

多空因素交织，商品指数震荡运行

摘要

1、社融全面下滑。受疫情的集中冲击的影响，4月社融数据大幅走弱（信贷、社融均明显下滑）。往后看，即使疫情的到有效控制，实体经济的融资需求也很难完全得到修复，主要原因是疫情散点式暴发“防不胜防”，在严厉的防控政策下，一旦某个城市出现疫情，当地企业往往面临停摆的不利局面，同时，全球经济放缓和原材料价格暴涨压缩利润进一步打击企业的信心。因此，疫情后企业融资需求能否快速修复关键在于企业信心能否改善（核心是防疫政策的调整）。当然，财政和货币政策的发力也是必不可少的。高层强调尽早谋划增量政策，对于货币政策而言，尽管面临美联储加息和通胀回升的制约，但稳增长的重要性更加突出，总量层面和结构性工具仍有发力的空间，通过降低银行负债成本、进而带动降低企业融资成本，能够在一定程度上刺激有效融资需求。对于财政政策而言，一方面，5、6月份的地方专项债发行或进一步提速，预计月均规模接近1万亿；另一方面，增加助企纾困力度、调整信贷偿还的时间安排。这些举措对于后续的社融增长能够起到一定支撑。

2、进出口持续回落。受多重因素影响，4月进出口增速全面回落。在疫情封控、需求走弱、订单下滑（4月份PMI新出口订单下滑至41.6%的低点）的综合影响下，预计下半年出口仍将面临较大的下行压力。不过，近期人民币大幅贬值，或对出口带来一定的提振，叠加疫情控制后，滞后的订单将得到恢复，有助于延缓出口下行的压力。进口则会持续弱势，年内存在负增长的风险。

3、美国通胀持续飙升。4月美国CPI进一步升至8.3%，较上月8.5%回落0.2个百分点，但高于市场预期的8.1%。尽管美联储主席在上周的议息会议后表示未来两次议息会议各加息50BP是可能的，排除了单次加息75BP的可能，但在4月非农数据和通胀数据均好于预期的情况下，市场对于6月加息75BP的预期仍有所升温。目前来看，我们认为美联储按原计划收紧的概率仍较大，但供应链问题、俄乌地缘局势及国际大宗商品价格波动仍给加息路径带来一定的不确定性。

4、大宗商品行情展望。一方面，国内外经济数据不佳，表明全球经济放缓的风险持续加大，另一方面，美国非农和通胀好于预期，加息75bp预期再度升温，美元指数持续走高，压制风险偏好。不过，俄乌局势向长期化发展，西方酝酿第六轮制裁，原油供给担忧再起，推动能源上涨，托底大宗商品。往后看，仍需重点关注：1) 俄乌局势的进一步发展，当前第六轮制裁能否落地仍存在较大的不确定性；2) 尽管美联储加息路径基本明确，但若俄乌局势持续升级导致通胀进一步走高，仍不排除美联储更快收紧的可能；3) 国内疫情虽然出现了积极的变化，但仍呈现多点散发的现象，对经济的冲击远未结束，关注5月中下旬上海能否顺利解封。

国贸期货·研究院
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、宏观和政策跟踪

1、受疫情冲击，金融数据全面下滑

2022 年 4 月新增社融 9102 亿，同比少增 9468 亿；新增人民币贷款 3616 亿，同比少增 9224 亿；社融存量同比增速为 10.2%，前值 10.6%；M2 同比增速为 10.5%，前值 9.7%；M1 同比增速为 5.1%，前值 4.7%。

1) 社融、信贷数据明显下滑。4 月份新增社融规模 9102 亿，同比少增 9468 亿。从分项来看，新增人民币贷款下滑明显，同比少增 9224 亿，是最大的拖累因素；其余分项大多与去年同期接近。从增速角度来看，4 月份社融存量同比增速 10.2%，较上月 10.6%明显下滑；人民币贷款存量同比增速 10.7%，较上月 11.3%明显下滑。

居民方面：居民贷款同比大幅下滑。（1）居民户中长期贷款下降 605 亿元，同比少增 4022 亿元，年内第二次出现居民按揭贷款的“净偿还”，继续显示出居民购房意愿的羸弱。（2）居民户短期贷款下降 1565 亿元，同比下降 1930 亿元，显示出疫情对消费的冲击，这既与消费场景缺失有关，也与居民收入下滑、避险情绪渐强而造成了主观上的“节约”有关。

企业方面：企业信贷结构继续短期化。（1）新增企业户中长期贷款为 2652 亿元，同比少增 3953 亿元，弱于季节性水平，这主要是受到疫情之下企业展业困难的影响。（2）企业户短期贷款下降 1948 亿元，较去年同期少减 199 亿元，处于季节性较弱水平，显示出企业对短期资金的净偿还。

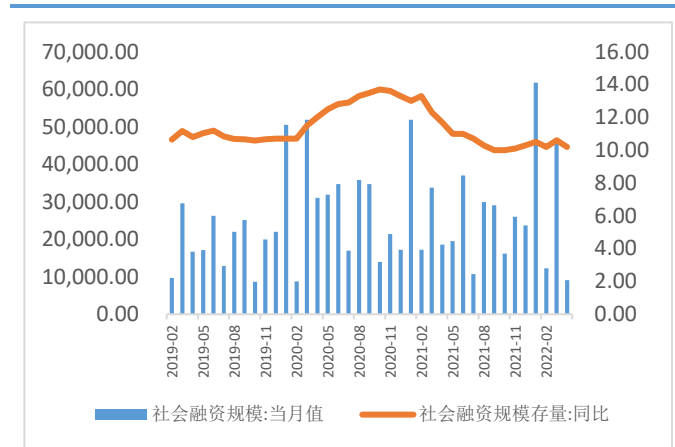
2) M1、M2 增速继续回升，M2-M1 剪刀差继续走阔。4 月 M2 增速回升 0.8 个百分点至 10.5%，M1 增速回升 0.4 个百分点至 5.1%，M2-M1 剪刀差继续扩大至 5.4 个百分点。整体上，两者之间的剪刀差边际抬升，经济活力在转弱。存款方面，4 月新增人民币存款规模为 909 亿，同比多增 8161 亿元，但是处于季节性较弱水平。从结构来看，居民户存款和企业户存款出现同比少增，非银金融机构同比多增，财政存款存款同比少增。

总体上来看，受疫情的集中冲击，4 月社融数据大幅走弱基本符合市场的预期，因此，数据公布后并未引起市场过多的波动。疫情后实体经济的融资需求能否快速得到恢复将会是未来一段时间需要重点关注的。我们认为，即使疫情的到有效控制，实体经济的融资需求也很难完全得到修复，主要原因是疫情散点式暴发“防不胜防”，在严厉的防控政策下，一旦某个城市出现疫情，当地企业往往面临停摆的不利局面，同时，全球经济放缓和原材料价格暴涨压缩利润进一步打击企业的信心。因此，企业融资需求能否得到有效修复，更重要的是看市场主体的信心能否恢复，而这当中关键的因素是防疫政策能否做出相应的调整。

当然，财政和货币政策的发力也是必不可少的。高层强调尽早谋划增量政策，对于货币政策而言，尽管面临美联储加息和通胀回升的制约，但稳增长的重要性更加突出，总量层面和结构性工具仍有发力的空间，通过降低银行负债成本、进而带动降低企业融资成本，能够在一定程度上刺激有效融资需

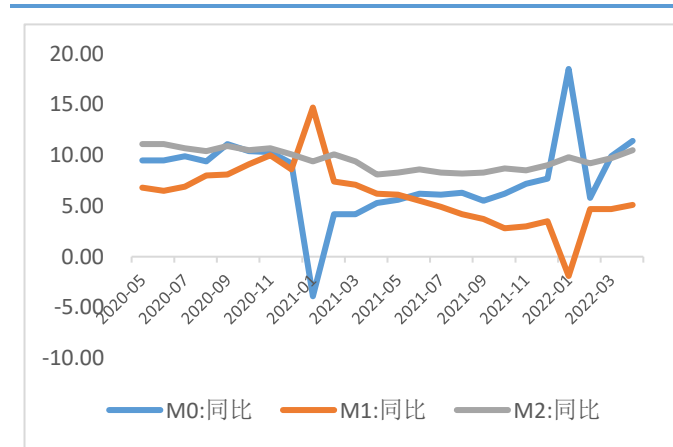
求。对于财政政策而言，一方面，5、6 月份的地方专项债发行或进一步提速（全面加强基础设施建设），预计月均规模接近 1 万亿，这对于后续的社融增长能够起到一定支撑；另一方面，加大减税降费，增加助企纾困力度、调整信贷偿还的时间安排，从微观主体的角度而言意义更大。

图表 1：社融增速回落



数据来源：WIND

图表 2：M2 增速延续回升



数据来源：WIND

2、进出口持续回落

海关总署公布数据显示，按美元计价，4 月我国进出口总值 4961.2 亿美元，同比增长 2.1%。其中，出口 2736.2 亿美元，同比增长 3.9%；进口 2225.0 亿美元，与上年同期持平。贸易顺差为 511.2 亿美元。

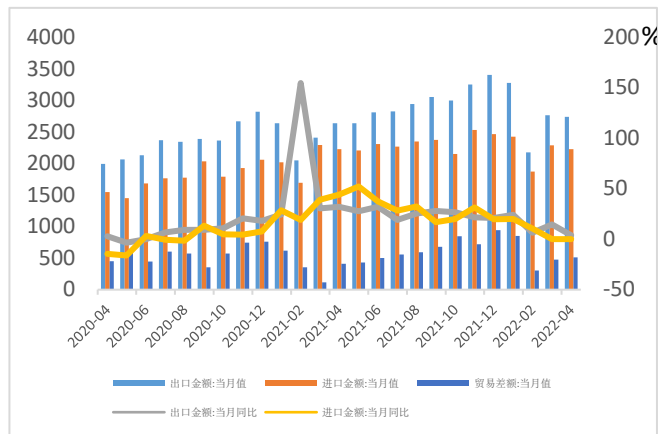
1) 受多重因素冲击，出口明显转弱。4 月出口环比增速转负并低于历年同期均值，同比增速更是大幅回落至 3.9%，也创下 2020 年 6 月以来的新低。主要原因在于，一是受财政刺激政策退坡、通胀高企和俄乌冲突的影响，全球经济放缓的风险加大，IMF 和世界银行下调全球经济增速预期，海外需求延续弱势，美、欧、日制造业景气纷纷回落，并带动我国出口走弱。二是，3 月中下旬以来，国内疫情暴发，上海等多地采取封城措施，港口运作近乎停滞，对出口带来较大的影响。三是，去年同期基数较高。

往后看，在疫情封控、需求走弱、订单下滑（4 月份 PMI 新出口订单下滑至 41.6%的低点）的综合影响下，预计下半年出口仍将面临较大的下行压力。不过，近期人民币大幅贬值，或对出口带来一定的提振，叠加疫情控制后，滞后的订单将得到恢复，从而延缓出口下行的压力。

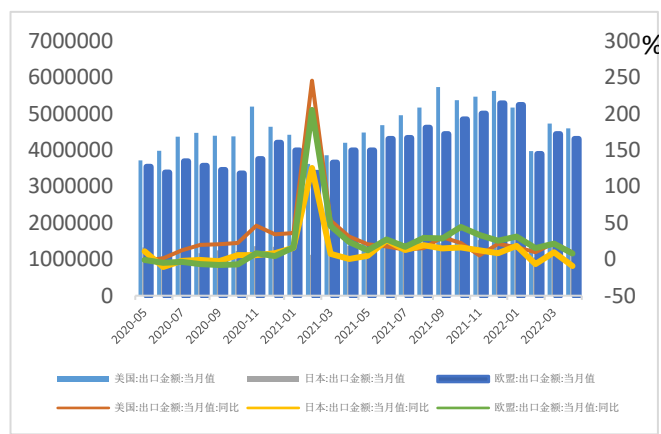
2) 价格支撑仍在，进口增速持平。4 月份原材料进口量小幅波动，原材料价格处于高位，整体进口增速持平。其中，铜的进口产品数量小幅回落，生产景气度下滑，铁矿石进口也有所回落。原油进口数量小幅上行，但是价格大幅飙升。总体上来看，进口方面受到国内需求的影响，我国生产逐步走低，加上封控对生产和物流的干扰，大宗商品进口不稳定，铜和塑料进口回落，铁矿石的进口也走低。进口会持续弱势，年内存在负增长的风险。

图表 3：我国进出口增长情况

图表 4：对 G3 国家的出口情况



数据来源：WIND



数据来源：WIND

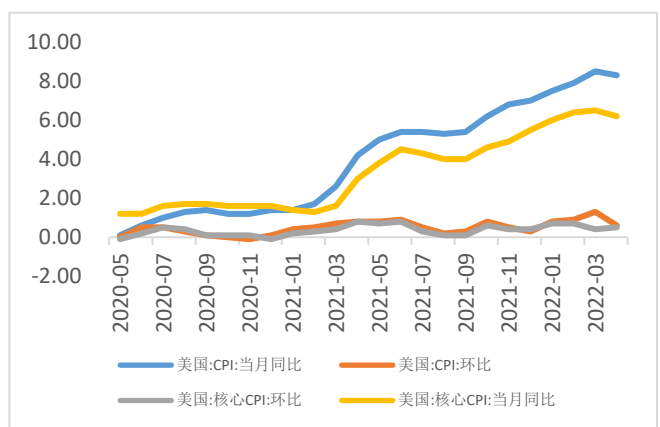
3、美国通胀持续飙升

当地时间 5 月 11 日，美国劳工部发布报告显示，美国 4 月 CPI 同比上涨 8.3%，较上月 8.5% 回落 0.2 个百分点，但高于市场预期的 8.1%；CPI 环比增长 0.3%，较上月 1.2% 回落较多，仍高于市场预期的 0.2%；核心 CPI 同比增长 6.2%，回落 0.3 个百分点，但高于预期的 6%。

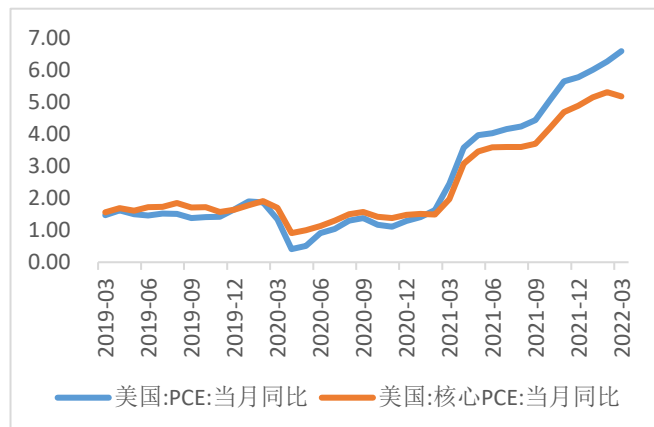
数据公布后，拜登在白宫声明中表示，虽然 4 月份的通胀有所缓和，但通胀高得令人无法接受的事实仍然存在，降低通货膨胀将是他的首要经济任务。尽管美联储主席在上周的议息会议后表示未来两次议息会议各加息 50BP 是可能的，排除了单次加息 75BP 的可能，但在 4 月非农数据和通胀数据均好于预期的情况下，市场对于 6 月加息 75BP 的预期仍有所升温。目前来看，我们认为美联储按原计划收紧的概率仍较大，但供应链问题、俄乌地缘局势及国际大宗商品价格波动仍给加息路径带来一定的不确定性。

图表 5：美国通胀水平依旧较高

图表 6：美国 PCE 同比增速



数据来源：WIND



数据来源：WIND

4、美国可能取消部分关税以应对通货膨胀

当地时间 5 月 10 日，拜登在华盛顿向全国发表讲话时表示，白宫正在审视前总统特朗普执政期间实施的“惩罚措施”，这些措施提高了从尿布到服装和家具的所有商品的价格，白宫可能会取消对中国进口商品征收的部分关税，以帮助控制美国不断上涨的消费者价格。此前，美国贸易代表戴琪 5 月 2 日在出席活动时表示，美国政府将采取一切手段以抑制物价飙升，暗示削减对中国输美国商品加

征的关税将在考虑范围之内。

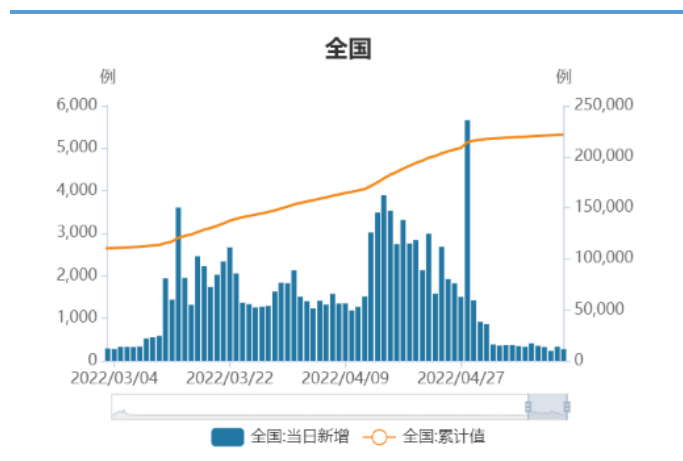
通货膨胀问题是民主党在美国 2022 年中期选举面临的重大挑战之一，共和党人利用通货膨胀问题来批评拜登对国内问题的处理方式，而拜登政府则将通货膨胀问题归咎于供应链问题、持续的新冠疫情以及俄乌冲突。拜登在讲话中介绍了民主党抗击通货膨胀的计划，对于急于动用一切可用杠杆来降低成本的白宫来说，降低或完全取消对华关税是为数不多的选择之一。

5、全国疫情追踪

1、国内疫情走势：国内疫情持续改善，多地新增确诊病例不断下滑。5 月 15 日，国家卫健委通报，5 月 14 日 0-24 时，31 个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例 239 例。其中境外输入病例 13 例（福建 7 例，上海 2 例，云南 2 例，广东 1 例，四川 1 例），含 1 例由无症状感染者转为确诊病例（在广东）；本土病例 226 例（上海 166 例，北京 33 例，四川 13 例，河南 5 例，辽宁 2 例，贵州 2 例，河北 1 例，吉林 1 例，广东 1 例，广西 1 例，重庆 1 例），含 120 例由无症状感染者转为确诊病例（上海 111 例，北京 7 例，四川 2 例）。新增死亡病例 3 例，均为本土病例，均在上海；无新增疑似病例。

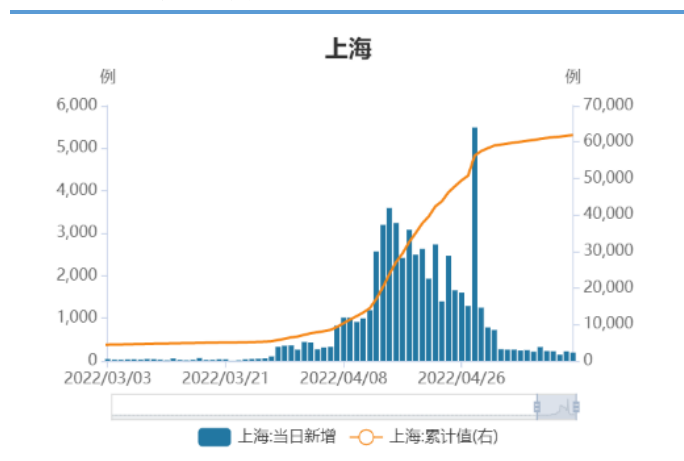
2、复工复产：黑色链条复工复产进程加速，化工、汽车链条开工依然疲弱；全国物流供应阻滞持续缓解。5 月 15 日上午，上海市召开第 184 场新冠肺炎疫情防控新闻发布会，介绍疫情防控最新情况。上海市副市长陈通介绍，按照有序放开、有限流动、有效管控、分类管理原则，严格落实各项防疫措施，从 5 月 16 日起，将分阶段推动复商复市。

图表 7：全国新增确诊病例



数据来源：WIND

图表 8：上海新增确诊病例



数据来源：WIND

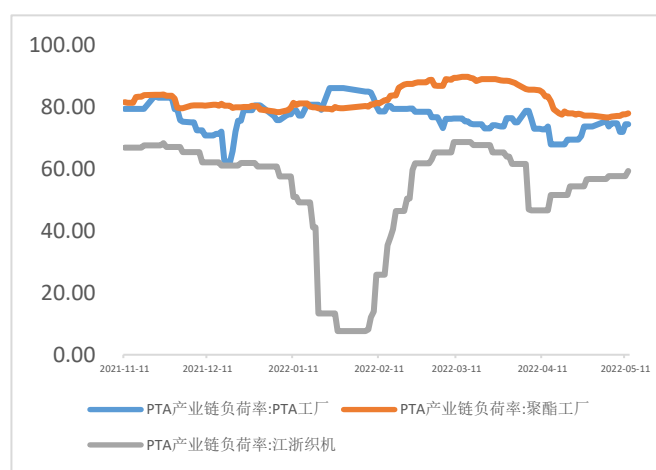
二、高频数据跟踪

1) 工业生产逐步恢复

化工：需求回暖，价格持续回升。需求方面，下游需求略有回暖，聚酯产业链多数产品价格持续回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率持小幅升至 74.35%，聚酯工厂负荷率小幅升至 77.80%，江浙织机负荷率持稳于 57.61%。

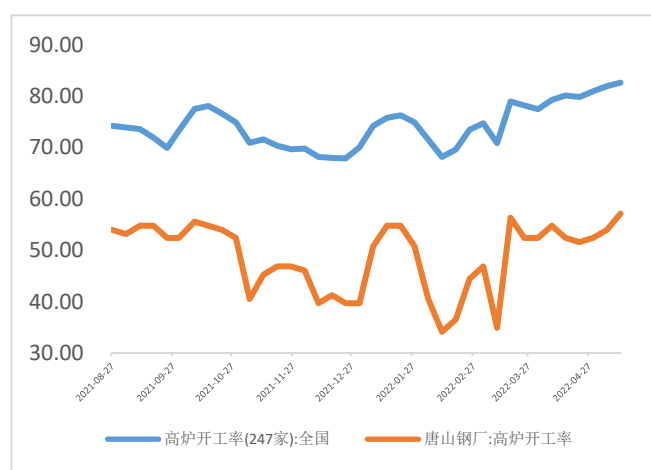
钢铁：生产持续回升，需求保持低位。钢厂持续复产，全国高炉开工率本周进一步回升至 82.61%。今年双碳行动明显弱化，环保、能耗双控等因素引起的减产明显减少，钢厂开工率持续提升，产量持续恢复。不过，发改委和工信部等部委正在研究制定新的粗钢产量压减政策，一旦政策出台，那将意味着钢厂开工率拐点来临。本周钢材表需有所回升，厂库累库、社库延续去化，总库存小幅去化。

图表 8：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2) 地产销售周环比回升，汽车产销表现不佳

房地产销售周环比回升。截至 5 月 11 日，30 大中城市商品房成交面积周环比回升 319.83%（主要受上周低基数的影响），5 月月环比下降 18.01%，月同比下降 60.79%，其中，一、二、三线城市 5 月同比增速分别为-53.91%、-62.51%和-61.65%。土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地

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_41910

