

经济增速低于预期，创新赛道有亮点

宏观经济与市场形势分析

2023年6月9日

证券分析师：

胡少华，执业证书编号：S0630516090002

刘思佳，执业证书编号：S0630516080002

联系人：高旗胜

邮箱：gqs@longone.com.cn



目录

第一部分 经济增速低于预期，政策端可能会加码

第二部分 美国加息周期尾声，商品承压风险增加

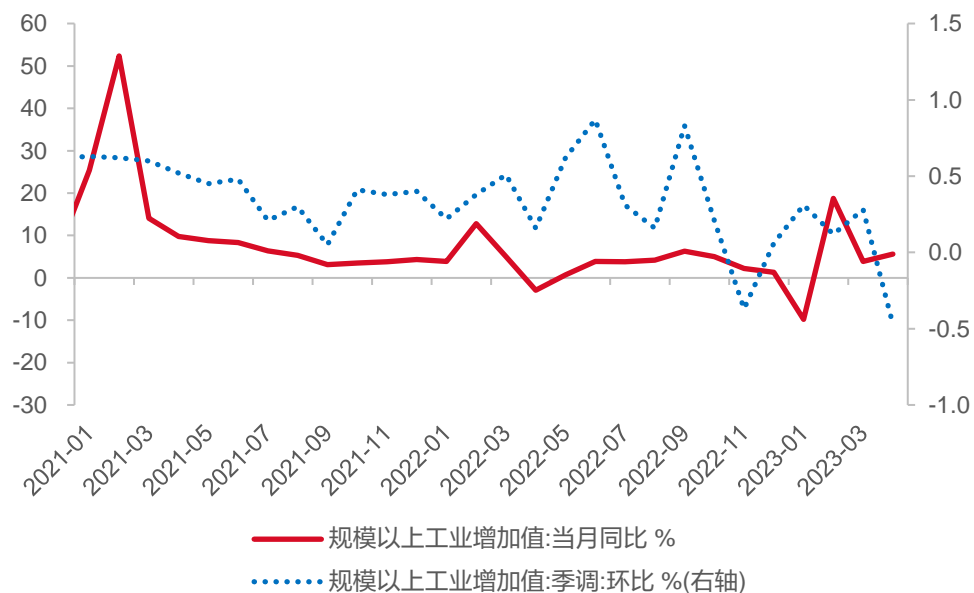
第三部分 资本市场周期向好，需提振信心增人气



1.1. 制造业动力不足

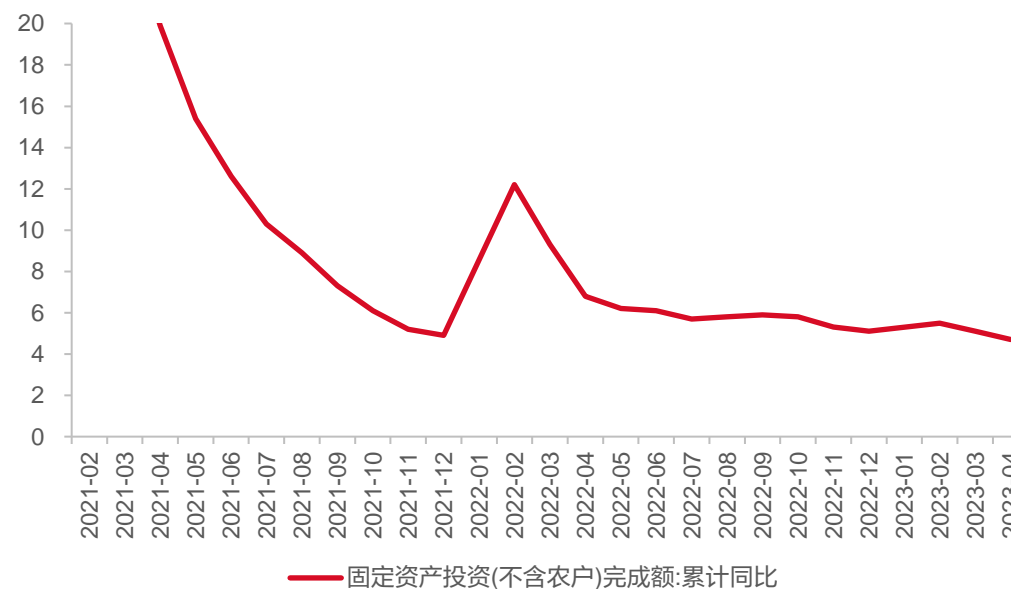
- 一季度经济恢复较好，GDP不变价同比4.5%，高于Wind一致预期的4.0%，但内生动力不足。
- 4月经济数据低于预期。工业增加值同比增长5.6%，上月3.9%，但环比仅-0.47%。固定资产投资累计同比4.7%，上月5.1%。社会消费品零售总额同比增长18.4%，上月10.6%。

工业增加值在低基数下同比回升，但环比下降，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

投资意愿不足，固定资产投资累计同比继续下行，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

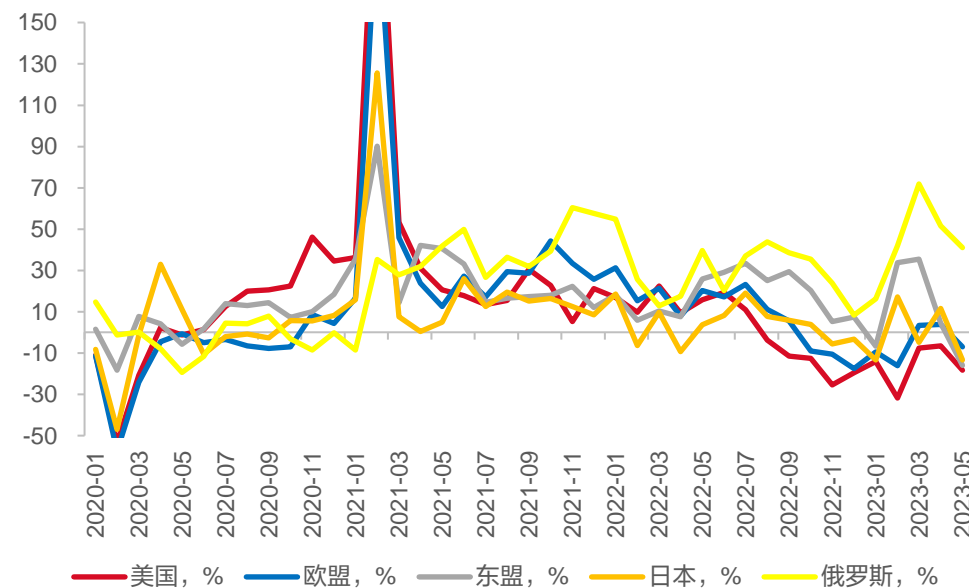
出口超预期有难度

- 出口超预期有难度。5月出口增速-7.5%，4月8.5%，3月14.8%，在高基数下难以继续保持高增速。汽车、船舶出口较好，但其他产品支撑力不足。
- 对东盟欧盟美日出口均出现较大幅度下降，俄罗斯保持高增但规模有限。

出口增速，%



对东盟欧盟美日、俄罗斯出口增速，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

资料来源：海关总署，东海证券研究所

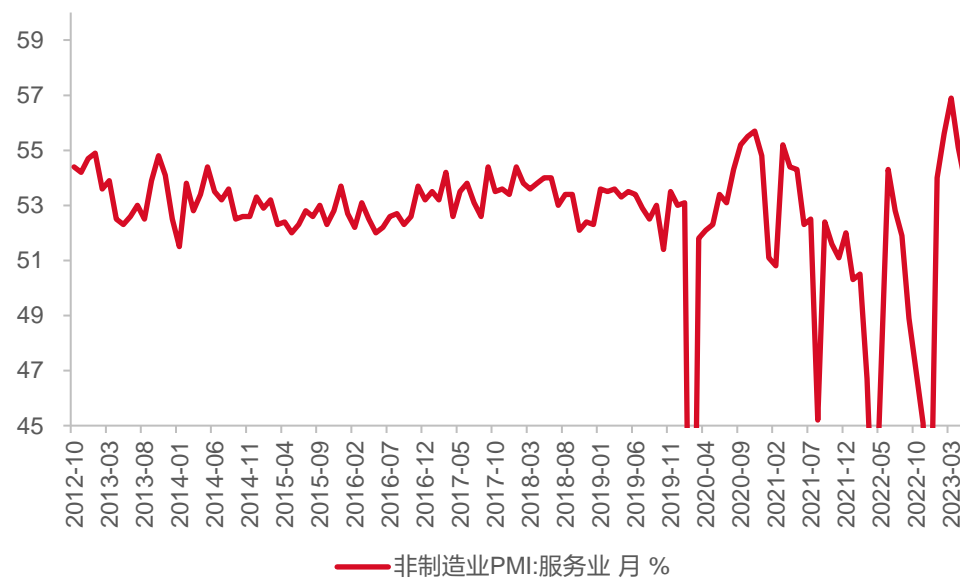
服务业恢复较好

- 服务业表现较好。4月，服务业生产指数同比已经回升到13.5%，上月9.2%。

服务业生产指数，%



服务业PMI，%



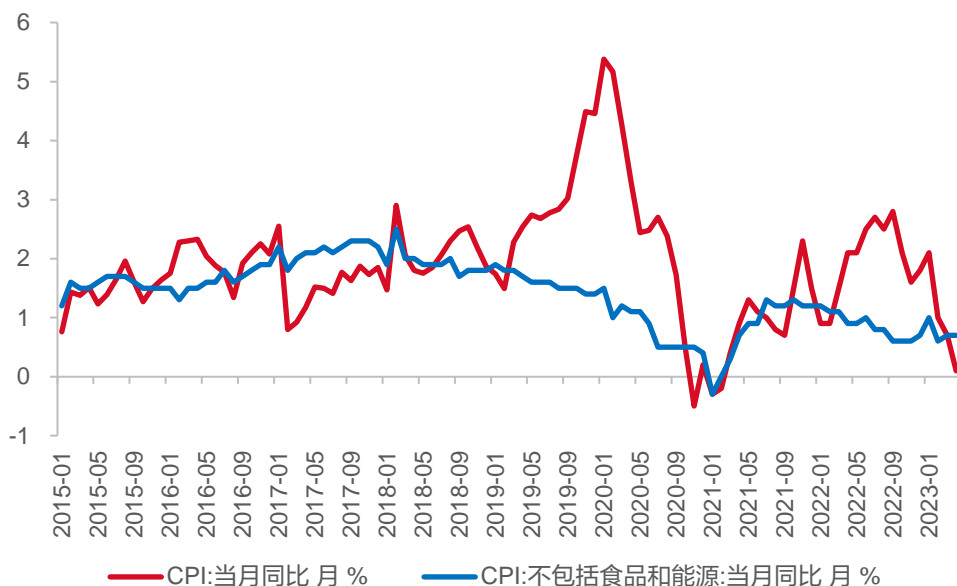
资料来源：海关总署，东海证券研究所

资料来源：海关总署，东海证券研究所

1.2. 需求不足，价格下行

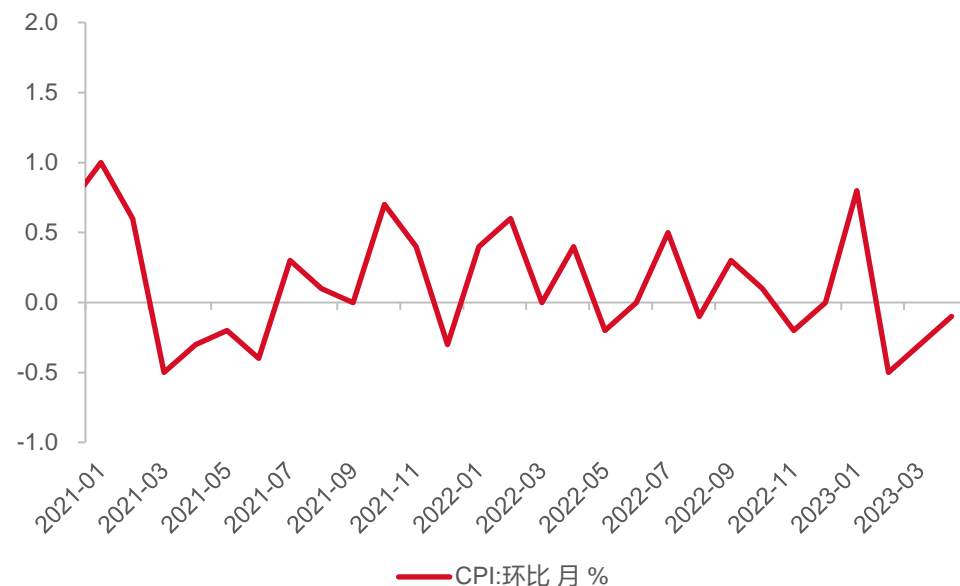
- 物价指数超预期下行。5月CPI同比0.2%，上月0.1%，上上月0.7%。但核心CPI保持稳定，4月同比0.6%，上月0.7%，上上月0.7%。环比跌幅有所收窄，4月环比-0.1%，上月-0.3%，上上月-0.5%。
- 展望2023年，国内需求复苏下，核心通胀有回升的可能，基数影响消除后，CPI可能会有小幅抬升。

CPI当月同比继续下行，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

CPI环比跌幅收窄，%

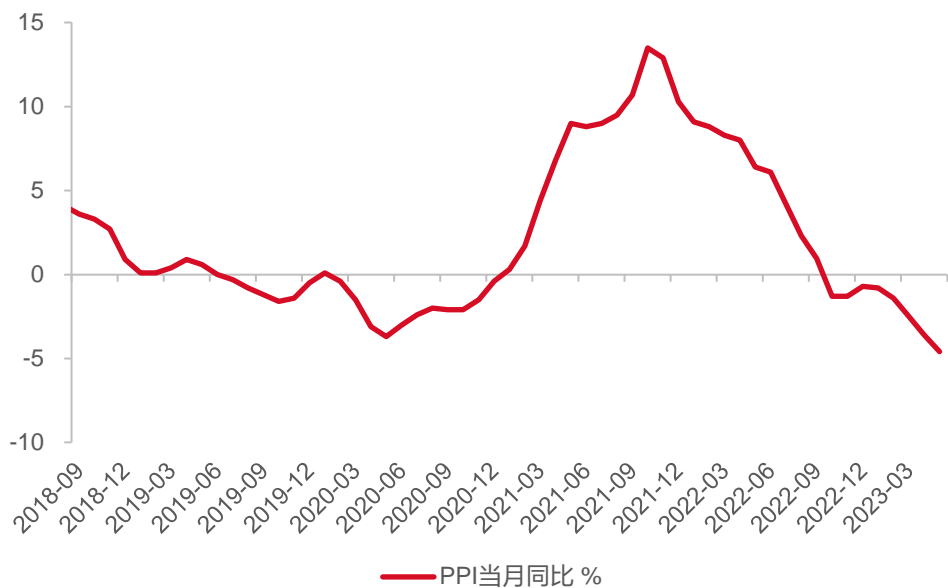


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

PPI短期可能继续下探

- **PPI下行与国际商品需求不旺有一定关系。**2023年海外需求明显回落，以国际定价为主的商品价格下行概率大于上行概率，而国内水泥、煤炭等价格较难大涨。同时去年基数又较高。5月PPI同比-4.6%，上月-3.6%，上上月-2.5 %。

PPI同比可能会继续下探，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

国际大宗商品价格偏弱，CRB指数继续下行



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

商品价格偏弱

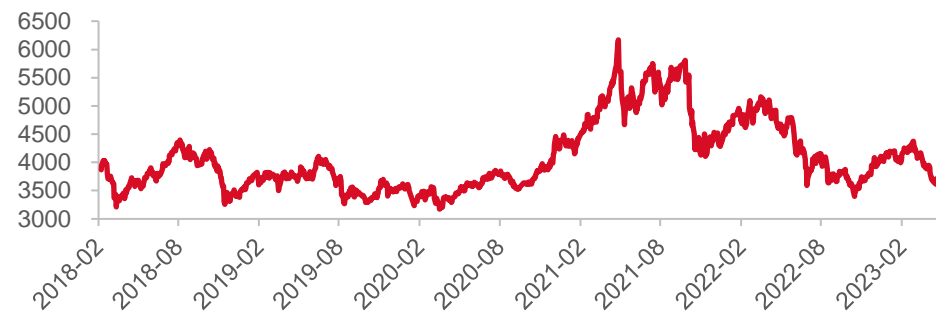
- 商品价格总体趋于下行。

期货收盘价：WTI原油，美元/桶



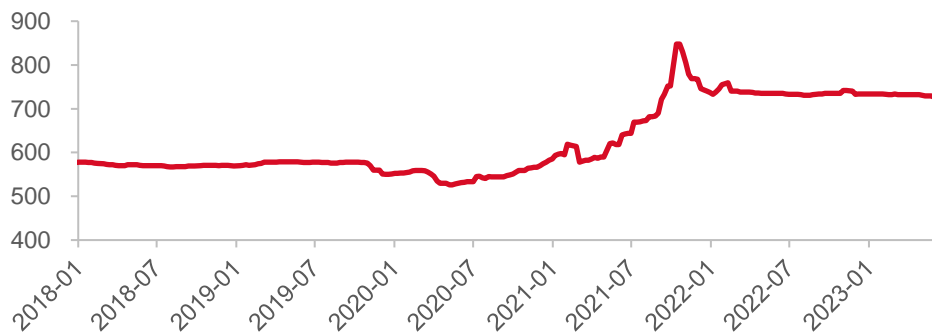
——期货收盘价(活跃合约):NYMEX轻质原油 日 美元/桶

期货收盘价：螺纹钢，元/吨



——期货收盘价(活跃合约):螺纹钢 日 元/吨

环渤海动力煤综合平均价格指数，元/吨



——综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K) 周 元/吨

有色金属指数



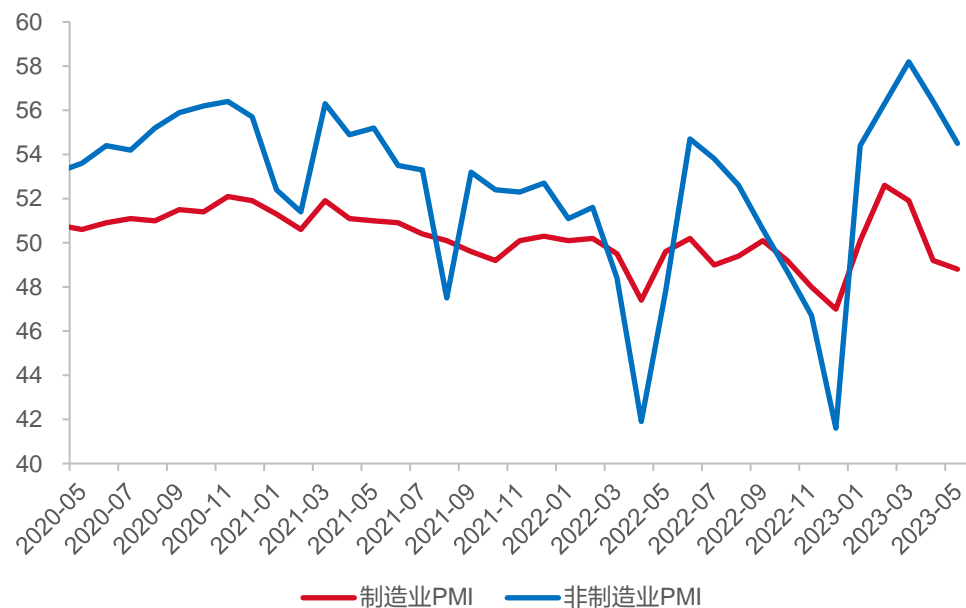
——上期有色金属指数 日 2002年1月7日=1000

资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3. PMI继续下行

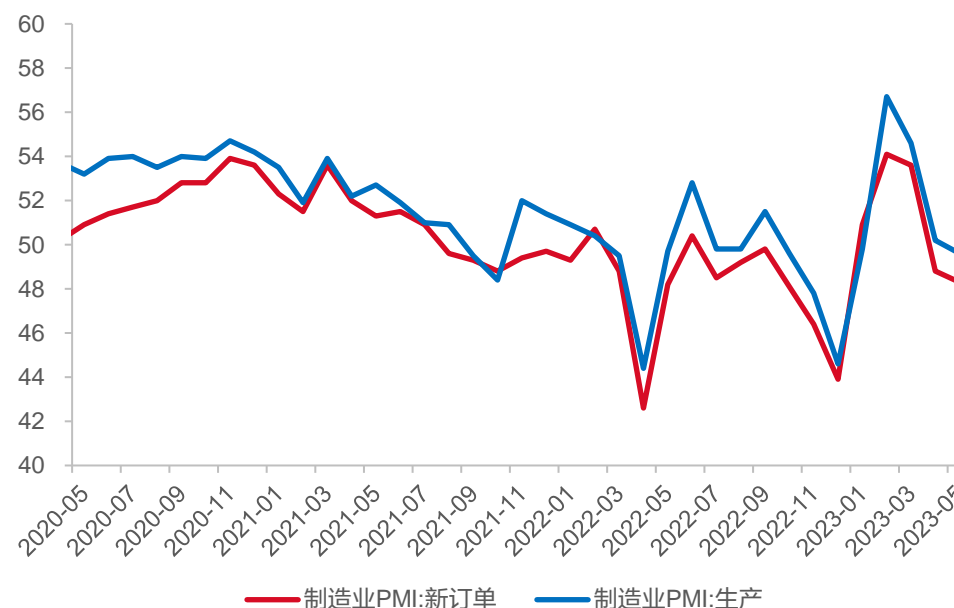
- 制造业PMI继续下行，维持在荣枯线下方，5月为48.8%。
- PMI生产、需求均回落，新订单回落更大。

制造业、非制造业PMI均下行，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

制造业PMI生产、订单均下行，%

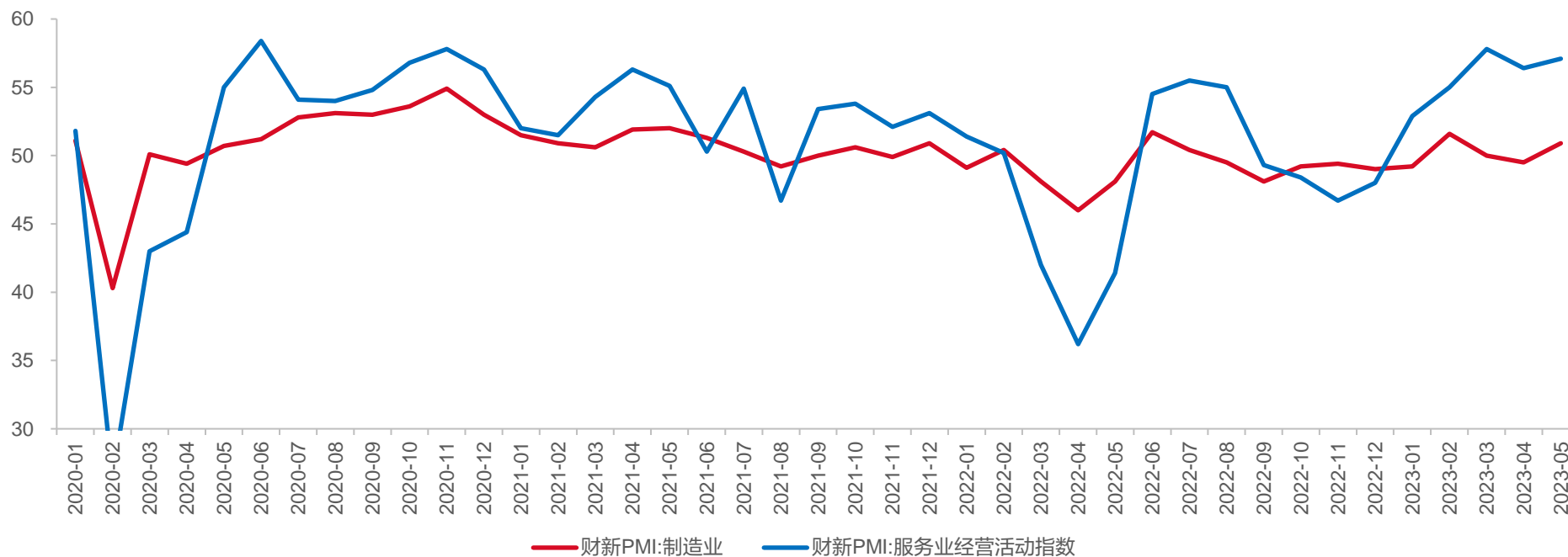


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

财新PMI与官方PMI背离

- 财新制造业PMI回升到荣枯线以上，5月为50.9%，上月49.5%。服务业PMI回升到57.1%，前值56.4%。

财新制造业、非制造业PMI回升，%

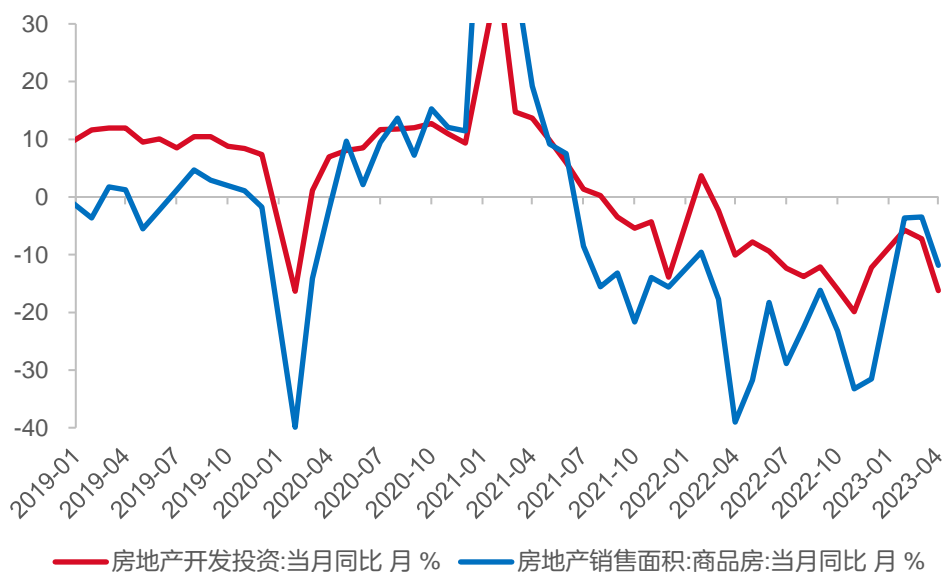


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.4. 房地产可能处于周期向上的早期

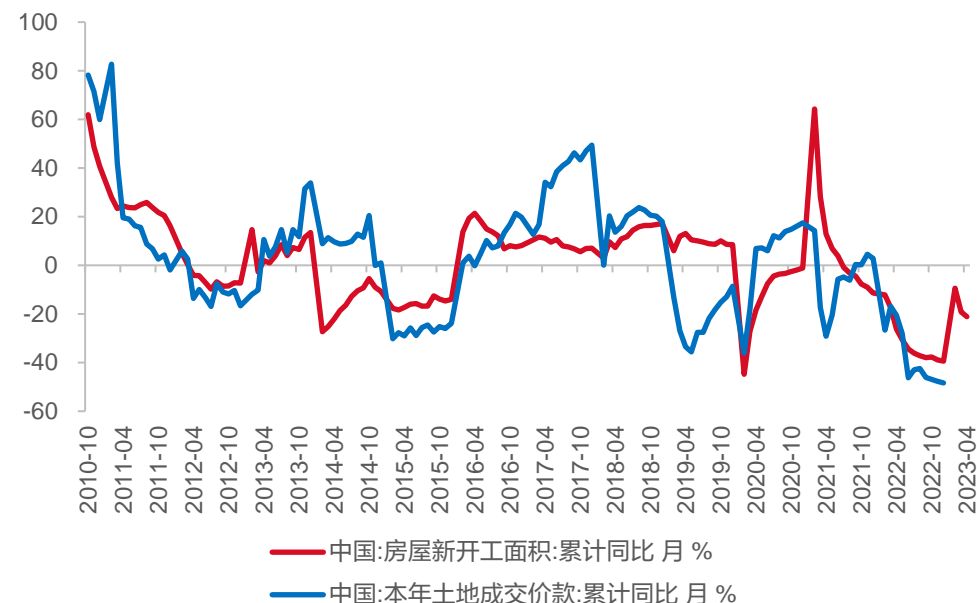
- 从3年左右的周期来看，我们认为房地产正在进入周期底部向上的早期，但恢复速度偏慢。从周期领先指标看，是产销售已处于见底回升阶段，4月商品房销售转正，累计同比-0.4%。房地产开发投资增速-16.2%，也从低点有所回升。但拿地、新开工面积等指标继续下滑。

商品房销售增速、房地产开发投资增速从底部回升，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

房地产新开工面积及土地成交价款增速，%

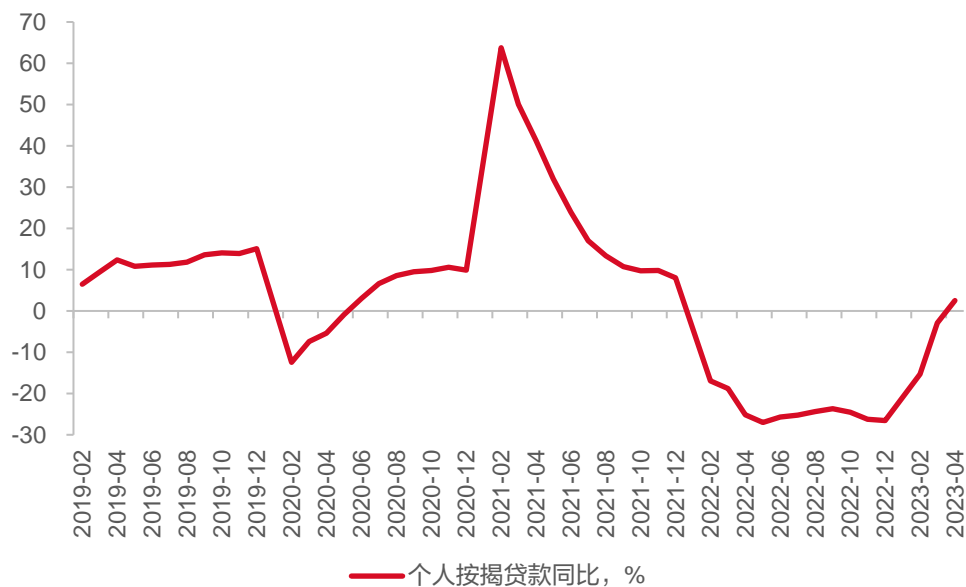


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

1.4. 个人按揭贷款已反转向上

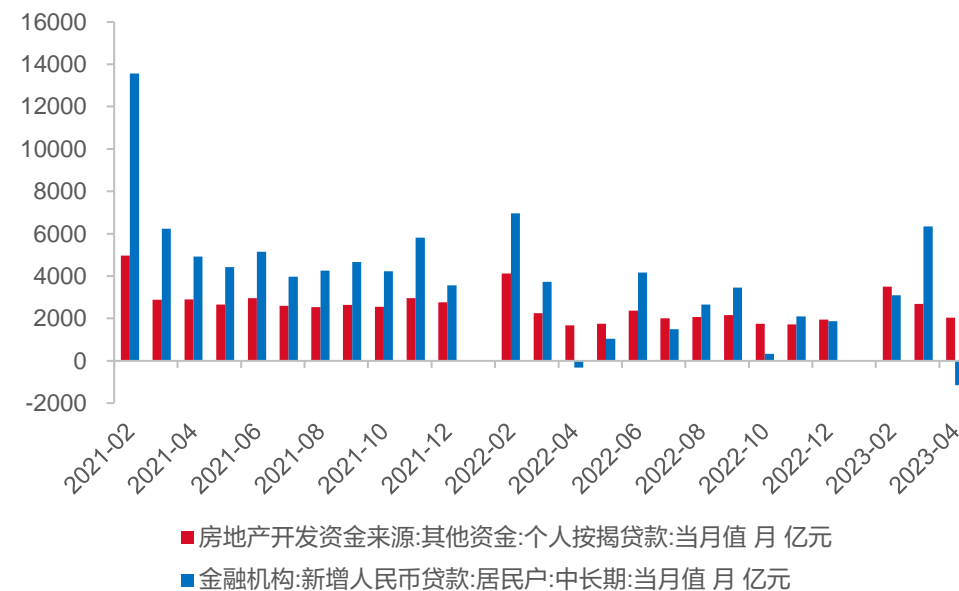
- 个人按揭贷款4月2034亿元。
- 居民中长期贷款4月下降1156亿元，可能与提前归还前期高息贷款有关。

个人按揭贷款已周期性向上，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

居民中长期贷款下降可能有提前还款影响，%

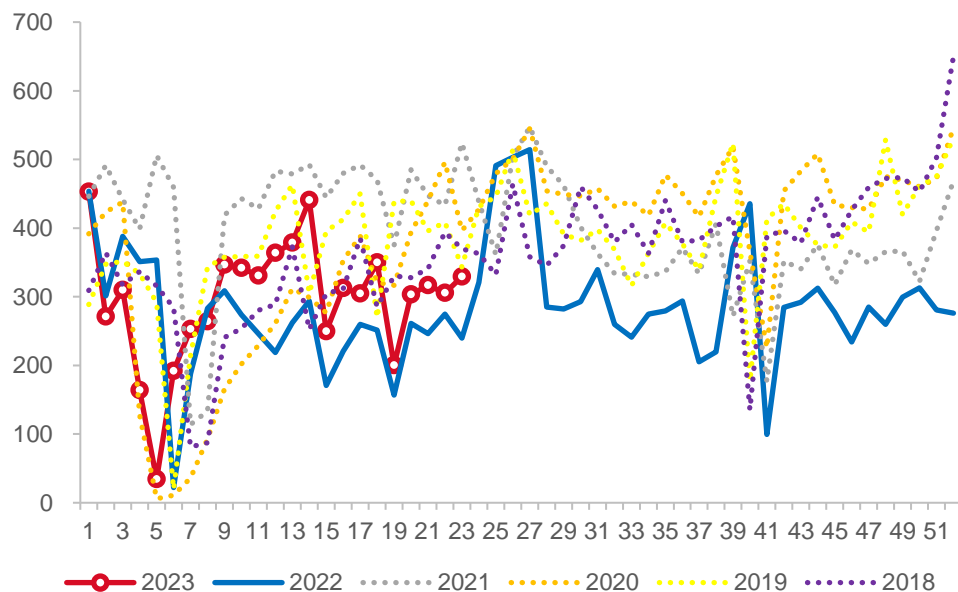


资料来源：国家统计局，央行，东海证券研究所

地产恢复偏慢，但无需过于悲观

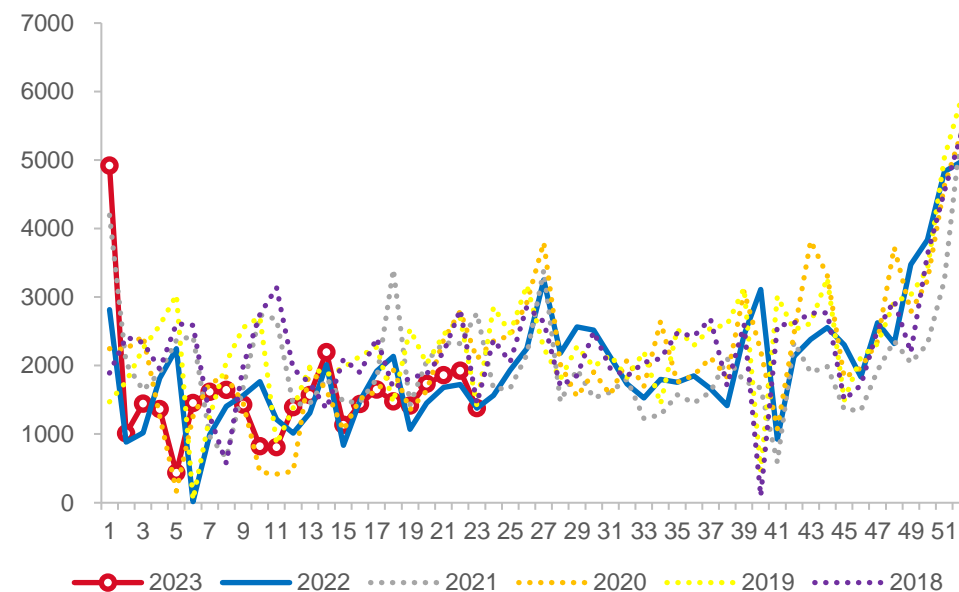
- 30城商品房销售面积，5月环比增长3.74%，同比24.5%，同比2021年-31%。最近一周成交 329.4万平方米。全国数据可能会更低一些。
- 100城土地成交面积-17.15%，可能会影响之后销售。但房企信心有所恢复，央国企、民企拿地占比增加，地方国资占比减少。
- 二手房价格下行，环比-0.25%，可能受一手房价较低影响较大。
- 6月受高基数影响增速可能会较低，甚至转暂时转负。

30大中城市商品房成交面积相对平稳，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

百城土地成交面积继续下行，万平方米

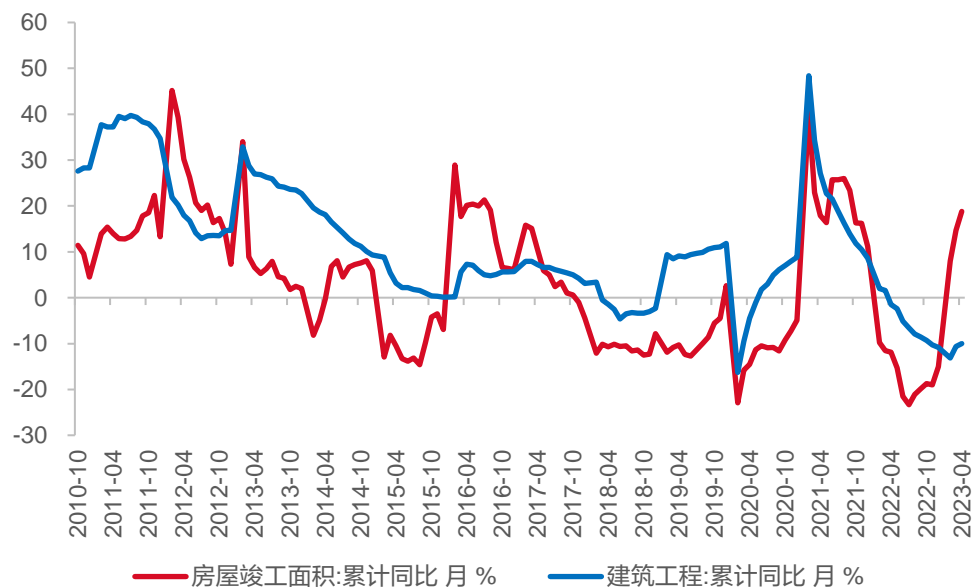


资料来源：Wind，东海证券研究所

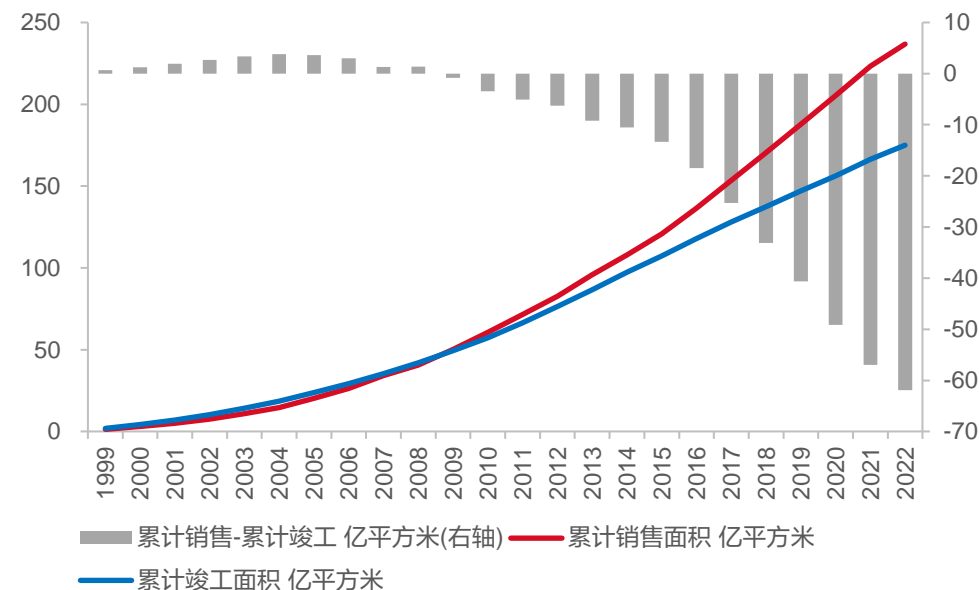
竣工预计仍将保持较高增速

- 2022年下半年以来，在“保交楼”政策推动下，2023年竣工端回升速度很快。2023年4月竣工增速41.8%。
- 由于竣工端历史欠账较多，预计竣工面积仍将保持较高增速，并对相关产业形成一定抖动。

建筑工程和竣工面积增速，%



商品房历年销售面积与竣工面积相差较大，亿平方米，亿平方米



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

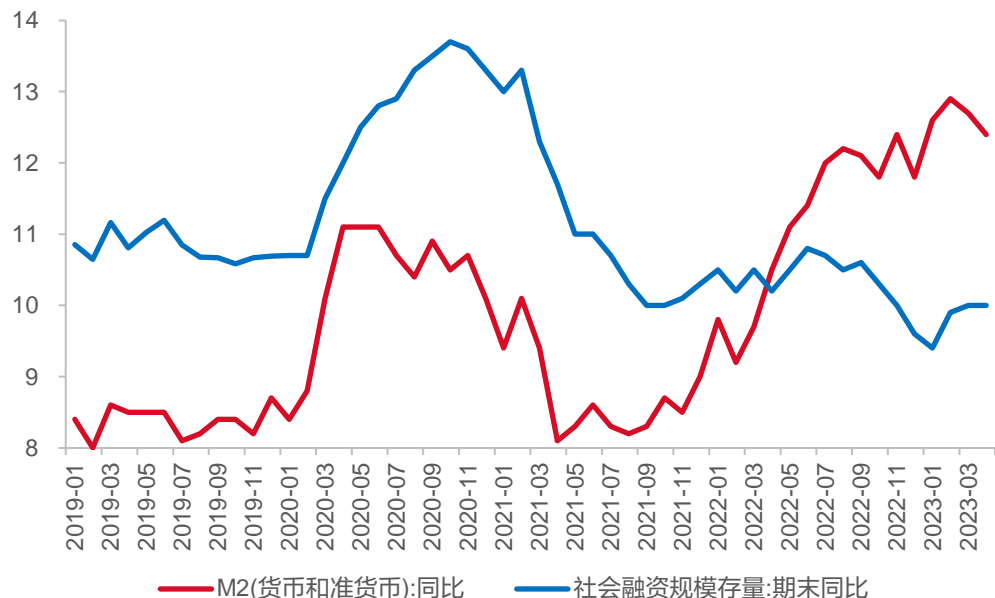
1.5. 政策面估计会更有力度

- **出口高增速难持续**：2020年疫情爆发后，受益于我国完善的产业链供应链体系和成本优势，出口增速保持在较高水平。但在主要发达经济体经济下行的背景下，海外需求回落，我国出口增速估计会下降。
- **国际不确定性较大**：国际大周期处于下行阶段，一些发达国家逆全球化盛行，“脱钩”力度加大，国际不稳定性大幅上升。俄乌冲突中，美元霸权、军事霸权、经济制裁手段影响极大。
- **加快创新发展科技自立自强步伐**
- **民营企业估计会更受重视**
- 3月13日，总理回答中外记者提问时指出，要依法保护企业产权和企业家权益，促进各类经营主体公平竞争，支持民营企业发展壮大。
- 4月21日，中央全面深化改革委员会，审议通过了《关于强化企业科技创新主体地位的意见》《关于加强和改进国有经济管理有力支持中国式现代化建设的意见》《关于促进民营经济发展壮大的意见》。
- 6月2日国常会，再次强调放宽市场准入等。

可能会降息、降银行存款利率

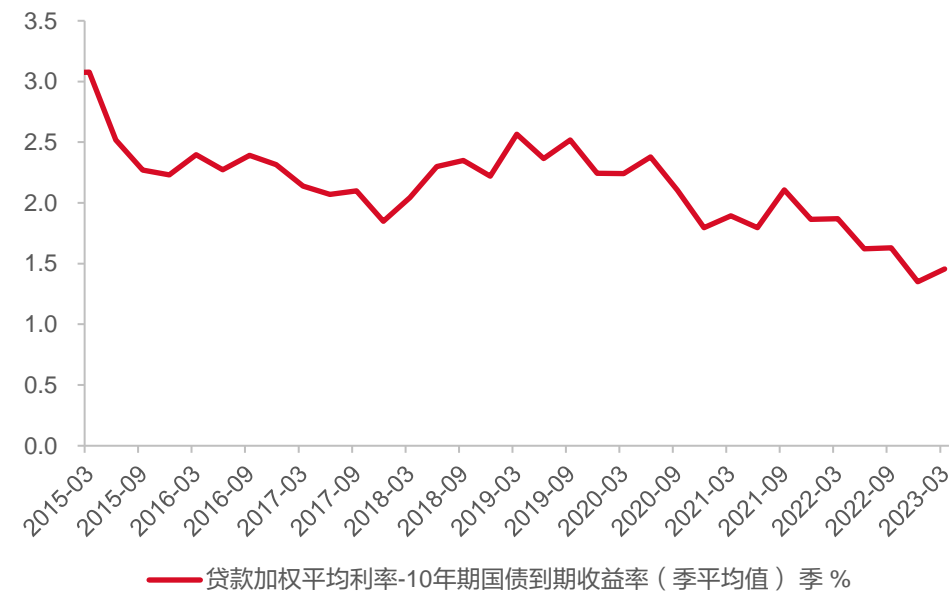
- 货币供给相对宽裕，M2增速保持在较高水平，但社融增速低于货币供给增速。
- 贷款利率与金融市场利率差缩小，需要降低金融市场利率，增加实体经济对资金的相对吸引力。

M2与社融增速差扩大，%



资料来源：央行，东海证券研究所

贷款与10年期国债利差缩小，%

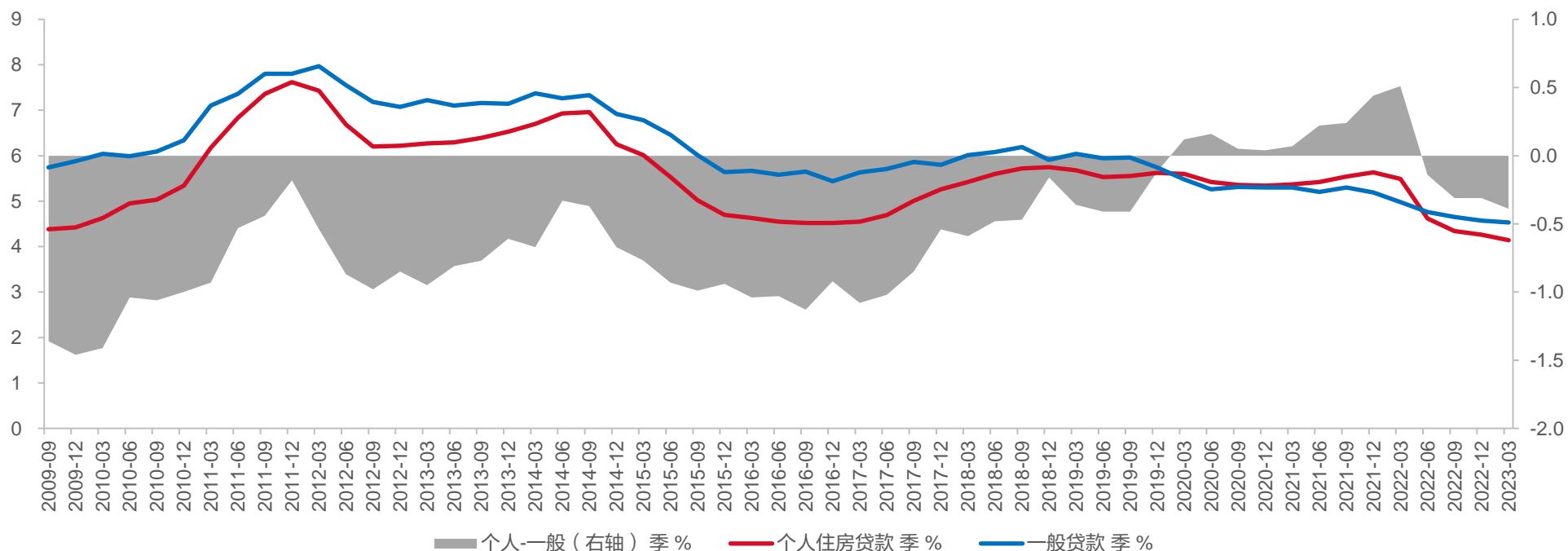


资料来源：中债估值中心，央行，东海证券研究所

房地产估计因城施策继续宽松

- 在2022年7月末，中共中央政治局会议上提出的“保交楼、稳民生”，为稳定房地产市场预期、促进房地产市场平稳发展定下主基调。此后，政策端展现出积极之势，支持房地产市场企稳的政策接连不断。
- 各地根据具体情况继续出台降首付、降利率、放松限购等措施稳定房地产市场，但力度还不够。

房贷利率下行，%，%

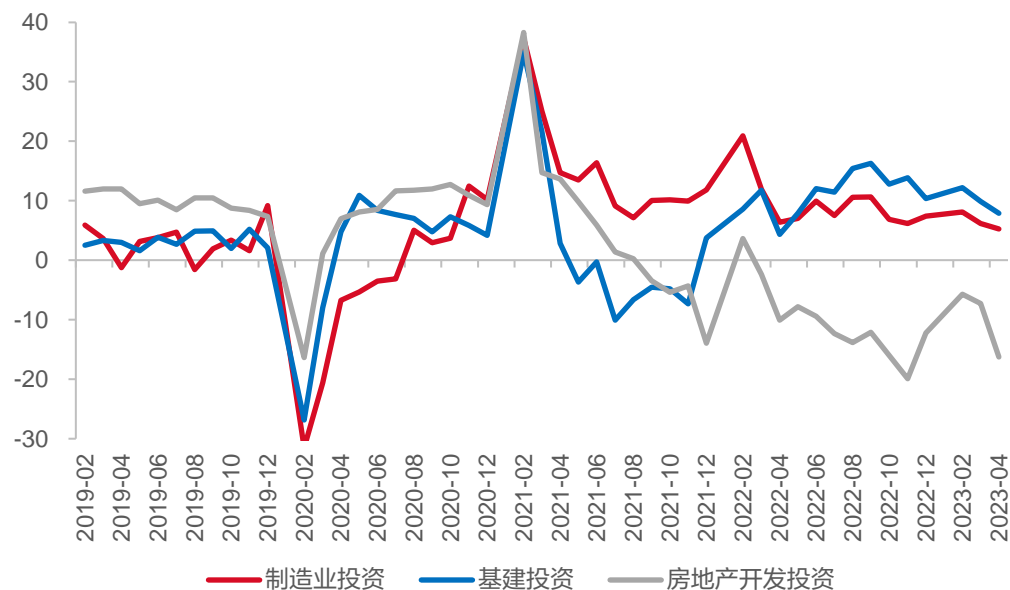


资料来源：央行，东海证券研究所

基建增速估计小幅回落，制造业是未来重点

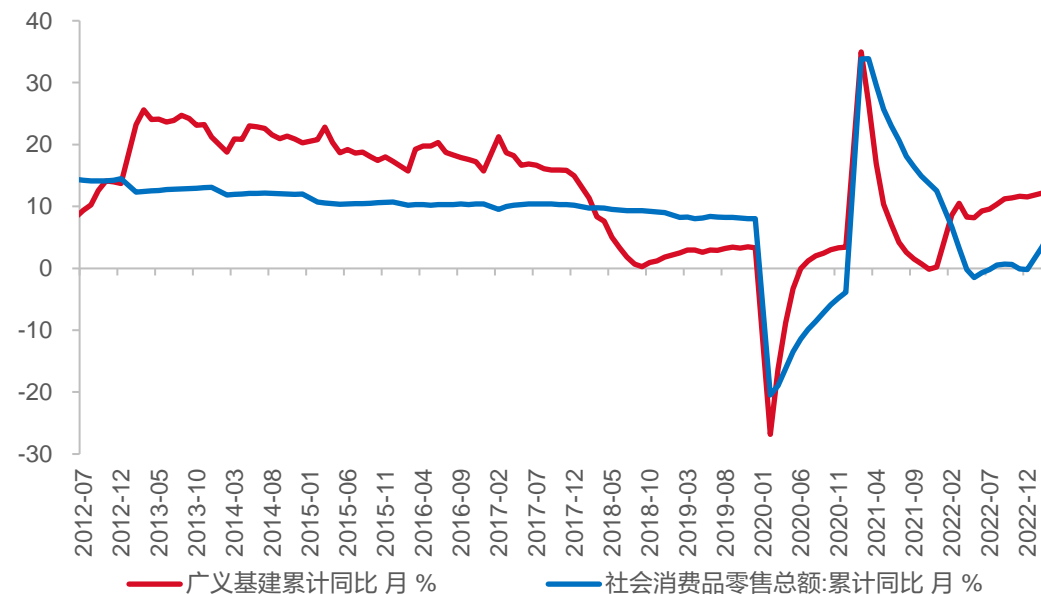
- 4月基建投资同比7.9%，仍在相对高位，但小于上月的9.9%。展望2023年，基建投资增速预计高位小幅回落。待经济复苏趋稳后，基建托底经济增长的必要性或将减弱。

基建投资增速相对制造业、房地产仍较高，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

基建与社零增速对比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

目录

第一部分 经济增速低于预期，政策端可能会加码

第二部分 美国加息周期尾声，商品承压风险增加

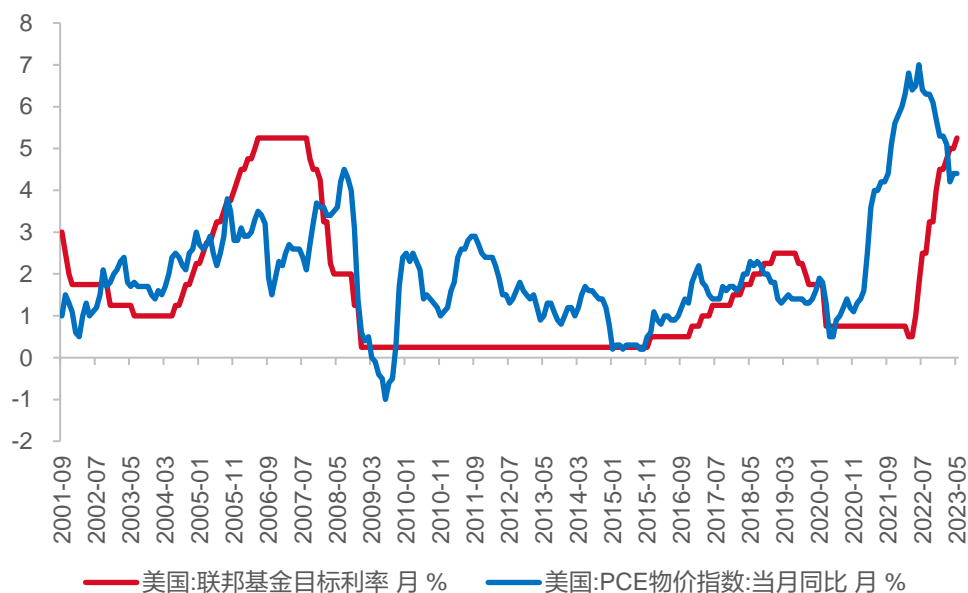
第三部分 资本市场周期向好，需提振信心增人气



2.1. 美联储6月可能不加息，但年内降息概率下降

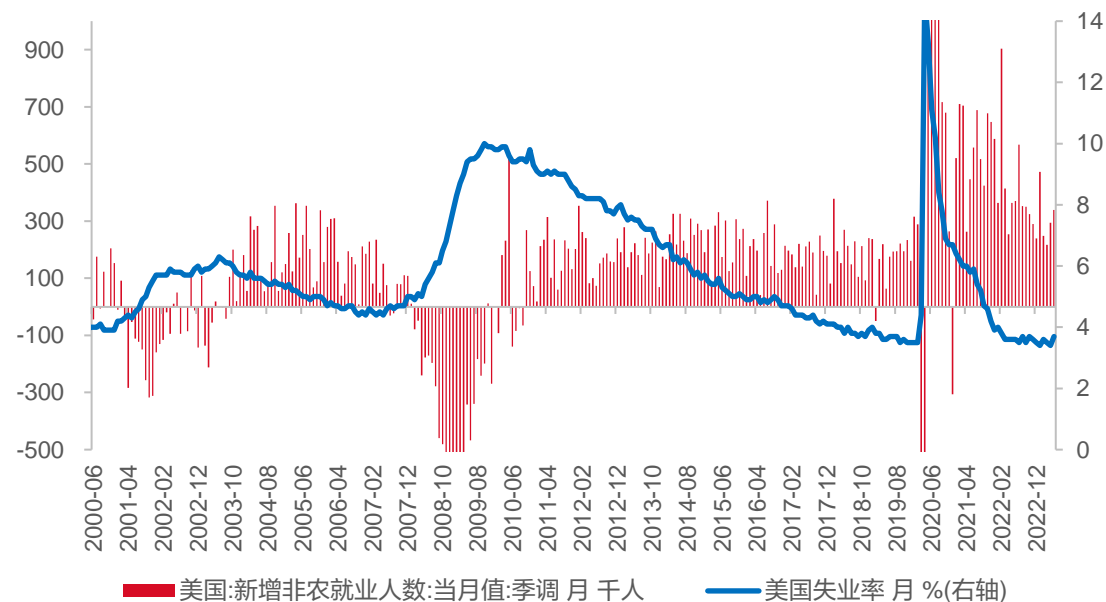
- 美国通胀压力仍然较大，就业比较强劲。

美国联邦基金目标利率与PCE，%



资料来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

就业市场仍然较强，千人，%

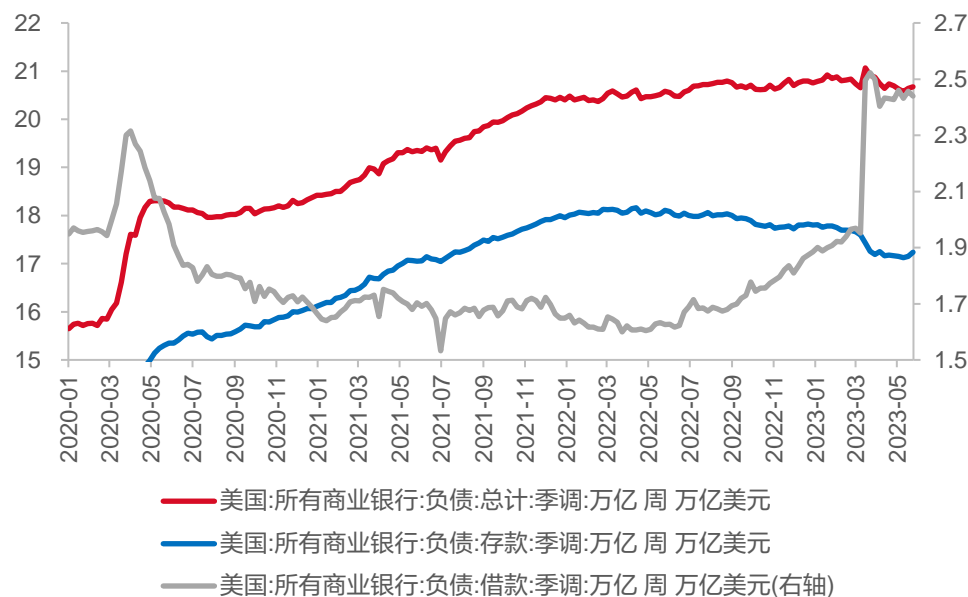


资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

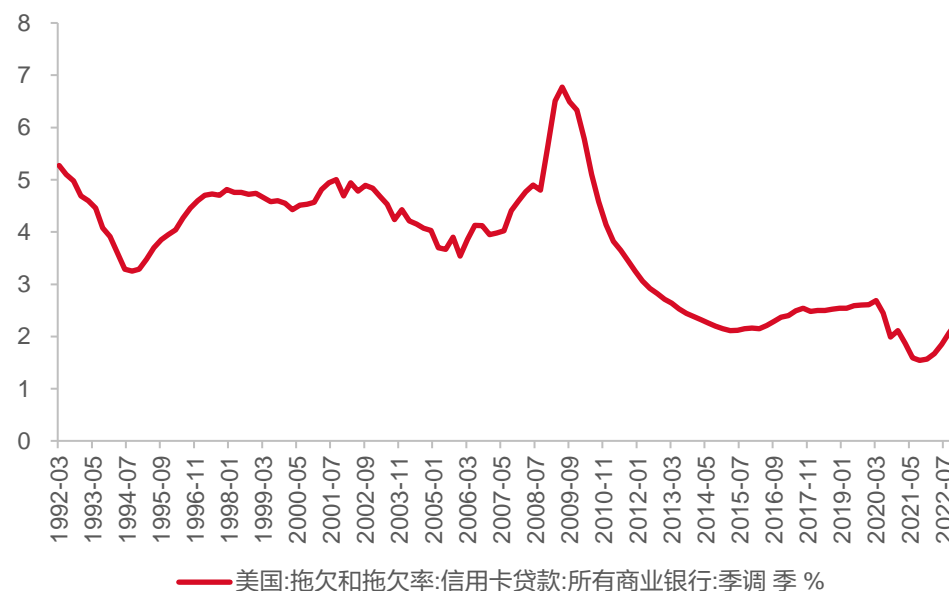
银行业等风险可能会影响加息

- 美联储持续加息，一方面导致银行投资的债券价格下降，带来浮亏；另一方面货币市场基金等收益更高投资标的，导致银行存款缩减，带来流动性风险。长期来看，美国商业银行资产端贷款的占比有所下降，特别是工商业贷款和消费贷款。

美国银行存款、借款变化，万亿美元，万亿美元



美国信用卡拖欠率上升，%



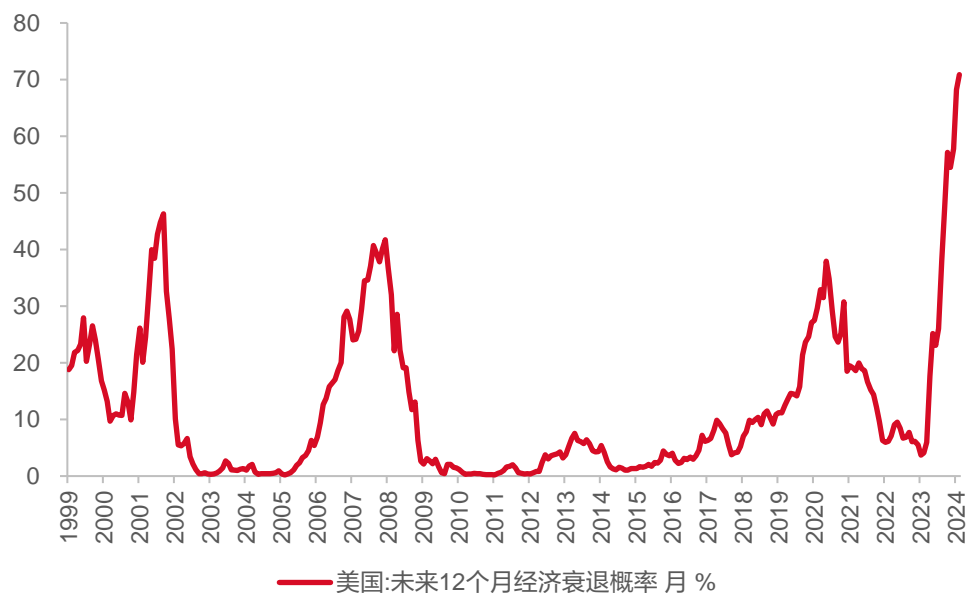
资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

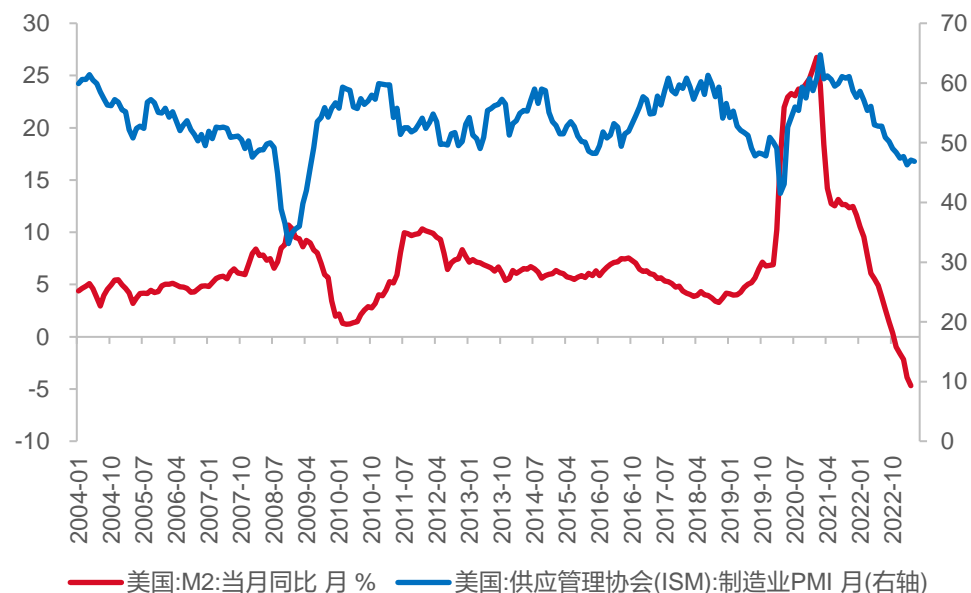
2.2. 关注加息风险：美国衰退可能性增加

- **经济增速下行：**随着利率不断走高，加息对美国经济的抑制作用开始逐步显现，纽约联储预计7月开始美国经济衰退概率将快速上升。5月制造业PMI已下降到46.9。虽然当前美国经济仍展现出一定韧性，但预计下行的趋势不变。
- **美国金融收缩。**2023年5月，美国M2增速已经从2021年初的25%以上回落到-4.7%。

美国衰退概率在下半年快速上升，%



美国M2增速与制造业PMI，%



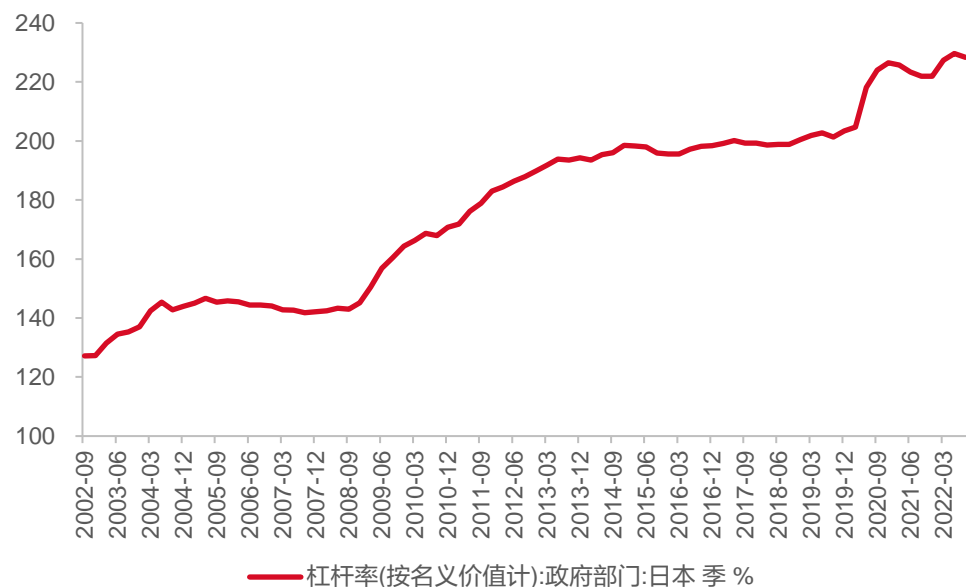
资料来源：纽约联储，东海证券研究所

资料来源：Wind，美联储，东海证券研究所

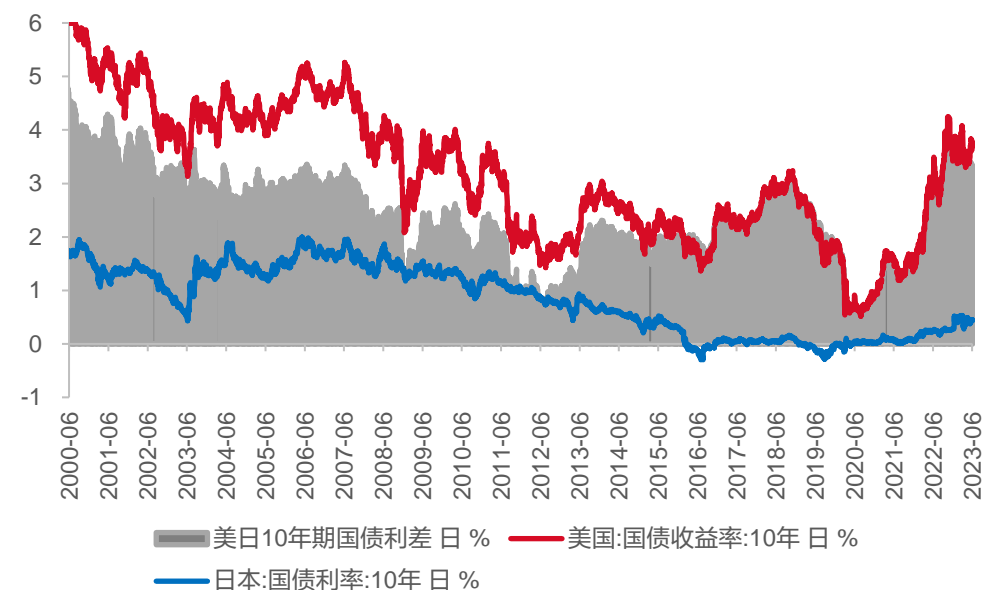
日本YCC存变数

- 主要发达经济体中，只有日本仍通过YCC维持宽松的货币政策，美日息差的扩大。未来一旦利率上限放开，日本政府付息额增加难持续，同时也会引发日本海外资产回流日本，此外作为“融资货币”，带来额外风险。截至2022年三季度，日本政府债务杠杆率达228.3%。

日本政府负债率越来越高，%



日美国债收益率差放大，如加息会影响日元汇率，%



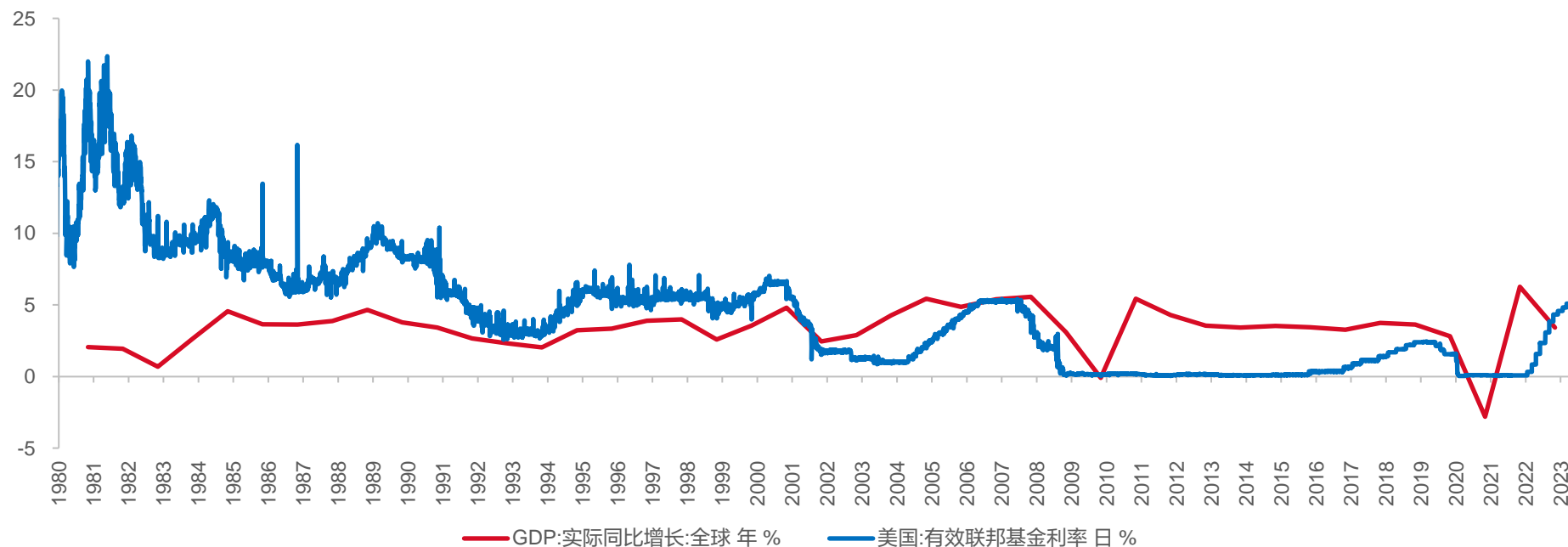
资料来源：国际清算银行，东海证券研究所

资料来源：美联储，日本财务省，东海证券研究所

防止加息末期全球性风险

- 加息末期，全球美元流动性收缩，资本自新兴市场国家大规模流出，以及高利率的环境下，易形成危机和风险。

联邦基金利率与全球GDP增速，%

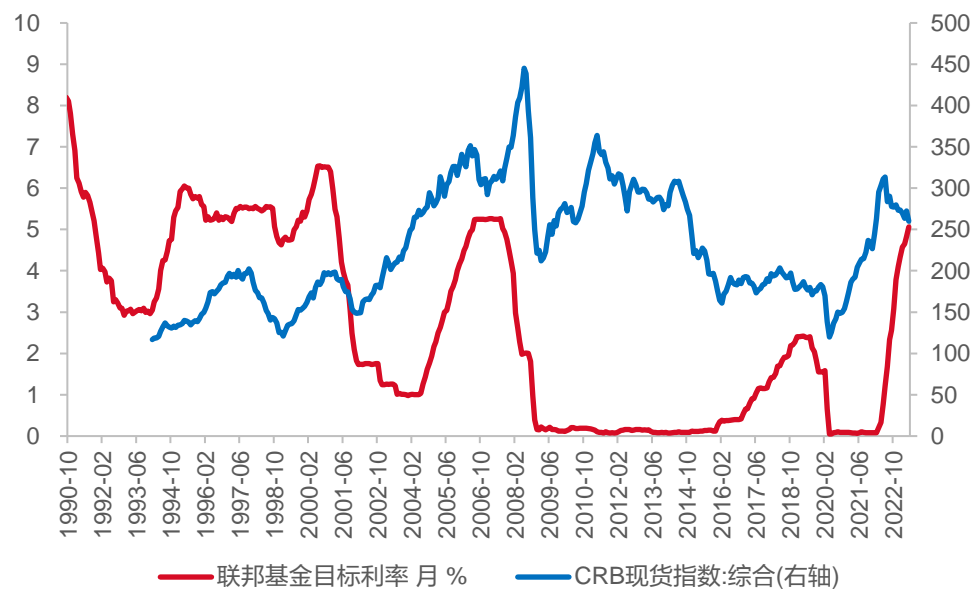


资料来源：IMF，美联储，东海证券研究所

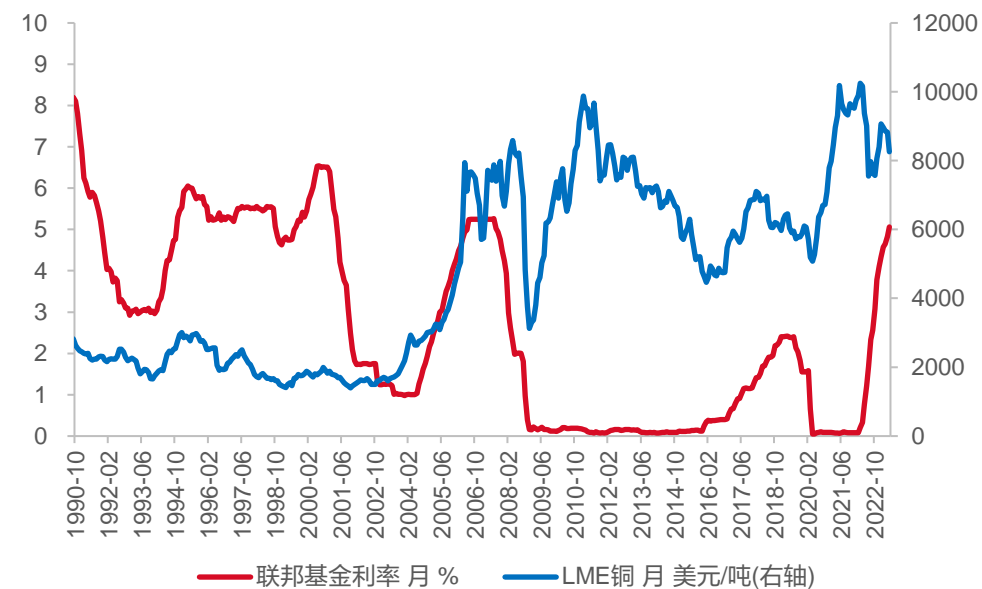
2.3. 加息末期商品承压

- 复盘历史数据，加息末期商品通常承压。

联邦基金利率与商品指数，%



联邦基金利率与铜价格，%，美元/吨



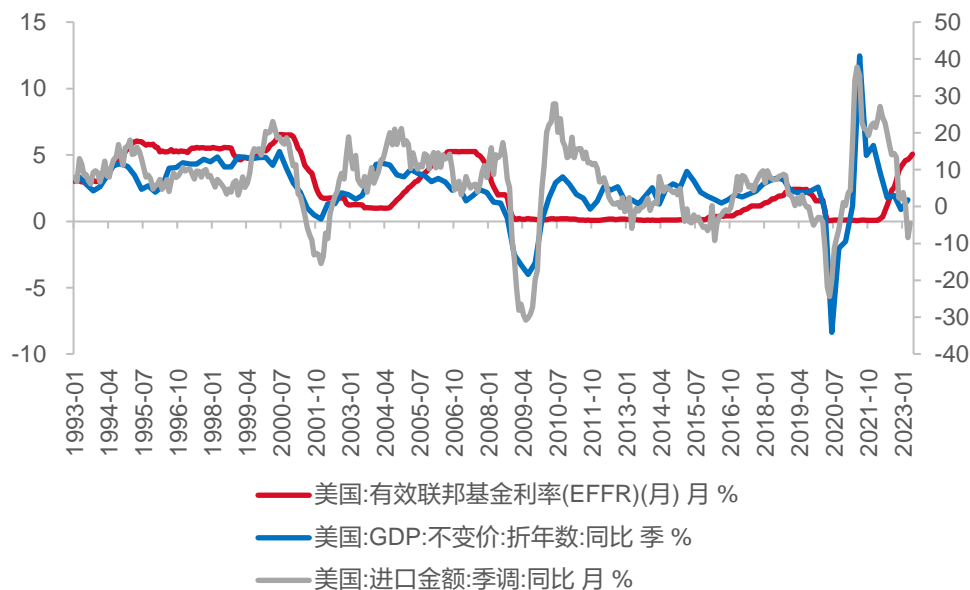
资料来源：Wind，美联储，东海证券研究所

资料来源：美联储，LME，东海证券研究所

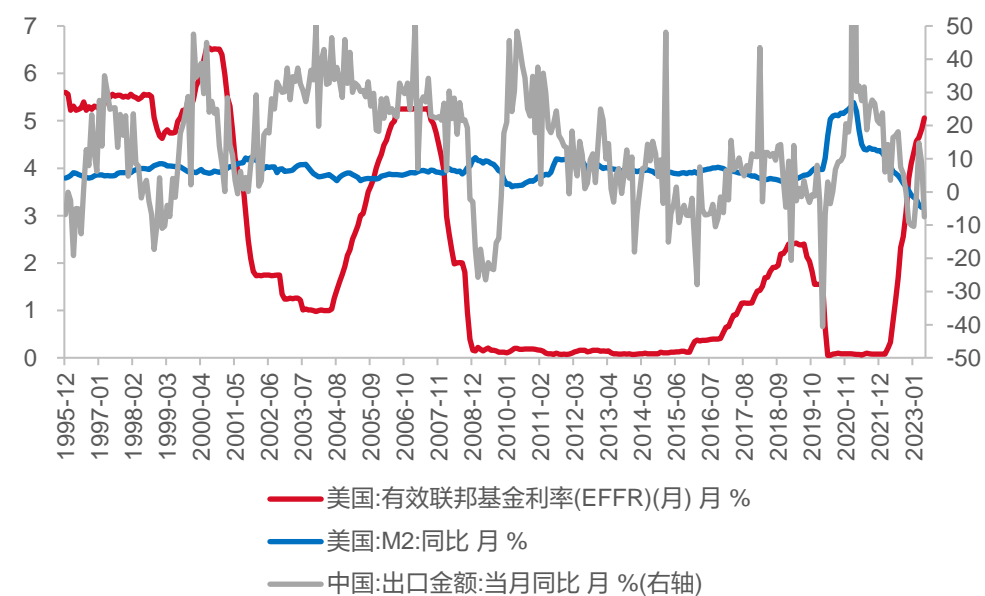
加息末期外需不足

- 复盘历史数据，加息末期外需不足。

联邦基金利率与GDP增速、贸易增速，%，%



美联邦基金利率、M2增速与中国出口增速，%，%



资料来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

资料来源：美联储，中国海关总署，东海证券研究所

目录

第一部分 经济增速低于预期，政策端可能会加码

第二部分 美国加息周期尾声，商品承压风险增加

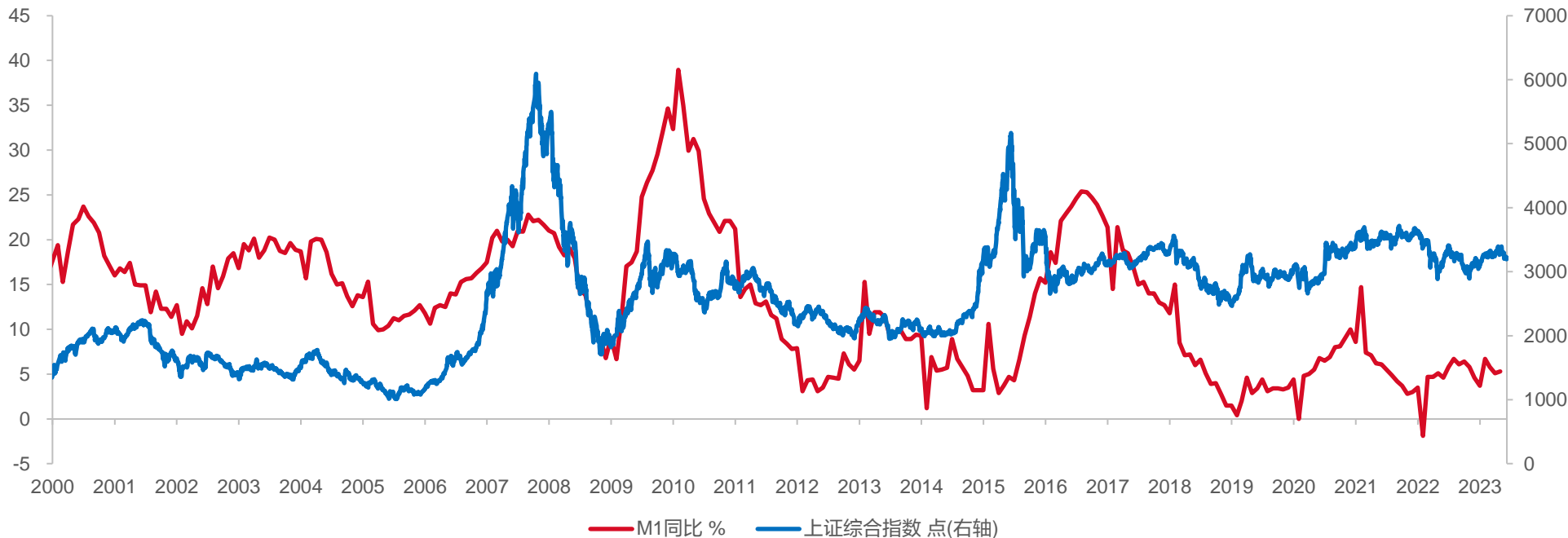
第三部分 资本市场周期向好，需提振信心增人气



3.1. 周期对资产配置的指导性

- **股、债、商品、现金在不同阶段的配置：**（1）经济繁荣期，大宗商品价格强势上涨，股票上涨并见顶；（2）经济衰退期，企业盈利能力下降，股票市场低迷，**现金**更具配置价值；（3）经济萧条期，大宗商品价格普遍疲软，股票表现低迷但逐步转好，为提振经济，政策将转为宽松，**债券**收益率趋于下行；（4）经济复苏期，企业利润将触底反弹，**股市**配置价值较高。
- 中国周期向上，美国周期向下。

上证指数周期运行情况，%，点

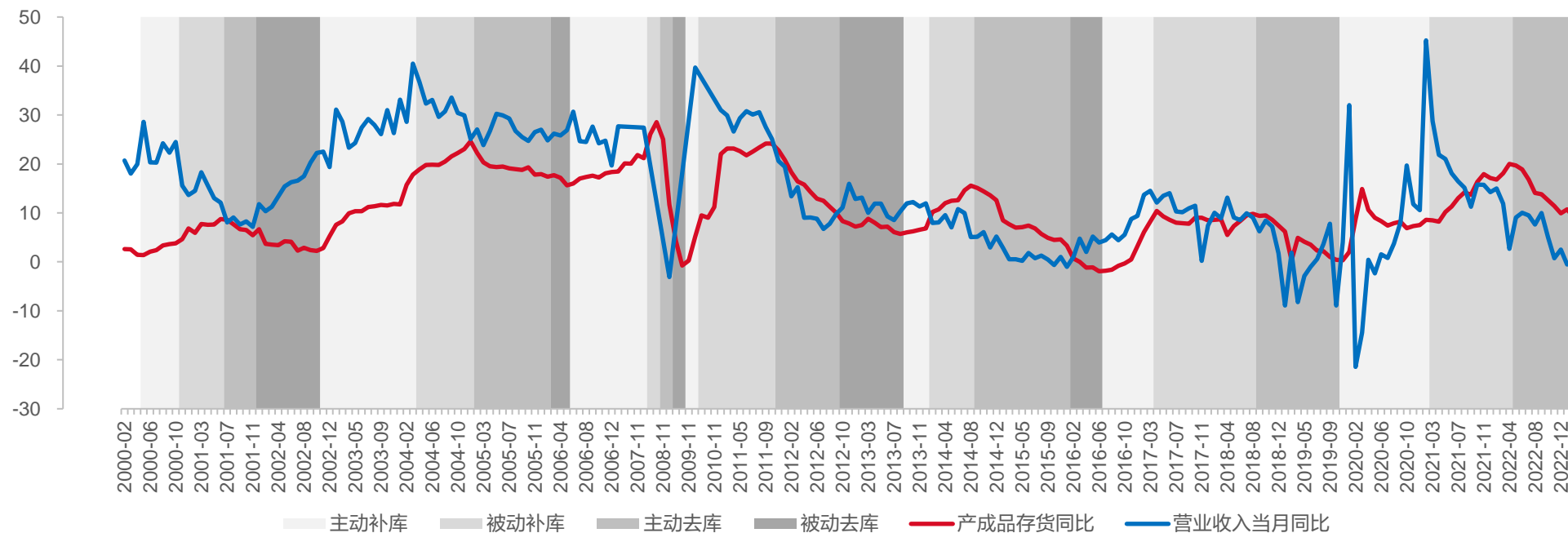


资料来源：Wind，央行，东海证券研究所

库存周期处于被动去库阶段

- 二季度以来，随着生产经营活动的复苏，工业企业营业收入连续两个月回升，代表企业从主动去库存逐渐转向被动去库存阶段。在2000年以来6轮库存周期中，我国的被动去库阶段平均持续5个月，按照历史规律的乐观估计，本轮库存周期有望在今年三季度见底。

中国库存周期，%

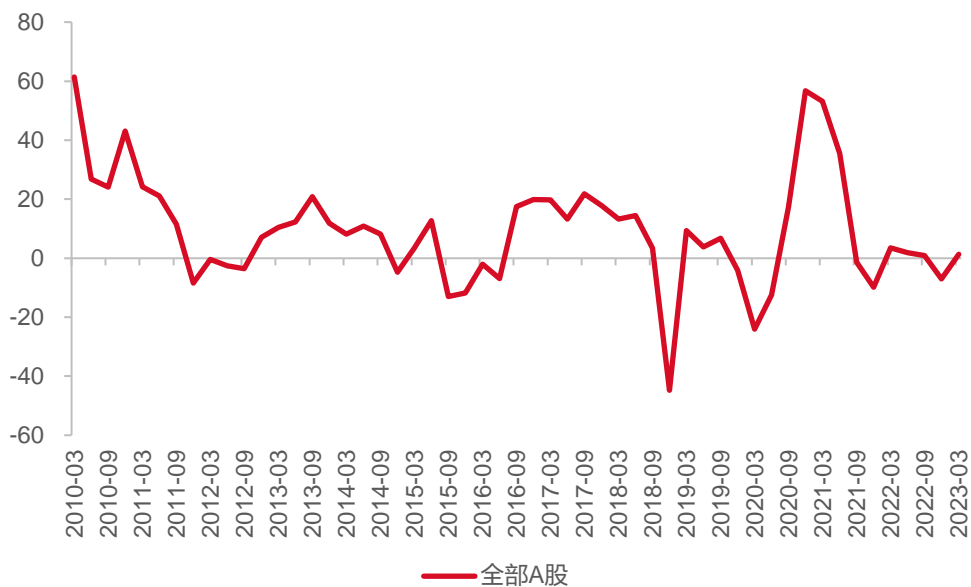


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

上市公司盈利磨底，一般滞后于股价

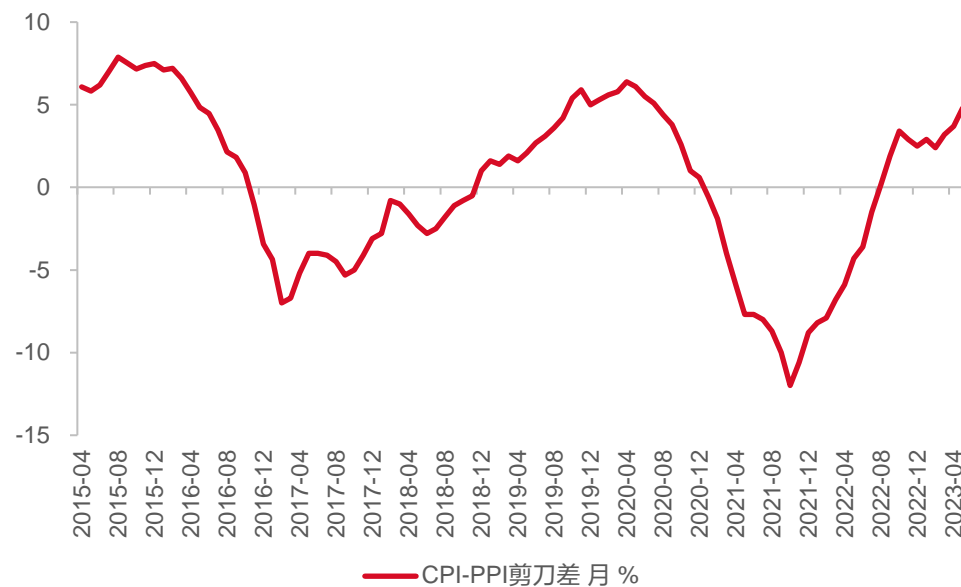
- 短期内企业盈利持续磨底。据测算，2023年一季度万得全A净利润同比1.37%，当前A股业绩或为底部区域，预计短期内仍为企业盈利磨底期。

全部A股单季度归母净利润增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

CPI-PPI剪刀差，%

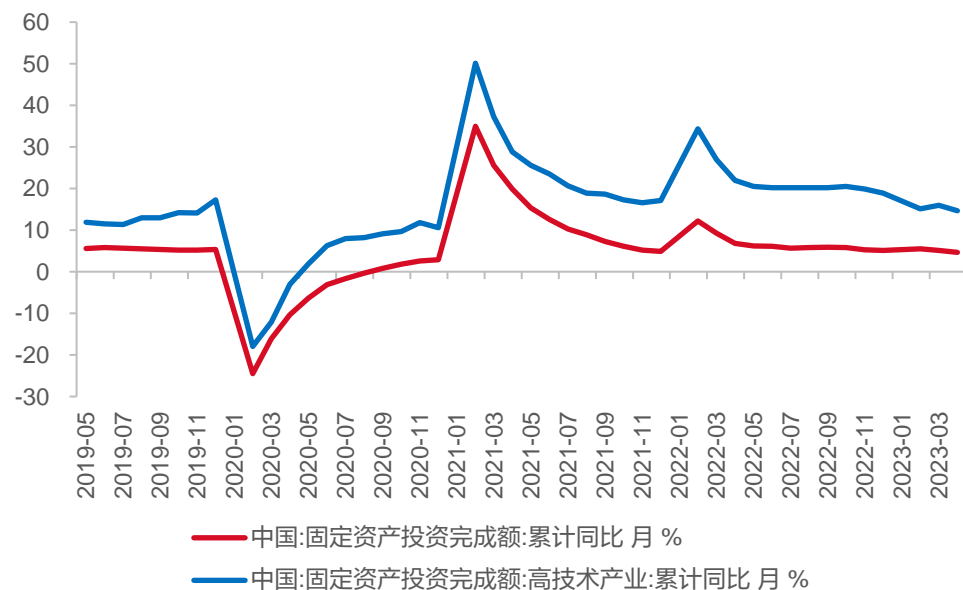


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

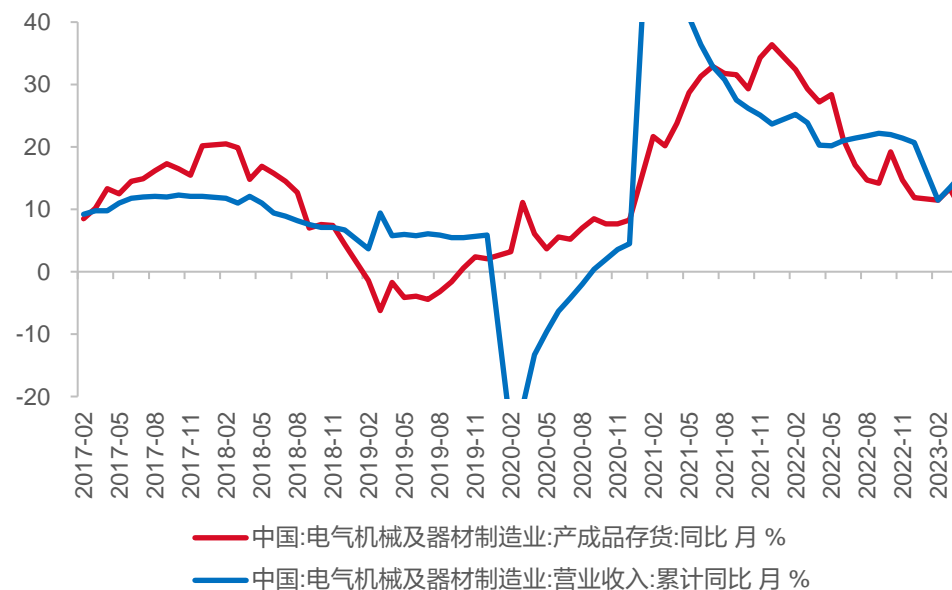
3.2.持续关注高端制造，科技创新赛道

- “科技 - 产业 - 金融” 循环是未来发展重点。金融可能会更多地与科技、与产业、特别是与科技引领的产业发展整合在一起，在科技与产业的整合发展中获取超额收益；并助力科技自立自强，催生更多新技术新产业，从而形成良性循环。以前稳经济重点在基建，以后科技的重视程度估计会增加。
- 高端制造处于主动补库阶段。

高端制造增速较快，%



电气机械补库，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

中游机械设备：被动去库到主动去库阶段

各行业库存周期阶段

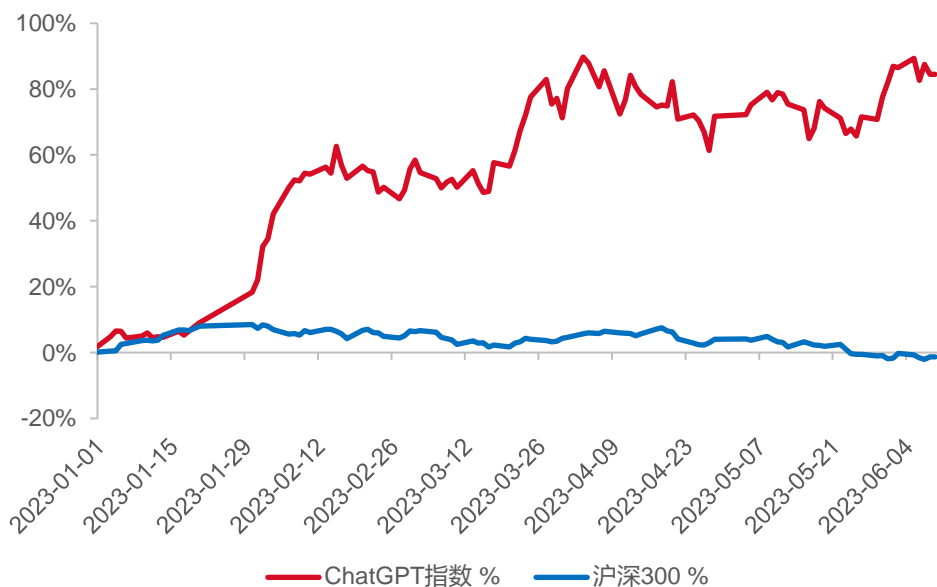
	行业	库存	营收	库存周期位置	总体
上游	煤炭开采和洗选业	下	下	主动去库存	主动去库
	石油和天然气开采	下	下	主动去库存	
	黑色金属矿采选	下	下	主动去库存	
	有色金属矿采选	上	下	被动补库存	
	非金属矿采选	下	下	主动去库存	
中游原材料	非金属矿物制品	下	上	被动去库存	主动去库转向被动去库
	黑色金属冶炼加工	下	下	主动去库存	
	有色金属冶炼加工	下	上	被动去库存	
	金属制品	下	上	被动去库存	
	石油煤炭及其他燃料加工	下	上	被动去库存	
	化学原料及制品加工	下	下	主动去库存	
	化学纤维制造	下	上	被动去库存	
	橡胶和塑料制品	下	上	被动去库存	
中游机械设备	通用设备制造	上	上	主动补库存	被动去库转向主动补库
	专用设备制造	上	上	主动补库存	
	运输设备制造	上	上	主动补库存	
	电气机械和器材制造	上	上	主动补库存	
	计算机、通信和其他电子设备制造	下	上	被动去库存	
	仪器仪表制造	上	上	主动补库存	
	造纸及纸制品业	下	上	被动去库存	
下游	农副食品加工	下	下	主动去库存	主动去库转向被动去库
	食品制造	下	下	主动去库存	
	烟草制品	上	上	主动补库存	
	纺织和服装	下	上	被动去库存	
	皮革、毛皮、羽毛制品和制鞋业	下	上	被动去库存	
	木材加工和木竹藤棕草制品业	下	下	主动去库存	
	家具制造	下	上	被动去库存	
	印刷业和记录媒体的复制	下	上	被动去库存	
	文教、美工、体育和娱乐用品制造	下	上	被动去库存	
	医药制造	上	上	主动补库存	
汽车制造	上	下	被动补库存		

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

ChatGPT或带动新一轮科技创新潮

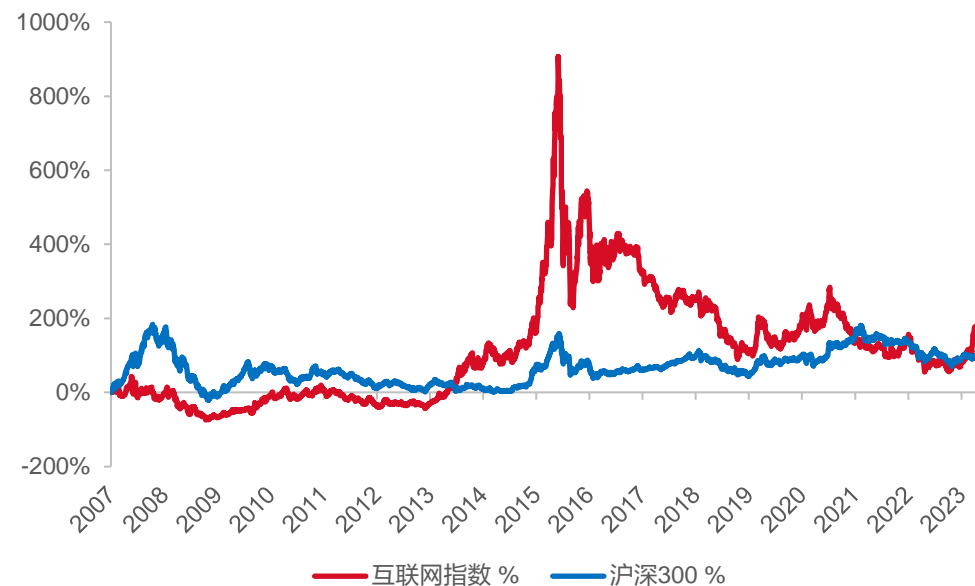
- ChatGPT推出引发市场轰动，相关股票表现火爆。从以往创新性产品出台后的表现来看，ChatGPT板块经过第一阶段的大涨后，可能会有震荡调整，但从中长期来看，行情会逐步向更深层次演进。

ChatGPT 板块走势，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

互联网历史走势，%

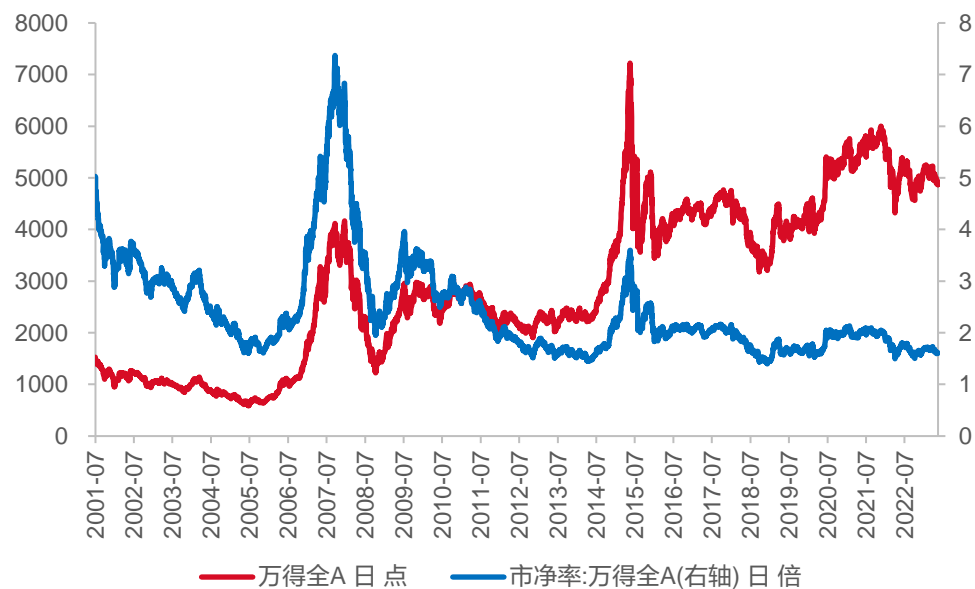


资料来源：Wind，东海证券研究所

优质低估值企业有较好投资价值

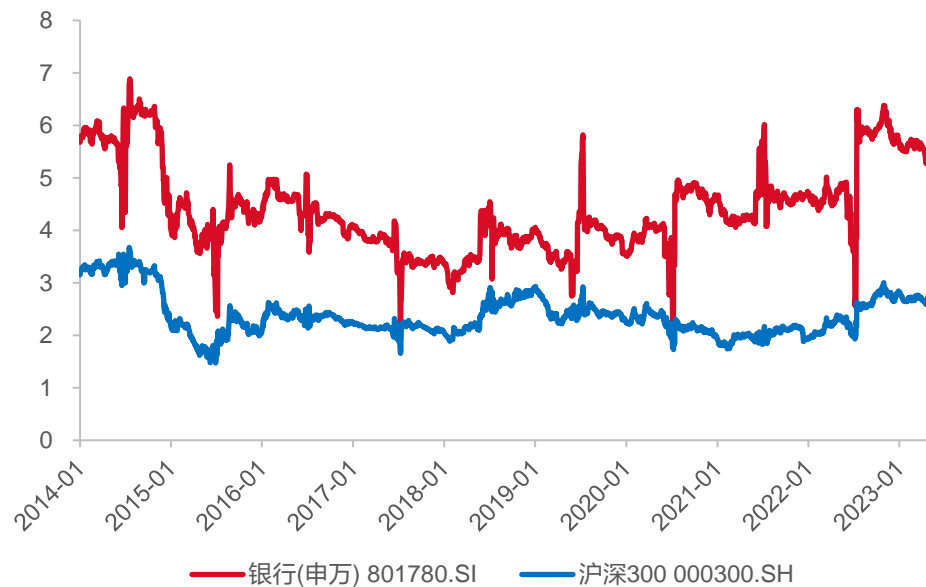
- ChatGPT推出引发市场轰动，相关股票表现火爆。从以往创新性产品出台后的表现来看，ChatGPT板块经过第一阶段的大涨后，可能会有震荡调整，但从中长期来看，行情会逐步向更深层次演进。

万得全A指数与PB，点，倍



资料来源：Wind，东海证券研究所

银行、沪深300股息率（近12个月），%



资料来源：Wind，东海证券研究所

风险提示

- **疫情反复超预期。**疫情发展存在一定不确定性，如果疫情控制低于预期，将会对整个经济和市场产生负面影响。
- **海外货币紧缩和经济衰退超预期。**国外经济处于下行周期之中，国际局势复杂多变，随时可能引发国际经济、金融风险，从而影响国内经济发展进程。美股市场震荡调整也会影响国内市场情绪。
- **大国博弈超预期。**当前国际格局变化相对有利于我国，但需注意美国下一步的行动。
- **国内经济恢复低于预期。**国内经济发展还有较大的不确定性，近期需要跟踪关注制造业、房地产、出口、消费等恢复情况，关注M2、贷款、社融的高增长能否转带动实体经济的发展。

资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

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

T H A N K
务实

创新

Y O U
规范

协同



东海证券



东海研究

东海证券研究所
胡少华
hsh@longone.com.cn