

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

海外经济见顶预期强烈，国内疫情冲击需求

——大宗商品宏观&中观周度观察20220410

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。

- **海外宏观：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，这与美国长短利差即将倒挂的衰退预期判断一致。**
- **就业方面，3月美国非农季调后新增非农就业人口 43.1万人（前值 75万人，市场预期 49万人）；失业率 3.6%（前值 3.8 %，市场预期 3.7%）。**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。劳动参与率继续修复，3月录得62.4%（前值 62.3%），与疫情前63.3%相比还有不到1%的差距。**生产端时薪环比上涨0.09%，涨幅较缓；而3月平均每周工时34.6小时（前值 34.7），边际回落。通常工作时间领先于就业招聘，这显示需求端增长放缓。**
- **消费方面，美国2月个人实际可支配收入继续下降，录得-1.868%（前值-10.08%），而美国2月零售和食品服务销售月率涨势趋缓，验证经济见顶逻辑。未偿信贷与收入比2月录得0.977，2008年3月0.979，显示市场风险积聚，与长短利差倒挂相对应。**
- **综上，联储政策方面，我们认为，美国本轮紧缩货币具有约束，经济端表现为见顶预期，金融端体现为金融债务。当前从供应链、能源角度看，未来通胀确有见顶回落可能。美联储之后仍将采取相机决策的方式改变加息过程。在当前经济韧性下，如果通胀持续异常，不排除美联储进一步收缩货币的可能。但随着美国和其他国家释放原油储备，委内瑞拉、伊朗和美国本土原油产量上升，通胀出现拐点，那么货币政策或将边际放松。**
- **其他国家方面，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环比下并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，新兴市场中澳大利亚和南非持续向好，发达国家日本、澳大利亚近期则出现向好。**

- **宽信用开始受阻，政策预期加码。**1月社融“开门红”大超预期，但2月社融并未延续之前的强劲势头，宽信用开始受阻，面对5.5%左右的GDP增长目标，未来“稳增长”政策或将继续加码，2022年政府工作报告中提及“扩大新增贷款规模”，因此往后看，货币宽松在量与价上均有发力空间。
- **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。2月国内出口数据继续超预期，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。
- **本轮疫情冲击明显，商品现实需求承压。**3月以来全国多地疫情爆发，疫情的影响已经超出预期，“动态清零”的管控要求下，居民消费首当其冲，工业生产、建筑施工以及地产销售均受到较大程度影响，工业品供需两端受到明显冲击。往后看，本轮疫情使得“稳增长”面临较大阻力，预计后续政策呵护将不断加码，宏观面的强预期支撑仍是商品定价的重要因子，但也要注意，商品期货市场对本轮现实需求的疲弱的计价较不充分，警惕市场交易现实需求的疲软而引发价格回调。

■ 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：**近期PVC于玻璃库存均呈现逆季节性累库。房企资金紧张将影响到后端的交房竣工，目前竣工强度仍偏弱。未来随着地产调控政策趋松，房企资金明显改善后，竣工需求仍将释放。
- **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，挖机与重卡销量同比有见底迹象，2月销量同比明显回升，作为“早周期”指标，其与建筑业需求同步甚至略有领先。

■ 制造业景气度跟踪：疫情影响生产，短期扰动明显

- **发电量：**12月中下旬以来发电量呈现走强，内陆及沿海电厂耗煤也处于历史同期高位，下游工业/制造业生产较强。近期内陆17省及沿海8省电厂耗煤已经弱于去年同期，短期的疫情扰动或对工业生产造成影响。
- **汽车：**9月汽车景气度见底，随着汽车缺芯缓解，产销量持续向上修复。21年12月乘用车产销同比开始转正，2022年1-2月乘用车产销量创近四年以来历史同期新高，汽车行业景气度继续向好。
- **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，3月下旬八大枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比回暖，国内出口仍有韧性。

■ 总结：疫情冲击需求，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 美国经济：见顶预期强烈，居民杠杆接近**2008年**

欧洲经济 通胀压力加大，抑制欧元区经济复苏

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

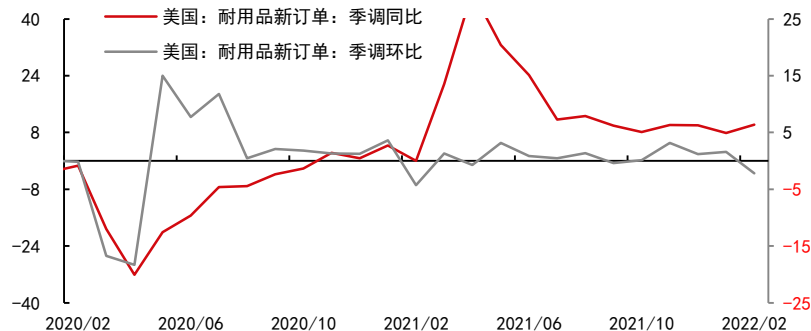
- 受地缘和疫情风险影响，全球经济面临供给冲击，新兴市场PMI整体回落。中、印、俄罗斯、越南PMI回落，其中俄罗斯3月PMI环比下井4.5个点（前值3.2个点），俄罗斯在国际制裁下市场情绪陷入动荡。欧洲各国在高企的能源成本下预计也受到较大负面冲击，从58.2回落至57.0。值得注意的是，新兴市场中澳大利亚和南非持续向好。
- 美国继续反弹向上，但市场开始交易衰退逻辑，发达国家表现良好。美国3月制造业PMI从57.3反弹至58.5，为近期货币政策提供空间。然而，前瞻指标显示不确定性，市场当前开始交易经济衰退逻辑。日本、澳大利亚近期则出现向好。

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

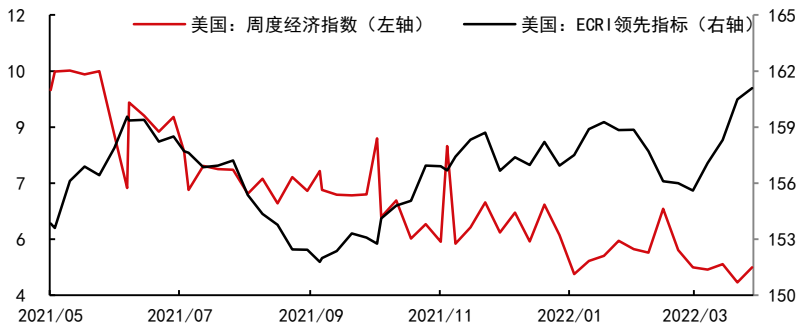
二、美国经济：短期韧性，但见顶预期愈发强烈

- 2月通胀再爆表，通胀解决在油价不在货币。美国2月CPI同比录得7.9%（前值7.5%），继续创近29年来新高。然而拆解美联储CPI原因可以发现，最大贡献仍来自于能源和交通运输。在持续通胀压力下，美联储开启货币紧缩政策，但从美联储对通胀和经济压力解读为地缘风险看，美联储此轮货币收紧较为被动。
- 同步指标——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，这为美联储的短期偏鹰货币政策提供了空间。但前瞻指标显示出美国经济未来见顶预期，这与美国长短利差即将倒挂的衰退预期判断一致。

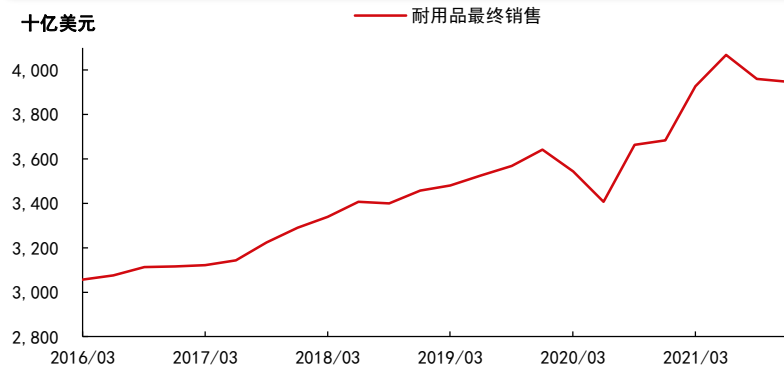
美国2月耐用品新增订单同比增长，环比下降



美国ECRI经济指数大幅反弹，但与数据失真有关



美国2月耐用品最终销售下降



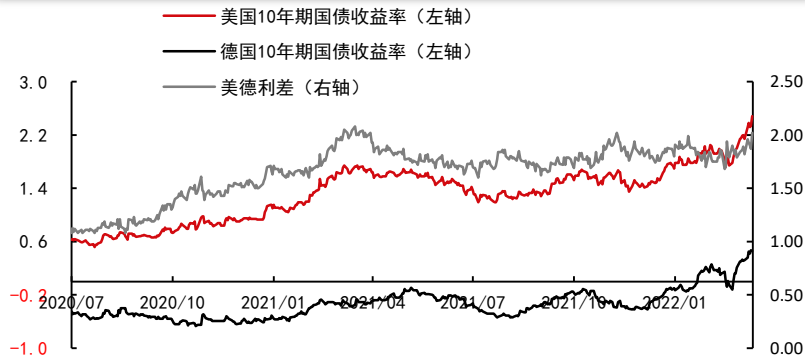
二、美国货币政策预测：美联储短期或持续偏“鹰”，但影响有限

- 我们认为，美国本轮紧缩货币具有约束，经济端表现为见顶预期，金融端体现为金融债务。当前从供应链、能源角度看，未来通胀确有见顶回落可能，美国EIA1月原油供需预测2月起将供大于求。但由于地缘问题，导致通胀时间延长，因此美联储需要前期采用“鹰派”指引，调控通胀预期。
- 后续预测，我们的观点是，美联储仍将采取相机决策的方式改变加息过程。在当前经济韧性下，如果通胀持续异常，不排除美联储进一步收缩货币的可能。但如果再欧佩克、委内瑞拉、伊朗原油释放，美国本土原油产量上升，通胀出现拐点，那么货币政策或将边际放松。未来货币政策预期差来自两点：（1）美国经济见顶；（2）通胀提前进入拐点。

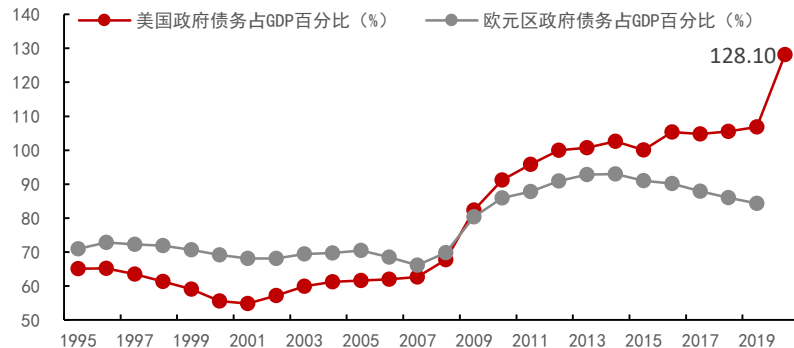
美国长短利率倒挂，显示经济衰退预期，限制货币政策



美债10年利率因通胀重新飙升



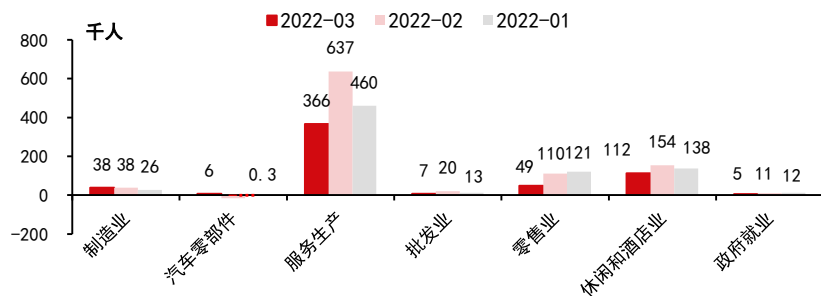
美国政府债务占GDP比值过高，缩表速度受限



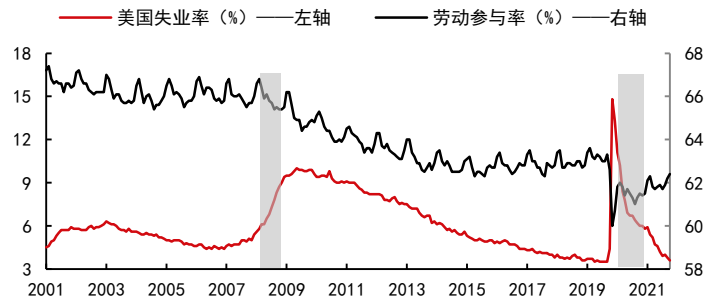
二、美国3月就业分析：就业仍有缺口，但需求开始回落

- 就业仍在复苏，但就业需求强势趋缓。3月美国非农季调后新增非农就业人口 43.1万人（前值 75万人，市场预期 49万人）；失业率 3.6%（前值 3.8%，市场预期 3.7%）。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。劳动参与率继续修复，3月录得62.4%（前值 62.3%），与疫情前63.3%相比还有不到1%的差距，显示疫情缓解后就业数据开始趋于正常。
- 时薪环比上升缓慢，平均每周工时边际回落，需求放缓。生产端时薪环比上涨0.09%，涨幅较缓。而3月平均工时环比录得34.6小时（前值34.7）

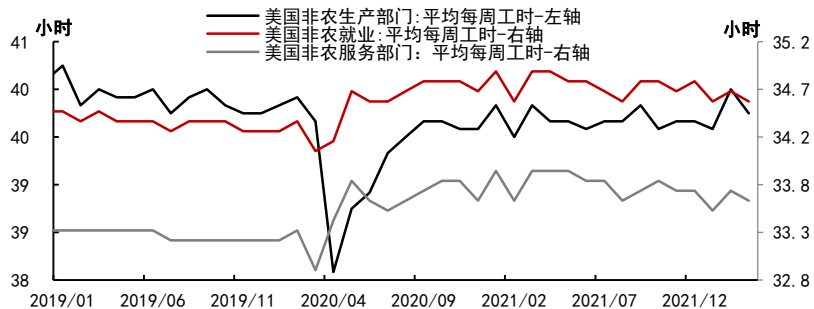
3月新增非农数据：服务和零售业边际回落



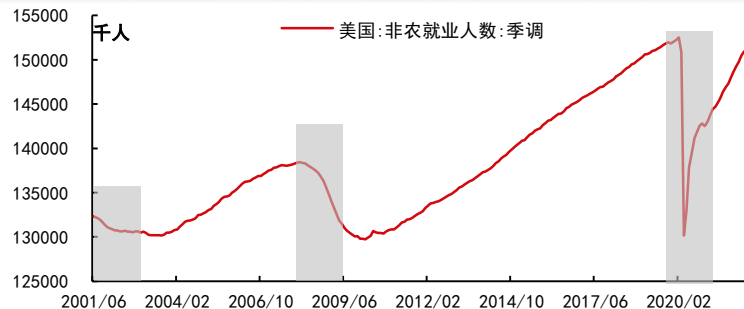
3月劳动参与率继续回升，就业仍有潜力



3月平均每周工时出现回落，显示需求端紧张出现缓解



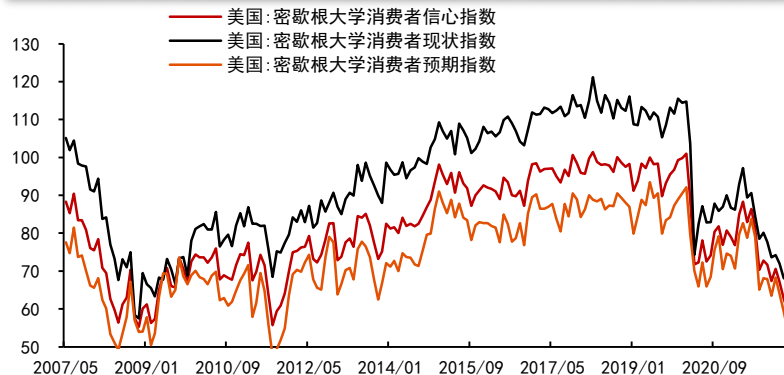
3月数据加入后非农就业还有159.8万人缺口



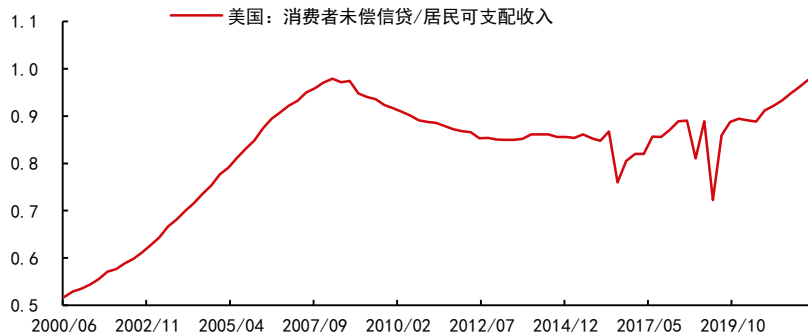
二、消费周期：美国2月未偿信贷与收入比接近2008年

- 美国2月个人实际可支配收入继续下降，录得-1.868%（前值-10.08%），验证经济见顶逻辑。未偿信贷与收入比2月录得0.977，2008年3月0.979，市场风险积聚。
- 美国2月零售和食品服务销售月率涨势趋缓。美国2月零售和食品服务销售月率同比录得17.66%（前值13.4%），环比0.31%（前值4.9%），相比上月开始回落。上月强势的商品零售部分涨势不再，其中机动车及其零部件（0.83%，前值6.87%），汽车及其他机动车辆（0.93%，前值7.34%）。家具及装饰（-0.97%，前值7.46%），电子和家用电器（-0.59%，前值2.06%）。
- 消费前瞻性指标呈下降趋势。消费者信心3月录得61.7（前值61.2），呈趋势性下降走势，通常其领先实际消费1个季度。

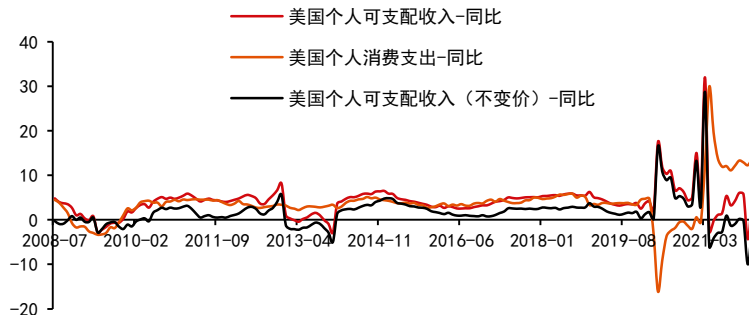
消费者信心指数呈大幅下滑趋势，强烈抑制经济信号



美国2月未偿信贷与收入比接近2008年次贷危机前



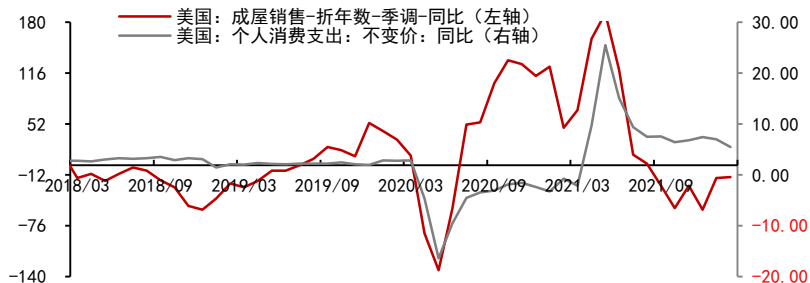
2月美国个人可支配收入同比-1.86%，继续下降



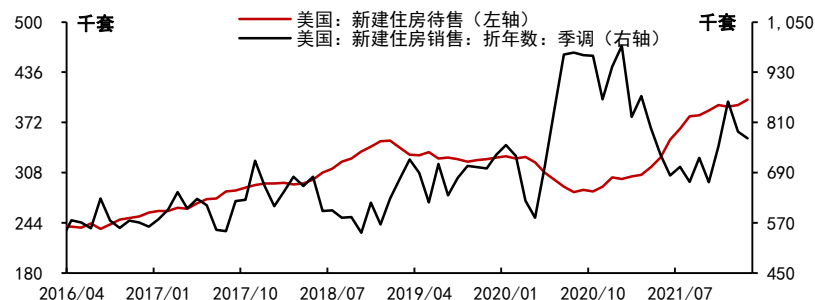
二、美国地产周期：2月新屋、成屋销售下降，预计将抑制消费

- 本周公布美国新屋销售数据，录得77.2万套（前值78.8万套），同比下降-7.14%，季调环比下降-2.03%，预期将对美国经济复苏形成压力。
- 美国2月成屋销售同比继续下降，抑制未来商品需求和美国经济。美国2月成屋销售同比录得-15%（前值-16%），环比-7.24%（前值-6.73%）。通常其领先房地产价格和房屋新开工，同时领先美国消费需求。当前新屋开工较好，或来自成屋库存偏低，2月为86万套，低于19年同期167万套。
- 美国房贷利率持续上升，粗钢产量同比下降，预期房地产对美国经济拉动趋降，将抑制通胀。

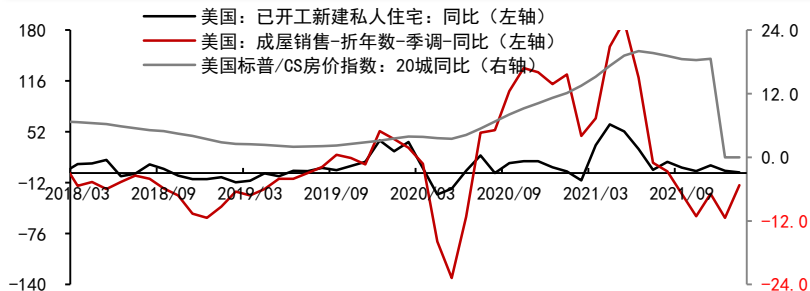
美国成屋销售领先消费支出，2月成屋销售与消费回落



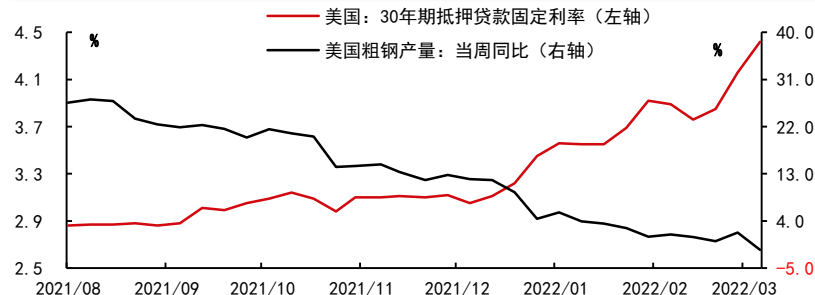
新建住房销售出现回落，新建住房待售2月继续上升



成屋销售领先美国房屋建设、房价，通胀有回落预期



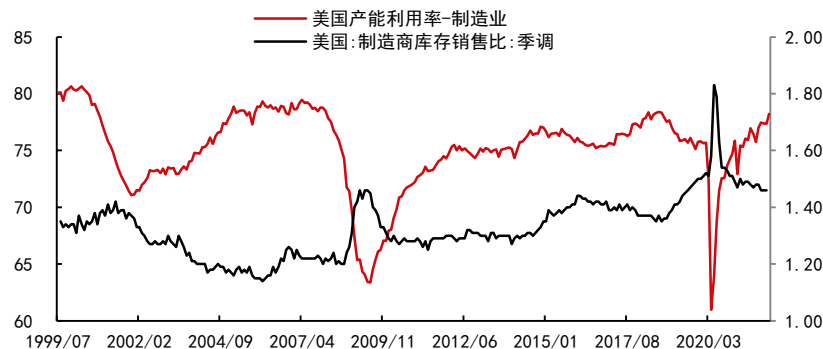
高频指标：房贷利率大幅上升，粗钢产量同比跌入负值



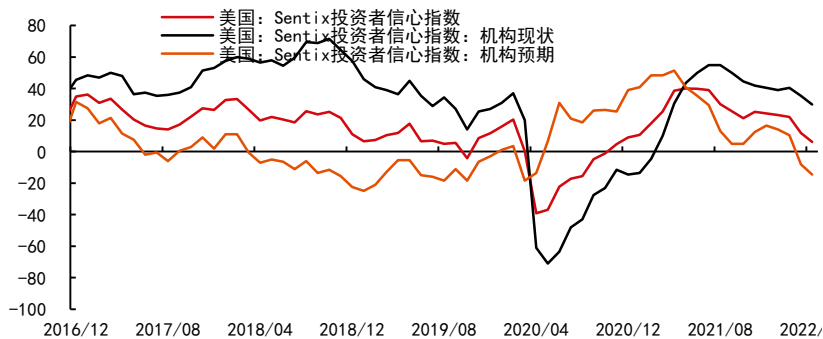
二、美国制造业和库存周期：短期支撑景气，4月投资信心再降

- 美国3月产能利用率上升，制造业库存销比仍然处于低位。美国1月制造商库存销售比录得1.45%（前值1.46%），仍处于低位，与四季度美国GDP依靠补库周期拉动对应。产能利用率方面，3月录得78.24（前值77.49），继续上升，体现当前需求仍然较好。
- 但从前瞻性指标看，未来需求见顶预期在加强。4月Sentix投资者信心指数继续大幅下滑，录得6.1（前值11.90），为2020年11月以来最低点。2月美国中小企业乐观指数95.70（前值97.10），继续下降，体现未来美国经济见顶预期不断加强。

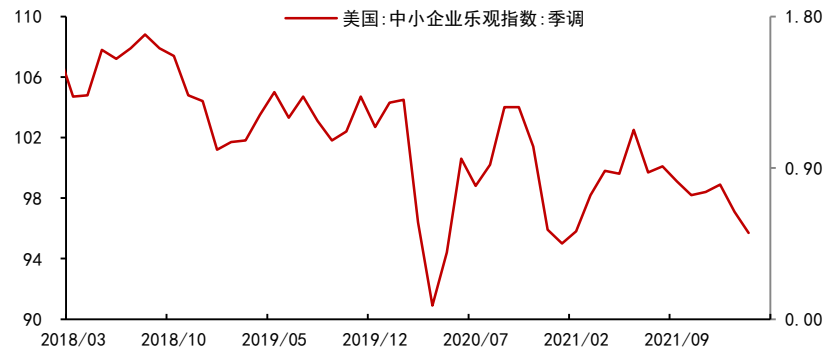
美国3月产能利用率维持高位



4月Sentix投资者信心指数下滑



2月美国中小企业乐观指数继续下降



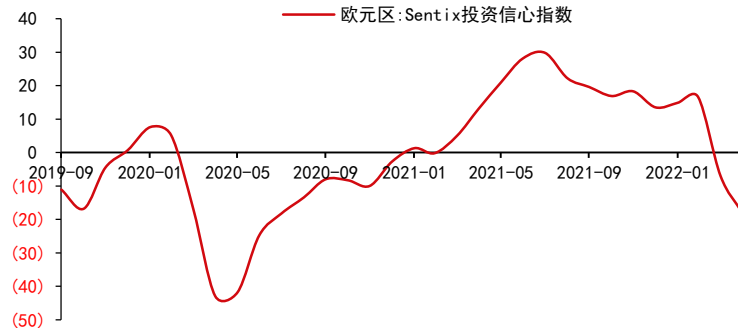
三、欧洲经济：通胀压力加大，抑制欧元区经济复苏

■ 欧元区3月通胀再次上升，3月欧元区投资者信心指数大幅回落。

3月欧元区HICP同比录得7.5%，继续上升。这应与近日地缘风险问题有关，导致天然气价格飙升。4月欧元区投资者信心指数录得-18（前值-7），地缘不确定性使得欧元区经济复苏情况大幅反转，美元指数获得支撑，欧元区经济不确定性上升。

■ 3月24日，北约特别峰会联合声明，宣布对乌克兰提供进一步军事援助，但俄方并未因此对欧洲天然气停供，反而是美方开始寻求为欧洲提供替代能源，因此预计未来紧张局面或将缓和。

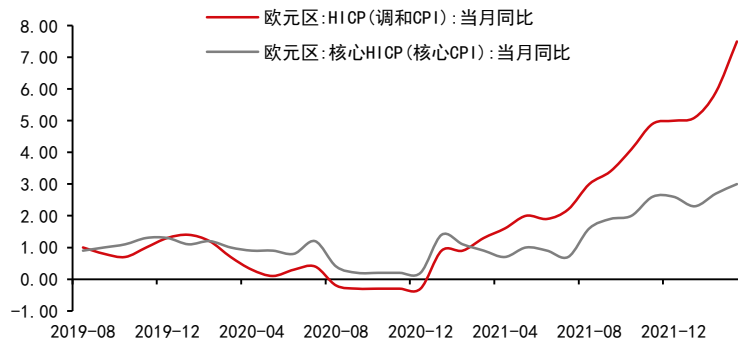
3月欧元区投资者信心指数大幅下降至负值



3月欧元区PMI继续回落，M1领先指标稳定



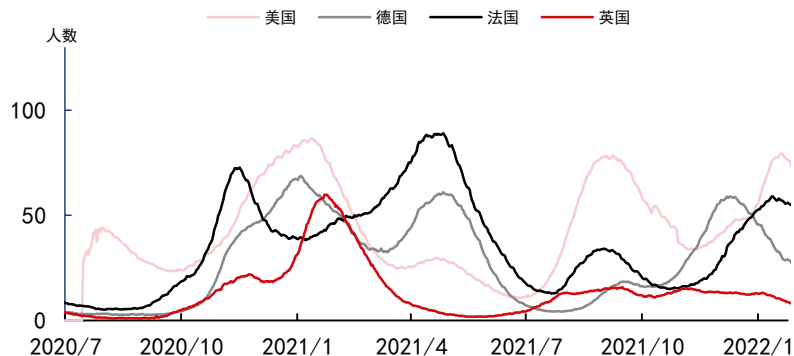
3月欧元区通胀上升到达7.5%，市场压力加大



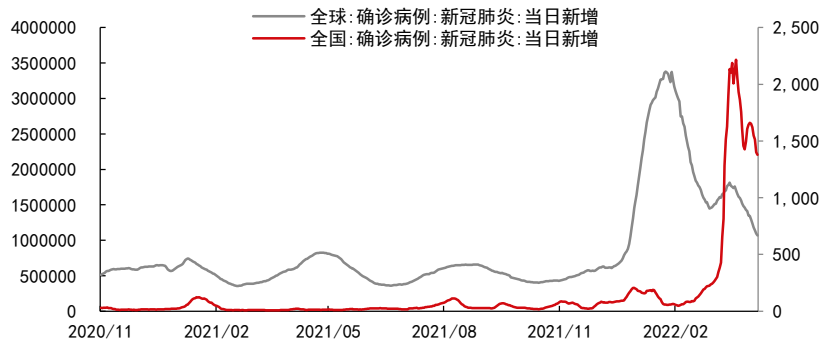
四、疫情跟踪：全球疫情影响持续下降，国内无症状感染者上升

- **Omicron**逐步得到控制，欧美受到影响越来越小。国内疫情持续在得到有效控制范围内；美国新增大幅下降，欧元区逐渐走向群体免疫。对经济的影响则是，美国或因此对货币收紧政策持续慎重。
- **国内疫情从高位回落**。至4月9日，国内7日平均新增感染人数上升至1379人，前值1549人，出现回落，但无症状感染者大幅上升，4月9日新增无症状感染者25037例，使得国内经济短期受到明显影响。

全球部分国家每百万人新冠重症ICU人数近期下降



全球及全国当日新增病例



全球新冠死亡七日平均新增近期上升



四、疫情跟踪：Omicron对发达国家影响不断下降

美国新增病例继续大幅回落



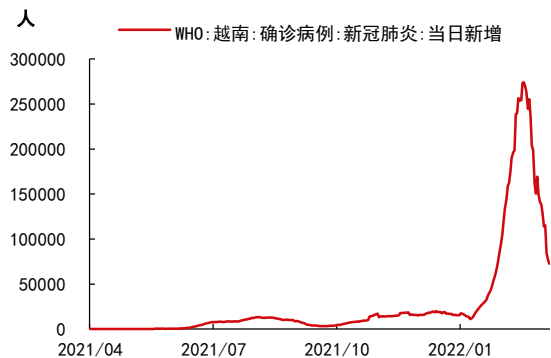
德国新增病例大幅下降



澳大利亚日新增病例大幅下降



越南新增病例回落



英国新增病例小幅回落



南非新增病例继续回落



注: 均为7日平均数据

资料来源: Wind 中信期货研究所

第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 宽信用明显受阻，政策加码预期强化

财政 全年广义财政力度强，1-2月财政前置发力兑现

基建 基建投资开始发力，高增预期初步兑现

房地产 政策持续松绑，地产延续修复

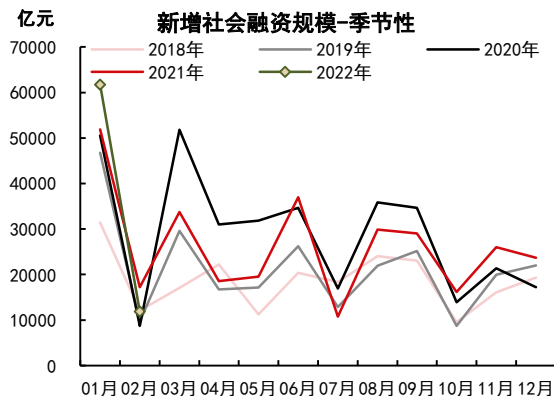
制造业 国内制造业保持着强劲的内生动能

出口 目前仍保持较强韧性

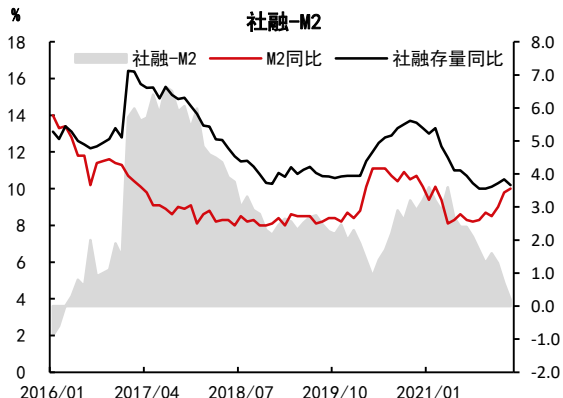
二、社融（总量）：2月社融不及预期，宽信用明显受阻

- 2022年2月新增社融规模1.19万亿元，弱于预期的2.2万亿元；社融同比增长10.2%，低于前值的10.5%；M2同比上涨9.2%，低于前值的9.8%。
- 社融可以简单理解为实体经济的资金需求，而M2可以理解为资金的供给，社融-M2偏弱说明实体融资需求偏弱。
- 1月社融“开门红”大超市场预期，但2月社融并未延续之前的强劲势头，宽信用开始受阻，面对5.5%左右的GDP增长目标，未来“稳增长”政策仍要加码，2022年政府工作报告中提及“扩大新增贷款规模”，因此往后看，货币宽松在量与价上均有发力空间。

2月社融不及预期



社融-M2仍在走弱，融资需求低迷



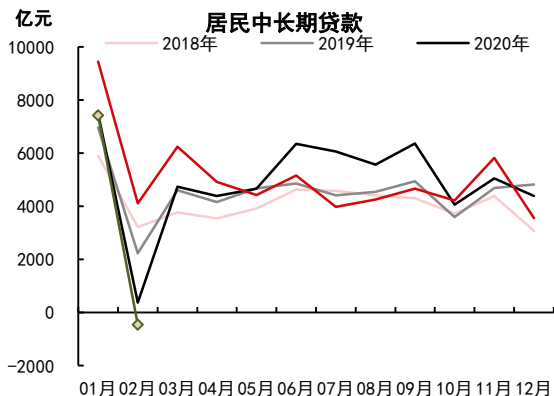
社融存量同比与钢材价格



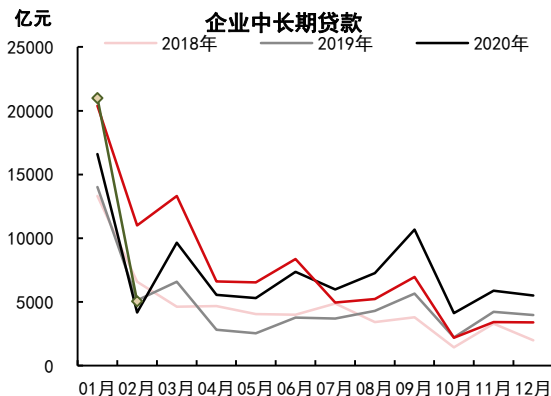
二、社融（结构）：居民中长贷负增，楼市压力仍在加剧

- **居民端**：居民中长期贷款录得有数据以来的首次负增长，在各地银行已经放开按揭贷款的情况下，居民中长贷的负增说明购房预期仍然偏弱，商品房销售压力加剧。今年以来，各地“因城政策”开始陆续放松，但尚未形成实质性改善，未来政策或继续加码，房地产仍有待修复。
- **企业端**：企业中长期贷款同样偏弱，贷款总量同比基本持平，但从贷款结构上看，中长期贷款同比少增1450亿元。
- **票据贴现**占用商业银行信贷额度，当信贷需求不足时，商业银行通常会通过“低价收票”的方式，满足监管层对于信贷增长考核的要求。2月票据利率再度大幅走低表明实体融资需求仍不足。

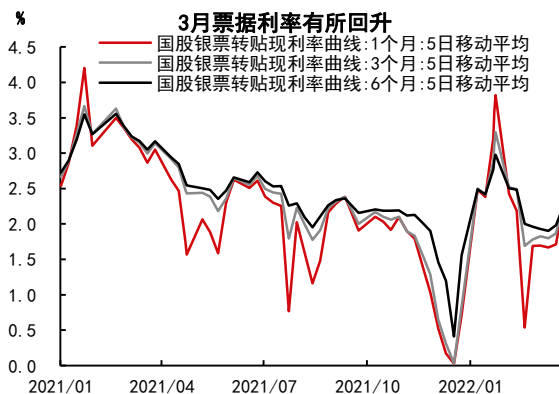
居民中长期贷有数据以来首次负增



企业中长贷同样偏弱



2月票据利率走低，3月有所回暖



二、财政：全年广义财政力度强，1-2月财政前置发力兑现

■ 根据财政部预算安排，全年广义财政强度极强：

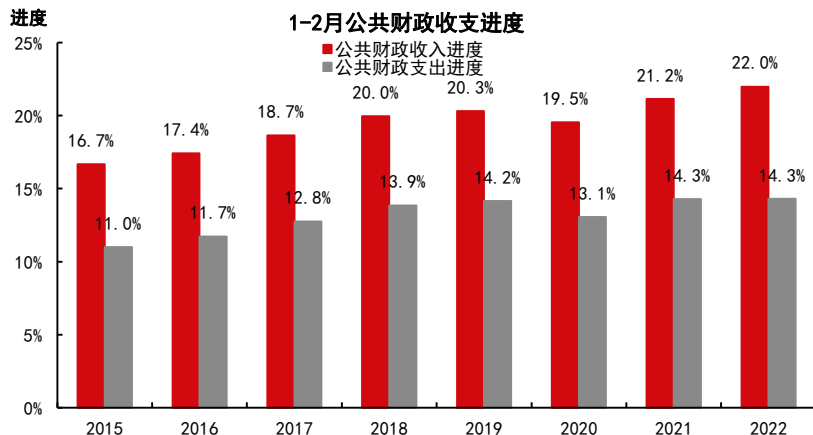
- 全国一般公共预算收入210140亿元，增长3.8%，全国政府性基金预算收入98636.67亿元，增长0.6%
- 全国一般公共预算支出267125亿元，增长8.4%。全国政府性基金预算支出138991.34亿元，增长22.3%

■ 公共财政收支：1-2月收支均高增，未来支出将继续发力。

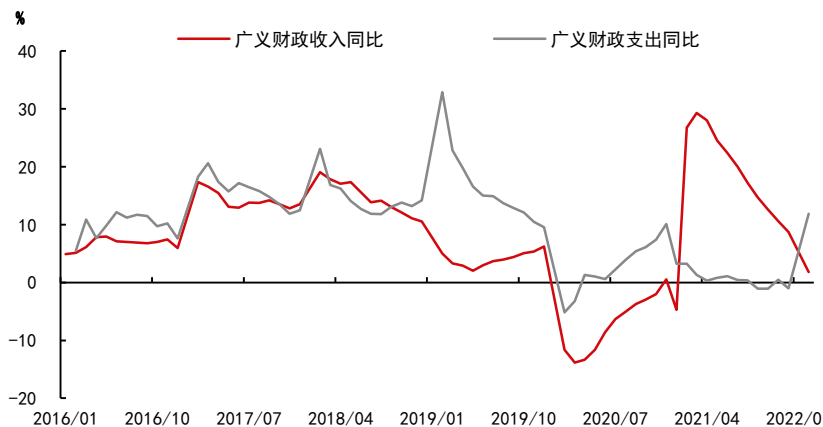
- 1-2月全国一般预算收入同比10.5%（21年全年同比10.7%），预算收入进度22%，为2015年以来最高水平，
- 1-2月全国一般预算支出同比增长7%（21年全年同比0.3%），预算支出进度14.3%，为2015年以来的最高水平，公共财政支出力度较强。

■ 广义财政收支：财政前置发力兑现。1-2月广义财政收入同比增长1.8%，广义财政支出同比增长11.9%，大幅超过收入。

公共财政收支均表现较强



财政靠前发力兑现，1-2月广义财政支出大幅强于收入



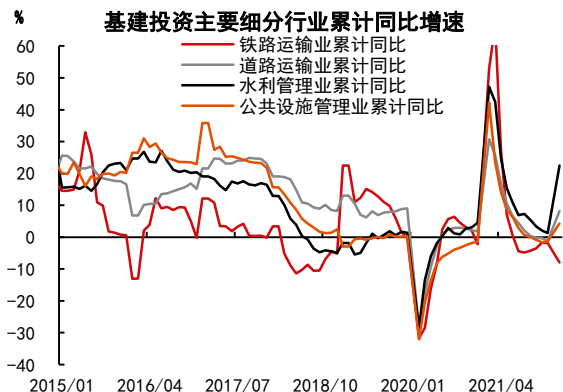
二、基建：基建投资开始发力，高增预期初步兑现

- **1-2月基建投资开始发力，高增预期初步兑现：**1-2月同比增速为8.1%（21年全年同比0.4%），录得较高增速。
- **上半年基建高增预期将继续兑现：**稳增长政策的明确诉求、充裕的专项债资金、提前筹划的项目规划是基建发力的三个核心原因。今年财政预算大幅增加，财政力度超出市场预期，其中一般公共预算支出同比为8.4%，政府性基金预算支出同比为22.3%，为基建的高增再次注入一针“强心剂”。
- **基建总量上高增长，而结构上略有分化。**具体来看，水利管理业投资增长22.5%，公共设施管理业投资增长4.3%，道路运输业投资增长8.2%，而铁路运输业投资则下降8.0%。对于基建的结构性机会主要关注“加快推进重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施建设，有序推进老旧小区改造，加快城市管网更新改造、防洪排涝等设施建设。”

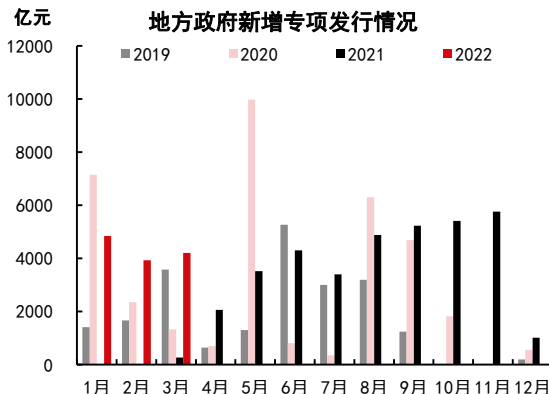
1-2月基建投资同比8.1%，高增兑现



基建投资结构上有分化



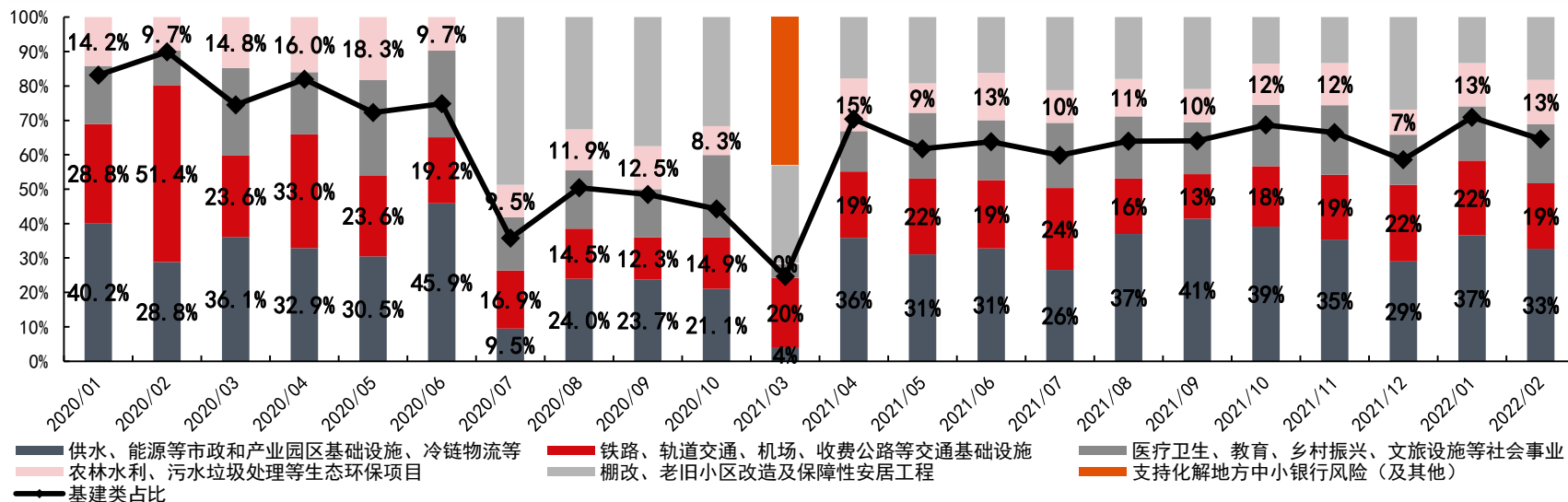
1-3月专项债发行约1.3万亿



二、基建：专项债投向跟踪

- 1-2月专项债用于基建比重较高，1月发行的专项债资金71%投向基建，2月发行的专项债资金65%投向基建。2021年专项债用于基建比重约65%。

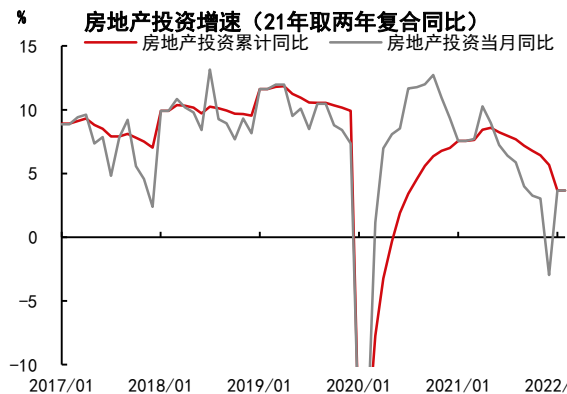
1-2月专项债资金投向基建类占比提升



二、房地产：政策持续松绑，地产延续修复

- 1-2月地产投资呈现明显改善，超出市场预期。1-2月地产投资同比增长3.7%，而去年四季度为同比负增（12月同比为-13.9%）。
- 与地产投资录得3.7%的正增长相比，房地产开发企业到位资金却同比下降17.7%，与地产投资形成超大“劈叉”，合理的解释可能是预售资金监管放松以及资金下拨节奏和结转资金等因素的影响，使得地产投资表现相对较强。
- 2022年地产政策关注“因城施策”的持续松绑。进入2022年后，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，据不完全统计，一季度60余城发布房地产相关政策超百次，未来重点仍在各地政府的调控情况，大方向上仍将持续松绑，以保障合理的住房需求和地产的良性循环。

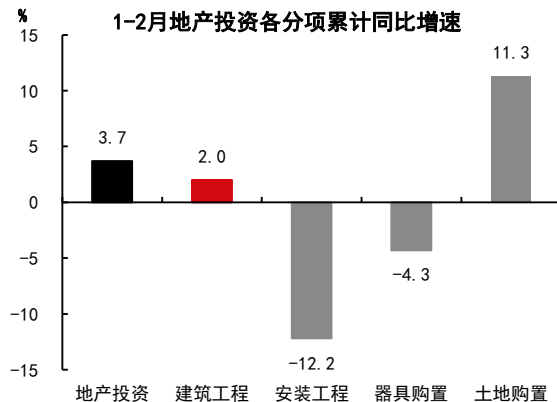
1-2月房地产投资明显改善



房地产开发投资完成额与到位资金



地产投资各细项累计同比增速



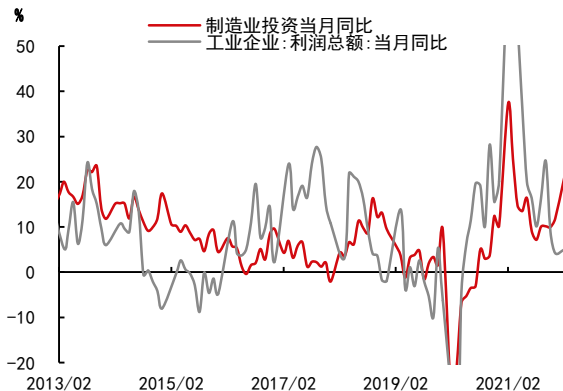
二、制造业：国内制造业保持着强劲的内生动能

- 1-2月制造业投资同比增长20.9%，同比读数的超高增长存在21年较低基数的扰动（21年1-2月制造业投资弱于19年同期），因此三年平均同比增长仅为4.4%，较去年全年平均增速4.8%相比是小幅回落的。单月数据受短期因素影响较大，制造业投资情况还有待后续数据验证。总体来看，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。
- 2022年1—2月份，全国规模以上工业企业利润同比增长5.0%，增速较去年12月份回升0.8个百分点，但下游行业尤其是中小微企业利润增长缓慢，企业生产经营还面临不少困难和挑战，工业企业效益状况持续恢复的基础仍不牢固。
- 从库存周期的角度来看，1-2月工业企业营业收入与产成品库存均回落，初步呈现主动去库迹象，对制造业需求形成抑制。

1-2月制造业投资三年平均同比较正常



1-2月工业企业利润增速回落



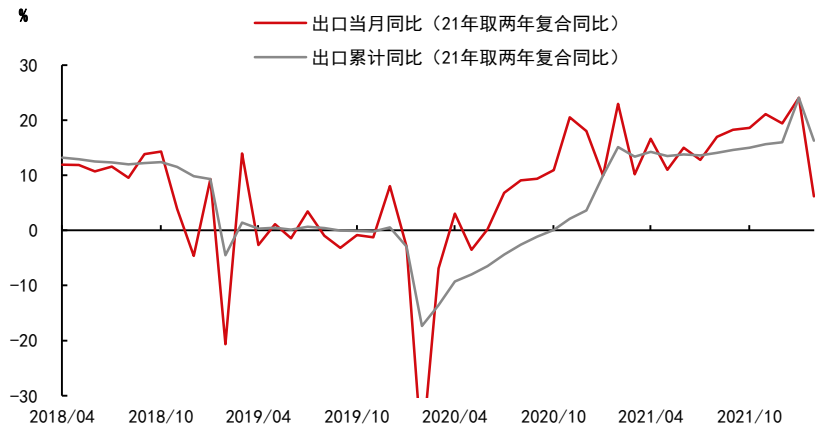
工业企业初步显示主动去库



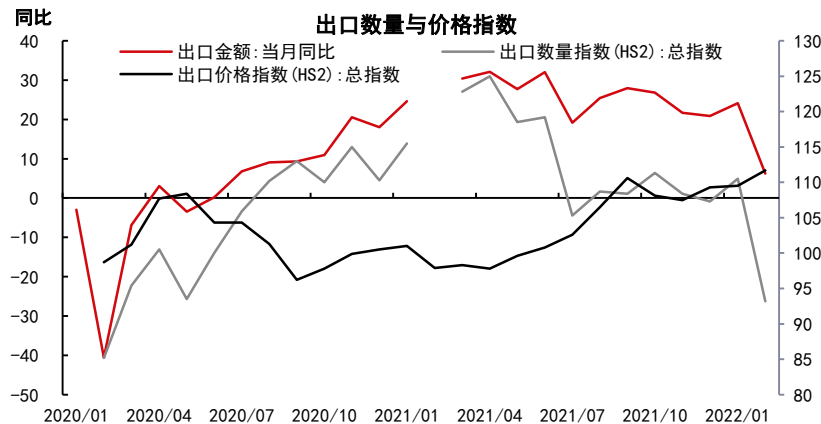
二、出口：保持较强韧性，价格贡献主导

- 2022年1-2月，中国出口（美元计）同比增长16.3%，高于预期的14.0%，低于前值增长22.9%。
- 在外需韧性和全球通胀的背景下，1-2月我国出口仍偏强。未来随着基数抬升，全球经济见顶回落，出口增速下行是较为确定的，但回落速度或相对较缓。
- 2月出口数据继续超出市场预期，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。

中国出口（美元计）同比增速



出口高增主要是价格因素主导



第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

地产基本面跟踪 疫情影响销售，地产现实承压

建筑业需求跟踪 疫情影响施工，程度已超预期

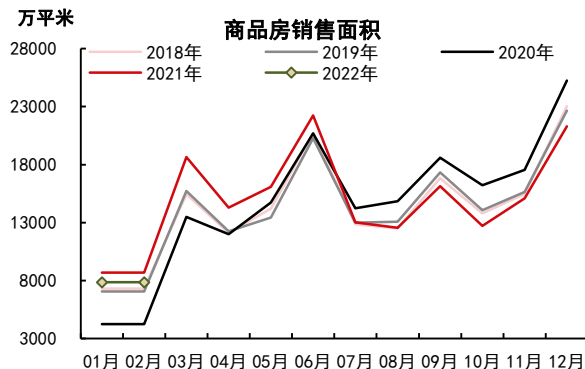
制造业需求跟踪 疫情影响生产，短期扰动明显

中观需求总结 疫情冲击需求，关注后续复苏

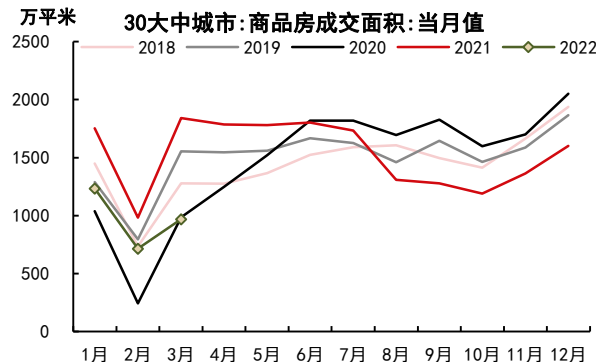
三、建筑业需求（地产数据）——销售：政策趋松加码

- 从9月下旬开始，过于严格的地产调控政策开始“纠偏”，12月10日的中央经济工作会议进一步确认了“地产政策底”。
- 房贷利率可以较好的表征政策趋松的强度，利率下降一般领先地产销售回升3-6个月左右，根据贝壳研究院数据，个人住房贷款平均利率从去年9月至今年3月，已经连续六个月下降，房贷利率下调后利于合理住房需求的释放。
- 当前地产景气度尚未进入“良性循环”的状态，多地“因城施策”频频放松，需求端政策有利于加速市场底部的显现。

1-2月商品房销售面积同比-9.6%



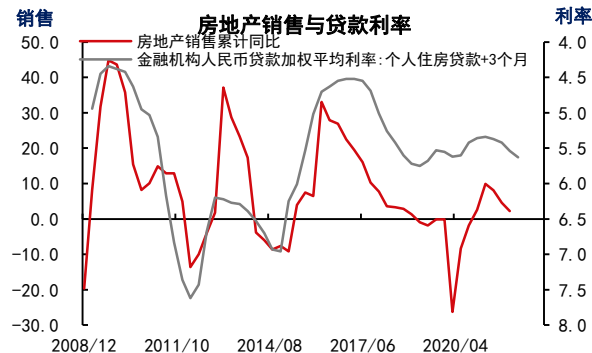
3月份30城商品房销售面积同比-47%



同步指标：居民中长期信贷



领先指标：房贷利率

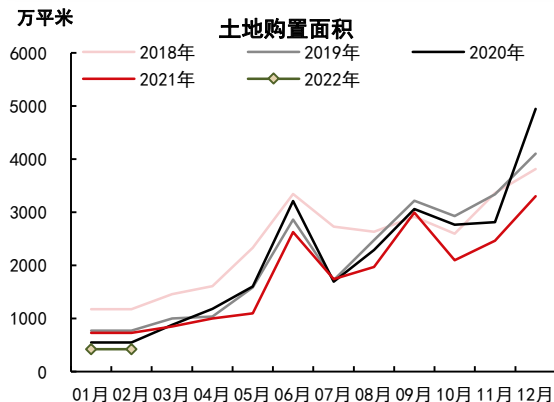


三、建筑业需求（地产数据）——土地：整体延续弱势运行

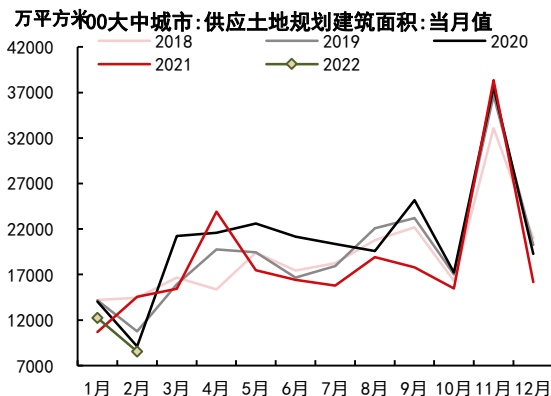
■ 土地市场整体依旧保持弱势：

- 土地购置面积：呈现大幅走弱，绝对值处于极低水平，1-2月同比增速-42.3%（去年全年同比-15.5%）。
- 100大中城市供应土地规划建筑面积：1-2月同比-17.65%（去年全年全年同比-11.23%）。
- 100大中城市成交土地规划建筑面积：1-2月同比-22.29%（去年全年同比-15.16%）。

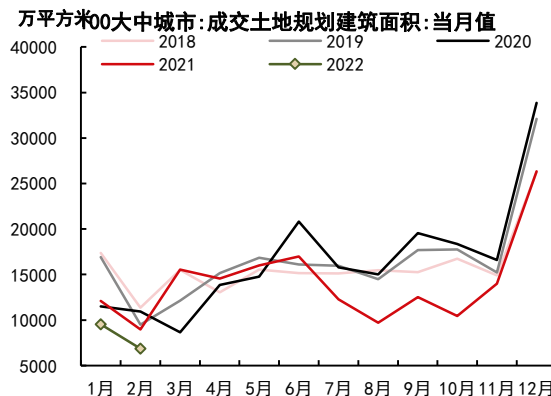
土地购置面积同比-42.3%，大幅走弱



100大中城市供应土地规划建筑面积



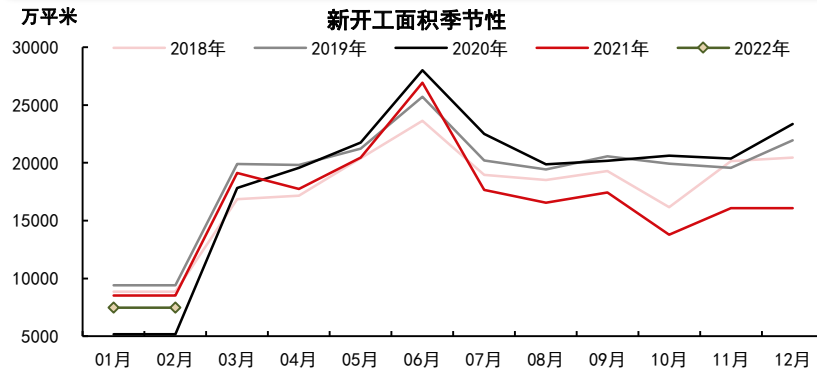
100大中城市成交土地规划建筑面积



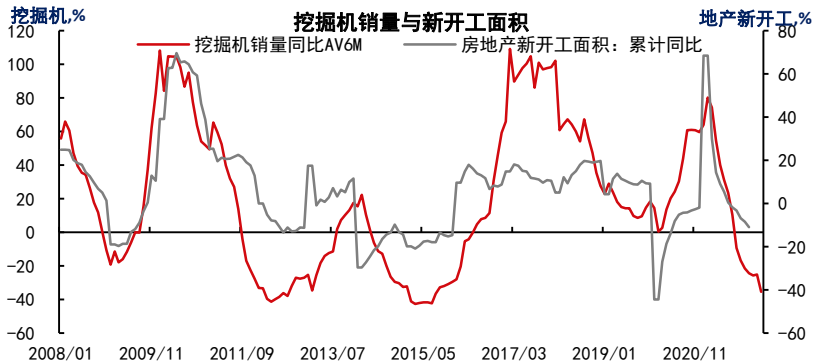
三、建筑业需求（地产数据）——开工：关注企稳拐点

- 1-2月房屋新开工面积的同比降幅明显收窄：
 - 去年12月新开工当月同比-31.1%（前值-23.1%）；
 - 今年1-2月新开工同比-12.1%。
- 挖机销量与新开工面积基本同步，3月疫情影响，挖机销量同比大幅走弱，新开工压力仍大。
- 百城土地成交面积领先新开工面积半年左右，关注企稳拐点。

1-2月房屋新开工面积同比降幅大幅收窄



同步指标：挖掘机销量



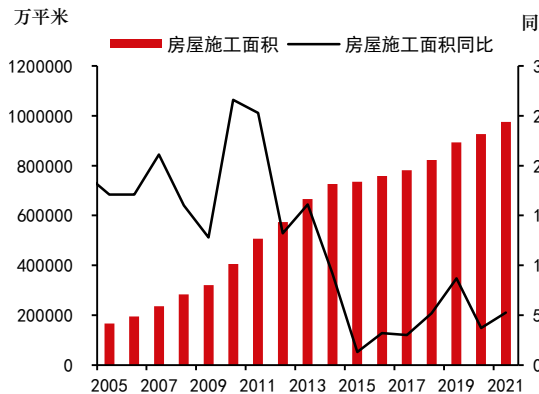
领先指标：百城土地成交面积



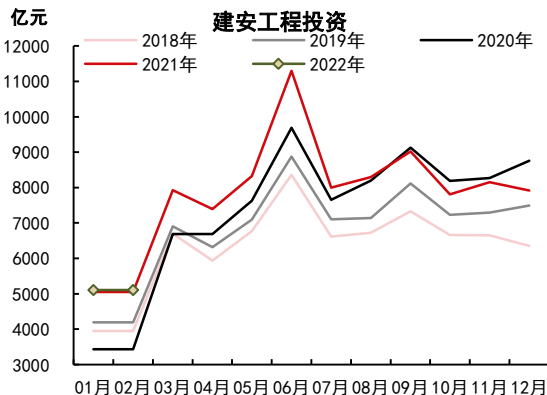
三、建筑业需求（地产数据）——施工：关注存量施工面积

- 房屋施工面积仍然录得正增长：1-2月施工面积78.4亿平方米，同比1.8%。21年全年同比增速5.2%。
- 建筑工程投资同比重新转正：去年9月以来建安投资同比开始持续转负（12月同比降幅甚至达到-9.6%），今年1-2月同比增速重现转正，同比增长1.1%。
- 由于存量施工面积较大，若房企资金紧张的情况持续缓解，施工强度回升的弹性将较大，由于地产销售仍然疲弱，使得施工强度仍然偏弱。

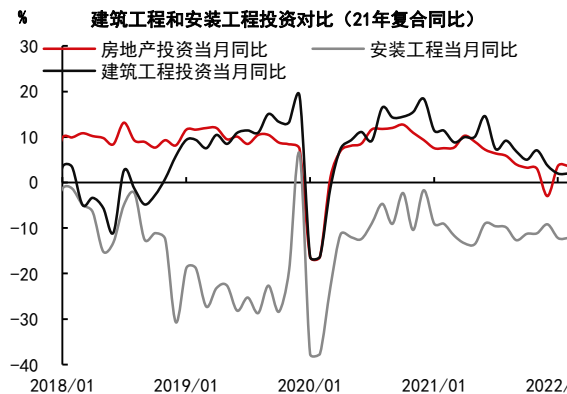
存量施工面积较大（年度）



建筑工程投资-季节性



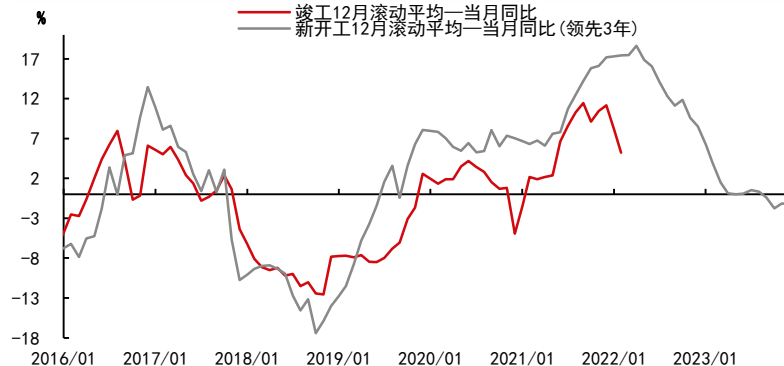
未来销售回升后，建安投资将回升



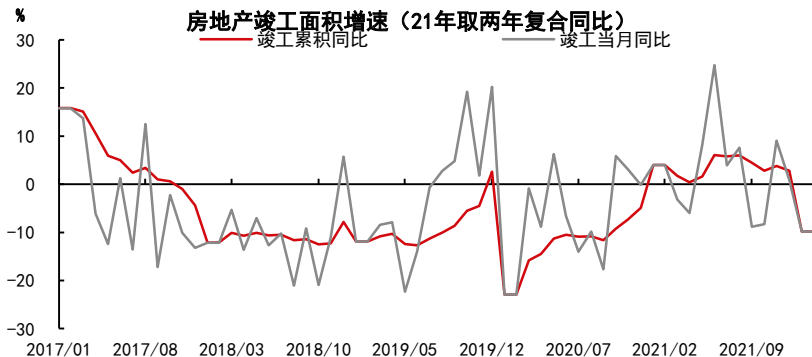
三、建筑业需求（地产数据）——竣工：竣工周期步入尾声

- 1-2月竣工面积相对偏弱：同比-9.8%，去年全年同比11.2%。
- 往后看，根据新开工对竣工的领先作用，竣工周期开始步入尾声。

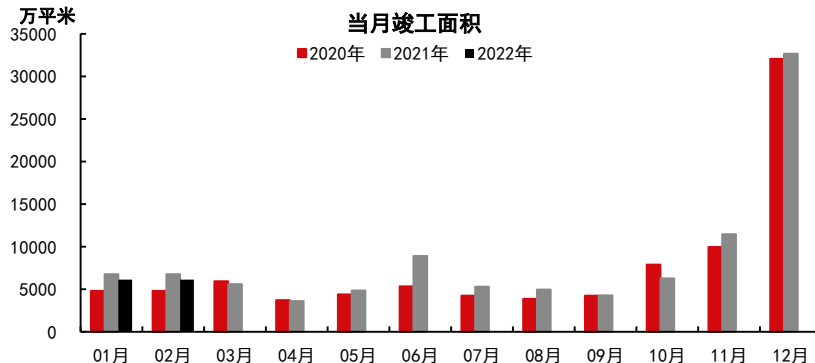
领先指标：新开工领先竣工



1-2月竣工面积同比增速转负

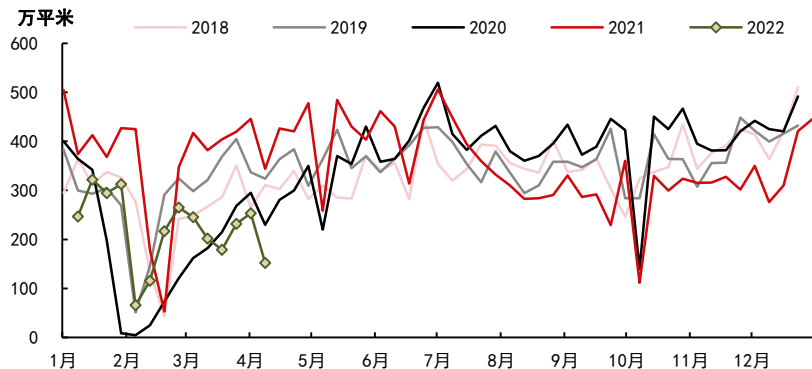


竣工面积-季节性

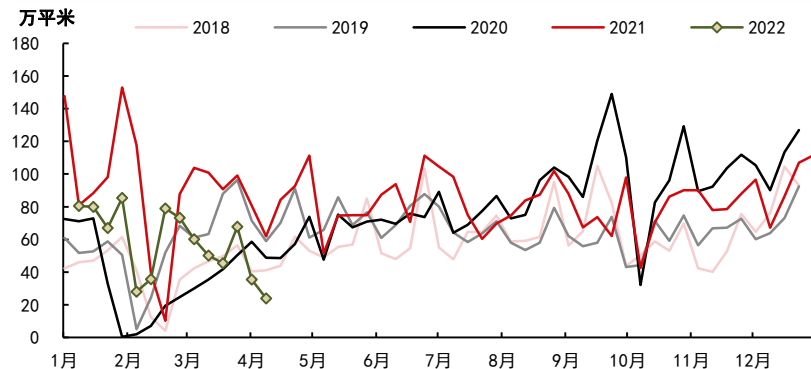


三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

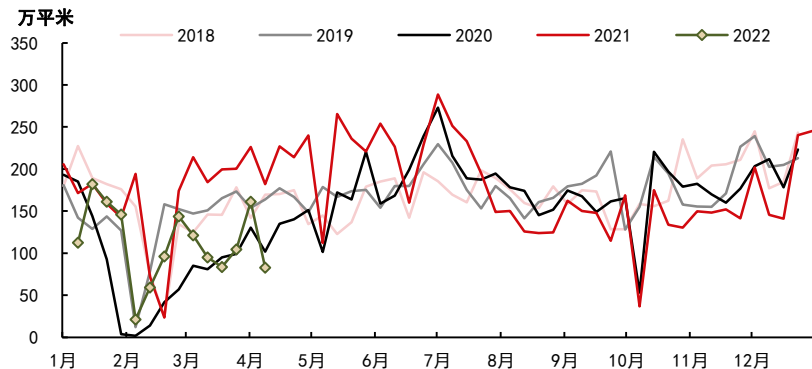
30大中城商品房成交面积



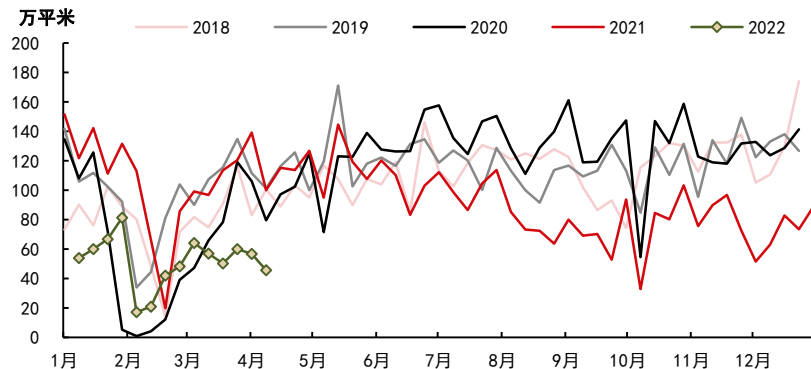
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

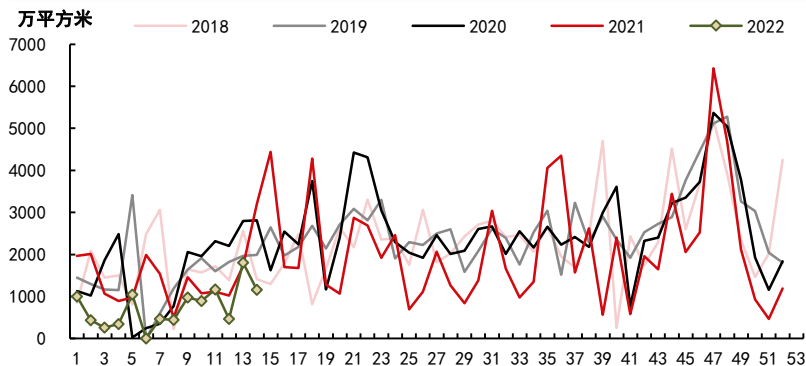


30大中城：三线城市商品房成交面积

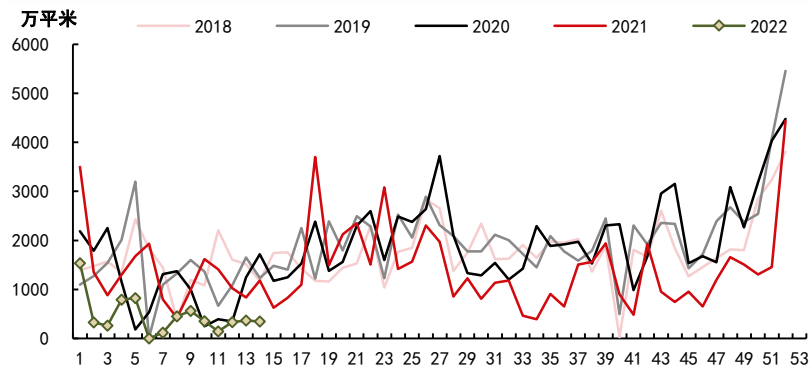


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

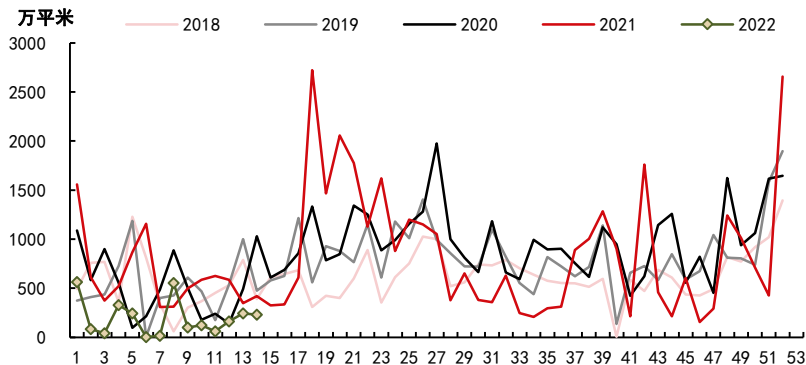
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



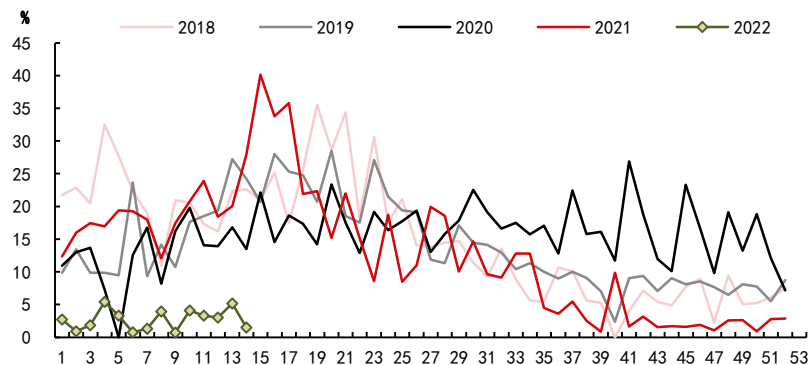
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地

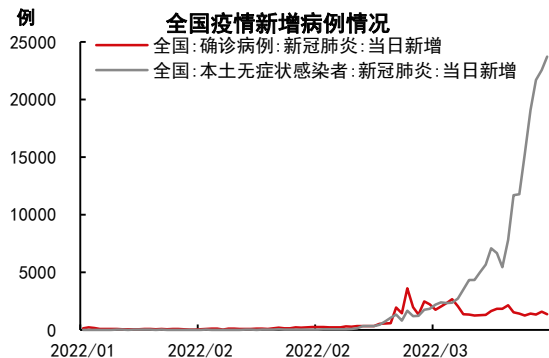


100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地

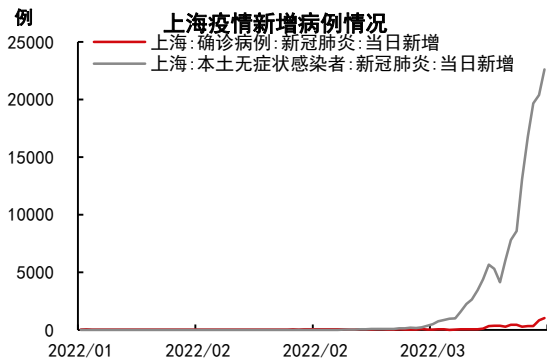


国内疫情跟踪——主要疫情发生省份

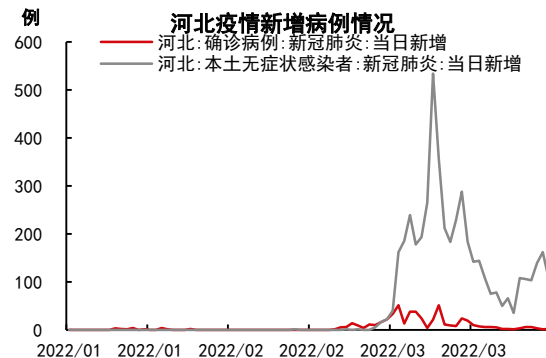
全国新增病例



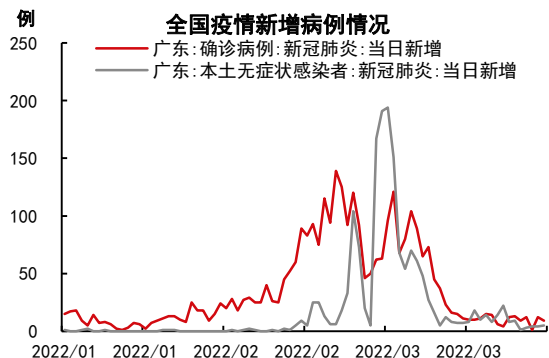
上海新增病例



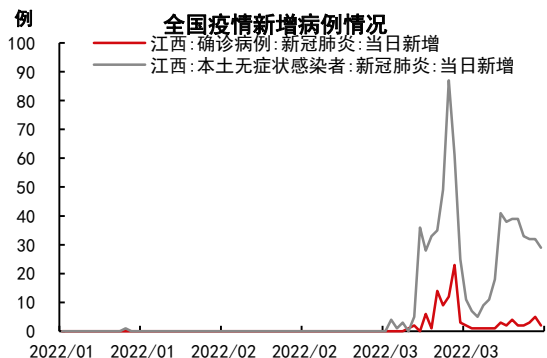
河北新增病例



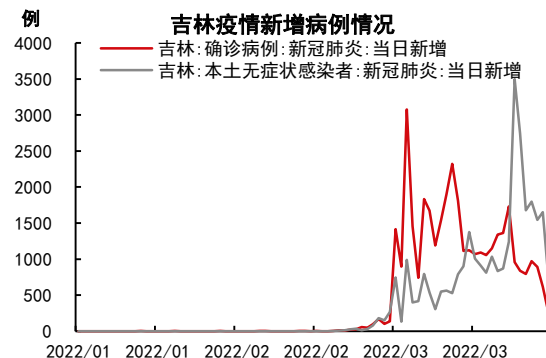
广东新增病例



江西新增病例



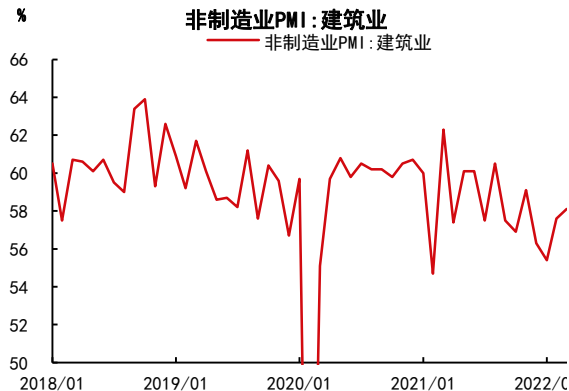
吉林新增病例



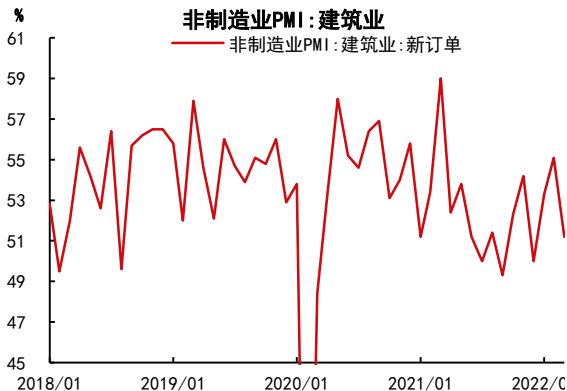
三、建筑业需求——建筑业PMI：疫情冲击影响需求和预期

- 建筑业景气水平小幅上升。随着气候转暖，建筑业施工进度有所加快，商务活动指数为**58.1%**，比上月上升**0.5**个百分点，其中土木工程建筑业商务活动指数为**64.7%**，高于上月**6.1**个百分点，升至高位景气区间，基建或明显发力。
- 业务活动预期和新订单指数均明显回落，主要受到全国多地疫情散发的影响，房建需求疲弱。

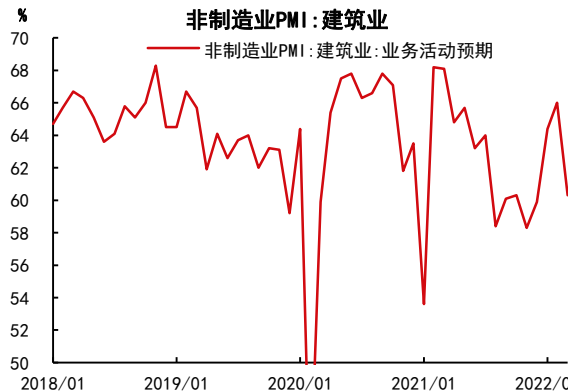
建筑业PMI回升



建筑业新订单指数有所回落



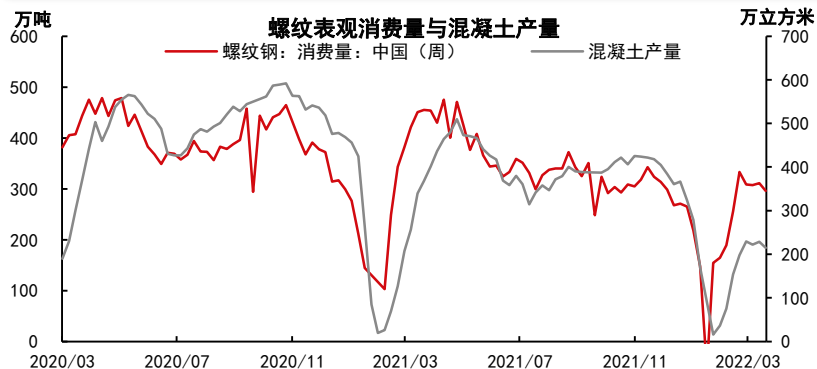
建筑业业务活动预期指数有所回落



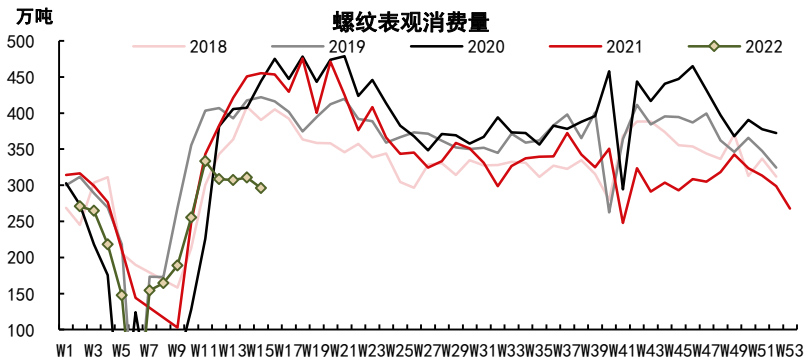
三、建筑业需求（施工）——螺纹：现实需求持续偏弱

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 3月以来受全国多地疫情影响，螺纹表需和建材成交均逆季节性回落，近几周螺纹表需的同比降幅均在30%以上，疫情对需求的冲击明显，未来继续关注国内疫情管控情况，关注后续需求回补的强度。

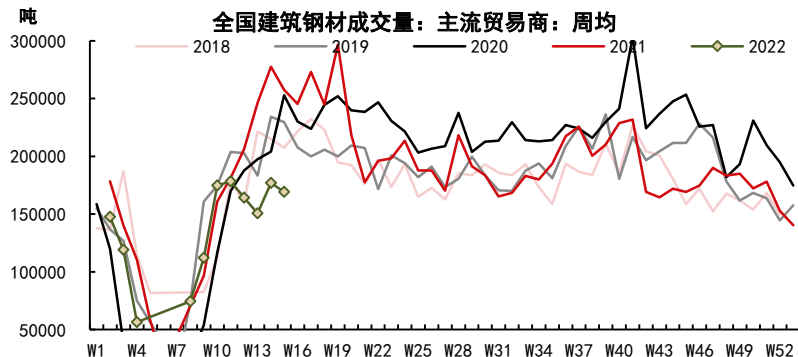
螺纹表观消费量与混凝土产量



3月以来螺纹表观消费持续偏弱



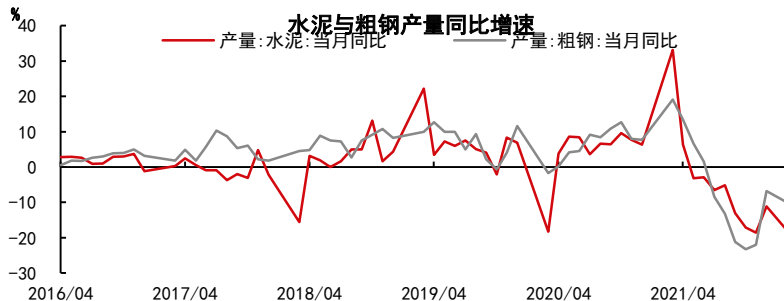
建材成交量持续偏弱



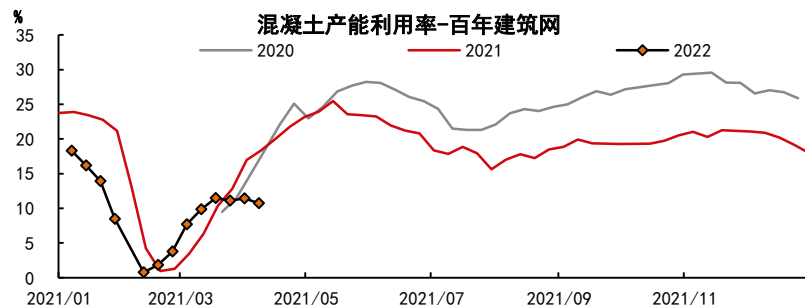
三、建筑业需求（施工）——水泥：出货率有所回升

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。1-2月水泥产量同比为-17.8%，粗钢产量同比为-10%，水泥产量与粗钢产量同比降幅走扩。清明节过后，国内水泥市场需求环比略有提升，由于疫情复发地区管控依旧较为严格，尤其是道路运输不畅，导致下游需求恢复受阻，同时也有地区因下游资金短缺，需求不温不火，水泥价格维持震荡调整走势。

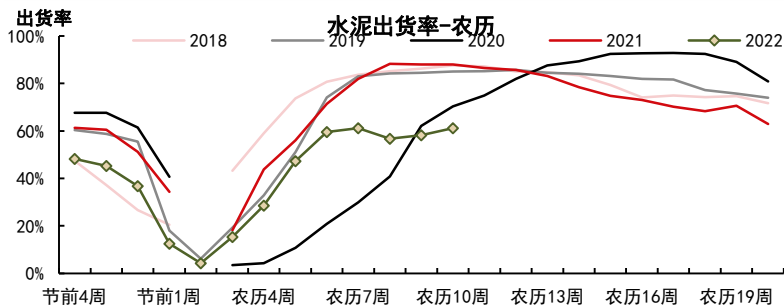
1-2月水泥产量同比-17.8%，粗钢产量同比-10%



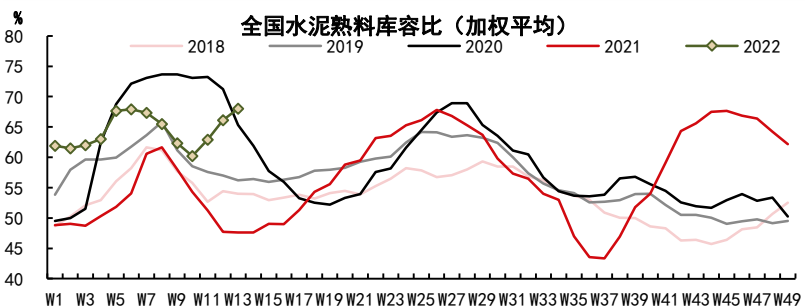
混凝土产能利用率偏弱



全国水泥出货率开始回升



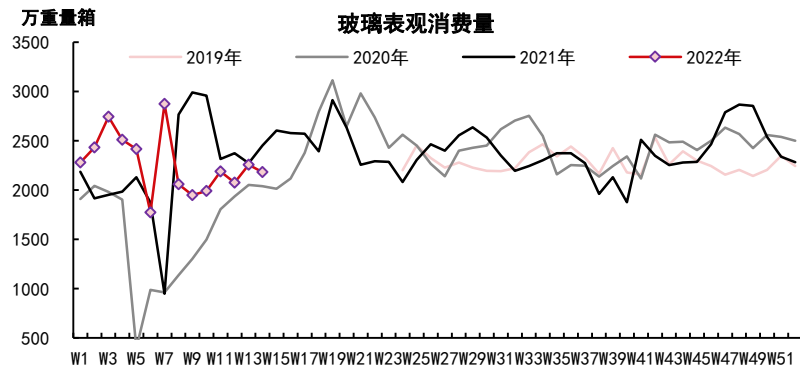
水泥熟料库容比逆季节性回升



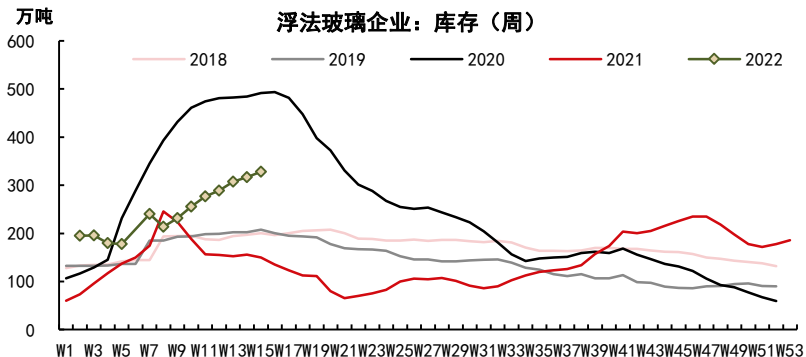
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC：逆季节性累库

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 玻璃库存持续高企，需求偏弱，PVC库存近期表现也偏弱，地产竣工端需求同样受到疫情的影响。

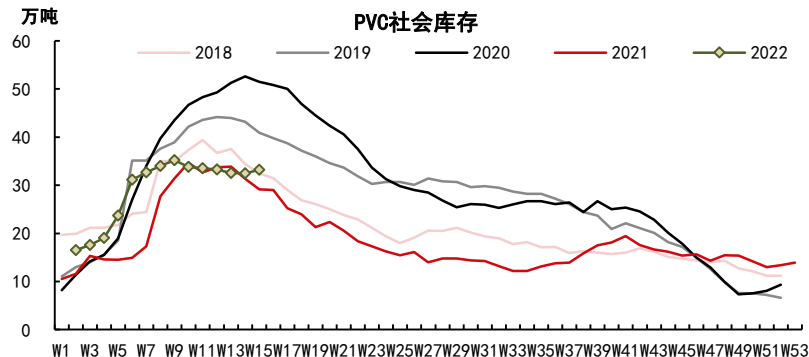
玻璃表观消费量



玻璃企业库存延续逆季节性累库



PVC社会库存表现偏弱



三、建筑业需求——基建中观高频跟踪：蓄力待发

■ 1. 交运、仓储和邮政业（占基建36%）

➢ 跟踪石油沥青开工率：疫情影响回落。

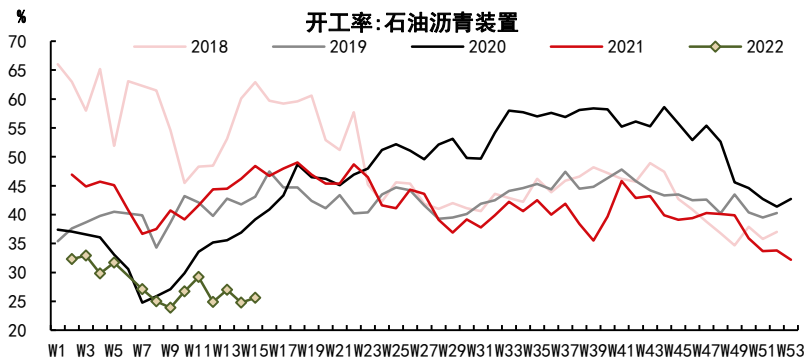
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业（占基建18%）

➢ 跟踪铜杆开工率。

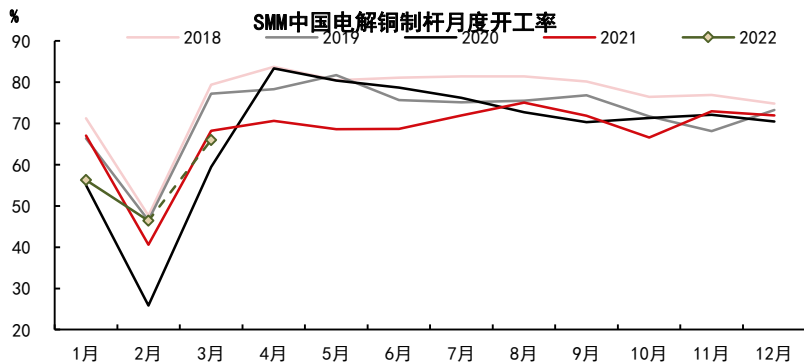
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业（占基建46%）

➢ 跟踪球墨铸铁管的加工费：处于高位。

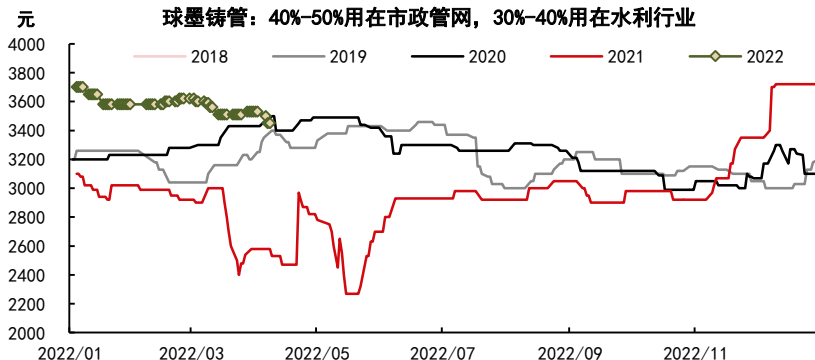
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



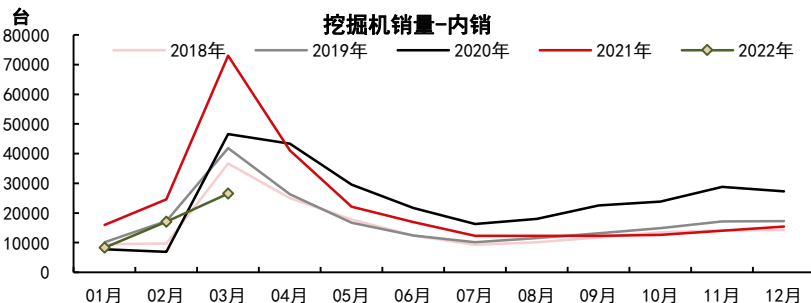
水利投资：球墨铸管的加工费



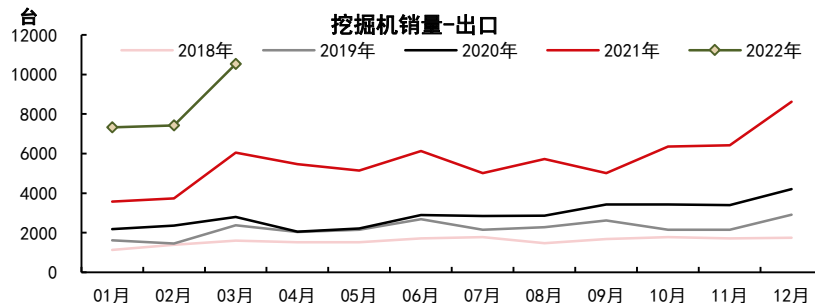
三、建筑业需求——挖机与重卡：3月挖机销量大幅走弱

- 3月挖机销量同比增速为-53.1%（前值-13.5%），2月重卡销量同比增速-34.6%（前值-48%）。
- 国内重卡销量从下半年以来连续的断崖式下滑，是物流运输以及基建工程市场需求低迷、市场提前透支和库存高企等多重不利因素叠加“挤压”的结果。2021年全年重卡市场总销量基本出炉，定格在139万辆左右，比2020年的162万辆下滑约14%。
- 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。

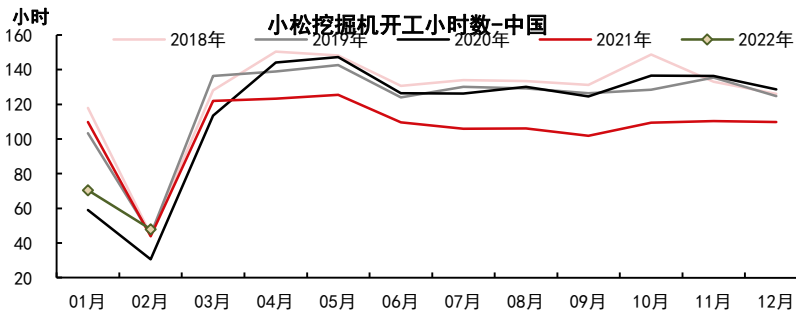
3月挖掘机内销同比-63.6%（前值-30.6%）



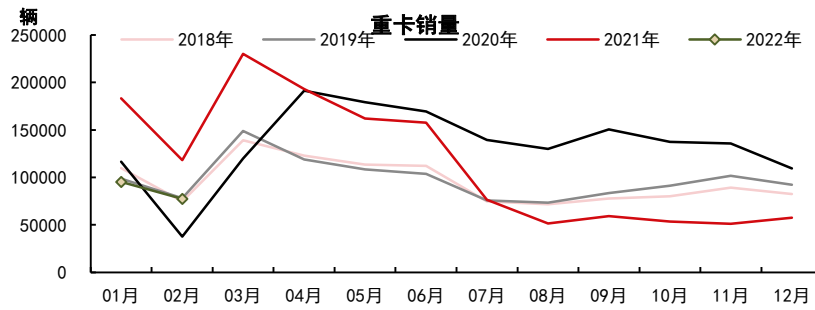
3月挖掘机出口再创新高，同比增长73.8%



2月挖掘机开工小时数表现较强



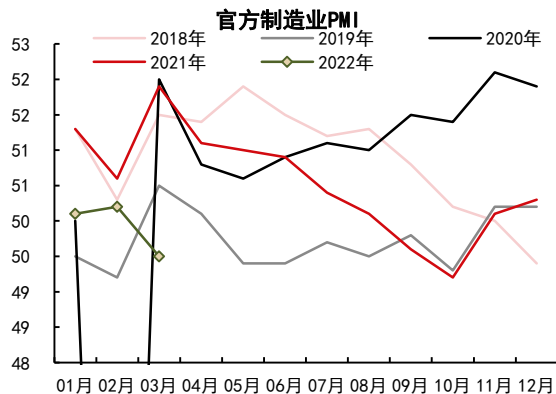
2月重卡销量边际回暖，同比-34.6%（前值-48%）



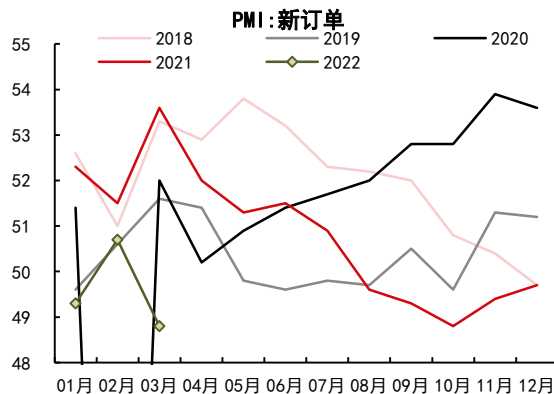
四、制造业需求——制造业PMI：疫情冲击，景气回落，信心仍存

- 3月国内多地出现聚集性疫情，加之国际地缘政治不稳定因素显著增加，我国企业生产经营活动受到一定影响。3月份制造业PMI为49.5%（前值50.2%），再度回落至收缩区间。未来随着局部地区疫情得到有效控制，受抑制的产需将会逐步恢复，市场有望回暖。
- 受本轮疫情影响，局部地区部分企业临时减产停产，且波及到上下游相关企业的正常生产经营；同时，近期国际地缘政治冲突加剧，一些企业出口订单减少或被取消，制造业生产活动和市场需求有所减弱。生产指数和新订单指数分别为49.5%和48.8%，比上月下降0.9和1.9个百分点，均降至收缩区间。
- 2月PMI数据向好，表明经济开始进入复苏区间，但3月突发的聚集性疫情阻断经济复苏进程。尽管我国经济总体景气水平有所回落，但制造业生产经营活动预期指数为55.7%（前值58.7%），继续保持在景气区间，多数企业对市场发展仍有信心。

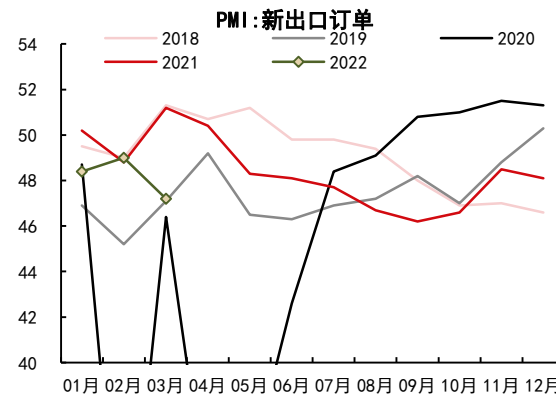
3月制造业PMI逆季节性回落



3月PMI新订单指数大幅回落



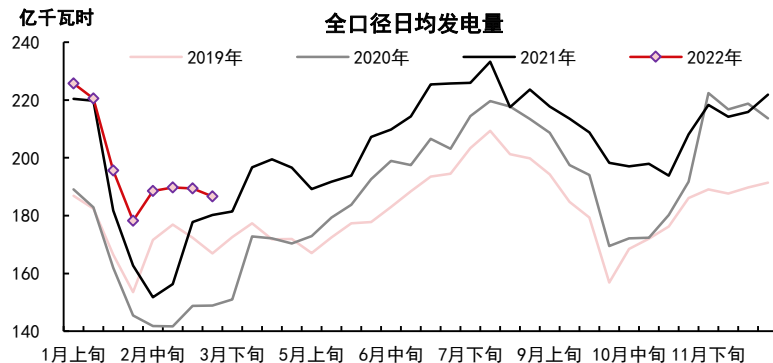
3月PMI新出口订单明显回落



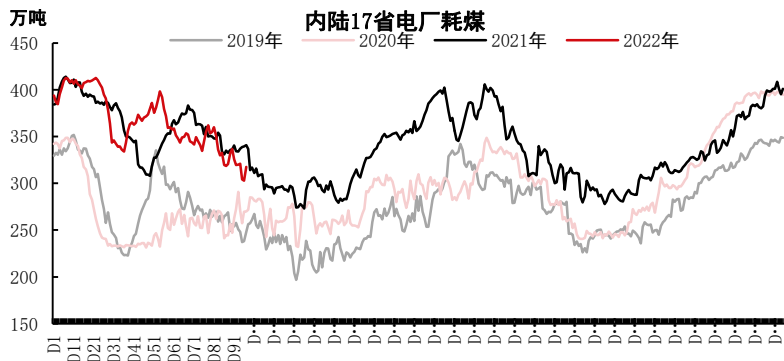
四、制造业需求——发电量：疫情影响显著

- 12月中下旬以来发电量呈现走强，内陆及沿海电厂耗煤也处于历史同期高位，下游工业/制造业生产较强。
- 内陆17省及沿海8省电厂耗煤近期已经弱于去年同期，疫情扰动对工业生产造成的影响较为明显。

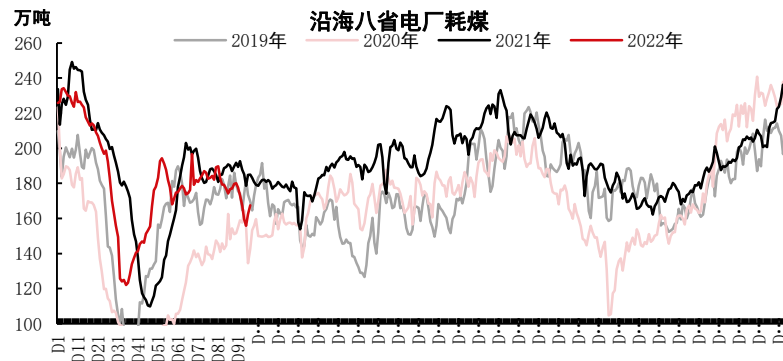
旬度数据：12月中下旬以来发电量持续偏强



日度数据：内陆17省电厂耗煤



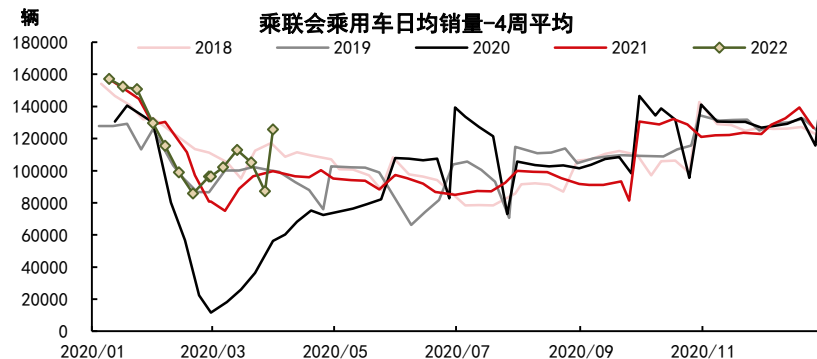
日度数据：沿海八省电厂耗煤



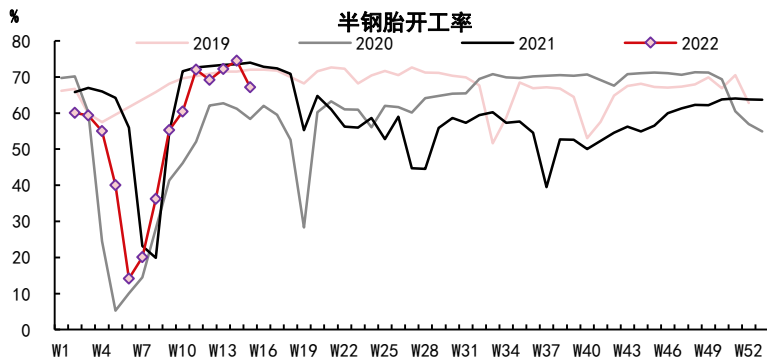
四、制造业需求——汽车（高频）：汽车周度销量较强

- 3月31日当周乘用车批发同比31%，零售同比-5%。
- 3月17日当周轮胎开工率逆季节性回落：半钢胎开工率72.15%（+2.85），全钢胎开工率56.55%（+4.51）。
- 受疫情影响，本周轮胎开工率也呈现逆季节性的回落。

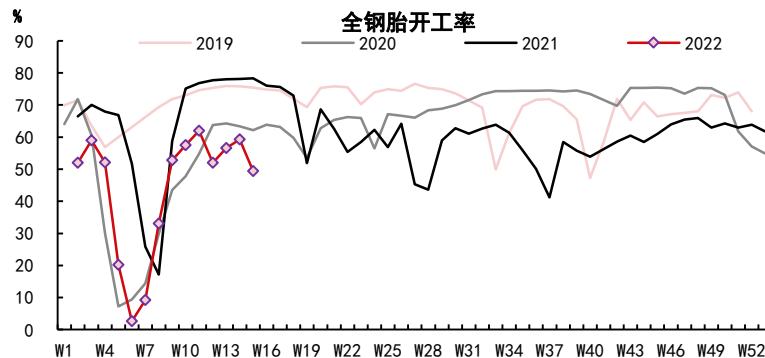
乘用车周度销量（乘联会）



乘用车销量向好，半钢胎开工率表现较强



全钢胎开工率回升相对偏慢



四、制造业需求——汽车：2月产销继续向好

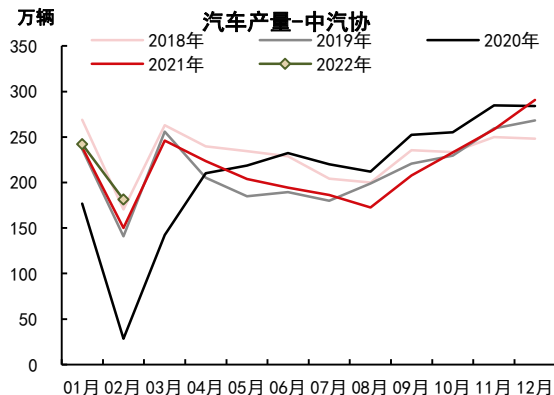
■ 2月汽车产销量继续向好，景气度好转得到持续验证：

- 2月产量同比20.6%（前值1.4%），21年1-12月累计同比3.4%（前值3.5%）。
- 2月销量同比18.7%（前值0.9%），21年1-12月累计同比3.8%（前值4.5%）。

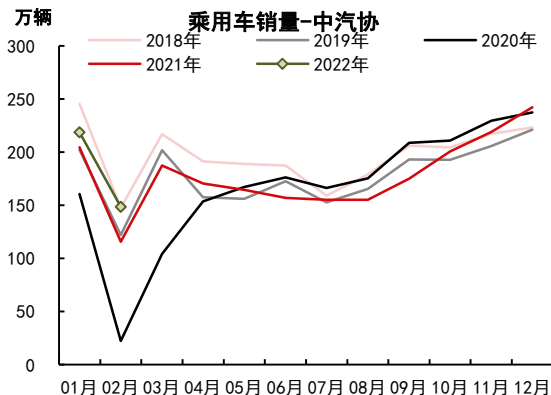
■ 厂商库存大幅减少：1月汽车厂商库存大幅减少，未来有较大补库空间。

■ 9月汽车景气度见底，随着汽车缺芯缓解，产销量持续向上修复。21年12月乘用车产销同比开始转正，2022年1-2月乘用车产销量创近四年以来历史同期新高，汽车行业景气度继续向好。

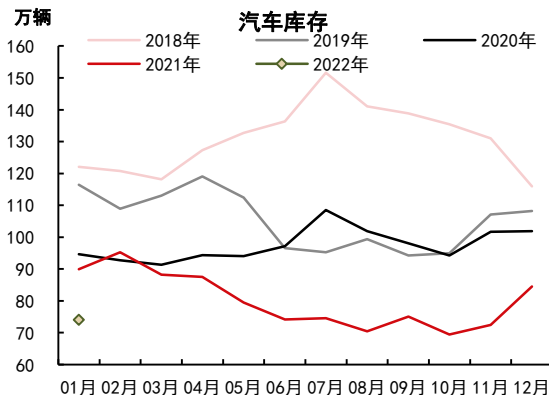
缺芯逐渐缓解，汽车产量加速回升



乘用车销量保持在近年同期较高水平



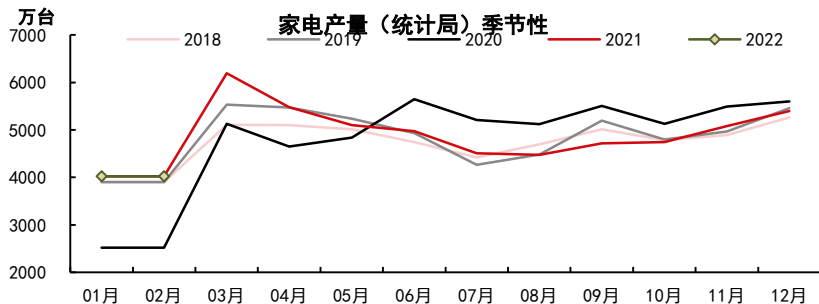
汽车厂商库存仍然偏低



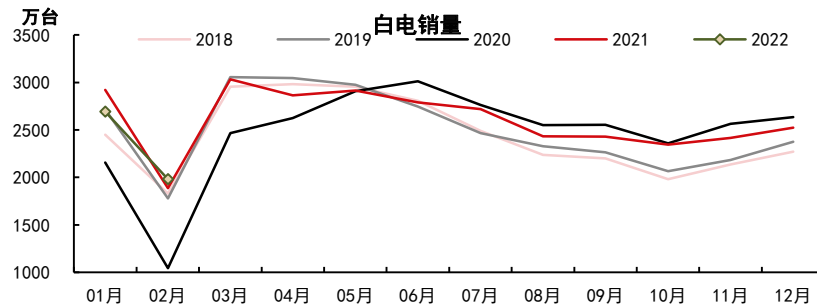
四、制造业需求——家电：外销偏强，内需较弱

- 2021年家电产量同比2.4%（两年复合同比0.5%），2021年白电销量同比3.8%（两年复合同比-2.4%）。
- 2022年1-2月家电产量同比0%，白电销量同比-2.8%。

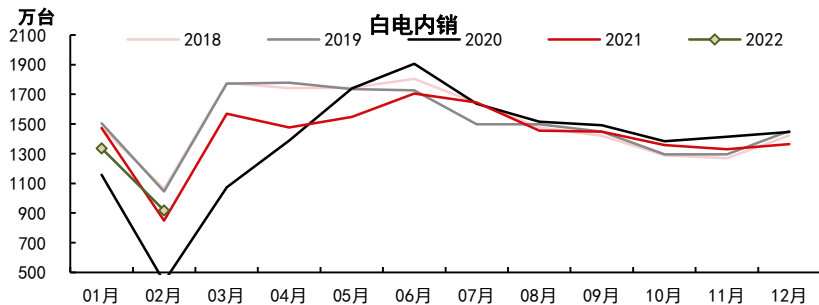
家电（空调、冰箱、洗衣机、电视）产量



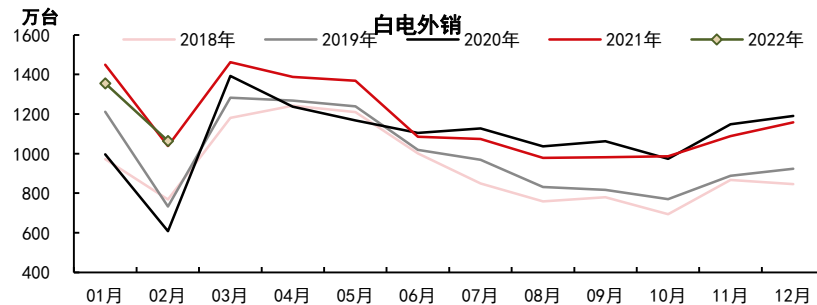
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）

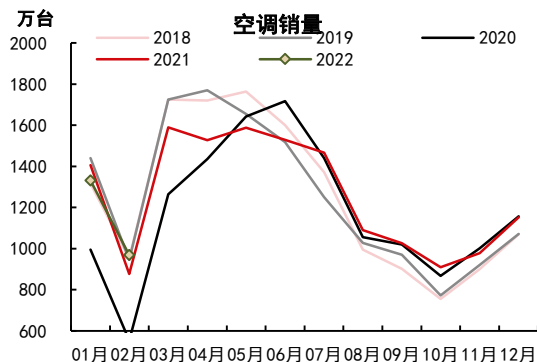


白电外销-季节性（产业在线）

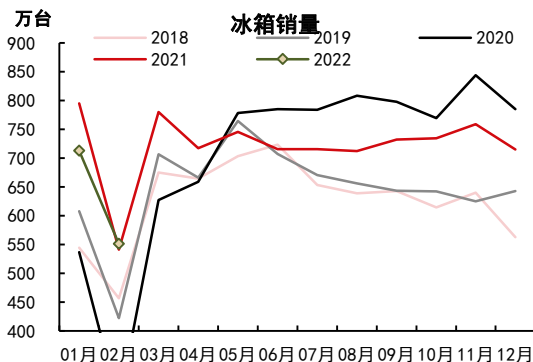


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

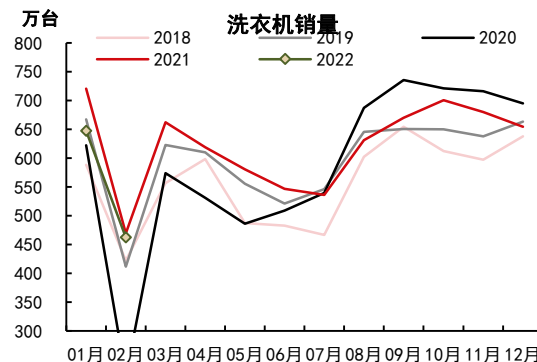
空调销量



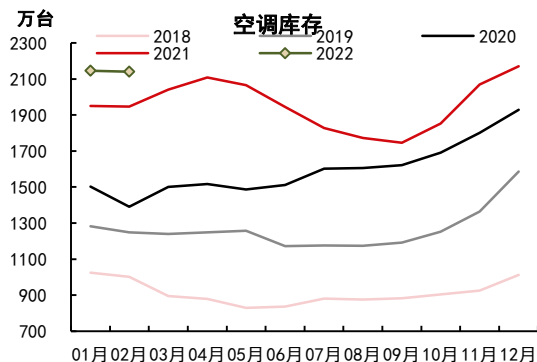
冰箱销量



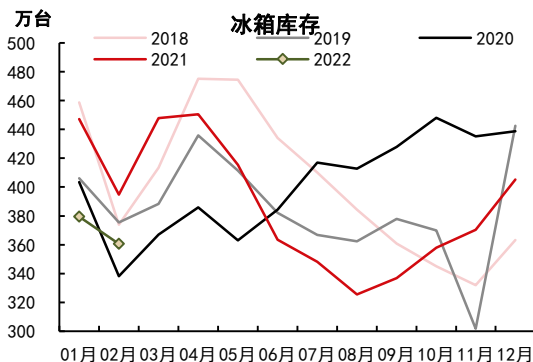
洗衣机销量



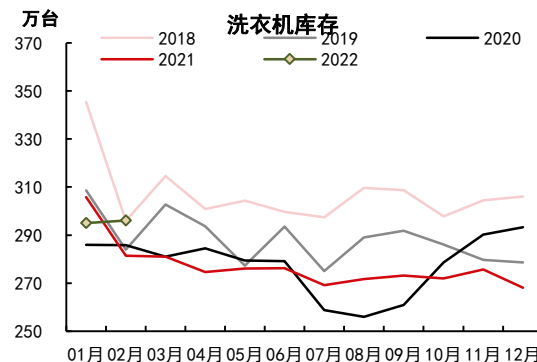
空调库存较高



冰箱库存大幅减少



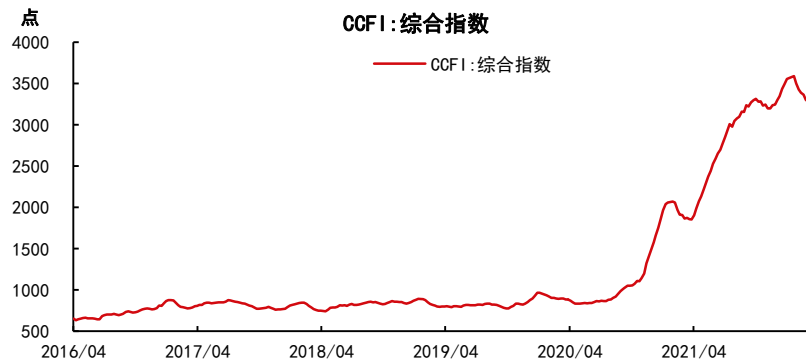
洗衣机库存处于低位



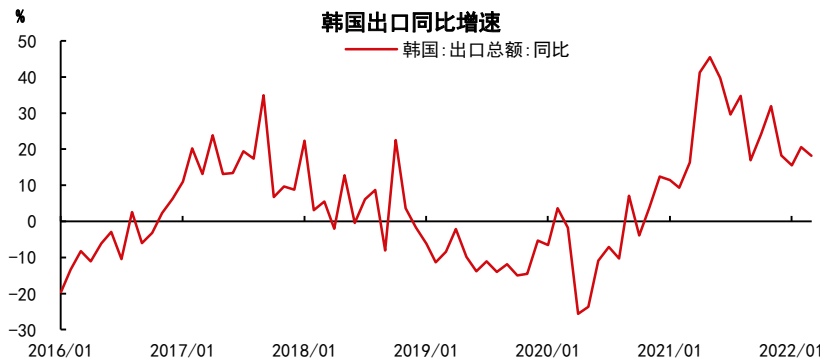
四、制造业需求——出口（高频）：保持韧性

- 中国出口集装箱运价指数处于高位震荡，美国港口拥堵近期有所缓解，因此出口集装箱运价呈现回落。
- 3月韩国出口增速延续保持韧性。
- 3月下旬八大枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比回升。

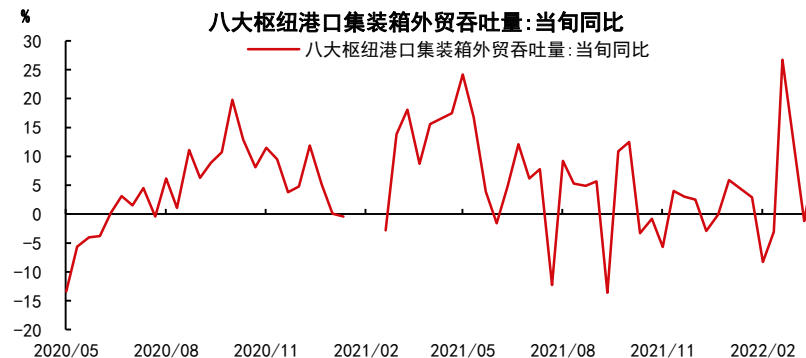
中国出口集装箱运价指数有所回落



韩国3月出口保持韧性



3月下旬八大枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比回升



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝