

图说经济金融

民生银行研究院

第14期

2023年5月7日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
李岩玉 民生银行发展规划部副总经理

宏观研究团队

王静文 中国经济研究
应习文 国际经济研究
孙莹 财政政策研究
杨美超 外资外贸研究

金融市场团队

张丽云 货币政策与流动性研究
李鑫 外汇商品研究
韩思达 资产配置研究

行业研究团队

刘纪学 产业趋势、行业布局
董运佳 房地产、城建
黄赫 光伏、风电、储能
孔雯 通信、人工智能、互联网
程斌琪 半导体、新能源汽车
孙旭然 医药生物、钢铁
施元雪 文化旅游、教育
柳昕 通用设备、专用设备
孙九伦 食品饮料
徐路路 大基建、现代基础设施

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

内容摘要

宏观经济·每日一图

- “五一”消费呈现补偿性特征
- 淄博烧烤爆火的宏观背景
- 美国就业韧性还能持续多久

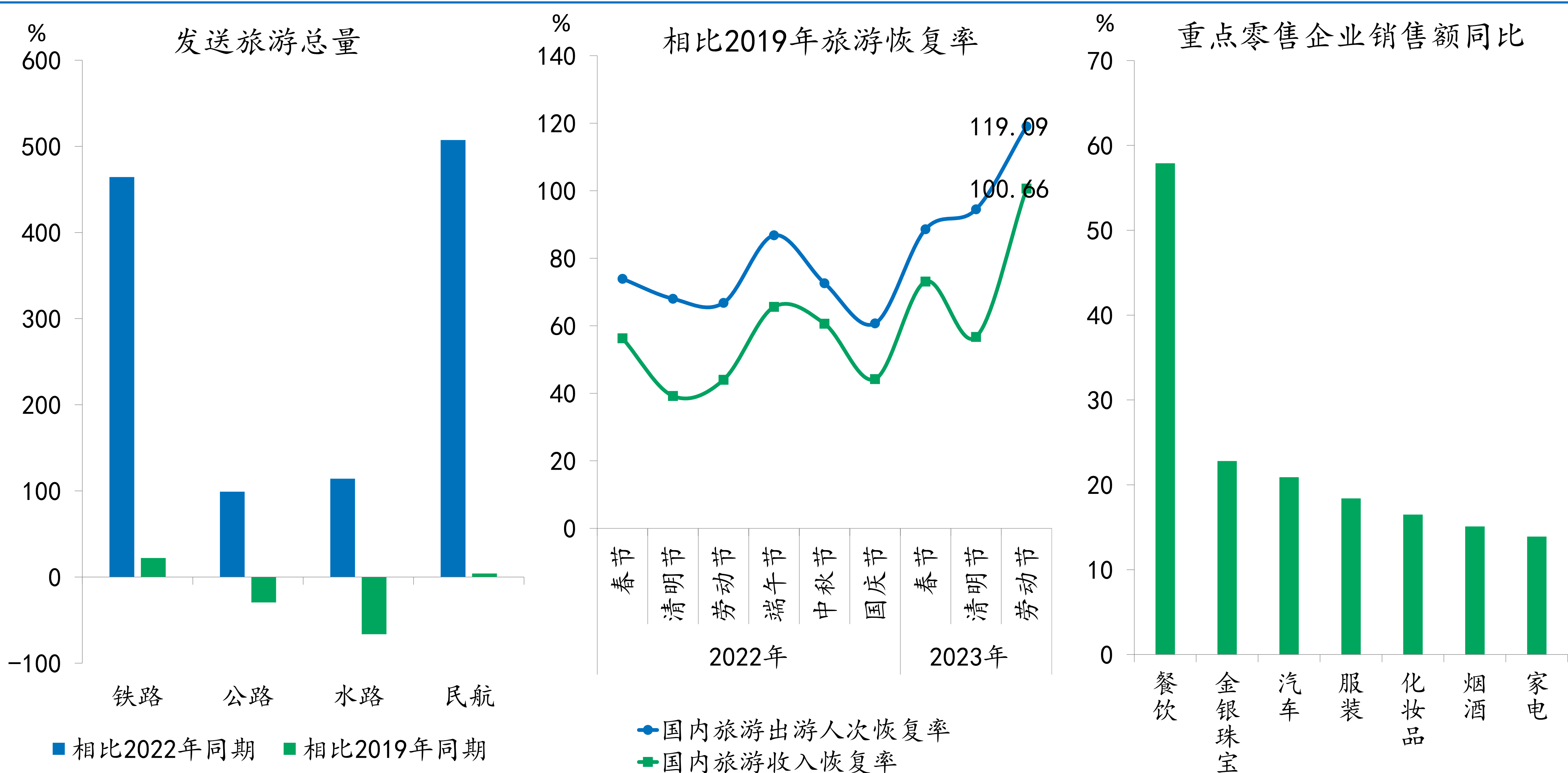
金融市场·热点图解

- 美联储再加25BP，本轮加息或已到达终点
- 二季度同业存单走势如何
- 一周金融市场盘点（2023.5.1-5.7）

行业动态·图说趋势

- 一季度水泥行业弱复苏
- 新能源车充电“新基建”迎发展契机
- 碳酸锂价格止跌反弹

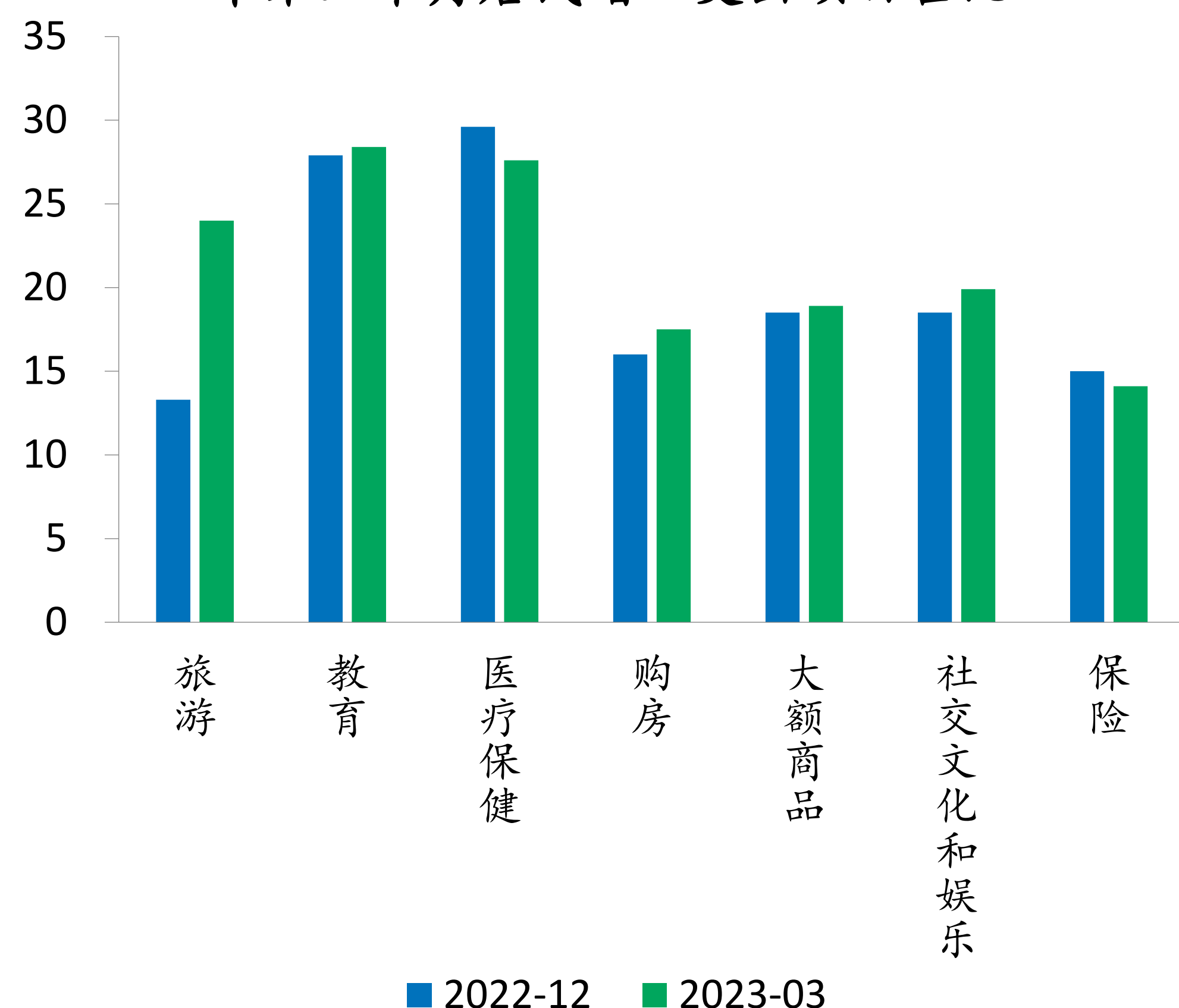
“五一”消费呈现补偿性特征（5月4日）



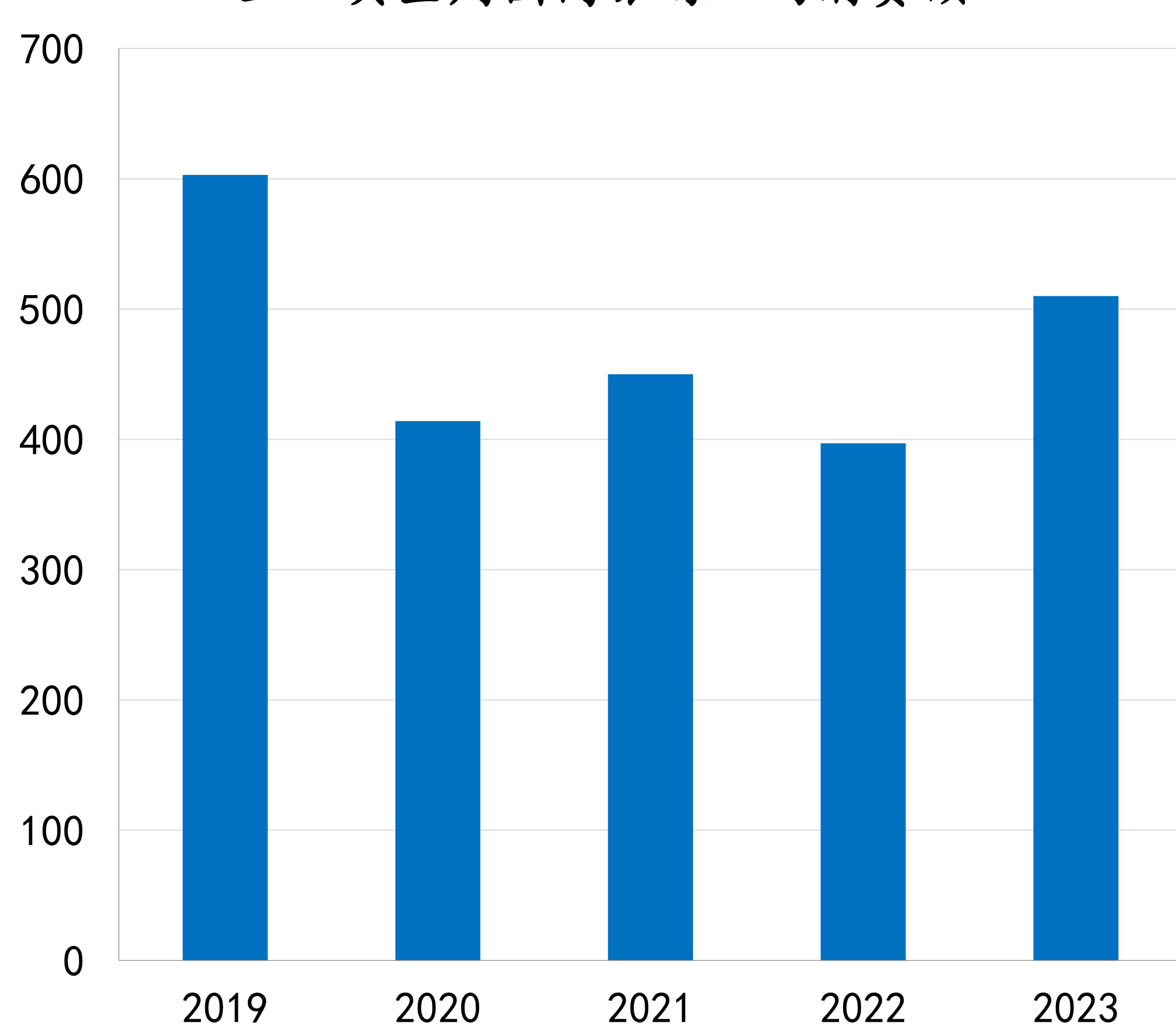
- **今年“五一”小长假已完美收官。与2019年同期相比，消费表现出强势复苏态势，并呈现出出行距离变长、人均旅游支出下降和餐饮修复快于商品等“补偿性消费”的特征。**
- **出行方面，距离变长但整体仍低于2019年同期水平。**根据交通运输部公布的数据显示，4月29日至5月3日（劳动节假期期间），全国铁路、公路、水路、民航预计发送旅客总量27019万人次，日均发送5403.8万人次，比2019年同期日均下降19.3%，比2022年同期日均增长162.9%。其中，铁路、民航日均发送比2019年同期分别增长22.1%和4.2%，公路、水路日均发送比2019年同期分别下降29.4%和66.3%。
- **旅游方面，复苏势头强劲但人均支出有所下降。**经文化和旅游部数据中心测算，“五一”假期全国国内旅游出游合计2.74亿人次，同比增长70.83%，按可比口径恢复至2019年同期的119.1%；实现国内旅游收入1480.56亿元，同比增长128.9%，按可比口径恢复至2019年同期的100.7%。
- **零售方面，餐饮消费表现优于商品。**根据商务部商务大数据监测，“五一”假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长18.9%，其中，重点零售企业汽车、服装、化妆品、烟酒销售额同比分别增长20.9%、18.4%、16.5%和15.1%；重点餐饮企业销售额同比增长57.9%。**电影票房处于稳步恢复阶段。**五一假期日均电影票房达到3.0亿元，恢复至2019年同期的79.5%，日均观影人次743万人，恢复至2019年同期的85.4%。

淄博烧烤爆火后的宏观背景（5月5日）

未来三个月居民增加支出项目占比

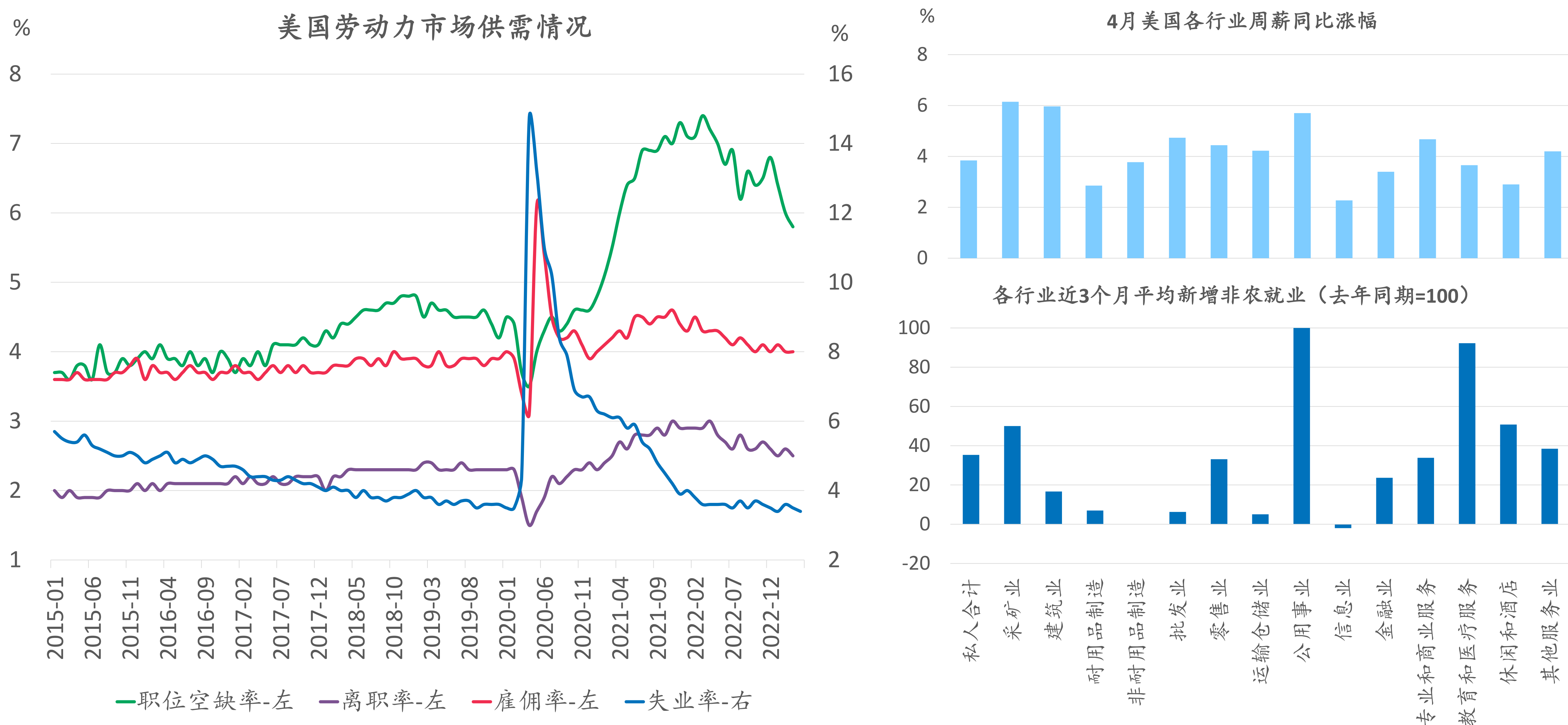


五一黄金周国内旅游人均消费额



- 今年春天以来，淄博烧烤火爆出圈，淄博也跻身顶流网红城市。“五一”假期，淄博站累计发送旅客240252人次，较2019年同期增长8.5万人次，增幅高达55%，远超全国铁路增速22.1%。
- 淄博烧烤的爆火，是大学生偶然推动、游客自发推介、政府迅速反应、市民主动维护、网络高度曝光等因素叠加的结果，但从宏观角度看，这三个背景因素也不容忽视：
 - 一是补偿式消费的爆发。疫情解禁之后，居民的补偿式出行、消费需求迅速爆发，尤其是接触型、聚集性消费需求集中释放，所以社零中的餐饮收入增速远高于商品零售。央行一季度储户调查显示，未来三个月打算增加支出的项目中，旅游选项较上季度上升了10.7个点，大额商品仅上升了0.4个点，补偿性特征明显。
 - 二是收入增速放缓的折射。赴淄博“赶烤”的人群以大学生居多。这一群体收入相对较低，对好吃不贵的烧烤接受度较高，再加上淄博当地消费水平在可承受范围之内，由此形成了网红效应。实际上，疫情导致的居民收入受损在五一消费上也有体现。五一期间全国旅游人数较2019年增长19%，但旅游收入仅增长0.66%，人均消费支出为510元，低于2019年的603元。
 - 三是当地政府拼经济的努力。今年以来，为推动经济运行整体好转，地方政府大都通过促消费、稳投资等方式“拼经济”。淄博烧烤出圈之后，当地政府迅速行动，推出烧烤专列、公交专线、烧烤节、消费券等方式，营造了极具吸引力的消费环境。

美国就业韧性还能持续多久（5月6日）



- 根据美国劳工部数据，4月美国新增非农就业25.3万人，远超市场预期的18.5万人。4月失业率下降至3.4%，同样好于预期。受此提振，美国股市三大指数周五终结本周的4连跌，收盘显著上涨。
- 迄今美联储已累计加息500个基点，叠加3月中旬爆发的银行业危机，市场对于美国经济衰退以及失业率上升的担忧加剧。不过4月美国失业率继1月后再次触及1969年以来的最低点，且平均时薪涨幅达到4.5%，较3月回升0.2个百分点，显示就业依然保持强劲韧性。
- 不过多项数据表明，当前美国就业市场紧张程度正在缓解。首先是3月和4月美国劳动力参与率均达到62.6%的疫情后最高点，接近疫情前63%左右的平均水平，显示劳动力供给逐步恢复。其次是3月职位空缺率下降至5.8%，职位空缺数也跌破1000万个。最后是离职率和雇佣率双双下行，反映企业雇佣新员工的紧迫度下降，而职员也不再轻易离职。因此，当前经济放缓更多体现在存量空缺职位下降，要传导至失业率上升仍需一段时间。
- 行业结构数据冷暖不一。信息业与金融业已提前感受到了凉意，4月信息业和金融业时薪同比增长2.3%和3.4%，低于4.5%的平均水平。新增就业量方面受到的冲击也比较大，信息业2-4月的平均新增就业已经转负，金融业仅为去年同期的23.7%。目前劳动力市场主要受生活性服务业支撑，预计未来1-2个季度，美国劳动力市场将开始面临压力。

美联储再加25BP，本轮加息或已到达终点

当地时间5月3日，美国联邦储备委员会将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5%-5.25%的水平。这是自去年3月以来美联储连续第十次加息。

表1：1994年以来美联储历次加息周期总结

序号	时间	加息时长	加息次数	累计加息幅度	目标利率上限变化区间
1	1994.02-1995.02	12个月	7	300bps	3.00%-6.00%
2	1999.06-2000.05	11个月	6	175bps	4.75%-6.50%
3	2004.06-2006.06	24个月	17	425bps	1.00%-5.25%
4	2015.12-2018.12	36个月	9	225bps	0.25%-2.50%
5	2022.03-2023.05	14个月	10	500bps	0.25%-5.25%

图1：美国CPI、核心CPI走势 (%)

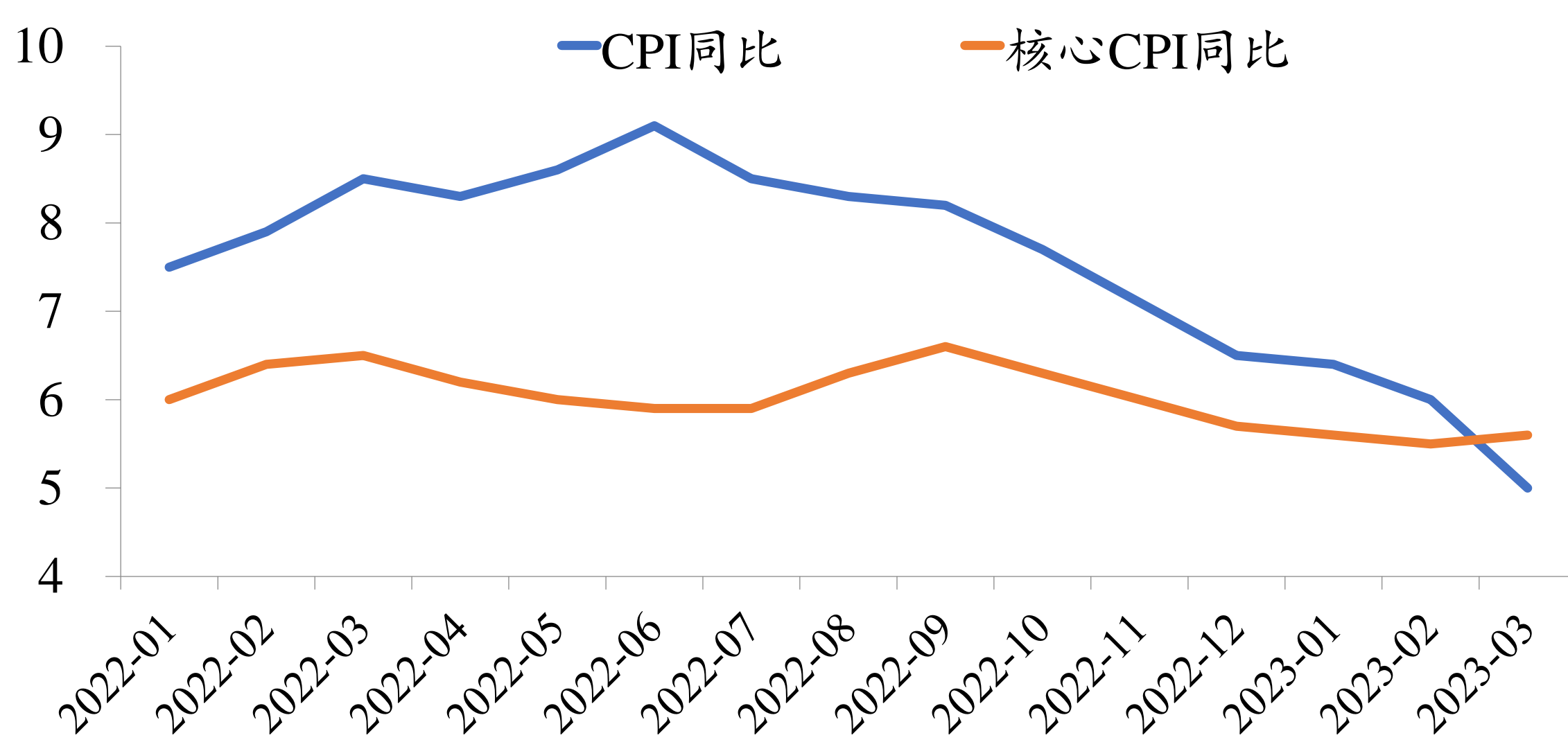


图2：美国职位空缺仍处于历史高位水平

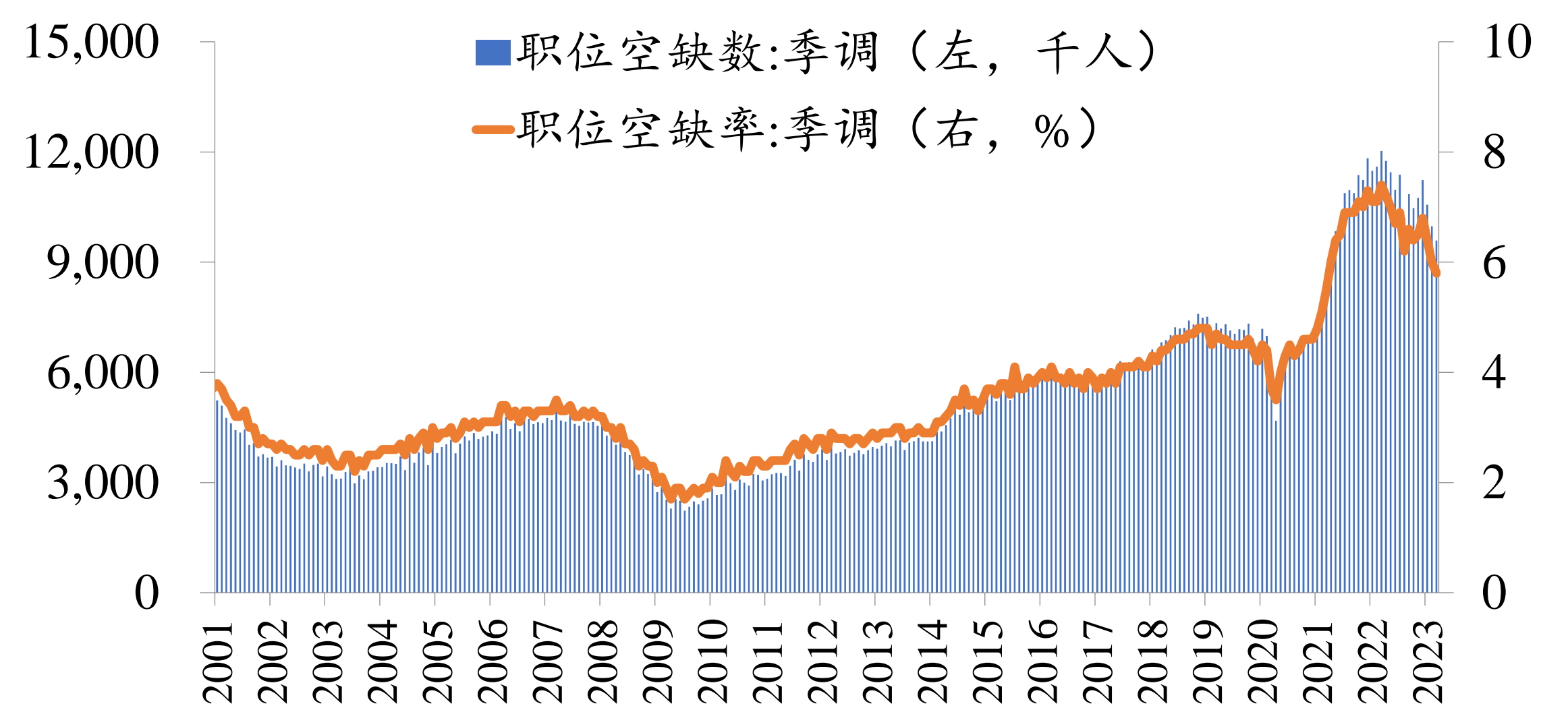


图3：商业银行存款 (季调) 变化 (亿美元)

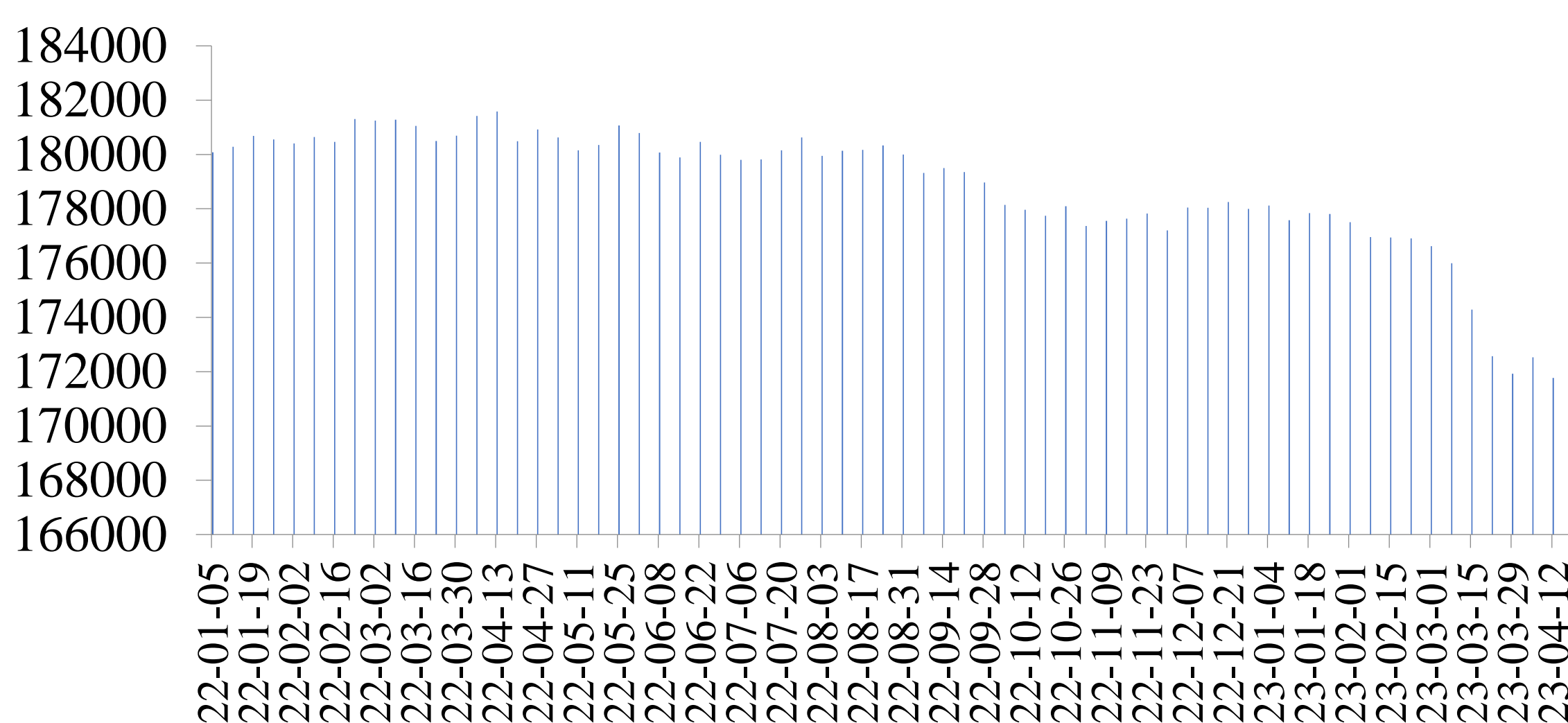
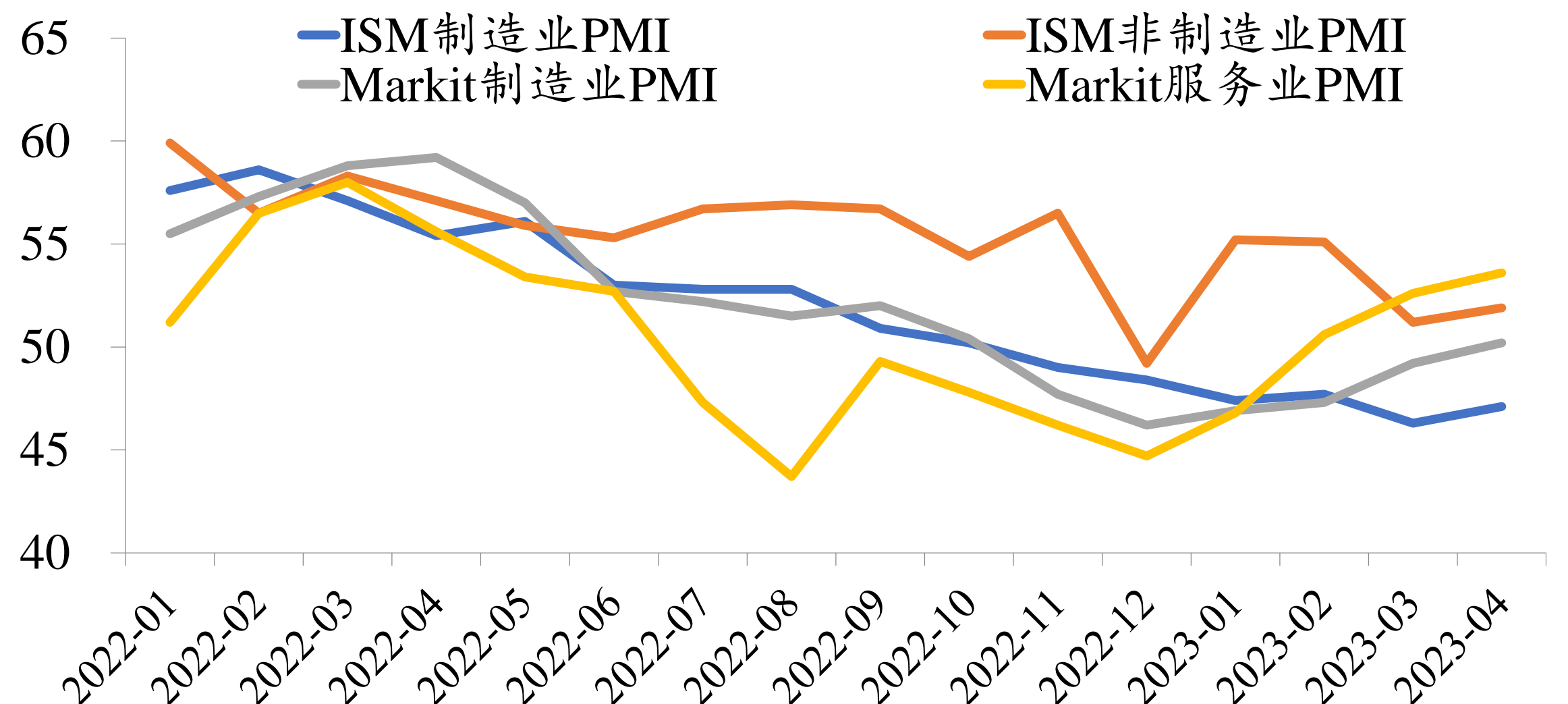


图4：美国制造业、非制造业PMI (%)



解读分析

- 美联储5月加息25个基点总体符合市场预期。从芝商所FedWatch工具来看，决议公布前市场预期美联储加息25个基点的概率为83.2%，本次加息符合市场预期。此外，美联储将继续按照此前公布的计划减持美国国债和机构债券，并致力于把通胀率降至2%的目标水平。美联储在当天发表的声明中表示，美国第一季度经济活动温和扩张，近几个月新增就业岗位强劲，失业率依然处于低位，通货膨胀仍处于高位；美国银行体系健康和富有韧性，家庭和企业信贷条件的收紧很可能会令经济活动、雇佣和通胀承压，这些影响的程度依然不确定。美联储本轮已累计加息500个基点，是确立联邦基金利率为政策利率以来加息速度最快的一次。
- 美国通胀压力依然较大，就业保持强劲。从会议声明来看，美联储当前最为关心的依然是通胀风险。3月美国CPI同比增速降至5%，但核心CPI同比增速反弹至5.6%。同时，美国就业数据始终较为强劲，3月失业率低于预期降至3.5%，空缺岗位数和空缺率尽管继续下降，但仍处于历史高位水平，在此情况下，要将通胀率降至2%的合意水平或许仍需较长时日。
- 银行业风险仍存，将对美联储政策制定有所制约。尽管由硅谷银行、签名银行事件带来的银行流动性冲击已明显缓和，存款下降的趋势有所遏制，4月制造业、服务业PMI均有所上升，也侧面表明美国经济受银行业危机冲击有限。但资产规模更大的第一共和银行被接管，表明美国银行业动荡局面可能仍未真正结束，这会对美联储后续政策制定形成一定制约。
- 美联储未来货币政策走向研判：5%-5.25%大概率是本轮加息的基准利率终点，但当前仍不宜押注美联储货币政策过快转向，基准利率大概率将在终值利率水平上持续较长一段时间。

二季度同业存单走势如何

- ▶ 今年一季度，在资金面收紧和供需矛盾加大下，同业存单利率整体出现快速上行。1年期AAA同业存单到期收益率一度达到2.75%，与MLF利率齐平。
- ▶ 二季度，市场环境将如何变化，同业存单走势如何？

图1：一季度同业存单到期量明显提升（亿元）

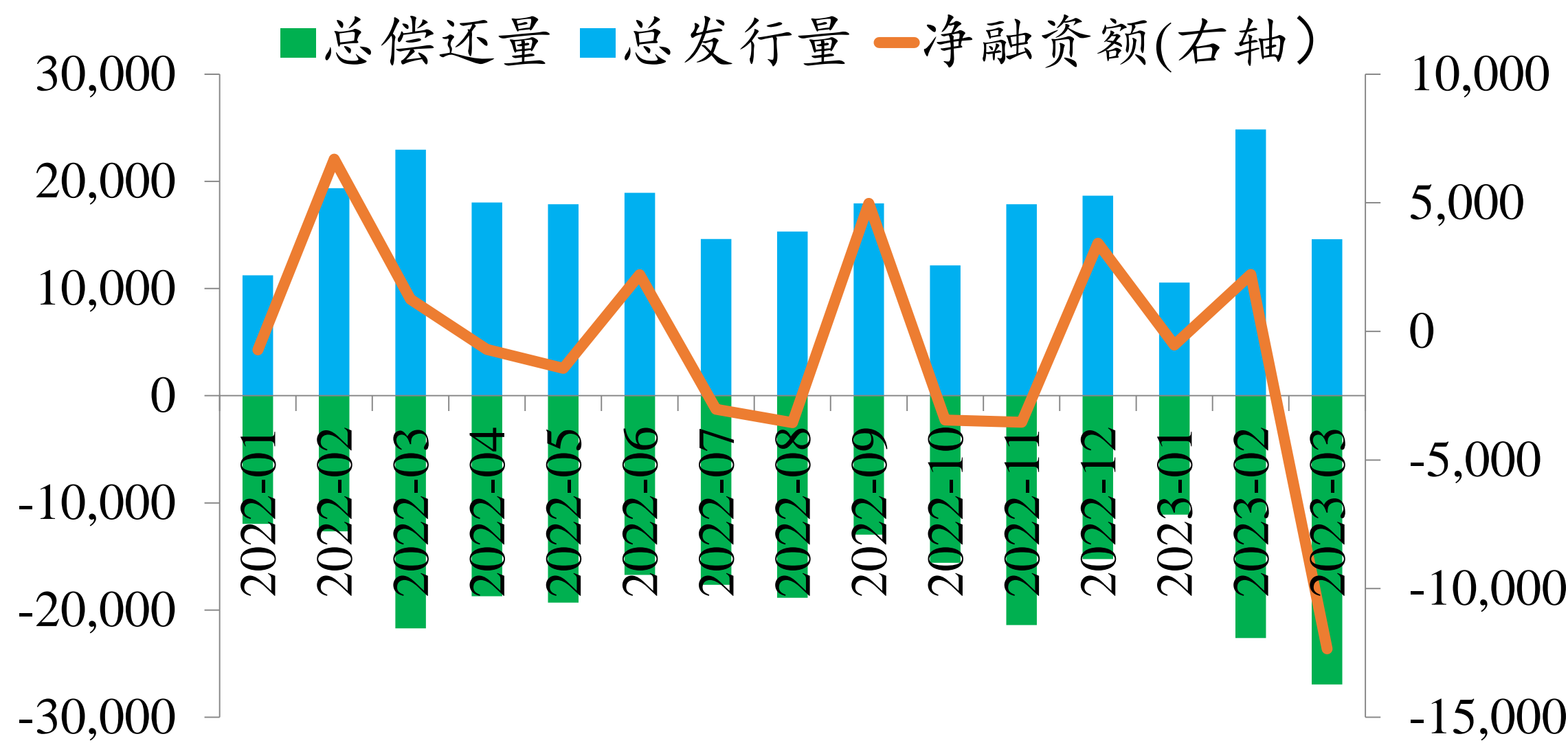


图2：一季度NCD利率上行，与MLF利差缩窄（%）

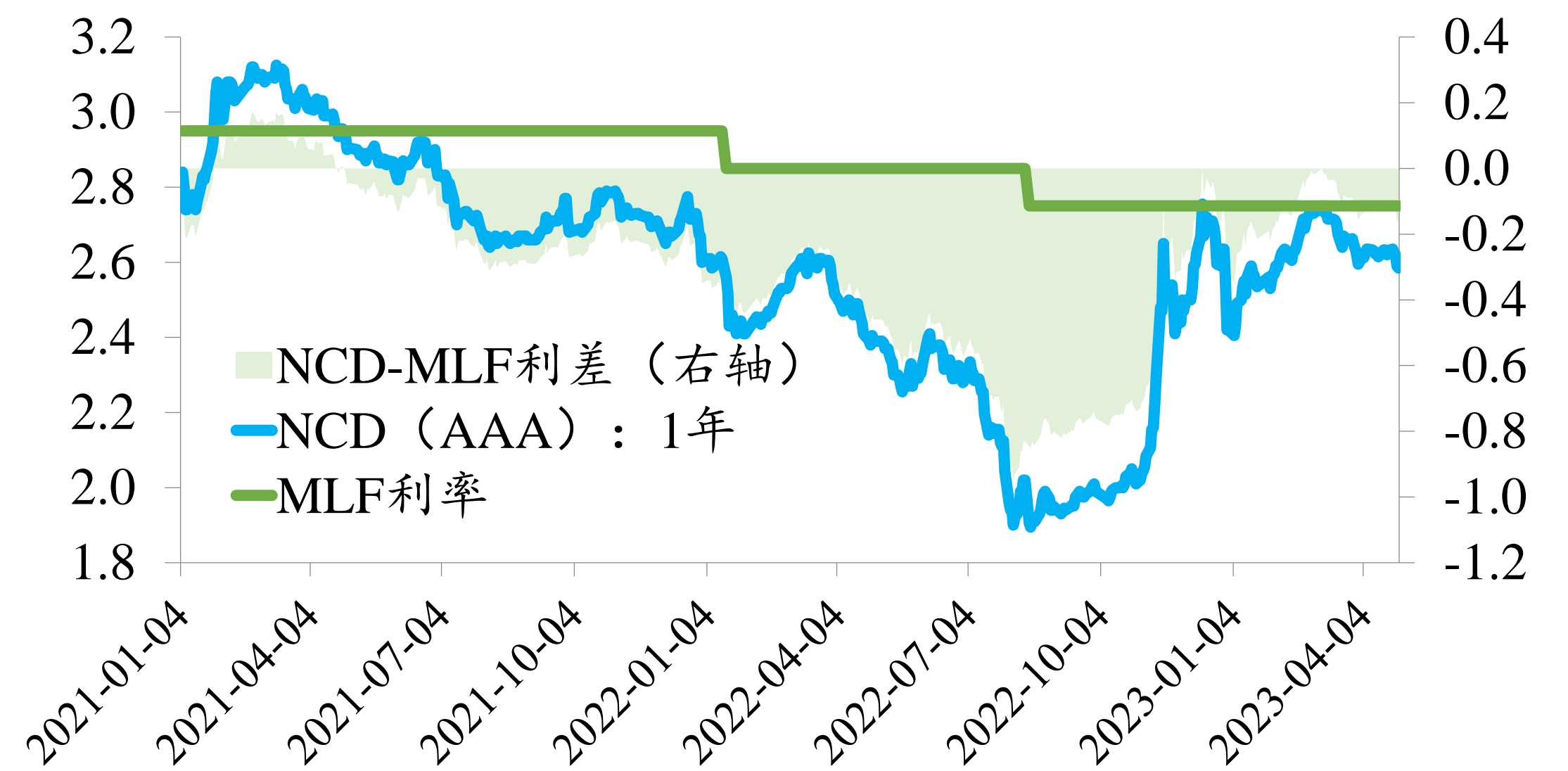


图3：4月以来票据利率下行，信贷投放节奏放缓

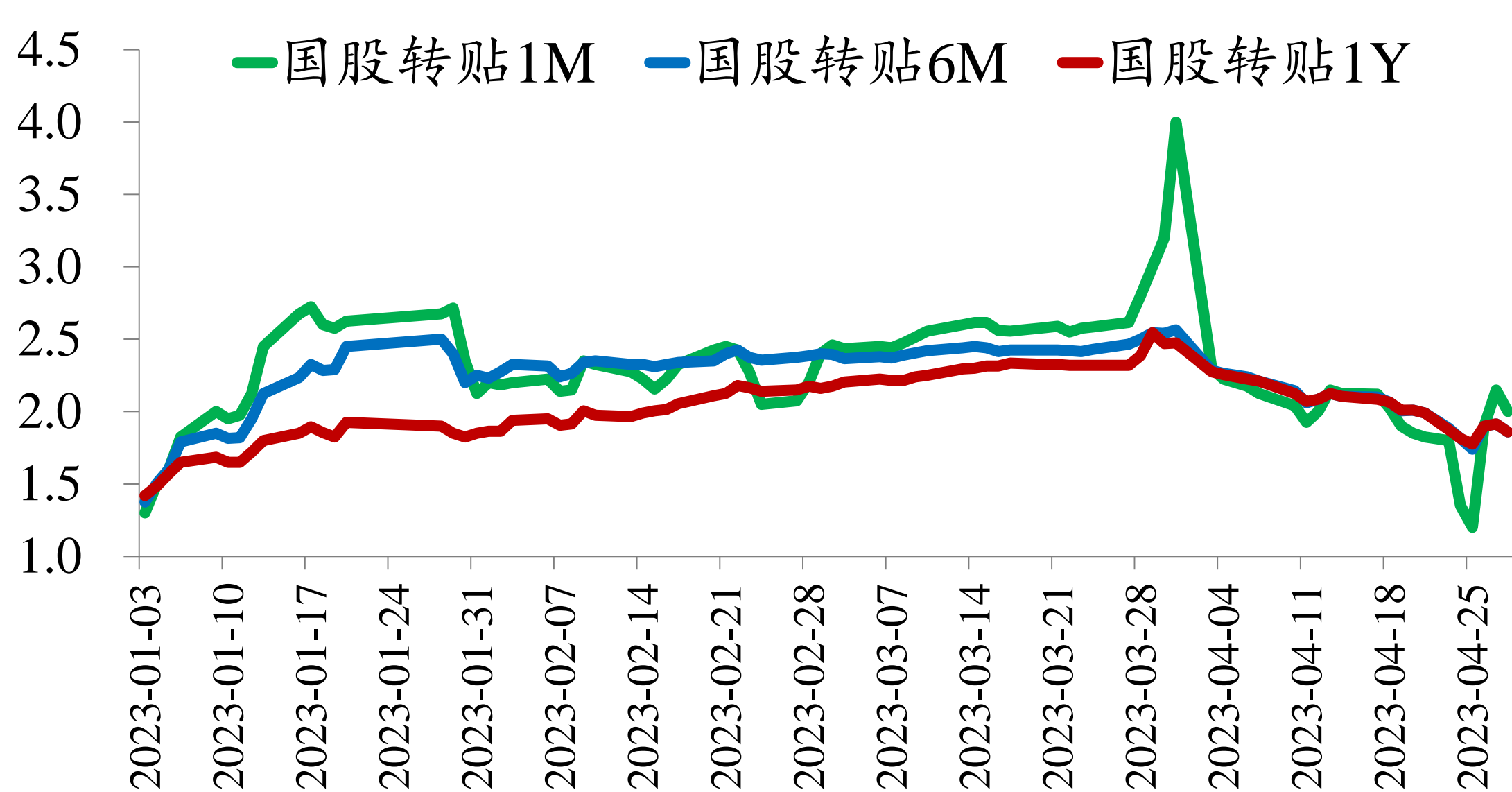
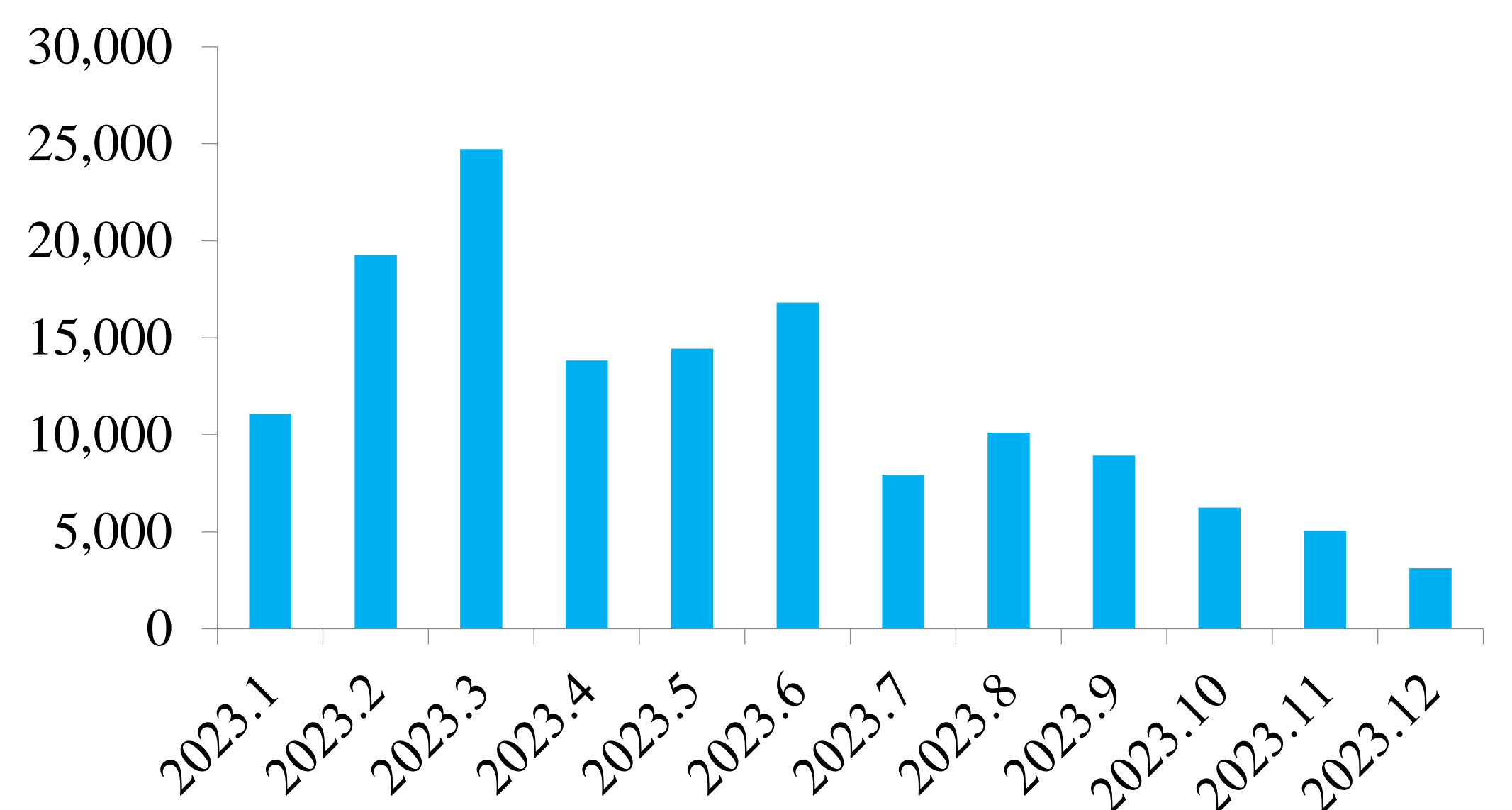


图4：二季度同业存单到期量将有所回落（亿元）



解读分析

- ▶ 一季度同业存单利率整体快速上行，呈现两个阶段特征：年初至3月6日，存单利率逐步冲高，1Y同业存单利率高点达到2.75%；3月6日-3月31日，存单利率震荡下行，1YAAA存单利率下行15bp至2.6%。
- 资金面收紧、存单供需矛盾加大，驱动第一阶段利率快速上行。年初以来，信贷超预期放量，银行对未来流动性的预防性需求提升；且信贷投放主要集中在中长期贷款，使得银行更加缺乏中长期稳定资金。尤其是作为信贷投放主力军的国股大行，对中长期同业存单的需求更为凸显，发行量激增。在同业存单供给压力增加下，银行自营、现金管理类理财、货币基金等主力配置机构，却均面临对应的监管政策约束，导致同业存单配置需求出现结构性萎缩。资金面收紧和供需矛盾加大下，存单利率快速上行，1Y收益率3月6日达2.75%。
- 央行降准、资金面转松，叠加银行加大存单配置，带动第二阶段利率震荡回落。3月中旬央行超额续作MLF，紧接宣布全面降准，释放出维稳资金面的意图，3月资金面较2月转松。而同时，存单利率上行至MLF利率附近后，配置价值也逐步凸显，带动银行加大存单配置。
- ▶ 4月以来，同业存单利率较3月继续震荡走低。4月，在同业存单到期压力减弱和流动性压力边际缓解下，股份行、城商行3M同业存单发行利率分别下降2.7bp、9.3bp至2.43%、2.52%，1YAAA同业存单到期收益率于4月末降至2.59%。
- ▶ 总体来看，二季度资金面边际转松，同业存单供需矛盾缓和，或将带动利率整体小幅下行。一是从资金面看，4月以来经济复苏斜率放缓，内需和民间投资仍需提振下，央行难以持续收紧流动性，资金面维持平稳下，存单利率上行空间受限。二是从供给端看，同业存单供给压力低于一季度，净融资压力小。一方面，4月初以来票据利率整体趋于下行，信贷投放可能放缓，银行负债端压力减轻导致对存单的融资需求降低；另一方面，同业存单到期压力也有所下降，2-3月同业存单到期量分别为2.3、2.7万亿元，4-5月分别为1.9、2.1万亿元，短期内同业存单的供给压力较一季度有所减弱。三是从需求端看，3月以来理财规模开始小幅恢复，将增加对存单的配置力量；但长期来看，监管约束下，同业存单的配置压力犹存，也将限制存单利率的下行空间。
- ▶ 综合考虑下，二季度1年期AAA同业存单收益率可能围绕2.5%-2.7%波动。需关注非银机构对存单的需求、实体经济融资需求是否出现趋势变化。

一周金融市场盘点 (2023.5.1-5.7)

热点
图解

大类资产	名称	2023.5.6 (%)	一周变动 (BP)	较3月末变动 (BP)
信贷	LPR 1Y	3.65	-	-
	LPR 5Y	4.30	-	-
	国股转贴现票据利率1M	0.60	-140	-340
	国股转贴现票据利率6M	1.49	-38	-108
	国股转贴现票据利率1Y	1.49	-38	-99

大类资产	名称	2023.5.6 (%)	一周变动 (BP)	较3月末变动 (BP)
固收	DR001	1.08	-105	-73
	DR007	1.72	-60	-67
	NCD到期收益率 (AAA) 1Y	2.51	-8	-9
	NCD发行利率 (股份行) 1Y	2.56	-7	-9
	国债2Y	2.30	-5	-9
	国债10Y	2.73	-5	-12
	企业债 (AAA) 3Y	2.94	-6	-14
	企业债 (AA+) 3Y	3.06	-6	-15
	企业债 (AA) 3Y	3.52	-6	-12
	美国国债2Y	3.92	-12	-14
	美国国债10Y	3.44	0	-4
	日本国债2Y	-0.05	0	2
	日本国债10Y	0.41	1	2
	英国国债2Y	3.78	0	34
	英国国债10Y	3.72	-3	18
	法国国债2Y	2.69	-2	-7
	法国国债10Y	2.86	-3	7
	德国国债2Y	2.62	-7	-12
德国国债10Y	2.25	-11	-11	

大类资产	名称	2023.5.6 (%)	一周变动 (%)	较3月末变动 (%)
外汇	美元指数	101.29	-0.4	-1.3
	欧元兑美元	1.10	0.0	1.6
	美元兑日元	134.78	-1.1	1.5
	英镑兑美元	1.26	0.6	2.5
	美元兑人民币: 即期汇率	6.91	-0.2	0.6
	美元兑人民币: 中间价	6.91	-0.2	0.6
	离岸人民币: 即期汇率	6.92	-0.1	0.7

大类资产	名称	2023.5.6 (%)	一周变动 (%)	较3月末变动 (%)
大宗商品	CRB指数	548.53	0.2	-0.4
	BDI指数	1,558.00	-1.1	12.2
	NYMEX轻质原油	71.34	-7.1	-5.7
	IPE布油	75.30	-6.3	-5.7
	COMEX黄金	2,024.80	1.3	1.9
	LME铜: 3个月	8,555.00	-0.3	-4.2
	CBOT玉米	596.50	2.0	-9.7

大类资产	名称	2023.5.6 (%)	一周变动 (%)	较3月末变动 (%)
权益	MSCI全球	779.59	-0.5	0.7
	上证综合指数	3,334.50	0.3	1.9
	沪深300指数	4,016.88	-0.3	-0.8
	中证500	6,200.58	-0.7	-2.2
	中证1000	6,653.65	-1.0	-3.2
	深证成份指数	11,180.87	-1.4	-4.7
	创业板指数	2,267.63	-2.5	-5.5
	恒生指数	20,049.31	0.8	-1.7
	标普500指数	4,136.25	-0.8	0.7
	道琼斯工业平均指数	33,674.38	-1.2	1.2
	纳斯达克综合指数	12,235.41	0.1	0.1
	德国DAX全收益指数	15,961.02	0.2	2.1
	英国富时100指数	7,778.38	-1.2	1.9
	法国CAC40指数	7,432.93	-0.8	1.5
	东京日经225指数	29,157.95	1.0	4.0
	韩国综合指数	2,500.94	0.0	1.0
	澳洲标普200指数	7,214.20	-1.3	0.5

重要政策数据

- ▶ 5日国常会通过加快发展先进制造业集群的意见，部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。
- ▶ 中国4月财新制造业PMI为49.5%，前值50%，重回收缩区间，与官方制造业PMI走势一致，制造业恢复动能减弱。
- ▶ 浙商银行、渤海银行及恒丰银行均发布公告，自5月5日起下调人民币各期限存款挂牌利率，幅度在10-30bp不等。
- ▶ 美联储将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5%至5.25%的水平。
- ▶ 美国4月季调后非农就业人口增加25.3万人，显著强于市场预期的18万人，4月失业率录得3.4%，较3月下降了0.1个百分点，美国劳动力市场依然强劲。
- ▶ 欧央行加息25个基点，且不暂停加息。
- ▶ 5月1日摩根大通宣布接手被关闭的第一共和银行，之后包括西太平洋合众银行在内的多家地区性银行股价出现暴跌，美国地区性银行业的风暴仍在延续。

市场走势分析

- ▶ **流动性**：月初逆回购集中到期，但不影响银行间市场资金面持续宽松，主要回购利率均较大幅度回落，DR007创3月下旬以来新低。
- ▶ **NCD**：五一后多重利多出现，包括部分银行继续下调存款利率、4月底政治局会议消除货币收紧预期、经济恢复环比动能减弱、4月信贷投放整体偏弱等，共同推动同业存单收益率加速下行。
- ▶ **债市**：国内债市利率本周大幅下行，主要源于资金面宽松、4月PMI再度走弱以及多家银行下调存款挂牌利率。美债本周连续四日下行，是对银行业风险持续和政府债务上限问题的交易，但周五就业数据大幅超出预期，有所反弹。
- ▶ **汇市**：第一共和银行倒闭及美联储加息搅动市场，尽管非农数据超预期，但市场依然预计美联储将停止加息，美指全周震荡下行。离岸人民币随美指震荡而出现较大幅波动，在五一国内消费强势复苏下，在岸离岸汇率全周小幅收涨。
- ▶ **商品**：银行业危机令投资者对经济前景担忧加重，美联储加息及中国制造业PMI走弱也施压原油，油价大幅下跌。金价全周先涨后降、小幅走升，避险需求一度推动金价大幅上行，但随着美国非农就业数据超预期，金价又大幅下挫。
- ▶ **股市**：国内股市行情分化，上证指数走强，中特估、大金融、房地产板块领涨，科创板和创业板走出周线四连跌。美股本周在地区性银行业动荡中连续下跌，周五受就业数据提振大幅反弹。

一季度水泥行业弱复苏

► 一季度，全国水泥市场量增价落。受基建、地产回暖及去年低基数影响，水泥产量同比增长4.1%，为2021年11月以来累计同比增速首次转正，3月单月产量同比增长10.4%。全国水泥价格指数季度均值从151.53下降至138.87，环比下降8.36%。

图1：2019年以来水泥产量累计值和同比增速

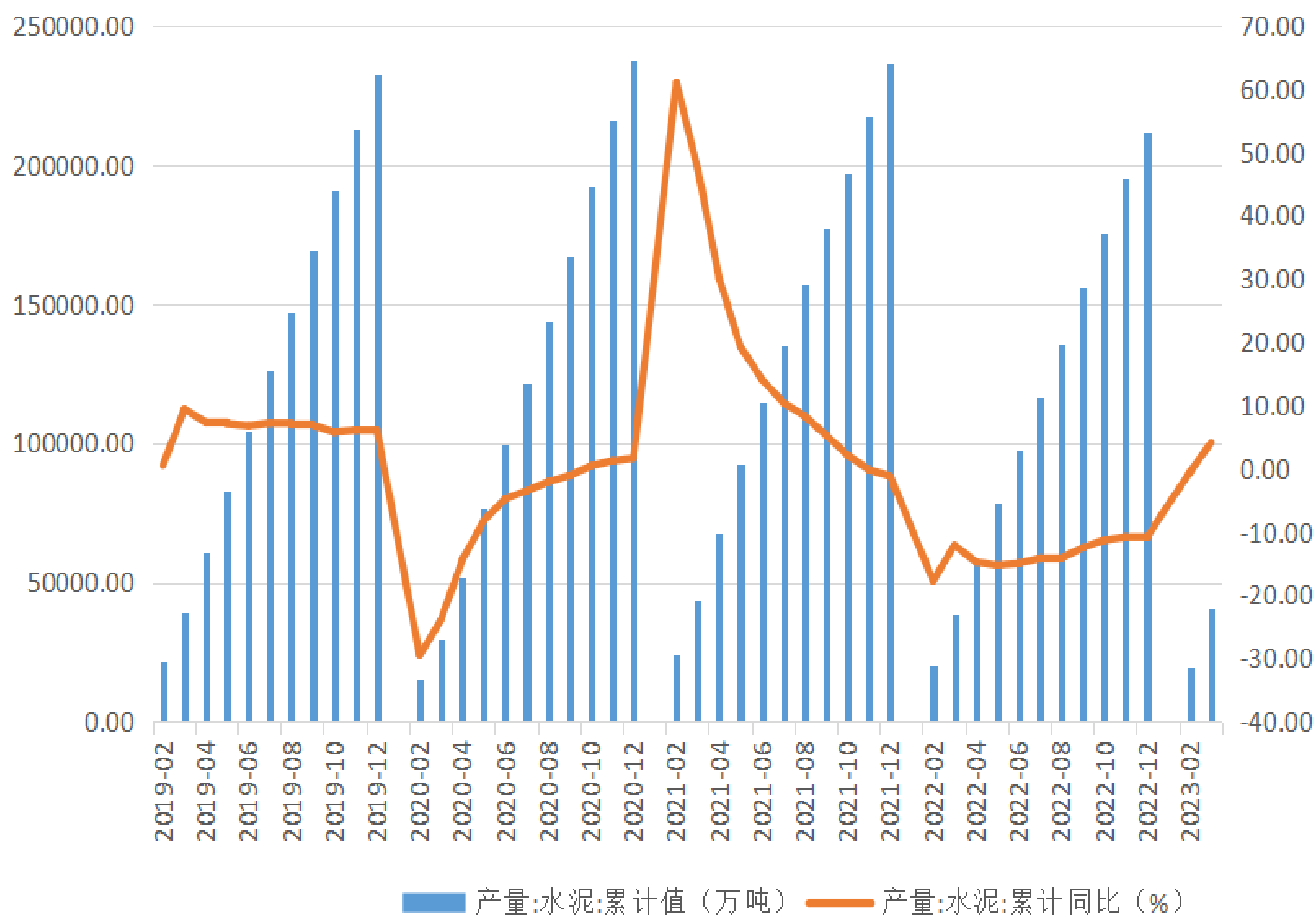


图2：2019年以来水泥产量当月值和同比增速

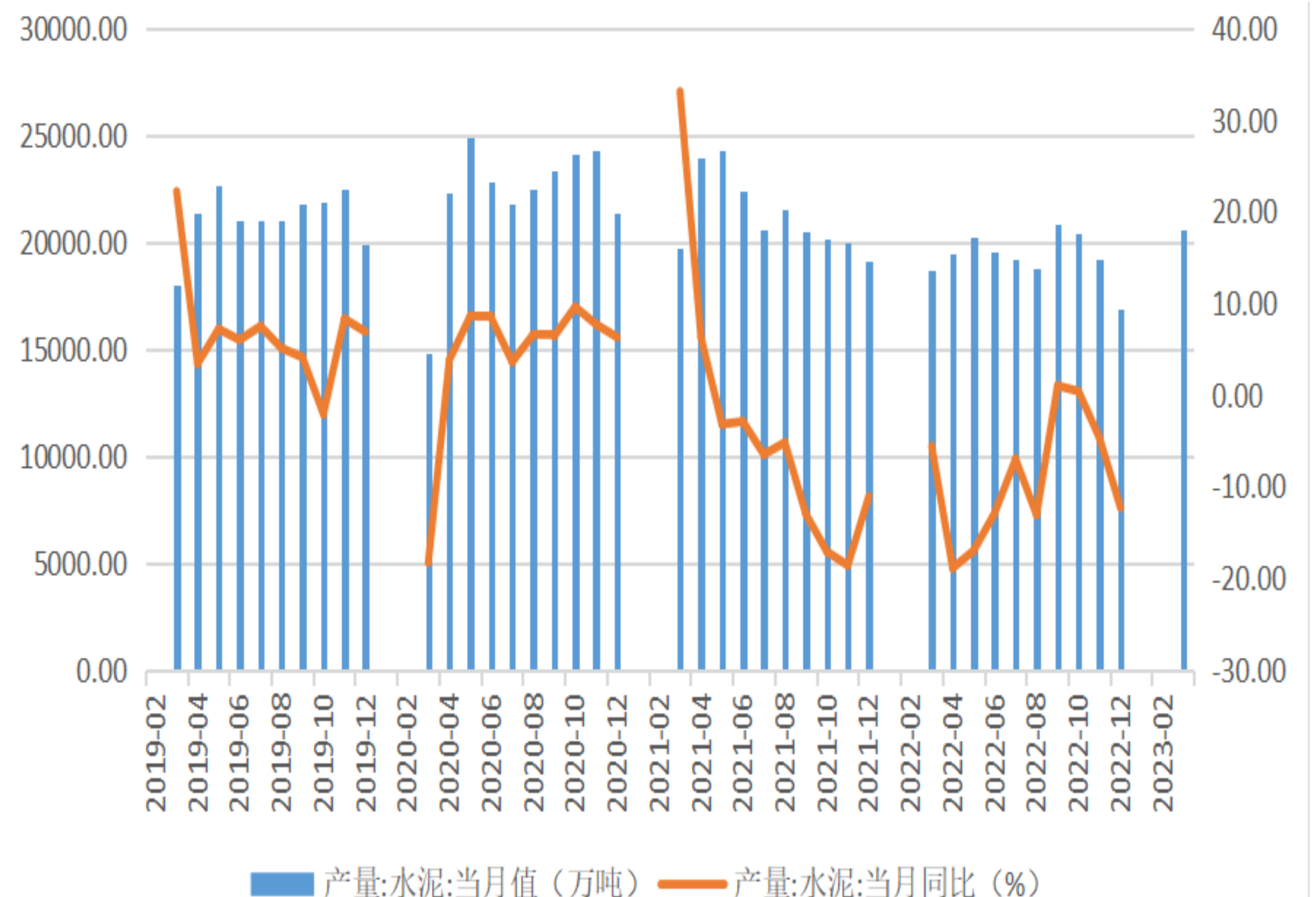


图3：2019年以来全国水泥价格指数

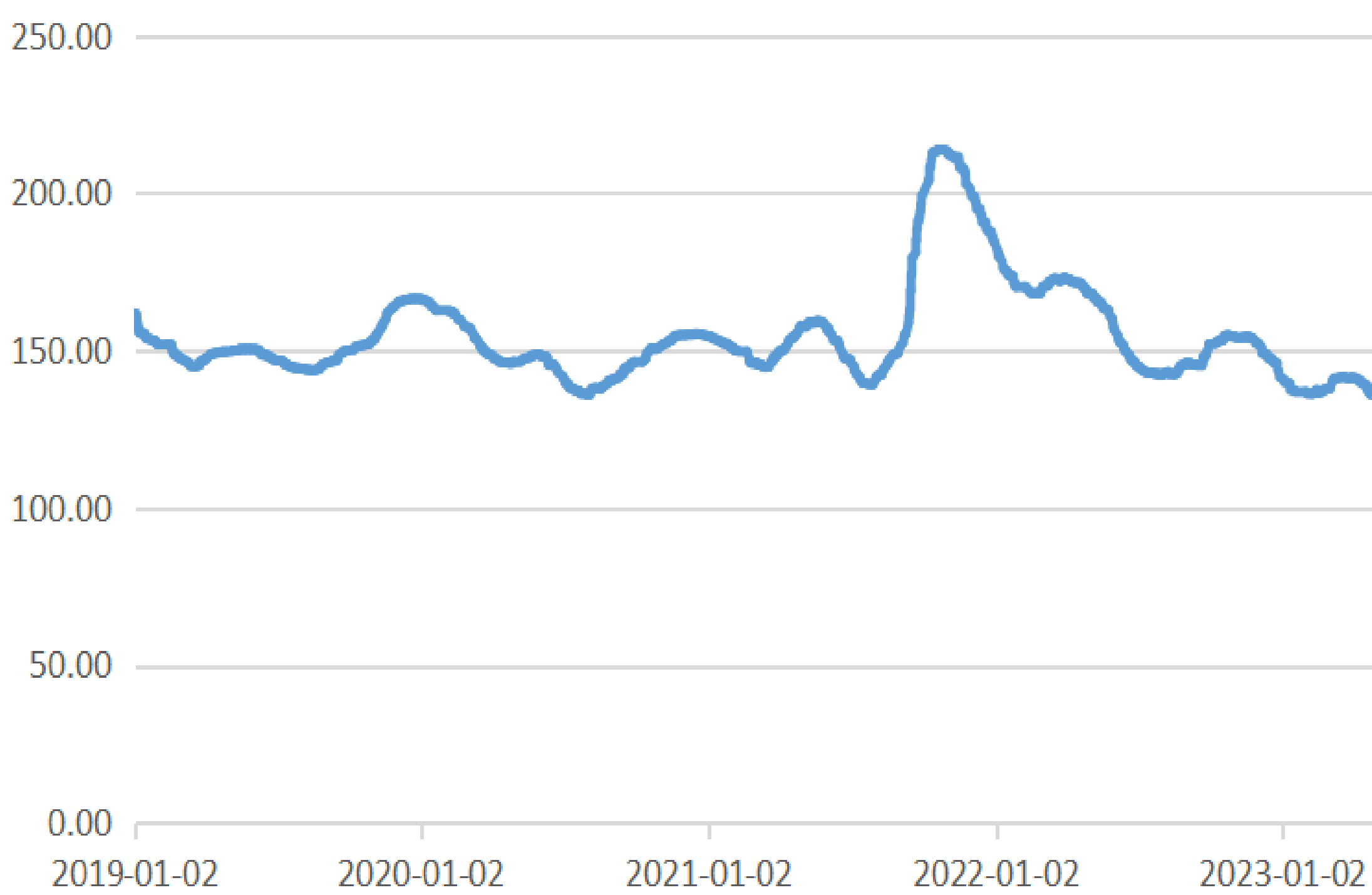
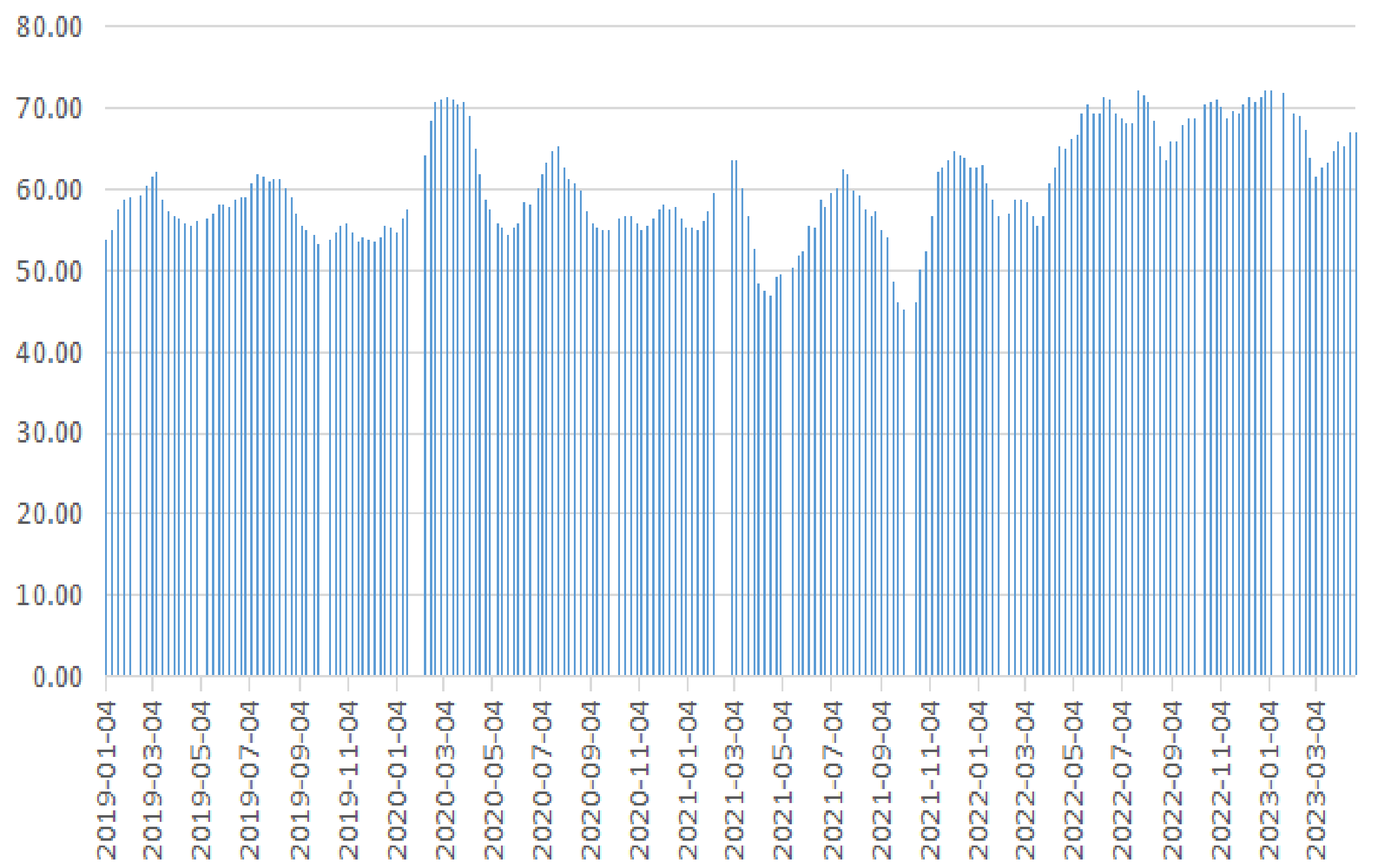


图4：2019年以来全国水泥库容比（%）



数据来源：国家统计局、中国水泥网、Wind资讯

解读分析

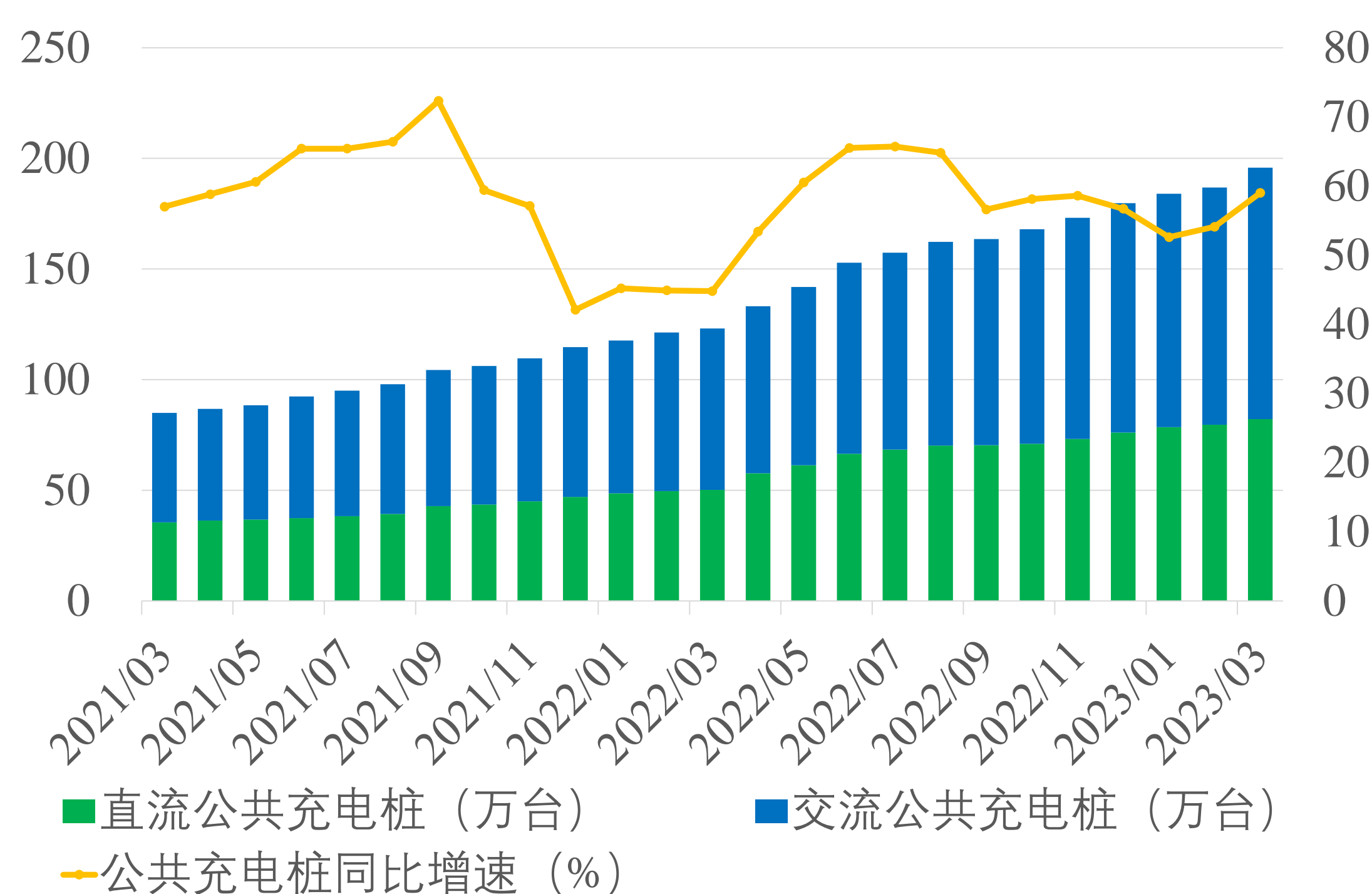
► 行业供需矛盾持续，效益有望小幅改善。从需求看，年内下游需求有所改善，复苏程度不容乐观。基建投资保持较好增长，但新基建在基建投资中的比例提高制约对水泥需求的拉动；房地产市场复苏基础尚不稳固，需求回暖的可持续性不强，开发投资增长动力偏弱。从供给看，产能过剩问题仍然突出，错峰生产力度将进一步加大。2022年我国水泥行业产能过剩率已高达40%，今年3月份以来的高库存压力也在明显加大。从经营效益看，随着煤炭等原燃料成本降低，行业利润较去年将有所改善。

► 行业加快绿色低碳转型与兼并重组。水泥行业碳排放量占社会总排放量的13.5%，节能降碳潜力较大。行业效益不佳，环保投资加大，叠加原燃料成本高企，将加速行业兼并重组。2022年水泥熟料产能CR10约60%，CR50约76%，集中度有望进一步提高。

新能源车充电“新基建”迎发展契机

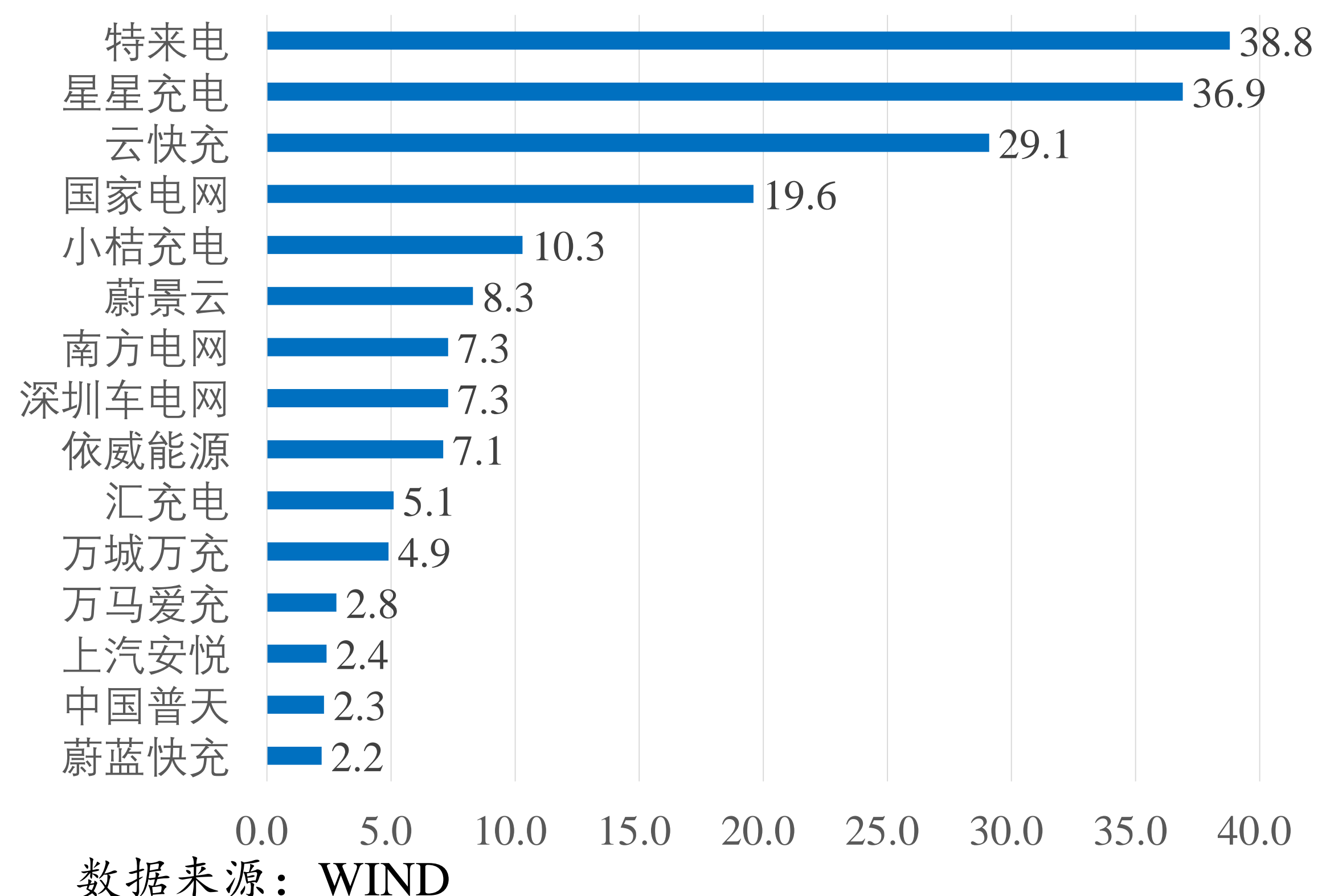
- 中共中央政治局4月28日召开会议，指出要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。
- 政治局会议作为季度经济工作的风向标，首次单独提及充电桩、储能等配套设施，表明中央高度关注新能源汽车发展，充电基建或将是下一步政策扶持的重中之重。

中国公共充电桩保有量（万台）



数据来源：WIND

TOP15运营商充电桩数量（万台）



数据来源：WIND

行业走势分析

- **新能源车成车展主流，车企竞速高端智能化。**2023年上海车展首发150余款新车，近七成为新能源车。这传递出两大信号：一是行业迎来智能网联下半场，比亚迪、广汽等以高端车型提升价值增量。二是电动化定局下海外车企加速转型，明后年新车型将集中投放。新能源车三年淘汰赛开启，市场集中度提升是必然。
- **产业发展驶入快车道，补能网络建设待完善。**补能体系是支撑新能源车规模扩大的基础。截至今年3月底，全国共有公共充电桩195.8万台，车桩比约7.35:1，高速公路服务区充电桩1.8万台，占比仅0.9%。我国公共充电桩呈现设施总量不足、结构性不均等问题。此外，新能源车加速渗透下储能建设同样迫在眉睫。
- **政府企业共同发力，能源新基建景气向上。**近日国家能源局、交通部出台文件，明确会同电网企业增设大功率充电设施。同时，五一期间特斯拉中国试点开放充电网络，共享基础设施建设和运营成为发展大势。在政策推动与市场需求共振下，充电桩等基础设施将迎来加速建设期。

碳酸锂价格止跌反弹

► 4月末碳酸锂价格止跌，出现小幅上涨。上海有色网发布数据显示，4月28日碳酸锂(99.5% 电池级/国产)报价17.9万元/吨，周内上涨500元/吨，年内首次止跌转涨，5月4日报价涨至17.95万元/吨。

图1：2017年以来碳酸锂（99.5%电池级/国产）价格

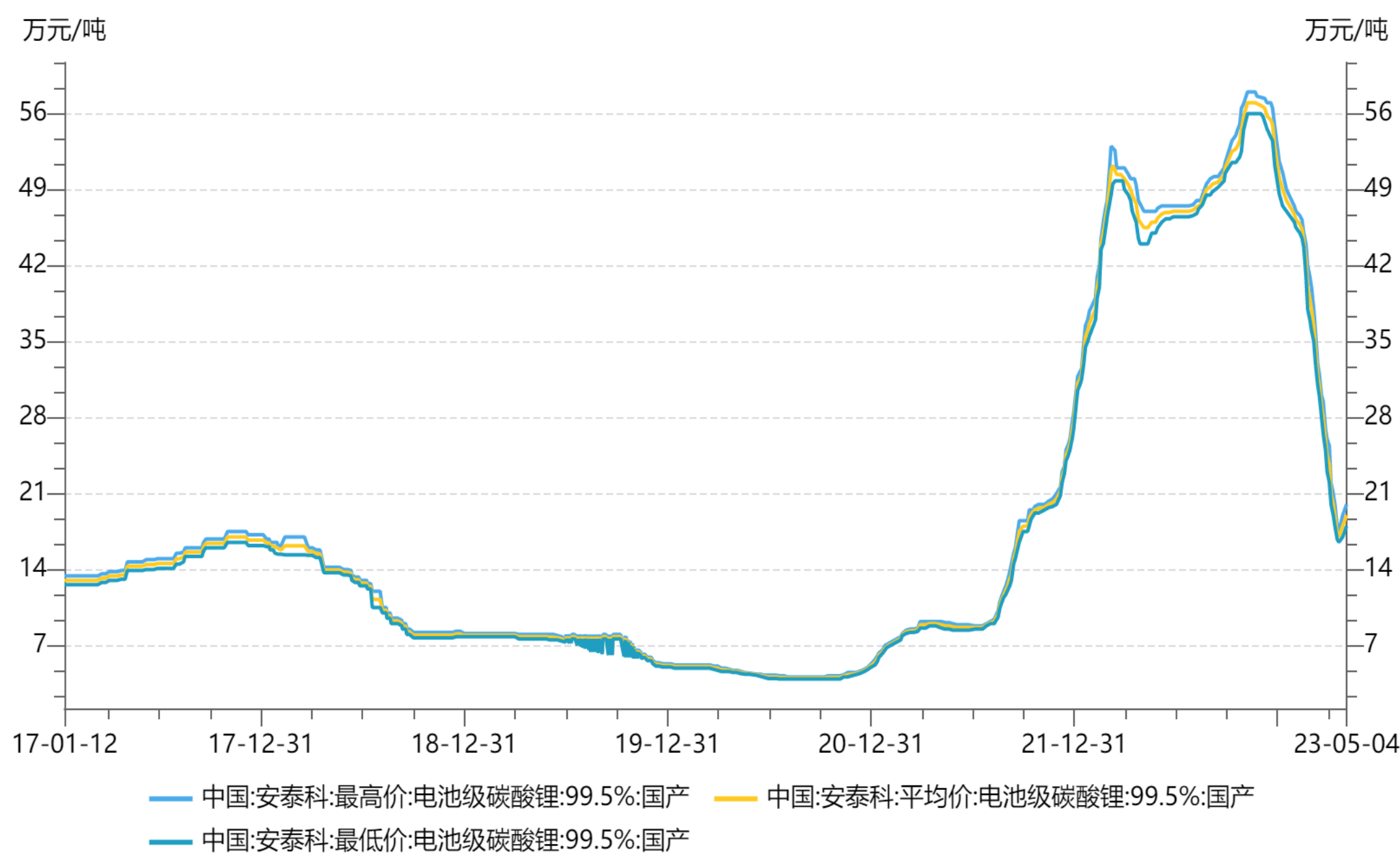


图2：2017年以来碳酸锂（99%工业级/国产）价格

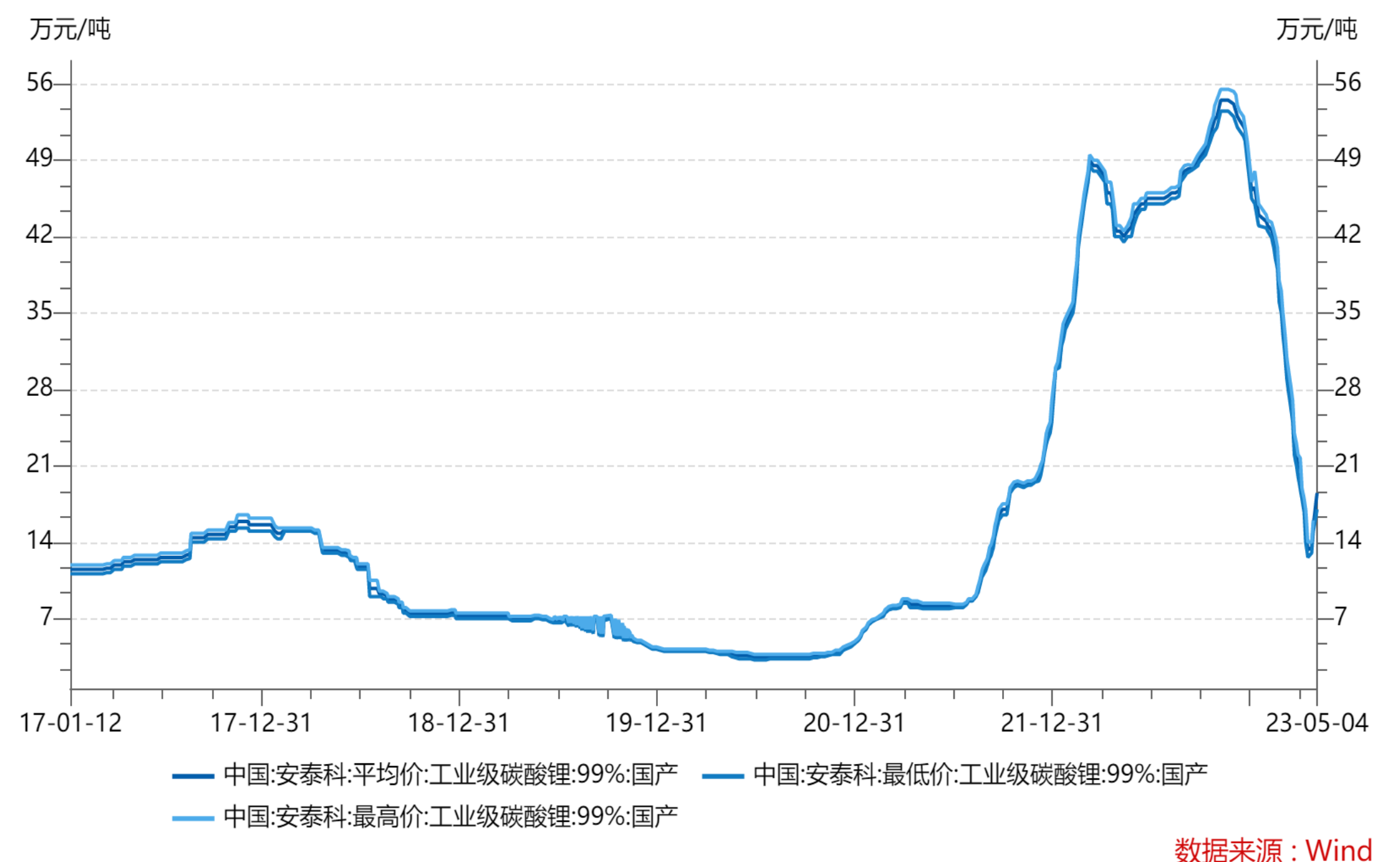
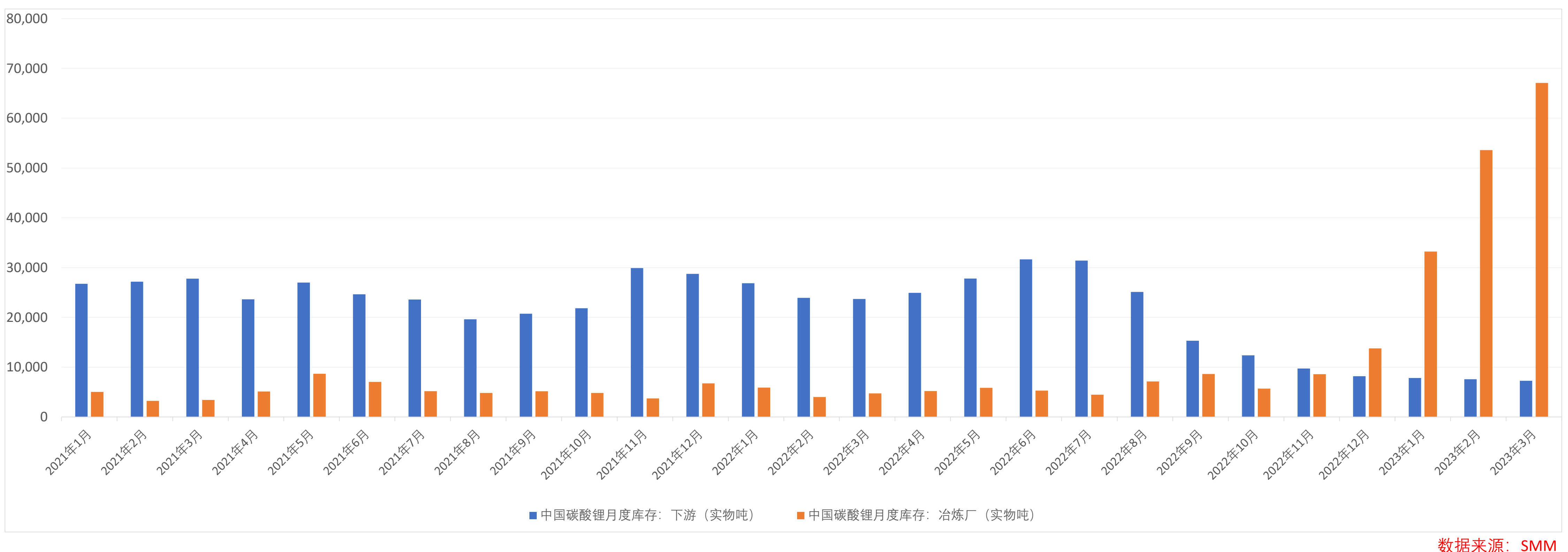


图3：2021年以来国内碳酸锂库存



解读分析

► 4月底锂价止跌出现小幅反弹。部分锂云母企业和锂盐厂随着锂价大幅下跌出现成本倒挂，进而开始减产或停产，碳酸锂整体开工率下降；中游电池厂商库存水位回退，逐渐恢复到正常水平；由于节前备货需求，下游询盘逐渐增多，电池厂商和下游车企陆续重启订单。基于上述情况，碳酸锂价格出现止跌反弹。

► 预计锂价回涨空间有限。经过本轮调整，锂电产业链从原材料、电池到车企，各环节价格及供需情况将变得更加平衡且具有可预测性。长期看全球锂供需紧缺缓解，锂价暴涨的空间已不存在。需求侧，新能源汽车在结束了2020至2022年高速增长期后，销量增速将逐步趋缓；供给侧，高价刺激下资本开支带来的新增产能陆续释放，推动全球锂资源供给增长。