

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

# 国内需求回补短期证伪，海外需求预期继续回落

## ——大宗商品宏观&中观周度观察20220619

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。

# 大宗商品海外宏观总结：美联储6月议息会议公布，需求预期继续回落

- 美联储公布6月议息会议结果和经济预测，调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏。美联储宣布将联邦基金利率目标上调75个基点至1.50%-1.75%，并大幅提升对于2022和2023年的联邦基金预期水平，预测2024年将降息，这体现出对于“经济软着陆”的判断。会后美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表示，“相信美国的经济韧性”以及“今天75个基点的加息幅度异常之大，不认为这种幅度的变动会很常见……”体现出美联储根据通胀相机决策判断和加息的慎重。我们认为，当前三季度经济见顶下行压力比较明确，这使得软着陆压力较大。此外，能源和粮食问题使得单一货币收紧政策无法解决美国通胀问题，而当前金融市场对于美国经济的压力也并非山世纪八十年代可比，并不能照搬80年代的加息手段。因此，更应关注美国供给端对于通胀的调控，而不应完全预期美联储将持续暴力加息。我们可以关注贸易解锁，能源供给调控等措施的影响，这或将改变当前预期。但无论结果如何，实际需求与流动性均显示，大宗商品价格将面对压力。
- 美国5月通胀指标再度爆表创新高，核心通胀环比勉强维持。CPI同比上涨8.6%（前值8.3%），环比1.1%（前值0.6%）。8.6%的同比增幅是1981年12月以来最强劲的。核心通胀同比上涨6%（前值6.2%），环比0.6%（前值经修正0.5%），拉动方面能源仍为主因，粮食和地产上涨明显。我们认为，当前美联储货币收紧对于外生冲击——粮食、能源价格作用较为有限，因此后续关注海外地缘政治的缓和情况。
- 考虑当前海外主要矛盾在于通胀和经济状况的矛盾，我们将持续关注宏观（长短利差）、微观（企业融资约束）、前瞻（美股）三个主要指标，以此跟踪衰退逻辑。可以发现，本周30-5年的长短利差再次跌入负值，美股继续承压，显示经济见顶预期加强，但微观方面，企业融资压力却并未凸显。

- **5月非农数据不好不坏，通胀压力比想象中小。**5月美国非农季调后新增非农就业人口 39万人（前值 42.8修正为43.6万人，但3月数据下修）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。劳动参与率小幅反弹，5月录得62.3%（前值 62.2%）。时薪环比上升幅度不变，平均每周工时不变，关注服务业与酒店业空缺变化。生产端时薪环比上涨0.11%，出现反弹。而5月平均工时录得34.6小时（前值34.6）不变。上个月平均时薪增长了0.3%。其中信息行业薪酬增长0.7%。休闲和酒店行业收入增长0.5%，而专业商业服务收入增长0.3%(年同比增长6.6%)，**对真实通胀有明显拉动作用的是实体经济相关的休闲和酒店收入，因此情况比想象略好。同时4月份空缺有向好倾向，观察5月数据是否空缺上升。**
- **美国消费者信心指数创历史低点。**消费者信心6月录得50.2（前值56.2），创1952年以来新低；5月新屋开工大幅下滑，季调环比录得-14.42%（前值5.48%），均利空美国经济。
- **美国ISM 5月PMI录得55.90（前值55.40），非制造业录得55.90（前值57.10），**考虑到非制造业包含地产、金融服务等，对美国经济贡献更高（80%），因此对美国下行预期不变。制造业PMI构成中，主要依靠制造业订单、生产和供应商交付拉动。然而观察4月制造业订单可以发现，**去除军工和运输后的新的订单同比和环比仍然维持下滑，这显示拉动或主要来自美国调控行为，而供应商交付和物价指数回落显示供应端的通胀压力减轻，有利于通胀缓解。**
- **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。**5月，欧元区制造业PMI初值继续下降，录得54.4（前值55.3），创下 16个月来的低点；整个经济中比重更高的服务业PMI同样出现下降，录得56.3（前值57.7尽管4月HICP通胀指标录得7.4%（前值7.4%），并未进一步上升。**由于核心通胀创造新高，欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将在7月开启加息，并在9月底之前告别负利率时代。**

- **社融总量回升，结构有望修复。**4月受疫情影响，有效融资需求明显下降，社融大幅走弱，5月随着疫情得到控制，叠加政策发力落地，融资需求开始回升并且好于市场预期，对于国内宏观环境是偏积极的。从货币供应量来看，M2与社融同比增速差再次扩大，创近6年新高，M2持续高增的原因是财政资金的加速落地，增值税留抵退税等政策支持使得财政存款向企业存款转化，而社融的相对较弱则体现了融资需求不足。因此当前宽信用的主要矛盾仍在于实体需求不足，金融机构的流动性是较充裕的。
- **虽受收入掣肘，财政仍然积极。**5月财政收入压力仍然较大，但是积极的地方在于随着地产景气度见底，土地出让收入状况有所好转，而财政支出仍然保持积极态势，助力“稳增长”。财政持续发力叠加国内疫情缓解，5月基建投资明显反弹。
- **地产边际回暖，但是力度较弱。**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。
- **制造业有韧性，内生动能较强。**5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。5月国内出口超预期，存在4月疫情导致部分出口订单滞后至5月释放的因素，目前国内出口还是保持着较强韧性。
- **需求回补短期证伪，关注需求滞后释放。**5月宏观数据均已出炉，金融数据预示着未来“宽信用”将发力，国内流动性环境相对友好，经济数据确认了环比复苏，6月后国内进入新一轮常态化防控，此后的经济回暖值得期待，因此实际上目前国内宏观环境是比较友好的，近期工业品价格的杀跌一方面受到海外收紧流动性预期的影响，另一方面是计价了此前对于“需求回补预期”的证伪，往后看，政策落地生效与充裕的流动性是国内宏观面定价的重要因子，近期商品房销售也开始明显回暖，值得关注。

## ■ 建筑业景气度跟踪：淡季仍淡

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**5月中下旬，随着疫情缓解，上海全面复工复产，市场对于6月需求给予了较高预期，但目前来看，现实需求仍较惨淡，需求回补的预期证伪。
- **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库存近期也转为累库，表观需求回落。总体来看，地产竣工端需求的释放受到房企资金约束。
- **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大幅回升，进入复苏周期

- **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%）。根据6月的空调排产数据，6月产销有较大压力。
- **出口：**5月越南出口和韩国出口同比回升，全球贸易需求仍有韧性。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，从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：淡季仍淡，需求回补不及预期

- 进入6月，随着国内疫情得到控制，上海开始全面复工，国内经济环比复苏，但是从工业品现实需求来看，“需求回补”的预期被阶段性证伪，淡季仍淡。

## 第一部分 大宗商品海外宏观分析

---

整体趋势                      发达国家面临压力，出口导向型国家向好

---

美国经济                      6月议息会议公布，关注供给端变化

---

欧洲经济                      三季度提前加息，经济压力压力却大

---

疫情跟踪                      美国新增维持高位，越南达到低点

---

# 一、海外总览：发达国家面临压力，出口导向型国家向好

- **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，欧元区制造业PMI初值继续下降，录得54.4，（前值55.3），创下16个月来的低点；整个经济中比重更高的服务业PMI同样出现下降，录得56.3。
- **大宗商品和基础商品出口导向型国家向好。**巴西、俄罗斯、南非、越南5月制造业PMI都呈现不同程度向好，尤其是俄罗斯和越南。俄罗斯5月录得50.8（前值48.20），重新回到枯荣线以上，这与其近期出口原油收入上升，同时利用资源品保卫汇率成功有关。越南方面5月录得54.70（前值51.70），大幅上升，体现市场对其未来承接部分制造业的预期。

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	52.30	52.40
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	57.00
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	54.60
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	54.80
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	54.60
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	51.90
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	52.40
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	53.30
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	49.60
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	54.60
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	54.20
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	50.80
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	50.70
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	54.70

# 一、美联储6月议息会议：收紧速度和幅度看通胀，经济压力较大

- 6月16日凌晨，美联储公布6月议息会议结果和二季度经济预测，**调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏。**
- 美联储宣布将联邦基金利率目标上调75个基点至1.50%-1.75%，并大幅提升对于2022和2023年的联邦基金预期水平，预测2024年将降息，这体现出对于“经济软着陆”的判断。会后美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表示，“相信美国的经济韧性”以及“今天75个基点的加息幅度异常之大，不认为这种幅度的变动会很常见……”体现出美联储根据通胀相机决策判断和加息的慎重。
- 我们认为，单一货币政策无法解决美国通胀问题，更应关注财政端贸易解锁，能源供给调控等措施的影响，这或将改变当前预期。

## 美联储6月议息会议经济预测：调低经济增长，调升通胀预期，改变了加息预期节奏

Percent

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3

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\\_43109](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43109)

