

财经委强调产业链完整安全，美非农再超预期**定期报告****华金宏观·双循环周报（第8期）****投资要点**

- ◆ **4月美元趋弱推升外储估值，人民币主动贬值出口或环比降温。**4月官方外储资产新增218亿美元，主要源于美国银行业动荡、美元指数回落引发的资产估值增加。美元指数走弱的同时，4月人民币兑美元汇率小幅贬值，显示4月出口环比或有所降温。考虑到去年上海等地封控导致的出口低基数效应在3-4月最为明显，我们预计4月出口同比增长约15.0%，5月-7月或逐步自8%左右降至2%左右，8月后震荡中小幅反弹，维持全年4.0%的预测不变。
- ◆ **财经委聚焦完整、先进、安全的现代化产业体系。**三大长期发展路径值得关注。一、加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，强调维护产业安全作为重中之重。二战以来全球各国发展经验证明了一个长期有效的道理：只有制造业高级化可以带动一个经济体实现成功的、不可逆的赶超，最终成为一个现代化的发达国家。从长期视角来看，供给和需求、国内和海外在市场和生产要素方面的进一步融合提升，正是双循环新发展格局、高质量发展的根本性要求。二、重视产业链完整性，传统产业要转型升级，不能简单退出。会议明确要求“坚持推动传统产业转型升级，不能当成‘低端产业’简单退出”，要坚持开放合作，但更多强调的是“高效集聚全球创新要素”，而不是对外投资在海外兴建产能转移承接基地。三、以人口高质量发展支撑中国式现代化。
- ◆ **国常会提出充电基建带动农村需求。**周五的国务院常务会议对加快发展先进制造业集群、推进农村充电基建，释放农村新能源车消费潜力进行了布局。“坚持全国一盘棋”或更多强调供给侧形成“国内大循环”而不是省域范围内的多个“小循环”。在新能源汽车消费方面，主要遵循“供给创造需求”而非“消费券刺激短期需求”的模式，会议提出“加快推进充电基础设施建设”。我们认为，年初以来房地产需求经历一波积压需求集中释放之后重新进入到缓慢降温状态，基建投资稳增长作用的持续发挥为农村户籍人口就业和收入预期改善创造了可能性。推行大规模的“消费券”以刺激农村居民短期消费的方式因为可持续性差、可能导致预期紊乱、财政压力较大，而不会被作为主要的政策选项。
- ◆ **美国就业走强薪资高增，美联储6月再度加息预期再起。**美国4月新增就业超预期走强、各行业普遍向好，失业率降至数十年新低，劳动力供给明显改善，验证美国经济年内衰退概率极低。平均时薪同比增速反弹，凸显美国当前需求过热黏性较大+居民薪资增速预期较强的背景下，就业市场改善有可能强化薪资通胀螺旋。非农数据验证了我们提出的鲍威尔陷入“不可能三角”，加息降息都缺乏合理依据的判断，由此我们仍维持全年美元指数、10Y美债收益率分别在当前水平附近震荡而非趋势下行的判断不变。维持两大推论：我国出口外需环境年内逐步降温而非断崖式下滑；我国货币政策操作的外部约束已经很小，关注我国货币政策与内需的联动。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板(GMAPP)：**本周A股整体表现一般，银行、传媒、非银板块涨幅靠前；美联储缩表延续，美欧央行加息25BP，金价冲高回落。
- ◆ **风险提示：**美联储加息强度可能超预期。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.com**相关报告**

- 美联储 FOMC 会议点评（2023.5）- 鲍威尔的不可能三角 2023.5.4
- 五一假期国内外宏观综述 2023.5.3
- PMI 点评（2023.4）- 促内需迫在眉睫，去库存长路漫漫 2023.4.30
- 政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力 2023.4.28
- 工业企业利润点评（23.3）- 利润随营收有所改善，但需要更多时间 2023.4.27



内容目录

一、4月美元趋弱推升外储估值，人民币主动贬值出口或环比降温	3
二、财经委聚焦完整、先进、安全的现代化产业体系	4
三、国常会提出充电基建带动农村需求	5
四、美国就业走强薪资高增，美联储6月再度加息预期再起	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	9

图表目录

图 1：官方外汇储备资产与当月变动	3
图 2：货物贸易进出口同比及预测	4
图 3：世界经济史：制造业高级化是一个经济体成功赶超的唯一路径	5
图 4：美国 4 月新增就业超预期向好	6
图 5：薪资增速反弹可能对下半年美国核心通胀形成新的支撑	7
图 6：发达经济体四大央行政策利率（%）：美、欧 5 月初同步加息 25BP	8
图 7：全球股市：欧洲、日本股市领先，A 股延续下跌趋势	9
图 8：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周市场整体表现一般，银行、传媒、非银板块涨幅靠前	9
图 9：标普 500 及行业涨幅对比（%）：延续下跌趋势，仅 IT 有所上涨	9
图 10：全球 1Y 国债收益率（%）：国债收益率下降	10
图 11：全球 10Y 国债收益率（%）：美 10Y 国债收益率下行	10
图 12：10Y 国开债与国债利差维持低位（%）	10
图 13：1Y 信用利差持平上周（BP）	10
图 14：第一共和银行事件未影响美联储资产负债表（USD bn）	10
图 15：美联储加息 25 BP，欧央行决议加息（%）	10
图 16：全球汇率：美元指数小幅回落	11
图 17：美元指数回落带动人民币小幅升值	11
图 18：黄金价格节后波动下降至 2000 美元附近	11
图 19：油价经历大幅下跌后小幅回升	11
图 20：4 月末煤价延续下跌趋势（元/吨）	11
图 21：本周铜价小幅回升	11

一、4月美元趋弱推升外储估值，人民币主动贬值出口或环比降温

4月官方外储资产新增218亿美元，主要源于美国银行业动荡、美元指数回落引发的资产估值增加。美元指数走弱的同时，4月人民币兑美元汇率小幅贬值，显示4月出口环比或有所降温。5月7日外管局公布数据显示，4月底我国官方外汇储备资产规模3.40万亿美元，较3月底增加218亿美元，增速较3月有所放缓，但自去年下半年以来外储重新增长的态势得到巩固。4月美国银行业动荡影响延宕，海外市场对美联储加息路径的预期明显下修，美元指数当月下行0.8%，令我国持有的非美元计价外储资产的美元价格被动抬升，是外储增加的主要原因。海外债市收益率在3月已经大幅回落之后，4月基本保持稳定，对外储资产估值的影响较小，这也同时意味着4月我国外汇跨境交易净流动规模较小，国际收支基本稳定。

图1：官方外汇储备资产与当月变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

汇率角度，美元指数的月度下滑并没有转化为CNY的被动小幅升值，4月CNY贬值约0.8%至6.9280，这显示主动贬值的幅度大约在1.3%左右。2018年以来人民币主动升贬值主要由市场对出口的预期所驱动，这意味着4月出口环比可能较一季度有所降温，这一点与外需的逐步降温 and 我国电子产业链面临日趋激烈的海外保护主义政策竞争环境的现状是一致的。而考虑到去年上海等地封控导致的出口低基数效应在3-4月最为明显，我们预计4月出口同比增长约15.0%，5月-7月或逐步自8%左右降至2%左右，8月后震荡中小幅反弹，维持全年4.0%的预测不变。提示大家注意的是，去年4月尽管出口同比（3.5%）较3月下滑10.8个百分点，但剔除春节移动影响后，去年3-4月出口受上海等地封控的冲击幅度类似，因而不宜期待今年4月出口增速较3月进一步上行10个百分点。

图 2：货物贸易进出口同比及预测



资料来源：Wind，华金证券研究所

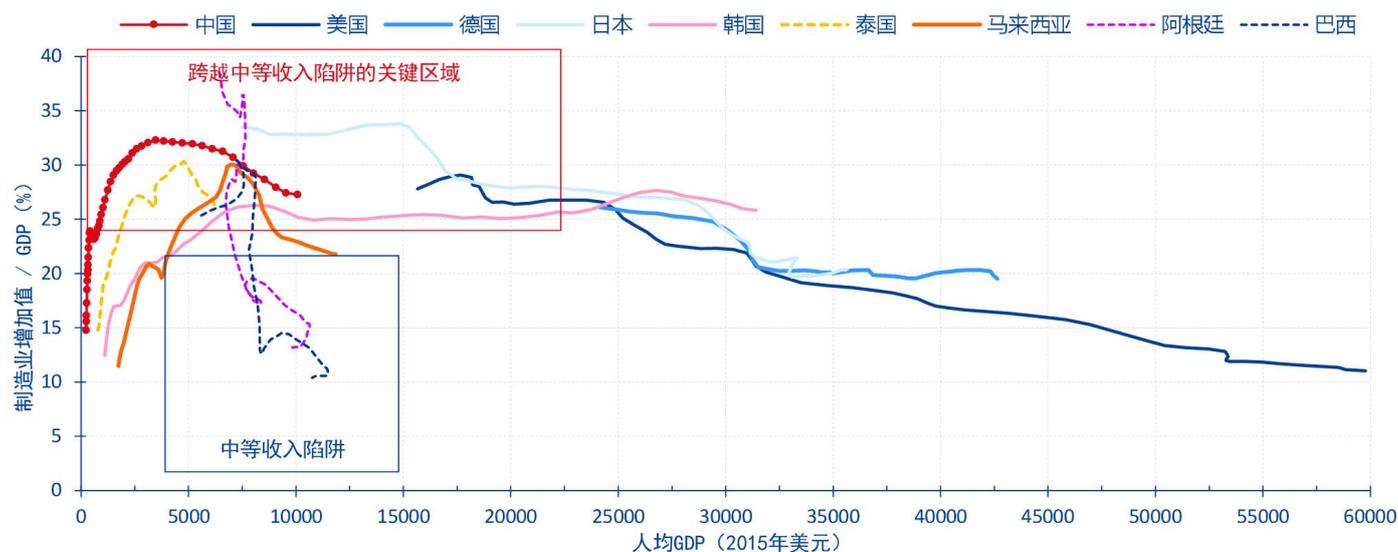
二、财经委聚焦完整、先进、安全的现代化产业体系

我国周五两大重要会议分别对长期经济可持续增长、短期供给创造需求提出了新的政策路径。

二十届中央财经委第一次会议强调加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，三大长期发展路径值得关注。5月5日习近平主持召开二十届中央财经委第一次会议。会议首先强调了中央财经委员会是党中央领导经济工作的重要制度安排，“责任重大，作用重要”，赋予了本次会议突出的长期战略重要性。会议中三个方面的重大论述可能成为未来较长一段时间经济政策的主要着力点：

一、加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，强调维护产业安全作为重中之重。会议强调，加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系，关系我们在未来发展和国际竞争中赢得战略主动。“要把握人工智能等新科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求”，“要坚持以实体经济为重，防止脱实向虚；坚持稳中求进、循序渐进，不能贪大求洋”。政策方面，会议要求“把维护产业安全作为重中之重，强化战略性领域顶层设计，增强产业政策协同性”，“要加强关键核心技术攻关和战略性资源支撑，从制度上落实企业科技创新主体地位”。2018年美国发起对华贸易战和投资、科技领域更为激烈的政策竞争以来，我国长期发展战略进一步向制造业高端化、产业链安全、完整倾斜。二战以来全球各国发展经验证明了一个长期有效的道理：只有制造业高级化可以带动一个经济体实现成功的、不可逆的赶超，最终成为一个现代化的发达国家。二十大提出中国式现代化的长期发展目标，必然以制造业高级化、完整、安全的现代化产业体系作为根本要求。从长期视角来看，供给和需求、国内和海外在市场和生产要素方面的进一步融合提升，正是双循环新发展格局、高质量发展的根本性要求。

图 3：世界经济史：制造业高级化是一个经济体成功赶超的唯一路径



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、重视产业链完整性，传统产业要转型升级，不能简单退出。会议关于产业链完整性的论述比之前的重要会议更加丰富。会议提出要建设“具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系”，完整构成先进和安全的基本前提。具体的要求方面，会议明确要求“坚持推动传统产业转型升级，不能当成‘低端产业’简单退出”，要坚持开放合作，但更多强调的是“高效集聚全球创新要素”，而不是对外投资在海外兴建产能转移承接基地。战后至今，新兴经济体通过简单承接发达经济成熟产业链而成功实现转型升级、高质量高速增长案例几乎不存在，日本对外投资的长期经验效果也显示发达国家如果自身产业链尚不够完整、安全，过早对外进行产能布局，也往往无法对本国产业链形成有效支撑。我国当前的发展战略中，完整化国内产业链的重要性应该是前置于所谓“低端产业”向外转移的。这一点可能和当下市场的普遍预期有一定差异。

三、以人口高质量发展支撑中国式现代化。对于当前我国人口发展呈现的“少子化、老龄化、趋于人口增减分化”的趋势性特征，会议提出“着力提高人口整体素质”和“努力保持适度生育水平和人口规模”两大政策导向。我们认为前者主要意在提升人口科学文化素质，提高人均产出水平，后者则意在较长时间维度内争取城镇化速度的重新提升。“把人口高质量发展同人民高品质生活紧密结合起来，促进人的全面发展和全体人民共同富裕”，则是“把扩大内需战略和创新驱动发展战略有机结合起来”的落实路径。

三、国常会提出充电基建带动农村需求

周五的国务院常务会议对加快发展先进制造业集群、推进农村充电基建，释放农村新能源车消费潜力进行了布局。先进制造业方面，国常会提出“要把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，坚持全国一盘棋，引导各地发挥比较优势，在专业化、差异化、特色化上下功夫，做到有所为、有所不为。要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，壮大优质企业群体，加快建设现代化产业体系。”在呼应财经委会议精神的同时，“坚持全国一盘棋”或更多强调供给侧形成“国内大循环”而不是省域范围内的多个“小循环”，这样才能避免各地重复建设，节约有限的人力、土地、财政资源，形成

更加合理高效的全国一体化的现代产业体系。在新能源汽车消费方面，会议充分看到农村地区新能源汽车“市场空间广阔”，而激发需求释放的方式方面，主要遵循“供给创造需求”而非“消费券刺激短期需求”的模式，会议提出“加快推进充电基础设施建设”，“适度超前建设充电基础设施，创新充电基础设施建设、运营、维护模式”，确保“有人建、有人管、能持续”。我们认为，年初以来房地产需求经历一波积压需求集中释放之后重新进入到缓慢降温状态，基建投资稳增长作用的持续发挥为农村户籍人口就业和收入预期改善创造了可能性，在此基础上，后续促进农村居民消费的政策将主要着手于包括新能源基建在内的供给侧，而年内推行大规模的“消费券”以刺激农村居民短期消费的方式因为可持续性差、可能导致预期紊乱、财政压力较大，而不会被作为主要的政策选项。

四、美国就业走强薪资高增，美联储 6 月再度加息预期再起

美国 4 月新增就业超预期走强、各行业普遍向好，失业率降至数十年新低，劳动力供给明显改善，验证美国经济年内衰退概率极低。据当地时间 5 月 5 日美国劳工统计局公布数据，美国 4 月新增非农就业 25.3 万人，超预期新增 5 万人左右，劳动参与率维持在 62.6% 的疫情以来最好水平的同时，失业率连续第二个月再度下降至 3.4% 的数十年新低水平，我们测算考虑劳动参与率的广义失业率也再度下降 0.1% 至 4.5%，较 2 月低 0.3 个百分点，较 2020 年 2 月疫情前水平仅高 1 个百分点。4 月各行业新增就业普遍改善，制造业在 3 月小幅减少 8000 人的基础上 4 月新增 1.1 万人，与美国两大制造业 PMI 均企稳回升趋势一致；金融地产信息行业连续 4 个月就业低迷之后 4 月迎来新增 2.4 万人的较大规模反弹，显示美国金融行业动荡对金融企业的影响仍是结构性、局部性的，而非全局性的；休闲酒店业、批零交运公用事业、专业商务服务与教育医疗业分别新增 3.1 万、1.7 万、12.0 万，均为近几个月以来的较强表现，显示 3 月普遍性的服务业就业偏低可能是疫情缓解效应降温和金融动荡导致企业短期信心波动的阶段性结果，4 月两大抑制性因素都明显缓和。总体来看，美国 4 月新增就业的超强表现验证了我们此前多次强调的美国经济年内衰退概率极低的判断。

图 4：美国 4 月新增就业超预期向好



资料来源：Wind，华金证券研究所

平均时薪环比高增达 0.5%，同比增速反弹，凸显美国当前需求过热黏性较大+居民薪资增速预期较强的背景下，就业市场改善有可能强化薪资通胀螺旋。4 月美国居民平均时薪环比大幅上涨 0.5%，涨幅超过前月 0.2 个百分点，推动同比增速反弹 0.1 个百分点至 4.4%。薪资增速的反弹与美国劳动力缺口的小幅下降主要由劳动力供给改善而非劳动力需求减少所驱动的现状是

一致的，另一方面也显示出在前期补贴过度导致美国居民需求过热黏性较大的同时，由于补贴同样具有抬升居民薪资增速预期的作用，因而当前的劳动力供给和生产改善并不直接对应通胀的下行，而更有可能带来薪资通胀螺旋的强化。

图 5：薪资增速反弹可能对下半年美国核心通胀形成新的支撑



资料来源: Wind, 华金证券研究所

非农数据再超预期验证了我们对美联储当前陷入鲍威尔“不可能三角”，从而加息降息都缺乏合理依据的判断，由此我们仍维持全年美元指数、10Y 美债收益率分别在当前水平附近震荡而非趋势下行的判断不变。维持两大推论：我国出口外需环境年内逐步降温而非断崖式下滑；我国货币政策操作的外部约束已经很小，关注我国货币政策与内需的联动。我们在此前报告《鲍威尔的不可能三角——美联储 FOMC 会议点评（2023.5）》中已经指出，鲍威尔在本次发布会上的罕见纠结显示其已经陷入了由自己所编织的货币政策“不可能三角”陷阱。1、当前美国潜在消费需求仍处于明显过热区间，唯有供给（产出）提升才可能加速通胀回落。2、但前期过度补贴抬升居民薪资预期，供给改善可能连带推升薪资增速，加大通胀粘性。3、但如果过早逆转为降息，银行业利率风险和房地产市场风险又可能迅速大幅缓解，信用环境的潜在改善又可能进一步推动实体经济供给向好，薪资通胀螺旋一旦再度增强则将令美联储不得不以更大的力度实施加息，又可能导致金融地产反复动荡，最终导致居民和企业部门的信心全面崩溃。鲍威尔“不可能三角”的本质是由其过度涉足财政赤字货币化引发的实体需求利率敏感度下降、而金融市场利率脆弱性提升导致的失衡。当前美联储进一步加息降息都缺乏合理依据，或进入持续数月以上的“利率磨顶期”。

风险提示： 美联储加息强度可能超预期。

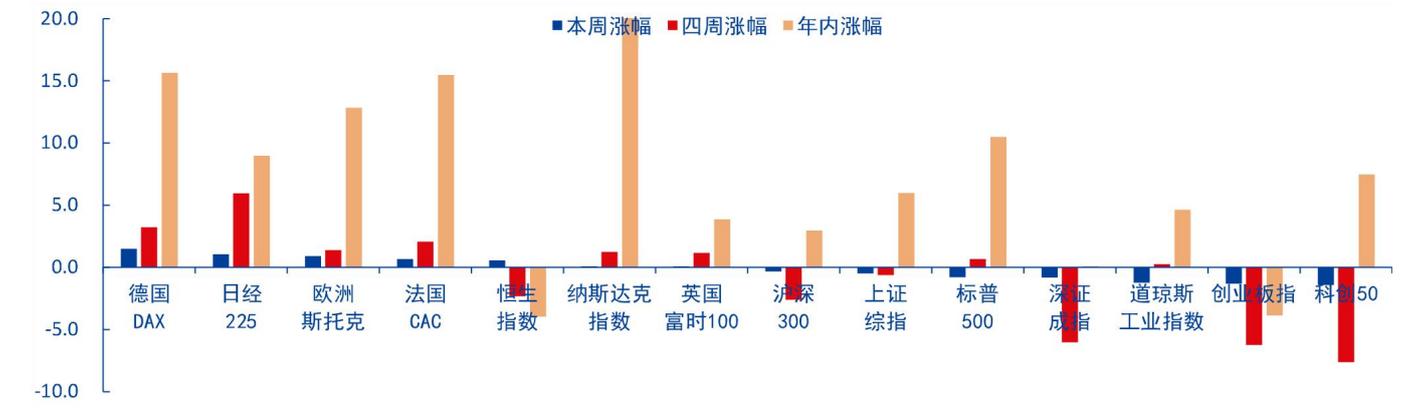
图 6：发达经济体四大央行政策利率（%）：美、欧 5 月初同步加息 25BP



资料来源：Wind，华金证券研究所

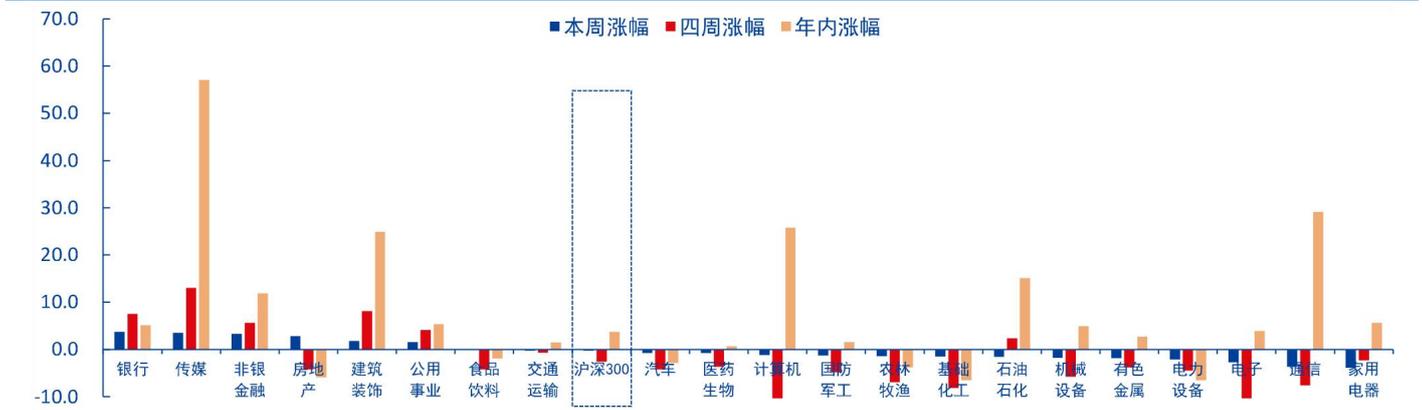
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 7: 全球股市: 欧洲、日本股市领先, A 股延续下跌趋势



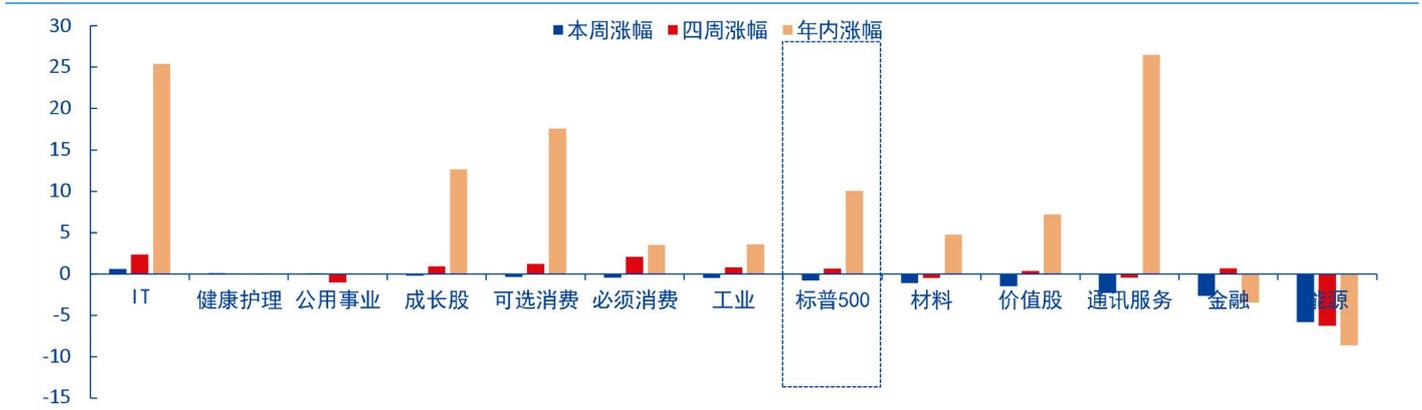
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周市场整体表现一般, 银行、传媒、非银板块涨幅靠前



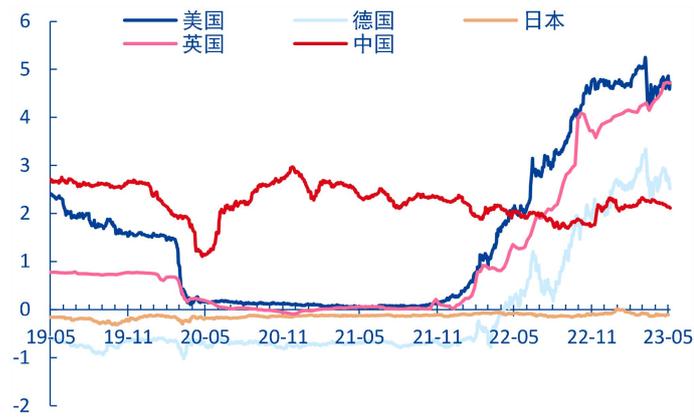
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 延续下跌趋势, 仅 IT 有所上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 全球 1Y 国债收益率 (%) : 国债收益率下降



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 全球 10Y 国债收益率 (%) : 美 10Y 国债收益率下行



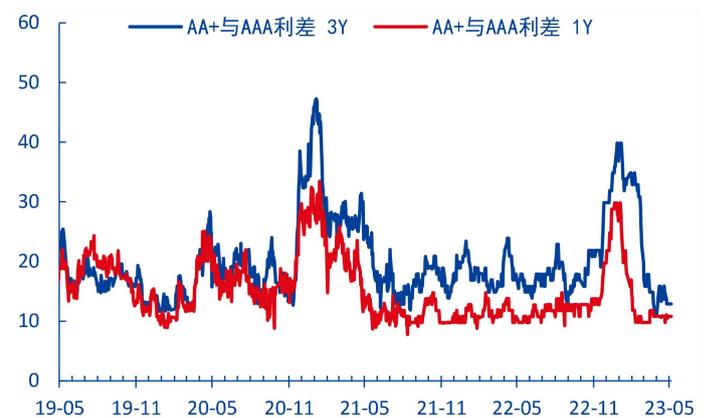
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 10Y 国开债与国债利差维持低位 (%)



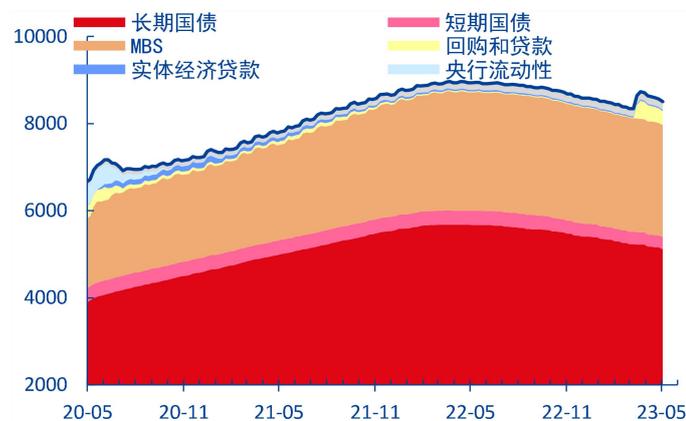
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 1Y 信用利差持平上周 (BP)



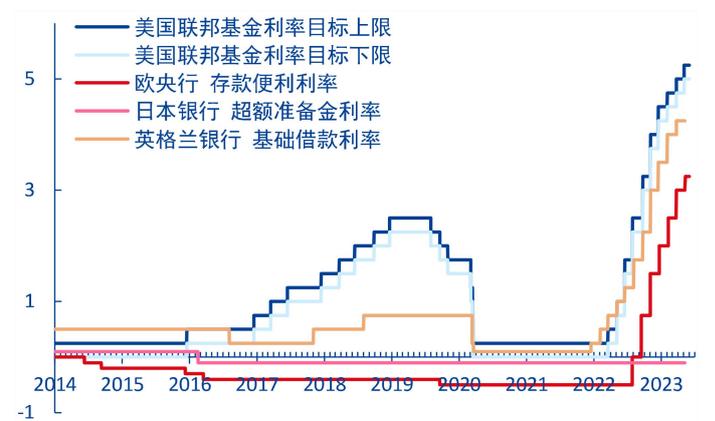
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 第一共和银行事件未影响美联储资产负债表 (USD bn)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 美联储加息 25 BP, 欧央行决议加息 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 全球汇率: 美元指数小幅回落



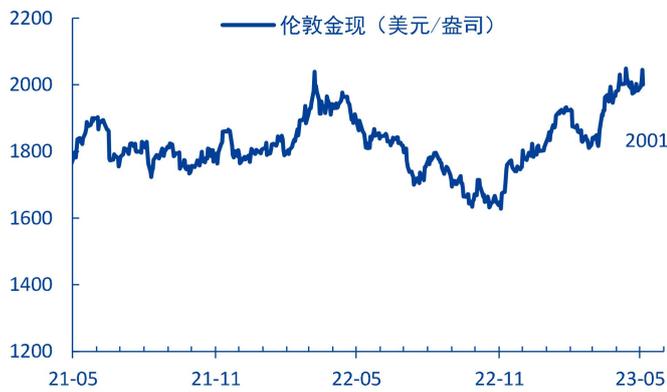
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 美元指数回落带动人民币小幅升值



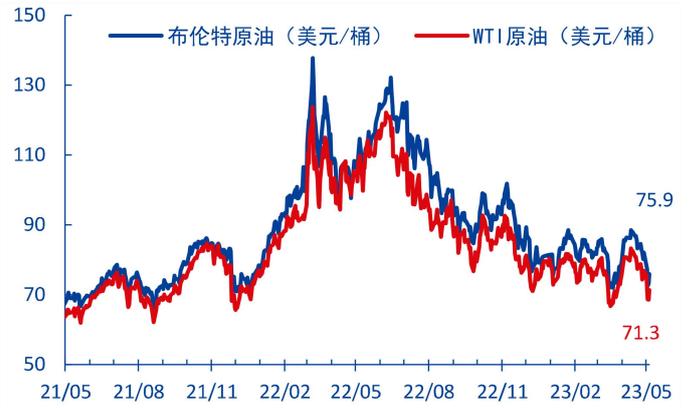
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 黄金价格节后波动下降至 2000 美元附近



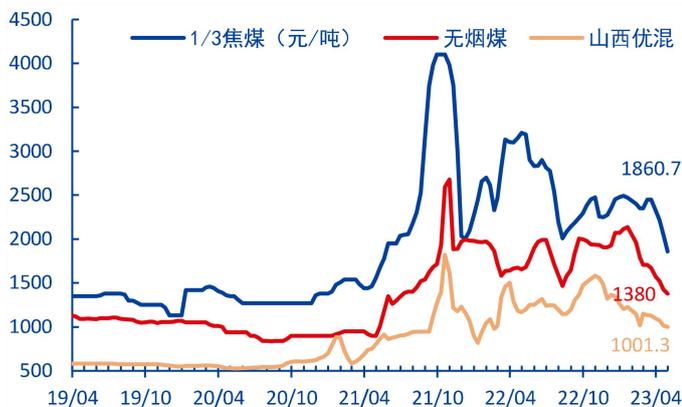
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 油价经历大幅下跌后小幅回升



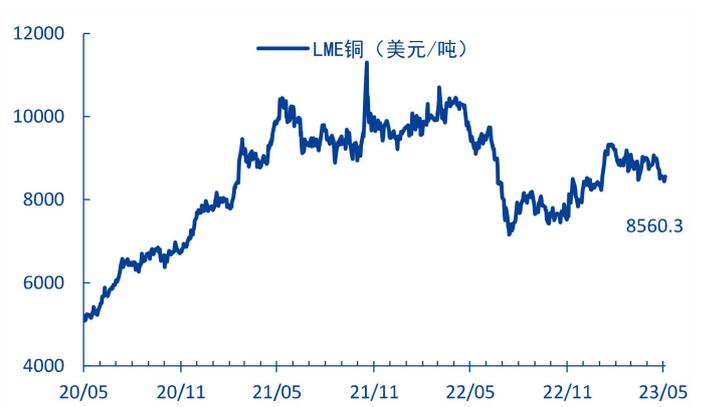
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 4 月末煤价延续下跌趋势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周铜价小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn