



报告日期：2023年8月17日

7月大概率是CPI当月同比的年内低点，高M2同比与低CPI同比并存是中外常态

——7月通胀数据解读

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 7月CPI当月同比-0.30%，预期-0.50%，前值0%；7月PPI当月同比-4.40%，预期-4.10%，前值-5.40%；7月PPIRM当月同比-6.10%，前值-6.50%。我们解读如下：

➤ 一、猪肉与基数效应拖累7月CPI，食品烟酒“凭一己之力”将CPI拉进负值区间；

➤ 二、8-10月CPI当月同比还将位于相对低位，11-12月大概率在10月的基础上上行；

➤ 三、高M2同比与低CPI同比并存是中外常态，主因彼时宏观经济处于低迷阶段；

➤ 四、6月是PPI当月同比的年内低点，8月大概率在7月的基础上上行；

➤ 五、下半年工业企业利润增速大概率在负值区间稳步上行，2024年大概率录得正增长；

➤ 六、美国制造业已经进入衰退阶段，消费是美国宏观经济具有韧性的关键所在；

➤ 七、宏观经济走弱是上半年A股跑输多数国家股市的原因，下半年大概率小幅上行；

➤ 八、8月央行降息符合预期，汇率不是国内货币政策后续宽松的制约因素。

风险因素

- 1.我国内需走弱程度超预期；
- 2.美国宏观经济衰退程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20230731）“稳就业”被提高到战略高度通盘考虑，人民币汇率中期升值是大概率事件
- 2.英大宏观评论（20230724）3季度我国宏观经济压力犹存，不排除央行在下半年降准或降息的可能
- 3.英大宏观评论（20230508）2季度工业产能利用率大概率低于1季度，我国宏观政策还将保持较大力度
- 4.英大宏观评论（20230403）中短期内工业企业产成品存货同比还将下行，我国宏观经济尚处主动去库存阶段
- 5.英大宏观评论（20230329）2023年我国财政收支或将继续面临压力，短期内国有土地使用权出让收入累计同比不具备大幅上行基础
- 6.英大宏观评论（20230328）3月城镇调查失业率大幅下行概率较低，电力投资继续承担“大国顶梁柱”角色
- 7.英大宏观评论（20230315）3月CPI与PPI或将继续承压，燃料动力类PPIRM至少还有10.60个百分点的累积下行空间
- 8.英大宏观评论（20230301）国内经济恢复的基础尚不牢固，不排除2季度我国央行降准或降息的可能
- 9.英大宏观评论（20221220）基建投资大概率是2023年扩内需的主力，1-4季度GDP当季同比大概率总体上行
- 10.英大宏观评论（20221215）“稳增长”重回目标体系第一位，2023年财政政策力度大概率大于2022年

年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

目录

一、猪肉与基数效应拖累 7 月 CPI，食品烟酒“凭一己之力”将 CPI 拉进负值区间.....	3
二、8-10 月 CPI 当月同比还将位于相对低位，11-12 月大概率在 10 月的基础上上行.....	4
三、高 M2 同比与低 CPI 同比并存是中外常态，主因彼时宏观经济处于低迷阶段.....	5
四、6 月是 PPI 当月同比的年内低点，8 月大概率在 7 月的基础上上行.....	8
五、下半年工业企业利润增速大概率在负值区间稳步上行，2024 年大概率录得正增长.....	9
六、美国制造业已经进入衰退阶段，消费是美国宏观经济具有韧性的关键所在.....	10
七、宏观经济走弱是上半年 A 股跑输多数国家股市的原因，下半年大概率小幅上行.....	12
八、8 月央行降息符合预期，汇率不是国内货币政策后续宽松的制约因素.....	13

事件：7月CPI当月同比-0.30%，预期-0.50%，前值0%；7月PPI当月同比-4.40%，预期-4.10%，前值-5.40%；7月PPIRM当月同比-6.10%，前值-6.50%。

解读：

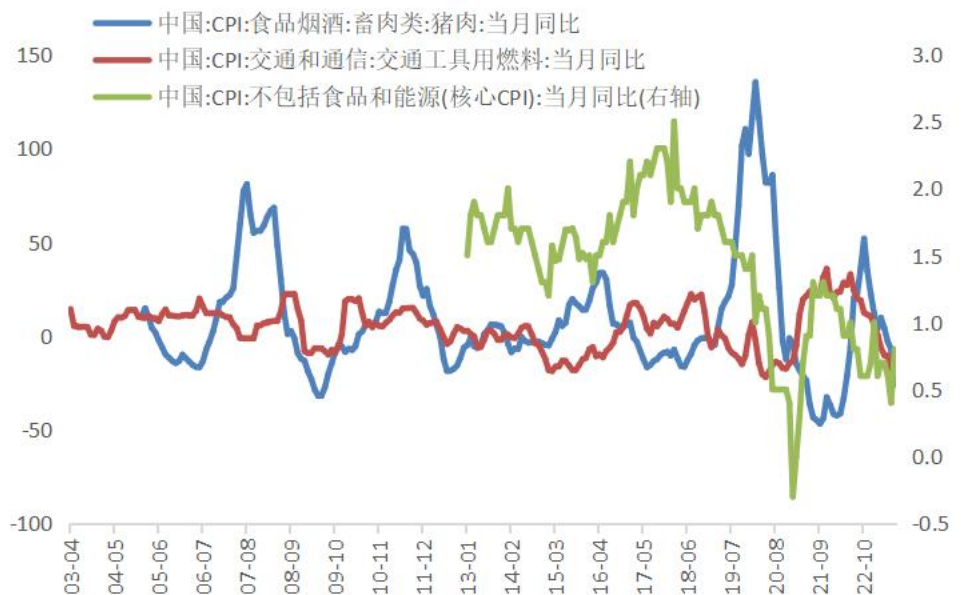
一、猪肉与基数效应拖累7月CPI，食品烟酒“凭一己之力”将CPI拉进负值区间

7月CPI当月同比录得-0.30%，虽然高于预期0.20个百分点，但是较前值下行0.30个百分点，并且自2021年3月以来首次跌进负值区间，持平于2021年1月，为2020年11月以来低点；7月CPI累计同比录得0.50%，较前值下行0.20个百分点，创2021年7月以来新低；7月CPI环比为0.20%，较前值上行0.40个百分点，时隔5个月重返正值区间。

从结构上看：一是7月食品CPI当月同比为-1.70%，较前值大幅下行4.0个百分点，自2022年4月以来首次进入负值区间，与此同时，7月非食品CPI当月同比为0%，较前值上行0.60个百分点，时隔1个月再次脱离负值区间；二是7月消费品CPI当月同比为-1.30%，较前值下行0.80个百分点，连续4个月位于负值区间，且创2009年8月以来新低，与此同时，7月服务CPI当月同比为1.20%，较前值上行0.50个百分点，且创2022年3月以来新高。

从“三分法”的角度看：一是7月核心CPI当月同比为0.80%，较前值大幅上行0.40个百分点，创2023年2月以来新高，对7月CPI当月同比形成支撑；二是7月交通工具用燃料CPI当月同比录得-13.20%，较前值上行4.40个百分点，结束“12连跌”，也对7月CPI当月同比形成支撑；三是7月猪肉CPI当月同比录得-26.0%，较前值大幅下行18.80个百分点，创2022年5月以来新低。综上，对7月CPI当月同比形成拖累的是猪肉CPI当月同比。此外，从基数效应看，2022年6月、7月CPI当月同比分别录得2.50%、2.70%，基数上行0.20个百分点也对7月CPI当月同比形成利空。

图1：对7月CPI当月同比形成拖累的是猪肉CPI当月同比（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从8大分项来看，与6月相比，“七上一下”。首先看“七上”方面，7月交通和通信、其他用品和服务、教育文化和娱乐、生活用品及服务、居住、衣着、医疗保健CPI当月同比分别为-4.70%、4.10%、2.40%、-0.20%、0.10%、1.00%、1.20%，较前值分别上行1.80、1.70、0.90、0.30、0.10、0.10、0.10个百分点。具体看：一是交通和通信项在连续12个月下跌之后，7月出现了上涨，即便如此，依旧连续5个月位于负值区间；二是其他用品和服务项创2020年10月以来新高；三是教育文化和娱乐项持平于2023年1月，为2022年4月以来高点；四是生活用品及服务项终结“5连跌”，但是连续3个月位于负值区间，依旧没走出负值区间；五是居住项时隔9个月重返正值区间；六是衣着项创2019年12月以来新高；七是医疗保健项创2021年1月以来新高。其次看“一下”方面，7月食品烟酒CPI当月同比为-0.50%，较前值大幅下行2.50个百分点，自2022年4月以来首次进入负值区间。可见，在其余7项均较前值边际上行的背景下，食品烟酒“凭一己之力”，将CPI当月同比拉进负值区间。之所以产生这一现象，原因有两点：一是食品烟酒的月度边际下行幅度高达2.50个百分点，远高于其他七大分项的月度边际上行幅度；二是食品烟酒在CPI中的权重最高，为28.0%，而交通和通信、其他用品和服务、教育文化和娱乐、生活用品及服务、居住、衣着、医疗保健的权重分别为11.25%、2.19%、13.65%、4.74%、6.81%、22.12%、11.24%。根据以上两个维度对CPI当月同比的八大分项做加权平均，其结果是-0.28个百分点，接近7月与6月-0.30个百分点的差值。

图2：食品烟酒“凭一己之力”，将CPI当月同比拉进负值区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

二、8-10月CPI当月同比还将位于相对低位，11-12月大概率在10月的基础上上行

核心CPI是剔除了食品和原油价格影响的CPI指数。此前我们从核心CPI的定义出发，提出了研判CPI走势的“三分法”，具体看，可以把核心CPI分解为三个部分：一是猪肉CPI；二是交通工具用燃料CPI；三是核心CPI。其中，交通工具用燃料CPI与PPI高度相关，而核心CPI滞后于PPI。因此，我们进一步把CPI的“三分法”改进至“两分法”：一



是与宏观经济走势不相关的猪肉 CPI；二是与宏观经济走势高度相关的部分，也就是与 PPI 同步的交通工具用燃料 CPI 以及滞后于 PPI 的核心 CPI。首先，看猪肉 CPI。在 2022 年 4-10 月猪肉平均批发价持续上行的背景下，4-6 月猪肉 CPI 当月同比已经持续下探，预计 7-10 月总体大概率在 6 月的基础上继续下探，这将对 7-10 月的 CPI 当月同比形成压力。我们认为，猪肉平均批发价大概率在 10 月触底企稳并启动上行进程，叠加考虑 2022 年 11-12 月猪肉平均批发价下行，预计 11-12 月猪肉 CPI 当月同比大概率上行。其次，看与宏观经济走势相关部分。在 PPI 当月同比处于“V”型走势右侧的背景下，叠加考虑 2022 年 7-12 月基数逐步走低，预计 2023 年 7-12 月交通工具用燃料 CPI 与核心 CPI 也将企稳上行，但是考虑到 PPI 当月同比年内破“0”概率较低，预计交通工具用燃料 CPI 与核心 CPI 大幅上行概率较低。最后，看基数效应，2022 年 1-4 季度 CPI 当月同比的均值分别为 1.10%、2.23%、2.67%、1.83%，这就意味着 2023 年 3 季度 CPI 当月同比还将位于低位，4 季度大概率在 3 季度的基础上上行，尤其是 11 月与 12 月。综上，我们坚持在《英大证券宏观评论：基建投资大概率是 2023 年扩内需的主力，1-4 季度 GDP 当季同比大概率总体上行（20221220）》中“2023 年 CPI 当月同比总体不会太高，且呈现两头高，中间低的‘宽底 U’型特征”的判断。

展望 8 月 CPI 当月同比，我们从以下四个维度展开分析。**第一**，8 月 1-15 日猪肉平均批发价同比均值为-23.79%，较 7 月同期上行 10.44 个百分点，较 7 月全月上行 11.06 个百分点，这就意味着猪肉价格对 CPI 当月同比的拖累边际减缓，进而边际利多 8 月 CPI 当月同比。**第二**，8 月 1-15 日 WTI 原油期货结算价同比均值为-10.35%，较 7 月同期上行 15.78 个百分点，这就意味着国际油价对 8 月 CPI 当月同比形成边际利多。**第三**，在 7 月 PPI 当月同比较 6 月大幅上行 1.0 个百分点的背景下，叠加 2022 年 8 月核心 CPI 当月同比持平于 7 月，预计 8 月核心 CPI 当月同比大概率在 7 月的基础上小幅上行。**第四**，2022 年 7 月、8 月 CPI 当月同比分别录得 2.70%、2.50%，基数下行对 8 月 CPI 当月同比形成利多。**综上**，我们认为 8 月 CPI 当月同比大概率在 7 月的基础上上行。如果这一判断成立，则 7 月的-0.30% 大概率是年内 CPI 当月同比的最低点，处于“宽底 U”型的底部。

三、高 M2 同比与低 CPI 同比并存是中外常态，主因彼时宏观经济处于低迷阶段

回首 2023 年上半年，我国金融货币条件较为宽松，体现在以下两个方面。**数量方面**：**一是**1 季度、2 季度金融机构新增人民币贷款为 10.60 万亿元、5.13 万亿元，上半年累计为 15.73 万亿元，是 2001 年 1 月有数据记录以来半年度最高值，其中，1 季度的 10.60 万亿元是 2001 年 1 月有数据记录以来季度最高值；**二是**央行在 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，M2 同比在 1-4 月均录得高于 12.0% 的增速，其中 2 月录得 12.90%，创 2016 年 5 月以来新高。**价格方面**，央行在 6 月 13 日与 15 日分别下调 7 天期逆回购利率以及 1 年期 MLF 利率 10 个基点。在如此宽松的金融货币条件下，“出乎意料”的是，1-6 月 CPI 当月同比从 2.10% 的相对高位持续下探至 0%，与此同时，1-6 月 PPI 当月同比从 -0.80%

单边下行至-5.40%。

年初市场认为，在“疫情防控平稳转段后”，我国宏观经济需求会快速修复，叠加在“印钞机”“轰鸣”的背景下，我国宏观经济进入复苏阶段，价格指标尤其是CPI当月同比也将得到修复。回顾历史走势，我们认为M2同比与CPI当月同比走势背离是中外皆有的常态。

国内方面，在1995年12月至2023年7月这332个月中，我国CPI当月同比与M2同比的相关系数仅为0.23。但是我们注意到，1995年以来，我国CPI当月同比与M2同比存在4次显著背离的情形：**第一次**是从1998年6月至2001年5月，历时36个月，M2同比从14.60%至14.48%，CPI当月同比从-1.30%至1.70%，二者的相关系数为-0.65；**第二次**是从2005年2月至2007年1月，历时24个月，M2同比从13.90%至15.93%，CPI当月同比从3.90%至2.20%，二者的相关系数为-0.69；**第三次**是从2008年11月至2011年7月，历时32个月，M2同比从14.80%至14.70%，CPI当月同比从2.40%至6.45%，二者的相关系数为-0.79；**第四次**是从2017年2月至2020年1月，历时36个月，M2同比从10.40%至8.40%，CPI当月同比从0.80%至5.40%，二者的相关系数为-0.43。以上四次“背离”的时长合计为128个月，占比为38.55%。

图3：1995年以来，我国CPI当月同比与M2同比存在4次显著背离的情形（%）

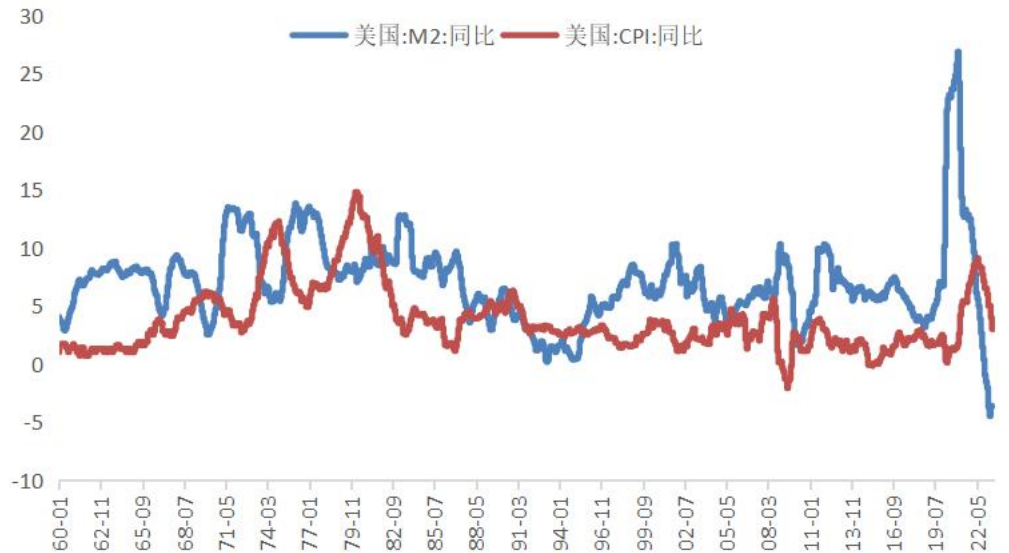


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

国外方面，在1960年1月至2023年6月这762个月中，美国CPI同比与M2同比的相关系数低至0.06。但是我们注意到，1967年以来，CPI当月同比与M2同比存在4次显著背离的情形：**第一次**是从1967年1月至1983年7月，历时198个月，M2同比从4.13%至12.79%，CPI同比从3.50%至2.50%，二者的相关系数为-0.31；**第二次**是从1995年5月至2009年1月，历时177个月，M2同比从0.93%至10.31%，CPI同比从3.20%至0%，二者的相关系数为-0.41；**第三次**是从2016年10月至2020年5月，历时44个月，M2同比从7.46%至21.87%，

CPI 同比从 1.60%至 0.10%，二者的相关系数为-0.74。还有一个非常典型的时期，2008 年 8 月至 2009 年 1 月，M2 同比从 5.38%单边上行至 10.31%，CPI 同比从 5.40%单边下行至 0%，历时 6 个月，相关系数高达-0.94。以上四次“背离”的时长合计为 425 个月，时间占比为 55.77%，远高于我国的 38.55%。也就是说，M2 同比与 CPI 同比走势背离，不是中国特色，美国甚至比我国更为显著。

图 4：1967 年以来，美国 CPI 当月同比与 M2 同比存在 4 次显著背离的情形（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

高 M2 同比与低 CPI 同比并存这一现象体现了较强的宏观逻辑：在宏观经济低迷期，社会总需求疲弱，在短期社会总供给不变的背景下，价格自然低迷，体现为 CPI 当月同比与 PPI 当月同比居于低位，与此同时，政府加大宏观政策逆周期调节力度，体现为降准降息，以及加大货币发行量，推升 M2 同比；相反，在宏观经济繁荣期，社会总需求旺盛，在短期社会总供给不变的背景下，价格大幅上行，体现为 CPI 当月同比与 PPI 当月同比居于高位，与此同时，为防止宏观经济过热，货币当局升准加息，减少货币供应量，体现为 M2 同比下行。

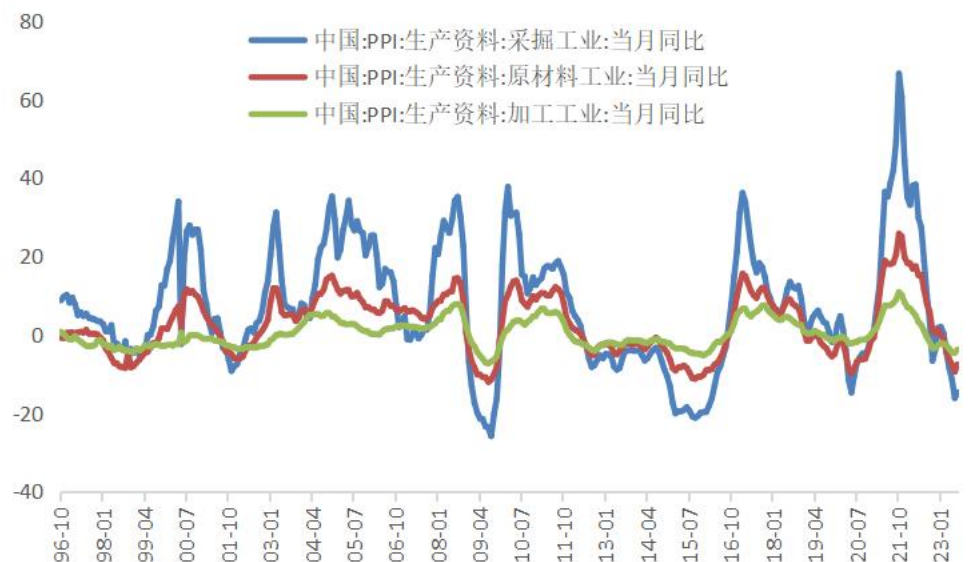
这一现象是不是对货币学派观点的否定？我们认为并不是。货币学派在理论上和政策主张方面，强调货币供应量的变动是引起经济活动和物价水平发生变动的根本和起支配作用的原因。布伦纳于 1968 年使用“货币主义”一词来表达这一流派的基本特点。从货币政策的实践看，虽然存在 M2 同比高增长与 CPI 当月同比持续下探并存的“背离”情形，但是在 M2 同比高增长的拉动下，CPI 当月同比在滞后一段时间后，出现了上行趋势。也就是说，货币政策的传导与生效需要一个过程，体现为 M2 同比对 CPI 当月同比的拉动，存在一定的滞后性。此外，在货币政策实践中，确实也存在 M2 同比与 CPI 当月同比“同上”或者“同下”的情形。

四、6月是PPI当月同比的年内低点，8月大概率在7月的基础上上行

7月PPI当月同比为-4.40%，低于预期0.30个百分点，较前值大幅上行1.0个百分点，终结“6连跌”，但是连续10个月位于负值区间；7月PPI累计同比为-3.20%，较前值下行0.10个百分点，录得“18连跌”，持平于2016年8月，创2016年9月以来新低；7月PPI环比录得-0.20%，较前值上行0.60个百分点，连续8个月位于正增长区间之外，连续4个月录得负增长。

从结构的角度看：**一是**7月生产资料PPI当月同比为-5.50%，较前值上行1.30个百分点，连续10个月位于负值区间；**二是**7月生活资料PPI当月同比为-0.40%，较前值上行0.10个百分点，终结“8连跌”，但是连续3个月位于负值区间。**具体到生产资料PPI内部：**7月采掘工业、原材料工业、加工工业PPI当月同比分别为-14.70%、-7.60%、-3.80%，较前值分别上行1.50、1.90、0.90个百分点。采掘工业、原材料工业、加工工业均在6月触底，并在7月“不约而同”上行，预示6月的-5.40%大概率是PPI当月同比的年内低点，因为PPI当月同比触底的重要特征是，采掘工业低于原材料工业，且原材料工业低于加工工业。目前这一阶段在2023年3-7月已经出现。**具体到生活资料PPI内部：**7月食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类PPI当月同比分别为-0.90%、1.50%、0.80%、-1.50%，较前值分别上行-0.30、0.50、0.50、0个百分点。其中，食品类连续9个月下跌，连续2个月位于负值区间，创2009年11月以来新低；衣着类与一般日用品类均较前值上行，分别创近3个月、近6个月新高；耐用消费品类连续2个月录得-1.50%，为2021年3月以来低点，连续6个月位于负值区间。

图5：3-7月采掘工业低于原材料工业，且原材料工业低于加工工业（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

7月PPIRM当月同比为-6.10%，较前值上行0.40个百分点，但是依旧位于历史低位区间；7月PPIRM累计同比为-3.50%，较前值下行0.50个百分点，创2016年10月以来新低；



7月 PPIRM 环比为-0.50%，较前值上行 0.60 个百分点，但是依旧连续 4 个月位于负值区间，连续 9 个月脱离正值区间。从 PPIRM 当月同比的 9 大分项来看，部分分项持续下探，部分触底反弹，具体看：7 月有色金属材料类、黑色金属材料类、纺织原料类、其他工业原材料及半成品类 PPIRM 当月同比分别为-0.10%、-8.10%、-3.80%、-1.80%，较前值分别上行 4.80、3.10、1.10、0.30 个百分点；7 月农副产品类、木材及纸浆类、燃料动力类、化工原料类、建筑材料类 PPIRM 当月同比分别为-5.60%、-5.90%、-12.20%、-13.30%、-5.60%，较前值分别下行 2.0、1.50、1.10、0.30、0.10 个百分点。

展望 8 月，我们认为 PPI 当月同比大概率在 7 月的基础上上行。**第一**，2022 年 7 月、8 月 PPI 当月同比分别为 4.20%、2.30%，基数大幅下行利多 2023 年 8 月 PPI 当月同比。**第二**，从翘尾因素看，2023 年 7 月、8 月 PPI 当月同比翘尾因素分别为-1.50%、-0.30%，翘尾因素大幅上行 1.20 个百分点利多 2023 年 8 月 PPI 当月同比。**第三**，截止至 8 月 16 日，虽然国际油价月 K 线收阴，但是 2022 年同期国际油价处于下行趋势之中，预示国际油价同比大概率上行，利多 8 月 PPI 当月同比。

五、下半年工业企业利润增速大概率在负值区间稳步上行，2024 年大概率录得正增长

在《英大证券宏观评论：3 季度我国宏观经济压力犹存，不排除央行在下半年降准或降息的可能（20230724）》中，我们提出“2023 年下半年 PPI 当月同比处于‘V 型’的右侧，但是上行走势较为温和，年内破‘0’概率较低”的判断。我们知道，PPI 当月同比与工业企业利润总额累计同比高度相关。如果“2023 年下半年 PPI 当月同比处于‘V 型’的右侧，但是上行走势较为温和，年内破‘0’概率较低”这一判断是正确的，则下半年以及 2024 年工业企业利润总额累计同比走势如何？

回顾历史，我国工业企业利润总额累计同比开年录得负增长的有 8 年，其中，录得深度负增长的有 4 年（1996 年、1998 年、2015 年、2020 年），录得中度负增长的有 1 年（2019 年），录得浅度负增长的有 3 年（2022 年、2012 年、2014 年）。其中，年内转正的有 4 年（2002 年、2009 年、2012 年、2020 年），年内未转正的有 4 年（1996 年、1998 年、2015 年、2019 年）。

2023 年开年录得-22.90%，属于深度负增长。从以往深度负增长年份的规律看，总体趋势是向上修复，而从 2023 年 2-5 月的情况看，也基本符合“稳步上行”这一规律。接下来的问题是，工业企业利润总额累计同比年内破“0”可能性如何？从历史数据推断，工业企业利润总额累计同比在 2023 年年内转正的概率为 50%。但是，我们认为 2023 年工业企业利润总额累计同比年内转正的概率较低。2009 年与 2020 年工业企业利润总额累计同比在深度负增长的背景下转正，主因我国与美国均采取包括宽松货币政策在内的宽松的宏观政策。2023 年能否转正，取决于中美两国的货币政策与宏观政策能否大幅放松。从目前的情况看，美联储未有放松货币政策的迹象，而我国在 724 政治局会议提出“要精准有力实施宏观调

控，加强逆周期调节和政策储备”，但是至少说在 724 政治局会议之前未看到大规模刺激政策的出台。从这一角度看，工业企业利润总额累计同比年内破“0”概率较低。综上，我们认为下半年工业企业利润总额累计同比大概率在负值区间稳步上行。

图 6：下半年工业企业利润总额累计同比大概率在负值区间稳步上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

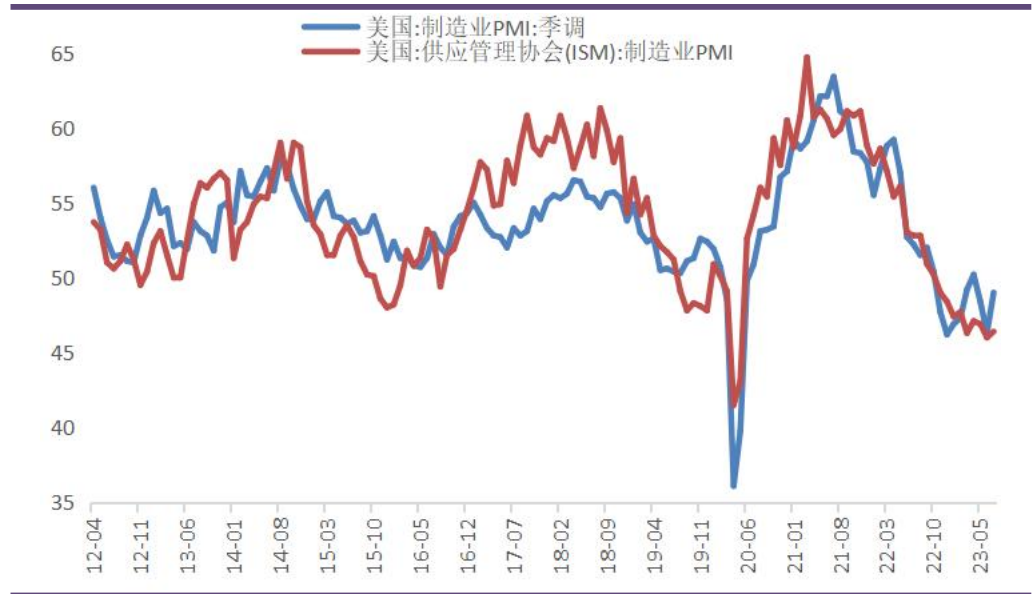
展望 2024 年，工业企业利润总额累计同比这一指标的一个特征是，从未出现连续 3 年的负增长情况。究其原因，主要有以下三点：一是如果在第一年负增长的基础上，第二年还是负增长，表明第二年的盈利情况不是很理想，也就是说，第三年面临较低的基数，在此背景下，第三年不大可能继续录得负增长；二是在利润增速负增长的背景下，财政当局与货币当局大概率加大宏观政策的刺激力度，这将有力增厚工业企业利润总额，并拉升工业企业利润总额累计同比；三是从经济周期的角度看，3-4 年是一个完整的经济周期。从这个角度看，在 2022 年与 2023 年我国宏观经济处于主动去库存阶段，工业企业利润总额累计同比负增长的背景下，2024 年我国大概率进入被动去库存以及主动补库存阶段，工业企业利润总额累计同比大概率录得正增长。

六、美国制造业已经进入衰退阶段，消费是美国宏观经济具有韧性的关键所在

美国宏观经济是否进入衰退阶段是当前全球宏观经济的焦点所在。我们认为，当前美国制造业已经进入衰退阶段，但是美国服务业尚未进入衰退阶段，后期大概率跟随制造业进入衰退阶段。我们做出这一判断的依据有以下三点。从美国宏观经济的领先指标看，6 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.0，连续 8 个月运行在荣枯线之下，创 2020 年 6 月以来新低，与此同时，6 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 46.30，创 2023 年 1 月以来新低。以上二者表明美国制造业进入收缩状态，且收缩程度在加大。但是，6 月美国 ISM 非制造业 PMI 录得 53.90，创近 4 个月新高，连续 36 个月位于荣枯线之上，而 6 月美国 Markit 服务业 PMI 录得 54.40，连续 5 个月位于荣枯线之上。以上二者表明美国非制造业与服务业尚处于扩张状

态之中。这也是当前美国经济韧性所在。

图 7：美国制造业进入收缩状态，且收缩程度在加大（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从美国的库存周期看，2023年3月美国销售总额同比，时隔30个月首次进入负值区间，4月在3月的基础上进一步下探。从宏观逻辑与历史走势上看，美国销售总额同比是美国库存总额同比的领先指标，预计在7月左右美国库存总额同比大概率也进入负值区间。也就是说，7-12月美国销售总额同比与美国库存总额同比大概率均位于负值区间，叠加考虑4月美国库销比录得1.40%，持平于前值，为2020年7月以来高点，这就意味着美国宏观经济处于主动去库存阶段。从这个角度看，当前美国位于宏观经济的萧条阶段。从美国的长短端利差看，美国3个月国债收益率在2022年10月反超美国10年期国债收益率，长短端利率出现倒挂。在正常情况下，长期国债的收益率应该高于短期国债的收益率，因为长期投资的风险更高，需要获得更高的回报。出现倒挂后，投资者会将资金转移到短期国债上，以保护资金安全并获取更高收益。美债长短端利率倒挂可能会导致金融市场动荡，股市下跌，企业投资减少，消费者信心下降等问题，通常被视为经济衰退的信号。

在以上分析的基础上，我们认为，今年美国经济较强主要有两点原因。在持续加息和高通胀下，今年美国宏观经济表现出较强韧性，体现在两点：一是虽然美国ISM制造业PMI与Markit制造业PMI均在2022年11月跌至荣枯线之下，但是美国ISM非制造业PMI与Markit服务业PMI均位于荣枯线之上，对美国宏观经济形成较强支撑；二是虽然1-6月美国CPI当月同比持续下探，但是6月依旧录得3.0%，远高于美联储2.0%的目标，与此同时，美国失业率也表现出较强韧性，虽然在5月录得3.70%，但是在4月录得3.40%这样的历史低值，且6月较5月下行0.10个百分点至3.60%，我认为货币政策传导到实体经济，有一定的滞后性；三是从CPI内部看，虽然6月美国CPI录得3.0%，向其历史中枢靠近，但是美国核心CPI录得4.80%，依旧位于历史绝对高位。从中可以看出，美国的消费具有较强韧性，6月美国个人消费支出平减指数，也就是美国PCE与核心PCE同比分别为录得3.85%与



4.62%，均位于高位，其中，核心 PCE 同比自 2022 年 11 月以来持续震荡，表现出较强韧性，与核心 CPI 位于高位相呼应，表明消费是美国宏观经济具有韧性的关键所在。

七、宏观经济走弱是上半年 A 股跑输多数国家股市的原因，下半年大概率小幅上行

我们认为，上半年 A 股跑输多数国家股市的原因在分子端与风险偏好两个方面。具体看：**A 股方面，从分母端看**，虽然 1 季度金融机构新增人民币贷款录得 10.60 万亿元，创有数据记录以来新高，1-4 月 M2 同比录得 12.0% 以上的高增长，以及央行在 3 月降准 25 个基点，在 6 月降息 10 个基点，对 A 股市场形成利多。但是**从 A 股的分子端看**，在 1-6 月 PPI 当月同比与 CPI 当月同比均稳步下行，尤其是 PPI 当月同比在负值区间持续下探的背景下，我国宏观经济需求较为疲弱，在量与价两方面利空的冲击下，2-6 月工业企业利润总额累计同比均录得深度负增长，对 A 股市场的分子端形成压力。此外，**从风险偏好看**，市场信心依旧较为疲弱，如 1-3 月消费者信心指数较 2022 年 4-12 月的历史绝对低位上行，但是依旧位于荣枯线下，且处于历史相对低位。**美股方面**，虽然美联储连续 10 次加息 5.0 个百分点，对美股的分母端形成极大冲击，但是**从分子端来看**，美国经济呈现出非常强的韧性。一方面，就美联储长期跟踪的经济指标来看，6 月美国 CPI 同比达到 3.0%，处于相对高位，与此同时，6 月美国失业率为 3.60%，处于相对低位。另一方面，美国 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 均跌到荣枯线下，但 ISM 非制造 PMI 与 Markit 服务业 PMI 均位于荣枯线上。非制造业 PMI 与服务业 PMI 对美股形成了较强的支撑。**从风险偏好来看**，从历史上看，美股每一次回调都是“上车”的机会，形成非常强的上涨预期，提升美股投资者的风险偏好。此外，美国的货币政策也具有非常强的周期性，可以比较准确的判断美联储加息和降息的趋势与时间。因此，当前美股走势包含了“降息预期”。

至于下半年 A 股市场走势，我们在《英大证券宏观评论：“稳就业”被提高到战略高度通盘考虑，人民币汇率中期升值是大概率事件（20230731）》中提出“下半年 A 股市场的表现优于上半年，其中，4 季度优于 3 季度，此外，2023 年 3 季度大概率是未来 4 个季度的低点”。

我们坚持以上观点，在此基础上，针对 2023 年下半年 A 股市场走势，我们进一步判断如下：2023 年下半年 A 股市场的表现优于上半年，其中，4 季度优于 3 季度，但是总体不具备大幅上行的基础，大概率小幅上行。我们做出这一判断的依据有 4 点。**第一**，从 DCF 模型的角度看，总体是“多空交织”的。**分子端方面**，工业企业利润总额累计同比大概率在 6 月-16.80% 的基础上上行，但是年内破“0”概率较低。**分母端方面**，724 政治局会议对宏观经济的看法并不乐观，认为“当前经济运行面临新的困难挑战”，并指出“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”，“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，以及“发挥总量和结构性货币政策工具作用”，预计下半年大概率继续降准或降息，其中，降准概率大于降息概率。这对 A 股形成支撑。**风险偏好方面**，在宏观经济承压期，风险事件发生的频率要大于宏观经济上行期，市场的风险偏好



往往是下降的。**第二**，从出口金额当月同比看，7月公布的6月数据，以及8月公布的7月数据，大概率录得负增长，进口与出口高度相关，这就意味着7-8月我国进口金额当月同比大概率同时录得负增长，我国内需与外需同时疲弱，预示7-8月我国A股市场大概率继续承压。**第三**，从人民币汇率走势看，当前人民币汇率处于2015年“811”汇改以来的第三轮周期的底部，中期人民币汇率升值是大概率事件。具体看，我们认为人民币汇率在3季度继续承压，利空“A”股，4季度会有好转，提振A股风险偏好，利多“A”股。**第四**，从美联储利率政策看，根据历史经验，在美联储降息上半程，美国利率还位于高位，且美国与全球宏观经济承压，因此A股市场缺乏大幅上行的基础。一旦美联储进入降息后半程，利率位于低位，市场流动性充裕，信心得到提振，A股市场大概率上行。从这个角度看，即使美联储在下半年降息，但是如果降息幅度不大，利率的绝对水平还位于高位，A股就不具备大幅上行的基础。

八、8月央行降息符合预期，汇率不是国内货币政策后续宽松的制约因素

在《英大证券宏观评论：3季度我国宏观经济压力犹存，不排除央行在下半年降准或降息的可能（20230724）》中我们做出“下半年央行大概率至少降准或者降息1次，时点落在3季度的概率大于4季度”的判断。8月15日央行下调7天期逆回购利率10个基点，下调1年期MLF利率15个基点，符合我们在7月24日的预期。

在人民币汇率破7.30的背景下，我们认为汇率不会成为国内货币政策后续宽松的制约因素。这一判断的依据主要来自以下四个层面：

第一，从宏观经济政策目标体系看。包括货币政策在内的宏观经济政策目标主要有四个：**一是**保证本国经济健康持续的增长，这是一个国家宏观经济政策的首要目标；**二是**促进充分就业，就业是关系到国计民生的重大问题；**三是**促使物价稳定在一个合适的水平，避免通货膨胀和通货紧缩的诞生；**四是**保持国际收支平衡，国际贸易的过度顺差和逆差都会给国家带来一定的损害。汇率虽然未直接出现在目标体系中，但是与保持国际收支平衡高度相关，而国际收支平衡在目标体系位列第四，要服从于前三个目标，尤其是第一个目标，即保证本国经济健康持续的增长。

第二，从货币政策最终目标看。根据《中华人民共和国中国人民银行法》第三条，中国人民银行的最终目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。币值稳定包括两个方面：**一是**对内币值稳定，体现为以CPI当月同比为代表的通货膨胀稳定；**二是**对外币值稳定，主要体现为人民币汇率的稳定。要注意到，保持币值稳定的目的是“以此促进经济增长”。也就是说，“促进经济增长”是央行的根本目标。

第三，从宏观逻辑上看，人民币汇率贬值通常发生在我国宏观经济承压的背景下，而国内货币政策宽松也是对宏观经济承压的应对与逆周期调节。从货币政策实践看，央行是否在人民币汇率贬值，尤其是破“7”的北京下实行宽松的货币政策？在2019年9月、2020

年4月、2022年11月，央行均在人民币汇率破“7”之际降准或降息，包括6月13日下调7天期逆回购利率，以及8月15日央行下调7天期逆回购利率10个基点，下调1年期MLF利率15个基点。

第四，汇率反映的是两国之间宏观经济的基本面。一是采取宽松政策在短期内利空人民币汇率，但是随着传导效应的实现，宽松货币政策助力宏观经济企稳向好，将对人民币汇率形成利多。二是随着时间的推移，美国进入主动去库存阶段，而我国进入被动去库存阶段，我国宏观经济基本面强于美国，人民币汇率中期具备升值的基础。

图8：随着时间的推移，人民币汇率中期具备升值的基础



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
