

گزارش تحلیلی مطالعات کلان

گزارش فروردین ۱۴۰۵

۰۰۶۰۰۸۸۷۳-۰۵۴۰۰۸۸۷۳-۸۸۷۵۳۳۷۵-۸۸۷۵۳۳۷۶-۲۱ (+۹۸)

info@bcr.ir، ۲۱ ۸۸۷۵۳۳۷۶ (+۹۸)

bcr.ir

تهران، خیابان احمد قصیر، کوچه ششم غربی، پلاک ۸، طبقه ۳، واحد ۳



این گزارش بر اساس داده‌های رسمی و معتبر تهیه شده است و شامل تحلیل‌های کارشناسی دقیق می‌باشد تا تصویری شفاف از وضعیت اقتصادی ارائه دهد.

تهیه و تدوین گزارش

• تیم کارشناسی اقتصادی: محسن امینی، علی آقانسیر

نظارت و تایید نهایی

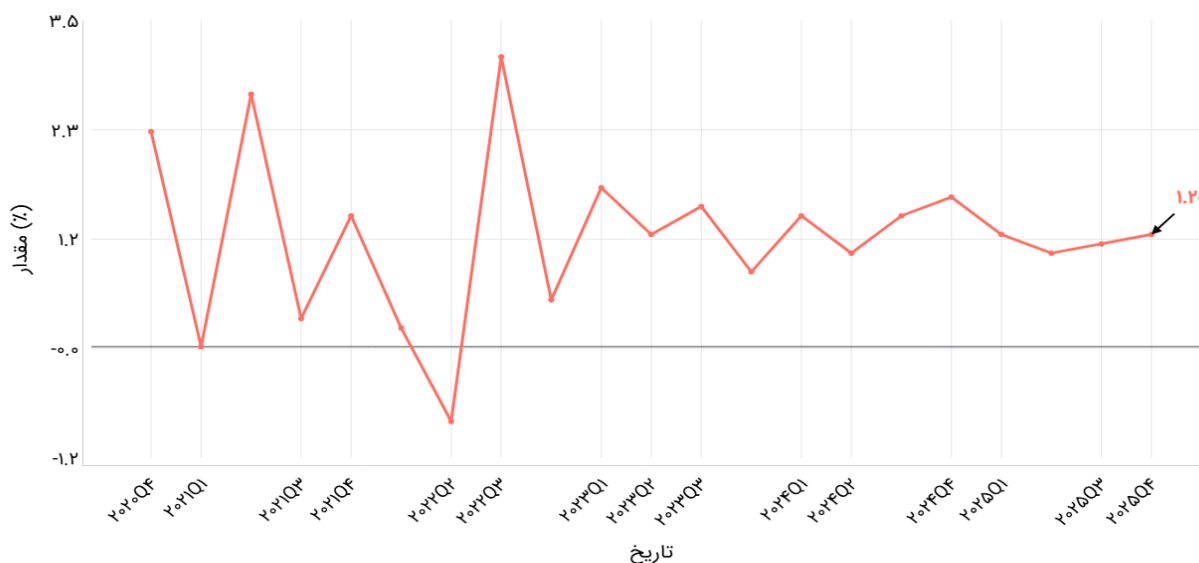
• مدیر مطالعات کلان و جمع‌آوری داده: نسرين باقري

تهیه شده در واحد مطالعات کلان شرکت رتبه بندی اعتباری برهان

بخش اول: اقتصاد جهان	۴
وضعیت رشد اقتصادی	۴
شاخص مدیران خرید	۶
وضعیت تورم	۷
شاخص بیکاری	۸
نرخ بهره	۹
انس طلا و نفت	۱۰
بازار جهانی فلزات اساسی	۱۲
بخش سوم: اقتصاد ایران	۱۴
نرخ ارز	۱۴
بخش سوم: اقتصاد ایران	۱۵
نقدینگی و رشد نقدینگی	۱۵
تورم نقطه به نقطه	۱۶
روند نرخ رشد اقتصادی	۱۷
روند نرخ بیکاری	۱۸
نرخ بهره بین بانکی و نرخ بهره بدون ریسک (اخزا)	۱۹
شاخص مدیران خرید اتاق بازرگانی	۲۰
وضعیت تجارت خارجی	۲۱
بخش چهارم: بازار سرمایه	۲۲
شاخص کل و هم وزن	۲۲
نسبت قیمت به سود	۲۳
میانگین ارزش معاملات روزانه	۲۴
ارزش دلاری بازار سرمایه	۲۵
گزارش عرضه اوراق دولتی و جدول سررسید اوراق دولت	۲۶
اخبار، اطلاعیه‌ها و ابلاغیه‌های مهم بازار سرمایه	۲۸
بخش پنجم: بورس کالا	۲۹
خلاصه معاملات مهم بورس کالا	۲۹
روند قیمتی فولاد و مس	۳۰
بخش پایانی	۳۲
منابع و مأخذ مورد استفاده	۳۲

رشد سالانه GDP در چین در بازه زمانی مورد بررسی، روندی نزولی و با کاهش تدریجی را نشان می‌دهد. رشد از ۰ درصد در ابتدای سال ۲۰۲۱ به سمت -۰٫۸ درصد در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۲ حرکت کرد که نشانه بحران اقتصادی ناشی از شیوع کرونا و فشارهای جهانی بود. پس از آن، رشد با نوسان‌هایی مانند ۴٫۴ درصد در پاییز ۲۰۲۵ به سمت یک رشد مثبت اما کندتر (۱٫۲ درصد در دسامبر ۲۰۲۵) حرکت کرد و در ماه‌های پایانی سال ۲۰۲۵ کاهش منفی ۰٫۶ درصد و سپس افزایش مجدد به ۱٫۲ درصد در دسامبر ۲۰۲۵ همراه شد. این روند نشان می‌دهد که اقتصاد چین از رکود کوتاه‌مدت عبور کرده اما رشد اقتصادی پایدار را تجربه نمی‌کند.

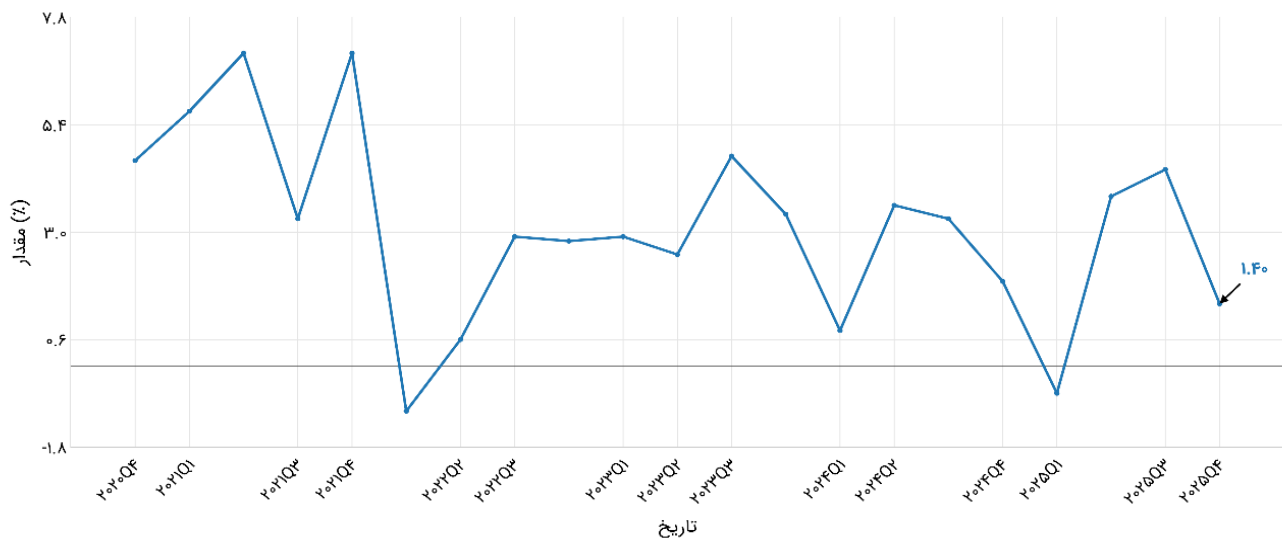
روند رشد تولید ناخالص داخلی برای چین



نمودار (۱) روند رشد اقتصادی چین؛ منبع: اداره آمار اقتصادی چین

رشد سالانه تولید ناخالص داخلی (GDP) در آمریکا در بازه زمانی مورد بررسی، روندی نوسان‌دار و با کاهش تدریجی را نشان می‌دهد. رشد اقتصادی از ۵٫۷ درصد در ابتدای سال ۲۰۲۱ به سمت -۱٪ در سه‌ماهه اول ۲۰۲۲ حرکت کرد که نشانه بحران اقتصادی ناشی از جنگ و فشارهای جهانی بود. پس از آن، رشد با نوسان‌هایی مانند ۴٫۷ درصد در پاییز ۲۰۲۳ به سمت یک رشد مثبت اما کندتر (۱٫۹ درصد در دسامبر ۲۰۲۴) حرکت کرد و در ماه‌های پایانی سال ۲۰۲۵ با کاهش ۰٫۶ درصد و سپس افزایش مجدد به ۱٫۴ درصد در دسامبر ۲۰۲۵ همراه شد. این روند نشان می‌دهد که اقتصاد آمریکا از رکود کوتاه‌مدت عبور کرده اما رشد اقتصادی پایدار را تجربه نمی‌کند.

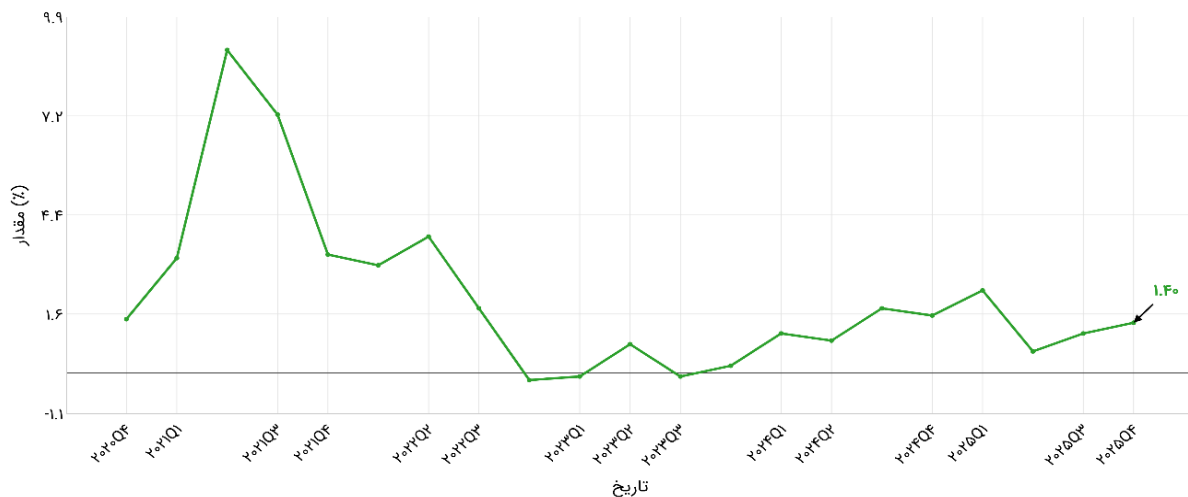
رشد تولید ناخالص داخلی برای ایالات متحده



نمودار (۲) روند رشد اقتصادی آمریکا؛ منبع: اداره آمار اقتصادی آمریکا

اقتصاد منطقه یورو پس از شروعی ضعیف و تجربه رونقی ناپایدار در اوایل سال ۲۰۲۵، بار دیگر در مسیر نزولی قرار گرفت. نرخ رشد سالانه پس از لمس اوج ۲.۳ درصدی، سرانجام در سه ماهه سوم ۲۰۲۵ با کاهشی ۰.۳ واحد درصدی نسبت به فصل پیشین به سطح شکننده ۰.۳ درصد تنزل یافت. بازگشت به این سطوح نازل که تداعی‌کننده شرایط «شبه‌رکودی» و ضعف تقاضای داخلی است، وابستگی بازار به سیاست‌های حمایتی را افزایش می‌دهد. در چنین محیطی ریسک سودآوری صنایع بالا می‌رود و کفه جذابیت سرمایه‌گذاری به نفع بخش‌های دفاعی و شرکت‌های دارای درآمدهای برون‌مرزی سنگینی می‌کند.

رشد تولید ناخالص داخلی برای منطقه یورو

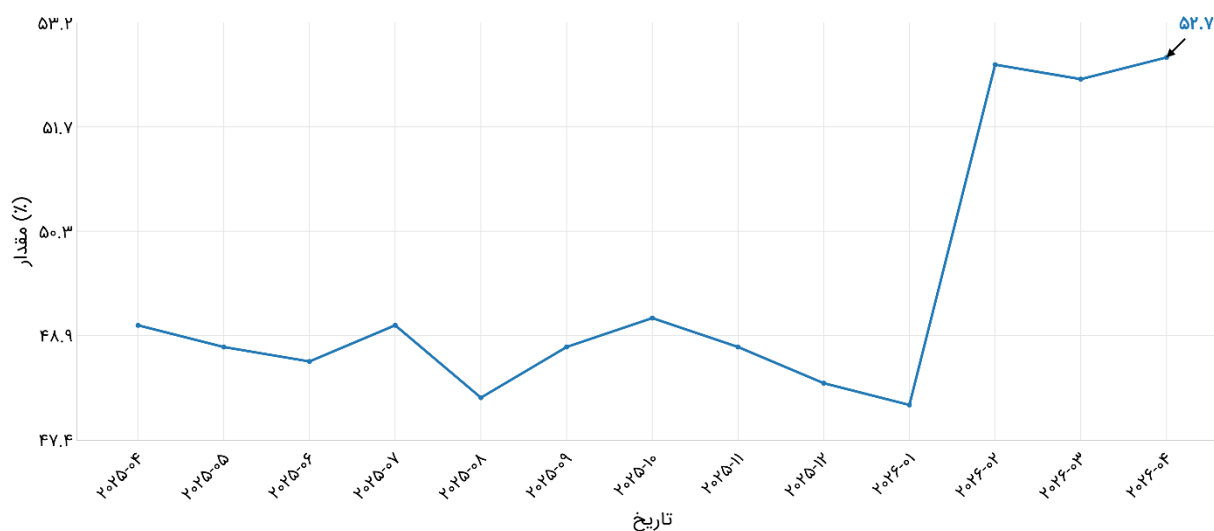


نمودار (۳) روند رشد اقتصادی اروپا؛ منبع: اداره آمار اقتصادی اتحادیه اروپا

شاخص مدیران خرید

شاخص مدیران خرید (PMI) ایالات متحده در بازه ژوئن ۲۰۲۵ تا آوریل ۲۰۲۶، یک گذار استراتژیک از رکود فعالیت‌های اقتصادی به فاز انبساطی را به تصویر می‌کشد. این شاخص که در ابتدای دوره در سطح انقباضی ۴۸.۵ واحد قرار داشت، با طی یک روند نوسانی و ثبت کف ۴۷.۹ واحدی در ژانویه ۲۰۲۶، نشان‌دهنده تضعیف هشت‌ماهه در فعالیت‌های تولیدی و خدماتی بود. با این حال، نقطه چرخش اساسی در فوریه ۲۰۲۶ با جهشی معنادار و ۴.۷ واحدی رخ داد که شاخص را به ۵۲.۶ واحد رساند. در نهایت، با استقرار در سطح ۵۲.۷ واحد در آوریل ۲۰۲۶، بهبودی معادل ۴.۲ واحد (۸.۶ درصد رشد نسبت به ابتدای دوره) ثبت شد. برای سرمایه‌گذاران، عبور قاطع از مرز ۵۰ واحد پس از یک دوره انقباض طولانی، سیگنالی از بازیابی تقاضای داخلی، بهبود زنجیره تأمین و کاهش ریسک اعتباری بنگاه‌هاست. از منظر کلان، این پایداری در فاز انبساطی، ضمن کاهش احتمال رکود، می‌تواند منجر به تداوم سیاست‌های پولی محدودکننده توسط فدرال رزرو جهت مهار فشارهای تورمی ناشی از تقاضا شود. این وضعیت، بازتنظیم استراتژی‌های سبد دارایی با تمرکز بر بخش‌های حساس به رشد و پایش دقیق بازده اوراق قرضه را برای فعالان بازار ضروری می‌سازد.

روند شاخص مدیران خرید برای ایالات متحده

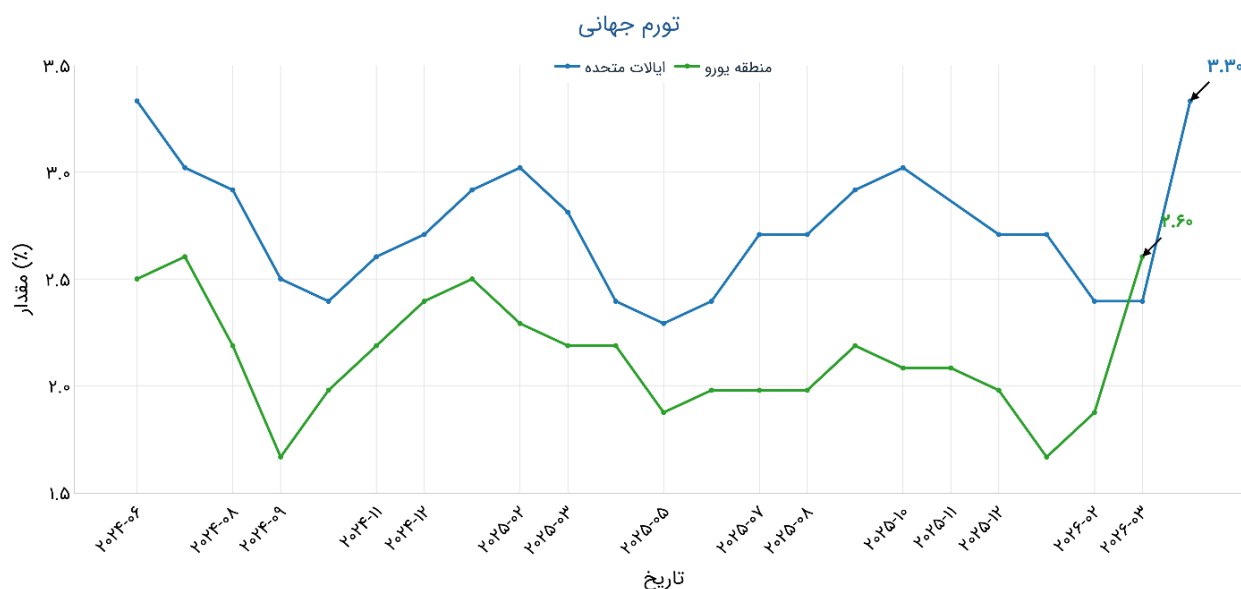


نمودار (۴) شاخص مدیران خرید آمریکا؛ منبع: S&P Global

وضعیت تورم

نرخ تورم سالانه ایالات متحده در بازه مورد بررسی، روندی پرنوسان با سوگیری صعودی را تجربه کرده است. این شاخص از سطح ۲.۴ درصد در ژوئن ۲۰۲۵، با افزایشی ۰.۹ واحد درصدی (معادل ۳۷.۵ درصد رشد نسبت به سطح اولیه) به ۳.۳ درصد در آوریل ۲۰۲۶ رسیده است. ثبت رقم ۳.۳ درصد در انتهای دوره، پس از یک دوره کاهش موقت به ۲.۴ درصد در فوریه، نشان‌دهنده بازگشت فشارهای تورمی و دوری از سطح هدف فدرال رزرو است. برای سرمایه‌گذاران، این روند به معنای تداوم سیاست‌های پولی انقباضی و احتمال حفظ نرخ بهره در سطوح بالا برای مدت طولانی‌تر است. چشم ناگهانی در آوریل ۲۰۲۶، ریسک اعتباری اوراق با درآمد ثابت را افزایش داده و هزینه‌های تأمین مالی شرکت‌های اهرمی را در سطوح بحرانی تثبیت می‌کند.

در منطقه یورو، تورم از سطح هدف ۲ درصدی در ژوئن ۲۰۲۵ آغاز شد و پس از تجربه نوسانات کاهشی تا سطح ۱.۷ درصد در ژانویه ۲۰۲۶، با جهشی معنادار به ۲.۶ درصد در مارس ۲۰۲۶ افزایش یافت. این تغییر نشان‌دهنده افزایشی ۰.۶ واحد درصدی (معادل ۳۰ درصد رشد نسبی) نسبت به ابتدای دوره است. واگرایی موقت تورم در ژانویه و بازگشت سریع آن به سطوح بالاتر از هدف، حاکی از شکنندگی ثبات قیمت‌ها و احتمال تأثیرپذیری از شوک‌های عرضه یا هزینه‌های انرژی است. برای فعالان بازار سرمایه، این وضعیت پیچیدگی تصمیم‌گیری‌های بانک مرکزی اروپا (ECB) را دوچندان می‌کند. نوسانات مذکور ریسک بازده واقعی دارایی‌های یورویی را افزایش داده و سرمایه‌گذاران باید نسبت به حساسیت بخش‌های تولیدی به تغییرات نرخ بهره بین‌بانکی و هزینه‌های نهاده هوشیار باشند.

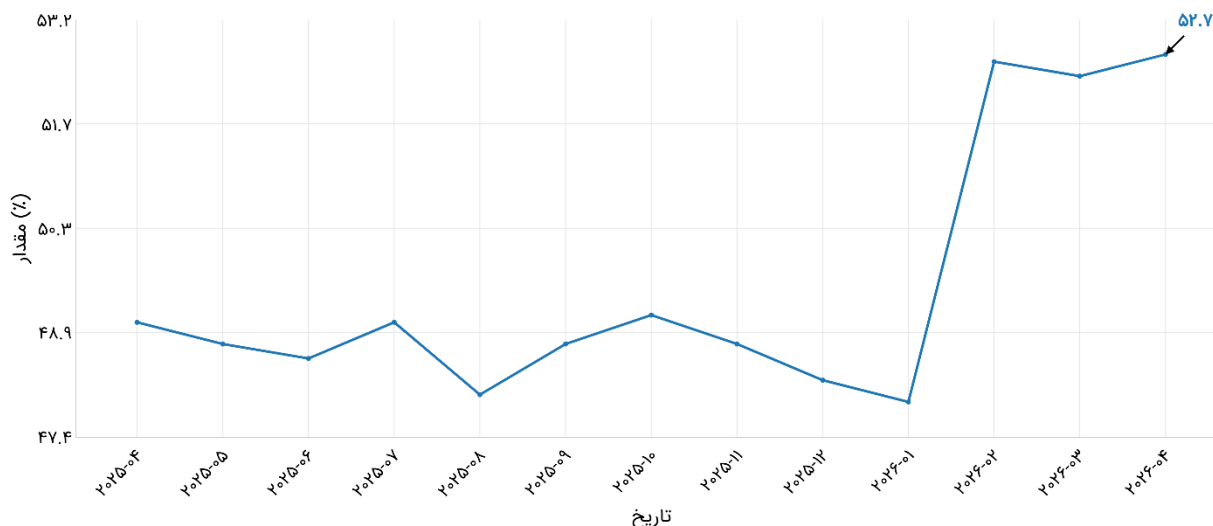


نمودار (۵) روند نرخ تورم مصرف‌کننده در اقتصاد آمریکا، اروپا و چین؛ منبع: اداره آمار اقتصادی آمریکا، اتحادیه اروپا و چین

شاخص بیکاری

تحلیل وضعیت بازار کار ایالات متحده نشان‌دهنده عبور از دوره بهبود پساکرونا به مرحله‌ای از تعدیل تدریجی است. نرخ بیکاری از ۵.۹٪ در ژوئن ۲۰۲۱ با روندی نزولی تا کف ۳.۴٪ در آوریل ۲۰۲۳ کاهش یافت (کاهشی معادل ۲.۵ واحد درصد). این کاهش بیانگر جذب سریع نیروی کار در شرایط رشد اقتصادی قوی و سیاست‌های پولی انبساطی پیشین بود. از اواسط ۲۰۲۳ اما روند معکوس شد: نرخ بیکاری با نوسانات صعودی به ۴.۵٪ در نوامبر ۲۰۲۵ رسید و نهایتاً در مارس ۲۰۲۶ در سطح ۴.۳٪ ثبت شد. افزایش ۰.۹ واحد درصدی از کف تاریخی نشانه شدن تدریجی بازار کار در واکنش به سیاست‌های پولی انقباضی فدرال رزرو و کاهش تقاضای نیروی کار است. برای سرمایه‌گذاران، تداوم افزایش ملایم بیکاری می‌تواند فشار بر دستمزدها و تورم را کاهش دهد و احتمال چرخش سیاست پولی را افزایش دهد، اما همزمان ریسک کندی رشد مصرف و سودآوری بنگاه‌ها را نیز به همراه دارد.

روند شاخص مدیران خرید برای ایالات متحده



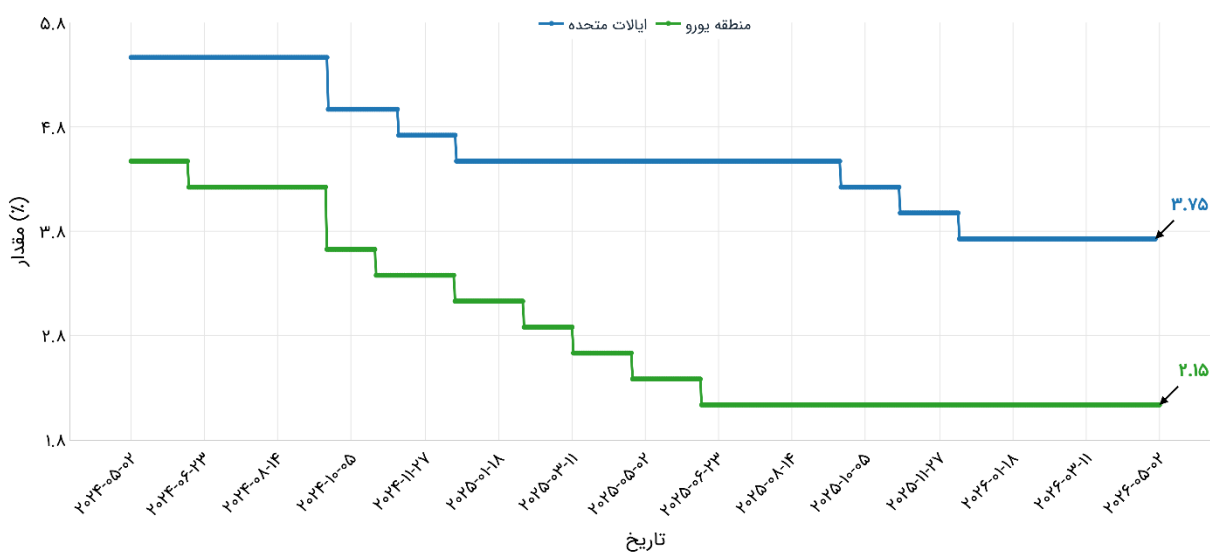
نمودار (۶) روند نرخ بیکاری آمریکا، اروپا و چین (درصد): منبع: U.S. Bureau of Labor Statistics, National Bureau of Statistics of China, و یورو استات

نرخ بهره

نرخ بهره در ایالات متحده طی بازه دو ساله مورد بررسی، از سطح ۵.۵ درصد در مه ۲۰۲۴ با روندی نزولی به ۳.۷۵ درصد در آوریل ۲۰۲۶ رسیده است. این تغییر نشان‌دهنده کاهش معادل ۱.۷۵ واحد درصد (افت ۳۱.۸ درصدی نسبت به سطح اولیه) در هزینه‌های استقراض است. داده‌ها حاکی از آن است که فدرال رزرو پس از یک دوره تثبیت چهارماهه در سقف ۵.۵ درصد، از سپتامبر ۲۰۲۴ چرخه تسهیلی خود را آغاز کرده و با گام‌های تدریجی، نرخ را به محدوده تعادلی جدید هدایت کرده است. برای سرمایه‌گذاران، این روند به معنای کاهش بازدهی بدون ریسک در بازارهای پول و ضرورت بازنگری در استراتژی‌های درآمد ثابت است. همچنین، کاهش نرخ تنزیل در این دوره، پتانسیل بهبود ارزش‌گذاری در بازار سهام و کاهش فشار بر بخش مسکن را تقویت کرده است.

بانک مرکزی اروپا در مقایسه با ایالات متحده، سیاست انبساطی پیش‌دستانه و تهاجمی‌تری را اتخاذ کرده است. نرخ بهره در این منطقه از ۴.۵ درصد در مه ۲۰۲۴ به ۲.۱۵ درصد در ژوئن ۲۰۲۵ کاهش یافته و تا مه ۲۰۲۶ در همین سطح تثبیت شده است. این ریزش ۲.۳۵ واحد درصدی، معادل ۵۲.۲ درصد کاهش نسبت به نقطه شروع است که نشان‌دهنده واکنش جدی سیاست‌گذار به ضرورت محرک‌های اقتصادی در قاره سبز است. تثبیت نرخ در سطح ۲.۱۵ درصد برای ۱۱ ماه متوالی منتهی به مه ۲۰۲۶، نمایانگر دستیابی به نرخ بهره خنثی است. از منظر سرمایه‌گذاری، این وضعیت موجب فشردگی بازدهی اوراق قرضه حاکمیتی اروپا شده و جذابیت تامین مالی برای پروژه‌های صنعتی و زیرساختی را به‌طور معناداری افزایش داده است، هرچند شکاف نرخ بهره با آمریکا ریسک‌های ارزی را همچنان پابرجا نگاه می‌دارد.

روند نرخ بهره برای ایالات متحده و منطقه یورو

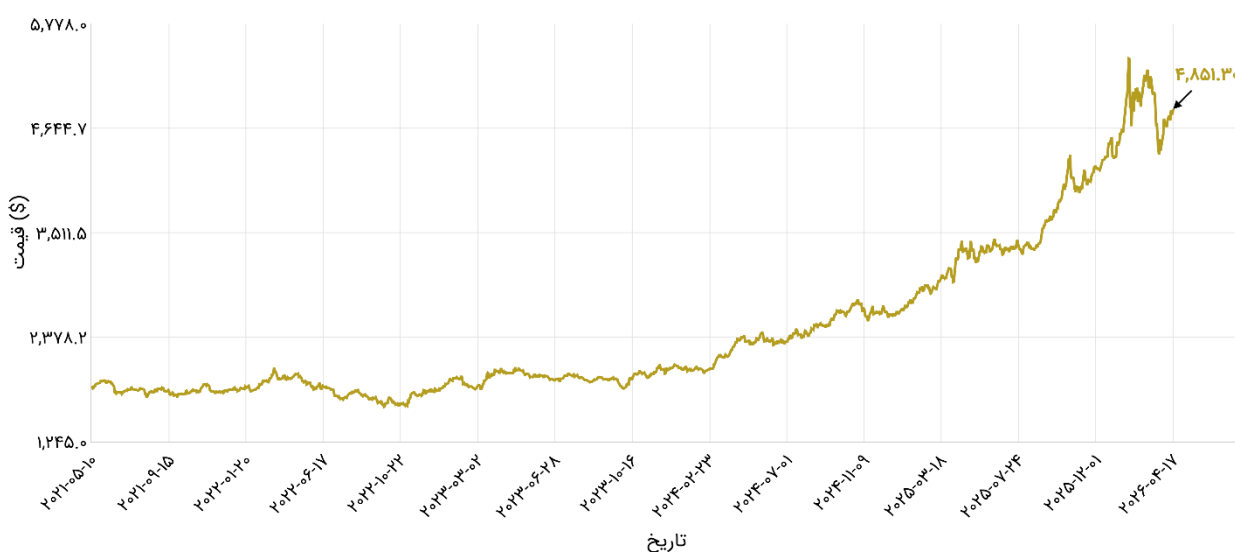


نمودار (۷) روند نرخ بهره سیاستی؛ منبع: Federal Reserve, European Central Bank

انس طلا و نفت

تحلیل روند قیمت طلا در بازه ابتدا ماه می ۲۰۲۵ تا نیمه ماه آوریل ۲۰۲۶ نشان‌دهنده حرکت صعودی در بازارهای جهانی است. قیمت این دارایی از سطح ۳۳۴۱ دلار در آغاز دوره به ۴۸۵۱ دلار در پایان بازه رسید که بیانگر تغییر ۱۶۱۰ دلار و رشد ۴۹.۷ درصد است. این صعود که در ۲۸ ام ماه ژانویه ۲۰۲۶ به سقف ۵۴۰۰ دلار رسید، ریشه در تشدید ریسک‌های سیستماتیک و تمایل بازیگران نهادی به پناهگاه‌های امن دارد. تضعیف رشد جهانی و نااطمینانی در سیاست‌های پولی، در کنار افزایش هزینه‌های تولید و محدودیت عرضه معادن، فشار تقاضا را تقویت کرده است. برای سرمایه‌گذاران، این نوسانات به معنای ضرورت مدیریت دقیق ریسک اعتباری و بازنگری در استراتژی‌های پوشش ریسک در مواجهه با عدم قطعیت‌های کلان اقتصادی است.

روند قیمت انس طلا



نمودار (۸) روند قیمت انس طلا؛ منبع: investing.com

بازار نفت خام برنت در بازه زمانی میان ۳ ام ماه می ۲۰۲۵ تا ۱۷ ام ماه آوریل ۲۰۲۶، تحولات ساختاری عمیقی را پشت سر گذاشت که با صعود قیمت از سطح ۶۱.۵ دلار به ۹۰.۷ دلار همراه بود. این جابجایی نشان‌دهنده تغییر مقداری ۲۹.۲ دلار و رشد ۴۷.۶ درصدی در ارزش این کالا است. نیمه نخست دوره با ثبات نسبی سپری شد، اما از مارس ۲۰۲۶، بازار با شوک‌های عرضه و تشدید تنش‌های بین‌المللی مواجه گشت که قیمت را به قله ۱۱۵ دلار در ۲۸ ام ماه مارس ۲۰۲۶ رساند. این جهش ناگهانی، بازتاب‌دهنده ریسک‌های ژئوپلیتیک و اختلال در زنجیره تأمین جهانی است که در کنار سیاست‌های انقباضی پولی، عدم قطعیت‌های اعتباری را برای صنایع انرژی‌بر افزایش داده و فشار تورمی پایداری بر اقتصادهای واردکننده تحمیل می‌کند. تداوم این نوسانات، برنامه‌ریزی میان‌مدت را برای بازیگران نهادی دشوار کرده و ریسک نکول در صنایع پایین‌دستی را تقویت نموده است.

روند قیمت نفت

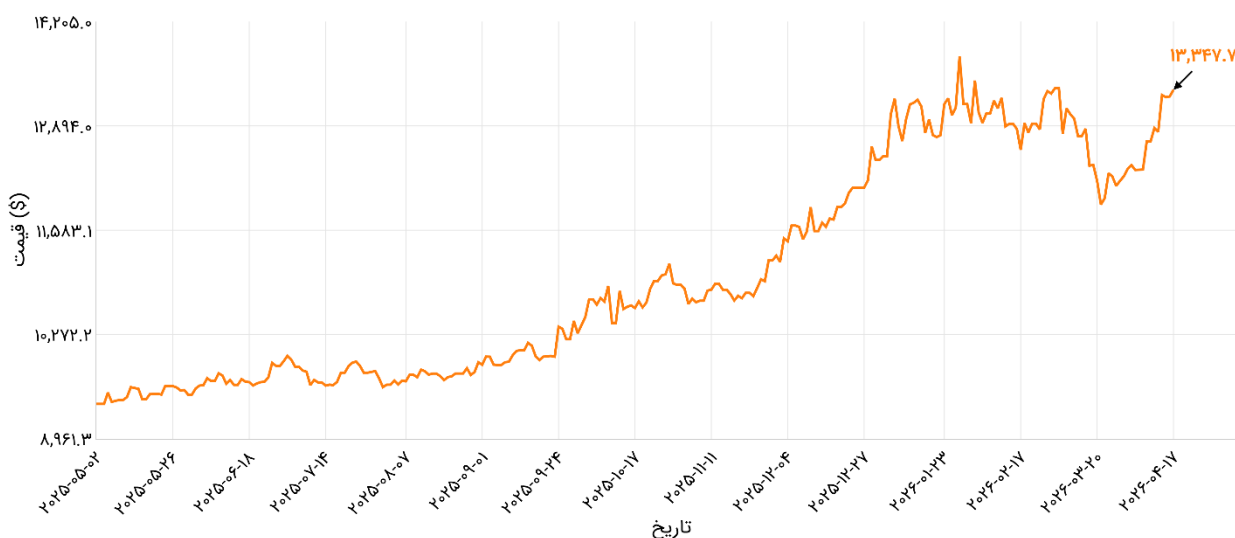


نمودار (۹) روند قیمت نفت برنت؛ منبع : نشریه آرگوس

بازار جهانی فلزات اساسی

قیمت مس در دوره مورد مطالعه از ابتدا ماه می ۲۰۲۵ تا نیمه ماه آوریل ۲۰۲۶ با شتابی فزاینده از سطح ۹۳۹۸ دلار به ۱۳۳۴۸ دلار افزایش یافت که بیانگر تغییر مقداری ۳۹۵۰ دلار و رشد ۴۲۰ درصدی است. این روند صعودی ریشه در نقش کلیدی مس در گذار به انرژی‌های پاک و توسعه زیرساخت‌های برقی دارد که تقاضای ساختاری را در سطحی فراتر از عرضه فعلی معادن قرار داده است. اختلالات احتمالی در استخراج و کاهش عیار سنگ معدن در کنار رشد تقاضای جهانی، ریسک‌های اعتباری تولیدکنندگان را تحت تأثیر قرار داده است. رفتار بازیگران نهادی در بازارهای آتی نشان‌دهنده تمرکز بر عدم قطعیت‌های ژئوپلیتیک و محدودیت‌های تجارت بین‌الملل است. این وضعیت برای سرمایه‌گذاران به معنای ضرورت پایش دقیق تراز تجاری و سیاست‌های صنعتی قدرت‌های اقتصادی بزرگ جهت ارزیابی پایداری قیمت‌های جاری است.

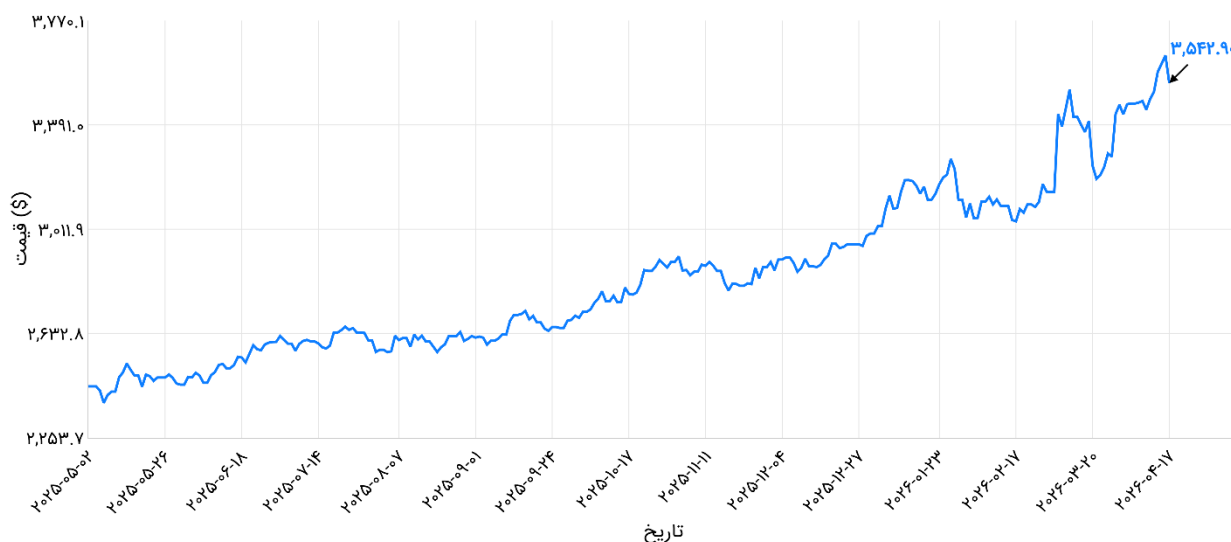
روند قیمت مس



نمودار (۱۰) روند قیمت مس؛ منبع: LME

بازار آلومینیوم در بازه زمانی مورد بررسی از ابتدا ماه می ۲۰۲۵ تا نیمه ماه آوریل ۲۰۲۶ روند صعودی قابل توجهی را تجربه کرد. قیمت این فلز از سطح ۲۴۴۰ دلار به ۳۵۴۳ دلار رسید که نشان‌دهنده افزایشی به میزان ۱۱۰۳ دلار و معادل ۴۵.۲ درصد است. این تحرک قیمتی عمدتاً تحت تأثیر محدودیت‌های عرضه در مناطق کلیدی تولید و افزایش هزینه‌های انرژی در صنایع حساس به چرخه اقتصادی رخ داده است. تقاضای فزاینده در بخش‌های حمل‌ونقل و بسته‌بندی در کنار سیاست‌های پولی انبساطی در برخی اقتصادهای بزرگ، جذابیت این کالا را برای بازیگران نهادی تقویت کرد. ریسک‌های مرتبط با زنجیره تأمین و تغییرات در مقررات زیست‌محیطی تولید، هزینه‌های نهایی را افزایش داده و منجر به تثبیت قیمت در سطوح بالاتر شده است که پیامدهای مستقیمی بر حاشیه سود صنایع پایین‌دستی دارد.

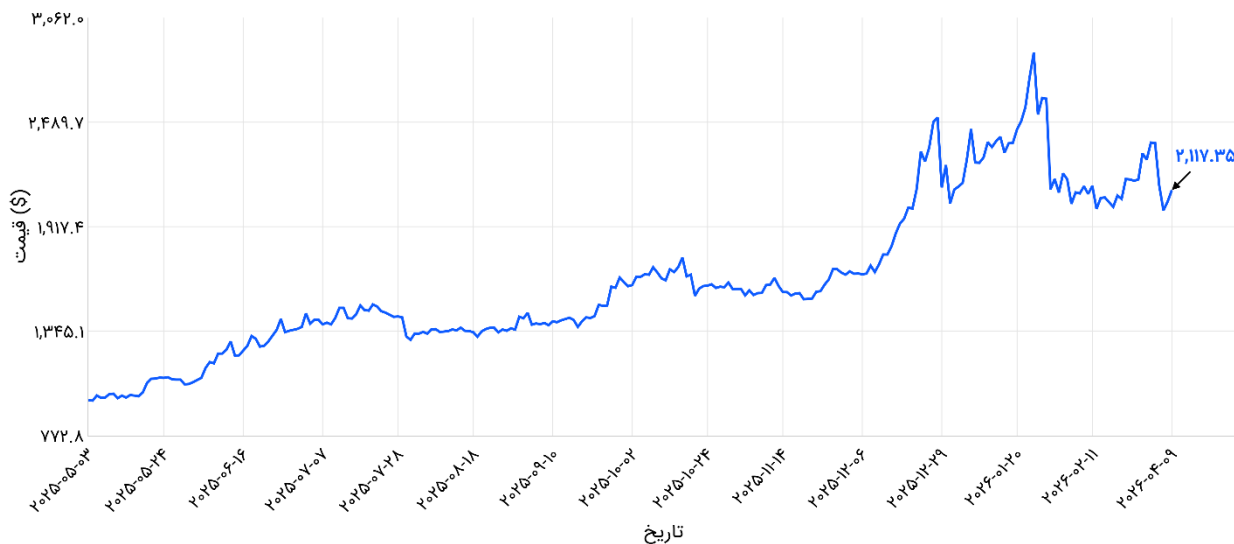
روند قیمت آلومینیوم



نمودار (۱۱) روند قیمت آلومینیوم؛ منبع: LME

فلز پلاتین در فاصله ۳ ماه می ۲۰۲۵ تا ۹ ماه آوریل ۲۰۲۶ نوسانات شدیدی را پشت سر گذاشت و قیمت آن از ۹۶۶ دلار به ۲۱۱۷ دلار رسید که حاکی از افزایش ۱۱۵۱ دلاری و جهش ۱۱۹ درصدی است. این رشد چشمگیر ناشی از محدودیت‌های شدید در عرضه از سوی تولیدکنندگان اصلی و افزایش تقاضا در صنایع خودروسازی برای سیستم‌های کاهش آلاینده‌ها و همچنین کاربردهای نوین در اقتصاد هیدروژن است. هزینه‌های تولید به دلیل چالش‌های عملیاتی در معادن عمیق و نوسانات نرخ بهره جهانی، فشار رو به بالایی بر قیمت اعمال کرده است. بازیگران نهادی با نگاه به پلاتین به عنوان یک دارایی استراتژیک در سبد سرمایه‌گذاری، به تشدید رقابت در بازارهای فیزیکی دامن زده‌اند. ریسک‌های ناشی از جایگزینی با سایر فلزات گروه پلاتین و تغییرات در سیاست‌های تجاری بین‌المللی، از جمله عوامل کلیدی هستند که سرمایه‌گذاران باید در تحلیل‌های اعتباری خود لحاظ کنند.

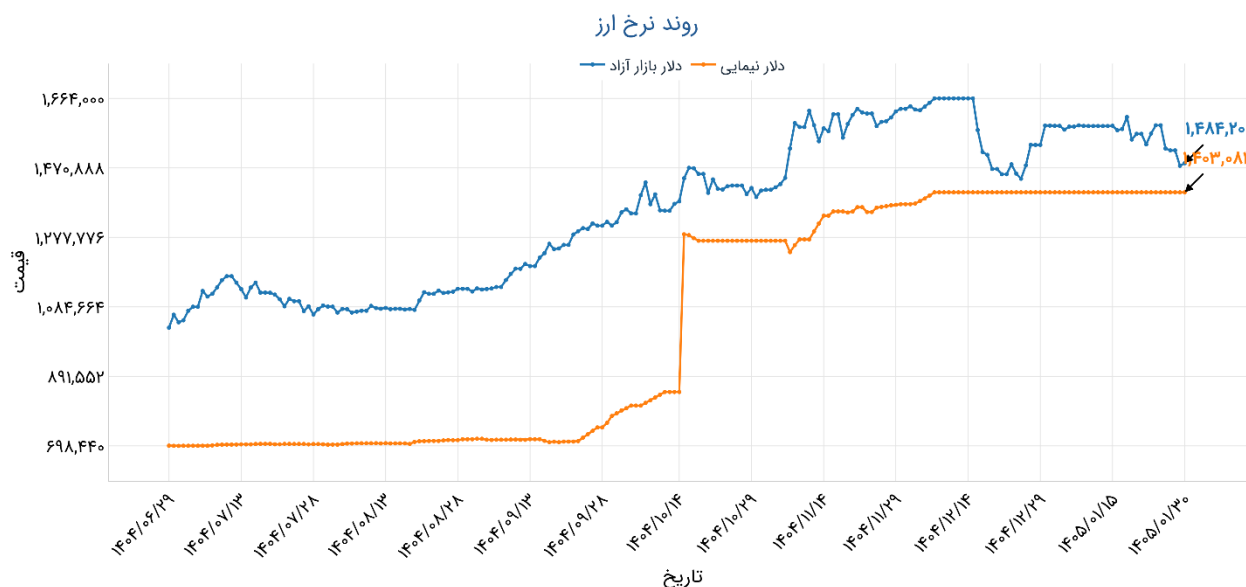
روند قیمت پلاتین



نمودار (۱۲) روند قیمت پلاتین؛ منبع: LME

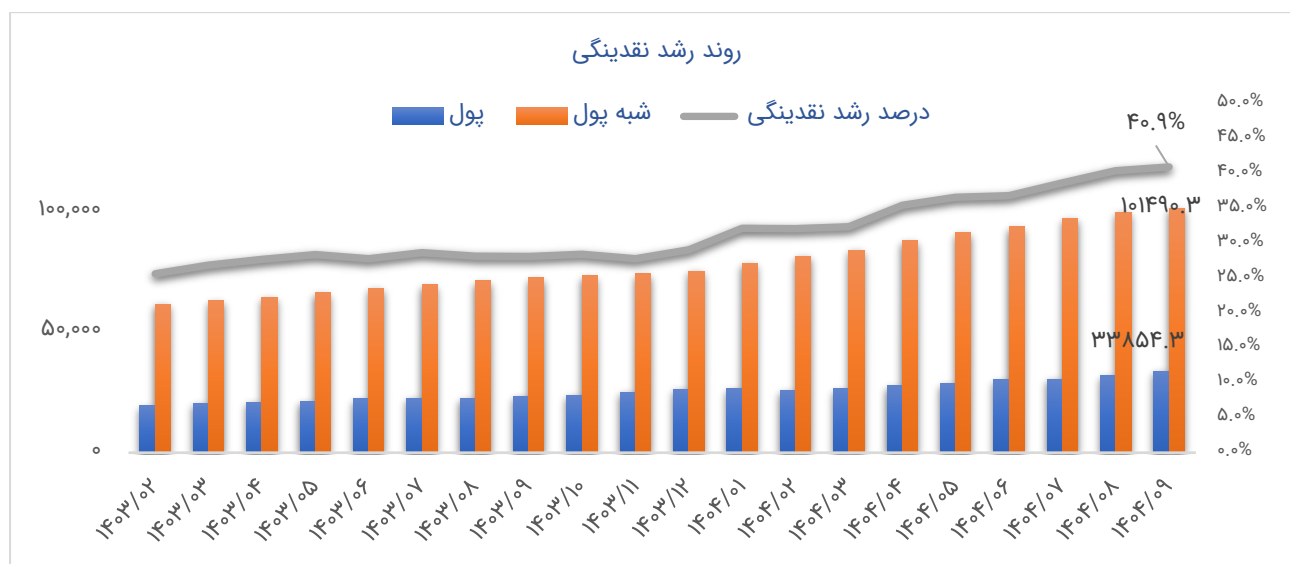
نرخ ارز

تحلیل روند تحولات بازار ارز در بازه یک ساله منتهی به ۳۰ فروردین ۱۴۰۵ نشان دهنده یک مسیر صعودی پرشتاب و تغییر ساختاری در سیاست‌های ارزی است، به طوری که نرخ دلار بازار آزاد با افزایشی معادل ۶۳۱,۲۰۰ ریال از سطح ۸۵۳,۰۰۰ ریال به ۱,۴۸۴,۲۰۰ ریال رسیده که بیانگر رشدی ۷۴۰ درصدی در این بازه است. هم‌زمان، نرخ دلار نیمایی با جهشی به مراتب شدیدتر، از ۶۹۴,۶۳۲ ریال به ۱,۴۰۳,۰۸۰ ریال افزایش یافته که رشدی ۱۰۱.۹ درصدی را ثبت کرده است؛ این تغییرات که بخش عمده آن در دی‌ماه ۱۴۰۴ با تعدیل ناگهانی نرخ نیمایی از محدوده ۸۴۸,۳۳۰ ریال به بیش از ۱,۲۸۶,۴۸۰ ریال رخ داد، نشان دهنده چرخش سیاست‌گذار پولی به سمت همگرایی نرخ‌ها و کاهش شکاف ارزی (Spread) از حدود ۲۲.۸ درصد در ابتدای دوره به ۵.۸ درصد در پایان دوره است. بازار آزاد پس از عبور از مرز روانی ۱,۰۰۰,۰۰۰ ریال در شهریور ۱۴۰۴ و ثبت قله تاریخی ۱,۶۶۴,۰۰۰ ریال در اسفند همان سال، در یک ماه منتهی به فروردین ۱۴۰۵ با اصلاحی حدود ۵.۱ درصدی مواجه شده و در محدوده حمایتی جدید تثبیت شده است. این روند همگرایی، اگرچه با هدف حذف رانت و شفاف‌سازی جریان‌های ارزی صورت گرفته، اما به دلیل انتقال اثرات بهای تمام‌شده به زنجیره تولید، انتظارات تورمی را در سطوح بالا حفظ کرده است. در چشم‌انداز کوتاه‌مدت، تثبیت نرخ نیمایی در سطح ۱,۴۰۳,۰۸۰ ریال در کنار کاهش نوسانات بازار آزاد، نشان دهنده تلاش برای ایجاد ثبات نسبی است، اما حساسیت بالای بازار به ریسک‌های کلان و تراز پرداخت‌ها، همچنان به عنوان اصلی‌ترین عامل عدم قطعیت برای تصمیم‌گیران بازار سرمایه و فعالان اقتصادی باقی مانده است که می‌تواند منجر به بازتعریف سطوح مقاومتی در صورت بروز شوک‌های بیرونی گردد.



نمودار (۱۳) روند قیمت نرخ ارز؛ منبع: bourseview

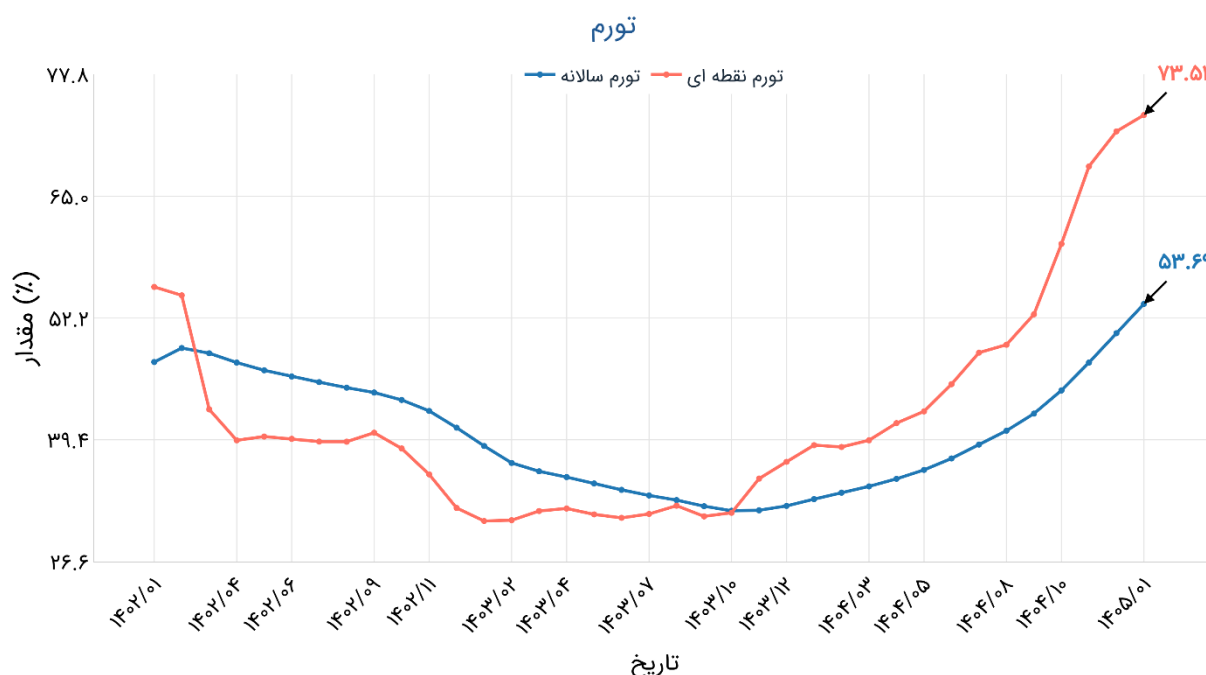
آخرین داده‌های پولی نشان می‌دهد شبه‌پول که در اسفند ۱۴۰۳ معادل ۷۵,۳۴۲ هزار میلیارد ریال ثبت شده بود در آذر ۱۴۰۴ به ۱۰۱,۴۹۰ هزار میلیارد ریال رسیده و در همین دوره حجم پول از ۲۶,۳۱۷ هزار میلیارد ریال به ۳۳,۸۵۴ هزار میلیارد ریال افزایش یافته و بانک مرکزی رشد نقدینگی را برای آذر ۱۴۰۴ برابر ۴۰.۹ درصد گزارش کرده است؛ این ترکیب عددی حکایت از تشدید تسهیلات‌زا بودن ساختار نقدینگی در سال ۱۴۰۴ دارد. شواهد روندی نشان می‌دهد رشد شبه‌پول شتاب بیشتری نسبت به پول داشته است که علامت افزایش تمایل به تبدیل دارایی‌ها به شبه‌نقد‌ها و تقویت سازوکار ضریب فزاینده پولی است و از این رو چند کانال تبیینی محتمل به‌وضوح مطرح است: نخست، افزایش خالص بدهی بخش دولتی به نظام بانکی یا بانک مرکزی که به‌عنوان منبع اصلی تامین مالی عرضه پول عمل می‌کند؛ دوم، کاهش یا کندی انبساط خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی که در صورت تضعیف، نیاز به خلق ذخایر ریالی برای جبران تراز پرداخت‌ها را افزایش می‌دهد؛ و سوم، رشد بدهی بانک‌ها و افزایش جذب سپرده‌های مدت‌دار که سهم شبه‌پول را بالا برده است. از منظر ساختاری، افزایش سریع‌تر شبه‌پول نسبت به پول حاکی از افزایش ضریب فزاینده یا کارایی خلق نقدینگی توسط بخش بانکی است که بدون اصلاح ترکیب ترازنامه بانک مرکزی می‌تواند فشارهای تورمی را از طریق افزایش تقاضای کل و تسهیل اعتبار تقویت کند؛ هم‌زمان این الگوی رشد نقدینگی احتمال افزایش نرخ‌های اسمی بازار بین‌بانکی و بازدهی اوراق را بالا می‌برد و به تضعیف ثبات بازار پول در صورت کاهش اعتماد به توان استقراض دولت منجر می‌شود. در شرایط کنونی، تفکیک نقش اجزای ترازنامه (خالص دارایی‌های خارجی، خالص بدهی دولت، بدهی بخش بانکی و اقلام سایر) برای تشخیص سهم نسبی محرک‌های نقدینگی ضروری است و نهاد پولی باید با شفاف‌سازی ترازنامه، اولویت‌بندی اقدامات خنثی‌سازی و هماهنگی سیاست مالی را به‌منظور مهار فشارهای تورمی و تثبیت انتظارات در دستور کار قرار دهد.



نمودار (۱۴) روند رشد نقدینگی منبع: بانک مرکزی

تورم نقطه به نقطه

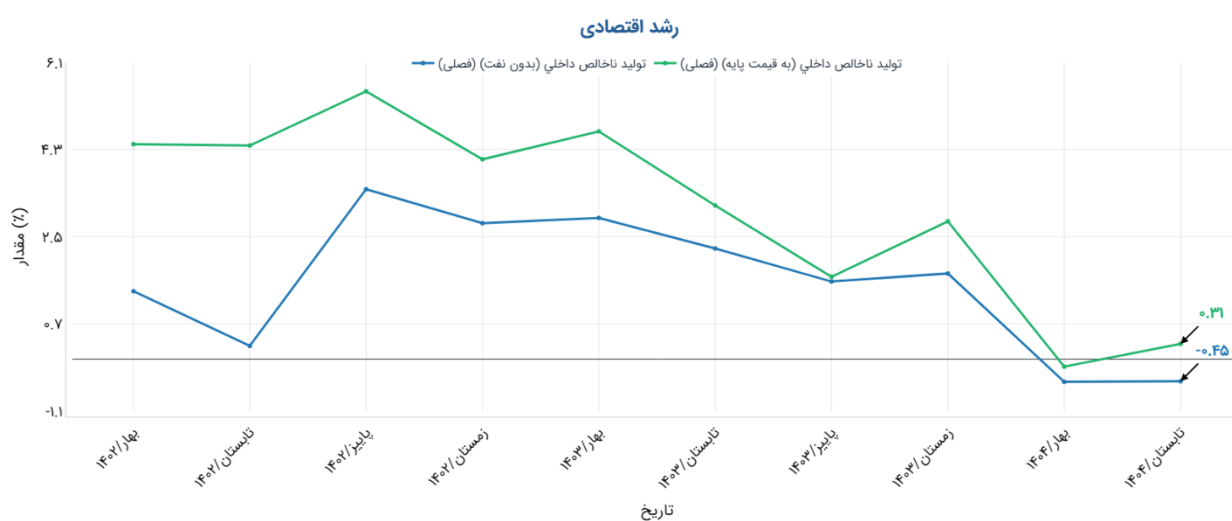
بر اساس آخرین داده‌های شاخص قیمت مصرف‌کننده در فروردین ۱۴۰۵، سطح این شاخص به ۵۶۹.۳۳ واحد رسیده که نشان‌دهنده تغییری معادل ۲۶.۹۹+ واحد نسبت به اسفند ۱۴۰۴ است؛ هم‌زمان نرخ تورم سالانه با افزایشی معادل ۳.۰۷+ واحد درصد به سطح ۵۳.۶۹ درصد رسیده، تورم نقطه‌به‌نقطه با تغییر ۱.۷۳+ واحد درصدی رقم ۷۳.۵۲ درصد را ثبت کرده و تورم ماهانه نیز با کاهشی معادل ۰.۶۱- واحد درصد نسبت به ماه قبل، در سطح ۴.۹۸ درصد قرار گرفته است. بررسی روندها نشان‌دهنده شتاب‌گیری معنادار فشارهای تورمی از نیمه دوم سال ۱۴۰۴ است که با جهش تورم نقطه‌به‌نقطه از سطوح ۳۱ درصد به بیش از ۷۳ درصد، پایداری انتظارات تورمی و اثرات انباشته شوک‌های ارزی و پولی را نمایان می‌سازد. این وضعیت که ناشی از ترکیب ناترازی‌های بودجه‌ای، رشد نقدینگی و احتمالاً اصلاح قیمت حامل‌های انرژی یا شوک‌های عرضه است، منجر به تضعیف شدید قدرت خرید خانوار و فشار بر حاشیه سود عملیاتی بنگاه‌ها به دلیل افزایش هزینه‌های نهاده تولید شده است. از منظر اعتباری، تداوم این روند ریسک نکول در شبکه بانکی را افزایش داده و با ایجاد نااطمینانی، جریان نقدینگی را به سمت دارایی‌های سرمایه‌ای سوق می‌دهد که نتیجه آن کاهش توان پوشش بهره و افزایش اهرم مالی در بخش واقعی اقتصاد است. در چشم‌انداز کوتاه‌مدت، سناریوی پایه بر ماندگاری تورم در سطوح بالا دلالت دارد که ریسک‌های صعودی ناشی از تداوم کسری بودجه و ریسک‌های نزولی وابسته به سیاست‌های انقباضی احتمالی یا ثبات نسبی نرخ ارز، دامنه نوسانات آن را تحت تأثیر قرار خواهند داد.



نمودار (۱۵) روند تورم نقطه به نقطه اقتصاد ایران؛ منبع: مرکز آمار ایران

روند نرخ رشد اقتصادی

رشد اقتصادی ایران در تابستان ۱۴۰۴، تصویری از «رکود در بخش غیرنفتی» و «اتکای شکننده به نفت» را به نمایش گذاشت. بر اساس آخرین داده‌های حساب‌های ملی، رشد تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه با اندکی بهبود نسبت به فصل قبل (۰.۱۵- درصد) به ۰.۳۱ درصد رسید؛ اما متغیر نگران‌کننده، تداوم رشد منفی در بخش بدون نفت است که رقم ۰.۴۵- درصد را ثبت کرد. این ثبات نسبی در محدوده منفی (در مقایسه با ۰.۴۶- درصد بهار) و فاصله معنادار آن با رشد ۱.۷۶ درصدی زمستان ۱۴۰۳، نشان‌دهنده تعمیق رکود در بخش‌های مولد و اشتغال‌زا است. درحالی‌که بخش نفت همچنان پیشران اصلی رشد مثبت کلی محسوب می‌شود، بخش غیرنفتی تحت فشار محدودیت‌های سرمایه در گردش، تضعیف تقاضای مؤثر و نااطمینانی‌های سیاستی، توان بازیابی خود را از دست داده است. این واگرایی میان رشد نفتی و غیرنفتی، ضمن افزایش حساسیت اقتصاد به شوک‌های بیرونی، هشدار برای بازار کار و چشم‌انداز سرمایه‌گذاری در نیمه دوم سال است.

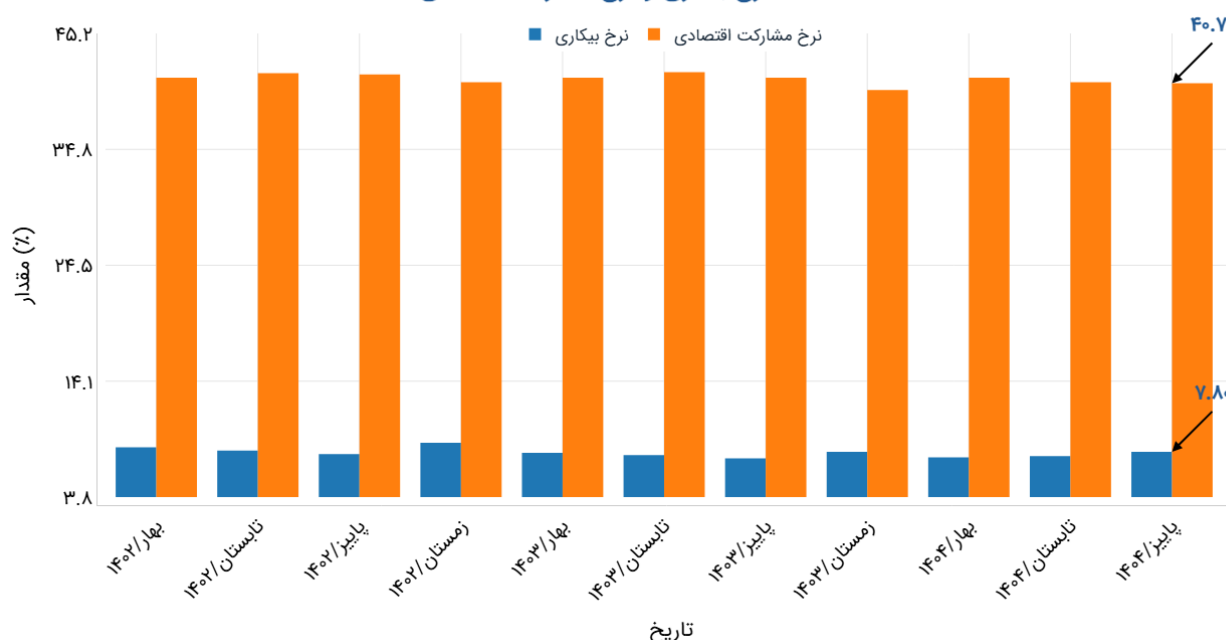


نمودار (۱۶) روند نرخ رشد اقتصادی ایران؛ منبع: مرکز آمار

روند نرخ بیکاری

تحلیل روندهای بازار کار ایران در بازه مورد بررسی حاکی از آن است که نرخ بیکاری از سطح ۸.۲ درصد در بهار ۱۴۰۲ به طور کلی روندی کاهشی تا ۷.۲ درصد در پاییز ۱۴۰۳ داشته، اما در ادامه با مقداری بازگشت به ۷.۸ درصد در پاییز ۱۴۰۴ مواجه شده که نشان‌دهنده تثبیت نسبی این نرخ در محدوده ۷ تا ۸ درصد با حساسیت نسبت به نوسانات فصلی است، حال آنکه نرخ مشارکت اقتصادی در همین بازه حرکت کم‌دامنه‌تری بین ۴۰.۱ تا ۴۱.۷ درصد داشته و کاهش تدریجی آن از تابستان ۱۴۰۳ (۴۱.۷ درصد) به ۴۰.۷ درصد در پاییز ۱۴۰۴، همزمان با افزایش اخیر بیکاری، می‌تواند نشان‌دهنده خروج بخشی از نیروی کار به دلیل دلسردی از یافتن شغل یا تغییر در ساختار جمعیتی فعال باشد. این هم‌حرکتی معکوس اخیر در دو نرخ، حاکی از تحت فشار بودن عرضه نیروی کار و احتمال تشدید چالش‌های اشتغال در صورت تداوم رشد اقتصادی کند و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری بخش خصوصی است که در صورت عدم تحرک سیاستی هدفمند، می‌تواند پیامدهای منفی برای رشد بالقوه اقتصاد، کاهش درآمد واقعی خانوارها و افزایش نابرابری را به همراه داشته باشد.

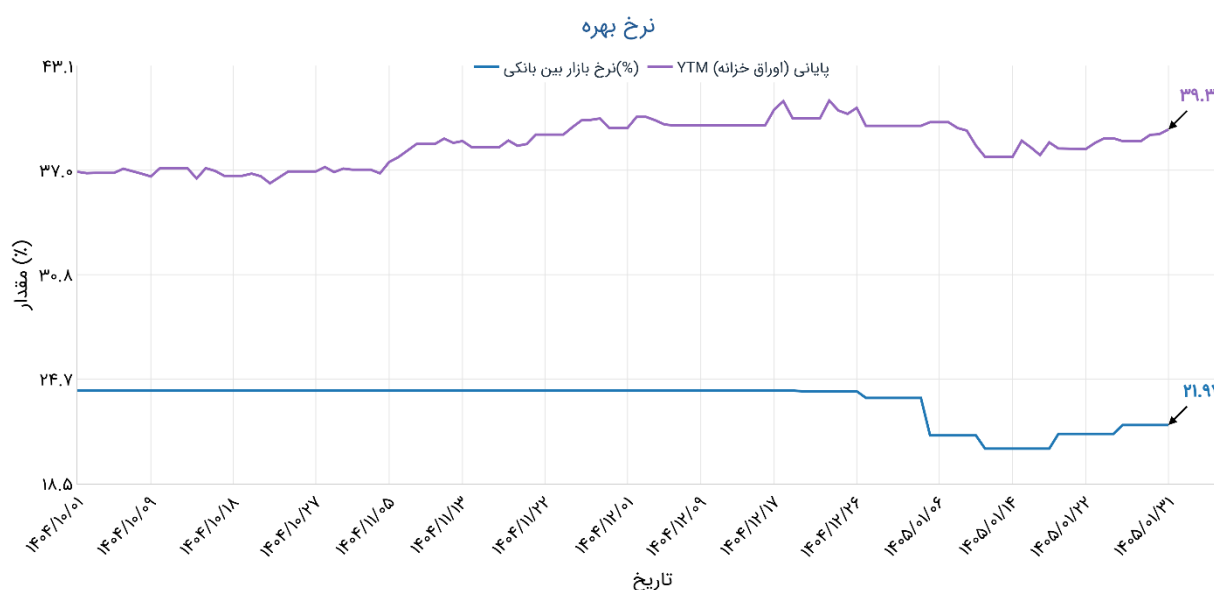
مقایسه نرخ بیکاری و نرخ مشارکت اقتصادی



نمودار (۱۷) روند نرخ بیکاری ایران؛ منبع: مرکز آمار ایران

نرخ بهره بین بانکی و نرخ بهره بدون ریسک

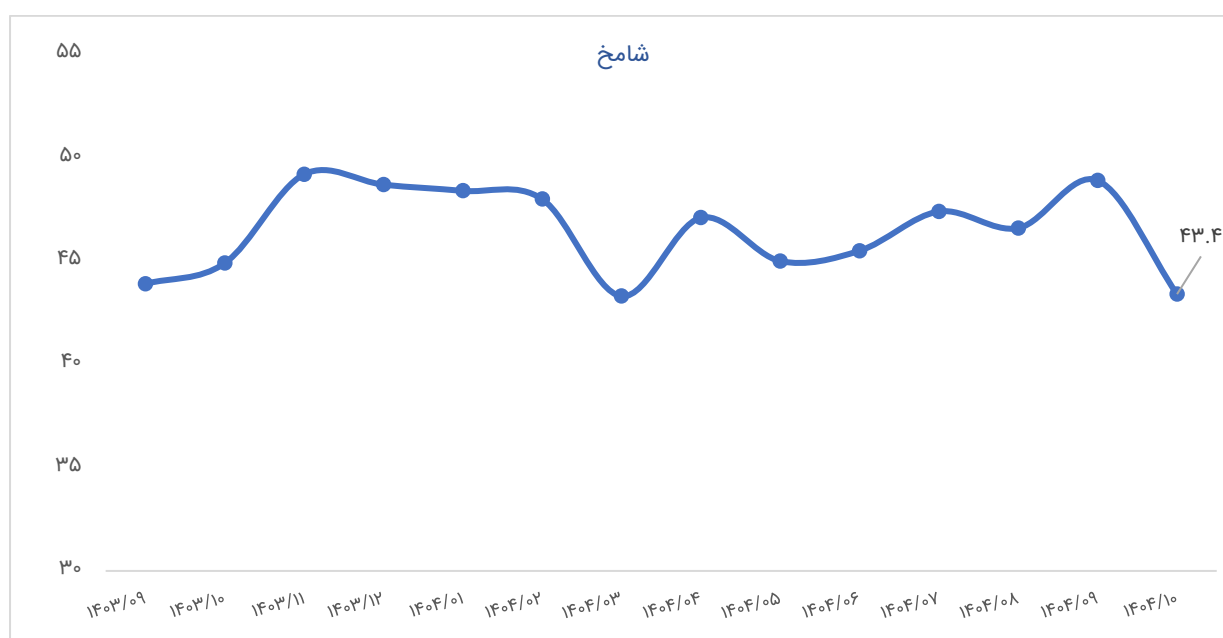
تحلیل روند نرخ‌های بهره در بازه منتهی به فروردین ۱۴۰۵ نشان‌دهنده تداوم فشار انقباضی در بازار پول طی سال ۱۴۰۴ است، به‌طوری‌که نرخ بین‌بانکی با ایستایی در سطح ۲۴ درصد، عملاً در سقف کریدور سیاستی تثبیت شد. در مقابل، بازدهی اوراق خزانه (YTM) با روندی صعودی از ۳۴.۱۴ درصد در فروردین ۱۴۰۴ به قله ۴۱.۰۶ درصد در اسفند همان سال رسید که بیانگر تشدید انتظارات تورمی و فشار استقراض است. نقطه عطف اساسی در فروردین ۱۴۰۵ با ریزش نرخ بین‌بانکی به سطح ۲۰.۵۸ درصد رخ داد که نشان‌دهنده چرخش به سمت مازاد نقدینگی و حرکت نرخ به سمت کف کریدور است. این واگرایی میان نرخ کوتاه‌مدت و بازدهی اوراق، ضمن کاهش هزینه نهایی تأمین مالی بانک‌ها، ریسک انتقال نقدینگی به بازارهای موازی را افزایش داده و چشم‌اندازی از ضرورت بازنگری در نرخ‌های سیاستی برای حفظ ثبات پولی را ترسیم می‌کند.



نمودار (۱۸) مقایسه روند هفتگی نرخ بهره بین بانکی و میانگین نرخ بهره بدون ریسک (اخزا): منبع: شرکت پردازش اطلاعات مالی و بانک مرکزی

شاخص مدیران خرید اتاق بازرگانی

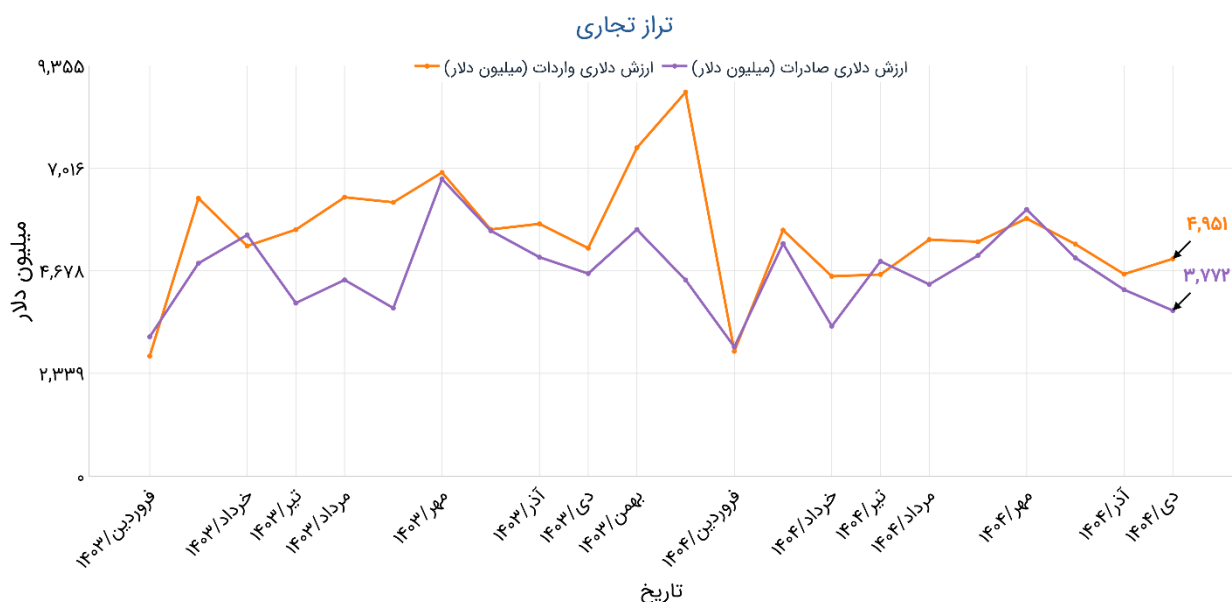
شاخص مدیران خرید (شامخ) مربوط به دی ماه ۱۴۰۴، ادامه روند انقباضی در اقتصاد کشور را برای بیست و دومین ماه متوالی تایید می‌کند؛ به نحوی که شامخ کل اقتصاد با ثبت پایین‌ترین سطح ۷ ماهه خود ۴۳.۴ از ابتدای سال رسمی ۱۴۰۴، عمق رکود را نمایان ساخته است. در این ماه، شاخص تولید و ارائه خدمات کمترین میزان ۵ ماهه و شاخص سفارش‌های جدید مشتریان پایین‌ترین سطح ۷۰ ماهه خود را تجربه کرده‌اند که نشان‌دهنده ضعف شدید تقاضا و تولید است. همچنین، شاخص استخدام در پایین‌ترین سطح ۳ ماهه قرار گرفته و قیمت مواد اولیه و محصولات تولیدی به ترتیب به بالاترین ارقام ۴۴ و ۳۳ ماهه اخیر رسیده‌اند که نشان‌دهنده فشارهای تورمی هزینه‌ای بر کسب‌وکارهاست. در بخش صنعت نیز، روند کاهشی در تولید، سفارش، فروش و صادرات کالاها مشاهده می‌شود، و مهم‌تر از آن، انتظارات تولید برای ماه آینده به کمترین سطح خود از آغاز اجرای طرح رسیده که بیانگر بدبینی عمیق فعالان اقتصادی به چشم‌انداز آتی است.



نمودار (۱۹) شاخص مدیران خرید اقتصاد ایران (کل) منتشره توسط اتاق بازرگانی؛ منبع: اتاق بازرگانی ایران

وضعیت تجارت خارجی

بررسی عملکرد تجارت خارجی در ماه دی ۱۴۰۴ نشان‌دهنده کاهش ارزش دلاری واردات از ۵,۱۹۴,۰۰۹ میلیون دلار در دی ۱۴۰۳ به ۴,۹۵۰,۶۱۱ میلیون دلار است که افتی معادل ۲۴۳,۴۸ میلیون دلار (حدود ۴,۶۹ درصد) را ثبت کرده است، در حالی که وزن کالاهای وارداتی با جهشی ۳۵,۵ درصدی از ۲,۸۴۲,۱۹ میلیون کیلوگرم به ۳,۸۵۱,۸۱۱ میلیون کیلوگرم افزایش یافته که این واگرایی میان ارزش و حجم، حاکی از کاهش قیمت واحد کالاهای وارداتی و تغییر ترکیب سبد وارداتی به سمت کالاهای اساسی و نهاده‌های تولید با ارزش افزوده کمتر می‌باشد. این روند که تحت تأثیر نوسانات نرخ ارز و سیاست‌های انقباضی در تخصیص منابع ارزی شکل گرفته، اگرچه در کوتاه‌مدت به تعدیل فشار بر تراز تجاری کمک می‌کند، اما به دلیل وابستگی بخش صنعت به واردات واسطه‌ای، ریسک‌های عملیاتی برای رشد تولید ناخالص داخلی ایجاد کرده است. با نگاهی به روند تجمعی ده ماهه سال ۱۴۰۴، مجموع ارزش واردات به ۴۹,۰۳۳,۴ میلیون دلار رسیده که نوسانات آن از کف ۲,۸۴۱,۷ میلیون دلار در فروردین تا سقف ۵,۸۷۰,۴۶ میلیون دلار در مهر، نشان‌دهنده ناپایداری در جریان تجاری و تأثیرپذیری شدید از محدودیت‌های ارزی و قیمت‌های جهانی است که در کنار ریسک‌های ساختاری، پایداری ذخایر ارزی را با چالش مواجه می‌سازد؛ لذا چشم‌انداز کوتاه‌مدت تراز تجاری به توانمندی سیاست‌گذار در مدیریت بهینه تخصیص ارز برای کالاهای سرمایه‌ای و کنترل تورم وارداتی بستگی دارد.

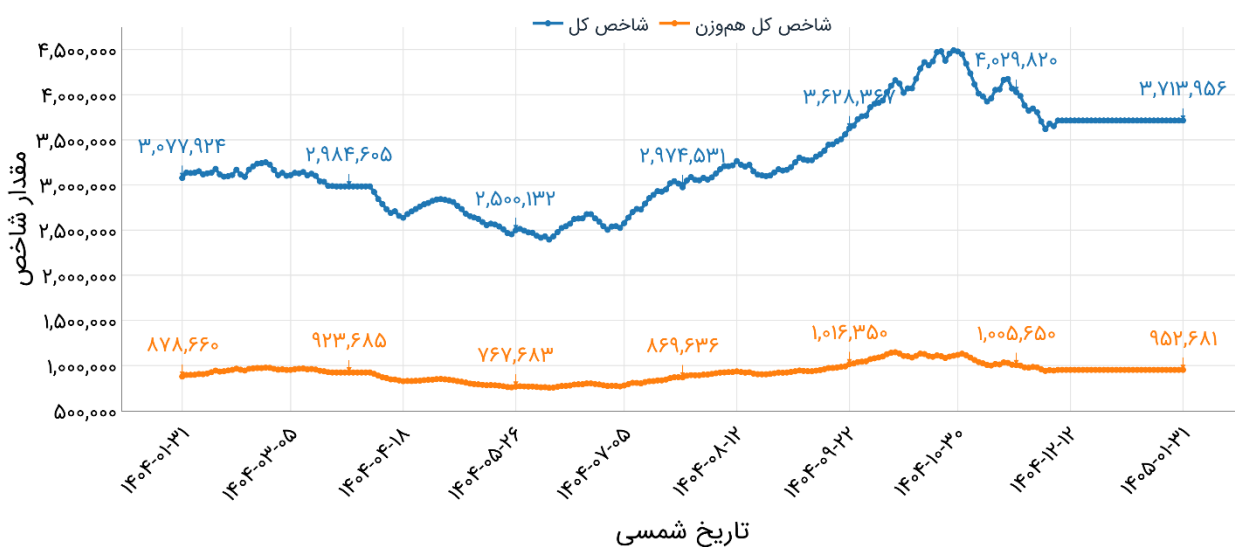


نمودار (۲۰) روند واردات و صادرات (میلیون دلار)؛ منبع: بانک مرکزی

شاخص کل و هم وزن

تحلیل تحولات نرخ دلار در بازار آزاد طی بازه یک‌ساله منتهی به ۳۰ فروردین ۱۴۰۵، بیانگر گذار این متغیر از سطوح حمایتی ابتدای دوره به محدوده‌های قیمتی جدید تحت تأثیر فشار انتظارات تورمی و نااطمینانی‌های کلان است، به‌طوری‌که نرخ ارز با افزایشی معادل ۶۳۱,۲۰۰ ریال، از سطح ۸۵۳,۰۰۰ ریال در ۲۹ فروردین ۱۴۰۴ به رقم ۱,۴۸۴,۲۰۰ ریال در ۳۰ فروردین ۱۴۰۵ رسیده که رشدی ۷۴.۰ درصدی را در مقیاس سالانه ثبت کرده است. این روند صعودی که در نیمه اسفند ۱۴۰۴ با لمس سقف تاریخی ۱,۶۶۴,۰۰۰ ریال به اوج خود رسید، در ماه پایانی منتهی به ۳۰ فروردین ۱۴۰۵ وارد فاز اصلاحی و تثبیت شده و با کاهشی حدود ۳.۳ درصدی نسبت به پایان اسفند ۱۴۰۴، از سطح ۱,۵۳۴,۸۱۰ ریال به محدوده فعلی عقب‌نشینی کرده است. شکل‌گیری مقاومت مستحکم در سطوح فراتر از ۱۶ میلیون ریال و بازگشت به کانال ۱۰۴ میلیون ریال، نشان‌دهنده واکنش بازار به مداخلات احتمالی سیاست‌گذار پولی و تلاش برای کاهش شکاف میان نرخ‌های مختلف ارزی است، هرچند پایداری در این سطوح به شدت به وضعیت تراز پرداخت‌ها و توانایی بانک مرکزی در مدیریت نقدینگی بستگی دارد. از منظر تحلیل ریسک، واگرایی مشاهده شده در زمستان ۱۴۰۴ و سپس همگرایی نسبی در ابتدای سال ۱۴۰۵، حاکی از حساسیت بالای فعالان اقتصادی به شوک‌های بیرونی و تغییر جهت انتظارات است که در صورت عدم تقویت جریان‌های ورودی ارزی، می‌تواند منجر به بازگشت نوسانات و افزایش ریسک اعتباری در بخش‌های مولد وابسته به واردات شود؛ لذا چشم‌انداز کوتاه‌مدت بر مبنای تثبیت در محدوده حمایتی فعلی استوار است، در حالی که در بلندمدت، تداوم فشارهای ساختاری بودجه‌ای و پولی همچنان به‌عنوان ریسک‌های بنیادین برای ثبات ارزش پول ملی و مؤلفه‌ای تعیین‌کننده در استراتژی‌های تخصیص دارایی فعالان بازار سرمایه تلقی می‌شوند.

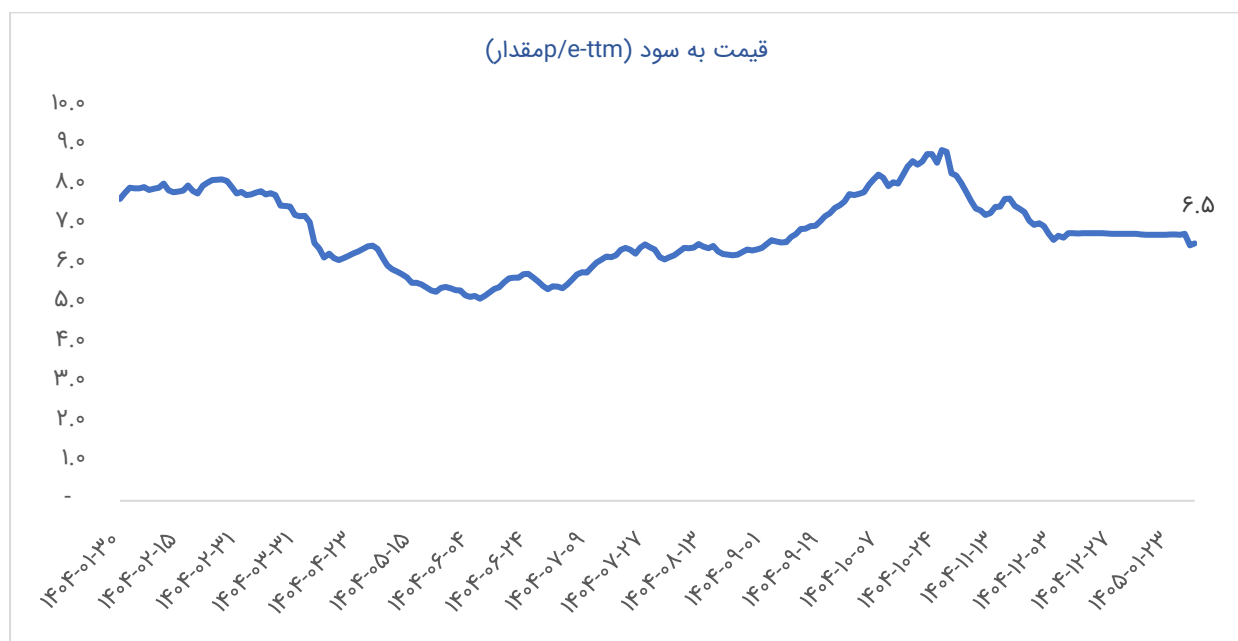
روند شاخص بازار سرمایه



نمودار (۲۱) روند شاخص کل و شاخص هم وزن؛ منبع: شرکت های پردازش اطلاعات مالی

نسبت قیمت به سود

بررسی روند نسبت قیمت به سود (P/E-ttm) بازار سرمایه در بازه زمانی یک ساله منتهی به فروردین ۱۴۰۵ نشان‌دهنده نوسانات معناداری است که از سطح ۷.۶۴ در فروردین ۱۴۰۴ آغاز شده و پس از تجربه اوج ۸.۱۴ در اردیبهشت ۱۴۰۴، تحت تأثیر تشدید ریسک‌های سیستماتیک و نااطمینانی‌های حاکم بر فضای کلان اقتصادی، با کاهشی محسوس به کف ۵.۱۲ در شهریور ۱۴۰۴ رسید. این فشردگی قابل توجه در ضرایب ارزش‌گذاری طی نیمه نخست سال، بیانگر غلبه رویکرد تدافعی در میان سرمایه‌گذاران حقیقی و افزایش نرخ تنزل جریان نقدی در پاسخ به نوسانات نرخ ارز و ابهامات سیاسی بود، اما با بهبود تدریجی گزارش‌های سودآوری در صنایع کالامحور و تعدیل انتظارات تورمی، بازار شاهد بازگشت تقاضای نهادی و صعود مجدد این نسبت به قله ۸.۸۸ در دی ۱۴۰۴ گشت که حکایت از خوش‌بینی موقت نسبت به پایداری رشد سودآوری بنگاه‌ها داشت. در نهایت، با ورود به فروردین ۱۴۰۵ و تثبیت نسبت P/E در محدوده ۶.۵۱، بازار سرمایه در موقعیتی پایین‌تر از میانگین‌های میان‌مدت خود قرار گرفته است که این وضعیت ضمن نشان دادن جذابیت نسبی قیمت‌ها برای سرمایه‌گذاران بلندمدت، بر شکنندگی ارزش‌گذاری‌ها در صورت تداوم سیاست‌های انقباضی و شوک‌های برون‌زا تأکید می‌کند و چشم‌انداز کوتاه‌مدت این نسبت را به ثبات متغیرهای پولی و شفافیت در سیاست‌های حمایتی دولت وابسته می‌سازد.

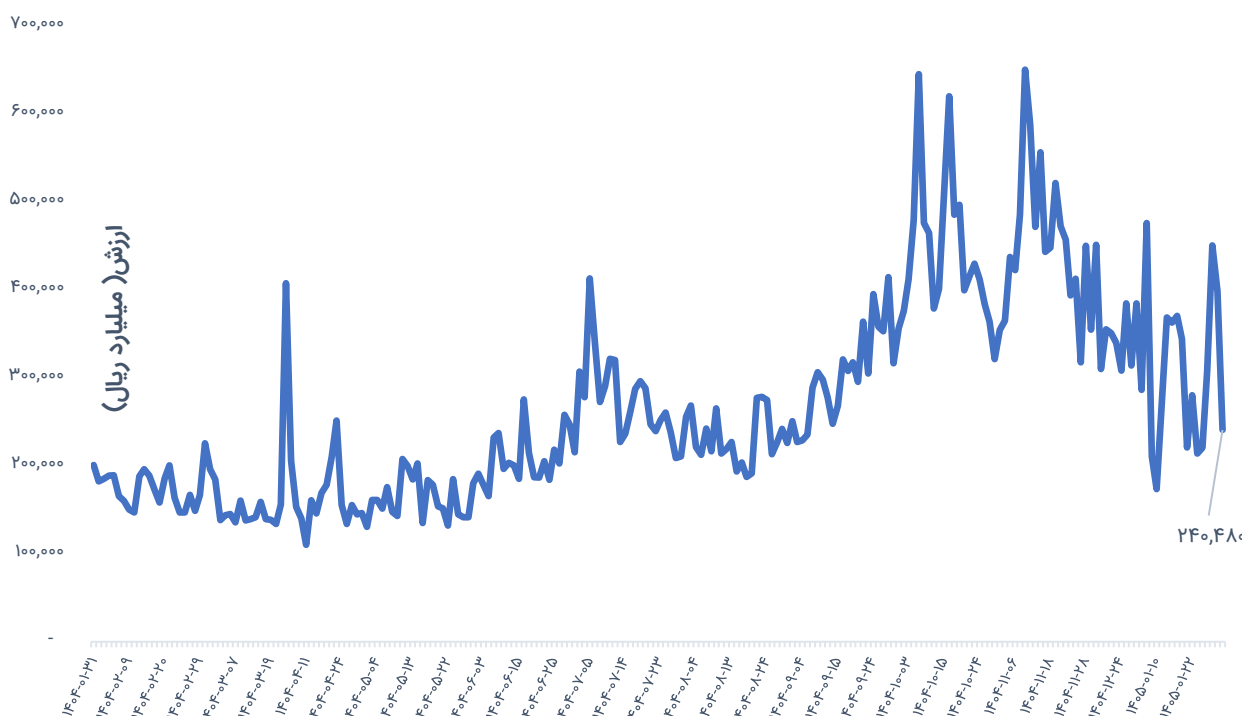


نمودار (۲۲) روند P/E ttm بازار سرمایه ؛ منبع: شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی

میانگین ارزش معاملات روزانه

بررسی روند میانگین ارزش معاملات روزانه بازار سرمایه طی بازه زمانی فروردین ۱۴۰۴ تا فروردین ۱۴۰۵، نشان‌دهنده نوسانات ساختاری در عمق نقدشوندگی و تغییر معنادار در الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران تحت تأثیر متغیرهای کلان و تنش‌های ژئوپلیتیک است؛ به‌طوری‌که بازار پس از تجربه اوج فعالیت در دی ۱۴۰۴ با ثبت مقادیر فراتر از ۲۳۶ هزار میلیارد ریال، با ورود به بهمن و اسفند و تشدید شرایط جنگی و ناترازی‌های ارزی، با انقباض شدید فعالیت مواجه شد و ارزش معاملات در ۶ اسفند ۱۴۰۴ به سطح ۴۲ هزار میلیارد ریال تنزل یافت که بیانگر کاهش حدود ۸۲ درصدی نسبت به نقاط اوج فصلی و تضعیف جدی اعتماد سرمایه‌گذاران است. با توقف معاملات سهام و صندوق‌های سهامی از ابتدای اسفند، جریان نقدینگی به‌وضوح به سمت ابزارهای کم‌ریسکی و مبتنی بر دارایی‌های فیزیکی تغییر مسیر داد، به‌گونه‌ای که ارزش معاملات صندوق‌های کالایی و درآمد ثابت در اواخر اسفند ۱۴۰۴ و فروردین ۱۴۰۵ با جهشی قابل‌توجه از سطح ۳۰۷ هزار میلیارد ریال در ۲۴ اسفند به قله ۴۷۵ هزار میلیارد ریال در ۸ فروردین ۱۴۰۵ رسید که این امر نشان‌دهنده تمرکز سرمایه‌گذاران بر پوشش ریسک تورم و نوسانات ارزی، حتی در سایه آتش‌بس موقت، می‌باشد. در مجموع، اگرچه نقدشوندگی در بخش ابزارهای مبتنی بر کالا و درآمد ثابت به دلیل انتظارات تورمی و نااطمینانی‌های سیستماتیک تقویت شده است، اما پایداری جریان معاملات در کل بدنه بازار سرمایه تا زمان رفع ابهامات ساختاری در حوزه ارزی و کاهش صرفه ریسک ناشی از شرایط جنگی در هاله‌ای از ابهام قرار دارد و چشم‌انداز کوتاه‌مدت فعالیت بازار، تابعی از بازگشت اعتماد به دارایی‌های ریسکی و تثبیت متغیرهای کلان خواهد بود.

ارزش معاملات مجموع صندوق‌های کالایی و صندوق‌های درآمد ثابت

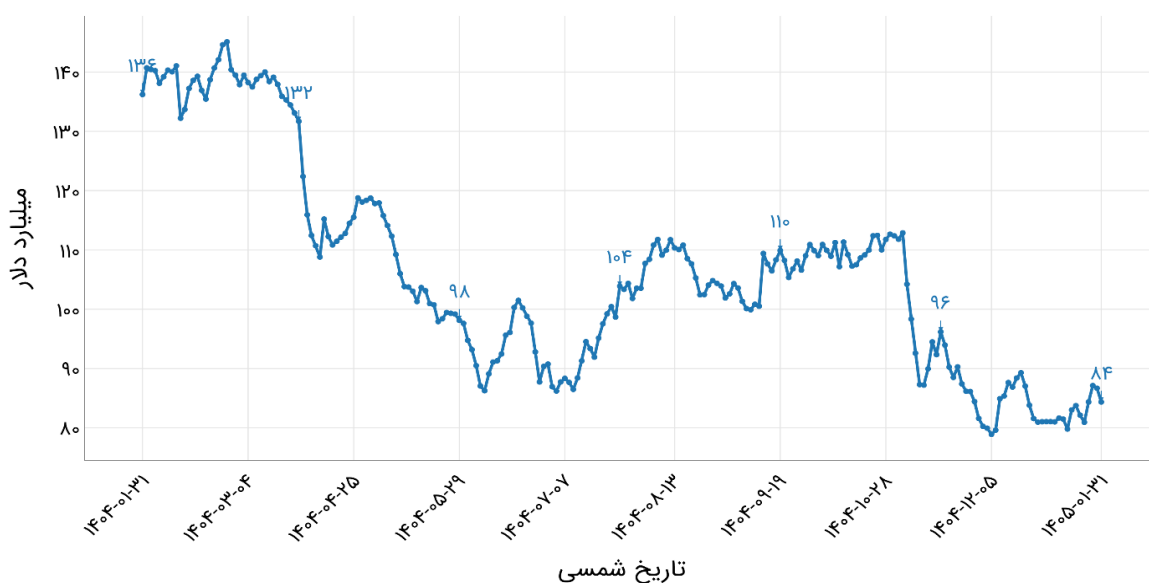


نمودار (۲۳) میانگین ارزش معاملات روزانه در طول هفته (میلیارد ریال)؛ منبع: شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی

ارزش دلاری بازار سرمایه

تحلیل روند ارزش دلاری بازار سرمایه بر مبنای داده‌های سری زمانی اخیر، بیانگر یک دگرذیسی ساختاری در میان مدت است، به طوری که ارزش کل بازار از قله‌های فراتر از ۱۴۰ میلیارد دلار در اردیبهشت ۱۴۰۴ با افتی معنادار به محدوده ۸۰ تا ۸۷ میلیارد دلار در فروردین ۱۴۰۵ تنزل یافته که نشان‌دهنده کاهش حدود ۴۰ درصدی ثروت دلاری بازار علیرغم رشد اسمی متغیرهای ریالی است. این واگرایی عمیق میان ارزش ریالی و دلاری، بیش از هر چیز ناشی از جهش‌های پیاپی نرخ ارز و غلبه ریسک‌های ژئوپلیتیک ناشی از شرایط جنگی بر بنیان‌های سودآوری شرکت‌هاست؛ به گونه‌ای که حتی با وجود برقراری آتش‌بس موقت، تداوم تنگناهای ارزی و نااطمینانی از پایداری جریان نقدینگی، مانع از بازگشت ارزش دلاری به میانگین‌های تاریخی شده و بازار را در وضعیت «ارزندگی مفرط اما پرریسک» قرار داده است. بررسی نقاط عطف نشان می‌دهد که در دوره‌های جهش ارزی، شاخص‌های بورسی با تأخیر فاز و ناتوانی در پوشش کامل تورم ارزی مواجه بوده‌اند که این امر منجر به فشرده شدن ضریب P/E دلاری و کاهش جذابیت نسبی برای ورود سرمایه‌های جدید شده است. در شرایط فعلی، حساسیت بازار به نوسانات نرخ ارز در بالاترین سطح خود قرار دارد و هرگونه ثبات در ارزش دلاری منوط به کاهش ریسک‌های کلان و بهبود تراز پرداخت‌هاست؛ لذا چشم‌انداز کوتاه‌مدت، حاکی از تداوم نوسان در سطوح پایین دلاری و احتیاط معنادار جریان نقدینگی است که علیرغم جذابیت قیمت‌ها از منظر ارزش جایگزینی، به دلیل ابهامات عملیاتی و هزینه‌های ناشی از بحران‌های ارزی پس از جنگ، پتانسیل رشد پایدار را محدود ساخته و بازار را در انتظار یک محرک بنیادی قوی برای خروج از تله ارزش‌گذاری فعلی نگاه داشته است.

روند ارزش بازار

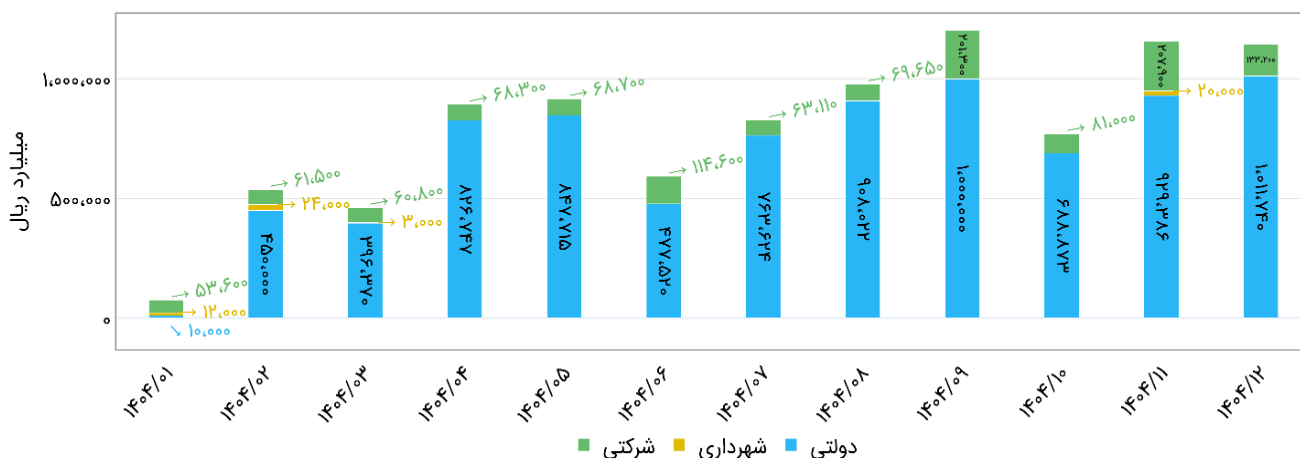


نمودار (۲۴) روند ارزش دلاری بورس با توجه به نرخ بازار آزاد (میلیارد ریال)؛ منبع: شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی

گزارش عرضه اوراق دولتی و جدول سررسید

بررسی روند تأمین مالی در بازار سرمایه طی دوازده ماهه سال ۱۴۰۴ نشان‌دهنده غلبه مطلق بخش دولتی بر ساختار بازار بدهی است، به‌طوری‌که از مجموع حدود ۹۵۵,۳۶۴ میلیارد تومان اوراق منتشره در این سال، سهم دولت با رقمی بالغ بر ۸۳۱,۰۰۰ میلیارد تومان به حدود ۸۷ درصد می‌رسد که این تمرکز بالا، حکایت از تداوم پدیده سلطه مالی و استفاده حداکثری از ظرفیت بازار بدهی برای پوشش کسری بودجه دارد. در این میان، بخش شرکتی با انتشار ۱۱۸,۳۶۶ میلیارد تومان تنها ۱۲.۴ درصد از سهم بازار را به خود اختصاص داده و شهرداری‌ها با ۵,۹۰۰ میلیارد تومان سهمی ناچیز (کمتر از ۱ درصد) داشته‌اند که نشان‌دهنده محدودیت شدید دسترسی نهادهای غیردولتی به منابع بلندمدت است. از منظر ابزارشناسی، اوراق مرابحه با سهمی فراتر از ۹۰ درصد در ماه‌های پایانی سال، به‌ویژه در اسفند ۱۴۰۴ که حجم انتشار دولت به ۱۰۱,۱۷۴ میلیارد تومان و بخش شرکتی به ۱۳,۳۲۰ میلیارد تومان رسید، به ابزار محوری تأمین مالی تبدیل شده است؛ این در حالی است که اسناد خزانه اسلامی تنها در مقاطع خاصی نظیر اردیبهشت و آذر عرضه شده و اوراق گام نیز علیرغم پتانسیل‌های زنجیره تأمین، سهم اندکی در سبد کلی ایفا کرده است. جهش‌های فصلی انتشار، به‌ویژه در فصول پاییز و زمستان، تحت تأثیر فشارهای بودجه‌ای ناشی از شرایط جنگی و نوسانات ارزی تشدید شده است؛ چراکه حتی با وجود آتش‌بس موقت، نااطمینانی‌های اقتصادی و هزینه‌های بازسازی، دولت را به سمت استقراض بیشتر سوق داده که این امر منجر به تشدید پدیده برون‌رانی بخش خصوصی و افزایش نرخ بهره مؤثر در بازار شده است. در چشم‌انداز کوتاه‌مدت، انتظار می‌رود تداوم عرضه سنگین اوراق دولتی برای مدیریت ناترازی‌های مالی، فشار بر نرخ بهره را حفظ کرده و با افزایش هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها، تنگنای اعتباری را برای بخش مولد اقتصاد عمیق‌تر سازد که این وضعیت، هماهنگی دقیق‌تر میان سیاست‌های پولی و مالی را برای جلوگیری از ناپایداری بدهی و کنترل تورم ناشی از فشار هزینه‌ها الزامی می‌سازد.

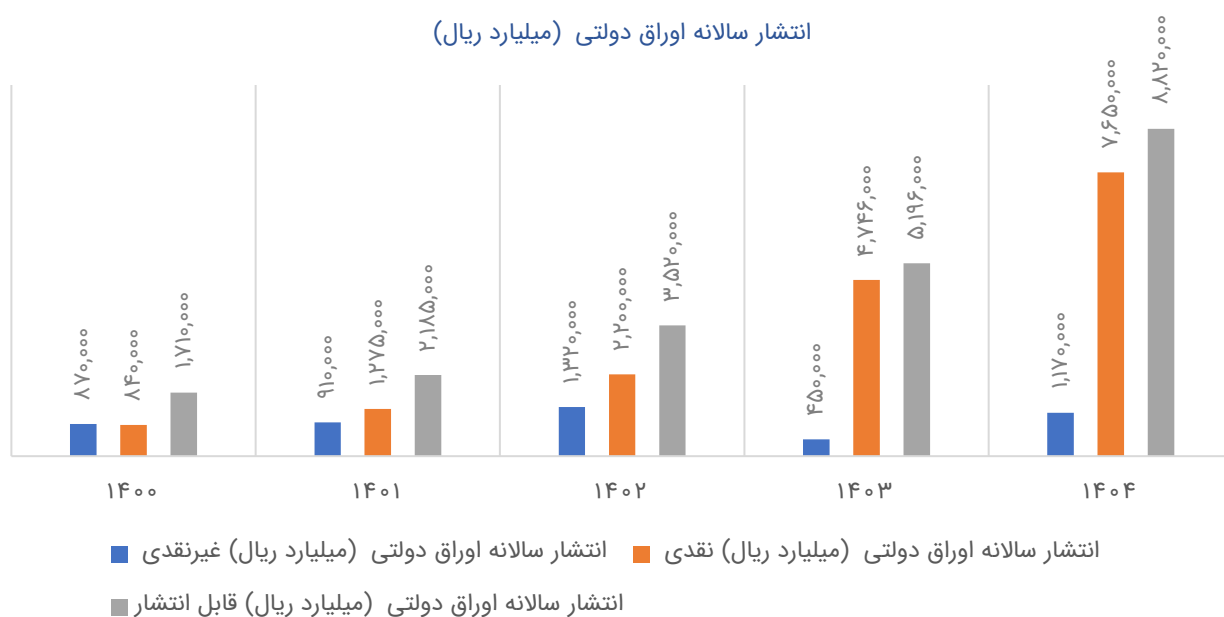
:: ارزش اوراق بدهی منتشره :: ماهیت ناشر



نمودار (۲۵) روند انتشار ماهانه اوراق صکوک؛ منبع: گزارش عملکرد ماهانه سازمان بورس و اوراق بهادار

بر اساس داده‌های نمودار انتشار سالانه اوراق دولتی، سقف قابل انتشار اوراق در سال ۱۴۰۴ با جهشی معنادار نسبت به سال ماقبل، به سطح ۸,۸۲۰ هزار میلیارد ریال رسیده است که در مقایسه با ظرفیت ۵,۱۹۶ هزار میلیارد ریالی سال ۱۴۰۳، بیانگر انبساط ۶۹.۷۵ درصدی در استراتژی تأمین مالی دولت از بازار بدهی است. ترکیب این سبد بدهی در سال ۱۴۰۴ شامل ۷,۶۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق نقدی و ۱,۱۷۰ هزار میلیارد ریال اوراق غیرنقدی (تهاتر و اسناد خزانه) است. نکته حائز اهمیت، فاصله میان سقف مصوب قانون بودجه و رقم ۸,۸۲۰ هزار میلیارد ریالی نمودار است که بازتاب‌دهنده مجوزهای شورای عالی هماهنگی اقتصادی برای پوشش کسری بودجه فراتر از سقف‌های اولیه است. این حجم فزاینده از عرضه اوراق، ضمن برجسته‌سازی عمق ناترازی مالی دولت، سیگنالی مبنی بر تداوم فشار بر بازار پول و سرمایه جهت جذب این نقدینگی و احتمال نوسان نرخ بهره مؤثر در بازار بدهی صادر کرد که از آثار آن نرخ اخزا در محدوده ۴۰ درصد در پایان سال ۱۴۰۴ بود.

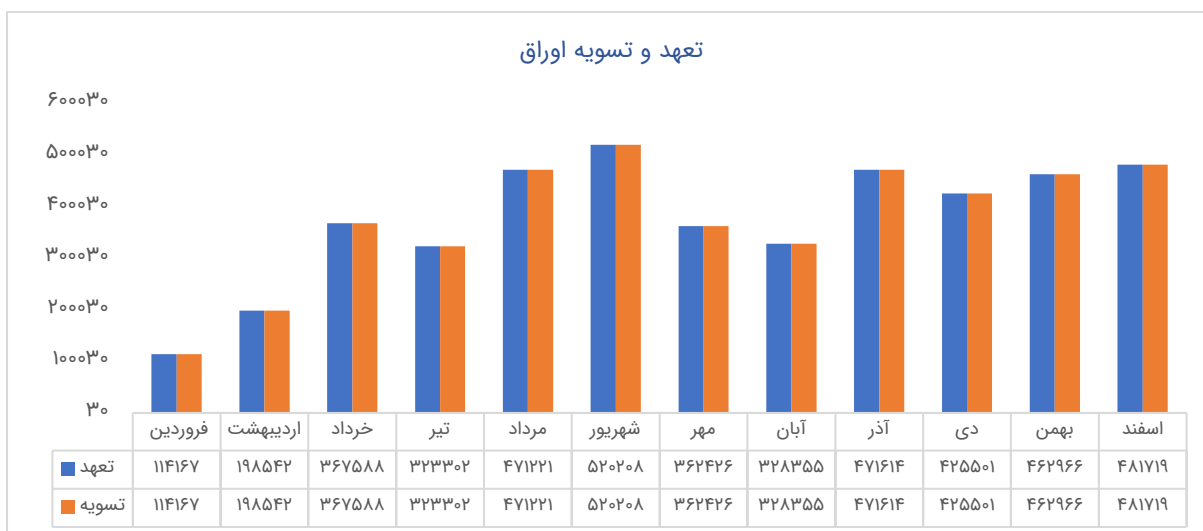
انتشار سالانه اوراق دولتی (میلیارد ریال)



نمودار (۲۶) روند سالانه انتشار اوراق دولتی به تفکیک نقدی و غیرنقدی؛ منبع: مرکز بدهی های عمومی وزارت اقتصاد

جزئیات سررسید تعهدات اصل و فرع اوراق دولتی در سال ۱۴۰۴ به تفکیک ماهانه در نمودار (۲۷) ارائه شده است که جمعاً ۴۴۱ هزار میلیارد تومان بوده و تسویه شده است.

تعهد و تسویه اوراق



نمودار (۲۷) جدول ماه به ماه سررسید اصل و فرع اوراق منتشر شده قبلی؛ منبع: مرکز بدهی های عمومی وزارت اقتصاد

۱. ابلاغ توقف صادرات محصولات پتروشیمی و صنایع پایین‌دستی تا اطلاع ثانوی

مدیرکل دفتر مقررات صادرات و واردات وزارت صمت با صدور نامه‌ای به سرپرست دفتر صادرات گمرک، مصوبه توقف صادرات محصولات پتروشیمی، محصولات تولیدی صنایع پایین‌دستی و... را تا اطلاع ثانوی ابلاغ کرد. این تصمیم با هدف تأمین نیاز بازار داخلی و جلوگیری از کمبود مواد اولیه در صنایع پایین‌دستی اتخاذ شده است.

۲. تحقق ۸۷ درصدی پیش‌بینی فروش اوراق با ۷۰۶.۶ هزار میلیارد تومان

دولت در سال ۱۴۰۴، در مجموع ۷۰۶.۶ هزار میلیارد تومان اوراق فروخت که معادل ۸۷ درصد پیش‌بینی فروش (۸۱۰ هزار میلیارد تومان) در قانون بودجه بود. بر اساس این گزارش، حدود ۶۰ درصد اوراق توسط بانک‌ها و ۴۰ درصد توسط سایر سرمایه‌گذاران (عمدتاً صندوق‌های سرمایه‌گذاری) خریداری شد. نرخ بازده تا سررسید اوراق در آخرین عرضه، مربوط به اواخر اسفندماه، به ۳۱ درصد رسید.

۳. ورود ۷۰ هزار میلیارد تومانی به صندوق‌های با درآمد ثابت

طبق آمار مرکز نظارت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری سازمان بورس، صندوق‌های سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار با درآمد ثابت از ابتدای جنگ (۹ اسفند ۱۴۰۴) تا ۲۲ فروردین، حدود ۷۰ هزار میلیارد تومان منابع جذب کردند که بر اساس این گزارش، از مجموع این منابع جدید، حدود ۳۷ هزار میلیارد تومان به صندوق‌های صدور و ابطالی و ۳۳ هزار میلیارد تومان دیگر نیز به صندوق‌های سرمایه‌گذاری قابل معامله (ETF) وارد شده است.

۴. تداوم آتش بس میان آمریکا و ایران

تداوم وضعیت آتش بس میان ایران و آمریکا در حالی با سیگنال‌های متناقض از سوی مقامات سیاسی دو طرف همراه شده است که این فضای مه‌آلود، شاخص‌های کلان اقتصادی و بازارهای مالی را در وضعیت «تعطیل و انتظار» قرار داده است. اگرچه حفظ ثبات میدانی به عنوان یک محرک مثبت برای کاهش ریسک‌های سیستماتیک تلقی می‌شود، اما ادبیات ناهمگون دیپلماتیک و اظهارات ضدونقیض در تریبون‌های رسمی، مانع از تثبیت انتظارات تورمی و فروکش کردن کامل حق‌الزحمه ریسک در محاسبات میان‌مدت فعالان اقتصادی شده است؛ لذا در شرایطی که رفتارهای متضاد سیاسی بر شفافیت چشم‌انداز اقتصادی سایه انداخته، پیش‌بینی می‌شود احتیاط در تصمیم‌گیری‌های کلان سرمایه‌گذاری تداوم یافته و بازارها تا زمان دستیابی به یک الگوی رفتاری پایدار در دیپلماسی، نسبت به «ریسک اخبار» حساسیت بالایی نشان دهند.

خلاصه معاملات مهم بورس کالا

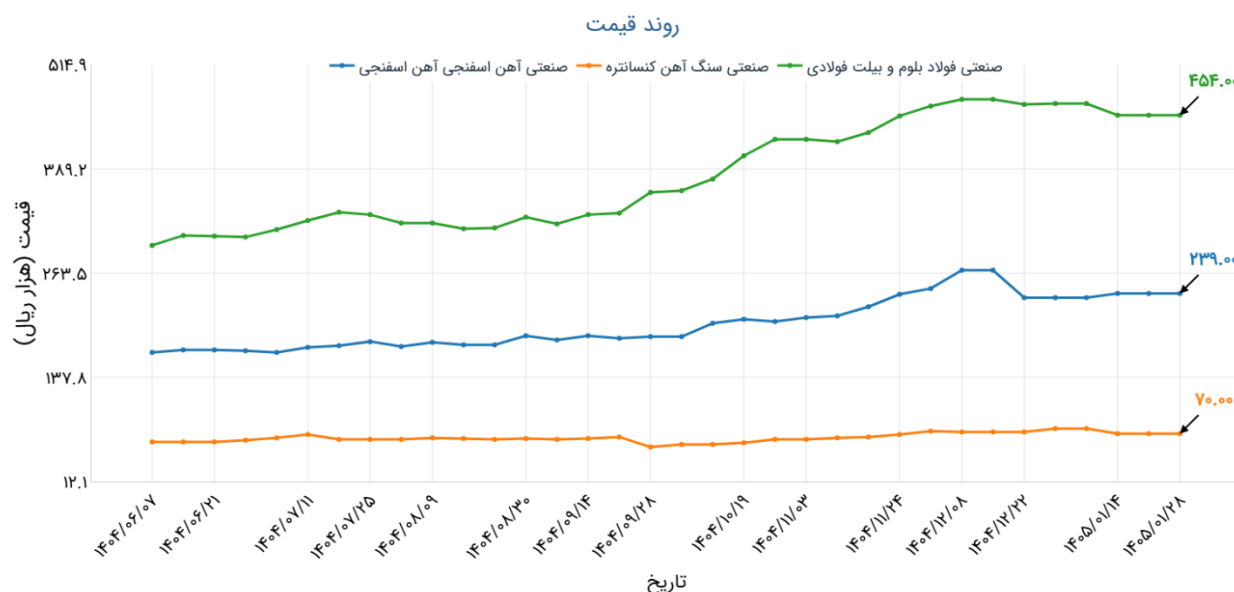
بررسی عملکرد بورس کالای ایران در دوره مورد گزارش نشان‌دهنده گردش مالی مجموعاً ۲۰۱ هزار میلیارد تومان در هر دو رینگ داخلی و صادراتی است که از این میزان، ۱۶۷ هزار میلیارد تومان به معاملات داخلی و ۳۴ هزار میلیارد تومان به تالار صادراتی کیش اختصاص یافته است؛ تالار صنعتی با ثبت ارزشی معادل ۶۲ هزار میلیارد تومان، به عنوان پیشران اصلی و کانون تمرکز نقدینگی بازار شناخته می‌شود که در کنار تالار حراج باز با ارزش ۴۹ هزار میلیارد تومان، سهم عمده‌ای از ارزش کل معاملات را به خود اختصاص داده‌اند. در بخش نهاده‌های ساختمانی، تالار سیمان علیرغم سهم ارزشی ۱۲ هزار میلیارد تومانی، با ثبت بیش از ۴ میلیون تن حجم معامله و بالغ بر ۲۳ هزار نوبت معاملاتی، گسترده‌ترین سطح مشارکت خرد و بیشترین تکرار عملیاتی در سمت تقاضا را تجربه کرده است، در حالی که تالارهای فرآورده‌های نفتی و پتروشیمی با مجموع ارزش ۳۳ هزار میلیارد تومان، ثبات نسبی در زنجیره تأمین صنایع تکمیلی را نشان می‌دهند. تحلیل ساختار عرضه با حضور ۶۹ عرضه‌کننده کلان در رینگ داخلی و تمرکز محصولات در تالار صنعتی حاکی از عمق مناسب بازار در کالاهای استراتژیک نظیر محصولات فولادی است، اما بالا بودن نسبت حجم به ارزش در بخش سیمان و نوسانات رینگ صادراتی، لزوم مدیریت ریسک‌های ناشی از هزینه‌های لجستیک و تغییرات نرخ ارز را برجسته می‌سازد؛ لذا چشم‌انداز کوتاه‌مدت بورس کالا با توجه به پایداری حجم معاملات در تالار صنعتی و حراج باز مثبت ارزیابی می‌شود، مشروط بر اینکه ریسک‌های سیستماتیک ناشی از ناترازی انرژی و محدودیت‌های احتمالی در سمت عرضه صنایع معدنی و پتروشیمی، تعادل فعلی میان قیمت‌های پایه و رقابتی را مخدوش نسازد و پایداری جریان نقدینگی در این بستر شفاف معاملاتی حفظ گردد.

محصول	آخرین قیمت پایه عرضه	میانگین قیمت معاملات (هزار ریال / تن)				تغییرات قیمت ماهانه	شدت رقابت	دلار ضمنی (ریال/دلار)
		هفته منتهی به	هفته منتهی به	هفته منتهی به	هفته منتهی به			
		۱۴۰۵/۰۱/۰۷	۱۴۰۵/۰۱/۱۴	۱۴۰۵/۰۱/۲۱	۱۴۰۵/۰۱/۲۸			
آهن اسفنجی	۲۳۷,۶۶۳	۲۳۴,۰۸۷	۲۳۸,۶۸۵	۲۳۸,۶۸۵	۲۳۸,۶۸۵	۲.۰%	۰.۴%	
استاینر منور	۱,۲۳۶,۸۵۳	۱,۲۳۶,۸۵۳	۱,۲۳۶,۸۵۳	۱,۲۳۶,۸۵۳	۱,۲۳۶,۸۵۳	۰.۰%	۰.۰%	۹۵۰,۶۹۴
اوره	۵۴۹,۷۸۵	۵۴۷,۹۹۵	۵۵۱,۱۶۲	۵۴۹,۷۸۵	۵۴۹,۷۸۵	۰.۳%	۰.۰%	۶۴۶,۸۰۵
شمش روی	۴,۱۱۸,۷۷۳	۴,۳۹۲,۶۳۲	۴,۱۱۸,۷۷۳	۴,۱۱۸,۷۷۳	۴,۱۱۸,۷۷۳	-۶.۲%	۰.۰%	۱,۲۳۳,۵۳۵
شمش فولادی	۴۵۲,۹۶۸	۴۶۷,۶۷۴	۴۵۳,۹۴۱	۴۵۳,۶۷۸	۴۵۳,۶۷۸	-۳.۰%	۰.۲%	
مس کاتد	۱۶,۵۴۱,۰۰۰	۱۷,۳۴۴,۰۰۰	۱۶,۵۴۱,۰۰۰	۱۶,۵۴۱,۰۰۰	۱۶,۵۴۱,۰۰۰	-۴.۶%	۰.۰%	۱,۲۵۵,۰۰۸
وکیوم باتوم	۳۶۸,۸۱۵	۴۳۵,۱۵۶	۳۷۱,۳۰۲	۳۷۱,۳۰۲	۳۷۱,۳۰۲	-۱۴.۷%	۰.۷%	
پلی اتیلن ترفتالات (گرید بطری)	۱,۳۳۲,۱۵۷	۱,۳۳۳,۲۴۳	۱,۳۵۰,۹۶۱	۱,۳۵۰,۹۶۱	۱,۳۵۰,۹۶۱	۱.۳%	۱.۴%	
پلی بوتادین رابر	۲,۲۸۰,۹۲۵	۲,۲۸۰,۹۲۵	۲,۲۸۰,۹۲۵	۲,۲۸۰,۹۲۵	۲,۲۸۰,۹۲۵	۰.۰%	۰.۰%	
پی وی سی سفید	۱,۰۸۴,۲۹۵	۱,۰۸۴,۲۹۵	۱,۱۵۸,۰۷۸	۱,۱۵۸,۰۷۸	۱,۱۵۸,۰۷۸	۶.۸%	۶.۸%	۱,۲۱۹,۰۲۹
کلسنتره سنگ آهن	۷۰,۰۶۲	۷۵,۸۸۱	۷۰,۳۵۶	۷۰,۳۵۶	۷۰,۳۵۶	-۷.۳%	۰.۴%	

جدول (۲) خلاصه معاملات محصولات فلزی، پالایشی و پتروشیمی در بورس کالا؛ منبع آمار معاملات فیزیکی بورس کالا و بورس انرژی

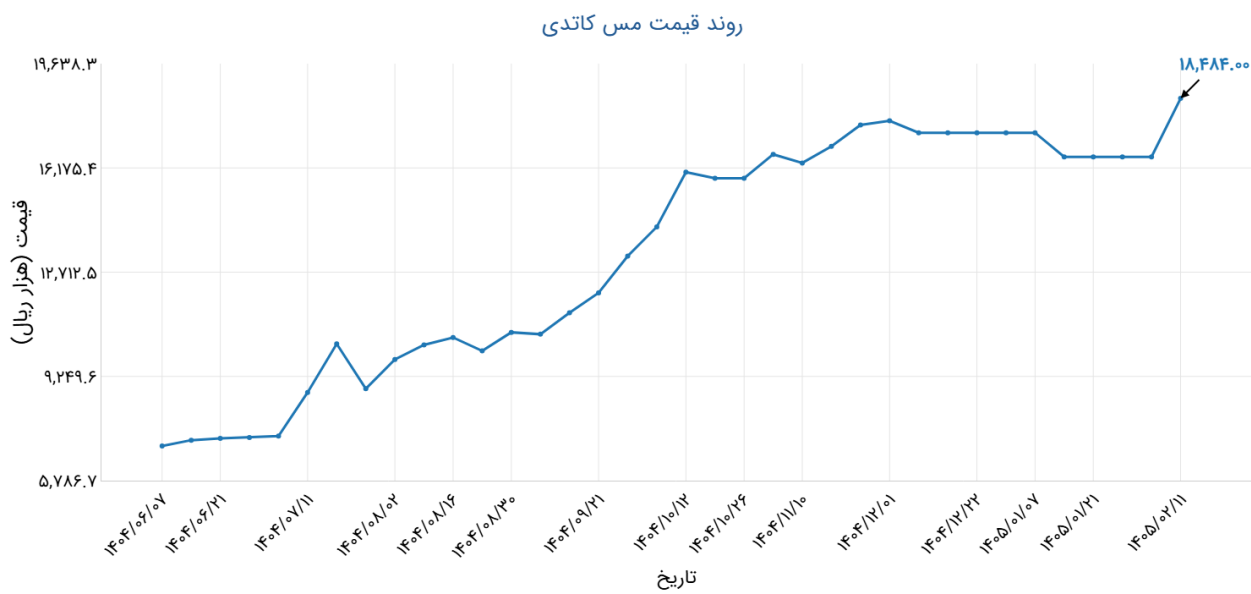
روند قیمتی فولاد و مس

بررسی روند معاملات در بورس کالا نشان‌دهنده گذار از اوج قیمتی اسفند ۱۴۰۴ به فاز اصلاحی در فروردین ۱۴۰۵ است. قیمت بیلت فولادی با کاهش ۱۳,۹۹۶ هزار ریالی (معادل ۳۰ درصد افت)، از سطح ۴۶۷,۶۷۴ در پایان اسفند به ۴۵۳,۶۷۸ هزار ریال در هفته منتهی به ۲۸ فروردین ۱۴۰۵ رسید. آهن اسفنجی نیز که در ۸ اسفند به قله ۲۶۶,۸۱۹ هزار ریال رسیده بود، با نوسان در محدوده ۲۳۸,۶۸۵ هزار ریال تثبیت شد. این روند کاهشی عمدتاً ناشی از فروکش کردن هیجانات ناشی از شرایط جنگی متعاقب آتش‌بس موقت و کاهش تقاضای احتیاطی است؛ هرچند تداوم ناترازی ارزی و نااطمینانی‌های اقتصادی مانع از ریزش شدید قیمت‌ها گردید. کاهش بهای نهاده‌های اولیه نظیر کنسانتره که از ۷۵,۸۸۱.۲ به ۷۰,۳۵۵.۸ هزار ریال (۷.۳ درصد افت ماهانه) رسید، در کنار ثبات نسبی قیمت‌های میانی، ریسک فشار هزینه را در صنایع پایین‌دستی تعدیل کرده است، اما به دلیل ابهامات کلان و تداوم مشکلات ارزی، موجب تشدید رکود انتظاری در بازار محصولات نهایی و پروژه‌های عمرانی می‌شود.



نمودار (۲۸) روند قیمت کنسانتره، آهن اسفنجی و فولاد در بورس کالا؛ منبع: آمار معاملات شرکت بورس کالای ایران

بررسی روند معاملات مس کاتدی در بورس کالای ایران طی بازه منتهی به ۲۸ فروردین ۱۴۰۵، نشان‌دهنده یک روند نزولی در میانگین وزنی قیمت‌ها است. قیمت این محصول از سطح ۱۷,۷۴۲,۰۰۰ هزار ریال در ابتدای اسفند ۱۴۰۴ با کاهشی معادل ۱,۲۰۱,۰۰۰ هزار ریال (حدود ۶.۷۷ درصد)، به رقم ۱۶,۵۴۱,۰۰۰ هزار ریال در پایان فروردین ۱۴۰۵ تقلیل یافته است. نقطه عطف این اصلاح قیمتی در هفته منتهی به ۱۴ فروردین ۱۴۰۵ مشاهده می‌شود که قیمت با افت ۴.۶ درصدی نسبت به ثبات نسبی اسفندماه، به سطح جدیدی وارد شد. این عقب‌نشینی قیمتی، علی‌رغم فشارهای ارزی ناشی از شرایط جنگی و نوسانات نرخ ارز، عمدتاً متأثر از برقراری آتش‌بس موقت و کاهش نسبی انتظارات تورمی در بازار کالایی است که منجر به فروکش کردن تقاضای احتیاطی و سفته‌بازانه گردید. تداوم این روند کاهشی می‌تواند با تقلیل بهای تمام‌شده مواد اولیه در صنایع پایین‌دستی نظیر صنایع کابل‌سازی و تجهیزات الکتریکی، حاشیه سود ناخالص این واحدها را در کوتاه‌مدت بهبود بخشد، هرچند نااطمینانی‌های ژئوپلیتیک و ریسک‌های ارزی همچنان به‌عنوان عوامل کلیدی بر ثبات میان‌مدت بازار سایه افکنده‌اند.



نمودار (۲۹) رند قیمت مس کاتد در بورس کالا؛ منبع: آمار معاملات شرکت بورس کالای ایران

- ۱- [گزیده آمارهای اقتصادی بانک مرکزی ایران](#)
- ۲- [مرکز آمار ایران](#)
- ۳- [مرکز داده نرخ بهره بین بانکی بانک مرکزی ایران](#)
- ۴- [گزارش های آماری ماهانه سازمان بورس و اوراق بهادار](#)
- ۵- [خبرنامه های مرکز بدهی های عمومی وزارت اقتصاد](#)
- ۶- [آمار معاملات فیزیکی بورس کالا و بورس انرژی](#)
- ۷- [اطلاعیه های شرکت بورس و شرکت فرابورس](#)
- ۸- [داده های پردازش شده شرکت های پردازش اطلاعات مالی کشور](#)
- ۹- [گزارش های واردات و صادرات غیرنفتی گمرک ایران](#)
- ۱۰- [پایگاه خبری اتاق بازرگانی](#)
- ۱۱- [پایگاه خبری بازار سرمایه ایران](#)
- ۱۲- [شبکه اطلاع رسانی طلا، سکه و ارز](#)
- ۱۳- [داده های هفتگی مجلات پلتز Platts، آرگوس Argus و آیسس ICIS](#)
- ۱۴- [گزارش قیمت معاملات کالایی بورس لندن](#)
- ۱۵- [مرکز داده نرخ بهره بانک های مرکزی اروپا، آمریکا و چین](#)
- ۱۶- [مراجع انتشار داده های آمار و تحلیل اقتصادی آمریکا، اروپا و چین](#)