

# 新格局下宏观经济与市场形势展望

2023年7月14日

证券分析师:

胡少华, 执业证书编号: S0630516090002

刘思佳, 执业证书编号: S0630516080002

联系人: 高旗胜

邮箱: gqs@longone.com.cn



# 目录

**第一部分 国际格局加速演进，高质量发展更显紧迫**

**第二部分 经济增速低于预期，美加息后期风险较多**

**第三部分 资本市场周期向好，需提振信心增人气**



## 1.1. 国际：美国逆全球化继续

### ● 俄乌局势

(1) 目前来看，局势有进一步升级的可能：美国宣布提供集束炸弹，提升乌克兰战争能力。后续还要看美国行动。

(2) 制裁俄罗斯：原油制裁、货币制裁等，极限施压。欧盟发展也受到很大影响。

### ● 美国逆全球化风险依然很大

(1) 从特朗普的“美国至上”，到拜登的“拉帮结派”，日本、韩国与美国合作加强，法国独立性相对较强。美国以国家安全等为名限制贸易、限制投资，国际大周期处于下行阶段。

### ● 我国“一带一路”发展取得新突破

(1) 沙特、伊朗在北京宣布建交，中东、东盟、非洲、南美、俄罗斯等关系得到进一步改善，非美的国际回旋空间增加。

(2) 估计我国将更重视内部经济发展能力，保持一定增速，带动相关国家一起发展。

(3) 人民币使用范围更广。

## 1.2. 国内：构建新发展格局，不能走“老路”

- 突破“中等收入陷阱”需要提高技术含量，提高劳动生产率
- 国内大循环和高水平对外开放更显重要。7月11日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第二次会议。会议指出，当前，我国发展面临复杂严峻的国际形势。要完善开放型经济新体制的顶层设计，充分发挥我国综合优势，以国内大循环吸引全球资源要素，提升贸易投资合作质量和水平。要把构建更高水平开放型经济新体制同高质量共建“一带一路”等国家战略紧密衔接起来，积极参与全球治理体系改革和建设。

- 《求是》2023年6月30日发表习近平文章：“努力成长为对党和人民忠诚可靠、堪当时代重任的栋梁之才”，指出干部要树立和践行正确政绩观：

当干部就要干事，就要创造业绩，否则是立不住的。

创造业绩，必须解决好为谁创造业绩、创造什么样的业绩、怎样创造业绩的问题，也就是要解决好政绩观问题。

在新形势下发展不能穿新鞋走老路，必须完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，推动高质量发展。

大多数干部能够积极适应新的发展要求，但也有一些干部跟不上。有的以为发展就是上项目、搞投资、扩规模，甚至依然把“两高”项目作为促进经济增长的重要手段；有的过度举债搞建设，盲目扩张铺摊子；有的方式方法简单粗暴，“一刀切”、运动式搞“碳冲锋”，大面积“拉闸限电”，严重影响企业生产和群众生活，等等。

## 高水平科技自立自强得到高度重视

- 二十大报告指出，必须深入实施创新驱动发展战略，开辟发展新领域新赛道，不断塑造发展新动能新优势。要完善科技创新体系，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。加快实施创新驱动发展战略，加快实现高水平科技自立自强，以国家战略需求为导向，集聚力量进行原创性引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战，加快实施一批具有战略性全局性前瞻性的国家重大科技项目，增强自主创新能力。
- 国家主席习近平6月7日在内蒙古考察时的讲话再次指出，“要靠高水平科技自立自强、构建新发展格局来攻克科技难关。”
- 5月国常会指出“要把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大，促进技术创新和转化应用，推动高端化、智能化、绿色化转型。”
- 近期，从中央到地方，支持新能源产业、“补短板”产业发展的政策频出，有助于巩固扩大新兴产业优势，加快补短板步伐，有望推动高技术制造业产业获得较好发展。
- 《江西省装备制造业数字化转型行动计划(2023-2025年)》；《河南省制造业绿色低碳高质量发展三年行动计划（2023—2025年）》；《天津市推动制造业高质量发展若干政策措施》；《关于进一步深化制造业重点产业链链长制实施方案》；《山东省制造业创新能力提升三年行动计划（2023—2025年）》；《上海市推动制造业高质量发展三年行动计划（2023-2025年）》；《吉林省制造业智能化改造和数字化转型行动方案（2023-2025年）》

## 民营企业更受重视

- 3月13日，总理回答中外记者提问时指出，要依法保护企业产权和企业家权益，促进各类经营主体公平竞争，支持民营企业发展壮大。
- 4月21日，中央全面深化改革委员会，审议通过了《关于强化企业科技创新主体地位的意见》《关于加强和改进国有经济管理有力支持中国式现代化建设的意见》《关于促进民营经济发展壮大的意见》。
- 6月2日国常会，再次强调放宽市场准入等。
- 7月12日，李强主持召开平台企业座谈会，在听取大家发言后指出，在全面建设社会主义现代化国家新征程上，平台经济大有可为。李强强调，各级政府要着力营造公平竞争的市场环境。要建立健全与平台企业的常态化沟通交流机制，及时了解企业困难和诉求，完善相关政策和措施，推动平台经济规范健康持续发展。

## 积极政策逐步推出

- 5月5日，国务院常务会议部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。
- 5月17日，国家发展改革委、国家能源局制定了《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》。
- 6月9日，商务部办公厅、发展改革委办公厅、工业和信息化部办公厅、市场监管总局办公厅发布关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知。
- 6月2日国常会指出，新能源汽车是汽车产业转型升级的主要方向，要加强动力电池系统等重点领域关键核心技术攻关，提升全产业链自主可控能力和绿色发展水平。要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系，进一步稳定市场预期、优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力。
- 6月21日财政部发布通知延续新能源汽车购置税优惠政策；6月19日国务院办公厅印发《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》；6月8日，商务部宣布今年6月至12月组织开展汽车促消费活动，聚焦新车销售、二手车交易、报废更新、以旧换“新”（新能源汽车）、汽车后市场等全链条促进汽车消费；
- 6月，OMO利率、MLF利率、LPR利率接连下调10个BP。
- 6月，发改委联合多部门印发了《关于做好2023年降成本重点工作的通知》。
- 6月16日，国常会围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。
- 6月29日，国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》。

## 目录

**第一部分 国际格局加速演进，高质量发展更显紧迫**

**第二部分 经济增速低于预期，美加息后期风险较多**

**第三部分 资本市场周期向好，需提振信心增人气**

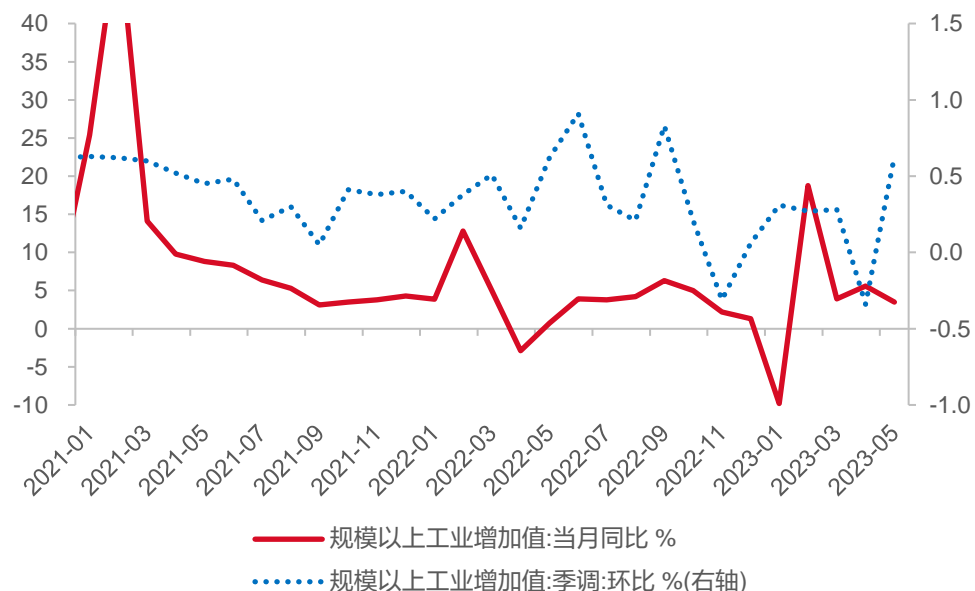




## 2.1. 经济增速低于预期：制造业动力不足

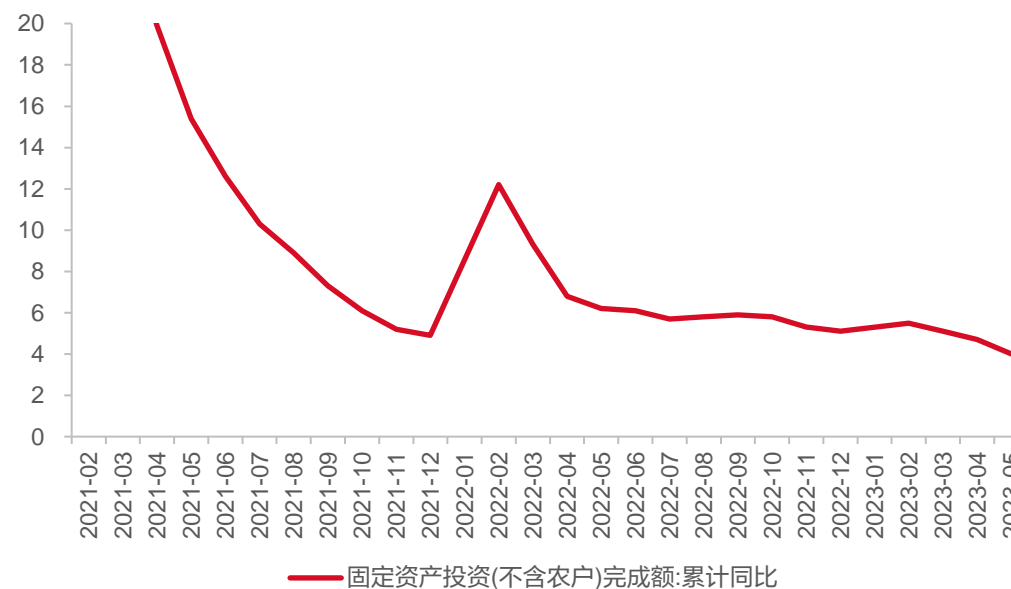
- 一季度经济恢复较好，GDP不变价同比4.5%，高于Wind一致预期的4.0%，但内生动力不足。
- 5月经济数据低于预期。工业增加值同比增长3.5%，前值5.6%，Wind一致预期4.1%。固定资产投资累计同比4.0%，前值4.7%，Wind一致预期4.5%。社会消费品零售总额同比增长12.7%，前值18.4%，Wind一致预期13.6%。

### 工业增加值同比回落，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 投资意愿不足，固定资产投资累计同比继续下行，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 服务业恢复较好

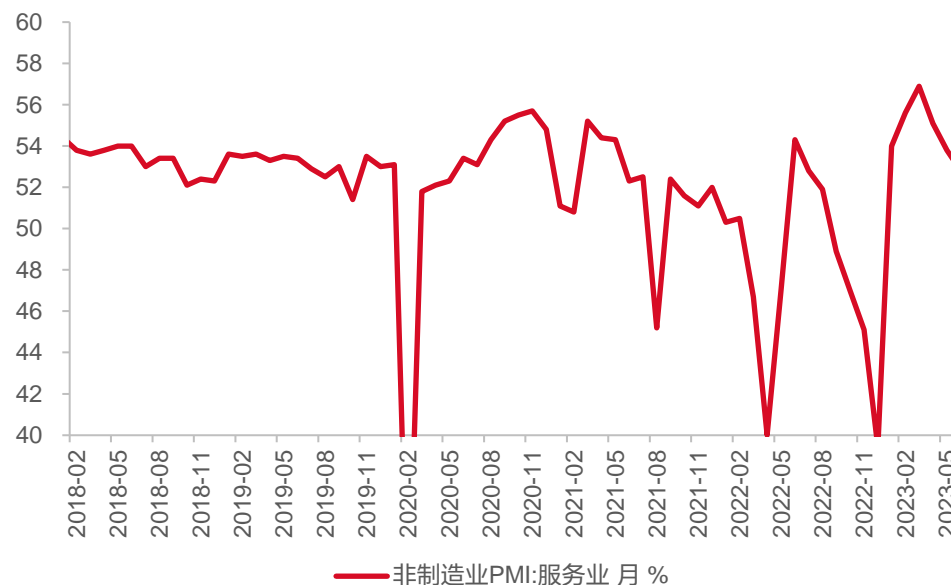
- 服务业表现较好。5月，服务业生产指数同比已经回升到11.7%，前值13.5%。

服务业生产指数，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

服务业PMI，%

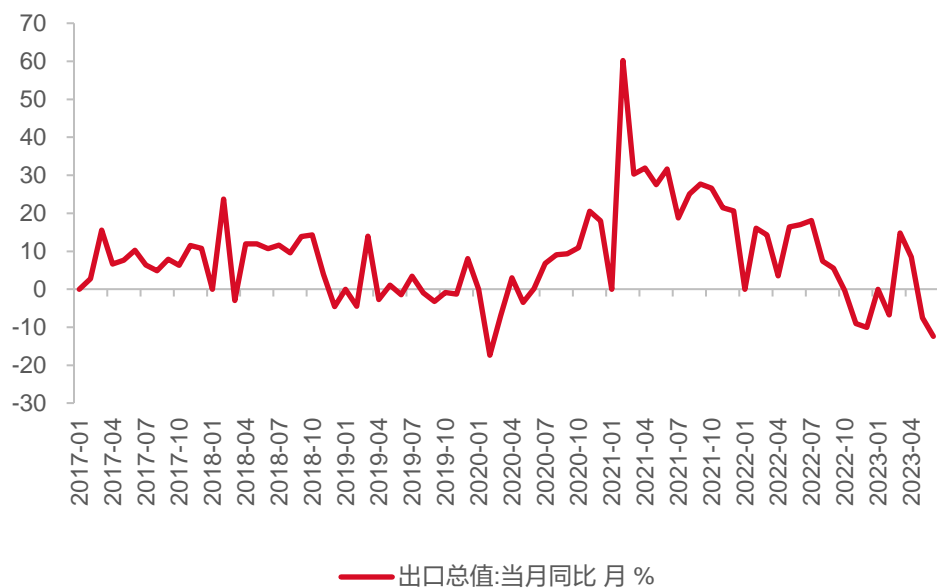


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 出口超预期有难度

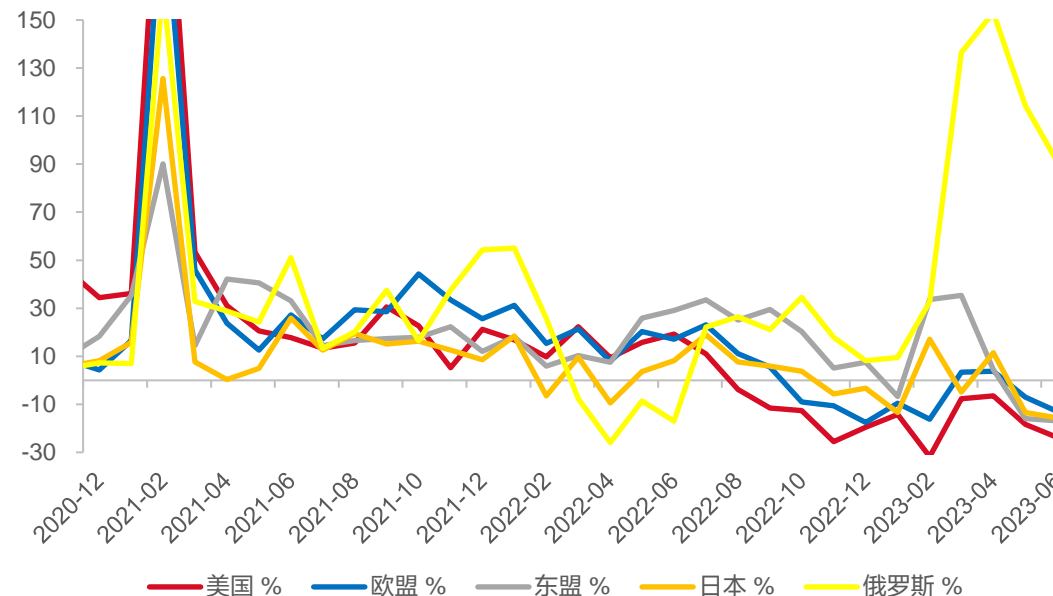
- 出口超预期有难度。6月出口增速-12.4%，5月-7.5%，4月8.5%，在高基数下难以继续保持高增速。汽车、出口较好，但其他产品支撑力不足。
- 对东盟欧盟美日出口均出现较大幅度下降，俄罗斯保持高增但规模有限。

出口增速，%



资料来源：海关总署，东海证券研究所

对东盟欧盟美日、俄罗斯出口增速，%

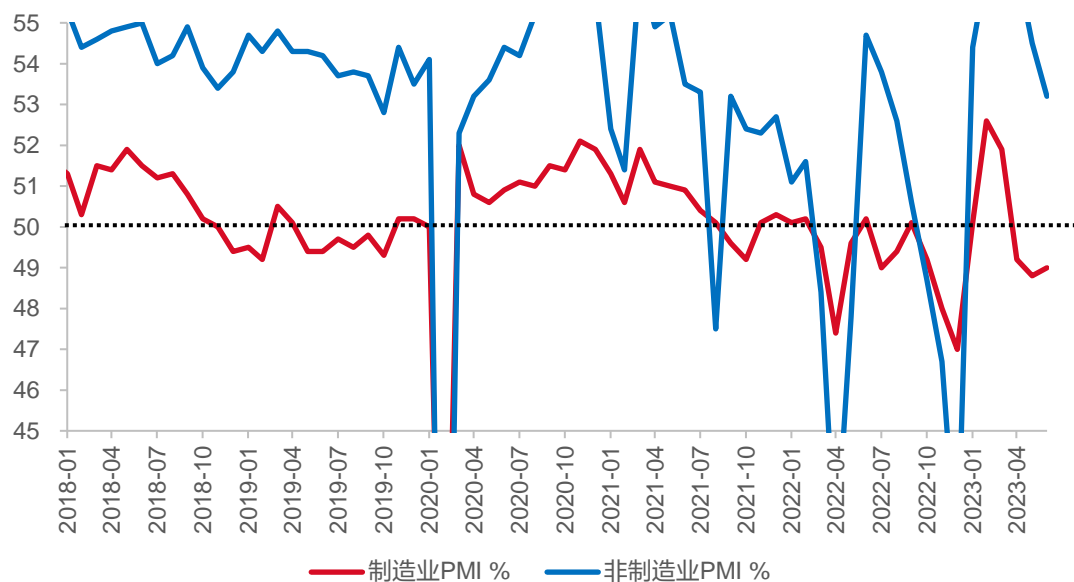


资料来源：海关总署，东海证券研究所

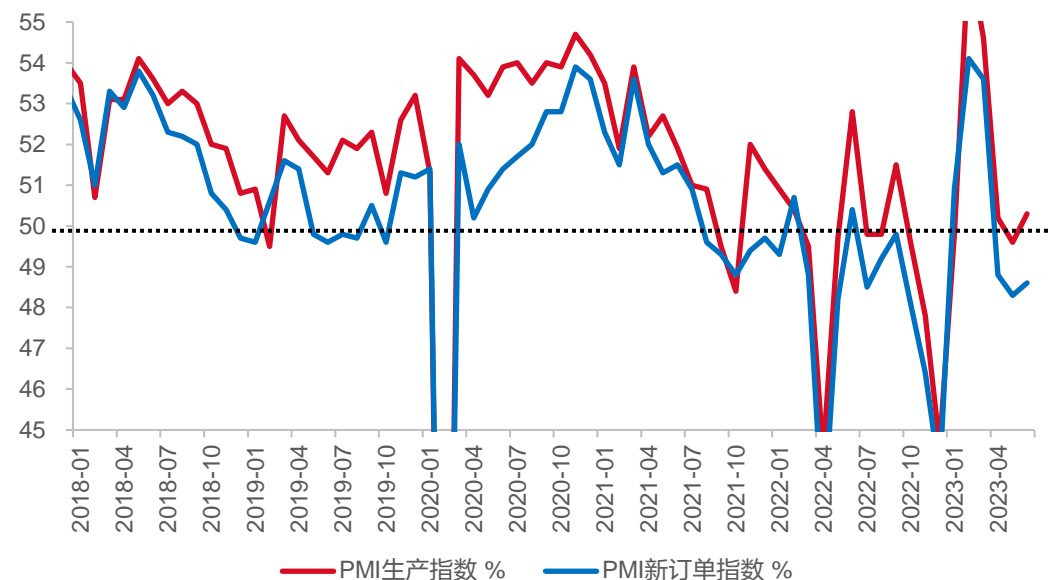
## PMI小幅回升

- 6月制造业PMI49.0%，小幅回升，5月为48.8%。
- PMI生产、新订单有所回升，但新订单仍处荣枯线下方，显示需求有压力。

制造业维持在荣枯线下方，%



制造业PMI生产、订单指数，%



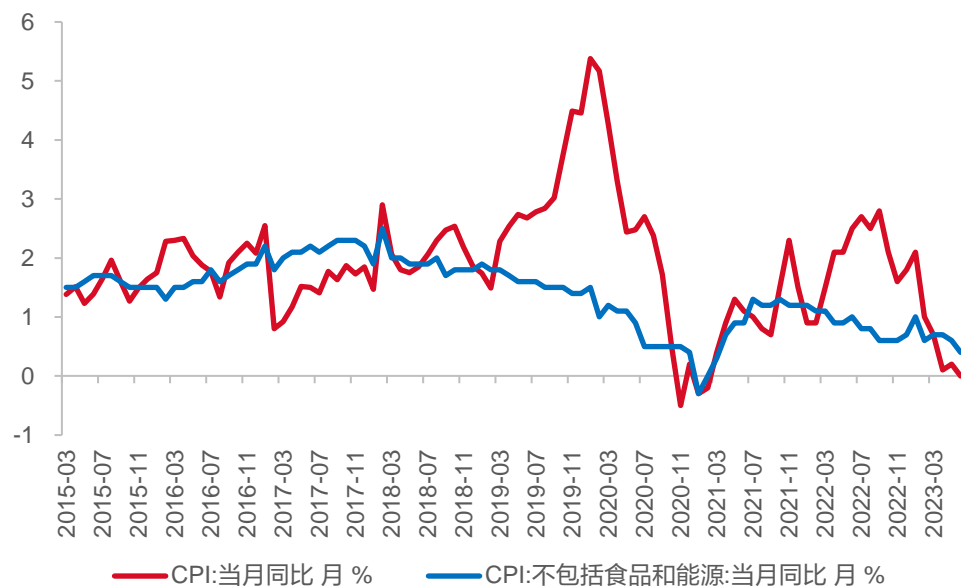
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 需求不足，价格下行

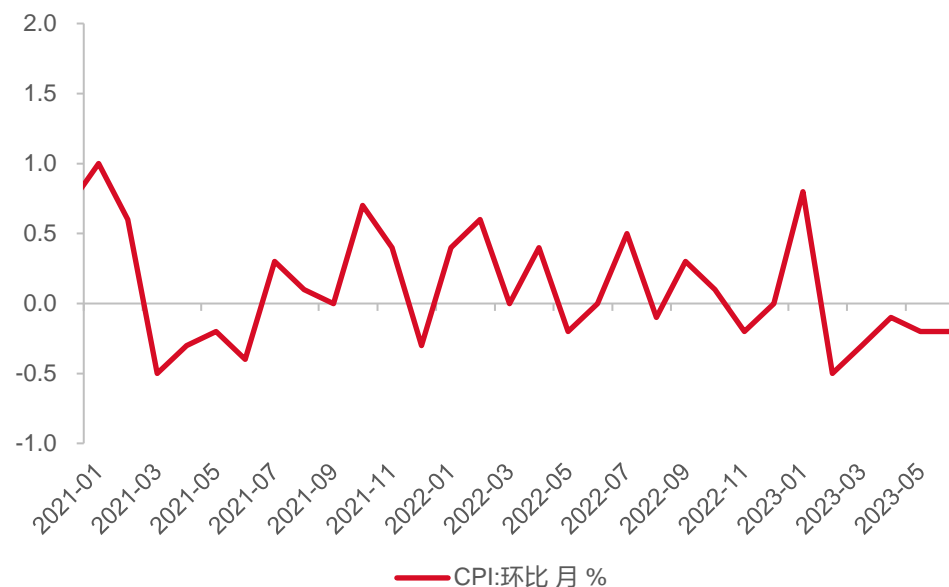
- 物价指数低位徘徊。6月CPI同比0.0%，5月0.2%，4月0.1%。核心CPI保持稳定，6月同比0.4%，5月0.6%，4月0.7%。环比跌幅有所收窄，6月环比-0.2%，5月-0.2%，4月-0.1%。
- 展望2023下半年，国内需求复苏下，核心通胀有回升的可能，基数影响消除后，CPI可能会有小幅抬升。

### CPI当月同比维持低位，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### CPI环比维持低位，%

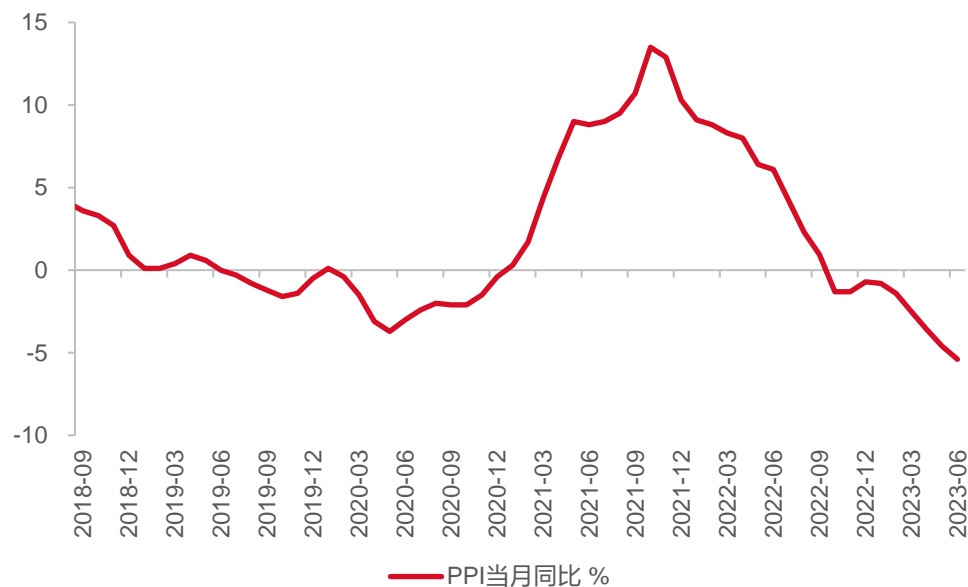


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## PPI或已临近底部

- **PPI下行与国际商品需求不旺有一定关系。**2023年海外需求明显回落，以国际定价为主的商品价格下行概率大于上行概率，而国内水泥、煤炭等价格较难大涨。同时去年基数又较高。6月PPI同比-5.4%，5月-4.6%，4月-3.6%。
- 按季节性环比法来推算，PPI在6月见底的可能性较大，三季度降幅可能会逐步收窄。

### PPI或已临近底部，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 国际大宗商品价格偏弱，CRB指数继续下行

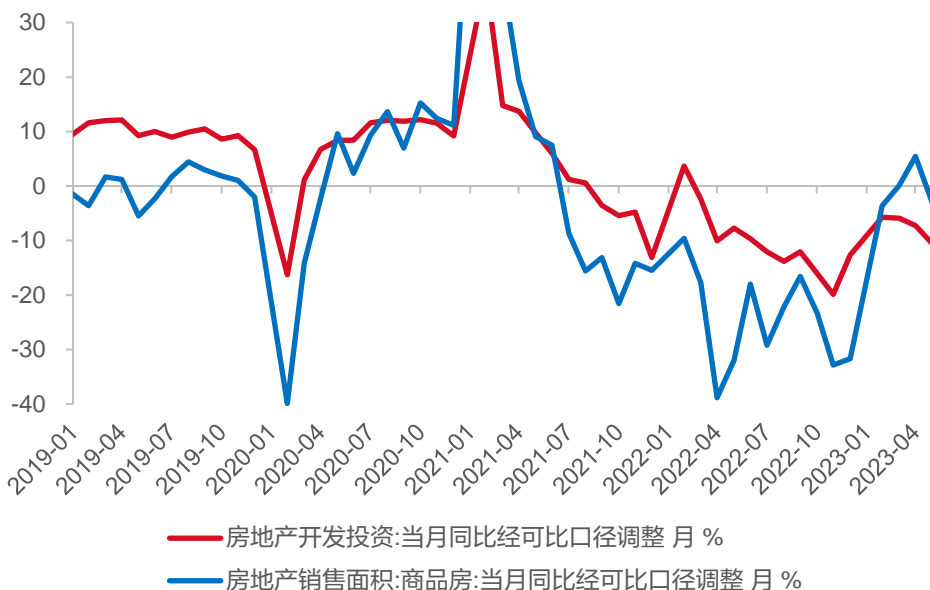


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 2.2. 房地产可能处于周期向上的早期，但恢复偏慢，可能会有反复

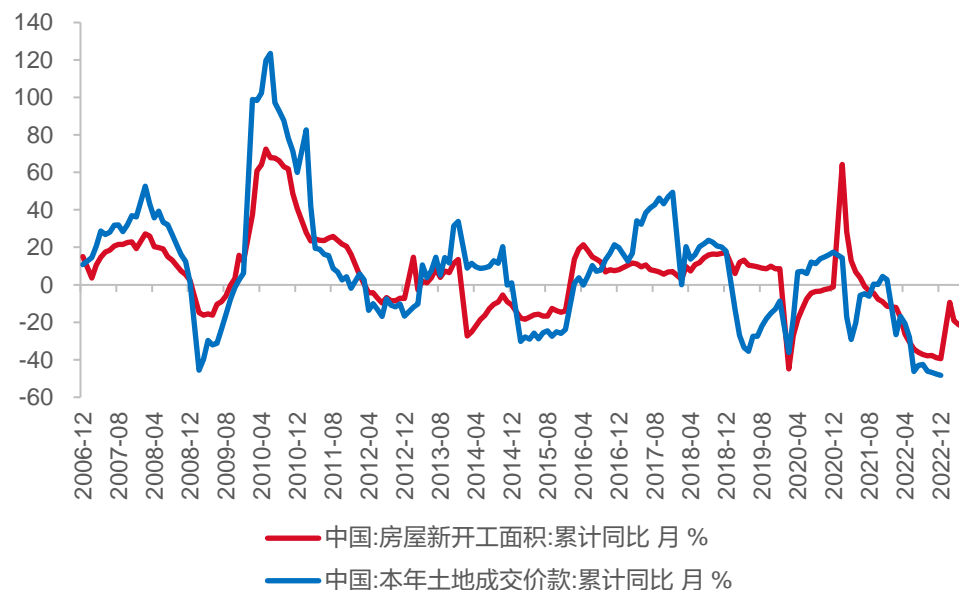
- 从3年左右的周期来看，我们认为房地产正在进入周期底部向上的早期，但恢复速度偏慢。从周期领先指标看，地产销售已处于见底回升阶段。
- 5月当月商品房销面积当月同比-3.0%，前值5.5%，累计同比-0.9%，前值-0.4%。
- 5月当月房地产开发投资增速-10.5%，前值-7.3%，累计同比-7.2%，前值-6.2%
- 但拿地、新开工面积等指标继续下滑。

商品房销售增速、房地产开发投资增速从底部回升，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

房地产新开工面积及土地成交价款增速，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 个人按揭贷款已反转向上

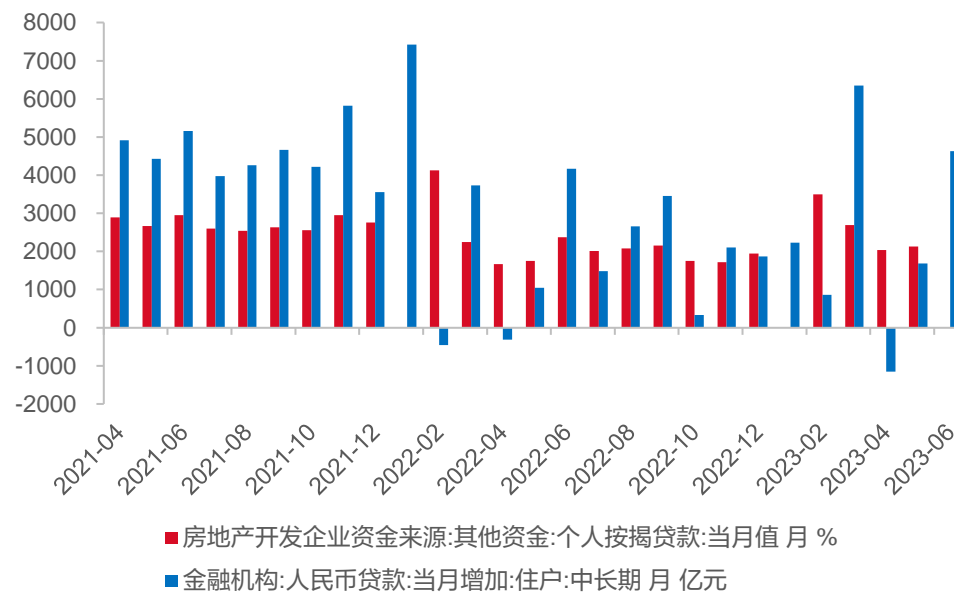
- 个人按揭贷款5月2132亿元、4月为2035亿元。
- 居民中长期贷款6月新增4630亿元，恢复较好，可能与提前还贷现象减少有关。

个人按揭贷款已周期性向上，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

居民中长期贷款下降可能有提前还款影响，%



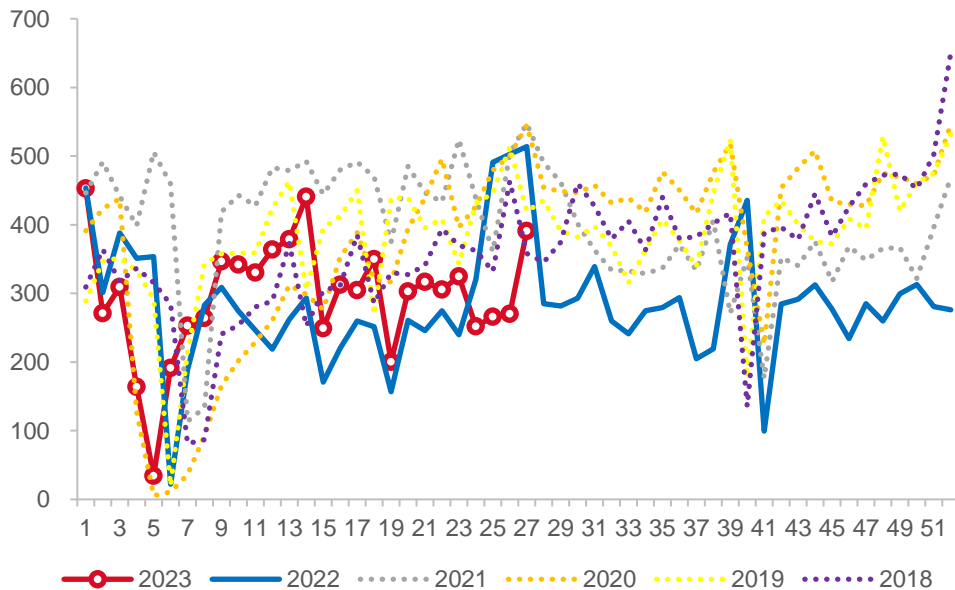
资料来源：国家统计局，央行，东海证券研究所



## 地产恢复偏慢

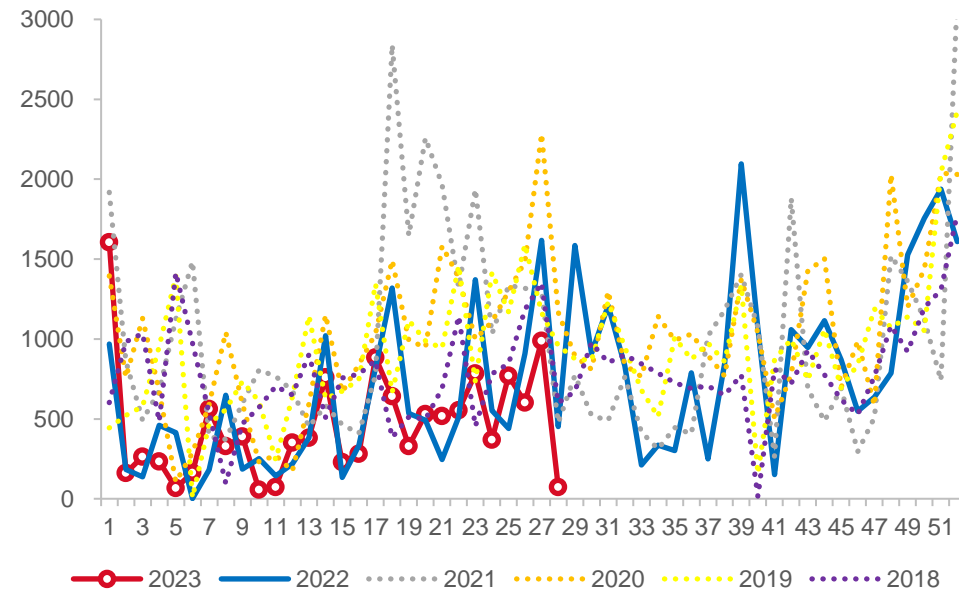
- 6月，30城商品房销售面积1391.06万平方米，环比增长3.51%，同比-10.02%，同比2021年-32.05%。
- 6月，100城土地成交面积同比-43.94%，可能会影响之后销售。但房企信心有所恢复，央国企、民企拿地占比增加，地方国资占比减少。房企融资三支箭齐发力。
- 6月受高基数影响增速可能会较低，甚至转暂时转负。

### 30大中城市商品房成交面积弱于去年，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 百城土地成交面积继续下行，万平方米

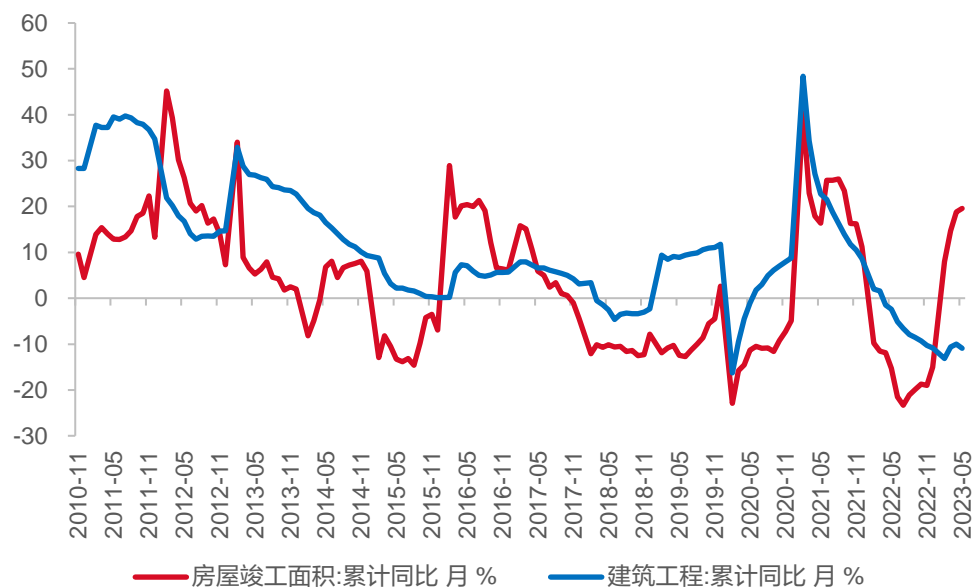


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 竣工预计仍将保持较高增速

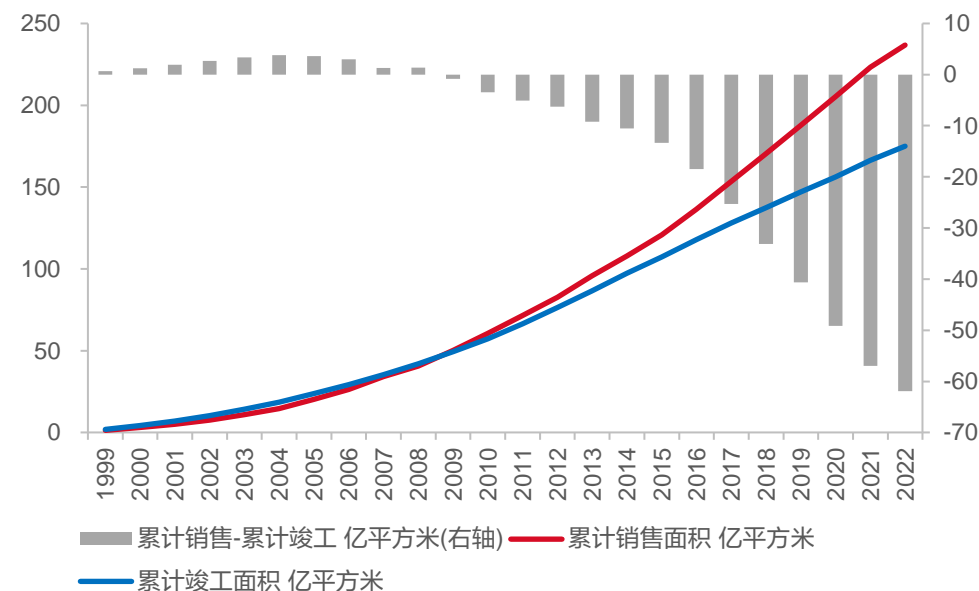
- 2022年下半年以来，在“保交楼”政策推动下，2023年竣工端回升速度很快。2023年5月竣工累计同比19.6%。
- 由于竣工端历史欠账较多，预计竣工面积仍将保持较高增速，并对地产下游相关产业链形成一定抖动。

建筑工程和竣工面积增速，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

商品房历年销售面积与竣工面积相差较大，亿平方米，亿平方米

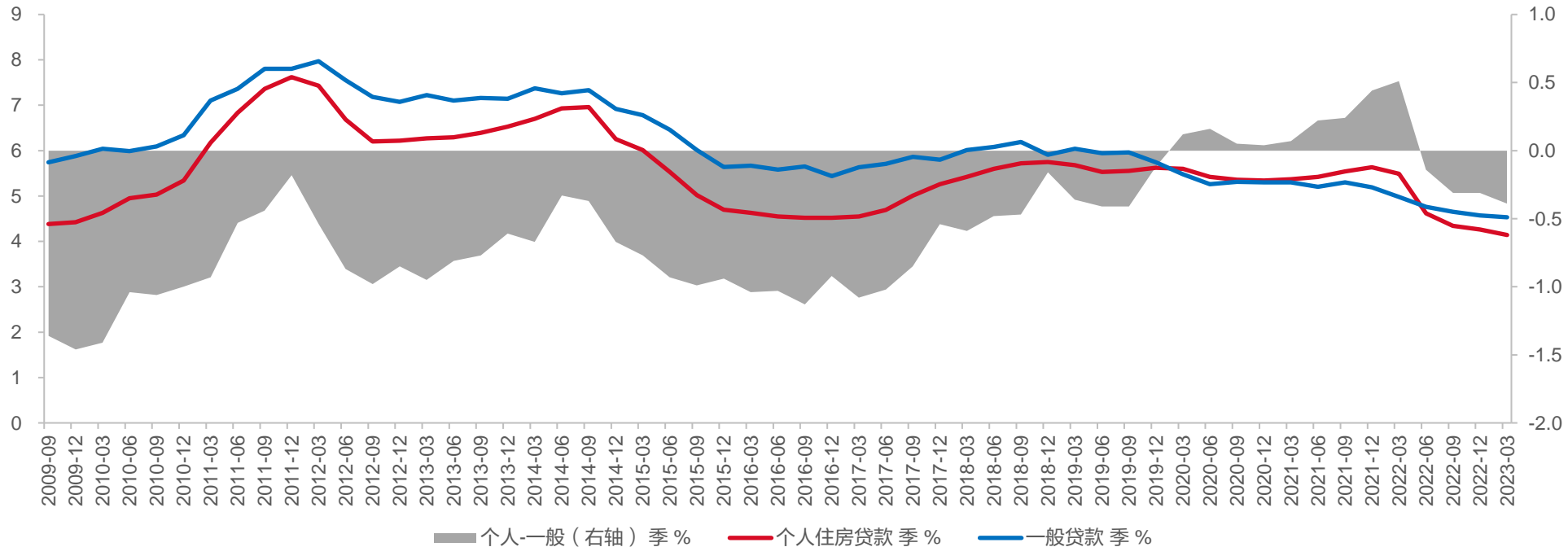


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 房地产估计因城施策继续宽松

- 在2022年7月末，中共中央政治局会议上提出的“保交楼、稳民生”，为稳定房地产市场预期、促进房地产市场平稳发展定下主基调。此后，政策端展现出积极之势，支持房地产市场企稳的政策接连不断。
- 各地根据具体情况继续出台降首付、降利率、放松限购等措施稳定房地产市场，但力度还不够。

房贷利率下行，%，%

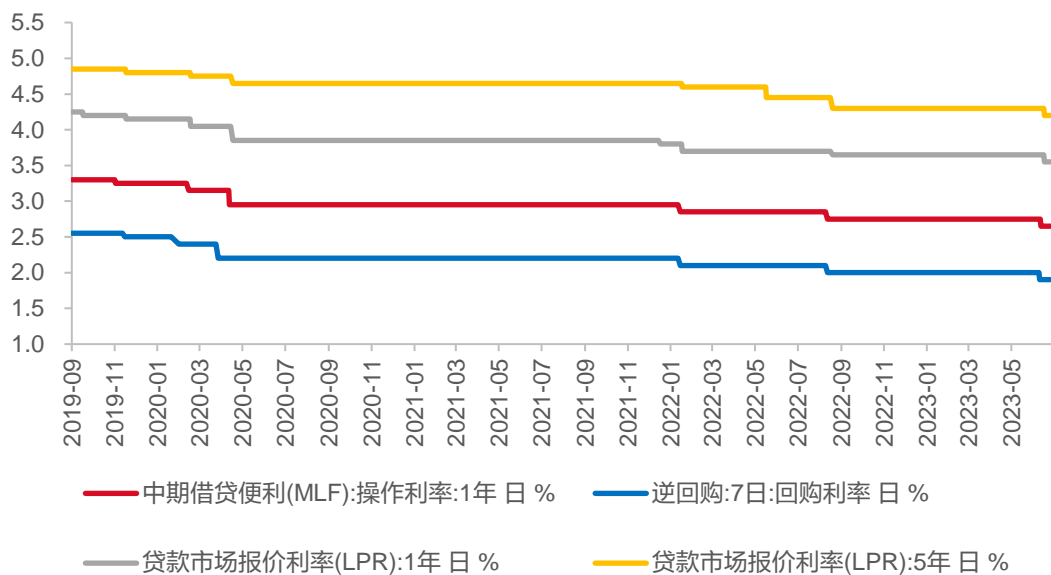


资料来源：央行，东海证券研究所

## 2.3. 货币政策仍有空间

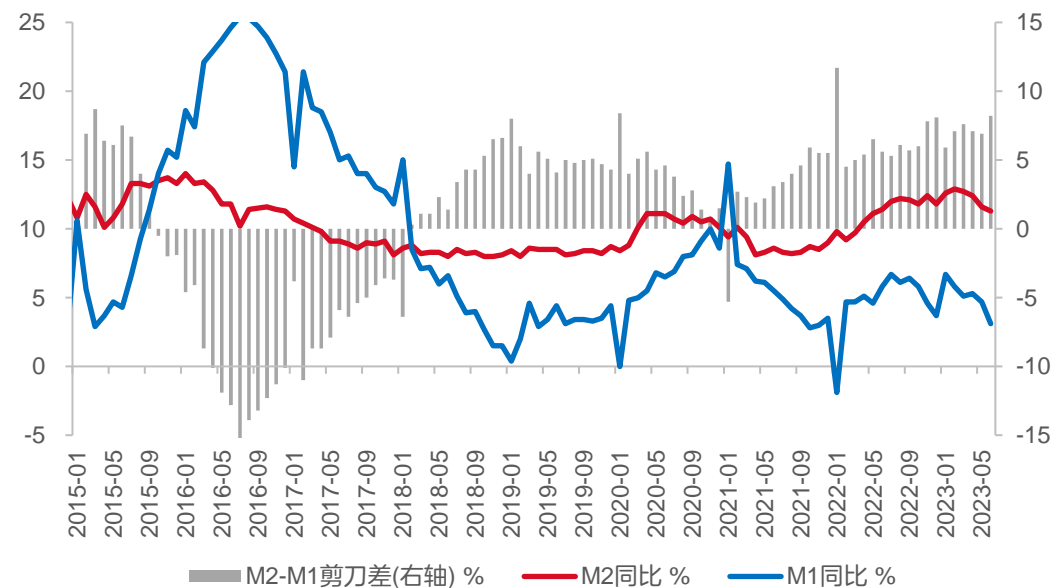
- 货币供给相对宽裕，M2增速保持在较高水平，但社融增速低于货币供给增速。
- 贷款利率与金融市场利率差缩小，需要降低金融市场利率，增加实体经济对资金的相对吸引力。

MLF、OMO、LPR利率，%



资料来源：央行，东海证券研究所

M2与社融增速差扩大，%，%

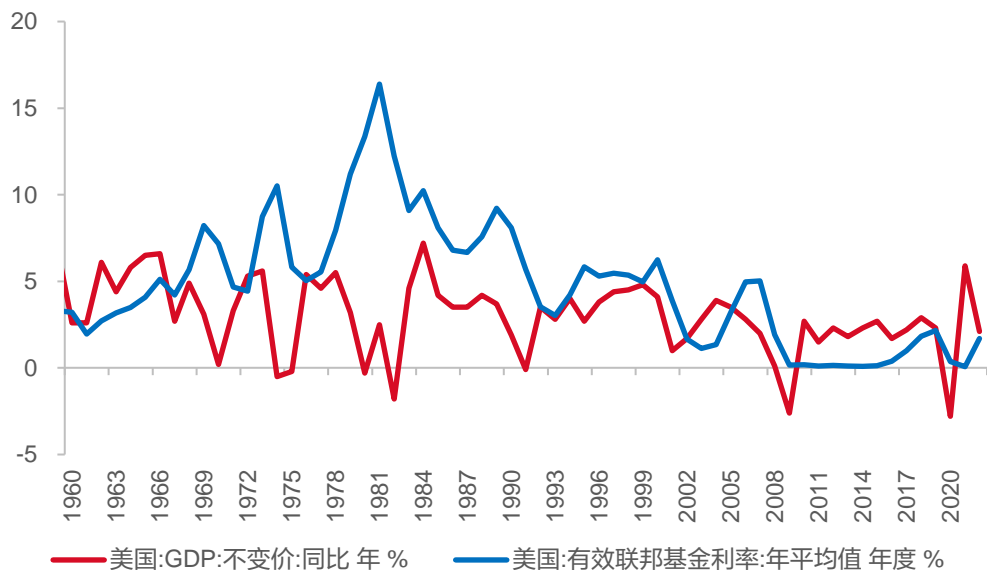


资料来源：中债估值中心，央行，东海证券研究所

## 投资边际收益下行要求资金利率下降

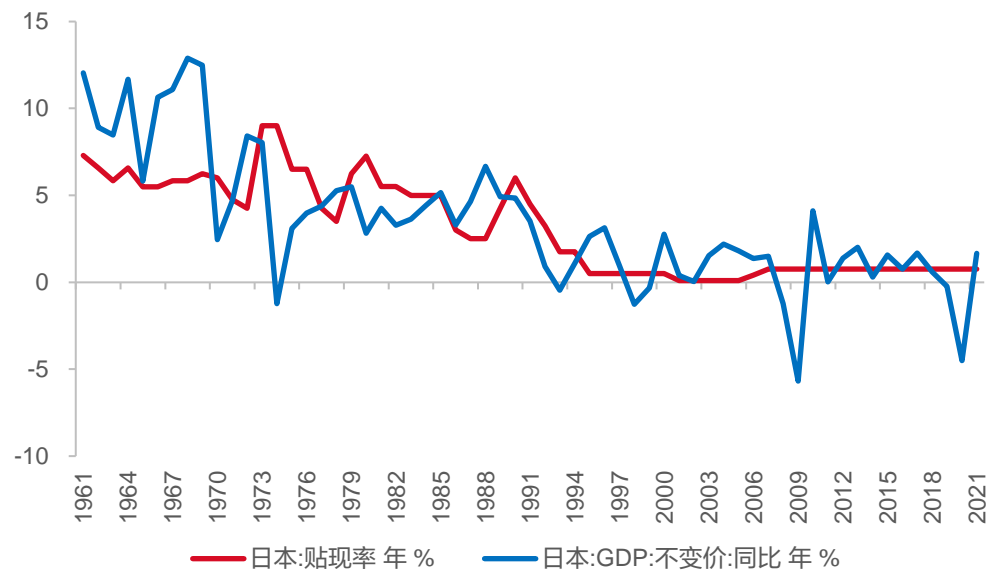
- 中长期来看，利率有下行的诉求。利率决定了企业的融资和借贷成本，而要使企业有扩产以及投资的意愿，则必须要保证投资回报率要高于企业的贷款利率。
- 不论是美国还是日本，在经济经历了增速换挡阶段后，利率水平均同步下行。从我国来看，目前中国已进入由高速增长转为中速增长的阶段，随着潜在增长水平的增速换挡，利率也在下行。尤其是经历了三年疫情对经济的冲击，目前可能需要比正常水平更低的利率才能将经济拉回潜在增长水平。

### 美国GDP与利率，%



资料来源：世界银行，美联储，东海证券研究所

### 日本GDP与利率，%

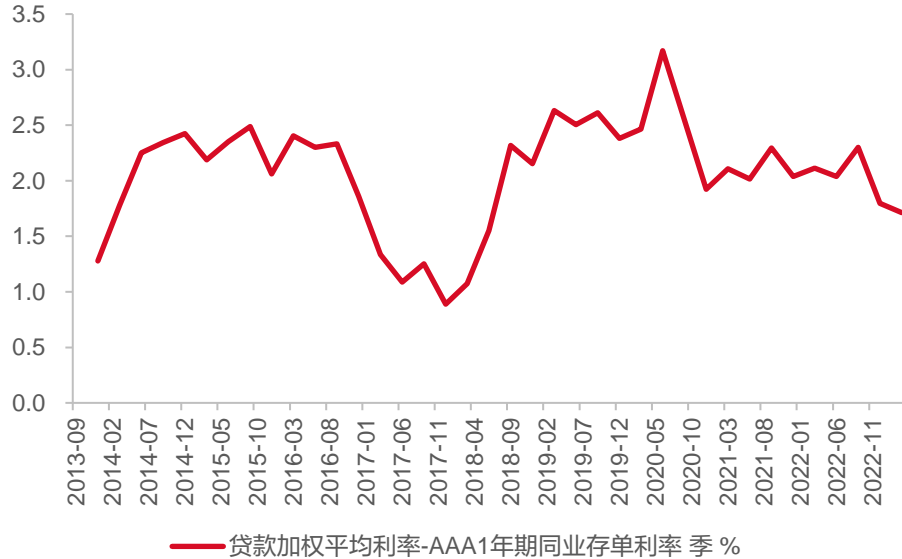


资料来源：世界银行，日本央行，东海证券研究所

## 金融市场投资收益率相对实体经济可能过高

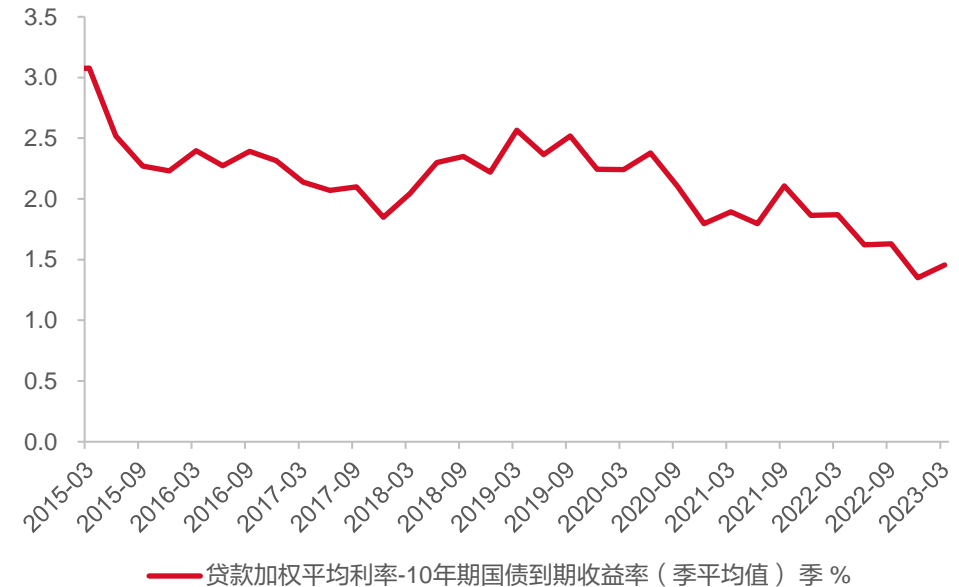
- 以贷款利率代表资金投资实体经济的收益，与金融市场国债收益率等进行比较发现，自2020年一季度以来，贷款利率与十年期国债收益率、同业存单利率、AAA级企业债到期收益率的利差在不断的收窄。
- 从投资性价比的角度来说，利差收窄，说明国债以及同业存单相对吸引力在增加，这可能会从一定程度上影响资金进入实体经济，增加了在金融系统中空转的可能性。

### 贷款利率与同业存单利率利差，%



资料来源：央行，东海证券研究所

### 贷款与10年期国债利差缩小，%



资料来源：中债估值中心，央行，东海证券研究所

## 我国实际利率可能高于美国

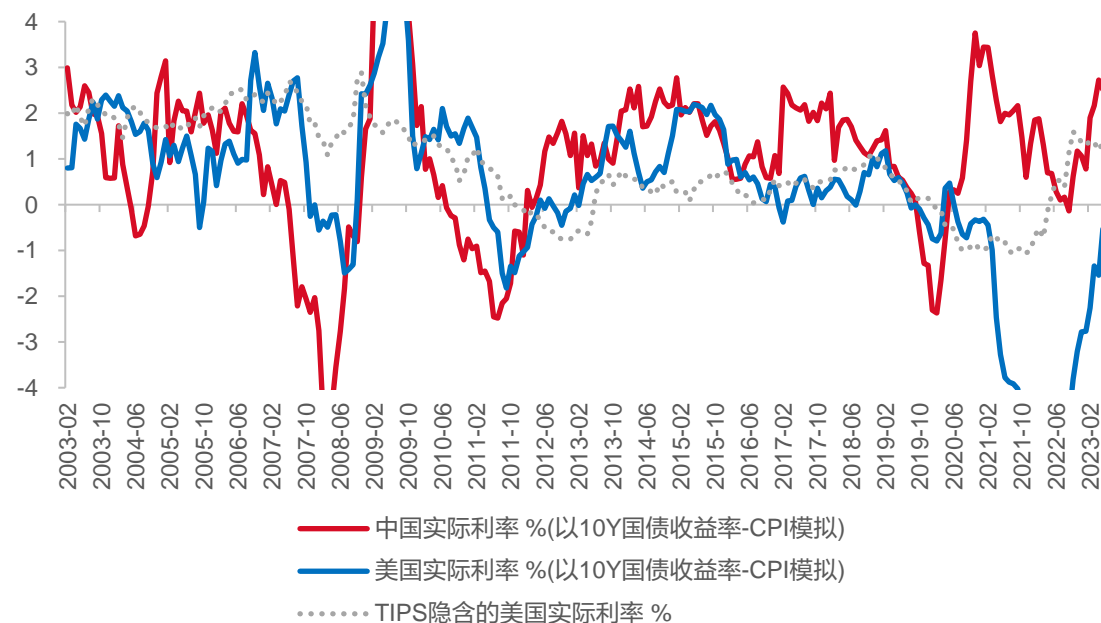
- 以十年期国债收益率代表名义利率，中国低于美国。
- 以十年期国债收益率-通胀率代表实际利率，中国高于美国。

我国名义利率低于美国，%



资料来源：中债估值中心，美联储，东海证券研究所

我国实际利率高于美国，%

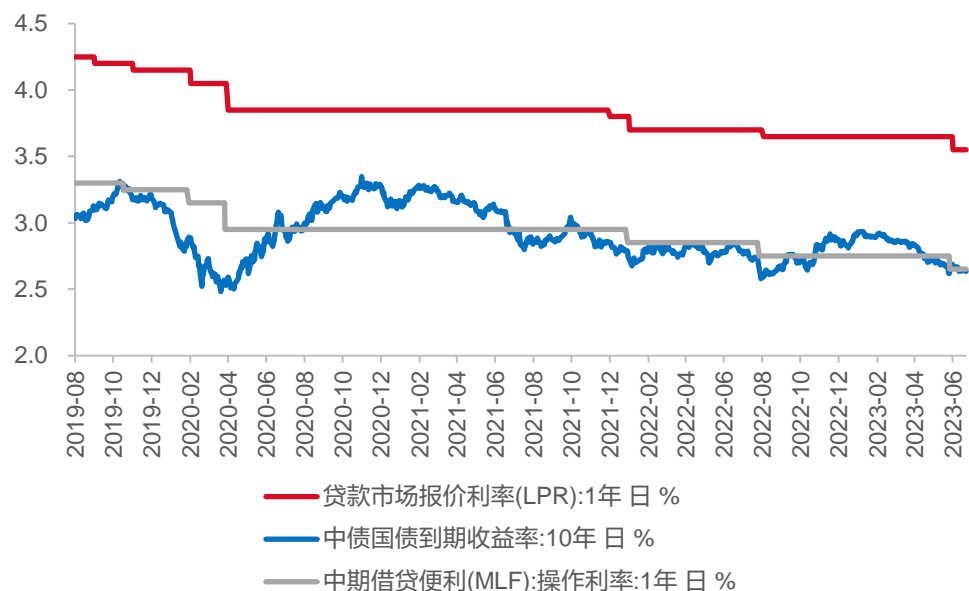


资料来源：中债估值中心，国家统计局，美联储，美国劳工部，美国财政部，东海证券研究所

## 纵向来看，实际利率处于历史相对高位

- 经测算，截至今年5月，中国实际利率约为2.52%，为2021年4月以来的高点。
- 剔除因春节错位导致CPI波动较大形成的异常值，此前实际利率高于2.5%的阶段出现在2020年10月至2021年3月、2009年2月至2009年11月、2003年2月之前。

### 我国政策利率、国债收益率、贷款利率处于相对低位，%



资料来源：央行，东海证券研究所

### 我国实际利率处于历史高位，%



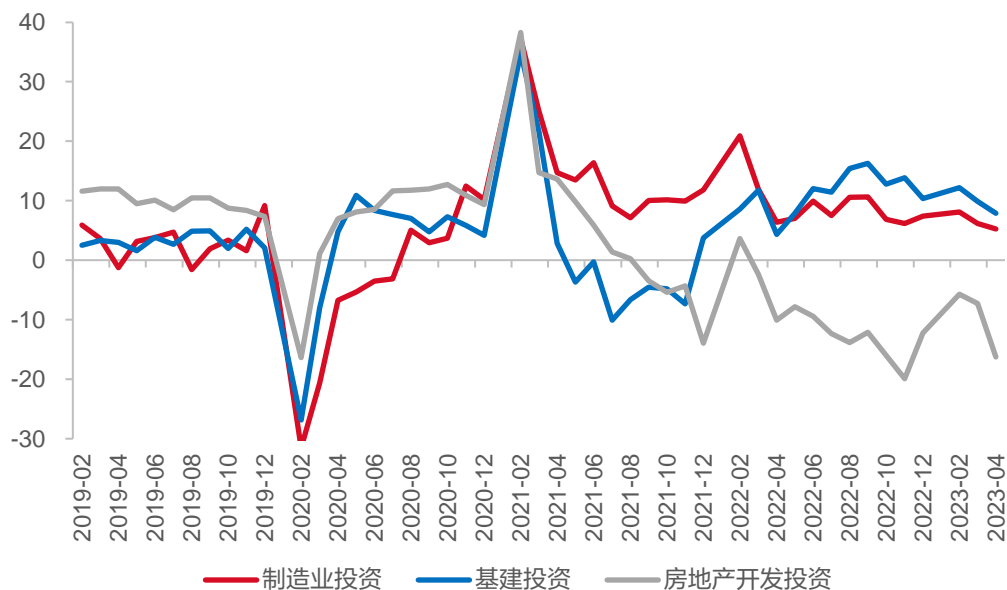
资料来源：东海证券研究所



## 目前基建维持高增，未来制造业可期

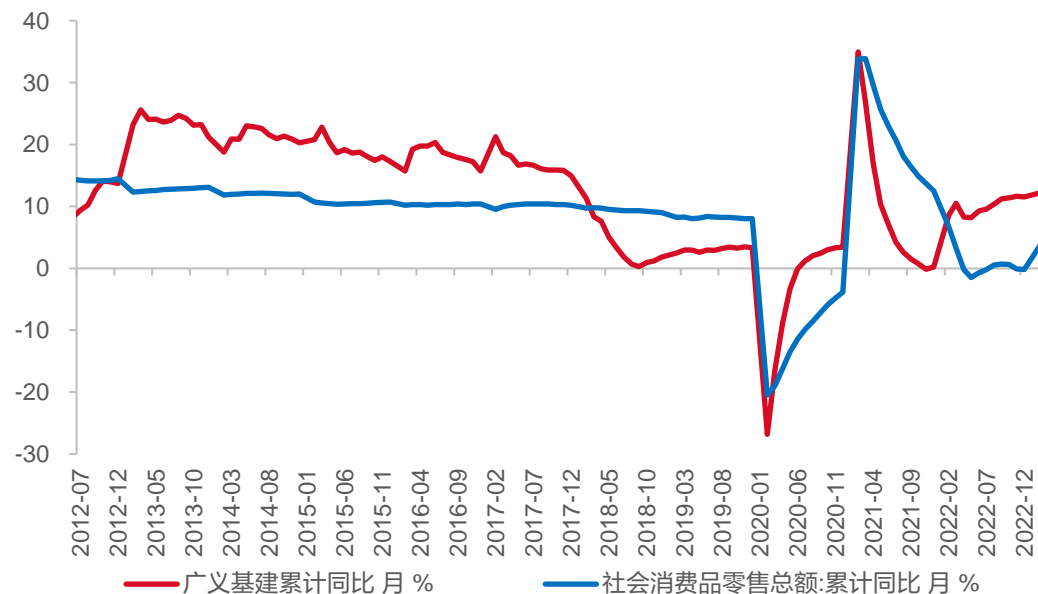
- 5月广义基建投资同比8.8%，仍在相对高位，高于上月的7.9%。展望2023下半年，基建投资增速预计高位小幅回落。待经济复苏趋稳后，基建托底经济增长的必要性或将减弱。
- 狭义基建已有所回落。5月当月同比回落至4.9%，前值7.9%。

基建投资增速相对制造业、房地产仍较高，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

基建与社零增速对比，%

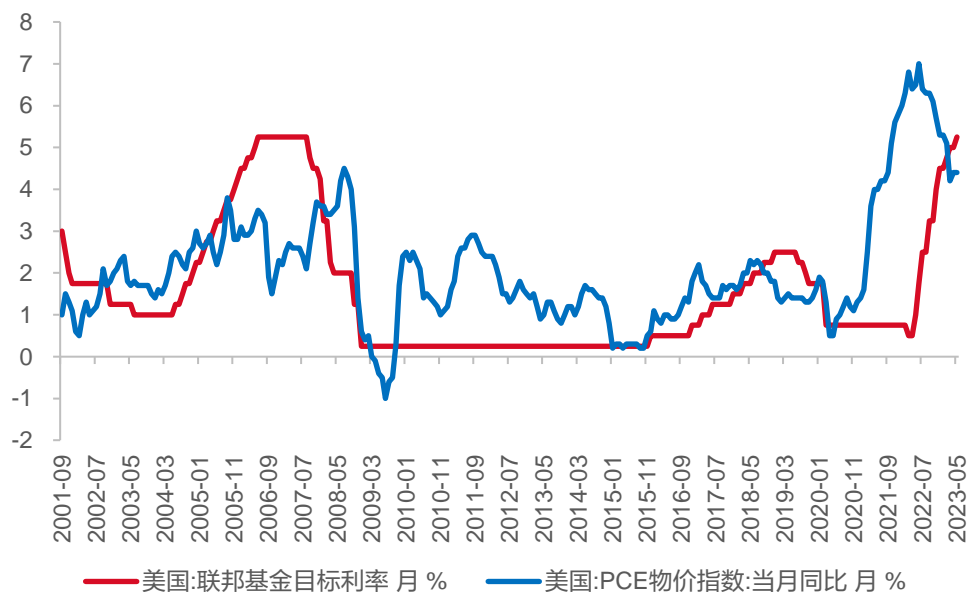


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 2.4. 美国加息后期风险较多：7月加息概率上升，年内降息概率较小

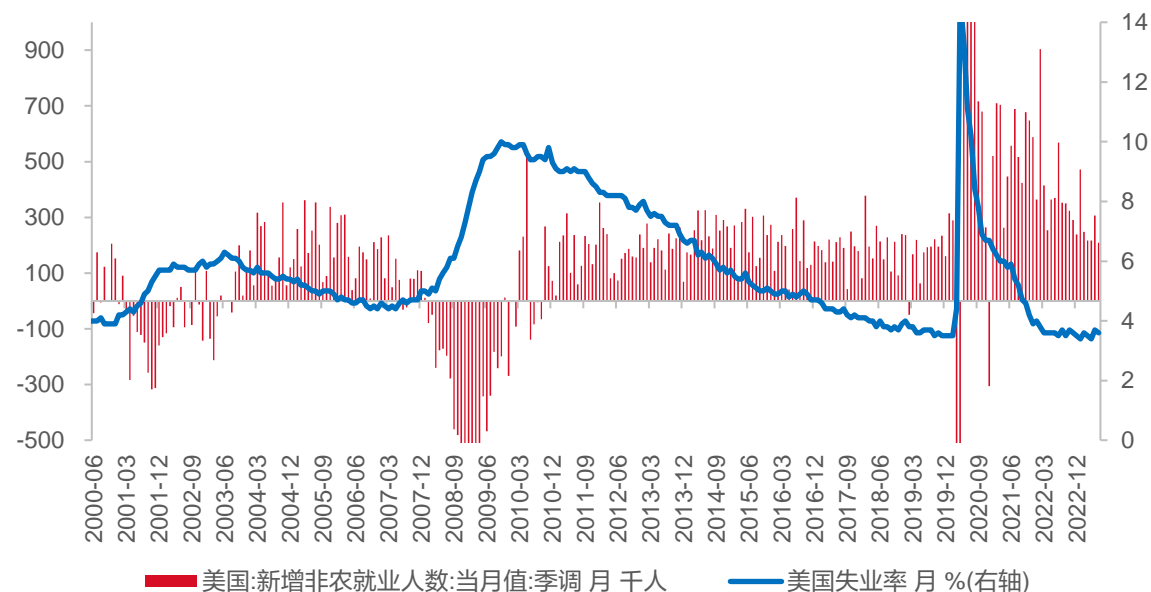
- 美国通胀压力仍然较大，就业比较强劲。
- 美联储主席鲍威尔6月29日表示，由于美国通胀率远高于2%的目标，且劳动力市场仍较紧张，大多数美联储政策制定者预计，预计今年年底前需要再加息至少两次。

### 美国联邦基金目标利率与PCE，%



资料来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

### 就业市场仍然较强，千人，%

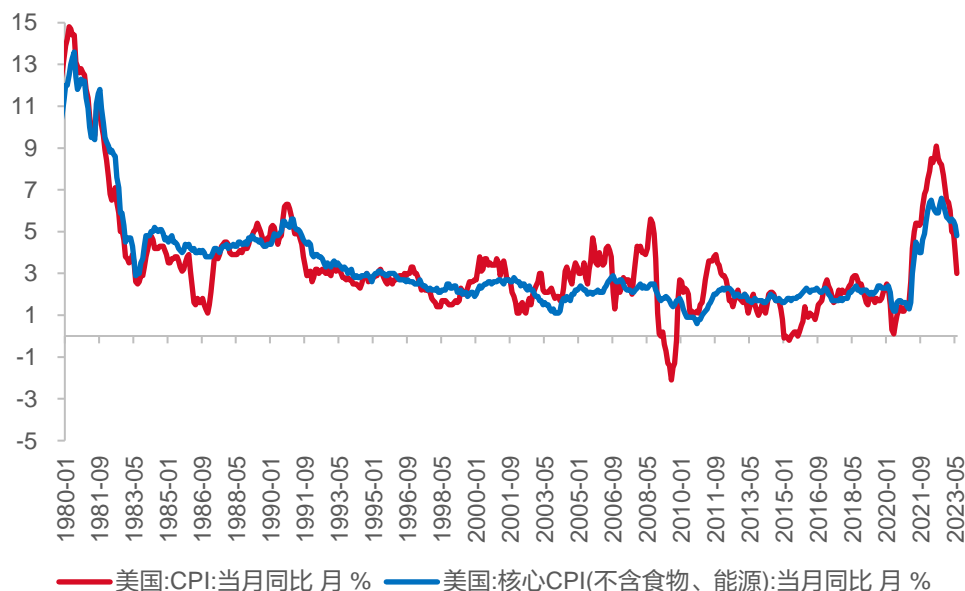


资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

## 核心通胀仍相对较强

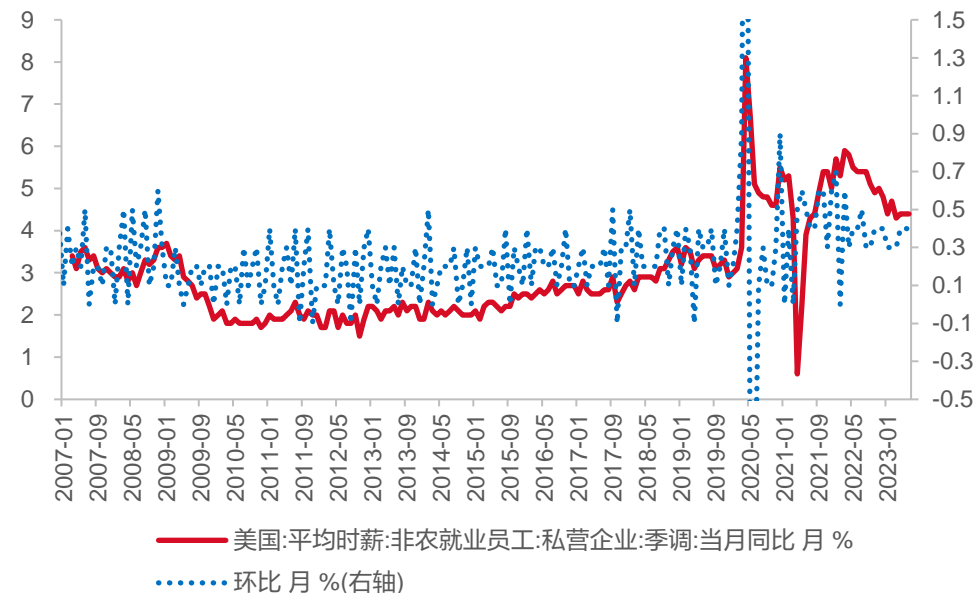
- 虽然6月美国核心CPI回落至4.8%，但受强劲的劳动力市场影响，薪资成本上升幅度仍然较高，导致核心通胀韧性较强。

### 美国核心通胀，%



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

### 薪资环比及同比，%，%

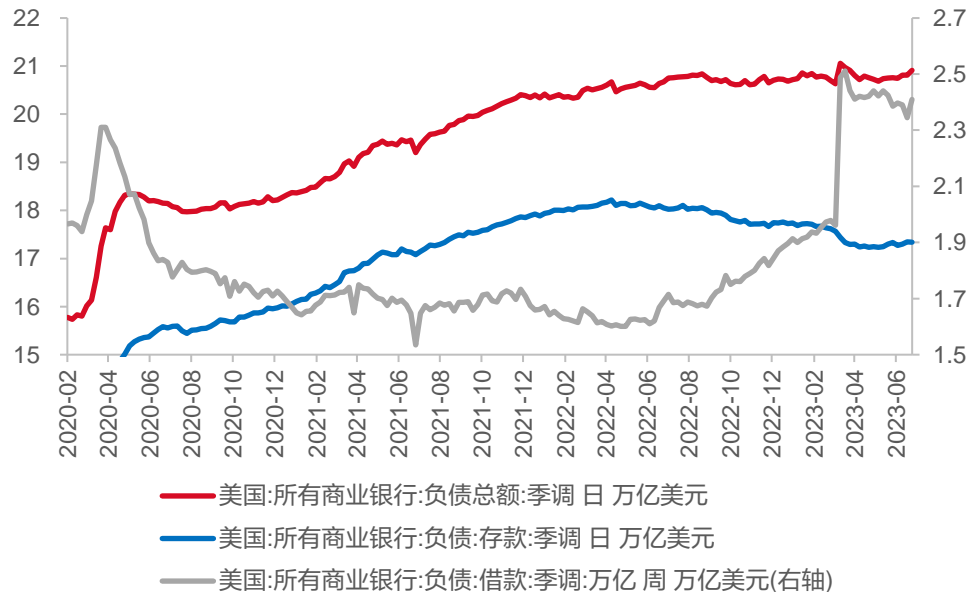


资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

## 银行业等风险暂时解除，但未来仍有可能影响金融稳定

- 美联储持续加息，一方面导致银行投资的债券价格下降，带来浮亏；另一方面货币市场基金等收益更高投资标的，导致银行存款缩减，带来流动性风险。长期来看，美国商业银行资产端贷款的占比有所下降，特别是工商业贷款和消费贷款。

美国银行存款、借款变化，万亿美元，万亿美元



资料来源: Wind, 东海证券研究所

美国信用卡拖欠率上升, %

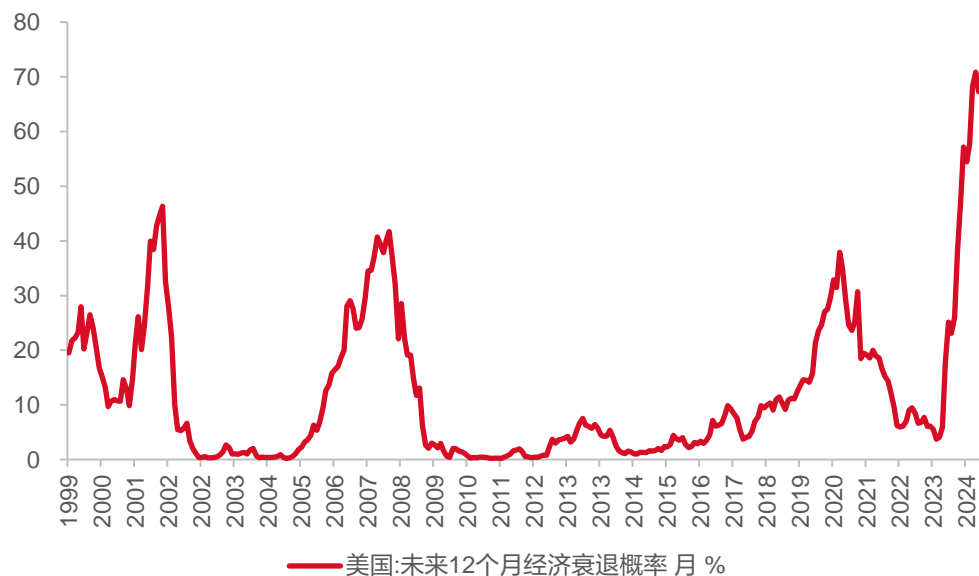


资料来源: 美国劳工部, 东海证券研究所

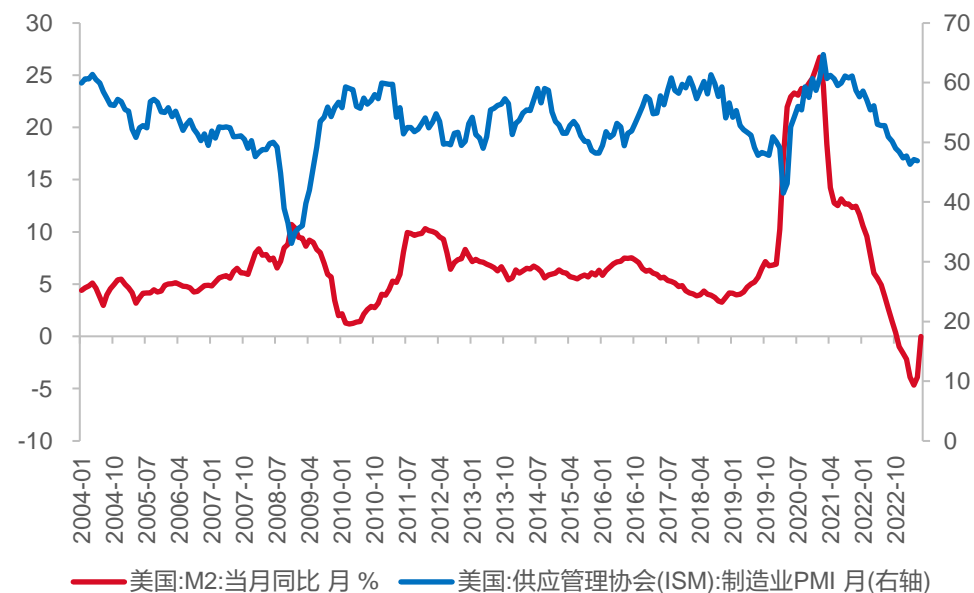
## 关注加息风险：美国衰退可能性

- **经济增速下行：**随着利率不断走高，加息对美国经济的抑制作用开始逐步显现，纽约联储预计7月开始美国经济衰退概率将快速上升。6月制造业PMI已下降到46.0。虽然当前美国经济仍展现出一定韧性，但预计下行的趋势不变。
- **美国金融收缩。**2023年5月，美国M2增速已经从2021年初的25%以上回落到-3.9%。

### 美国衰退概率在下半年快速上升，%



### 美国M2增速与制造业PMI，%



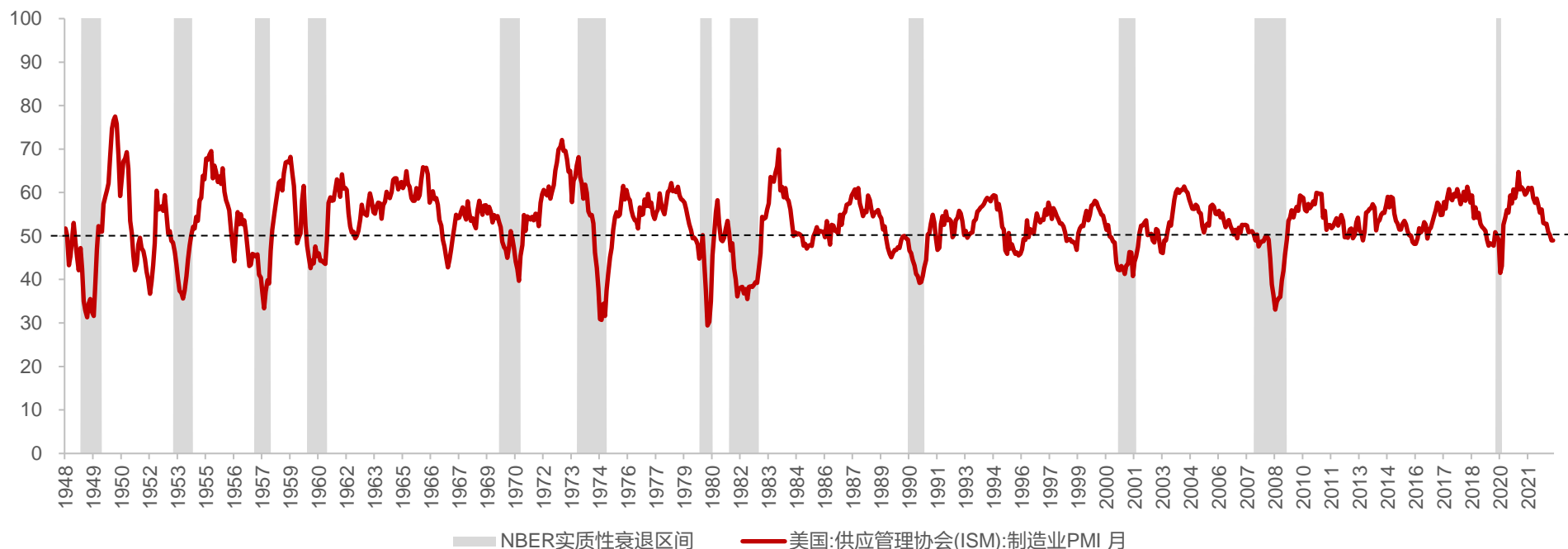
资料来源：纽约联储，东海证券研究所

资料来源：Wind，美联储，东海证券研究所

## 从PMI看美国经济衰退

- 复盘来看，美国制造业PMI下降至46左右或是经济进入衰退阶段的必要条件。

### ISM美国制造业PMI



资料来源：NBER，ISM，东海证券研究所

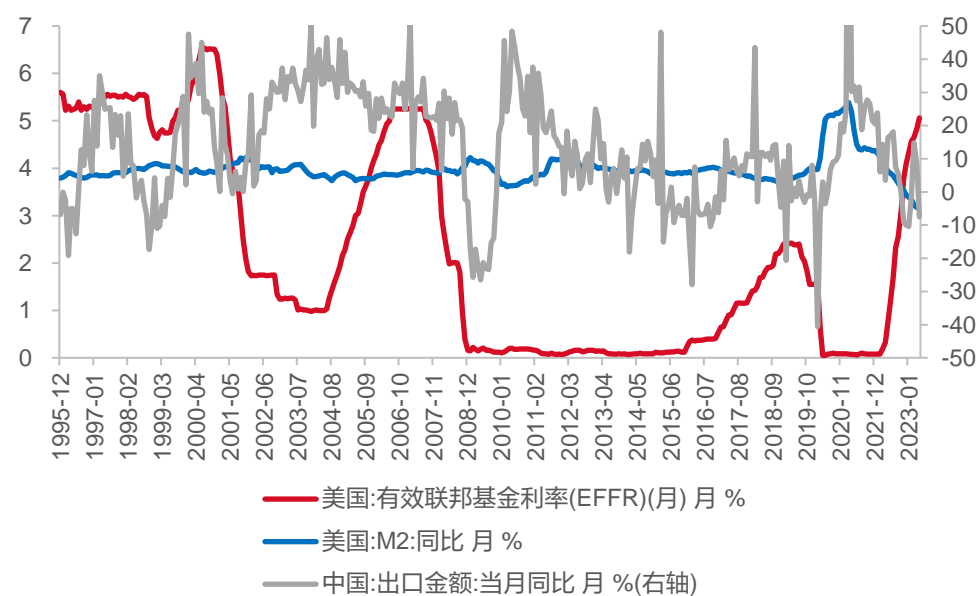
## 外需可能较弱

- 复盘历史数据，加息末期外需不足。

联邦基金利率与GDP增速、贸易增速，%，%



美联邦基金利率、M2增速与中国出口增速，%，%



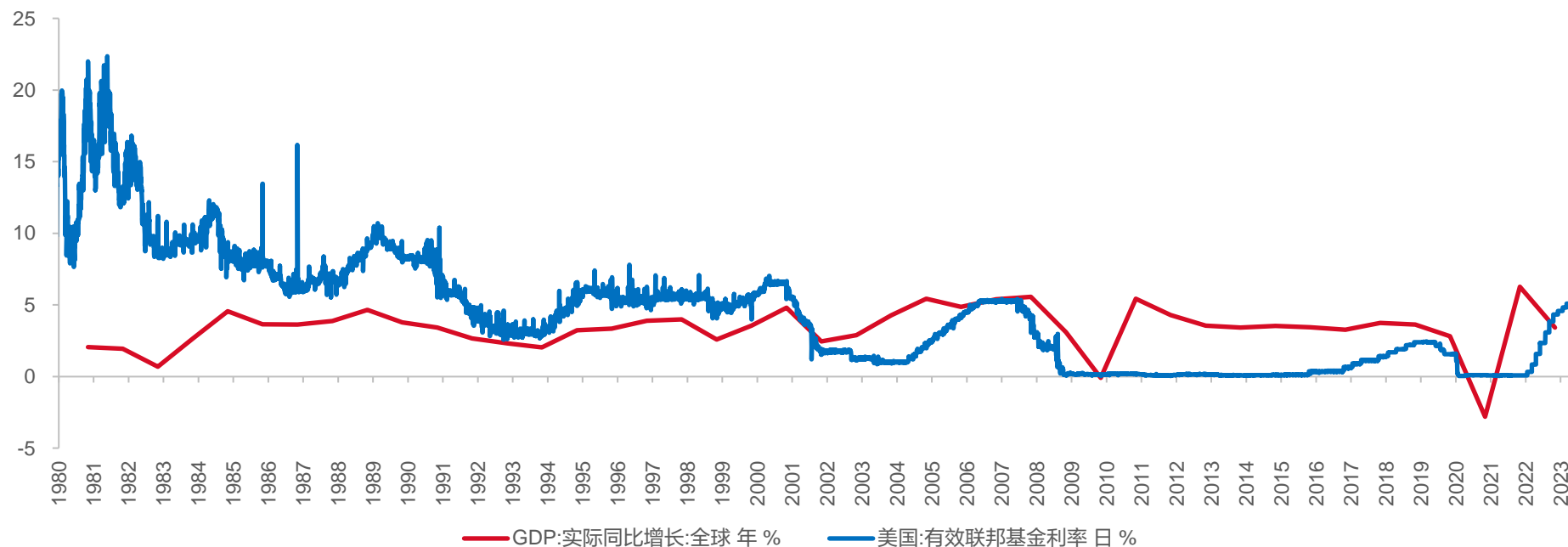
资料来源：美联储，美国经济分析局，东海证券研究所

资料来源：美联储，中国海关总署，东海证券研究所

## 防止加息末期全球性风险

- 加息末期，全球美元流动性收缩，资本自新兴市场国家大规模流出，以及高利率的环境下，易形成危机和风险。

### 联邦基金利率与全球GDP增速，%



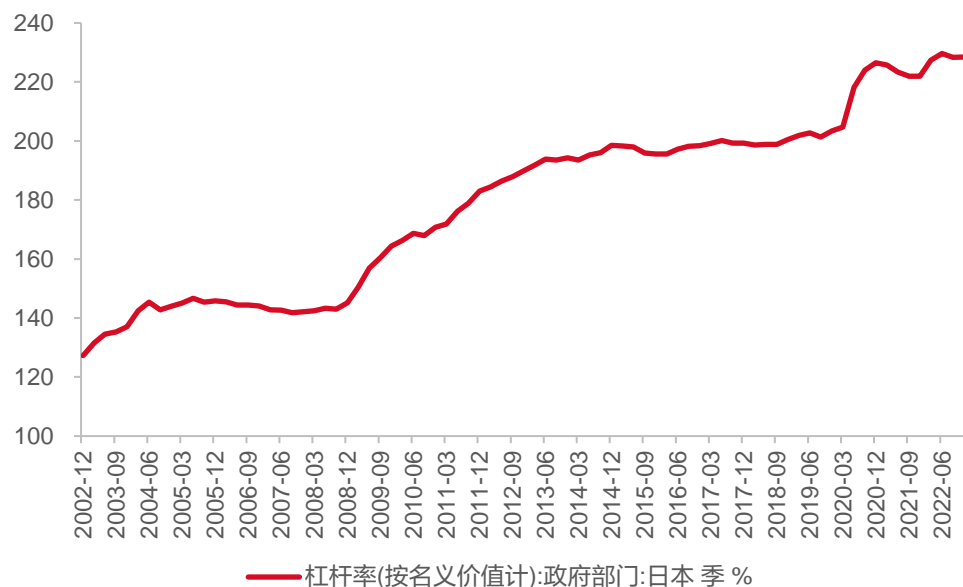
资料来源：IMF，美联储，东海证券研究所



## 日本YCC存变数

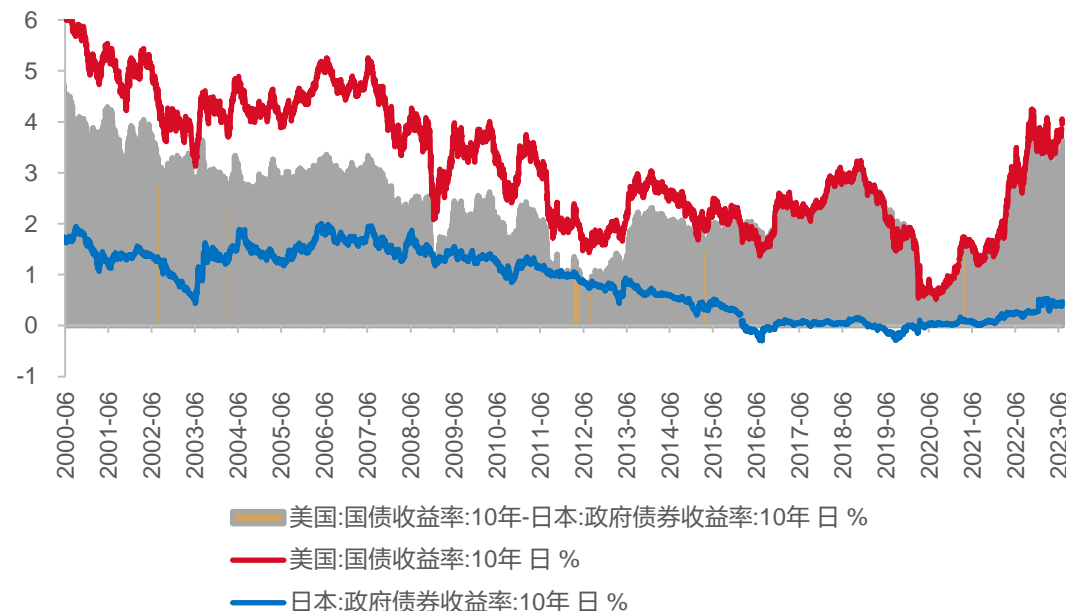
- 主要发达经济体中，只有日本仍通过YCC维持宽松的货币政策，美日息差的扩大。未来一旦利率上限放开，日本政府付息额增加难持续，同时也会引发日本海外资产回流日本，此外作为“融资货币”，带来额外风险。截至2022年四季度，日本政府债务杠杆率达228.5%。

日本政府负债率越来越高，%



资料来源：国际清算银行，东海证券研究所

日美国债收益率差放大，如加息会影响日元汇率，%

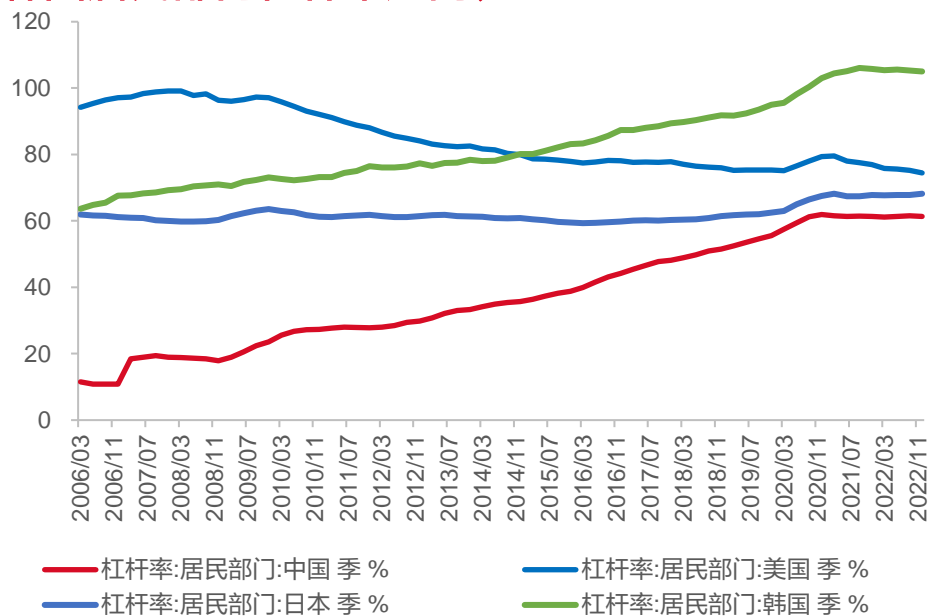


资料来源：美联储，日本央行，东海证券研究所

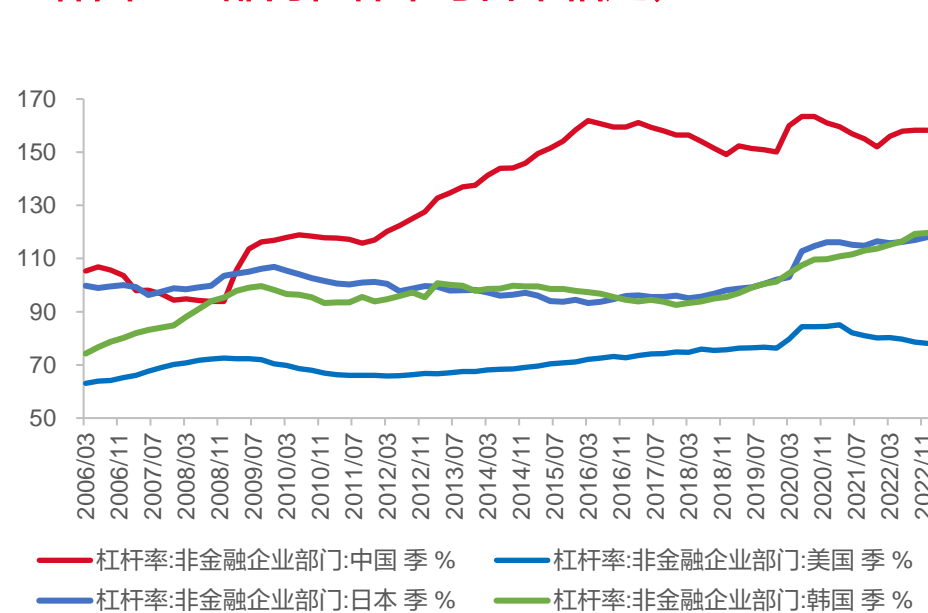
## 韩国居民杠杆率过高风险

- 截至2022年年底，韩国居民部门杠杆率105%，高于中国、日本、美国。
- 韩国企业部门杠杆率119.6%，与日本接近，低于中国，高于美国。

韩国居民部门杠杆率过高，%



韩国企业部门杠杆率与日本相近，%



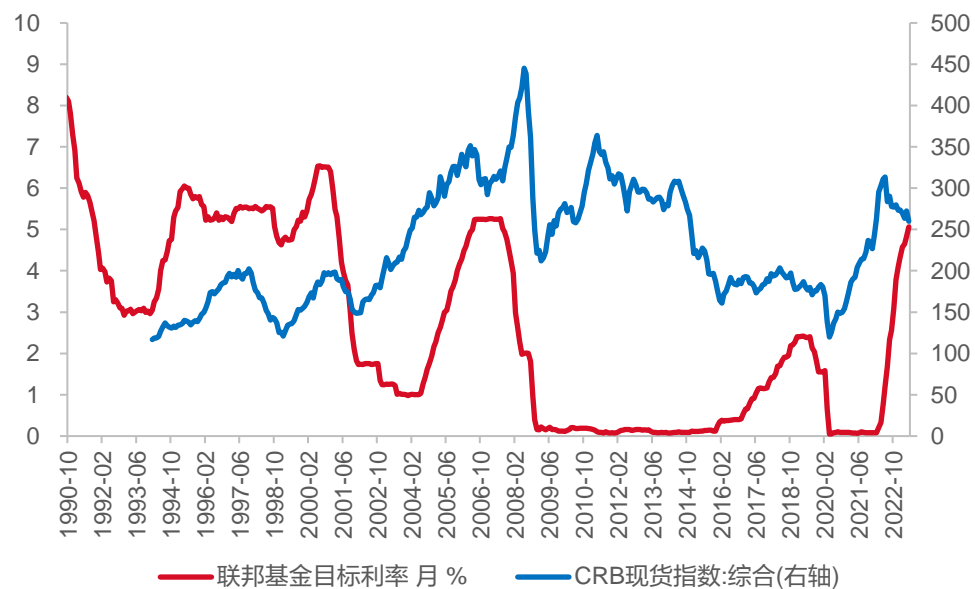
资料来源：国际清算银行，东海证券研究所

资料来源：国际清算银行，东海证券研究所

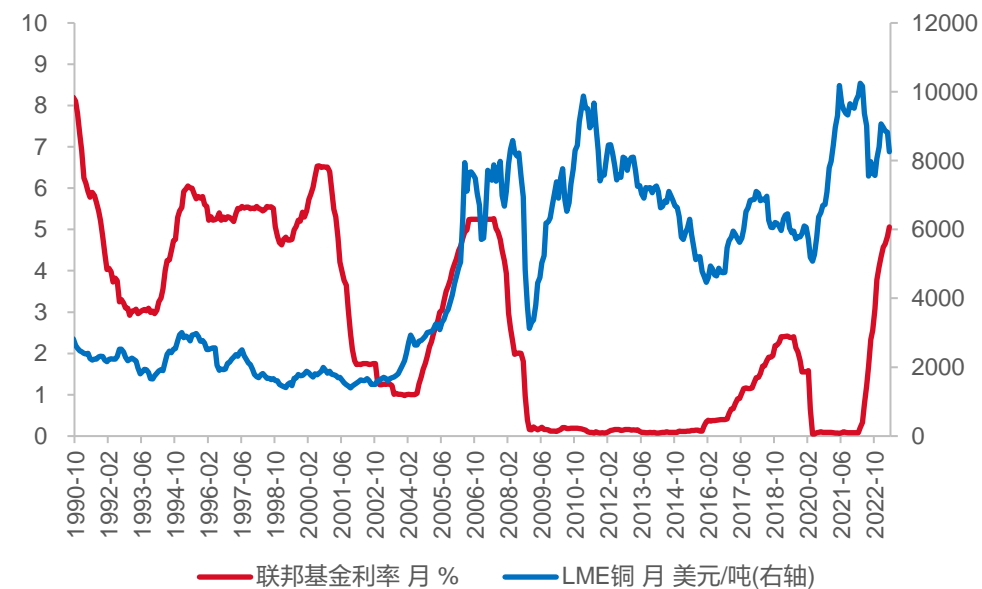
## 加息末期商品承压

- 复盘历史数据，加息末期商品通常承压。

联邦基金利率与商品指数，%



联邦基金利率与铜价格，%，美元/吨



资料来源：Wind，美联储，东海证券研究所

资料来源：美联储，LME，东海证券研究所

## 目录

**第一部分 国际格局加速演进，高质量发展更显紧迫**

**第二部分 经济增速低于预期，美加息后期风险较多**

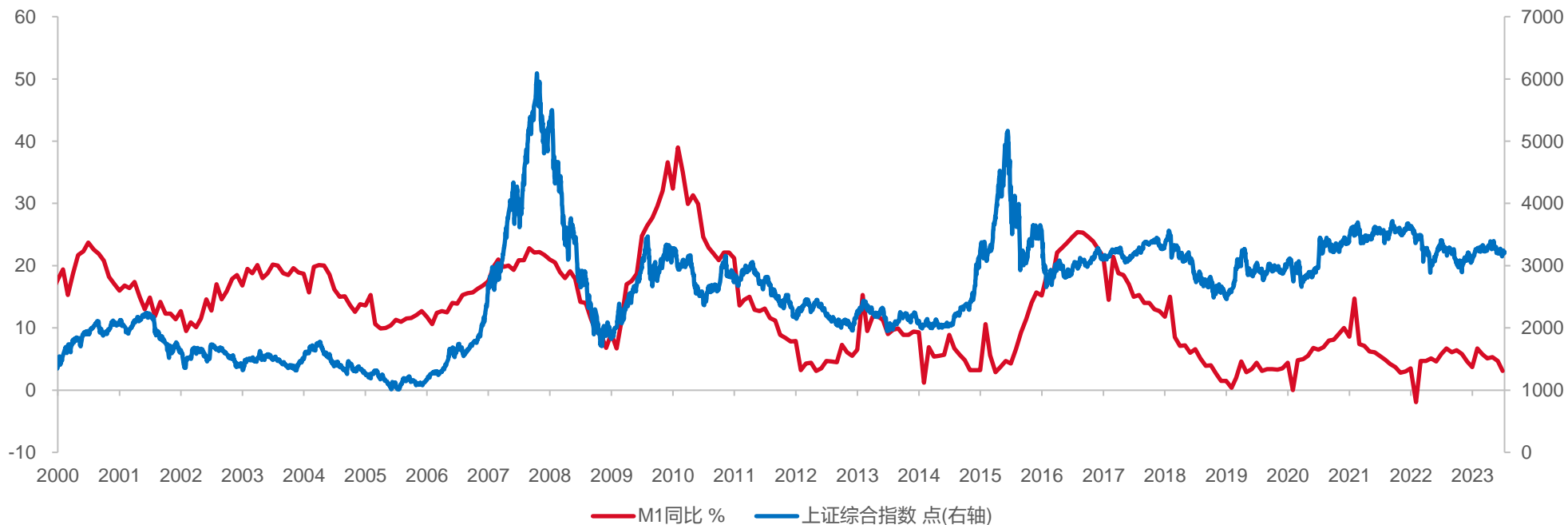
**第三部分 资本市场周期向好，需提振信心增人气**



## 3.1. 周期与资产配置

- **股、债、商品、现金在不同阶段的配置：**（1）经济繁荣期，大宗商品价格强势上涨，股票上涨并见顶；（2）经济衰退期，企业盈利能力下降，股票市场低迷，**现金**更具配置价值；（3）经济萧条期，大宗商品价格普遍疲软，股票表现低迷但逐步转好，为提振经济，政策将转为宽松，**债券**收益率趋于下行；（4）**经济复苏期，企业利润将触底反弹，股市配置价值较高。**
- 中国周期向上，美国周期向下。

上证指数周期运行情况，%，点

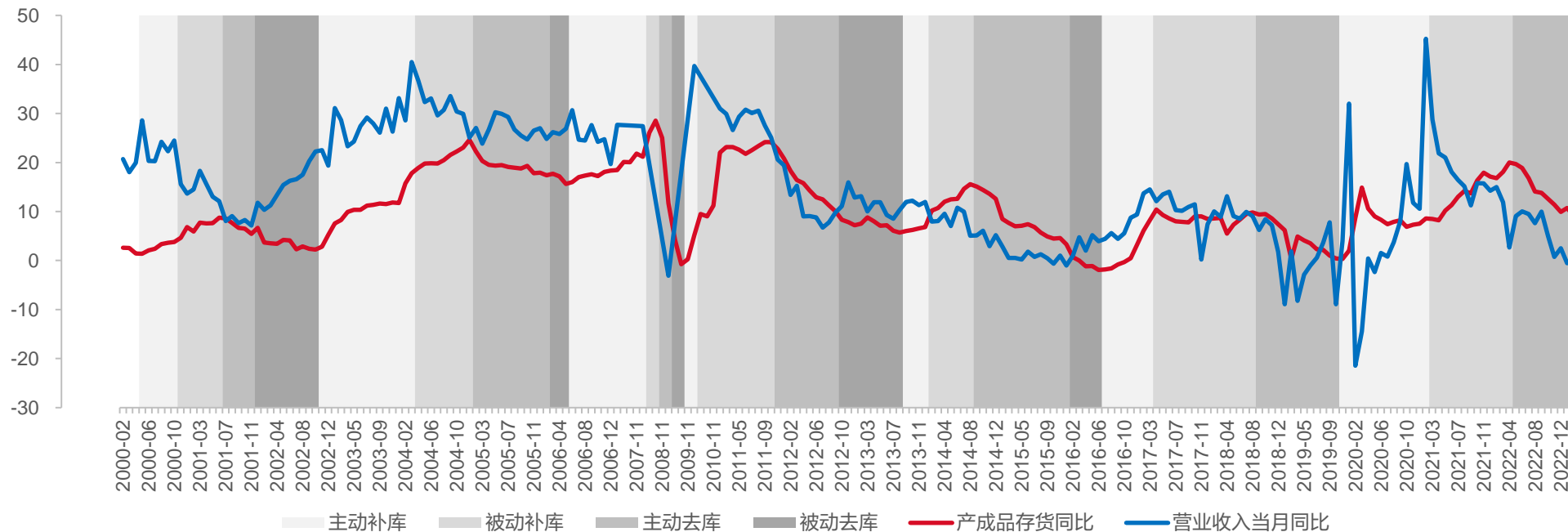


资料来源：Wind，央行，东海证券研究所

## 库存周期处于被动去库阶段

- 二季度以来，随着生产经营活动的复苏，工业企业营业收入连续两个月回升，代表企业从主动去库存逐渐转向被动去库存阶段。在2000年以来6轮库存周期中，我国的被动去库阶段平均持续5个月，按照历史规律的乐观估计，本轮库存周期有望在今年三季度见底。

### 中国库存周期，%

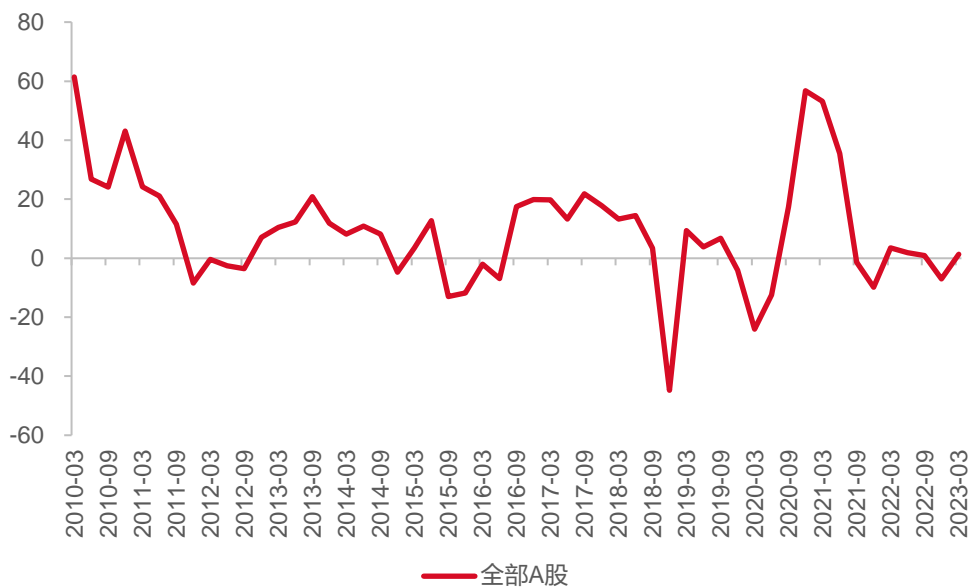


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 上市公司盈利磨底，一般滞后于股价

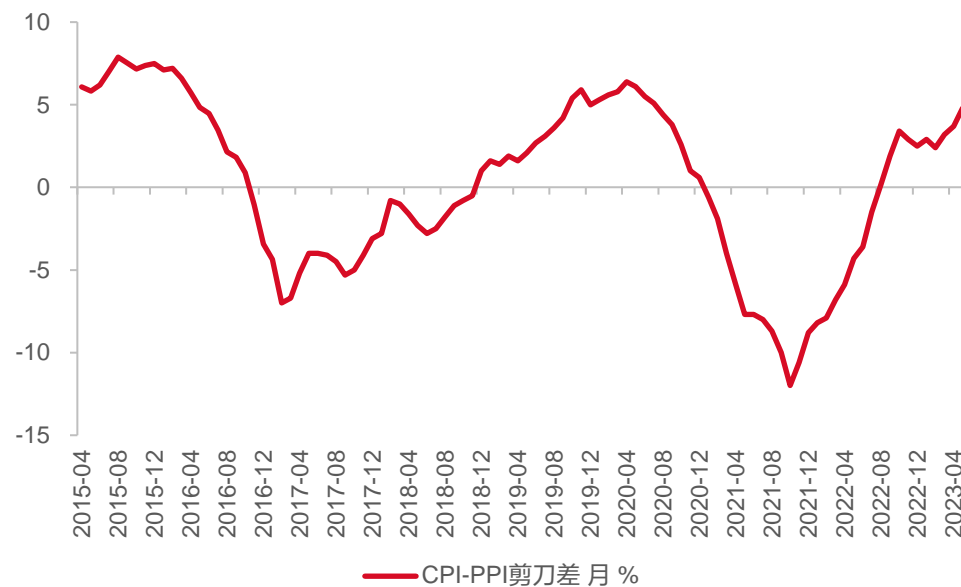
- 短期内企业盈利持续磨底。据测算，2023年一季度万得全A净利润同比1.37%，当前A股业绩或为底部区域，预计短期内仍为企业盈利磨底期。

### 全部A股单季度归母净利润增速，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### CPI-PPI剪刀差，%

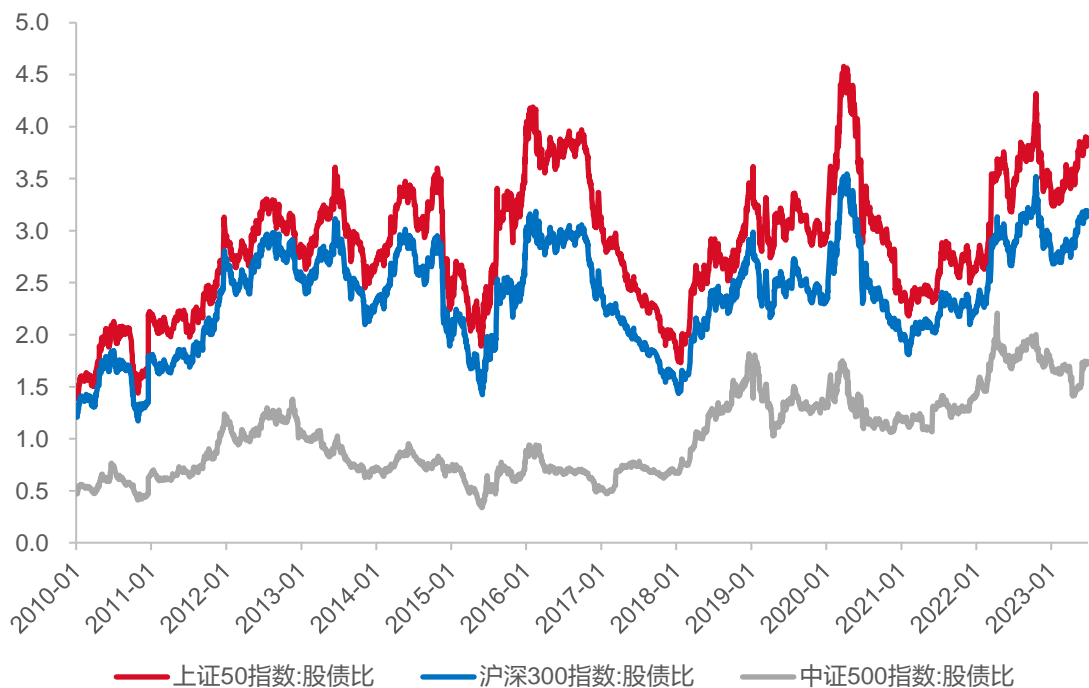


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 股债比分位数水平较高

- 截至7月10日，上证50、沪深300、中证500股债比（2010年以来）分位数水平分别为95.5%、97.6%、93.5%。
- 估值不高。截至2023年7月11日，Wind全A市净率仅有1.64倍。

股债比



资料来源：Wind，东海证券研究所

PB



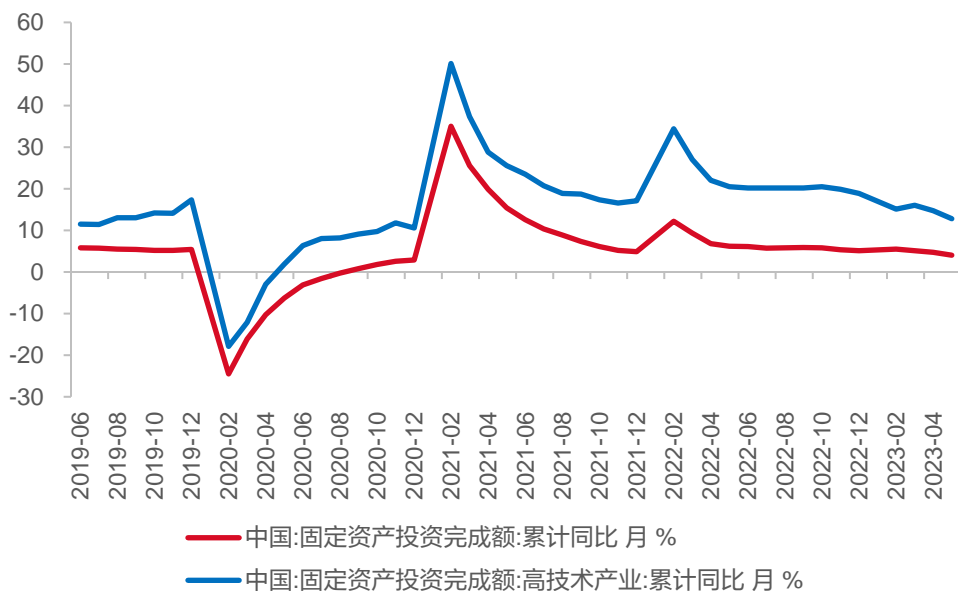
资料来源：Wind，东海证券研究所



## 3.2.持续关注高端制造，科技创新赛道

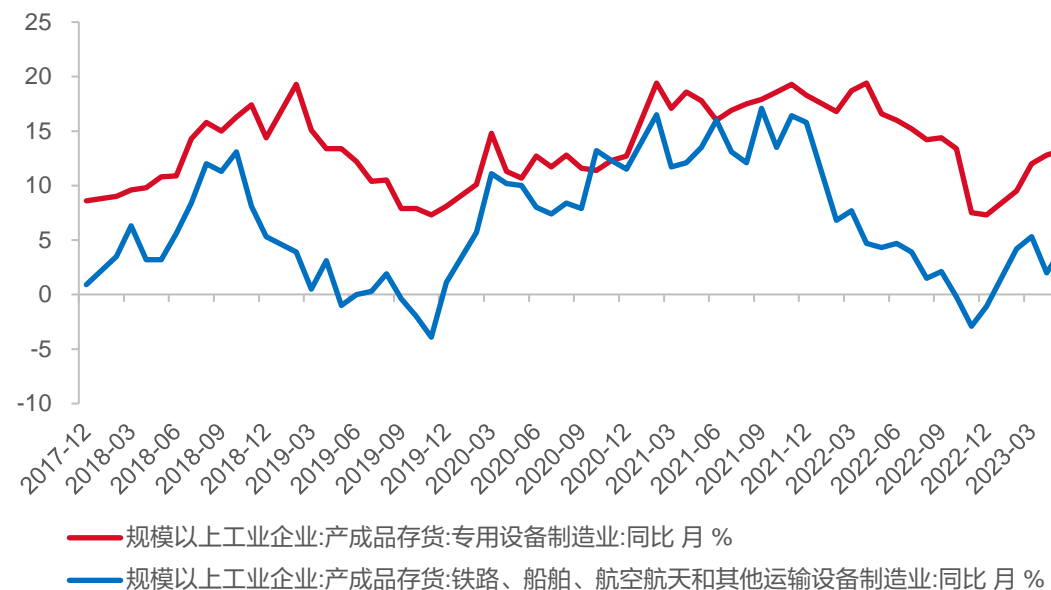
- “科技 - 产业 - 金融” 循环是未来发展重点。金融可能会更多地与科技、与产业、特别是与科技引领的产业发展整合在一起，在科技与产业的整合发展中获取超额收益；并助力科技自立自强，催生更多新技术新产业，从而形成良性循环。以前稳经济重点在基建，以后科技的重视程度估计会增加。
- 高端制造处于主动补库阶段。

高端制造增速较快，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

专用设备等产品存货同比，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

# 中游机械设备：被动去库到主动去库阶段

## 各行业库存周期阶段

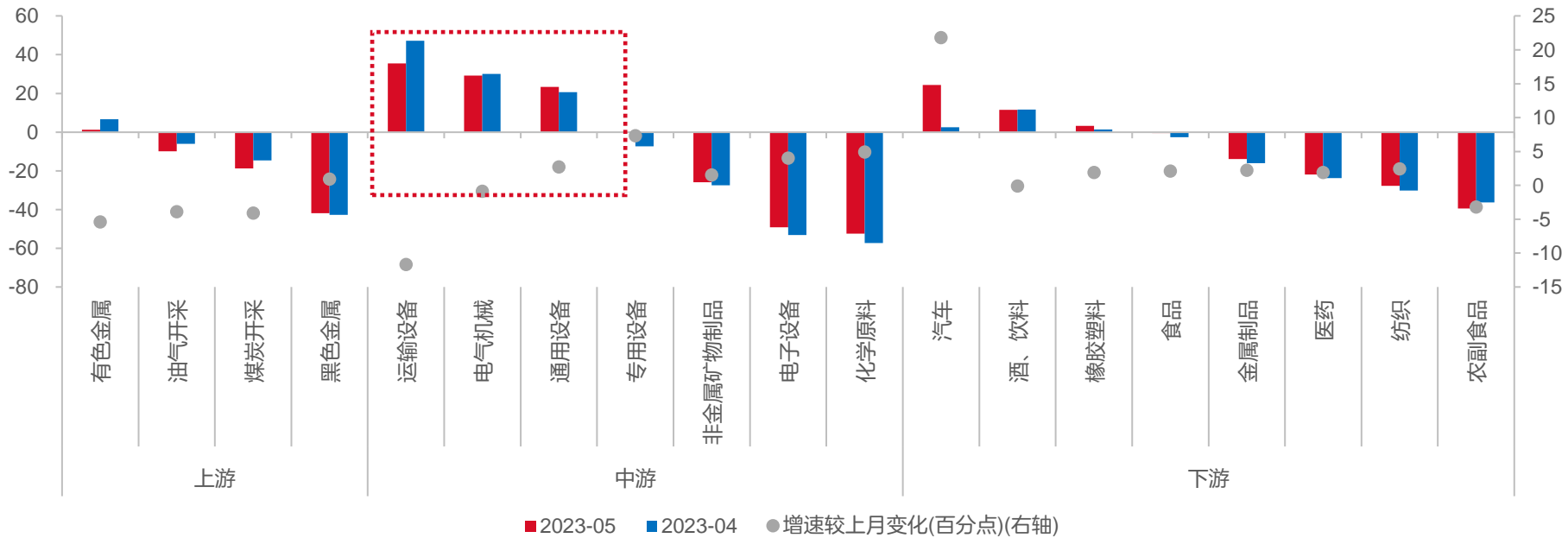
	行业	库存	营收	库存周期位置	总体
上游	煤炭开采和洗选业	下	下	主动去库存	主动去库
	石油和天然气开采	下	下	主动去库存	
	黑色金属矿采选	下	下	主动去库存	
	有色金属矿采选	上	下	被动补库存	
	非金属矿采选	下	下	主动去库存	
中游原材料	非金属矿物制品	下	上	被动去库存	主动去库转向被动去库
	黑色金属冶炼加工	下	下	主动去库存	
	有色金属冶炼加工	下	上	被动去库存	
	金属制品	下	上	被动去库存	
	石油煤炭及其他燃料加工	下	上	被动去库存	
	化学原料及制品加工	下	下	主动去库存	
	化学纤维制造	下	上	被动去库存	
	橡胶和塑料制品	下	上	被动去库存	
中游机械设备	通用设备制造	上	上	主动补库存	被动去库转向主动补库
	专用设备制造	上	上	主动补库存	
	运输设备制造	上	上	主动补库存	
	电气机械和器材制造	上	上	主动补库存	
	计算机、通信和其他电子设备制造	下	上	被动去库存	
	仪器仪表制造	上	上	主动补库存	
	造纸及纸制品业	下	上	被动去库存	
下游	农副食品加工	下	下	主动去库存	主动去库转向被动去库
	食品制造	下	下	主动去库存	
	烟草制品	上	上	主动补库存	
	纺织和服装	下	上	被动去库存	
	皮革、毛皮、羽毛制品和制鞋业	下	上	被动去库存	
	木材加工和木竹藤棕草制品业	下	下	主动去库存	
	家具制造	下	上	被动去库存	
	印刷业和记录媒体的复制	下	上	被动去库存	
	文教、美工、体育和娱乐用品制造	下	上	被动去库存	
	医药制造	上	上	主动补库存	
	汽车制造	上	下	被动补库存	

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 中游利润表现较好

- 制造业中，装备制造利润继续向好，当月同比15.2%，连续两个月维持两位数以上增长，拉动规模以上工业企业利润4.6个百分点。其中，汽车、光伏、锂电池、空调等设备带动明显，汽车制造利润同比三位数增长，电气机械、通用设备、专用设备当月同比分别为30.9%、27.7%、26.6%。

分上中下游工业企业利润累计同比及变化

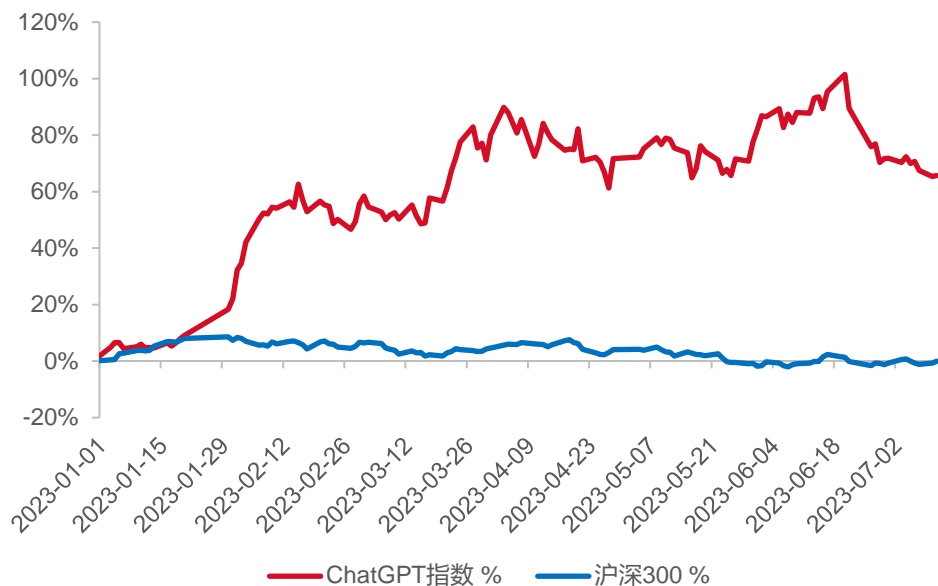


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## ChatGPT或带动新一轮科技创新潮

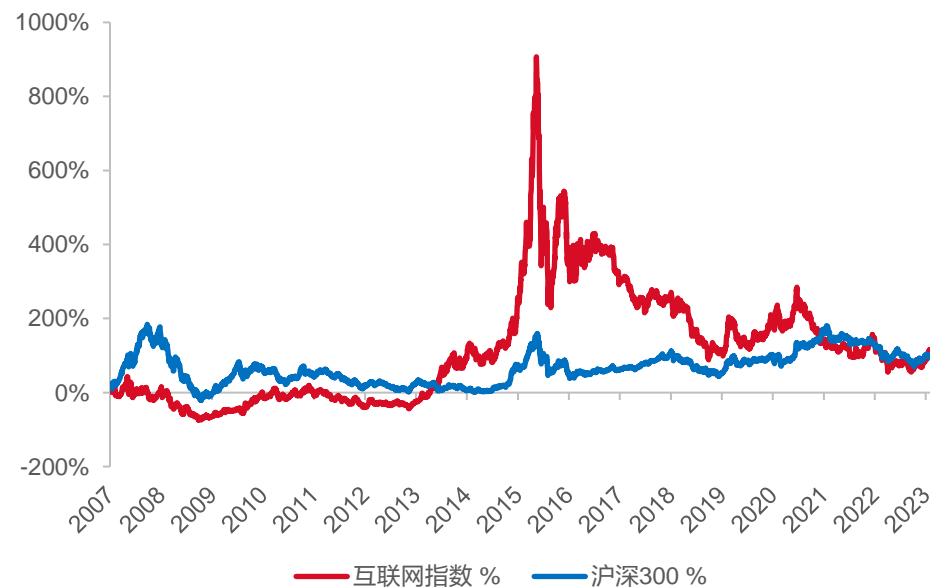
- ChatGPT推出引发市场轰动，相关股票表现火爆。从以往创新性产品出台后的表现来看，ChatGPT板块经过第一阶段的大涨后，可能会有震荡调整，但从中长期来看，行情会逐步向更深层次演进。

### ChatGPT 板块走势，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 互联网历史走势，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

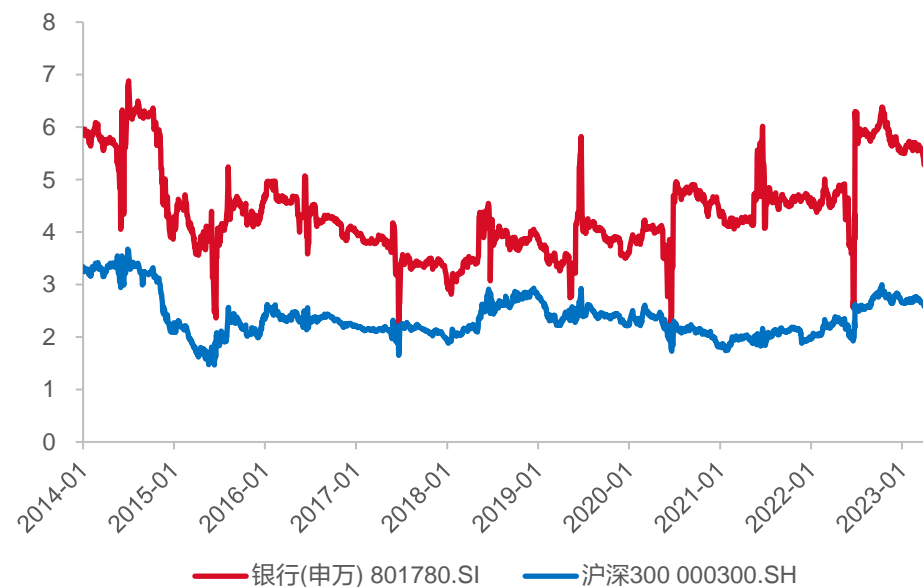
### 3.3 关注优质低估值企业、盈利好转企业

- 估值低、股东回报稳定、高分红企业。
- 盈利好转企业。

万得全A指数与PB，点，倍



银行、沪深300股息率（近12个月），%



资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 风险提示

- **疫情反复超预期。**疫情发展存在一定不确定性，如果疫情控制低于预期，将会对整个经济和市场产生负面影响。
- **国内经济恢复低于预期。**国内经济发展还有较大的不确定性，近期需要跟踪关注制造业、房地产、出口、消费等恢复情况，关注M2、贷款、社融的高增长能否转带动实体经济的发展。
- **海外货币紧缩和经济衰退超预期。**国外经济处于下行周期之中，国际局势复杂多变，随时可能引发国际经济、金融风险，从而影响国内经济发展进程。美股市场震荡调整也会影响国内市场情绪。
- **俄乌局势不确定性。**易引发能源等产品供应紧张，导致全球通胀再次超预期上行。
- **美国风险仍然较大。**中美关系仍存不确定性，贸易关系影响相关产业。

资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

## 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)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

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)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089



T H A N K  
**务 实**

**创 新**

Y O U  
**规 范**

**协 同**



东海证券



东海研究

东海证券研究所  
胡少华  
hsh@longone.com.cn