

理解总需求政策

——5月复盘与6月展望

核心内容:

在上期报告《盈利底与社融顶：4月复盘与5月展望》中，我们提出企业盈利见底但不回升、需求政策没有增量的两个问题。这个月越来越多的人开始呼吁总需求政策，这里就又引出了三个问题，一是为什么在4月就把宏观调控的重心从需求侧切换到供给侧？二是总需求政策的有效性或者时滞性，也就是前期投放的货币等政策到什么时候才会见效？三是总需求政策的必要性，或者说，中国经济非要政策的支持与引导，只靠内生力量就不行吗？

第一个问题，宏观调控的重心从需求侧切换到供给侧的创新自主与安全，并不是说短期压力不重要，而是要从全球战略竞争格局来看。对于一个被全方位遏制、围堵、打压的经济体或者企业而言，生存问题是首要的，生活问题和发展问题只能退而求其次。

第二个问题，通胀是货币的问题或供给的问题，但通胀是信心与意愿的问题。相比于凯恩斯说的货币政策像“马缰绳”能控制通胀却不能应对通缩，各国央行所说的“需求端存在时滞”反而是一种相对乐观的说法。财政政策又面临着预算约束和债务约束，灵活性低于货币政策。所以说，还是要等工业品去库存逐渐完成（预计 Q3）、美欧停止加息后中国出口到达真正底部（预计 Q4）、居民的消费意愿与购房意愿、民营企业投资意愿等进一步修复之后，前期投放的货币才会通过乘数效应数倍驱动总需求的增长，这也能通过收入增长、债务压力缓解等扩大财政政策空间。

第三个问题，中国经济仍然有巨大的潜力。首先面对“卡脖子”问题，我们更应该相信市场内生的力量能够战胜人为的逆全球化。产业链体系一旦成型，制裁往往只是拖时间。手机、新能源汽车、光伏都是；芯片还在抗争之中，但相信也会逐渐找到解决方案。“任何打不倒我的都会使我更强大”。其次，中国常住人口城镇化率 65.22%（2022 年），户籍人口城镇化率 46.7%（2021 年），还有很大提升空间，城市群、都市圈、县域经济仍然潜藏着巨大的发展潜力，这是库兹涅茨周期的主要驱动力量。第三是中国人勤劳、智慧、多元包容，为什么人均 GDP 只有发达经济体的 1/3 到 1/6，差的是圈子、平台、资源，这也是巨大的提升空间。第四中国企业正在从全球产业链中间的加工环节向上游的研发与设计、下游的营销与服务等高附加值环节切换，这需要一定时间、一定代价，但也是成为世界一流企业的必经之路。第五是人口层面，疫情的影响消退，生育政策已经形成体系并进入执行层面。很多很多，这几十年来，中国经济一直是在解决问题和克服困难中度过的。

结论就是，尽管存在短期的压力，但我们对中国经济长期乐观。而且，周期永不眠，短期压力也会在中充分定价。当一个多月前说的利空逻辑和现在说的利空没有什么区别的时候，就是一个信号。

分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

研究助理: 于金潼

特此鸣谢: 吕雷、铁伟奥

风险提示:

1. 政策时滞的风险
2. 持续通缩的风险

目 录

一、全球资产复盘与外部环境变化.....	3
二、中国资产复盘与经济周期定位.....	5

一、全球资产复盘与外部环境变化

美国名义利率：5月4日美联储加息25BP后，美国10年期国债收益率从3.37%最高升至5月25日的3.83%，5月31日收于3.64%。

美国实际利率与黄金：5月以来美国10年期TIPS收益率从1.2%升至1.5%，伦敦金从2040美元/盎司回落至1960美元/盎司。

美元指数与USDCNY：5月美元指数从101.4上升至104.2，USDCNY从6.9调至7.1。

图 1：美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率



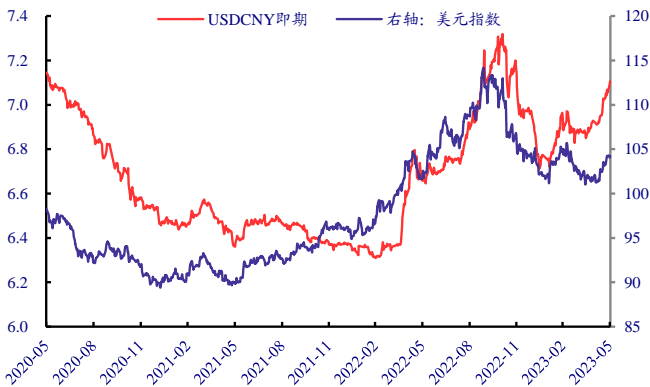
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：美国 10 年期通胀保值国债（TIPS）收益率与黄金价格



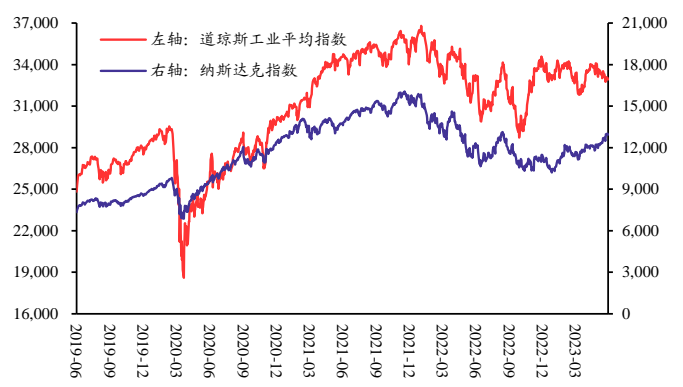
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：美元指数与 USDCNY 即期汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美股纳斯达克指数与道琼斯指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

全球股市：5月美股纳指、日经指数、韩国指数收正，美股道指、欧洲股指出现调整，A股、港股、中概股等连续调整。

国内外工业品：5月布伦特原油价格运行在72至78美元/桶之间，相对低位。此外，铜价、国内螺纹钢等都出现进一步调整，CRB工业指数明显回落，反映了全球经济衰退预期强化、国内经济复苏不及预期等。

图 5: 2022 年 11 月以来全球风险资产月度涨幅以及 2023 年以来累计涨幅 (截至 5 月 31 日)

资产价格月度涨幅: %		2022M12	2023M1	2023M2	2023M3	2023M4	2023M5	2023年以来 涨幅
A股 港股	万得全A	-2.1	7.4	-0.4	-0.1	-0.8	-3.3	1.5
	上证综指	-1.9	5.4	0.3	0.5	1.9	-3.6	7.6
	沪深300	0.6	7.4	-3.1	0.2	-0.2	-5.7	4.1
	创业板指	0.3	10.0	-7.1	-0.4	-2.4	-5.6	-0.9
	恒生指数	8.7	10.4	-10.3	2.3	-2.0	-8.3	0.6
亚太	日经225指数	-6.9	4.7	0.0	2.3	3.9	7.0	10.6
	韩国综合指数	-8.1	8.4	-1.5	3.1	2.0	3.0	11.9
	富时新加坡指数	-0.8	3.5	-3.4	-0.1	0.4	-3.4	0.6
美股	万得中概股100指数	10.6	18.5	-10.7	4.2	-10.3	-8.8	-0.1
	道琼斯指数	-2.1	2.8	-3.1	1.2	3.8	-3.5	2.9
	标普500	-3.0	6.2	-1.2	3.2	2.9	0.2	8.6
	纳斯达克指数	-4.7	10.7	0.5	6.6	1.8	5.8	16.8
欧股	英国富时指数	-0.8	4.3	1.2	-3.8	3.3	-5.4	5.6
	法国CAC40指数	-2.9	9.4	2.6	0.4	3.1	-5.2	15.7
	德国DAX指数	-3.0	8.7	1.6	1.6	2.6	-1.6	14.4
大宗 商品	CRB工业指数	0.8	0.1	-1.7	-0.3	1.4	-5.3	-3.5
	布伦特原油	2.9	-2.7	-2.6	-3.8	0.8	-8.3	-9.1
	LME铜	4.2	10.8	-2.5	2.2	-4.5	-5.6	2.7
	螺纹钢	8.7	1.4	-1.4	-1.0	-11.8	-6.0	-10.4
	伦敦金	4.2	5.8	-5.0	8.4	0.5	-1.4	9.2
汇率 利率	美元指数	-3.1	-1.3	2.7	-2.0	-0.5	2.5	-1.8
	中债国债总财富指数	0.6	0.0	0.1	0.6	0.7	0.7	1.4

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

对于下一阶段的外部环境变化, 我们有以下五点判断:

1. 美国劳动参与率持续提升, 劳动力市场缺口趋于缩小, 既有助于通胀率缓和, 也有助于经济软着陆。4月失业率3.4%, 劳动参与率维持62.6%, 距离疫情前的63.3%还有0.5个百分点, 时薪同比4.4%, 其中私人服务时薪回落, 但商品生产时薪相对稳定。

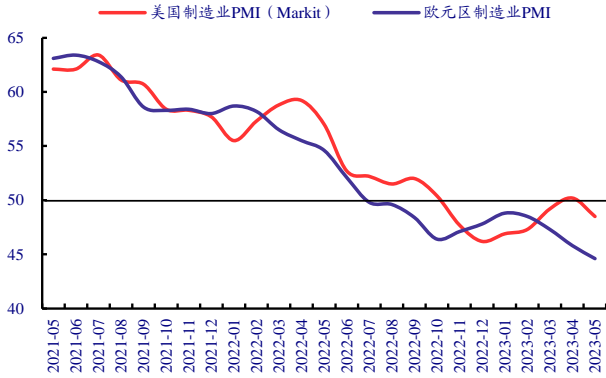
2. 美国经济下行至四季度见底, 全年为正增长。高利率的主要影响集中在金融房地产和信息技术部门; 而劳动力市场偏紧、劳动薪资保持较高增速, 支撑了占美国GDP绝大比例的消费的韧性, 也是美国经济软着陆的主要力量。美联储5月SEP预期2023年美国经济增长速率为+0.4%, 2024年为+1.9%。

3. 美国通胀率下行, 但核心通胀压力仍在。今年美国CPI已经从6.4%降至4月的4.9%; 但核心CPI持续在5.6%至5.6%左右; 下半年美国CPI预计下降至3.5%左右, 同时考虑到经济仍有韧性, 因此年内降息仍有不确定性。

4. 由于通胀压力更大, 欧央行比美联储更鹰派。今年欧元区HICP已经从8.6%下降至4月的7.0%, 但核心HICP又再次回升至5.6%至5.7%的较高水平, 预计欧央行6月仍将加息25BP。因此美元指数短期走强反映的是美联储降息预期的修正, 未来仍将回归下行。

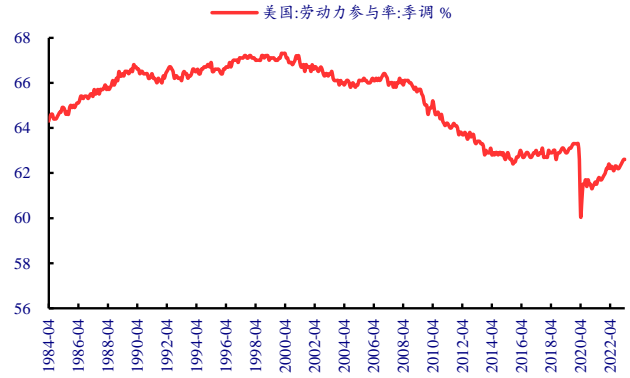
5. 海外银行业风险对中国的影响。商业银行的信贷派生还是会受到影响, 对实体经济的影响在下半年才会陆续出现。从经常账户来看, 美国与欧元区在今年底明年初陆续见底也将形成中国出口的真正底部; 金融账户层面, 5月美国利率与美元指数反弹之后, 中美利差倒挂程度仍将趋于收窄, 人民币贬值压力缓解, 有利于人民币资产重估与FDI流入。

图 6: 美国制造业 PMI 回落, 欧元区制造业 PMI 进一步下行



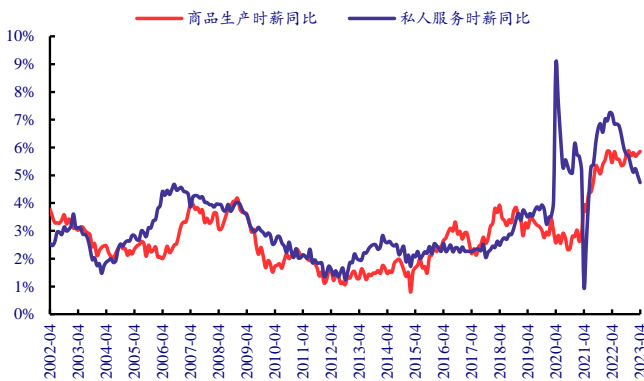
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 美国 4 月劳动参与率维持在 62.6%, 距离疫情前还有 0.5pct.



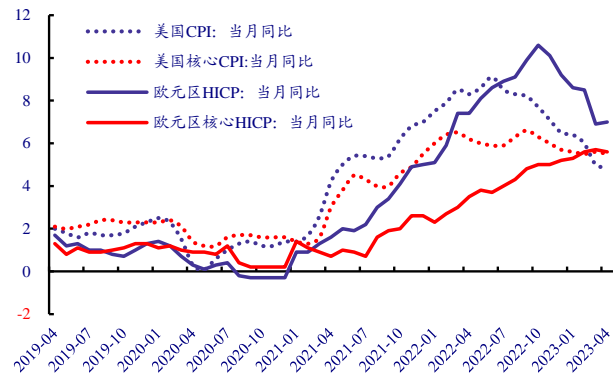
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 美国服务时薪增速回落, 商品生产时薪增速维持高位



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 美国与欧元区的通胀率与核心通胀率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、中国资产复盘与经济周期定位

A 股表现与行业风格: 由于经济复苏不及预期, 政策力度减弱, 5 月 A 股年内最大幅调整。分行业来看, 年内涨幅显著的 TMT 板块仍然相对稳定, 4 月涨幅显著的特色估值体系明显降温, 石油石化、建筑、金融等由涨转跌。

利率方面: 5 月 31 日商业银行同业存单收益率 (AAA) 收于 2.40 (5 月 4 日为 2.56%), 10 年期国债收益率收于 2.72% (5 月 4 日为 2.77%), 都延续着下行趋势。

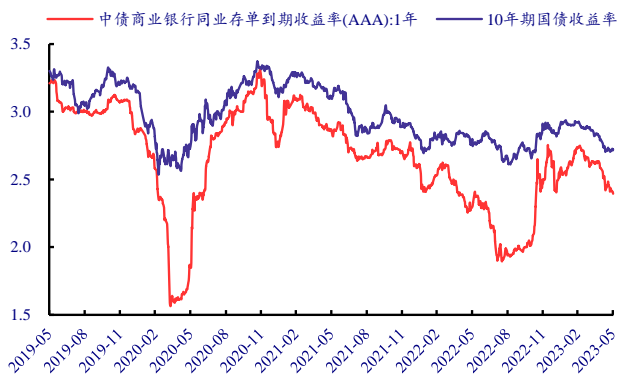
货币与金融政策: MLF 利率、LPR 从去年 8 月之后就再也没有下降。5 月 16 日更新的 2023 年一季度金融机构平均贷款利率降至历史新低。4 月 M2 增速降至 12.4% (前值 12.7%), 连续第 2 个月降速; M1 增速反弹至 5.3% (前值 5.1%)。信用方面, 中长期贷款余额增速从 2022 年 11 月的 10.2% 升至 2023 年 4 月 12.8%, 社会融资余额增速持平前值 10.0%, 其中人民币贷款、政府债余额增速持平前值, 企业债余额增速进一步回落。

图 10: 2022 年 11 月以来 A 股主要板块月度涨幅以及 2023 年以来累计涨幅 (截至 5 月 31 日)

指数	日期	2023 年以来 指数涨幅	2023M05 涨幅	2023M04 涨幅	2023M03 涨幅	2023M02 涨幅	2023M01 涨幅
基准	上证50	-5.4%	-6.9%	0.6%	-2.7%	-2.5%	6.6%
	沪深300	-1.9%	-5.7%	-0.5%	-0.5%	-2.1%	7.4%
	中证500	3.1%	-3.1%	-1.6%	-0.3%	1.1%	7.2%
中信一级行业	石油石化	9.1%	-7.3%	6.2%	0.8%	1.9%	7.8%
	煤炭	-5.5%	-7.6%	-1.5%	-4.1%	2.8%	5.3%
	有色金属	-2.4%	-7.8%	-1.0%	-3.8%	-3.2%	14.8%
	电力及公用事业	7.7%	3.6%	2.0%	-2.1%	1.8%	2.2%
	钢铁	-2.7%	-4.6%	-2.0%	-7.3%	4.3%	7.7%
	基础化工	-10.3%	-4.7%	-7.5%	-6.5%	0.1%	8.7%
	建筑	12.0%	-9.3%	10.8%	2.6%	3.0%	5.4%
	建材	-10.9%	-7.6%	-5.1%	-6.6%	0.1%	8.7%
	轻工制造	-3.5%	-2.4%	-4.3%	-6.8%	6.4%	4.3%
	机械	4.5%	-0.4%	-2.2%	-4.1%	1.7%	10.1%
	电力设备及新能源	-7.9%	-3.9%	-4.0%	-4.9%	-5.1%	10.6%
	国防军工	0.8%	-1.1%	-1.2%	-3.8%	1.0%	6.2%
	汽车	-2.7%	-0.1%	-6.0%	-5.8%	-1.2%	11.3%
	商贸零售	-6.1%	-6.3%	-1.3%	1.3%	1.0%	-0.7%
	消费者服务	-25.0%	-13.0%	-9.0%	-2.6%	-1.3%	-1.4%
	家电	3.9%	-7.4%	2.4%	0.1%	1.2%	8.3%
	纺织服装	-0.4%	-2.1%	-1.3%	-6.3%	5.5%	4.2%
	医药	-0.9%	-2.8%	0.2%	-3.7%	0.2%	5.6%
	食品饮料	-9.3%	-7.8%	-5.8%	-1.7%	1.0%	5.2%
	农林牧渔	-12.4%	-10.1%	-4.1%	-1.8%	0.4%	3.1%
	银行	0.5%	-1.6%	4.6%	-1.6%	-3.7%	3.1%
	非银行金融	3.6%	-5.0%	6.5%	-3.3%	-2.5%	8.7%
	房地产	-14.7%	-6.6%	-2.6%	-7.0%	-2.2%	3.1%
	交通运输	-4.4%	-6.2%	1.2%	-0.2%	-0.7%	1.6%
	电子	12.6%	1.5%	-5.1%	7.3%	0.2%	8.7%
	通信	32.8%	0.6%	2.4%	9.1%	8.2%	9.2%
	计算机	30.6%	1.0%	-6.8%	16.9%	5.3%	12.7%
	传媒	46.0%	-4.4%	13.7%	22.2%	4.4%	5.2%
	综合	-10.5%	0.1%	-8.1%	-7.1%	2.4%	2.3%
	综合金融	0.9%	-0.5%	-2.5%	-4.9%	4.4%	4.8%

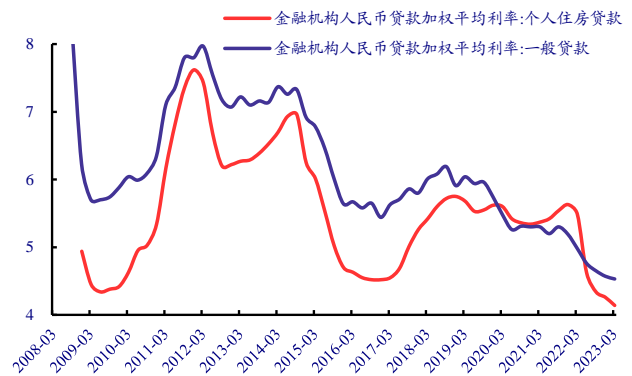
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

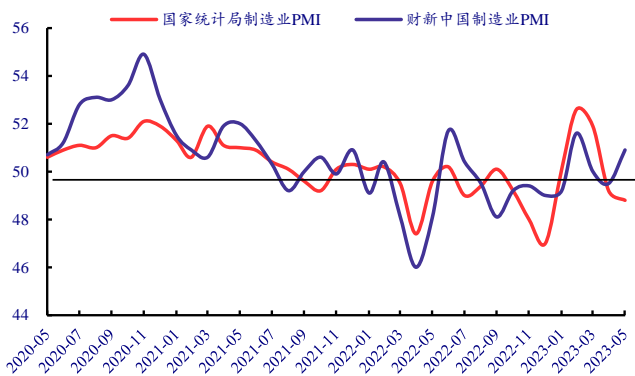
图 12: 中国人民币贷款加权平均利率: 住房贷款与一般贷款



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

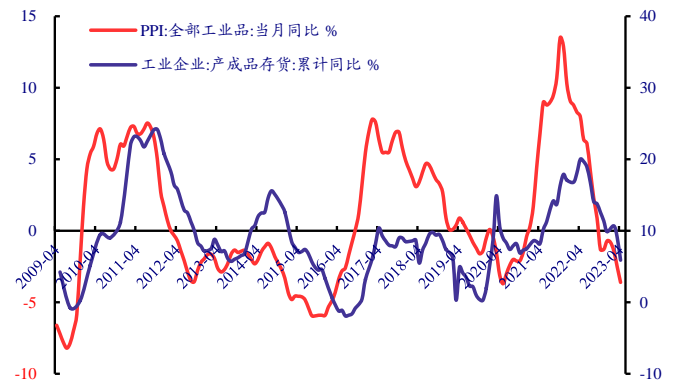
经济仍在探底：目前去库存已经经历了三个季度（2022Q2 形成了产成品库存增速的峰值），从历史经验来看，库存周期预计将在两个季度左右见底。下一阶段的变化来自于三个方面。一是前期的融资，在下半年逐渐形成居民消费与购房，或企业投资等有效需求之后，再通过乘数效应数倍驱动总需求的增长。其中的关键，是居民对住宅价格的预期要转变成稳中有升，这决定了居民购房意愿；以及企业对未来盈利预期也要变成见底回升，这决定了民间投资意愿。二是工业产成品完成去库存，开启库存周期的底部回升，尤其是汽车、电子、房地产下游等。当然库存去化进度也取决于市场预期和有效需求恢复的程度。三是随着美欧货币当局陆续停止加息，银行危机冲击逐渐缓解，全球经济见底回升，加之中国出口多元化的支撑，使得中国出口确定进入上行周期。

图 13: 5 月中采、财新制造业 PMI



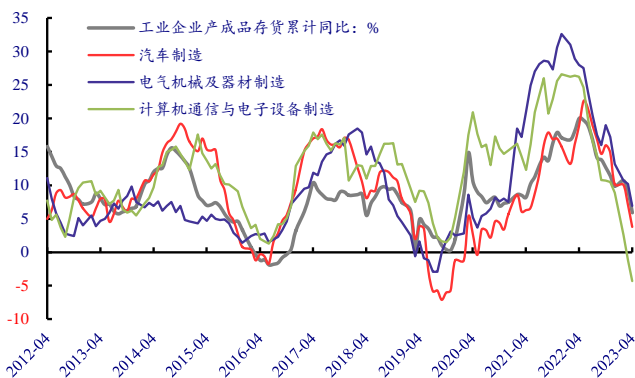
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 工业产成品库存增速与 PPI 增速



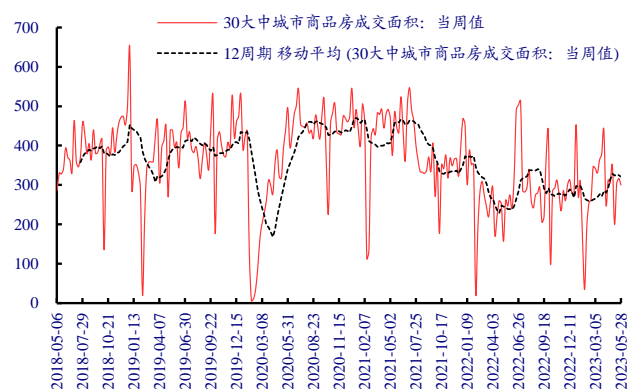
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15: 工业企业以及汽车、电子、电气机械等行业去库存进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 30 城商品房成交面积: 4 月有所降速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美国 10 年期与 1 年期国债名义收益率	3
图 2: 美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率与黄金价格.....	3
图 3: 美元指数与 USDCNY 即期汇率.....	3
图 4: 美股纳斯达克指数与道琼斯指数	3
图 5: 2022 年 11 月以来全球风险资产月度涨幅以及 2023 年以来累计涨幅 (截至 5 月 31 日)	4
图 6: 美国制造业 PMI 回落, 欧元区制造业 PMI 进一步下行.....	5
图 7: 美国 4 月劳动参与率维持在 62.6%, 距离疫情前还有 0.5pct.	5
图 8: 美国服务时薪增速回落, 商品生产时薪增速维持高位.....	5
图 9: 美国与欧元区的通胀率与核心通胀率对比	5
图 10: 2022 年 11 月以来 A 股主要板块月度涨幅以及 2023 年以来累计涨幅 (截至 5 月 31 日)	6
图 11: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单利率.....	6
图 12: 人民币贷款加权平均利率: 住房贷款与一般贷款.....	6
图 13: 5 月中采、财新制造业 PMI.....	7
图 14: 工业产成品库存增速与 PPI 增速	7
图 15: 工业企业以及汽车、电子、电气机械等行业去库存进度.....	7
图 16: 30 城商品房成交面积: 4 月有所降速	7

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn