

宏观周报

2023 年 05 月 29 日

## 谈一谈两组矛盾的数据

——热点与高频

核心内容：青年失业率、国企利润增速

### 一、4 月青年失业率升至 20.4%，但总体失业率却降至 5.2%。

1.16 至 24 岁人口调查失业率每年的峰值都出现在 7 月，显然是与毕业季有关；从趋势上自从 2018 年以来是持续上升的，显然也是因为中美贸易摩擦与新冠疫情的连续冲击之下，中国经济增速趋于下降的原因。同时，也与青年人群的就业意愿、就业能力，以及劳动力市场中的供需匹配度（个人要价与需求方定价之差）等因素有关。

2.但整体失业率的下降与青年失业率的上升并不矛盾。从经济结构来看，去年中国经济增长主要依靠投资与出口，而今年主要依靠消费与服务业内生修复，吸收就业能力更强，因此城镇调查失业率已经运行在 5.5% 的政策目标之下，这也导致 4 月之后宏观调控力的度趋于缓和。

3.预计今年 16 至 24 岁人口调查失业率的峰值仍然是在 7 月，之后改善程度主要是看民营经济的恢复程度，毕竟国有单位只能解决全社会 12% 的就业。从数量上看，2022 年中国就业人口约为 7.8 亿人左右，失业率从去年 11 月的 5.7% 回落到目前的 5.2%，对应大约 390 万失业人口重新回到就业岗位。今年 1-3 月城镇新增就业人数为 297 万，与此基本印证，据此也可以预测 2023 年新增就业人数能达到 1250 万人，但 2023 年全国高校毕业生预计有 1158 万。即便城镇新增就业数量能够覆盖应届毕业生，但压力更多还是在 24 岁以下的群体这边。

二、1-4 月财政部的国有企业利润增速为 15.1%，但国家统计局规模以上国有工业企业利润增速为-17.9%。从年度数据来看，2009 年、2014 年、2019 年都出现过国家统计局口径小幅度为负而财政部口径为正的情况，但两者变化趋势总体保持一致。从统计口径来看，国家统计局只统计了规模以上工业企业，而财政部统计了所有非金融国有企业，而当前工业增速明显慢于服务业，且 PPI 持续、显著下滑，很多被动去库存的工业企业可能都已经降价至盈亏平衡点以下，这应该是导致上述分化的主因。

三、海外美元指数、美股、美债收益率全面回升，商品价格回落。5 月中旬以来，美国 10 年期、1 年期国债收益率分别从 3.4% 升至 3.8%，从 4.7% 升至 5.25%；美元指数从 101.4 升至 104.2；金价从接近 2040 美元/盎司回落至 1950 美元/盎司；布油维持在 76 美元/桶左右的水平；LME 铜从 8500 美元/吨左右降至 8000 美元/吨；CRB 工业品指数也趋于回落。

四、国内利率下行、股市下行、商品下行、USDCNY 突破 7.0，市场在探讨“盈利底反弹乏力、政策没有新增量”等利空是否已经充分定价。10 年期国债收益率冲击 2.7%，距离去年低点只有 10BP 左右；沪深 300 指数降至 3833，距离去年低点还有 8% 的降幅；USDCNY 从 6.92 调整至 7.05；国内商品继续下行，南华工业品指数距离去年低点还有 6% 的降幅。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn  
分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

特此鸣谢：吕雷、铁伟奥

风险提示：

1. 经济下行的风险
2. 政策时滞的风险

## 宏观日历

日期	事件或数据
5月29日(周一)	-
5月30日(周二)	-
5月31日(周三)	1. 中国5月制造业 PMI
6月1日(周四)	1. 欧元区5月制造业 PMI、5月CPI初值、4月失业率 2. 美国5月Markit制造业 PMI、ISM制造业 PMI
6月2日(周五)	1. 美国5月非农就业报告
6月3日(周六)	-
6月4日(周日)	-
6月5日(周一)	-
6月6日(周二)	-
6月7日(周三)	1. 中国5月出口、进口
6月8日(周四)	1. 欧元区一季度GDP
6月9日(周五)	1. 中国5月CPI、PPI
6月10日(周六)	-
6月11日(周日)	-
6月12日(周一)	1. 中国5月货币金融数据(待定)

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

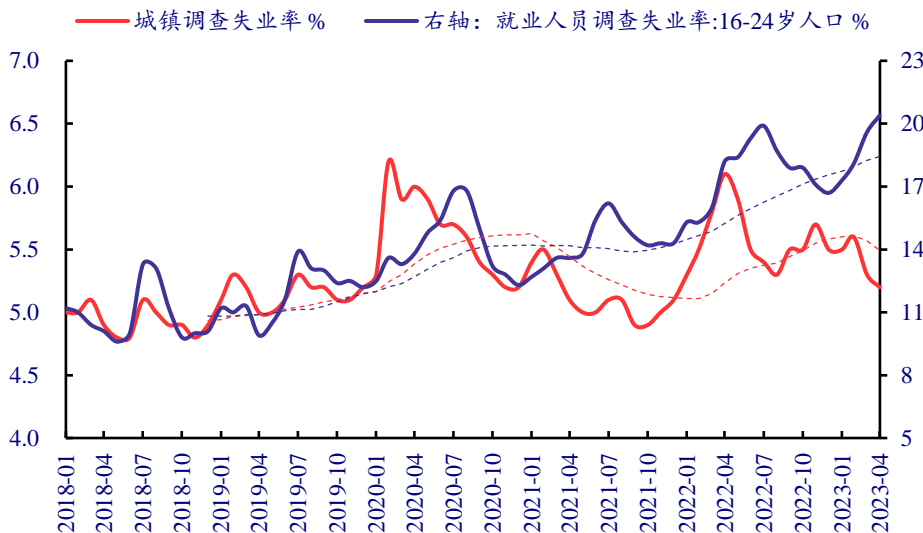
## 一、市场热点

### (一) 4月青年失业率升至20.4%，但总体失业率却降至5.2%

5月路演，碰到的每个人几乎都会谈到青年失业率超过20%的问题，但与此同时大家都忽略了城镇调查失业率已经从去年11月的5.7%回落到5.2%的事实。同一来源的数据，大家只关注最差的一个，而不去看整体的改善，其实是反映了一种情绪。

我们先说青年失业率的问题。16至24岁人口的调查失业率每年的峰值都出现在7月，显然与毕业季有关；从趋势上自从2018年以来是持续上升的，主要反映在中美贸易摩擦与新冠疫情的连续冲击之下，中国经济增速趋于下降。同时，也与青年人群的就业意愿、就业能力，以及在劳动力市场中的供需匹配度(个人要价与需求方定价之差)等因素有关。

图1: 城镇调查失业率与16至24岁人口调查失业率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

然后再说整体失业率的下降，与青年失业率上升并不矛盾。从经济结构来看(表1)，去年中国经济增长主要依靠投资与出口，而今年主要依靠消费与服务业内生修复(服务业增速明显快于工业增速与GDP整体增速，消费的贡献也明显大于资本形成与净出口)，而消费与服务业的吸收就业能力也更强，因此城镇调查失业率已经运行在5.5%的政策目标之下，这也导致4月之后宏观调控力的度趋于缓和。

展望下一阶段，预计今年16至24岁人口调查失业率的峰值仍然是在7月，之后的改善程度还要看经济恢复的程度，特别是民营经济的恢复程度，毕竟国有单位只能解决全社会12%的就业。从数量上看，2022年中国就业人口约为7.8亿人，调查失业率已从去年11月的5.7%回落到目前的5.2%。失业率下降0.5个百分点，对应着大约390万失业人口重新回到就业岗位(2023年1-3月城镇新增就业人数297万，与此基本印证)。当然，即便当前更多是低端就业(2023Q1人均可支配收入增速也只有4.0%，仍处于历史低位)，也体现了疫情之后经济还是有一些恢复的。展望未来，预计2023年新增就业人数能达到

1250万人（1-3月297万乘以4约为1200万，且春节前还存在疫情影响。此外，2022年为1206万，2021年为1269万，2020年为1186万）。但2023年的全国高校毕业生预计会达到1158万，相比上年增加82万。即便城镇新增就业数量能够覆盖应届毕业生，但在24岁以下和24岁以上人群的竞争中，压力总体上还是在24岁以下的群体这边，这意味着毕业季后的16至24岁失业率也可能呈现出持续高位的情况。

**表1：2023年一季度实际GDP增速的行业结构与需求结构**

季度	GDP分项：不变价当季同比（%）				季度	GDP当季同比贡献率（%）		
	不变价GDP当季同比	第一产业	第二产业	第三产业		最终消费支出	资本形成总额	货物和服务净出口
2023Q1	4.5	3.7	3.3	5.4	2023Q1	66.6	34.7	-1.3
2022Q4	2.9	4.0	3.4	2.3	2022Q4	6.7	135.3	-42.0
2022Q3	3.9	3.4	5.2	3.2	2022Q3	55.5	20.1	24.4
2022Q2	0.4	4.4	0.9	-0.4	2022Q2	-217.5	71.0	246.5
2022Q1	4.8	6.0	5.8	4.0	2022Q1	67.4	13.1	19.4

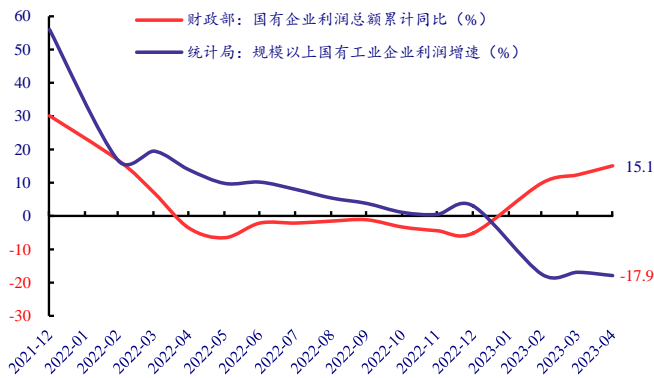
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）1-4月财政部的国有企业利润增速为15.1%，但国家统计局规模以上国有工业企业利润增速为-17.9%

5月27日国家统计局发布：1-4月规模以上工业企业营业收入同比+0.5%（前值-0.5%）；利润累计同比-20.6%（前值-21.4%），其中国有及国有控股企业利润同比-17.9%，股份制企业利润同比-22%，私营企业利润同比-22.5%，外资及港澳台企业利润同比-16.2%。

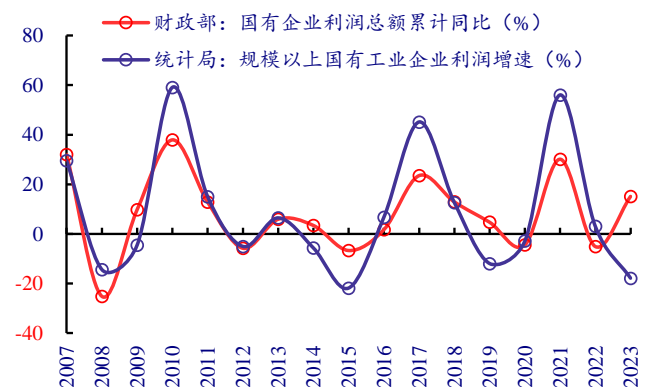
5月26日财政部发布：1-4月全国国有及国有控股企业营业总收入同比增长7.1%（前值6.4%），利润总额同比增长15.1%（前值12.4%）。

**图2：月度累计同比：国家统计局规模以上国有工业企业利润增速与财政部国有企业利润增速**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图3：年度增速：国家统计局规模以上国有工业企业利润增速与财政部国有企业利润增速**

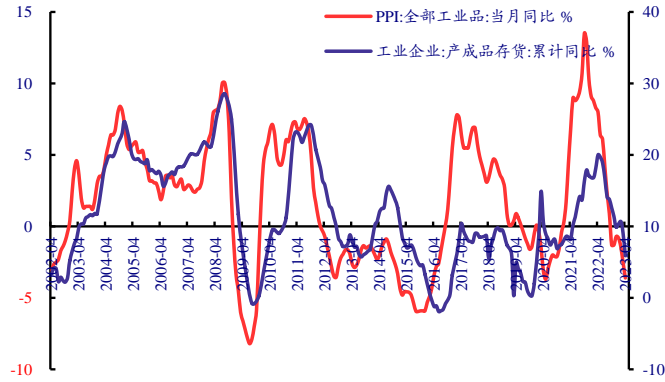


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

今年的差异，可能与两者口径中的行业差距有关。从月度数据看，财政部口径的增速已经实现了由负转正，而国家统计局口径的增速仍在探底过程之中（图2）。从年度数据来看，2009年、2014年、2019年其实都出现过国家统计局口径小幅度为负而财政部口径为正的情况，但两者变化趋势总体保持一致（图3）。从统计口径来看，国家统计局只统计了规模以上工业企业，而财政部统计了所有非金融国有企业，而当前工业增速明显慢于服务业，且工业品价格

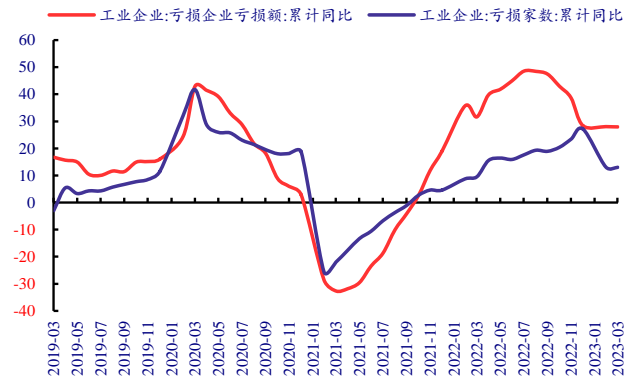
(PPI) 持续、显著下滑 (图 4、表 2)，很多被动去库存的工业企业都已经降价至盈亏平衡点以下 (图 5)，这在一定程度上可以解释上述两个口径指标的分化。

图 4：PPI 持续下行、工业产成品存货增速持续去化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：规模以上工业企业亏损家数与亏损额累计同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 2：2023 年一季度名义 GDP 增速的行业结构：工业和制造业增速是所有行业之中最低的

现价GDP: 当季同比 (%)	GDP 整体												
	农林牧渔业	工业	制造业	建筑业	批发和零售	交通运输、 仓储和邮政	住宿和餐饮	金融业	房地产业	信息传输、 软件和信息 技术服务	租赁和商务 服务	其他行业	
2023Q1	5.0	5.8	1.0	1.0	6.0	7.1	11.7	15.7	8.9	4.0	10.4	6.8	5.3
2022Q4	3.0	6.5	0.9	0.6	3.2	2.3	0.8	-4.6	6.3	-6.0	8.0	6.1	7.1
2022Q3	6.2	11.1	7.1	5.6	6.7	5.0	5.6	4.1	6.5	-3.2	6.3	6.0	6.2
2022Q2	3.9	6.4	7.3	5.0	6.6	1.7	-1.1	-4.4	8.3	-6.8	6.1	-2.5	1.4
2022Q1	9.0	-3.0	15.7	13.9	9.2	7.5	5.6	1.7	7.8	-1.4	10.4	7.4	7.0

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、高频数据

图 6：美国 10 年期、1 年期国债收益率



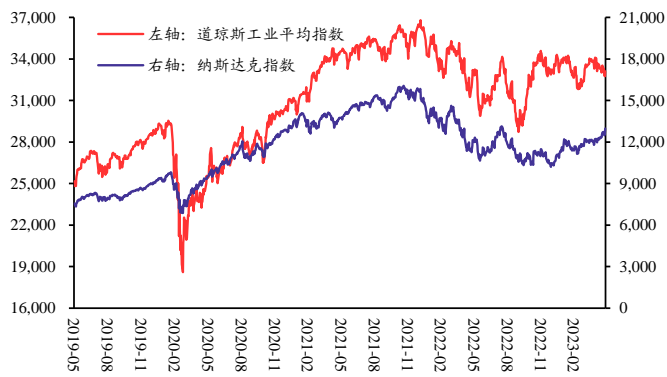
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格



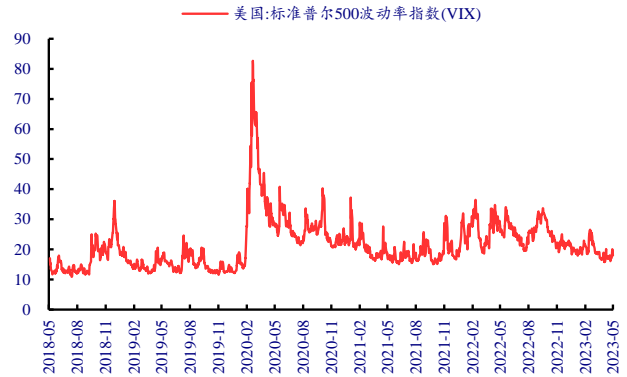
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：美股道指、纳指



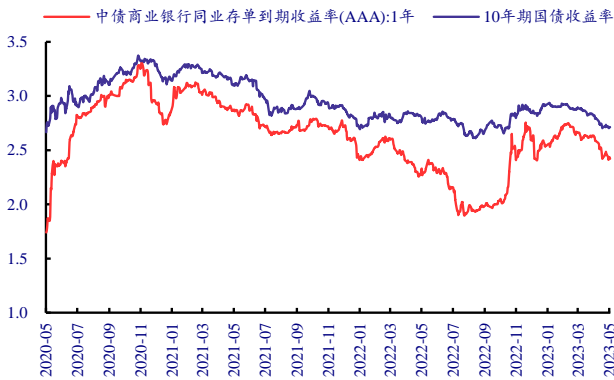
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：美股标普指数的波动率指数 (VIX)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

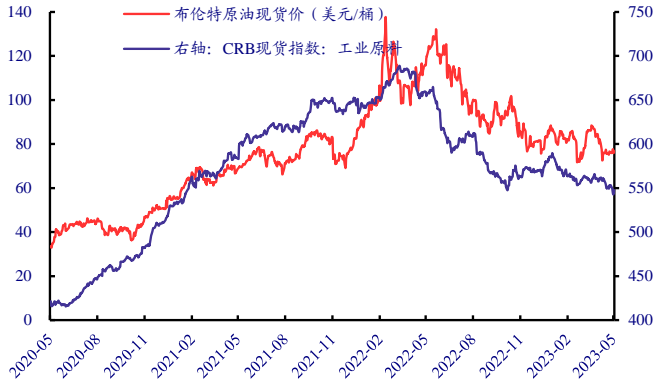
图 11：美元指数与 USDCNY



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

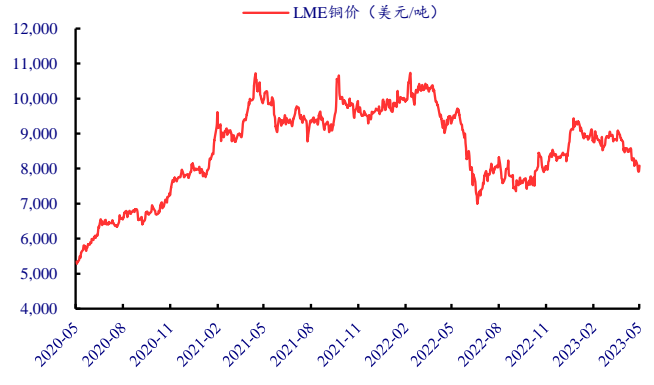


图 12: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 13: LME 铜价 (美元/吨)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 14: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 15: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 16: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨)



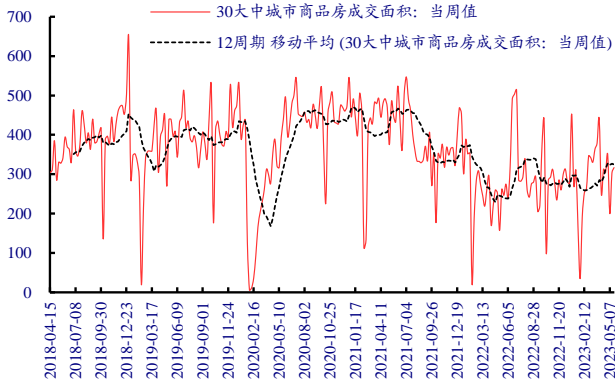
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 17: 全国水泥价格指数 (点)



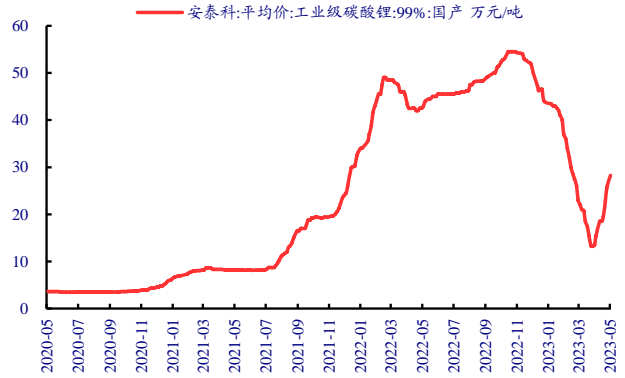
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 18: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



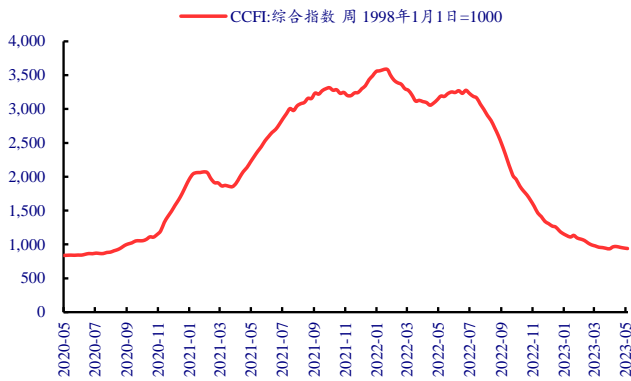
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 19: 5 月碳酸锂价格出现底部反弹



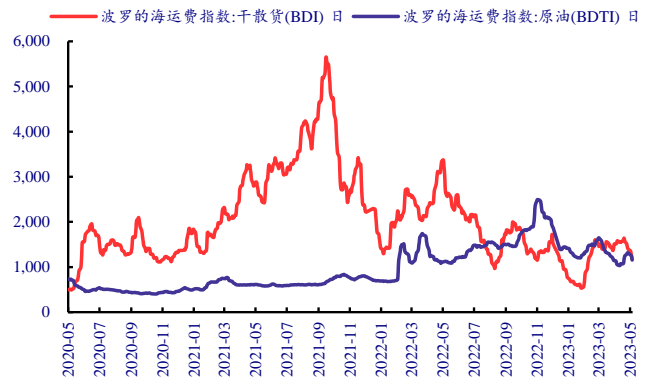
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 20: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI)



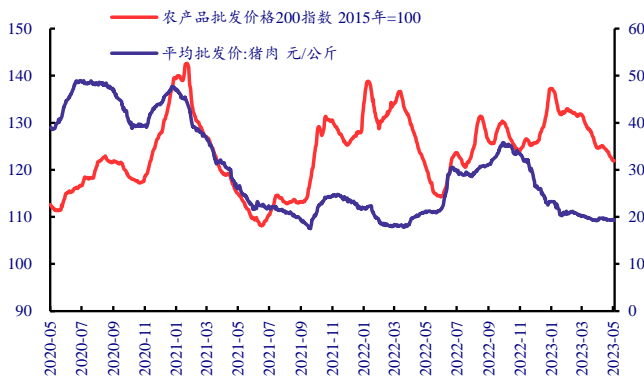
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 21: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI)



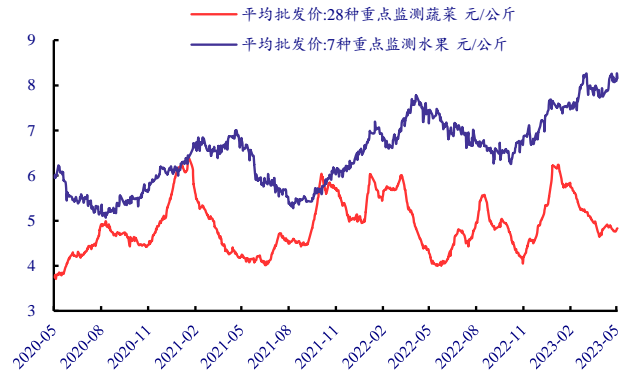
资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 22: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院

图 23: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg)



资料来源: 同花顺, 中国银河证券研究院



图表目录

图 1: 城镇调查失业率与 16 至 24 岁人口调查失业率 .....	3
图 2: 月度累计同比: 国家统计局规模以上国有工业企业利润增速与财政部国有企业利润增速 .....	4
图 3: 年度增速: 国家统计局规模以上国有工业企业利润增速与财政部国有企业利润增速 .....	4
图 4: PPI 持续下行、工业产成品存货增速持续去化 .....	5
图 5: 规模以上工业企业亏损家数与亏损额累计同比 .....	5
图 6: 美国 10 年期、1 年期国债收益率 .....	6
图 7: 美国 10 年期 TIPS 收益率与伦敦黄金价格 .....	6
图 8: 美股道指、纳指 .....	6
图 9: 美股标普指数的波动率指数 (VIX) .....	6
图 10: 中国 10 年期国债收益率与商业银行同业存单收益率 .....	6
图 11: 美元指数与 USDCNY .....	6
图 12: 布伦特原油现货价与 CRB 工业原料指数 .....	7
图 13: LME 铜价 (美元/吨) .....	7
图 14: 上期所螺纹钢和热卷价格 (元/吨) .....	7
图 15: 焦煤、焦炭、动力煤价格 (元/吨) .....	7
图 16: 郑商所纯碱与玻璃价格 (元/吨) .....	7
图 17: 全国水泥价格指数 (点) .....	7
图 18: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	8
图 19: 5 月碳酸锂价格出现底部反弹 .....	8
图 20: 中国出口集装箱运价指数 (CCFI) .....	8
图 21: 波罗的海运费指数: 干散货指数 (BDI) 与原油指数 (BDTI) .....	8
图 22: 农产品价格 200 指数 (2015 年 =100) 与猪肉批发价 .....	8
图 23: 农业部 28 种蔬菜、7 种水果监测价格 (元/kg) .....	8

## 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**许冬石：**宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

**詹璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn