

国都证券研究所晨报 20230714

【财经新闻】

- 上半年外贸规模超 20 万亿元创历史同期新高
- “大行放贷、小行买债”：银行主动求变经营策略

【行业动态与公司要闻】

- 七部门发文规范生成式 AI 服务，实行包容审慎和分类分级监管
- 上海统筹布局长三角公共算力中心

【国都策略视点】

- 策略观点：美元利率与汇率趋势下行，利于 AH 估值修复

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证指数	3236.48	1.26
沪深 300	3898.42	1.43
深证成指	11095.44	1.61
中小综指	11923.15	1.19
恒生指数	19350.62	2.60
恒生中国企业指数	6543.91	2.60
恒生沪深港通 AH 股溢价	144.79	-0.03
标普 500	4510.04	0.85
纳斯达克指数	14138.57	1.58
MSCI 新兴市场	1020.53	1.49

资料来源：iFind

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量 (百万)	涨跌%
1	传媒	4624.71	3.23
2	通信	2214.28	2.86
3	电子	5819.33	2.85
4	食品饮料	820.33	2.56
5	非银金融	2736.38	2.16

资料来源：iFind

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	25.00	1.78
纽约期金	1965.00	0.10
伦敦期铜	8707.00	2.27

研究员：韩保倩

电话：010-87413610

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

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】

■ 上半年外贸规模超 20 万亿元创历史同期新高

【上海证券报】2023 年全年有信心保持全球货物贸易第一大国的地位

上半年我国外贸交出了一份“稳中提质、符合预期”的答卷。

海关总署 7 月 13 日发布的数据显示，上半年我国货物贸易进出口总值 20.1 万亿元，同比增长 2.1%。其中，出口 11.46 万亿元，同比增长 3.7%；进口 8.64 万亿元，同比下降 0.1%。

上半年进出口规模创新高

经测算，一季度，我国进口、出口数量较去年同期均有所减少。进入二季度，进口、出口数量同比转为“双增”，当季进口数量同比增加了 5.9%，出口数量同比增加了 2%，能源产品等进口量、汽车等出口量同比增速均超过两位数。

“贸易量的增加带动贸易规模的增长，意味着我国外贸进出口基础坚实，是实实在在的增长。”海关总署新闻发言人、统计分析司司长吕大良 7 月 13 日在国新办新闻发布会上表示。

数量和价格的共同影响下，上半年我国进出口规模创下了 20.1 万亿元的新高点。“这在历史同期上是第一次，是里程碑式的新突破。”吕大良表示。

据介绍，从增量看，上半年我国外贸进出口总值同比增加了 4000 多亿元，相当于去年一整年 300 多万辆汽车出口的总值。

外贸结构更趋优化

规模增长的同时，我国外贸结构更趋优化。上半年，我国出口机电产品同比增长 6.3%，占出口总值的 58.2%，同比提升 1.4 个百分点。其中，电动载人汽车、锂电池、太阳能电池等“新三样”产品合计出口增长 61.6%，拉动我国出口整体增长 1.8 个百分点。

从贸易方式看，产业链更长、附加值更高的一般贸易进出口增速快于整体，占进出口总值的比重提升 1.2 个百分点，达到 65.5%。

从贸易伙伴看，上半年，我国对第一大贸易伙伴东盟进出口 3.08 万亿元，同比增长 5.4%；对欧盟进出口 2.75 万亿元，增长 1.9%；对美国进出口 2.25 万亿元，下降 8.4%。

从区域布局看，中西部地区、东北三省开放发展步伐加快，上半年进出口分别增长 2.8%、4.5%，分别高出整体增速 0.7 个和 2.4 个百分点，合计占我国进出口总值的比重提升至 21%，区域发展更趋平衡。

开放平台、民营企业外贸贡献多

在外贸承压的态势下，我国大力开拓新兴市场、打造高水平开放平台、培育壮大优势产业，不断汇聚外贸新动能。

上半年，我国对东盟、拉美、非洲、中亚五国的进出口规模同比分别增长 5.4%、7%、10.5%、35.6%，均高于同期整体进出口增速，国际市场更加多元。

自由贸易试验区、海南自由贸易港进出口分别增长 8.6% 和 26.4%，开放平台作用发挥明显。

民营企业进出口规模不断壮大。上半年，我国民营企业进出口 10.59 万亿元，同比增长 8.9%，占进出口总值的 52.7%，同比提升 3.3 个百分点。

外贸发展韧性足、回旋余地大

世界贸易组织 (WTO) 预计今年全球货物贸易量增长 1.7%，明显低于过去 12 年 2.6% 的平均水平，贸易放缓是各个经济体面临的共同挑战。

“与周边已公布数据的经济体相比，我国外贸仍然展现出了较强韧性，竞争优势稳中加固。”吕大良说。

海关总署根据 WTO 公布的最新国际数据进行了测算，前 4 个月，我国出口产品占国际市场份额实现了小幅提升。

近期稳外贸举措接连部署。海关总署在 6 月中旬推出优化营商环境 16 条，提出了增加便利、增强活力、增进服务、降低成本等“三增一降”措施。中国贸促会积极推动企业出国办展参展，助力企业稳订单、拓市场。

“当前我国外贸确实有压力、有起伏、有挑战，但道阻且长，行则将至。我国经济长期向好的基本面没有变，加上良好的产业体系和完备的生产能力，外贸发展韧性足、回旋余地大。”吕大良分析。

他表示，我国积极推进国际经贸合作，陆续出台一系列稳外贸政策措施，综合效应正在持续显现，推动外贸稳规模优结构仍然具有坚实的支撑，2023 年全年有信心继续巩固市场份额，保持全球货物贸易第一大国的地位。

■ “大行放贷、小行买债”：银行主动求变经营策略

【上海证券报】在低利率的市场环境下，“如何应对激烈的信贷市场竞争”“如何缓解低利率带来的利润损失”“银行与实体经济共生共荣”等话题受到行业热切关注。

在此背景下，大行和小行的资产配置已经悄然生变——出现较为明显的“大行放贷、小行买债”现象。这是因为，受大行低价投放影响，不少小行选择通过配置债券弥补营收。这也反映出在当前激烈的信贷竞争下，银行在主动转变经营策略，以维持自身稳健发展。

“大行放贷、小行买债”

2023年以来，大型银行和中小型银行的资产配置策略和重点呈现明显差异。

近日，开源证券发布报告称，大型银行贷款增速较高，2023年以来大型银行在监管指导下抢抓信贷投放，但实体有效信贷需求不足，信贷供给远超需求，出现“超低价贷款”现象。

“今年以来，大型银行持续下沉并加大普惠小微金融投放力度，尤其大行在贷款方面针对小微企业抵质押贷款以低利率强势获客，给中小银行的业务发展上带来了一定冲击。”华东一家农商行高管说。

信贷市场激烈竞争，倒逼部分中小银行推出贷款差异化竞争策略——“通过服务创造价值”，而不只是靠“产品卖优惠价”获取客户。

“虽然在贷款利率上竞争不过大行，但我们整个团队1个小时就可以赶到企业现场服务。”浙江一家城商行资深信贷人士向记者表示，贷款利率价格并不是决定企业选择贷款的唯一因素，该行由于在当地拥有丰富的经验和资源、可以提供灵活和个性化的解决方案，获得了细分市场客户的长期青睐。

也有部分中小银行另寻他路。上半年债券走出牛市行情，记者获悉，不少城农商行增配了债券。“中小银行新增信贷性价比低，同时存款规模依然维持较快增长，可配资金较多，面对较高的资金成本和业绩目标压力，中小行倾向于加大配债力度赚票息，或做委外投资。”开源证券在研报中表示。

数据上也有明显体现。华创固收团队报告显示，截至一季度末，上市银行金融资产投资存量规模为75.2万亿元，国有行、股份行、城商行、农商行的金融资产投资余额均值同比分别增长13%、13%、15%、18%，城农商行相比国有行和股份行增速更高。

求变经营策略 弥补利润缺口

“大行放贷、小行买债”背后，其实是银行维持稳健发展、积极求变经营策略的体现。

有银行业人士认为，商业银行靠信贷“价格战”争揽客户不可取，应重点加强资产负债管理，多管齐下提升收入水平，努力弥补利润缺口，平衡好规模、结构、风险和收益之间的关系，才能实现服务实体经济从量的增长转变为量质并举。

记者多方采访获悉，为应对利率市场化竞争，银行已在重新思考经营策略，大致有以下三种思路：

一是提质量，提高资产质量、增加资产收益、降低风险成本。“我们加大对支行和客户经理贷款利率考核的力度，严禁为抢客户采取‘超低价利率’策略。同时根据市场和业务情况，对贷款利率优惠审批进行从严把控。”华东一家农商行高管说。

二是降成本，加大对低成本资金的争揽力度。“我们对存款结构也做了调整，应势下调存款利率，压降高付息负债；同时增加低付息存款，比如加大对代发工资业务的开拓、加强财资平台的建设，通过场景结算来提高低付息存款占比。”浙江一家城商行财务总监表示。

三是扩中收，将非利息收入作为新的收入增长点。“在传统存贷款业务息差收窄的趋势下，中收业务是银行未来拓展经济效益的主要发展方向。”上述华东一家农商行高管向记者表示，该行正努力在中间业务上“做加法”，综合拓展理财业务、本外币交易类业务、投行业务、国际业务、代销资管等业务，打造多元利润中心，增强自身在市场竞争环境变化中抵御风险的能力。

【行业动态与公司要闻】

■ 七部门发文规范生成式AI服务，实行包容审慎和分类分级监管

【上海证券报】国家网信办联合国家发展改革委、教育部、科技部、工业和信息化部、公安部、广电总局近日发布《生成式人工智能服务管理暂行办法》（下称《办法》），对生成式人工智能服务进行了框架性规范。《办法》自2023年8月15日起施行。

包容审慎、分类分级监管

生成式人工智能，是指基于算法、模型、规则生成文本、图片、声音、视频、代码等技术。

《办法》明确，对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管，要求国家有关主管部门针对生成式人工智能技术特点及其在有关行业和服务应用，完善与创新相适应的科学监管方式，制定相应的分类分级监管规则或者指引。

在促进发展具体措施上，《办法》明确鼓励生成式人工智能技术在各行业、各领域的创新应用，生成积极健康、向上向善的优质内容，探索优化应用场景，构建应用生态体系；支持行业组织、企业、教育和科研机构、公共文化机构、有关专业机构等在生成式人工智能技术创新、数据资源建设、转化应用、风险防范等方面开展协作。

《办法》还鼓励生成式人工智能算法、框架、芯片及配套软件平台等基础技术的自主创新，平等互利开展国际交流与合作，参与生成式人工智能相关国际规则制定；推动生成式人工智能基础设施和公共训练数据资源平台建设。

“生成式人工智能技术将带来最重要的一次生产力革命。从这个角度来讲，中国亟须加快发展。《办法》强调保护、鼓励创新，这样的管理思路很有必要。”中国电子商会元宇宙专委会副理事长邢杰对上海证券报记者说。

使用具有合法来源的数据

虽然生成式人工智能技术正在或即将引发生产力变革，但其产生的风险和挑战不容忽视。

《办法》要求，生成式人工智能服务提供者应当依法开展预训练、优化训练等训练数据处理活动，使用具有合法来源的数据和基础模型；涉及知识产权的，不得侵害他人依法享有的知识产权；涉及个人信息的，应当取得个人同意或者符合法律、行政法规规定的其他情形；采取有效措施提高训练数据质量，增强训练数据的真实性、准确性、客观性、多样性。

《办法》还提出，提供和使用生成式人工智能服务应当坚持社会主义核心价值观；在算法设计、训练数据选择、模型生成和优化、提供服务等过程中，采取有效措施防止产生民族、信仰、国别、地域、性别、年龄、职业、健康等歧视。

同时，《办法》要求提供和使用生成式人工智能服务要尊重知识产权、商业道德，保守商业秘密；尊重他人合法权益；基于服务类型特点，采取有效措施，提升生成式人工智能服务的透明度，提高生成内容的准确性和可靠性。

科技企业须守好“安全底线”

防止生成式人工智能滥用，在充分发挥政府监管职能的同时，也需科技企业提前布局，发挥技术能力守住“安全底线”。

《办法》要求采取有效措施防范未成年人用户过度依赖或者沉迷生成式人工智能服务。

《办法》规定提供者应当按照《互联网信息服务深度合成管理规定》对图片、视频等生成内容进行标识。提供者发现违法内容的，应当及时采取停止生成、停止传输、消除等处置措施并采取模型优化训练等措施进行整改。明确提供者发现使用者利用生成式人工智能服务从事违法活动的，应当依法依规采取有关处置措施，保存有关记录，并向有关主管部门报告。

“比如信息检测技术，国外已经布局，我们的安全技术专家、安全技术企业也应尽快提出相应的技术方案。”中国科学技术大学网络空间安全学院副院长张卫明认为，要实施更全面的人工监管，时刻关注技术的安全性，确保其不会被滥用，才能充分发挥人工智能的潜力。

■ 上海统筹布局长三角公共算力中心

【上海证券报】近日，上海市市场监督管理局等 18 个部门印发《上海市进一步提高产品、工程和服务质量行动方案（2023—2025 年）》（下称《方案》）。《方案》提出，上海将统筹布局长三角公共算力中心、边缘计算节点，制定长三角城市算力供应标准。

根据《方案》，上海将提升新一代信息技术产品质量。其中包括：科学优化 5G 基站部署；加强重点领域 5G 产业规模化及融合应用创新；提升云计算产品质量和服务能力。

《方案》提出，布局国产算法框架与算力硬件设施，打造人工智能公共算力服务平台。建设人工智能算力及芯片评测联合实验室和计算存储一体化平台。统筹布局长三角公共算力中心、边缘计算节点，超前布局物联网等新型基础设施。制定长三角城市算力供应标准。

据悉，目前上海初步形成了“一平台、五中心”的智算中心发展格局，依托新型互联网交换中心建设全国首个多云互联和算力交易平台，满足智算中心的算力调度和交易需要。

其中，上海超级计算中心（上海市人工智能公共算力服务平台）、腾讯长三角人工智能先进计算中心、阿里云华东智能算力中心、商汤科技人工智能计算中心、上海有孚临港云计算数据中心等五大智算中心逐步投产，为上海城市数字化转型提供坚实算力基座。

根据此前规划，到 2023 年底，上海将依托上海市人工智能公共算力服务平台，接入并调度 4 个以上算力基础设施，可调度智能算力达 1000PFLOPS（FP16）以上；到 2025 年，上海市人工智能公共算力服务平台能级跃升，完善算力交易机制，实现跨地域算力智能调度，通过高效算力调度，推动算力供需均衡，带动产业发展作用显著增强。

上海市经济和信息化委员会副主任张英表示，接下来，上海将进一步构筑算网融合体系，全力探索支撑大模型、深层次人工智能、最深智能的基因为引领的通用人工智能。

“上海将打造新基座，推进新发展，打造面向不同行业的算力网络联合创新实验室，实现资源供需对接。同时，持续支持科技创新，探索算力资源的感知度与开放，实现网络加计算的联合优化，通过算力网络联合创新实验室，推动算网融合应用走向更广更深更精的领域。”张英说。

【国都策略视点】

■ 策略观点：美元利率与汇率趋势下行，利于 AH 估值修复

1) 美国通胀缓和略超预期。22 年下半年起，得益于能源及交运价格回落，美国通胀见顶趋势回落，CPI 同比自 22 年 6 月的 9.1% 顶点已持续回落。新近公布的美国 CPI、核心 CPI 的同比、环比涨幅双双加快回落，并创近两年新低；3-6 月美国 CPI 连续较快回落至 6 月的 3.0%，创 21 年 4 月以来新低。美国 CPI 同比已连降十二个月，且通胀宽度逐步收窄，已由商品+服务双通胀逐步收窄至服务通胀为主，能源、食品饮料、服装等商品价格同比涨幅趋势回落，且近两三个月医疗、娱乐及酒店机票等服务项价格涨幅悉数回落。

同时，值得注意的是，6 月核心 CPI 同比涨幅加快回落至 4.8%，为 21 年 12 月至今首次回落至 5% 下方，且 6 月核心 CPI 的环比涨幅 0.2%（低于预期）也创 21 年 9 月以来新低。

此前，美国劳动力缺口仍较大，工人平均时薪增速保持较快，服务业价格居高不下，使得美联储决策更为关注的核心 PCE、CPI 高位粘性较强，前六个月的核 PCE、CPI 各保持在 4.7%、5.5% 较高中枢位窄幅波动，仅较此前十二月的中枢位 5.0%、6.1% 轻微回落。

2) 年内尾部加息次数下修。过去 15 个月内美联储实施了近四十年最为激进的加息节奏，美元利率一年多时间内由零利率大幅上调至 5.0% 高位区间，23 年 3-5 月一度引发美国区域性商业银行的流动性挤兑危机，银行信贷紧缩对私人投资、房地产及企业去库存等负面冲击逐步显现。同时，美国 CPI 同比涨幅也连降十二个月，核心通胀虽然高位粘性强但趋势回落且涨价宽度收窄。

由于美国核心通胀高位粘性较强、美国经济年内软着陆概率持续上升，以促使美联储由紧转松的时点大幅延后，并同时观察本轮激进加息至高位限制性利率后的信贷紧缩效应，6 月美联储议息会议暂停加息。

6 月中旬美联储议息会议上修 23 年美国经济增长、核心通胀预测值，同时为实现“促进最大就业和维持通胀稳定”这一双重使命，美联储委员们的 6 月 SEP 点阵图较 3 月上修了 23 年美元利率预测中值 50bp 至 5.6%，即较当前的利率中值 5.1%，23 年内仍有 50bp 加息空间（7、9、11、12 月四次议息会议），高位利率降息时点大幅延后至 24 年。

然而，最近公布的美国 6 月 CPI、核心 CPI 回落幅度双双略超预期，市场对于年内美元加息预期次数相应由 2 次下修为 1 次，即 7 月底大概率实行本轮最后一次加息至 5.25-5.50%，9、11、12 加息概率均在三成以下。

3) 美元利率与汇率及其影响展望：通胀压力与加息预期缓和，中期步入下行周期，利于处于估值洼地的 AH 股修复反弹。纵观本轮美国通胀持续攀升、趋势回落及美联储政策的相应调整，美元指数强弱变化基本与美国通胀、美元利率调整预期同步一致。21 年 6 月至 22 年 9 月，美元指数随美国通胀持续快速攀升、美元加息预期与节奏逐步强化而持续上涨，期间累计升值约 30% 至逾二十年新高 115 附近；而 22 年 10 月起至 23 年 4 月中旬，随着美国通胀回落趋势巩固且市场预期 23 年美国下行风险上升，尤其 3 月美国部分区域银行的挤兑破产危机，使得美元加息节奏与空间的预期边际缓和，期间美元指数持续下行约 12% 至 100.8 附近。

7 月中旬以来，受美国通胀缓和略超预期、美元尾部加息预期次数下修，近一周美元指数快速回落近 3% 至 100.5 附近，同时 2Y/10Y 美国国债利率双双显著回落 20-25bp 至 5%、4% 关口下方。受美元尾部加息预期次数下修、美元利率与汇率的回落，本周全球资本市场普遍已温和反弹 1.5% 附近，此前受美元紧缩压制居前的恒生指数、恒生科技各反弹 2.7%、4.6% 而居前；A 股在等待 7 月底稳增长组合政策落地及下半年经济恢复力度预期明确前，反弹犹豫力度偏弱。

中期来看，美国本轮快速加息至 5% 以上的高位利率后，信贷紧缩效应逐步显现，同时美国通胀高位回落趋势延续，预计 23 年底或 24 年初美联储大概率将再度转向宽松开启降息（23 年 6 月美联储指引 24、25 年各降息 100、120bp 至 4.6%、3.4%）。因而中期 6-12 个月来看，美元利率与汇率大概率步入下行周期，同时近期国内逆周期政策组合拳有望落地，中国经济增长速度与质量预期有望提升，中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：国内房地产持续下行、美国经济硬着陆风险、地缘政治冲突恶化、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