

# 【每周经济观察】

5月贸易及通胀数据走弱，  
稳增长增量政策呼声再起

广州期货 研究中心

2023年6月9日



## 要点：5月贸易及通胀数据走弱，稳增长增量政策呼声再起

➤ **一周行情回顾：**权益疲弱，期债强劲，商品市场反弹

➤ **5月贸易、通胀数据解读**

- ✓ **5月出口大幅不及预期，进口略好于预期，此前连续两个月的出口强+进口弱格局被打破。**5月出口同比增速由前值得8.5%下降到-7.5%，进口同比增速由前值得-7.9%回升至-4.5%，贸易顺差由前值902亿美元下降至658亿美元。（1）5月**出口同比转负**主要受去年同期高基数影响，两年复合增速由前值6%回落至3.8%，5月出口金额环比回落的幅度超季节性，说明**春节积压订单逐步消化后，出口回落压力明显**，这也与PMI新出口订单指数自3月以来显著回落指向一致。分国别看，5月对主要经济体出口同比增速均为负，对美国出口的两年复合增速由正转负，外需压力明显。分商品看，机电产品同比增速由正转负成为出口增速最大影响，其中集成电路拖累最大，汽车出口维持较高增速。从两年复合增速看，轻工纺织增速回落幅度最为明显。（2）5月**进口同比跌幅收窄但仍偏低**，侧面印证内需不足。分国别看，5月对欧美进口同比降幅扩大，对东盟及日韩进口降幅有所收窄。分商品看，5月进口受能源相关产品提振，机电进口维持低迷。（3）大宗商品在5月贸易中的表现方面，粮食进出口整体两张价跌，成品油出口、原油进口均出现量价齐跌，钢铁出口量涨价跌，进口数量同比减少，环比增加。
- ✓ **5月通胀水平继续走低，低于预期，说明需求仍相对不足。**（1）5月CPI同比上涨0.2%，剔除翘尾因素后，**新涨价因素连续连个月在负值持续下探**。CPI环比下降0.2%，环比增速连续四个月为负值。分项看，鲜菜鲜果蓄肉类受供应充足影响价格环比下跌，飞机酒店价格受假期后需求回落而回落下跌，电影、演出等娱乐价格环比上涨，服装价格受换季需求支撑上涨，汽车价格继续走低。（2）5月**PPI环比、同比增速均为负，跌幅扩大**。受国际大宗商品价格整体下行、国内外工业品市场需求总体偏弱及去年同期基数较高等影响，PPI环比下降0.9%，跌幅扩大0.4个百分点，同比下降4.6%，跌幅扩大1个百分点。其中，海外定价的原油和有色价格回落，内需定价的黑色系、煤炭系在供应充足、内需偏弱下价格环比走弱，汽车制造业价格环比持续为负。

➤ **稳增长增量政策呼声再起**

- ✓ 政策博弈包括货币政策进一步宽松、政策性开发性金融工具扩容、地产需求端刺激政策大幅加码等。我们认为**6月出台增量刺激政策的概率不高，稳增长政策加码的明确信号或需要等到7月政治局会议，但市场抢跑大概率会出现**。在政策信号明确之前，稳增长政策预期的发酵与落空将引起市场情绪的摇摆，“小作文”成为日内交易主线，股、债、商品市场波动加剧。6月12号一周最为关键，一是MLF续作前大概形成一定债市多头情绪，二是房地产相关数据公布的前后时点均有可能激化政策预期，对商品和股市产生大幅震动

➤ **风险提示** 海外经济衰退超预期；地缘政治形势超预期演变；国内经济修复的速度不及预期

# 第一部分

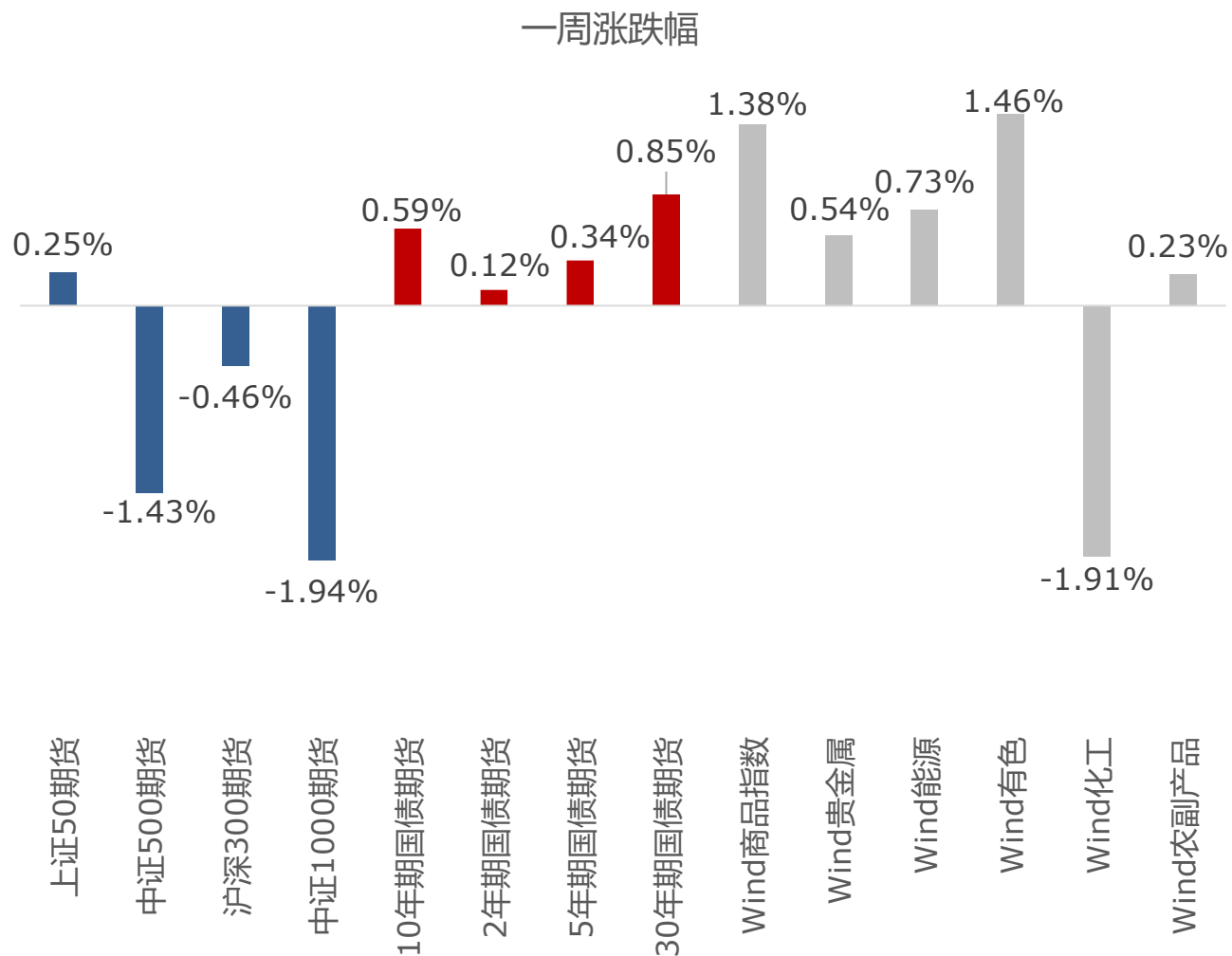
# 一周行情回顾





# 行情回顾：6月5日-6月9日，权益疲弱，期债强劲，商品市场反弹

■ 美国就业市场数据的反复使得6月加息预期摇摆，国内进出口及通胀数据出台，市场对增量政策刺激预期加浓



■ 国内5月进出口、通胀数据出台：整体不及预期

■ 六大国有银行集体官宣下调存款挂牌利率。其中，活期存款利率从此前的0.25%下调至0.2%；2年期、3年期、5年期定期存款利率分别下调至2.05%、2.45%、2.5%，3个月、6个月、1年期定期存款利率保持不变

■ 欧美5月非制造业PMI：美国5月ISM非制造业PMI为50.3，创2023年新低，5月Markit服务业PMI终值为54.9，初值55.1。欧元区5月服务业PMI终值55.1，初值55.9。德国5月服务业PMI终值57.2，初值57.8。法国5月服务业PMI终值52.5，初值52.8。英国5月服务业PMI终值55.2，初值55.1

■ 美国就业市场：美国上周首次申请失业金人数为26.1万人，为2021年10月以来新高，远超市场预期的23.5万人，单周上涨2.8万人，涨幅为2021年7月以来最大

■ 世界银行发布最新《全球经济展望》报告，将2023年全球经济增长预期由1月的1.7%上调至2.1%，但对2024年的经济增长预期从2.7%下调至2.4%

## 下周大事关注日历

6月12日 星期一	6月13日 星期二	6月14日 星期三	6月15日 星期四	6月16日 星期五	6月17日 星期六	6月18日 星期日
<ul style="list-style-type: none"> <li>中国5月M2、社融、新增人民币贷款数据</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>MLF续作及报价</li> <li>5月工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售等经济数据</li> <li>5月商品房销售面积、70大众城市新建商品住宅价格指数</li> </ul>			
	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国5月CPI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>美国5月PPI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月美联储议息会议</li> <li>6月欧洲央行利率决议</li> <li>美国5月零售销售总额</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧盟5月CPI</li> <li>美国6月消费者信心指数</li> </ul>		

## 第二部分

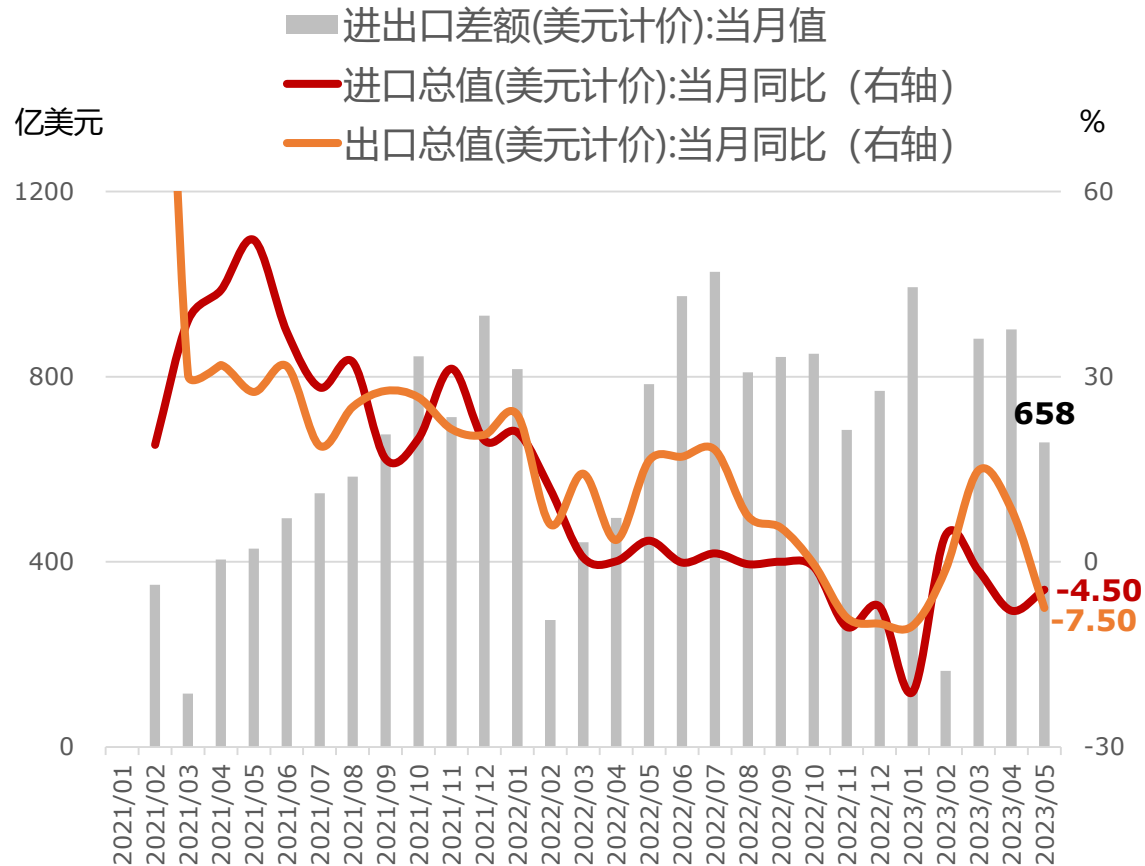
# 5月贸易、通胀数据解读



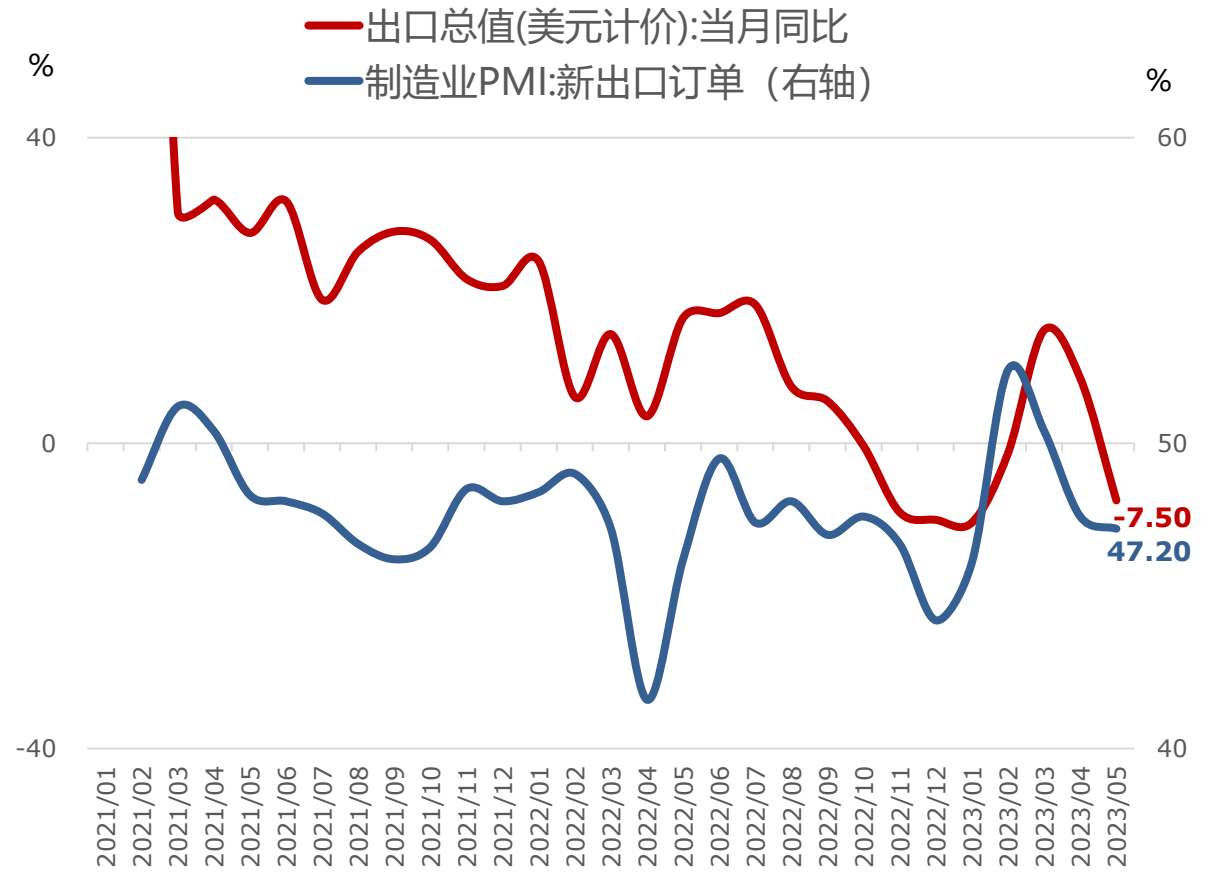
# 进出口：5月出口大幅不及预期，进口略好于预期

■ 5月出口同比增速由前值得8.5%下降到-7.5%，大幅低于市场预期，进口同比增速由前值得-7.9%回升至-4.5%，略好于市场预期。贸易顺差由前值902亿美元下降至658亿美元，此前连续两个月的出口强+进口弱格局被打破

**5月出口金额同比增长-7.5% (4月为8.5%)；进口金额同比增速为-4.5% (4月为-7.9%)；贸易顺差回落至658亿美元**



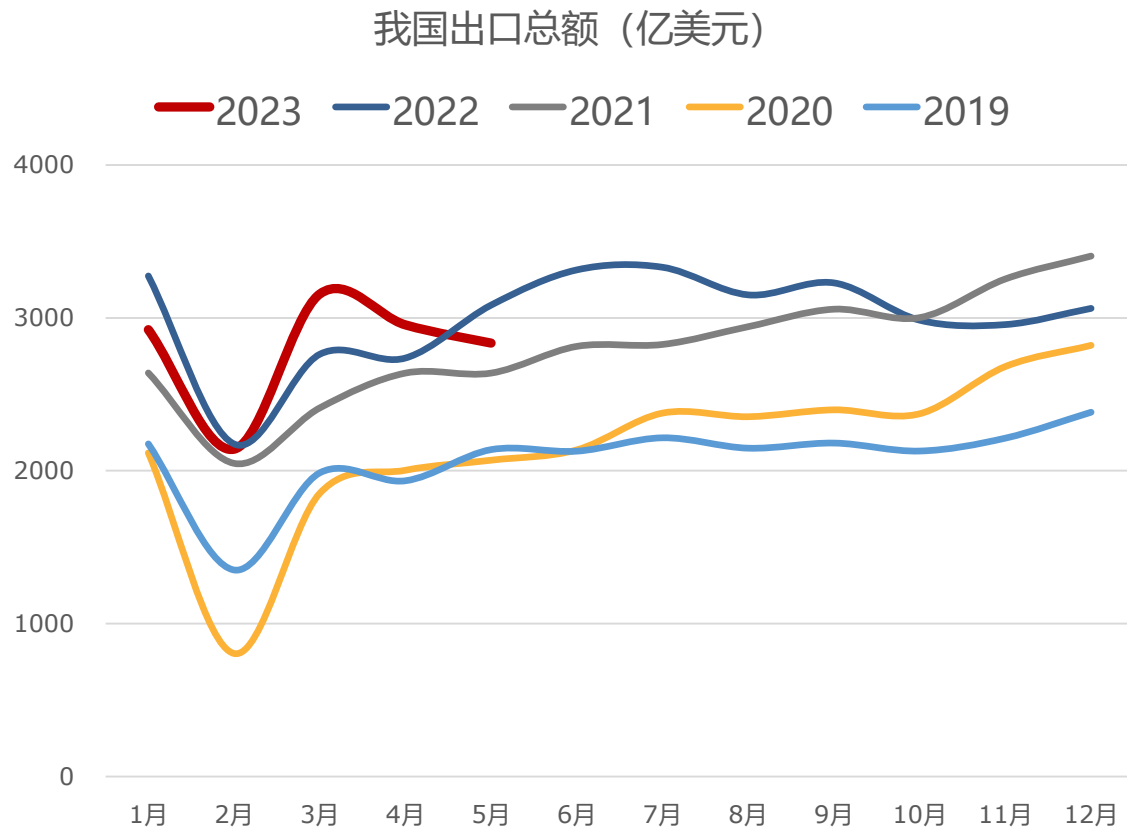
**PMI新出口订单指数自3月以来显著回落，与出口增速回落指向一致**



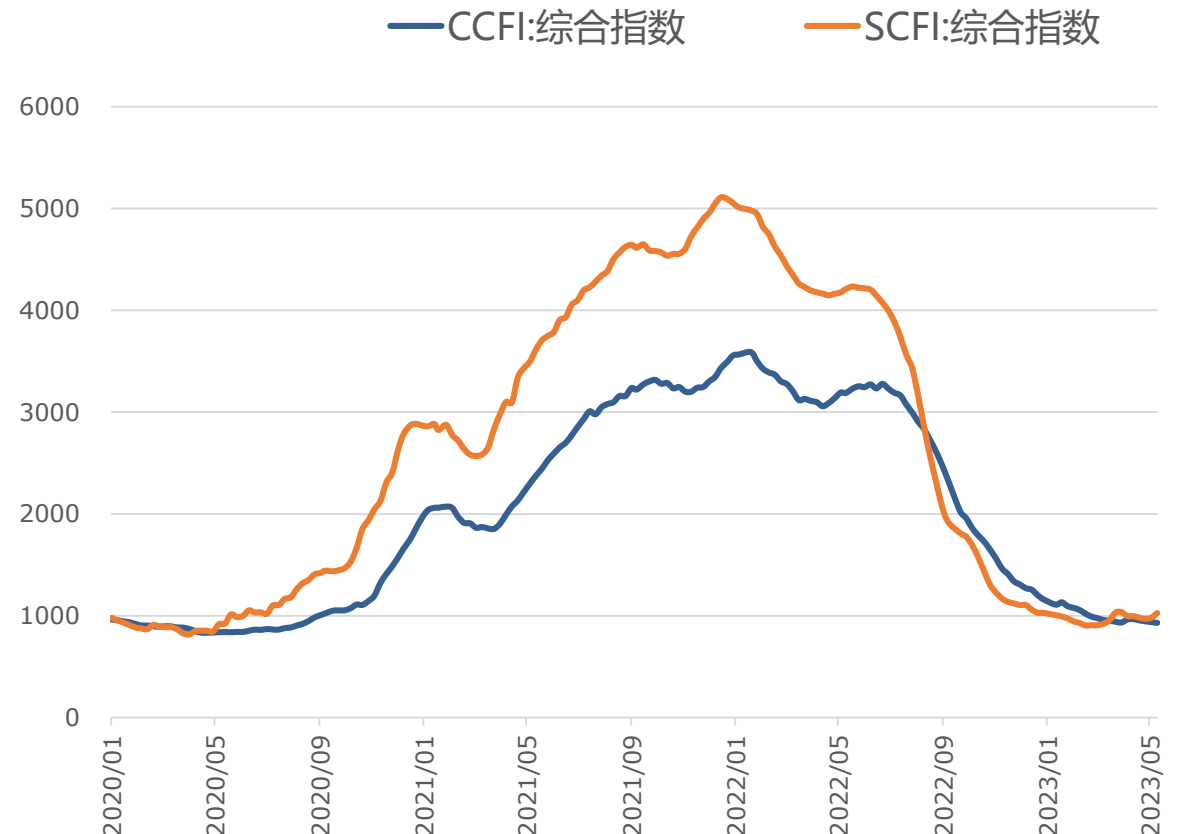
# 出口：5月出口超季节性回落，积压订单贡献逐步消化

- 5月出口同比转负主要受去年同期高基数影响，两年复合增速由前值6%回落至3.8%，5月出口金额环比回落的幅度高于季节性，说明春节积压订单逐步消化后，出口回落压力明显

5月出口金额环比回落幅度大于季节性，数值低于去年



自2022年8月以来出口集装箱运价指数持续下跌，目前已回落至疫情前水平。SCFI显示6月第二周运价有所小幅反弹





## 出口：对主要经济体出口增速回落，机电产品增速由正转负

- 分国别看，5月对主要经济体出口同比增速均为负，从两年复合增速看，对东盟出口增速由6%显著下滑至2.9%，对美国出口增速由正转负，外需压力明显
- 分商品看，机电产品同比增速由正转负成为出口增速最大影响，其中集成电路拖累最大，汽车出口维持较高增速。从两年复合增速看，轻工纺织增速回落幅度最为明显

5月无论是当月同比或两年复合增速看，对主要经济体均增速回落，对美国出口的同比增速及两年复合增速均为负

指标	5月当月同比	前值	两年复合增速	前值
美国	-18.2 ↓	-6.5	-2.7 ↓	1.1
欧盟	-7.0 ↓	3.9	5.7 ↓	5.9
东盟	-15.9 ↓	4.5	2.9 ↓	6
日本	-13.3 ↓	11.5	-5.2 ↓	0.5
韩国	-20.3 ↓	0.9	-0.7 ↓	4.3
总出口	-7.5 ↓	8.4	3.8 ↓	6.0

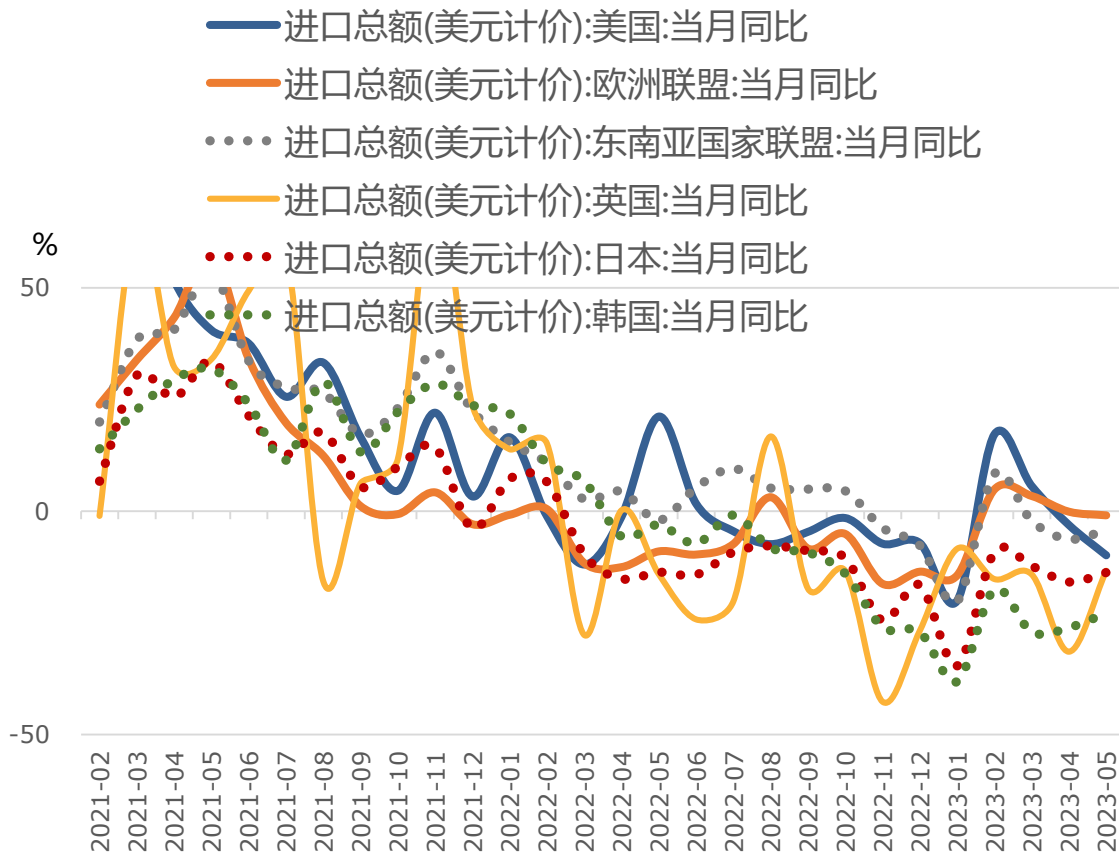
机电同比增速回落成为对出口增速明显拖累，其中汽车及配件维持较高增速。从两年复合增速看纺织业回落幅度最明显

指标	5月当月同比	前值	两年复合增速	前值
机电产品	-2.1 ↓	10.4	3.5 ↓	5
集成电路	-25.8 ↓	-7.3	-6.6 ↓	-3.2
通用机械	7.5 ↓	20.5	8.3 ↓	11.3
手机	-25.0 ↓	-12.7	-7.5	-10.0
汽车及配件	54.6 ↓	82.9	38.3	36.9
轻工纺织	-12.7 ↓	8.6	3.0 ↓	7.5
服装	-12.5 ↓	14.0	4.4 ↓	7.8
钢材	-28.0 ↓	22.2	13.2	8.5

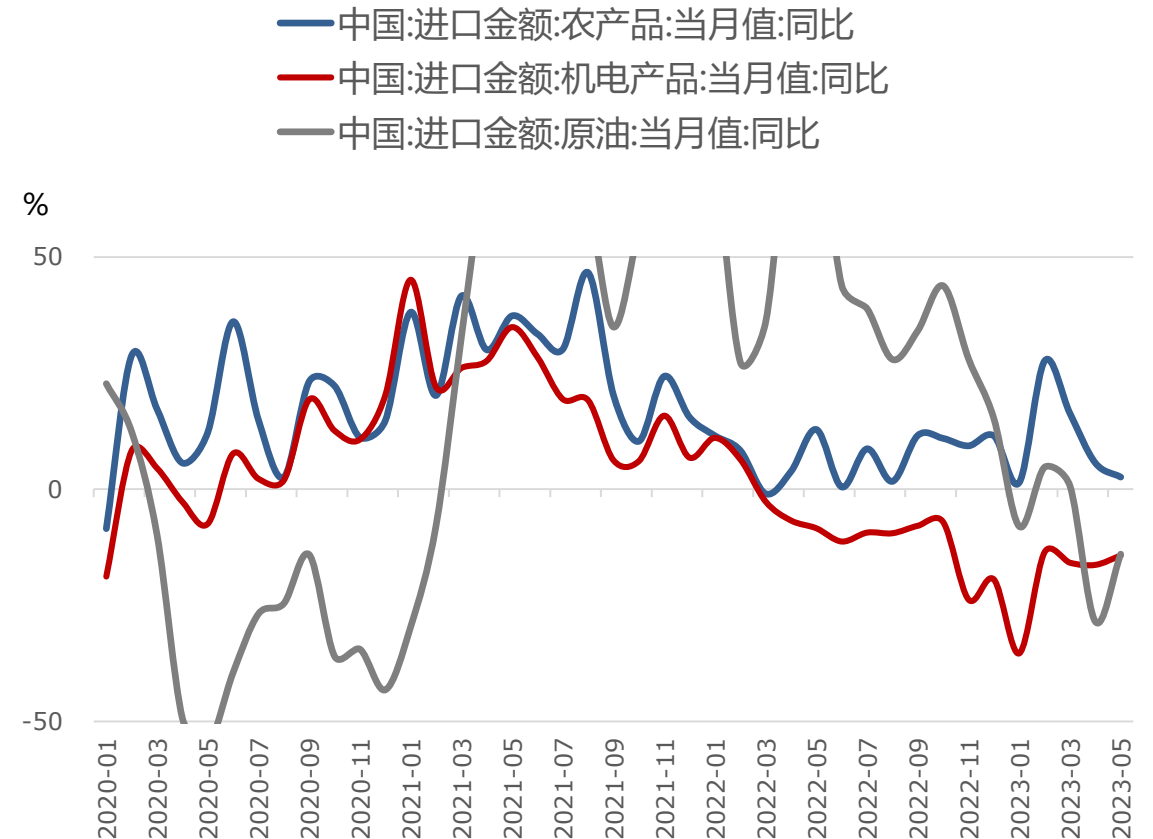
# 进口：5月进口同比跌幅收窄但仍偏低，侧面印证内需不足

- 分国别看，5月对欧美进口同比降幅扩大，对东盟及日韩进口降幅有所收窄
- 分商品看，农产品进口金额同比增速下降，原油进口同比由负转正，机电进口跌幅由-16.3%小幅收窄至-14.3%，其中汽车及集中跌幅同比增速为-27.6%、-18.8%

**5月对欧美进口同比降幅扩大，对东盟及日韩进口降幅有所收窄**



**5月能源进口跌幅收窄，机电进口维持低迷**



## 主要大宗商品在5月进出口贸易中的变化

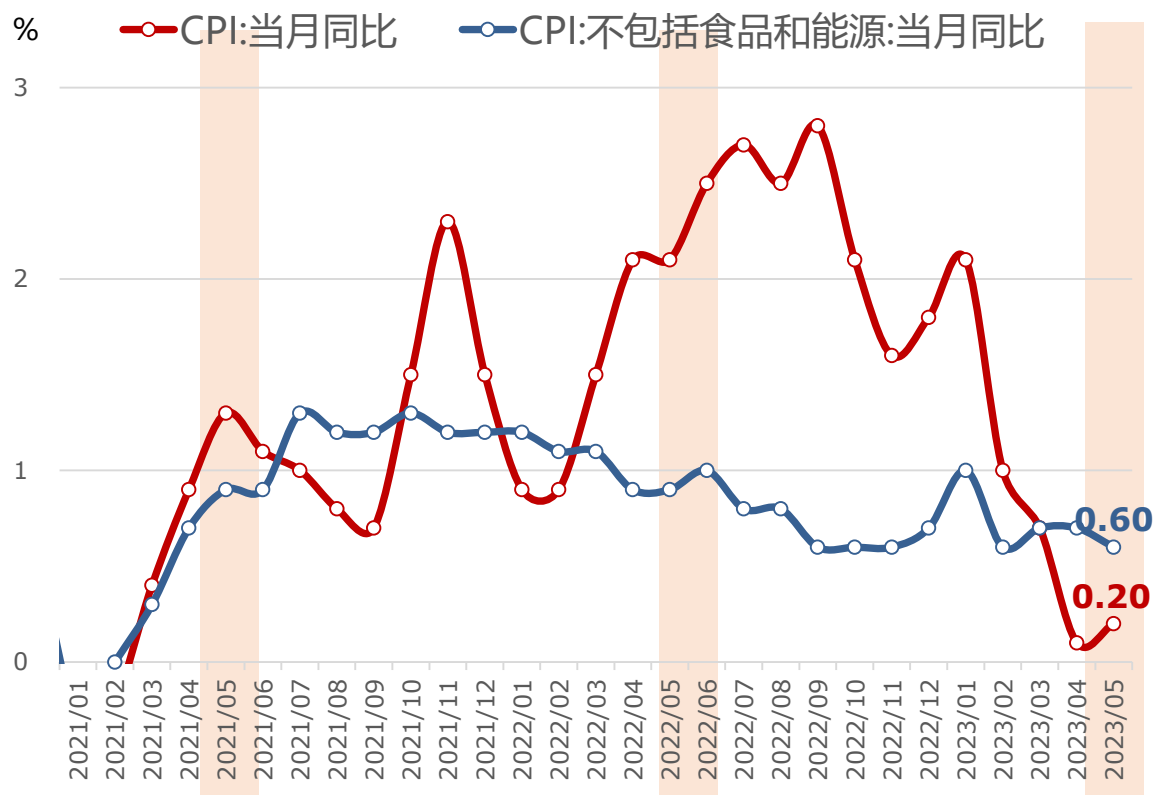
- 粮食进出口数量同比、环比均提升，出口价格同比及环比回落，进口价格同比回落，环比上升
- 成品油出口、原油进口均出现量价齐跌
- 钢铁出口量涨价跌，进口数量同比减少，环比增加，价格环比下跌

商品		数量			金额			价格		
		2023年5月 当月值 (万吨)	当月同比 (%)	当月环比 (%)	2023年5月 当月值 (千美元)	当月同比 (%)	当月环比 (%)	2023年5月 当月值 (千美元/万吨)	当月同比 (%)	当月环比 (%)
出口	粮食	18.32	↑ 40.95	↑ 40.95	126,657	↑ 6.89	↑ 18.17	6,912.42	↓ -24.16	↓ -16.16
	水产品	32.60	↓ -6.85	↑ 8.67	1,777,418	↓ -20.45	↑ 3.39	54,519.35	↓ -14.60	↓ -4.86
	成品油	488.81	↑ 49.48	↑ 30.35	3,602,058	↑ 18.40	↑ 28.06	7,368.97	↓ -20.79	↓ -1.75
	钢材	835.57	↑ 7.68	↑ 5.37	7,706,276	↓ -27.97	↓ -11.48	9,222.75	↓ -33.10	↓ -15.99
进口	肉类(包括杂碎)	59.74	↑ 1.26	↑ 1.26	2,215,366	↓ -13.09	↑ 2.54	37,080.79	↓ -14.18	↑ 1.27
	粮食	1,733.75	↑ 8.97	↑ 42.93	9,429,093	↑ 6.39	↑ 43.49	5,438.55	↓ -2.37	↑ 0.39
	原油	5,144.42	↑ 12.27	↑ 21.30	30,302,574	↓ -13.98	↑ 23.86	5,890.38	↓ -23.39	↑ 2.11
	天然气	1,064.13	↑ 17.32	↑ 18.50	5,432,673	↑ 3.21	↑ 13.76	5,105.26	↓ -12.03	↓ -4.00
	钢材	63.14	↓ -22.06	↑ 8.85	1,096,212	↓ -18.16	↑ 5.95	17,362.91	↑ 4.99	↓ -2.66

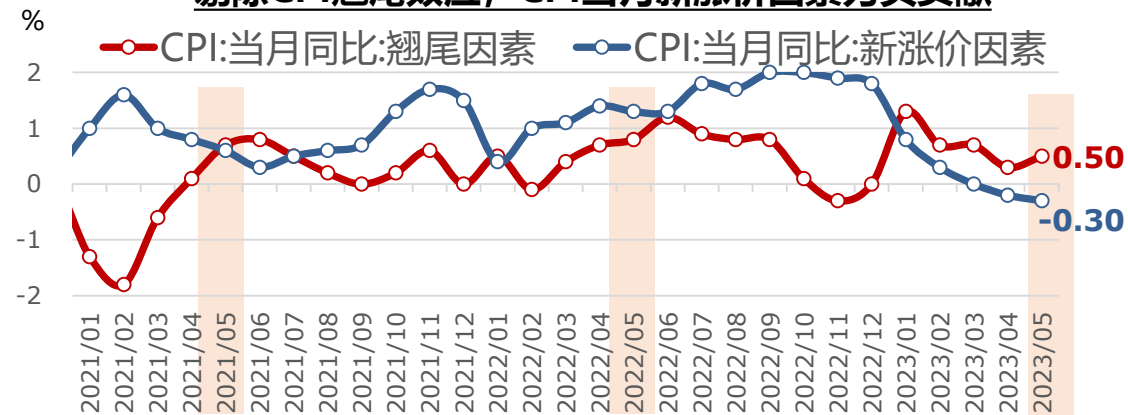
# 物价：5月CPI同比增长0.2%，新涨价因素持续为负

- 5月CPI同比上涨0.2%，剔除翘尾因素后，新涨价因素连续连个月在负值持续下探。CPI环比下降0.2%，环比增速连续四个月为负值。通胀水平低于预期，说明内需不足问题仍然突出，经济内生增长动力有待夯实

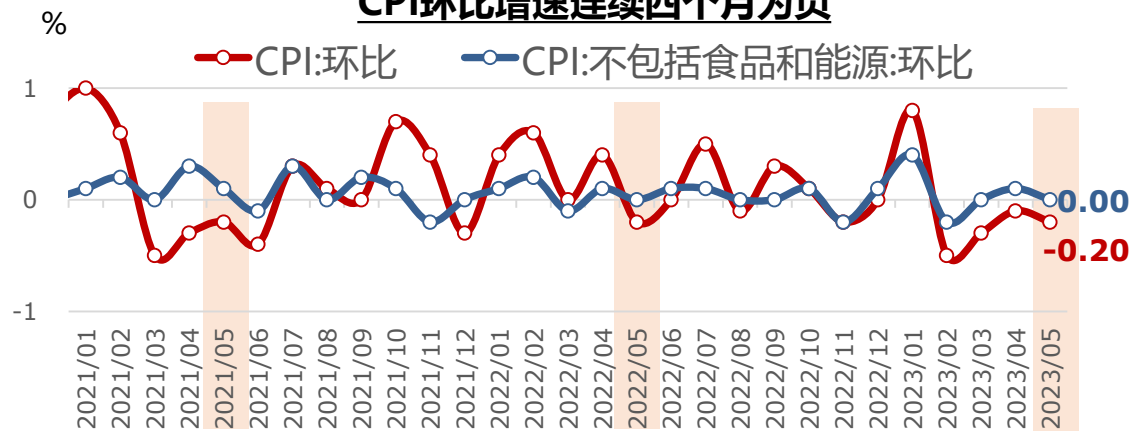
**5月CPI同比上涨0.2%，前值0.1%，核心CPI同比上涨0.6%，前值0.7%**



**剔除CPI翘尾效应，CPI当月新涨价因素为负贡献**



**CPI环比增速连续四个月为负**

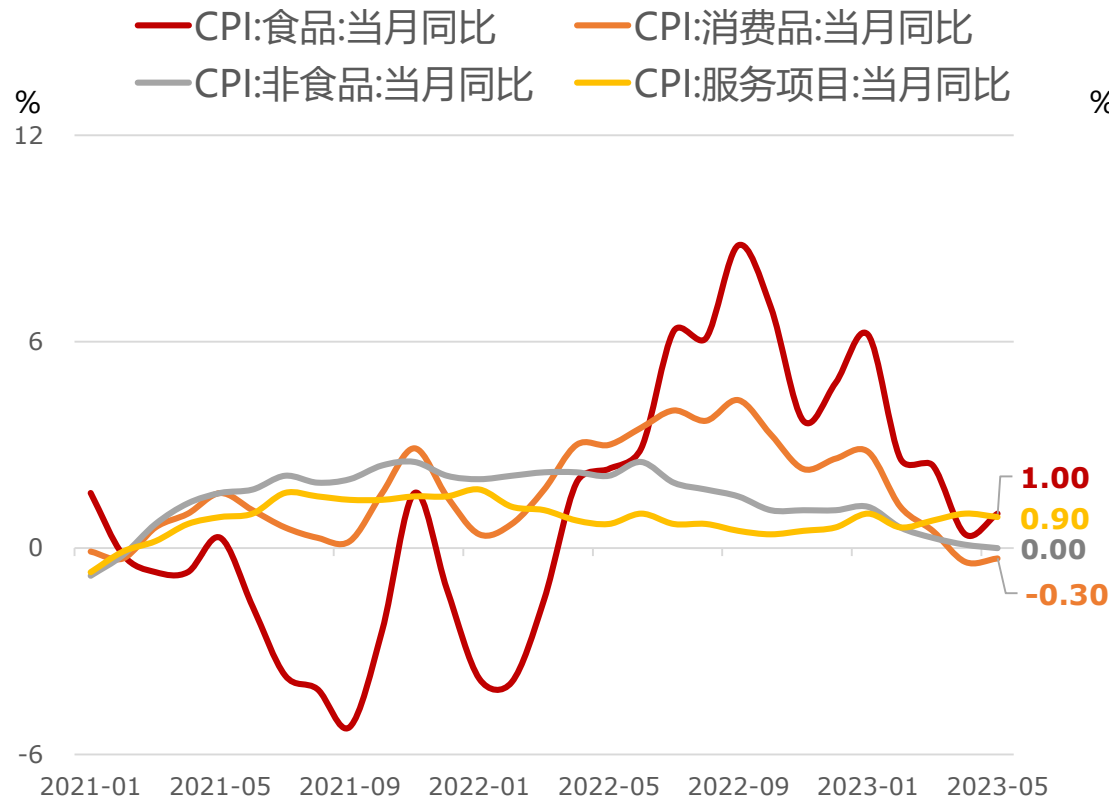




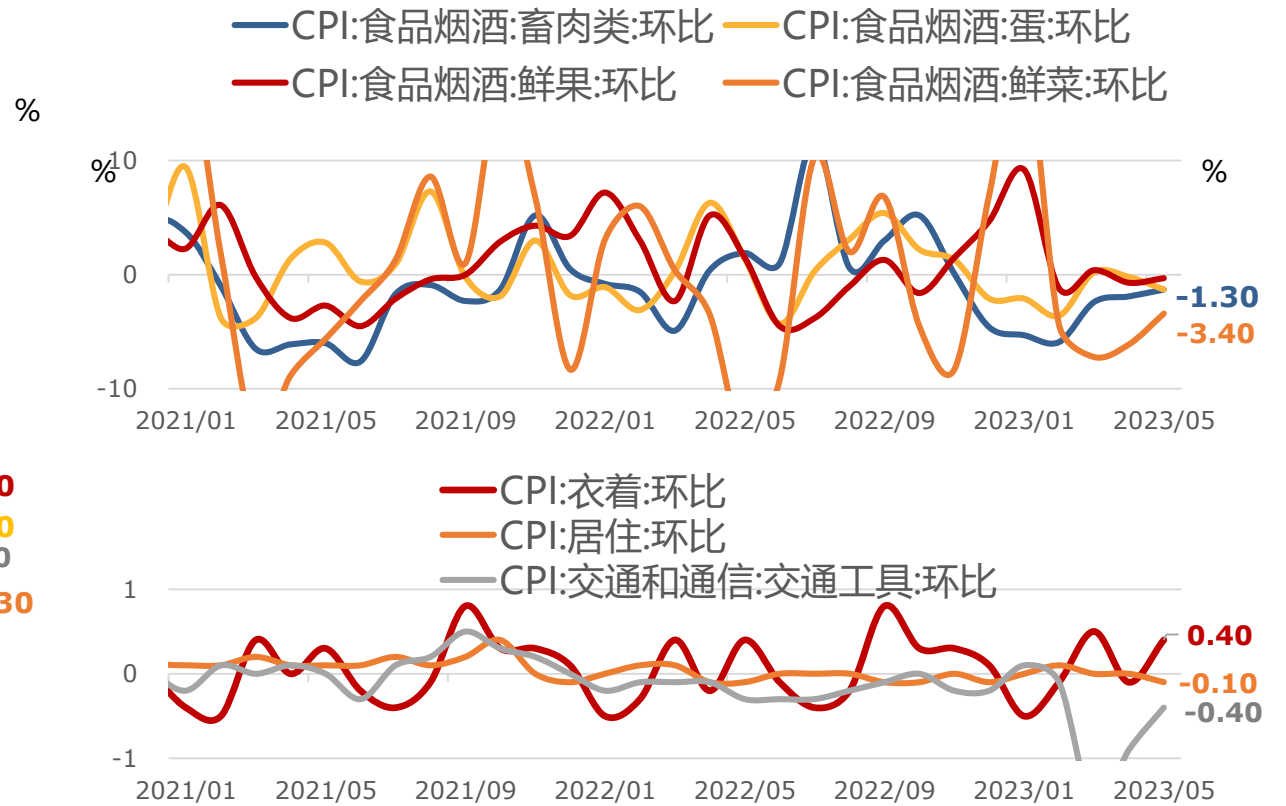
# 物价：食品和汽车价格继续回落，电影演出及服装价格环比上涨

■ 分项看，必需消费受供应影响价格回落，可选消费中，飞机酒店价格受假期后需求回落而下跌，电影、演出等娱乐价格环比上涨，服装价格受换季需求支撑上涨，而汽车、房租等大额消费品走势相对疲软，说明需求仍相对不足

**食品价格同比上涨1.0%，非食品中，服务价格上涨0.9%，涨幅比上月回落0.1个百分点，其中飞机票、旅游和交通工具租赁费价格分别上涨14.7%、8.0%和5.1%，涨幅均有回落**



**鲜菜鲜果蓄肉类受供应充足影响价格环比下跌，非食品价格环比由正转负，出行价格回落，电影演出价格上涨、服装价格受换季支撑上涨**

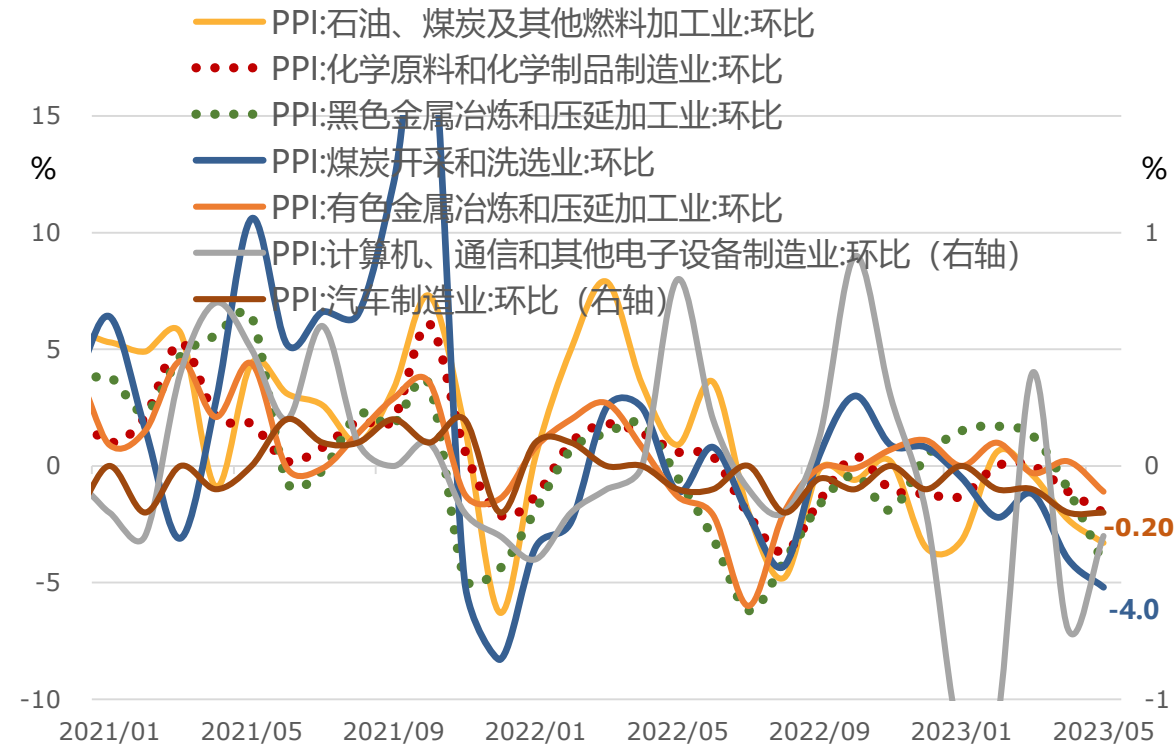
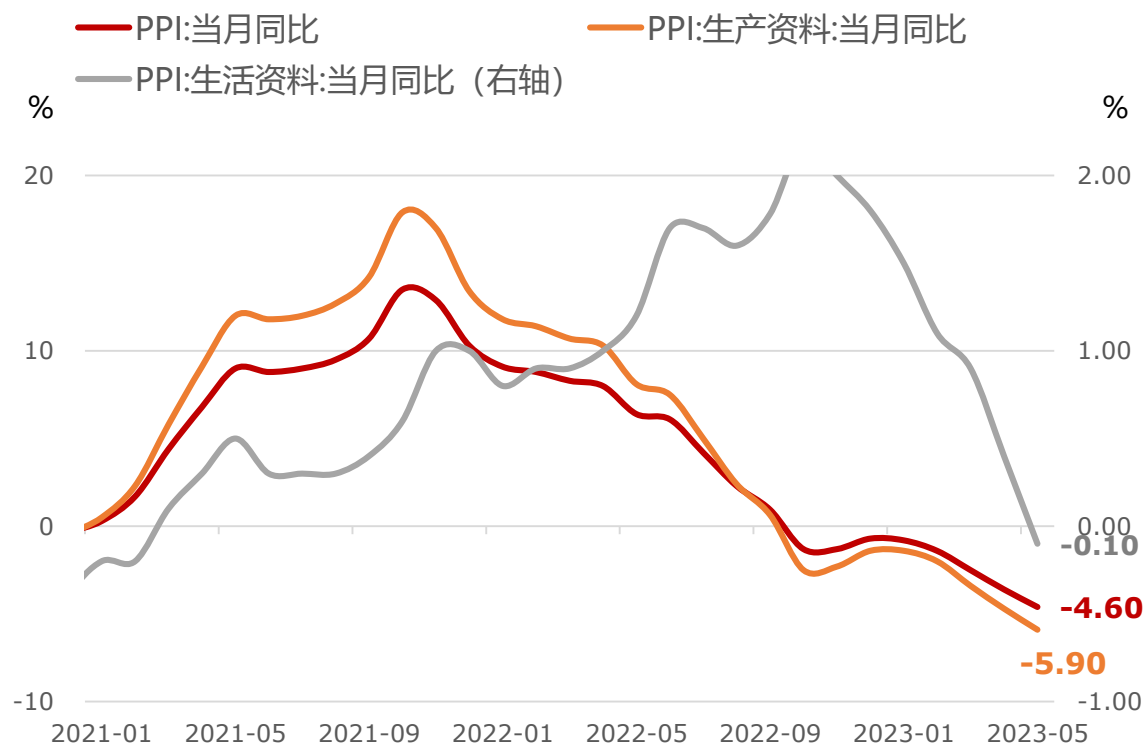


## 物价：5月PPI环比、同比增速均为负，跌幅扩大

■ 受国际大宗商品价格整体下行、国内外工业品市场需求总体偏弱及去年同期基数较高等影响，PPI环比下降0.9%，跌幅扩大0.4个百分点，同比下降4.6%，跌幅扩大1个百分点。其中，海外定价的原油和有色系价格回落，内需定价的黑色系、煤炭系在供应充足、内需偏弱下价格环比走弱，汽车制造业价格环比持续为负

PPI当月同比为-4.6%，生产资料同比下降5.9%，生活资料同比由正转负至-0.1%

原油和有色系跟随国际价格环比下行，黑色系、煤炭系受供给充足、需求偏弱影响价格走弱，汽车制造业价格环比持续为负



# 第三部分

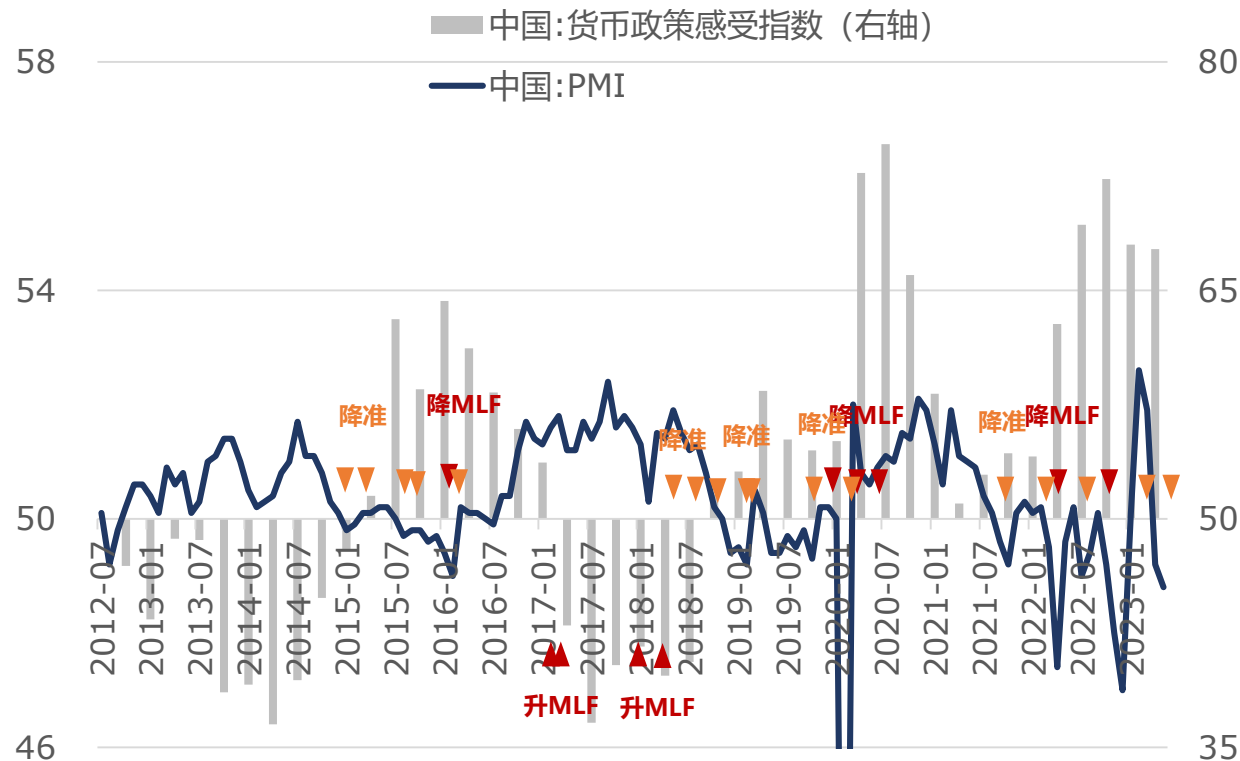
# 稳增长政策博弈



## 政策博弈点一是货币政策进一步宽松

- 从信贷及资金面看，票据贴现利率自3月底以来显著回落，5月虽止跌反弹但仍明显低于一季度水平，暗示二季度信贷需求和投放速度放缓，资金紧张情况缓解。从经济数据压力看，考虑到二季度有去年同期低基数效应的支撑，5、6月数据即使不及预期但仍保持整体较高的同比增速。结合政策导向，我们认为6月降准、降息的可能性及必要性均不算高

**自2020年7月开始，货币政策转向“跨周期调节”，为货币政策的目标新增了兼顾短期和长期、平滑操作、防范系统性风险等范畴**



**存款利率下调打开利率下限空间？**从传导链条看，存款利率的调整滞后于政策利率和无风险利率，而非前端影响因素。若货币当局引导存款利率全面下行，银行息差压力改善，为进一步引导贷款利率的下行留有空间，但这既非先决条件，也非因果关系。不过，存款利率的调整不足以引起储蓄、消费、投资倾向短期内发生变化，因此对固收类资产的需求将增多，短期成为债市的支撑力之一

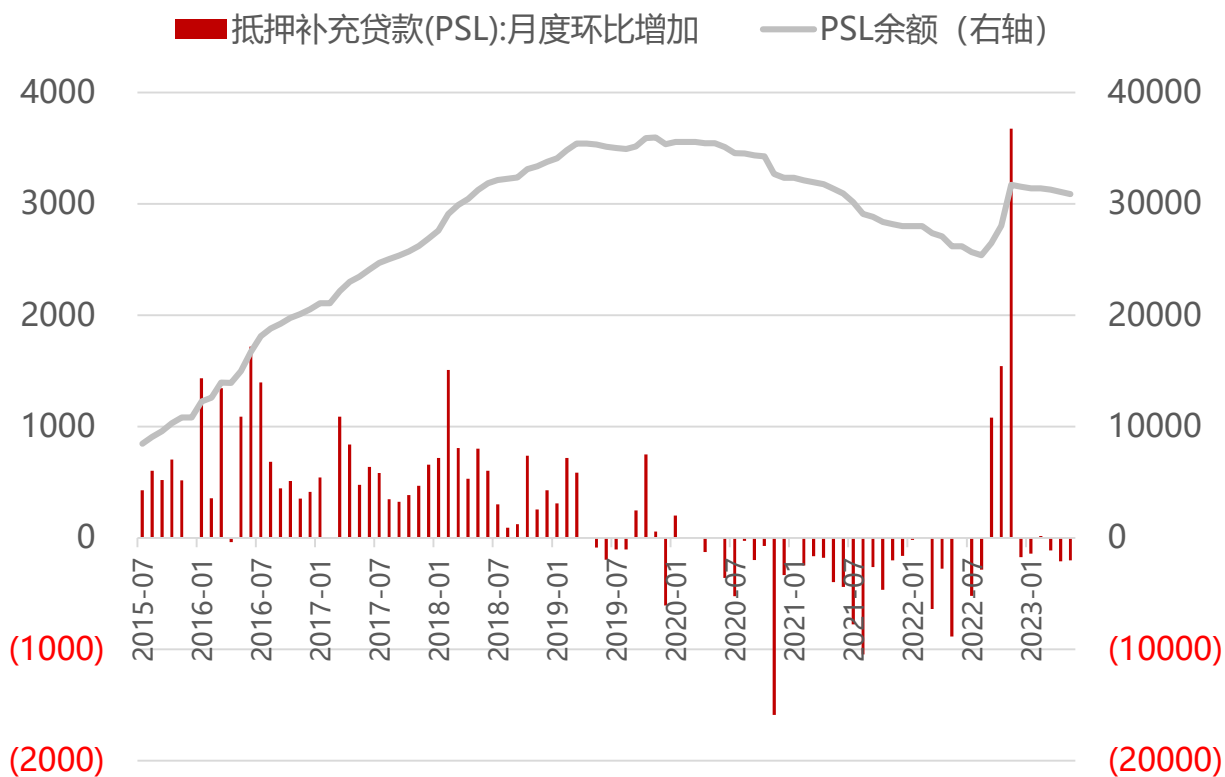
**信贷和资金压力如何？**票据利率止跌反弹但明显低于一季度水平，资金面显著转松后边际收紧但DR007整体处于2%以下，两个数据指向一致，我们认为5月信贷投放较4月或环比改善，但未恢复到一季度水平



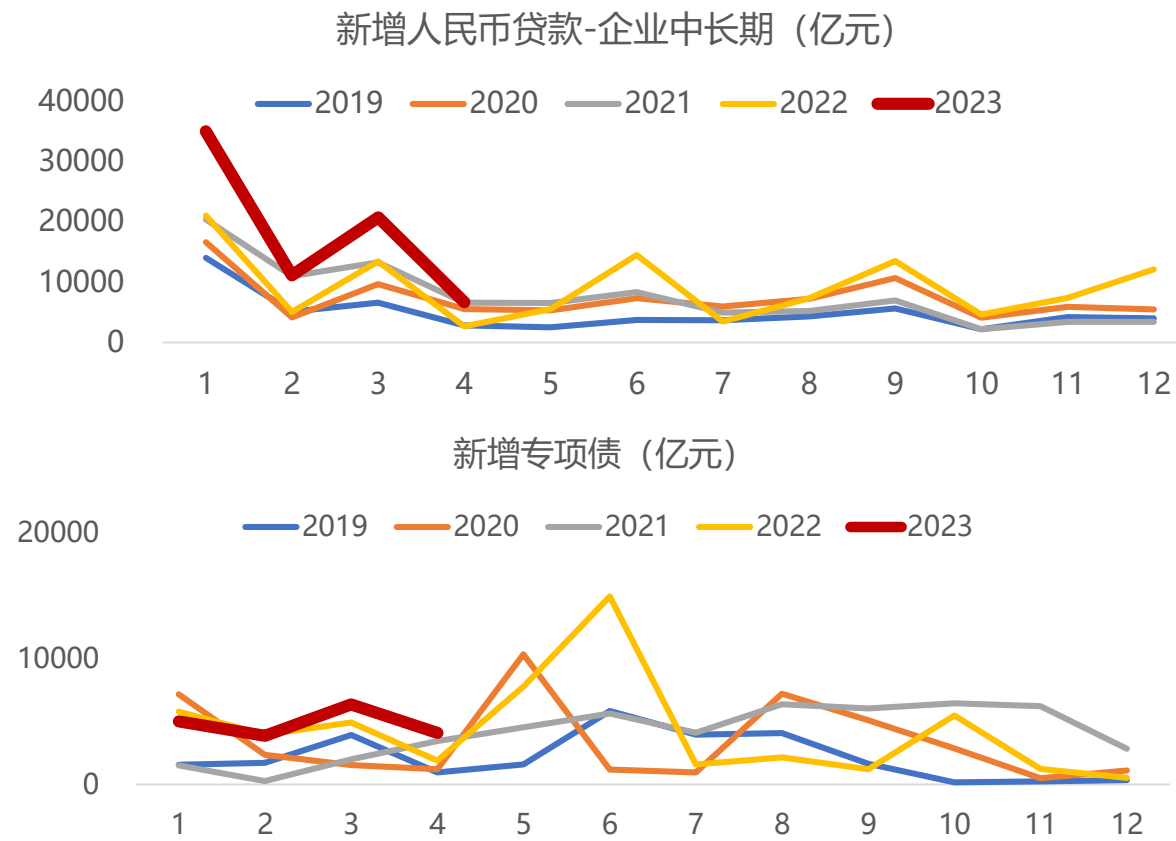
## 政策博弈点二是政策性开发性金融工具的扩容

- 2022年下半年开启政策性开发性金融工具的背景是三重压力加大，而基建投资资本金不足、信用传导机制不顺畅。这与目前的情况不完全一致，一是三重压力已有所“缓解”，主要矛盾为“内生动力还不强，需求仍然不足”，二是基建项目缺资金还是缺项目这是目前需要重新审视的点

从财政与货币政策联动的角度看，若再次启动PSL工具，对“准财政”工具仍有一定支撑力度



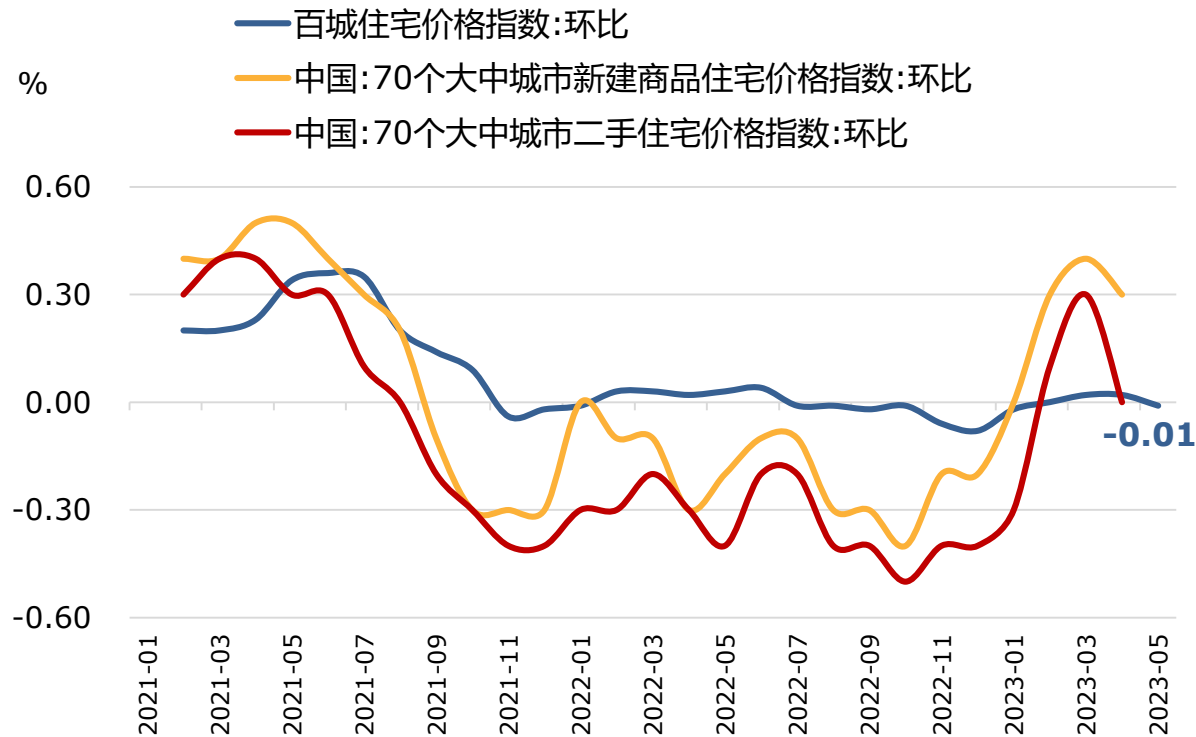
一季度“天量”信贷投放，专项债发行节奏前置



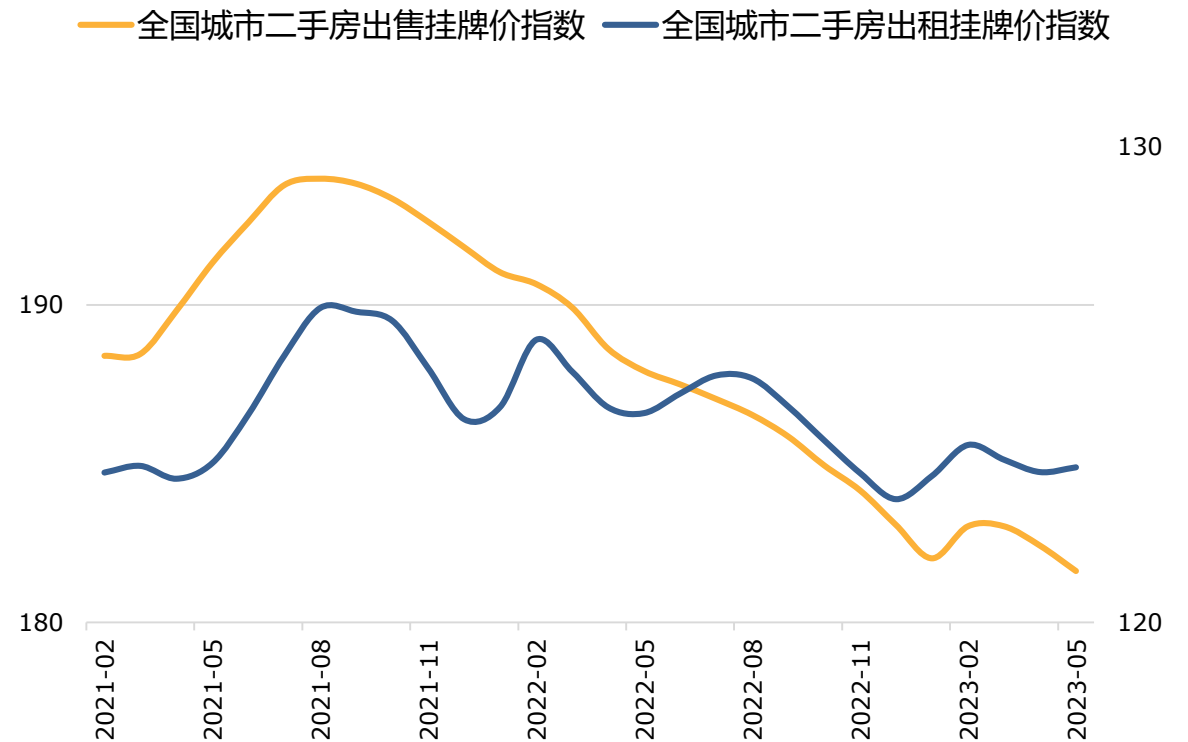
## 政策博弈点三是地产需求端刺激政策加码

- 自去年下半年中央层面供需两端共同发力，“三箭齐发”后，房地产支持政策未有明显的进一步加持。需求刺激端政策更多回到去年二季度的因城施策阶段，各地政府在现有政策框架内对购房资格、限购、首付等进行边际调整。市场对房地产放松政策的博弈包括“三道红线”全面放开、重点城市放开限购、贷款利率进一步下调等，但从目前看，均未看到征兆，对在“房住不炒”的总基调的定力也应充分认识

### 百城住宅价格指数5月出现环比回落，房价转跌担忧再起



### 3月以来二手房及租赁房挂牌价格指数均环比回落



# 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！**

**投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号**

**分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn**

**联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn**

# 广州期货主要业务单元联系方式



<b>上海分公司</b> 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	<b>杭州城星路营业部</b> 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	<b>四川分公司</b> 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	<b>上海陆家嘴营业部</b> 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
<b>广东金融高新区分公司</b> 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	<b>深圳营业部</b> 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	<b>佛山分公司</b> 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	<b>东莞营业部</b> 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
<b>广州营业部</b> 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	<b>清远营业部</b> 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	<b>肇庆营业部</b> 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	<b>华南分公司</b> 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
<b>北京分公司</b> 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	<b>湖北分公司</b> 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	<b>山东分公司</b> 联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	<b>郑州营业部</b> 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
<b>青岛分公司</b> 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	<b>机构业务部</b> 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>机构事业一部</b> 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>机构事业二部</b> 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
<b>机构事业三部</b> 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>广期资本管理(上海)有限公司</b> 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		



# 欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：[www.gzf2010.com.cn](http://www.gzf2010.com.cn)