

گزارش تحلیلی مطالعات کلان

گزارش تیر ۱۴۰۵

۸۸۷۳۰۰۶۰ - ۸۸۷۳۰۰۵۴ - 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

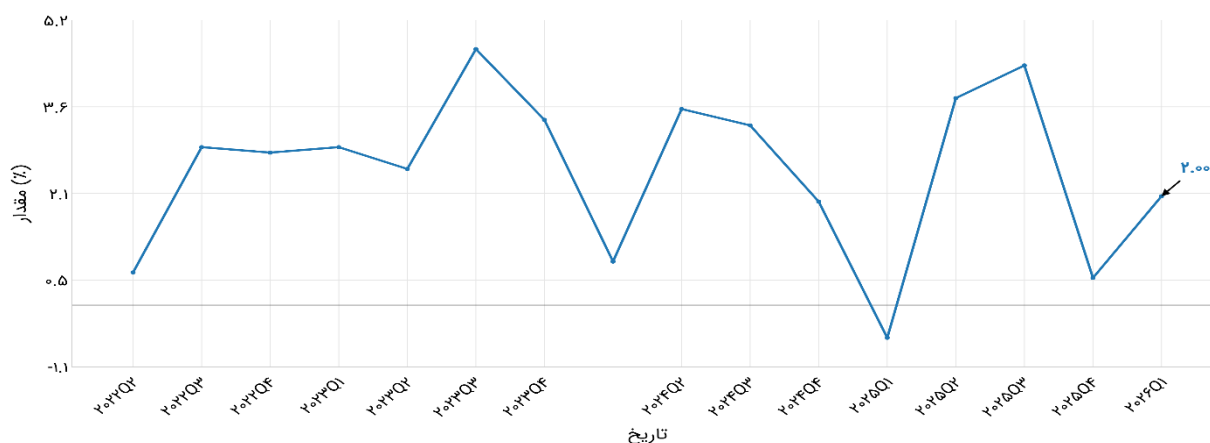
تهیه شده در واحد مطالعات کلان شرکت رتبه بندی اعتباری برهان

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	۱۱
بخش سوم: اقتصاد ایران	۱۲
نرخ ارز	۱۲
بخش سوم: اقتصاد ایران	۱۳
نقدینگی و رشد نقدینگی	۱۳
تورم نقطه به نقطه	۱۴
روند نرخ رشد اقتصادی	۱۵
روند نرخ بیکاری	۱۶
نرخ بهره بین بانکی و نرخ بهره بدون ریسک (اخزا)	۱۷
شاخص مدیران خرید اتاق بازرگانی	۱۸
وضعیت تجارت خارجی	۱۹
بخش چهارم: بازار سرمایه	۲۰
شاخص کل و هم وزن	۲۰
نسبت قیمت به سود	۲۱
میانگین ارزش معاملات روزانه	۲۲
ارزش دلاری بازار سرمایه	۲۳
گزارش عرضه اوراق دولتی و جدول سررسید اوراق دولت	۲۴
اخبار، اطلاعیه‌ها و ابلاغیه‌های مهم بازار سرمایه	۲۶
بخش پنجم: بورس کالا	۲۷
خلاصه معاملات مهم بورس کالا	۲۷
روند قیمتی فولاد و مس	۲۸
بخش پایانی	۳۰
منابع و مأخذ مورد استفاده	۳۰

وضعیت رشد اقتصادی

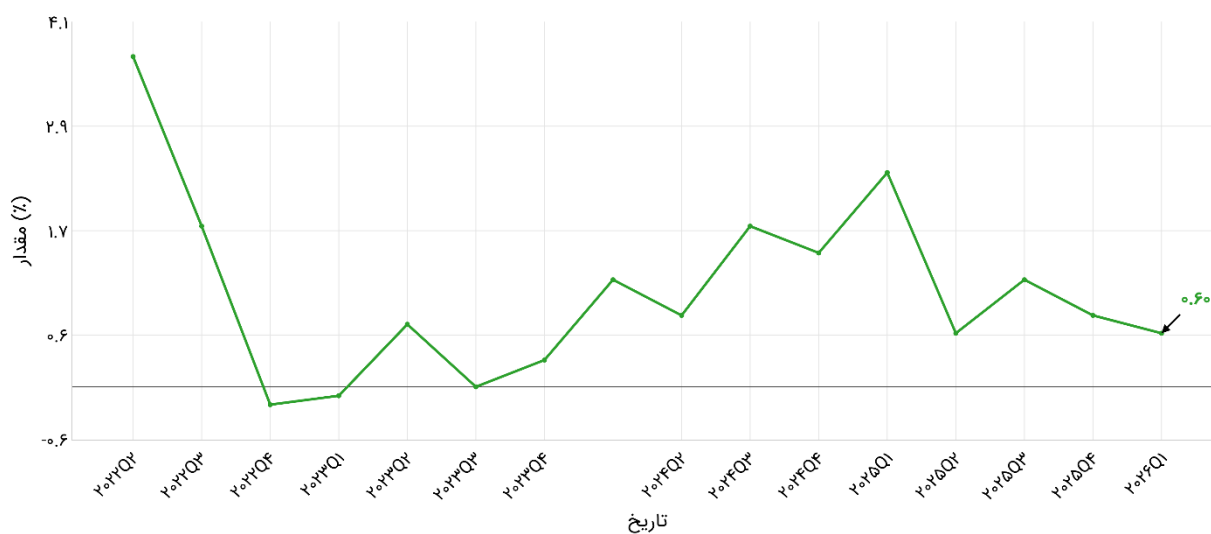
اقتصاد ایالات متحده در بازه زمانی مورد بررسی نوسانات شدیدی را تجربه کرده است. نرخ رشد سالانه از ۳.۸٪ در ژوئن ۲۰۲۵ با افزایشی ۰.۶ واحد درصدی به قله ۴.۴٪ در سپتامبر رسید، اما در دسامبر با سقوطی چشمگیر به ۰.۵٪ کاهش یافت که نشان‌دهنده یک شوک انقباضی موقت یا تغییر جهت ناگهانی در تقاضای داخلی است. در نهایت، این نرخ در مارس ۲۰۲۶ به ۲.۰٪ بازگشت. برای سرمایه‌گذاران، این ناپایداری به معنای ریسک بالای پیش‌بینی جریان نقدی و احتمال تغییرات تهاجمی در سیاست‌های پولی است. افت ۳.۹ واحد درصدی در بازه سه ماهه منتهی به دسامبر، هشدار جدی برای بازارهای اعتباری و ثبات سودآوری شرکت‌های بزرگ محسوب می‌شود که نیازمند پایش دقیق ریسک‌های نقدینگی است.

رشد تولید ناخالص داخلی برای ایالات متحده



منطقه یورو با رشد اقتصادی ضعیف و شکننده مواجه است. نرخ رشد که در ژوئن ۲۰۲۵ معادل ۰.۶٪ بود، در سپتامبر به ۱.۲٪ افزایش یافت، اما نتوانست این شتاب را حفظ کند و پس از افت به ۰.۸٪ در دسامبر، در مارس ۲۰۲۶ مجدداً به سطح اولیه ۰.۶٪ بازگشت. این الگوی رفتاری نشان‌دهنده فقدان محرک‌های رشد پایدار و حساسیت بالای این منطقه به نوسانات قیمت انرژی یا اختلال در زنجیره تأمین است. برای سرمایه‌گذاران، بازگشت نرخ رشد به سطوح حداقل، ریسک رکود و فشار بر توان بازپرداخت بدهی بنگاه‌های کوچک و متوسط را تقویت می‌کند. عدم تغییر خالص نرخ رشد در پایان دوره نسبت به ابتدا، بر لزوم احتیاط در تخصیص دارایی‌ها در بازارهای مالی این منطقه و تمرکز بر ابزارهای با درآمد ثابت تأکید دارد.

رشد تولید ناخالص داخلی برای منطقه یورو



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

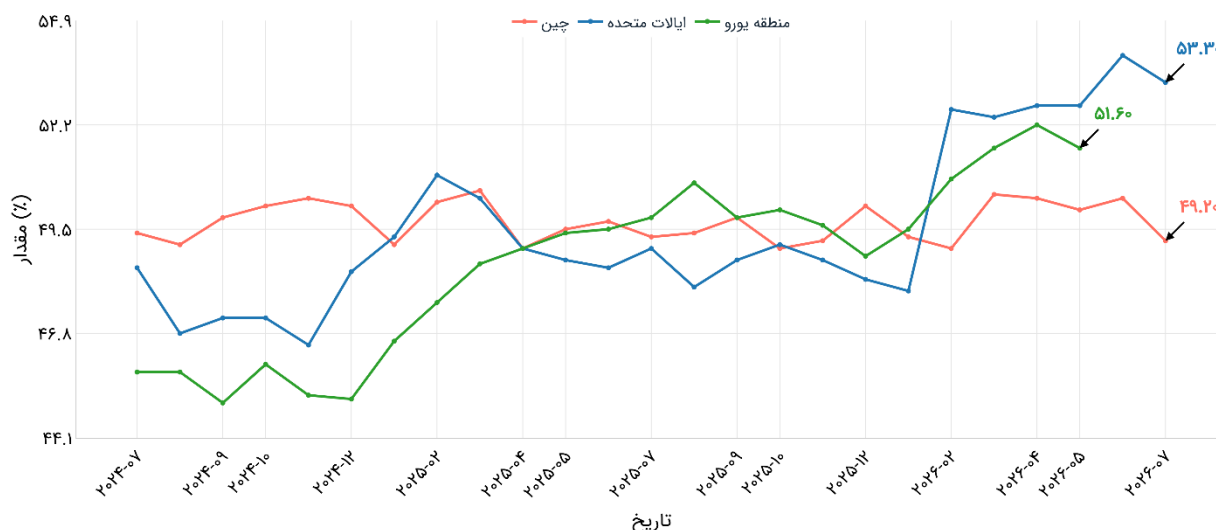
شاخص مدیران خرید

شاخص مدیران خرید ایالات متحده پس از ضعف ممتد در سال‌های ۲۰۲۴ و ۲۰۲۵، در ابتدای ۲۰۲۶ نقطه چرخش روشنی ثبت کرد. شاخص از ۴۷.۹ در ژانویه ۲۰۲۶ به ۵۳.۳ در ژوئیه افزایش یافت؛ یعنی بهبودی معادل ۵.۴ واحد و استقرار معنادار در محدوده رشد. اوج دوره در ژوئن و سطح ۵۴ مشاهده شد و افت محدود ژوئیه، با وجود تعدیل شتاب، وضعیت توسعه‌ای فعالیت بنگاه‌ها را تغییر نداد. عملکرد آمریکا در پایان دوره از چین قوی‌تر است و بر مبنای آخرین داده مشترک، از منطقه یورو نیز پویاتر به نظر می‌رسد. برای سرمایه‌گذاران، این وضعیت از درآمد صنایع حساس به تقاضای داخلی حمایت می‌کند، اما می‌تواند تداوم نرخ‌های بهره محدودکننده و فشار هزینه تأمین مالی را نیز تقویت کند.

شاخص مدیران خرید چین در بیشتر دوره پیرامون مرز خنثای ۵۰ نوسان کرده و از نبود شتاب پایدار در فعالیت اقتصادی حکایت دارد. شاخص پس از ثبت ۵۰.۴ در مارس ۲۰۲۶، تا ژوئن در محدوده خنثی باقی ماند، اما در ژوئیه از ۵۰.۳ به ۴۹.۲ کاهش یافت؛ یعنی افتی معادل ۱.۱ واحد و بازگشت به محدوده انقباض. این وضعیت با ضعف تقاضای داخلی، احتیاط بنگاه‌ها و فشارهای بخش املاک سازگار است، هرچند داده شاخص به‌تنهایی علت افت را مشخص نمی‌کند. برای سرمایه‌گذاران، صنایع وابسته به مصرف داخلی و مواد پایه با ریسک بیشتری مواجه‌اند. در مقابل، صادرکنندگان رقابت‌پذیر و شرکت‌های برخوردار از حمایت سیاستی ممکن است مقاومت نسبی بیشتری نشان دهند.

منطقه یورو از عمیق‌ترین ضعف ابتدای دوره بهبود محسوسی را تجربه کرده است. شاخص از ۴۵.۸ در ژوئیه ۲۰۲۴ به ۵۱.۶ در مه ۲۰۲۶ رسید؛ افزایشی معادل ۵.۸ واحد که بیانگر عبور تدریجی فعالیت بنگاه‌ها از انقباض به رشد است. نقطه چرخش اصلی در فوریه ۲۰۲۶ رخ داد؛ زمانی که شاخص به ۵۰.۸ رسید و سپس در مارس و آوریل تقویت شد. با این حال، کاهش محدود از ۵۲.۲ در آوریل به ۵۱.۶ در مه نشان می‌دهد آهنگ بهبود اندکی تعدیل شده است. نبود داده ژوئن و ژوئیه، مقایسه هم‌زمان با چین و آمریکا را محدود می‌کند. برای سرمایه‌گذاران، این روند به سود صنایع حساس به چرخه اقتصادی است، اما ناهمگونی کشورهای عضو و هزینه انرژی همچنان اهمیت دارد.

روند شاخص مدیران خرید جهانی (PMI)



نمودار (۴) شاخص مدیران خرید آمریکا، اروپا و چین؛ منبع: S&P Global

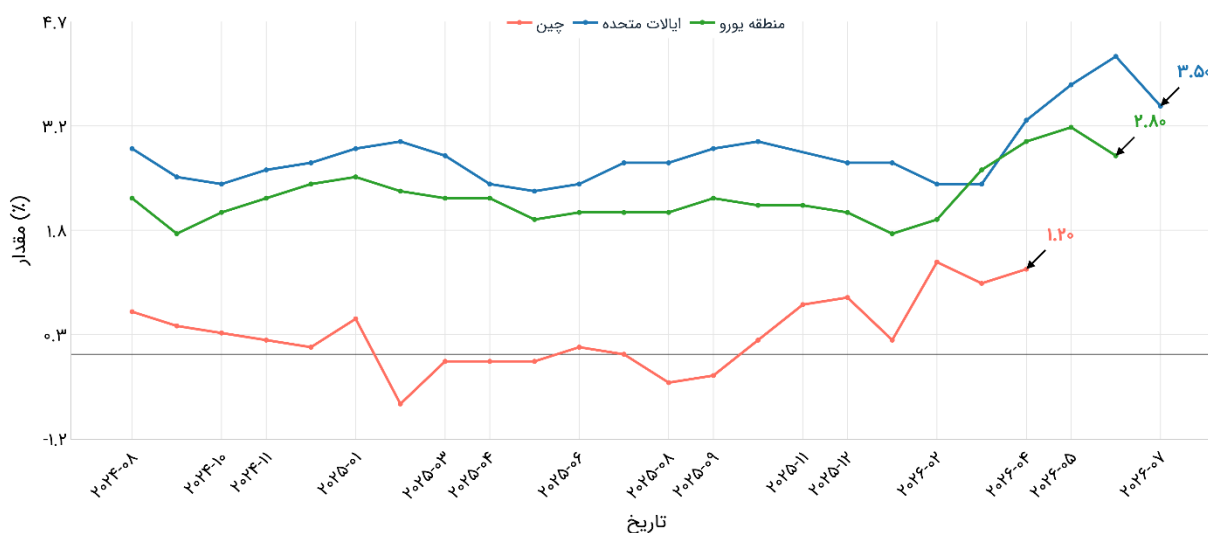
وضعیت تورم

تورم مصرف‌کننده چین در کل دوره به‌طور محسوسی پایین‌تر از آمریکا و منطقه یورو بود. نرخ از ۲.۸ درصد در سپتامبر ۲۰۲۲، پس از افتی ممتد، در ژانویه ۲۰۲۴ به منفی ۰.۸ درصد رسید. سپس عمدتاً پیرامون صفر نوسان کرد و از ۰.۲ درصد در ژانویه ۲۰۲۶ به ۱.۲ درصد در آوریل افزایش یافت. این الگو از ضعف تقاضای داخلی، فشار نزولی قیمت‌ها و قدرت محدود بنگاه‌ها در انتقال هزینه‌ها حکایت دارد. برای سرمایه‌گذار، تورم پایین می‌تواند فضای سیاستی مساعدتری ایجاد کند، اما هم‌زمان نشانه ضعف درآمد اسمی و حاشیه سود صنایع داخلی محور است. نبود داده پس از آوریل ۲۰۲۶ نیز مقایسه وضعیت نهایی چین با دو منطقه دیگر را محدود می‌کند.

تورم آمریکا از ۵.۴ درصد در اوت ۲۰۲۱، تحت تأثیر اختلالات عرضه، انرژی و تقاضای قوی، به ۹.۱ درصد در ژوئیه ۲۰۲۲ رسید. پس از آن، روند نزولی غالب شد و نرخ در مه ۲۰۲۵ به ۲.۳ درصد کاهش یافت. داده‌های بعدی از بازگشت فشار حکایت دارد: نرخ از ۲.۴ درصد در مارس ۲۰۲۶ به ۴.۲ درصد در ژوئن رسید و رقم درج‌شده برای ژوئیه ۳.۵ درصد است. بالین حال، رقم ژوئیه در تاریخ پایان بازه هنوز می‌تواند نهایی نباشد و باید با احتیاط خوانده شود. برای سرمایه‌گذاران، این چسبندگی تورمی احتمال ماندگاری بازده اسمی بالا، نوسان اوراق و فشار بر ارزش‌گذاری سهام رشدی را تقویت می‌کند؛ در مقابل، درآمد شرکت‌های دارای قدرت قیمت‌گذاری مقاوم‌تر است.

تورم منطقه یورو شدیدترین شوک این مجموعه را تجربه کرد و از ۳ درصد در اوت ۲۰۲۱ به ۱۰.۶ درصد در اکتبر ۲۰۲۲ رسید؛ اوجی بالاتر از آمریکا که وابستگی بیشتر به شوک انرژی و جنگ اوکراین را منعکس می‌کرد. با تعدیل قیمت انرژی، رفع تنگناهای عرضه و سیاست پولی محدودکننده، نرخ تا ۱.۷ درصد در سپتامبر ۲۰۲۴ پایین آمد. پس از نوسان نزدیک ۲ درصد در ۲۰۲۵، تورم از ۱.۷ درصد در ژانویه ۲۰۲۶ به ۳.۲ درصد در مه افزایش یافت و در ژوئن به ۲.۸ درصد کاهش پیدا کرد. برای سرمایه‌گذار، این بازگشت ناهموار حساسیت اوراق دولتی و سهام بدهکار به نرخ بهره را بالا نگه می‌دارد. تفاوت با چین از فشار تقاضا و هزینه قوی‌تر حکایت دارد.

روند نرخ تورم برای چین و ایالات متحده و منطقه یورو



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

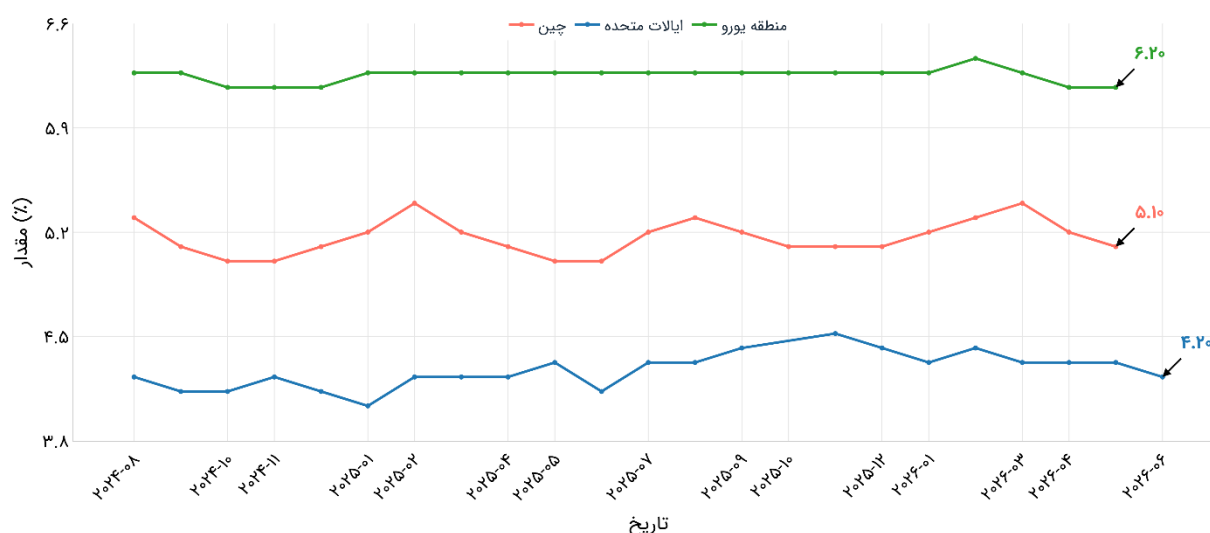
شاخص بیکاری

نرخ بیکاری چین در بازه مورد بررسی در سطحی میانی و نسبتاً کم‌نوسان قرار داشته است. این نرخ از ۵.۳ درصد در ۱ اوت ۲۰۲۴ به ۵.۱ درصد در ۱ مه ۲۰۲۶ رسیده؛ یعنی کاهش ۰.۲ واحد درصد. با وجود این کاهش محدود، مسیر داده‌ها یکنواخت نبوده و در ۱ فوریه ۲۰۲۵ و ۱ مارس ۲۰۲۶ تا ۵.۴ درصد افزایش یافته است. این الگو نشان می‌دهد بازار کار چین همچنان در برابر ضعف تقاضای داخلی، تعدیل در بخش املاک و احتیاط بنگاه‌ها حساس است. برای سرمایه‌گذار، ثبات نسبی نرخ بیکاری نشانه‌ای از نبود فشار حاد اجتماعی است، اما تداوم سطوح بالاتر از آمریکا می‌تواند بر مصرف، سودآوری شرکت‌های داخلی محور و کیفیت اعتباری صنایع وابسته به تقاضای خانوار اثر بگذارد.

نرخ بیکاری ایالات متحده آمریکا پایین‌ترین سطح را در میان سه منطقه دارد و از منظر اعتباری نشان‌دهنده انعطاف‌پذیری بالاتر بازار کار است. این نرخ از ۴.۲ درصد در ۱ اوت ۲۰۲۴ به ۴.۰ درصد در ۱ ژوئن ۲۰۲۶ رسیده و در سطح پایانی بدون تغییر مانده است. با این حال، مسیر میان‌دوره‌ای حاکی از اندکی نرم‌شدن بازار کار بود؛ نرخ بیکاری از ۴.۰ درصد در ۱ ژانویه ۲۰۲۵ تا ۴.۵ درصد در ۱ نوامبر ۲۰۲۵ افزایش یافت و سپس تعدیل شد. برای سرمایه‌گذار، این وضعیت از یک سو از درآمد خانوار و مصرف حمایت می‌کند و از سوی دیگر حساسیت بازار سهام و اوراق بدهی را به داده‌های اشتغال و سیاست پولی حفظ می‌کند.

منطقه یورو همچنان بالاترین نرخ بیکاری را در میان مناطق مورد بررسی دارد، هرچند دامنه نوسان آن محدود بوده است. نرخ بیکاری از ۶.۳ درصد در ۱ اوت ۲۰۲۴ به ۶.۲ درصد در ۱ مه ۲۰۲۶ کاهش یافته؛ یعنی افتی معادل ۰.۱ واحد درصد. داده‌ها عمدتاً حول ۶.۳ درصد تثبیت شده‌اند و تنها در ۱ فوریه ۲۰۲۶ به ۶.۴ درصد رسیده‌اند. این چسبندگی نشان‌دهنده تداوم موانع ساختاری در بازار کار، تفاوت‌های درون منطقه‌ای و واکنش آهسته اشتغال به تغییرات فعالیت اقتصادی است. برای سرمایه‌گذار، سطح بالاتر بیکاری می‌تواند رشد مصرف را محدود کند، اما ثبات نسبی آن ریسک شوک ناگهانی در درآمد خانوار و مطالبات اعتباری را کاهش می‌دهد.

روند نرخ بیکاری برای چین و ایالات متحده و منطقه یورو



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

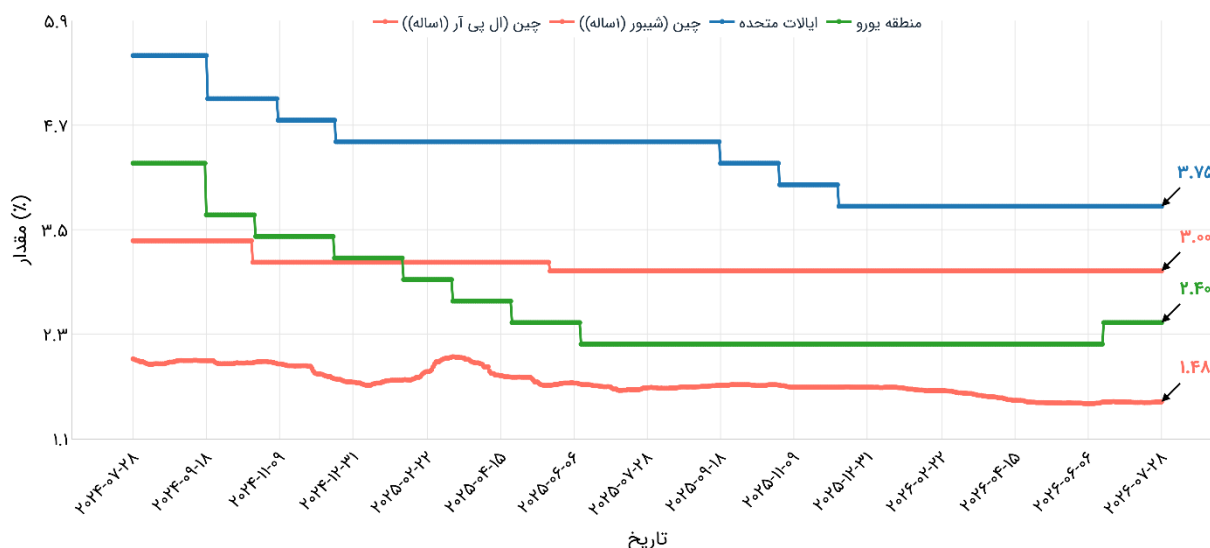
نرخ بهره

در چین، نرخ پیشنهادی وام یک‌ساله از ۳.۳۵ درصد در ژوئیه ۲۰۲۴ به ۳ درصد در ژوئیه ۲۰۲۶ کاهش یافت؛ معادل ۰.۳۵ واحد درصد. نرخ بین‌بانکی یک‌ساله نیز از ۱.۹۶ درصد به ۱.۴۷۶۵ درصد رسید؛ کاهشی معادل ۰.۴۸۳۵ واحد درصد. رقم ۱.۴۸ درصد، مقدار گردشده همین نرخ است. کاهش نرخ وام‌دهی عمدتاً در اکتبر ۲۰۲۴ و مه ۲۰۲۵ رخ داد، اما نرخ بین‌بانکی ضمن نوسان، مسیر نزولی پیوسته‌تری داشت. این وضعیت بیانگر نقدینگی نسبتاً فراوان و هزینه پایین تأمین مالی عمده‌فروشی است، هرچند ثبات نرخ وام‌دهی از مه ۲۰۲۵ نشان می‌دهد انتقال تسهیل پولی به اعتبار بانکی محدودتر شده است. برای سرمایه‌گذاران، حاشیه سود بانک‌ها، کیفیت تقاضای اعتباری و وضعیت بخش مسکن همچنان عوامل تعیین‌کننده‌اند.

نرخ سیاستی آمریکا از ۵.۵ درصد در ژوئیه ۲۰۲۴ به ۳.۷۵ درصد در ژوئیه ۲۰۲۶ کاهش یافت؛ معادل ۱.۷۵ واحد درصد. بخش عمده تعدیل تا دسامبر ۲۰۲۴ انجام شد و نرخ پس از توقفی طولانی در ۴.۵ درصد، طی نیمه دوم ۲۰۲۵ بار دیگر پایین آمد. ثبات آن از دسامبر ۲۰۲۵ تا پایان دوره نشان‌دهنده گذار از کاهش فعال نرخ‌ها به رویکردی محتاطانه‌تر است. با وجود تعدیل محسوس، آمریکا همچنان بالاترین نرخ را در میان مناطق مورد بررسی دارد؛ بنابراین بازده اسمی دارایی‌های دلاری و هزینه تأمین مالی شرکت‌ها نسبتاً بالا باقی مانده است. برای سرمایه‌گذاران، این شکاف از دلار و اوراق کوتاه‌مدت حمایت می‌کند، اما فشار بازپرداخت بدهی را برای ناشران کم‌کیفیت، شرکت‌های اهرمی و بخش املاک تجاری حفظ می‌کند.

نرخ سیاستی منطقه یورو از ۴.۲۵ درصد در ژوئیه ۲۰۲۴ به کف ۲.۱۵ درصد در ژوئن ۲۰۲۵ رسید و سپس در ژوئن ۲۰۲۶ به ۲.۴ درصد افزایش یافت؛ در مجموع ۱.۸۵ واحد درصد کمتر از ابتدای دوره. کاهش سریع تا میانه ۲۰۲۵، در کنار ثبات تقریباً یک‌ساله، نشان‌دهنده تغییر از تسهیل مستمر به توقف سیاستی بود؛ افزایش پایانی نیز نخستین نقطه چرخش صعودی داده‌ها محسوب می‌شود. سطح نرخ منطقه یورو پایین‌تر از آمریکا، اما بالاتر از نرخ بین‌بانکی چین است. برای سرمایه‌گذاران، این چرخش می‌تواند از حاشیه سود بانک‌ها حمایت کند، ولی هم‌زمان ارزش‌گذاری اوراق و دارایی‌های حساس به نرخ بهره را تحت فشار قرار دهد. ناهمگونی رشد، بدهی عمومی و وضعیت اعتباری اعضا نیز احتمال افزایش فاصله بازده اوراق دولتی را تقویت می‌کند.

رشد نرخ بهره برای چین و ایالات متحده و منطقه یورو



نمودار (۷) روند نرخ بهره سیاستی؛ منبع: Federal Reserve, European Central Bank, The People's Republic of China

انس طلا و نفت

طلا در ۳۱ ژوئیه ۲۰۲۶ در سطح ۴'۰۴۷ دلار به ازای هر اونس ایستاد و در مقایسه با ۳۱ ژوئیه ۲۰۲۵، افزایش ۷۵۶+ دلاری معادل +۲۳.۰٪ را به ثبت رساند. مسیر سالانه طلا با صعودی پر قدرت آغاز شد، در ۲۸ ژانویه به قله ۵'۴۰۰ دلار رسید و سپس وارد دوره‌ای از اصلاح و نوسان شد؛ با این همه، همچنان فاصله معناداری با کف ۳'۲۹۱ دلاری ابتدای دوره دارد. این رفتار نشان می‌دهد تقاضای پناهگاه امن، نگرانی‌های تورمی و حساسیت به سیاست‌های پولی هنوز ستون‌های اصلی بازارند، هرچند بازده اوراق و قدرت دلار می‌تواند مانع تداوم جهش شوند. قیمت‌های کنونی سودآوری تولیدکنندگان و صادرکنندگان را حفظ می‌کند، اما هزینه تأمین و ریسک نقدینگی واردکنندگان را بالا نگه می‌دارد.

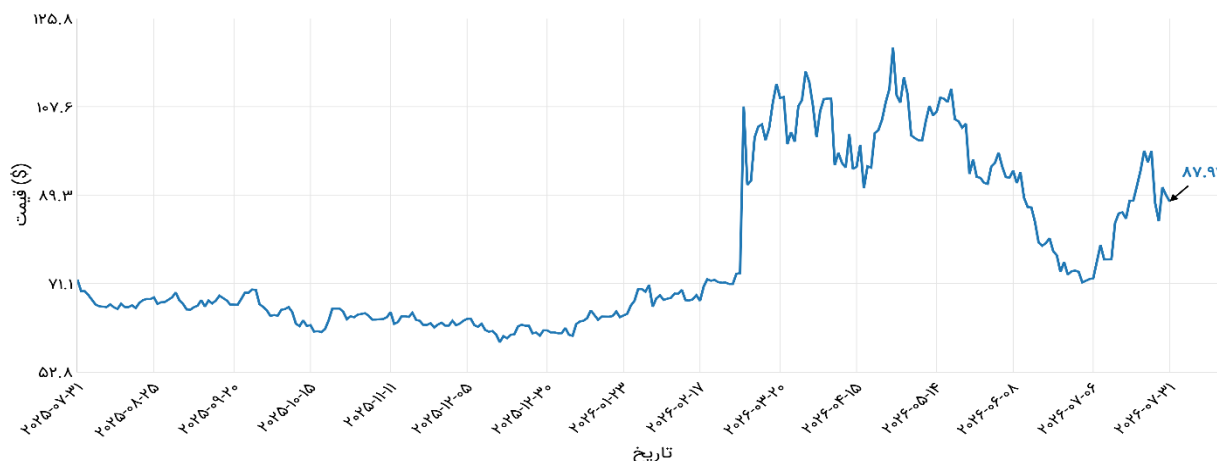
روند قیمت طلا



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

نفت برنت در ۳۱ ژوئیه ۲۰۲۶ به ۸۷.۹ دلار در هر بشکه رسید و نسبت به ۳۱ ژوئیه ۲۰۲۵، افزایش ۱۶.۱+ دلاری معادل +۲۲.۵٪ را ثبت کرد. مسیر سالانه بازار بسیار پرنوسان بود؛ قیمت از کف ۵۸.۹ دلار در ۱۶ دسامبر تا قله ۱۱۹.۷ دلار در ۲۹ آوریل صعود کرد و سپس بخشی از جهش خود را پس داد. این دامنه گسترده، بازتاب حساسیت شدید بازار به سیاست عرضه تولیدکنندگان، تحولات ژئوپلیتیک، موجودی‌های تجاری و چشم‌انداز رشد جهانی است. تثبیت در محدوده کنونی درآمد صادرکنندگان را تقویت و ظرفیت بازپرداخت بدهی آنان را بهبود می‌بخشد، اما برای واردکنندگان و صنایع انرژی‌بر، هزینه تأمین و فشار نقدینگی را بالا نگه می‌دارد. دامنه کوتاه‌مدت ۸۲ تا ۹۵ دلار منطقی‌تر به نظر می‌رسد.

روند قیمت نفت



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

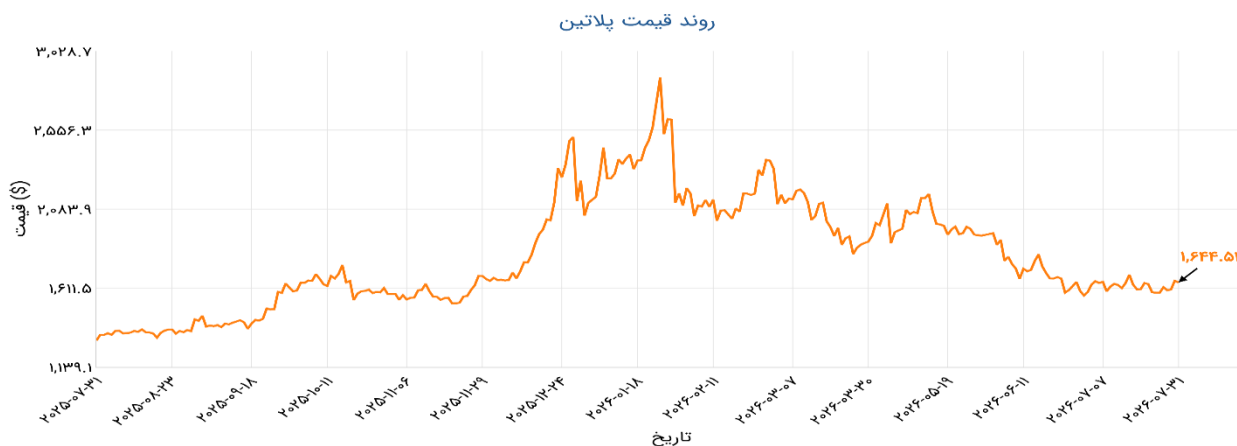
بازار جهانی فلزات اساسی

آلومینیوم در ۳۱ ژوئیه ۲۰۲۶ به ۳۱۹۵ دلار در هر تن رسید و نسبت به ۳۱ ژوئیه ۲۰۲۵، افزایش ۶۲۹+ دلار معادل ۲۴.۵٪ را ثبت کرد. مسیر سالانه فلز عمدتاً صعودی بود؛ با این حال، از اوج ۳۱۷۶۲ دلار در دوم ژوئن تا محدوده ۳۱۹۵ دلار عقب نشست و بخشی از شتاب را از دست داد. کف دوره در ۲۰۵۶۵ دلار شکل گرفت و عبور پایدار از محدوده ۳۱۰۰۰ دلار، از تقویت ساختاری قیمت حکایت دارد. در سوی عرضه، هزینه انرژی و محدودیت ظرفیت تولید پشتوانه بازار است، اما ضعف تقاضای صنعتی می‌تواند آهنگ صعود را کند کند. برای تولیدکنندگان و صادرکنندگان، این وضعیت حاشیه سود را تقویت می‌کند، درحالی‌که واردکنندگان با فشار بیشتری بر سرمایه در گردش روبه‌رو می‌شوند.



نمودار (۱۰) روند قیمت آلومینیوم؛ منبع: LME

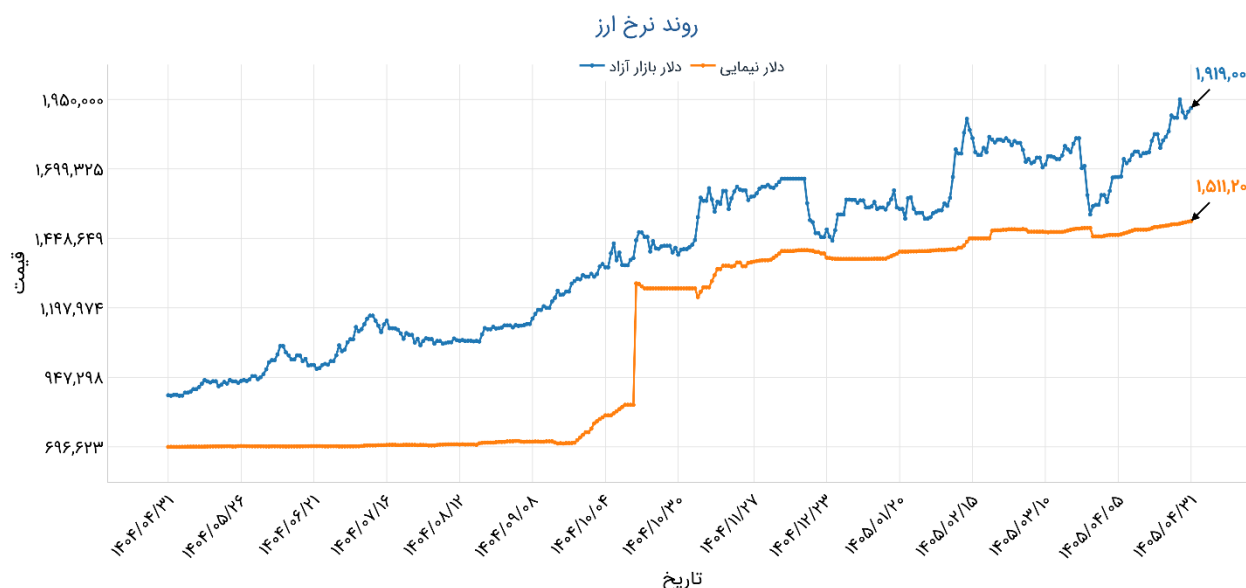
پلاتین در فاصله ۳۱ ام ماه ژوئیه ۲۰۲۴، از ۹۸۷ دلار به ۱۶۴۵ دلار در ۳۱ ام ماه ژوئیه ۲۰۲۶ رسید؛ تغییری معادل ۶۵۸+ دلار آمریکا و ۶۶.۷ درصد. با این حال، افت محسوس از اوج ژانویه ۲۰۲۶ نشان می‌دهد بازار پس از جهش شدید، وارد مرحله تعدیل پرنوسان شده است. محدودیت عرضه در تولیدکنندگان اصلی، هزینه‌های بالای استخراج و فرآوری و ریسک‌های عملیاتی از قیمت حمایت می‌کنند؛ اما ضعف رشد جهانی، تقاضای نامطمئن صنایع خودروسازی، اختلالات تجارت بین‌الملل و امکان جایگزینی فلزات فشار کاهشی می‌سازند. جهت نرخ‌های بهره و ارزش دلار نیز بر تقاضای سرمایه‌گذاری اثرگذار است. برای سرمایه‌گذاران، رفتار صندوق‌ها و موقعیت‌های سفته‌بازانه منبع نوسان است؛ برای صنعت، مدیریت موجودی، قراردادهای تأمین و پوشش ریسک اهمیت بالاتری دارد.



نمودار (۱۱) روند قیمت پلاتین؛ منبع: LME

نرخ ارز

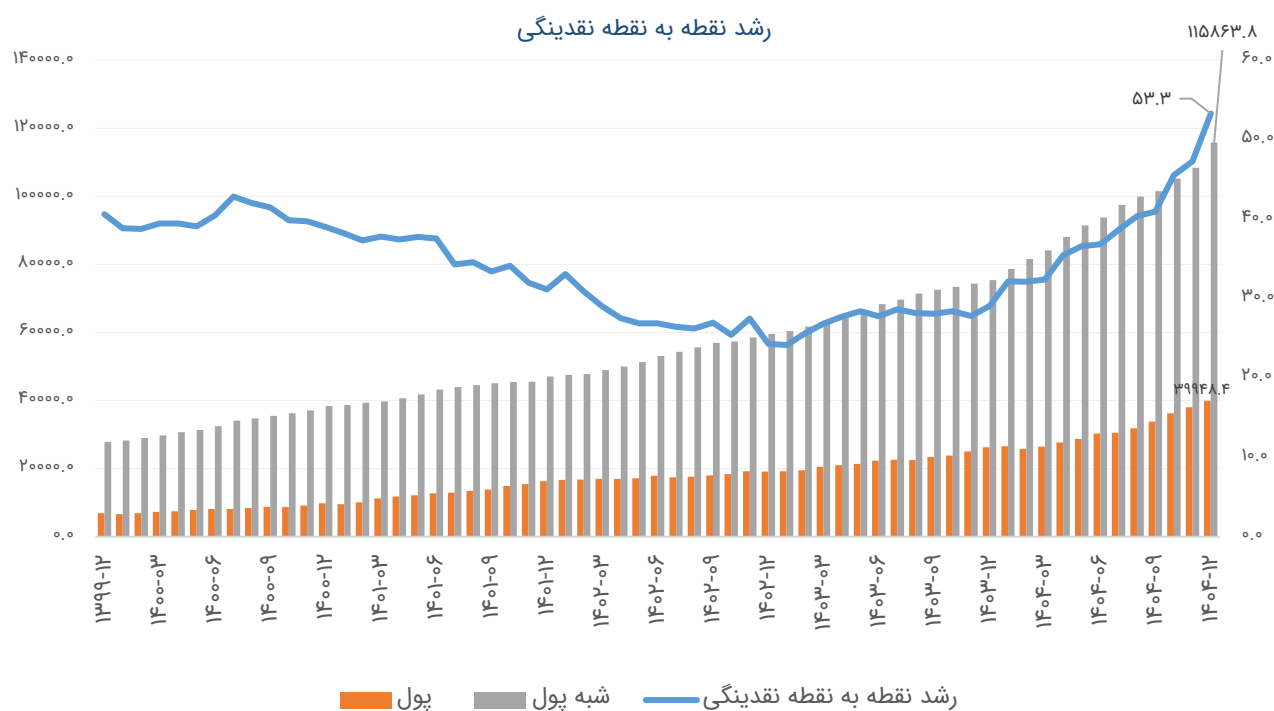
در یک ماه منتهی به ۳۱ تیر ۱۴۰۵، دلار بازار آزاد از ۱'۶۰۵ هزار ریال به ۱'۹۱۹ هزار ریال رسید و رشد ۲۰ درصدی را ثبت کرد؛ درحالی که نرخ نیمایی با افزایش محدودتر ۴ درصدی، از ۱'۴۵۸ هزار ریال به ۱'۵۱۱ هزار ریال رسید. در نتیجه، شکاف دو نرخ از ۱۴۷ هزار ریال به ۴۰۸ هزار ریال گسترش یافت و نسبت این فاصله به نرخ نیمایی از حدود ۱۰ درصد به ۲۷ درصد افزایش پیدا کرد که از شتاب بیشتر انتظارات تورمی و تقاضای احتیاطی در بازار آزاد نسبت به آهنگ تعدیل نرخ رسمی حکایت دارد. در مقیاس سالانه نیز دلار آزاد و نیمایی هر دو حدود ۱۱۷ درصد رشد کرده‌اند؛ بنابراین، با وجود جهش شکاف اسمی، فاصله نسبی دو نرخ تقریباً در محدوده سال قبل باقی مانده است. محدوده ۱'۸۸۰ تا ۱'۹۰۰ هزار ریال حمایت کوتاه‌مدت دلار آزاد و سطح ۱'۹۵۰ هزار ریال مقاومت اصلی آن محسوب می‌شود؛ در نرخ نیمایی نیز محدوده ۱'۵۰۰ هزار ریال نقش حمایت و سطح ۱'۵۲۰ هزار ریال نقش مقاومت دارد. استمرار واگرایی اخیر می‌تواند هزینه تأمین ارز واردکنندگان، فشار سرمایه در گردش و انگیزه آربیتراژ را افزایش دهد؛ درحالی که برای شرکت‌های صادرات‌محور، از محل تسعیر ارز مزیت نسبی ایجاد می‌کند. چشم‌انداز کوتاه‌مدت نیز بیش از هر عامل به سیاست ارزی بانک مرکزی، شدت تورم و مدیریت انتظارات وابسته خواهد بود.



نمودار (۱۲) روند قیمت نرخ ارز؛ منبع: bourseview

نقدینگی و رشد نقدینگی

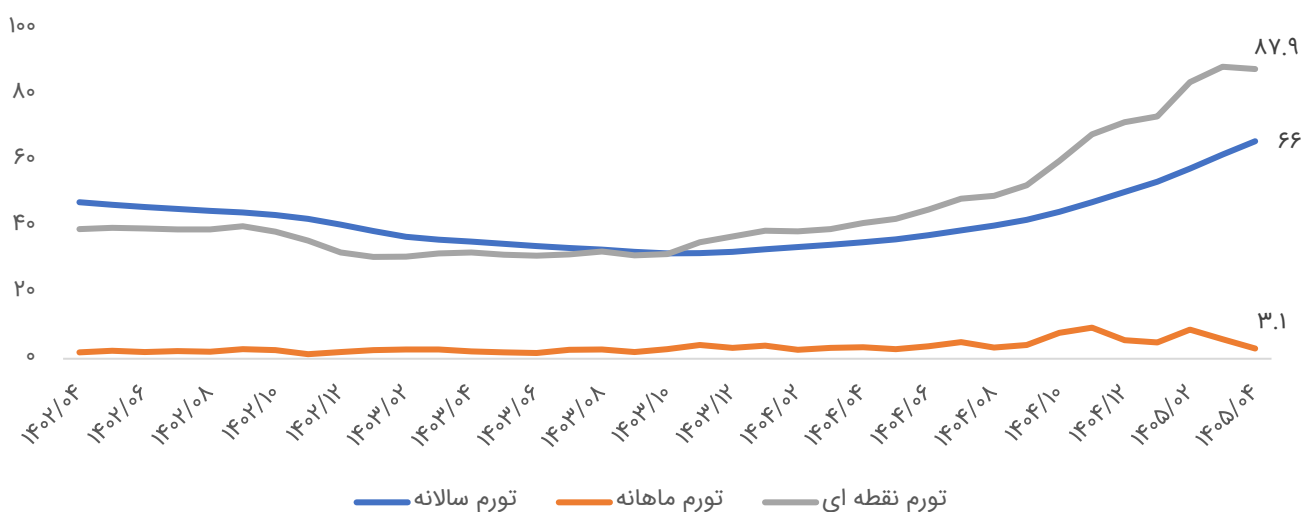
در پایان اسفند ۱۴۰۴، نقدینگی اقتصاد ایران به حدود ۱۵۶ هزار همت رسید و رشد نقطه‌به‌نقطه آن ۵۳.۳ درصد ثبت شد؛ سطحی که با توجه به رشد اقتصادی بسیار ضعیف، یعنی حدود ۰.۲ درصد برآورد مرکز آمار و -۰.۷ درصد برآورد بانک مرکزی، نشان‌دهنده واگرایی جدی میان بخش پولی و واقعی اقتصاد است. این شکاف به معنای افزایش ظرفیت بالقوه فشار بر تورم، بازار ارز و دارایی‌هاست؛ زیرا رشد نقدینگی عمده‌تأمتکی بر گسترش تولید و اعتبار مولد نبوده، بلکه از مسیر افزایش خالص دارایی‌های خارجی، تغییر نرخ تسعیر ارز و تأمین مالی غیرمستقیم کسری‌ها تقویت شده است. داده‌های گزارش نشان می‌دهد میانگین رشد ماهانه نقدینگی از حوالی خرداد ۱۴۰۴ از حدود ۲۰ درصد به حدود ۳.۵ درصد افزایش یافته و در اسفند به ۶.۴ درصد رسیده است؛ موضوعی که از شتاب‌گیری کم‌سابقه جریان پول حکایت دارد. هم‌زمان پایه پولی به حدود ۲۰۲ هزار همت رسید و رشد دوازده‌ماهه آن ۶۱.۵ درصد بود؛ در حالی که این نرخ در اسفند ۱۴۰۳ حدود ۲۴.۵ درصد گزارش شده بود. رشد ماهانه پایه پولی نیز در بهمن ۴۶ درصد و در اسفند ۱۱.۵ درصد ثبت شد که نشان می‌دهد منشأ اصلی رشد نقدینگی، پول پر قدرت بوده است. نسبت پول به شبه‌پول نیز به حدود ۰.۳۵ افزایش یافته و از داغ‌تر شدن نقدینگی، کاهش جذابیت سپرده‌های مدت‌دار و تقویت انتظارات تورمی حکایت دارد.



تورم نقطه به نقطه

در تیر ۱۴۰۵، تورم دوازده‌ماهه به ۶۶ درصد رسید و نسبت به خرداد ۴+ واحد درصد افزایش یافت؛ تورم ماهانه از ۵.۹۰ به ۳.۱۰ درصد کاهش یافت و تغییری معادل ۲۸۰- واحد درصد ثبت کرد؛ همچنین تورم نقطه‌به‌نقطه از ۸۸.۶۰ به ۸۷.۹۰ درصد رسید و ۰.۷۰- واحد درصد پایین آمد. افت دو شاخص کوتاه‌مدت، از کاهش نسبی شدت افزایش قیمت‌ها در تیر حکایت دارد، اما سطح بسیار بالای آنها و صعود مستمر تورم دوازده‌ماهه نشان می‌دهد فشار تورمی پایدار مانده است؛ زیرا این شاخص با تأخیر، جهش‌های ماهانه پیشین را در میانگین خود منعکس می‌کند. پایان آتش‌بس ایران و آمریکا و آغاز مجدد درگیری‌ها، حتی با تمرکز محدود بر بنادر و شهرهای جنوبی، می‌تواند از مسیر اختلال در ترابری، افزایش هزینه بیمه و تجارت، محدودیت عرضه و تشدید انتظارات ارزی، روند کاهش تورم ماهانه را شکننده کند. رشد نقدینگی، ناترازی شبکه بانکی، کسری بودجه و تأمین مالی تورم‌زا نیز فشارهای بنیادی را حفظ می‌کنند؛ درحالی‌که تغییر قیمت انرژی یا تشدید مداخلات تنظیمی می‌تواند آثار مستقیم و غیرمستقیم بر هزینه تولید بگذارد. تداوم این وضعیت قدرت خرید و کیفیت اعتباری خانوارها را تضعیف می‌کند و برای بنگاه‌ها، حاشیه سود، جریان نقد، سرمایه در گردش و پوشش بهره را، به‌ویژه در فعالیتهای وابسته به واردات و حمل‌ونقل، تحت فشار قرار می‌دهد؛ در نتیجه، ریسک نکول و کیفیت دارایی بانک‌ها آسیب‌پذیرتر می‌شود. در سناریوی پایه، تورم در کوتاه‌مدت در دامنه‌ای بالا و پرنوسان باقی می‌ماند؛ تشدید درگیری و جهش ارزی ریسک صعودی، و تثبیت تجارت، ارز و انضباط مالی ریسک نزولی را شکل می‌دهند.

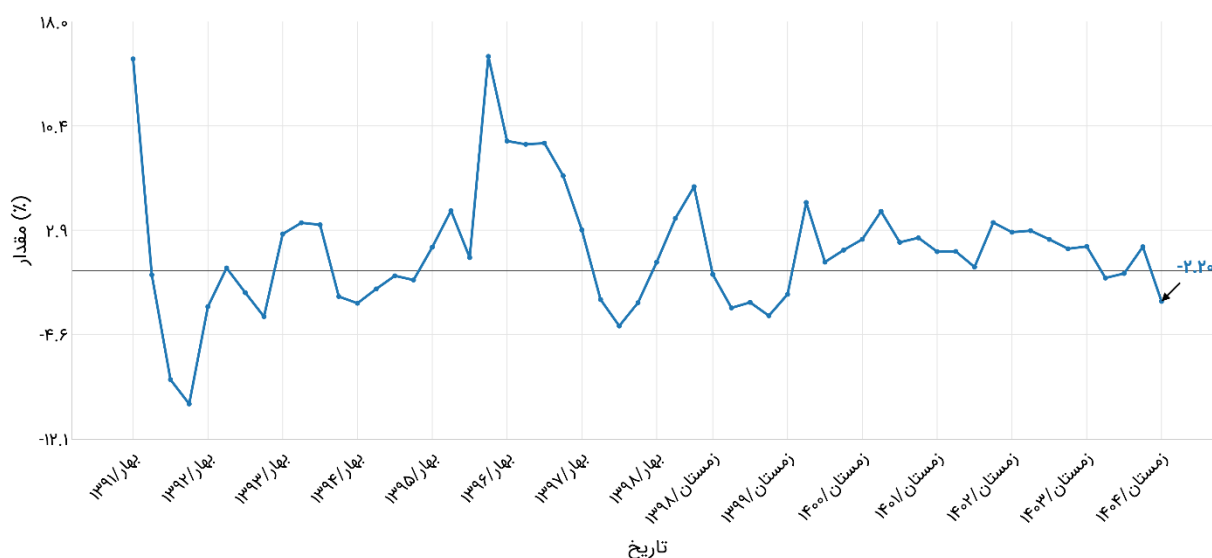
تورم



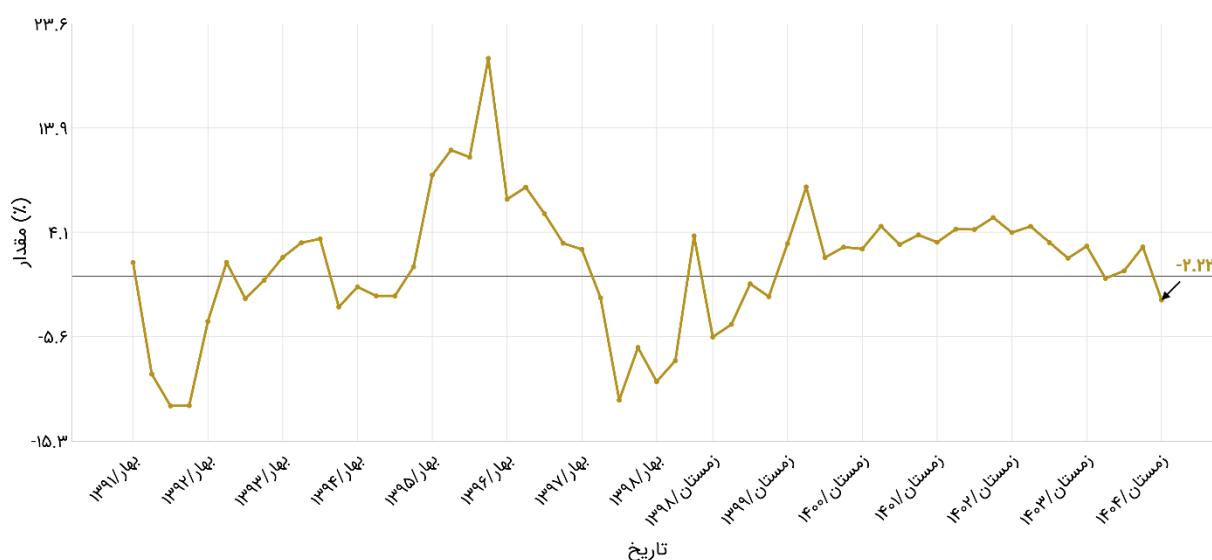
روند نرخ رشد اقتصادی

روند رشد اقتصاد ایران در داده‌های فصلی ۱۴۰۲ تا زمستان ۱۴۰۴ از اتکای محسوس به نفت و خدمات به سمت نوسان‌پذیری بالاتر و تضعیف رشد فراگیر حرکت کرده است؛ چنان‌که رشد تولید ناخالص داخلی به قیمت پایه از ۲۰۷۴ در پاییز ۱۴۰۴ به ۲۰۲۲- در زمستان ۱۴۰۴ رسید و رشد بدون نفت نیز از ۱۰۷۳ به ۲۰۲۰- تغییر کرد. این چرخش نشان می‌دهد که بهبود پاییز بیشتر پایدار نبوده و بخش‌های غیرنفتی توان کافی برای تثبیت رشد نداشته‌اند. در کشاورزی، محدودیت آب، فرسودگی سرمایه و نوسان نهاده‌ها نقش بازدارنده داشته است. در صنعت، فشار هزینه تولید، محدودیت انرژی، دشواری تأمین مالی و نااطمینانی ارزی، ظرفیت رشد را محدود کرده است. خدمات همچنان مهم‌ترین تکیه‌گاه رشد میان‌مدت بوده، اما وابستگی آن به تقاضای داخلی، قدرت خرید خانوار و تجارت، آسیب‌پذیری آن را افزایش داده است. ترکیب رشد نشان می‌دهد پیشران‌های نفتی و خدماتی نتوانسته‌اند ضعف سرمایه‌گذاری و بهره‌وری را جبران کنند. چشم‌انداز کوتاه‌مدت رشد شکننده و وابسته به ثبات سیاستی، تأمین انرژی، دسترسی اعتباری و کنترل نااطمینانی است و پیامد آن برای اشتغال، سرمایه‌گذاری و سیاست‌گذاری کلان محتاطانه ارزیابی می‌شود.

روند رشد تولید ناخالص داخلی (بدون نفت) (فصلی)



روند رشد تولید ناخالص داخلی (فصلی)

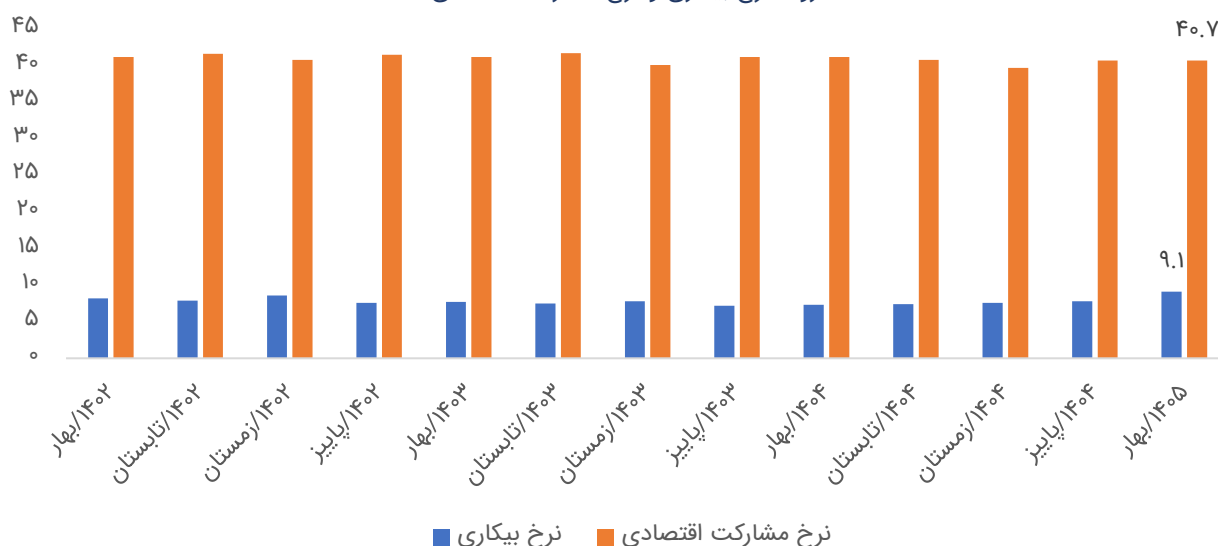


نمودار (۱۵) روند نرخ رشد اقتصادی ایران؛ منبع: مرکز آمار

روند نرخ بیکاری

بر پایه سری زمانی ارائه شده، بازار کار ایران در بهار ۱۴۰۵ با تضعیف محسوسی روبه‌رو شده است؛ نرخ بیکاری از ۷.۶ درصد در زمستان ۱۴۰۴ به ۹.۱ درصد رسیده، در حالی که نرخ مشارکت اقتصادی از ۳۹.۷ درصد به ۴۰.۷ درصد افزایش یافته است. هم‌زمانی این دو حرکت نشان می‌دهد که بازگشت فصلی بخشی از جمعیت به بازار کار از ظرفیت ایجاد یا حفظ شغل پیشی گرفته و افزایش بیکاری صرفاً از کاهش مشارکت ناشی نشده است. با وجود این، برآورد ضمنی نسبت شاغلان به جمعیت حاکی از بهبود محدود نسبت به زمستان است؛ بنابراین، احتمالاً اشتغال نیز افزایش یافته، اما برای جذب رشد جمعیت فعال کافی نبوده است. در افق میان‌مدت، روند کاهشی بیکاری که تا نقطه کمینه ۷.۲ درصدی در پاییز ۱۴۰۳ ادامه داشت، از سال ۱۴۰۴ معکوس شده و در بهار ۱۴۰۵ به بالاترین سطح دوره مورد بررسی رسیده است؛ هم‌زمان، مشارکت اقتصادی نیز نسبت به دامنه عمدتاً بالاتر سال‌های ۱۴۰۲ و ۱۴۰۳ در سطح پایین‌تری قرار گرفته است. این ترکیب نشان می‌دهد که افت پیشین نرخ بیکاری را نمی‌توان به‌طور کامل نشانه تقویت پایدار بازار کار دانست، زیرا بخشی از آن احتمالاً با خروج یا عدم ورود افراد جویای کار، به‌ویژه زنان، جوانان و افراد دلسرد شده، ارتباط داشته است. افزایش مشارکت در بهار معمولاً از الگوی فصلی ورود نیروی کار، آغاز فعالیت‌های کشاورزی و ساختمانی و جست‌وجوی شغل پس از پایان زمستان تأثیر می‌پذیرد، اما جهش هم‌زمان بیکاری بیانگر آن است که تقاضای نیروی کار در بخش‌های مولد با این افزایش عرضه هماهنگ نبوده است. محدودیت انرژی در صنعت، رکود سرمایه‌گذاری و ساختمان، آسیب‌پذیری کشاورزی در برابر کم‌آبی و غلبه مشاغل خرد، غیررسمی و کم‌ثبات در خدمات می‌تواند جذب نیروی کار را محدود کرده باشند، در حالی که تورم مزمن و کاهش قدرت خرید نیز افراد بیشتری از خانوارها را به جست‌وجوی درآمد سوق داده است. در کوتاه‌مدت، استمرار محدودیت‌های تولید، ناپایداری اقتصادی و ضعف سرمایه‌گذاری می‌تواند مانع بهبود فراگیر اشتغال شود و فشار بیشتری بر درآمد واقعی خانوارها و تقاضای مصرفی وارد کند؛ از این رو، سیاست اشتغال باید به‌جای اتکای صرف به کاهش ظاهری نرخ بیکاری، بر افزایش پایدار نسبت اشتغال به جمعیت، رفع موانع تولید، ثبات تأمین انرژی، گسترش مشارکت زنان و جوانان، ارتقای مهارت‌های متناسب با تقاضای بنگاه‌ها و کاهش ناامنی شغلی متمرکز شود، زیرا بهبود رشد اقتصادی تنها زمانی به تقویت رفاه خانوار می‌انجامد که با ایجاد مشاغل رسمی، مولد و پایدار همراه باشد.

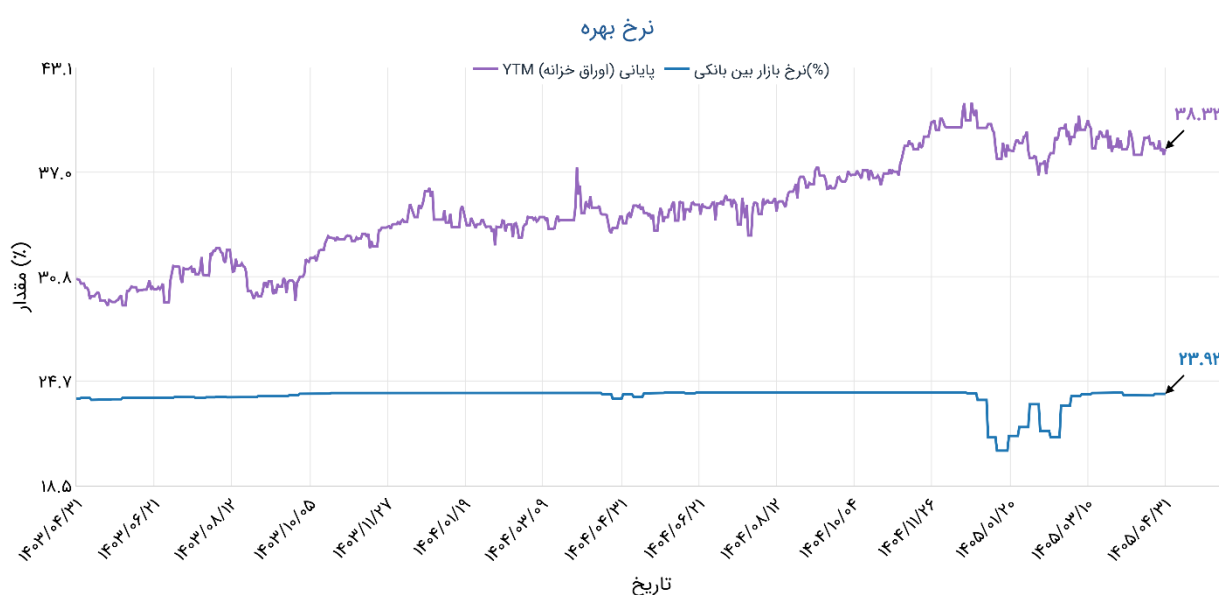
روند نرخ بیکاری و نرخ مشارکت اقتصادی



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

نرخ بهره بین بانکی و نرخ بهره بدون ریسک

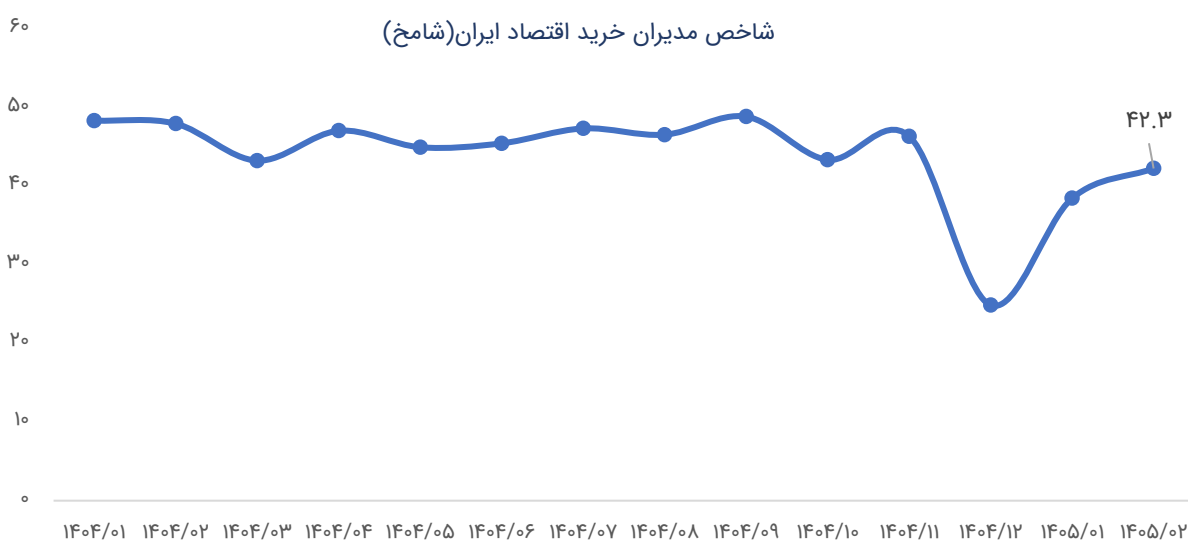
بازده تا سررسید اوراق خزانه از ۳۰.۶۹ درصد در پایان تیر ۱۴۰۳ به ۳۸.۳۳ درصد در پایان تیر ۱۴۰۵ رسید و پس از ثبت اوج ۴۱.۰۷ درصدی در اسفند ۱۴۰۴، همچنان از تداوم انتظارات تورمی، صرف ریسک و فشار تأمین مالی دولت حکایت می‌کند. نرخ بین بانکی نیز از ۲۳.۶۳ به ۲۳.۹۲ درصد افزایش یافت و با قرار گرفتن نزدیک سقف ۲۴ درصدی دالان، در برابر کف ۱۷ درصدی، کمبود ساختاری نقدینگی بانک‌ها و جهت‌گیری انقباضی عملیات پولی را نشان می‌دهد. افت موقت این نرخ تا ۲۰.۵۸ درصد در فروردین ۱۴۰۵ احتمالاً حاصل تزریق مقطعی نقدینگی یا عوامل فصلی بود، اما بازگشت سریع آن به سقف دالان، پایدارنبودن گشایش را تأیید کرد. در کوتاه‌مدت، سناریوی غالب حفظ نرخ بین بانکی پیرامون سقف و ماندگاری بازده اوراق در سطوح بالا است؛ وضعیتی که هزینه تجهیز منابع، رقابت سپرده‌ای و تأمین مالی بدهی محور را تشدید می‌کند و ظرفیت اعتباری بانک‌ها را محدود نگه می‌دارد.



نمودار (۱۷) 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

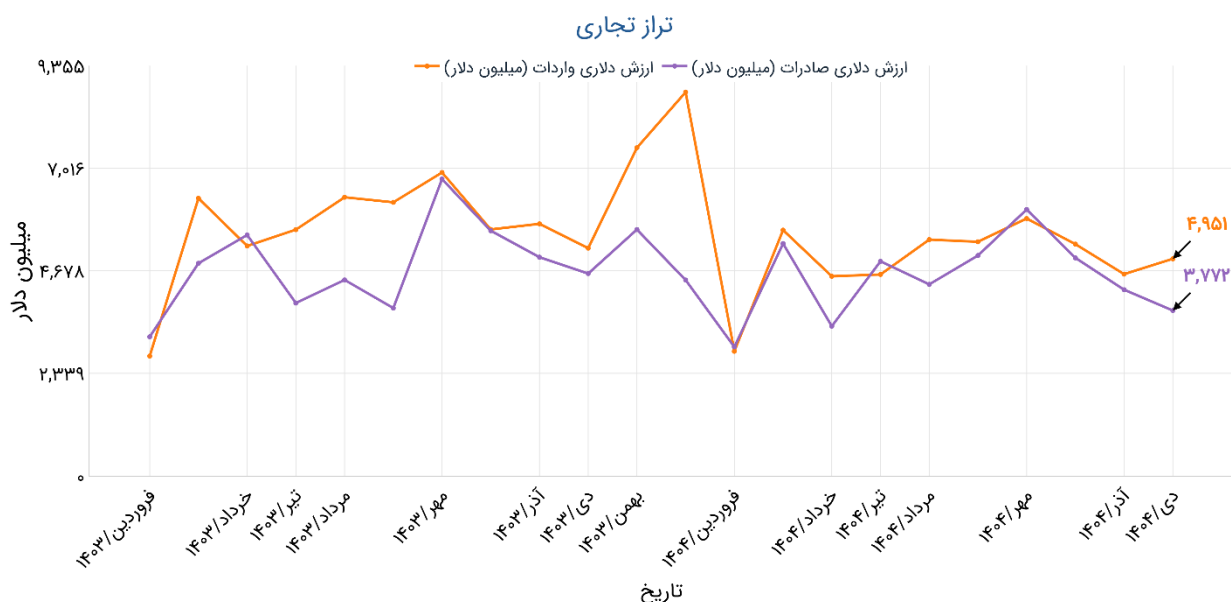
در اردیبهشت ۱۴۰۵، شاخص تعدیل شده کل اقتصاد از ۳۸.۵ در فروردین به ۴۲.۳ و شاخص صنعت از ۳۸.۳ به ۴۵.۳ افزایش یافت؛ با این حال، باقی ماندن هر دو شاخص زیر مرز خنثای ۵۰ نشان می‌دهد فعالیت اقتصادی همچنان در وضعیت انقباضی قرار دارد و بهبود اخیر بیشتر بیانگر کاهش شدت افت است تا بازگشت رونق. سقوط هم‌زمان شاخص اقتصاد از ۴۶.۴ در بهمن ۱۴۰۴ به ۲۴.۹ در اسفند و شاخص صنعت از ۴۶.۰ به ۲۶.۲، نقطه عطفی کم‌سابقه در سری زمانی محسوب می‌شود که از گسترش شوک میان بخش‌ها حکایت دارد. بازیابی سریع‌تر صنعت در اردیبهشت و فاصله ۳ واحدی آن با شاخص کل اقتصاد می‌تواند نشان‌دهنده ترمیم نسبی تولید در مقایسه با خدمات و تجارت باشد، هرچند سطح پایین شاخص صنعت از تداوم محدودیت تقاضا، تأمین مواد اولیه و اختلال عملیاتی خبر می‌دهد. توقف آتش‌بس ایران و آمریکا و ازسری درگیری‌ها، اگرچه بنا بر اطلاعات ارائه‌شده به بنادر و شهرهای جنوبی محدود مانده است، از مسیر افزایش نااطمینانی، اختلال در حمل‌ونقل دریایی، تأخیر در تأمین نهاده‌ها و تشدید هزینه‌های مبادله می‌تواند به‌ویژه بر صنایع واردات‌محور و فعالیت‌های بندری فشار وارد کند. در کوتاه‌مدت، جهت فعالیت اقتصادی به میزان پایداری جریان تجارت، دسترسی واحدها به نهاده و مهار دامنه اختلالات وابسته است؛ بنابراین بهبود مشاهده‌شده شکننده است و سیاست‌گذاری باید بر حفظ پیوستگی زنجیره تأمین، تسهیل ترخیص کالا و کاهش نااطمینانی عملیاتی متمرکز شود.



نمودار (۱۸) شاخص مدیران خرید اقتصاد ایران، منبع: اتاق بازرگانی ایران

وضعیت تجارت خارجی

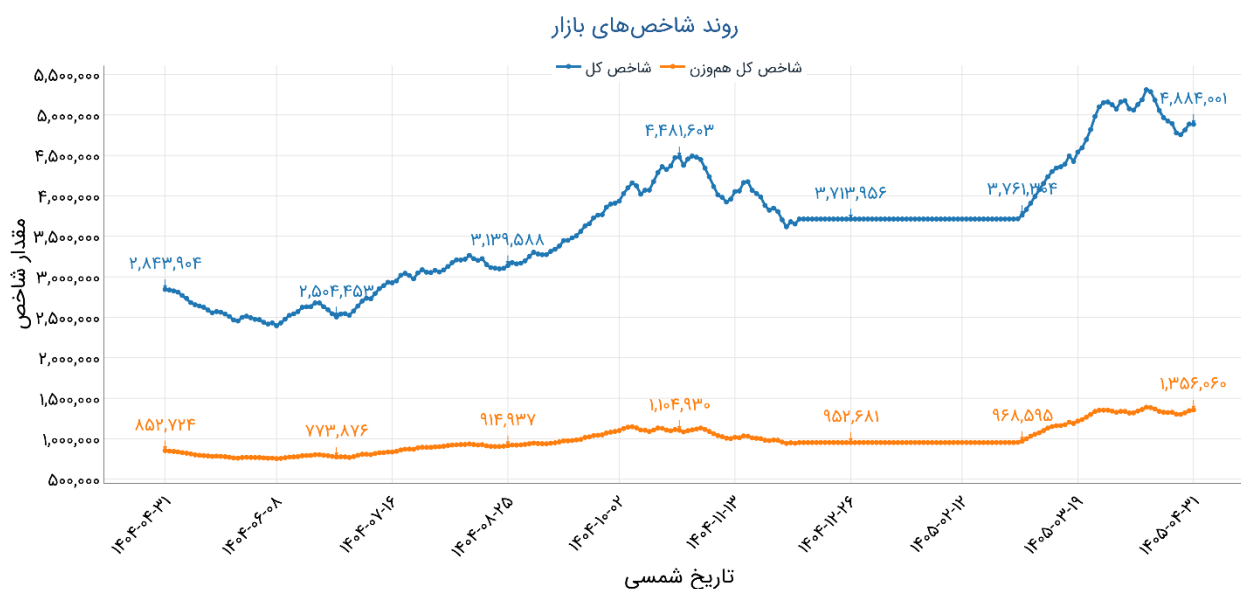
بررسی عملکرد تجارت خارجی در ماه دی ۱۴۰۴ نشان‌دهنده کاهش ارزش دلاری واردات از ۵,۱۹۴,۰۰۹ میلیون دلار در دی ۱۴۰۳ به ۴,۹۵۰,۶۱۱ میلیون دلار است که افتی معادل ۲۴۳,۴۸ میلیون دلار (حدود ۴,۶۹ درصد) را ثبت کرده است، در حالی که وزن کالاهای وارداتی با جهشی ۳۵,۵ درصدی از ۲,۸۴۲,۱۹ میلیون کیلوگرم به ۳,۸۵۱,۸۱۱ میلیون 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 (۱۹) روند واردات و صادرات (میلیون دلار)؛ منبع: بانک مرکزی

شاخص کل و هم وزن

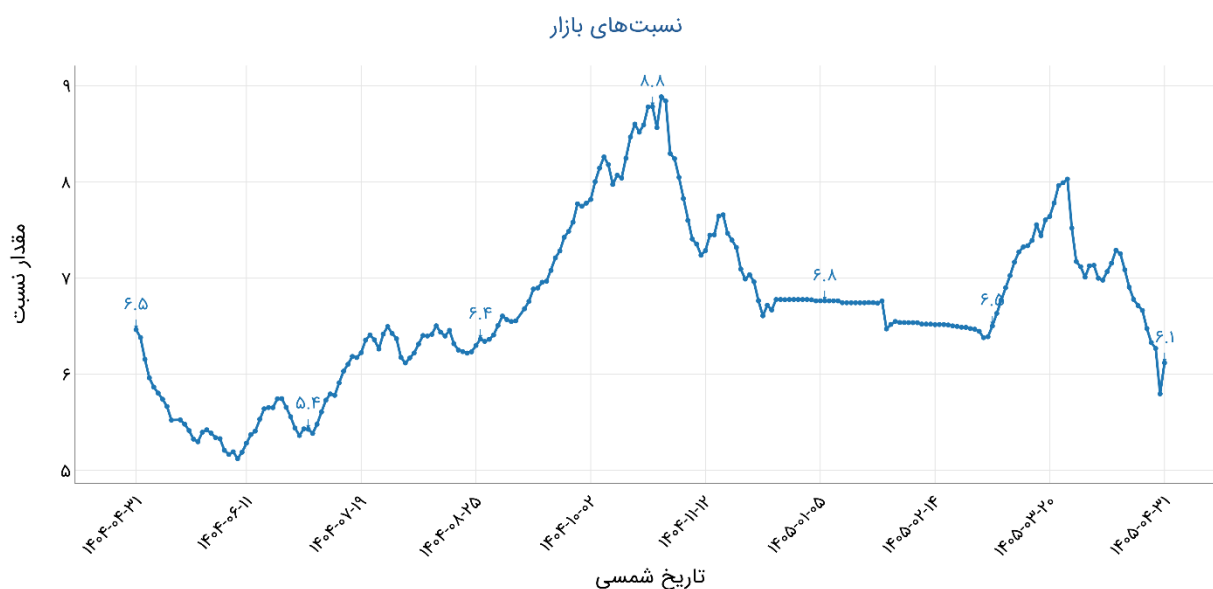
شاخص کل از ۳۱ تیر ۱۴۰۴ تا ۳۱ تیر ۱۴۰۵ حدود ۷۱.۷٪ و شاخص هم وزن ۵۹.۰٪ رشد کرده است؛ باین حال، در یک ماه پایانی شاخص کل ۴.۷٪ عقب نشست، درحالی که هم وزن ۱.۰٪ افزایش یافت و افت آن از قله اخیر نیز به مراتب کمتر بود؛ این واگرایی از چرخش نسبی تقاضا از نمادهای بزرگ به شرکت های متوسط و کوچک و متعادل تر شدن پهنای بازار حکایت دارد. رشد نرخ ارز و تورم از ارزش اسمی دارایی ها حمایت می کند، اما ریسک سیاسی همچنان نرخ تنزیل بازار را بالا نگه می دارد. تفاهم آتش بس اولیه بر توقف عملیات، احترام به حاکمیت، مهلت ۶۰ روزه برای توافق نهایی، عبور امن از هرمز و رفع تدریجی محاصره دریایی استوار بود؛ باین حال، ادامه مذاکرات و حل نشدن کامل موضوع هرمز نشان می دهد ثبات سیاسی هنوز شکننده است.



نمودار (۲۰) روند شاخص کل و شاخص هم وزن؛ منبع: شرکت های پردازش اطلاعات مالی

نسبت قیمت به سود

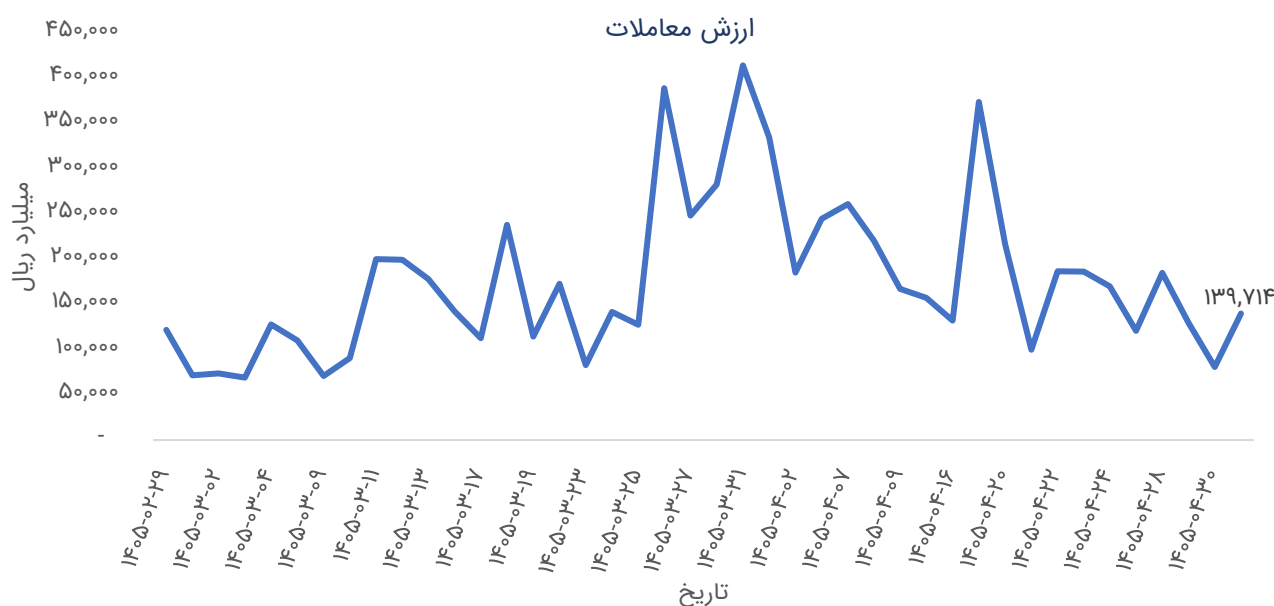
نسبت P/E بازار در پایان تیر ۱۴۰۵ به ۶.۱۲ واحد رسید که نسبت به پایان خرداد حدود ۱۴٪ کاهش یافته و در نیمه پایین دامنه یک ساله قرار گرفته است؛ این نسبت از اوج ۸.۸۹ واحدی اواخر دی ۱۴۰۴ حدود ۳۱٪ فاصله دارد، اما همچنان بالاتر از کف ۵.۱۲ واحدی اوایل شهریور ۱۴۰۴ است. افت اخیر، بیش از آنکه صرفاً نشانه ارزندگی باشد، بازتاب همزمان کاهش قیمت سهام، افزایش احتیاط سرمایه‌گذاران و مطالبه صرف ریسک بالاتر است؛ از این رو حقیقی‌ها احتمالاً به سهام کم‌نسبت و سودمحور متمایل می‌شوند، درحالی‌که حقوقی‌ها رفتار گزینشی‌تری خواهند داشت. با این حال، صنایع صادراتی از رشد ارز منتفع و شرکت‌های واردات‌محور از هزینه تأمین نهاده متضرر می‌شوند. در سناریوی توقف آتش‌بس ایران و آمریکا و ازسرگیری محدود درگیری‌ها در بنادر و شهرهای جنوبی، ریسک حمل‌ونقل، صادرات و انرژی افزایش می‌یابد و می‌تواند P/E بازار را پایین نگه دارد؛ بنابراین ارزش‌گذاری فعلی ارزان، اما همچنان شکننده ارزیابی می‌شود.



نمودار (۲۱) روند P/E ttm بازار سرمایه؛ منبع: شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی

میانگین ارزش معاملات روزانه

میانگین روزانه ارزش معاملات در هفته منتهی به ۳۱ تیر ۱۴۰۵ از ۱۷۱.۸ هزار میلیارد ریال در هفته قبل به ۱۳۱.۰ هزار میلیارد ریال کاهش یافت و پایین‌تر از میانگین ۱۷۵.۴ هزار میلیارد ریالی دوره مورد بررسی و اوج ۳۰۴.۰ هزار میلیارد ریالی هفته منتهی به ۲ تیر قرار گرفت؛ وضعیتی که از کاهش عمق معاملات، افت سرعت گردش نقدینگی و تضعیف مشارکت فعال سرمایه‌گذاران حکایت دارد. هم‌زمانی افت معاملات با نوسان شاخص‌ها، در صورت عملکرد ضعیف‌تر شاخص هم‌وزن نسبت به شاخص کل، می‌تواند بیانگر تمرکز تقاضا بر نمادهای بزرگ و حمایت حقوقی‌ها باشد؛ با این حال، نبود داده مستقیم جریان مالکیت، انتساب قطعی این وضعیت به خروج حقیقی‌ها را محدود می‌کند. در چارچوب فرض مطرح‌شده درباره توقف آتش‌بس ایران و آمریکا و ازسرگیری درگیری‌های محدود در بنادر و شهرهای جنوبی ایران، افزایش نااطمینانی سیاسی، اختلال احتمالی در تجارت دریایی و تشدید حساسیت نسبت به نرخ ارز و سودآوری شرکت‌ها، رویکرد انتظار و احتیاط را تقویت کرده است. بنابراین، سطح فعلی معاملات هنوز نشانه‌ای پایدار از بازگشت اعتماد عمومی ارائه نمی‌دهد و استمرار فعالیت بازار در کوتاه‌مدت به کاهش تنش‌ها، ثبات دامنه نوسان شاخص هم‌وزن و بازگشت نقدینگی فراگیر وابسته می‌ماند.

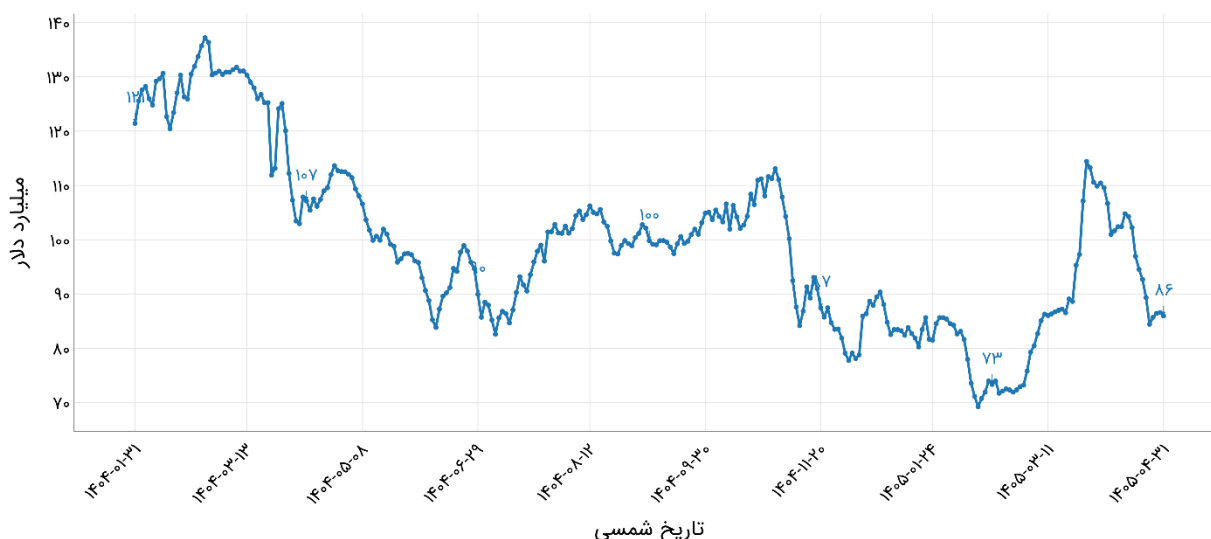


نمودار (۲۲) میانگین ارزش معاملات روزانه در طول هفته (میلیارد ریال)؛ منبع: شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی

ارزش دلاری بازار سرمایه

در سال ۱۴۰۴، ارزش انتشار ۳۰۳ فقره اوراق بدهی به ۹۰۵۵۲.۷ هزار میلیارد ریال رسید که دولت با ۸۷ درصد، شرکت‌ها با ۱۲.۴ درصد و شهرداری‌ها با ۰.۶ درصد، ترکیب ناشران را شکل دادند؛ در چهارماهه ۱۴۰۵ نیز ۱۱۲ انتشار به ارزش ۳۰۰۷۶ هزار میلیارد ریال ثبت شد و سهم دولت، شرکت‌ها و شهرداری‌ها به ترتیب ۸۲.۹، ۱۳.۳ و ۳.۸ درصد بود. انتشار از سطوح محدود ابتدای ۱۴۰۴ به دلیل تشدید نیاز بودجه‌ای دولت، در نیمه دوم سال افزایش یافت و در خرداد ۱۴۰۵ به نقطه عطف رسید؛ بالین حال، انتشار ۹۴۱ هزار میلیارد ریالی تیر ۱۴۰۵ با ۴۶ فقره، از تداوم عمق معاملاتی بازار حکایت دارد. ترکیب ابزارها در سال ۱۴۰۴ به شدت متمرکز بود: مباحه ۸۳.۷ درصد، اسناد خزانه ۶.۸ درصد، اجاره ۳.۳ درصد، سلف ۳ درصد، گام ۲.۳ درصد، مشارکت ۰.۶ درصد و مباحه کوتاه‌مدت ۰.۲ درصد را تشکیل داد؛ در چهارماهه ۱۴۰۵ سهم مباحه به ۵۹.۹ درصد کاهش و سهم اسناد خزانه به ۲۸.۳ درصد افزایش یافت که بیانگر تقویت تأمین کسری و تسویه تعهدات دولت است. جهش مشارکت شهرداری‌ها در تیر، برخلاف رکود پیشین، احتمالاً به رفع موانع مجوز و تضمین مرتبط است، اما هزینه سود، وثایق و رقابت دولت همچنان انتشار شرکتی را محدود می‌کند. تداوم غلبه دولت می‌تواند نرخ‌های سود را بالا نگه دارد، منابع را از بنگاه‌ها برون‌رانی کند و مدیریت نقدینگی و سیاست پولی را دشوارتر سازد.

رشد ارزش بازار

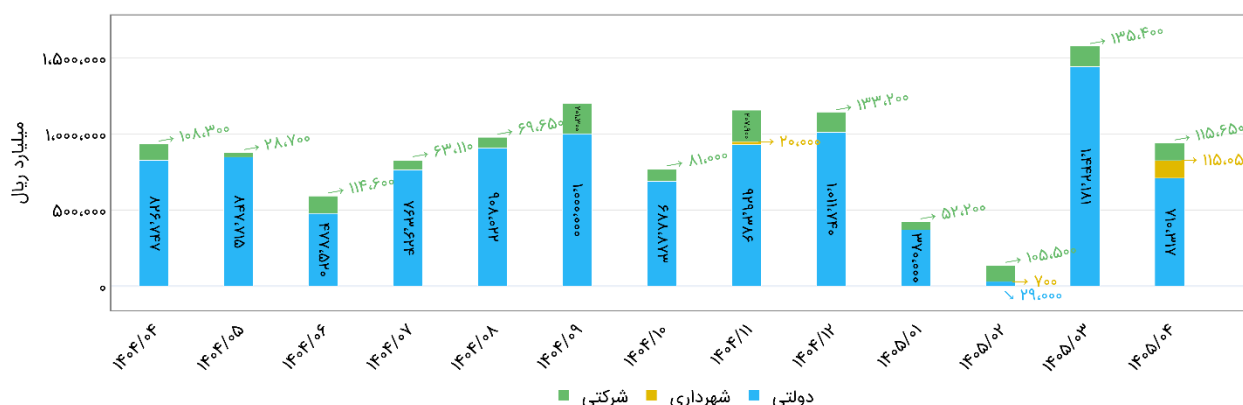


نمودار (۲۳) روند ارزش دلاری بورس با توجه به نرخ بازار آزاد (میلیارد ریال)؛ منبع: شرکت‌های پردازش اطلاعات مالی

گزارش عرضه اوراق دولتی و جدول سررسید

بر اساس داده‌های منتشرشده از فروردین ۱۴۰۴ تا خرداد ۱۴۰۵، بازار بدهی همچنان تحت سلطه دولت قرار دارد؛ به گونه‌ای که در سال ۱۴۰۴، از مجموع حدود ۹۰۵۵۲ هزار میلیارد ریال اوراق منتشرشده، ۸۰۳۱۰ هزار میلیارد ریال به ناشران دولتی، ۱۰۱۸۳ هزار میلیارد ریال به ناشران شرکتی و تنها ۵۹ هزار میلیارد ریال به شهرداری‌ها اختصاص یافته است؛ بنابراین، دولت با سهمی حدود ۸۷ درصد، بازیگر اصلی بازار باقی مانده است؛ درحالی که شرکت‌ها، با وجود سهم بالاتر در تعداد انتشارها، به دلیل کوچک‌تر بودن اندازه هر عرضه، سهم ارزشی محدودی دارند. از نظر ابزارها، اوراق مربجه با سهم حدود ۸۴ درصدی، مهم‌ترین ابزار تأمین مالی بوده و پس از آن، اسناد خزانه، اوراق اجاره، سلف موازی و گام قرار گرفته‌اند؛ موضوعی که بیانگر اتکای بالای دولت به ابزارهای استاندارد برای تأمین کسری بودجه و محدود بودن تنوع بازار بدهی است. در سه ماهه نخست ۱۴۰۵ نیز، از مجموع ۲۰۱۳۴۰۹۸ هزار میلیارد ریال انتشار، ۱۰۸۴۱۰۱۸ هزار میلیارد ریال به دولت، ۲۹۳۰۱ هزار میلیارد ریال به شرکت‌ها و تنها ۰۰۷ هزار میلیارد ریال به شهرداری‌ها اختصاص یافته است. هم‌زمان، سهم اسناد خزانه در کنار مربجه افزایش یافته که تشدید فشارهای بودجه‌ای و انتقال تعهدات مالی به آینده را نشان می‌دهد. تداوم انتشار گسترده اوراق دولتی می‌تواند نرخ‌های سود را بالا نگه دارد، پدیده برون‌رانی بخش خصوصی را تشدید کند و هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها را افزایش دهد؛ از این رو، توسعه ابزارهای متنوع، تقویت انتشار اوراق شرکتی و هماهنگی بیشتر سیاست‌های مالی و پولی برای تعمیق بازار بدهی ضروری خواهد بود.

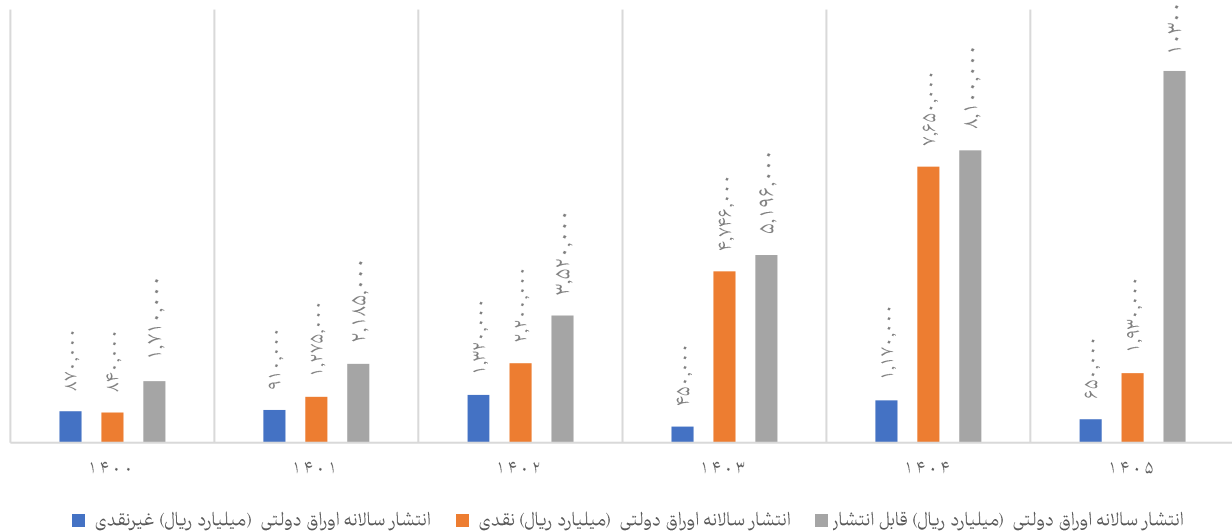
:: ارزش اوراق بدهی منتشره :: ماهیت ناشر



نمودار (۲۴) روند انتشار ماهانه اوراق صکوک؛ منبع: گزارش عملکرد ماهانه سازمان بورس و اوراق بهادار

بر اساس داده‌های نمودار انتشار سالانه اوراق دولتی تا پایان تیرماه ۱۴۰۵، سقف قابل انتشار اوراق در سال جاری به ۱۰۰۳۰۰ هزار میلیارد ریال رسیده است. با توجه به اینکه مجموع اوراق نقدی و غیرنقدی سال ۱۴۰۴ معادل ۸۰۸۲۰ هزار میلیارد ریال بوده، ظرفیت تأمین مالی دولت از بازار بدهی در سال ۱۴۰۵ حدود ۱۶۰۸ درصد افزایش یافته است. تا پایان تیرماه، ۱۰۹۳۰ هزار میلیارد ریال اوراق نقدی و ۶۵۰ هزار میلیارد ریال اوراق غیرنقدی منتشر شده و مجموع انتشار به ۲۰۵۸۰ هزار میلیارد ریال، معادل ۲۵ درصد سقف سالانه، رسیده است؛ بنابراین، ۷۰۷۲۰ هزار میلیارد ریال از ظرفیت انتشار همچنان باقی مانده است. سهم ۷۴۰۸ درصدی اوراق نقدی از انتشار انجام‌شده، از اتکای غالب دولت به جذب مستقیم منابع بازار حکایت دارد. تداوم انتشار در ماه‌های آتی، به‌ویژه در صورت تمرکز عرضه در نیمه دوم سال، می‌تواند رقابت برای منابع مالی را تشدید کرده و بر نرخ بازده اوراق، هزینه تأمین مالی بنگاه‌ها و شرایط بازار پول و سرمایه اثرگذار باشد. این روند، در عین حال، بازتابی از استمرار ناترازی بودجه و گسترش نقش بازار بدهی در تأمین مالی دولت است.

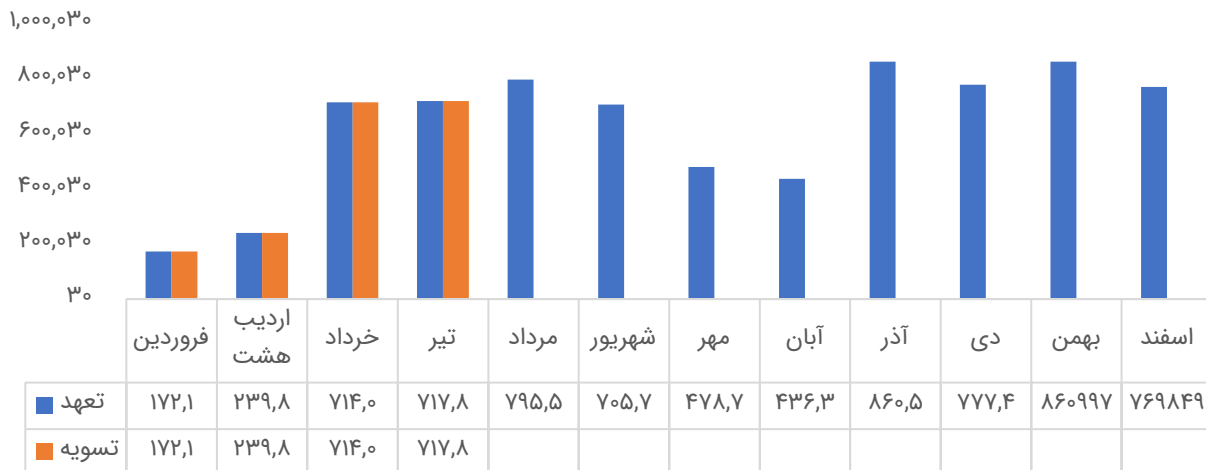
انتشار سالانه اوراق دولتی (میلیارد ریال)



نمودار (۲۵) 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 ۱۴۰۵ به تفکیک ماهانه در نمودار (۲۶) ارائه شده است که جمعاً ۱۸۴.۳ هزار میلیارد تومان تا پایان تیر ماه تسویه شده است.

تعهد و تسویه اوراق



نمودار (۲۶) جدول ماه به ماه سررسید اصل و فرع اوراق منتشر شده قبلی؛ منبع: مرکز بدهی های عمومی وزارت اقتصاد

کاهش ضریب اعتباری سهام و حق تقدم و صندوق‌های اهرمی

مصوبه اخیر کمیته پایش ریسک بازار سرمایه مبنی بر کاهش ضرایب ارزش تضمین سهام، حق تقدم و صندوق‌های اهرمی را می‌توان در چارچوب سیاست‌های مدیریت ریسک و کنترل اهرم اعتباری در بازار سرمایه ارزیابی کرد. بر اساس این تصمیم، ضریب اعتباری سهام از ۷۵ به ۷۰ درصد، حق تقدم از ۶۴ به ۵۶ درصد و صندوق‌های اهرمی به ۲۸ درصد کاهش یافته است؛ اقدامی که ظرفیت دریافت اعتبار توسط معامله‌گران را محدود کرده و به‌طور طبیعی از شدت تقاضای مبتنی بر منابع اعتباری می‌کاهد. هرچند این سیاست در کوتاه‌مدت می‌تواند فشار فروش و افزایش احتیاط سرمایه‌گذاران، به‌ویژه در نمادهای اهرمی، را به همراه داشته باشد، اما از منظر نهاد ناظر، کاهش ریسک اعتباری و افزایش تاب‌آوری بازار در شرایط پرنوسان از اولویت بالاتری برخوردار است. در مقابل، برخی فعالان بازار معتقدند اجرای چنین تصمیمی در مقطع حساس کنونی، با کاهش نقدشوندگی و تضعیف قدرت خرید سرمایه‌گذاران، می‌تواند بر روند معاملات اثر منفی گذاشته و به تشدید فضای احتیاط در بورس بینجامد. از این‌رو، موفقیت این سیاست در گرو ایجاد توازن میان صیانت از ثبات مالی و حفظ کارایی و عمق بازار سرمایه خواهد بود.

پیش‌بینی صندوق بین‌المللی پول از رشد ۵.۴- درصد اقتصاد ایران

صندوق بین‌المللی پول در تازه‌ترین به‌روزرسانی گزارش «چشم‌انداز اقتصاد جهان»، برآورد خود از رشد اقتصادی ایران در سال ۲۰۲۶ را به منفی ۵.۴ درصد اصلاح کرده است؛ رقمی که هرچند نسبت به پیش‌بینی قبلی این نهاد (منفی ۶.۱ درصد) اندکی بهبود یافته، اما همچنان از تداوم رکود و کاهش فعالیت‌های اقتصادی حکایت دارد. این نهاد همچنین برآورد کرده است که اقتصاد ایران پس از تجربه رشد منفی ۰.۸ درصدی در سال گذشته، از سال ۲۰۲۷ با رشد ۲.۹ درصدی به مسیر بهبود بازگردد. با این حال، فاصله معنادار میان رشد منفی پیش‌بینی‌شده برای سال جاری و رشد مثبت مورد انتظار در سال آینده، نشان‌دهنده وابستگی چشم‌انداز اقتصاد ایران به کاهش نااطمینانی‌های سیاسی و ژئوپلیتیکی، ثبات در متغیرهای کلان و بهبود فضای سرمایه‌گذاری است. از این منظر، هرچند اصلاح صعودی برآورد صندوق نشانه‌ای از کاهش شدت بدبینی نسبت به اقتصاد ایران تلقی می‌شود، اما استمرار رشد منفی بیانگر آن است که عبور از رکود، بدون اصلاحات ساختاری و تقویت محرک‌های تولید و سرمایه‌گذاری، همچنان با چالش‌های جدی مواجه خواهد بود.

بازگشت فرمول جهانی به نظام قیمت‌گذاری پالایشگاه‌ها

بازگشت فرمول جهانی به نظام قیمت‌گذاری پالایشگاه‌ها، به یکی از مهم‌ترین تحولات روز بازار سرمایه تبدیل شده است؛ تغییری که می‌تواند با کاهش مداخلات اداری، شفافیت بیشتری در محاسبه نرخ خوراک، قیمت فرآورده‌ها و حاشیه سود شرکت‌های پالایشی ایجاد کند. فعالان بازار معتقدند اجرای پایدار این سازوکار، امکان پیش‌بینی دقیق‌تر سودآوری و جریان نقدی پالایشگاه‌ها را فراهم می‌سازد و زمینه اصلاح ارزش‌گذاری سهام این گروه را مهیا می‌کند. با این حال، اثر نهایی فرمول جدید همچنان به عواملی مانند نرخ تسعیر ارز، کیفیت فرآورده‌ها، هزینه حمل، تخفیف‌های فروش و جزئیات اجرایی آن وابسته است.

خلاصه معاملات مهم بورس کالا

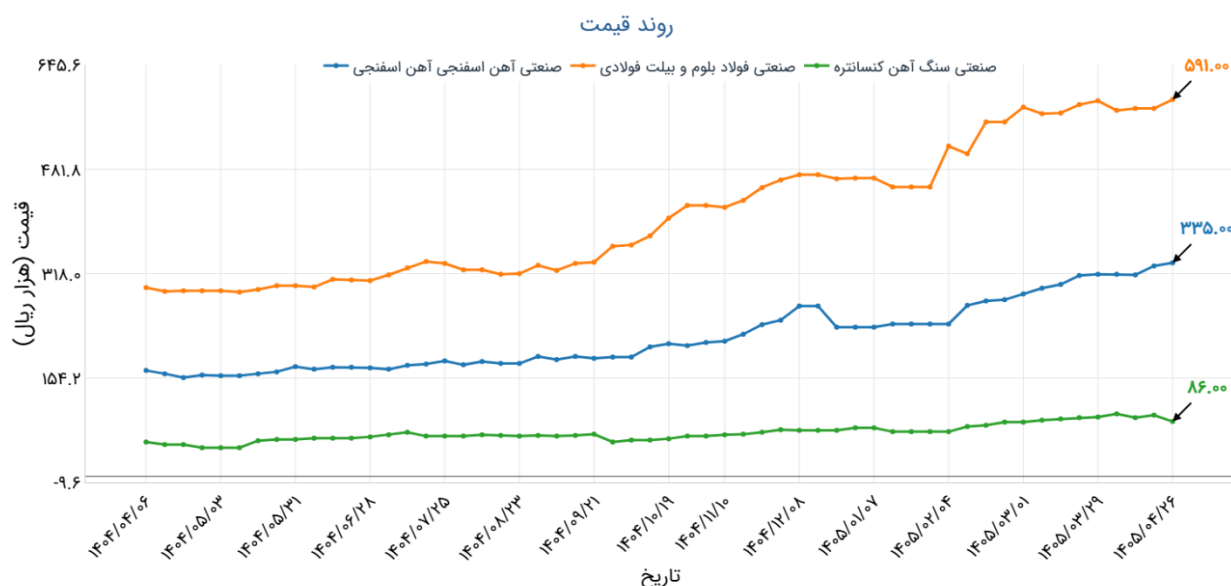
در تیر ماه، مجموع معاملات داخلی و صادراتی بورس کالای ایران به ۹۰۱ میلیون تن به ارزش ۳.۵۵ تریلیون ریال رسید؛ در مقایسه با خرداد، حجم از ۱۱.۴ میلیون تن کاهش یافت، اما ارزش از ۳.۳۹ تریلیون ریال افزایش پیدا کرد که از رشد ارزش متوسط سبد معاملات، تغییر ترکیب کالاها و احتمالاً اثر قیمت‌های پایه و نرخ ارز حکایت دارد. تالار سیمان با ۳.۶۵ میلیون تن، معادل حدود ۴۰ درصد حجم کل، همچنان پیشرو بود، هرچند کاهش حجم آن از ۴.۶۳ میلیون تن و ارزش از ۱۶۱.۲ به ۱۲۴.۹ میلیارد ریال، از تضعیف نسبی تقاضای ساختمانی یا تعدیل عرضه خبر می‌دهد. تالار صنعتی نیز با ۱.۸۹ میلیون تن و ۱.۳۰ تریلیون ریال، حدود ۳۷ درصد ارزش کل بازار را در اختیار داشت؛ کاهش محسوس حجم نسبت به ۳.۰۰ میلیون تن خرداد در کنار ثبات ارزش، بیانگر افزایش ارزش واحد معاملات یا تمرکز بر محصولات گران‌تر است، اما نبود تفکیک میلگرد، تیرآهن و ورق، قضاوت دقیق درباره وضعیت زنجیره فولاد و نسبت فروش هر محصول به عرضه را محدود می‌کند. ارزش تالار حراج باز از ۶۰۵.۲ به ۶۱۸.۱ میلیارد ریال و تالار پتروشیمی از ۵۷۰.۵ به ۵۹۶.۱ میلیارد ریال رسید که نشان‌دهنده حفظ تقاضای مؤثر در این دو بخش است؛ هم‌زمان، حجم و ارزش فرآورده‌های نفتی از ۱۱۵.۸ هزار تن و ۷۴.۴ میلیارد ریال به ۲۳۹.۲ هزار تن و ۱۵۱.۶ میلیارد ریال افزایش یافت و بر بهبود فعالیت این تالار دلالت دارد. در رینگ صادراتی کیش، حجم تقریباً باثبات ماند، اما ارزش از ۴۴۱.۰ به ۵۴۲.۲ میلیارد ریال رسید که می‌تواند حاصل تغییر ترکیب صادرات، قیمت‌های بالاتر یا آثار ارزی باشد. در بازار داخلی، تعداد خریداران از ۷۷ به ۷۶، فروشندگان از ۴۰۱ به ۴۰۳ و قراردادهای ۴۷,۹۲۹ از ۴۷,۳۴۸ رسید؛ در بخش صادراتی نیز افزایش مشارکت و قراردادهای مشاهده شد. با این حال، به دلیل نبود حجم عرضه، نسبت فروش به عرضه و میزان تحقق عرضه قابل محاسبه نیست. در مجموع، افت حجم همراه با افزایش ارزش، نشانه رشد فراگیر بازار نیست و پایداری وضع موجود به عرضه منظم، تقاضای واقعی صنایع، محدودیت‌های انرژی، شرایط ساخت‌وساز، نوسان ارز و استمرار تقاضای صادراتی وابسته خواهد بود.

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			
		۱۴۰۵/۰۴/۰۵	۱۴۰۵/۰۴/۱۲	۱۴۰۵/۰۴/۱۹	۱۴۰۵/۰۴/۲۶			
آهن اسفنجی	۳۰۵,۰۴۳	۳۱۶,۸۱۹	۳۱۶,۲۰۸	۳۲۹,۶۸۹	۳۳۴,۷۷۲	۵.۷%	۹.۷%	
استاینر منور	۱,۳۲۲,۶۸۵	۱,۶۶۰,۳۴۳	۱,۳۶۵,۶۹۴	۱,۳۶۵,۶۹۴	۱,۳۲۲,۶۸۵	-۲۰.۳%	۰.۰%	
اوره	۴۶۶,۶۶۲	۵۲۳,۳۹۹	۵۰۸,۷۴۷	۵۰۸,۷۴۷	۴۹۲,۴۳۷	-۵.۹%	۵.۵%	۱,۲۰۱,۰۶۶
شمش روی	۴,۹۳۵,۲۷۲	۴,۸۸۴,۴۴۹	۴,۷۶۰,۸۶۹	۴,۸۴۷,۴۱۷	۴,۹۳۵,۲۷۲	۱.۰%	۰.۰%	۱,۳۷۴,۷۲۷
شمش فولادی	۵۸۴,۷۰۱	۵۷۳,۵۷۸	۵۷۶,۹۴۳	۵۷۶,۵۲۹	۵۹۱,۰۲۱	۳.۰%	۱.۱%	
مس کاتد	۱۹,۸۰۷,۰۰۰	۱۹,۸۸۱,۰۰۰	۱۹,۴۷۷,۰۰۰	۱۹,۶۳۱,۰۰۰	۱۹,۸۰۷,۰۰۰	-۰.۴%	۰.۰%	۱,۴۵۴,۵۷۹
وکیوم باتوم	۴۰۸,۵۰۹	۴۱۱,۳۸۸	۴۱۱,۷۷۳	۴۱۹,۶۰۰	۴۰۸,۶۶۲	-۰.۷%	۰.۰%	
پلی اتیلن ترفتالات (گرید بطری)	۱,۶۲۷,۵۵۱	۲,۶۷۴,۹۰۲	۲,۷۱۲,۸۸۳	۲,۴۳۵,۰۳۷	۱,۶۳۵,۵۷۳	-۳۸.۹%	۰.۵%	۱,۴۹۳,۶۷۴
پلی بوتادین رابر	۲,۷۰۱,۷۹۴	۳,۲۴۴,۰۴۹	۳,۰۲۹,۰۱۴	۳,۰۲۹,۰۱۴	۲,۷۰۱,۷۹۴	-۱۶.۷%	۰.۰%	
پی وی سی ۵۶۵	۱,۰۶۶,۴۶۳	۱,۵۶۹,۵۴۳	۲,۰۹۰,۴۰۸	۲,۲۷۴,۰۶۴	۲,۳۳۶,۹۲۵	۴۸.۹%	۱۱۹.۱%	
کنسانتره سنگ آهن	۸۶,۳۱۰	۹۸,۲۹۶	۹۱,۶۸۲	۹۶,۴۴۱	۸۶,۳۹۵	-۱۲.۱%	۰.۱%	

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

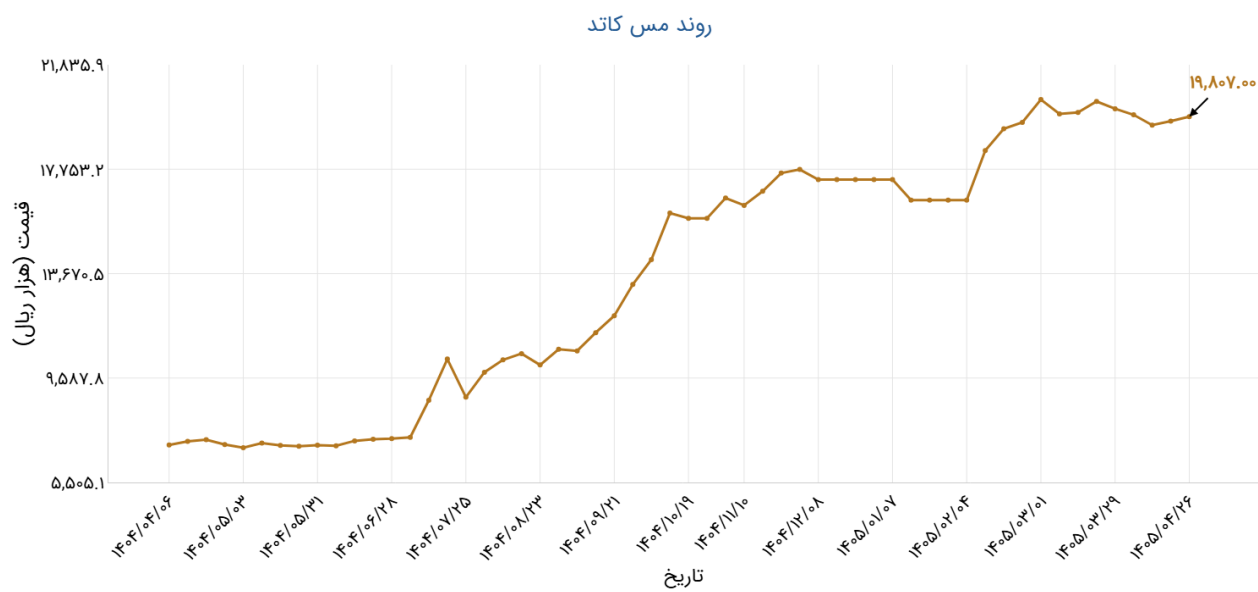
روند قیمتی فولاد و مس

در تیر ۱۴۰۵، میانگین قیمت آهن اسفنجی نسبت به خرداد از ۳۰۲,۶۲۸.۴ به ۳۲۴,۳۷۲ هزار ریال در هر تن افزایش یافت و روندی صعودی را نشان داد. میانگین کنسانتره سنگ آهن نیز از ۸۹,۵۷۲.۱ به ۹۳,۲۰۳.۵ هزار ریال رسید، اما نوسان بالایی را تجربه کرد؛ در مقابل، میانگین بلوم و بیلت فولادی با حرکت از ۵۷۸,۰۰۰.۸ به ۵۷۹,۵۱۷.۸ هزار ریال، عمدتاً تثبیت شد. آهن اسفنجی در هفته منتهی به ۲۶ تیر با ۳۳۴,۷۷۲ هزار ریال و بیلت با ۵۹۱,۰۲۱ هزار ریال به قله دوره رسیدند، درحالی که کنسانتره پس از ثبت اوج ۹۸,۲۹۵.۶ هزار ریالی در ۵ تیر، در پایان ماه کاهش یافت. پایان آتش بس ایران و آمریکا و از سرگیری درگیری ها، هرچند محدود به بنادر و شهرهای جنوبی، از مسیر افزایش نااطمینانی ارزی، مخاطرات حمل و نقل دریایی و اختلال احتمالی در تأمین انرژی، فشار صعودی بر هزینه های زنجیره فولاد را تقویت کرده است. تداوم رشد مواد اولیه در کنار ثبات نسبی بیلت، حاشیه سود فولادسازان میانی را محدود می کند و افزایش هزینه خرید، سرمایه در گردش و قیمت تمام شده صنایع پایین دستی را در پی دارد.



نمودار (۲۷) روند قیمت کنسانتره، آهن اسفنجی و فولاد در بورس کالا؛ منبع: آمار معاملات شرکت بورس کالای ایران

میانگین وزنی قیمت کاتد مس در تیر ۱۴۰۵ نسبت به خرداد روندی نزولی داشته و میانگین ماهانه از ۲۰.۱۸ میلیارد ریال به ۱۹.۷۰ میلیارد ریال به ازای هر تن کاهش یافته است. بالاترین قیمت دوره در هفته منتهی به ۱ خرداد، معادل ۲۰.۴۸ میلیارد ریال ثبت شده و پس از نوسان محدود، قیمت در ۱۲ تیر به کف ۱۹.۴۸ میلیارد ریال رسیده است؛ با این حال، بازگشت تدریجی تا ۱۹.۸۱ میلیارد ریال در ۲۶ تیر از کاهش فشار فروش حکایت دارد. توقف آتش بس ایران و آمریکا و آغاز مجدد درگیری ها، هرچند تاکنون عمدتاً به بنادر و شهرهای جنوبی ایران محدود مانده است، نااطمینانی نسبت به حمل و نقل، صادرات و عرضه ارز را افزایش داده است. با وجود این، افت میانگین قیمت نشان می دهد ضعف تقاضای معاملاتی و کاهش نرخ های مبنای قیمت گذاری، اثر ریسک های محیطی را تا حدی خنثی کرده است. این روند هزینه تأمین مواد اولیه صنایع سیم و کابل، تجهیزات برقی و قطعه سازی را تعدیل می کند، اما تداوم اختلال های بندری و نوسان ارز می تواند برنامه ریزی تولید و سرمایه در گردش این صنایع را همچنان با فشار مواجه سازد.



نمودار (۲۸) روند 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](#)