

## 美联储暗示停止加息，国内景气度有所回落

### 观点

1、短期来看，美联储暗示停止加息，流动性的冲击或逐步减弱，与此同时，美国非农就业数据强劲，经济软着陆的概率有所上升，这有助于改善市场的风险偏好，商品短期可能存在反弹的空间。而展望中长期走势：一方面，4月份国内经济景气度有所回落，表明当前经济恢复基础尚不牢固，同时继续表现出结构性分化的特征，如服务业好于制造业；另一方面，美国银行业危机、债务上限问题等仍存在拖累，美国经济下行的趋势或仍未结束，这将继续对商品的中长期走势带来压制。综合来看，海外经济下行风险较大，且由于国内商品需求恢复偏慢，或难以弥补海外需求下滑的缺口，大宗商品价格中长期走势仍将承压运行。

### 核心逻辑

(1) 上周大宗商品持续走弱，主因是美联储和欧央行的加息预期强化、美国银行业危机再度升温、美国债务上限问题悬而未决等风险因素发酵，市场的避险情绪升温。

(2) 五一消费亮点多，但制造业景气度回落。1) “五一”小长假期间文化旅游市场再度呈现快速回暖的态势，旅游人数和旅游收入均超过2019年同期，零售和餐饮也呈现出高速增长的态势。不过，电影市场的恢复相对较慢，可能是与优质商业片的缺乏。2) 统计局和财新中国公布的PMI指数均较前值有所回落。在经过一季度的快速反弹之后，4月份经济景气度有所回落，表明当前经济恢复基础尚不牢固，同时继续表现出结构性分化的特征，比如服务消费复苏较快，而耐用品消费、出口、房地产等依然低迷，对制造业景气度形成一定拖累。4月28日的政治局会议指出，财政、货币政策要“形成扩大需求的合力”，预计未来稳增长的政策力度不会减弱，调结构、扩内需、恢复民营企业信心仍是政策发力的重点所在，有望推动制造业景气度改善。

(3) 美联储暗示停止加息，4月非农好于预期。1) 5月FOMC会议宣布加息25BP，符合市场预期，美联储再次加息的背后逻辑是美国经济和通胀均存在韧性，可以承受更高的利率，不过，综合考虑货币政策的累积效应、滞后性以及经济金融的基本面，预计5月的加息大概率是本轮的最后一次。然而，美联储并未给出明确的降息承诺而是强调最终政策取决于未来数据，预计未来美国利率仍将维持在高位。2) 4月新增非农就业人口25.3万，远超市场预期值；失业率降至3.4%，创1969年以来新低，表明当前美国就业市场仍然偏紧，预计在6月议息会议上美联储将暂停加息，但强劲就业市场有望支撑美国经济实现“软着陆”，美联储在年内降息概率不大。

宏观·周度报告

2023年5月7日 星期日

国贸期货·研究院  
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

# 一、宏观和政策跟踪

## 1.1 五一消费亮点多，但制造业景气度回落

### 1、五一消费亮点颇多

1) 从旅游出行数据上看，5月3日，文旅部公布数据显示，2023年五一假期全国国内旅游出游2.74亿人次，同比增长70.8%，按可比口径恢复至2019年同期的119.1%；实现国内旅游收入1480.6亿元，同比增长128.9%，按可比口径恢复至2019年同期的100.7%，均为2020年以来的最高水平。

交通出行方面，据交通运输部数据显示，4月29日至5月3日，全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量27019万人次，日均发送5403.8万人次，比2022年同期日均增长162.9%，且超出2019年同期约5%（根据2020年全国发送旅客总量和同比增速测算）。

另外，据携程数据，“五一”假期国内航班架次超过8万，日均水平较2019年同期增长15%左右，国际航班恢复至2019年同期四成左右。此外，跨省游恢复较快，“五一”假期，国内跨省酒店预订占比超过70%，订单量相比2019年同期增长显著。

2) 从消费数据上看，据商务部，“五一”假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长18.9%。石油制品、汽车销售额同比分别增长24.4%和20.9%。金银珠宝、服装、化妆品、烟酒销售额同比分别增长22.8%、18.4%、16.5%和15.1%。通信器材销售额同比增长20.1%。家电销售额同比增长13.9%。全国示范步行街客流量、营业额同比分别增长121.4%和87.6%。餐饮休闲消费持续火热，重点餐饮企业销售额同比增长57.9%。

从观影情况来看，截至5月4日凌晨，猫眼专业版数据显示，今年电影“五一档”票房15.18亿元，不敌2021年的16.73亿元与2019年的15.27亿元。从观影人次来看，今年“五一档”为3757.2万人次，2021年则达到4426.2万人次，总场次228.9万。从票价来看，今年平均票价达到40.4元，而2021年则为37.8元。

总体上来看，“五一”小长假期间文化旅游市场再度呈现快速回暖的态势，旅游人数和旅游收入均超过2019年同期，零售和餐饮也呈现出高速增长的态势。不过，电影市场的恢复相对较慢，可能是与优质商业片的缺乏。

图表 1：五一旅游出行和收入超过疫情前



数据来源：WIND

## 2、4 月份制造业景气度回落

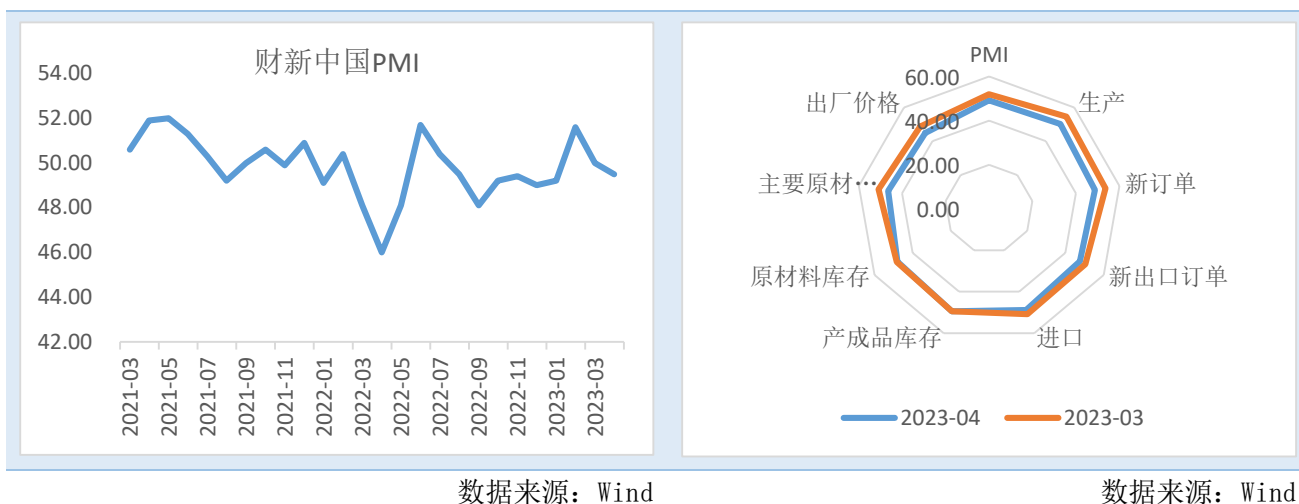
财新中国公布的数据显示，4 月财新中国制造业 PMI 录得 49.5%，低于上月 0.5 个百分点，和统计局公布的 PMI 均落入收缩区间，但略高于统计局公布的制造业 PMI 指数 49.2%；财新中国服务业 PMI 回落 1.4 个百分点至 56.4%，同样高于统计局公布的服务业 PMI 指数 55.1%。两大行业 PMI 均下降带动当月财新中国综合 PMI 下降 0.9 个百分点至 53.6%。

从具体的分项指标来看，1) 官方和财新的制造业 PMI 大致相同：制造业生产指数、供应商配送时间指数均在扩张区间下降，新订单指数、原材料购进价格指数均降至收缩区间，就业指数、出厂价格指数则在收缩区间继续下降。所不同的是：财新中国制造业新出口订单指数小幅升至荣枯线上，生产经营预期指数在扩张区间上升，原材料库存指数和产成品库存指数也在收缩区间上升；统计局新出口订单指数跌入收缩区间，生产经营预期指数在扩张区间下降，两个库存指数在收缩区间下降。2) 官方和财新中国的服务业 PMI 分项指标基本相同：其中，新订单指数和业务活动预期指数均在扩张区间下降，从业人员指数也出现下降；不过，财新中国服务业就业指数仍在荣枯线上方，统计局这一指数则低于荣枯线；投入品价格指数均上升，且处于扩张区间。不同的是，财新中国服务业销售价格指数在扩张区间下降，统计局这一指数则升至荣枯线上方。

在经过一季度的快速反弹之后，4 月份经济景气度有所回落，表明当前经济恢复基础尚不牢固，同时继续表现出结构性分化的特征，比如服务消费复苏较快，而耐用品消费、出口、房地产等依然低迷，对制造业景气度形成一定拖累。4 月 28 日的政治局会议指出，财政、货币政策要“形成扩大需求的合力”，预计未来稳增长的政策力度不会减弱，调结构、扩内需、恢复民营企业信心仍是政策发力的重点所在，有望助力制造业景气度持续改善。

图表 2：财新中国 PMI

图表 3：统计局制造业 PMI 分项指标



## 1.2 国内政策跟踪

### (1) 中央财经委员会第一次会议召开

二十届中央财经委员会第一次会议研究加快建设现代化产业体系问题，研究以人口高质量发展支撑中国式现代化问题。会议强调，要把握人工智能等新科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，**推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系**。要着力提高人口整体素质，努力保持适度生育水平和人口规模，加快塑造素质优良、总量充裕、结构优化、分布合理的现代化人力资源，以人口高质量发展支撑中国式现代化。

### (2) 国务院常务会议部署发展先进产业集群，加快建设充电基础设施

国务院常务会议审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见；部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。会议指出，**要把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大。要聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈，适度超前建设充电基础设施，进一步优化支持新能源汽车购买使用政策，鼓励企业丰富新能源汽车供应，同时加强安全监管，促进农村新能源汽车市场健康发展。**

### (3) 国家发改委强调积极扩大国内有效需求

国家发改委党组书记、主任郑栅洁在旗帜网刊发署名文章指出，积极扩大国内有效需求。把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，努力改善消费条件、创新消费场景，充分释放消费潜力。促进消费提质升级，支持新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费，培育壮大新型消费。充分发挥投资关键作用，统筹用好中央预算内投资、地方政府专项债券等资金，加快推进“十四五”规划102项重大工程及其他经济社会发展重大项目建设，强化要素保障，加快推动项目落地见效。放宽民间投资市场准入，加强民间投资融资支持，鼓励更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。



### 1.3 美联储暗示停止加息，4月非农好于预期

#### (1) 美联储暗示停止加息

当地时间5月3日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5.00%至5.25%之间，为2006年来首次联邦基金利率升至5.00%以上，这也是自2022年3月以来第十次加息，缩表规模维持在950亿美元。货币政策声明中，美联储认为就业增长强劲，失业率较低，经济仍有韧性，虽然3月以来的银行业风波使家庭企业信贷条件收缩，但美国银行业依然“健全而有韧性”。而对于市场关注的两个重点问题：

1) 本轮加息是否已经结束？与上次会议相比，本次会议纪要删去“一些额外的政策紧缩可能是适当的”等暗示进一步加息的表述，加上美联储主席鲍威尔在议息会议后的发布会上表示“原则上无需加息至太高水平”、“感觉我们离终点越来越接近”等，均向市场释放出本轮加息已经步入尾声，市场广泛解读为这是美联储本轮加息周期的最后一次加息，如CME利率期货数据显示，6月份美联储维持利率不变的概率已达到90%以上。

2) 美联储年内会否降息？目前市场对美联储年内开始降息持比较乐观的看法，如CME利率期货显示市场预期美联储将从7月份开始降息，推动利率降至4.25%-4.50%，不过，美联储则继续强调不同的看法。鲍威尔在记者会上表示，美联储将坚定致力于将通胀率恢复至2%的目标，且鉴于通胀需要一些时间才能下降，降息仍不合适，如果通胀持续高企，美联储仍不会降息。

总体上来看，本次FOMC会议符合市场预期，美联储再次加息的背后逻辑是美国经济和通胀均存在韧性，可以承受更高的利率，不过，综合考虑货币政策的累积效应、滞后性以及经济金融的基本面，预计5月的加息大概率是本轮的最后一次。同时，尽管美联储对经济表述有一定软化，但美联储并未给出明确的降息承诺而是强调最终政策取决于未来数据，说明目前美联储对是否停止加息也是缺乏信心的，预计未来美国利率仍将维持在高位。

图表4：市场对美联储未来政策路径的预期

| MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE          | 200-225 | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 |
| 2023/6/14             |         |         |         |         |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 9.0%    | 91.0%   |
| 2023/7/26             |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 4.7%    | 51.7%   | 43.6%   |
| 2023/9/20             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 3.3%    | 37.6%   | 46.0%   | 13.1%   |
| 2023/11/1             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.9%    | 33.7%   | 45.1%   | 16.8%   | 1.5%    |
| 2023/12/13            | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.9%    | 33.7%   | 45.1%   | 16.8%   | 1.5%    | 0.0%    |
| 2024/1/31             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.1%    | 3.6%    | 34.0%   | 44.4%   | 16.4%   | 1.4%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/3/20             | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.3%    | 5.8%    | 34.7%   | 42.5%   | 15.4%   | 1.3%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/5/1              | 0.0%    | 0.0%    | 0.1%    | 1.8%    | 13.7%   | 36.8%   | 35.1%   | 11.5%   | 1.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/6/19             | 0.0%    | 0.1%    | 1.1%    | 8.8%    | 27.4%   | 35.8%   | 21.2%   | 5.3%    | 0.4%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/7/31             | 0.0%    | 0.9%    | 7.2%    | 23.6%   | 34.1%   | 24.2%   | 8.5%    | 1.4%    | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/9/25             | 0.8%    | 6.8%    | 22.4%   | 33.3%   | 24.9%   | 9.6%    | 1.9%    | 0.2%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/11/6             | 0.4%    | 3.4%    | 13.4%   | 27.1%   | 29.7%   | 18.4%   | 6.4%    | 1.2%    | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

## （2）美国 4 月非农数据好于预期

2023 年 5 月 5 日，美国劳工统计局公布数据显示，4 月新增非农就业人口 25.3 万，远超市场预期值 18.5 万人，前值 16.5 万人；失业率降至 3.4%，创 1969 年以来新低，预期 3.6%，前值 3.5%；薪资加速上涨，员工平均时薪环比上涨 0.5%。不过，美国短期利率期货交易商认为，美联储 6 月加息可能性很小。

1) 4 月份非农就业数据大幅好于市场预期，医疗保健和商业活动相关就业是主要贡献部门。具体行业来看，教育和保健服务新增就业 7.7 万，其中医疗和保健服务新增就业 4.0 万；专业和商业服务新增就业 4.3 万，其中计算机系统设计及相关服务新增就业 1.3 万，临时帮助服务就业减少 2.3 万，前期报告中我们曾指出，临时帮助服务就业对经济周期敏感，该行业就业人数已连续 3 个月负增，平均每月减少 1.7 万；休闲和酒店业新增就业 3.1 万，其中餐饮场所新增就业 2.5 万；金融活动新增就业 2.3 万，其中保险公司及相关新增就业 1.5 万，房地产新增就业 0.9 万。

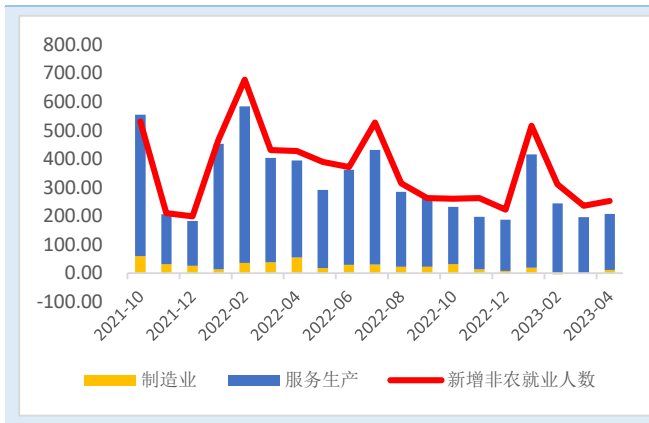
2) 劳动参与率持平上月，失业率再度下降。4 月劳动参与率为 62.6%，持平于 3 月份，处于疫后的相对高位，老年群体就业参与率维持低位，中青年群体重返就业市场。失业人口在 3 月至 4 月持续减少（4 月失业人数较 3 月减少 18.2 万人），驱动失业率连续两个月超预期走低。本轮美国劳动力市场面临的结构性冲击，包括疫情冲击年龄偏大群体的就业意愿、移民政策持续收紧等因素，使得职位空缺率下滑的同时，失业率持续低位波动。

3) 薪资涨幅再度扩大，薪资粘性依然较强。4 月非农私人部门时薪由上月的 33.2 美元上涨至 33.36 美元，薪资增长速度重新加快，环比涨幅抬升至 0.5%，生产、服务相关行业时薪环比均大幅增长 0.5%，薪资涨幅压力重新增大。美国国内旷日持久的罢工活动和劳资谈判，核心还是通胀粘性较高，持续侵蚀工资的购买力，从而抬升了通胀预期和薪资粘性。整体来看，就业市场的韧性会给货币政策转向宽松周期带来掣肘。

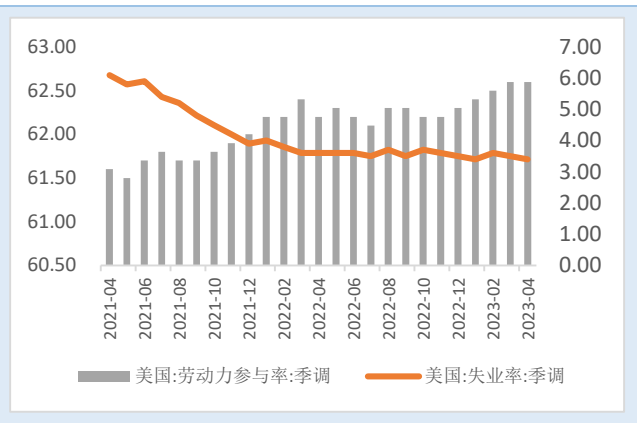
整体上来看，当前美国就业市场仍然偏紧，预计在 6 月议息会议上美联储将暂停加息，但强劲就业市场有望支撑美国经济实现“软着陆”，美联储在年内降息概率不大。

图表 5：美国 4 月非农就业好于预期

图表 6：美国失业率再度回落



数据来源: Wind



数据来源: Wind

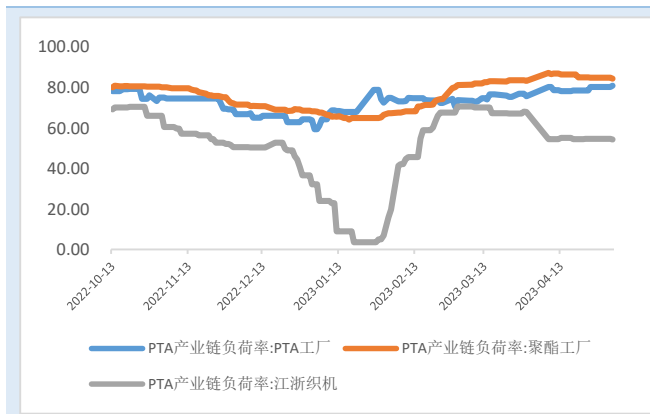
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产保持平稳

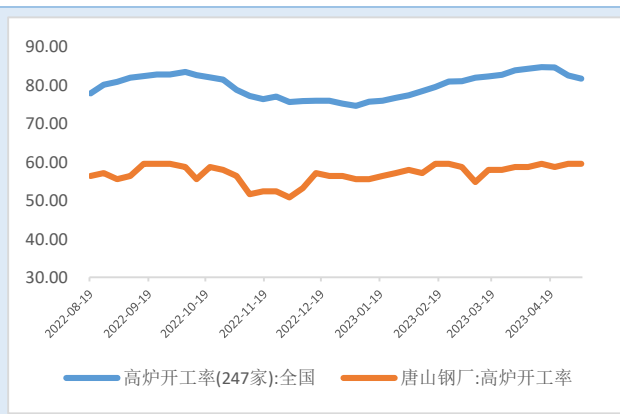
**化工：淡季需求回落，开工率平稳。**需求方面，聚酯产业链多数产品价格多数下跌，涤纶 POY 价格、聚酯切片价格下跌，PTA 价格小幅上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率持稳于 80%，聚酯工厂负荷率持稳于 84%，江浙织机负荷率持稳于 54%。

**钢铁：生产小幅下滑，需求有所回落。**全国高炉开工率本周回落 0.87 个百分点至 81.69%。随着下游需求出现下滑，钢厂多数陷入亏损，开工率持续回落。本周钢联数据显示，钢材产量继续回落，表需有所走弱，总库存有所累库。淡季来临，下游实际成交有所放缓。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

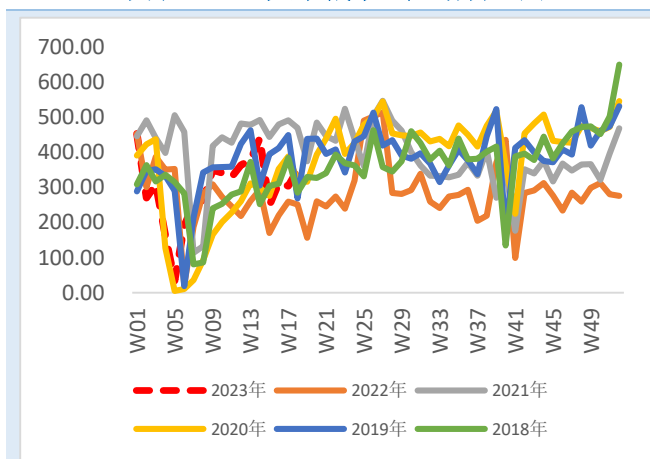
### 2.2 地产销售周环比下降，乘用车零售量同比上升

**房地产销售周环比下降。**截至 5 月 4 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 79.63%，五一假期期间 30 个大中城市商品房成交面积较去年假期回落 10.87%。按均值计，4 月环比下降 20.62%，低基数下同比上升 30.22%，一、二、三线城市 4 月同比增速分别为 127.36%、14.97%和 13.72%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-40.48%，一、二、三线城市环比增速分别为-78.01%、-31.32%和-39.01%，其中，一线城市土地溢价率最高，为 7.23%，其次是二线城市为 4.61%，最后是一线城市，为 0.52%。

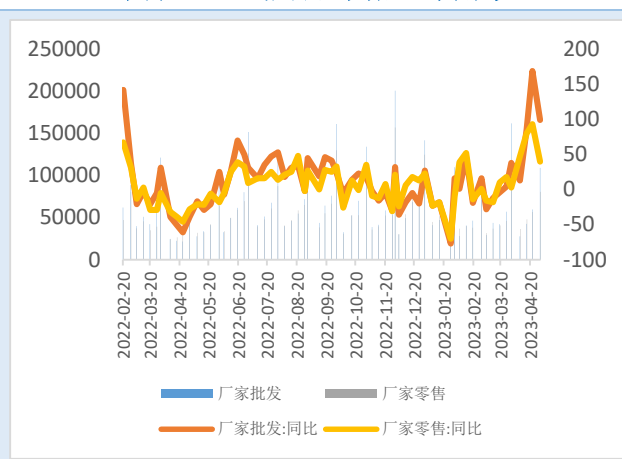
**乘用车零售同比回升。**乘联会数据显示，4 月 1-30 日，乘用车市场零售 165.2 万辆，同比增长 58%，环比增长 4%；今年以来累计零售 593.8 万辆，同比增长持平；全国乘用车厂商批发 178.3 万辆，同比增长 87%，环比下降 10%；今年以来累计批发 684.5 万辆，同比增长 7%。在国家促消费和多省市相应促消费政策推动下，近期车展等线下活动全面活跃市场气氛并将加速聚拢人气。前期库存的国六 B 车型也在加速清库，价格松动有利于车市增量。各地也开展消费券等促消费活动，有利于市场活力恢复。



图表 9：30 大中城市地产销售：周



图表 10：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

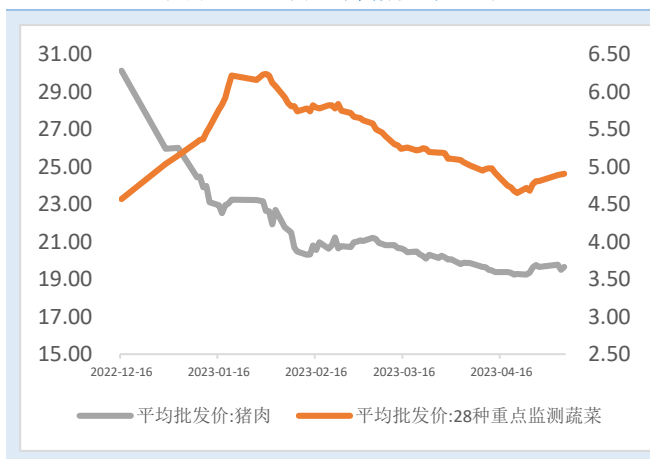
### 三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格多数上涨。本周（5月6日）蔬菜均价环比上涨 2.98%，猪肉均价环比上涨 0.59%。

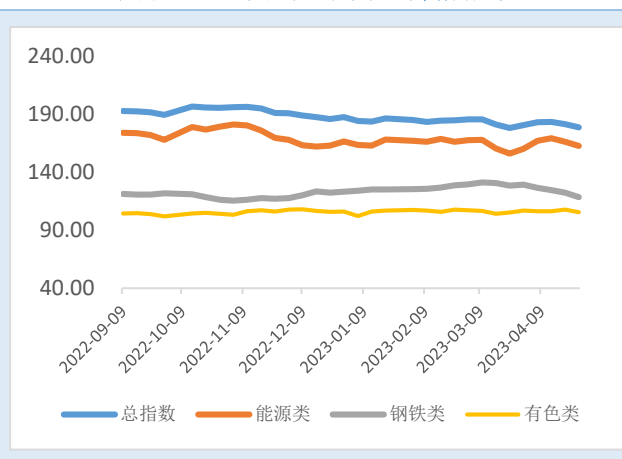
(2) 3月通胀继续回落。3月CPI同比增速继续回落，食品和非食品同步回落，扣除食品和能源的核心CPI同样出现回落。本轮经济复苏存在一个特点，供应端的恢复快于需求端的恢复，从而导致短期物价整体表现偏弱。此外，由于服务类消费好于耐用品消费，这也导致非食品价格整体平稳。现阶段由于食品和能源价格环比都在走弱，后续CPI同比增速或仍将处于低位。

(3) PPI同比增速继续探底。在3月份2.5%的PPI同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为-2.0个百分点，新涨价影响约为-0.5个百分点。去年同期高基数是PPI同比继续探底的主要原因，此外，国际大宗商品价格下跌也是拖累工业品价格的主要原因。现阶段在内需恢复弱于预期、外需下行压力加大的背景下，工业品价格或难有较好的表现，上下波动空间均有限，PPI同比增速将继续受基数效应较大的影响，年内表现为前高后低。

图表 11：食品价格多数回落



图表 12：中国大宗商品价格指数





## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎