

6月13日，央行公布5月金融数据，社融存量同比9.5%，较前值走低0.5个百分点；M1和M2同比为4.7%和11.6%，较前值分别走低0.6和0.8个百分点。同日央行宣布调降SLF利率，其中隔夜、7天、一月SLF利率均下调10bp。

➤ **弱数据和暖政策之间，市场选择定价政策转暖。**

5月社融同比较4月进一步走弱，存量同比单月走低0.5个百分点，降幅并不小。度量经济活跃度的M1同比也在持续走低。

5月金融数据描绘的图景是经济内生需求偏弱，甚至政府部门杠杆动能也在下降。可做印证的是5月企业中长贷同比下降，政府债券较去年同期收缩约5000亿元。

高频数据显示，消费、地产、出口、基建，这些主要经济板块5-6月均在磨底。但市场对经济数据已经钝化，5月金融数据并未掀起市场波澜。

虽然市场目前还没有等来数据层面的好消息，但经历一个月的政策期待之后，市场终于迎来了OMO和SLF利率调降。

当下时点市场更愿意将10bp利率降幅解读为积极政策信号。

➤ **经济、政策和预期三个维度来看，风险偏好最差时期或已过去。**

4月中下旬以来各项经济指标均下行。恰逢政策取向保守，市场悲观情绪浓厚。这也是为何4月下旬以来股、债、汇、商共振，共同定价风险偏好收缩。

我们预计年内4月经济环比降幅或最大，1-4月政策取向最保守，4月下旬至5月市场预期最冰冷。从经济数据、政策操作以及市场预期三个维度来看，短期内风险偏好最差时期或已过去，未来资产定价风险偏好或优于4-5月。

需要强调的是，风险偏好最差时期已经过去，并不意味着马上进入乐观场景。至少我们不能太过乐观预期未来宽松政策较快放量，经济反弹通畅无阻。

我们首先需要认识到，今年两大客观趋势压制经济表现，一是中国经济增长中规律性下移，二是全球经贸周期下行。前者决定消费、地产表现；后者决定出口增速。**这就决定了今年经济增长有天花板。**

虽然当下美国经济表现超预期，国内政策显现出积极信号，**我们仍需警惕未来两大或有风险扰动**：一个是美国硬着陆带来的全球冲击；二是国内地产链超预期回落带来的国内资产定价扰动。

➤ **经济需要磨底，政策亦然，未来经济修复之路并非坦途。**

推动经济走出有效需求不足，我们可以期待三个层次政策：

一是降息和地方债务化解，缓解缩表压力；

二是稳定地产量价，提振居民预期；

三是实质性改善就业，解决本轮需求不足的底层问题——收入下降。

降息只是积极政策的第一步。如果今年一揽子政策类似2014-2015年，那么未来经济修复节奏和资本市场表现，可类比2014和2015年。

然而我们也意识到，2018年以来中国逆周期政策取向偏保守。我们判断年内或许还将落地地方债务风险化解政策，其他政策或许需要更长时间等待。这也是为何我们认为，今年需要磨底的不仅是经济，同样还有政策。

➤ **风险提示**：内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.2023 下半年海外宏观经济及资产展望：美国衰退并非“海市蜃楼” -2023/06/13
- 2.宏观事件点评：假如降息-2023/06/11
- 3.流动性跟踪周报：汇率何时企稳？ -2023/06/11
- 4.全球大类资产跟踪周报：政策博弈延续-2023/06/10
- 5.2023年5月出口数据点评：出口转负的意义-2023/06/08

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026