

国都证券研究所晨报 20230525

【财经新闻】

- 中证报头版：扩大有效投资，地方债发行提速
- 中企海外建厂热度不减 放眼东南亚寻找新商机
- 债市暖风频吹 债券基金全面“回血”

【行业动态与公司要闻】

- 监管趋严叠加旺季来临 化妆品行业景气度有望改善
- 市场需求高速增长 储能产业即将进入爆发期

【国都策略视点】

- 策略观点：人民币汇率弱勢震荡扭转前，指数底部盘整成长风格占优

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3204.75	-1.28
沪深300	3859.05	-1.38
深证成指	10920.33	-0.84
中小综指	11626.78	-0.44
恒生指数	19115.93	-1.62
恒生中国企业指数	6478.08	-1.90
恒生沪深港通AH股溢价	137.81	-0.30
标普500	4115.24	-0.43
纳斯达克指数	12484.16	-0.61
MSCI新兴市场	977.82	-0.19

数据来源：Wind

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	71.42	-1.88
纽约期金	2020.50	-0.80
伦敦期铜	8188.50	-3.48
伦敦期铝	2213.00	-2.49
波罗的海干散货	1608.00	-1.95

数据来源：Wind

研究员：王双

电话：010-84183312

Email：wangshuang@guodu.com

执业证书编号：S0940510120012

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】

■ 中证报头版：扩大有效投资，地方债发行提速

Wind 数据显示，截至 5 月 11 日，今年以来地方债发行规模超过 3 万亿元，其中新增专项债发行 16364 亿元。

专家表示，地方债发行进度较去年同期进一步加快，呈现出“快马加鞭”势头。后续新增专项债料继续前置发行，第二三季度发行规模或均超万亿元，推动扩大有效投资，发挥其稳定经济大盘的积极作用。

早发快发特征明显

今年以来，地方债早发快发特征明显。Wind 数据显示，1 至 4 月新增地方债共发行 19519 亿元。其中，新增专项债发行 16216 亿元，进度达 42.7%，较去年同期进一步加快。

近期，不少地区披露了二季度地方债发行计划。据华金证券统计，截至 5 月 1 日，已有 26 个省、计划单列市披露了二季度地方债发行计划，总计 16315 亿元，其中新增一般债、新增专项债、再融资一般债、再融资专项债分别计划发行 639 亿元、6529 亿元、6495 亿元、2652 亿元。

“随着财政部将今年剩余地方债额度下达至各地，后续新增专项债发行有望提速，并在三季度基本发完。”东方金诚研究发展部高级分析师冯琳表示，预计二季度新增专项债发行量将在 1 万亿元左右，三季度将在 1.2 万亿元左右。

专家认为，预计第二三季度或均有超万亿元新增专项债发行，发行节奏较去年更加平滑，有助于减轻地方安排使用压力，一定程度上降低对资金用途调整的依赖。

主要投向基建领域

专项债资金投向一直备受关注。从相关数据来看，基础设施建设是专项债资金的主要投向领域。

“1 至 4 月累计，新增专项债中投向基建领域的资金为 9801 亿元，占比达 60.5%。”民生银行首席经济学家温彬说，已公布发行明细的新增专项债中有 1052 亿元左右用作资本金，占同期新增专项债的 7.8% 左右，较去年的 6.6% 小幅提升。

今年以来地方债发行进度较去年同期进一步提升，各地加强对重大项目的超前谋划和靠前投资，为稳定宏观经济运行不断注入强劲动力。

得益于专项债资金助力，基建投资有望保持高增长。财信研究院副院长伍超明表示，基建投资仍是支撑经济平稳恢复的重要力量，由于其资金来源面临去年同期基数偏高、前期政策释放的增量资金边际回落等多重因素制约，需要财政政策尤其是专项债券加快发行进行补充。“预计新增专项债券将继续前置发行，短期基建投资增速有望延续高速增长态势。”伍超明说。

冯琳预计，在专项债等资金推动下，全年基建投资将维持 6% 左右的较快增长水平。

提高资金使用效率

如何用好专项债资金，成为业内关注重点。

在财政部日前召开的 2023 年一季度财政收支情况新闻发布会上，财政部预算司副司长李大伟表示，财政部正在持续强化专项债券管理，指导地方用好地方政府债券资金，发挥专项债券稳定经济大盘的积极作用。包括指导地方按照“资金跟着项目走”原则，围绕党中央、国务院确定的重点领域、重大项目，提高项目储备质量；将专项债券收支全面纳入预算管理一体化范围，严禁“以拨代支”“一拨了之”等行为，防止资金挪用。

因此，提升资金使用效率尤为重要。冯琳认为，着眼于及时发挥专项债资金的政策工具作用，有必要将专项债投向领域进一步扩展到收益性较强的项目。建议地方政府要进一步强化专项债项目储备，且在报送专项债项目时加强前期评估和准备工作，避免因前期工作不到位导致项目进展不及预期而引发资金闲置。

在撬动更多社会资本跟进投资方面，中诚信国际研究院分析人士建议，继续引导金融机构加大配套融资支持。一方面，充分发挥政府性开发性金融工具的投资引领作用，必要时可下达部分政策性金融工具额度，为专项债项目资本金搭桥；另一方面，可积极培育为基建投融资提供专业化服务的机构，降低地方政府与金融机构等社会参与方之间的信息不对称，进一步提升市场化融资支持力度。

（来源：Wind）

■ 中企海外建厂热度不减 放眼东南亚寻找新商机

作为全球制造业新集聚地，越南凭借 2022 年的经济表现成为全球黑马。外界原本期望越南能够延续此前的增长奇迹，但进入 2023 年，越南曾引以为傲的国际贸易大幅萎缩，越南统计总局数据显示，1~4 月，越南出口同比下降 11.8%，进口同比下降 15.4%。

在此背景下，中国企业在越南投资建厂意愿如何？外贸下降对它们产生了哪些影响？证券时报记者采访了多位企业家、投资人、学者。受访人士普遍表示，外部需求环境的变化是导致订单下降的主因，而出于整体产业链布局的考虑，诸如光伏、新能源、电子设备制造等类别的中国企业仍有计划在越南新建生产线，以进一步获取全球市场份额。

不过，也有已在当地经营多年的中企负责人表示，相比几年前，越南的人力、土地等已不再具备价格优势，考虑在印尼等其他东南亚国家寻找新机会。

中企在越南运营平稳有序

越南统计总局数据显示，2023 年第一季度，该国 GDP 增速从去年同期的 5.05% 大幅放缓至 3.32%，这是越南 12 年以来第二低的一季度 GDP 增速。具体来看，今年一季度，越南出口 790 亿美元，同比跌了 12%；进口 750 亿美元，同比跌了 14.7%。4 月份出口额为 275 亿美元，同比下降 17.1%。

中国综合开发研究院区域所经济学副研究员刘建党在接受证券时报记者采访时表示，越南的主要出口市场需求下降是越南外贸订单下降的主要原因。总体而言，今年前 4 个月，越南前六大出口市场需求都在下降，尤其是美国和欧盟两大市场的订单下降幅度比较大。其中，越南对美国市场出口额为 284 亿美元，同比减少 22.1%；对欧盟市场出口额为 137 亿美元，同比减少 14.1%。他总结，世界经济增长前景不确定性增加，各种潜在风险增多，企业家投资偏好趋于谨慎，而不是扩张，这样的大背景是越南出口需求下降的根本原因。

深圳东方华策企业管理咨询公司总经理周家兵告诉记者，其在今年 3 月参与策划了一批企业家去越南调研，这些企业家大多在越南投资建厂多年，此行主要考察地是越南的河内市和胡志明市，在有较多中资企业的工业园区，了解订单下降的整体情况。

据周家兵介绍，对于众多中资（包括港澳台）企业在越南的运营情况，调研后结论多是相对平稳有序，在上下班时间，进出园区的工人，相比以往，并没有明显增多，也没有显著减少。

“从他们和在当地的厂区附近开小店的人那里了解到，和几年前熙熙攘攘川流不息的人群相比，现在的确人要少一些。”周家兵说，“但是与当地‘中干’（中国籍驻越南企业的管理干部）交流得知，企业订单量并没有网上传的那么多，也没有想象的那么少。总之，相对平稳。近来，个别月份的订单减少，也符合生产制造企业订单波动幅度，这是考察后的

真实体会。”

越南制造业企业的破产关闭潮降低了投资热情，外国直接投资协议额持续呈现下降趋势。越南外商投资企业协会近日也发布了《2022年越南外商直接投资年度报告》。报告称，为有效落实吸引外商直接投资的导向，越南需要升级吸引和利用外商直接投资的政策，重点关注绿色增长、数字化转型和连接越南企业与越南的供应链。

中企力拓海外市场

尽管面临外部环境的不确定因素影响，在越南地区投资建厂仍是中企扩大东南（002263）亚乃至国际市场的重要布局方式。

就在5月初，比亚迪（002594）股份有限公司董事长兼总裁王传福现身越南，与当地相关部门探讨在越南投资建厂相关事宜，计划投资超过2.5亿美元（约17亿元人民币），进一步发展新能源乘用车业务。公开资料显示，目前，比亚迪旗下子公司比亚迪电子在越南富寿省富寿市富河工业园区建有电子工厂，能够年产432.5万台平板电脑和5000万个光学镜片。

不仅是以比亚迪为代表的新能源汽车厂商，中国家居企业如顾家家居（603816）、乐歌股份（300729）、敏华控股、永艺股份（603600）、美克家居（600337）、恒林椅业等都在越南开设了工厂。富士康、立讯精密（002475）、温斯顿、和硕、歌尔等也纷纷在越南设立工厂。

“去年12月底我们公司副总裁一行带队在越南考察了十余天，对当地的土地情况、材料供应、人员工资等进行了全面了解。今年3月份我自己陪着董事长去考察时，土地价格已经上涨了很多。”长三角一家光伏组件行业上市公司的高管告诉证券时报记者，“特别令人惊讶的是，在我们到达北江省向越南本地一家咨询机构了解未来在当地建厂的一些法律税收政策及其他条件时，不到10分钟，就见到了三拨国内来的企业，各行各业都有，还有做刀片刀具、铝制品的。”

上述高管还透露，在越南建厂主要是由于下游客户已经有了布局，所以要跟着客户走，在光伏这个领域海外市场的营收占比未来会逐年加大。就地价上涨幅度看，中国企业在越南建厂的热度不减，需求十分旺盛，打算加快买地速度自建工厂。

深圳一家做电子产业供应链与智造平台的创业企业创始人表示，相对国内而言，越南当地的人员工资、能源消耗成本低，可以降低出口欧美阻力，同时本地化生产对于公司拓展东南亚地区的市场也是有利的。但是，投资越南也会遇到一些问题，首先，当地整体的教育水平还相对落后，包括大学、职业学院教育等；其次，初级的生产线人员供给过剩，但是高科技、专业的技术人员比较缺乏，前期从国内外派需要较高的时间成本。

周家兵表示，他对投资越南的增长性和利润空间比较谨慎乐观。除非客户的配套要求在越南做进一步的产能加大，否则不会过多地增资。今年第一季度后，还有一个明显的变化，部分已经进行了一个投资周期的国内企业家，都有了向印度、印尼以及其他东南亚市场转移的思维和动向，寻求好的政策时机，获得更多利润。

（来源：Wind）

■ 债市暖风频吹 债券基金全面“回血”

今年以来，在债市暖风助推下，债券型基金全面“回血”，不少债基更是创下今年以来净值新高。

债基迎来反弹

今年以来，债券型基金迎来反弹。数据显示，截至5月23日，在全市场5393只债券型基金（不同份额分开计算）中，共5064只取得正收益，占比超九成，平均收益率达1.65%。

具体来看，今年年初至5月23日，工银可转债位列债基收益榜首，收益率达20.19%；天弘稳利A、B紧随其后，收益率分别为9.96%、9.79%；新华双利A、C收益率也分别达9.28%、9.10%。

从类型来看，中长期债基表现更为亮眼。数据显示，今年以来至5月23日，2562只中长期债基中，共2461只取得正收益，如博时裕坤纯债3个月、平安合润1年定开债等4只基金区间内收益率超5%。此外，733只短期债基中，共721只取得正收益，仅英大安益中短债C区间内收益率超5%。

目前债券基金整体仓位相对较高，因此不少债基近期创下新高。中加基金固定收益部基金经理颜灵珊指出，一季度信用债市场表现较强，市场大量增配信用债。二季度利率债持续回暖，又带动了一波利率债的配置行情，债基持有债券带来的票息和资本利得收益已经不少。此外，4月份以来，银行理财规模持续回升，理财资金很多投向债券基金。

巨额赎回频现

近期债市的持续回暖，也让不少债基收复去年四季度的“失地”。数据显示，仅5月23日当天，共有2841只债基（不同份额分开计算）创下今年以来基金净值新高。

值得注意的是，近期债基连连出现巨额赎回，导致单日内基金净值“狂飙”。5月19日，平安添悦债券A、C单位净值均跳涨至1元以上，结束了长期以来的“破净”状态，基金净值单日涨幅均超14%。

此外，蜂巢丰嘉A近期也出现了同样情况。5月9日，该基金单位净值由1.0013飙升至1.4963，单日增长率近50%；5月10日，该基金单位净值持续上涨至1.6472，两日单位净值累计上涨近65%。

对此，蜂巢基金发布公告称，蜂巢丰嘉债券5月8日发生巨额赎回，为确保基金持有人利益不因份额净值的小数点保留精度受到不利影响，基金管理人决定自5月8日起提高该基金的份额净值至小数点后八位，小数点后第九位四舍五入。

仍需警惕波动风险

债市回暖带来债基收益净值双重上涨，也让不少持有基民直呼“躺赚”。但也有投资者担忧，当下入局债基是否会面临“接盘”的局面？

“当前美联储处于加息周期的末期，对经济的负面影响将逐步体现，全球经济增速趋于回落中。”合煦智远基金副总经理、基金经理韩会永指出，当下仍是配置债基的好时机。

具体到配置思路，颜灵珊对记者表示，其操作思路以票息策略为基础，择机开展长久期利率债波段交易以增厚收益。未来将在延续前期思路的基础上，适时调配流动性更高的资产以应对市场波动。

不过，尽管债市不断回暖，但机构也建议投资者保持相对谨慎的态度，注意债市的潜在风险。韩会永认为，未来债市仍有三点风险值得注意。一是汇率波动性上升。二是在宽松的经济政策下，经济有所回暖，经济增长预期改善，也有可能带来债市波动。三是需要持续关注相关领域的信用风险。

（来源：Wind）

【行业动态与公司要闻】

■ 监管趋严叠加旺季来临 化妆品行业景气度有望改善

日前，2023年全国（暨京津冀）化妆品安全科普宣传周在北京启动。本届宣传周旨在以《企业落实化妆品质量安全主体责任监督管理规定》实施为契机，进一步宣传贯彻企业落实化妆品质量安全主体责任相关法规，加强行业自律，推动化妆品安全社会共治。

业内人士表示，中长期来看，我国化妆品人均消费额仍有较大提升空间，在行业监管趋严背景下，多项化妆品相关法规发布，行业洗牌过程中合规化妆品龙头公司受益。同时，随着化妆品消费旺季到来，叠加“618”促销活动临近，行业景气度有望边际改善。

据悉，今年宣传周期间，相关部门将进一步强化化妆品法律法规的宣贯，还将加强对化妆品安全和合理使用知识的宣传，增强消费者辨别选购化妆品、医美产品的科学素养，为“美丽经济”注入活力的同时，保障消费者的合法权益，进一步构筑公众放心、安全用妆的市场环境。

京津冀三地的宣传周也同步启动。宣传周期间，三地还将分别举办实验室公众开放日，公众代表现场观摩化妆品检验检测过程；举办化妆品科普进校园、化妆品生产企业开放日以及网络知识答题活动。三地市区县市场监督管理局将结合本区特色开展化妆品科普大讲堂等各类安全科普活动。

近年来，国家药监局为规范化妆品行业的经营行为，出台了一系列政策，涉及的内容包括新品研发备案周期加长等，对质量安全、产品配方、功效检测报告等诸多方面都提出更高要求。

随着经济逐渐修复，2023年以来化妆品行业整体逐步回暖。

不少化妆品龙头上市公司一季度业绩表现亮眼。如珀莱雅、丸美股份一季度营收同比增长分别为29.3%、24.6%，归母净利润同比增长分别为31.3%、20.2%。

进入二季度，化妆品行业进一步回暖。日前，国家统计局发布数据显示，化妆品类目4月份消费零售总额为276亿元，同比增长24.3%；1-4月，消费零售总额为1299亿元，同比增长9.3%。

珀莱雅日前披露的4月数据显示，公司各品牌销售势头向好，实现稳定增长。经初步核算，2023年4月，主品牌珀莱雅天猫旗舰店成交金额（GMV）为2.28亿元左右，同比增长57%左右；抖音平台GMV为1.35亿元左右，同比增长40%左右。彩棠品牌天猫旗舰店GMV为0.45亿元左右，同比增长95%左右；抖音平台GMV为0.29亿元左右，同比增长69%左右。

（来源：Wind）

■ 市场需求高速增长 储能产业即将进入爆发期

“考虑到原材料价格逐步趋于理性，各地能源配储政策逐步完善，商业模式不断优化的独立储能有望持续高速增长，到2025年产业规模有望突破万亿元大关。”5月24日，中国化学（601117）与物理电源行业协会秘书长王泽深的演讲收获一片掌声。当天，第十三届中国国际储能大会在杭州召开，3400多位产业代表共聚一堂，探讨行业的机遇与挑战，并寻求产业链的合作机会。

“场面火爆”绝对是此次活动的关键词。记者在现场看到，当日的主论坛座无虚席，甚至出现参会嘉宾未能“抢到”座位而全程站立听会的场面。论坛外的展会区域更是人声鼎沸，在展台前参观、咨询的意向客户络绎不绝。

据中国化学与物理电源行业协会储能分会统计，截至 2022 年底，我国新型储能累计装机超过 8.7GW，总体市场规模已达 1800 亿元，同比增长 240%。据预测，2023 年中国储能累计装机有望超过 15GW，到 2025 年将达到 70GW。

储能产业向万亿元赛道进军

“储能是促进高比例利用可再生资源，支撑新型电力系统建设的重要技术和基础装备，对促进节能与绿色低碳发展，实现碳达峰、碳中和目标具有重大意义。”工业和信息化部节能与综合利用司司长黄利斌在致辞中表示，储能、氢能等新兴产业的产业链长，渗透面广、带动性强，能够培育形成制造业发展新的增长点。

国家能源局能源节约和科技装备司副司长刘亚芳说，新型储能因为具有布局灵活、响应迅速、建设周期短等优势，越来越受到关注和认可，已成为构建新型电力系统不可或缺的关键技术和基础设施。

随着新能源产业加速向前，作为给风、光伏发电“保驾护航”的储能产业正迎来爆发期。据中国化学与物理电源行业协会储能分会统计，截至目前，我国涉及储能产业的注册企业已超过 8 万家，到 2025 年新型储能的产业规模或突破万亿大关，到 2030 年预计接近 3 万亿元。“预测或跟不上实际需求。”中国化学与物理电源行业协会秘书长王泽深感慨道。

“澳大利亚、印度、中东和非洲等地市场需求都在高速增长，我们预计 2030 年前后，整个市场的年新增需求会进入 TWh 时代。”亿纬储能市场总监叶婉柔在发言中表示。亿纬储能（300014）预测全球储能市场会持续增长，在 2023 年到 2027 年之间，全球储能市场总需求量约为 2200GWh，主要需求区域为中国、欧洲和美国，占比总计或达到 77%。

“万亿级储能大赛道才刚刚开始。”谈及当下储能市场现状，美克生董事长魏琼认为，如果说 2022 年是新型储能元年，那么 2023 年则是用户侧储能爆发元年。“近三年是储能市场的战略窗口期，谁跑得快、跑得好，就能在未来的储能市场占有一席之地。为了抢抓市场，各家储能企业已经在用户侧跑出加速度，业内已打响了储能排位赛。”

高增长下机遇与挑战并存

在水电水利规划设计总院（603357）党委委员、总规划师张益国看来，随着新能源规模占比逐步提高，电力系统灵活性调节资源需求逐渐加大，规模化应用带动成本不断下降，电力储能将会充分实现“有事干”“有钱赚”。

储能产业迎来高增长已成为业内共识，但机遇往往与风险并存，储能行业仍处在产业变革和新技术、新模式、新业态、新趋势的探索之中。

“外资、合资、自主品牌及跨界新势力开始短兵相接，竞争陷入内卷，行业发展依然面临诸多矛盾和难题，我们有许多方面要突破、深化和完善。”产业即将进入爆发期，王泽深也对可能存在的问题进行了“风险提示”。

对于高增长背后可能带来的挑战，派能科技总裁谈文感受颇深。“我们看到行业热度持续升温，在一、二级市场受到普遍关注，跨界者纷纷寻求发展机会，储能企业寻求向上下游拓展。”谈文分析认为，自 2018 年锂电池储能装机突破 GWh 至今，储能电站的安全性、实际投资回报率、实际利用率、用户侧应用的审核流程等，都存在优化空间。

厦门海辰储能科技股份有限公司董事、副总经理庞文杰也认为，储能赛道仍然存在一些不确定性，比如原材料价格巨幅波动、商业模式有待打通、安全性存在巨大挑战、源网荷储的相容性有待优化、储能电价的机制有待打通，这些都应引起重视。

如何建立和完善独立储能的成本疏导机制也是业内关注的重点话题。魏琼说，构建储能的成本疏导机制，在于充

分的市场化。“电网系统正在从‘计划电’转向‘市场电’，电力现货市场也在逐步肯定储能的主体身份。”魏琼认为，未来储能一定要进一步参与电力市场，通过市场化的机制获益，从而解决成本偏高问题。

(来源: Wind)

【国都策略视点】

■ 策略观点：人民币汇率弱势震荡扭转前，指数底部盘整成长风格占优

1、人民币兑美元汇率释放阶段性贬值压力。年初疫后经济恢复性动力释放后，近期国内经济内生动力减弱，使得离岸人民币再度破7；但考虑到美国经济下行压力甚至衰退风险、美元加息已入尾声，中期美元指数易降难升，以及本轮人民币汇率实际贬值已自3月中旬至4月中旬逆弱勢美元启动（期间美元指数显著贬值4.5%，而人民币兑美元汇率仅升值1.3%），反应市场对于国内经济恢复预期已下修，预计本轮人民币继续贬值空间非常有限。

同时，4月中旬至今，A股港股大盘指数震荡回调，落后MSCI全球指数5-6个百分点，也对经济恢复动能下修反应较为充分，综合判断，本轮汇率贬值与指数震荡调整压力或释放殆尽，后续若针对性的稳增长政策与举措出台，人民币汇率与股指有望进入上涨修复行情。

2、汇率—股指—风格表现相关性简析。决定汇率走势的长期因素主要为经济基本面强弱，因而汇率升贬与反应基本面预期的股市涨跌存在高度相关性；A股大盘指数与离岸人民币兑美元汇率存在高度正相关性，即人民币升值阶段A股一般上涨，反之亦然，但指数相对汇率的弹性差异较大；

风格表现差异来看，人民币汇率升值期，与经济相关性高大盘价值风格中证100涨幅显著高于中小盘成长风格中证500，反之人民币汇率贬值期，中证500跌幅小于中证100；

3、疫后经济恢复转入放缓阶段。近日国家统计局公布4月工业、投资、消费同比增速各为+5.6%、+4.7%、+18.4%，其中工业、投资均明显低于市场预期值，且剔除22年同期低基数效应，两年平均增速悉数放缓；此外，月度环比来看，4月工业、投资、消费季调环比各-0.47%、-0.64%、+0.49%，其中投资环比连续两月负增长，工业环比为历史记录第四次转负（前三次为20年1-2月、22年11月新冠疫情冲击高峰期），而消费环比增速也明显低于疫情前2015-19年同期均值+0.77%。

总体而言，疫后初期地产与服务消费积压需求集中释放与回补，推动一季度经济恢复好于预期，但疫后第一阶段的恢复性需求快速释放后，4月以来经济复苏动能边际减弱，反应当前经济内生动力不强，疫后经济恢复转入放缓第二阶段。

4、当前经济弱复苏的主要原因简析：回暖的服务消费拉动效应较低、地产销售不振投资低迷、工业通缩下企业去库存压力持续。4月工业、投资环比转负、消费恢复不及预期，结合此前已公布的制造业PMI环比明显回落至荣枯线下方、进口贸易同比降幅扩大、新增信贷社融低于预期等数据，及中上游周期行业的开工率与量价等高频数据持续偏弱，均表明经济已由一季度疫后初期恢复性的好于预期的第一阶段，4月起转入内生性的弱于预期的第二阶段。

从疫后初期经济恢复节奏来看，行业间甚至行业内部分化明显，恢复节奏呈现出“服务业消费需求回补快、耐用品消费持续偏弱，房地产积压需求释放、但房地产投资反复低迷、基建与制造业投资稳中有降”的分化特征。当前内生性经济复苏弱于预期的主要原因包括：回暖的服务消费拉动效应较低、地产销售不振投资低迷、工业通缩下企业去库存压力持续。

5、总量政策预期弱化，逆周期刺激性政策出台概率较低，注重内生性恢复动力。受一季度经济总量恢复好于预期，市场对23年GDP增速预期值已连续上调至5.6%，明显高于政府预期目标至5%左右，预计进一步出台刺激性政策的必要性或动力降低，即大规模放松房地产限购限贷政策、全面财税补贴居民大宗消费的刺激性政策出台的可能性进一步下降，而一以贯之坚持创新驱动高质量发展为核心目标。

4月底中央政治局会议对下阶段宏观政策设定的总基调以稳中求进为主，总体符合预期，也印证逆周期刺激性政策出台概率较低的判断。

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