

分析师: 钮若洋  
登记编码: S0730522120002  
niury@ccnew.com 021-50586356  
分析师: 周建华  
登记编码: S0730518120001  
zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

## 转口贸易需求回落, 能源驱动通胀走低

——总量周观点

### 证券研究报告-总量周观点

发布日期: 2023年05月15日

#### 相关报告

《总量周观点: 内生动力偏弱, PMI 显著回落》  
2023-05-08

《总量周观点: 内需温和复苏, 外贸抬高经济中枢》 2023-04-24

《总量周观点: 3月出口大幅超出市场预期》  
2023-04-17

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

- **【宏观回顾】**5月9日我国4月进出口数据公布, 4月出口当月同比增长8.5%, 较前值下降5.9%; 进口金额当月同比增长-7.9%。出口结构上, 但对东盟地区、中国香港地区的出口拉动率却大幅下滑, 或反映初我国前期积压的转口贸易订单需求已经得到释放。同时我国对美欧日出口的同比拉动率仍在修复, 或反映我国出口存在结构性支撑。出口产品来看, 机电产品、汽车与零部件均保持了较高增速, 但箱包、塑料、纺织等劳动密集型产品出现下滑, 或同样反映出订单与开工滞后带来的需求逐步得到释放。进口的显著下滑一方面或受到价格因素影响, 4月以来国际油价持续回落, 另一方面我国对于日韩在汽车、手机、集成电路领域的进口持续下降反映的是我国经济结构的转换。5月11日我国4月通胀数据公布, 4月CPI同比增长0.1%, 较前值下滑0.6%, PPI同比增长-3.6%, 较前值下滑1.1%; 结构上看, 本次CPI与PPI双回落核心是4月大宗商品价格回落驱动, 表现为CPI交通分项显著拉动整体CPI下行; 而核心CPI却与上月持平, 其中文娱领域价格上涨明显, 反应出居民部门消费意愿逐步回暖。
- **【宏观展望】**当前经济复苏的内生动力依然偏弱, 建筑链信心的下滑对产业链上下游形成冲击, 投资意愿偏弱; 但服务业呈现出一定复苏韧性, 反应出居民部门资产负债表逐步修复, 消费意愿逐步回暖; 外贸端前期积压订单已经逐步释放, 但从出口国别与产品来看仍然存在一定结构性支撑。展望二季度, 货币政策或将保持宽松加力宽信用, 为内需复苏提供支撑, 结构上地产信心仍在边际回暖, 投资存在一定滞后复苏特征, 外贸动能有望抬升经济中枢, 消费需求或逐步温和释放, 经济复苏的节奏或许会边际加快。
- **【股市回顾】**上周, 全球指数涨跌不一, 纳指微涨0.4%, 道指下跌1.11%。国内市场主要指数几乎全部下跌, 只有创业板50略涨0.46%, 科创50、上证50跌幅最大。沪深两市日均成交额10,245亿元, 较上周环比-8.6%, 成交额明显下降。上周, 行业方面, 8个行业上涨, 22个行业下跌; 电力、汽车、煤炭等表现较好; 建筑、传媒、消费者服务等表现较差。概念方面, 水务、智能音箱、新能源整车等表现较好; 游戏出海、大基建、休闲服务等表现较差。
- **【股市展望】**五一假期之后市场大金融板块带动下, 大盘指数出现回升, 但后劲不足, 随后回落。电子、通信等行业则出现大幅回撤。科创50续下跌3周, 逼近1000点; 创业板50指数创2022年5月以来新低。市场成交量出现萎缩, 场内融资和北向资金增速明显放缓, 市场情绪趋于观望。国内出口增速回落, CPI继

续下行，显示外需减弱和内需不足，经济内生增长动力有待加强，政策或继续保持宽松态势。美国面临债务悬崖问题，海外市场风险增加。国内市场延续震荡格局，建议仓位维持5成以下，近期重点关注中药、电力、养殖、黄金等板块。

- **【债市回顾】**五一小长假后第二周，债市延续做多热情，但部分投资者开始趋于谨慎缩短久期偏好；加之银行加大融出力度，资金价格低廉，加杠杆较为“划算”，短端利率下行幅度更大，曲线牛陡。高频方面，地产成交维持弱势，新房销售在22年水平附近震荡，汽车消费维持偏强。进出口高频偏弱，生产涨跌互现，库存依然处于偏高水平，距离库存周期见底可能尚有时日。交易结构方面反映市场在大幅上涨后总体逐步趋谨慎，基金继续为利率债主要买入力量，但久期偏好已开始偏向短端；券商追涨长端利率卖出存单，农商卖出长端利率买入存单。理财继续温和买入信用和存单，保险也加大存单买入力度。
- **【债市展望】**债市短期对基本面定价较为充分，进入观望阶段。节奏上一则我们前期判断降息概率较低，降息预期落空后市场的反映有待观察，二则“利多”经济数据已逐步发布完毕，三则税期资金可能有小幅扰动。投资者可以小幅止盈短暂观望。
- **资产配置：股票40%、债券20%、商品20%、Reits20%。**

**风险提示：**政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

## 内容目录

1. 宏观：转口贸易需求回落，能源驱动通胀走低 .....	4
2. 股票：出口增速回落，市场延续震荡格局.....	5
3. 债券：资金宽松，债市牛陡 .....	7
4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%.....	8
5. 风险提示 .....	8

## 图表目录

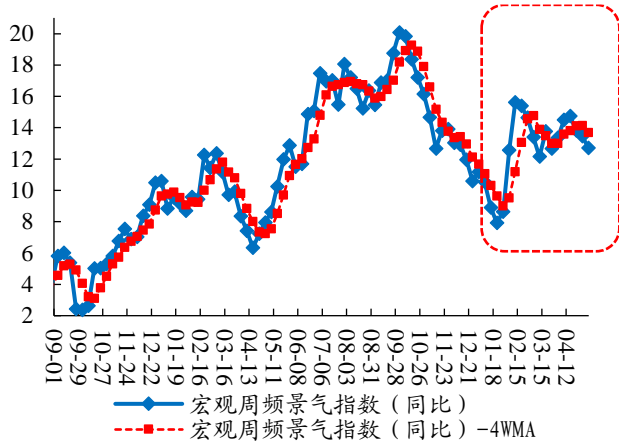
图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值 .....	5
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价.....	5
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差 .....	5
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY） .....	5
图 5：全球主要指数涨跌幅(%) .....	6
图 6：A 股主要指数涨跌幅(%).....	6
图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅（%） .....	6
8：国债收益率曲线牛陡.....	7
图 9：国开债收益率曲线牛陡 .....	7
图 10：同业存单利率震荡.....	7
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图 .....	8
表 1：本期大类资产配置比例.....	8

## 1. 宏观：转口贸易需求回落，能源驱动通胀走低

**宏观回顾：**5月9日我国4月进出口数据公布，4月出口当月同比增长8.5%，较前值下降5.9%；进口金额当月同比增长-7.9%。出口结构上，但对东盟地区、中国香港地区的出口拉动率却大幅下滑，或反映初我国前期积压的转口贸易订单需求已经得到释放。同时我国对美欧日出口的同比拉动率仍在修复，或反映我国出口存在结构性支撑。出口产品来看，机电产品、汽车与零部件均保持了较高增速，但箱包、塑料、纺织等劳动密集型产品出现下滑，或同样反映出订单与开工滞后带来的需求逐步得到释放。进口的显著下滑一方面或受到价格因素影响，4月以来国际油价持续回落，另一方面我国对于日韩在汽车、手机、集成电路领域的进口持续下降反映的是我国经济结构的转换。5月11日我国4月通胀数据公布，4月CPI同比增长0.1%，较前值下滑0.6%，PPI同比增长-3.6%，较前值下滑1.1%；结构上看，本次CPI与PPI双回落核心是4月大宗商品价格回落驱动，表现为CPI交通分项显著拉动整体CPI下行；而核心CPI却与上月持平，其中文娱领域价格上涨明显，反应出居民部门消费意愿逐步回暖。

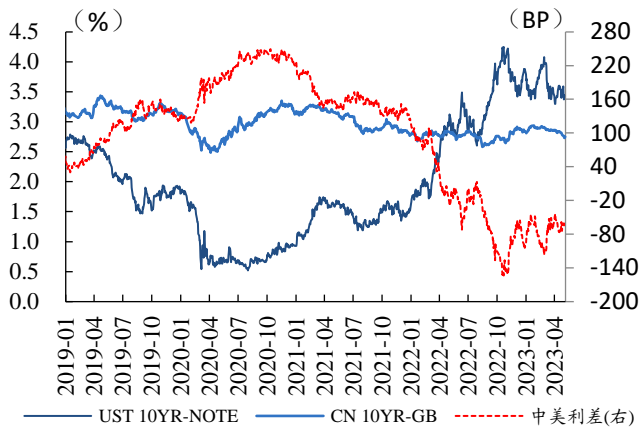
**宏观展望：**当前经济复苏的内生动力依然偏弱，建筑链信心的下滑对产业链上下游形成冲击，投资意愿偏弱；但服务业呈现出一定复苏韧性，反应出居民部门资产负债表逐步修复，消费意愿逐步回暖；外贸端前期积压订单已经逐步释放，但从出口国别与产品来看仍然存在一定结构性支撑。展望二季度，货币政策或将保持宽松加力宽信用，为内需复苏提供支撑，结构上地产信心仍在边际回暖，投资存在一定滞后复苏特征，外贸动能有望抬升经济中枢，消费需求或逐步温和释放，经济复苏的节奏或许会边际加快。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



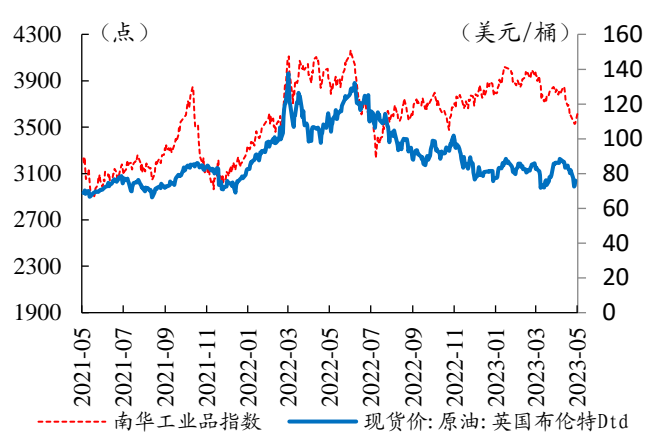
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

## 2. 股票：出口增速回落，市场延续震荡格局

**股市回顾：**上周，全球指数涨跌不一，纳指微涨 0.4%，道指下跌 1.11%。国内市场主要指数几乎全部下跌，只有创业板 50 略涨 0.46%，科创 50、上证 50 跌幅最大。沪深两市日均成交额 10,245 亿元，较上周环比-8.6%，成交额明显下降。上周，行业方面，8 个行业上涨，22 个行业下跌；电力、汽车、煤炭等表现较好；建筑、传媒、消费者服务等表现较差。概念方面，水务、智能音箱、新能源整车等表现较好；游戏出海、大基建、休闲服务等表现较差。

**股市展望：**五一假期之后市场大金融板块带动下，大盘指数出现回升，但后劲不足，随后回落。电子、通信等行业则出现大幅回撤。科创 50 指数连续下跌 3 周，逼近 1000 点；创业板 50 指数创 2022 年 5 月以来新低。市场成交量出现萎缩，场内融资和北向资金增速明显放缓，市场情绪趋于观望。国内出口增速回落，CPI 继续下行，显示外需减弱和内需不足，经济内生增长动力有待加强，政策或继续保持宽松态势。美国面临债务悬崖问题，海外市场风险增加。国内市场延续震荡格局，建议仓位维持 5 成以下，近期重点关注中药、电力、养殖、黄金等板块。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

2023/5/12	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
道琼斯工业指数	-1.11	-2.34	0.46	-8.78
纳斯达克指数	0.40	0.48	17.37	-33.10
标普500	-0.29	-1.09	7.41	-19.44
英国富时100	-0.31	-1.47	4.06	0.91
法国CAC40	-0.24	-1.02	14.54	-9.50
德国DAX	-0.30	-0.05	14.29	-12.35
日经225	0.79	1.84	12.62	-9.37
韩国综合指数	-1.02	-1.04	10.69	-24.89
恒生指数	-2.11	-1.34	-0.78	-15.46
澳洲标普200	0.57	-0.74	3.07	-5.20
印度SENSEX30	1.59	1.98	1.95	4.44
俄罗斯RTS	0.00	0.00	0.00	-39.18
巴西指数	3.15	3.86	-1.16	4.69
上证指数	-1.86	-1.53	5.93	-15.13
深证成指	-1.57	-2.94	-0.09	-25.85
台湾加权指数	-0.79	-0.49	9.65	-22.40

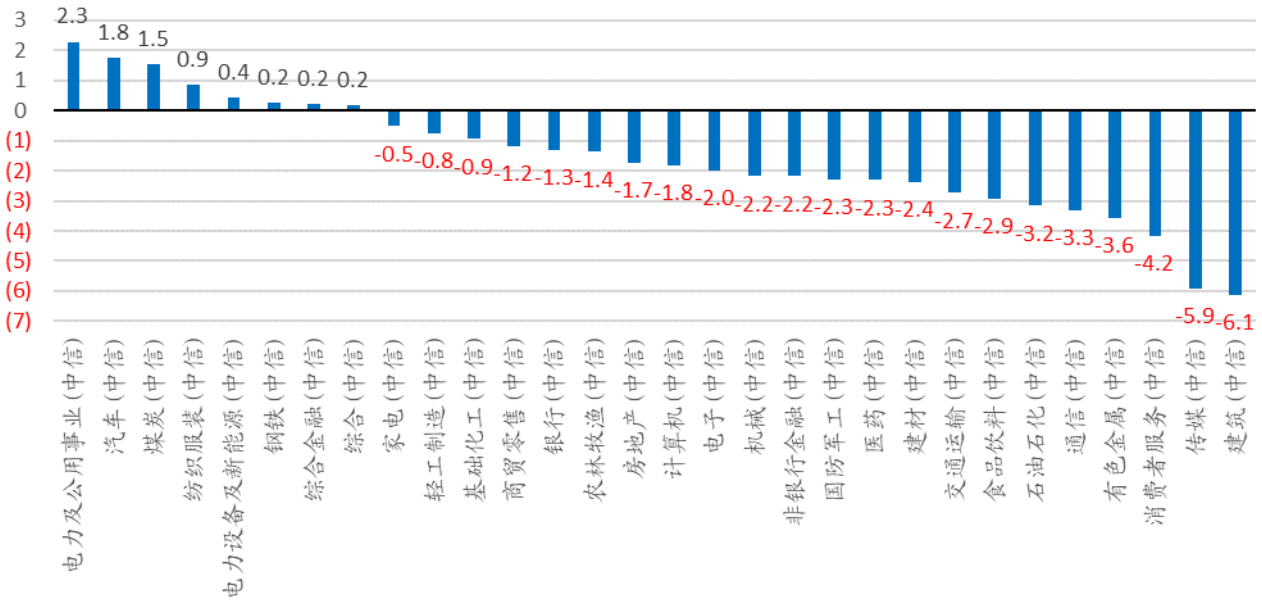
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

2023/5/12	周涨跌	月涨跌	2023年涨跌	2022年涨跌
上证指数	-1.86	-1.53	5.93	-15.13
深证成指	-1.57	-2.94	-0.09	-25.85
创业板指	-0.67	-3.11	-4.02	-29.37
沪深300	-1.97	-2.27	1.71	-21.63
上证50	-2.02	-1.75	-0.16	-19.52
中证500	-1.76	-2.40	3.87	-20.31
科创50	-3.33	-6.78	5.65	-31.35
创业板50	0.45	-1.78	-6.55	-29.83
万得全A	-1.75	-2.21	2.61	-18.66
中小板指	-1.84	-3.26	-1.97	-26.49
上证180	-2.32	-2.00	2.79	-18.77
上证380	-1.65	-2.25	2.11	-17.46
中证100	-1.90	-2.82	1.11	-22.07
中证500	-1.76	-2.40	3.87	-20.31
中证800	-1.91	-2.30	2.26	-21.32
中证1000	-1.77	-2.79	4.05	-21.58

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业 12 月涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，中原证券

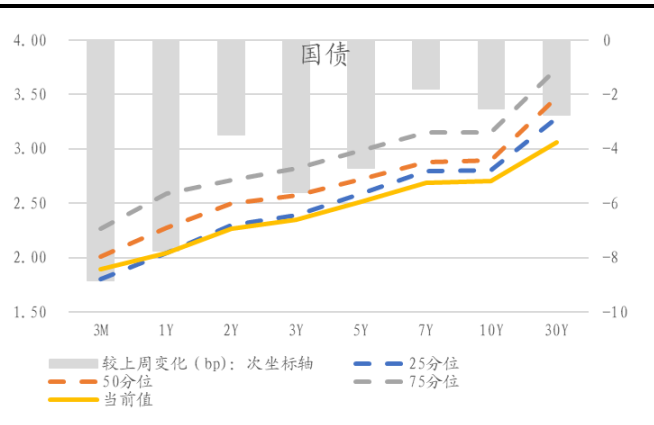


### 3. 债券：资金宽松，债市牛陡

**债市回顾：**五一小长假后第二周，债市延续做多热情，但部分投资者开始趋于谨慎缩短久期偏好；加之银行加大融出力度，资金价格低廉，加杠杆较为“划算”，短端利率下行幅度更大，曲线牛陡。高频方面，地产成交维持弱势，新房销售在22年水平附近震荡，汽车消费维持偏强。进出口高频偏弱，生产涨跌互现，库存依然处于偏高水平，距离库存周期见底可能尚有时日。交易结构方面反映市场在大幅上涨后总体逐步趋谨慎，基金继续为利率债主要买入力量，但久期偏好已开始偏向短端；券商追涨长端利率卖出存单，农商卖出长端利率买入存单。理财继续温和买入信用和存单，保险也加大存单买入力度。

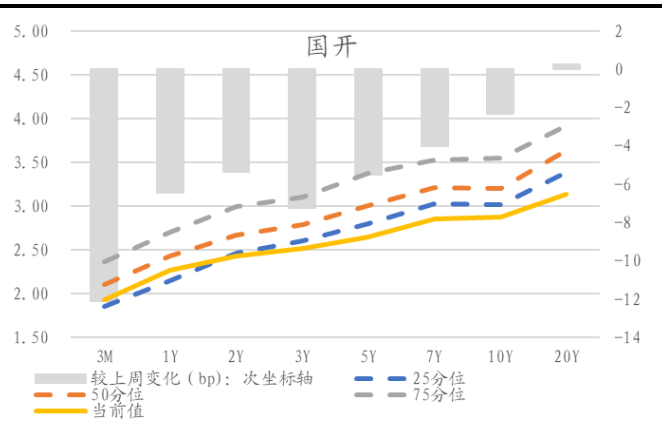
**债市展望：**债市短期对基本面定价较为充分，进入观望阶段。节奏上一则我们前期判断降息概率较低，降息预期落空后市场的反映有待观察，二则“利多”经济数据已逐步发布完毕，三则税期资金可能有小幅扰动。投资者可以小幅止盈短暂观望。

8: 国债收益率曲线牛陡



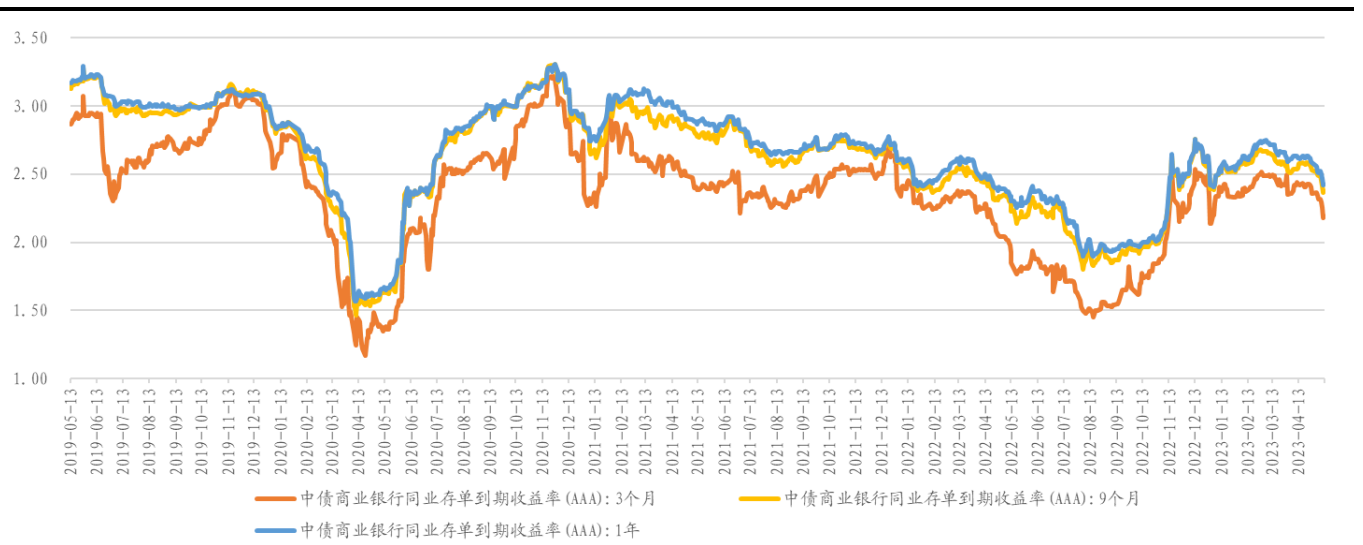
资料来源：Wind，中原证券

图9: 国开债收益率曲线牛陡



资料来源：Wind，中原证券

图10: 同业存单利率震荡



资料来源：Wind，中原证券

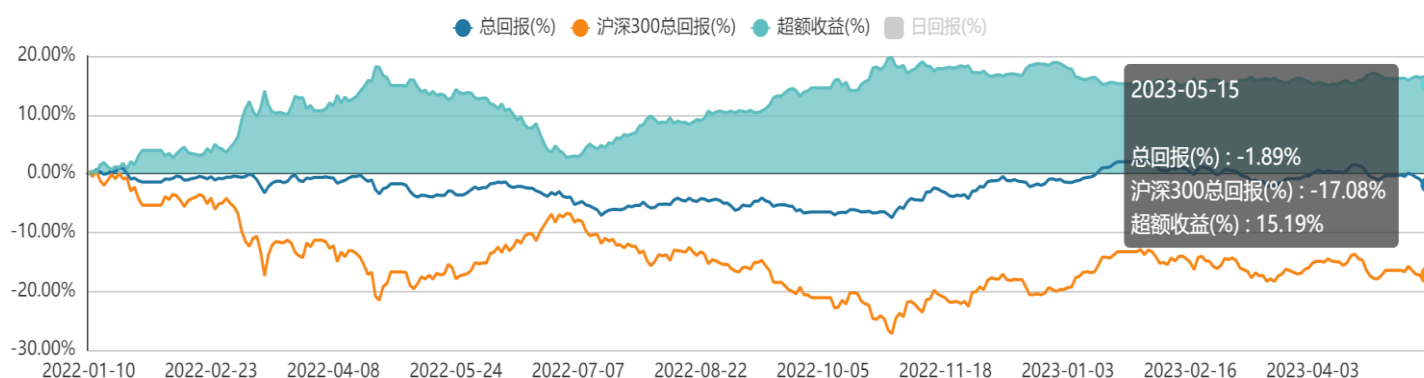
## 4. 资产配置：股票 40%、债券 20%、商品 20%、Reits20%

表 1：本期大类资产配置比例

大类资产	代表资产	代码	配置比例
股票	华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.OF	40%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.OF	20%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.OF	20%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.OF	20%

资料来源：Wind，中原证券

图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

## 5. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。



### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。