



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 经济、物价平稳，货币续落

——2023年5月份中国宏观数据预测

日期：2023年05月31日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

### 相关报告：

《缓回升仍是市场主流预期》

——2023年05月18日

《经济回暖中缓回升，内在动力需加强》

——2023年05月17日

《货币或再回落，降息概率提升》

——2023年05月14日

### ■ 主要观点

**5月份宏观数据预测：**CPI=0.2%，PPI=-3.8%，M2=12.0%，M1=5.1%，新增信贷18000亿，信贷增速=11.8%，信用增速=9.9%；出口=-3.7%，进口=-7.9%，顺差=850（USD）亿，工业=5.8%，消费=13.8%，投资=5.1%。

### 市场看法：经济短期前景信心提升

随着2023年经济、社会生活的全面恢复正常化，经济复苏中缓回升态势形成，市场对中国经济短期前景持续平稳回暖的信心增强，对中国经济短期恢复前景进一步看好，对中国经济中长期前景平稳的预期仍保持了不变，经济复苏景气度稳中偏升的市场主流看法持续。

### 我们看法：经济、物价平稳，货币趋回落

经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，中国消费价格指数中的关键商品——猪肉，在产业结构趋成熟的整合期间，低价或持续1-2年，因而CPI同比或呈现延续下降的态势。受基数效应影响，年内消费品和工业品双负局面或出现，因此年内降息仍是大概率事件。保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为，经济回暖和通胀下行走势的确立，或带来信贷增长和货币增长的回落。

### 房地产市场：楼市运行量平价落

5月楼市政策延续放松趋势，从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，我们认为随着房地产行业进入新发展阶段，楼市发展也由过去的持续扩张期进入了新的平稳运行期。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降。

### 经济回暖筑就资本市场平稳基础

宏观环境变化，为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础，受海外政策变动和市场预期变化影响，波动性短期或上升。伴随着美联储加息接近尾声，利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退，其它因素对汇率走势的影响重要性将逐渐上升；经济发展前景差异对国际资本的趋势性影响，将再度成为汇率的方向性影响力量。人民币汇率回升前景有利中国资本市场持续回暖。市场对经济前景信心的波动，或将成为影响汇率短期波动的因素。

### ■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

<b>1 对宏观经济形势的即期认识</b> .....	<b>3</b>
1.1 市场看法：经济短期前景信心提升 .....	3
1.2 我们看法：经济回暖，物价、货币趋回落 .....	3
<b>2 五月高频数据、政策分析</b> .....	<b>4</b>
2.1 房地产市场：楼市运行量平价落.....	4
2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行.....	7
<b>3 五月份宏观数据预测与解释</b> .....	<b>9</b>
3.1 电力消费回暖预示经济回升 .....	9
3.2 工业、消费延续回升，投资延续平稳.....	11
<b>4 宏观数据对经济和资本市场的影响</b> .....	<b>14</b>
4.1 经济信心平稳，提升货币回落概率 .....	14
4.2 经济回暖筑就资本市场平稳基础.....	15
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>16</b>

## 图

图 1：主要城市中原房价指数延续下行 .....	5
图 2：70 城市住宅价格增速保持下行（当月同比，%） .....	6
图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米） .....	7
图 4：猪肉价格延续下降走势（全国，元/公斤） .....	8
图 5：商务部食用价格指数季节性波动（各类别/周环比，%） .....	8
图 6：各行业用电增长反弹回升（当月同比，%） .....	10
图 7：工业和行业用电增长反弹回升（当月同比，%） .....	11
图 8：中国工业经济增速平稳回升 .....	12
图 9：中国社会零售增长延续回升 .....	13
图 10：中国固定资产投资增长平稳态势延续（%，月） .....	14

## 表

表 1：2023 年 5 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外） .....	9
--	---

## 1 对宏观经济形势的即期认识

### 1.1 市场看法：经济短期前景信心提升

我们在《经济短期前景的市场信心提升》(2023年5月5日)报告中曾指出,按照彭博最新的宏观中长期前景 POLL(4月18日-4月25日,66家机构有效回复),随着2023年经济、社会生活的全面恢复正常化,经济复苏中缓回升态势形成,市场对中国经济短期前景持续平稳回暖的信心增强,对中国经济短期恢复前景进一步看好,对中国经济中长期前景平稳的预期仍保持了不变,经济复苏景气度稳中偏升的市场主流看法持续。从对未来4Q的GDP增速预期变化看,2升2降(比上月POLL时相比,2023年Q2、Q3升,2023年Q4和2024年Q1下降)态势表明,市场整体预期经济回升水平比上期提高,年度预期也同样呈现了市场信心改善的局面。最新的市场预期表明,市场对中国经济的整体信心持续提升,平稳预期进一步强化。对于2023-2025年经济走势,平稳仍是市场共识。未来4Q的工业和消费增速,市场预期中位数全部比上期提升,投资增速预期虽比上期下降,但维持平稳。

### 1.2 我们看法：经济回暖，物价、货币趋回落

我们对物价和市场存在预期差,我们认为中国通胀前景将延续稳中趋降态势,PPI将延续3-6Q的萎缩态势,或在年中前后迎来CPI和PPI双负的局面。

我们一直认为,经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势,我们和市场主流预期期间存在差异,我们对通胀稳中下行的态势,有着更为强烈的估计。我们认为对中国消费价格指数中的关键商品——猪肉,在产业结构趋成熟的整合期间,低价或持续1-2年,因而CPI同比或呈现延续下降的态势。受基数效应影响,年内消费品和工业品双负局面或出现,因此年内降息仍是大概率事件。保持流动性合理充裕是央行的政策目标。我们认为,经济回暖和通胀下行走势的确立,或带来新增信贷规模和货币增长的回落。从趋势上看,2023年内国货币仍存在“双降”(降息和降准)的内在需求。按照我们的货币“二分法”分析框架,当前世界经济和国际金融形势的变化,或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

虽然海外利率较高,但在双循环背景下,国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着海外主要经济体加息进程进入尾声,中国经济运行的国内外环境改变,降准、降息的时机将更趋成熟、条件将更趋完备,或为时不远。

## 2 五月高频数据、政策分析

### 2.1 房地产市场：楼市运行量平价落

2023年3月，多地住房公积金贷款政策迎来调整。4月、5月，又有一些城市在公积金管理政策方面做出调整，总的基调是延续了放松趋势，各地在因城施策方针，根据自身情况对楼市进行了不同程度的松绑，多地在放松疫情前严格“四限”措施的同时，开始进一步在增加真实需求方面发力，吸引人口流入，将购房政策与落户政策结合，成为多地更好满足新市民住房需求的落脚点。

5月4日，安徽合肥发布“关于支持提取住房公积金支付购房首付款的通知”，缴存人购买合肥市（含四县一市）新建商品住房的，可申请提取本人及配偶账户内的住房公积金支付购房首付款；自2023年5月23日起执行，有效期至2023年12月31日止。

5月8日，陕西汉中发布住房公积金新政，对多子女缴存职工家庭购首套自住房，贷款最高额度在现行标准基础上提高10万元，即单缴存职工多子女家庭为70万元，双缴存职工多子女家庭为80万元。同日，湖北荆门也发布住房公积金新政，取消单、双缴存职工家庭最高贷款额度上限区别限制，单缴存职工家庭最高贷款额度由50万元提升至70万元，与双缴存职工家庭一致。

5月11日，河南郑州提出开展提取住房公积金支付购房首付业务，5月18日起试行。郑州住房公积金管理中心表示，新政是为了支持新市民、青年人等群体购房安居，减轻购房职工的首付资金筹款压力，充分发挥住房公积金政策效应。

同日，辽宁营口调整住房公积金政策，包括阶段性提高住房公积金贷款限额，夫妻双方由原60万元调整为70万元，单方由原40万元调整为50万元；阶段性降低住房公积金二手房贷款首付比例，由原40%降低为30%；阶段性放开全款购房提取住房公积金次数限制；取消提取住房公积金留存一年存储余额的限制；放宽多子女家庭住房公积金购房贷款限额等。

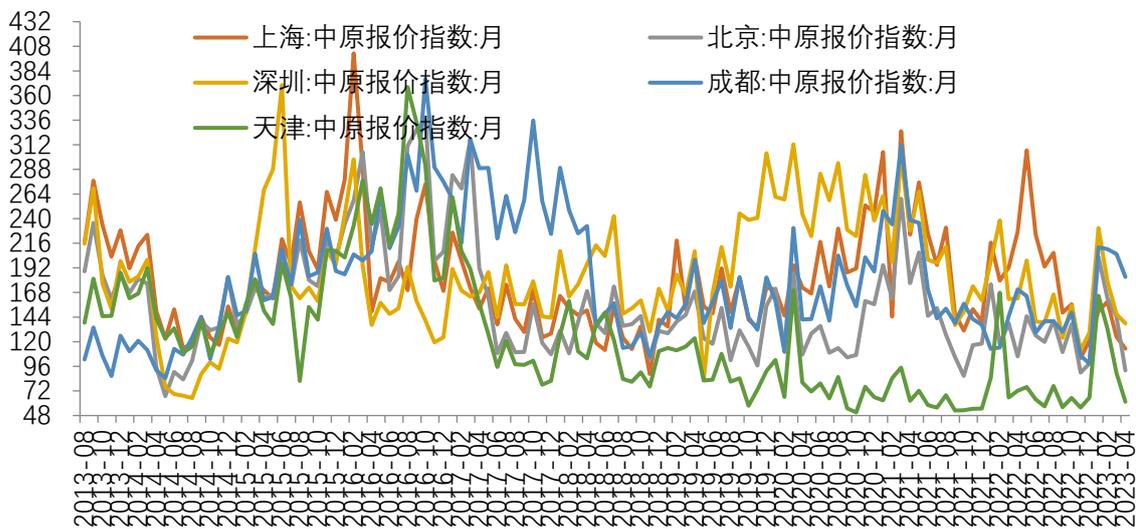
安徽滁州也优化住房公积金使用政策，包括调整住房公积金贷款具体额度；支持多子女家庭使用住房公积金，首次申请住房公积金贷款的，贷款额度可上浮10万元；支持高校毕业生使用住房公积金贷款购房，在滁州市重点产业领域工作的博士、硕士和本科毕业生，首次申请住房公积金贷款购买住房的，贷款额度可放宽至1.5倍。

据证券时报5月26日公开报道，截至24日，5月各地出台政策的频次仅29条，不足4月一半；前期部分核心一二线城市开始优化调控政策，上海、广州等城市调整公积金政策，杭州、南京

部分街道或区域放松限购，但整体力度仍较为有限。

整体而言，我们认为，当前楼市环境较为平稳，伴随房地产市场经营环境变化，楼市成交延续了前期的量平价弱特征，从主要城市房地产市场交易统计情况看，房地产市场成交平稳，我们跟踪的5个主要城市（上海、深圳、天津、北京、成都）的中原房价指数看，2023年4月、5月延续回落，房价整体在年初回升后并没有出现持续。从成交和价格的变化看，2023年春节后房地产市场季节性回暖带来的成交和价格回升，并没有带来楼市人气聚集的持续。

图 1：主要城市中原房价指数延续下行



资料来源：Wind，上海证券研究所

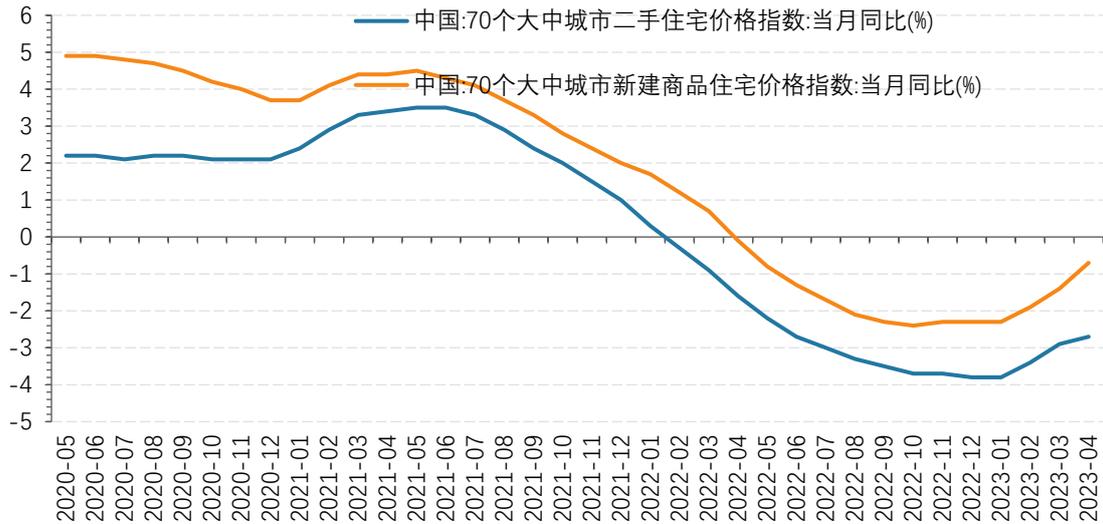
国家统计局公开信息显示，2023年4月份，70个大中城市中商品住宅销售价格环比上涨城市个数减少，同比上涨城市个数增加。70个大中城市商品住宅销售价格环比整体涨幅回落、二手住宅环比涨幅回落更为明显，各线城市商品住宅销售价格同比上涨或降势趋缓。

商品住宅销售价格环比上涨城市个数减少、同比上涨城市个数增加。4月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有62个和36个，比上月分别减少2个和21个，二手住宅减少个数较多。新建商品住宅和二手住宅销售价格同比上涨城市分别有22个和9个，比上月分别增加4个和1个。

商品住宅销售价格环比整体涨幅回落。4月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.4%，涨幅比上月略扩0.1个百分点，其中，北京、上海、广州和深圳环比分别上涨0.6%、0.4%、0.2%和0.3%；二、三线城市新建商品住宅销售价格环比分别上涨0.4%

和 0.2%，涨幅比上月分别回落 0.2 和 0.1 个百分点。从二手房看，环比整体涨幅回落更为明显。4 月份，一线城市二手住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点，其中，北京、广州和深圳环比分别上涨 0.1%、0.3% 和 0.5%，上海由上月上涨 0.7% 转为下降 0.2%；二三线城市二手住宅销售价格环比均由上月上涨转为持平。

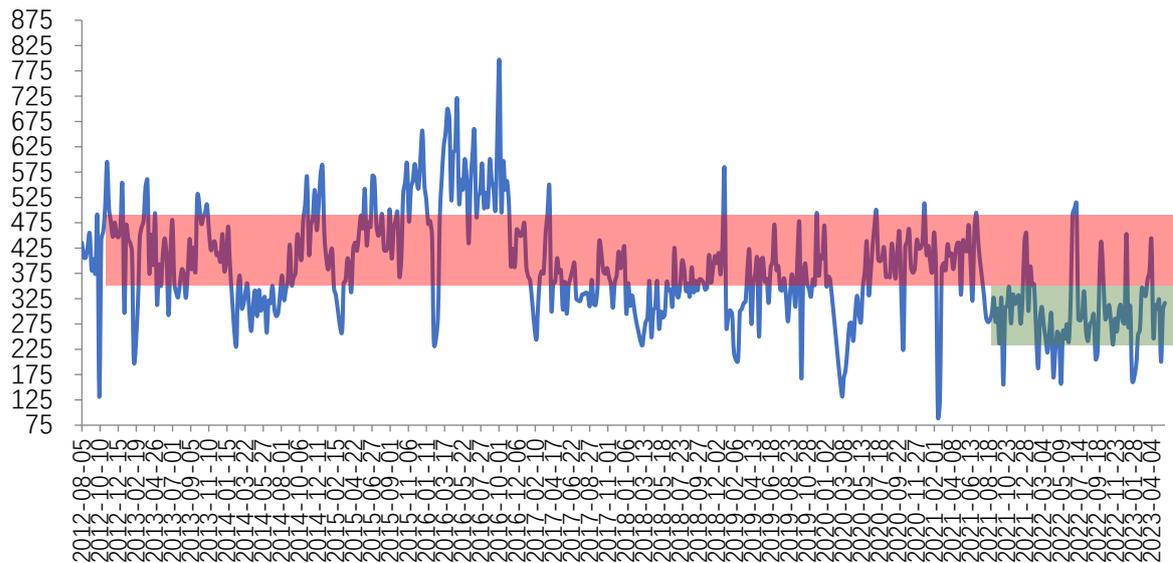
图 2：70 城市住宅价格增速保持下行（当月同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 5 月的楼市成交仍然维持了相对平稳的态势，成交比上月略有下降，整体态势上延续了 2021 年 2Q 以来的下台阶后低位平稳运行的局面。2022 年 Q4 以来各地先后不同程度对楼市调控采取了松动的措施，市场对楼市调控转向逐渐转向放松预期逐渐升高，但基于经济、社会和行业基本面的变化，楼市成交依然平稳，并没有出现持续回升局面；楼市运行的整体格局未变，并没有突破 2021 年 Q2 以来的平稳运行区间。2023 年 5 月份，全国 30 大中城市扣除春节因素影响的周成交规模平均为 273.1 万方，上月为 325.8 万方，连续 2 月下降；2022 年 5 月份同期为 237.9 万方，已接近上年疫情管控时期水平。从月度波动上看，2021 年 Q2 后楼市活跃度下降后成交平稳；从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，我们认为随着房地产行业进入新发展阶段，楼市发展也由过去的持续扩张期进入了新的平稳运行期。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米）



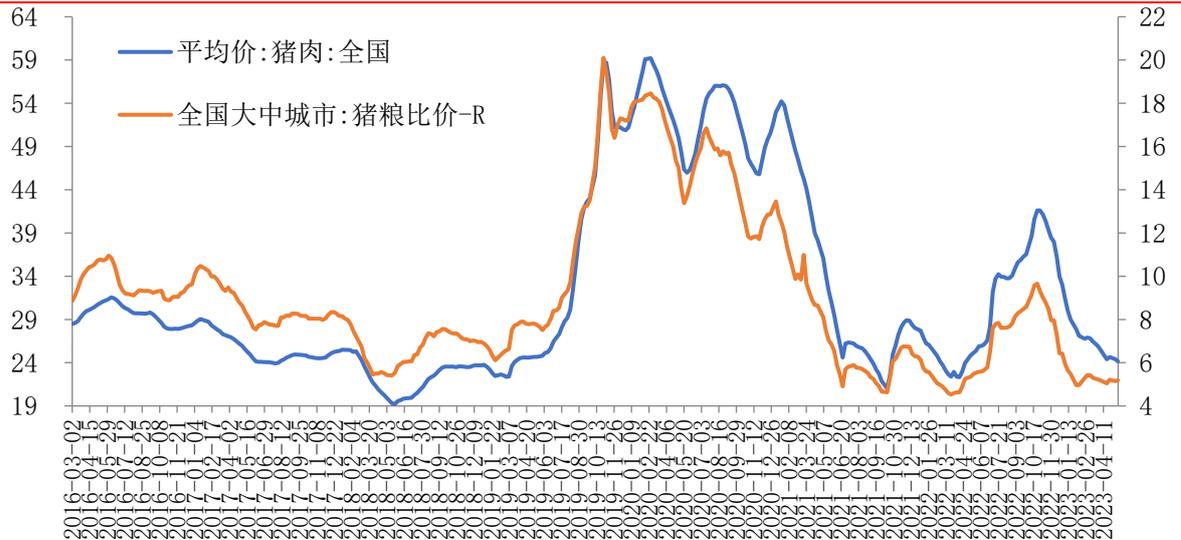
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行

从商务部监测的日常消费品周度指数看，各类消费品走势在季节性波动规律作用下延续回落态势，猪肉价格运行低位中再趋疲软。2023 年 5 月份，受气候回暖带来短生产周期的农副产品供应回升，市场供应充足，居民消费价格普遍平稳中趋降，环比回落。我们一直认为，对消费价格整体水平具有标杆指示性作用的猪肉价格变化，因产业结构正处集中整合期，市场结构的垄断竞争格局正在形成中，产业集中化稳定格局还在变化中，因而未来猪肉价格仍将在 1-2 年内处于平稳偏降的状态。相对于正常年景而言，当前消费品价格季节性规律作用下的上涨速度要缓和得多，主要消费品种猪肉则处周期性低迷阶段。

据商务部市场运行监测系统显示，5 月 1 日至 7 日，全国食用农产品市场价格与前一周（环比，下同）持平，生产资料市场价格比前一周下降 0.7%；5 月 8 日至 14 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.4%，生产资料市场价格比前一周下降 1.1%；5 月 15 日至 21 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.7%，生产资料市场价格比前一周下降 1.4%。

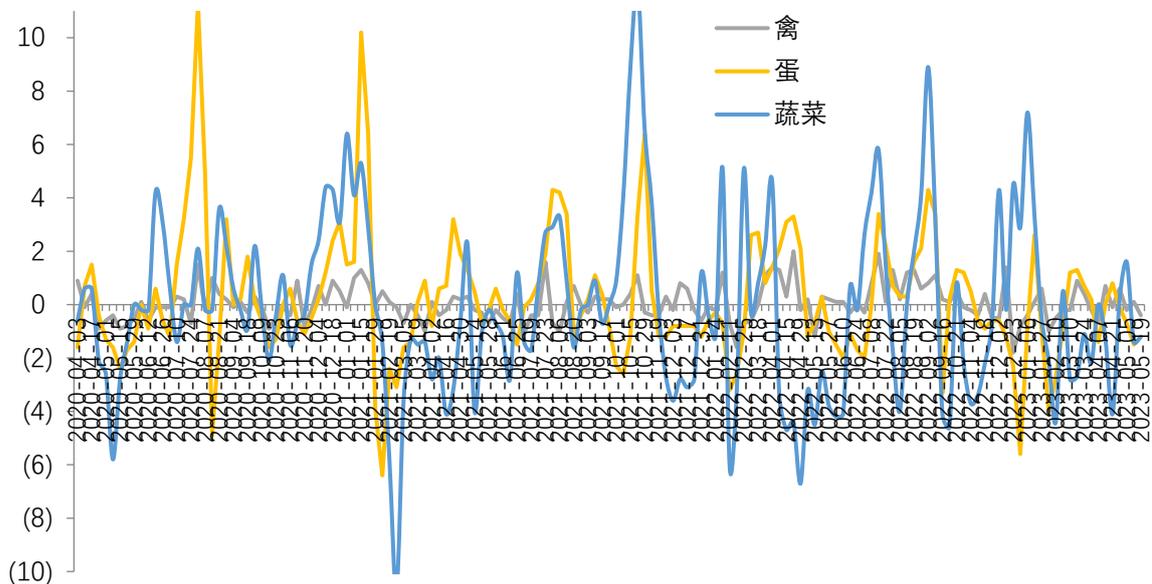
图 4：猪肉价格延续下降走势（全国，元/公斤）



资料来源：Wind，上海证券研究所

作为消费品价格篮子构成中权重最大的食品篮子，5月运行整体处于季节性低迷状态，尤其是蔬菜品种，表现最为显著。农副产品中的肉、蛋、禽品种，也随气候回暖价格运动有季节性低迷态势。

图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

综合各方面的因素看，按照固有的消费物价季节性运行规律，我们预计5月份消费品价格水平环比回落0.3，当月同比则为0.2，继续维持年中前后或跌破0至负值的判断不变，届时或迎来消费品

和工业品的“双负值”状态。2023年中国物价低迷主要是受基数效应和产业周期成熟影响，并非经济周期性概念中的“通缩”状态。

### 3 五月份宏观数据预测与解释

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对5月份的宏观经济数据预测数如下：

**表 1： 2023 年 5 月国内重要经济数据预测 (同比增长，除 PMI 外)**

预 计 公 布 日 期	项 目	本 月 预 测	上 月 实 际	上 月 预 测	去 年 同 期
5/31	PMI	49.5	49.2	51.5	49.6
6/1	财新 PMI	49.5	49.5	50.5	48.1
6/9	CPI 涨幅%	0.2	0.1	0.3	2.1
	PPI 涨幅%	-3.8	-3.6	-3.2	6.4
6/7	出口增速%	-3.7	8.5	13.8	16.4
	进口增速%	-7.9	-7.9	-1.3	3.5
	贸易顺差 (亿美元)	850	902.1	900	784.0
6/15	城镇固定资产投资-当年累计%	5.1	4.7	5.4	6.2
6/15	工业增加值%	5.8	5.6	8.5	0.7
	当年累计%	3.8	3.6	5.0	3.3
6/12	M2 增速%	12.0	12.4	12.5	11.1
	M1 增速%	5.1	5.3	5.1	4.6
	信贷新增 (10 亿元)	1800	718.8	600.0	1890
	信贷增速	11.8	11.8	11.8	11.0
	信用增速	9.9	10.0	9.9	10.5
6/15	消费增速%	13.8	18.4	16.5	3.1
	当年累计%	9.5	8.5	5.5	-0.7
7/17	2 季度 GDP 增速%	上月预测: 8.5		本月调整: 8.5	
	当年累计%	上月预测: 6.3		本月调整: 6.5	

资料来源: wind, 上海证券研究所

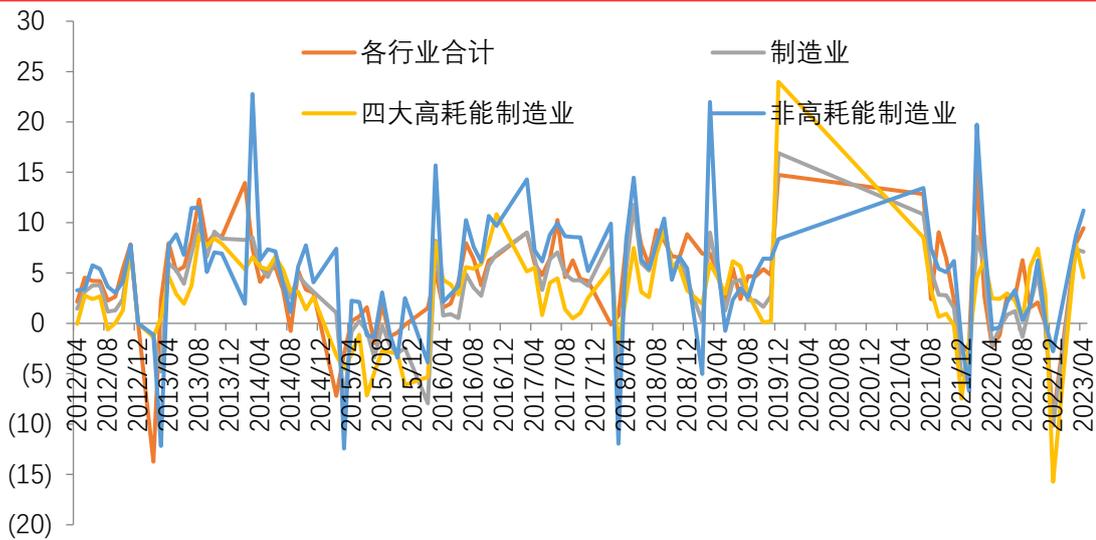
#### 3.1 电力消费回暖预示经济回升

2023年5月19日，中电联发布2023年1-4月全国电力市场形势报告。1-4月，全国全社会用电量28103亿千瓦时，同比增长4.7%，其中，4月份全国全社会用电量6901亿千瓦时，同比增长8.3%。分产业看，1-4月，第一产业用电量352亿千瓦时，同比增长10.3%，占全社会用电量的比重为1.3%，对全社会用电量增长的贡献率为2.6%；第二产业用电量18632亿千瓦时，同比增长5.0%，

占全社会用电量的比重为 66.3%，对全社会用电量增长的贡献率为 71.0%；第三产业用电量 4852 亿千瓦时，同比增长 7.0%，占全社会用电量的比重为 17.3%，对全社会用电量增长的贡献率为 25.3%；城乡居民生活用电量 4268 亿千瓦时，同比增长 0.3%，占全社会用电量的比重为 15.2%，对全社会用电量增长的贡献率为 1.1%。

1-4 月份，全国工业用电量 18342 亿千瓦时，同比增长 5.2%。全国制造业用电量 13794 亿千瓦时，同比增长 4.5%。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比增长 4.1%，其中，建材行业用电量同比增长 8.6%，有色行业用电量同比增长 4.9%，化工行业用电量同比增长 3.0%，黑色行业用电量同比增长 1.5%；高技术及装备制造业合计用电同比增长 6.4%，其中，电气机械和器材制造业、汽车制造业同比增长超过 10%，分别为 24.5%和 11.4%；消费品制造业合计用电同比增长 1.0%，其中，食品制造业、造纸和纸制品业、酒/饮料及精制茶制造业、农副食品加工业、纺织服装/服饰业实现正增长。

图 6：各行业用电增长反弹回升（当月同比，%）

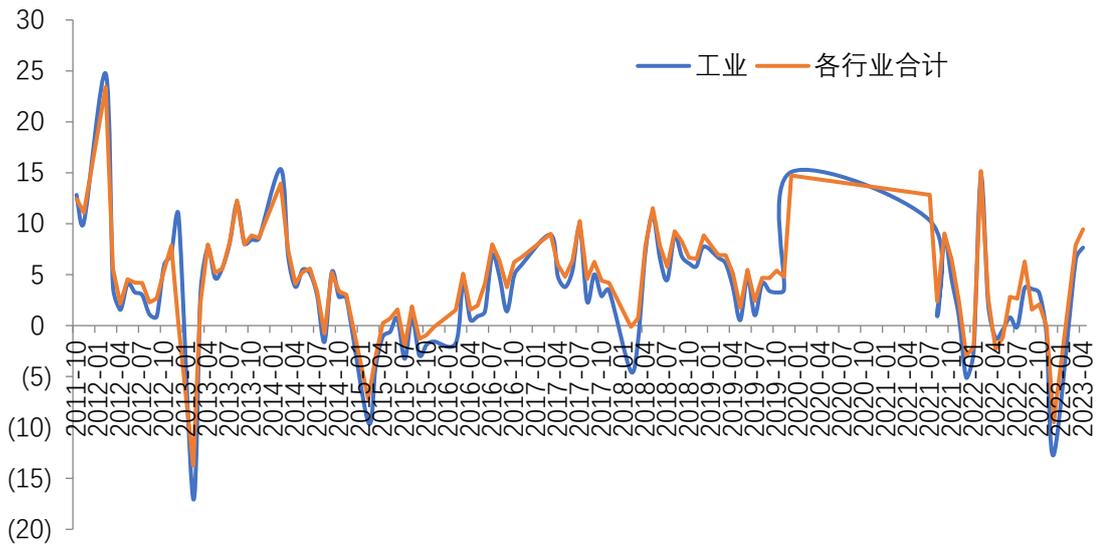


资料来源：Wind，上海证券研究所

4 月份，第一产业用电量同比增长 12.3%；第二产业用电量同比增长 7.6%；第三产业用电量同比增长 17.9%；城乡居民生活用电量同比增长 0.9%。

4 月份，全国工业用电量 4740 亿千瓦时，同比增长 7.7%。全国制造业用电量 3680 亿千瓦时，同比增长 7.1%。制造业中，四大高载能行业合计用电量同比增长 3.6%，高技术及装备制造业合计用电同比增长 13.4%，消费品制造业合计用电同比增长 8.4%。

图 7：工业和行业用电增长反弹回升（当月同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从电力市场的运行情况看，2023 年中国经济回暖复苏态势确立，经济持续回升的态势较为稳固，这印证了我们之前的判断：经济、社会正常化将带来经济回暖中的缓复苏。

### 3.2 工业、消费延续回升，投资延续平稳

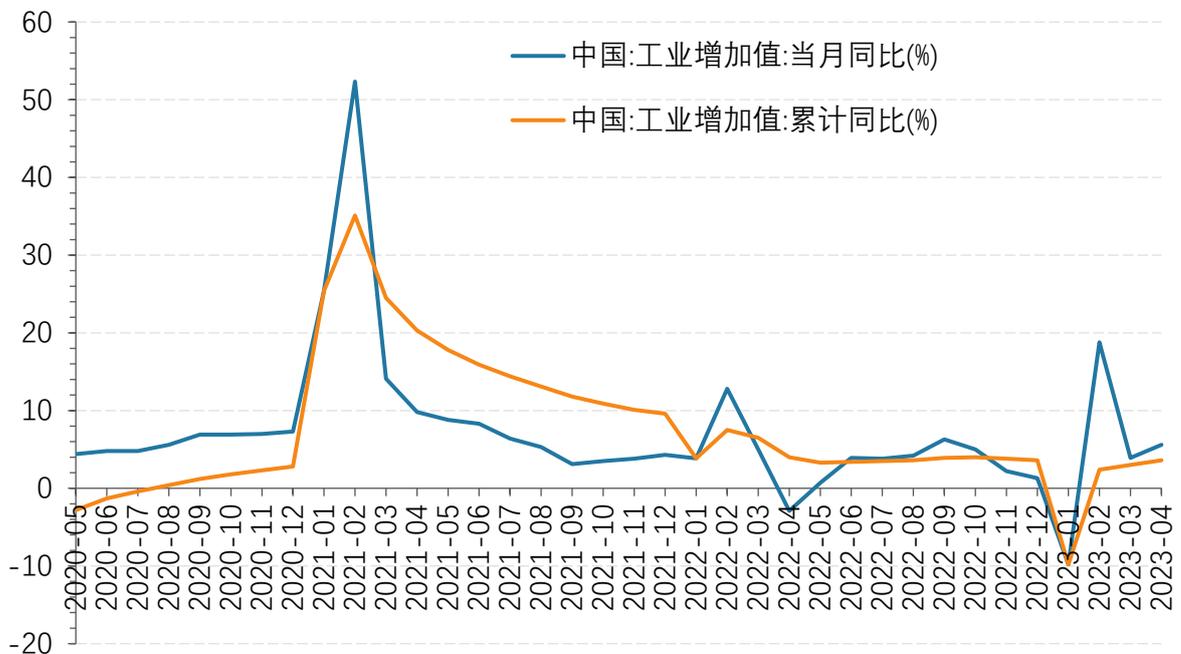
2023 年外贸发展平稳有序，高顺差态势依旧，消费回暖，投资平稳，从而带动了工业生产的企稳回升，中国国民经济和工业经济呈现了平稳回升态势。4 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.6%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，4 月份，规模以上工业增加值比上月下降 0.47%。1—4 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。

分行业看，4 月份，41 个大类行业中有 25 个行业增加值保持同比增长。其中，煤炭开采和洗选业下降 0.6%，石油和天然气开采业增长 5.5%，农副食品加工业下降 1.6%，酒、饮料和精制茶制造业增长 2.0%，纺织业下降 3.0%，化学原料和化学制品制造业增长 7.5%，非金属矿物制品业下降 0.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 4.3%，有色金属冶炼和压延加工业增长 7.4%，通用设备制造业增长 13.5%，专用设备制造业增长 9.1%，汽车制造业增长 44.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 9.5%，电气机械和器材制造业增长 17.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 1.8%，电力、热力生产和供应业增长 5.5%。

4 月份，工业企业产品销售率为 97.4%，同比提高 0.7 个百分点；工业企业实现出口交货值 11413 亿元，同比名义增长 0.7%。

我们认为，工业生产总体保持恢复态势，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力虽然存在但趋缓解，预计 2023 年中国工业经济平稳缓慢回升态势仍将延续。

图 8：中国工业经济增速平稳回升



资料来源：wind，上海证券研究所

中国消费市场恢复向好，城乡消费实现较快增长，市场销售增速继续加快。在消费场景恢复拓展，商品销售增势良好，升级类消费需求持续释放。随着相关促消费政策落地显效，居民消费意愿逐步增强，消费环境持续改善，消费场景不断创新拓展，消费市场有望延续恢复向好态势。

各项促消费政策不断显效及上年同期基数较低等因素作用下，4 月份，社会消费品零售总额 34910 亿元，同比增长 18.4%，增速比 3 月份加快 7.8 个百分点。

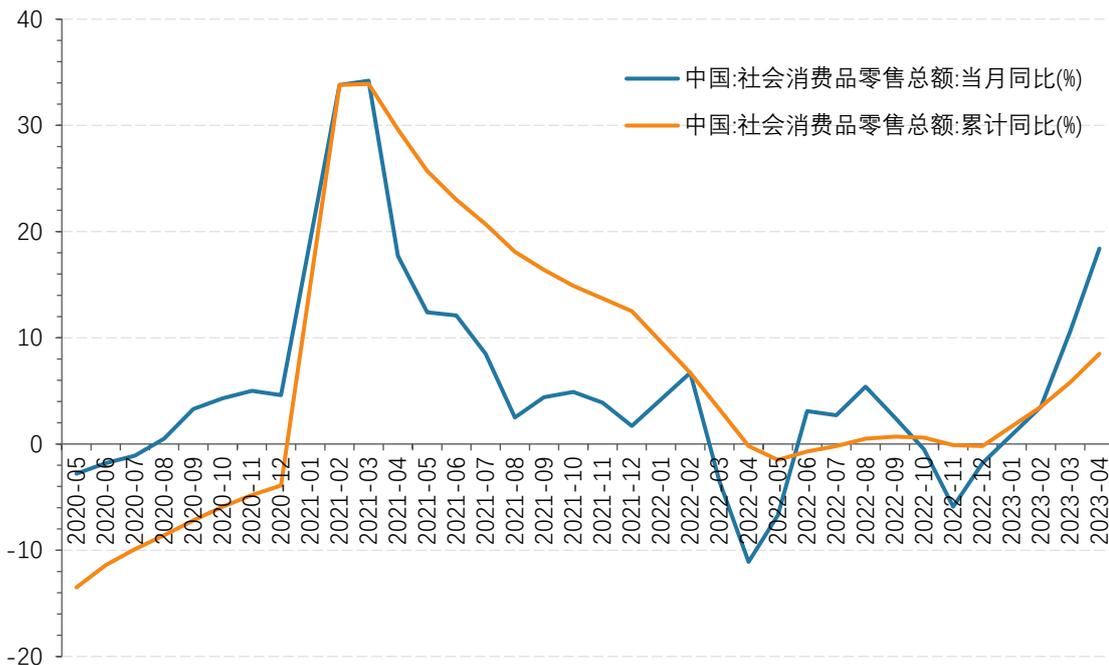
商品零售增长加快。4 月份，商品零售额同比增长 15.9%，增速比 3 月份加快 6.8 个百分点。从商品类别看，限额以上单位中八成商品类值零售额同比增长，七成商品类值零售额增速加快，其中穿类和用类商品零售增长较快。4 月份，限额以上单位穿类、用类商品零售额同比分别增长 32.4%和 19.3%。在用类商品中，汽车类商品零售额同比增长 38%，增速比 3 月份大幅加快。

餐饮等接触型消费快速增长。餐饮堂食、电影院等线下消费场景不断拓展，相关消费需求较快释放。4 月份，全国餐饮收入同比增长 43.8%，增速比 3 月份加快 17.5 个百分点；电影票房收入

28.7 亿元，同比增长四倍左右，增速比 3 月份大幅加快。

出行类相关服务消费大幅回升。4 月份，全国城市轨道交通客运量同比增长 95.8%。据测算，今年清明假期，国内旅游出游人次较 2022 年清明节当日增长 22.7%；“五一”假期，居民出行意愿大幅上升，带动旅游相关消费快速恢复，国内旅游收入同比增长 128.9%。

图 9：中国社会零售增长延续回升



资料来源: wind, 上海证券研究所

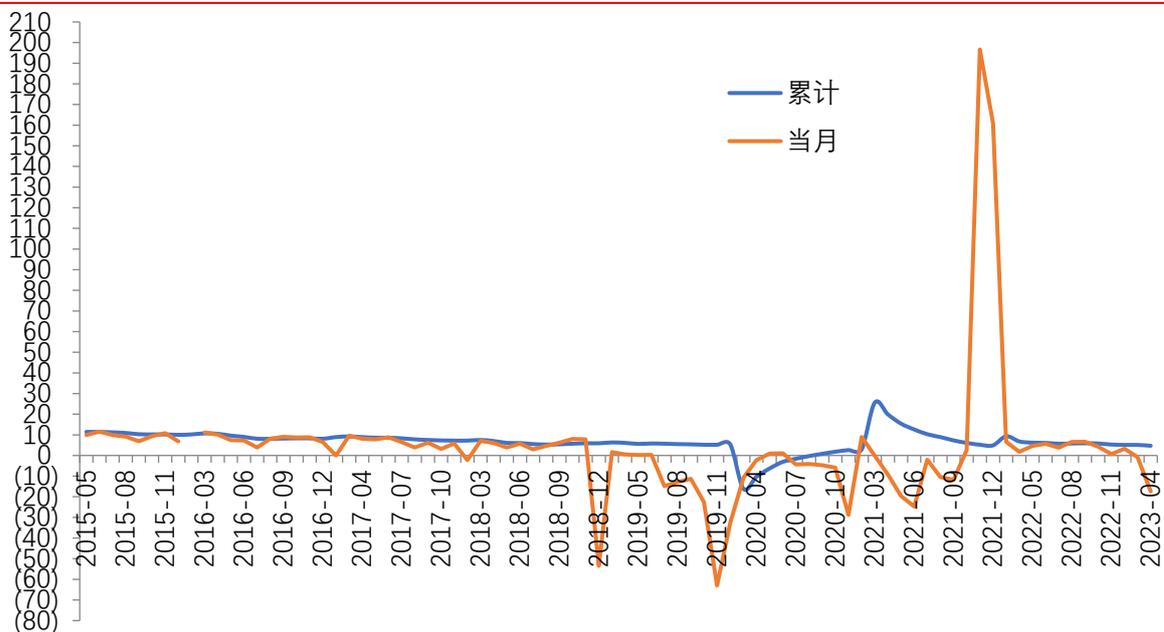
我们一直认为，投资是经济的第一增长动力。2023 年以来，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，深入贯彻落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量；因城施策用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼工作，推动固定资产投资稳定增长。1-4 月份，全国固定资产投资（不含农户）147482 亿元，同比增长 4.7%。其中，民间固定资产投资 79570 亿元，同比增长 0.4%。从环比看，4 月份固定资产投资（不含农户）下降 0.64%。

分产业看，第一产业投资 3199 亿元，同比增长 0.3%；第二产业投资 45675 亿元，增长 8.4%；第三产业投资 98609 亿元，增长 3.1%。第二产业中，工业投资同比增长 8.3%。其中，采矿业投资下降 2.2%，制造业投资增长 6.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长 24.4%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、

热力、燃气及水生产和供应业)同比增长 8.5%。其中,铁路运输业投资增长 14.0%,水利管理业投资增长 10.7%,道路运输业投资增长 5.8%,公共设施管理业投资增长 4.7%。

政府相关宏调部门多次向市场释放了促进经济增长的积极信号:进一步激发民间投资活力;持续释放房地产市场刚性和改善性住房需求,推进“保交楼”项目建设力度,逐步提振市场信心,不断巩固和拓展固定资产投资稳定增长的良好势头。在基础设施领域,政府也加大了重点项目落地建设的推进力度,各地都在争取建设项目尽早形成实物工作量,促进增长。因此,我们预计,2023 年中国投资增长将呈现平稳趋升态势。

图 10: 中国固定资产投资增长平稳态势延续 (% , 月)



资料来源: wind, 上海证券研究所

## 4 宏观数据对经济和资本市场的影响

### 4.1 经济信心平稳, 提升货币回落概率

我们在上期的宏观数据月度预测报告(5月4日,《通胀、货币回落,经济续升》)中曾指出,基于4月28日中央政治局经济分析会基调和经济回暖态势,我们认为未来宏调政策前景仍将平稳为主,促进经济成长 and 高质量发展的政策体系,仍将进一步完善,经济回暖中缓回升态势将延续。

对经济运行格局,经济回升态势形成已成市场和宏调部门的

共同看法；综合来看，中国经济回暖中政策维持平稳，伴随经济和社会生活的全面恢复正常，市场经济信心逐步趋恢复。

经济持续回暖并没有改变市场对物价前景的预期，稳中趋升仍是市场主流看法，我们对物价和市场存在预期差，我们认为中国通胀前景将延续稳中趋降态势，PPI 将延续 3-6Q 的萎缩态势，或在年中前后迎来 CPI 和 PPI 双负的局面。我们在《经济短期前景的市场信心提升》（2023 年 5 月 5 日）报告中曾指出，按照彭博社 2023 年 4 月时对中国经济进行的 POLL，对于具有政策风向标的货币增长前景，稳中趋降的市场预期不变，但受近期高增速影响，市场提升了货币增速水准；对货币政策环境变化的预期，按照通常的政策力度和节奏，市场主流预期认为年内仍有 1 次降准，时间窗口为 Q4，降息预期仍不存在。与市场预期不同，我们认为未来 2-4Q 内降息、降准都或发生。

#### 4.2 经济回暖筑就资本市场平稳基础

宏观环境变化，为我国资本市场运行步入平稳回暖的新阶段奠定了基础，受海外政策变动和市场预期变化影响，波动性短期或上升。

尽管中美间利差仍有扩大趋势，但我们仍然坚持认为，伴随着美联储加息接近尾声，利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退，其它因素对汇率走势的影响重要性将逐渐上升。在全球利率体系趋稳后，通货膨胀差对汇率的影响将很快体现，流动性强的金融资本对通胀差影响的敏感性将上升；更为重要的是，经济发展前景差异对国际资本的趋势性影响，将再度成为汇率的方向性影响力量。市场对经济前景信心的波动，或将成为影响汇率短期波动的因素。

人民币汇率回升前景有利中国资本市场持续回暖。我们认为，汇率走势主导因素或转向经济和通胀，当前的波动不改 2023 年人民币汇率重拾升势的中长期运行趋势，人民币汇率将因中国经济更为良好的增长前景和更平稳的物价，结束 2022 年的弱势，再现稳中偏升的趋势。中国经济和社会生活的全面正常化后，经济回暖下的缓复苏进程不变，政策预期平稳，在市场对地缘政治事件和房地产问题的适应性上升情况下，资本市场平稳中回暖、波动中上“扬”是大概率事件。

## 5 风险提示：

**俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。