



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观周刊

金信期货 研究院

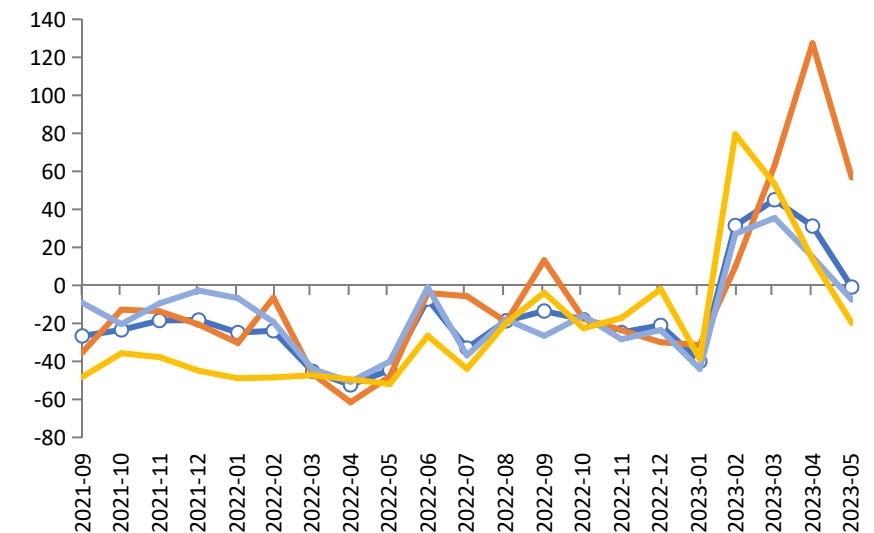
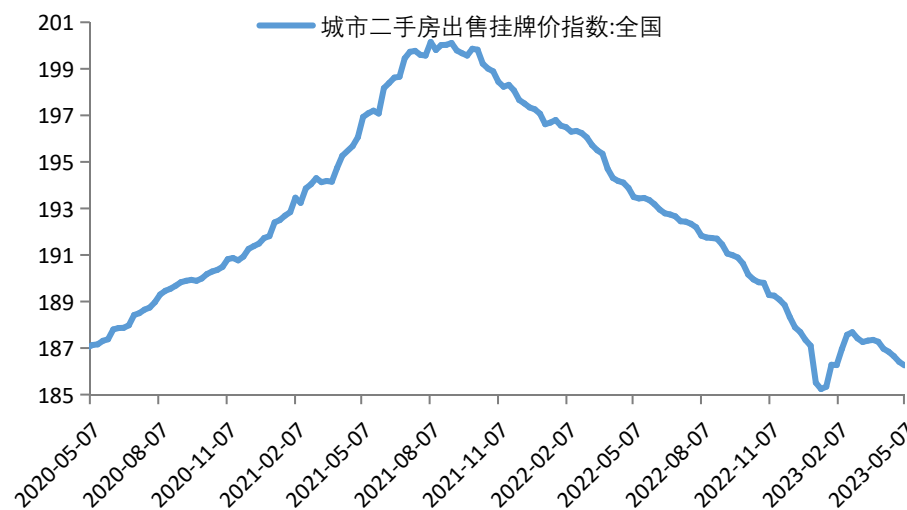
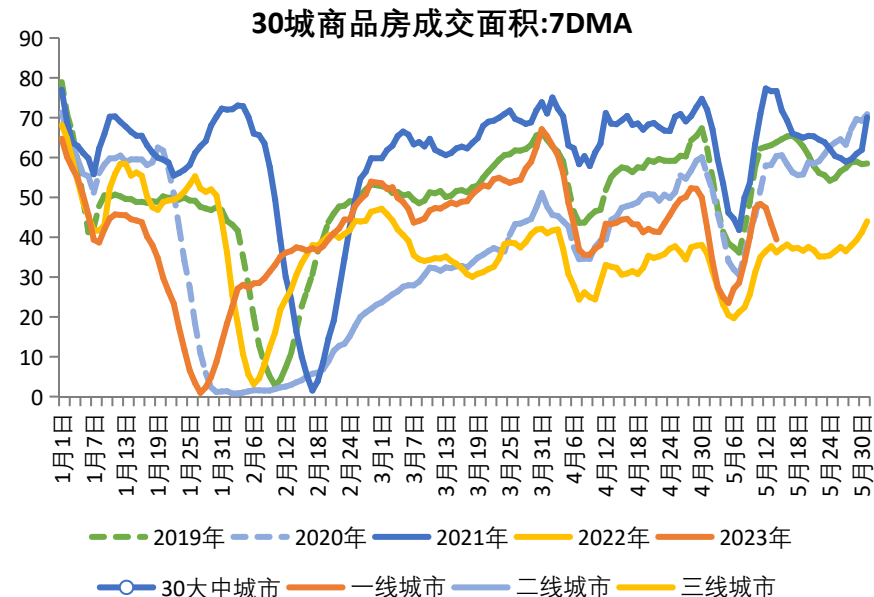
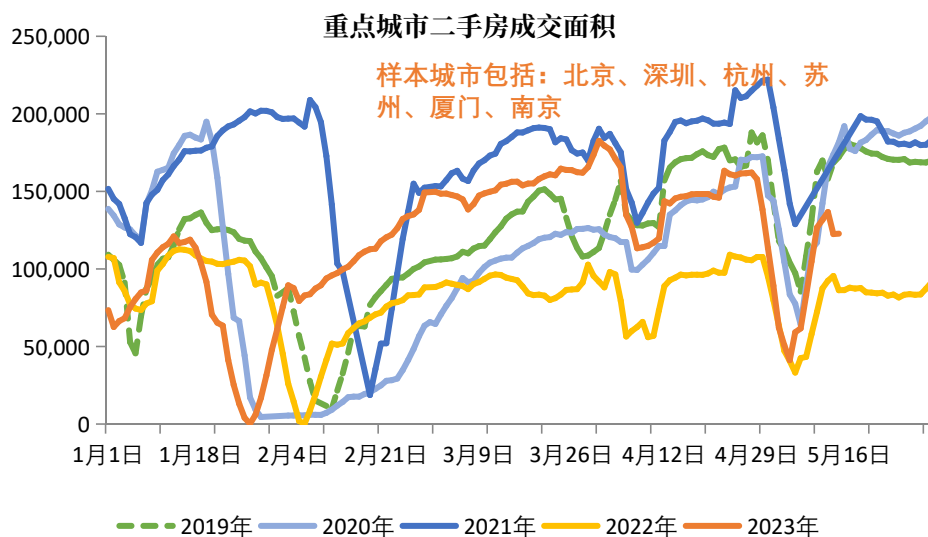
2023/05/15

➤ 高频数据跟踪

地产销售改善继续放缓

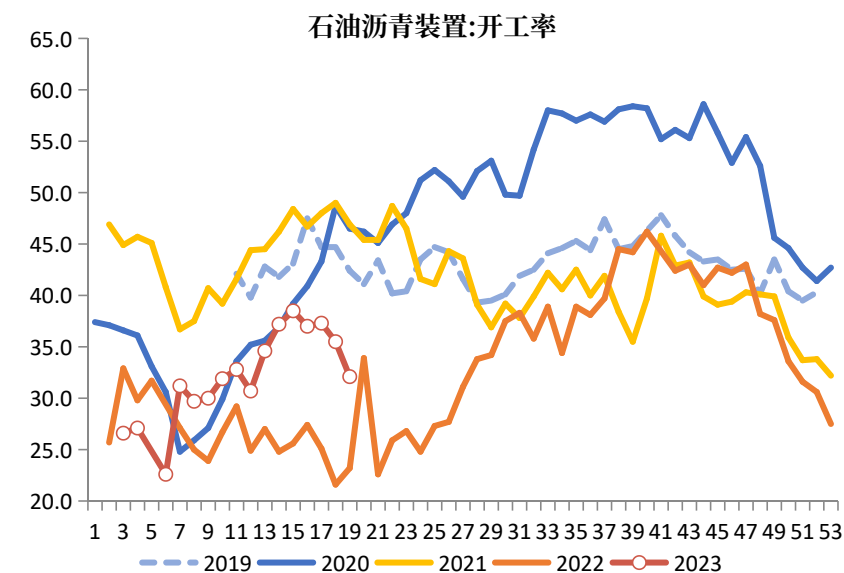
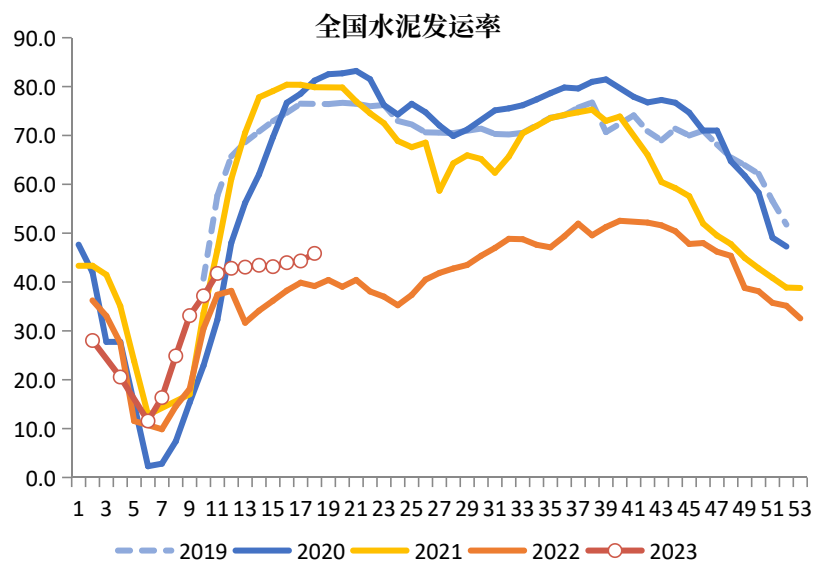
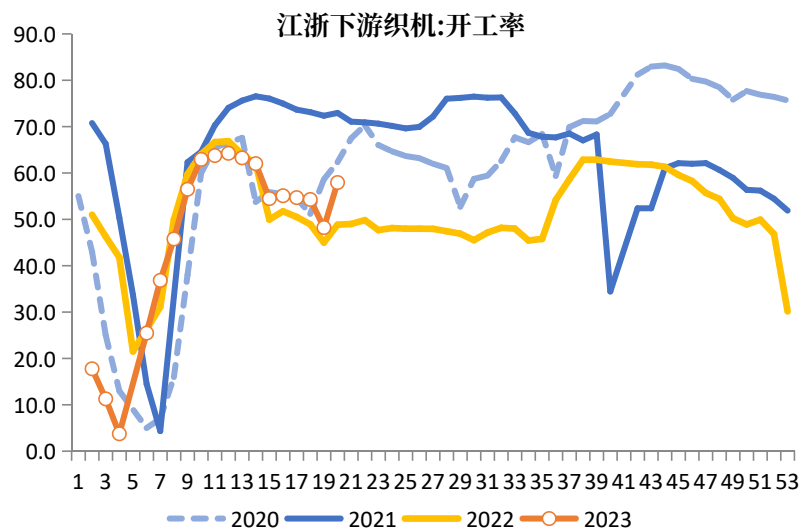
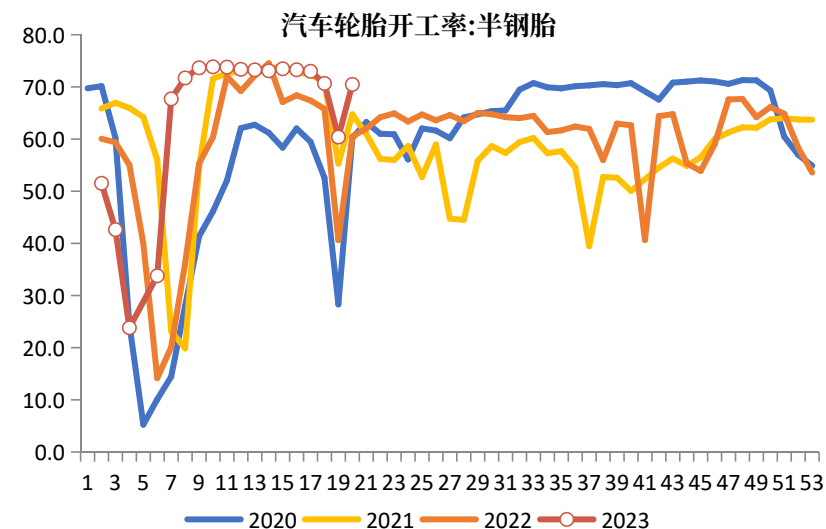
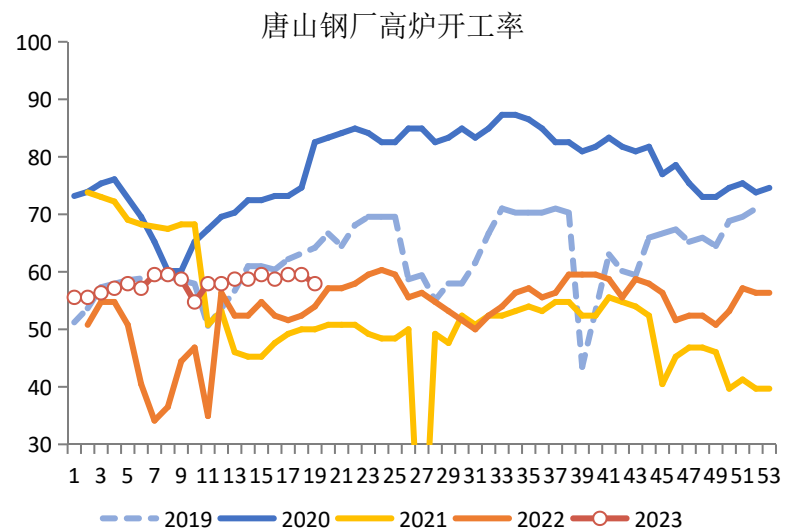
□ 五一后新房和二手房销售有所回升，但仍处于往年偏低位置，二手房挂牌价指数也处在回落过程。

□ 在商品房前期积压需求释放后，地产需求的可持续性仍存疑问。4月居民中长贷重回同比负增，居民观望情绪加重，后续地产供求的良性循环能否打通仍是居民信贷能否回暖的关键。



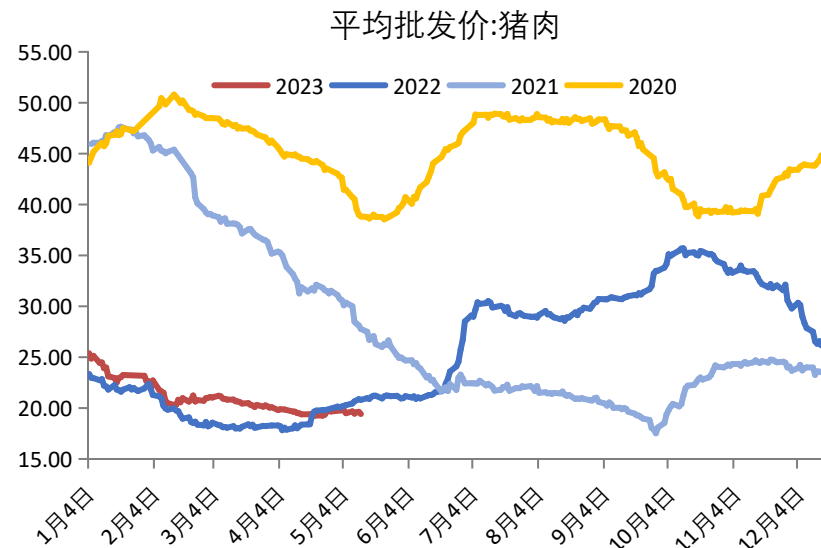
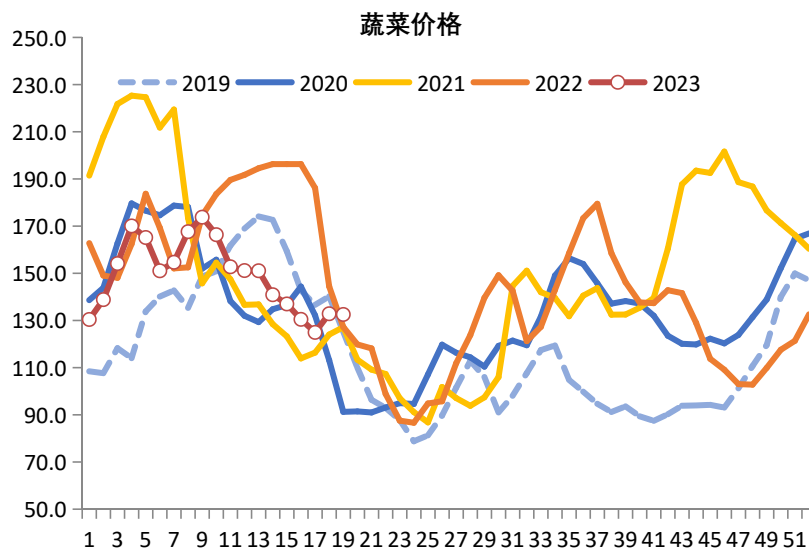
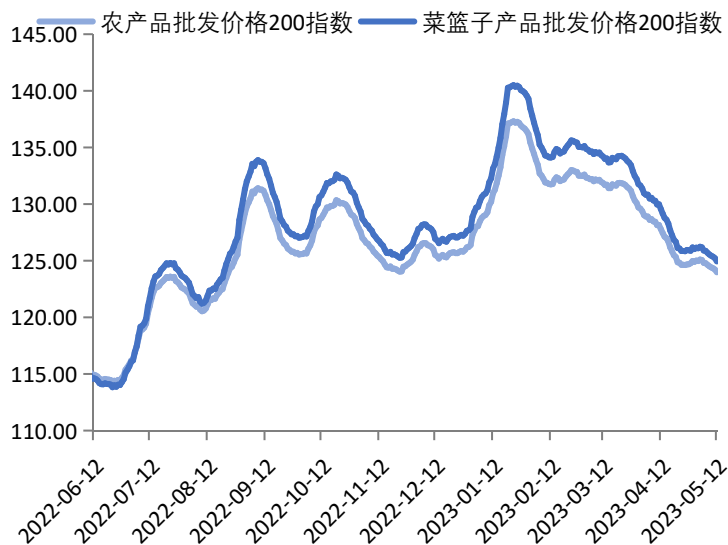
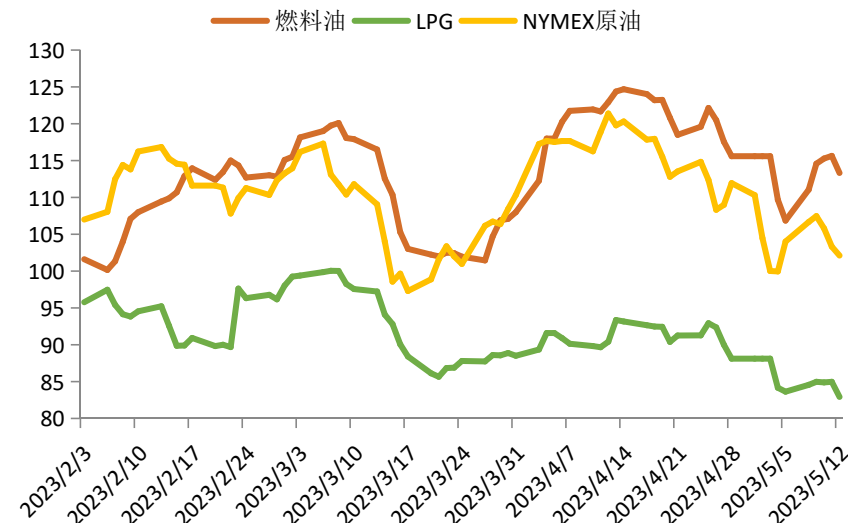
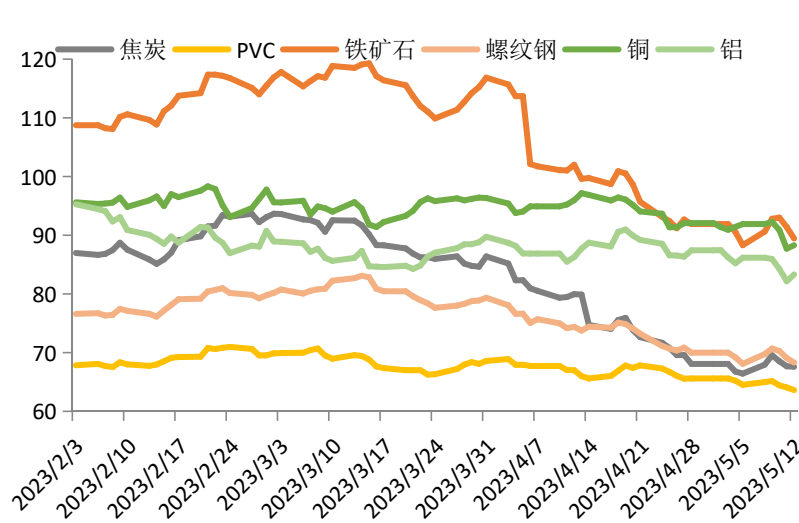
生产端节后小幅修复

- 生产端节后小幅修复，高炉开工率继续小幅回落，而上周轮胎开工率和江浙下游织机开工率有所回升。
- 建筑业下游需求恢复仍然偏缓，水泥发运率小幅回升，而季节性淡季下石油沥青装置开工率则继续下行。



全球需求不足下，工业品价格整体延续偏弱

- 工业品价格延续偏弱，海外定价商品仍然受到市场对于美国衰退预期的多空博弈，银行业风险和债务上限仍是扰动，原油、黄金先涨后跌，国际工业金属无止跌迹象。
- 国内通胀继续回落+社融不及预期，国内定价的商品继续受到经济修复不及预期以及地产需求恢复偏弱的影响。
- 农产品价格指数小幅回落，生猪价格继续低位运行。

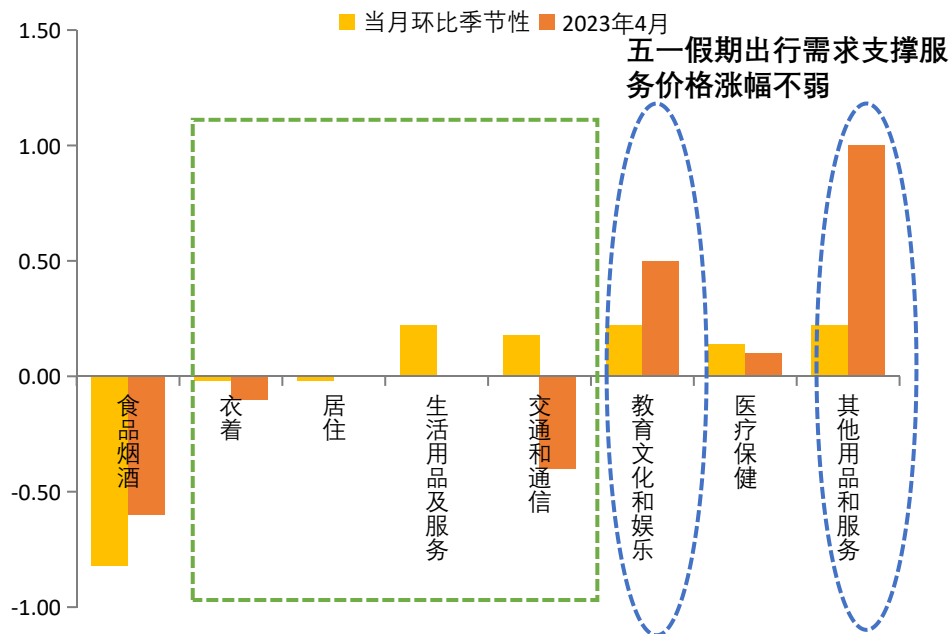
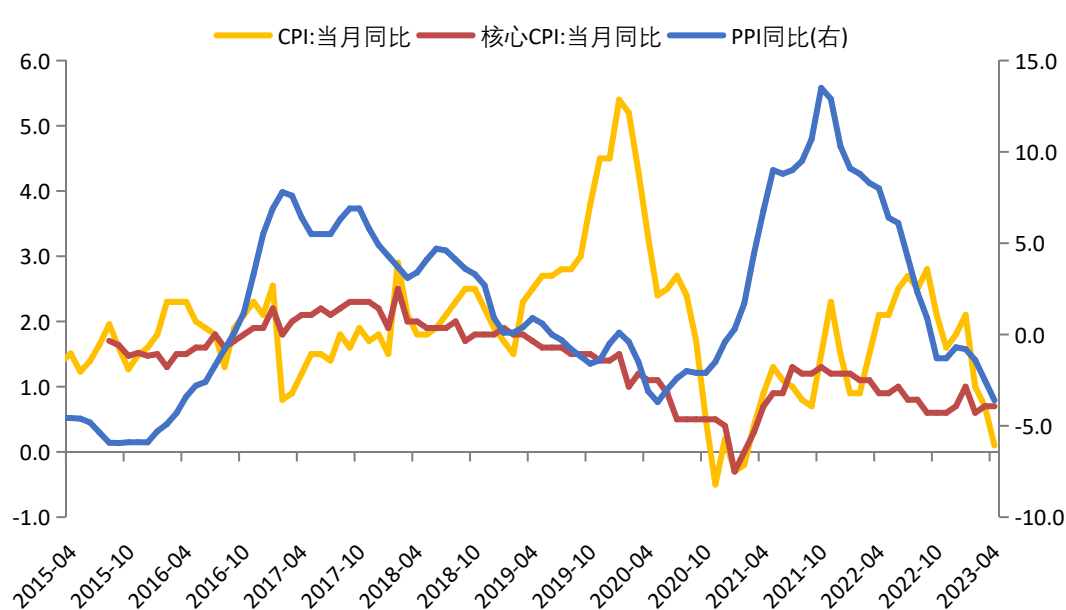


➤ 国内经济基本面

需求不足下4月CPI进一步回落

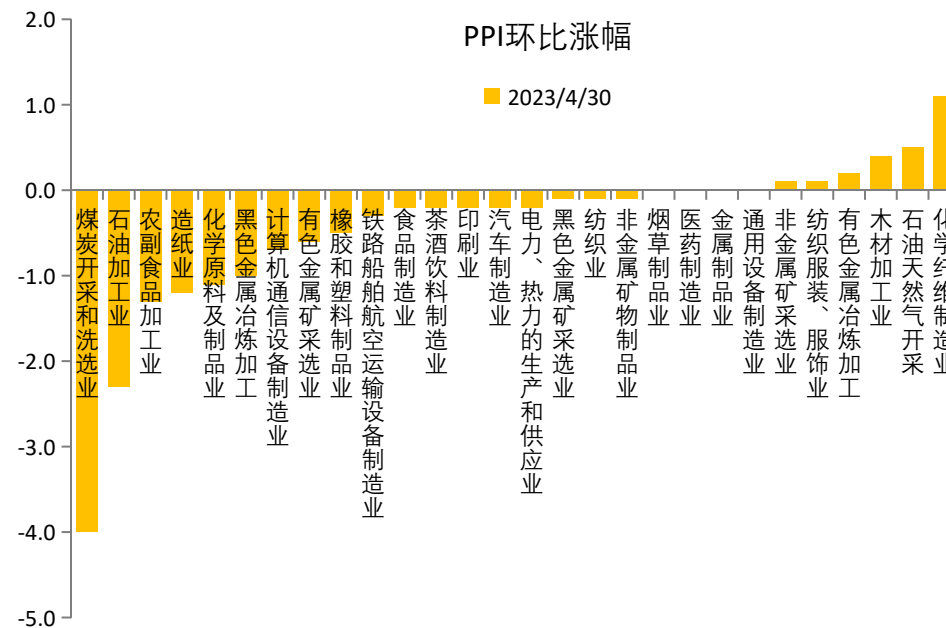
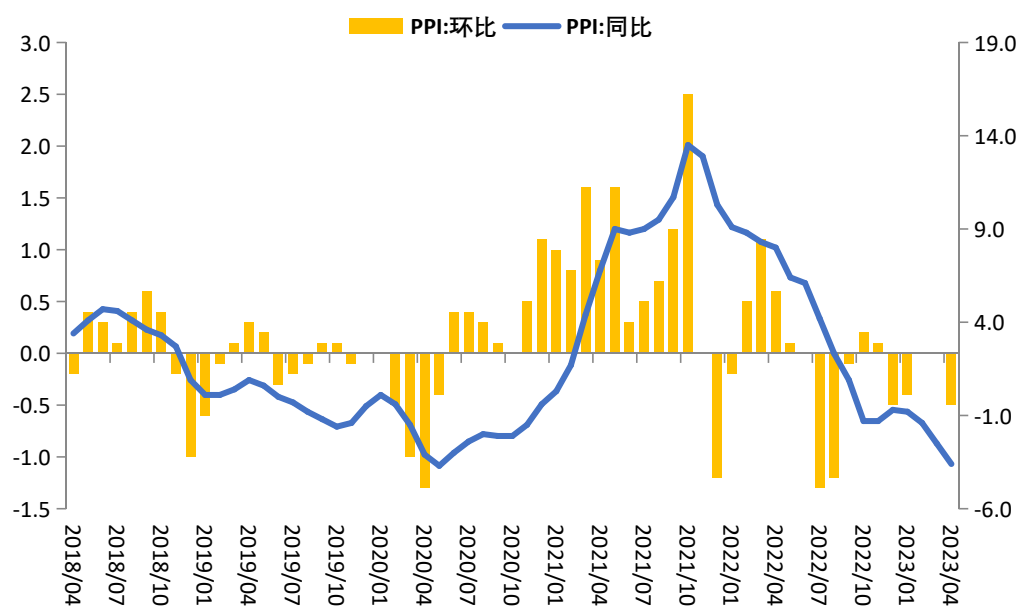
中国4月CPI同比上涨0.1%，预期0.4%，前值0.7%。中国4月PPI同比下降3.6%，预期降3.3%，前值降2.5%。

4月CPI同比涨幅回落较多，高基数是主因，食品、汽车、能源等拖累是外生性扰动，核心CPI同比和上月持平。小长假出行需求增加支撑服务价格涨幅扩大，但若剔除假期对于出行和旅游相关价格的拉动，反映经济内生动能的主要核心商品和服务仍然偏弱。



PPI同比通缩仍在加剧

PPI同比降幅继续扩大，也符合我们此前的判断，受到国际大宗商品价格波动、国内外市场需求总体偏弱及上年同期对比基数较高等因素影响。从工业品价格来看，石油煤炭相关价格跌幅居前，钢材、水泥等行业供应整体充足，但需求不及预期，拖累黑色金属冶炼和压延加工业价格下降。



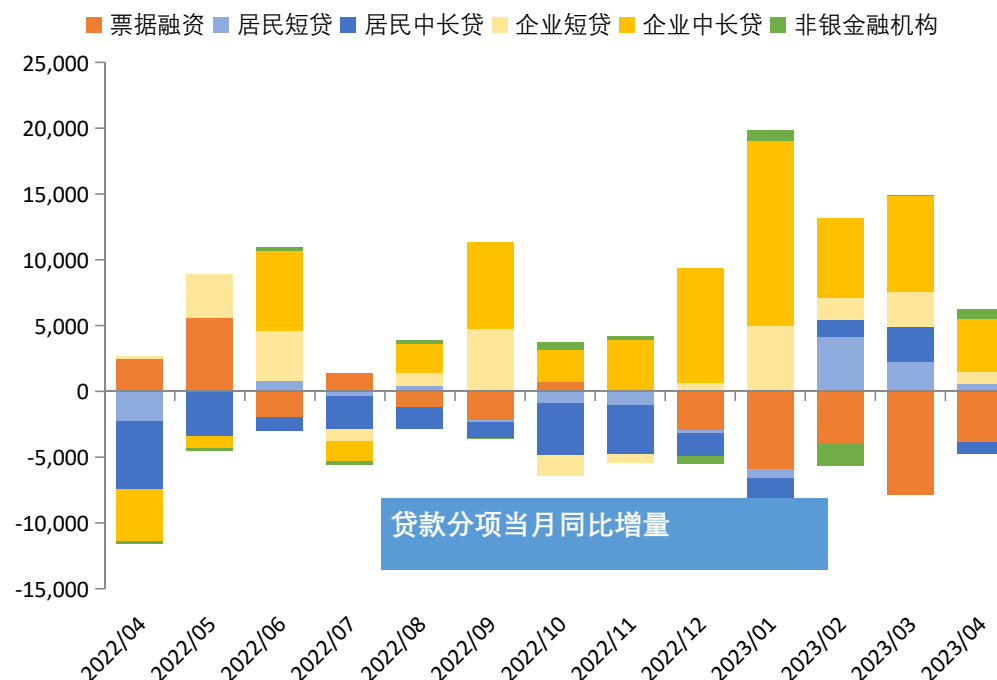
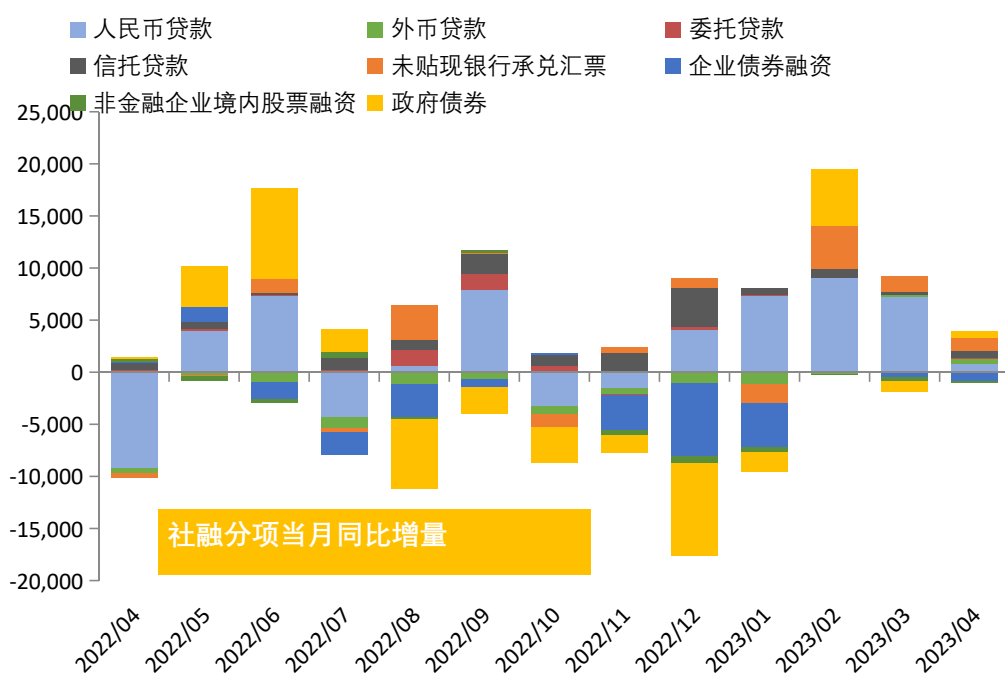
信贷冲量降温叠加融资需求偏弱下的社融不及预期

4月社融不及预期，一方面4月作为传统信贷小月，在一季度冲量后存在季节性回落因素，另一方面，一季度信贷放量主要受到政策端的驱动，而经济内生动能不足下实体融资需求依然偏弱，与4月PMI回落至荣枯线以下及商品房销售放缓一致，均反映当前经济弱修复的格局，分化式复苏仍是当前经济修复主线。

	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07
当月新增社融	12200	53800	31560	59866	13058	19837	9134	35411	24712	7785
新增人民币贷款	7188	38900	18100	49000	14000	12100	6152	24700	12500	6790
社融存量同比 (%)	10.0	10.0	9.9	9.4	9.6	10.0	10.3	10.6	10.5	10.7
(当月同比变化)										
社会融资规模	2873	7235	19390	26	-10624	-6146	-7042	6385	-5181	-2967
新增人民币贷款	815	7211	9100	7326	4051	-1573	-3321	7931	631	-4303
居民贷款	-241	4908	5450	-5858	-1963	-4710	-4827	-1383	-1175	-2842
居民短贷	601	2246	4129	-665	-270	-992	-938	-181	426	-354
居民中长贷	-842	2613	1322	-5193	-1693	-3718	-3889	-1211	-1601	-2488
企业短贷	849	2726	1674	5000	638	-651	-1555	4741	1028	-969
企业中长贷	4017	7252	6048	14000	8717	3950	2433	6540	2138	-1478
票据融资	-3868	-7874	-4041	-5915	-2941	-56	745	-2180	-1222	1365
委托贷款	85	67	-3	156	315	-123	643	1530	1578	240
信托贷款	734	214	817	618	3789	1825	1000	1907	890	1173
未贴现票据	1210	1503	4158	-1770	865	574	-1270	118	3359	-428
企业债券融资	-809	-462	34	-4281	-7054	-3402	152	-792	-3137	-2131
政府债券	-3912	-1052	5416	-1886	-8865	-1638	-3376	-2533	-6693	2178

信贷冲量降温叠加融资需求偏弱下的社融不及预期

其中企业中长期贷款仍是增长主力，居民中长期贷款再度走弱，与地产高频数据一致。随着地产积压需求基本释放完毕，居民观望情绪加重，后续地产供求的良性循环能否打通仍是居民信贷能否回暖的关键。同时预计今年上半年政府债券发行进度或不及去年，广义财政力度较去年不强，意味着今年基建新增项目趋于收敛，下半年高基数下基建增速或有所回落，不过政策端重点更多在于落实，年内实物工作量仍有一定期待。



总需求不足+分化式复苏仍是当前经济修复主线

CPI数据继续反映点状式涨价的结构，出行链条需求回升支撑服务价格涨幅扩大，但实体经济有效需求不足下价格上涨仍显分化，内生动能仍待夯实。同时4月社融不及预期也反映信贷冲量降温以及实体融资需求偏弱的格局，经济内生动能不足下仍呈现弱修复的格局，分化式复苏仍是当前经济修复主线。

宏观象限仍处在复苏初期，内生动能仍待修复，“宽信用”仍未真正出现。政策“高质量可持续发展”诉求下，总量政策克制保守，而产业政策大概率是积极发力方向，“跨周期”调节有望助力扶持新动能，“不大干快上”的政策诉求下今年经济增速大概率偏向于温和。

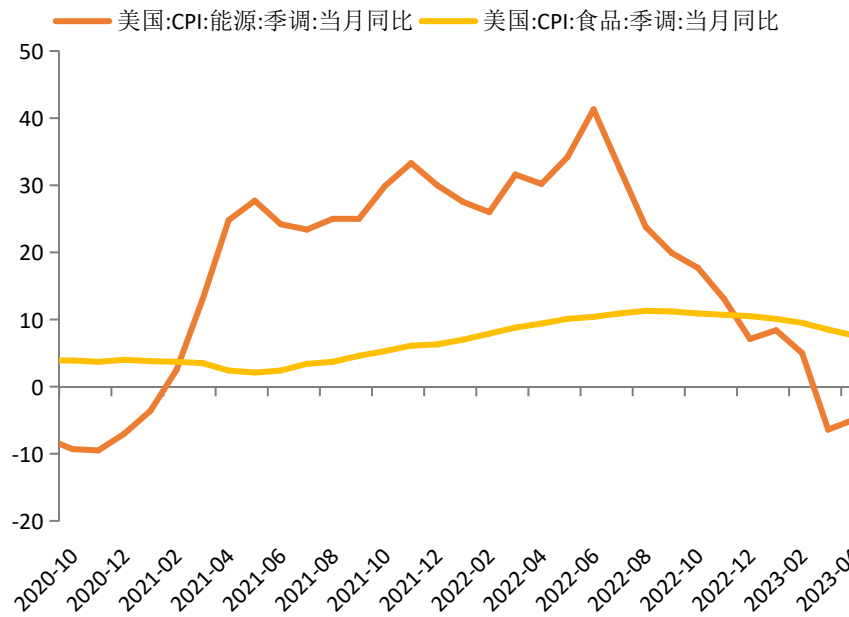
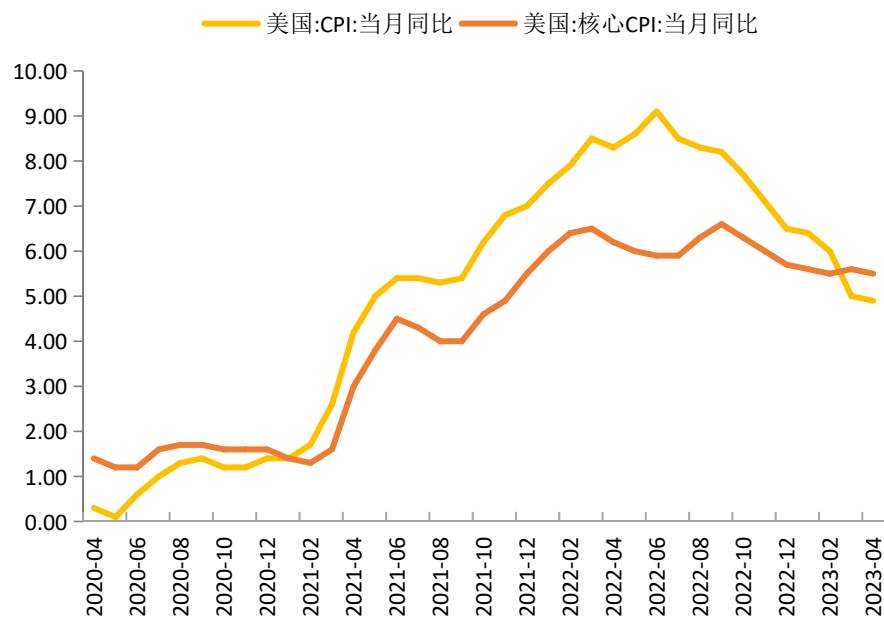
总需求不足+分化式复苏路径下，带来今年资产定价的趋势弱化和波动加大的格局，二季度将是经济复苏预期再度形成的阶段，就业消费和地产的良性循环仍将是关键。

➤ 海外宏观

美国4月CPI略低于预期，能源和住房价格回落

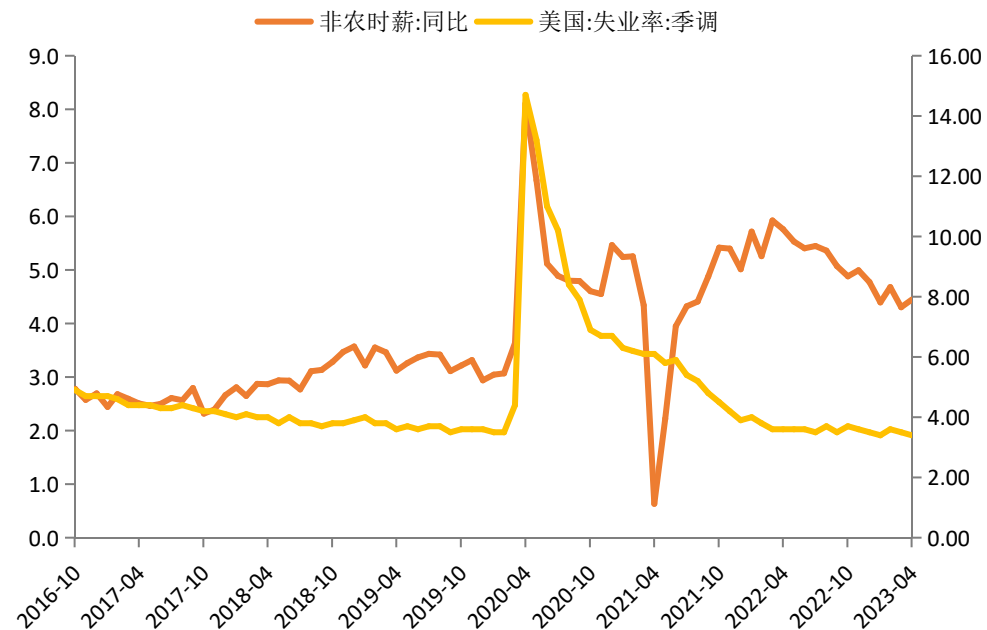
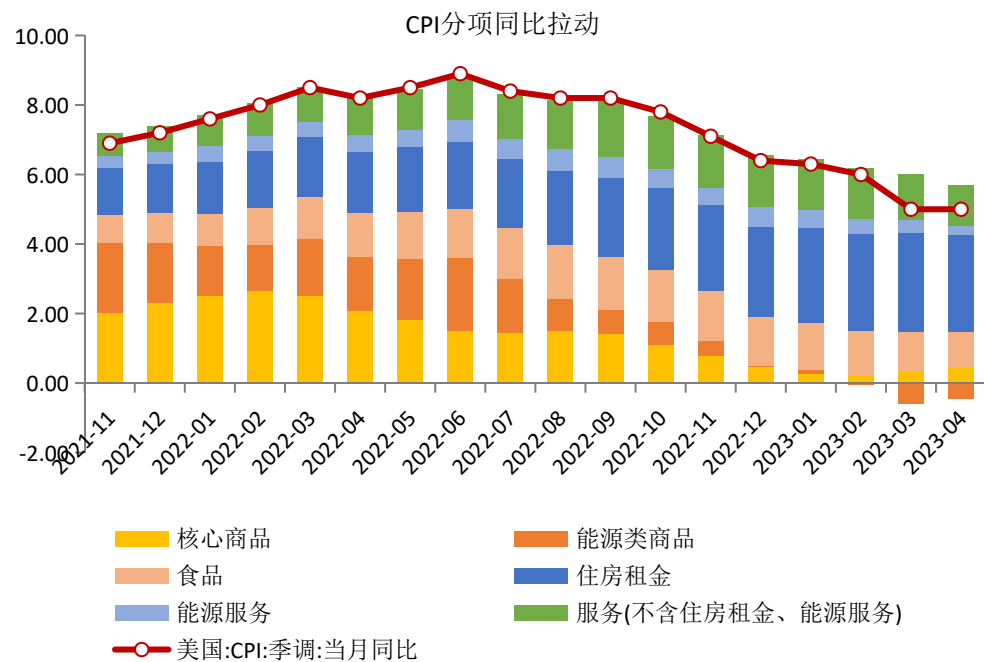
美国4月CPI同比增长4.9%，连续第10次下降，为2021年4月以来新低，低于市场预期的5%，前值为5%。美国4月核心CPI同比增长5.5%，符合市场预期，前值为5.6%。环比看，美国4月CPI增长0.4%，符合市场预期，前值为0.1%。

商品分项CPI同比2.2%，前值1.6%，主要源于能源通胀降幅的回升，核心商品受二手车和卡车价格下降幅度减小而增速回升。核心服务通胀中，住房租金仍是4月通胀的最大贡献者。



核心通胀增速仍较强，通胀回落最快的时候或将过去

但通胀回落最快的时候或将过去，一方面随着原油价格逐步企稳以及能源基数效应在年中逐步消退，后续CPI下行速度或将放缓。另一方面，住房和服务通胀仍然是通胀下行的明显拖累项，核心服务通胀粘性仍然较强。未来核心服务项通胀明显降温仍需等待住房项通胀出现拐点以及美国劳动力市场的进一步走弱，近期劳动力市场有所松动但仍强劲。



美联储进入加息周期尾声，但三季度或难给出降息信号

- 近期美国经济数据走弱、劳动力市场有所降温，但通胀粘性仍在，银行风波与债务上限问题再次扰动市场，再次打破市场相对平静期。海外美联储进入加息周期尾声，在“通胀韧性”和“金融稳定”的权衡下5月或大概率成为最后一次加息，美联储6月大概率将暂停加息，不过考虑到当前就业数据和通胀韧性仍然较强，三季度或难给出降息信号。
- 5月或成为美联储最后一次加息，但Q3或难给出明确的降息信号，短期需要对美债、美股、黄金等较为充分计入了下半年降息预期的资产保持一定的谨慎。
- 贵金属中期仍受益于美联储加息尾声+美国经济衰退风险上升，中长线利多驱动仍在，但短期快速上行后存在调整压力，且市场对下半年降息预期定价较为充分下也增加了短期调整风险。

➤ 资产价格

总需求不足+分化式复苏路径下，资产价格波动加大

总需求不足+分化式复苏路径下，带来今年资产定价的趋势弱化和波动加大的格局，二季度将是经济复苏预期再度形成的阶段，就业消费和地产的良性循环仍将是关键。

股：经济修复延续+政策空间仍在，国内盈利筑底，股指中长期支撑因素仍在，但近期海外风险情绪走弱叠加国内4月CPI、信贷数据等回落，经济弱复苏下短期股指仍处在震荡区间。

在今年政策强调高质量发展+经济温和复苏+存量资金博弈下，股指大概率呈现震荡略偏强的格局，短期企业盈利筑底但难有强修复，分化式复苏结构下股指仍缺乏趋势性机会，存量资金博弈下板块轮动加快。

债：存款利率下调+经济基本面环比走弱+配置压力释放，近期债市表现明显偏强，长端利率进入2.6-2.7%的阻力位，但考虑到今年经济好于去年而资金面高于去年的格局，去年低点仍是长端利率的强阻力区域。当前利率水平已难言覆盖负债端成本，市场脆弱性有所提升，关注监管对空转套利等的态度，短期债市震荡偏于震荡。

商品：前期疫后脉冲和抢开工对投资需求的提振边际转弱，补偿性修复动能逐渐结束，地产投资尤其是前端开工偏弱的结构下，需求回暖不及预期。不过黑色系商品前期调整较大+市场减产预期+空单获利了结，短期市场情绪或有所回暖。

海外美联储进入加息周期尾声，在“通胀韧性”和“金融稳定”的权衡下6月大概率将暂停加息，不过考虑到当前就业数据和通胀韧性仍然较强，三季度或难给出降息信号，短期需要对美债、美股、黄金等较为充分计入了下半年降息预期的资产保持一定的谨慎。

国内:

- 5月16日, 4月社会消费品零售总额、4月规模以上工业增加值、4月固定资产投资等将公布;
- 5月17日, 国家统计局将发布4月大中城市住宅销售价格报告;
- 据某国有大行消息, 自周一起银行协定存款及通知存款自律上限将下调, 四大国有银行协定存款和通知存款自律上限下调幅度为30BP, 其它金融机构降幅为50BP;
- 本周央行公开市场将有120亿元逆回购到期, 周一将有1000亿元MLF到期, 周三将有500亿元国库现金定存到期;

海外:

- 5月16日, 美国将公布4月核心零售总额及4月零售销售总额;
- 5月17日, 日本将公布第一季度不变价GDP、欧盟将公布4月欧元区CPI; .
- 美国总统拜登与众议院议长麦卡锡关于债务上限的会议推迟到本周举行, 美国表示, 工作人员将继续就债务上限问题展开工作。
- FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯周五将在美联储理事会活动上发表主旨演讲, 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。



谢谢大家!

金信期货 研究院

重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾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得受任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、王志萍（投资咨询编号：Z0015287）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、汤剑林（投资咨询编号：Z0017825）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、孙皓（投资咨询编号：Z0018702）。