



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《宽信用收敛，降息引领需求政策》
- 2023.06.14

宏观研究

适度发力，为高质量发展增厚安全垫

● 核心观点

5月经济数据陆续公布，供需两端扩张动能均不足，高质量发展有亮点，考虑为高质量发展转型留足安全垫，逆周期调节政策亟待发力，而美联储短期难以对紧缩货币政策做出调整，则进一步加大了稳增长政策的必要性。在OMO利率下调后，央行下调MLF操作利率10bp，开启新一轮逆周期政策。参考相似度更高的2022年，在本次央行降息开启稳增长政策后，财政政策方面可能采取加大财政支出力度、加快专项债发行等措施，产业政策可能加大对基建投资、房地产市场以及消费领域的支持。对于配套政策的发力时点，由于本次LPR下调力度可能较大，政策层可能倾向于观察政策效果，在下半年择机出台上述配套政策。投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 固定资产投资累计同比.....	4
图表 2: 高技术产业投资.....	4
图表 3: 消费延续两头热中间冷.....	5
图表 4: 装备制造业&工业增加值.....	6
图表 5: 出口交货值&出口金额.....	6

5 月经济数据陆续公布，供需两端均偏弱势；美联储议息会议预期年内再加息两次，超预期鹰派，国内宜加强逆周期调节。在 OMO 利率下调后，央行下调 MLF 操作利率 10bp，开启新一轮逆周期政策。

投资支撑作用持续弱化。1-5 月固定资产投资累计同比 4%，较 4 月放缓 0.7 个百分点。基数回落仍未能拉高同比读数，1-5 月两年平均增速降至 5%，已低于 2019 年全年 5.4% 的增速，投资对于经济的支撑作用持续弱化。原因在于，房地产投资降幅扩大，基建投资、制造业投资增长放缓。1-5 月，基建投资、房地产开发投资、制造业投资累计同比分别为 9.5%、-7.2%、6%（前值 9.8%、-6.2%、6.4%）。基建投资仍然是三者中扩张最快的部分，但进一步扩张受制于项目借债能力，以及优质项目入库约束。5 月企业中长期贷款同比增幅为去年 9 月以来最小，政府债券融资额同比少增 5000 亿，对基建投资可能形成了资金约束，新一批新增地方债额度下达有助于增加资金来源。另外，高技术产业投资保持较快增长，1-5 月高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 12.8%、13.0%，其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长 18.8%、16.1%，科技成果转化服务业、专业技术服务业投资分别增长 47.4%、40.6%。而房地产市场还面临不少困难，销售端持续低迷，5 月商品房销售面积同比降幅扩大至 -19.8%，销售额同比 -4.8%，在 3、4 月销售额连续两个月正增长后转负。1-5 月房屋新开工、施工面积同比分别为 -22.6%、-6.2%，降幅继续扩大。与 4 月相似，仅竣工面积在“保交楼”政策带动下改善，累计同比升至 19.6%。二季度以来，房地产市场恢复缓慢，基建投资增速下滑，投资的稳增长作用减弱，而消费在恢复性增长后，扩张动能已不足。

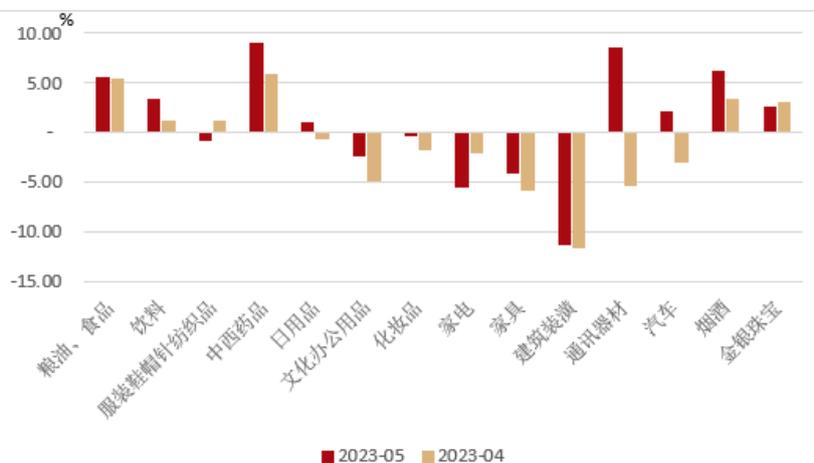
图表1：固定资产投资累计同比


资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表2：高技术产业投资


资料来源：ifind，中邮证券研究所

消费扩张动能不足。5月社会消费品零售额同比增长12.7%，较4月放缓5.7个百分点。剔除基数回升影响，5月零售两年平均增速为2.5%，与4月基本低位持平，消费扩张动能不足。5月汽车零售额同比增长24.2%，基数抬升导致较4月增速回落13.8个百分点，看两年平均增速，5月由负转正至2.1%；剔除汽车消费品零售额同比增长11.5%，两年平均增2.6%，较4月放缓0.3个百分点。5月汽车厂商价格战热度逐渐消退，叠加“五一”小长假的需求增长，带动购车消费较好。根据乘联会统计，6月1-11日市场零售42.5万辆，同比去年下降10%（5月同比增长28.2%），较上月同期下降25%，去年6月车购税减税拉动月初销量转移推升基数，6月表观同比增速可能转负。分消费类型看，商品零售、餐饮收入同比分别为10.5%、35.1%，但商品零售两年平均增速为2.46%，较4月2.30%提高，餐饮收入两年平均增速则放缓至3.2%（前值5.4%），五一假期的实际提振效果并不显著。分消费品类看，延续两头热中间冷的组合。因基数影响大，看两年平均增速，5月化妆品、家电、家具建筑装潢零售额延续负增，而食品饮料、日用品、药品、通讯器材、汽车、金银珠宝则较4月加速增长或维持平稳。另外，5月劳动力市场压力仍存，城镇调查失业率为5.2%，与4月持平，历史来看5月失业率存在季节性下行，而今年走平反映整体劳动力市场较弱；其中，16-24岁劳动力调查失业率升至20.8%，续创新高。五一假期对消费的拉动作用在假期过后明显转淡，汽车零售、居民城内及城际出行强度均呈现先升后降的走势。要启动消费增长动能，根本上需要改善居民就业、提振居民收入，当然通过制度性手段提振农村居民的财产性收入也是重要途径。

图表3：消费延续两头热中间冷


资料来源： ifind，中邮证券研究所

工业生产受制于需求偏弱。5月工业增加值同比增长3.5%，工业生产的低增在PMI数据中已有体现。5月工业增加值两年平均增速为2.1%，较4月1.3%有所回升，但仍明显低于一季度的4.7%，反映二季度以来生产端的扩张动能的弱复苏态势，库存水平偏高、工业品价格下降、市场需求偏弱制约工业生产。分三大门类看，5月份，采矿业增加值同比下降1.2%，制造业增长4.1%，公用事业增长4.8%，除公用事业外均放缓。装备制造业支撑明显，5月份，装备制造业增加值同比增长8%，明显快于全部规模以上工业增速，对规模以上工业增长贡献率超过七成。其中汽车制造业、电气机械和器材制造业增加值分别增长23.8%和15.4%。工业高端化、智能化和绿色化趋势延续，1-5月份，航空航天器及设备制造业增加值同比增长25.9%。智能车载设备制造业增加值增长33%，新能源汽车和太阳能电池产量分别增长37%和53.6%。数字经济相关行业增长较快。1-5月份，电子及通信设备制造业增加值同比增长5.2%，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数增长11.3%，工业控制计算机及系统产品产量增长33.4%。另外，5月份出口交货值同比-5%，再落至负区间，5月出口金额同比亦转负至-7.5%，两种出口统计数据均指向外需减速。整体来看，5月份供需两端扩张动能均不足，高质量发展有亮点，考虑为高质量发展转型留足安全垫，逆周期调节政策亟待发力，而美联储短期难以对紧缩货币政策做出调整，则进一步加大了稳增长政策的必要性。

图表4：装备制造业&工业增加值


资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表5：出口交货值&出口金额


资料来源：ifind，中邮证券研究所

美联储维持鹰派，全球紧缩缺口延续。6月美联储议息会议将联邦基金利率的目标区间维持在5.0%至5.25%不变，为本轮加息以来的首次暂停，由于会前联邦基金利率期货隐含6月不加息的概率已超90%，符合市场预期。但是在本次会议公布的美联储最新经济预测中，2023年美国GDP增速预计升至1%，而3月会议时预期为0.4%，同时上调对2023年核心PCE预测至3.9%（3月为3.6%），下调2023年失业率预测至4.1%（3月为4.5%），反映美联储对今年美国经济增长的预期以及通胀预期均较1季度明显上调，相应的对本次加息峰值的预测亦较3月上调50bp至5.6%。即美联储预计年内还将有两次加息，超出市场预期，因此本次美联储虽然暂停加息但鹰派程度实足。另外，会后鲍威尔提到，本次不加息是“暂停”而非“跳过”，将继续逐次会议作出决策，还没有就7月份是否加息做出决定，此次会议没有讨论是否采取每隔一次会议加息一次的方式。对市场起到一定安抚作用。但是鲍威尔同时强调，没有任何人提出今年降息的建议，今年降息是不合适的。会后，市场对于美联储降息时点的预测后移至2024年一季度。由于美联储本轮的强力加息，当前联邦基金利率已上升至2006年以来最高，加息末期本身即增加了货币政策操作的难度，对于年内美联储货币政策，取决于通胀下行的速度，根源在于劳动力市场。而货币政策紧缩的滞后效应，以及信贷紧缩的演进程度则加大了对经济的负面影响。鲍威尔提到，通胀已经有所缓和，但通胀压力持续高企，美联储仍然认为通胀上行风险依然存在，将通胀率恢复到2%还有很长的路要走；对于当前通胀压力的关键驱动——服务业通胀，只看到了回落

的“早期迹象”；在核心 PCE 的下降方面没有看到太多进展。反映，短期美联储认为通胀压力依然较大，紧缩的货币政策难以调整。

降息开启逆周期政策，宜采取需求端发力、投资先行的顺序。在 6 月 13 日央行下调 7 天逆回购操作利率 10bp 以后，本月 1 年期 MLF 操作利率同步下调 10bp 至 2.65%。本次 OMO 操作利率先于 MLF 操作窗口下调，与 2020 年初央行降息操作类似，明确开启了新一轮的逆周期政策。考虑当前工业企业库存偏高，价格下行压力较大的背景，逆周期调节宜从需求端政策着手，而具体工具可以类比 2020 年以后的稳增长时期。**2020 年稳增长政策主要集中在上半年，由于经济受到明显冲击，政策密度及力度均较高。**货币政策方面，包含 4 次降准（含定向降准），2 次降息，三批再贷款再贴现，以及两个直达实体经济的货币政策工具。财政政策主要包含提高财政赤字率、发行特别国债、增值税增量留抵税额退还、贷款财政贴息、加快发行和使用地方政府专项债、抓紧下达中央预算内投资等，产业政策则涵盖加快重点项目施工进度等稳投资，以及促进汽车消费等促消费政策。

——**2021 年，由于基数较低，考虑经济不大起大落，逆周期调节的政策不多。**主要包括两次降准，7 月 15 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）；12 月 6 日，央行公告决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。

——**2022 年稳增长政策大致存在 3 轮集中出台期。**第一轮是，开年期间，以 1 月 17 日 MLF 操作和公开市场逆回购操作的中标利率同时下降 10bp 开启，延续了整个上半年。配套政策涉及扩大增值税留抵退税范围、加快财政支出、扩大专项债使用范围等财政政策，产业政策方面涉及房地产领域相关的金融政策和需求端政策，以及通过汽车、家电等促消费，加大基建投资等方面。财政政策、产业政策方面，具体包括：4 月 26 日，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。4 月 29 日，中共中央政治局召开会议，会议通稿罕见在 13 点发布。会议提到“努力实现全年经济社会发展预期目标”，强调把握好政策的“提前量和冗余度”，新增“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，同时强调“要及时回应

市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”。5月31日，国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知。从财政政策、货币政策，稳投资、促消费方面出台33项措施。6月1日，国常会部署落实，对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度。6月29日，国常会部署运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。房地产相关政策包括：2月21日，四大行同步下调广州地区房贷利率；同时菏泽把首付比例从30%降至20%，释放了房地产需求端政策放松的信号。3月2日，时任银保监会主席郭树清提到，房地产的泡沫化、货币化的问题发生了根本性扭转。房地产政策边际修整的预期进一步强化。5月15日，央行将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。

第二轮是三季度，以8月15日央行将MLF操作和公开市场逆回购操作的中标利率同时下调10bp开启，延续两个月，以财政政策、支持平台经济和房地产的产业政策作为货币政策的配套。具体配套政策包括：8月24日，国常会部署，在落实稳经济一揽子政策同时，再实施19项接续政策。9月30日，央行公告下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。

第三轮是年末，政策着力点聚焦在房地产领域发力。货币政策方面，11月25日，中国人民银行公告，决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。其他包括，11月23日，《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》公布，推出16条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度。

整体来看，在经济承受供需两端双重压力时期，适宜以财政金融政策推进稳投资促消费的需求端稳增长工具着手，具体抓手则落在加快基建重大项目投资、房地产市场健康发展、促进汽车等大宗消费上面。参考相似度更高的2022年，在本次央行降息开启稳增长政策后，财政政策方面可能采取加大财政支出力度、加快专项债发行等措施，产业政策可能加大对基建投资、房地产市场以及消费领

域的支持。对于配套政策的发力时点，由于本次 LPR 下调力度可能较大，政策层可能倾向于观察政策效果，在下半年择机出台上述配套政策。

投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048