

## 国内内需普遍走弱，美国债务谈判一波三折

### 观点

1、短期来看，一方面，中国经济复苏势头放缓，内需普遍回落，弱现实格局渐成，另一方面，美国债务上限谈判一波三折，打击市场的风险偏好。与此同时，市场对国内政策宽松的预期有所弱化，对美联储年内降息的预期也有所弱化。在弱现实弱预期的格局下，商品市场短期仍面临较大的下行压力。展望中长期走势，内生动力不足是当前经济发展的核心问题，预计政策组合拳有望出台，提振消费信心、稳定房地产市场等将会是政策发力的重点。随着 X-day 来临，债务上限问题终将得到解决，海外市场将回归以对抗通胀为核心的基本面交易逻辑。总而言之，商品市场面临的不确定性因素仍然较多，但需求不足是最大的风险。

### 核心逻辑

(1) 本周大宗商品低位震荡，中国经济复苏节奏放缓、美国债务上限问题一波三折等问题持续压制市场的风险偏好。

(2) **中国经济复苏节奏放缓**。在一季度取得开门红后，4 月份经济修复速度有所放缓，内需普遍走弱。进一步结合 4 月份的信贷、通胀等一系列数据来看，当前我国经济的核心问题——内生动力不足，与 4 月底政治局会议做出的判断“好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足”相一致。展望未来，考虑需求的恢复具有时滞，经济恢复的方向依然确定，但斜率不高。比较担心的是，如果不能利用好二季度低基数的窗口，更好地恢复消费信心、促进房地产修复，那么一旦下半年基建和制造业投资增速继续放缓，经济所面临的下行压力可能再度加大。

(3) **美国经济仍然稳健，欧、日经济好于预期**。1) 美国 4 月零售销售环比增长 0.4%，低于预期的 0.8%，美国 4 月工业产出月率 0.5%，环比上升 0.1 个百分点，供需两端表明美国经济基本稳健，但长期增长势头缓慢。2) 美国债务上限谈判一波三折。美国债务上限谈判代表 5 月 19 日晚间中断了第二轮谈判，没有取得突破，谈判代表说，谈判破裂的关键在于削减政府预算的幅度。市场普遍认为，旷日持久的债务上限之争可能将美国经济推入衰退，而政府债务违约可能引发严重的金融危机。3) 欧元区、日本经济开局好于预期，但挑战持续存在。一季度欧元区就业人数季率同比增长 0.6%，远超 0.3% 的预期，GDP 小幅增长 1.3%，欧元区经济开局好于预期，但经济挑战也将持续存在。日本一季度剔除物价变动因素后的实际 GDP 比上季度增长 0.4%，高于预期 0.2% 和前值 0.0%，同比增长 1.6%，也高于预期 0.8% 和前值 0.1%，

3 个季度以来首次转为正增长。



国贸期货研究院  
ITF RESEARCH INSTITUTE

宏观·周度报告

2023 年 5 月 21 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

国家统计局5月16日公布的4月份经济数据显示，在一季度取得开门红后，4月份经济修复速度有所放缓，内需普遍走弱，其中，房地产投资在低基数环境下同比降幅继续扩大，成为经济表现最差的部分；基建和制造业投资保持高增长但增速双双回落；社零在低基数下实现大幅增长，但在前期积压的需求释放后面临居民财富效应预期偏弱的抑制。

### (1) 生产端：

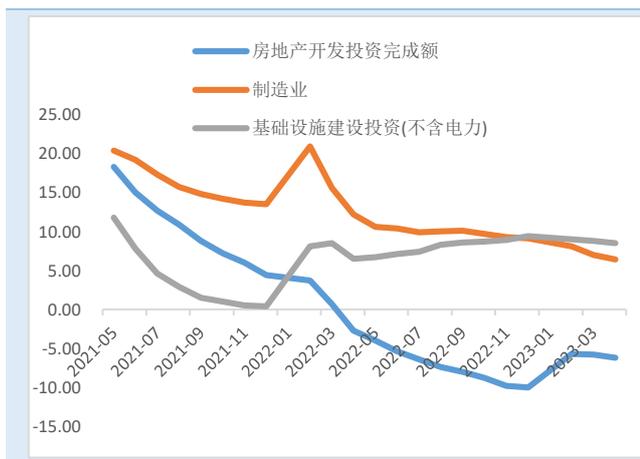
中国4月规模以上工业增加值同比增长5.6%，Wind平均预期9.7%，前值3.9%。从环比看，4月份规模以上工业增加值比上月下降0.47%。1-4月规模以上工业增加值同比3.6%，前值3.0%。

### (2) 需求端：

1) 固定资产投资增速继续回落。1-4月城镇固定资产投资同比4.7%，较1-3月回落0.4个百分点，低于Wind平均预期的5.2%。其中，制造业投资增长6.4%，较前值回落0.6个百分点；房地产开发投资下降6.2%，降幅较前值扩大0.4个百分点；基础设施投资（不含电力）同比增长8.5%，较前值回落0.3个百分点。

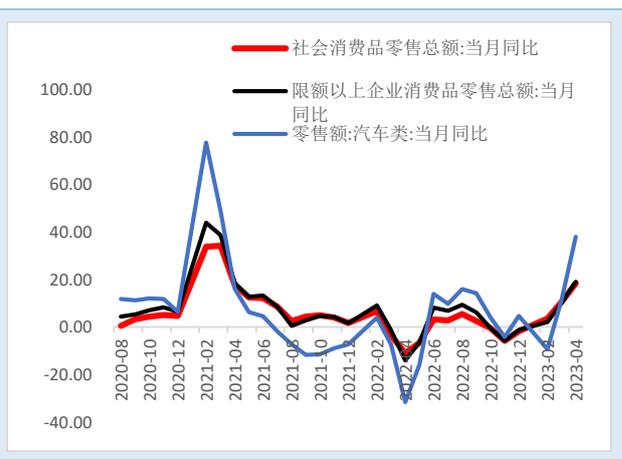
2) 社会消费延续修复。中国4月社会消费品零售总额同比18.4%，前值10.6%，低于Wind平均预期的20.2%；其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长16.5%。中国1至4月社会消费品零售总额同比8.5%，预期8.2%，前值5.8%。

图表 1：三大门类投资



数据来源：Wind

图表 2：社会消费恢复良好



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策跟踪

## (1) 一季度中国货币政策执行报告

5月15日，中国人民银行发布2023年一季度中国货币政策执行报告，下一阶段的主要政策思路中，有六个要点值得关注：一是，央行认为目前经济发展回升向好，三重压力得到缓解，经济运行有望持续整体好转，但是仍需要关注海外央行政策紧缩效应显现、国际金融市场波动以及国内需求仍不足等问题；二是，通胀方面，有效需求不足仍是主要矛盾，第二季度的CPI可能继续保持低位，下半年通胀中枢有望温和回升；三是，央行指出稳健的货币政策要精准有力，新增提出了“总量适度，节奏平稳”，将“着力支持扩大内需”放在了“保持流动性合理充裕”之后，并删除了“坚持不搞‘大水漫灌’”的表述。此外，信贷方面也强调“把握好信贷投放的节奏和力度”。结构性货币政策的表述由“发挥激励引导作用”改为“聚焦重点、合理适度、有进有退”；四是，在支持实体经济方面，未提及政策性开发性金融工具的使用；五是，房地产方面，新增提出了完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式；六是风险防范方面，新增提出“完善金融稳定立法和金融稳定保障基金制度”，以及“发挥存款保险市场化、法治化处置平台作用”。

## (2) 多家银行下调两类存款利率

近日，数家银行发布通知表示，将暂停销售“智能通知存款”类产品，同时多家银行还表示，将下调智能通知存款、协定存款等金融产品收益率，5月至今，银行存款利率调降队伍进一步扩大。具体来看，近期，多家银行收到监管口头通知，协定存款和通知存款自律上限调整将自5月15日起执行，其中国有银行（特指工、农、中、建四大行）执行基准利率加10BP，其他金融机构执行基准利率加20BP，而之前的协定存款利率自律加点上限是75BP，自律窗口指导是加65BP，在此影响下，5月12日，平安银行、东营银行等表示，将于2023年5月14日起暂停销售“智能通知存款”产品，同时也对现存的通知存款、协定存款利率执行下调，多家银行的1天、7天通知存款执行利率较此前下调55BP。

## (3) 财政支出维持较快节奏

1-4月，全国一般公共预算收入83171亿元，同比增长11.9%，一般公共预算支出86418亿元，同比增长6.8%，随着疫情的平稳转段，留抵退税恢复常态，财政收入延续一季度平稳回升态势，民生、科技支出得到保障，财政支出保持必要强度。具体来看，公共财政收入方面，1-4月，全国一般公共预算收入同比增长约4%，增幅较比一季度上升1个百分点，其中，税收方面，受经济恢复性增长和去年制造业中小微企业缓税于今年入库等因素带动，国内增值税增长58%，扣除留抵退税因素后增长约10%；在去年高基数影响下，国内消费税，进口货物增值税、消费税分别下降17.9%与12%；限售股转让所得下降带动个人所得税下降2.4%；契税、房产税、城镇土地使用税分别增长6.3%、20.5%、11.5%，显示房地产市场仍处于逐步复苏中。非税收方面，国有资源有偿使用收入增长较快，拉高全国非税收入同比增长6.8%，全国行政事业性收费和罚没收入均出现两位数降幅，执法柔性，国内营商环境进一步优化。政府基金收入方面，全国政府性基金预算收入同比下降16.9%，其中地方政府性基金中的国有土地使用权出让收入同比下降21.7%，但该降幅较一季度有缩窄，4月份国有土地使用权出让收入与去年同期接近，稳楼市政策逐步见效。公共财

政支出方面，社会保障和就业、卫生健康、教育等支出保持较快增速，分别增长 10.3%、8.7%、6.9%，民生支出得到保障，科技支出增速也高于平均增速达 9%，科技攻关支出保持强度，全国政府性基金预算支出同比下降 11.3%，不过该一降幅明显低于收入降幅。

### 1.3 美国经济仍然稳健，欧、日经济好于预期

#### (1) 美国经济仍然稳健

5月16日晚，美国4月零售销售环比增长0.4%，低于预期的0.8%，美国4月工业产出月率0.5%，环比上升0.1个百分点，供需两端表明美国经济基本稳健，但长期增长势头缓慢。

需求端上，美国4月零售数据止住连跌势头，但回升动能不及预期，在零售数据分项的13个大类中，可选消费品的下降势头较为显著，运动商品、兴趣、乐趣和书店的销售环比大跌3.3%；家装、电子产品、服饰、加油站和食品商店的销售也小幅下跌；汽车经销商、综合商店和在线电商的销售环比上升；餐饮和酒吧零售额在4月环比增加0.6%，消费者服务业支出扩大。整体来看，消费者“钱袋子”吃紧，回升势头减弱，未来消费或仍面临不小的压力。

供给端上，美国4月工业产出好于预期，显示持续修复态势，分项上，受机动车和零部件产量的强劲增长影响，4月份制造业增长1.0%；石油与天然气开采加速，矿业指数上涨0.6%；4月份气温回暖降低了取暖需求，公用事业指数下跌3.1%，此外，4月份产能利用率小幅上升至79.7%，达到长期平均水平，但近期美国银行业危机提高了借贷成本，未来工业持续恢复动能有待观察。

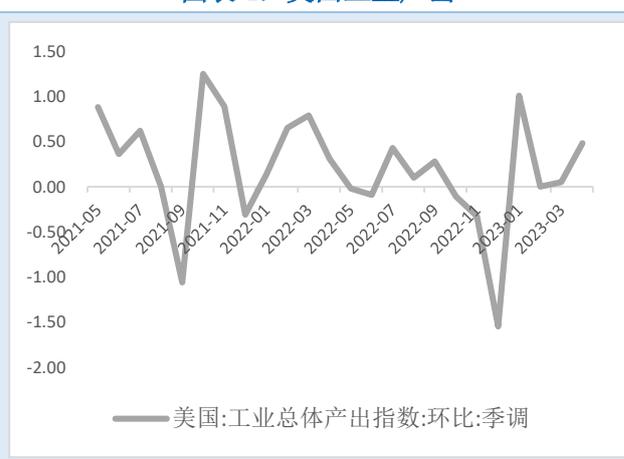
总的来看，4月美国经济数据基本稳健，但长期增长势头缓慢，债务上限谈判与美联储6月是否加息将影响未来经济的长期表现。

图表 3：美国零售增速



数据来源：Wind

图表 4：美国工业产出



数据来源：Wind

#### (2) 美国债务上限谈判一波三折

美国债务上限谈判一波三折，原本明朗的局势一度因分歧导致中断。美国债务上限谈判代表 5 月 19 日周五晚间中断了第二轮谈判，没有取得突破，谈判代表说，**谈判破裂的关键在于削减政府预算的幅度**。在触及债务上限前，留给美国国会达成协议的时间已经所剩无几，但双方仍存在分歧。共和党谈判代表麦克亨利表示不相信本周末有可能达成协议，另一谈判代表格雷夫斯表示，尚未为下次谈判制定计划。

**市场普遍认为，旷日持久的债务上限之争可能将美国经济推入衰退，而政府债务违约可能引发严重的金融危机。**一般来说，债务上限触及后，若国会未能立即提高或暂停债务上限，政府首先可采取“非常措施”来维持运作，如削减非必要开支、赎回持有的证券等手段，这将消耗财政部库存资金；当财政部资金耗尽时，政府将被迫“停摆”，并且即将到期的美国国债将面临违约风险。虽然历史上美国国债从未出现过实质性违约，但债务上限僵局无疑会削弱美国政府的公信力，2011 年 8 月标普评级公司就曾因债务上限问题将美国的主权信用评级从 AAA 下调至 AA+，此举引发了市场剧烈动荡。穆迪的一份研究显示，若美国国债发生违约，将导致美国 GDP 下降 4%，近 600 万人失业，失业率超过 7%，股票市场最多将下跌三分之一，并会导致家庭财富损失 12 万亿美元。

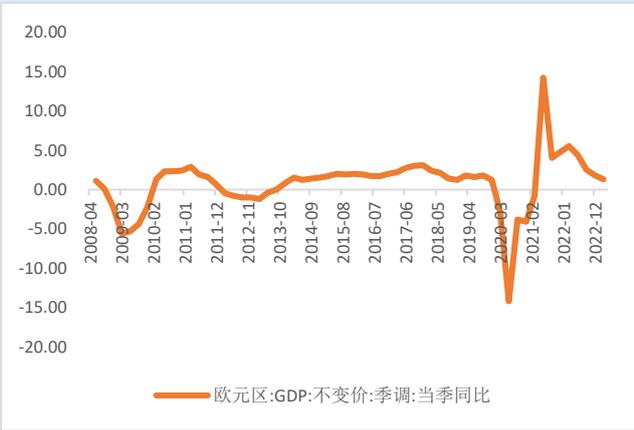
### (3) 欧元区、日本经济开局好于预期，但挑战持续存在

**欧元区经济开局好于预期。**欧盟统计局 16 日公布的数据显示，一季度欧元区就业人数季率同比增长 0.6%，远超 0.3% 的预期，GDP 小幅增长 1.3%，欧元区经济开局好于预期，但经济挑战也将持续存在。在充满挑战的全球背景下，欧洲经济继续显示出弹性，能源价格显著回落、供应限制减弱以及强劲的劳动力市场支撑了一季度的温和增长，使欧盟避免了步入技术型衰退，欧盟委员会也上调 2023 年欧元区 GDP 增长至 1.1%，高于 2 月份预测的 0.9%；2024 年 GDP 增长至 1.6%，高于此前预测的 1.5%。但高企的通胀，俄乌冲击的不确定性，金融领域的动荡等挑战也将长期存在。

**日本一季度经济超预期增长。**当地时间 5 月 17 日，日本内阁府公布 2023 年一季度 GDP 初值，剔除物价变动因素后的实际 GDP 比上季度增长 0.4%，高于预期 0.2% 和前值 0.0%，同比增长 1.6%，也高于预期 0.8% 和前值 0.1%，这是 3 个季度以来首次转为正增长。虽然海外经济减速导致出口低迷，但疫情得到控制后，出游等个人消费复苏，设备投资也有所增加，其中，个人消费环比增长 0.6%，保持 4 个季度增长，餐饮、汽车销售增长；设备投资超预期增长 0.9%，主要受益于汽车相关投资；而出口则由于半导体制造装置和汽车出口低迷，减少 4.2%；进口下滑 2.3%，住宅投资增长 0.2%，公共投资增长 2.4%。短期来看，随着二季度日本旅游旺季的到来，相关消费或继续增长，对国内需求形成提振。另外，“春斗”可能会使日本迎来一轮涨薪潮，或增加居民收入提振国内消费，同时刺激日本通胀走高或对日本央行货币政策有一定影响。

图表 5：欧元区经济开局好于预期

图表 6：日本一季度经济超预期增长



数据来源: Wind



数据来源: Wind

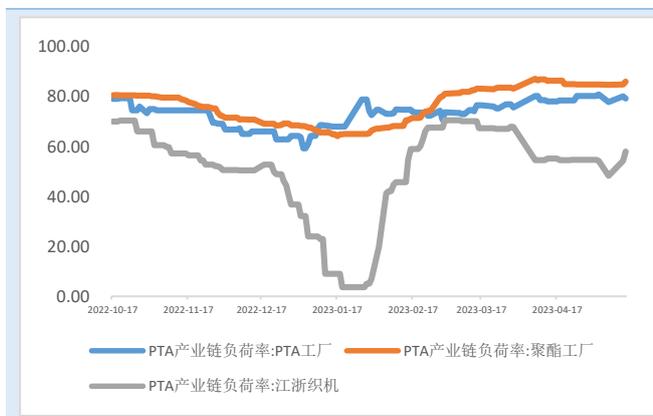
## 二、 高频数据跟踪

### 2.1 工业生产保持平稳

**化工：淡季需求走弱，开工率稳中有升。**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 开工率持稳于 80%，聚酯工厂负荷率持稳于 84%，江浙织机负荷率回升至 54%。

**钢铁：生产低位回升，需求季节性走弱。**全国高炉开工率本周回升 1.26 个百分点至 82.36%。随着原材料价格持续走弱，钢厂盈利状况出现改善，开工率有所回升。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回升，表需小幅走低，库存持续去化。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

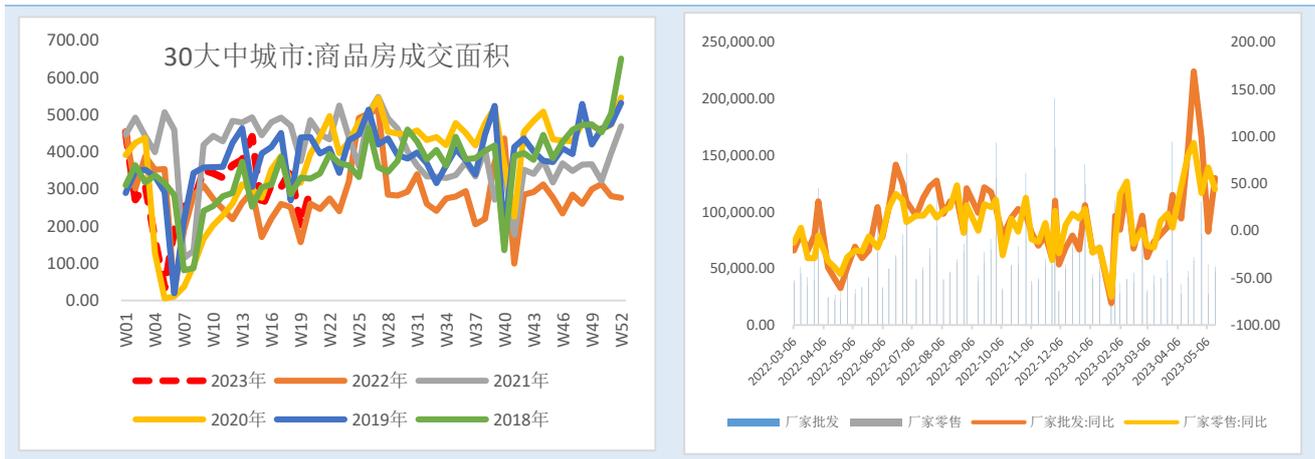
### 2.2 地产销售周环比上升，乘用车零售表现回升

**房地产销售周环比下降。**截至 5 月 18 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 7.47%，按均值计，5 月环比下降 10.79%，同比上升 10.62%，一、二、三线城市 5 月同比增速分别为 70.02%、4.48%和-10.73%；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 18.24%，一、二、三线城市环比增速分别为-74.64%、-18.73%和 47.02%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 8.51%，其次是三线城市为 2.25%，最后是一线城市，为 0.00%。

**乘用车零售同比回升。**经过低迷的一季度，国内乘用车市场逐步回暖。乘联会数据显示，5 月第二周，全国乘用车市场零售日均 4.7 万辆，同比去年 5 月同期增长 44%，环比上月同期增长 5%。5 月 1 至 14 日，乘用车市场零售 70.6 万辆，同比去年同期增长 55%，较上月同期增长 24%；今年以来，国内车市累计零售 660.2 万辆，同比增长 3%。随着价格战热度逐渐消退，经销商心态逐步稳定，消费者恢复理性消费，观望情绪得以缓解，前期压抑的需求有所释放。

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

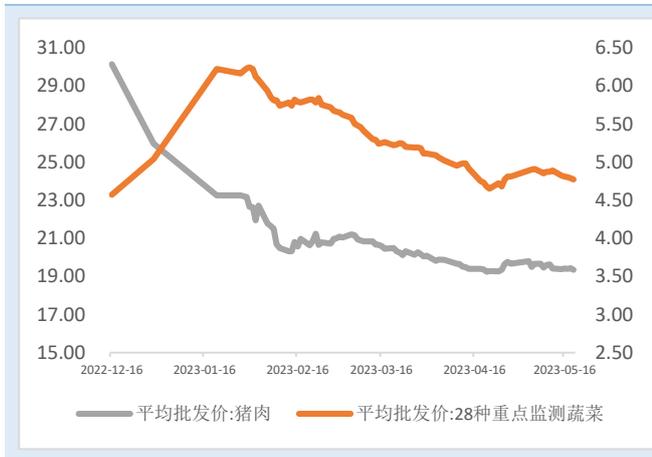
### 三、 物价跟踪

(1) 本周食品价格继续下跌。本周(5月19日)蔬菜均价环比下跌1.61%，猪肉均价环比下跌0.79%。

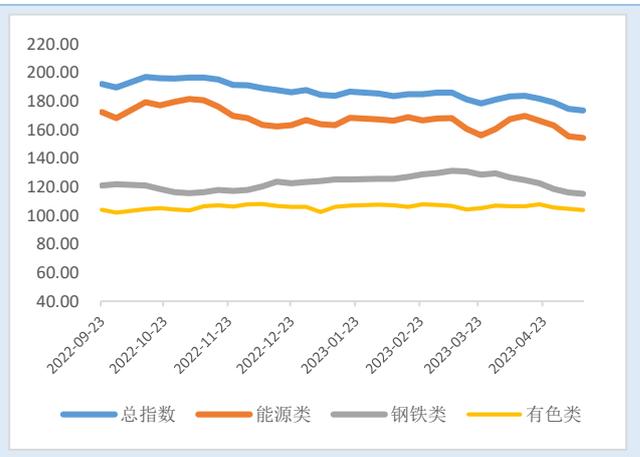
(2) 通胀或逐步见底回升。4月CPI同比增速继续回落，食品和非食品同步回落，但扣除食品和能源的核心CPI持平前值，服务类价格上涨是主要的贡献。本轮经济复苏存在一个特点，供应端的恢复快于需求端的恢复，从而导致短期物价整体表现偏弱。此外，由于服务类消费好于耐用品消费，这也导致非食品价格整体平稳。当前猪价和油价仍在走弱，预计二季度CPI同比增速将保持低位，而后在下半年逐步进入上升通道。

(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





## 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