

# 周度经济观察

## ——美元外溢对市场的影响显现

袁方<sup>1</sup> 束加沛（联系人）<sup>2</sup> 章森（联系人）<sup>3</sup>

2021年6月1日

### 内容提要

经历前期剧烈下跌后，当前多数工业品价格已经回到4月初的水平。在供需格局没有系统性扭转的背景下，由限产政策调整引发的商品价格急跌告一段落，未来工业品价格有望在高于疫情前的中枢稳定下来。

近期美元指数走弱、美股美债走强，与此同时美国以外的主要经济体股票、债券、汇率均出现走强，这一宏观图景反映出美国流动性宽松主导了当前全球资产价格的变化，这一情形与今年2-3月类似，但方向相反。

考虑到上一轮财政刺激的增量高峰已经过去，以及疫苗接种将刺激居民消费意愿的抬升，近期美国流动性的宽松或许更多是中短期一次性影响，难以成为长期趋势。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

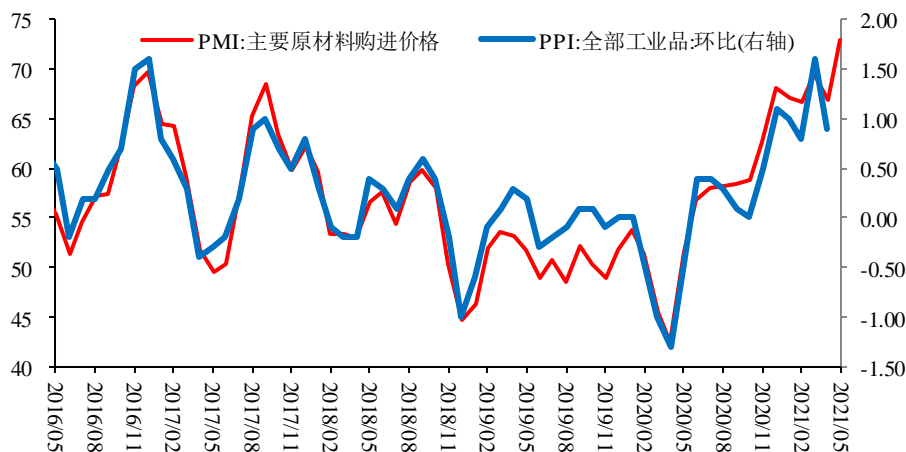
## 一、商品价格急跌告一段落

5月制造业PMI为51.0，较上月小幅回落0.1个百分点，其绝对水平强于2015-2019年同期的平均水平，反映制造业仍然运行在较强的水平。分项中，生产、采购量和进口等偏强，新订单、新出口订单偏弱，新出口订单的回落可能主要与东盟疫情形势恶化有关。从企业类型来看，5月大型、中型、小型企业PMI分别为51.8、51.1、48.8，仅有小企业PMI较上月回落。

与此同时，主要原材料购进价格大幅上升5.9个百分点至72.8，创十年以来新高，这或许主要反映了此前大宗商品价格上涨的影响。而出厂价格分项上升3.3个百分点至60.6，幅度明显弱于购进价格，显示上游价格的上涨对中下游企业的利润率形成侵蚀。

从5月的PMI数据和“五一”消费数据来看，当前经济运行相对平稳，经济向上反弹的动能偏弱，而大宗商品价格的大幅波动主要源于供应层面的影响。

图1：PMI主要原材料购进价格和PPI环比，%



数据来源：Wind，安信证券

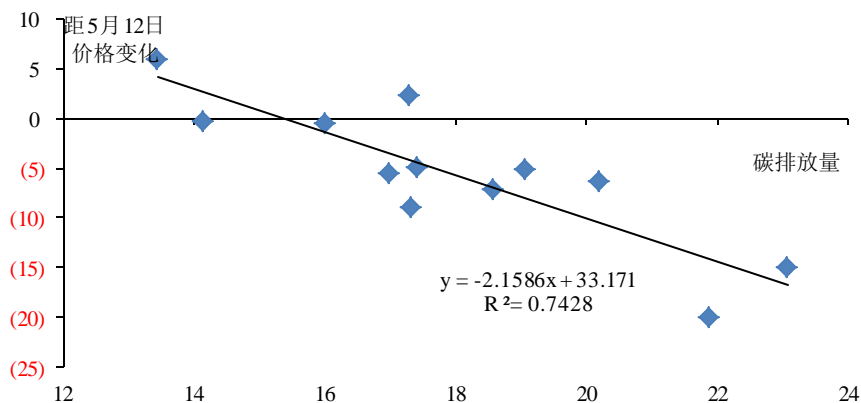
5月以来监管多次对大宗商品过快上涨表态，5月26日韩正在碳达峰碳中和

工作领导小组第一次全体会议中也强调要“加强顶层设计，指导和督促地方及重点领域、行业、企业科学设置目标、制定行动方案。”同时，“要压实地方主体责任，坚持分类施策、因地制宜、上下联动，推进各地区有序达峰。”前期以“一刀切”限产为主的政策出现调整，这一政策调整在价格层面反映清晰，如图 2 所示，大宗商品价格在 5 月 12 日达到高点后，排放总量越高的种类价格调整幅度越大。而在 5 月 12 日之前，两者呈现显著的正相关。这反映出限产政策对大宗商品价格的显著影响。

5 月水泥价格与大宗商品价格出现分化，在大宗商品价格大幅下跌的同时，水泥价格高位震荡。这一分化一方面由于水泥只有现货价格，价格变化相比其他存在期货产品的商品更为缓慢，另一方面从水泥价格来看经济的供需矛盾仍然没有得到系统性缓解。

经历前期剧烈下跌后，当前多数工业品价格已经回到 4 月初的水平，在供需格局没有系统性扭转的背景下，由政策调整导致的大宗商品价格急跌告一段落，未来工业品价格有望在高于疫情前的中枢稳定下来。

图2：大宗商品价格调整幅度与碳排放量（对数），%

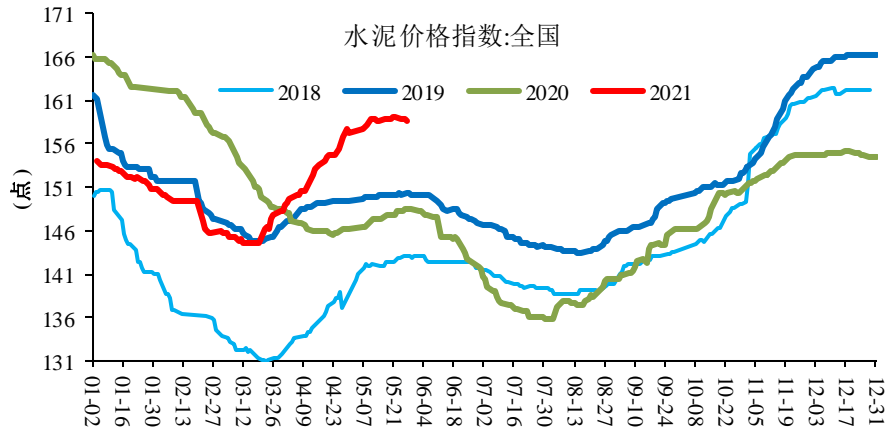


数据来源：Wind，安信证券

注：纵轴为商品价格的涨跌幅，横轴为该商品二氧化碳排放量（吨）的对数值。

注：纵轴为商品价格的涨跌幅，横轴为该商品二氧化碳排放量（吨）的对数值。

图3：水泥价格指数



数据来源：Wind，安信证券

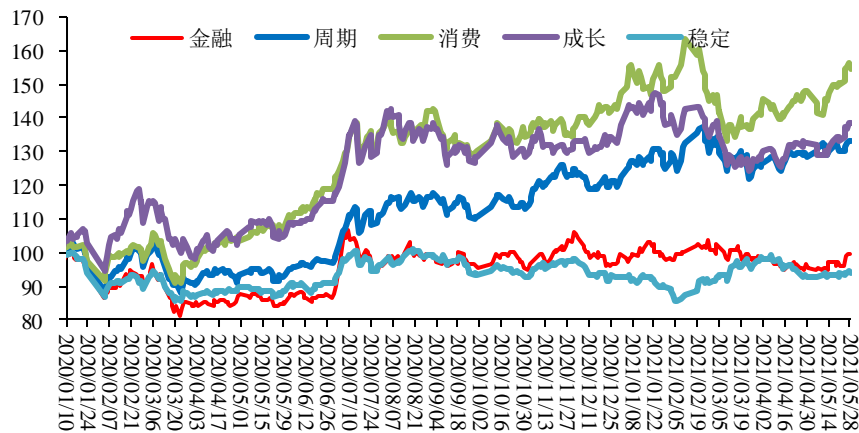
## 二、外资流入助推股债汇走强

上周权益市场表现较强，从结构上看，以上证 50 为代表的大盘股表现优于小盘股代表的中证 500，成长和消费跑赢周期。

通胀压力的缓解对市场情绪形成提振，结合人民币汇率持续升值的情形，我们倾向于认为美元的持续流入或许主导了近期市场的上涨。

此外，广东省疫情形势恶化，一方面打消了市场对货币政策收紧的担忧，另一方面居民储蓄率的抬升将为资本市场提供额外的流动性。在此背景下，市场短期之内有望维持强势。

图4: 各风格指数表现



数据来源: Wind, 安信证券  
以 2020 年 1 月 2 日为 100

资金利率小幅上行，DR001 和 DR007 分别在 2.1%、2.2% 的中枢波动，较上周上行约 10 个 BP，这一上行更多受资金跨季的影响，流动性环境仍然偏宽松。

短端资金价格的上行带动 1 年期国债收益率走高，而长端利率持续下行，过去一周 10 年国债收益率下行 4bp，这一收益率的下行与海外主要经济体国债的表现一致。

与股票、债券的表现类似，人民币汇率近期出现大幅升值，美元兑人民币汇率回到 6.4 以内，创三年来新高。近期人民银行上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点至 7%，意在缓解人民币快速升值的压力。

如果把海内外市场的价格走势联系起来，不难发现近期美元指数走弱、美债收益率下行、美股走强，与此同时美国以外的经济体（包括中国在内）汇率走强、国债收益率下行、股市走强，这一宏观图景反映出美国流动性宽松主导了全球资产价格的变化，这一情形与今年 2-3 月非常类似，但方向相反。

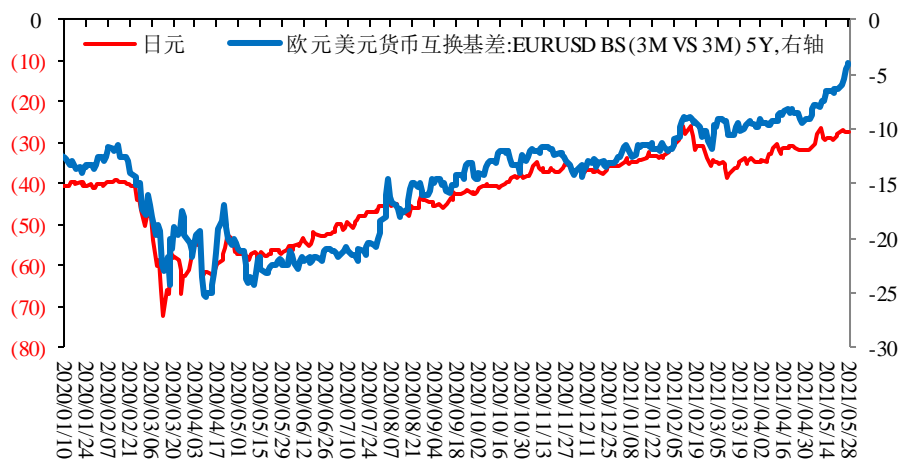
此外，5月以来货币互换市场上，如图5所示，3个月欧元美元货币互换基差大幅收窄，日元与美元基差维持高位，欧元、日元、英镑与美元的3个月货币互换创2015年来新高，显示全球美元供应充裕、流动性处于宽松水平。

美元流动性的宽裕在美国逆回购市场上也表现明显，4月以来美联储大量启动逆回购操作来吸收市场过剩的流动性。尽管逆回购利率为0，但在短期国库券收益率也接近零的背景下，商业银行和货币市场基金只能把过剩的流动性投入到逆回购市场之中。

极度宽裕的美元流动性主要与美国的财政刺激政策相关。3月下旬新一轮1.9万亿美元财政刺激政策的实施，为金融市场提供了巨量的流动性，这些过剩的流动性一方面导致美国国内利率水平下降，权益市场走强；另一方面，过剩的美元流出美国市场，最终带动其他市场汇率的升值以及股票债券的走强。

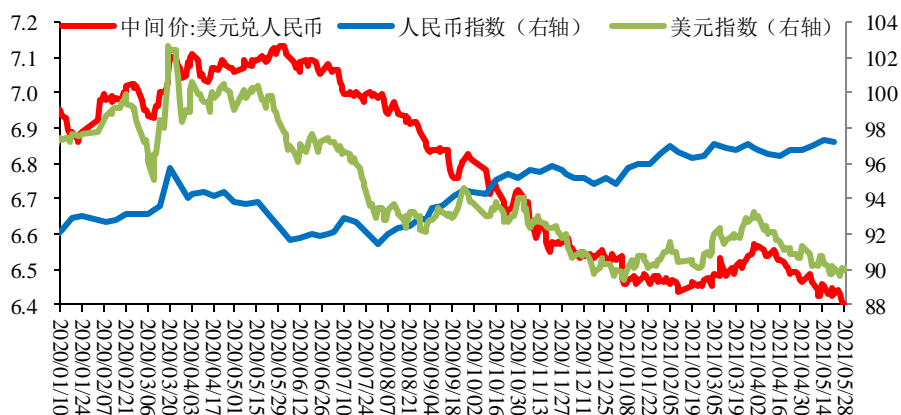
考虑到上一轮财政刺激的增量高峰已经过去，以及疫苗接种将刺激居民消费意愿的抬升，未来这一流动性宽松的环境可能在短期仍将延续，长期来看这一环境更多取决于联储的货币政策操作以及经济恢复的强度。

图5：欧元、日元与美元货币互换基差，BP



数据来源：Wind，安信证券

图6: 人民币兑美元和美元指数



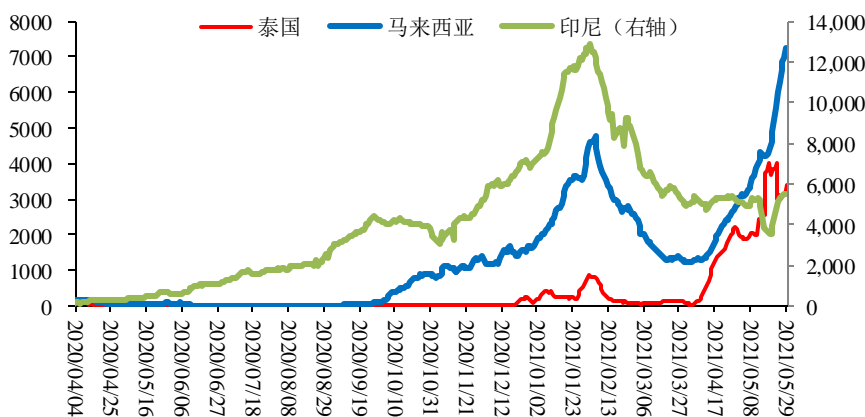
数据来源: Wind, 安信证券

### 三、美元流动性宽松的影响显现

5月第4周以来,全球疫情形势持续向好,单日新增确诊病例总数从约60万回落至约50万。其中,美日欧等发达经济体病例数持续降低。美国和英国完全接种疫苗人群占总人口比重已达40%左右,而德国仅在一周之内便将此占比从14%提升至17%。按照当前疫苗接种速度,预计发达经济体将在年内实现或接近群体免疫状态。

而在新兴经济体方面,尽管印度单日新增病例回落至20万人以下,但周边的南亚以及东南亚地区新增病例却显著上升。考虑到该地区在全球进出口贸易,尤其是出口方面的影响力,疫情的反复对当地供应能力的制约,或将缓解未来中国出口份额的回落压力。

图7：东南亚地区当日新增确诊病例，人/日



数据来源：Wind，安信证券

随着新增病例的减少、疫苗接种占比的上升，发达经济体延续了复苏态势。其中，欧元区5月ZEW经济景气指数和Markit综合PMI持续上升；美国5月ISM制造业PMI和芝加哥PMI维持历史高位，当周（5月22日）初次申请失业金人数下降至疫情以来最低水平40.6万人，但距疫情前平均水平还相差约20万人。

作为美联储重要的通胀参考指标之一，美国4月核心PCE同比大幅上升至3.06%，较上月上行1.1个百分点，达到1992年以来最高水平。但由于此前市场对于通胀预期的交易充分、美联储与市场沟通频繁、以及近期大宗商品价格见顶回落，因此市场短期的波动不大。但从VIX等指标持续高于疫情前水平来看，市

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\\_19841](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19841)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn