



日期： 2023年06月20日

分析师： 胡月晓  
Tel: 021-53686171  
E-mail: huyuexiao@shzq.com  
SAC 编号: S0870510120021  
分析师： 陈彦利  
Tel: 021-53686170  
E-mail: chenyanli@shzq.com  
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《货币如期后撤，下降空间仍存》  
——2023年06月14日
- 《价格或仍将趋于下降》  
——2023年06月12日
- 《物价结构改善 经济、货币微降》  
——2023年06月10日

■ 主要观点

经济恢复动能减弱

5月经济数据显示，工业、投资、消费均有回落，且均低于市场预期。作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力偏软程度超出了原先预期。各项投资均有下滑，基建投资增长乏力，后续项目建设需有力有序推进；制造业景气度下滑，制造业投资持续下降；地产投资弱势再显，销售端与资金端均再度走弱。工业和消费虽然回落主要是受基数效应变化影响，升级类商品消费与餐饮消费表现相对较好。整体来看，经济恢复的动能有所减弱。

降息应约而来

经济增长动能减弱，降息的目的不言而喻。另外随着利率市场化改革的推进，利率传导逐渐形成了“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的机制，在央行政策利率的下调下，市场利率整体下行，并带动了贷款利率的明显降低，3月末贷款加权平均利率持续处于历史低位。而对于银行而言，也势必面临存贷差的持续收窄，也促使了银行有了主动调整存款利率的动力。而此时的降息，也势必带动市场利率的进一步下行，并最终传导至存贷款利率，推动降成本任务持续推进。

政策托底，降息在途

我们一直认为降息有其存在的必要性，因此降息也在我们的预期之内。而根据当前的利率传导体系，1年期LPR也大概率会出现同步下调，而鉴于当前房地产市场的疲弱，5年期LPR也有望调整，甚至不排除如去年一般出现非对称下调的可能。随着降息等促经济政策效应的逐渐呈现，我们认为经济持续下滑局面不会出现。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，低通胀的持续，2023年H2中国降准、降息或仍在途。

■ 风险提示

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

<b>1 事件：5 月份宏观数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>3</b>
2.1 基数影响，工业生产回落较多 .....	3
2.2 主要行业以下跌为主.....	4
2.3 基建、制造业投资均有所放缓 .....	4
2.4 地产投资再显弱势 .....	5
2.5 升级类商品消费与餐饮消费表现较好 .....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
3.1 经济恢复动能减弱 .....	7
3.2 降息应约而来.....	7
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>10</b>
4.1 政策托底，降息在途.....	10
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>10</b>

### 图

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%） .....	4
图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%） .....	4
图 3：固定资产投资完成额增速（累计同比，%） .....	5
图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%） .....	6
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%） .....	6
图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%） .....	7

### 表

表 1：本月经济数据增速（%） .....	3
表 2：利率体系变动（%） .....	8

## 1 事件：5 月份宏观数据公布

**工业生产有所回落。**5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%（增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.63%。1—5 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。

**固定资产投资小幅下滑。**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%（按可比口径计算，详见附注 7）。其中，民间固定资产投资 101915 亿元，同比下降 0.1%。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.11%。

**消费高位下跌。**5 月份，社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33875 亿元，增长 11.5%。

表 1：本月经济数据增速（%）

	本月	上月	Wind 预测均值
工业增加值（当月）	3.5	5.6	4.1
固定资产投资（不含农户）	4.0	4.7	4.5
社会消费品零售（当月）	12.7	18.4	13.6

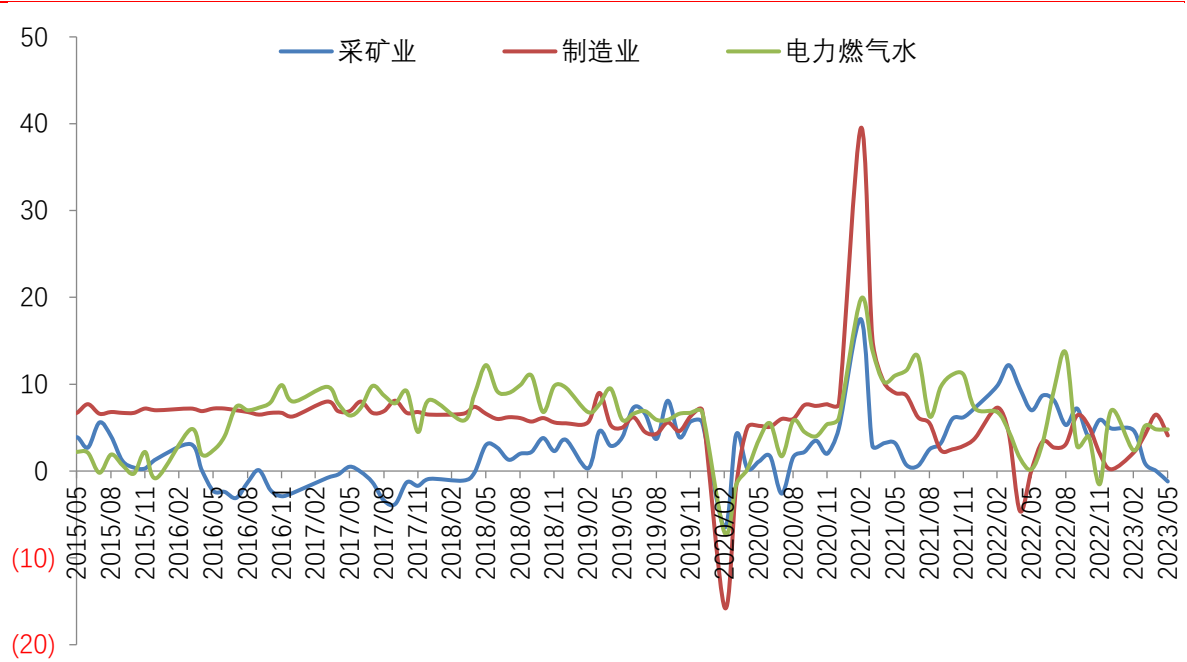
资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

### 2.1 基数影响，工业生产回落较多

5 月工业生产同比回落较多，但我们认为主要是受到去年疫情形势变化同期基数抬升的影响。从两年平均增速来看，工业生产仍然有所加快，并且环比仍然保持增长。分三大门类看，采矿业增加值同比下降 1.2%，制造业增长 4.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。三大门类中，除公共事业持平之外均有所回落。从产量的增速来看，主要商品以下降为主，天然气、原油产量有所回升，制造业中，工业机器人、电子、手机等有所回升。值得注意的是，汽车产量较上月的高增明显回落，主要受基数变化的影响。

图 1：三大行业工业增加值增速（同比，%）

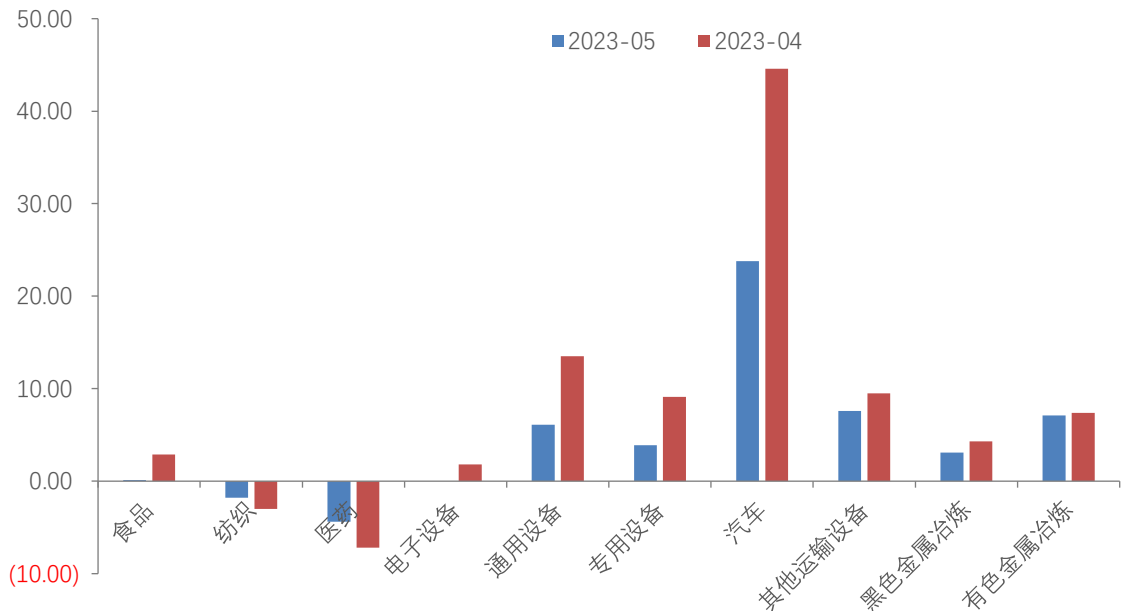


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.2 主要行业以下跌为主

分行业看，5 月份，41 个大类行业中有 21 个行业增加值保持同比增长。主要行业表现以回落为主，纺织、医药跌幅则有所收窄。

图 2：主要行业工业增加值增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

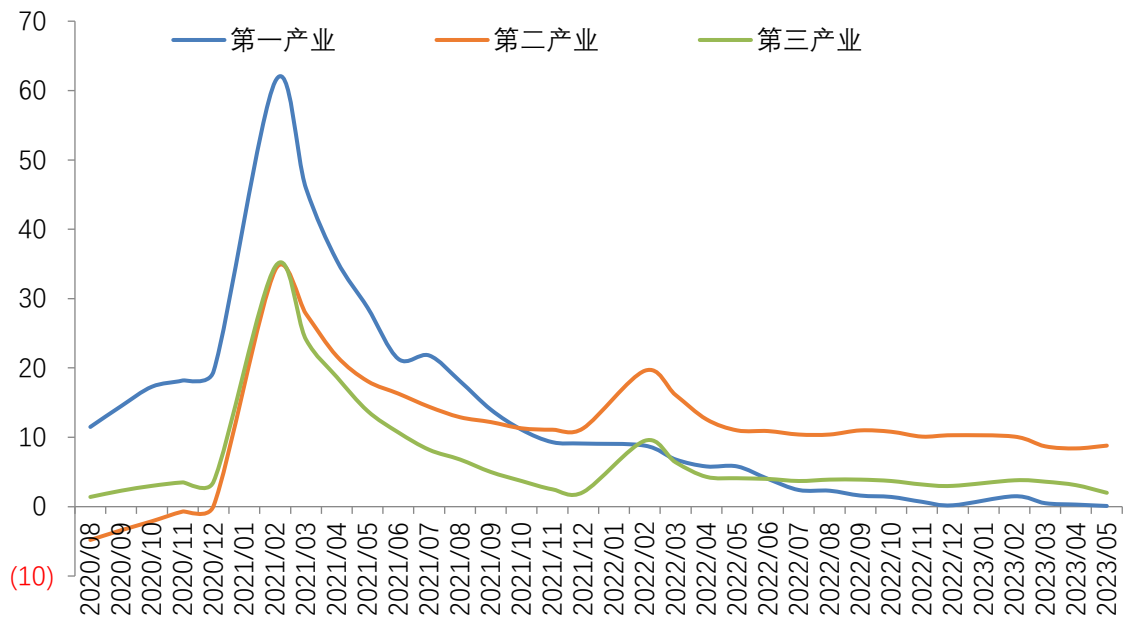
## 2.3 基建、制造业投资均有所放缓

1—5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同  
请务必阅读尾页重要声明

比增长 4.0%。其中，民间固定资产投资 101915 亿元，同比下降 0.1%。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.11%。第一产业投资 4108 亿元，同比增长 0.1%；第二产业投资 58347 亿元，增长 8.8%；第三产业投资 126360 亿元，增长 2.0%。三大产业中第二产业有所回升。

分项来看，基建投资继续小幅下滑，前期项目落地后，要有序有力推进后续重大项目建设，形成更多实物工作量，支撑基建投资后续增长。而制造业投资仍在下滑，结合制造业景气指数的回落，制造业投资增长或偏弱。

图 3：固定投资完成额增速（累计同比，%）

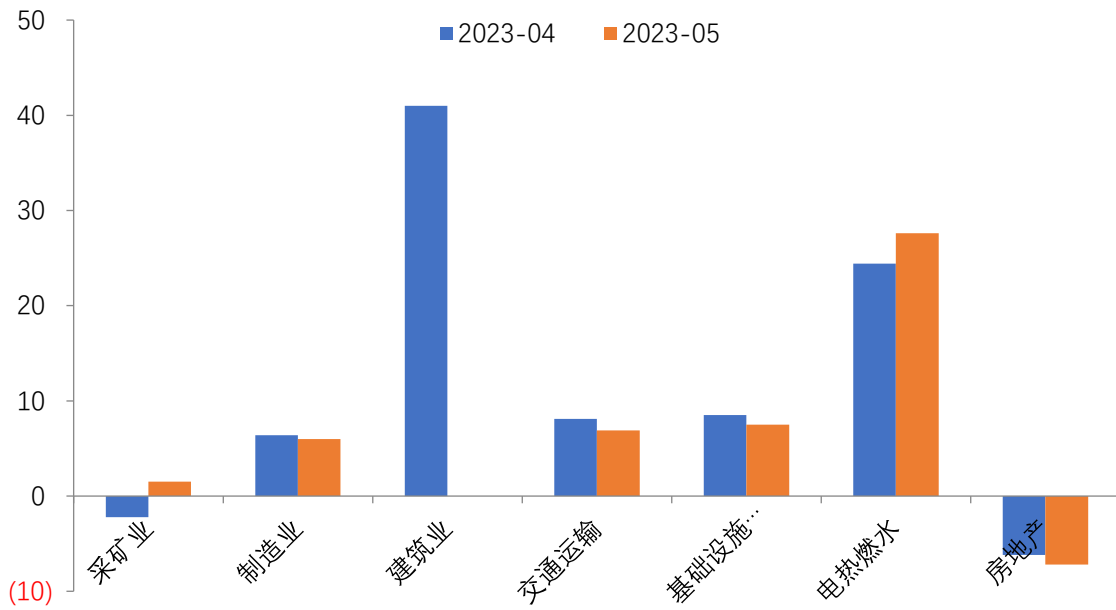


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.4 地产投资再显弱势

1—5 月份，全国房地产开发投资 45701 亿元，同比下降 7.2%，跌幅持续扩大，地产投资仍较低迷。分项来看，地产销售面积再度转跌，需求仍然偏弱；供给端新开工和施工均跌幅扩大，地产施工建设偏慢。从房企开发资金的来源来看，房地产资金跌幅扩大，定金以及预收款、按揭贷款有所回升，其余项均以回落为主。地产弱势再现，仍需政策支持。

图 4：主要行业固定资产投资完成额增速（累计同比，%）

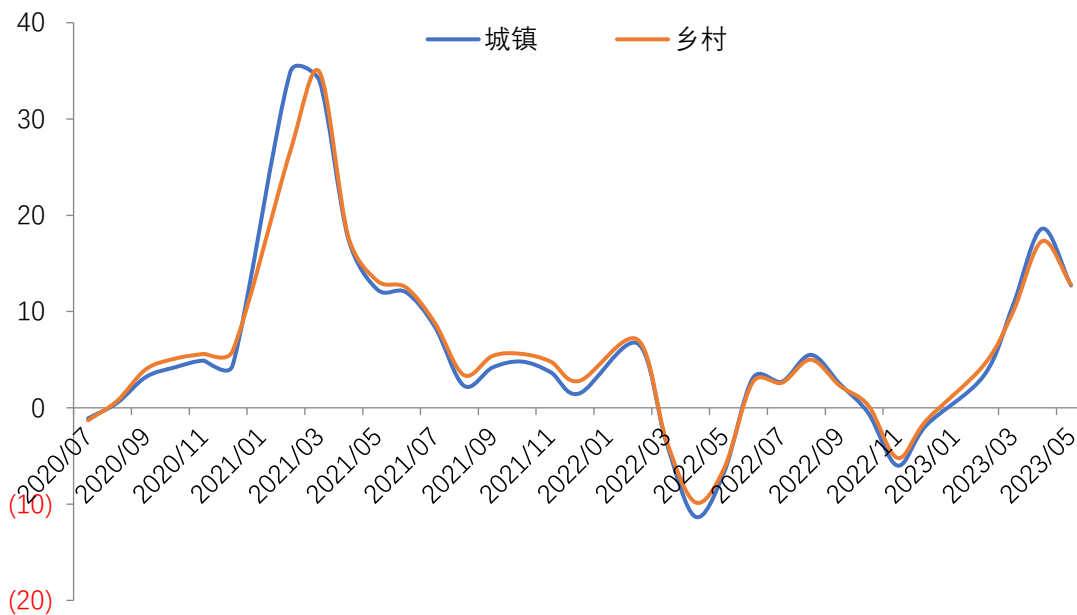


资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.5 升级类商品消费与餐饮消费表现较好

5 月份，社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%，涨幅明显回落，但如以两年平均增速来看，增速仅有略有下降，也就意味着消费的变动也受到基数的影响较大。按经营单位所在地分，5 月份，城镇消费品零售额 32906 亿元，同比增长 12.7%；乡村消费品零售额 4897 亿元，增长 12.8%。城乡消费均有所回落。

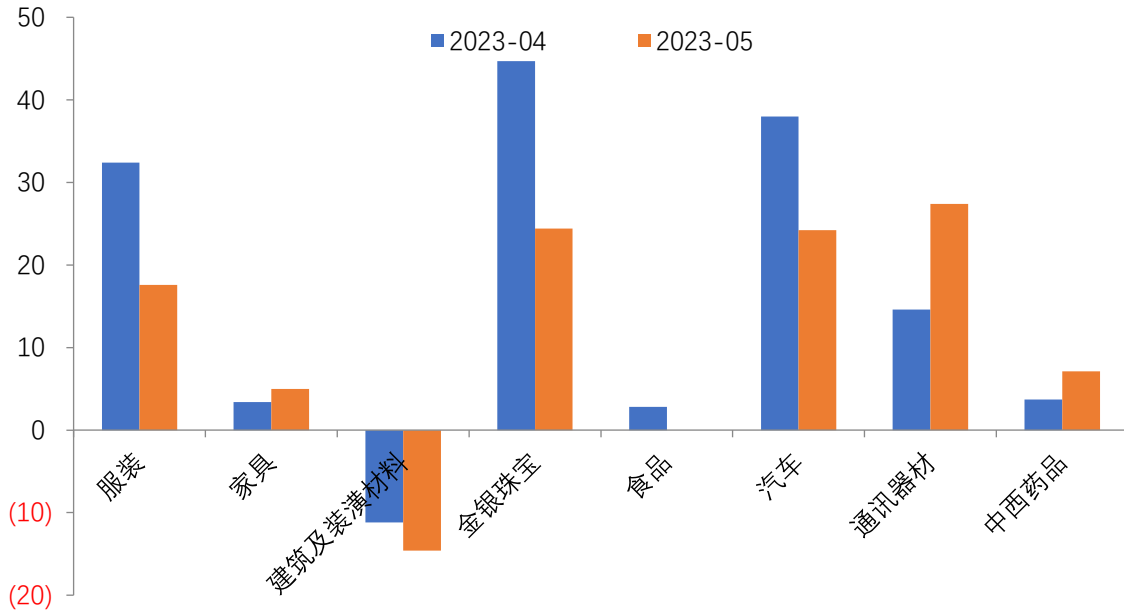
图 5：限额以上企业消费品零售额增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

从消费类型来看，通讯器材消费增长突出，金银珠宝、汽车消费虽有所回落，但仍然保持了 20% 以上的可观增速，升级类商品消费增长较好。由于疫情对于消费场景的抑制消除，接触性消费加快恢复，在五一假期因素的刺激下，餐饮消费表现要好于商品消费。

图 6：社会消费品零售分类增速（同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 经济恢复动能减弱

5 月经济数据显示，工业、投资、消费均有回落，且均低于市场预期。作为经济第一增长动力的投资持续下滑，表明经济内生增长动力偏软程度超出了原先预期。各项投资均有下滑，基建投资增长乏力，后续项目建设需有力有序推进；制造业景气度下滑，制造业投资持续下降；地产投资弱势再显，销售端与资金端均再度走弱。工业和消费虽然回落主要是受基数效应变化影响，升级类商品消费与餐饮消费表现相对较好。整体来看，经济恢复的动能有所减弱。

#### 3.2 降息应约而来

央行在 6 月 13 日下调了 7 天逆回购利率与各期限常备借贷便利 (SLF) 利率 10BP。而 7 天逆回购利率与 1 年期 MLF 利率同样作为政策利率，7 天逆回购利率的下调带动了 6 月 15 日 MLF 利率的同步下调，也标志着降息的开启。

表 2：利率体系变动 (%)

日期	7 天逆回购	14 天逆回购	1 年期 MLF	一年 LPR	5 年 LPR
2017.1.24			3.1		
			10BP		
2017.2.3	2.35	2.5			
	10BP	10BP			
2017.3.16	2.45	2.6	3.2		
	10BP	10BP	10BP		
2017.12.14	2.5		3.25		
	5BP		5BP		
2017.12.18		2.65			
		5BP			
2018.3.22	2.55				
	5BP				
2018.4.16		2.7			
		5BP			
2018.4.17			3.3		
			5BP		
2019.8.20				4.25	
				-6BP	
2019.9.20				4.2	
				5BP	
2019.11.5			3.25		
			-5BP		
2019.11.18	2.5				
	-5BP				
2019.11.20				4.15	4.8
				-5BP	-5BP
2019.12.18		2.65			
		-5BP			
2020.2.3	2.4	2.55			
	-10BP	-10BP			
2020.2.17			3.15		
			-10BP		
2020.2.20				4.05	4.75
				-10BP	-5BP
2020.3.30	2.2				



	-20BP				
2020.4.15			2.95		
			-20BP		
2020.4.20				3.85	4.65
				-20BP	-10BP
2020.6.18		2.35			
		-20BP			
2021.12.20				3.8	
				-5BP	
2022.1.17	2.1		2.85		
	-10BP		-10BP		
2022.1.20				3.7	4.6
				-10BP	-5BP
2022.1.24		2.25			
		-10BP			
2022.5.20					4.45
					-15BP
2022.8.15	2.0		2.75		
	-10BP		-10BP		
2022.8.22				3.65	4.3
				-5BP	-15BP
2022.9.19		2.15			
		-10BP			
2023.6.13	1.9				
	-10BP				
2023.6.15			2.65		
			-10BP		

资料来源: Wind, 上海证券研究所

从5月以来的经济数据表现来看, 经济增长动能减弱, 降息的目的不言而喻。另外随着利率市场化改革的推进, 利率传导逐渐形成了“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的机制, 在央行政策利率的下调下, 市场利率整体下行, 并带动了贷款利率的明显降低, 3月末贷款加权平均利率持续处于历史低位。而对于银行而言, 也势必面临存贷差的持续收窄, 也促使了银行有了主动调整存款利率的动力。在存款利率市场化调整机制下, 银行也会根据市场利率变化合理调整存款利率水平, 实现了市场利率向存款利率的传导。近期多家银行宣布下调存款利率, 也是体现了利率

市场化的成果。而此时的降息，也势必带动市场利率的进一步下行，并最终传导至存贷款利率，推动降成本任务持续推进。

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 政策托底，降息在途

我们一直认为降息有其存在的必要性，因此降息也在我们的预期之内。而根据当前的利率传导体系，1年期LPR也大概率会出现同步下调，而鉴于当前房地产市场的疲弱，5年期LPR也有望调整，甚至不排除如去年一般出现非对称下调的可能。随着降息等促经济政策效应的逐渐呈现，我们认为经济持续下滑局面不会出现。虽然海外利率较高，但在双循环背景下，国内经济发展在货币环境上仍需要降准、降息的配合。随着海外主要经济体加息进程进入尾声，中国经济运行的国内外环境改变，低通胀的持续，2023年H2中国降准、降息或仍在途。

## 5 风险提示：

**俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，美联储政策超预期变动，均将对国际金融市场产生扰动。

**中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：**通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。