

## 人民币汇率承压，美国债务风险逼近

### 摘要

#### ● 一周大事记

**国内：利率原地踏步，人民币汇率引发关注。** 5月22日，5月1年期和5年期LPR维持在3.65%和4.30%不变，我国利率水平已处于历史低位，下调的空间不大，并且在银行业净息差普遍偏低的背景下，在降息问题上可能需要保持谨慎，短期利率调降的概率不大；同日，基本养老金水平上调3.8%，主要因为养老金支付压力增大，同时需要作为第三支柱的个人养老金进行补充，未来个人养老金相关产品有望持续扩容；同日，商务部数据显示，1-4月，我国对外非金融类直接投资同比增长26.6%，对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资同比增长9%，保持增长态势。后续我国同“一带一路”沿线国家的合作有望继续加强，尤其是在交通、石油化工、电力等方面；5月以来人民币持续走贬，美元兑人民币汇率再度破“7”，主因市场对中国经济复苏、联储年内降息的预期减弱。若汇率持续非理性贬值，央行或有所行动。中期来看，随着后续美国加息进入尾声，美元指数或逐步回落，加之中美利差收窄，人民币汇率并不具备趋势性贬值基础。

**海外：美国债务谈判仍在继续，欧洲经济数据走弱。** 当地时间22日，拜登与麦卡锡会面讨论债务上限问题富有成果，但尚未达成协议，如果两党持续对峙，或者短期推迟谈判，可能导致风险资产价格下降，避险资产价格上升，美国短期国债收益率上行等；欧元区5月制造业PMI初值为44.6%，服务业PMI初值为55.9%，制造业、服务业仍呈分化走势。预计欧洲央行在6月份继续加息，欧元区下半年的缩表规模将明显增加，或进一步紧缩欧元区的信贷压力；英国4月CPI同比回落至8.7%，但连续三个月超预期。整体来看，英国通胀虽持续回落，但仍具有韧性，尤其是服务通胀，可能导致英国央行在6月份继续加息，英国金融环境或进一步收紧；一季度，美国年化实际GDP上修0.2个百分点至1.3%，略高于预期，核心PCE物价指数年化修正值上修。美联储会议纪要显示价格压力可能比预期更持久，信贷收缩影响目前还早，债务上限谈判也带来不确定性。在联储快速加息下，经济动能正在减弱，消费可持续性不足，经济“软着陆”概率下降，且通胀显现韧性，预计美联储仍将加息一次。

● **高频数据：**上游：本周布伦特原油现货均价周环比上升0.90%，铁矿石、阴极铜期货结算价周环比分别下降3.48%和1.13%；中游：螺纹钢价格和水泥价格指数周环比分别下降1.88%和1.45%，秦皇岛动力煤平仓均价周环比下降3.56%；下游：房地产销售周环比下降10.4%，汽车零售表现回落；物价：蔬菜价格周环比小幅下降，猪肉价格周环比持平。

● **下周重点关注：**欧元区5月经济景气指数、日本4月失业率、美国5月咨商会消费者信心指数（周二）；中国5月官方PMI、法国一季度GDP、德国5月失业率、CPI（周三）；中国5月财新PMI、欧元区4月失业率、德国4月零售销售、欧洲央行5月货币政策会议纪要、美国5月剔除PMI、美联储经济状况褐皮书（周四）；美国5月失业率、非农就业人口变化（周五）。

● **风险提示：**国内经济复苏动力不足，海外经济预期将进一步衰退。

### 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-57631106

邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦

执业证号：S1250522090001

电话：010-57631299

邮箱：wangm@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏

执业证号：S1250523030002

电话：010-55758502

邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 蓄力前行，识变应变——复苏二阶段的变奏与政策展望（2023-05-26）
2. 财政加大重点领域支出，海外数据表现分化（2023-05-21）
3. 如何从美国当下的信号，看未来的变化？（2023-05-18）
4. 复苏动能减弱，未来待政策效果显现（2023-05-17）
5. 重磅会议布局人才红利，美国债务僵局难解（2023-05-12）
6. 本轮通胀磨底还需多久？——4月通胀数据点评（2023-05-12）
7. 弱复苏下，居民信心仍待改善——4月社融数据点评（2023-05-12）
8. 商品表现分化，内外需都有所指向——4月贸易数据点评（2023-05-10）
9. 假期消费反弹明显，海外衰退预期引资产波动（2023-05-07）
10. 倒春寒来临，复苏的持续性如何？——4月PMI数据点评（2023-05-02）

## 目 录

<b>1 一周大事记</b> .....	<b>1</b>
1.1 国内：利率原地踏步，人民币汇率引发关注.....	1
1.2 海外：美国债务谈判仍在继续，欧洲经济数据走弱.....	2
<b>2 国内高频数据</b> .....	<b>4</b>
2.1 上游：原油价格周环比上升，铁矿石、阴极铜价格周环比下降.....	4
2.2 中游：螺纹钢、水泥、动力煤价格周环比下降.....	5
2.3 下游：房地产销售周环比下降，汽车零售表现回落.....	6
2.4 物价：蔬菜价格周环比小幅下降，猪肉价格周环比持平.....	7
<b>3 下周重点关注</b> .....	<b>7</b>

## 1 一周大事记

### 1.1 国内：利率原地踏步，人民币汇率引发关注

**LPR 利率维持不变，短期内降息概率仍较小。**5月22日，全国银行间同业拆借中心公布的5月LPR显示，1年期LPR报3.65%，5年期以上LPR报4.30%，与上月保持一致，LPR利率自2022年8月以来连续10个月处于相同水平。LPR报价=MLF利率+加点，LPR利率保持不变主要因为当月政策操作利率（MLF利率）未做调整。5月以来，1年期商业银行同业存单到期收益率（AAA）波动下行，截至5月19日，该利率录得2.46%，截至5月19日，股份制银行和国有银行同业存单发行利率也降至2.50%和2.46%，均低于当前的MLF利率，市场流动性较为宽裕。4月M2同比增速为12.4%，虽较上月有所下滑，但仍高于当月社会融资规模存量同比增速10.0%。从央行一季度货币政策执行报告来看，央行对于货币政策的定调为“稳健的货币政策要精准有力”，新增提出了“总量适度，节奏平稳”，另外还在专栏中提到“合理把握利率水平”，可采取“缩减原则”。此外，近期银行净息差下行幅度偏大，据国家金融监督管理总局近期发布的数据显示，2023年一季度，商业银行净息差进一步收窄至1.74%，较去年底下行17个基点，国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为1.69%、1.83%、1.63%和1.85%，较去年底分别大幅下行21bp、16bp、4bp、25bp。目前，我国利率水平已处于历史低位，除非面临超预期冲击，利率下调的空间不大，并且在银行业净息差普遍偏低的背景下，进一步降低贷款利率可能会对我国商业银行带来更大的压力和风险，因此在降息问题上可能需要保持谨慎，短期利率调降的概率不大。

**基本养老金再迎上调，个人养老金业务有望高速发展。**5月22日，人社部、财政部发布通知，上调基本养老金水平3.8%，实现19连增，但上调幅度环比回落0.2个百分点，呈现出放缓态势。据人社部相关负责人介绍，这次调整继续采取定额调整、挂钩调整与适当倾斜相结合的调整办法，定额调整体现社会公平，同一地区各类退休人员调整标准一致，挂钩调整体现“多缴多得”“长缴多得”。基本养老保险依然是养老保险体系中的最大支柱。人社部表示，截至2022年末，全国基本养老保险参保人数达10.5亿，同比增加2430万人。2022年全年社会保险基金收入7.1万亿元，支出6.6万亿元，年底累计结余7.4万亿元。上调养老金水平主要是因为养老金支付压力增大，2022年的退休人口数量正对应新中国成立以来的第二个出生高峰的起始年份1962年（按60岁退休计算），退休人群规模扩大，增添养老金支出压力，因此需要增加养老金的收入。但本轮上调的幅度较去年边际放缓，一方面是除基本养老金外，个人养老金开始启动，于去年11月在36个城市或地区先行实施，截至2023年2月底，个人养老金参加人数接近3000万户，其中900万户入金，合计入金规模接近200亿元。对基本养老保险形成贡献，但规模依然较小。另一方面是在今年青年失业率高居不下的情况下，养老金的缴纳水平的调整需要兼顾青年人的工资收入增长和养老待遇增长的关系，否则青年人的生活压力加大，不利于促进国内消费。由于老龄化和少子化，我国面临着养老金缺口问题，需要作为第三支柱的个人养老金进行补充，未来个人养老金相关产品有望持续扩容，个人养老金业务也有望迎来高速发展。

**对外投资稳中有升，“一带一路”合作有望继续加深。**5月22日，商务部数据显示，1-4月，我国对外投资持续增长，对外非金融类直接投资2892.9亿元人民币，同比增长26.6%（折合421.9亿美元，同比增长17.6%）。其中，我国企业在“一带一路”沿线国家非金融类直接投资75.3亿美元，同比增长9%，占同期总额的17.8%，较2015年同期的10.6%有所提高，但较2015年同期的10.6%有所提高，我国对“一带一路”沿线国家投资增长

态势。分投向国别来看，1-2月，主要投向新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、阿拉伯联合酋长国、塞尔维亚、柬埔寨、哈萨克斯坦、泰国和埃及等国家。从对外承包工程来看，1-4月我国对外承包工程完成营业额 2879.9 亿元人民币，同比增长 10.6%（折合 420 亿美元，同比增长 2.7%）；新签合同额 4064.7 亿元人民币，同比增长 2%（折合 592.8 亿美元，同比下降 5.3%）。其中，在“一带一路”沿线国家承包工程完成营业额 230.5 亿美元，新签合同额 297.4 亿美元，分别占同期总额的 54.9%和 50.2%，较去年同期分别提高 0.6 和 1.2 个百分点，较 2015 年同期一高 10.5 和 15.7%个百分点，工程承包方面的数据相对更加亮眼，我国与“一带一路”沿线国家的国家承包工程合作持续加深。2022 年 1-11 月，中国对外承包工程业务仍主要集中在亚洲和非洲市场，新签合同额排名前 10 的分别是印度尼西亚、中国香港、沙特阿拉伯、马来西亚、伊拉克、菲律宾、新加坡、越南、哈萨克斯坦和蒙古国。交通运输建设、一般建筑、电力工程和石油化工等传统业务依旧是最具优势的领域。总体来看，在全球经济仍存不确定性的背景下，今年前 4 个月我国对外投资依然实现平稳增长，对“一带一路”沿线国家投资和工程合作取得积极进展。随着“中国-中亚”峰会的召开，后续我国同“一带一路”沿线国家的合作有望继续加强，尤其是在铁路、公路、港口等传统基础设施，以及石油化工、电力、水利、信息技术、服务外包等方面的合作。

**人民币开启新一轮贬值趋势，但并不具备趋势性贬值基础。**5 月以来人民币持续走贬，截至 5 月 23 日美元兑人民币汇率升至 7.07，较月初涨幅达 2.2%，而上一轮人民币破“7”是在去年 9 月。本轮贬值一方面是因为市场对中国经济复苏的预期有所走弱，中美利差倒挂幅度走扩。国内方面，由于经济复苏不及预期，4 月份的经济数据低于市场预期，说明尽管疫情限制放开后服务消费强劲反弹，但并未能蔓延至广泛的经济活动中，国内经济内生动力尚显不足，市场定价弱复苏，中国 10 年期国债到期收益率自 4 月份以来持续走低，截至 5 月 23 日中国十年期国债收益率下行至 2.70%左右，较 4 月初的 2.86%下滑了 0.16 个百分点。海外方面，由于多位联储官员释放鹰派信号，加之债务上限问题迟迟未能达成协议，美债违约担忧情绪有所上升，美国 10 年期国债收益率自 5 月中下旬以来不断走高，从月初的 3.59% 上行至 3.70%，上涨 0.14 个百分点。中美 10 年国债利率的倒挂幅度从月初的 0.6 个百分点攀升至 5 月 23 日的 1.0 个百分点。另外，中美股市的走势也呈现分化态势，一定程度上导致了资本外流，引发人民币贬值；另一方面，美元指数自 5 月中旬以来回升，截至 5 月 24 日，5 月美元指数从 101.64 上涨至 103.49 左右，涨幅约为 1.79%。美元升值一方面是因为市场对联储年内降息的预期有所减弱，另一方面美国两党对于债务上限问题的磋商缺乏进展。5 月 18 日，中国外汇市场指导委员会（CFXC）上提出，下一阶段将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。短期内，若汇率持续非理性贬值，央行或有所行动，保持人民币汇率双向波动。中期来看，随着后续美国加息进入尾声，美元指数或逐步回落，加之中美货币政策分化逐步减弱，国内经济内生动力持续修复，中美利差逐步收窄，人民币汇率并不具备趋势性贬值基础。

## 1.2 海外：美国债务谈判仍在继续，欧洲经济数据走弱

**美国：国会会谈富有成果，但债务上限问题尚未达成协议。**当地时间 5 月 22 日，美国总统拜登与美国众议院议长麦卡锡会面讨论债务上限问题。会后，麦卡锡表示与拜登的磋商富有成效，但仍然没能达成协议。拜登和麦卡锡双方主要的争议在于，麦卡锡要求白宫削减联邦支出，而拜登想要对富人征收新税。而眼下，距离潜在的国债违约日仅剩最少 10 天。当地时间 5 月 21 日，耶伦在接受采访时表示，6 月 1 日是提高联邦债务上限的“硬期限”，届时如果国会未能在财政部耗尽现金并不得不违约前提提高 3 亿美元的法定债务上限。

一旦美国债务违约,可能导致经济衰退,美国白宫经济顾问委员会曾警告称 800 万美国人将失去工作,股市将暴跌约 45%。另外,穆迪的分析报告也警告称,如果美国违约,将造成超过 700 万美国人失业,10 万亿美元的家庭财富蒸发。然而,结合历史经验来看,美债违约的可能性较低,美国两党在 6 月 1 日前达成协议的概率仍然较大,或者短期推迟也是一个选择。然而在协议达成前,部分资产价格可能会受到风险情绪的影响波动。受债务上限谈判不确定性的影响,短期国库券市场持续动荡,投资者避险情绪推动短期美债收益率继续上升。截至 5 月 22 日,3 个月美债利率继续爬升至 5.4%,1 个月美债利率也升高到了 5.69%。目前美国两党的谈判虽有成效,但仍未达成协议,如果两党持续对峙,或者短期推迟谈判,或对美国主权信用形成一定挑战,可能导致风险资产价格下降,避险资产价格上升,美国短期国债收益率上行等。

**欧元区:制造业、服务业仍呈分化态势,利率水平或继续上调。**当地时间 5 月 23 日,IHS Markit 数据显示,欧元区 5 月综合 PMI 初值为 53.3%,其中,制造业 PMI 初值为 44.6%,较上月继续走低 1.2 个百分点,为 36 个月新低,服务业 PMI 初值为 55.9%,虽也较上月下滑 0.3 个百分点,但仍在强劲扩张,且略高于市场预期。服务业保持强劲态势与制造业的急剧收缩形成鲜明对比。分国别看,在德国和法国,服务业与制造业均呈现分化态势,德国、法国 5 月制造业 PMI 分别为 42.9%与 46.1%,处于较低景气水平,服务业 PMI 则分别为 57.8%和 52.8%。分项指标来看,订单方面,财政刺激减弱,货币紧缩持续,制造业新订单情况糟糕,服务业新订单表现有所放缓。成本方面,由于劳动力市场供应仍紧张,加之罢工潮愈演愈烈,服务业的投入成本通胀抬头,然而欧元区企业投资扩厂意愿较低,商品生产部门的投入成本继续下降。从业人员方面,欧元区劳动力市场依然坚挺,即使是制造业疲弱的地区,企业也在雇佣更多的工人,服务业通胀也存在加速迹象。同日,欧洲央行行长拉加德承诺将通过进一步提高借款成本,使欧元区通胀率回落至 2%的目标水平。欧洲央行以创纪录的速度上调利率,将使利率升至足够具有限制性的程度,并将在必要时予以维持,以便及时令通胀回落至目标水平。4 月,欧元区调和 CPI 同比 7%,略高于前值的 6.9%,核心 CPI 同比增长 5.6%,低于前值和预期的 5.7%,为 2022 年 6 月以来首次下降。总体通胀回落态势停滞,可能支持欧洲央行在 6 月份继续加息,但由于核心通胀压力略有缓解,制造业持续疲弱,金融风险的隐患仍在,加息幅度可能不会过于激进,预计加息 25 个基点。缩表方面,管委会此前表示,到 6 月底,资产购买计划(APP)投资组合平均每月将减少 150 亿欧元,并将从 2023 年 7 月起停止 APP 下的再投资,PEPP 下的到期再投资将至少持续到 2024 年底。意味着欧元区下半年的缩表规模将明显增加,或进一步紧缩欧元区的信贷压力。

**英国:核心通胀创下新高,加息或难停步。**当地时间 5 月 24 日,英国 4 月 CPI 同比回落至 8.7%,较前值进一步回落 1.4 个百分点,但高于普遍预期 8.2%,连续三个月超预期。CPI 环比上涨 1.2%,同样高于预期的 0.8%和前值。核心 CPI 上涨 6.8%,高于 3 月的 6.2%,创下 30 年来新高,同时也高于市场普遍预期。其中,核心商品通胀从 5.7%升至 6.6%,以及服务业通胀继续加速。具体来看,受欧洲能源危机出现转机与去年低基数效应影响,电力和天然气价格对 4 月份通胀率的下降贡献了 1.42 个百分点,这是导致整体通胀回落的主要原因;食品价格通胀同比降至 19%,但仍接近 45 年多来的最高水平。值得注意的是,服务业 CPI 同比涨幅从 3 月的 6.6%升至 6.9%,高于英央行此前预期的 6.7%,劳动力市场依然紧张。同日,央行行长贝利表示,通胀具有粘性,需要更长时间才能回落。央行正在努力应对顽固的核心价格压力和“非常紧张的劳动力市场”。掉期市场目前的定价显示,到今年年底,利率将达到 5.3%的峰值,金融市场预计英国央行 6 月会议加息的可能性为 100%。整体来看,英国通胀虽持续回落,但其中一部分是基数导致的,通胀仍具有韧性,尤其是服务业

通胀。2022 年以来，英国央行已连续 12 次加息至 4.5%，目前，高于预期的 CPI 数据，可能导致英国央行在 6 月份继续加息，英国金融环境或进一步收紧。

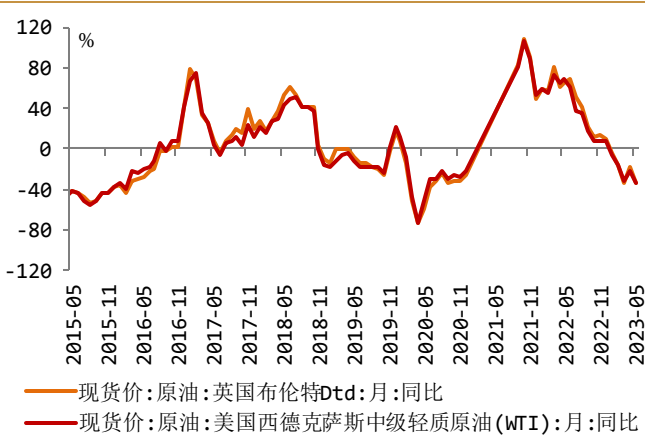
**经济动能环比减弱但超预期，后续仍有加息空间。**一季度，美国年化实际 GDP 上修 0.2 个百分点至 1.3%，略高于预期；PCE 物价指数年化修正值为 4.2%，与预期持平；核心 PCE 物价指数年化修正值上修 0.1 个百分点至 5%。GDP 变动方面，私人库存投资与消费者支出数据的上调带动一季度 GDP 上修 0.2 个百分点，但依然低于去年四季度的 2.6%，也是美国经济连续第三个季度环比增长放缓。分项上看，消费者支出依然稳健为 3.8%，其中，汽车供给瓶颈缓解叠加汽油价格下降带动汽车及零部件消费支出大幅反弹，服务消费也还有韧性，医疗、娱乐、食品及住宿服务支出均延续了去年以来的扩张态势；库存投资形成拖累，去年四季度以来，美国企业陆续进入主动去库周期，制造商和批发商的库存销售比高于疫情前，上游库存压力较大，三月美国中小企业调查数据也显示 3 月中小企业增加库存的信心仍较低。通胀方面，短期来看，美国通胀具有韧性，且呈现结构性特点。需求端，美国面临着信贷紧缩与收入下降的压力，截至 5 月 19 日，美国抵押贷款利率升至 6.69% 的高位，在此影响下，购房与融资活动下降，信贷减弱，此外一季度美国国内收入继续下降 2.3%，但需求收缩还未反应到通胀上，CPI 数据显示韧性；结构端，虽然能源项目通胀有所缓解，但一些非能源商品项目，比如家具家电、服装衣着，另外娱乐、金融等服务项目的价格环比有所上升，结构通胀可能导致滞胀局面。另外，美联储会议纪要显示，多名与会者表示强劲的消费者支出和紧张的劳动力市场吃紧导致价格压力可能比预期更持久，而信贷收缩的影响目前还为时尚早，债务上限谈判也为经济带来不确定性。整体来看，在美联储的快速加息下，经济增长的动能正在逐渐减弱，虽然消费显示出一定的韧性，但可持续性不足，经济“软着陆”概率下降，且通胀显现韧性，预计美联储仍将加息一次。

## 2 国内高频数据

### 2.1 上游：原油价格周环比上升，铁矿石、阴极铜价格周环比下降

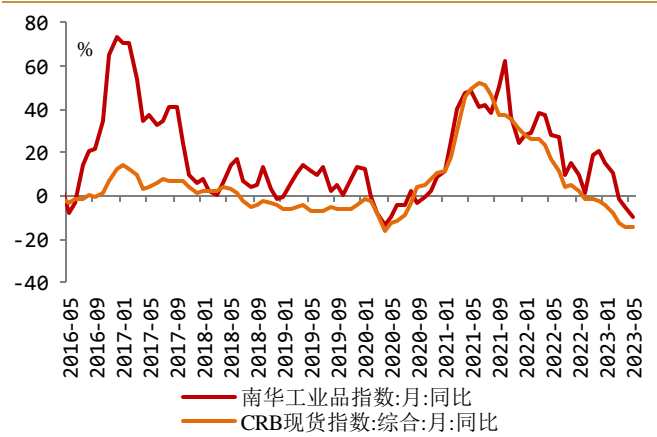
截至 5 月 25 日，本周英国布伦特原油现货均价上升 0.90% 至 76.61 美元/桶，WTI 原油现货均价为 72.78 美元/桶，上升 1.59%；5 月英国布伦特原油现货价同比下跌 33.08%，WTI 原油现货均价同比下跌 34.35%。与上周相比，铁矿石和阴极铜价格均有回落，截至 5 月 25 日，铁矿石期货结算价较上一周环比下降 3.48% 至 705.75 元/吨，阴极铜期货结算均价为 64252.5 元/吨，较上一周下降 1.13%。按均价计算，5 月，铁矿石和阴极铜期货结算价月环比分别下降 7.83% 和 4.74%，铁矿石、阴极铜价格月同比分别下降 14.35% 和 8.64%。截至 5 月 25 日，本周南华工业品价格指数均值为 3427.87 点，较上周环比下降 3.05%。截至 5 月 24 日，当周 CRB 现货综合指数均值 540.13，较上周环比下降 0.79%。

图 1: 5 月布伦特原油、WTI 原油现货价格同比降幅扩大



数据来源: wind、西南证券整理

图 2: 南华工业品指数同比降幅扩大, CRB 现货指数同比降幅平稳

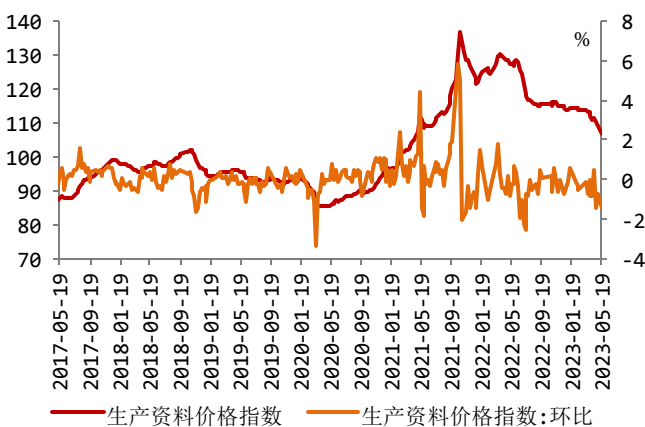


数据来源: wind、西南证券整理

## 2.2 中游: 螺纹钢、水泥、动力煤价格周环比下降

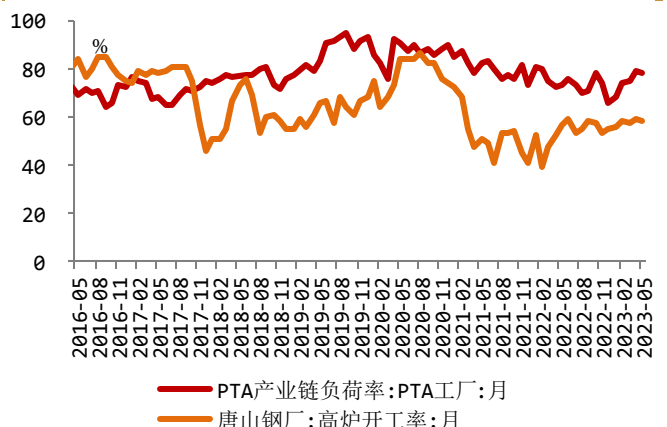
截至 5 月 19 日, 生产资料价格指数较前一周下降 1.40% 至 106.66。截至 5 月 23 日, 5 月 PTA 产业链负荷率均值为 78.21%, 较 4 月均值小幅下降 0.54 个百分点; 截至 5 月 19 日, 当周唐山钢厂高炉开工率为 57.94%, 持平于上周, 5 月唐山钢厂高炉开工率均值为 58.47%, 较 4 月均值下降 0.66 个百分点; 截至 5 月 25 日, 螺纹钢价格较上周环比下降 1.88% 至 3751.75 元/吨。5 月螺纹钢均价为 3808.82 元/吨, 月环比下降 6.14%, 月同比下降 22.36%; 截至 5 月 25 日, 本周水泥价格指数均值为 129.21 点, 较上周环比下降 1.45%, 从均值来看, 5 月水泥价格指数月环比下降 4.65%, 同比下降 19.52%; 截至 5 月 25 日, 本周秦皇岛动力煤平仓均价为 933.75 元/吨, 较上周环比回落 3.56%, 5 月秦皇岛港动力煤平仓价环比下降 4.7%, 同比下降 19.44%。

图 3: 生产资料价格指数回落



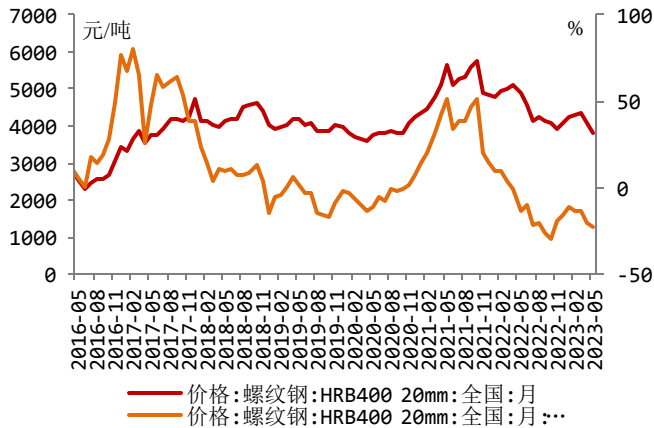
数据来源: wind、西南证券整理

图 4: PTA 产业链负荷率、高炉开工率回落



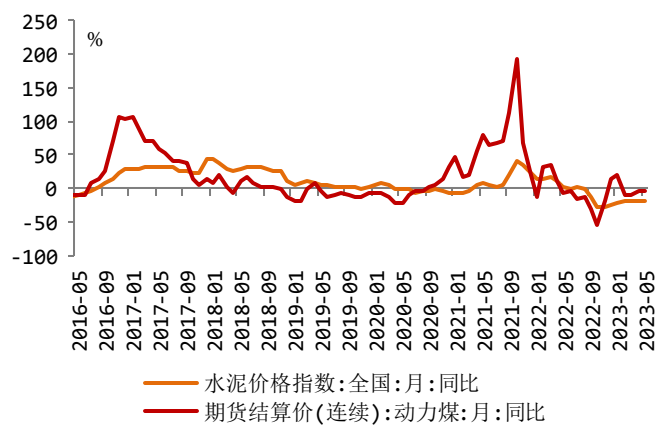
数据来源: wind、西南证券整理

图 5：5 月螺纹钢价格同比降幅扩大



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：水泥价格、动力煤价格同比降幅略有扩大

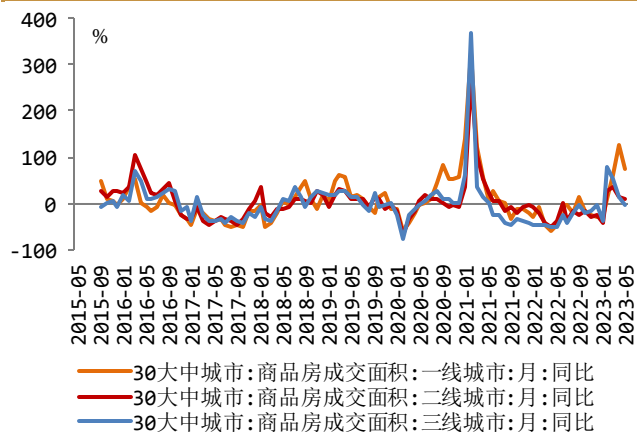


数据来源：wind、西南证券整理

## 2.3 下游：房地产销售周环比下降，汽车零售表现回落

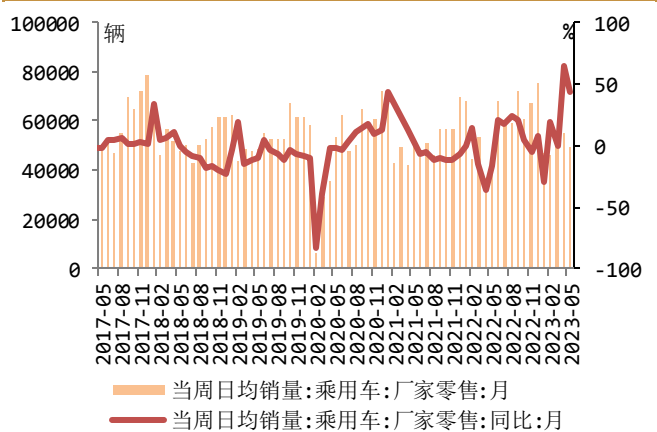
截至 5 月 25 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周下降 10.4%，按均值计，5 月环比下降 6.58%，同比上升 15.84%，一、二、三线城市 5 月同比增速分别为 75.35%、9.30% 和 -4.54%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为 2.06%，一、二、三线城市环比增速分别为 464.70%、16.70% 和 -5.83%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 4.75%，其次是三线城市为 2.35%，最后是一线城市为 0.00%。根据乘联会数据，5 月第三周全国乘用车市场零售日均售 4.8 万辆，同比去年 5 月同期增长 17%，环比上月同期下降 11%。随着价格战热度逐渐消退，消费者恢复理性消费，前期压抑的需求有所释放。

图 7：一、二线城市商品房成交面积同比涨幅缩小，三线城市同比由涨转降



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：5 月乘用车零售表现回落



数据来源：wind、西南证券整理



## 2.4 物价：蔬菜价格周环比小幅下降，猪肉价格周环比持平

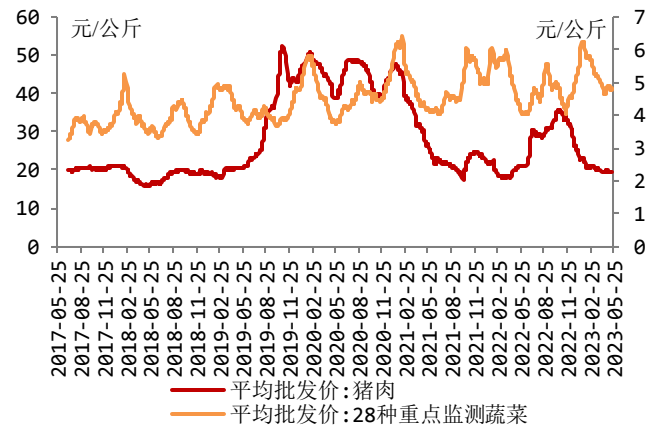
截至5月25日，本周农产品价格指数均值122.02，周环比下降0.76%。周度来看，与上周相比，蔬菜价格有小幅下降，猪肉价格持平，截至5月25日，本周28种重点监测蔬菜批发均价为4.79元/公斤，较节前一周下降0.27%，猪肉平均批发价与上周持平为19.39元/公斤；5月，28种重点监测蔬菜批发均价由上月下降8.33%转为上涨10.10%，环比降幅收敛8.42个百分点至-0.47%，猪肉平均批发价由上月同比上涨5.26%转为下降6.02%，环比降幅收敛4.8个百分点至-0.28%。

图9：农产品价格指数大致持平



数据来源：wind、西南证券整理

图10：蔬菜、猪肉价格略有回升



数据来源：wind、西南证券整理

## 3 下周重点关注

	周一 (5.29)	周二 (5.30)	周三 (5.31)	周四 (6.1)	周五 (6.2)
中国	——	——	5月官方制造业、服务业、综合PMI	5月财新制造业PMI	——
海外	——	欧元区5月经济景气指数 日本4月失业率 美国5月咨商会消费者信心指数	欧洲央行公布金融稳定评估报告 法国一季度GDP年率 德国5月季调后失业率、5月CPI年率 美国5月芝加哥PMI、4月JOLTs职位空缺	美联储公布经济状况褐皮书、美国5月ISM制造业PMI 德国4月实际零售销售年率、季调后贸易帐、5月Markit制造业PMI 欧元区4月失业率、5月Markit制造业PMI、欧洲央行公布5月货币政策会议纪要	美国5月失业率、劳动参与率、非农就业人口变化

数据来源：新浪财经、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn