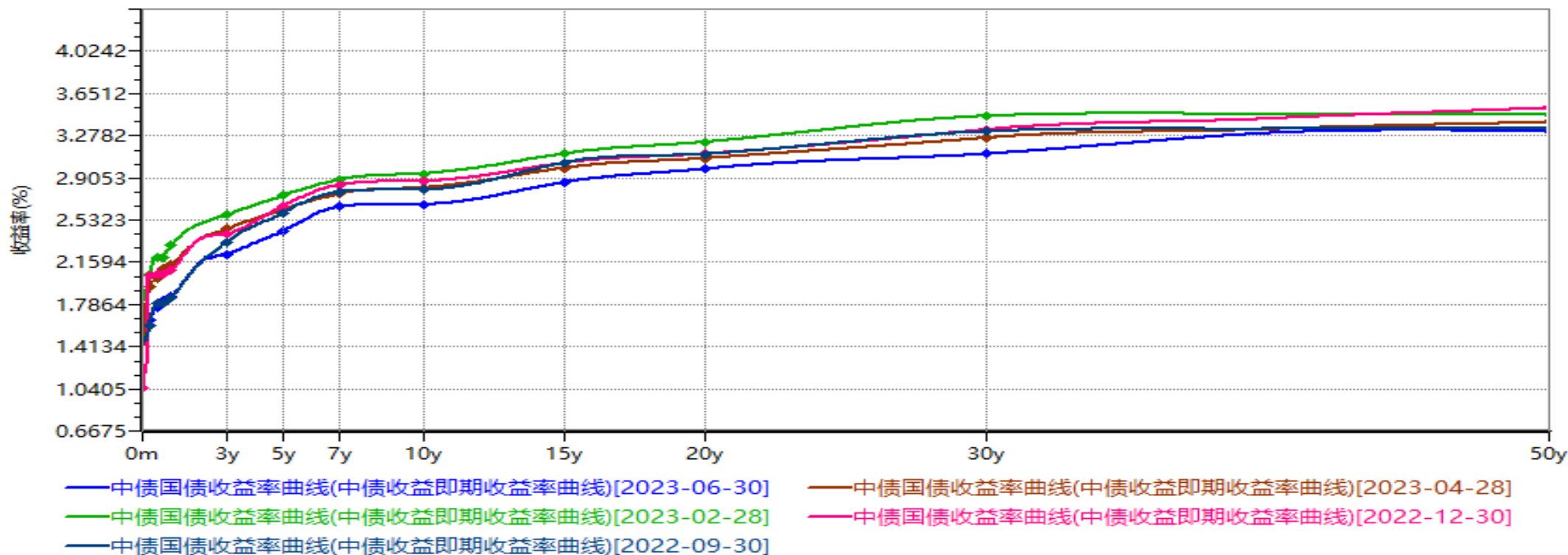
资料来源：Wind，上海证券研究所

下半年利率期限曲线或延续下行

- 2023年H2通胀与H1差异；利率市场供给放缓；货币利率趋于下行。

图 中国利率曲线期限结构变化

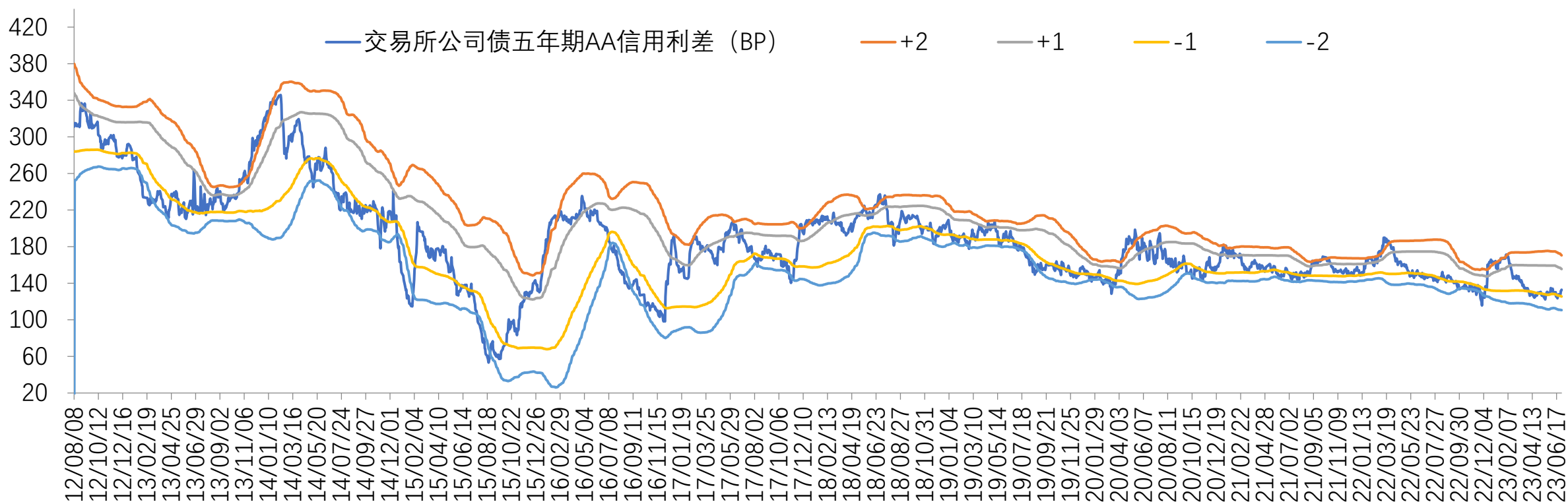
中债国债收益率曲线(曲线编号:1231) 数据来源中国债券信息网



下半年信用利差将延续季节性地位

- 信用利差运行有较为明显的季节性波动规律：Q1上行，Q2下行，Q3-Q4延续低位。

图 中国信用利差（与同期国债YTM比较）变化走势（标准差轨道）



资料来源：WIND、上海证券研究所

全面注册制后市场前景展望扩容并未加速

- 全面注册制后的担忧，扩容加速；
- 全面注册之后，券商投行、资产定价能力、价值发现能力提升，券商估值或现分化。

图 中国A股融资规模变化（月度，亿元）

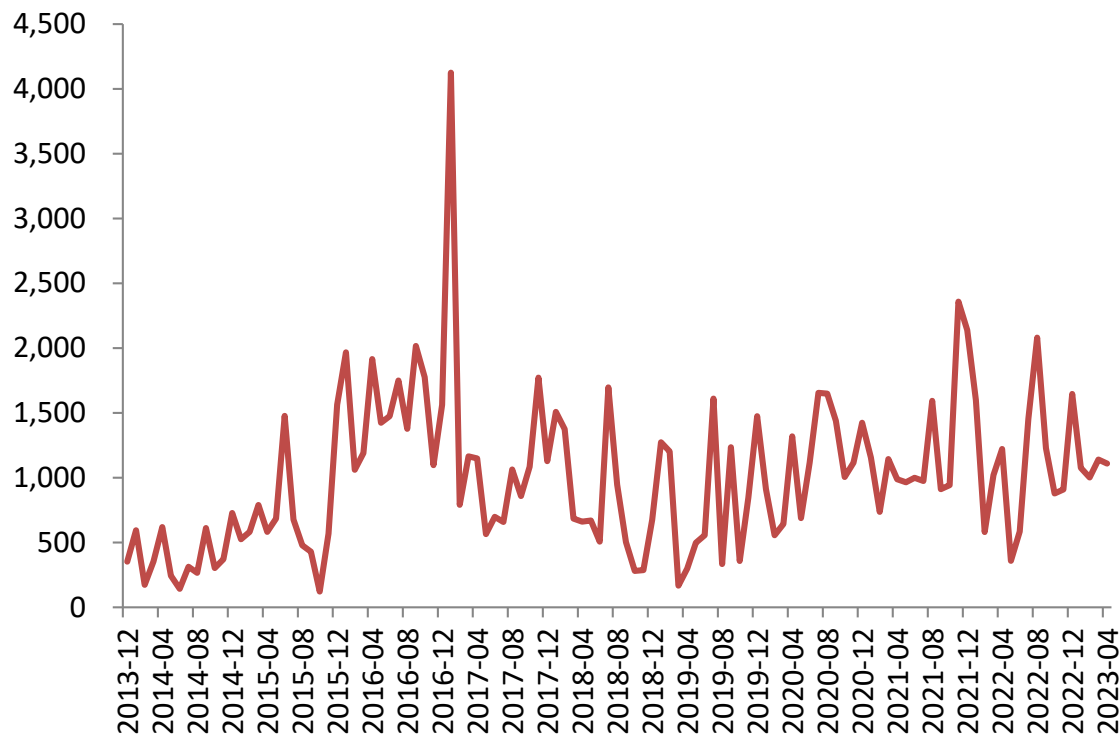
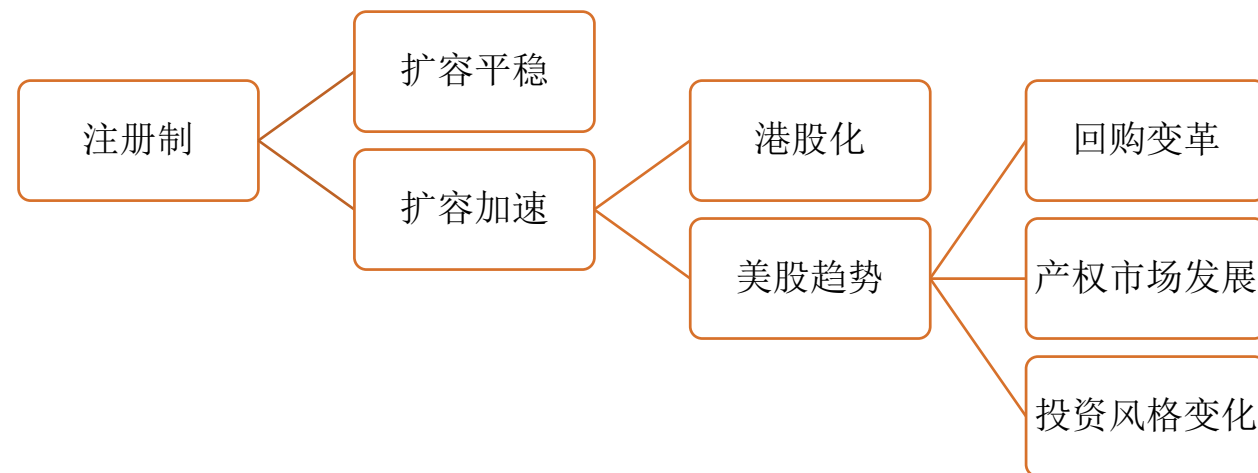


图 全面注册制后的前景展望



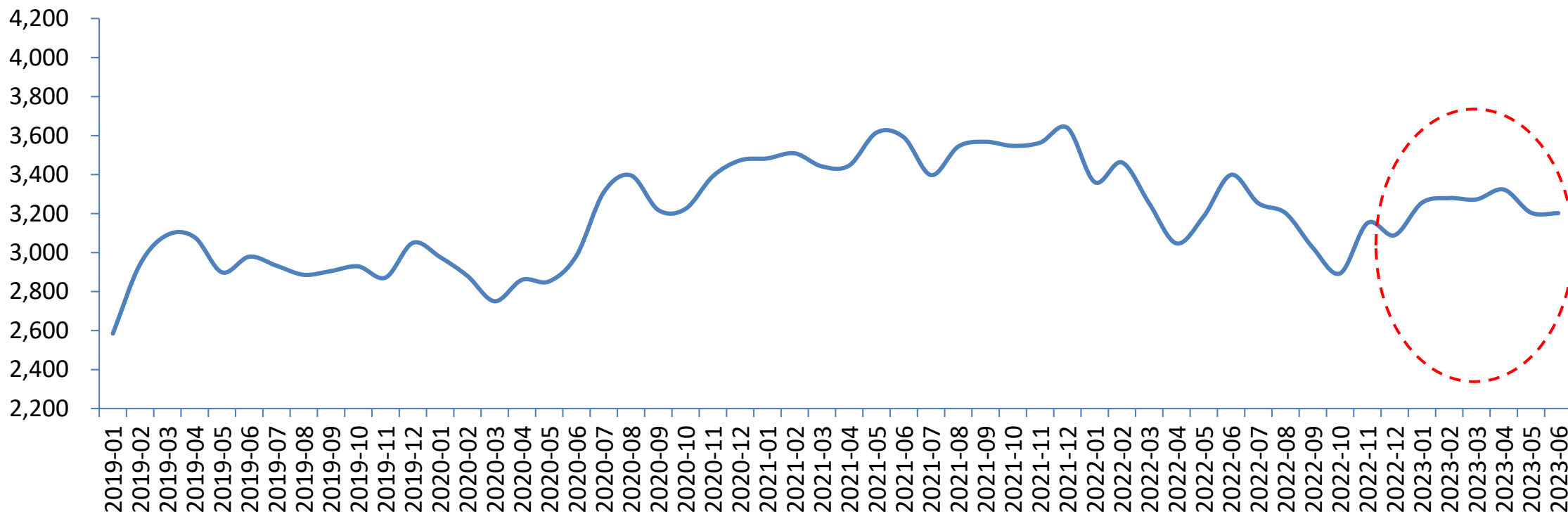
资料来源：WIND、上海证券研究所

资料来源：上海证券研究所

2023年H1中国股市运行稳中偏暖

- 我们一直认为，经济、社会正常化将带来中国经济缓回升的同时，资本市场也会回暖。
- 2023年H1已比2019年上台阶，因利率下行带来市场估值中枢上行，预计2023年H2将在新台阶上延续稳步回升趋势。

图 中国上证A股综合指数走势（月）

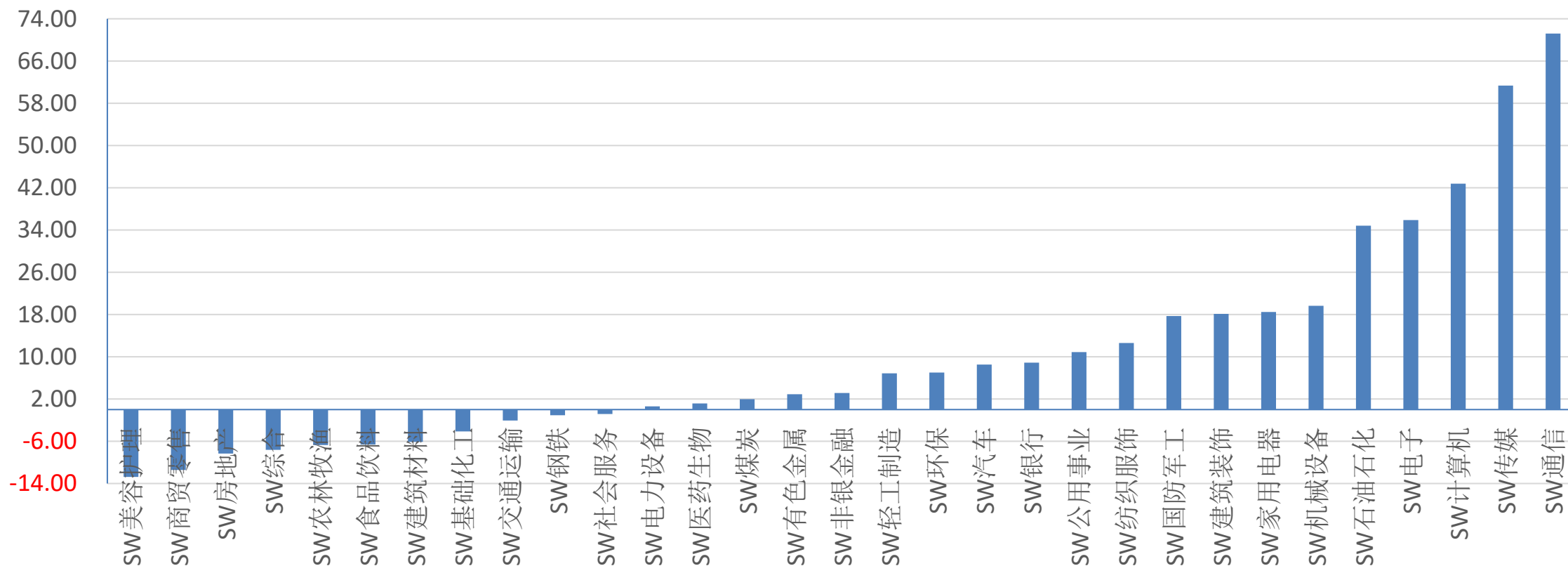


资料来源：wind，上海证券研究所

2023年H1中国股市运行热点切合经济

- 数字经济下的AI和新技术应用场景影响下，TMT在中国A股行业比较中，2023年上半年表现领先。
- 虽然传统行业表现相对较弱，但整体结构变化是涨多跌少。

图 中国A股2023年H1行业涨跌幅（%）

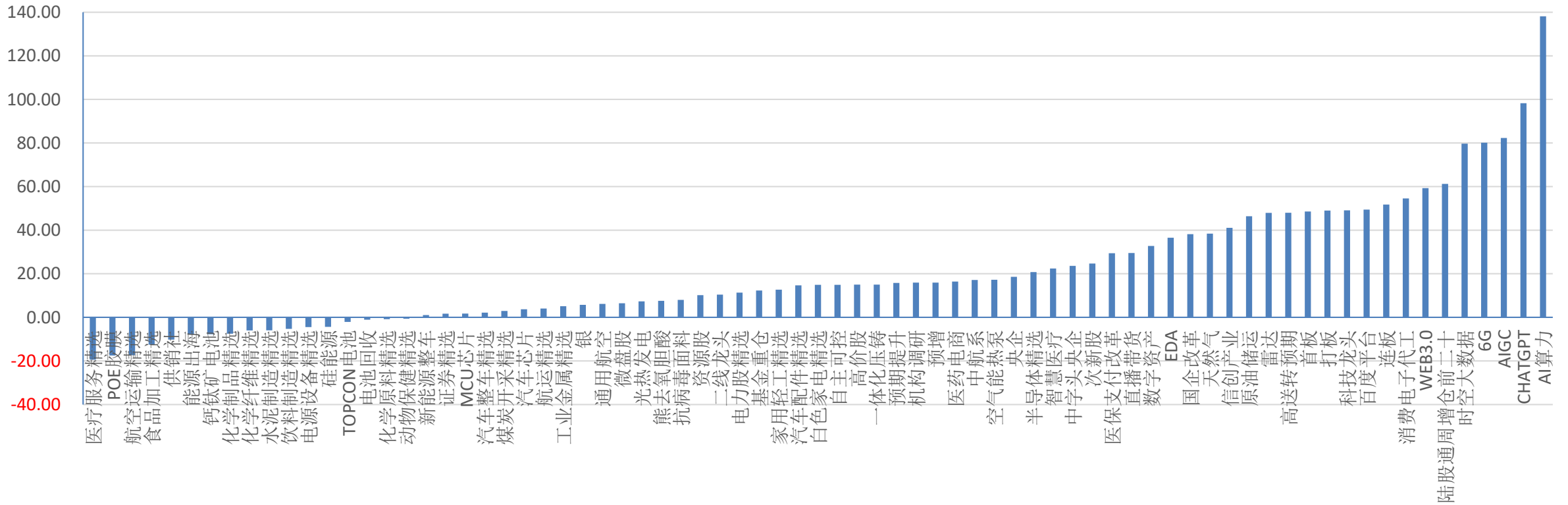


资料来源：wind，上海证券研究所

2023年H1科技引领中国股市热点

- 上半年涨幅前5概念板块：AI 算力、CHATGPT、AIGC、6G、时空大数据；跌幅前三：医疗、POE、航空。
- 概念板块同样表现为涨多跌少，印证市场回暖态势。利率下行估值提升落后板块影响较大。

图 中国A股2023年H1热门概念板块涨跌幅（%）

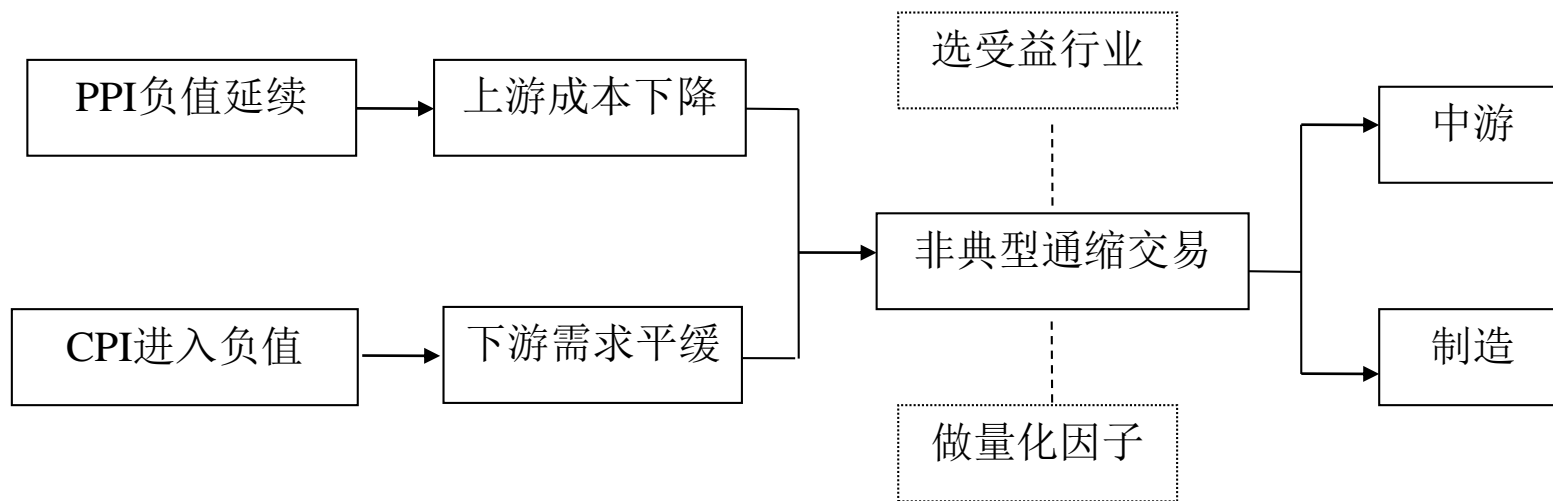


资料来源：wind，上海证券研究所

通胀、利率双下行下的A股市场格局变化

- CPI回落主要因关键商品猪肉价格持续低迷、PPI持续为负主要是大宗商品价格低迷，并非经济周期性低迷导致，是“非典型通缩”。
- 在大类资产配置方面，继续高配债券、股票，低配货币，减配商品和房产。

图 通胀变化带来的市场格局变化



资料来源：上海证券研究所

四、风险提示

1. 俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。
2. 中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。