

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

海外风险正在累积，国内静待宽信用落地

——大宗商品宏观&中观周度观察20220417

大宗商品策略研究团队

研究员

姜秀铭

从业资格号 F3062206

投询资格号 Z0016472

jiangxiuming@citicsf.com

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司

CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

- 新公布美国3月工业生产和产能利用率数据，显示美国经济韧性，汽车端贡献突出，显示供给端改善。3月份工业生产指数增长0.9%，制造业产出增长了0.9%，主要来自于汽车及其零部件生产增长7.8%（前值-4.6%），同时汽车制造产能利用率上升，**综合显示芯片短缺问题短期得到缓解，有助于通胀回落**。此外，美国钢铁产能利用率环比变化-2.46%（前值-3.06%），煤炭开采5.26%（0.98%），油气开采1.02%（-0.48%），显示当前需求回落以及能源供应端的投入改善预期。
- 美国3月通胀指标再度爆表，核心通胀环比出现下降。美国3月CPI同比上涨8.5%（预期8.5%，前值7.9%），续创1982年1月以来新高，但核心通胀环比下降。主要原因在于，二手车和卡车价格下跌了3.8%。教育和通信产品价格下降0.6%，娱乐产品价格下降0.1%，**这显示当前看服务业不太可能成为通胀的新导火索，但能源问题导致的通胀风险仍然严重**。
- 美国经济见顶预期愈发强烈，居民债务杠杆高企抑制货币收紧空间。尽管近期美国经济同步指标中，房屋新开工和库存、制造业产能利用率、消费零售仍在韧性状态，为美联储的短期偏鹰货币政策提供了空间，**但前瞻指标愈发显示显示经济未来见顶预期，美国居民杠杆率接近2008年水平，这与美国长短利差即将倒挂的衰退预期判断一致**。
- 其他国家方面，欧元区加息慎重，东亚发展中国家下调增长预期，全球金融风险加剧。周四欧洲央行公布了最新利率决议，预计资产购买计划在三季度结束。但拉加德表示，加息预计在购债结束后“一周到几个月”，这与未来海外发达国家长期低利率，并采用扩张财政政策的目的对应。东亚方面，泰国、印尼、马来西亚分别下调2022年增长预期。**而根据世行近期统计，部分发展中国家在新冠疫后的经济复苏一直低迷，很多国家根本尚未启动复苏进程已经发现越来越难以偿还其债务，而2010年至2020年，外债偿付总额与出口额之比大约翻了一番，这使得全球金融风险正在累积**。
- 综上，我们认为，美联储5月确定加息，且有超预期可能，但长期不可持续，因此影响有限。更需关注美国经济见顶预期和通胀拐点，以及全球风险的进展情况。

- **降准较为克制，待宽信用发力。**4.15央行宣布降准，降准幅度为25BP（历史以来首次），不及市场预期，根据央行在答记者问给出的解释和释放的信号，我们认为当前“宽货币”的力度已经较为充分，经济复苏的主要矛盾在于本轮疫情的防控，以及需要“让子弹飞一会儿”，等待“宽信用”的兑现。
- **全年广义财政力度极强，基建发力确定性高。**根据财政部预算草案，2022年广义财政力度极强，大幅超出市场预期，“宽财政”将继续助力基建高增。1-2月相关数据表明“财政前置”以及“超前适度开展基础设施建设”等相关逻辑得到兑现，上半年基建将延续较高增速。
- **“因城施策”持续松绑，地产投资开始改善。**1-2月地产投资呈现明显改善，超出市场预期。2022年初，全国层面的“纠偏”政策先行出台，比如“并购贷不纳入三条红线”、“保障租赁住房贷款不纳入地产贷款集中度管理”以及“形成全国统一的预售资金管理规定”等，此后全国各地“因城施策”开始趋松，3.16金融委会议再度释放出强力的维稳信号，进入4月份，除了各地持续下调的房贷利率以外，在行政管理方面的调控放松（限购限售等）开始频现，虽然目前地产现实基本面仍偏弱，但未来预期持续向好。
- **制造业内生动能强劲，出口将保持一定韧性。**我们认为国内制造业保持着强劲的内生动能，核心驱动在于政策的加持，“稳增长”需要制造业扩大有效投资，货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。3月国内出口延续韧性，但仍主要是价格因素贡献，在全球通胀高企的情况下，中下游企业的利润受到约束，因此在今年出口边际回落的情况下，国内稳增长力度不会因为出口的名义高增而有所减弱。
- **宽货币已到位，待宽信用发力。**央行克制降准，表明“宽货币”已经较为充分，等待“宽信用”的兑现，落实到大宗商品的判断，降准本身对大宗商品价格影响有限，而实体经济的需求（宽信用的强度）才是大宗商品的重要定价因子，具体来看，3月社融数据总量超预期，但结构上仍有较大改善空间，这与3月以来全国多地疫情爆发，并且疫情的影响超出预期有关，往后看，上海新增确诊已经见到峰值，未来疫情问题将逐渐缓解，此后没有了疫情这个“掩护”，实际需求的强度将直接决定商品价格的走势。我们认为，稳增长背景下，宏观政策的强预期支撑仍然存在，但此处我们作出风险提示，需要注意到，如果本轮疫情后，若现实需求成色没有预期那样强势，则相关商品价格面临回调压力。

■ 建筑业景气度跟踪：疫情影响施工，程度已超预期

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**受全国多地疫情影响，螺纹表需、建材成交以及水泥出货均逆季节性回落，短期继续关注国内疫情管控情况，现实需求回归的节奏后移。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存持续高企，表观需求偏弱。PVC库存表现也呈现出逆季节性，表需相对玻璃偏强。总体来看，地产竣工端需求同样受到疫情影响，呈现出逆季节性特征。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**蓄力待发。
- **挖机与重卡：**随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，但3月受疫情影响，销量再度大幅回落，后续关注回升的拐点。

■ 制造业景气度跟踪：疫情影响生产，短期扰动明显

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。内陆17省耗煤表现相对正常，但沿海8省电厂耗煤同比明显偏弱，这与东部疫情较为严重有关，疫情扰动对工业生产造成的影响较为明显。
- **汽车：**疫情对汽车产销量两端均有冲击，多地经销商进店和成交都受到影响，汽车零配件供应链运输受阻，4月汽车生产短期面临较大压力。本周上汽表示开始部署复产相关工作，预计后续将逐渐改善。
- **家电：**呈现外销偏强，内需偏弱的格局。1-2月白电销量同比下降2.8%，保持弱稳。
- **出口：**近期中国出口集装箱运价指数从高位回落，3月韩国出口增速保持韧性，4月上旬八大枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比小幅回落，国内出口仍有韧性。短期关注上海港口的拥堵情况，其对出口将形成短期扰动。

■ 总结：疫情影响仍存，关注后续复苏

- 根据中观高频数据，本轮疫情对生产和需求均有明显冲击，在“动态清零”的管控目标下，商品需求的受损程度已超出预期，未来继续关注各地疫情状况以及疫情缓解后“需求回补”的弹性。

第一部分 大宗商品海外宏观分析

整体趋势 全球面临供给冲击，美、日、澳大利亚经济出现反弹

美国经济 3月工业生产指数显示韧性，汽车供应链问题缓解

欧洲经济 通胀压力抑制经济复苏，欧洲不急于加息

疫情跟踪 全球疫情影响持续下降，国内无症状感染者上升

一、海外总览：全球面临供给冲击，美、日、澳经济反弹

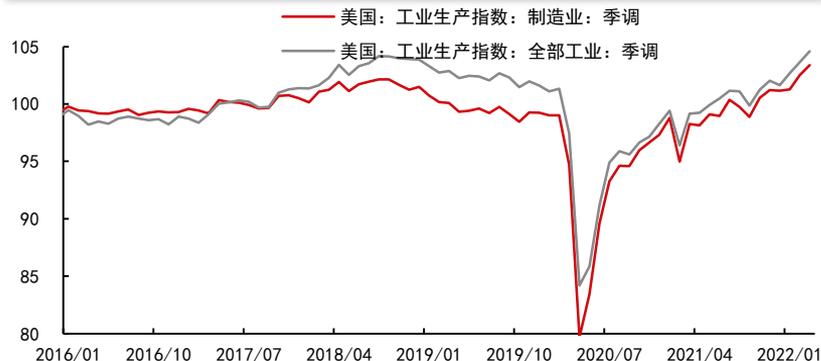
- 受地缘和疫情风险影响，全球经济面临供给冲击，新兴市场PMI整体回落。中、印、俄罗斯、越南PMI回落，其中俄罗斯3月PMI环比下井4.5个点（前值3.2个点），俄罗斯在国际制裁下市场情绪陷入动荡。欧洲各国在高企的能源成本下预计也受到较大负面冲击，从58.2回落至57.0。值得注意的是，澳大利亚和南非持续向好。
- 美国继续反弹向上，但市场开始交易衰退逻辑，发达国家表现良好。美国3月制造业PMI从57.3反弹至58.5，为近期货币政策提供空间。然而，前瞻指标显示不确定性，市场当前开始交易经济衰退逻辑。日本、澳大利亚近期则出现向好。

制造业PMI	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03
全球	55.00	55.90	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.60	53.00
美国	59.10	60.50	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80
欧元区	62.50	62.90	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50
德国	66.60	66.20	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90
法国	59.30	58.90	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70
意大利	59.80	60.70	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80
英国	58.90	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20
澳大利亚	59.90	61.70	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70
日本	52.70	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10
中国	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50
印度	55.40	55.50	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00
巴西	52.80	52.30	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30
俄罗斯	51.10	50.40	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10
南非	50.30	53.70	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40
越南	53.60	54.70	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70

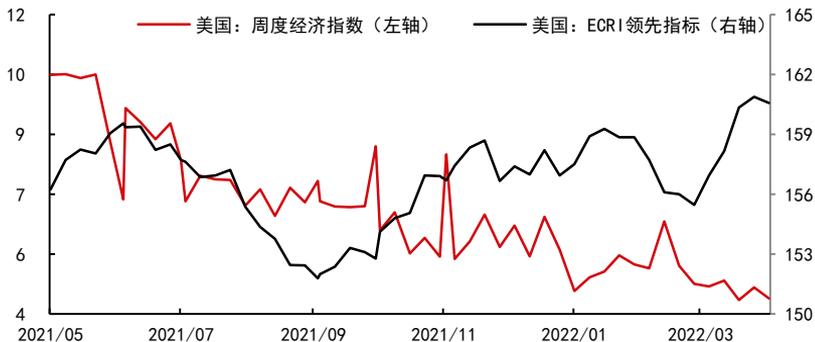
二、美国经济：3月工业生产指数显示韧性，汽车供应链缓解

- 3月同步指标工业生产指数和产能利用率公布，显示美国经济韧性，汽车端贡献突出，显示供给端改善。3月份工业生产指数增长0.9%，制造业产出增长了0.9%，主要来自于汽车及其零部件增长7.8%（前值-4.6%），汽车制造产能利用率上升，综合显示芯片短缺问题短期得到缓解，有助于通胀回落。此外，美国钢铁产能利用率环比变化-2.46%（前值-3.06%），煤炭开采5.26%（0.98%），油气开采1.02%（-0.48%），显示当前需求回落以及供应端的投入改善预期。
- 前瞻经济指标重新下滑，同步指标拐点。ECRI录得160.57（前值160.88），周度经济指数录得4.41（前值4.71）。关注美国经济同步指标（消费、工业生产等）的拐点。

美国3月工业生产指数显示经济韧性



美国ECRI经济领先指标重新下降



汽车产能利用率返升，家具及其相关下降



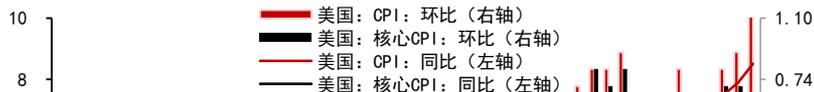
二、美国通胀：3月再创新高，但核心通胀环比开始下降

- 美国3月通胀指标再度爆表，核心通胀环比出现下降。美国3月CPI同比上涨8.5%（预期8.5%，前值7.9%），续创1982年1月以来新高；且环比增长1.3%，前值0.8%，出现了加速上行的态势。但核心通胀环比下降。3月份，主要原因在于，二手车和卡车价格下跌了3.8%。教育和通信产品价格下降0.6%，娱乐产品价格下降0.1%。美联储即使收紧，通胀在今年上半年或仍将持续。美联储3月确定加息，但即使收紧货币，通胀高位或仍因供应链和原油价格问题持续，压制美国经济，因此政策核心关注原油端。而美联储货币政策边际变化，则需关注通胀拐点何时来临。

通胀预期：盈亏平衡通胀率开始下滑，4月13日2.80%



美国通胀再爆表，但核心通胀环比下降



能源、交通运输、食品饮料上行，主要原因仍在能源



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_40539

