

类别
宏观市场月报

日期
2023年9月4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



美国经济重新进入滞涨格局

近期研究报告

《宏观专题-美国经济在软着陆之前需经历小型滞涨》2023. 8. 17

《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

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，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。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。高频数据显示中国经济表现短期依然偏弱，虽然大宗商品受益于供应偏紧、人民币汇率贬值以及政策刺激预期，但股债天平仍然倾向于债券，8 月下旬 10 年期国债利率跌破 2022 年低点，而主要股指均低于 2022 年终收盘价位。
- 国内外结构性负面因素以及地缘政治博弈因素使得中国决策层在持续加大经济刺激力度的同时也尽力维护金融资产估值水平，另一方面扩张性财政政策以及地缘政治格局变迁使得美国经济就业呈现出较强韧性，这意味着美联储或需要进一步加息以抑制潜在通胀压力，中外利差施压人民币汇率进而抑制国内经济复苏力度与金融市场表现。我们预计三季度美国经济处于小型滞胀格局，美股表现受到抑制，大宗商品推高通胀，美债利率或阶段性冲高；政策刺激中国股市反弹但空间相对有限，中债利率暂无显著上行压力，建议超配工业商品而标配股债，提防四季度美国经济软着陆与美股中级调整对全球金融市场的溢出影响。

目录

一、2023 年迄今宏观市场回顾.....	- 4 -
二、宏观环境评述.....	- 4 -
2.1 中国经济增长势头继续偏弱.....	- 4 -
2.3 美国经济韧性减弱通胀回升.....	- 7 -
2.3 美联储 High for Longer.....	- 11 -
三、资产市场分析.....	- 13 -
四、中期资产配置.....	- 15 -

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,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。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。高频数据显示中国经济表现短期依然偏弱,虽然大宗商品受益于供应偏紧、人民币汇率贬值以及政策刺激预期,但股债天平仍然倾向于债券,8 月下旬 10 年期国债利率跌破 2022 年低点,而主要股指均低于 2022 年终收盘价位。

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。在美联储大幅度紧缩的累积滞后效应以及银行业危机引发的信贷条件紧缩双重压力之下,2023 年下半年美国经济增长势头再次放缓;与此同时,在房地产市场 B 浪反弹、劳动薪资稳健增长以及厄尔尼诺天气现象等因素影响下,美国整体通胀增速大概率企稳回升,因此美国经济再次进入滞涨格局。在这种情况下,尽管美联储对于紧缩节奏更加谨慎,但绝不会轻言抗击通胀已经取得成功,市场对美联储政策利率路径预期有待上移,全球风险资产仍将受到美元流动性紧缩的抑制。

二、宏观环境评述

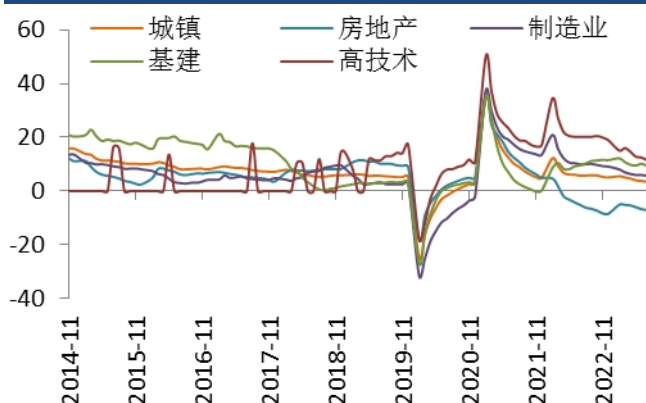
2.1 中国经济增长势头继续偏弱

虽然 6 月份以来中国管理层陆续新一批经济刺激措施,而且 7 月份官方制造业 PMI 也环比回升,但 7 月份投资、产出与消费数据仍全面低于市场预期。这说明国际地缘政治恶化以及国内房地产周期转折、民间与地方政府债务重压所带来的经济增长压力仍然较大,可能需要管理层继续加大经济刺激力度,才能够较好地完成经济增长目标。

1-7 月份中国城镇固定资产投资累积 28.6 万亿元,同比增长 3.4%,增速较 1-6 月份回落 0.4 个百分点;其中民间投资同比萎缩 0.5%,萎缩程度较 1-6 月份

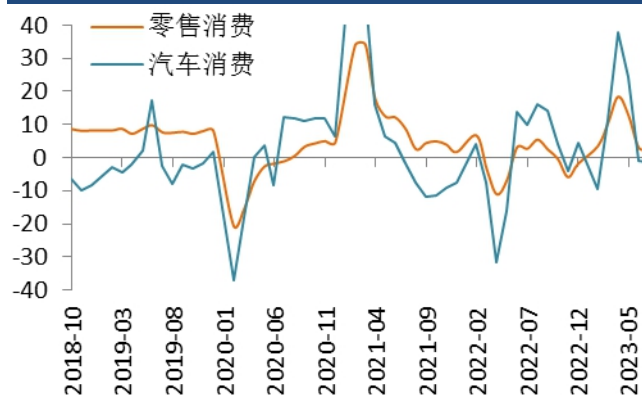
扩大0.3个百分点，显示出房地产市场动荡以及地缘政治风险对民间投资意愿的抑制尚未得到缓解；国企投资同比增长11.6%，增速较1-6月份回落0.4个百分点，说明地方政府债务重压使得稳增长力度难以持续。分行业看，制造业投资同比增长5.7%，增速较1-6月份回落0.3个百分点，替代性出口需求减弱继续抑制扩张产能意愿；房地产投资同比萎缩7.1%，萎缩程度较1-6月份扩大0.4个百分点，房地产销售疲软与待售库存高企使得房企拿地建造的意愿不强；基建投资同比增长9.4%，增速较1-6月份回落0.7个百分点。

图1：中国投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国消费增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

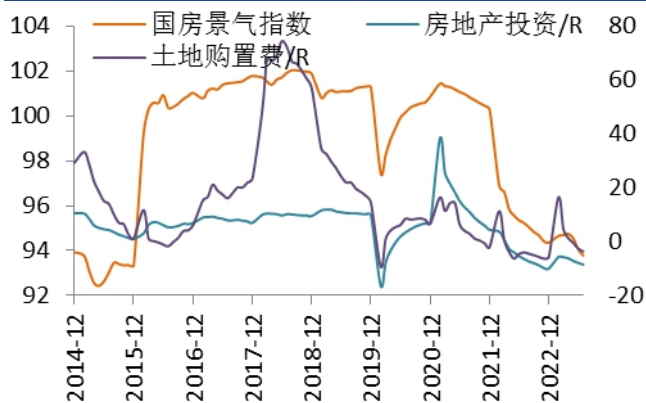
7月份中国社会消费品零售总额同比增长2.5%，增速较6月增速下滑0.6个百分点；扣除价格因素，实际消费同比增长3.5%，比6月份加快0.1个百分点。随着经济社会全面恢复常态化运行，服务市场供给快速恢复，文化体育、健康养生、商务服务等服务消费需求较快释放，1-7月份服务零售额同比增长20.3%，增速高于商品零售额14.4个百分点。但商品消费增速承压下行，其中限额以上企业商品零售总额同比下滑0.5%，耐用品和可选品的同比增速降幅较大，金银珠宝、家电、化妆品、文娱用品等增速降幅超过5个百分点，反映出在经济总体偏弱运行背景下，居民购买力仍待恢复。

7月份中国工业增加值同比增长3.7%，增速较6月份回落0.7个百分点，采矿业、制造业与公用事业产出分别同比增长1.3%、3.9%与4.1%，部分原材料制造业在低库存下短期生产改善推动中上游开工率和工业用电量改善，但内外需疲软使得整体工业生产积极性不足。

7月份中国国房景气指数录得93.78，为连续第三个月回落且为2016年以来最低值，显示房地产市场企稳基础尚不牢固。1-7月份房地产销售面积同比萎缩6.5%，萎缩程度较1-6月份扩大1.2个百分点；以12个月滚动平均销售计算的待

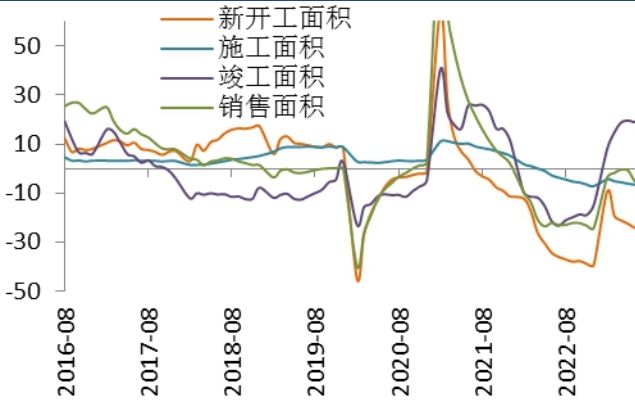
售库存去化月数上升到 5.72，距离 2016 年 2 月份的 6.21 相去不远。销售的疲软抑制开发商拿地建造热情，1-7 月份土地购置费同比萎缩 3.7%，萎缩程度较 1-6 月份扩大 1.1 个百分点；1-7 月份新开工面积同比萎缩 24.5%，萎缩程度较 1-6 月份扩大 0.2 个百分点。7 月份百城住宅价格指数环比上涨城市数为 35 个，较 6 月份减少 2 个；环比持平城市数为 20 个，较 6 月份增加 2 个；而环比下跌城市数维持在 45 个，总体上看房价调整压力仍然较大。

图3：中国房地产市场



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国房地产建造增速

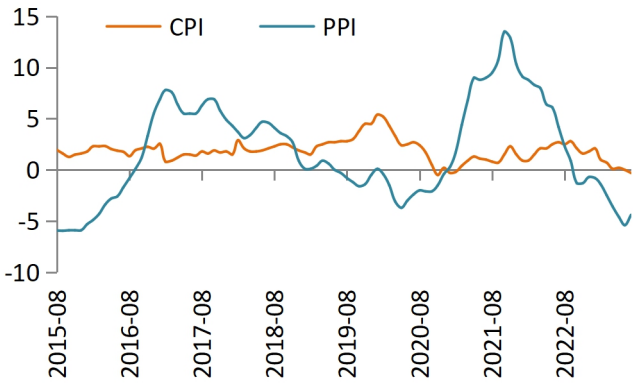


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7 月份中国 CPI 同比萎缩 0.3%，是 2021 年 3 月份以来首次出现同比萎缩，主要受到基数效应影响。7 月份 CPI 环比增速由上月萎缩 0.2% 转为上涨 0.2%，其中食品价格下降 1.0%，降幅比上月扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 下降约 0.18 个百分点；非食品价格由上月下降 0.1% 转为上涨 0.5%，影响 CPI 上涨约 0.40 个百分点。非食品中，服务价格上涨 0.8%，涨幅比上月扩大 0.7 个百分点，主要受出行类服务价格上涨带动；工业消费品价格环比萎缩 0.1%，为连续第六个月出现环比萎缩，但萎缩程度显著收窄。在 7 月份 0.3% 的 CPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 0.1 个百分点，今年价格变动的新影响约为 -0.4 个百分点。

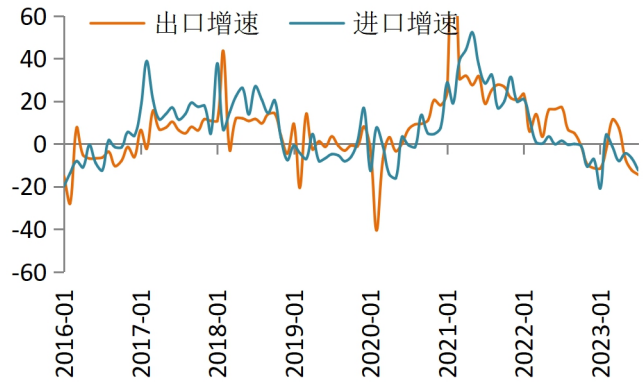
7 月份中国 PPI 同比萎缩 4.4%，萎缩程度较前一个月收窄 1 个百分点，仍然受到基数效应的较大影响。7 月份 PPI 环比萎缩程度由上月的 0.8% 收窄到 0.2%，其中生产资料价格萎缩 0.4%，萎缩程度收窄 0.7 个百分点；生活资料价格由上月萎缩 0.2% 转为上涨 0.3%。分行业看，国内煤炭、钢材供应充足，需求有所增加，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别下降 2.0%、0.1%；受国际市场原油、有色金属等价格上行影响，国内石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格均由降转涨；文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨 0.7%，纺织服装服饰业价格上涨 0.6%。在 7 月份 4.4% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 -1.5 个百分点，今年价格变动的新影响约为 -2.9 个百分点。

图5：中国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国外贸增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

以美元计7月份中国出口同比萎缩14.5%，进口同比萎缩12.4%，进出口萎缩程度均大于市场主流预期。进出口疲软的主要原因有三个：1、外需仍在放缓拖累出口继续向下，7月份当月对三大主要贸易伙伴美国、欧盟、东盟出口增速延续下降，其中美国经济具有一定韧性支撑对美出口跌幅有所收窄企稳，而对欧盟和东盟出口跌幅进一步扩大，其中对欧盟出口跌幅最大是主要拖累，或与7月欧元区景气进一步下滑、需求持续萎缩有关；2、内需偏弱和价格走低拖累进口跌幅进一步扩大，7月份进口主要受农产品、原油、钢材和机电产品进口走弱的拖累，占比较大的机电产品进口跌幅进一步扩大是主因；3、去年5月-7月我国出口增速较高，基数效应导致5-7月出口增速出现较大幅度的下跌，考虑8月以后基数将明显回落，预计出口增速将出现一定幅度的好转。

2.3 美国经济韧性减弱通胀回升

2023年上半年美国经济韧性来自于扩张性财政政策以及通胀压力缓解，美国私人部门支出意愿好转、居民部门消费稳健、房地产市场B浪反弹、企业部门投资火热，经济与通胀韧性使得美联储政策利率路径预期持续上移。但随着美联储收紧货币政策的累积滞后效应逐步起效，以及银行业危机导致的信贷条件收紧，多方面数据显示美国经济增长韧性正在减弱，强劲内需对美国核心通胀的支撑也有所削弱。

经济景气方面，7月份美国ISM制造业PMI环比回升0.4个百分点至46.4%，可以看出2023年4月份以来美国制造业PMI还是偏弱运行但有底部筑底迹象；其中新订单指数回升到2022年11月份以来的高点，但就业指数显著恶化，物价指数继续偏弱运行。7月份美国ISM非制造业PMI环比回落1.2个百分点至52.7%，部分修正6月份异常上升的冲击；新订单指数与就业指数均环比回落，但物价指数环比上升2.7个百分点至56.8%。从数据上看，美国制造业在补贴性质的扩张

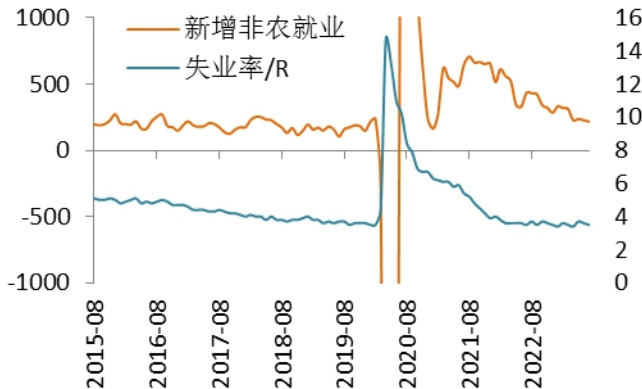
性财政政策以及跨境产业链重构的支撑下正逐步适应高利率环境，但制造业疲软对服务业的传递尚未结束，后期可能呈现制造业震荡筑底与服务业快速回落并存的情况。

图7：美国ISM PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美国非农就业与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

就业市场方面，美国7月份新增非农就业18.7万，前两个月数据也向下修正，3个月移动平均值下降至21.8万；2023年前六个月新增非农就业均较初值向下修正，平均每月下修4.1万，说明上半年美国就业市场紧张状况存在一定程度的系统性高估现象，或是统计方法调整所致。分行业看，制造建筑业和金融信息业就业在经过一季度的疲软后有企稳迹象，意味着美国部分行业正逐步适应高利率状态；休闲酒店业新增就业显著减少，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；核心服务业新增就业平稳回落，但仍高于美国上一轮库存周期下行阶段的平均水平。我们认为2023年下半年美国月度新增非农就业水平有望继续回落到15-18万区间内。2023年7月份美国失业率从上月的3.6%小幅下降至3.5%，继续处于1960年以来的低水平区间，近期未呈现显著上行趋势；雇员薪资同比增速维持在4.4%附近，就业市场紧张带来的薪资-物价螺旋式上升风险继续存在。

房地产市场方面，2023年上半年美国NAHB住房市场指数企稳回升，主要得益于居民部门资产负债表稳健、居民收入稳健增长、股票市场反弹带来的财富效应以及房地产价格和房贷利率的小幅回落。目前看得益于积极财政政策以及就业市场结构性紧俏，美国居民部门资产负债表仍然非常稳健，这意味着美国房地产市场即使进入下行阶段也不太可能出现推动房价大幅下跌；而在AI炒作热潮大幅推高美股之后，2023年下半年股票市场反弹带来的财富效应大概率减弱甚至转为逆财富效应，7月底以来标普500指数与纳斯达克指数分别下跌3.7%和5.6%；8月上旬房贷利率跟随10年期国债利率回升到2022年10月份高点附近，2023年6

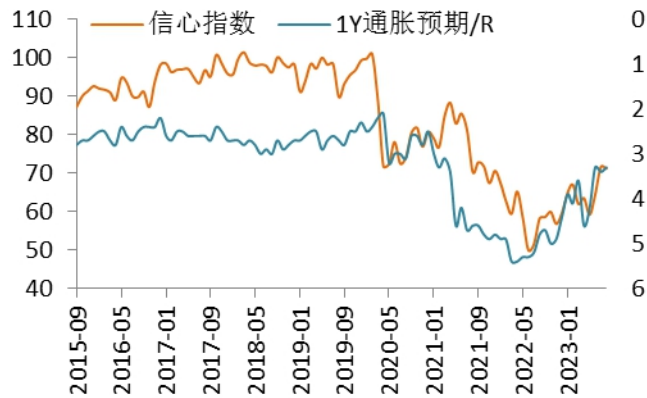
月份房地美房价指数已经较 2022 年 5 月份的阶段性高点还高出 1.5%，房地产购买力指数骤然下跌至 87.8，低于 2022 年 10 月份的阶段性低点 91.3。综合上述因素我们判断，虽然稳健的居民部门资产负债表状况对美国房地产市场的支持继续存在，但股市财富效应的减弱以及房地产购买力的下降很有可能使得美国房地产市场的 B 浪反弹在 2023 年下半年终结。数据显示 2023 年 8 月份 NAHB 住房市场指数较 7 月份回落 6 个点至 50，主要是高按揭利率抑制了潜在买家的购房意愿，选择降价促销的建筑商比例也从 7 月份的 22% 上升到 25%。

图9：美国房地产市场



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国消费者信心指数



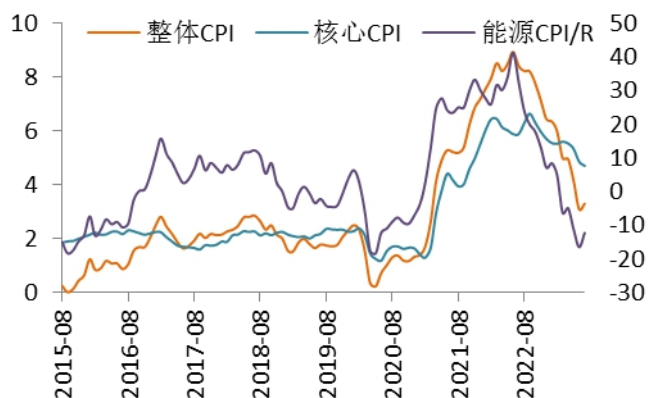
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在居民消费方面，2023 年 4 月份至 7 月份美国零售销售显著回暖，背后驱动力是居民部门超额储蓄、劳动薪资收入稳健以及通胀压力缓解，密歇根大学消费者调查数据显示消费者信心与通胀预期之间存在较高的正相关性，2022 年下半年以来消费者信心的回升以及居民消费的回暖与通胀压力缓解密不可分。虽然 2023 年 8 月份一年期和五年期通胀预期分别微跌 0.1 个百分点，但由于能源食品价格以及房地产价格企稳回升，消费者信心指数仍环比回落 0.4 个百分点。我们预计随着中短期通胀压力回升，以及居民部门超额储蓄逐渐消耗、劳动薪资增速平稳回落，2023 年下半年美国居民消费将重新走弱。

虽然我们预计 2023 年下半年美国经济增长动能走弱，但来自前一阶段经济增长动能回升对物价的推动作用，以及供应收紧对能源食品价格的拉升作用，大概率使得 2023 年下半年美国通胀压力企稳回升。首先是 2023 年上半年房地产价格企稳回升再创新高对于房租以及其他服务业价格的推升作用将持续体现。从 2019 年年底到 2023 年 6 月份房地产价格累积上涨 42.3%，与此同时房租 CPI 仅上涨 18.7%。鉴于房租涨幅远低于房价涨幅且房租相对于房价有约半年的滞后期，我们预计 2023 年上半年房价的再次上涨将在 2023 年下半年推动房租加速上升。

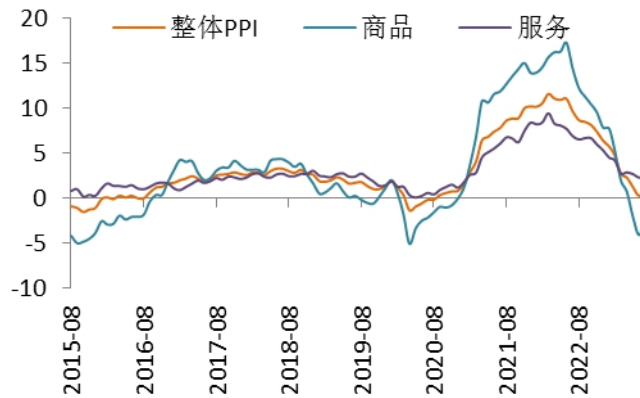
其二是 OPEC+减产限产、美国页岩油产量触顶、美国回补战略储备原油以及厄尔尼诺天气状况推动国际原油市场从供过于求向供不应求转变，2023 年 7 月份以来国际原油价格显著回升。2022 年四季度以来 OPEC+两次实施集体减产限产，7 月初沙特与俄罗斯宣布自愿额外减产（8 月初再次宣布延长自愿额外减产时限）；与此同时美国页岩油开采活动因边际成本上升而减弱，2023 年 8 月 11 日当周美国油气钻井数量较 2022 年 11 月峰值 784 口减少 130 口，EIA 数据显示 2023 年以来美国原油产量在 12.2-12.7 百万桶/天之间波动，并没有延续 2021 年至 2022 年的上升趋势。在产量下降推动供需关系转变的同时，厄尔尼诺天气现象通过供应约束（恶劣天气影响原油生产）以及需求扩张（极端温度增加能源需求），可能进一步恶化原油市场供需缺口。2023 年 3 月份至今美国商业原油库存减少 3.5 千万桶，远高于过去五年平均的 1 千万桶。由于欧美整体通胀与能源价格关系密切，原油市场供需格局向供不应求转变、国际原油价格显著反弹以及基数效应减弱将推高美国整体 CPI 增速。

图11：美国CPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国PPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

除了能源供应收紧推高原油价格外，地缘冲突加剧叠加厄尔尼诺天气状况，或冲击全球粮食供应推升食品价格。7 月 17 日俄罗斯以与俄罗斯有关的不稳未得到履行为由宣布退出黑海粮食协定，地缘政治危机导致的谷物贸易受限将极大冲击全球粮食供给。在厄尔尼诺现象的影响下，印度水稻、食糖产量受损；作为世界最大的大米出口国，为保证国内粮食供应且稳定国内粮食价格，7 月 20 日印度决定禁止大部分大米出口。目前各大气象组织均预计厄尔尼诺天气现象可能在时隔 7 年之后再次出现，2023 年下半年至 2024 年上半年恶劣天气现象对农产品供应的扰动仍将成为潜在通胀驱动来源。

2023 年 7 月份美国整体 CPI 同比增长 3.2%，增速较 6 月份加快 0.2 个百分点，为 2022 年 7 月份以来首次；核心 CPI 同比增长 4.7%，增速较 6 月份回落 0.1 个

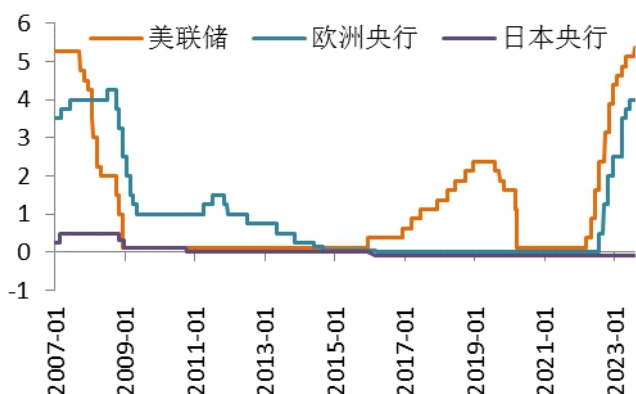
百分点，初步呈现出整体 CPI 企稳回升，核心 CPI 降速放缓态势，与我们预期基本一致。环比来看食品与住房租金 CPI 显著加速，能源 CPI 连续两个月环比回升，但近期原油价格大幅反弹尚未完全体现在 CPI 数据当中。7 月份美国整体 PPI 同比增长 0.8%，增速较 6 月份加快 0.5 个百分点，为 2022 年 7 月份以来首次；其中商品 PPI 跌幅显著收窄，服务 PPI 增速掉头回升。考虑到内需旺盛情况下价格传导更加顺畅，PPI 增速回升对 CPI 起到推动作用。

2.3 美联储 High for Longer

8 月 16 日美联储公布了 7 月 26 日议息会议纪要，纪要显示美联储官员对是否加息的决定出现小幅分歧，18 位参会的美联储官员中大部分支持 7 月加息，但有 2 位倾向于 7 月暂停加息(非投票官员)。纪要还显示，绝大多数美联储官员认为通胀存在向上风险，但也注意到部分价格回落的迹象，因此未来美联储货币政策路径仍然将以数据依赖的方式进行，未来数月的经济数据将反映价格回落的趋势以及就业市场供需是否会达到更加平衡的状态。

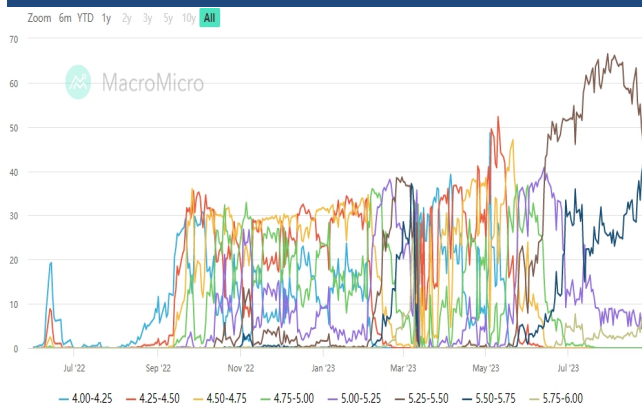
8 月 25 日美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会上发表讲话，鲍威尔指出迄今为止美国通胀的下降主要是供需缓解推动商品价格回落，住房租金可能要开始下降，但就业市场紧张使得非住房服务价格偏高；要使得通胀增速持续回落到 2%，预计需要一段时间的经济增长低于趋势水平以及劳动力市场状况的一定程度的疲软，但目前超预期的经济增长与就业市场韧性可能使得通胀面临进一步上升的风险；美联储将继续努力实现 2% 通胀目标，为此可能需要进一步加息，但所有政策行动都将取决于数据而且美联储会更加谨慎。

图13：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：2023年底联邦基金利率预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

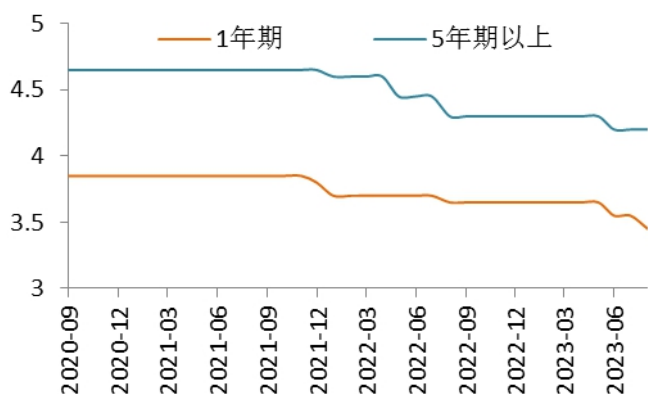
我们认为美联储货币政策已经进入限制性区间，2023 年下半年美国经济增长动能将因美联储紧缩货币政策累积滞后效应的继续起效、银行信贷条件的收紧以

及房地产市场 B 浪反弹的结束而再次走弱；但美国政府积极财政政策、地缘政治因素推动的产业链重组、居民部门的稳健资产负债状况和超额储蓄，将继续为美国经济提供底部支撑，而房地产价格显著回升带来核心服务业价格压力、厄尔尼诺与供应收紧推高能源食品价格、就业市场结构性紧俏带来薪资-物价螺旋式上升风险，2023 年下半年美国整体通胀压力趋于上升且核心通胀缓解速度放缓，美国经济将再次进入滞胀格局。这种情况下美联储政策利率将在更高水平保持更长时间，目前市场正在重新定价这一可能性，联邦基金利率期货价格显示 2023 年四季度美联储再度加息的概率上升到 48%，而 2024 年底政策利率区间主流预期也上升到 4.25-4.5%。

为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，8 月 15 日央行开展 2040 亿元公开市场逆回购操作和 4010 亿元 1 年期中期借贷便利 MLF 操作，其中逆回购中标利率为 1.8%，较前一天下降 10BP；MLF 中标利率为 2.5%，较前值下降 15BP。同日，人民银行下调常备借贷便利利率，各期限均下调 10 个基点。6 月 15 日 1 年期 MLF 中标利率已经下调 10BP，两个月内连续降息两次的情况只有在 2020 年初新冠疫情爆发时出现过。根据以往经验，8 月 20 日最惠贷款利率 LPR 大概率不对称下调。

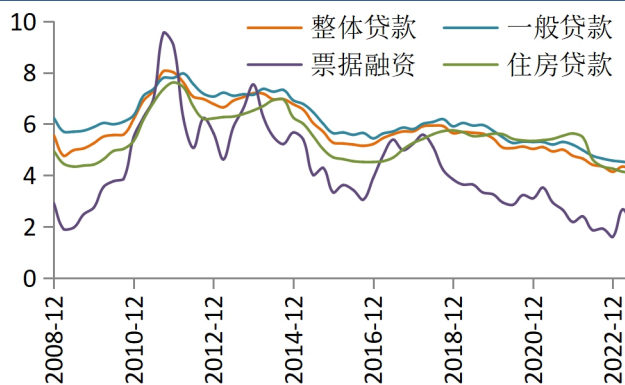
8 月 17 日中国央行发布《2023 年二季度货币政策执行报告》，报告提到要增强信贷总量增长的可持续性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险；统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。2023 年二季度金融机构一般贷款平均利率较一季度下降 5BP 至 4.48%，企业贷款平均利率持稳于一季度的 3.95%，居民住房贷款平均利率较一季度回落 3BP 至 4.11%。

图15：中国贷款市场报价利率LPR



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：中国金融机构平均贷款利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

8月20日1年期LPR调降10BP至3.35%而5年期以上LPR保持在4.2%，利差回升到75BP但依然高于2022年一季度的90BP。本次央行没有如市场预期的那样下调5年期以上LPR，其一是因为目前房贷利率底部名存实亡，各地可以根据房地产调控政策自行对首套房贷利率进行调整，因此5年期以上LPR对房贷利率的约束性不大；其二是呵护银行息差空间并助力地方债务风险化解，在中央层面加杠杆力度存疑的情况下，银行体系是地方债务风险转移的主要承接方，保持适当的息差空间以及合理利润是推动银行体系参与第四轮地方债务风险化解的必要条件。据各地媒体报道，过去两个月各地方政府已上报建制县隐性债务风险化解试点方案，目前监管部门已初步批复方案及额度，总额约1.5万亿元的特殊再融资债券或在下半年重启发行，央行创设应急流动性管理工具SPV给予支持。

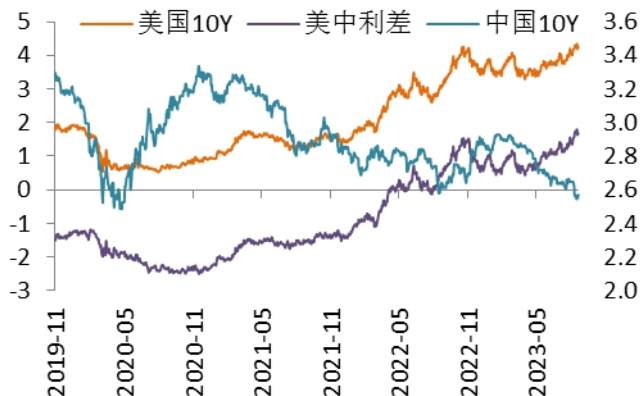
三、资产市场分析

2022年11月份至2023年4月上旬，美国通胀压力持续放缓，美联储紧缩引发美国经济衰退预期，3月份银行业危机爆发后衰退预期达到高峰，通胀预期与实际利率双双下降使得美国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，加上日本央行调整收益率控制政策以及美国财政部超预期发债等扰动因素，就使得美债10年期利率回升到4.34%，小幅超越2022年高点。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，从而从美联储紧缩与银行信贷收紧两方面施压经济约束。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为3.3-4.3%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3.3-4.3%区间的下沿。

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，8月21日中国10年期国债利率回落到2.54%，略低于2022年经济形势最悲观时期的2.58%；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政策，6月份至今决策层实施降息、刺激内需、进一步支持房地产以及化解地方政府债务风险等系列措施，虽然这些措施的起效需要时间。我们认为中国经济疫后复苏最强劲时点已经过去，但中美博弈背景下决策层也会推出各种措

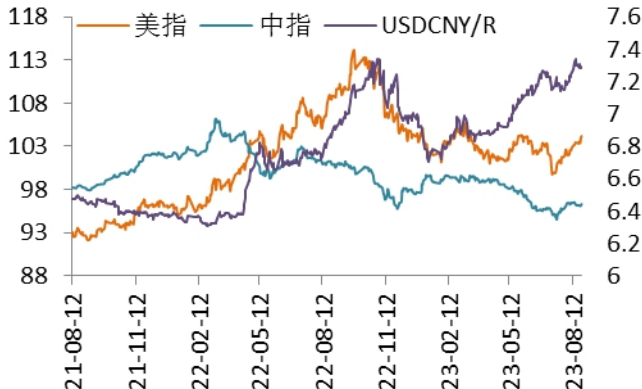
施以维持经济增速在合理水平，因此年内国债利率下行空间或相对有限；下半年中国 10 年期国债利率核心波动中枢为 2.45-2.65%，关注经济刺激政策以及经济复苏力度。

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



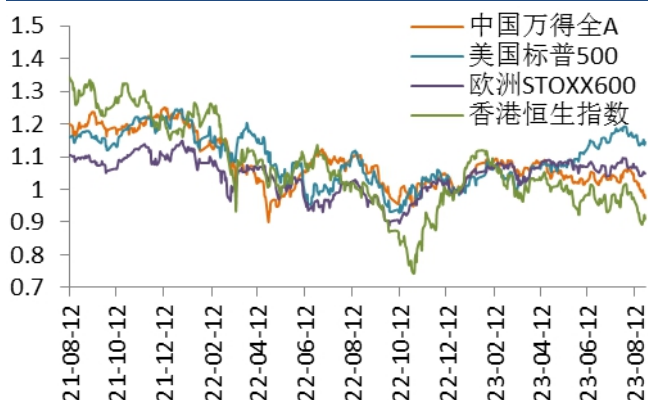
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

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；但数据显示美国经济增长与就业市场极具韧性，欧洲经济对于高利率的适应性明显不如美国，日本央行虽然再次调整收益率控制政策但仍不情愿收紧货币政策立场，新一轮经济刺激措施难以推动中国经济显著回暖，利差优势、经济比较优势以及海外避险需求推动美元指数重新回升到 104 附近。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，美元指数短期内或在多因素推动下继续回升到 106 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。虽然中国推出新一轮经济刺激措施，但内外中长期负面因素抑制下中国经济尚未出现显著回暖，人民币汇率指数有见底迹象但基础尚不牢固，人民币对美元汇率短期内仍偏弱运行。

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 月中旬至 3 月中旬受美欧银行业危机影响而偏弱调整；3 月下旬至 7 月份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，陆港股市持续受到国内外中长期负面因素以及中国经济复苏动能减弱的抑制而走弱；8 月份欧美股市受美联储政策利率路径预期上移和美债利率显著上升影响而偏弱调整，中美利差扩大以及外资流出则持续困扰陆港股市。截止 8 月底年内中

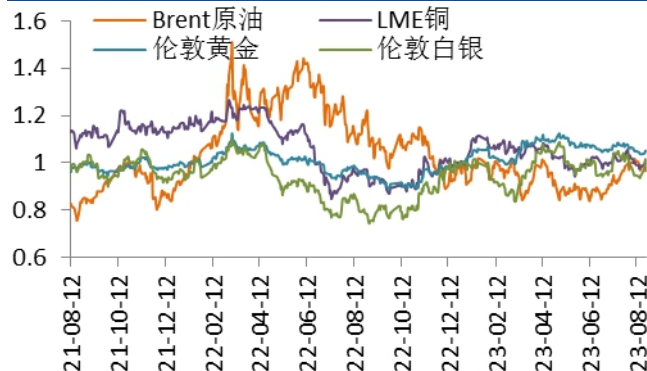
国万得全 A 指数和香港恒生指数分别下跌 2%和 9.2%，美国标普 500 指数和欧洲 STOXX600 指数分别上涨 14.7%和 6.2%。我们判断在中美博弈白热化以及欧美央行仍在紧缩进程背景之下，中国经济难有显著复苏动能；而经济和通胀韧性迫使美联储开启二次加息进程，货币政策立场的持续收紧以及 AI 炒作热潮的降温很可能在秋冬之交推动美股出现较大幅度调整，届时包括中国股市在内的全球股市也将受到风险偏好的情绪传染影响。但在全球股市新一轮调整过后，美联储降息预期的加强以及中国刺激政策的起效将推动全球股市联袂回升。

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

国内外结构性负面因素以及地缘政治博弈因素使得中国决策层在持续加大经济刺激力度的同时也尽力维护金融资产估值水平，另一方面扩张性财政政策以及

地缘政治格局变迁使得美国经济就业呈现出较强韧性，这意味着美联储或需要进一步加息以抑制潜在通胀压力，中外利差施压人民币汇率进而抑制国内经济复苏力度与金融市场表现。我们预计三季度美国经济处于小型滞胀格局，美股表现受到抑制，大宗商品推高通胀，美债利率或阶段性冲高；政策刺激中国股市反弹但空间相对有限，中债利率暂无显著上行压力，建议超配工业商品而标配股债，提防四季度美国经济软着陆与美股中级调整对全球金融市场的溢出影响。

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，利率债对国内外负面因素的避险需求继续存在；
	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并呵护金融资产估值水平，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，原油市场供需缺口放大；
	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			中国经济刺激力度，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>