

重要时点临近，政策预期左右市场

摘要

一、出口仍然维持较高景气度。5月，以美元计价，出口同比27.9%，前值32.3%，进口同比51.1%，前值43.1%，贸易顺差455亿美元，前值429亿美元。5月出口同比增速虽然较前值小幅下滑，但环比增速基本持平，当前主要经济体的经济仍然持续复苏，美国、欧元区制造业PMI仍然处于60%以上的高位，且较前值均有所上升，外需仍然较强。同时，虽然全球疫情有所好转，但南亚等部分地区受疫情影响，工业生产依旧受限，中国的出口“替代效应”仍在。因此，中国的出口短期依旧具有较强的支撑。

二、融资结构延续分化，社融增速继续下滑。5月新增人民币贷款1.50万亿，预期值1.42万亿；M2同比增长8.3%，预期值8.1%；新增社融1.92万亿，预期值2.11万亿。1) 信贷整体表现不弱，结构持续优化，企业中长期贷款表现强势，表明当前的信贷环境整体平稳，货币政策并未出现边际收紧的迹象，体现出总量平稳，结构优化的调控思路。2) 5月社融增速同比降至11%，较上月下行0.7个百分点。抛开基数原因，实体融资需求走弱是社融增速下行的主要原因，而政府债发行节奏缓慢、信用市场遇冷在短期加剧了社融回落的风险。不过，未来随着基数效应减弱，以及政府债券发行的加速，社融增速回落的斜率将放缓。

三、美国通胀持续超预期上行。美国5月CPI同比上升4.9%，超过预期的4.7%；核心CPI同比上升3.8%，超过预期的3.5%。二季度美国通胀持续走高更多是受商品价格上涨推动的，随着美国消费复苏的重心开始从商品消费切换至服务消费，服务价格将更多影响三季度美国的通胀水平。而受高额的失业补贴和疫情反复等因素的影响，美国劳动力供给存在不足，服务价格存在上涨的风险，美国三季度通胀或将持续维持高位。不过，2020年以来，美联储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。事实上，从市场反应来看，CPI数据发布后美债跌，黄金、美元涨，通胀预期快速升温，但不久后市场就开始出现反转走势。此外，在5月非农数据公布之后，市场对2023年底加息的预期就有所回落。

四、季节性需求淡季，政策预期左右市场。高温多雨季节是传统的需求淡季，钢材、铜等部分商品需求走弱，不过，市场对政策预期的博弈左右了行情走势，一方面，百年大庆临近，国内环保、安检升级，钢材、煤炭等生产受阻，供给再度面临紧势；另一方面，美联储的Taper预期跟随经济数据的变化而快速切换，加剧了行情的波动，重点关注6月美联储议息会议对Taper预期的指引。总的来看，短期国内外政策不明，供需同时面临扰动，行情波动较大，建议观望为主。

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

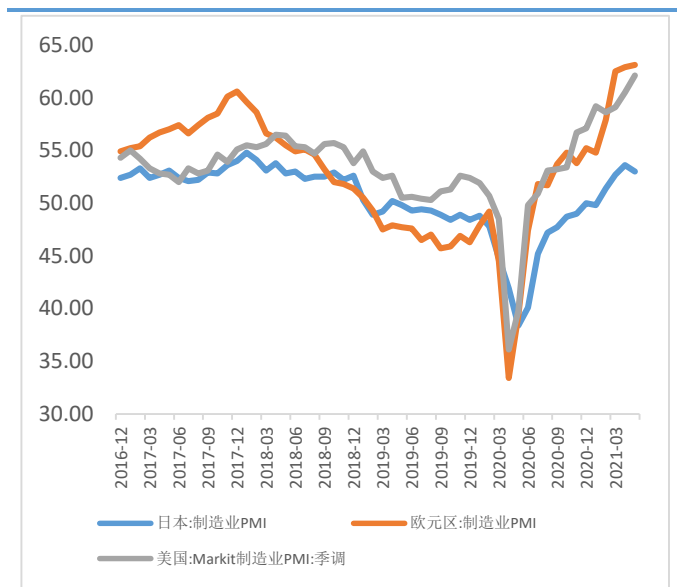
1、出口维持较高的景气度，进口增速持续走高

据海关总署统计，2021年5月，以美元计价，出口同比27.9%，前值32.3%，进口同比51.1%，前值43.1%，贸易顺差455亿美元，前值429亿美元。出口仍然维持较高景气度，进口受价格以及基数的影响较大。

1) 出口仍维持较高的景气度。5月出口同比增速虽然较前值小幅下滑，但环比增速基本持平，当前主要经济体的经济仍然持续复苏，美国、欧元区制造业PMI仍然处于60%以上的高位，且较前值均有所上升，外需仍然较强。同时，虽然全球疫情有所好转，但南亚等部分地区受疫情影响，工业生产依旧受限，中国的出口“替代效应”仍在。因此，中国的出口短期依旧具有较强的支撑。

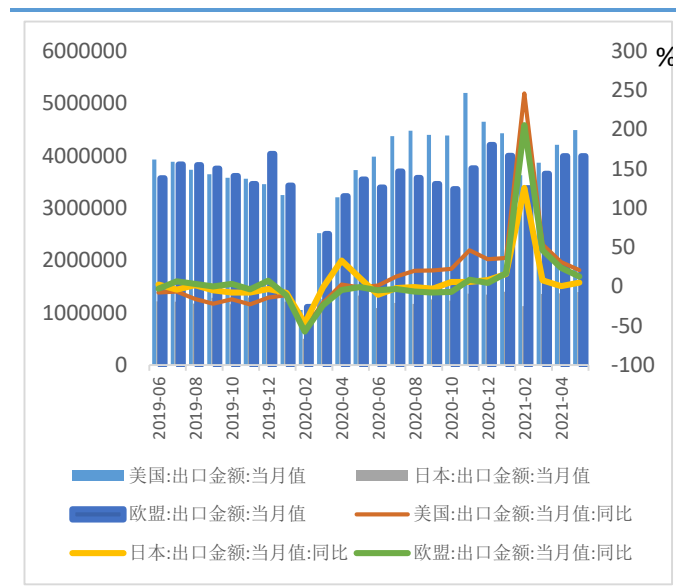
2) 价格和基数因素令进口增速持续走高。5月进口增速大幅提升，一方面是去年疫情因素导致基数较低，另一方面，全球大宗商品价格集体上涨。往后看，国内经济复苏接近顶点，内需修复速度有所放缓，同时，大宗商品涨价动力减弱，价格因素对进口的影响后期可能会有所下降。

图表 1：主要经济体经济维持高景气度



数据来源：Wind

图表 2：对主要经济体的出口增长



数据来源：Wind

2、融资结构延续分化，社融增速继续下滑

5月我国新增人民币贷款1.50万亿，预期值1.42万亿；M2同比增长8.3%，预期值8.1%，超出市场预期。新增社融1.92万亿，预期值2.11万亿，低于市场预期。

1) 社融增速继续回落。5月社融增19200亿元，同比少增12666亿元，除股票融资外，其他分项指标均出现同比少增的情况，其中，政府债、企业债以及非标融资等分项成为社融回落的主要拖累。一是，受去年积极财政政策造成的高基数影响，5月政府债融资同比少增4661亿元，成为社融回落的最大拖累。今年地方债整体发行节奏偏缓慢，尽管近期发债规模逐月回升，但截至5月的累计发行

总量却仅完成全年限额的 21.91%，明显慢于往年同期水平。不过，随着下半年发行节奏的恢复，以及项目储备的不断完善，预计地方债发行的高峰将推迟至三季度。二是，今年以来，在严监管背景下，城投和地产类融资审核趋严，叠加市场对近期信用风险事件的担忧，企业债净融资自 2018 年 5 月以来首次转负。未来在信用风险事件陆续暴露以及严监管的条件下，预计企业债券融资将维持低位。三是，今年延续了 2018 年以来对非标的压降态势，5 月非标融资净减少 2629 亿元。

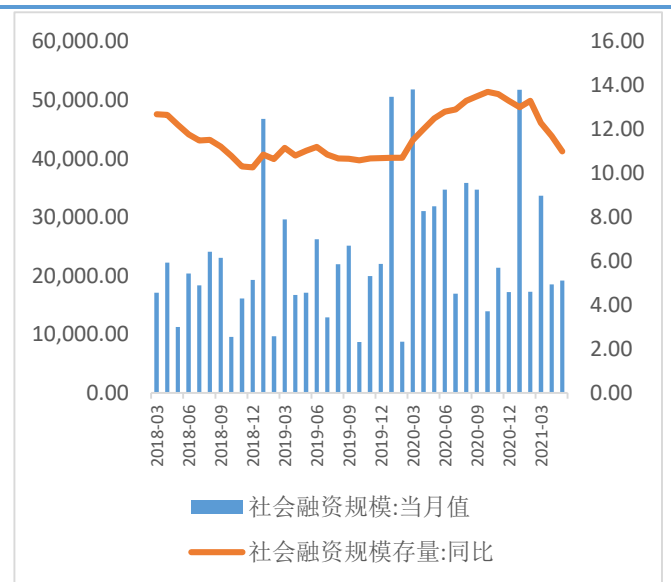
5 月社融增速同比降至 11%，较上月下行 0.7 个百分点。抛开基数原因，实体融资需求走弱是社融增速下行的主要原因，而政府债发行节奏缓慢、信用市场遇冷在短期加剧了社融回落的风险。不过，未来随着基数效应减弱，以及政府债券发行的加速，社融增速回落的斜率将放缓。

2) 信贷整体表现不弱，结构持续优化。5 月新增信贷 1.5 万亿，同比多增 143 亿，比 2019 年同期多增 3127 亿。企业部门新增信贷 8057 亿元，其中，中长期贷款新增 6528 亿元，同比多增 1223 亿元，延续了年初以来的强势增长，这主要与监管引导金融机构支持制造业有关。居民部分新增信贷 6232 亿，居民短期贷款和中长期贷款同比分别少增 575 亿元和 236 亿元，前者体现出居民的消费意愿不高以及监管对消费贷的严查，后者与房地产市场调控趋紧有关。

总的来看，当前的信贷环境整体平稳，货币政策并未出现边际收紧的迹象，体现出总量平稳，结构优化的调控思路。

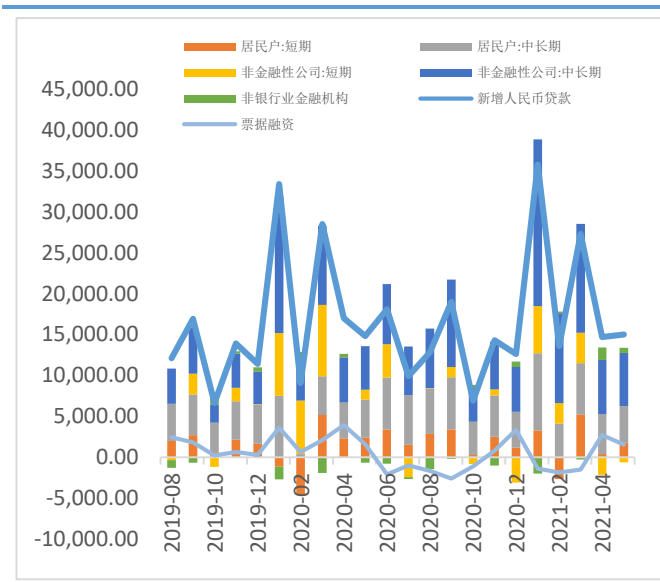
3) M2-M1 剪刀差扩大。5 月 M2 同比增速环比扩大 0.2 个百分点至 8.3%，高于市场预期值 8.1%，主要受到当月财政支出力度加快的影响。M1 增速环比下降 0.1 个百分点至 6.1%，M2 与 M1 间的剪刀差扩大至 2.2%。

图表 3：社融增速继续下滑



数据来源：Wind

图表 4：信贷结构继续优化



数据来源：Wind

3、美国通胀持续超预期上升

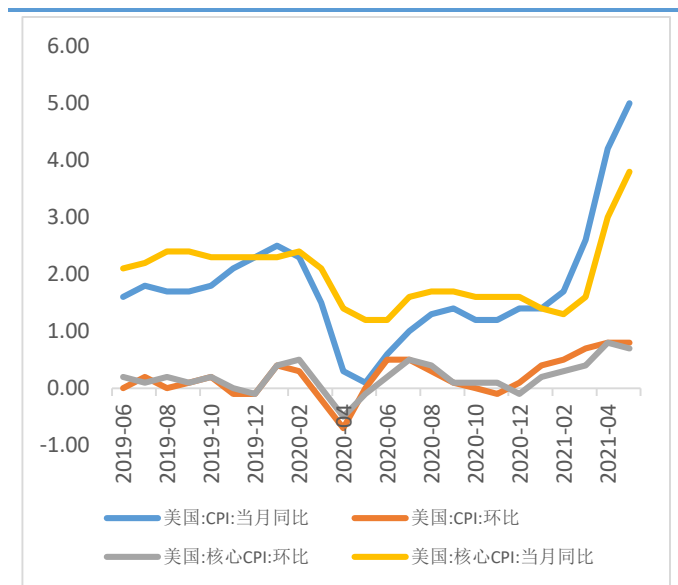
美国 5 月 CPI 同比上升 4.9%，超过预期的 4.7%；核心 CPI 同比上升 3.8%，超过预期的 3.5%。

美国通胀持续超预期回升，除了与去年同期低基数因素有关外，还与油价走高，汽车、租房等价

格上涨有关。事实上，二季度美国通胀持续走高更多是受商品价格上涨推动的，随着美国消费复苏的重心开始从商品消费切换至服务消费，服务价格将更多影响三季度美国的通胀水平。受高额的失业补贴和疫情反复等因素的影响，美国劳动力供给存在不足，服务价格存在上涨的风险，美国三季度通胀或将持续维持高位。

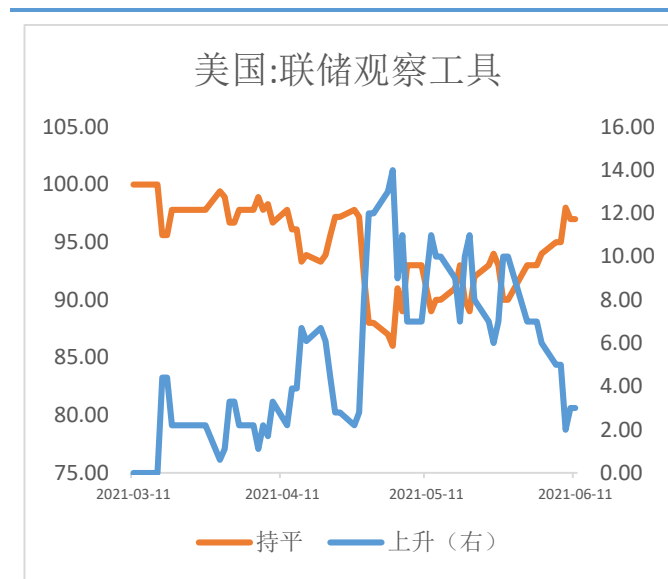
不过，2020 年以来，美联储调整了货币政策框架，平均通胀目标意味着美联储对通胀的关注下降，短期内就业市场才是美联储关注的重点。事实上，从市场反应来看，CPI 数据发布后美债跌，黄金、美元涨，通胀预期快速升温，但不久后市场就开始出现反转走势。此外，在 5 月非农数据公布之后，市场对 2023 年底加息的预期就有所回落。

图表 5：美国通胀持续超预期回升



数据来源：Wind

图表 6：下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性



数据来源：Wind

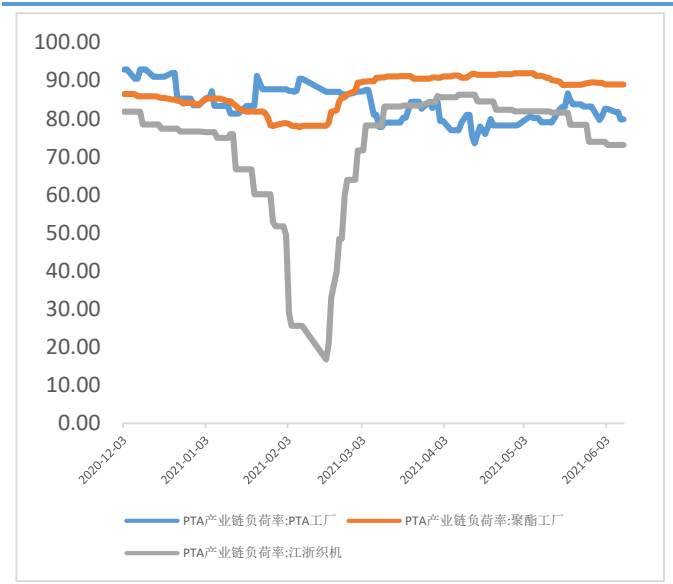
2) 工业生产平稳运行

化工：需求季节性走弱，生产基本平稳。需求方面，聚酯产业链需求季节性走弱，本周 PTA 产业链产品价格再度下行，PTA 小幅回升，涤纶 POY、聚酯切片价格再度走弱。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 79.82%，聚酯工厂负荷率持平于 88.99%，江浙织机负荷率持平于 73.15%。

钢铁：生产小幅回落，需求季节性走弱。本周环保、安检趋严，限产活动有所增加，全国高炉开工率进一步回落至 61.74%，百年大庆临近，限产或进一步升级，预计钢材产量或稳中有落。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。高温多雨季节影响项目开工，下游需求季节性走弱，本周钢材库存由降转增。本周钢材价格回升，吨钢利润略有改善。

图表 7：PTA 产业链负荷

图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源: Wind



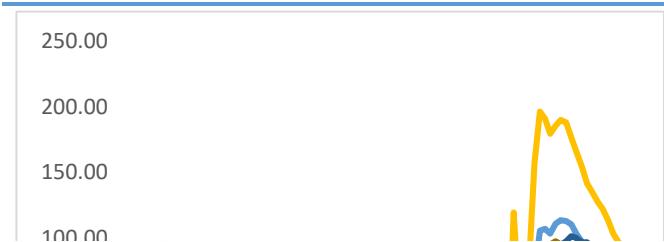
数据来源: Wind

3) 地产销售周环比下降, 汽车零售保持平稳

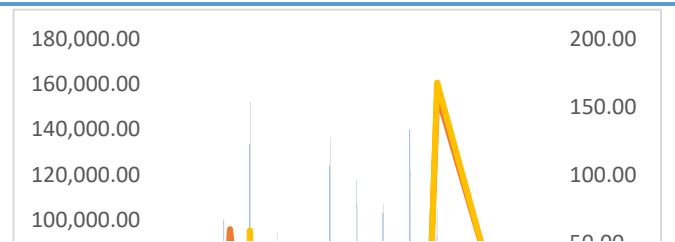
地产销售周环比下降。截至 6 月 9 日, 30 大中城市商品房成交面积周环比下降 18.47%, 按均值计算, 月同比上升 1.92%, 一、二、三线城市月同比增速分别为 29.65%、5.15%和-18.53%; 土地成交降幅扩大, 上周 100 个大中城市成交土地占地面积环比降幅扩大至-22.44%, 一、二、三线城市环比增速分别为-44.26%, -13.92%, -32.14%。

乘用车销售保持平稳, 生产保持低位运行。乘联会数据显示, 截至 6 月 10 日, 6 月第一周的市场零售日均 2.5 万辆, 同比去年 6 月第一周下降 7%, 表现相对平稳。缺芯问题持续发酵, 汽车生产保持低位, 截至 6 月 10 日, 当周半钢胎开工率为 58.66%。

图表 9: 30 大中城市地产销售



图表 10: 当周日均销量: 乘用车



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_20210

