



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

宏观周刊

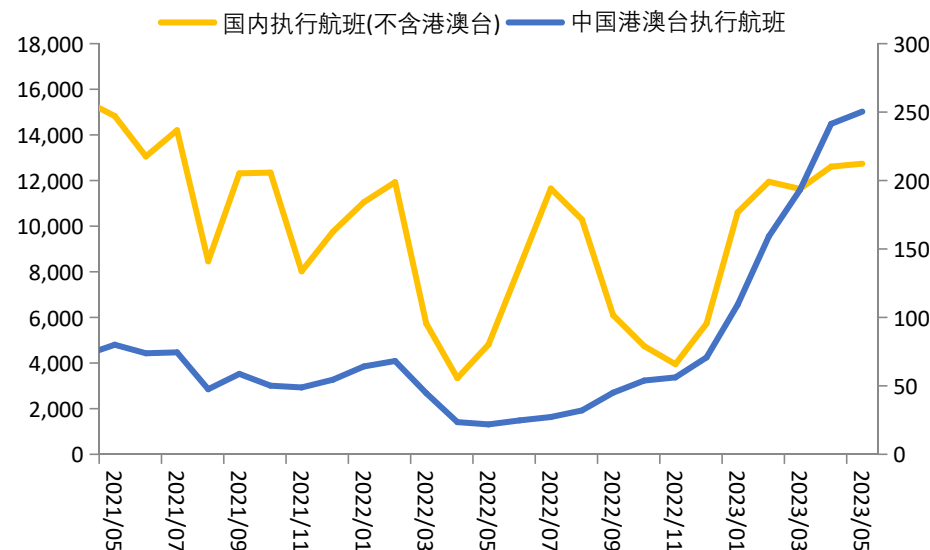
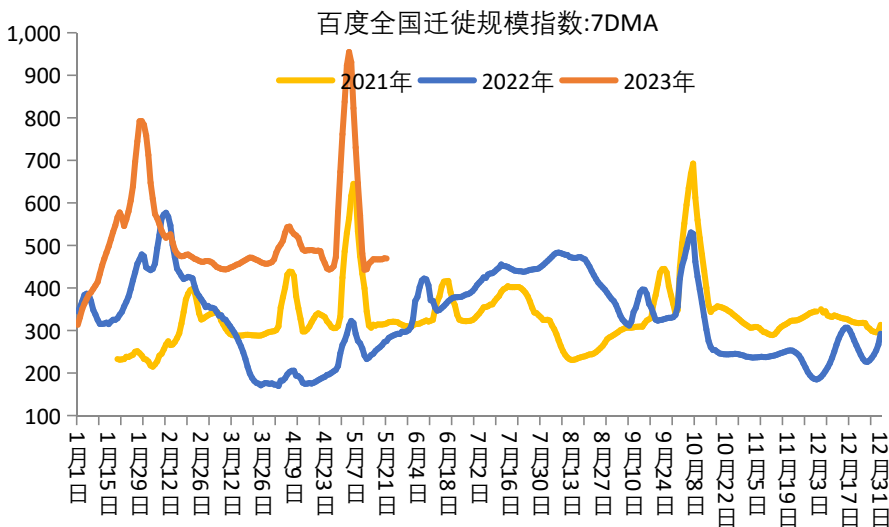
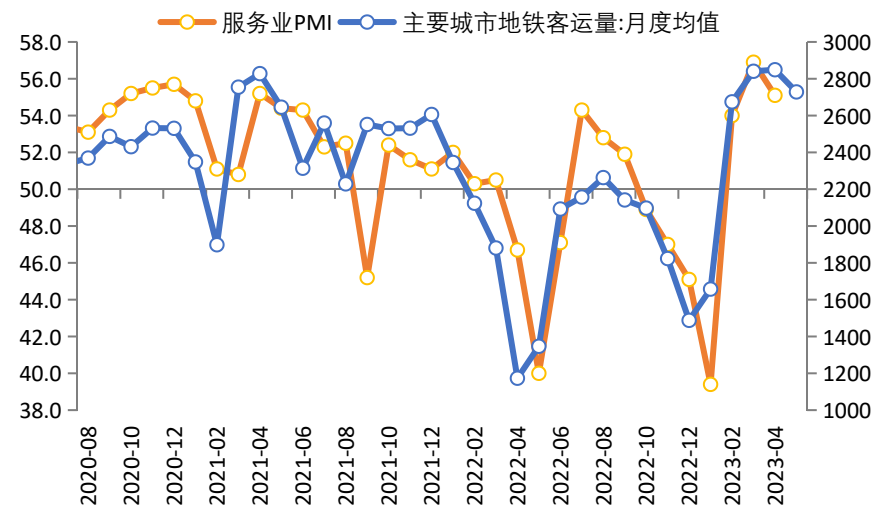
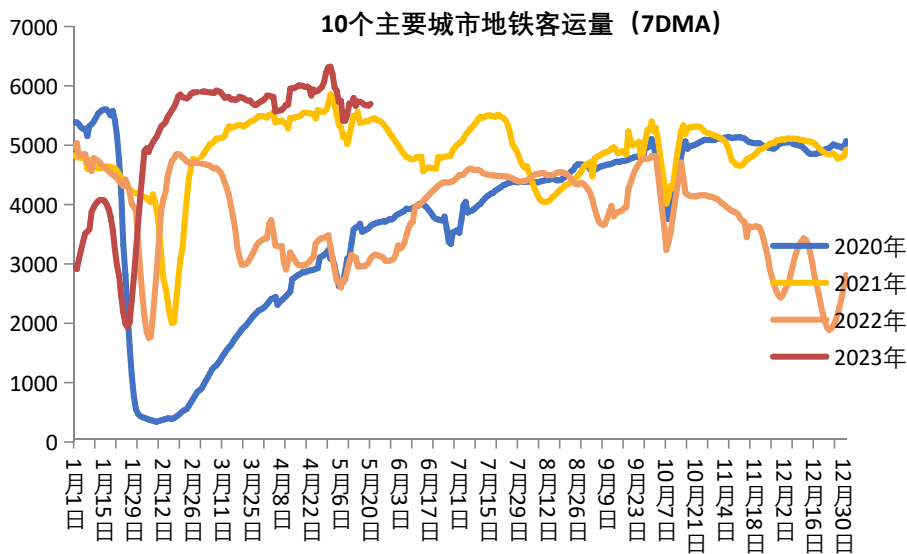
金信期货 研究院

2023/05/15-2023/05/21

➤ 高频数据跟踪

出行链条维持较高景气度，支撑居民消费活动的修复

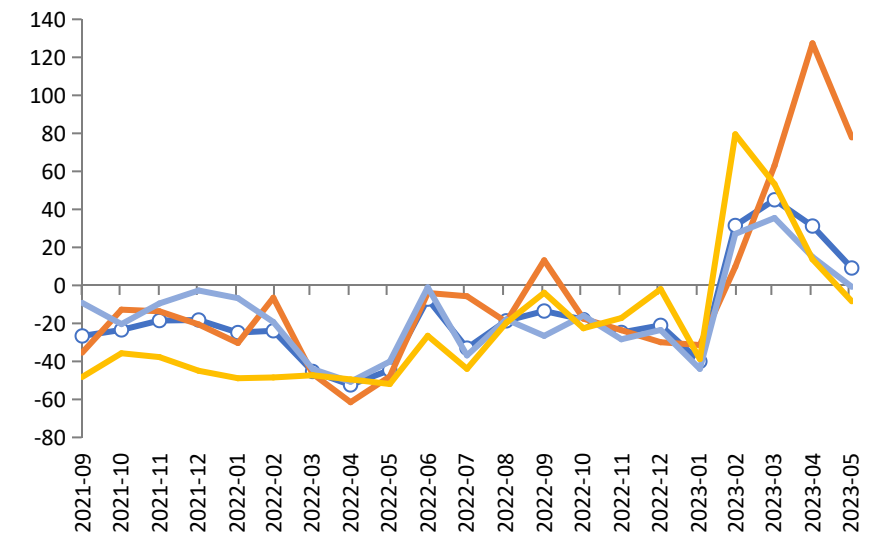
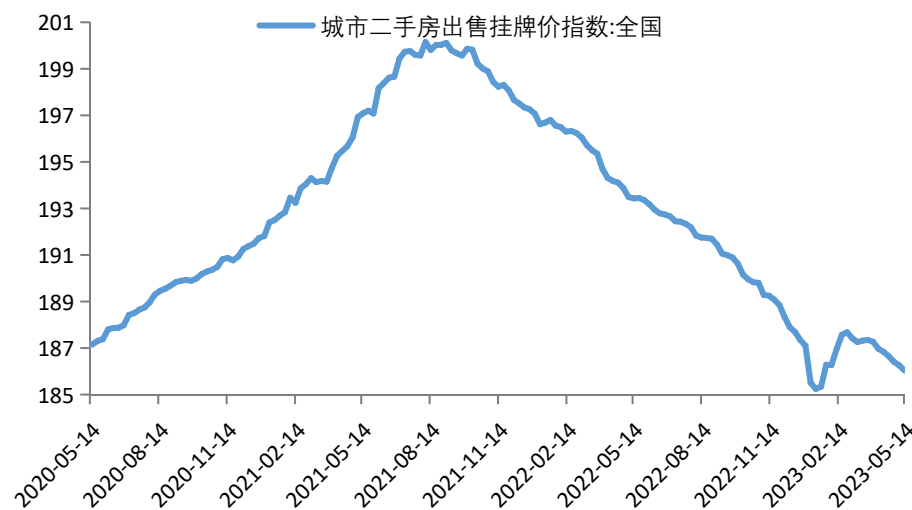
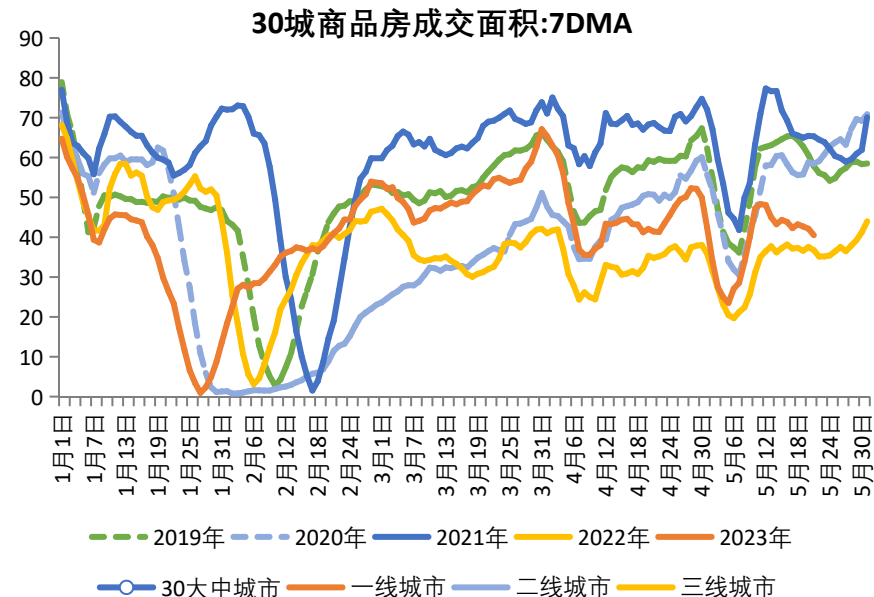
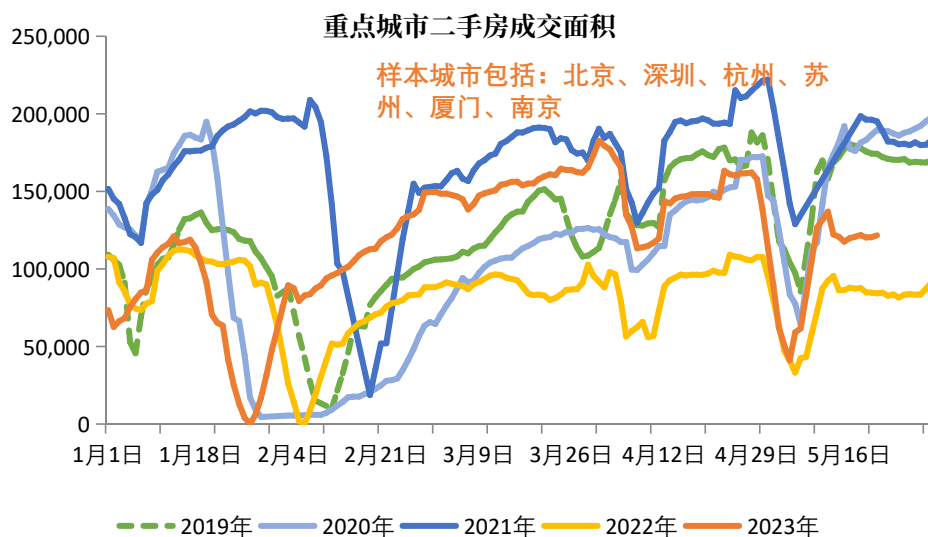
居民出行链条维持较高景气度，地铁客运量仍高于往年季节性，继续支撑居民消费活动的修复。



新房二手房成交均仍弱于往年

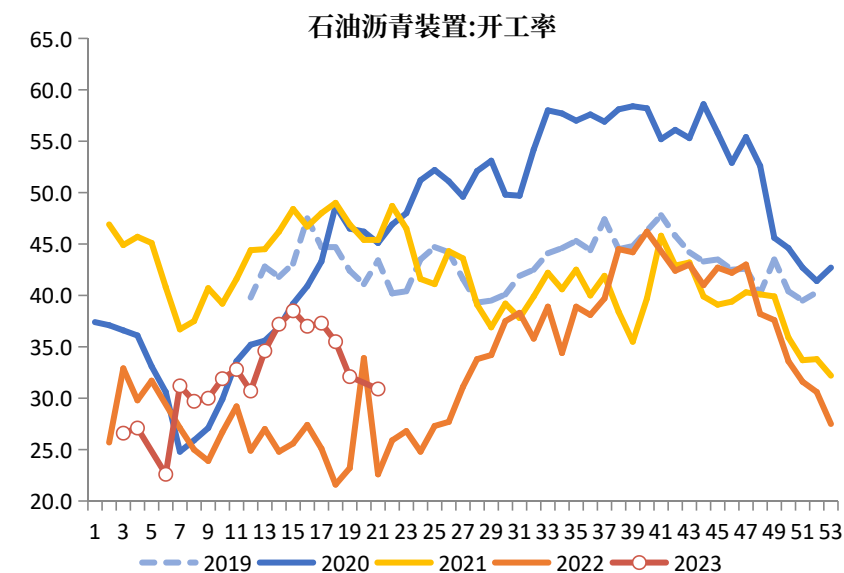
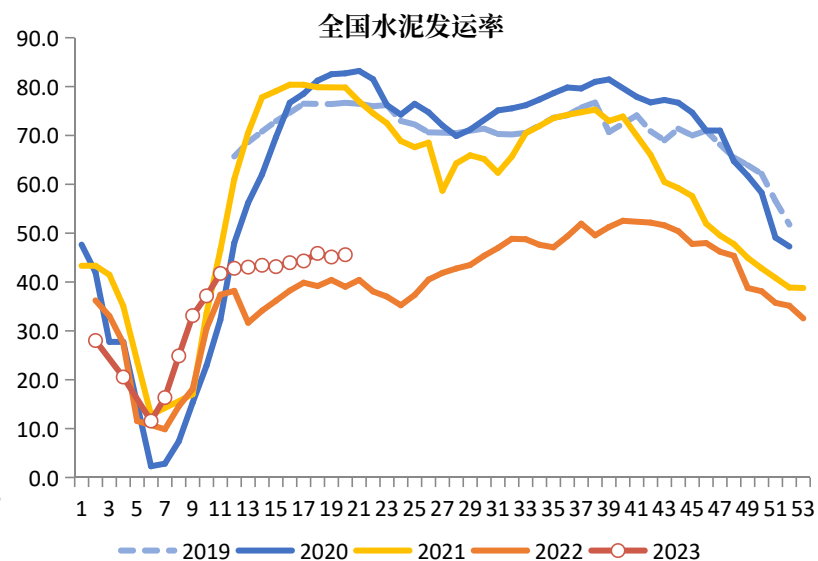
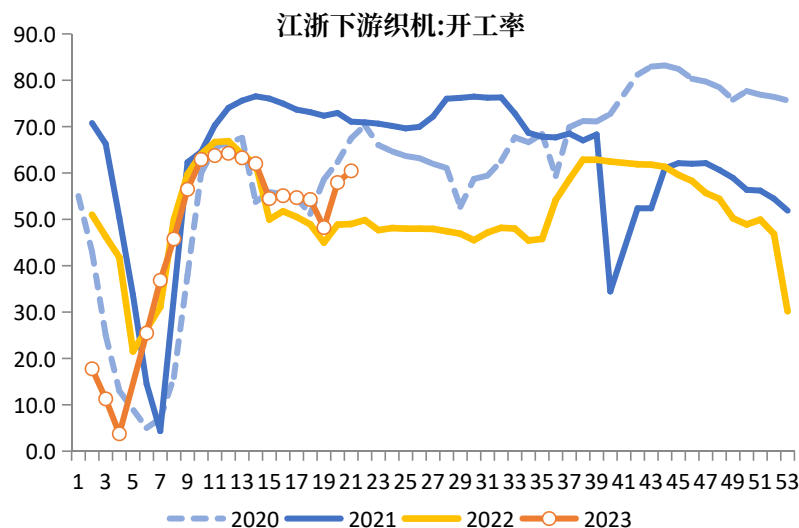
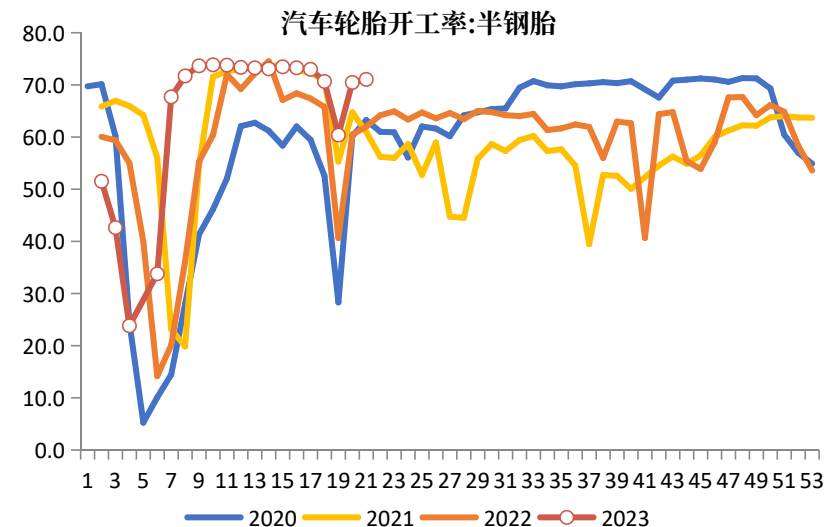
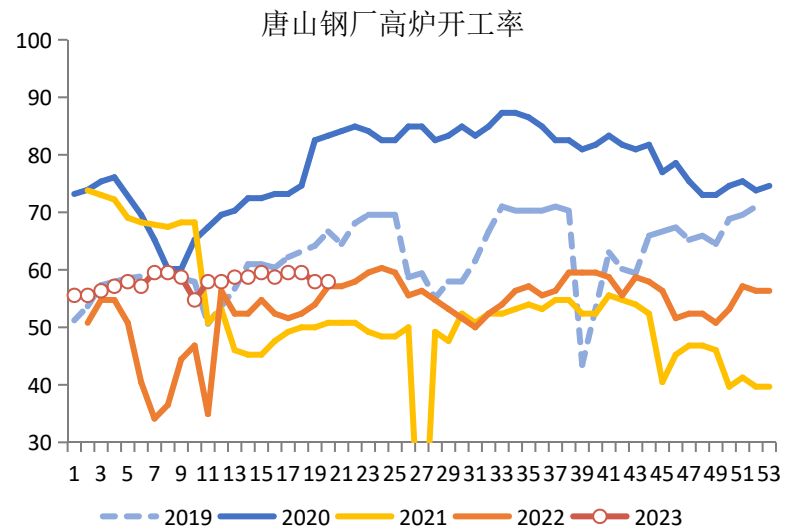
□ 上周新房和二手房成交面积变动不大，但仍然弱于往年同期，二手房挂牌价指数继续回落。在商品房前期积压需求释放后，地产需求的可持续性依然存疑。

□ 4月居民中长贷重回同比负增，居民观望情绪加重，后续地产供求的良性循环能否打通仍是居民信贷能否回暖的关键。



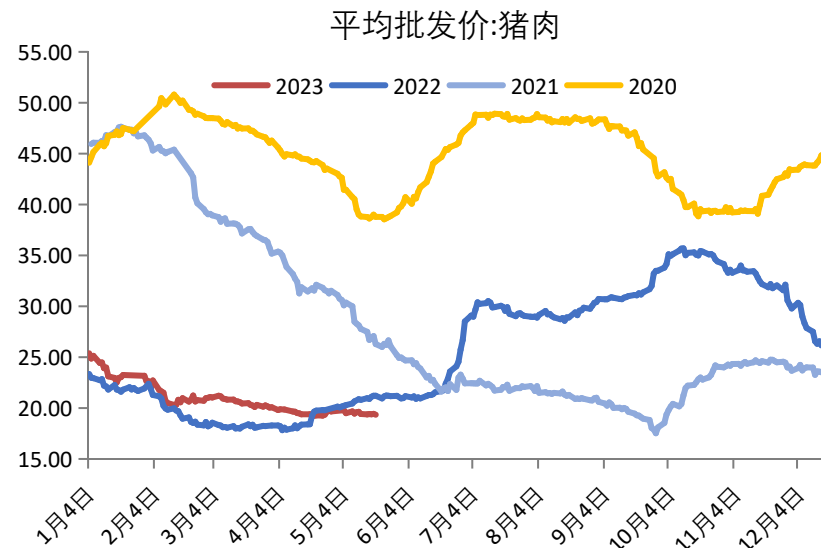
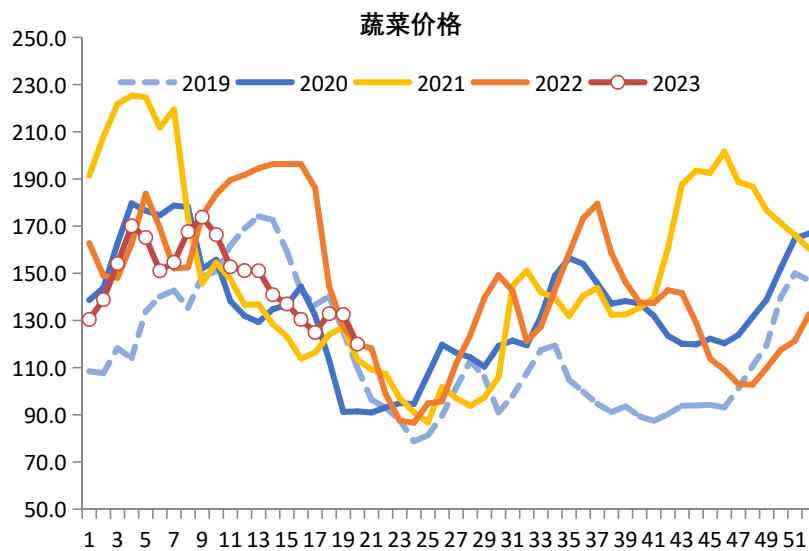
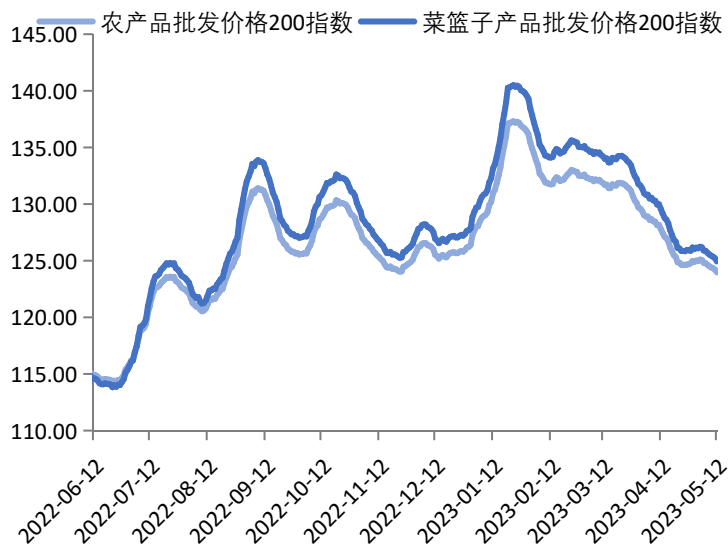
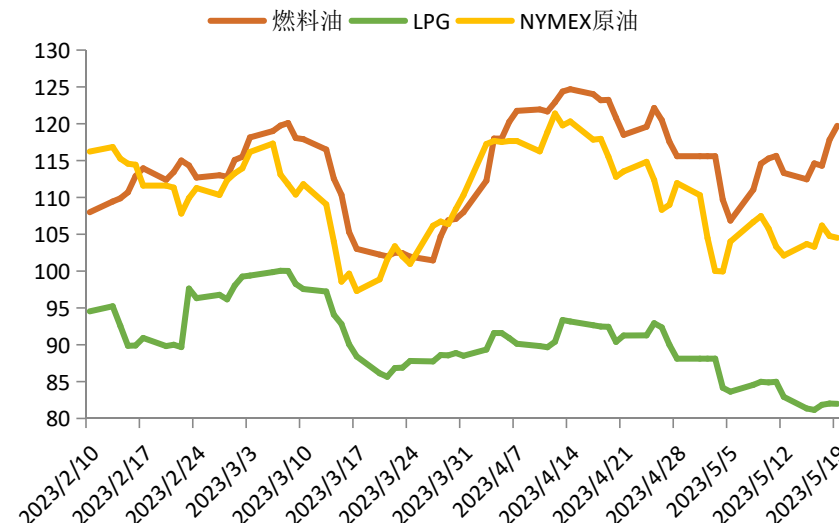
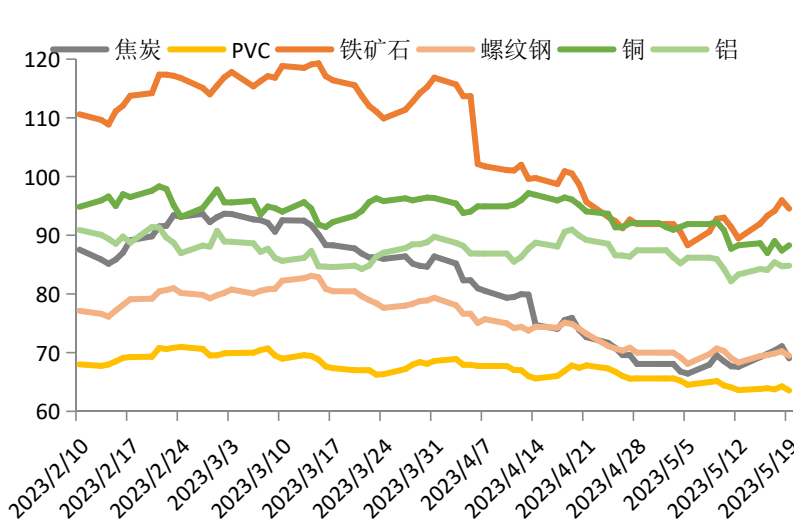
工业生产总体保持稳健，开工率多数回升

□ 工业生产总体保持稳健，开工率多数回升，高炉开工率、轮胎开工率、江浙下游织机开工率、水泥发运率均小幅回升，不过季节性淡季下石油沥青装置开工率仍继续下行，建筑业下游需求恢复仍偏缓慢。



工业品价格整体持稳，农产品价格环比回落

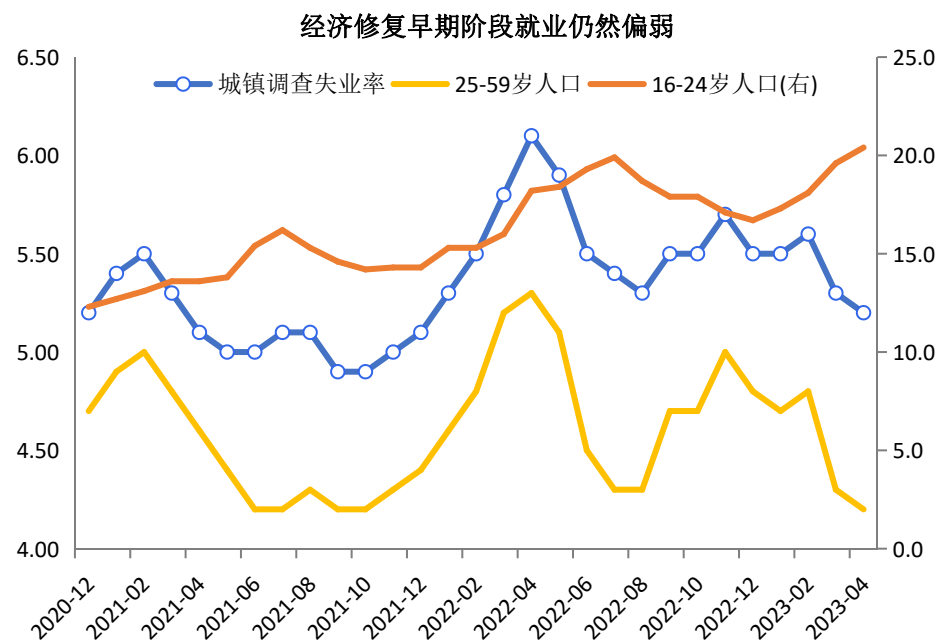
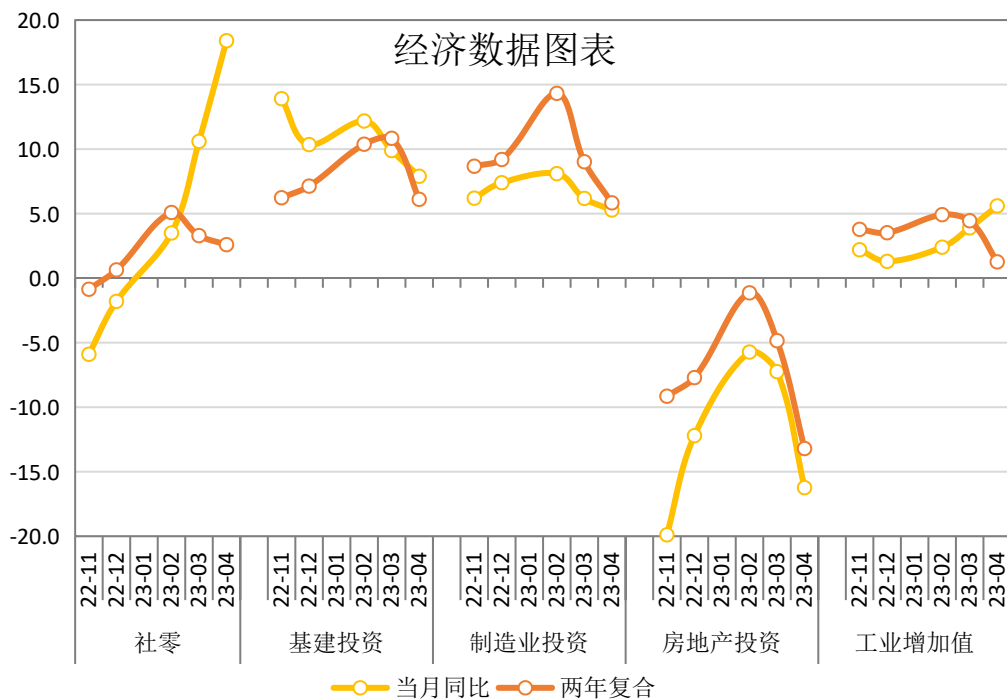
- 工业品价格整体持稳，国际油价低位回升，工业金属周内持稳，海外银行业风险和债务上限仍是扰动。国内原材料价格表现分化，经济修复不及预期以及地产需求恢复偏弱仍是负面扰动，铁矿石价格相对偏强。
- 农产品价格环比回落，蔬菜价格仍在回落，生猪价格低位运行，供需僵持博弈下猪价磨底。



➤ 国内经济基本面

经济修复进入环比走弱的“反复期”，政策博弈有待加强

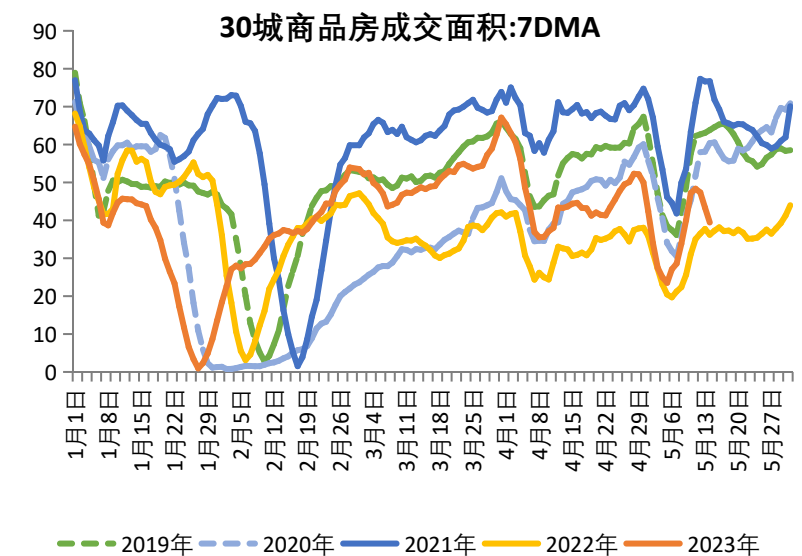
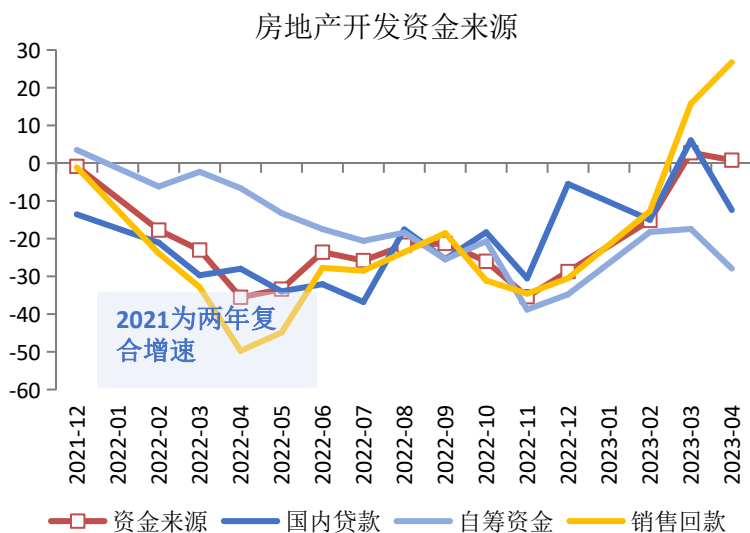
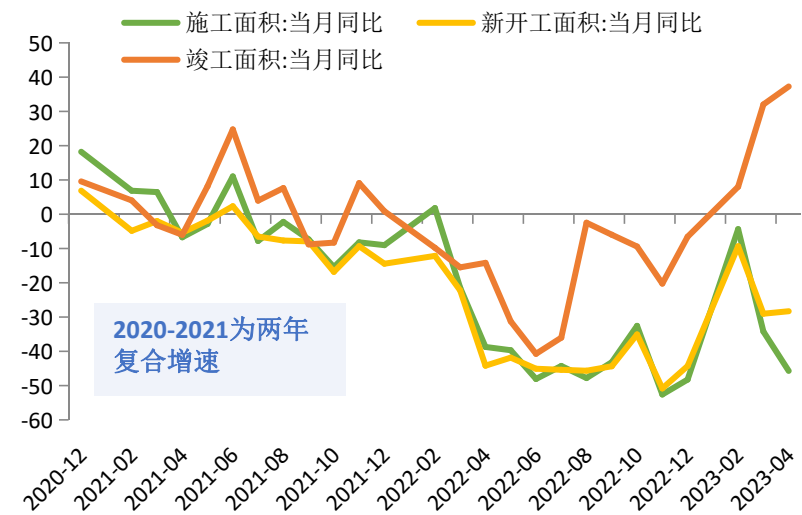
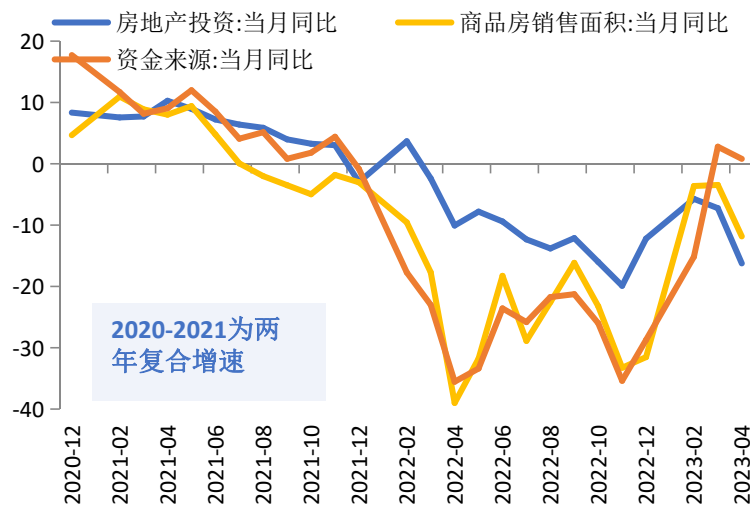
4月经济数据全面不及预期，修复动能从“补偿性”向“内生性”切换下，经济环比走弱，内生动能偏弱和总需求不足下经济复苏进入反复期。3月以来“就业→收入→消费”以及地产两大循环的修复未能持续，在本轮政策强调消费而非投资的拉动模式下，由出行链条向内生需求拉动的链条辐射较短且滞后性强，叠加当前价格端与库存的共振偏弱，内生循环的畅通仍需要时间，微观主体活力和预期仍然偏弱。



房地产投资低基数下进一步回落

地产投资低基数下进一步回落，“低开+强竣工”仍是地产投资数据的结构特征。房企现金流难言好转，基数效应下销售回款增速继续回升，但两年复合增速下滑，且融资性现金流增速均有明显回落。

居民和房企预期偏弱仍是地产端核心矛盾，当前地产链的改善程度尚不足以支撑地产良性循环的修复。预计全年销售呈现弱企稳状态，投资端修复仍偏滞后。一方面，前期积压需求释放后4月上高频销售放缓，居民房价预期仍未扭转；另一方面，现金流偏弱仍难支撑房企主动投资的意愿和动力。



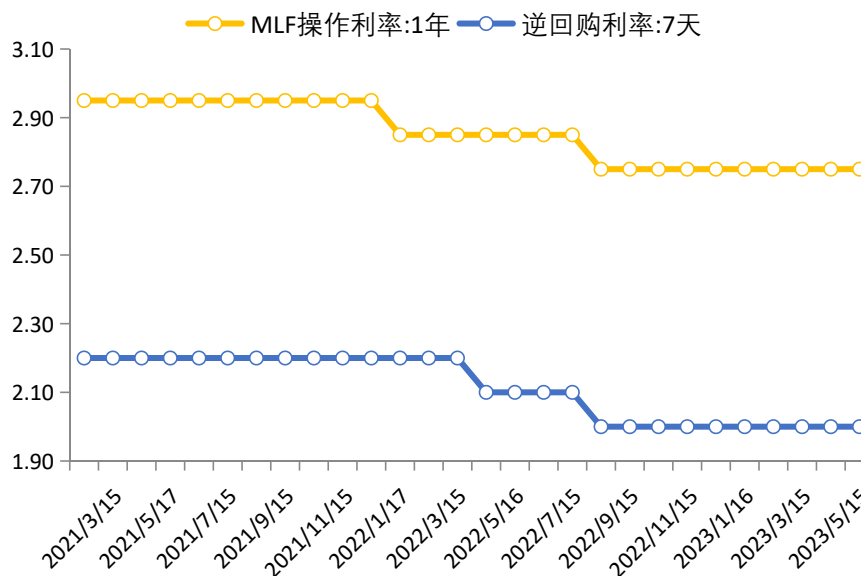
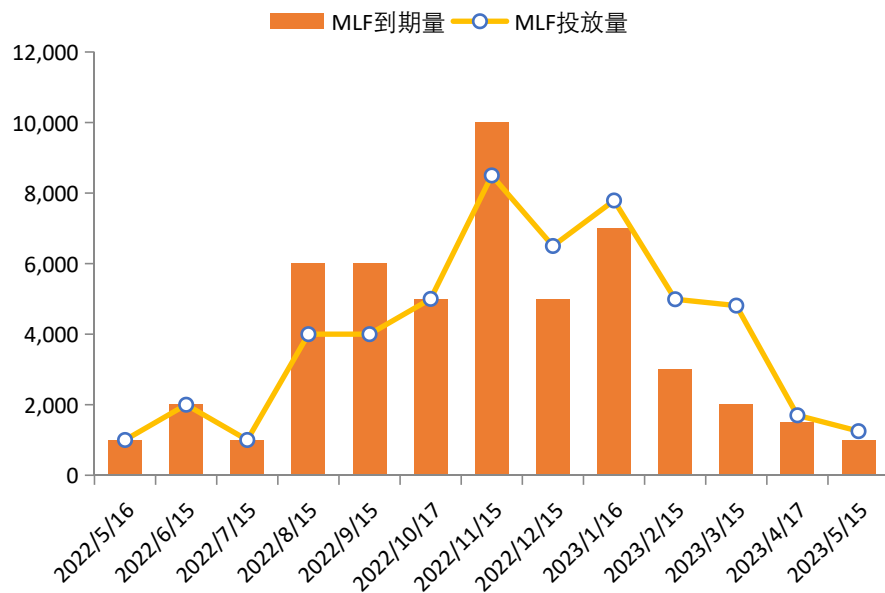
经济修复进入环比走弱的“反复期”，政策博弈有待加强

往后看，内生动能的修复存在空间但需要时间，政策“高质量可持续发展”诉求以及强调“就业-收入”而非投资拉动的方向下，总量政策克制保守，经济修复的弹性受到制约，弱修复格局难改。而随着经济复苏进入反复期，政策端博弈或将加大，由于二季度受低基数影响形成同比高点，因此年中或是潜在的时间窗口，“恢复和扩大需求”仍是政策重心，稳定微观主体预期。

月中MLF延续超额等价续作

5月15日，央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，日开展1250亿元1年期MLF操作和20亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为2.75%、2.0%，与前次持平，充分满足了金融机构需求。当日40亿元逆回购到期，5月共有1000亿元MLF到期。

5月MLF再次延续上月的小幅超量等价续作节奏，基本符合市场预期，二季度政策信贷投放力度有所回调，银行对中长期资金的需求下降，同时近期银行间市场流动性较为充裕，市场利率下行较快，也无需MLF操作大规模加量“补水”。



货币政策仍需保驾护航，但短期降息的必要性不强

结合一季度货币政策执行报告新增的“**保持利率水平合理适度**”，一方面实际利率要与潜在增速相匹配，另一方面利率决策避免大放大收，央行更需降低利率的整体波动以稳定微观主体预期。央行强调“**若利率长期过低，会带来产能过剩、通货膨胀、资产价格泡沫、资金空转等问题**”。

当前平均贷款利率已经处于历史低位，预计后续贷款利率继续下行的空间已经不大。政策利率方面，当前经济仍在在向潜在产出回归，叠加二季度大概率是同比读数高点、产业和结构性政策发力的当下，短期还看不到降息的必要性。宏观象限处于复苏初期，稳增长关键阶段货币政策仍需保驾护航，因此政策大概率仍将继续保持稳中偏松的流动性环境。

➤ 海外宏观

海外关注美国债务上限谈判进展

海外关注美国债务上限谈判进展，美国总统拜登表示，他已经为债务谈判做出自己的贡献，提出削减开支的建议。他不会同意为石油行业减税的提议。共和党人的大部分提议都是不可接受的。所有的四位领导人都同意，美国不能违约。此外，拜登和麦卡锡将于周一会面，双方代表恢复债务上限谈判。

美国财长耶伦表示，美国在**6月15日之前偿还所有债务的可能性“相当低”**；在未付账单上需要做出艰难的选择，同时美国必须支付未偿债务的利息，还有社会保障的义务。美联储卡什卡利：**对6月份放弃加息持开放态度**；但我目前反对任何宣布我们已经停止加息的声明；可能在下次美联储会议上支持维持利率不变。

本轮债务上限与2011年更像，且“僵局”被打破的难度更大。一方面，国会的分裂加大了两党达成协议的难度，且由于民主党本身倾向于增加政府开支、扩大财政赤字，而共和党更倾向于缩减政府开支、减少财政赤字，**因此当民主党为执政党，且国会分裂时，两党达成协议的难度更大**。另一方面，X-date早于预期，留给两党协商的时间较短。

海外关注美国债务上限谈判进展

随着最早6月初X-date的临近，留给两党的谈判时间已经不多。我们认为，由于两党间对于削减支出的分歧以及强硬的态度，通过任何一方迅速妥协得以在X-date前达成债务上限协议的可能性相对较小，而通过短期暂停债务上限（几个星期到几个月）为白宫和国会磋商争取更多时间可能是概率较大的情形，对于金融市场来说，避险情绪持续时间的拉长也或将增加对经济和资产价格的波动。同时不排除美国政府在X-date后暂时停摆、关门，实体需求减速、金融市场动荡最终倒逼两党达成妥协（如2011年信用评级下调和2018年政府停摆），届时经济衰退风险也将进一步上升。

海外关注美国债务上限谈判进展

	“债务上限危机”的可能解决方案	可能性和危害
情形1	X-date前短期暂停债务上限（几个星期到几个月），为白宫和国会磋商争取更多时间	较大 ，已纳入白宫和议员们的考虑中，但因拉长了债务上限谈判的战线，市场避险情绪持续时间拉长，增加了对经济和资产价格的波动
情形2	X-date前达成债务上限协议，签署立法提高或暂停债务上限，两党或各有让步	较小 ，对经济和金融市场的损伤较小
情形3	X-date后政府停摆，民主党让步同意削减财政支出以换取共和党同意提高债务上限，实体需求减速、金融市场动荡最终倒逼两党达成妥协	不排除发生 ，金融市场动荡叠加政府削减财政支出，经济衰退风险进一步上升
情形3	众议院民主党人启动的“放行请愿”程序成功，可绕过共和党领导人直接将提高债务上限的草案提交全院表决。	较小 ，需获得218名众议员的支持（目前众议院为213民主党 + 222共和党的组合），获得难度较大
情形4	X-date后两党仍未达成妥协，拜登援引宪法修正案第14条、或发行“统一债券”、铸造新币等突破债务上限	较小 ，将招致共和党的强烈反弹，或上诉至最高法院。不确定性可能导致金融市场发生动荡，并拖累经济增长和通胀
情形5	联邦政府债务违约	极小 ，历史上债务上限危机曾导致美国主权信用评级下调、政府短暂停摆，但从未发生联邦政府债务违约，否则将引发全球经济风险。

➤ 资产价格

市场交易核心重回政策端博弈，分化式复苏下资产价格波动加大

从资产价格来说，近期股债商资产价格的表现反映了市场对于经济复苏不确定性的担忧，经济修复斜率放缓带来金融市场的调整压力。不过近期PMI、通胀、信贷等一系列数据不及预期下，市场预期已有所修正，前期共振偏极致下，4月经济数据或不构成当前宏观交易的主要变量，市场交易核心或重回政策端博弈。而在“总需求不足+分化式复苏”路径下，也带来今年资产定价的趋势弱化和波动加大的格局。

股市：短期仍处在“经济弱复苏+政策偏温和+存量资金博弈”下的震荡格局中，中期经济修复趋势延续和政策博弈或打开上行空间。分化式复苏结构下股指仍缺乏趋势性机会，存量资金博弈下板块轮动加快。

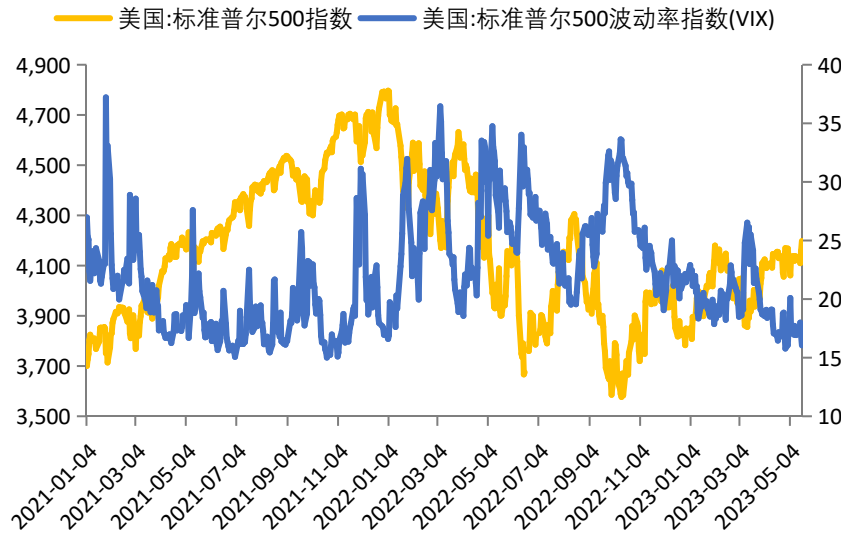
债市：进入再平衡器，长端利率进入2.6-2.7%的阻力位，但基本面共振极致下债市对昨日低于预期的经济数据并无过多反应，后续或对利好逐步钝化。

商品：国内需求端回暖不及预期，地产投资尤其前端开工仍然偏弱，不过黑色系商品前期调整较大+市场减产预期下，短期市场情绪有所修复下或偏震荡。

海外资产价格短期受债务上限危机的影响

随着X-date的逐步临近，近期美国信用违约掉期（CDS）飙升，已超过2011年2013年债务危机时期，如果债务上限的危机加剧，美债风险溢价的上升也无疑将冲击全球金融市场，金融条件收紧和财政支出受限也将拖累美国经济增长，金融市场剧烈波动以及经济衰退预期升温下，美联储或不得不提早转鸽，强化和提升6月暂停加息以及下半年降息的预期。

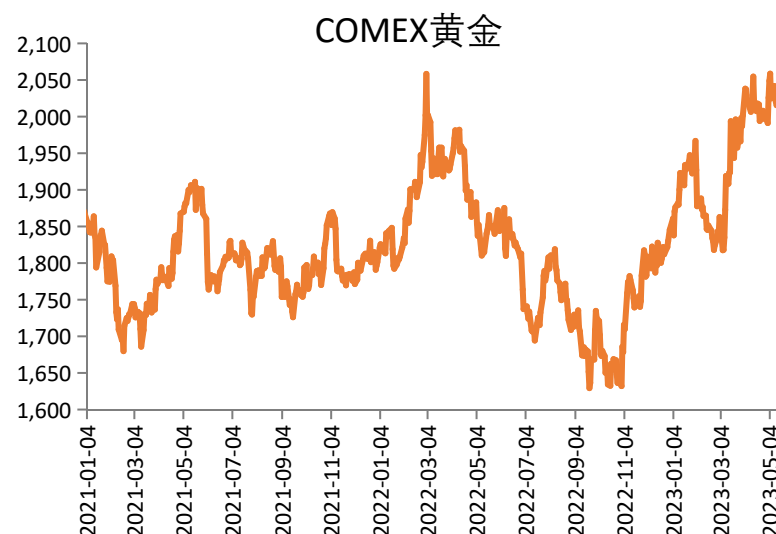
当前3个月期美债利率已升至2001年2月以来最高水平，3月底以来美股呈窄幅波动走势，预计在本次债务上限问题最终解决之前，短端美债仍将继续承受抛售压力，而避险情绪和经济增长放缓将推动长端收益率下行，美股则可能仍面临一波快速调整。



海外资产价格短期受债务上限危机的影响

同时美元指数自去年Q4开始进入下行通道，除了债务上限引发的美国主权信用危机之外，当前美元尚未充分计入美联储政策转向预期以及去美元化的影响，因此我们仍保持看空美元的观点，而叠加加息周期尾声以及美国经济衰退渐进的影响，黄金中长期趋势仍然偏多。

不过考虑到当前就业数据和通胀韧性仍然较强，三季度或难给出降息信号，短期需要对美债、美股、黄金等较为充分计入了下半年降息预期的资产保持一定的谨慎。



国内：

- 5月22日，全国银行间同业拆借中心将公布5月一年期、五年期以上贷款市场报价利率(LPR)；
- (5月22日-5月26日)共有62家公司限售股陆续解禁，合计解禁26.6亿股，按5月19日收盘价计算，解禁总市值为557.85亿元；
- 本周央行公开市场将有100亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期20亿元；
- 2023中关村论坛将于5月25日至30日在京举办；

海外：

- 5月25日，美联储将公布货币政策会议纪要；
- 持续关注美国债务上限谈判进展，美国财政部长耶伦和国会预算办公室近期相继发出警告，称触及债务上限最早可能于6月1日发生。拜登将与麦卡锡就陷入僵局的债务上限谈判通话。
- 欧盟成员国外长可能于5月22日就第11轮反俄制裁达成一致。
- 法国、德国、英国、欧元区5月制造业PMI初值、英国5月服务业PMI、欧元区3月季调后经常帐、美国5月Markit制造业和服务业PMI初值。



谢谢大家!

金信期货 研究院

重要声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解。分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了分析师的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。分析师不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得任何形式的报酬或利益。

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。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或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

金信期货投资咨询业务资格：湘证监机构字[2017]1号

投资咨询团队成员：姚兴航（投资咨询编号：Z0015370）、王志萍（投资咨询编号：Z0015287）、黄婷莉（投资咨询编号：Z0015398）、汤剑林（投资咨询编号：Z0017825）、曾文彪（投资咨询编号：Z0017990）、杨彦龙（投资咨询编号：Z0018274）、孙皓（投资咨询编号：Z0018702）。