

## 流动性外紧内松格局进一步分化

2023年6月12日-6月18日周报

### 报告摘要

#### ◆ 美联储暂停加息，经济预测显鹰派，市场的降息预期仍领先美联储指引

美国劳工统计局6月13日发布的数据显示，美国5月CPI同比增长4%，略低于市场预期的4.1%，前值为4.9%。美国5月核心CPI同比增长5.3%，略高于市场预期的5.2%，前值为5.5%。

北京时间6月15日凌晨，美联储公布6月的议息会议决议，暂停加息，联邦基金利率目标区间维持5.00%-5.25%。此外委员会将按之前公布的计划缩减购债，每月缩减600亿美元国债和350亿美元机构债券和抵押贷款支持证券(MBS)。会议声明表示本次会议维持利率不变是为了“让委员会能够评估更多信息及其对货币政策的影响”。

由于美国5月CPI数据继续下行，并未出现超预期上行，因此会议之前市场对于本次会议暂停加息基本上存在一致预期，会前的主要悬念在于7月是否会继续加息以及何时开启降息。本次会议公布了最新的经济预测和点阵图，经济预测给出的指引表明本轮加息进程并没有停止，美联储只是放缓加息节奏，展现了超出预期的鹰派态度。

详细数据显示，美联储官员对2023年底的联邦基金利率中值预测从3月的5.1%抬升至5.6%，表明年内美联储还要进行两次25BP的加息，并且不会开启降息。18名参与投票的官员中，有12名支持年内加息两次至5.5%以上，其中3位官员支持加息三次至5.75%以上。相较于3月给出的点阵图表明多数联储官员认为5.00%-5.25%是年内利率高点，本次点阵图包含的美联储鹰派程度有较大提高，原因可能在于通胀和经济的韧性高于预期。

美联储在本次经济预测中上调了年内核心通胀的预期，相较于3月的经济预测，PCE通胀预测从3.3%下调至3.2%，核心PCE通胀预测从3.6%上调至3.9%，对未来两年的各项数据预测则变化不大。此外，美联储上调了对经济增长的预测，2023年四季度实际GDP同比增速的预测从3月的0.4%大幅上调至1.0%，失业率预测从4.5%下调至4.1%，显示美国经济软着陆的信心增强。

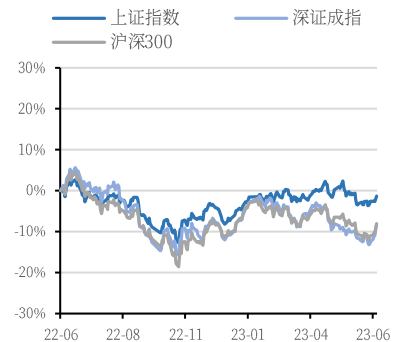
会后的采访上，鲍威尔提到美联储加息决策的“三维”框架：加息的“速度”、“高度”以及“时长”。其认为，去年加息的“速度”更为重要，因此美联储选择大幅、快速加息；但随着利率水平靠近需要达到的终点，美联储选择放慢加息节奏，但仍认为更高的利率水平可能是合适的，只是要进一步放缓速度。鲍威尔强调，本次暂停加息不应被视为“跳过”，当前美联储尚未对7月会议的决策形成共识。

从市场的角度，截止6月17日，CME数据显示，市场预期美联储7月议息会议加息25BP的概率为74.4%，并且加息后达到的5.25%-5.5%的联邦基金目标利率将维持到年末，仍然低于与美联储本次会议指引给出的2023年年底5.6%的联邦基金目标利

### 主要数据

上证指数	3273.3341
沪深300	3963.3509
深证成指	11306.5313

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

### 相关研究报告

经济动能继续走弱，期待政策发力下的否极泰来 —2023-06-16

美联储暂停加息，经济预测显鹰派 —2023-06-15

社融和信贷走弱，政策进一步发力可期 —2023-06-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

率中值。往后看，邻近加息周期尾声，美联储需要在通胀和经济之间做出权衡，并且银行业危机造成的信贷紧缩对金融系统稳定产生的溢出效应还未完全消化。在软着陆且通胀顽固的基准情形下，我们认为美联储或将抗击通胀作为最高优先级，按照当前给出的政策路径进行。但是后续存在较大不确定性，如出现经济衰退的速度较快，或者金融风险抬升，美联储可能迅速调整政策立场。我们认为年内后续不再加息以及年内启动降息的可能性依然存在，预期的摇摆可能加大市场的波动。

#### ◆ 5月消费动能继续走弱

2023年5月，社零环比为+0.4%，较上月+0.2PCTS。季节性上，5月社零环比仅高于2011年以来的2018年和2022年同月，显示继4月之后，5月消费复苏动能继续放缓。2023年5月，社零同比+12.7%（市场预期+13.6%），较4月-5.7PCTS，同比的增速下降主要受去年5月基数抬升影响。总体来看，与4月相似，5月社零虽然因为去年的低基数继续实现同比高增，但从环比数据看，5月消费动能继4月之后继续走弱，显示居民收入增速下降、资产负债表受损之下这一相对中长期的因素影响仍然持续抑制消费的进一步复苏。

#### ◆ 内外需同步走弱之下制造业预期转弱，投资意愿受到抑制

2023年5月，制造业投资增速+5.1%，较4月-0.2PCTS，带动5月固投总体增速+3.0PCTS。从具体的行业看，已公布数据的制造业子行业1-5月制造业累计同比增速出现明显分化。各行业投资增速综合影响之下，5月制造业投资累计同比增速较4月下行。从单月增速来看，5月制造业单月+5.1%的增速仍然排在近60个月的第33位（2021年采用两年复合增速），显示在相对景气的制造业子行业支撑下，制造业投资整体上仍具有一定韧性。后续制造业增速的进一步企稳仍需包含产业政策在内的增量稳增长政策的支撑。

#### ◆ 房地产投资降幅再加深

2023年5月房地产相关数据呈现四个主要特征：1，5月房地产开发投资完成额同比较4月下行，除去年5月基数较4月抬升的因素外，房地产企业投资意愿边际转弱是核心原因。2，商品房销售金额和面积同比涨幅分别较4月涨幅缩窄和由正转负，一方面受到去年5月基数较4月抬升影响，另一方面更主要的原因在于居民购房意愿不算强。从环比看，5月商品房销售金额和销售面积分别录得+9.0%和+14.5%，在近10年同月环比中分别排在第6位和5位，显示5月居民购房意愿虽不算强，但也有所恢复。3，在保交房的压力下，5月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积分别录得大幅同比正增长和大幅同比萎缩。4，继3月和4月连续两个月同比为正后，5月房地产开发资金同比再次转负，显示房企融资仍需政策进一步加强支持。

从目前的数据看，房地产投资的未来走势仍然存在不确定性。销售端来看，5月房地产销售仍然较弱。同时，我们统计的数据显示，以今年6月上半月商品房销售面积的双倍代替今年6月商品房销售面积，4个一线城市、12个二线城市和27个三线城市6月预期商品房销售面积同比分别为-24%、-43%和-55%，意味着6月商品房销售大概率仍然较弱。

#### ◆ 基建投资增速上行，再次成为固投的“稳定器”

2023年5月，基建投资同比+10.7%，较4月+2.8PCTS，增速上行，排在近60个月月度同比增速的第10位（2021年为两年复合增速）。截止6月15日，6月全国共发

行专项债 1066 亿元，未达 5 月的一半，显示专项债发行速度趋缓，或意味着后续基建的资金支撑力度有所减弱。同时，今年前 5 个月新发行的专项债仍然达到近 1.9 万亿元，短期内基建的资金仍然相对充足。预计 Q2 之后，基建增速可能出现略微下滑，但仍将继续保持相对高的增速，对固投形成支撑。

#### ◆ 工业生产边际趋缓，动力不强、需求不足问题凸显

2022 年 5 月，规模以上工业增加值同比+3.5%，弱于市场预期 (+4.09%)，较 4 月份回落 2.1PCTS。1-5 月份累计同比+3.6%，与 1-4 月份持平。环比录得+0.63%，由负转正。在经历一季度经济高斜率修复推动的环比高增之后，4 月工业生产修复放缓，5 月整体上延续了 4 月的趋势，显示工业生产当前仍处于底部修复区域，面临一定的压力。

#### ◆ 7D 逆回购利率与 MLF 利率调降 10BP，新一轮降息落地

本周（5 月 29 日-6 月 2 日），逆回购方面，6 月 13 日央行进行 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.90%，此前为 2.00%；为了对冲税期高峰等因素，周内央行累计投放 7D 逆回购 500 亿元，到期 100 亿元；6 月 13 日晚间央行宣布下调常备借贷便利 (SLF) 利率 10 个基点，进一步推动资金向实体经济流动。6 月 15 日，央行开展 2370 亿元 MLF 续作，中标利率由 2.75% 变为 2.65%，下调 10 个基点；本月 MLF 到期量 2000 亿元，本周共投放流动性 770 亿元。

货币市场方面，资金面边际趋紧，截止 6 月 16 日，DR007 报收 1.94%，较上周五上行 13BP；SHIBOR1W 报收 1.93%，较上周五上行 10BP。6 月是跨季月，月底面临财政支出规模的上升以及税期高峰，或导致月内流动性边际趋紧。为了促进私人部门的信用扩张，降低银行负债成本，使扭曲的利率体系重回正轨，6 月 8 日起多家银行陆续调整人民币存款利率，也为贷款利率的进一步下调提供了空间。6 月 20 日 LPR 调降是大概率事件。6 月中国人民银行行长易纲赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作时指出，下一步人民银行将按照党中央、国务院决策部署，继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，推动实体经济综合融资成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。本次降息或意味着央行货币政策有望开启新一轮宽松周期，以支持国内稳经济，但后续宽松的节奏和力度仍受到外部流动性依然偏紧的制约，目前尚不宜预期过高。

#### ◆ 经济动能继续走弱，期待政策发力下的否极泰来

综合 5 月的 PMI、通胀、金融数据以及经济数据来看，5 月经济动能继 4 月之后，继续边际转弱，内外需同时走弱对经济进一步复苏的制约凸显。站在当前时点，增量稳增长政策的出台必要性明显增强，后续货币政策上继续降准降息、财政政策上中央政府继续加杠杆、产业政策上新举措出台值得期待。我们仍然预期，在低基数效应下，叠加政策有望再次发力，二季度 GDP 同比仍有望回升至 7% 以上，当前无需过度悲观，期待否极泰来。

#### ◆ 货币宽松助推债市收益率进一步下行，降息落地后小幅调整或是暂时的

截至 6 月 16 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.66%，较上周五下行 1BP，6 月 13 日逆回购利率调降，降息预期落地助推长端收益率快速下行，周内最低达 2.62%。债市高涨的情绪从利率债传导至信用债，并且有向低等级、短久期下行的趋势。信用利差开启了新一轮的下行，截止 6 月 15 日，各等级、各期限的中短期票据收益率较一周

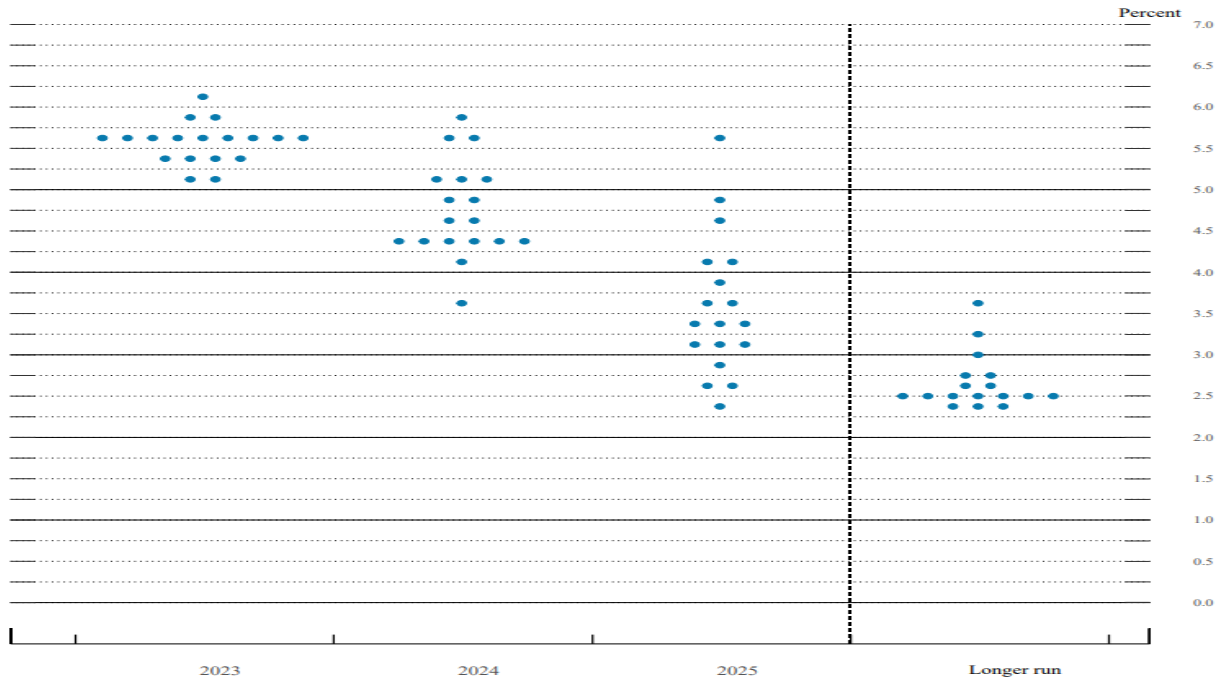
前有大幅下行,其中 AAA 级 3 年期中短期票据收益率较上周四下行 5.24BP, 达到 2019 年以来 10%的历史分位; 信用利差录得 32BP, 较上周四下行 3.99BP, 达到了 2019 年以来 18%的历史分位。从托管规模上来看, 各机构 5 月债券托管总量较 4 月环比增加了 6073 亿元, 其中地方债托管量环比增加 5090 亿元, 政金债托管量环比增加了 1229 亿元。

在降息的靴子落地后, 本周五 10 年期国债利率快速回调 1 个 BP。我们认为此次调整是市场累积止盈情绪的快速释放, 中长期内债市收益率在基本面与资金面催化下还有进一步下行的空间。基本面持续走弱, 5 月 CPI 季节性环比回落, PPI 受国际大宗价格影响, 环比降幅较大; 出口数据和工业生产均在底部区域。目前居民和企业杠杆都已达到历史高位, 自发进行资产负债表修复, 继续加杠杆的能力和意愿都较弱, 基本面对债市维持利多。资金面转向宽松, 易纲行长发言称, 继续精准有力实施稳健的货币政策, 加强逆周期调节。当前政策宽松的力度尚不明确, 如果经济基本面持续疲弱推动二次降息落地, 预计将带动 10 年期国债到期收益率进一步下行, 低点或回到 2.5%-2.6%区间。如果下半年稳增长政策发力带动经济修复预期改善, 叠加央行在外部环境制约下, 通过多种政策工具组合代替降息以补充市场的流动性水位, 则债市利率进一步下探或缺动力。但整体而言, 我们对债市下半年的行情整体上保持乐观。

**风险提示: 海外宏观经济下行超预期, 国内稳增长政策不及预期, 国内需求端恢复速度显著偏慢**

**图1 美联储6月议息会议加息预期点阵图**

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源: wind, 中航证券研究所

**图2 CME 数据显示市场降息预期仍领先于美联储指引**

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	74.4%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	68.5%	8.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	23.5%	67.3%	8.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.9%	37.7%	48.3%	5.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.5%	42.5%	29.0%	3.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.0%	33.7%	34.7%	14.1%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.4%	32.6%	34.6%	15.2%	2.1%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.7%	24.7%	33.8%	23.2%	7.5%	0.9%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.6%	22.2%	32.4%	24.8%	9.9%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.9%	6.4%	19.6%	30.6%	26.2%	12.6%	3.3%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.8%	5.9%	18.5%	29.7%	26.5%	13.7%	4.1%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.9%	11.0%	23.0%	28.4%	21.4%	9.8%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: wind, 中航证券研究所

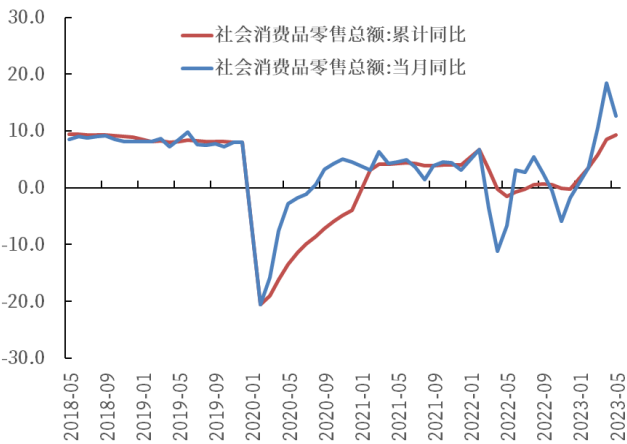


图3 月度经济数据情况

	2023-05	2023-04	2023-03	2023前2月	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
社零(当月同比)	12.7%	18.4%	19.6%	3.5%	1.8%	5.9%	-0.5%	2.5%	5.4%	2.7%	3.1%	5.7%
社零:商品零售(当月同比)	10.5%	15.9%	9.1%	2.9%	-0.1%	5.6%	0.5%	3.0%	5.1%	3.2%	3.9%	5.0%
社零:餐饮(当月同比)	35.1%	43.8%	25.3%	9.2%	34.1%	5.4%	3.1%	1.7%	8.4%	-1.5%	4.0%	21.1%
固投(累计同比)	4.0%	4.7%	5.1%	5.5%	5.1%	5.3%	5.8%	5.9%	5.8%	5.7%	6.1%	6.2%
制造业投资(累计同比)	6.0%	6.4%	7.0%	8.1%	9.1%	9.3%	9.7%	10.1%	10.0%	9.9%	10.4%	10.6%
基建投资(累计同比)	9.9%	9.8%	10.8%	2.2%	11.5%	11.7%	11.4%	11.2%	10.4%	9.6%	9.3%	8.2%
房地产开发投资(累计同比)	-7.2%	-6.2%	-5.8%	-5.7%	-10.0%	-9.8%	-8.8%	-8.0%	-7.4%	-6.4%	-5.4%	-4.0%
固投(当月同比)	1.6%	3.7%	4.7%	3.5%	3.1%	0.7%	5.0%	6.6%	6.5%	3.5%	5.8%	4.5%
制造业投资(当月同比)	5.1%	5.3%	6.2%	8.1%	7.4%	6.2%	6.9%	10.7%	10.6%	7.5%	9.9%	7.1%
基建投资(当月同比)	10.3%	7.9%	9.9%	2.2%	19.4%	13.9%	12.8%	15.3%	15.4%	11.5%	12.0%	7.9%
房地产开发投资(当月同比)	-10.5%	-7.3%	-5.9%	-5.7%	-22.7%	-19.9%	-16.1%	-12.1%	-13.8%	-12.1%	-9.6%	-7.7%
出口金额(美元,当月同比)	-7.5%	8.5%	14.8%	-6.8%	9.9%	8.7%	-0.3%	5.9%	7.2%	18.0%	17.1%	16.3%
进口金额(美元,当月同比)	-4.5%	7.9%	-1.4%	10.2%	7.5%	10.6%	-0.7%	0.3%	0.2%	2.0%	0.4%	3.7%
工业增加值(当月同比)	3.5%	5.6%	3.9%	2.4%	1.3%	2.2%	5.0%	6.3%	4.2%	3.8%	3.9%	0.7%
服务业生产指数(当月同比)	11.7%	13.5%	9.2%	3.5%	-0.8%	-1.9%	0.1%	1.3%	1.8%	0.6%	1.3%	-1.1%
制造业PMI	48.8	49.2	51.9	1月50.1, 2月52.6	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49	50.2	49.6
非制造业PMI	54.5	56.4	58.2	1月54.4, 2月56.3	41.6	46.7	48.7	50.6	52.6	53.8	54.7	47.8
建筑业PMI	58.2	63.9	65.6	1月56.4, 2月60.2	54.4	55.4	58.2	60.2	56.5	59.2	56.6	52.2
服务业PMI	53.8	55.1	56.9	1月54.0, 2月55.6	39.4	45.1	47	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1

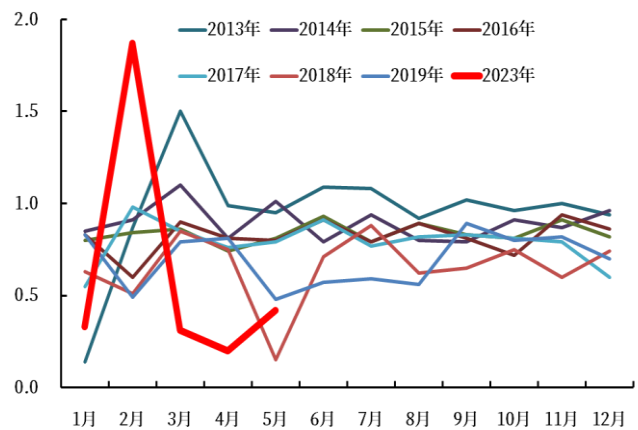
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 低基数下5月社零同比强势回升(%)



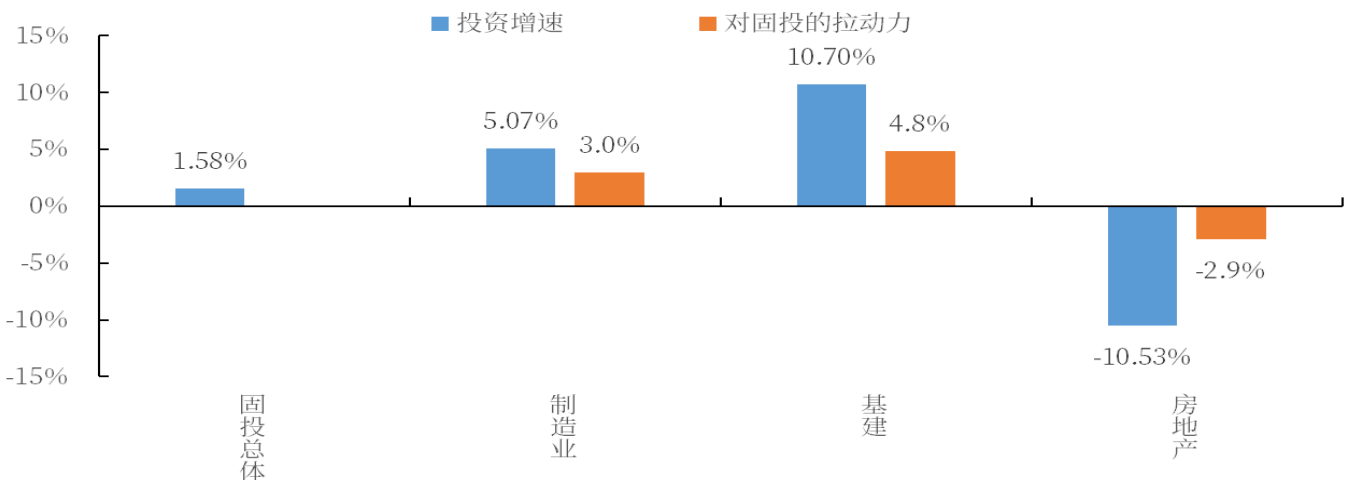
资料来源: wind, 中航证券研究所 (2021年为两年复合增速)

图5 5月社零环比与历年5月相比不算强(%)



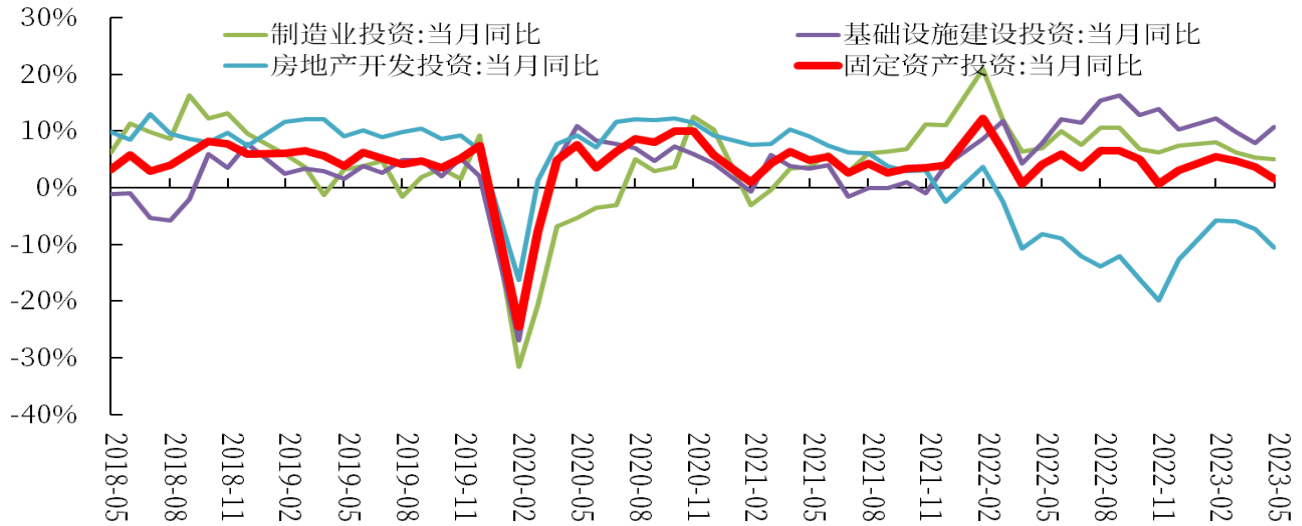
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 2023年5月固投及主要分项投资增速及拉动力



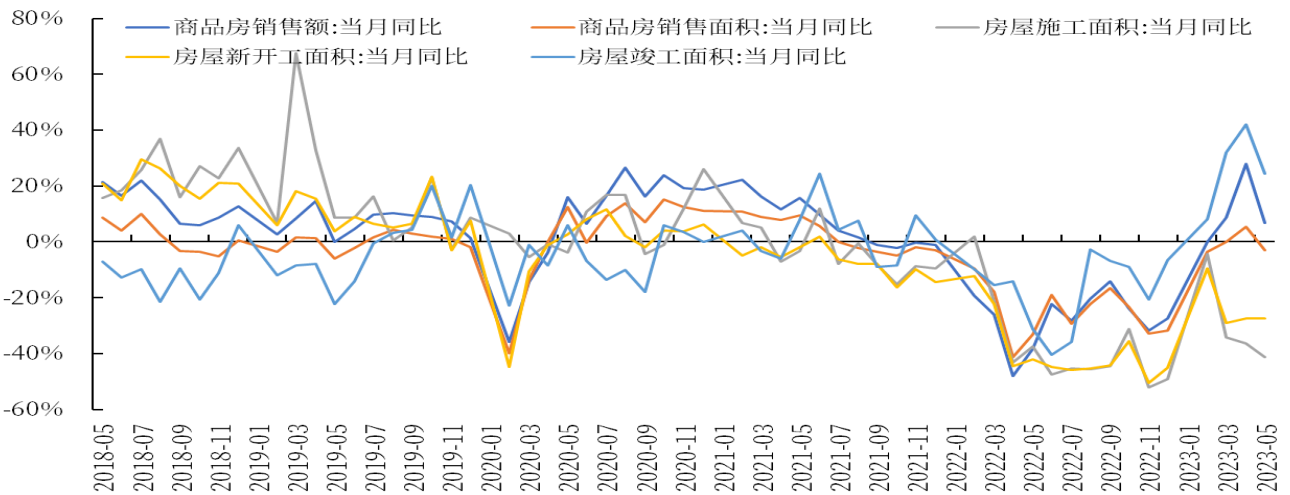
资料来源: wind, 中航证券研究所

### 图7 固投及主要分项当月同比走势 (%)



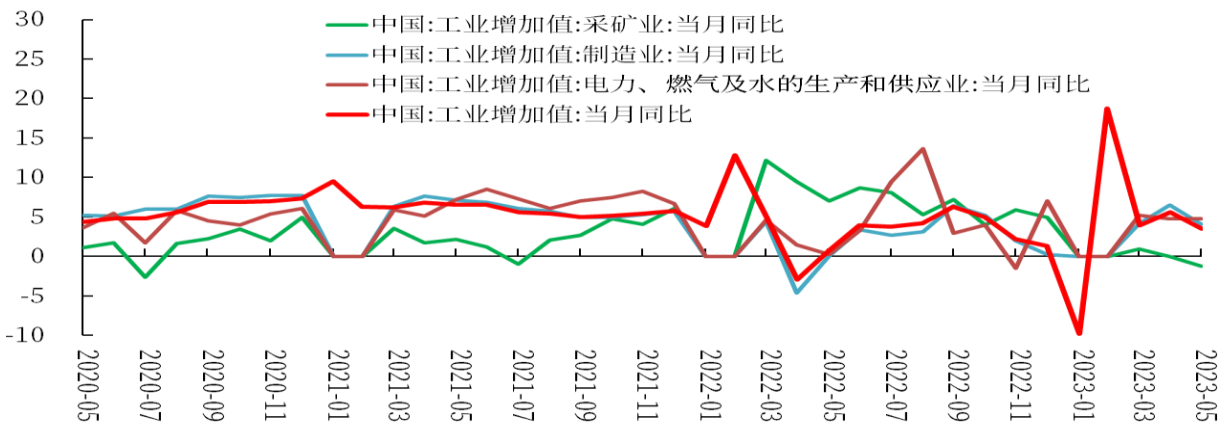
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

### 图8 房屋销售、施工及土地购置同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

### 图9 工业增加值分行业同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。  
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。  
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。  
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012  
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001  
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637