

宏观周报

2023年05月14日

市场是否充分定价？

——热点与高频

核心内容：

国内方面，刚刚发布的CPI、PPI和金融数据验证了我们5月5日报告《盈利底与社融顶》的观点：一是尽管PPI即将见底，但由于内生需求和政策力度没有显著上行的动力，PPI可能在负值的状态持续运行，年内能否转正存疑，企业盈利“见底但不回升”。二是由于政策前置的特征，信贷与社会融资增速可能见顶。特别是4月28日中央政治局将下一阶段工作的首要任务调整为加快建设现代化产业体系，而将恢复和扩大内需排在了第二位。上述预期导致了近期国内权益、商品的加速下行，以及国债收益率向下冲击2.70%的低位。

下一阶段的变化，可能来自于三个方面。一是前期的融资，在下半年逐渐形成居民消费、购房或企业投资等有效需求之后，再通过乘数效应数倍驱动总需求的增长。其中的关键，是居民对住宅价格的预期要转变成稳中有升，这决定了居民购房意愿；以及企业对未来盈利预期也要变成见底回升，这决定了民间投资意愿。二是工业产成品完成去库存，开启库存周期底部回升，尤其是汽车、电子、房地产下游等。当然库存去化进度也取决于预期和有效需求恢复的程度。三是随着美欧货币当局陆续停止加息，银行危机冲击逐渐缓解，全球经济见底回升，加之中国出口多元化的支撑，使得中国出口确定进入上行周期。

所以接下来的核心问题是市场是否已经充分定价了上述预期。从具体位置来看，10年期国债收益率5月12日收于2.71%，已经接近去年低点——10月31日的2.64%；沪深300指数5月12日收于3938，去年两个低点分别是4月26日的3784和10月31日的3508，南华工业品指数5月12日收于3478，去年低点是7月15日的3233。权益和工业品距离去年低点还有空间，当然今年经济恢复虽然不及预期，但毕竟已经走出疫情。

海外方面，市场似乎已经充分定价美联储停止加息的预期。虽然银行业危机的影响还没有完全消退，美国经济也在边际下行，原油、铜等国际商品的价格有所下行，但失业率低位、劳动参与率稳中有升，薪资增速保持较高增速，支撑了作为美国经济主体部分的消费增长，同时美国的住宅销售也出现见底回升迹象。可以判断美国经济大概率是还全年保持正增长的“软着陆”状态。从金融市场看，美联储停止加息的市场定价基本完成，美国利率、美元指数、美股都进入横盘整理升至有所反弹的状态。从具体数据看，5月4日联储加息25BP之后，截至5月12日美国10年期国债收益率收于3.46%，延续4月以来3.3%至3.6%的区间震荡。4月以来美元指数也相对弱势，平均101.8左右，直至5月10日开始反弹，5月12日收于102.7。布油4月初受OPEC+超预期减产助推，从80美元/桶以下冲高至4月12日的88.4美元/桶，之后开始回落，5月12日收于75.6美元/桶。LME铜价从4月14日的9082美元/吨下降至5月12日的8240美元/吨。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

特此鸣谢：吕雷、铁伟奥

风险提示：

1. 经济下行的风险
2. 政策时滞的风险

宏观日历

日期	事件或数据
5月15日（周一）	
5月16日（周二）	1. 中国4月工业、固定资产投资、社会消费品、就业等数据 2. 美国4月零售数据
5月17日（周三）	1. 欧元区4月调和CPI
5月18日（周四）	1. 中国——中亚峰会（西安） 2. 美国4月成屋销售数据
5月19日（周五）	1. 美联储主席鲍威尔、前主席伯南克出席关于货币政策的小组讨论
5月20日（周六）	-
5月21日（周日）	1. G7领导人会议于5月19日至21日在日本举行
5月22日（周一）	1. 中国5月LPR报价
5月23日（周二）	1. 美国4月新屋销售
5月24日（周三）	-
5月25日（周四）	-
5月26日（周五）	1. 美国4月PCE价格指数
5月27日（周六）	1. 中国4月工业经济利润
5月28日（周日）	-

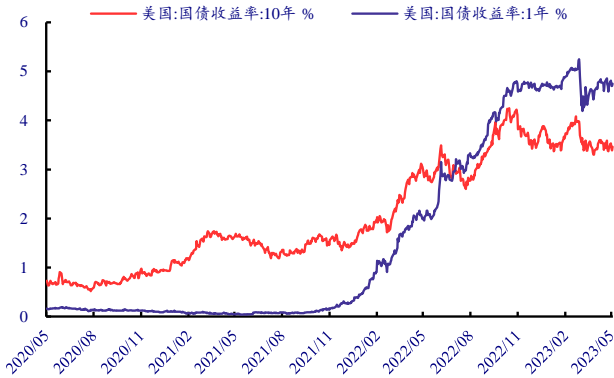
资料来源：Wind，金十数据，中国银河证券研究院

目 录

1. 全球利率、汇率	3
2. 大宗商品价格与中国经济	4

1. 全球利率、汇率

图 1: 美国 10 年期、1 年期国债收益率



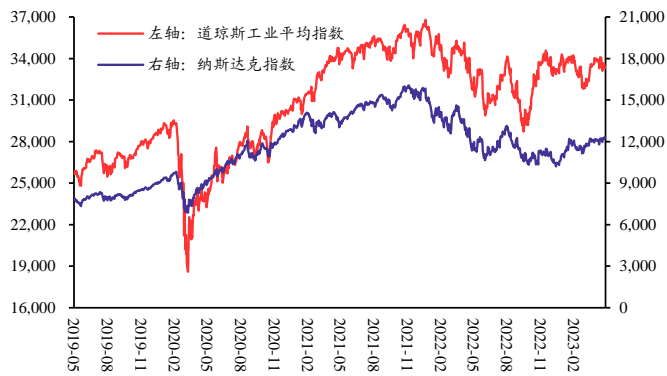
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格



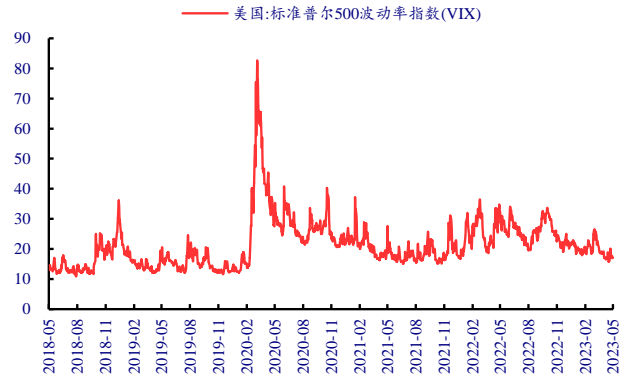
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3: 美股道指、纳指



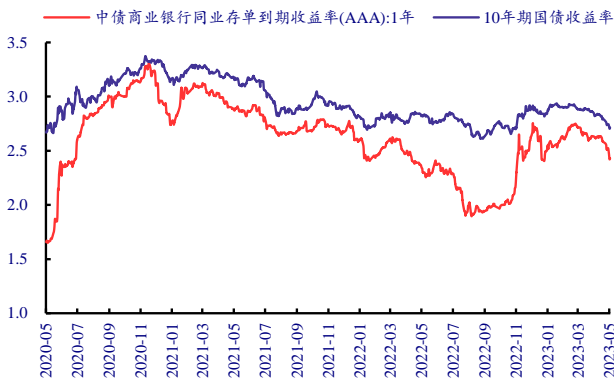
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 美股标普指数的波动率指数 (VIX)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 美元指数与 USDCNY



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

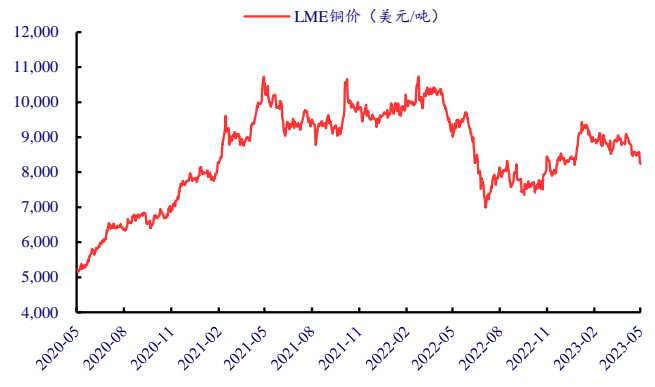
2. 大宗商品价格与中国经济

图 7：布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 8：LME 铜价（美元/吨）



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 9：上期所螺纹钢和热卷价格（元/吨）



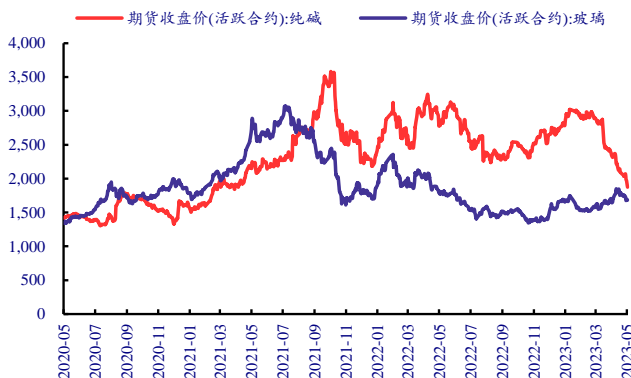
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 10：焦煤、焦炭、动力煤价格（元/吨）



资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 11：郑商所纯碱与玻璃价格（元/吨）



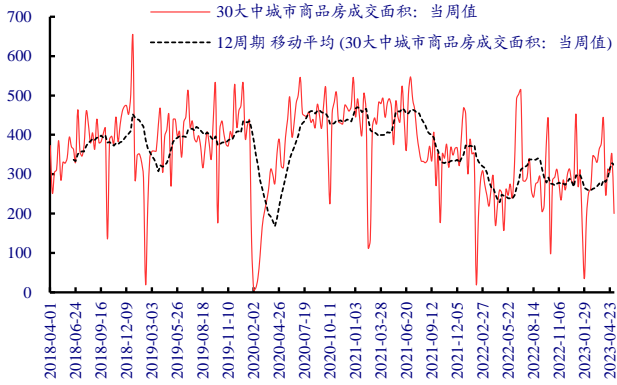
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 12：全国水泥价格指数（点）



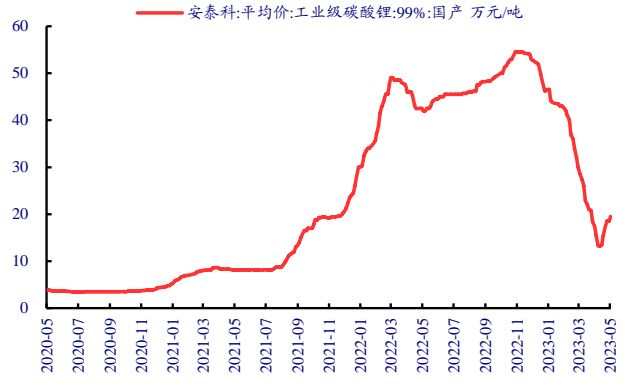
资料来源：同花顺，中国银河证券研究院

图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



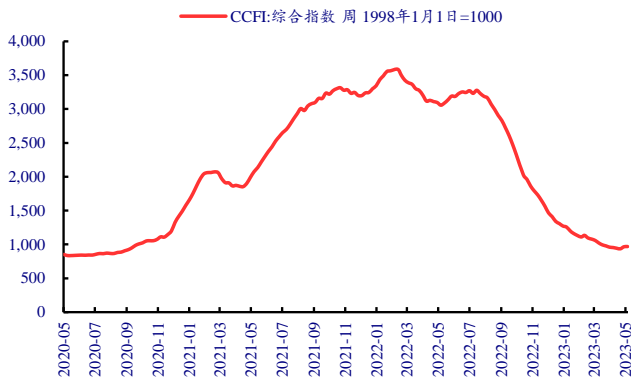
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 14: 5 月碳酸锂价格出现底部反弹



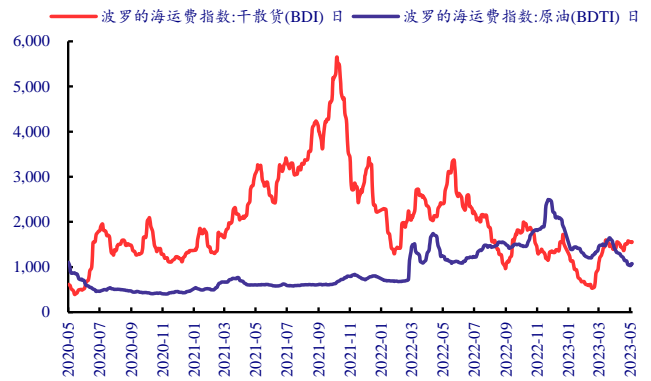
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



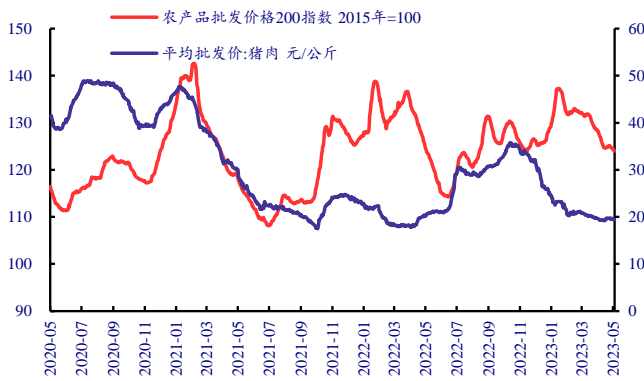
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



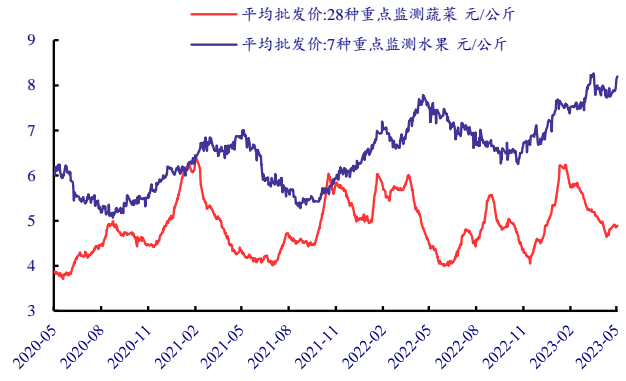
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美国 10 年期、1 年期国债收益率.....	3
图 2: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格.....	3
图 3: 美股道指、纳指.....	3
图 4: 美股标普指数的波动率指数 (VIX)	3
图 5: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率.....	3
图 6: 美元指数与 USDCNY	3
图 7: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数.....	4
图 8: LME 铜价 (美元/吨)	4
图 9: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)	4
图 10: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)	4
图 11: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)	4
图 12: 全国水泥价格指数 (点)	4
图 13: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	5
图 14: 5 月碳酸锂价格出现底部反弹.....	5
图 15: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)	5
图 16: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)	5
图 17: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价.....	5
图 18: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)	5

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn