

国贸期货研发出品

国贸期货 大宗商品研究报告

宏观金融研究中心

2021. 3. 22-2021. 3. 28

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

目 录

【宏 观】	经济稳健复苏，商品走势分化-----	3
【股 指】	两市量能疲软，A 股仍处于震荡整固期间-----	8
【国 债】	中美利差“安全垫”下，债期受益于风险资产回调走高-----	17

经济稳健复苏，商品走势分化

摘要

一、国内经济持续稳健复苏。受疫情影响，去年2月经济近乎停滞，从而产生了较低的基数，今年前两月各项经济指标均明显高增。不过，工业生产、固定资产投资等指标环比保持增长，表明当前经济仍处于修复通道当中，同时，今年提倡“就地过年”，使得季节性因素影响较以往更弱。

往后看，不考虑基数的情况下，今年的经济增速有望恢复至潜在经济增速附近。最为关键的因素是疫苗在全球范围内被广泛接种，欧美等疫情较为严重的地区疫情持续好转，经济加快重启，复苏势头良好，这将支撑国内出口保持高增长，进而带动制造业需求保持高增长，加快投资修复的步伐。同时，疫情的持续改善将带动国内消费加快修复，春节期间电影票房的高增长表明了居民的消费需求和消费意愿较为强劲，因此，社会消费将伴随疫情改善和居民收入增长而恢复强劲增长。此外，今年的政府工作报告表明国内将保持较为积极的财政政策，固定资产投资增速有望保持平稳运行。

二、美联储维持政策利率不变。美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了3月议息会议决议，决议宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与购债规模不变，基本符合市场预期，此次会议还调高了经济预期和通胀预期，调低了失业率预期。尽管点阵图维持2023年前不加息的决定，但支持加息的委员明显增多。市场最为关心的美联储收益率过快上行的问题，本次会议并未给出明确的说法，意味着美联储认为当前的利率水平在“合意范围内”，市场对美联储采取OT和YCC操作的预期再度落空。因此，总的来看，本次议息会议明面上鸽派，实际上稍显鹰派。

三、大宗商品回归基本面定价。近一段时间以来，宏观的影响明显弱化，大宗商品更多回归基本面定价，以黑色为例，唐山地区限产持续升级，黑色系走势明显分化，成材表现好于原材料，化工、有色板块各个品种的走势也明显分化。当前仍处于节后复工复产的阶段，“金三银四”的旺季并未得到显现，使得部分工业品表现较为纠结，甚至出现回调，但我们认为今年的宏观政策并未过快转向，需求只会迟到不会缺席，工业品的表现依旧值得期待。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、经济

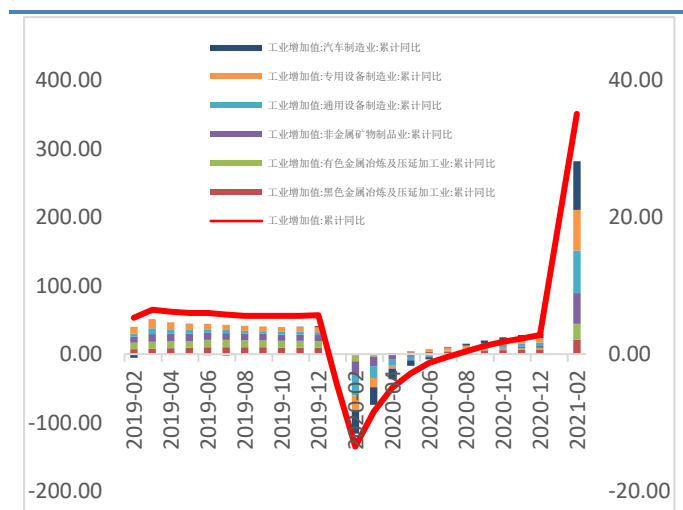
1) 宏观和政策跟踪

1、国内经济稳健复苏

今年前两月，国内经济持续稳健复苏，规模以上工业增加值累计同比实际增长 35.1%，社会消费全年累计同比增 33.8%，固定资产投资累计同比增长 35.0%，其中，制造业投资累计同比增长 37.3%，地产投资累计同比增长 38.3%，基础设施投资（不含电力）同比增长 36.6%。

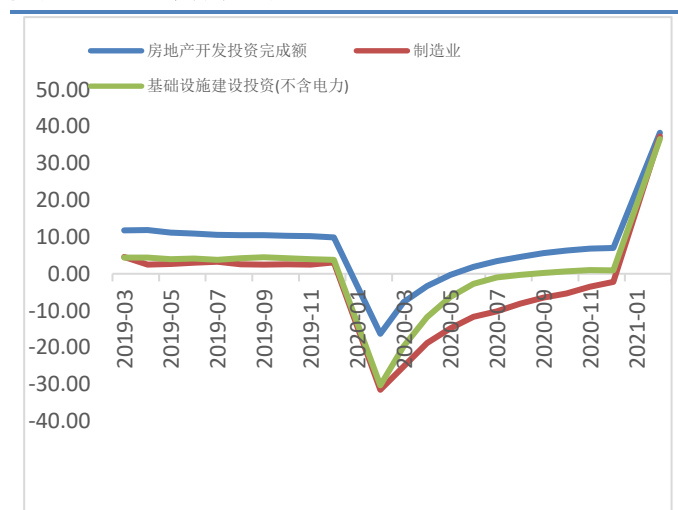
受疫情影响，去年 2 月经济近乎停滞，从而产生了较低的基数，今年前两月各项经济指标均明显高增。不过，工业生产、固定资产投资等指标环比保持增长，表明当前经济仍处于修复通道当中，同时，今年提倡“就地过年”，使得季节性因素影响较以往更弱。

图表 1：工业增加值同比增速



数据来源: Wind

图表 2：三大门类投资增速



数据来源: Wind

2、美联储议息会议

美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了 3 月议息会议决议，决议宣布维持当前 0%-0.25% 的利率水平与购债规模不变。相比 12 月份，此次会议将 2021 年 GDP 预测提高 2.3 个百分点，失业率预测降低 0.5 个百分点，PCE 通胀与 PCE 核心通胀水平分别提高 0.6 个百分点与 0.4 个百分点。

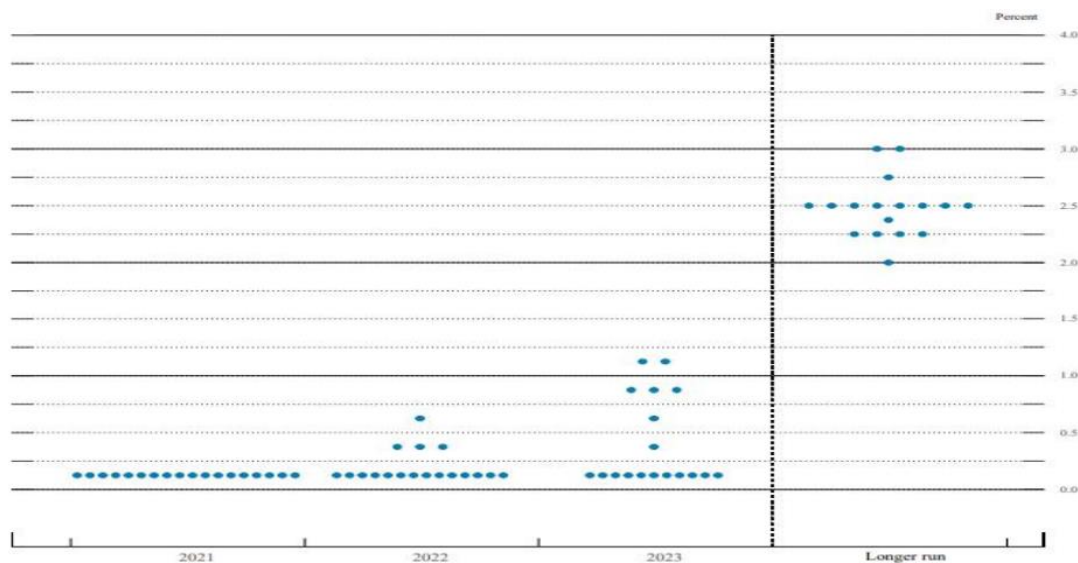
会后点阵图显示：参会委员一致性认为，2021 年政策利率应继续维持在 0-0.25% 的水平。但是，相比 12 月份，认为明年需上调政策利率的委员增加 3 名，有一名委员将上调幅度从 0.25%-0.5% 上调至 0.5%-0.75%；认为 2023 年需上调政策利率的委员明显增多，加息幅度中枢升至 0.75%-1%。

会后的新闻发布会上，鲍威尔对美国经济复苏进展表示谨慎乐观，并强调联储将保持宽松的政策立场、维持对经济的强有力支撑，待其复苏完成。劳动力市场方面，鲍威尔表示就业状况最近明显好转，但失业率仍处于 6.2% 的高位，并突出疫情对不同行业、不同收入群体的差异性影响；通胀方面，鲍威尔表示今年通胀预计将在去年 3-4 月低基数效应、供应瓶颈等因素影响下，继续上行，但这些因

素只会对通胀产生短暂影响，联储的目标是将长期通胀稳定在 2% 的水平；债券市场方面，鲍威尔在陈述中较少提及，仅表示将继续保持 1200 亿/月的购债规模。

美联储 3 月议息会议维持核心货币政策工具利率与规模不变，基本符合市场预期，此次会议调高了经济预期和通胀预期，调低了失业率预期。尽管点阵图维持 2023 年前不加息的决定，但支持加息的委员明显增多。市场最为关心的美联储收益率过快上行的问题，本次会议并未给出明确的说法，预示着美联储认为当前的利率水平在“合意范围内”，市场对美联储采取 OT 和 YCC 操作的预期再度落空。因此，总的来看，本次议息会议明面上鸽派，实际上稍显鹰派。

图表 3：美联储议息会议点阵图



数据来源：根据公开资料整理

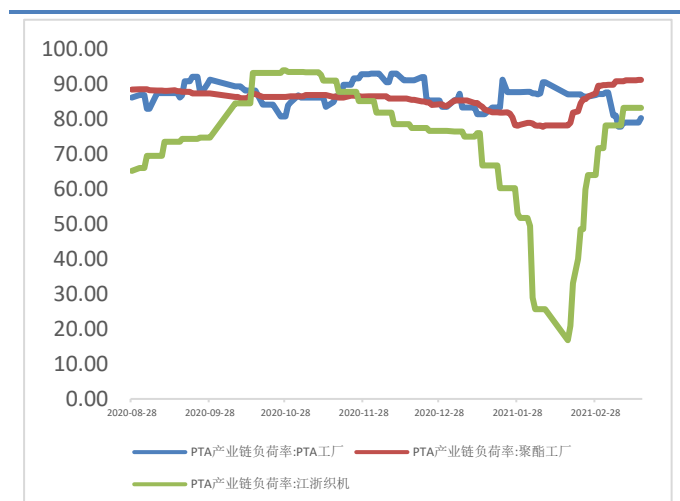
2) 工业生产逐步回暖

化工：需求恢复速度偏慢，生产持续恢复。需求方面，节后需求恢复速度慢于预期，叠加市场情绪转弱，本周 PTA 产业链产品价格继续下跌，PTA、聚酯切片、涤纶 POY 价格同步下跌。生产端则持续稳步回升，本周 PTA 产业链负荷率均稳中有升，其中，PTA 开工率小幅回升至 80.25%，聚酯工厂负荷率小幅回升至 91.19%，江浙织机负荷率则持稳于 83.17%。

钢铁：限产持续升级，需求稳健恢复。受唐山地区环保限产影响，本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率进一步下降至 62.02%。唐山地区环保限产持续升级，并有向其他地区扩散的势头，钢材生产或继续保持低位。春节后下游需求稳步修复，本周钢材厂库、社库大幅去化，今年财政政策依旧积极，基建有望保持高增，钢材需求或保持稳健。钢材涨价而原料下跌，钢厂利润继续得到修复。

图表 4：PTA 产业链负荷

图表 5：钢厂高炉开工率



数据来源: Wind



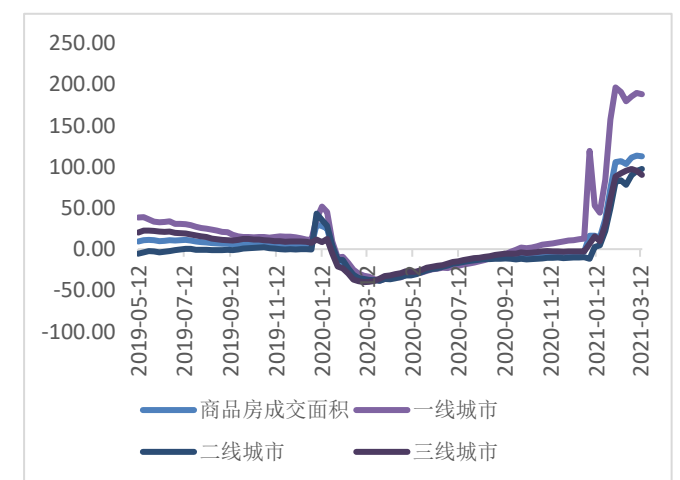
数据来源: Wind

3) 地产热度下降, 汽车销售反弹

地产热度下降, 地产销售环比走弱。3月(截止到3月18日), 30大中城市商品房日均销售面积同比持续下降, 基数效应弱化; 周环比-2.49%, 楼市热度略有下降。30个大中城市日均销售面积同比为78.2%, 周环比-2.49%。一线城市同比128.63%, 周环比-7.7%; 二线城市同比106.84%, 周环比-11.61%; 三线城市同比19.19%, 周环比12.60%。3月(截止到3月14日)土地成交面积同比和土地成交总价同比跌幅收窄。从100个大中城市土地成交情况看, 土地成交面积同比为6.78%, 土地成交总价同比-16.41%; 成交土地占地面积和总价分别上涨-47.65%和-52.61%。

乘用车销售再度反弹, 生产持续修复。3月(截止到3月14日), 汽车零售和批发日均销量同比回升, 汽车节后销售回落后反弹。具体来看, 3月乘联会汽车零售日均销量同比为27.23%, 批发日均销量同比为60.63%。上周乘联会汽车零售和批发日均销量分别增加13.53%和13.29%。受益于汽车销售持续走好, 汽车开工节后加快恢复, 截至3月18日, 半钢胎开工率大幅回升至73.01%。

图表6: 30大中城市地产销售情况: 累计值: 当周同比



数据来源: Wind

图表7: 当周日均销量: 乘用车



数据来源: Wind

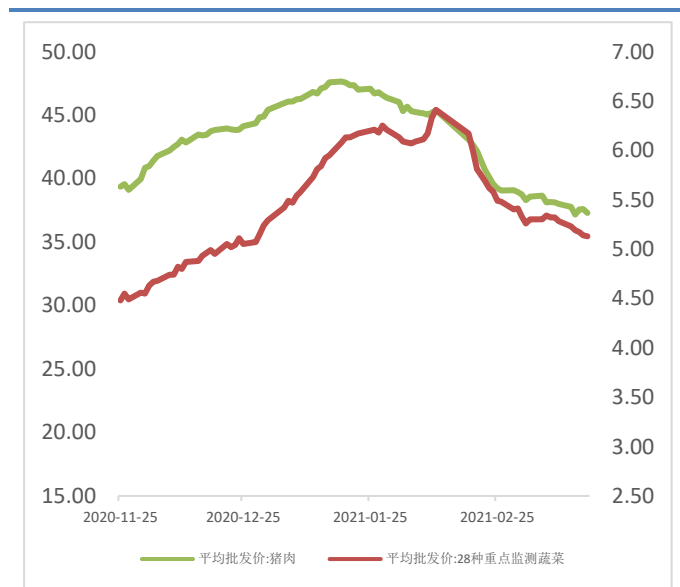
二、物价：食品价格持续回落

1) **食品价格持续回落**。在天气回暖供应增加以及消费回落的影响下，春节后食品价格持续回落，本周蔬菜均价环比上一周下跌 2.64%，猪肉均价环比上一周下跌 1.89%。

2) **物价持续下降，CPI 短期压力较小**。在供给充足和需求走弱的背景下，本周食品价格继续下跌。往后看，尽管非洲猪瘟时有复发，但反而加速了生猪的出栏，短期猪肉供应依旧充足，而在常态化防控和高利润的推动下，生猪存栏保持较快的增长，因此，猪价难以对通胀构成持久的压力。相反，由于 OPEC+ 不着急恢复产量、页岩油产能受限，原油供给压力不断减轻，同时随着疫情后需求的不断恢复，原油有望震荡走高并带动非食品价格回升。因此，综合来看，CPI 短期压力较小，进一步考虑基数因素，一季度将会是全年的低点，二季度将重新上行并可能是全年的高点，三季度重新下行，四季度小幅走高。

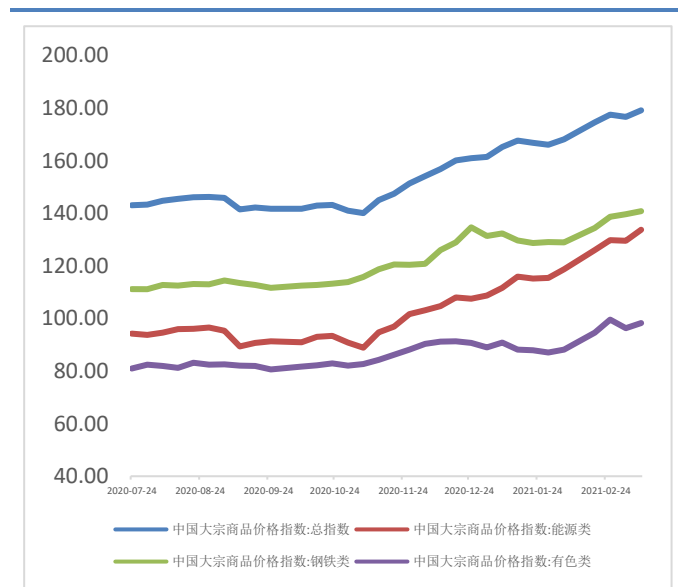
3) **全球经济加快复苏，PPI 料将延续回升**。受宏观因素扰动，本周大宗商品价格走势出现分化，主要工业品价格涨势放缓。往后看，随着疫苗接种范围的扩大以及新增确诊病例的减少，全球经济加快复苏，同时，主要经济体维持宽松的货币环境，财政刺激不断加码，需求预期向好，铜铝等金属价格持续大涨，而 OPEC+ 有效履行减产协议，原油供给端压力大减，原油价格强势回升。因此，在全球经济共振复苏以及通胀预期不断升温的刺激下，工业品价格有望继续走高，PPI 仍处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

图表 8：主要食品价格走势



数据来源：Wind

图表 9：大宗商品价格指数



数据来源：Wind

股指期货 · 周度报告

2021 年 3 月 21 日 星期日

两市量能疲软，A 股仍处于震荡整固期间

摘要

本周股指震荡调整，两市成交量继续缩减。国外方面，美联储 3 月会议重申维持利率和购债规模不变，直至实现充分就业和 2% 的通胀目标，货币政策声明释放鸽派信号。但是，美联储没有对收益率上升有任何不适的表态，市场所期待的扭曲操作也没有被提及，并宣布银行补充杠杆率（SLR）豁免措施于 3 月 31 日到期后将不再延长期限，引发美债收益率短线上涨，10 年期美债收益率一度飙升至 1.75% 以上。国内方面，中国 1-2 月投资、消费和工业增速显著偏高，但剔除基数影响，整体保持平稳，经济稳定复苏的基础不变。本周股指震荡调整，截止周五，沪深 300 跌 2.71%，上证 50 跌 3.32%，中证 500 跌 0.25%。

从当前 A 股的基本面来看，经济基本面和政策背景依旧偏好。一方面，2 月经济数据剔除基数效应后，显示国内经济平稳复苏的基础不变，尤其进出口依然有超预期的贡献。2 月新增贷款和社融规模超预期，也反映出实体融资依然旺盛，国内经济增长保有后劲。另一方面，两会延续政策上保持连续性、稳定性的基调，货币政策的拐点比市场预期来得更缓慢。不过，当前市场对美债收益率的走势格外关注，担忧美债收益率的持续上涨、中美利差的缩小会对 A 股走势产生压制。对此我们认为，美债收益率的上涨短期内或将继续对 A 股形成扰动，但影响较为有限。一方面，美联储在 3 月政策会议上的表述偏鸽派，重申了未来几年把目标利率维持在近零水平的承诺，政策维持宽松的基调尚未改变；另一方面，当前中美利差尚且处于 150bp 左右的

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18803

