

## 市场情绪快速切换，商品市场波动加剧

### 摘要

**一、M2 和社融增速双双回落。**4月M2同比增速回落至8.1%，社融同比增速回落至11.7%。实际上，4月社融规模总量并不低，结构也以中长期贷款为主，但收缩的规模仍然较大，一部分原因是与去年同期高基数有关，另一部分原因是货币政策逐步正常化。5月12日，央行公布一季度货币政策执行报告，提出下一阶段央行将继续保持货币信贷和社会融资规模合理增长，精准开展公开市场操作，保持对小微企业的金融支持力度不减，发挥直达实体经济结构性货币政策工具精准滴灌作用，进一步延长两项直达实体经济的货币政策工具至今年年底。

而就内生融资动力而言，目前国内经济仍处于复苏阶段，但欧美经济复苏对国内经济的拉动效果仍存不确定性，同时，大宗商品等原材料价格大幅上涨挤压了下游的盈利制约了企业的投融资需求，此外，关于美联储货币政策转向的预期可能提前兑现，对国内货币政策或有一定扰动。因此，预计二季度信用边际将继续收缩，社融存量增速将稳中趋缓。

**二、CPI 继续温和回升。**4月CPI温和回升至0.9%，主要是受服务业、原材料等价格上涨所推动。当前猪周期已步入下行阶段，由猪价上涨引发的结构性通胀压力基本解除，蔬菜等其他食品价格短期之内也难有上涨的趋势，进一步考虑基数因素，上半年食品价格将继续成为CPI的拖累。相反，经济逐步正常化，服务化加快重启，服务价格有望延续回升，同时，大宗商品价格上涨推升原材料价格，预计非食品价格将继续回升并推动CPI温和回升。

**三、美国通胀大超预期。**4月美国CPI同比上升至4.2%，超过市场预期的3.6%，创2008年9月以来新高；剔除食品和能源影响后，4月美国核心CPI同比上升至3.0%，超市场预期的2.3%，创1995年4月以来新高。经过多轮的大规模财政刺激后，美国居民收入明显提升，消费能力大增。疫情期间，美国居民主要消费商品，所以商品价格大涨带动通胀回升；后续随着疫苗广泛接种，疫情防控措施放开，服务消费需求也会明显回升，同时，高额失业补贴令劳动力供给减少将限制服务业供给，这将进一步带动美国通胀回升。

**四、市场情绪快速切换，商品市场波动加剧。**五一节后短短几个交易日市场情绪快速切换，从亢奋到恐慌，大宗商品行情犹如过山车般暴涨暴跌，尤以黑色系商品最为突出，单纯按基本面的逻辑很难解释，更重要的是对交易节奏的把握。现阶段商品市场过度情绪化，我们建议以观望为主、加强风控。待市场情绪平复后，回归商品的基本面逻辑，重点关注供需矛盾突出的品种。

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、M2 和社融双双下行

央行公布的数据显示，4月M2同比8.1%，前值9.4%；M1同比6.2%，前值7.1%。新增社会融资规模1.85万亿元，前值3.3万亿元。新增人民币贷款1.28万亿元，前值2.75万亿元。社融存量为296.16万亿元，同比增长11.7%，增速较3月下降0.6个百分点。

1) **新增信贷向表内集中，结构继续优化。**4月新增人民币贷款1.47万亿元，同比少增2300亿元，绝对数值仍处于高位，体现政策逐步正常化的要求。其中，非金融企业新增中长期贷款6600亿元，同比多增1000亿，居民新增中长期贷款5000亿，同比多增500亿，在信贷整体萎缩的背景下，企业中长期融资不降反升，表明实体融资的需求依旧强劲，同时，地产回暖带动居民中长期融资回升。不过，非标受监管影响继续压降，新增表外融资规模延续下降趋势，4月减少3700亿元，同比多减3700亿元。

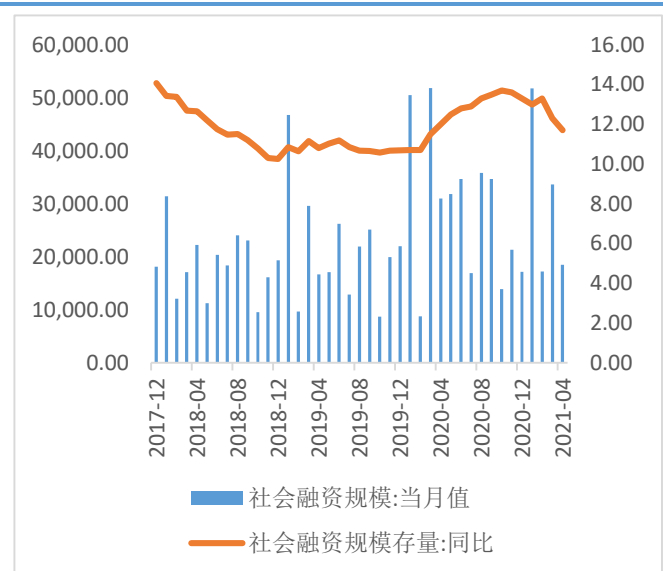
2) **社融大幅回落，政府债券融资增多。**4月新增社会融资规模1.85万亿，同比少增1.25万亿，主要是新增信贷减少（对实体经济发放人民币贷款同比少增3399亿元），企业债券融资减少（企业债券净融资同比少增5728亿元），与此同时，政府债券融资明显增加，4月政府债券净融资3739亿元，同比多增382亿元，随着新增地方债限额的下达，地方债发行较之前加快，今年的财政政策依旧积极，预计政府债券融资将稳中有升。

3) **M2 增速回落，财政存款高增。**4月M2同比增速8.1%，环比上月下降1.3个百分点，M2下降的主要原因是去年同期高基数以及财政存款增加，4月财政存款增加5777亿元，同比多增5248亿元，与此同时，受季度初财政缴税以及地方政府债券发行提速的影响，非金融企业存款减少3556亿元，住户部门存款减少1.57万亿元。M1同比增长6.2%，较上月回落0.9个百分点。预计随着经济的持续复苏以及基数的走高，M2增速将逐渐趋于稳定。

总的来看，4月社融规模总量并不低，结构也以中长期贷款为主，但收缩的规模仍然较大，一部分原因是与去年同期高基数有关，另一部分原因是货币政策逐步正常化。5月12日，央行公布一季度货币政策执行报告，提出下一阶段央行将继续保持货币信贷和社会融资规模合理增长，精准开展公开市场操作，保持对小微企业的金融支持力度不减，发挥直达实体经济的结构性货币政策工具精准滴灌作用，进一步延长两项直达实体经济的货币政策工具至今年年底。

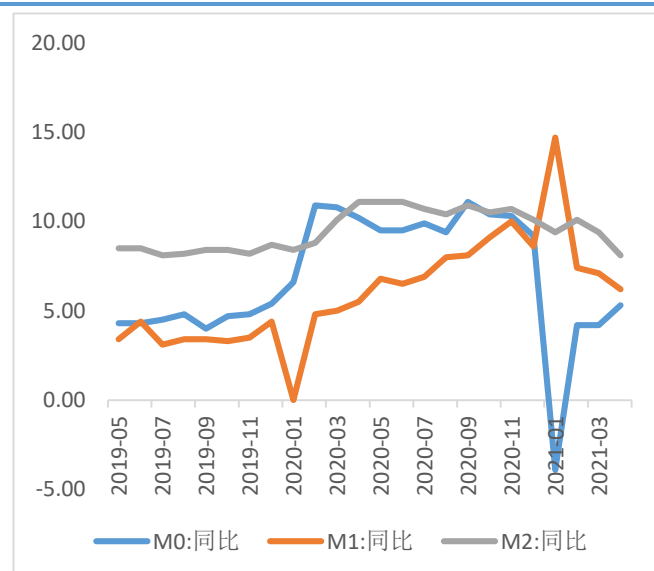
而就内生融资动力而言，目前国内经济仍处于复苏阶段，但欧美经济复苏对国内经济的拉动仍存不确定性，同时，大宗商品等原材料价格大幅上涨挤压了下游的盈利制约了企业的投融资需求，此外，关于美联储货币政策转向的预期可能提前兑现，对国内货币政策或有一定扰动。预计二季度信用边际将继续收缩，社融存量增速将稳中趋缓。

图表 1：社融增速快速下行



数据来源：Wind

图表 2：M2 增速继续下行



数据来源：Wind

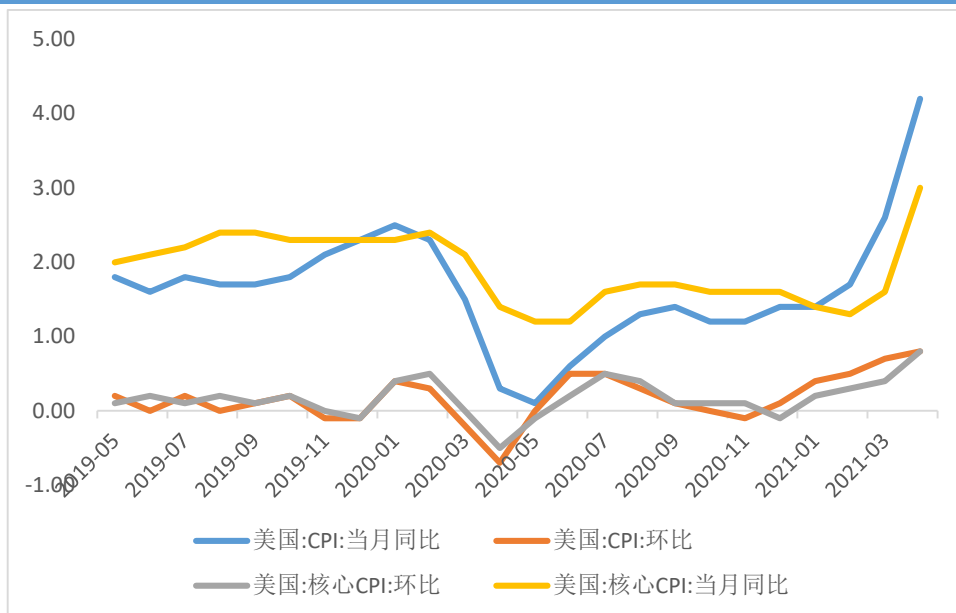
## 2、美国通胀大超预期

4 月美国 CPI 同比上升至 4.2%，超市场预期的 3.6%，创 2008 年 9 月以来新高；此外，CPI 环比 0.8%，也创 2012 年 3 月以来新高。剔除食品和能源影响后，4 月美国核心 CPI 同比上升至 3.0%，超市场预期的 2.3%，创 1995 年 4 月以来新高。

从具体的分项上来看，4 月 CPI 大幅回升的主要推动力来自于能源和交通运输，4 月能源 CPI 同比上升至 25.0%，较上月上升了约 12 个百分点；4 月交通运输 CPI 同比上升至 14.8%，也较上月上升了约 9 个百分点，二者在 CPI 构成中的权重超过 20%。主要原因，一方面是去年负油价造成较低的基数，另一方面，今年全球经济加快复苏，能源和交通需求增加。不过，值得注意的是剔除食品和能源以及基数效应，核心 CPI 均处于上行的趋势中。

展望未来，经过多轮的大规模财政刺激后，美国居民收入明显提升，消费能力大增。疫情期间，美国居民主要消费商品，所以商品价格大涨带动通胀回升；后续随着疫苗不断接种，疫情防控措施放开，服务消费需求也会明显回升，同时，高额失业补贴令劳动力供给减少限制服务业供给，这将进一步带动美国通胀回升。

图表 3：美国通胀大幅回升



数据来源: WIND

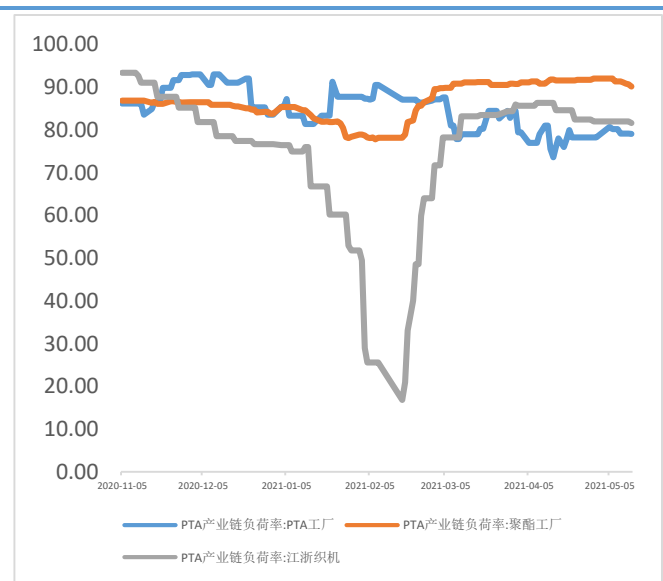
## 2) 工业生产平稳运行

**化工: 需求平稳释放, 生产稳中有落。**需求方面, 旺季需求平稳释放, 上周 PTA 产业链产品价格多数上涨, PTA、涤纶 POY 价格大幅上涨, 聚酯切片保持平稳。生产端, 本周 PTA 产业链负荷率稳中有落, 其中, PTA 开工率小幅回落至 79.02%, 聚酯工厂负荷率小幅回落至 90.15%, 江浙织机负荷率小幅回落 81.61%。

**钢铁: 环保制约生产, 旺季需求持续释放。**环保限产持续升级压制钢厂开工, 本周全国高炉开工率持稳于 62.02%。“两碳”政策大背景下, 钢厂高炉开工受到压制, 钢材生产或继续保持低位运行。

“金三银四”旺季已过, 下游需求保持强劲, 本周钢材厂库、社库继续大幅去化。本周钢材价格冲高回落, 不过, 原材料跌幅更大, 吨钢利润保持基本持平。

图表 4: PTA 产业链负荷



数据来源: Wind

图表 5: 钢厂高炉开工率



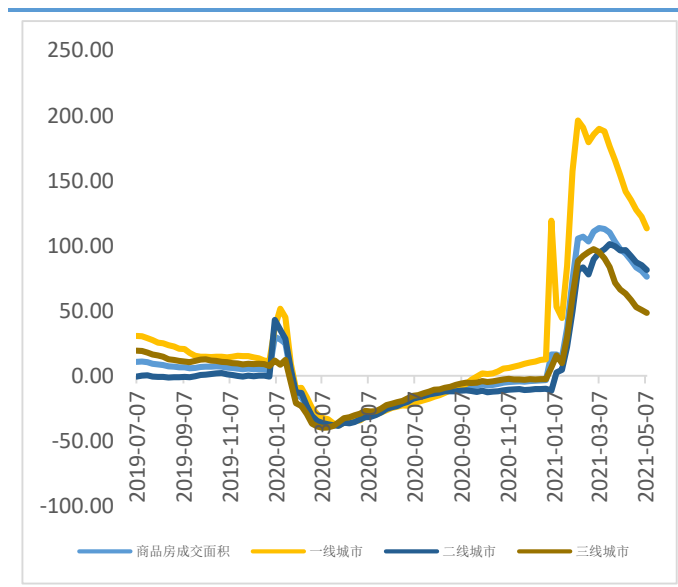
数据来源: Wind

### 3) 地产销售同比保持高增，汽车销售偏弱

地产销售周环比上升，同比有所回暖。房贷利率连续三个月回升，全国首套平均房贷利率回升至 5.31%。截至 5 月 12 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 208.62%，按均值计，月环比下降 14.12%，月同比上升 3.91%，其中，一、二、三线城市月同比增速分别为-7.39%、11.55%和-0.08%。上周，土地市场相对冷清，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-76.74%，一、二、三线城市环比增速分别为-80.69%，-72.07%和-82.14%。上周，土地成交溢价率略降至 19.15%。

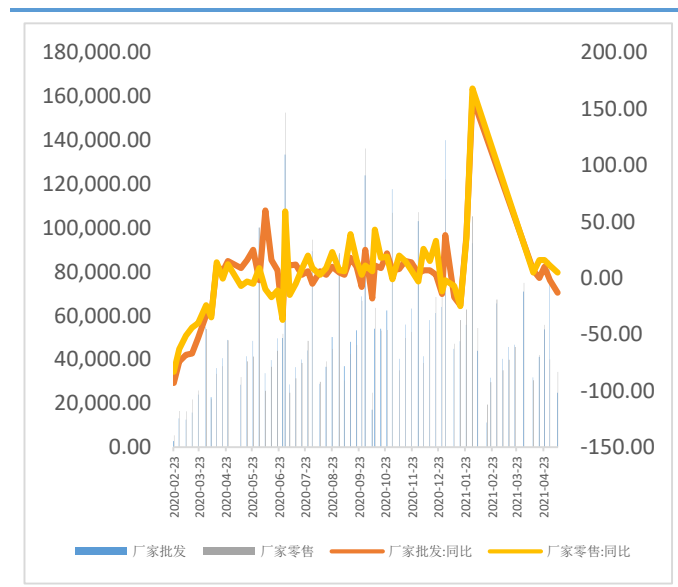
乘用车销售偏弱，生产平稳运行。根据乘联会发布的数据显示，5 月第一周的市场零售日均 3.4 万辆，同比增长 5%，环比 4 月同期增长 13%，表向相对较好；5 月第一周居民消费热情较高，上海车展、新能源车下乡活动等拉动购车消费关注。与此同时，汽车生产呈现平稳运行的态势，截至 5 月 13 日，当周半钢胎开工率回升至 64.73%。

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：国内通胀温和回升

1) 全国食品价格继续回落 在天气回暖供应增加以及消费季节性回落的影响下 全国食品价格

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\\_19637](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19637)

