

内需不足仍是核心矛盾

2023年6月5日-6月11日周报

报告摘要

◆ 6月议息会议是关键，市场仍在重新定价

CME 数据显示，截止 6 月 10 日，市场预期美联储 6 月会议维持利率不变的概率为 70.1%，较上周五略微下滑 4.6PCTS。对于 6 月之后联邦基金目标利率的变化，市场主流预期为 7 月 26 日议息会议上美联储或再次加息 25BP，年末联邦基金目标利率值将回到 5.0%-5.25%（当前值）。总体来看，本周市场对 6 月议息会议利率变化和年内联邦基金目标利率走势预期均与上周相近，并未出现明显变化，体现了在缺乏重要增量信息之下，市场预期在本周趋于稳定。

美国 5 月非农数据存在新增就业人数远超预期、同时失业率高于市场预期的情况，市场对此的解读趋于“中性”。往前回溯，自 4 月以来公布的一系列数据总体显示出了美国经济的韧性和通胀的顽固性，指向美联储年内降息预期的不断下滑。下周召开的美联储 6 月议息会议是观察美联储后续政策趋势的重要窗口，而在议息会议之前公布的美国 5 月 CPI 数据预计将对会议利率决策产生重要影响。若美国 5 月通胀数据再次超出市场预期较多，则不排除美联储 6 月议息会议继续加息 25BP 的可能。总体上看，目前联储年内货币政策已较 4 月底出现了相对明显的转鹰，美国股市和债市仍在根据美联储后续政策取向重新定价，短期内市场波动预计将加剧。

◆ 出口同比增速由正转负，再次明显偏离市场预期

2023 年 5 月，我国实现出口总值 2835.0 亿美元，环比-4.03%，同比-7.5%，大幅低于市场预期(0.11%)，同比增速较上月由正转负，下降 16PCTS。5 月实现进口总值 2176.9 亿美元，环比+0.11%，同比-4.5%，强于市场预期(-7.53%)，同比增速较 4 月上行 3.4PCTS。5 月实现贸易顺差 658.1 亿美元，大幅低于市场预期顺差 928.17 亿美元。本次进出口与贸易顺差数据均大幅偏离市场预期，3 月以来出口同比高增的修复态势戛然而止。

我们按照下列公式计算各项目对出口同比增速的拉动作用，各项目拉动力=（该项目当月出口金额-该项目去年同期出口金额）/去年同期的出口总额。分产品类别看，以美元计价，5 月汽车和汽车底盘、汽车零件、通用机械设备、船舶以及成品油对出口的拉动作用仍然保持正向作用，其中汽车产业链相韧性较强，汽车和汽车零部件拉动 5 月出口同比增长 1.63%，汽车零件拉动 0.3%。31 类出口产品中，与 4 月相比拉动力改善的品类为自动数据处理设备及其零件(+0.51PCTS)、成品油(+0.44PCTS)、液晶平板显示模组(+0.09%PCTS)、肥料(+0.06PCTS)及粮食(+0.02PCTS)，其余品类表现均不及 4 月，其中机电产品出口对总体出口同比增速的拉动力较 4 月的衰减幅度较大，达 7.06PCTS，是本次出口同比大幅下行的的重要因素。

主要数据

上证指数	3231.4055
沪深 300	3836.7026
深证成指	10793.9257

主要指数走势图



作者

符畅 分析师

SAC 执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC 执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC 执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

出口同比增速由正转负，再次明显偏离市场预期 —2023-06-09

金融市场分析周报 —2023-06-07

期待增量稳增长政策出台 —2023-06-05

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

本次出口数据同比下行受到价格因素影响较大。以美元计价，以各产品类别的出口金额除以出口数量计算该产别类别的出口均价，5月汽车和汽车底盘项目出口均价同比+17.3%，船舶均价同比+78.7%，中药材和中药+3.2%，其余产品类别均价均同比负增，其中钢材（-33.1%）、肥料（-32.5%）、稀土（-28.1%）、粮食（-24.0%）、成品油（-20.8%）均价同比下跌超过两成。

从出口目的地看，对东盟国家出口金额持续缩减，以美元计价，5月对东盟出口总额环比下降了47亿美元，但对东盟出口金额（414.9亿美元）仍然居的第三位，出口金额前两位分别为欧盟（446.3亿美元）和美国（424.8亿美元），三者合计占本月出口总额（2835.0亿美元）的45.4%，出口份额与上月持平，仍旧是我国出口的半壁江山。从拉动上来，5月我国对俄罗斯和非洲的出口金额较去年同期上升，对5月出口同比增速起到了正向的拉动作用，对东盟、欧盟、美国和日本的出口金额同比均下降，且对各国出口对总体出口同比增速的拉动力均较4月出现下滑。

进口数据方面，5月进口同比的量价数据整体呈现价减量升的趋势。进口价格方面，受到全球经济衰退预期影响，多种品类的大宗商品价格持续下行，煤及褐煤（同比-29.6%）、成品油（同比-34.6%）、铁矿砂及其精矿（同比-15.8%）、铜矿砂及其精矿（-10.1%）、天然气（-12.0%）价格同比降幅均超过10个百分点。进口量上，受到去年同期低基数影响，煤及褐煤（同比+92.6%）、成品油（同比+126.7%）、天然气（同比+17.3.0%）等工业原材料进口量仍然维持同比高增，且同比增幅较4月有所扩大，表明我国工业生产需求筑底态势显著，目前仍处于弱复苏进程中。

◆ 5月通胀依然较弱，需求不足问题继续凸显

5月CPI环比-0.2%，强于近10年均值的-0.3%。虽然5月CPI环比强于季节性，但主要原因系CPI食品项在价格环比下行趋缓的鲜菜、猪肉项带动下，下行幅度较上月缩窄并弱于近10年均值。从核心CPI角度，5月核心CPI环比录得0，仍弱于近10年均值的+0.1%，显示剔除波动较大的食品项后，5月CPI环比向上动力并不强。5月CPI同比+0.2%，低于市场预期额+0.3%，较上月+0.1PCTS，其中CPI食品项录得+1.0%，较上月+0.6PCTS，非食品项录得0，较上月-0.1PCTS，CPI食品项同比涨幅较上月的扩大是5月CPI同比涨幅较上月上行的推动力。虽然5月CPI猪肉项同比由上月的正值转为负值，但CPI鲜菜项同比跌幅较上月明显缩窄，叠加水产、烟酒类的向上拉动作用，最终使得5月CPI食品项同比涨幅较上月扩大。5月核心CPI同比录得+0.6%，较上月-0.1PCTS。

综合5月核心CPI环比仍低于历史均值、核心CPI同比涨幅较上月下行以及CPI同比不及预期来看，5月CPI仍然较弱，继续反映出内需不足的问题。往后看，在缺乏核心的猪肉、原油等关键商品价格支撑以及核心CPI恢复较慢双重因素拖累下，预计6月以及Q3，CPI同比或仍将维持弱势。

5月PPI同比录得-4.6%，低于市场预期的-4.3%，较上月-1.0PCTS，环比录得-0.9%，较上月-0.4PCTS。5月PPIRM同比录得-5.3%，较上月-1.5PCTS，环比录得-1.1%，较上月-0.4PCTS。

2023年5月，在重要生产资料方面：钢材、石油类原料、有色金属、化学、化工原料普遍较4月环比下行幅度加深或由正转负；煤炭类虽然环比跌幅普遍较4月缩窄，但环比仍然为负；建筑原料类、农产品类原料中近一半种类环比跌幅较4月加深或环比由

正转负。综合影响之下，5月PPIRM环比跌幅较4月扩大。5月PPIRM环比下行幅度加深，叠加经济总需求较弱下工业制成品的需求不足，带动5月PPI环比继续为负，环比跌幅较4月加深。具体来看，在30个工业子行业中，仅有4个行业PPI环比为正，仅有10个行业环比较上月出现涨幅扩大或跌幅降低。PPI环比的弱势叠加去年同期的低基数之下，5月PPI同比跌幅亦较4月有所扩大。

往后看，预计6月PPI同比继续为负，Q3因基数原因，PPI同比预计将有一定回升，但考虑到Q3翘尾因素仍为负值，同时去年煤、钢和油价基数相对较高的因素仍然存在以及国内需求复苏的不确定性，Q3PPI能否转正仍存在较大不确定性。

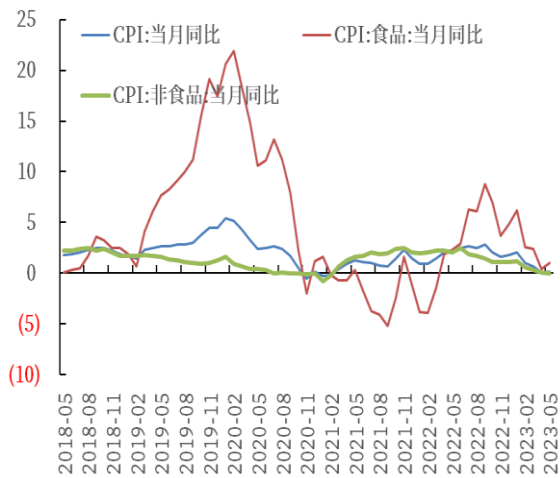
综合5月不及预期的出口以及仍然较弱的通胀来看，我国经济动能走弱的趋势仍在进一步显现，内需不足仍是当前经济运行的核心矛盾。站在当前时点，增量稳增长政策的出台必要性已经明显抬升。

风险提示：海外宏观经济下行超预期，国内稳增长政策不及预期，国内需求端恢复速度显著偏慢

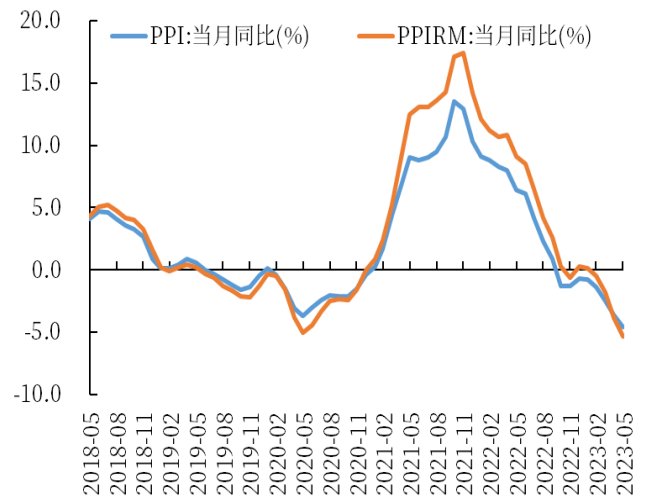
图1 市场预期年内联邦基金目标利率最高值已升至 5.25%-5.50%

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.1%	29.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.1%	52.8%	17.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	31.9%	50.0%	15.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.0%	39.0%	36.5%	9.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.1%	25.7%	37.8%	23.9%	5.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	17.9%	32.7%	29.8%	13.0%	2.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	28.0%	30.7%	18.4%	5.6%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	27.7%	30.7%	18.5%	5.8%	0.8%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.1%	21.8%	29.5%	23.5%	11.0%	2.8%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.5%	7.8%	19.6%	28.1%	24.6%	13.2%	4.3%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.2%	6.3%	16.8%	26.1%	25.4%	15.9%	6.4%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.9%	5.1%	14.4%	23.9%	25.6%	18.1%	8.6%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：wind，中航证券研究所

图2 CPI 同比走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图3 PPI 和 PPIRM 同比走势 (%)


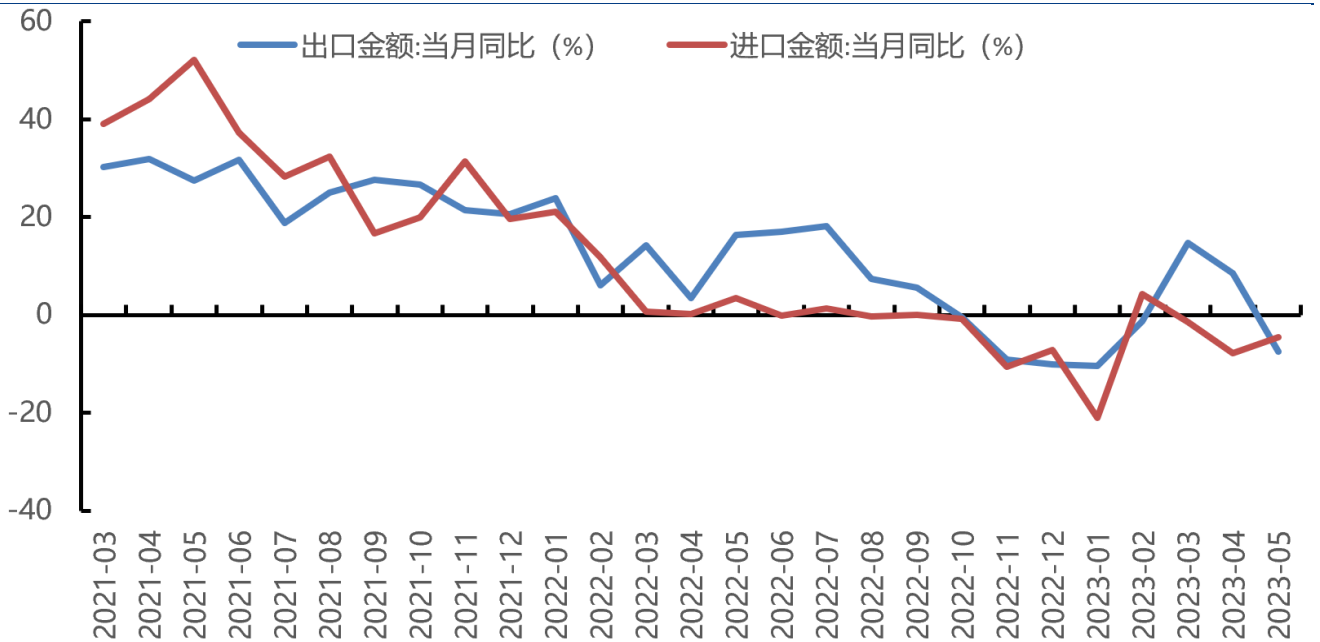
资料来源：wind，中航证券研究所

图4 30个行业PPI环比

	本月环比上月	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
煤炭开采和洗选业	-1.2 PCTS	-5.2	-4.0	-1.2	-2.2	-0.5	+0.8	+0.9	+3.0	+0.5	-4.3	-2.1	+0.8	-1.1
石油和天然气开采业	-2.60 PCTS	-2.1	+0.5	-0.9	+1.7	-5.5	-8.3	+2.2	-2.2	-3.8	-7.3	-1.3	+7.0	+1.3
黑色金属矿采选业	-3.80 PCTS	-3.9	-0.1	+2.4	+3.9	+3.4	+1.1	-2.6	-1.4	-3.0	-6.8	-6.1	-1.9	+0.3
有色金属矿采选业	-0.40 PCTS	-1.0	-0.6	+1.5	+2.1	+0.7	+1.1	+0.4	+1.1	+0.4	-1.1	-2.6	-0.8	+0.4
非金属矿采选业	-0.20 PCTS	-0.1	+0.1	-0.5	+0.1	-0.1	0.0	+0.4	+0.3	+0.2	+0.1	+0.9	+0.6	+0.8
石油、煤炭及其他燃料加工业	-1.00 PCTS	-3.3	-2.3	-0.4	+0.6	-3.2	-3.5	+0.2	-0.6	-0.1	-4.8	-2.0	+3.6	+0.9
黑色金属冶炼及压延加工业	-3.20 PCTS	-4.2	-1.0	+1.3	+1.7	+1.5	+0.4	-1.9	-0.4	-1.7	-4.1	-6.2	-3.1	-0.5
有色金属冶炼及压延加工业	-1.30 PCTS	-1.1	+0.2	-0.3	+1.0	0.0	+1.1	+0.7	-0.1	-0.1	-2.0	-6.0	-2.1	-1.3
化学原料及化学制品制造业	-0.90 PCTS	-2.0	-1.1	0.0	0.0	-1.3	-1.2	-1.0	+0.4	-1.5	-3.7	-2.1	+0.4	+0.6
化学纤维制造业	-1.70 PCTS	-0.6	+1.1	+0.3	+1.4	-0.1	-1.7	-2.2	-0.7	-0.4	-2.1	-1.4	+2.2	+0.8
橡胶和塑料制品业	+0.20 PCTS	-0.3	-0.5	-0.3	-0.3	-0.5	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-1.0	-0.6	+0.1	0.0
金属制品业	-0.40 PCTS	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.3	0.0	-0.5	-0.1	-0.4	-1.1	-0.8	-0.5	+0.1
非金属矿物制品业	-0.80 PCTS	-0.9	-0.1	0.0	-0.7	-0.5	-0.2	+0.4	+0.6	-0.4	-1.0	-1.9	-1.5	-0.5
通用设备制造业	-0.10 PCTS	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	+0.1	+0.1	0.0	0.0	-0.1	+0.1	+0.2
航空航天和其他运输设备制造业	+0.3 PCTS	0.0	-0.3	+0.1	0.0	-0.2	+0.2	+0.4	+0.2	-0.2	0.0	-0.2	+0.2	+0.2
汽车制造业	0.0 PCTS	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.1	-0.1
计算机、通信和其他电子设备制造业	+0.4 PCTS	-0.3	-0.7	+0.4	-1.1	-1.2	-0.2	+0.3	+0.9	+0.1	-0.2	-0.1	+0.2	+0.8
医药制造业	0.0 PCTS	0.0	0.0	+0.1	-0.1	+0.6	+0.2	0.0	+0.1	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0.0
农副食品加工业	+0.6 PCTS	-0.7	-1.3	-0.5	-0.3	-1.4	-1.0	+0.7	+1.4	+0.8	-0.2	+1.1	+1.0	+0.9
食品制造业	0.0 PCTS	-0.2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.2	-0.2	+0.2	+0.3	-0.3	-0.2	0.0	+0.3	+0.3
酒、饮料和精制茶制造业	+0.5 PCTS	+0.3	-0.2	+0.2	+0.3	+0.4	-0.1	0.0	-0.1	+0.1	+0.3	-0.1	0.0	+0.1
烟草制品业	0.0 PCTS	0.0	0.0	0.0	0.0	+0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
纺织业	-0.1 PCTS	-0.2	-0.1	+0.1	-0.3	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.6	-0.9	-0.7	+0.3	-0.1
纺织服装、服饰业	-0.1 PCTS	0.0	+0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.2	0.0	+0.3	+0.1	+0.3	+0.1	+0.6	+0.4
木材、竹、藤、棕、草制品业	-0.5 PCTS	-0.1	+0.4	+0.1	-0.4	-0.3	-0.2	0.0	+0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	+0.1
造纸及纸制品业	+0.3 PCTS	-0.9	-1.2	-1.1	-0.5	-0.2	-0.3	0.0	-0.1	-0.6	-0.4	-0.4	0.0	+0.2
印刷业和记录媒介的复制	+0.9 PCTS	+0.7	-0.2	+0.2	-0.4	0.0	-0.1	-0.2	+0.1	-0.1	-0.3	+0.1	-0.1	+0.2
电力、热力的生产和供应业	+0.3 PCTS	+0.1	-0.2	-0.3	+0.9	+0.3	+0.6	+0.5	-0.4	+1.3	+0.3	-1.1	-0.5	+0.1
燃气生产和供应业	+0.9 PCTS	-1.8	-2.7	-0.6	+0.7	+1.1	+1.5	+1.6	+0.3	+0.6	0.0	-0.8	-0.3	0.0
水的生产和供应业	+0.1 PCTS	+0.1	0.0	+0.1	0.0	+0.1	0.0	-0.1	+0.1	0.0	+0.1	+0.1	0.0	+0.1

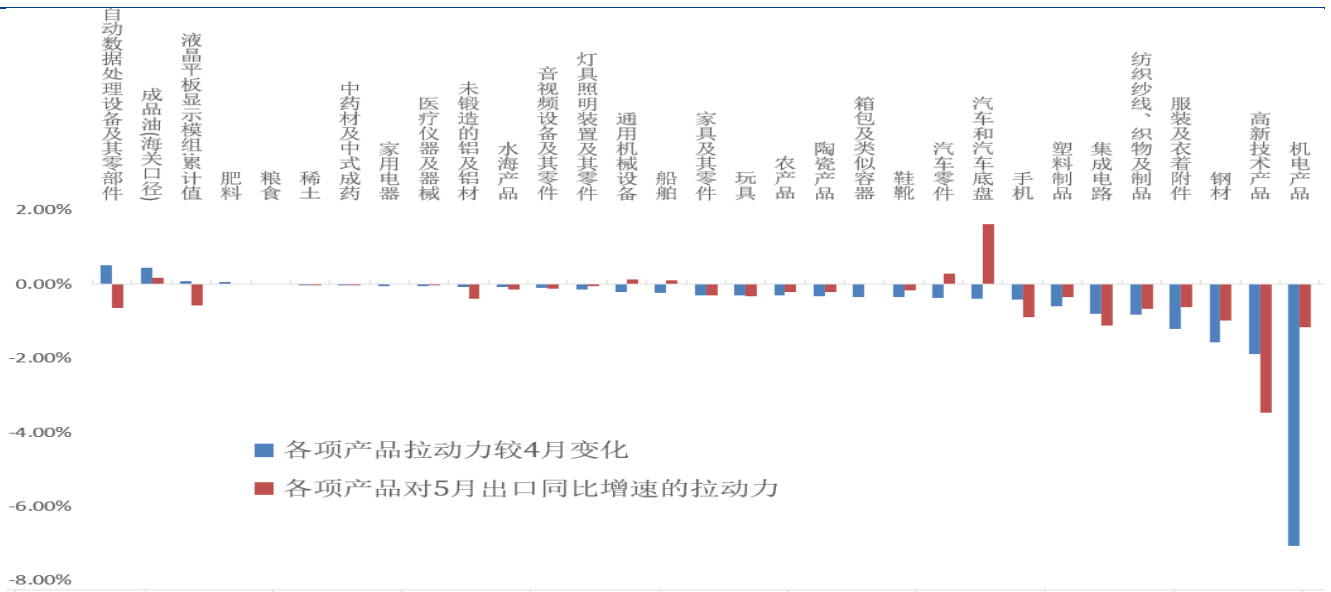
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 以美元计价进出口金额当月同比数据 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 各产品类别对5月出口同比增速的拉动力及环比变化（以美元计价）



资料来源：wind，中航证券研究所

图7 出口产品量价同比变动情况

出口品	2023-05		2023-04		2023-03		2023-02		2023-01	
	价	量	价	量	价	量	价	量	价	量
水海产品	-14.6%	-6.9%	-10.4%	0.0%	-8.6%	18.5%	-6.2%	35.3%	-11.8%	-21.1%
粮食	-24.0%	40.8%	61.5%	-58.1%	15.8%	-12.5%	64.0%	-60.9%	20.2%	-13.6%
成品油(海关口径)	-20.8%	49.5%	-18.3%	-1.8%	-4.6%	33.9%	13.0%	91.7%	27.5%	60.2%
稀土	-28.1%	-5.9%	-27.1%	3.3%	-16.4%	-8.2%	40.0%	-33.4%	12.6%	25.4%
中药材及中式成药	3.2%	-24.3%	-	-	-	-	-	-	-	-
肥料	-32.5%	53.5%	-20.5%	2.9%	-18.2%	24.2%	-14.3%	59.2%	-2.7%	28.3%
箱包及类似容器	-9.7%	12.1%	4.8%	30.4%	22.2%	55.6%	21.7%	-25.0%	8.7%	0.0%
鞋靴	-9.1%	-0.9%	-2.5%	16.2%	6.8%	23.9%	5.0%	-30.2%	8.8%	-11.4%
陶瓷产品	-18.2%	-4.8%	6.3%	7.7%	16.6%	22.7%	-13.0%	-4.7%	-9.9%	-4.4%
钢材	-33.1%	7.7%	-23.3%	59.2%	-5.0%	59.7%	-19.5%	70.2%	-9.7%	30.8%
未锻造的铝及铝材	-17.6%	-29.7%	-16.5%	-22.6%	-12.3%	-16.3%	-10.2%	-8.6%	-7.6%	-19.1%
手机	-11.0%	-15.7%	3.7%	-15.9%	-25.7%	-8.3%	-10.6%	-1.2%	43.2%	-21.7%
家用电器	-6.7%	7.9%	0.0%	2.2%	-8.7%	22.6%	2.1%	-18.1%	3.2%	-13.7%
集成电路	-16.7%	-10.9%	-2.5%	-4.9%	-4.2%	1.3%	-2.9%	-7.8%	-10.8%	-30.5%
汽车和汽车底盘	17.3%	90.4%	19.7%	147.1%	14.8%	95.0%	16.0%	45.5%	17.1%	38.5%
船舶	78.7%	-30.9%	24.5%	43.9%	9.5%	66.4%	-40.9%	47.1%	-9.2%	-23.5%

资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637