

周度经济观察

——政策基调延续，利率下行未完

袁方¹束加沛²

2023 年 05 月 05 日

内容提要

从 PMI 的量价数据来看，随着积压需求释放的结束，4 月的经济数据延续了上月减速的态势，制造业和服务业领域均出现走弱，总需求持续收缩，这一局面在二季度或将延续。

4 月底的中央政治局会议回应了社会各界对民营、外资企业政策的关切，延续了此前财政、货币等总量政策的基调，强调了新能源、人工智能等产业政策的方向，预计二季度大规模需求刺激政策出台的可能性较低。

在政策刺激意愿偏弱、经济恢复动能放缓的背景下，债券市场收益率或许仍处于下行的过程中，权益市场维持震荡的局面。

风险提示：（1）地缘政治风险

1宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

证券研究报告/周度报告

一、政策基调延续，经济动能放缓

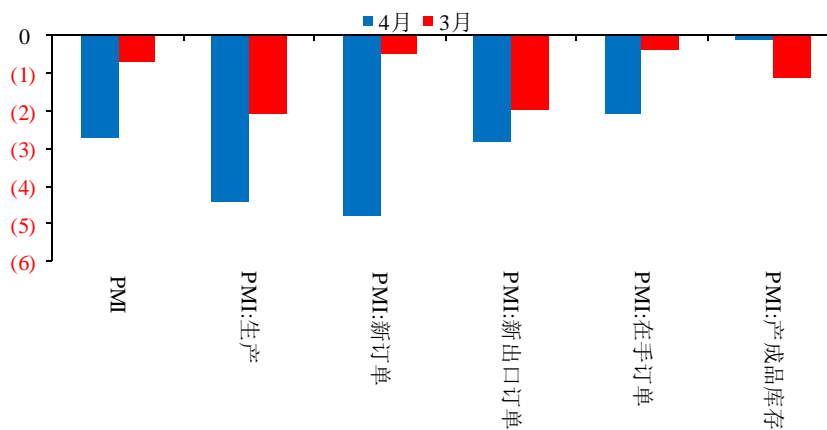
4 月制造业 PMI 为 49.2，较上月大幅回落 2.7 个百分点，显著弱于季节性；4 月服务业 PMI 为 55.1，较上月回落 1.8 个百分点。

分项来看，生产、新订单和新出口订单均出现较大幅度的下滑，并且均延续了上月的下滑趋势。

价格层面，原材料购进价格回落 4.5 个百分点至 46.4，南华工业品指数中枢下移。

从 PMI 的量价数据来看，随着积压需求释放的结束，4 月的经济数据延续了上月减速的态势，制造业和服务业领域均出现走弱，总需求持续收缩，这一局面在二季度或将延续。

图1：PMI 分项绝对值变化，%



数据来源：Wind，安信证券

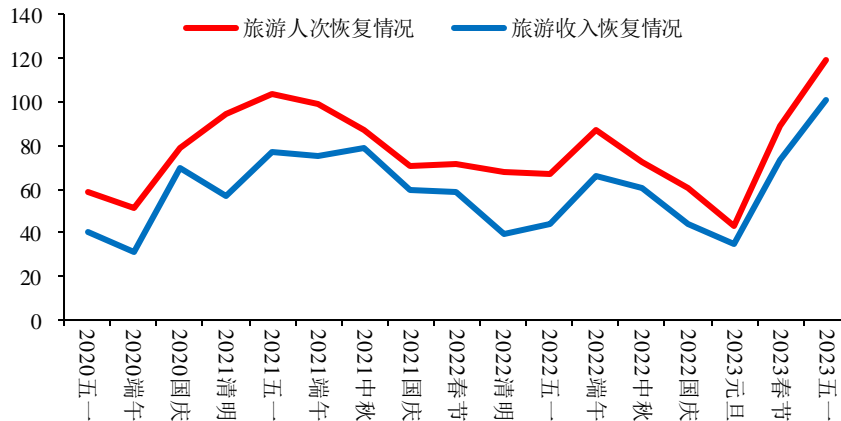
五一假期期间全国国内旅游出游合计 2.7 亿人次，旅游收入 1480.6 亿元，按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 119.1% 和 100.7%。

从出游人数上看，和微观感受一致，此前三年旅游的积压需求集中释放，推

动国内出游人次大幅反弹。但旅游收入刚刚回升至 2019 年同期的水平。

过去三年，旅游人次和旅游收入的裂口可以更多的解释为疫情封控带来的不确定性驱动消费者选择短途旅行，进而压低了客单价。但由于疫情防控政策的转向，这一因素在今年五一期间并不存在。因此今年五一期间旅游人次和旅游收入之间的裂口，或许反映出居民消费倾向相较疫情前仍然更谨慎，暗示消费倾向恢复正常需要更长时间。

图2：旅游恢复情况，%



数据来源：Wind，安信证券
以 2019 年同期为比较基准

4 月 28 日中共中央政治局召开会议。本次会议总体上延续了今年两会和去年底政治局会议的精神。

在形势判断层面，会议指出“三重压力得到缓解、经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。”但同时也强调“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。”

在如何“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长上”层面，会议首先聚焦于产业政策，比如“要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能

等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险。”这意味着兼顾短期经济增长与长期经济转型的相关产业政策会大力度推进。

总量政策层面，会议延续了此前的基调，“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。”这表明当前中性偏松的货币政策环境有望延续，财政支出的强度短期或将维持。

与两会期间新任总理的表述一致，本次政治局会议特别强调了不同所有制企业的公平竞争与扩大对外开放。当前民营企业家信心和预期普遍偏弱，对政策的稳定性心存疑虑，资本开支的恢复缓慢。政策当局对此有清晰认识，并通过多种手段试图打消企业家疑虑，重拾发展信心，后续需要关注民间投资活动的恢复情况。与民营企业一样，外资面对国内外地缘政治和政策环境的变化，目前也出现类似的担忧，稳定外贸外资变得尤为重要，会议提出“要支持有条件的自贸试验区和自由贸易港对接国际高标准经贸规则，开展改革开放先行先试。”未来外资的变化，对宏观经济、资金流动以及资产价格的影响值得密切留意。

此外，会议延续了此前房住不炒、加强地方政府债务管理的提法，并指出“统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作”，表明在推动经济活动恢复的同时，重点领域的改革在同步推进。对平台企业的监管定位也出现积极信号，“要推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新”。

总体来看，本次中央政治局会议回应了社会各界对民营、外资企业政策的关切，延续了此前财政、货币等总量政策的基调，强调了新能源、人工智能等产业政策的方向，并对防范化解重点领域风险、坚持房住不炒、加强地方政府债务管理保持了一贯的基调。

往后看，尽管二季度经济的环比增速出现放缓，但由于低基数的原因，二季度 GDP 同比增速有望实现高增长。考虑到今年 GDP 增长目标不高，以及上半年 GDP 同比的高增速，我们预计二季度大规模刺激政策出台的概率较低，经济活动更多以自发修复为主，产业政策的变化值得密切关注。

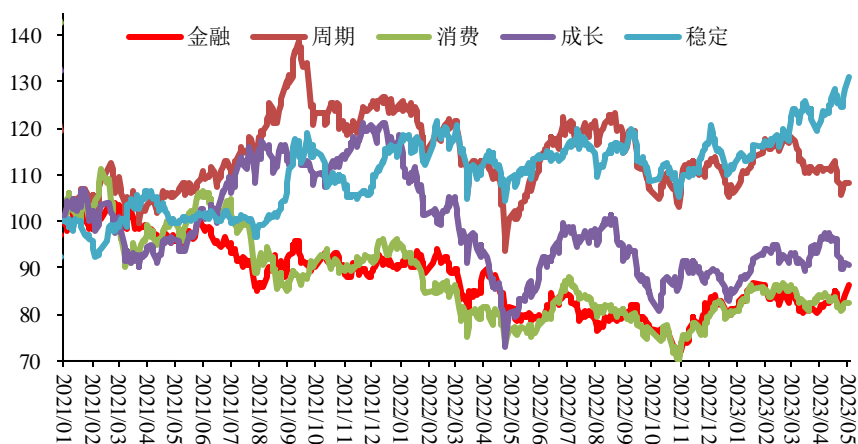
二、债券收益率下行或将延续

上周以来权益市场总体震荡，金融和稳定风格表现偏强，成长板块表现最弱，市场成交额延续在万亿级别。

中央政治局会议的表态打消了此前市场对地缘政治风险的担忧，市场的关注开始更多聚焦于经济自发的恢复。从 4 月 PMI 数据来看，经济恢复的动能短期内存在放缓的迹象，而五一旅游人次和旅游收入表现的落差反映出居民消费意愿仍然偏弱，消费活动的恢复存在波折。地产销售数据的回落、以及地产中资美元债价格的下行暗示房地产领域流动性压力尚未彻底消除，行业基本面的系统性改善需要时间。

因此在政策刺激意愿偏弱、经济恢复动能放缓的背景下，二季度权益市场或将维持震荡的局面，无风险利率的下行对权益市场形成主要支撑，也为利率敏感的行业提供了上涨的可能。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

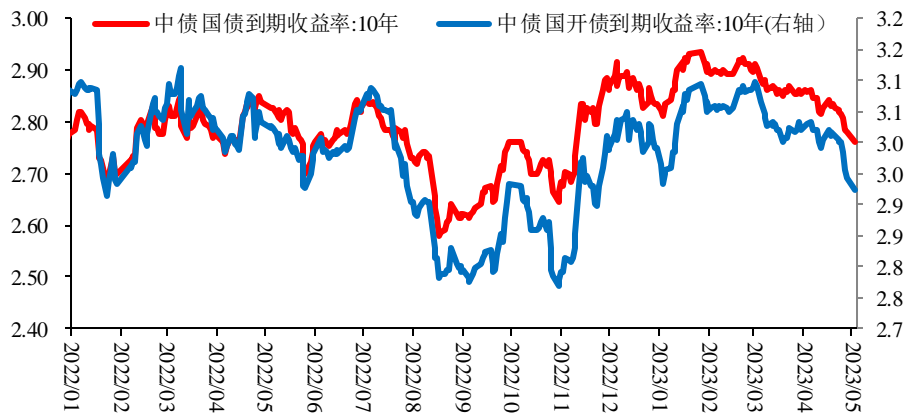
2021年12月31日为100

4月以来债券市场收益率持续下行，1年期和10年期国债收益率分别下行10BP、9BP，信用利差处于年内低位。

实际上本轮债券市场利率的下行开始于3月份，尽管3月以来资金利率的回落、通胀压力的缓解有助于解释债券市场收益率的下行，但我们倾向于认为最根本的原因在于3月以来总需求的回落。1-2月积压需求的释放推动总需求回升，对资金利率、债券收益率形成冲击，而随着积压需求释放的结束，3月开始总需求逐步走弱，最终主导了利率的走向。而近期中央政治局会议的表态使得需求刺激政策的出台概率下降，4月PMI数据强化了需求下滑的趋势，这些力量加速了利率下行的过程。

往后看，考虑到出口的抬升难有持续性，消费恢复的进程缓慢，以及地产行业面临的流动性压力，我们倾向于认为二季度经济的环比增长动能或将持续回落，这为债券市场收益率的下行提供了主要支撑。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



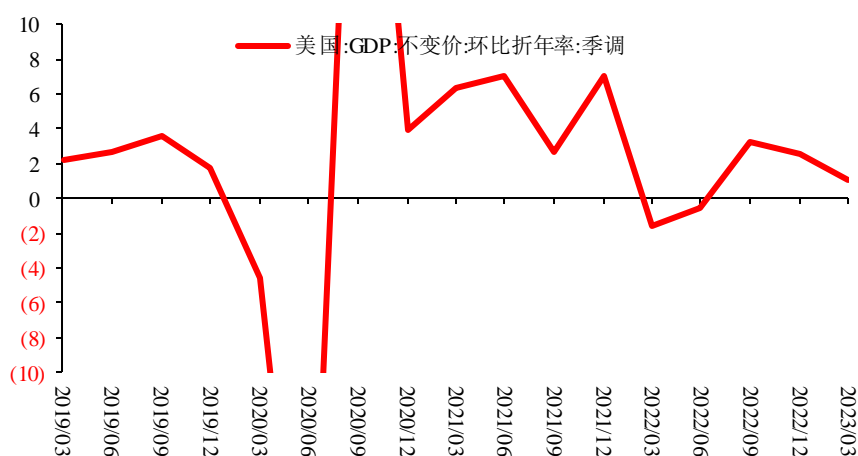
数据来源：Wind，安信证券

三、美联储加息进程进入尾声

一季度美国 GDP 环比折年率为 1.1%，较去年四季度下滑 1.5 个百分点，也低于市场预期水平。分项来看，经济的减速主要集中在存货领域，表明美国经济存货去化的过程仍在延续。私人部门消费和政府支出小幅回升，对经济形成支撑。商品和服务净出口对经济小幅拖累。

总体来看，存货的波动对去年四季度和经济一季度经济增速的影响巨大，考虑到当前美国经济进入到存货去化的阶段，以及美联储加息、硅谷银行事件带来的金融条件收紧对经济的不利影响，二季度美国经济大概率表现弱于一季度，美国经济减速的过程在年内或将持续。

图5：美国 GDP 不变价环比折年率，%



数据来源：Wind，安信证券

北京时间 5 月 4 日凌晨 2 点，美联储公布 5 月利率决议，宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 5%-5.25%，这与市场预期一致。

声明中删除了“委员会预计额外的政策巩固是适合的”，以及“形成足够限制性的货币政策立场”的表述，暗示加息过程已经接近尾声。声明中提到目前美国银行系统稳健，但信贷紧缩可能对经济、就业和通胀造成影响，影响的程度具有不确定性。关于通胀，委员会仍然高度关注通胀风险，致力于推动通胀回到 2% 的目标。

在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表态相对谨慎。就是否可以将本次议息会议理解为停止加息的信号，鲍威尔表示当前尚未暂停加息的决定，六月会议会决定是否暂停加息。

关于经济增长，鲍威尔认为今年经济会温和增长，如果出现衰退，会是一次浅衰退，失业率上升水平低于均值的一次衰退，并认为确实有可能在失业率不大幅上升的情况下给劳动力市场降温。

关于通胀目标，鲍威尔认为 2% 永远是美联储的目标，不会在达到 3% 的通胀水平后就停手，并指出达成 2% 的通胀目标需要一些时间，所以需要将利率在紧缩水平维持一段时间。在通胀与劳动力市场的平衡上，鲍威尔强调目前劳动力市场仍然紧俏，通胀偏高，所以美联储将集中注意力在降低通胀上。

关于银行业危机，鲍威尔指出，自 3 月以来的银行业危机主要围绕三家大行，而这三家银行的问题已经得到解决，储户的存款也得到了保护，第一共和银行被收购宣告着这一时期的收尾。美联储目前关注的是信贷紧缩的影响。一部分中型银行正在收紧信贷标准，贷款尽管在增长，但自去年下半年已经开始减速，当前很难准确衡量银行业危机的影响，美联储还在持续跟踪。

5 月议息会议后美股和美债收益率小幅下行，美元指数震荡，市场总体波动不大。CME Fed Watch 显示，市场预期美联储最早在今年 7 月开始降息，年底利率水平有望达到 4%-4.25%。

总体而言，5 月议息会议的申明与美联储主席的表态基本意味着本轮美联储加息的进程已经结束，下半年根据通胀水平、金融条件收紧程度以及劳动力市场情况，美联储可能会维持一段时间高利率后启动降息。在此背景下，尽管短期数据和预期的波动会对市场形成冲击，但伴随经济的减速和加息的结束，美债收益率和美元指数或将处于持续下行的通道中。

■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034

证券研究报告/周度报告

第11页，共11页

2023年5月