

对经济复苏应保持信心

2023年5月15日-5月21日周报

◆ 美联储降息预期再次边际下行

本周，除鲍威尔外的多名美联储官员发表了相对鹰派言论：5月15日，美国亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，美国在控通胀方面取得了很好的进展，但距离治理好通胀仍有一段路要走，必须保留加息的可能性；5月15日，里士满联储行长巴尔金在接受采访时表示，如果通胀持续下去，加息“没有障碍”，鉴于还有数据待公布，银行信贷和债务上限存在不确定性，他将暂缓决定6月会议的立场；5月16日，芝加哥联储银行行长古尔斯比表示，在还有更多数据出炉前承诺利率决定是错误的，希望在不引发衰退的情况下让通胀回到目标水平。相对于美联储官员的相对鹰派，本周五，美联储主席鲍威尔在华盛顿举行的美联储会议上致辞时发表了货币政策立场相对软化的讲话。鲍威尔表示还没有就利率是否“足够限制性”做出任何决定，目标是达到足够限制性的政策立场，尚未决定需要再加强多少，但银行业面临的压力可能意味着，为了控制通货膨胀，利率不必那么高。

总体来看，本周之后，市场对美联储降息的预期出现边际放缓。截止5月21日，市场主流依然预期美联储6月会议将停止加息，对美联储6月维持利率的预期与上周相比变化不大（本周82.6%，上周84.5%），但对美联储降息时点的主流预期从上周的9月推后到了本周的11月。基于美国经济的走弱预期、银行业危机的潜在影响以及通胀的缓和趋势，我们依然认为美联储年内开启降息是大概率事件。另一方面，考虑到目前美联储的利率决策十分依赖议息会议之前的各项通胀、就业及经济数据，在加息放缓、开启降息的大趋势下，美联储政策短期内出现宽松不及预期的可能性依然存在，6月美联储议息会议的点阵图及相关政策表述需要重点关注。

◆ 4月消费动能走弱，预计后续消费将维持弱复苏态势

2023年4月，社零环比为+0.5%，较上月-0.3PCTS。季节性上，4月社零环比高于2020-2022年同期，但弱于疫情前（2011-2019年）4月值。2023年4月，社零同比+18.4%（市场预期+20.2%），较3月+7.8PCTS，同比的高增主要受益于去年同期的低基数。总体来看，虽然因为去年的低基数，4月社零同比实现高增，但从环比数据看，4月消费动能有所走弱，除前3个月消费强势复苏产生的一定“透支”外，消费复苏动能走弱更多的是受到居民收入增速下降、资产负债表受损之下，消费倾向下降这一相对中长期的因素影响。往后看，我们认为居民消费走势将主要包含3个特征：其一，因去年的低基数（特别是Q2和Q4），从同比数值上社零数据将继续实现同比高增。其二，虽然一季度“报复性”消费后，4月消费动能有所走弱，但在居民生活生产回归常态的大趋势下，后续消费复苏的趋势大概率将得到延续。其三，虽然消费复苏的趋势相对确定，但复苏力度受居民消费意愿尚未恢复至疫情前影响而受到一定抑制，存在不及市场预期可能的可能。

作者

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书：S0640520030001
联系电话：010-59219572
邮箱：liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@avicsec.com

相关研究报告

经济动能走弱，后续复苏仍可期待 —2023-05-17
金融市场分析周报 —2023-05-17
经济动能边际放缓 —2023-05-15

◆ 制造业投资增速下滑，后续投资增速的关键决定因素在政策支持力度、内需恢复和外需走弱速度

2023年4月，制造业投资增速+5.3%，较3月下行-0.9PCTS，带动4月固投总体增速+2.6PCTS。从子行业看，已公布数据的制造业子行业1-4月投资累计同比增速普遍较1-3月走弱。

4月制造业同比的下滑，一部分原因是受到去年同期相对高的基数影响，但更主要的原因在于制造业产能利用率处在相对低位、制造业利润增速下滑和内需不足、外需预期走弱之下，制造业企业投资的必要性、能力和意愿都受到了压制。虽然4月制造业投资增速走弱，但单月+5.3%的增速仍然排在近60个月的中游位置（2021年采用两年复合增速），显示制造业投资仍有一定韧性。后续制造业投资的走势，一方面取决于一季度政策红利逐渐消退后，后续支持制造业的相关政策能否及时跟进，另一方面取决于外需的走弱速度和内需的恢复情况。

◆ 房地产投资修复仍需销售端持续复苏，并进一步向投资端传导

2023年4月，房地产投资增速-7.3%，较3月-1.4PCTS，降幅扩大，带动4月固投增速-1.9PCTS。2023年4月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，4月房地产开发投资完成额同比较3月下行。2，商品房销售金额和面积同比涨幅扩大并不意味着4月居民购房意愿强。虽然4月房地产销售金额和销售面积同比较3月提升明显，但主要系去年4月疫情下低基数的影响。从环比看，4月商品房销售金额和销售面积分别录得-39.0%和-48.1%，与近10年同月环比相比，仅强于受疫情影响的去年4月，显示4月居民购房意愿实际上明显弱于季节性。3，在保交房的压力下，4月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。4，4月，从房地产开发资金来源角度，虽然来自居民的定金及预收款、个人按揭贷款因低基数同比涨幅较上月抬升，但房企国内贷款同比由上月的正值转为负值，房企自筹资金同比下滑幅度有所加深。

总体上看，房地产投资的未来走势仍然存在不确定性。4月房地产销售金额和面积同比改善，但环比较弱，增加了后续地产销售状况的不确定性。此外，我们统计的数据显示，5月上旬房地产销售改善的速度边际放缓。预计短期内，房企仍将以完成手头项目为主，房地产投资改善速度将相对较慢，但随着房地产销售端的改善向投资端的传导，房企预期有所回升之下，预计下半年房地产投资将有一定回升。我们依然预计2023年房地产开发投资增速有望回升至0以上，对GDP增速的影响主要体现为拖累效应明显降低。

◆ 2023年4月工业生产边际趋缓，需求不足对经济修复的约束显现

2022年4月，规模以上工业增加值同比+5.6%，弱于市场预期（+9.66%），1-4月份累计同比+3.6%，比1-3月份+0.6PCTS。4月工业增加值环比-0.47%，较上月下滑。4月工业生产环比为负，是继2020年2月、2022年11月之后的第三次，积压需求带动的高斜率增长未能延续，内生动能不足对经济修复的约束较预期更早显现。4月PMI重回收缩区间，通胀数据超预期走低叠加进口数据大幅走弱显示我国需求端修复进度偏慢且结构分化。外需方面，出口仍然维持较强的韧性，或成为年内经济增长的重要支撑。在全产业链的背景下，我国出口结构优化助力企业增强国际竞争力，以电动载人汽车、

锂电池、太阳能电池为代表的“新三样”产业链成为支撑我国出口的中坚力量。因此，往后看下一步稳增长政策仍需要在强化内需和稳定外贸方面继续发力。

◆ 央行强调货币政策“总量适度，节奏平稳”，MLF小幅增量续作

本周（5月15日-5月19日），逆回购方面，本周央行逆回购操作维持低量，周内央行累计投放7D逆回购100亿元，利率维持2.0%；另有120亿元逆回购到期，实现净回笼20亿元。5月15日央行开展1250亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率维持2.75%。本月有1000亿元MLF到期，MLF净投放流动性250亿元，本周通过逆回购和MLF实现流动性净投放230亿元。货币市场方面，资金面延续了月初以来较为宽松的态势，整体波动加大。截止5月19日，DR007报收1.87%，较上周五上行6BP；SHIBOR1W报收1.91%，较上周五上行8BP。

本月央行延续了上月央行小幅增量续作MLF的操作，货币政策延续稳健基调。5月16日发布的一季度货币政策执行报告在“稳健的货币政策要精准有力”表述的基础上，增加了“总量适度、节奏平稳”，在信贷投放方面删除了“保持信贷总量有效增长”，这表明央行认为今年以来信贷投放节奏和力度已经较为充足，货币政策本身已经足够宽松，接下来需要一段时间观察前期信贷投放及其滞后效应的显现，并疏通货币的传导渠道，助力宽货币转化为宽信用，引导实体经济修复。6月MLF到期量2000亿元，我们认为在当前宏观环境没有剧烈冲击的前提下，MLF或仍延续当前小幅增量操作，一方面向市场释放资金面维持合理充裕的信号，稳定市场预期，另一方面不进行“大水漫灌”，在总量层面维持适度，往后看本月货币市场进一步宽松的可能性不大。

◆ 内外因素共振下人民币汇率破7

截至5月19日，我国10年期国债收益率报收2.72%，较上周五上行1个BP；美国10年期国债收益率录得3.70%，较上周五上行24BP。近期我国10年期国债收益率走低，美中10年期国债利差创阶段性新高，美元指数上行，人民币贬值压力再次显现，5月17日美元兑人民币汇率年内首度破7，周内最高达到7.06。人民币汇率短期内快速回贬是国内外因素共同作用形成的，一方面美国近期在超预期的强韧就业和通胀数据下降息预期减弱。另一方面，国内近期各项经济数据的走弱支撑我国国债收益率快速下行，拉大了中美利差，使得人民币汇率承压。此外，2022年四季度以来，银行代客结售汇顺差开始不明显，甚至出现逆差，结汇需求对于人民币的支撑减弱。

◆ 债市利率在低位水平上震荡

截至5月19日，我国10年期国债收益率报收2.72%，较上周五上行1BP。周内10年期国债收益率在低水平窄幅震荡。以同期限的国开债收益率为比较基准计算信用利差，前段时间快速下行后本周各期限利率债的收益率有所调整，但信用债交易热情不减，周内各等级、各期限的信用利差进一步压缩，并且资产荒行情向短久期、低等级下沉趋势明显，以较短期限、较低等级的中短期票据信用利差下行幅度较大，截止到本周四，一年期AA级信用利差压缩至42BP，较一周前下行7BP，已到达2019年以来3%分位数。

本周MLF小幅增量续作，本月市场降息预期落空，但是对债市情绪没有产生太大冲击。二季度经济修复斜率放缓的背景下，叠加今年以来债市对于基本面利空的消息钝化，经济基本面对债市或难以形成大的冲击。中短期内债市关键的线索主要围绕止盈的压力。长端利率债的收益率已经突破了政策利率，价格处于较高位置，获利盘在止盈压

力下或带动收益率小幅上行。此外，市场降息预期能否兑现也是关键因素。市场自一季度一直博弈货币政策的进一步宽松，各项经济数据显示当前经济修复遇到瓶颈，虽然央行选择降息以提振市场信心的可能性不能完全排除，但我们认为短期内降息的概率正在走低。首先一季度货币政策执行报告中央行对于未来货币政策的展望中强调“总量适度、节奏平稳”，基调偏稳健偏中性。其次，近期内人民币汇率承压，政策操作空间收窄。综合来讲债市利率进一步下行的动能降低，短期内长端利率债或在当前水平震荡，并且右侧上行概率更大。

◆ 对经济复苏应保持信心

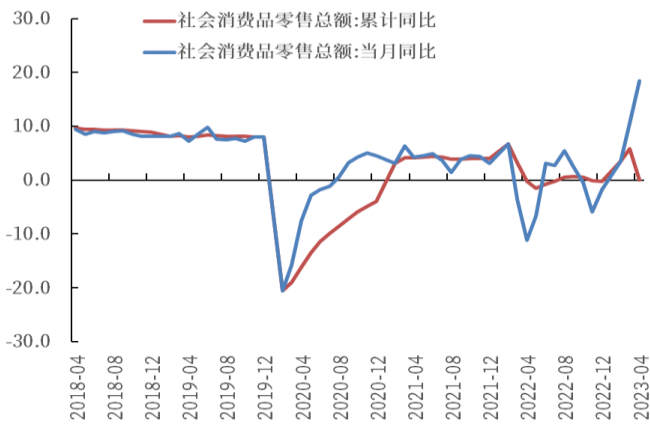
综合4月的PMI、通胀、金融数据以及经济数据来看，4月经济动能边际转弱，反映目前我国经济的主要问题依然在于内需不旺。我们认为，一季度的经济是存在报复性消费等阶段性刺激因素的，在实现超预期表现后，4月的经济动能环比出现一定的走弱是合理的，简单做线性外推可能会低估我国经济的韧性。因此，应该对经济复苏保持信心与耐心，在低基数效应下，二季度GDP同比仍有望回升至7%以上。

图1 月度经济数据情况

	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
社零 (当月同比)	18.4%	10.6%	3.5%	-1.8%	-1.9%	-0.5%	2.5%	5.4%	2.7%	3.1%	-1.7%	-1.1%	-1.5%
社零: 商品零售 (当月同比)	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	-1.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	-1.0%	-1.7%	-2.1%
社零: 餐饮 (当月同比)	43.8%	26.3%	9.2%	12.1%	14.4%	11.1%	-1.7%	8.4%	-1.5%	-1.0%	-2.1%	-2.7%	-6.4%
固投 (累计同比)	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.7%	6.1%	6.2%	6.3%	9.3%
制造业投资 (累计同比)	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.3%	10.4%	10.6%	12.2%	15.6%
基建投资 (累计同比)	9.8%	10.8%	11.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.8%	9.3%	8.2%	8.3%	10.5%
房地产开发投资 (累计同比)	-6.2%	-3.8%	-3.7%	-10.0%	-9.8%	-11.8%	-12.0%	-12.4%	-12.4%	-12.4%	-12.0%	-12.7%	0.7%
固投 (当月同比)	3.7%	4.7%	5.5%	3.1%	0.7%	5.0%	6.6%	6.5%	3.5%	5.3%	4.5%	1.3%	6.7%
制造业投资 (当月同比)	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.3%	10.7%	10.6%	7.5%	9.3%	7.1%	6.4%	11.9%
基建投资 (当月同比)	7.9%	9.9%	11.2%	10.4%	13.9%	12.8%	16.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%	4.3%	11.8%
房地产开发投资 (当月同比)	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-12.7%	-11.9%	-16.1%	-12.1%	-13.8%	-12.1%	-12.6%	-12.7%	-11.1%	-2.4%
出口金额 (美元, 当月同比)	8.5%	14.8%	16.8%	13.9%	13.7%	-0.3%	5.3%	7.2%	16.0%	17.1%	16.3%	3.5%	14.4%
进口金额 (美元, 当月同比)	-7.9%	-1.4%	-10.2%	-11.5%	-10.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%	3.7%	0.2%	0.2%	0.7%
工业增加值 (当月同比)	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.3%	3.9%	0.7%	-2.9%	5.3%
服务业生产指数 (当月同比)	13.5%	9.2%	5.5%	-0.8%	-1.1%	0.1%	1.3%	1.3%	0.6%	1.3%	-1.1%	-1.1%	-1.9%
制造业PMI	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5
非制造业PMI	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8	41.9	48.4
建筑业PMI	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2	52.7	58.1
服务业PMI	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1	40	46.7

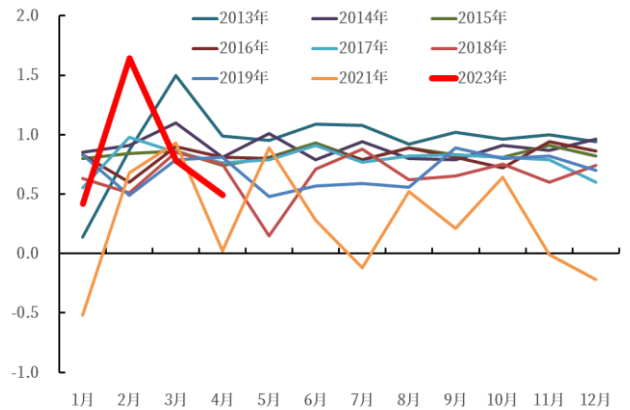
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 低基数下4月社零同比强势回升 (%)



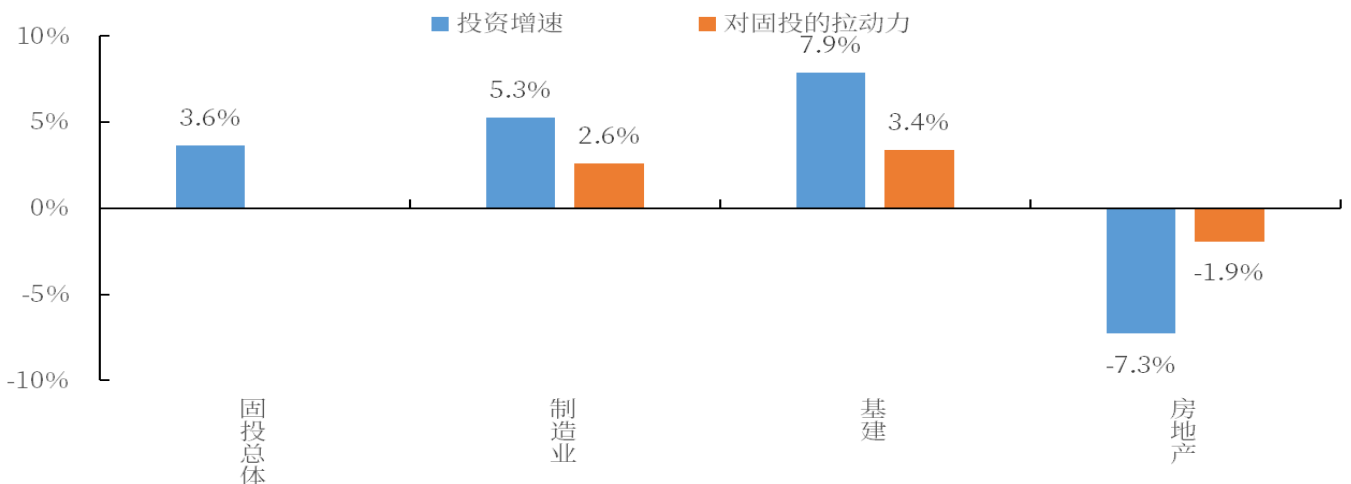
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图3 4月社零环比与历年4月相比不算强 (%)



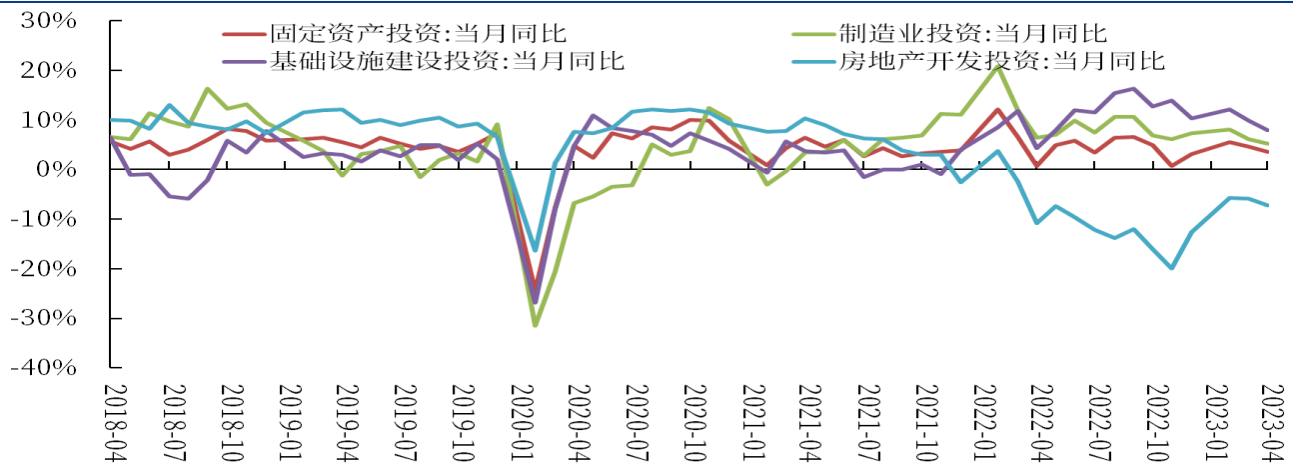
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 2023年4月固投及主要分项投资增速及拉动



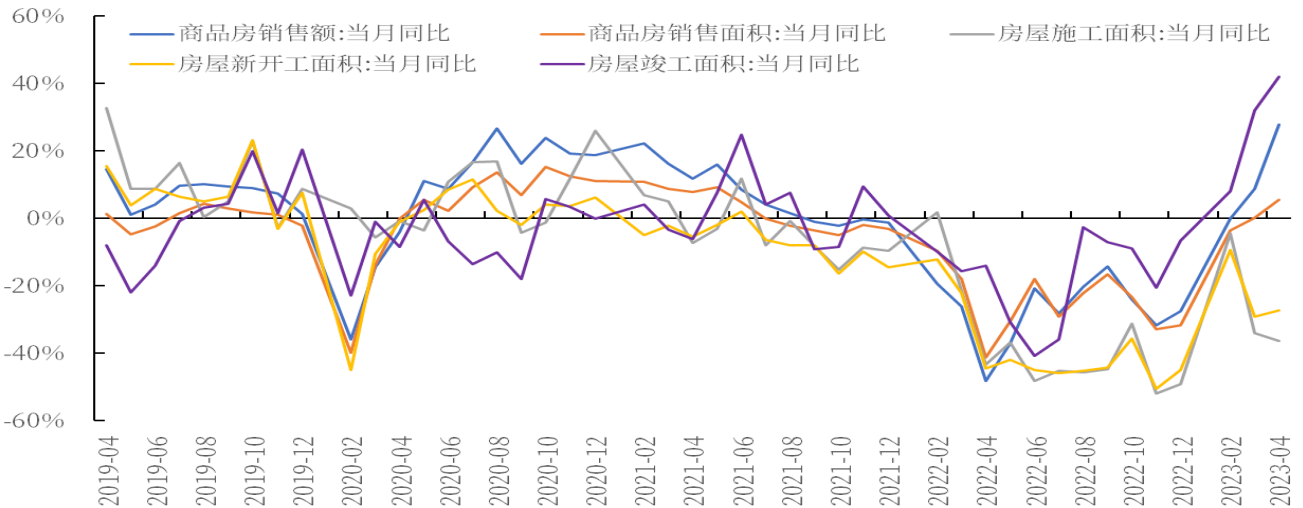
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 固投及主要分项当月同比走势 (%)



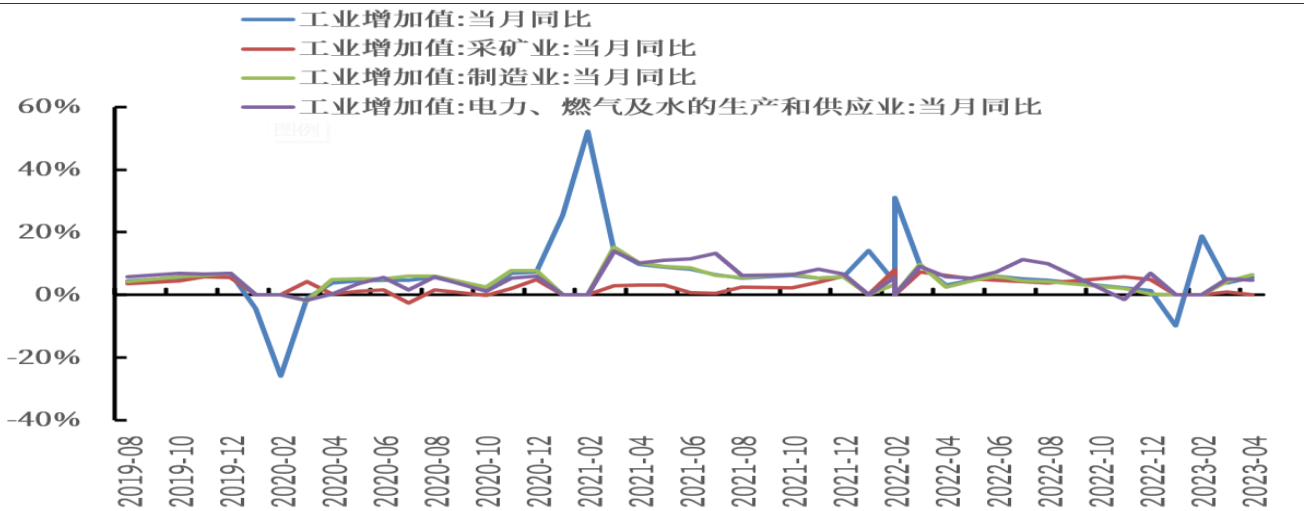
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图6 房屋销售、施工及土地购置同比走势 (%)



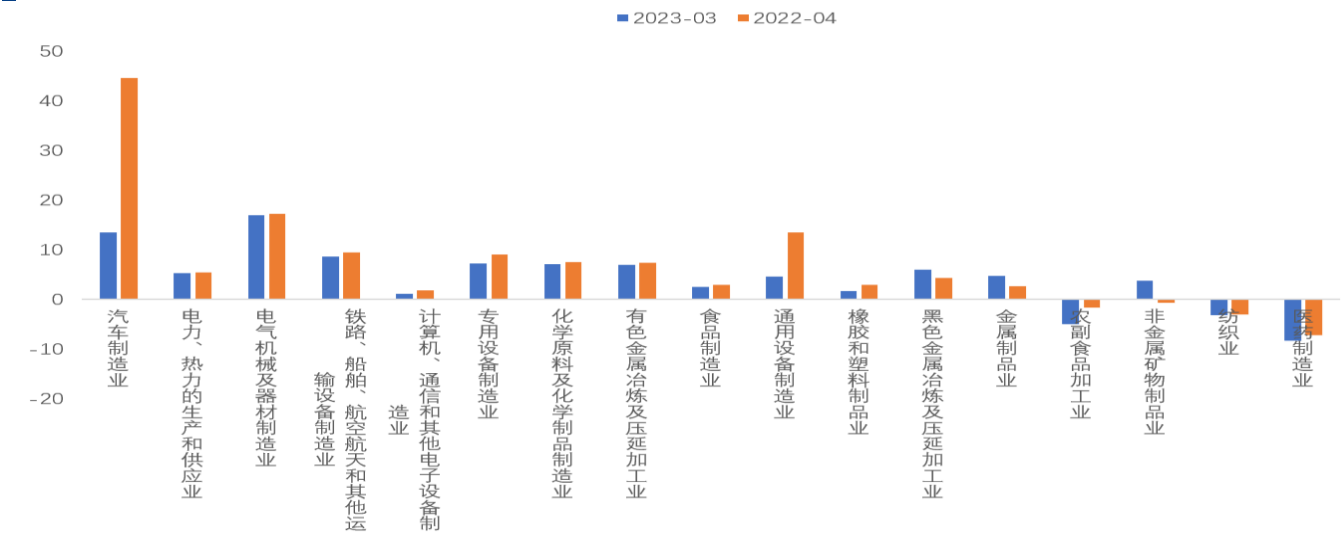
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图7 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 汽车产业链相关子行业增加值同比增速获得较大提升 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637