

## 横盘市场如何破局？

——7月宏观指标预测与8月资产配置建议

### 核心内容：

在“热点与高频”系列中，我们5月14日写了《市场是否充分定价？》，现在看股指、债券、商品都是在这一时刻，在接近2022年低点的水平上企稳的。6月12日写了《市场平行、风格随机漫步》，进一步描述了这种特征。特别是股市横盘，主题频繁更换、对消息变化极度敏感，几乎会“当天定价”的这种特征，反映资本市场已经充分定价，但没有超跌，一直在横盘等待变化的一种状态。即便是6月中旬的央行降息，在股票和债券市场中也只是在市场中引发了一次脉冲而已，并没有改变趋势。包括7月24日中央政治局会议之后，10年期国债收益率仍然是平行的，A股经历了7月末的上行之后，8月初也再次出现震荡，横盘仍未破局。

**首先我们需要知道市场横盘的原因。**目前工业产成品库存周期已经接近见底，但由于房地产、出口、民间投资、价格指数等都在负增长，反映总需求明显不足，预计GDP平减指数可能在未来2至3个季度持续为负，名义GDP增速可能持续运行在4.0%左右的低位水平，PPI还要2至3个季度才能转正。在基本面真正改善之前，市场对情绪修复、流动性预期变化等短期因素所引发的资产价格上涨都是相对谨慎的。因此尽管已经有降准、调降政策利率、恢复和扩大消费、促进房地产等一系列政策，但市场也还要等政策出现更明显的实际效果之后，才会改变配置决策。特别是对于货币政策而言，由于政策利率已经滞后于市场利率；且通胀为负会推高实际利率，这些问题都会严重限制货币政策的实际效果。

**其次我们再来探讨横盘突破的条件。**由于制约货币政策效果、加剧债务负担的主要原因是通胀率为负，所以当前国内政策的关键应该是供需双向发力稳定商品价格，尽快实现温和通胀（CPI=2.0%、PPI转正，以及包括房价与金融资产价格的广义通胀），这样才能保证货币政策效果，以及财政政策空间（增加地方政府收入、缓解地方政府债务）。对于资本市场而言，工业品、消费品、二手房价格变化应该对资产配置更具指示意义。

**我们这一期宏观指标预测主要有以下几方面调整：**一是考虑到美国经济正走向“衰退概率下降，加息周期拉长”的场景，因此调高美国10年期国债收益率年末值至3.9%，调高美元指数年末值至100.5。相应小幅调低USDCNY的年末值至7.05，原因是虽然美元指数仍未开启下行，但7月20日央行和外管局上调跨境融资宏观审慎调节系数，已表明态度。二是预测7月CPI可能降至-0.7%（前值-0.1%），原因是国内食品价格环比有明显下行；预计7月PPI预计收窄降幅至-3.7%（前值-5.4%），主要原因是美国经济“软着陆”概率上升，全球大宗商品价格6月以来持续上行。三是考虑国内加大宏观政策调控力度、适时调整优化房地产政策等变化，将中国利率年末值小幅调升至2.6%，同时预测M1、M2、社融增速在Q3、Q4稳中有升。四是考虑宏观调控加力之后，基建投资和制造业投资将有所回升，工业增加值增速小幅上调。但房地产开发投资仍将惯性下行。

### 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

### 风险提示：

1. 政策时滞的风险
2. 通胀率持续为负的风险

此外考虑到消费品价格低迷状态，小幅调低消费增速。**五是**进出口方面，我们正在权衡美国经济“软着陆”的影响和美国经济对中国外溢程度的下降程度，以及国内政策调整之后的实际效果，要更明确判断出口增速和进口增速的趋势，需要再观察一个月的情况。**综合之下，将全年实际GDP增速小幅调降至+5.3%，全年名义增速调降至4.6%。**

**结论就是，中国资本市场需要经历“拾级而上”的进程。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.....	4
二、全球环境变化.....	6
三、中国资产复盘与经济周期定位.....	8

## 一、预测更新

最新预测如表 1 所示，与 7 月 4 日预测（表 2）对比，明显调整主要有六个方面：

**1.全球变量：**考虑到美国经济正走向“衰退概率下降，加息周期拉长”的场景，因此调高美国利率年末值至 3.9%，调高美元指数年末值至 100.5。相应小幅调低 USDCNY 的年末值至 7.05，原因是虽然美元指数仍未开启下行，但 7 月 20 日央行和外管局上调跨境融资宏观审慎调节系数，已经表明“稳定”的态度。

**2.通胀率：**7 月 CPI 可能降至-0.7%（前值-0.1%），原因是国内食品价格出现明显环比下行，预计环比降幅接近-0.2%。7 月 PPI 预计收窄降幅至-3.7%（前值-5.4%），主要原因是美国经济“软着陆”概率上升，国际定价商品价格 6 月以来持续上行，原油价格已达到 85 美元/桶，国际铜价也明显上升，带动国内螺纹钢价格也显著反弹，加之翘尾效应明显上升，因此预测 PPI 大幅收窄降幅。

**3.货币金融：**考虑到国内加大宏观政策调控力度、适时调整优化房地产政策等变化，将中国利率年末值小幅调升至 2.6%，同时预测 M1、M2、社融增速在 Q3、Q4 稳中有升。

**4.经济运行：**上调全年固定资产投资增速，主要是考虑宏观调控加力之后，基建投资和制造业投资将有所回升。同时小幅上调工业增加值增速。但房地产政策优化主要在住房需求层面，对房地产开发投资的传导时期较长，预计房地产开发投资仍将惯性下行。此外小幅调低消费增速预测至 7.3%，主要是考虑到消费品价格的低迷状态。出口与进口增速只是根据 6 月数据变化相应调整，没有调整逻辑。目前我们正在考虑美国经济“软着陆”的影响和美国经济对中国外溢程度的下降程度，以及国内政策调整之后的实际效果，要更明确判断出口增速和进口增速的趋势，需要再观察一个月的情况。

**5.GDP 增速：**将全年实际增速预测从+5.4%调降至+5.3%，全年名义增速预测从 6.2%调降至 4.6%。其中，Q3、Q4 实际 GDP 预测分别调降至 5.0%、5.5%。

表 1: 2023 年 08 月 02 日预测

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	3.70	3.97	3.80	4.00	3.48	3.70	4.00	3.90	3.90
	中国10年期国债收益率	2.78	2.68	2.65	2.66	2.60	2.58	2.85	2.65	2.58	2.60	2.60
	美元指数	101.7	104.2	102.9	102.2	103.0	104.5	102.1	102.9	104.5	100.5	100.5
	USDCNY即期	6.93	7.10	7.24	7.14	7.18	7.20	6.76	7.24	7.20	7.05	7.05
通胀率	CPI: 当月同比	0.1	0.2	0.0	-0.7	-0.2	-0.4	1.3	0.2	-0.4	0.1	0.2
	PPI: 当月同比	-3.6	-4.6	-5.4	-3.7	-2.4	-2.4	-1.6	-4.5	-2.8	-2.1	-2.8
货币 金融	M1: 同比	5.3	4.7	3.1	3.1	3.6	3.3	5.9	3.1	3.3	4.6	4.6
	M2: 同比	12.4	11.6	11.3	11.2	11.2	11.1	12.8	11.3	11.3	11.4	11.4
	社会融资存量: 同比	10.0	9.5	9.0	9.3	9.3	9.2	9.7	9.0	9.2	9.5	9.5
	社会融资规模新增(万亿元)	1.22	1.56	4.22	1.40	2.40	3.60	14.5	7.00	7.40	4.90	38.63
	信贷新增(万亿元)	0.72	1.36	3.05	0.80	1.20	2.50	10.60	5.12	4.50	3.20	23.42
进出口	出口(美元值): 当月同比	8.5	-7.5	-12.4	-12.0	-7.1	-7.7	0.5	-4.7	-9.0	-1.4	-4.3
	进口(美元值): 当月同比	-7.9	-4.5	-6.8	-5.5	-5.8	-5.0	-7.0	-6.5	-5.4	-3.8	-5.7
	贸易差额(亿美元): 当月值	902	658	706	730	700	700	2034	2236	2130	2360	8576
国内 经济	制造业PMI: %	49.2	48.8	49.0	49.3	-	-	-	-	-	-	-
	工业增加值: 当月同比	5.6	3.5	4.4	4.6	4.4	4.9	3.0	4.5	4.6	5.3	4.4
	社会消费品零售总额: 当月同比	18.4	12.7	3.1	6.1	5.5	4.8	5.8	10.7	4.8	7.6	7.3
	固定资产投资: 累计同比	4.7	4.0	3.8	3.9	4.2	4.1	5.1	3.8	4.1	4.2	4.2
	——制造业投资	6.4	6.0	6.0	6.3	6.2	5.4	7.0	6.0	5.4	5.3	5.3
	——房地产开发投资	-6.2	-7.2	-7.9	-8.0	-8.2	-8.2	-5.8	-7.9	-8.2	-8.4	-8.4
——基础设施建设投资(含电力)	9.8	7.5	7.2	7.7	7.9	7.9	10.8	7.2	7.9	7.9	7.9	
GDP	实际GDP同比		-			-		4.5	6.3	5.0	5.5	5.3
	名义GDP同比							5.5	4.8	3.8	4.9	4.6

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 07 月 04 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	3.70	3.85	3.80	3.88	3.48	3.70	3.88	3.30	3.30
	中国10年期国债收益率	2.78	2.68	2.65	2.60	2.65	2.58	2.85	2.65	2.58	2.50	2.50
	美元指数	101.7	104.2	102.9	103.4	103.0	104.5	102.1	102.9	104.5	100.0	100.0
	USDCNY即期	6.93	7.10	7.24	7.25	7.23	7.26	6.76	7.24	7.26	7.00	7.00
通胀率	CPI: 当月同比	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2	0.0	1.3	0.1	0.0	0.2	0.4
	PPI: 当月同比	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.7	-1.6	-4.5	-3.4	-2.7	-3.1
货币 金融	M1: 同比	5.3	4.7	3.1	2.8	3.3	3.0	5.9	3.1	3.0	4.3	4.3
	M2: 同比	12.4	11.6	11.3	11.2	11.2	11.1	12.8	11.1	11.1	11.0	11.0
	社会融资存量: 同比	10.0	9.5	9.3	9.5	9.5	9.4	9.7	9.3	9.4	9.7	9.7
	社会融资规模新增(万亿元)	1.22	1.56	4.22	1.40	2.40	3.60	14.5	7.00	7.40	4.70	33.63
	信贷新增(万亿元)	0.72	1.36	3.05	0.80	1.20	2.50	10.60	5.12	4.50	3.20	23.42
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(含电力)	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。

## 二、全球环境变化

**美国名义利率、实际利率与黄金价格：**7月美国1年期国债收益率运行在5.4%左右（7月31日收于5.37%），高于联邦基金目标利率下限5.25%，隐含还有1次加息的预期。美国10年期国债收益率运行在3.75%至4.06%的区间，7月31日收于3.97%，低于1年期美国国债收益率约140BP，隐含着中长期会有150BP左右的降息空间。

**美国实际利率与黄金：**7月美国10年期TIPS收益率震荡下行，最高是7月7日的1.79%，最低是7月24日的1.48%，7月31日收于1.6%；对应伦敦黄金价格从7月初的1910美元/盎司左右上升至月底的1960美元/盎司左右。

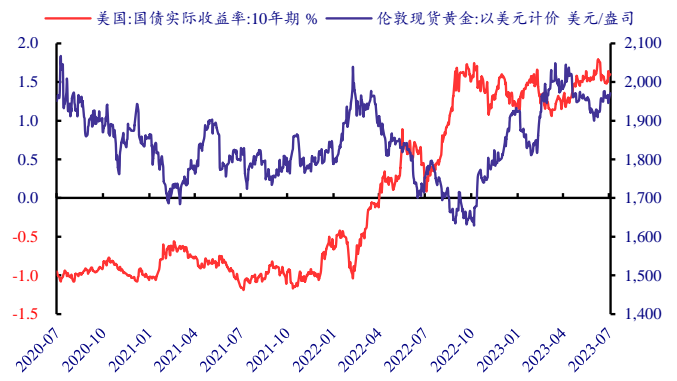
**美元指数与 USDCNY：**7月美元指数先是从月初的103以上降至月中的100以下，但由于美国经济“软着陆”概率上行，月末美元指数又反弹至101.7。对应USDCNY从月初的7.26最高反弹至7.13，7月31日收于7.15。

图 1: 美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率



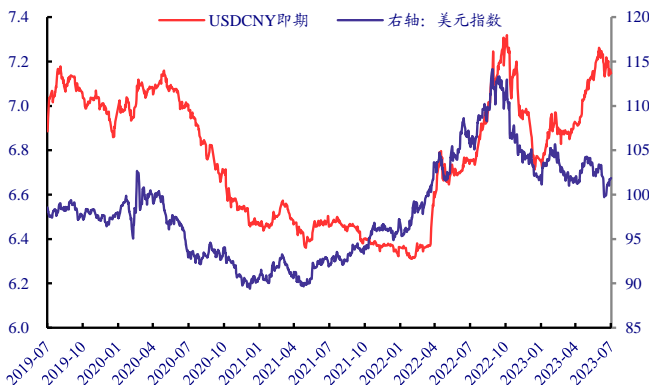
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2: 美国 10 年期通胀保值国债（TIPS）收益率与黄金价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3: 美元指数与 USDCNY 即期汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4: 布伦特原油价格与 CRB 工业品指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



**全球股市：**7月美股三大指数进一步上行，万得中概股指数出现20%以上月度涨幅。欧洲、亚太大部分股指也延续上行，仅日经指数出现了调整。A股在连续多月的调整之后终于反弹。

**国内外工业品：**6月反弹，7月延续上升。7月31日布伦特原油收于85.9美元/桶，实现15.7%的月度涨幅。此外，国际铜价、国内螺纹钢等都出现进一步上行，CRB工业品指数月度涨幅达到8.9%，反映美国经济“软着陆”概率上升的影响，以及中国经济政策调整的影响。

图5：2023年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅（截至7月31日）

资产价格月度涨幅：%		2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023M5	2023M6	2023M7	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	3.4	5.6
	上证综指	5.4	0.3	0.5	1.9	-3.6	-0.7	3.4	7.6
	沪深300	7.4	-3.1	0.2	-0.2	-5.7	0.1	5.0	4.1
	创业板指	10.0	-7.1	-0.4	-2.4	-5.6	-0.2	2.6	-0.9
	恒生指数	10.4	-10.3	2.3	-2.0	-8.3	1.7	6.0	0.6
亚太	日经225指数	4.7	0.0	2.3	3.9	7.0	5.9	-0.2	10.6
	韩国综合指数	8.4	-1.5	3.1	2.0	3.0	-0.7	3.2	11.9
	富时新加坡指数	3.5	-3.4	-0.1	0.4	-3.4	0.6	5.4	0.6
美股	万得中概股100指数	18.5	-10.7	4.2	-10.3	-8.8	8.5	20.4	-0.1
	道琼斯指数	2.8	-3.1	1.2	3.8	-3.5	4.1	4.2	2.9
	标普500	6.2	-1.2	3.2	2.9	0.2	5.8	4.4	8.6
	纳斯达克指数	10.7	0.5	6.6	1.8	5.8	5.9	5.6	16.8
欧股	英国富时指数	4.3	1.2	-3.8	3.3	-5.4	0.1	3.0	5.6
	法国CAC40指数	9.4	2.6	0.4	3.1	-5.2	2.6	2.5	15.7
	德国DAX指数	8.7	1.6	1.6	2.6	-1.6	1.5	3.1	14.4
大宗 商品	CRB工业指数	0.1	-1.7	-0.3	1.4	-5.3	2.5	8.9	-3.5
	布伦特原油	-2.7	-2.6	-3.8	0.8	-8.3	1.1	15.7	-9.1
	LME铜	10.8	-2.5	2.2	-4.5	-5.6	2.4	8.1	2.7
	螺纹钢	1.4	-1.4	-1.0	-11.8	-6.0	6.8	3.4	-10.4
	伦敦金	5.8	-5.0	8.4	0.5	-1.4	-2.0	3.0	9.2
汇率 利率	美元指数	-1.3	2.7	-2.0	-0.5	2.5	-0.6	-1.5	-1.8
	中债国债总财富指数	0.0	0.1	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	1.4

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对于下一阶段的外部环境变化，我们提示注意以下五个方面：

1. 7月26日美联储加息25BP，联邦基金目标利率升至5.25%至5.50%。美联储主席鲍威尔表示9月或更晚依旧存在加息可能，不能确认7月为最后一次加息。

2. 美国经济“软着陆”概率上升。二季度美国GDP初值环比折年率为2.4%，高于市场预期，同比折年率为2.56%；同时一季度环比折年率上修至2.0%，美国上半年经济运行高于1.8%的长期潜在增长率。结构层面，除了净出口形成小幅拖累外，消费缓和且稳定增长，去除库存的投资在上季度负增长后环比转正，政府支出也还在发力。

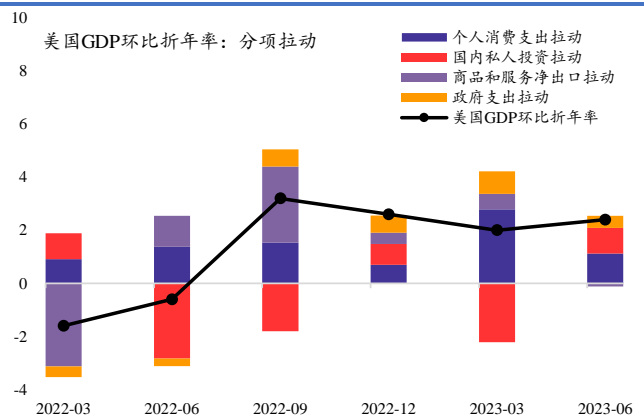
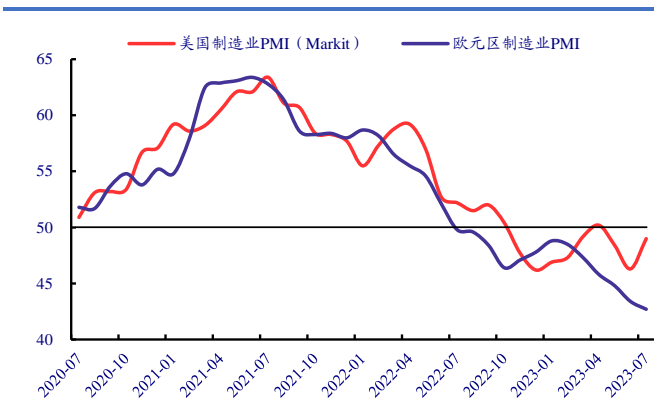
3. “工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给”。这是7月26日议席会上美联储主席鲍威尔的判断。数据显示，美国7月失业率3.6%（前值3.7%），劳动参与率维持在62.6%，距离疫情前的63.3%还有0.5个百分点，考虑到1.5亿左右的劳动力规模，对应劳动力缺口应该只有75万人。在劳动力市场仍然偏紧的情况下，7月美国时薪同比4.35%，仍处于相对高位。

**4.美国通胀率明显下行。**今年美国 CPI 已经从 1 月的 6.4% 降至 6 月的 3.0%；核心 CPI 从 1 月的 5.6% 降至 6 月的 4.8%。下半年美国 CPI 预计会进入粘性区间，存在反弹可能性，因此三季度美联储是否结束加息进程仍有不确定性。

**5.由于核心通胀压力更大，欧央行比美联储更鹰派。**今年欧元区 HICP 已从 8.6% 降至 7 月的 5.0%，但核心 HICP 持续运行在 5.5% 的较高水平，预计欧央行加息的决心将更为强烈。综合判断，我们认为美元指数年内向下的大方向不会改变，但要警惕三季度美国 CPI 反弹和预期扰动导致美元指数小幅反弹的风险。

图 6：美国制造业 PMI 反弹，欧元区制造业 PMI 进一步下行

图 7：美国二季度 GDP 环比折年率达到 2.4%，投资项拖累缓解

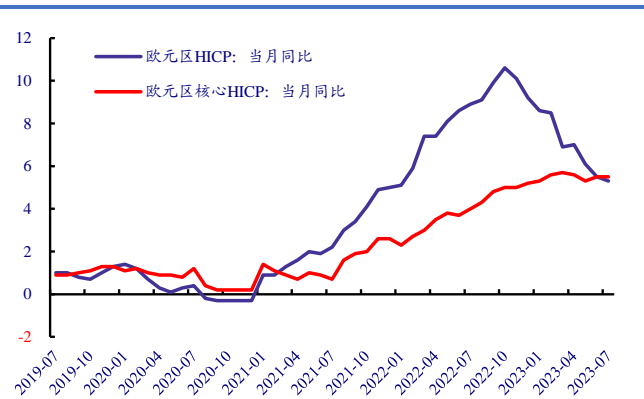
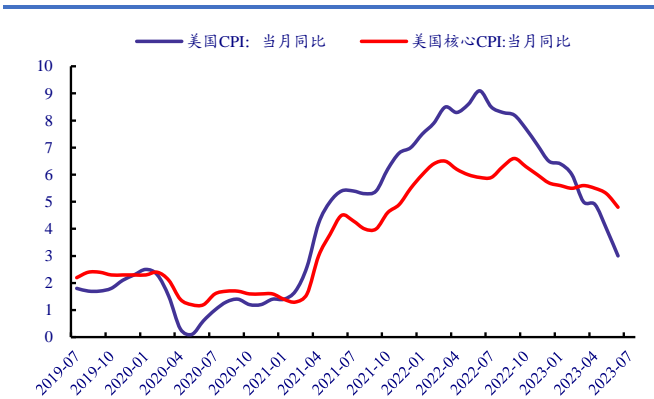


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：美国 CPI 降至 3.0%，核心 CPI 降至 4.8%

图 9：欧元区核心通胀率仍然稳定在 5.5% 的较高水平之上



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、中国资产复盘与经济周期定位

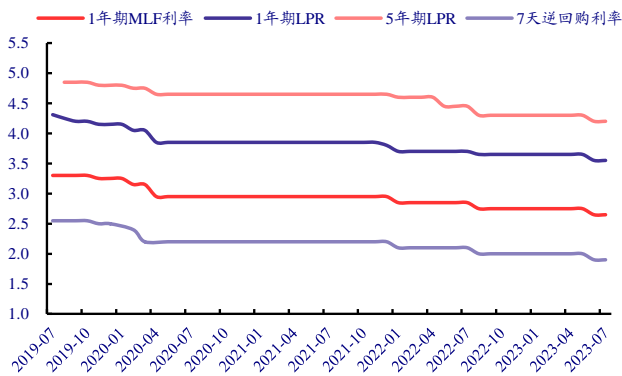
5 月下旬以来中国资本市场充分定价，但并没有超跌，股票、债券都呈现横盘状态，仅商品趋于反弹。10 年期国债收益率进入 2.6% 至 2.7% 的区间，没有向下突破去年低点。股票指数也在接近去年最低点的位置上开始平行，且风格呈现随机漫步状态，主题轮换过



于快速且没有规律。工业品价格指数则在5月31日到最低点，之后持续回升。期间人民银行在6月有调降政策利率的行动，但由于政策利率已经滞后于市场利率（1年期MLF收益率调降至2.65%，仅与10年期国债收益率持平），且通胀率为负状态下货币政策效果受限，因此股市和债券市场都只是给出了一个脉冲的定价。

**7月24日中央政治局会议明确加大宏观政策调控力度、适时调整优化房地产政策等。**政策预期变化使得7月A股和国内工业品价格明显反弹。A股分行业来看，房地产以及相关的建筑建材、工业金属、金融等板块领涨。但8月1日至2日，A股已出现上行乏力的情况。同时在利率层面，尽管财政政策乏力、房地产政策优化，以及商品价格反弹可能导致利率上行，但由于经济下行压力仍然较大，尤其是房地产周期与出口仍未见底，消费也需要恢复和扩大，同时市场也预期货币政策将配合财政政策和房地产政策，因此10年期国债收益率仍在平行。看起来，股市与债市横盘的情况仍然没有破局。

图 10：6月OMO、MLF利率以及LPR调降10BP



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：5月以来股指、债券收益率开始横盘，商品价格反弹



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**市场横盘的原因是：**目前工业产成品库存周期已经接近见底，但由于房地产、出口、民间投资、价格指数等都在负增长，反映总需求明显不足，预计GDP平减指数可能在未来2至3个季度持续为负，名义GDP增速可能持续运行在4.0%左右的低位水平，PPI还要2至3个季度才能转正。在基本面真正改善之前，市场对情绪修复、流动性预期变化等短期因素所引发的资产价格上涨都是相对谨慎的。因此尽管已经有降准、调降政策利率、恢复和扩大消费、促进房地产等一系列政策，但市场也还要等政策出现更明显的实际效果之后，才会改变配置决策。特别是对于货币政策而言，由于政策利率已经滞后于市场利率；且通胀为负会推高实际利率，这些问题都会严重限制货币政策的实际效果。

**横盘突破的重要指标，可能是通胀率。**从资产定价模型来看，风险偏好、国内流动性、全球流动性（人民币汇率）、国内经济基本面这四个要素的影响是由近而远，但重要性实际上升。中国资产接下来需要经历“拾级而上”的进程，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：政策组合正陆续出台，特别是国内流动性更为充裕。第三阶梯：美联储确定停止加息，人民币汇率企稳并回升。第四阶梯：经济周期和企业利润增速见底回升。而第四个阶梯决定了市场的可持续性。当前形势下，出口仍在下行、固定资产投资降速（尤其民间投资进入负增长）、房地产转型阵痛、通胀率处于负值区间等产生的名义增速下行压力还是比较大的。所以当前国内政策的关键应该是供需

双向发力稳定商品价格，尽快实现温和通胀（CPI=2.0%、PPI 转正，还包括房价与金融资产价格的广义通胀），这才能保证货币政策效果，以及财政政策空间（增加地方政府收入、缓解地方政府债务）。对于资本市场而言，观测工业品、消费品、二手房价格的变化应该对资产配置更具指示意义。

图 12: 2023 年以来 A 股主要板块月度涨幅以及累计涨幅（截至 7 月 31 日）

指数	日期	2023 年以来 指数涨幅	2023M07 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	-0.6%	6.5%	-0.1%	-6.9%	0.6%	-2.7%	-2.5%	6.6%
	沪深300	2.5%	4.5%	1.2%	-5.7%	-0.5%	-0.5%	-2.1%	7.4%
	中证500	3.6%	1.5%	-0.8%	-3.1%	-1.6%	-0.3%	1.1%	7.2%
中信一级行业	石油石化	14.6%	4.9%	1.4%	-7.3%	6.2%	0.8%	1.9%	7.8%
	煤炭	0.1%	2.7%	4.1%	-7.6%	-1.5%	-4.1%	2.8%	5.3%
	有色金属	5.0%	5.7%	1.6%	-7.8%	-1.0%	-3.8%	-3.2%	14.8%
	电力及公用事业	6.9%	0.2%	-1.5%	3.6%	2.0%	-2.1%	1.8%	2.2%
	钢铁	6.6%	8.2%	0.1%	-4.6%	-2.0%	-7.3%	4.3%	7.7%
	基础化工	-5.7%	2.7%	2.8%	-4.7%	-7.5%	-6.5%	0.1%	8.7%
	建筑	18.3%	7.1%	-0.6%	-9.3%	10.8%	2.6%	3.0%	5.4%
	建材	-0.5%	10.0%	2.2%	-7.6%	-5.1%	-6.6%	0.1%	8.7%
	轻工制造	3.4%	4.1%	3.4%	-2.4%	-4.3%	-6.8%	6.4%	4.3%
	机械	9.2%	-3.4%	8.1%	-0.4%	-2.2%	-4.1%	1.7%	10.1%
	电力设备及新能源	-6.2%	-1.2%	4.3%	-3.9%	-4.0%	-4.9%	-5.1%	10.6%
	国防军工	-1.0%	-5.1%	3.6%	-1.1%	-1.2%	-3.8%	1.0%	6.2%
	汽车	13.0%	6.3%	9.9%	-0.1%	-6.0%	-5.8%	-1.2%	11.3%
	商贸零售	1.4%	7.9%	0.1%	-6.3%	-1.3%	1.3%	1.0%	-0.7%
	消费者服务	-24.4%	7.3%	-3.9%	-13.0%	-9.0%	-2.6%	-1.3%	-1.4%
	家电	17.3%	0.7%	13.0%	-7.4%	2.4%	0.1%	1.2%	8.3%
	纺织服装	8.3%	5.5%	4.1%	-2.1%	-1.3%	-6.3%	5.5%	4.2%
	医药	-7.8%	-0.9%	-4.0%	-2.8%	0.2%	-3.7%	0.2%	5.6%
	食品饮料	0.2%	9.3%	2.1%	-7.8%	-5.8%	-1.7%	1.0%	5.2%
	农林牧渔	-6.0%	6.3%	3.6%	-10.1%	-4.1%	-1.8%	0.4%	3.1%
	银行	6.8%	9.3%	-0.3%	-1.6%	4.6%	-1.6%	-3.7%	3.1%
	非银行金融	17.0%	14.7%	-1.2%	-5.0%	6.5%	-3.3%	-2.5%	8.7%
	房地产	-1.3%	14.7%	0.7%	-6.6%	-2.6%	-7.0%	-2.2%	3.1%
	交通运输	-1.6%	6.4%	-2.4%	-6.2%	1.2%	-0.2%	-0.7%	1.6%
	电子	10.5%	-1.3%	-1.0%	1.5%	-5.1%	7.3%	0.2%	8.7%
	通信	36.9%	-6.9%	9.5%	0.6%	2.4%	9.1%	8.2%	9.2%
	计算机	24.9%	-6.1%	1.2%	1.0%	-6.8%	16.9%	5.3%	12.7%
	传媒	32.5%	-6.7%	-1.7%	-4.4%	13.7%	22.2%	4.4%	5.2%
	综合	-9.3%	3.6%	-1.5%	0.1%	-8.1%	-7.1%	2.4%	2.3%
	综合金融	8.6%	9.7%	-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

图表目录

图 1: 美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率 .....	6
图 2: 美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率与黄金价格 .....	6
图 3: 美元指数与 USDCNY 即期汇率 .....	6
图 4: 布伦特原油价格与 CRB 工业品指数 .....	6
图 5: 2023 年以来全球风险资产月度涨幅以及累计涨幅 (截至 7 月 31 日) .....	7
图 6: 美国制造业 PMI 反弹, 欧元区制造业 PMI 进一步下行 .....	8
图 7: 美国二季度 GDP 环比折年率达到 2.4%, 投资项拖累缓解 .....	8
图 8: 美国 CPI 降至 3.0%, 核心 CPI 降至 4.8% .....	8
图 9: 欧元区核心通胀率仍然稳定在 5.5% 的较高水平之上 .....	8
图 10: 6 月 OMO、MLF 利率以及 LPR 调降 10BP .....	9
图 11: 5 月以来股指、债券收益率开始横盘, 商品价格反弹 .....	9
图 12: 2023 年以来 A 股主要板块月度涨幅以及累计涨幅 (截至 7 月 31 日) .....	10

## 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院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

## 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

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)