

天风总量每周论势（2023-05-24）

证券研究报告
2023年05月24日

2023年第18期

摘要

宏观：基建怎么了？

固收：姗姗来迟的金融稳定报告有哪些重点？

金工：反弹有望持续

风险提示：房地产市场复苏存在不确定性，或将影响对土地出让收入的测算；出口、消费、房地产投资等表现可能会影响政策对基建投资的诉求；文中测算基于较多假设，可能与实际情况存在偏差。宏观环境不确定性，监管政策不确定性，金融风险超预期蔓延。市场环境变动风险，模型基于历史数据。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

吴先兴 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120001
wuxianxing@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：2022 年上市银行年报透露了哪些信息？ - 上市银行年报专题》
2023-05-23
- 2 《固定收益：猪肉价格底部震荡，螺纹钢价格、沥青指数小幅抬升-国内需求周度跟踪》 2023-05-22
- 3 《固定收益：基金持有转债份额首降，业绩回暖，分歧显现-2023 年 Q1 公募基金转债配置分析》 2023-05-22

内容目录

1. 宏观：基建怎么了？	3
2. 固收：姗姗来迟的金融稳定报告有哪些重点？	3
3. 金工：反弹有望持续.....	3

1. 宏观：基建怎么了？

在经济内生复苏略有走弱之时，基建投资却也在悄然放缓。我们认为，土地出让收入超预期下滑导致财政收入承压是原因之一，而前期经济开门红超预期且稳就业压力较大的情况下，财政主动放缓在基建方面的发力可能是另一个原因。

如果土地出让节奏大致持平于过去两年，全年土地出让收入可能会较去年下滑 1.7 万亿元，在不新增政策性金融工具的情况下，全年基建增速可能仅有 2% 左右；即使按照我们年初预测，全年土地出让收入最终下滑 1.2 万亿元，基建增速也仅有 3% 左右。

而 3% 的基建增速，不足以支撑全年的稳增长目标，因此我们认为有必要在适当时机推出今年的政策性金融工具。我们预计今年 7 月是概率较大的政策窗口期，而完全对冲土地出让收入下滑对基建的影响，可能需要投放 3500-5000 亿元。

风险提示：房地产市场复苏存在不确定性，或将影响对土地出让收入的测算；出口、消费、房地产投资等表现可能会影响政策对基建投资的诉求；文中测算基于较多假设，可能与实际情况存在偏差。

2. 固收：姗姗来迟的金融稳定报告有哪些重点？

2022 年中国金融稳定报告在 2023 年 5 月 19 日发布，自 2015 年以来，这是最晚的一次。

从报告整体评估情况观察，一方面企业债务违约风险收敛，另一方面高风险机构数量较峰值压降近半，总体金融风险可控。

但是银行应对宏观冲击的能力有所下降；面对利率变动和信用利差扩大的影响时，资本充足率的测试结果也有所变弱。在压力测试中，地方融资平台债务风险压力在上升。风险监测预警显示，金融机构业务以同业风险和扩张性风险为主，机构类型以村镇银行和农村商业银行为主。

因此，我们认为利率风险、地方融资平台债务风险、中小银行同业风险是后续监管和监测重点。

在政策运用角度，宏观杠杆率是防范化解金融风险、维护金融稳定的重要决策依据，政策从两方面评估宏观杠杆：一是国家间比较、二是历史阶段比较。宏观杠杆如何实现稳定？第一，名义 GDP 是宏观杠杆率计算的分母，其增长快慢对于杠杆率变化有重要影响，只有经济恢复增长才能带动宏观杠杆率明显下降。第二，可控的债务增量。宏观政策协调配合得当，以相对较少的新增债务支持经济较快恢复增长。第三，注重宏观杠杆结构改善。

基于宏观杠杆率总体高企的背景，可以理解，为何在面对内外压力时，我们没有简单扩大宏观政策力度。但同时基于防风险底线管理，稳增长的内在诉求并不低。

既要稳杠杆，又要防风险，宏观政策如何兼顾各方面？市场认为似乎央行只能降息。但是偏偏今年至今还没有降息，金融稳定本身就on需要考虑多个维度的权衡。宏观政策的复杂性自然会带来市场的纠结，所以短期市场可能仍难以辨识方向。

风险提示：宏观环境不确定性，监管政策不确定性，金融风险超预期蔓延。

3. 金工：反弹有望持续

市场处于震荡格局，核心的观测的指标为市场风险偏好的度量。对风险偏好的影响要素，短期而言，宏观层面，短期进入宏观数据和风险事件的真空期，风险偏好有望继续抬升；技术面上，市场在此前成交缩小到 7800 亿，符合我们之前根据模型预判成交到 8000 亿附

近开启反弹的预期，显示本轮反弹有望有较好的持续性；展望中期，市场在国内经济弱复苏和美联储加息尾声的共同作用下，市场有望继续创出新高。因此，在中期市场积极的预期下，结合风险偏好有望抬升和成交金额极度萎缩的双重信号下，市场有望延续反弹。

配置方向上，我们的行业配置模型显示，5月继续沿用高景气策略，近期我们跟踪的景气度数据显示，分析师预期增速较高并有上调的板块排名靠前的是发电及电网、电源设备、保险。此外，近期成交占比下降TMT板块，以中证TMT指数为跟踪对象，4月21日已经触发风控指标，随后开启调整，触底后连续反弹，成交仍未放大有望延续。同时市场关注度较高的中特估板块，以中证央企红利指数为观察对象，模型显示仍处上行趋势格局，继续超配，特别是金融板块的交易量大幅萎缩，在大格局未破坏的背景下有望迎来反弹。

风险提示：市场环境变动风险，模型基于历史数据。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com