

上银基金一周早知道 | 一季度 GDP 增速超预期, 当前经济形势怎么看?

干货早知道, 投资有方向

主讲人介绍:



尹盟

上银基金权益投研部研究员

中南大学新能源材料与器件专业学士, 中南大学新能源硕士, 擅长产业趋势研究, 把握产业前沿动态, 目前主要研究方向为新能源汽车, 于 2022 年 2 月加入上银基金。

一、市场概况

上周 A 股震荡, 复苏链、TMT 此消彼长。上证指数周跌-1.11%, 创业板指数周跌-3.58%。上周表现较好的行业主要有家电、煤炭、银行、通信, 表现较弱的是社会服务、电子、计算机、美容护理。

二、热点聚焦

一季度实际 GDP 同比增长 4.5%, 明显强于 Wind 一致预期 4.0%, 3 月工业增加值同比增速较 1-2 月上行, 低于市场预期, 社零同比增速大幅上行超出市场预

期，1-3月固定资产投资累计同比增长较1-2月下行且低于市场预期。一季度实际GDP同比增速较高，其中消费的拉动达到3个百分点，我们认为消费高增包括四方面原因：一是疫情防控政策调整和春节消费叠加，推动了季节性消费；二是线下消费场景持续恢复，推动了服务业消费持续回暖；三是房地产融资政策调整，释放居民购房消费意愿；四是汽车促销政策加大居民大宗商品消费支出。3月经济数据中仍有一定结构性问题，如制造业投资增速和房地产投资增速下滑。

二季度关注4月政治局会议和货币政策放松预期。一季度经济增速超预期，证实了我国经济复苏趋势强劲、韧性十足，但市场或因此担忧政策忽略经济数据中存在的结构性问题，导致稳增长政策力度减小。**我们认为虽然一季度金融数据持续大幅超预期，但金融资源可能仍偏紧张。**一方面，**房地产融资放松后，房地产信贷需求和个人按揭贷款需求都出现恢复性回升；**另一方面，**基建投资和制造业仍维持在较高水平。**如果银行业资产端扩表的速度偏慢，则实体经济部门可能出现信贷资源挤出或融资成本上行压力，同时如果银行资产端扩张，则负债端的扩张可能导致存款结构性减少，央行扩表，以及部分银行补充资本金需求上升等现象。我们认为在经济复苏基础尚不牢固且通胀压力整体较小的情况下，货币政策存在预调微调的可能性。

三、每周关注

1. 美通胀放缓，有色金属回暖

随着上周美国通胀数据的降温，市场开始逐步交易美联储将在今年晚些时候开始新一轮降息周期，美元指数也应声走弱。此前受到高利率与强美元压制的金属板块有所回暖，近一周在全球范围内涨幅靠前。我们认为，除美元降息周期外，金属在中长期阶段内还有其自身的上涨逻辑，具体来看可分为工业金属与贵金属。工业金属的上涨逻辑来自于供给的短缺。去年由于地产下滑及疫情防控带来的需求减弱并没有对铝、铜等工业金属价格造成大幅扰动，其背后的原因是在需求萎缩的同时，供给发生了更严重的收缩，工业金属处于高价格、低库存与低资本开支的状态。以铜为例，铜矿的建设周期较长，大型铜矿从资本开支到投产一般需要至少7年时间，铜矿产能释放大幅滞后于铜矿资本开支。根据ICSG数据，2021年全球新建和扩建产能增量约121.2万吨，为近年新增产能高峰，基本对应2012-2014年资本开支高峰（超1200亿），2015年之后铜矿资本开支大幅下滑，2016-

2020年铜矿资本开支在500-700亿美元左右。电解铝方面，国内4500万吨产能天花板已被触及，未来只能通过现有产能置换生产而不会有新增产能的释放，供给已呈现区域刚性特征。在低库存、供给刚性的背景下，随着房地产、汽车、电力等下游需求的复苏，工业金属有望迎来新一轮牛市。

工业金属的上涨逻辑来自于去美元化重塑黄金的货币属性。过去很长一段时间，美元凭借稳定的币值、极强的流动性和优异的避险属性成为全球主导货币。而近期随着逆全球化、贸易保护主义抬头及地缘政治等因素的扰动，世界经济格局正朝着多极化发展，全球经济体在尝试减少对美元的依赖，美元的地位不断下降。从全球央行储备可以看出，近年来美元在全球央行外汇储备中占比不断下降，取而代之的是增长迅速的黄金储备。从远期看，黄金有望打破由避险属性与储备价值带来的原有估值体系，重拾货币属性。

2. 三月出口数据超预期

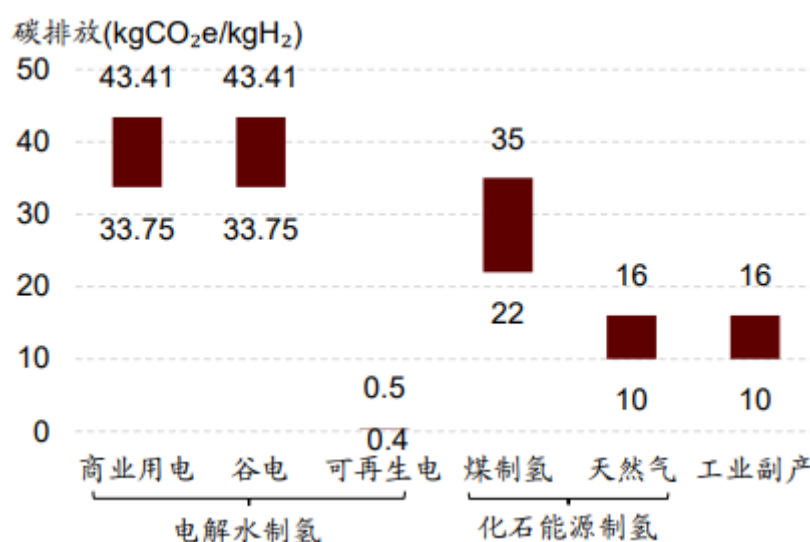
其中家电出口增速转正，随着2022年海外家电渠道去库存以及下游需求逐步恢复，我国家电出口情况有所回暖。根据海关总署统计，2023年3月，我国家电出口情况在连续12个月同比降低后实现修复，出口数量及金额同比增速双双转正，分别为22.62%和11.9%。家电细分赛道中，多数小家电企业海外销售额占比较高。

此外，小商品外贸景气度修复。中国是世界小商品出口大国，对世界小商品出口总额有显著贡献。长期以来，中国凭借劳动力和工业优势成为小商品出口主力。对比疫情前后，我国小商品出口优势进一步凸显。近年来，我国小商品出口的国内份额占比与国际份额占比均上升。2021年数据显示，在60项小商品中，中国有27项小商品出口全球占比超过50%，46项占比超过20%，且占比多数上升，照明装置、伞、烟斗几项占比超过了80%。进口方面，普遍对外依赖度较小。疫情全面放开利好小商品外贸。义乌以出口小商品为主，义乌小商品指数可以较好地反映小商品外贸景气度。义乌小商品指数自2022年12月降至低点后逐步反弹，相应外贸类小商品如眼镜、玩具、箱包、鞋类、五金等品种有望受益。

另外，机电产品出口复苏明显。3月，根据海关总署统计，我国机电制品月出口额同比由12月的-12.92%转正至12.30%，出口复苏情况超预期。其中汽车、船舶等品种的边际改善较为突出。此外，由于下游需求景气度见底可期，印刷电

路板制品出口额同比增速由负转正。4月13日，海关总署新闻发言人吕大良指出，一季度电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产品合计出口增长66.9%，同比增量超过1000亿元，拉高了出口整体增速2个百分点，比去年的拉动力进一步增强。4月17日，七国集团结束在日本札幌的气候、能源和环境会议，并在会后发表了一份长达36页的公报，G7公报指出，到2030年和2035年，碳排放量需比2019年减少约43%和60%，此外，G7重申了在2025年前结束对化石燃料行业补贴的承诺。G7还将在2030年前将海上风电容量共同增加150吉瓦，并将太阳能容量增加到1太瓦以上。这一目标海上风能容量较2021年将增加6倍，而太阳能容量则将增长逾3倍。随着海外加速新能源转型，我国新能源产业链有望进一步受益，建议关注新能源产业链机电产品出海进程。

四、每周一图：成本优化推动绿氢代替灰氢进程



资料来源：招商证券，国金证券研究所

4月10日，中国石化宣布“西氢东送”输氢管道示范工程已被纳入《石油天然气“全国一张网”建设实施方案》。该项目起于内蒙古自治区乌兰察布市，终点位于北京市，管道全长400多公里，为我国首条跨省区、大规模、长距离的纯氢输送管道。4月12日，国家能源局印发《2023年能源工作指导意见》，提出加快攻关新型储能关键技术和绿氢制储运用技术，探索氢能产业发展的多种路径和可推广经验，推动氢能规模化应用。多项政策发布有望带动绿氢生产、运输、

利用等全产业链发展，加速绿氢替代灰氢进程。尽管化石能源制氢技术在当前是最成熟的技术路线，且最具经济性，但仍会在制氢过程中产生大量温室气体，其未来发展受脱碳目标的制约。欧盟可再生能源指令（REDII）授权法案业已指出，由于灰氢减少的温室气体排放量和化石燃料相比并未减少 70%以上，因此不再被认证为可再生燃料，无法享受关税减免。相比而言，绿氢能够更好满足脱碳目标需求，其前景较灰氢更加广阔。

成本优化推动绿氢代替灰氢进程。电解水制氢的主流技术路线可分为碱性电解和 PEM 电解两种，其成本主要为用电成本。据《电解水制氢厂站经济性分析》一文估算，电价每降低 0.01 元/kWh，氢气平准化成本的降幅为 0.057 元/Nm³。经估算，当电价低于 0.2 元/kWh 时，绿氢的经济性可媲美灰氢，同时碳排放量远低于灰氢。根据《中国 2030 年“可再生氢 100”发展路线图》预测，到 2030 年碱性电解水、PEM 电解水的成本降幅潜力分别为 20%、40%。在“十四五”能源规划中，多项风/光伏、光热发电项目已于各地启动，有望带动可再生氢装机量提升，从而使可再生能源平均度电成本继续下降，改善我国能源结构。中国氢能联盟预测，2050 年绿氢占我国氢源比例将达到 70%。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。