



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

通胀、货币回落，经济续升

——2023年4月份中国宏观数据预测

日期： 2023年05月04日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《经济回暖态势延续，消费动能持续释放》

——2023年04月19日

《通胀稳中下行态势不变，政策宽松可期》

——2023年04月11日

《通胀、经济平稳，货币回落》

——2023年04月04日

■ 主要观点

4月份宏观数据预测：CPI=0.3%，PPI=-3.2%，M2=12.5%，M1=5.1%，新增信贷6000亿，信贷增速=11.8%，信用增速=9.9%；出口=13.8%，进口=-1.3%，顺差=900（USD）亿，工业=8.5%，消费=16.5%，投资=5.4%。

市场看法：宏观情景改善为市场主流预期

市场对中国经济短期恢复前景进一步看好的同时，对中国经济中长期前景平稳的预期则保持了不变，经济复苏景气度稳中偏升的市场主流看法持续。最新的市场预期表明，市场对中国经济的整体信心持续提升，平稳预期进一步强化。

我们看法：经济、物价平稳，货币趋回落

我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的估计。受基数效应影响，年内消费品和工业品双负局面或出现，因此年内降息仍是大概率事件。2023年中国物价低迷主要是受基数效应和产业周期成熟影响，并非经济周期性概念中的“通缩”状态。

房地产市场：楼市放松延续，成交平稳

4月楼市延续放松趋势，从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，我们认为随着房地产行业进入进阶阶段，楼市发展也由过去的持续扩张期进入了新的平稳运行期。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降。

经济信心改善增强市场回暖趋势

基于中央政治局经济分析会基调和经济回暖态势，我们认为未来宏观调控政策前景仍将平稳为主，促进经济成长和高质量发展的政策体系，仍将进一步完善，经济回暖中缓回升态势将延续。国内经济环境改善下，海外政策变化冲击或是影响中国资本市场短期波动的主要因素。我们认为，由于美国金融市场风险持续暴露、通胀回落和经济压力上升，美联储紧缩政策大概率已到顶，年末或进入拐点。综合来看，中国经济仍处在“底部走稳”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回暖态势。经济偏弱中的平稳缓升+降息带来的资金价格下移，有利于中特估行情发动。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 对宏观经济形势的即期认识	3
1.1 市场看法：宏观情景改善为市场主流预期.....	3
1.2 我们看法：经济、物价平稳，货币趋回落.....	3
2 四月高频数据、政策分析	4
2.1 房地产市场：楼市运行平稳，成交、价格双平稳.....	4
2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行	6
3 四月份宏观数据预测与解释	8
3.1 电力消费回暖预示经济回升.....	8
3.2 工业、消费延续回升，投资延续平稳.....	9
4 宏观数据对经济和资本市场的影响	13
4.1 宏调部门对经济前景信心增强.....	13
4.2 经济信心改善增强市场回暖趋势	13
5 风险提示：	14

图

图 1：主要城市中原房价指数回升停止.....	4
图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）	5
图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平方米）	6
图 4：猪肉价格延续下降走势（全国，元/公斤）	7
图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）	7
图 6：中国工业经济增速平稳回升（%，月）	10
图 7：中国社会零售增长延续回升（%，月）	11
图 8：中国固定资产投资增长平稳态势延续（%，月）	12

表

表 1： 2023 年 4 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）.....	8
--	---

1 对宏观经济形势的即期认识

1.1 市场看法：宏观情景改善为市场主流预期

我们在《宏观情景改善为市场主流预期》（2023年4月13日）报告中曾指出，按照《证券市场周刊》进行的对中国经济短期运行数据的市场提前 POLL（3月份数据未公布前进行的2023年4月份中国经济数据预测），对中国经济运行格局的市场当期主流预期趋改善：4月份工业、投资、消费的增长预期不仅延续了2023年1-2月的平稳回升态势，而且整体上趋向加速回升。对于中国经济中长期前景的市场预期，我们在《宏观“稳中偏暖”的市场预期不变》（2023年3月28日）报告中曾指出，市场对中国经济短期恢复前景进一步看好的同时，对中国经济中长期前景平稳的预期则保持了不变，经济复苏景气度稳中偏升的市场主流看法持续。最新的市场预期表明，市场对中国经济的整体信心继续提升，平稳预期进一步强化。对于2023-2025年经济走势，平稳仍是市场共识，从年度经济增速预期变化维持稳定的情况看，“增速换挡”后的新档位水平认识已形成，预计GDP增速为5%是大部分机构对经济增长“新档位”的普遍认识。

1.2 我们看法：经济、物价平稳，货币趋回落

我们一直认为，经济底部徘徊时期通胀低迷是主要趋势，我们和市场主流预期期间存在差异，我们对通胀稳中下行的态势，有着更为强烈的估计。我们认为对中国消费价格指数中的关键商品——猪肉，在产业结构趋成熟的整合期间，低价或持续1-2年，因而CPI同比或呈现延续下降的态势。受基数效应影响，年内消费品和工业品双负局面或出现，因此年内降息仍是大概率事件。经济偏弱中的平稳缓升+降息带来的资金价格下移，有利于中特估行情发动。外汇占款增长放缓后中国基础货币增长平稳，是中国货币体系的基础格局，为维持货币平稳“降准”仍是大概率事件。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会到来。伴随着美联储加息接近尾声，利率平价对汇率走势的主导作用逐渐消退，其它因素对汇率走势的影响重要性将逐渐上升。首先，通货膨胀差对汇率的影响将很快体现，在全球利率体系趋稳后，流动性强的金融资本对通胀差影响的敏感性将上升；其次，经济发展前景差异对国际资本的趋势性影响，将再度成为汇率的方向性影响力量。在全球资本过剩的时代背景下，世界经济重心向中国、向亚太转移的大趋势下，国际资本为中国等亚太新兴经济体吸引是不变趋势。

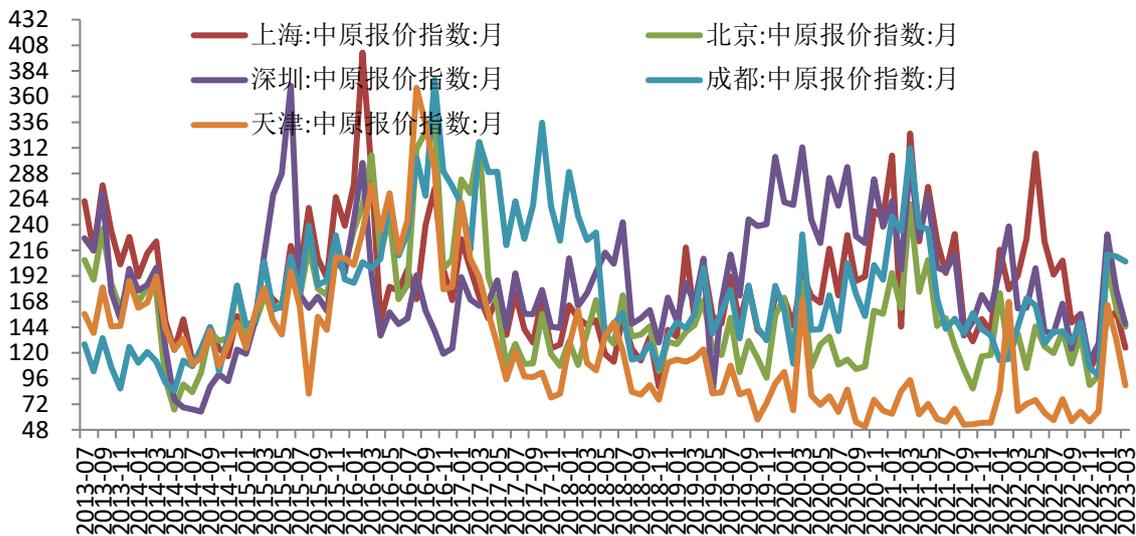
2 四月高频数据、政策分析

2.1 房地产市场：楼市运行平稳，成交、价格双平稳

2023年3月，多地住房公积金贷款政策迎来调整。4月，楼市延续了放松趋势，各地延续因城施策方针，根据自身情况对楼市进行了不同程度的松绑，多地在放松疫情前严格“四限”措施的同时，开始进一步在增加真实需求方面发力，吸引人口流入，将购房政策与落户政策结合，成为多地更好满足新市民住房需求的落脚点。

然而，尽管伴随房地产市场经营环境变化，但前期楼市成交量价双回升的局面并没有持续，楼市“小阳春”现象并没有出现，从主要城市房地产市场交易统计情况看，房地产市场成交平稳，我们跟踪的5个主要城市（上海、深圳、天津、北京、成都）的中原房价指数看，2023年3月都出现了回落，房价整体在年初回升后并没有出现持续。从成交和价格的变化看，2023年春节后房地产市场季节性回暖带来的成交和价格回升，并没有带来楼市人气聚集的持续。

图 1：主要城市中原房价指数回升停止



资料来源：Wind，上海证券研究所

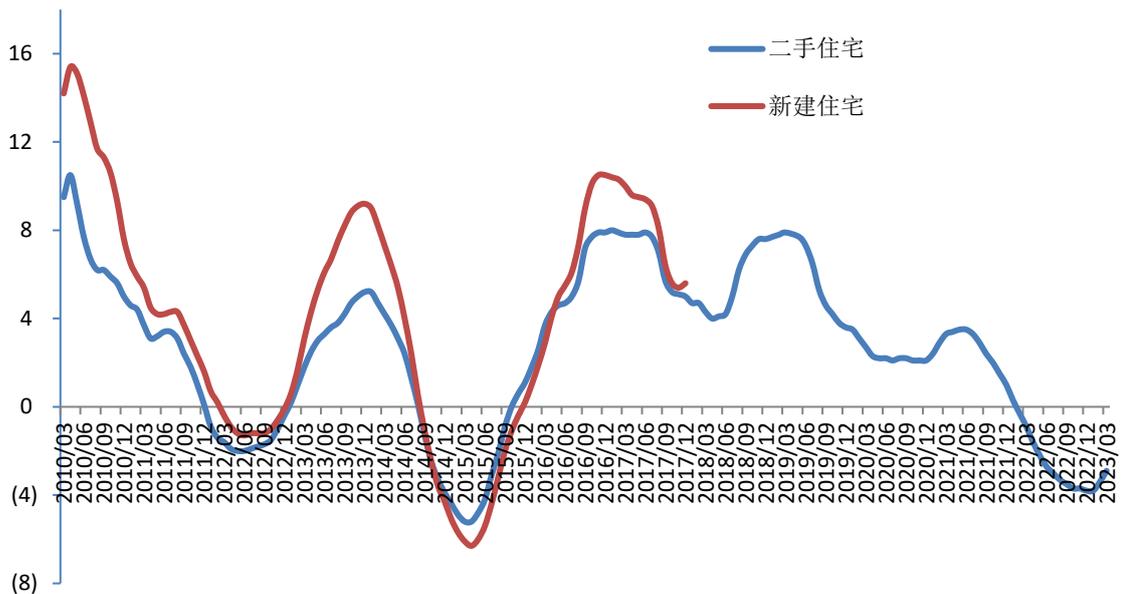
国家统计局公开信息显示，2023年3月份，70个大中城市中商品住宅销售价格上涨城市个数增加，各线城市商品住宅销售价格环比上涨，一线城市商品住宅销售价格同比上涨、二三线城市同比降幅收窄。

3月份，70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有64个和57个，比上月分别增加9个和17个。

一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比分别上涨 0.6% 和 0.3%，涨幅比上月均扩大 0.2 个百分点。三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格环比由上月持平转为上涨 0.2%。

70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格同比上涨城市分别有 18 个和 8 个，比上月分别增加 4 个和 1 个。一线城市新建商品住宅销售价格同比上涨 1.7%，涨幅与上月相同；二手住宅销售价格同比上涨 1.1%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降 0.2% 和 2.4%，降幅比上月均收窄 0.5 个百分点。三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别下降 2.7% 和 3.9%，降幅比上月分别收窄 0.6 和 0.5 个百分点。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）

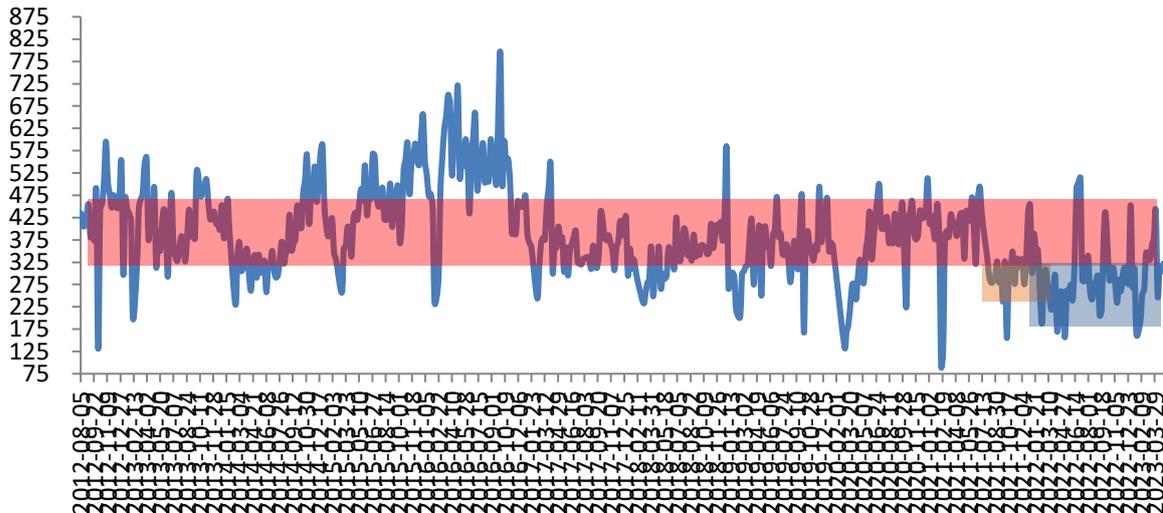


资料来源：Wind，上海证券研究所

2023 年 4 月的楼市成交仍然维持了相对平稳的态势，整体态势上延续了 2021 年 2Q 以来的下台阶后低位平稳运行的局面。2022 年 Q4 以来各地先后不同程度对楼市调控采取了松动的措施，市场对楼市调控转向逐渐转向放松预期逐渐升高，但基于经济、社会和行业基本面的变化，楼市成交依然平稳，并没有出现持续回升局面；楼市成交虽有回升，但整体格局未变，并没有突破 2021 年 Q2 以来的平稳运行区间。2023 年 4 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 325.8 万方，上月为 353.7 万方，2022

年4月份同期为236.1万方。从月度波动上看，2021年Q2后楼市活跃度下降后成交平稳；从整体走势上看，成交持续位于下台阶后的新运行区间，表明楼市活跃度仍然较低，我们认为随着房地产行业进入新发展阶段，楼市发展也由过去的持续扩张期进入了新的平稳运行期。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会低位延续，楼市成交新平衡区或仍会下降。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持区间低位（日均/周，万平米）



资料来源：Wind，上海证券研究所

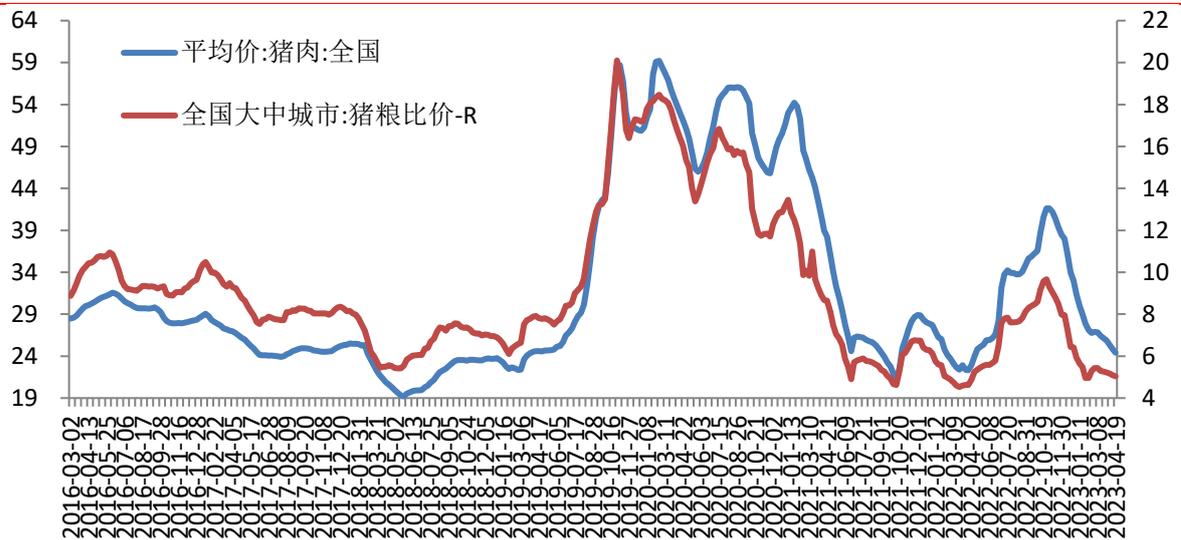
2.2 食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续下行

从商务部监测的日常消费品周度指数看，各类消费品走势基本呈现了季节性波动状况，猪肉价格运行低位中再趋疲软。2023年4月份，受气候回暖带来短生产周期的农副产品供应回升，市场供应充足，居民消费价格普遍平稳中趋降，环比回落。我们一直认为，对消费价格整体水平具有标杆指示性作用的猪肉价格变化，因产业结构正处集中整合期，市场结构的垄断竞争格局正在形成中，产业集中化稳定格局还在变化中，因而未来猪肉价格仍将在1-2年内处于平稳偏降的状态。相对于正常年景而言，当前消费价格季节性规律作用下的上涨速度要缓和得多，主要消费品种猪肉则处周期性低迷阶段。

据商务部监测，2023年3月27日至4月2日，全国食用农产品市场价格比前一周（环比，下同）下降0.9%，生产资料市场价格与前一周持平。生产资料价格变化方面，受国际大宗商品价格变化平稳影响，各类生产资料价格也是跌多涨少，国家统计局公

开对全国流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示，2023 年 4 月中旬与 4 月上旬相比，19 种产品价格上涨，29 种下降，2 种持平。

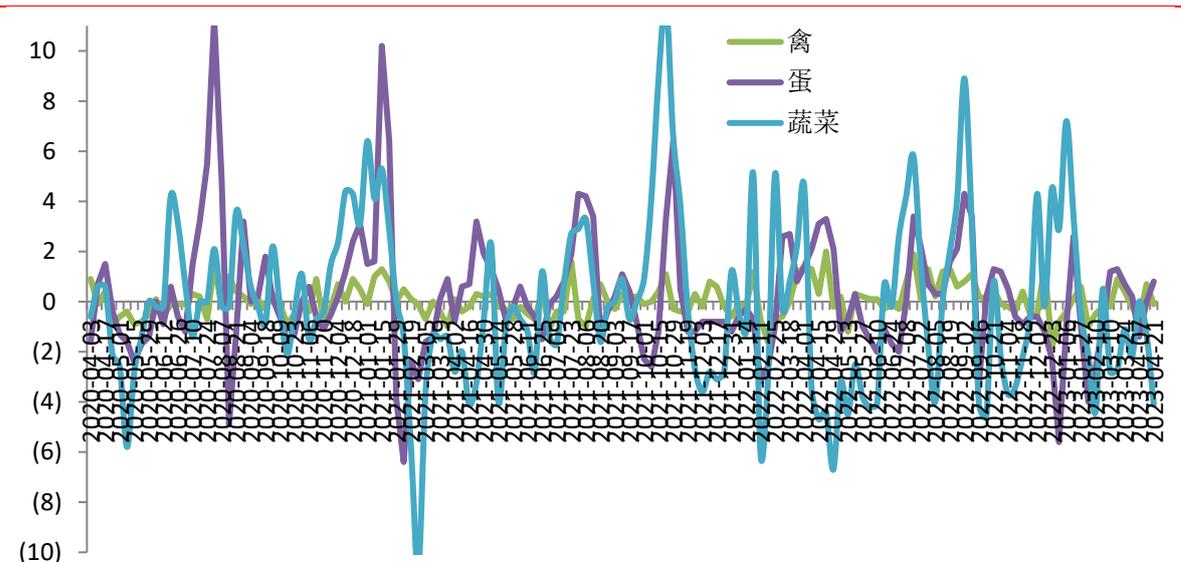
图 4：猪肉价格延续下降走势（全国，元/公斤）



资料来源：Wind，上海证券研究所

作为消费品价格篮子构成中权重最大的食品篮子，季节性价格回落的态势明显，尤其是蔬菜品种，表现最为显著。农副产品中的肉、蛋、禽品种，也随气候回暖价格运动有季节性低迷态势。

图 5：商务部食品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

综合各方面的因素看，按照固有的消费物价季节性运行规律，

我们预计消费品价格 4 月份消费品价格水平环比回落 0.1，当月同比则为 0.3，年中前后或跌破 0 至负值，届时或迎来消费品和工业品的“双负值”状态。2023 年中国物价低迷主要是受基数效应和产业周期成熟影响，并非经济周期性概念中的“通缩”状态。

3 四月份宏观数据预测与解释

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 4 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1： 2023 年 4 月国内重要经济数据预测 (同比增长，除 PMI 外)

预 计 公 布 日 期	项 目	本 月 预 测	上 月 实 际	上 月 预 测	去 年 同 期
4/30	PMI	51.5	51.9	52.5	47.4
5/1	财新 PMI	50.5	50.0	51.5	46.0
5/11	CPI 涨幅%	0.3	0.7	0.9	2.1
	PPI 涨幅%	-3.2	-2.5	-2.7	8.0
5/9	出口增速%	13.8	14.8	1.8	3.5
	进口增速%	-1.3	-1.4	-13.3	0.1
	贸易顺差 (亿美元)	900	881.9	800	494.8
5/16	城镇固定资产投资-当年累计%	5.4	5.1	5.8	6.8
5/16	工业增加值%	8.5	3.9	4.0	-2.9
	当年累计%	5.0	3.0	2.5	4.0
5/15	M2 增速%	12.5	12.7	12.4	10.5
	M1 增速%	5.1	5.1	5.6	5.1
	信贷新增 (10 亿元)	600.0	3890	2100	645.4
	信贷增速	11.8	11.8	11.5	10.9
	信用增速	9.9	10.0	9.8	10.2
5/16	消费增速%	16.5	10.6	4.0	-11.0
	当年累计%	5.5	5.8	3.6	-0.2
7/17	2 季度 GDP 增速%	上月预测: 7.5		本月调整: 8.5	
	当年累计%	上月预测: 5.5		本月调整: 6.3	

资料来源: wind, 上海证券研究所

3.1 电力消费回暖预示经济回升

2023 年 4 月 28 日，中电联发布 2023 年一季度全国电力市场形势报告。1-3 月份，全国全社会用电量 2.12 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，比上年四季度增速提高 1.1 个百分点，电力消费增速稳中有升。一季度第一、二、三产业合计用电量 1.78 万亿千瓦时，同比增长 4.2%。分月份看，1-2 月、3 月全社会用电量同比分别增

长 2.3%、5.9%。3 月用电量增速比前两个月回升较多，一方面有上年同期部分地区疫情形成的低基数因素；另一方面是受当前我国经济运行企稳回升的拉动。

2023 年 1-3 月份，第一产业用电量 265 亿千瓦时，同比增长 9.7%。第二产业用电量 1.38 万亿千瓦时，同比增长 4.2%。分月份看，1-2 月、3 月第二产业用电量同比分别增长 2.9%和 6.4%。一季度制造业用电量同比增长 3.6%。分大类看，四大高载能行业一季度用电量同比增长 4.2%，增速比上年四季度提高 2.5 个百分点。其中，黑色金属冶炼和压延加工业、建材行业用电量扭转了上年以来的持续负增长态势，一季度用电量同比分别增长 2.7%和 7.5%。高技术及装备制造业一季度用电量同比增长 4.0%。其中，电气机械和器材制造业用电量同比增长 22.8%，电力建设投资保持高位拉动行业用电量快速增长。医药制造业、汽车制造业用电量增速超过 5%。消费品制造业一季度用电量同比下降 1.7%，降幅比上年四季度收窄 2.5 个百分点。其中，造纸和纸制品业（3.5%）、食品制造业（2.7%）、酒/饮料及精制茶制造业（2.2%）3 个行业用电量为正增长。其他制造业行业一季度用电量同比增长 5.2%，其中，石油/煤炭及其他燃料加工业用电量同比增长 13.4%。第三产业用电量 3696 亿千瓦时，同比增长 4.1%。

从电力市场的运行情况看，2023 年中国经济回暖复苏的势头良好，经济持续回升的态势较为稳固，这印证了我们之前的判断：经济、社会正常化将带来经济回暖中的缓复苏。

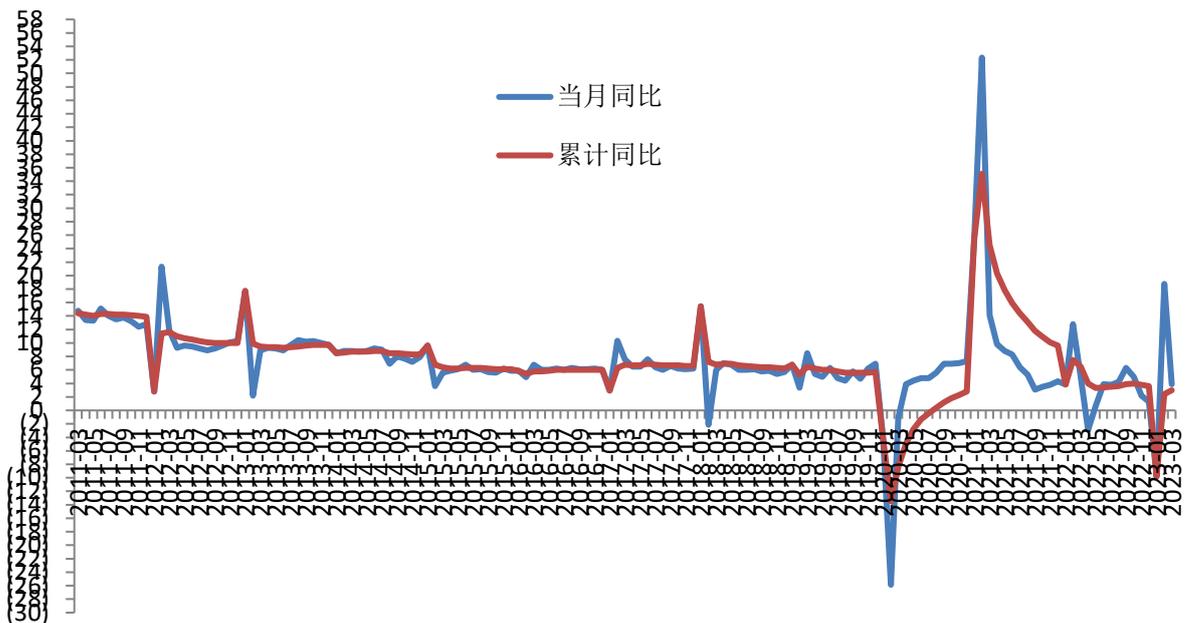
3.2 工业、消费延续回升，投资延续平稳

2023 年外贸发展平稳有序，消费回暖，投资平稳，工业生产企稳回升，多数行业和产品均呈现回升态势。一季度，随着稳增长稳就业稳物价各项政策措施落地显效，工业生产稳步恢复，制造业增速加快，小微企业景气指数回升，工业企业预期有所增强，工业经济实现平稳开局。全国规模以上工业增加值同比增长 3.0%，较上年四季度加快 0.3 个百分点。从三大门类看，采矿业增加值同比增长 3.2%，制造业增长 2.9%，电力热力燃气及水生产和供应业增长 3.3%。在工业 41 个大类行业中，23 个行业增加值实现增长，增长面超过五成；与上年四季度相比，20 个行业增加值增速加快或降幅收窄。

装备制造业支撑明显。一季度，装备制造业增加值同比增长 4.3%，高于全部规模以上工业 1.3 个百分点，对规上工业增长的贡献率达到 42.5%。8 个装备制造业大类行业中，有 7 个行业实现增长，其中电气机械、铁路船舶、仪器仪表、专用设备行业增长较

快，同比分别增长 15.1%、9.3%、6.5%、5.5%，较上年四季度加快 2.2、9.4、4.2、4.1 个百分点。从产品看，太阳能电池（光伏电池）、医疗仪器设备及器械、光纤、工业仪表等产品产量快速增长，同比分别增长 53.2%、31.0%、16.0%、11.3%。我们认为，工业生产总体保持恢复态势，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力虽然存在但趋缓解，预计 2023 年中国工业经济回升仍将较为平稳缓慢。

图 6：中国工业经济增速平稳回升（%，月）



资料来源：wind，上海证券研究所

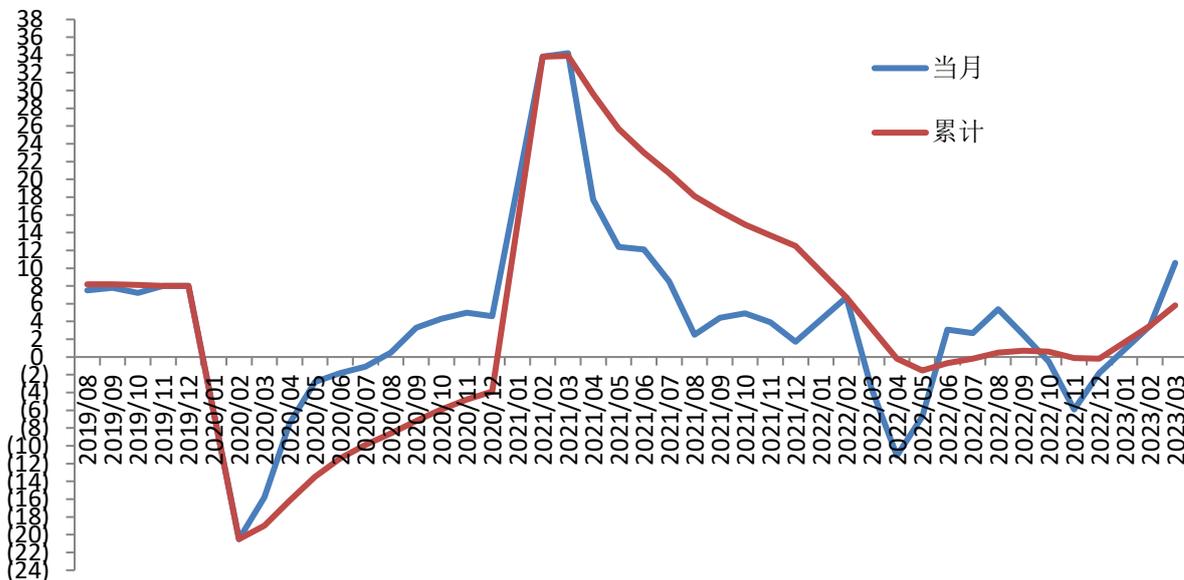
4 月份，中国出现加速回升势头。2023 年以来，社会生活正常化后消费市场回暖态势明显，各地也加大了促消费的举措，多地出台了促销费措施，城乡市场同步恢复。3 月份，社会消费品零售总额 37855 亿元，同比增长 10.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 33591 亿元，增长 10.5%。1-3 月份，社会消费品零售总额 114922 亿元，同比增长 5.8%。其中，除汽车以外的消费品零售额 104094 亿元，增长 6.8%。按经营单位所在地分，3 月份，城镇消费品零售额 32868 亿元，同比增长 10.7%；乡村消费品零售额 4987 亿元，增长 10.0%。1-3 月份，城镇消费品零售额 99664 亿元，同比增长 5.7%；乡村消费品零售额 15258 亿元，增长 6.2%。

随着疫情影响逐步消退和各地促消费政策措施显效发力，居民消费潜力逐渐释放，消费支出加快恢复。一季度，全国居民人均消费支出 6738 元，比上年同期名义增长 5.4%，扣除价格因素，实际增长 4.0%，名义和实际增速分别快于上年全年 3.6 和 4.2 个百

分点。分城乡看，城镇居民人均消费支出 8303 元，比上年同期名义增长 4.8%，扣除价格因素，实际增长 3.5%；农村居民人均消费支出 4629 元，比上年同期名义增长 5.5%，扣除价格因素，实际增长 4.2%。城镇居民消费支出恢复较快，消费实际增速由上年全年的下降 1.7% 转为今年一季度的增长 3.5%。

医疗保健、教育文化娱乐、居住、其他用品及服务支出增长较快。从消费支出结构看，医疗保健支出比上年同期增长 14.7%，主要是医疗器械及药品支出增长 31.2%；教育文化娱乐支出比上年同期增长 9.2%，主要是由于上年基数较低，今年以来线下文化娱乐消费有序恢复，文化娱乐支出增长 21.0%；居住支出比上年同期增长 8.7%，主要是节后人员流动逐步恢复，带动房租支出增长；其他用品及服务支出比上年同期增长 8.2%，主要是旅馆住宿费支出增长较快。食品烟酒、生活用品及服务、交通通信支出增长相对较慢，比上年同期分别增长 2.1%、3.9% 和 4.1%。在交通通信支出中，居民购买交通工具支出比上年同期下降 12.4%，其他交通通信支出比上年同期增长 10.0%。另外，衣着支出比上年同期下降 3.3%。一季度，全国居民恩格尔系数 31.6%，比上年同期下降 1.0 个百分点。

图 7：中国社会零售增长延续回升（%，月）



资料来源：wind，上海证券研究所

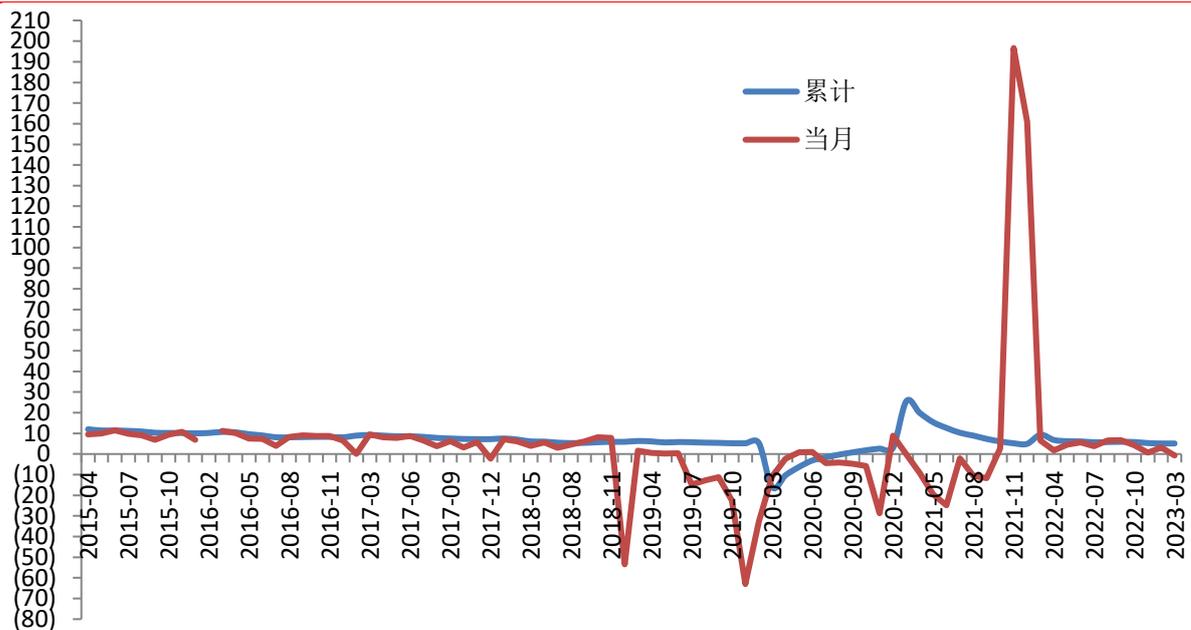
我们一直认为，投资是经济的第一增长动力。2023 年以来，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，深入贯彻落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量；因城施策用好政

策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼工作，推动固定资产投资稳定增长。1-3 月份，全国固定资产投资（不含农户）107282 亿元，同比增长 5.1%；扣除价格因素，同比增长 7.1%，增速分别比上年全年和同期加快 2.2 个和 4.5 个百分点。一季度，基础设施投资同比增长 8.8%，拉动全部固定资产投资增长 1.8 个百分点。其中，铁路运输业投资增长 17.6%，信息传输业投资增长 11.3%，水利管理业投资增长 10.3%，道路运输业投资增长 8.5%。

制造业投资同比增长 7.0%，拉动全部固定资产投资增长 1.7 个百分点。大项目投资带动作用明显。一季度，计划总投资亿元及以上项目投资同比增长 12.3%，增速比全部固定资产投资高 7.2 个百分点，拉动全部固定资产投资增长 6.3 个百分点。第二产业投资增速明显快于一、三产业。一季度，第一产业投资 2425 亿元，同比增长 0.5%；第二产业投资 33964 亿元，同比增长 8.7%；第三产业投资 70894 亿元，同比增长 3.6%。

政府相关宏调部门多次向市场释放了促进经济增长的积极信号：进一步激发民间投资活力；持续释放房地产市场刚性和改善性住房需求，推进“保交楼”项目建设力度，逐步提振市场信心，不断巩固和拓展固定资产投资稳定增长的良好势头。在基础设施领域，政府也加大了重点项目落地建设的推进力度，各地都在争取建设项目尽早形成实物工作量，促进增长。因此，我们预计，2023 年中国投资增长将呈现缓慢回升态势。

图 8：中国固定资产投资增长平稳态势延续（%，月）



资料来源：wind，上海证券研究所

4 宏观数据对经济和资本市场的影响

4.1 宏观部门对经济前景信心增强

4月28日，中共中央政治局4月28日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议发布的公告表明，经济回温和回升态势确立，已成宏观部门对经济的最新看法。会议认为，今年以来我国疫情防控取得重大决定性胜利，经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策靠前协同发力，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。但会议同时也指出，当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。

对于未来经济政策前景，会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

基于中央政治局经济分析会基调和经济回温和回升态势，我们认为未来宏观政策前景仍将平稳为主，促进经济成长和高质量发展的政策体系，仍将进一步完善，经济回温和回升态势将延续。

4.2 经济信心改善增强市场回温和趋势

国内经济环境改善下，海外政策变化冲击或是影响中国资本市场短期波动的主要因素。我们认为，由于美国金融市场风险持续暴露、通胀回落和经济压力上升，美联储紧缩政策大概率已到顶，年末或进入拐点。

中国经济平稳回升势头不变，疫情形势变化后带来的经济、社会生活正常化，必然带来中国经济的回温和上行，而西方经济体则受高货币利率的影响，继续承受下降压力。世界经济和国际金融形势的变化，我们认为人民币汇率中长期稳中偏升的态势不变。美联储加息进程改变后，人民币汇率稳中偏升的大趋势将逐步呈现。在全球资本过剩的时代背景下，世界经济重心向中国、向亚太转移的大趋势下，国际资本为中国等亚太新兴经济体吸引是不变趋势。综合来看，中国经济仍处在“底部走稳”阶段，物价保持低位且平稳较有保证，因此我们认为中国利率市场中枢仍将维持下行趋势；在政策平稳和经济韧性影响下，资本市场运行格局波动中不改缓慢回温和态势。

5 风险提示:

俄乌冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：俄乌战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：全球供应链不稳定冲击上升，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。