

# 政策微调护航经济，2023年下半年大宗商品展望

—申万宏源 2023资本市场夏季策略会

申银万国期货研究所

汪洋 从业资格：F0306430

投资咨询：Z0002320

2023年7月6日

# 欧美经济从三低走向两高，国内经济坚定产业升级

定性

定量

趋势驱动

- 美国由滞胀走向衰退，预期差在于衰退的程度（软着陆 or 硬着陆）
  - 通胀回落路径（通胀粘性，滞胀 or 衰退 or 萧条）
  - 美联储的政策路径（维持高利率的时间长度）

约束

定性

定量

- 中国由衰退走向复苏，预期差在于复苏的力度
  - 房地产
  - 消费复苏
  - 政策退坡

冲击影响

- 地缘政治（俄乌等），美联储加息引起的金融风险，国内房地产价格

## ■ 宏观经济复盘：

2022年11月-2023年2月：

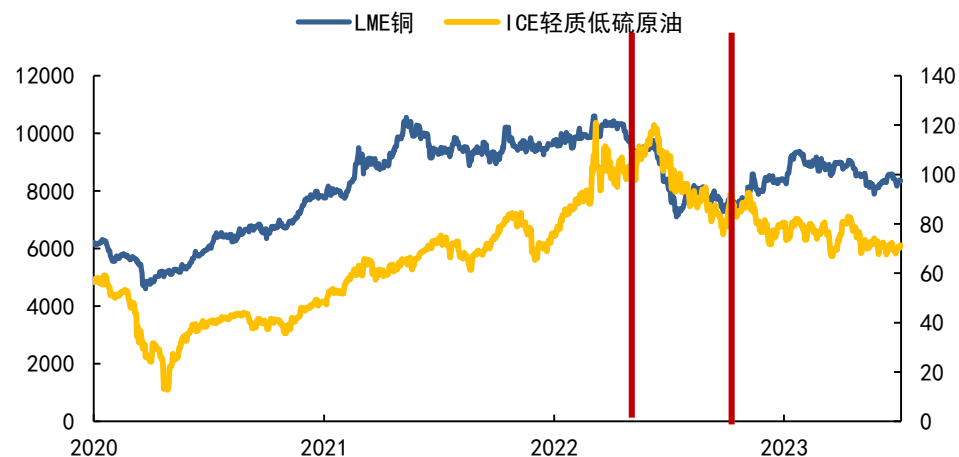
- 国内疫情缓和推动部分需求释放
- 民企融资环境改善提升地产链条中期恢复前景
- 美联储加息幅度放缓，欧洲能源危机改善

2023年3月以来：

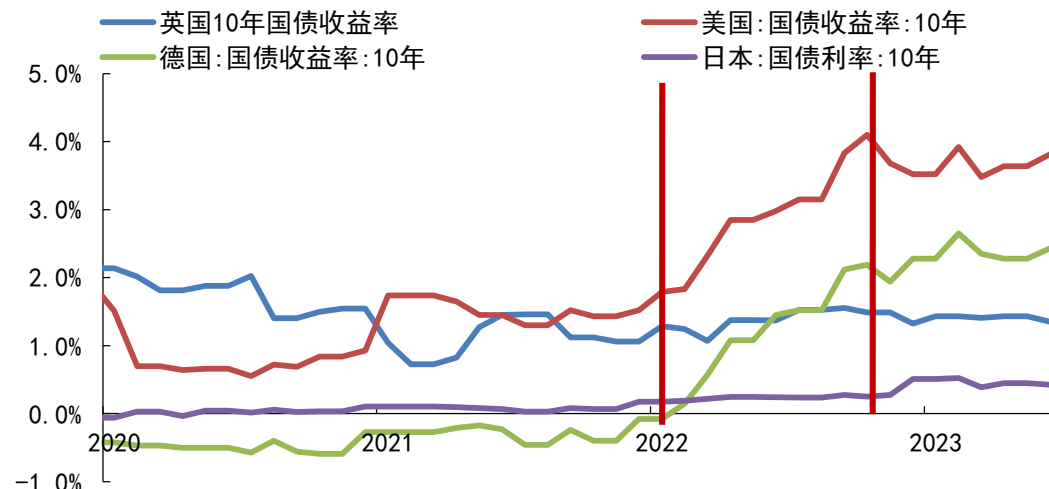
- 国内工业恢复不及预期，复苏仍然集中在服务业
- 4月份后房地产销售再度走弱，民营房企融资难度再次上升，地产链条恢复中断
- 居民信贷增长低迷，大量提前偿还住房贷款，影响整体的信用宽松
- 商业银行存款利率降低
- 美国银行业危机反复，美联储加息周期或已结束，但美元美债收益率或将长期居于高位

# 2020年以来资产价格逻辑：经济复苏、联储加息、降息预期

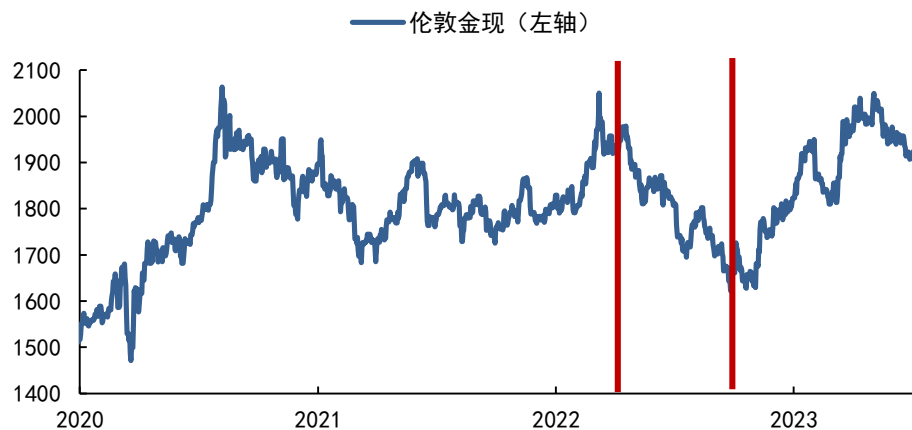
## 国际原油价格（美元）



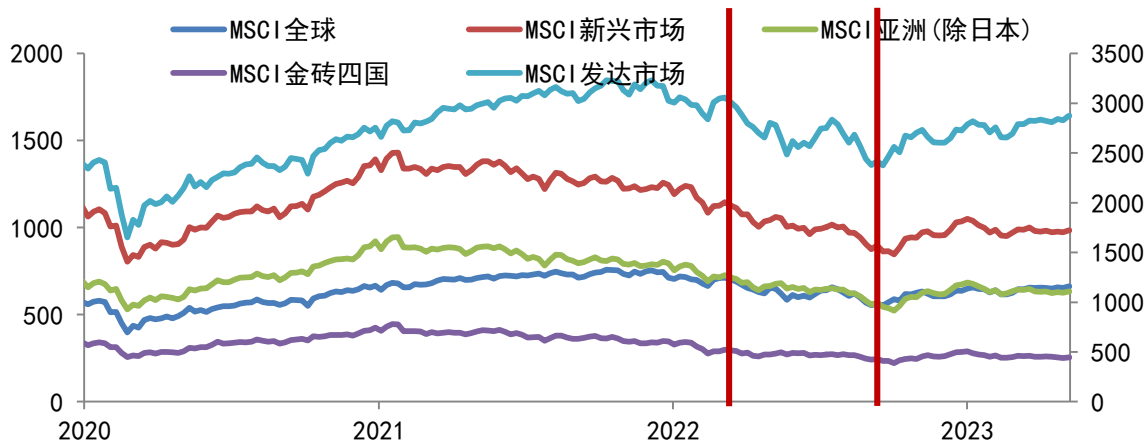
## 全球10年期国债收益率（%）



## COMEX黄金价格（美元）



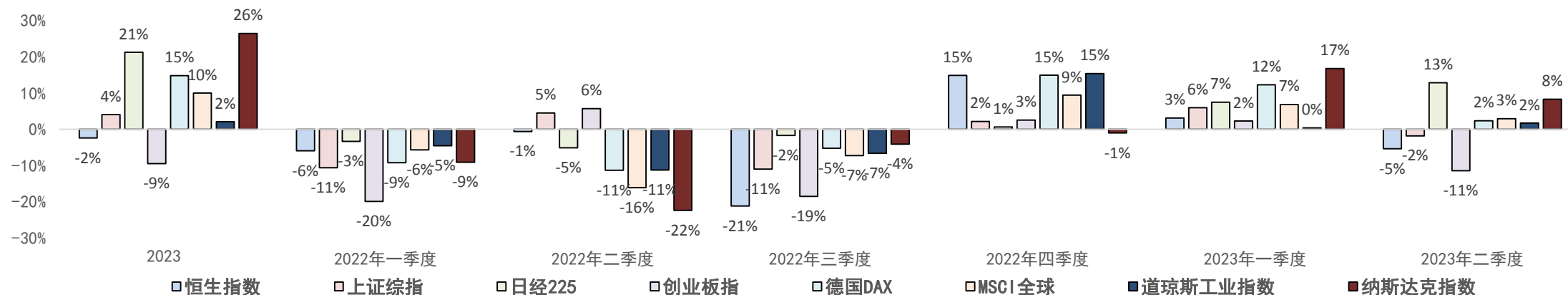
## 全球股指（点）



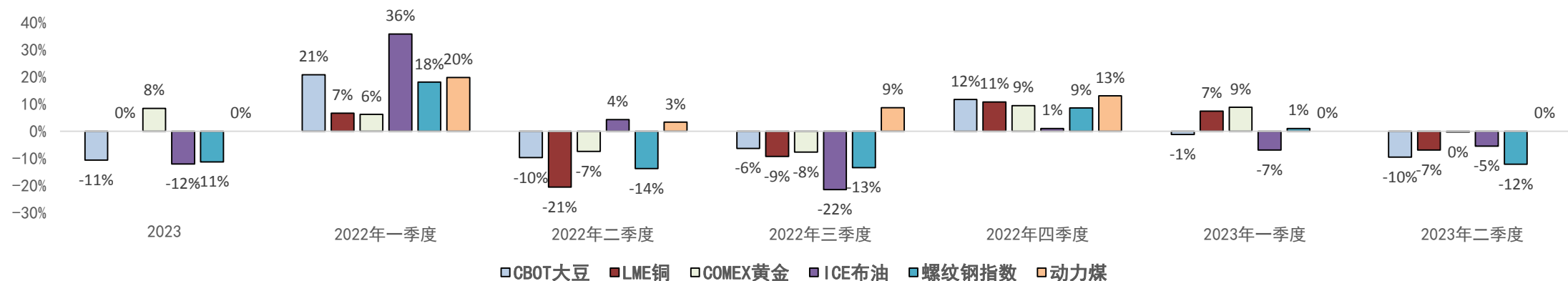
# 二季度以来，市场预期转弱，权益和大宗下跌

2022年主要大类资产：前三季度权益市场波动、年中大宗商品市场波动；2022年四季度以来，市场风险偏好提升，权益和大宗上涨。

## 2022年以来主要股票指数表现



## 2022年以来主要商品表现



# 目 录



## 经济周期和政策周期



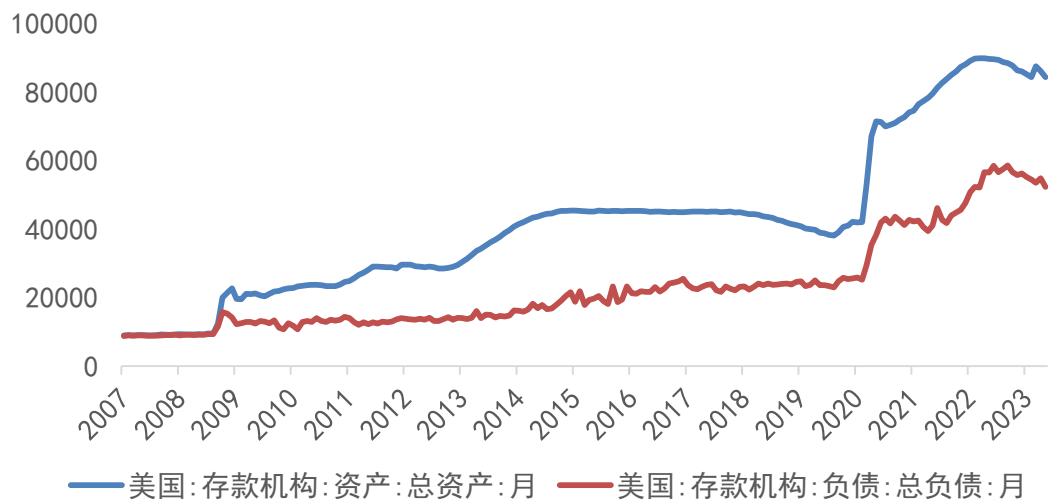
## 经济结构和产业升级



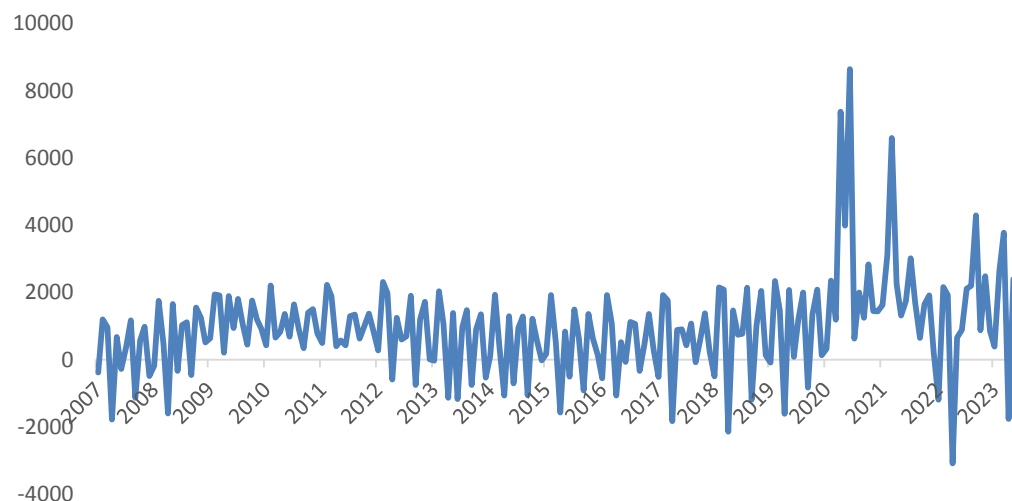
## 资产稳价和中特估

# 新货币理论初次实践，美国经济走出低通胀步入高通胀

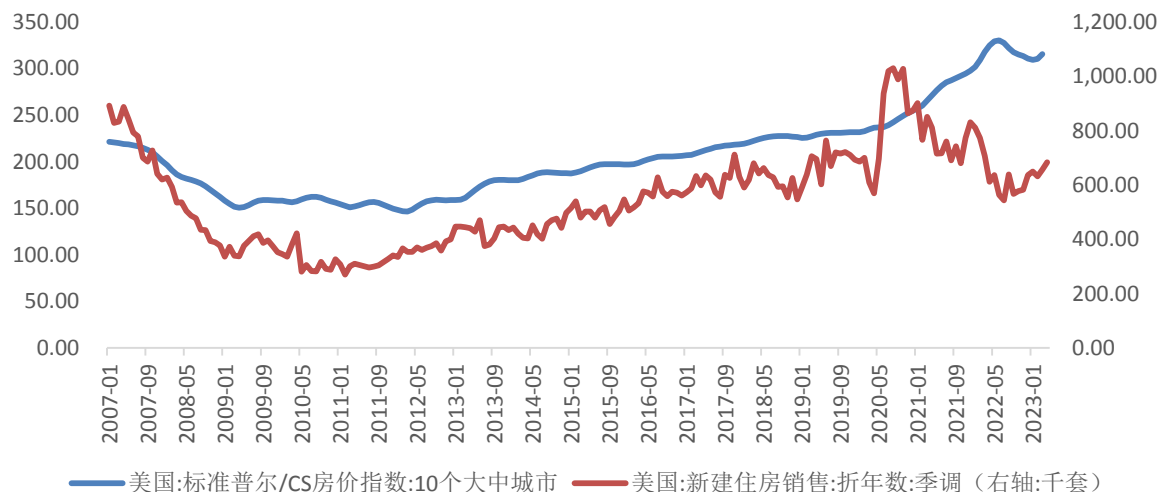
## 美联储资产负债表（亿美元）



## 美国:联邦政府财政赤字（亿美元）

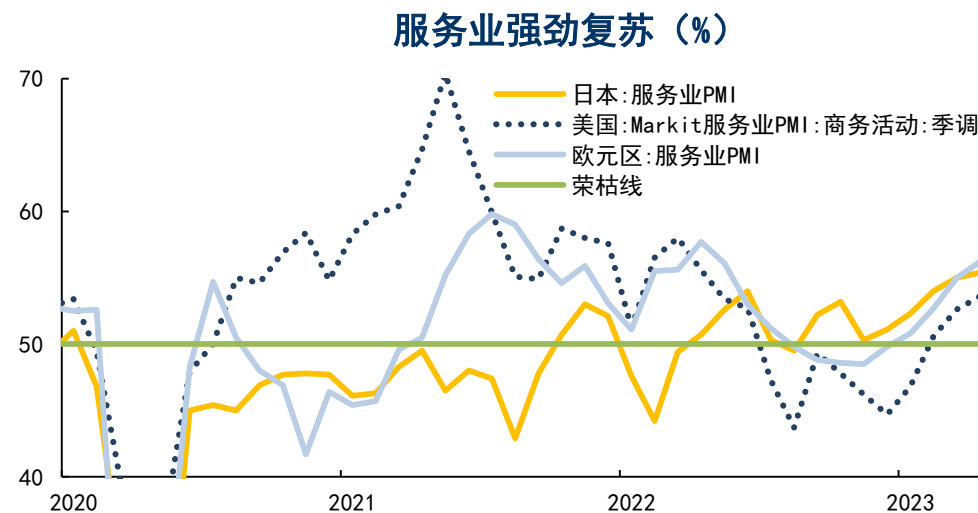
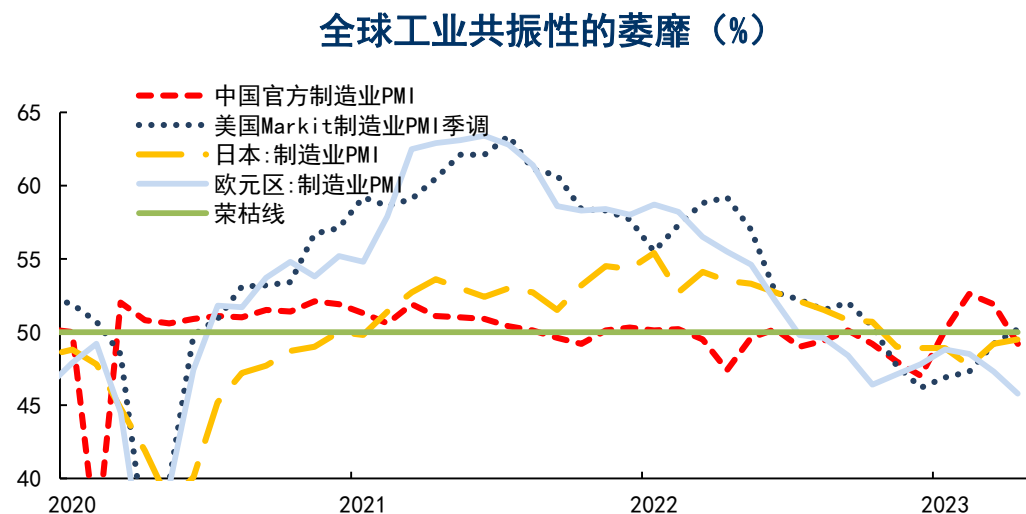
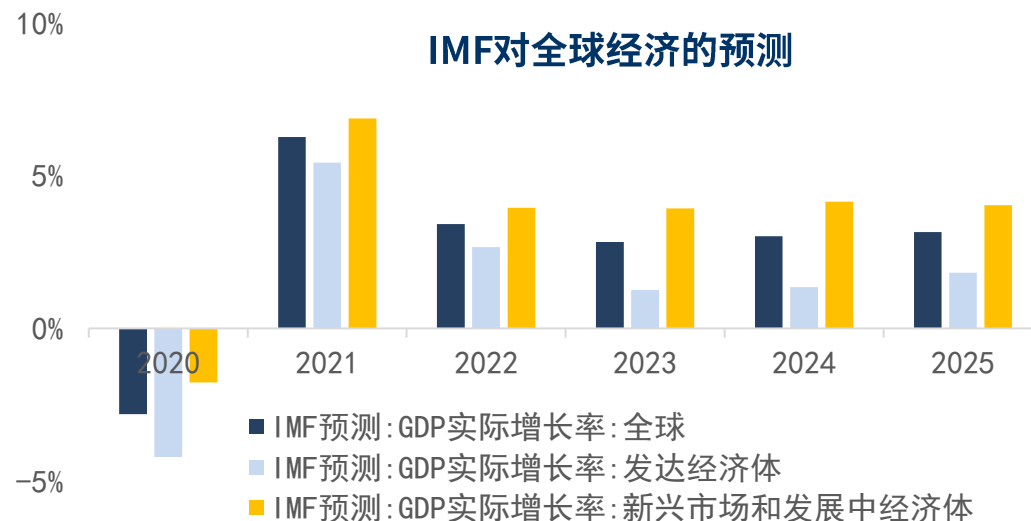
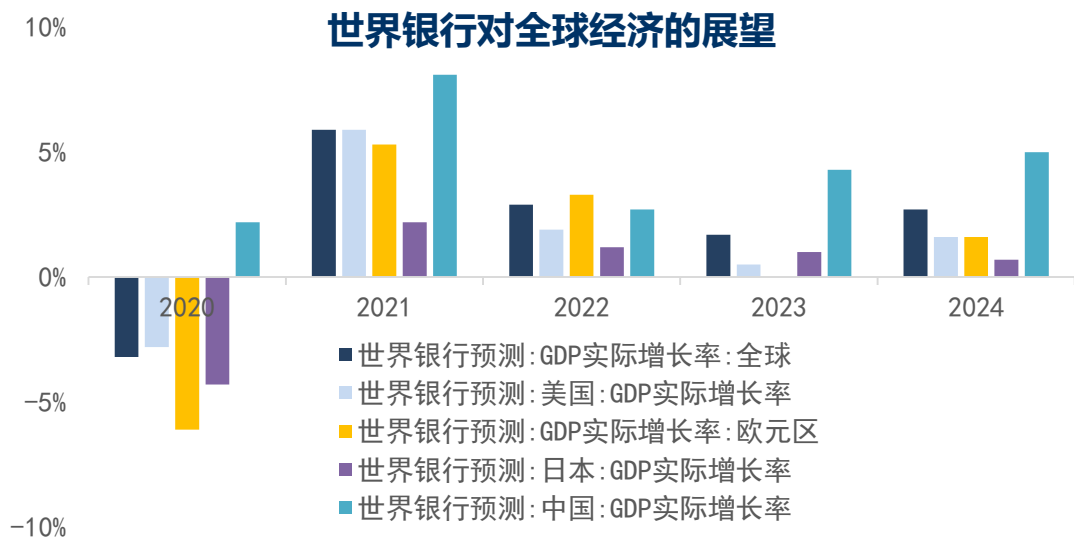


## 美国:标准普尔/CS房价指数和新建住房销售



- **美联储资产负债大幅增加，财政刺激导致赤字规模飙升：**在08、09年美联储资产负债翻倍，2020年资产负债表扩张速度规模超过07、08年，大规模印钱通过财政发给老百姓。
- **负反馈：**通胀大幅上升，美联储连续加息。

# 美国经济显示韧性，中国经济缓步恢复，欧洲制造业加速衰弱





# 人工智能浪潮下，长周期或将对冲短周期

- 康德拉季耶夫周期：50年左右的经济增长，蒸汽机革命、铁路革命、电力革命都带来了50年左右的经济增长，本质是技术革命周期，包含有3个层面——3-5年的基钦周期，9-11年的朱格拉周期，以及20年左右的库兹涅茨周期。
- 这轮人工智能浪潮对全球经济的影响级别，很可能不是基钦周期，不是朱格拉周期，也不是库兹涅茨周期，而是康德拉季耶夫周期级别。
- 在时间长度上，由于其传播的时间更短、传播的速度更快，因此很可能不是50年，而是比之前的康波周期要短。人工智能技术革命对全球经济周期的影响，更像互联网革命，有可能20年内就释放完了。从这个角度来看，大致预测这一轮人工智能革命将会带来10年至20年的经济增长。
- 目前全球经济面临着下行压力，即便是AI带来的很多经济增长效应被其他经济周期，比如库存周期、厂房设备投资周期、房地产和基建周期，甚至被总需求不足带来的经济衰退给对冲掉，但未来10到20年数字经济、元宇宙和人工智能所引领的技术革命仍将成为未来10年至20年全球经济增长的主要引擎和希望。

## 短短5个月，ChatGPT的快速发展历程

2022年11月	人工智能对话聊天机器人ChatGPT推出，迅速在社交媒体上走红，短短5天注册用户数就超过100万。
2023年1月	ChatGPT的月活用户已突破1亿，成为史上增长最快的消费者应用。
2023年2月2日	OpenAI发布ChatGPT试点订阅计划——ChatGPT Plus。ChatGPT Plus将以每月20美元的价格提供，订阅者可获得比免费版本更稳定、更快的服务，及尝试新功能和优化的优先权。
2023年2月7日	微软宣布推出由ChatGPT支持的最新版本人工智能搜索引擎Bing（必应）和Edge浏览器。
2023年3月15日	OpenAI正式推出GPT-4。根据OpenAI的说法，GPT-4可在律师资格考试击败90%人类，在国际生物奥林匹亚击败99%高中生。
2023年3月17日	微软将GPT-4全面植入Office全家桶，可一键生成PPT。
2023年3月24日	OpenAI宣布ChatGPT支持第三方插件，解除了其无法联网的限制。



# 美国经济滞胀走向衰退预期，美联储加息步入尾声

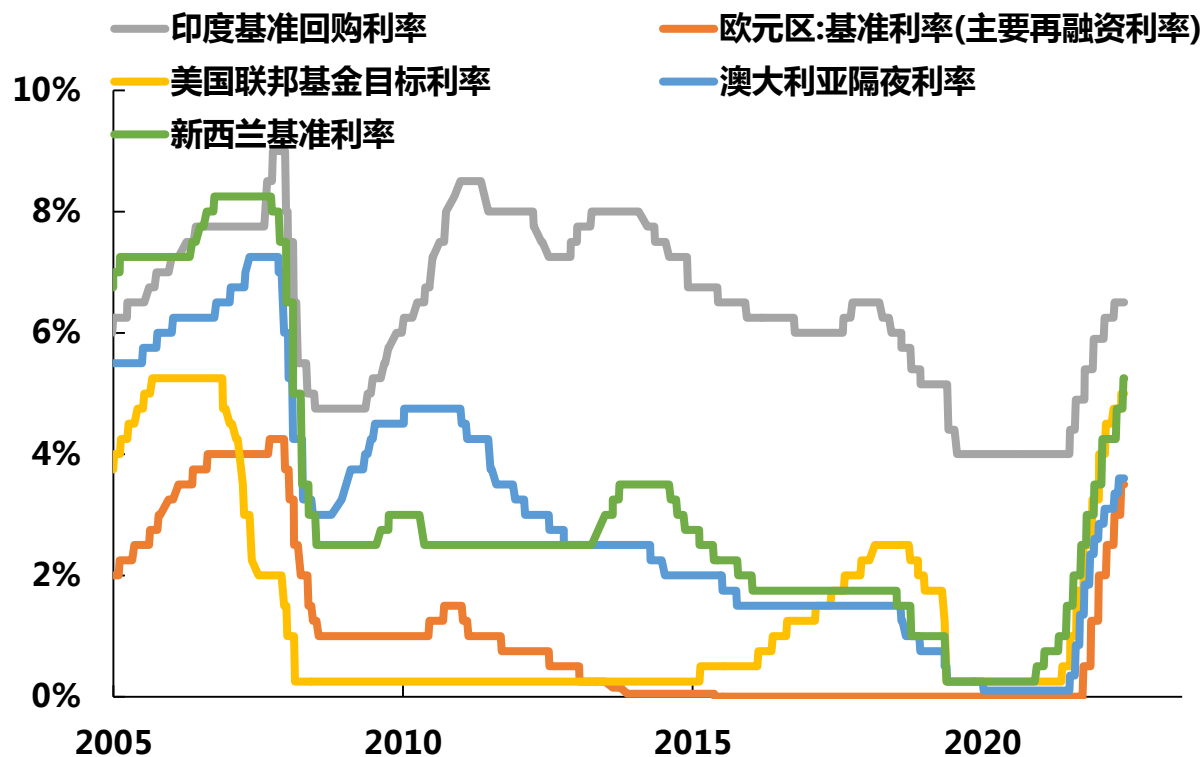
- **危机暴露**：22年疯狂加息后果显现，欧美银行危机爆发。历史上美联储加息周期中，均现银行倒闭潮。
- **加息周期**：美联储迅速出手，银行业风险暂平息，根本风险未消除。全球加息周期将走向尽头。
- **复杂螺旋**：从滞胀到衰退的进程加速，但复杂螺旋已启动。衰退启动，但政策前置，故衰退有限；滞胀不再，但通胀刚性，故不至通缩。

## 美国历次银行破产潮，15-20年一遇

**1980年代银行倒闭潮** 1980-1994年期间，共1617家银行被关闭或接受过FDIC的救助，资产规模约3170亿美元  
1984年处置的资产规模400亿美元的伊利诺伊大陆银行，是美国二十世纪处置的最大的银行。

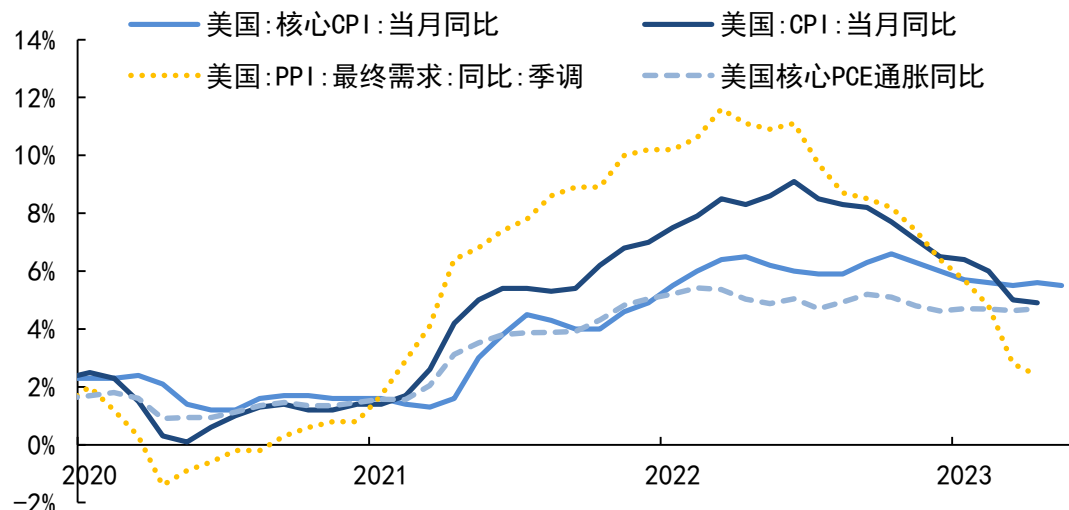
**2008年次贷危机** 2008年金融危机期间，包括雷曼银行、华尔街大通银行等多个投行倒闭，并进一步引发了金融市场动荡。其中，倒闭的华盛顿互惠银行美国史上最大的一次银行倒闭案，涉及资产达3070亿美元

**硅谷银行破产** 2023年已经倒闭了硅谷银行、签名银行，涉及资产3194亿美元，规模已经接近08年水平

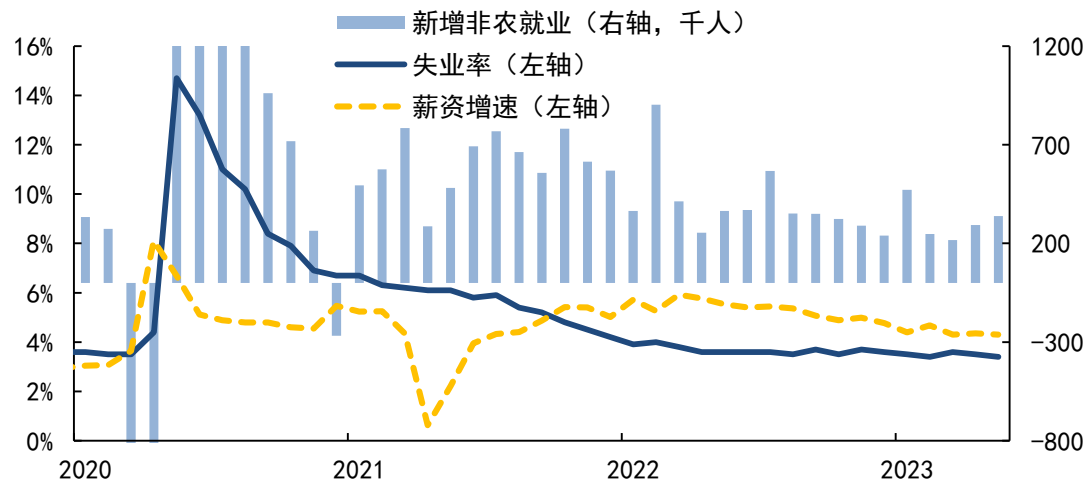


# 美联储降息的两个前置指标，核心通胀回落和非农就业减少

## 美国通胀数据（%）



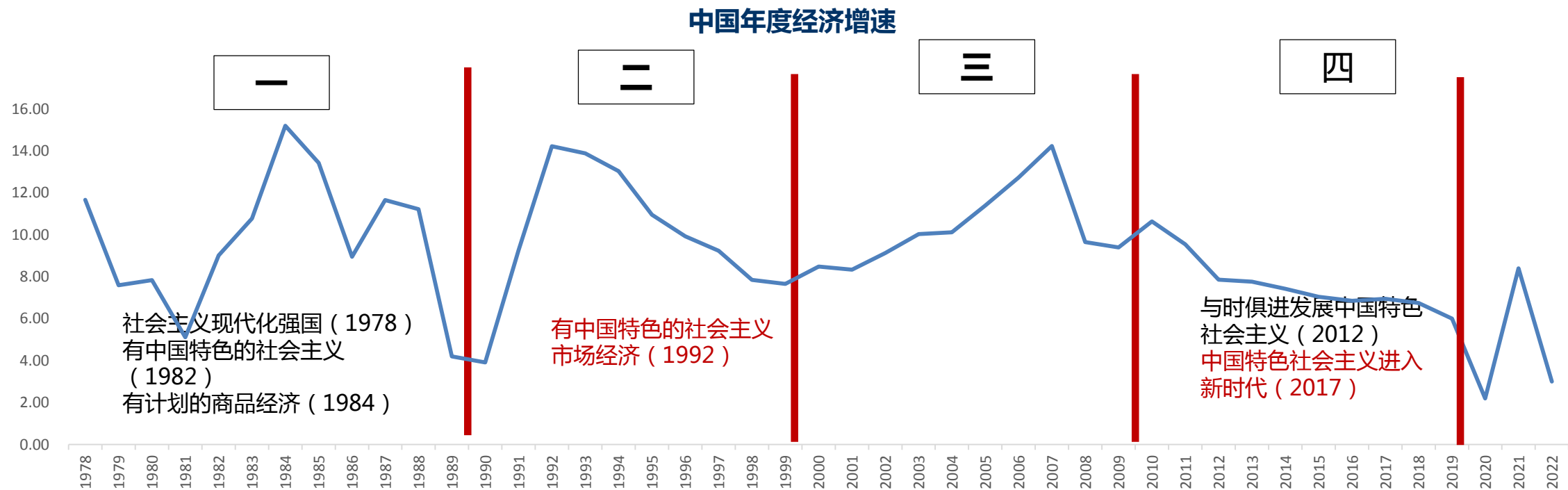
## 新增非农和失业率（%，千人）



- 通胀趋势回落，但核心端呈现粘性，包括核心CPI、核心PCE通胀等指标并未出现明显下行。
- 考虑较高的基数和原油价格的走低，二季度有望看到通胀延续回落，但核心通胀的降温仍有待观察。
- 美国面临结构性通胀，即在去全球化背景下的成本提升和劳动力成本的居高不下，年末仍然难以达成2%的目标通胀。
- 通胀3%或是降息的前置条件，年末的目标到达3.5%之下。

- 在经历了去年中旬至今的“通胀超预期走高—通胀见顶—通胀呈现回落态势—就业数据超预期—美国硅谷银行破产”的几个行情转折/加速点后，下一个行情的关键节点或在于“美国就业市场开始降温”。市场对美国就业市场的表现敏感度整体提升。
- 近期美国就业市场依然体现出了强劲的需求。
- 新增非农15万人以下、薪资增速同比3%（环比0.2%）可能会激发下一轮的市场行情加速。

# 我国经济长期动能的切换，新老支柱产业替换保持经济中速增长

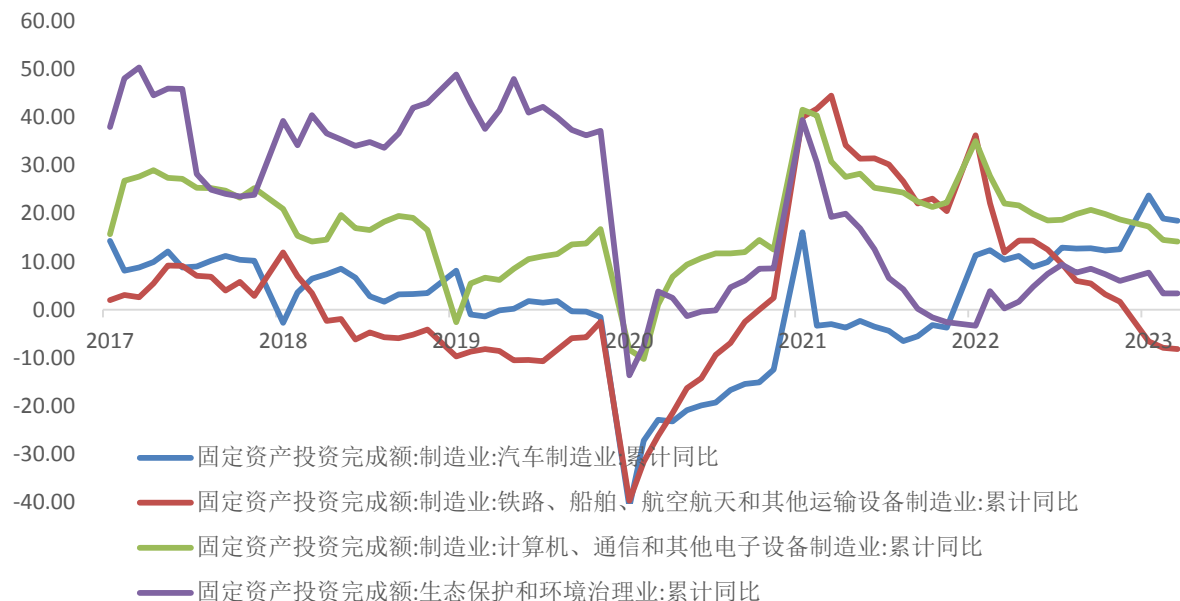


1919年五四运动中国现代史，1949年新中国建立开启当代史，1979年改革开放。。。2019年。。。2022年。。。

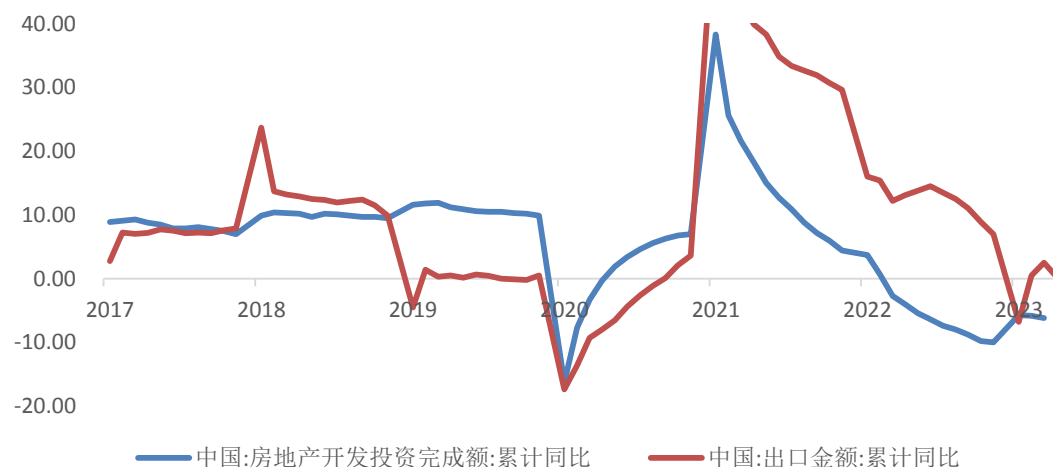
- 第一个十年（1979-1988）：农村和企业承包制改革提供主要动能
- 第二个十年（1989-1998）：价格闯关、南巡、开发区和国企产权改革
- 第三个十年（1999-2008）：入世提供主要动能，产业链建设
- 第四个十年（2009-2018）：市场化改革（要素价格改革、自贸区、国企改革、人民币国际化），四万亿
- 第五个十年（2019-）：防范化解重大风险，创新。。。与第二个十年类似，尽管政策方面有诸多探索和尝试，但中国经济目前仍然处在新动能的形成阶段

# 低端出口和地产对经济拉动力下滑，高端制造业和现代服务业逐步替代

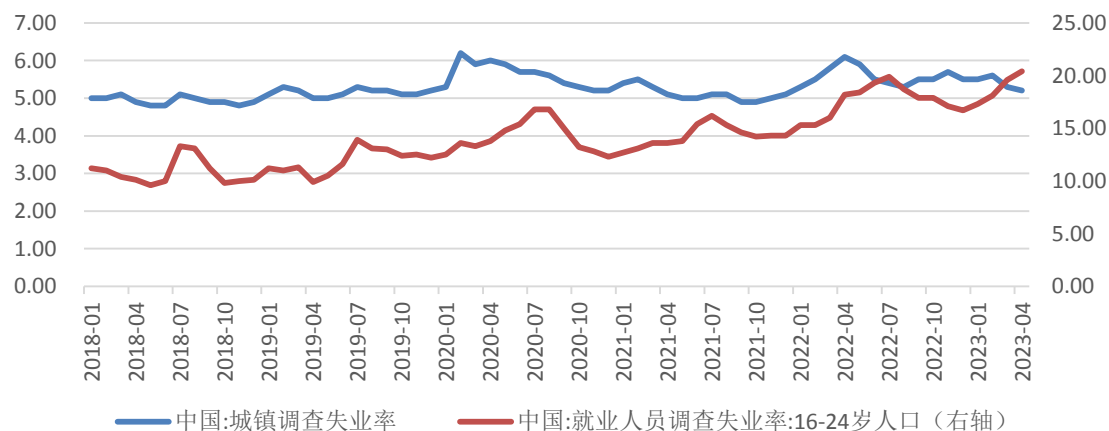
## 新支柱行业固定资产投资 (%)



## 老支柱行业累计同比增长 (%)



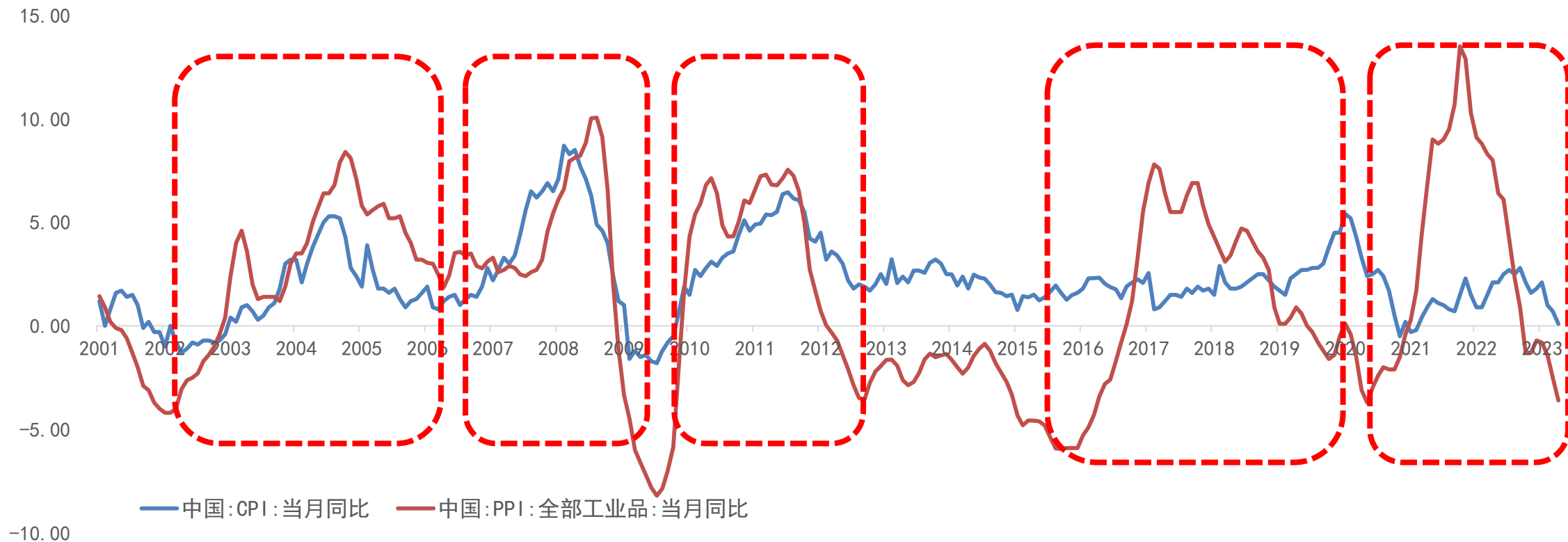
## 现代服务业升级有助于降低失业率 (%)



- 去全球化降低出口红利，地产去杠杆降低经济增速
- 战略性新兴产业：新一代信息技术产业、高端装备制造产业、新材料产业、生物产业、新能源汽车产业、新能源产业、节能环保产业、数字创意产业。

# 消费品和工业品价格均处于新世纪以来第五次下行周期

我国工业品和消费品价格指数



- 工业品价格持续回落，反映的是工业周期的走弱。
- 对比居民贷款增长的趋势与工业品价格的周期，可以发现二者高度一致。在居民信贷扩张放缓的阶段，房地产销售通常走弱，进而影响房企的融资-拿地-投资链条，影响下游消费，也影响地方财政收入。在居民的信贷增长没有显著改善之前，工业周期大概率将维持弱势。

# 价格下行周期的政策思考：国内经济稳增长路径探讨

## ■ 主流——前期积压需求释放，国内经济景气度曲折回升：

- 22年Q4以来，前期被抑制的部分经济活动得到较为充分的释放，PMI反复波动。
- 居民出行活动回升带来餐饮和旅游行业的改善，物流业的景气度也回到了2021年初的水平。
- 房地产销售短暂小阳春，房价环比上涨，但持续性不够。

## ■ 护航——政策持续发力：

- 央行降准超预期，货币财政政策还有进一步发力空间，降息缓慢。
- 提振民营企业信心的措施不断推出，有助于提升经济中长期的增长前景。

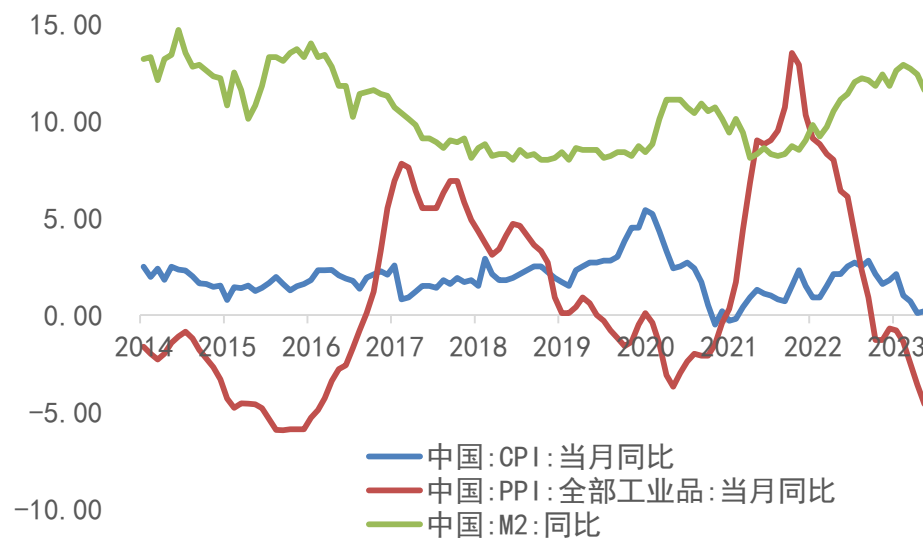
## ■ 薄弱——外需存在隐忧：

- 去全球化和欧美经济回落，出口增速处于低位。
- 消费内循环尚未完全通畅。

## ■ 领先——货币增速超经济增速：

- 社融和M2仍超过经济增速，季度经济仍有回升空间。
- “通缩”趋势暂未形成，需要进一步降低资金成本。

我国工业品、消费品价格指数和M2增速（%）





# 价格下行周期的政策思考：政策措施及时出台、抓紧实施

- 国常会围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。2022年5月份，国务院曾推出扎实稳住经济的一揽子政策措施（涉及六个方面33项措施）。

类型	今年已出台	预计出台
货币政策	3月份降准，6月份降息	存款准备金率和政策利率仍有下调空间。
财政政策	赤字率3%，专项债3.8万亿	加快发行进度，通过专项债或PSL，支持基建投资。
地产政策	继续放开限购限贷政策	出台地产相关政策，继续放开限购限贷政策，降低存量贷款利率，支持房企融资，提升市场信心。
消费政策	支持新能源汽车下乡，大力发展绿色能源	抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策，稳定汽车消费，大力推动新能源汽车下乡。
产业政策	数字经济上升为国家战略	做大做强优势领域，更大力度吸引和利用外资，稳住外贸外资基本盘
就业政策	人社部：2023年高校毕业生等青年就业创业推进计划	继续解决青年就业难的问题。
民营经济	国家发改委表示要多措并举优化民营企业发展环境，促进民营经济发展壮大	发挥政府投资和政策激励的引导作用，有效激发民间投资活力

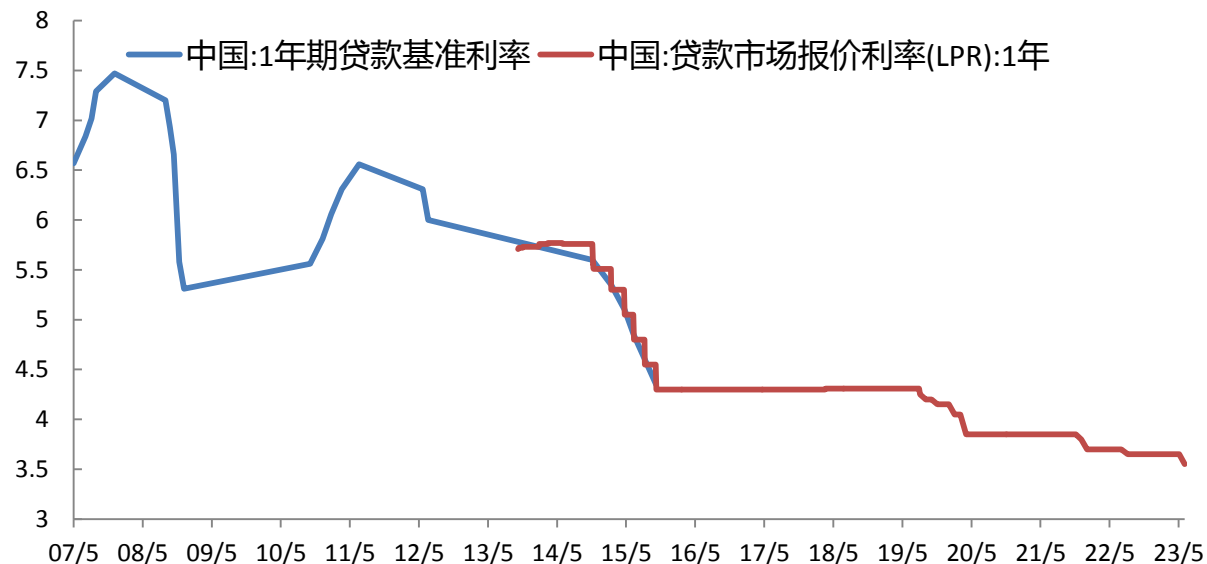


# 价格下行周期的政策思考：降息或是促进需求恢复的重要方式

融资需求的下滑明显快于资金供给增速（%）



贷款利率的调整似乎还有空间（%）



- 当前经济运行面临的主要矛盾是需求不足。当前经济恢复出现分化，制造业景气度回落，物价处于低位，国内外需求偏弱，居民消费信息不足，宽信用政策仍需加码。
- 应对需求不足，各国央行实践中的做法是降低政策利率，以及更进一步的量化宽松政策。从实践效果来看，美、欧、日等经济体主要凭借宽松货币政策都逐渐走出了需求不足局面，实现了较为充分的就业和经济增速。
- 2015年经济下行期间，我国十次降息，政策利率累计降低幅度185个基点。2020年以来，三次降低政策利率累计降低55个基点。政策利率下调带动全社会融资成本下降，储蓄存款利率下降，资产估值上升。
- 2022年我国新增M2货币28.1万亿，今年前5个月增加15.6万亿。

# 价格下行周期的政策思考：近期货币政策提出加强逆周期调节

时间	来源	内容
2022-12-16	中央经济工作会议	明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。 <b>稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。</b>
2023-2-24	货币政策执行报告	<b>稳健的货币政策要精准有力。</b> 要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，保持流动性合理充裕，
2023-3-5	央行行长讲话	<b>用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式。目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的。</b>
2023-3-5	政府工作报告	<b>稳健的货币政策要精准有力。</b> 保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。
2023-3-17	央行降准通知	<b>精准有力实施好稳健货币政策，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，</b> 保持货币信贷总量适度、节奏平稳，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，更好地支持重点领域和薄弱环节，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，着力推动经济高质量发展。
2023-4-14	央行第一季度例会	<b>要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节。要进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，</b> 保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。
2023-5-19	中国外汇市场指导委员会第一次会议	<b>人民银行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。</b>
2023-6-9	央行行长调研发言	人民银行将按照党中央、国务院决策部署，继续精准有力实施稳健的货币政策， <b>加强逆周期调节，</b> 全力支持实体经济，促进充分就业， <b>维护币值稳定和金融稳定。</b> 综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，推动实体经济综合融资成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

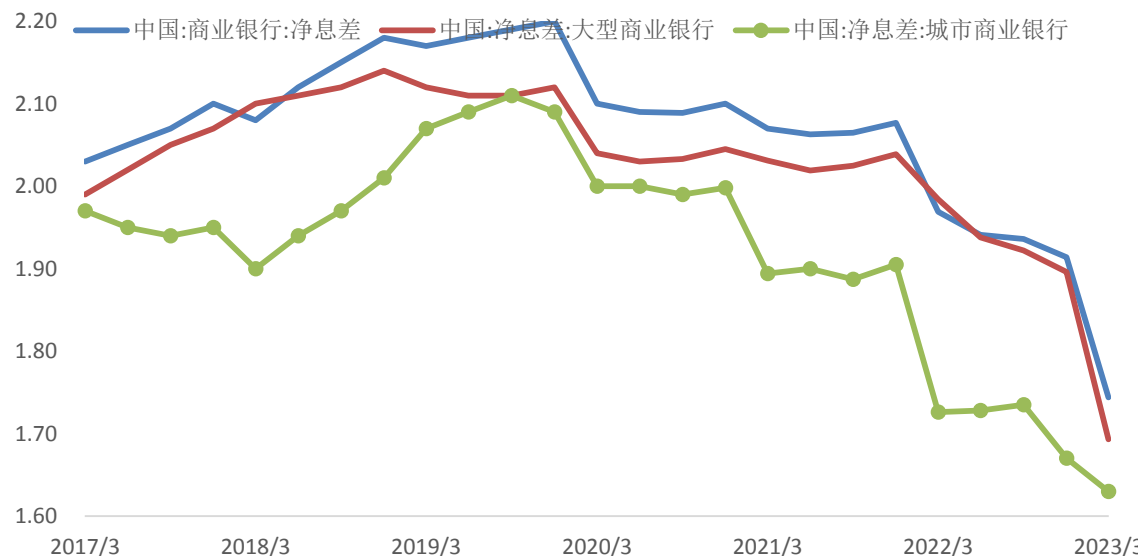
# 价格下行周期的政策思考：LPR下调后或引发新一轮存款利率下调

- 2022年4月份起，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，2022年9月份时，主要银行根据市场变化下调了存款利率。
- 4月份以来，多家银行下调了存款利率，5月中旬以来国有大行为对公存款利率下调。6月8日，多家国有大行将正式调整人民币存款利率。以上是银行对2022年8月份LPR利率下调的反应。
- 按照存款利率市场化调整机制，随着企业贷款利率持续回落，银行净息差不断收窄和《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》，本次政策利率下调或引发新一轮的存款利率下调。

部分银行存款利率变化（%）

指标名称	中国:渤海银行:活期存款利率	中国:渤海银行:定期存款利率:1年(整存整取)	中国:渤海银行:协定存款利率	中国工商银行:活期存款利率	中国工商银行:定期存款利率:1年(整存整取)	中国工商银行:协定存款利率
2023-06-12	0.20	1.85	1.00			
2023-06-08				0.2000	1.6500	0.9000
2023-05-05	0.25	1.85	1.00			
2022-09-15				0.2500	1.6500	0.9000
2017-02-16	0.35	1.95	1.00			
2015-10-31	0.35	1.95	1.00			
2015-10-24	0.35	2.00	1.00	0.3000	1.7500	1.0000

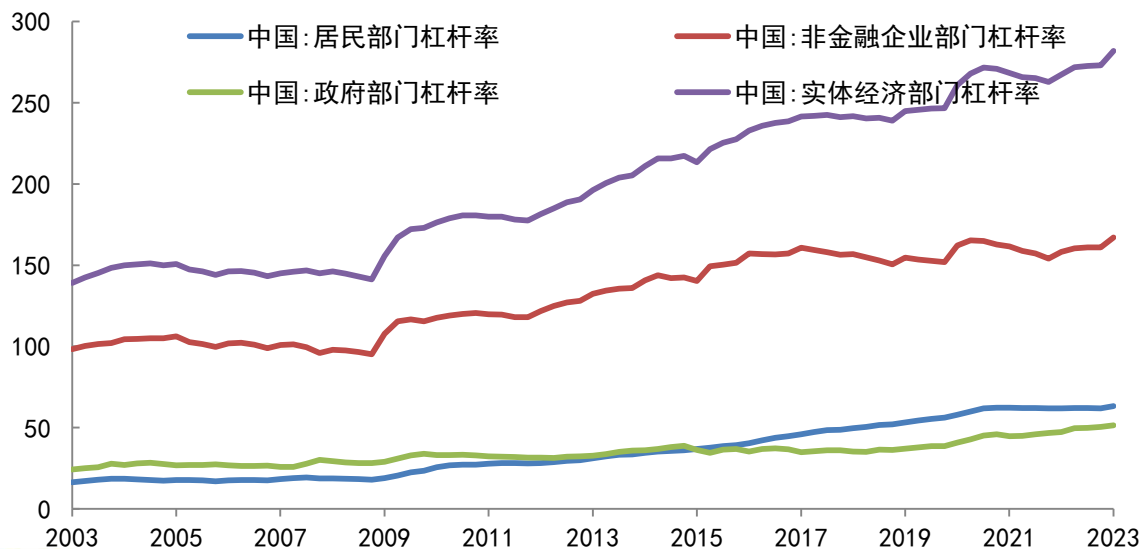
商业银行净息差走势（%）



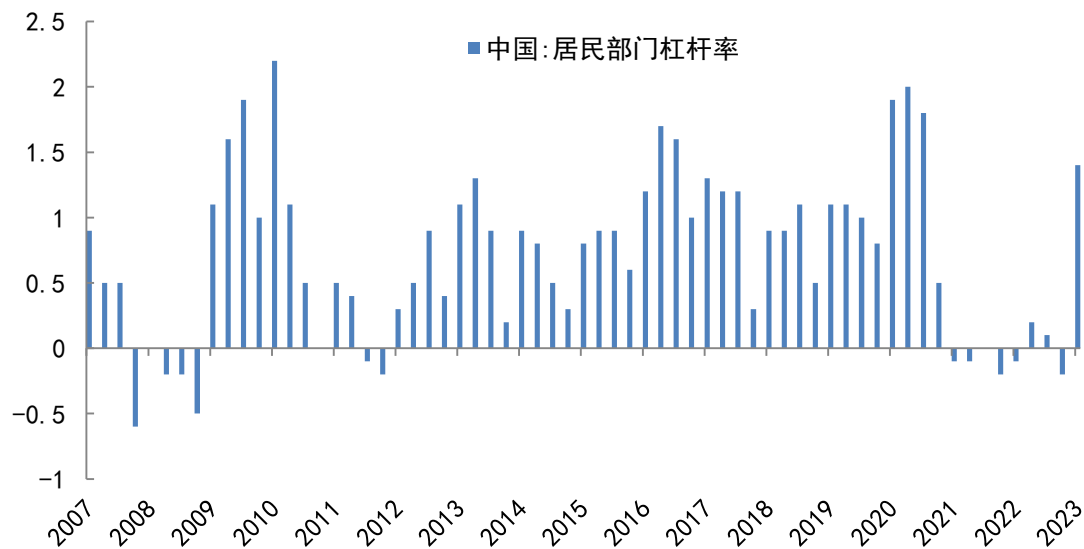
# 价格下行周期的政策思考：降息稳居民杠杆，增加政府加杠杆空间

- 第十四个五年规划和2035年远景目标纲要提出，2035年人均国内生产总值（人均GDP）达到中等发达国家水平。要实现人均GDP达到中等发达国家水平，2035年GDP总量相比2020年需翻番，2020-2035年年均GDP增速需在4.72%。
- 近3年，实体经济部门杠杆率增加20.9%至281.8%，其中政府部门增加10.9%至51.5%，非金融企业部门增加4.9%至167%，居民部门增加5.3%至63.3%。从全球来看，居民部门杠杆率处于全球中游水平，一般经济越发达体，居民部门杠杆率也越高。2021年-2022年2年，居民部门杠杆率甚至出现了下降，此前只有在2004、2008和2012年才短暂出现过类似现象，主要是因为疫情、地产信用风险和收入预期回落的影响。今年一季度，居民部门杠杆率已经开始回升。

## 中国各实体部门杠杆率（%）

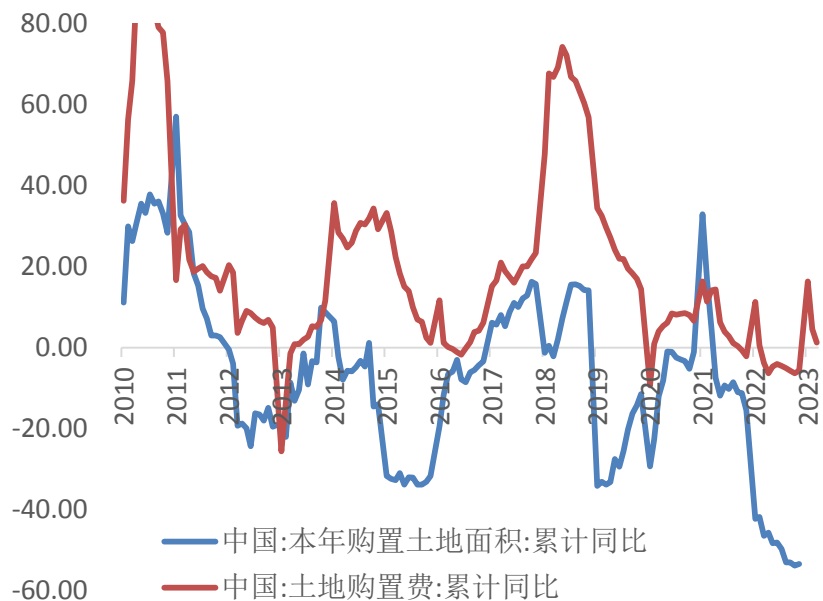


## 居民部门杠杆率季度环比变化（%）

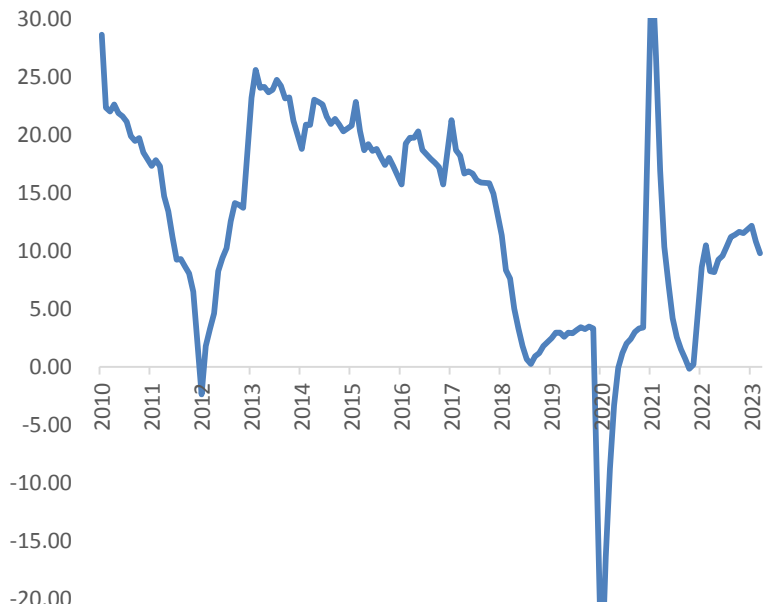


# 价格下行周期的政策思考：财政发力空间不大，基建存在下滑压力

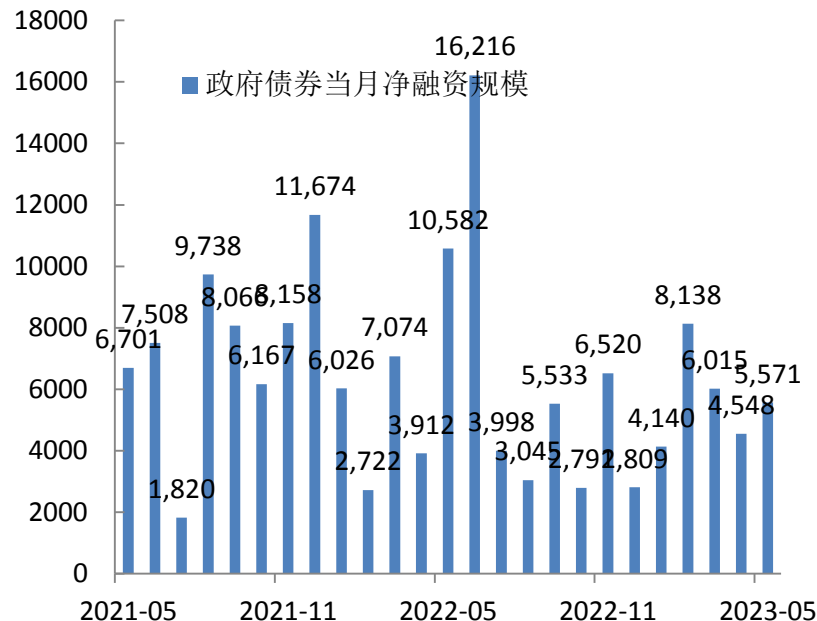
## 购置土地面积和土地购置费增速（%）



## 基础设施建设投资增速（%）



## 政府债券当月净融资规模（亿元）



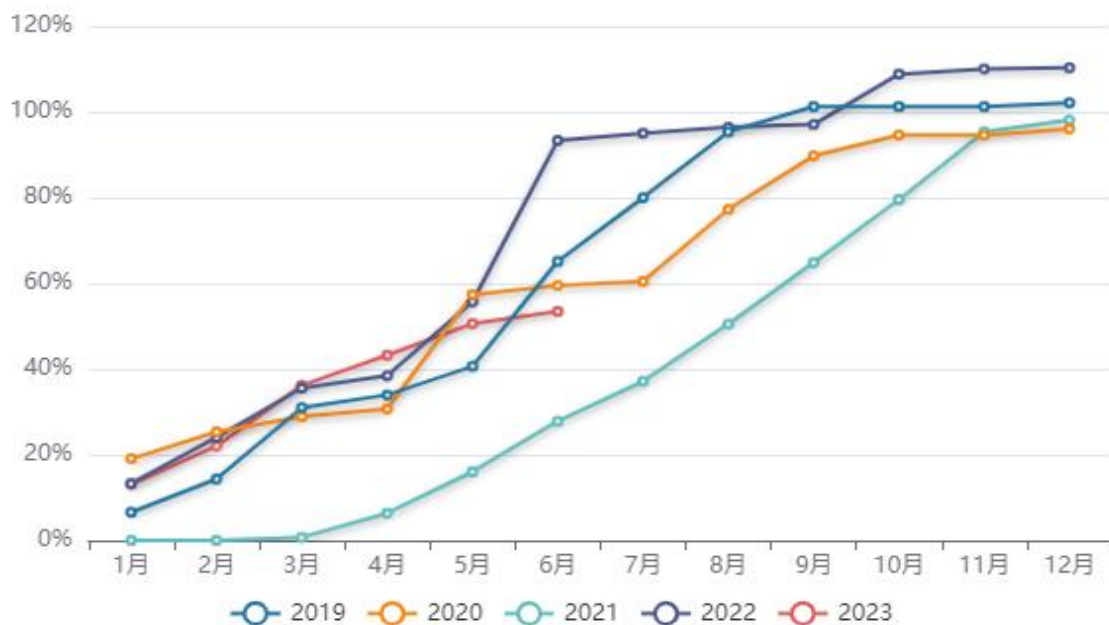
- 今年政府债券发行继续保持前置。1-5月份，政府债券新增2.84万亿元，同比少增1900亿元。预计地方政府专项债融资将继续发力，同时国债和政策性银行债券融资也将逐步恢复，带动债券融资处于高位。
- 债券投资撬动作用比较明显，继续推动经济企稳向好、保持运行在合理区间。



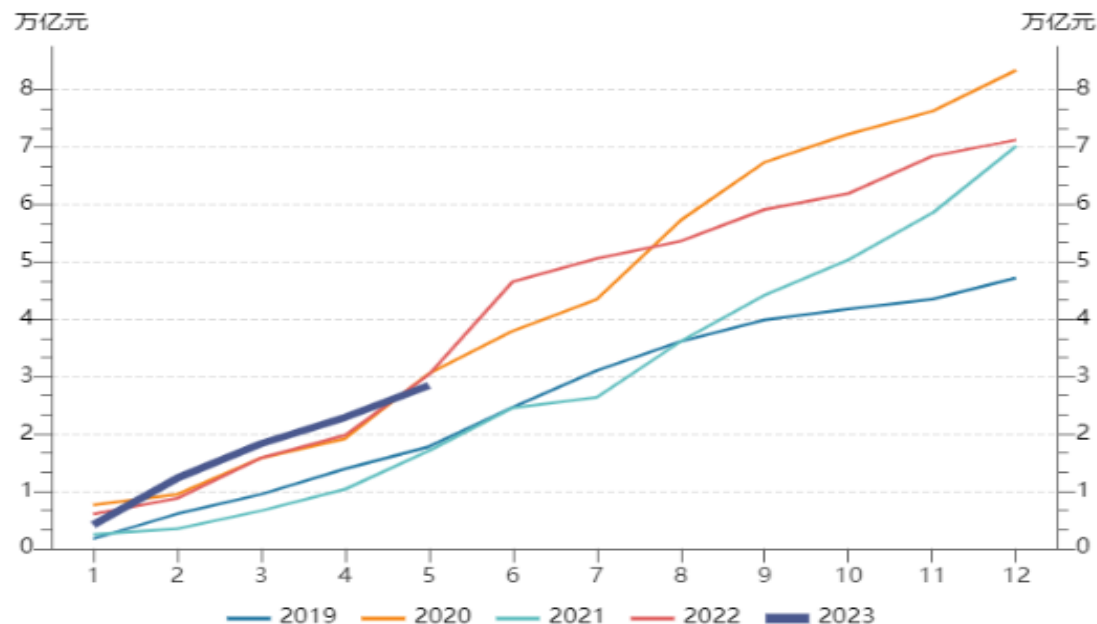
# 价格下行周期的政策思考：5月后专项债发行放缓，特别国债概率低

- 2023年新增地方政府专项债券安排3.8万亿元，比上年多增1500亿元。今年前4个月专项债发行节奏较快，前置特征明显，5月至今专项债发行速度放缓或对未来基建投资增速形成一定影响。从社融口径的政府债券发行规模累计值来看，前4个月发行速度较快，5月份明显放缓。
- 特别国债是为特定目标发行的、具有明确用途的国债，具有专款专用、用途灵活、不列入财政赤字、即收即支的特点。共发行过三次特别国债。第一次为1998年发行2700亿特别国债用于补充四大行的资本金。第二次为2007年发行1.55万亿特别国债用于成立中投。第三次为2020年为抗疫发行1万亿特别国债。地方政府财政收入压力较大对基建投资带来一定影响。特别国债发行，可保障基建增长的稳定。

专项债发行节奏（单位：%）

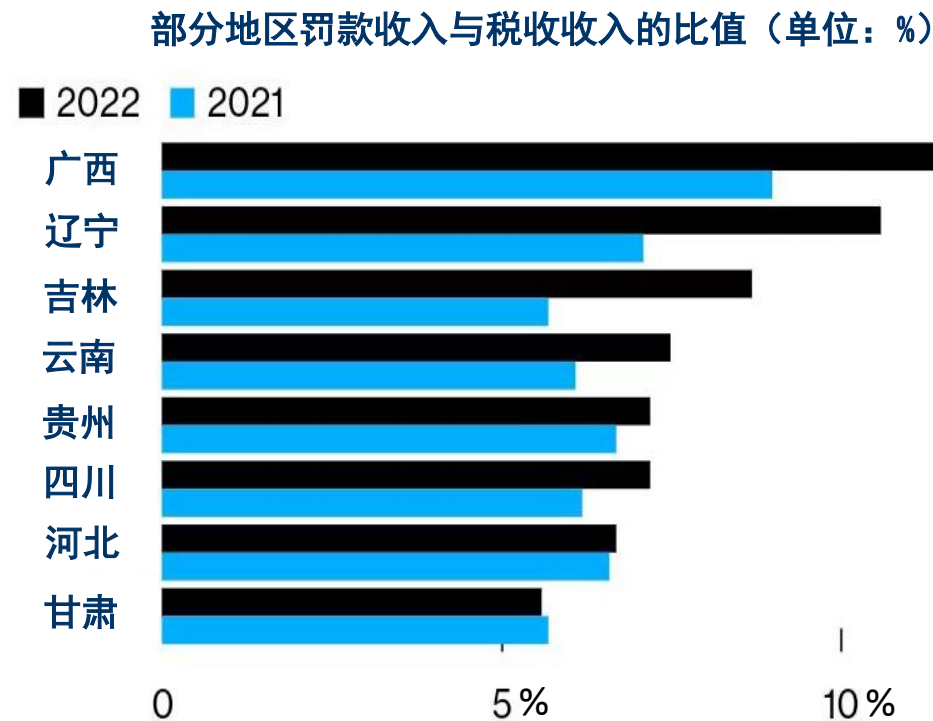
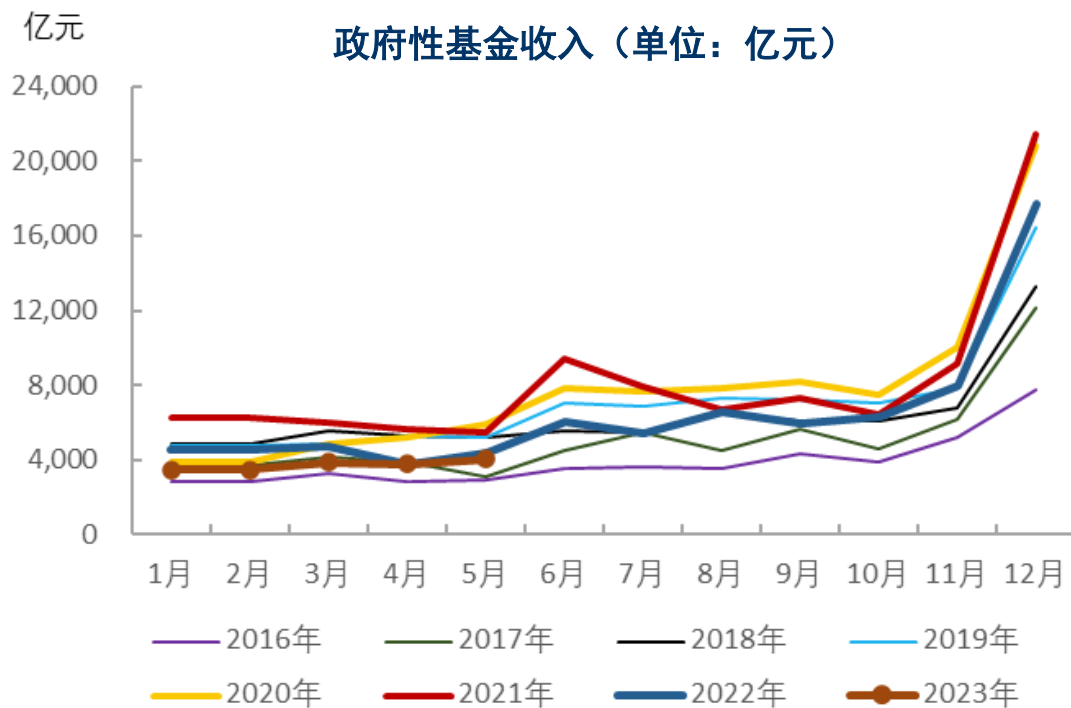


政府债券发行规模：累计值（单位：万亿元）



# 价格下行周期的政策思考：地方政府债务问题或需适当缓解

- 根据财政部数据，截至今年4月末，全国地方政府债务（不包括隐性债务）余额约37.05万亿元。
- 财政部部长：中国地方政府的债务主要是分布不均匀，一些地方债务风险较高，还本付息压力较大。
- 随着房地产市场走弱，地方政府土地出让收入持续承压，部分地方面临一定压力。
- 化解政府债务风险，不发生系统性风险的底线要坚守。对于部分债务偿还困难的地区，或需要适当的解决方式。





# 价格下行周期的政策思考：多举措支持民营企业发展，提升民间活力

- 在本轮疫情中，民营经济受到的影响较大，从经济数据上看，民间投资的下滑基本上能解释我国投资端的萎缩，而从上市公司业绩来看，疫情放开后当国企利润开始恢复的时候民营企业的利润增速依然为负。

2023年6月16日国家发改委表示要多措并举优化民营企业发展环境，促进民营经济发展壮大。

一是持续破除民营企业公平参与市场竞争的制度障碍。深入实施市场准入负面清单制度，持续破除妨碍各类经营主体公平准入的隐性壁垒，集中破解一批民营企业反映比较强烈的地方保护、所有制歧视等突出问题。

二是持续加强民营企业平等使用资源要素的保障力度。健全防范和化解拖欠中小微企业和个体工商户账款长效机制。积极支持民营企业建设高水平创新平台和科技转化平台。加快向民营企业开放国家重大科研基础设施和大型科研仪器。大力推广“信易贷”模式。

三是持续激发民营经济发展活力。全面构建亲清政商关系，畅通政企沟通渠道，健全涉企政策听取企业家意见建议的工作机制，保持政策连续性稳定性，根据实际设置合理过渡期，给企业留出必要的适应调整时间。鼓励和吸引更多民营企业参与国家重大战略、国家重大工程、重点产业链供应链项目建设。

	日期	地区	政策名称
省级行政区	3月21日	河北	《促进民营经济发展的若干措施》
	3月24日	陕西	《大力服务民营经济高质量发展十条措施》
	3月31日	海南	《关于支持民营经济发展的若干措施》
	3月31日	陕西	《陕西省省妇联系统服务民营企业和女企业家十项工作举措》
	4月10日	湖南	《关于民营企业高质量发展九条措施》
副省级城市和省会城市	1月28日	吉林长春	《关于支持民营经济加快发展若干措施（试行）》
	3月22日	辽宁沈阳	《沈阳市促进民营经济高质量发展若干政策措施》 《沈阳市促进民营经济高质量发展三年行动计划（2023-2025年）》
	3月29日	河南郑州	《关于建立民营经济健康发展服务保障机制的实施意见》
	3月30日	辽宁大连	《关于建立民营经济健康发展服务保障机制的实施意见》
	4月4日	黑龙江哈尔滨	《哈尔滨市支持民营企业企业家干事创业的若干措施（试行）》
	4月4日	宁夏银川	《金融支持全区民营经济高质量发展的若干措施》

# 理解全新格局，迎接多重变革

## 底层逻辑

- **逆全球化：中美脱钩、去美元化**
- **地缘政治变局：台海、区域自主（中东、南美、东盟）**
- **一带一路：十年间与沿线国家年贸易额翻番**

## 中国应对方式

- 高度重视安全、自主可控；全面推进内外双循环；加强中东、俄、欧合作关系。
- ↓
- 战略眼光看待大宗商品——资源安全：能源安全、粮食安全等

## 政府治理方式

- 从“土地财政”到 **“数字财政、能源财政、股权财政”**

AI产业链

新能源革命

- 全面注册制(民企上市)
- 中特估(国企转型、提升估值)
- **财富管理**大发展

## 资产扩围

- 传统资源**重估**；
- 新兴资产**崛起**：数据资产，算力资产；

## 科技革命

- **浪潮**：新一轮数字化、智能化浪潮启动；
- **重塑**：以ChatGPT为代表的超级工具重塑工作方式、业务模式；
- **挑战**：AI对产业运营等产生革命性影响。

# 目 录



**经济周期和政策周期**



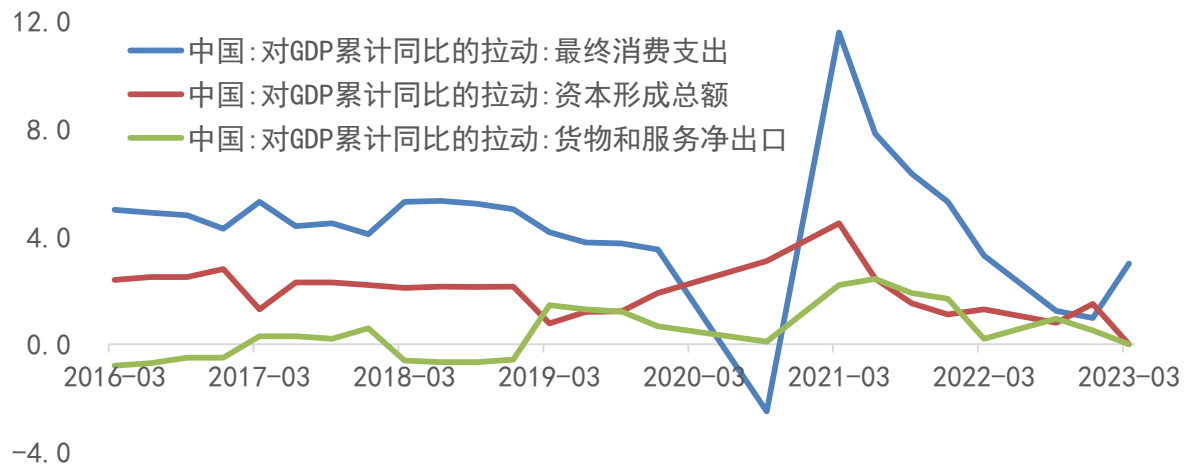
**经济结构和产业升级**



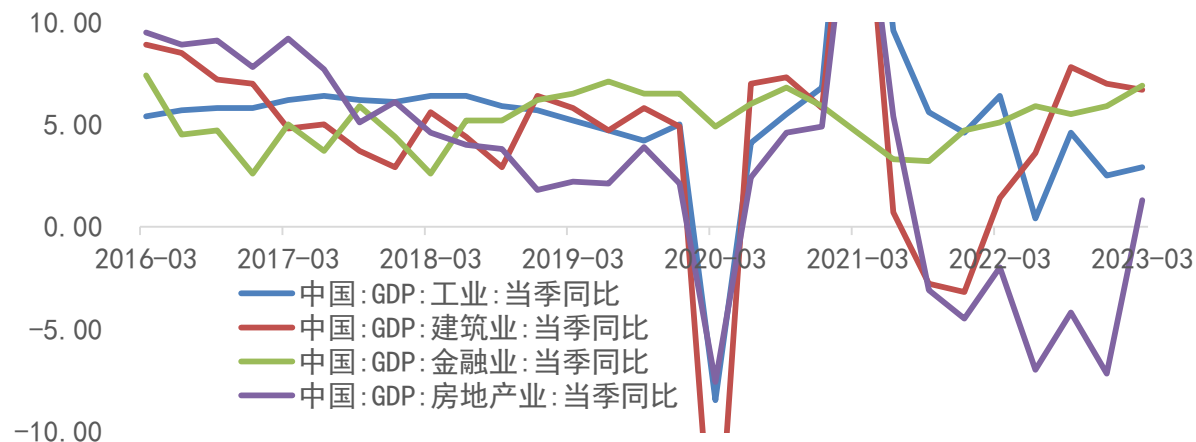
**资产稳价和中特估**

# 疫情和地产去杠杆后，消费回归或难对冲投资下滑

## 投资拉动Vs消费拉动（单位：%）



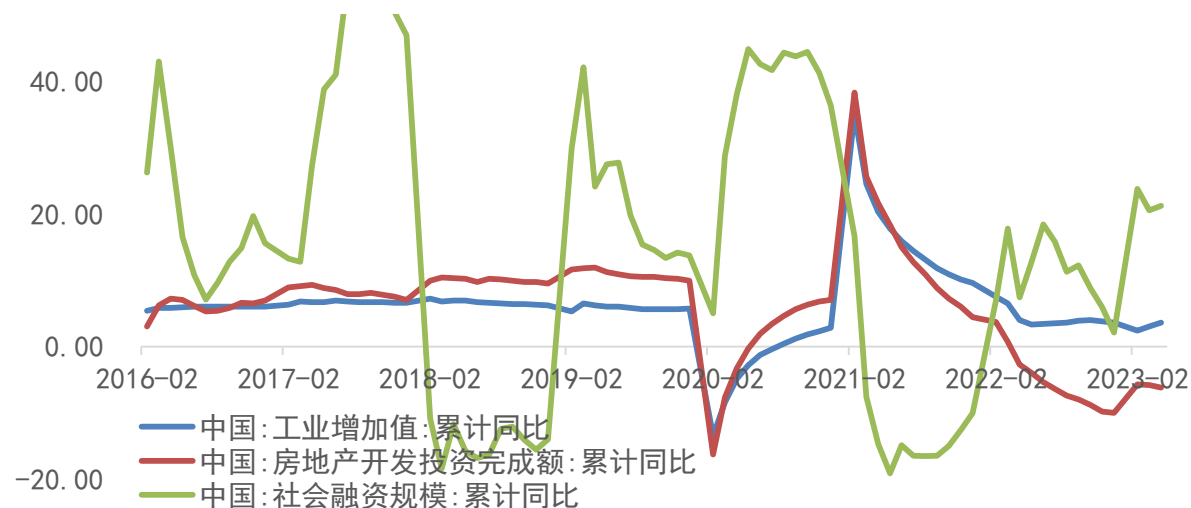
## 金融业增幅过快，对实体经济的边际效应减弱（单位：%）



## 投资增速已经低于消费增速（单位：%）



## 去杠杆对地产投资的影响仍在延续（单位：%）



# 总需求不足是当前经济运行面临的突出矛盾

《求是》：总需求不足是当前经济运行面临的突出矛盾。必须大力实施扩大内需战略，采取更加有力的措施，使社会再生产实现良性循环。要优化政策举措，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。一是把恢复和扩大消费摆在优先位置。二是通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。要继续发挥出口对经济的支撑作用，加快建设贸易强国。

## 2023年内需修复将成为经济回升动力（单位：%）

### 1 房地产仍是支柱产业

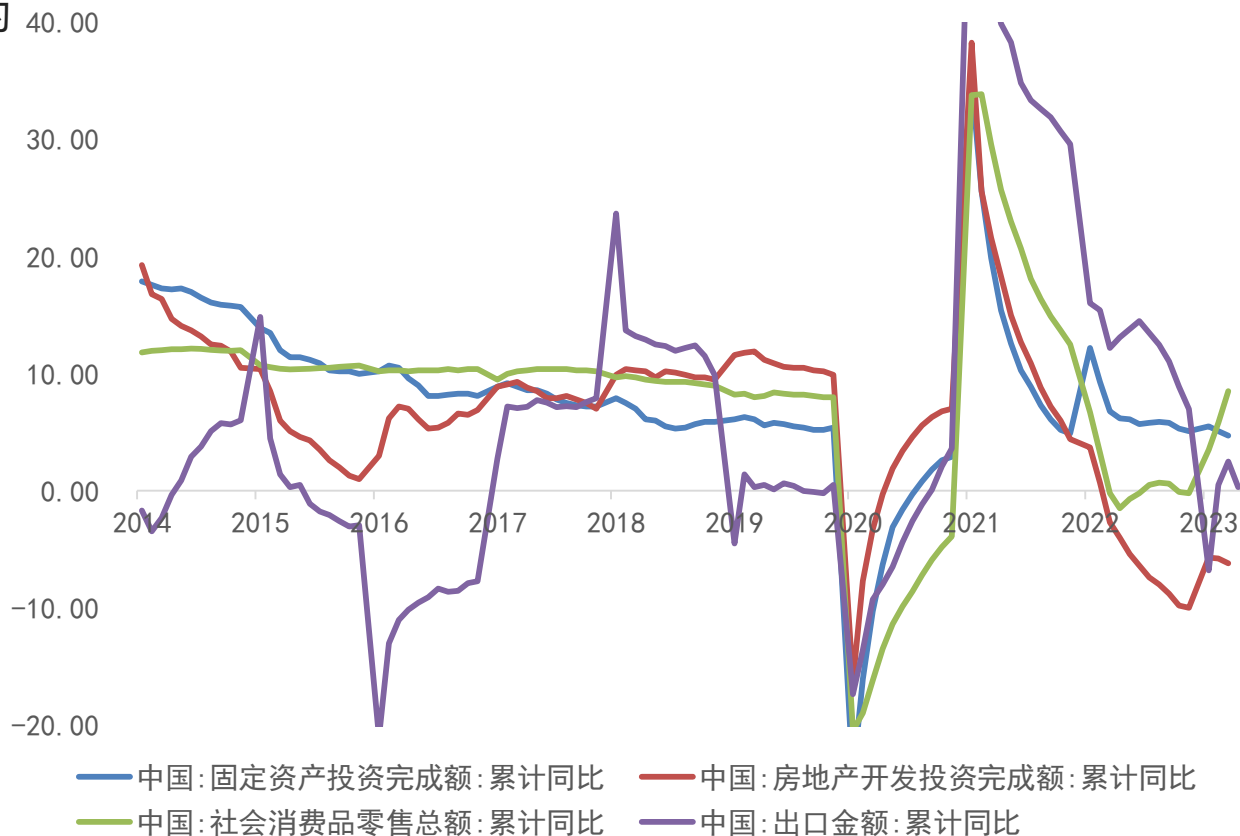
- ◆ 刘鹤副总理表示房地产依旧是支柱性产业，目前政策端对地产销售进一步放松。1月17日全国住建部年度会议强调房地产工作要锚定新时代新征程党的使命任务和当前的中心工作来展开

### 2 汽车是消费主要动力

- ◆ 免征新能源汽车购置税政策再延期实施至今年底
- ◆ 1月28日国常会强调促进汽车等大宗消费政策全面落地

### 3 地方债前高后低支持基建

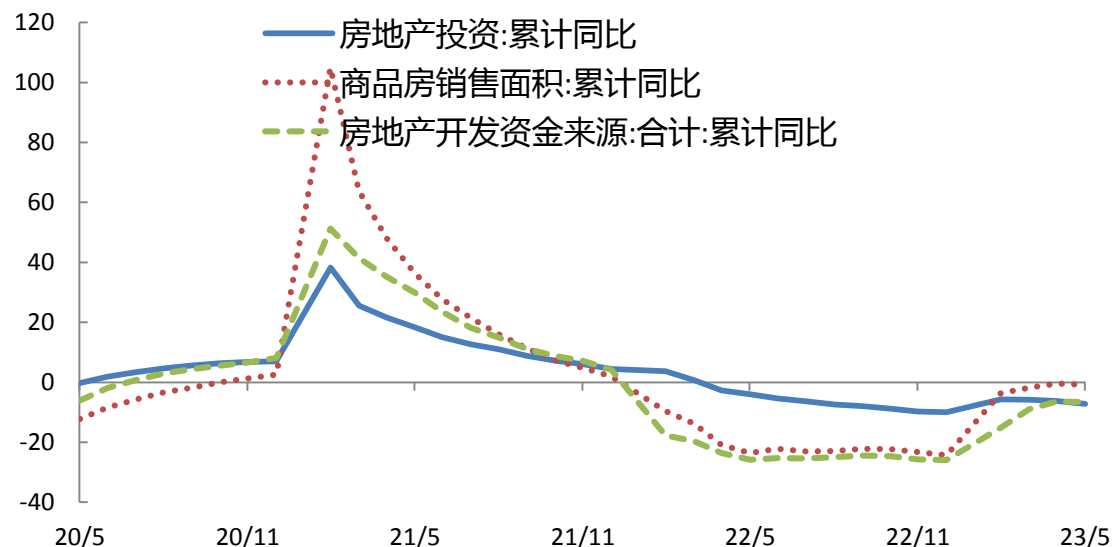
- ◆ 中央经济工作会议对今年财政政策导向是加力提效
- ◆ 新增专项债规模将在连续两年3.65万亿元的基础上相应提升，预计将达到3.85万亿，同时赤字率相应提升至3%以上
- ◆ 稳增长压力下可能适度扩大专项债资金投向领域和用作项目资本金范围



# 房地产市场与经济走势高度一致，复苏不及预期拖累经济

- **房地产投资降幅扩大。**1—5月份，全国房地产开发投资45701亿元，同比下降7.2%；其中，住宅投资下降6.4%。
- **商品房销量降幅扩大，销售额回落。**1—5月份，商品房销售面积46440万平方米，同比下降0.9%，其中住宅销售面积增长2.3%。商品房销售额49787亿元，增长8.4%，其中住宅销售额增长11.9%。
- **房地产开发企业到位资金情况好转。**1—5月份，房地产开发企业到位资金55958亿元，同比下降6.6%，降幅有所扩大。
- **国房景气指数再次回落。**5月份房地产开发景气指数为94.56，仍处于较低景气水平，且在连续4个月回升后再次回落。

房地产投资、销售和开发资金累计同比（%）



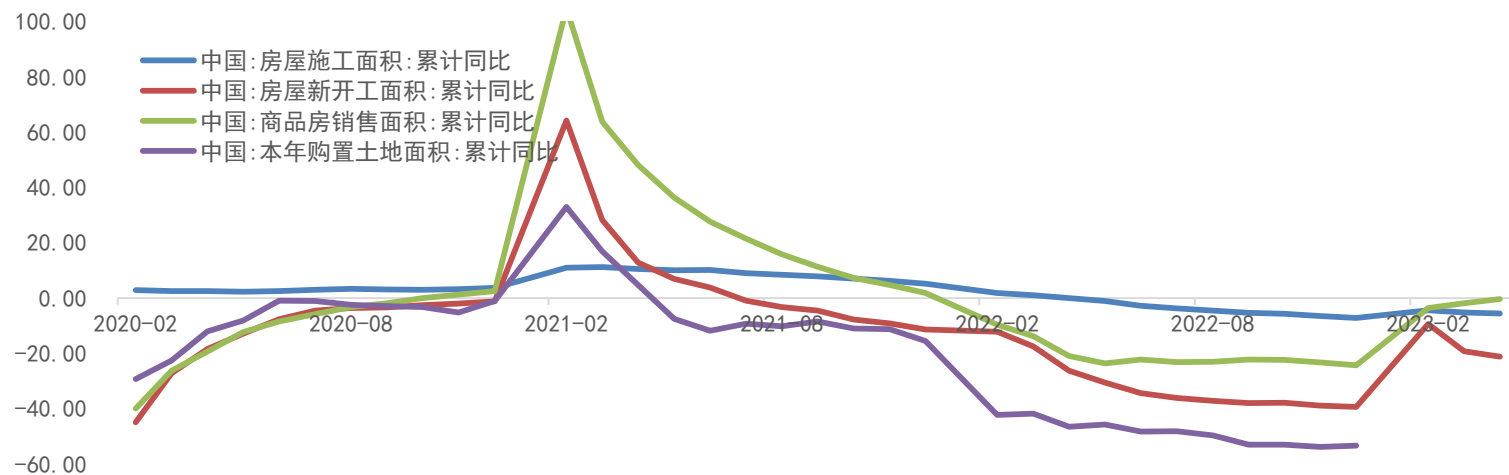
国房景气指数（%）



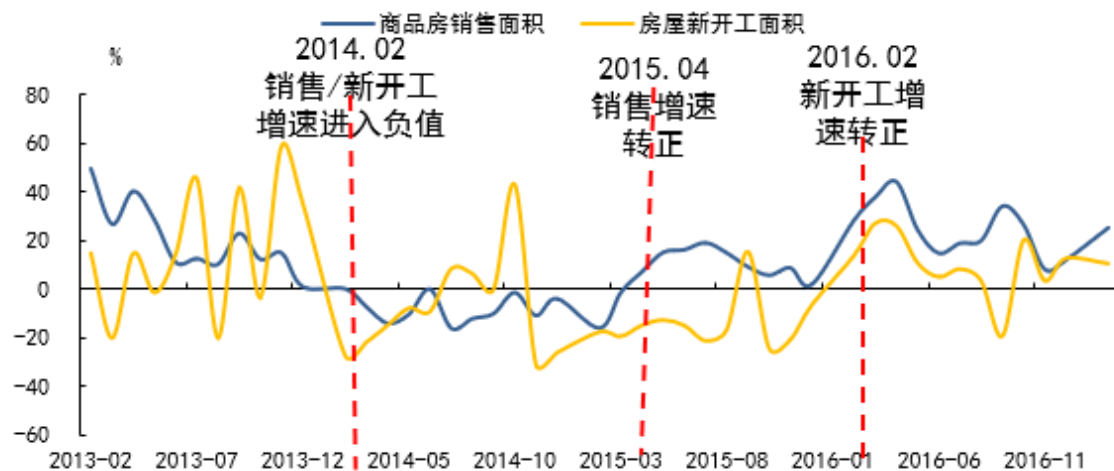


# 地产传统修复路径拉长，销售和新开工持续负增长

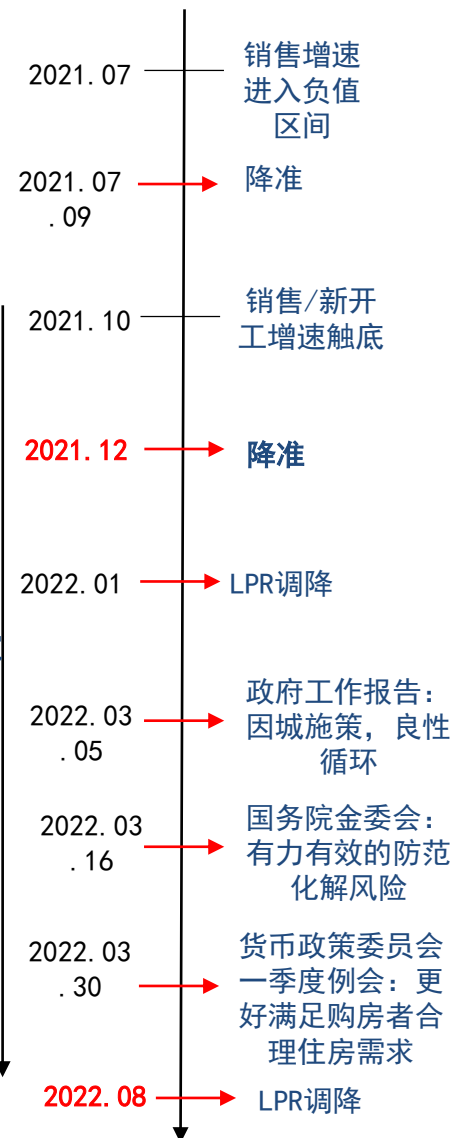
政策调控出台到终端企稳时间跨度明显拉长（单位：%）



2014-2015年地产宽松周期回顾（单位：%）



各个城市出台地方性宽松政策

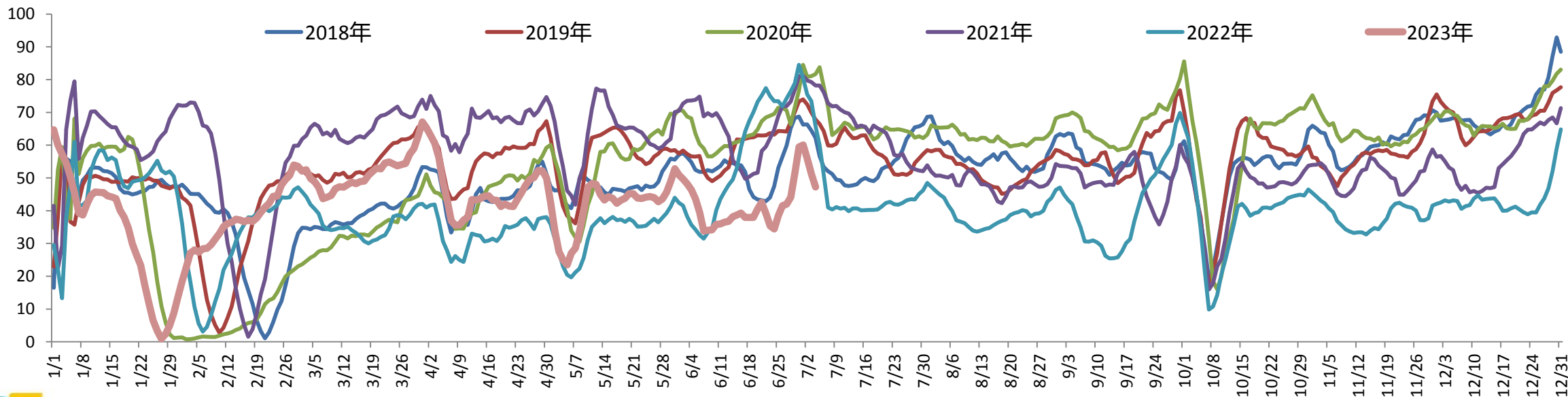




## 5月以来日成交面积下滑比较明显，处于近六年低点

- 近期房地产市场看法较为悲观，存在一定的信息不充分情况，成交量较2022年有所回升，二手房挂牌量增加主要是为了换房并非“降价抛售”，尤其是北京上海等一线城市，相对严格的限购限贷政策抑制了市场需求。
- 当前居民部门杠杆率仍有提升空间，随着疫情影响消退，居民信心恢复及相关政策配套支持，预计房地产市场价格和销售将逐步改善，后续有望继续回暖，关注一线城市政策变化和回升情况。

30大中城市日成交面积（万平方米）



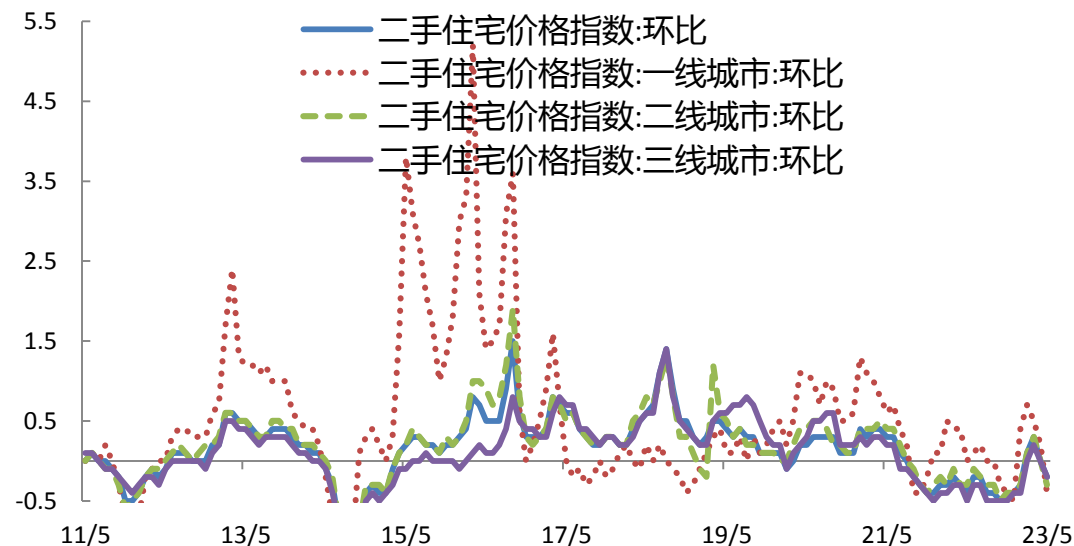
# 房贷利率处于历史最低水平，回暖需要一线城市带头

- **房贷利率处于历史最低水平。**2022年初以来，央行及各地放松限购，大幅降低贷款利率，当前个人住房贷款利率跌至4.14%，处于有数据以来的历史低位。
- **房地产价格环比涨幅放缓。**5月份，一线城市二手住宅销售价格环比由上月上涨0.2%转为下降0.4%，其中，北京、上海、广州和深圳环比分别下降0.6%、0.8%、0.2%和0.1%；二、三线城市二手住宅销售价格环比由上月持平分别转为下降0.3%和0.2%。

个人住房贷款利率处于历史低位（%）



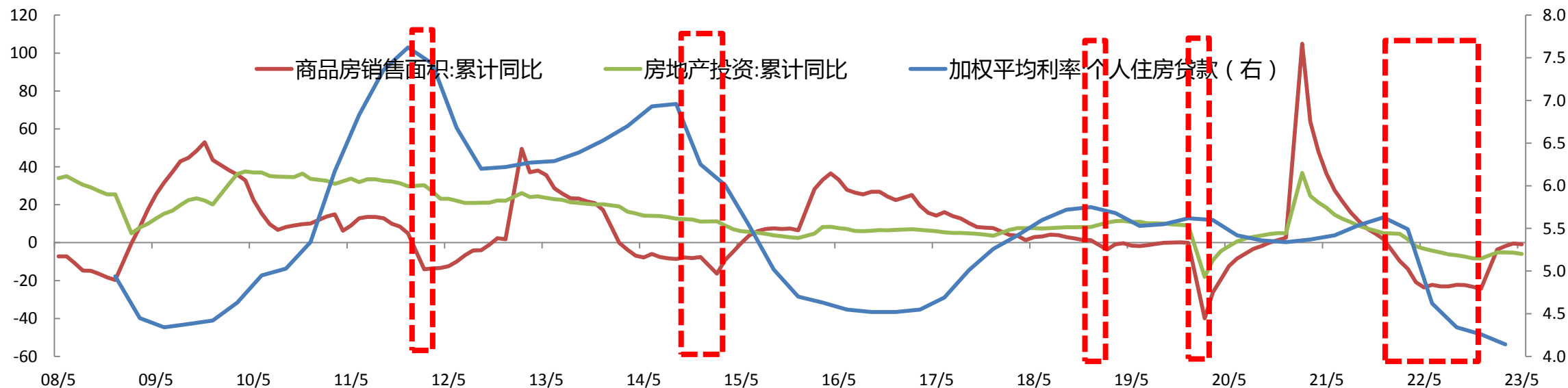
每一轮房地产市场回暖都是从一线城市开始（%）



# 仅降低利率无法提升居民购房信心

- 历史上，房贷利率的回落会带动商品销售面积和房地产投资的回升。一般房贷利率回落的当季或者次季，商品房销售面积累计同比增速即会见底，同时带动房地产投资在未来的3-4个季度内容企稳回升。
- 本轮利率下行始于2022年初，利率下行幅度达到149bp，远远高于同期政策利率的下行幅度，但是商品房销售到今年年初才有所企稳，滞后时间超过四个季度，且也是因为去年基数较低的原因。而房地产投资增速降幅在年初收窄后，4月份开始继续扩大。仅靠降低利率已经无法解决实际融资问题，需要提升居民购房信心。

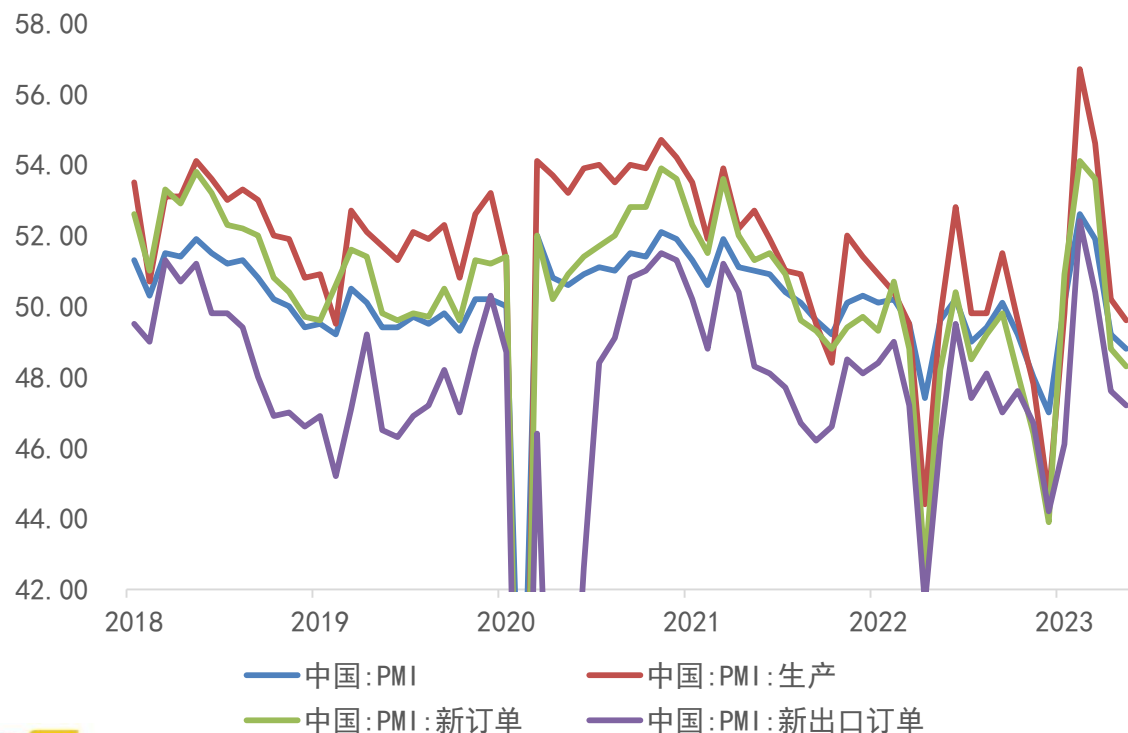
房贷利率与商品房销售、房地产投资同比走势 (%)



# 制造业面临产能过剩压力，仍处于主动和被动去库阶段

- **制造业PMI指数回落，经济环境不佳：**一季度，PMI指数快速反弹，但随着政策力度减弱，PMI指数快速回落。其中，产成品库存连续3个月居于50以下。
- **制造业产能过剩压力：**制造业需求走弱，产能利用率回落至历史低位。

## 制造业复苏持续性较弱（单位：%）



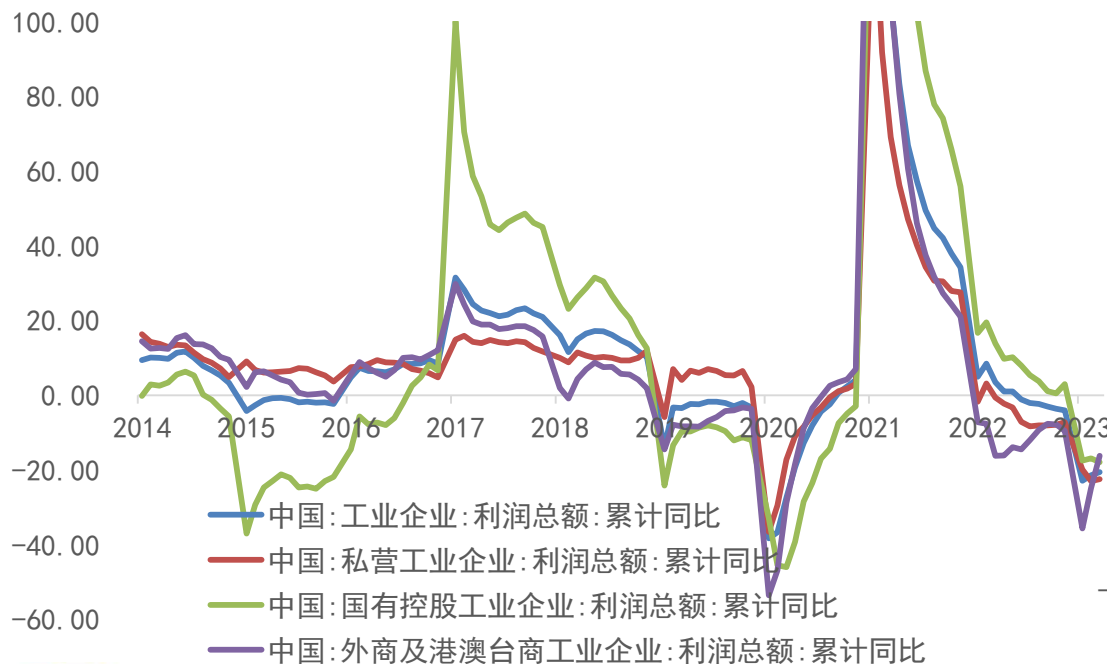
## 制造业产能利用率回到过去10年低位（单位：%）



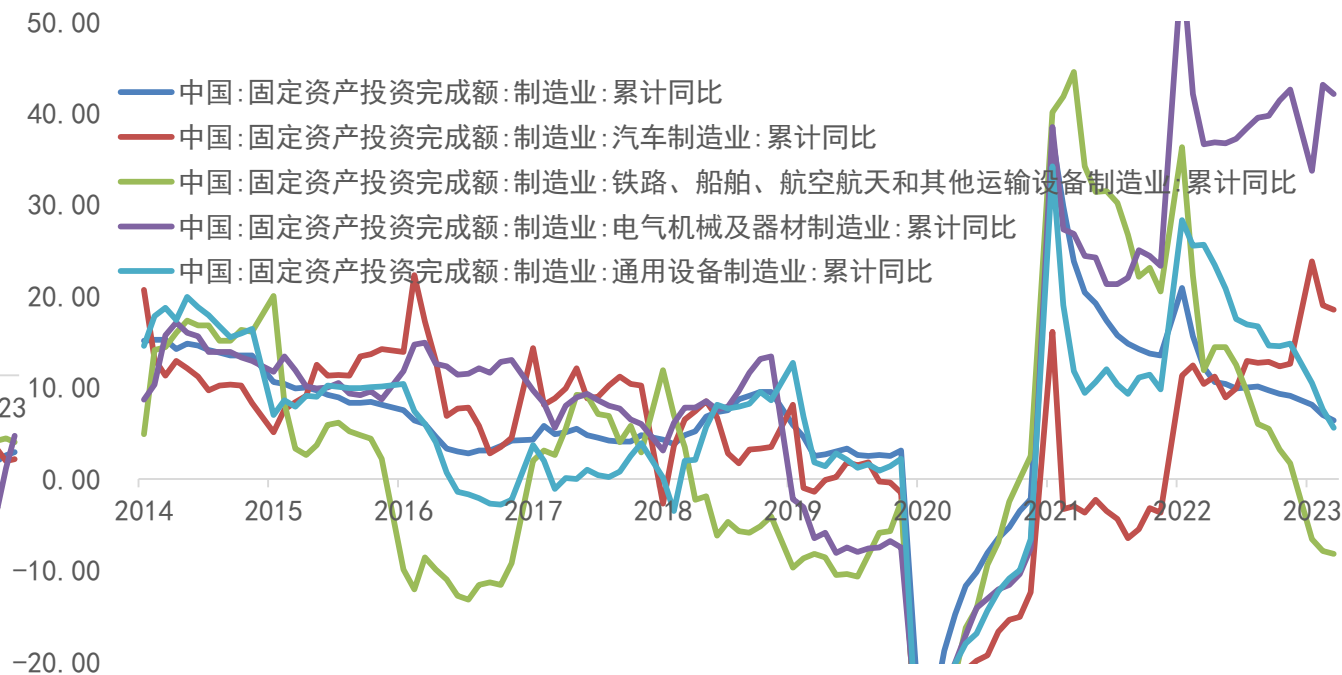
# 企业利润降幅较大，制造业升级有所显现

- **企业利润下行趋势不改。**5月营收当月同比-1.5%，低于前值的3.7%，时隔2个月再度回到负增长区间。不过这并不意味着营收增速已经触底，基数下降是主要贡献。1-5月营收累计同比增长0.1%，对应两年复合增速4.5%，低于前值的5%，本轮营收底或尚未出现。
- **中游装备制造投资增长保持高位。**基建、新基建、新产业投资相对景气，基础设施投资带动交运设备、光伏设备等投资带动电气机械、工业数字化转型带动通用设备。

## 工业企业利润增速仍在下滑（%）



## 电气机械、汽车制造业投资增速保持高位（%）





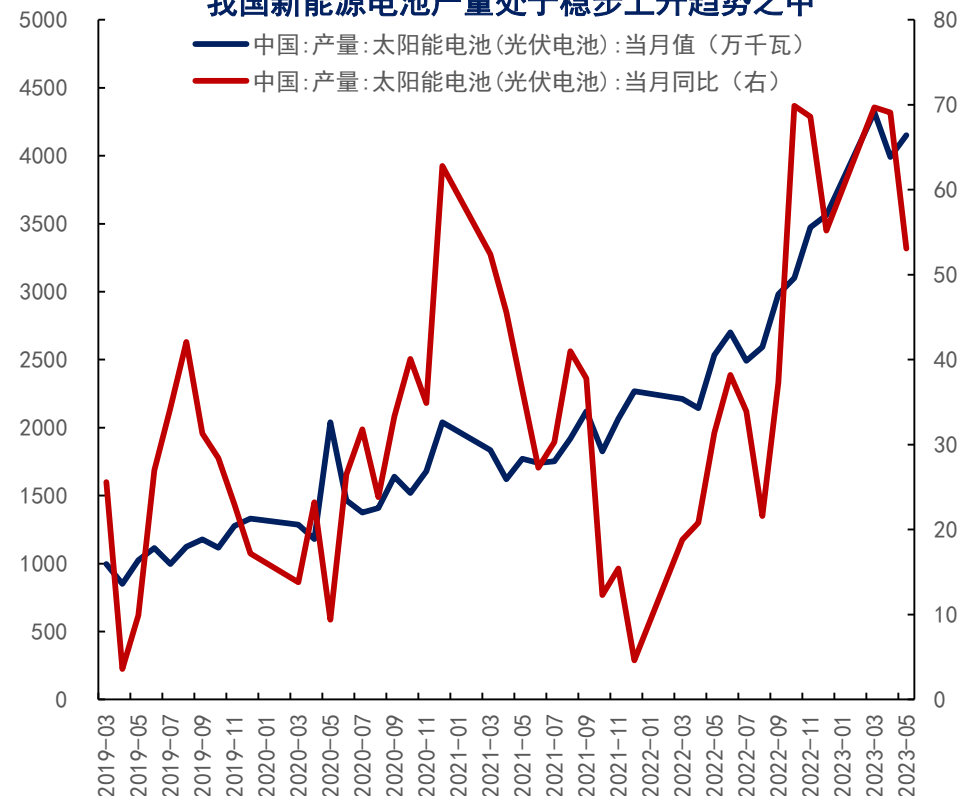
# 重点产业1：总书记总理多次考察，要大力发展绿色能源

- 4月12日，习近平总书记来到广汽埃安新能源汽车股份有限公司考察。同天，国务院总理李强在北京海博思创科技股份有限公司调研，了解储能系统解决方案，察看相关储能产品和应用案例，指出，储能能在能源革命中扮演着重要角色，具有广阔市场空间。
- 6月7日，习近平总书记考察内蒙古中环产业园并作指示，强调坚持绿色发展是必由之路，推动传统能源产业转型升级，大力发展绿色能源。同日，李强总理在大连融科公司和冰山集团，两家储能公司进行了调研。

2023年至今，全国近20个省出台新能源政策

山东	2023. 03. 07	山东省能源局	《山东省能源绿色低碳高质量发展2023年重点工作任务》
山西	2023. 03. 20	山西省能源局、山西省工信厅	《山西省光伏产业链2023年行动方案》
上海	2023. 03. 28	上海市发展和改革委员会	《关于做好2023年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》
湖南	2023. 04. 07	湖南省人民政府	《湖南省2023年国民经济和社会发展规划》
广东	2023. 04. 06	广东省能源局	《广东省能源局关于下达2023年地面集中式光伏电站开发建设方案的通知》
贵州	2023. 04. 06	贵州省能源局	《贵州省2023年度风电光伏发电建设规模项目计划》
宁夏	2023. 02. 23	宁夏回族自治区发展改革委	《宁夏“十四五”新型储能发展实施方案》

我国新能源电池产量处于稳步上升趋势之中



# 重点产业2：数字经济政策频出，发展数字经济已上升为国家战略

■2023年2月27日，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》（以下简称《规划》）。《规划》首次将数字中国建设工作情况作为对有关党政领导干部考核评价的参考。

■5月30日，北京出台两份人工智能相关文件，分别是《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》、《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023-2025年）》，目标到2025年人工智能核心产业规模达到3000亿元，持续保持10%以上增长。

■5月31日，深圳市发布《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023—2024年）》，加快推动人工智能高质量发展高水平应用，建设城市级智能算力平台。

■6月2日，人民日报文章指出，算力作为数字经济时代的生产力，对推动经济社会数字化转型具有重要支撑作用。开放计算更好满足算力需求。

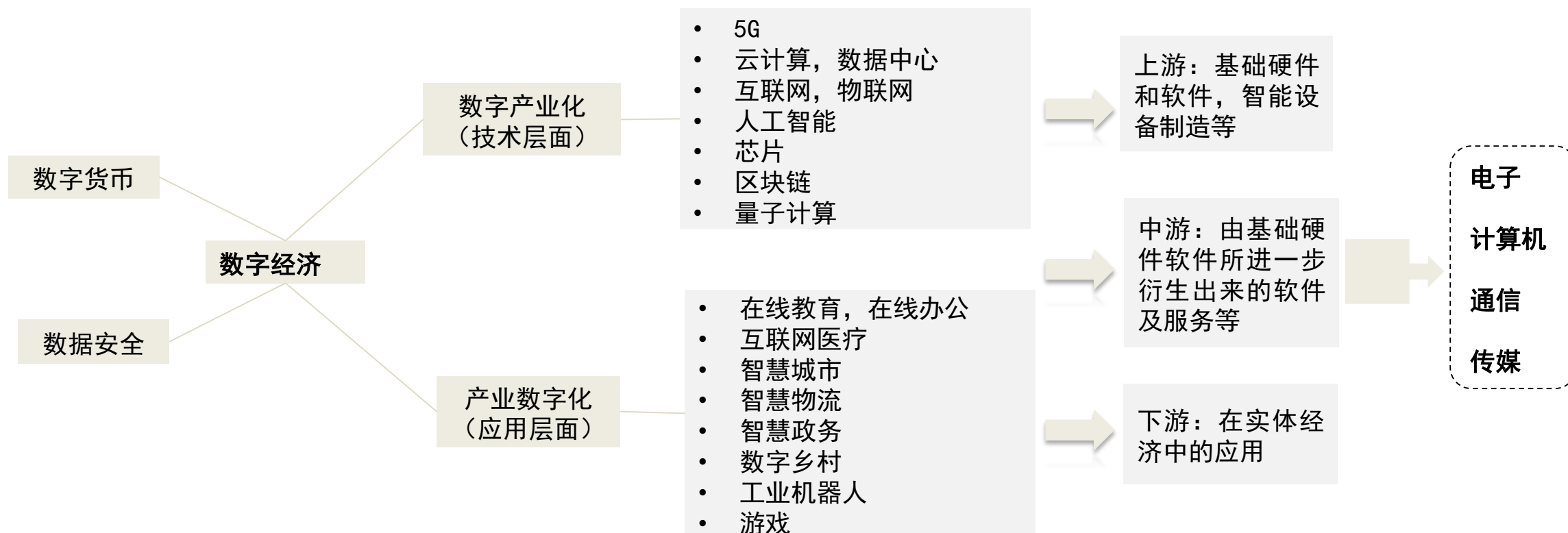
时间	政策部门	政策文件	内容要点
2015年11月	中国共产党第十八届中央委员会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	实施国家大数据战略，推进数据资源开放共享。
2017年10月	中国共产党第十九次全国代表大会	十九大报告	推动“互联网+”深入发展，促进数字经济加快成长。
2019年10月	国家发展改革委、中央网信办	《国家数字经济创新发展试验区实施方案》	在河北省（雄安新区）、浙江省、福建省、广东省、重庆市、四川省等启动国家数字经济创新发展试验区创建工作。5个地方试点，通过3年左右探索，数字产业化和产业数字化取得显著成效。明确将数据作为一种新型生产要素写入政策文件。
2021年3月	中共中央	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	迎接数字时代，激活数据要素潜能，推进网络强国建设，加快建设数字经济、数字社会、数字政府，以数字化转型整体驱动生产方式、生活方式和治理方式变革。
2021年10月	工业和信息化部、科学技术部、住房和城乡建设部等八部门联合	《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023年）》	明确到2023年底，在国内主要城市初步建成物联网新型基础设施物联网连接数突破20亿，为物联网、数字化产业蓬勃兴起和全面发展赋能。
2021年11月	工业和信息化部	《“十四五”大数据产业发展规划》	到2025年，我国大数据产业测算规模突破3万亿元，创新力强、附加值高、自主可控的现代化大数据产业体系基本形成。
2021年12月	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	提出，到2025年，数字中国建设取得决定性进展，信息化发展水平大幅跃升。
2022年1月	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈入新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善。
2023年2月	中共中央、国务院	《数字中国建设整体布局规划》	指出建设数字中国是数字时代推进中国式现代化的重要引擎，是构筑国家竞争新优势的有力支撑。加快数字中国建设，对全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴具有重要意义和深远影响。



## 重点产业2：从数字经济到TMT四大细分行业，助力产业升级

■ 根据2021年国家统计局发布的《数字经济及其核心产业统计分类（2021）》中的定义，数字经济是以数据资源作为关键生产要素、以现代信息网络作为重要载体、以信息通信技术的有效使用作为效率提升和经济结构优化的重要推动力的一系列经济活动。

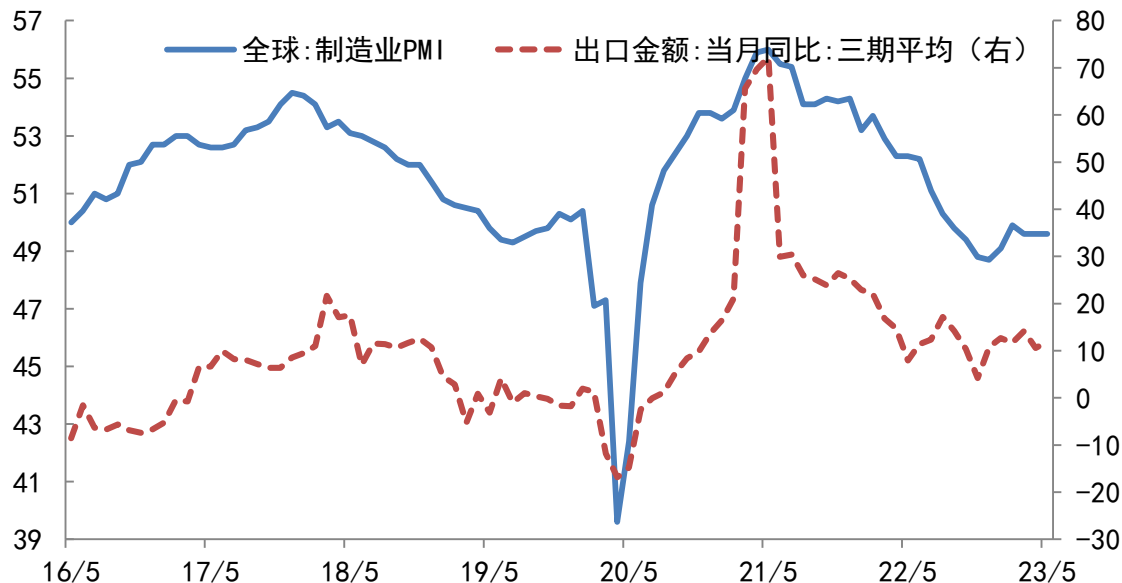
■ 直接或间接利用数据来引导资源发挥作用，推动生产力发展的经济形态。



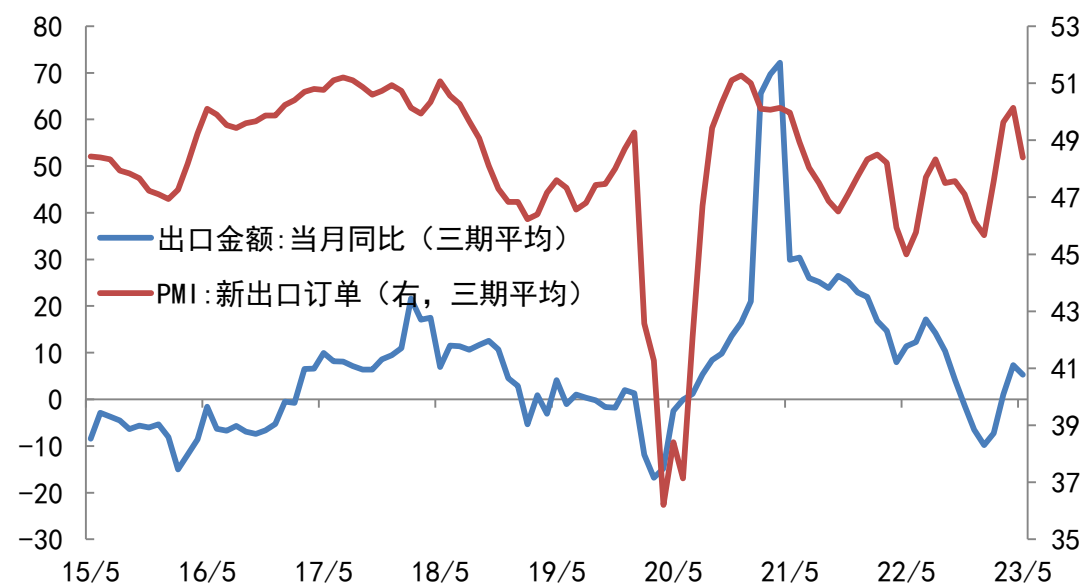
# 全球经济缺乏新引擎，外需已难持续拉动国内经济增长

- 欧美央行大幅加息，制造业PMI持续回落。韩国出口增速回落表明全球贸易的下行压力较大。
- 按美元计价，5月份我国进出口5012亿美元，同比下跌6.2%。其中，出口同比下跌7.5%；进口同比下降4.5%；贸易顺差658亿美元，比4月略有收窄。从同比来看，5月进出口增速都转负，反映了外需和内需都存在一定的下行压力。
- 今年3月出口增长超出市场预期，可能与前期积压的订单有关。4月出口数据环比下跌超过6%，5月出口环比下跌4%，并且同比增长也转负，反映了一季度出口高增长难以持续。

全球制造业PMI与出口金额当月同比（%）



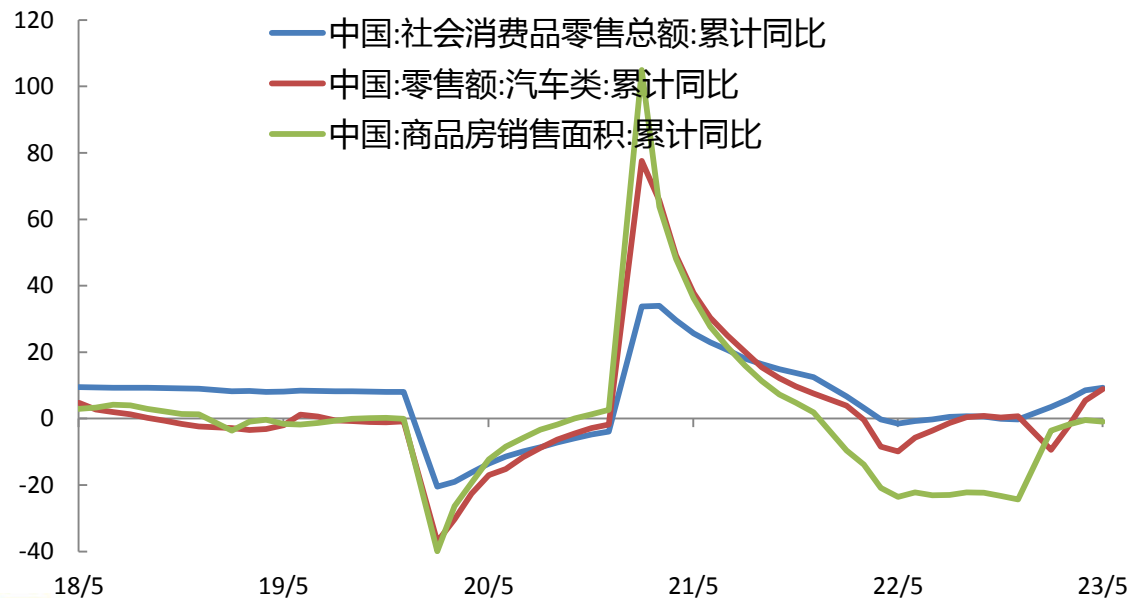
出口金额当月同比与PMI新出口订单三期平均走势（%）



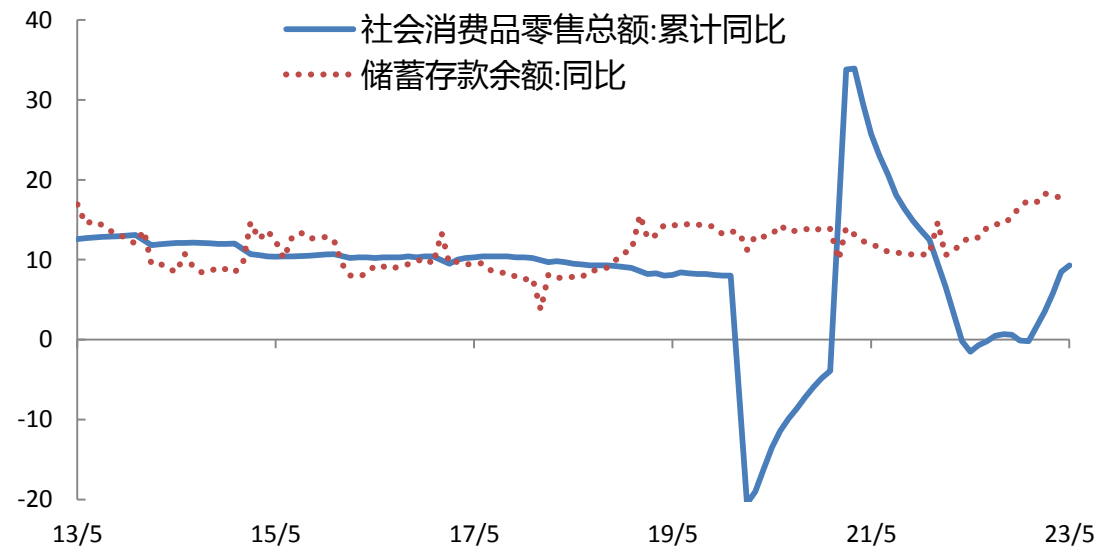
# 疫情缓和释放消费需求，关键还要看大宗消费

- 2022年受疫情影响，国内需求明显走弱。2023年前期积压需求逐步释放，消费成为经济增长亮点。5月份，社会消费品零售总额同比增长12.7%，其中餐饮收入增长35.1%。随着消费场景拓展，居民外出购物增加，市场销售继续扩大，服务性消费较快增长。1-5月份，新能源汽车产销分别完成300.5万辆、294万辆，同比增长45.1%、46.8%；
- **社会消费品零售正在向疫情前的增长趋势回归。**受消费场景受限和防御性储蓄意愿影响，居民储蓄存款余额同比增速回升至十年来的高点。随着促消费政策持续发力，消费市场有望延续恢复态势。

## 商品房和汽车销量增长逐步转正（%）



## 社会消费品零售总额和储蓄存款余额同比（%）

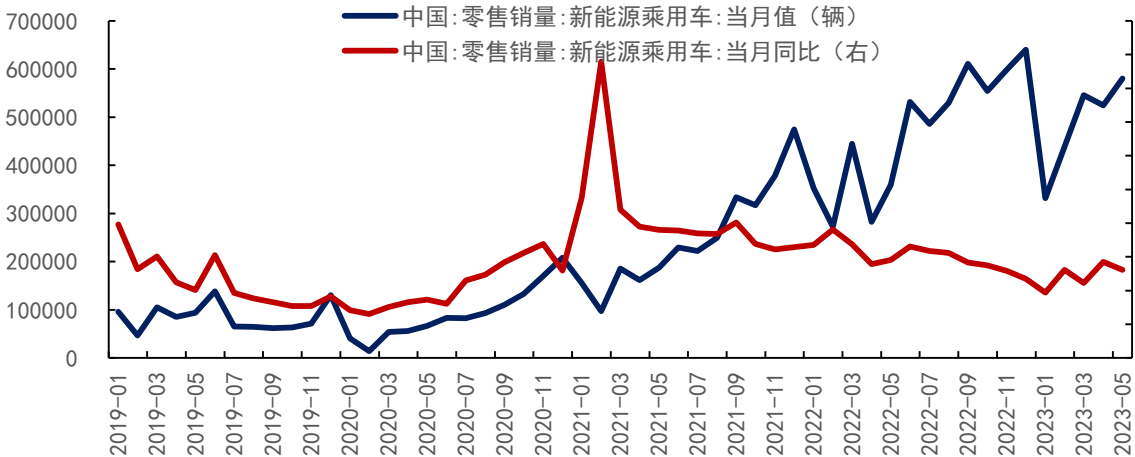


# 支持新能源汽车下乡，推动下半年消费继续回暖

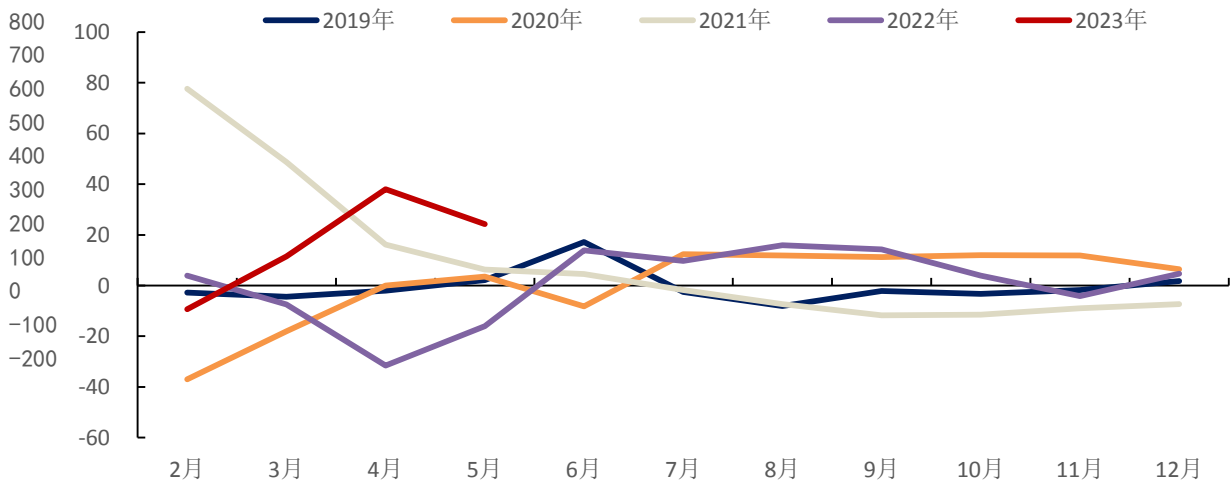
■ 5月，新能源汽车产销分别完成71.3万辆和71.7万辆，环比分别增长11.4%和12.6%，同比分别增长53%和60.2%，市场占有率达到30.1%。新能源汽车继续延续快速增长态势，市场占有率进一步提升。

时间	近期相关政策
5月5日	国务院常务会议部署 <b>加快建设充电基础设施</b> ，更好 <b>支持新能源汽车下乡和乡村振兴</b> 。经国务院同意，5月17日国家发展改革委、国家能源局印发了《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》， <b>支持农村地区购买与使用新能源汽车</b> 。
6月2日	国常会议研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施，会议指出，要 <b>延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策</b> ，构建高质量充电基础设施体系。
6月8日	商务部办公印发“关于组织开展汽车促消费活动的通知”，将于 <b>今年6月至12月</b> ，统筹开展“ <b>百城联动</b> ”汽车节和“ <b>千县万镇</b> ” <b>新能源汽车消费季活动</b> 。

2023年新能源乘用车销量同比增速有所回弹



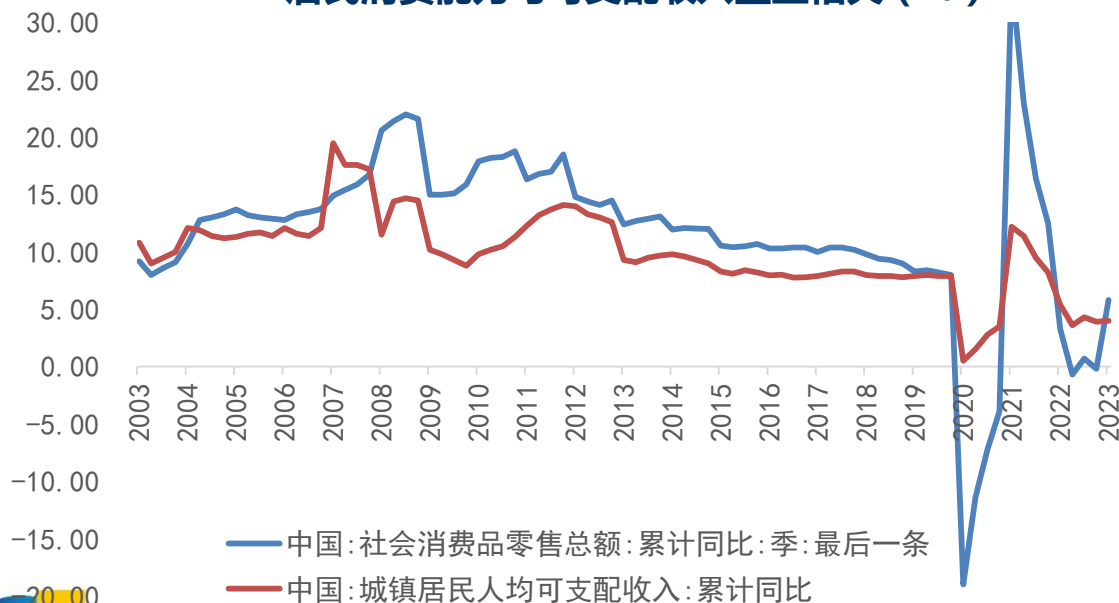
4月、5月社零分项中汽车消费同比好于过往同期(单位: %)



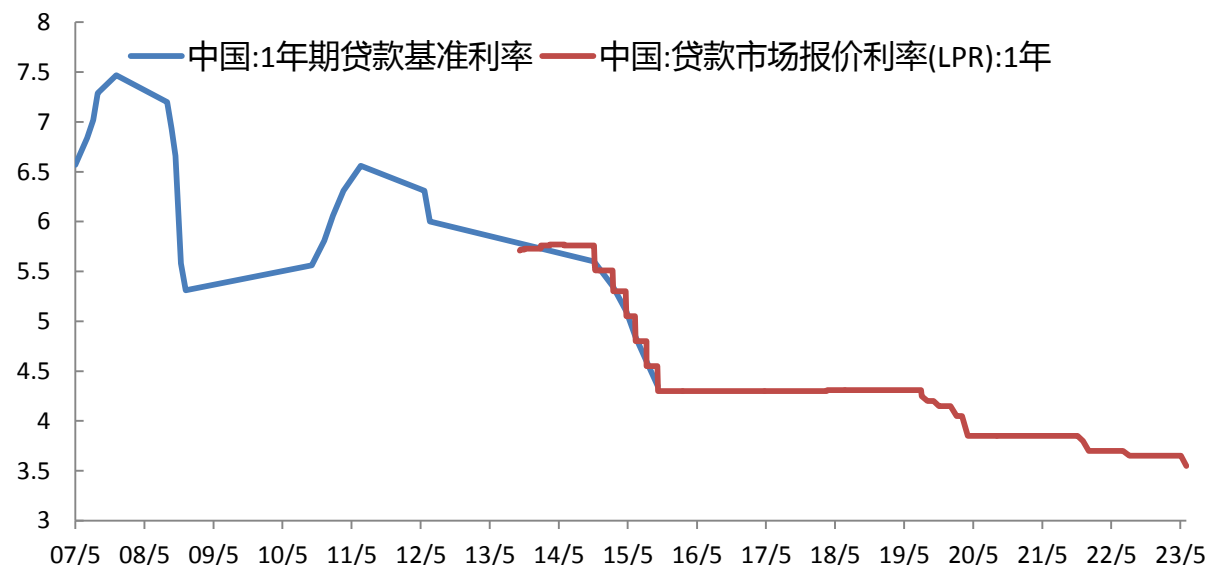
# 修复居民资产负债表：稳增长稳收入，实现居民良性循环

- 修复居民资产负债表，实现居民部门的良性循环：（1）稳定经济增长，从而稳定居民可支配收入；（2）稳定资产价格，从而稳定居民信心。
- 1、稳定经济增长稳定居民收入。当前经济运行面临的主要矛盾是需求不足，表现为制造业景气度回落，物价处于低位，国内外需求偏弱，居民消费信息不足，宽信用政策仍需加码。应对需求不足，各国央行实践中的做法是降低政策利率，以及更进一步的量化宽松政策。从效果来看，美、欧、日等经济体主要凭借宽松货币政策逐渐走出需求不足局面，实现了较为充分的就业和经济增速。
- 降息仍有空间：2015年经济下行期，我国十次降息，政策利率累计降低185个基点。2020年以来，三次降低政策利率累计降低55个基点。政策利率下调可以带动全社会融资成本下降，储蓄存款利率下降，资产估值上升。

居民消费能力与可支配收入呈正相关（%）



贷款利率的调整似乎还有空间（%）

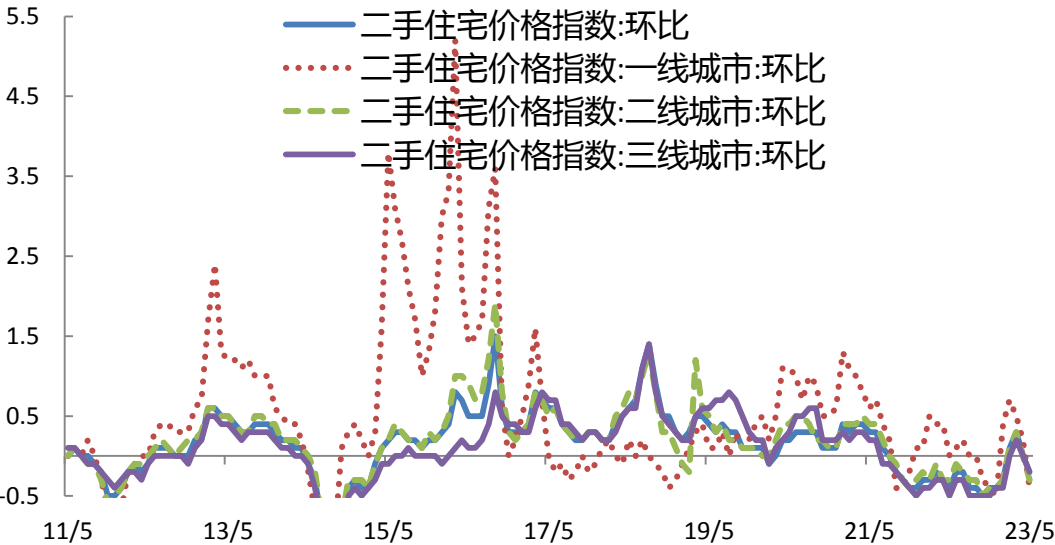




# 修复居民资产负债表：稳资产稳价格，稳定市场信心

- 2、稳定资产价格稳定信心。中国居民资产结构主要分为非金融资产和金融资产。根据中国社科院2019年的估算，非金融资产中绝大部分是住房资产，占总资产的40%左右。金融资产中占比最高的是股票及股权和存款，二者占比分别为30%和20%。上述三类资产在居民总资产中的占比为90%。2022年末，银保监会党委书记、主席郭树清指出，丰富金融产品供给，多渠道增加居民安全稳定的财产性收入，改善居民家庭资产负债表，增强消费能力。
- 我国资产价格主要是股价和房价。2022年以来，先后出现了股市调整、债市调整、大宗商品调整和房价调整，先要稳定资产价格，而其中对居民财富影响最大的是房价。（1）住房资产和股权资产的定价都与利率相关，降息是稳定资产价格的关键因子。（2）逐步放开限购限贷，降低存量房贷利率。隐患是增加部分地区的房地产泡沫，但不放开限购限贷无法短期内维持一线房价稳定。

房地产价格初步企稳（%）



权益	2023/6/12	10日振幅	20日振幅	60日振幅	年初至今	60日行情	60日Z-score
沪深300	3844.43	-0.45%	-0.38%	-6.05%	-0.70%		1.70
上证50	2542.20	-0.05%	-1.36%	-5.11%	-3.53%		1.71
中证500	6027.71	-1.27%	0.36%	-6.27%	2.78%		1.32
恒生综指	2898.59	1.93%	0.93%	-6.27%	-2.54%		0.74
MSCI全球	671.33	1.22%	4.11%	2.56%	10.89%		1.33
MSCI发达市场	2906.01	1.14%	4.20%	2.84%	11.65%		1.28
MSCI新兴市场	1003.14	1.91%	3.32%	0.26%	4.89%		1.27
标准普尔500	4338.93	1.32%	5.44%	4.86%	13.01%		1.43
欧洲STOXX600	369.81	-0.11%	0.53%	-3.66%	9.19%		1.22
外汇							
美元指数	103.63	-0.40%	-0.27%	2.02%	0.13%		1.35
人民币指数	117.69	-1.03%	-1.58%	-2.91%	-1.69%		1.62
美元兑人民币	7.14	0.90%	1.27%	4.02%	3.58%		1.57
欧元兑美元	1.08	0.48%	0.07%	-2.15%	0.51%		1.39
美元兑日元	139.60	-0.26%	0.10%	4.34%	6.47%		1.35
商品							
Brent原油	72.11	-5.62%	-7.95%	-16.76%	-16.14%		0.20
国际金价	1957.31	0.48%	0.03%	-2.30%	7.38%		1.66
国内商品期货	1219.64	-0.11%	1.68%	-7.79%	-8.94%		0.91
有色	1723.45	0.40%	3.66%	-5.13%	-11.05%		0.68
煤焦钢矿	636.74	1.95%	5.95%	-6.60%	-12.45%		0.22
能源	1084.78	-0.86%	-4.76%	-12.61%	-10.65%		0.72
化工	537.45	-3.87%	-1.75%	-16.21%	-17.30%		1.06
非金属建材	607.83	-0.96%	5.40%	-9.42%	1.36%		0.96
油脂油料	1378.10	2.31%	1.09%	-5.53%	-17.13%		1.24
债券							
中国10年期国债收益率	2.67%	-2.6bp	-3.22bp	-16.26bp	-17.46bp		1.12
中国2年期国债收益率	2.14%	-4.35bp	-6.24bp	-26bp	-19.94bp		1.77
美国10年期国债收益率	3.74%	3.9bp	-0.1bp	22.8bp	-13.6bp		1.55
美国2年期国债收益率	4.59%	5.9bp	20.7bp	48.61bp	15.71bp		1.33
欧元区：公债利率：10年	0%	-239.91bp	-255.72bp	-244.37bp	-255.53bp		0.05
欧元区：公债收益率：3年	0%	-247.26bp	-263.03bp	-251.01bp	-250.21bp		0.57



# 修复居民资产负债表：稳就业，积极解决青年就业难的问题

## 3、稳就业稳社会

- 有统计数据显示，2023年城镇就业新成长劳动力达1662万人，其中**1158万**人为高校毕业生。继去年首次突破千万大关，2023年高校毕业生规模将再创新高，同比增长82万人。
- 2023年6月15日国家统计局表示目前青年失业率处在高位。从总量看，初步测算，5月份，16-24岁青年人总量大概有9600多万。16-24岁很多是在校学生未真正进入到劳动力市场，进入到劳动力市场寻找工作的有3300多万，这3300多万当中有2600多万已经找到工作，大概有**600多万**目前还在寻找工作。

### 人社部：2023年高校毕业生等青年就业创业推进计划

**一是实施就业政策落实行动。聚焦中小微企业**，提供社保补贴、税费减免、培训补贴等政策支持，实施补贴政策“直补快办”，激励市场主体更多吸纳就业。

**二是实施公共部门稳岗扩岗行动。**协同有关部门，稳定机关事业单位、国有企业招录（招聘）规模，适当增加基层服务项目招聘人数，稳定公共部门岗位规模。

**三是实施创业服务支持行动。**开展多元化创业指导和交流活动，搭建资源对接平台，为创业毕业生提供政策代办、跟踪扶持、咨询服务等一站式服务，支持创新创业。

**四是实施“职引未来”系列招聘行动。**开展百日千万、城市联合招聘等专项服务活动，重点组织线下招聘，做到月月有招聘、周周有专场，保持市场热度。

**五是实施公共就业服务进校园行动。**组织人社厅局长进校园，重点选取百所就业任务重的高校，定向送岗位、送资源、送政策、送服务。

**六是实施离校未就业毕业生服务攻坚行动。**离校前向毕业提早公布服务渠道。离校后对未就业毕业生开展实名帮扶，提供职业指导、岗位推荐、培训或见习机会。

**七是实施青年专项技能提升行动。**开展新兴产业、现代服务业等新职业培训，拓展学徒培训等培训模式，确保有培训意愿的毕业生都能得到培训机会。

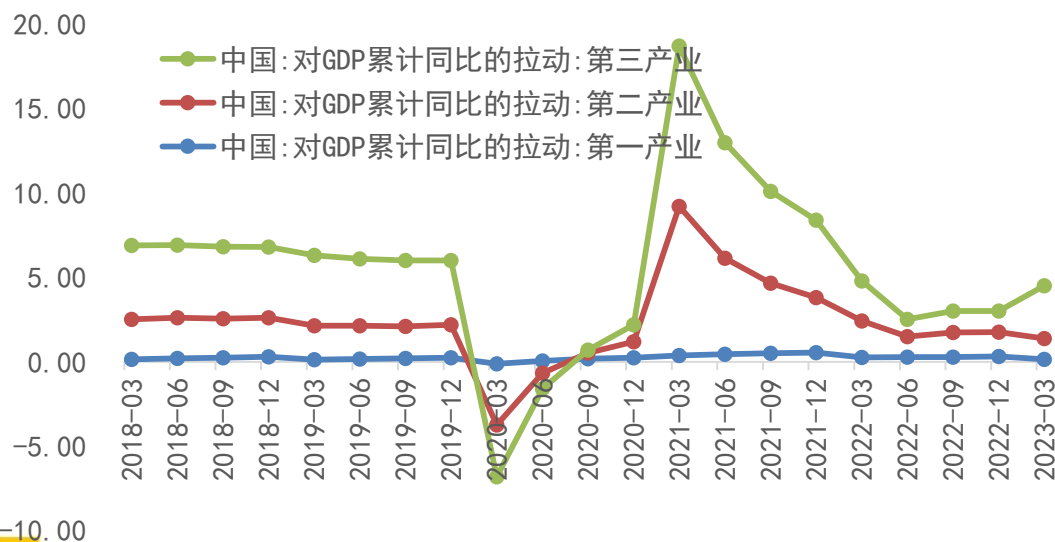
**八是实施就业见习质量提升行动。**募集不少于100万个就业见习岗位，重点开发一批科研类、技能类、管理类岗位，推出一批示范性岗位，帮助毕业生提升实践经验。

**九是实施就业困难结对帮扶行动。**聚焦脱贫家庭、城乡低保家庭、零就业家庭以及残疾等困难毕业生，制定“一人一策”帮扶计划，对离校未就业的开展结对帮扶。

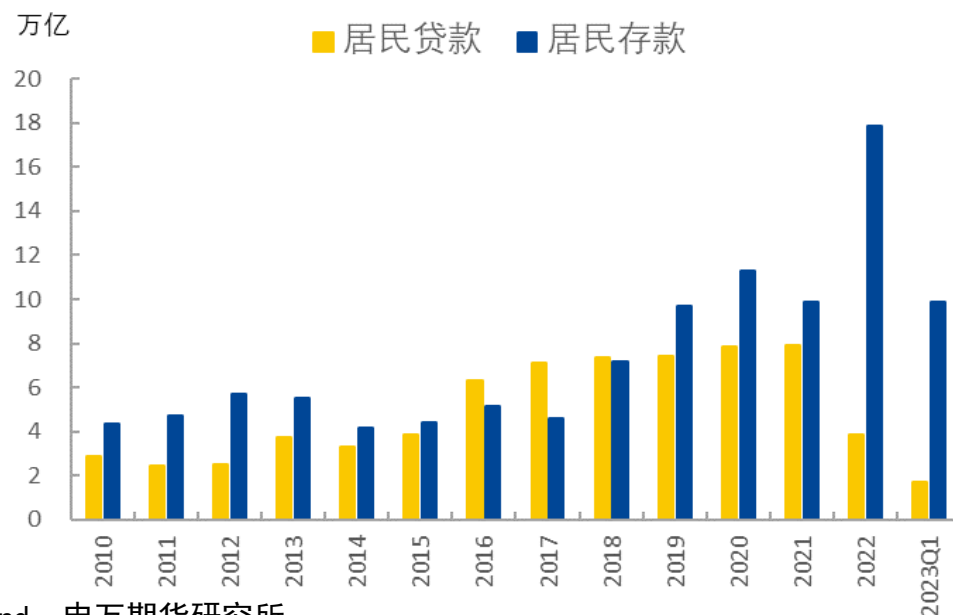
# 全年展望：二季度全年高点，经济波动将逐步降低

- **总量**：全年GDP目标增速在5%以上。二季度或将回升至7%以上。
- **结构**：
  - 1、基建稳定，地产投资逐步企稳。
  - 2、新能源继续保持高增长，工业硅、碳酸锂有望触底反弹。
  - 3、消费结构性改善，重视服务业回暖。从居民就业、收入、消费到企业的销售、投资构成的内循环逐步通畅；
  - 4、**存量财富重配机遇**：经历低消费+投资去杠杆后，居民存款高增长，待信心增强，资产重配启动，财富管理和资产管理空间巨大。
- **风险**：出口下行；内需不畅；地缘紧张。

## 第三产业修复拉动经济增长（%）



## 居民存贷款规模（单位：万亿）



# 目 录



**经济周期和政策周期**



**经济结构和产业升级**



**资产稳价和中特估**

# 2022年以来资产价格大幅波动，稳资产价格有助于提振市场信心

## ■ 我国资产价格主要是股价和房价。

2022年以来，先后出现了股市调整、债市调整、大宗商品调整和房价调整，先要稳定资产价格，而其中对居民财富影响最大的是房价。

- 放开限购限贷的隐患是增加部分地区的房地产泡沫，不放开限购限贷就无法短期内维持一线房价稳定。房价要稳定，既不能把泡沫刺破，也不能把泡沫扩大。凡是产业和人口聚集度很快的城市，房价还会有继续上涨的空间。

权益	2023/6/12	10日振幅	20日振幅	60日振幅	年初至今	60日行情	60日Z-score
沪深300	3844.43	-0.45%	-0.38%	-6.05%	-0.70%		1.70
上证50	2542.20	-0.05%	-1.36%	-5.11%	-3.53%		1.71
中证500	6027.71	-1.27%	0.36%	-6.27%	2.78%		1.32
恒生综指	2898.59	1.93%	0.93%	-6.27%	-2.54%		0.74
MSCI全球	671.33	1.22%	4.11%	2.56%	10.89%		1.33
MSCI发达市场	2906.01	1.14%	4.20%	2.84%	11.65%		1.28
MSCI新兴市场	1003.14	1.91%	3.32%	0.26%	4.89%		1.27
标准普尔500	4338.93	1.32%	5.44%	4.86%	13.01%		1.43
欧洲STOXX600	369.81	-0.11%	0.53%	-3.66%	9.19%		1.22
外汇							
美元指数	103.63	-0.40%	-0.27%	2.02%	0.13%		1.35
人民币指数	117.69	-1.03%	-1.58%	-2.91%	-1.69%		1.62
美元兑人民币	7.14	0.90%	1.27%	4.02%	3.58%		1.57
欧元兑美元	1.08	0.48%	0.07%	-2.15%	0.51%		1.39
美元兑日元	139.60	-0.26%	0.10%	4.34%	6.47%		1.35
商品							
Brent原油	72.11	-5.62%	-7.95%	-16.76%	-16.14%		0.20
国际金价	1957.31	0.48%	0.03%	-2.30%	7.38%		1.66
国内商品期货	1219.64	-0.11%	1.68%	-7.79%	-8.94%		0.91
有色	1723.45	0.40%	3.66%	-5.13%	-11.05%		0.68
煤焦钢矿	636.74	1.95%	5.95%	-6.60%	-12.45%		0.22
能源	1084.78	-0.86%	-4.76%	-12.61%	-10.65%		0.72
化工	537.45	-3.87%	-1.75%	-16.21%	-17.30%		1.06
非金属建材	607.83	-0.96%	5.40%	-9.42%	1.36%		0.96
油脂油料	1378.10	2.31%	1.09%	-5.53%	-17.13%		1.24
债券							
中国10年期国债收益率	2.67%	-2.6bp	-3.22bp	-16.26bp	-17.46bp		1.12
中国2年期国债收益率	2.14%	-4.35bp	-6.24bp	-26bp	-19.94bp		1.77
美国10年期国债收益率	3.74%	3.9bp	-0.1bp	22.8bp	-13.6bp		1.55
美国2年期国债收益率	4.59%	5.9bp	20.7bp	48.61bp	15.71bp		1.33
欧元区：公债利率：10年	0%	-239.91bp	-255.72bp	-244.37bp	-255.53bp		0.05
欧元区：公债收益率：3年	0%	-247.26bp	-263.03bp	-251.01bp	-250.21bp		0.57

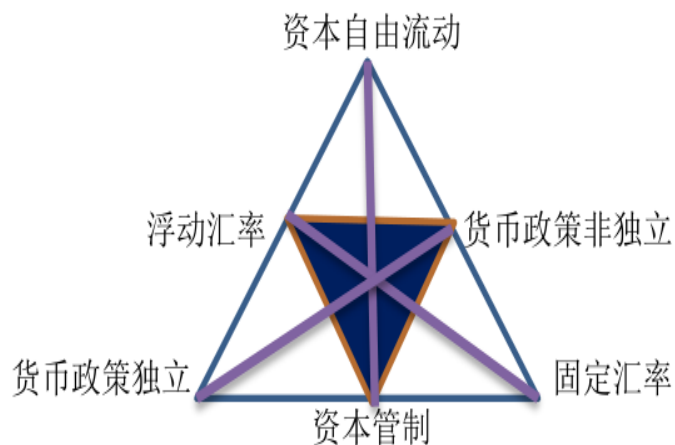
资料来源：Wind，申万期货研究所

# 利率下行稳需求逐步明朗，市场担心人民币贬值压力传导

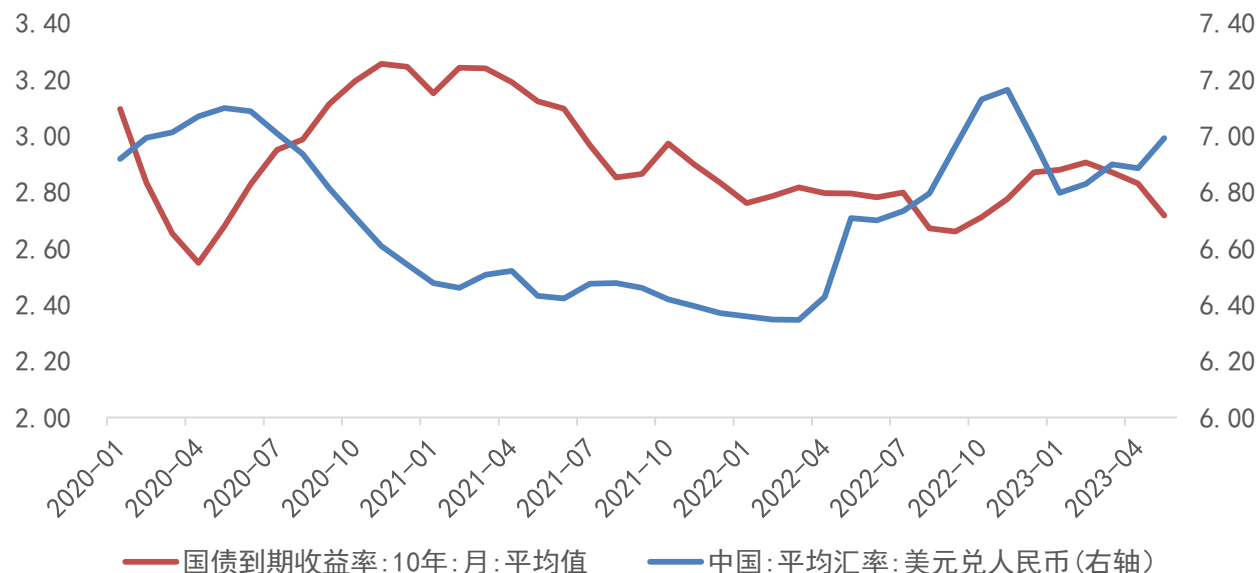
当前三大需求依然疲软，传统支柱行业面临困局，2023年下半年国内经济大概率延续缓态运行，因此，稳增长依然是中国短期宏观政策调控的主基调，但是

- 从政策角度来看，在人民币兑美元汇率市场化机制逐渐完善的条件下，利率下行，同时美联储利率维持高位，不可避免带来人民币汇率贬值预期。政府在利汇率政策选择方面需要做出取舍与平衡。即稳汇率还是调利率。

## 不可能三角



## 2020年以来利率和汇率具有明显的反向关系





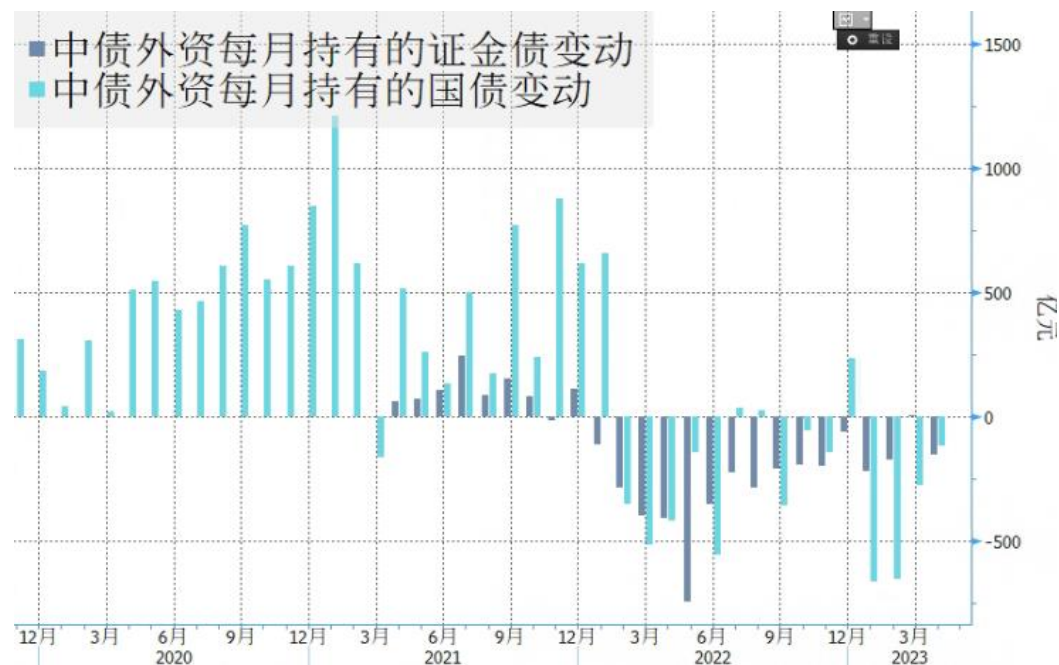
# 美联储加息末期美元维持高位，外资流入放缓对资本市场影响可控

- 美国银行业危机后，美联储加息会更加谨慎。美国劳动力市场存在韧性，通胀难以持续回落，下半年美联储是否开启降息周期存在不确定性。在美联储降息周期开启之前，美元指数高位震荡的概率较高。
- 1月外资大幅买入A股；2月份至今外资买入A股幅度放缓。从2022年开始，外资持续减持中国的债券。

## 美联储加息末期美元指数未必走强



## 中债外资每月持有的证金债和国债变动（单位：亿元）





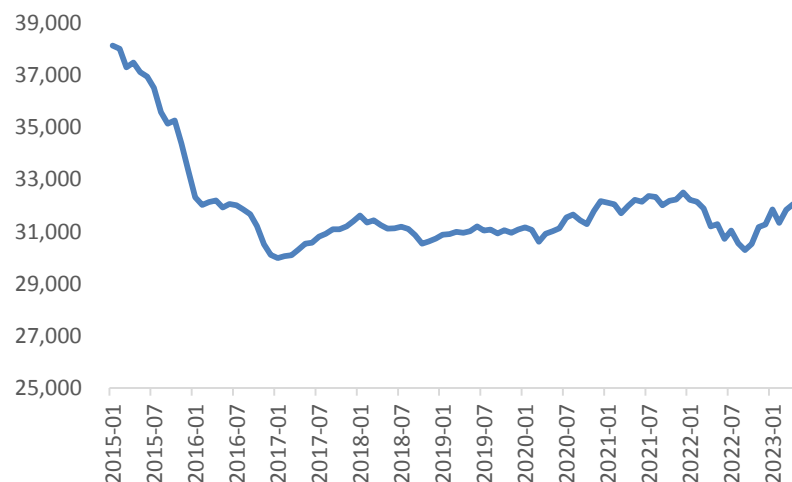
# 基本面支撑及政策工具丰富，人民币贬值幅度可控

- 汇率最重要的基本面仍然是两国经济对比，中国经济的修复趋势不改，贸易顺差规模较大，外汇储备充足，较多的逆调控政策还未推出，人民币贬值的趋势难以持续。
- 两国利差扩大等引起的跨境资本流动，可能仍然是人民币偏弱的主要原因。
- 美元指数对人民币汇率的反向关系较大，美元仍处于强势。

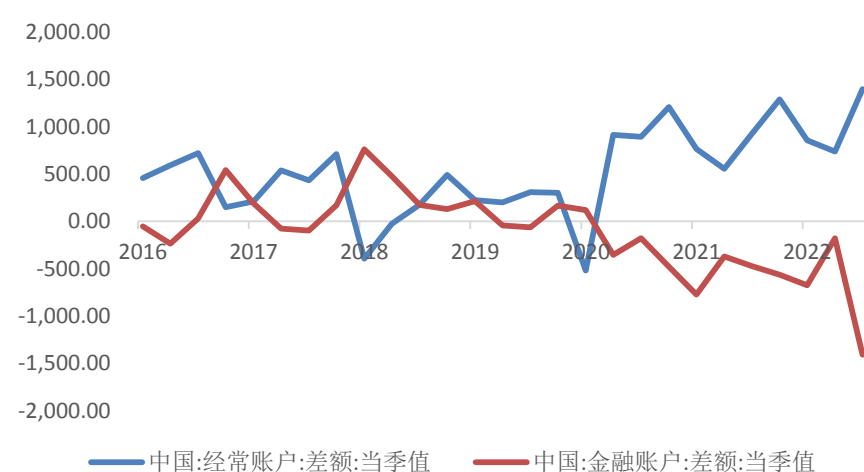
## 中美经济增速同步下行（%）



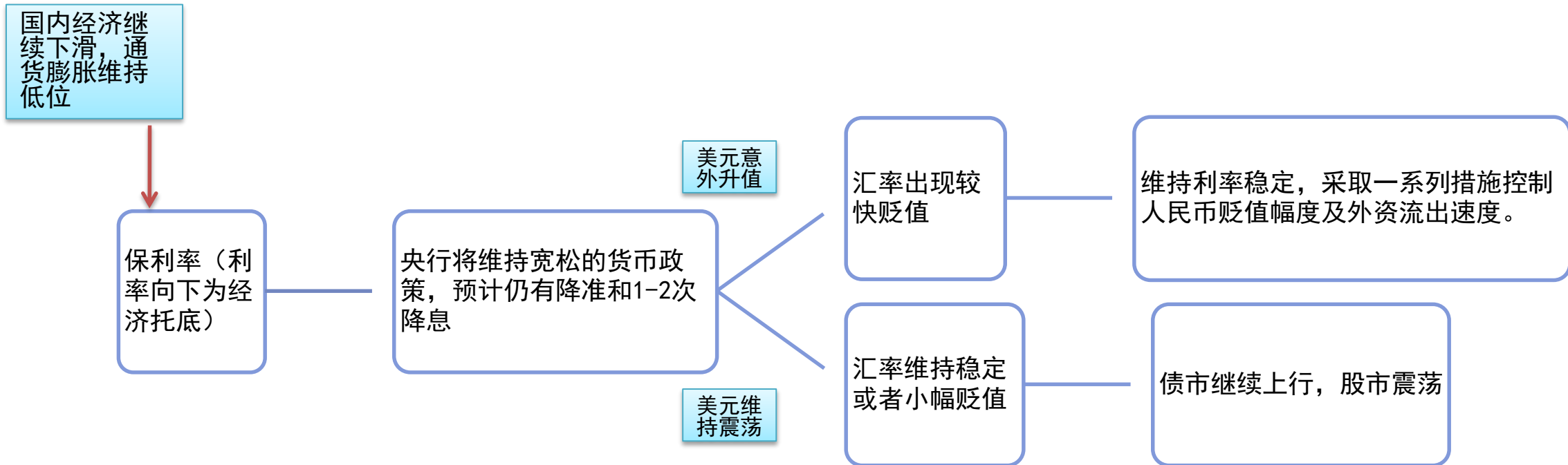
## 我国外汇储备充足（亿美元）



## 经常账户和金融账户差额（亿美元）



# 利率下行稳增长模式下资产价格展望



❖ 历史和世界范围来看，宽松货币政策是各国走出通缩的不二选择。

- (1) 美国在GDP负增长，通货紧缩和银行坏账率高企的情况下，基准利率下降趋于0，并在此基础上，由美联储直接购买抵押贷款支持证券和国债等，增加基础货币供应，实行量化宽松。
- (2) 欧洲在通胀率自2009年以来首次跌至负值后，启动一系列“类宽松”措施，当前更是将利率降至-0.3%，并启动量化宽松，由欧央行直接购买债券。

# 权益：2023年一季度上市公司业绩整体小幅改善

指数成分股	企业数量	1Q23归母净利润 (亿元)	1Q22归母净利润 (亿元)	归母净利润同 比增速(%)	平均每家1Q23归 母净利润(亿元)
上证50	50	5,084	5,048	0.71%	101.7
沪深300	300	11,385	10,756	5.84%	37.9
中证500	500	1,439	1,585	-9.17%	2.9
中证1000	1,000	916	1,198	-23.57%	0.9
	850	17,908	17,389	2.99%	21.1

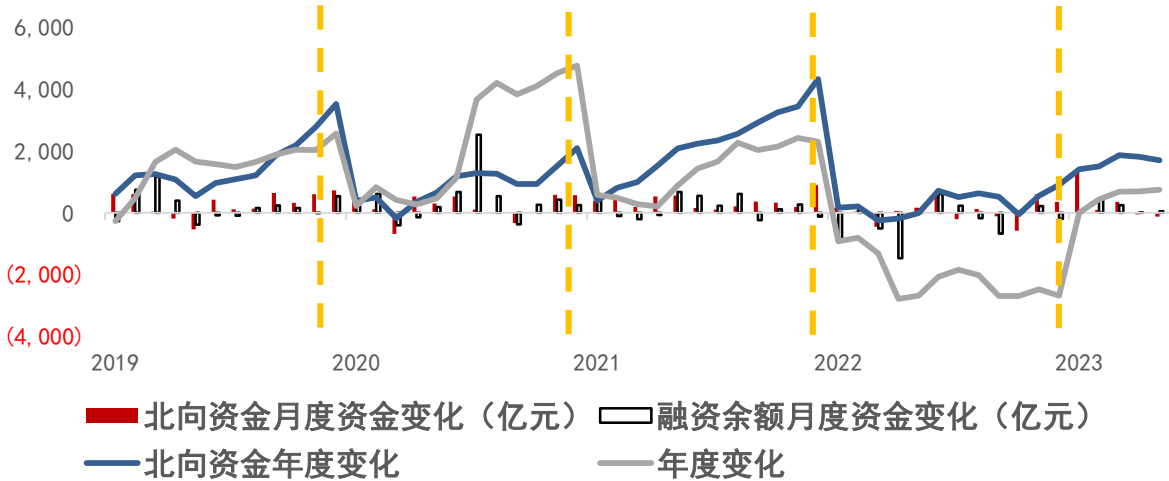
市值范围(亿元)	企业数量	1Q23归母净利润 (亿元)	1Q22归母净利 润(亿元)	归母净利润同比增 速(%)
市值小于50亿元	2338	210	201	4.51%
市值大于50亿元小于100亿元	1244	395	552	-28.45%
市值大于100亿元小于200亿元	782	829	985	-15.84%
市值大于200亿元小于500亿元	534	1582	1831	-13.60%
市值大于500亿元小于1000亿元	149	1421	1276	11.44%
市值大于1000亿元小于2000亿元	88	1997	2000	-0.16%
市值大于2000亿元小于3000亿元	20	1138	932	22.06%
市值大于3000亿元小于4000亿元	15	980	989	-0.95%
市值大于4000亿元小于5000亿元	1	263	250	5.22%
市值大于5000亿元	18	6046	5646	7.09%

申万一级行业	企业数量	1Q23归母净利 润(亿元)	1Q22归母净利 润(亿元)	归母净利润同 比增速(%)	平均每家1Q23归 母净利润(亿元)
计算机	279	24	4	558.53%	0.09
综合	38	9	3	206.40%	0.25
休闲服务	36	28	14	92.17%	0.76
非银金融	84	1385	842	64.60%	16.49
电气设备	250	584	364	60.53%	2.34
公用事业	204	418	301	39.08%	2.05
商业贸易	94	112	81	38.71%	1.19
传媒	170	116	90	28.55%	0.68
食品饮料	121	700	597	17.20%	5.78
家用电器	72	232	205	13.07%	3.23
建筑装饰	157	517	461	12.03%	3.29
通信	112	445	411	8.36%	3.98
汽车	217	293	271	8.15%	1.35
纺织服装	99	53	49	6.37%	0.53
采掘	65	1112	1056	5.28%	17.10
交通运输	126	368	357	2.95%	2.92
银行	41	5738	5605	2.36%	139.94
国防军工	90	50	52	-4.13%	0.55
机械设备	475	254	274	-7.24%	0.54
有色金属	137	368	446	-17.42%	2.69
轻工制造	159	71	91	-21.46%	0.45
医药生物	411	526	732	-28.11%	1.28
房地产	125	97	150	-35.42%	0.77
化工	435	592	1062	-44.30%	1.36
电子	352	195	406	-51.89%	0.56
建筑材料	74	33	99	-67.05%	0.44
钢铁	36	50	192	-73.66%	1.40
农林牧渔	95	-19	-130	-85.60%	-0.20

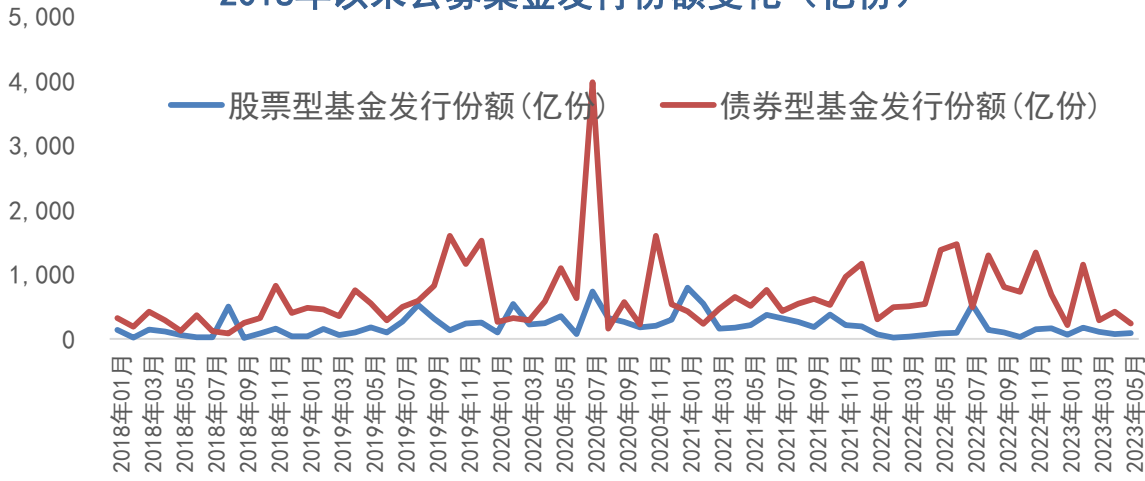
# 权益：市场估值中等偏下，公募基金发行规模下滑

序号	指数	PE (TTM)	PE中位数	历史最大值	发生时间	历史最小值	发生时间	百分位 (%)	中位数相比
1	上证50	9.77	10.11	23.75	2010年1月5日	6.94	2014年5月7日	41.15%	0.97
2	沪深300	11.78	12.35	28.24	2010年1月5日	8.01	2014年5月19日	41.72%	0.95
3	中证500	25.41	29.36	91.34	2010年1月19日	15.58	2022年4月25日	27.82%	0.87
4	中证1000	35.73	40.72	144.82	2015年6月12日	18.94	2018年10月18日	24.67%	0.88
4	创业板指	31.65	52.29	137.86	2015年6月3日	27.04	2018年10月18日	22.96%	0.61
5	上证指数	13.14	13.52	30.60	2010年1月5日	8.90	2014年5月19日	42.94%	0.97
6	深证综指	37.25	35.70	79.22	2015年6月12日	20.16	2018年10月18日	47.02%	1.04

自2019年以来外资和杠杆资金月度流量（亿元）



2018年以来公募基金发行份额变化（亿份）



# 权益：2013-2015的TMT牛市 VS 2019-2021的新能源牛市

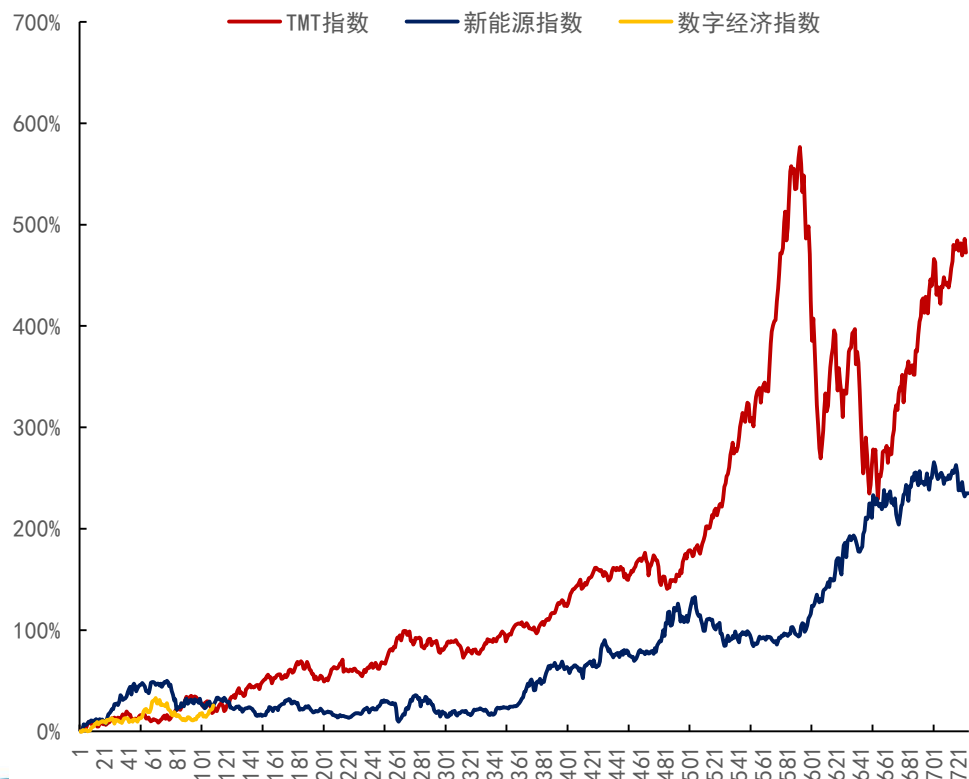
	2013年-2015年 TMT牛市	2019年-2021年 新能源牛市
宏观经济	国内经济增速开始放缓，GDP当季同比从2012年底的8.1%陆续回落至2015年底的6.9%，内外需均趋势性回落。	同样是国内经济增速开始放缓，2019年Q1GDP增速同比增长6.3%，低于6.5%，三季度和四季度GDP同比增速均处于6%以下，需求不足问题凸显。
流动性环境	2013年货币政策保持较强定力，在年中市场经历“钱荒”，随后又经历了“钱紧”，货币政策在2013年底逐步转向宽松，到2014年底转向全面宽松。	货币政策趋于宽松，2019年8月至2020年4月，央行1年期LPR累计下调46个BP，政策利率下调带动市场利率下行。
产业趋势	1) 2012年以来，以“双创”为代表的新一轮科技创新政策周期开启，各新兴产业专项政策频出；2) 2019-2011年我国进入3G时代，苹果iphone4问世，3G技术和智能手机渗透率提升，移动互联网爆发式增长；3) 2013年底4G牌照发放，2014年正式开始商用，4G技术催生新一轮的科技周期，从上游到中游再到下游的全产业链受益；4) 2014年底开始，逐步向互联网+、万物互联进化。	1) 2020年9月，我国在联合国大会上首次明确提出“碳达峰”和“碳中和”目标，随后“双碳”相关政策接连出台，新能源发展空间打开；2) 2021年3月双碳远景首次被写入政府工作报告。
市场环境	1) 2010年以来，创业板和中小板新上市个股占比大幅提升，2013年IPO暂停后，成长次新股成为市场关注的焦点；2) 2013年，并购重组和借壳上市迎来爆发增长，中小创定增崛起，助燃成长股行情。	2019年1月，证监会颁布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，6月科创板正式上市，12月全面推行注册制



# 权益：2023年的数字经济有望迎来一轮类似的行情

- 我们分别以2013年初、2019年初以及2023年初为基点，将这三轮行情的相对涨跌幅作对比，如下图所示，与我们前面的分析基本一致。
- 进一步分析数字经济的基本面情况，在宏观经济、流动性环境、产业趋势以及市场环境方面均与前两轮牛市行情存在较大相似，且其细分行业估值也均处于相对低位。

三大主题的相对涨跌幅



## 2023年的数字经济

宏观经济	经历了三年疫情，经济复苏斜率偏为温和，外需不确定性增大，内生动力不足，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。
流动性环境	央行Q1货政报告删除“不搞大水漫灌”，近央行行长在讲话中重提逆周期调节，政策利率调降，银行间资金面偏为宽松，DR007重回政策利率下方。
产业趋势	1) 2015年以来，数字经济相关的政策频出，明确将数据作为一种新型生产要素写入政策文件；2) 2022年底，ChatGPT推出，成为史上增长最快的消费者应用，生成式AI引发新技术革命，英伟达CEO黄仁勋提出“AI的iPhone时刻”。
市场环境	2021年11月，北交所开市；2023年，全面注册制正式实施，降低了公司生命周期对上市成功率的影响，部分尚处成长期的中小企业上市空间有望得到打开。
行业估值	1) 电子：30倍左右，处于-1倍标准差附近。2) 计算机：50倍左右，处于均值附近。3) 通信：30倍左右，处于-1倍标准差附近。4) 传媒：30倍左右，处于-1倍标准差附近，现已反弹至均值50倍附近。



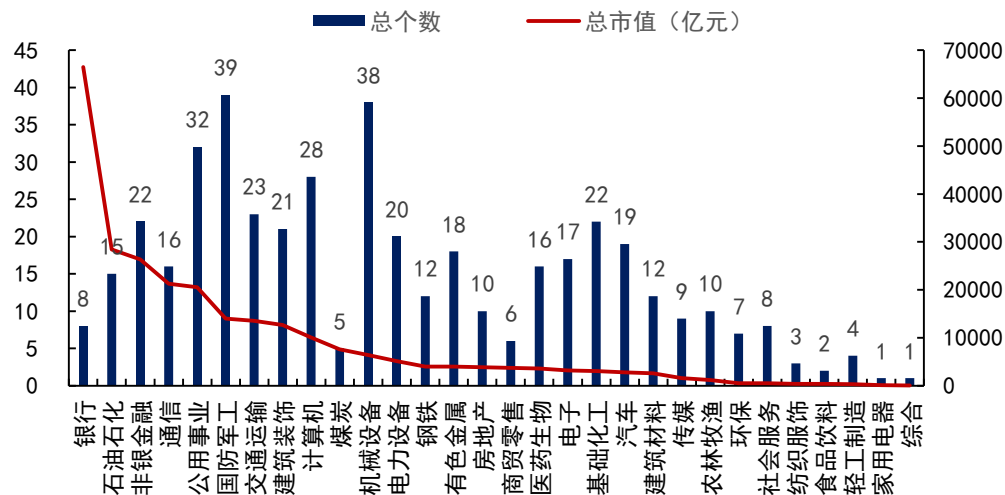
# 权益：年内两大主线主题轮动带来指数间的相对强弱

■与数字经济产业上下游相关度较大的主要是TMT行业，其四大细分行业分别是电子、计算机、传媒以及通信。在目前上市的四大股指期货中，中证1000总计含TMT成分权重21.95%，上证50总计含TMT成分权重仅有2.50%，故数字经济主题的强弱对于以中小盘为主的IM相对影响更大。

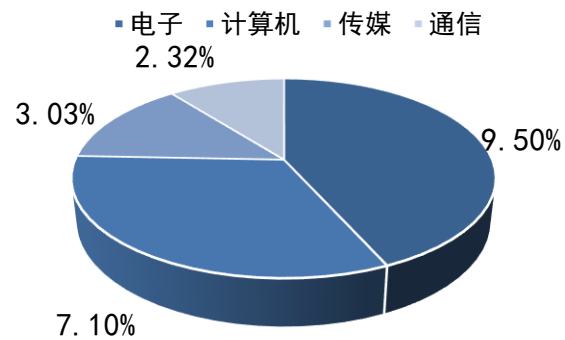
■中国特色估值体系是今年另一大热点主题，但行业主要分布于传统价值板块，包括石化、煤炭、建筑装饰、大金融等，也包括通信、计算机、电子板块，因此其主题行情对四大指数的强弱影响不是非常明显，通常当主题行情轮动到大金融板块时，比如4月下旬，才会使得IH和IF要相对强于IC和IM。

■因此，2023年的两大热点主题的强弱将很大程度上影响IM和IH的相对强弱，为市场带来跨品种套利的机会。

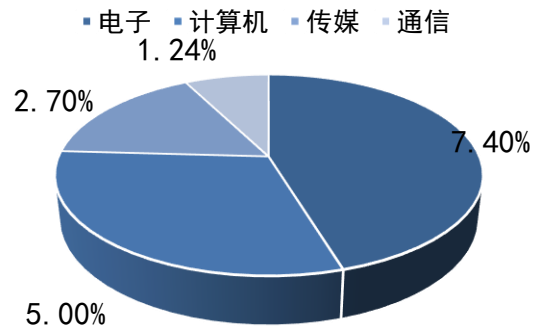
A股央企行业分布



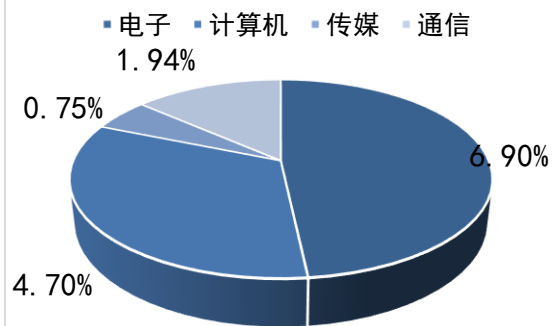
中证1000总计含TMT权重21.95%



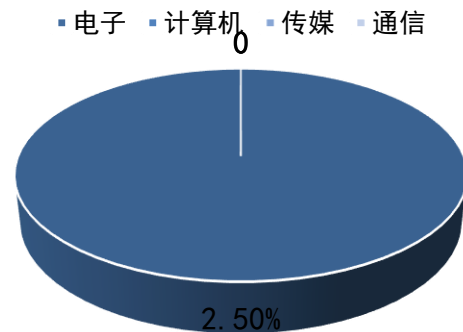
中证500总计含TMT权重16.34%



沪深300总计含TMT权重14.29%



上证50总计含TMT权重2.50%

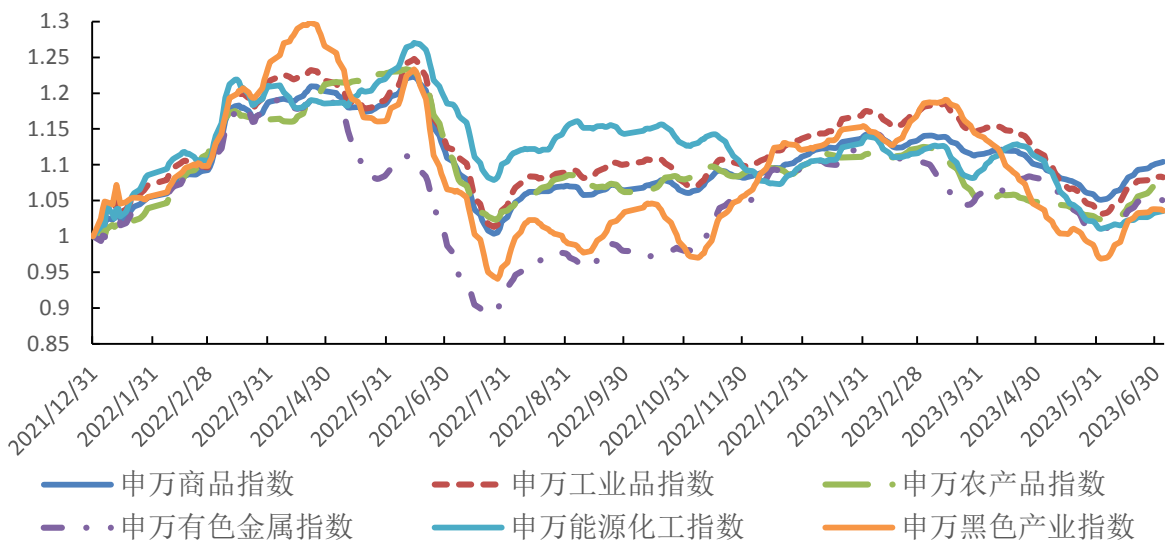


# 大宗商品：黄金市场当前主要逻辑

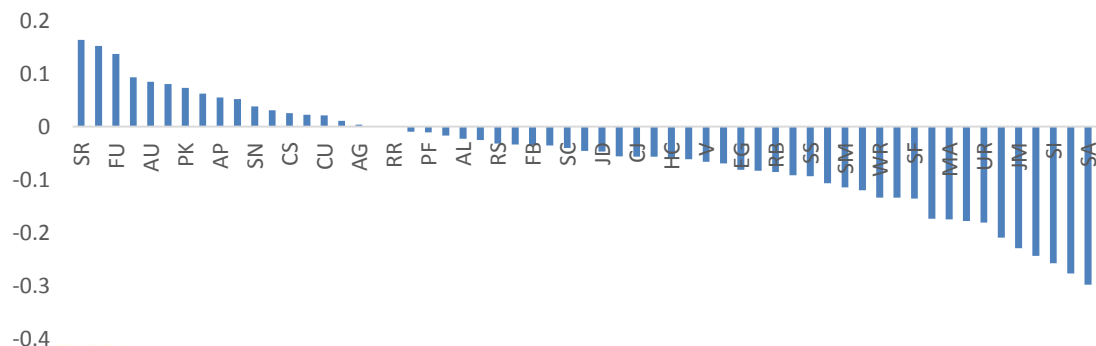
- 尽管近期黄金价格回调，整体依然维持强势。在“就业市场降温—通胀延续回落—经济衰退—重新开启宽松”的逻辑路径下，黄金价格近期的回落可更多视为调整。
- 当前市场正处于加息尾声的乐观、对可能的衰退计价不足的状态，任何经济疲软信号都能再度催化市场
- 中短期内的驱动逻辑包括：
  - 1、处于美联储政策周期转换期（由加息末期转向重新宽松）
  - 2、银行破产事件后的市场风格转向避险为先，难有再度加息提速炒作，今年美国大概率进入衰退。
  - 3、在较高前基数的影响下，未来一个季度的美国通胀大概率延续回落态势（CPI年中回落至4%之下）。
  - 4、劳动力市场正逐步降温
  - 5、多边主义抬头，地缘政治有升温可能。
- 正处于一个更为长期的黄金牛市之中，而一些底层的逻辑也出现了变化，未来1-2年的驱动因素包括：
  - 1、逆全球化、劳动力成本上升、MMT失败、债务周期尾声等问题下，西方主要经济体或出现滞涨的长期化。
  - 2、全球货币体系面临结构性风险（去美元化、美国债务问题等），黄金的货币属性凸显。
  - 3、多边主义升温，地缘政治复杂化。
- 这些矛盾点将在今年进一步激化，因此今年我们仍然看好黄金表现，尽管短期可能面临一定回调压力，但整体风险可控。目标价位维持去年年末以来的判断，到明年一季度2300美元/盎司，500元/克以上的目标价位。

# 2023商品小年，捕捉战略品种

申万商品指数板块指数走势（10日均线）



各品种涨跌幅



■ 截至6月30日，商品板块震荡回落，商品指数下跌-2.66%，因为其含有贵金属品种且权重较大，而其他板块指数没有，因此综合指数能跑赢其他板块指数；黑色指数因煤炭价格跌幅较大整体回落最多，跌8.66%，工业板块跌6.33%，农产品跌3.98%，有色跌7.31%，能化跌6.76%。

■ **大势研判：**在居民信贷增长没有显著改善之前，工业周期大概率将维持弱势，难有趋势性的逆转。此外，房企融资难度持续上升，与房地产销售的走弱相互影响，形成反馈。这可能在短时间里面加剧经济下行的压力。在政策没有做出显著的调整之前，国内经济下行的压力或将持续。

## 捕捉战略品种：

- 多头配置：中证500、原油、甲醇、棉花、白糖
- 空头配置：焦煤、锰硅、玉米、工业硅

# 黑色板块研究观点

板块	品种	预期	理由
黑色	焦煤	看跌	碳元素供应宽松，估值存回落空间。
	焦炭	看跌	焦炭产量维持平稳，整体供应并不紧张，焦企依靠打压焦煤价格维持自身的利润水平。
	锰硅	看跌	供需关系仍显宽松，厂家去库难度较大。
	硅铁	看跌	厂家库存仍待消化，关注控产节奏变化。

**煤焦：**碳元素供应充足，今年焦煤产量维持在偏高水平，下游焦化厂利润维持低位、补库节奏较为谨慎，焦煤端出货压力较大，加之澳煤进口放开、零关税政策延续的环境下进口补充作用明显，且相较于煤-焦-钢产业链各环节利润，焦煤端利润较为丰厚、中长期来看估值仍存下调空间。焦炭产量维持平稳，整体供应并不紧张，焦企依靠打压焦煤价格维持自身的利润水平。下半年钢厂大幅提产的积极性仍显不足，加之平控政策约束下钢厂增产空间受限，需求端对煤焦价格的支撑难以维持。

下半年煤焦需求端的表现难有超预期的增量，在焦煤让价空间仍存的环境下、产业链向下游让渡利润的进程难言结束，双焦价格的上涨驱动仍显不足，维持逢高空配思路。

# 能化板块研究观点

板块	品种	预期	理由
能化	原油	看涨	供应下滑。
	甲醇	看涨	需求复苏。
	沥青	看涨	跟随成本端波动。
	L	震荡偏多	成本支撑，夏季检修，出口需求。
	PP	震荡偏多	成本支撑，夏季检修，出口需求。
	PTA	看涨	PX检修季来临，PTA现货紧缺。
	短纤	看涨	下游纱厂成品库存下降，原料库存低位。
	纸浆	看空	纸浆供强需弱的格局延续。

**原油：**展望下半年，主要关注三方面的问题。其一就是欧美的利率政策，美国具体加息的节点以及降息合适来临对宏观经济至关重要，欧洲的加息步伐也会在很大程度上影响原油需求。其二是俄罗斯的产量问题，目前俄罗斯很需要稳定的石油收入，其减产执行率很成问题，后期需要持续关注这方面的变化，尤其是与沙特在这方面的沟通情况。其三是美国产量，目前市场普遍预期下半年美国原油产量将下滑，而下滑的速度将对油价至关重要。

相比上半年，油价面临更大的不确定性，需求复苏的情况将决定油价的上限，而下限考虑到OPEC的托底作用预计将很难突破上半年的底部，预计下半年油价核心区间将逐步抬升，如果欧美需求复苏，价格有望突破前期高点。



# 金属板块研究观点

板块	品种	预期	理由
金属	黄金	震荡	加息周期尾声，单边驱动不足。
	白银	震荡	加息周期尾声，单边驱动不足。
	铜	看涨	美联储货币政策进入平台期，供求缺口支撑铜价。
	锌	弱势震荡	产量同比增加明显，需求缺乏积极因素，锌供需趋过剩。
	工业硅	看跌	多晶硅估值回归，有机硅需求疲弱，出口下滑难缓供应压力，上游新增产能释放，市场去库难度较大。

**铜：**美联储货币政策进入平台期，边际影响力度可能下降。矿供应将延续稳定增长，预计新增精矿产量68.5万吨，增速为3.0%；冶炼产量有望延续高增长。国内电源投资有望延续高增长，汽车总产量可能负增长，新能源汽车有望稳固交通设备铜需求，家电有望延续正增长，观察地产扶持政策效果。预计全球需求增速4.3%，预计全年供求缺口约为30万吨。

如果铜价达到65000元/吨，建议买入，目标区间70000-71000元/吨。

# 农产品板块研究观点

板块	品种	预期	理由
农产品	棉花	看涨	新年度全球棉花消费有望明显修复，中国棉花减产幅度较大，国内轧花厂产能扩张使得抢收概率大增。
	白糖	看涨	注意疫情防控政策放松、宏观经济政策刺激对消费的影响，消费有望出现改善。
	生猪	看涨	生猪产能偏大，养殖成本将继续对现货价格形成一定的支撑。后续市场等待新的驱动构建反弹。
	玉米	看跌	玉米新季产量偏大。

**生猪：**从季节性而言，当前生猪消费处入淡季，供应压力也处于上半年最大时期。对于2023年的走势，当前价格已经触及养殖成本，叠加经济复苏、非瘟带来仔猪存栏的损失以及猪肉收储，消费端恢复后下方现货价格空间有限并有望反弹。但考虑到2022下半年生猪养殖利润偏高，能繁母猪存栏恢复，2023年生猪总体供应有望逐步增加，全年猪价重心仍将低于2022年，交易节奏的把握将更为关键。企业可以等价格恢复至养殖成本之上后卖出套保，长期投资者可以在养猪成本一带逐步择机入场买入生猪近月合约，预计LH09合约波动区间15000—18000。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格  
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

### 研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

### 分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

### 免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。