

需求走弱叠加美联储转鹰，大宗商品调整压力加大

摘要

一、经济复苏持续放缓，向上动能较弱。从两年平均增速的角度来看，5月份的经济基本延续稳定复苏的趋势，但节奏明显放缓，低于市场的预期。往后看，经济复苏或继续放缓，向上的动能较弱。一方面，内需边际走弱的压力有所提升，今年稳增长的压力不大，各地财政不着急发力，同时结构性调整持续推进，体现为基建投资回升乏力，地产遭受压力；同时，居民的消费能力未能有效释放，社会消费依旧疲软；另一方面，外需尽管保持强劲，但由于商品大幅涨价，导致进口增速明显提升，净出口对经济的拉动减弱。

二、财政收入平稳增长，地方专项债发行节奏偏慢。扣除掉低基数后，1-5月公共财政收入增速依旧保持高于往年的季节性，企业所得税和增值税对5月的财政税收收入增长贡献较大，表明我国经济的持续复苏带动企业生产的恢复，以及PPI上涨对企业盈利改善的支撑。尽管1-5月财政支出增速仅为3.6%，但已经完成全年预算的37%，节奏上略快于去年；农林水事务和交通运输成为公共财政支出的主要拖累，稳定经济和社会发展用途的社会保障和就业支出继续维持稳定增长，表明今年的财政支出继续向民生倾斜。值得注意的是，截至6月15日，累计发行新增地方政府债券占已下达限额的30%，其中一般债4205亿元，占已下达限额的53%；专项债8645亿元，占已下达限额的25%。与往年相比，今年地方政府专项债发行进度偏慢。这可能与今年的稳增长压力不大，优质项目储备不足有关，预计第三季度的发行速度将会有所提升。

三、美联储政策收紧预期升温。美联储公布了6月议息会议决议，与市场预期一致，基准利率和购债规模维持不变，上调了隔夜逆回购（ON RRP）和超额准备金（IOER）利率。此次会议声明措辞和经济预测较以往都更加乐观，同时FOMC委员大幅上调了2023年加息预期。总的来看，美联储6月议息会议较市场预期更加鹰派，类似于2013年，我们预计美联储或从下次FOMC会议开始正式讨论缩减QE，然后在今年12月或者明年1月发布声明缩减QE，但正式的开启缩减QE料从明年上半年开始。

四、需求走弱，美联储转鹰，商品调整压力加大。从宏观到产业，可以形成共识的是钢材、铜等部分大宗商品需求存在走弱的迹象，而随着经济复苏放缓，其他大宗商品或也将面临同样的问题。尽管环保、安检、抛储等政策行为可能会对商品供需造成扰动，但这些更多是短期的行为。同时，美联储释放超预期的鹰派信息，政策收紧预期将打击市场的乐观情绪。因此，我们认为大宗商品短期可能面临一定的调整压力，但供给紧缺的问题仍未解决，或限制大宗商品的跌幅。

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

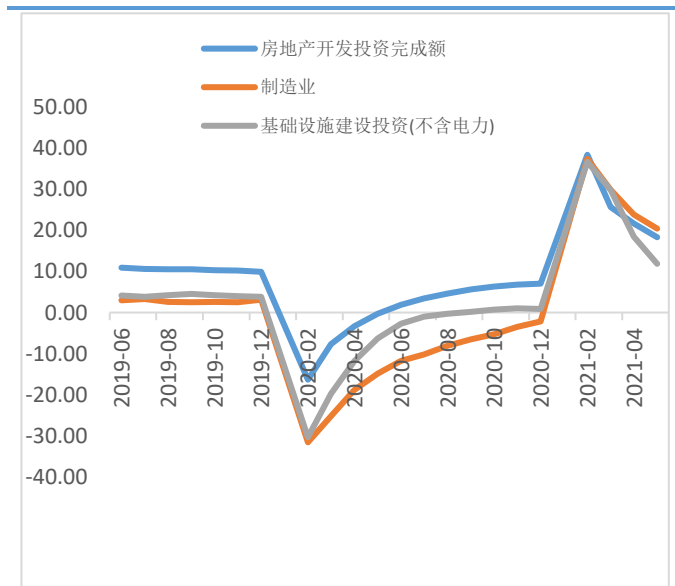
1、经济复苏持续放缓，向上动能较弱

5 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 8.8%，两年平均增长 6.6%（较前值回落 0.2 个百分点）；社会消费同比增长 12.4%，两年平均增速为 4.5%（较前值回升 0.2 个百分点）；1-5 月，固定资产投资累计同比增长 15.4%，两年平均增长 4.2%（较前值回升 0.3 个百分点），其中，制造业投资同比增长 20.4%，两年平均增速由 1-4 月份下降转为增长 0.6%（前值为下降 0.4%）；房地产开发投资同比增长 18.3%，两年平均增长 8.6%（较前值回升 0.2 个百分点）；基础设施投资同比增长 11.8%，两年平均增长 2.6%（较前值回升 0.2 个百分点），

从两年平均增速的角度来看，5 月份的经济基本延续稳定复苏的趋势，但节奏明显放缓，低于市场的预期。从生产端来看，工业生产稳中有落，上下游出现分化；从需求端来看，全球经济同步复苏，外需支撑较强，出口保持高增长；固定资产投资稳中有升，制造业维持回升势头、地产韧性较强、基建改善有限；社会消费依旧较弱，服务类消费继续修复但商品消费偏弱。

往后看，经济复苏或继续放缓，向上的动能较弱。一方面，内需边际走弱的压力有所提升，今年稳增长的压力不大，各地财政不着急发力，同时结构性调整持续推进，体现为基建投资回升乏力，地产遭受压力；同时，居民的消费能力未能有效释放，社会消费依旧疲软；另一方面，外需尽管保持强劲，但由于商品大幅涨价，导致进口增速明显提升，净出口对经济的拉动减弱。

图表 1：三大门类投资增速



数据来源：Wind

图表 2：消费依旧疲弱



数据来源：Wind

2、财政收入平稳增长，地方专项债发行节奏偏慢

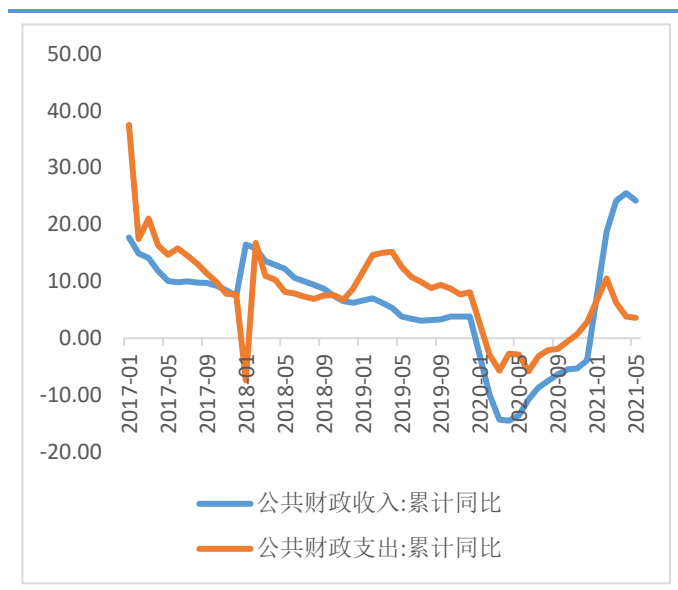
1-5 月，全国一般公共预算收入 96454 亿元，累计同比增长 24.2%，增速比 1-4 月下降 1.3 个百分点；全国一般公共预算支出 93553 亿元，累计同比增长 3.6%，增速比 1-4 月下降 0.2 个百分点。

公共财政收入保持高速增长。单月来看 5 月公共财政收入同比 18.7%，其中，税收收入增速同比增长 19.3%，继续回落，非税收入维持较高增长，同比增长 14.1%。扣除掉去年同期的低基数后，1-5 月公共财政收入增速依旧保持高于往年的季节性，企业所得税和增值税对 5 月的财政税收收入增长贡献较大，表明我国经济的持续复苏带动企业生产的恢复，以及 PPI 上涨对企业盈利改善的支撑。

5 月公共财政支出保持平稳。尽管 1-5 月财政支出增速仅为 3.6%，但已经完成全年预算的 37%，节奏上略快于去年。从具体的分项上来看，农林水事务和交通运输成为公共财政支出的主要拖累，稳定经济和社会发展用途的社会保障和就业支出继续维持稳定增长，教育连续四个月实现较快增长，5 月当月教育支出增速为 12.1%，表明今年的财政支出继续向民生倾斜。

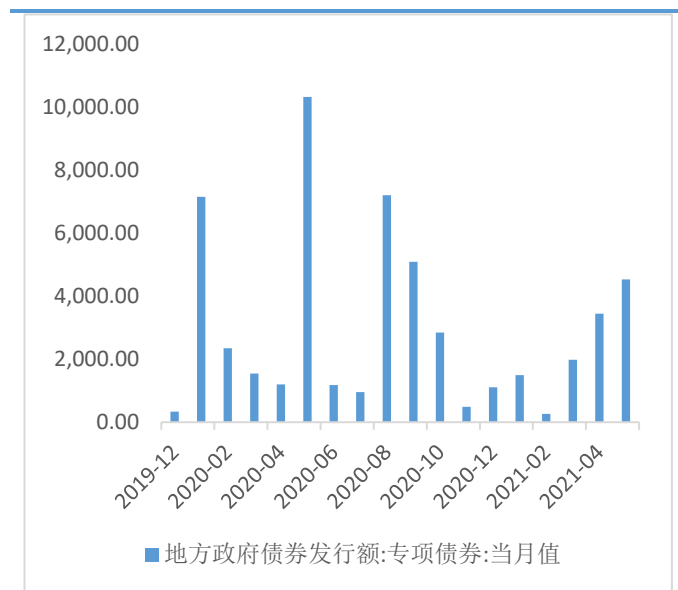
值得注意的是，今年的地方政府专项债券发行节奏明显偏慢。5 月财政部下达的地方债务限额略低于两会额度，其中，一般债务限额 8000 亿元（预算为 8200 亿元），专项债务限额 34676 亿元（预算为 36500 亿元），由此可见，今年地方债新增额度略低于两会预算。**截至 6 月 15 日，累计发行新增地方政府债券占已下达限额的 30%，其中一般债 4205 亿元，占已下达限额的 53%；专项债 8645 亿元，占已下达限额的 25%。**与往年相比，今年地方政府专项债发行进度偏慢。这可能与今年的稳增长压力不大，优质项目储备不足有关，预计第三季度的发行速度将会有所提升。

图表 3：公共财政收支



数据来源：Wind

图表 4：地方专项债发行节奏缓慢



数据来源：Wind

3、美联储政策收紧预期升温

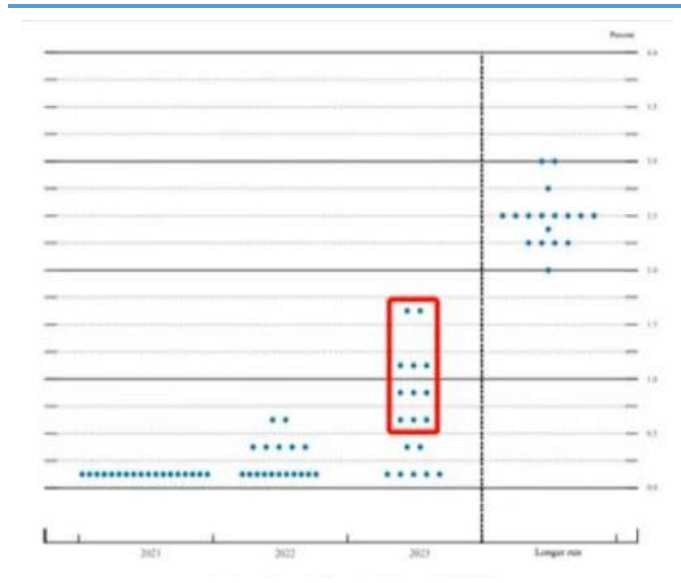
美联储公布 6 月 FOMC 会议利率决议，美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，且维持 1200 亿美元月度债券购买规模不变。从利率决议、经济预期、点阵图和加息预期来看，本次 FOMC 立场较市场预期表现鹰派，但仍未在利率决议和鲍威尔发言时正式提及 Taper。

值得关注的是，根据最新公布的点阵图，美联储对于后续政策利率的预期整体有所抬升。具体而言，根据本次点阵图的中值预测，到 2023 年底将存在两次加息（3 月份点阵图预期直至 2023 年底不会加息）。在 18 名 FOMC 与会者中，有 7 人预计 2022 年底前至少加息一次（3 月份点阵图显示仅有

4人)；有13人预计2021年底前至少加息一次(3月份为7人)。

类似于2013年我们预计美联储或从下次FOMC会议开始正式讨论缩减QE,然后在今年12月或者明年1月发布声明缩减QE,但正式的开启缩减QE料从明年上半年开始。

图表5:6月议息会议点阵图



数据来源: Wind

图表6:FOMC会议声明的变化

2021年6月声明	2021年4月声明
疫苗接种减缓了病毒在美国的传播。在疫苗接种和强力政策支持下,经济活动和就业指标已经改善	
近期经济活动和就业指标有所好转,受到疫情负面影响最严重的部门仍表现疲弱	近期经济活动和就业指标有所好转,受到疫情负面影响最严重的部门仍表现疲弱
通胀上升,但大部分是反映的暂时性因素	通胀持续低于2%
金融条件维持宽松,反映了货币政策支撑了经济,信用流向了家庭和企业	金融条件维持宽松,反映了货币政策支撑了经济,信用流向了家庭和企业
经济路径很大程度上取决于疫情发展。疫苗接种有望继续减轻公共卫生危机对于经济的影响,但经济前景的风险依然存在	经济路径很大程度上取决于疫情发展,包括疫苗研发进程。持续的公共卫生危机在短期将给予经济活动、就业和通胀巨大压力;在经济前景存在相当大的风险
由于通胀持续低于长期目标,将致力于使通胀在一段时间温和超出2%,以实现2%的长期目标	由于通胀持续低于长期目标,将致力于使通胀在一段时间温和超出2%,以实现2%的长期目标
每月将继续至少增持800亿国债和400亿MBS	每月将继续至少增持800亿国债和400亿MBS
IOER由0.1%提高至0.15%;ONRRP利率由0%提高至0.05%,每个交易对手每日限额800亿美元;与9家海外央行的临时流动性互换延期至2021年12月31日	
全票通过	全票通过

数据来源: Wind

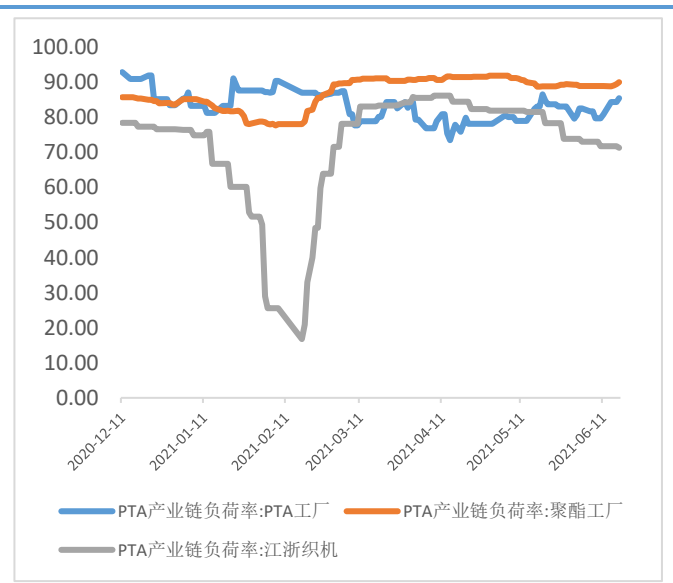
2) 工业生产稳中有落

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产业链产品价格继续下行,涤纶POY保持平稳,PTA、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开工率回升至85.56%,聚酯工厂负荷率小幅回升至90.11%,江浙织机负荷率小幅回落至71.39%。

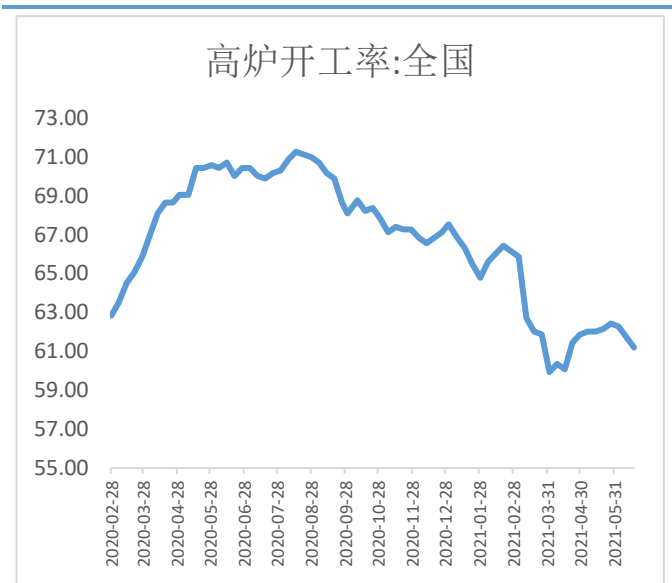
钢铁:生产持续回落,需求季节性走弱。本周全国高炉开工率进一步回落至61.19%,百年大庆临近,环保、安检趋严,限产活动有所增加,预计钢材产量或稳中有落。长期来看,碳达峰、碳中和背景下,压减粗钢产量大势所趋,或将持续压制钢材生产。高温多雨季节影响项目开工,下游需求季节性走弱,本周钢材库存全线累积。本周钢材价格回落,吨钢利润小幅回落。

图表7:PTA产业链负荷

图表8:钢厂高炉开工率



数据来源: Wind



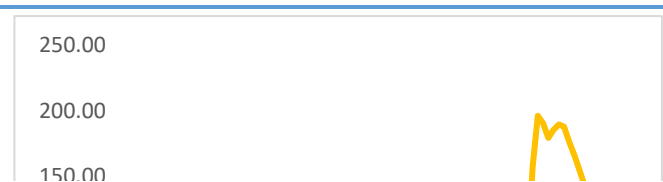
数据来源: Wind

3) 地产销售周环比下降, 汽车销售放缓

地产销售周环比继续下降。6月13日当周, 30大中城市商品房成交面积周环比下降16.15%, 按累计值计算, 全年累计同比增56.60%, 回落3.47个百分点, 一、二、三线城市全年累计同比增速分别为82.06%、65%和30.63%; 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-60.31%, 一、二、三线城市环比增速分别为-54.35%, -77.61%, 7.71%。

乘用车销售放缓, 生产保持低位。乘联会数据显示, 6月第二周的市场零售达到日均3.5万辆, 同比2020年6月的第二周下降2%, 表现相对平稳, 但相对今年5月同期下降4%的表现仍稍显偏弱。6月第二周日均批发3.3万辆, 同比2020年6月同期下降17%, 走势相对放缓。缺芯问题持续发酵, 汽车生产保持低位, 截至6月17日, 当周半钢胎开工率为52.75%。

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_20279

