

修正预期差 - 如何看待 IMF 调整 7 月经济预测？

20230726

核心内容：

- **短期经济韧性导致全球增速上调，美欧小幅上修，中国保持稳定** 国际货币基金组织（IMF）在 7 月全球经济展望中将全球经济增速从上期（4 月份）的 2.8% 小幅上调至 3.0%，反映对经济短期韧性的同时也表露了对高利率下经济继续放缓带来的中期挑战的担忧。发达经济体中，美国 2023 年经济增长预期从 1.6% 上调至 1.8%，欧元区经济增长从 0.8% 上调至 0.9%，但需要注意德国增速从 -0.1% 下修至 -0.3%，代表了欧元区制造业面临的困境。中国经济增速维持 5.2% 不变。从 IMF 自去年四季度对主要经济体增长预测的变化看，美国与欧元区由于劳动力市场韧性导致服务业表现超过预期而被连续上调，整体支持两大央行在三季度进一步加息。我们预计美联储和欧央行均会在 7 月和 9 月累计再加息 50BP 后停止。日本经济增速调整先下后上；综合考虑下，日央行不易收缩宽松货币政策，YCC 短期难以发生显著调整。而 IMF 对中国的预期保持稳定，年内没有变动。
- **IMF 对美欧展望更乐观，但要警惕经济韧性下紧缩周期延长及相应风险** 与世界银行展望中的 2.1% 和彭博调查市场预期的 2.6% 的增速相比，IMF 对全年增长 3.0% 的预测更加乐观。主要机构均认可了美国经济增长在 2023 年的韧性，对欧元区存在一定分歧。IMF 对经济增长预期进一步改善也暗示加息周期可能更长。目前美国实际经济增长仍高于其潜在增长率，居民实际收入上升，资产价格回升导致的财富效应显现，这些因素指向中期的通胀压力，而市场对 7 月以后继续加息的预期计入不足。同时，银行准备金水平依旧相对安全，加息周期延长下缩表的时间也会持续更久。相应的，如果经济韧性与通胀粘性使紧缩周期延长，未来经济在高利率和缩表冲击之下的下行斜率会更加陡峭。所以尽管短期经济预期较为乐观，要注意加息周期延长在中期对经济带来的风险。
- **不宜对 2023 年主要经济体增长过于乐观，高利率效果仍有待显现** 我们对欧元区全年增长预期为 0.4%，主要由于欧元区制造业在高利率和需求收缩下表现弱于预期，其服务业也出现缓慢放缓的迹象。其次，尽管美国有目共睹的经济韧性指向 2023 年的正增长，但短期超预期的增长可能导致美联储更长的加息周期与更高的利率终点，在中期冲击总需求并加大经济下行的幅度。随着下半年联邦基金利率进一步提升、超额储蓄的消耗、银行信贷的稳定收缩和劳动力市场缺口的持续弥合，美国仍有可能在 2024 年初或更晚时点进入轻微衰退。
- **IMF 为何没有调整中国经济的增长预期？** IMF 年初以来就一直维持了 5.2% 产出增速的判断至今。我们的理解是（1）IMF 年初的展望即保持了谨慎客观的态度，没有在中国一季度积压总需求释放后跟随市场机构显著上调增长预期，因此在中国二季度恢复动能受地产等因素拖累而放缓后也无需大幅下调过高的增长预期；（2）尽管二季度经济增长不及预期，但三、四季度生产和消费动能环比将继续改善，就业基本盘稳定，同时中央政治局会议强调加强逆周期调节，经济增长更多在政策力度边际加强下依靠内生动能进行修复，我们预计 2023 年经济增速有望达到 5.3%。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

主要风险：重要经济体增速超预期下行、通胀意外上升、市场出现严重流动性问题的风险

一、IMF 展望调整情况：短期经济韧性导致增速上调，中国预期稳定

国际货币基金组织（IMF）在 7 月全球经济展望中将全球经济增速从上期（4 月份）的 2.8% 小幅上调至 3.0%，反映对经济短期韧性的同时也表露了对高利率下经济继续放缓带来的中期挑战的担忧。

发达经济体中，美国 2023 年经济增长预期从 1.6% 上调至 1.8%，主要由于其消费韧性好于预期、劳动紧张推升实际收入以及汽车购置的反弹；不过，在高利率和超额储蓄将耗尽的情况下，2024 年增长预期从 1.1% 进一步降调至 1.0%。欧元区经济增长从 0.8% 上调至 0.9%，主要由服务业和旅游业带动；尽管意大利和西班牙增长预期被上调，仍需要注意德国增速从 -0.1% 下修至 -0.3%，代表了欧元区制造业面临的困境。英国的增长预期则从上期的 -0.3% 大幅调高至 0.4%，体现了强于预期的消费和投资增长。日本经济增速被小幅调高 0.1% 至 1.4%，反映积压需求的释放和相对宽松的政策环境。整体上，通胀回落和服务业对消费和收入的支撑是发达经济体增速上调的主要原因，但也不能忽视制造业在高利率下的持续疲弱。

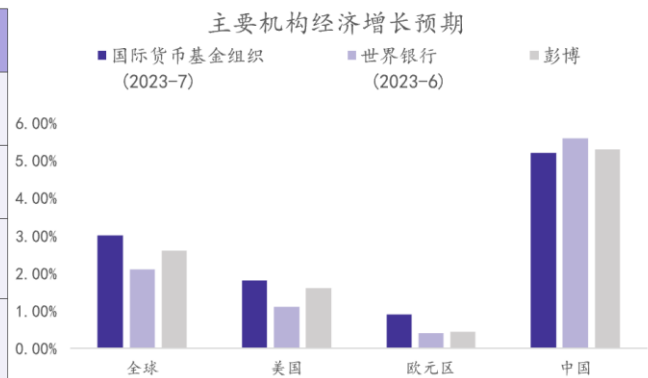
新兴市场与发展中经济体的增速同样被小幅上调 0.1% 至 4.0%。其中，中国经济增速维持 5.2% 不变，但结构上地产投资弱于预期而净出口则表现稍强，7 月政治局会议稳增长措施有待形成实物工作量。印度增速从 5.9% 上修至 6.1%，体现较强的国内投资。其他区域中，除撒哈拉以南非洲外的 2023 年增长预期均小幅上调。虽然新兴市场与发展中经济体增长整体平稳，但分化明显：首先，拉美与加勒比、中东与东亚和撒哈拉以南非洲 2023 年经济增速均比 2022 年进一步放缓，反映高利率环境和发达国家需求收缩下的增长压力。其次，印度、墨西哥等与发达国家产业链转移关系更为密切的新兴市场国家制造业表现相对强劲，与全球制造业整体弱势形成鲜明对比。

图 1：主要组织经济增速预测¹

实际产出增速预测	国际货币基金组织 (2023-7)	世界银行 (2023-6)	彭博
全球	3.00%	2.10%	2.60%
美国	1.80%	1.10%	1.60%
欧元区	0.90%	0.40%	0.43%
中国	5.20%	5.60%	5.30%

资料来源：IMF、WB、Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 2：IMF 预测相对乐观



资料来源：IMF、WB、Bloomberg，中国银河证券研究院整理

从 IMF 自去年四季度对主要经济体增长预测的变化看，美国与欧元区由于劳动市场韧性导致服务业表现超过预期而被连续上调，整体支持两大央行在三季度进一步加息。其中美国累计上调 0.8%，欧元区累计 0.4%，两者的差值也体现出欧元区相对更弱的总需求。日本经济增速调整先下后上，目前依然弱于去年 10 月份的预期增长，结合日本工资增速和服务通胀近期较弱的情况，日央行不易收缩宽松货币政策，YCC 短期难以发生显著调整。

¹ 彭博预期数据按季度预测均值计算。彭博对中国预期没有修正前两个季度的经济增速，5.8% 的均值可能过高，因此使用前两个季度实际增速结合下半年预测计算除 5.3% 的增速。

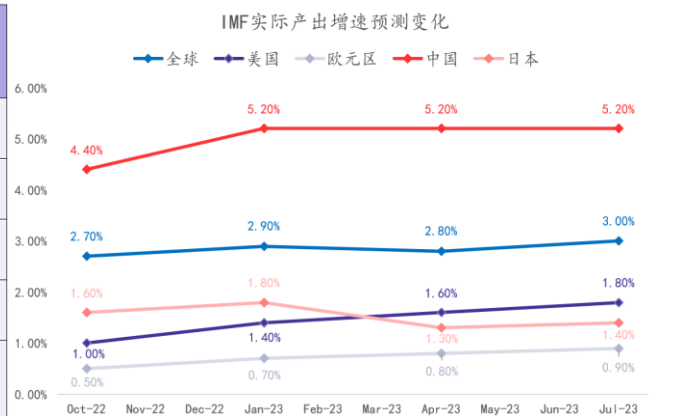
中国方面，IMF 的预测自年初即谨慎定为 5.2%，年内虽然中国增长结构出现内部变化，但并没有引起总产出增速的调整。

图 3：IMF 经济增速预测变化

IMF 实际产出增速预测变化	Oct-22	Jan-23	Apr-23	Jul-23
全球	2.70%	2.90%	2.80%	3.00%
美国	1.00%	1.40%	1.60%	1.80%
欧元区	0.50%	0.70%	0.80%	0.90%
中国	4.40%	5.20%	5.20%	5.20%
日本	1.60%	1.80%	1.30%	1.40%

资料来源：IMF，中国银河证券研究院整理

图 4：IMF 持续调高美欧经济增速，中国稳定



资料来源：IMF，中国银河证券研究院整理

二、主要机构预测：IMF 展望更乐观，机构对美国经济短期韧性达成共识

与世界银行（WB）的 6 月全球经济展望中 2.1% 和彭博调查市场预期 2.6% 的增速相比，IMF 对全年增长 3.0% 的预测更加乐观，主要国际机构目前对美国、欧元区与中国的经济增速尚未达成共识。WB 认为美国、欧元区和中国 2023 年经济增速为 1.1%、0.4% 和 5.6%；彭博市场一致预期为 1.6%、0.43% 和 5.3%。主要机构均认可了美国经济增长在 2023 年的韧性，但对增长幅度仍有不同看法。欧元区方面，除了 IMF 预测外，其他预测相对不乐观，认为其全年增长不及欧央行预期。中国经济增长预期近日被数家市场机构下调，IMF 则保持了定力，但目前市场仍判断中国 2023 年可以完成 5% 的增长目标。

三、主要央行政策节奏：经济韧性下警惕加息周期的延长的风险

以上判断下，我们认为三季度美欧央行政策利率仍有继续提升空间。美联储方面，虽然通胀短期将保持低位，但近期资产价格转强等支撑通胀的中期因素仍令官员们担忧中期通胀不会向 2% 稳步靠拢，核心服务通胀的粘性和薪资放缓较慢都支持美联储在 7 月和 9 月按照点阵图加息 25BP，而市场目前并未充分定价 9 月加息的可能是第一个预期差，这意味着美元指数仍存在小幅反弹的空间。

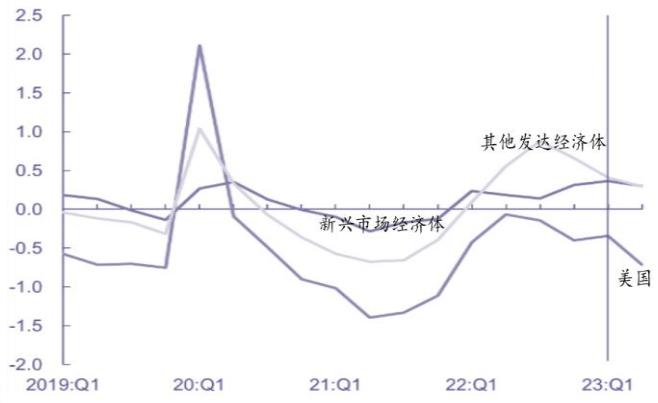
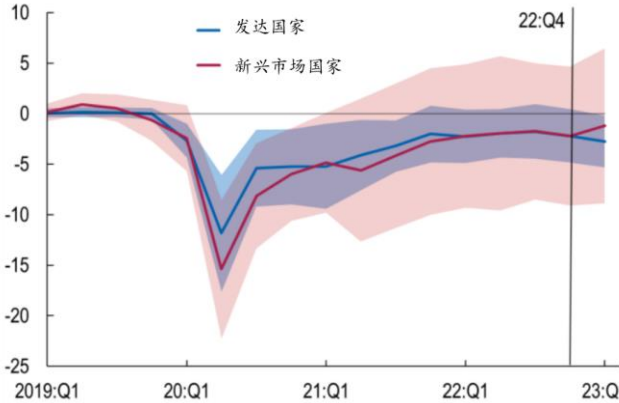
欧央行方面，核心通胀下行趋势仍不明朗将导致三季度加息继续，我们的基准假设同样是 7 月和 9 月分别加息 25BP。不过需要注意欧元区制造业导致的经济疲弱和欧央行内的鸽派声音导致欧元区加息不及预期的可能：欧元区 7 月制造业 PMI 创下 2020 年 6 月以来新低，同时欧央行管委诺特（Knot）等表示 7 月之后的加息存在不确定性；因此，如果欧元区通胀或者经济在 7、8 月份超预期下行，9 月欧央行停止加息可能是第二个预期差，也同样支持美元指数小幅反弹。

IMF 对全球（特别是美欧）经济增长预期进一步改善不仅表明发达经济短期有韧性，也暗示加息周期可能更长。目前美国实际经济增长仍高于其潜在增长率，居民实际收入上升，资产价格回升导致的财富效应显现，这些因素指向中期的通胀压力，也在提示加

息周期延长的风险，而市场对7月以后继续加息的预期计入不足。同时，银行准备金水平依旧相对安全，加息周期延长下缩表的时间也会持续更久。相应的，如果经济韧性与通胀粘性使紧缩周期延长，未来经济在高利率和缩表冲击之下的下行斜率会更加陡峭。所以尽管短期经济预期较为乐观，要注意加息周期延长在中期对经济带来的风险。

图 5: IMF 测算服务业增加值距离疫情前距离 (%)

图 6: 全球金融条件再度边际放松



资料来源: IMF, 中国银河证券研究院整理

资料来源: IMF, 中国银河证券研究院整理

图 7: 欧央行主要官员近期发言对 9 月指引整体模糊, 但出现久违的鸽派声音

欧洲央行行长	拉加德 Christine Lagarde	2023-07-07【表示】最近一段时间的高通胀并没有伴随着企业利润率的下降, 在某些情况下, 尤其是在商品和服务供不应求的情况下, 利润率甚至有所上升。与此同时, 工资的涨幅也超出了预期。鉴于欧洲地区持续高通胀, 如果企业利润和工资同时增长, 欧洲央行不会袖手旁观。欧洲央行会继续采取措施, 让通胀率降到2%的中期目标。
欧洲央行副行长	金多斯 Luis de Guindos	2023-07-07【表示】迄今为止, 前所未有的政策利率上调已经传导到更紧缩的融资条件, 现在开始看到对实体经济的一些影响, 中期通胀下行轨迹的异常不确定性开始缓解。但欧元区和其他地区的劳动力市场火热; 核心通胀的发展将是未来欧洲央行政策决策的关键; 服务业通胀更加持久, 所以需要明确的迹象表明通胀将收敛至2%的目标。9月份利率如何变化是一个未知问题。
欧洲央行管委	施纳贝尔 Isabel Schnabel	2023-06-29【表示】必须继续提高利率, 因为通胀预期解除锚定和货币政策传导减弱的风险表明, 通货膨胀率保持在2%目标之上的时间是有限的。
欧洲央行管委	马赫鲁夫 Gabriel Makhlouf	2023-06-30【表示】通胀更加持续, 粘性更大。虽然利率接近顶峰, 但没有看到欧元区出现衰退的迹象。
欧洲央行管委	诺特 Klaas Knot	2023-07-18【会议】下周会议之后的货币紧缩政策绝非板上钉钉。诺特说:“对于7月份, 我认为这(加息)是必要的, 对于7月份之后的任何事情来说, 这最多只是一种可能性, 但绝不是确定的。”现在到九月份仍有大量数据将要公布, 所以7月份之后的加息并不确定。
欧洲央行管委	Gediminas Simkus	2023-06-27【表示】不排除夏季之后进一步加息的可能性, 因为通胀仍然过于强劲, 部分原因是劳动力市场具有弹性。当前工资增长速度是长期平均水平的两倍, 预计明年将继续保持增长。Simkus称, 如果我们在9月份继续加息, 我不会感到惊讶。
欧洲央行管委	卡兹米尔 Peter Kazimir	2023-06-21【表示】预计通胀不会很快下降, 核心通胀仍然顽固, 9月是否继续收紧政策目前并不确定, 如果核心通胀得到控制, 可以在9月暂停加息。
欧洲央行管委	穆勒 Madis Muller	2023-06-28【表示】7月之后的加息需要根据数据判断, 通胀风险仍然偏向上行, 现在确定利率最终会达到何种水平还为时尚早。
欧洲央行管委	维斯科 Ignazio Visco	2023-07-18【表示】由于能源成本下跌继续影响更大范围的价格, 欧元区通胀下降的速度可能比央行上月预计的要快。Visco表示, 尽管剔除波动性项目的核心通胀指标“很顽固”, 但预计天然气等大宗商品价格下跌将产生越来越大的影响, 我们必须谨慎避免过度的行动而在过少和过多之间取得平衡。
欧洲央行管委	内格尔 Joachim Nagel	2023-07-17【表示】目前宣布通胀战胜还为时尚早, 必须等待9月份的数据信号。目前不认为存在过度紧缩的风险且潜在通胀非常具有粘性, 所以7月将再次加息, 9月份的任何举措都将取决于数据。
欧洲央行管委	斯图纳拉斯 Yannis Stournaras	2023-07-20【表示】通胀正在下降, 进一步收紧政策可能会伤害经济。再加息25个基点就足够了。
欧洲央行管委	Boris Vujcic	2023-07-12【表示】最新数据或许表明服务业正在放缓, 九月会议的决定将非常开放, 需要更多数据来决定9月的利率决策, 更关注通胀数据而非预期。本人对9月份的会议持非常开放的态度。

资料来源: ECB, Reuters, 中国银河证券研究院整理

四、不宜对 2023 年主要经济体增长过于乐观, 高利率效果仍有待显现

在全球主要央行利率仍有上升空间、发达国家劳动市场和总需求缓慢放缓的过程中, 对经济恢复的前景不应过于乐观。

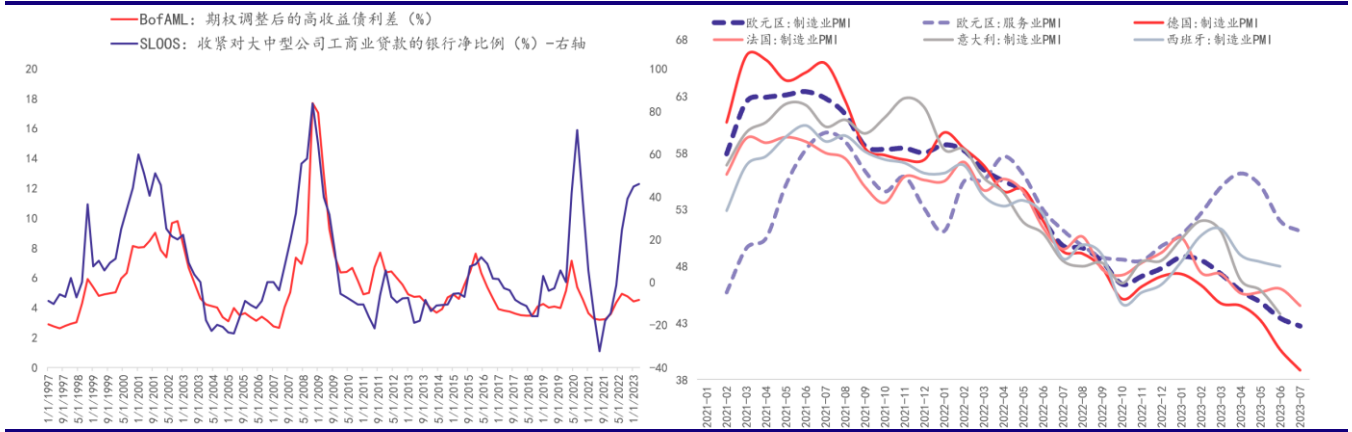
首先, 我们对欧元区全年增长预期为 0.4%, 低于 IMF 的预测, 主要由于欧元区制造业在高利率和需求收缩下表现弱于预期, 其服务业也出现缓慢放缓的迹象; 在主要再融资

利率终值至少达到 4.5% 的假设下，欧元区投资在上半年较弱的表现并不支持 0.9% 的增长预期。

其次，尽管美国有目共睹的经济韧性指向 2023 年的正增长，但短期超预期的增长可能导致美联储更长的加息周期与更高的利率终点，在中期冲击总需求并加大经济下行的幅度。随着下半年联邦基金利率进一步提升、超额储蓄的消耗、银行信贷的稳定收缩和劳动市场缺口的持续弥合，美国仍有可能在 2024 年初或更晚时点进入轻微衰退。更加值得警惕的是美国通胀和私人部门再融资在中期面临的问题：一方面，近期核心服务的粘性、各类资产价格回升产生的财富效应以及实际收入的改善在中期仍阻碍通胀向 2% 的目标回落。虽然我们的测算显示年内核心 CPI 将会缓慢回落至 3.8% 附近，如果核心通胀意外反弹至 5% 以上，美联储可能会在三季度后继续加息，尽管这一情况的概率很低。另一方面，虽然美国私人部门资产质量整体较好，但企业高收益债、低信用评级群体和商业地产贷款在 2024 年重新再融资时会面临显著抬升的成本，值得警惕。

图 8：信贷紧缩未来将进一步反映在高收益债利差上 (%)

图 9：欧元区制造业表现明显不及预期 (%)



资料来源：Fred，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

五、IMF 为何没有调整中国经济的增长预期？

在中国于年初放开疫情管控、生产生活秩序向正常方向发展后，IMF 就一直维持了 5.2% 产出增速的判断至今。我们的理解是（1）IMF 年初的展望即保持了谨慎客观的态度，没有在中国一季度积压总需求释放后跟随市场机构显著上调增长预期，因此在中国二季度恢复动能受地产等因素拖累放缓后也无需大幅下调过高的增长预期；（2）尽管二季度经济增长不及预期，但三、四季度生产和消费动能环比将继续改善，新增就业基本盘稳定，同时中央政治局会议强调加强逆周期调节，全年经济应当可以在 5.0%-5.5% 的范围内运行。

在 7 月“稳就业上升至战略高度”的背景下，宏观调控的锚转向就业，而由于年内达成新增就业目标难度不大，逆周期宏观政策不会出现强刺激。经济增长更多在政策力度边际加强下依靠内生动能进行修复，2023 年经济增速有望达到 5.3%。货币政策方面，人民银行在政治局会议要求“加强逆周期调节和政策储备”的情况下有进一步边际宽松的动力，但受制于美联储的政策节奏和汇率短期单边贬值的风险。预计三季度仍可能出现降准，而降息则取决于美联储停止加息的时点，有较高概率在三季度之后发生。财政方

面，预计新增专项债的发行节奏有望提速，作为项目资本金重要来源的政策性金融工具也有望在下半年出台。

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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn