



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

蓄力前行，识变应变

——复苏二阶段的变奏与政策展望

西南证券研究发展中心
宏观研究团队
2023年5月

概 述

- **宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏。**疫后放开一季度经济超预期增长，后发地区的增长优势体现的更加显著，二季度经济同比增速读数将显著上升，年内高点有望突破7.5%。从最新数据的边际变化来看，一季度后制造业投资增速放缓，高技术制造业韧性和企业投资意愿仍强；地产投资有所走弱，土拍分化，前期积压的购房需求已基本释放，4月新房和二手房成交均走弱；基建投资增速有所收敛，走势二季度冲高后或有回落；消费复苏态势延续，但居民收入增长偏慢，青年失业率仍在高位，后续可能对复苏节奏有所拖累，全年增速恢复到疫情前仍有难度；通胀短期内难有大幅回升，全年CPI和PPI预测增速下调至1.5%和-1.0%；1-4月出口连续超预期，但欧美等外需的不确定性仍强，关注东北三省和新疆在对外贸易中作用提升。总体来看，二季度后供需两端环比修复边际或趋于平缓，经济增长向常态化回归。
- **央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视。**1-4月，一般公共预算收入完成进度38.2%，一般公共预算支出完成进度31.4%，均高于近年平均值，积极财政加力提效，预算批复、专项债管理、税费优惠政策等是下阶段着力重点。货币政策“总量适度、节奏平稳”，目前存在一定的流动性淤积，加之市场利率处于相对低位，后续流动性释放的节奏或有所减缓。贷款利率已处于历史低位，经济仍处于恢复阶段，短期政策利率调降的概率较小，中小型银行未来存款利率仍有下调空间。“大兴调查研究之风”写入今年政府工作报告，3月以来，中央政治局常委及中央部委调研多个省市，体现出当前顶层设计的总体思路和政策落地重点。
- **热点挖掘：数据资产价值链与区域特色产业体系。**2022年我国数据产量和数据存储量全球占比达10.5%、14.4%。数据要素市场未来发展潜力巨大，预计“十四五”期间市场规模的复合增速超过25%。加快培育数据市场，形成数据资产价格链，不断释放数据要素的经济价值是后续产业重要推进方向，数据价值化是数字经济发展的关键，数据资产全链条体系中数据评估和定价或是未来需要探索的重点。在“中特估”之后，我们着眼于区域视角，对“十四五”期间重点发展产业和上市的地方国资控股公司进行梳理，结合1月以来中央领导和部委调研情况，筛选出区域特色产业体系重点关注省份：广东、湖南、海南、山东。
- **体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇。**近代以来全球大约经历了四轮货币体系的演变，当前的国际货币体系以美元为核心，但存在着美联储货币政策影响外溢、美国债务负担等方面问题。对比欧元（德国马克）、日元的国际化进程，货币国际化需要具备外向型经济发展、汇率自由浮动以及经常、资本账户逐渐开放等要素。当前国际货币体系面临三大变化：地缘政治变局、全球化趋缓以及去美元化，人民币国际化策略将有着新的转变。人民币国际化进程近期有所提速，长期来看，数字人民币相关产业链有望驶向蓝海市场。

风险提示：经济复苏不及预期，海外紧缩超预期，地缘政治风险。

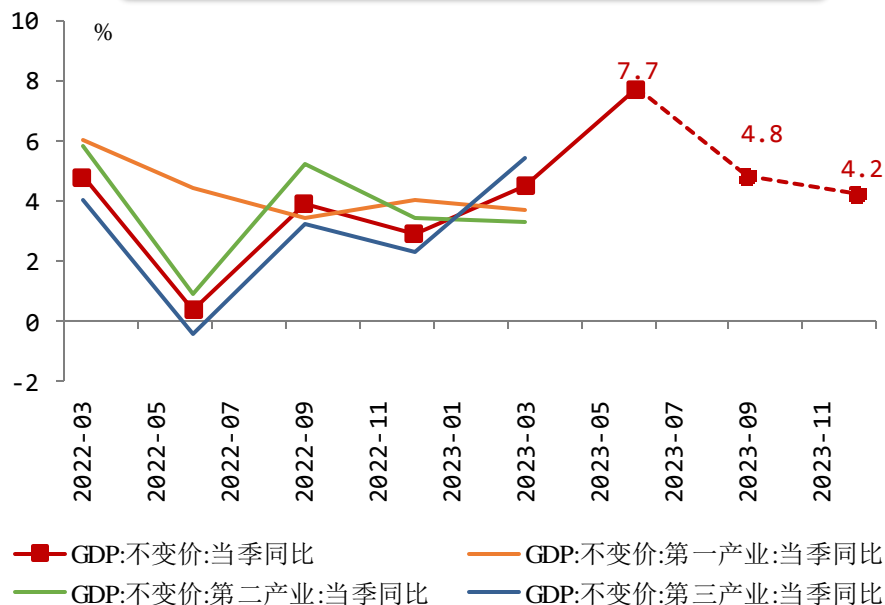
目 录

- ◆ **宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏**
- ◆ **央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视**
- ◆ **热点挖掘：数据资产价值链与区域特色产业体系**
- ◆ **体系之变：“去美元化”与人民币国际化的新机遇**

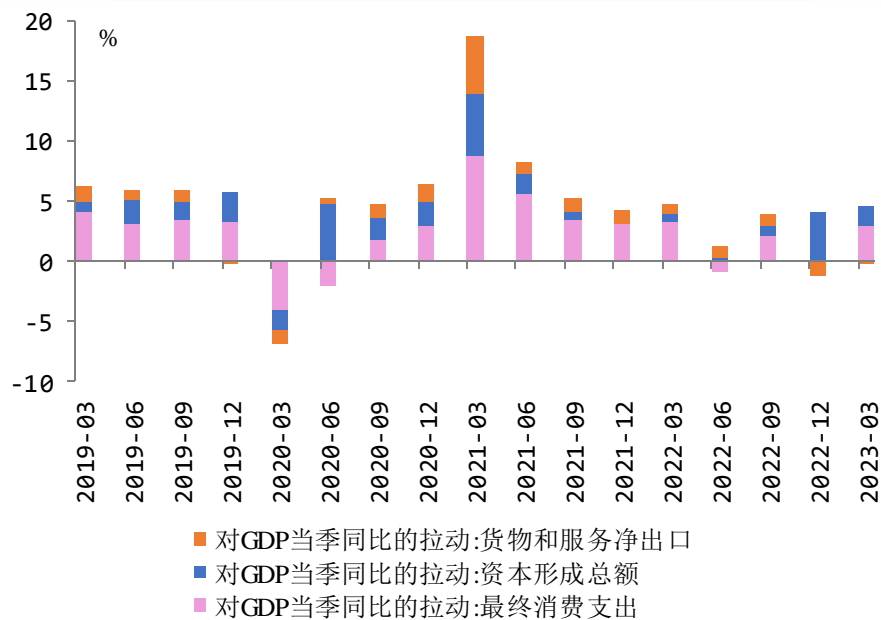
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- 2023年一季度经济增速超预期增长4.5%，环比2022年四季度增长2.2%，二季度在低基数之下，经济同比增速将显著上升，年内高点有望突破7.5%，但由于生产端复苏一季度后有所放缓，企业和居民信心仍在修复中，经历一季度的疫后快速反弹，二季度经济复苏态势将逐渐趋于正常化。目前，IMF、联合国等上调了对中国今年的经济预期，经济增速预测值分别调至5.2%和5.3%。
- 一季度最终消费对GDP同比增速的拉动最多，为3%，投资为1.56%，净出口为-0.06%，二季度消费复苏持续叠加假日效应，低基数下对经济增长的拉动将显著提升，投资拉动也将有较快增加，净出口拉动率有望转正。

低基数下二季度经济迎来年内高点



今年以来消费对经济的贡献度上升



数据来源：wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- 分区域来看，31个省市自治区中有23各省市一季度的GDP增速超过全国水平，西部和东北地区一季度增速表现好于东、中部地区。西藏和吉林增速最快，东部地区中海南、天津、河北等增速较高，福建、上海、北京等增速较低，中部地区中江西省增速远低于全国水平，这一方面有去年同期基数效应的影响，另一方面也体现出传统经济大省在高总量之上增长的难度加大，后发地区的成长优势在疫情后体现的更加显著。

各省一季度经济增速对比

地区	省市	2023年GDP增速目标	2023年一季度GDP同比增速	2019年一季度GDP同比增速	地区	省市	地方两会2023年GDP增速目标	2023年一季度GDP同比增速	2019年一季度GDP同比增速
东部地区	北京	4.5%以上	3.10%	6.4%	西部地区	内蒙古	6%左右	5.60%	5.5%
	天津	4%左右	5.50%	4.5%		广西	5.5%左右	4.90%	6.4%
	河北	6%左右	5.10%	7.4%		重庆	6%以上	4.70%	6%
	上海	5.5%以上	3.00%	5.7%		四川	6%左右	3.80%	7.8%
	江苏	5%左右	4.70%	6.7%		贵州	6%左右	2.50%	9.2%
	浙江	5%以上	4.90%	7.7%		云南	6%左右	4.80%	9.7%
	福建	6%左右	1.70%	8.2%		西藏	8%左右	8.20%	9.1%
	山东	5%以上	4.70%	5.5%		陕西	5.5%左右	5.30%	6.3%
	广东	5%以上	4%	6.6%		甘肃	6%	6.70%	7.9%
	海南	9.5%左右	6.80%	5.5%		青海	5%左右	5.10%	5.7%
中部地区	山西	6%左右	5%	7.2%	宁夏	6.5%左右	7.50%	7.9%	
	安徽	6.5%左右	4.80%	7.7%	新疆	7%左右	4.90%	5.3%	
	江西	7%左右	1.20%	8.6%	东北地区	辽宁	5%以上	4.70%	6.1%
	河南	6%	5%	7.9%		吉林	6%左右	8.20%	2.4%
	湖北	6.5%左右	5.12%	8.1%		黑龙江	6%左右	5.10%	4.5%
	湖南	6.5%左右	4.10%	7.6%					

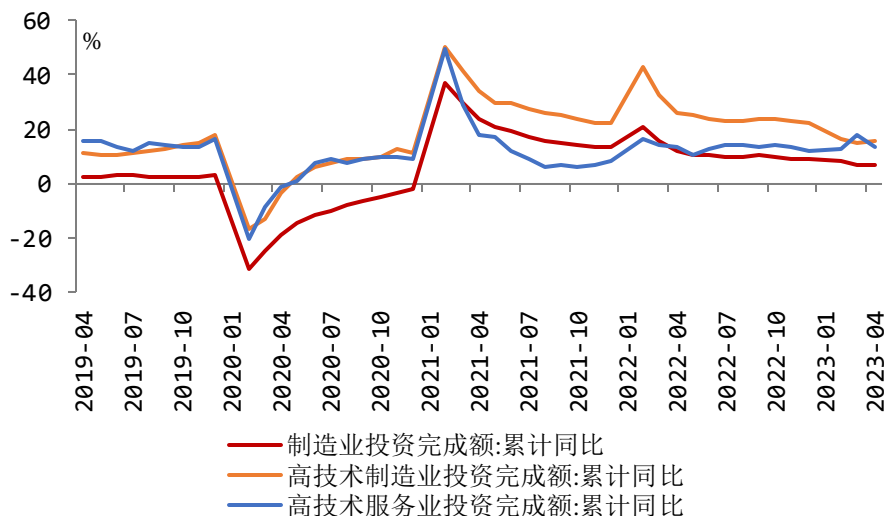
www.swsc.com.cn

注：红色字体为高于全国增速，绿色字体为低于全国增速，全国2019年一季度GDP增速是6.3%，2023年一季度是4.5%。数据来源：wind、各省市人民政府、统计局，西南证券整理

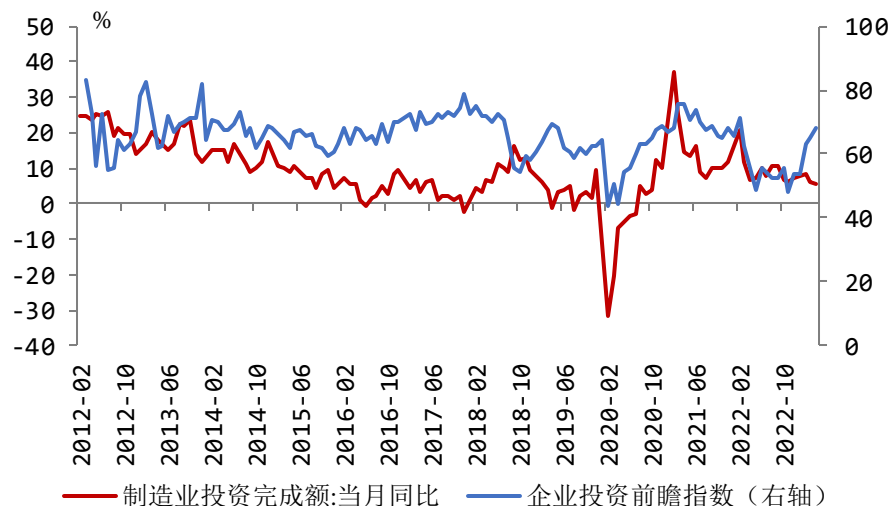
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- **制造业大多行业增速回落，高技术制造业仍有韧性。** 1-4月，制造业投资增长6.4%，增速回落0.6个百分点，除医药制造业外，其他12个主要行业增速较1-3月都不同程度回落。1-4月，高技术产业投资增长14.7%，仍处于高位，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长15.3%、13.4%。后续一方面，我国正处在产业升级快速发展阶段，新技术广泛渗透，另一方面，我国对制造业发展的支持力度不断持续加大，预计后续高新技术发展将继续加力，带动制造业投资增速回升。
- **制造业PMI回落BCI环比继续走高，企业投资意愿仍较强劲。** 4月PMI环比大幅下降2.7个点至49.2，年内首次跌破荣枯线，但企业预期仅小幅下滑，4月生产经营活动预期指数录得54.7%，较3月回落0.8个百分点，仍位于较高景气区间，企业预期相对乐观。同时，BCI企业投资前瞻指数环比继续提高3.02个点至68.18，达到一年以来的新高68.2%，制造业企业投资意愿仍较强劲，我们对全年制造业投资依然保持较为乐观的预期。

高技术制造业增速高于制造业总体增速



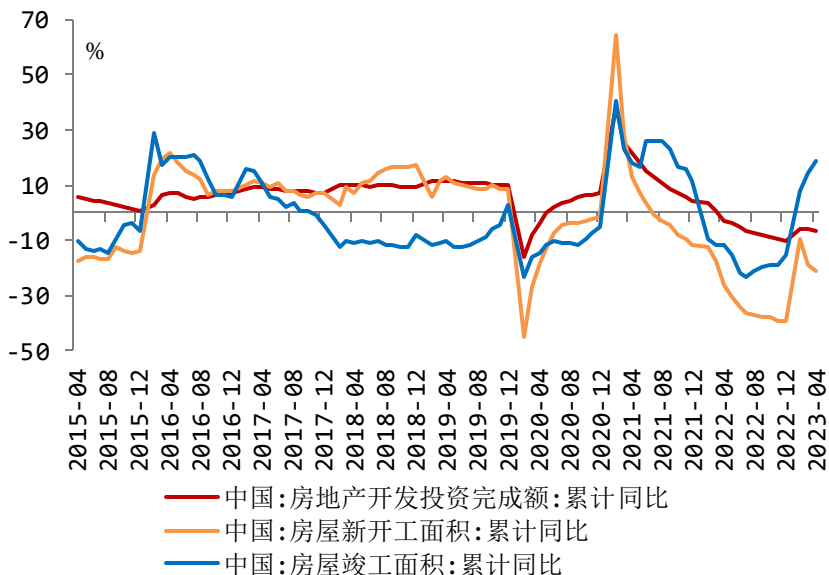
企业投资意愿仍然较强



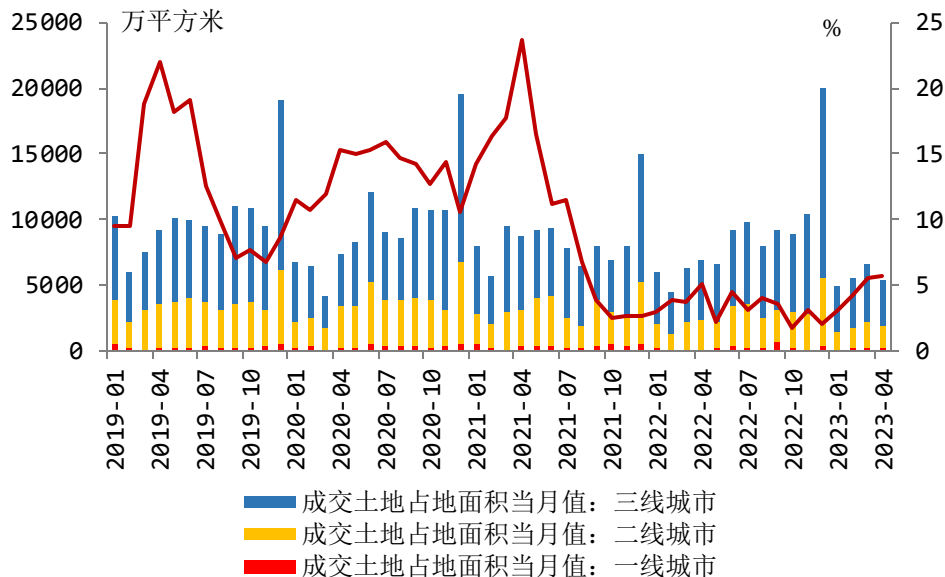
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- **地产投资继续走弱，竣工好于新开工。**1-4月，全国房地产开发投资同比下降6.2%，降幅较1-3月继续扩大0.4个百分点，房屋新开工面积同比降幅扩大2.0个百分点至21.2%，但房屋竣工面积同比涨幅扩大4.1个百分点至18.8%，竣工数据好于新开工数据，保交楼政策持续发力，销售回款率先用于竣工项目。房地产投资增速或在二季度末有所好转，全年增速目前依然承压。
- **土拍市场冷热分化，一线城市溢价率上行。**4月，100大中城市成交土地面积同比下降22.3%，环比下降19.1%，成交量仍处于2010年以来的较低位。不同能级城市热度也有所分化：一、二、三线城市成交土地占地面积同比增速分别为84.5%、-29.9%和-21.9%，环比增速分别为30.7%、-20.2%和-21.0%。热点城市的土拍热度得到延续，4月一线城市土地溢价率较上月升高3.1个百分点至6.7%，而二、三线溢价率分别下跌0.37和1.04个百分点至6.05%和4.13%。

一季度后地产投资走弱，竣工好于新开



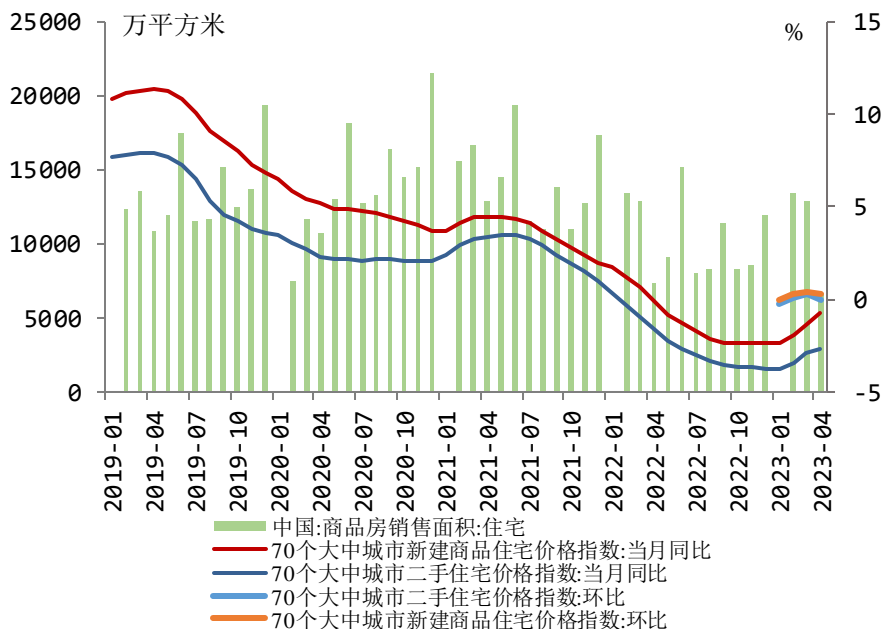
4月各线城市土地成交分化，量减价稳



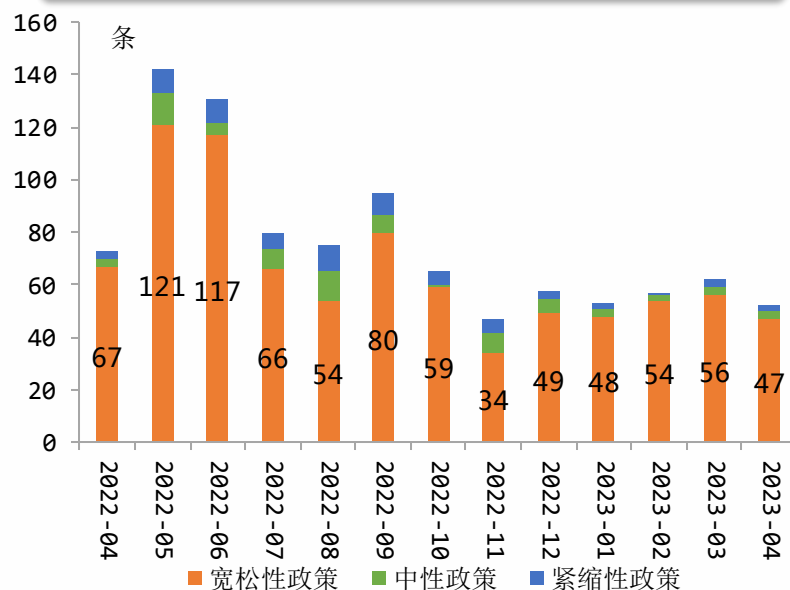
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- **前期积压的购房需求已基本释放，4月新房和二手房成交均走弱。**1-4月商品房销售面积同比下降0.4%，较1-3月继续收敛1.4个百分点。4月，30大中城市商品房成交面积环比下降24.8%，各能级城市环比均下行，一、二、三线城市环比分别下降12.0%、26.7%和32.5%。二手房在经历“金三”后也出现大幅回落，中指研究院的数据显示，4月全国100个城市二手住宅均价环比下跌0.14%，较上月扩大0.09个百分点。
- **中央房地产政策定调不变，地方性支持政策出台减缓。**4月，政治局会议重申房住不炒，“因城施策，支持刚性和改善性住房需求”并做好“保交楼、保民生、保稳定”工作；地方政策仍以需求端为主，重点在强化住房公积金贷款支持，放宽“限购”、发放购房契税补贴等。中房研协测评研究中心监测统计，2023年4月地方出台宽松性房地产调控政策47条，低于1-3月平均水平，地方性支持政策出台的节奏有所放缓。

4月商品房量价均显现出走弱迹象



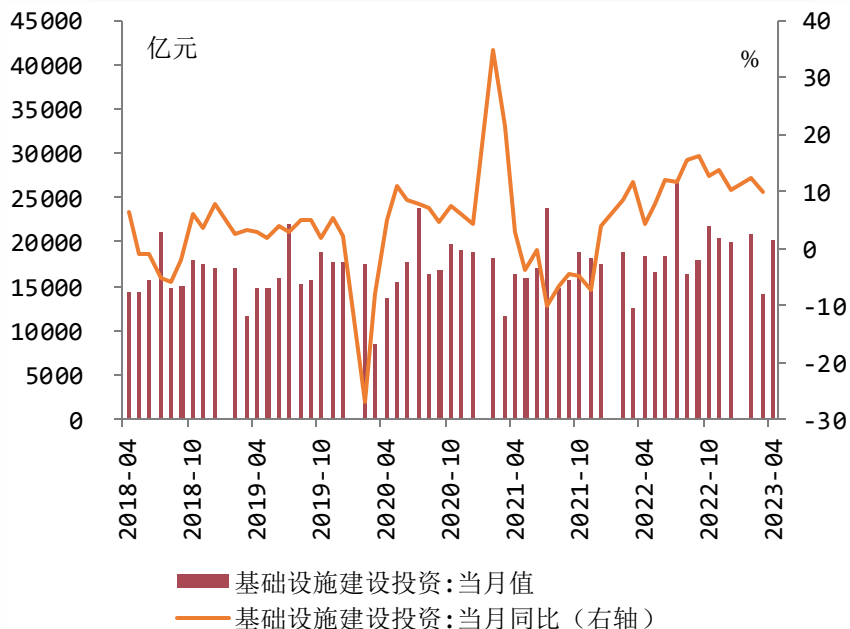
4月地方出台房地产刺激政策数量有所下降



1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- 基建投资维持较高增速，但节奏上稳中趋降。**1-4月广义基建投资同比增长9.8%，狭义基建投资同比增长8.5%，分别较1-3月回落1.0、0.3个百分点，投资增速稳中趋降，但仍分别超出固定资产投资增速5.1、3.8个百分点，维持较快增长态势。增速走低一方面是一季度开门红后政策力度边际有所减弱，另一方面是上游原材料价格走低，拉低投资总额数据。全年整体呈现前高后低，预计广义增速在8.5%-9%左右。
- 4月政治局会议首次提出“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”，**平时用作旅游、康养等，遇重大公共突发事件时可立即转换为应急场所的设施，能够有效推动大城市转变发展方式，补齐公共卫生防控救治能力建设短板，提升山区旅游居住品质，加快周边乡村振兴发展，更好统筹发展和安全。

基建投资增速边际走低，但仍处于较高位



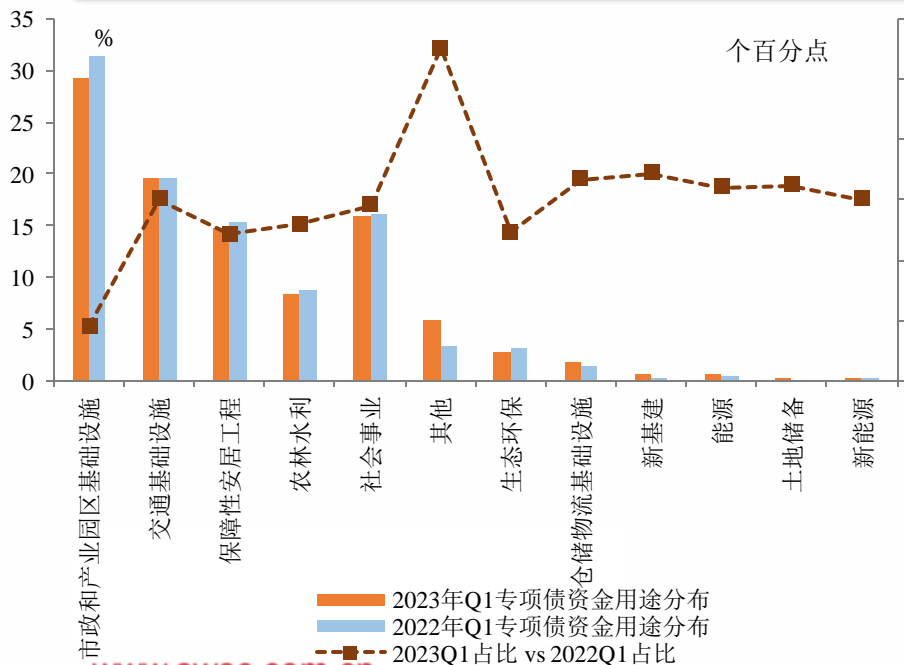
“平急两用”改造案例或相关文件

文件/案例	内容
成都市新都区以功能为导向推动疫情防控基础设施转型利用	采取“留、拓、转”方式，积极探索后疫情时期疫情防控基础设施功能的拓展转变和重塑。包括，加强核心功能，保障应急隔离能力，拓展基本功能，提升公共服务水平，挖掘特色功能，打造乡村振兴场景
平谷区推进“平急两用”建设	持续推进五个“平急两用”应用场景建设。一是打造“平急两用”京平综合物流枢纽；二是打造“平急两用”新型乡村社区；三是打造“平急两用”乡村休闲综合体；四是打造“平急两用”承平高速金海湖服务区；五是打造“平急两用”乡村振兴金海湖镇核心区
《广东省大型公共建筑应对公共卫生事件平急两用设计及改造技术指引》	对拟用作收治已确诊传染病轻症患者和无症状感染者而新建具备平急两用功能的大型公共建筑，或者应急转换改造既有大型公共建筑为临时医疗救治设施提供设计和改造的技术支撑

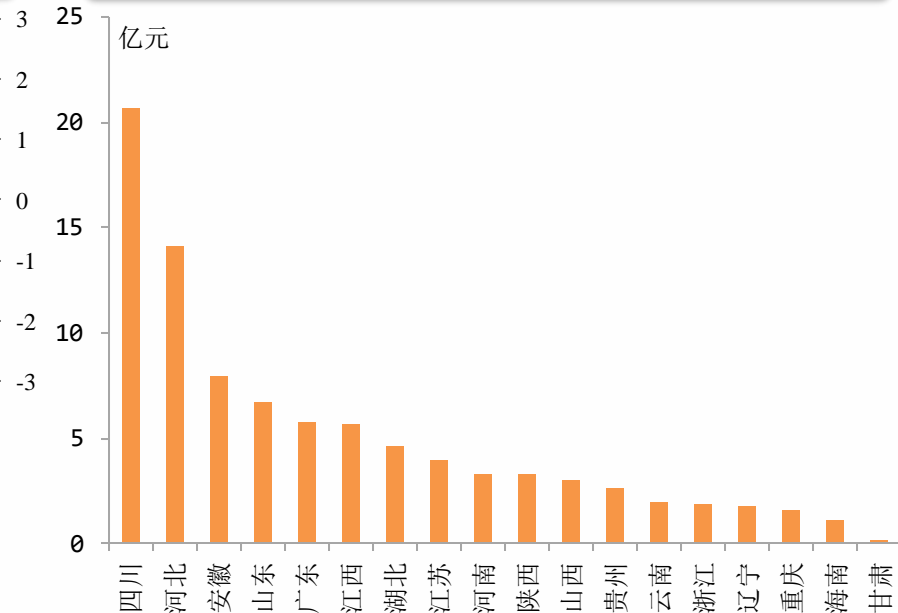
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- 2023年1-4月，各省市发行新增专项债券16216亿元，占限额的42.37%（去年同期是38.4%），主要支持市政和产业园区基础设施、交通基础设施、保障性安居工程和社会事业等领域。与去年同期相比，其他、新基建、仓储物流基础设施等类别发行占比提升较多，专项债用于市政和产业园区基础设施、保障性安居工程、生态环保等占比回落最多。
- 2023年专项债资金投向领域较去年新增了新能源、新基建两个领域，扩大到11个领域。一季度这两大领域的发行规模的占比分别为0.01%和0.72%左右。其中，仅四川省申报了新能源专项债项目，约1.49亿元；而申报新型基础设施建设（包括信息、创新和融合基础设施）的专项债融资额则达90.31亿元，其中四川、河北以及安徽等省市的发行规模居前。

2023Q1 vs 2022Q1—季度专项债资金用途分布



各省市一季度用于新基建项目的专项债融资额



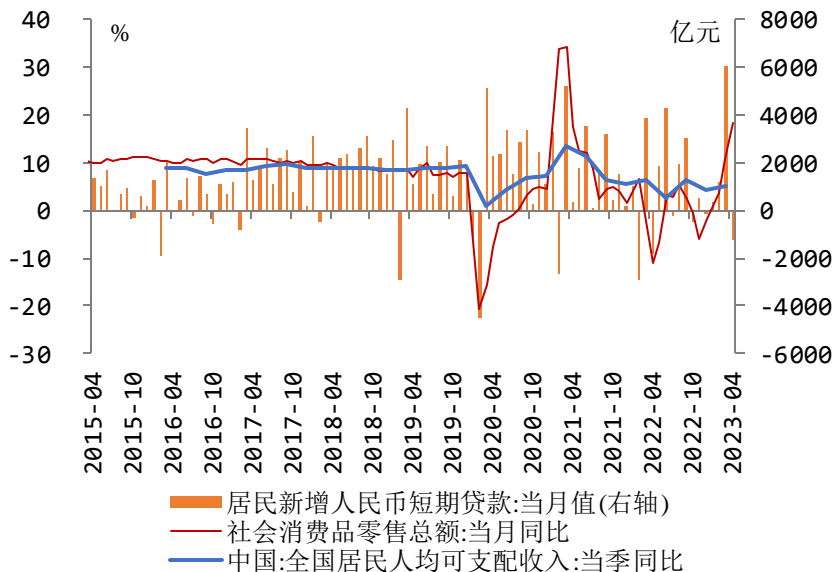
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，企业预警通，西南证券整理。注：专项债资金用途按发改委公布的专项债支持领域划分；各省市专项债融资额是将单列市纳入对应省份进行统计

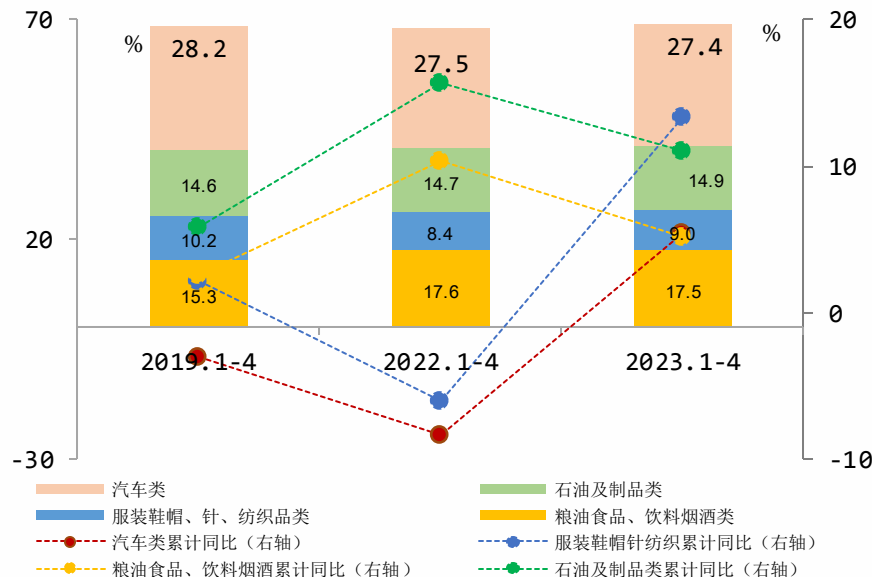
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- 消费复苏态势延续，但后续节奏或有减缓。** 消费改善趋势延续叠加低基数效应，1-4月，社会消费品零售总额同比增长8.5%，较1-3月加快2.7个百分点，其中4月，社消总额同比增长18.4%，较前值加快7.8个百分点。但居民收入恢复相对偏慢，一季度全国居民可支配收入同比仅增长5.1%。但居民的消费意愿也有所放缓，4月居民短期新增贷款为-1255亿元，近十年来仅高于2022年同期水平。加之青年失业率继续攀升高达20.4%，二季度后消费在前期快速反弹后的持续性面临一定压力，全年增速恢复到疫情前仍有难度。
- 服务消费恢复快于商品消费，升级类消费反弹较好。** 受益于疫情放开，服务类消费的复苏明显好于商品消费，1-4月，餐饮收入同比涨幅最大为19.8%，4单月同比高达43.8%，远高于商品零售增速的15.9%。1-4月，在各类商品中，金银珠宝、服装鞋帽、中西药类、石油制品、体育娱乐增速均超10%，汽车消费受益于低基数4月快速上行，后续或温和增长，地产链相关消费依然表现偏弱。

消费反弹但收入恢复偏慢、短贷减缓



主要可选消费品疫情前后占比与增速变化



1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

□ 分区域来看，广东、江苏、山东、浙江、河南、四川和安徽是消费大省，一季度的社会消费品零售总额在全国的占比均超过5%，一季度消费占全国的比重较2022年占比提升较多的省市有：江苏、上海、福建、安徽、河南等，这些省份大多居民收入基础较好，其中部分省份去年受疫情冲击也较大；占比回落较多的包括浙江、山东、江西、湖南、湖北等省市。从增速上看，吉林、甘肃、河北、陕西等省市一季度社会消费品零售同比增速较高，消费增长较快，而北京同比负增长，宁夏、贵州、江西、福建等省的消费增速低于全国增速水平。

数据来源：wind、各省市统计局，西南证券整理

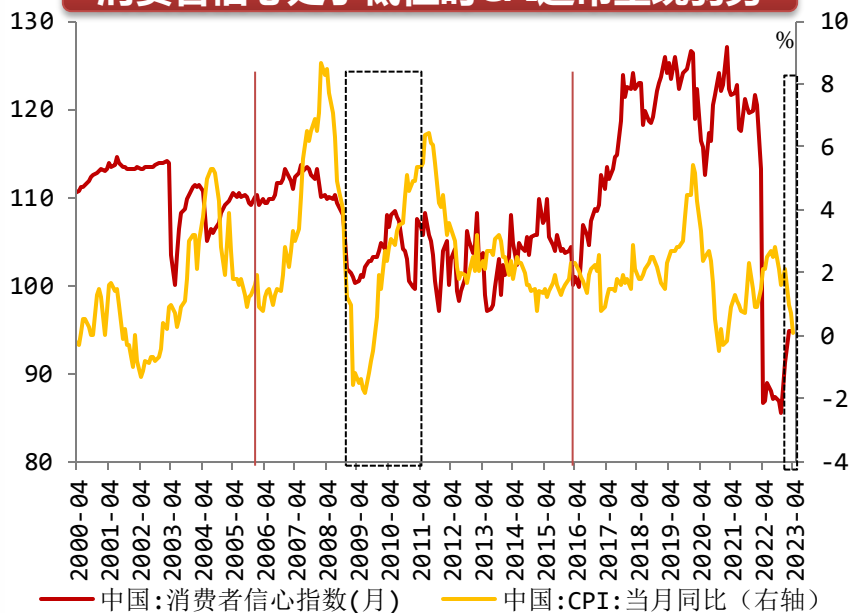
各省市区一季度消费表现情况

省市区	2023年Q1社会消费品零售总额 (亿元)	2022年社会消费品零售总额 占比(%)	2023年Q1社会消费品零售总额 占比(%)	2023年Q1占比vs2022年 占比(%)	2023年Q1社会消费品零售总额:累计 同比(%)
广东	11770.23	10.21	10.24	0.04	5.10
江苏	11706.80	9.72	10.19	0.46	7.80
山东	8282.00	7.56	7.21	-0.35	5.60
浙江	7502.00	6.93	6.53	-0.40	5.40
河南	6524.29	5.55	5.68	0.13	8.20
四川	6174.10	5.48	5.37	-0.11	4.30
安徽	5779.30	4.89	5.03	0.14	4.80
福建	5710.43	4.79	4.97	0.18	3.50
湖北	5565.00	5.04	4.84	-0.20	7.90
湖南	4720.37	4.33	4.11	-0.22	5.90
上海	4611.01	3.74	4.01	0.27	5.20
重庆	3686.69	3.17	3.21	0.04	4.70
北京	3558.00	3.14	3.10	-0.04	-0.72
河北	3506.50	3.12	3.05	-0.07	8.70
江西	3007.50	2.92	2.62	-0.31	3.40
云南	2780.65	2.46	2.42	-0.05	7.50
陕西	2754.90	2.37	2.40	0.03	8.60
辽宁	2343.40	2.17	2.04	-0.13	6.50
贵州	2279.82	1.93	1.98	0.05	2.10
广西	2271.34	1.94	1.98	0.03	6.00
山西	1876.60	1.72	1.63	-0.09	4.90
黑龙江	1289.20	1.18	1.12	-0.06	8.30
内蒙古	1286.00	1.13	1.12	-0.01	8.40
甘肃	1141.20	0.89	0.99	0.10	8.80
吉林	1004.21	0.87	0.87	0.01	14.00
新疆	860.50	0.74	0.75	0.01	5.10
海南	611.19	0.52	0.53	0.02	6.70
宁夏	359.39	0.30	0.31	0.01	1.80
青海	216.33	0.19	0.19	0.00	3.60
西藏	200.65	0.17	0.17	0.01	6.60
天津	-	-	-	-	6.50
全国	114922.00	-	-	-	5.80

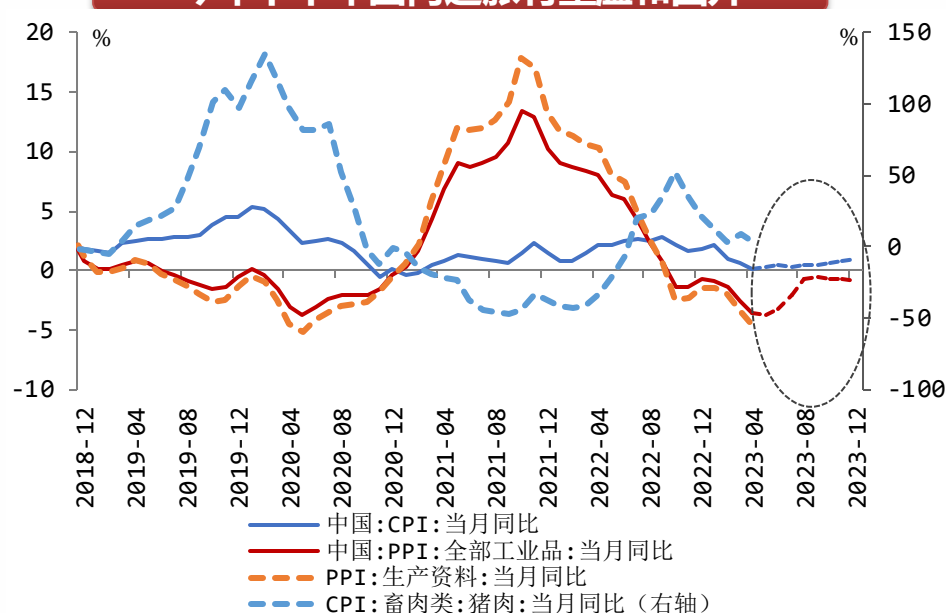
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- **目前国内消费者信心仍处于低位，CPI或难大幅抬升。** 2006年以来，消费者信心指数和CPI走势的一致性较强，2008年二者均快速下滑，此后在刺激政策带动下，消费者信心率先恢复，随之CPI也快速攀升。2012-2016年，我国经济增长新常态化，消费者信心指数在较低位持续震荡，同期通胀水平也震荡走低。今年疫情放开后，消费者信心指数迅速回升，3月升至94.9，去年年末是88.3，但目前仍处于历史低位，在消费信心尚未恢复至历史正常水平前，通胀或仍将面临压力。
- **今年下半年国内通胀有望温和回升。** 4月，CPI较上月继续回落0.6个百分点至0.1%，PPI较上月也继续走低1.1个百分点至-3.6%。目前经济的内生动力还不足、投资消费仍处于恢复阶段，国内通胀持续低迷。但其中受益于服务消费强劲，出行类服务价格表现相对较好。预计下半年随着经济持续改善，加上基数的影响，CPI和PPI或均呈温和回升的态势，全年CPI和PPI预测增速下调至1.5%和-1.0%。

消费者信心处于低位时CPI通常呈现弱势



今年下半年国内通胀有望温和回升



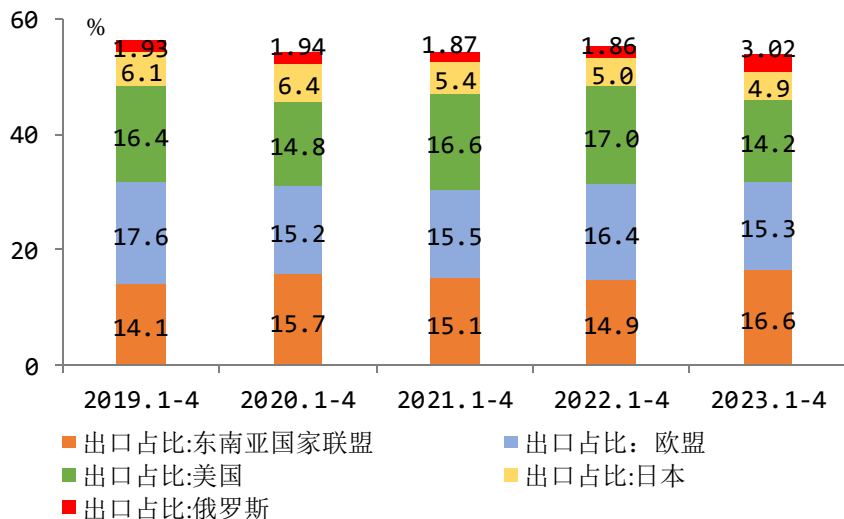
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

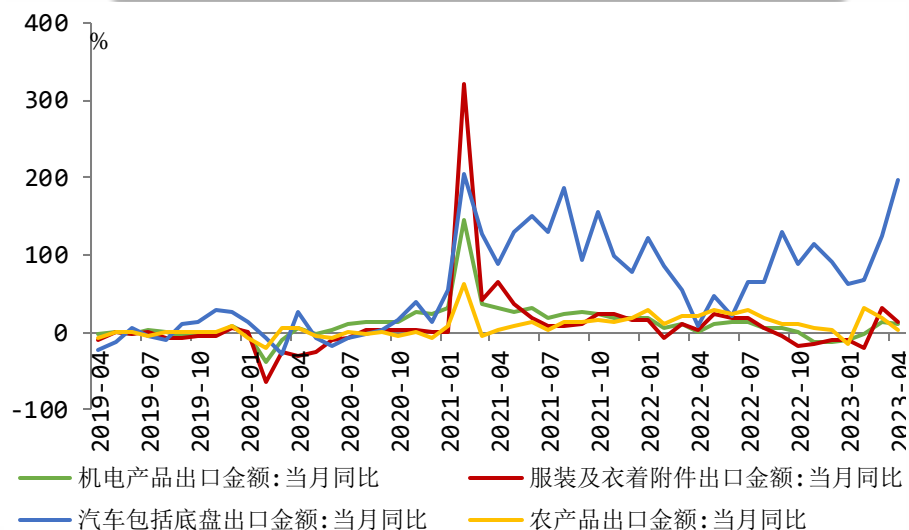
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- **出口连续超预期，但后续欧美经济对外需影响不确定性较强。** 1-4月，我国进出口总额同比减少1.9%，较前值上升1.0个百分点。其中，出口累计同比增长2.5%，增速上升2.0个百分点，进口同比降低7.3%，增速回落0.2个百分点。出口超预期的原因包括低基数和稳外贸政策等。从出口目的地看，1-4月，东盟、欧盟、美国、日本是我国前四大贸易伙伴，我国向东盟的出口增速仍在高位，但涨幅有所下滑，向欧盟和美国出口的同比降幅有所收敛，向日本出口增速也由负转正。此外，我国向俄罗斯、拉丁美洲、非洲等国家的出口延续高增长。
- **分出口品类来看，劳动密集型产品和机电产品出口表现仍较好。** 1-4月，低基数下，主要劳动密集型产品出口增速表现较好，但在价格效应减弱下，部分上游原材料出口增速回落，机电产品及高新技术产品等出口金额增速较前值有所提升，汽车（包括底盘）和钢材增长较为可观。1-4月箱包及类似容器、鞋靴、陶瓷、家用电器、集成电路、汽车、船舶等出口数量和总额增速均较1-3月有所回升。4月劳动密集型商品单月出口金额大多回落，机电产品和高新技术产品出口金额环比回落。

我国对主要贸易伙伴出口占比变化



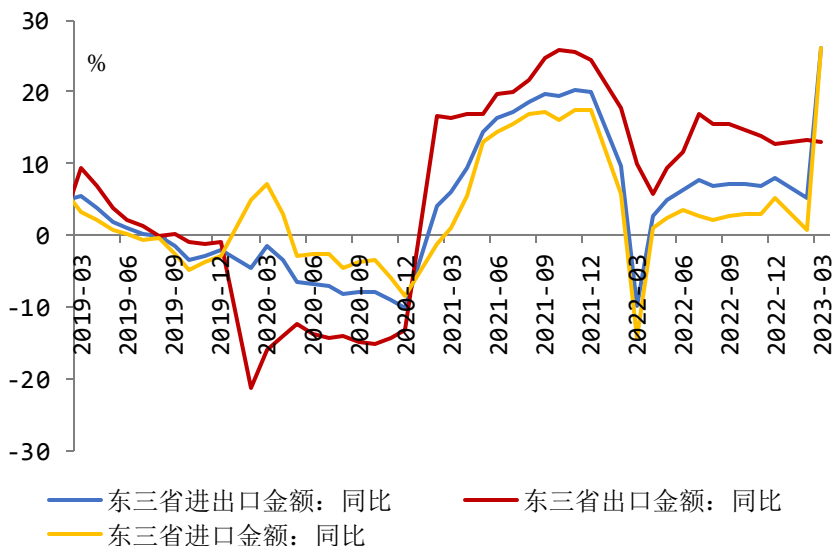
我国出口主要商品情况（以美元计）



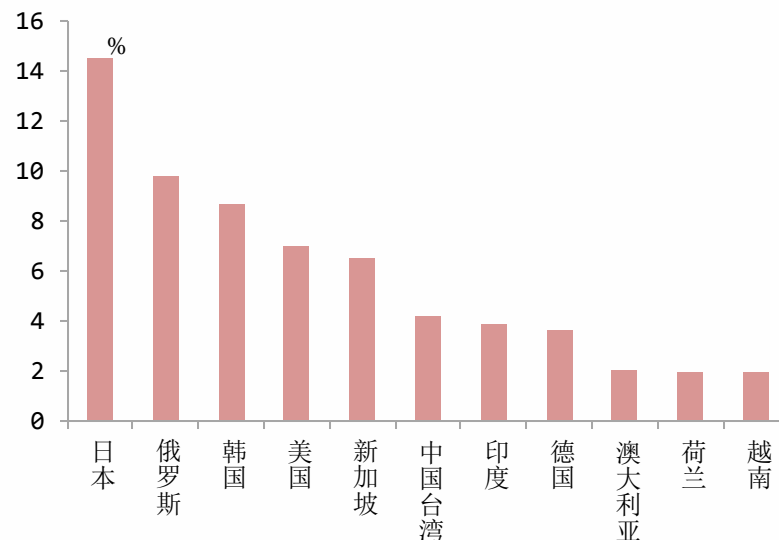
1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- **一季度东三省进出口实现较快增长，出口对象主要包括日本、俄罗斯等。**一季度，东三省进出口总额为2975.4亿元，占全国进出口比重约为3.0%，实现26.2%的较快同比增速。其中，一季度出口1135.2亿元，占比2.0%，同比增长13.1%；进口1840.2亿元，占比4.3%，同比增长26.1%。从出口国别来看，日本、俄罗斯、韩国是东三省位居前三的出口对象，占东三省出口比重分别达14.6%、9.8%、8.7%。
- **机电产品是东三省最重要的出口商品，一季度实现较高增速。**从出口品类来看，东三省机电产品出口金额占比最大，一季度，吉林、辽宁和黑龙江出口机电产品分别占总出口的53.8%、52.1%和36.2%，同比分别增长69.6%、13.1%和95.9%。其次，吉林出口农产品、基本有机化学品、高新技术产品等占比超过10%，辽宁出口高新技术产品、钢材、农产品等也较多，黑龙江出口劳动密集型产品和钢材较多，占比均超14%。

一季度东三省实现较高进出口贸易增速



不同国别在东三省出口额中的占比



1 宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏

- 中国-中亚峰会召开，新疆开启对外开放新篇章。** 1-4月，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口4.61万亿元，增长16%。新疆作为丝绸之路经济带核心区，位于新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国—中亚—西亚、中巴经济走廊交汇处。2023年1-4月，今年1-4月，新疆对“一带一路”沿线国家进出口869.8亿元，增长83.6%。其中，对中亚五国进出口751.1亿元，增长92.2%，占全国对中亚五国进出口总值的43.4%。
- 2023年新疆将加快打造“八大产业集群”**，包括油气生产加工、煤炭煤电煤化工、绿色矿业、粮油、棉花和纺织服装、绿色有机果蔬、优质畜产品、新能源新材料等。这八大产业中已上市的新疆地方国有企业包括西部黄金、宝地矿业、中泰化学、新赛股份、新农开发、冠农股份、西部牧业、天润乳业等。

新疆向“一带一路”辐射路线图



新疆主要贸易伙伴1-4月进出口贸易情况

产终国	出口金额 (万元)	进口金额 (万元)	出口同比增速 (%)	进口同比增速 (%)
哈萨克斯坦	2670986	877445	171.9	41.9
吉尔吉斯斯坦	3131517	2666	67.0	29.6
塔吉克斯坦	540409	15900	138.1	79098.4
俄罗斯联邦	396134	69894	97.7	98.4
乌兹别克斯坦	252772	11407	34.0	29.1
中国香港	119469	4887	578.0	
印度尼西亚	16971	94715	8.9	-17.9
中国台湾	7161	69345	64.9	234.7
蒙古	8096	65112	154.2	58.4
印度	70017	2358	5.1	-62.4

www.swsc.com.cn

资料数据来源：中国一带一路网、国家测绘地理信息局、乌鲁木齐海关总署，西南证券整理

注：图中红色三角代表新疆地区，新添加的绿线代表西部陆海新通道

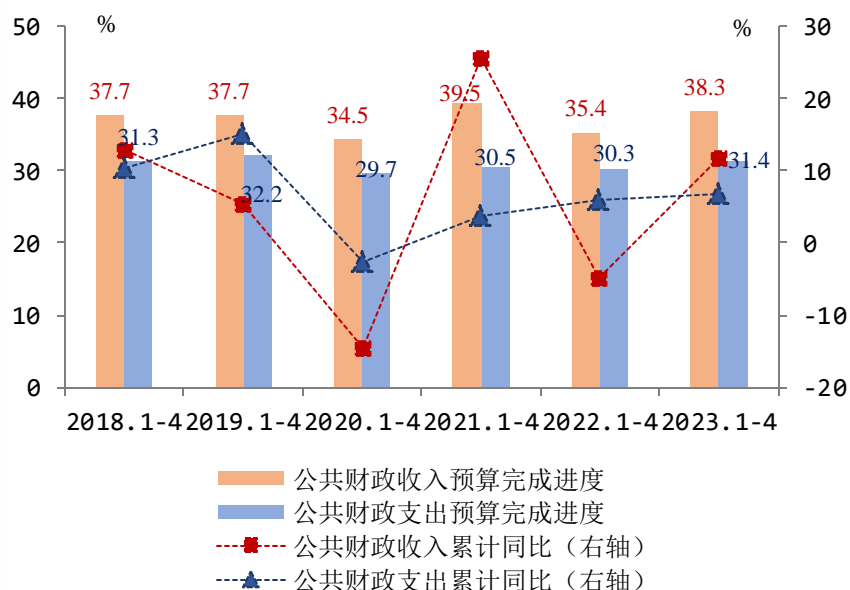
目 录

- ◆ **宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏**
- ◆ **央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视**
- ◆ **热点挖掘：数据资产价值链与区域特色产业体系**
- ◆ **体系之变：“去美元化”与人民币国际化的新机遇**

2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

- 财政收支进度均较快，支出向就业倾斜力度有所加大。**1-4月，一般公共预算财政收入8.3万亿元，同比增长11.9%，完成今年预算进度38.2%，高于2018年来历史平均水平，但低于2021年同期进度；一般公共预算支出8.6万亿元，同比增长6.8%，完成今年预算进度31.4%，同样高于近年来的平均值，但低于2019年同期水平。支出端来看，社会保障和就业、科学技术、债务付息等分项支出分别实现10.3%、9%、9%的较快同比增长。
- 积极财政加力提效，着力预算批复、专项债管理、税费优惠三方面。**去年12月以来，中央对于财政政策定调积极。4月，财政部指出，下阶段将在预算批复、专项债管理、税费优惠政策等三方面着力，中央政治局会议也提出积极财政加力提效，与货币政策形成扩大需求合力。财政货币协调性有望增强，重点或支持就业、基建投资等领域。

公共财政收支预算进度和增速



公共财政收支预算进度和增速

日期	会议	涉及财政内容
2022.12.29	全国财政工作视频会议	2023年积极的财政政策要加力提效，更有效发挥积极财政政策作用
2023.3.5	2023年政府工作报告	积极的财政政策要加力提效，完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化
2023.3.20	2022年中国财政政策执行情况报告	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增强财政宏观调控效能，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动经济运行整体好转
2023.3.24	国务院常务会议	延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，以进一步稳预期强信心
2023.4.18	2023年一季度财政收支情况新闻发布会	下阶段，将在预算批复、专项债管理、税费优惠政策等三方面着力，推动巩固经济回升势头
2023.4.28	中共中央政治局会议	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

2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

各省2023.Q1一般公共预算收入进度及增速

省市	一般公共预算收入进度(%)	一般公共预算收入增速(%)
浙江	37.37	7.88
江西	34.05	8.48
内蒙古	33.52	4.29
河北	32.77	4.65
江苏	31.81	7.6
西藏	31.63	4.89
上海	31.60	0.75
湖北	31.43	0.4
辽宁	31.26	7.6
安徽	30.95	7.3
宁夏	30.33	10.43
广西	29.90	6.3
青海	29.88	6.58
吉林	29.24	8.48
北京	29.21	2.72
黑龙江	28.90	12.4
山东	28.81	0.42
云南	28.36	2.1
天津	28.34	4.7
四川	28.19	9.69
河南	27.87	10.9
海南	27.84	-2.94
湖南	27.54	2.56
陕西	27.04	-4.5
新疆	26.81	21.4
贵州	26.76	7.2
甘肃	26.58	9.36
广东	25.69	3.42
重庆	24.44	-2.6
福建	22.58	8.07

平均增速 9.36%

各省2023.Q1一般公共预算支出进度及增速

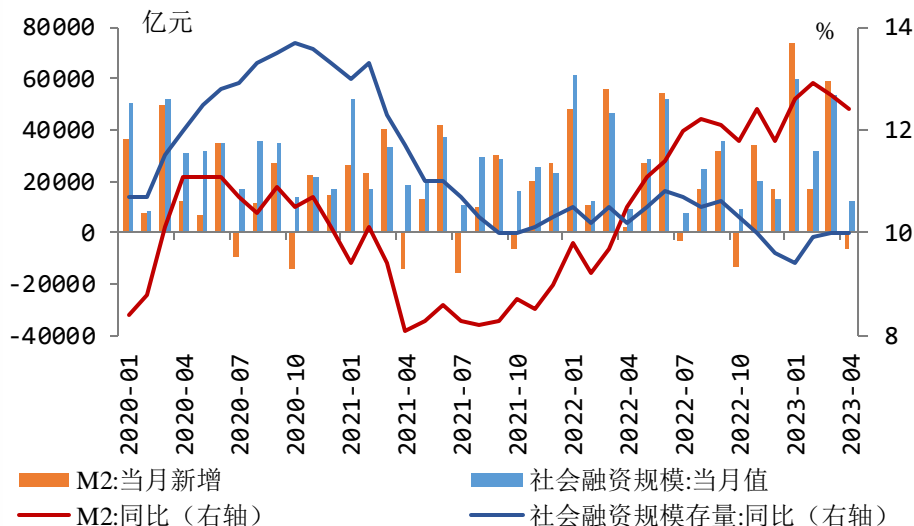
省市	一般公共预算支出进度(%)	一般公共预算支出增速(%)
湖南	38.77	3.11
湖北	37.16	15.22
北京	32.85	5.65
安徽	31.73	12.7
宁夏	31.12	5.32
江西	30.22	5.56
甘肃	29.69	15.78
河南	29.35	3.9
贵州	29.18	12.2
黑龙江	28.45	3.9
河北	28.44	7.52
浙江	28.05	6.11
广东	27.85	5.7
广西	27.30	2.91
陕西	26.54	7.9
四川	26.43	15.62
云南	26.20	-8.7
新疆	25.55	5
吉林	25.17	18.1
福建	24.96	3.53
江苏	24.77	3
重庆	24.55	5.2
辽宁	24.31	10.7
上海	24.13	9.39
海南	23.08	5.33
内蒙古	22.66	14.97
山东	22.65	5.19
西藏	21.29	18.52
青海	19.57	5.82
天津	18.47	-3

平均增速 7.02%

2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

□ **货币政策“总量适度、节奏平稳”，流动性淤积仍待改善。**一季度货币政策执行报告中对经济相对乐观，稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳。对于信贷的定调由“合理平稳增长”变为“总量适度，节奏平稳”；结构性货币政策“聚焦重点、合理适度、有进有退”。MLF操作自去年12月以来连续6个月超额续作，而今年4、5月份的净投放量较此前明显减少。目前一定程度上存在流动性淤积的情况，加之市场利率处于相对低位，后续流动性释放的节奏或有所减缓。

2022年4月以来M2增速持续高于社融增速



近期重要会议/文件货币政策相关表述

日期	会议名称	涉及货币政策内容
2023.1.10	主要银行信贷工作座谈会	各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节
2023.3.5	2023年政府工作报告	稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配支持实体经济发展。
2023.4.7	中国人民银行货币政策委员会2023年第一季度例会	要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持。
2023.4.20	2023年一季度金融统计数据有关情况新闻发布会	稳健的货币政策要精准有力，稳固对实体经济的可持续支持力度，保持广义货币供应量和社融规模增速与名义经济增长基本匹配，巩固拓展经济向好的势头，更好地服务中国式现代化。预计2023年信贷投放以及社会融资规模的增长将保持平稳。
2023.4.28	中共中央政治局会议	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。
2023.5.15	2023年第一季度中国货币政策执行报告	稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。

www.swsc.com.cn

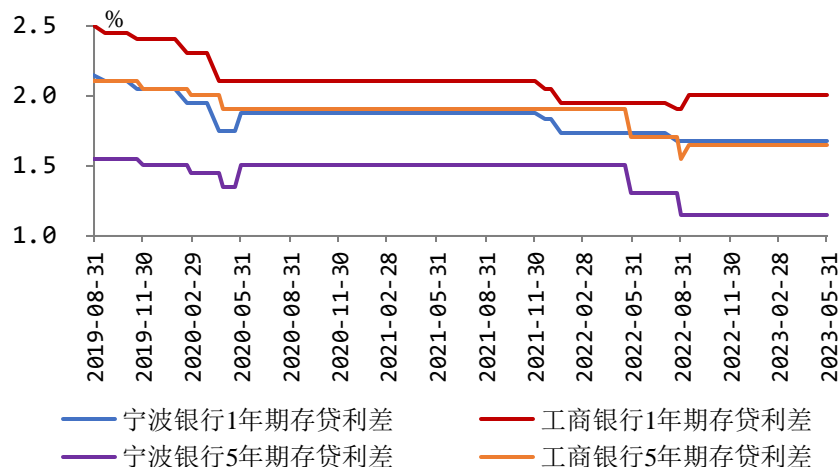
数据资料来源：wind、中国政府网、中国人民银行，西南证券整理

2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

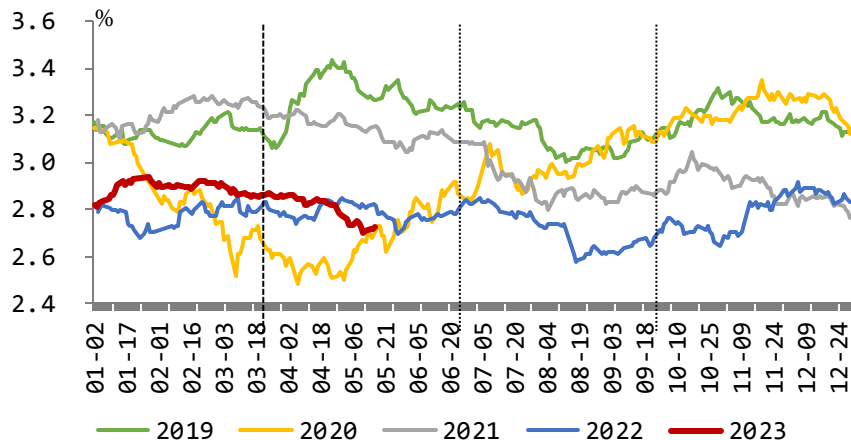
□ **对利率水平的把握可采取“缩减原则”，政策或进入到平稳的观察期。**一季度货币政策执行报告提出：近几年，全球经济面临的超预期冲击较多，经济环境和政策效果的不确定性较大。在此情况下，人民银行对利率水平的把握可采取“缩减原则”，符合“居中之道”，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。“政策利率调整时，在考虑当前经济金融形势基础上，向历史周期和全球各区域的平均值收敛，降低政策利率的波动。”我们认为目前贷款利率已处于历史低位，经济仍处于恢复阶段，短期政策利率调降的概率较小。

□ 近日，数家银行发布通知表示，将暂停销售“智能通知存款”类产品，同时多家银行还表示，将下调智能通知存款、协定存款等金融产品收益率，5月至今，银行存款利率调降队伍进一步扩大。在利率市场化进程持续推进和金融让利实体的背景下，监管引导协定存款和通知存款自律上限进行调整一方面可以有效压降银行的存款成本，另一方面也缓解虚增资产负债表的压力，同时相较于大银行，主要股份制银行对公活期存款中协定存款占比相对较高，对协定存款利率的下调也是市场化下利率下行的趋势，过去一年大型银行存款利率已经下降较多，中小型银行利率下降幅度较小，未来利率下调空间更大。

不同类型商业银行净利差情况



中债10年期国债到期收益率



2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

- “大兴调查研究之风”写入了今年的政府工作报告，3月，中共中央办公厅印发《关于在全党大兴调查研究的工作方案》提出了重点调研的12个方面内容和6个步骤（提高认识、制定方案、开展调研、深化研究、解决问题、督查回访）。

中央领导人近期重要调研活动

调研领导	时间(2023年)	调研内容
习近平	4月10日-12日	4月10日，在 湛江市 调研，了解当地发展海洋渔业、加强红树林保护、提升交通基础设施互联互通水平、推动广东海南相向发展、优化水资源配置等情况 4月11日，在 茂名市 调研，了解当地发展荔枝等特色种植业、推进乡村振兴等情况 4月12日，在 广州市 调研，了解当地推进高水平对外开放、推动制造业高质量发展，以及企业推进科技创新、打造自主品牌等情况，并同企业代表、科研人员、一线职工等交流
	5月10日至12日	5月10日，在 雄安新区 考察并主持召开高标准高质量推进雄安新区建设座谈会。表示雄安新区已进入大规模建设与承接北京非首都功能疏解并重阶段，工作重心已转向高质量建设、高水平管理、高质量疏解发展并举（李强、蔡奇、丁薛祥陪同考察并出席座谈会） 5月11日，在 沧州市 调研，了解当地旱碱麦种植推广及产业化、港区生产经营及发展规划等情况 5月12日，在 石家庄市 调研，了解企业研发生产和当地推动生物医药产业发展等情况 主持召开深入推进京津冀协同发展座谈会，国务院总理李强，副总理丁薛祥，中央办公厅主任蔡奇陪同考察并出席座谈会
李强	3月21日至22日	在 湖南省（株洲、长沙） 调研，强调要大力发展先进制造业，坚定不移筑牢实体经济根基
	3月29日	在 海南省（海口） 调研，表示要加快建设中国特色自由贸易港，在深化改革开放中增进民生福祉
	4月12日	在 北京市 调研独角兽企业，充分肯定了北京市培育发展独角兽企业的做法和成效。他强调，独角兽企业具有高成长性，一定程度上代表了经济转型升级的方向
	4月24日至26日	在 广西（崇左）、云南（西双版纳） 调研，强调要着力增强沿边地区内生发展动力，把脱贫攻坚的成果巩固住拓展好
	5月17日至18日	在 潍坊 ，强调要大力发展先进制造业集群，加快充电桩等基础设施建设，进一步释放消费潜力；在 青岛 ，强调积极推动工业互联网更好为中小企业赋能
赵乐际	3月21日-24日	在 广东省（珠海、广州等） 调研，强调深入开展调查研究，做好十四届全国人大常委会立法规划编制工作
李希	3月19日-21日	在 湖北省 调研，强调纪检机关应深入贯彻党的二十大精神，以对党绝对忠诚担负起职责使命

2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

□ 2月以来中央主要部委调研活动



2023年2月

2月18日，国家发改委外资司司长郑持平一行到济南高新区调研。表示**外资企业**是我国经济建设与发展的一支重要力量，要高度重视外资企业发展，持续打造一流营商环境，加大政策扶持力度

2月22日，财政部综合司调研组赴福建省开展“**推动高质量发展的财政政策**”专题调研。调研组对福建省积极有效推动高质量发展给予充分肯定，并从财政支持高质量发展角度提出建议。

3月18日，发改委调研组到商丘市对城市公共交通进行专题调研

3月21日，发改委副秘书长欧鸿一行在昆山调研。希望进一步强化**科技创新引领和人才支撑**，集聚更多两岸创新资源，引领经济社会高质量发展。

3月23日，工业和信息化部节能与综合利用司赴河北张家口开展**工业领域氢能应用**专题调研

3月29-30日，中国证监会市场二部监管六处副处长陈柏峰和科技监管局科技规划处副处长彭枫携全国中小企业股份转让系统、深圳证券通信有限公司专家到省金控集团子公司江西联合股权交易中心实地考察调研

2023年3月

3月24日，发改委成本调查中心赴郑州市调研，听取河南省价格成本调查监审局对**煤炭生产成本调查工作**的意见和建议。

3月27日，科技部副部长张雨东率队赴安徽省调研基础研究工作。

3月31日，科技部部长王志刚赴中国工程院调研。指出要**突出问题导向和目标导向**，开展战略性、全局性、前瞻性和针对性的调查研究

2023年4月

4月1日，发改委社会发展司刘明司长一行赴嘉兴调研，就**完善社会政策、发展社会事业、提高生活品质**开展专题调研。

4月19日至21日，发改委价格司、价格成本调查中心赴山东省临沂市围绕制定农产品常规调查数据和直报调查数据审核规范调研

4月19日至21日，工业和信息化部副部长辛国斌赴上海重点企业现场调研，召开汽车产业发展座谈会

4月24日，海关总署副署长孙玉宁在杭州海关召开跨境电商企业专题座谈会

2023年5月

5月9日，国务院发展研究中心副主任张来明赴江苏省淮安市就“**收入分配改革与扎实推进共同富裕**”开展专题调研

5月9日至10日，商务部流通业发展司一行赴南昌调研一刻钟便民生活圈建设情况

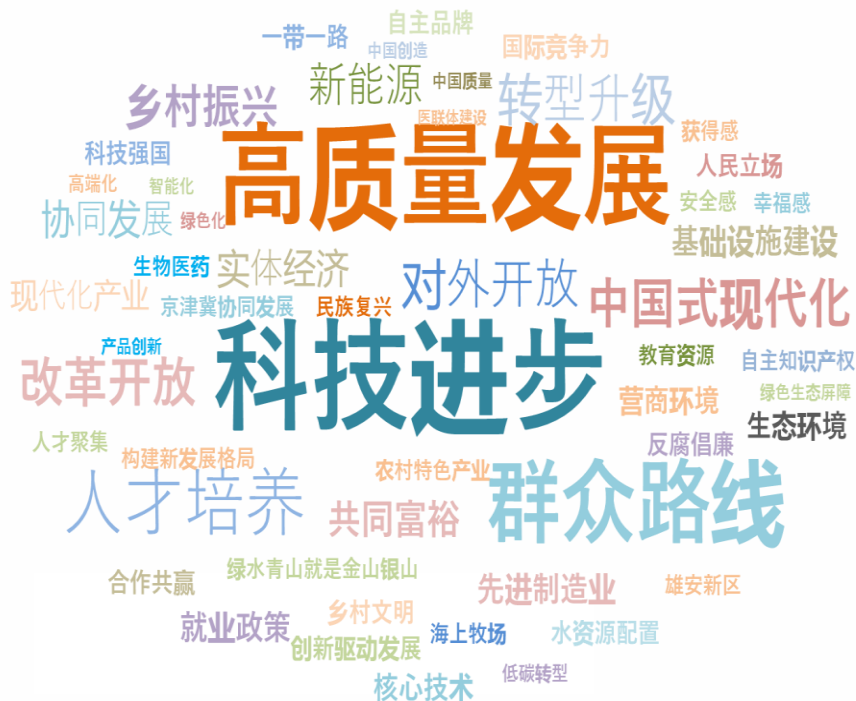
5月上旬，发改委地区司赴安徽省调研长三角省际毗邻区域协同发展工作



2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

- 3月以来，中央政治局常委调研了广东（2次）、河北、湖南、海南、北京、广西、湖北、山东等省份，东部省份5个，中部2个，西部1个，从调研讲话的词频统计来看，高质量发展、科技进步、群众路线、中国式现代化是主要关注点，体现出当前顶层设计的总体思路。
- 2月以来中央部委调研的主要省份有：山东（2次）、福建、河南、江苏（2次）、河北、江西（2次）、安徽（2次）、北京、浙江、上海，东部省份7个，中部3个。从调研高频热词来看，改善民生、共同富裕、清洁能源、科技创新、基础设施建设等是目前中央部委关注的落地重点。

中央领导人调研热词



中央部委调研热词



资料来源：新华网、中国政府官网，西南证券整理

2 央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视

- 1月以来，据不完全统计，各省省级正职领导（省委书记、省长）对本省进行调研中，东部地区省均调研6.4次，中部地区省均4.7次，西部地区省均6.6次，东北地区省均6次。其中调研次数较多的省份是：甘肃、广东、贵州、上海、天津等。调研重点，除了高质量发展、科技创新、乡村振兴外，各地区侧重点有所不同。东部强调改革和协同发展，中部重视城市规划和制造业现代化，西部着重安全、旅游和县域经济，东北关注资源利用、民营经济、转型发展和营商环境。

东部地区		中部地区		西部地区		东北地区	
前十大高频词	次数	前十大高频词	次数	前十大高频词	次数	前十大高频词	次数
高质量发展	34	高质量发展	28	高质量发展	17	高质量发展	6
创新	7	创新	11	安全	10	新突破	3
企业	6	经济社会	7	旅游	9	资源	2
乡村振兴	5	科技	7	现代化	6	生产	2
绿色	5	制造业	3	乡村振兴	6	民营经济	2
科技	5	绿色	3	群众	6	农村	2
协同发展	4	城市规划	3	产业发展	5	产业发展	2
改革	4	现代化	3	生态	5	乡村振兴	2
生态	4	乡村振兴	2	县域经济	4	转型	2
农业	3	产业发展	2	科技	4	营商环境	2

目 录

- ◆ **宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏**
- ◆ **央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视**
- ◆ **热点挖掘：数据资产价值链与区域特色产业体系**
- ◆ **体系之变：“去美元化”与人民币国际化的新机遇**

3 热点挖掘：数据资产价值链与区域特色估值体系

- 我国具有庞大的数据资源规模，数据要素市场发展空间巨大。数据资源规模快速增长，2022年我国数据产量达8.1ZB，数据存储量达724.5EB，分别同比增长22.7%、21.1%，全球占比达10.5%、14.4%。数据要素市场未来发展潜力巨大，据国家工信安全发展研究中心测算数据，2021年我国数据要素市场规模达到815亿元，预计“十四五”期间市场规模的复合增速超过25%。
- 数据资产的发展经历了“开放共享-要素化-市场发展-制度完善-管理统筹”等历程。在“数据二十条”的指导下，我国数据要素市场加快建设。2023年2月发布的《数字中国建设整体布局规划》也提出要释放商业数据价值潜能。后续重要推进方向是加快培育数据市场，形成数据资产价格链，不断释放数据要素的经济价值。

数据资产价值链的形成历程及未来发展方向

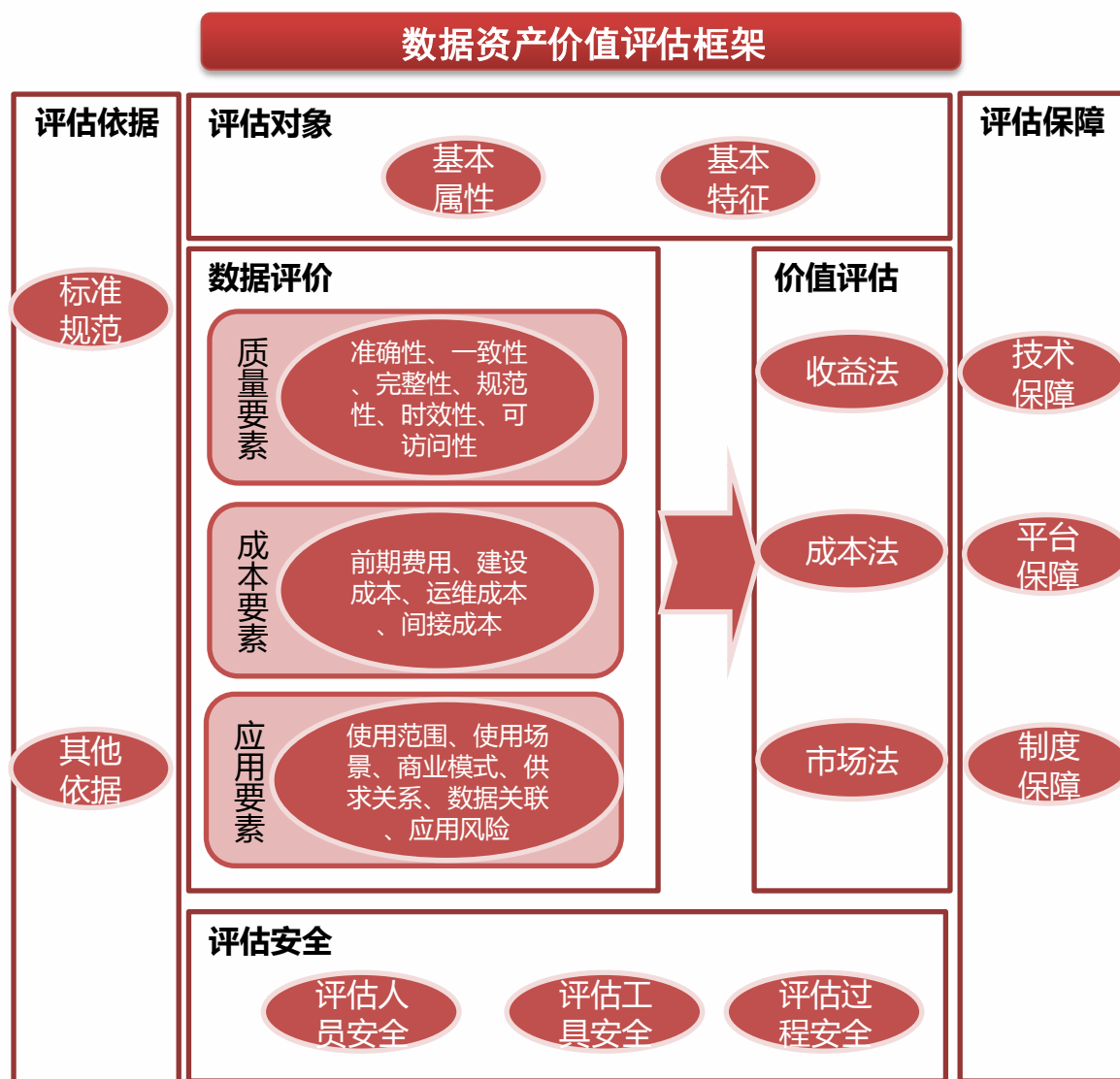


www.swsc.com.cn

资料来源：国家发改委、中国政府网，西南证券整理

3 热点挖掘：数据资产价值链与区域特色估值体系

- 数据价值化是数字经济发展的关键，数据资产全链条体系中数据评估和定价或是未来需要探索的重点方向。2022年6月，中国资产评估协会发布《信息技术 大数据 数据资产评估团体标准（征求意见稿）》，其中对于数据资产的价值评估包括收益法、成本法以及市场法。在定价上，国家发改委指出数据定价应该围绕数据的资源化、资产化构建全新的数据资产估值和定价逻辑，其中资产化定价是未来数据资产定价核心模式。
- 从实践上看，2021年南方电网公司发布央企首个数据资产定价方法，创新运用多维的数据资产定价方法，推动能源行业数据资产的要素价值化；2023年，贵阳大数据交易所上线全国首个数据产品交易价格计算器，通过建立估价模型，以数据产品开发成本为基础，综合考量多重价值修正因子，并基于预计的商业模式和市场规模，评估计算数据产品价格。



3 热点挖掘：数据资产价值链与区域特色估值体系

中央及地方数字化建设情况

区域	日期	文件	内容
中央	2021年3月15日	《十四五规划纲要》	加快数字化发展，建设数字中国。
	2022年10月25日	《二十大报告》	强调加快建设网络强国和数字中国。
	2022年12月19日	《数据二十条》	数据基础制度建设事关国家发展和安全大局。
	2023年2月27日	《数据中国建设整体布局规划》	加快数字中国建设，对全面建设社会主义现代化国家、全面推进中华民族伟大复兴具有重要意义和深远影响。
雄安市	2022年	云上雄安	2022年底，作为“城市大脑”的雄安城市计算中心正式投入运营，可对海量信息进行科学分析、科学决策，为数字孪生城市的大数据、区块链、物联网等提供网络、计算和存储服务，营造智慧场景。
江苏省	2022年10月31日	《关于进一步推动全省纺织服装产业高质量发展的若干政策措施》	到2025年底，全省培育40家省级工业设计中心、200家省级智能制造示范车间、20家省级智能制造示范工厂和15家省级工业互联网标杆工厂。
江西省	2023年2月1日	《装备制造业数字化转型行动计划（2023—2025年）》	提出到2025年，建设100个数字化车间与智能工厂，开发和推广一批数字化转型方案。
上海市	2023年2月9日	《上海市推动四大工艺行业高质量提升发展实施意见（2023—2025）》	提出到2025年，上海市四大工艺（铸造、锻造、电镀、热处理）行业数字化、绿色化、专业化、集约化水平明显提升，形成10家上海市级智能工厂，打造30个智能制造特色场景，突破50项先进技术工艺装备。
江门市	2023年5月1日	《关于做好江门市土地与矿业权交易系统电子签章推广和应用的通知》	江门市公共资源交易数字化电子签章时代正式开启。

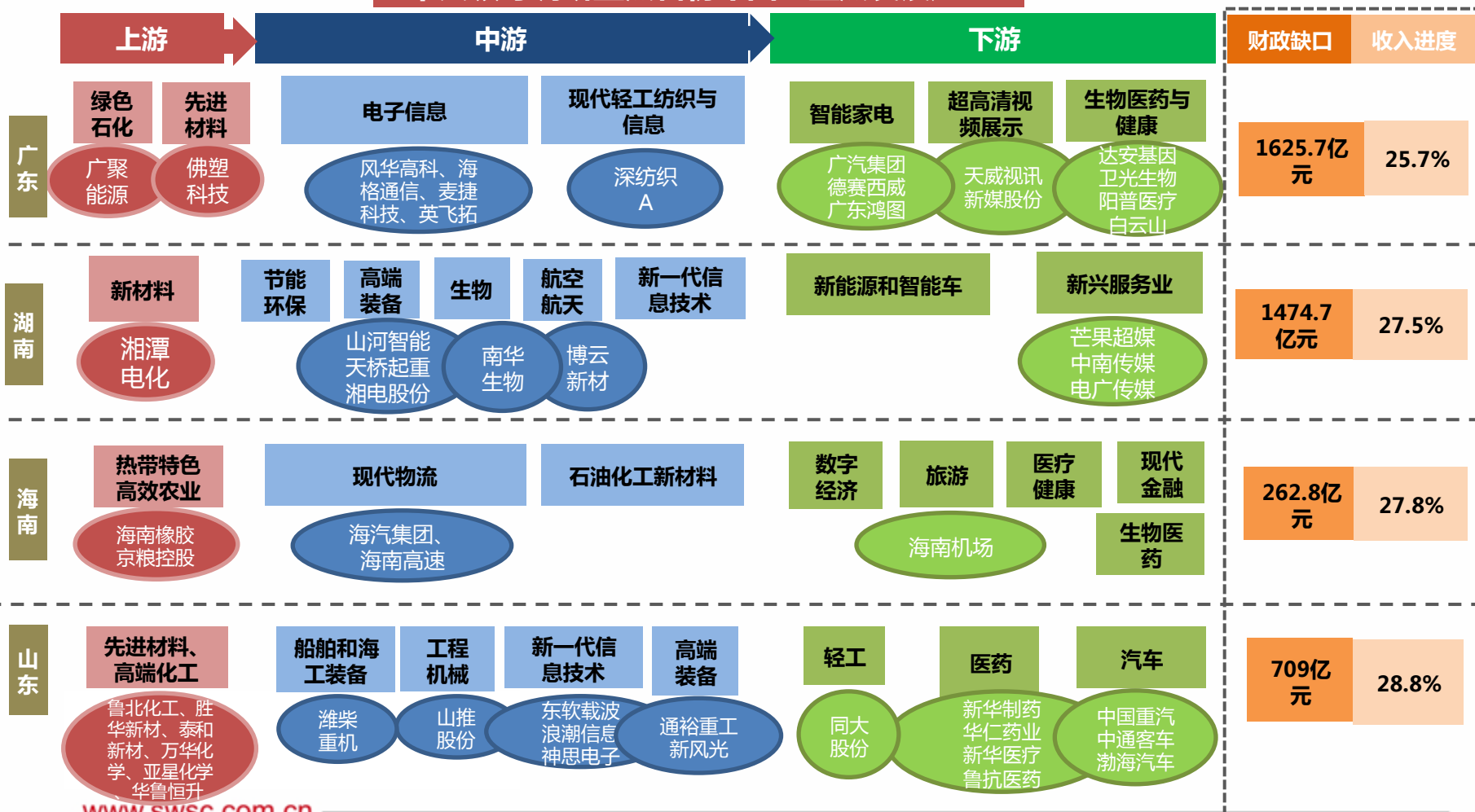
www.swsc.com.cn

资料来源：中国政府网、各省市人民政府、工信部官网，西南证券整理

3 热点挖掘：数据资产价值链与区域特色估值体系

我们选取1月以来，中央领导和部委重点调研省市，且一季度财政收支缺口大于1000亿元/收入完成进度低于平均水平的省份，对其十四五期间重点发展产业和上市的地方国资控股公司进行梳理。

中央领导调研重点省份十四五重点发展产业



www.swsc.com.cn

注：财政缺口为2023年Q1地方公共财政支出减去收入；收入进度为2023年Q1公共财政收入/全年预算
资料来源：wind，各省市人民政府、发改委官网，西南证券整理

3 热点挖掘：数据资产价值链与区域特色估值体系

其他被调研省市“十四五”重点发展产业

区域	省市	上游	中游	下游	财政缺口(亿元)	收入进度(%)
东部	北京		智能制造与装备//产业互联网 大豪科技、鼎汉技术//荣联科技、铜牛信息	医药健康//智能网联汽车 双鹭药业、利德曼、同仁堂//北汽蓝谷、福田汽车	772.5	29.2
	河北	新型功能材料	大数据//信息基数创新应用、高端装备、信息基数人工智能、新能源与智能电网装备 常山北明//汇金股份	新能源汽车//生物医药	1160.2	32.8
	福建	化纤、棉纺	新型显示//光电制造//物联网、大数据 华映科技、合力泰//福日电子//厦门信达、ST实达	华北制药 软件//汽车 锐捷网络//金龙汽车	176.3	22.6
	上海	先进材料	高端装备//电子信息 上海机电、上海电气//云赛智联、数据港、和辉光电	时尚消费品//生命健康//汽车 徐家汇、百联股份//复旦复华、上海医药、宣泰医药//上汽集团、华域汽车、动力新科	-244.9	31.6
	江苏	先进碳材料	特高压设备//起重机//集成电路//高技术船舶 创元科技//徐工机械//龙腾光电、江化微//润邦股份、国瑞科技	生物医药//品牌服装//车联网 联环药业、森萱医药//南纺股份、汇鸿集团	769	31.8
	浙江	炼化一体化与新材料 大东南	网络通信//智能计算//智能装备//集成电路 华数传媒//GQY视讯//宁波精达	生物医药//节能与新能源汽车//数字安防 浙江震元、仙琚制药、海正药业//浙江仙通、德宏股份//中威电子	184	37.4
	河南	新型材料 易成新能	装备制造//节能环保//现代轻纺//电子信息 森源电气//中原环保//*ST新纺	绿色建材//绿色食品//汽车制造 安阳钢铁	1782.7	27.9
中部	安徽		新一代信息技术//高端装备//新能源和节能环保 铜峰电子、晶合集成、颀中科技、长信科技//埃夫特-U//佳先股份	新能源和智能车//数字创意//绿色食品//智能家电//生命健康 安凯汽车、江淮汽车//时代出版、皖新传媒//金种子酒//长虹美菱	1330.7	30.9
	湖北	现代化工 湖北宜化、双环科技、兴发集团	光通信//节能环保//集成电路//智能制造装备 华工科技、华灿光电//武汉控股	食品//纺织//汽车 安琪酵母//	1420.6	31.4
	江西	有色金属 江西铜业	电子信息 天利科技	文化旅游//纺织服装//文化旅游//虚拟现实//生物医药//汽车//现代家具 国旅联合、慈文传媒、中文传媒//	1066.3	34.1
西部	广西	高端金属新材料、绿色化工新材料 柳钢股份//柳化股份	机械装备制造//电子信息、轻工纺织 柳工//	生物医药//数字经济//汽车 中恒集团//	1102.9	29.9

www.swsc.com.cn

注：财政缺口为2023年Q1地方公共财政支出减去收入；收入进度为2023年Q1公共财政收入/全年预算
数据资料来源：wind，各省市人民政府、发改委官网，西南证券整理

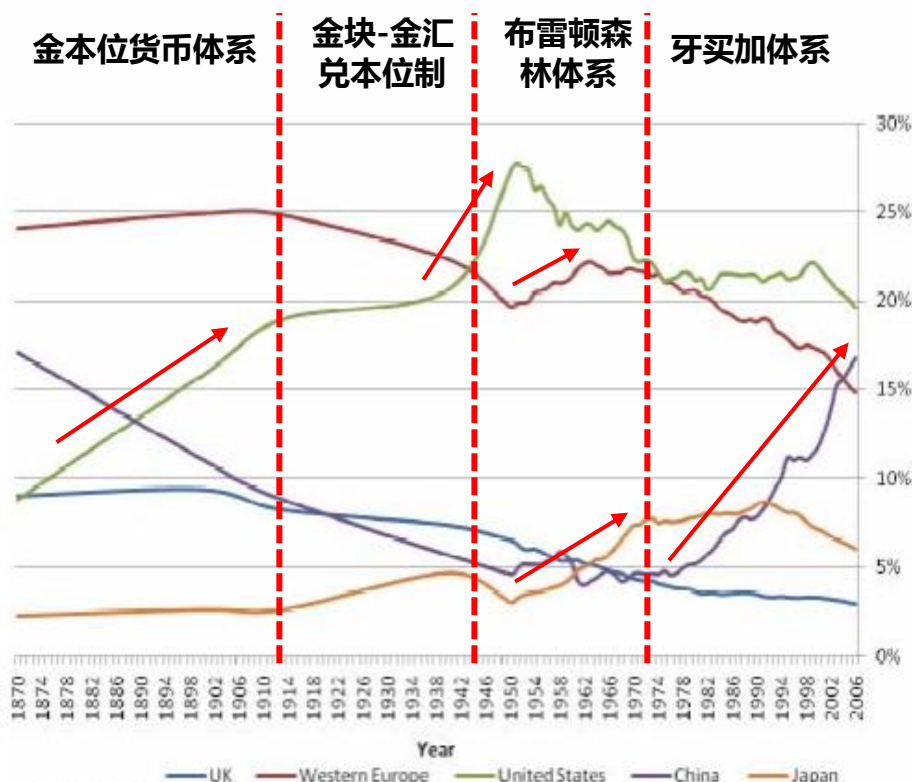
目 录

- ◆ **宏观走势：一阶脉冲后的读数走强与修复变奏**
- ◆ **央地关注：宏观调控提效与地方调研重点透视**
- ◆ **热点挖掘：数据资产价值链与区域特色产业体系**
- ◆ **体系之变：“去美元化”与人民币国际化的新机遇**

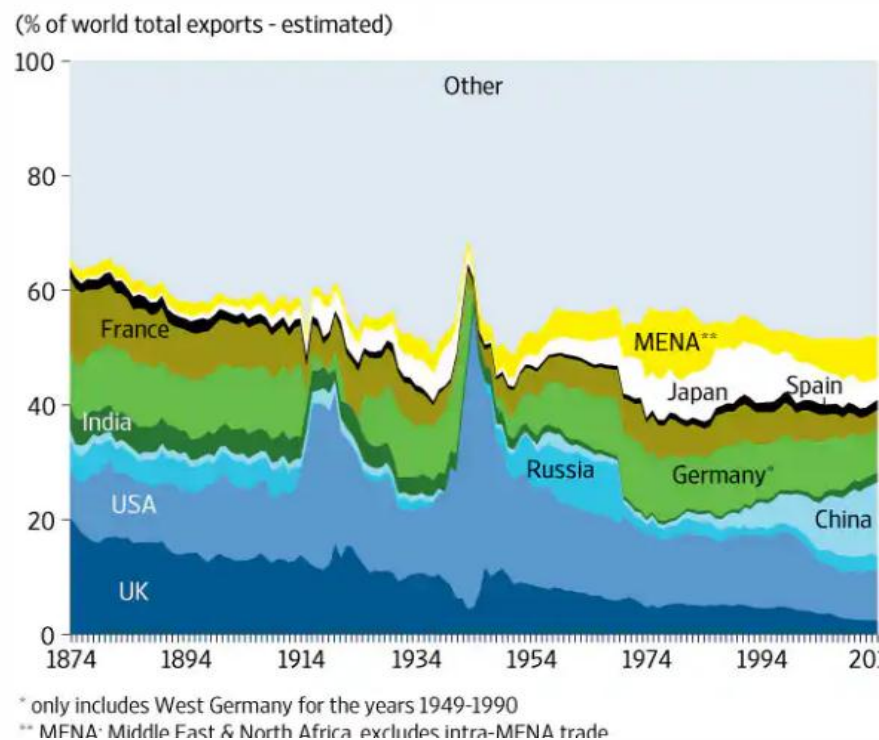
4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

- 近代以来，全球范围内货币体系大约经历了四轮演变：**第一轮**，国际金本位货币体系（1880-1913年）；**第二轮**，金块-金汇兑本位制（1914-1944年）；**第三轮**，布雷顿森林体系（1945-1973年）；**第四轮**，牙买加体系（1976年至今）。国际货币体系更迭的最根本的因素在于一国国际实力的提升，并获得在国际上的话语权。

主要国家GDP占世界GDP比重历史变化



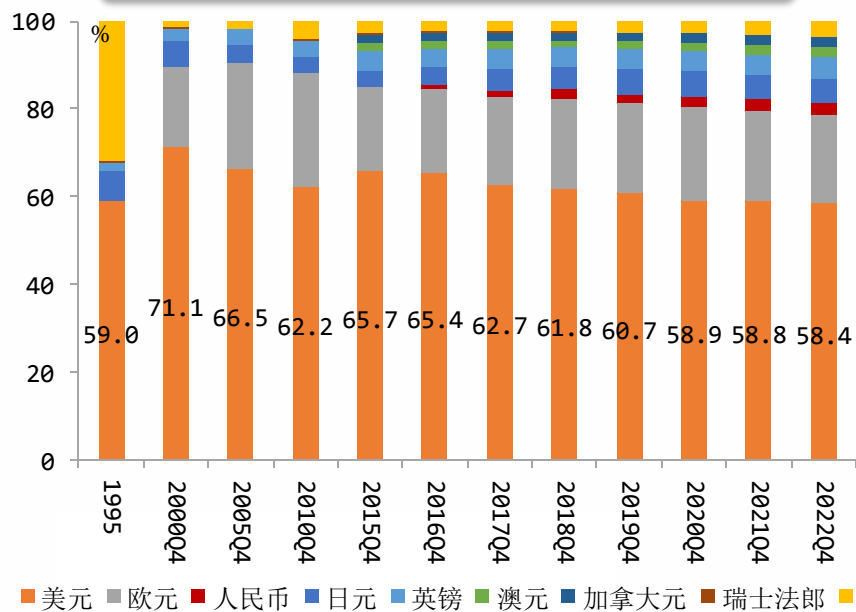
各国出口占世界出口份额的历史变化



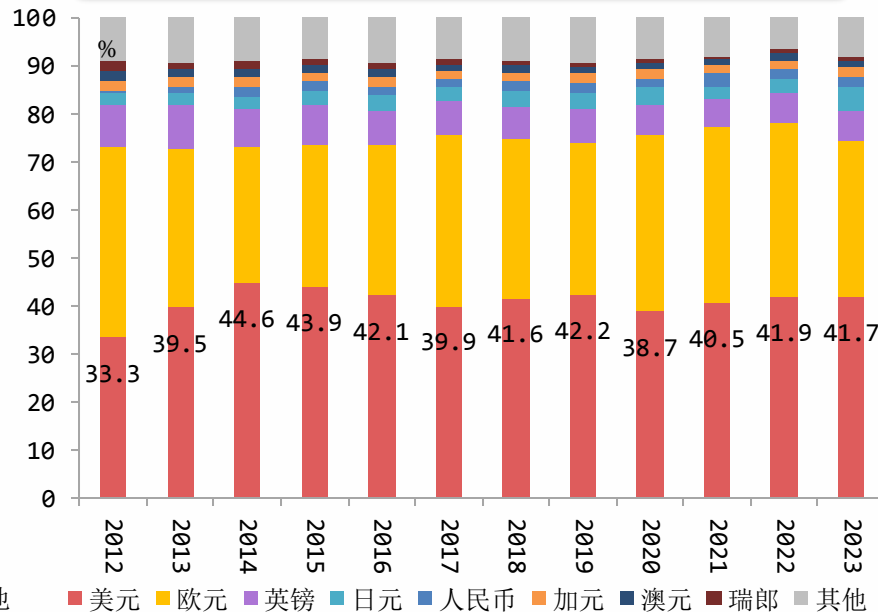
4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

- **美元在全球外汇储备中的比重上升，但逐渐向多元化发展。**1995年美元占全球已分配外汇储备的比例仅为58.9%，2001年第二季度这一比重攀升至72.7%的高位。但2008年之后，随着欧元等货币地位的抬升以及央行增加黄金储备，美元的占比下降。截至2022年底，美元在全球外汇储备中的份额已降至58.4%，但仍然是全球第一大储备货币。
- **美元作为全球结算中最主要货币，在不同地区地位有差异。**据SWIFT统计，2023年3月美元在国际支付中的比重达到41.7%，是国际支付中最主要的货币，也被称为“支配货币”。其次是欧元、英镑、日元等。但是美元在不同地区的商品出口结算中的地位不同，比如在欧洲，欧元的使用比例远远超过美元，在亚太地区虽然美元仍占主导地位，但“其他货币”的比重相对其他地区而言更高。

官方已分配外汇储备货币构成及其变化



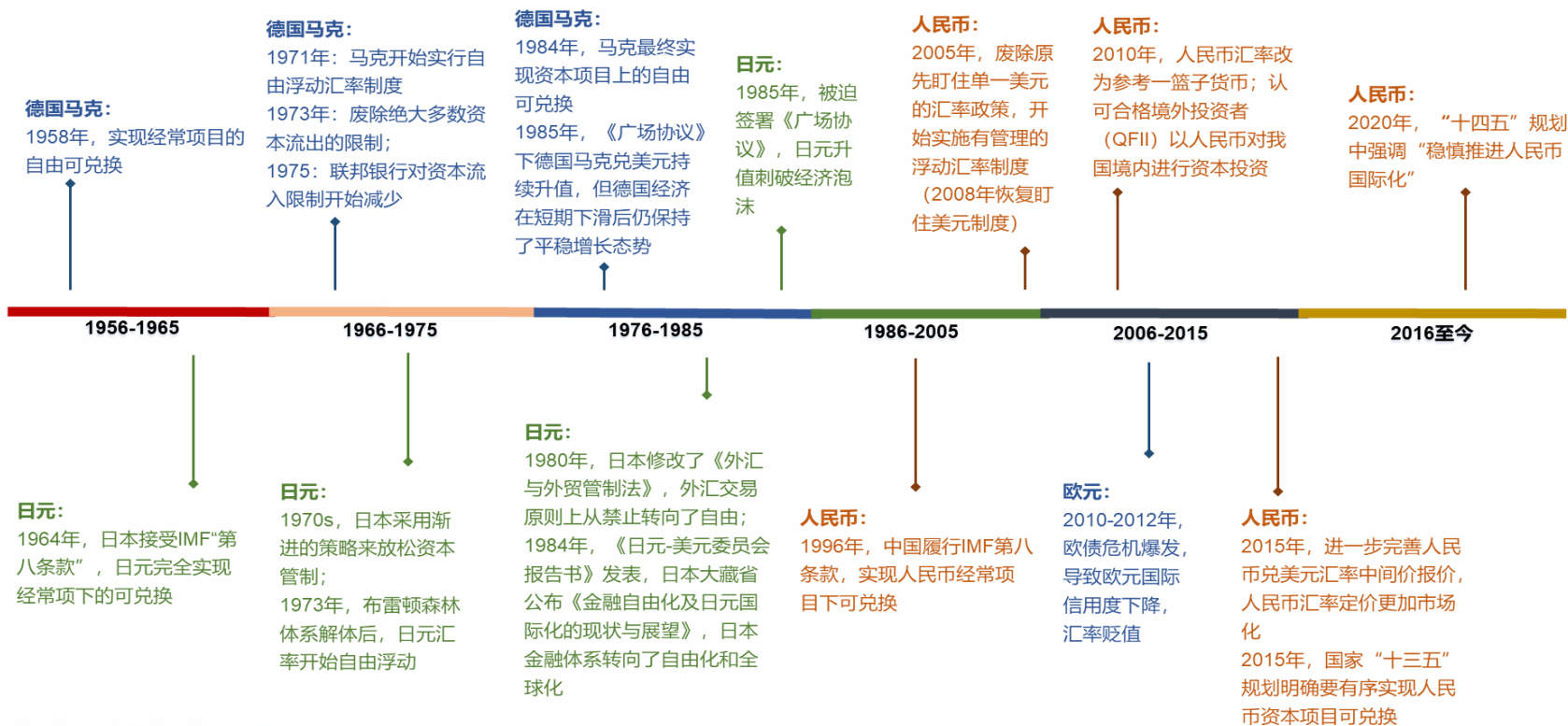
SWIFT国际支付中不同货币份额及其变化



4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

- 现行的以美元为中心的国际货币体系在布雷顿森林体系瓦解后也曾遭遇多次挑战，欧元、日元都踏上过国际化的历程，国际地位得到大幅提升。综合来看，欧元（德国马克）和日元的国际化都离不开三个要素：一是外向型经济的贡献，出口规模扩大使得经济实力得以快速壮大，提高货币在国际市场的吸引力，二是汇率制度转变为自由浮动，三是经常、资本账户逐渐开放，经常和资本项目下货币自由可兑换。然而，欧元和日元最终仍难以撼动美元的地位，主要受制于多重内外部因素。

欧元、日元和人民币国际化历程对比



www.swsc.com.cn

数据来源：ECB、日本财务省、中国人民银行、中国外汇管理局、IMF、BIS，西南证券整理

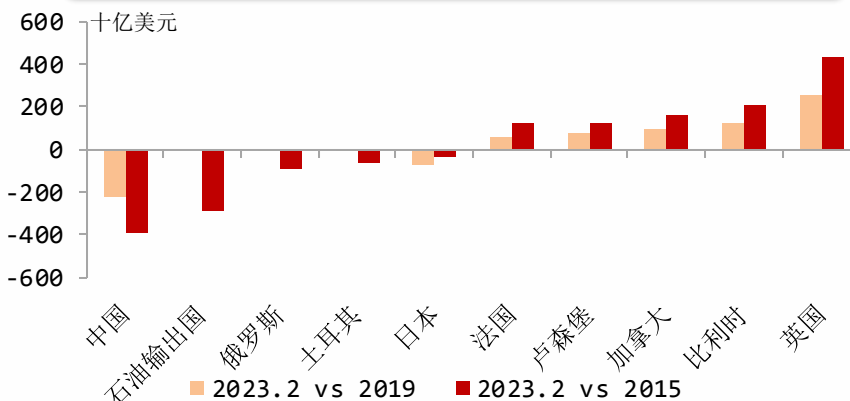
4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

- 国际货币地位的变化离不开国际关系的改变，从三个维度对近期国际关系的变化进行拆解：（1）、俄乌冲突之后，地缘政治格局分化提速；（2）、经济全球化趋缓，区域化合作更加紧密；（3）、“去美元化”进程加快，央行购金潮再度掀起。

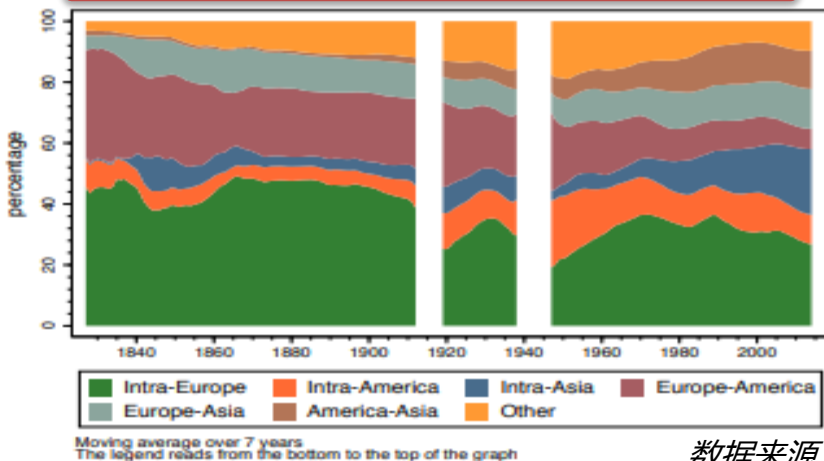
08年金融危机后贸易全球化的趋势减缓



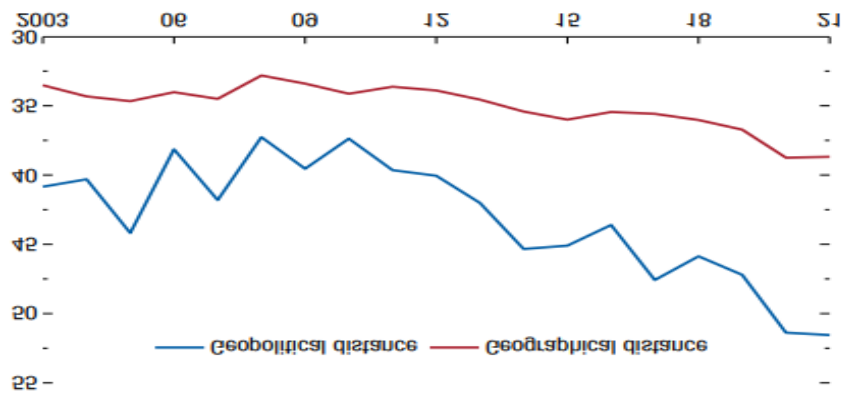
对比2015年减持/增持美国国债TOP5国家



亚洲内的双边贸易占比提升较多



地缘政治距离对FDI的影响攀升

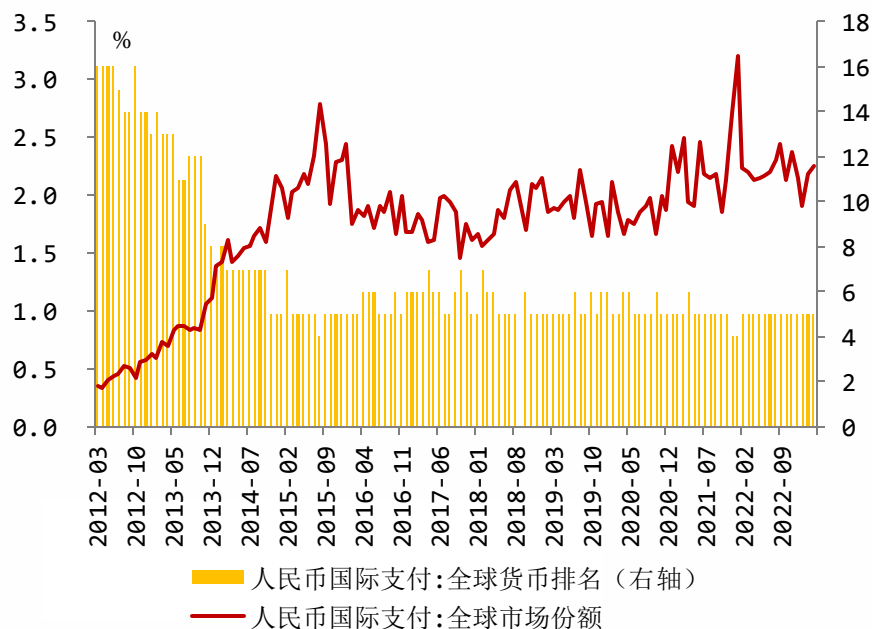


数据来源：图1在1960年以前的数据来自Our world in Data，之后的数据来自于WTO、IMF、CEPII、美国财政部，西南证券整理

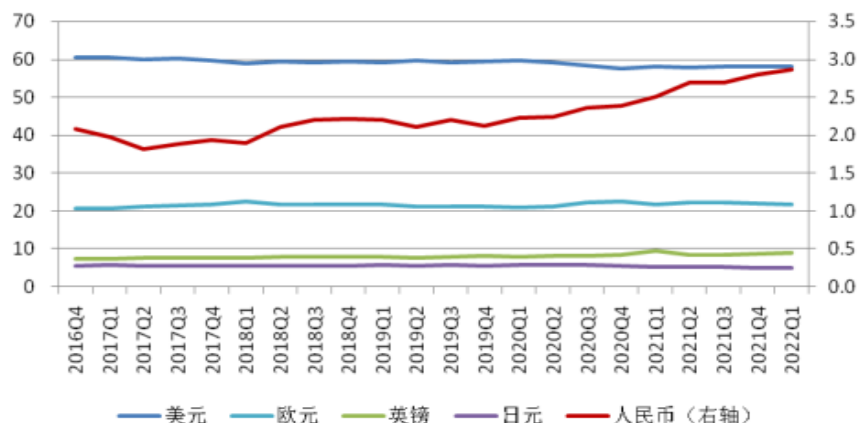
4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

- 据央行公布的《2022年人民币国际化报告》，2022年一季度人民币国际化综合指数为2.86，同比上升14%，呈现出逐年上行的态势，在跨境收支、外汇储备、金融交易、货币互换等多个领域均取得了成果。但较同期美元（58.13）、欧元（21.56）、英镑（8.87）和日元（4.96）相比仍有较大差距。

SWIFT国际支付中人民币份额仅为2.3%



央行构建货币国际化综合指数



人民币贸易融资份额升至4.5%



www.swsc.com.cn

数据来源：中国人民银行、SWIFT、FT research，西南证券整理。

注：2023年国际支付货币份额数据截至2023年3月

4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

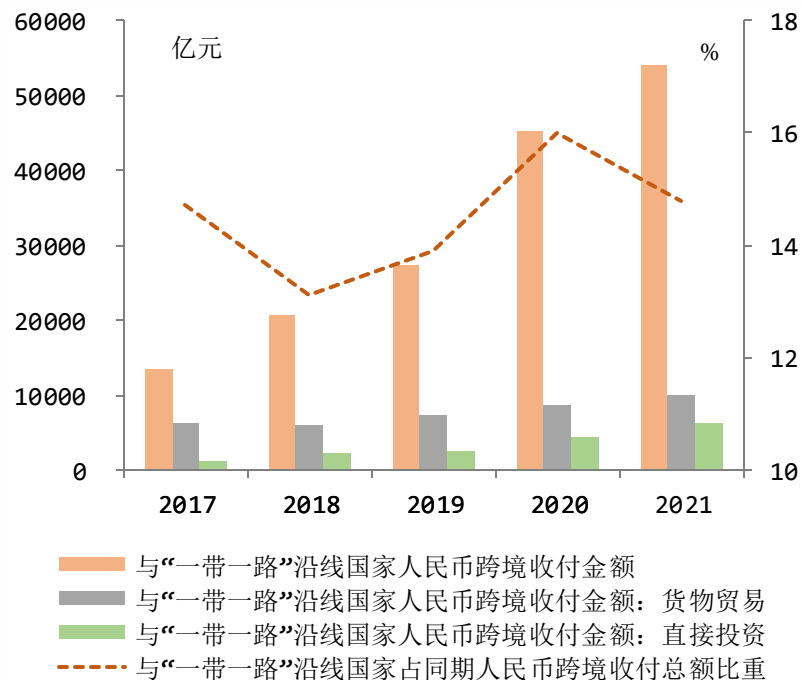
- 人民币国际化迎来新的发展机遇，有望拓展为新新“三位一体”策略。**一、把握油气自西向东转移的机会**，推动人民币在大宗商品上的计价和结算；**二、把握全球安全资产匮乏的机会**，加大向境外投资者提供人民币资产的力度，比如向外国投资者加大国债发行力度；**三、把握逆全球化和区域合作加深的机会**，重点针对RCEP区域和“一带一路”国家，加快金融基础设施的建设。
- 从更加长期的角度来看，数字人民币发展潜力巨大，截至2021年末，数字人民币试点场景已超过808.51万个，累计开立个人钱包2.61亿个，交易金额875.65亿元。但目前仍处于初期探索阶段，具有相关研发优势的数字货币产业链上的企业有望迎来发展机遇。

俄罗斯在外汇交易和出口中使用RMB结算比例上升

货币pairs在外汇市场交易中的比例		
USD/RUB ▼	EUR/RUB ▲	USD/CNY AND CNY/RUB ▲
40%	17%	37%
84%	12%	0%

各种货币在出口结算中的比例		
USD AND EUR ▼	RUB ▲	CNY ▲
48%	34%	16%
87%	12%	0,5%

与“一带一路”沿线国家人民币跨境收付加快



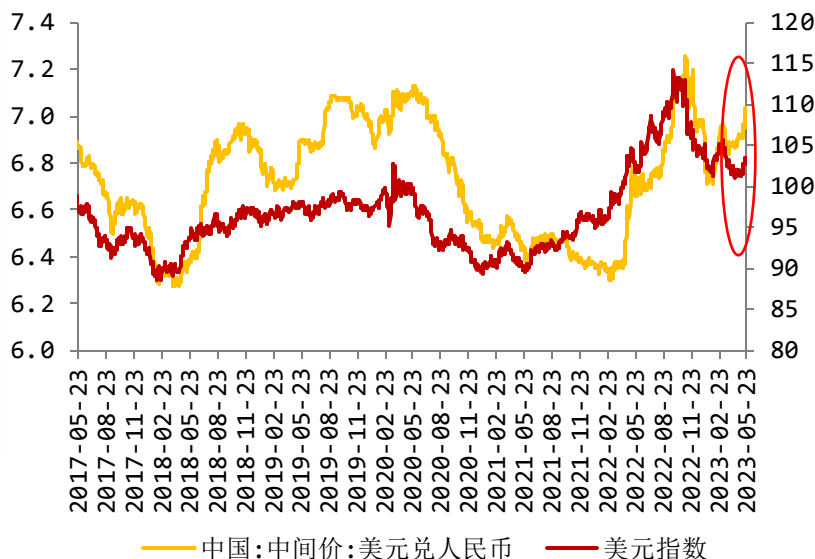
www.swsc.com.cn

数据来源：俄罗斯央行、中国人民银行，西南证券整理

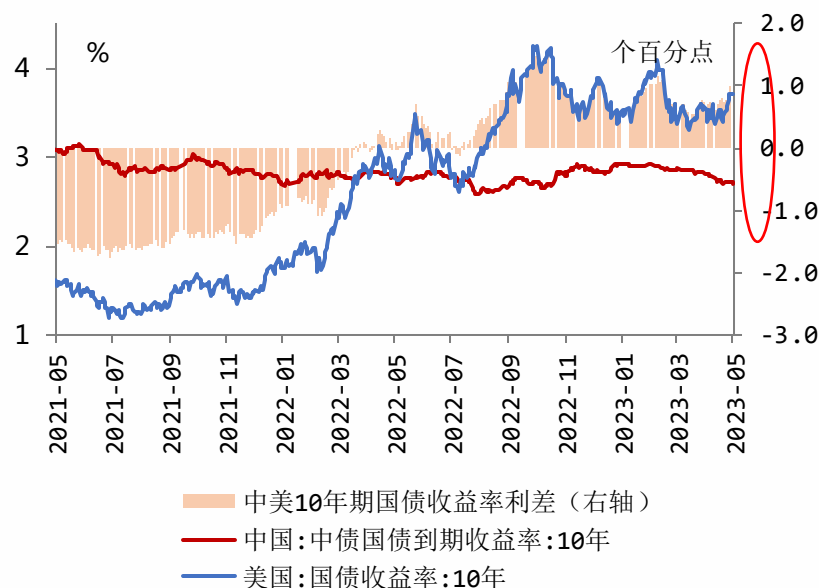
4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

- **5月以来人民币开启新一轮贬值趋势**，截至5月23日美元兑人民币汇率升至7.07，较月初涨幅达2.2%，上一轮人民币破“7”是在去年9月。本轮贬值一方面是国内经济复苏不及预期，中美利差近期扩大，中美10年国债利差从月初的0.6个百分点攀升至5月23日的1.0个百分点，另一方面是由于市场对联储年内降息的预期有所减弱，美国两党在债务上限问题对峙，美元自5月中旬以来回升。
- 5月18日，中国外汇市场指导委员会（CFXC）上提出，下一阶段将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。短期内，若汇率持续非理性贬值，央行或对外汇市场有所干预。中期来看，**随着后续美国加息进入尾声，美元指数或逐步回落，加之中美货币政策分化逐步减弱，国内经济内生动力持续修复，中美利差逐步收窄，人民币汇率并不具备趋势性贬值基础。**

人民币5月以来持续走贬，下半月美元升值



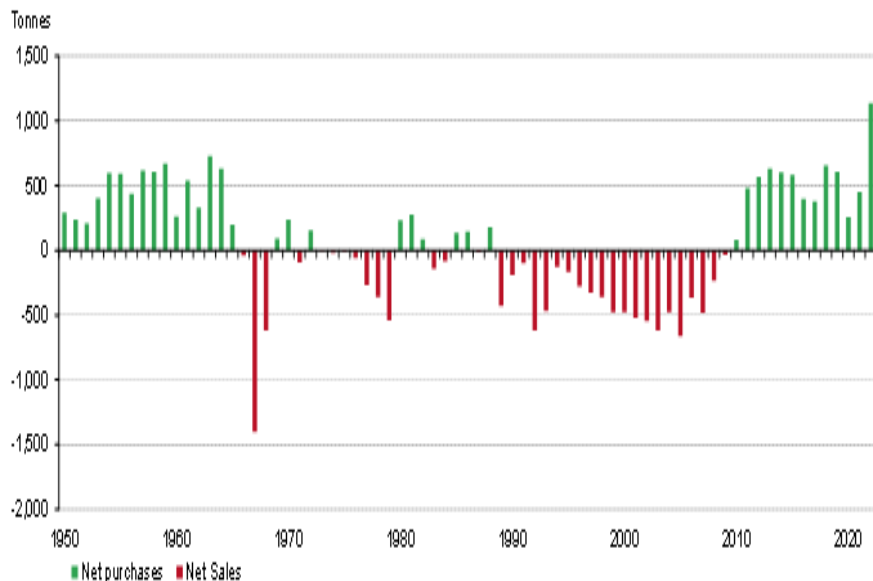
5月以来中美长期国债利差扩大



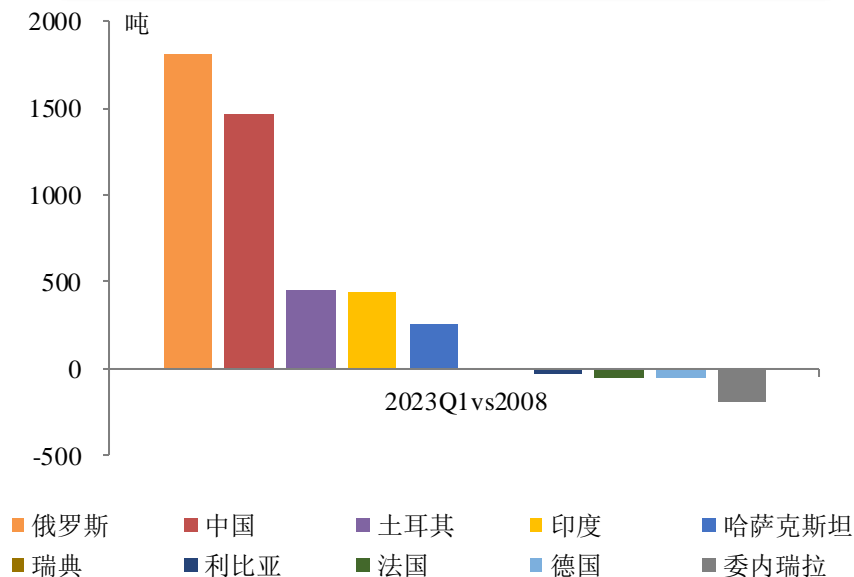
4 体系之变：去美元化与人民币国际化的新机遇

- 受“去美元化”趋势影响较大的另一个资产是黄金。2009年各国央行开始从“净出售”黄金逐渐转变为“净购买”黄金。2022年，全球央行购金数量累计达到1136吨，创55年以来纪录新高，2023年Q1各国央行对黄金需求边际减弱，但仍保持了强劲态势。截至2023年3月底，世界黄金储备总量为35815.83吨，较2008年增长了约5813吨。
- 2008年来俄罗斯、中国、土耳其等国家购金较多。目前，美国的黄金储备在全球仍位居第一，其次是德国、意大利、法国、俄罗斯和中国。截至2023年3月，在较2008年增加的5813.52吨世界黄金储备中，俄罗斯和中国分别购买了1806.9吨和1468.38吨黄金，其次是土耳其（455.87吨）、印度（436.88吨）、哈萨克斯坦（260.09吨）等国家。

全球央行的黄金购买量在2022年再创新高



2008年以来购金、售金Top5央行





西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn