



我国实际利率水平相对偏高

——宏观周报（20230703-20230709）

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

相关研究

1.4月地产销售是升？还是降？——宏观周报（20230515-20230521）

2.调整金融市场收益水平，引导更多资金流向实体经济——宏观周报（20230522-20230528）

3.经济恢复弱于预期，政策端或将加码——宏观周报（20230529-20230604）

4.6月房地产需要供需两端齐发力——宏观周报（20230605-20230611）

5.积极政策开启，权益配置价值提升——宏观周报（20230612-20230618）

6.积极因素有所增加，但内需仍显不足——宏观周报（20230626-20230702）

投资要点

- **核心观点：**目前，我国名义利率较低，但实际利率过高，即高于美欧等发达国家，也处于我国历史上的顶部区域。下半年CPI回升的斜率可能平缓，实际利率水平可能会仍然偏高，进而可能会抑制投资和消费。结合我们此前的结论，金融市场的投资收益率相对实体经济过高，不利于更多资金流入实体经济。我们认为，需要通过降低政策利率引导市场使实际利率降低，以促进投资、鼓励消费，提振经济复苏，使通胀温和上升。
- **费雪效应中的实际利率。**根据费雪效应的定义，名义利率=实际利率+通货膨胀率。因此，实际利率=名义利率-通货膨胀率。考察利率对行为和配置资源的作用，主要以真实利率（也称实际利率，即名义利率减去通胀率）为尺度。实际利率如果长期偏高，会导致社会融资成本较高，企业生产经营和个人消费或面临一定困难，不利于调动企业的投资积极性和经济可持续发展；实际利率如果长期偏低，也可能造成投资过度、产能过剩、资产价格泡沫等问题。我们选取十年期国债收益率作为名义利率，CPI同比作为通货膨胀率，以判断当前的实际利率水平。
- **我国名义利率较低，但实际利率远高于美国。**2022年以来，美国十年期国债收益率在持续加息的影响下总体上行，今年6月均值为3.75%。而我国十年期国债收益率为2.67%，中美利差倒挂108个基点。但是，美国5月CPI仍高达4.1%，仍高于美联储2%的目标值，也远高于中国的0.2%。经测算，截至今年5月，美国实际利率约为-0.53%，处于历史相对低位，对经济仍有较大促进作用。我国实际利率为2.52%，对经济具有相对抑制作用。2019年，中美实际利率较为接近，但2020年9月至今，中国实际利率明显高于美国，其中2022年2月中美实际利率之差最高达到7.94%，随后逐步回落至2023年5月的3%。虽然目前中国名义利率较美国更低，但考虑通胀之后，中国实际利率仍远高于美国，也远高于日本、欧盟等。
- **纵向来看，我国实际利率位于历史高位。**从名义利率来看，今年以来中国十年期国债收益率总体呈窄幅下行态势，1月均值为2.88%，6月则降至2.67%，名义利率处于历史相对低位。但今年国内通胀水平回落得更快，4月CPI降至2021年3月以来的低点（0.1%），5月小幅回升至0.2%，导致实际利率偏高。经测算，截至今年5月，中国实际利率约为2.52%，为2021年4月以来的高点。剔除因春节错位导致CPI波动较大形成的异常值，此前实际利率高于2.5%的阶段出现在2020年10月至2021年3月、2009年2月至2009年11月、2003年2月之前。以上几个阶段中，均是在货币政策经历过一段时间的宽松之后，经济基本面明显改善，名义利率同步回升，但彼时CPI受高基数影响，持续性出现负值，最终导致名义利率处于高位，而目前经济回升低于预期，CPI回升力度不足，实际利率过高对经济的不利影响可能会比较大。
- **下周关注：**1）中国6月通胀数据。2）中国6月金融数据。3）中国6月进出口数据。4）美国6月CPI。
- **风险提示：**地缘政治风险；海外金融事件风险。

正文目录

1. 费雪效应中的实际利率.....	4
2. 我国名义利率较低，但实际利率远高于美国.....	4
3. 纵向来看，我国实际利率位于历史高位.....	5
4. 行业周观点汇总.....	6
5. 下周关注.....	8
6. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 中国十年期国债收益率与 CPI, %.....	4
图 2 美国十年期国债收益率与 CPI, %.....	4
图 3 中美实际利率对比 (测算), %.....	5
图 4 中国实际利率, %.....	6
表 1 行业周观点	6

1. 费雪效应中的实际利率

费雪效应揭示了名义利率与实际利率、通货膨胀之间的关系。根据费雪效应的定义，名义利率=实际利率+通货膨胀率。因此，实际利率=名义利率-通货膨胀率。央行行长易纲曾在《中国的利率体系与利率市场化改革》中提到，“考察利率对行为和配置资源的作用，主要以真实利率（也称实际利率，即名义利率减去通胀率）为尺度”。实际利率如果长期偏高，会导致社会融资成本较高，企业生产经营和个人消费或面临一定困难，不利于调动企业的投资积极性和经济可持续发展；实际利率如果长期偏低，也可能造成投资过度、产能过剩、资产价格泡沫等问题。

我们选取十年期国债收益率作为名义利率，CPI 同比作为通货膨胀率，以判断当前的实际利率水平。

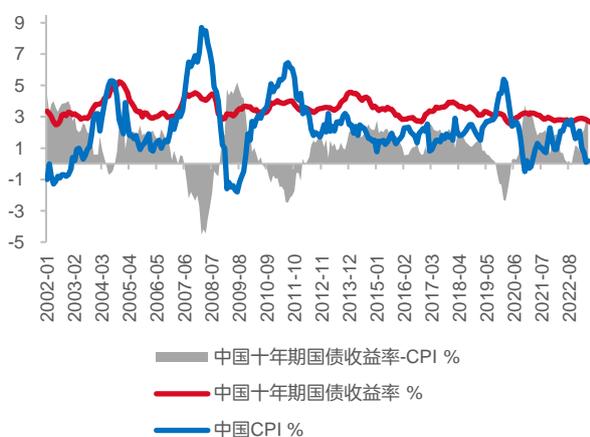
2. 我国名义利率较低，但实际利率远高于美国

近期国内经济发展态势有所好转，但恢复程度总体低于预期。其中，5 月消费修复偏温和，房地产投资增速再次回落，对经济的拖累作用不减，制造业和基建投资增速也有所回落，民间固定资产投资增速转负，以民间投资为主的制造业投资信心并不强，青年人口失业率也偏高。6 月 PMI 数据显示，相较于大中型企业，小型企业新订单指数环比明显下滑，民营经济压力较大，制造业生产经营活动预期指数也环比回落，企业对未来市场预期趋于谨慎。

2022 年以来，美国十年期国债收益率在持续加息的影响下总体上行，今年 6 月均值为 3.75%。而我国十年期国债收益率为 2.67%，中美利差倒挂 108 个基点。但是，美国 5 月 CPI 仍高达 4.1%，仍高于美联储 2% 的目标值，也远高于中国的 0.2%。经测算，截至今年 5 月，美国实际利率约为 -0.53%，处于历史相对低位，对经济仍有较大促进作用。我国实际利率为 2.52%，对经济具有相对抑制作用。

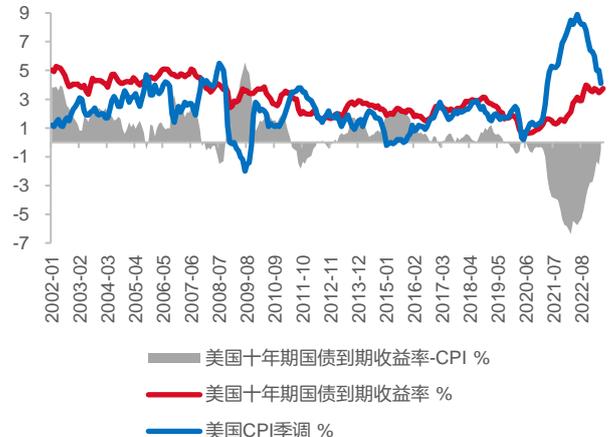
2019 年，中美实际利率较为接近，但 2020 年 9 月至今，中国实际利率明显高于美国，其中 2022 年 2 月中美实际利率之差最高达到 7.94%，随后逐步回落至 2023 年 5 月的 3%。虽然目前中国名义利率较美国更低，但考虑通胀之后，中国实际利率仍远高于美国，也远高于日本、欧盟等。

图1 中国十年期国债收益率与 CPI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 美国十年期国债收益率与 CPI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 中美实际利率对比（测算），%



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.纵向来看，我国实际利率位于历史高位

回顾以往，目前国内实际利率处于历史相对高位。从名义利率来看，今年以来中国十年期国债收益率总体呈窄幅下行态势，1月均值为2.88%，6月则降至2.67%，名义利率处于历史相对低位。但今年国内通胀水平回落得更快，4月CPI降至2021年3月以来的低点（0.1%），5月小幅回升至0.2%，导致实际利率偏高。经测算，截至今年5月，中国实际利率约为2.52%，为2021年4月以来的高点。剔除因春节错位导致CPI波动较大形成的异常值，此前实际利率高于2.5%的阶段出现在2020年10月至2021年3月、2009年2月至2009年11月、2003年2月之前。以上几个阶段中，均是在货币政策经历过一段时间的宽松之后，经济基本面明显改善，名义利率同步回升，但彼时CPI受高基数影响，持续性出现负值，最终导致名义利率处于高位，而目前经济回升低于预期，CPI回升力度不足，实际利率过高对经济的不利影响可能会比较大。

结论：目前，我国名义利率较低，但实际利率过高，即高于美欧等发达国家，也处于我国历史上的顶部区域。下半年CPI回升的斜率可能偏缓，实际利率水平可能会仍然偏高，进而可能会抑制投资和消费。结合我们此前的结论，金融市场的投资收益率相对实体经济过高，不利于更多资金流入实体经济。我们认为，需要通过降低政策利率引导市场使实际利率降低，以促进投资、鼓励消费，提振经济复苏，使通胀温和上升。

图4 中国实际利率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

4.行业周观点汇总

表1 行业周观点

行业	周观点及标的 (2023/07/03-2023/07/09)	联系人	电话
宏观策略	<p>我国实际利率水平相对偏高</p> <p>目前，我国名义利率较低，但实际利率过高，即高于美欧等发达国家，也处于我国历史上的顶部区域。下半年CPI回升的斜率可能偏缓，实际利率水平可能会仍然偏高，进而可能会抑制投资和消费。结合我们此前的结论，金融市场的投资收益率相对实体经济过高，不利于更多资金流入实体经济。我们认为，需要通过降低政策利率引导市场使实际利率降低，以促进投资、鼓励消费，提振经济复苏，使通胀温和上升。</p> <p>下周关注：1) 中国6月通胀数据。2) 中国6月金融数据。3) 中国6月进出口数据。4) 美国6月CPI。</p> <p>风险提示：地缘政治风险；海外金融事件风险。</p>	刘思佳	13816680361
	<p>风险资产有所企稳，关注七月政策窗口期</p> <p>1.中债：震荡延续，关注七月政策窗口期。本周中债十年期国债收益率升0.52bp 报收2.64%。关注七月政治局会议定调，若地产端若无强政策加码，我们认为债市三季度风险较小，仍有参与空间，再度降息的可能或后置至9月或者2023年Q4。</p> <p>2.外汇：美元小幅回落，本币汇率短期企稳。本周美元指数微幅回落至102.22，美元兑人民币汇率中间价报收7.20。本周美国非农新增就业数据略低于预期，但失业率回落0.1pct至3.6%。截至本周CME预测七月联储加息25bp 概率为93%。总体市场对于鹰派因素已有所定价，央行最新二季度例会报告中提到“坚决防范汇率大起大落风险”等，对于稳经济措辞力度提升。叠加部分国有行大幅下调美元存款利率，PPI、PMI 边际企稳，有望支撑本币汇率。</p> <p>3.商品：原油市场有所回暖。RJ/CRB 指数、南华商品综合指数分别上行0.94%与1.06%。品种表现：原油>农产品>贵金属>黑色。沙特与俄罗斯宣布限制供应新举措，对油价形成支撑。</p> <p>4.风险提示：美国通胀回落速度不及预期；海外银行业危机蔓延；国际地缘摩擦超预期。</p>	李沛	18201989766
FICC			
家电	<p>1.传统龙头品类及渠道完善，未来发展曲线布局清晰，关注美的集团、海尔智家。</p> <p>2.扫地机行业国内线上增速有所修复，头部品牌份额优势稳固，出海空间广阔，关注科沃斯、石头科技。</p> <p>3.虽然海外需求依旧存在不确定性，但对家电出口企业来说，仍有汇率贬值、运费回落等积极因素，关注莱克电气、新宝股份。</p> <p>风险提示：宏观经济下行；行业竞争加剧；海外市场波动风险。</p>	王敏君	18810137073

石油石化	<p>美国继续 SPR 增储动作，油气上游资本开支维持，OPEC+与美国缺乏原油增产意愿，以中国为首的经济体有望维持 2023 年原油消费，油价将维持相对高位，利好资源储备水平良好、炼油产能领先、开采成本控制良好的上市石化国企，如：中国石油、中国海油、中国石化。以及整体估值明显低位、海外市场潜力较大、技术处国际先进水平的上市油服公司，如海油工程、中海油服。</p> <p>风险提示：地缘政治不稳定；政策变化带来的风险；项目建设进度不及预期。</p>	张季恺	S0630521110001	15620941880
化工	<p>1.二季度 MDI、TDI 价格价差波动上行，带动企业盈利提升，建议关注：万华化学。</p> <p>2.聚酯瓶片价格小幅回升，高端聚酯薄膜在新能源等领域应用广阔，PETG、PET 复合铜箔等产业加速发展。建议关注：万凯新材、华润材料。</p> <p>3.制冷剂产品价格持续走高，利好氟化工相关企业，建议关注：巨化股份、永和股份、三美股份。</p> <p>4.轮胎需求回升，天然橡胶价格稳定，海运成本下降，轮胎企业盈利有望提升，建议关注赛轮轮胎、玲珑轮胎和森麒麟。</p> <p>5.草甘膦价格回升带动价差修复，建议关注：兴发集团、广信股份。</p> <p>风险提示：产品价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；政策变化的风险。</p>	吴骏燕 张晶晶	S0630517120001	13775119021
建材	<p>中报来临关注业绩向好标的，东方雨虹半年报预告净利润同比+35%~45%，龙头复苏趋势强劲。</p> <p>风险提示：政策落地不及预期；原材料成本上涨。</p>	吴骏燕	S0630517120001	17701635056
食品饮料消费	<p>根据我们行业跟踪状况及客户交流情况，预期差短期有望拉大，估值低位，长线布局价值凸显。第一，基于消费数据跟踪，我们判断服务类消费场景复苏已达尾声，但商品零售继续将替代服务类消费，继续环比改善；第二，酒类持仓比较高，但库存顽疾短期难完全消除，但更多非酒数据表现仍较好，如乳制品、零食等，本周盐津铺子、甘源食品 Q2 业绩表现优异，维持高弹性增长；第三，部分板块短期复苏后，改革、投入动作较多，具备较高左侧布局价值。整体看，基于数据梳理，我们判断短期消费主因消费意愿、而非收入增长，基于企业利润收入的前置指标、国家政策，我们认为需求端也将持续复苏，故我们认为，消费长线布局价值凸显。</p> <p>风险提示：原材料价格的影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响。</p>	丰毅	S0630522030001	13571855319
美容护理	<p>1.化妆品方面，行业整体稳定，关注阿尔法标的，建议关注近期产品增速较快、品牌力优秀的珀莱雅、巨子生物。</p> <p>2.医美方面，监管趋严推动合规市场扩张，利好经营系统成熟并合规的企业。推荐关注合规产品线丰富的上游龙头医美企业爱美客以及下游大型医美机构朗姿股份。</p> <p>风险提示：行业竞争加剧；新品发展不及预期；行业景气度下行。</p>	任晓帆 丰毅	S0630522070001 S0630522030001	18896572461
农林牧渔	<p>1.生猪养殖。本周生猪价格低位震荡，仔猪价格低位继续下跌，行业已连续亏损超过半年，目前养殖户资金压力较大，行业产能去化将加速。涌益咨询 6 月能繁母猪存栏环比-1.68%（前值为-0.93%）。此外，当前猪肉需求疲软，屠宰企业库存率持续增加。板块调整后具有较高的安全边际，在“低猪价+低估值”的背景下，建议关注具有成本优势且经营稳健的企业，牧原股份、温氏股份、巨星农牧。</p> <p>2.宠物。宠物出口边际改善。2023 年 5 月，我国宠物食品出口量为 2.33 万吨，同比下降 6.95%，环比上涨 2.86%。预计今年下半年随着海外减库存的完成，宠物食品出口将恢复正常。自主品牌不断发力，有望促进进口替代。建议关注佩蒂股份、中宠股份。</p> <p>风险提示：需求不及预期；疫病风险；政策风险。</p>	姚星辰	S0630523010001	13661571036
医药	<p>本周医药生物板块回调，成交量低迷，细分领域中创新药涨幅居前。医保局发布 2023 年医药谈判续约规则，创新药降价幅度收窄，支付端进一步回暖，关注优质创新药公司。建议关注创新药、血制品、连锁药店、品牌中药等。关注个股：贝达药业、荣昌生物等。</p> <p>风险提示：政策风险；业绩风险；事件风险。</p>	杜永宏	S0630522040001	13761458877
汽车	<p>新车定价策略激进，油电平价趋势下新能源汽车渗透率或加速提升。</p> <p>关注：1.智能驾驶政策预期升温，如伯特利、德赛西威、科博达等；2.特斯拉供应链出海，如拓普集团、爱柯迪、旭升集团、新泉股份等；3.外资垄断领域的国产化替代，如继峰股份、保隆科技等。</p> <p>风险提示：汽车销量不及预期的风险；行业政策变化的风险。</p>	黄涵虚	S0630522060001	18301888016

机械	<p>工程机械头部企业继续深化全球化布局，海外收入占比有望进一步提升，平滑整体收入的周期波动。成本方面，海运费的压力有所缓解，利于企业利润率修复。关注零部件龙头恒立液压、主机厂徐工机械。</p> <p>机器人：关注内资品牌市占率提升与行业规模扩容两大机会。工业机器人在锂电、光伏等下游行业的应用场景进一步丰富，整机渗透率有望持续提升。建议关注埃斯顿。核心零部件供应链有望在未来随人形机器人落地进度迎来突破，关注具有相关技术积累的厂商，如绿的谐波、鸣志电器、步科股份等。</p> <p>通用设备：持续关注下半年行业复苏情况。设备升级、国产替代仍是推动通用机械行业发展的主要逻辑之一。建议关注工业母机板块，如华中数控、科德数控等。</p> <p>风险提示：海外出口增速不及预期；基建及地产投资不及预期；核心技术突破进度不及预期。</p>	王敏君	S0630522040002	13817183771
银行	<p>当前估值处于历史低位，关注积极政策积累对修复行情的催化。建议关注常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行等优质区域性银行。</p> <p>风险提示：地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；东部地区信贷需求明显转弱。</p>	王鸿行	S0630522050001	18217671854
TMT	<p>全球消费电子继续周期下行，芯片价格跌幅有所收窄；但大尺寸显示面板继续上涨。建议：1.关注长期受益国产化，电动化，智能化的底部优质汽车芯片，推荐 MCU 的国芯科技，功率器件的宏微科技。2.关注大尺寸面板涨价的京东方 A，小尺寸周期有望回暖的深天马 A。</p> <p>风险提示：企业订单不及预期风险；行业周期继续下行风险；海外管制升级风险。</p>	方霁	S0630523060001	17521066505
电新	<p>1.光伏：本周光伏板块未能延续前几周涨势，小幅下跌，主要受前期涨幅整理及外界信息扰动。板块指数整体仍靠近底部，同时硅料确认止跌，后续需密切关注 H2 装机放量及组件价格稳定下机会。另外，N 型迭代进入放量期，硅料、硅片、电池、辅材等板块领先企业有望占据优势。建议关注：福斯特、TCL 中环、爱旭股份、石英股份。</p> <p>2.锂电：证监会同意广期所碳酸锂期货注册，碳酸锂期货上市后，锂盐的价格将具有标准化参考，促进锂电池产业链健康发展。建议关注：宁德时代、亿纬锂能。</p> <p>3.风电：1) 本周招标约 1.92GW、中标公示约 1.77GW，市场需求旺盛，风电行业维持高景气。2) 广西正在研究将陆上风电项目核准权限下放事宜，风场建设周期有望缩短。3) 零部件环节业绩高增符合前期预判，建议持续关注，静待海工相关企业业绩兑现。建议关注：天顺风能、大金重工。</p> <p>风险提示：全球宏观经济波动；上游原材料价格波动；风光装机量、新能源汽车需求不及预期。</p>	周啸宇	S0630519030001	13651725192

资料来源：东海证券研究所

5.下周关注

- 1) 中国 6 月通胀数据。
- 2) 中国 6 月金融数据。
- 3) 中国 6 月进出口数据。
- 4) 美国 6 月 CPI。

6.风险提示

- 1) 俄乌战事存在不确定性，可能出现超预期扰动风险，或对地缘政治形势产生影响；
- 2) 海外金融事件风险，导致全球出现系统性金融危机。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8621) 20333275
 手机:18221959689
 传真:(8621) 50585608
 邮编:200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机:(8610) 59707105
 手机:18221959689
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089