

政策博弈阶段，商品或震荡运行

摘要

一、三孩政策加速到来。政治局召开会议，审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，会议要求“依法组织实施三孩生育政策”。这是继 2013 年单独二孩、2016 年全面两孩以后的第三次提出放开生育的政策。三孩政策突然加速远超市场预期，对中国未来人口结构再度改善将具有积极作用；但应注意的是，三孩政策或更有助于中高收入人群释放生育潜力，普遍性首胎生育率持续大幅下滑的经济因素更值得高度重视。实际上，近年来生活成本抬升、房价过高等经济问题始终是制约人口生育率的重要因素，因此，提高人口生育率需要一系列经济改革政策的配套实施，任重而道远。

二、央行再度发力，人民币升值速度或放缓。央行决定自 6 月 15 日起，将外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%。去年 10 月以来，央行采取了一系列措施来调控汇率走势，包括将远期售汇风险准备金率再次重置为 0、提高境内企业境外放款上限等；同时，央行先后下调了金融机构和企业的跨境融资上限，加强对跨境融资的宏观审慎监管。近期公布的国际收支数据显示，境外资本加速流入中国，上调外汇准备金率将有助于收紧境内外汇市场流动性，推升境内外汇资金的拆借成本，抑制投机性资本流入，将有助于缓解人民币升值压力。不过，综合考虑基本面和消息面等因素，中期人民币升贬值的因素都存在，预计人民币双向波动的幅度可能加大。

三、美国非农不及预期，美联储 Taper 预期降温。美国 5 月季调后非农就业人数增加 55.9 万人，逊于预期的增加 67.4 万人。连续两月的非农就业不及预期，可能与美国大规模财政刺激（慷慨的失业补贴降低就业意愿）、部分州尚未完全解封等因素有关。尽管美国短期的通胀压力大幅升高，但自 2020 年以来，美联储已经调整了货币政策框架，平均通胀目标意味着美联储对通胀的关注下降，短期内就业市场才是美联储关注的重点，而 4、5 月份连续两月的非农就业不及预期，或拖累美联储 Taper 的步伐。不过，6 月以来，美国已有半数州取消每周 300 美元的额外失业救济，能否提振居民工作意愿值得观察。

四、政策博弈阶段，商品或震荡运行。一方面，全球经济同步复苏，短期通胀压力持续升高，这给大宗商品带来支撑；另一方面，市场对主要经济体的央行政策预期正在发生变化，这加剧了商品的波动。例如一旦美国就业数据好预期，市场对美联储提前 Taper 的预期就会升温，商品往往走弱；反之，商品则会走强。因此，我们认为当前基本面矛盾并不突出，缺乏主线逻辑，市场进入新的政策博弈阶段，商品或震荡运行，重点关注全球央行对未来政策走向的指引。

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

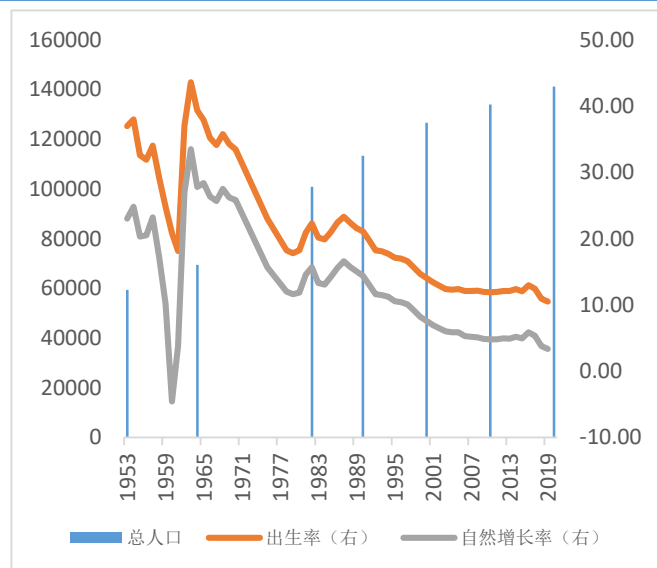
1、三孩政策加速到来

中共中央政治局5月31日召开会议，审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，会议强调要贯彻落实“积极应对人口老龄化国家战略”，提出稳妥实施“渐进式延迟法定退休年龄”；会议要求“依法组织实施三孩生育政策”。这是继2013年单独二孩、2016年全面两孩以后的第三次提出放开生育的政策。

根据七普数据，我国出生人口数量和出生率将持续走低。2020年，我国出生人口1200万人，比上年减少超200万，总和生育率降至1.3，远低于2.1的世代更替水平。同时，我国老龄化进程逐步加快，60岁及以上人口有2.6亿人，比重达到18.7%。其中，65岁及以上人口1.9亿人，比重达到13.5%，逐步向欧美发达国家靠拢。

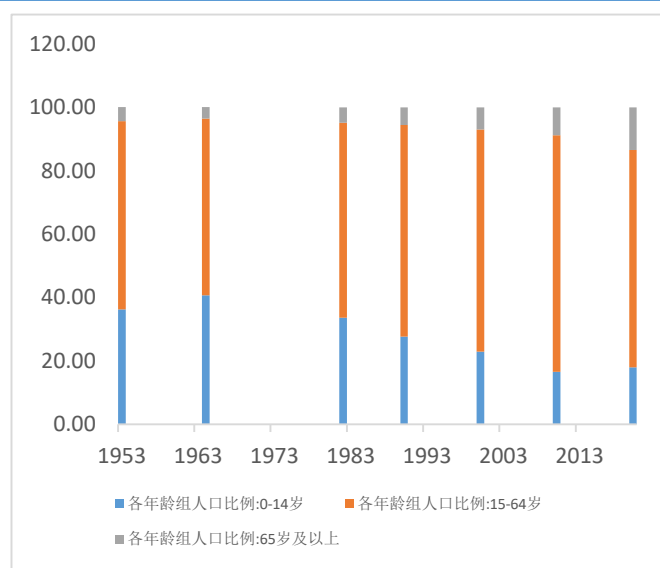
三孩政策突然加速远超市场预期，对中国未来人口结构再度改善将具有积极作用；但应注意的是，三孩政策或更有助于中高收入人群释放生育潜力，普遍性首胎生育率持续大幅下滑的经济因素更值得高度重视。实际上，近年来生活成本抬升、房价过高等经济问题始终是制约人口生育率的重要因素，因此，提高人口生育率需要一系列经济改革政策的配套实施，任重而道远。

图表1：总人口增长放缓



数据来源：Wind

图表2：老龄化进程逐步加快



数据来源：Wind

2、央行再度出手，人民币升值速度或放缓

5月31日，央行决定自6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。去年10月以来，央行采取了一系列措施来鼓励藏汇于民，包括将远期售汇风险准备金率再次重置为0、提高境内企业境外放款上限等。同时，央行先后下调了金融机构和企业的跨境融资上限，加强对跨境融资的宏观审慎监管。近期公布的国际收支数据显示，境外资本

加速流入中国,上调外汇准备金率将有助于收紧境内外汇市场流动性,推升境内外汇资金的拆借成本,抑制投机性资本流入,将有助于缓解人民币升值压力。不过,综合考虑基本面和消息面等因素,中期人民币升贬值的因素都存在,预计人民币双向波动的幅度可能加大。

图表 3: 人民币汇率双向波动或加剧



数据来源: wind

3、美国非农不及预期

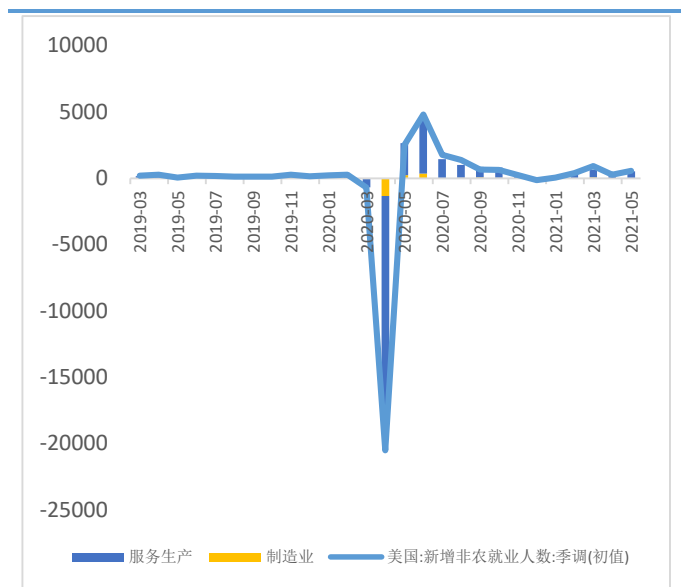
美国 2021 年 5 月季调后非农就业人数增加 55.9 万人,逊于预期的增加 67.4 万人;失业率为 5.8%,好于预期的 5.9%。劳动参与率 61.6%、不及预期 61.8%;同时,时薪收入环比增长 0.5%、每周工作时长 34.9 小时,双双维持高位。受就业不及预期影响,数据公布后,10Y 美债回落超 7bp,黄金大涨 1.2%,美股高开高走,显示市场对美联储转紧的担忧有所减弱。

4 月、5 月连续两月的非农就业不及预期,可能与美国大规模财政刺激、部分州尚未完全解封等因素有关。拜登政府慷慨发钱使得部分居民不工作的收入超过工作收入,就业意愿随之大幅下降(劳动参与率停滞不前)。与此同时,变异病毒导致部分居民担忧感染风险,以及纽约、佛罗里达等就业大州未完全解封,也影响了整体就业修复进程。往后看,6 月以来,美国已有半数州取消每周 300 美元的额外失业救济,其对提振居民工作意愿的效用值得观察。

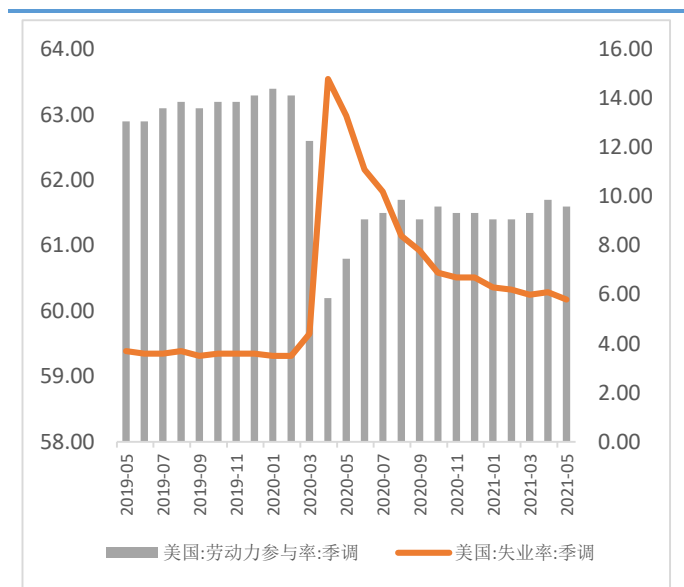
我们在前期的报告中分析过,美国短期的通胀压力持续升温,尤其是随着疫情的改善,服务业复苏带动服务价格的提升将进一步抬升美国的通胀水平。不过,自 2020 年以来,美联储已经调整了货币政策框架,平均通胀目标意味着美联储对通胀的关注下降,短期内就业市场才是美联储关注的重点,而 4、5 月份连续两月的非农就业不及预期,或拖累美联储 Taper 的步伐。从就业结构来看,服务业仍是就业恢复的重点,需关注部分州取消失业补贴后就业恢复情况。

图表 4: 美国非农数据远不及预期

图表 5: 美国失业率持续下降



数据来源: Wind



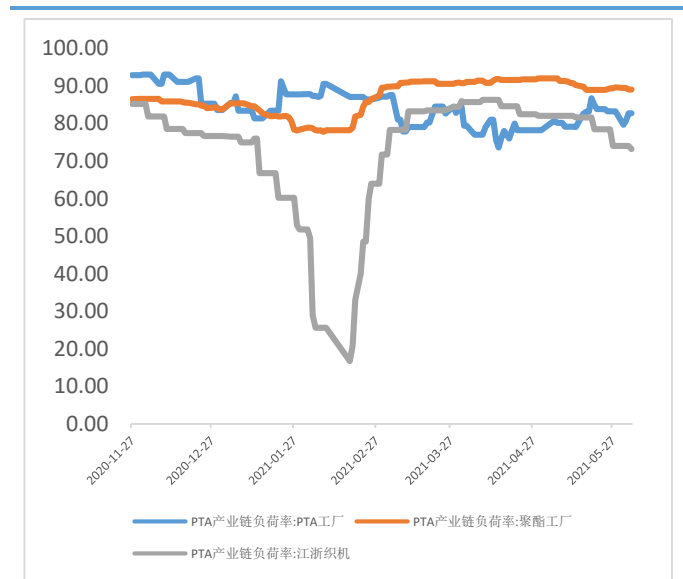
数据来源: Wind

2) 工业生产基本平稳运行

化工: 需求小幅回暖, 生产稳中有落。需求方面, 聚酯产业链需求小幅回暖, 本周 PTA 产业链产品价格集体回升, PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步反弹。生产端, 本周 PTA 产业链负荷率涨跌互现, 保持平稳运行, 其中, PTA 开工率小幅回落至 82.65%, 聚酯工厂负荷率小幅回落至 88.99%, 江浙织机负荷率小幅回落至 73.15%。

钢铁: 生产小幅回落, 需求仍有韧性。本周全国高炉开工率基本持稳, 小幅回落至 62.29%, 短期来看, 在保供和环保相互制约下, 预计钢材产量有望保持平稳。长期来看, 碳达峰、碳中和背景下, 压减粗钢产量的大趋势将持续压制钢材生产。价格大幅下跌后, 下游补库需求增加, 本周钢材表需有所回暖, 钢材库存继续去化, 不过, 高温多雨季节影响项目开工, 下游需求或将继续逐步走弱。本周钢材价格回升, 吨钢利润略有改善。

图表 6: PTA 产业链负荷



数据来源: Wind

图表 7: 钢厂高炉开工率



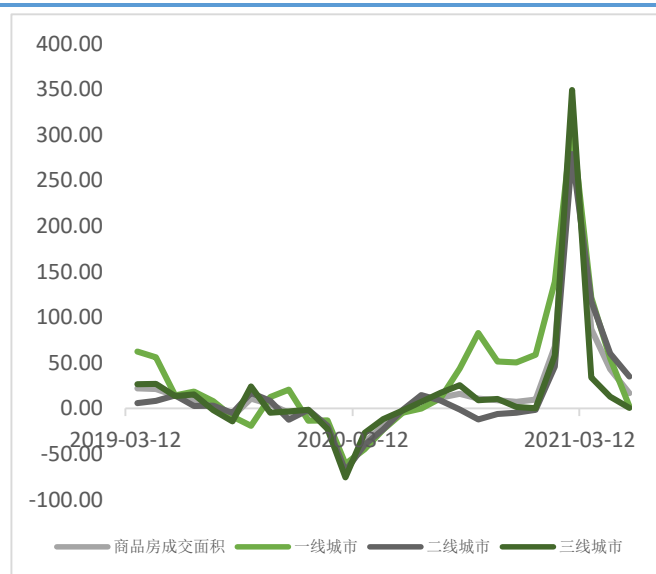
数据来源: Wind

3) 地产销售月环比下降，汽车零售同比增长

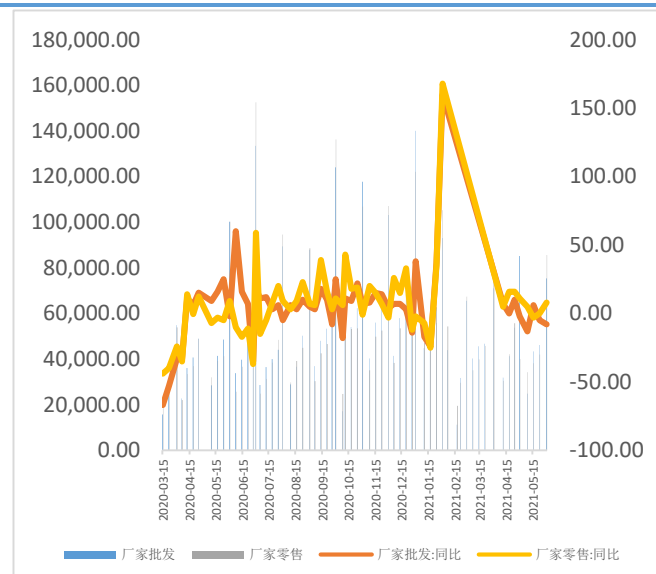
5月地产销售月环比下降。5月，30个大中城市商品房成交面积同比增长16.96%，增速较4月大幅下降（环比4月下降0.23%），其中，一、二、三线城市同比增速分别为2.50%、35.02%和0.52%；土地成交降幅扩大，上周100个大中城市成交土地占地面积环比降幅扩大至-20.78%，一、二、三线城市环比增速分别为108.02%，-14.02%，-48.84%。

乘用车销售同比增长，生产保持低位运行。乘联会数据显示，截至6月3日，5月第四周的市场零售日均8.56万辆，乘用车零售销量同比增长8%，环比四月同期保持不变。缺芯问题持续发酵，汽车生产保持低位，截至6月3日，当周半钢胎开工率为59.98%。

图表8：30大中城市地产销售情况：月同比增速



图表9：当周日均销量：乘用车



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，本周食品价格继续回落，其中，蔬菜均价环比上一周小幅下跌1.85%，猪肉平均价格继续下跌，环比上周下跌5.08%。

2) 通胀压力有限，CPI或继续温和回升。5月以来食品价格继续走低，高基数叠加需求疲软，CPI或继续温和回升。

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_19977

