

需求不足是商品市场面临的重大风险

观点

1、短期来看，中国4月份的一系列数据同步回落表明国内经济复苏势头放缓，内需恢复缓慢，市场预期重新转为悲观；此外，美国通胀连续10个月回落，这一方面意味着美联储加息基本已经结束了，但另一方面也意味着海外的衰退压力再度升温了。总的来看，需求不足是商品市场目前面临的重大风险，商品短期或继续面临调整的压力。中长期来看，针对当前国内经济复苏面临的结构性问题，市场对政策加码的预期有所升温，如货币宽松、促进房地产修复等。同时，由于美国经济衰退风险依旧较大，市场对美联储重新开启新一轮的货币政策宽松预期持续存在。即中长期走势可能转入弱现实、强预期的格局。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品继续走弱，主因是美国债务上限问题悬而未决引发避险情绪，同时，美国经济衰退风险、中国经济数据再度走弱引发需求担忧。

(2) **金融数据低于预期，出口存在韧性。** 1) 4月金融数据低于市场预期，内部结构依然存在较大的分化，表现为企业热、居民冷，结合其他指标来看，表明当前国内消费需求依旧偏弱，意味着经济恢复的方向依然确定的，但斜率不高，预计货币政策总量或将保持宽松。此外，消费作为经济内生增长的重要动力，如何恢复消费信心、促进房地产修复仍然可能是未来政策的重要发力端。2) 4月出口增速再度好于预期，展现出较强的韧性，这可能与前期积压的订单继续释放以及汽车等产业链优势发力有关，展望未来，随着海外经济下行压力加大，部分订单的后续动能可能不足，出口增速仍面临下行的压力，但与此同时，我们也认为不必要过度悲观，主因是出口的产品结构、地区分布亦有一定程度变化。

(3) **美国通胀继续回落，债务上限问题扰动市场。** 1) 美国4月CPI同比4.9%，略低于预期和前值5%，已连续10个月回落，显示出美国通胀有缓和的迹象，但仍然具有粘性，放缓的速率较慢。这一数据支持美联储暂停加息，但对于降息并未释放出过于乐观的信号。此外，在美联储持续加息，以及银行业流动性危机的催化下，“紧货币”逐渐向“紧信用”传导，美国经济衰退的压力正在攀升。2) 5月9日，美国总统拜登和国会几位领导人结束了就债务上限问题的首次会谈，由于民主、共和两党的立场分歧依然很大，当天的谈判没有取得任何进展，尽管没有达成任何协议，但他们将于12日再次会面，试图避免在未来几周内面临政府违约风险。受美国债务上限问题的反复干扰，市场的避险情绪浓厚。

宏观·周度报告

2023年5月14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 中国经济复苏节奏放缓

1、金融数据低于市场预期

5月11日，中国人民银行公布4月份金融统计数据显示：2023年4月新增人民币贷款7188亿元，预期1.4万亿元，去年同期6454亿元；新增社融1.22万亿元，预期2万亿元，去年同期9453亿元；社融增速10%，前值10%；M2同比12.4%，前值12.7%；M1同比5.3%，前值5.1%。

(1) 新增信贷大幅走弱。4月新增人民币贷款为7188亿元，在低基数下同比仅增长700亿元，大幅低于市场预期。从结构上来看，居民贷款依旧疲软，企业中长期贷款则保持强劲。

1) 居民贷款依旧疲软。4月居民部门贷款减少2411亿元，同比少减241亿元。其中，短期贷款减少1255亿元，同比少减600亿元，并未因为去年同期消费场景受限造成的低基数而显得偏强，这跟汽车等大宗消费偏低相互印证，或意味着消费仍然偏弱；中长期贷款减少1156亿元，同比多减824亿元，4月居民房贷再次出现单月净减少的情况，一方面反映了前期积压需求的集中释放，另一方面也反映出了低利率环境下提前还贷的现象仍然存在。总体来看，居民消费以及房地产需求均仍然偏弱。

2) 企业中长期贷款依旧强劲。与居民贷款表现偏弱不同，企业贷款依旧亮眼，企业贷款增加6839亿元，同比多增1055亿元。其中，短期贷款减少1099亿元，同比少减849亿元；中长期贷款增加6669亿元，同比多增4017亿元，即使扣除掉去年低基数的因素，4月的企业中长期贷款依然强于往年的季节性，叠加表内票据维持低增长，或意味着目前企业贷款需求尚可，这可能与政策发力带动基建端发力有关。

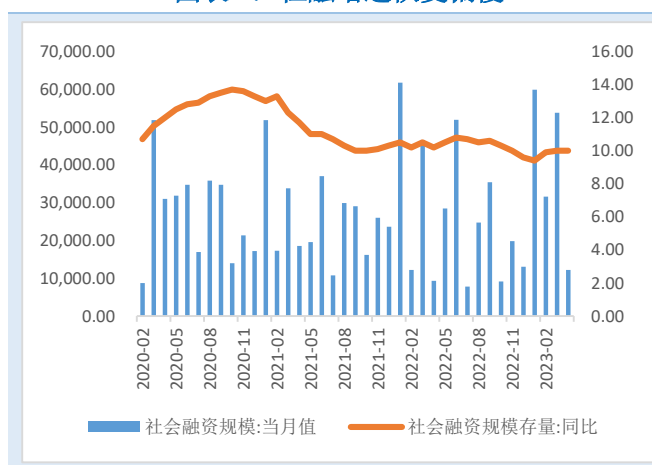
(2) 新增社融表现乏力。4月新增社融1.22万亿，同比多增2750亿，大幅低于市场预期，社融存量同比增速持平于上月的10%，考虑到去年同期受疫情影响社融大幅走弱形成低基数效应，4月的社融表现难言乐观。从社融结构来看，人民币贷款增加4431亿元，同比多增815亿元，为2008年以来历史同期的次低点。4月财政政策继续发力，政府债券融资新增4548亿元，同比多增636亿元。非标融资压降规模继续降低，委托贷款、信托贷款及为未贴现承兑汇票对社融均呈正贡献。企业债券融资2843亿元，同比少增809亿元，企业债券发行规模持续高于去年同期，但到期偿还也迎来高峰，对净融资构成拖累，此外，低利率环境下贷款对债券融资有一定的替代作用。

(3) M2-M1剪刀差收窄。4月M2增速回落至12.4%，一方面受基数明显抬升以及4月信贷扩张乏力的影响，对M2的支撑不强；另一方面股市以及理财市场的回暖也形成了资金的回流，对M2也造成拖累。但M1增速却回升0.2个百分点至5.3%，且是在去年同期基数上升的背景下，说明了企业的经营活跃度在提升，M2-M1剪刀差的收窄也符合经济逐步复苏的特征。4月人民币存款减少4609亿元，同比多减5518亿元，其中住户存款减少1.2万亿元，同比多减4968亿元，可能反映居民服务消费的发力，值得警惕的是，

4月财政存款同比大幅多增4618亿元，结合其他指标来看，或表明财政对实体经济的支持力度可能有所减弱。

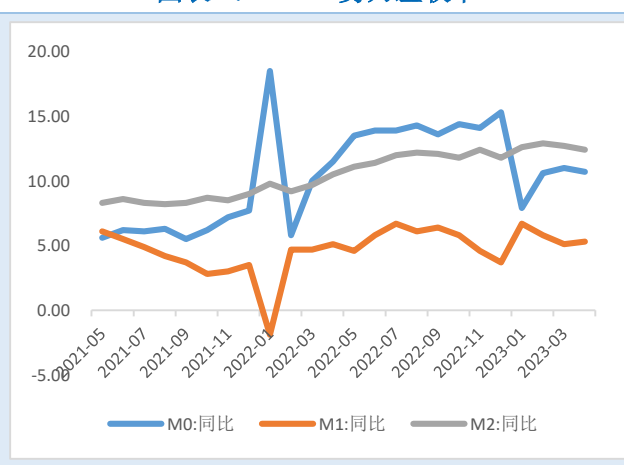
综合来看，4月金融数据低于市场预期，同比表现回暖主要是低基数的贡献，环比回落则受季节性因素的影响，同时可以看到内部结构依然存在较大的分化，表现为企业热、居民冷，结合其他指标来看，表明当前国内消费需求依旧偏弱，意味着经济恢复的方向依然确定，但斜率不高，预计货币政策总量或将保持宽松。此外，消费作为经济内生增长的重要动力，如何恢复消费信心、促进房地产修复仍然可能是未来政策的重要发力端。

图表 1：社融增速恢复偏慢



数据来源：Wind

图表 2：M2-M1 剪刀差收窄



数据来源：Wind

2、进出口增速双双回落

5月9日，海关总署发布，以美元计，中国4月出口同比上升8.5%，3月为同比上升14.8%，高于市场预期的6.37%；4月进口同比下跌7.9%，3月为同比下跌1.4%，低于市场预期的-0.12%；4月贸易顺差902.1亿美元，3月为881.9亿美元。

1) 出口再超预期印证外贸韧性。从主要出口国来看，4月对东盟出口增速大幅回落（由35.43%回落至4.49%）对出口带来一定的拖累，但对欧美市场的出口增速有所改善，其中，对欧盟的出口增速为3.87%，改善了0.49个百分点；对美国的出口增速为-6.50%，改善了1.18个百分点，欧美经济下行拖累出口下降是今年市场最担心的地方，目前来看这个风险比较可控。此外，在非欧美、非东盟市场上，对整体出口的贡献度都维持在较高的水平，展现出较强的韧性。

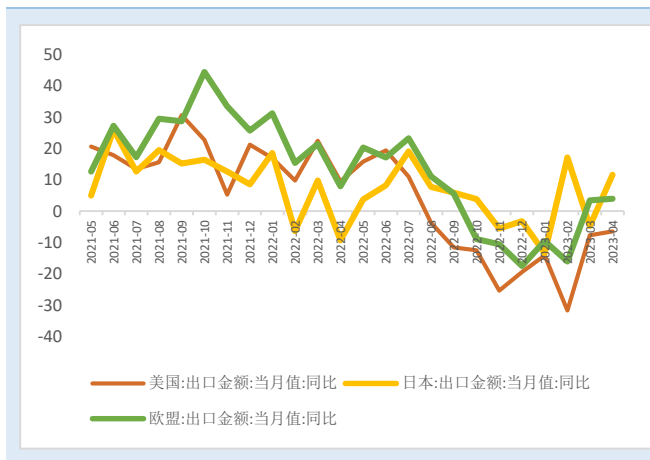
从商品类别来看，汽车及相关产品拉动整体机电产品的增长，而劳动密集型产品出口普遍表现较差。4月机电产品同比增长10.4%，其中，汽车出口同比增速为195.74%，比3月出口增速还高71.94个百分点，汽车零配件同比增速也维持在30.0%的高位水平。相比之下，多项劳动密集型产品的出口增速均有回落，其中，箱包及类似容器、玩具、鞋靴、服装等商品增速回落较多，分别回落至36.76%、-0.52%、13.31%、13.98%的水平。包括家具及零件、塑料制品在内的劳动密集型产品也明显回落，分别回落至-0.01%和7.57%。

2) 进口增速再度回落显示内需修复仍然偏弱。4月进口增速大幅回落至-7.9%，明显低于市场预期且弱于季节性，与4月PMI进口分项指数进入收缩区间相互印证，表明了国内需求恢复偏慢，且主要是服务业的修复，与政治局做出的判断“好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足”相一致。

从进口商品结构上看，多数商品进口增速降幅扩大，既有量的回落，也有价的下降。其中，大宗商品进口有升有降，但总体表现不强，其中铜矿砂、未锻造铜进口增速降幅收窄，煤及褐煤、铁矿砂、原油进口增速回落。在偏下游的商品进口上，汽车、化妆品等进口表现也较差。化妆品进口同比增速由正转负，变成拖累项，录得-22.84%；汽车同比增速-41%，较上月下滑26个百分点，也是同比增速较弱的分项。

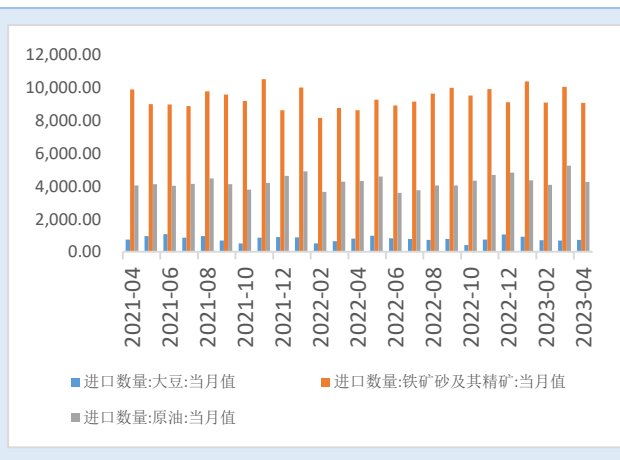
总的来看，4月出口增速再度好于预期，展现出较强的韧性，这可能与前期积压的订单继续释放以及汽车等产业链优势发力有关，展望未来，随着海外经济下行压力加大，部分订单的后续动能可能不足，出口增速仍面临下行的压力，但与此同时，我们也认为不必要过度悲观，虽然当前我国出口受欧美经济增长动能减弱的拖累，但我国出口的产品结构、地区分布亦有一定程度变化，汽车等产品对我国出口的贡献不断上升，“一带一路”沿线国家、东盟等国在我国出口中所占的比重不断提升，都有助于减轻欧美经济下行所带来的外需回落压力。而进口方面，由于国产替代的作用在持续显现，同时内需层面恢复仍显不足，这意味着顺差的绝对规模可能维持较高水平。

图表 3：对主要国家和地区的出口增速



数据来源：Wind

图表 4：主要进口商品的表现情况



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 中央财经委员会召开第一次会议

5月8日，二十届中央财经委员会第一次会议强调做好新一届中央财经委员会工作，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。习近平在会上发表重要讲话强调，新一届中央财经委员会要继续发挥好制定经济工作重大方针的作用，进一步加强和改善党中央对经济工作的集中统一领导。现代化产业体系是现代化国家的物质技术基础，必须把发展经济的着力点放在实体经济上，

为实现第二个百年奋斗目标提供坚强物质支撑。人口发展是关系中华民族伟大复兴的大事，必须着力提高人口整体素质，以人口高质量发展支撑中国式现代化。

(2) 国六 b 标准将于 7 月起正式实施

5 月 9 日，生态环境部工信部等部门联合印发《关于实施汽车国六排放标准有关事宜的公告》，公告提出自 2023 年 7 月 1 日起，全国范围全面实施国六排放标准 6 阶段，禁止生产、进口、销售不符合国六排放标准 6b 阶段的汽车。其中，针对部分实际行驶污染物排放试验（即 RDE 试验）报告结果为“仅监测”等轻型汽车国六 b 车型，给予半年销售过渡期，允许销售至 12 月 31 日。数据显示，截至 2023 年 1 月底，不满足 RDE 要求的库存车辆超过 189 万，含已采购部件库存超过 200 万。

(3) 《公平竞争审查条例（征求意见稿）》公开征求意见

国家市场监督管理总局就《公平竞争审查条例（征求意见稿）》公开征求意见。《条例》对市场准入和退出、商品和要素自由流动、影响生产经营成本、影响生产经营行为等四方面审查内容做了进一步完善。《条例》指出，政策制定机关没有法律、行政法规或者国务院规定依据，不得给予特定经营主体税收优惠政策；不得对特定经营主体实施选择性、差异化的财政奖励或者补贴政策。

1.3 美国通胀持续回落，债务上限问题悬而未决

(1) 美国通胀连续十个月回落

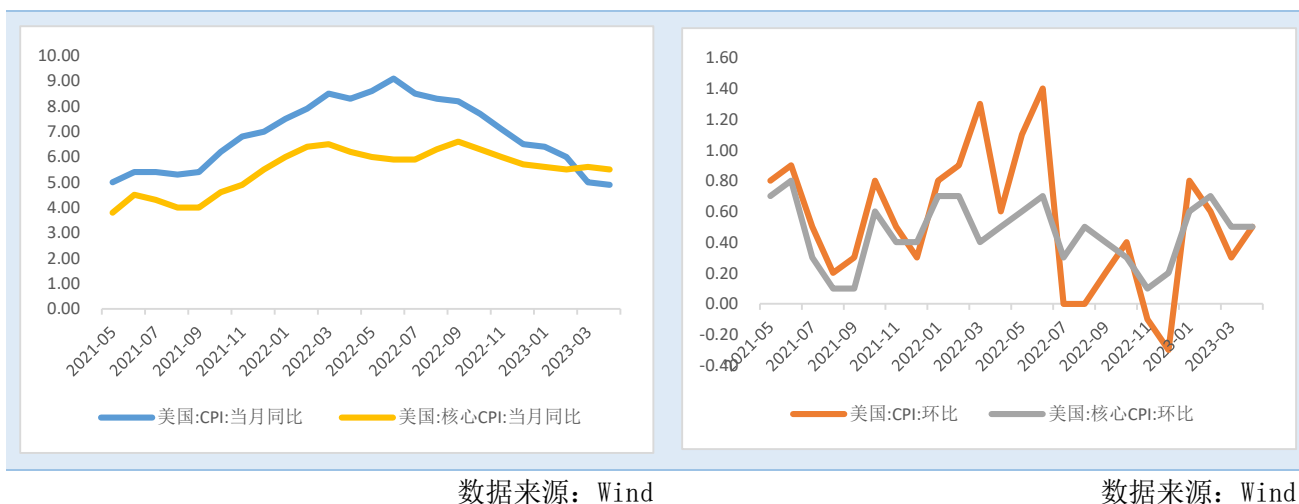
当地时间 5 月 10 日，美国劳工部公布的数据显示，美国 4 月 CPI 同比 4.9%，略低于预期和前值 5%，已连续 10 个月回落；4 月 CPI 环比 0.4%，持平于预期、高于前值 0.1%。4 月核心 CPI 同比 5.5%，持平预期，略低于前值 5.6%，下行斜率较缓显示通胀粘性；4 月核心 CPI 环比 0.4%，持平于预期和前值。

从结构上来看，住房租金、二手车、汽油等分项环比上涨加快，食品、医疗保健等价格平稳。一是，CPI 食品分项连续 2 个月环比零增长，家庭食品价格下跌与外出食品价格上涨相互抵消；二是，CPI 能源分项环比上涨 0.6%，显著高于前值-3.5%，其中，能源服务环比-1.7%，高于前值-2.3%；能源商品环比 2.7%，高于前值-4.6%。此外，核心商品价格环比 0.6%，高于前值 0.2%，是自 2022 年中期以来最大涨幅，其中，二手车和卡车环比 4.4%，高于前值-0.9%；核心服务环比 0.4%，持平前值，其中住房租金环比 0.5%，低于前值 0.6%。

总体来说，美国通胀显示出有缓和的迹象，但仍然具有粘性，放缓的速率较慢。这一数据支持美联储暂停加息，但对于降息并未释放出过于乐观的信号。此外，在美联储持续加息，以及银行业流动性危机的催化下，“紧货币”逐渐向“紧信用”传导，美国经济衰退的压力正在攀升。

图表 5：美国 CPI 同比增速

图表 6：美国 CPI 环比增速



(2) 美国债务上限问题悬而未决

当地时间 5 月 9 日, 美国总统拜登和国会几位领导人结束了就债务上限问题的首次会谈, 由于民主、共和两党的立场分歧依然很大, 当天的谈判没有取得任何进展, 尽管没有达成任何协议, 但他们将于 12 日再次会面, 试图避免在未来几周内面临政府违约风险。拜登表示债务上限问题是他当前唯一重要的议程。为解决这一问题, 他不排除取消本月晚些时候赴日本出席七国集团(G7)峰会的行程。

尽管美国财政部长耶伦警告美国政府最早将于 6 月 1 日违约, 但美国债务上限谈判依然未能取得任何进展, 随着债务上限的阴霾持续笼罩, 短期国库券市场也持续动荡。从历史上看债务上限是美国老生常谈的问题, 过去的十年间, 美国政府曾五次接近 Xdate(国债违约日), 债务上限一直以来都是两党的博弈焦点。但在中期选举之后, 共和党获得众议院的优势地位共和党提议应大幅削减联邦政府的开支作为提高债务上限的条件, 但民主党并未就此让步。

受美国债务上限问题的反复干扰, 市场的避险情绪浓厚。截至 5 月 10 日, 3 个月美债利率继续爬升至 5.24%, 1 个月美债利率也升高到了 5.50%, 截至 5 月 9 日, 1 年美国主权信用违约掉期(CDS)已经升至 150.09 的高位远超 2008 年金融危机及 2011 和 2013 年债务上限危机时高点。乐观情况下, 两党可能在违约日到来之前达成一致, 但如果两党持续对峙, 意味着美国主权信用遭遇挑战, 可能会令短期国债与持有相应国债的货币基金承压或造成阶段性流动性收紧。

图表 7: 美国:国债收益率:3 个月



数据来源: Wind

(3) 日本央行 3 月纪要显示对通胀风险加速的担忧

当地时间 5 月 8 日, 日本央行 3 月份的政策会议纪要显示, 日本央行货币委员称, 必要时将毫不犹豫地加码宽松。委员会成员表示, 为实现通胀目标继续实施宽松政策至关重要, 其中, 成员们一致认为, 日本经济面临非常高的不确定性; 几位成员表示, 必须警惕通胀风险加速程度可能超出预期的情况; 一些成员认为, 已经出现了一些实现日本央行通胀目标的积极迹象; 一些成员表示, 围绕物价的环境开始发生变化; 一些成员认为, 调整与新冠大流行相关的日本央行政策前瞻指引是合适的。显示出部分委员会成员对通胀风险加速的担忧。

当地时间 5 月 9 日, 日本央行行长植田和男表示如果价格目标以可持续、稳定的方式实现, 日本央行将结束 YCC, 并缩减资产负债表, 日本的工资增长目前存在不确定性, 预计工资增长将成为一种趋势。在植田和男释放可能退出货币宽松言论后, 日债市场谨慎情绪快速升温, 日债收益率全线上行。

从日本当前的通胀情况来看, 东京地区 4 月 CPI 录得 3.5%、高于预期 3.3%, 除生鲜食品及能源外的核心 CPI 录得 3.8%, 同样超过市场预期, 且核心 CPI 继续超出 CPI, 核心通胀更加具有粘性。然而, 受通胀高企影响, 扣除物价上涨因素后 3 月日本实际工资收入同比下降 2.9%, 连续 12 个月同比减少。工资涨幅远不及物价涨幅。实际工资水平持续下降可能会令家庭购买力受到抑制。虽然新上任的植田和男在 4 月份的议息会议并没有调整 YCC 政策, 但日本通胀压力仍在攀升, 通胀预期也正在升温, 不排除日本央行在下半年对 YCC 做出调整的可能性, 后续是否调整货币政策仍取决于未来数据。

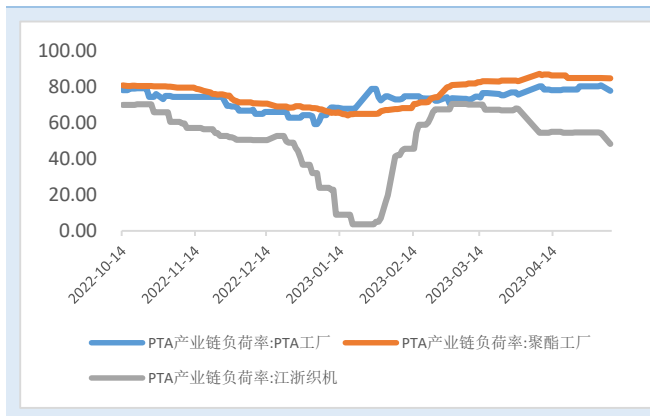
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产保持平稳

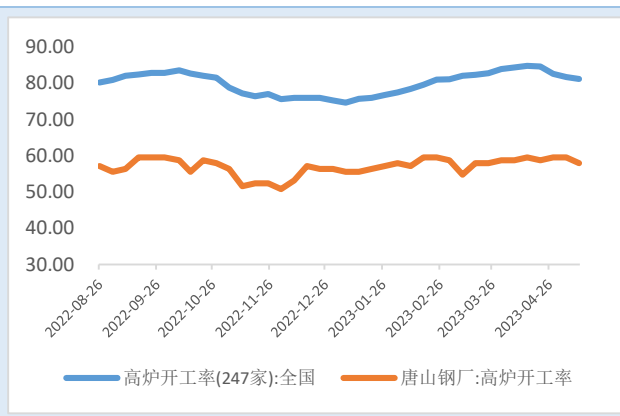
化工：淡季需求走弱，开工率小幅回落。需求方面，聚酯产业链多数产品价格多数下跌，涤纶 POY、聚酯切片、PTA 等价格同步下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率回落至 78%，聚酯工厂负荷率持稳于 84%，江浙织机负荷率回落至 48%。

钢铁：生产持续下滑，需求季节性走弱。全国高炉开工率本周回落 0.59 个百分点至 81.10%。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，表需有所回升，库存再度去化。淡季来临，下游实际成交保持低位。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

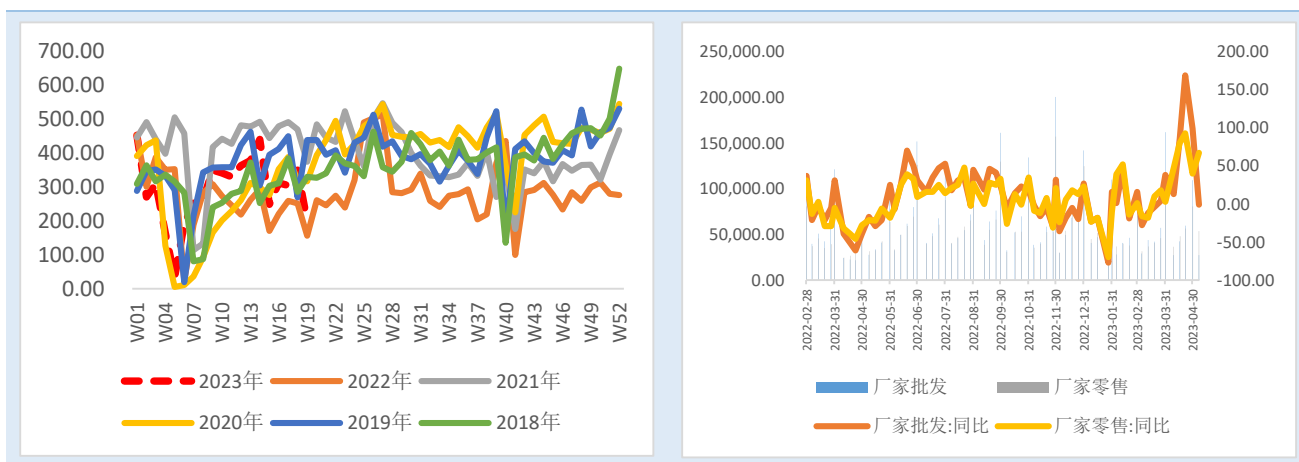
2.2 地产销售周环比上升，乘用车零售表现回升

房地产销售周环比上升。截至 5 月 11 日，受五一假期因素的影响，30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 227.63%，但较节前一周下降 19.90%。按均值计，5 月环比下降 17.59%，同比上升 2.19%，一、二、三线城市 5 月同比增速分别为 48.80%、0.98%和-23.92%；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 8.40%，一、二、三线城市环比增速分别为-54.17%、13.52%和 7.96%，其中，一线城市土地溢价率最高，为 14.46%，其次是三线城市为 2.88%，最后是二线城市，为 1.25%。

乘用车零售同比回升。乘联会数据显示，5 月 1-7 日，乘用车市场零售 37.5 万辆，同比去年同期增长 67%，较上月同期增长 46%；今年以来累计零售 627 万辆，同比增长 1%；5 月 1-7 日，全国乘用车厂商批发 19.2 万辆，同比去年同期下降 1%，较上月同期下降 1%；今年以来累计批发 703.4 万辆，同比增长 7%。

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) 本周食品价格多数下跌。本周(5月12日)蔬菜均价环比下跌0.61%，猪肉均价环比下跌0.51%。

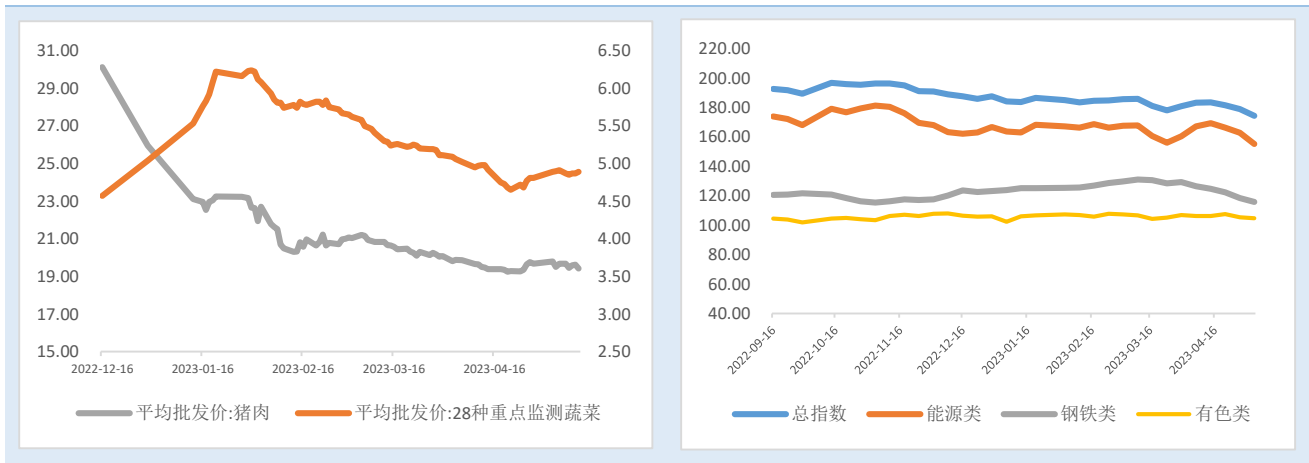
5月11日，统计局发布4月通胀数据，4月CPI当月同比0.1%，前值0.7%；环比-0.1%，前值-0.3%。PPI当月同比-3.6%，前值-2.5%；环比-0.5%，前值0.0%。

(2) 通胀或逐步见底回升。4月CPI同比增速继续回落，食品和非食品同步回落，但扣除食品和能源的核心CPI持平前值，服务类价格上涨是主要的贡献。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。当前猪价和油价仍在走弱，预计二季度CPI同比增速将保持低位，而后在下半年逐步进入上升通道。

(3) PPI同比增速继续探底。4月PPI受环比降幅扩大的影响，导致在低基数环境下，读数进一步回落，降至2020年5月以来的新低，而对PPI形成拖累的主要是黑色金属以及煤炭。黑色系的价格可能与地产新开工未有趋势性改善有关，需求端表现仍然不佳；煤炭产能继续释放，叠加海外进口量扩大，价格持续回落。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，年内表现为前低后高。

图表 11: 食品价格多数回落

图表 12: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

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