

美国通胀依旧顽固，债务谈判取得进展

观点

1、短期来看，经过一轮大幅度的下跌之后，风险得到较为充分的释放，商品或有阶段性反弹，一方面，国内复苏势头放缓，对于增量政策预期有所升温，另一方面，欧美经济好于预期，对衰退的担忧有所下降，且美国债务谈判取得进展有望提振风险偏好。展望中长期走势，内生动力不足是当前经济发展面临的主要问题，预计后续仍有较大的可能推出政策组合拳（集中在提振消费信心、稳定房地产市场等）。海外方面，美国债务上限得到解决后，围绕“通胀—加息—衰退”的矛盾或卷土重来，且经济层面制造业弱、服务业强的结构性问题也意味着商品市场面临的下行压力依旧较大。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品继续走弱，中国经济复苏节奏继续放缓、美联储加息预期回升、美国债务上限谈判等问题持续压制市场的风险偏好。

(2) **LPR 利率维持不变，人民币汇率引发关注。** 1) 5 月 LPR 利率维持不变。目前我国利率水平已处于历史低位，除非面临超预期冲击，利率下调的空间不大，并且在银行业净息差普遍偏低的背景下，进一步降低贷款利率可能会对我国商业银行带来更大的压力和风险，因此在降息问题上可能需要保持谨慎，短期利率调降的概率不大。2) 5 月以来人民币持续走贬引发广泛关注，主要是受到国内经济复苏放缓、美元指数回升的影响。短期内，若汇率持续非理性贬值，央行或有所行动，保持人民币汇率双向波动。中期来看，随着后续美国加息进入尾声，美元指数或逐步回落，加之国内经济内生动力持续修复，中美利差逐步收窄，人民币汇率并不具备趋势性贬值基础。

(3) **美国通胀顽固，债务谈判取得进展。** 1) 美国 4 月 PCE 物价指数同比 4.4%，核心 PCE 同比 4.7%，均高于前值和预期，表明通胀短期内依旧顽固。现阶段美国经济动能环比减弱，但尚属稳健，而更为麻烦的是，美国通胀依然存在较强的韧性，这可能令美联储继续保持鹰派，年内或仍有一次加息。2) 当地时间 5 月 27 日，美国总统拜登对外表示，已经和美国众议院议长麦卡锡就政府预算达成初步协议。而麦卡锡也表示，周六与拜登通话两次并最终达成协议，他预计周日（当地时间）完成起草法案并公布文本，并于下周三将协议交由国会投票表决。但该协议必须在参众两院获得通过。3) 欧元区 5 月综合 PMI 初值为 53.3%，其中，制造业 PMI 初值为 44.6%，服务业 PMI 初值为 55.9%。现阶段欧元区经济表现好于预期，且总体通胀回落态势停滞，可能支持欧洲央行在 6 月份继续加息 25BP。

宏观·周度报告

2023 年 5 月 28 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 LPR 利率维持不变，人民币汇率引发关注

(1) LPR 利率维持不变，短期内降息概率仍较小

5月22日，全国银行间同业拆借中心公布的5月LPR显示，1年期LPR报3.65%，5年期以上LPR报4.30%，与上月保持一致，LPR利率自2022年8月以来连续10个月保持不变。由于此前公布的MLF利率并未做出调整，而LPR报价=MLF利率+加点，因此，LPR利率维持不变符合预期。

现阶段市场流动性较为充裕、对实体经济的支持较为有力，或是货币政策不着急发力的主要原因，一方面，1年期商业银行同业存单到期收益率(AAA)波动下行至2.46%，股份制银行和国有银行的同业存单发行利率也降至2.50%和2.46%，均低于当前的MLF利率，表明市场流动性较为宽裕；另一方面，4月的M2增速为12.4%，虽较上月有所下滑，但仍高于当月社会融资规模存量同比增速10.0%，且高于名义GDP增速（一季度为5.48%），表明货币政策对实体经济的支持比较有力。

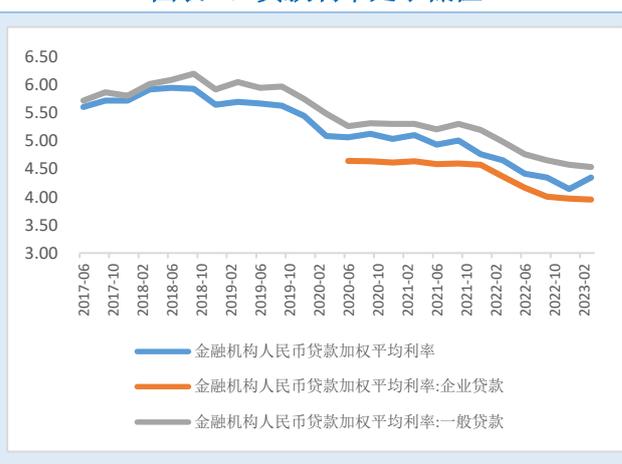
从央行一季度货币政策执行报告来看，央行对于货币政策的定调为“稳健的货币政策要精准有力”，新增提出了“总量适度，节奏平稳”，另外还在专栏中提到“合理把握利率水平”，可采取“缩减原则”。此外，近期银行净息差下行幅度偏大，据国家金融监督管理总局近期发布的数据显示，2023年一季度，商业银行净息差进一步收窄至1.74%，较去年底下行17个基点。综合来看，目前我国利率水平已处于历史低位，除非面临超预期冲击，利率下调的空间不大，并且在银行业净息差普遍偏低的背景下，进一步降低贷款利率可能会对我国商业银行带来更大的压力和风险，因此在降息问题上可能需要保持谨慎，短期利率调降的概率不大。

图表 1: LPR 利率保持不变



数据来源: Wind

图表 2: 贷款利率处于低位



数据来源: Wind

(2) 人民币跌破“7”，但预计不会趋势性贬值

5月以来人民币持续走贬，截至5月23日美元兑人民币汇率升至7.07，较月初涨幅达2.2%，而上一轮人民币破“7”是在去年9月。本轮人民币贬值主要有两个方面的原因，一是，市场对中国经济复苏的预期有所走弱，中美利差倒挂幅度持续走阔。国内方面，4月份的经济数据低于市场预期，国内经济内生动力尚显不足，市场定价弱复苏，中国10年期国债到期收益率自4月份以来持续走低至2.7%左右；美国方面，由于多位美联储官员释放鹰派信号，加之债务上限问题迟迟未能达成协议，美债违约担忧情绪有所上升，美国10年期国债收益率自5月中下旬以来不断走高，从月初的3.59%上行至3.70%，中美10年期国债利率的倒挂幅度从月初的0.6个百分点攀升至5月23日的1.0个百分点。二是，美元指数持续回升加剧了非美货币贬值的压力，5月美元指数从101.64上涨至103.49左右。美元升值一方面是因为市场对美联储年内降息的预期有所减弱，另一方面美国两党对于债务上限问题的谈判缺乏进展。

不过，人民币不存在长期贬值的基础。5月18日，中国外汇市场指导委员会(CFEX)上提出，下一阶段将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。短期内，若汇率持续非理性贬值，央行或有所行动，保持人民币汇率双向波动。中期来看，随着后续美国加息进入尾声，美元指数或逐步回落，加之中美货币政策分化逐步减弱，国内经济内生动力持续修复，中美利差逐步收窄，人民币汇率并不具备趋势性贬值基础。

图表 3：人民币汇率持续贬值



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) 基本养老金再迎上调

2023年5月22日，人社部、财政部发布通知，上调基本养老金水平3.8%，实现19连增，但上调幅度环比回落0.2个百分点，呈现出放缓态势。据人社部相关负责人介绍，这次调整继续采取定额调整、挂钩调整与适当倾斜相结合的调整办法，定额调整体现社会公平，同一地区各类退休人员调整标准一致，挂钩调整体现“多缴多得”“长缴多得”。人社部表示，截至2022年末，全国基本养老保险参保人数达10.5

亿,同比增加 2430 万人。2022 年全年社会保险基金收入 7.1 万亿元,支出 6.6 万亿元,年底累计结余 7.4 万亿元。上调养老金水平主要是因为养老金支付压力增大,2022 年的退休人口数量正对应新中国成立以来第二个出生高峰的起始年份 1962 年(按 60 岁退休计算),退休人群规模扩大,增添养老金支出压力,因此需要增加养老金的收入。

(2) 中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》

2023 年 5 月 25 日,中共中央、国务院印发《国家水网建设规划纲要》。《纲要》提出,到 2025 年,建设一批国家水网骨干工程,国家骨干网建设加快推进。到 2035 年,基本形成国家水网总体格局,国家水网主骨架和大动脉逐步建成,省市县水网基本完善。

(3) 阶段性免征国家电影事业发展专项资金

2023 年 5 月 23 日,财政部、国家电影局发布公告,为支持电影行业发展,现将阶段性免征国家电影事业发展专项资金,免征时间自 2023 年 5 月 1 日至 2023 年 10 月 31 日。

(4) 房地产因城施策继续发力

2023 年 5 月 23 日,上海印发《上海市发展公共租赁住房的实施意见》提出,支持探索创新公共租赁住房的投融资机制,鼓励金融机构发放公共租赁住房中长期贷款。政府投资建设的公共租赁住房,纳入住房公积金贷款支持保障性住房建设试点范围。

2023 年 5 月 26 日,南京住房公积金管理中心调整部分住房公积金贷款政策。南京使用住房公积金贷款购买第二套住房时,首套房面积认定标准为:家庭已有一套住房人均建筑面积不超过 40 平方米。同时,不再限定现有首套房面积。并加大了对多子女家庭住房公积金购房租房的支持力度。

1.3 美国通胀顽固,债务谈判取得进展

(1) 美国通胀顽固,加息预期再生变化

1) **经济动能环比减弱但超预期。**美国第一季度实际 GDP 年化季率上修 0.2 个百分点至 1.3%,预期升 1.1%,初值升 1.1%,去年四季度终值升 2.6%,四季度修正值升 2.7%,四季度初值升 2.9%。一季度 PCE 物价指数年化修正值为 4.2%,与预期持平;核心 PCE 物价指数年化修正值上修 0.1 个百分点至 5%。GDP 变动方面,私人库存投资与消费者支出数据的上调带动一季度 GDP 上修 0.2 个百分点,但依然低于去年四季度的 2.6%,也是美国经济连续第三个季度环比增长放缓。

2) **通胀方面,短期美国通胀具有韧性,且呈现结构性特点。**美国商务部经济分析局(BEA)5月26日公布,美国4月PCE物价指数同比上升4.4%,预期升4.3%,前值升4.2%;环比升0.4%,预期升0.3%,前

值升 0.1%。4 月核心 PCE 物价指数同比升 4.7%，预期升 4.6%，前值升 4.6%；环比升 0.4%，创 1 月以来新高，预期升 0.3%，前值升 0.3%。4 月个人支出环比升 0.8%，预期升 0.4%。分项来看，上月，商品价格反弹 0.3%，服务价格上涨 0.4%，能源价格涨幅为 0.7%，食品价格环比跌幅不足 0.1%；按年计算，商品价格涨幅为 2.1%，服务价格上涨 5.5%，食品价格较一年前大涨 6.9%，能源价格则下跌 6.3%。上述数据表明，美国正在重新转向以服务为中心的经济。此外，4 月，美国家庭仍在继续消费，4 月个人支出环比增长 0.8%，个人可支配收入则赶不上消费增速，环比增长 0.4%。

同日公布的 5 月密歇根大学消费者信心指数终值报 59.2，前值为 63.5，一年期通胀率预期值为 4.2%，五至十年期通胀率预期值为 3.1%。上述数据出炉后，下月继续加息的预期升温，据芝商所利率观察工具（FedWatch Tool），6 月加息 25 个基点的概率为 71.1%，按兵不动的概率降至 28.9%。

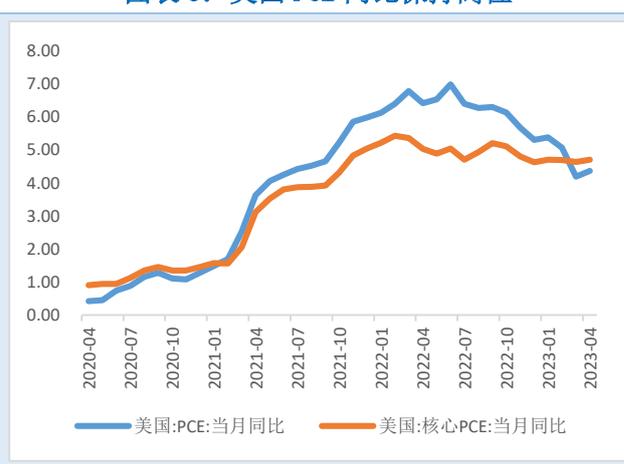
此外，稍早之前公布的美联储 5 月会议纪要显示，多名与会者表示强劲的消费者支出和紧张的劳动力市场吃紧导致价格压力可能比预期更持久，对 6 月是否暂停加息则存在较大的分歧。现阶段美国经济动能环比减弱，但尚属稳健，而更为麻烦的是，美国通胀依然存在较强的韧性，这可能令美联储继续保持鹰派，年内或仍有一次加息。

图表 4：美国：GDP：不变价：环比折年率



数据来源：Wind

图表 5：美国 PCE 同比保持高位



数据来源：Wind

(2) 美国债务上限谈判取得进展

当地时间 5 月 27 日，美国总统拜登对外表示，已经和美国众议院议长麦卡锡就政府预算达成初步协议。而麦卡锡也表示，周六与拜登通话两次并最终达成协议，他预计周日（当地时间）完成起草法案并公布文本，并于下周三将协议交由国会投票表决。但该协议必须在参众两院获得通过。

根据美国媒体引述知情人士透露，已达成的初步债务上限协议，将提高美国债务上限两年，即 2025 年 1 月 1 日，同时对这段时间的政府支出设置新的限制。该协议将使 2024 财年的非国防开支保持在与 2023 财年大致相同的水平，并在 2025 年将其增加约 1%。该协议将对某些政府援助项目实施一些新的限制，比如食品券。拟议中的协议不太可能大幅改变美国的长期财政轨迹，因为双方都放弃了最初的立场。协议只

会对占联邦预算不到三分之一的支出产生轻微影响，社会保障和医疗保险等强制性项目的支出以及债务利息都不会受到影响。

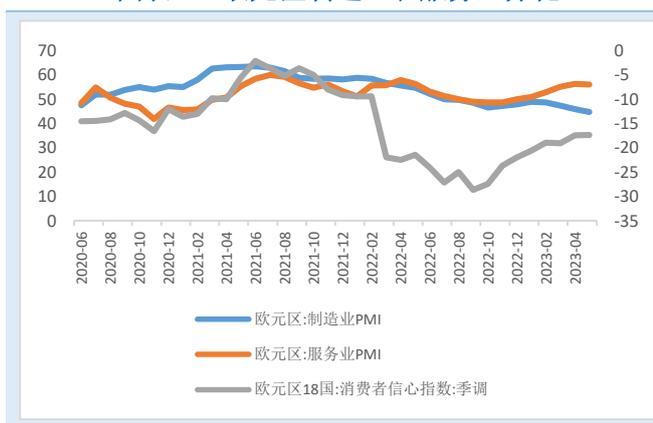
不过，这项妥协方案可能需要两党共同支持，才能在共和党控制的众议院获得通过。即使美国总统和众议院议长达成协议，但预计国会投票仍然不会顺利。犹他州共和党人迈克·李就已经威胁说，如果他不喜债务上限法案所包含的内容，他将利用参议院的程序手段尽可能长时间地搁置该法案。此外，多名极端保守派成员公开向麦卡锡施压，要求民主党做出更多让步并“坚守底线”，他们不会支持他们认为放弃太多的协议。

(3) 欧元区制造业和服务业呈分化态势

当地时间5月23日，HS Markit 数据显示，欧元区5月综合PMI初值为53.3%，其中，制造业PMI初值为44.6%，较上月继续走低1.2个百分点，创下36个月新低，服务业PMI初值为55.9%，虽也较上月下滑0.3个百分点，但仍在强劲扩张，且略高于市场预期。服务业保持强劲态势与制造业的急剧收缩形成鲜明对比。分项指标来看，订单方面，财政刺激减弱，货币紧缩持续，制造业新订单情况糟糕，服务业新订单表现有所放缓。成本方面，由于劳动力市场供应仍紧张，加之罢工潮愈演愈烈，服务业的投入成本通胀抬头，然而欧元区企业投资扩厂意愿较低，商品生产部门的投入成本继续下降。从业人员方面，欧元区劳动力市场依然坚挺，即使是制造业疲弱的地区企业也在雇佣更多的工人，服务业通胀也存在加速迹象。

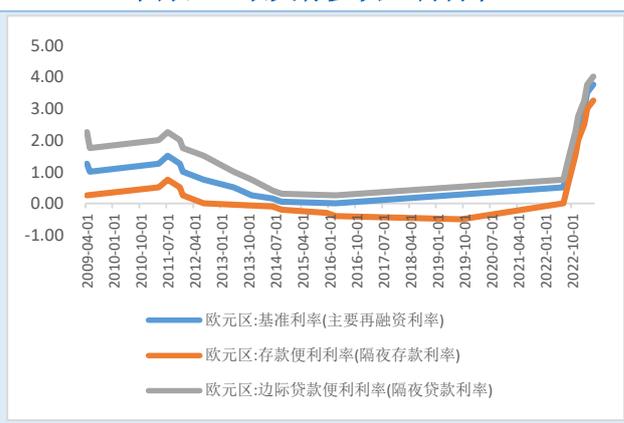
同日，欧洲央行行长拉加德承诺将通过进一步提高借款成本，使欧元区通胀率回落至2%的目标水平。现阶段由于欧元区经济表现好于预期，且总体通胀回落态势停滞，可能支持欧洲央行在6月份继续加息，但由于4月核心通胀压力略有缓解，制造业持续疲弱，金融风险的隐患仍在，加息幅度可能不会过于激进，预计将加息25个基点。

图表6：欧元区制造业和服务业分化



数据来源：Wind

图表7：欧央行多次上调利率



数据来源：Wind

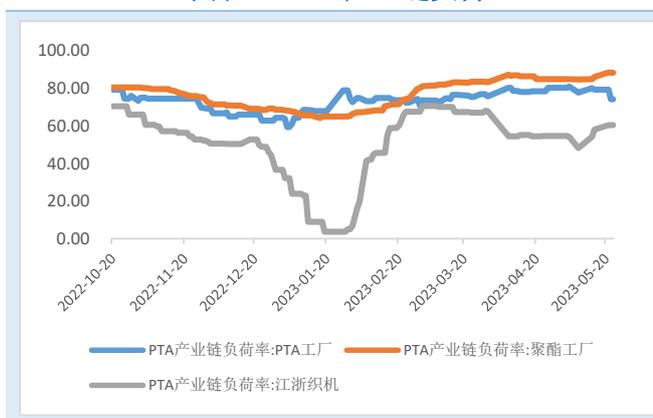
二、高频数据跟踪

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回升，涤纶 POY、聚酯切片、PTA 等价格同步小幅上涨。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有降，其中，PTA 开工率回落至 74%，聚酯工厂负荷率小幅升至 88%，江浙织机负荷率回升至 60%。

钢铁：生产低位回升，需求季节性走弱。全国高炉开工率本周持稳于 82.36%。随着原材料价格持续走弱，钢厂盈利状况出现改善，开工率稳中有升。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 8：PTA 产业链负荷



图表 9：钢厂高炉开工率



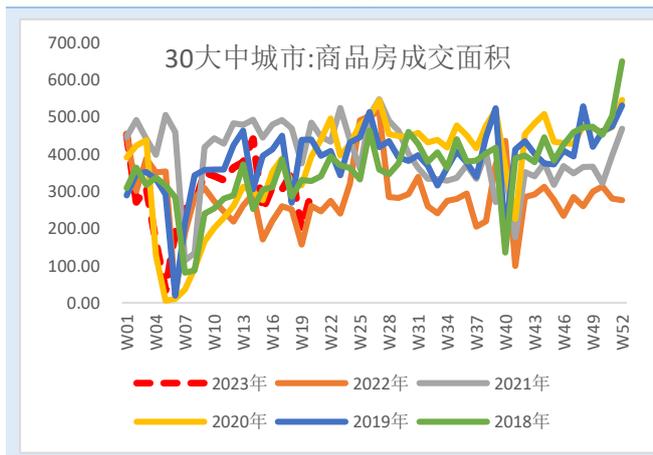
数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，乘用车零售周环比回落

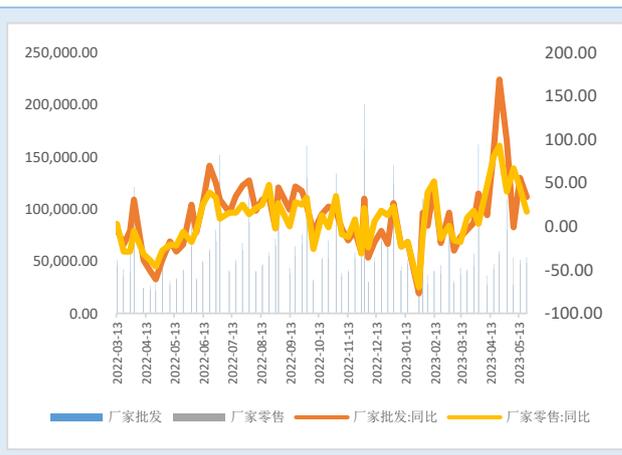
房地产销售周环比下降。截至 5 月 25 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 10.4%，按均值计，5 月环比下降 6.58%，同比上升 15.84%，一、二、三线城市 5 月同比增速分别为 75.35%、9.30%和-4.54%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为 2.06%，一、二、三线城市环比增速分别为 464.70%、16.70%和-5.83%，其中，二线城市土地溢价率最高，为 4.75%，其次是三线城市为 2.35%，最后是一线城市，为 0.00%。

乘用车零售周环比回落。乘联会数据显示，5 月第三周全国乘用车市场零售日均售 4.8 万辆，同比去年 5 月同期增长 17%，环比上月同期下降 11%。5 月 1-21 日，全国乘用车市场零售 104.6 万辆，同比去年同期增长 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%；全国乘用车厂商批发 93.2 万辆，同比去年同期增长 32%，较上月同期增长 10%，今年以来累计批发 777.4 万辆，同比增长 9%。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 10: 30 大中城市地产销售: 周



图表 11: 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26日)蔬菜均价环比下跌0.08%，猪肉均价环比下跌0.06%。

(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 12: 食品价格多数回落

图表 13: 中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

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