

国都证券研究所晨报 20230511

【财经新闻】

- 2023年4月份居民消费价格同比上涨0.1% 环比下降0.1%
- 国家税务总局：4月份全国新办涉税经营主体148万户 同比增长28.8%
- 政策持续加码 各地多维推进制造业创新升级

【行业动态与公司要闻】

- IPv6网络“高速公路”加快协同演进
- 挖掘机销售持续下行 业内预测2024年现拐点

【国都策略视点】

- 策略观点：美国通胀转为缓慢回落，美元利率或较长维持高位

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3319.15	-1.15
沪深300	3996.87	-0.77
深圳成指	11140.19	0.14
中小板综指	11726.33	0.18
恒生	19762.20	-0.53
国企	6683.23	-0.77
恒生AH溢价	139.75	-1.12
标普500	4137.64	0.45
NASDAQ	12306.44	1.04
MSCI新兴市场	979.64	-0.26

昨日A股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	汽车	3224.64	3.64
2	电力设备	3751.66	2.45
3	美容护理	102.15	1.38
4	家用电器	1087.47	0.85
5	轻工制造	932.46	0.67

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	72.79	-1.01
纽约期金	2036.80	-0.24
伦敦期铜	8484.0	-1.25
伦敦期铝	2269.5	-2.18
波罗的海干散货	1640.00	2.63

资料来源：iFind、Wind、国都证券

研究员：傅达理

电话：010-84183343

Email：fudali@guodu.com

执业证书编号：S0940519040003

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 2023年4月份居民消费价格同比上涨0.1% 环比下降0.1%

【国家统计局】国家统计局今天发布了2023年4月份全国CPI（居民消费价格指数）和PPI（工业生产者出厂价格指数）数据。对此，国家统计局城市司首席统计师董莉娟进行了解读。

一、CPI同比上涨0.1%

4月份，市场供应总体充足，消费需求逐步恢复，CPI环比下降0.1%，同比上涨0.1%。扣除食品和能源价格的核心CPI环比由上月持平转为上涨0.1%，同比上涨0.7%，涨幅与上月相同。

从环比看，CPI下降0.1%，降幅比上月收窄0.2个百分点。其中，食品价格下降1.0%，降幅比上月收窄0.4个百分点，影响CPI下降约0.19个百分点。食品中，鲜菜和鲜果大量上市，价格分别下降6.1%和0.7%；生猪产能充足，叠加消费淡季影响，猪肉价格下降3.8%，降幅比上月收窄0.4个百分点；粮食和食用油价格基本平稳。非食品价格由上月持平转为上涨0.1%，影响CPI上涨约0.04个百分点。非食品中，小长假期间出行需求增加，交通工具租赁费、飞机票、宾馆住宿和旅游价格均有上涨，涨幅在4.6%—8.1%之间；受国际原油价格波动影响，国内汽油和柴油价格均下降1.7%；商家降价促销，燃油小汽车、新能源小汽车和家用器具价格分别下降1.0%、0.9%和0.6%。

从同比看，CPI上涨0.1%，涨幅比上月回落0.6个百分点。同比涨幅回落较多，主要是上年同期对比基数较高。其中，食品价格上涨0.4%，涨幅比上月回落2.0个百分点，影响CPI上涨约0.07个百分点。食品中，禽肉类、鲜果、食用油和猪肉价格分别上涨6.7%、5.3%、4.8%和4.0%，涨幅均有回落；鲜菜价格下降13.5%，降幅扩大2.4个百分点。非食品价格上涨0.1%，涨幅回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.07个百分点。非食品中，服务价格上涨1.0%，涨幅扩大0.2个百分点，其中出行类服务恢复较好，飞机票、宾馆住宿、旅游和交通工具租赁费价格涨幅在7.2%—28.7%之间；工业消费品价格下降1.5%，降幅扩大0.7个百分点，主要是能源价格回落较多，其中汽油和柴油价格分别下降10.6%和11.5%，降幅分别扩大4.0和4.2个百分点。

据测算，在4月份0.1%的CPI同比涨幅中，上年价格变动的翘尾影响约为0.3个百分点，比上月回落0.4个百分点；新涨价影响约为-0.2个百分点，上月为0。

二、PPI同比下降3.6%

4月份，受国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等因素影响，PPI环比下降0.5%，同比下降3.6%。

从环比看，PPI由上月持平转为下降0.5%。其中，生产资料价格由上月持平转为下降0.6%；生活资料价格由上月持平转为下降0.3%。受国际原油价格波动影响，国内石油煤炭及其他燃料加工业价格下降2.3%，化学原料和化学制品制造业价格下降1.1%。钢材、水泥等行业供应整体充足，但需求不及预期，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降1.0%，水泥制造业价格下降0.1%。煤炭产能继续释放，加之进口量仍较大，煤炭开采和洗选业价格下降4.0%。有色金属冶炼和压延加工业价格上涨0.2%，其中铜冶炼价格上涨0.3%，铝冶炼价格上涨0.1%。另外，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降0.7%，汽车制造业价格下降0.2%；文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨0.9%，纺织服装服饰业价格上涨0.1%。

从同比看，PPI下降3.6%，降幅比上月扩大1.1个百分点。同比降幅扩大，主要是由于上年同期石油、黑色金属等行业对比基数走高，以及近期国内外需求偏弱。其中，生产资料价格下降4.7%，降幅扩大1.3个百分点；生活资料价格上涨0.4%，涨幅回落0.5个百分点。主要行业中，石油和天然气开采业价格下降16.3%，降幅扩大0.6个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降13.6%，降幅扩大2.6个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降9.3%，降幅扩大6.1个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格下降8.6%，降幅扩大0.6个百分点。另外，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降0.7%，汽车制造业价格下降1.0%；文教工美体育和娱乐用品制造业价格上涨4.5%，电力热力生产和供应业价格上涨1.6%，农副食品加工业价格上涨1.1%。

据测算，在4月份3.6%的PPI同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.6个百分点，上月为-2.0个百分点；新涨价影响约为-1.0个百分点，上月为-0.5个百分点。

■ 国家税务总局：4月份全国新办涉税经营主体148万户 同比增长28.8%

【中国证券报】国家税务总局5月11日发布的数据显示，2023年4月到税务部门新办理税种认定、发票领用、申报纳税等涉税事项的经营主体（以下简称“新办涉税经营主体”）148万户，同比增长28.8%。

分类型看，企业、个体工商户分别新办 71 万户和 75.9 万户，同比分别增长 25.6% 和 33.6%，其他新办涉税经营主体 1.1 万户，同比下降 31.8%。分产业看，第一、二、三产业的新办涉税经营主体分别为 4.6 万户、17.4 万户和 126 万户，同比分别增长 39.3%、12.1% 和 31.1%。分行业看，20 个行业门类中，17 个行业新办涉税经营主体数量同比正增长，其中，交通运输业、租赁和商务服务业、住宿和餐饮业增长较快，同比分别增长 124.2%、58.4% 和 45.9%；制造业同比增长 4.6%。分经济类型看，民营经济新办涉税经营主体 146.4 万户，同比增长 28.7%；外资经济新办涉税经营主体 0.6 万户，同比增长 87.9%；国有和集体经济新办涉税经营主体 1 万户，同比增长 17.5%。分地区看，东、中、西部新办涉税经营主体分别为 70.3 万户、35.3 万户和 42.4 万户，同比分别增长 32.8%、25.4% 和 25.2%。

截至 2023 年 4 月底，全国涉税经营主体共 8615.5 万户，同比增长 7.4%。其中，前 4 个月领用发票、有收入申报的活跃涉税经营主体 6045.9 万户，同比增长 4.6%，占全部涉税经营主体的 70.2%，税收活跃度超 7 成。

税务总局有关司局负责人表示，税务部门将不折不扣落实好延续和优化实施的各项税费优惠政策，抓深抓实“便民办税春风行动”第三批 62 条服务措施的落地，持续优化税收营商环境，激发各类经营主体活力，推动经济社会高质量发展。

■ 政策持续加码 各地多维推进制造业创新升级

【上海证券报】各方正在加力助推制造业转型升级。今年以来，国务院常务会议多次就制造业升级作出部署，各地也立足自身特点积极发展壮大制造业。近期山东、吉林、湖南等地陆续发布政策，从短板产业补链、传统产业升链、优势产业延链、新兴产业建链等角度入手，着力营造制造业高质量发展的良好生态。

技术攻关推动短板产业补链

在短板产业补链方面，“技术攻关”是各地共同的发力点。

本月发布的《山东省制造业创新能力提升三年行动计划（2023—2025 年）》提出，实施关键核心技术攻关能力提升行动。加快突破工业母机、关键原材料、机器人、光电子、高端软件等核心领域，精准补齐基础零部件、基础元器件、基础材料、基础软件、基础工艺等“五基”短板。

5 月 8 日召开的上海市政府常务会议原则同意《上海市推动制造业高质量发展三年行动计划（2023—2025 年）》。会议要求，促进创新链产业链深度融合，统筹各类创新主体，加快布局推进一批重大攻关项目。

5 月 9 日，湖南省工业和信息化厅等三部门发布关于先进制造业关键配套产品工程化攻关清单拟认定名单。清单包括高压大流量柱塞式液压耦合器、航空重油活塞发动机等。湖南提出，开展了清单内产品研发的企业，有望获得资金奖补。

中国首席经济学家论坛副理事长屈宏斌认为，未来 3 年是我国制造业产业升级和技术改造的关键期。尽管面临挑战，但也要看到我国迈向中高端制造业的优势和潜力。

当前，国家科研院所、大学和企业各行其责相互配合的三位一体的国家创新体系进一步加强，我国全球创新指数排名从 2012 年的第 34 位上升至 2022 年的第 11 位，这些都为制造业科技攻关创造了条件。

数字化赋能传统产业升链

在传统产业升链方面，各地正在利用数字技术，推动制造业质量变革、效率变革、动力变革。

《吉林省制造业智能化改造和数字化转型行动方案（2023—2025）》提出，用 3 年时间，重点支持 300 个以上“智改数转”示范项目，建成 1 至 2 家灯塔工厂、100 家智能制造示范工厂、300 个省级智能制造数字化车间，推动有意愿的规模以上工业企业完成一轮“智改数转”。

辽宁省将深化“5G+工业互联网”融合应用。加快工业互联网平台体系建设，重点推进沈鼓集团、沈变特变等“整零共同体”头部企业建设工业互联网平台，推动省级平台争创国家级“双跨”平台。

目前，我国传统产业体量大，在制造业中占比超过 80%。传统产业是现代化产业体系的基底，传统产业的改造升级直接关系到现代化产业体系建设全局。工业和信息化部部长金壮龙此前表示，传统产业改造升级大的方向是聚焦高端化、智能化、绿色化，推动传统产业从中低端向中高端迈进。

金壮龙透露，接下来，工业和信息化部将加强顶层谋划，研究制定加快推进传统产业改造升级的指导意见。

先进制造业集群将培优建新

在优势产业延链和新兴产业建链方面，各地都把集群式发展作为思路，大力打造先进制造业集群。

上海提出，要锻造优势，持之以恒强化高端引领，以高端化、智能化、绿色化为导向，加快发展先进制造业，全力打造世界级产业集群。

山东提出，到 2025 年，未来产业体系初步建立，突破一批具有战略意义的关键共性技术，形成一批标志性的重点产品

和服务，打造一批国内领军的企业和创新平台，依托特色园区打造一批特色鲜明、创新力强的未来产业集群。

《湖北进一步深化制造业重点产业链链长制实施方案》要求，围绕重点产业链规划一批重点产业园区，每条产业链重点搭建2至3个产业链空间承载平台，鼓励园区内企业资源交换利用，建设一批企业集聚化、结构绿色化、链接生态化等特色鲜明的产业集聚区。

西南财经大学经济学院教授、政治经济学研究所所长吴垠表示，产业集群是当今产业生存与发展最有效的组织形态，对增强经济内生动力有重要意义。下一步，应用好宏观和产业政策上的预留空间，提升我国产业链集群竞争力、供应链效率和产业工人技能和品牌影响力，在支持制造业高质量增长上持续发力。

【行业动态与公司要闻】

■ IPv6 网络“高速公路”加快协同演进

【经济参考报】IPv6 是全球公认的下一代互联网商业应用解决方案，不仅能够提供海量的地址资源，还将为网络能力提升、技术创新、产业升级提供基础支撑。专家指出，推动 IPv6 从“能用”转向“好用”“爱用”，需要各方凝聚合力，共建良好产业生态。

部署应用快速推进

工业和信息化部数据显示，自 2017 年《推进互联网协议第六版（IPv6）规模部署行动计划》发布以来，我国 IPv6 部署和应用取得了突破性进展。

从应用基础设施来看，我国网络和应用基础设施 IPv6 服务能力已全面具备，IPv6 地址资源增加了约 2 倍，我国 IPv6 网络“高速公路”已全面建成；从用户发展看，活跃用户数从 1.65 亿增长到 7.42 亿，在互联网网民总数中的占比达 70.64%；从应用普及看，主要网站和互联网应用的 IPv6 支持度持续提升，移动网络 IPv6 流量占比从无到有，超过 50%。截至 2023 年 3 月，三大电信运营商的超大型、大型及中小型 IDC 已经全部完成了 IPv6 改造。

从应用本身来看，互联网及主要行业的应用改造初具规模。近日在上海颁奖的首届“IPv6 技术应用创新大赛”上脱颖而出的案例显示，IPv6 技术在惠民、科教、安全、信息基础设施、终端等方向已有许多应用。

工业和信息化部信息通信发展司副司长赵策在首届“IPv6 技术应用创新大赛”上指出，大力发展基于 IPv6 的下一代互联网，对于推动经济社会数字化转型，加快建设网络强国、数字中国具有重要意义。IPv6 从“能用”向“好用”转变需要各方凝聚合力，要持续巩固 IPv6 规模部署和应用既有优势，研究制定 IPv6 单栈部署时间计划表，开展“网络去 NAT”专项行动，提高网络供给能力；加快“IPv6+”创新技术在重点行业领域融合应用，支持“‘IPv6+’创新之城”建设；推动产业链上下游深度合作，开展好 IPv6 演进技术“揭榜挂帅”行动，共建良好产业生态。

中央网信办信息化发展局基础资源处处长袁广翔说，IPv6 是网络强国、数字中国建设的重要内容。当前，我国 IPv6 发展内生动力持续增强，产业生态日趋完善。要加快推进 IPv6 规模部署和应用，强化评测督导，以评促改，以评促用；加强创新应用，加快标准研制，释放发展动能；加强 IPv6 宣传推广，搭建交流平台，深化行业共识。

工业和信息化部、中央网信办等部门近日联合发布《关于推进 IPv6 技术演进和应用创新发展的实施意见》，提出到 2025 年底，IPv6 技术演进和应用创新取得显著成效，网络技术创新能力明显增强，“IPv6+”等创新技术应用范围进一步扩大，重点行业“IPv6+”融合应用水平大幅提升，并在技术创新取得显著突破、产业支撑能力大幅提升、基础设施能力持续增强、重点行业应用成效凸显、安全保障能力显著提升等方面明确了具体发展目标。

融合多种技术成趋势

近年来，随着网络基础设施对 IPv6 支持度的进一步提升，很多领域的 IPv6 应用已经实现了从“能用”到“好用”。中国工程院院士、推进 IPv6 规模部署专家委员会主任邬贺铨表示，利用 IPv6 技术在数据类型定义、数据路由溯源、数据传输路径指定上的优势，可以保障数据的高效流动与管理。

《关于推进 IPv6 技术演进和应用创新发展的实施意见》提出深化“IPv6+”行业融合应用，重点选取政务应用、智慧金融、智慧能源、智慧交通、智慧教育、智能制造 6 个行业领域，深挖场景需求、着力推进，建成一批 IPv6 公共服务平台。中国信息通信研究院技术与标准研究所副所长曹蓓光分析，这 6 个领域既在 IPv6 规模部署工作中已经具备比较好的基础，同时也已经在“IPv6+”应用方面开展了积极的探索，能够为其他领域的部署和应用提供良好的借鉴和参考。

例如，在智慧教育领域，教育部科学技术与信息化司教育信息化与网络安全处处长任昌山介绍，教育部于 2022 年初启

动实施国家教育数字化战略行动，以国家智慧教育平台为先手棋和重要抓手，全面推进 IPv6 与教育新型基础设施的融合发展。

中国电信上海公司联合上海大学，依托 IPv6 基础建设开展基于 IPv6 的 5G 智慧教育应用场景，包括 IPv6 联合部署、互动式智慧教育、科研任务支撑、师生智慧服务、校园智慧安防等。据介绍，5G+IPv6 的物联网应用能为上海大学带来约 10% 的节能效益。基于 IPv6+5G+AI 移动端推广应用可以在高等教育、高新技术和国家产业政策研究等方面提供更多的推广和交流渠道，也使得更多的科研产出可以直接抵达目标受众，缩短产学研周期。

在基础设施领域，上海联通算网一体化编排调度中心，通过基于 IPv6+底座的算网大脑，对接算力和网络资源的管理系统，实现算网最佳调度方案。例如，面向内容分发类用户低延迟、短时高并发、高可靠需求，重点解决内容分发、云边协同、多云联动等问题；面向交通物流类用户低延迟、多点切换、高可靠算网需求，提供网随算动、就近服务、快速响应的服务，解决交通物流用户移动范围大和需保持低时延可靠相应的问题。

在金融领域，浦发银行和上海移动合作，完成存量面向公众互联网应用系统的 IPv6 改造，包括网站类系统 62 个、App 类系统 17 个，相关应用系统改造均符合 IPv6 技术要求，改造后系统运行稳定。

多措并举发展“IPv6+”

邱贺铨说，当前正处于 IPv6 发展到“IPv6+”时代，IPv6 用于数据业务管理还有着深入的研究需求，仍需开发更多潜能，开展实验验证，积极推进标准化，推动落地应用。

中国信息通信研究院技术与标准研究所互联网中心主任高巍介绍，“IPv6+”充分挖掘 IPv6 地址空间和协议扩展潜力，更好满足 5G、云服务和万物互联时代对海量、高速、优质、灵活、安全以及低时延连接的需求，推进“IPv6+”技术和应用创新发展是进一步促进 IPv6 规模部署从能用向好用、从数量到质量、从外部推动向内生驱动转变的重要举措。

上海市通信管理局信息通信发展处主任科员、上海市 IPv6 专家组成员魏征介绍，据国家 IPv6 发展监测平台测算，上海 IPv6 互联网活跃用户占比达到 71.51%，共计分配 IPv6 地址近 4632 万，发展水平居全国前列。过去几年来，上海推动 IPv6 网络和应用侧改造，一是建立协同推进机制，把 IPv6 规模部署工作融入城市数字化转型过程中；二是开展 IPv6 专项督查；三是促进优秀案例试点示范；四是推动工业互联网标识解析企业 IPv6 规模部署；五是推动 IPv6 技术创新。上海市基础电信企业、数据中心 CDN、公有云等应用基础设施企业的服务节点，均已全部完成 IPv6 改造并对外提供 IPv6 商用服务，IPv6 的网络性能已与 IPv4 基本趋同。

中国信通院华东分院副院长廖运发认为，未来我国还需进一步优化 IPv6 网络关键性能指标和服务水平，挖掘 IPv6 技术潜能和优势，在政务、工业、金融、教育等重点领域培育更多的行业级 IPv6 创新应用。

共建良好产业生态成为共识。上海市通信学会 IPv6 技术演进专业委员会日前成立，业界将研究探讨 IPv6 规模部署、技术创新、技术研发及标准研究，同时搭建 IPv6 技术研究和创新应用的合作平台，促进基础网络及相关应用协同演进，实现下一代互联网在经济社会各领域深度融合应用，全面提升 IPv6 融合发展水平。

■ 挖掘机销售持续下行 业内预测 2024 年现拐点

【证券时报】挖掘机市场似乎仍在探底过程中。最新统计数据显示，4 月份挖掘机国内销量同比降幅仍超过 40%，行业本轮周期下行已持续整整两年。在高基数下，挖掘机出口销量增速降至 8.9%。

不少业内人士已经调整预期，将今年作为工程机械行业的筑底期，将向上拐点的出现时点推至 2024 年。市场开拓上，越来越多的企业聚焦欧美高端市场。

4 月销量下降超两成

中国工程机械工业协会最新披露数据显示，2023 年 4 月各类挖掘机销售 1.88 万台，同比下降 23.5%；2023 年 1-4 月，累计挖掘机销售为 7.62 万台，同比降幅为 25%。

持续弱勢的国内需求仍是拖累挖掘机销量的主要因素。今年 4 月，挖掘机国内销量为 9513 台，同比下降 40.7%，这一降幅与 2022 年全年、2023 年一季度表现基本持平。年初预期的“春暖花开”在 4 月份并没出现，而是延续了探底走势。

目前，与挖掘机相关的多个前瞻指标均有一定回暖，但是并没有传导至终端销售上。在宏观层面，一季度，全国固定资产投资同比增长 5.1%，其中基础设施投资同比增长 8.8%；房地产开发投资同比降幅也由去年全年的 10% 收窄至 5.8%。微观层面，“央视财经挖掘机指数”显示，一季度，全国工程机械平均开工率为 53.14%，且呈现逐月向好的态势。

对于前瞻指标与最终销售表现的分化，海通证券分析师赵靖博认为，随着后续压力缓解后，内销有望逐步恢复。

至此，国内挖掘机市场本轮下行周期已经持续了整整两年。2021 年 4 月，国内挖掘机市场在持续一年的高增长后首次

出现同比增速回落，在此之前的一年中，挖掘机国内市场销量平均增速在78%以上。

出口市场在经历了连续两年的高增长之后，增速也出现明显放缓，不过绝对出口量仍然处于历史高位，部分对冲了国内市场的疲软。2023年4月，挖掘机主要制造企业出口挖掘机9259台，同比增长8.9%；1-4月累计出口增速为12.2%。此前两年，出口增速分别为97%、59.8%。

不过，龙头企业仍在海外取得强势增长，行业出海正呈现集中化趋势。徐工机械透露，公司一季度海外落地销售收入增长超70%，预计全年继续高速增长。柳工方面亦表示，一季度海外销售收入增长超过70%，且二、三季度的增长可期。

行业拐点或在2024年

国内挖掘机市场的持续走弱，让越来越多的企业判断，行业周期的拐点将在2024年才会到来。

柳工方面预测，今年基建投资保持较高增速，房地产投资将开始恢复等利好因素，叠加电动化升级，工程机械行业的拐点在2024年左右。

徐工机械表示，预计今年行业整体降幅收窄，下降5%-10%之间，预计这一轮周期拐点位于2024年中期左右，2025年重新步入景气周期。小松中国总经理费春江也认为，国内挖掘机市场今年还是底部筑底，后年会好起来。

值得注意的是，虽然受益于环保标准切换、龙头企业产品结构优化，挖掘机价格目前有所提升，但是在销售弱势及库存提升的现状下，潜在的价格竞争不容忽视。国联证券分析师张旭认为，下一阶段国内挖掘机市场需寻找结构性的机会，比如推出更先进、成本更低的新产品。

4月份CMI指数（中国工程机械市场指数）已经逼近收缩值，读数为102.18，同比降低近5%。

中国工程机械市场调研中心监测数据也显示，4月上旬各类挖掘机价格延续3月普涨趋势，但是涨势明显减弱，价格守势呈现较大的下行压力。同时，接受调研的代理商在国内市场渠道中的平均库存量环比增加23%。

在此背景下，对海外市场特别是欧美市场的开拓，成为工程机械企业重要的发力点。柳工方面介绍，就一季度海外数据来看，欧美市场仍然呈高速增长的态势，发展中国家差异化明显，但仍然有一些巨大的机会。

徐工机械强调，公司在欧美高端市场的占比快速提升，趋势是要走向高端市场，但“一带一路”仍是要坚守的市场。

【国都策略视点】

■ 策略观点：美国通胀转为缓慢回落，美元利率或较长维持高位

1) 美国通胀转为缓慢回落，美元利率或较长维持高位。新近公布的4月美国CPI同比小幅回落至4.9%（预期持平5.0%），但核心CPI连续五个月高位盘整，近五个月同比保持5.5-5.7%、环比保持0.4-0.5%涨幅。22年下半年起得益于能源及空运价格回落，美国通胀见顶趋势回落（CPI同比自6月9.1%较快回落至年底6.5%；但23年以来通胀回落明显放缓，尤其核心通胀高位粘性强，主要系美国劳动力缺口仍较大，服务业价格居高不下（包括住房、教育、娱乐、通信及出行等）。4月美国CPI回落至近两年低点5%下方，或支持美联储6月暂停加息，但通胀回落缓慢、核心通胀粘性强，美元利率或较长时间维持在限制性高位水平，目前市场预期年内转为降息或届时面临延后修正压力。

2) 服务业价格压力缓和初显。从更受美联储关注的核心CPI（剔除商品与能源价格）变化趋势来看，本轮美国核心CPI高位粘性较强，21年底至今的连续十七个月同比涨幅保持在5.5-6.6%高位区间震荡，22年9月见顶+6.6%震荡回落，但近五个月保持在+5.5-5.6%高位区间盘整，近五个月环比涨幅也在0.4-0.5%较高区间盘整。本轮美国核心CPI高位粘性较强，主要系美国劳动力缺口仍较大，服务业价格居高不下（包括住房、教育、娱乐、通信及出行等）。

值得注意的是，随着美联储连续激进加息至高位利率的滞后紧缩效应显现、疫情期间居民领取的美国财政补贴消耗殆尽、美国股市震荡回调居民账户财富缩水等压力，美国劳动力市场尤其是服务业供需边际缓和，使得此前平均时薪上涨压力正放缓，有望推动服务业价格自高位趋势回落。

此外，3月美国区域中小银行业流动性危机，促使银行业加速紧信用，或将进一步加剧年内晚些时候美国经济步入轻微衰退，届时有望巩固美国通胀高位回落动力。

3) 美元加息终点临近降息拐点有待观察。

高通胀压力超预期叠加美联储启动加息时点迟滞，使得22年美联储连续激进加息，美元低利率迅速切换至高利率，为近期美国部分中小银行流动性危机爆发的主要外因。近期美国中小银行流动性危机事件，或将加快美国信贷紧缩效应，并对经济活动、就业和通货膨胀产生收缩影响。

同时，受商品价格同比涨幅已趋势回落近半年驱动，美国通胀自 22 年中见顶后已趋势回落；虽然服务业价格粘性较强，但随着高利率累计效应叠加此次银行业流动性压力下信贷紧缩加速效应，预计 23 年下半年通胀、核心通胀均有望回落至 4% 下方。

综合判断，23 年下半年美国经济下行风险加大、通胀缓和，且此次银行业流动性危机产生的中期紧缩冲击效应尚待观察，因而预计本轮美元加息终点已临近。根据 3 月美联储点阵图指引，5 月初如期加息 25bp 至 5.0-5.25% 即为本轮加息终点。

但美联储何时转向鸽派降息，尚存在较大不确定性，取决于未来几个月美国通胀、就业、经济形势变化程度。目前市场预期 23 年下半年美联储将降息，届时预期差的验证与修正，需密切跟踪通胀、就业及经济数据。

5 月初的美联储政策声明的几个关注点：一删除了此前暗示未来还会加息的措辞，称货币政策是否采取更紧缩，将取决于经济状况；二称美国 23Q1 经济温和增长，近几个月的就业增长强劲，并重申银行体系稳健韧性；三高度关注通胀风险，并表示通胀率仍居高不下。同时，会后美联储主席鲍威尔表示，若通胀居高不下，不支持美联储降息，并表示将根据数据逐次会议对利率政策做决定，如有必要，美联储准备采取更多行动。

4) 美元利率与汇率：短期或企稳甚至技术性小幅反弹，中期步入下行周期。前期受 SVB 事件影响，美元利率与汇率已双双快速回落至阶段低点；但随着美国监管机构的快速出手救助，美国中小银行业流动性压力舒缓，扩散传染为整个金融业流动性危机的风险下降，叠加年内美元利率保持峰值不动的指引，美元利率与汇率快速下行后，短期或企稳或技术性小幅反弹。

然而，中期美国紧货币政策后，区域中小银行业流动性压力加剧紧信用，近期显示的美国经济放缓态势或于下半年确认，同时就业市场供需由紧趋缓、工资上涨压力减轻后，美国高位通胀压力也有望趋于回落，届时美联储政策大概率将再度转向宽松开启降息（美联储指引 24 年降息 3 次共 75bp），因而中期内美元利率与汇率或进入下行周期，利于人民币兑美元汇率稳中有升及境外资金加大 A 股资产配置。

风险提示：疫后国内经济恢复偏弱、美国通胀持续高位难下、地缘政治冲突升级、海外市场大幅震荡等风险。

（数据来源：WIND, 国都证券）

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上