

国信期货宏观月报

宏观

商品市场依然存在一定的机会

2021 年 05 月 30 日

主要结论

3 季度大类资产配置：到年中以及三季度，如果美国的货币政策更多的盯住通胀和非贸易部分的韧性，而这个时候如果国内的动能和政策选择选择强势人民币，那将会产生中美货币政策同步紧缩，从机会上来看商品》股市》债市。而如果国内的制造业压力进一步增加，且国内选择通过人民币升值释放一定通胀的压力，货币政策上则是美国紧缩国内宽松，从机会上来看债市》商品》股市

关于近期债市和商品同涨的判断：大宗商品短期可能会由于投机情绪打满和政策防风险出现短暂的回调，但是从中期来看，碳中和对于大宗商品供给端的收缩是个确定性的事件，海外需求回补也是确定性的事件（除非全球疫情再次发生不可控的情况），所以我们认为这次大宗商品没有涨错。从债市来看，未来走向的主要关注点还是在货币政策对于潜在通胀的容忍程度，当前来看我们认为 3 季度货币政策没有继续放松的可能（除非债券市场出现新一轮的暴雷），所以当前来看，有可能是债券市场涨错了。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766-6624

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、宏观热点事件梳理及展望

1.1 三季度大类资产配置

我们通过对中美两国过去 17 年的货币政策，发现了中美货币政策方面的 3 个特点：

1、中美经济周期到底是基本面带动货币政策还是货币政策带动基本面的问题（是周期理论中的有名的“周期时差”的研究分支）

1、从 2003 年到现在，从时间维度上来分析，2008 年前从经济周期的角度上来看，是美国经济带动中国经济，2008-2020 年是中国经济周期带动美国经济周期，但是从 2021 年开始又是美国经济周期带动中国经济周期。我结合当时的宏观环境分析，发现除了 2008-2014 年和 2020Q1-2020Q3，基本上都是基本面先行货币政策后行，而黑天鹅发生的时期是货币政策带动基本面恢复。过去 17 年只出现过两次这种情况。

2、关于中美货币政策是否同步这个问题上面来看，中国的货币政策在历史上基本上都是和美国货币政策同步宽松和紧缩的。历史上只出现过 3 次背离（2010：因为通胀预期，货币政策短期紧缩，2013 因为地方政府债的问题短期紧缩，2020Q3 因为疫情管控进度的问题中美货币政策出现小幅背离）

3、对资产配置的影响：2021 年美国修复的速度其实是快于中国的，主要有两个原因：美国的消费和地产周期快于中国。消费方面：（1.9 万亿新冠救助+3 万亿左右基建+前期的降息降准=美联储预测可能会把美国储蓄率推高至 45%（2020 年 3 月 cares 救助计划把储蓄率推高至 36.5），所以美国下半年的消费潜力依然很大），地产周期从数据上来看也已经完全起来，并带动信贷周期的扩张。那么 2021 年美国整体经济的韧性强于中国，在当前的新一轮库存周期滞后修复，当下修复速度快于中国的特征。实际上当下出现了中国制造业高位回落，美国亦有高位筑顶迹象（从中美的制造业 PMI 能看出端倪），这是 PPI 端带来的成本冲击下的“类滞胀”，和今年以来中美的博弈有很大关系。通胀因子在给增长因子逐步施加压力。

到年中以及三季度，如果美国的货币政策更多的盯住通胀和非贸易部分的韧性，而这个时候如果国内的动能和政策选择选择强势人民币，就是货币政策同步紧缩，商品》股市》债市。而如果国内的制造业压力进一步增加，且国内选择人民币释放一定的压力（美国紧缩国内宽松），债市》商品》股市。

图：中美两国货币政策梳理

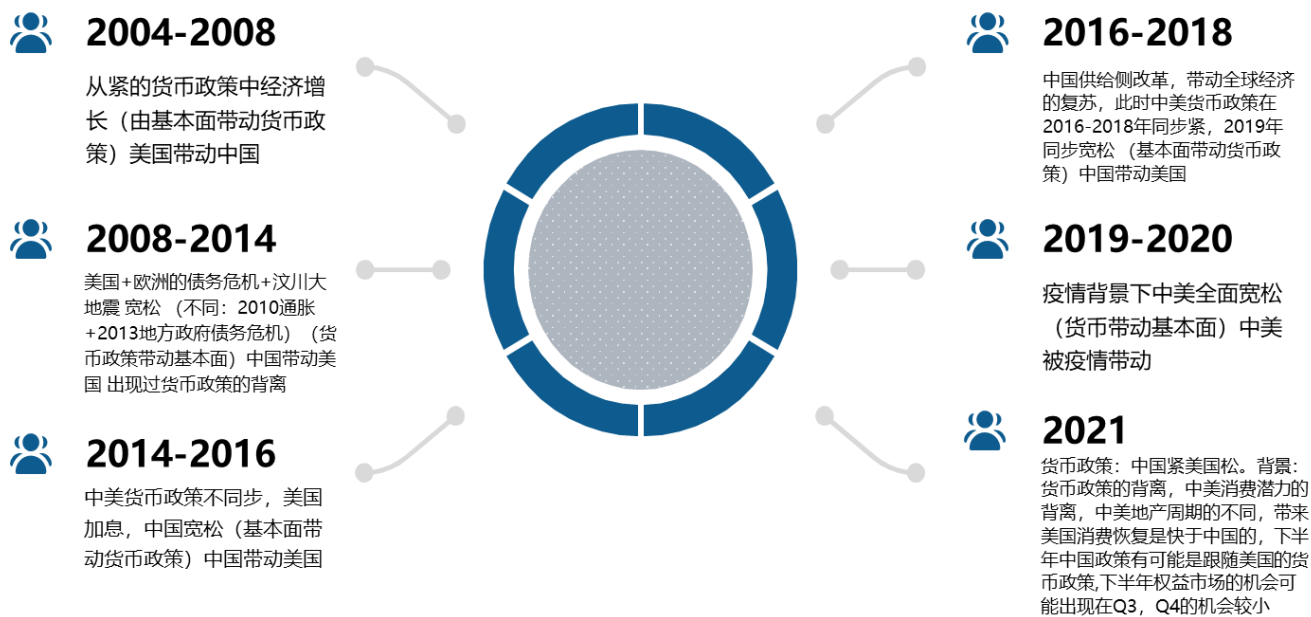
中国货币政策梳理

时间	政策方向	政策目标	手段	经济基本面
2003-2004	稳健紧缩的货币整儿	物价稳定	提升准备金+加息	2003 年 GDP9.7%，CPI1.17，2004 年 gdp9.5，cpi3.9%
2005	稳健中性的货币政策	国际收支平衡	发行票据回收外汇占款，用外汇价格进行汇率管控	2005 年 GDP 实际值 9.9%，CPI 实际值 1.8%
2006	稳健略紧缩的货币政策	通胀和国际收支平衡	提升准备金+加息	2006GDP 10.7，CPI1.5
2007-2008	从紧的货币政策	物价稳定	快速提准备金+加息	2007gdp 11.4，CPI4.8%；2008 gdp11.2 cpi7.9
2009	适度宽松的货币政策	保就业和稳增长	连续降准降息	2008 GDP 8.3 cpi3.9%，2009gdp 8.7%，CPI-0.68%
2010	稳健略紧缩	物价稳定	提升准备金+加息	2010 年 GDP10.3%，CPI 年 3.3%。2011 年 GDP9.2%，CPI3.5%

2011	稳健略宽松	稳定经济增长	降准降息	2012 年 GDP7.8%, CPI 2.5%
2012	稳健略宽松 欧债危机	稳定经济增长	降准降息	2012GDP 7.8, CPI2.5
2013	稳健中性	金融稳定隐性目标	公开市场收紧流动性	2013 年 GDP7.7, CPI2.6
2014-2015	稳健略宽松	经济增长	连续降准降息	2014 年 GDP 7.4, CPI 2.0, 2015GDP6.9, CPI1.4
2016 前3季度	稳健灵活适度		灵活使用准备金工具	2016GDP 6.7 CPI2.0
2016 Q4-2018Q1	稳健中性	国际收支 金融稳定	公开市场操作 限制流动性, 上调市场利率	
2018Q2-2019	稳健灵活适度		定向降准, PSL 放量, 短期流动性释放	2018GDP6.7 CPI2.0

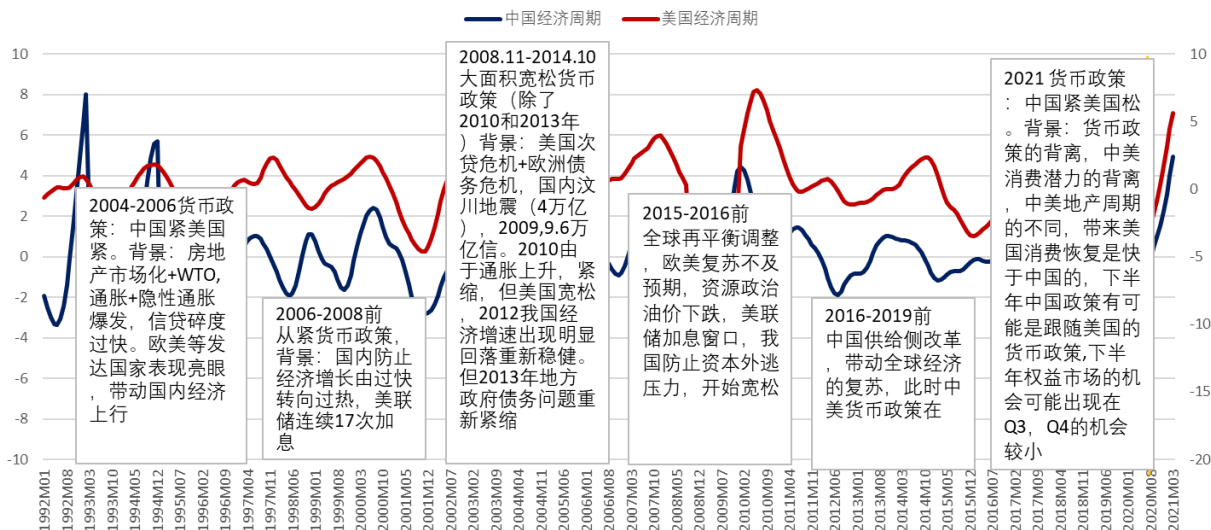
数据来源: WIND 国信期货

图: 中美两国货币政策对比



数据来源: wind 国信期货

图: 中美两国货币政策对比



数据来源：wind 国信期货

1.2 近期国债期货和大宗商品出现了同涨的问题

1、从同涨的时间上来看规律：债券和大宗商品同涨的情况在过去 17 年发生过 4 次，但是债券和大宗商品同涨不符合经济规律，所以一定是有一方“涨错了”，所以从历史经验上来看，修复期也较短，平均同涨期为 2 个月，最长不超过 4 个月。

2、是谁涨错了：在过去 3 次的经验中，除了 2008 年金融危机，都是债券市场涨错了。

3、对于 2021 年债券市场和商品市场同涨的判断：

A、2021 商债通胀的原因：受到货币以及信贷市场政策监管的约束，股票市场存量博弈，碳中和政策收紧了部分大宗商品的供给，大宗商品迎来牛市，但是大宗商品价格的过快上涨和央行控制物价稳定的政策目标有所冲突。结合全球大面积放水，资金需要一个去处。所以形成了短暂的“资产荒”的情况，而债市是一个很好的容纳大量资金的场所，所以带来了短暂的商债同时上行的结果。

B、对于未来走势的预测：大宗商品短期可能会由于投机情绪打满和政策防风险出现短暂的回调，但是从中期来看，碳中和对于大宗商品供给端的收缩是个确定性的事件，海外需求回补也是确定性的事件（除非全球疫情再次发生不可控的情况），所以我们认为这次大宗商品没有涨错。从债市来看，未来走向的主要关注点还是在货币政策对于潜在通胀的容忍程度，当前来看我们认为 3 季度货币政策没有继续放松的可能（除非债券市场出现新一轮的暴雷），所以当前来看，有可能是债券市场涨错了。

图：近期国债期货和大宗商品出现了同涨的问题



数据来源: wind 国信期货

图: 近期国债期货和大宗商品出现了同涨的问题

2007.12-2008.2 商
债双牛
同涨宏观背景:
金融危机, 全球
降息, 股市牛市
到2007年10月结
束, 商品牛市告
一段落, 迎来债
牛。
结果: 宏观环境
的走弱, 说明是
商品涨错了

2016.6-2016.10
同涨宏观背景: 英
国脱欧的不确定性
, 房地产信贷周期
收缩, 带来经济向
弱的预期
结果: 供给侧改革
带来商品市场的牛
市和通胀的预期,
是债市涨错了

2019.1-2019.3
宏观背景: 春节后资
金面宽松, 带来债券
市场的上行
结果: 社融良好, 经
济复苏强劲, 是债市
涨错了

2021.3-2021.5
宏观背景: 受到货币以及信贷市场政策监管的约束, 股票市场存量博
弈, 碳中和政策收紧了部分大宗商品的供给, 大宗商品迎来牛市, 但是
大宗商品价格的过快上涨和央行控制物价稳定的政策目标有所冲突。
结合全球大面积放水, 资金需要一个去处, 所以形成了短暂的“资产
荒”的情况, 而债市是一个很好的容纳大量资金的场所, 所以带来了短
暂的商债同时上行的结果。

预测未来走势: 大宗商品短期可能会由于投机情绪打满和政策防风险
出现短暂的回调, 但是从中期来看, 碳中和对于大宗商品供给端的收
缩是个确定性的事件, 海外需求回补也是确定性的事件 (除非全球疫
情再次发生不可控的情况), 所以我们认为这次大宗商品没有涨错。
从债市来看, 未来走向的主要关注点还是在货币政策对于潜在通胀的
容忍程度, 当前来看我们认为3季度货币政策没有继续放松的可能 (除
非债券市场出现新一轮的暴雷), 所以当前来看, 有可能是债券市场
涨错了

数据来源: wind 国信期货

二、重要经济数据点评

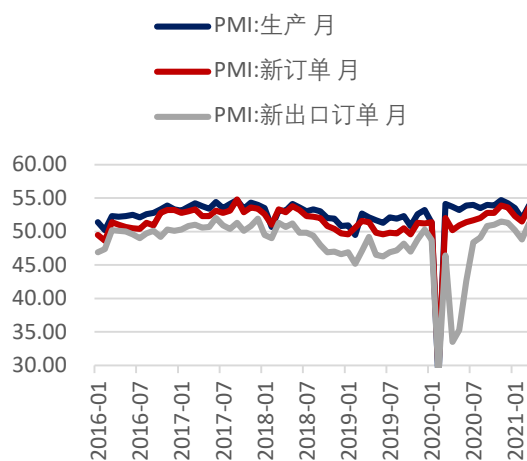
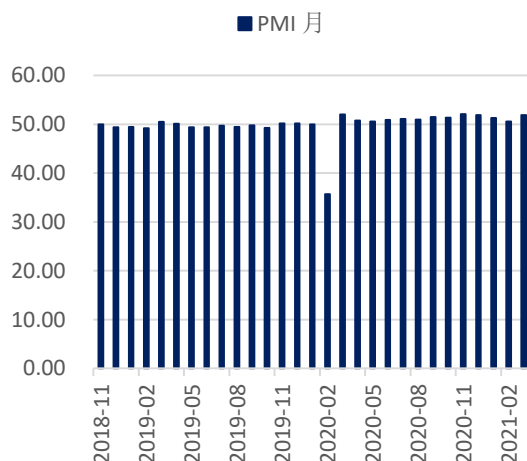
1、制造业数据

5月份, 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为50.6%, 比上月回落0.2个百分点。5月PMI数据有两点值得
关注: A、从企业规模看, 大、中、小型企业PMI分别为52.7%、51.6%和50.4%, 较上月上升0.5、2.0和
2.1个百分点, 均高于临界点。在构成制造业PMI的5个分类指数中, 生产指数、新订单指数、从业人员指
数均高于临界点, 供应商配送时间指数位于临界点, 原材料库存指数低于临界点。生产指数为53.9%, 表
明制造业生产扩张步伐加快。新订单指数为53.6%, 表明制造业市场需求增长较快。原材料库存指数为
48.4%, 表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为50.1%, 表明制造业企业用工量较上月

略有增加。供应商配送时间指数为50.0%，表明制造业原材料供应商交货时间与上月相比变化不大。B、但是值得注意的是，当前国内疫情虽然得到了较为有效的控制，但是全球疫情以及政经关系依然有一定的反复，未来经济是否能持续恢复需要关注当前新兴市场疫情的传播程度。

图：PMI 数据

图：PMI 数据细分项



数据来源：wind 国信期货

数据来源：wind 国信期货

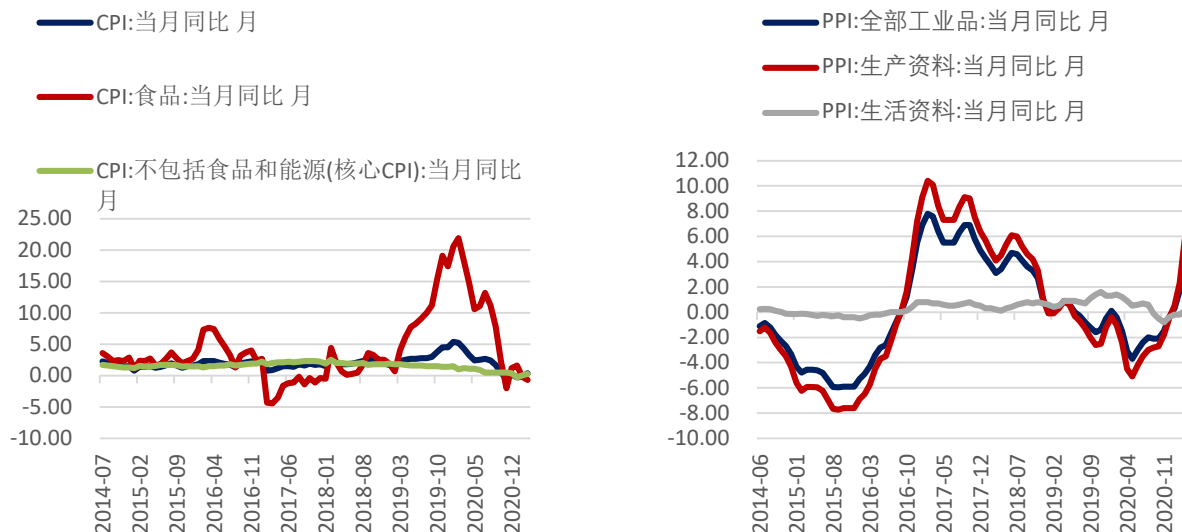
2、通胀数据

2021年4月份，全国居民消费价格同比上涨0.9%。其中，城市上涨1.0%，农村上涨0.7%；食品价格下降0.7%，非食品价格上涨1.3%；消费品价格上涨1.0%，服务价格上涨0.7%。1—4月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨0.2%。2021年4月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨6.8%，环比上涨0.9%；工业生产者购进价格同比上涨9.0%，环比上涨1.3%。1—4月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨3.3%，工业生产者购进价格上涨4.3%。

通胀数据有两点值得关注：A、4月份，国内消费需求继续恢复，物价运行总体平稳。从环比看，CPI下降0.3%，降幅比上月收窄0.2个百分点。其中，食品价格下降2.4%，降幅收窄1.2个百分点，影响CPI下降约0.45个百分点。食品中，随着生猪生产持续恢复，加之消费需求有所回落，猪肉价格继续下降11.0%；鲜菜和鲜果上市量增加，价格分别下降8.8%和3.8%。B、从行业价格来看，从同比看，PPI上涨6.8%，涨幅比上月扩大2.4个百分点。其中，生产资料价格上涨9.1%，涨幅扩大3.3个百分点；生活资料价格上涨0.3%，扩大0.2个百分点。受去年同期对比基数较低影响，主要行业价格涨幅均有所扩大，其中石油和天然气开采业上涨85.8%，扩大62.1个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业上涨30.0%，扩大8.5个百分点；有色金属冶炼和压延加工业上涨26.9%，扩大5.6个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业上涨23.8%，扩大9.9个百分点；化学原料和化学制品制造业上涨17.5%，扩大6.1个百分点；煤炭开采和洗选业上涨13.3%，扩大6.4个百分点。当前受海外需求恢复以及碳中和的影响，大宗商品的供给端出现了一定的紧缩，但是需求端出现了一定的扩张，对于3季度的PPI继续上行来说可能会有一定的支撑。

图：CPI 数据

图：PPI 数据



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

3、社融数据点评

2021年4月社会融资规模增量为1.85万亿元,比上年同期少1.25万亿元,比2019年同期多1797亿元。其中,对实体经济发放的人民币贷款增加1.28万亿元,同比少增3399亿元。4月社融数据有两点值得关注。A、剔除去年4月疫情基数的影响,4月整体社融数据依然较为强劲。结构上来看中长期贷款轻微上行,但是短期贷款小幅下行,但是我们认为随着政府对于房地产市场的管控,家庭贷款或将在二季度出现小幅的收紧,难以支撑社融的继续上行。B、但是同样值得注意的是,M1和M2的增速环比都出现了较为明显的下滑,但是我们虽然并不认为这个是紧信贷周期的标志,但是也透露出一定的流动性相对缩紧的信号。

图: 社融增速

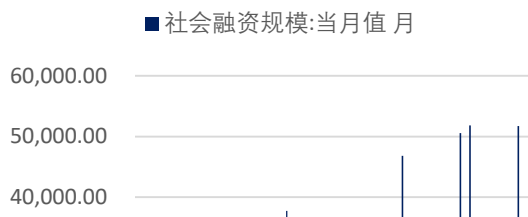
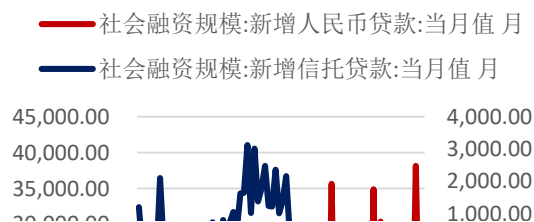


图: 社融增速细分项



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_19855

