

回归经济复苏和通胀回升的交易逻辑

摘要

一、国内经济延续复苏，消费和制造业加快修复。受去年同期低基数的影响，今年一季度 GDP 大幅增长 18.3%，从结构上来看，固定资产投资平稳增长，社会消费加快复苏，出口增长保持稳健。在需求保持平稳复苏情况下，工业生产超预期下滑，这可能与环保限产、“两碳”政策、部分工业原料不足导致开工被动下降有关。当前疫情基本得到控制，政策保持连续性，经济复苏的趋势并未得到破坏，二季度仍将继续稳健复苏，消费和制造业将成为亮点。需要注意的是，随着经济越来越接近正常化，政策逐步回归常态化，经济整体的修复速度或将放缓。

二、政策紧平衡，社融平稳回落。3月新增信贷小幅放缓，社融增速出现下滑，M2 增速下行。往后看，一方面，近期地产政策进一步收紧，资管新规最终日期临近，叠加信用风险隐患犹存，预计表外融资及企业债券融资将继续拖累社融增长；另一方面，经济复苏的趋势得以延续，实体融资需求依然旺盛，信贷增长或延续较高景气度。此外，央行对货币政策的定调没有发生变化，“下一步我们要坚持跨周期设计理念，兼顾当前和长远，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。我们认为在稳杠杆及高基数的背景下，叠加货币政策逐步回归常态化，社融增速今年年内将会逐步下行，不过，货币政策不急转弯，政策利率保持平稳，狭义流动性或维持合理充裕。

三、美国短期通胀压力升高。由于低基数和 1.9 万亿美元财政刺激落地的影响，美国 3 月 CPI 大幅回升，预计美国二季度通胀将继续回升，但是低基数造成核心 CPI 走高可能不会成为联储货币政策收紧理由。

四、回归经济复苏和通胀回升的交易逻辑。无论国内还是国外，基本可以确认的是二季度经济将继续复苏，通胀将加速回升，同时，疫情影响仍未消除，政策将保持一定的连续性。在这种背景下，市场的交易逻辑将重新回归经济复苏和通胀预期回升。因此，我们认为大宗商品仍有较高的交易价值，可以重点关注两条交易主线，一是，海外需求相关性较高的品种，二是，疫情冲击、“两碳”政策对供给端冲击较大的品种。

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、国内经济延续复苏，消费和制造业加快修复

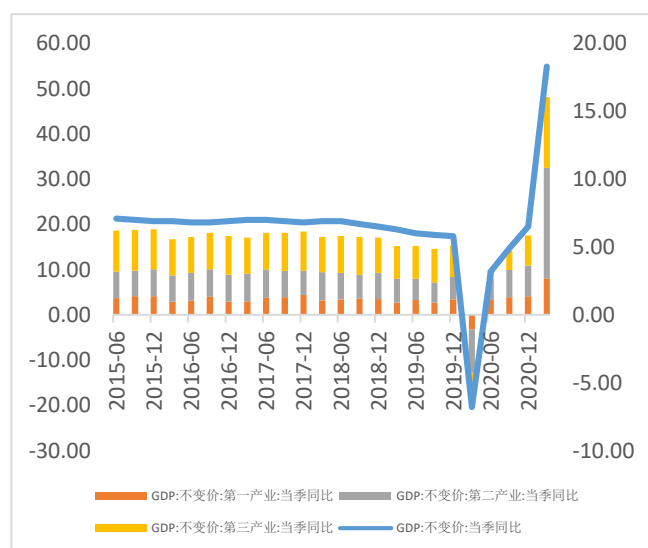
一季度国内经济持续稳健复苏，GDP 同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%；工业增加值累计同比增长 24.5%，两年平均增长 6.8%；社会消费累计同比增长 33.9%，两年平均增速为 4.2%；固定资产投资累计同比增长 25.6%，两年平均增长 2.9%，其中，制造业投资同比增长 29.8%，两年平均下降 2.0%；房地产开发投资同比增长 25.6%，两年平均增长 7.6%，基础设施投资（不含电力）同比增长 29.7%，两年平均增长 2.3%。

受去年同期低基数的影响，今年一季度 GDP 大幅增长 18.3%，从结构上来看，三大门类（基建、地产、制造业）投资均有改善，固定资产投资平稳增长；疫情的影响显著减弱，社会消费加快复苏；外需持续复苏，出口增长保持稳健。在需求保持平稳复苏情况下，工业生产超预期下滑，这可能与环保限产、“两碳”政策、部分工业原料不足（如汽车“缺芯”）导致开工被动下降有关。

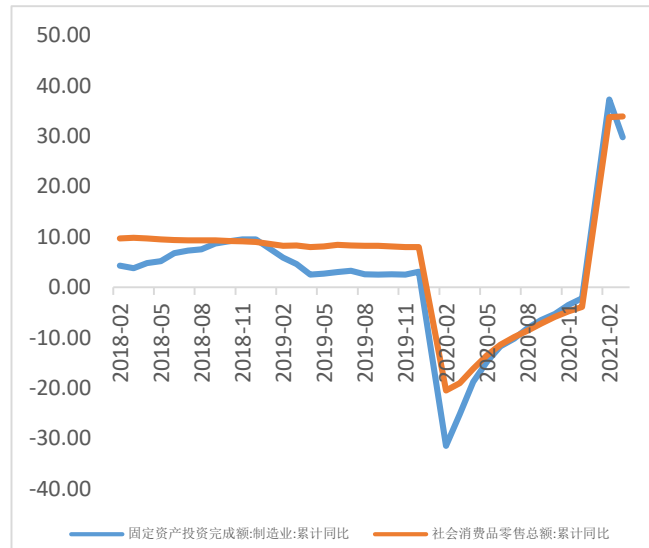
实际上，去年 12 月出现了疫情的复发，导致经济复苏节奏放缓，经济景气指数甚至连续三个月回落。不过，当前疫情基本得到控制，政策保持连续性，经济复苏的趋势并未得到破坏，二季度仍将持续稳健复苏，消费和制造业将成为亮点。全球经济的同步复苏将支撑国内出口保持高增长，进而带动制造业需求保持高增长，加快制造业投资修复的步伐。同时，疫情的持续改善将带动国内消费加快修复，节假日期间电影票房和旅游的高增长表明了居民的消费需求和消费意愿较为强劲，因此，社会消费将伴随疫情改善和居民收入增长而恢复强劲增长。此外，今年的政府工作报告表明国内将保持较为积极的财政政策，同时，强调要简化项目审批，去年受项目审批制约的基建投资有望阶段性回升。

“三条红线”高压下，地产投资面临下行压力，但加快租赁房等建设则将部分对冲这种下行的压力。需要注意的是，随着经济越来越接近正常化，政策逐步回归常态化，经济整体的修复速度或将放缓。

图表 1：GDP 同比大幅增长



图表 2：消费和制造业加快修复



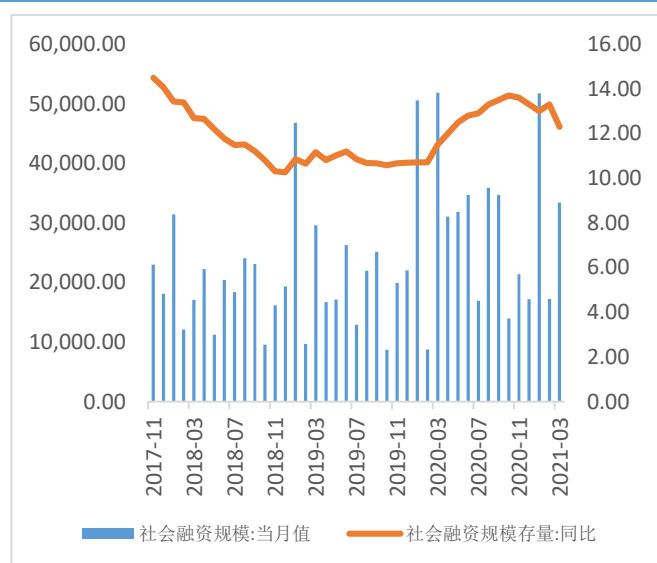
2、政策紧平衡，社融平稳回落

2021年3月,新增社融3.34万亿元(前值1.71万亿元),社融存量同比增速12.3%,前值13.3%,新增人民币贷款2.73万亿元,同比少增1200亿元,上月为1.36万亿元,M2同比下行0.7个百分点至9.4%,M1同比由7.4%下行至7.1%。

1) 3月新增信贷小幅放缓,结构延续分化。前期地产销售持续居民冲长期贷款保持高增,而企业融资并未收紧,中期贷款延续高增,但短贷减少表明企业现金流改善。2) 新增社融下滑,主要原因是今年市场利率较去年回升,且企业盈利改善,企业债券融资需求减少;今年新增政府债券下达时间较晚,政府债发行有所延后,整体上看今年政府债对社融的持续力度有所减弱;此外,今年对非标压降继续进行,委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等非标融资减少。3) 高基数和货币政策边际收紧,M2今年维持下行的趋势,但狭义市场流动性并不紧张,当前银行间、金融市场间流动性均较为充裕。

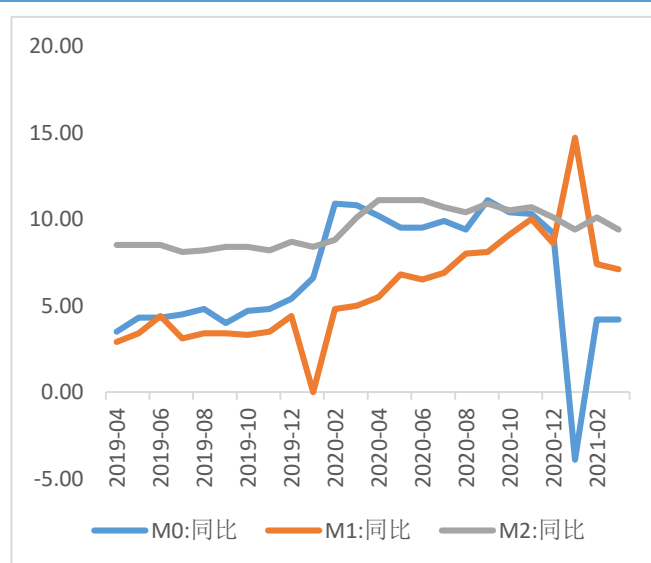
整体上来看,3月新增信贷小幅放缓,社融出现下滑,M2增速下行。往后看,一方面,近期地产政策进一步收紧,资管新规最终日期临近,叠加二季度信用风险隐患犹存,预计表外融资及企业债券融资将继续拖累社融增长;另一方面,经济复苏的趋势得以延续,实体融资需求依然旺盛,信贷增长或延续较高景气度。在央行的新闻发布会上,孙国峰司长对接下来的货币政策如下定调,“下一步我们要坚持跨周期设计理念,兼顾当前和长远,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,稳健的货币政策灵活精准、合理适度,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。我们认为在稳杠杆及高基数的背景下,叠加货币政策逐步回归常态化,社融增速今年年内将会逐步下行,不过,货币政策不急转弯,政策利率保持平稳,狭义流动性或维持合理充裕。

图表3: 社融平稳回落



数据来源: Wind

图表4: 广义流动性小幅下滑



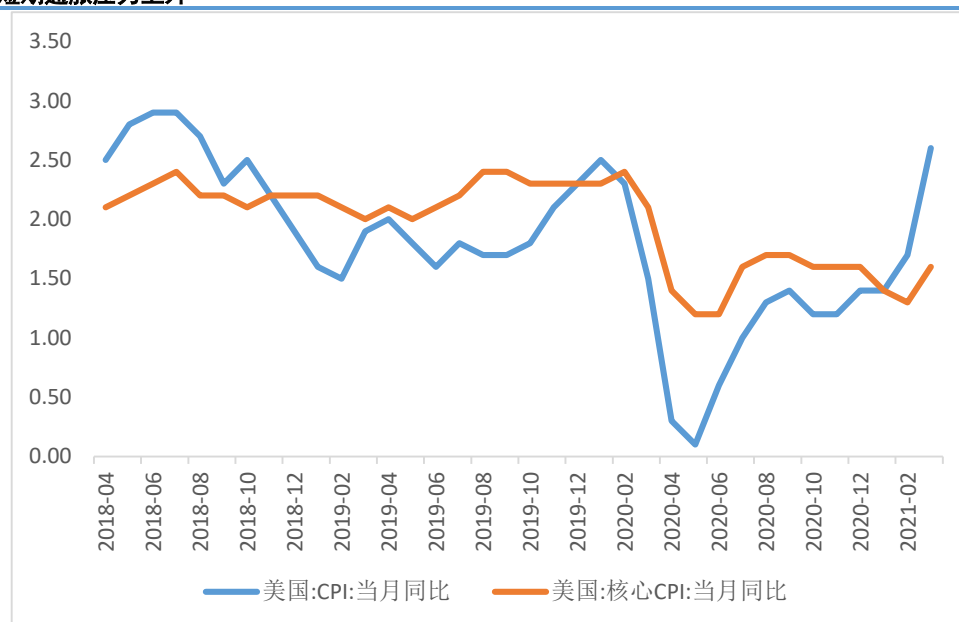
数据来源: Wind

2、美国短期通胀压力上升

美国 3 月 CPI 环比增长 0.6%，超出市场预期的 0.5%，较 2 月 0.4% 进一步扩大。3 月 CPI 同比增长 2.6%，较 2 月上升 0.9 个百分点，为 2018 年 9 月以来新高。3 月核心 CPI 环比增速较 2 月份 0.1% 明显加快。3 月核心 CPI 同比增速上升至 1.6%，仍低于去年 3 月 2.1% 的水平。

美国 3 月 CPI 回升主要原因一是，去年国际油价大幅走低拖累 CPI 形成较低的基数，今年油价上涨对 CPI 贡献较为显著，二是，3 月中旬美国 1.9 万亿美元财政刺激落地，符合条件的个人获得 1400 美元救助金，居民获得政府转移支付后，消费出现明显增长，推动物价上涨。我们认为，由于低基数和财政刺激的影响，美国二季度通胀将继续大幅回升，但是低基数造成核心 CPI 走高可能不会成为联储货币政策收紧理由。美联储主席鲍威尔本周表示，美国经济正处于拐点，未来几个月将迎来加速增长，目前经济的主要风险在于疫情的再次扩散。因此，只要疫情没有显著得到控制，美联储货币政策或不会“急转弯”。

图表 5：美国短期通胀压力上升



数据来源：WIND

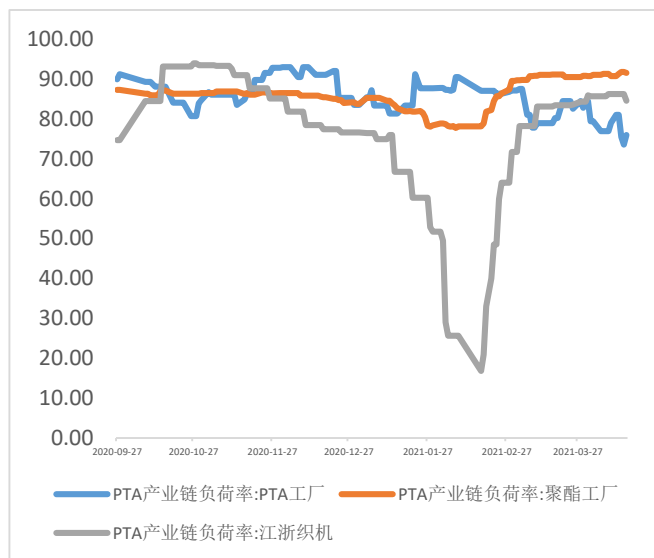
2) 工业生产逐步回暖

化工：需求缓慢释放，生产基本平稳。需求方面，旺季需求缓慢释放，本周 PTA 产业链产品价格涨跌互现，PTA 价格大幅上涨、聚酯切片和涤纶 POY 价格则小幅下跌。生产端，本周 PTA 产业链负荷率基本平稳，其中，PTA 开工率小幅回升至 75.98%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 91.56%，江浙织机负荷率小幅回落至 84.58%。

钢铁：环保升级制约生产，旺季需求持续释放。受环保限产区域扩大的影响，本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率小幅下降至 60.08%。“两碳”政策大背景下，环保限产持续升级，范围有所扩大，钢材生产或继续保持低位运行。“金三银四”旺季过半，下游需求持续释放，本周钢材厂库、社库继续去化，今年财政政策依旧积极，基建投资有望保持高增，地产投资高位企稳，钢材需求或继续稳健

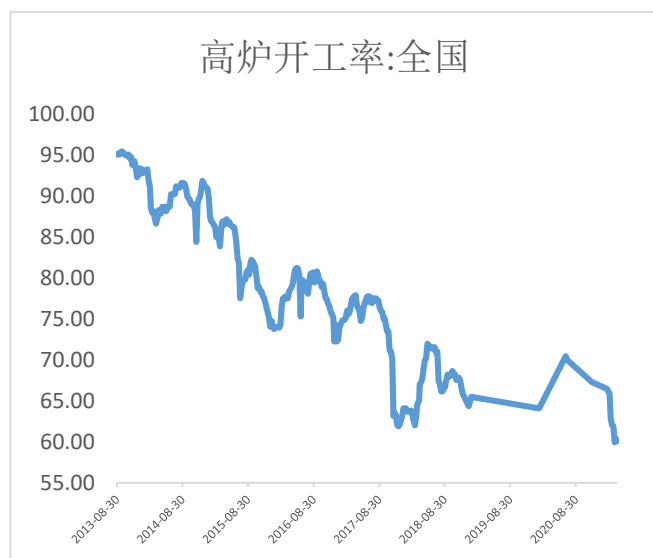
回升。本周钢材价格高位企稳，铁矿、焦炭等原料价格小幅反弹，钢厂利润略有下滑。

图表 5：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

3) 地产销售月环比下降，汽车销售偏弱

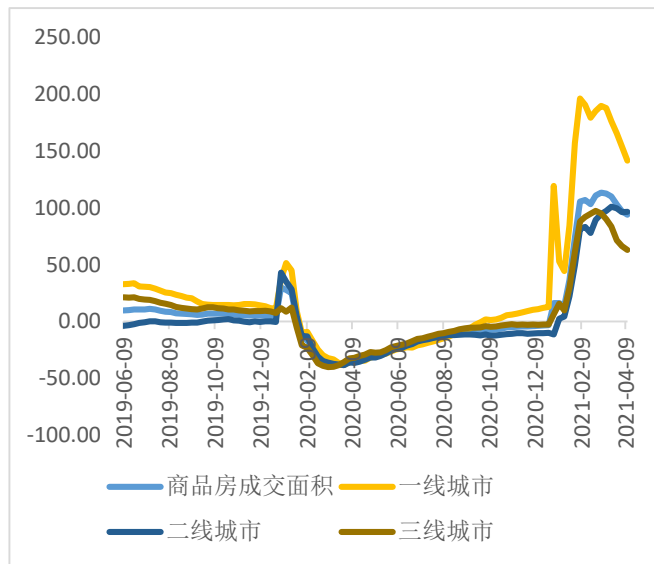
热度下降，地产销售月环比下降。1-3 月份，商品房销售面积同比增长 63.8%；比 2019 年 1-3 月份增长 20.7%，两年平均增长 9.9%（前值为两年平均增长 11.0%）。3 月份全国首套房贷平均利率环比 0.38%，为连续第二个月环比上涨。进入 4 月，地产销售环比继续下降，截至 4 月 14 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 17.55%，按均值计，月环比下降 10.41%，月同比上升 28.11%，其中，一、二、三线城市月同比增速分别为 25.15%、44.84%和 7.07%。

今年以来，在房住不炒的基调下，多地升级调控措施，土地成交较为分化。上周（4 月 11 日）100 大中城市成交土地占地面积环比增速-47.73%，二、三城市环比增速分别为-28.65%和-50.86%，一线城市无土地成交。上周，土地成交溢价率升至 37.27%，其中，三线城市土地溢价率最高，为 44.26%，二线城市土地溢价率为 5.31%，一线城市土地溢价率连续六周为 0。

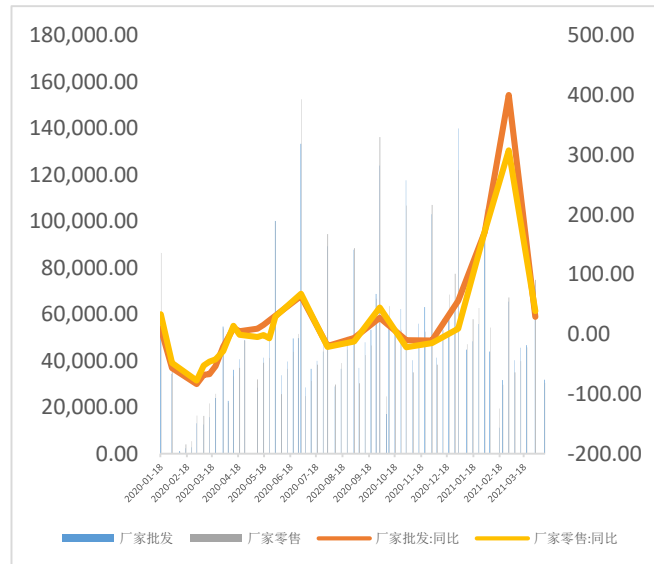
乘用车销售偏弱，生产平稳运行。乘联会的数据显示，截至 4 月 14 日，4 月第一周至第二周的市场零售日均 3.05 万辆，乘用车零售同比增长 5%，环比 3 月同期下降 17%，走势相对偏弱。乘联会表示，目前经济环境相对稳定向好，对居民消费热情没有太大的不利影响，但目前的主力企业走势不强，会带来一定的增长压力。与此同时，汽车生产呈现平稳运行的态势，截至 4 月 15 日，半钢胎开工率回落至 72.81%，基本在高位平稳运行。

图表 7：30 大中城市地产销售情况：累计值：当周同比

图表 8：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind



数据来源: Wind

二、物价：国内通胀温和回升

1) 本周食品价格继续回落。在天气回暖供应增加以及消费季节性回落的影响下，本周食品价格持续回落，本周蔬菜均价环比上一周再度下跌 3.89%，猪肉均价环比上一周再度下跌 5.49%。

2) 非食品价格发力，CPI 或继续温和回升。本周食品价格继续回落符合我们的预期，往后看，当前猪肉供应依旧充足，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，猪价或已进入下行周期；蔬菜等食品价格也将季节性走弱，食品价格或成为 CPI 的拖累。相反，服务业将加快重启，服务价格有望延续回升，同时，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，CPI 或继续温和回升。

3) 全球经济共振复苏，PPI 料将延续上行。本周主要大宗商品价格涨势放缓，基本维持高位震荡运行，短期或拖累 PPI 环比涨幅收窄。中期来看，一方面，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，发达经济体维持适度宽松的货币环境，财政刺激不断加码，大宗商品需求预期继续向好；另一方面，铜、铝等金属库存处于历史低位，而 OPEC+有效履行减产协

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_18964

