

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

市场底通常要早于经济底

2023年6月16日

摘要:

- **工业生产新老动能显著分化。**5月份规模以上工业增加值两年平均增长2.1%，比上月加快0.8个百分点。结构上，我们可以将工业部门分为新动能、老动能、以及出口链，5月三大工业链条生产出现显著分化。新动能积聚增强，先进制造业对工业增加值形成重要支撑；投资相关的老动能继续放缓；5月出口降幅较大，但出口链生产增速未见明显走弱，后续需继续观察。
- **民营企业信心不足，民间投资转负。**基建投资保持较快增长，根据21世纪经济报道，2023年第二批地方债额度已于5月中旬下达省级财政部门，专项债1.6万亿元，我们认为基建投资预计将继续发力。制造业投资增速今年以来连续下滑，5月民间投资同比转负。5月BCI利润前瞻指数明显下降，或反映民营企业信心偏弱，选择减少投资。1-5月份，全国商品房销售面积同比增速相比1-4月份下降，结束了2023年年初以来降幅收窄的趋势。在销售低迷的环境下，房价的环比增速也出现了不同程度的放缓。如果房价再次转为下跌，或将会进一步抑制需求的释放。房地产投资已连续3个月降幅扩大。房企融资未明显改善，现金流仍面临较大挑战，对企业的开工积极性形成制约。
- **我们判断，消费的补偿性修复或已基本结束。**5月出行相关消费边际放缓，耐用品消费仍旧低迷。“五一”假期之后，一线城市地铁客运量、拥堵延时指数已基本等于或略微弱于2019年水平，显示出当下经济下行压力已逐渐蔓延至服务业。
- **市场底通常要早于经济底。**我们计算的5月月度GDP指数为8.0%，两年平均增速在3%附近，低于全年增速目标的4.0%（两年平均）。再加上工业部门处于“去库存”阶段，服务业的强势逐步衰减，经济在之后几个月或仍面临一定的下行压力。但我们认为当前股市已接近底部。（1）指数当前已计入较多的悲观预期，使用沪深300计算的股债性价比已经达到了近5年以来的较高分位。一般而言，市场底要早于经济底。回顾历史，每一轮库存周期的底部均早于股市的底部。三季度末我国有望开启新一轮库存周期，我们预计股市在6月份有望基本企稳。（2）6月13日央行超预期下调OMO利率，有助于提振市场信心，后续一系列政策组合拳或可以期待。（3）美国国务卿安东尼·布林肯确认将于6月18日至19日访华，或成为中美关系缓和的窗口，市场风险偏好有望得到提升。
- **风险因素：**政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、工业生产新老动能显著分化.....	3
二、民营企业信心不足，民间投资转负.....	4
三、消费的补偿性修复或已基本结束.....	6
四、就业的结构性问题凸显.....	8
五、市场底通常要早于经济底.....	8
风险因素.....	10

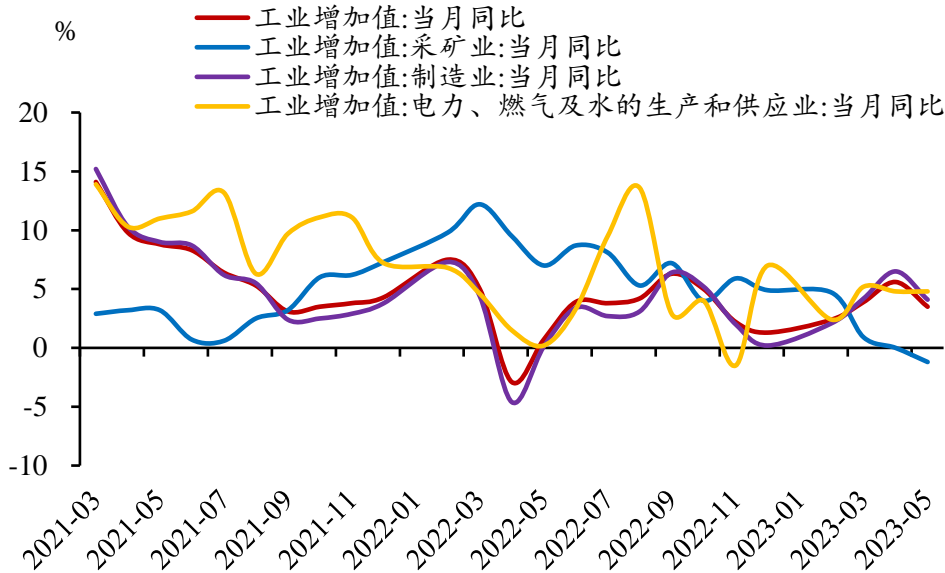
图目录

图 1：工业增加值同比增速.....	3
图 2：5 月各行业增加值同比.....	4
图 3：重点产品产量两年平均增速.....	4
图 4：各行业投资增速.....	5
图 5：企业利润预期转弱.....	5
图 6：房价的增速也出现了不同程度的放缓.....	6
图 7：房企资金来源增速.....	6
图 8：各类消费增速.....	7
图 9：“五一”假期之后，一线城市地铁客运量等于或略弱于 2019 年水平.....	7
图 10：年轻人失业率.....	8
图 11：月度 GDP 指数.....	9
图 12：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位.....	9
图 13：每一轮库存周期的底部均早于股市的底部.....	10
图 14：半导体周期或已经进入周期的尾部.....	10

一、工业生产新老动能显著分化

工业生产两年同比增速小幅回升。5月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.5%，增速比4月份放缓2.1个百分点。采矿业增加值同比-1.2%，较上期下降1.2个百分点。制造业增加值同比上升4.1%，较上期回落2.4个百分点。电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.8%，与上期持平。扣除上年同期基数升高的影响，5月份规模以上工业增加值两年平均增长2.1%，比上月加快0.8个百分点。从环比看，5月份规模以上工业增加值环比增长了0.63%，环比由上月的下降转为增长。

图1：工业增加值同比增速



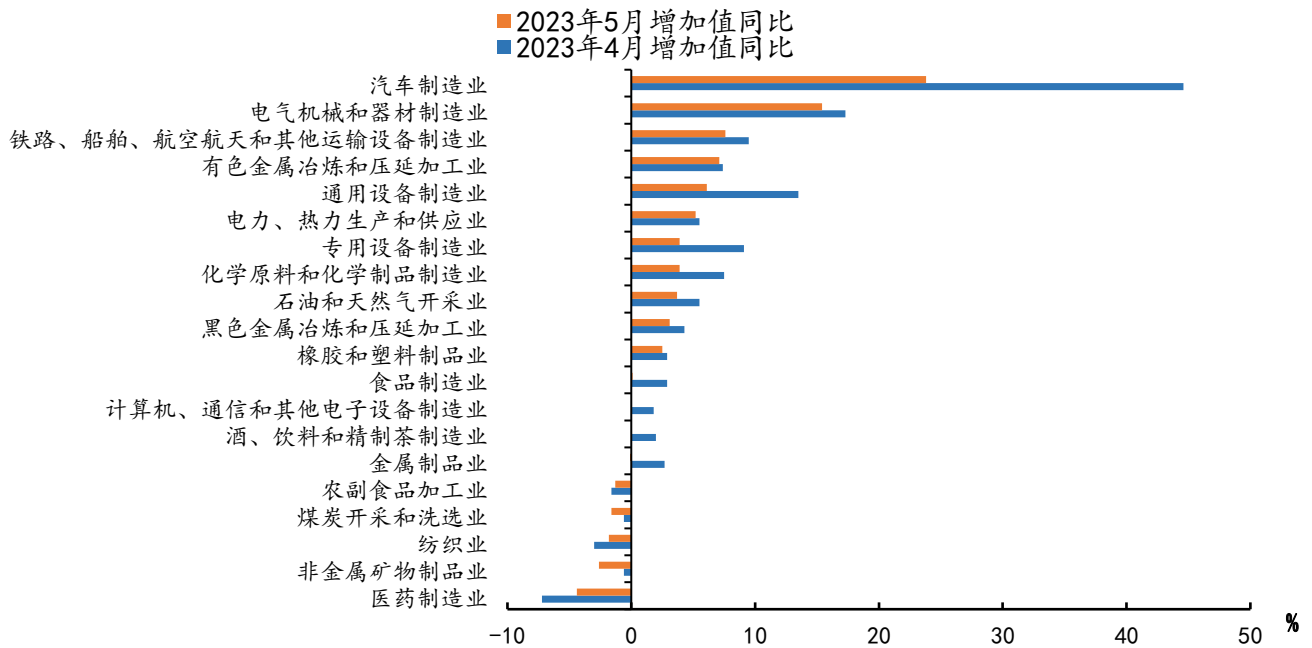
资料来源:万得, 信达证券研发中心

结构上，我们可以将工业部门分为新动能、老动能、以及出口链。5月三大工业链条生产出现显著分化。

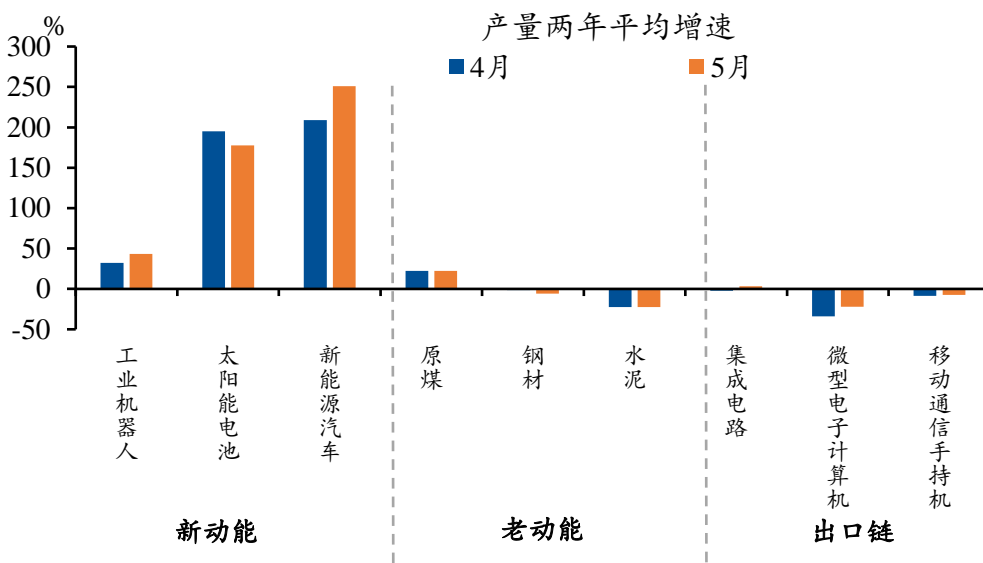
新动能积聚增强，先进制造业对工业增加值形成重要支撑。5月汽车制造业、电气机械和器材制造业增加值分别增长23.8%和15.4%。具体到产品，5月工业机器人、新能源车的产量两年平均增速分别为43.4%、251.1%，较4月增速进一步提升11.2、42.3个百分点，太阳能电池产量增速虽较上期小幅下降，但仍达到了177.7%的较高增速。我国深入实施创新驱动发展战略，积极推动科技自立自强，生产高端化、智能化、绿色化发展态势，先进制造业在工业部门去库存的大背景下逆势扩产。

另一方面，投资相关的老动能继续放缓。投资相关的原材料加工行业增加值增速放缓，钢材、水泥产量两年同比增速分别为-6.0%、-22.6%，降幅均较上期扩大。

5月出口降幅较大，但出口链生产增速未见明显走弱。5月出口增速由正转负，机电产品出口同比-2.1%，较上月的10.4%大幅回落。然而，出口依赖度较高的集成电路、微型电子计算机产量的同比增速以及两年同比增速均未见明显走弱，未来需要继续观察。

图 2：5 月各行业增加值同比


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 3：重点产品产量两年平均增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、民营企业信心不足，民间投资转负

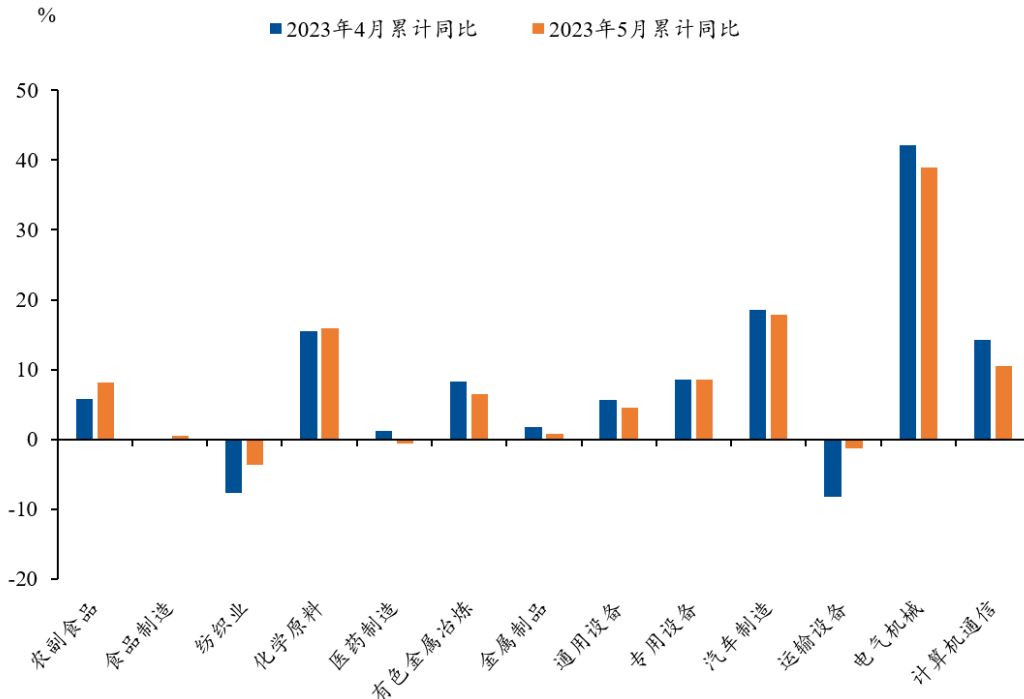
1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%，比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。

基建投资保持较快增长。1-5 月广义基建投资增长 10.1%，1-4 月为 9.8%。1-5 月各地发行新增专项债券 18652 亿元，比去年同期减少 1687 亿元。根据 21 世纪经济报道，2023 年第二批地方债额度已于 5 月中旬下达省级财政部门，专项债 1.6 万亿元，我们认为基建投资预计将继续发力。

制造业投资增速今年以来连续下滑，民间投资同比转负。1-5 月制造业投资增长 6.0%，1-4 月为 6.4%。制造业投资主要来源于民营企业，1-5 月民间投资累计同比-0.1%，为 2021 年以来首次转负。5 月 BCI 利润前瞻指数明

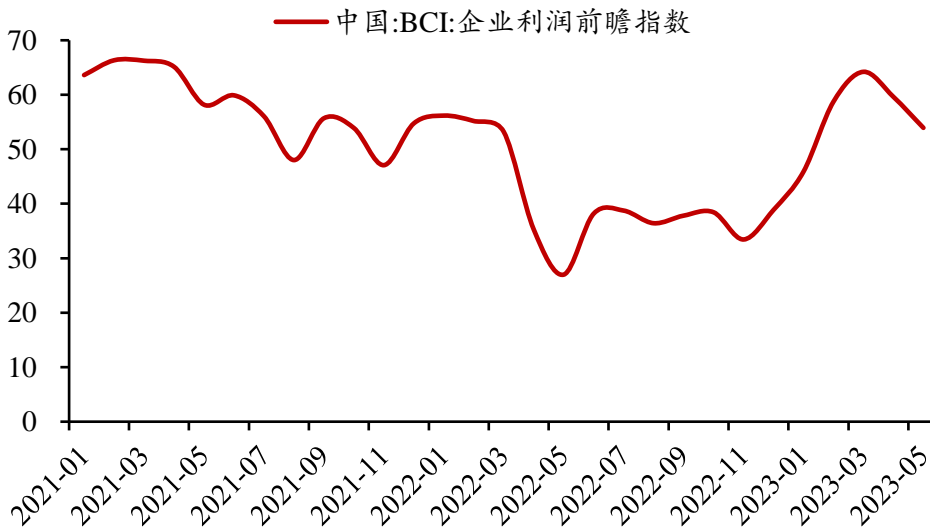
显下降，或反映民营企业信心偏弱，选择减少投资。高技术制造业投资维持韧性，1-5 月高技术制造业投资同比增长 12.8%。

图 4：各行业投资增速



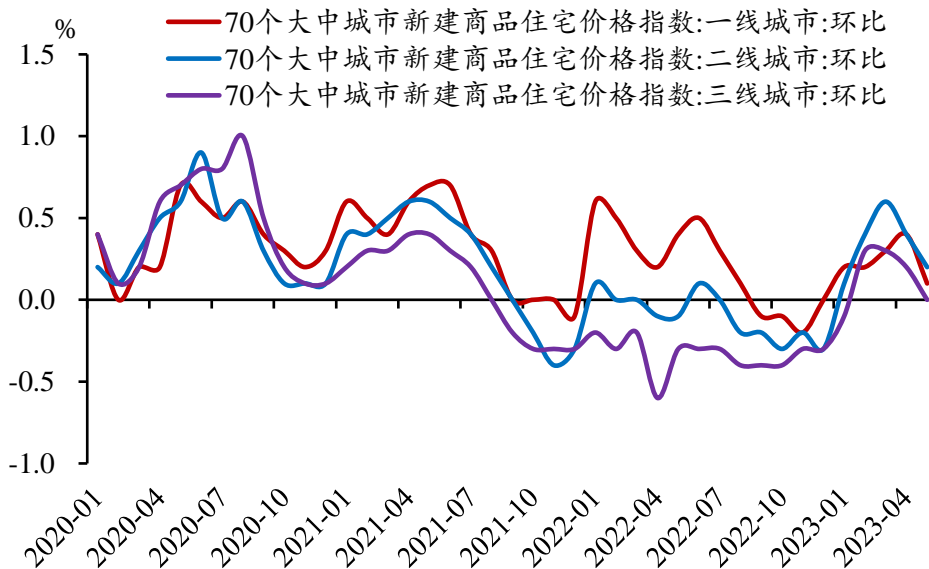
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：企业利润预期转弱



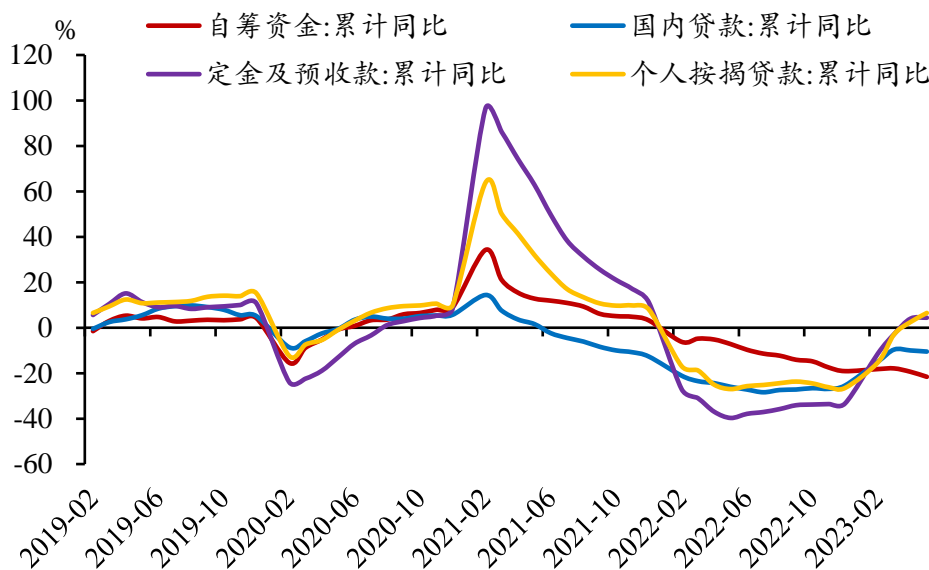
资料来源：万得，信达证券研发中心

地产销售端、投资端增速均较前值回落。1-5 月份，全国商品房销售面积同比增速为-0.9%，相比 1-4 月份下降 0.5 个百分点，结束了 2023 年年初以来降幅收窄的趋势。在销售低迷的环境下，房价的增速也出现了不同程度的放缓。一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.3 个百分点；二线城市环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；三线城市新建商品住宅销售价格环比由上月上涨 0.2% 转为持平。如果房价再次转为下跌，或将会进一步抑制需求的释放。

图 6：房价的增速也出现了不同程度的放缓


资料来源：万得，信达证券研发中心

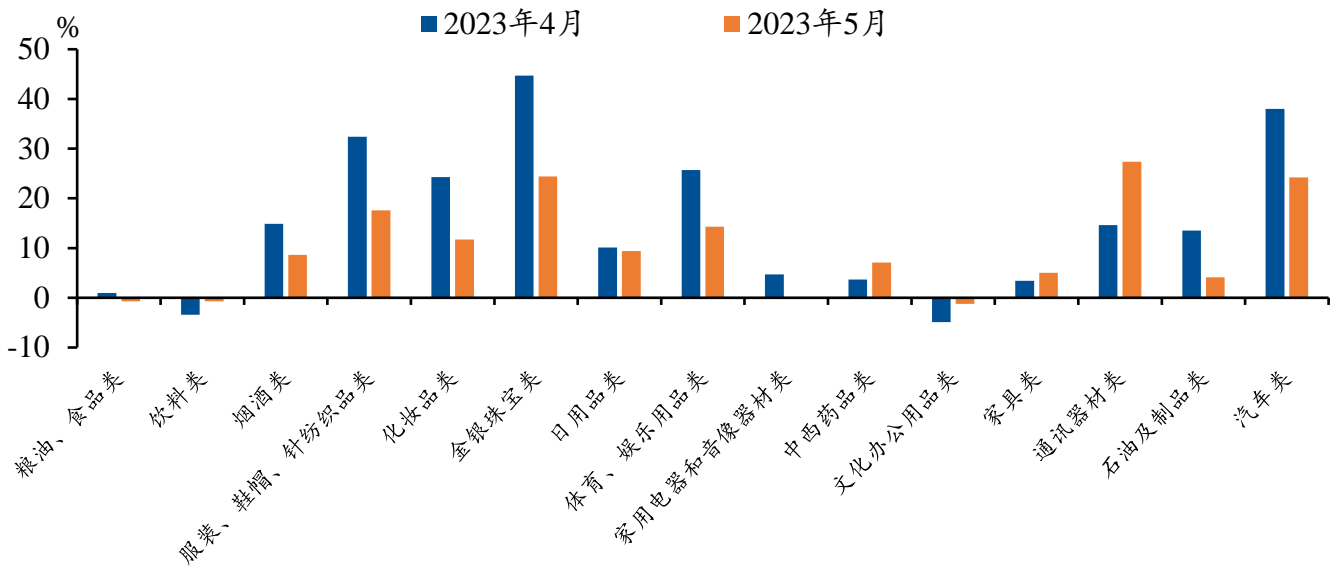
1—5 月，全国房地产开发投资同比下降 7.2%，降幅较 1—4 月扩大 1 个百分点，房地产投资已连续 3 个月降幅扩大。施工和新开工面积累计增速继续下滑，同比分别为-6.2%和-22.6%（前值分别为-5.6%和-21.2%）。资金来源中，定金预收款、个人按揭贷款的累计同比增速小幅回升，而自筹资金、国内贷款的降幅较上期扩大，说明房企融资未明显改善，现金流仍面临较大挑战，对企业的开工积极性形成制约。

图 7：房企资金来源增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、消费的补偿性修复或已基本结束

5 月社零同比增速下滑。5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%，增速较上月下降 5.7 个百分点，两年平均增长 2.6%，较上月下降 0.1 个百分点。

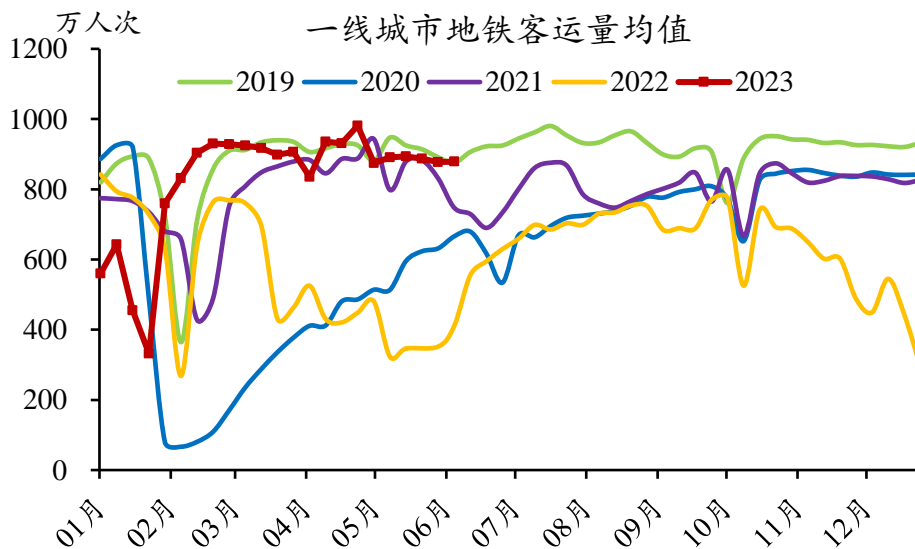
图 8：各类消费增速


资料来源:万得, 信达证券研发中心

出行相关消费边际放缓。5月餐饮收入两年同比增长3.3%，较4月的5.4%小幅下降。金银珠宝类消费同比增长0.7%，前值为1.9%。

耐用品消费仍旧低迷。5月建筑及装潢材料类增速-14.0%（前值-12.4%），家用电器和音像器材类增速-7.4%（前值-2.1%）。耐用品消费低迷反映消费者较为谨慎。

服务业的回补式复苏或已基本结束。3-4月一线城市地铁客运量、拥堵延时指数等指标一度突破历史高点，服务业生产指数高增，指向居民出行意愿强烈，线下消费热情高涨。然而“五一”假期之后，一线城市地铁客运量、拥堵延时指数已基本等于或略微弱于2019年水平。回顾我国经济复苏与衰退，工业的变化往往早于服务业变化。而本次复苏比较特别，工业在产能周期、库存周期、房地产周期均处于下行阶段的背景下，修复遇到了一定阻力；服务业的需求迎来“回补式”复苏，释放则较为顺畅。但当下经济的下行压力已逐渐蔓延至服务业。

图 9：“五一”假期之后，一线城市地铁客运量等于或略微弱于 2019 年水平


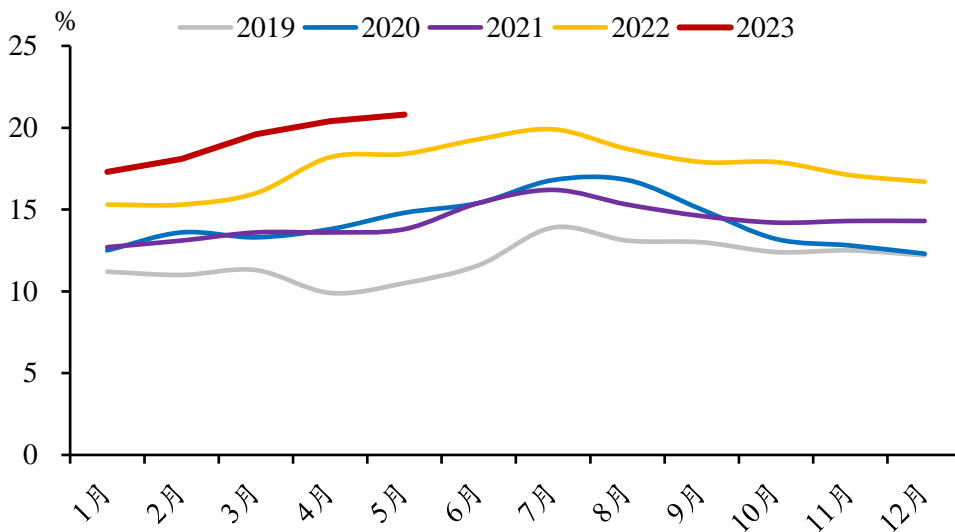
资料来源:万得, 信达证券研发中心

四、就业的结构性问题凸显

城镇失业率维持低位，但年轻人失业率继续上行。5 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，与上月持平，位于全年目标 5.5% 的下方。16-24 岁劳动力调查失业率为 20.8%，较 4 月进一步上升 0.4 个百分点。伴随学生在二、三季度陆续毕业，年轻人失业率通常在上半年会季节性走高，下半年逐步走低。而今年年轻人失业率大幅高出历史同期水平，引发了社会的广泛关注。

统计局在 15 日的发布会上回应了社会的关切。根据统计局初步测算，5 月份，16-24 岁青年人总量大概有 9600 多万。16-24 岁很多是在校学生未真正进入到劳动力市场，进入到劳动力市场寻找工作的有 3300 多万，这 3300 多万当中有 2600 多万已经找到工作，大概有 600 多万目前还在寻找工作。

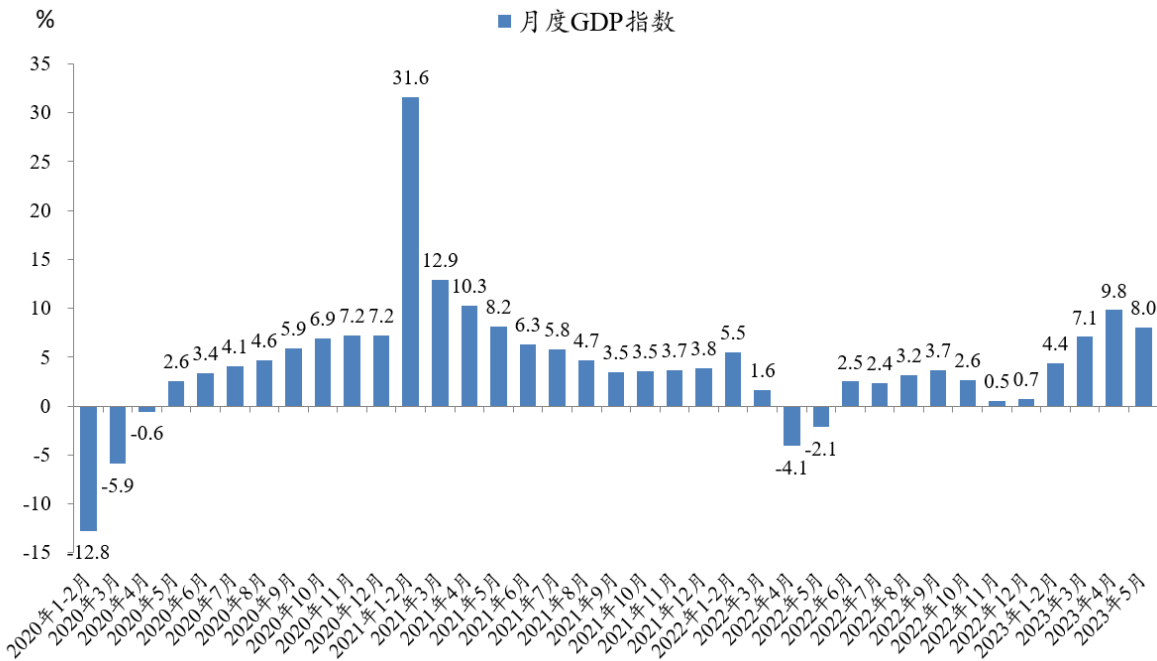
图 10：年轻人失业率



资料来源:万得, 信达证券研发中心

五、市场底要早于经济底

整体来看，5月各项经济数据均低于市场预期。工业增加值同比增长3.5%，万得一致预期4.1%；社零同比12.7%，预期13.6%。固定资产投资累计同比4%，预期4.5%。我们计算的5月月度GDP指数为8.0%，两年平均增速在3%附近，低于全年目标增速的4.0%（两年平均）。再加上工业部门处于“去库存”阶段，服务业的强势逐步衰减，经济在之后几个月或仍面临一定的下行压力。

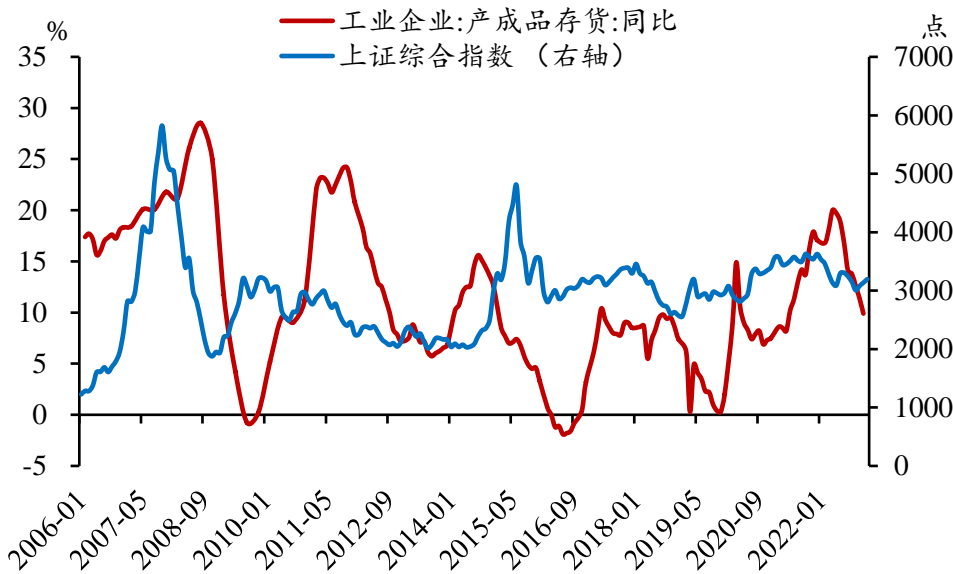
图 11：月度 GDP 指数


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

我们认为，当前股市已接近底部，下半年具备一定的修复空间。3 月以来 A 股指数出现明显回调，我们认为当前股市已接近底部。(1) 指数当前已计入较多的悲观预期，使用沪深 300 计算的股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位。一般而言，市场底要早于经济底。回顾历史，每一轮库存周期的底部均早于股市的底部。三季度末我国有望开启新一轮库存周期，我们预计股市有望在 6 月份基本企稳。(2) 6 月 13 日央行超预期下调 OMO 利率，有助于提振市场信心，后续一系列政策组合拳或可以期待。我们认为，降息可能是政策发力的“前哨”，在经济内生动能偏弱的环境下，7 月“稳增长”进入重要窗口期，解绑地产需求的相关政策、促消费政策、财政政策有望相继出台。(3) 美国国务卿安东尼·布林肯确认将于 6 月 18 日至 19 日访华，或成为中美关系缓和的窗口，市场风险偏好有望得到提升。

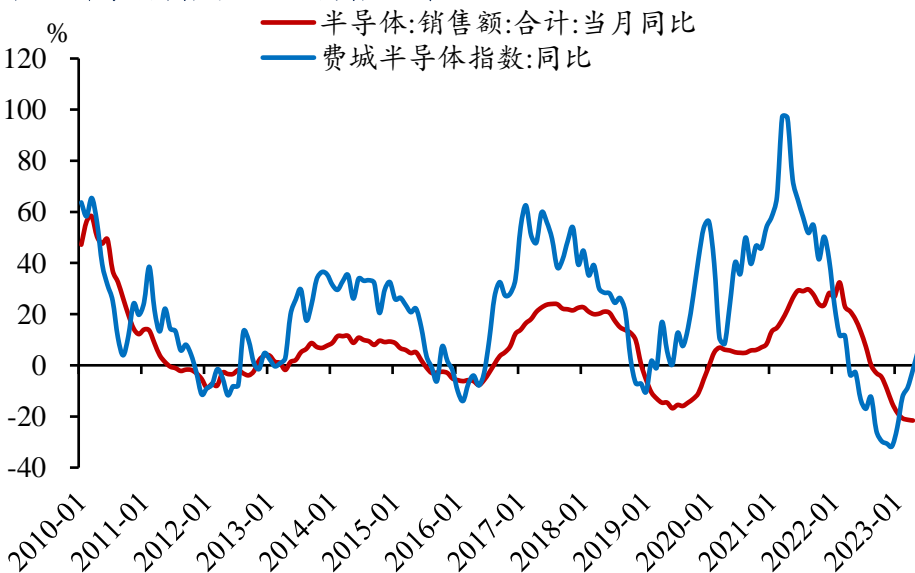
图 12：股债性价比已经达到了近 5 年以来的较高分位


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13：每一轮库存周期的底部均早于股市的底部


资料来源：万得，信达证券研发中心

关注两条投资主线，一是库存处于低位，且受益于内需修复弹性较大的消费板块，包含食品、酒饮料、家电等；回顾我国 2006 年以来的主动补库存阶段，消费板块的表现最为亮眼。二是半导体+AI，使用半导体销售额同比划分的全球半导体周期或已经进入周期的尾部，费城半导体指数年初以来已上涨近 50%，均标志着行业景气度有望迎来上行阶段。伴随以 ChatGPT 为代表的人工智能产业链高速发展，AI 上游的硬件端（算力、存储等），中游的大模型，以及下游的应用端均有望迎来需求的持续增长。

图 14：半导体周期或已经进入周期的尾部


资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com



华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。