

【宏观大类专题】

经济运行主要矛盾及5月 大类资产配置建议

广州期货 研究中心

2023年4月27日



要点：经济运行主要矛盾及5月大类资产配置建议

➤ 全球经济周期运行态势

- ✓ 2023年海外经济衰退风险加重，中国经济复苏相对优势明显。从各项领先指标看，欧美2023年衰退风险加大，美国未来12个月衰退概率创40年新高。
- ✓ 欧美通胀拐点已现，但仍处历史高位。欧美通胀问题已在去年四季度触顶，但通胀水平仍处历史高位，劳动力市场维持强劲强化了服务业通胀的韧性。
- ✓ 货币政策掣肘加大。短期看金融危机爆发概率不大，中长期看金融不稳定性仍大。美联储货币政策何时转向取决于失业率及通胀走势，亦要兼顾金融稳定问题。

➤ 国内经济复苏成色及路径

- ✓ 经济修复方向确定，但复苏不均衡、节奏不同步，主要体现在供给端强于需求端，基建强于地产，服务消费强于大宗消费。本轮经济修复的路径是以基建投资为引领，带动就业和收入预期的好转，提升消费意愿及能力，从而带动消费及房地产市场的复苏。正反馈传导机制的形成并非一蹴而就，因此复苏呈相对缓慢特征。
- ✓ 我们将一季度经济走势定性为温和复苏，对二季度经济复苏持谨慎乐观态度。一是宽信用将继续支持以投资为引领的经济修复模式，并通过正反馈逐步传导到产业端及居民端。二是政策环境有望保持相对积极，目前经济复苏整体呈温和偏弱态势，仍需政策进一步加持。三是从经济周期错位的角度，欧美经济体经济衰退预期加大，而我国经济复苏方向确定，相对优势突出。但同时，房地产市场的修复和居民端预期的彻底回暖尚需时日，需求端大概率维持弱复苏。

➤ 市场预期及情绪演绎

- ✓ 企业及居民预期好转虽然缓慢但已在路上。我们以央行季度对银行家、企业家、储户的问卷调查结果以及国家统计局消费者信心调查指数结果作为市场预期的观测，可以看出，2023年一季度市场主体对未来宏观经济的预期出现触底反弹，且银行家预期较企业家、消费者乐观，已处于环比转好的区间。从银行家调查看，贷款供需两旺，基建、制造业贷款需求持续增长，房地产业贷款需求亦从收缩区间踏入扩张区间。从储户及消费者调查看，就业及收入预期指数均较去年四季度环比有所改善，其中收入预期踏入边际转好区间，仍远低于疫情前水平。从储蓄、投资、消费倾向看，自2020年以来储蓄倾向显著抬升，2023年一季度储蓄倾向小幅回落，投资倾向小幅回暖，而消费倾向基本持平。
- ✓ 风险偏好低迷，市场信心仍未建立。经济周期错位下海内外权益市场走势确出现反差，风险偏好陷入历史较极端水平。

➤ 5月资产配置建议：多配股指、贵金属、农产品，空配有色、黑色。五一节前注意控制仓位。

➤ 风险提示 稳增长政策不及预期；美联储货币政策超预期；地缘冲突超预期

第一部分

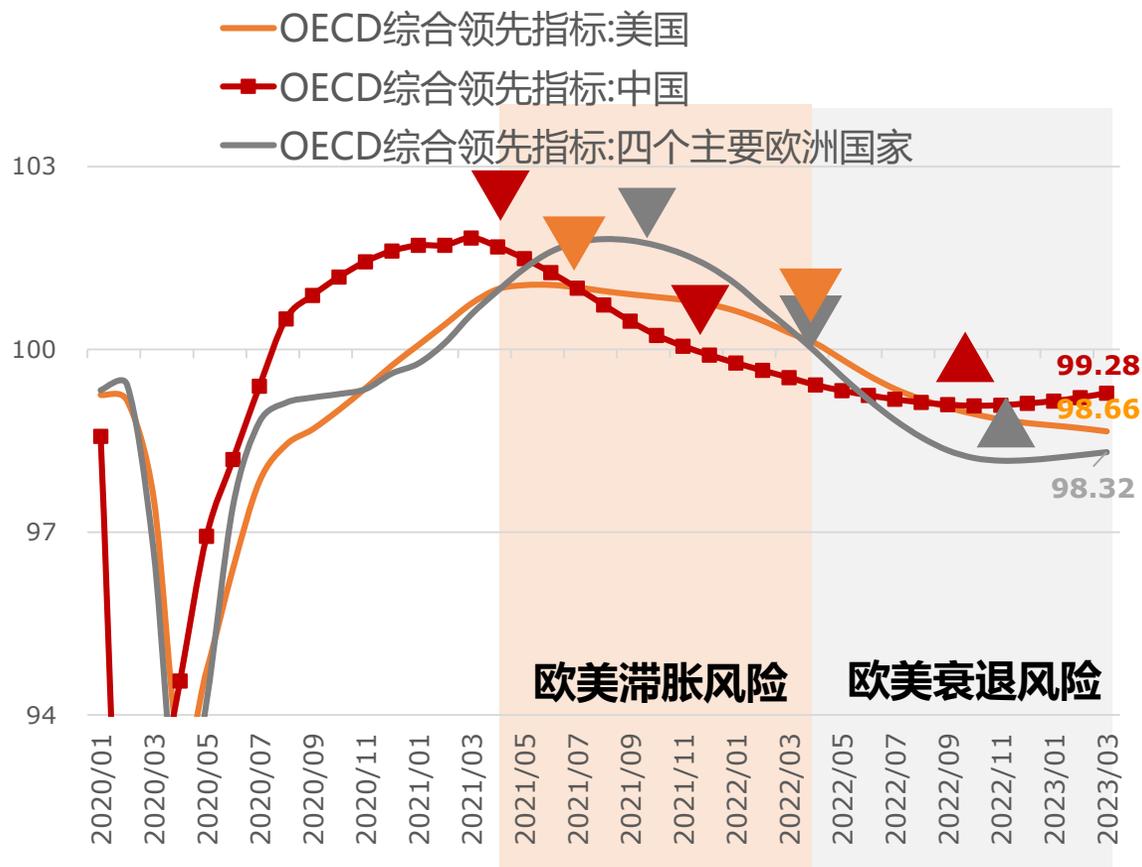
全球经济周期运行态势



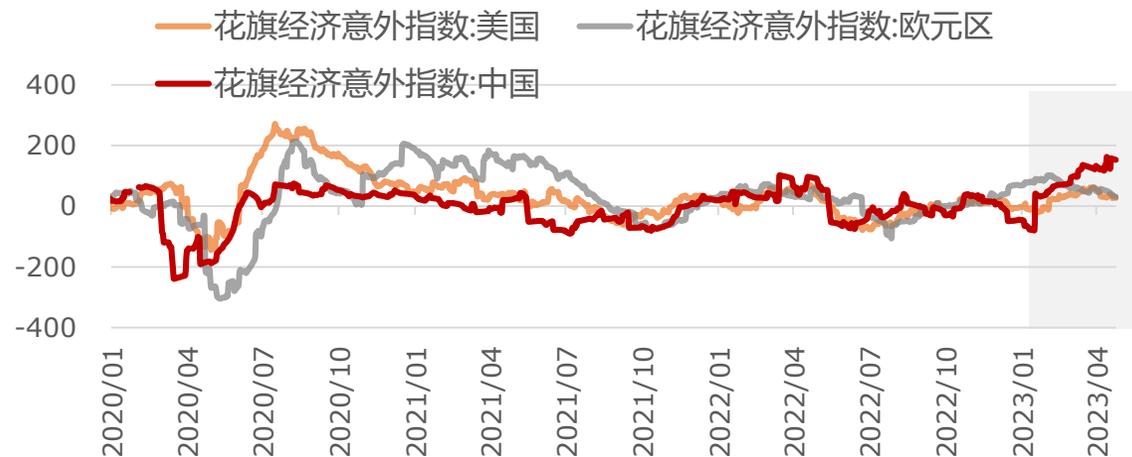
2023年海外经济衰退风险加重，中国经济复苏相对优势明显

- 2022年，为了应对高通胀压力，欧美主要央行快速踏入紧缩周期，叠加全球疫后财政刺激效应退坡，经济下行压力显著加大。从各项领先指标看，欧美2023年衰退风险加大，我国经济修复方向确定，相对优势突出

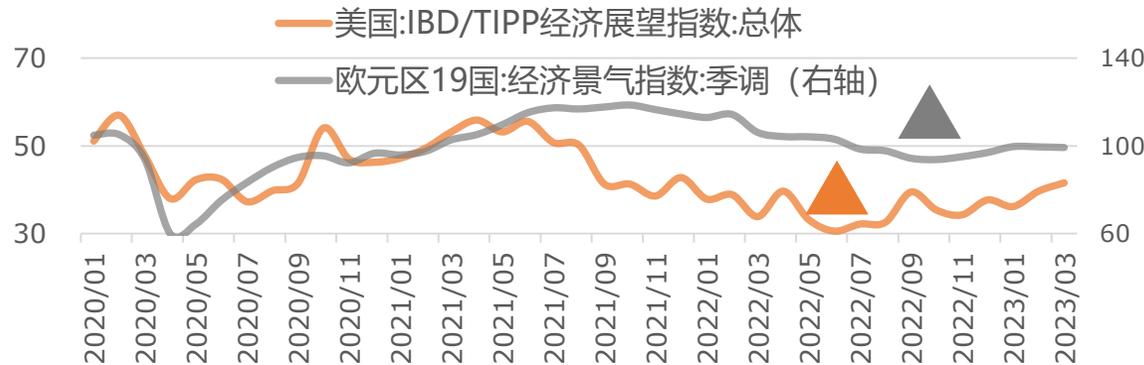
欧美OECD综合领先指标自2021年三季度开始回落，至2022年4月以来低于100且持续回落；我国领先指标自2022年四季度企稳回升



今年我国经济运行超预期程度显著高于欧美



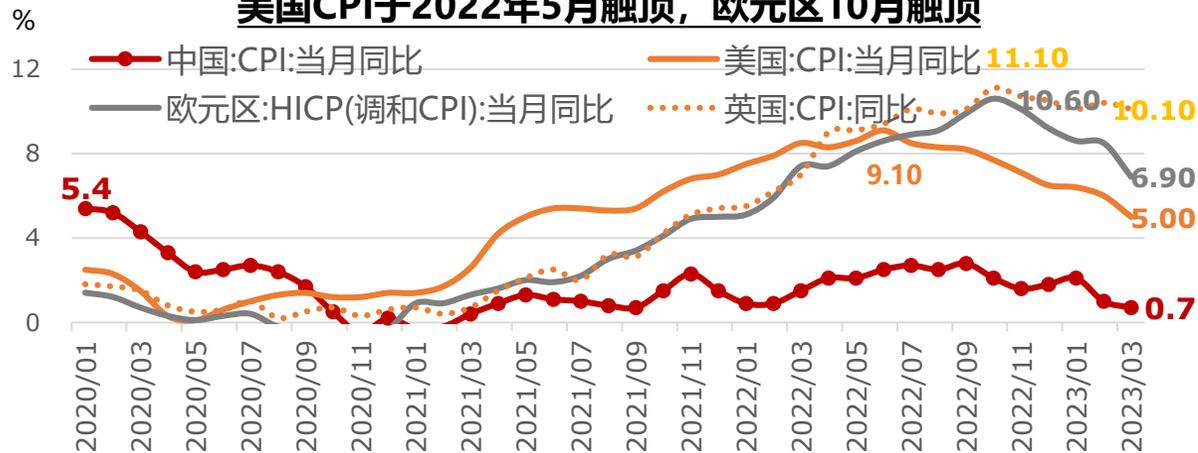
欧美经济展望指数有所回升但仍处不景气区间



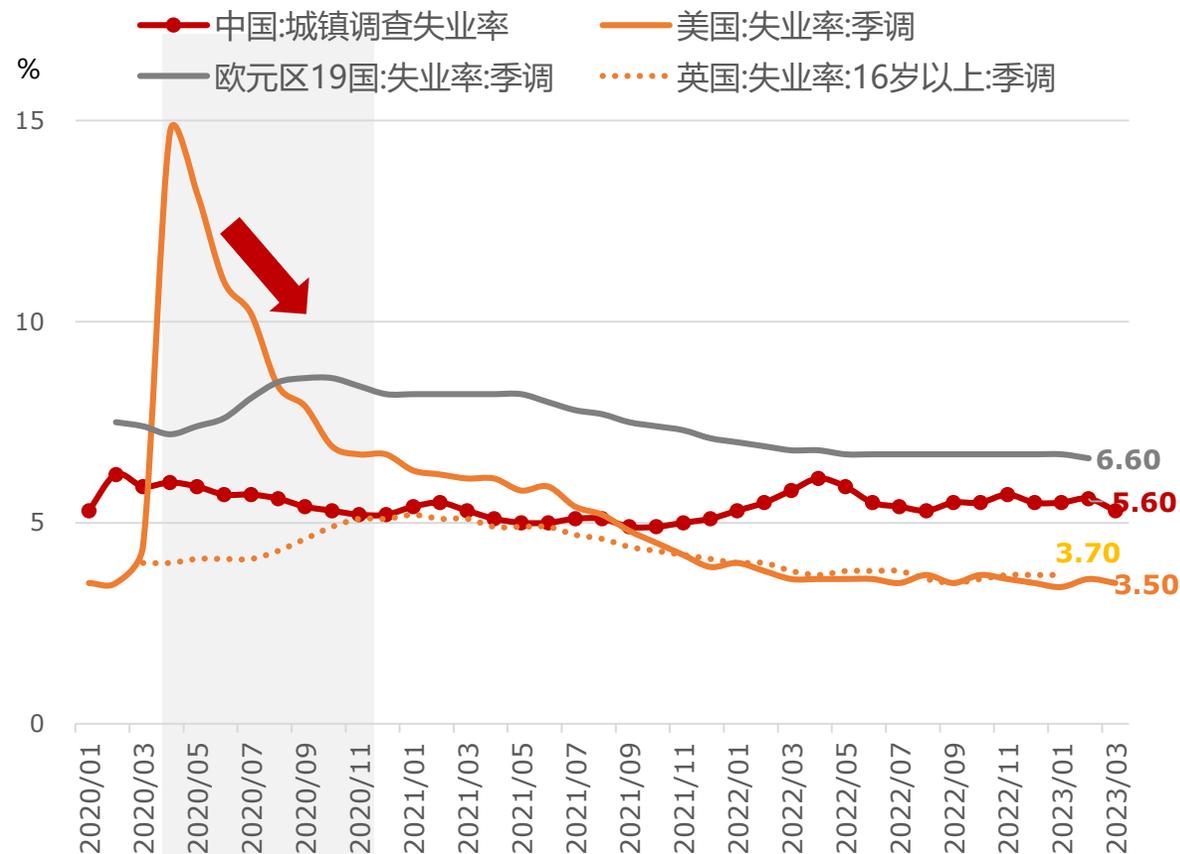
欧美通胀拐点已现，但仍处历史高位

■ 史诗级的宽松刺激政策催生了通胀问题，疫情对供求关系的扰动以及俄乌冲突、能源转型等供给侧冲击更是进一步强化了高通胀。2021年以来，欧美通胀压力开始抬头，至2022年以来屡创历史新高。随着供给约束消退，货币紧缩对需求已产生抑制效果，全球通胀已出现拐点，但通胀水平仍处历史高位，劳动力市场维持强劲强化了服务业通胀的韧性

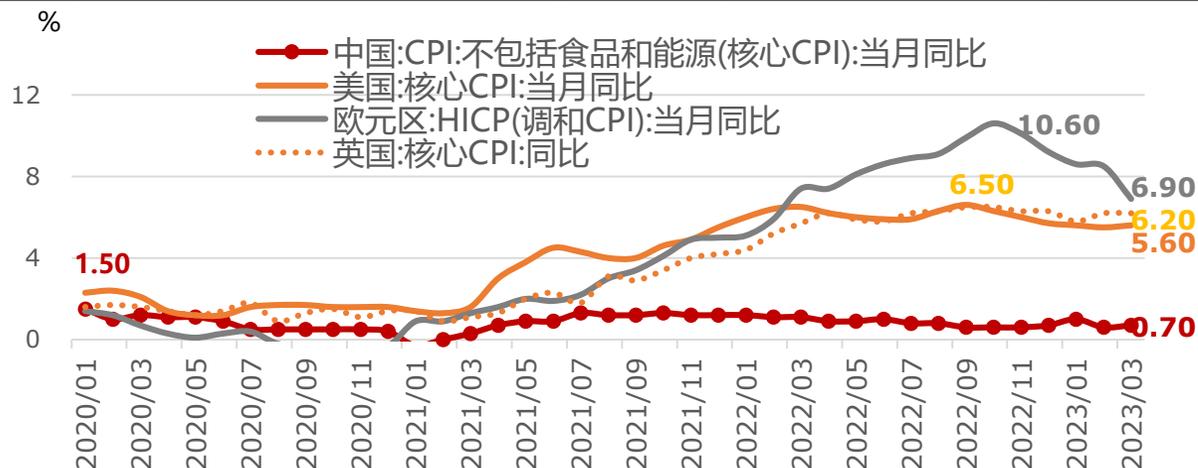
美国CPI于2022年5月触顶，欧元区10月触顶



与经济衰退所背离，就业市场维持强势，对服务业通胀形成了强有力支撑



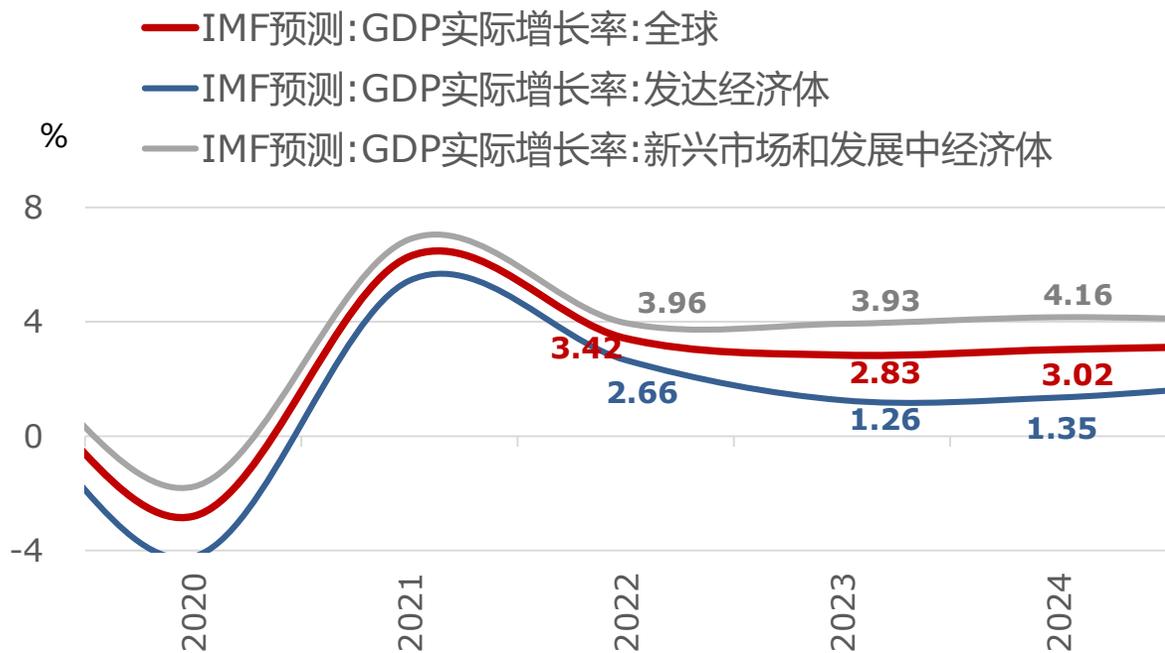
美国核心CPI于2022年10月触顶后缓慢回落，欧元区同期触顶后显著回落



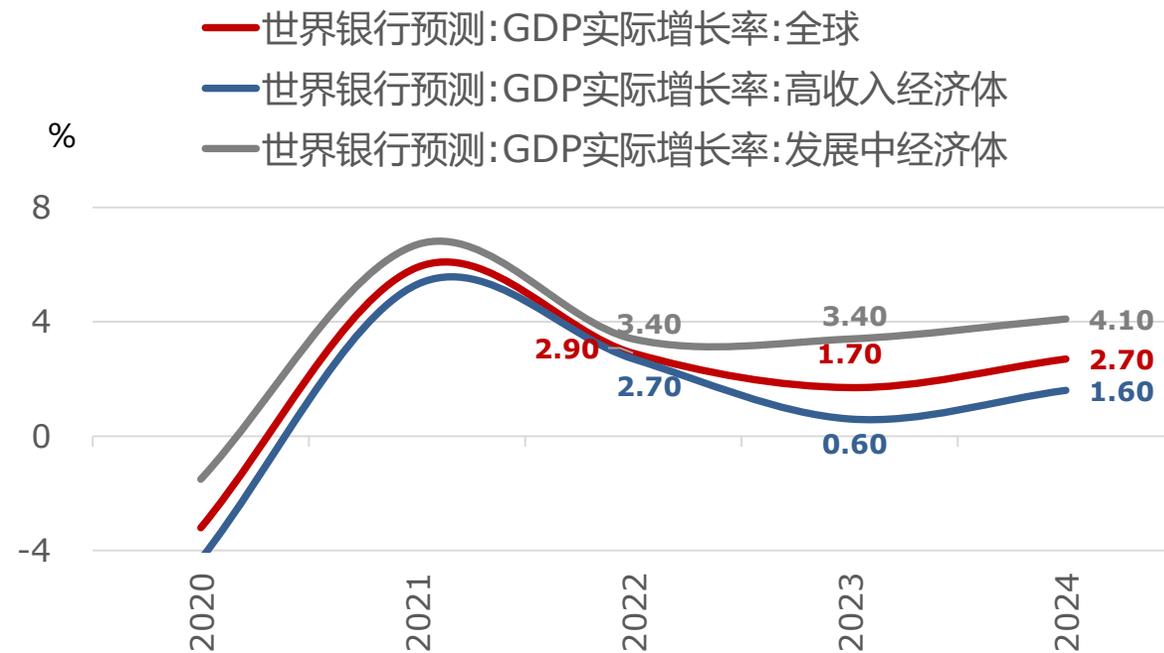
国际组织预测发达经济体普遍陷入衰退

■ IMF、世界银行、OECD等国际组织一致预测2023年发达经济体陷入衰退区间，经济增速较2022年进一步回落

IMF预测经济增速2023年小幅回落，2025年开始回暖



世界银行预测经济增速2024年有小幅回暖



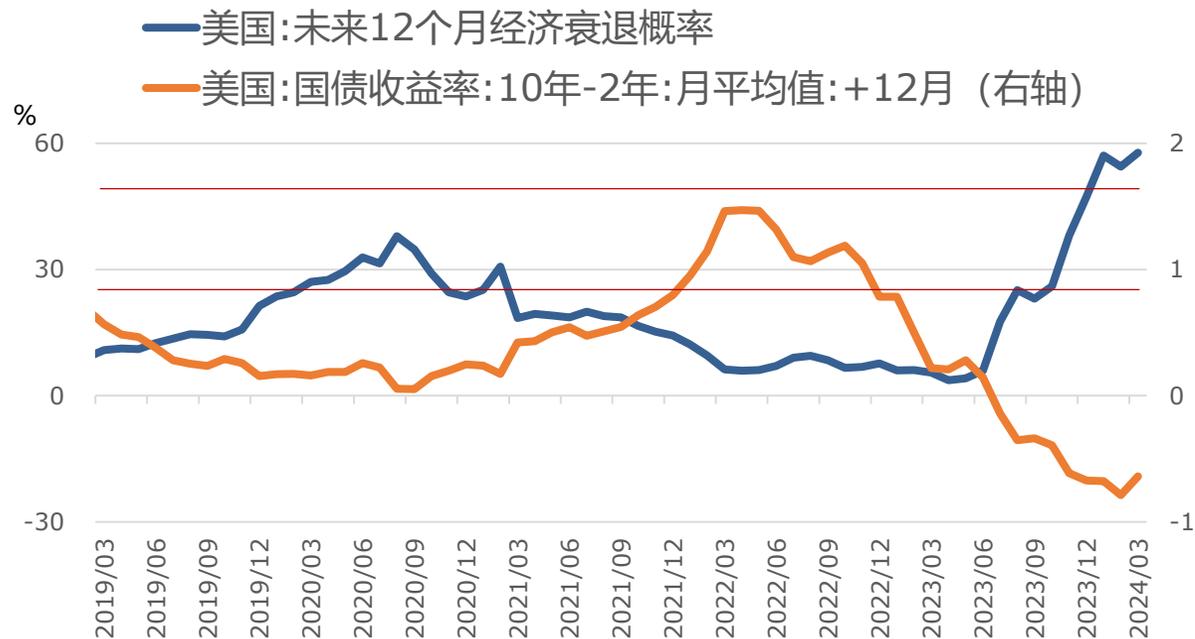
IMF: 3月27日，总裁格奥尔基耶娃表示，在发达经济体因银行破产而出现金融稳定风险后，当地政府已经对金融稳定风险做出了果断回应，并缓解了随之而来的市场压力，但即便如此，**仍需保持警惕**。IMF预计今年全球经济增速将仅为2.83%，较此前预测下降7个百分点

世界银行: 3月27日发布报告称，在主要经济体经济增速放缓的背景下，**全球潜在经济增长率将降至2000年以来的最低水平**，2023年至2030年间平均年度增长率预计为2.2%。**当前欧美金融市场的动荡局面正带来新的威胁**，可能加剧全球经济前景的恶化。

银行风险事件暴露紧缩周期对金融不稳定性的影响，美国经济衰退预期加重

- 美国未来12个月衰退概率创40年新高，今年下半年超25%，年底超50%，远超2008年次贷危机时期最高42%和2001年互联网泡沫危机时期最高45%水平

美国纽约联储根据国债期限利差构建经济衰退概率模型，历史经验看当模型概率超过 25%时发生经济衰退



美国经济下行压力加大



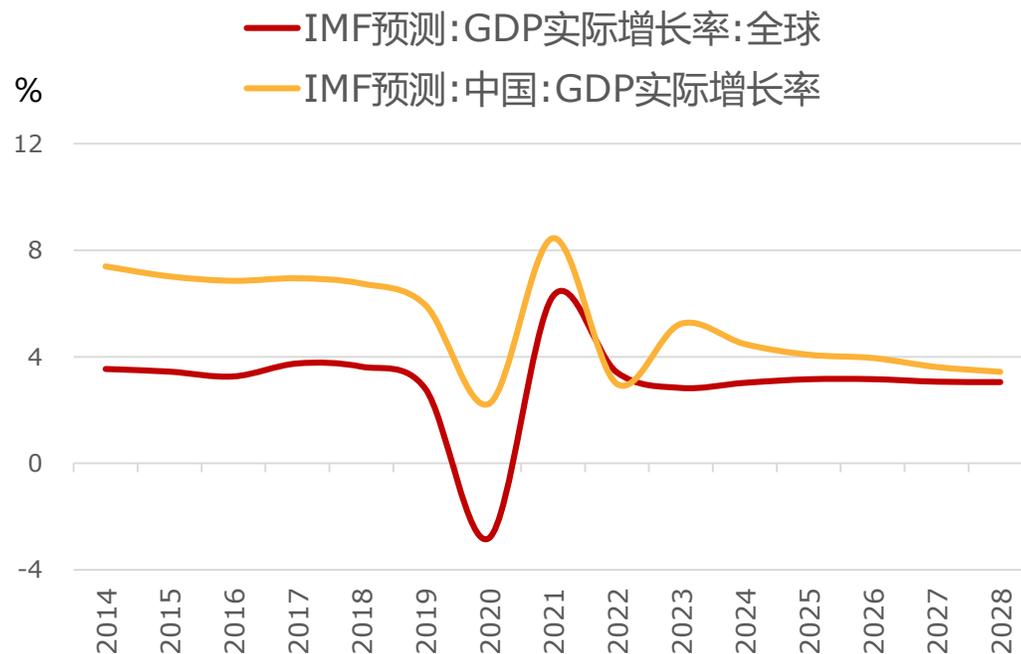
2023年我国经济增长速将重拾相对优势，吸引国际资本流入

- 过去十年，我国经济增长速逐级下滑，与全球平均的优势从5个百分点以上下降至3个百分点。2020年我国疫情率先得到有效控制，经济增长速优势重新走阔至5.3个百分点，2021-2022年受疫情持续扰动，优势快速收窄，预计2023年起将重拾相对优势

实际GDP增速预测

%	IMF预测			OECD预测			世界银行		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
全球	3.42	2.83	3.02	3.14	2.19	2.73	2.90	1.70	2.70
中国	3.00	5.24	4.48	3.32	4.62	4.13	2.70	4.30	5.00
美国	2.07	1.58	1.06	1.85	0.54	1.03	1.90	0.50	1.60
英国	4.05	-0.25	0.95	4.43	-0.41	0.21			
欧盟	3.68	0.75	1.58				3.30	0.00	1.60
德国	1.78	-0.11	1.10	1.77	-0.30	1.49			
法国	2.61	0.70	1.25	2.55	0.63	1.19			
日本	1.08	1.30	1.02	1.57	1.82	0.85	1.20	1.00	0.70

我国实际GDP增速与全球平均的对比



第二部分

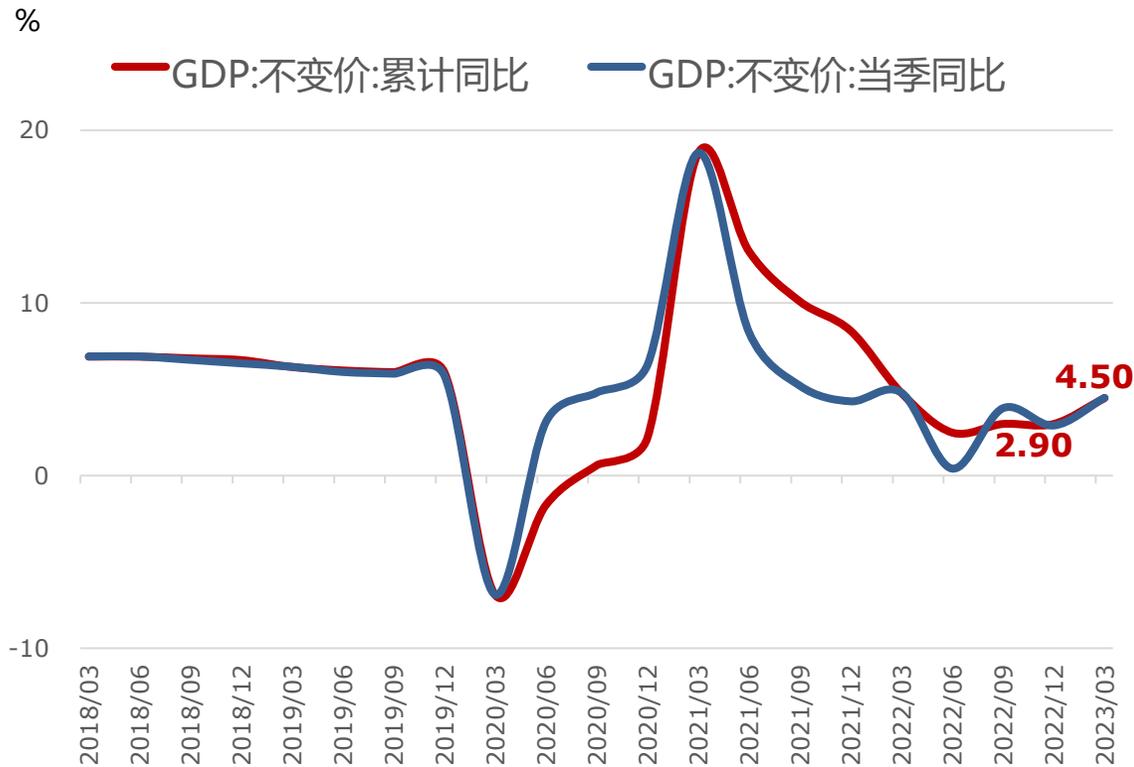
国内经济复苏成色及路径



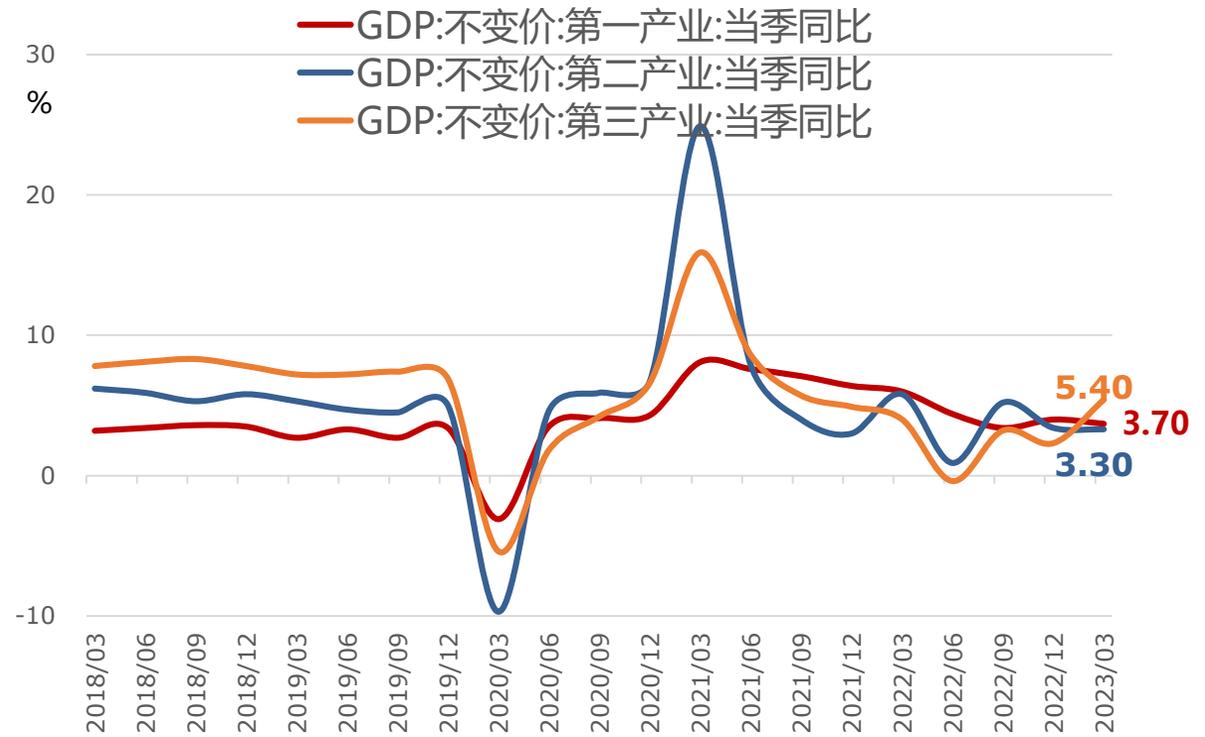
一季度GDP录得4.5%好成绩，第三产业复苏态势显著

■ 一季度GDP达28.5万亿元，实际同比增长4.5%，较2022年四季度的2.9%增速明显改善。分产业看，第三产业增速由前值2.3%大幅提升至5.4%，第一、二产业同比增速分别回落至3.7%、3.3%。经济数据印证了我们前期不断强调的观点，即经济修复方向确定，但经济复苏不均衡、节奏不同步

一季度实际GDP同比增速达4.5%



一季度第三产业GDP同比增速明显上行，第一、二产业增速有所回落

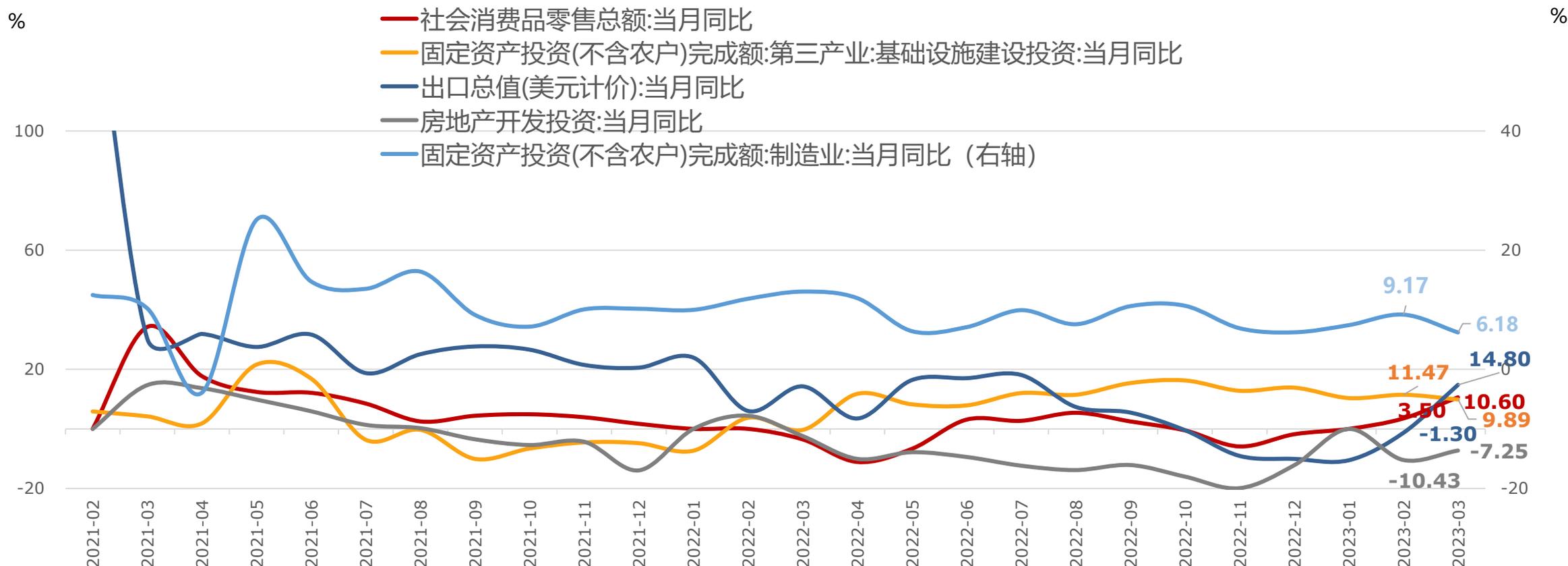


我们对二季度经济复苏持谨慎乐观态度。一是宽信用将继续支持以投资为引领的经济修复模式。二是政策环境有望保持相对积极，目前经济复苏整体呈温和偏弱态势，仍需政策进一步加持。三是从经济周期错位的角度，欧美经济体经济衰退预期加大，而我国经济复苏方向确定，相对优势突出。同时，房地产市场的修复和居民端预期的彻底回暖尚需时日，需求端大概率维持弱复苏

3月经济数据显示经济温和复苏，结构分化

- 本轮经济修复的路径是以基建投资为引领，带动就业和收入预期的好转，提升消费意愿及能力，从而带动消费及房地产市场的复苏，其过程并非一蹴而就，呈缓慢复苏态势

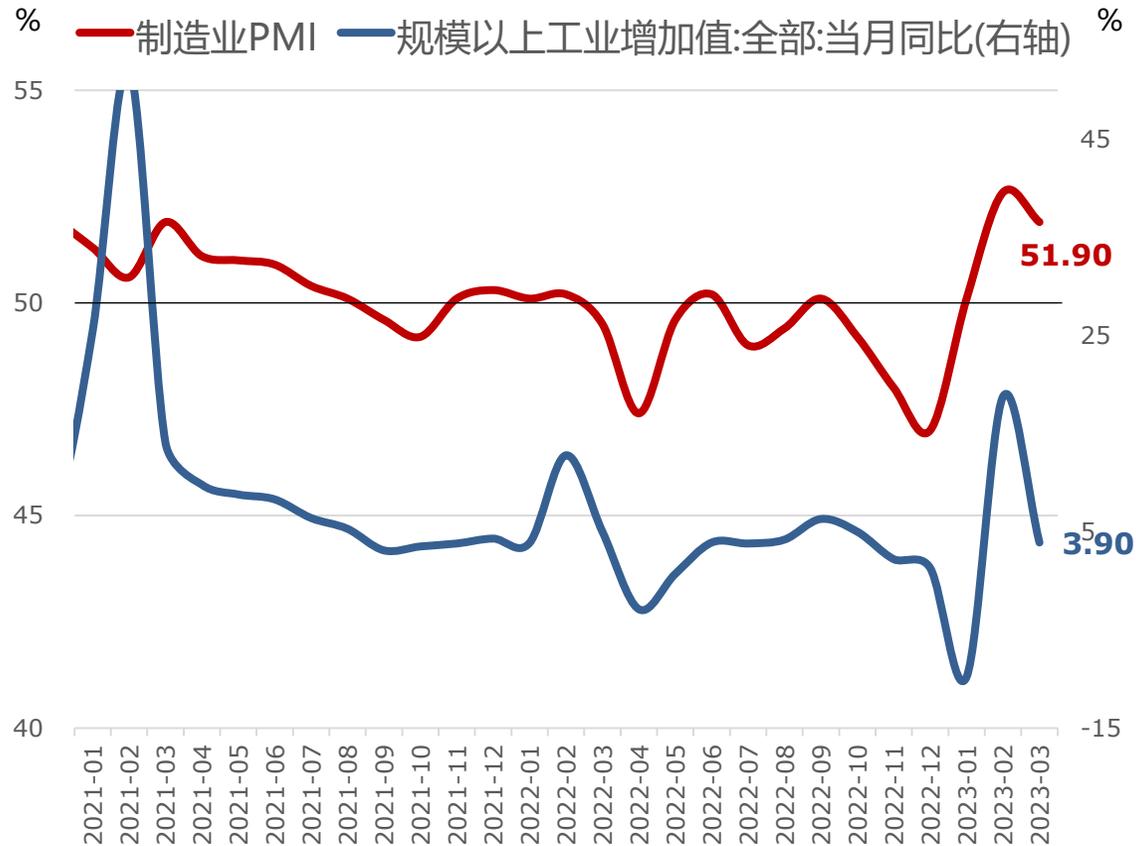
3月消费、出口同比增速显著回升，基建及制造业投资增速回落但仍是主要支撑，房地产投资仍为拖累项



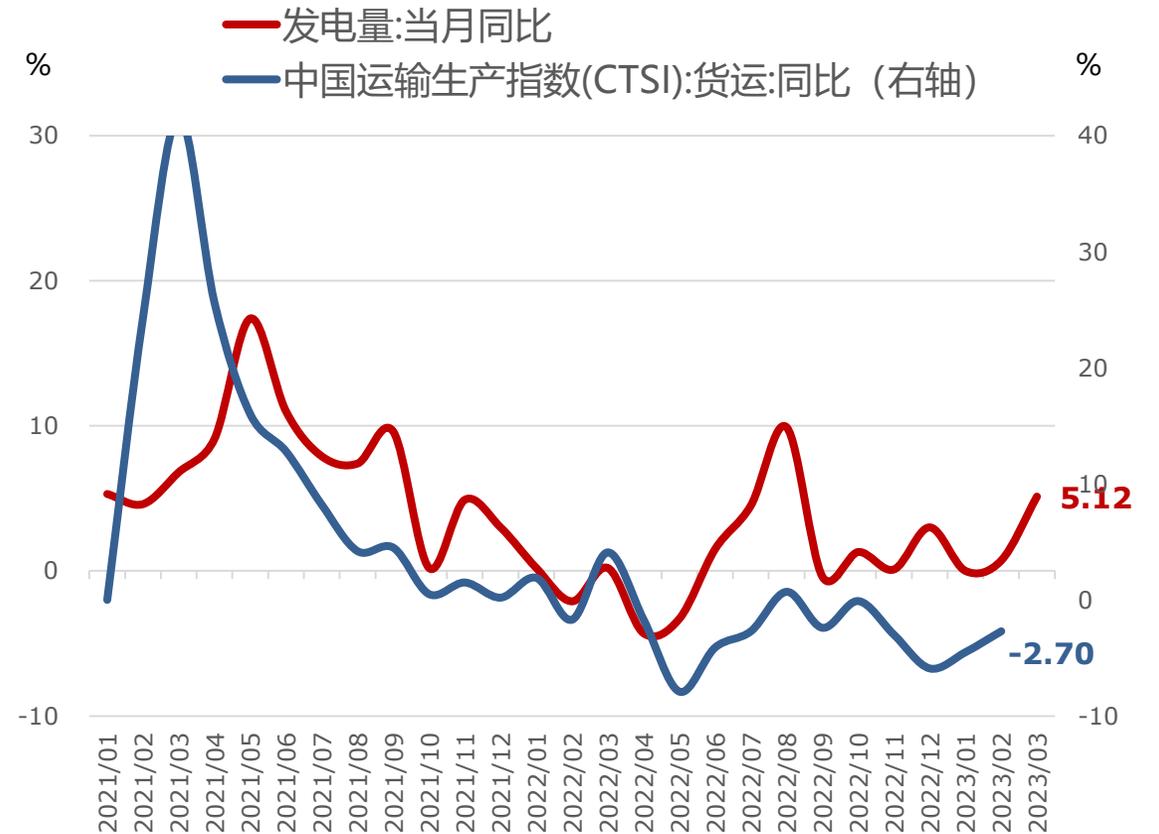
工业生产：3月生产增速继续回升

■ 3月工业增加值同比增速从1-2月的2.4%回升至3.9%，PMI连续三个月处于扩张区间，生产活动提速

3月工业增加值同比增速从1-2月的2.4%回升至3.9%



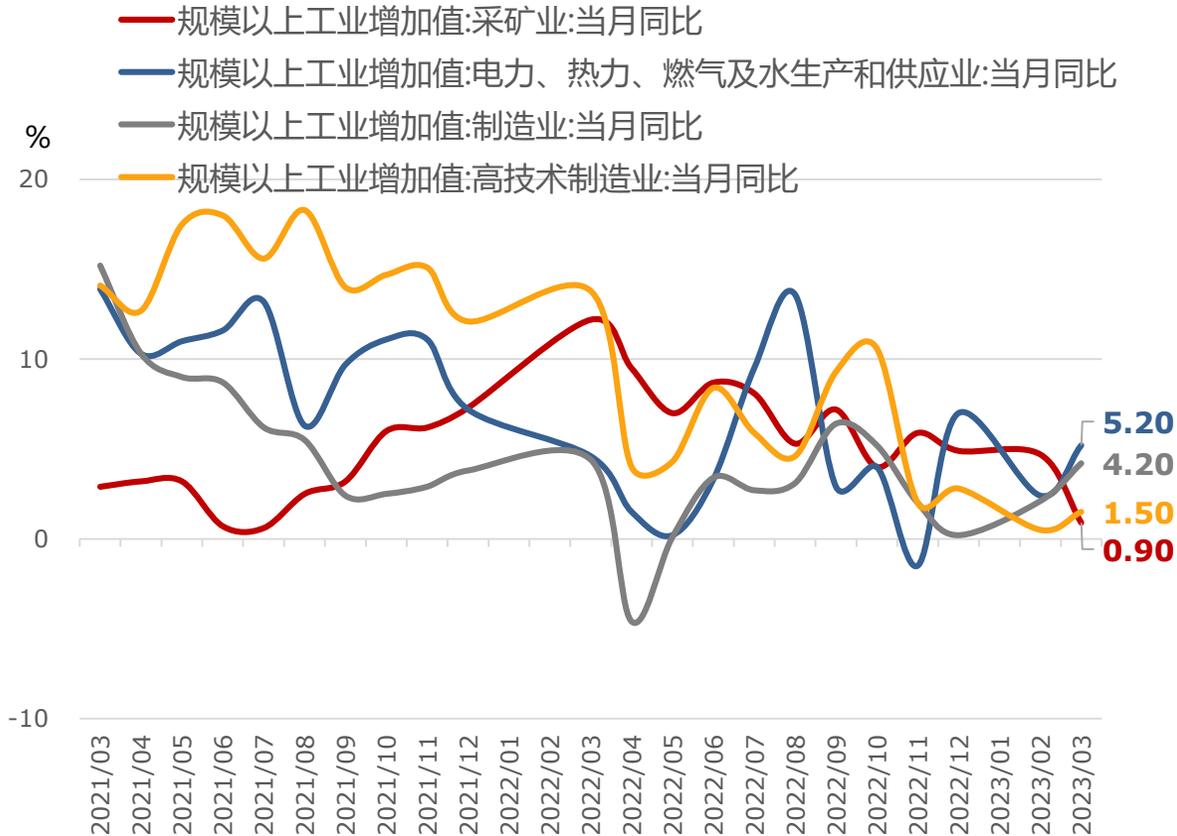
3月发电量当月同比明显回升



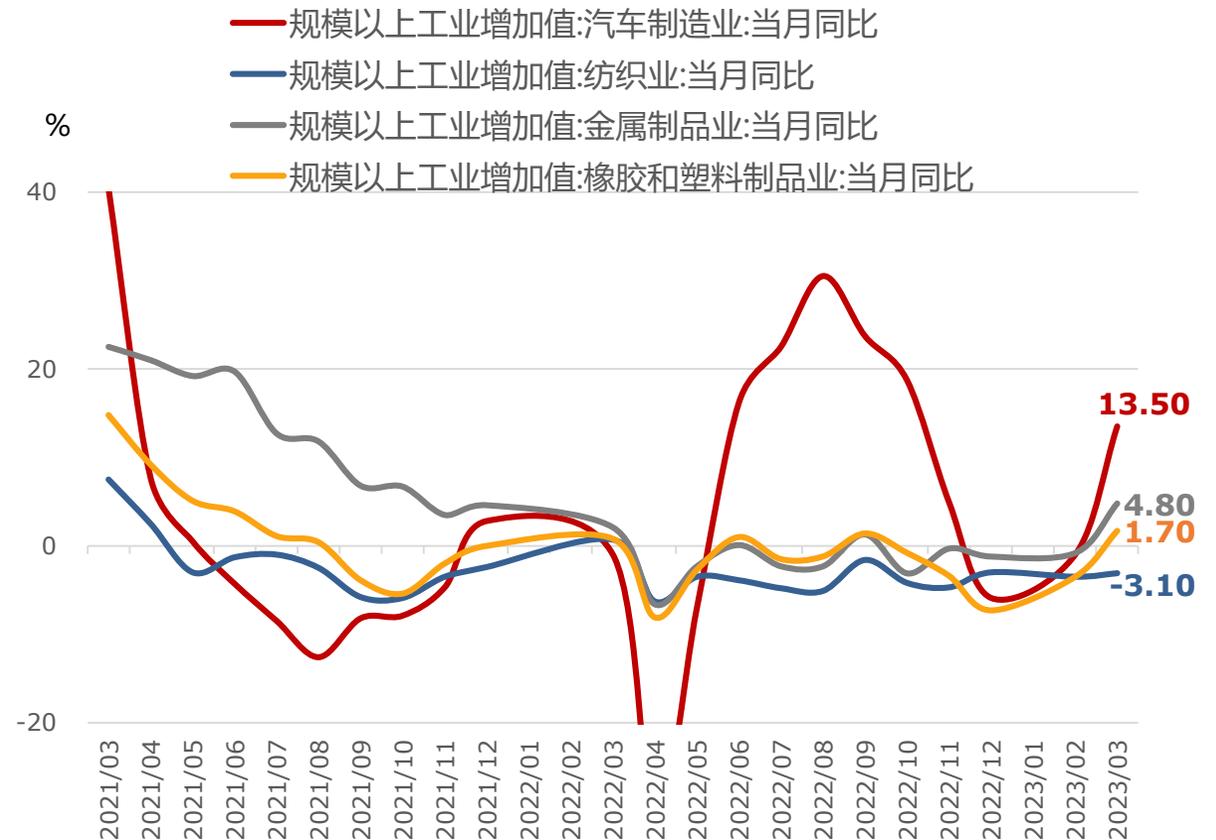
工业生产：上游小幅回落，中下游生产恢复较好

- 分行业看，中上游采矿业增速回落、电力生产增速有所回升，制造业增速继续回升，下游纺织、农副产品等跌幅有所收窄，金属制品、橡胶塑料等增速进入增长区间，汽车制造业增速大幅回升

上游采矿业增加值同比增速小幅回落；中游制造业增速上升，高技术产业增加值仍保持较低增速，电力生产增速回升



下游纺织、农副产品等跌幅有所收窄，金属制品、橡胶塑料等增速进入增长区间，汽车制造业增速大幅回升



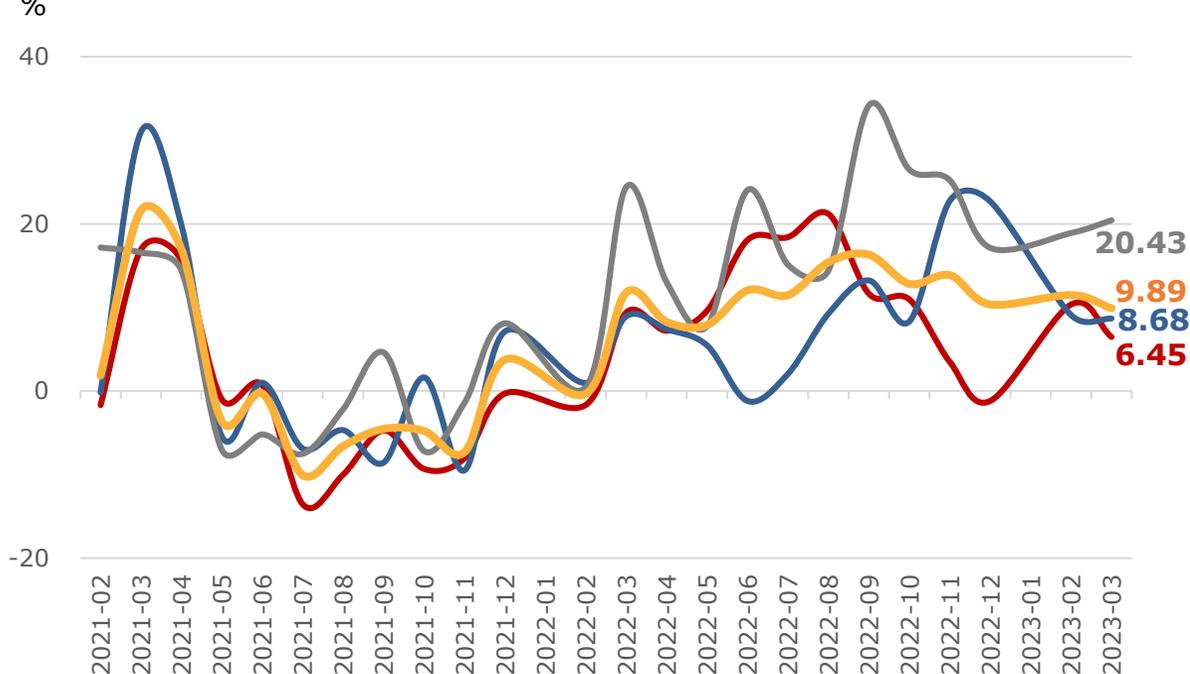
注：1-2月当月同比数据用累计同比替代

固定资产投资：基建及制造业投资增速小幅回落但是支撑

■ 基建投资当月同比增速由前值11.5%小幅回落至3月的9.9%，仍是稳住经济大盘的重要抓手，其中水利投资增速回落，电力、交通投资增速回升。制造业投资当月同比由前值9.2%回落至6.2%，其中高技术制造业1-3月累计同比增速达15.2%，电子及通信设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资分别增长21%、20%，仍保持高增速

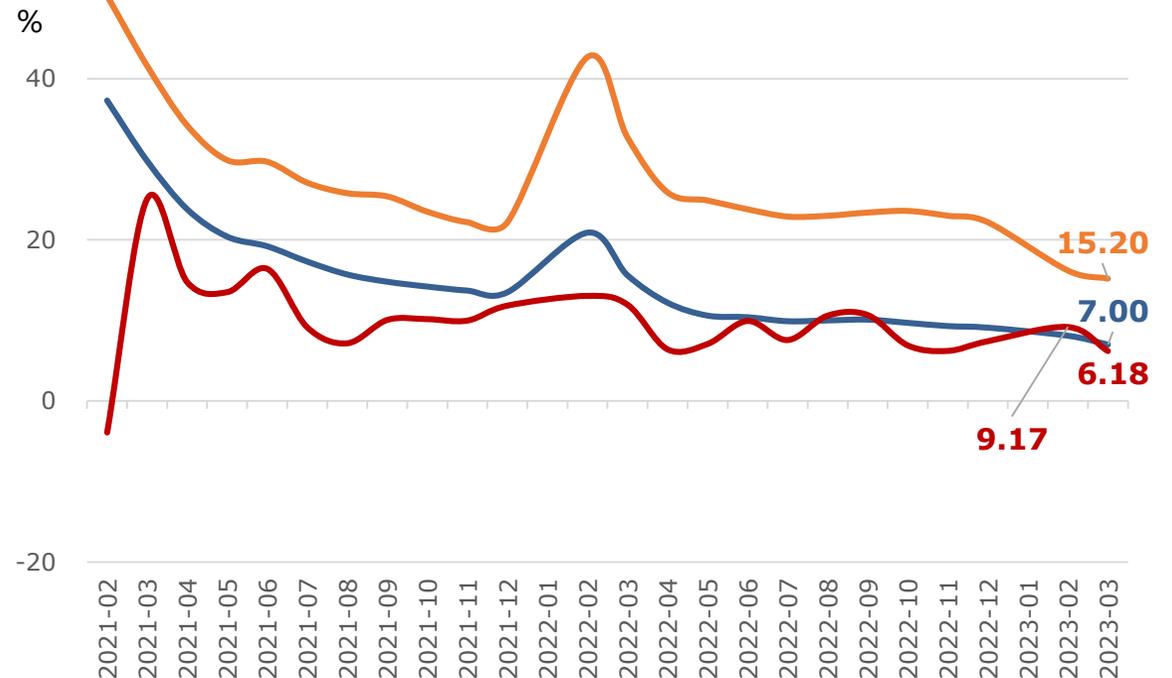
基建项目下，3月水利投资增速回落，电力、交通投资增速回升

- 固定资产投资(不含农户)完成额:水利、环境和公共设施管理业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:交通运输、仓储和邮政业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:电力、热力、燃气及水的生产和供应业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:第三产业:基础设施建设投资:当月同比



制造业投资当月同比由前值9.2%回落至6.2%，其中高技术制造业1-3月累计同比增速回落至15.2%仍处高位

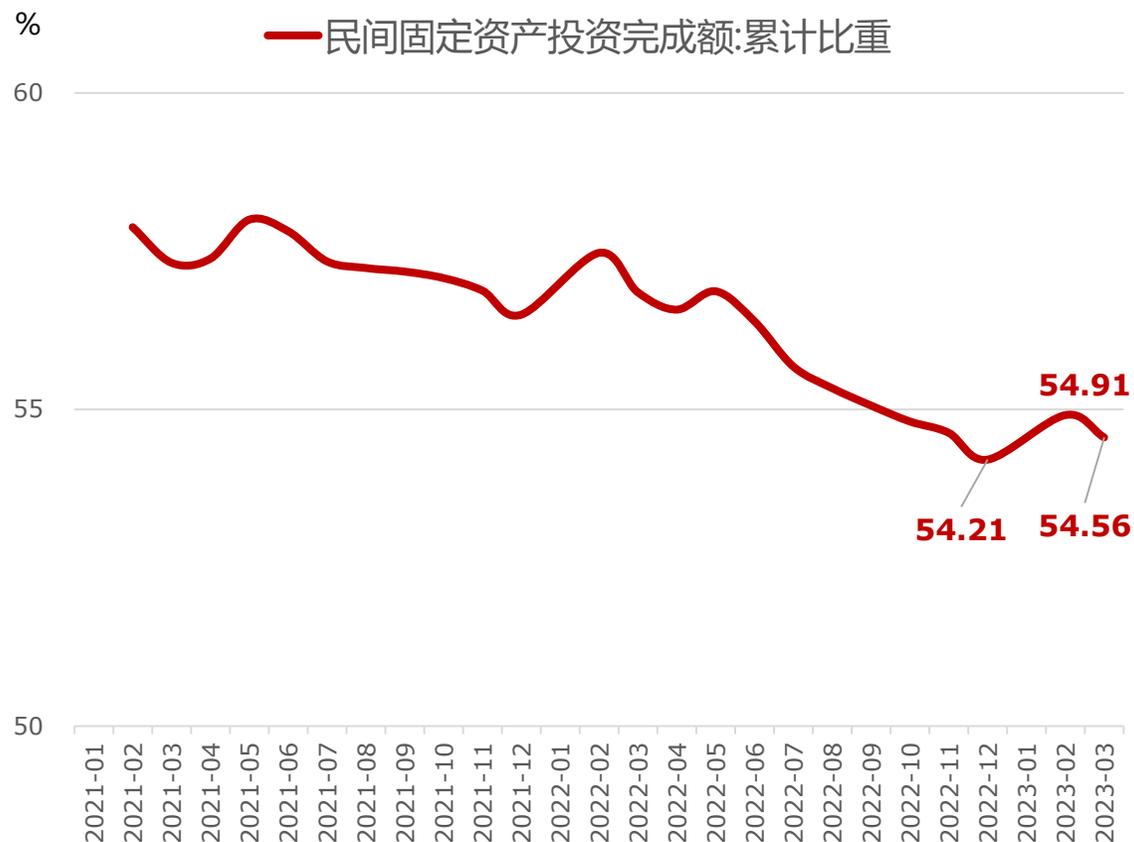
- 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:累计同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:制造业:当月同比
- 固定资产投资(不含农户)完成额:高技术制造业:累计同比



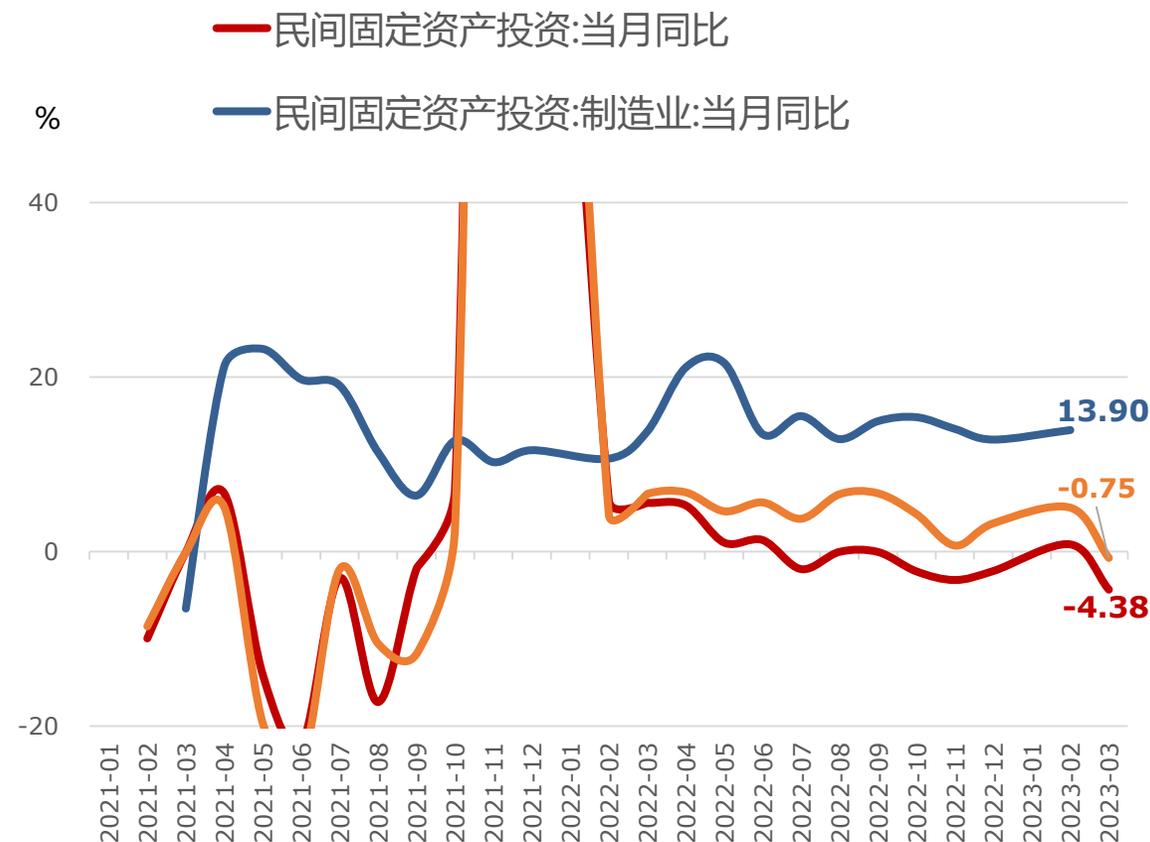
固定资产投资：民间投资再次回落

- 民间投资占全国固定资产投资的比重自2022年以来显著回落至年底的低点54.21%后有所修复，而3月再次出现回落，民间投资及民间制造业投资3月当月同比增速均由正转负，说明市场信心的修复还在路上

民间投资占全国固定资产投资的比重由前值54.91%再度回落至54.56%



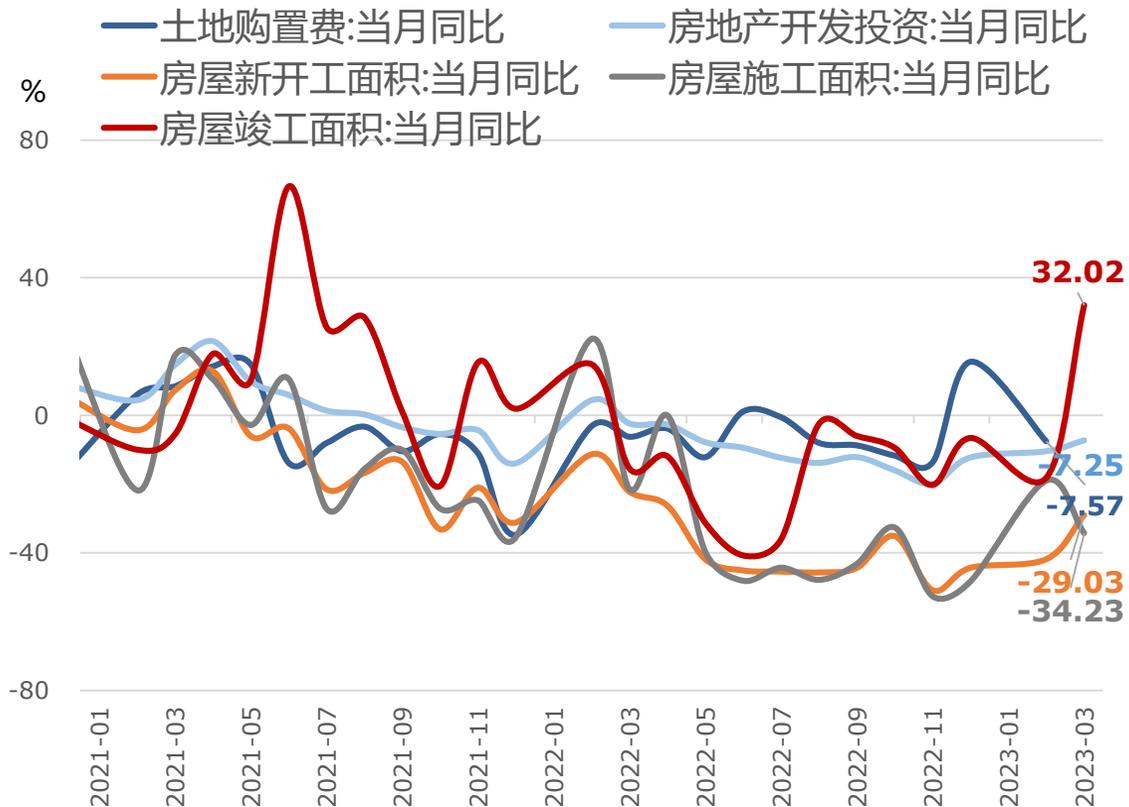
民间投资增速动力不足，3月同比进入负增长区间



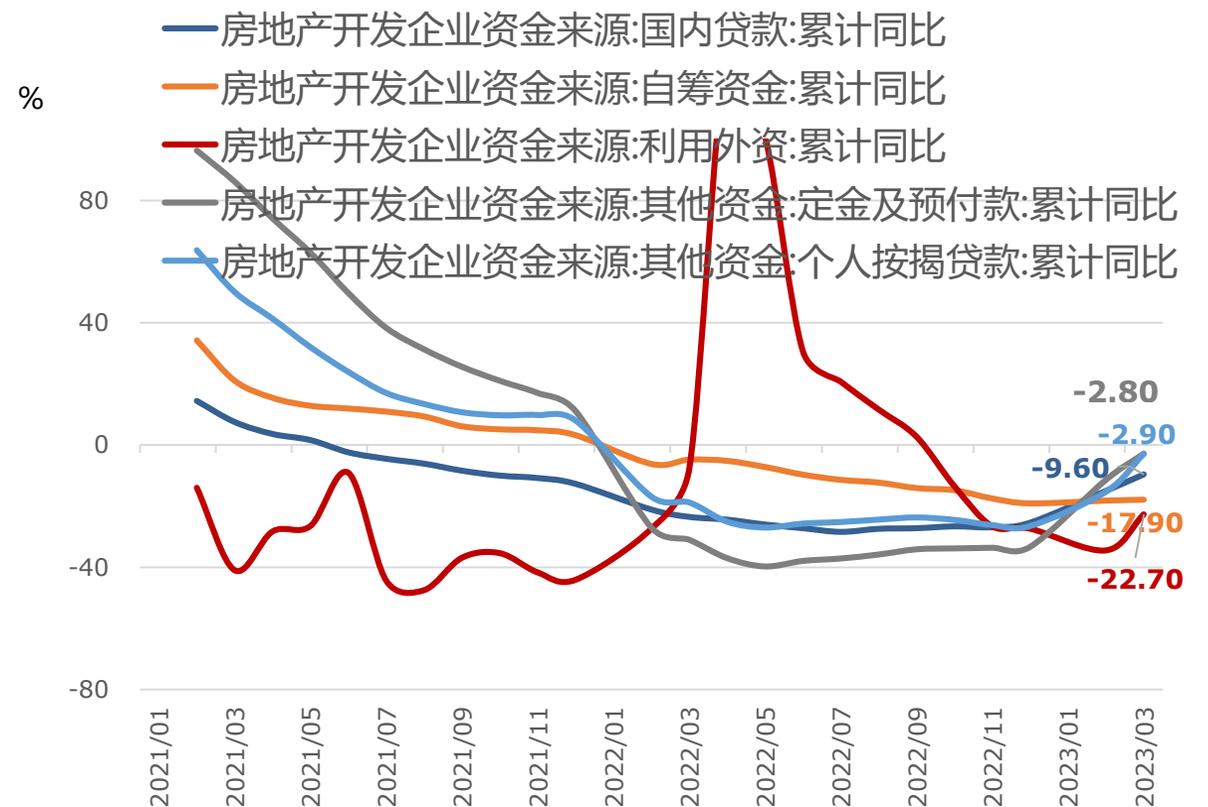
房地产：地产投资仍是拖累项，房企现金流有所改善

■ 投资端，房地产开发投资同比降幅略有走阔，房屋新开工面积跌幅有所收窄。销售端，1-3月房地产销售面积累计同比降幅收窄至1.8%，销售额累计同比实现由负转正，从2022年12月的-26.7%上升至2023年3月的3%。融资端，房地产企业资金来源分项累计同比均跌幅收窄，其中个人按揭贷款及定金预付款的累计跌幅大幅收窄，与销售端回暖趋势一致

房地产投资及新开工、施工数据自2021年四季度以来基本持续收缩，3月竣工同比增速由负转正，开工跌幅收窄



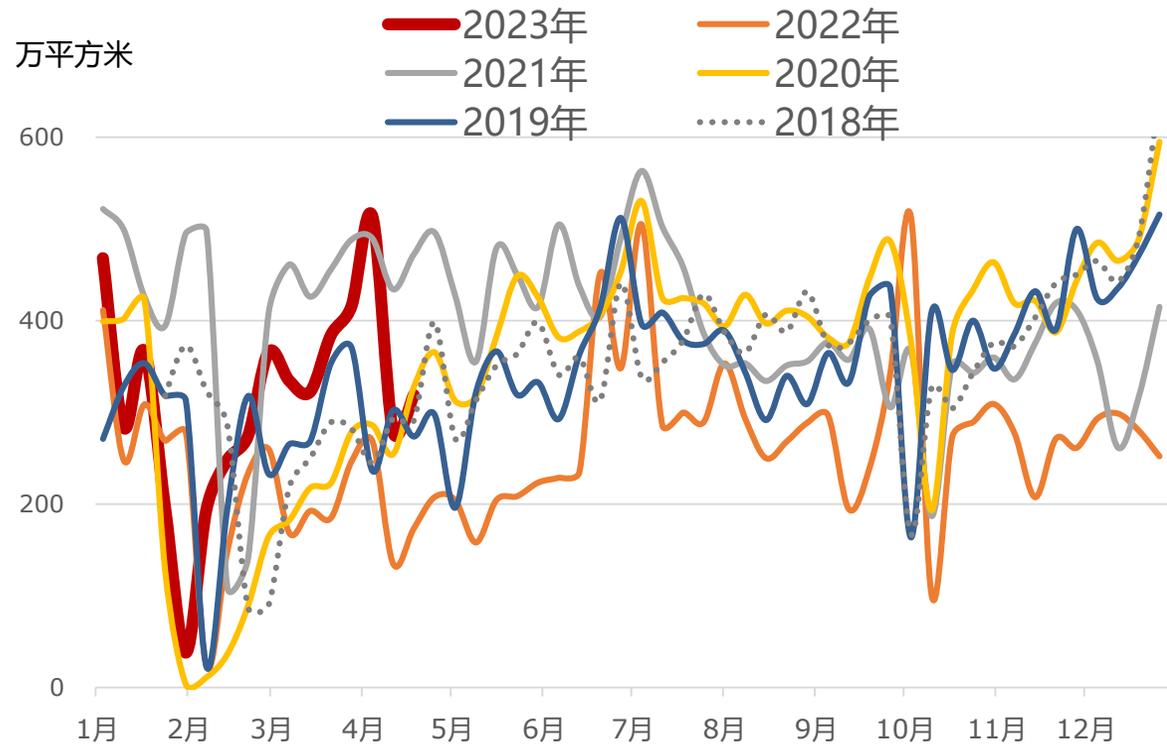
房企资金来源同比开始回暖，但仍处于负增长区间



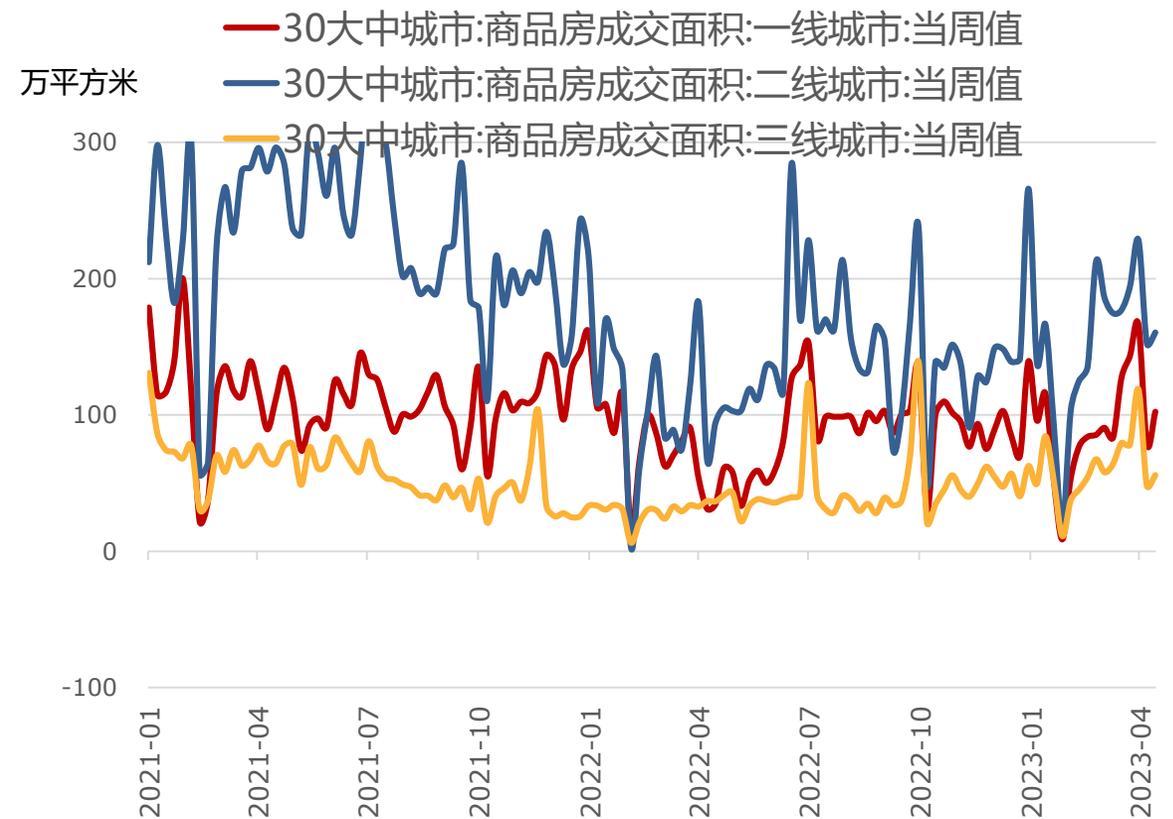
房地产：3月以来商品房成交活跃度有所回落

- 30城商品房成交活跃度自3月以来环比回落。分城市能级看，3月份销售增速由二线城市带动，而4月以来一线城市销售复苏势头开始出现

商品房销售活跃度4月显著回落



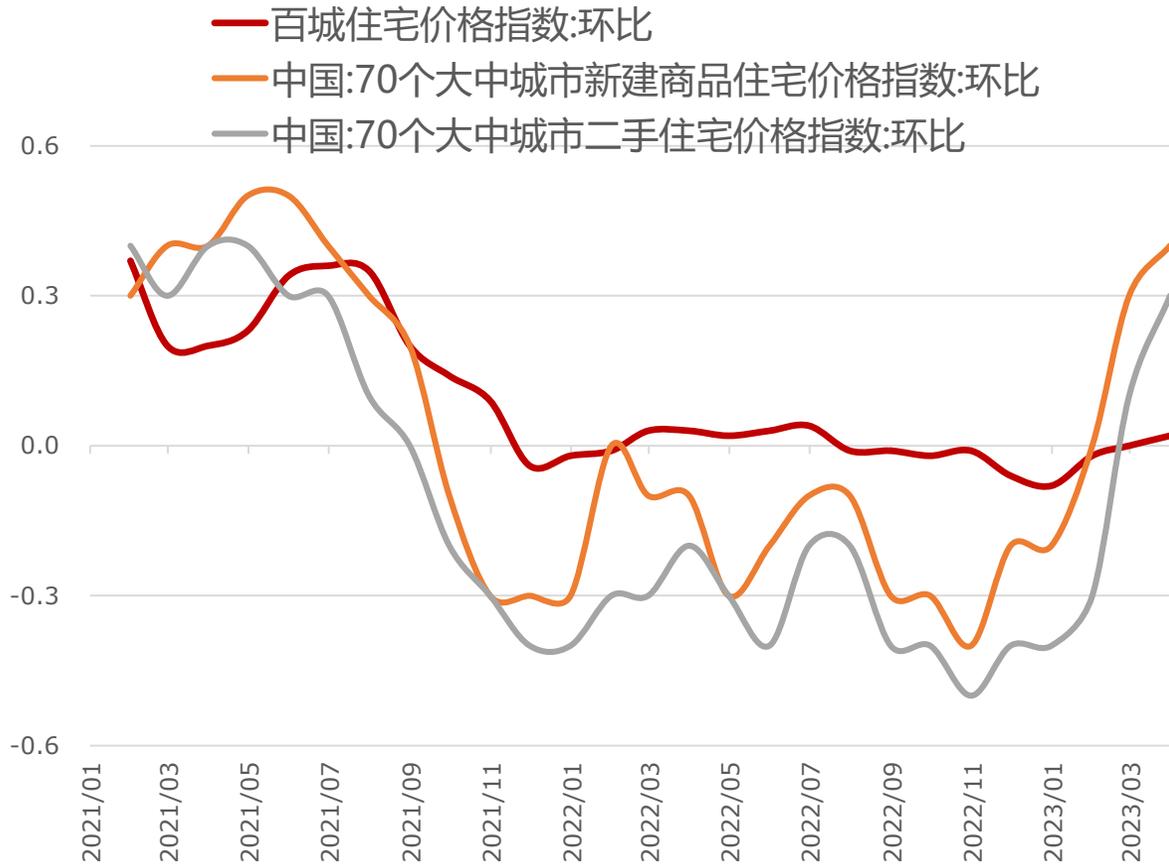
4月以来一线城市商品房成交回暖



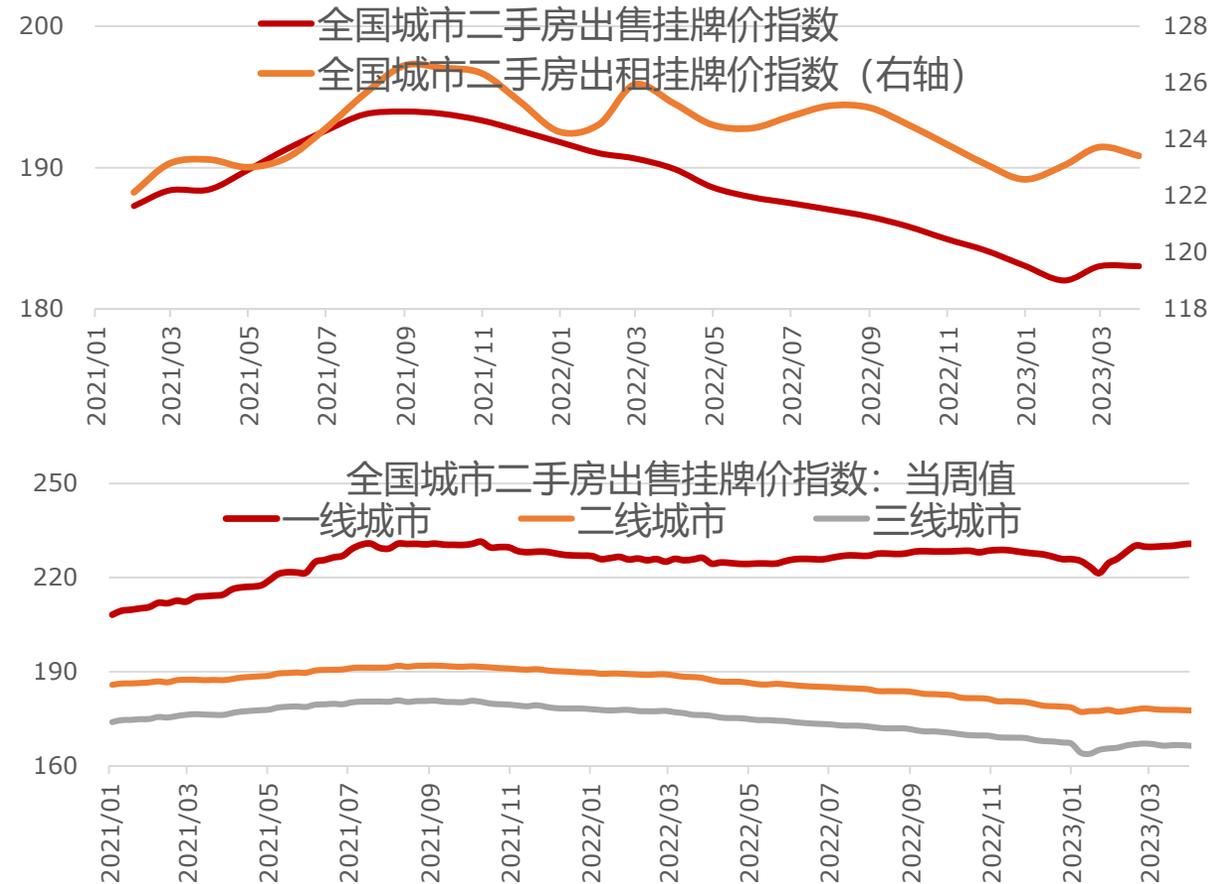
房地产：房价企稳迹象出现，但市场分歧仍在

■ 70大中城市新建商品住宅价格指数和二手住宅价格持续环比连续两个月为正，价格企稳态势初现。但从二手房及租赁市场看，3月份以来挂牌指数和挂牌价格指数均环比回落，说明市场主体对于房地产市场的预期尚存在分歧。房地产销售端或已见底，但筑底可能持续一段时间

一手房及二手房价格环比连续两个月为正



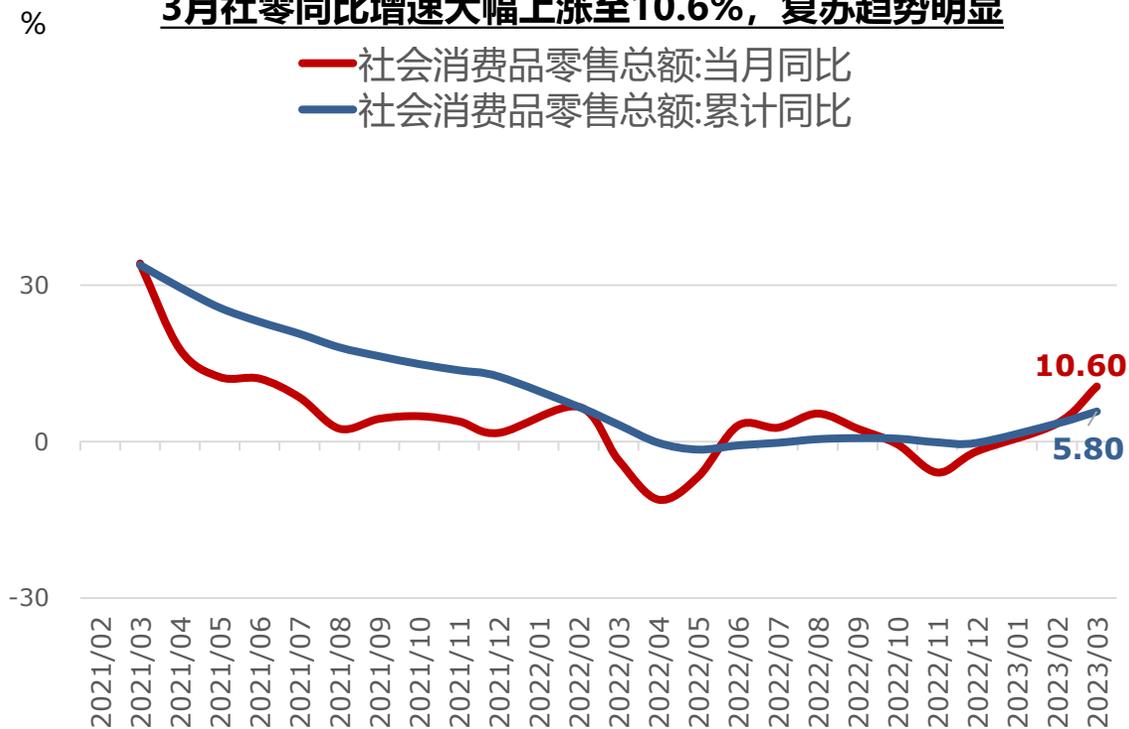
3月以来二手房及租赁房挂牌价格指数均环比回落



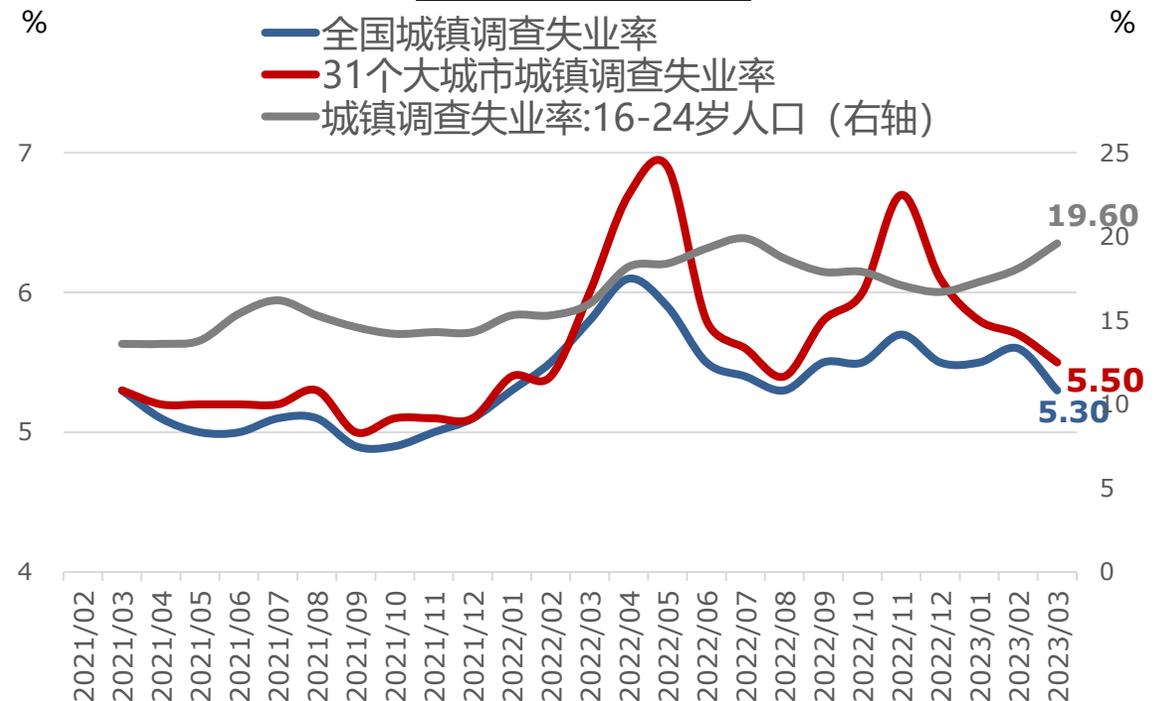
消费：消费复苏分化，青年失业率仍在走高

- 受去年同期低基数作用及消费意愿边际回暖影响，3月社会消费品零售总额同比增速从1-2月的3.5%显著上行至10.6%。分项来看，以餐饮为代表的服务消费大幅回升，此前受疫情压制的线下接触性服务行业复苏势头最为强劲。此外，汽车销售受打折去库存策略带动，金银珠宝、服装等可选消费同比增速亦出现明显回暖，部分受低基数效应支撑，而家具家电等地产相关消费仍偏弱
- 消费能力及意愿的边际回暖，短期受“超额储蓄”支撑，而中长期仍有赖于居民就业和收入预期的彻底好转。青年人失业率的继续走高显示消费内生动力隐忧

3月社零同比增速大幅上涨至10.6%，复苏趋势明显



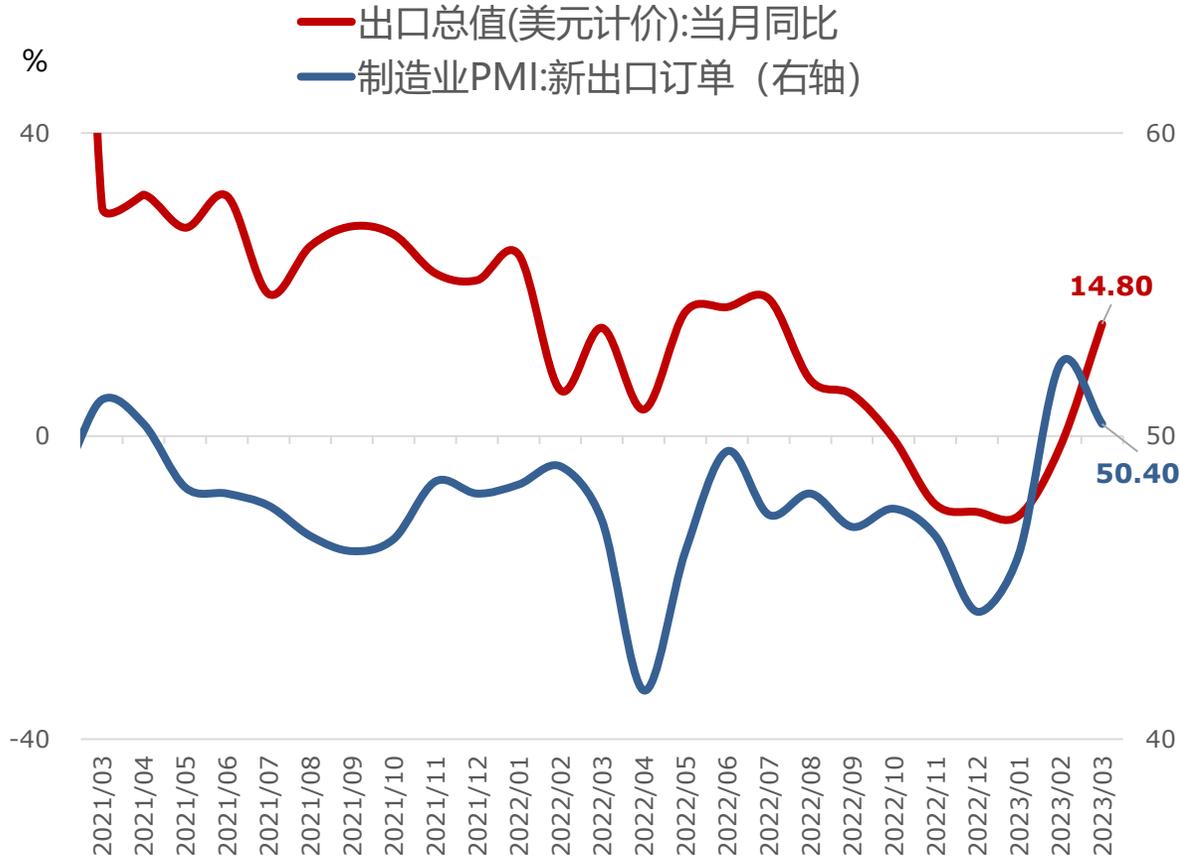
青年失业率继续走高



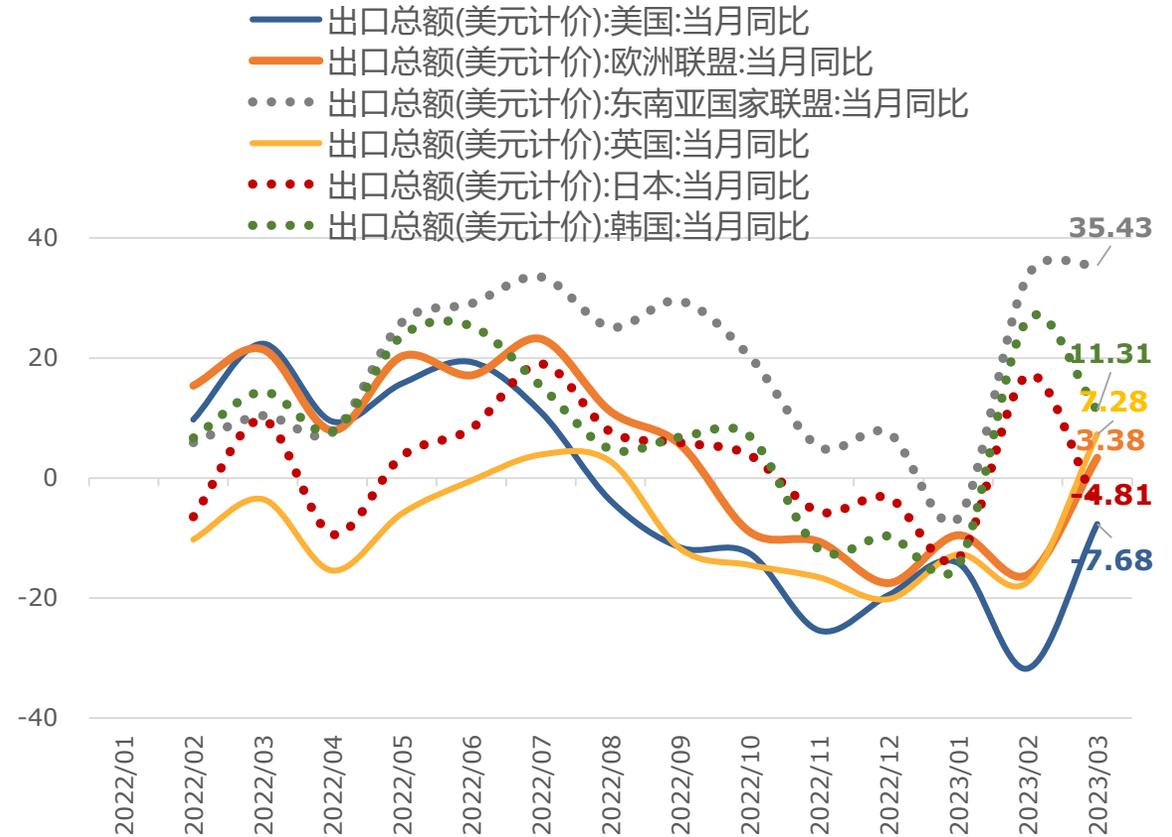
出口：3月出口同比增速转正，大幅好于预期，但不宜过分乐观

■ 3月出口同比增速较2月进一步好转，由负转正，大幅超市场预期，这或与2月PMI新出口订单指数显著回暖有关，2月密集订单在3月陆续出货。但3月PMI新出口订单指数已出现回落，我们认为出口短期企稳，长期仍处下行通道

2月PMI新出口订单指数显著回暖，与3月出口量同比大幅增长相一致



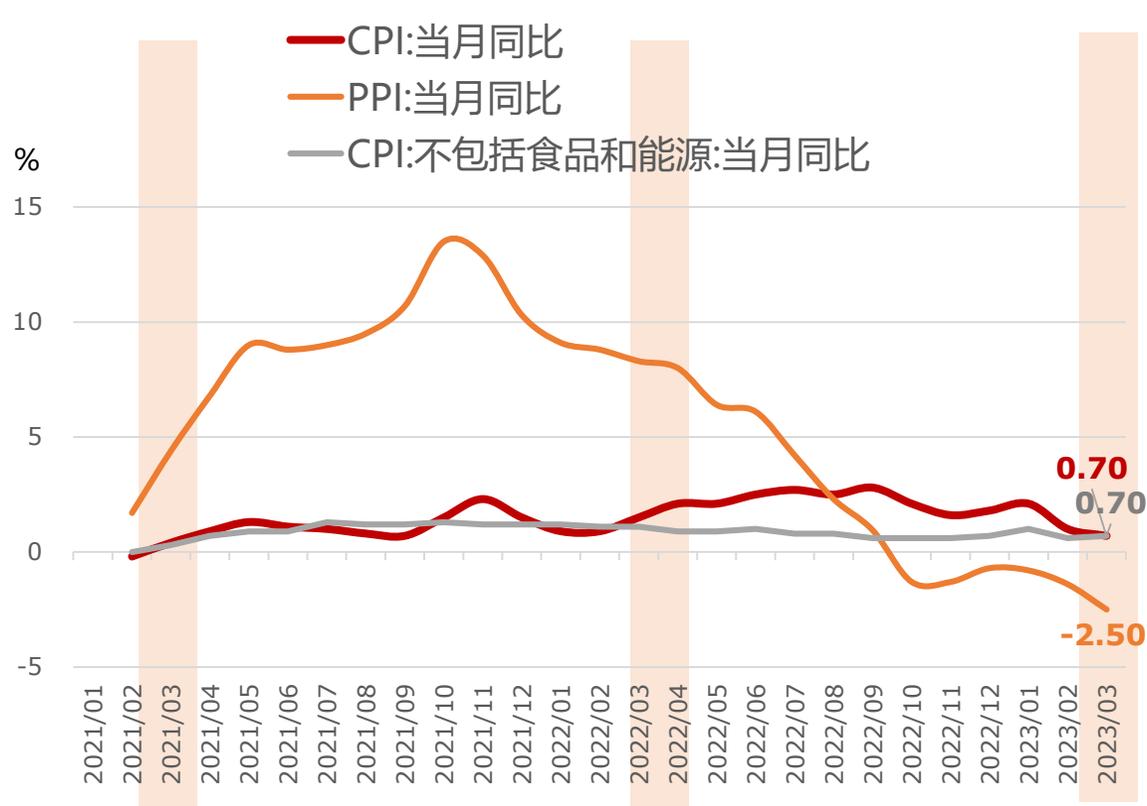
东盟对出口的支撑作用突出



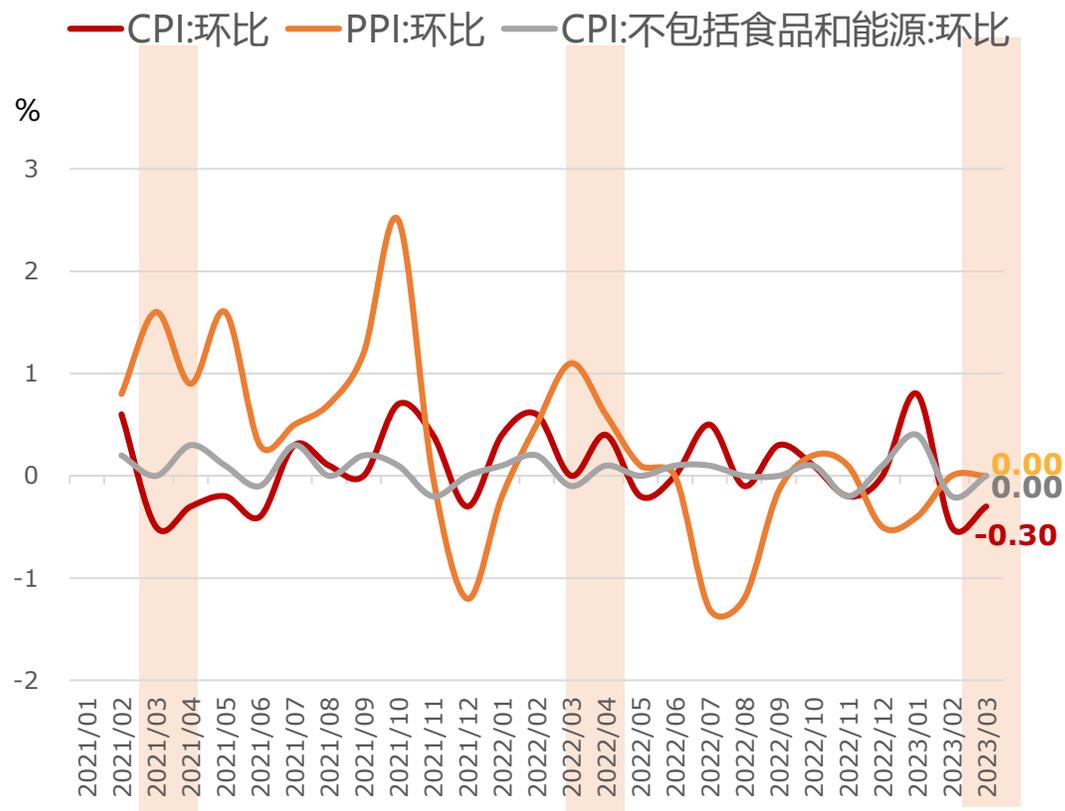
物价：3月CPI破“1”，低于前值和预期

- 3月CPI同比增速由前值1%进一步下降至0.7%，环比增速连续两个月为负值，环比下降0.3%，通胀水平低于季节性和预期，说明内需不足问题仍然突出，经济内生增长动力有待夯实。3月PPI同比下降2.5%，跌幅较2月走阔1.1个百分点，环比增速连续两个月持平

3月CPI同比连续两个月回落，PPI同比自去年10月以来持续为负



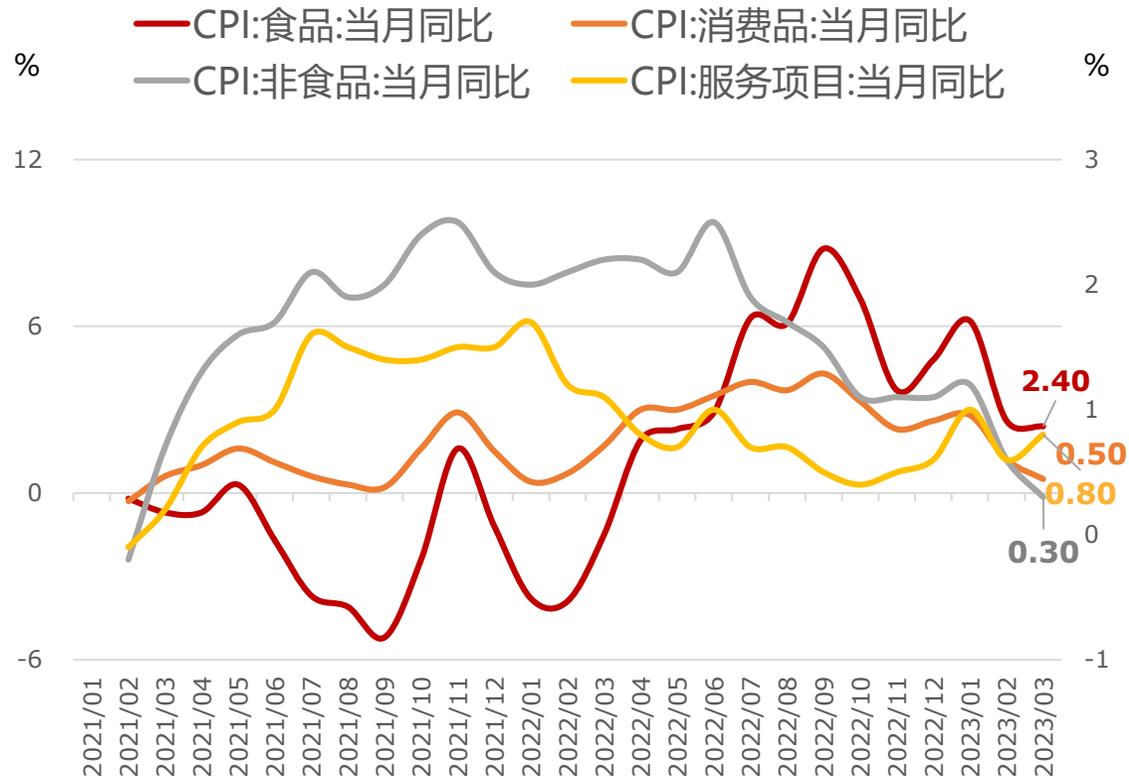
CPI及PPI环比均持平，弱于季节性



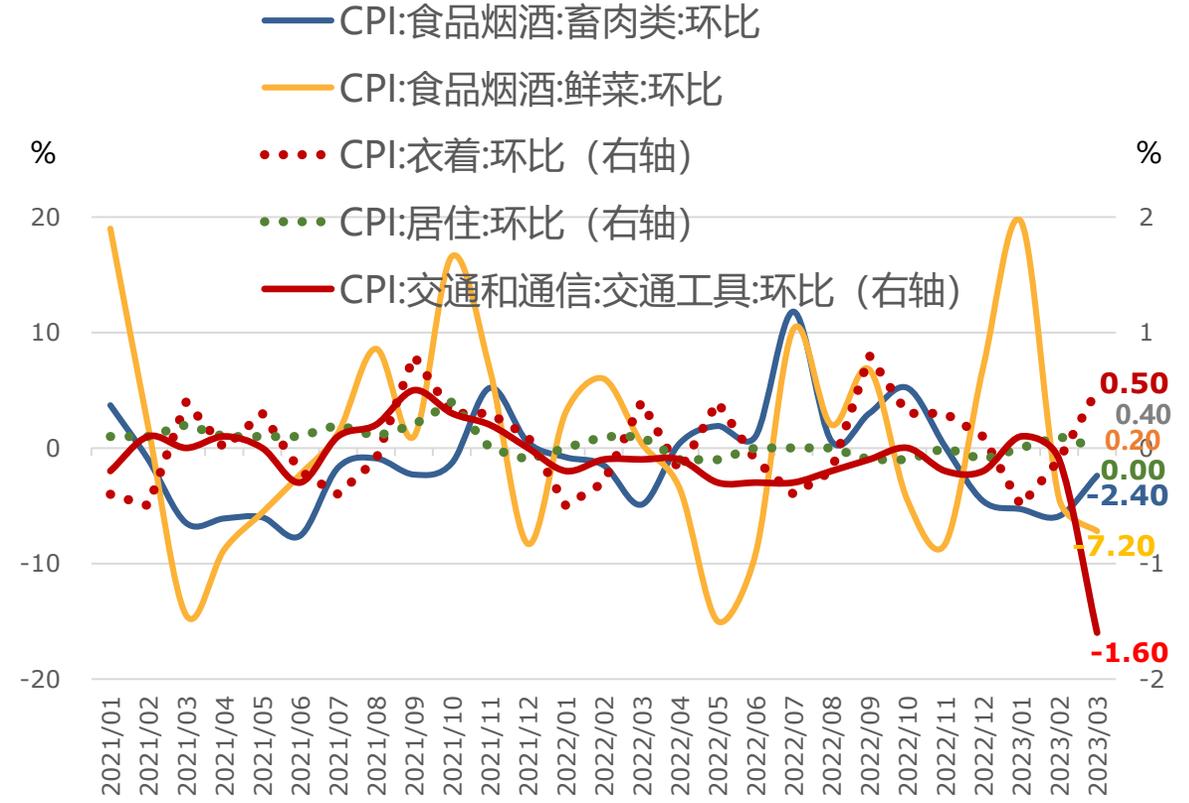
物价：消费品价格回落以及汽车、房租等大额消费价格疲软推动CPI下行

- 分项看，必需消费受供应影响价格波动，小额可选消费受天气影响出现季节性需求回暖，而汽车、房租等大额消费品走势相对疲软，说明需求仍相对不足

消费品价格同比增速继续回落，服务项目价格同比增速小幅回升



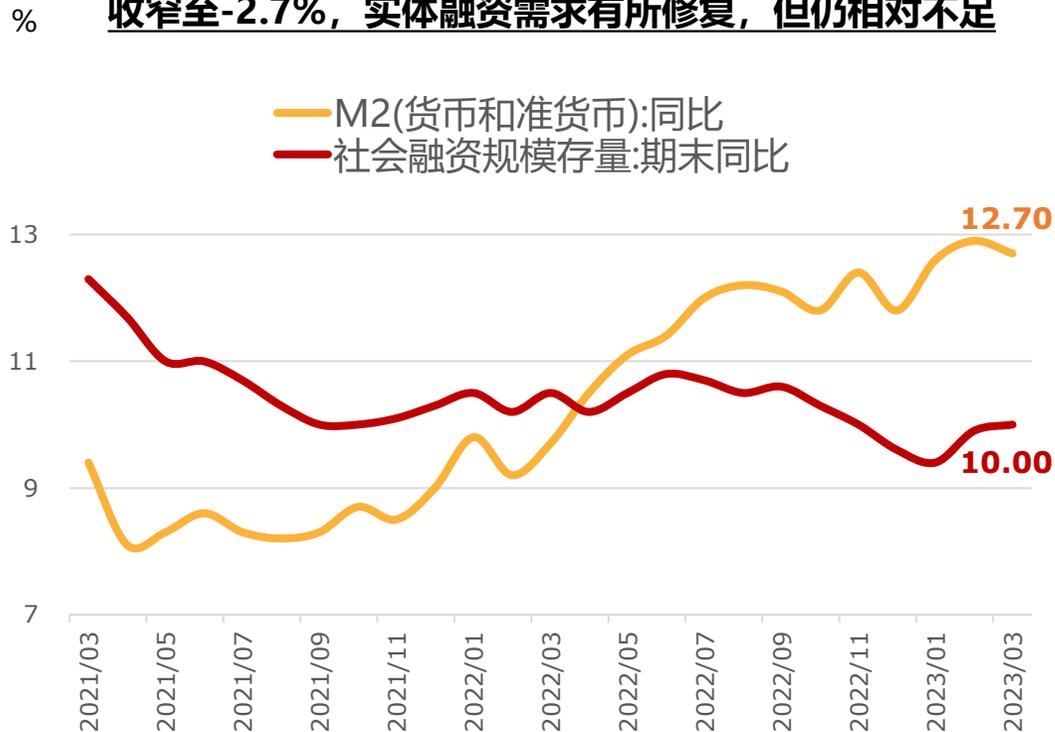
鲜菜受天气回暖、供应增加影响价格环比下降7.2%，畜肉类受生猪存栏供应充足和需求淡季影响价格下降2.4%。衣着受换季购置需求带动价格环比上涨0.5%。汽车打折销售去库存带动交通工具价格下降



社融信贷：3月社融信贷数据表现靓丽，而居民中长贷款可持续性仍需观察

- 受存款增长支撑，3月M2增速维持12.7%同比高增速，而M2-M1剪刀差继续收窄，显示企业投资经营活动有所修复
- 3月新增社融5.38万亿元，同比多增7387亿元，主要受信贷支撑。新增人民币贷款3.95万亿元，同比多增7211亿元。其中企业中长期贷款维持高位，这与市场票据利率维持高位、银行资金面整体偏紧所显示的信贷投放加速一致，主要为基建投资配套融资需求及制造业企业的融资需求。而居民端新增贷款特别是中长期贷款超预期改善，这或是2月房地产销售回暖的滞后体现，随着3月成交活跃度回落，地产销售端的持续修复仍有待观察

存量社融与M2同比增速剪刀差由1月的-3.2%进一步收窄至-2.7%，实体融资需求有所修复，但仍相对不足



3月新增社融以人民币贷款为主要支撑



基建投资提速带动企业中长期贷款维持高位，居民中长期贷款转正



第三部分

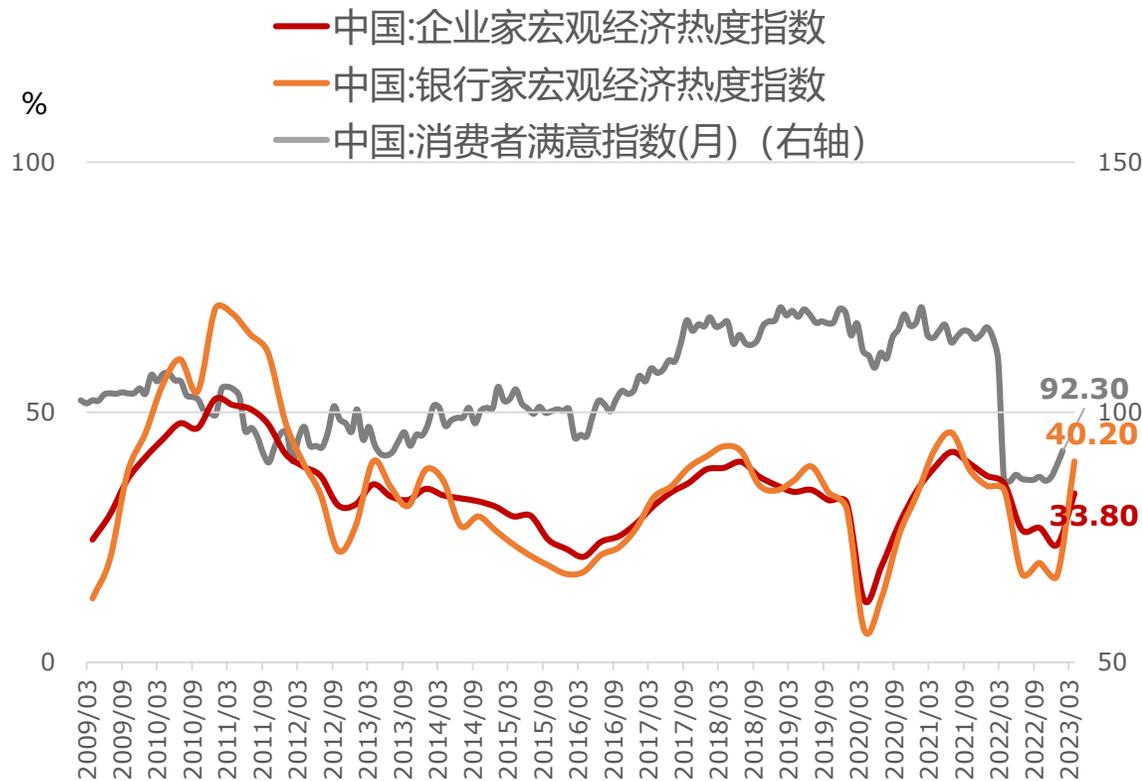
市场预期及情绪演绎情况



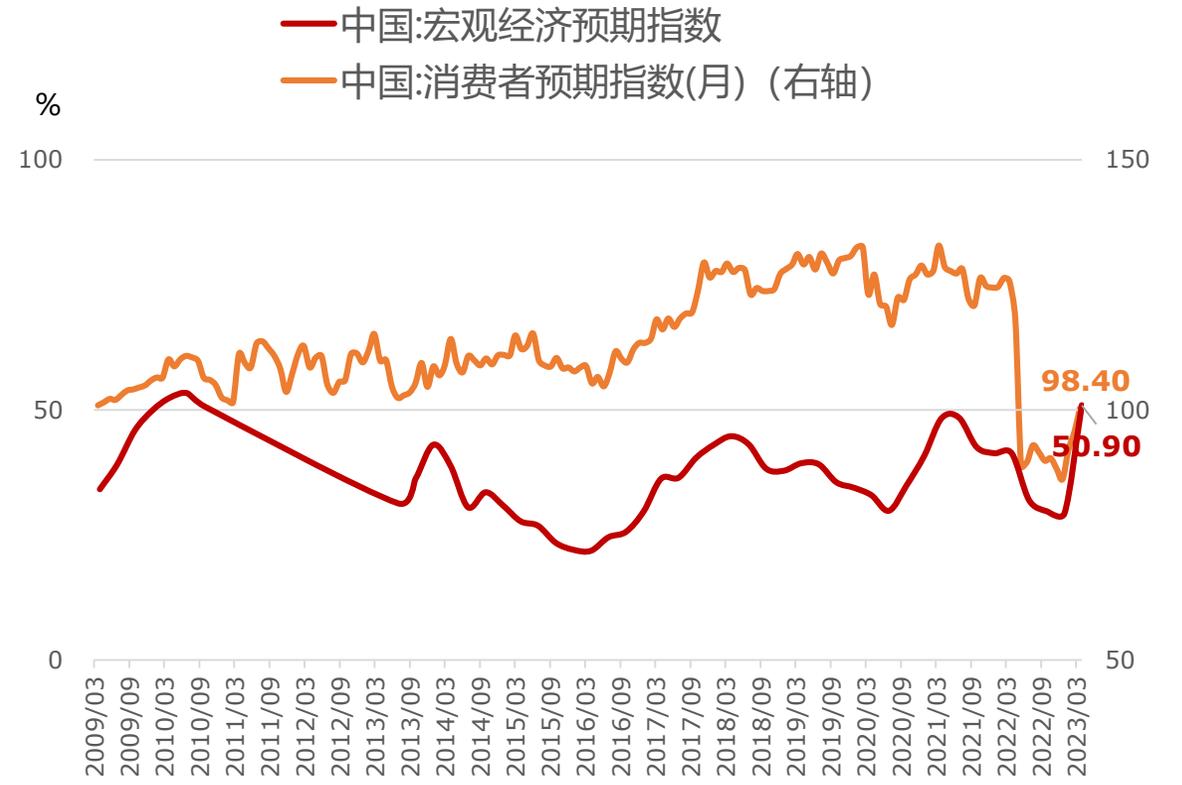
宏观经济热度及预期：2023年Q1环比回暖，银行家预期较企业家、消费者乐观

■ 从宏观经济热度的感受看，银行家、企业家及消费者的看法均较去年四季度显著回暖，其中银行家看法从最为悲观表现为改善幅度最大。从对宏观经济的预期看，银行家及消费者亦出现预期环比改善的情况，其中银行家预期指数踏上向好区间

市场主体对宏观经济热度的感受一季度较去年四季度明显好转



银行家对宏观经济的预期转入向好区间

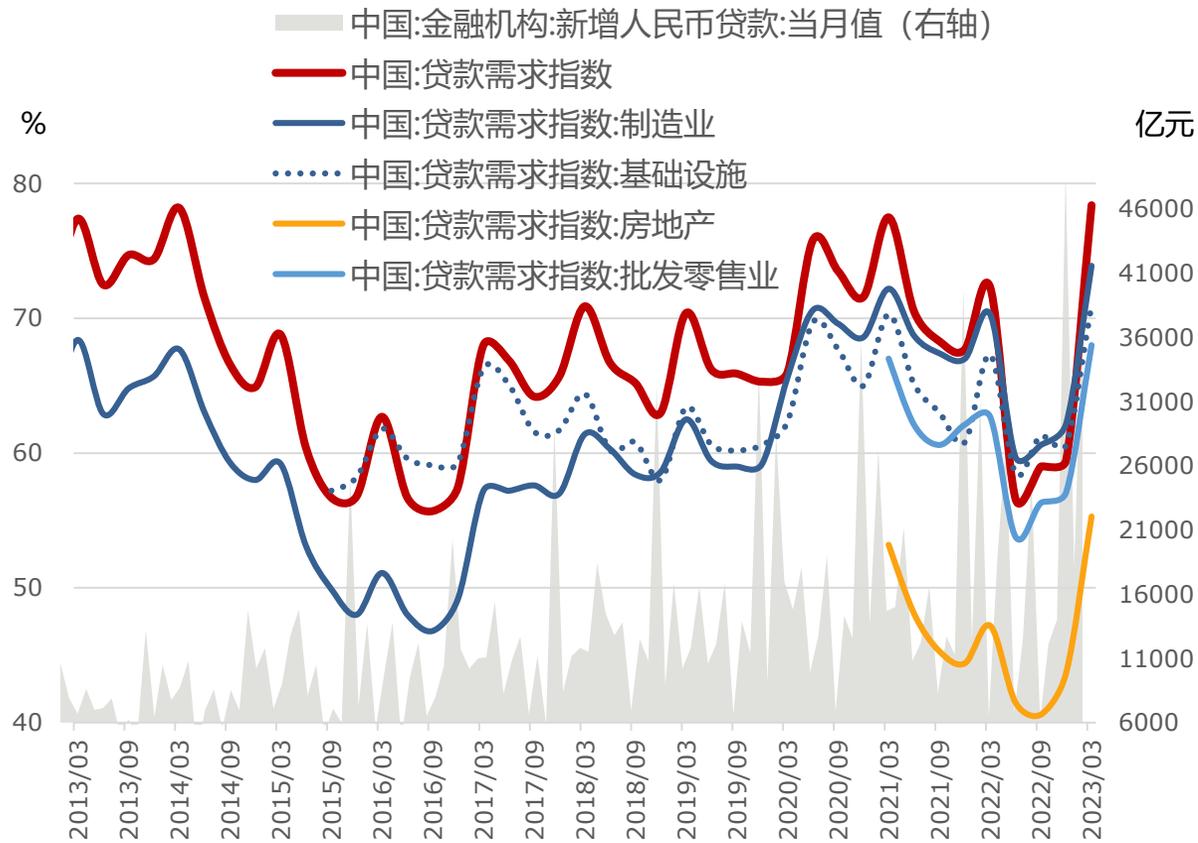


注：银行家及企业家相关数据来源中国人民银行季度调查。银行家问卷调查调查对象为全国各类银行机构（含外资商业银行机构）的总部负责人，及其一级分支机构、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长。企业家问卷调查对象为全国范围内（除西藏外）的5000多户工业企业。指数在50%以上，反映该项指标处于向好或扩张状态；低于50%，反映该项指标处于变差或收缩状态

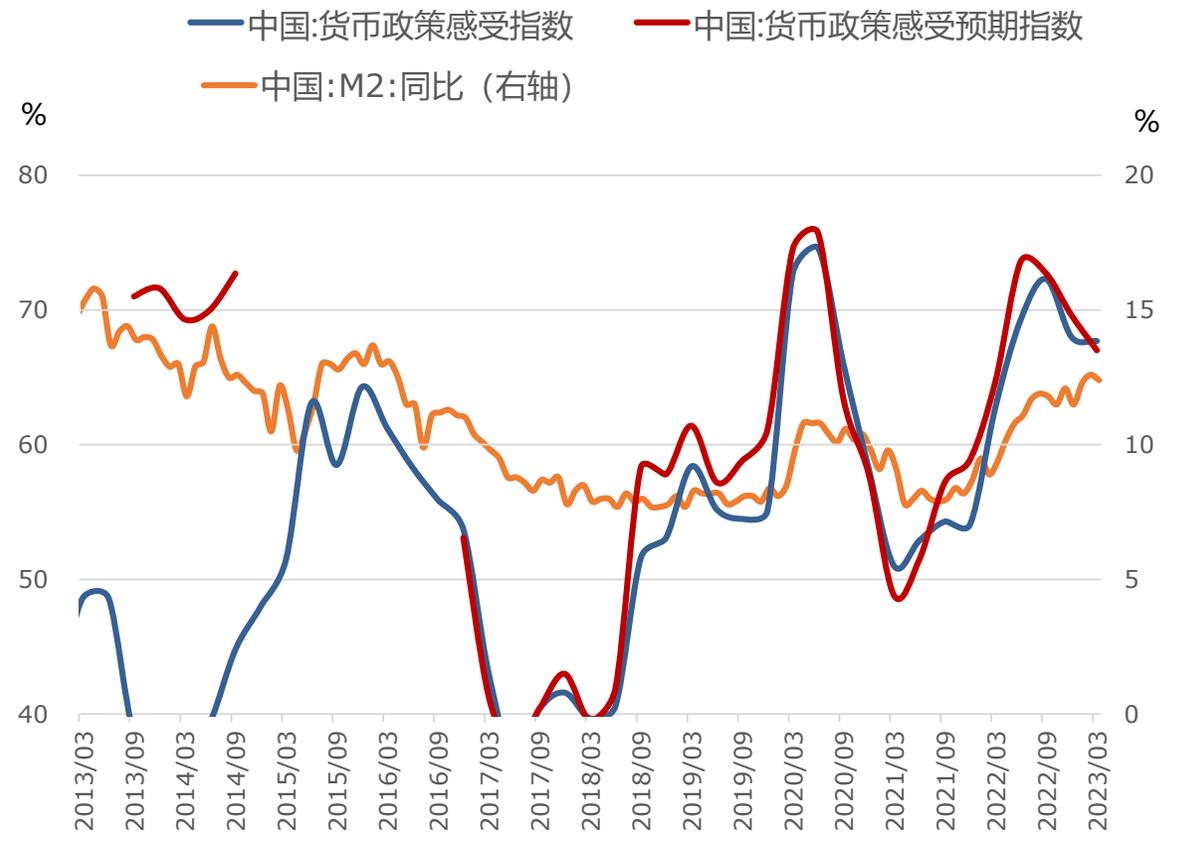
银行家调查：贷款供需两旺，货币政策预期边际有所收紧

■ 与新增人民币贷款相应，贷款需求旺盛且在今年一季度显著大幅扩张，说明贷款供需两旺。其中基建及制造业贷款需求最大，而房地产业的贷款需求也重新踏入扩张区间。从货币政策感受指数看，一季度较去年四季度持平，而预期指数出现了回落，这也与银行家对经济预期相对乐观所一致

贷款需求指数自去年下半年触底反弹，在今年一季度出现大幅扩张，房地产业贷款需求亦重回扩张区间



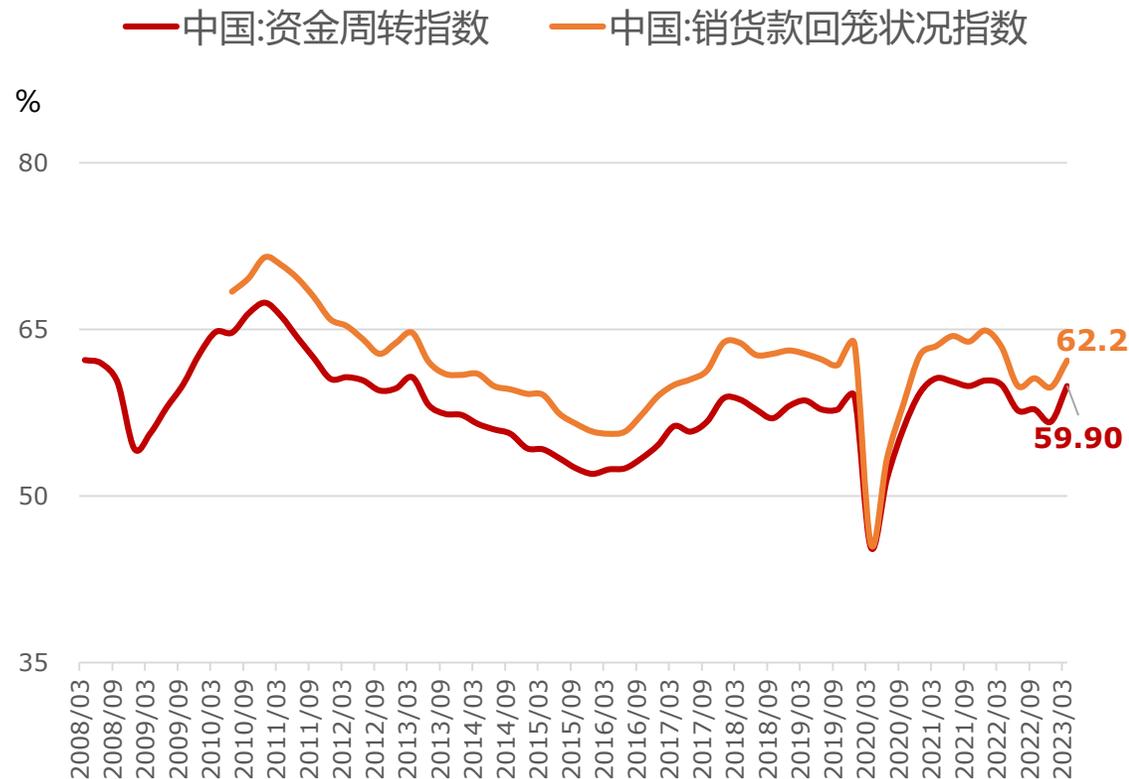
货币政策感受指数持平，预期环比收缩



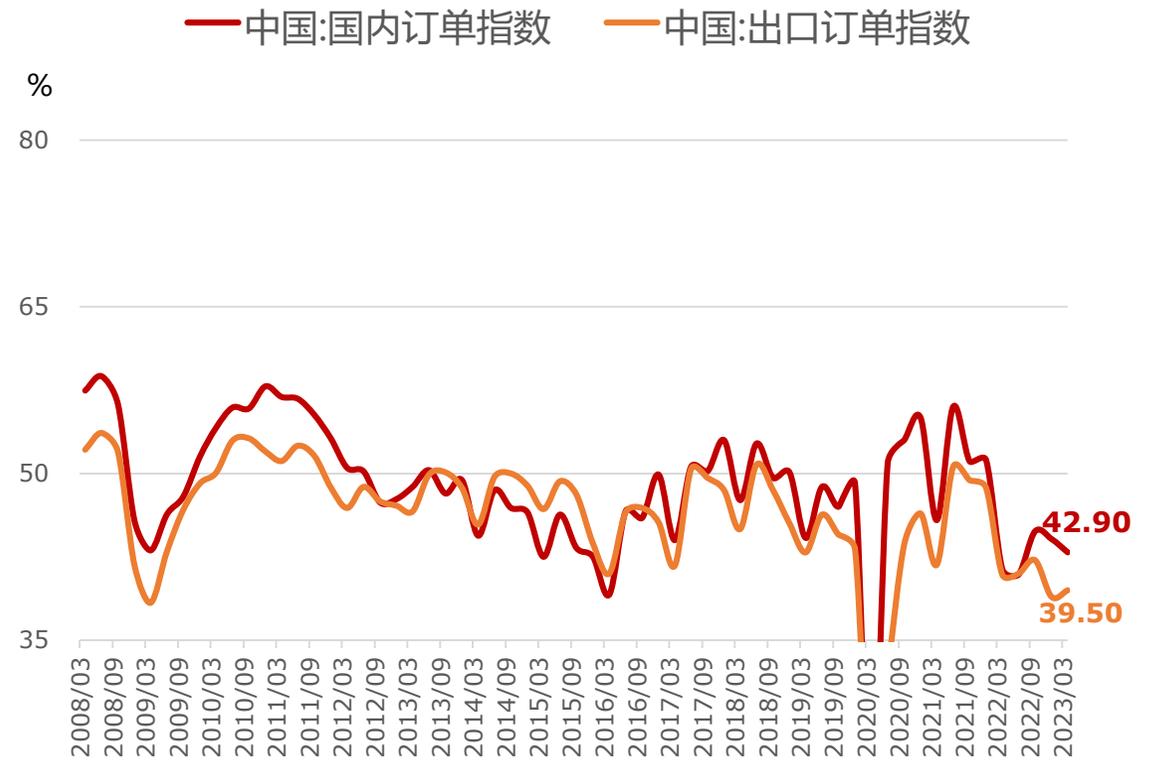
企业家调查：资金周转无虞，订单需求仍是拖累

- 企业家调查结果显示资金周转及销售回款情况持续处于向好区间，且一季度较去年四季度继续回暖，而需求端无论是国内订单指数抑或出口订单指数自2021年底以来持续处于收缩区间，一季度未见明显回暖，说明需求不振是企业扩大生产的关键问题

资金周转指数及销售回款指数今年一季度均出现进一步回暖



出口订单指数及国内订单指数自2021年底以来处于收缩区间，今年一季度未见明显回暖



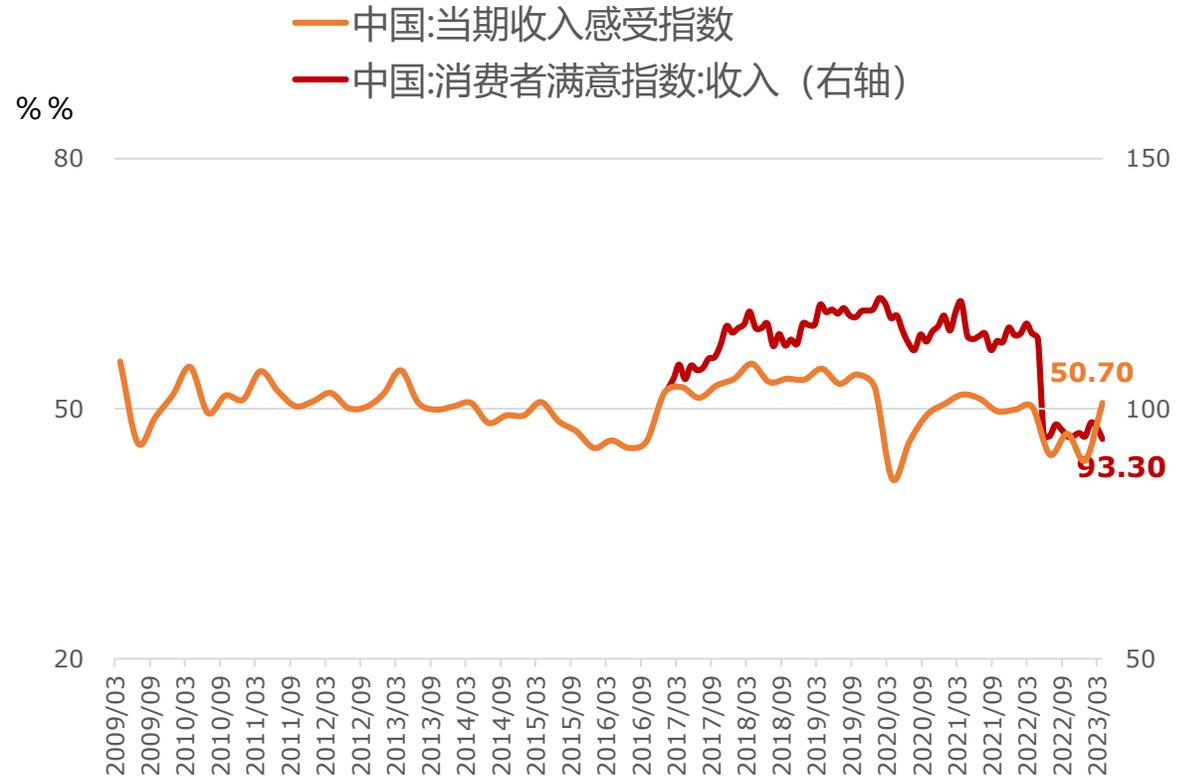
城镇储户及消费者调查：当期就业继续恶化的情况有好转，收入有分化

- 城镇储户调查及消费者信心调查均显示，当期就业感受继续恶化的程度收窄，但仍处环比变差的状态，消费者对收入满意情况未见明显好转，而储户当期收入感受指数环比踏入转好区间

本季就业感受指数较去年四季度回暖，但仍处环比变差的区间



储户当期收入感受指数环比踏入转好区间，消费者收入满意指数未见明显好转

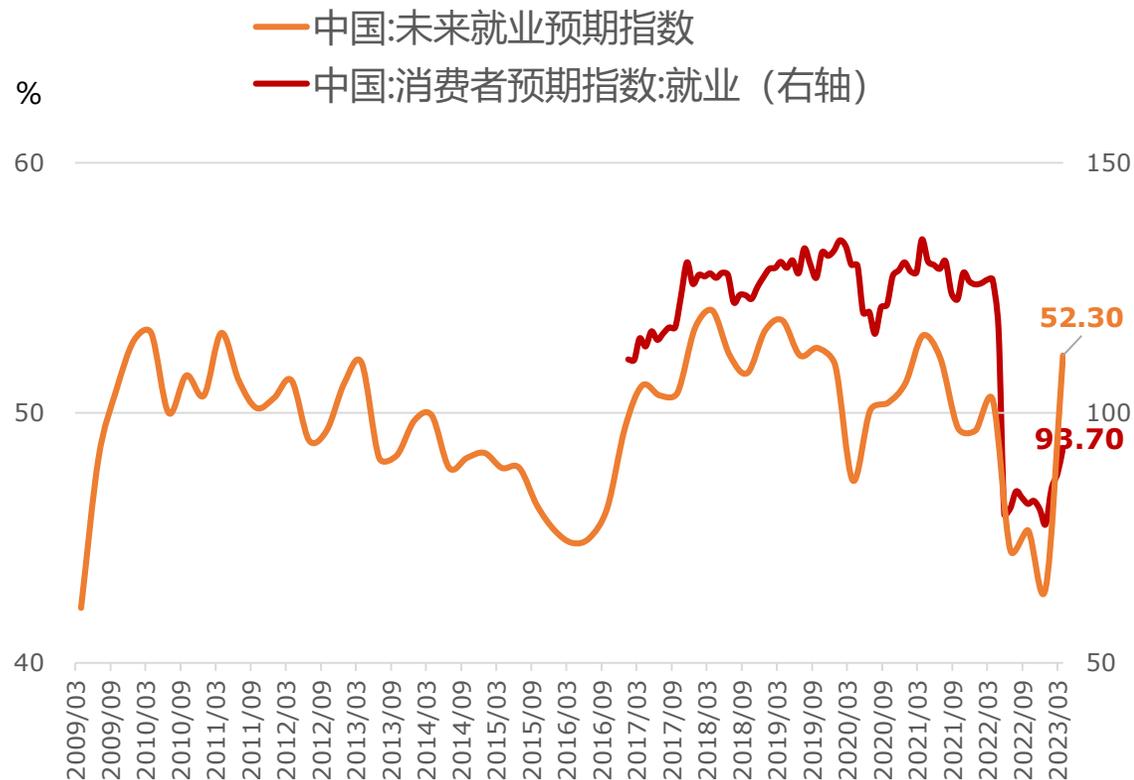


注：城镇储户问卷调查是中国人民银行建立的一项季度调查制度。每季在全国50个（大、中、小）调查城市、400个银行网点各随机抽取50名储户，全国共20000名储户作为调查对象。指数在50%以上，反映该项指标处于向好或扩张状态；低于50%，反映该项指标处于变差或收缩状态。消费者信心调查是国家统计局的月度调查，消费者满意指数是指消费者对当前经济生活的评价，消费者预期指数是指消费者对未来经济生活发生变化的预期

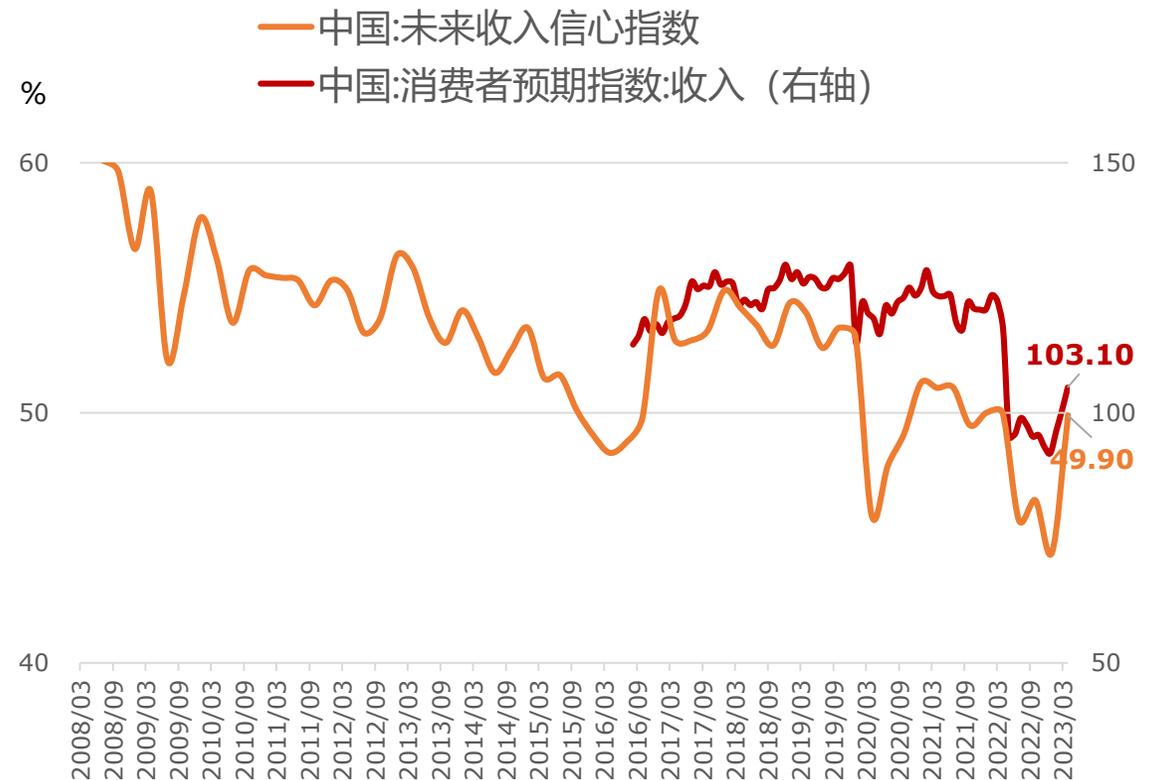
城镇储户及消费者调查：就业及收入预期均环比改善

- 就业预期和收入预期一季度均环比回升，其中，城镇储户未来就业预期指数踏入边际转好的区间且为2021年下半年以来高位水平，消费者对收入的预期指数踏入边际好转的区间

就业预期指数环比回升，储户预期转好



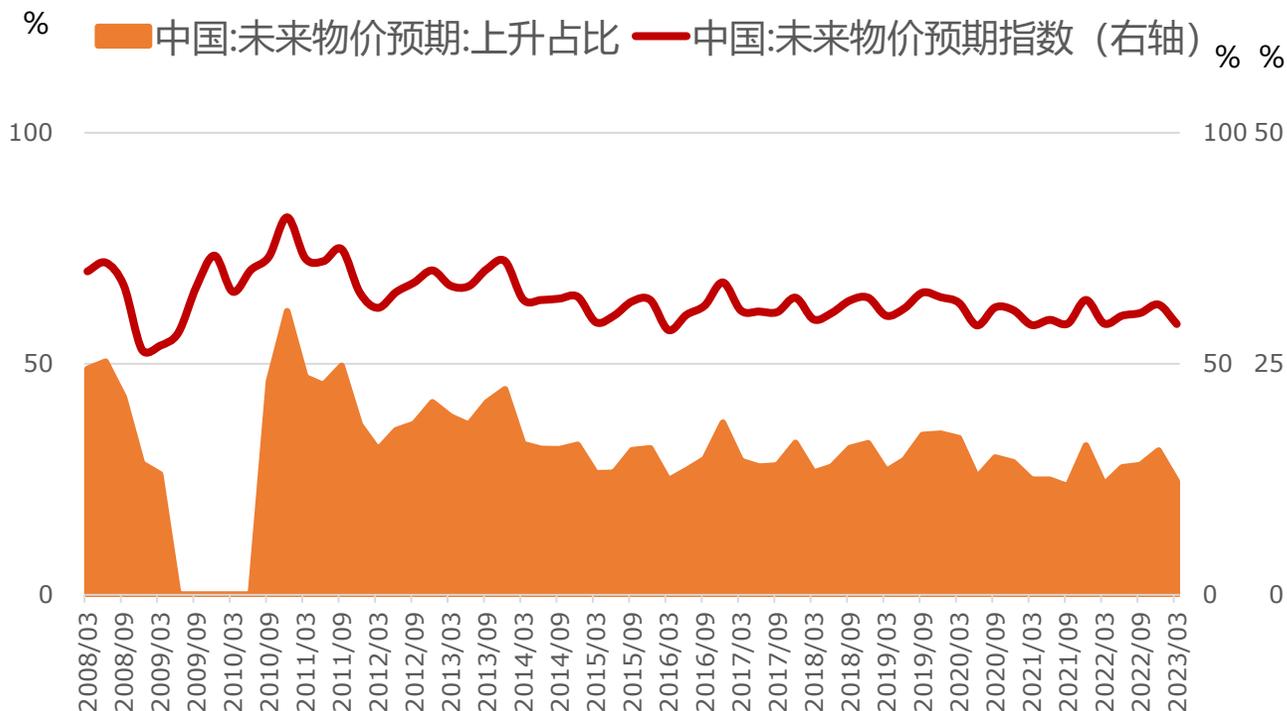
收入预期环比回升，消费者预期转好



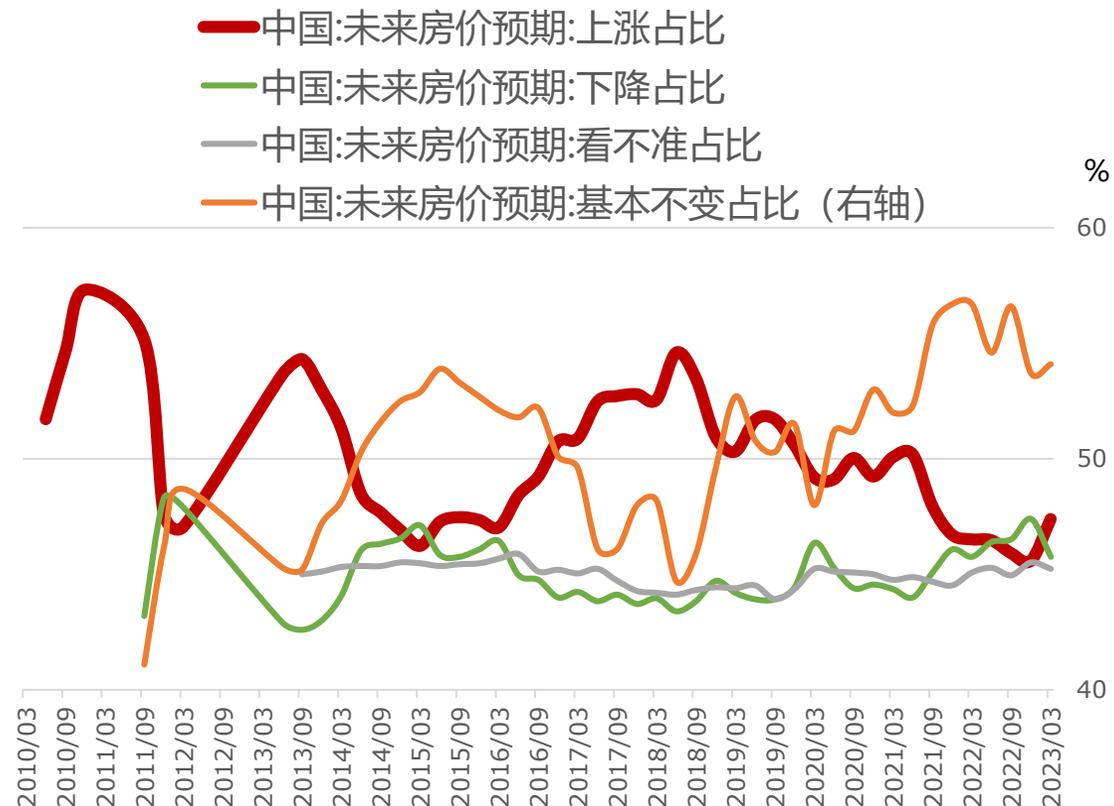
城镇储户调查：物价预期不涨，房价预期有所企稳

■ 城镇储户调查显示，对未来物价的预期指数回落至近年低位，预期物价上涨的占比亦环比回落，通胀预期较低。房价预期方面，预期上涨的比例处历史低位但一季度边际小幅提升

物价预期指数回落至近年低位水平



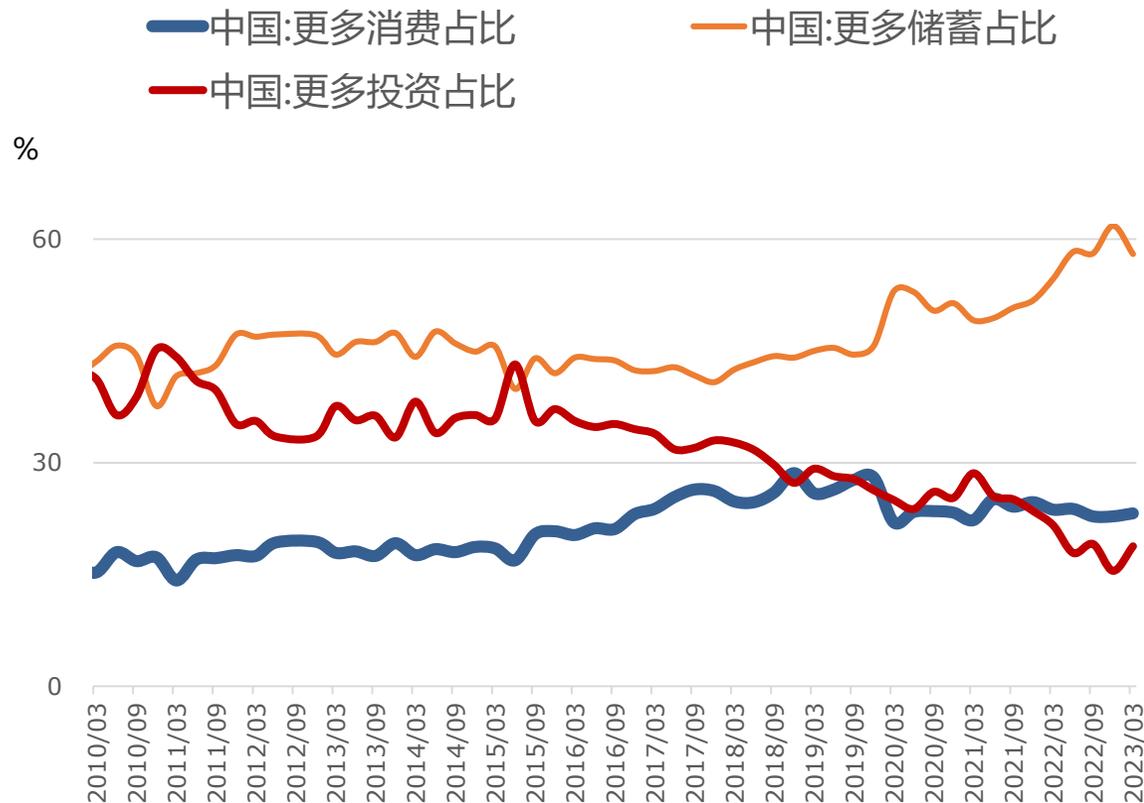
自2020年下半年以来，居民对房价预期主要为基本不变



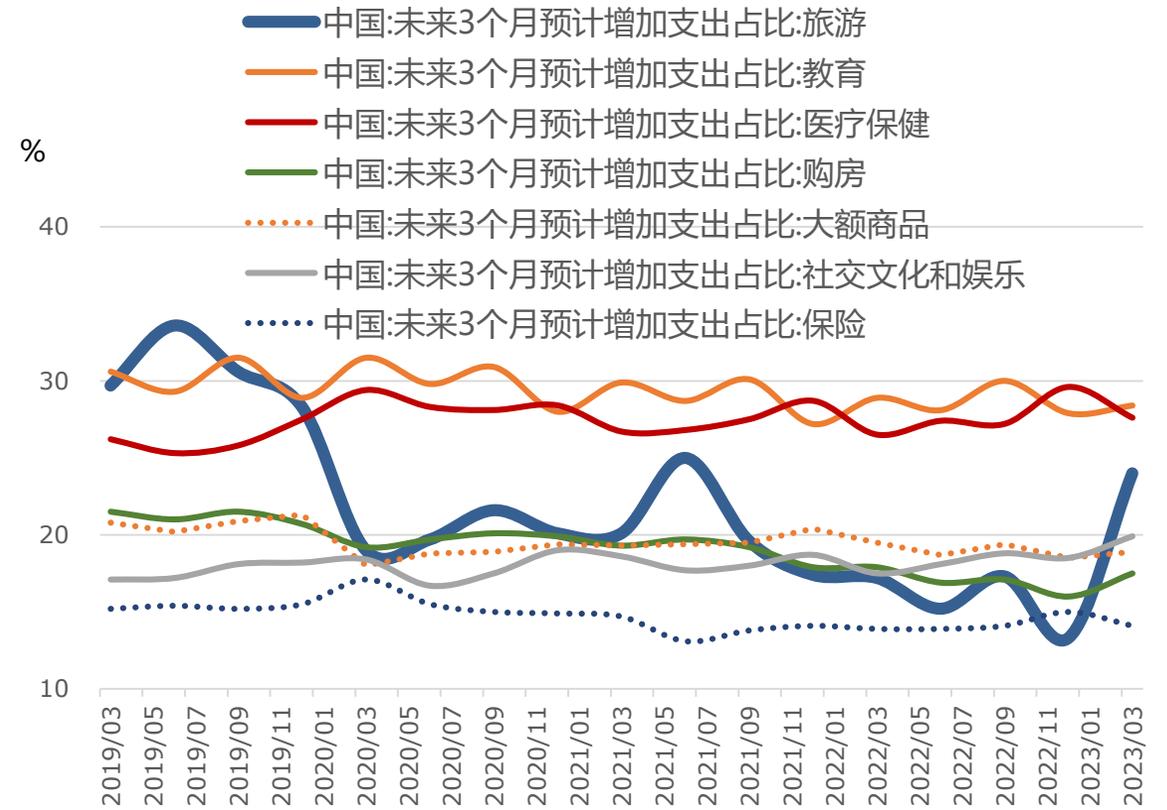
城镇储户调查：消费倾向回暖缓慢，预期新增支出主要在旅游

- 自2020年以来，储蓄倾向显著抬升，一季度储蓄倾向小幅回落，投资倾向小幅回暖，消费倾向基本持平，新增支出中，旅游占比显著提升，购房占比小幅回暖，医疗及保险类占比有所回落

自2020年以来，储蓄倾向显著抬升，一季度储蓄倾向小幅回落，投资倾向小幅回暖，消费倾向基本持平



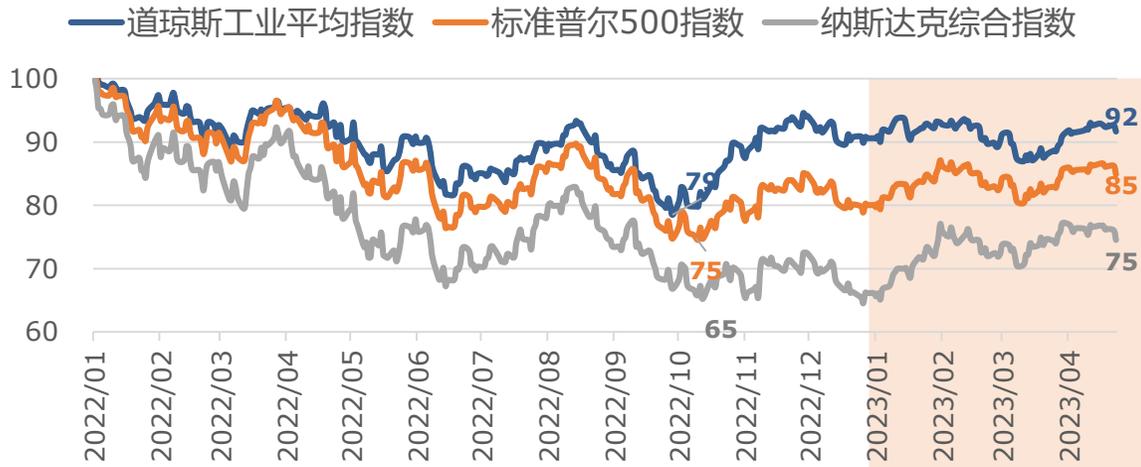
预计新增支出中，旅游类显著扩张，购房小幅回暖，医疗及保险类小幅回落



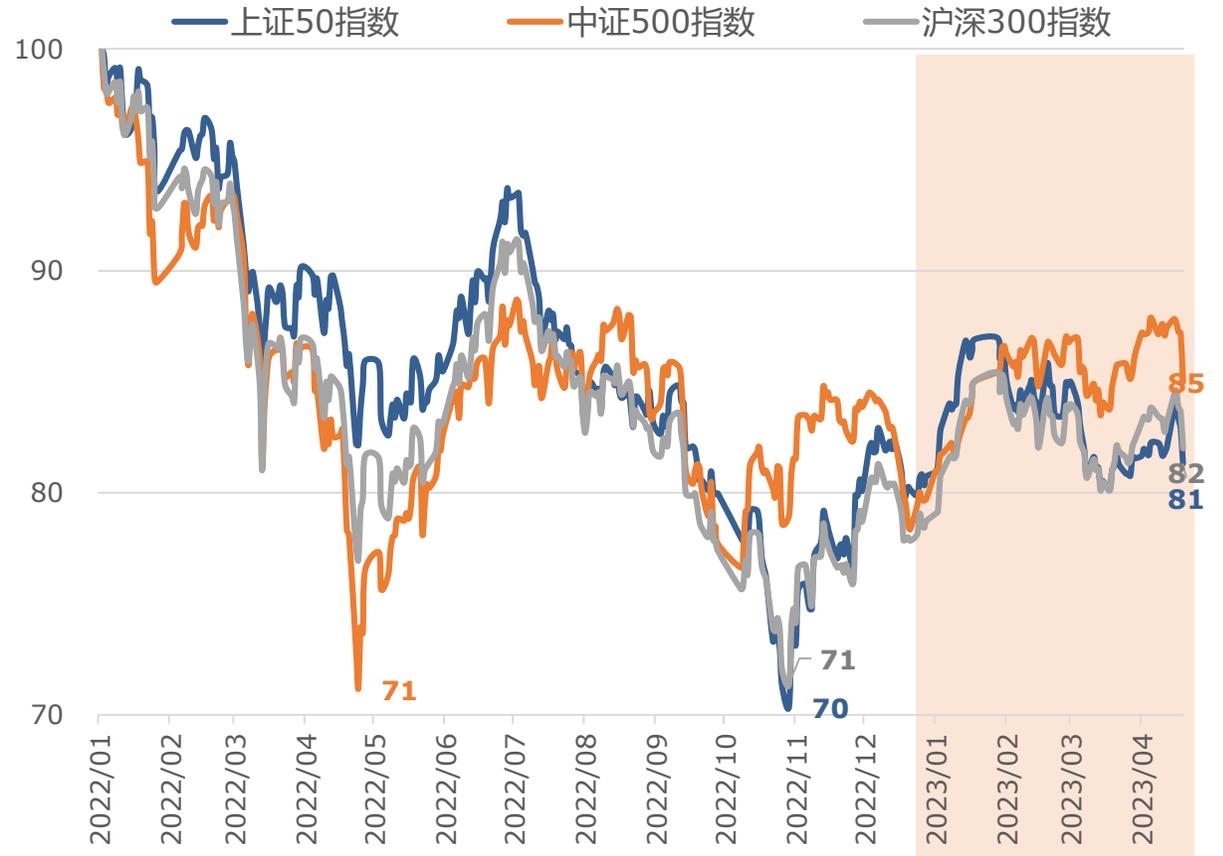
市场情绪偏弱，市场信心仍未建立 (1/4)

■ 欧美权益市场快速“填坑”后震荡上行，国内A股市场表现相对疲弱

美国股票市场结构分化加大



国内股票市场变化幅度大，4月下旬出现大幅回调



欧洲市场自去年四季度以来持续回暖

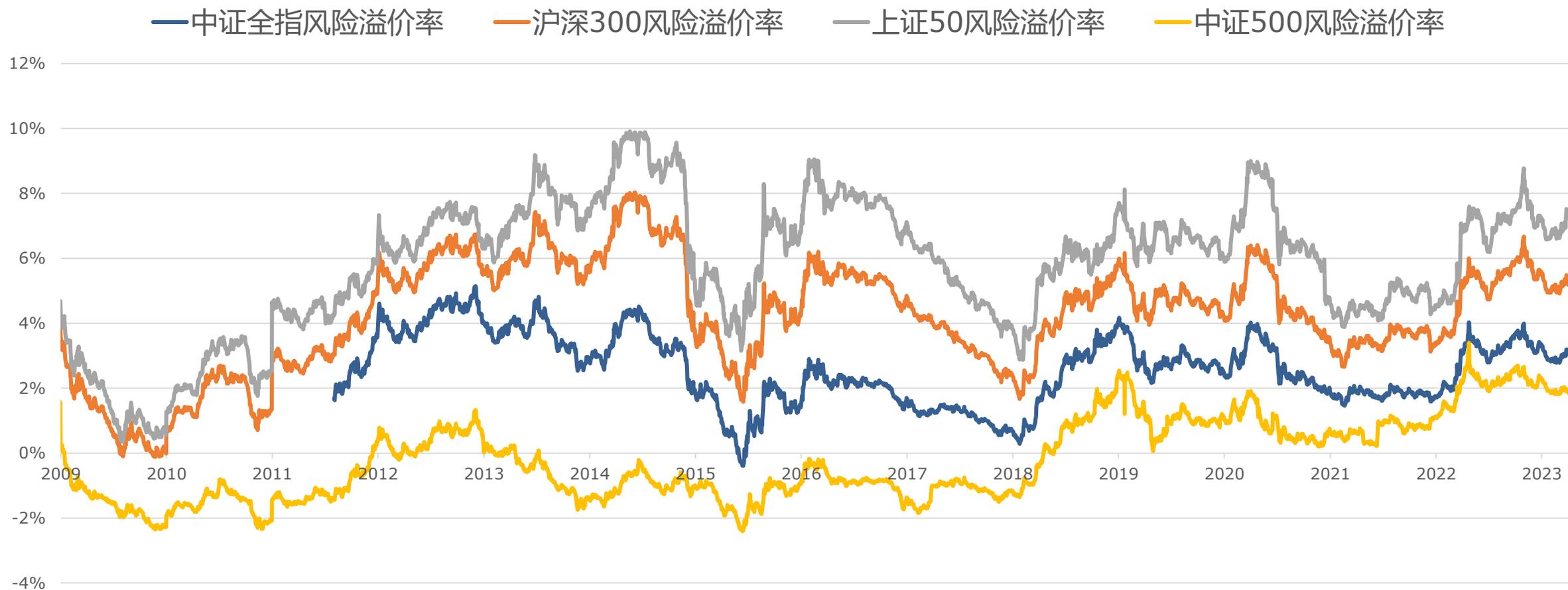


注：股指按首日100标准化

数据来源：Wind、广州期货研究中心

市场情绪偏弱，市场信心仍未建立 (2/4)

- 股指风险溢价率高企，上证50、沪深300、中证500分别处于近十年74%、74%、84%分位数，暗示市场风险厌恶程度深陷历史较极端区间



市场情绪偏弱，市场信心仍未建立 (3/4)

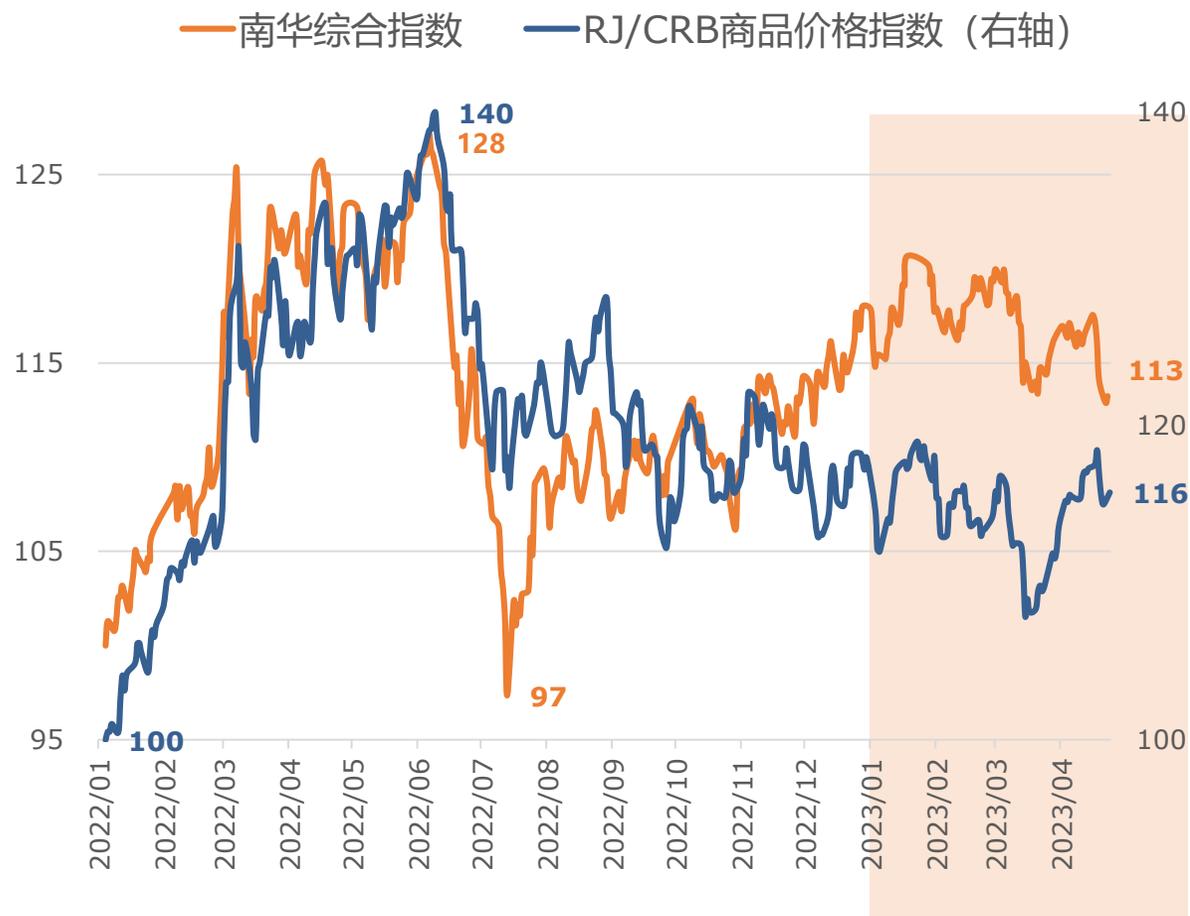
- 从历史数据看，风险偏好受国内经济基本面走势及国内外经济周期错位的影响



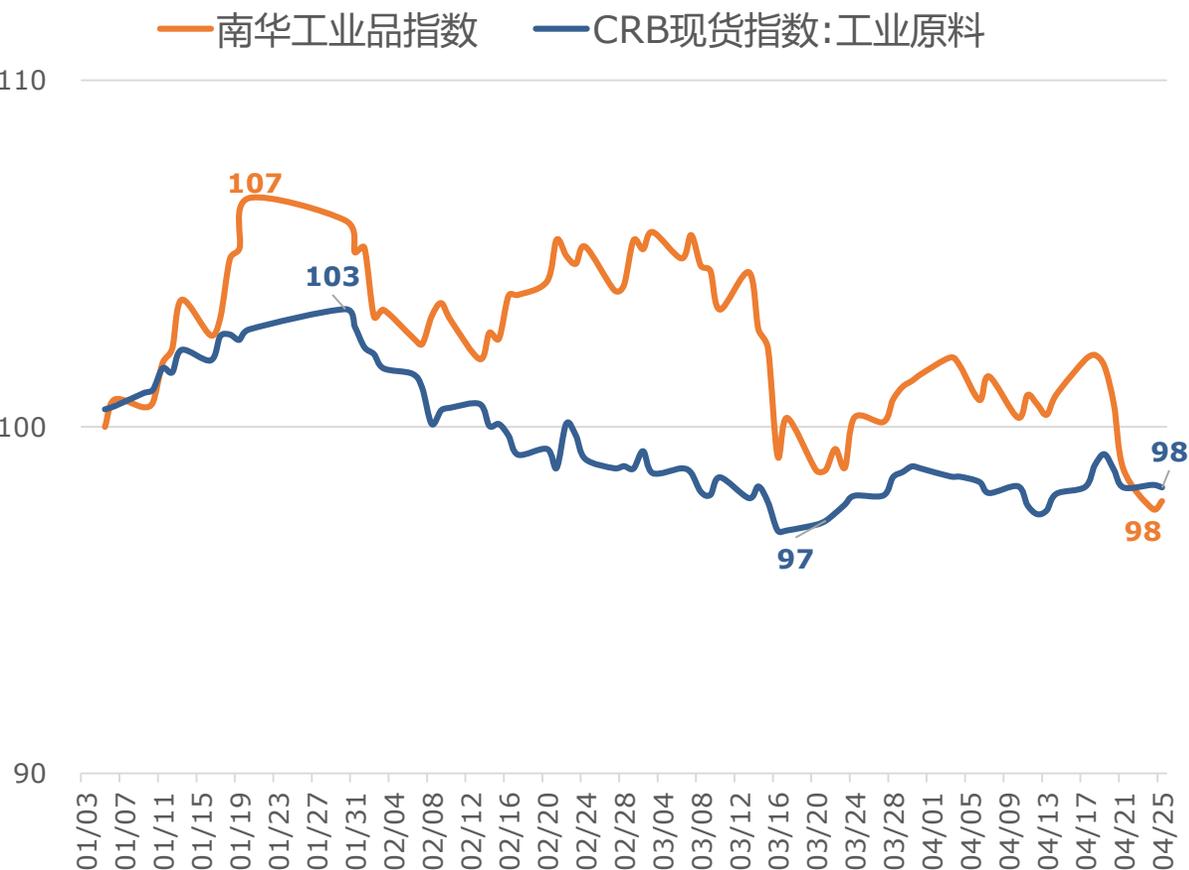
市场情绪偏弱，市场信心仍未建立 (4/4)

■ 去年11月至12月，国内商品走势相对强于国际市场，而今年以来走势基本趋同

南华指数和RJ/CRB指数走势趋同



工业品指数自3月以来震荡下行



注：以上指数按首日100标准化，数据截至2023年4月25日

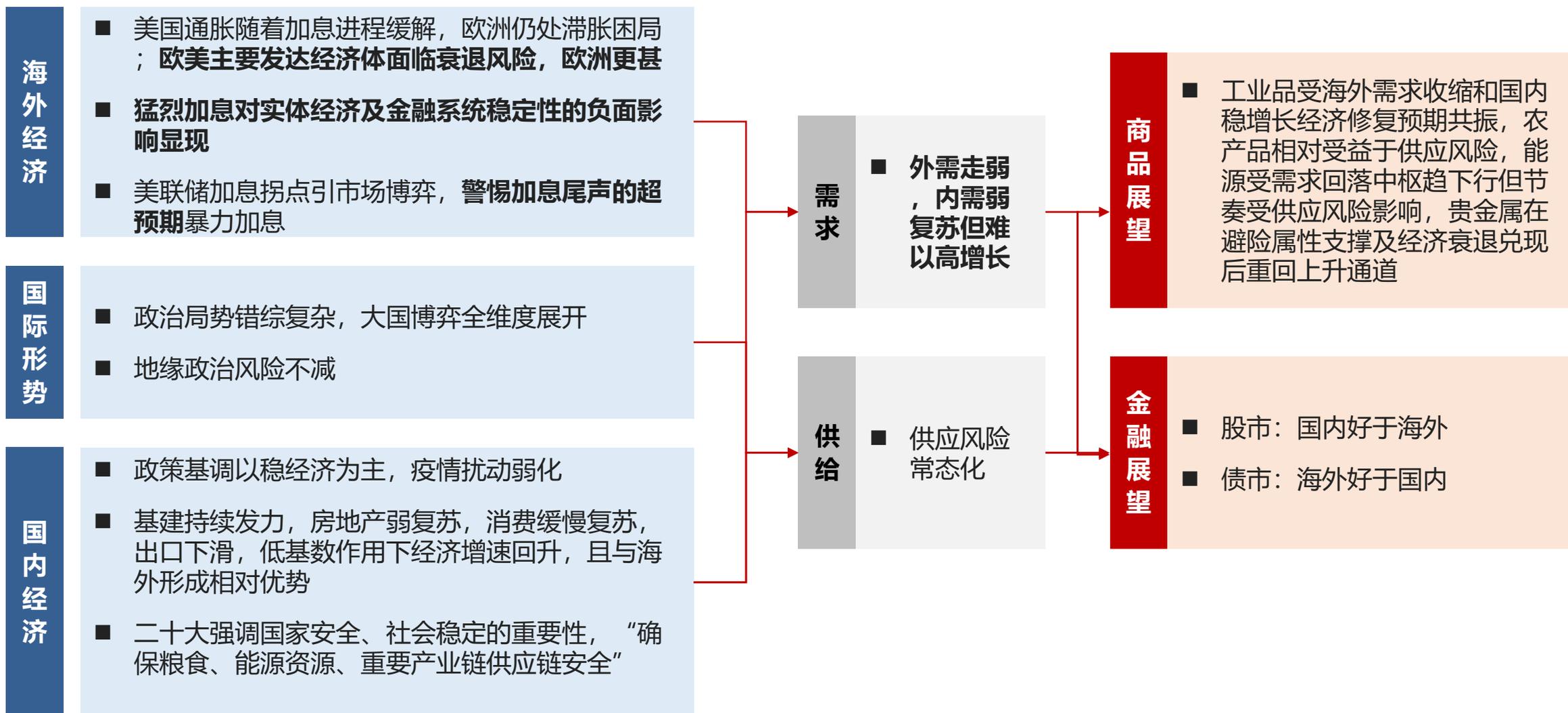
数据来源：Wind、广州期货研究中心

第四部分

5月大类资产配置建议



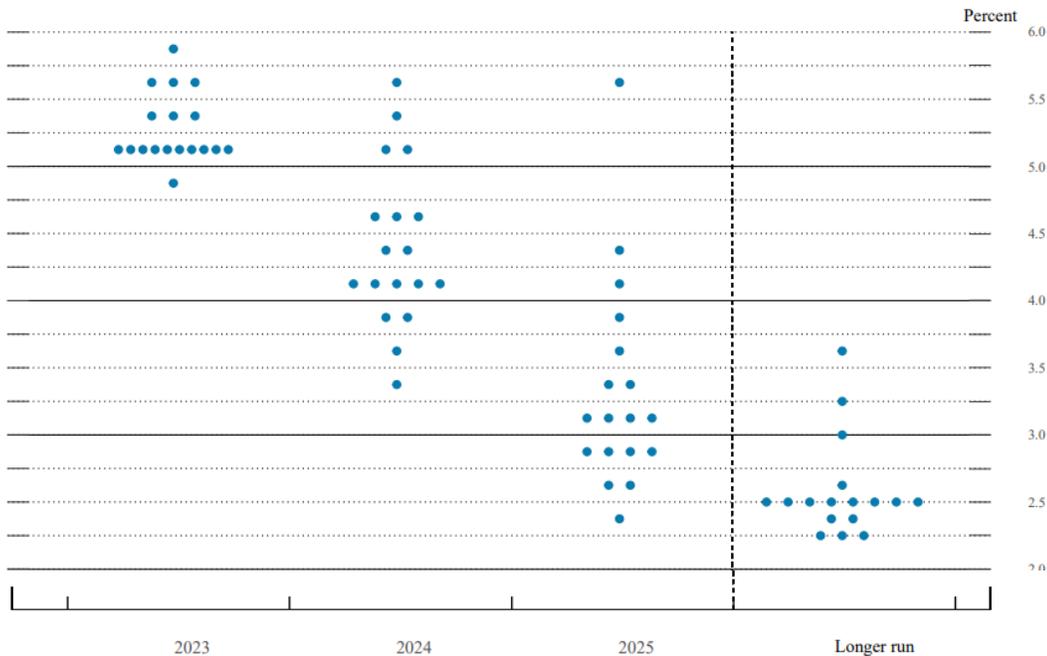
■ 总体我们延续去年年报的整体判断



市场交易主线之一是美联储货币政策节奏：加息进入尾声，市场围绕节奏博弈

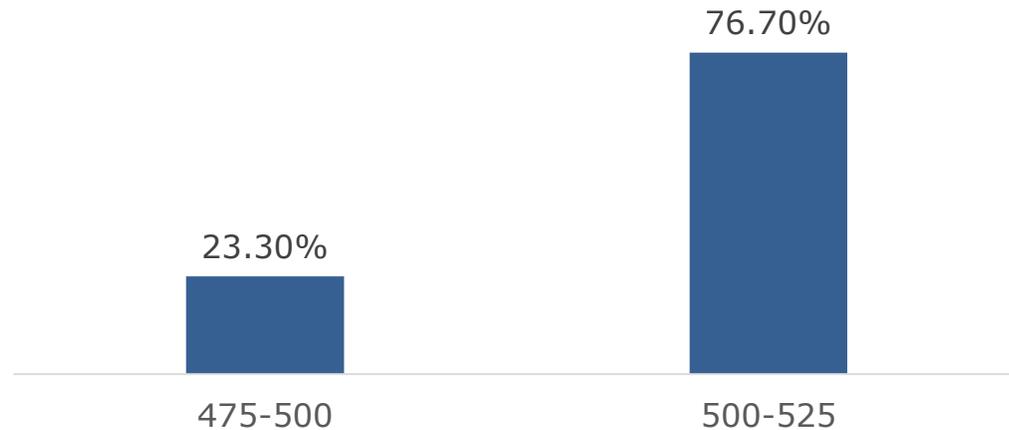
■ 3月23日美联储宣布第九次加息，如期加息25个基点至4.75%-5%区间。点阵图显示加息接近终点，年内或还有一次加息，而对2024年底的利率预测中值上调至4.3%。3月底市场认为超80%概率不加息，而目前不加息的概率已回落至23%，预计随着经济数据会有不断的过于乐观、预期修正、过于悲观、预期修正的反复过程

2023年3月FOMC会议点阵图显示预计2023年底利率达5.1%



3月预测	5.1	4.3↑	3.1	2.5
12月预测	5.1	4.1	3.1	2.5

国债期货隐含对5月利率会议目标利率的预期概率分布

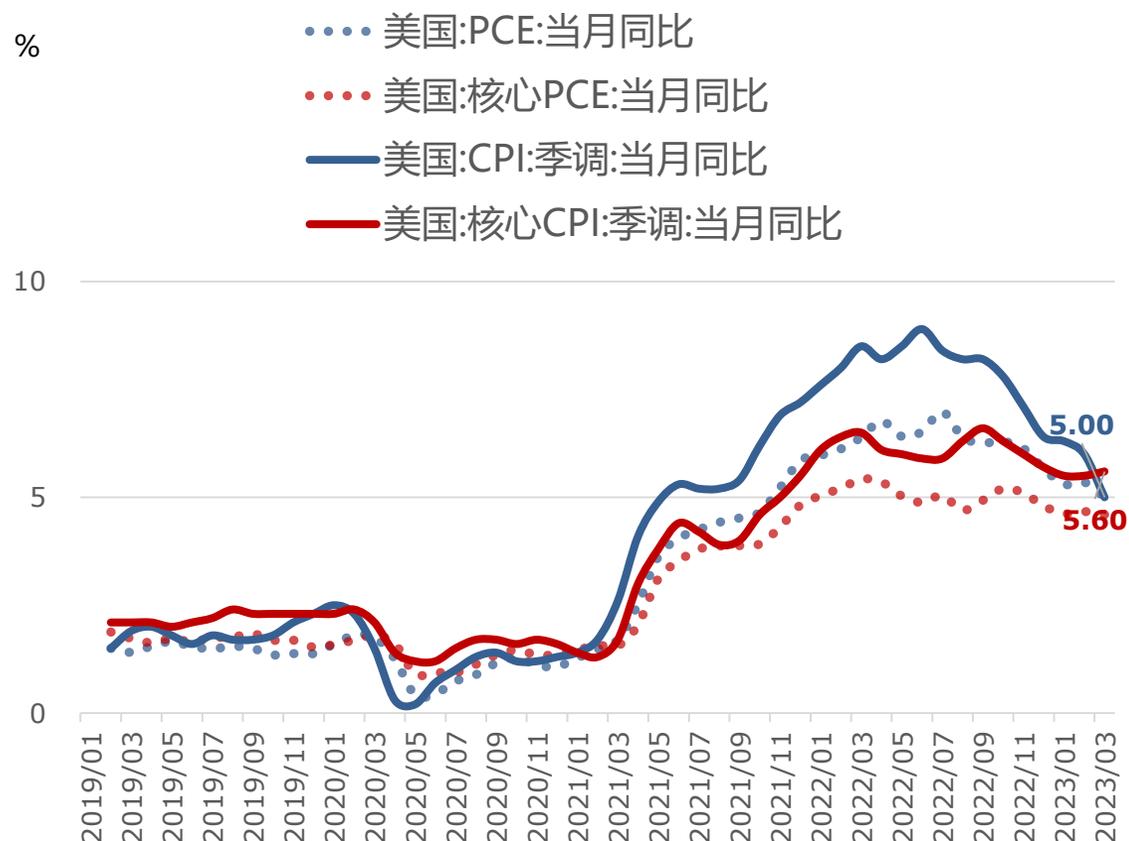


目标利率	4月25日	4月24日	4月18日	3月24日
475-500 (目前)	23.3% ↑	9.5% ↓	18.1% ↓	83.2%
500-525	76.7%	90.5%	81.9%	16.8%

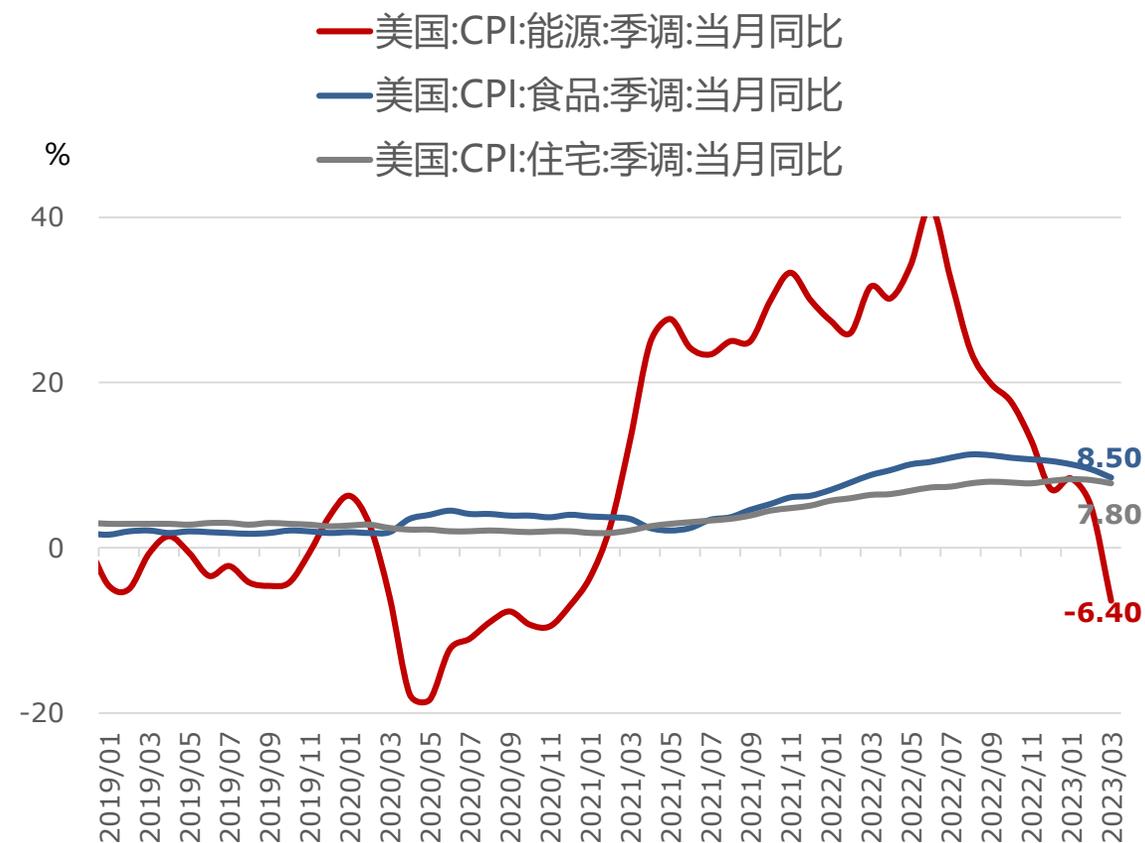
美联储是否以及何时降息取决于后续失业率及通胀的走势

■ 美国3月CPI同比增长5%，低于前值的6%，连续八个月增速回落，但距离2%目标仍远。核心CPI季调同比增长5.6%，环比增长0.4%。分项看，能源项价格显著回落，食品项价格增速放缓，而住宅等核心服务项继续构成通胀的主要支撑

3月美国CPI同比上涨5%，自2022年7月以来延续回落态势。
核心CPI同比上涨5.6%，增速小幅反弹



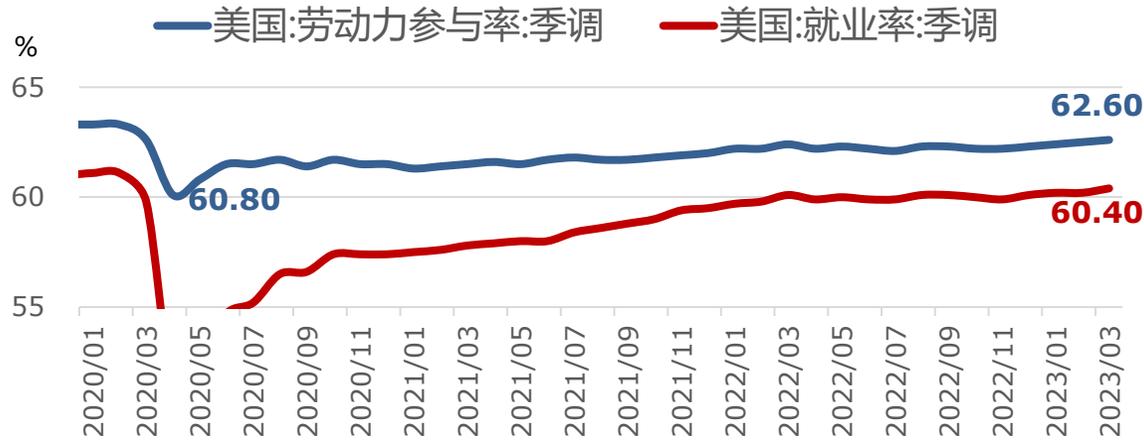
能源价格显著回落，食品价格增速有所放缓，住宅价格增速坚挺



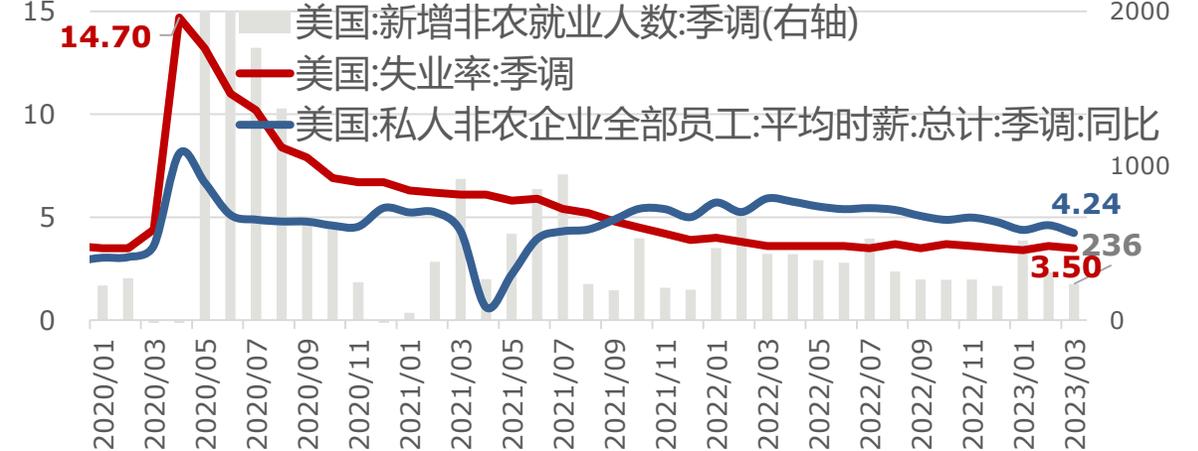
美国劳动力市场近期有回暖迹象但偏紧局面仍在

- 劳动参与率回升、小时工资增速放缓及新增就业人数回落、职位空缺回落反映美国劳动力供应紧张局势小幅缓解，但整体仍维持供不应求

3月就业率持平在60.4%，劳动参与率小幅提升至62.6%



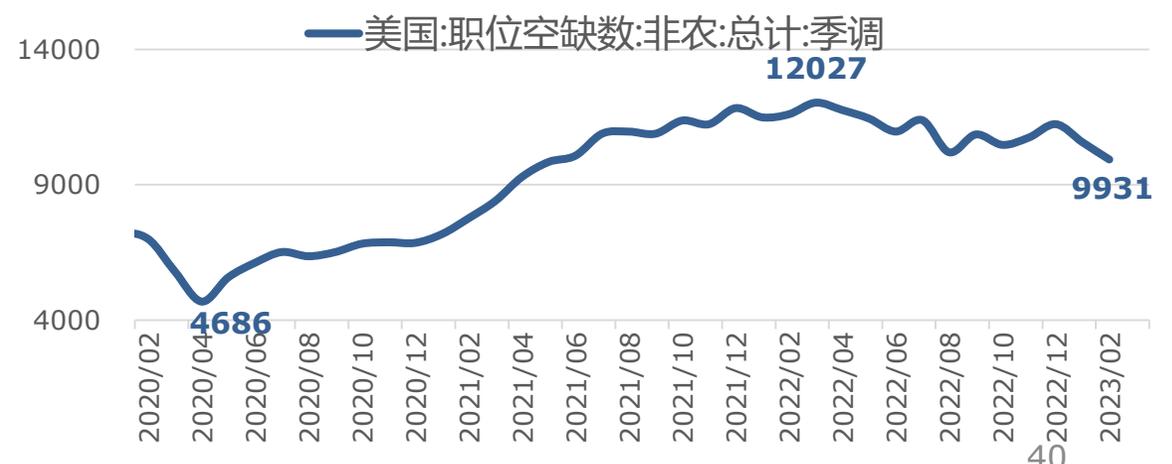
3月美国非农新增就业整体回落，其中服务业减速明显



美国3月ADP就业人数新增14.5万人，低于市场预期的20万人

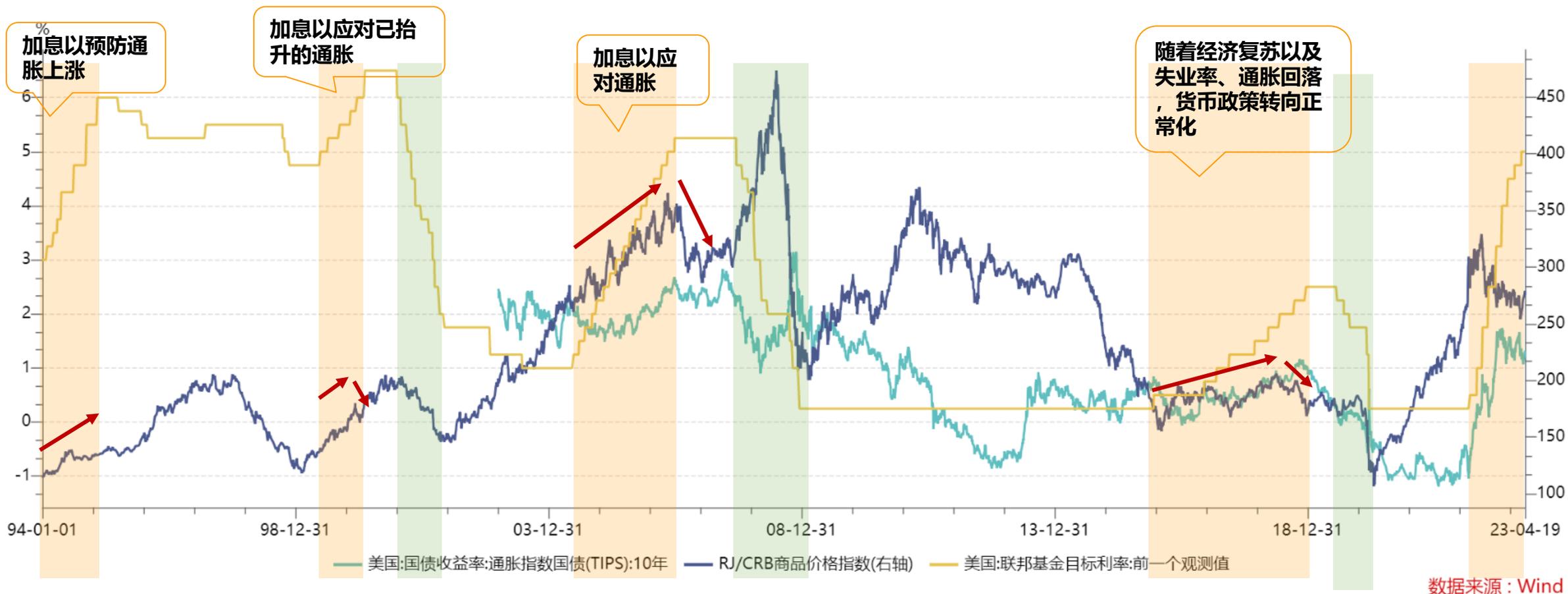


2月美国职位空缺数由前值的10563降至9931



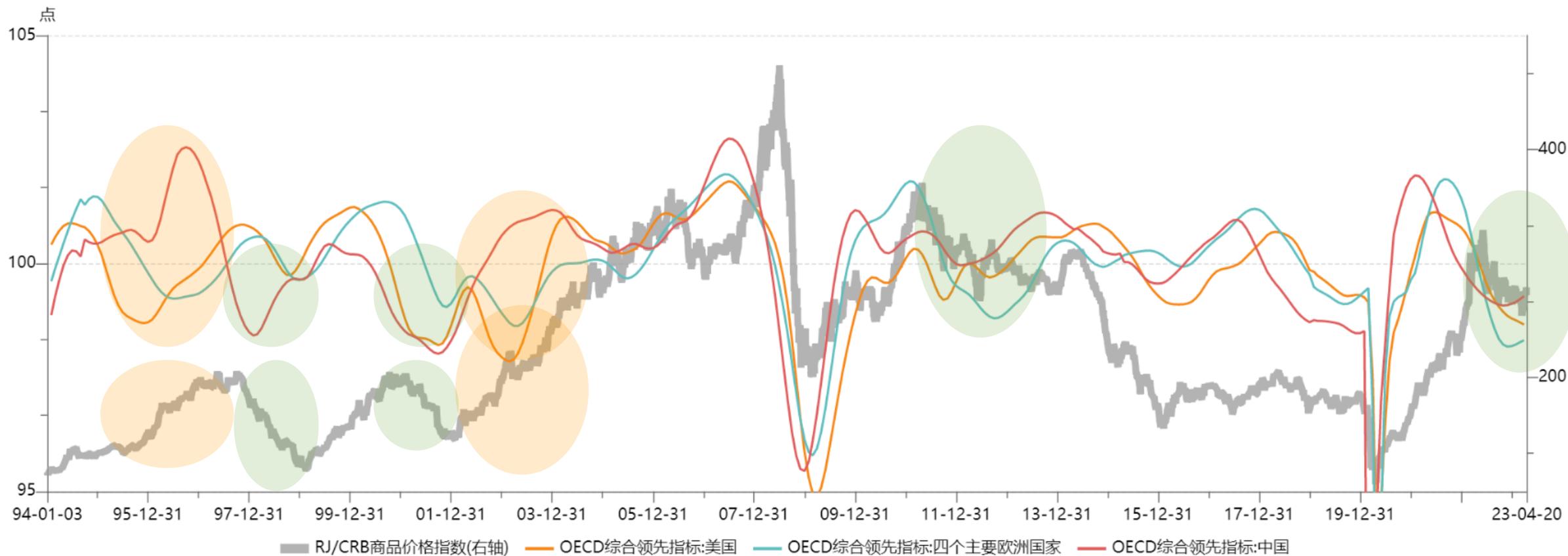
加息周期内商品市场走势规律

- 美联储紧缩周期对商品市场的影响机制一是流动性和美元，二是基本面，而以基本面为主要因素。回顾过去美联储加息周期，商品通常先上行，直至经济衰退后见顶回落。2006年加息周期退出前1个月商品跌幅最大，2018年加息周期退出前3个月开始出现反向行情。本轮经济衰退交易明显抢跑，自2022年6月以来遍触顶回落



市场交易主线之二是外需回落下内需提振的速度及效果

- 商品市场对海外经济衰退的交易自2022年6月开始，可能还未充分预期



5月大类资产配置建议及展望

		盈亏比				胜率				5月配置建议
		估值/价格水平		基差变化	近远月期限结构	供需格局	产业利润	政策导向	基本面总结	
		上市以来分位数	2020年以来分位数							
股指	IH	61.44%	27.81%	基本持平	全部升水 (剔除分红)	-	-	中性	中性偏乐观	增配
	IF	54.40%	13.69%	基本持平	全部升水	-	-	中性		
	IC	66.49%	79.17%	贴水走阔	近月升水, 远月贴水	-	-	中性		
	IM	10.61%	6.51%	贴水走阔	近月升水, 远月贴水	-	-	中性		
国债	T	90.20%	83.00%	升水收窄	远月贴水	-	-	-	中性	中性
	TF	84.00%	62.30%	升水收窄	远月贴水	-	-	-		
	TS	70.90%	58.80%	升水收窄	远月贴水	-	-	-		
	TL				远月贴水	-	-	-		
贵金属	黄金	99.50%	98.00%	收窄	远月升水	偏紧	上行	中性	供需偏紧	建议逢低做多
	白银	88.30%	89.20%	收窄	远月升水	紧缺	上行	中性		
有色金属	铜	91%	58%	收窄	近月升水	偏松	合理利润	中性	供需偏松	逢高布空
	锌	70%	33%	走阔	远月贴水	偏松	走缩	中性		
	铝	86.30%	62.10%	收窄	远月升水	偏松	上行	中性		
	镍	90%	76%	收窄	近月升水	偏紧向过剩过渡	合理利润	中性		
	不锈钢	43%	40%	收窄	近月升水	偏松	亏损	中性		
	工业硅	6.17%	6.17%	收窄	远月升水	供过于求	下行	中性		
黑色建材	螺纹钢	44.90%	23.00%	偏稳	远月贴水	阶段性过剩	低位运行	中性	阶段性过剩	建议空配
	焦炭	71.80%	25.30%	偏稳	远月贴水	阶段性过剩	低位运行	中性		
	焦煤	75.60%	28.10%	偏稳	远月贴水	紧张向宽松过渡	下行	中性		
	玻璃	88.71%	64.38%	收窄	远月贴水	偏紧	上行	中性		
	纯碱	41.91%	41.91%	走扩	远月贴水	平衡到宽松过度	下行	中性		
农产品	棉花	51%	53%	收窄	远月升水	供需平衡	中下游轻度亏损	中性	择机做多	
	生猪	20.08%	20.08%	走弱	远月升水	宽松到紧张过渡	亏损	中性		
	玉米淀粉	80.60%	66.85%	走强	远月贴水	宽松到紧张过渡	亏损	中性		
	粕类	84.60%	44.40%	走弱	远月贴水	紧张向宽松过渡	亏损	中性		
	油脂	59.10%	26.60%	走弱	远月贴水	供需趋于平衡	亏损	中性		

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司	杭州城星路营业部	四川分公司	上海陆家嘴营业部
联系电话：021- 68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-66671202 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司		
联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn