



2023年6月2日

宏观总量月报（2023年5月）

王笑	投资咨询从业资格号：Z0013736	Wangxiao019787@gtjas.com
毛磊	投资咨询从业资格号：Z0011222	Maolei013138@gtjas.com
瞿新荣	投资咨询从业资格号：Z0018363	Quxinrong027631@gtjas.com
戴璐（联系人）	期货从业资格编号：F03107988	Dailu026543@gtjas.com
唐立（联系人）	期货从业资格号：F03100274	Tangli026575@gtjas.com
李聂霜玉（联系人）	期货从业资格号：F03087581	Linieshuangyu024249@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

周期定位：1) 国内处于三周期分析框架下的第1阶段复苏期；海外仍处于三周期分析框架下的第4到第5个阶段的过渡，美联储6月份加息与否市场仍有分歧。2) 库存周期角度下，中国已步入被动去库周期第3个月，大方向仍在继续复苏，但环比修复力度减弱。美国仍处于需求、库存增速双探底的主动去库周期，但很可能即将进入新一轮被动去库，需求反弹。

宏观君之见：4月份固收类理财净流入约1.2万亿，体现了资产荒下居民保守的风险偏好。这一趋势在5月继续演绎，风险资产与商品迎来不同程度的回调，但债市上涨已现乏力。后续需要关注是否宏观上会超预期推出政策支持。

5月大类资产表现回顾：A股港股继上月后再次显著弱于其它主要权益市场。受日本经济复苏与宽松货币政策支撑，日经指数表现亮眼。美股风险偏好亦回升，科技股走强。商品方面，除农产品外，各类商品都迎来不小的回调。本月美债收益率上行幅度较大，伴随着人民币汇率下跌。

6月宏观展望：权益资产计价了过于悲观的预期，短期市场或迎来反弹。往后通胀也将边际转强，商品表现或回升。

■ 风险提示：

再通胀导致美联储超预期鹰派、地缘政治风险升级

(正文)

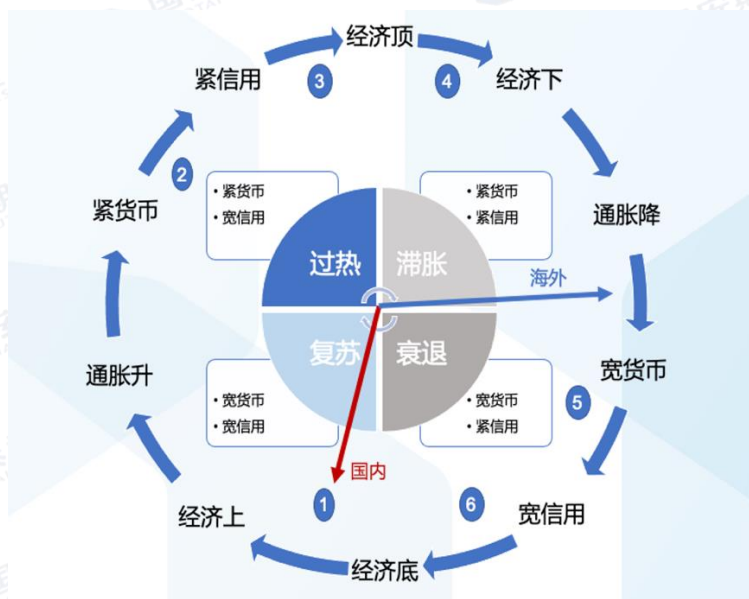
1. 周期定位与资产配置

1.1 三周期分析框架

当前国内正处于三周期分析框架（详见《深度专题：2022 与 2012 当经济周期与政治周期相遇》）下的第 1 阶段的复苏期。4 月份社融数据中居民端新增存款转负，交叉验证下认为较多资金流入固收类理财。同时，居民端中长期贷款未能延续 3 月修复力度，体现了地产销售端的改善持续性不足。

海外当前处于从阶段 4 向阶段 5 的过程中。尽管居民杠杆率等硬性风险指标显示居民端资产负债表处于相对健康区域，信贷需求有所下行，劳动力市场韧性仍存。

图 1：三周期分析框架中，我国处于第一阶段，海外处于由 4 向 5 的过渡中



资料来源：国泰君安期货研究

1.2 库存周期分析框架

当前国内正处于库存周期下的被动去库第二个月，库存同比增速仍处于下行通道。

相较于我国，美国仍处于上一轮库存周期的末端主动去库进程中，至今已经 10 个月，高于历史平均值。值得注意的是，自从次贷危机之后，美国主动去库历时显著长于过去。中美库存周期当前错位，但有可能在下半年再度形成共振。

图 2：我国进入被动去库第 3 个月，中美继续错位

库存周期	时间	被动去库存（月）	主动补库存（月）	被动补库存（月）	主动去库存（月）	总时长（月）
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-2023/2	7	6	11	12	36
8	2023/3-	至今3				
平均时长（月）		8	10	11	13	42

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：美国处于主动去库末期，即将进入被动去库，需求或转强

库存周期	时间	被动去库存（月）	主动补库存（月）	被动补库存（月）	主动去库存（月）	总时长（月）
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-至今	5	10	12	至今11	
平均时长（月）		7	11	7	9	34

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 大类资产表现以及宏观回顾

2.1 大类资产表现

权益资产方面，4 月份 A 股港股整体表现较弱，欧洲市场较强。美股三大指数中，纳斯达克指数表现显著弱于道指和标普 500。

商品资产方面，原油受供给侧减产影响，月初跳空大涨，中旬后有所回调。受国内表需环比减弱影响，黑色系持续回调。10 年期美债收益率微幅上行 9bp，10 年期国债收益率与 5 年期 AA 级产业债信用利差分别下行 2.7bp 与 7.7bp，但下行速度较上月放缓。

图 4：AH 权益市场表现较弱

权益市场	A股	上证综合指数	-3.06%
		深证成指	-4.56%
		创业板指数	-5.20%
	海外	恒生指数	-6.75%
		东京日经225指数	8.24%
		道琼斯工业平均指数	-2.95%
		标准普尔500指数	0.86%
		纳斯达克综合指数	6.13%
		伦敦金融时报100指数	-3.09%
		巴黎CAC40指数	-2.30%
		法兰克福DAX指数	0.39%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止 5 月 29 日）

图 5：美债收益率大幅回升，商品多有回调

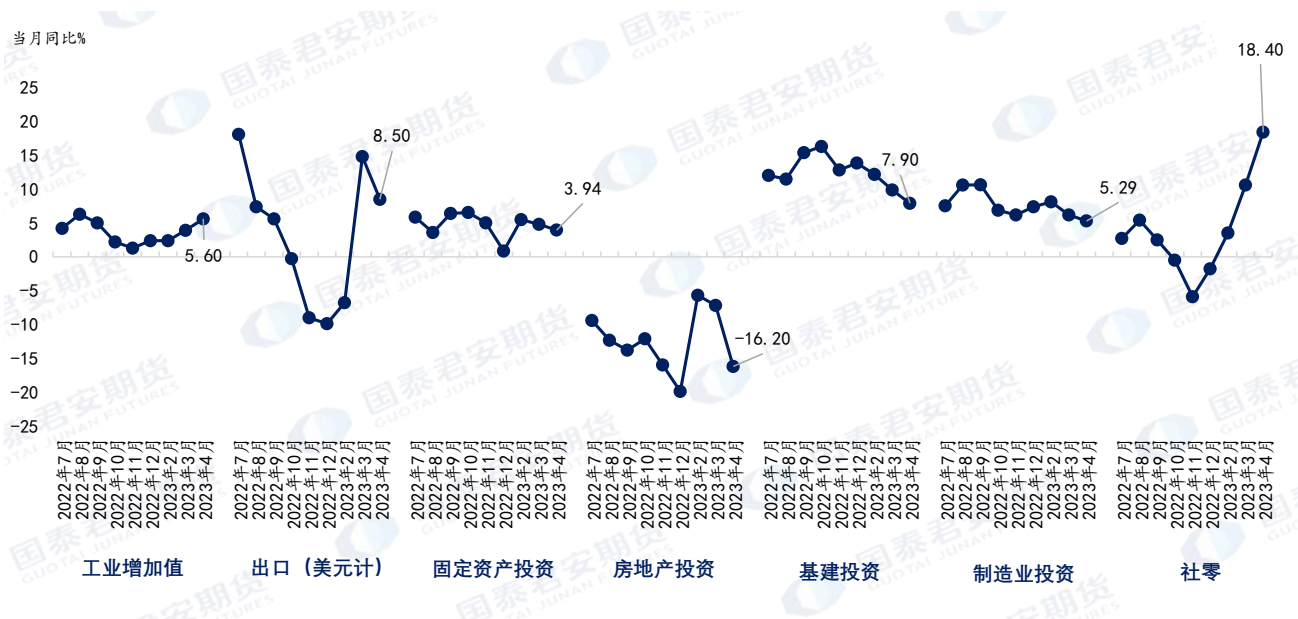
商品	LME铜	-5.71%	
	LME铝	-4.27%	
	布伦特原油	-3.26%	
	comex黄金	-2.74%	
	comex白银	-7.41%	
	动力煤	0.00%	
	生猪	-5.61%	
	另类资产	-8.69%	
	固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	-8.38
		美国10年期国债收益率变动 (bp)	36.00
5年期AA企业债信用利差 (bp)		4.09	

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止 5 月 29 日）

2.2 国内宏观：4 月宏观数据有所回落，短期宏观担忧情绪抬头

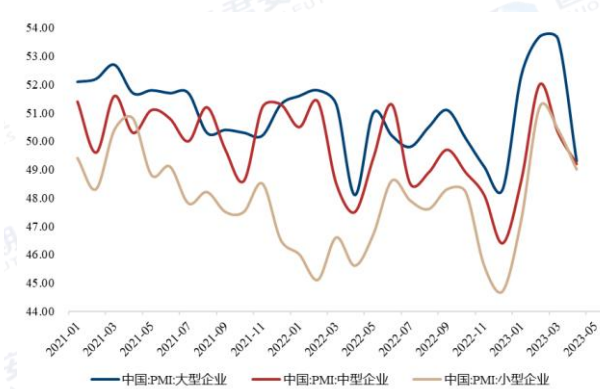
4 月，宏观数据因去年疫情影响下的低基数而出现读数上的大幅波动。不过，参考去年同期偏低的同比读数，以及环比来看，经济数据表现转弱。譬如，4 月工业增加值 5.6%，但去年 4 月同比为 -2.9%；此外，环比为 -0.47%。这是 2011 年以来唯四的环比负增长，前三次分别是 2020 年 1 月、2 月和 2022 年 11 月，都是在疫情扰动较大的时点出现。当前在疫情扰动消失情况下依然出现工业增加值环比转负，超出市场预期。4 月社会消费品零售总额同比 18.4%，同样也是在去年 4 月 -11.1% 的低基数上产生，若从两年平均来看，2023 年 4 月为 2.6%，低于 2023 年 3 月的 3.3%，读数出现回落。从房地产投资方面来看，在 2022 年 4 月 -10.1% 的低基数基础上，今年 4 月同比为 -16.2%，进一步恶化。此外，从房屋新开工来看，同比 -28.3%，已开始向去年疫情严峻时期靠拢。此外，从 5 月官方制造业 PMI 创年内低点等数据，以及高频的地产销售数据来看，整体上，在经历过疫后以及春节后的 V 型反弹后，国内经济在金三银四出现明显的下行压力。另一方面，在传统投资动能回落情况下，政策面对于地产、基建的政策力度维持平淡，未出现任何加码托底的信号，使得相关商品等金融市场的走势出现明显回落。

图 6：4 月数据表现转弱



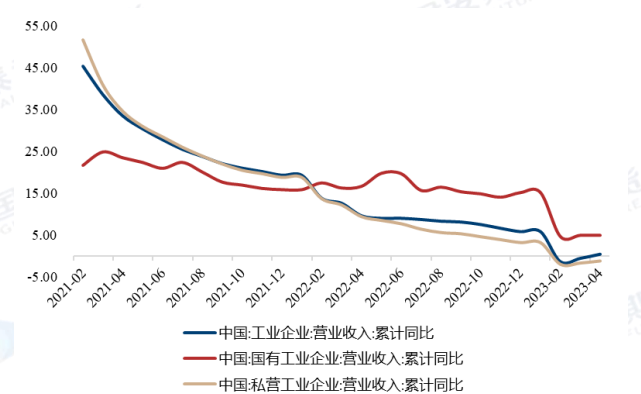
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 7：PMI 回落迅速，大型企业短期优势不再



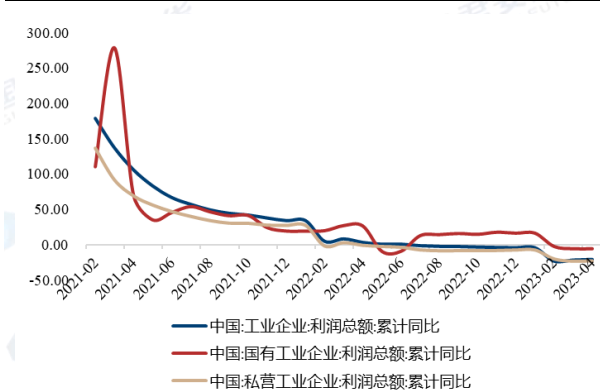
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：营收持续边际改善，累计同比已转正



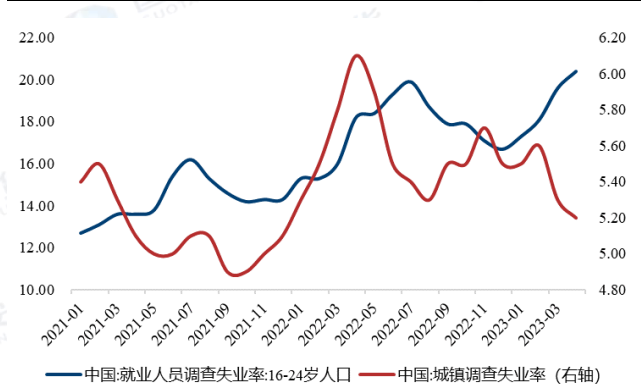
资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 9：利润增速仍未负值，私营企业较为挣扎



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：结构性失业率高问题持续



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.3 海外宏观：风险事件萦绕、宏观数据表现参差不齐

海外方面，5月份美国宏观数据表现参差不齐。一方面，周期类指标如美国ISM PMI虽整体表现仍旧疲弱处于收缩区间，但较上个月有所企稳；密歇根消费者信心指数继续走低；欧元区PMI尤其是制造业PMI继续向深度收缩区域滑落。另一方面，美国就业数据仍旧展现韧性，职位空缺数重新回到1000万之上，企业雇佣需求指标亦较上月有所反弹。

尽管存有衰退预期，但基于当下宏观数据的表现，美国“衰退交易”仍旧无法形成共识，5月份海外情绪主要受风险事件牵扯，先后是区域性银行危机和美国债务上限谈判。一是美国区域性银行危机，其本质是升息环境下的利率敏感型行业风险的新范式，虽然在较为迅速的政策应对下形成系统性风险的可能性不高，但我们认为在高息环境下银行业风险并未实质性解除（当前美国BTFP等工具的使用量仍旧较高），同时我们认为银行业风险继续构成信用紧缩传导。二是美国债务上限牵扯市场情绪，目前众议院已经通过债务上限法案，美国政府违约风险缓解，短期风险偏好情绪有望反弹。

3. 6月宏观展望

当前的问题在于**市场的预期极度悲观**，房地产销售、城投债等风险的传播度与影响在近期显著放大，打压了几乎所有的资产。而**政策端定力较足**，始终没有**超预期的支持政策出台**使得市场不相信宏观经济可以通过自我调节逐渐转暖、复苏的故事。我们认为，在海外环境相对稳定以及当前资产计入较多悲观预期的前提下，任何超预期的利好将带来短期风险资产的反弹。中期来看，经济周期向上的方向不变，但是存在用时间换空间的可能性。

展望6月份，因我们将近期海外市场情绪主要归因为风险事件扰动而非经济基本面数据切实走弱，故而在债务上限谈判落地后，海外短期风险情绪有望缓解。同时我们高度关注近期海外宏观数据表现，如非农就业数据仍旧能录得月度增加20万人以上，则会强化海外经济韧性、利率预期向鹰派校正，则可能呈现美元、美债收益率走强，估值因素对权益和非美地区有所抑制，而大宗商品相对抗跌。但若非农就业数据回落至19万以下，则可能打断美元、美债收益率的涨幅，呈现“衰退式交易范式”下美债再度出现关键配置时间节点（10年期美债收益率在3.85%录阶段性高点）、美元指数反弹承压回落（104.5-105压力区间），在此环境下，权益资产表现继续强于商品，非美货币贬值阶段性缓解。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521