

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《经济弱复苏有亮点，央行降息开启政策红利》 - 2023.08.16

宏观研究

内松外紧，对美联储的预期或再面临大幅波动

● 核心观点

二季度货币政策执行报告明确了8月份超预期降息开启了新一轮逆周期调节。年内可能出台的政策包括下调LPR、调整个税以及针对小微以及重点行业如工业母机、集成电路出台结构性税收优惠。而仅就报告关键词的词频分析，12月前再降准降息的概率不大。

海外市场则将延续由经济数据等引发的大波动期的特征，关注8月25日杰克逊霍尔会议上鲍威尔的表态。全球资本市场或将再现类端午节期间的大幅波动。如果鲍威尔加息态度强硬，要关注美元指数104以及10年期美债收益率4.34%的关键位置；如果鲍威尔对通胀态度趋弱，则美元大概率跌破103.2，10年期美债收益率则下行至4.1%以下。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	12
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	17
3 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: M2 同比与 GDP 名义同比	6
图表 3: 估算工业企业净资产收益率	6
图表 4: 货币政策执行报告历次关键词	9
图表 5: 二手车价格.....	10
图表 6: 二手车价格环比.....	10

1 大类资产表现

8月第三周，大宗商品价格涨少跌多。美债收益率上行，美股下跌；美元指数走强，人民币汇率走贬；中债收益率短升长降，A股下跌。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/8/11	2023/8/18	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	82.32	86.81	84.80	3.0%	-2.3%
WTI原油	美元/桶	80.26	83.19	81.25	1.2%	-2.3%
COMEX黄金	美元/盎司	1,819.70	1,912.90	1,886.10	3.6%	-1.4%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,242.00	8,176.00	-2.5%	-0.8%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,127.00	2,096.00	-11.2%	-1.5%
动力煤	元/吨	921.00	801.40	801.40	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	4,085.00	3,691.00	3,700.00	-9.6%	0.2%
美国股债					基点数变动	
美债2Y		4.41	4.89	4.92	51	3
美债10Y		3.88	4.16	4.26	38	10
标普500		3839.5	4464.05	4369.71	13.8%	-2.1%
外汇						
美元指数		103.4942	102.866	103.4419	-0.1%	0.6%
美元兑离岸人民币		6.9211	7.2609	7.3077	5.6%	0.6%
中债						
1年中债		2.1316	1.8299	1.8498	-28.18	1.99
10年中债		2.8312	2.6436	2.5615	-26.97	-8.21
A股						
上证综指		3089.26	3189.25	3131.95	1.4%	-1.8%
沪深300		3871.63	3884.25	3784.00	-2.3%	-2.6%
创业板指		2346.77	2187.04	2118.92	-9.7%	-3.1%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 国内外宏观热点

央行公布二季度货币政策执行报告，在超预期降息后给出了下一阶段的货币政策方向，加大宏观政策调控力度的导向更加明确。具体包括以下三点：

第一，年内降息概率超过降准。一方面，从宏观环境来看，当前降息必要性上升。关于经济的判断，报告删除“三重压力”的表述，提到当前我国经济已恢复常态化运行，高质量发展扎实推进。但是，同样强调国内经济运行面临需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多等挑战，延续了7月中共中央政治局会议的表述。

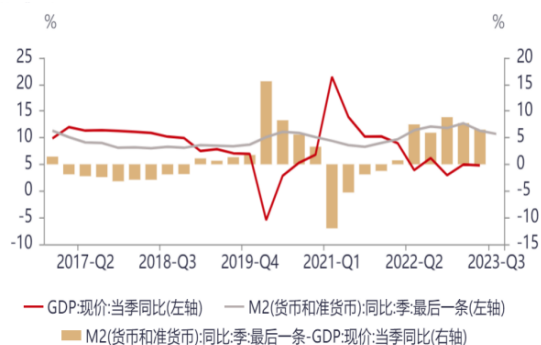
——进一步的，报告对于面临的挑战做出了解释，从国际看，地缘博弈持续紧张，世界经济逆全球化风险上升；发达经济体本轮加息对全球经济金融的累积效应还将持续显现。从国内看，居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大。在居民收入增长偏慢制约消费恢复，以及民间投资偏弱导致需求不足的问题仍然存在的同时，报告直接提及财政压力加大。历史来看，货币政策执行报告提及财政事项较为少见，与我们判断当前财政空间较为有限是一致的。而要应对财政方面的挑战则需要从两方面入手，通过促进房地产市场平稳健康发展涵养财政收入，并通过化解地方政府债务风险控制成本支出，这也厘清了当前宏观政策的两个重要目标。

——为了应对当前经济的挑战，报告提到，加大宏观政策调控力度……不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解。在 7 月中共中央政治局会议明确后，央行亦明确货币政策加大调控力度。为此，总量层面可以选择从数量和价格两个角度发力。从数量角度看，当前货币供应量相对经济名义增速并不低。2023 年 6 月末 M2 同比为 11.3%，而二季度 GDP 名义同比为 4.8%，2022 年以来持续低于 M2 同比增速。报告在专栏 2-金融支持宏观经济回升向好提到，当前金融数据总体领先经济数据，主要是宏观政策和金融靠前发力、实体经济恢复时滞导致的阶段性现象……经济与金融增速间的缺口将逐步弥合。对比来看，今年 6 月末 M2 同比增速与 GDP 名义增速缺口为 6.5%，已较去年末收敛，但是仍然处于 2017 年以来的高位，反映货币供给量实际上是较为充足的。当前货币政策加大调控力度的发力点可能在于价格。

——从价格角度看，当前实体部门投资收益率的下降需要融资成本跟随下调，以改善成本收益比，拉动信贷社融持续性增长，扩大内需。我们以统计局公布的规模以上工业企业营收利润率、每百元资产实现的营收、资产负债率为基础，估算工业企业净资产收益率。发现 2023 年以来工业企业净资产收益率持续偏低，但前 5 个月高于 2020 年受外部冲击严重的年份，而 6 月份工业企业的经营状况并未显著改善，已接近 5 年来的最低水平。反映当前工业领域投资的收益水平处于近 5 年来低位，这可能在一定程度上解释了当前企业融资需求持续偏弱的部分原因。而融资成本侵蚀居民收入，则是当前居民部门融资需求低迷的一个原因。

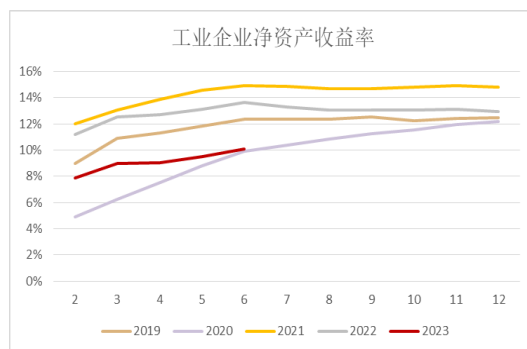
2023 年 6 月末城镇居民人均可支配收入实际同比增长 4.7%，仅略高于个人住房贷款加权平均利率 0.59 个百分点。因此，当前要提振融资需求，需要降低实体经济融资成本。下一阶段降息概率大于降准。

图表2：M2 同比与 GDP 名义同比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：估算工业企业净资产收益率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

但是，从关键字的词频分析看，并未看到明确的降息迹象。从字面来看，与一季度报告相比，本次报告删除“保持利率水平合理适度”、“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述，增加“保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行”。这意味着央行对于市场利率相对于政策利率偏离程度的宽容度上升，而如果融资需求不振导致市场利率对政策利率产生较大向下偏离，那么政策利率可能会顺势进行下调。

——但是结合历次报告的关键词，从报告整体反映的政策导向来看，降息迹象并不明确。先看起约束作用的关键词，“总闸门”与“不搞‘大水漫灌’”继续同时未出现，与一季度报告一致；但是，再看起正面作用的关键词，一季度报告中的“稳增长”亦没再出现。因此，仅就报告关键词的词频分析，12月前再降准降息的概率不大。

第二，人民币汇率可能持续承压，但贬值空间有限。由于美国通胀仍具不确定性，尤其是在劳动力市场以外，近期能源、粮食价格不确定性放大，可能在核心通胀以外加大整体通胀黏性，美联储存在鹰派倾向，本周公布的美联储7月会议纪要即是一个例子。这导致美元指数可能持续偏强运行，相应的会持续对

人民币汇率形成贬值压力。但是，报告提到，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。反映了央行保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的政策决心。同时专栏 4-人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，提到，在应对多轮外部冲击的过程中，人民银行、外汇局积累了丰富的经验，也具有充足的政策工具储备，有信心、有条件、有能力维护外汇市场平稳运行……下一阶段……用好各项调控储备工具，调节外汇市场供求，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险。因此，在政策宣誓以外，央行也具备充足的政策工具对汇率进行纠偏。因此在本轮美联储加息形成的外部压力下，人民币汇率继续贬值的空间有限。

第三，房地产政策，做好已出台政策的落实。如前所述，当前促进房地产市场平稳健康发展不仅对于房地产产业链具有重要意义，对于应对地方财政收支平衡压力加大的挑战也具有重要影响。因此，在 7 月中共中央政治局会议部署后，报告再次强调，适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展。具体到货币政策，主要是落实好前期出台政策。首先，报告提到，要落实好“金融 16 条”，……延续实施保交楼贷款支持计划至 2024 年 5 月末；相对一季度报告，坚持稳地价、稳房价、稳预期，……扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作……推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，本次报告表述的新增政策并不明显。

其次，保持商业银行利润增长的要求可能限制了存量房贷利率调整的范围和幅度。要维持向实体经济发放贷款的能力，保持商业银行利润增长，存量房贷利率下调的概率及空间可能较为有限。报告专栏 1-合理看待我国商业银行利润水平，提到商业银行向实体经济发放贷款面临资本约束，化解风险也要消耗资本，我国对商业银行资本充足率有明确的监管标准。强调了资本充足状况对于商业银行经营来说至关重要。但是国内银行资本补充渠道少、难点多、进展慢，存在较大资本缺口。维持一定的利润增长是内源补充资本的重要方式。但是近年来我国商业银行净息差持续收窄，导致利润增速有所下降。可能成为制约商业银行支持实体经济的一项约束。二季度末，人民币贷款余额为 230.58 万亿，其中个人住

房贷款余额为 38.6 万亿，占全部贷款的 16.7%。假如存量房贷利率进行普遍大幅下调，对于商业银行资产收益率将产生明显挤压，进而压缩净息差，形成新的利润增速放缓压力。因此，对于存量房贷利率下调，其实施范围、调整幅度可能都比较有限。

可能实施的政策方面，关注各地在首套住房贷款利率政策动态调整机制下的操作。首套住房贷款利率政策动态调整机制规定，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。对于采取阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限的城市，如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。今年 2 月至 5 月，70 大中城市新建商品住宅价格指数环比连续上涨，同时同比降幅收窄。这意味着，符合放宽首套房贷利率下限条件的城市数量也在减少，此前放宽首套房贷利率下限的城市可能恢复执行全国统一下限。而 4 月以后房地产市场再度降温，6 月 70 大中城市新建商品住宅价格同比下降城市数量再度增加至 38 个，可能重新打开了前述城市在三季度评估周期内的放松窗口。

图表4：货币政策执行报告历次关键词

报告发布时间	总闸门	大水漫灌	稳增长 (做好 工作)	稳增长 (处理 关系)	合理区间	前瞻性(方向)	逆周期	政策辅助	后续降准	后续降息
2017年四季度	✓		✓						4月17日	
2018年一季度	✓		✓						6月24日	
2018年二季度	✓		✓			中美贸易争端			10月7日	
2018年三季度			✓			中美贸易争端			次年1月4日	
2018年四季度		✓				中美贸易争端	✓	几家抬		
2019年一季度	✓	✓					✓			
2019年二季度	✓	✓	✓				✓		9月16日	✓
2019年三季度		✓					✓		次年1月1日	✓
2019年四季度		✓			✓		✓		3月13日	✓
2020年一季度				✓		正常货币政策	✓			
2020年二季度				✓						
2020年三季度		✓								
2020年四季度	✓	✓								
2021年一季度	✓				✓			与其他政策的高效协同	7月9日	
2021年二季度	✓	✓				全球流动性收紧				
2021年三季度						全球流动性收紧			12月6日	✓
2021年四季度		✓			✓				4月15日	
2022年一季度		✓	✓		✓	全球流动性收紧，重点领域风险				下调5年期LPR
2022年二季度		✓			✓	全球流动性收紧，重点领域风险				✓
2022年三季度		✓				年末流动性环境、全球流动性收紧及对金融市场的外溢效应			11月25日	
2022年四季度		✓	✓			全球经济下行压力加大			3月17日	
2023年一季度			✓			防范境外风险向境内传导				6月、8月降息两次
2023年二季度							✓		?	?

资料来源：中国人民银行，中邮证券研究所

不同于央行加大宏观政策调控力度，本周美联储议息会议纪要体现的态度偏向鹰派。年内存在再次加息的可能。8月16日公布的会议纪要显示“大多数与会者继续认为通货膨胀存在显著上行的风险，需要进一步收紧货币政策。”具体来看，纪要提到的通胀上行风险主要包括三个方面：近期供应链改善的趋势可能不会延续、商品价格可能再次上涨、国内薪资快速上涨。

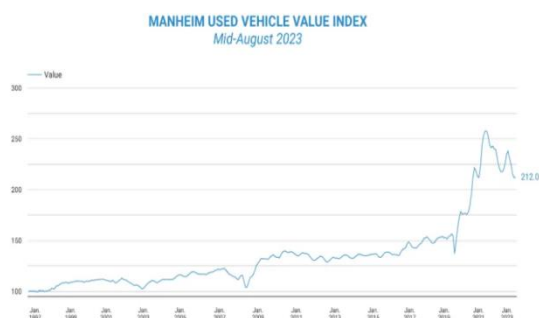
首先，商品价格可能再次上涨。短期原油价格存在上涨压力。俄罗斯财政部在声明中表示，将把9月原油和燃料油出口关税上调26.6%，至每吨21.40美元，为今年以来的最高水平。此前由于沙特将100万桶原油供应削减延迟至9月、俄罗斯减产50万桶/天，供给因素导致年内原油供需可能持续偏紧。但往后看，原油需求可能下降，国际能源署(IEA)在周五发布的石油市场报告中表示，由于宏

观经济的低迷、经济复苏不及预期以及电动汽车蓬勃发展，明年的石油需求增长将慢于此前的预测，供需紧张的格局在明年也可能相应缓和。

——食品价格上行。7月美国食品价格环比上升0.2%，6月为上升0.1%。在地缘政治事件和极端天气的推动下，粮食价格“抬头”的风险加大。联合国粮食及农业组织近日发布全球食品价格指数报告称，7月全球大米价格平均指数比2022年数值高出近20%，达近12年来最高水平。

——美国汽车行业研究公司Cox Automotive公布了8月前15天的新数据，显示全美二手车批发价格略有上涨，这被市场认为是通胀可能粘滞的迹象。该数据环比增长了0.1%，这是四个月来的首次增长。有分析认为，夏末二手车的供应紧张可能正在推动通胀再度加强的趋势。

图表5：二手车价格



资料来源：Cox Automotive，中邮证券研究所

图表6：二手车价格环比



资料来源：华尔街见闻，中邮证券研究所

其次，工资水平涨幅仍高，失业率偏低。在时薪方面，美国7月非农部门员工的平均时薪继续保持稳定增长，环比上升14美分，至33.74美元，同比涨幅为4.4%。7月美国失业率为3.5%，略低于预期的3.6%，失业人数为580万，7月份变化不大。自2022年3月以来，失业率一直在3.41%至3.7%之间。美国银行近日发布的数据显示，美国年收入超过12.5万美元的人，当前被解雇的比率是中低收入人群的三倍。7月份高收入人群的失业率正在上升，年收入曾在六位数的领取失业金的人同比增加了70%，而中低收入人群在就业市场的表现依然尚好，在主要的工人群体中，7月份亚裔的失业率下降到2.3%。因此，劳动力市场对于总需求的支撑仍然在持续，加大了通胀粘性。

再次，近期供应链改善的趋势能否延续存在不确定性。未来可能出现的地缘政治风险事件、全球贸易走弱、极端天气与自然灾害等风险因素可能导致供应链迟滞再次出现。近来全球极端天气频发，世界气象组织警告极端天气未来将成常态，今年夏天持续席卷全球的极端高温天气，及其引发的干旱、山火等天气灾害将成为此后全球气候的普遍情况，对全球贸易影响较大，例如全球航运大动脉巴拿马运河正遭受自 1950 年有记录以来前所未有的干旱枯水，导致运河通行能力大幅下降。截至 8 月 14 日，巴拿马运河口附近约有 140 艘货船排队等待通行，高于往年 5 月到 9 月雨季期间大约 90 艘货船排队的常规情况，巴拿马运河管理局推出的限制措施可能会推高短期运费，对全球货运造成影响。巴拿马运河航运成本上涨，或将导致能源、农产品、基础原材料等大宗商品价格抬升，进而加剧粮食危机、能源危机、全球通胀等。但是，也存在缓解通胀的因素。例如，房屋租赁价格为两年多来看到的最小涨幅。Zumper 全美租金指数显示，全国一居室的房价中位数仅环比上涨 0.1%，同比上涨 3.9%。7 月处于搬家旺季，通常价格随着需求的增加而上涨，但本月特别的是，租房价格涨幅继续放缓，是自 2021 年 6 月以来最小的同比增幅，与 2022 年大部分时间的两位数增幅相去甚远。房屋租赁价格显示房地产市场的通胀压力减弱。因此，整体来看，年内美国通胀走势仍然具有很大不确定性，而美联储尤其关注通胀持续高位运行的风险，导致市场开始为年内再次加息定价，纪要公布后，美国国债收益率上升，30 年期国债收益率达到 2023 年新高，标普 500 指数跌幅扩大，美元涨幅扩大，黄金跌破 1900 美元/盎司。

另外，纪要提到，多名与会者认为，即便当委员会开始降低联邦基金利率的目标范围时，资产负债表缩减也并不需要结束，即 QT 可以和降息同时进行。包括鲍威尔在内的美联储官员都提到了实施这种策略的可能。7 月美联储主席鲍威尔在新闻发布会表示，关于缩表，鲍威尔说，利率调整和缩表是独立的，美联储可能在缩表的同时降息。曾负责管理美联储债券投资组合的达拉斯联储主席洛根上月表示：“如果我们降息是为了回到中性立场，那就不是停止缩表的理由。我的预期是，在相当长一段时间内，我们的资产负债表还有继续收缩的空间。”按照政策惯例，QT、降息分别指向紧缩、宽松的两个完全背离的方向，假如二者同时进行，可能引发市场预期一定程度的混乱，并扰动资产价格。整体看，年内美联

储货币政策预期可以划分为 2 个阶段，第一阶段在 11 月以前，关注是否加息，第二阶段假如 9 月、11 月均未加息，则关注，美国经济是否衰退、美联储会否降息。

综上，二季度货币政策执行报告明确了 8 月份超预期降息开启了新一轮逆周期调节。年内可能出台的政策包括下调 LPR、调整个税以及针对小微以及重点行业如工业母机、集成电路出台结构性税收优惠。策略上，当前宜从顺周期部分适当切换至前期调整过的人工智能、数字经济、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。同时海外市场则将延续由经济数据等引发的大波动期的特征，关注 8 月 25 日杰克逊霍尔会议上鲍威尔的表态。全球资本市场或将再现类端午节期间的大幅波动。如果鲍威尔加息态度强硬，要关注美元指数 104 以及 10 年期美债收益率 4.34% 的关键位置；如果鲍威尔对通胀态度趋弱，则美元大概率跌破 103.2，10 年期美债收益率则下行至 4.1% 以下。

2.1 海外宏观热点及一句话点评

美国零售数据超预期。美国 7 月零售销售环比增加 0.7%，超出市场预期，为 2023 年 1 月以来最大增幅。美元指数走高、美债收益率拉升 美元指数短线拉升 20 点，报 103.27。现货黄金短线下挫 3 美元，报 1900 美元/盎司。美国 2 年期国债收益率升至 5%，逼近年内高点。美国 10 年期国债收益率在零售销售数据公布后上升至 4.270%，为去年 10 月 24 日以来最高水平。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2520217>

美国消费者短期通胀预期创 2021 年以来新低。美国纽约联储：美国消费者一年期通胀预期由 3.8% 下降至 3.5%，创 2021 年 4 月以来新低。三年期通胀预期由 3% 下降至 2.9%。<https://wallstreetcn.com/livenews/2519465>

美国 7 月份制造业产值出现三个月来首次增长，受到消费品产出和企业投资的拉动。美联储周三公布的数据显示，7 月份制造业产值环比增长 0.5%。包含采矿和公用事业的总体工业产值增长 1%，是今年以来最大增幅。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2521069>

美国房屋建筑商信心出现年内首次下滑。美国全国住宅建筑商协会 (NAHB)/富国银行数据显示, 8 月份建筑商信心指数降至 50, 录得今年首次下滑, 并降至三个月最低水平, 之前一个月为 56。8 月份房屋建筑商信心意外下滑的原因在于, 高抵押贷款利率令潜在买家望而却步。NAHB 主席 Alicia Huey 表示, 抵押贷款利率上升, 建筑成本高企, 这些都是由于建筑工人的缺乏、可建筑用地的缺乏以及配电变压器的持续短缺造成的, 这些因素使 8 月份建筑商的信心下降。更高的利率也促使更多的建筑商利用销售激励措施来吸引买家, 但美国四个主要地区的购房情绪均有所下降。<https://wallstreetcn.com/livenews/2520261>

美国 30 年期实际收益率突破 2%。美国 30 年期通胀保值国债收益率周二自 2011 年以来首次突破 2%, 前一日 10 年期实际收益率升至多年高点。在美联储降息、对通胀保护的需求飙升之后, 30 年期实际收益率在 2020 年和 2021 年一季度跌至-0.50%左右。美联储在 2022 年初开始收紧政策时, 该收益率仍低于零。<https://wallstreetcn.com/livenews/2520180>

美国投资者悲观程度为去年 2 月以来最低。根据美国银行对基金经理的最新全球调查, 投资者对股市的悲观程度为 2022 年 2 月以来最低——当时美联储尚未启动数十年来最激进的紧缩周期之一。由 Michael Hartnett 牵头的美银策略师团队指出, 投资者当前股票配置的低配程度为 2022 年 4 月以来最低, 这是表明投资者乐观情绪上升的又一迹象。调查结果反映: 投资者对通胀会在未来 12 个月内放缓的预期愈发增强, 这推动市场对明年将出现降息的押注上升至与 2008 年 11 月相当的水平。虽然受访者仍认为未来 12 个月全球经济增长将减弱, 但相关预期“在 8 月已显著改善”, 有关经济衰退的担忧正在消退。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2520250>

白宫敲定在基础设施项目中增加使用美国制造商品的指引。美国白宫 8 月 14 日发布指引, 鼓励在美国政府资助的基础设施项目中使用美国制造的产品, 包括钢铁和其他建筑材料。“购买美国货”(Buy America) 约束性指引于今年 2 月首次提出, 白宫预算管理局(OMB)在收到近 2000 份公众意见后最终确定了该指引。OMB 指出, 当美国制造的产品供应不足时, 相关机构可以根据需要给予豁免。如果使用美国材料会使整个基础设施项目的成本增加 25%以上, 相关机构也可以寻求豁免。<https://wallstreetcn.com/livenews/2519630>

惠誉可能不得不下调部分美国银行的评级。惠誉分析师 Chris Wolfe 在接受 CNBC 采访时表示，若其再次下调美国银行业整体评级，那么将不得不重新逐一评估其追踪的 70 多家美国银行的评级。Wolfe 表示，如果将行业评级从 AA- 下调至 A+，“则很可能会转化为负面的评级行动”。在这种情况下，摩根大通和美银的评级可能会从 AA- 下调至 A+。<https://wallstreetcn.com/livenews/2520143>

美联储加息对垃圾债发行人构成压力。随着美联储继续加息，惠誉对美国垃圾债发行人偿还短期债务的能力感到担忧。根据 8 月 15 日发布的报告，这家信用评级机构预计到今年年底高收益债券的违约率将高达 5%，原因是银行收紧贷款，利息支出令公司利润承压。该报告表示，7 月的发行人违约率为 2.8%，高于 6 月的 2.6%。惠誉表示，“利率的上升持续对寻求应对短期债券和其他流动性相关压力的投机级发行人构成挑战。”这一预测凸显出在全球经济增长走弱，通胀以及利率上升的背景下，非金融高收益债券发行人的脆弱程度，特别是相较于投资级发行人而言。该公司 8 月份早些时候报道称，自 2022 年以来，在被惠誉评为垃圾级的发行人中，经历评级下调的发行人数量在多数地区均高于评级上调的发行人数量。<https://wallstreetcn.com/livenews/2520371>

美联储会议纪要偏鹰。纪要显示，大多数决策者仍认为通胀有重大的上行风险，可能因此需进一步加息；多人认为即使降息时也未必停止缩表；几乎所有决策者认为 7 月适合加息 25 个基点，两人支持保持利率不变。“新美联储通讯社”称，部分官员注意到加息太高的风险，联储对加息更谨慎。纪要显示，联储官员认为，决策取决于所有数据，未来几个月的数据对判断可能新增紧缩的程度很有价值；联储工作人员不再预计今年经济会轻度衰退，预计 2025 年 PCE 通胀降至 2.2%，称通胀预测有上行风险；与会者强调通胀高得不可接受，需进一步的通胀下降证据，警惕银行信贷收紧影响可能比预期大。

<https://wallstreetcn.com/articles/3695706>

美国明尼阿波利斯联储主席卡什卡利还没准备好说加息进程已经完成。可以允许通胀在一段时间内逐步回落至 2% 目标水平。当前离开始降息还远得很。本人还没准备好说加息进程已经完成。没有证据显示美国经济衰退已经迫在眉睫。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2520293>

美联储拥有不同工具调控联邦基金利率，作用各有不同。纽约联储周一（8月14日）发表文章称：虽然美联储可以同时依靠准备金余额利息（IORB）和逆回购协议工具（RRP）的发行利率，来将其关键基准保持在目标范围内，但两者对联邦基金利率的分布的影响则有所不同。准备金余额利息主要影响联邦基金利率的中位数，如果美联储调整 IORB 的幅度高于或低于预期范围，它可以以同样的方式调整联邦基金利率中值。与此同时，隔夜逆回购利率往往会影响联邦基金分布的左端。这是因为它旨在为货币市场基金等非银行机构愿意隔夜借出现金的利率设定一个下限，其对联邦基金交易中位数的影响较小。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2519482>

美国7月零售超预期，同时制造业产值增速转正，反映当前美国总需求尚未全面转冷，加剧了未来通胀的不确定性。而本周美联储会议纪要偏鹰，美债供给压力持续发酵，加大了资产价格的波动。当前仍然属于观察美联储的第一阶段，焦点在于是否加息。关注8月25日杰克逊霍尔会议上鲍威尔的表态。全球资本市场或将再现类端午节期间的大幅波动。

欧盟经济学家：对俄制裁或引发欧洲经济雪崩。当地时间8月17日，欧盟统计局发布的数据显示，2023年第二季度欧盟企业申请破产数量连续第六个季度增长，环比增加8.4%，达到2015年开始收集数据以来的最高水平。曾担任欧盟委员会首席经济学家的鲁迪·阿努特表示：通货膨胀、能源成本上升、交通成本上涨，这些因素导致很多企业无法生存。这背后正是欧洲跟随美国脚步对俄制裁引发的能源危机，从而导致能源价格上涨掀起的高通胀问题。而当下，为了对抗高通胀，欧洲央行不得不加息，这反而抑制了经济增长。对俄制裁的反噬效果可能会引发经济雪崩，欧洲可能有很大的接近经济衰退的危险。2023年和2024年将是经济相对糟糕的年份。<https://wallstreetcn.com/livenews/2522120>

欧洲天然气再次暴涨。由于澳大利亚液化天然气公司 Woodside Energy 与工人之间的劳资纠纷尚未解决，如果最终工人决定罢工，可能会扰乱全球的液化天然气供应。周二盘中，欧洲天然气期货一度大涨18%，最高触及40.7欧元/兆瓦时。罢工可能使全球多达10%的液化天然气出口面临中断的风险。尽管欧洲很少

购买澳大利亚天然气，但欧盟需要与亚洲国家竞争替代的液化天然气。

<https://wallstreetcn.com/articles/3695613>

英国通胀高于预期，强化英国央行再次加息预期。英国国家统计局周三公布，7月消费者价格指数(CPI)涨幅为6.8%，低于前月7.9%的涨幅。但这一数据高于经济学家预计的6.7%，也是六个月来第五次超出预期。再加上周二公布的薪资数据创纪录攀升，这些数据增强了人们对英国正经历G-7国家中最严重通胀螺旋上升形态的感觉。投资者对央行将在下次会议加息25基点甚至更多的猜测已经升温。英镑/美元在数据公布后一度上涨0.2%至1.2731美元。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2520754>

英国房租持续上涨，民众负担加重。去年以来，英国通胀形势不断恶化，民众生活成本持续增加。房租价格也水涨船高，上涨迅猛。根据英国国家统计局的数据，6月份，英国房租同比上涨5.1%；而在2年前的6月，房租同比上涨幅度仅为1.2%。英国国家统计局日前指出，自2021年下半年以来，英国租房价格已经持续上涨一年多。未来几个月，上涨趋势还将继续。随着房租不断上涨，也有越来越多的人开始选择与人合租。在伦敦，与人合租平均每月需花费约971英镑（约合近9000元人民币）。<https://wallstreetcn.com/livenews/2519585>

英国创纪录的薪资增速加剧通胀担忧。英国统计部门周二公布的数据显示，截至6月的三个月，不含奖金的平均薪资同比增长7.8%。这是2001年有记录以来的最高水平，高于此前一期上修后的数据7.5%。经济学家预期为7.4%。英国央行担心薪资飙升推高整体经济中的价格。央行行长贝利等政策制定者之前表示，这些压力持续存在的进一步迹象可能促使再度上调利率。英镑/美元在数据公布后涨幅扩大，一度上涨0.3%至1.2721美元。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2519962>

能源价格近期上涨压力加大，天然气价格已连续两周出现暴涨，而在进入冬季后能源价格的不确定性还将上升。欧洲通胀的不确定更大。同时，欧洲经济衰退风险亦更高。

韩国7月信息通信产业出口额连降13个月。据韩联社报道，韩国科学技术信息通信部16日公布的7月信息通信产业(ICT)进出口统计显示，7月韩国ICT

出口额为 146.1 亿美元，同比减少 24.3%，连续 13 个月同比下滑。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2520871>

出口旺盛令美国输油管近满负荷运行，管道公司趁机涨价。连接美国二叠纪页岩油气盆地与得克萨斯州 Corpus Christi 港口的 Cactus II 输油管的使用费用将上涨，该管道运输商平原全美输油管道公司（Plains All American Pipeline）表示，其向客户提供的优惠措施已于 7 月终止，这意味着通过该管道运输的每桶原油运输费将上涨 0.65 至 1.10 美元不等。业内人士分析称，其他向 Corpus Christi 港运输石油及天然气的管道也可能在年底前面临运价上涨。运价上涨的原因在于相关油气管道当前已处于接近满负荷运行状态，由于沙特与俄罗斯减产，全球对美国出口石油和天然气的需求有增无减，管道公司也因而趁机涨价以实现利润最大化目标。<https://wallstreetcn.com/livenews/2520339>

2.2 国内宏观热点及一句话点评

国务院总理李强 8 月 16 日主持召开国务院第二次全体会议，深入贯彻习近平总书记关于当前经济形势和经济工作的重要讲话精神，全面落实党中央决策部署，对做好下一步工作进行再部署、再推进。他强调，要切实把思想和行动统一到党中央的科学判断和决策部署上来，坚持稳中求进工作总基调，坚定信心、保持定力、攻坚克难，精准有力实施宏观调控，强化各类政策协调配合，确保完成全年目标任务，扎实推动高质量发展。李强强调，要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费，调动民间投资积极性，扎实做好重大项目前期研究和储备。要着力构建现代化产业体系，加快用新技术新业态改造提升传统产业，大力推进战略性新兴产业集群发展，全面加快制造业数字化转型步伐。要着力深化改革扩大开放，深入实施新一轮国企改革深化提升行动，优化民营企业发展环境，推动外贸稳规模优结构，更大力度吸引和利用外资。要着力促进区域城乡协调发展，深化落实主体功能区战略，深入实施新型城镇化战略和乡村振兴战略，巩固拓展脱贫攻坚成果。要着力防范化解重大风险，有力有序有效推进重点领域实质性化险。要着力保障和改善民生，加大困难群众社会救助兜底保障力度，多渠道促进就业增收。要着力强化防灾减灾救灾和安全生产监管，

切实做好灾后恢复工作，深入开展安全生产风险隐患排查整治，最大限度保障人民群众生命财产安全。<https://wallstreetcn.com/articles/3695687>

暑期游热度持续。去哪儿大数据显示，进入7月以来，国内热门城市机票预订量较2019年同期增长四成，国内热门城市酒店预订量较2019年同期增长1.4倍，北京-青岛、上海-宁波等多条火车线路提前一周售罄，近期出境跟团游国家和地区再度增加，暑期游热度持续。其中，去哪儿平台数据显示，大型戏剧城沉浸游、反季避暑冰雪游、“冷门”小城反向深度游，成为8月更受青睐的旅游方式。<https://wallstreetcn.com/livenews/2519288>

福州厦门成都等多个城市拟于近日降低二套房首付比例下限。据悉，福州、厦门、成都、沈阳等多个城市拟于近日调整优化限购政策，降低二套房首付比例下限。限购取消后，当地首套、二套房最低首付比例可进一步降至20%、30%，有望激活刚性和改善性住房需求，提升房地产市场交易活跃度。后续，可能还有其他优化政策出台。<https://wallstreetcn.com/articles/3695530>

西安市拟降低辖内个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限。据了解，西安市现行的首套房贷款政策与全国政策一致，但二套房贷款利率和首付比例政策下限均高于全国政策。西安市此次调整后，限购区域个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限将与全国政策下限保持一致，具体为：首套房首付比例不低于30%、利率不低于LPR-20BP，二套房首付比例不低于40%、利率不低于LPR+60BP。<https://wallstreetcn.com/articles/3695598>

中央财办等九部门印发指导意见推动农村流通高质量发展。指导意见要求，到2025年，我国农村现代流通体系建设取得阶段性成效，基本建成设施完善、集约共享、安全高效、双向顺畅的农村现代商贸网络、物流网络、产地冷链网络，流通企业数字化转型稳步推进，新业态新模式加快发展，农村消费环境明显改善。到2035年，建成双向协同、高效顺畅的农村现代流通体系，商贸、物流、交通、农业、供销深度融合，农村流通设施和业态深度融入现代流通体系，城乡市场紧密衔接、商品和资源要素流动更加顺畅，工业品“下行”和农产品“上行”形成良性循环。<https://wallstreetcn.com/livenews/2519412>

经济恢复是波浪式、曲折式前进，逆周期调节政策再部署、再推进，确保完成全年目标。可能出台的政策包括再次降息、下调LPR、调整个税以及针对小微

以及重点行业如工业母机、集成电路出台结构性税收优惠。房地产相关政策可能是各地落实首套住房贷款利率政策动态调整机制。

3 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048