

# 调整金融市场收益水平，引导更多资金流向实体经济

——宏观周报（20230522-20230528）

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 相关研究

1. “4月地产销售是升？还是降？”——宏观周报（20230515-20230521）
2. 通胀金融数据低于预期，短期调整不改中长期向好趋势——宏观周报（20230508-20230514）

## 投资要点

- **经济增速有低于预期可能。**4月经济数据读数虽整体走高，但多数低于预期，指向当前经济恢复仍存在一些忧虑。第一，服务消费恢复较好，但商品消费恢复力度偏弱，且内部分化较为明显。第二，房地产复苏偏慢，不确定性较大，30城商品房成交面积周环比回落。第三，制造业投资增速连续两个月放缓。第四，4月规模以上工业增加值两年复合增速仅为1.4%，低于3月的4.5%，工业生产恢复偏慢，PTA开工率、全钢胎和半钢胎开工率周环比均有回落。第五，青年人口失业率创新高。经济总体低于市场预期，特别是以制造业为主的实体经济，供给大于需求，有效需求不足，恢复力度较弱。如果回升力度继续低于预期，可能会影响全年的经济增速。从金融市场和实体投资回报来看，我们认为可以通过降低金融市场投资收益率，来增加实体经济对资金的相对吸引力。
- **投资边际收益下行要求资金利率下降。**从历史规律来看，随着投资规模的扩大，投资的边际效用递减，GDP增速换挡，投资的回报率也会逐步下行，对应利率来看也会存在下行的诉求。因为利率决定了企业的融资和借贷成本，而要使企业有扩产以及投资的意愿，则必须要保证投资回报率要高于企业的贷款利率。不论是美国还是日本，在经济经历了增速换挡阶段后，利率水平均同步下行。从我国来看，目前中国已进入由高速增长转为中速增长的阶段，随着潜在增长水平的增速换挡，利率也在下行。尤其是经历了三年疫情对经济的冲击，目前可能需要比正常水平更低的利率才能将经济拉回潜在增长水平。
- **金融市场投资收益率可能相对过高。**4月M2同比12.4%，仍处于相对高位，货币供给充裕，但社融增速相对偏低。M2与社融的差虽然4月有所收窄，但从历史上来看仍在高位。目前M2的高增，但实体经济总体表现不强；企业中长期贷款高增，但制造业投资表现平平。1-4月企业中长期贷款新增规模已高于2022年1-8月，但1-4月制造业投资累计同比仅6.4%，这可能与政策主导下，基建投资吸收了较多中长期贷款有关。以贷款利率代表资金投资实体经济的收益，与金融市场国债收益率等进行比较发现，自2020年一季度以来，贷款利率与十年期国债收益率、同业存单利率、AAA级企业债到期收益率的利差在不断的收窄，分别自2.46%收窄至1.71%，自2.24%收窄至1.46%，自2.31%收窄至1.58%。拆分来看，贷款利率在下行，而十年期国债收益率以及同业存单利率虽然也在下行，但下行的幅度相对较小。从投资性价比的角度来说，利差收窄，说明国债以及同业存单相对吸引力在增加，这可能会从一定程度上影响资金进入实体经济，增加了在金融系统中空转的可能性。我们认为现在中国不存在流动性陷阱，一个重要的因素是利率水平可能偏高了。目前我国政策利率水平仍在2%以上，名义利率远未达到流动性陷阱所指的降无可降的地步，利率下行的空间仍然较大。建议适当时候降低存款利率、政策利率，引导金融市场降低资金收益水平。
- **中美经济周期错位，货币政策方向短期难以趋同。**近期以来，中美经济周期不同步，相应的货币政策方向也不一致。目前，美国收紧货币政策，我国相对放宽；以后美国放宽的时候，不排除我国进入收紧的可能。我国货币政策还是以国内经济为主，人民币汇率可能会受到一定影响，但经济增速回升对汇率也会形成支撑，达到一定平衡。
- **风险提示：**地缘政治风险；政策力度不及预期；海外金融事件风险。

## 正文目录

1. 经济增速有低于预期可能 .....	4
2. 投资边际收益下行要求资金利率下降.....	5
3. 金融市场投资收益率可能相对过高 .....	6
4. 本周关注 .....	7
5. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1 六大发电集团日均耗煤量, 万吨.....	4
图 2 PTA 开工率, %.....	4
图 3 全国电影票房, 万元.....	5
图 4 BDI 指数, 点.....	5
图 5 高炉开工率, % .....	5
图 6 30 大中城市商品房销售面积, 万平方米 .....	5
图 7 美国 GDP 与利率, %.....	6
图 8 日本 GDP 与利率, %.....	6
图 9 贷款利率与同业存单利率利差, % .....	7
图 10 贷款利率与 10 年期国债利差, %.....	7
图 11 MLF 与 LPR 利率, %.....	7
图 12 M2 与社融剪刀差, %.....	7

## 1.经济增速有低于预期可能

4 月经济数据读数虽整体走高，但多数低于预期，指向当前经济恢复仍存在一些忧虑：

第一，服务消费恢复较好，餐饮收入同比较 3 月大幅上升 17.5 个百分点至 43.8%，4 月服务业 PMI 仍处扩张区间（55.1%）；但商品消费恢复力度偏弱，且内部分化较为明显，化妆品、金银珠宝、汽车类消费当月均实现两位数高增，地产竣工端的家具、建筑装潢材料，以及粮油食品类消费表现疲弱。

第二，房地产复苏偏慢，不确定性较大。4 月房地产开发投资累计同比较 3 月下降 0.4 个百分点至-6.2%，其中新开工和施工为主要拖累，5 月楼市成交活跃度也有所回落。

第三，受企业利润承压、民间投资意愿较低等因素影响，制造业投资增速连续两个月放缓，4 月制造业 PMI 环比下降 2.7 个百分点，落至收缩区间，其中新订单指数降幅较大，指向需求扩张速度放缓。

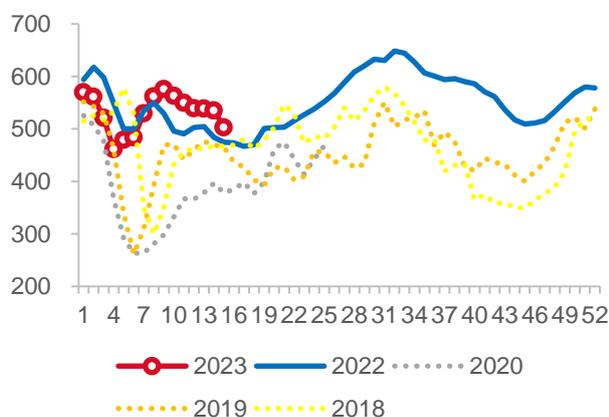
第四，4 月规模以上工业增加值两年复合增速仅为 1.4%，低于 3 月的 4.5%，工业生产恢复偏慢。

第五，青年人口失业率创新高，4 月 16-24 岁劳动力调查失业率达到 20.4%，为历史最高。同时，高校毕业生对青年人口失业率的影响主要体现在毕业季，7 月前后青年人口失业率呈现季节性抬升，后续青年人口就业形势或仍将承压，拖累总需求扩张。

高频数据跟踪：1) 生产：六大发电集团日均耗煤量环比-0.1%；全国 247 家高炉开工率环比持平；PTA 开工率环比下降 5.73 个百分点至 74.22%；纯碱开工率环比上升 1.89 个百分点至 89.22%；浮法玻璃开工率环比上升 0.6 个百分点至 79.93%；全钢胎、半钢胎开工率环比均小幅回落；江浙织机开工率环比持平；石油沥青开工率环比上升 0.9 个百分点至 31.8%。2) 消费出行：一线城市交通拥堵延时指数，以及十大城市地铁客运量与上周基本持平；电影票房环比上升 2.6 个百分点至 11.8%；30 个大中城市商品房成交面积环比-10%，其中一线、二线城市环比均为-11%，三线城市环比-5.5%。3) 出口：BDI 指数与 CCFI 综合指数环比均有所回落。

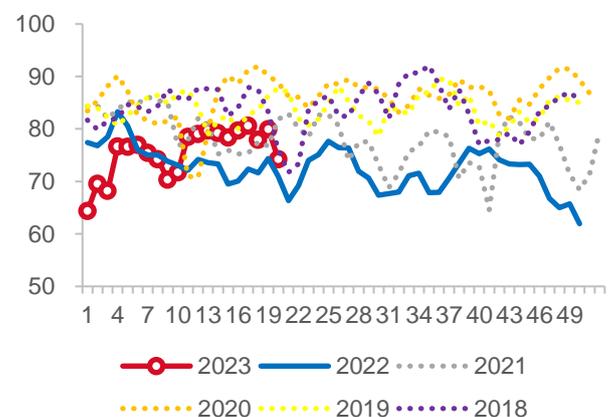
经济总体低于市场预期，特别是以制造业为主的实体经济，供给大于需求，有效需求不足，恢复力度较弱。如果回升力度继续低于预期，可能会影响全年的经济增速。从金融市场和实体投资回报来看，我们认为可以通过降低金融市场投资收益率，来增加实体经济对资金的相对吸引力。

图1 六大发电集团日均耗煤量，万吨



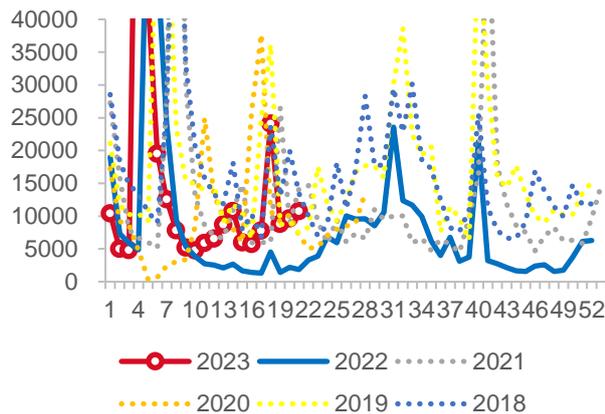
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 PTA 开工率，%



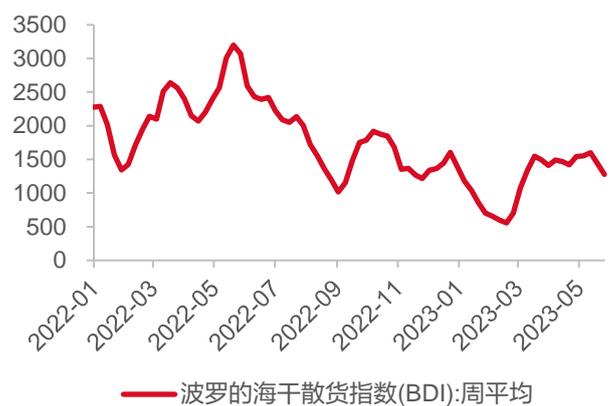
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 全国电影票房, 万元



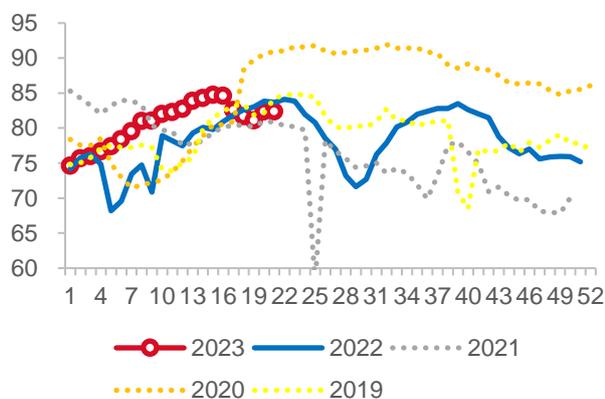
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 BDI指数, 点



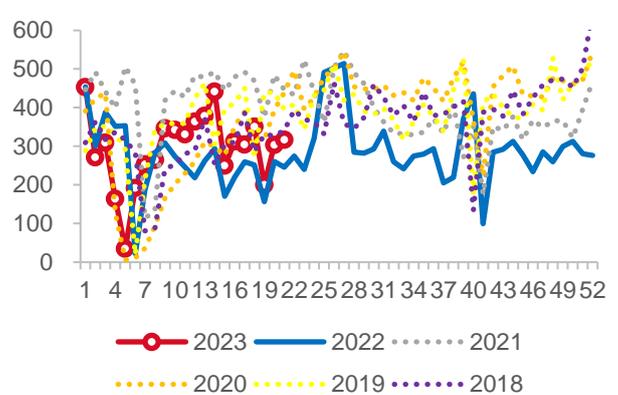
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 高炉开工率, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 30大中城市商品房销售面积, 万平方米



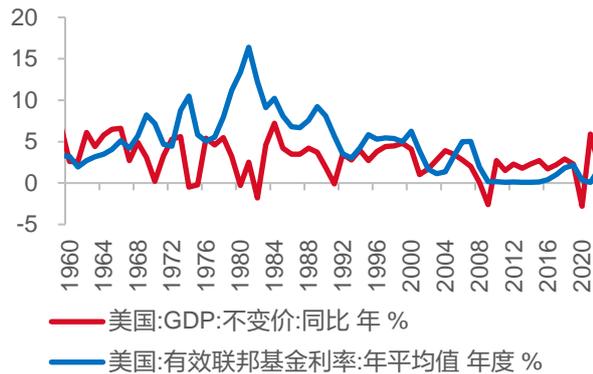
资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.投资边际收益下行要求资金利率下降

中长期来看，利率有下行的诉求。从历史规律来看，随着投资规模的扩大，投资的边际效用递减，GDP 增速换挡，投资的回报率也会逐步下行，对应利率来看也会存在下行的诉求。因为利率决定了企业的融资和借贷成本，而要使企业有扩产以及投资的意愿，则必须要保证投资回报率要高于企业的贷款利率。

不论是美国还是日本，在经济经历了增速换挡阶段后，利率水平同步下行。从我国来看，目前中国已进入由高速增长转为中速增长的阶段，随着潜在增长水平的增速换挡，利率也在下行。尤其是经历了三年疫情对经济的冲击，目前可能需要比正常水平更低的利率才能将经济拉回潜在增长水平。

图7 美国 GDP 与利率，%



资料来源：世界银行，美联储，东海证券研究所

图8 日本 GDP 与利率，%



资料来源：世界银行，日本央行，东海证券研究所

### 3. 金融市场投资收益率可能相对过高

M2 与社融剪刀差处历史高位。4 月 M2 同比 12.4%，仍处于相对高位，货币供给充裕，但社融增速相对偏低。而 M2 与社融的差虽然 4 月有所收窄，但从历史上来看仍在高位。目前 M2 的高增，但实体经济总体表现不强，这同样反映出了资金充裕，但主动进入实体经济的意愿仍然不强，限制了经济进一步的恢复。

企业中长期贷款高增，但制造业投资表现平平。企业中长期贷款同比增速自 2022 年 8 月以来持续抬升，2023 年 4 月升至 12.8%，1-4 月新增 73469 亿元，规模已高于 2022 年 1-8 月新增规模。企业中长期贷款高增，但 1-4 月制造业投资累计同比仅 6.4%，这可能与政策主导下，基建投资吸收了较多中长期贷款有关。

金融市场投资收益率可能相对过高。以贷款利率代表资金投资实体经济的收益，与金融市场国债收益率等进行比较发现，自 2020 年一季度以来，贷款利率与十年期国债收益率、同业存单利率、AAA 级企业债到期收益率的利差在不断的收窄。贷款利率与十年期国债收益率利差自 2.46% 收窄至 1.71%（十年期国债收益率取季平均值），与同业存单利率利差自 2.24% 收窄至 1.46%（1 年期 AAA 级同业存单利差取季平均值），与 AAA 级企业债到期收益率利差自 2.31% 收窄至 1.58%（1 年期 AAA 级企业债到期收益率取季平均值）。从投资性价比的角度来说，利差收窄，说明国债以及同业存单相对吸引力在增加，这可能会从一定程度上影响资金进入实体经济，增加了在金融系统中空转的可能性。

我们认为现在中国不存在流动性陷阱，一个重要的因素是利率水平可能偏高了。目前我国 7 天逆回购利率水平为 2%，名义利率远未达到流动性陷阱所指的降无可降的地步，利率下行的空间仍然较大。建议适当时候降低存款利率、政策利率，引导金融市场降低资金收益水平。

中美经济周期错位，货币政策方向短期难以趋同。近期以来，中美经济周期不同步，相应的货币政策方向也不一致。目前，美国收紧货币政策，我国相对放宽；以后美国放宽的时候，不排除我国进入收紧的可能。我国货币政策还是以国内经济为主，人民币汇率可能会受到一定影响，但经济增速回升对汇率也会形成支撑，达到一定平衡。

图9 贷款利率与同业存单利率利差, %



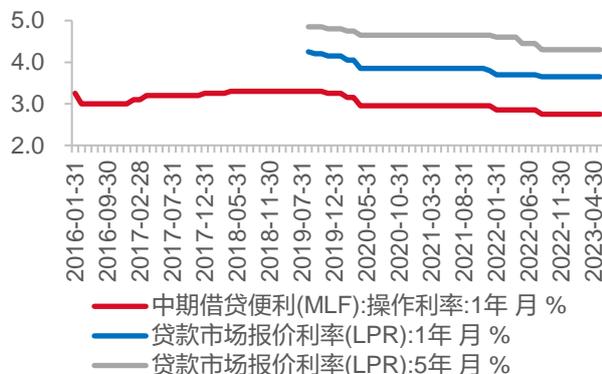
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 贷款利率与10年期国债利差, %



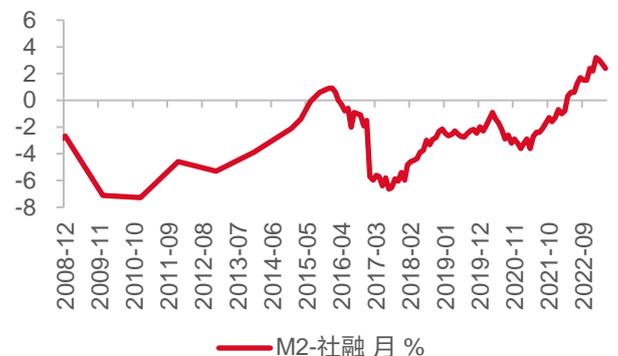
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 MLF与LPR利率, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

图12 M2与社融剪刀差, %



资料来源: 央行, 东海证券研究所

## 4.本周关注

- 1) 国内5月制造业、非制造业PMI。
- 2) 欧美5月制造业PMI终值。
- 3) 美国5月非农就业数据。
- 4) 美国债务上限国会投票情况。

## 5.风险提示

地缘政治风险, 导致能源价格大幅上涨, 形成输入性通胀风险。

政策力度不及预期, 导致经济恢复不及预期。

海外金融事件风险, 导致全球出现系统性金融危机。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089