

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

人民币破“7”，市场影响几何？

热点思考：人民币破“7”，市场影响几何？

一问：外汇市场近期焦点？时隔半年，人民币汇率再度破“7”

5月17日，离岸人民币再度跌破“7”的关口；年初以来人民币已在持续贬值，近期美元走强加速了破“7”的过程。近期，避险情绪升温、叠加美联储官员放“鹰”，美元快速升值，对人民币汇率形成压制。拉长时间看，人民币贬值的趋势年初已经形成；1月13日以来，人民币兑美元贬值4.3%、而美元指数仅小幅升值1.0%，人民币的贬值幅度远大于美元升值幅度。从兑一篮子货币走势来看，截至5月12日，参考SDR篮子的人民币汇率大幅贬值3.2%。

二问：人民币汇率为何再度转弱？经济复苏不及预期、中美利差倒挂走深

经济复苏不及预期是近期人民币贬值的主因；中美利差倒挂加深、资金的持续外流也有影响。第一，5月以来，疫后修复放缓、经济预期下修，花旗中国经济意外指数从5月1日的134快速回落至24。第二，国内降息预期升温，中美利差倒挂幅度由1月13日的0.6%走深至1.0%；利差压制下，债市外资持续流出，前4月外流2295亿。第三，出境游带动下售汇增加、人民币贸易结算下结汇减少，年初至今经常项目顺差仅322亿美元，对人民币支撑相对有限。

三问：人民币转弱需要担忧吗？短期或仍偏弱运行，对权益市场影响有限

短期来看，美元相对强势、中美利差倒挂延续、结售汇顺差减少，人民币汇率表现仍受压制。第一，欧元区经济走弱、日央行货币政策维系宽松，欧元、日元仍趋于走弱；叠加避险情绪、美联储加息预期的升温，短期美元强势或有延续。第二，中美利差持续倒挂，债市资金或仍有外流。第三，出境游升温带来售汇规模快速增加，而欧美经济下行对出口结汇或有拖累；此外，人民币贸易结算的推广下，“一带一路”部分国家出口增长对人民币汇率的拉动也仍待观察。当前，市场贬值预期并不强，国内经济弱复苏的背景下，趋势性贬值或难出现；北上资金相对稳定，短期贬值对权益市场冲击有限。截至5月19日，人民币离、在岸价差仅为0.02，1年期NDF汇率为6.86，市场对人民币短期贬值预期不强；叠加5月18日央行会议对市场预期的稳定、与国内经济的弱复苏趋势，汇率难有“大起大落”。相对稳定的市场预期，弱化了贬值对市场的冲击；5月以来，人民币贬值背景下北上资金净流入75亿，对股指未现拖累。

海外基本面&重要事件：美国债务上限谈判进展曲折，消费增速延续回落

美国两党债务上限谈判进展曲折。截至本周五（5月19日），美国两党针对债务问题的谈判仍未取得明显进展，本周二白宫与共和党均表示对谈判前进乐观，但至周五，双方在削减开支的问题上仍存在分歧，谈判仍无结果。另一方面，美国财政部资金余额大幅减少，截至5月17日，TGA账户余额大幅减少至683亿，明显低于季节性水平。

美国4月零售增速回落，商品消费表现弱于餐饮消费。4月零售销售额同比0.2%，前值2.6%，环比0.4%，前值-0.7%。商品消费同比增速-1%，餐饮消费同比8.3%，汽油、家电消费回落，日用、杂货等非耐用品消费环比改善。美国服务及出行消费仍然好于季节性，纽约交通拥堵指数回升，TSA安检人数处于近五年高位。

日本通胀反弹，核心通胀创新高。日本4月CPI同比3.5%，前值3.2%，剔除新鲜食品及能源的核心CPI同比4.1%，前值3.8%，创2005年以来新高。与欧美相反，日本商品通胀粘性高于服务通胀，4月商品项同比增速5.1%，前值4.8%；服务项同比1.7%，前值1.5%。商品项中，家具家电、食品类通胀增速韧性较高，4月增速分别为10%、8.4%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：人民币破“7”，市场影响几何？	5
一问：外汇市场近期焦点？时隔半年，人民币汇率再度破“7”	5
二问：人民币汇率为何再度转弱？经济复苏不及预期、中美利差倒挂走深	7
三问：人民币转弱需要担忧吗？短期或仍偏弱运行，对权益市场影响有限	9
二、海外基本面&重要事件	12
（一）货币与财政：美国两党债务上限谈判进展曲折	12
（二）生产与就业：美国工业生产略回升，新增职位回落	13
（三）消费与出行：美国四月零售增速回落，商品消费表现弱于餐饮消费	14
（四）通胀与能源：日本通胀反弹，核心通胀创新高	16
（五）地产：美国成屋销售回落，贷款需求回落	17
（六）库存：美国库存增速回落	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：5月17日，人民币汇率再度破“7”	5
图表 2：1月13日以来在岸、离岸人民币贬值	5
图表 3：本轮债务上限危机发展时间线梳理	5
图表 4：本轮危机，美国主权 CDS 利差明显扩大	6
图表 5：近日鹰派发言不断，加息预期再升温	6
图表 6：今年3月以来中美汇率脱钩	6
图表 7：1月以来人民币兑一篮子货币已进入贬值区间	6
图表 8：人民币参考货币篮子的结构以美欧日为主	6
图表 9：以美英欧为主的 SDR 篮子指数贬值幅度最大	6
图表 10：花旗经济意外指数显示中国复苏超预期放缓	7
图表 11：4月份增速较3月份普遍放缓，地产加速回落	7
图表 12：中国 PMI 及制造业分项大幅回落至 50%以下	7
图表 13：中国4月固定资产投资及其分项的增速下滑	7
图表 14：中美政策利差倒挂处于历史极值	8
图表 15：美元兑人民币汇率与美中利差呈正相关	8
图表 16：国内资本市场的资金持续外流	8
图表 17：资本与金融项目的代客结售汇延续巨额逆差	8

图表 18:	去年 10 月至今, 结汇率持续低于售汇率.....	9
图表 19:	“一带一路”贸易带动跨境人民币结算额增加.....	9
图表 20:	一季度人民币对外贷款额持续增加.....	9
图表 21:	出境旅游人数明显增加.....	9
图表 22:	近期欧洲经济快速走弱.....	10
图表 23:	市场大幅下调日本 YCC 调整的预期.....	10
图表 24:	出口如再度回落或对汇率有所拖累.....	10
图表 25:	近期, 出口少收汇情况愈发突出.....	10
图表 26:	美元兑人民币即期询价成交量快速上升.....	10
图表 27:	短期来看, 结售汇对人民币币值难有支撑.....	10
图表 28:	人民币离、在岸价差未现明显走阔.....	11
图表 29:	远期汇率来看, 人民币贬值预期不强.....	11
图表 30:	本轮人民币贬值, 上证指数未受明显拖累.....	11
图表 31:	近期, 北上资金未现明显流出.....	11
图表 32:	美国财政部账户余额大幅减少.....	12
图表 33:	美国 TGA 账户余额明显低于一般季节性水平.....	12
图表 34:	美国金融条件处于宽松区间.....	12
图表 35:	OFR 金融压力回落.....	12
图表 36:	美国企业债信用利差重新扩大.....	13
图表 37:	美国 TED 利差缩小.....	13
图表 38:	美联储流动性工具量使用量微降.....	13
图表 39:	美联储总资产回落.....	13
图表 40:	美国 4 月工业总产值同环比略回升.....	13
图表 41:	消费品生产回升, 能源产品生产回落.....	13
图表 42:	美国当周初请失业人数 24 万.....	14
图表 43:	持有失业保险人群的失业率 1.2%.....	14
图表 44:	美国新增职位数量降至 68 万个.....	14
图表 45:	教育、环保、其他服务业新增岗位回落较大.....	14
图表 46:	美国费城联储制造业指数 5 月回升.....	14
图表 47:	费城联储指数每周工作时间分项回升.....	14
图表 48:	美国 4 月零售同比回落.....	15
图表 49:	美国商品消费弱于餐饮消费.....	15
图表 50:	美国 4 月消费环比增速。汽油、家电消费回落, 日用、杂货等非耐用品消费改善.....	15
图表 51:	美国红皮书零售增速 1.6%, 前值 1.3%.....	15
图表 52:	美国红皮书零售增速弱于季节性.....	15

图表 53: 英国航班飞行流量强于季节性表现.....	16
图表 54: 德国航班飞行流量强于季节性表现.....	16
图表 55: 美国纽约交通拥堵情况回升.....	16
图表 56: 美国 TSA 安检人数处于近五年高位.....	16
图表 57: 日本 4 月核心 CPI 同比 4.1%	16
图表 58: 日本家具家电、食品类通胀增速韧性较高.....	16
图表 59: 美国 5 月 NAHB 住房市场指数回升.....	17
图表 60: 美国 4 月新屋开工 140 万套, 前值 137 万套.....	17
图表 61: 美国 4 月成屋销售增速回落.....	17
图表 62: 美国 5 月抵押贷款需求回落.....	17
图表 63: 美国 3 月库存增速均回落.....	18
图表 64: 美国 3 月销售库存比略回升.....	18
图表 65: 上周美国原油库存增加 504 万桶.....	18
图表 66: 上周美国战略原油储备减少 242 万桶.....	18
图表 67: 美国原油库存低于 2019 年同期水平.....	18
图表 68: 美国天然气库存处于季节性高位.....	18

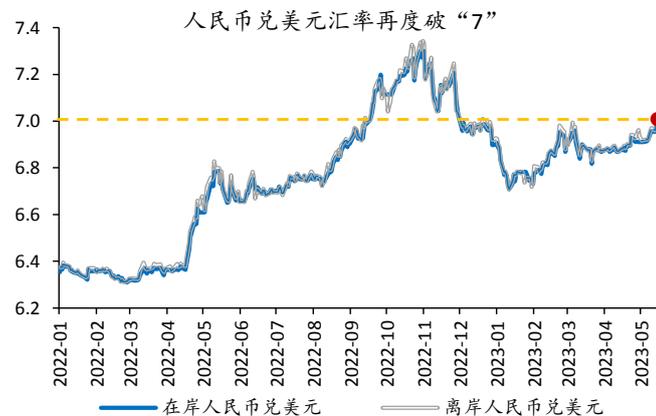
本周，人民币兑美元汇率再度贬破“7”的关口，引发市场的担忧。本轮贬值背后的原因、后续潜在的演绎、资本市场的影响？本文分析，可供参考。

一、热点思考：人民币破“7”，市场影响几何？

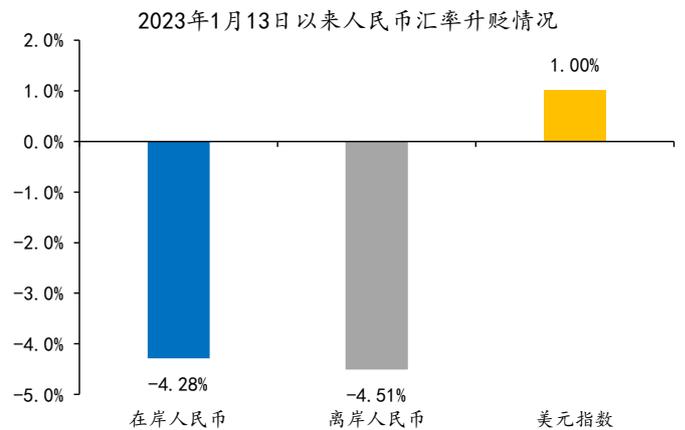
一问：外汇市场近期焦点？时隔半年，人民币汇率再度破“7”

2023年5月17日，离岸人民币汇率时隔半年再度跌破“7”的关口。2022年10月31日以来，人民币汇率先涨后跌，大致可以分为两个阶段：第一阶段，2022年10月31日-2023年1月13日，防疫政策优化后、国内经济预期底部反弹，叠加美联储紧缩预期缓和下美元的快速贬值，在岸、离岸人民币分别升值8.9%、9.4%。第二阶段，2023年1月13日-5月21日，在岸、离岸人民币再度走弱，兑美元分别贬值4.3%、4.5%，双双破“7”。

图表1：5月17日，人民币汇率再度破“7”



图表2：1月13日以来在岸、离岸人民币贬值

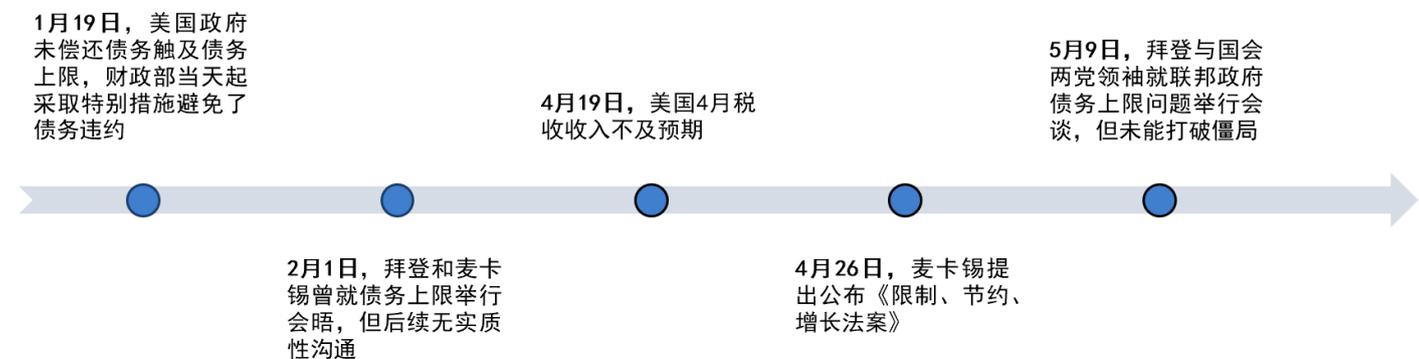


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

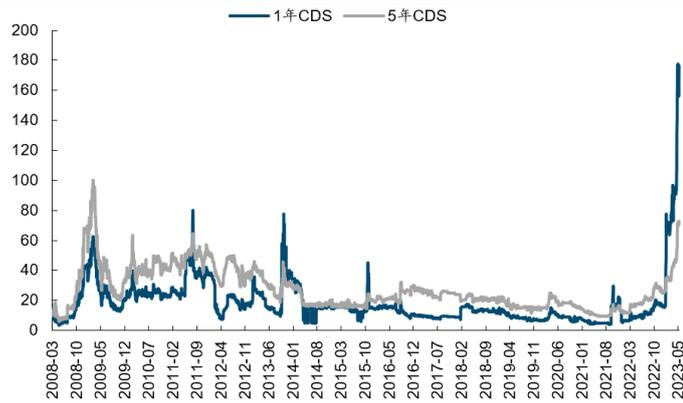
表象上，近期避险情绪与美联储官员放“鹰”下、美元的快速升值，对人民币汇率形成压制。1月19日以来，美国债务上限危机渐行渐近，美国主权CDS利差快速冲高；市场避险情绪升温下，美元等避险资产受益。与此同时，布拉德、鲍曼、杰弗逊、古尔斯比等多位美联储官员接连发表“鹰派”发言、强调通胀率依然高企，市场加息预期也随之不断升温。5月3日至5月18日，市场对美联储6月加息的预期由0%快速升至37.6%，美元指数也随之快速上涨2.2%，对人民币形成明显压制。

图表3：本轮债务上限危机发展时间线梳理



来源：美国财政部，国金证券研究所

图表4: 本轮危机, 美国主权 CDS 利差明显扩大



图表5: 近日鹰派发言不断, 加息预期再升温

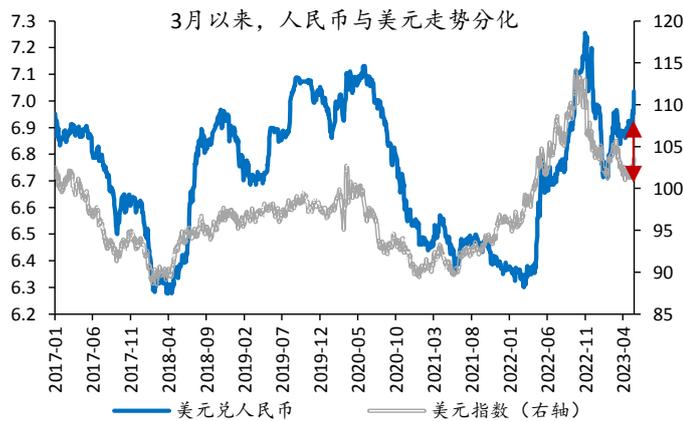


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

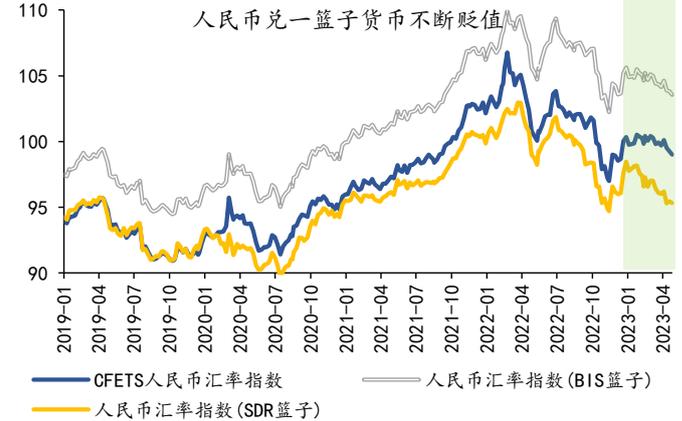
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

实际上, 美元走强的压制, 只是近期人民币快速走弱的“催化剂”; 拉长时间看, 人民币兑一篮子货币自年初以来已在持续贬值。1月13日至今, 人民币兑美元贬值4.3%、而美元指数仅小幅升值1.0%, 人民币贬值幅度远大于美元升值幅度。事实上, 3月9日起, 美元和人民币走势已有分化, 美元贬值、人民币则贬得更深; 截至5月19日, 美元指数、人民币兑美元分别贬值2%、1%。从人民币兑一篮子货币走势来看, 1月13日-5月12日, 参考CFETS篮子、BIS篮子和SDR篮子的人民币汇率分别贬值1.34%、1.95%和3.19%。

图表6: 今年3月以来中美汇率脱钩



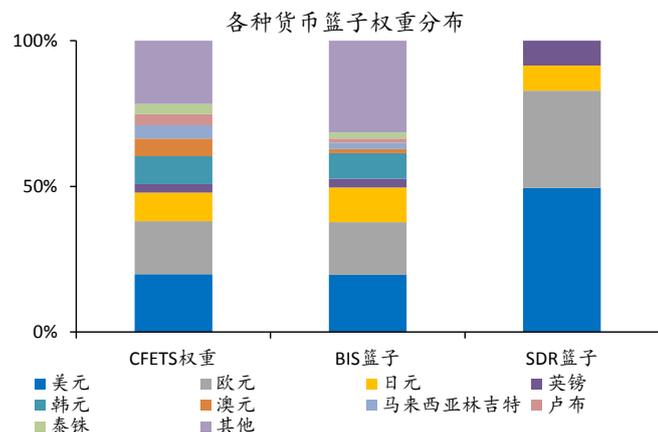
图表7: 1月以来人民币兑一篮子货币已进入贬值区间



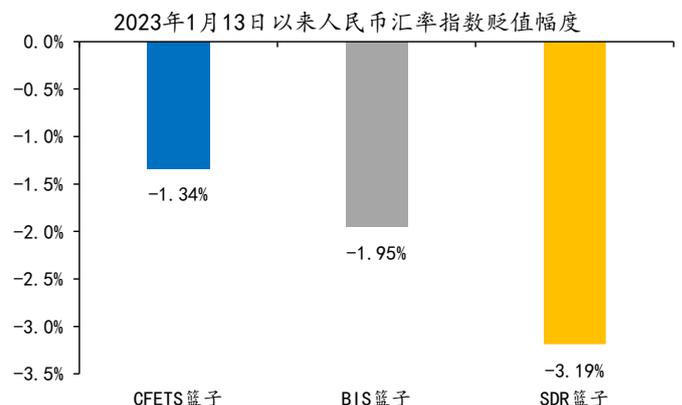
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: OPEC, 国金证券研究所

图表8: 人民币参考货币篮子的结构以美欧日为主



图表9: 以美英欧为主的 SDR 篮子指数贬值幅度最大



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

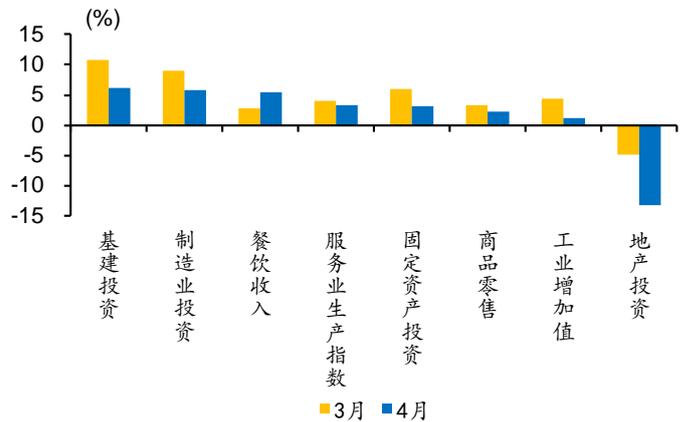
二问：人民币汇率为何再度转弱？经济复苏不及预期、中美利差倒挂走深

本轮经济复苏不及预期是近期人民币汇率偏弱运行的主要原因。4月以来，中国疫后修复速度放缓，经济产需大多边际走弱；花旗中国经济意外指数从5月1日的134点高位快速回落至5月18日的24点，经济预期出现下修。具体而言，5月4日PMI跌破50%荣枯线，5月中旬出口、通胀、货币金融数据回落；5月16日经济数据的低预期更进一步冲击了市场情绪，地产、基建投资和商品消费均在走弱，两年复合同比分别为-13.2%、6.1%和2.3%。

图表10：花旗经济意外指数显示中国复苏超预期放缓



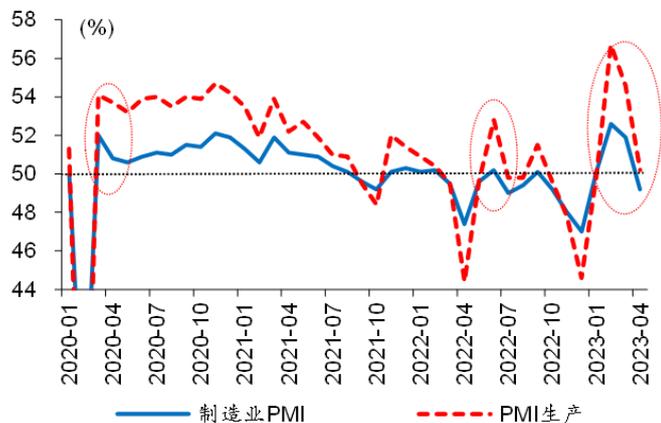
图表11：4月份增速较3月份普遍放缓，地产加速回落



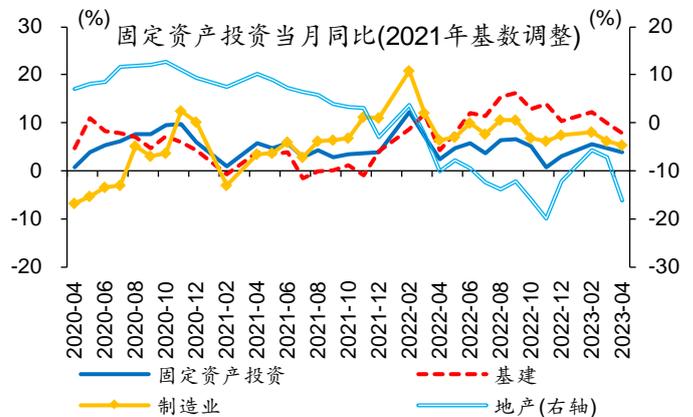
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：中国PMI及制造业分项大幅回落至50%以下



图表13：中国4月固定资产投资及其分项的增速下滑

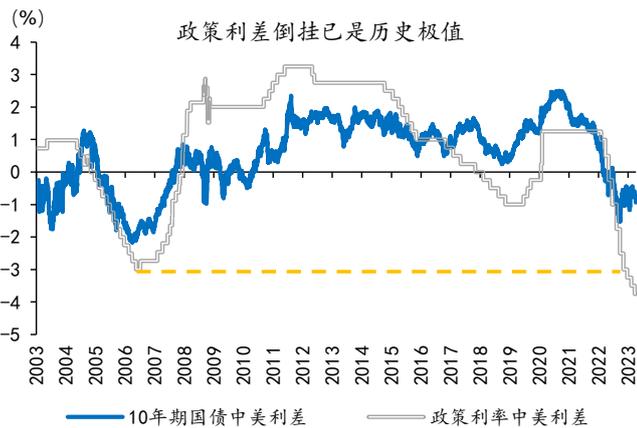


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

经济相对弱势、通胀不及预期，国内降息预期走强；中美利差倒挂再度加深，国内债市资金持续外流。美联储5月4日加息25bp后，中美政策利差倒挂程度已达历史极值。而国内经济数据、通胀数据不及预期，则带来降息预期的升温；截至5月19日，10年期国债利率下行至2.72%，中美利差倒挂幅度由1月13日的0.6%走深至1.0%。利差倒挂，引发国内资本市场资金持续流出，资本外流也进一步加剧了人民币贬值。1-4月，债券市场合计净流出2295亿元；从资本与金融项目代客结售汇来看，2-4月的逆差也高达2916亿元。

图表14: 中美政策利差倒挂处于历史极值



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 美元兑人民币汇率与中美利差呈正相关



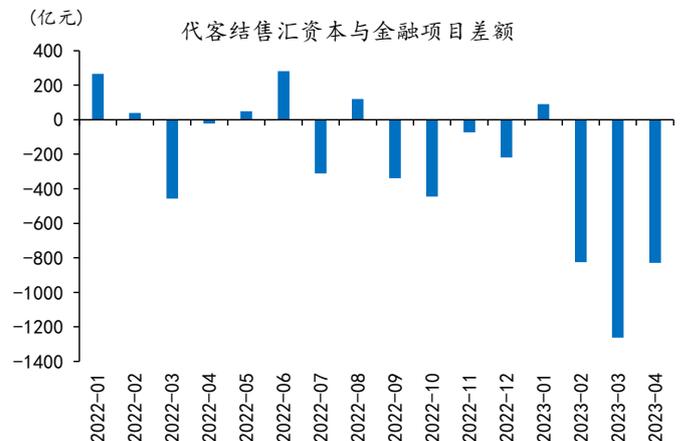
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 国内资本市场的资金持续外流



来源: Wind, 国金证券研究所

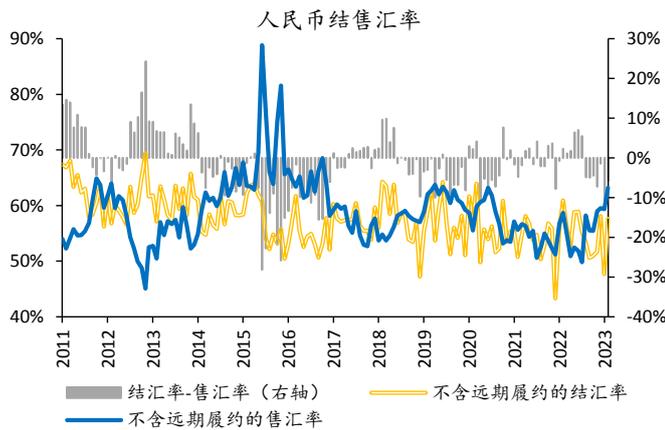
图表17: 资本与金融项目的代客结售汇延续巨额逆差



来源: Wind, 国金证券研究所

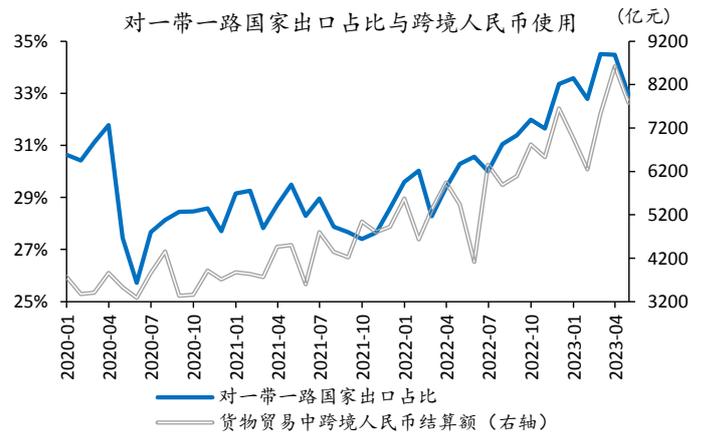
经常项目顺差对人民币汇率的支撑也相对有限;或因出境游带动下的售汇增加、人民币贸易结算下的结汇减少。年初以来,我国贸易顺差 2942 亿美元,但经常项目的结售汇差额仅为 322 亿美元。一方面,疫情防控放开以来,我国出境游客数明显增加、换汇需求抬升,不含远期履约的售汇率由 2022 年 12 月的 55.5%快速升至 63.2%。另一方面,我国对欧美国家出口偏弱,“一带一路”国家对出口的贡献明显上升、占比已超 30%。部分“一带一路”国家贷入人民币、支付进口货款,导致跨境贸易人民币业务结算额 1 月至 4 月间大幅增长 23.8%;而人民币的“外循环”,并不会形成结汇的需求。

图表18: 去年10月至今, 结汇率持续低于售汇率



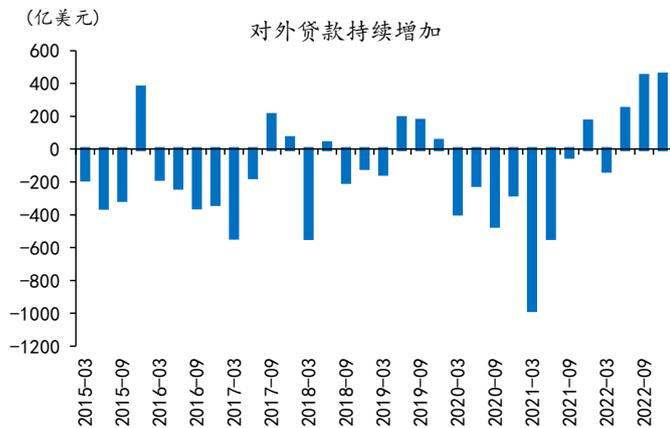
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: “一带一路”贸易带动跨境人民币结算额增加



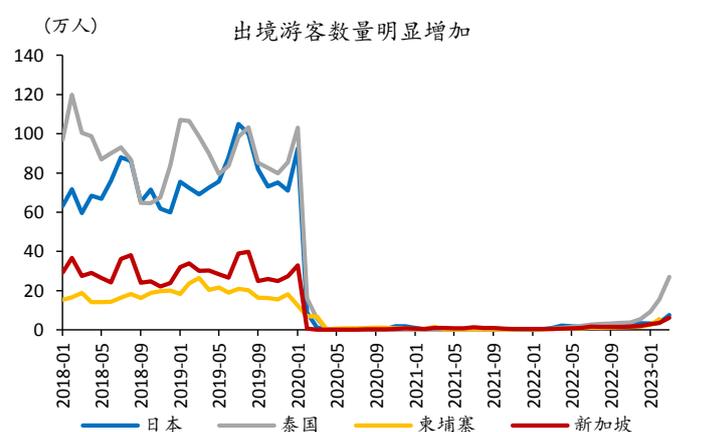
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 一季度人民币对外贷款额持续增加



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 出境旅游人数明显增加



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

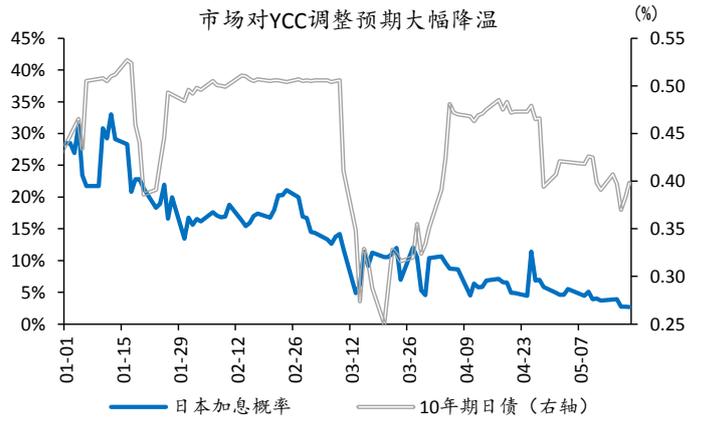
三问：人民币转弱需要担忧吗？短期或仍偏弱运行，对权益市场影响有限

欧元区经济再度走弱、日央行货币政策维持宽松；美元短期或有支撑，对人民币的压制仍在。4月欧元区制造业PMI回落至45.8%，低于市场预期的47.1%；CPI环比增长0.6%，也低于市场预期的0.7%。花旗欧洲经济意外指数由4月底的15.2快速走弱至5月18日的-27.4，欧元兑美元快速贬值。与此同时，日央行新行长植田和男多次进行维持货币政策宽松的发言，也使得市场此前期盼的YCC调整预期大幅下修；10年期日债利率持续在0.5%以下波动，日元兑美元也再度贬值。欧元、日元的走弱，叠加避险情绪、美联储加息预期的升温，短期美元强势或有延续。强势美元，对人民币的压制仍在。

图表22: 近期欧洲经济快速走弱



图表23: 市场大幅下调日本 YCC 调整的预期

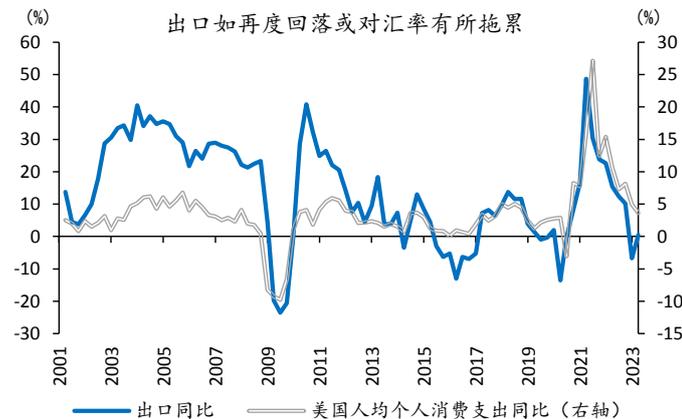


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

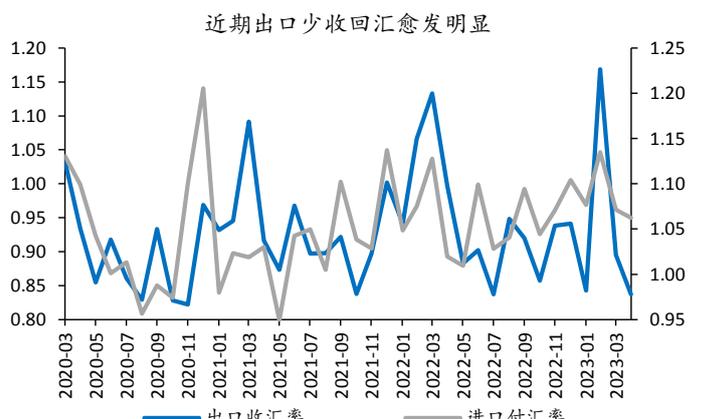
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

短期来看, 外汇市场上结售汇的供求变化对人民币也难有支撑。一方面, 出境游的快速升温、中美利差倒挂下的资金外流, 均会带来售汇规模的增加; 近期美元兑人民币即期询价成交量已在快速上升。另一方面, 欧美经济延续下行, 美国人均个人消费支出持续回落, 我国对发达国家出口仍有下滑风险; 而近期伴随沙特、巴西、阿根廷等国人民币贸易结算协议的陆续达成, “一带一路”部分国家贸易增长对人民币汇率的拉动也仍待观察。

图表24: 出口如再度回落或对汇率有所拖累



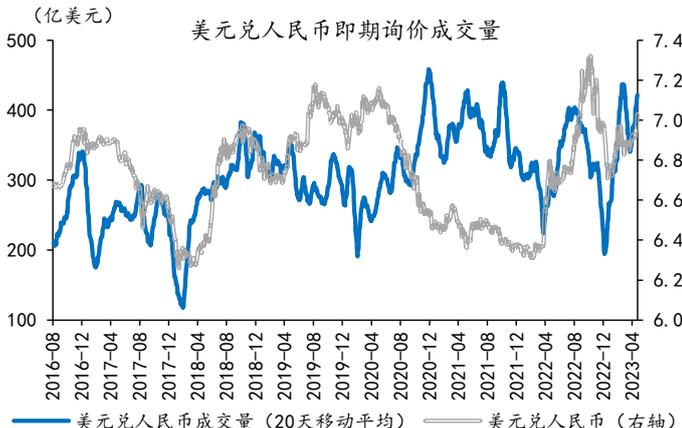
图表25: 近期, 出口少收汇情况愈发突出



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 美元兑人民币即期询价成交量快速上升



图表27: 短期来看, 结售汇对人民币币值难有支撑

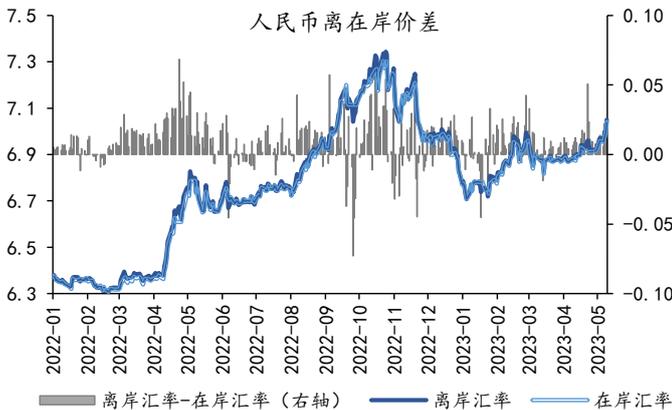


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

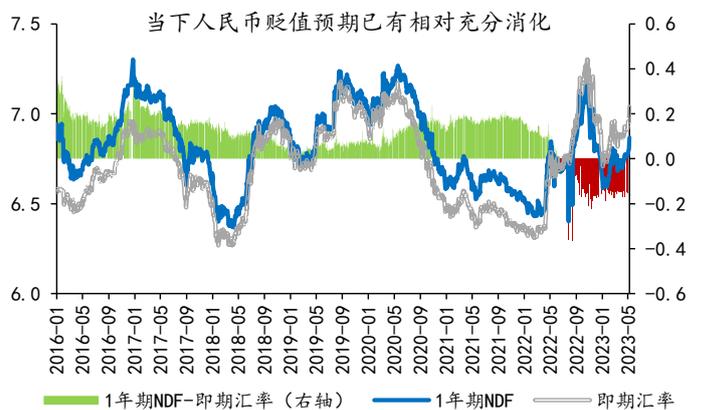
当前，市场贬值预期并不强，国内经济弱复苏的背景下，趋势性贬值或难出现；北上资金相对稳定，短期贬值对权益市场冲击有限。截至5月19日，人民币离、在岸价差仅为0.02，1年期NDF汇率为6.86，市场对人民币短期贬值预期不强；叠加5月18日中国外汇市场指导委员会会议对市场预期的稳定、与国内经济的弱复苏趋势，汇率难有“大起大落”。相对稳定的市场预期，弱化了贬值对市场的冲击；5月以来，人民币贬值背景下北上资金净流入75亿，对股指未现拖累。

图表28：人民币离、在岸价差未明显走阔



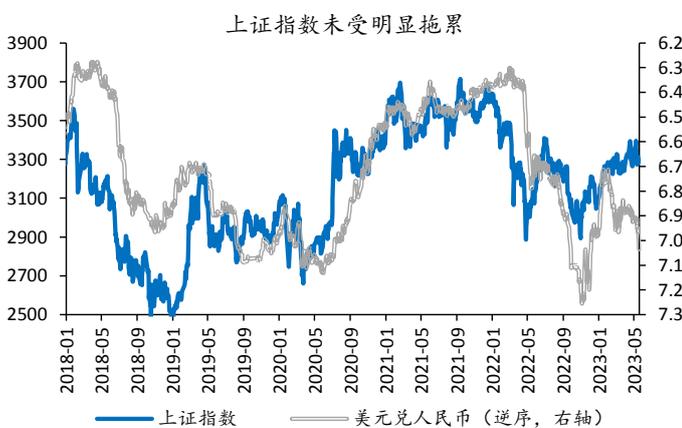
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表29：远期汇率来看，人民币贬值预期不强



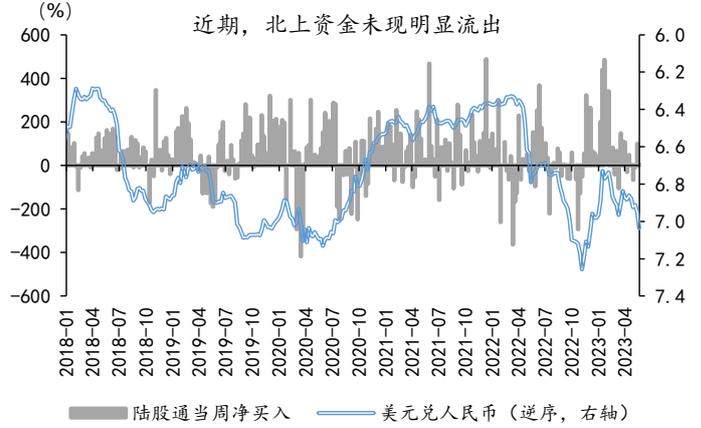
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表30：本轮人民币贬值，上证指数未受明显拖累



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：近期，北上资金未现明显流出



来源：Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 5月17日，离岸人民币再度跌破“7”的关口；年初以来人民币已在持续贬值，近期美元走强加速了破“7”的过程。近期，避险情绪升温、叠加美联储官员放“鹰”，美元快速升值，对人民币汇率形成压制。拉长时间看，人民币贬值的趋势年初已经形成；1月13日以来，人民币兑美元贬值4.3%、而美元指数仅小幅升值1.0%。从兑一篮子货币走势来看，截至5月12日，参考SDR篮子的人民币汇率大幅贬值3.2%。
- 2) 经济复苏不及预期是近期人民币贬值的主要原因；中美利差倒挂加深下、资金的持续外流也有影响。第一，5月以来，疫后修复放缓、经济预期下修，花旗中国经济意外指数从5月1日的134点快速回落至24点。第二，国内降息预期升温，中美利差倒挂幅度由1月13日的0.6%走深至1.0%；利差压制下，债市外资持续流出，前4月外流2295亿。第三，出境游带动下售汇增加、人民币贸易结算下结汇减少，年初至今经常项目顺差仅322亿美元，对人民币汇率的支撑作用相对有限。
- 3) 短期来看，美元相对强势、中美利差倒挂延续、结售汇顺差减少，人民币表现仍受压

制。第一，欧元区经济走弱、日央行货币政策维系宽松，欧元、日元仍趋走弱；叠加避险情绪、美联储加息预期升温，短期美元强势或有延续。第二，中美利差倒挂，债市资金或仍有外流。第三，出境游带来售汇规模快速增加，而欧美经济下行对出口或有拖累；此外，人民币贸易结算推广下，“一带一路”部分国家出口增长对人民币汇率的拉动也仍待观察。

4) 市场贬值预期并不强，国内经济弱复苏的背景下，趋势性贬值或难出现；北上资金相对稳定，短期贬值对权益市场冲击有限。截至5月19日，人民币离、在岸价差仅为0.02，1年期NDF汇率为6.86，市场对人民币短期贬值预期不强；叠加5月18日央行会议对市场预期的稳定、与国内经济弱复苏趋势，汇率难有“大起大落”。稳定的市场预期，弱化了贬值对市场的冲击；5月以来人民币贬值背景下北上资金流入75亿，对股指未现拖累。

二、海外基本面&重要事件

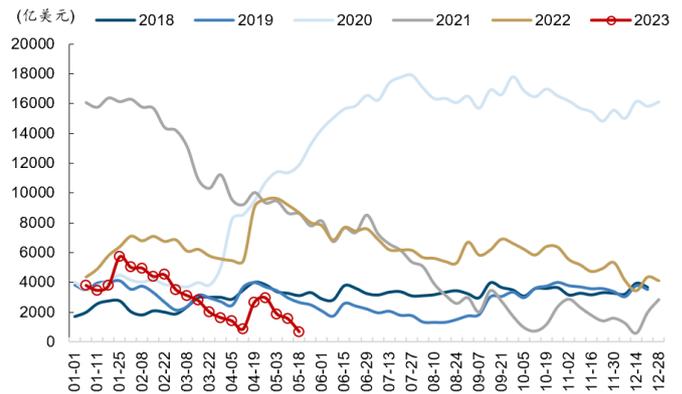
(一) 货币与财政：美国两党债务上限谈判进展曲折

美国两党债务上限谈判进展曲折。截至本周五(5月19日)，美国两党针对债务问题的谈判仍未取得明显进展，周二白宫与共和党均表示对谈判前景乐观，但至周五，双方在削减开支的问题上仍存在分歧，谈判无果而终。另一方面，美国财政部资金余额大幅减少，截至5月17日，TGA账户余额大幅减少至683亿，明显低于季节性水平。美国主要流动性指标仍处于宽松区间，但银行业对美联储流动性工具的需求量仍然较大。

图表32：美国财政部账户余额大幅减少



图表33：美国TGA账户余额明显低于一般季节性水平



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表34：美国金融条件处于宽松区间



图表35：OFR金融压力回落



来源：Wind、国金证券研究所

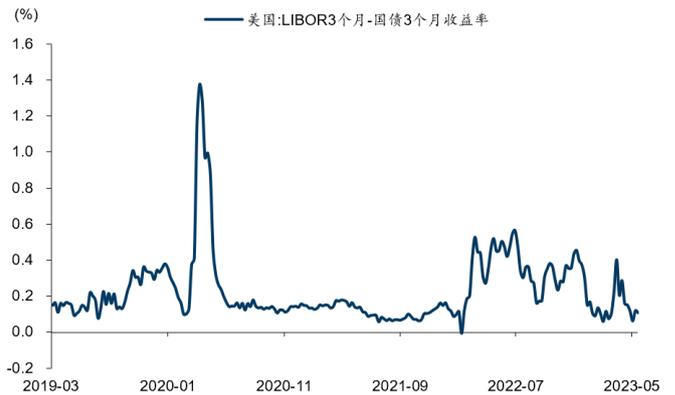
来源：Wind、国金证券研究所

图表36: 美国企业债信用利差重新扩大



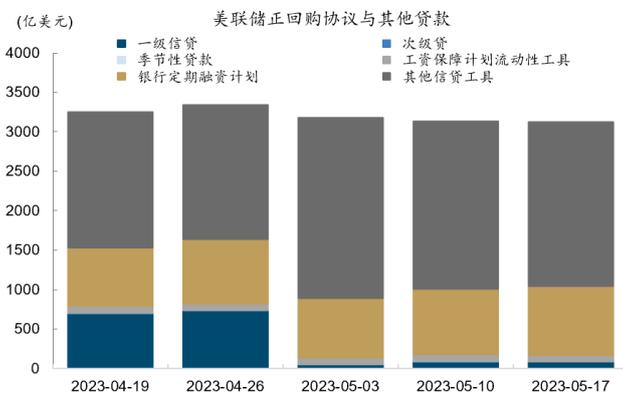
来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 美国 TED 利差缩小



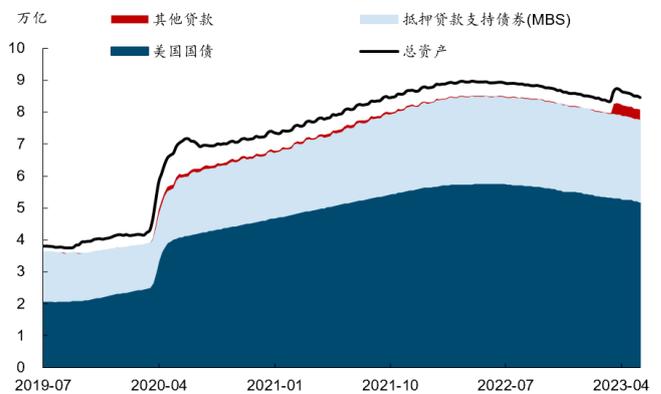
来源: Wind、国金证券研究所

图表38: 美联储流动性工具量使用量微降



来源: Fred、国金证券研究所

图表39: 美联储总资产回落

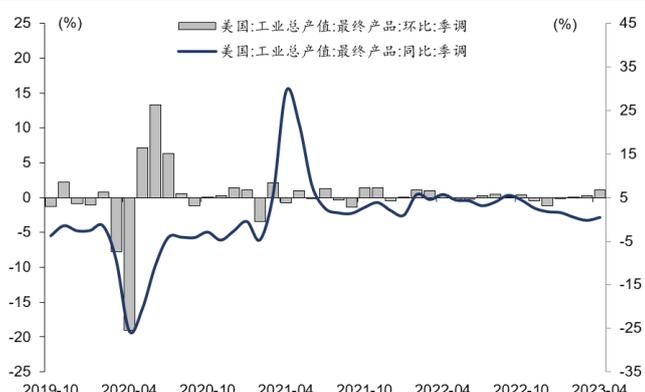


来源: Fred、国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国工业生产略回升, 新增职位回落

美国工业生产略回升, 新增职位回落。美国 4 月工业生产总产值同比 0.4%, 前值-0.3%。环比 1%, 前值 0.3%。消费品生产回升, 能源产品生产回落。美国当周初请失业人数 24 万人, 前值 26 万; 持有失业保险人群的失业率 1.2%, 美国 5 月 8 日当周新增职位数量降至 68 万, 前值 252 万, 其中教育、环保、其他服务业新增岗位回落较大。

图表40: 美国 4 月工业总产值同环比略回升



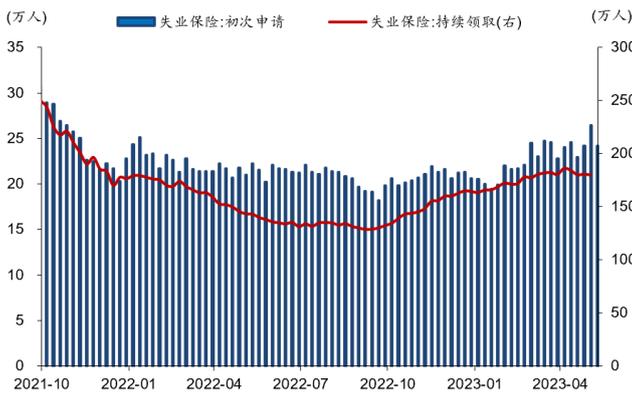
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表41: 消费品生产回升, 能源产品生产回落



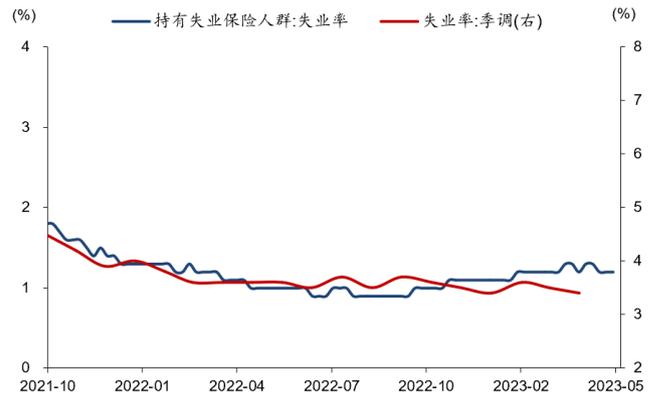
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表42: 美国当周初请失业人数 24 万



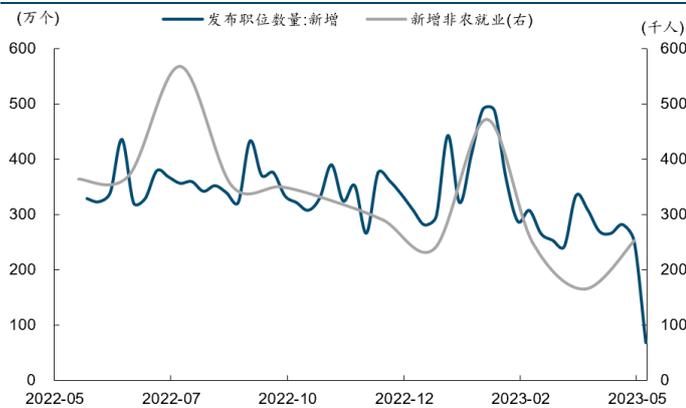
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表43: 持有失业保险人群的失业率 1.2%



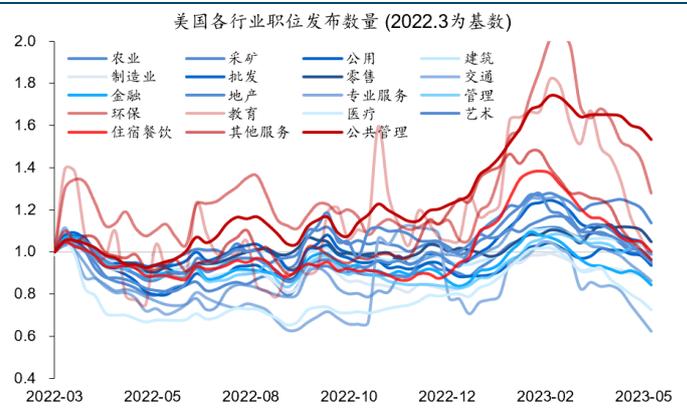
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表44: 美国新增职位数量降至 68 万个



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表45: 教育、环保、其他服务业新增岗位回落较大



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表46: 美国费城联储制造业指数 5 月回升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表47: 费城联储指数每周工作时间分项回升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国四月零售增速回落, 商品消费表现弱于餐饮消费

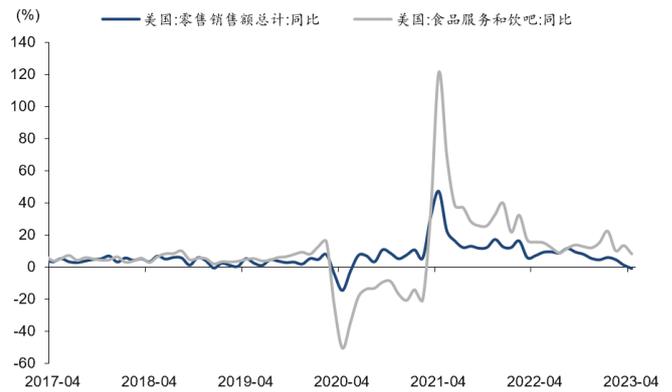
美国四月零售增速回落, 商品消费表现弱于餐饮消费。4 月零售销售额同比 0.2%, 前值 2.6%, 环比 0.4%, 前值-0.7%。商品消费同比增速-1%, 餐饮消费同比 8.3%, 汽油、家电消费回落, 日用、杂货等非耐用品消费改善。5 月 13 日当周, 美国红皮书零售增速 1.6%, 前值 1.3%。欧美航班出行情况延续回升, 纽约拥堵指数延续上升。

图表48: 美国4月零售同比回落



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表49: 美国商品消费弱于餐饮消费



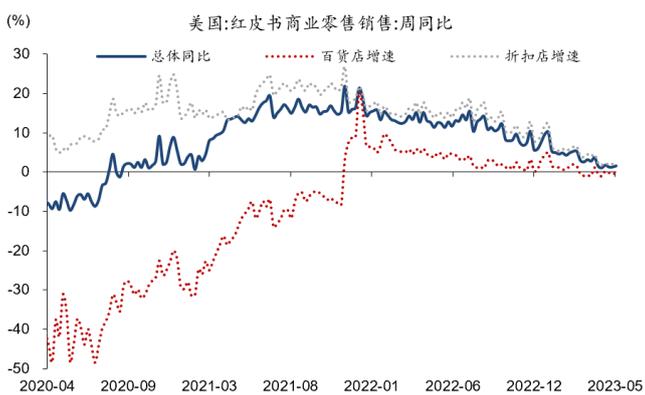
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表50: 美国4月消费环比增速。汽油、家电消费回落, 日用、杂货等非耐用品消费改善

美国消费环比增速	月度变化	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
零售和食品服务总计	↑ 1.11	0.42	-0.69	-0.66	2.80	-0.72	-1.31	1.05	-0.02	0.70	-0.50
零售总计	↑ 1.24	0.40	-0.84	-0.42	2.49	-0.77	-1.48	0.98	-0.12	0.50	-0.56
机动车辆及零部件	↑ 1.84	0.40	-1.44	-1.12	6.77	-1.70	-2.19	1.38	-0.26	3.34	-2.38
家具和家用装饰	↑ 1.34	-0.69	-2.03	-6.51	10.15	-1.85	-2.38	1.57	-1.07	0.50	-0.68
电子和家用电器	↓ -0.18	-0.53	-0.35	-0.18	12.36	-0.59	-11.76	-0.37	-0.05	-0.53	0.47
建筑材料、园林设备及物料	↑ 4.27	0.52	-3.75	0.15	0.38	0.80	-3.35	1.18	-0.42	1.39	0.58
食品和饮料店	↑ 0.12	-0.16	-0.28	0.43	-0.47	-0.47	0.38	1.24	0.76	0.65	-0.01
保健和个人护理	↑ 0.50	0.87	0.37	1.61	4.54	-3.28	0.61	0.08	0.91	0.22	0.38
加油站	↓ -0.09	-0.80	-0.71	-1.78	-0.37	-5.59	-2.26	3.81	-4.23	-6.14	-2.37
服装及服装配饰	↑ 1.12	-0.29	-1.41	-2.47	3.55	-0.52	-0.49	0.10	0.51	1.36	-1.13
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -2.63	-3.28	-0.65	-1.37	0.80	0.31	-0.92	0.94	0.08	0.12	1.09
日用品商场	↑ 1.85	0.91	-0.94	-0.09	1.91	0.08	-0.01	-0.37	0.95	0.61	-0.52
杂货店零售业	↑ 2.95	2.41	-0.54	-1.99	5.97	0.35	-2.87	-0.38	-0.58	0.63	-1.37
食品服务和饮吧	↑ 0.24	0.57	0.33	-2.26	4.95	-0.37	-0.14	1.52	0.69	2.18	-0.10

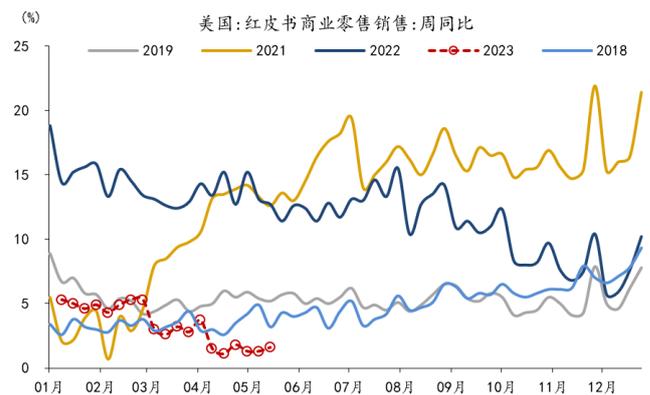
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表51: 美国红皮书零售增速 1.6%, 前值 1.3%



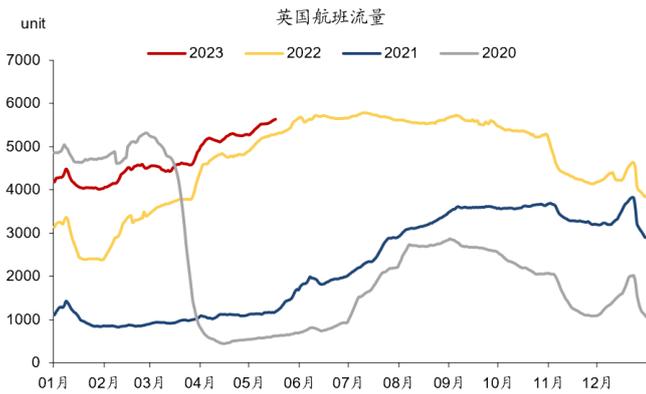
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表52: 美国红皮书零售增速弱于季节性



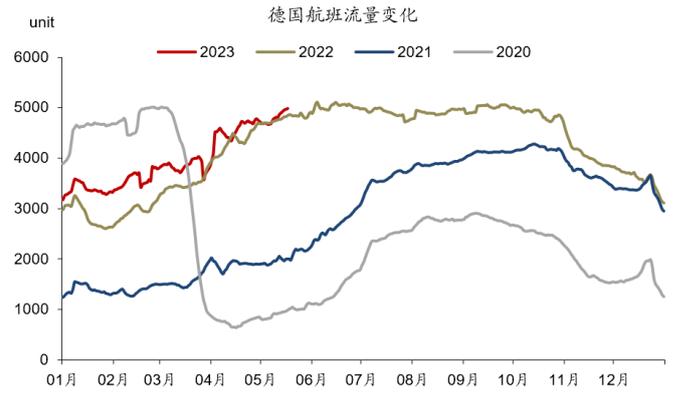
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表53: 英国航班飞行流量强于季节性表现



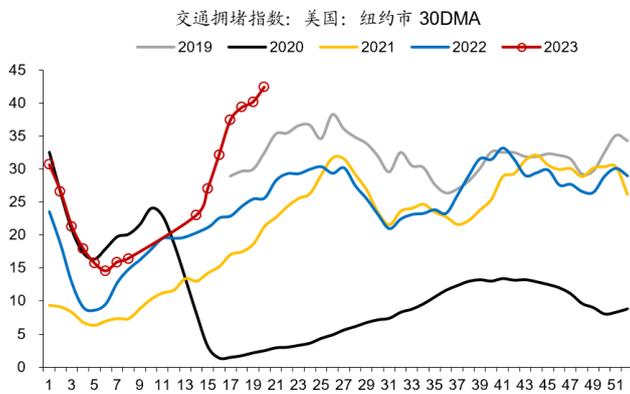
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表54: 德国航班飞行流量强于季节性表现



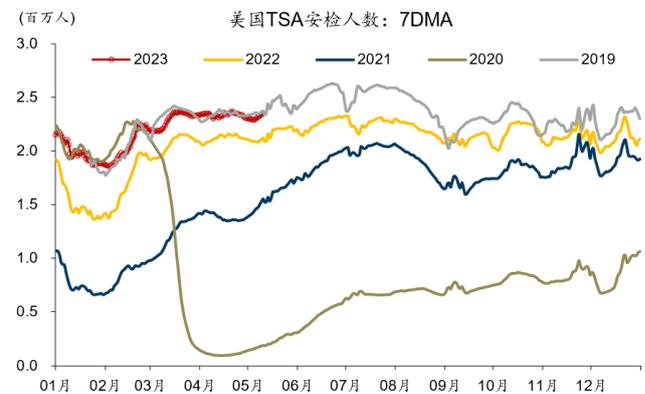
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表55: 美国纽约交通拥堵情况回升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表56: 美国 TSA 安检人数处于近五年高位



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 日本通胀反弹, 核心通胀创新高

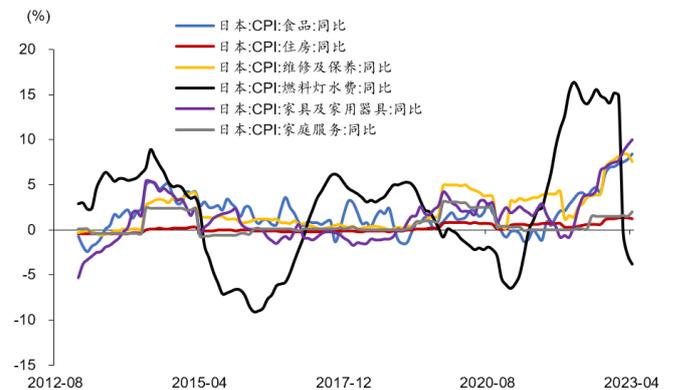
日本通胀反弹, 核心通胀创新高。日本 4 月 CPI 同比 3.5%, 前值 3.2%, 剔除新鲜食品及能源的核心 CPI 同比 4.1%, 前值 3.8%, 创 2005 年以来新高。与欧美相反, 日本商品通胀粘性高于服务通胀, 4 月商品同比增速 5.1%, 前值 4.8%; 服务项同比 1.7%, 前值 1.5%。商品项中, 家具家电、食品类通胀增速韧性较高, 4 月增速分别为 10%、8.4%。

图表57: 日本 4 月核心 CPI 同比 4.1%



来源: Wind、国金证券研究所

图表58: 日本家具家电、食品类通胀增速韧性较高

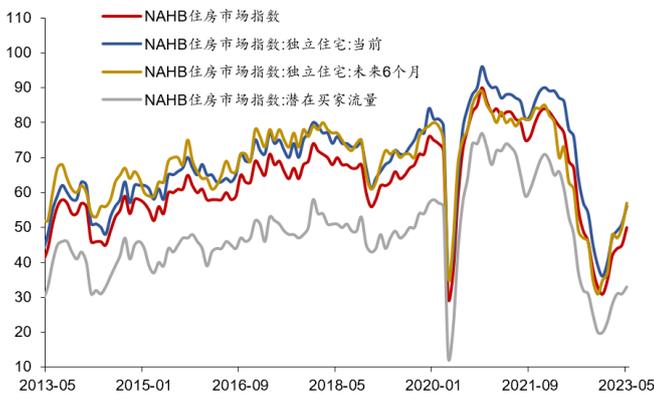


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 地产：美国成屋销售回落，贷款需求回落

美国成屋销售回落，贷款需求回落。美国5月NAHB住房市场指数50，前值45，4月新屋开工折年140万套，前值137万套，同比增速回落至-22%；4月已获批新建住宅折年142万套，前值144万套，同比-21%。4月成屋销售折年428万套，前值443万套，同比增速均回落。5月抵押贷款利率反弹，贷款需求下降，住房销售可能将受抑制。

图表59：美国5月NAHB住房市场指数回升



图表60：美国4月新屋开工140万套，前值137万套



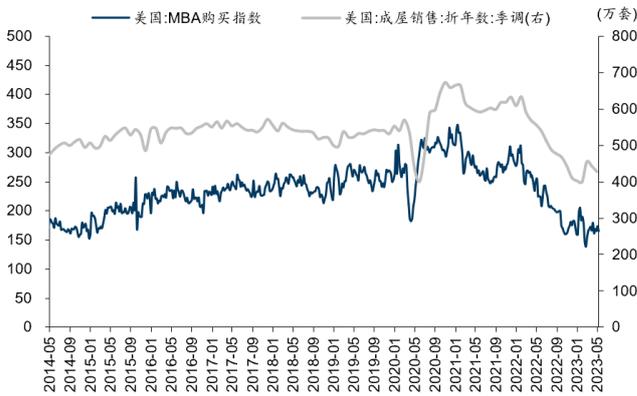
来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表61：美国4月成屋销售增速回落



图表62：美国5月抵押贷款需求回落



来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

(六) 库存：美国库存增速回落

美国库存周期回落。3月美国制造业库存同比2%，批发商库存同比9%，零售商库存同比8%，增速均回落。3月销售库存比略回升，销售库存比领先工业生产。上周美国原油库存增加504万桶，前值295万桶。原油库存量升至4.7亿桶，低于2019年同期水平；战略原油储备减少242万桶，存量降至3.6亿桶。美国天然气库存处于同期较高位置。

图表63: 美国3月库存增速均回落



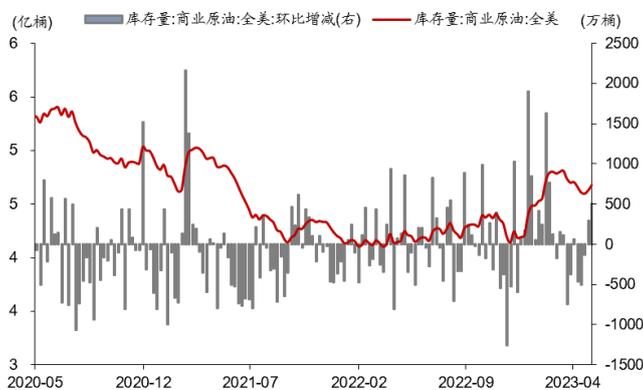
来源: Wind、国金证券研究所

图表64: 美国3月销售库存比略回升



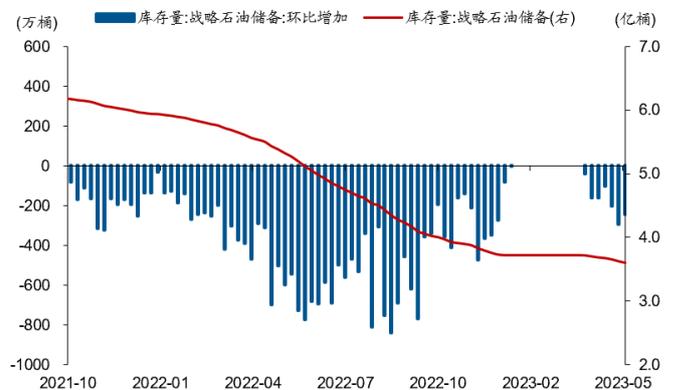
来源: Wind、国金证券研究所

图表65: 上周美国原油库存增加504万桶



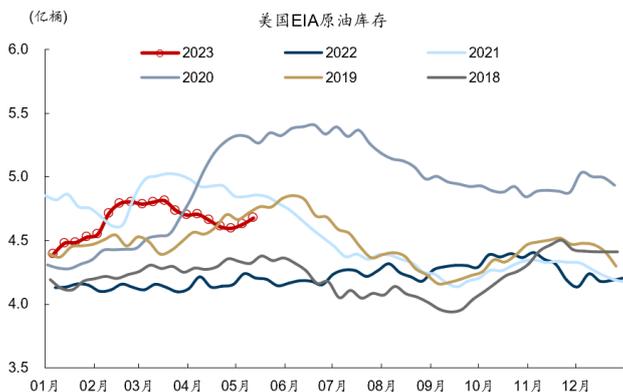
来源: Wind、国金证券研究所

图表66: 上周美国战略原油储备减少242万桶



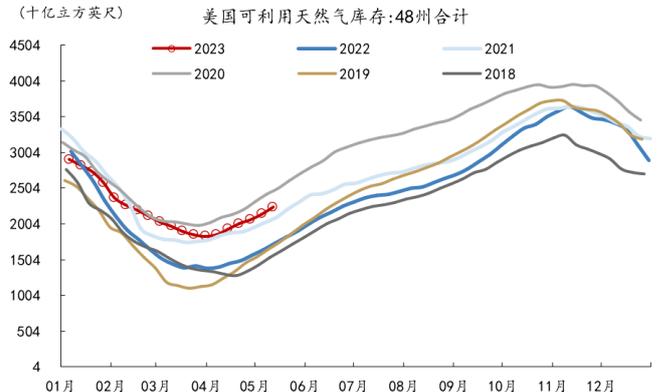
来源: Wind、国金证券研究所

图表67: 美国原油库存低于2019年同期水平



来源: Wind、国金证券研究所

图表68: 美国天然气库存处于季节性高位



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806