

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

国内复苏预期强化，美联储政策预期变化

——大宗商品宏观&中观周度观察20220529

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：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。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。

- **疫情或限制了美国就业复苏。**4月美国非农季调后新增非农就业人口 42.8万人（前值 43.1万人）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。新增就业的主要贡献项为服务生产、零售业、休闲和酒店业，贡献力度相比前两月下降。劳动参与率出现下降，3月录得61.6%（前值 62.4%），与疫情前63.3%相比差距扩大，这或与4月份美国新冠感染人数反弹有关。美国感染新冠需观察隔离14天，这使得服务业空缺上升。5月日均新增病例已达10万人，而3月已经下降至2.7万人左右。职位空缺率高涨，劳动参与率此时却因疫情回落，同时美国制造业PMI新订单再次回落，显示出美国经济的“滞胀”隐忧渐现。
- **其他国家方面，欧元区依靠服务业支撑经济，但未来仍不容乐观。**制造业PMI初值55.3（前值56.5），创下 15 个月来的低点；但在整个经济中比重更高的服务业PMI录得57.7，创出 8 个月的新高，从而使综合PMI 54.9，实现复苏，动力主要来自旅游和娱乐等领域的支出出现创纪录的激增。但4月欧元区投资者信心指数继续大幅下降，录得-18（前值-7），同时经济景气指数大幅下降至-43（前值-38.7），显示未来不容乐观。
- **印度或限制小麦出口，南非电力公司债务危机下拉闸限电，能源与粮食问题使商品战略意义凸显。**印度作为世界第二大小麦生产国正讨论是否应该限制粮食出口。印度的出口禁运将对本已紧张的世界粮食市场造成又一次严重打击，尤其是因为印度远非唯一正在考虑或已经采取这一步骤的国家，6月底，塞尔维亚和摩尔多瓦也已停止出口这些产品。能源方面，5月11日，南非国家电力公司发表声明表示，随着天气转凉，用电需求量的上升导致该公司无法在本周内向南非所有企业和家庭提供所需用电。对此，南非能源专家克里斯·耶兰表示，频繁的停电已经成为一场席卷南非的全国性危机。

- **政策信息方面，美联储公布5月货币纪要，文末说明，需考虑经济产生风险，此时货币政策将灵活。**亚特兰大联储主席波斯蒂奇本周一曾表示，当价格压力降温后，今年九月暂停加息是合理的。
- **衰退预期发酵，但美欧4月数据相比3月好转。**5月美国Markit制造业PMI录得57.50（前值59.20），开始下降；欧元区方面，制造业PMI录得54.40（前值55.50），同样下滑。美国一季度GDP从-1.4%下修至-1.5%，房屋新售环比下降-16.64%，5月markit英国消费者信心指数跌至1992年以来最低点，市场开始产生经济衰退预期。但同时，美国可支配收入、耐用品订单、德国IFO景气指数出现好转，显示政策调控预期。
- **4月通胀数据结构问题使短期通胀成为主要矛盾，但美联储政策速度有限，新冠疫情制约服务业通胀缓解。**尽管4月CPI出现拐点，但核心CPI环比相比3月缓和局面出现大幅上涨（4月0.6%，3月0.3%，2月0.7%），涨幅一倍。由于核心通胀反映食品和能源外的通胀，这显示出通胀来源的其他矛盾正在显现。观察二手车和卡车价格下跌0.4%(同比上涨22.7%)，连续第三个月下跌，这显示出供应链问题正在缓解；但自有房等效租金（体现租金预期）上涨了0.5%(前值0.4%)，主要住宅的租金上涨了0.6%(前值0.4%)，使得服务业的通胀隐忧正在酝酿，这是上个月的通胀数据没有显示的，使得紧缩预期重新加强，但幅度仍有约束。预期下个月的核心通胀数据将成为密切关注的核心指标。
- **美国一季度GDP回落，关注私人投资拉动的来源问题。**2022年一季度美国实际GDP录得-1.4%（修正后-1.5%，前值6.9%），这是2020年2季度以来唯一负增长的季度。其中外贸平衡恶化使增长减少了3.2%（前值-0.46%），四季度异常出彩的补库需求动力不再，录得-0.8%的增长（前值5.32%），消费拉动并未大幅回落，录得1.27%（前值1.76%），体现了仅有的韧性。值得关注的是，美国私人投资本次拉动1.27%（前值0.17%），同时4月PPI中设备投资数值连续大幅上升，我们认为这或与拜登的新能源汽车促进以及基建有关。但在供应端问题无法解决前，固定资产投资数量难以挽救美国经济需求的回落。

- **疫情冲击明显，融资需求受阻。**4月疫情对实体经济的影响进一步显现，有效融资孱弱，因此4月社融断崖式走弱，人民币贷款增长明显放缓，同比少增较多。但从货币供应量来看，M1及M2均明显回升，与社融表现明显分化，主要原因是财政资金加速落地，居民及企业部门的存款增加，而居民消费和企业投资受阻。因此当前宽信用的主要矛盾在于实体需求不足，金融机构的流动性是较充裕的。
- **财政收入下滑，支出保持积极。**根据财政部预算草案，2022年广义财政力度极强，积极财政将继续助力基建高增。受4月国内经济下行叠加增值税留抵退税政策的影响，财政收入大幅下行，因此在一定程度掣肘了财政支出的力度，4月专项债发行量较少也导致财政支出走弱。但总体来看，4月财政支出仍然保持同比增长，4月财政支出的相对低谷预示后续的支出进度将加快。
- **地产仍在走弱，政策持续托底。**4月29日中央政治局会议定调“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”。进入5月份，政策继续大幅发力，央行下调首套房贷利率下限20BP，5月LPR调降15个PB，各地“因城施策”持续松绑，但是相比目前居民部门受损的资产负债表和房价预期，政策效果相对有限，目前地产基本面仍未企稳。
- **制造业产业升级，内生动能较强。**4月国内制造业仍保持着较强的内生动能，核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且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。从出口来看，疫情对供应链的冲击对4月出口造成较大影响，使得4月出口明显回落，但根据高频数据，5月出口或边际回升。
- **稳住经济大盘，强化复苏预期。**5月23日国常会部署稳经济一揽子措施，5月25日全国稳住经济大盘电视电话会议召开，动员各地政府加快相关政策落地，同时提振市场信心，因此本次大会后，国内经济复苏的节奏有望加快并且力度或有提升。5月29日上海发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，部署50条助企纾困新政策，上海全面复商复市、恢复正常经济秩序已经近在咫尺。总体来看，本周国内宏观预期向好，短期风险偏好或有提升，实质需求的改善还有待兑现，建议继续对高频数据保持紧密跟踪，比如商品房销售的回暖、疫情管控的效果情况、实物工作量的回升强度等。

■ 建筑业景气度跟踪：疫情影响施工，需求持续后置

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**进入到5月，螺纹现实需求尚未明显回暖，地产销售的弱势叠加“动态清零”的严格管控，施工需求被抑制，目前需求回归的节奏仍偏慢。
- **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近两周表观需求有所回落。总体来看，地产竣工端需求同样受到疫情的影响，但程度不及地产施工端。
- **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：**实物工作量开始回升。
- **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3-4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：PMI断崖式走弱，经济底部已现

- **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。随着疫情的边际缓解，4月中旬以来发电量已经明显回升。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。
- **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月汽车销量的同比接近腰斩。进入5月，国内疫情高点已过，复工复产循序渐进，支持政策加速落地，汽车产销已经开始边际修复。
- **家电：**1-4月家电产量累计同比-2.8%（前值1.2%），4月家电产量当月同比-7%（前值-2.7%）。4月家电产销也呈现明显下滑，但程度相对较弱，根据空调排产数据，家电具有一定韧性。
- **出口：**4月越南出口表现强劲，5月前20日韩国出口同比大幅增长，全球贸易需求有韧性。4月国内出口受疫情影响，出口增速大幅回落，但高频数据显示，4月下旬开始，集装箱吞吐量已经开始边际改善，集装箱运价有所回升，5月出口或有恢复。

■ 总结：开始边际回升，关注复苏力度

- **3-4月的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，工业品需求大幅走弱，进入5月，疫情影响开始明显缓解，国内经济进入到复苏周期，疫后“需求回补”的节奏和弹性值得关注，目前已经有边际修复的迹象。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

整体趋势 美、欧5月制造业PMI下降，关注后续政策措施

美国经济 5月货币纪要公布，如通胀缓解9月加息或停止

欧洲经济 英国消费者信心创历史新低，前景不容乐观

疫情跟踪 国内疫情缓和，美国继续大幅反弹

一、海外总览：美、欧5月制造业PMI下降，关注后续政策措施

- **全球经济压力加大，美欧预期均下滑。**5月美国Markit制造业PMI录得57.50（前值59.20），开始下降；欧元区方面，制造业PMI录得54.40（前值55.50），同样下滑。美国一季度GDP从-1.4%下修至-1.5%，5月markit英国消费者信心指数跌至1992年以来最低点，市场开始产生经济衰退预期。但同时，美国可支配收入、耐用品订单、德国IFO景气指数出现好转，显示政策调控预期。
- **美国疫情大幅反弹，限制服务业就业，美联储货币端对通胀控制有限。**5月美国单日新增感染人数已超10万人，3月均值3万人，而美国新增病例需隔离14天，得到阴性报告后才可复工，这使得服务业就业明显不足，预计美联储紧缩货币政策对此影响有限。

制造业PMI	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05
全球	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.20	未公布
美国	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20	57.50
欧元区	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50	54.40
德国	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60	54.70
法国	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70	54.50
意大利	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50	未公布
英国	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80	54.60
澳大利亚	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50	未公布
日本	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50	未公布
中国	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	未公布
印度	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70	未公布
巴西	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80	未公布
俄罗斯	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20	未公布
南非	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30	未公布
越南	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70	未公布

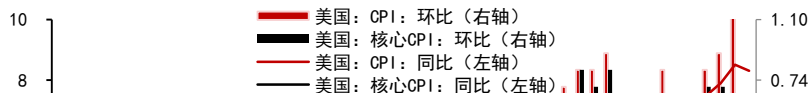
二、美国5月货币纪要公布：通胀可控下，9月或中止加息

- 美联储公布5月货币纪要，文末说明，需考虑经济产生风险，此时货币政策灵活。9月份有暂停加息的可能。亚特兰大联储主席波斯蒂奇本周一曾表示，当价格压力降温后，今年九月暂停加息是合理的。
- 4月通胀数据结构问题使短期通胀成为主要矛盾。尽管4月CPI出现拐点，但核心CPI环比相比3月缓和出现大幅上涨（0.6%,3月0.3%），涨幅一倍，使得紧缩预期重新加强。上周鲍威尔表态，**通胀当前成为最主要调控对象，考虑连续两次加息50bp，未考虑75bp，对于经济，表示“实现软着陆难度很大”**，因为主要问题来自于供给端，并非需求端。

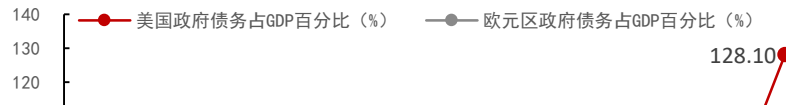
美国长短利率倒挂，显示经济衰退预期，限制货币政策



核心CPI从降返升，导致预期大幅变化



长期约束：美国政府债务占GDP比值过高



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_42487

