

国内政策红利加速释放，海外地缘局势加剧动荡

摘要

● 一周大事记

国内：留抵退税红利加速释放，稳增长突出就业优先。5月16日，央行开展1年期1000亿元MLF操作，中标利率持平上次的2.85%，5月20日，五年期以上LPR超预期下调15个基点至4.45%，目前我国货币政策坚持不搞大水漫灌，预计后续仍以结构性政策助力经济为主，配合财政稳增长，近期增量政策工具较可期；17日，国家外汇管理局公布银行结售汇和代客涉外收付数据，4月结售汇延续顺差态势，为190亿美元，涉外收付款顺差162亿美元，总体跨境资金流动形势仍保持稳定；17日，国家发改委就投资项目审批、稳就业、稳物价、外商投资、县城建设等方面进行说明，1-4月发改委审批核准固定资产投资项目大幅超去年同期水平，专项债加快节奏发行带动下，固定资产投资项目审批也将进一步提速，预计基建投资增速将向好；17日，财政部发布4月财政收支情况，狭义和广义财政收支均呈收缩态势：因4月实现增值税留抵退税8015亿元，一般公共预算收入同比下降41.34%，支出同比下降1.96%，但农林水事务支出提升较为亮眼。5月疫情正逐步转好，物流逐渐恢复，专项债二季度也有望加快发行，后续财政支出将加快发力，财政增量政策工具有望出台；18日，李克强召开稳增长稳市场主体保就业座谈会，经济总量居全国前十省份均参加，会议指出上半年要基本实施完已确定的政策，新举措5月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间；18日，财政部通报了8个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例以及问责措施，现阶段防范重大金融风险这一底线并不会放松，相应的城投融资环境的边际放松的可能性也大幅下降。

海外：美联储重申加息路径，欧洲地缘政治局势迎变。5月14日，IMF宣布将人民币SDR权重由10.92%上调至12.28%，同时上调美元权重并下调欧元、日元和英镑权重，这有利于缓解短期市场对国内疫情反复的担忧，对提振人民币信心、支撑人民币汇率起到一定积极作用；当地时间18日，芬兰和瑞典正式向北约递交“入约”申请信，若成功加入北约或使俄罗斯陷入更大的安全困局，欧洲国家与俄罗斯的关系或将进一步恶化，并给欧洲经济复苏带来较大打击，但同时也倒逼欧洲加快能源转型步伐；当地时间17日，鲍威尔再次重申未来联储可能延续加息50个基点的步调，直到通胀明显下降为止，同时认为美国经济可以抵御加息的负面影响，预计美联储按计划加息概率较大，但仍具有一定不确定性；18日，日本一季度GDP同比下降1%，受日元贬值导致贸易恶化以及疫情限制措施打击消费者支出影响，但萎缩幅度低于预期，在取疫情防控限制后消费者支出或有所回暖，但日本经济仍面临严峻的考验。

● **高频数据：**上游：布伦特原油周环比上涨4.97%，铁矿石、阴极铜价格周环比分别上涨1.84%、0.21%；中游：螺纹钢、水泥价格周环比下降1.87%、1.00%，动力煤价格周环比略升；下游：房地产销售周环比下降1.95%，汽车零售表现有所改善；物价：蔬菜价格周环比下降3.07%，猪肉价格周环比上升0.81%。

● **下周重点关注：**欧元区、美国5月Markit制造业PMI（周二）；德国第一季度GDP、5月CPI（周三）；美国第一季度实际GDP（周四）；中国4月规模以上工业企业利润、日本5月东京CPI、美国4月PCE指数、4月商品贸易帐、5月密歇根大学消费者信心指数（周五）。

● **风险提示：**疫情形势进一步恶化，政策落地不及预期，地缘政治影响超预期。

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

联系人：刘彦宏

电话：010-57631106

邮箱：liuyan hong@swsc.com

联系人：王润梦

电话：010-57631299

邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 把握“稳”的内涵和后续发力——4月经济数据点评（2022-05-16）
2. 等待“黎明”的前一秒——4月社融数据点评（2022-05-13）
3. 政策加力“松绑”持续，美国通胀回落不及预期（2022-05-13）
4. 二师兄醒了，超预期上行能否持续？——4月通胀数据点评（2022-05-10）
5. 疫情之下，如何展望财政加力？（2022-05-10）
6. 多重压力下的外贸，意料之中与预期之外——4月贸易数据点评（2022-05-10）
7. 放长视角，细说人民币汇率趋势（2022-05-06）
8. 假期房地产数据仍弱，期待未来政策提振（2022-05-06）
9. “宁静”的假期，全球紧缩继续蔓延（2022-05-05）
10. 春寒更盛，景气待回升——4月PMI数据点评（2022-05-01）

目 录

1 一周大事记	1
1.1 国内：留抵退税红利加速释放，稳增长突出就业优先	1
1.2 海外：美联储重申加息路径，欧洲地缘政治局势迎变	4
2 国内高频数据	6
2.1 上游：原油价格周环比上升，铁矿石、阴极铜周环比上升	6
2.2 中游：螺纹钢、水泥价格周环比下降，动力煤周环比略升	6
2.3 下游：房地产销售周环比下降，汽车零售表现有所改善.....	7
2.4 物价：蔬菜价格周环比下降、猪肉价格周环比上升.....	8
3 下周重点关注	9

1 一周大事记

1.1 国内：留抵退税红利加速释放，稳增长突出就业优先

MLF 平价续作，五年期 LPR 超预期调降 15 个基点。5月16日，央行发布公告，为维护银行体系流动性合理充裕，开展1年期1000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对5月17日MLF到期的续做），中标利率为2.85%，与上次持平。数量方面，5月MLF操作仅进行了等量续作。受央行降准以及上缴结存利润等的影响，4月末，M2余额249.97万亿元，同比增长10.5%，M1余额63.61万亿元，同比增长5.1%，分别比上月末高0.8和0.4个百分点，市场流动性较为充裕，但当前的主要问题是企业和居民融资需求端偏弱；价格方面，一年期MLF操作利率已连续4个月维持在2.85%，通常来说MLF利率是LPR利率的锚，意味着5月LPR下调的可能性有所减小。主要考虑到海外国家加快紧缩步伐，美联储于5月加息50个基点，6月、7月也可能延续加息50个基点的步调，并且还将在6月开始启动缩表计划。再加上中美经济周期差导致人民币近期快速贬值，对货币政策发力形成了一定掣肘。5月20日，央行公布最新贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR为3.7%，维持不变；5年期以上LPR为4.45%，较此前的4.6%调降15个基点。1年期LPR未变，仍与MLF利率挂钩，而5年期LPR超预期大幅下调，宽信用力度继续加码，再加上首套个人住房贷款利率下限下降了20个基点，政策稳楼市的意愿较强，有望提振房地产市场需求。在海外货币政策收紧加快、国内经济下行压力加大背景下，我国货币政策目前“以我为主”，但坚持不搞“大水漫灌”，货币政策发力仍较谨慎，预计后续仍以结构性政策助力经济为主，配合财政政策稳增长，近期增量政策工具较为可期。

4月银行结售汇顺差190亿美元，跨境资金流动保持稳定。5月17日，国家外汇管理局统计数据发布，按美元计，2022年4月，银行结汇2297亿美元，售汇2106亿美元，结售汇顺差190亿美元。1-4月，银行累计结汇8900亿美元，累计售汇8122亿美元，累计结售汇顺差778亿美元；4月，银行代客涉外收入5054亿美元，对外付款4892亿美元，涉外收付款顺差162亿美元。1-4月，银行代客累计涉外收入20822亿美元，累计对外付款20037亿美元，累计涉外收付款顺差785亿美元。国家外汇管理局副局长王春英表示，当前我国跨境资金流动总体形势保持稳定。一是今年1-4月银行结售汇延续顺差态势，4月顺差规模与一季度月均顺差基本相当，远高于2021年同期水平；二是跨境资金净流入环比增长，4月企业、个人等非银行部门涉外收支顺差162亿美元，较3月增长57%。贸易、投资等实体经济相关跨境资金净流入维持较高水平。4月，货物贸易跨境收支顺差443亿美元，来华直接投资项下资金净流入184亿美元，较一季度月均水平分别增长2%和6%，同比分别增长2.8倍和1.2倍。今年以来，货物贸易、直接投资等实体经济相关资金稳步流入。4月我国货物贸易顺差额为511.2亿美元，去年同期顺差为428.6亿美元，顺差持续走宽。此外，4月服务贸易涉外收支逆差进一步收窄，对外直接投资延续平稳有序的发展态势。尽管美元在4月一路走强，人民币有所贬值，我国跨境资金流动仍保持稳定。当前，外部环境依然复杂多变，但我国经济韧性强、潜力足、回旋余地广、长期向好的基本面不会改变。5月14日，IMF宣布将人民币SDR权重由10.92%上调至12.28%，人民币在国际货币市场上地位进一步有所提升，有利于增强人民币资产的国际吸引力。同时近年来我国外汇市场日臻成熟、韧性增强，更有基础也更有条件适应外部环境的调整变化，保持跨境资金流动总体稳定的格局。

固定资产投资项目审批将持续提速，继续增加鼓励外商投资产业力度17日，国家发展改革委召开5月新闻发布会，就投资项目审批、稳就业、稳物价、外商投资、县城建

设等方面进行了说明。投资项目审批方面，1-4月，发改委共审批核准固定资产投资项目38个、总投资5333亿元，大幅超出去年同期28个项目、总投资额1327亿元。其中，4月份审批核准固定资产投资项目8个，总投资188亿元，主要集中在信息化、能源等领域。目前2022年用于项目建设的地方政府专项债券额度已全部下达，新增专项债额度要在上半年基本完成发行。5月以来，地方债发行明显提速，据统计5月来地方债已发行3179.89亿元，超过4月发行总额，预计二季度的财政支出将持续加快。1-4月份基础设施投资同比增长6.5%，较前值有所回落，在专项债持续加快发行节奏，固定资产投资项目审批进一步提速的带动下，预计基建投资增速将向好。稳就业方面，将主要着重几个方面：推进企业复工复产、加快落实退税减税降费，保市场主体；抓高校毕业生等重点群体，大力发展乡村富民产业，在农村基础设施建设领域积极推广以工代赈方式，拓展农民本地就业渠道；通过促创新创业带就业。稳物价方面，主要将做好几个方面的工作，一是做好粮食保供稳价工作；二是通过完善煤炭产供储销体系、强化市场预期管理等措施，引导煤炭价格在合理区间运行，通过稳煤价来稳电价；三是做好矿产品保供稳价工作，加大铁矿石等国内勘探开发力度，加快矿产品基地建设；四是加强市场监管，严厉打击捏造散布涨价信息、囤积居奇、哄抬价格等违法违规行为。外商投资方面，目前正在修订扩大《鼓励外商投资产业目录》，目的要继续鼓励外商投资，特别是鼓励外资投向制造业、生产性服务业等重点领域，以及中西部和东北等重点地区。县城建设方面，基于近日中办、国办印发了《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，未来重点任务是抓好产业、市政设施、公共服务、环境基础设施等方面建设，将加快发展大城市周边县城、积极培育专业功能县城、合理发展农产品主产区县城、有序发展重点生态功能区县城、引导人口流失县城转型发展。

狭义广义财政收支均收缩，留抵退税超预期。5月17日，财政部发布2022年4月财政收支情况。一般公共预算收入方面，全国1-4月一般公共预算收入74293亿元，同比下降4.8%，4月单月收入12256亿元，环比下降22.6%，同比下降41.34%。1-4月中央和地方一般公共预算收入分别同比下降5.7%和3.9%。其中，国内增值税1-4月实现17676亿元收入，同比下降28.9%，而非税收入11974亿元，比上年同期增长13.4%。5月17日，财政部副部长许宏才表示，财政收入规模有所回落主要是积极财政政策应对经济下行压力的主动作为，有助于加快企业纾困。今年全年退税减税约为2.5万亿元，其中新增的增值税留抵退税为1.5万亿元，4月全国增值税留抵退税规模为8015亿元，实施进度超出预期。扣除留抵退税因素后，4月份全国一般公共预算收入同比增长5%，全国税收收入同比增长3.7%，国内增值税同比增长1.8%。除了增值税留抵退税，今年3-4月中国政府陆续出台的一揽子减税降费新政都给财政减收带来了一定影响，预计后续税费支持将继续发力支持经济增长。一般公共预算支出方面，1-4月全国一般公共预算支出80933亿元，同比增长5.9%，4月单月支出17346亿元，环比下降31.60%，同比下降1.96%，中央和地方一般公共预算本级支出比上年同期分别增长5%和6.1%。支出结构上，4月，农林水事务支出提高较为亮眼，同比增长28.36%，而卫生健康支出提升相对较少，同比增长12.51%。社会保障和就业、卫生健康、教育这类民生支出与3月相比，占一般公共预算总支出占比下降1.94个百分点。农林水事务、交通运输、节能环保和城乡社区事务这类基建支出与3月相比，占一般公共预算总支出占比下降2.12个百分点；政府性基金预算收入方面，1-4月全国政府性基金预算收入17565亿元，比上年同期下降27.6%，其中，国有土地使用权出让收入15012亿元，比上年同期下降29.8%，较一季度降幅均有所扩大，地方财政仍面临土地收入减少的压力。截至5月11日，2022年全国已有18个重点城市完成今年首轮集中供地出让，整体保持平稳，但各地表现冷热不均。受到疫情以及大规模留抵退税影响，4月，狭义和广义财政收支均呈收缩态势，但5月疫情正逐步转好，物流逐渐有所恢复，专项债二季度也有望加快发行，后续财政支出将加快发力，期待财政增量政策工具的出台。

打好稳市场主体保就业“组合拳”，新政策举措5月能出尽出。5月18日，李克强在云南召开稳增长稳市场主体保就业座谈会，东中西部和东北地区12个省负责人参加，其中10个省经济总量居全国前十。李克强指出4月份部分经济指标明显转弱，经济下行压力进一步加大，但我国仍有1.5亿多户市场主体，当前物价平稳，应对挑战仍有政策空间。上半年要基本实施完毕中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策，看得准的新举措5月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间。保就业保民生方面，要突出就业优先，落实落细留抵退税减税等组合式纾困政策，引导金融机构对中小微企业和个体工商户贷款缓交利息。今年全年退税减税目标约2.5万亿元，新增的增值税留抵退税1.5万亿元，4月已实现约8000亿元留抵退税，主体主要是中小微企业以及部分制造业等行业企业。5月17日，财政部、税务总局提出将对符合条件的制造业等行业大型企业退还存量留抵税额，并且退还时间与中小微企业同样截止到6月30日前。留抵退税目前还剩7000亿元待实施，剩余的大部分预计在5-6月实施完毕。稳地价稳房价方面，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展。国家统计局最新数据显示，4月份我国70个大中城市中，一线城市商品住宅销售价格环比略涨，二三线城市环比下降，一二三线城市商品住宅销售价格均呈现同比涨幅回落或降幅扩大态势。新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市比上月分别增加9个和5个，价格同比下降城市比上月分别增加10个和9个由于疫情等因素，楼市依然维持低迷，但一线城市中北京和广深的热度有所提升。本周各地继续加码楼市“稳增长”：苏州、郑州、天津等地部分银行首套房贷利率降至4.4%，成都优化家庭住房总套数以及无房居民家庭认定标准；杭州发布楼市新政，包括优化二手住房交易政策、完善税收调节、更好满足三孩家庭购房需求等；土拍方面，中山市下调竞买保证金比例并优化地价款支付方式。若后续疫情形势逐步好转，房地产市场有望在各地政策发力下企稳。

财政部问责新增隐性债务和化债不实，防范债务风险的底线凸显。5月18日，财政部公布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，通报了8个新增隐性债务和隐性债务化解不实的典型案例以及问责措施。从案例内容来看，8个案例时间分布在2016年8月至2020年4月，新增隐性债务的行为包括城投平台承担财政预算安排外的建设支出、政府占用城投平台资金、城投平台借款偿还隐性债务利息且约定该笔融资由政府承担。化债不实的行为包括将借新还旧作为化债、更改政府购买服务合同金额作为化债。从时间来看，财政部从2017年3月开始披露违规举债问责结果，但2018年11月后未有新的处分案例公布。此后，隐性债务问责的案例转由地方政府及其部门公布。这是财政部时隔三年多再度披露违规举债的案例。从问责力度来看，2018年以后地方通报的案例中，问责主要是诫勉、警告、通报批评、记过。本次财政部公布的8个案例中，多个责任人被行政撤职、行政降级，问责再度趋严；问责部门层级也有所提升，2018年以后地方通报的案例中，主要由同级或上一级纪委监委问责、当地政府或财政部门通报，此次8个案例中，问责均由省级纪委监委作出。此次的通报也反映出终身问责切实实行。2017年第五次全国金融工作会议首次提出，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。此次通报的案例中，问责的相关人员目前部分已经离任，说明了终身问责实在切实实行。终身问责的机制将对参与到控制政府隐性债务的各机构形成更加严格的约束。此次发布通报的时间也非常关键，今年以来各方面加速发力稳增长，4月18日央行、外管局联合印发的《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》更是提出，要按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，市场也对城投融资环境的放松有了一定的预期。在此背景下发布该通知，表明了不会因为经济增长压力而不重视债务风险，结合5月16日银保监会党委在《求是》撰文，强调持之以恒防范化解重大金融风险，表明了现阶段防范重大金融风险这一底线并不会放松。相应的城投融资环境的边际放松的可能性也大幅降低。

1.2 海外：美联储重申加息路径，欧洲地缘政治局势迎变

人民币 SDR 权重上调，人民币国际化程度不断提升。5月14日，国际货币基金组织(IMF)宣布将人民币权重由 10.92%上调至 12.28% (升幅 1.36 个百分点)，将美元权重由 41.73%上调至 43.38% (升幅 1.65 个百分点)，同时将欧元、日元和英镑权重分别由 30.93%、8.33%和 8.09%下调至 29.31%、7.59%和 7.44%，人民币权重仍保持在美元和欧元后的第三位。这一关键权重的上调，是 IMF 对 2017 年到 2021 年间中国贸易和金融市场的发展表示的认可，一方面是因为近年来中国货物和服务出口在全球的市场份额上升，另一方面，也是中国扩大金融改革和开放，推进人民币国际化的积极成果。在美联储紧缩加快背景下，美债收益率升高、美元指数走强，部分新兴市场国家和不少发达国家货币出现贬值。国内受到疫情冲击经济下行压力也进一步加大，人民币近期也出现了短线下跌。人民币 SDR 比重的提高有利于缓解短期市场对国内疫情反复的担忧，对提振人民币的信心起到一定积极作用，支撑人民币汇率。对此，银保监会有关部门负责人近日也表示，人民币汇率贬值不会长期单边持续。我国贸易顺差和外商直接投资将为人民币汇率稳定提供坚强有力的保障，人民币汇率短期波动主要受市场情绪影响，长期趋势主要是由基本面决定的，我国经济的基本面虽然短期受到冲击，但韧性仍强，当前物价总体平稳，货币政策也坚持不搞大水漫灌，为人民币的国际化 and 人民币的走强提供了强大的基础。此外，人民银行表示将继续坚定不移地推动中国金融市场改革开放，进一步简化境外投资者进入中国市场投资的程序，丰富可投资的资产种类，完善数据披露，持续改善营商环境，延长银行间外汇市场的交易时间，不断提升投资中国市场的便利性，为境外投资者和国际机构投资中国市场创造更有利的环境，有望不断提升人民币国际地位。

地缘政治：芬兰和瑞典申请加入北约，欧洲地缘政治风险加大。当地时间 5 月 17 日，瑞典外交大臣林德正式签署了该国加入北约的申请。林德还表示，瑞典将与芬兰一起递交“入约”申请，预计瑞典成为北约成员最多需要一年时间。此前，芬兰政府于当地时间 5 月 15 日决定申请加入北约。当地时间 5 月 18 日，芬兰和瑞典正式向北约递交“入约”申请信。但目前芬兰和瑞典加入北约尚未敲定，因为任何扩大北约的决定都需要得到北约所有 30 个成员国及其议会的批准，其中成员国土耳其已经表示反对。瑞典和芬兰在冷战后的 1990 年代加入欧盟，但奉行军事不结盟政策，但俄乌战争使得它们重新考虑自身国家安全战略并决定申请加入北约，这对两个有不结盟传统的国家来说是一个历史性的转变。俄罗斯方面表示，芬兰和瑞典加入北约不会对俄构成威胁，但会对该地区的军事集结做出回应。北约方面，德国表示芬兰和瑞典已经是“事实上的”成员，美国将“坚决支持”芬兰和瑞典加入北约。从影响来看，芬兰与俄罗斯接壤，其加入北约将使俄罗斯与北约的边界长度增加一倍，并有威胁俄第二大城市圣彼得堡的能力。若芬兰和瑞典成功加入北约，北约将对波罗的海拥有更多控制权，或使俄罗斯陷入更大的安全困局。目前俄乌战争仍在持续，乌克兰总统泽连斯基 17 日证实俄乌军方达成停火协议结束了马里乌波尔的战斗乌军开始从马里乌波尔亚速钢铁厂撤离。路透社报道称，乌方已将马里乌波尔的控制权交给了俄罗斯。欧洲地缘紧张局势进一步加剧，欧元区经济前景趋于黯淡。4 月，欧元区制造业 PMI 从 3 月的 56.5%跌至 55.5%。芬兰和瑞典若加入北约相当于“刺激”俄罗斯，或使得欧洲国家与俄罗斯的关系进一步恶化，若俄罗斯中断与欧在能源等领域的贸易往来，或给欧洲经济复苏带来较大打击，但同时也会加快欧洲能源转型的步伐。

美国：美联储重申加息 50 基点步调，持续行动直到通胀下降。当地时间 5 月 17 日，美联储主席鲍威尔出席华尔街日报活动，再次重申未来联储可能继续加息的步调，直到通胀明显下降为止。通胀水平的目标是 2%，如有需要，将毫不犹豫地加息到超过中性

利率水平，鲍威尔认为，中性利率并非一个终点，也不是一个观测点。美联储5月初决定二十二年来首度一次加息50个基点，鲍威尔在会后的新闻发布会上表示，6月和7月的未来两次会议可能适合都这个幅度加息。另外，鲍威尔再次表露了未能更早采取加息的遗憾。在经济基本面方面，鲍威尔认为美国经济可以抵御加息的负面影响，尽管加息可能会带来痛苦，但如果做不到降低通胀，才是最大的痛苦。4月，美国零售销售环比增长0.9%，连续四个月增长，鲍威尔对此表示目前美国经济强劲，经济处于可以抵御减少货币宽松和收紧货币的良好状态。美国失业率在4月也维持在3.6%相对较低的水平，鲍威尔称，中性的失业率水平可能更接近5%，而不是目前的3.6%，即使失业率短期内上升，劳动力市场也会保持强劲。此外，美国4月末季调CPI同比上涨8.3%，比上月回落0.2个百分点，但高于8.1%的预期，季调后环比上升0.3%，也超出预期，美国通胀形势仍较为严峻，需要尽快得到控制。在降低通胀的目标上美联储官员态度一致，在美联储主席鲍威尔重申今后两次会议可能各加息50个基点后，鹰派高官布拉德表示支持，认为这样做能遏制处于将近四十年高位的美国通胀率，长期以来最鸽派的官员卡什卡利也市政厅活动中表示美联储将采取必要措施，使经济恢复平衡。截至5月19日，CME数据显示美联储在6月加息50个基点的概率升至94.8%，在7月加息50个基点的概率为83.2%。预计美联储按计划将在6、7月加息50个基点的概率较大，但是供应链问题、欧洲地缘政治及国际大宗商品价格波动仍给美联储加息节奏带来一定不确定性。

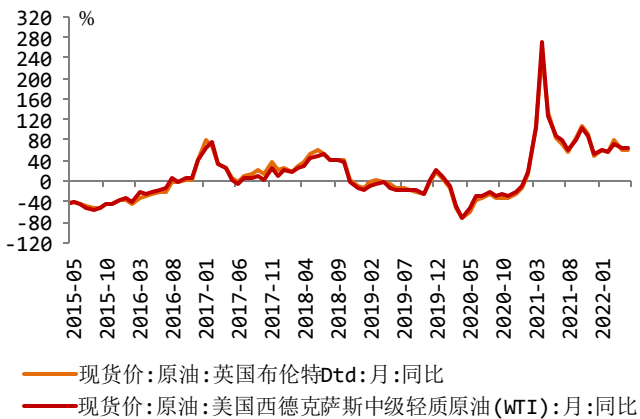
日本：经济再陷萎缩，受贸易和消费支出低迷拖累。5月18日，日本内阁府发布的初步统计报告显示，日本一季度GDP同比萎缩1%，萎缩幅度小于经济学家预期的1.8%。与去年第四季度相比，日本一季度GDP环比下降0.2%，降幅小于市场预期的0.4%。虽然奥密克戎病毒变种引发的限制措施打击了消费者支出，但由于疫苗接种率高，此次经济收缩并没有预期那么极端。数据显示，占经济一半以上的私人消费略有下降，降幅小于经济学家预期的0.5%。然而，日元贬值导致进口成本飙升，对贸易形成较大压力。受海外需求拉动，一季度日本出口环比增长1.1%，受进口价格上涨影响，进口环比增长3.4%。从对日本经济增长贡献度来看，一季度内需对经济增长的贡献为0.2个百分点，外需的贡献为负0.4个百分点。自去年8月以来，由于供应链瓶颈和全球需求回升推高大宗商品价格，日本的月度贸易差额一直处于赤字状态，俄乌冲突和日元贬值令日本的整体贸易状况恶化。日本消费者支出也陷入停滞，主要由于新冠感染人数激增，消费者被限制活动，企业被迫减少营业时间。尽管实施了积极的财政以及货币政策，日本经济复苏节奏仍相对缓慢。3月日本CPI同比增长1.2%，市场预期4月CPI或将同比增长2%，通胀压力仍相对较小，但受国际大宗商品价格飙升以及进口成本上行，4月日本PPI同比增长10%，为40多年来首次以两位数的速度上涨，加大了企业将更高成本转嫁给消费者的压力。目前，日本经济在从疫情中复苏方面仍远远落后于其他国家，这意味着日本央行仍难以正常化货币政策。5月13日，黑田东彦在国会上表示为了实现物价稳定的目标，需要继续实施宽松政策来支持正处于新冠疫情复苏中期的经济，通胀率主要由能源价格导致，因此不可持续，同时也将密切关注汇率波动对经济的影响。预计日本在3月21日取消所有疫情防控限制后消费者支出或有所回暖，不过日本经济仍面临严峻的考验：欧洲地缘政治以及日本决定对俄罗斯石油进行制裁或使得能源价格维持高位，同时日元在美元加息下持续走贬也加大了进口成本，后续日本经济复苏的前景仍不容乐观。

2 国内高频数据

2.1 上游：原油价格周环比上升，铁矿石、阴极铜周环比上升

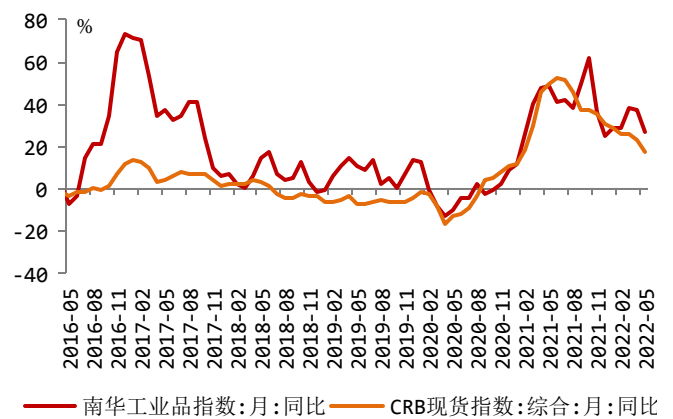
截至5月19日，本周英国布伦特原油现货均价上涨4.97%至113.20美元/桶，WTI原油现货均价为112.10美元/桶，上涨6.73%；在俄乌冲突的影响下，截至5月19日，5月英国布伦特原油现货均价同比上涨60.06%，WTI原油现货均价同比上涨65.01%，增速分别较4月回落1.16、上升0.36个百分点。铁矿石价格和阴极铜价格周环比均上升，截至5月19日，铁矿石期货结算价周环比上升1.84%至818.25元/吨，阴极铜期货结算价为71455.00元/吨，周环比上升0.21%；5月，铁矿石和阴极铜期货结算价月环比分别下降7.40%和3.13%，均由上涨转为下降，5月同比分别下降29.47%和3.28%，铁矿石降幅扩大，阴极铜由涨转降。截至5月19日，本周南华工业品价格指数均值为3892.16点，环比上升1.35%，截至5月17日，本周CRB现货综合指数均值636.14，周环比上升1.14%。

图1：原油现货价格同比增速5月微幅变动



数据来源：wind、西南证券整理

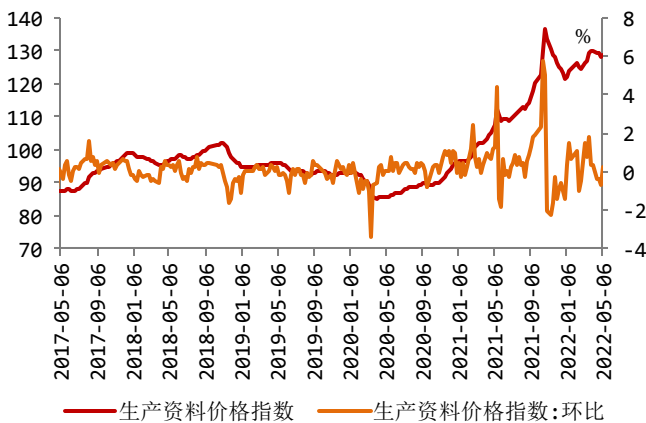
图2：南华工业品指数、CRB现货指数同比增速回落



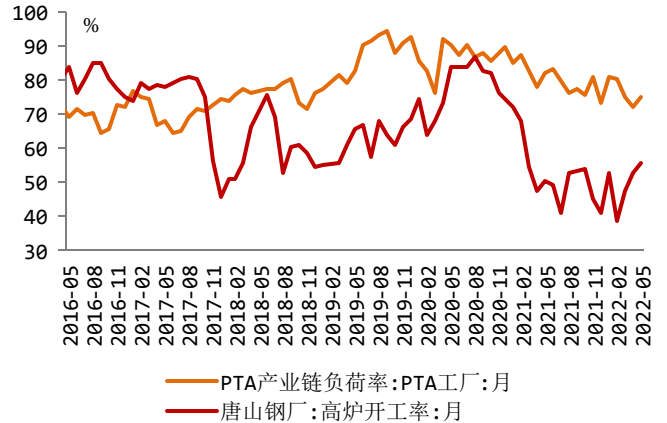
数据来源：wind、西南证券整理

2.2 中游：螺纹钢、水泥价格周环比下降，动力煤周环比略升

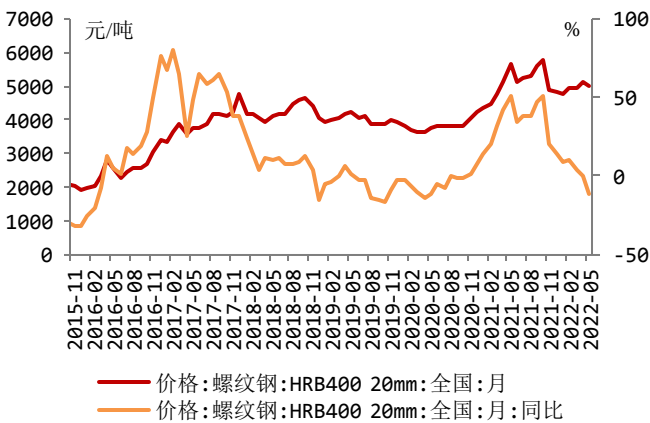
截至5月6日，生产资料价格指数较前一周上涨0.20%至128.51；截至5月18日，5月PTA产业链负荷率均值为74.72%，较4月均值上涨2.75个百分点；截至5月13日，当周唐山钢厂高炉开工率为57.14%，较之前一周上涨3.17个百分点，截至5月13日，5月唐山钢厂高炉开工率为55.56%，较4月上升2.86个百分点；截至5月19日，螺纹钢价格较上周下降1.87%至4889.00/吨，5月螺纹钢均价为4982.67元/吨，月环比下降2.44%，同比下降11.56%；截至5月19日，本周水泥价格指数均值为164.10点，周环比下降1.00%，从均值来看，5月水泥价格指数月环比下降3.14%，同比上升4.31%；本周动力煤月均期货结算均价为823.75元/吨，周环比上涨0.23%，5月动力煤期货价格月环比下降1.01%，同比下降6.49%。

图 3：生产资料价格指数小幅上涨


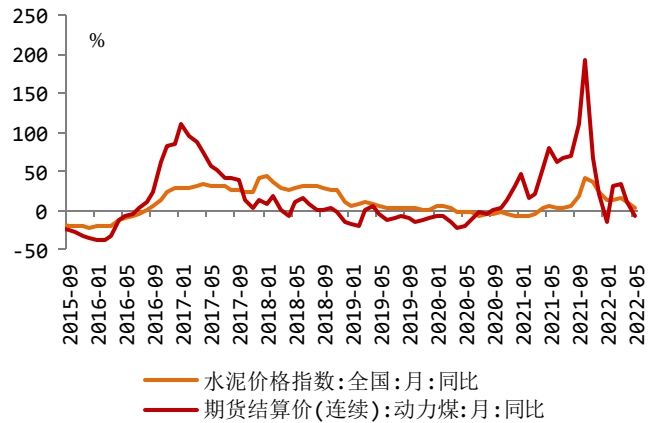
数据来源: wind、西南证券整理

图 4：5月 PTA 产业链负荷率、高炉开工率均上升


数据来源: wind、西南证券整理

图 5：螺纹钢价格月同比跌幅扩大


数据来源: wind、西南证券整理

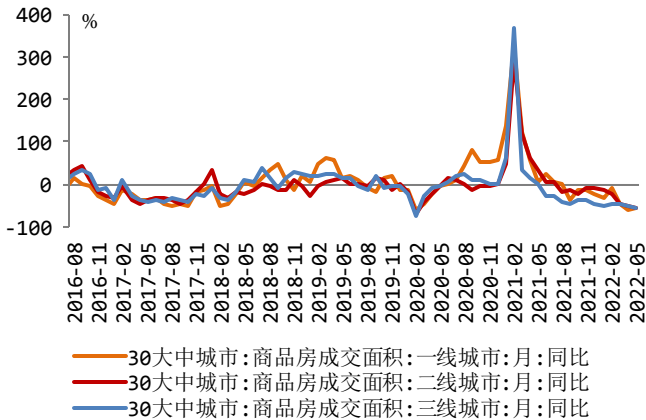
图 6：水泥价格、动力煤期货结算价月同比增速回落


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，汽车零售表现有所改善

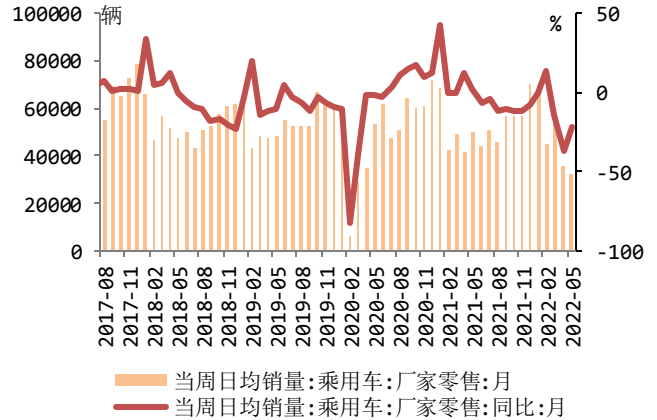
截至 5 月 18 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 1.95%，按均值计，5 月环比下降 5.13%，同比下降 54.62%，一、二、三线城市 5 月同比增速分别为 -53.78%、-54.08% 和 -56.09%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为 -13.79%，一、二、三线城市环比增速分别为 -85.16%、-0.54% 和 -0.11%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 3.33%，其次是三线城市为 2.16%，一线城市为 0.00%。截至 5 月 15 日，根据乘联会数据，5 月第二周总体狭义乘用车市场零售达到日均 3.3 万辆，同比下降 22%，表现逐步回暖改善，相对今年 4 月第二周均值增长 26%。截至 5 月 15 日，5 月第二周总体狭义乘用车市场零售达到日均 3.3 万辆，同比下降 22%，表现逐步回暖改善，相对今年 4 月第二周均值增长 26%。目前各地积极出台地方性车市刺激政策，对车市复苏有一定的促进作用，但政策效果的持续性有待观察。

图 7: 一线城市商品房成交面积同比跌幅缩小, 二三线跌幅扩大



数据来源: wind、西南证券整理

图 8: 乘用车零售走势有所改善



数据来源: wind、西南证券整理

2.4 物价：蔬菜价格周环比下降、猪肉价格周环比上升

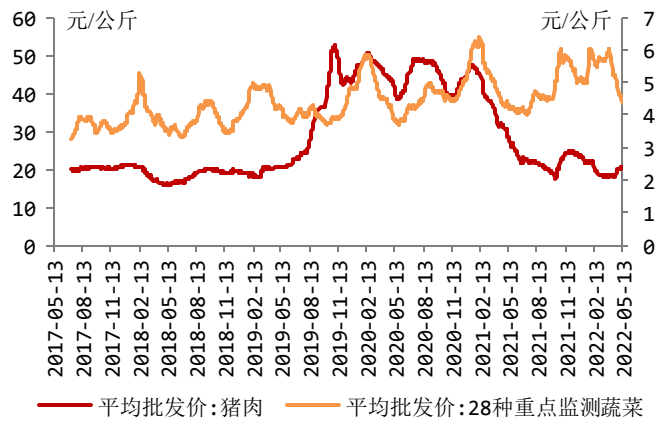
截至 5 月 19 日，本周农产品价格指数均值 122.75，周环比下降 1.03%。周度来看，蔬菜价格回落，猪肉价格上升，截至 5 月 13 日，28 种重点监测蔬菜批发均价为 4.48 元/公斤，较上周下降 3.07%，猪肉平均批发价较上周上升 0.81%至 20.35 元/公斤；截至 5 月 13 日，5 月 28 种重点监测蔬菜批发均价和猪肉平均批发价同比分别上涨 6.59%和下降 26.44%，分别较上月涨幅缩小 10.19 个百分点，跌幅缩小 15.68 个百分点。

图 9: 农产品价格指数回落



数据来源: wind、西南证券整理

图 10: 蔬菜价格回落，猪肉价格回升



数据来源: wind、西南证券整理

3 下周重点关注

	周一 (5.23)	周二 (5.24)	周三 (5.25)	周四 (5.26)	周五 (5.27)
中国	---	---	---	---	4 月规模以上工业企业利润年率
海外	德国 5 月 IFO 商业景气指数	法国、德国、欧元区 5 月 Markit 制造业 PMI 美国 5 月 Markit 制造业 PMI、4 月季调后新屋销售年化总数	德国 6 月 GfK 消费者信心指数、第一季度末季调季度 GDP 年率、5 月 CPI 年率	美国第一季度实际 GDP、截至 5 月 21 日初请和续请失业金人数、4 月季调后成屋签约销售指数月率	日本 5 月东京 CPI 年率 德国 4 月实际零售销售月率和年率 美国 4 月 PCE、核心 PCE 物价指数年率、5 月密歇根大学消费者信心指数、4 月商品贸易帐

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn