

曙光初现——5月宏观环境观察

宏观点评

日期： 2024.06.21

分析师 尤春野

登记编码：S0950523100001

☎：021-61102508

✉：youchunye1@wkzq.com.cn

报告摘要

基本面出现积极信号。5月份经济数据已经发布，工业生产、制造业投资和出口表现较强，消费、房地产投资表现较弱，基建边际下行，物价指数边际回升。这背后反映出的是当前经济的两条主线：第一，与内需相关的部门仍然较弱，以居民消费和房地产为代表。第二，和外贸相关的部分表现较强，以工业生产和出口为代表的制造业链条。近期出现的积极信号是物价温和回升，企业开始补库存，通缩压力有望减轻。

海外降息周期已经到来。在2022年全球加息潮之后，2023年已经有一些发展中国家开始降息，今年上半年一些重要的发达经济体也步入降息周期。瑞士、瑞典、加拿大、欧元区等经济体已经相继降息，可以认为全球已经进入降息周期之中。6月13日美联储议息会议上，美联储虽未降息，但19名官员中的15名都预计年内会进行降息。从历史经验来看发达国家之间货币政策的联动效应极强，其他重要国家都已经进入降息周期，美联储也不会太晚。货币政策周期的转变将缓解全球范围内的流动性压力，对经济和各类资产价格都较为利好。

可以乐观一些。首先，经济基本面出现了一些积极的变化，我们预计未来会体现在企业经营状况上，即微观主体的基本面也有望逐步改善，有助于市场风险偏好修复。其次，主要经济体进入降息周期，将扩大中国央行的操作空间，同时也有助于减轻汇率压力。这对股市和债市均为利好。此外一个新趋势是，虽然全球制造业周期上行反映出整体经济在回暖，但美国较欧盟和日本等经济体的优势正在缩窄。我们认为在这一趋势下，美元大幅升值的风险不高，这也为全球流动性环境提供了一定的安全垫。目前来看中国股市已经从一二月份极度悲观的气氛中走出，但经济前景的不确定性始终压制风险偏好。我们认为现在基本面和流动性两方面都显现出了一定的积极信号，可以乐观一些。我们预计下半年中国央行还会有降准和降息落地，债市风险不大。但央行希望避免长端利率过低的态度也较为明确，所以上涨空间也相对较小。

风险提示：

1. 中国货币政策力度不及预期。
2. 房地产行业下行速度过快。

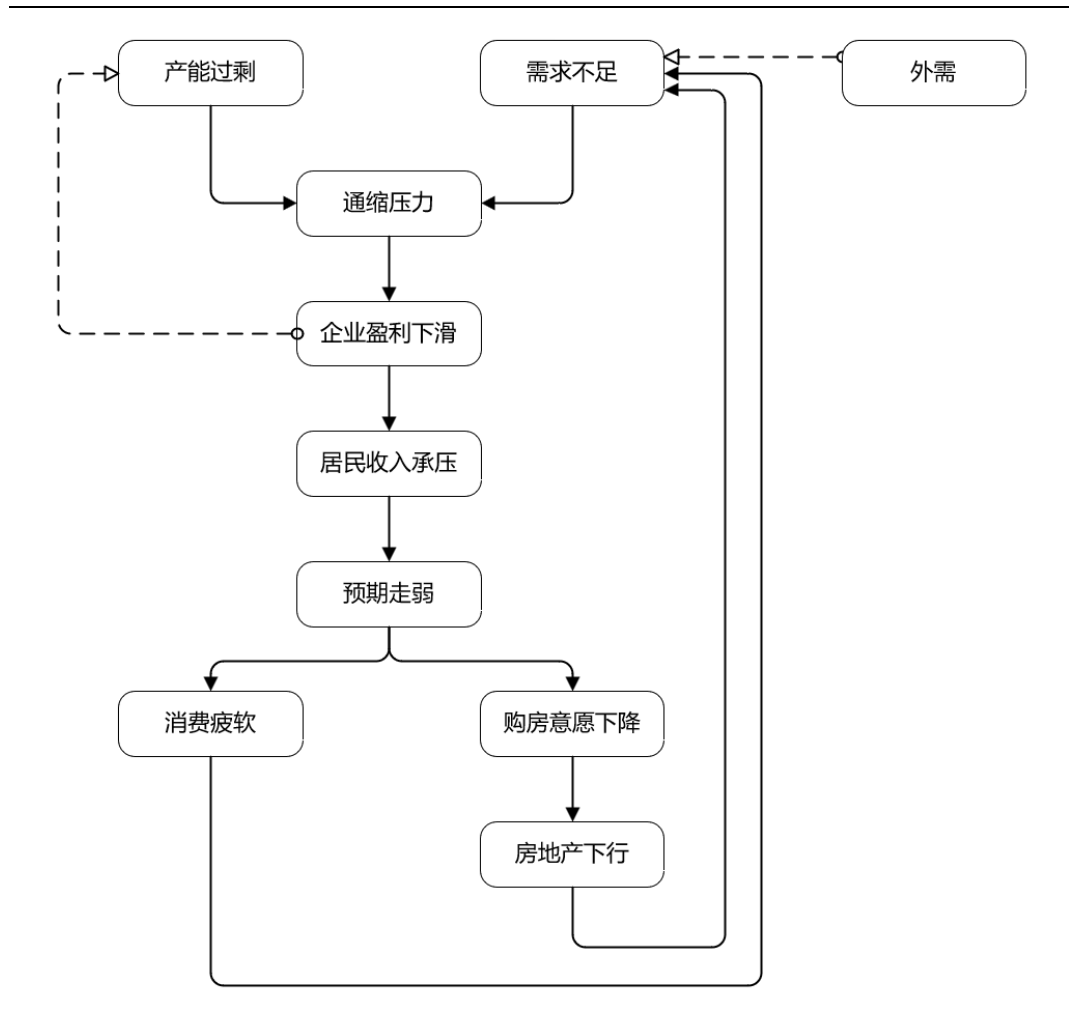
基本面出现积极信号

5月份经济数据已经发布，工业生产、制造业投资和出口表现较强，消费、房地产投资表现较弱，基建边际下行，物价指数边际回升。

这背后反映出的是当前经济的两条主线：

第一，与内需相关的部门仍然较弱，以居民消费和房地产为代表。如图表1的框架所示，当前中国部分行业产能过剩和总需求不足共同导致了通缩的环境，通缩压力之下部分企业产品价格下滑，盈利受到侵蚀，进而不得不裁员或降薪，导致居民收入和年轻人就业承压，对前景的预期走弱。预期走弱自然难以扩大消费，同时购房意愿也会降低。因为居民购房往往需要背负较多的债务，收入预期走弱则会极大限制居民加杠杆的风险偏好，加剧房地产下行趋势。而消费疲软和房地产下行会进一步导致国内需求不足，加剧通缩压力，从而形成负反馈链条。目前虽然政府推出了大量房地产刺激政策，短期来看也有一定效果，但其持续性仍需观察。

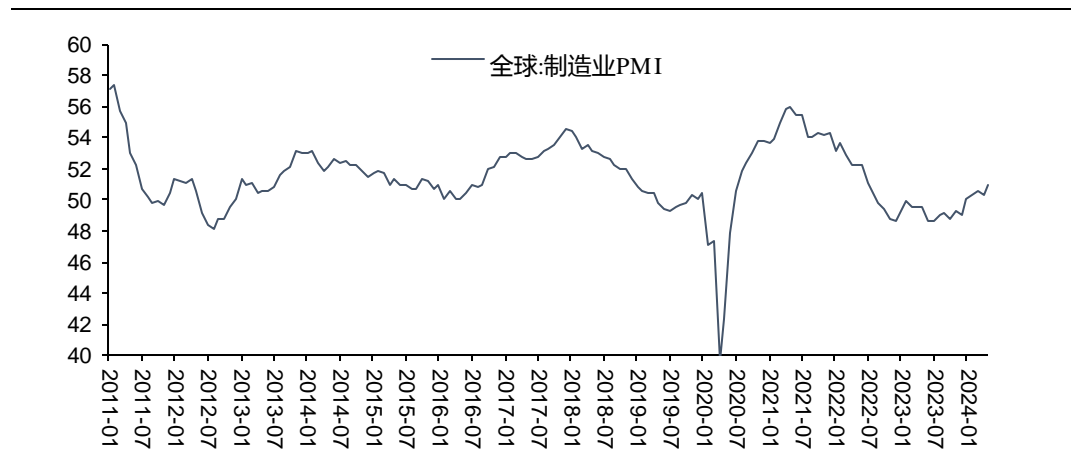
图表 1：中国经济面临的形势



资料来源：五矿证券研究所

第二，和外需相关的部分表现较强，以工业生产和出口为代表的制造业链条。全球制造业 PMI 在去年7月份触底，随后出现趋势性上行，且斜率在今年上半年加快，全球制造业周期可以确定正处在上行周期之中。制造业产业链有非常强的全球共振效应，所以中国制造业景气度和出口增速也与全球制造业 PMI 数据显示出非常明显的同步效应。从体量上来讲，出口产业链对中国经济的拉动力并不弱于房地产产业链，这是从外部打破中国经济负反馈链条的重要动力。

图表 2: 全球制造业周期上行



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

近期出现的积极信号是物价温和回升，企业开始补库存，通缩压力有望减轻。虽然现在通缩的压力依然不小，但边际上看物价水平已经开始缓慢回升，中国有望逐步走出通缩。另一方面，在经济负反馈之中，企业盈利下滑虽然会导致居民收入承压，但同时也会导致企业退出市场或者减少库存，其宏观反映为库存周期下行。而库存周期回升往往意味着供给去化已经较为充分，低于均衡水平，所以企业开始补充库存以满足订单需求，同时库存周期上行本来也能给上下游带来大量需求。目前工业企业产成品存货增速已经开始缓慢回升，背后是一些行业已经开启新一轮的库存周期。库存周期的趋势性较强，未来有望持续上行，从而缓解供需失衡的压力。

所以我们认为，中国经济已经可以看到一些积极的变化，虽然目前势头还不强，但随着库存周期的自我强化和外需的拉动，以及通胀的温和回升，预计未来可以看到更多行业的基本面改善。

图表 3: 中国库存周期开始上行



资料来源: Wind, 五矿证券研究所

海外降息周期已经到来

在 2022 年全球加息潮之后，2023 年已经有一些发展中国家开始降息，今年上半年一些重要的发达经济体也步入降息周期。瑞士、瑞典、加拿大、欧元区等经济体已经相继降息，可以认为全球已经进入降息周期之中。目前市场最关注的问题是美联储下一步的行动。

6 月 13 日美联储议息会议上，美联储虽未降息，但 19 名官员中的 15 名都预计年内会进行降息。且美联储主席鲍威尔表示“没有委员把加息作为他们的基本预期”。所以，今年无论是降息两次还是一次，甚至不降息，也不过是将降息的次数留到明年而已。如鲍威

尔所说，“如果你看 2025 年底和 2026 年，几乎与之前的预期相同，只是因为进展的原因时间推迟了。”总的降息次数预期并未改变。而且，从历史经验来看发达国家之间货币政策的联动效应极强，其他重要国家都已经进入降息周期，美联储也不会太晚。货币政策周期的转变将缓解全球范围内的流动性压力，对经济和各类资产价格都较为利好。

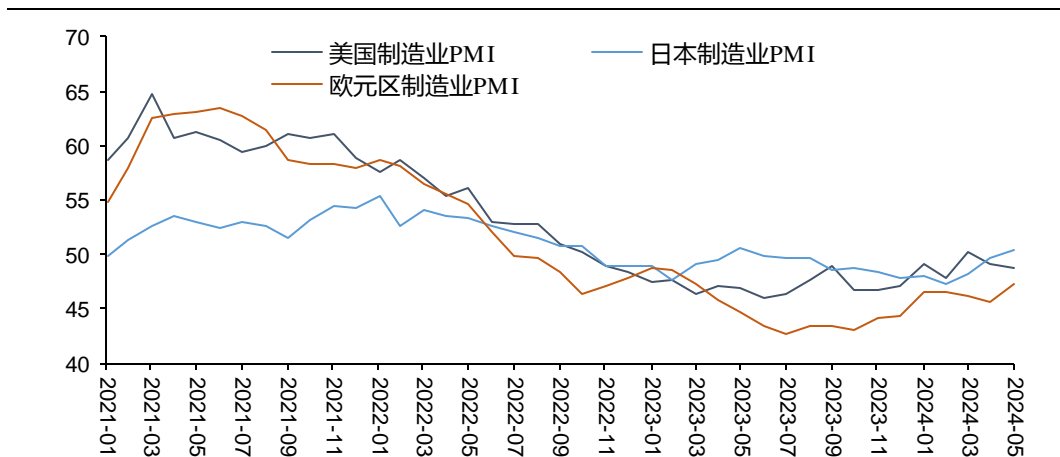
可以乐观一些

我们认为站在当下时点，对于股市可以乐观一些。债市风险不大，但是上涨空间也相对较小。

首先，如上文所述，经济基本面出现了一些积极的变化，我们预计未来会体现在企业经营状况上，即微观主体的基本面也有望逐步改善，有助于市场风险偏好修复。

其次，主要经济体进入降息周期，将扩大中国央行的操作空间，同时也有助于减轻汇率压力。这对股市和债市均为利好。此外一个新趋势是，虽然全球制造业周期上行反映出整体经济在回暖，但美国较欧盟和日本等经济体的优势正在缩窄。我们认为在这一趋势下，美元大幅升值的风险不高，这也为全球流动性环境提供了一定的安全垫。

图表 4：美国较欧盟和日本的趋势正在缩窄



资料来源：Wind，五矿证券研究所

目前来看中国股市已经从一二月份极度悲观的气氛中走出，但经济前景的不确定性始终压制风险偏好。我们认为现在基本面和流动性两方面都显现出了一定的积极信号，可以对股市乐观一些。我们预计下半年中国央行还会有降准和降息落地，债市风险不大。但央行希望避免长端利率过低的态度也较为明确，所以上涨空间也相对较小。

风险提示

1. 中国货币政策力度不及预期。
2. 房地产行业下行速度过快。

分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

投资评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
	增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
	持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
	卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
	无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;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。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司、本公司员工或者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任何责任。本公司及作者在自身所知范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区富城路99号震旦大厦30楼 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

Investment Rating Definitions

	Ratings	Definitions
The rating criteria of investment recommendations The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
	ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
	HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
	SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
	NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
	NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
	CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

Contact us

Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai
Postcode: 200120

Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen
Postcode: 518035

Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing
Postcode: 100037