

二〇二三年五月

国际国内经济形势分析

二〇二三年六月二十六日

目 录

一、国际经济形势	7
(一) 国际主要经济体经济形势	7
1、美国	7
2、欧元区	11
3、日本	15
4、俄罗斯	20
5、印度	23
6、越南	25
(二) 国际大宗商品价格趋势	28
1、黄金	28
2、石油	30
3、人民币汇率	34
二、国内经济形势	36
(一) 国内主要经济指标	36
1、国内生产总值(GDP)	37
2、居民消费价格指数(CPI)	37
3、全国工业生产者出厂价格(PPI)	38
4、固定资产投资	39
5、财政收入	40

6、对外贸易进出口	41
7、狭义货币、广义货币 (M1、M2)	42
8、工业增加值	43
(二)国内大宗商品价格趋势	43
1、钢铁	44
2、铜	48
3、焦炭	50
4、水泥	54
5、铝	56
6、房价	60
三、国际国内热点	63

国际国内经济形势分析报告

总 论

全球经济复苏加快，全球经济呈现出了新领域和新的竞争格局，全球经济增长趋势的背后是经济体系的差异化。未来 10 年里，新兴国家的经济将继续保持增长，而发达国家的经济增速则会变得更加缓慢。新技术和新业态为新兴国家带来了机会，海外市场的拓展为其带来了更多的机会和挑战。同时，由于新兴国家的开放和自由化不断加深，全球化趋势在全球各个领域都已逐渐形成；由于全球贸易状况的变化和地缘政治的不确定性，全球经济发展依然承压。尽管全球经济现状正在不断好转，但仍受到多重不确定性因素的影响，许多经济体面临增长疲软、通胀居高不下和债务水平创新高问题。同时，发达经济体的金融压力可能产生更广泛的溢出效应，可能会使新兴市场和发展中经济体的情况变得更糟，导致金融风险的蔓延。

美国经济保持韧性，经济的表现好于预期。美国 2022 年 GDP 总额为 25.46 万亿美元，2023 年美国一季度 GDP 环比预计增长 2.0%；美国 5 月 CPI 同比上涨 4%，环比上涨 0.1%。这是美国 CPI 数据自 2021 年 3 月以来的最小同比涨幅；在就业方面，美国 5 月新增就业 33.9 万人 失业率升至 3.7%。服务业强劲支撑美国经济复苏。

欧元区经济复苏遭遇多重风险扰动。2022 年欧元区国家国内生产总值约为 16.6 万亿美元；欧元区 5 月调和 CPI 同比增长 6.1%，环比下降 0.9%。虽然欧元区第一季度经济增长环比小幅扬升，但是复苏还较为脆弱。除了制造业疲软、通胀生态顽固两重现实负面力量的钳制外，欧元区经济增长接下来还会面临许多变数。

日本经济持续修复。日本 2023 年一季度实际 GDP 环比增长 0.4%。日本 5 月核心 CPI 同比上升 3.2%，21 个月连涨。日本经济表现出更强的通胀预期和更高的加杠杆意愿。日本财政刺激、政策导向、企业库存回补与贸易条件改善促成了经济的回升。

俄罗斯经济依然坚挺。2022 年俄罗斯国内生产总值（GDP）下降 2.1%；俄罗斯在面对的西方制裁的情况下，国内消费市场面临冲击，能源和外贸面临结算困难，经济却没有遭遇崩盘。主要得益于能源出口和卢布的稳定。但是劳动生产率下降、专业人才短缺、经济结构单一，仍是掣肘俄罗斯经济发展的重要因素。

印度经济或将陷入中等收入陷阱。本财政年度第一季度的实际 GDP 增长率为 7.8%；5 月印度 CPI 年率降至 4.25%。虽然印度前几季度经济恢复情况还不错，但是恢复数据中的结构性问题并没有完全解决。另外印度的就业数据并不乐观，大量的人才外流也会让印度失去竞争力和创造力。

越南的经济活力陡然放缓，出现经济失速。2022 年，越南 GDP 总值为 4090 亿美元；2023 年 5 月，消费价格指数(CPI)环比增长 0.01%，同比增长 2.43%。在全球经济周期变化的大背景之下，越南经济面临外需疲软，内部不振，经济承压导致经济急速放缓。

2023 年，一季度国内生产总值（GDP）284997 亿元，同比增长 4.5%；2023 年 5 月份，CPI（全国居民消费价格）同比上涨 0.2%；2023 年 5 月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降 4.6%，环比下降 0.9%；2023 年 1-5 月，全国固定资产投资 188815 亿元，同比增长 4.0%；2023 年 1-5 月累计，全国一般公共预算收入 99692 亿元，同比增长 14.9%；2023 年 1-5 月份，货物进出口总额 34460 亿元，同比增长 0.5%；2023 年 5 月末，广义货币（M2）余额 282.05 万亿元，同比增长 11.6%；2023 年 1—5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%。

5 月份，经济运行总体上延续恢复态势。坚持稳中求进工作总基调，着力推动高质量发展，稳增长稳就业稳物价政策效应持续显现，生产需求逐步恢复，就业和消费价格总体稳定，经济运行保持恢复态势，发展质量持续提升。5 月份，生产需求主要指标同比增速有所回落，主要由于上年同期基数抬升影响，剔除基数因素影响，经济运行总体平稳。去年 4 月份国内经济受疫情冲击影响比较大，5 月份以后经济呈

现明显回升态势，相应基数明显提高。生产供给持续增加；消费和投资逐步恢复；外贸韧性继续显现；就业和消费价格总体稳定；高质量发展稳步推进。但也要看到，国际环境依然复杂严峻，世界经济增长乏力，国内经济恢复向好，但市场需求仍显不足，一些结构性问题比较突出，推动经济高质量发展仍需要加力。

5月大宗商品的价格变化情况。5月**金价**蓄势反弹。因美联储主席鲍威尔暗示将进一步加息，导致美元走强。美国劳动力市场趋于疲软，2024年总统选举前的政治紧张局势也在加剧，金价有望复苏；**原油**价格震荡下跌，美联储主席鲍威尔国会作证时暗示年底前可能再加息两次，市场对经济增长放缓并削弱原油需求的担忧加剧，国际油价大幅下挫。不过，美国原油库存下降和俄罗斯向欧洲供应天然气进一步减少，或限制了油价进一步下跌空间；**人民币**兑美元汇率逼近7.2。高企的中美利差、出口商结汇意愿弱、境外中国上市公司分红购汇等都导致人民币面临较高的季节性压力。不过，汇率变化仍由市场驱动，央票的发行将吸收离岸人民币的流动性，起到支撑汇率的作用。5月**钢材**价格呈下跌趋势，实际需求较弱市场逐步进入淡季，现货市场交投氛围不佳，价格整体偏弱运行。部分房地产开发企业资金压力，影响楼市预期，需求季节性压力较大，宏观政策面或将成为后期钢价走势影响逐渐走入弱，预计钢价仍有下调空间，料市场震

荡偏弱；5月沪**铜**承压回落。欧美 PMI 数据再度点燃海外衰退预期，美债问题引发市场恐慌，国内复苏难见起色，需求不及预期，铜价再度破位。月末伴随美债上限问题基本得到解决，宏观避险情绪消退，国内期待进一步刺激政策出台，工业金属普遍反弹，铜价重心上移；5月**煤炭**市场以震荡回落为主，煤价跌至三年前主管部门的限价区域。从煤炭内外价差、各环节库存、供需情况来看，短期来看市场并不看好，或维持偏弱态势，港口承压明显，煤价保持低位震荡走势；5月**水泥**行业行情低迷、产能过剩局面依旧严峻。供需失衡的格局下，单一的产业结构已无法支撑企业立足当前复杂的市场形势。行业正式进入淡季，市场竞争激烈，企业库存普遍高位承压，预计近期水泥价格仍将延续跌势；5月沪**铝**整体走势也偏弱，震荡回调，随着月末美债上限危机暂解，铝价迎来反弹契机，但经济衰退阴影难除，且基本面尚未有明显的好转，传统消费淡季将至，尽管今年季节性淡旺季转换征兆不明显，铝价重心仍存下移可能；5月**房地产**上涨动力继续减弱，房价上涨的城市数量有所减少。在高库存和半年度资金回笼考核压力下，确实存在一些地方出现了降价过快的现象。另一方面，目前新房价指数环比涨幅连续两个月收窄，这也意味着没有延续一季度回暖的态势。

国际国内热点方面。一是 2023 年一季度全球商品和服务贸易积极增长。联合国贸易和发展会议日前发布的《全球

贸易更新》报告显示，2023 年第一季度，全球商品和服务贸易在连续两个季度呈下降态势后出现积极增长。报告指出，2023 年前 3 个月，全球货物贸易较 2022 年第四季度增长 1.9%，增加约 1000 亿美元，全球服务贸易增长约 500 亿美元，环比增长约 2.8%。二是房贷利率下降利于稳预期。6 月 20 日，1 年期贷款市场报价利率（LPR）下降 10 个基点至 3.55%，5 年期以上 LPR 下降 10 个基点至 4.2%。由于目前 99% 的房贷利率与 5 年期以上 LPR 挂钩，所以这意味着房贷利率将再次下降。此次房贷利率下降，涉及面更广、涉及群体更多。与此前新发放、首套房贷款利率下降不同的是，本次房贷利率下降涵盖新发放贷款、存量贷款，以及首套房贷款、二套房贷款。三是保险+信托能否撞出火花。截至今年 1 月，保险金信托新增规模达 89.74 亿元，环比增长 67.05%。2023 年 3 月，原中国银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》，旨在通过完善信托业务分类体系，引领信托业发挥信托制度优势有效创新，丰富信托本源业务供给。信托业分类新规已于今年 6 月 1 日正式实施。

一、国际经济形势

美国经济的表现好于预期，服务业强劲支撑美国经济复苏；欧元区经济复苏还较为脆弱，经济增长接下来还会面临许多变数；日本经济持续修复，表现出更强的通胀预期和更高的加杠杆意愿；俄罗斯经济依然坚挺，主要得益于能源出口和卢布的稳定；印度经济或将陷入中等收入陷阱，大量的人才外流也会让印度失去竞争力和创造力；越南的经济活力陡然放缓，出现经济失速。

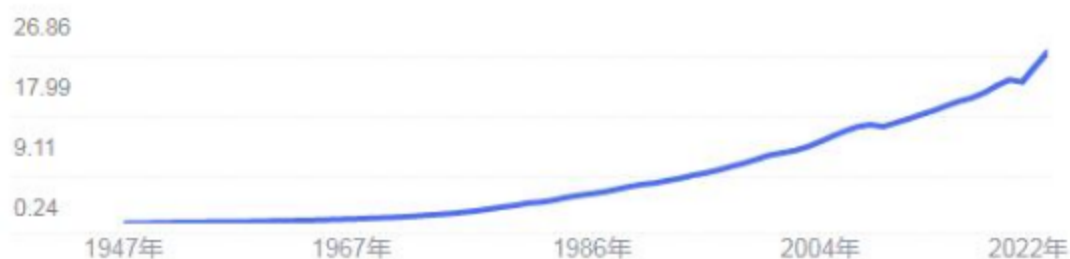
（一）国际主要经济体经济形势

1、美国经济发展形势

美国经济保持韧性，经济的表现好于预期。美国第一季度大部分增长是由经济的主要引擎消费带动，美国家庭在服务方面的支出比最初的预期的要坚挺；服务业强劲也是支撑美国经济的关键力量。美国 5 月份继续出现双速经济，制造业的低迷与服务业的复苏形成鲜明对比。随着支出从商品转向服务，旅游、娱乐和休闲等行业正在享受新冠疫情后的小幅繁荣。

在经济发展速度方面，美国一季度 GDP 环比预计增长 2.0%，个人消费支出是主要增长驱动力。非住宅投资可能增长 2.0%，住宅投资下降 7.0%。鉴于 1 月份强劲的支出和就业数据，一季度 GDP 数据亮眼不足为奇。继续预测二季度实际 GDP 增速放缓至 0.5%。

图一：美国 GDP 走势图（年度）



在消费者价格指数方面，美国 5 月 CPI 同比上涨 4%，环比上涨 0.1%。这是美国 CPI 数据自 2021 年 3 月以来的最小同比涨幅。由于美国通胀数据好于市场预期，美联储将在 14 日的货币政策会议后大概率暂停加息一次。5 月的 CPI 数据为美联储的决策提供了调整的空间。尽管美国通胀数据仍然“过热”，但 cpi 降温的速度足以让美联储“选择再加息一次，或者干脆不加息”。数据显示，美国 5 月物价上涨的主要推动因素来自二手车价格和住房价格的上涨。美国二手车价格已连续第二个月环比上涨 4.4%。住房价格 5 月环比上涨 0.4%，同比上涨 8.0%。能源价格的下跌则部分抵消了美国 5 月的通胀压力。当月，美国能源价格环比下降 3.6%，其中汽油价格环比下降 5.6%，创造了今年以来的最大环比降幅。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 5 月核心 CPI 同比涨幅为 5.3%，环比涨幅则连续第三个月保持在 0.4%。尽管 5 月 CPI 数据出现一些“积极迹象”，但仍不足以让美联储的政策制定者相信，困扰美国两年多的高通胀已接近尾声。

在就业方面，美国 5 月新增就业 33.9 万人 失业率升至 3.7%，环比上升 0.3 个百分点。美国 5 月的新增就业人数仍

基本保持过去 12 个月的月均新增值（34.1 万人）水平。当月的就业增长主要来自专业和商业服务、政府雇佣、医疗保健、建筑、运输和仓储以及社会救助等行业。5 月的就业报告反映出，在美联储一年多来大幅加息后，美国就业市场仍保持着韧性，但同时也传递出一些复杂的信息。值得注意的是，美国失业率从 4 月份 3.4% 的 50 年低点上升至 3.7%。这是自去年 10 月以来的最高失业率。从具体行业来看，5 月份，专业和商业服务业增加了 6.4 万个就业岗位，与 4 月份的增幅相似。政府雇佣就业人数增加了 5.6 万人，医疗保健业新增了 5.2 万个就业岗位。此外，休闲和酒店业的就业在 5 月份继续呈上升趋势，新增 4.8 万人。在时薪方面，5 月美国非农部门员工的平均时薪环比上升 11 美分，至 33.44 美元，同比涨幅为 4.3%。

商品方面，支出则略显疲软。美国消费者已经将更多地支出转移到了旅游和娱乐等服务上，购买电器和家具等商品的数量相对减少。美联储一年多加息 500 个基点，这种激进加息已经很多年都没有出现过了，尽管今年一些美国区域性银行出现了倒闭，但总体来说美国经济和金融体系仍然保持了令人惊讶的韧性，服务业表现尤为强劲，劳动力市场也让消费者更有底气消费。复苏周期的错位，服务业复苏滞后于制造业；居民的超额储蓄，主要来自疫情期间的财政救济和“被压抑的消费”；货币紧缩的滞后效应和劳动力市场的韧性。

持续的工资韧性与近期的个税下调推涨了美国居民的可支配收入，同时提振了消费支出与个人储蓄。居民消费强化了美国经济的现实，超额储蓄则强化了美国经济的预期，导致美国经济的衰退预期再次被推迟。具体来看，2023 年 4 月，美国居民部门尚有 0.99 万亿美元的超额储蓄。到 2023 年 12 月，美国居民部门或将仍余有 0.4 万亿美元的超额储蓄，更新后的超额储蓄耗尽时点已延后至 2024 年 5 月。超额储蓄年内难言耗尽，仍能支撑美国居民消费增长。

紧缩压力增加。福兮祸之所倚，在美国经济好于预期的同时，也给了美联储继续收紧政策的理由。消费的韧性也同时意味着通胀的黏性，下半年通胀存在尚未被市场充分预期的二次抬升风险，这意味着年内美联储不仅难以降息，甚至存在继续加息的可能。此外，目前美国劳动力市场仍相对紧张。当前美国劳务市场存在 350 万人的供给缺口，其中有 210 万来自人口老龄化与提前退休，50 万来自疫情导致的超额死亡，这些问题都意味着劳务供给曲线的收缩是中长期而非短期的问题。

美国经济短期内仍面临压力。一是去库存周期，本轮去库存周期始于 2022 年中，或延续至 2023 年底；而且金融周期仍在下行，经验上，衰退区间与银行信用周期收缩区间是重叠的。二是本轮加息周期中，紧张的劳动力市场有助于美国经济“不衰退”。这是倒果为因，也不符合历史经验。紧

张的劳动力市场反映了过去一段时间美国经济的韧性，但却不是证明未来将继续保持韧性的论据。

紧张的劳动力市场不仅不是软着陆的充分条件，反而是衰退的预警指标。二战结束以来的衰退基本都出现在劳动力市场偏紧时期之后。背后的经济解释是：劳动力市场越紧张，工资通胀压力越大，货币政策就越可能收紧，信用周期下行期越长，经济下行压力越大。在美联储加息的中后期，美国或海外经常发生某种形式的金融危机，引发信用和经济急剧收缩，迫使货币政策“急刹车”。

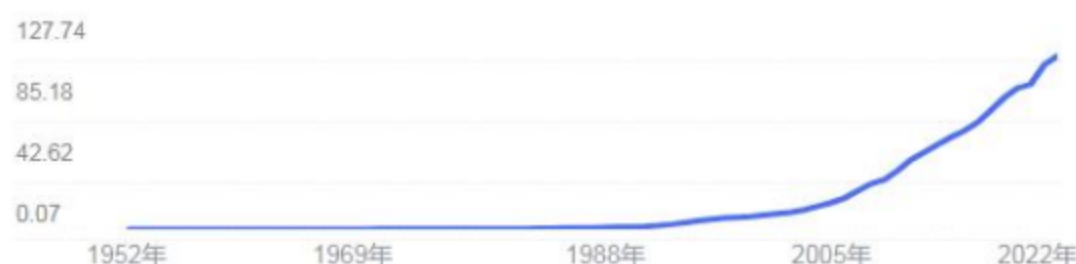
2、欧元区经济发展形势

欧元区经济复苏遭遇多重风险扰动。虽然欧元区第一季度经济增长环比小幅扬升，但也是与去年第四季度完全持平，而论同比增幅，首季 GDP 增幅还要比前一季度少 0.6 个百分点。欧元区的经济复苏动能较为脆弱。欧元区的经济复苏动能其实并不十分强劲，甚至还较为脆弱。除了制造业疲软、通胀生态顽固两重现实负面力量的钳制外，欧元区经济增长接下来还会面临许多变数的扰动。

在经济发展速度方面，2022 年欧元区经济增长大幅放缓。2022 年欧元区国家国内生产总值（GDP）约为 16.6 万亿美元，2022 年一季度欧元区实际 GDP 环比增长 0.2%。与 2021 年三、四季度 GDP 分别环比增长 2.2% 和 0.3% 相比，今年一季度经济扩张步伐有所放缓，2022 年第二季度欧元区经济

同比增长 3.9%，欧元区第三季度 GDP 环比初值 0.2%，预估为 0.1%，前值为 0.8%。欧元区四季度 GDP 录得 0.1%，欧元区第四季度 GDP 环比初值为 0.1%，同比初值为 1.9%。

图二：欧元区 GDP 走势图（年度）



在消费者价格指数方面，欧元区 5 月调和 CPI 同比增长 6.1%，环比下降 0.9%，但剔除能源、食品、酒精和烟草价格的欧元区核心调和 CPI 依然同比增升 5.5%。能源通胀压力的显著缓解带动制造业部门成本价格的大幅下降，由此带动 CPI 的明显回落。但是，服务业的率先繁荣与加速扩张以及由此带来的就业率的提高贡献了 CPI 上涨的 40%，从而也让 CPI 得以维持着较高的增幅，而且接下来欧元区很可能遭遇工资-价格上涨的螺旋，通货膨胀还会呈现出持久性和顽固性。欧元区的通胀下降幅度超过了预期，这至少对欧洲央行来说是一个可喜的宽慰。但是，类似的趋势还需要好几个月才能真正让政策制定者相信情况已经好转。

货币收缩可能进一步压制经济回升的厚度。针对目前通胀仍然顽固以及后续受到工资-价格螺旋推动而可能再度走高的风险，欧央行内部目前选择继续加息的声量占据了主导。受到连续加息的压制，欧元区收紧贷款条件的银行比例

已达 12 年来的最高水平，4 月欧元区 M2 创下了过往 13 年的最低同比增速，一旦继续加息，就意味着企业与家庭获得的信贷成本更高，便利性更差，结果势必令投资与消费进一步放缓，从而增加欧元区经济的下沉风险。

欧元走弱可能压缩经济回升的高度。过去两年欧元对美元重挫近 13%，今年至今二者之间虽维持着弱平衡状态，但相比于美国经济的复苏，欧元区经济复苏的力度显然要逊色不少，欧元接下来存在继续走弱的可能。中长期来看，美国外延式、现代化新经济增长模式显然优于欧元区内生性、传统型经济模式，前者在经济全球化与区域化的较量中也更显聚合能量，未来欧元在与美元的较量中恐怕很难收复失地，而欧元的长期疲弱勢必给欧元区经济埋下诸多的障碍与隐患，包括抬升进口成本和制造通胀走高风险，削弱外资的投资预期和影响欧元区金融体系的稳定等。

财政碎片化可能弱化经济回升的强度。利率连续升高之下而通胀仍处于高位，显示紧缩性货币政策存边际递减效应，这种情况下欧元区经济的新动能必须由财政政策来营造。然而，只有统一的货币而缺乏一体化的财政历来是欧元区的短板，尤其是在各国经济艰难复苏和公共税收欠佳的前提下，成员国财政政策高效协同与合作的可能性更低；同时，过往多年欧元区许多成员国习惯了零利率环境下的高杠杆财政运作方式，如今高利率令政府融资成本显著提升，这种

背景下各国如何创建新的财政政策驱动机制至少尚在破题等待之中，而只要财政政策不能形成合力，接下来就难以看到欧元区经济较为明显的复苏迹象。

银行业风险可能加剧经济波折的程度。虽然在资本状况、资产质量等方面欧洲银行比美国银行稳健一些，但百年历史的瑞士信贷破产却同样给欧洲银行业敲响了警钟。据欧洲央行的数据，截至今年3月的五个月内，储户从欧元区各银行取走了超过2000亿欧元的存款，原本流动性趋紧的环境下银行压力因此陡增。另外，欧洲央行的最新金融报告发现，从银行资产和负债来看，风险敞口都集中在欧元区最大的13家银行。报告指出，最大的风险是影子银行从银行提取资金，这些债务占了传统银行全部债务的13%。如果影子对银行稳定性失去信心，就可能发生资金大规模逃逸的结果，并给欧元区经济造成超预期的冲击。

主权债务可能提升经济回升的难度。虽然目前欧元区公共债务的整体负债率只有95%，但却远超欧盟划定的60%警戒线，并且希腊、意大利、西班牙、法国以及葡萄牙的债务比重分别达到178.8%、144.4%、113.2%、111.6%和113.9%，尤其是意大利政府债务余额更是升至2.79万亿欧元的历史新高。另外，欧元区一般政府债务未偿还余额的剩余期限为8.07年，远高于过去十年的均值6.95年，同时高利率作用之下政府偿债成本剧增，穆迪为此将2023年欧元区主权债

务评级展望为负面。主权债务风险显然成了悬在欧元区头上的一把“达摩克利斯之剑”，处理不好将极大地压扁经济回升的空间，甚至构成反向掣肘。

能源价格可能打断经济回升的进度。虽然今年以来欧洲市场能源价格回落不少，但欧洲尚未从根本上解决能源供给短缺的潜在困境，未来能源价格是否再度走高从而引发新的通胀压力，仍存在不确定性。一方面，欧盟天然气最大存储容量目前约为 2022 年消费量的 25%，具体到欧元区各国差异也不小，这些风险敞口的累积规模意味着即使 100%满仓进入冬季，也可能无法保证今冬气价不会飙升。另一方面，欧盟缓解能源危机的最大法宝就是增加从美国的进口，但美国液化天然气出口量目前已达创纪录的 810 万吨，且直到明年年中没有新项目启动，出口增长空间十分有限的前提下显然难以向欧洲输送更多的天然气增量，由此便不排除欧洲能源价格再度走高的可能，且打断欧元区经济的复苏进程。

3、日本经济发展形势

日本经济持续修复，表现出更强的通胀预期和更高的加杠杆意愿。日本财政刺激、政策导向、企业库存回补与贸易条件改善促成了经济的回升。受到企业库存回补的支撑，贸易条件的改善也助推了今年日本经济的修复。但困扰日本经济的中长期矛盾依然存在。疫情后，日本老龄化程度进一步加深，能源依赖度达到 80%以上，

经济状态易受海外影响，日本受输入性通胀的影响更大，进口价格的回落可能拖累日本通胀的持续性。

在经济发展速度方面，日本一季度实际 GDP 环比增长 0.4%。2023 年第一季度日本实际国内生产总值（GDP）环比增长 0.4%，按年率计算增幅为 1.6%，均高于市场预期。国内需求回暖成为当季拉动日本经济增长的主要因素。数据显示，一季度，个人消费环比增长 0.6%，住宅投资环比增长 0.2%，企业设备投资环比增长 0.9%。当季内需对日本经济增长的贡献为 0.7 个百分点。外需下滑成为当季日本经济的主要拖累因素。一季度，日本出口环比下降 4.2%，进口环比下降 2.3%，进出口相抵后的净出口对经济增长的贡献为负 0.3 个百分点。另外，扣除物价因素后，2022 财年日本经济实际增长 1.2%，大幅低于上财年的 2.6%。

图三：日本 GDP 走势图（年度）



在消费品价格指数方面，日本 5 月核心 CPI 同比上升 3.2%，21 个月连涨。食品及生活必需品价格上涨是推升 CPI 的主要原因，拉动作用最大的统计类别包括在外就餐、点心、蛋奶制品、肉类等。其中，肉类价格同比上涨 8.6%，鸡蛋价格同比上涨 35.6%，巧克力价格同比上涨 14.4%，碳酸饮料

价格同比上涨 17.1%。去除生鲜食品以外的食品价格同比涨幅达 9.2%，为 1975 年 10 月以来最大涨幅。生鲜食品总体价格同比上涨 5.2%。此外，当月电费继续同比下降，降幅从上月的 9.3%扩大至 5 月的 17.1%。日本 5 月核心 CPI 同比涨幅较 4 月回落 0.2 个百分点。预计 6 月日本电费价格将大幅上涨。除食品价格外，电视、电脑等耐用消费品价格预计也将涨价。

进出口方面，5 月份出口额同比增长 0.6%，为 2021 年 2 月以来的最低增速。尽管好于预期，但仍反映出全球贸易走弱的趋势。矿物燃料、芯片制造机械和半导体零部件的出口下降拖累了日本的海外出口。在全球经济放缓的背景下，日本出口增速降至两年多来的最低水平。

进口同比下降 9.9%，原因是燃油价格下跌。这是两年多来的最大降幅，出口减速反映了外部需求（尤其是半导体需求）停滞的影响。表明，如果汽车行业没有复苏，海外发货量将会下降，因为供应链中断的缓解有助于提振汽车产量。芯片和其他产品的生产设备出口较上年同期下降了 20%，其中对中国的出口下降了 11%。有人担心，以美国为首的阻挠中国制造尖端半导体的努力，可能会扰乱该行业的贸易。今年 7 月，日本将实施新的出口限制措施。

日本 5 月份的贸易数据显示，出口情况略好于普遍预期。主要的结论是，即使在全球经济增长放缓的情况下，正在愈

合的供应链仍在为复苏提供关键支持。与去年同期相比，日本对美国的出口增长了 9.4%，这表明世界上最大的经济体现在的表现好于预期，而对欧洲的出口增长了 16.6%。5 月份，日本对中国的出口连续第六个月下降，下降 3.4%，表明增长继续放缓。贸易逆差仍然很大，达到 1.37 万亿日元（合 98 亿美元），可能仍会拖累日本从疫情中复苏。今年前三个月，净出口是压低该国经济增长的因素之一。日元兑美元的平均汇率为 1 美元兑 135.31 日元，较一年前下跌 4.8%。此后，日元进一步贬值至 1 美元兑 140 日元左右，但仍高于去年导致政府干预外汇市场的水平。全球需求显示的经济复苏前景有限，也可能令日本央行在周五会议前对政策调整持谨慎态度。持续的经济增长是日本央行能否摆脱超宽松货币政策的关键。

日本财政刺激、政策导向、企业库存回补与贸易条件改善促成了经济的回升。日本疫情后的财政刺激规模大幅高于过去四十年，且最新一轮财政刺激仍在实施当中；日本首相岸田文雄提出“新型资本主义”，核心是提高工资增速，并达到了初步的效果；日本今年以来仍受到企业库存回补的支撑；贸易条件的改善也助推了今年日本经济的修复。短期内，日本经济可能延续修复。当前日本经济仍受益于疫后消费及服务业需求的回暖，去年 10 月日本全面放开疫情管理措施后，入境旅游者

流量明显上升，作为领先指标的消费者信心由 30.8 回升至 5 月的 36.2，消费信贷增速上升使汽车等耐用品消费需求仍有韧性；企业贷款增速上升，企业设备投资对经济也具有支撑作用。

但困扰日本经济的中长期矛盾依然存在。疫情后，日本老龄化程度进一步加深，2022 年日本老龄化率已上升至 29%，2022 年总人口减少达 56 万人；日本全要素生产率尚未摆脱下降趋势，2023 年 3 月为 0.38%，低于过去十年的平均水平；其次，日本贸易依赖度高进一步上升，2022 年达到 39%，能源依赖度达到 80%以上，经济状态易受海外影响。

日本新一届政府提振居民收入的政策措施能否长期落实也具有不确定性。日本首相岸田文雄在公布“新资本主义”政策后，虽提出促进创新、改革劳动市场等主张，但迄今仍缺乏实施细节。截至今年 5 月，岸田内阁支持率已降至 33%的新低。在日元汇率走弱的影响下，企业成本进一步上涨，盈利增速回落，工资增速长期抬升的基础并不牢固。

日本受输入性通胀的影响更大，进口价格的回落可能拖累日本通胀的持续性。日本能源、食品产品的进口依赖度分别达到 89%和 21%。通胀结构中，食品和能源占比也更高，食品权重 26%，能源权重 7%。能源和食品

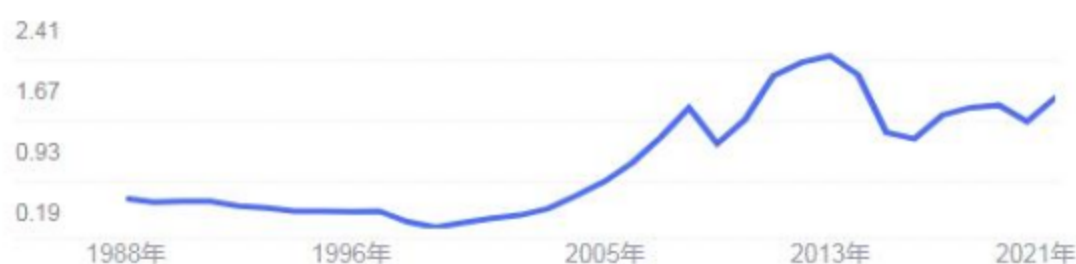
等进口价格增速均当前已明显回落，4月燃料进口价格同比降至-16%，食品降至2%。通胀中枢能否维持在2%尚需观察。

4、俄罗斯经济发展形势

俄罗斯经济依然坚挺。俄罗斯在面对的西方制裁的情况下，国内消费市场面临冲击，能源和外贸面临结算困难，经济却没有遭遇崩盘。主要得益于能源出口和卢布的稳定。但是劳动生产率下降、专业人才短缺、经济结构单一，仍是掣肘俄罗斯经济发展的重要因素。

在经济发展速度方面，2022年俄罗斯国内生产总值（GDP）下降2.1%。去年俄罗斯批发和零售贸易、制造业、交通运输业等行业大幅下滑，矿业、农业、建筑业等出现增长。面对西方制裁，俄罗斯经济展现出良好韧性，经济表现好于预期。预计今年俄经济将处于萎缩1%到增长1%区间。

图四：俄罗斯 GDP 走势图（年度）



俄乌冲突爆发以后，俄罗斯面对的西方制裁应该是空前的。2022年5月，星巴克、麦当劳、宜家，甚至包括可口可乐和苹果手机等西方品牌排队离开俄罗斯市场。俄罗斯中央

银行的海外资产被冻结。美国还使出了金融核弹，直接把俄罗斯踢出 SWIFT 国际结算体系。国内消费市场面临冲击，能源和外贸面临结算困难，经济却没有遭遇崩盘。主要有两大因素：

首先是能源家底够厚。俄罗斯现有的政治经济体量大部分继承自苏联，能源经济的占比很高。俄罗斯受制裁影响，石油开采量增长仅 0.8%，被沙特超过退居世界第三大产油国，但总量也有 5.48 亿吨。且本世纪初的几年时间里，俄罗斯的原油产量还一度排在世界第一，直到 2018 年才被美国超过。天然气储量方面，2022 年，俄罗斯天然气储量为 37.8 万亿立方米，稳居世界第一。即使通过欧洲的天然气管道被切断，俄罗斯还是通过土耳其等地中转向全世界输送油气资源。美国在 2022 年 3 月 9 日宣布禁止从俄罗斯进口能源，还在第一时间提高了国际油价，使得制裁的初期俄罗斯的能源收入不降反升。俄罗斯的天然气、石油资源还是被印度等资源消费大国所看重。2022 年，印度从俄罗斯进口的石油暴增了 50 倍，俄罗斯已取代伊拉克成为印度最大的石油供应国。俄罗斯的钢铁产量在全球排名第三，在去年，印度对俄罗斯优质钢材的采购也翻了几倍。

其二就是卢布的稳定。众所周知，国际贸易一般使用美元结算，由于被美国踢出了国际结算体系。俄罗斯在去年就宣布石油天然气贸易全部采用本国货币结算。由于 2022 年

美联储的连续加息政策，导致了（全球）全世界以美元为主的经济体大部分都遭遇了通货膨胀，GDP 数据都大幅度缩水。而被迫采用卢布结算的俄罗斯在 GDP 计算上反而有了优势。还有一个比较能说明问题的指标是卢布对美元的汇率，在去年 3 月，俄乌开打之初，美元对卢布的汇率达到惊人的 1:154。但此后的一年里，随着俄央行出台一系列措施，卢布汇率开始连续升值，今年 5 月，卢布兑美元的汇率已经可以稳定在 1 美元兑换 70-80 卢布之间了。

从宏观来看俄罗斯目前经济增长还存在两方面的问题。一是劳动生产率下降和专业人才短缺。由于制裁导致外贸和金融领域受到限制，缺少进入全球资本市场途径和人口形势复杂的情况下，俄罗斯必须提高企业竞争力，需要对自然科学为首的教育进行投资。俄早就面临了“就业人口资源枯竭”的问题，由于人口负增长，在 2028 年俄罗斯的就业人口将出现大幅度降低。目前俄罗斯人才的外流状况也非常严重，2022 年，前往土耳其和阿联酋的受邀俄专家人数增长了 3 倍。2023 年前三个月，近 9.6 万名求职者获得了海外工作机会。

二是俄罗斯的经济结构，俄政府一直希望 2030 年将经济结构中的出口导向型行业的占比下降。增加面向国内市场的加工业、信息技术、建筑、旅游、文化、医疗保健等行业的规模。然而这样规模的调整并非那么容易，传统的能源、军工、航天等行业的占比依然强大，面对制裁的压力，俄政

府短时间里也找不到能填补这些行业的相应企业。

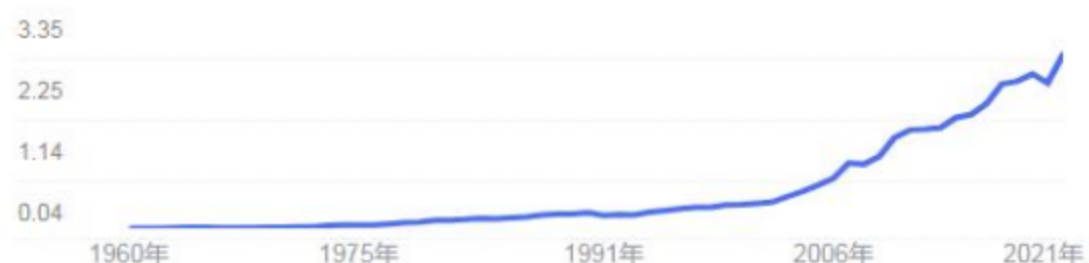
但随着制裁时间的延长以及战争对经济的严重消耗，俄罗斯经济还能稳定多久，确实也是一个未知数。无论是继续找新能源买家还是通过新产业转型经济结构，可能都无法弥补战争带来的持续伤害了。总体来说，俄罗斯经济短期内虽然扛得过制裁，但是长期来看过度依赖能源，不调整产业结构，很难避免低迷。

5、印度经济发展形势

印度经济或将陷入中等收入陷阱。从印度的经济数据来看，虽然印度前几季度经济恢复情况还不错，但是恢复数据中的结构性问题并没有完全解决。另外印度的就业数据并不乐观，人口出生率大幅度下降则从根本上体现在印度人民的压力，大量的人才外流也会让印度失去竞争力和创造力。

在经济发展速度方面，2022 年的经济实际提升 6.7%，完成的名义 GDP 上涨至 265.59 万亿卢比；2023 财年（2022.4.1-2023.3.31）GDP 达到 273.08 万亿卢比，同比上涨 7%。印度国内生产总值（GDP）今年和明年都有望达到 6% 左右，增长率排在世界前列。其实自 2020 至 2022 年的三年间，印度经济起伏远比其他国家猛烈，因疫情两次大幅下滑，之后恢复至疫情前的水平。其间的年平均增长率为 3.5%，与疫情前的一年不相上下。

图五：印度 GDP 走势图（年度）



在消费品价格指数方面，印度五月份的零售通胀进一步降至 4.25% 的 25 个月低点，主要原因是食品价格下跌。零售通胀的下降。这使得以消费者物价指数（CPI）为基础的通胀率接近印度储备银行（RBI 印度央行）的 4% 中期目标。需要注意的是，零售通胀已连续三个月保持在印度央行的舒适区间内。

五月份零售通胀的大幅下降是由食品价格下降导致的。食品通胀占消费者物价指数（CPI）篮子的近一半，五月份降至 2.91%。与此同时，五月份印度农村通胀率为 4.17%，城市通胀率为 4.27%。这一数据对印度央行来说是一个安慰，印度央行在最近的政策评估中保持关键利率不变。印度央行可能还会在今年剩余时间暂停加息。通胀缓解的趋势可能在五月份后发生逆转，这取决于厄尔尼诺现象对季风的影响。与此同时，衡量工业产出的工业生产指数（IIP）从 3 月份的 1.1% 升至 4 月份的 4.2%。

从印度的经济数据来看，虽然印度前几季度经济恢复情况还不错，但是恢复数据中的结构性问题并没有完全解决。如印度百姓的消费信心、民营企业的投资意愿等恢复情况并

不乐观。另外印度的就业数据并不乐观。虽然他们的统计局创造性地发明了新统计方式，将很多的失业人员排除在了统计数据之外。如印度的农民、刚毕业的大学生等都没有统计在失业人群中，但还是达到了创历史的新高。

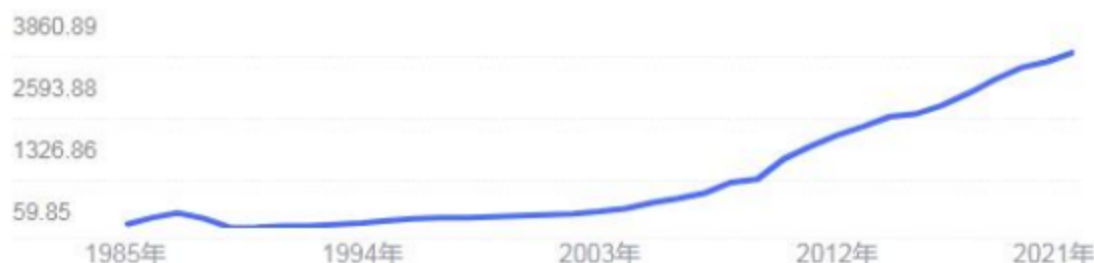
人口出生率大幅度下降则从根本上体现在印度人民的压力。印度是人口大国，但近年来，人口未富先老。百姓教育、医疗、养老的压力非常大，加上畸形的房地产经济吸干了印度人民的六个钱包，因此一些年轻人不结婚、不生小孩的越来越多。另外印度是世界的移民净输出大国之一。大量有能力、有技术的年轻人离开了印度，长久以往也会让印度失去竞争力和创造力。造成印度经济原因很多，社会法治、对外关系等等一系列因素导致了中等收入陷阱。根据以往的经验，一旦陷入中等收入陷阱，就很难从中走出来。

6、越南经济发展形势

越南的经济活力陡然放缓，出现经济失速。在全球经济周期变化的大背景之下，越南经济面临外需疲软，内部不振，经济承压导致经济急速放缓。

在经济增长方面，一季度越南 GDP 增速放缓至 3.3%，是近十年来首季度增速的第二低值，主要是由于国际需求降低，导致出口急剧下降 11.8%，工业产值下降 0.4%；同期，农业增速为 2.5%；得益于国内需求强劲和国际旅客回流，服务业增长 6.8%，是一季度经济增长的主要贡献部门。

越南 GDP 走势图（年度）



消费品和服务零售方面，2023 年 5 月，消费价格指数（CPI）环比增长 0.01%，同比增长 2.43%。平均前 5 个月，CPI 同比增长 3.55%，核心通货膨胀增长 4.83%。5 月份，城市区的 CPI 环比增长 0.02%；农村地区保持不变。11 大类消费品和服务中，有 8 类商品价格环比上涨，3 类商品价格环比下降。平均 2023 年前 5 个月，教育类同比增长 8.39%；住房和建材类同比增长 6.62%；食品类增长 3.8%。成品油同比下降 15.27%；煤气同比下降 8.51%；邮政、电信类同比下降 0.32%。5 月份，国内黄金价格环比增长 1.02%，同比增长 0.44%；平均前 5 个月增长 0.62%。自由市场上的平均美元价格为 23640 越盾/美元。5 月份，美元价格指数环比增长 0.11%，同比增长 1.73%；平均前 5 个月增长 2.91%。5 月份核心通胀环比上涨 0.27%，同比上涨 4.54%。平均前 5 个月，核心通胀率比 2022 年同期上涨 4.83%，高于一般平均 CPI。

跨境电商推动越南经济增长。在线出口被视为一个“跳板”，可以帮助企业在通胀上升和消费者收紧支出的背景下保持可持续的收入，并增加出口。全球电子商务能够帮助越南中小企业扩大生产规模，有效开拓国际市场，进一步扩大出口。2022 年，电子商务平台上提供了近 1000 万件越南商

品，比 2021 年同期增长了 35%。越南零售电子商务的年增长率超过 20%，被列为世界上电子商务增长率最快的国家之一，到 2023 年底，越南电子商务市场预计将增长 25%。电子商务行业在 2023 年的蓬勃发展以及随后几年的发展得益于一系列增长驱动因素，如数字化转型浪潮、消费者信任、技术基础设施以及越南政府发布的有利机制和政策。

作为 2022 年的“全球经济黑马”，越南实际 GDP 增长率达到 8%，传统与新兴产业均获得较快提升。然而，一年后的今天，越南的经济活力陡然放缓，越南的股市、楼市、汇率出现较大震荡。造成越南出现经济失速，除了美欧经济衰退风险、美联储加息等多种外部因素对其影响较大以外，越南自身的经济结构也是经济增速放缓的重要内因。

越南此前迅猛崛起，主要得益于全球产业链转移的趋势。廉价劳动力和越南政府对海外投资的大力支持，促使越南成为海外制造业在亚洲投资的落点。海外需求和资金直接涌向越南，投资额和出口额都呈现强势增长。但今年以来，这种巨量的推动要素出现了出口需求萎缩情况，越南国内经济形势面临较大压力。更重要的是，目前越南在金融、科技、文化、品牌等范畴都没有太多话语权和议价能力。在制造业领域，越南长期且大量是从中国进口半成品贴牌卖给美国，其产业链处于低端，进出口定价权都在外部，使得越南的进出口商品金额很高，但顺差偏低。

这些因素都造成了越南经济对外依赖严重。伴随着美欧经济疲软，外需降低，越南的出口贸易受到制约。同时，美联储连续加息，越南央行亦步亦趋，货币政策的制定颇为被动。收紧的经济政策，反过来又打压金融市场，影响资金流动。与此同时，越南国内进行了一系列调整，包括对房地产和金融的腐败等进行重点整治，对过度“开放”的外商投资政策收紧监管等，对经济发展产生拖拽。尽管内部调整是阶段性的，但在全球经济周期变化的大背景之下，外需疲软，内部不振，越南经济承压导致经济急速放缓，应该说是可预测的。

从越南的现状来看，仅靠做中间商打工不能成强国。越南近两年的经济形势转变表明制造业是参与大国竞争的根基。在不确定时代，整体产业链的韧性是经济稳定的基础，当中低端产业开始加速离开时，必须加快产业升级的速度，才能应对未来更艰巨的挑战。

（二）国际大宗商品价格趋势

1、黄金

图六：十年黄金价格走势



图六：五年黄金价格走势



图七：2022年5月--2023年5月黄金价格走势



图八：2023年5月国际黄金价格走势



金价蓄势反弹。因美联储主席鲍威尔暗示将进一步加息，导致美元走强。金价在刷新3月16日以来低点至1910美元后止跌，美国劳动力市场趋于疲软，2024年总统选举前的政治紧张局势也在加剧，金价有望复苏。

金价已经跌破过去几周的区间下沿，表明未来还会出现更多跌势。金价下跌与收益率上升相匹配，反映出包括主席鲍威尔在内的美联储官员更普遍的鹰派言论。尽管金价在利率前景走高的情况下难以找到任何推动力，但在近期价格下跌后，金价已显示出复苏的能力。美联储将在今年某个时候结束加息周期，明年开始减息。这对黄金构成了中长期的结构性支持。除了美国经济衰退的风险在逐渐升高之外，2024年总统选举前的政治紧张局势也在加剧。在这样的背景下，投资者倾向于增加对黄金的投资组合配置，以达到避险目的。

2、石油

图九：二十年石油价格指数走势图



图十：十年石油价格指数走势图



图十一：五年石油价格指数走势图



图十二：2022年5月--2023年5月石油价格走势



图十三：2023年5月份石油价格走势



全球利率上调加剧衰退忧虑，原油价格震荡下跌。随着英国央行意外加息 50 个基点，以及美联储主席鲍威尔国会作证时暗示年底前可能再加息两次，市场对经济增长放缓并削弱原油需求的担忧加剧，国际油价大幅下挫。不过，美国原油库存下降和俄罗斯向欧洲供应天然气进一步减少，或限制了油价进一步下跌空间。

以英国央行为首的多家央行纷纷上调利率以对抗顽固的高通胀，引发原油需求减少的担忧，国际油价大幅下挫。英国央行和挪威央行双双加息，此前澳洲央行、加拿大央行和欧洲央行纷纷在提高利率。全球性的紧缩政策让投资者越发担心，降通胀诉求可能会导致全球经济放缓，因为消费者会在高利率环境下缩减支出。与此同时，美联储主席鲍威尔在半年一度的国会证词保持鹰派立场，重申两次加息仍在讨论范围内。

经济衰退困境前景将提振美元，并削弱原油，因美元走强对持有非美货币的原油买家而言更加昂贵。随着美联储收紧政策，经济衰退仍然构成一种风险。为缓解消费者价格指数（CPI），消费者支出可能需要放缓。尽管 OPEC+ 预计将削减原油产量以支撑油价，但对中国经济放缓的担忧加剧，油价持续承压，这从中国人民银行最近的降息中可以看出。中国人民银行近期宣布将基准贷款利率（LPR）下调 10 个基点，上周分别下调了 7 天逆回购利率和 1 年期中期借贷便利（MLF）利率。中国央行的降息决定提醒投资者注意中国经济活动的低迷，由于油价与强劲的经济活动呈正相关，经济活动低迷意味着对原油需求放缓。下周将要公布的中国工厂活动数据将受到原油交易员的密切关注，因这可能会在一定程度上揭示中国经济的强劲程度。

美国原油库存下降，这给油价带来些许支撑。原油出口反弹，进口下降，以及炼油活动持续强劲，导致原油库存减少。明年俄罗斯天然气或停止过境乌克兰，俄欧之间仅剩一条天然气管道，这或加剧供应紧缺局面。乌方表示，到明年年底，乌克兰与俄罗斯天然气工业股份公司的供应合同到期时，俄罗斯向欧洲输送天然气的最后几条管道之一可能会被切断。基辅和莫斯科同意续签这份于 2019 年首次签署的 5 年过境合同的可能性很小，尽管这条途经乌克兰的线路占欧洲天然气进口总量的近 5%。如果没有乌克兰的过境路线，从俄罗斯向欧洲输送天然气的唯一管道将是“土耳其溪”该管道向欧洲东南部国家供应天然气，在 5 月份占欧洲天然气进口量的近 3%。

布伦特原油仍将大致稳定在 75 至 80 美元。未来仍可能有一段时期，全球 GDP 增长重新加速，对新产能的投资很少，其影响应开始显现。然而，周期性和结构性的前景并不总是一致的。在未来六个月，我们预计布伦特原油将大致稳定在每桶 75 至 80 美元。市场参与者在眼前看到的是中性而非乐观的前景。

3、人民币汇率

图十四：二十年美元兑人民币走势图



图十五：十年美元兑人民币走势图



图十六：五年美元兑人民币走势图



图十七：2022年5月--2023年5月美元兑人民币走势图



图十八：2023 年 5 月份美元兑人民币走势图



人民币逼近 7.2。高企的中美利差、出口商结汇意愿弱、境外中国上市公司分红购汇（集中在 7 月、8 月）等都导致人民币面临较高的季节性压力。此外，尽管 6 月美联储暂停加息，但预计 7 月开始还可能会有 1~2 次加息。

值得一提的是，近两个月来，在人民币累计贬值近 4000 点的过程中并未见到央行发声或出手干预，监管层显得颇为淡定。不过，中国央行宣布，央行六个月期人民币央行票据将进行交收。央票本身是一个稳定的信号，但更多还是在于完善香港人民币债券收益率曲线，保持发行的持续性，支持离岸人民币业务发展。

人民币面临季节性压力。近期没有看到明显的干预迹象，就是市场化的贬值。海外套息交易的敞口较高，出口商不必要时并不会选择结汇，叠加分红的压力，一般二三季度人民币面临比较高的季节性压力。今年春节前后，人民币升值幅度较大，当时也是因为出口商集中结汇。

除了季节性的贬值压力，经济基本面的变化也影响了汇市情绪。近期，由于高频数据疲软、外需疲软，在一季度后，由于市场对于经济复苏的预期高企，叠加经济数据在基数效

应带动下一度冲高，当时众多国际机构将 2023 年中国 GDP 预测调整到了 6%以上。

二季度 GDP 环比折年增长率可能放缓至 1%~2%之间，随着政策加码支持，预计三季度消费将进一步温和复苏、房地产活动可能企稳，经济增长将再度加速。然而，政策支持力度可能较为温和，推动下半年经济环比增长温和反弹至 4%~4.5%，但不大可能完全抵消二季度经济走弱的影响。

汇率变化仍由市场驱动。央票的发行将吸收离岸人民币的流动性，起到支撑汇率的作用，强调了人民币汇率的预期管理和底线思维的重要性。不过，这更在于维持央票发行的持续性。相较于去年，今年人民币的走势更多是市场驱动，央行并无明显的干预迹象。

二、国内经济形势

（一）国内主要经济指标

2023 年，一季度国内生产总值（GDP）284997 亿元，同比增长 4.5%；2023 年 5 月份，CPI（全国居民消费价格）同比上涨 0.2%；2023 年 5 月份，PPI（全国工业生产者出厂价格）同比下降 4.6%，环比下降 0.9%；2023 年 1-5 月，全国固定资产投资 188815 亿元，同比增长 4.0%；2023 年 1-5 月累计，全国一般公共预算收入 99692 亿元，同比增长 14.9%；2023 年 1-5 月份，货物进出口总额 34460 亿元，同比增长 0.5%；2023 年 5 月末，广义货币（M2）余额 282.05 万亿元，

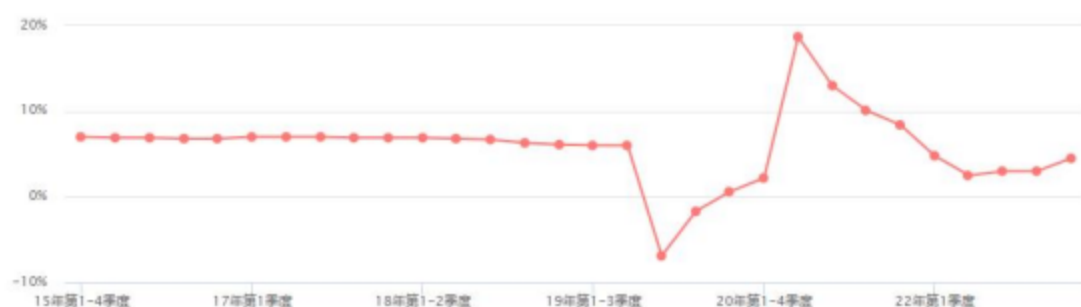
同比增长 11.6%；2023 年 1—5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%。

1、国内生产总值（GDP）

一季度国内生产总值 284997 亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，比上年四季度环比增长 2.2%。分产业看，第一产业增加值 11575 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 107947 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 165475 亿元，增长 5.4%。

较去年四季度上行 1.6 个百分点。经济修复的超预期因素主要来自出口和消费。一是由于积压订单回补以及外需韧性超预期，一季度以人民币计价的出口金额同比增长 8.4%，贸易顺差创同期历史新高，同比扩张 44%。二是受服务消费拉动，3 月消费修复幅度超预期，推动一季度社零同比增长 5.8%。

图十九：中国 GDP 同比增幅走势图



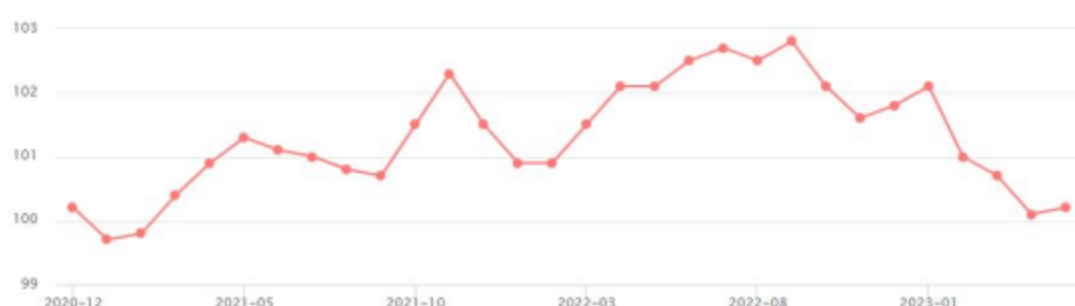
2、全国居民消费价格指数（CPI）

2023 年 5 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.1%；食品价格上涨 1.0%，

非食品价格持平；消费品价格下降 0.3%，服务价格上涨 0.9%。
1—5 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.8%。

服务价格支撑。整体上看，年内物价跌幅普遍走阔。结构上看，除猪肉外的食品分项已成为 CPI 通胀读数为正的最后支撑。猪价对 CPI 通胀的贡献转负，非食品项贡献归零。

图二十：中国 CPI 同比增幅走势图



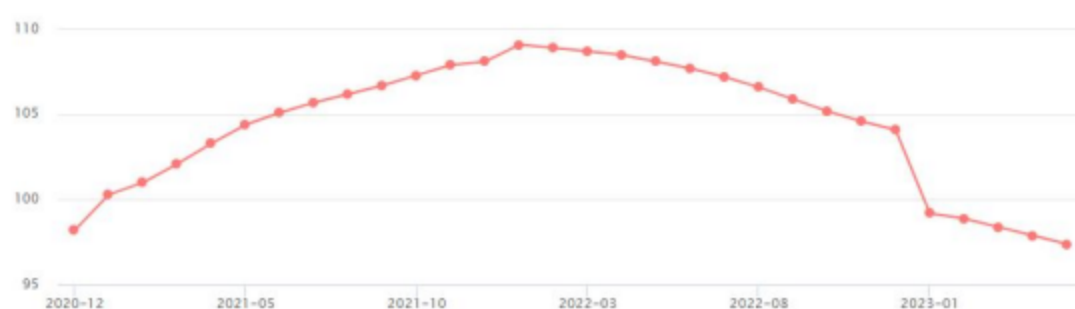
3、全国工业生产者出厂价格（PPI）

2023 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 4.6%，环比下降 0.9%；工业生产者购进价格同比下降 5.3%，环比下降 1.1%。1—5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.6%，工业生产者购进价格下降 2.3%。

跌幅全面走阔。PPI 同比、环比跌幅双双走阔。5 月 PPI 同比增速跌至-4.6%，较前值下行 1.0 个百分点。环比增速-0.9%。生产资料 PPI 同比增速-5.9%，环比增速-1.2%。上中下游 PPI 同比、环比跌幅全面走阔，上游跌幅走阔速度快于中游，中游快于下游。生活资料 PPI 同比增速转跌，录得-0.1%；环比增速-0.2%。食品类涨幅收窄，耐用消费品跌幅

走阔，与 CPI 中食品、商品项走势一致。

图二十一：中国 PPI 同比增幅走势图

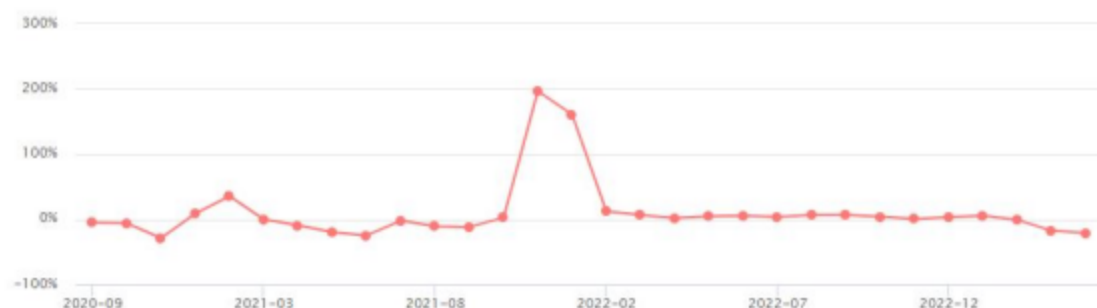


4、固定资产投资

1—5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%。其中，民间固定资产投资 101915 亿元，同比下降 0.1%。从环比看，5 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.11%。

动能继续弱化，结构分化加剧。5 月全国城镇固定资产投资修复动能进一步放缓，按可比口径计算的单月同比增速进一步下行至 1.6%，两年复合增速仍处于 2.9% 的低位，季调后环比 0.11%，仍然显著弱于往年同期。1-5 月固定资产投资累计同比增速较 1-4 月下行至 4.0%，继续创下 2021 年以来新低，两年复合累计同比增速下行至 5.1%。其中，房地产投资继续加速下滑，基建投资边际企稳，制造业投资动能有所放缓，后两者对当前经济增长形成主要拉动。

图二十二：中国固定资产投资月度增幅走势图



5、财政收入

1-5 月累计，全国一般公共预算收入 99692 亿元，同比增长 14.9%。其中，中央一般公共预算收入 45851 亿元，同比增长 13.1%；地方一般公共预算本级收入 53841 亿元，同比增长 16.5%。全国税收收入 84774 亿元，同比增长 17%；非税收入 14918 亿元，同比增长 4.5%。

公共财政收入与经济修复呈现出较高的相关性，5 月国内经济修复动能延续放缓，剔除去年留抵退税影响，财政收入当月同比增速由正转负，大幅下降至-5.3%。其中，税收收入同比增速-4.9%，较上月大幅下降 9.8 个百分点；非税收入跌幅小幅收窄至-7.8%。1-5 月税收收入占一般公共预算收入的比重较上月上升 85.0%，已回归到近 5 年均值水平，表明财政收入结构持续改善。

图二十三：中国财政收入趋势图



6、对外贸易进出口

5 月份，货物进出口总额 34460 亿元，同比增长 0.5%。其中，出口 19492 亿元，下降 0.8%；进口 14968 亿元，增长 2.3%。进出口相抵，贸易顺差 4523 亿元。1-5 月份，货物进出口总额 167714 亿元，同比增长 4.7%。其中，出口 96214 亿元，增长 8.1%；进口 71500 亿元，增长 0.5%。

5 月出口金额同比增速自 4 月大幅转负，下行至-7.5%，主要由于积压订单耗散后，外需整体走弱和基数抬升的双重负向影响。由于去年同期出口大幅高增，5 月同比增速的基数效应加大。作为对比，以疫前相对平缓的 2019 年同期出口金额为基数计算四年复合增速，5 月出口增速为 7.3%，自 4 月 11.1% 的高位下行 3.8 个百分点。不过，5 月出口环比明显超季节性下行，反映出前 4 个月积压订单释放对出口形成的支撑作用消耗完毕，下阶段出口增速将主要取决于外需和基数效应。5 月出口降幅虽超出国内市场预期，但与东南亚和东亚国家近期出口增速趋近。事实上，2-3 月我国新出口订单景气度一度与别国背离，而 4-5 月这一先导指标已回落至收缩区间。

图二十四：中国进出口总值同比增幅走势图

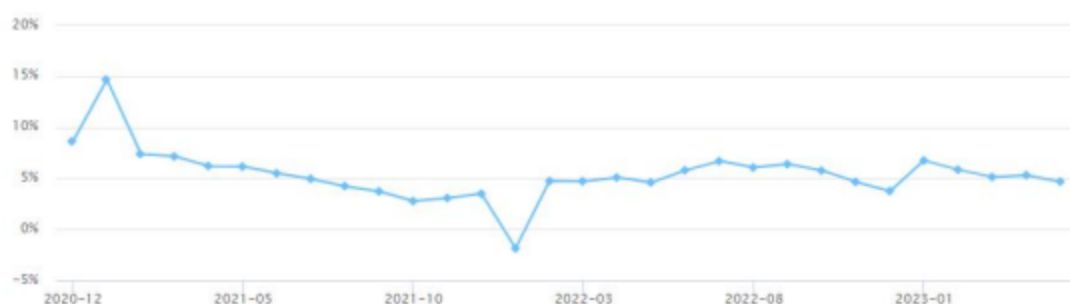


7、M1、M2

5月末，广义货币（M2）余额 282.05 万亿元，同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。狭义货币（M1）余额 67.53 万亿元，同比增长 4.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 0.1 个百分点。

M2 增速大幅回落。存款派生放缓叠加居民存款转移，M2 同比增速下降至 11.6%。企业贷款需求疲弱导致存款派生放缓，企业存款减少 1,393 亿，同比多减 1.2 万亿。5 月部分商业银行继续调降存款利率，带动居民存款继续向理财等金融投资回流，导致居民存款新增 5,364 亿，同比少增 2,029 亿。财政发债规模较小，而财政支出刚性不减，财政存款新增 2,369 亿，同比少增 3,223 亿。

图二十五：中国 M1 同比增幅走势图



图二十六：中国 M2 同比增幅走势图



8、工业增加值

5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%。从环比看，5 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.63%。1—5 月份，规模以上工业增加值同比增长 3.6%。

5 月工业生产修复边际企稳。规上工业增加值同比增长 3.5%，由于去年基数抬升，增速较上月下降 2.1 个百分点，但季调环比增速由负转正，较上月反弹至 0.63%，且两年复合增速上升至 2.1%，指向工业生产有所企稳。分三大门类看，观察两年复合增速，中游制造业生产加快，增速上升至 2.1%，而上游采矿业和下游电热燃水生产进一步放缓。

图二十七：中国工业增加值同比增幅走势图



（二）国内大宗商品价格趋势

5 月钢材价格呈下跌趋势，实际需求较弱市场逐步进入

淡季，现货市场交投氛围不佳，价格整体偏弱运行；5月沪铜承压回落。美债问题引发市场恐慌，国内复苏难见起色，需求不及预期，铜价再度破位；5月煤炭市场以震荡回落为主，煤价跌至三年前主管部门的限价区域。5份水泥行业行情低迷、产能过剩局面依旧严峻。市场竞争激烈，企业库存普遍高位承压，预计近期水泥价格仍将延续跌势；5月沪铝整体走势也偏弱，震荡回调；新房上涨动力继续减弱，一线城市二手房齐降。

1、钢铁

5月钢材价格呈下跌趋势，实际需求较弱市场逐步进入淡季，现货市场交投氛围不佳，价格整体偏弱运行。5月国际钢市震荡偏弱运行。土耳其螺纹钢出口价格弱稳运行，呈现了与以往线材出口大于进口不同的情况。国内来看，重点50城新房成交面积较4月周均下降近两成，部分开发企业资金压力、城投平台风险上升，影响楼市预期，需求季节性压力较大，钢厂在复产、减产、复产循环中博弈，商户多让利出货为主，拿货积极性不高，主动降库为主，宏观政策面或将成为后期钢价走势影响逐渐走入弱，预计钢价仍有下调空间，料市场震荡偏弱。

6月份迎来雨季、高温等天气影响，需求难以起色，生产成本缓解后，钢厂有小规模复产情况。五月份期螺盘面持续下探，市场看空心态浓厚，宏观数据表现依然不佳，利好

因素匮乏，利空因素增加，整体而言，高供应、低需求局面未改，钢价或将继续下探，预计短期内钢厂亏损情况难改。华东地区成交量上下差距较大，源于价格长时间下跌，市场抄底氛围较浓，跟随盘面的波动，成交阶段性差距较大，除了少数几日市场投机补库增加外，其余多是终端采购为主，新开工项目不足，供给端受到房地产整体行业收缩的影响，一直未见起色，采购量也不及往年水平，随后六月份高温+雨水+高考+中考等季节性淡季影响，成交难有明显增量，预计价格仍有下调空间。

5 月份钢材现货市场价格重心继续下移，处于反复探底阶段，商家多保持谨慎态度，现货氛围偏弱，5 月份钢厂指导价格下调为主；需求方面，南方雨季、北方高温天气影响施工，终端需求释放有限，而贸易商多维持低位库存，投机需求寥寥，市场成交始终维持低位水平；供应方面，钢企生产成本缓解，有一定盈利空间，个别检修高炉复产，主动减产有限，加之交投不佳，市场库存降幅有所放缓，商家情绪面偏悲观；成本方面，焦炭目前 9 轮提降全面落地，后市或仍有下降空间，原料面支撑偏弱，或形成新一轮负反馈；短期来看，个别市场资源紧俏大户存一定挺价意愿，价格相对低位下底部存在支撑，但是在国内重大利好政策出台之前，市场难有明显转向出现，预计钢厂指导价格以稳为主。

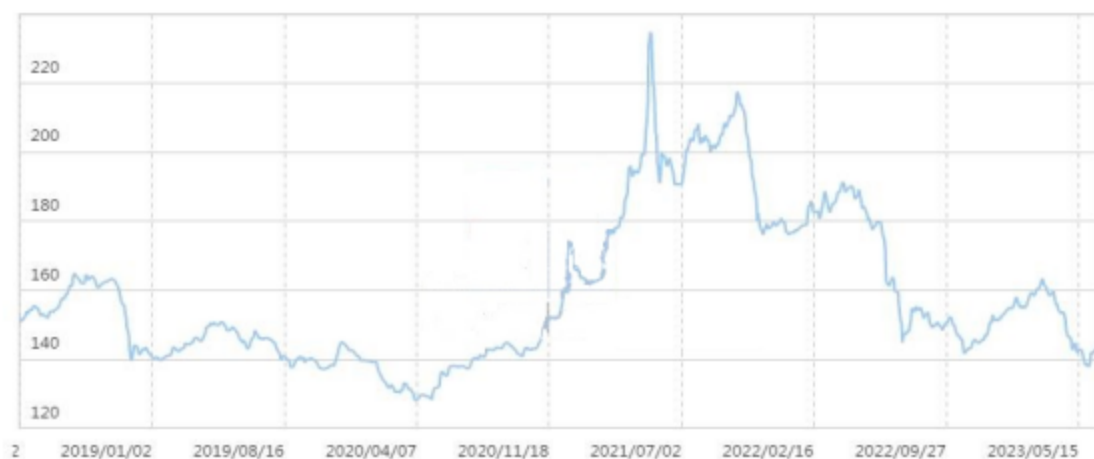
5 月份，钢厂始终没有出现像去年六七月份比较明显的

亏损，也没有出现集中减产的情况。在这种环境中，如果钢厂短期亏损幅度未见快速扩大，整体产量仍将保持相对高位，进而对钢价形成较大压力。从库存来看，5月份建材板材降幅较大，与去年同期相比处于低位水平，给市场的压力不大。6月份需求不是很乐观，钢材供应波动对钢价影响较大。总的来看，6月钢价处于持续震荡下跌的通道中。一些影响行情的因素在好转，但也有一些影响因素会给市场带来压力。经过近3个月的降库，目前社库与厂库达到相对低位水平。美国国会就美国债务问题达成共识，上调债务上限，全球资本市场受到的负面影响正在逐渐消减。钢厂减产不及预期，需求偏弱，供大于求的问题仍然凸显。原料仍有下跌空间，钢价成本支撑不足。6月钢价会继续下滑，但下滑的态势与速度将有所减弱。

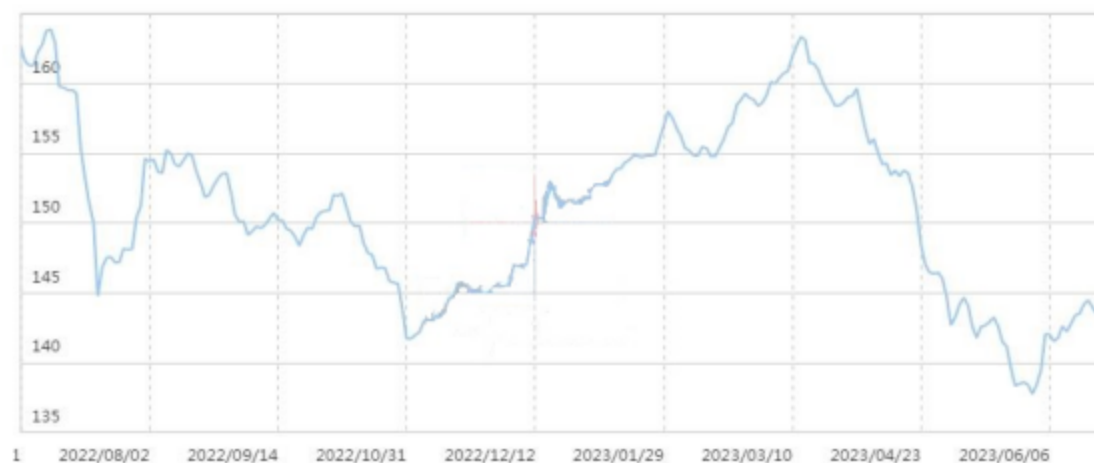
图二十八：十年钢铁价格综合指数走势图



图二十九：五年钢铁价格综合指数走势图



图三十：2022 年 5 月--2023 年 5 月
钢铁价格综合指数走势



图三十一：2023 年 5 月份钢铁价格综合指数走势图



2、铜

5月沪铜承压回落。欧美 PMI 数据再度点燃海外衰退预期，美债问题引发市场恐慌，国内复苏难见起色，需求不及预期，铜价再度破位。月末伴随美债上限问题基本得到解决，宏观避险情绪消退，国内期待进一步刺激政策出台，工业金属普遍反弹，铜价重心上移。但价格上涨后，需求状况或进一步恶化，海内外若均转为累库，则基本面可能拖累当前市场乐观情绪，铜价再度承压运行。

现货方面，近期国内现货进口盈利虽然缩窄，但上海洋山铜溢价回升到 42.5 美元/吨，高于一个月前的约 25 美元/吨。而且铜价下跌后，刺激了下游采购积极性，但实际成交表现欠佳，下游对后市仍持观望态度，整体交投陷入僵持局面。受美债违约风险，以及疲软的国内外经济数据影响，5月上旬铜价破位大跌，市场聚焦经济衰退以及国内“通缩”；进入下半月，虽然海外库存激增，贴水幅度扩大体现需求端异常疲软，但国内升水坚挺支撑，美债上限谈判取得进展，市场风险偏好逐渐回升，铜价在 6.3 万附近走出了筑底的行情。整体来看，海外宏观经历了一番“生死搏斗”最终力挽狂澜，叠加美联储大佬鸽言相助，美元重挫，提振市场风险偏好急剧升温，叠加国内 5 月财新 PMI 数据靓丽助涨多头士气，加上沪铜库存延续去化给予强支撑，本周铜价探低回升，重新站上六万五上方。

再生铜杆方面，5 月份维持亏损状态，精废价差走弱，

废铜杆替代效应减弱，同时下游消费疲软。铜企正常经营困难，利润空间进一步受挤压。随着行情回暖，预计6月份行业产销出现好转。5月份Hpb59-1黄铜棒国标均价47110元/吨，较上月下跌1230元，市场成交氛围继续降温。据富宝网调研了解，4月份以后，行业进入传统消费淡季，内需下滑情况下，5月黄铜棒产销低迷；生产企业方面，开工率则继续下滑，预计6、7月份难有明显起色；另外受订单不佳影响，铜棒月底进入跟跌不跟涨窘境。

图三十二：二十年铜价指数走势图



图三十三：十年铜价指数走势图



图三十四：2022 年 5 月--2023 年 5 月份铜价指数走势图



图三十五：2023 年 5 月份铜价指数走势图



3、焦炭

五月份，煤炭市场以震荡回落为主，环渤海港口的煤价跌幅远超过坑口，煤价跌至三年前主管部门的限价区域。从煤炭内外价差、各环节库存、供需情况来看，短期来看市场并不看好，或维持偏弱态势，港口承压明显，煤价保持低位震荡走势。

首先，进口煤继续大举进入国内市场。近期，春季结束，夏季高温缓慢到来，欧洲耗煤需求持续低迷。在需求端表现不佳的情况下，欧洲三港港口煤炭库存继续增加，贸易商不得不将煤炭从欧洲转售到土耳其、北非和中国，后期，预计南非、哥伦比亚、美国等国的货源或将继续进入中国市场，

且煤价远低于环渤海港口价格。受此影响，预计国际市场煤价存在进一步下跌的可能。进口煤零关税的情况下，价格低廉，优势尽显。

其次，坑口供应不减。近期，多个产地持续开展安全生产专项整治行动；同时，六月份为安全生产月，但从近几年煤炭生产和供应情况来看影响不大，前期，榆林部分停产整顿煤矿已逐步恢复。除非煤炭供需严重过剩，坑口需求不足引起供应减产，否则的话，国内煤炭供应将继续维持相对高位。近两年，煤炭产能释放较快，煤炭生产效率提高，供应弹性增强。从运输角度出发，六月初，呼铁局内唐包线、呼准线春检将结束，发运恢复正常，而大秦线运输也维持满发，煤炭运输能力充足，长协发运有保障，环渤海港口库存垒库压力非常大。预计六月份的煤炭产量仍会处于相对高位，而需求增速有限，进口冲击叠加北港及终端库存偏高继续打压国内煤市，并着重冲击下水煤需求，预计北港煤价下行为主。

再次，环渤海港口市场形势不乐观。六月份，煤炭主产区干扰因素减弱，运输通道满负荷，供应将继续维持高位。而此时，受进口煤大量涌入影响，沿海地区拉运有限，造成环渤海港口调出增量不明显，库存继续垒库，存煤时刻处于高位运行。受中下游环节库存偏高和大量进口煤货源冲击等因素影响，终端电厂北上采购现货煤意愿低迷，叠加非电行业将在六月中旬错峰生产，减少市场煤采购，市场煤支撑点

减少，各环节时刻处于疏运和消化过程中。市场供需形势继续向宽松转化，沿海现货煤价仍将继续承压下行。

去年和前年，受国际局势与疫后经济恢复影响，国际煤油气价飙升，国内煤价与国际煤价联手高位运行；叠加我国限制澳煤进口、违反安全生产入刑等影响了煤炭供应，去年和前年，市场煤价格波动较大，且屡创新高。今年春节过后，下游电厂日耗需求始终未见大幅增加，港口和终端库存保持高位；叠加进口煤价格优势明显，促使国内市场价格回调到合理价位，煤价一度跌至 800 元/吨以下偏低位置。

由于下游需求增速低于供应增速，且有长协和进口等双重供应保障；叠加化工、水泥、钢厂效益一般，高耗能企业淡季停产、减产、错峰，造成能耗低于市场预期，社会库存出现了持续性的累积。多环节煤炭库存刷历史同期最高，环渤海十港合计存煤增至 3236 万吨，全国统调电厂存煤 1.87 亿吨，全国重点电厂存煤 1.16 亿吨。气温偏低，民用电负荷并未完全拉起；而建材、化工行业以及房地产市场均面临需要去库存问题，导致非电用煤行业的产能利用率无明显改善，港口煤价出现小幅回落，跌至 760 元/吨。受询货增多拉动，煤价出现连续三天的上涨，涨至 800 元/吨。随后，煤价再次承压，下跌至 750 元/吨。

产地市场情绪升温，叠加部分地区高温天气，终端客户及贸易商拉运积极性提升；主产区煤矿销售良好，多数煤矿

即产即销无库存。环渤海港口方面，询货增多，下游用户积极询货和拉运，促使环渤海港口库存略有下降；此外，山西省开展大整治等，产能预期收缩。同时，因担心煤价下跌，叠加发运倒挂，贸易商发运市场煤数量偏少，港口可售资源紧张，煤源结构性缺货矛盾出现，助推煤价出现上涨。环渤海港口煤价从 750 元/吨涨至 840 元/吨，上涨了 90 元/吨。

正赶上端午长假，工业企业放假增多，工业用电下滑。此外，国际动力煤市场供应偏弱，进口国需求再次弱势运行；叠加天然气价格波动，欧洲买家采购需求也处于低位。与此同时，我国国内电厂库存持续偏高；梅雨季节到来，华东电厂日耗下滑，电厂压价采购明显，煤价上涨无力。尽管已进入用煤旺季，叠加产地安监趋严，贸易商挺价情绪较强。但下游企业用电量一般，中长协兑现良好，终端电厂库存高企，产地拉煤车减少，市场煤价上行动力不足；端午节后，煤价下行压力加大。

图三十六：十年焦炭价格走势



图三十七：2022 年 5 月--2023 年 5 月焦炭价格走势



图三十八：2023 年 5 月份焦炭价格走势



4、水泥

厂家持续累库，水泥行情走低。5 月份，全国阴雨天气较多，部分地区资金短缺问题依然突出，下游施工进度减慢，市场需求不瘟不火，整体表现弱势；供给方面，多地错峰停窑，供应小幅收缩，总的来说，5 月水泥市场供需仍然宽松，厂家持续累库，市场竞争激烈。5 月初全国水泥价格指数（CEMPI）为 135.74 点，月末报收 126.54 点，环比下跌 6.77%，同比下跌 20.46%。

从区域来看，六大地区需求整体偏弱，其中南方地区转弱相对明显。具体来看，中南地区雨水频繁，市场销量走弱；华东地区需求弱势运行，库存高位承压；西南地区下游施工

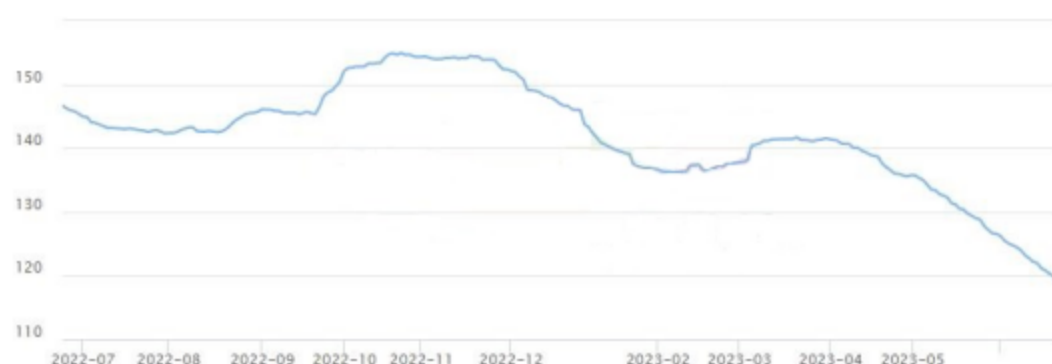
清淡，库存走高明显；东北市场出货低位，价格压力较大；华北地区不瘟不火，需求仍较一般；西北地区错峰停窑，供需相对平衡。5月份水泥市场需求疲软叠加成本回落，国内水泥成交均价普遍出现下降。北方气候回暖，需求稍有恢复，但整体仍弱于往年同期水平。与此同时，南方地区仍受间歇性阴雨天气控制，施工条件一般，下游受制于资金问题，新增项目寥寥无几，搅拌站供货较为谨慎，实际出货量依旧处于低位水平。成本方面，上游水泥企业竞争加剧，原材料价格持续回落，对混凝土的支撑明显减弱。综合来看，5月份国内混凝土市场行情延续下行趋势，价格跌幅有所扩大。

由于中高考及农忙影响，需求进一步转淡，企业竞争压力有增无减，市场情绪低迷，水泥价格延续跌势；南方地区雨水天气频发，需求持续走弱；北方西北、华北地区施工好转叠加错峰停窑，价格整体坚挺，但东北需求疲软，价格偏弱运行。分区域看，六大区域整体延续弱势，南方地区跌幅较大。中南地区降雨仍多，价格下跌 2.78%；华东地区中高考及雨水影响，水泥价格下跌 2.34%；西南地区销量下滑，水泥价格下降 2.15%；东北地区需求弱势，水泥价格较上周下跌 1.38%；西北地区整体平稳，水泥价格较上周微跌 0.06%；华北部分地区错峰停窑，价格微涨 0.11%。

行业正式进入淡季，市场竞争激烈，企业库存普遍高位承压，预计近期水泥价格仍将延续跌势。当前水泥行业行情

低迷、产能过剩局面依旧严峻。供需失衡的格局下，单一的产业结构已无法支撑企业立足当前复杂的市场形势，节能减碳、降本增效、产业转型升级、优化资产配置、增强核心竞争力才能维持水泥行业健康长远发展。

图三十九：水泥价格走势



5、铝

5月沪铝整体走势也偏弱，震荡回调，沪铝主力整体呈窄幅震荡走势，但随后美银行股票大幅大跌，使得投资者再度担忧美银行危机，美债危机也随之而来，持续利空的消息下，沪铝也连续走低，且一度跌破1.8万为主，且随着美债危机持续发酵，5月份中国制造业PMI比上月下降0.4个百分点，制造业市场需求仍显不足，企业产能释放受到抑制。市场悲观情绪蔓延，25日沪铝主力一度跌至年内新低17455，随后盘面超跌反弹，且美债上限谈判也取得进展，市场情绪面修复明显，沪铝止跌反弹，月末时期重回1.8万上方，预计6月整体重心较5月有所上移，或在1.76-1.9万附近震荡。

5月宏观消息面偏空下，铝价走势疲弱，且5月再生铝企业订单出现再度下滑趋势，大多数合金锭企业均出现了一定程度的产能缩减，其中主要原因仍是下游需求的持续疲软，除此之外，生产成本居高不下以及现货行情表现羸弱同样对企业生产积极性造成较大负面影响，市场整体成交较4月偏低。西南地区也即将迎来丰水期，且近期云南地区传出产能即将复产信号，且云铝等企业已做好充足准备，电解铝供应缺口将被填充，也对铝价有一定限制，预计6月铝价或在178-1.9万附近震荡。

5月废铝价格稳中下调，截至2023年5月31日，国内主流地区铝合金旧白料为15000-15200元/吨，光亮铝线价格为16100-16400元/吨，铝合金型材料及铝线价格普遍跌幅多在200元/吨左右；易拉罐市场主流价格为12800-13000元/吨，干净机铝主流区间13900-14200元/吨之间，环比4月底波动不大，基本保持平稳。5月废铝亦出现品种差异，铝合金锭原材料多表现抗跌，而铝线、型材料等多有200左右跌幅；此次生铝类废铝抗跌的主要原因在于市场货源偏紧以及铝合金锭价格偏稳所致。虽5月份再生铝合金锭企业订单不足，但因成本原因，价格表现抗跌，铝厂对废铝维持按需采购模式；利润方面，华东地区因电力原因，成本有所增加，企业利润再次被压缩。

5月宏观情绪偏空，美债务上限问题，铝价弱势震荡；

随着月末美债上限危机暂解，铝价迎来反弹契机，但经济衰退阴影难除，且基本面尚未有明显的好转，传统消费淡季将至，尽管今年季节性淡旺季转换征兆不明显，但铝水比例走高，叠加铝棒增产及累库压力明显，目前从下游订单及开工表现来看需求难言乐观。另外西南正式进入丰水季，成本端预焙阳极和电价继续回落，铝价重心仍存下移可能。

图四十：二十年沪铝价格走势



图四十一：十年沪铝价格走势



图四十二：五年沪铝价格走势图



图四十三：2022 年 5 月--2023 年 5 月沪铝价格走势图



图四十四：2023 年 5 月份沪铝价格走势图



6、房价

表一：2023 年 5 月份全国一线城市平均房价表

排名	城市名称	平均房价	环比上月
1	北京	71879 元/m ²	0.46%
2	上海	69866 元/m ²	4.4%↓
3	深圳	68001 元/m ²	1.98%↓
4	厦门	51266 元/m ²	1.25%↓
5	广州	46069 元/m ²	3.35%
6	杭州	42784 元/m ²	0.84%↓
7	三亚	40470 元/m ²	7.45%↓
8	陵水	39734 元/m ²	1.95%↓
9	南京	31125 元/m ²	6.9%↓
10	东莞	28155 元/m ²	6.78%↓

新房上涨动力继续减弱，一线城市二手房齐降。5 月份，70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比整体涨幅回落、二手住宅环比下降。国家统计局发布的《70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况》显示，5 月份 70 个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有 46 个和

15 个，比上月分别减少 16 个和 21 个。新建商品住宅同比上涨城市有 26 个，比上月增加 4 个；二手住宅销售价格同比上涨城市有 9 个，与上月持平。

新房价格上涨动力继续减弱。从各城市表现来看，新建商品住宅价格方面，根据国家统计局公布的数据，5 月份湛江（0.8%）位列环比涨幅第一位；济南、韶关和太原 3 个城市以 0.7% 的涨幅并列第二。大理（-0.8%）继续位于环比跌幅首位，宜昌（-0.7%）和南充（-0.6%）分列环比跌幅第二和第三位。5 月份房价上涨的城市数量有所减少，目前各地新房销售蓄客比较困难，房企营销面临非常大的压力，这种压力自然会带动房价走势疲软。另外，在高库存和半年度资金回笼考核压力下，确实存在一些地方出现了降价过快的现象。另一方面，目前新房价指数环比涨幅连续两个月收窄，这也意味着没有延续一季度回暖的态势。5 月份全国 70 个城市新建商品住宅价格指数环比涨幅为 0.1%，同比涨幅为 -0.5%。一些既有的宽松政策还要持续，同时或有新一轮的刺激政策出台。另据国家统计局数据，5 月份一二三线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅分别为 0.1%、0.2% 和 0.0%；同比涨幅分别为 1.7%、0.5% 和 -1.6%。三类城市环比涨幅收窄，说明近期市场回暖遇阻的问题在三类城市中均有呈现。这也说明目前不能简单停留在市场分化阶段，对于各类城市住房市场提振都非常有必要。

上海领跌，一线城市二手房价格齐降。二手住宅价格方面，昆明和韶关以 0.5% 的环比涨幅并列第一，南充、三亚和桂林处于并列第三位，环比涨幅均为 0.4%；上海（-0.8%）环比跌幅居首，厦门和济宁以 -0.7% 的环比跌幅处于第二位。同比方面，包括成都、北京、长沙、上海、南充、合肥、昆明、西安和三亚在内的 9 个城市处于上涨态势。值得注意的是，当前二手房指数在连续 3 个月上涨的基础上再次出现下跌。5 月份全国 70 个城市二手住宅价格环比涨幅为 -0.2%，同比涨幅为 -2.6%。鉴于 2 月份以来二手房房源挂牌增加、交易周期明显延长等新情况，二手房供求关系出现了明显恶化，价格指数已经反映了这一点。各地反馈的情况也是类似。部分城市部分小区项目确实存在降价 20% 才可以交易的情况。另外，从城市排序看，上海降价力度最大，成为近期二手房最疲软的城市。对此，要高度重视此类城市的新问题，即目前二手房降温压力很容易产生金融风险问题，而这一点和去年新房金融风险问题有本质区别。

从各线城市表现看，国家统计局数据显示，5 月份一线城市二手住宅销售价格环比涨幅为 -0.4%，其中，北京、上海、广州和深圳环比分别下降 0.6%、0.8%、0.2% 和 0.1%；二三线城市二手住宅销售价格环比由上月持平分别转为下降 0.3% 和 0.2%；一二三线城市二手住宅销售价格同比涨幅分别为 0.4%、-2.1% 和 -3.3%。三类城市二手房重新进入下跌

区间，说明市场压力具有普遍性，各地要把二手房提振工作作为近期的重要工作之一。二手房流动性增强，才能带动新房市场活跃。

降温具有普遍性，格外关注大城市。从今年5月份的整体情况来看，新房价格回暖的趋势被暂时性打断。而二手房压力更大，供求关系恶化情况也更为严重，这些都将是二季度要重点关注的内容。当前降温具有普遍性，一些一线城市新房市场表现也不好，部分城市甚至出现了零首付、低首付或负首付等新现象，说明购房支付能力非常弱。而二手房也存在很大的泡沫问题。鉴于国际市场上出现了韩国房价泡沫破裂等问题，所以近期要对一些大城市的房地产市场格外关注。目前稳楼市不能停留在2014年的逻辑，当前社会经济环境和房地产供求关系出现很多新情况，要基于宏观经济提振的概念落实突破性政策出台。

三、国际国内热点

（一）2023年一季度全球商品和服务贸易积极增长。联合国贸易和发展会议日前发布的《全球贸易更新》报告显示，2023年第一季度，全球商品和服务贸易在连续两个季度呈下降态势后出现积极增长。报告指出，2023年前3个月，全球货物贸易较2022年第四季度增长1.9%，增加约1000亿美元，全球服务贸易增长约500亿美元，环比增长约2.8%。此外，在过去4个季度中，世界主要经济体的商品贸易增长情况参

差不齐。巴西、印度、美国和欧盟进出口均大幅增长。但从环比来看，2023 年 1 月至 3 月期间主要经济体的贸易走势更加疲弱，而中国和印度的出口大幅增长。除俄罗斯和中亚经济体外，所有地区的国际贸易均逐年增长，但东亚地区的增长速度明显低于平均水平。从环比来看，2023 年第一季度，除太平洋地区、北美和非洲出现边际增长外，大多数地区贸易额均出现下降。同一时期的区域内贸易也遵循类似的模式。但值得注意的是，非洲内部贸易增长了 3%，表现优于其他区域的内部贸易。

（二）房贷利率下降利于稳预期。房贷利率再次下降。6 月 20 日，1 年期贷款市场报价利率（LPR）下降 10 个基点至 3.55%，5 年期以上 LPR 下降 10 个基点至 4.2%。由于目前 99% 的房贷利率与 5 年期以上 LPR 挂钩，所以这意味着房贷利率将再次下降。此次房贷利率下降，涉及面更广、涉及群体更多。与此前新发放、首套房贷款利率下降不同的是，本次房贷利率下降涵盖新发放贷款、存量贷款，以及首套房贷款、二套房贷款。去年以来，首套房贷款利率经历了多次优化与调整，旨在更好满足刚性需求、改善消费支出能力，但相关政策并未涉及二套房贷款、存量贷款。5 年期以上 LPR 下降后，二套房、存量房贷款利率也将随之下降 10 个基点，前者最低降至 4.8%。房贷利率下降有助于提振房地产投资信心。当前，房地产投资意愿有所下滑。1 月份至 5 月份，全国房地产开发投资同比下降 7.2%，较 1 月份至 4 月份 6.2%

的降幅进一步扩大。房贷利率下降将产生两方面影响。一方面，通过贷款重新定价，促进销售端企稳，带动投资端回升，形成“可支配收入增加、消费预期提升、内需扩大、投资意愿回暖”的正反馈。另一方面，房贷利率下降的主因是 LPR 下降，LPR 下降意味着房地产企业的贷款利率、融资成本下降。今年 3 月份，新发放的企业贷款加权平均利率为 3.96%，较上年同期低 29 个基点，此次 LPR 下降 10 个基点后，企业贷款利率将进一步下行。

（三）保险+信托撞出火花。近年来，保险金信托业务因兼具人身保障、资产增值、资产隔离和个性化传承功能等优势，市场需求大幅增长，持续走热。截至今年 1 月，保险金信托新增规模达 89.74 亿元，环比增长 67.05%。信托、保险、银行共同发力保险金信托业务，据不完全统计，目前有 30 余家信托公司、40 余家保险公司开展相关服务，上亿元的大单、创新场景案例频现。信托公司开展保险金信托是自身业务转型的需要。2023 年 3 月，原中国银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》，旨在通过完善信托业务分类体系，引领信托业发挥信托制度优势有效创新，丰富信托本源业务供给。其中，“保险金信托”成为资产服务信托—财富管理服务信托项下的一项独立分类业务。信托业分类新规已于今年 6 月 1 日正式实施。