

类别
宏观市场月报

日期
2023年8月1日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongbin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)
021-60635568
wangtianle@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F03107564



中国推出新一轮经济刺激措施

近期研究报告

《宏观专题-美国扩张财政与紧缩货币的正反馈循环》2023.7.24

《宏观专题-站在紧缩十字路口的美联储该何去何从》2023.6.15

《贵金属专题-本轮黄金牛市的驱动力与运行特征》2023.5.22

《宏观专题-美国债务违约风险再次浮现》2023.5.12

《宏观专题-美国银行业危机短期缓解但隐患继续累积》2023.4.28

《宏观专题-美国经济开年表现与非通胀交易的反复》2023.2.21

观点摘要

- 中国防疫共存闯关时点提前到2022年底，对中国经济疫后复苏的预期自2022年11月起提振资本市场，国内外机构对中国2023年经济增速预期普遍位于5-5.5%之间，高于政府工作报告提出的经济增长目标“5%左右”，而2023年一季度中国经济表现的确好于市场预期。但受防疫影响而累积的国内外需求释放之后，国际地缘政治风险和中美博弈白热化以及国内房地产市场疲弱和债务压力等中长期负面因素开始浮现，二季度中国经济增长动能开始减弱，尤其是民间部门支出意愿尤为低迷。因此6月份起决策层开始陆续推出新一轮经济刺激措施，包括降息、房地产市场进一步松绑、提振居民消费意愿和民企投资信心等，7月下旬的政治局会议明确提出要加大宏观政策调控力度，加强逆周期调节和政策储备，而大宗商品以及股票债券市场也再次对政策面给予积极回应。
- 中国新一轮经济刺激措施以及市场对美联储加息进程接近尾声的乐观预期将在8月份继续支撑中外股市和工业商品反弹，但经济与通胀韧性使得美联储有底气在更长时间内保持政策利率在更高水平以尽可能抑制通胀风险，全球货币流动性与制造业需求将进一步走弱，而中长期结构性因素抑制下中国经济难有显著回升。我们预计秋冬之交风险资产与避险资产走势将再一次互换，这也限制了金秋之际风险资产的反弹高度以及避险资产的调整幅度。建议中期大类资产均衡配置，留意变盘信号。

目录

一、2023 年迄今宏观市场回顾.....	- 4 -
二、宏观环境评述.....	- 4 -
2.1 中国经济增长势头略为疲软.....	- 4 -
2.2 中国推新一轮经济刺激措施.....	- 7 -
2.3 美国经济通胀展现韧性.....	- 9 -
2.4 市场预期与美联储的分歧.....	- 13 -
三、资产市场分析.....	- 14 -
四、中期资产配置.....	- 17 -

一、2023 年迄今宏观市场回顾

中国防疫共存闯关时点提前到 2022 年底,对中国经济疫后复苏的预期自 2022 年 11 月起提振资本市场,国内外机构对中国 2023 年经济增速预期普遍位于 5-5.5% 之间,高于政府工作报告提出的经济增长目标“5%左右”,而 2023 年一季度中国经济表现的确好于市场预期。但受防疫影响而累积的国内外需求释放之后,国际地缘政治风险和中美博弈白热化以及国内房地产市场疲弱和债务压力等中长期负面因素开始浮现,二季度中国经济增长动能开始减弱,尤其是民间部门支出意愿尤为低迷。因此 6 月份起决策层开始陆续推出新一轮经济刺激措施,包括降息、房地产市场进一步松绑、提振居民消费意愿和民企投资信心等,7 月下旬的政治局会议明确提出要加大宏观政策调控力度,加强逆周期调节和政策储备,而大宗商品以及股票债券市场也再次对政策面给予积极回应。

2022 年 10 月份起美国通胀压力开始缓解,市场预期美联储接近加息进程终点并将于 2023 年显著降息,非通胀交易主导欧美金融市场。但即使在 3 月份银行业危机冲击下美国经济韧性仍不断呈现,就业市场紧张形势开始缓解但仍处稳健状态,通货膨胀增速虽然回落但大部分是基数效应的功劳。由于美联储政策利率已经进入限制性区间,累积加息对经济的负面冲击随时间推移将逐步呈现;虽然美联储对潜在通胀压力保持高度警惕,但市场再次预期美联储加息进程接近尾声并将于 2024 年大幅度降息,非通胀交易重新主导欧美金融市场。但市场已经接受美国经济衰退概率显著下降的可能性,美元指数偏弱调整但继续维持在 100 上方,美债 10 年期利率则于 3-4% 核心区间的高水平区域运行。

二、宏观环境评述

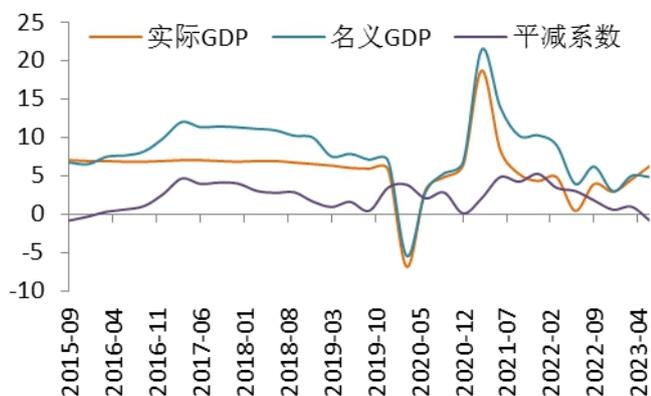
2.1 中国经济增长势头略为疲软

2023 年二季度中国实际 GDP 同比增长 6.3%,高于一季度的 4.5%但低于市场主流预期的 6.8%,环比增速由一季度的 2.2% 回落到 0.8%;显示在疫情妨碍因素消除之后,国内外积压需求在一季度得到充分释放;而后在国际地缘政治风险以及国内债务压力等结构性负面因素的影响下,中国经济复苏势头开始减弱。二季度平减系数同比增长-0.92%,较一季度的 0.94% 回落了 1.86 个百分点,这是 2009 年四季度以来的最低增速,显示国内出现较严重的通缩风险;考虑到期间国际大宗商品价格并没有出现大幅波动,因此通缩风险主要是国内需求萎缩所致,解决措施是刺激需求而非增加供应。

在固定资产投资方面,1-6 月份城镇投资累计同比增长 3.8%,增速较 1-5 月

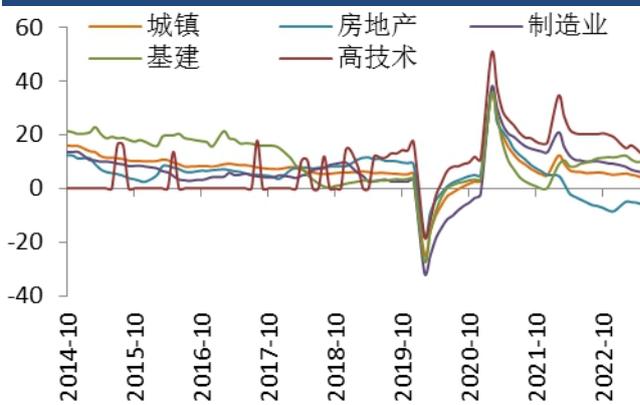
份回落 0.2 个百分点，有逐步企稳迹象。其中民间投资累计同比萎缩 0.2%，萎缩程度较 1-5 月份扩大 0.1 个百分点；国企投资累计同比增长 12%，增速较 1-5 月份回落 3.5 个百分点，在民间投资逐步企稳的同时，国企投资增速显著回落。分行业看，1-6 月份制造业投资累计同比增长 6%，增速持稳于 1-5 月份；房地产投资累计同比萎缩 6.7%，萎缩程度较 1-5 月份扩大 0.7 个百分点；狭义基建投资累计同比增长 10.7%，增速较 1-5 月份加快 0.6 个百分点；高技术行业投资累计同比增长 12.5%，增速较 1-5 月份回落 0.3 个百分点。总体上看，狭义基建继续成为稳增长主力，制造业投资有企稳迹象，房地产市场继续寻底，高技术行业投资信心不足。

图1：中国整体经济形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国固定资产投资增速



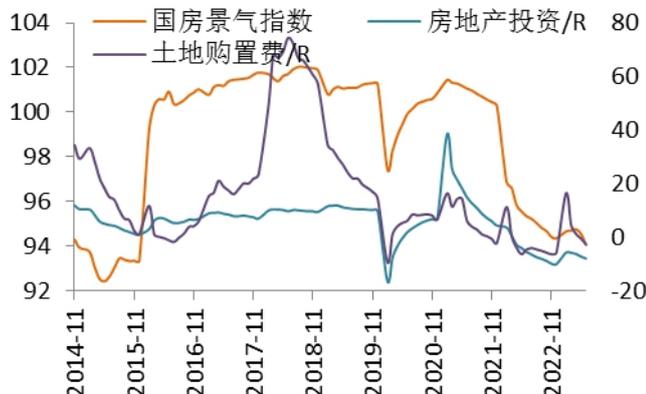
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

房地产方面，6 月份国房景气指数下降至 94.06，为 2016 年以来的最低值，说明房地产市场仍在寻底过程当中。2008 年金融危机过后多轮房地产刺激以及房地产价格长牛透支了部分房地产需求，而且新冠疫情极大影响了人们劳动休闲、成家立业、投资消费的观念，这使得房地产市场进入下行周期后的下行速度也有所加快。在坚持房住不炒的情况下，决策部门需要加大房地产市场支持力度，防止房地产市场崩溃、居民财富大幅缩水与银行房贷抵押品大幅贬值造成经济社会动荡。

1-6 月份土地购置费同比萎缩 2.6%，萎缩程度较 1-5 月份扩大 2.1 个百分点，说明在销售疲软与库存高企的情况下，房地产开发商选择减少拿地，这势必会影响到地方政府财政收入。1-6 月份房地产销售面积同比萎缩 5.3%，萎缩程度较 1-5 月份扩大 4.4 个百分点，房地产待售库存去化月数上升到 5.58（2016 年 2 月份最高值 6.21）；1-6 月份房地产新开工面积同比萎缩 24.3%，萎缩程度较 1-5 月份扩大 1.7 个百分点，供需两端均较为疲软。6 月份百城房价环比上涨、持平与下跌的城市数分别为 37、18 和 45，较 2022 年底有一定程度的改善，但百城平均房价

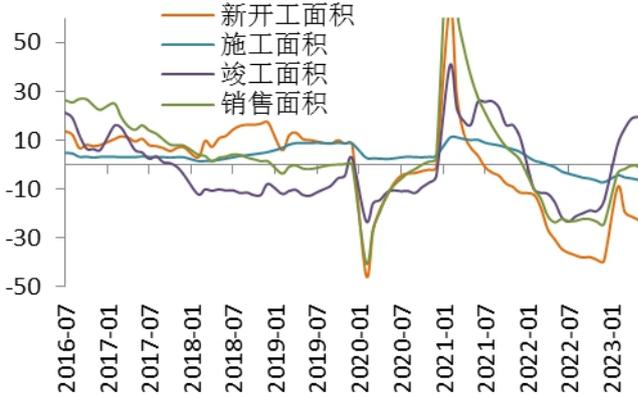
同比仍下跌 0.16%，接近 2022 年初水平。

图3：中国房地产市场形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

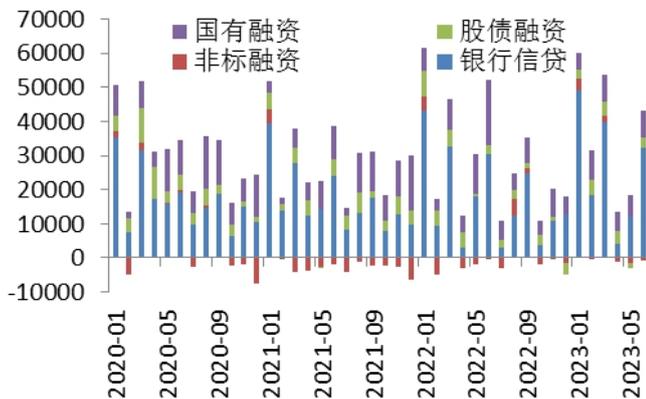
图4：房地产建设销售增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年 6 月份中国新增社会融资 4.2 万亿元，其中人民币贷款新增 3.24 万亿元，均超过市场主流预期，反映出政策层面仍致力于维持合理信贷增速。但由于基数效应，6 月份存量社会融资同比增长 9%，增速下降到 2016 年以来最低值，M1 与 M2 同比增速分别下降至 3.1% 与 11.3%，尤其是 M1 增速下降至 2022 年 6 月份以来最低值，M2 与 M1 增速剪刀差扩大到 8.2 个百分点，说明货币活化程度不足，宽松货币流动性对经济拉动效果下降。

图5：新增社会融资规模



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：社融与货币供应增速



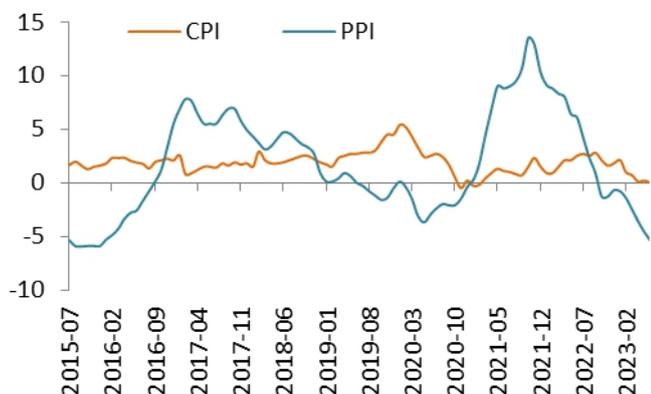
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年 6 月份中国 CPI 同比零增长，环比连续 5 个月萎缩；6 月份 PPI 同比萎缩 5.4%，萎缩程度较 5 月份扩大 0.8 个百分点，数据显示通缩压力有所加大，有待经济政策进一步支持。6 月份 CPI 环比下降 0.2%，其中食品价格下降 0.5%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点；非食品价格下降 0.1%，降幅与上月相同。非食品中，受国际油价下行影响，国内能源价格下降 0.7%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点；受“618”商家促销活动等因素影响，扣除能源的工业消费品价格由上月持平

转为下降 0.3%。在 6 月份的 CPI 同比变动中，上年价格变动的翘尾影响约为 0.5 个百分点，今年价格变动的新影响约为-0.5 个百分点。

6 月份 PPI 环比下降 0.8%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点；其中生产资料价格下降 1.1%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.2%，降幅与上月相同。受国际市场原油价格继续回落及有色金属价格波动影响，石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 2.6%、1.6%、0.8%；煤炭、钢铁供给量大，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 6.4%、2.2%。在 6 月份的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.8 个百分点，今年价格变动的新影响约为-2.6 个百分点。

图7：中国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：中国进出口增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023 年 6 月份中国以美元计出口额同比下降 12.4%，年度累计出口额同比下降 3.2%，其中对美国、欧盟和东盟出口均持续走弱；6 月份以美元计进口额同比下降 6.8%，年度累计进口额同比下降 6.7%。进出口与物价数据显示内外部需求不足，并且与过剩产能共同引发通缩风险，地缘政治风险以及国内债务压力在更大维度上抑制中国经济复苏动能。需要监管层在需求端进一步加大经济刺激力度，提振民间部门消费意愿和投资信心，更重要的是在中长期内继续释放土地、财税、开放等方面的改革红利。

2.2 中国推新一轮经济刺激措施

由于数据显示二季度以来经济恢复势头有所放缓，民间部门支出意愿偏弱，青年失业率显著上升，因此 6 月份以来决策部门持续加大经济刺激力度，力图逆转经济悲观预期，提振民间部门投资信心和消费意愿。

7 月 17 日中国国家发展改革委主任再次召开座谈会听取民营企业意见，参加本次

座谈会的民营企业涉及钢铁冶炼、电子器件、食品加工等制造业，以及服务制造业发展的现代物流业。发改委官方微信新闻稿引述表示，将持续完善与民营企业沟通交流机制，坚持常态化召开民营企业座谈会，并组织引导地方各级发展改革部门，共同认真听取民营企业真实声音，着力优化民营经济发展环境。

7月19日中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》。意见指出，民营经济是推进中国式现代化的生力军，是高质量发展的重要基础，是推动我国全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标的重要力量。意见要求，坚持社会主义市场经济改革方向，坚持“两个毫不动摇”。意见提出，持续优化民营经济发展环境，加大对民营经济政策支持力度，强化民营经济发展法治保障，着力推动民营经济实现高质量发展，促进民营经济人士健康成长，持续营造关心促进民营经济发展壮大社会氛围。

7月21日国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，会议指出在超大特大城市积极稳步实施城中村改造，是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。要坚持城市人民政府负主体责任，多渠道筹措改造资金，高效综合利用土地资源，统筹处理各方面利益诉求，并把城中村改造与保障性住房建设结合好。要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加大对城中村改造的政策支持，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与，努力发展各种新业态，实现可持续运营。

7月21日由国家发展改革委同有关部门和单位研究制定的《关于促进汽车消费的若干措施》和《关于促进电子产品消费的若干措施》正式对外发布。促进汽车消费方面提出了10条措施，包括优化汽车限购管理政策、支持老旧汽车更新消费、加快培育二手车市场、加强新能源汽车配套设施建设、着力提升农村电网承载能力、降低新能源汽车购置使用成本等。促进电子产品消费方面提出了12条政策举措，包括加快电子产品技术创新，打造电子产品消费新场景，着力消除电子产品使用障碍，持续推动家电下乡，切实加强隐私保护等。

7月24日中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻；做好下半年经济工作，要加大宏观政策调控力度，加强逆周期调节和政策储备，活跃资本市场，提振投资者信心。会议强调，要坚持“两个毫不动摇”，切实提高国有企业核心竞争力，切实优化民营企业发展环境，要坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派，解决政府拖欠企业账款问题。会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房

地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求；要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。

7月27日住房和城乡建设部倪虹部长召开企业座谈会，就建筑业高质量发展和房地产市场平稳健康发展与企业进行深入交流。倪虹强调，稳住建筑业和房地产业两根支柱，对推动经济回升向好具有重要作用。要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。

2.3 美国经济通胀展现韧性

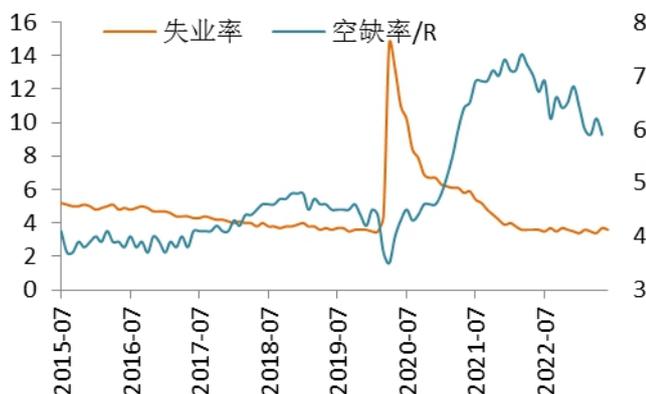
2023年美国经济、就业与通胀展现较强韧性的原因包括三方面的因素：美国政府持续的扩张性财政政策、新冠疫情对人们就业休闲观念的重塑、地缘政治风险对跨国产业链全球部署的重构。持续的大规模财政刺激使得美国居民部门资产负债表状况显著改善，巨额超额储蓄使得居民部门消费意愿持续高涨，以产业补贴为主要特征的财政政策促进制造业回流。新冠疫情对人们生命健康的无情冲击使得人们相对于努力工作改善生活更倾向于注重休闲及时行乐，毕竟无法判断厄运什么时候就会到来，就业休闲观念的重塑使得就业参与率特别是中老年人就业参与率趋势性下滑。由于防范新冠疫情扩散所必须的社交隔离措施、乌克兰战争引发的地缘政治风险以及中美博弈白热化，全球经贸体系有分裂为东西两个集团的迹象，东西两个集团边界处的地缘政治风险显著上升，由是原先追求全球最优配置的跨国产业链现在必须在更小的区域内重新部署，美国凭借其在西方集团中的领导地位以及优越的地理位置而在跨国产业链重构中占据优势。

2023年1-6月份美国月均新增非农就业27.8万，6月份新增非农就业20.9万，持续高于正常年份月增15-18万水平，说明美国就业市场依然相当稳固。分行业看，制造业和建筑业合计新增就业3万，与制造业回流和房地产市场软着陆一致；物流销售业合计减少就业2.2万，说明制造业去库存阶段仍未结束；金融业和信息业等利率敏感行业合计新增就业1万，专业服务和教育保健等核心服务业合计新增就业9.4万，休闲酒店业新增就业21万。从趋势上看，制造建筑业和金融信息业就业在经过一季度的疲软后有好转迹象，意味着美国经济正逐步适应高利率状态；休闲酒店业新增就业平稳回落，说明随着经济疫后重新开放的持续

推进，受疫情影响最大的部门就业基本上恢复到正常水平。我们认为 2023 年下半年美国月度新增非农就业水平有望维持在 20 万水平附近，仍高于美国上一轮库存周期下行阶段的平均水平，这与美国新一轮朱格拉周期兴起的背景相一致。

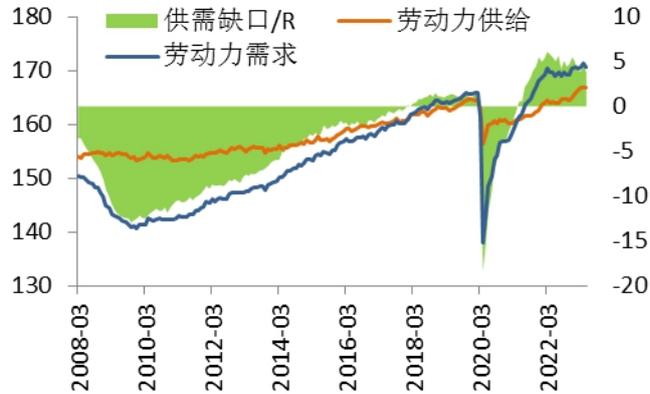
2023 年 6 月份美国失业率从上月的 3.65% 小幅回落到 3.57%，就业参与率则维持在 62.6% 水平附近，雇员薪资同比增速也维持在 4.4% 附近。在就业市场总体供需方面，由于 2023 年 5 月份职位空缺数再次回落到 1000 万下方，同时失业人数小幅下降，5 月份劳动力供需缺口下降至 373 万，为 2021 年 10 月以来最低值，但仍远高于 ±200 万的正常水平区间，短缺倍数（职位空缺数/失业人数）1.61 也远高于 0.66 的历史平均水平。

图9：美国失业率与职位空缺率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国就业市场整体供需



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

总体而言，制造业回流使得美国技术工人出现多年未见的紧俏局面，因为在多年的去工业化之后美国潜在的技术工人供给十分有限；再加上居民部门庞大的超额储蓄、新冠疫情对人们就业休闲观念的改变以及限制低端移民政策，就使得目前美国低端劳动力与技术工人奇缺，就业市场紧张局面迟迟未能得到根本性改善。我们判断 2023 年下半年美国就业市场紧张状况继续缓解，但不足以达到推动通胀回到 2% 目标的程度，因此美联储政策利率有必要在更长时间内维持在更长水平，以抑制薪资-物价螺旋式上升的恶性通胀风险。

美国在美联储超宽松货币政策的支持下从 2012 年开始进入新一轮房地产周期，2020 年下半年至 2021 年本轮房地产周期在美联储再次实施超宽松货币政策的刺激下进入加速赶顶阶段；2022 年美联储持续紧缩打压房地产市场，NAHB 住房市场指数从 84 直降至 31。但 2023 年初以来 NAHB 住房市场指数连续 6 个月回升至 56，新房销售、成屋销售以及营建许可均有明显回升，房地美房价指数持续反弹至 2022 年高点附近，美国房地产市场有软着陆迹象。从逻辑上讲，房地产市场

在紧缩周期尚未结束就企稳是小概率事件，我们认为有四个因素促使这个小概率事件的出现。

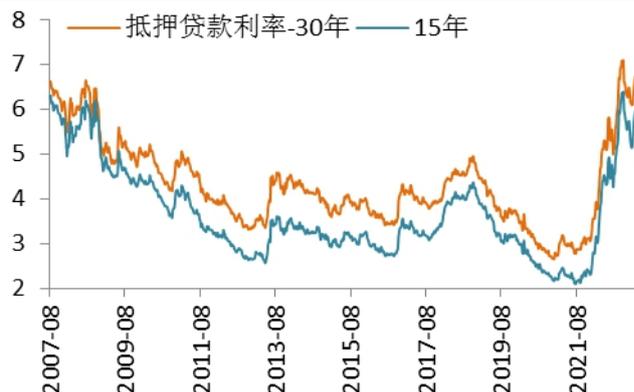
其一是美国居民部门资产负债表状况在政府部门加杠杆的支撑下持续改善，随后美国就业市场偏紧又使得居民部门可支配收入高增，健康的居民部门资产负债表状况是美国房地产市场软着陆的核心因素；其二是 2023 年 11 月份以来美国住房抵押贷款利率跟随长端国债利率偏弱回落，收入的稳健增长以及购房成本的下降(2022 年下半年房价也有小幅回落)增强了居民购买力；其三是高通胀环境增强了房地产等类金融实物资产的吸引力，而且美国股市在 AI 炒作热潮的推动下强势反弹，相对来说价格小幅下跌后的房地产的性价比凸显；最后是美国居民在 2020 年利率大幅下降期间对存量住房抵押贷款做了利率重定价，即把原来的浮动贷款转换为低利率固定利率贷款，因此美联储的紧缩并不影响到这部分存款抵押贷款，美联储暴力加息对房地产市场的负面影响因此被削弱。

图11：美国房地产市场形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国抵押贷款利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

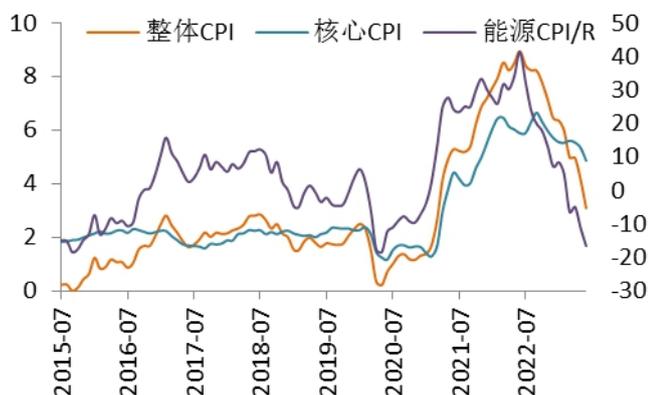
房地产周期的决定因素包括人口结构、经济增长与经济政策等。扩张性财政政策与经济增长有利于增强居民住房购买力，但经济社会潜在通胀压力的上升以及美联储货币政策持续保持紧缩性立场，所导致的住房抵押贷款利率偏强运行对房地产市场的抑制是根本性的。我们判断 2012 年开启的本轮美国房地产周期已经于 2022 年下半年进入下行周期，目前美国房地产市场软着陆可以定义为下行周期中的 B 浪反弹，核心指标是住房市场指数以及通胀调整后的房价指数难以回到 2022 年中期水平。但鉴于房地产业在美国经济中的支柱地位以及房价企稳回升对居民消费的财富效应，房地产业的软着陆有望提升美国经济软着陆的概率，进而也会对美国通胀形势和美联储货币政策立场产生影响。

2023 年 6 月份美国 CPI 超预期回落，美联储大幅度紧缩打压通胀的努力取得

初步成效。6月份美国整体CPI同比增长3%环比增长0.18%，同比增速较2022年6月份高点回落了6.1个百分点；核心CPI同比增长4.8%环比增长0.16%，同比增速较2022年9月份高点回落了1.7个百分点，环比增速是2021年3月份以来首次下降至0.2%之内。我们认为6月份CPI超预期回落主要反映了基数效应以及二手车等商品价格的回落，但房租等核心服务业价格以及食品价格仍具有较强上涨动能。

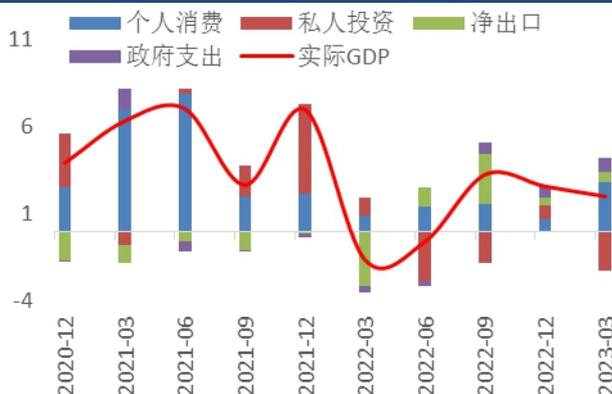
往前看我们观察几个主要因素，一是基数效应方面，7月份起整体CPI的基数效应将逐步减弱，但核心CPI的基数效应将继续增强至9月份，因此后期可能会看到整体CPI增速回升但核心CPI回落共存的情况；二是低库存、OPEC+限产减产、美国回补战略原油储备以及厄尔尼诺天气现象提振能源需求前景，6月份原油价格开始企稳回升，7月份Brent原油价格更是上涨到80美元/桶上方，原油价格对CPI的下拉作用将转为推高作用；三是2023年上半年美国房地产市场企稳回升，5月份美国房价指数已经接近2022年6月份的历史高点，房价企稳回升以及房租涨幅落后于房价必然持续推动房租以及其他服务业价格上行。总体上看我们判断7月份之后美国整体CPI同比增速趋于回升，年底整体CPI同比增速将回到4.5-5%区间；核心CPI同比增速先回落后企稳，年底核心CPI同比增速在4.5%左右。

图13：美国CPI同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美国整体经济形势



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年二季度美国实际GDP环比年率增长2.4%，高于前值2%以及市场主流预期的1.8%。从三匹马车拉动率看，个人消费拉动1.12个百分点，商品消费拉动率显著回落但服务消费仍显稳健，反映出庞大超额储蓄、稳健劳动收入以及通胀压力缓解对消费意愿的提振。私人投资拉动0.97个百分点，其中住宅投资拖累幅度明显收窄，非住宅投资拉动率上升到2021年三季度以来最高值，库存投资拉动率小幅转正，我们预计美国房地产市场软着陆，朱格拉周期于2021年正式开启，

私人投资或接力私人消费成为美国经济增长核心驱动力。二季度净出口对 GDP 由拉动转为小幅拖累，反映美国内需旺盛状况；政府支出对 GDP 拉动作用有所下降。

总体而言，2022 年以来美国进入库存周期的下行阶段，但继续处于朱格拉周期的上行阶段，房贷利率和房地产价格的小幅回调以及就业市场紧俏、薪资增速稳健和股票市场走好则推动房地产市场出现 B 浪反弹。虽然我们继续认为 2023 年下半年美国经济增长动能仍将在美联储持续紧缩的累积滞后效应以及银行业危机导致的信贷条件收紧双重压力下进一步放缓，但扩张性财政政策带来的朱格拉周期上行阶段和房地产周期 B 浪反弹的支撑，使得美国经济实现软着陆的概率显著上升。美联储在 2023 年 6 月会议的经济通胀展望材料中，把 2023 年美国经济增长预期从 0.4% 上调至 1%。

2.4 市场预期与美联储的分歧

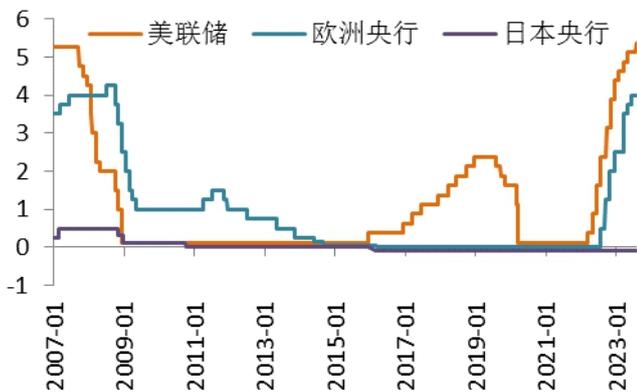
2023 年 7 月 26 日美联储议息会议决定加息 25BP，联邦基金利率目标区间提升至 5.25-5.5%，完全符合市场主流预期。本次加息之后，美联储政策利率超越 2007 年最高点而来到 2001 年 4 月份以来的最高水平，加上美国 6 月份 CPI 超预期回落，市场热切期盼美联储停止加息并明确 2024 年大幅度降息的前瞻指引。但美联储在如期加息之外，几乎没有就后续政策变动提供任何指引，这使得后续政策变动具有高度不确定性、更加依赖于数据，美国经济、就业与通胀数据对金融市场的影响系数因此加大。

在议息会议声明中，美联储对 6 月份 CPI 超预期回落没有给予过多肯定，依然认为“通胀继续上升”；就业市场一如既往地稳健，失业率保持低位。但鉴于一季度 GDP 增速超预期以及其他良好数据，美联储认为美国经济温和扩张，而非 6 月会议所评估的“适度扩张”，这意味着美联储对整体经济看法更为正面，扩张性财政政策等正面因素使得美国经济在美联储紧缩货币政策打压下展现出较强韧性，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上承认美联储内部已经不再认为美国经济存在衰退风险。鲍威尔认为通胀压力虽然有所缓解但仍具韧性，虽然货币政策收紧的效应还没有全部体现，但对后续加息仍持开放态度。市场认为年内美联储继续加息的可能性不到三成，2024 年降息幅度则达到 125BP，普遍认为鲍威尔的鹰派表述是为了抑制市场对美联储结束加息进程的乐观情绪。

我们认为，扩张性财政政策以及地缘政治格局变迁为美国经济带来的潜在通胀压力将持续存在，潜在通胀压力的持续存在使得美联储有必要保持紧缩性货币政策立场；紧缩性货币政策引发的经济衰退风险难以在高通胀环境中通过显著放松货币政策来化解，因此财政政策必须在较长时间内保持扩张性基调，扩张性财

政政策与紧缩性货币政策由此形成正反馈循环。美国政府财政政策由长期性的无为而治转为积极扩张，美国经济增长动能与通胀压力随之上升，使得美联储货币政策也将由原先的宽松性转为紧缩性，美国经济增长动力不再来自于美联储货币政策的不断放松而来自于美国政府财政政策的不断加强。

图15：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美联储账户资产规模



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

短期而言，美国经济在扩张性财政政策、居民资产负债表稳健以及制造业回流等因素的支撑下有可能实现软着陆，核心通胀压力仍将趋于缓解但缓解速度或慢于美联储预期，尤其是整体通胀在基数效应减退、原油价格企稳回升和房地产市场B浪反弹等因素影响下可能回升到5%附近。在这种情况下，美联储7月份加息之后是否继续加息具有高度的不确定性，美联储将在每次议息会议上逐次决定，建议投资者紧密跟踪美国经济通胀表现。但无论加息与否，美联储将继续维持鹰派指引以抑制通胀预期，而2024年温和降息幅度也将低于市场预期，目前市场的乐观预期可能在8月份之后迎来修正。

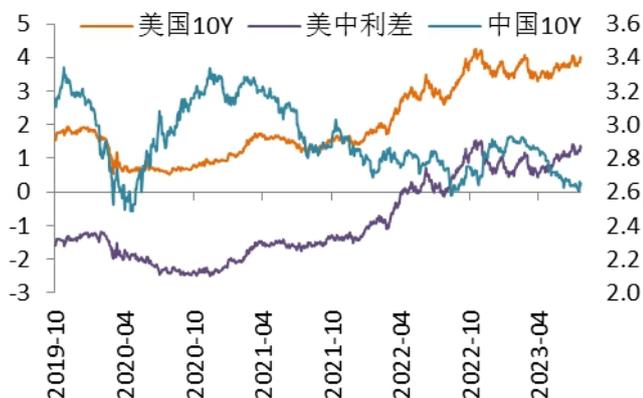
三、资产市场分析

2022年11月份至2023年4月上旬，美联储紧缩引发美国经济衰退预期，银行业危机爆发后衰退预期达到高峰，美国10年期国债利率从4.5%回调到3.3%；随后经济数据证实美国经济在扩张性财政政策的支持下极具韧性，美联储政策利率路径预期持续回升，美债10年期利率也反弹至4%附近。我们认为扩张性财政政策使得美国经济通胀压力长期存在，为此美联储势必坚持紧缩性货币政策立场以抑制恶性通胀风险，而这又将持续诱发市场关于美国经济衰退的预期，尽管扩张性财政政策令到美国经济软着陆概率更大，结果是美债收益率曲线有可能长期维持期限倒挂形态，虽然倒挂程度会随着美联储政策步伐和力度出现变化。我们预计美债10年期利率中期顶部已经出现但无显著回落空间，2023年下半年美债

10年期利率核心波动区间仍为3-4%且偏区间上沿。但在美联储最终实现二次加息之后，美国经济增长动能进一步减弱、通胀压力显著缓解以及美联储进入短期降息周期仍是我们的基线预期，届时美债10年期利率将跌向3-4%区间的下沿，不排除短期跌破3%支撑位的可能性。

2023年1-2月份中国国债收益率在疫后经济复苏预期的影响下延续2022年11月份以来的上升趋势，2月24日中国10年期国债利率最高上升到2.93%；而国内外积压需求释放之后结构性负面因素开始浮现，经济悲观预期推动国债收益率曲线整体下行，7月24日中国10年期国债利率回落到2.61%，与2022年经济形势最悲观时期的2.58%相差不远；但经济悲观预期也使得决策层推出新一轮一揽子经济刺激措施，7月底中国10年期国债利率小幅回升到2.65%。我们认为中国经济疫后复苏最强劲时点已经过去，年内10年期国债利率最高点已经出现；但中美博弈背景下决策层也会推出各种措施以维持经济增速在合理水平，因此年内国债利率下行空间或相对有限。我们判断下半年中国10年期国债利率核心波动中枢为2.6-2.75%，关注经济刺激政策以及经济复苏力度。

图17：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美元和人民币汇率



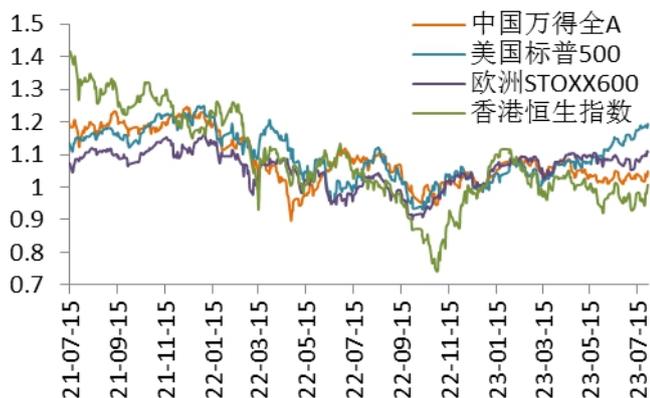
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022年10月份以来随着美国通胀增速逐步回落以及市场对美联储即将结束加息进程并开启降息进程预期的反复，美元指数从115附近逐级滑落并于2023年7月中旬跌破100关口；利差因素一方面支撑美元汇率，另一方面也通过抑制美国经济增长动能削弱美元基本面；而中国经济疫后复苏预期以及新一轮经济刺激措施也阶段性地削弱美元指数的海外避险需求。往后看我们判断美国经济通胀在美国政府扩张性财政政策以及地缘政治风险、厄尔尼诺天气现象等因素影响下仍显韧性，美元指数短期内仍有支撑，不排除在避险需求推动下回升到104附近；但在美联储最终实现二次加息之后，美国经济增长动能进一步减弱、通胀压力显著缓解以及美联储进入温和降息周期仍是我们的基线预期，我们预计下半年美元

指数继续偏弱震荡，核心波动区间为 100-108 但波动中枢持续下移，年底美元指数或再次跌破 100 关口。随着中国推出新一轮经济刺激措施，7 月份人民币对美元汇率企稳回升，我们判断年内人民币对美元汇率低点或已经出现。

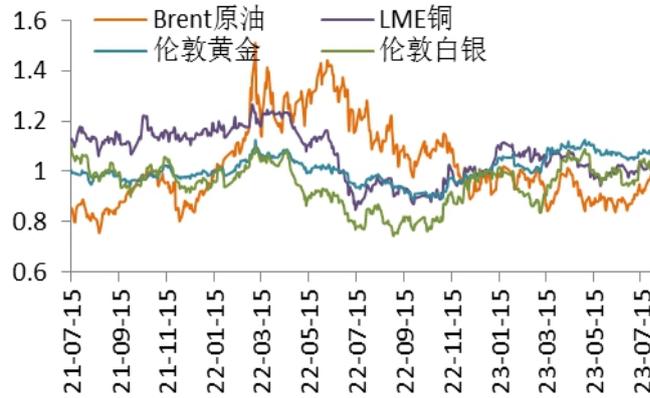
2023 年初至 2 月上旬中外股市在中国经济疫后复苏预期和美联储放缓紧缩预期影响下联袂反弹，2 月初至 3 月中旬受美欧银行业危机影响而偏弱调整。3 月下旬至今欧美股市在通胀压力缓解以及 AI 热潮兴起等因素影响下持续走强，陆港股市先受到中国经济复苏动能减弱的抑制，后受到中国新一轮经济刺激措施的激励。截止 7 月底年内中国万得全 A 指数、香港恒生指数美国标普 500 指数和欧洲 STOXX600 指数分别上涨 4.8%、0.7%、19.3% 和 10.8%。我们判断在中美博弈白热化以及欧美央行仍在紧缩进程背景之下，中国经济难有显著复苏动能；而经济和通胀韧性迫使美联储开启二次加息进程，货币政策立场的持续收紧以及 AI 炒作热潮的降温很可能在秋冬之交推动美股出现较大幅度调整，届时包括中国股市在内的全球股市也将受到风险偏好的情绪传染影响。但在环球股市新一轮调整过后，美联储降息预期的加强以及中国刺激政策的起效将推动环球股市联袂回升。

图19：中美欧股票指数(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：国际重点商品(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美联储放缓加息步伐、中国经济疫后复苏预期以及美元指数偏弱调整，在 2022 年四季度到 2023 年 1 月份一度支撑商品价格反弹；但在国内外积压需求释放之后，地缘政治风险和高债务压力下的中国经济重返弱复苏格局，2023 年 2 月份至 5 月份工业商品价格持续调整；6 月份以来中国经济刺激预期以及厄尔尼诺天气状况推动工农业商品反弹，与此同时贵金属在美联储降息预期减退的影响下陷入调整。展望下半年，我们预计中国当局政策刺激力度以及推出节奏很可能低于市场预期，而美联储和欧洲央行将继续缩表且推高政策利率，因此全球货币流动性和制造业需求可能进一步走弱；再加上美联储二次加息导致的美元汇率强势以及经济衰退预期，大概率会使得包括贵金属在内的大宗商品在反弹后再次下跌。

而在美联储停止加息进程并最终开启温和降息周期之后，贵金属将引领大宗商品出现一次中级反弹，工业商品关注中美库存周期启动情况，农产品和能源关注厄尔尼诺天气状况演化过程。

四、中期资产配置

中国新一轮经济刺激措施以及市场对美联储加息进程接近尾声的乐观预期将在8月份继续支撑中外股市和工业商品反弹，但经济与通胀韧性使得美联储有底气在更长时间内保持政策利率在更高水平以尽可能抑制通胀风险，全球货币流动性与制造业需求将进一步走弱，而中长期结构性因素抑制下中国经济难有显著回升。我们预计秋冬之交风险资产与避险资产走势将再一次互换，这也限制了金秋之际风险资产的反弹高度以及避险资产的调整幅度。建议中期大类资产均衡配置，留意变盘信号。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	标配	中国经济增长动能难以显著回升，利率债避险需求继续存在；
	信用债	低配	信用利差处于较低水平，经济复苏不平衡，留意特定行业信用风险；
股票	价值股	标配	决策层刺激经济复苏，价值股基本面改善；
	成长股	低配	全球经济增长动能趋缓，成长股缺乏业绩支撑；
商品	原油	超配	OPEC+持续减产限产，中国经济刺激以及厄尔尼诺天气状况提振原油需求；
	黄金	标配	美国经济与通胀韧性使得美债利率高位运行，不利于黄金的配置需求，但美联储持续紧缩也提振黄金的避险需求；
主要风险因素			中国经济刺激，美联储紧缩步伐，中美地缘政治风险

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

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

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

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

深圳分公司

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

山东分公司

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

上海浦电路营业部

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

北京营业部

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

福清营业部

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

郑州营业部

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

宁波营业部

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

总部专业机构投资者事业部

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

西北分公司

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

浙江分公司

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

上海杨树浦路营业部

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

广州营业部

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

泉州营业部

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

厦门营业部

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

成都营业部

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

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼

邮编：200120

邮箱：service@ccb.ccbfutures.com

全国客服电话：400-90-95533

网址：<http://www.ccbfutures.com>