

2023年05月28日

美高通胀我高库存，政策刺激何去何从？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第11期）

投资要点

◆ **美国薪资、消费、通胀数据显示“薪资通胀螺旋”再度强化。**在非耐用品、核心服务消费的强劲推动下，美国4月居民消费支出再度走强。耐用品订单超预期维持强劲构成佐证。消费需求走强在收入端是由美国居民薪资增速走高和超额储蓄持续支撑消费两大因素所共同驱动的。核心PCEPI的意外上行构成了美国薪资通胀螺旋强化的最后一块完整拼图，与薪资增速之间关联紧密的核心非耐用消费品和核心服务在通胀中的贡献提升。美国经济今年或仍可稳定增长1.8%左右，通胀黏性加大、失业率低位徘徊、薪资维持高增均令美联储年内仍有零星加息的可能，加之银行业动荡局部可控，债务上限谈判具有较强的政治博弈特征，美联储预计仍将连续缩表，维持年内美元指数在103.5左右、10Y美债收益率在3.7%上下区间震荡、黄金价格趋势性承压的判断不变。美联储年内甚至更长时间内都缺乏降息的触发逻辑。

◆ **我国工业企业利润跌幅收窄，但实际库存仍高可能约束生产。**工业企业利润低基数下同比跌幅小幅收窄，PPI收缩程度加深拖累下，营收的改善相当微弱。制造业利润跌幅收窄，大宗能源保供采矿业跌幅扩大，同时公用事业利润相应小幅改善。工业企业前4个月实际库存仍进一步上行至历史高位，近两个月下修基期固定资产投资增速显示去年被动补库存幅度更大，可能对今年全年工业生产形成集中压制。扣除PPI之后，工业企业实际产成品库存4月同比增速仍高达9.9%，且增速回落的幅度几乎全部源自基期大范围封控所导致的企业库存被动高增基数上行。我们估算结果显示今年前4个月实际库存平均环比增长达0.9%，与受疫情影响较为严重的去年相当，这意味着当前仍处于明显的库存顶部位置，去库存过程尚未开启，年内工业生产都可能受未来去库存周期的持续压制而连续低于实际工业品需求增速。

◆ **政策刺激何去何从？出口边际稳定汇率，货币偏松促进内需。**当前国内外供需结构迥异，海外需求过热供给恢复缓慢，国内供给潜力巨大而内需不足，亟需中性偏松的货币政策对投资需求形成更具持续性的刺激。财政政策受能源保供拖累工业品价格、房地产周期仍处于底部拖累土地收入两大因素影响，在总支出方面难以大幅扩张，政策性开发性银行将在基建投资中发挥比去年更为重要的作用，对货币政策偏松操作和信贷扩张传导提出了更高的要求。美联储加息可能尚未停止尽管看似对我国货币操作形成约束，但其同时代表着出口外需情况好于市场担忧，货物贸易顺差可能强于预期。加之出境旅游复苏相对缓慢，人民币汇率仍可获得来自经常账户的一定程度的支撑。从而我国货币政策以我为主、中性偏松的操作可能令CNY年内在6.9-7.1的小幅走弱区间内窄幅震荡，而并不会导致人民币的连续大幅贬值。维持全年降准100BP（每季度25BP）、下半年1Y LPR和MLF利率下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测不变。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股普跌，仅公用事业、通信、汽车微涨，中美1Y、10Y利差持续扩大，美元指数继续走高，人民币被动贬值但速度放慢，金价大幅回落，油价小幅回升。

◆ **风险提示：**美联储加息幅度超预期。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.cn

相关报告

华金宏观·双循环周报（第10期）-中美财政时空交错的汇率演绎 2023.5.21

经济数据点评（2023.4）-内需普遍走弱，亟待以货币促基建补消费 2023.5.16

23Q1《货币政策执行报告》解读-节奏平稳，提升支持实体的可持续性 2023.5.15

消费内需深度报告·暨双循环周报（第9期）-再论“超额存款”：消费、买房还是投资？

2023.5.14

金融数据速评（2023.4）-地产再冷，凸显基建 2023.5.11



内容目录

1. 美国薪资、消费、通胀数据显示“薪资通胀螺旋”再度强化	3
2. 我国工业企业利润跌幅收窄，但实际库存仍高可能约束生产	5
3. 政策刺激何去何从？出口边际稳定汇率，货币偏松促进内需	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

图表目录

图 1: 美国居民实际消费支出同比及结构（%）	3
图 2: 美国耐用品订单同比（%）	3
图 3: 美国居民可支配收入同比增速及贡献（%）	4
图 4: 美国居民可支配收入同比增速及贡献（%）	4
图 5: 工业企业利润同比及贡献结构（%）	5
图 6: 三大工业行业利润累计同比（%）	6
图 7: 工业企业产成品库存同比（%）及实际库存估算	6
图 8: 30 大中城市地产销售与疫情前趋势之比（%）	7
图 9: 房地产周期与国有土地使用权出让收入周期趋于一致	8
图 10: 人民币汇率及主被动升值贬值幅度结构	8
图 11: 货物和服务差额及结构（亿美元）	9
图 12: 全球股市：美股、日股涨幅靠前，A 股跌幅较深	10
图 13: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股普遍下跌，仅公用事业、通信、汽车微涨	10
图 14: 标普 500 及行业涨幅对比（%）：IT、通讯和成长股表现较好	10
图 15: 中美 1Y 利差持续扩大（%）	11
图 16: 中美 10Y 利差同步保持扩大趋势（%）	11
图 17: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小（%）	11
图 18: 1Y 信用利差低位持平，3Y 扩大 3BP	11
图 19: 本周美联储资产规模与上周持平（USD bn）	11
图 20: 主要央行政策利率（%）	11
图 21: 全球汇率：美元指数继续走高	12
图 22: 人民币被动贬值但速度放慢	12
图 23: 金价本周大幅回落	12
图 24: 油价最后一个交易日小幅回升	12
图 25: 煤炭“保供”致煤价持续大幅下跌	12
图 26: 本周铜价回落	12

1. 美国薪资、消费、通胀数据显示“薪资通胀螺旋”再度强化

在非耐用品、核心服务消费的强劲推动下，美国4月居民消费支出再度走强。据当地时间5月26日美国经济统计局公布的最新数据，美国4月实际居民消费支出环比增长高达0.5%，较上月上行0.5个百分点，推动同比增速再度走强0.3个百分点至2.3%。其中非耐用消费品、接触性服务业的同比增速贡献分别上行0.2个百分点，为两大主要贡献来源。基数较高背景下美国居民实际消费支出再度超市场预期走强，凸显美国居民部门需求仍然处于过热区间的现实。

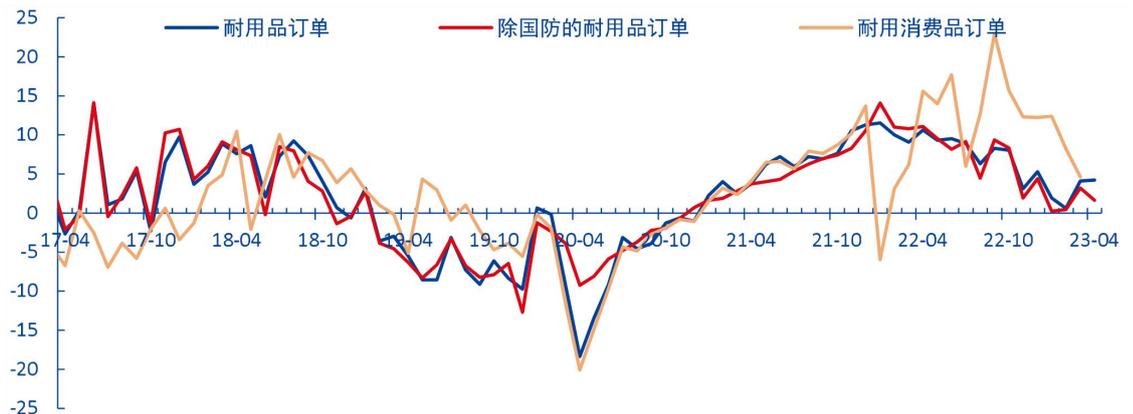
图1：美国居民实际消费支出同比及结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前36个月采用3年平均增速

耐用品订单的超预期维持强劲，与需求端超预期偏热的表现是一致的。同日美国普查局公布的耐用品订单同比增速上行0.1个百分点至4.2%，环比增长1.1%，稍高于前4个月环比均值，同样显示需求端趋于强劲，与美国实际居民消费支出趋势较为一致。

图2：美国耐用品订单同比（%）

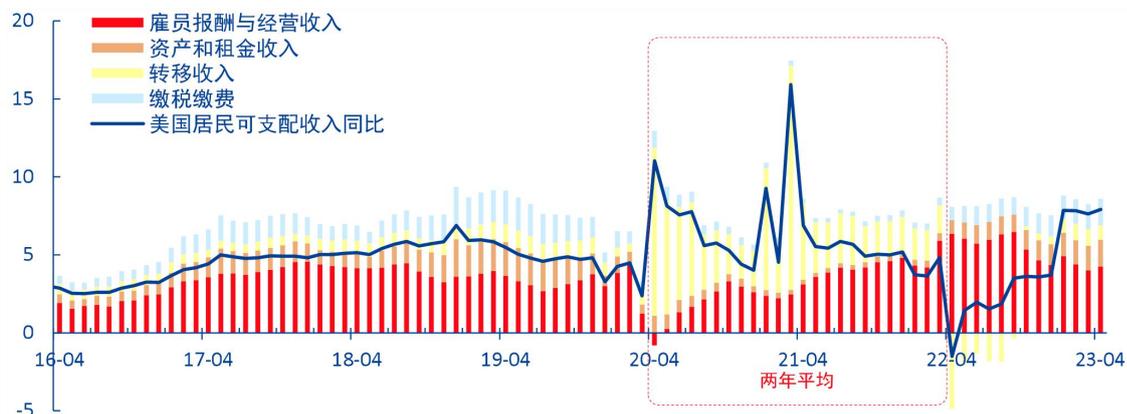


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前24个月采用2年平均增速

核心商品和服务消费需求的走强，在收入端由美国居民薪资增速走高和超额储蓄持续支撑消费两大因素所共同驱动。从收入端来看，美国居民可支配收入4月环比增长达0.4%，较上月涨幅扩大0.1个百分点，推动同比涨幅上行0.3个百分点至7.9%，环比上涨的全部贡献都来自雇员报酬的强劲拉升作用，与月初公布的增速反弹的平均时薪和劳动力市场供给的持续改善相一致。此外美国居民名义消费支出增速上行幅度达到0.4个百分点，比收入增速稍高的部分主要由

前期过度财政补贴导致的居民超额储蓄持续消化所支撑，我们测算结果显示 4 月美国居民消耗约 571 亿美元的超额储蓄，4 月末美国居民超额储蓄余额仍有 1.58 万亿美元，2022 年初至今月均消耗约 600 亿美元，可在未来相当长时间内持续令美国居民消费支出强于收入增速。此外美国居民当月储蓄率下降 0.4 个百分点至 4.1%，与疫情前 7.5% 的长期趋势水平相比仍是更加热衷于消费的。

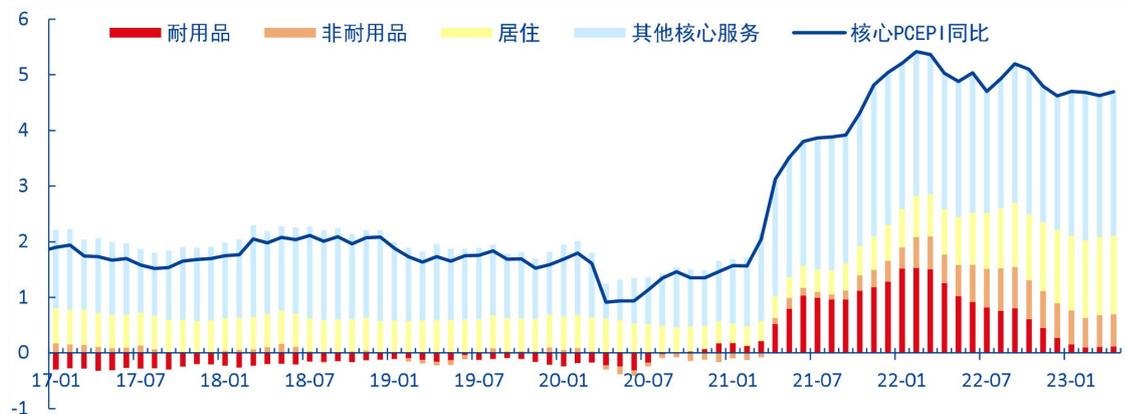
图 3：美国居民可支配收入同比增速及贡献（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

美联储决策核心参考变量——核心 PCEPI 的意外上行构成了美国薪资通胀螺旋强化的最后一块完整拼图，与薪资增速之间关联紧密的核心非耐用消费品和核心服务在通胀中的贡献提升。美国 4 月核心 PCEPI 同比上涨 4.7%，涨幅较上月意外上行 0.1 个百分点，与早前公布的当月核心 CPI 同比增速下行 0.1 个百分点的变化方向相反。从不同类别来看，非耐用品、其他核心服务的涨幅贡献在核心 PCEPI 之中是进一步上行的，而这两项商品和服务的价格恰恰与薪资增速关系最为直接。这实际上构成了美国当前薪资通胀螺旋强化全貌的最后一块拼图：消费需求仍处于过热区间，劳动力供给的改善伴随着薪资增速的走强，后者和超额储蓄一同支撑了美国居民手中过热的购买力，薪资又向当前消费需求复苏一端表现抢眼的非耐用品和其他核心服务两大类通胀直接传导。

图 4：美国居民可支配收入同比增速及贡献（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

美国经济今年或仍可稳定增长 1.8%左右，通胀黏性加大、失业率低位徘徊的同时薪资增速持续维持高位，均可能令美联储年内仍有零星加息的可能性，加之银行业动荡局部可控，债务上限谈判峰回路转更显示出其政治博弈闹剧的特征，美联储连续缩表的进程预计很难受到阻碍，我们维持年内美元指数在 103.5 左右、10Y 美债收益率在 3.7% 上下区间震荡、黄金价格趋势性承压的判断不变。美联储年内甚至更长时间内都可能缺乏降息的触发逻辑。

2. 我国工业企业利润跌幅收窄，但实际库存仍高可能约束生产

工业企业利润低基数下同比跌幅小幅收窄，PPI 收缩程度加深拖累下，营收的改善相当微弱。据国家统计局 5 月 27 日公布的最新数据，我国工业企业利润当月同比下跌 18.2%，跌幅较 3 月收窄 1 个百分点，但应当看到去年 4 月受大范围封控等影响，工业企业利润当月同比增速大幅下滑超 20 个百分点，极低基数下今年 4 月的表现实际上难言乐观。从同比贡献结构来看，营收对当月利润同比的贡献改善 2.3 个百分点，但基数下行最多也同样是在这一项，显示在 PPI 跌幅加深的过程中，实际消费和投资内需复苏可持续性也不强，对工业企业营收改善的可能性形成了比较大的拖累。具有刚性的营业成本、营业费用对当月利润同比增速的拖累分别收窄 0.5、1.9 个百分点。

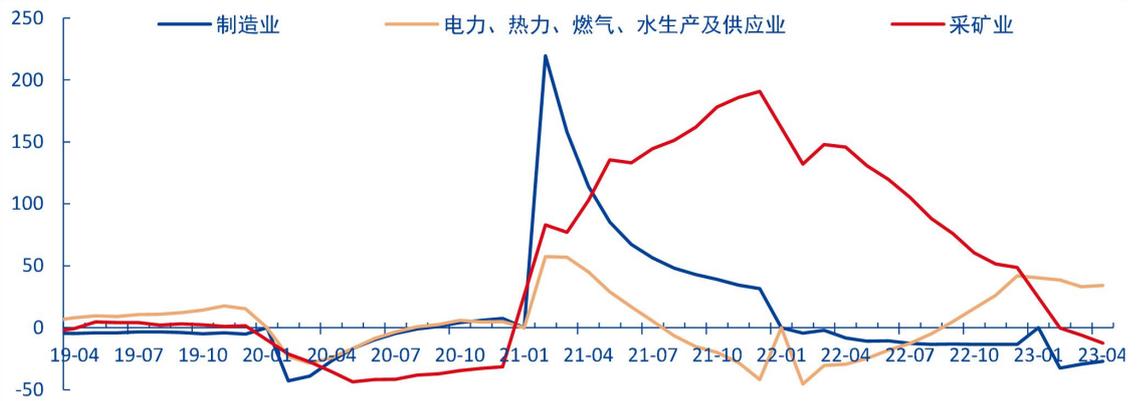
图 5：工业企业利润同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为 2 年平均增速

制造业利润跌幅收窄，大宗能源保供采矿业跌幅扩大，同时公用事业利润相应小幅改善。制造业生产低基数下趋于改善，特别是出口稳定增长环境下装备制造业利润改善较好，带动制造业利润累计同比跌幅 4 月收窄 2.4 个百分点至 -27%。大宗能源保供力度持续增强，煤炭价格普遍加速下跌，采矿业累计利润同比跌幅扩大 6.5 个百分点至 -12.3%。这也同时意味着作为采矿业下游、且产品价格受区间调控的公用事业部门利润对应改善，今年前 4 个月利润累计同比增速小幅上行 0.9 个百分点至 34.1%。

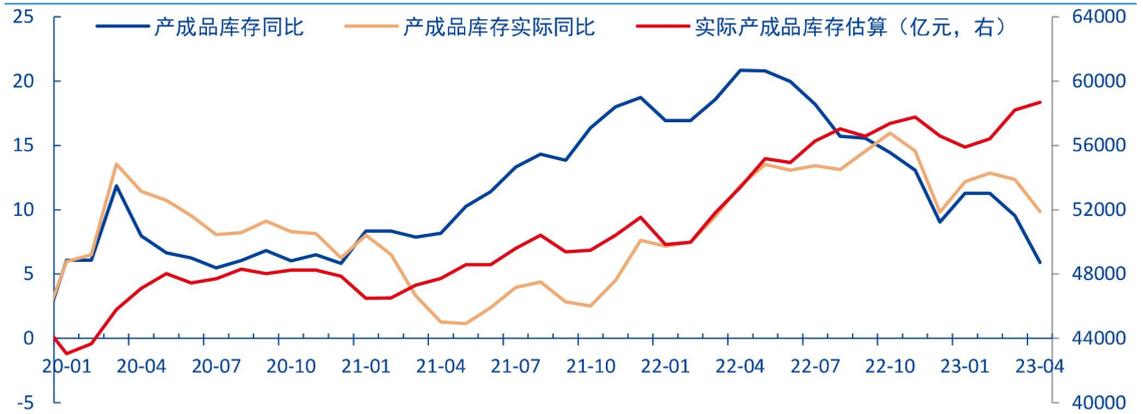
图 6：三大工业行业利润累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

工业企业前 4 个月实际库存仍进一步上行至历史高位，近两个月下修基期固定投资增速显示去年被动补库存幅度更大，可能对今年全年工业生产形成集中压制。工业企业经营数据中的库存情况今年格外值得关注。扣除 PPI 之后，工业企业实际产成品库存 4 月同比增速尽管比 3 月回落了 2.4 个百分点但仍高达 9.9%，且增速回落的幅度几乎全部源自基期大范围封控所导致的企业库存被动高增基数上行。我们估算的实际产成品规模在 4 月创出 5.87 万亿元的历史新高，今年前 4 个月平均环比增长达 0.9%，与受疫情影响较为严重的去年相当，这意味着尽管工业生产实际增速看起来已经明显低于需求侧，但从库存周期来看，当前仍处于明显的库存顶部位置，去库存过程尚未开启，这可能意味着年内工业生产的增速都可能受未来去库存周期的持续压制而连续低于实际工业品需求增速。此外我们关注到 4 月经济数据中对去年 3 月、4 月固定资产投资规模分别回溯下修了 6% 和 20% 左右，这意味着生产法核算的 22Q2 GDP 中包含了比当时公布的初步数据更多的被动补库存拉动。

图 7：工业企业产成品库存同比（%）及实际库存估算



资料来源：Wind，华金证券研究所

3. 政策刺激何去何从？出口边际稳定汇率，货币偏松促进内需

当前国内外供需结构迥异，海外需求过热供给恢复缓慢，国内供给潜力巨大而内需不足，亟需中性偏松的货币政策对投资需求形成更具持续性的刺激。最新公布的国内外数据共同指向一个日渐强化的经济结构明显相反的现象：作为全球最大消费需求国的美国仍在超额储蓄导致的持

续需求过热期之中，供不应求缺口仍显著大于疫情前水平，令美国当前出现了劳动力供给改善伴随着薪资增速维持高位的现象，又通过居民收入和购买力向消费需求进一步传导，薪资和通胀之间的螺旋上升关系近期不但没有降温甚至有所强化，受此影响美联储加息预期进一步走高，美国政府当前政策着力于通过各种措施（包括不正当的产业链竞争措施）提升国内供给能力。而我国当前供给潜力巨大，并且去年 Q2、Q4 期间因疫情对消费和投资需求造成两轮冲击，而一度发动工业企业通过额外补充库存的方式稳定经济增长，导致今年全年可能工业生产都受去库存周期的抑制而低于需求增速，与此同时中高收入人群对房地产市场和金融市场信心尚未完全修复，消费意愿回升缓慢，共同导致了年初以来内需复苏可持续性不强的现象。由此，我们再度强调我们近 3 个月以来的关键判断，即年内对货币中性偏松操作促进企业中长贷和政策性开发性银行信贷投放加速、拉动基建投资促进中低收入群体就业和收入改善的需求是非常迫切的。

图 8：30 大中城市地产销售与疫情前趋势之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

财政政策受能源保供拖累工业品价格、房地产周期仍处于底部拖累土地收入两大因素影响，在今年更注重提效而在总支出规模方面难以进行大幅扩张，政策性开发性银行将在基建投资稳增长稳就业过程中发挥比去年更为重要的作用，对货币政策偏松操作和信贷扩张传导提出了更高的要求。全球能源价格在过去两年中一度大幅飙升，我国今年以来对煤炭等大宗能源商品供给的保稳力度进一步增强，煤炭价格普遍下跌，一方面为制造业产业链生产提供了重要的成本稳定平抑的效果，但另一方面也压低了 GDP 平减指数，导致基于名义产出的财政收入复苏力度受到一定的约束，这实际上是财政对中下游先进制造业的一种广义的供给侧支持。另一方面，由于地产周期仍处于底部，一季度积压需求集中释放后各线城市地产需求普遍再度大幅降温，开发商购地积极性并未明显改善，在二三线城市广义财政收入中极为重要的国有土地使用权出让收入仍然处于负增长区间，也令今年财政对基建投资的支持力度稍显心有余而力不足。政策性开发性银行 2022 年合计向基建投资提供了 2.5 万亿左右的信贷和约 7400 亿的政策性开发性金融工具，合计支持力度较 2021 年几乎翻倍，在今年的财政政策现状下，政策性开发性金融机构的广义信贷支持对于基建投资而言重要性可能比去年更高，这实际上对货币偏松操作和信贷扩张传导效率的提升提出了更高的要求。

图 9：房地产周期与国有土地使用权出让收入周期趋于一致



资料来源：Wind，华金证券研究所

美联储加息可能尚未停止尽管看似对我国货币操作形成约束，但其同时代表着出口外需情况好于市场担忧，货物贸易顺差可能强于预期。加之出境旅游复苏相对缓慢，人民币汇率仍可获得来自经常账户的一定程度的支撑。本周美元指数走强 1% 至 104.2，但人民币当周仅贬值 0.4% 左右，扭转了此前一周人民币主动贬值幅度更大的现象，尽管市场多将此归结于人民银行可能实施了非常态化外汇交易干预以遏制非理性的贬值预期，但实际上市场表现背后是具有经济逻辑的。本周美元指数的再度上行源于集中公布的经济数据显示出明显的供需两方面均超预期、强化薪资通胀螺旋的结构，由此我国出口所面临的外需环境实际上推演一步来看也将大概率好于此前市场担忧的程度。加之我国最新公布的 4 月服务贸易跨境收支情况也显示当前出境旅游等服务贸易支出甚至较 3 月有所减少，人民币汇率由此可能同时获得货物和服务贸易差额的边际支撑。从而我国货币政策以我为主、中性偏松的操作可能令 CNY 年内在 6.9-7.1 的小幅走弱区间内窄幅震荡，而并不会导致人民币的连续大幅贬值。维持全年降准 100BP（每季度 25BP）、下半年 1Y LPR 和 MLF 利率下调 20-30BP，5Y LPR 下调 10-15BP 的预测不变。

风险提示：美联储加息幅度超预期。

图 10：人民币汇率及主被动升贬值幅度结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

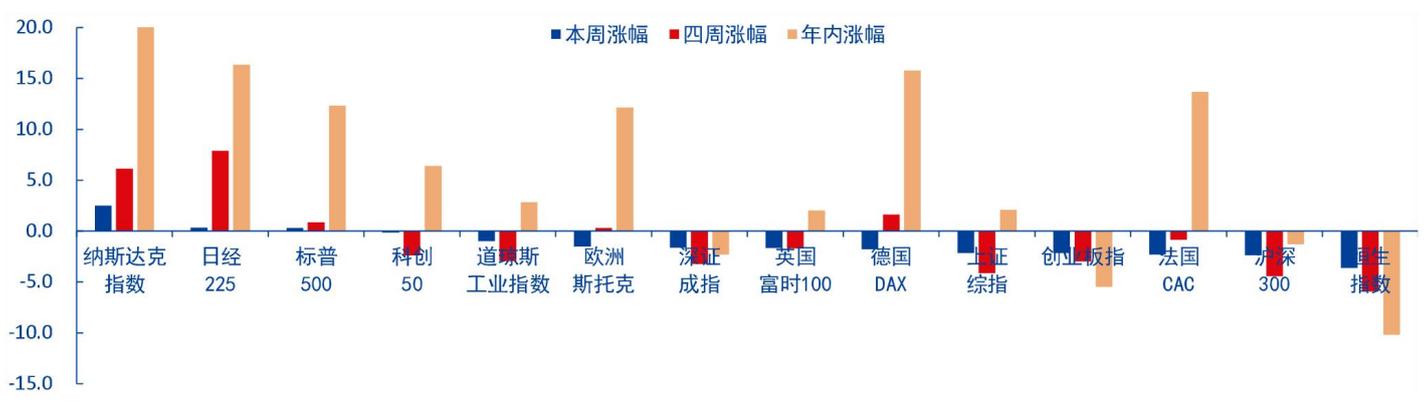
图 11：货物和服务差额及结构（亿美元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

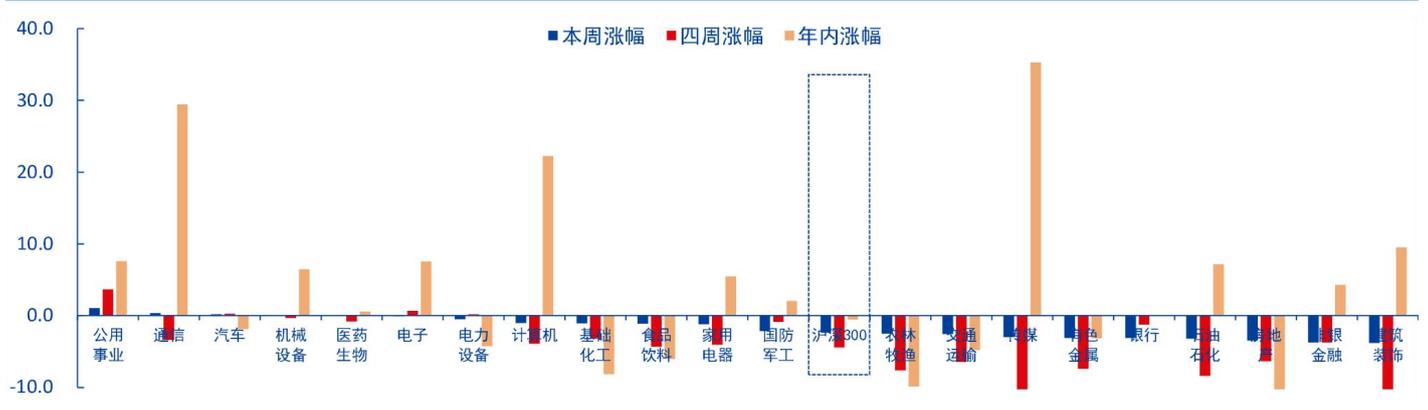
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 12: 全球股市: 美股、日股涨幅靠前, A 股跌幅较深



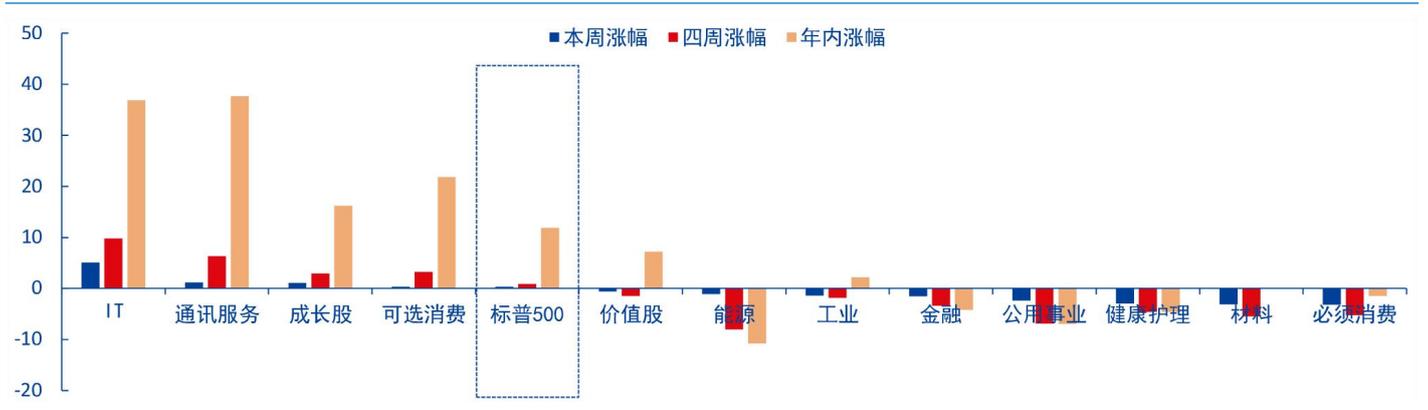
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股普遍下跌, 仅公用事业、通信、汽车微涨



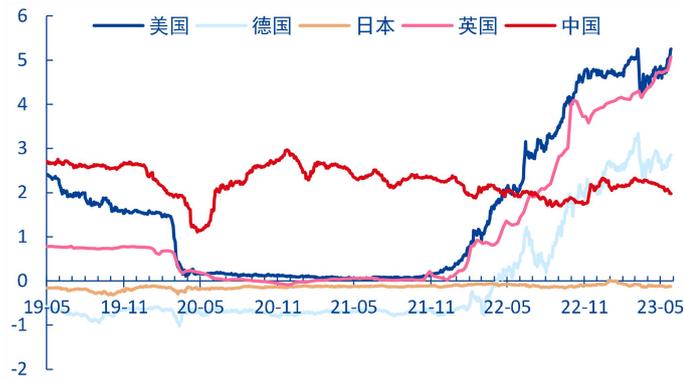
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : IT、通讯和成长股表现较好



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 中美 1Y 利差持续扩大 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 中美 10Y 利差同步保持扩大趋势 (%)



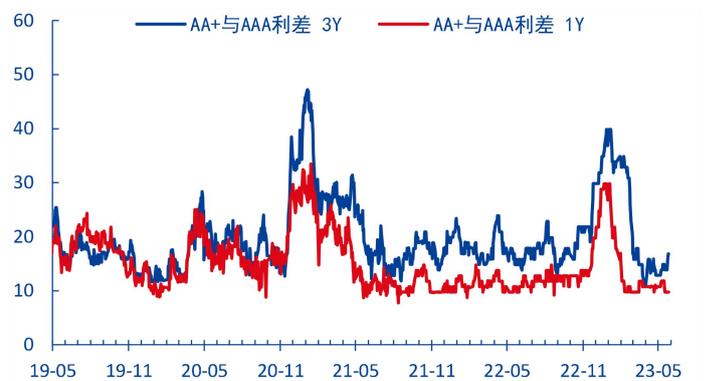
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



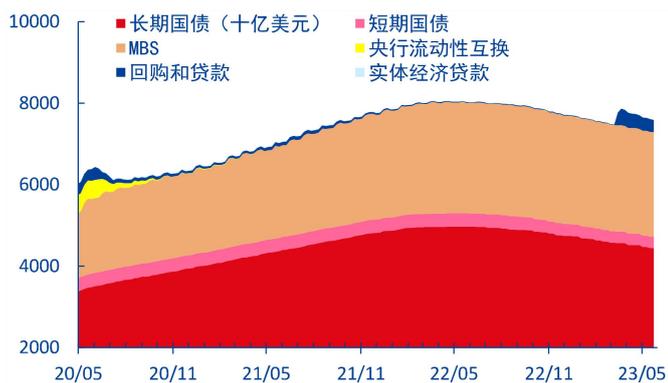
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 1Y 信用利差低位持平, 3Y 扩大 3BP



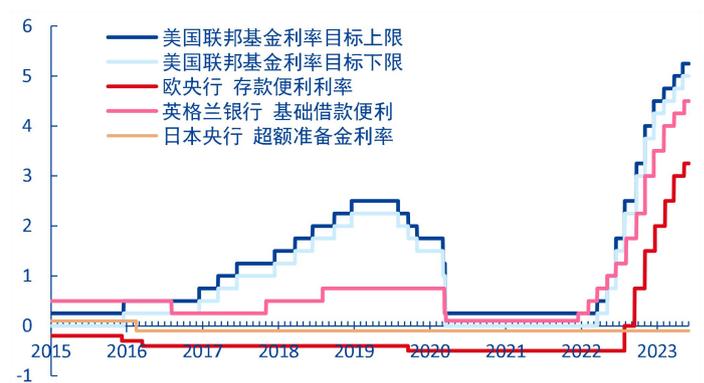
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 本周美联储资产规模与上周持平 (USD bn)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 全球汇率: 美元指数继续走高



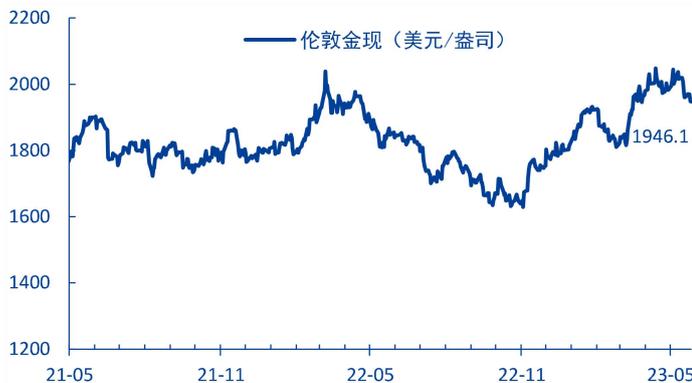
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 人民币被动贬值但速度放慢



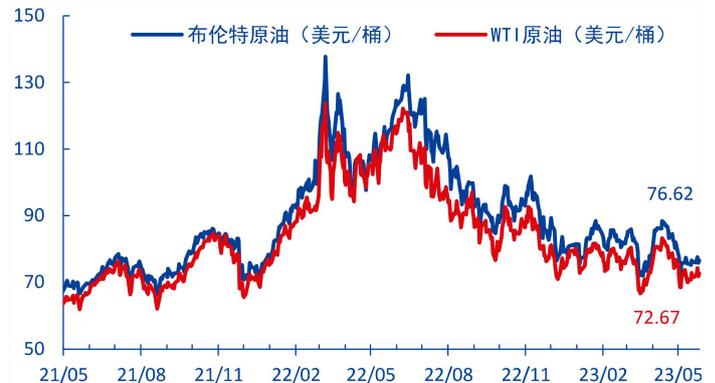
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 金价本周大幅回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 油价最后一个交易日小幅回升



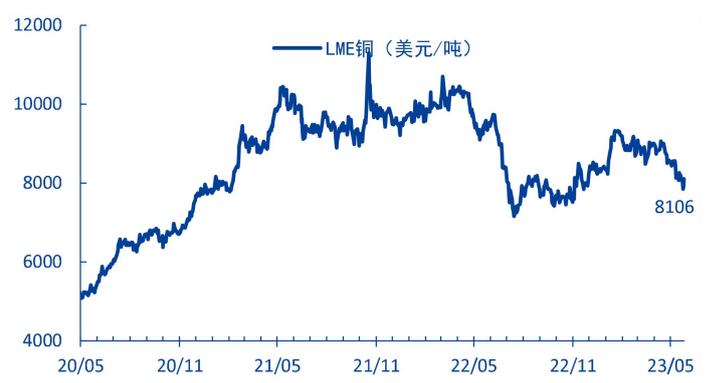
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 煤炭“保供”致煤价持续大幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 本周铜价回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn