



## 浦银月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩

- 过去的一个月中美经济继续分化。美国方面核心通胀仍高，劳动力市场仍紧，经济数据韧性仍在。中国方面增长动能继续转弱。尤其是房地产数据再次全面下滑，引发房地产行业二次探底的担忧。刺激政策及其成效将成为中国后续关注重点。
- 接下来中国的政策支持何时以何种形式出台？政府自6月初开始推出新一轮刺激政策，符合我们**预期**。我们估计在7月底政治局会议之前还会推出一系列措施：**1. 货币政策上短期降准降息的可能性较低**，但仍可通过增加信贷投放和结构性工具来维持宽松的货币环境。下半年我们预计还有一次25个基点的降准，而降息则取决于经济复苏情况。**2. 财政政策将成为政策发力的重点，尤其是稳基建**。政府或重启抵押补充贷款、政策性开发性金融工具等准财政工具，以及宣布盘活地方专项债结存限额来补充基建资金。政府或通过消费券和其他耐用品消费优惠促消费。**3. 房地产政策对于防止该行业二次探底至关重要**。在供给端，中央政府或继续放松开发商融资，继续为保交楼提供资金支持；在需求端，地方政府或将继续放松一二线城市的限购政策、降低首付比例、并对改善型住房提供购买优惠。
- 我们维持中国全年**5.7%的经济增速预测**，复苏或下半年再起。我们认为及时有力的政策支持将有效提振信心，扩大总需求。经济或呈现“K”型复苏。房地产行业的恢复目前来看或慢于我们之前三季度稳企的预期，但是政府可能会通过加码基建支持来弥补房地产投资的不足。先抑后扬的经济走势也将反映在通胀上。汇率方面，我们预计近期央行对汇市的干预或增强，捍卫人民币兑美元7.3的关键点位。人民币汇率短期或仍处在震荡中，中期或随经济复苏年底回升至6.7。
- 美国经济需警惕在加息和流动性收紧夹击下信贷紧缩对经济和金融稳定性的影响。虽然美联储5月暂停加息，但是暗示下半年还有50个基点的加息。基于目前的通胀和劳动力市场数据，我们维持接下来还有两次25个基点加息的基本判断，但认为时间点不确定性增强。叠加可能抽走上万亿美元流动性的补充一般账户现金余额行动，接下来金融条件或有更为明显的收紧，继续挑战美国金融稳定性。潜在加息周期的延长有助于保持美元指数和美国10年期国债收益率的短期强势。然而在加息靴子落地之后，我们预计两者均会开始下行。

金晓雯, PhD, CFA

宏观分析师

xiaowen\_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

张引, PhD

宏观助理分析师

yin\_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6452

2023年6月28日



扫码关注浦银国际研究

# 浦银月度宏观洞察：中国静待政策支持，美国警惕信贷紧缩

距离我们发布 2023 年下半年经济展望差不多一个月的时间，中美经济走势在一个月内似乎变化不大。美国方面核心通胀仍高，劳动力市场仍紧，经济数据韧性仍在。中国方面增长动能继续转弱。尤其是房地产行业在 3-4 月出现零星稳企信号之后，数据再次全面下滑，引发房地产行业二次探底的担忧。一季度支撑疫后经济复苏的主力——消费复苏强度亦继续放缓。

刺激政策及其成效将成为中国后续关注重点。政府自 6 月初开始推出新一轮刺激政策以稳增长措施（包括降息、延长新能源汽车购置减免优惠等），符合我们之前的[预期](#)。根据国常会 6 月 16 日的预告，之后还将推出推动经济持续回升向好的一批政策措施。有哪些政策支持可能出台？它们对经济的支持作用有多大？

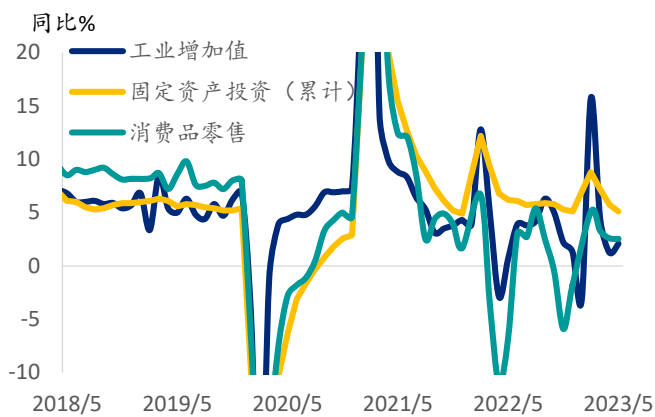
美联储如何抉择其货币政策在抗通胀、维持金融稳定性和防止经济增速大幅下滑间的平衡则是美国经济后续关注的重点话题。虽然两党就债务上限达成共识、6 月美联储亦暂停加息，但是美联储更新的经济预测暗示今年接下来还有 50 个基点的加息。叠加可能抽走上万亿流动性的补充一般账户现金余额行动，接下来金融条件或有更为明显的收紧，继续挑战美国金融稳定性。美国的货币政策在三重约束下将何去何从？还有多少加息？银行业危机会演变成新一轮全国性甚至全球性金融危机吗？我们将在此报告中解答以上疑问。

## 中国 —— 政策支持下经济复苏下半年再起

### 经济复苏动能继续减弱

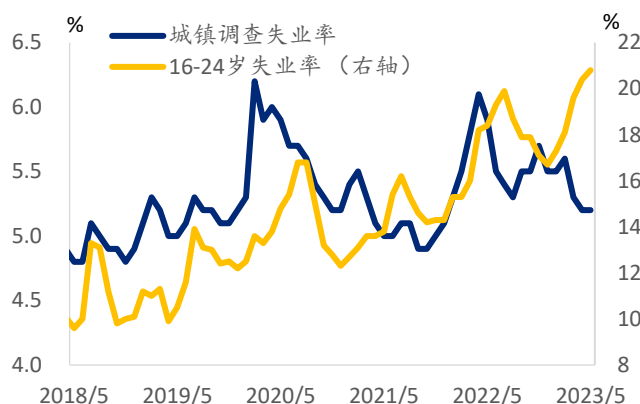
5 月经济数据持续走弱，宣告由积压需求集中释放引起的第一波经济迅速反弹行情已经结束。正如高频数据以及 PMI 数据所预示的，5 月发布的实体经济数据持续下滑（图表 1），防疫政策的放松对经济的推动作用接近完全消散。CPI 持续徘徊在通缩边缘，PPI 几乎跌到了侧供给改革以来的新低。虽然城镇居民整体失业率稳定在 5.2%，但是年轻人（16-24 岁）失业率继续上升 0.4 个百分点到 20.8%（图表 2）。即使[国家统计局](#)强调年轻人的高失业率是结构原因，居高不下的年轻人失业率依然令人担忧。

**图表 1: 中国 5 月实体经济数据大多继续下滑, 虽然工业增加值略升**



注: 为了排除低基数效应, 2023 年数据均采用两年平均增速  
资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 2: 中国整体失业率持平, 但 16-24 岁年轻人的失业率持续上行, 创历史新高**



资料来源: Wind, 浦银国际

细分来看:

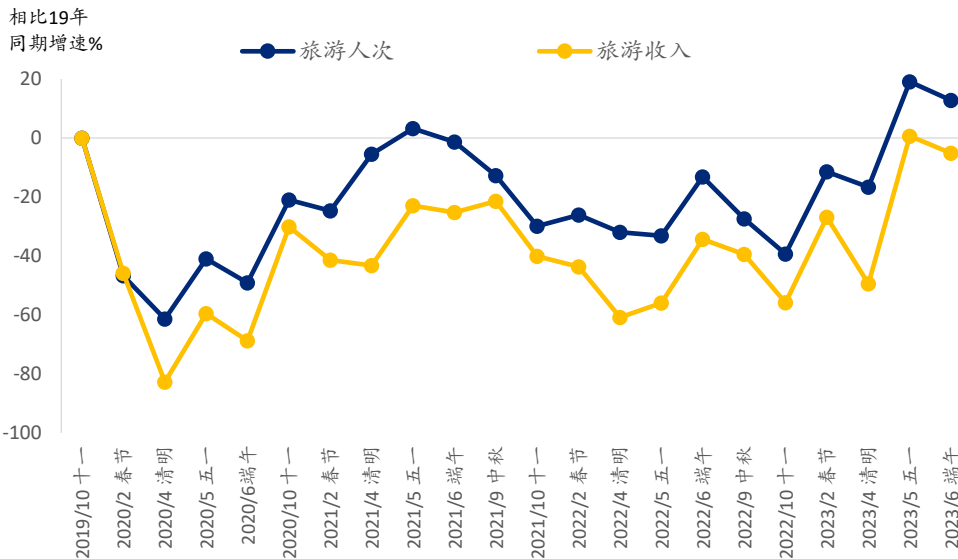
- **消费复苏强度继续放缓。**5 月零售同比增速减慢到 12.7% (4 月: 18.4%), 两年复合平均增速亦从 2.60% 微降到 2.54% (图表 3)。分行业看, 餐饮业复苏的速度有所放缓 (两年平均: 5 月 3.2%, 4 月 5.4%), 而商品零售增速有所边际改善 (两年平均: 5 月 2.5%, 4 月 2.3%), 尤其是耐用品里汽车和手机消费 5 月改善。随着 6 月延长汽车购置税减免优惠的落地以及其他促销活动的开展, 汽车销售有望继续改善, 6 月汽车销售高频数据亦印证了这一点 (图表 5)。此外, 住房相关零售依然不景气。与此同时, 刚结束的端午节假期虽然出游人数比 2019 年同期高 12.8%, 但是旅游收入却减少 5.1% (图表 4)。旅游业的恢复势头似乎相比五一黄金周有所减弱。高频数据显示, 其他服务业消费, 比如院线票房 (图表 6) 和客运 (图表 7、图表 8) 的复苏也有所趋缓。虽然复苏一波三折, 但是政策支持已然有升级的趋势, 尤其是新能源汽车相关的政策支持。在政府提供及时有力政策支持的前提下, 我们认为消费者信心仍会逐渐恢复, 消费复苏将在波折中继续前行 (参见 [《2023 年中期宏观经济展望: 美国渐入衰退, 中国复苏再起》](#))。

图表 3: 在消费品零售中, 餐饮业复苏的速度有所放缓, 而商品零售增速有所边际改善

	23年5月			23年4月		23年1至5月		
	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)	同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	累计同比增速 (%)	两年平均 (CAGR, %)	两年平均/19年同期 (%)
社会消费品零售总额	12.7	2.5	29.6	18.4	2.6	9.3	3.9	48.1
餐饮	35.1	3.2	34.5	43.8	5.4	22.6	7.1	75.8
商品零售	10.5	2.5	28.9	15.9	2.3	7.9	3.6	45.0
必需品								
粮油、食品、饮料、烟酒类	0.9	5.4	50.8	2.8	4.5	8.2	8.8	92.9
日用品类	9.4	1.0	9.0	10.1	-0.6	6.8	3.7	25.5
能源类	4.1	6.2	199.3	13.5	9.0	9.6	11.9	382.3
自选消费								
服装鞋帽针纺织品类	17.6	-0.7	-17.8	32.4	1.1	14.1	3.0	115.4
化妆品类	11.7	-0.3	-1.8	24.3	-1.7	9.7	2.3	19.9
金银珠宝类	24.4	2.5	53.8	44.7	3.0	19.5	8.2	303.7
通讯器材类	27.4	8.4	126.0	14.6	-5.3	3.3	0.3	3.8
汽车类	24.2	2.1	102.0	38.0	-2.8	8.9	-0.5	25.0
住房相关								
家用电器和音像器材类	0.1	-5.4	-93.1	4.7	-1.9	-0.2	-0.4	-5.5
家具类	5.0	-4.0	-65.3	3.4	-5.7	4.5	-2.55	-50.0
建筑及装潢材料类	-14.6	-11.3	NA	-11.2	-11.5	-6.6	-4.5	-107.1

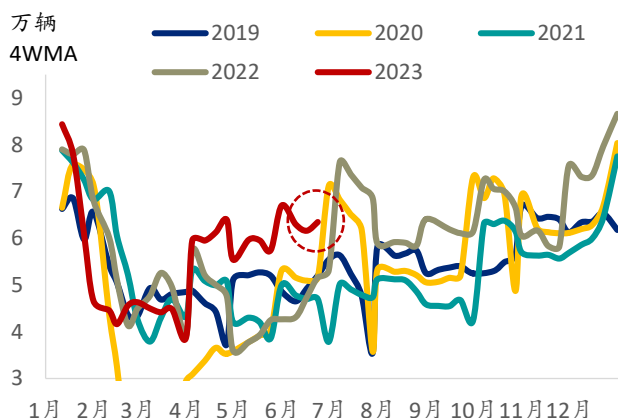
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 端午节假期虽然出游人数比 2019 年同期高 12.8%, 但是旅游收入却减少 5.1%



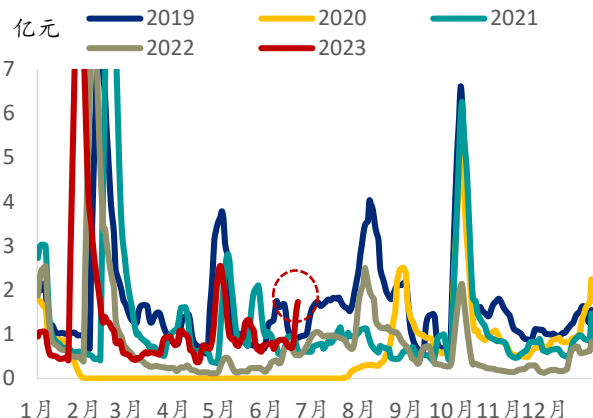
资料来源: 文化和旅游部, Wind, 浦银国际

图表 5: 乘用车销售 6 月转暖



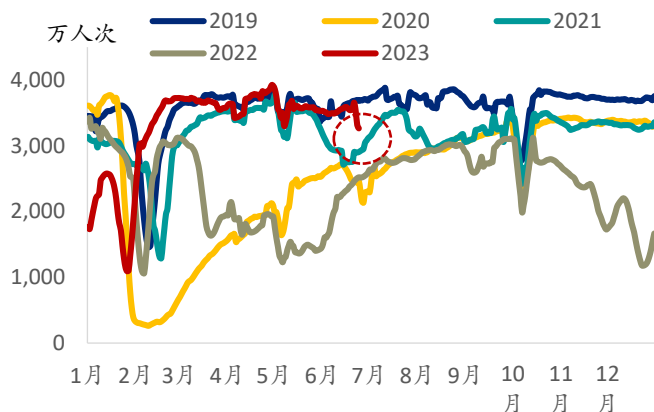
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 电影票房复苏势头趋缓



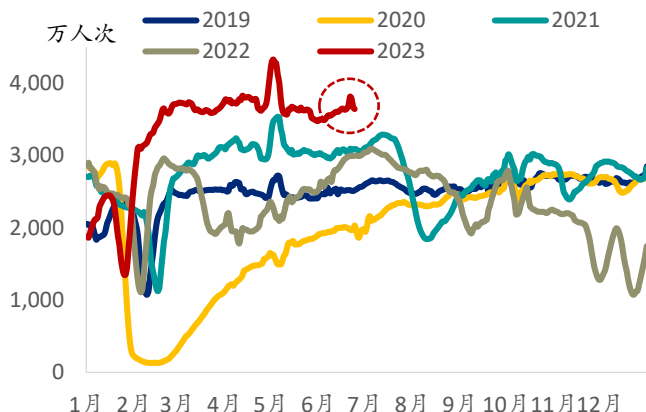
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 7: 一线城市地铁客运量略低于 2019 年同期



资料来源: Wind, 浦银国际

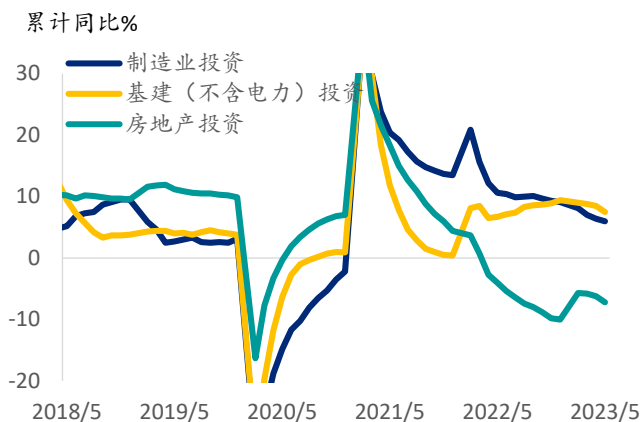
图表 8: 二线城市地铁客运量已远超疫情前水平



资料来源: Wind, 浦银国际

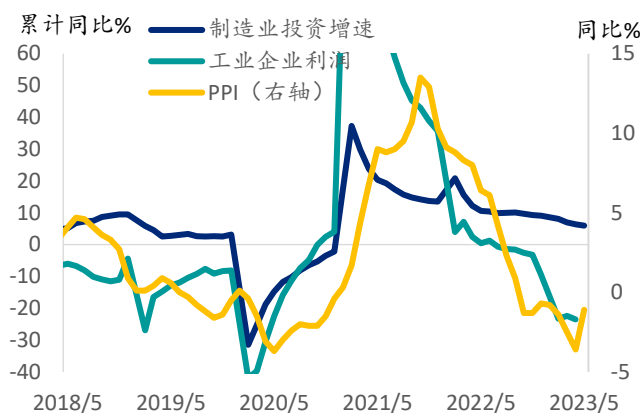
- **5 月投资全面下滑，房地产相关数据尤其令人担忧：1. 制造业：**伴随着出口和工业利润下降，制造业投资增速从 4 月的 6.4% 累计同比下滑到 5 月的 6%（图表 10）。不过随着 PPI 预计在二季度见底后回升，政策支持下企业家信心恢复，制造业投资增速有望回升。**2. 基建：**基建投资亦因为今年迄今为止财政刺激较弱，下滑 1 个百分点到 7.5%。由于目前经济复苏不及预期，我们认为对基建投资的政策支持有望升级（具体参见 经济刺激正当时 部分）。**3. 房地产：**房地产投资累计同比跌幅 5 月扩大至 -7.2%（4 月：-6.2%，图表 11），新开工面积（5 月：-22.6%，4 月：-21.2%）和销售面积跌幅亦有所扩大（5 月：-0.9%，4 月：-0.4%）。高频数据显示 30 大中城市 6 月商品房销售持续低迷（图表 13）。与此同时，房价上涨的势头继续减弱：70 大中城市新建住宅价格环比增速 5 月已跌至 0.1%，尤其三线城市房价与 4 月持平（图表 12）。作为房地产行业恢复先行指标——房价和销售数据的走软是在投资里最让我们担心的。如果缺乏及时有力的政策支持，房地产行业存在二次探底的风险，实现行业稳企所需的政策代价也将显著加码。

图表 9: 5月固定资产投资增速全面下滑



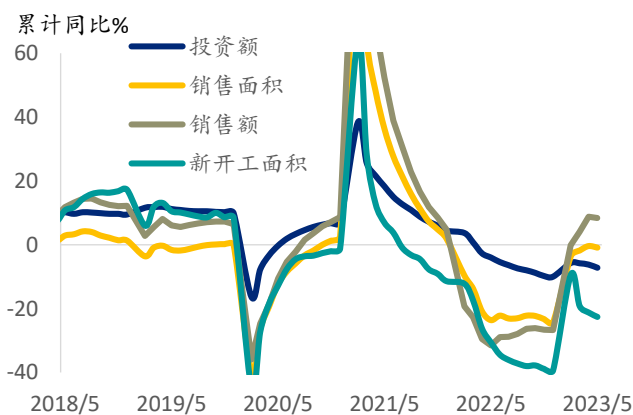
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 10: 中国制造业投资受 PPI 通缩和工业企业利润下滑拖累



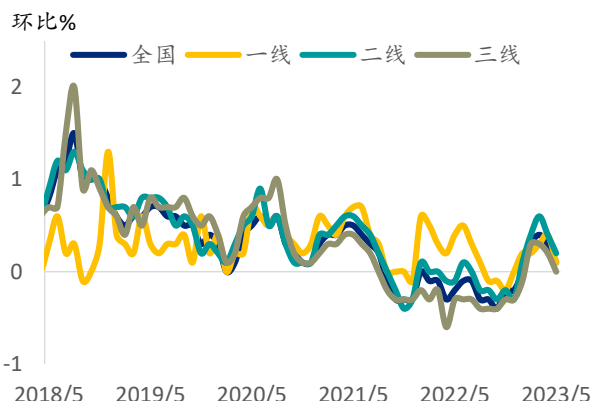
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 11: 房地产相关数据全面下滑



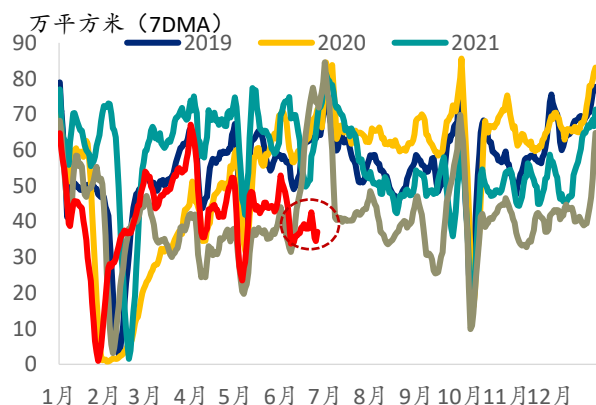
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 12: 70 个大中城市新建商品住宅价格环比增幅收窄



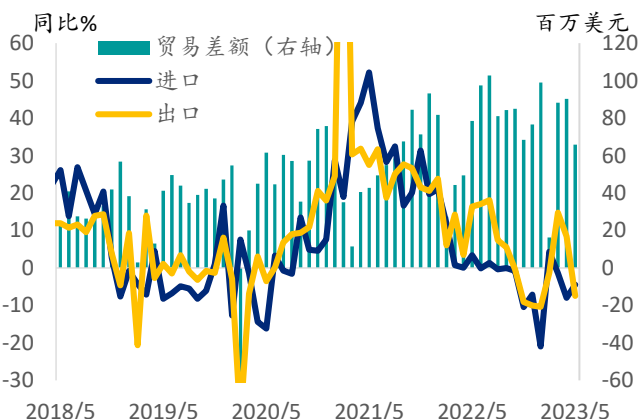
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 13: 30 大中城市商品房成交 6 月转弱



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 14: 出口增速 5 月转负, 贸易顺差收窄



资料来源: Wind, 浦银国际

- **出口增速转负，贸易顺差显著收窄：**我们[此前](#)就判断3-4月的高出口增速在外需减弱的大环境下不可持续，5月出口增速如期显著滑落（图表 14）。除了汽车（尤其是新能源车）相关的出口依然坚挺之外，其他商品出口全面下滑。虽然进口仍保持负增速，贸易顺差仍明显收窄至 658 亿美元（4 月为 902 亿）。我们维持全年出口增速在-0.5%的预测（6-12 月平均增速为-1%）。欧美国家居高不下的利率水平仍将继续抑制外需，拖累出口。不过，我们也不认为中国出口会再现 2008 年金融危机时期的暴跌态势。一方面，和中国出口增速相关性高的全球名义经济增速远高于金融危机时期；另一方面，多元化的贸易策略，尤其是积极培育出口新势力，也将继续支撑出口（参见 [《2023 年中期宏观经济展望：美国渐入衰退，中国复苏再起》](#)）。

## 经济刺激正当时

政策支持如我们所预测的那样从 6 月初开始升级。在我们 5 月底发布的[中期展望](#)中，我们已经判断 5 月底到 6 月将是重要政策窗口期。政策支持如期而至（图表 15）：6 月 8 日商务部发通知，宣布将举行一系列汽车促销活动。而后商业银行开始了新一轮的降息。6 月 13 日，赶在美联储利率决议和中国实体经济数据发布之前，中国人民银行出乎意外地将七天逆回购利率时隔 10 个月下调 10 个基点。发改委亦联合央行财政部发布 2023 年降成本公告，新发举措助小微企业和个体工商户降成本。15 日一年期中期借贷便利（MLF）也随逆回购利率下调相同幅度。16 日李强总理主持的[国务院常务会议](#)预告正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，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。21 日，政府宣布延长新能源汽车车辆购置税减免政策。相信在接下来的一段时间，其他政策支持将陆续出台。

市场信心因经济刺激短暂回升后又减弱，需要更多的政策支持振奋士气。在 6 月初，不管是沪深 300 指数还是 10 年期国债收益率都跌到了去年 12 月放开以来的最低水平（图表 16）。伴随着降息和其他经济刺激措施的出台，市场信心略有恢复——即使 15 日实体经济数据发布全面不及预期，沪深 300 指数和国债收益率都继续上行。然而市场上行不仅仅是因为现有的政策刺激，而是已部分计入之后还会有更系统的政策支持的预期。如果政策支持不及预期，那么略有好转的市场情绪可能再度恶化。近期股汇债三市的市場表现正印证了这一点。

图表 15：6 月初刺激政策开始陆续出台

日期	标题	发布部门	要点
2023 年 6 月 8 日	<a href="#">商务部办公厅关于组织开展汽车促消费活动的通知</a>	商务部	商务部将组织开展汽车促消费活动：1. “百城联动”汽车节，内容包括建立“百城联动”重点活动清单、聚焦全链条促进汽车消费、强化购车优惠政策支持；2. “千县万镇”新能源汽车消费季，内容包括举办消费季系列活动、推动适销对路车型下乡、推动售后服务网络下沉、推动完善农村充电基础设施。
2023 年 6 月 12 日	商业银行开始新一轮存款利率下调	NA	六家商业银行宣布将活期存款利率从 0.25% 下调至 0.2%。
2023 年 6 月 13 日	<a href="#">关于做好 2023 年降成本重点工作的通知</a>	发改委、央行、财政部、工信部	实施好稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕；推动贷款利率稳中有降；引导金融资源精准滴灌。2023 年底前，对月销售额 10 万元以下的小规模纳税人免征增值税；2024 年底前，对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分减按 25% 计入应纳税所得额，按 20% 的税率缴纳企业所得税。延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策，实施期限延长至 2024 年底。继续对煤炭进口实施零关税政策；加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产。
2023 年 6 月 15 日	政策利率下调 10 个百分点	央行	继 13 日下调 7 天逆回购利率之后，人民银行将中期借贷便利（MLF）利率下调 10 个基点至 2.65%，并增量续作 370 亿 MLF 贷款。
2023 年 6 月 19 日	<a href="#">国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见</a>	国务院	到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。建设形成城市面状、公路线状、乡村点状布局的充电网络，大中型以上城市经营性停车场具备规范充电条件的车位比例力争超过城市注册电动汽车比例，农村地区充电服务覆盖率稳步提升。
2023 年 6 月 21 日	<a href="#">关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告</a>	财政部、税务总局、工业和信息化部	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 1.5 万元。

资料来源：政府部门网站，浦银国际



图表 16: 6月初沪深300指数和10年期国债收益率都降至疫后放开以来最低点



资料来源: Wind, 浦银国际

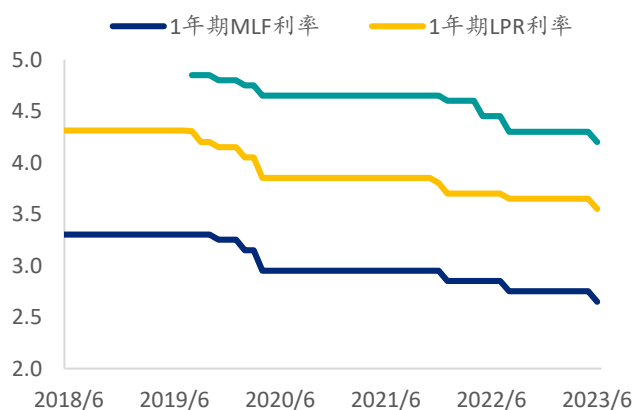
接下来有哪些政策支持可能出台? 我们认为国务院总理预告的一批政策措施可能包括以下几个方面, 并有望在7月底的政治局会议之前陆续出台。

- 1. 货币政策:** 类似于放开初期, 货币政策已率先发力促复苏。由于6月中旬刚降息(图表 17), 我们认为短期内降准和再降息的可能性较低, 尤其是在美联储暗示美国加息周期尚未结束的背景下。不过央行可能还是会通过增加信贷投放和结构性工具(再贷款)来维持短期内宽松的货币环境。近期公开市场操作强度确有增强(图表 18)。在中期, 6月的意外降息表明如有需要, 央行不会吝啬使用政策工具。因此我们不能排除三、四季度降息降准的可能性: 我们维持下半年 25 个基点降准的预测(图表 20), 而降息则可能取决于经济复苏情况。

**2. 财政政策：**仅仅减免新能源汽车购置税以及小微企业和个体工商户税费负担并不足以支撑起整个经济。我们预计接下来政府的一大重点将是稳基建：1. 准财政工具——比如抵押补充贷款以及政策性开发性金融工具可能重启。去年央行重启并发行了 6300 亿元抵押补充贷款（图表 21），同时国务院投放了 6000 亿元政策性开发性金融工具。2. 预算内空间相对有限，但也有可能效仿去年——继续盘活地方专项债结存限额（2022 年底剩 1.15 万亿元）来稳基建（图表 22）。今年专项债发行进程比较缓慢，截至 6 月 26 日仅发行了 57% 的额度。政府可以效仿之前的做法，要求剩余额度在三季度发完，并再盘活部分或全部结存限额加大专项债对基建的支撑作用。3. [华尔街日报](#)报道可能的政策刺激包括 1 万亿元特别国债。我们不排除发行特别国债的可能性，但可能性相对较低。在 2022 年上海疫情封控、经济形势比目前更为艰难的时刻，政府也没有再发特别国债。即便有特别国债发行，规模也很难达到 2020 年的 1 万亿元，除非债券发行的针对目标是化解地方隐性债务风险。4. 政府还可以通过消费券或者其他耐用品消费优惠促消费，以及推出税费优惠支持特定行业（如先进制造业）。

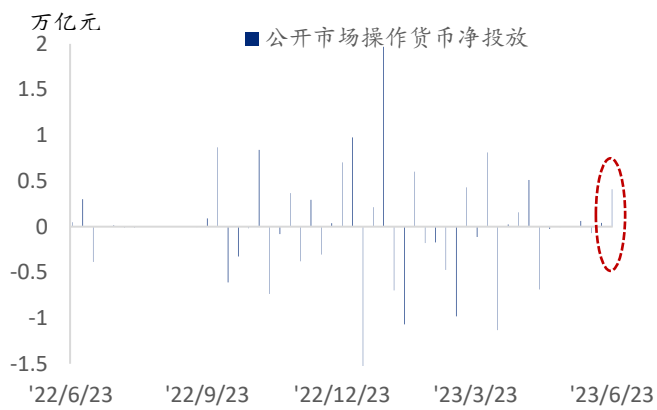
**3. 房地产政策：**除了 6 月降低 5 年期 LPR 利率之外（图表 23），我们认为中央政府可能会继续放松开发商融资，进一步利用政策性金融工具为保交楼提供资金支持。地方政府可能会继续放松一二线城市的限购政策，降低非核心城市核心地区的首付比例，并对改善型住房提供更多的购买优惠（例如降二套房贷利率）。除了政策支持之外，我们认为房产销售的恢复还需要经济、就业和收入预期改善的配合。

**图表 17：6 月央行意外降低 1 年期 MLF 利率 10 个基点，LPR 利息随之下调**



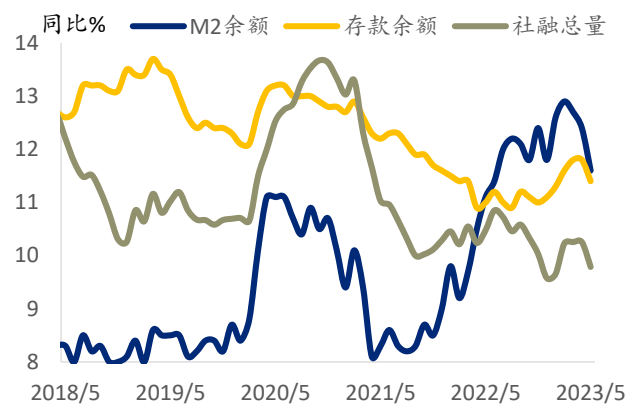
资料来源：Wind，浦银国际

**图表 18：公开市场操作货币投放规模近期有所扩大**



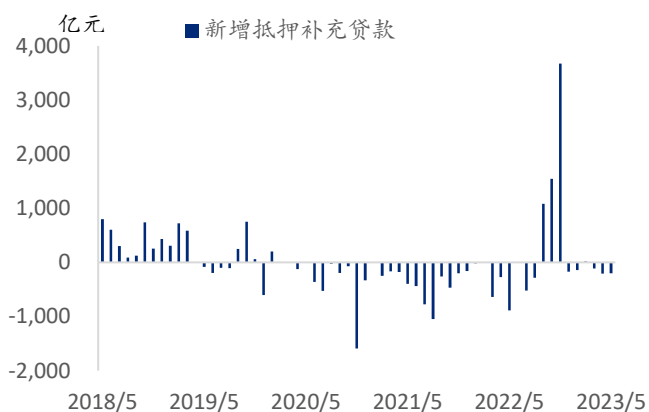
资料来源：Wind，浦银国际

图表 19: 5月 M2, 贷款和社融余额均有下降, 而后可能随央行增加信贷投放而反弹



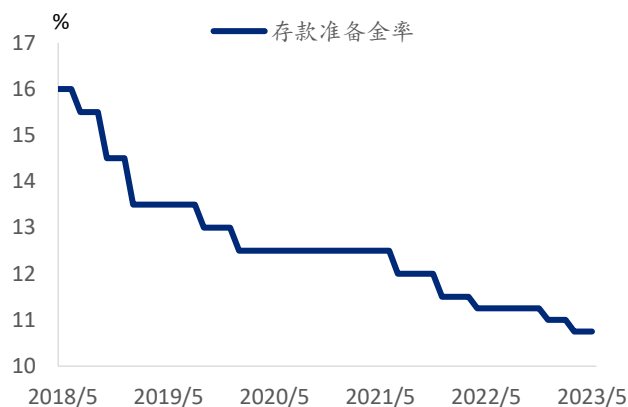
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 21: 抵押补充贷款或重启



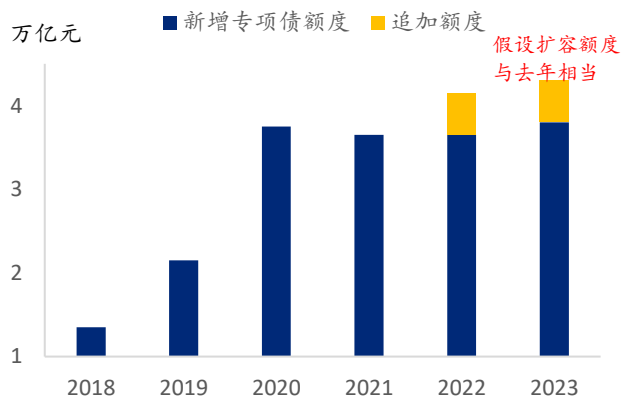
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 20: 下半年存款准备金率存在下调可能



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 22: 不算追加额度, 2023 年专项债额度稍高于去年



注: 2022 年 8 月国常会要求依法用好 5000 多亿专项债地方结存限额。我们假设 2023 年扩容专项债额度和去年一样

资料来源: Wind, 浦银国际

图表 23：中国房地产政策自 2022 年起边际宽松

日期	标题	发布部门	要点
2022 年 5 月 15 日	<a href="#">关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知</a>	央行、银保监会	将首套房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。
2022 年 5 月 20 日	<a href="#">关于实施住房公积金阶段性支持政策的通知</a>	住建部、财政部、央行	受疫情影响的企业可申请缓缴住房公积金，到期后补缴；受疫情影响的缴存人，不作逾期处理，不报送征信部门。
2022 年 8 月 22 日	<a href="#">全国银行间同业拆借中心授权公布贷款市场报价利率（LPR）公告</a>	央行	5 年期 LPR 利率从 4.45% 下调至 4.3%。
2022 年 9 月 29 日	<a href="#">人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限</a>	央行、银保监会	央行、银保监会提出允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。
2022 年 9 月 30 日	<a href="#">关于支持居民换购住房个人所得税政策有关征管事项的公告</a>	税务总局	公告表示支持居民换购住房并对符合条件的予以退税优惠。
2022 年 9 月 30 日	<a href="#">中国人民银行决定下调首套个人住房公积金贷款利率</a>	央行	下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025% 和 3.575%。
2022 年 10 月 10 日	央行和银保监会指示多家大行加大对房地产融资的支持力度	央行、银保监会	央行和银保监会指示工行、建行、中行等多家大行加大对房地产融资的支持力度，要求每家大行年内对房地产融资至少增加 1000 亿元。
2022 年 11 月 9 日	<a href="#">支持房企在内的民企发债，由人民银行再贷款提供资金支持</a>	中国银行间市场交易商协会	在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
2022 年 11 月 14 日	<a href="#">关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知</a>	央行、银保监会和住建部	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。
2022 年 11 月 21 日	<a href="#">央行提供 2000 亿元贷款计划支持“保交楼”工作</a>	央行	至 2023 年 3 月 31 日前，央行将向商业银行提供 2000 亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”，封闭运行、专款专用。
2023 年 1 月 5 日	<a href="#">关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知</a>	央行、银保监会	央行、银保监会发布新政，允许地方政府因城施策自主决定阶段性维持、下调或取消首套房商业性个人住房贷款利率下限。
2023 年 2 月 20 日	<a href="#">证监会启动不动产私募投资基金试点支持不动产市场平稳健康发展</a>	证监会	证监会启动不动产私募基金试点，更好地满足不动产领域合理融资。
2023 年 4 月 27 日	<a href="#">关于规范房地产经纪服务的意见</a>	住建部、市监局	提出十项意见用于规范房地产经纪服务、加强房地产经纪行业管，包括合理确定经纪服务收费、严格实行明码标价、严禁操纵经纪服务收费等。
2023 年 6 月 20 日	<a href="#">全国银行间同业拆借中心授权公布贷款市场报价利率（LPR）公告</a>	央行	5 年期 LPR 利率从 4.3% 下调至 4.2%。

资料来源：政府部门网站，浦银国际

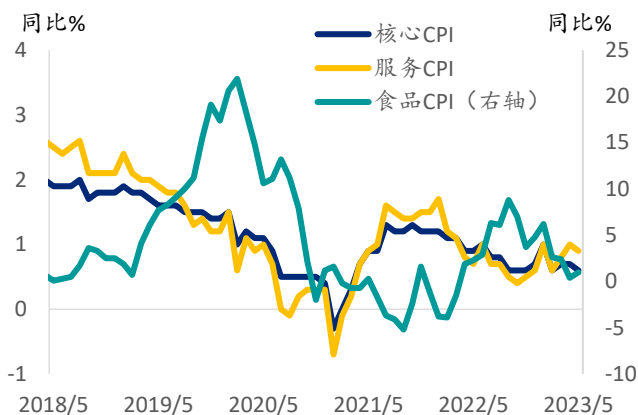
## 经济复苏下半年再起

我们维持 5.7% 的 2023 年全年经济增速预测。作为新政府班子就任后的第一年，经济增长的重要性不言而喻。为此政府或将推出相当力度的政策刺激来稳经济。我们相信这将有效提振信心，扩大总需求。虽然由积压需求集中释放引起的第一波经济迅速反弹行情已经结束，但是第二波依赖经济内生动能的经济复苏在有力且及时的政策支持下正在蓄势待发中。我们预计，今年中国经济仍能实现 5.7% 的全年经济增速（图表 28）。

- 分行业来看，我们认为下半年的经济复苏结构会更加均衡，服务业以及消费恢复依然是主线。我们维持全年服务业增速 7% 的预测（2022 年：2.3%，一季度：5.4%）以及社会零售总额增速 10% 的预测（2022 年：-0.2%，1-5 月：9.3%）。房地产行业的恢复目前来看或慢于我们三季度稳企的预期，但是政府可能会通过加码基建支持来弥补房地产投资的不足。进出口对经济的贡献接下来可能转负。
- 分季度来看，我们认为中国经济将继续“K”型经济复苏，经济增速环比可能在二季度显著下滑，并在下半年稳步回升。

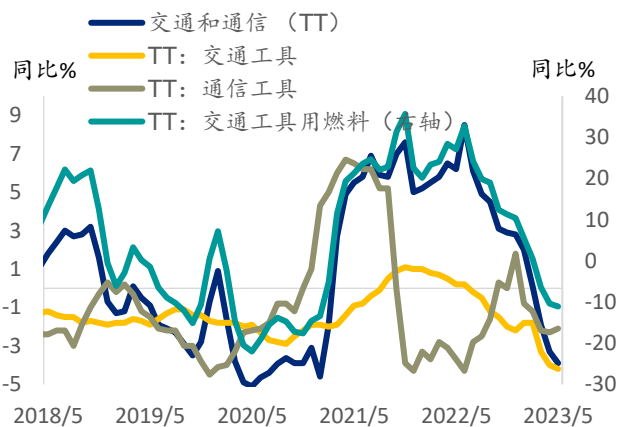
先抑后扬的经济走势也将反映在通胀上。5 月 CPI 继续徘徊在通缩边缘（同比 0.2%）。除了我们在 [中期展望](#) 提到的猪肉、房租以及交通通信价格的负面影响之外，我们注意到服务 CPI 同比在连续三个月上行之后 5 月有所回撤（图表 24）。虽然我们认为服务 CPI 的下滑是暂时的，但是另外三种价格的下跌在短期内可能会持续。加上高基数，近期 CPI 同比或继续维持在低位。从中期看，经济复苏或将支撑服务业、交通通信（图表 25）和房租价格上行。再加上基数降低，CPI 同比增速有望触底反弹。全年来看，我们维持先抑后扬的通胀预测，但下调 CPI 预测到 1.4%（之前 1.8%）来反映近期不及预期的通胀价格。

**图表 24: 核心 CPI 从 2 月起稳定维持在 0.6-0.7%，服务 CPI 5 月也有回撤**



资料来源: Wind, 浦银国际

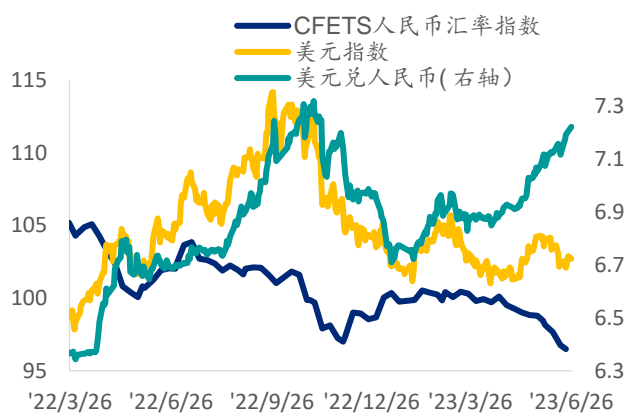
**图表 25: 交通通信价格继续下滑**



资料来源: Wind, 浦银国际

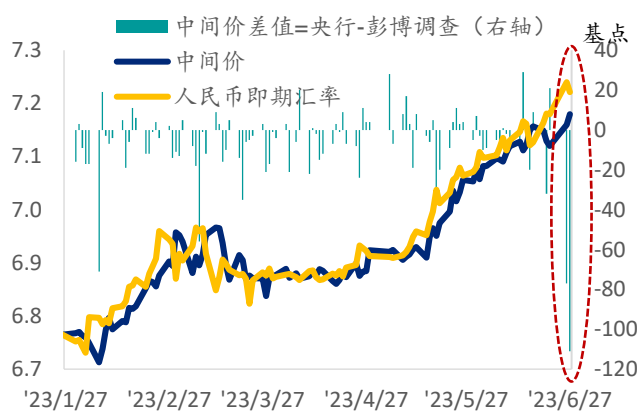
人民币兑美元汇率年底预计回升至 6.7。6 月以来人民币兑美元汇率一直在 7.1-7.2 之间徘徊 (图表 26)。尤其在中国意外降息, 而美联储暗示加息周期并未结束之后, 人民币兑美元大部分时候停留在 7.15 以上。我们注意到, 在端午节小长假后人民币兑美元汇率突破了 7.2 的关口后, 央行对中间价的干预开始增强——连续两个工作日的中间价设定明显高于彭博的调查值 (图表 27)。我们认为 7.3 是关键点位, 之后干预会继续增强。此外, 伴随着政策的陆续出台, 人民币汇率短期或仍处震荡中。中期看, 我们仍然相信经济复苏的最终确认会支持人民币升值, 年底人民币兑美元汇率预计回升到 6.7。

**图表 26: 6 月以来人民币兑美元一直在 7.1-7.2 之间徘徊, 端午节后突破 7.2**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 27: 汇率突破 7.2 后, 央行对中间价干预增强**



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 28：中国宏观经济关键数据及预测（2019-2024E）

指标名称	单位	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
实际 GDP 增速	同比%	6.0	2.2	8.4	3.0	5.7	5.0
最终消费贡献	百分点	3.5	-0.2	4.9	1.0	4.5	3.5
资本形成	百分点	1.7	1.8	1.7	1.5	1.7	1.6
净出口	百分点	0.7	0.6	1.8	0.5	-0.5	-0.1
名义 GDP 增速	同比%	7.3	2.7	13.4	5.3	6.7	7.1
工业增加值	同比%	5.7	2.8	9.6	3.6	4.2	4.5
第三产业 GDP 增速	同比%	7.2	1.9	8.5	2.3	7.0	6.0
固定资产投资	同比%	5.4	2.9	4.9	5.1	4.7	5.0
社会消费品零售	同比%	8.0	-3.9	12.5	-0.2	10.0	6.8
出口	同比%	0.5	3.6	29.6	7.0	-0.5	2.0
进口	同比%	-2.7	-0.6	30.1	1.0	0.0	3.0
贸易差额	亿美元	4,211	5,240	6,704	8,770	8,590	8,490
经常账户顺差	占 GDP%	0.7	1.7	1.8	2.3	1.3	1.0
GDP 平减指数	同比%，平均	1.2	0.5	4.6	2.2	1.0	2.1
CPI	同比%，平均	2.9	2.5	0.9	2.0	1.4	2.1
PPI	同比%，平均	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-1.1	2.2
赤字率	占 GDP%	-2.8	-3.7	-3.1	-2.8	-3.0	-3.0
M2	同比%，年末	8.7	10.1	9.0	11.8	10.5	9.0
贷款余额	同比%，年末	12.3	12.8	11.6	11.1	11.0	10.1
新增人民币贷款	万亿	16.8	19.6	19.9	21.3	23.5	23.9
社会融资总额增速	同比%，年末	10.7	13.3	10.3	9.6	10.1	9.8
政策利率（1 年期 MLF）	%，年末	3.25	2.95	2.95	2.75	2.65	2.65
存款准备金率（大型银行）	年末	13.0	12.5	11.5	11.0	10.5	10.5
10 年国债收益率	年末	3.2	3.2	2.8	2.9	3.0	3.0
美元兑人民币汇率	年末	7.0	6.5	6.4	7.0	6.7	6.8

E=浦银国际预测，红色部分代表我们下个月的预测变化

资料来源：Wind，浦银国际

## 美国 —— 经济数据或仍将支持两次加息，潜在信贷

### 紧缩值得关注

暂停债务上限并不代表美国金融风险已经消除。美国两党最终在 6 月 2 日达成共识暂定债务上限(生效至 2025 年初)，避免了美国国债的违约。然而，这并不意味着美国金融风险已经消除，之后美国财政部预计大幅举债充实一般账户现金余额 (Treasury General Account, TGA)，抽走市场流动性。[市场预期](#) 财政部未来三四个月或发行 7500 亿美元国债。算上今年余下的时间，到年底此举动预计抽走上万亿美元流动性。再加上美联储暗示下半年还将加 50 个基点利息，两者叠加或将显著收紧金融条件。

信贷数据未见显著收紧，但后续变化仍值得关注。在暂停债务上限后的两周，充实现金余额主要是通过减持逆回购和银行存款两种工具来实现，减持规模两者目前大致相当(图表 29)。我们尤为关注银行存款的变化，因为该项目对银行流动性的影响相对较大。到目前为止，银行系统在经历了 3 月中硅谷银行的流动性危机后，硬数据——贷款和存款增速变化均维持相对稳定(图表 30、图表 31)，但滞后近两周的数据也许没有反映充实现金余额的影响，尤其是近一周银行存款缩减的影响。与此同时，预期类指标(软数据)——小企业商业乐观指数(SBOI, 图表 33)、金融状况指数、圣路易斯金融压力指数有所边际走弱(图表 32)。我们相信如此规模的流动性收紧，尤其银行存款的缩减终将对信贷产生影响，挑战美国金融稳定性。不过美联储在开始充实现金余额的同时暂停加息，凸显其货币政策对金融信贷条件的谨慎态度。我们依然相信本轮美联储紧缩周期演变成新一轮全国性甚至全球性金融危机的可能性较小(概率：30%，5 月预计为 25%)，但仍建议密切关注文中所提到的一系列指标变化以判断相关进展。

图表 29：美联储资产负债表的负债端汇总

负债端科目	当前数额	周度变化	
	23 年 6 月 21 日	23 年 6 月 14 日 ~23 年 6 月 21 日	23 年 6 月 7 日 ~23 年 6 月 14 日
总负债	8,319,645	(26,265)	(1,002)
银行存款	3,203,963	(102,348)	157
逆回购	2,037,102	(72,003)	(52,451)
一般账户现金余额 (TGA)	292,106	157,249	57,357
流通货币	2,342,710	222	(1,223)
其它	443,764	(9,385)	4,842

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

资料来源：CEIC，纽约美联储，浦银国际

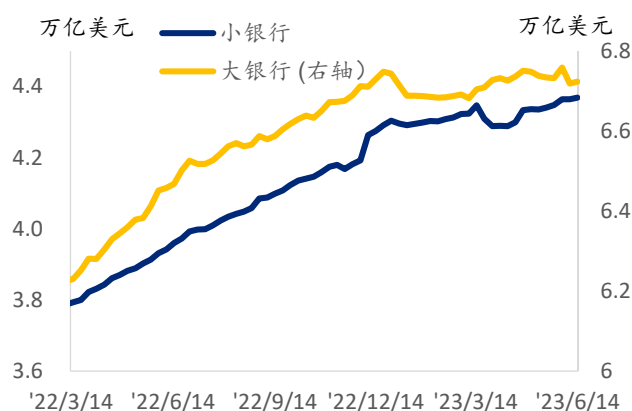


**图表 30: 小银行存款 3 月中开始的暴跌在 4 月下半段起告一段落**



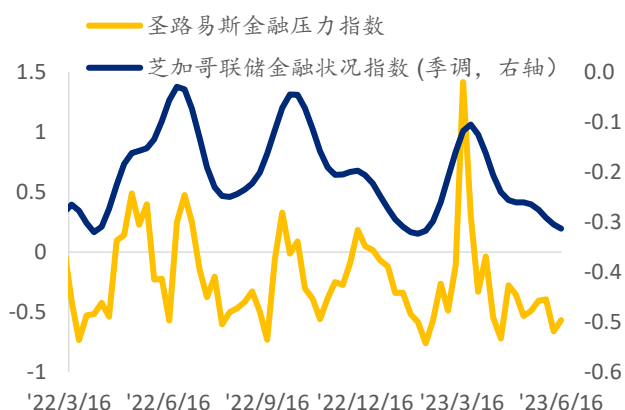
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 31: 贷款在小幅下跌之后也已趋于稳定**



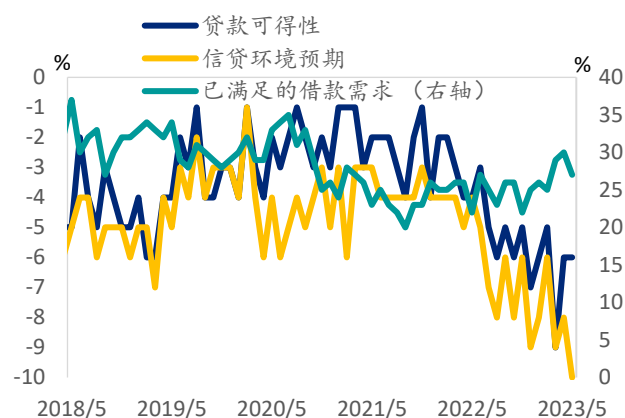
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 32: 金融状况指数、圣路易斯金融压力指数边际走弱**



资料来源: CEIC, 浦银国际

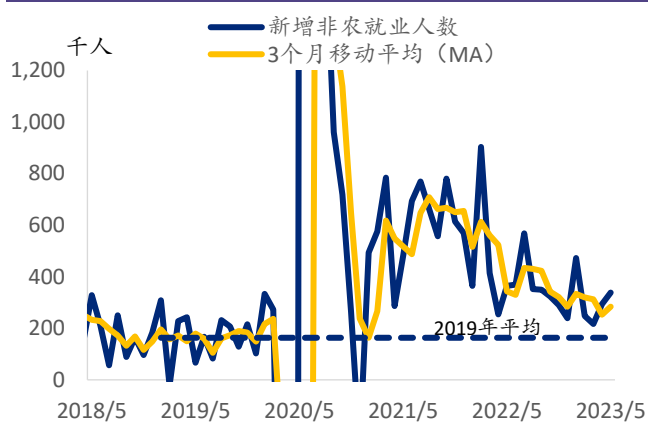
**图表 33: SBOI 指数显示小企业的贷款可得性、已满足的借款需求同样边际走弱**



资料来源: CEIC, 浦银国际

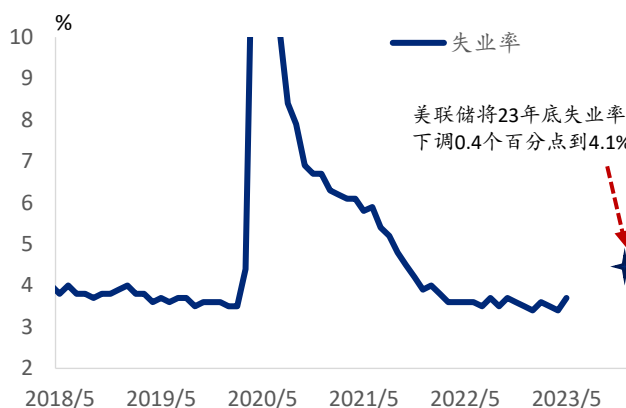
劳动力市场整体偏紧的局面在 5 月没有发生根本变化。虽然 5 月失业率意外上行 0.3 个百分点到 3.7% (图表 35), 但是其他指标都指向劳动力市场依然具有强韧性: 1. 新增非农就业人数远超预期, 环比增长 15% 到 33.9 万人, 创造了今年 2 月以来的新高 (图表 34); 2. 6 月以来周度的领取失业金人数数据一直在上升 (图表 36)。基于这两点数据观察, 5 月显著的失业率抬升可能较难维持。我们相信美联储也深信这一点, 从而下调了 2023 年底失业率预测高达 0.4 个百分点到 4.1% (图表 37)。我们认为这一目标在下半年有望实现。

图表 34：美国非农就业 5 月远超预期



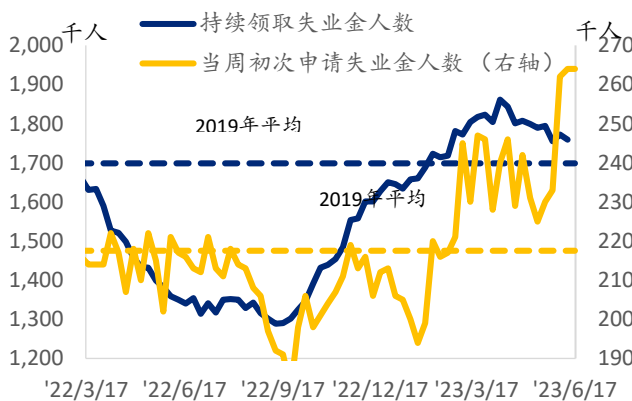
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 35：5 月失业率意外上行 0.3 个百分点到 3.7%，与美联储上调后目标差距缩小



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 36：6 月以来周度的领取失业金人数数据一直在上升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 37：FOMC 6 月会议更新各经济指标预测

单位 (%)		2023	2024	2025
实际 GDP 同比增速	6 月	1.0	1.1	1.8
	3 月	0.4	1.2	1.9
失业率	6 月	4.1	4.5	4.5
	3 月	4.5	4.6	4.6
PCE 同比增速	6 月	3.2	2.5	2.1
	3 月	3.3	2.5	2.1
核心 PCE 同比增速	6 月	3.9	2.6	2.2
	3 月	3.6	2.6	2.1
联邦基金利率	6 月	5.6	4.6	3.4
	3 月	5.1	4.3	3.1

资料来源：美联储，浦银国际

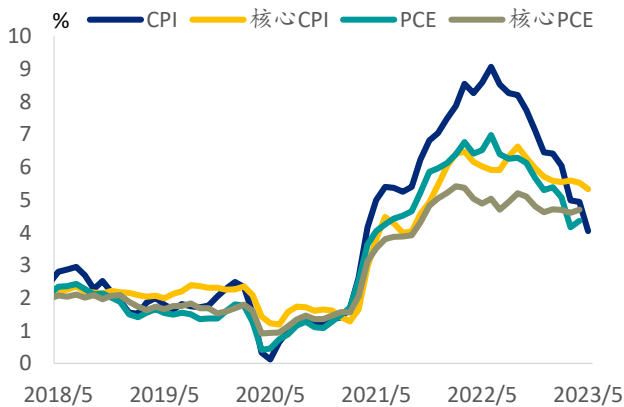
**核心通胀仍高，其下滑或较缓慢。**美国 5 月通胀环比虽然下降 0.3 个百分点到 0.1%，但是这主要是因为能源价格的下行（图表 38）。核心 CPI 环比连续 3 个月维持在 0.4% 的水平。我们相信核心商品通胀接下来会下滑：根据领先的曼海姆二手车价格指数以及供求关系，连续两个月支撑核心商品通胀的高二手车 CPI 或不可持续（图表 40）。其余商品需求在高利率环境下有望下降，进而拉低商品价格。核心服务方面，虽然房价有所上升，但是住房相关的通胀率落后房价变化大约一年，因此或仍会逐渐走低（图表 41）；但是扣除住房的其他核心服务因为居高不下的劳动力成本（图表 42），下行可能会相当缓慢。

图表 38: 美国 CPI 各分项环比增速和环比贡献

	环比 (%)			权重 (%)	环比贡献 (%)
	2023 年 5 月	2023 年 4 月	2023 年 3 月	2023 年 5 月	2023 年 5 月
CPI	0.1	0.4	0.1	100.0	0.12
食品	0.2	0.0	0.0	13.4	0.03
能源	-3.6	0.6	-3.5	6.9	-0.25
核心 CPI	0.4	0.4	0.4	79.7	0.35
- 商品	0.6	0.6	0.2	21.4	0.12
家用家具和供给	-0.4	-0.4	0.4	4.3	-0.02
服装	0.3	0.3	0.3	2.6	0.01
运输	1.5	1.5	0.0	7.8	0.12
医疗护理	0.6	0.5	0.6	1.5	0.01
娱乐商品	0.0	0.3	0.2	2.3	0.00
教育和通讯商品	-0.2	-0.2	-0.5	0.9	0.00
酒精饮料	0.5	0.5	0.1	0.8	0.00
其它	0.6	0.2	0.5	1.2	0.01
- 服务	0.4	0.4	0.4	58.3	0.23
住房	0.6	0.4	0.6	34.7	0.19
主要居所租金	0.5	0.6	0.5	7.6	0.04
外宿	1.8	-3.0	2.7	1.2	0.02
业主等价租金	0.5	0.5	0.5	25.5	0.13
核心服务扣除住房	0.2	0.3	0.3	23.6	0.04
医疗护理	-0.1	-0.1	-0.5	6.4	0.00
运输	0.8	-0.2	1.4	5.9	0.05
娱乐	-0.1	0.7	0.0	3.1	0.00
教育和通讯商品	-0.2	0.1	0.3	4.8	-0.01
其它个人服务	0.7	2.4	0.7	0.9	0.01

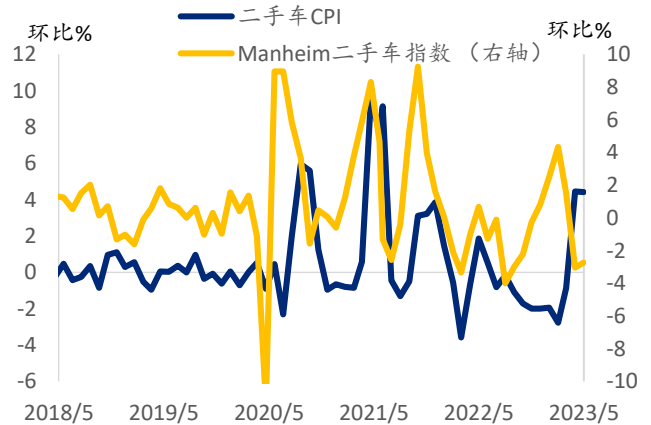
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 39: 美国 CPI 和 PCE 同比增速进入下滑周期, 但核心通胀仍具高粘性



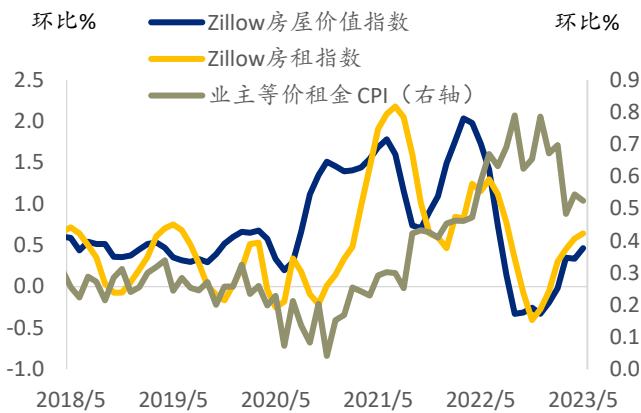
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 40: 领先指标 Manheim 二手车指数转跌, 二手车高 CPI 增速或不可持续



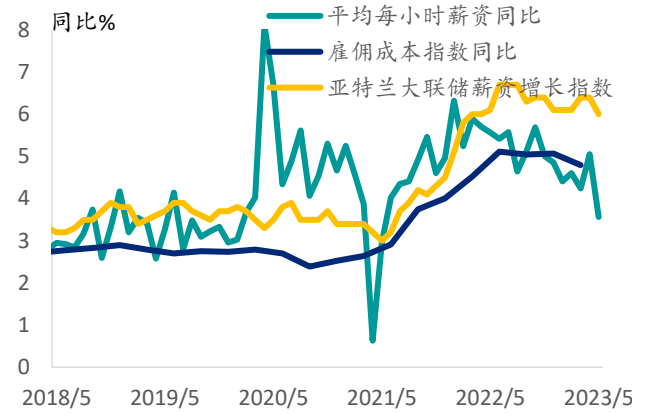
资料来源: Manheim.com, 浦银国际

**图表 41: 租金 CPI 落后 Zillow 房价和房租指数约一年，接下来或下滑**



资料来源: CEIC, Zillow, 浦银国际

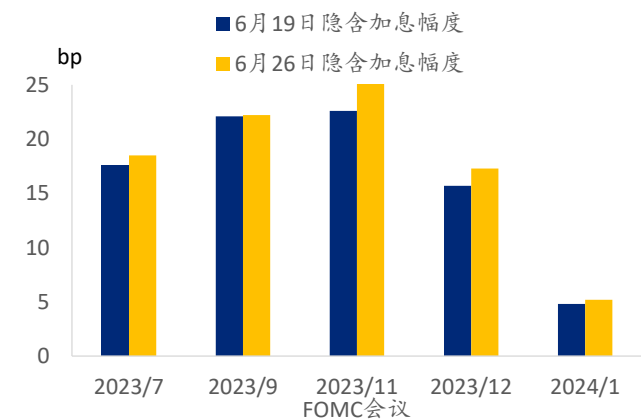
**图表 42: 虽然薪资同比下滑明显，但这主要是因为基数效应；亚特兰大联储薪资指数依然坚挺**



资料来源: CEIC, 浦银国际

我们维持年内还有两次 25 个基点加息的判断，全年不会有降息。虽然 5 月美联储会议没有如我们所预期的那样继续加息，但是美联储给出的宏观预测暗示年内还有 50 个基点的加息（图表 37）。这符合我们一贯的有别于市场的判断——出于核心通胀和劳动力市场的高粘性，今年美国还有两次 25 个基点的加息。不过因为暂停债务上限的溢出效应，加息的时间点不确定性增强。美联储的讲话也打消了市场期待的今年降息的希望。潜在加息周期的延长有助于保持美元指数和美国 10 年期国债收益率的短期强势（图表 44），然而在加息靴子落地之后，我们预计两者均会开始下行。

**图表 43: 截至 6 月下旬利率期货市场隐含 7 月 FOMC 会议加息 18.5bps，即加息概率为 74%**



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

**图表 44: 潜在加息周期的延长有助于保持美元指数和美国 10 年期国债收益率的短期强势**



注: 灰色部分代表加息周期

资料来源: CEIC, 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

