

2023年05月15日

通胀金融数据低于预期，短期调整不改中长期向好趋势

——宏观周报（20230508-20230514）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

投资要点

- **经济数据低于预期，但仍有韧性；权益市场冲高回落，但不改中长期向好趋势。**4月，通胀和金融数据低于预期；而出口整体超预期，不过有海外需求减弱的隐忧；从高频数据看，上游产业开工率偏低，钢材等商品价格下行，显示投资需求可能仍偏弱。总体来看，制造业偏弱，服务业表现相对较好，政策上可能会更积极一些，估计房地产会逐步趋稳，消费在恢复，经济仍有韧性。权益市场冲高回落，下行速度较快，但存款利率上限调整，居民存款不再高速增长，4月减少1.2万亿元，理财资金有所回升，公募基金发行增加，北向资金净流入，对市场形成一定支撑。我们认为，中国经济仍有韧性，权益市场短期调整，不改中长期向好趋势。
- **出口增速可能会回落，但预计仍有韧性。**4月，出口超预期可能有积压订单集中释放的因素，但出口地区和产品结构的优化可能会稳定出口规模。地区结构上，全球政治格局的演变正带动我国出口地区的优化，对俄罗斯、中亚、中东、非洲等出口可能会保持较快增长，对东盟出口仍然较强，但或将受到高基数和外需不足的影响；对日、韩出口受贸易限制等因素影响，已从逆差转向顺差，未来可能会继续保持顺差。产品结构上，新能源汽车、船舶、光伏等产业已具备很强的全球性竞争优势，在出口中得到了较好的体现，预计未来将依旧保持相对较高的出口水平，而且可能会随着时间的推移逐步得到强化。但在基准情形下，二季度后随着基数的抬升，出口增速可能会逐步下行。外需的整体景气度对出口强弱依然有较大影响，出口仍有一定压力。越南制造业PMI已连续两个月下滑，且重回荣枯线以下。进口方面，国产替代的作用在持续显现，以及有关国家限制“高技术”产品出口，叠加我国内需恢复仍显不足，顺差的绝对规模可能维持较高水平，净出口可能对经济仍有较大支撑。
- **通胀低于预期，主要是商品弱，而服务业表现相对较好。**在高基数下，CPI继续回落，核心CPI持平上月，PPI继续下行至-3.6%，反映出当前内需整体不强，主要是商品消费弱，消费场景恢复后服务消费占优势，两者价格对冲下，物价表现弱于预期。根据历史经验以及对猪价和油价的预测来看，CPI可能在8月前低位运行，而后会逐步进入上升通道。但我国经济增速正处于上行通道中，不会出现经济、物价齐降的“通缩”现象。而通胀的低位运行，有利于利率走低，相对利多股市、债市。
- **金融数据低于预期，主要是居民贷款走弱，但不宜过分解读。**4月历来为信贷小月，金融数据环比季节性回落，且低于预期，出现结构分化。1) 企业中长期贷款依旧强劲，可能与投资端基建持续发力相关；2) 居民中长期贷款负增长，短贷也在低基数背景下依然减少；3) M2M1剪刀差收窄，表现出经济活力可能在上升。4月金融数据低于预期，凸显出扩内需政策，尤其是针对消费端的政策仍需发力。但居民贷款走弱，可能与提前归还按揭等利率较高贷款有一定关系，前期理财等收益率下行，近期一些存款利率调低，但按揭等贷款利率仍处于较高水平，提前还贷的金额可能比较大，而且可能需要一段时期来释放。在此时点上，居民贷款与消费、购房的相关性可能有所下降，预计房地产销售经过3月份的集中释放，会逐步趋向稳定。货币政策上，由于数据不及预期，政策加码的预期上升。
- **上市公司业绩可能已经见底，估值仍处低位。**从单季度归母净利润增速来看，2023Q1全部A股由-7.02%回升至1.37%，非金融非石化由-20.54%升至6.6%。申万一级31个行业中，单季度归母净利润增速改善的有18个行业。业绩及估值双底主要集中在消费、公用事业以及中游周期行业。继续看好权益市场中长期行情，从业绩来看底部或已确立，叠加二三季度

度的低基数影响，未来利润改善可能是大概率事件。居民存款减少，公募基金发行增加，北向资金净流入，A股有望迎来估值和业绩的双改善。投资主线上，我们认为以中特估为主的低估值板块以及科技创新仍是中长期的重要趋势。

- 风险提示：地缘政治风险；政策力度不及预期；海外金融事件风险。

正文目录

1. 经济数据低于预期，但仍有韧性；权益市场冲高回落，但不改中长期向好趋势	5
1.1. 出口增速可能会回落，但预计仍有韧性.....	5
1.2. 通胀低于预期，主要是商品弱，而服务业表现相对较好强	6
1.3. 金融数据低于预期，主要是居民贷款走弱，但不宜过分解读.....	7
2. 上市公司业绩可能已经见底，估值仍处低位	8
3. 高频数据：上下游分化，三线城市地产销售仍有压力	10
4. 本周关注	10
5. 风险提示	10

图表目录

图 1 2011-2022 年年度出口增速贡献率, %	6
图 2 出口累计同比, %	6
图 3 消费品及服务 CPI, %	7
图 4 教育文化和娱乐 CPI, %	7
图 5 PPIRM 分项同比, %	7
图 6 房地产销售与投资, %	8
图 7 房地产开发资金来源定金预收款+个人房贷占比, %	8
图 8 M2M1 剪刀差, %	8
图 9 M2 社融剪刀差, %	8
图 10 申万一级行业 2023Q1 及 2022Q4 归母净利润增速同比, %	9
图 11 申万一级行业 5Y 估值分位数水平 (2023/5/12), %	10

1.经济数据低于预期，但仍有韧性；权益市场冲高回落，但不改中长期向好趋势

上周，国内接连发布出口、通胀以及金融数据。4月，通胀和金融数据低于预期；而出口整体超预期，不过有海外需求减弱的隐忧；从高频数据看，上游产业开工率偏低，钢材等商品价格下行，显示投资需求可能仍偏弱。总体来看，制造业偏弱，服务业表现相对较好，政策上可能会更积极一些，估计房地产会逐步趋稳，消费在恢复，经济仍有韧性。权益市场冲高回落，下行速度较快，但存款利率上限调整，居民存款不再高速增长，4月减少1.2万亿元，理财资金有所回升，公募基金发行增加，北向资金净流入，对市场形成一定支撑。我们认为，中国经济仍有韧性，权益市场短期调整，不改中长期向好趋势。

1.1.出口增速可能会回落，但预计仍有韧性

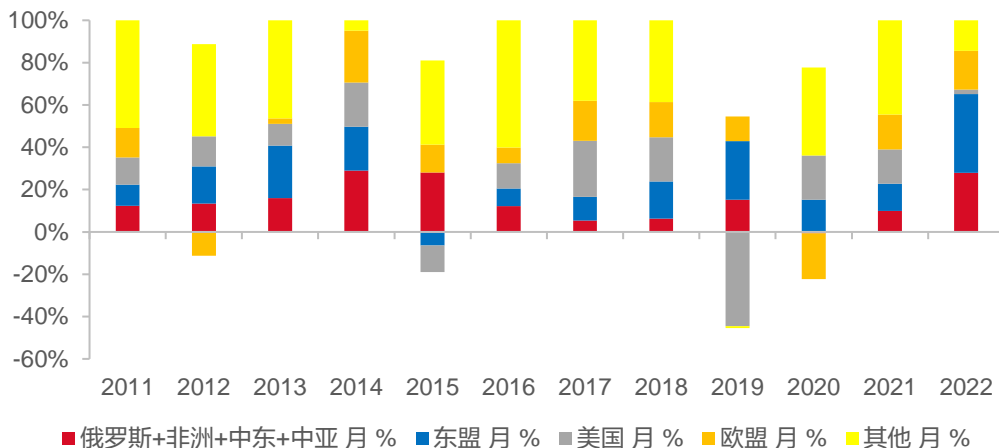
4月出口继续展现出较强的韧性，可能有积压订单集中释放的因素，但出口地区结构和产品结构的优化可能会稳定我国出口规模。

地区结构上，全球政治格局的演变正带动着我国出口地区的优化，对俄罗斯、中亚、中东、非洲等出口可能会保持较快增长，对东盟出口仍然较强，但可能会受到高基数和国际外需不足的影响；对日本、韩国出口受贸易限制等因素影响，已从逆差转向顺差，未来可能会继续保持顺差。

由于对部分国家的出口数据暂时只披露到2023年3月，我们统一以2023年一季度数据进行比较。2023年1-3月出口金额累计同比为0.45%，其中对美国、欧盟出口对整体出口增速的拉动分别为-2.89%和-1.20%，而对东盟、俄罗斯、非洲、中东以及中亚地区出口对整体出口增速的拉动分别为2.58%、0.93%、0.81%、0.95%以及0.41%，合计为5.68%。另外从4月已披露的数据来看，对非洲、俄罗斯的当月出口金额增速分别为49.9%和153.1%，远高于8.5%的整体出口增速。

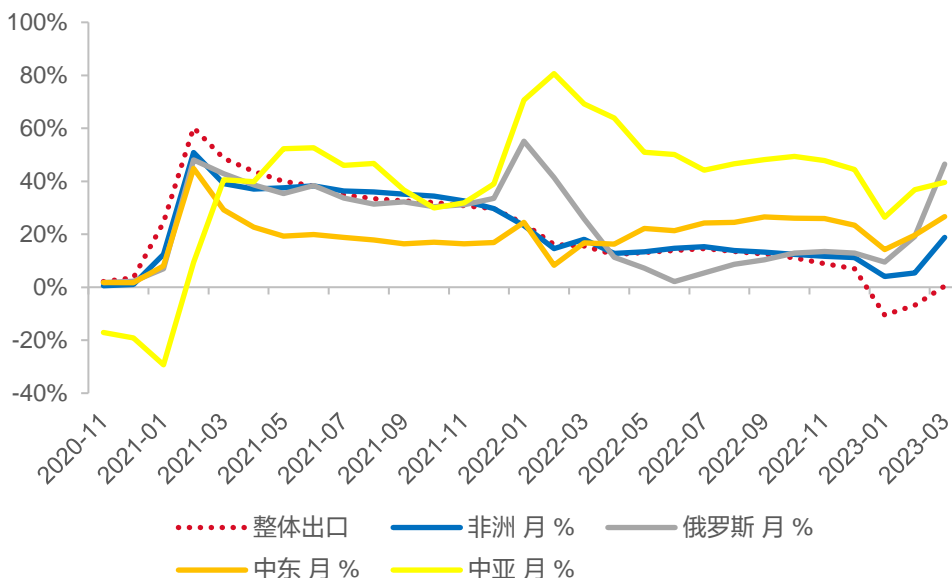
在产品结构上，我国新能源汽车、船舶、光伏等产业已经具备很强的全球性竞争优势，在今年的出口中得到了较好的体现，预计未来将保持相对较高的出口水平，而且可能会随着时间的推移逐步得到强化。但也需要考虑，在基准情形下，二季度后随着基数的抬升，出口增速可能会逐步下行。外需的整体景气度对出口强弱依然有较大影响，出口仍有一定压力。东盟中的越南制造业PMI已连续两个月下滑，且重回荣枯线以下。进口方面，由于国产替代的作用在持续显现，以及有关国家限制“高技术”产品出口，叠加我国内需恢复仍显不足，顺差的绝对规模可能维持较高水平，净出口方面可能对经济仍有较大支撑。

图1 2011-2022 年年度出口增速贡献率，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图2 出口累计同比，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

1.2. 通胀低于预期，主要是商品弱，而服务业表现相对较好强

4月通胀所反映出的特征：1) 基数抬升下的回落；2) 商品消费弱，消费场景恢复后服务消费仍占优势，两者价格对冲下，核心CPI表现持平；3) PPI回落对工业企业利润的总量以及结构上的影响不同。

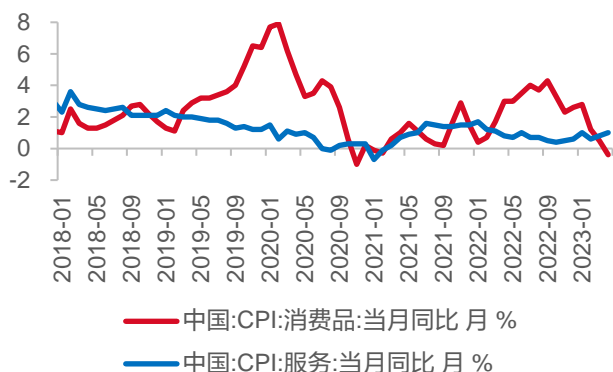
服务业表现较强。商品消费的恢复主要与长期消费信心的恢复有关，而三年疫情影响下，收入端的下降对居民资产负债表有所损伤；而服务消费方面，消费场景的恢复下斜率仍处较高阶段，五一假期的旅游数据以及服务业PMI均得到验证。4月，CPI服务当月同比为1.0%，远高于整体的0.1%以及消费品分项的-0.4%；同时，教育文化和娱乐分项当月同比为1.9%，其中旅游高达9.1%。

PPI回落的两层影响。PPI的回落，对工业企业利润总量的影响仍然是负面的，去年同期8%以上的基数仍是主要原因，从价格端对总体营收增速的影响，进而导致企业名义利润增速仍有压力。但需要注意的是，上游原材料价格的跌势在逐步传导，PPI中原材料工业当

月同比降至-6.3%。反映购进价格的 PPIRM 的九大分类中有六类价格同比降幅超过 4%以上，其中黑色金属材料-9.0%，化工原料类-9.2%，降幅均远高于整体增速。所以总体来看，上游原材料价格的下跌，对中下游利润结构的分配较为有利，中下游制造业企业利润增速或先行企稳。

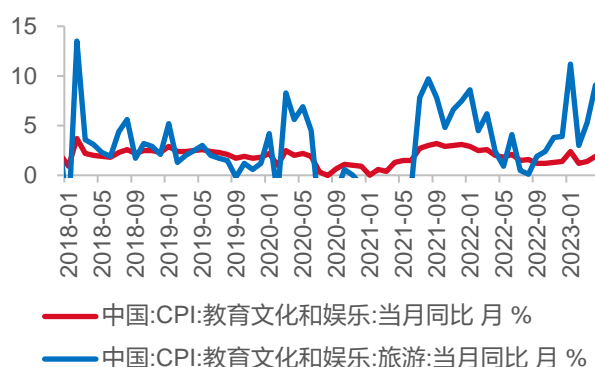
总体来看，在高基数下，CPI 继续回落，核心 CPI 持平上月，PPI 继续下行至-3.6%，反映出当前内需整体不强，主要是商品消费弱，消费场景恢复后服务消费占优势，两者价格对冲下，物价表现弱于预期。根据历史经验以及对猪价和油价的预测来看，CPI 可能在 8 月前低位运行，而后会逐步进入上升通道。但我国经济增速正处于上行通道中，不会出现经济、物价齐降的“通缩”现象。而通胀的低位运行，有利于利率走低，相对利多股市、债市。

图3 消费品及服务 CPI, %



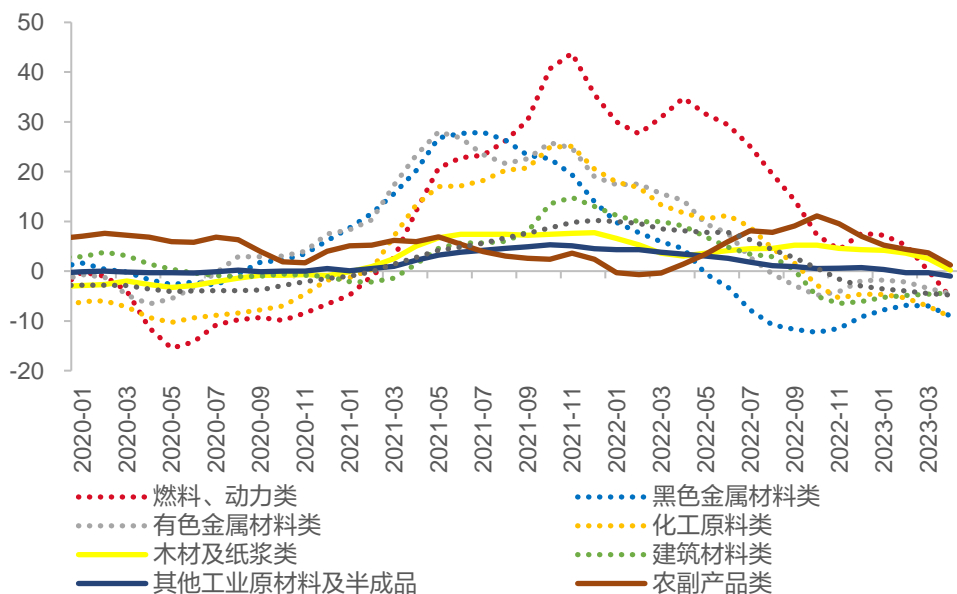
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 教育文化和娱乐 CPI, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 PPIRM 分项同比, %



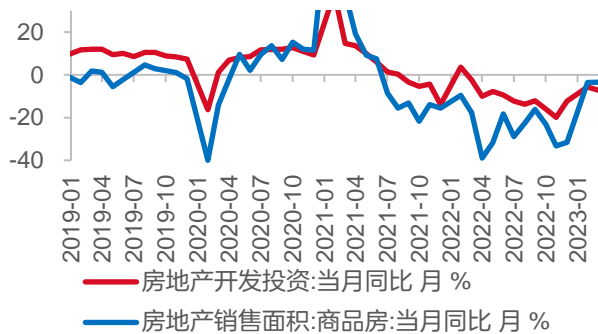
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

1.3.金融数据低于预期，主要是居民贷款走弱，但不宜过分解读

4月历来为信贷小月，金融数据环比季节性回落，且低于预期，出现结构分化。1) 企业中长期贷款依旧强劲，可能与投资端基建持续发力相关；2) 居民中长期贷款负增长，短贷也在低基数背景下依然减少；3) M2M1剪刀差收窄，表现出经济活力可能在上升。

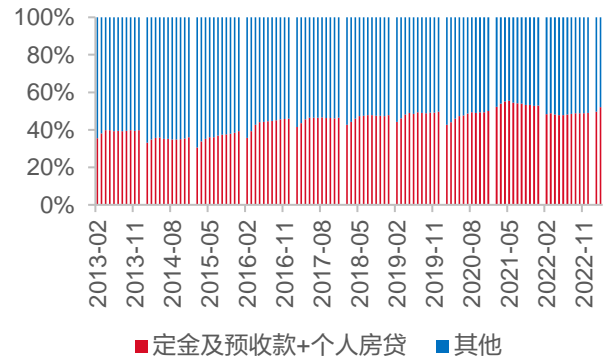
4月金融数据低于预期，凸显出扩内需政策，尤其是针对消费端的政策仍需发力。但居民贷款走弱，可能与提前归还按揭等利率较高贷款有一定关系，前期理财等收益率下行，近期一些存款利率调低，但按揭等贷款利率仍处于较高水平，提前还贷的金额可能比较大，而且可能需要一段时期来释放。在此时点上，居民贷款与消费、购房的相关性可能有所下降，预计房地产销售经过3月份的集中释放，会逐步趋向稳定。货币政策上，由于数据不及预期，政策加码的预期上升。

图6 房地产销售与投资，%



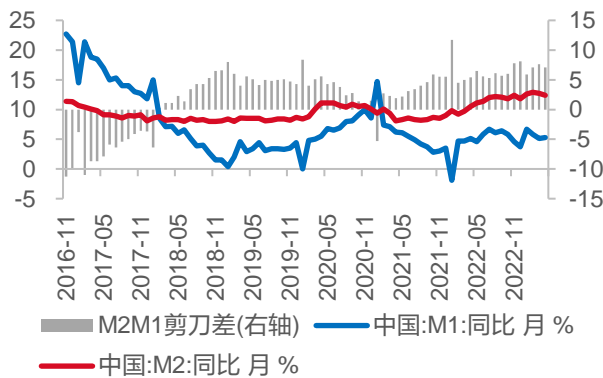
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 房地产开发资金来源定金预收款+个人房贷占比，%



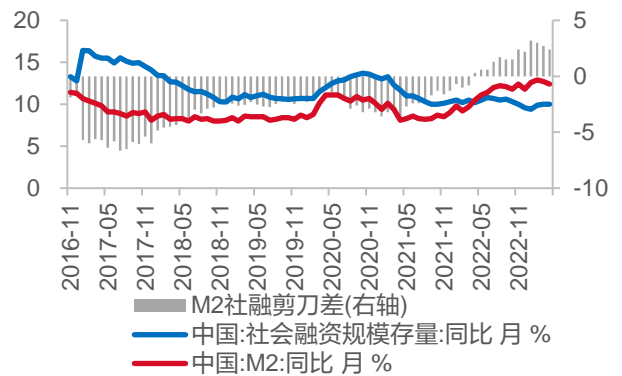
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 M2M1剪刀差，%



资料来源：央行，东海证券研究所

图9 M2社融剪刀差，%



资料来源：央行，东海证券研究所

2. 上市公司业绩可能已经见底，估值仍处低位

A股业绩底部可能已现。A股一季报已披露完毕，从单季度归母净利润增速来看，全部A股由-7.02%回升至1.37%，非金融非石化由-20.54%升至6.6%。其中主板表现略优，由-6.94%升至2.47%；双创增速由-7.8%回落至-15.69%。

分行业来看，申万一级31个行业中，单季度归母净利润增速改善的有18个行业，增速在两位数以上行业的有社会服务、综合、农林牧渔、非银金融、计算机、公用事业、商贸零售、电力设备、美容护理、食品饮料、传媒、家用电器、建筑装饰，其中增速进一步改善的有8个行业。

业绩及估值双底主要集中在消费、公用事业以及中游周期行业。从估值水平来看，截至2023年5月12日，沪深300指数5Y市净率分位数水平为41.6%，总体仍相对合理。而分行业来看，在业绩改善的同时，5Y市盈率分位数水平又处于30%以下的行业有社会服务、非银金融、传媒、煤炭、环保、房地产、轻工制造、医药生物、建筑材料、钢铁。

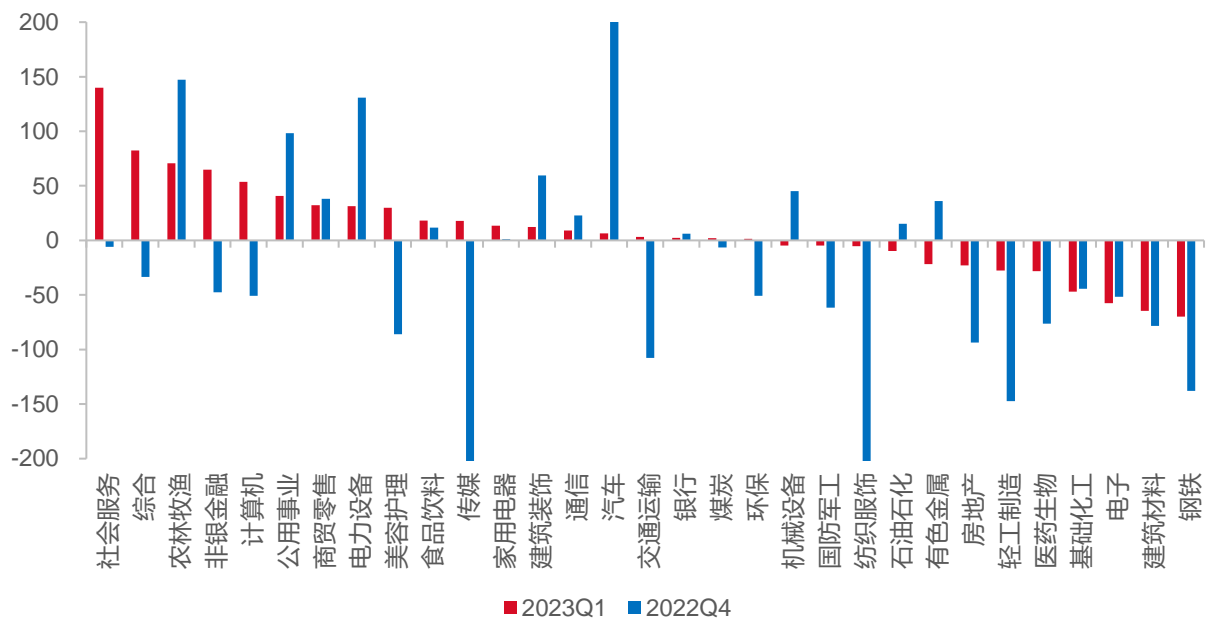
总体来说，分子端及分母端的定价都有利于权益市场，继续看好权益市场中长期行情。分母端无风险收益率处于低位，经济复苏斜率不高，且仍有稳增长压力的情况下，下行概率略高于上行概率，估值端利好权益；从上市公司整体业绩来看底部或已确立，叠加去年二三季度的低基数影响，未来利润改善可能是大概率事件。整体来看，A股有望迎来估值和业绩的双改善。

投资主线上，我们认为以中特估为主的低估值板块以及科技创新仍是中长期的重要趋势。

一些公司的股息率已远高于理财收益率，而且由于估值较低，股价下行空间也很小，具有相对稳定的收益，而风险相对有限，投资价值较高，会对大盘的稳定和上行形成有力支撑。国企行业龙头的价值重估。对标海外，代表性的国企行业龙头的资产质量良好，PB角度明显低估，且盈利稳定性较好。从ROE提升角度未来国企有望通过成长性来分摊原有的固定成本，提高单位产出；同时通过加大研发投入，稳定产业链附加值；成为估值提升的有效路径。同时，结合一季度的业绩以及估值情况来看，非银金融、钢铁、建筑材料、房地产等行业中的国企以及央企占比相对较高。

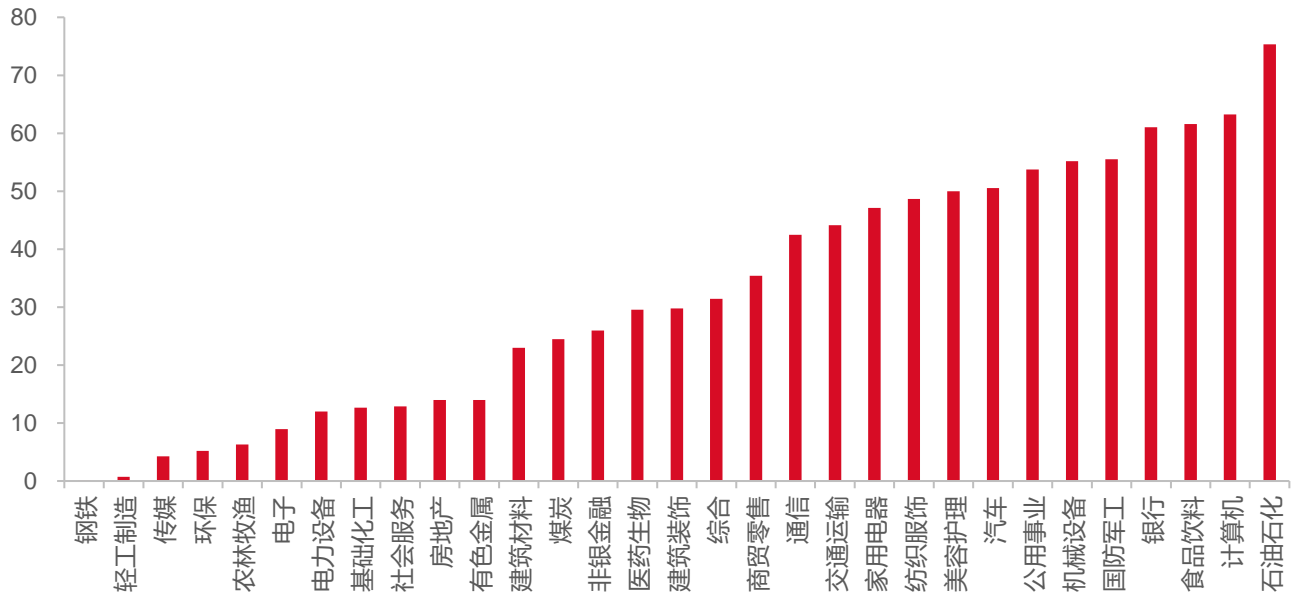
人工智能、产业链“短板”、新兴产业等具有中长期投资价值，随着A股全面注册制的推进，“科技-产业-金融”的良性循环，短板领域加快突破科技创新有望获得长期超额收益。

图10 申万一级行业 2023Q1 及 2022Q4 归母净利润增速同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 申万一级行业 5Y 估值分位数水平 (2023/5/12), %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.高频数据：上下游分化，三线城市地产销售仍有压力

生产：下游表现较好。上游高炉、PTA 开工率回落，六大发电集团日均耗煤量季节性回升；中游纯碱开工率回落，浮法玻璃开工率小幅上升；下游江浙织机、半钢胎开工率五一假期后明显回升。

地产：30 大中城市商品房成交面积季节性回升，但一二三线城市仍有分化，其中一线城市明显高于去年同期水平，且与近 5 年同期平均持平；二线城市略强于去年同期水平；三线城市弱于去年同期水平。

消费出行：交通拥堵延时指数季节性回升；乘用车销售及票房环比回落，但同比仍大幅高于去年水平。

出口：价格上，BDI 指数小幅上升；运价指数多数小幅回落。数量上，港口完成集装箱吞吐量环比上升。

4.本周关注

- 1) 国内经济数据。
- 2) 中国央行二季度货币政策执行报告。
- 3) 美国债务上限谈判情况。

5.风险提示

地缘政治风险，导致能源价格大幅上涨，形成输入性通胀风险。

政策力度不及预期，导致经济恢复不及预期。

海外金融事件风险，导致全球出现系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8621) 20333619
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089