

### 经济指标走弱，政策宽松在途



走势评级： 国债：震荡  
报告日期： 2023 年 06 月 16 日

#### ★5 月经济指标普遍走弱且不及预期

由于积压需求逐渐释放完毕，叠加政策力度有所缓和，5 月经济数据普遍走弱且不及市场预期。1) 生产方面，随着补偿性消费需求走弱，服务业生产增速由 13.5% 降至 11.7%；工增同比由 5.6% 回落至 3.5%，但环比增速回正，显示修复节奏尚可。2) 投资增速继续放缓，民间投资开始负增长。1-5 月制造业投资增速为 6.0%，较前值回落 0.4 个百分点，或反映政策力度正在下降；地产开发投资增速跌幅扩大 1 个百分点至 -7.2%，后端投资强于前端的特征延续；基建投资增速为 10.5%，前值 9.8%，但狭义基建增速跌幅较大，后续需关注资金对于基建投资的影响。3) 居民仍在修复资产负债表，商品房销售面积增速由 -0.4% 降至 -0.9%，销售增速不佳继续压制房企融资能力，若看两年平均同比增速，房企资金来源指标仍然深度负增长。4) 社零增速由 18.4% 降至 12.7%，其中餐饮增速较前值回落幅度较大。5) 失业率仍处于高位，且结构性问题突出，16-24 岁人口、本科及以上学历人口的失业率继续走高。

#### ★债市博弈政策发力，调整到位后可考虑买入

为应对需求不足的问题，政策正在发力。本周央行降息 10 个基点，LPR 也应随之下调。根据历史经验，降息后往往会看到其他宽信用政策的落地。预计后续会有财政、产业政策逐渐跟进，需关注国常会等重点会议。目前政策预期是市场博弈的焦点，在稳增长政策预期不断发酵的背景下，债市可能经历一波小幅调整。但中长期来看，融资需求很难自发且持续修复。因此配置盘可在政策交易完毕，利率上行至合适点位后考虑再度买入。

策略方面：1) 建议考虑止盈，建议关注利率上行后的买入机会；2) 基差可能反向走阔；3) 建议关注空头套保策略；4) 若资金面持续收紧，后续可以考虑作平曲线。

#### ★风险提示：
















政策力度超预期，经济复苏超预期。

张粲东 宏观策略分析师  
从业资格号： F03085356  
投资咨询号： Z0018866  
Tel: 8621-63325888-4110  
Email: candong.zhang@orientfutures.com

## 1、5月经济指标普遍走弱且不及预期

5月经济指标继续不及市场预期。结构方面，5月工增同比由5.6%回落至3.5%，市场预期值为4.1%；固定资产投资累计同比录得4.0%，前值增4.7%，市场预期增4.5%；社零增速由前值18.4%回落至12.7%，低于市场预期的13.6%；全国城镇调查失业率5.2%，前值5.2%。经济数据虽然表现偏弱，但债市止盈情绪发酵，期债大跌。

图表1：5月经济数据一览

	指标	环比	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	走势图
生产	工业增加值：当月同比	-2.1	3.5	5.6	3.9	18.8	-9.8	1.3	2.2	5.0	6.3	
	服务业生产指数：当月同比	-1.3	11.7	13.5	9.2	#N/A	#N/A	-0.8	-1.9	0.1	1.3	
投资	固定资产投资：累计同比	-0.7	4.0	4.7	5.1	5.5	#N/A	5.1	5.3	5.8	5.9	
	制造业：累计同比	-0.4	6.0	6.4	7.0	8.1	#N/A	9.1	9.3	9.7	10.1	
	制造业：当月同比	-0.2	5.1	5.3	6.2	8.1	#N/A	7.4	6.2	6.9	10.7	
	基建：累计同比	0.3	10.1	9.8	10.8	12.2	#N/A	11.5	11.7	11.4	11.2	
	基建：当月同比	2.8	10.7	7.9	9.9	12.2	#N/A	10.4	13.9	12.8	16.3	
	地产开发投资：累计同比	-1.0	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7	#N/A	-10.0	-9.8	-8.8	-8.0	
	地产开发投资：当月同比	-5.7	12.7	18.4	10.6	3.5	#N/A	-1.8	-5.9	-0.5	2.5	
消费	社零：当月同比	-5.4	10.5	15.9	9.1	2.9	#N/A	-0.1	-5.6	0.5	3.0	
	商品：当月同比	-8.7	35.1	43.8	26.3	9.2	#N/A	-14.1	-8.4	-8.1	-1.7	
	餐饮：当月同比	-16.0	-7.5	8.5	14.8	-1.3	-10.4	-10.1	-9.1	-0.4	5.5	
进出口	出口：当月同比	3.1	-4.5	-7.9	-1.4	4.3	-21.1	-7.3	-10.5	-0.8	0.0	
	进口：当月同比	0.0	5.2	5.2	5.3	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	
就业	城镇调查失业率	0.0	5.5	5.5	5.5	5.7	5.8	6.1	6.7	6.0	5.8	
	31个大城市城镇调查失业率											

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5月各项经济指标普遍走弱：1) 生产方面，随着补偿性消费需求走弱，服务业生产修复斜率正在放缓；受出口交货值同比转负以及企业去库存的影响，工增增速并不高，但5月改善幅度基本符合季节性水平。2) 投资增速继续放缓，民间投资开始负增长。制造业投资增速回落，或反映政策力度正在下降；地产开发投资跌幅继续扩大，后端投资强于前端的特征延续；基建投资有一定韧性，后续需关注资金对于基建投资的影响。3) 居民仍在修复资产负债表，商品房销售面积持续负增长，销售增速不佳继续压制房企融资能力，若看两年平均同比增速，房企资金来源指标仍然深度负增长。4) 消费增速冲高回落，其中餐饮增速较前值回落幅度较大。5) 失业率仍处于高位，且结构性问题突出，16-24岁人口、本科及以上学历人口的失业率继续走高。

综合近期各项经济指标来看，经济修复的斜率继续放缓。一方面政策发力节奏变慢，4-5月信贷投放规模不及预期，5月专项债发行节奏放缓；另一方面一季度经济指标冲高与积压需求集中释放有关，但目前居民部门债务压力高企，收入和预期修复的速度较慢，内需修复的基础仍不牢固，难以接续积压需求。

为应对需求不足的问题，政策正在发力。本周央行降息10个基点，LPR也应随之下调。预计后续会有财政、产业政策逐渐跟进，需关注国常会等重点会议。目前政策预期是市场博弈的焦点，在稳增长政策预期不断发酵的背景下，债市可能经历一波小幅调整。配

置盘可在政策交易完毕，利率上行至合适点位后再度介入。

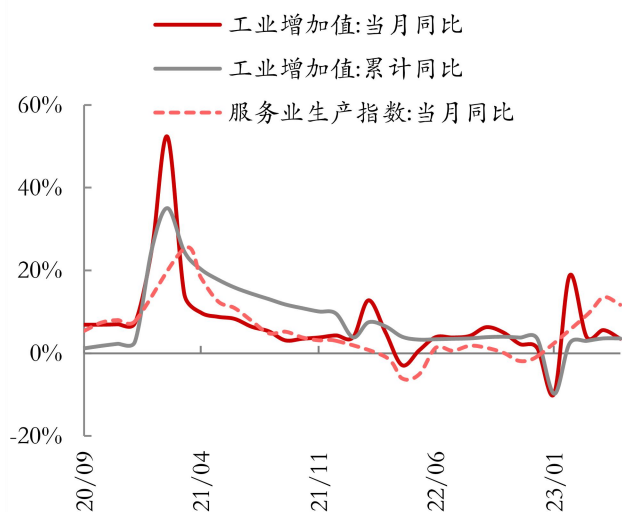
### 1.1 生产端：工增差强人意，服务业改善速度放缓

5月工增同比为3.5%，前值为5.6%，市场预期值为4.1%，基数较高可能是工增同比读数回落的主因。工增两年平均同比为2.1%，较前值回升0.8个百分点；环比增速为0.63%，基本符合季节性水平且明显高于前值的-0.34%。综合来看，受出口交货值同比转负以及企业去库存的影响，工增增速并不高，但5月改善幅度基本符合季节性水平。

分行业来看，采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业工增同比分别为-1.2%、4.1%和4.8%，前值分别为0.0%、6.5%和4.8%。结构上看：1)上游采掘行业普遍处于主动去库存阶段，近期投资增速普遍震荡下降。煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采和洗选业增加值两年平均同比分别变动-3.0 pct和-1.2 pct至3.3%和5.2%。2)中游行业中，受产业升级政策影响较大的电气机械及器材制造业增速较高，而非金属矿物制品业和金属制品业增加值同比增速为负。在高基数影响下，中下游的装备制造业增加值同比普遍下降，但若从两年平均同比的角度来看，上述行业的增加值增速大多较前值上升。其中，电气机械及器材制造业增加值同比改善幅度较大。3)下游消费行业增加值增速表现分化，汽车、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业绝对增速较高；医药制造业、纺织业和农副食品加工业持续负增长。从两年平均同比的角度来看，汽车和酒饮制造业增速较前值改善幅度较大，医药制造业增加值增速持续走弱。

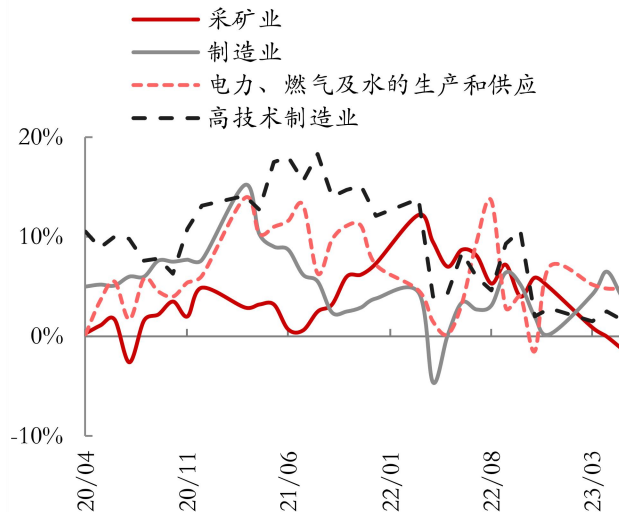
服务业改善速度明显放缓。5月服务业生产指数同比由13.5%回落至11.7%，两年平均同比由3.2%回落至3%。一季度，居民出行意愿、服务消费需求回升，服务业生产情况也在好转，但从近期数据来看，随着居民积压需求逐渐释放完毕，餐饮、服务类消费增速下降，服务业生产、景气指标也出现了走弱的迹象。

图表2：工业、服务业生产增速均回落



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表3：各行业增加值同比增速普遍下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

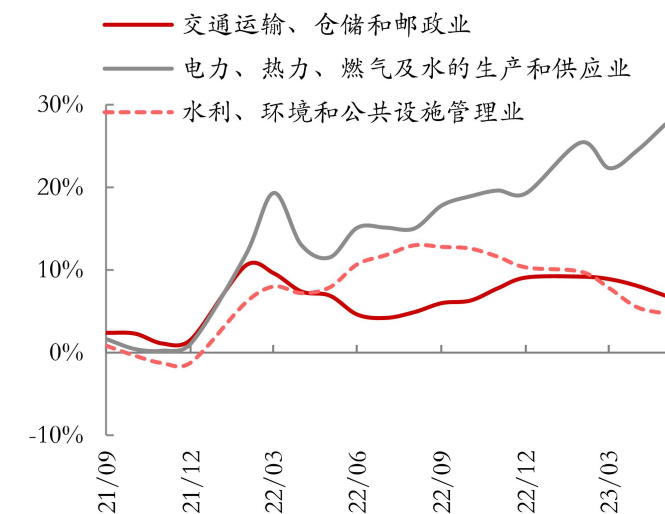
## 1.2 需求端：狭义基建增速回落，制造业投资延续回落，地产需求低迷

1-5 月基建累计增速为 10.5%，前值 9.8%；5 月当月增速为 10.7%，前值 7.9%，两年平均增速为 9.3%，前值 6.1%。但狭义基建累计增速由 8.5% 降至 7.5%，再创年内新低。

从结构上看，5 月交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水的生产、供应业和水利、环境和公共设施管理业累计投资增速分别为 6.9%、27.6% 和 4.7%，分别较前值变化 -1.2、+2.4 和 -1.4 个百分点。近半年以来，电力、热力、燃气及水的生产、供应业的投资增速持续上升，而交通运输、仓储和邮政业和水利、环境和公共设施管理业投资增速冲高回落。资金不足可能是狭义基建增速下降的一个原因。和往年相比，今年 5 月专项债发行的速度有所放缓，另外部分信贷资金可能并未投入项目，而是流入了金融体系进行空转。另一方面，当前沥青开工率等高频指标弱于季节性，指向基建实物工作量也不高。

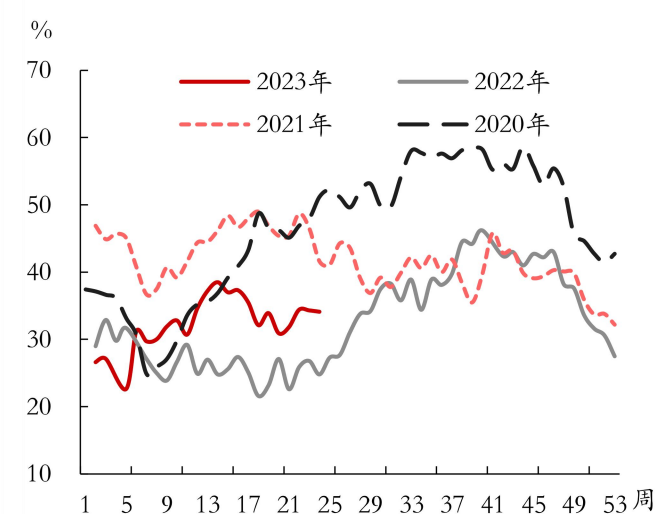
展望未来，基建增速存在着回落压力，未来需关注政策的进一步动作。政策发力节奏放缓叠加资金端的掣肘或将使得基建增速回落，但当前内生动能接续节奏偏慢，稳增长仍需稳基建。央行已经关注到了资金空转的问题，在一季度货政报告中强调，“增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”，近期采取了降息等政策。另外，未来准财政政策或有进一步发力的可能。

图表 4：基建各行业投资增速



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 5：石油沥青装置开工率弱于季节性



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

制造业投资继续回落。1-5 月制造业累计同比增速为 6.0%，前值 6.4%，两年平均同比为 9.3%，前值 8.3%。从结构上看：1) 中下游装备制造业投资增速整体较高，受产能升级政策影响，电气机械及器材制造业累计增速仍然高达 38.9%；从两年平均同比变化来看，中下游装备制造业投资增速普遍回落。2) 下游消费行业投资增速表现分化，汽车制造



业投资增速较高（17.9%），但受到外需走弱的拖累，纺织业增速为-3.6%，另外医药制造业的增速也为-0.6%；从两年平均同比变化来看，汽车和铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资增速回升，医药制造业、农副食品加工业和食品制造业增速回落。展望未来，受外需回落、利润增速持续负增长、产能利用率较低、去库存的影响，民间投资意愿或仍将低迷；政策或将发力提振高技术行业的投资需求。

图表 6：5 月地产数据一览

分类	指标 (%)	变化	23/05	23/04	23/03	23/02	22/12	22/11	22/10	22/09	走势图
房企资金来源	合计:累计同比	-0.2	-6.6	-6.4	-9.0	-15.2	-25.9	-25.7	-24.7	-24.5	
	国内贷款:累计同比	-0.5	-10.5	-10.0	-9.6	-15.0	-25.4	-26.9	-26.6	-27.2	
	自筹资金:累计同比	-2.2	-21.6	-19.4	-17.9	-18.2	-19.1	-17.5	-14.8	-14.1	
	其他资金:定金及预收款:累计同比	0.4	4.4	4.0	-2.8	-11.4	-33.3	-33.6	-33.8	-34.1	
	其他资金:个人按揭贷款:累计同比	4	6.5	2.5	-2.9	-15.3	-26.5	-26.2	-24.5	-23.7	
销售	商品房销售面积:累计同比	-0.5	-0.9	-0.4	-1.8	-3.6	-24.3	-23.3	-22.3	-22.2	
	商品房销售额:累计同比	-0.4	8.4	8.8	4.1	-0.1	-26.7	-26.6	-26.1	-26.3	
投资	竣工面积:累计同比	0.8	19.6	18.8	14.7	8.0	-15.0	-19.0	-18.7	-19.9	
	施工面积:累计同比	-0.6	-6.2	-5.6	-5.2	-4.4	-7.2	-6.5	-5.7	-5.3	
	新开工面积:累计同比	-1.4	-22.6	-21.2	-19.2	-9.4	-39.4	-38.9	-37.8	-38.0	
	开发投资完成额:累计同比	-1	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7	-10.0	-9.8	-8.8	-8.0	

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

5 月地产数据普遍走弱。融资端：受地产销售冲高回落的影响，房企融资能力并未得到明显改善，1-5 月全部资金规模同比增速为-6.6%，低于前值 0.2 个百分点。结构上，国内贷款和自筹资金增速均较前值回落，受低基数的影响，定金及预收款以及个人按揭贷款增速回正，但上述两个行业的两年平均同比增速分别为-20.9%和-12.1%，前值分别为-19.1%和-12.5%。销售端：1-5 月商品房销售面积累计同比增速为-0.9%，跌幅较前值扩大 0.5 个百分点。从高频数据来看，5 月地产销售同样表现较差。投资端：竣工面积累计增速达到 19.6%，比前值高 0.8 个百分点，而新开工增速仍然是深度负增长的。房企仍然在修复自身的资产负债表，所获得的资金优先用于保交楼。受前端拖累，地产开发投资增速录得-7.2%，跌幅较前值扩大 1 个百分点。

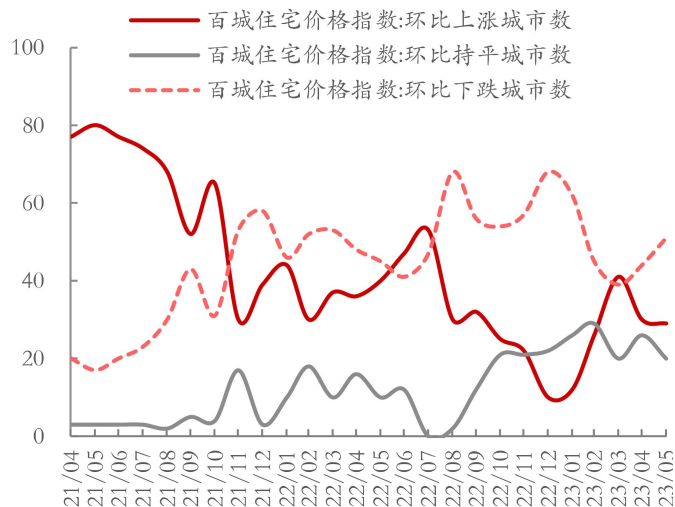
在经历了一个季度的脉冲式修复后，地产相关数据再度普遍走弱。问题的核心是在收入及收入预期难以显著改善的情况下，居民部门从过去的加杠杆转而进行去杠杆，这意味着近期地产销售将持续承压。居民购房需求不强，房价上涨乏力，后续需要警惕“销售承压-房价下跌-居民抛售房产”的恶性循环。另外，地产行业是我国的支柱产业，地产需求迟迟难以提振也会对其他部门的需求形成压制，比如地产后周期类消费品社零增速偏低、企业补库存缺乏驱动力、政府土地财政收入承压进而制约财政支出等。由于地产数据持续走弱，市场普遍期待政策加码稳地产、稳房价。值得注意的是，在居民进一步加杠杆空间十分有限的情况下，继续刺激需求并非对症下药，其效果可能会比较差。预计未来的政策会以修养生息为主，比如着力降低居民部门的债务压力，走租购并举道路等。

图表 7: 房地产投资跌幅走阔



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 房价下跌压力上升

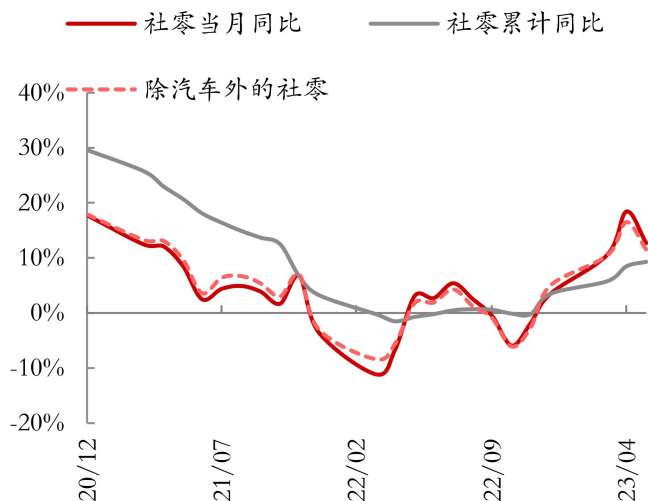


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

### 1.3 需求端: 餐饮消费边际走弱, 结构性失业压力上升

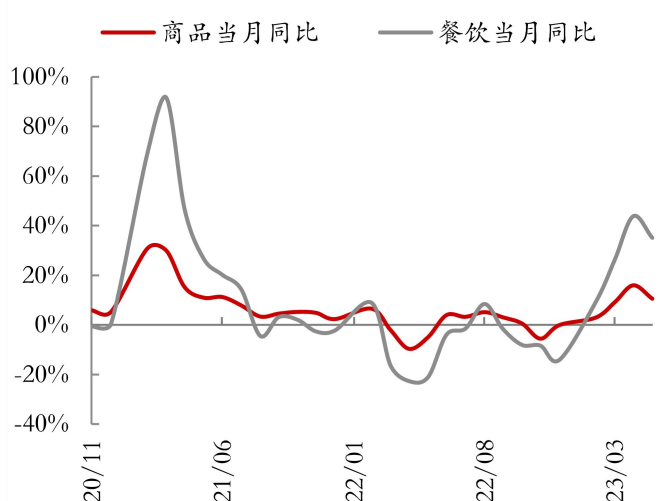
5月社零同比为12.7%, 较前值回落5.7个百分点, 两年平均同比为2.5%, 较前值回落0.1个百分点。社零环比增速为0.42%, 略低于季节性水平。

图表 9: 社零增速回落



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 10: 餐饮消费边际走弱

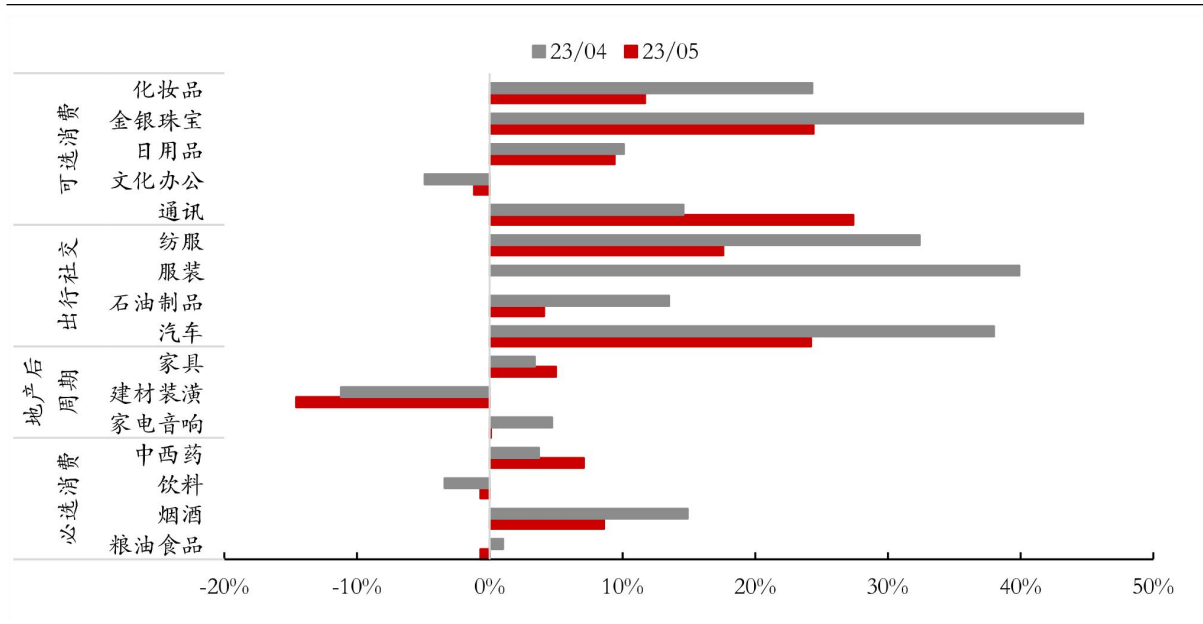


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

本次社零数据有几个结构性特征: 1) 此前持续改善的餐饮收入出现走弱迹象。5月餐饮

收入同比增速为 35.1%，较前值回落 8.7 个百分点；两年平均增速为 3.24%，较前值回落 2.19 个百分点。2) 限额以上企业消费品零售情况好于限额以下。从两年平均同比来看，限额以上企业消费品零售总额增速为 2.56%，较前值回升 1.4 个百分点，而限额以下的增速为 2.26%，较前值下跌 0.43 个百分点。3) 受地产销售增速持续较低的影响，地产后周期消费品社零两年平均同比增速为-8.35%，较前值下跌 3.9 个百分点。可选类消费品社零增速改善的幅度相对较大。

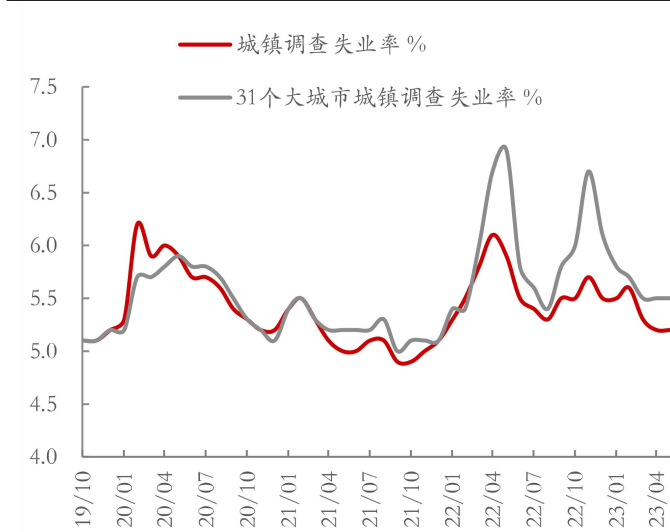
**图表 11：地产后周期类消费品社零增速较低，可选和出行社交类较高**



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

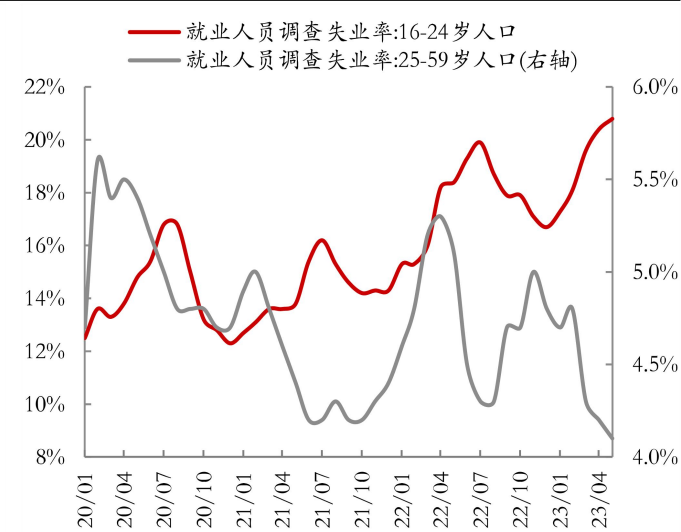
未来消费改善的方向相对确定，但空间并不乐观。本轮复苏消费改善的幅度明显高于投资，而消费的改善又能够促进“消费-收入”正向循环，消费改善的方向还是相对确定的。但疲弱的地产对于居民收入的压制不容小视。另外，当前城镇调查失业率处于高位，且 16-24 岁青年人、本科及以上学历的人员以及大城市的失业率更高，这也会压制居民消费需求的释放。

图表 12: 失业率仍然较高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 13: 16-24 岁人口失业率较高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

## 2、债市博弈政策发力，调整到位后可考虑买入

经济数据对市场的影响较为有限，随着 MLF 利率下调的利多落地，市场止盈情绪迅速发酵，10Y 国债活跃券收益率大幅上行 4 个基点至 2.66%；10 年期主力合约跌 0.32%，T 基本回到了降息之前的水平。

目前债市逐渐转向交易稳增长政策预期。14 日的报告《金融数据持续偏弱，降息后债牛未完》指出，降息后短期内若无货币政策进一步宽松的信号，市场会转而交易财政、产业政策以及经济修复的预期，利率多以上行为主。去年的行情显示，利率大约会在 30 个交易日上行，而利率上行的高点一般要高于降息之前。

后续一要关注增量政策工具形式。市场对于非常规政策有一丝期待，但我认为后续的政策工具将主要以减税降费、贴息、发力基建和准财政政策工具为主，财政和货币配合度进一步加深的政策、强刺激政策大概率不会推出。二要关注政策的实际效果。重点关注 7 月之后资金利率、票据利率等高频指标的变化情况，若政策能够带动实体融资需求回暖，那么 10Y 国债收益率可能会上破 2.7%。

利率上行反而会带来买入的机会。居民杠杆率已经接近极限，政策刺激的力度也较为温和，实体融资需求很难自发且持续好转，利率短暂上行后会继续转为下行，这也是前两次降息后市场的走势。随着利率不断上行，配置盘或可逐渐买入。

策略方面：1) 建议考虑止盈，建议关注利率上行后的买入机会；2) 基差可能反向走阔；3) 建议关注空头套保策略；4) 若资金面持续收紧，后续可以考虑作平曲线。



### 3、风险提示

政策力度超预期，经济复苏超预期。

### 期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

### 上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

## 免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)