

核心觀點

韋志超

首席經濟學家

SAC 執證編號：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

電話：86-10-56511920

楊亞仙

聯系人

yangyaxian@sczq.com.cn

電話：86-10-56511883

相關研究

- 5 月 PMI 數據點評：經濟下行趨勢不改
- 人民幣的投機性升值難以持續
- 黑色高點或現，其他還會遠嗎？

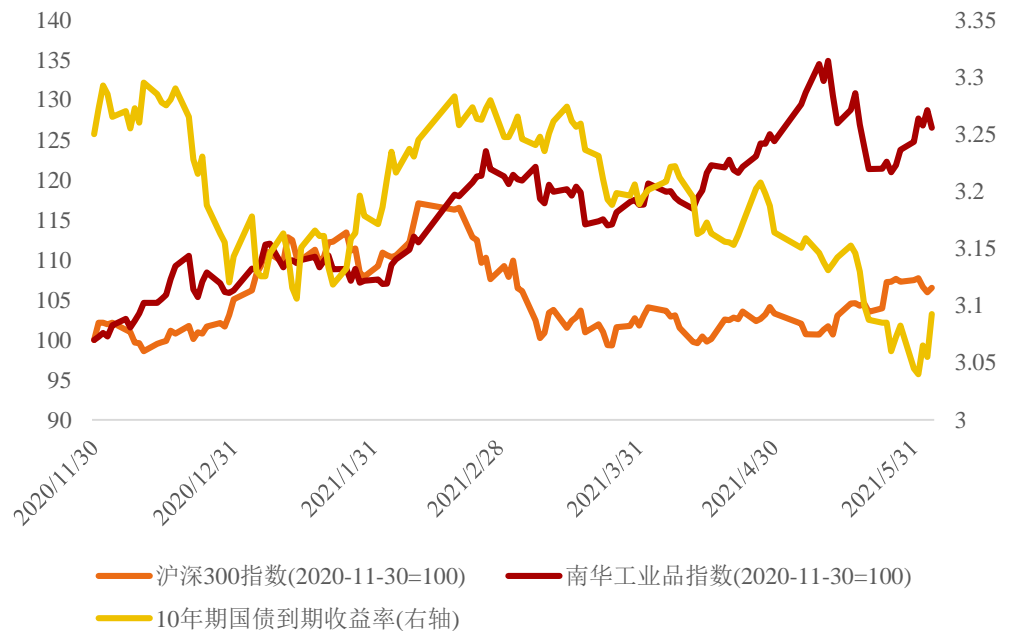
- 繼國常會 5 月份三次提到關注大宗商品價格之後，大宗商品價格大幅回調，5 月 12 日-5 月 26 日南華工業品指數累計下行 10%，之後政策力度有所放鬆，南華工業品指數自 5 月 27 日開始反彈，已累計上行約 5%。商品的再度上行再次引起市場對通脹預期上行的擔憂，股債走弱，債市反應相對滯後，收益率先降後升，此前的股債小雙牛走勢承压。
- 外需的強弱對於市場後續走勢的判斷極為關鍵。我們認為，全球工業需求正在摸頂。從海外高頻數據來看，除英美製造業 PMI 仍在快速上升外，日本和歐元區的製造業 PMI 增速放緩甚至已經見頂回落，出口集裝箱運價指數和 BDI 指數一升一降走勢持續，多方數據走勢出現分歧。另外，美國經濟相關的多個高頻指標已有見頂跡象，我們預計全球工業需求將在 2-3 個月內見頂，屆時，工業金屬的價格將見頂回落。
- 美國強 ADP 和弱非農的分歧使市場走勢出現大幅震蕩。5 月 ADP 就業數據大超預期，數據公布當天（2021.6.3），10 年美債收益率上行 4BP，納指收跌 1.03%；次日公布的非農就業不及預期與 ADP 數據大超預期形成強烈反差，緩解了市場對美聯儲緊縮的擔憂，市場走勢反轉，10 年美債收益率大幅下行 7BP，納指收漲 1.47%。非農就業不及預期有可能是前期巨額財政補貼導致就業意願的下降引起的，目前已有多州宣布收緊財政補貼，6 月隨着財政補貼的結束，居民就業意願或將大幅增加，美聯儲 taper 的時點或將進一步清晰。
- 歐美服務業 PMI 仍在快速衝高，5 月美國服務業 PMI 大幅上行 5.7 個百分點至 70.4%，歐元區服務業大幅上行 4.7 個百分點至 55.2%。從非農就業數據分項來看，5 月休閒酒店行業新增就業人數領先，其中餐飲業占比高達 2/3，服務業的快速走高對原油價格形成支撐，過去一周，原油價格累計上行幅度高達 4.51%，後續隨着服務業的持續修復，原油價格上行仍有動力。
- 全球工業需求可能在未來 2-3 個月內見頂，工業金屬價格如同末日黃昏，油價見頂則可能更晚一些。整體政策偏緊的背景之下，外需的回落將使經濟下行壓力加大，貨幣寬松的中期趨勢不變，股債小雙牛短期會有波折，但中期仍將延續。未來風險在於美股和美債的變化，但在全球疫情變化不大的背景之下，預計外盤波動不大。

風險提示：經濟下行超預期，疫情超預期

1 大宗商品价格反弹，股债小双牛短期承压

继国常会5月份三次提到关注大宗商品价格之后，大宗商品价格大幅回调，5月12日-5月26日南华工业品指数累计下行10%，之后政策力度有所放松，南华工业品指数自5月27日开始反弹，已累计上行约5%。商品的再度上行再次引起市场对通胀预期上行的担忧，股债走弱，债市反应相对滞后，收益率先降后升，此前的股债小双牛走势承压。上周，沪深300指数累计收跌0.73%，10年期国债收益率累计上行1BP，南华工业品指数累计上行2.22%。

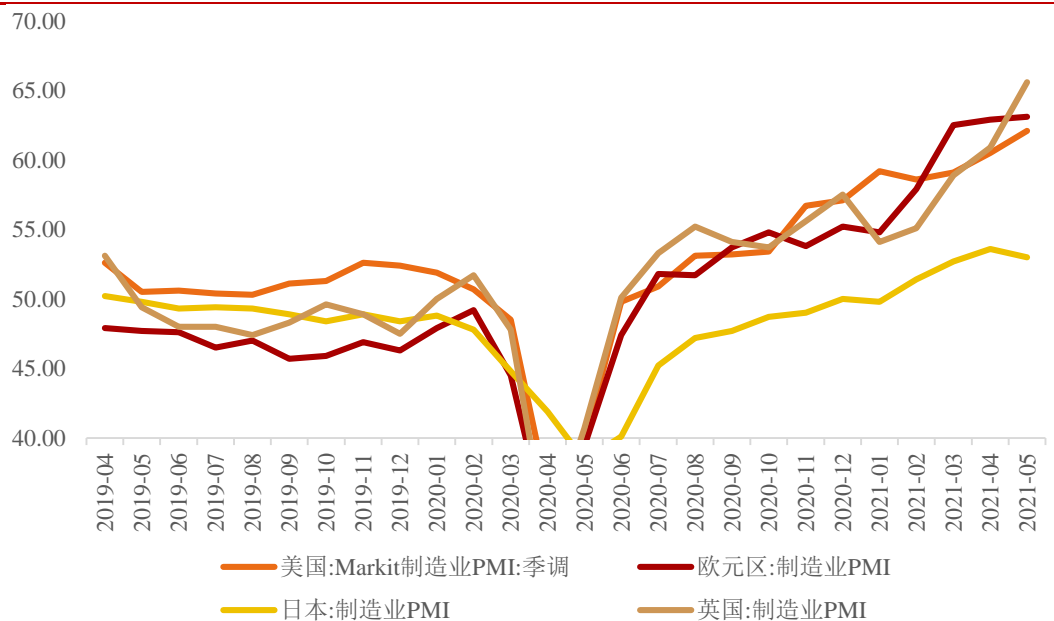
图1：大宗商品价格反弹，股债走弱



资料来源：Wind, 首创证券

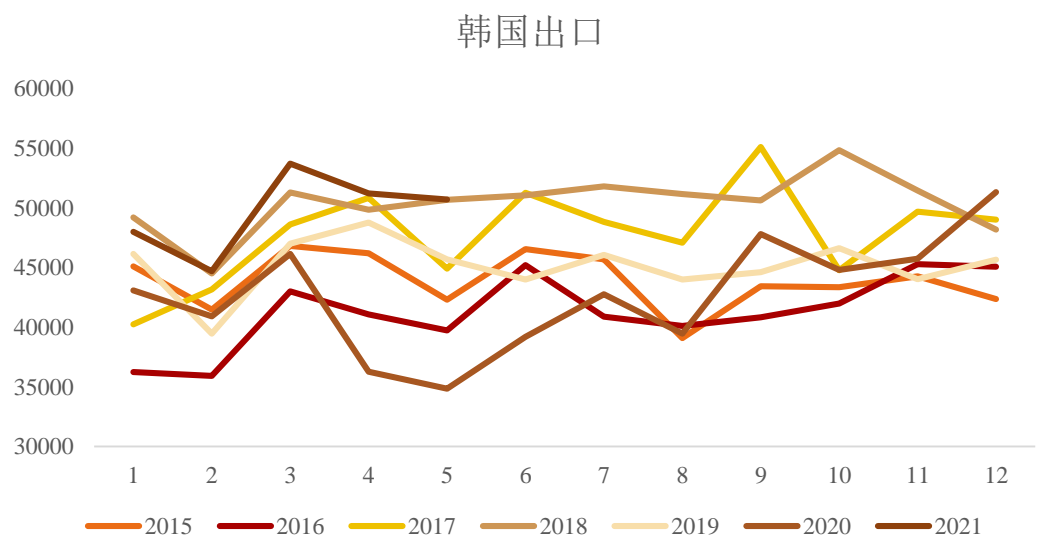
外需的强弱对于市场后续走势的判断极为关键。我们认为，全球工业需求正在摸顶。从海外高频数据来看，除英美制造业PMI仍在快速上升外，日本和欧元区的制造业PMI增速放缓甚至已经见顶回落。韩国和越南的出口数据均与4月大致持平，出口集装箱运价指数和BDI指数一升一降走势持续，多方面数据走势出现分歧。另外，美国经济相关的多个高频指标已有见顶迹象，美国4月工厂订单环比下跌0.6%，低于市场预期的-0.2%以及修正前值1.4%，此前美国制造业新订单已经连续11个月出现增长；红皮书商业零售指数和纽约联储每周经济活动指数上冲暂缓，连续多周保持高位震荡；费城联储制造业指数5月大幅回落，Sentix投资信心指数走势趋缓。综合以上，我们认为全球工业需求正在摸顶，预计在2-3个月内见顶，届时，工业金属价格或迎来拐点。

图 2：主要经济体制造业 PMI 走势出现分歧



资料来源: Wind, 首创证券

图 3：韩国 5 月份出口与 4 月基本持平（单位：百万美元）

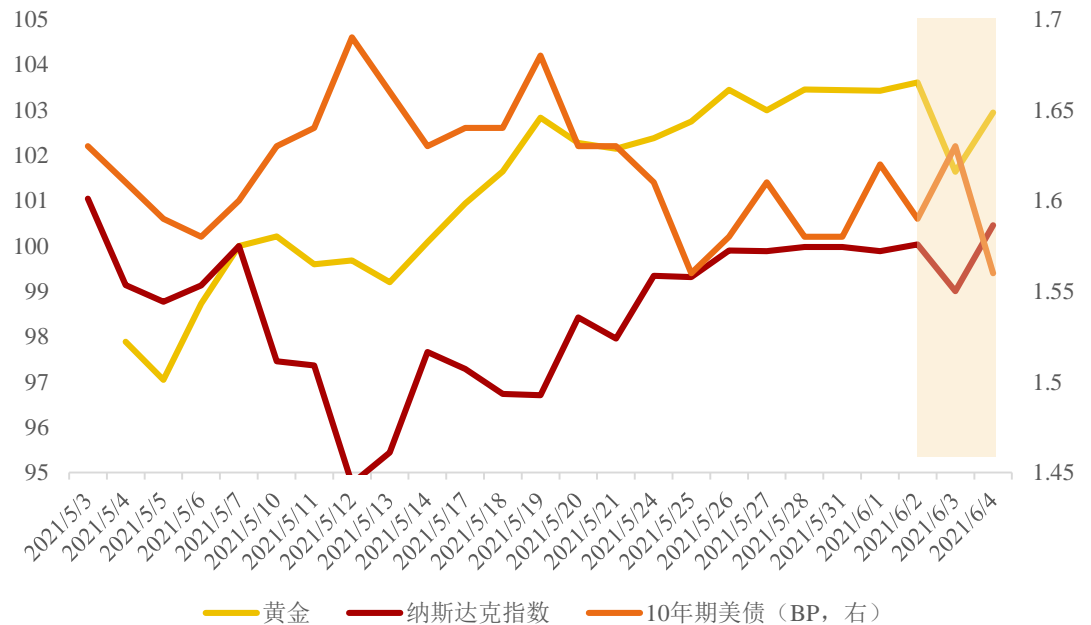


资料来源: Wind, 首创证券

美国就业数据是市场关注的重点，也是美联储 taper 的关键参考因素。强 ADP 和弱非农的分歧使市场走势出现大幅震荡。美国 5 月 ADP 就业人数增加 97.8 万，预期增加 65 万，数据公布当天（2021.6.3），10 年美债收益率上行 4BP，纳指收跌 1.03%，次日（2021.6.4）公布非农数据，5 月份非农就业人数增加 55.9 万人，预期 67.5 万人，非农就业不及预期与 ADP 数据大超预期形成强烈反差，缓解了市场对美联储紧缩的担忧，市场走势反转，10 年美债收益率大幅下行 7BP，纳指收涨 1.47%。非农就业不及预期有可能是前期巨额财政补贴导致就业意愿的下降引起的，目前已有多个州宣布收紧财政补贴，6 月随着财政补贴的结束，居民就业意愿或将大幅增加，届时就业数据或将会迎来一轮

大爆发，美联储 taper 的时点或将进一步清晰。

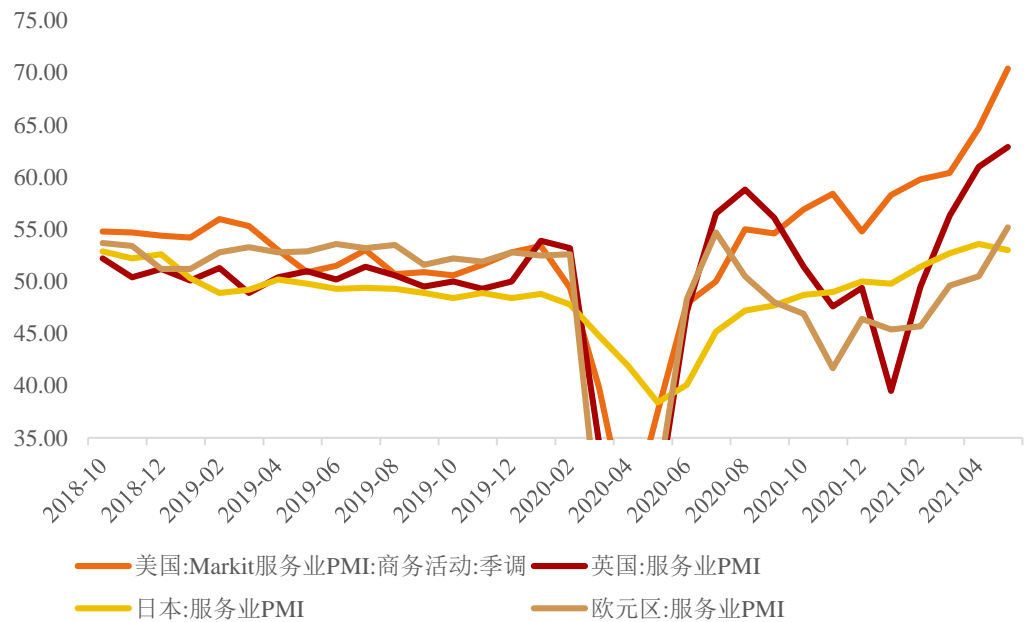
图 4: ADP 以及非农就业数据分别于 6.3 和 6.4 公布后，主要资产价格出现明显波动



资料来源: Wind, 首创证券

服务业需求方面，欧美服务业 PMI 仍在快速冲高，5 月美国服务业 PMI 大幅上行 5.7 个百分点至 70.4%，欧元区服务业大幅上行 4.7 个百分点至 55.2%。从非农就业数据分项来看，5 月休闲酒店行业新增就业人数领先，其中餐饮业占比高达 2/3。服务业的走高对原油价格形成支撑，过去一周，原油价格累计上行幅度高达 4.51%，后续随着服务业的持续修复，原油价格上行仍有动力。

图 5：欧美服务业 PMI 仍在冲高

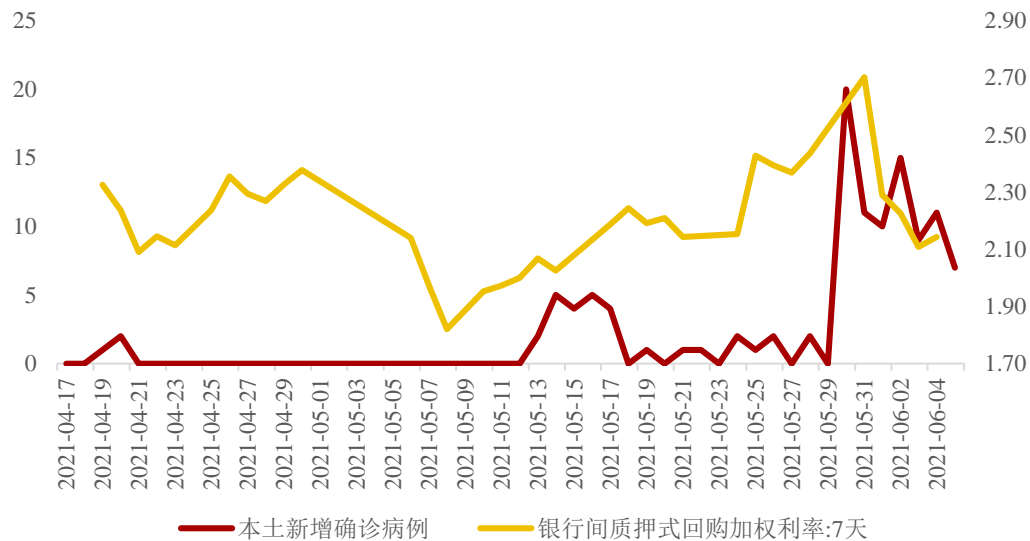


资料来源：Wind, 首创证券

与此前大宗商品价格单边上涨的趋势不同，当前市场多空因素交织，商品整体呈现震荡走势。往后看，全球工业需求可能在未来 2-3 个月内见顶，工业金属价格如同末日黄昏，在服务业需求的支撑下油价见顶则可能更晚一些。

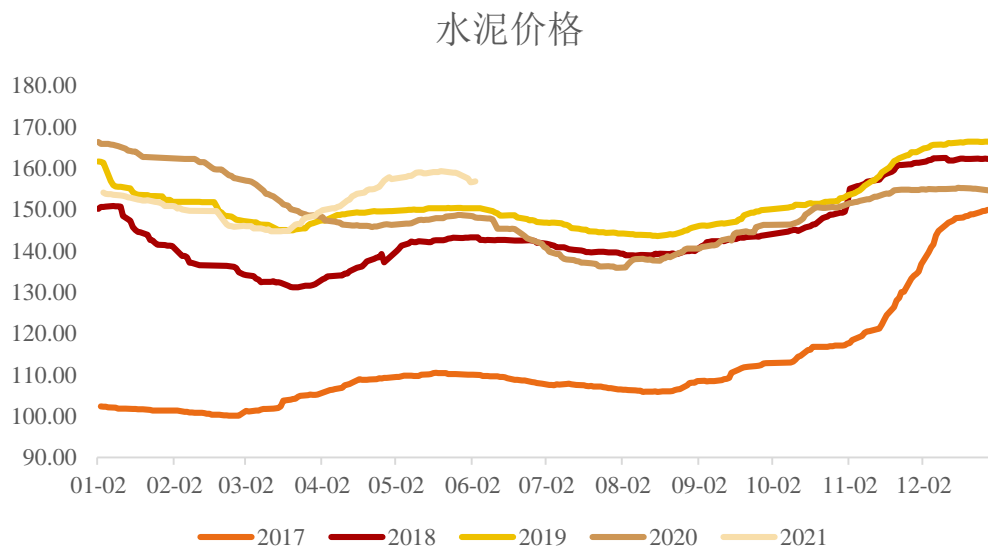
国内方面，广州疫情的扰动使货币宽松短期持续，上周随着疫情有所缓解，流动性有边际收紧的趋势，短期内疫情的走势仍是影响流动性的关键因素之一。从高频数据来看，内需走弱趋势不断得到验证，制造业 PMI 持续走低，水泥价格指数近两周冲高回落，房地产压降明显。在整体政策偏紧的背景下，外需的回落将使经济下行压力加大。货币宽松的中期趋势不变，股债小双牛短期会有波折，但中期仍将延续。

图 6：随着广州疫情缓解，流动性有边际收紧的趋势



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：水泥价格高位回落



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_19931



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn