

**2023年2季度宏观经济展望**

# 内外周期错位，A股资产占优， 商品表现分化

2023年4月14日

魏莹 宏观&工业金属品种联系人

联系方式 17717062790

期货从业资格编号：F3039424

期货投资咨询资格编号：Z0014895



经济周期	2004												2005												2006												2007												2008											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国																									衰退			复苏						过热						滞涨						衰退														
美国	过热						滞涨												过热			衰退						滞涨						衰退																										
库存周期	2009												2010												2011												2012												2013											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	衰退			复苏						过热			滞涨			衰退						复苏						衰退			复苏		过热																											
美国	衰退				复苏		过热								滞涨				衰退						滞涨		过热																																	
库存周期	2014												2015												2016												2017												2018											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	过热				衰退								滞涨		过热						滞涨		衰退																																					
美国	过热						衰退						滞涨				过热		滞涨		衰退																																							
库存周期	2019												2020												2021												2022												2023											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	衰退						复苏						过热		滞涨						衰退				复苏																																			
美国	衰退						复苏		过热						滞涨				衰退																																									

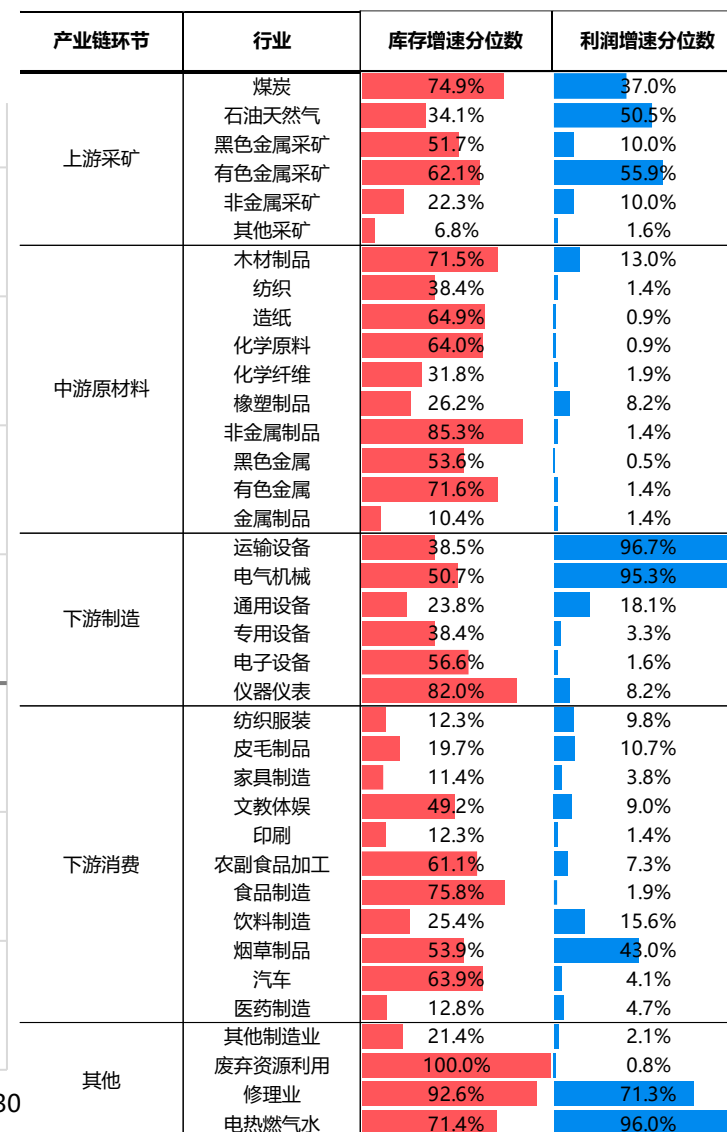
(1) 衰退: 经济指标下行, 通胀指标下行; (2) 复苏: 经济指标上行, 通胀指标下行; (3) 过热: 经济指标上行, 通胀指标上行; (4) 滞胀: 经济指标下行, 通胀指标上行。

▣ 2023年2季度，国内库存周期整体有望从主动去库转向被动去库，海外库存周期大概率将延续主动去库趋势。

库存周期	2004												2005												2006												2007												2008											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	被动补库												主动去库			被动去库						主动补库						被动补库												主动去库																				
美国	被动去库	主动补库										主动去库						被动补库						被动去库						被动补库						主动去库																								
库存周期	2009												2010												2011												2012												2013											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	主动去库	被动去库						主动补库			被动补库						主动去库			被动去库						主动去库			被动补库																															
美国	主动去库			被动去库			主动补库						被动补库			主动补库						主动去库						被动去库						被动补库																										
库存周期	2014												2015												2016												2017												2018											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	被动补库								主动去库				被动去库						主动补库						被动补库						主动去库																													
美国	主动补库						主动去库						被动去库						主动补库						被动补库						被动补库																													
库存周期	2019												2020												2021												2022												2023											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	主动去库								被动补库		主动补库	被动去库			主动补库			被动补库						主动去库						被动去库		主动补库																												
美国	被动补库				被动去库		主动去库				被动去库		主动补库						被动补库						主动去库																																			

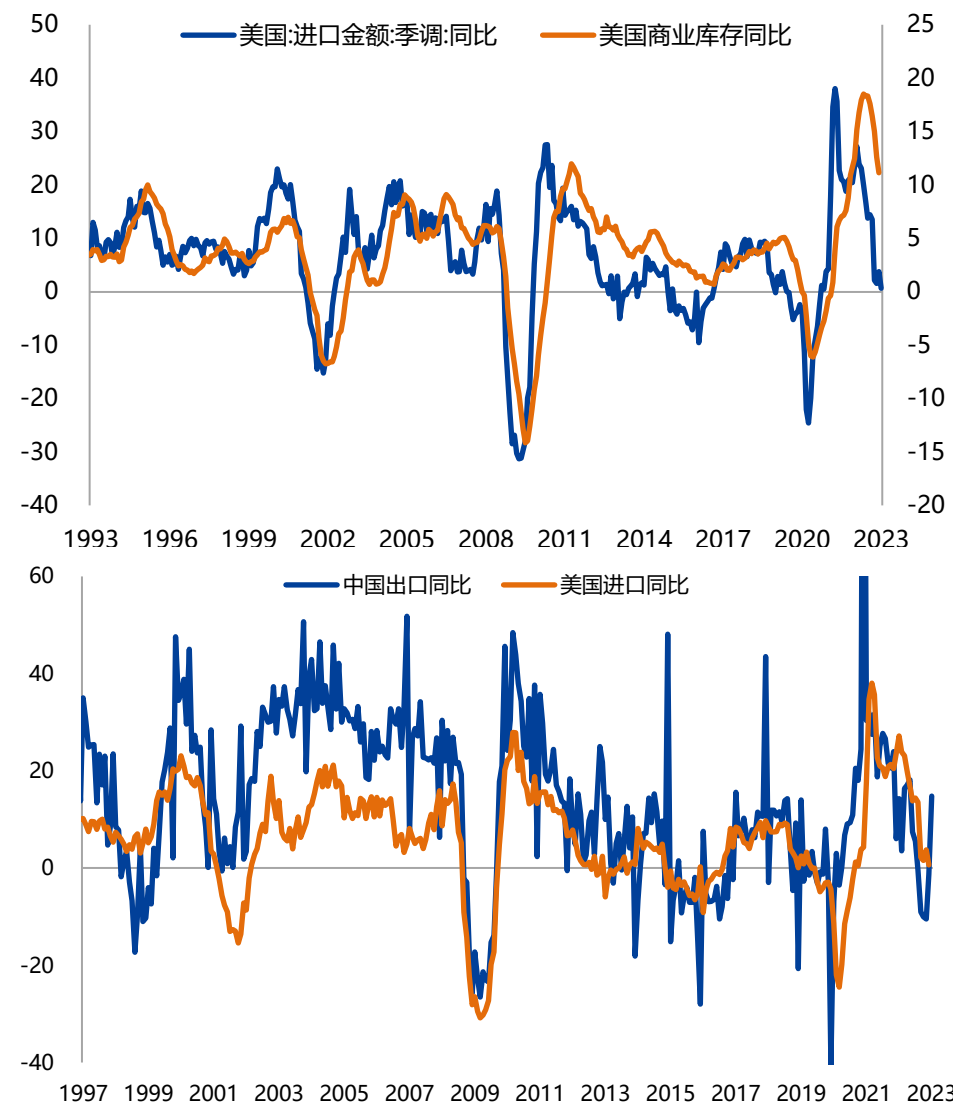
库存周期划分：国内采用工业企业产成品库存增速与工业企业利润增速来划分，美国采用商业库存增速与商业销售额增速划分，均未剔除价格因素。

(1) 被动去库：利润/销售增速上行，库存增速下行，(2) 主动补库：利润/销售增速上行，库存增速上行，(3) 被动补库，利润/销售增速下行，库存增速上行，(4) 主动去库：利润/销售增速下行，库存增速下行。



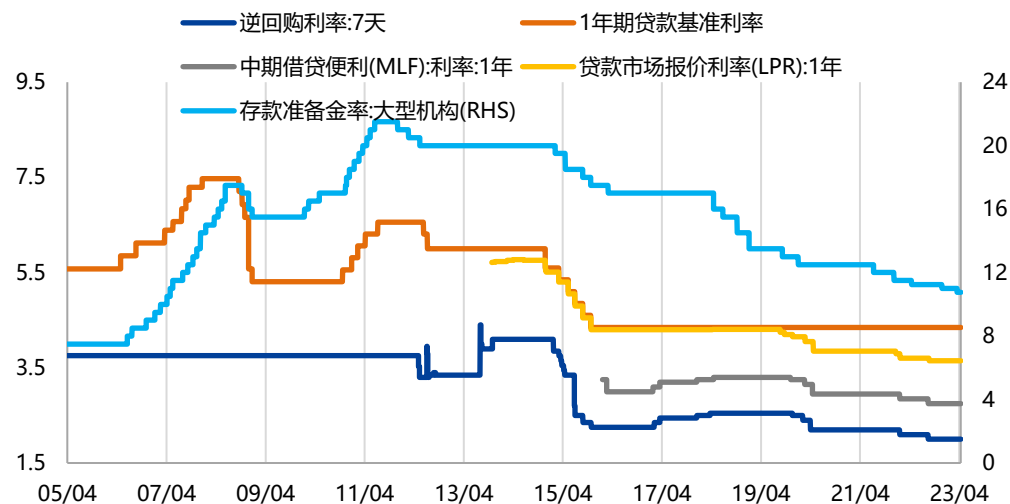
## 库存结构：美国

美国库存	当月增速历史分位数 (2000年至2022年5月)	美国库存	当月增速历史分位数 (2000年至2022年6月)
<b>批发商库存</b>	<b>93.9%</b>	其他	93.5%
<b>耐用品</b>	<b>95.3%</b>	<b>制造商库存</b>	<b>62.9%</b>
汽车及零部件	98.2%	<b>耐用品</b>	<b>64.7%</b>
家具	90.6%	<b>木制品</b>	<b>34.5%</b>
<b>木材</b>	<b>39.7%</b>	非金属制品	90.3%
专业和商业设备	61.4%	<b>初级金属</b>	<b>42.8%</b>
<b>电脑和外设</b>	<b>15.2%</b>	<b>钢铁</b>	<b>39.2%</b>
<b>金属</b>	<b>39.7%</b>	<b>有色金属</b>	<b>49.3%</b>
电子产品	94.9%	<b>加工金属</b>	<b>39.2%</b>
加热设备	94.6%	机械制品	88.1%
机械	100.0%	电子产品	67.6%
杂项	75.5%	电气设备	79.5%
<b>非耐用品</b>	<b>85.6%</b>	<b>运输设备</b>	<b>42.1%</b>
纸制品	69.7%	<b>汽车</b>	<b>39.9%</b>
药品	82.7%	<b>汽车零部件</b>	<b>47.5%</b>
服饰	96.8%	家具	75.2%
食品	81.9%	其他	67.3%
<b>农产品</b>	<b>18.1%</b>	<b>非耐用品</b>	<b>54.3%</b>
化学制品	75.8%	食品	69.1%
石油制品	67.5%	<b>饮料和烟草</b>	<b>46.8%</b>
酒类	97.1%	纺织厂	86.7%
杂项	76.5%	<b>纺织产品</b>	<b>38.5%</b>
<b>零售商库存</b>	<b>96.4%</b>	服饰	97.1%
机动车辆和零部件	98.2%	皮革及相关产品	97.1%
家具、家电等	78.0%	纸制品	69.4%
建筑材料	84.8%	印刷产品	70.9%
食品饮料	98.9%	<b>化学产品</b>	<b>39.2%</b>
服装	96.0%	<b>橡塑制品</b>	<b>53.6%</b>
百货公司	75.5%	<b>其他</b>	<b>44.2%</b>

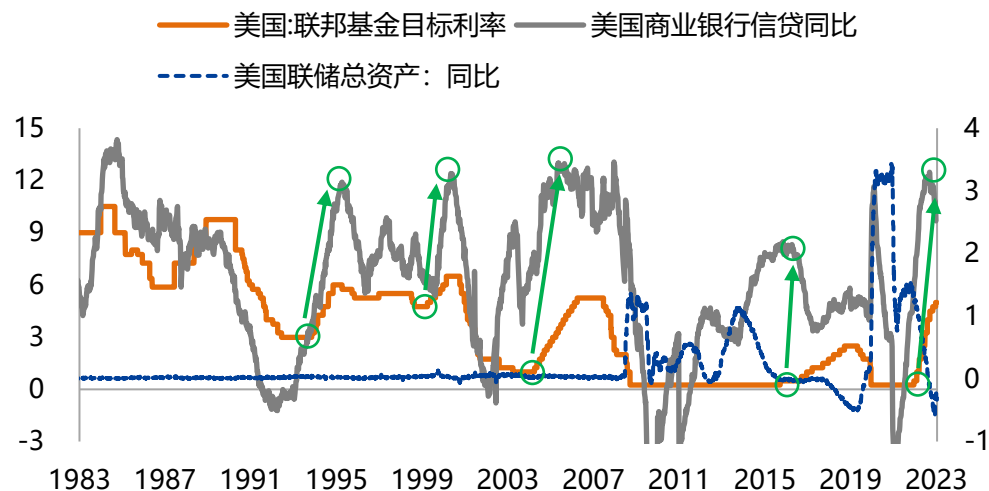


# 信用周期：中国经济温和增长，美国不进一步紧缩

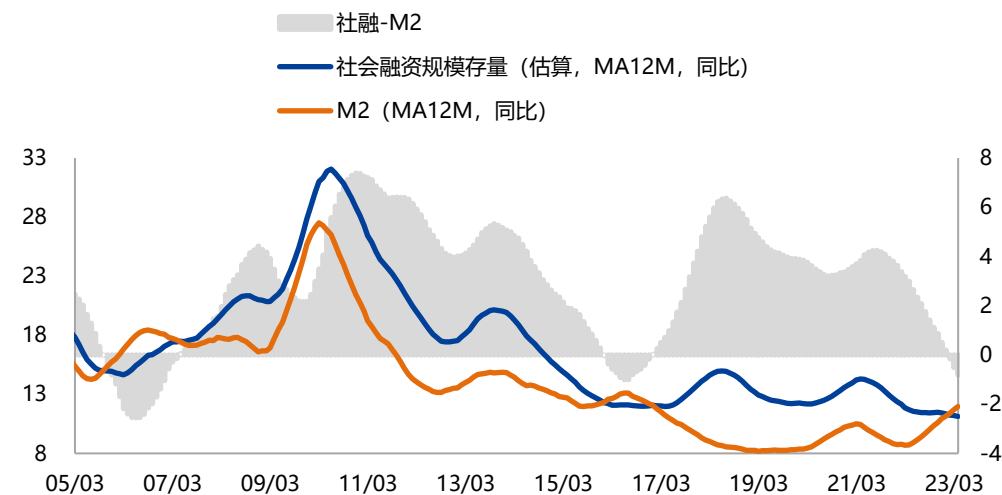
## 中国货币总量政策保持克制



## 美国信用紧缩滞后于加息



## 中国宽信用逐步推进



## 美国M2同比增速已转负，但商业银行贷款同比增速仍处于高位



### □ 中国：稳货币+宽信用

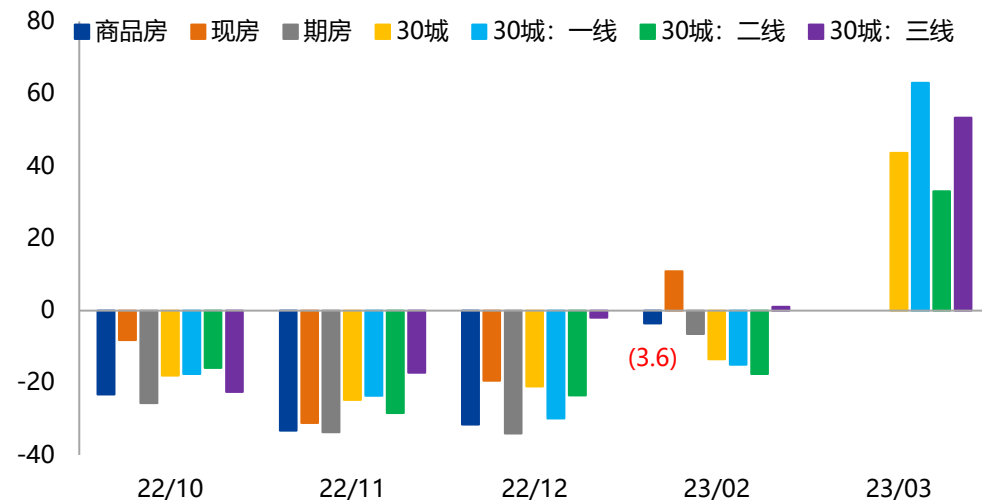
### □ 美国：紧/稳货币+紧信用

对比历史，本轮美国货币收缩和信用收缩延迟与背离程度较高，客观反映了此前美国需求强劲、通胀韧性、部分美国银行需求依然强劲等事实。M2率先下行，但主要驱动是对政府债的快速回落，非金融部分信贷增速回落较慢，私人信贷保持韧性，也侧面印证了上述事实。

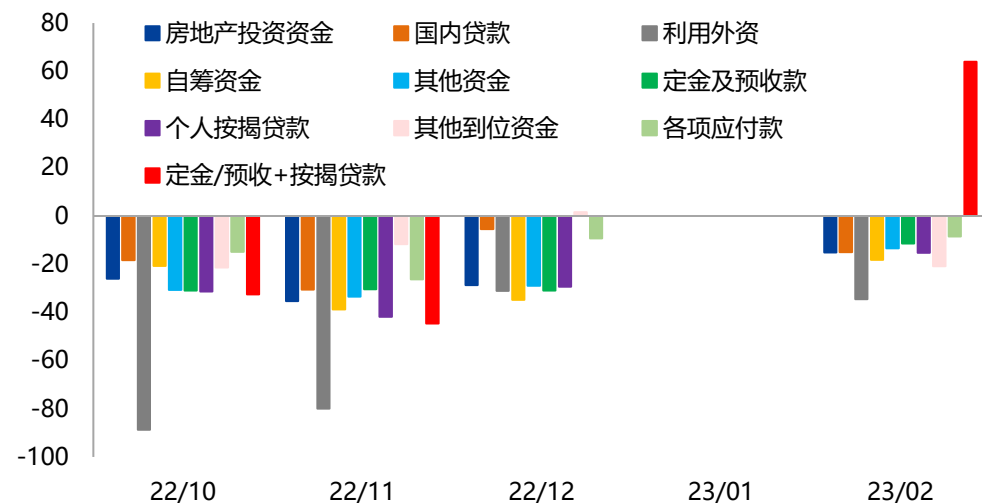
2023年1季度，商业银行信贷开启紧缩，期间银行风险的暴露加速了货币紧缩向信用紧缩的传导。硅谷银行事件爆发后，美国商业银行存款发生了两拨转移，第一波，由小银行转至大银行，第二波则由商业银行转向回报率和安全性更高的货币市场基金。3月份美国商业银行存款流出规模达3800亿美元（大银行1400亿美元，小银行2400亿美元）。

□ 紧信用将抑制需求，加大衰退压力，但也有助于压降通胀，尾部风险在于“薄弱环节”信用风险的爆发。

房地产销售修复超预期



房地产投资到位资金 (分项)



房地产库存压力较大

定义	狭义库存	广义库存
	待售面积/现房销售面积 (12个月移动平均)	$\Sigma$ (当月新开工*0.9-当月销售) / 当月销售 (12个月移动平均)
库存对象	住宅	住宅
单位	月	月
2023年2月	19.8	44.7
2015年峰值	20.3	41.3

2023年房地产投资对经济拖累减弱

单位: %	投资	购地面积	新开工	施工	竣工	销售面积
2010	33.2	28.4	40.7	26.6	4.5	10.1
2011	27.9	2.6	16.2	25.3	13.3	4.9
2012	16.2	-19.5	-7.3	13.2	7.3	1.8
2013	19.8	8.8	13.5	16.1	2	17.3
2014	10.5	-14	-10.7	9.2	5.9	-7.6
2015	1	-31.7	-14	1.3	-6.9	6.5
2016	6.9	-3.4	8.1	3.2	6.1	22.5
2017	7	15.8	7	3	-4.4	7.7
2018	9.5	14.2	17.2	5.2	-7.8	1.3
2019	9.9	-11.4	8.5	8.7	2.6	-0.1
2020	7	-1.1	-1.2	3.7	-4.9	2.6
2021	4.4	-15.5	-11.4	5.2	11.2	1.9
2022	-10	-53.4	-39.4	-7.2	-15	-24.3
2023E	-3.3	-10	-5	-5	9	1

## □ 销售：积压需求释放助推修复

□ 1-2月份，房地产销售明显回暖（与居民购房意愿/房价预期调查、居民中长期贷款等指标可相互印证），其中现房销售强于期房销售，三线城市表现强于一二线城市，央、国企开发商销售恢复好于民营房企。

□ 积压购房需求的释放：（1）过去两年就地过年导致返乡置业需求被搁置；（2）2022年四季度疫情，导致一部分购房需求被延迟；（3）2022年三季度房地产行业烂尾风波，期房交付风险发酵，而2016年以来，期房销售占房屋销售比例超80%，居民购房意愿下降，刚需也出现延迟；（4）2023年-2030年期间，我国居民住宅需求中枢大约为12万亿平方米。

## □ 竣工：“保交楼”政策推进，修复预期强

□ 2016年-2022年，累计期房销售与竣工剪刀差为28亿平方米，累计新开工与竣工剪刀差则高达65亿平方米。

□ 根据奥维云网数据显示，2022年精装修楼盘计划交付3162个项目，但延期交付比例达到1/3，最终实际交付2162个，2023年计划交付精装修楼盘3270个，加上2022年延期项目，预计交付量将达到4270个。

□ 克而瑞监测到的截止2022年底，32个重点城市已停工延期交付的项目多达290个，尚未交付的套数达407956个，尚未交付的面积达4532万平米。截止到2022年底，统计到的这些停工延期交付的项目中，全面复工项目62个（21%），部分复工86个（30%），间歇式、小范围复工16个（6%），继续停工的达到126个（43%）。

## □ 拿地+开工：预期修复较慢

□ 住宅、土地库存压力依然存在，压制房企加杠杆意愿。

□ 房企资金压力尚未完全化解，房企加杠杆能力仍受限。

国内经济温和复苏，基建投资托底作用暂难退出。

根据政府财政支出计划，预计2023年基建投资增速将达到9.4%左右，较2022年基建投资增速小幅回落，并延续发力前置的特征，其中1季度基建投资增速将达到12%以上。

2023年财政收支

预算：亿元	2022年	2023年	收支平衡来源	2022年	2023年
公共预算赤字	33,700	38,800	国债	26,500	31,600
			地方政府一般债	7,200	7,200
其他公共预算赤字 (结转结余及调入资金)	23,285	19,030	地方财政调入及使用结转 结余资金	10,620	11,780
			中央预算稳定调节基金调入	2,765	1,500
			中央政府性基金和国有资本 经营预算调入资金	9,900	5,750
政府性基金赤字	40,355	39,793	地方政府债	36,500	38,000
			结转结余/其余资金补充	12,000	6,793
			调入一般公共预算	-8,000	-5,000
国有资本经营预算盈余	1,608	1,890	调入一般公共预算	1,608	2,165
社保基金盈余	7,861	11,348	使用财政体系内资金（不 含调入）	35,285	25,823
四本账预算总赤字	87,871	84,385	发行政府债券融资	70,200	76,800

2023年基建投资有望同比增长9.4%

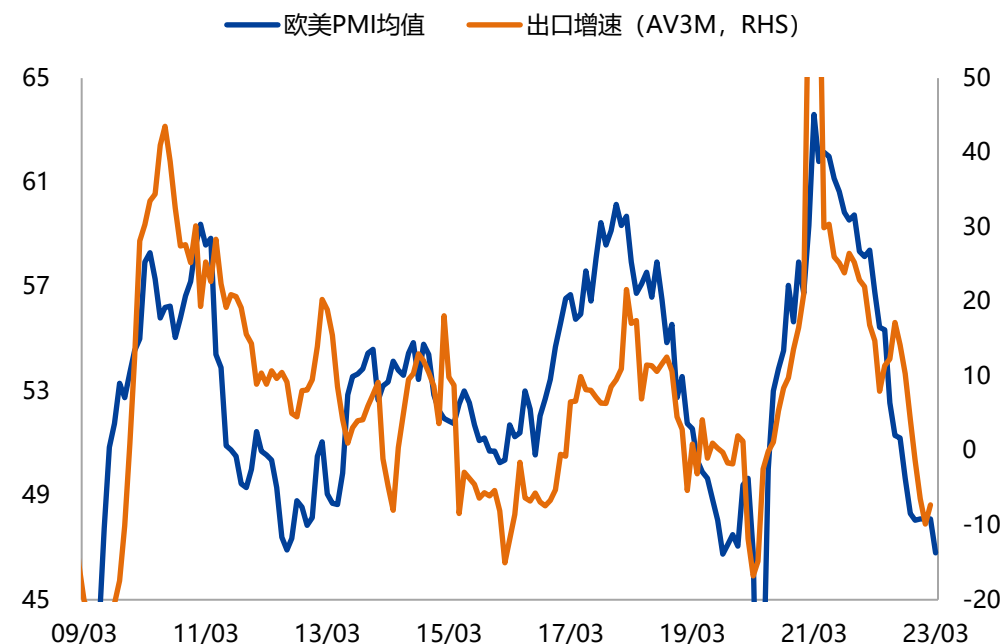
资金来源	2022年	基建增量资金	2023年	基建增量资金
一般公共预算资金	• 一般公共预算支出规模26.06万亿，同比增长5.8% • 年初预算数未26.71万亿，同比增长8.4%。 • 公共财政支出中12.5%投向基建	1,786	• 一般公共预算支出规模27.51万亿，同比增长5.6% • 公共财政支出中12.5%投向基建，与2022年保持一致	1,815
土地出让金	• 土地出让金收入6.68万亿，同比下降20.6% • 土地出让金支出中12%投向基建	-2,424	• 土地出让金收入6.02万亿，同比下降10% • 土地出让金支出中12%投向基建，与2022年保持一致	-802
地方政府专项债	• 3.65万亿+0.5万亿（结余限额）+1万亿（2021年后置） • 62%投向基建	15,500	• 3.8万亿 • 62%投向基建	-8,370
增量政策工具	• 新增政策性金融工具7400亿元 • 用作项目资本金比例100%，资本金比例10%	7,444	• 2022年政策性金融工具撬动资金规模影响延续 • 新增政策性金融工具3000亿元 • 用作项目资本金比例100%，资本金比例10%	17,219 10,000
增量资金合计		22,306		19,862
上年基建投资规模		188,654		210,387
基建投资同比		11.8%		9.4%

- 中美经济周期错位，内强外弱下，国内需求的复苏有利于对冲外需退坡的影响，制造业终端表现分化。
- 2022年政策退坡，叠加库存压力较大，1-2月汽车产量明显下滑。
- 地产前端投资延续负增长，工程机械销量也多数负增长，但地产销售已同比转为正增长，家电内销表现强劲。
- 出口依赖度高的船舶，手持订单延续高增，装箱生产与出口已大幅下降。

警惕外需走弱对出口依赖度高的板块形成拖累

制造业		2020年 出口/产量 (销量)	2023年1-2月 产量 (销量) 同比	2023年1-2月 出口量同比	备注
汽车	汽车整车	3.8%	-14.4%	52.9%	产量
家电	空调	22.4%	13.8%	-6.5%	产量
	洗衣机	26.8%	20%	15.1%	产量
	冰箱	77.1%	10.6%	17.8%	产量
工程机械	挖掘机	10.6%	-20.4%	14.9%	销量
	叉车	22.7%	4.6%	14.4%	销量
	推土机	28.4%	/	/	销量
	装载机	18.8%	-5.3%	13.7%	销量
	起重机	4.6%	-10.3%	88.2%	销量
	平地机	61.9%	-9.5%	-9.2%	销量
	压路机	16.2%	6.5%	18.1%	销量
	摊铺机	3.6%	11.3%	163.6%	销量
	升降工作平台	17.6%	75.2%	41.1%	销量
	高空作业车	0.6%	-28.9%	14.3%	销量
	工程机械	18.3%	4.5%	17.4%	销量
船舶	造船	91.7%	16.1%	18.4%	手持订单
集装箱	集装箱	56.2%	-63.5%	65.9%	产量

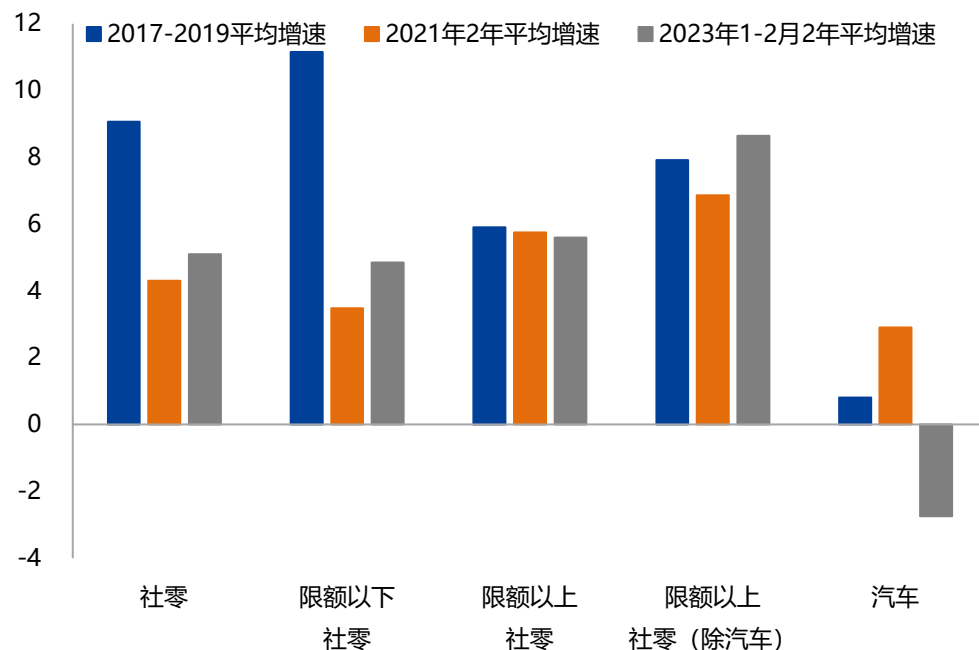
海外衰退拖累制造业出口需求



□ (1) 高端消费弹性大，但权重小 (37%) 对社零增速拉动作用有限； (2) 与线下消费场景直接相关的餐饮等消费复苏更为明显； (3) 刚需商品消费相对平稳； (4) 中低端消费 (家电音像、服装鞋帽、日用品等) 复苏幅度不大，与限额以下零售增速恢复缓慢相互印证； (5) 建材链条相关消费恢复较慢。展望全年，低基数下社零实现 8% 左右的增长不算困难，但在限额以上消费已大幅修复的情况下，未来消费复苏更主要的驱动在于限额以下消费的修复，而这更加更依赖就业、收入和信心的恢复，需要的时间也更长，因此消费修复最快的阶段已过去，修复的速度将有所放缓。

□ 1 季度居民储蓄倾向降低，但投资回补高于消费回补。

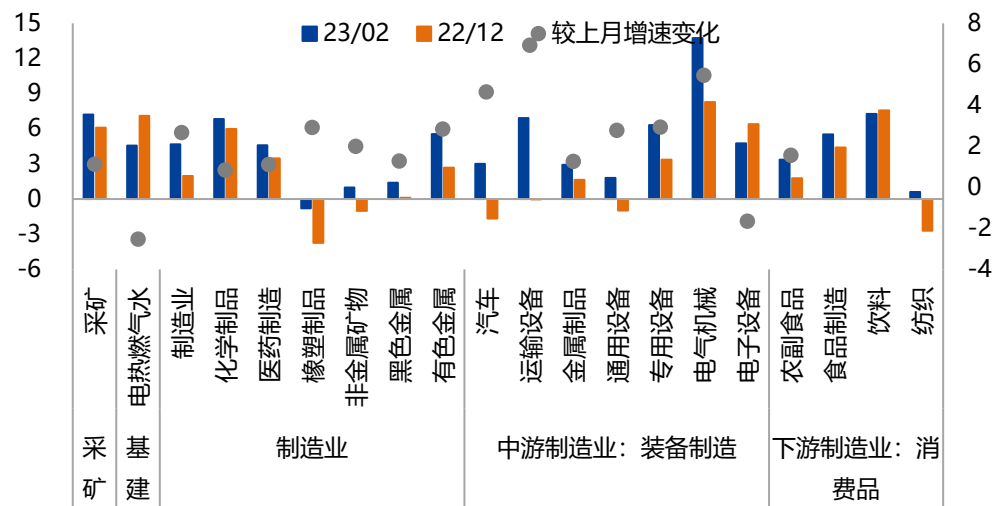
限额以下社零修复有限



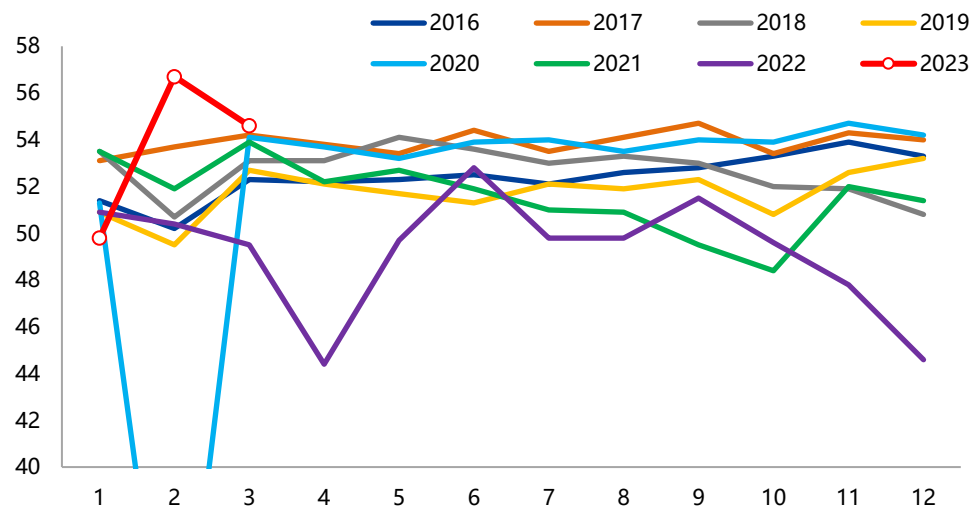
限额以上消费修复情况

限额以上消费		权重	2017-2019 平均增速①	2021 年 2 年平均增速②	2023 年 1-2 月 2 年平均增速③	③-②	③-①
必选消费	粮食	12.3	10.2	10.4	8.5	-1.9	-1.8
	饮料	1.8	9.9	17.2	8.3	-8.9	-1.6
	烟酒	3.9	7.6	13.3	9.9	-3.5	2.3
	服装鞋帽	8.9	6.2	3.1	5.1	2.1	-1.1
	日用品	4.6	11.9	11.0	7.3	-3.7	-4.6
	中西药品	4.0	10.3	8.9	13.4	4.6	3.1
可选消费	化妆品	2.3	11.9	11.8	5.4	-6.4	-6.5
	金银珠宝	2.4	4.5	12.6	12.7	0.1	8.2
	体育娱乐	0.6	7.0	15.2	1.3	-13.9	-5.7
	书报杂志	0.6	10.1	5.3	18.1	12.8	8.0
	办公用品	2.1	5.4	12.3	5.0	-7.3	-0.4
	通讯器材	3.6	9.1	13.8	-1.7	-15.5	-10.8
	石油制品	13.6	7.9	3.4	18.3	14.9	10.4
	汽车	23.4	0.8	2.9	-2.8	-5.7	-3.6
	家用电器和音像器材	4.5	7.9	3.1	5.4	2.3	-2.5
家用电器和音像器材	建材	0.9	7.1	8.8	2.7	-6.2	-4.4
	家具	0.8	9.3	3.8	-0.4	-4.2	-9.7
餐饮		7.0	7.0	4.8	10.2	5.4	3.2

1-2月工业增加值



制造业PMI：生产



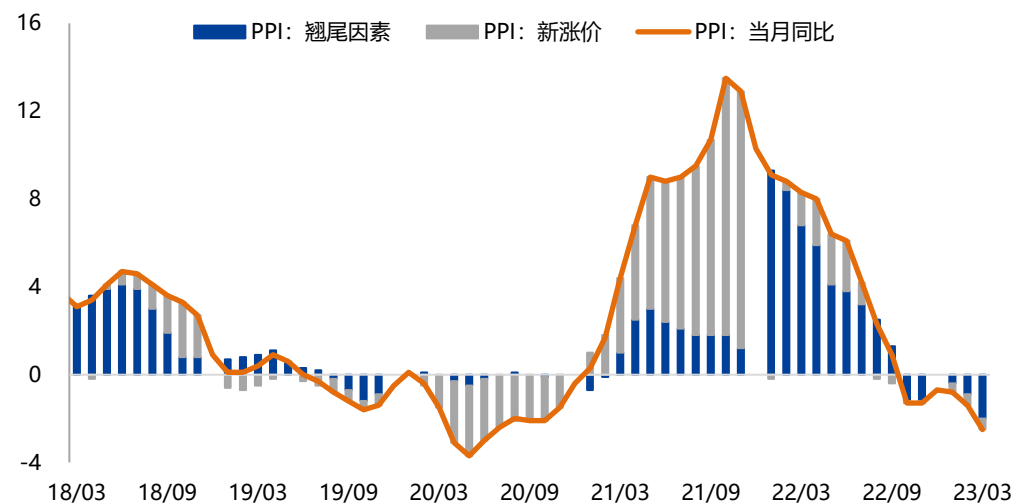
生产（高频生产相关指标）

高频生产指标					2022年Q1	2023年Q1	同比
工业生产	高炉产能利用率		钢联	周均值, %	80.2	85.9	5.7
	六大发电集团煤炭日耗		Ifind	日均值, 万吨	76.6	76.2	-0.6
建筑	基建	水泥出库量	钢联	周均值, 万吨	407.2	384.1	-5.7
		重交沥青开工率	钢联	周均值, %	28.2	30.0	1.8
	房建	玻璃出库量	隆众	周均值, 万吨	75.9	79.5	4.8
		水泥出库量	钢联	周均值, 万吨	407.2	384.1	-5.7
		混凝土发运量	钢联	周均值, 万m³	191.6	143.4	-25.2
		螺纹钢周度表观消费量	钢联	周均值, 万吨	222.6	235.1	5.6
主流贸易商建筑钢材成交量		钢联	日均值, 万吨	13.4	13.9	4.0	
制造业	汽车	全钢胎开工率	Ifind	周均值, %	43.9	55.5	11.5
		半钢胎开工率	Ifind	周均值, %	53.5	61.0	7.5
	服装	涤纶长丝开工率	Ifind	周均值, %	86.0	73.5	-12.5
		PTA开工率	Ifind	周均值, %	70.2	66.5	-3.7
		江浙织机开工率	Ifind	周均值, %	52.3	42.2	-10.1
	热卷周度表观消费量		钢联	周均值, 万吨	307.3	304.9	-0.8
中厚板周度表观消费量		钢联	周均值, 万吨	128.7	142.1	10.5	

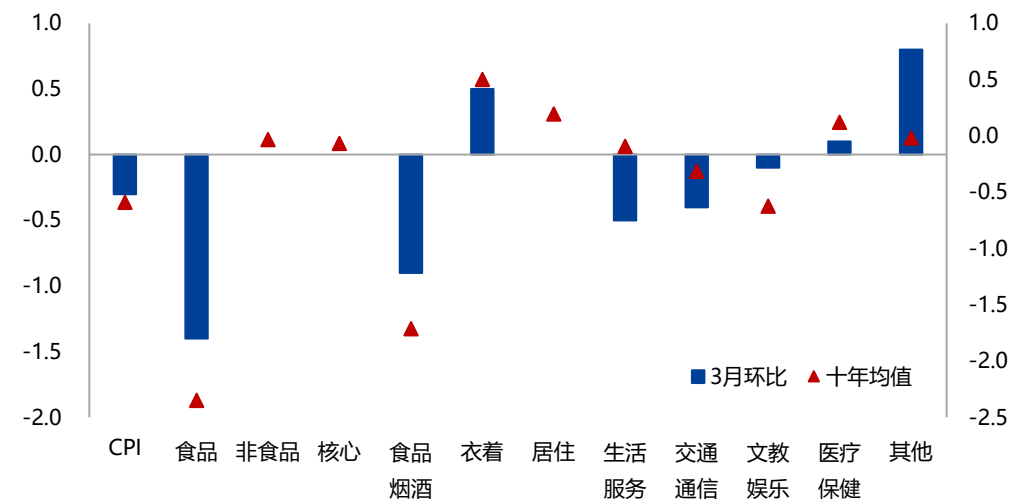
制造业PMI：生产-新订单



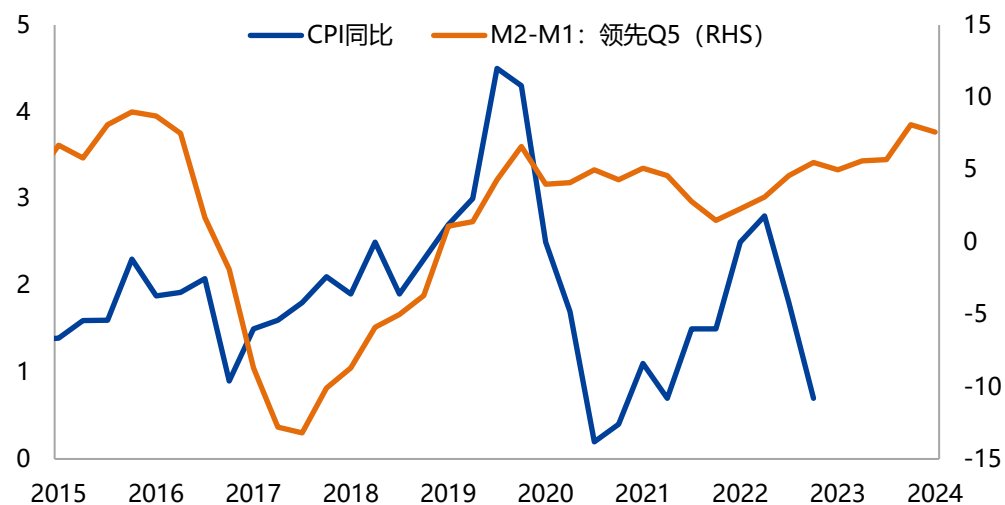
PPI同比降幅走阔主要由翘尾因素贡献



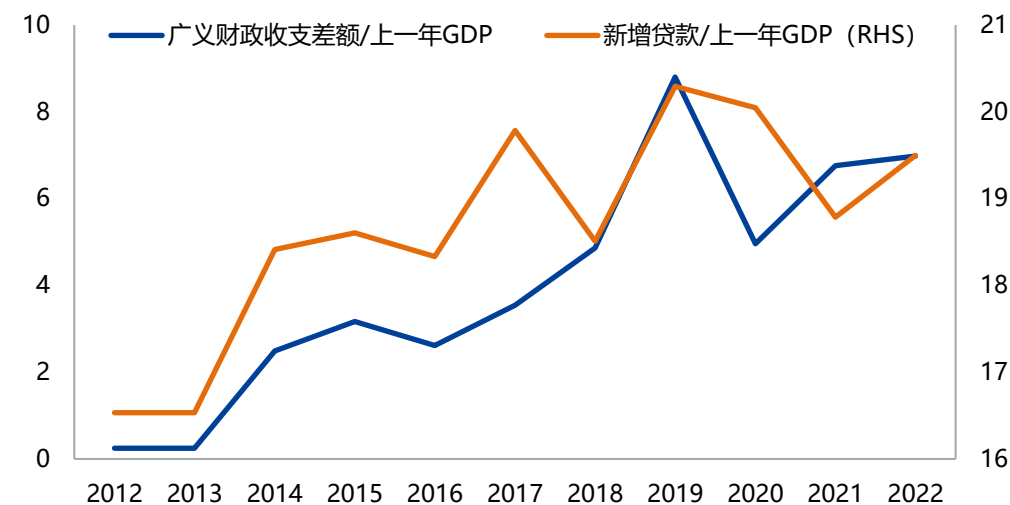
CPI环比好于季节性



货币供应充足，通胀中枢仍有抬升动力



2023年政策力度仍较大



- ❑ 物价水平下降不全面，也难以持续：代表内需的服务与金属价格环比上涨，同比改善，PPI环比连续2个月止跌，CPI环比好于季节性。
- ❑ （1）基数：翘尾因素对物价同比增速下行的贡献较高，去年3月俄乌冲突造成国际大宗涨价；
- ❑ （2）内外：油气开采与加工业PPI环比跌幅居前，但主要受海外供求影响，属于输入性因素，而国内基建、地产投资需求以及耐用品消费复苏直接相关的金属和建材价格在PPI环比涨幅中居前。
- ❑ （3）工业品消费价格因成本下降而放缓，服务价格受需求复苏而持续回暖。
- ❑ 预计二季度物价增速有望低位企稳，并逐步回升。

❑ 二季度经济复苏可能呈现分化特征：（1）复苏较为充分的“领域”，空间较小，斜率逐步走缓；（2）复苏尚不充分的“领域”，斜率也并不陡峭，4月也没有出现斜率“陡峭化”的迹象。

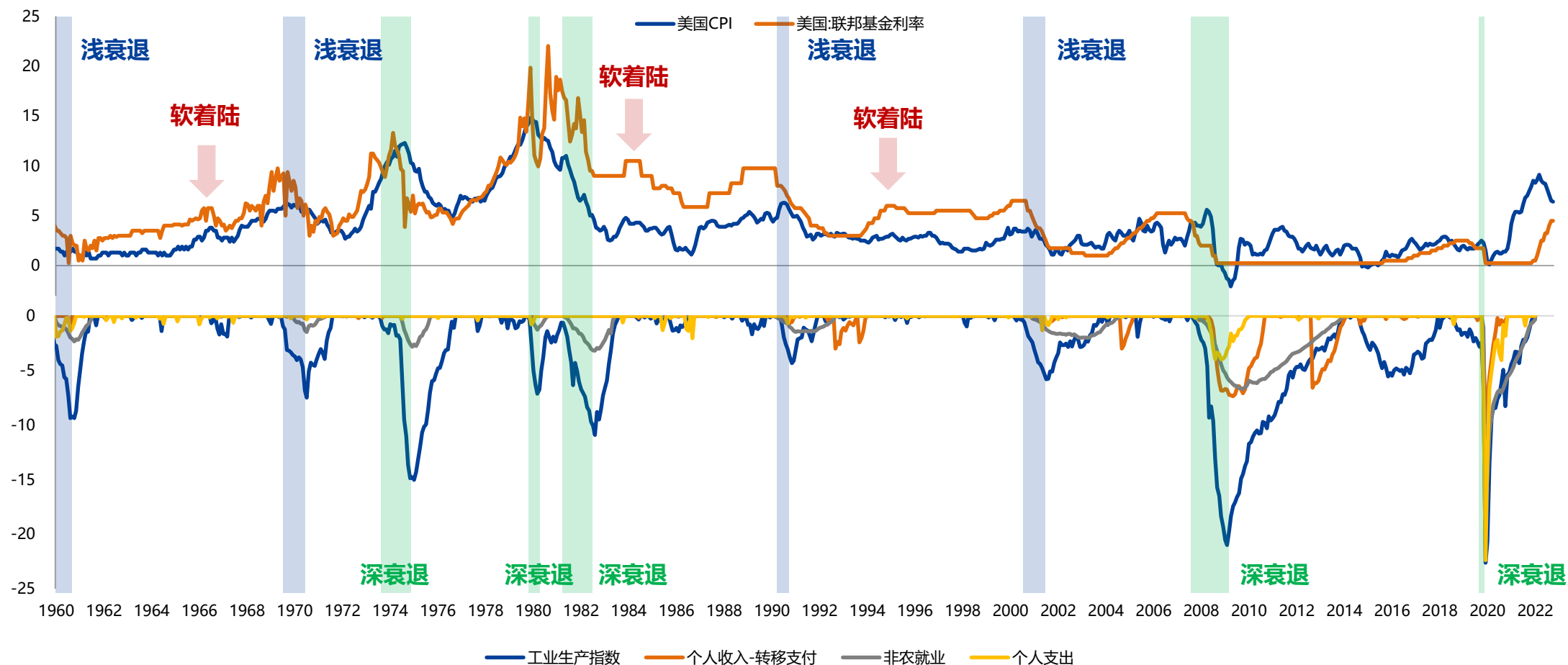
经济指标		2023年1-2月①/ *2023年1-3月①	2023年1-2月两 年平均②	2021年两年 平均③	2017-2019年 平均④	②-③	②-④	复苏进度	未来景气
社零	社零	3.5	5.1	4.3	9.1	0.8	-4.0	***	修复节奏放缓，结构分化
	限额以上	2.1	5.6	5.8	5.9	-0.2	-0.3	*****	限额以上消费修复较充分
	限额以下	4.3	4.9	3.5	11.1	1.4	-6.3	**	视就业改善情况而修复
	餐饮	10.2	10.2	4.8	7.0	5.4	3.2	*****	线下消费修复较充分
房地产	投资	-5.7	-1.0	5.7	8.8	-6.7	-9.8	**	前端投资修复较慢，后端投资高位持稳
	销售	-3.6	-6.6	2.3	3.0	-8.9	-9.6	****	高位企稳
	30城商品房销售*	5.9	-13.5	1.8	-8.6	-15.3	-4.9	****	高位企稳
	18城二手房销售*	84.9	24.9	-14.6	6.3	99.5	18.6	*****	高位企稳
	百城土地成交规划建面*	16.5	-10.0	-6.6	12.4	-3.5	-22.5	*	受限于资金问题，2季度仍缓慢修复
	新开工	-9.4	-10.8	-6.3	10.9	-4.5	-21.7	*	受限于资金问题，2季度仍缓慢修复
	施工	-4.4	-1.3	4.5	5.6	-5.8	-6.9	**	受限于资金问题，修复进度慢于竣工，快于开工
	竣工	8.0	-0.9	3.2	-3.2	-4.1	2.3	*****	保交楼政策效果逐步显现
	到位资金	-15.2	-16.5	6.2	7.4	-22.6	-23.9	*	资金压力依然存在，下半年有望迎来明显改善
基建	投资	12.2	10.4	1.8	2.8	8.6	7.6	*****	基建继续发挥托底作用，高位企稳
制造业	投资	8.1	14.5	5.7	3.5	8.9	11.0	*	工业企业盈利不佳，出口拖累，未来缓慢修复，且结构分化
出口		-6.8	4.7	16.6	4.7	-12.0	0.0	*	海外衰退，未来修复缓慢
工业增加值		2.4	5.0	6.2	4.9	-1.3	0.1	***	2-3月份加速回升，但工业企业盈利不佳，后续抬升将趋缓

□ 2023年1季度，国内经济或依然处于温和复苏阶段，从复苏持续性看，服务业 > 基建 > 房地产 > 制造业，国内库存周期可能进入主动去库向被动去库过渡。采用彭博市场一致性预测数据。

经济指标	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>经济活动</b>										
实际GDP (季度环比%)	-2.4	3.9	0	1.9	1.5	1.5	1.3	1.1	1.1	1.2
实际GDP (季度同比%)	0.4	3.9	2.9	3.4	7.3	4.9	5.8	5.2	5	4.9
固定资产投资 (同比%)	6.1	5.9	5.1	5.5	6.1	6	6.5	5.7	5.7	5.7
工业产值 (同比%)	0.6	4.8	2.8	2.7	7.1	5	6.2	5.5	4.6	4.4
零售销售额 (同比%)			-0.3	3.6	12.2	6.8	11.3	5.8	5.6	5.5
<b>价格指数</b>										
CPI (同比%)	2.2	2.7	1.8	1.8	2	2.2	2.7	2.7	2.3	2
生产者价格指数 (同比%)			-0.8	-1.1	-1.7	0.4	1.3	1.2	1	1.3
<b>劳动力市场</b>										
失业率 (%)				4.1	4.1	4.2	4.1	4.2	4.2	4.1
<b>国际收支平衡</b>										
经常账户 (占GDP%)	2.1	2.4	2.4	1	1.1	0.9	0.7	1	0.8	1.2
出口贸易 (同比%)			-5.4	-6.3	-5	-4	1.4	3	2.5	2.9
进口贸易 (同比%)			-5.6	-6	-1.5	2	4	3.5	3	3.1
<b>货币分类</b>										
货币供应 (M2, 同比%)			11.9	11.7	11.1	10.5	10.2	9.5	9.2	9.1
信用创造 (社融存量, 同比%)	11.8	11.5	10.5	10.6						
<b>利率</b>										
1年期最佳贷款 (%)	3.7	3.65	3.65	3.65	4.3	4.3	4.3	4.25	4.25	4.25
3个月利率 (%)	2	1.67	2.42	2.45	2.61	2.66	2.5	2.25	2.22	2.27
2年期债券 (%)	2.25	2.12	2.34	2.38	2.43	2.48	2.49	2.45	2.45	2.38
10年期债券 (%)	2.82	2.75	2.84	2.86	2.99	3.04	3.06	3.05	3.07	3.07

	鹰派情形	中性情形	鸽派情形	当前信号
加息终点	5-5.25%以上（区间）	5-5.25%（区间）	4.75-5%（区间）	3月加息25BP，联邦基金利率提高至4.75-5%
降息起点	2024年年中及以后	2023年底或2024年初	2023年4季度超常规降息	根据历史经验，1974年以来历次降息与末次加息之间平均间隔 <b>5个月</b> ，其中大通胀时期，降息与末次加息之间间隔 <b>仅1-2个月</b>
经济条件	失业率保持低位 通胀保持粘性	失业率小幅上升 通胀率稳步下行	进入衰退阶段 GDP等指标快速恶化	<b>经济先行指标：</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• OECD综合领先指标自<b>2021年5月见顶后连续回落，已连续11个月低于100</b></li><li>• PMI已<b>连续5个月低于50</b>，3月数据创新低</li><li>• 10Y-2Y国债收益率差，<b>自2022年7月开始倒挂至今</b>，目前倒挂超50BP</li></ul> <b>经济同步指标：</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• 2月新增非农31.1万，预期22.5万，前值50.4</li><li>• 2月失业率3.6%，预期3.4%，前值3.4%</li></ul> <b>通胀指标：</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• 美国房屋价格指标于2022年1季度见顶，该指标领先房屋租金12-15个月，预计<b>房屋租金将于2023年2季度见顶</b>，房租在美国通胀中权重占比1/3</li><li>• 油价回升，但在通胀中占比只有7%左右</li><li>• PCE、核心PCE等通胀指标已逐步回落</li></ul>
金融条件	金融系统危机 得到缓和或解决	金融系统危机未恶化 加速新信用周期到来	金融系统危机恶化 并向实体传导 加速紧信用周期到来	<b>金融系统危机更多是利率风险，而非信用风险</b> ，更过是流动性危机而非资产负债表危机；且大银行基本面好于小银行；美联储已重回“ <b>缩表</b> ” 美国M2增速与商业银行信贷增速出现较大剪刀差，信贷已见顶回落，本次流动性危机加速了美国信用紧缩周期的到来
美债	收益率震荡上行后回落	收益率缓慢回落 四季度加快下行	收益率快速下行	
美股	三大指数逐步回升	美股回升 年底纳指触底回升	美股熊市风险大增 衰退交易阶段性成为主流	
商品	市场定价较为充分		市场尚未充分定价	
A股	对资本市场的风险偏好影响较小		衰退程度存在分歧 商品、A股可能先跌后涨	

□ 1960年-2019年，美国共经历了12轮加息周期，其中只有3次加息伴随软着陆的发生，其余9次均伴随美国经济的衰退（NBER定义的严格经济衰退周期，含4次浅衰退和5次深衰退），仅从概率上讲，加息后实现软着陆的概率也只有25%，即使修正新冠引发的衰退，软着陆概率也只有1/3。



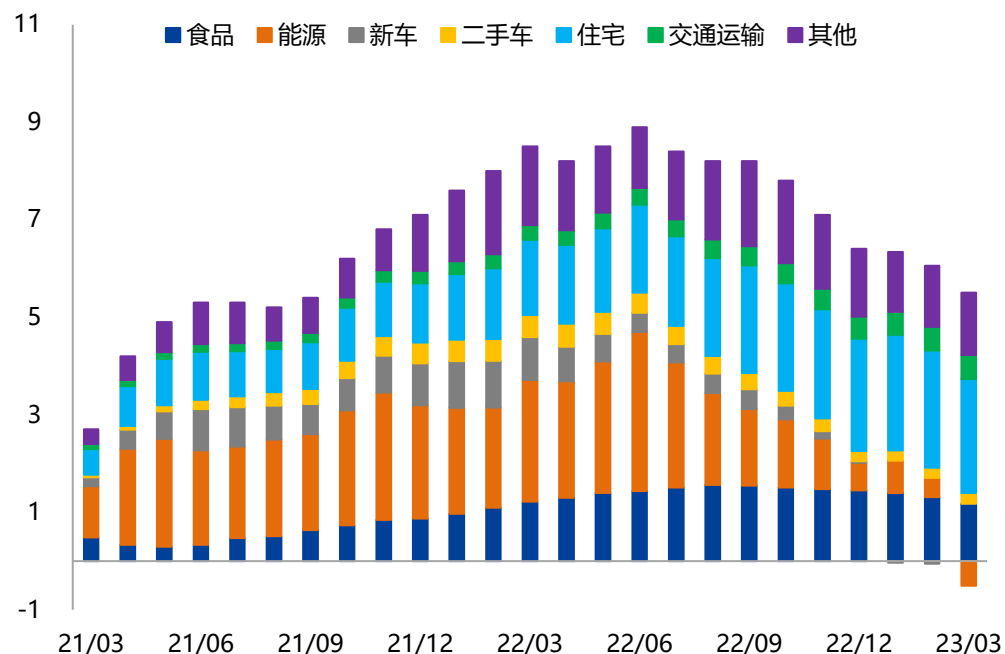
综合对美国历次加息周期后经济表现的分析，以及本轮美国加息周期的特征分析（加息启动晚、加息节奏创纪录、高通胀且通胀粘性高、加息放缓过早），我们认为本轮加息结束后美国实现软着陆的概率较低。且多个较为准确的衰退领先指标已指向美国经济正逐步走向衰退。

经济衰退开始同步指标	频率	触发条件	信号时点距离衰退开始时间间隔平均（月）	同步性评价	指示经济衰退开始的准确性	预示的经济衰退风险
实际GDP	季度	环比折年率 $< 0$ ，且同比增速 $< 0.5\%$	0	同步性较稳定，NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
个人实际消费支出	月度	同比较年内高点降幅超过3%并持续回落数月，终点低于1%	0	同步性较稳定，NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
个人实际收入-转移支付	月度	3个月平滑同比连续超过3个月 $< 1\%$	-3	同步性较稳定，NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
制造业和贸易产业实际销售额	月度	3个月平滑同比连续超过3个月 $< 0$	-3	同步性较稳定，NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
工业总体产出指数	月度	见顶回落（回溯），3个月平滑同比连续超过6个月 $< 0$	-3	同步性较稳定，偶尔表现为大幅领先（2001年/2020年）	不太清晰，存在较多伪信号，需结合其他同步指标共同判断	目前已经出现局部见顶回落迹象，若劳动力市场两个指标中一个出现衰退信号，则说明经济衰退来临。
非农就业人数	月度	局部见顶回落，回落持续2个月	2	同步性较稳定，偶尔较大幅滞后（1969年/1973年）	十分准确，没有伪信号	目前增速逐步回落至疫情前平均水平，距离见顶回落还存在一定距离，但存在快速恶化的风险。
失业率	月度	较此前12个月低点上升幅度 $\geq 0.5\%$	1	同步性十分稳定	十分准确	仍在0水平震荡，表明短期经济衰退风险低较低。但预计今年失业率指标或触发衰退信号，今年美国经济步入衰退风险较高。
费城联储同步经济活动指数	月度	出现见顶回落	3	略滞后，滞后性十分稳定	十分准确，信号十分清晰	仍在上行，已见顶概率较小，短期衰退风险较低。
PMI	月度	领先衰退大概3个季度	-9	大幅领先	较为准确	2月环比小幅反弹，但已连续5个月处于收缩区间。
10Y-2Y美债收益率利差	日度	利率曲线倒挂平均领先美国经济衰退大约18个月	-18（1980年以来数据统计）	大幅领先	较为准确，但也存在伪信号	2022年7月6日开始倒挂，已持续约8个月。
10Y-3M美债收益率利差	日度	利率曲线倒挂平均领先美国经济衰退大约19个月	-19（1980年以来数据统计）	大幅领先	较为准确，但也存在伪信号	2022年10月25日开始倒挂，已持续近5个月。

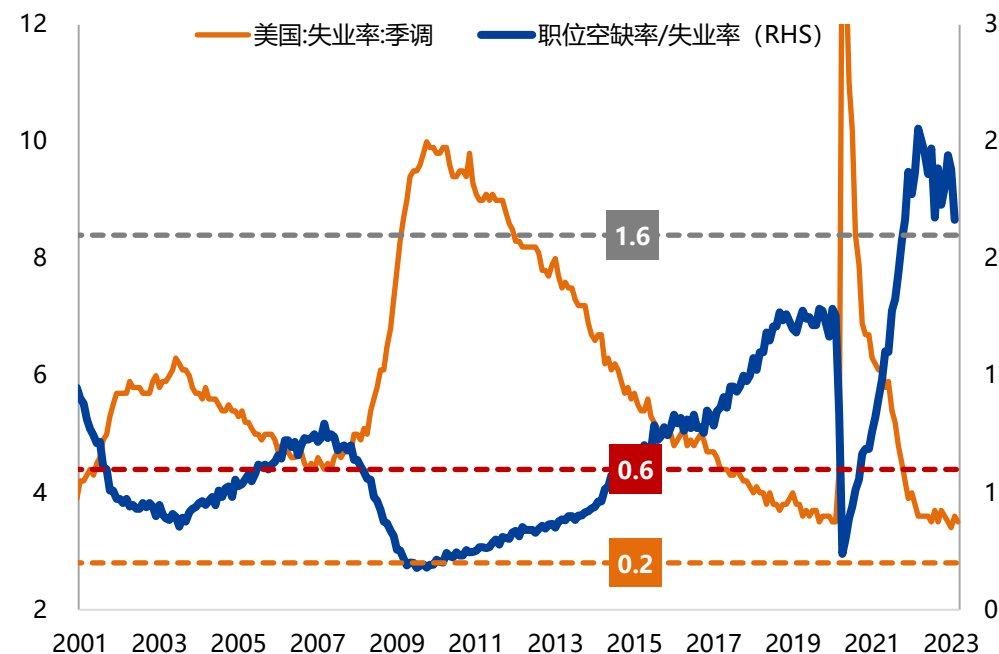
□ 通胀：美国3月末季调CPI同比5.0%，预期5.2%，前值6.0%，连续第9个月回落，是过去23个月最低；核心CPI同比5.6%，预期5.6%，前值5.5%，是过去16个月第二低。季调后的CPI环比0.1%，预期0.2%，前值0.4%；核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.5%。其中，核心CPI同比小幅回升主因低基数。其中通胀最大拉动项的住宅，环比增速为11个月最低，这预示着住宅分项同比拐点可能不远，Q2或将迎来房租增速的拐点。

□ 就业：银行危机向信用紧缩的传导开始显现，二美国非金融企业债务压力处在历史高位，一旦信贷大幅收缩，很可能引爆新一轮企业债务危机，将导致经济陷入衰退并迫使美联储重新降息，目前看，这一传导逻辑正在逐步兑现。3月的就业数据反映美国劳动力市场已开始降温。

美国通胀数据

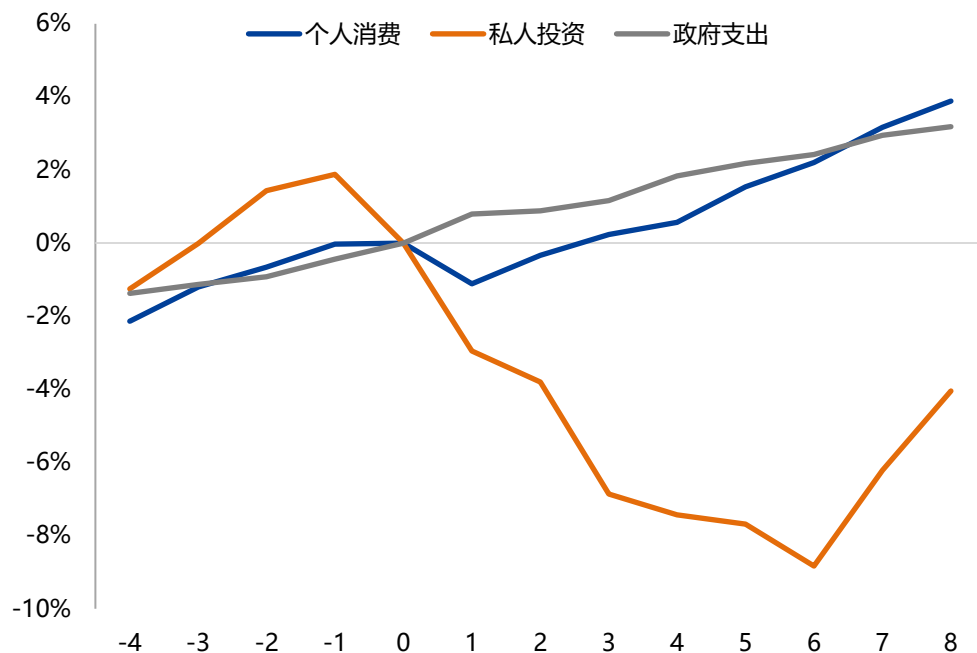


美国就业数据

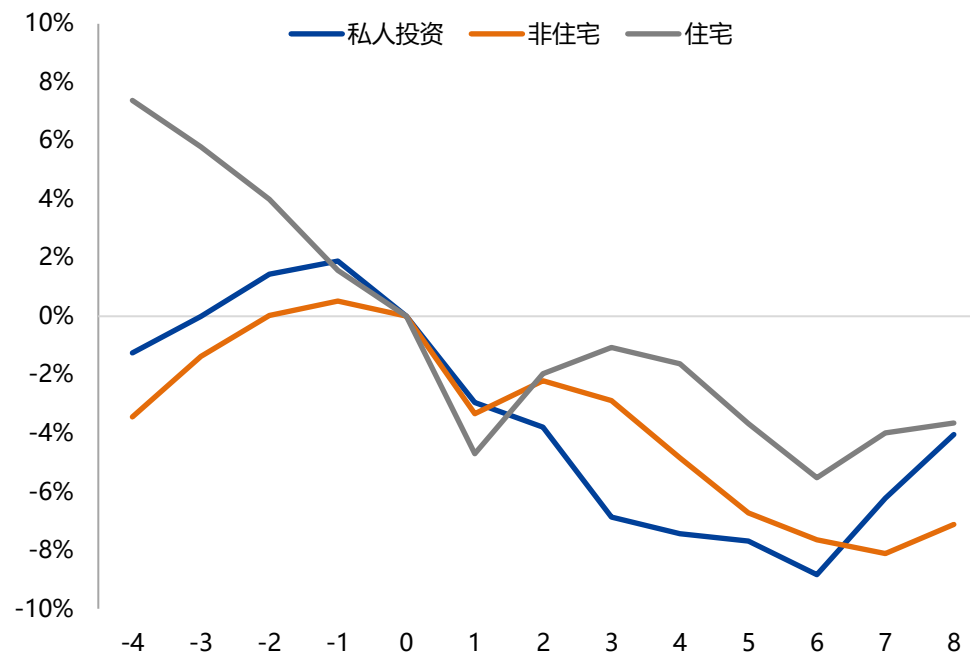


- 平均而言，投资部门的衰退是拖累经济的核心因素，其中住宅投资往往率先走弱。
- 本轮紧缩周期，美国居民部门资产负债相对健康，但企业杠杆较高。
- 消费此轮萎缩幅度或较小，但预计私人投资将较大幅并且较持续地拖累美国经济。

美国过去8轮衰退期间，经济各部门表现（均值）



美国过去8轮衰退期间，投资环比表现（均值）



- 无论从领先指标，还是同步指标看，抑或是市场预期看，2023年美国经济陷入衰退的概率正逐步提高。
- 采用彭博市场一致性预测数据。

经济指标	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>经济活动</b>										
实际GDP (同比%)	1.8	1.9	0.9	1.6	1.7	0.8	0.2	0.1	0.7	1.3
实际GDP (经季调季环比折年率)	-0.6	3.2	2.6	1.3	0.2	-0.5	0.4	1.0	1.6	1.8
消费支出 (经季调季环比折年率)	2.0	2.3	1.0	2.5	0.5	0.0	0.5	1.0	1.4	1.8
政府支出 (经季调季环比折年率)	-1.6	3.7	3.8	2.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
私人投资 (经季调季环比折年率)	-14.1	-9.6	4.5	-2.6	-2.1	-2.3	-0.6	1.6	2.6	3.1
出口 (经季调季环比折年率)	13.8	14.6	-3.7	3.7	-0.4	0.4	1.6	2.0	2.5	2.9
进口 (经季调季环比折年率)	2.2	-7.3	-5.5	2.0	-1.5	-0.6	0.1	1.8	2.5	3.4
工业产值 (同比%)	3.1	3.5	1.9	0.3	-1.1	-1.9	-1.6	-1.0	-0.3	0.6
<b>价格指数</b>										
CPI (同比%)	8.7	8.3	7.1	5.9	4.3	3.7	3.3	3.0	2.7	2.5
PCE价指 (同比%)	6.6	6.3	5.7	5.0	3.9	3.6	3.4	2.8	2.5	2.3
核心PCE (同比%)	5.0	5.0	4.8	4.6	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6	2.5
<b>住房市场</b>										
新宅开工 (千, 经季调年率, 月均)			1402	1350	1300	1267	1271	1286	1311	1356
新宅销售(千, 经季调年率, 月均)			610	624	574	550	567	592	610	618
成屋销售(百万, 经季调年率, 月均)			4.2	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4
建筑许可(千, 经季调年率, 月均)			1500	1440	1413	1393	1425	1448	1484	1488
<b>劳动力市场</b>										
失业率 (%)	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	4	4.3	4.6	4.7	4.6
非农业就业人数 (千, 经季调, 每月变动)	329	423	284	328	79	-63	-85	4	75	100
平均时薪(同比%)	5.4	5.1	4.8	4.6	4.3	4.1	3.8	3.6	3.5	3.5
<b>利率</b>										
联邦基金利率 (%)	1.75	3.25	4.5	5	5.25	5.2	5.05	4.65	4.15	3.75
2年期债券 (%)	2.96	4.28	4.43	4.03	4.34	4.16	3.9	3.69	3.45	3.26
10年期债券 (%)	3.02	3.83	3.88	3.47	3.65	3.58	3.47	3.4	3.33	3.27

美林时钟	衰退	复苏初期	复苏后期	过热初期	过热后期	滞涨
普林格时钟	阶段1	阶段2	阶段3	阶段4	阶段5	阶段6
景气指标	PMI下行 主动去库	PMI逐步筑底回升 主动去库→被动去库	PMI上行 被动去库→主动补库	PMI上行 主动补库	PMI逐步见顶回落 主动补库	PMI下行 被动补库
通胀指标	通胀下行	通胀下行	通胀逐步筑底	通胀上行	通胀上行	通胀逐步见顶
货币指标	宽货币	宽/稳货币	稳货币	紧货币	紧货币	紧货币
信用指标	紧信用	宽信用	宽信用	稳信用	紧信用	紧信用
债券	牛市，最优资产	延续牛市	延续牛市	进入熊市	延续熊市	延续熊市
股票	熊市	进入牛市，最优资产	延续牛市，最优资产	延续牛市	进入熊市	延续熊市
商品	熊市	延续熊市	进入牛市	延续牛市，最优资产	延续牛市，最优资产	进入熊市

## 情景一：中国温和复苏+美国不进一步紧缩

类似2019年，中国经济L型复苏，地产投资可能缺席此轮经济修复，美联储2019年初停止加息并与7~9月三次预防式降息的内外环境类似。

## 情景二：中国强劲增长+美国货币紧缩

类似2017年，地产支撑下（供给侧结构性改革+“棚改”），中国经济修复迎来比预期更强的修复，甚至带动全球资本开支周期。

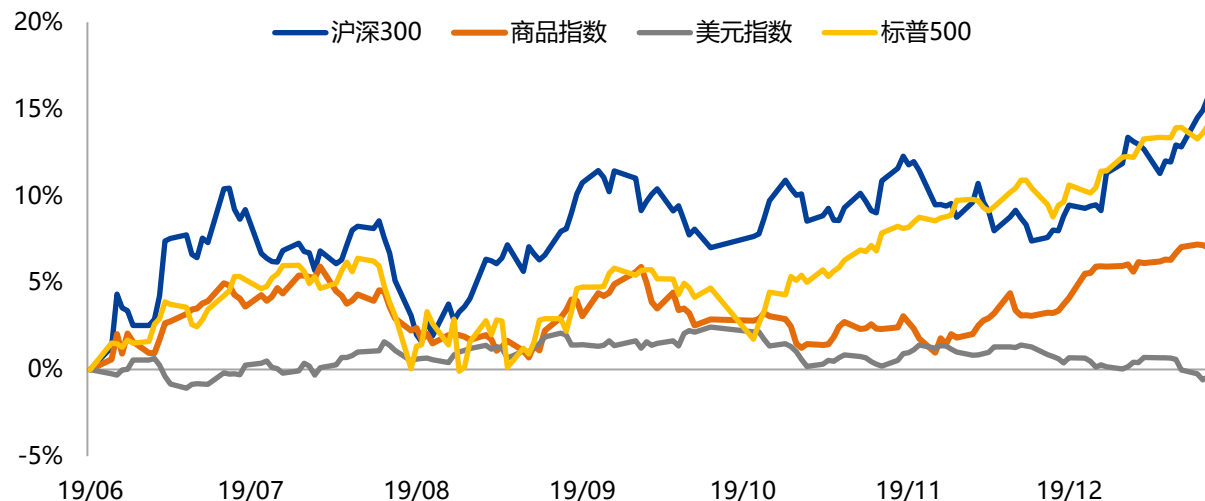
## 情景三：中国增长强劲+美国货币松

类似2020年疫情后

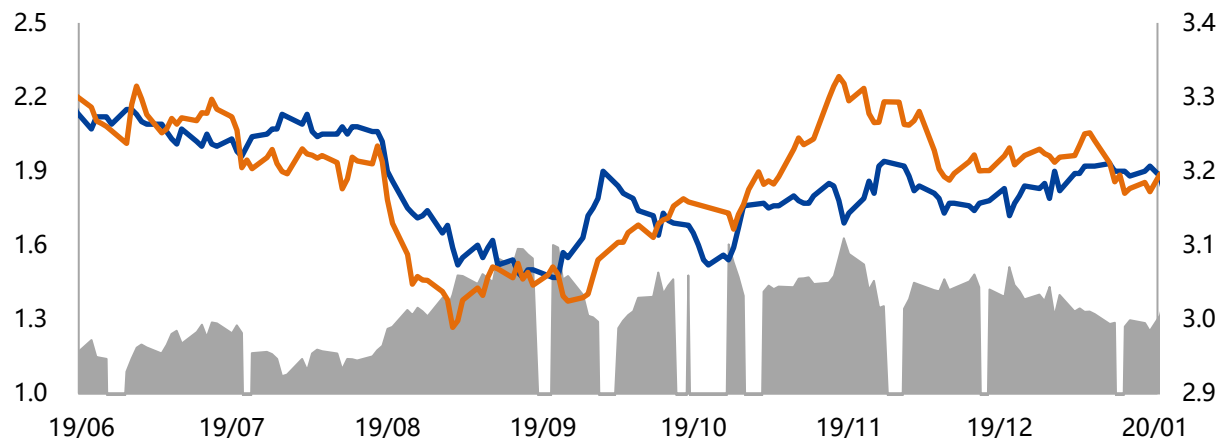
## 情景四：中国增长弱+美国货币紧

类似2022年，美元走强

资产表现 (2019年6月至2019年12月)



国债-美债: 10Y 美债: 10Y 国债: 10Y (RHS)



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致  
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网址：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo, 315040, China

Tel: 400-888-5515

Fax: 021-80220211/0574-87717386