

# 周度经济观察

——国内盈利低位震荡，海外加息预期升温

袁方<sup>1</sup>束加沛<sup>2</sup>

2023 年 05 月 30 日

## 内容提要

剔除基数影响后，4 月工业企业营收和利润增速均出现回落，与环比负增长的工业增速、PPI 数据指向一致，表明经济动能在明显放缓。

在经济减速、政策发力需等待的背景下，二季度权益市场或将维持震荡的格局，盈利的广泛下滑对价值风格影响负面，成长板块占优的局面或将延续。

最新公布的数据显示美国经济表现仍然偏强，通胀出现小幅反弹。受此影响，美联储 6 月的加息预期升温。不过考虑到企业盈利稳定、以及加息接近尾声，美股震荡向上的格局有望维持。

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

## 一、工业利润增速或将底部震荡

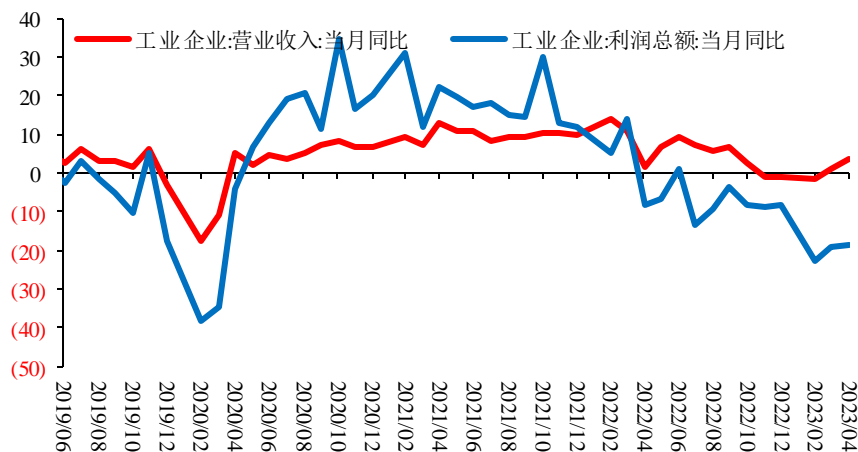
4月规上工业企业利润当月同比为-18.4%，较3月小幅抬升0.8个百分点。营业收入当月同比为3.5%，较3月上行3.7个百分点。营收和利润的回升主要来自于去年同期封控带来的低基数影响，剔除基数后，营收和利润增速处于底部区域，与环比转负的工业增速以及PPI指向一致。

从行业细分结构来看，上游的原材料行业延续负增长，下游企业的利润增速边际改善，汽车和电气机械改善较为明显。

此外，尽管产成品存货同比出现回落，同时企业周转天数仍然处于显著偏高的水平，这与同期PMI中的库存较季节性偏高指向一致，反映出当下需求弱于此前企业预期，库存仍在去化过程中。

往后看，房地产行业的压力尚存，地产企业投资、开工和拿地意愿难以迅速回升，国内消费复苏也较为温和，企业短期难以转向补库存。此外，高基数影响下PPI同比增速将持续下滑，这种量价结构意味着工业企业利润增速或将维持低位。

图1：工业企业营收与利润当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

2021年为两年复合同比

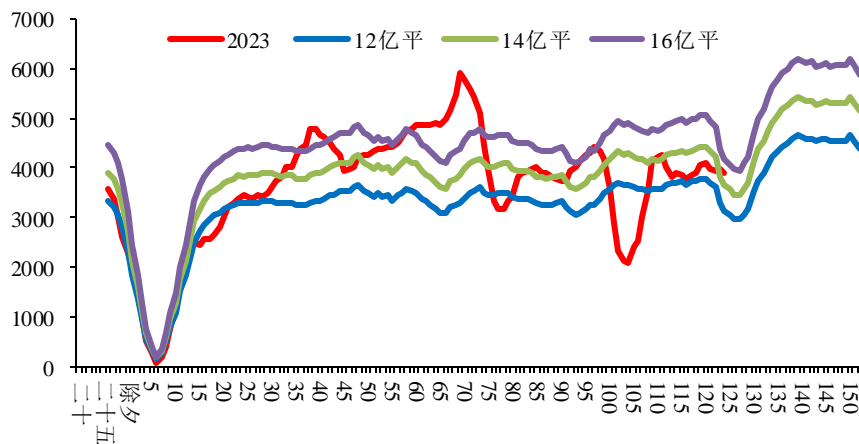
5 月以来，30 大中城市商品房销售面积持续回落，二手房销售同样下滑，全国房价普遍下跌的风险抬升，居民部门仍然处于避险模式。

从中资美元债市场、境内外权益市场来看，当前房地产市场流动性压力持续增加，部分民营房地产企业面临较大违约风险，市场开始对房地产上下游产业链的担忧激增。未来房地产市场是否会二次探底，政策将如何应对，值得密切关注。

观察高频数据，以地铁客运量、拥堵指数代表的市内人流表现稳定，而航空执飞代表的城市间的人口流动边际走强，整车货运物流以及快递物流指数维持平稳，服务业环比增速大致持平。

总体而言，5 月高频数据表明经济延续了 4 月份环比增速放缓的态势，房地产行业出现加速下滑，城投债务风险逐步累积，私人部门信心和预期仍然偏弱，经济的减速在 6 月份或将延续。

图2：30 大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算

## 二、经济减速主导资产价格波动

上周权益市场小幅下跌，成长风格表现占优，金融跌幅最大，中特估指数出现回调，成交额回落至八千亿元左右。

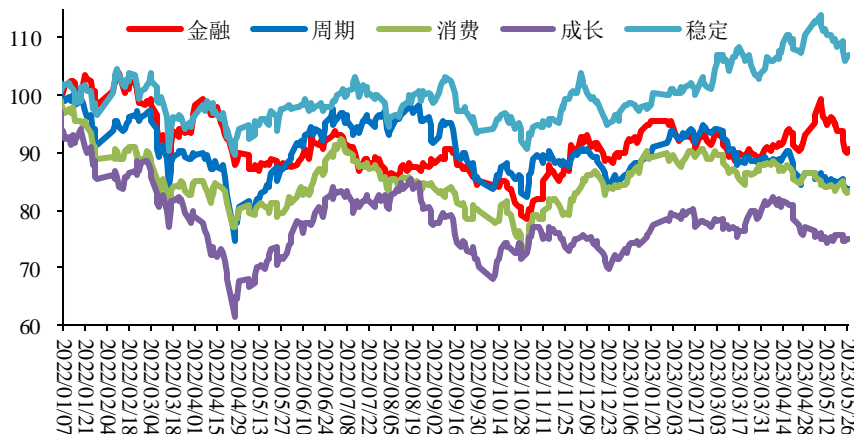
当前权益市场上行业轮动较快，市场预期分化，缺乏明确的可持续主线。

金融板块的下跌与市场对地方隐性债务的担忧有关，背后主要反映了经济减速、土地市场承压的影响。

与此同时，商品特别是国内定价主导的黑色商品出现幅度不小的下跌，人民币汇率破“7”，均指向市场对经济增长预期快速转弱。

往后看，二季度经济环比增速下滑的过程或将延续，超预期的需求侧刺激政策出台尚需等待。这意味着市场震荡格局或将延续，价值风格的盈利改善短期或难出现，成长板块占优的局面或将延续。

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

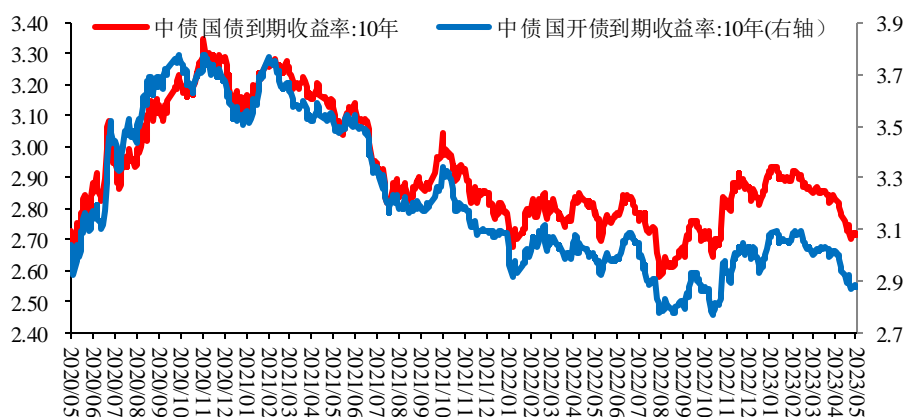
5月以来流动性环境转向宽松，DR001和DR007中枢下行，月末上行幅度有限，债券市场延续震荡，对经济数据、城投平台风险事件反应钝化。

这一钝化反映出债券市场对经济基本面的变化更为前瞻敏锐，对城投平台债务风险的考量更为全面。考虑到当前经济基本面较弱，尽管城投平台偿债能力受到牵制，但偿债意愿仍然不弱，城投平台债务出现广泛违约的概率偏低。

未来债券市场利率下行的触发因素取决于政策和基本面的变化。如果基准利率出现下行，那么债券市场利率会出现快速跟随。当然如果政策环境维持平稳，那么经济数据的逐步披露，经济减速趋势的确认也有助于推动债券市场利率的中枢下行。

总体来看，二季度经济仍将处于偏弱的局面，对通货膨胀、信用扩张形成牵制，这也使得债券市场收益率处于易下难上的过程中。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

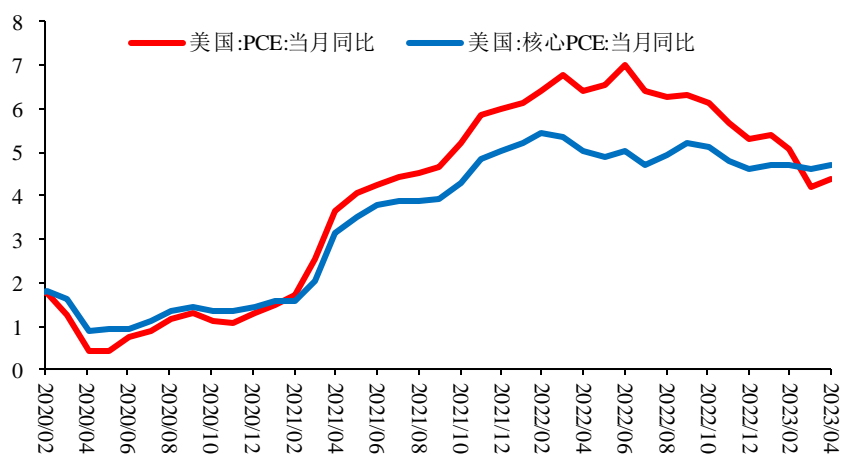
### 三、美联储6月加息的预期升温

北京时间5月28日美国白宫与共和党原则上达成解决债务上限僵局的协议，具体协议内容在美国时间5月28日公布，主要包括暂停债务上限两年，对财政支出进行限制等。5月31日众议院将对这一协议表决，随后送交参议院表决。市场对美国政府出现债务违约的担忧小幅回落，美股期货上涨。

最新公布的数据显示美国经济表现仍然偏强。5月美国 Markit 制造业 PMI 为 48.5，较上月回落 1.7 个百分点；而服务业 PMI 为 55.1，较上月抬升 1.5 个百分点，创近一年新高，显示服务消费对货物消费的替代仍在进行。与此同时，美国 4

月 PCE 同比增速达到 4.4%，较上月回升 0.2 个百分点；核心 PCE 同比为 4.7%，较上月回升 0.1 个百分点。这表明美国劳动力市场的压力、以及居民部门前期储蓄的积累，使得美国消费活动难以快速降温，相应的通胀中枢的下行进展缓慢。此外，4 月美国耐用品订单超预期抬升，新屋销售环比增速上行，均指向美国经济内生动能强劲。

图5：美国 PCE 和核心 PCE 同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

实际上年初以来，美国经济的表现持续强于此前市场的预期，背后的主要原因在于，疫情期间美国政府对企业和居民发放了天量的财政补贴，这使得美国企业和居民部门资产负债表得到了较好的保护。同时疫情导致大量劳动力长期退出就业市场，推升了工资的均衡水平，进而带来消费活动的加速恢复，以及经济活动的复苏。这也一定程度上解释了美股在高利率背景下的较强表现。

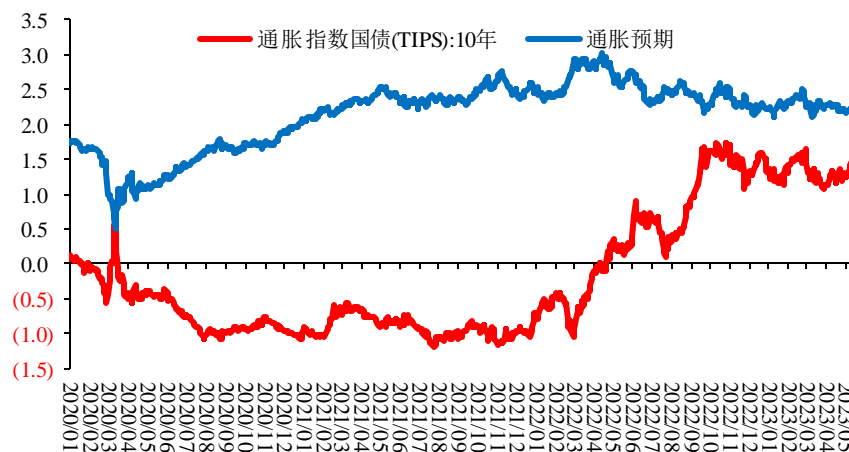
从这个角度来看，考虑到美国实体部门资产负债表健康，劳动力供应的恢复进展缓慢，未来美国经济向上的概率远高于失速下行的风险，这也导致美国 CPI 同比增速年底难以回落至 3% 以内的水平。

5 月以来市场对美联储 6 月货币政策的预期跟随高频数据频繁波动。由于通胀和经济数据的小幅超预期,最新数据显示,市场预期 6 月美联储大概率加息 25BP,年内降息 50BP 以上的概率也降至 40% 以内。

受此影响,10 年期美国国债收益率上行至 3.8%,实际利率的抬升主导了收益率的上行,股票市场和美元指数小幅上行。

往后看,大类资产价格的波动来自于美联储 6 月加息的进展以及表态,但总体而言美股总体处于向上的趋势中。

图6：10 年期美债实际利率和通胀预期，%



数据来源：Wind，安信证券

## ■ 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