

## 国都证券研究所晨报 20230601

### 【财经新闻】

- 促基建、稳增长，政策性金融工具加量呼声渐起
- 5月制造业PMI显示新旧动能转换加快，经济回升基础仍需巩固

### 【行业动态与公司要闻】

- 多项数据显示物流运行向好，供应链循环改善
- 国办发文，医保基金迎更严监管

### 【国都策略视点】

- 策略观点：现实-预期双弱或有望破局

### 昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3204.56	-0.61
沪深300	3798.54	-1.02
深证成指	10793.85	-0.70
中小综指	11523.23	-0.39
恒生指数	18234.27	-1.94
恒生中国企业指数	6163.34	-1.92
恒生沪深港通AH股溢价	142.13	0.63
标普500	4179.83	-0.61
纳斯达克指数	12935.29	-0.63
MSCI新兴市场	958.53	-1.22

资料来源：wind

### 昨日A股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	计算机	6831.36	1.51
2	传媒	6501.57	1.27
3	休闲服务	1096.53	1.19
4	通信	2536.97	0.81
5	电子	5234.68	0.55

资料来源：wind

### 全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	67.57	-2.83
纽约期金	1981.00	1.13
伦敦期铜	8110.00	-0.06
伦敦期铝	2247.00	0.85

### 研究员 韩保倩

电话：010-87413610

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 【财经新闻】

### ■ 促基建、稳增长，政策性金融工具加量呼声渐起

【上海证券报】政策性开发性金融工具被视为带动重大项目建设、扩大有效投资的“关键一招”，自去年6月实施以来，已推动了一大批重大项目开工建设。

针对眼下基建投资增速有所放缓这一现象，上海证券报获悉，近期业内呼吁新出台一批政策性开发性金融工具，为稳基建稳投资保驾护航，以促进经济稳增长目标实现。

#### 政策性金融工具加量呼声渐起

两批共计7399亿元金融工具落地、2700多个项目全部开工建设……自去年6月政策性开发性金融工具设立以来，已为一大批重大基建项目进行了资本金补充，助力各地稳投资、拼经济。

“去年基础设施基金投放的项目，提款进度基本和预期相符合，今年陆续在为项目提供配套贷款，项目总体上不缺资金。”一名政策性银行分行人士称。

今年以来，企业中长期贷款实现同比大幅多增，专项债发行整体前置，为基建项目注入所需资金。然而这却与基建投资实际情况形成“背离”：多个迹象表明，近期基建投资增速有所放缓。国家统计局5月16日发布的数据显示，今年1至4月，基础设施投资同比增长8.5%，较1至3月小幅回落0.3个百分点。据市场机构推算，4月当月基建投资同比增长7.9%，增速较上月回落0.9个百分点。

天风证券宏观经济首席分析师宋雪涛认为，基建投资的回落是政策发力主动放缓的结果。如果土地出让收入持续下滑致使财政收入承压，预计今年基建投资可能还会面临预算不足的压力。

#### 预计今年7月为政策窗口期

当前经济复苏内生动力略显不足，不少市场人士认为，维持基建投资高增尤为必要。

在东方金诚首席宏观分析师王青看来，当前以居民消费、民间投资为代表的经济内生增长动力还有待进一步增强，以重大项目建设为核心的基建投资还需保持较高增长水平。这是现阶段推动经济持续回升向上的一个主要发力点，也是宏观政策延续稳增长取向的直接体现。

为拉动基建投资稳步增长，近期业内对于政策性开发性金融工具加量呼声渐起。

记者从多位政策性银行人士处了解到，目前还未接到启动新一轮政策性开发性金融工具的通知，今年的工作重点是对此前投放资本金的重大项目提供后续配套贷款等支持，力争实现资金投放和基础设施建设两个实物工作量。

“考虑到地方财力紧、基建支出承压，政策性金融工具可为专项债项目搭桥且撬动倍数更高，政策性金融工具继续扩容仍有必要。”中诚信国际研究院副院长袁海霞表示，今年新增专项债额度虽有下滑但仍保持在较高水平，而地方政府财力有限下可用于专项债项目资本金的资金来源或不足，可继续适当下达政策性金融工具额度。

至于具体实施的时点，宋雪涛表示，为了实现全年的经济发展目标，预计今年7月是增量政策性开发性金融工具出台概率较大的政策窗口期。在额度安排上，袁海霞认为，假设2023年基建投资增速为8%、政策性开发性金融工具撬动倍数为12倍，2023年需新增5300亿元至8800亿元。

#### 还需财政货币政策加力配合

业内人士认为，当前财政政策和货币政策还有较大发力空间，将视经济修复力度相机而动。政策性开发性金融工具被视为财政政策和货币政策的一项有机联动，这一“准财政”工具也应结合当前形势适时“加量”。

当前，政策性开发性金融工具实施的基本条件已经具备。据广发证券资深宏观分析师吴棋滢分析，2022年两批政策性开发性金融工具推出的背景包括经济短期承压、一般公共预算存在约束、土地出让收入下行幅度较大、地方政府债务扩张空间有限等因素，而这些因素在2023年上半年依然显性存在。

持续发挥政策性开发性金融工具的作用，亦得到了金融管理部门的明确。5月15日，人民银行发布的《2023年第一季度中国货币政策执行报告》显示，持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

另外，实施政策性开发性金融工具，政策性金融机构也需要资金来源。除了发债筹资，人民银行抵押补充贷款也是资金来源之一。2022年9月，人民银行抵押补充贷款重启，就是旨在支持政策性、开发性金融机构在基础设施重点领域设立金融工具和提供信贷支持。“在2023年政策性开发性金融工具或进一步扩容的背景下，预计抵押补充贷款规模也将进一步增加，用于支持基础设施建设。”袁海霞称。

民生银行首席经济学家温彬认为，以抵押补充贷款作为新增融资支持基础设施建设，并带动激发民间投资，以稳基建稳投资、提振微观主体信心活力托底经济，仍是今年的重要方向。

## ■ 5月制造业PMI显示新旧动能转换加快，经济回升基础仍需巩固

【上海证券报】最新出炉的5月制造业PMI继续回落，但装备制造业、高技术制造业等新动能行业的景气度回升，显示产业结构的新旧动能转换加快推进。专家分析，当前市场新增需求不足，应更大力度推进惠企政策，加快建设全国统一大市场，进一步释放需求潜力。

### 制造业景气水平小幅回落，服务业稳步恢复

中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心5月31日发布数据显示，5月制造业PMI为48.8%，低于上月0.4个百分点，反映出企业生产活动放缓。

不过，PMI数据中也体现诸多积极因素，如就业相对稳定，企业成本压力继续缓解。数据显示，5月从业人员指数为48.4%，处于相对正常水平；购进价格指数和出厂价格指数分别为40.8%和41.6%，较4月下降5.6和3.3个百分点，连续3个月下降。

多数制造业行业的生产经营活动预期指数位于扩张区间，企业对近期行业发展保持乐观。铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业预期指数连续5个月位于60%。

今年以来，非制造业商务活动指数始终保持在54%以上景气区间，延续恢复性增长。其中，服务业商务活动指数5月虽回调1.3个百分点至53.8%，仍高于上年同期6.7个百分点。

国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河分析，服务业继续保持较快恢复态势。从行业看，在“五一”节日效应带动下，旅游出行、线下消费等较为活跃。从市场预期看，业务活动预期指数为60.1%，今年以来始终保持在高位景气区间，且调查的全部行业均位于扩张区间，服务业企业对市场恢复发展持续看好。

### 新旧动能转换加快，行业分化较为明显

制造业行业景气度呈现一定程度分化，新旧动能转换加快。

在国家统计局调查的制造业21个行业中，5月有11个行业PMI位于扩张区间。其中，装备制造业、高技术制造业和消费品行业PMI分别为50.4%、50.5%和50.8%，景气水平平均比4月有所回升。基础原材料行业PMI为45.8%，较4月下降2.1个百分点，是导致制造业PMI整体下降的主要因素。

中国物流信息中心分析师文韬表示，从今年以来的指数走势来看，传统的基础原材料行业处于持续下行势头，而装备制造业和高技术制造业等新动能保持稳定上升趋势，产业结构的新旧动能转换加快推进。

服务业新动能行业也发展向好。5月，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数均位于60%以上高位景气区间，持续高于服务业总体水平。

### 市场新增需求不足，扩需求政策力度需加大

中国物流与采购联合会特约分析师张立群表示，5月制造业PMI继续在荣枯线下小幅回落，表明经济全面回升态势仍在聚力之中。要着力落实好全面加强基础设施建设各方面工作，显著加强政府投资对全社会投资的带动作用，持续提高扩大内需的政策效果。

“需求不足和内生动力偏弱正成为经济继续复苏的掣肘。”民生银行首席经济学家兼研究院院长温彬表示。企业调查也显示，反映市场需求不足的企业比重为58.8%，需求收缩的问题仍然突出。

针对如何提振需求，东方金诚首席宏观分析师王青认为，下一步政策面在稳投资的同时，需要进一步加大促消费的政策支持力度。

文韬认为，下一步需要继续落实稳增长、扩内需、稳外贸等工作，更大力度推进惠企政策，加快建设全国统一大市场，以进一步释放需求潜力，提升市场经济活力，支持中小企业平稳恢复。

“政策仍需适时适度加力。应通过加快财政支出进度、适度扩大政策性金融工具规模、适时推进降准降息等方式，发挥传统工具的逆周期调节作用。”温彬说。

## 【行业动态与公司要闻】

### ■ 多项数据显示物流运行向好，供应链循环改善

【上海证券报】中国物流与采购联合会最新数据显示，4月份，社会物流需求恢复性回升，物流服务供给相对充足，行业运行处在景气区间，主要经营指标保持增长，供应链循环畅通性改善。此前，国家邮政局数据显示，快递行业件量同比增幅持续为正，

4月全行业完成快递业务量104.1亿件，同比增长36.4%。对此，华泰证券分析师沈晓峰认为，经济修复和消费复苏带动快递行业需求持续回暖，看好行业中长期格局改善。有分析人士表示，近日多个电商平台开始“618”预售，短期来看，随着各大电商平台活动拉开帷幕，快递市场将同步进入一个小旺季。

据中国物流与采购联合会观察，随着市场进一步畅通，物流趋于活跃，物流业总收入呈现加速恢复态势，物流供给规模稳步上升。1至4月份，物流业总收入增长7.5%，增速比一季度提高0.8个百分点。其中运输仓储服务、快递领域贡献显著，拉动物流业总收入增长超过5个百分点。

从行业景气水平看，物流行业继续位于较高景气区间。中国物流业景气指数为53.8%，物流业新订单指数为52.3%，均位于相对较高景气区间，显示物流供需联动恢复，仍呈增长扩张态势。

并且，从物流循环来看，物流仓储周转加快助力产销衔接水平提升。4月份物流业景气指数中的商品库存周转次数指数仍位于52%左右的较高水平，物流周转有所加快。从国家统计局发布的统计数字来看，截至3月末工业存货、产成品存货增速分别回落1.7和1.6个百分点，显示工业多领域进入去库存阶段，特别是汽车、电气设备等领域存货明显回落，显示产业链上下游运行逐渐恢复常态化、供应链循环趋于畅通。

中国物流与采购联合会相关人士认为，综合来看，随着国民经济逐渐恢复常态化运行，物流运行恢复向好的基础逐渐巩固，企业预期相对乐观，物流业务活动预期指数仍位于55%以上的较高水平，随着物流营商环境、保障条件改善，物流运行有望延续稳定恢复的发展态势。

## ■ 国办发文，医保基金迎更严监管

【上海证券报】医疗保障基金使用监管进一步趋严！国务院办公厅日前印发《关于加强医疗保障基金使用常态化监管的实施意见》（下称《意见》）。

《意见》指出，医保基金是人民群众的“看病钱”、“救命钱”。加强医保基金使用常态化监管，对保障医保基金安全运行、提高基金使用效率、规范医疗服务行为、减轻群众看病就医负担具有重要意义。要全面贯彻落实党的二十大精神，加快构建权责明晰、严密有力、安全规范、法治高效的医保基金使用常态化监管体系，坚决守住医保基金安全底线。

### 聚焦过度诊疗、欺诈骗保等违法违规问题

《意见》提出，要明确医保基金监管各方职责，包括强化医保行政部门监管责任，强化医保经办机构审核检查责任，强化定点医药机构自我管理主体责任，强化行业部门主管责任，强化地方政府属地监管责任，形成监管合力，为医保基金使用常态化监管工作提供有力保障。

比如，为了强化行业部门主管责任，卫生健康、中医药、市场监管、药品监管、审计等部门要按照职责分工，落实相关监管责任。聚焦过度诊疗、欺诈骗保、非法收购和销售利用医保骗保购买的药品等违法违规问题，持续加强医药机构监管，规范医药服务行为，强化医务人员职业操守和职业道德教育。加强医药服务价格监督检查，治理乱收费现象，切实维护消费者权益。对于未纳入医保协议管理，但其行为与医保基金使用密切相关、影响基金合理使用的机构等，要按照“谁审批、谁监管，谁主管、谁监管”的原则，落实监管责任。

国家医疗保障局基金监管司副司长顾荣表示，专门强调要强化定点医药机构自我管理的主体责任，因为定点医药机构是医保基金使用的主体，就需要定点医药机构建立健全与医保基金使用相关的内部管理制度，合理地使用医保基金，要强化行业部门主管责任，各部门按照职责分工落实相关监管职责，还特别强调了要强化地方政府属地监管责任，要求地方各级人民政府对本行政区域内医保基金的使用负领导责任，统筹区域内各部门资源，形成监管合力，真正为医保基金监管提供坚强有力的保障。

### 强化智能监控和大数据监管应用

针对当前监管形式，《意见》明确提出要成体系地推进基金监管工作。强化智能监控和大数据监管应用，构建事前提醒、事中审核、事后监管全流程的技术防线。

目前，依托全国统一的医保信息平台，医保监管充分运用医保智能监管子系统，加强对医保基金使用行为的实时动态跟踪，通过大数据分析锁定医保基金使用违法违规行为，解决监管面广、工作量大而监管人手不足的矛盾。

《意见》明确，进一步建立健全监督管理机制，强化协议、行政、司法综合运用，破解各类监管难题。推进信息互通共享，加强行政执法和刑事司法事前、事中、事后的有效衔接。对涉嫌违纪和职务违法、职务犯罪的问题线索及时移送纪检监察机关。

据悉，仅去年一年，国家医保局与公安部、卫健委联合开展打击欺诈骗保的专项整治。抓获犯罪嫌疑人达到7000多人，涉案金额超过10亿元。今年4月以来，国家医保局和各地医保部门陆续公布一批违法违规使用医保基金的典型案例。

国家医疗保障局局长胡静林此前曾表示，医保基金是人民群众的“救命钱”，国家医保局始终将加强医保基金监管、维护基金安全作为首要任务，严厉打击各种违规违法使用医保基金的行为，绝不让医保基金成为“唐僧肉”。

### **医保基金正迎来最严监管期**

医疗保障是减轻群众就医负担、增进民生福祉、维护社会和谐稳定的重大制度安排。近年来，我国基本医保参保率维持在95%以上，全民参保情况总体稳定，医保基金年度支出超 2.4 万亿元。作为这一制度体系健康运行的物质基础和动力源泉，医保基金安全稳定运行至关重要，关系到每一位参保群众的切身利益。

关于未来医保基金的监管，胡静林透露，将继续加大飞行检查力度，深入开展打击欺诈骗保专项整治，严肃查处一批大案要案，严厉打击一批重大团伙，坚决曝光一批突出典型，巩固“不敢骗”高压态势。

行业人士普遍认为，医保基金正迎来最严监管期，国家正在多管齐下，长短结合，加强对医保基金的监管，让那些欺诈骗保的机构和个人无所遁形，让他们付出应有的代价。而对于广大参保的百姓来说，医保基金监管的加强，让大家的救命钱更有保障，安全感也大大提升。

## **【国都策略视点】**

### **■ 现实-预期双弱或有望破局**

1、疫后经济恢复转入放缓阶段。3月以来随着疫情积压需求与生产释放后，制造业、服务业、建筑业三大 PMI 指数悉数见顶，已环比连续三月回落，其中制造业 PMI 已连续两月位于荣枯线下方；扩内需稳增长压力逐渐上升，结构性逆周期政策出台预期升温。

总体而言，疫后初期地产与服务消费积压需求集中释放与回补，推动一季度经济恢复好于预期，但疫后第一阶段的恢复性需求快速释放后，4月以来经济复苏动能边际减弱，反应当前经济内生动力不强，疫后经济恢复转入放缓第二阶段。

2、近期展望：企业盈利仍在磨底，美元流动性收紧持续时间延长，短期超跌反弹空间或有限。短期来看，过去一个半月指数的震荡回调，已对上述内外压力消化较为充分，主要指数与行业板块已回吐此前涨幅的 50-70%，创业板指已跌破 22 年 10 月大底；而最新美国债务上限谈判达成初步协议、中美高层团队近期重启接触与对话，以及英伟达为代表的全球 AI 龙头财报指引超预期、拼多多等中国互联网企业的一季报大超预期，正提振美国股指、中概股反弹。预计受以上内外环境的局部改善或提振，近期领涨全球的 A、H 股阶段性或有望超跌反弹。

然而，近期国内经济数据仍偏弱，基本面预期继续下修，企业盈利仍在磨底期。5 月 PMI 连续第二个月在荣枯线下方明显回落；22 年低基数下，4 月工业企业利润同比降幅仍达-18.2%，扣除基数影响后的两年复合增速从 3 月的-4.0%扩大至 4 月的-13.5%。考虑到二季度 PPI 同比降幅仍达-3~-4% 区间，三季度前难以明显收窄至-1% 以内，同时三季度前 CPI 或保持在 0.5% 下方的低位通胀，工业企业去库存压力有待见底，三季度前经济环比动能与企业盈利仍难以改观。

此外，美国 4 月消费支出与核心 PCE 数据超预期，近期部分美联储委员释放鹰派信号，市场此前对于 6 月中旬的美元暂停加息预期，转为继续加息 25bp 概率升至六成以上，且年内降息概率已快速大幅下调。美元保持限制性高利率区间预期延长，预计短期美元利率与汇率保持强势，人民币汇率承压，境外资金阶段性流出压力显现，国内货币政策难有继续宽松空间。综合以上基本面仍偏弱、外部美元流动性紧缩时间预期延长，预计 A 股短期超跌反弹空间有限。近中期 A 股底部盘整格局的打破，有待经济内生动力的增强或经济提振政策的出台。

3、存量资金博弈破局前，市场风格轮动均衡为主，TMT 有望拾阶而上，弱现实弱预期的金融地产系的部分周期与消费或存在正向预期差。考虑到 23 年下半年 A 股市场仍位于熊转牛之前期，即在市场自底部温和修复的中前场，一般难见中小投资者趋势性入场带来显著增量资金，年初至今基金新发市场持续偏凉；个人养老金制度试点启动下长线资金规模效应尚需时日，金融监管防风险下两融杠杆资金助涨杀跌的动力已限制，陆股通北上资金流向受欧美市场、汇率波动而变化，年初快速大额净流入后，近几个月明显放慢流入节奏。而资金需求方面，随着 IPO 注册制发行常态化，近两年首发与再融资规模基本稳定在 1.8 万亿元，且近几年产业资本年均净减持规模达三四千亿元。综合来看，当前存量资金博弈破局前，决定了 A 股难有指数显著持续走牛、行业板块全面同步上涨的行情。

23 年股市资金供需总体仍偏紧的状况，决定了市场以存量资金博弈、结构轮动为主的特征难以发生改变；结合 23 年全球 AI+ 科技产业的大笔投入与应用开发，国内以自主安全与数字经济为首的创新发展战略目标，预计以半导体芯片、光模块、服务器、大模型等为首的 TMT 科技板块，中期正步入新一轮技术创新与商业应用、业绩拐点向上逐步兑现的上升周期，且当前估值大多均处于近十年 50% 以下分位数，因而 TMT 科技成长主题行情有望拾阶而上。

同时，考虑到以金融、地产系板块（建筑建材、机械、家电家装、化工、白酒）等周期与部分消费板块（医疗服务及创新药）、军工，已在弱现实弱预期双重压力下持续调整，下半年大概率存在基本面预期或政策预期的正向差驱动行情，尤其当前周期与部分消费板块的估值已位于近十年 20% 以下分位数，一旦触发基本面或政策正向预期差，阶段性有望进入快速修复行情。

风险提示：疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。

（数据来源：WIND, 国都证券）

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**国都证券投资评级**
**国都证券行业投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

**国都证券公司投资评级的类别、级别定义**

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上