



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《财政收支与经济数据相互验证，提振需求必要性加强》 - 2023.05.21

宏观研究

## 逆周期调节亟待发力填补全球紧缩的缺口

### ● 核心观点

进入5月，观察高频数据，经济的内生动能仍然处于较弱状态，供需价的指向比较一致。而近期美国经济数据频超预期，债务上限纷争逐渐明朗，美联储可能在短期内不会对紧缩的货币政策作出调整。那么在海外空窗期，我国适宜采取有力政策，推动年内经济持续好转。

投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，短期的基建，下半年的房地产；而顺周期信心不足，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

### ● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	11
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	18
3 风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: 汽车零售.....	6
图表 3: 猪肉批发价.....	6
图表 4: 地铁客运量.....	6
图表 5: 国内航班执行架次.....	6
图表 6: 国际航班执行架次.....	7
图表 7: 整车货运流量.....	7
图表 8: 水泥价格.....	7
图表 9: 水泥库容比.....	7
图表 10: 螺纹钢价格.....	8
图表 11: 钢厂开工率.....	8
图表 12: 石油沥青装置开工率.....	8
图表 13: PTA 开工率.....	8
图表 14: 美国房屋销售中位数同比降幅收窄.....	9
图表 15: 美房租同比.....	9
图表 16: 5月美国服务业超预期扩张.....	10
图表 17: 首次申领失业救济人数与非农数据.....	10
图表 18: 下周重点关注.....	21

## 1 大类资产表现

5月第四周，大宗商品价格普跌。美债收益率上行，美股上涨；美元指数走强，人民币汇率走贬；中债收益率短降长升，A股下跌。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/5/19	2023/5/26	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	85.91	75.58	76.95	-10.4%	1.8%
WTI原油	美元/桶	80.26	71.55	72.67	-9.5%	1.6%
COMEX黄金	美元/盎司	1,826.20	1,981.60	1,944.30	6.5%	-1.9%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,222.00	8,082.00	-3.6%	-1.7%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,300.00	2,242.00	-5.0%	-2.5%
动力煤	元/吨	921.00	801.40	801.40	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	4,164.00	3,821.00	3,696.00	-11.2%	-3.3%
美国股债					基点数变动	
美债2Y		4.41	4.28	4.54	13	26
美债10Y		3.88	3.7	3.8	-8	10
标普500		3839.5	4191.98	4205.45	9.5%	0.3%
外汇						
美元指数		103.4895	103.1921	104.2134	0.7%	1.0%
美元兑离岸人民币		6.9210	7.0242	7.0734	2.2%	0.7%
中债						
1年中债		2.1491	2.0548	2.0152	-13.39	-3.96
10年中债		2.8436	2.7171	2.7208	-12.28	0.37
A股						
上证综指		3089.26	3283.54	3212.50	4.0%	-2.2%
沪深300		3871.63	3944.54	3850.95	-0.5%	-2.4%
创业板指		2346.77	2278.59	2229.27	-5.0%	-2.2%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2 国内外宏观热点

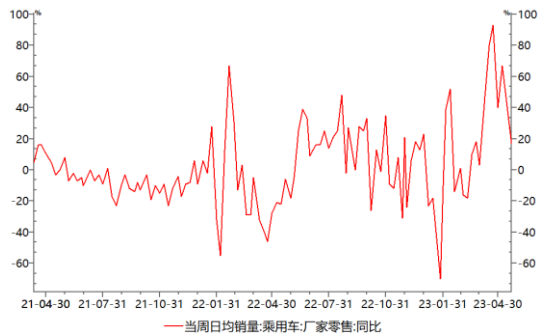
进入5月，观察高频数据，经济的内生动能仍然处于较弱状态，供需价的指向比较一致。而近期美国经济数据频超预期，债务上限纷争逐渐明朗，美联储可能在短期内不会对紧缩的货币政策作出调整。那么在海外空窗期，我国适宜采取有力政策，推动年内经济持续好转。

**企业经营压力持续偏大。**4月规模以上工业企业利润同比下降18.2%，降幅较3月收窄1个百分点。去年4月疫情反复导致工业企业盈利同比增速由一季度正增长8.5%转为下滑8.5%，存在明显的低基数效应，但是低基数并未对今年4月读数形成明显提振，企业盈利压力大。这与工业品价格疲软、销售改善缓慢有

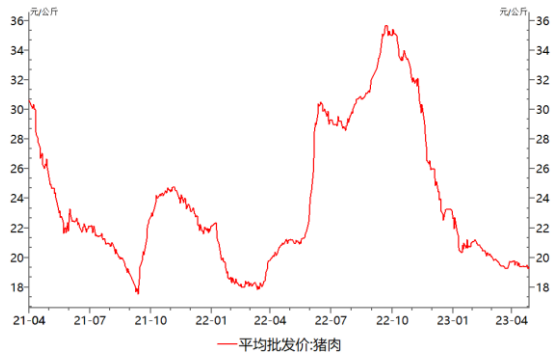
关。4月PPI同比下降3.6%，降幅较3月扩大1.1个百分点，部分行业盈利明显缩水，受产品价格降幅较大等因素影响，4月化工、煤炭采选行业利润分别下降63.1%、35.7%，合计下拉规上工业利润增速14.3个百分点。同时4月份，规模以上工业企业营业收入同比增长3.7%，增速较3月份加快3.1个百分点，但仍处较低水平，制约了企业盈利。另外，1-4月，工业企业产成品存货同比增5.9%，前值9.1%，资产负债率为57.3%，同比上升0.3个百分点，库存压力虽有所缓解但杠杆压力加大。4月份产成品存货周转天数为20.8天，同比增加1.3天；应收账款平均回收期为63.1天，同比增加6.4天，企业现金流压力持续上升。行业亮点在装备制造业，利润普遍回升。其中汽车行业因同期基数较低，利润大幅增长20.4倍，增速较3月份显著加快；电气机械行业受光伏设备等产品带动，利润增长37.5%，增速加快26.2个百分点；通用设备行业受产业链恢复带动，利润增长63.7%，增速明显加快。4月份经济恢复性动能逐渐消退，而经济内生动能不足，导致经济景气度回落，体现在企业层面就是盈利持续承压。

五一假期对汽车销售、居民出行均有提振，但假期过后则出现了明显回落，需求整体仍然偏弱，并制约工业生产扩张，压制价格水平。首先是需求层面，房地产市场继续调整，尤其是商品房销售未见改善。5月前四周，30大中城市商品房成交面积同比增17.2%，较4月31%增速继续放缓。二手房方面，五月前三周，克而瑞14个重点监测城市二手房成交面积同比分别增长60%、62%、56%，成交面积持续低于年内周均水平。5月前三周，土地市场100大中城市土地成交面积同比再转负，下滑38.7%。汽车销售有所回暖。5月1-21日市场零售104.6万辆，同比增长41%，较上月同期增长10%；今年以来累计零售694.1万辆，同比增长3%。根据乘联会，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，近期车展等线下活动全面活跃市场气氛；叠加“五一”小长假的需求增长，带动购车消费较好，整体车市企稳修复。五一期间，部分地方政府、厂家进行了临时性补贴，五一车展对短期市场促进也很强，造成五月开局市场爆发，五一订单逐步释放，利好整个五月前两周市场，形成月初强但中下旬热度回落的局面。国六B非RDE延期销售政策发布后，经销商和用户对价格预期也明显改善，市场需求恢复良好。但事件催化结束后是否能够持续，以房地产销售情况看，难言乐观。居民出行，市内出行强度、城市间人员流动经

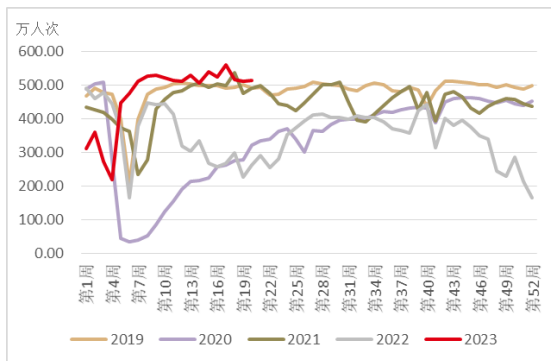
过五一假期后回落。十大城市地铁客运量在五一假期期间升高，但假期过后回到之前水平。国内航班执行架次亦在五一假期冲高后显著回落，国际航班执行架次则处于持续恢复过程中。物流方面，整车货运流量指数在5月前两周大幅波动后回到4月末水平附近。

**图表2：汽车零售**


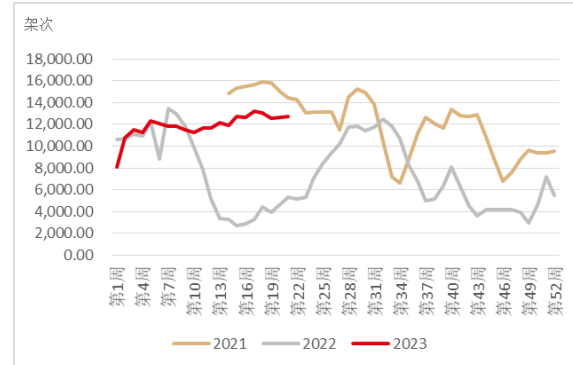
资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表3：猪肉批发价**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

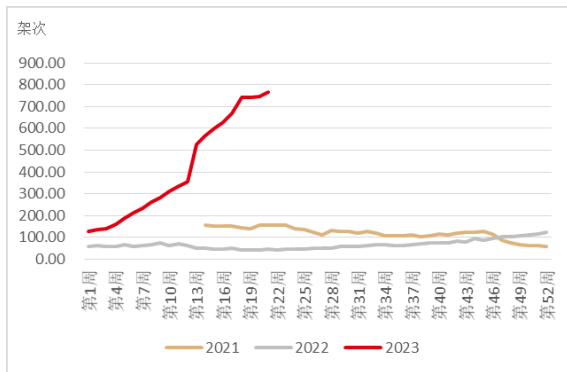
**图表4：地铁客运量**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表5：国内航班执行架次**


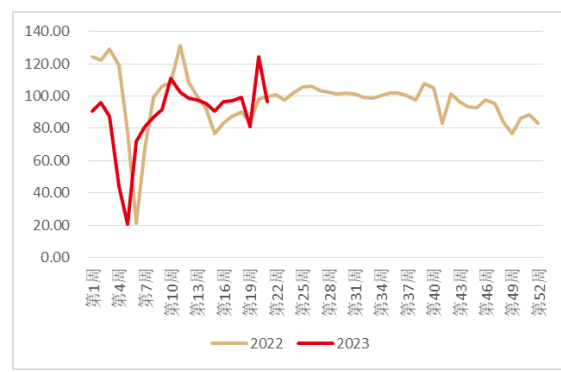
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：国际航班执行架次



资料来源：Wind，中邮证券研究所

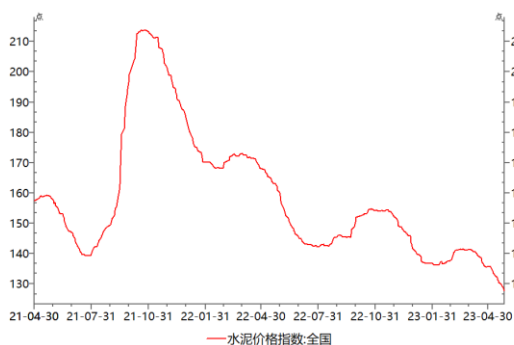
图表7：整车货运流量



资料来源：Wind，中邮证券研究所

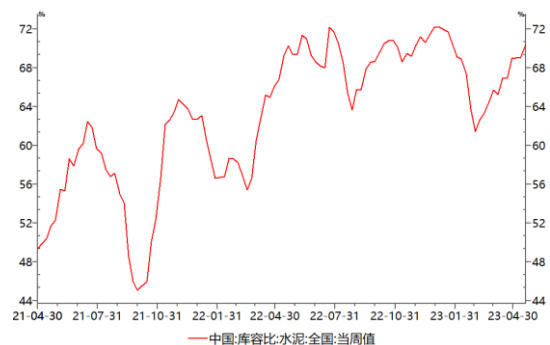
——其次，生产端受弱需求制约，工业企业生产低迷。5月以来水泥价格延续下行走势，全国市场终端需求疲弱，企业库存普遍高位承压，导致价格连续下跌。螺纹钢价格低位大幅波动，主要钢厂开工率在月初下降后小幅反弹，伴随现货价格回升、铁矿石及焦炭价格弱势，钢企亏损收窄，部分企业停产限产程度减弱。南方地区雨水增大，导致建筑施工进度放缓，同时房建需求持续低迷，对工业生产形成明显约束。5月石化产业链生产亦偏弱，沥青装置开工率下降，PTA开工率在第四周明显下行。下游，汽车半钢胎开工率在五一假期后回升，基本与4月末水平相当。另外，5月以来食品价格偏弱。菜篮子产品批发价格指数延续季节性下跌走势，猪肉价格月初上涨后再回落。

图表8：水泥价格



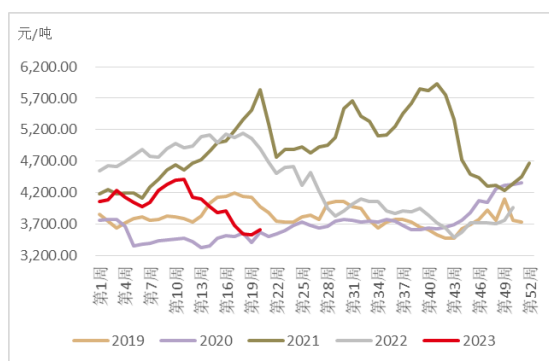
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表9：水泥库容比



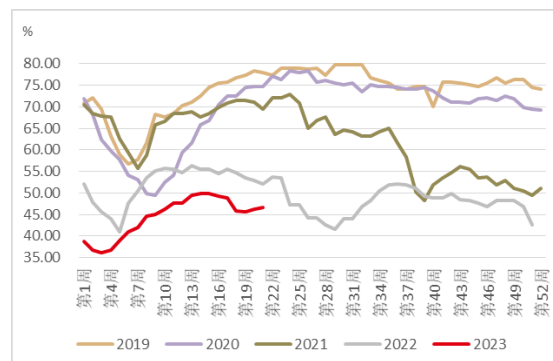
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：螺纹钢价格



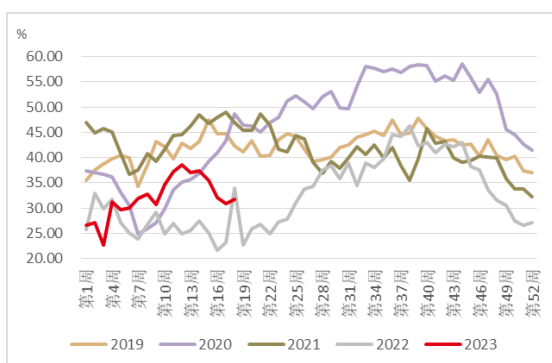
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：钢厂开工率



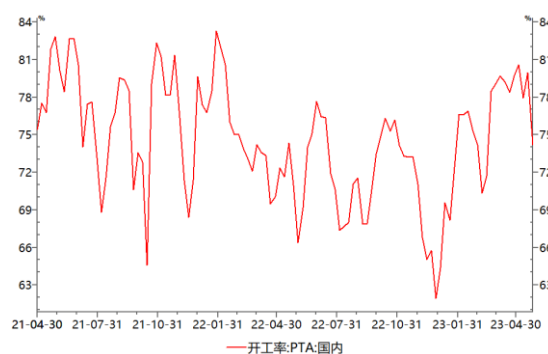
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：石油沥青装置开工率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：PTA 开工率



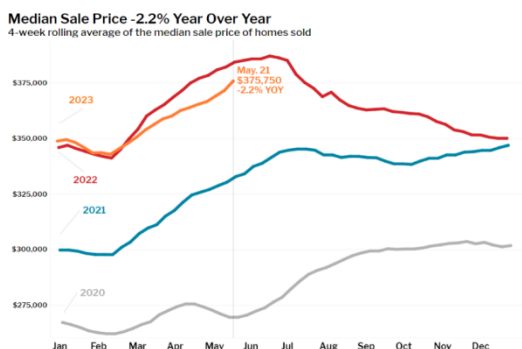
资料来源：Wind，中邮证券研究所

**美联储短期内难以对货币政策做出调整。**本周公布的数据指向，短期美国以核心通胀衡量的通胀压力仍然较大。美国一季度个人消费支出 (PCE) 年化季环比修正值上涨 3.8%，上修 0.1 个百分点，高于预期的 3.7%；核心 PCE 物价指数年化季环比修正值为 5.0%，上修 0.1 个百分点，高于预期的 4.9%，去年四季度为 4.4%。今年以来美国核心 CPI 同比在 5.5%至 5.6%之间波动，两种通胀衡量指标均反映通胀压力仍大。另外，5 月以来房价、房租走势较 4 月更坚挺。据 Redfin，在截至 5 月 21 日的四周中，房屋销售价格中位数（4 周移动均值）从 371875 美元上升至 375750 美元，较去年同期低 2.2%，较年初上涨 8%。对比 4 月房价中位数同比下降 4.1%，为 2012 年 1 月以来最大的同比降幅，5 月房价降幅收敛。Zumper 全美租金指数显示，5 月美国一居室的房租中位数环比上升 0.6%至 1504 美元(上个月为持平)；两居室的房租中位数环比上升 0.8%至 1856 美元(上个月



为上升 0.5%)。绝大多数地区的房租价格变化恢复了传统的季节性趋势。二手车价格则连续两个月下降。据 Manheim, 美国 5 月上半月车型组合、里程数和季节性调整后的二手车批发价格环比下降 2.1%; 未经调整的价格环比下降 0.9%。Manheim 二手车价值指数从 230.8 下降到 225.9, 连续两个月下降, 较去年 5 月低 7%。

图表14: 美国房屋销售中位数同比降幅收窄



资料来源: Redfin, 中邮证券研究所

图表15: 美房租同比



资料来源: Zumper, 中邮证券研究所

通胀压力的症结在于劳动力市场今年以来韧性较强。劳动力供给缺口持续存在的环境中, 失业率持续在低位运行, 而服务业的扩张则推升劳动力需求, 进而推动工资上涨。美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值为 55.1, 高于预期的 52.5, 也高于前值的 53.6, 创 13 个月新高。虽然制造业低迷, 但服务业的超预期扩张带动了综合 PMI 超预期上行。服务业超预期的原因在于, 美国居民在疫情后的消费需求逐渐从商品转向旅游、休闲等服务业需求。结果则是服务业通胀压力居高不下, 投入费用和产出价格的增速均高于各自趋势的平均水平。Markit 服务业调查中企业指出, 更高的工资是通货膨胀的主要驱动力。而劳动力市场最新的数据也反映 5 月劳动力供需压力可能加大, 美国 5 月 20 日当周首次申领失业救济人数为 22.9 万人, 创 2023 年 4 月 22 日当周以来新低, 低于预期的 24.5 万人。首次申领失业救济人数已连续两周低于 4 月均值 23.7 万人, 而从历史数据来看, 新增非农就业人数与首申失业救济人数呈现负相关, 这意味着 5 月份新增非农就业人数可能仍然可观。

通胀压力持续、劳动力市场维持韧性的背景下, 美联储的紧缩压力持续存在。本周公布的美联储议息会议纪要显示, 美联储内部对下月是否继续加息存在意见

分歧。纪要提到，一些与会者评论称，他们预计，通胀回落到目标 2% 的过程可能继续慢得让人无法接受，基于这种预期，未来的会议上进一步收紧政策可能是有保障的；多名与会者指出，如果经济按照他们目前的展望发展，那么本次会后可能没有必要进一步收紧政策。同时纪要继续强调未来的货币政策操作取决于数据，在 6 月会议之前的非农就业数据和通胀数据就非常重要了。而从本周公布的首申失业救济人数和 PMI 数据观察，劳动力市场和通胀数据可能至少需要美联储维持较高的利率水平不变。目前，联邦基金利率期货隐含美联储 6 月加息的概率已超 50%，升至 64.2%，较 5 月议息会议后市场预期将暂停加息的判断发生较大变动。半年度预期，美联储紧缩的货币政策难以做出调整。

图表16：5月美国服务业超预期扩张



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表17：首次申领失业救济人数与非农数据



资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上，国内政策应补位稳增长。正如报告《适当采取降息措施，补位全球流动性的短缺对我影响》中强调的，基于我国经济内生动能不足的背景，我国稳增长政策宜适当加码，以在美联储调整货币政策降息之前补位，适当稳住并扩大需求。从政策抓手看，投资优先于消费。我国居民消费增长的根本动力在于收入增长，而收入增长则依赖于经济总量的增长。相比来说，投资则更容易通过扩张性的政策来推动。因此，由投资发力，启动经济扩张新动力，进而改善居民收入、带动消费进一步复苏的政策链条，在当前依然适用。进一步的，在投资抓手中，房地产投资仍然是较优选择。制造业投资本身受制于终端需求，较难通过政策影响获得较大扩张，并且制造业投资的市场化决策链条也偏慢。基建投资在 4 月份虽有小幅放缓，但仍然取得了 9.8% 的较高增速，而基建投资的进一步扩张则受制于项目借债能力，以及优质项目入库约束。而对于房地产，一方面是与疫情前仍存在显著差距的板块之一（另一个为消费），政策发力空间大，另一方面 4 月份

以来商品房销售的热度明显回落，尚未有效传导至施工端，并可能导致去年以来累积的风险反复，与促进房地产市场平稳健康发展的政策导向产生了偏离。在具体工具选择上，最快速直观的工具即推动 LPR 下调。一季度城镇居民人均可支配收入实际同比增速仅 2.7%，而一季度个人住房贷款加权平均利率虽然下降，仍达到 4.14%，二者已连续 5 个季度倒挂。推动贷款利率下降必要性较高。当然，LPR 下调会导致暂时性的商业银行息差受压缩，但是贷款利率的下行能够改变企业投资的成本收益格局、改善居民实际购房能力，均有助于刺激实体经济融资需求扩张，从流动性层面支撑经济复苏。因此，在我国经济内生动能不足，海外主要央行货币政策转向降息的短期难度较大的环境中，国内政策宜发力稳增长，补位海外政策空窗期，为年内经济持续好转蓄力。

投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，短期的基建，下半年的房地产；而顺周期信心不足，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

## 2.1 海外宏观热点及一句话点评

**美国 4 月通胀超预期。**美国 4 月核心 PCE 物价指数年率 4.7%，预期 4.6%，前值 4.6%。4 月核心 PCE 物价指数月率 0.4%，预期 0.30%，前值 0.30%，创 2023 年 1 月以来新高。

**美国首次申领失业救济人数的总体水平仍然相当低。**虽然美国上周首次申请失业救济人数小幅上升，但前几周的数据大幅下修，因为马萨诸塞州发现前几周欺诈性申请数量激增。数据显示，美国 5 月 20 日当周首次申请失业救济人数升至 22.9 万人，低于预期值 24.5 万人，前值由 24.2 万人修正为 22.5 万人。之前两周的数据总计被向下修正了 5 万人。最新数据表明劳动力市场放缓的程度远远不及一些人认为的水平。首次申领失业救济人数的总体水平仍然相当低，表明对劳动力需求具有韧性。

**美国楼市先行指标意外回暖。**美国商务部周二公布的数据显示，4 月新屋销售年化 68.3 万户，创 2022 年 4 月以来最高，预期 66.5 万户，前值从 68.3 万户下修至 65.6 万户。新屋销售环比增 4.1%，预期为下跌 2.6%，前值从增 9.6% 下修

至增 4%。新屋销售同比增 11.8%。新屋销售强劲的代价是，建筑商们在价格上的让步。建筑商们正在使用激励措施和降价措施来提高买家的负担能力。4 月份新房中位价降至 42.08 万美元，同比降幅高达 8.2%，大幅低于 3 月修正后的 45.58 万美元，4 月新房平均价为 50.1 万美元。4 月份新屋销售的意外环比增长，进一步印证了新房市场正受到成屋销售极低库存的推动。过去两个月，成屋销售在下降，而新屋销售在上升。由于许多房主对在当前的利率环境下出售房屋犹豫不决，潜在买家越来越多地转向新房市场。

**美国 4 月耐用品订单超预期。**美国 4 月耐用品订单环比初值增长 1.1%，预期为下降 1.0%，前值为增长 3.2%；美国 4 月扣除飞机非国防资本耐用品订单环比初值增长 1.4%，预期下降 0.1%，前值下降 0.6%。该数据意外上升，令市场对企业设备支出在近期的下滑后，第二季可能复苏的谨慎乐观情绪升温。不过，更高的借贷成本和收紧的银行贷款标准将抑制企业的扩张能力。

**美国 5 月 Markit 服务业 PMI 创 13 个月新高，通胀压力明显，制造业重陷萎缩。**美国公布 5 月 Markit 服务业 PMI 初值为 55.1，高于预期的 52.5，也高于前值的 53.6，创 13 个月新高。然而，Markit 制造业 PMI 却与服务业走势截然相反，5 月初值 48.5，不及预期的 50，也低于前值的 50.2，创三个月新低，重回 50 荣枯线下方。Markit 综合 PMI 初值 54.5，预期 53，前值为 53.4，创 13 个月新高。制造业 PMI 情况方面，由于劳动力数量增加和投入物及时交付等因素，产出继续增长，不过速度有所放缓。然而，需求显著疲软，导致新订单大幅下降。新订单的下降是由于之前销售价格上涨和客户库存水平充足所致。新出口订单的下降尤其明显。制造业就业方面，制造商们继续雇佣新员工。就业增长强劲，有助于提高产能和处理未完成的工作，从而导致积压工作量急剧下降。不过，制造商们对未来表现出更高层次的乐观情绪，信心水平达到一年来的最高。这是由于对新产品开发的投入，以及预期客户需求增加。服务业 PMI 情况方面，美国 5 月服务业 PMI 增长，主要归因于新客户和现有客户的需求增加。服务提供商的新业务也有显著增长，这是自 2022 年 4 月以来最快的，超过了趋势平均水平。新出口订单的增长贡献显著，这是一年来首次出现积极的趋势。通胀压力居高不下，投入价格和产出费用的增速均高于各自趋势的平均水平。企业指出，更高的工资是通货膨胀的主要驱动力。5 月份新增就业岗位也出现回升，就业增长创 10 个

月以来最快，由于产能提升，未完成业务的水平保持稳定。服务提供商们对明年业务活动的持续增长充满信心，乐观情绪达到一年来的最高水平，主要由于预期客户需求可以持续增长所推动。

**超八成民众对美国国家经济持负面看法，九成担忧通胀。**据美国福克斯新闻网5月25日报道，福克斯实施的一项最新民调显示，超八成的美国民众对国家经济持负面看法，比例相比4月进一步提升。此外，超过九成的受访者也对美国的通货膨胀感到担忧。这项于5月19日至22日进行的民调显示，83%的受访者对国家经济持负面看法，相比4月份的78%继续提升，另有66%的民众对个人财务状况给出了负面评价。总体而言，九成民众对通货膨胀感到担忧。调查也发现，65%的受访者担心美国的银行体系，48%的民众称美国联邦政府的政策正在伤害他们的家庭。还有88%的人对美国的未来感到担心。美联储22日公布的一项调研结果显示，该国创纪录的高通胀已经削弱了美国家庭的财务安全感，越来越多的美国民众已经入不敷出。总体而言，1/3的家庭将通胀视为他们的主要财务挑战，比2016年增加四倍多。

**美联储柯林斯：按下加息暂停键的时间可能已经到了。**波士顿联储主席柯林斯周四表示，美联储按下加息暂停键的时间可能已经到了，以观察过去收紧政策对经济活动的影响。“虽然通胀率仍然过高，但有一些令人鼓舞的缓和迹象。”柯林斯说，“尽管美联储应对降低通胀坚定不移，但价格压力下降意味着货币政策可能处于或接近暂停加息的时点。”她表示，可能的暂缓加息“将提供一个机会，能更充分地评估迄今为止采取的行动和信贷条件普遍收紧对经济活动的影响”。

**美联储暗示不会对债务违约影响袖手旁观。**美联储决策者暗示对两党在债务上限问题上的僵局感到担忧，“许多”美联储官员本月早些时候表示，应该准备好在必要时采取行动维护金融稳定。纪要显示，“许多与会者提到及时提高债务上限至关重要，这将避免金融系统和更广泛经济领域受到严重不利影响的风险”。美联储主席鲍威尔曾多次公开表示，如果财政部不能履行偿债义务，没人可以想当然认为美联储可以保护经济。但会议纪要显示，美联储可能并不会袖手旁观。纪要称，“一些与会者强调，美联储应该做好动用流动性工具、微观和宏观审慎监管工具的准备，以减轻未来的金融稳定风险。”

**精简版美国债务上限协议已初步成形。**美国总统拜登和众议院议长麦卡锡接近就美国债务上限达成协议，双方在可自由支配开支方面的分歧仅为 700 亿美元。消息人士和另一名了解谈判情况的人士称，最终可能达成的不会是一份长达数百页、可能需要立法者花几天时间撰写、阅读和投票的法案，而是一份包含几个关键数字的精简协议。另一位消息人士称，预计谈判代表将敲定可自由支配开支的最高限额，包括军费开支，但让议员们在未来几个月通过正常的拨款程序敲定住房和教育等类别的细节。根据美国联邦数据，2022 年，美国的可自由支配支出达到 1.7 万亿美元，占 6.27 万亿美元支出总额的 27%。其中大约一半用于国防，一些议员表示不应该削减这一领域的支出。

**美国财政部现金余额跌破 500 亿美元。**美国财政部现金余额降至 2021 年以来最低水平，如果不及时取消或提高债务上限，联邦政府可能在下月初资金告罄。根据周四的数据，财政部现金余额周三降至 495 亿美元，低于前一天的 765 亿美元和 5 月 12 日的 1400 亿美元。由于采取一系列措施避免触及 31.4 万亿美元债务上限，近期财政部现金余额一直面临下行压力。周三创下 5 月 15 日以来单日最大降幅。

**美国破产公司数量激增，美债违约将使情况继续恶化。**根据标准普尔全球市场情报的报告，今年前 4 个月，已有 236 家美国大公司申请破产，这是 2022 年的两倍多，也是 2010 年以来同期最高。受影响最严重的是直接面向消费者销售产品的公司，其次是工业公司，然后是金融服务公司。最近几个星期，甚至有几家拥有数百或是数千名员工的知名大公司申请了破产保护。

**耶伦推迟债务大限日至 6 月 5 日。**美国财长耶伦就债务上限问题致函国会山领导层：财政部估计，如果不能提高或暂停债务上限，财政部到 6 月 5 日将耗尽资金。“根据最新的可用数据，我们现在估计，如果国会到 6 月 5 日前还没有提高或暂停债务上限，财政部将没有足够的资源来履行政府的义务。”耶伦指出，财政部将能够在 6 月的前两天拨付超过 1300 亿美元的预定支付款项，其中包括向退伍军人、社保和联邦医疗保险 (Medicare) 受益人的付款。“这些付款将使财政部的资源降至极低水平”。

**DBRS 晨星将美国 AAA 评级列入负面观察。**5 月 25 日，国际信用评级机构 DBRS 晨星将美国的长期外币和本币发行人的“AAA”评级列入负面观察名单。列入

负面观察名单反映了该机构对美国国会未能及时提高或暂停债务上限风险的担忧，如果美国国会不采取行动，美国联邦政府将无法履行其所有支付义务。同一天，DBRS 晨星还发表评论称，美国选择性违约可能导致美国金融机构的评级下调。评论称，如果未能达成债务上限的相关协议，将会加剧经济下滑，使消费者和企业更难获得信贷，从而进一步损害经济。

**美国联邦基金利率市场单日交易量飙升至七年新高。**美国一个关键隔夜融资市场的交易量飙升至至少是七年来的最高水平，表明随着银行在过去两个月的地区银行动荡期间提前偿还借款，联邦住房贷款银行(FHLB)可能坐拥更多超额现金。据纽约联储周一公布的数据，5月19日联邦基金利率市场当天成交量达到1320亿美元，高于前一交易日的1270亿美元，这至少是2016年美联储改革数据公布机制以来的最高水平。

**美国原油库存锐减。**美国能源信息署(EIA)公布，5月19日当周，美国EIA原油库存锐减1245.6万桶，预期增加200万桶，前值增加504万桶。美国墨西哥湾沿岸原油库存降幅创历史最大。美国精炼油库存降至2022年5月份以来新低，中西部精炼油库存降至2020年12月份以来新低。

**4月美国经济数据频超预期，尤其是服务业领域。可能进一步加剧劳动力市场紧张程度，叠加房地产市场出现回暖迹象，通胀压力不减。同时，伴随X-date临近，美国债务上限谈判逐渐明朗，之前美国经济面临的一个风险项概率大幅下降。6月美联储议息会议的货币政策操作仍然存在不确定性，可能至少维持较高的利率水平不变。**

**欧元区5月制造业PMI创36个月新低。**5月23日公布的数据显示，欧元区5月制造业PMI为44.6，不及预期的46，前值为45.8，创36个月新低。欧元区5月服务业PMI初值为55.9，为近两个月新低。欧元区5月综合PMI初值为53.3，为近三个月以来新低，但仍处于荣枯线以上。从欧元区各国来看，德国5月制造业PMI初值为42.9，为2020年5月以来新低；法国5月制造业PMI 46.1，小幅超预期，服务业PMI和中和PMI均不及预期。具体来看，新订单仅小幅增长，速度为四个月来最慢，表明需求已经停滞。其中，服务业新订单表现不佳，制造业新订单情况更为糟糕，两者的差异程度为2008年来之最。成本方面，服务业的

投入成本通胀再次抬头，商品生产部门的投入成本继续下降，且降幅为 2016 年 2 月以来最大，尤其是能源和其他各种投入成本的下降。欧元区的商业信心跌至五个月来的最低点，企业对该地区经济前景的担忧在增加，尤其是制造业的前景。据 FactSet 调查的经济学家称，在高通胀和利率上升的情况下，经济学家预计欧元区第二季度的经济增长将放缓至 0.2%。

**欧洲天然气价格势创 2007 年以来最长周连跌纪录，今年累跌逾 66%。**欧洲天然气价格势创 2007 年以来最长周连跌纪录，由于经济几乎没有出现显著复苏的迹象，证实需求难以回升。欧洲基准天然气期货周五一度下挫 4.7%，之后收窄跌幅，势将录得连续第八周走低，今年累计跌幅扩大至 66% 以上。受通胀持续、经济低迷影响，工业企业难以增加产量。

**欧洲央行管委：将继续收紧政策来遏制高通胀。**欧洲央行管委、德国央行行长 Nagel 表示，欧洲央行加息行动尚未完成。为了消除通胀，我们欧元系统采取了坚决的货币政策行动：不到一年，我们迄今将基准利率上调了 375 个基点，暂停了债券净购买，并很可能会从 7 月开始停止通过 APP 计划进行再投资，欧洲央行管理委员会会继续这条货币紧缩的道路，来攻克高通胀。

**欧盟将推进联合购买氢和关键原材料计划。**FT 中文网消息，欧盟表示将推进联合购买氢和关键原材料的计划。此前，欧盟联合购买天然气的首次尝试获得超额认购。报道指出，欧盟计划推进平台建设，为对绿色技术至关重要的氢和其他原料的买家和卖家牵线搭桥。多家领先的能源公司参加第一轮联合天然气采购，满足了天然气买家 109 亿立方米的需求——超过欧盟年底 135 亿立方米目标的 80%。

**德国联邦内阁批准关于建立氢能核心网络的法律草案。**德国联邦内阁 5 月 24 日通过了关于德国未来氢能核心网络的法律和监管框架。德国联邦经济和气候保护部长哈贝克表示，德国的目标是迅速提升氢能市场，以进一步推动脱碳，特别是在有高温室气体排放量的经济领域。这就需要在德国快速、低成本地发展氢能网络基础设施。氢能网络框架的建立是迈出的关键一步。该规划应该是面向现有的网络发展进程，并将目光投向氢能核心网络以外的相关客户的氢能需求，如能源密集型企业。



**德国经济陷入技术性衰退。**数据显示，德国第一季度季调后 GDP 季率终值录得下降 0.3%，而上个月，其初步估计是经济停滞。这个结果对德国来说是一个挫折，尽管德国躲过了俄乌冲突后所担心的最惨淡的局面，但却陷入了经济衰退。罪魁祸首是关键的制造业，制造业日益加深的低迷令许多人对未来几个季度反弹的预期蒙上了阴影。事实上，工业疲软正在影响商业前景。德国智库 IFO 一项预期指标 5 月份出现 8 年来首次下滑。而德国央行本周发布的一份报告提供了一些乐观情绪，暗示本季度经济可能“略有”增长，但商品需求正在萎缩，因为面对高通胀的消费者更愿意在休闲和旅游上挥霍，这使得经济增长越来越不平衡。

**英国 4 月核心 CPI 创 30 年来新高。**周三，英国国家统计局公布的数据显示，4 月英国 CPI 同比上涨 8.7%，较前值 10.1% 进一步回落，但高于普遍预期 8.2%，连续三个月超预期。核心 CPI 再度加速，4 月增幅为 6.8%，创下 30 年来新高，高于前值 6.2%，同时也高于普遍预期 6.2%。其中，核心商品通胀从 5.7% 升至 6.6%，以及服务业通胀继续加速。这预示着，通货膨胀正在嵌入英国经济体系。

**英国央行行长：英国通胀需要更长时间才能回落。**继令人震惊的数据刺激市场加大升息押注之后，英国央行行长贝利警告称，该国通胀具有粘性，需要更长时间才能回落。贝利否认英国正遭受工资-价格螺旋式上升的困扰，但其承认，央行正在努力应对顽固的核心价格压力和“非常紧张的劳动力市场”。“这是粘性下行，以及其下降速度有多快的问题，”贝利周三在《华尔街日报》主办的活动上表示，“这在很大程度上显然取决于通胀预期的下降情况，而且他们正在下降。”这些言论是对英国通胀率回落幅度远不及经济学家和英国央行预期做出的慎重回应。

欧洲与美国相似，同样面临服务业强但制造业弱的局面。但是从能源结构、产业结构看，欧洲面临制造业下滑更加脆弱，德国已进入技术性衰退。而此前为应对高能源价格所推出的财政刺激计划，推升通胀压力，欧央行的政策紧缩压力更大，这又会进一步对经济施压。

**欧盟已冻结超过 2000 亿欧元的俄罗斯央行资产。**5 月 25 日，欧盟委员会发言人克里斯蒂安·维甘德 (Christian Wigand) 证实，自去年俄乌冲突以来，欧盟已经冻结了超过 2000 亿欧元的俄罗斯央行资产。

**普京命令调整油价指标。**克里姆林宫公告：俄罗斯总统普京下令，俄罗斯政府要微调现有指标并确立新的指标，以核算适用于纳税的油价，从而缩小油价与全球原油价格之间的差距。

**俄罗斯副总理诺瓦克：OPEC+必要时将针对行动步骤达成共识。**必要时，OPEC+可以在6月份会议上决定（是否调整产油政策）。俄罗斯将参与OPEC+的产油政策磋商。他表示，OPEC+在上个月做出减产决定后，将于6月4日举行的六个月来首次面对面会议不太可能采取新措施。当前的任务是监控市场形势并及时作出反应。预计布伦特原油价格到2023年底将略高于80美元/桶，希望夏季需求增长。重申OPEC+的目标不是推动油价上涨，而是平衡价格，以确保生产者和消费者的利益。

**俄罗斯在考虑实施汽油出口禁令的可能性，以防止国内燃料短缺、价格上涨。**

**白俄罗斯计划年底与部分贸易伙伴放弃美元和欧元结算。**白俄罗斯第一副总理斯诺普科夫24日在议会发表讲话时表示，白俄罗斯计划到2023年底在与欧亚经济联盟内其他国家的贸易结算中放弃使用美元和欧元。目前美元和欧元在白俄罗斯与这些贸易伙伴贸易结算中所占份额约为8%。

**韩请求美方重新审视芯片“护栏”规定，放宽在华扩大产能限制。**综合路透社、韩联社24日报道，一份美国政府公开文件显示，韩国已请求华盛顿重新审视其新的半导体补贴标准，希望放宽美方对半导体企业在中国扩大产能的限制。韩联社称，在美国商务部3月21日公布“芯片法案”的“护栏”规定后，多方对此提出意见。

**美国单方面发起的贸易保护条款不仅影响中国，对其他贸易伙伴也存在重要影响。**韩国5月前20天的出口同比下降16.1%，已连续8个月负增长。

## 2.2 国内宏观热点及一句话点评

**人民银行召开2023年办公室工作电视会议，加强政策发布解读和热点回应，有效引导市场预期。**人民银行近日召开2023年办公室工作电视会议。会议要求，2023年办公室系统要深入贯彻落实党的二十大精神，以最高标准、最硬作风、最严纪律、最高效率做好办公室各项工作。履职上坚持务实高效，要注重把握工作的主动性、预见性和前瞻性，想在前面、干在前面。围绕重点工作，及时、高质

量提出思路建议。发挥好督查督办的“利剑”作用，确保党中央决策部署和行领导工作要求落地见效。加强政策发布解读和热点回应，有效引导市场预期。

**新一批新增地方政府债券限额下达。**据证券时报，近日，部分省份迎来新一批新增地方政府债券限额下达。福建省政府常务会议已于5月19日审议2023年第二批新增政府债务限额分配方案，意味着地方新一轮的新增地方债发行准备工作已是进行时。2023年上半年行将结束，根据全年预算安排限额与提前批限额测算，当前剩余的新增地方债、新增专项债额度约为1.89万亿元和1.61万亿元。这意味着，下半年财政依然可以通过相当规模的新增专项债资金来稳固经济大盘。考虑到后续可能有新一轮的“准财政”工具与专项债配合使用，近日新一批的新增地方债限额下达，已经在为下半年的稳投资、稳增长蓄足后劲。截至5月23日，地方新增债券发行规模逾2万亿元，已完成提前批额度的近八成。专家表示，后续专项债发行进度会进一步加快，预计三季度基本完成全年3.8万亿元发行任务。二季度以重大项目建设为核心的基建投资还将保持较快增速。全年来看，新基建投资有可能适度超前，成为稳投资发力点。

**中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》，**提出，围绕国家重大战略，以大江大河干流及重要江河湖泊为基础，以南水北调工程东、中、西三线为重点，科学推进一批重大引调排水工程规划建设，推进大江大河干流堤防达标建设、重点河段河势控制，针对重点河段适时开展提标建设，构建重要江河绿色生态廊道，加快构建国家水网主骨架和大动脉。

**着力扩大铁路有效投资，保持铁路固定资产投资规模稳定。**5月23日，交通运输部党组书记、部长李小鹏到国家铁路局，就认真开展主题教育、加快建设交通强国等开展调研并主持座谈。李小鹏指出，要着力扩大铁路有效投资，保持铁路固定资产投资规模稳定，优化铁路基础设施布局、功能、结构和系统集成。加快建设统一开放的交通运输市场，加强铁路市场监管，营造良好营商环境。加快推动铁路转型升级，推动铁路关键核心技术自主创新攻关，大力提升出行服务品质，优化创新运输组织模式。

**拟将15个城市确定为第三批系统化全域推进海绵城市建设示范城市。**据财政部消息，按照《财政部办公厅 住房城乡建设部办公厅 水利部办公厅关于开展“十四五”第三批系统化全域推进海绵城市建设示范工作的通知明确的程序，近日

三部门组织专家开展了 2023 年系统化全域推进海绵城市建设示范竞争性评审。根据专家书面评审和现场评审结果，拟将以下 15 个城市确定为第三批示范城市，包括（按行政区划排序）：衡水市、葫芦岛市、扬州市、衢州市、六安市、三明市、九江市、临沂市、安阳市、襄阳市、佛山市、绵阳市、拉萨市、延安市、吴忠市。

**伴随新一批新增地方政府债券限额下达，以及政策方向的明确，基建投资有望获得新一轮资金和政策的支持，成为近期政策发力的领头工具。而要有效扩大融资需求，形成持续性动力，房地产投资是下一项发力的重点。**

**国资委 5 月 24 日召开中央企业加快发展战略性新兴产业部署会。**会议强调，要积极研究出台支持中央企业战略性新兴产业发展的一揽子政策，加强与相关部门沟通协调，创造有利于产业发展的良好环境。中央企业要加强领导、责任落实到位，企业主要负责同志要亲自谋划部署，班子成员要各司其职、分工负责，进一步制定方案、明确任务到位，强化力量配备、资源保障到位，加强督导检查、指导推动到位，确保方案可操作、可落地、可评估、可考核，扎实推进战略性新兴产业加快发展。

**国家互联网信息办公室发布《数字中国发展报告（2022 年）》。**国家互联网信息办公室发布《数字中国发展报告（2022 年）》，并展望 2023 年数字中国发展工作，其中提到，夯实数字中国建设基础。打通数字基础设施大动脉。按照适度超前原则，深入推进 5G 网络、千兆光网规模化部署和应用，着力提升 IPv6 性能和服务能力，推动移动物联网全面发展，大力推进北斗规模应用。统筹布局绿色智能的算力基础设施，推动东西部算力高效互补和协同联动。深化重点领域基础设施数字化改造，深入打通经济社会发展的信息“大动脉”。畅通数据资源大循环。

**中国动力电池产业市场规模、技术水平及产业链完整度等进步显著。**2023 世界动力电池大会新闻发布会上，工业和信息化部装备工业一司一级巡视员苗长兴表示，近年来随着新能源汽车产业的快速发展，中国动力电池产业在市场规模、技术水平及产业链完整度等方面都取得了显著进步。一是产业规模持续增长；二是产业技术稳步提升，处于国际领先水平动力。电池关键材料研发，单体电池设计，系统集成技术等综合性能全面提升；三是产业生态更加完善，正负极材料、

电解液隔膜等关键主材全球出货量高达70%以上。动力电池回收利用、梯次利用、材料再生等产业链体系持续延伸，累计建设动力电池回收服务网点超过14,000个，基本实现就地回收。

**中国有望成为全球最大汽车出口国。**数据显示，今年一季度中国汽车出口首次超越日本，成为全球最大汽车出口国。商务部新闻发言人束珏婷在25日的例行记者会上介绍了一季度中国汽车出口情况，并表示未来将在三方面为中国汽车出口做好运输保障、金融服务、海外售后等方面的工作。一是加强运输保障，促进汽车企业与航运企业开展中长期战略合作，鼓励航运公司加快建设滚装船队，扩大汽车出口运力；二是鼓励汽车企业与国内外金融机构合作，在依法合规、风险可控的前提下，创新金融产品与服务，更好满足企业需要；三是支持汽车企业完善国际营销和售后服务体系，提升在海外开展品牌宣传，展示销售售后服务方面的能力，树立良好的品牌形象。

在顺周期行业以外，新兴产业既有政策支持，也有广阔增长空间。看好人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

图表18：下周重点关注

数据	预期	前值
5月中采制造业PMI	50.0%	49.2%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 3 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

电话：18717767929  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048