

## 流动性加快收紧预期升温，大宗商品高位回落

### 摘要

**一、一季度 GDP 略超预期。**今年一季度 GDP 同比增速回到 4.8%，略好于市场预期，其中，稳增长政策持续加码，基建超前发力，带动固定资产投资明显回升，不过，疫情冲击之下，封控措施趋严，居民失业率上升，消费大幅走弱，成为经济复苏的主要拖累。此外，出口增速保持一定韧性，但对经济的拉动有所减弱。在地缘政治和疫情等超预期因素带来的国内经济进一步下行的压力下，近期国务院总理密集部署稳增长的政策措施：央行宣布全面降准 25bp、地方专项债加快发行，发改委、工信部、交通运输部、商务部等多个部委协调各地积极复工复产并疏通交通物流。随着上海疫情防控取得阶段性的成果，并有序推动复工复产，二季度扩大投资相关政策将加力提速，社会消费也有望获得改善，并成为稳增长的主要拉动力量。

**二、降息预期再度落空。**4月20日，LPR 最新结果发布，1年期 LPR 为 3.7%，5年期以上 LPR 为 4.6%。LPR 连续三个月保持不变，市场对于降息的预期再度落空。尽管降息预期一再落空，但并不妨碍平均贷款利率的下降功能，今年3月，新发放的企业贷款利率为 4.37%，比上年12月低 8 个基点，从“价”上为实体经济纾困，预计今后贷款利率将继续保持稳中有降的趋势，支持受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户等渡过难关，稳住经济基本盘。

**三、美联储加快收紧货币政策的预期升温。**美联储主席鲍威尔 21 日在国际货币基金研讨会活动上认可“加息前置”策略，表示在美联储 5 月 3-4 日的会议上加息 50 个基点将是“选项之一”。受此影响，当前货币市场利率隐含的加息预期不断升高：美联储将把政策利率目标区间上调至 2.75%-3%，即在即将召开的三次会议上加息 50 个基点，在今年剩余的三次会议上加息 25 个基点。这导致了全球股市、债券、非美货币、大宗商品集体受挫。往后看，美联储正式开启加息周期，且很可能为了遏制高通胀而不惜采取激进的加息策略，在未来几次会议上分别加息 50BP 并开始缩表，这将带动全球流动性加快收紧，美元指数亦将趋于回升。

**四、全球流动性加快收紧预期拖累大宗商品。**近几个交易日大宗商品高位回落，主因是美联储加快收紧货币政策的预期大幅升温，引发全球股、债、汇、商集体走弱。当前大宗商品价格处于历史性高位，面临的风险因素也有所增多，警惕大宗商品高位回落：一是，美联储为了对抗高通胀或将采取激进的加息策略，全球流动性将加快收紧；二是，世界银行、IMF 等国际组织再度下调全球经济增速预期，表明全球经济复苏的步伐明显放缓；三是，国内高层再提大宗商品保供稳价，将采取有力措施增加煤炭等能源供应。不过，值得注意的是，全球供应链紧张状况并未从根本上得到改善，俄乌冲突存在长期化发展的趋势、国内稳增长将在疫情后集中发力。

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、稳增长持续发力，经济取得开门红

统计局数据显示，2022年一季度按不变价GDP同比增长4.8%，预期为4.4%，前值为4.0%。

生产端：工业生产有所回落。一季度，规模以上工业增加值同比增长6.5%，略好于预期的6.2%，低于前值的7.5%。

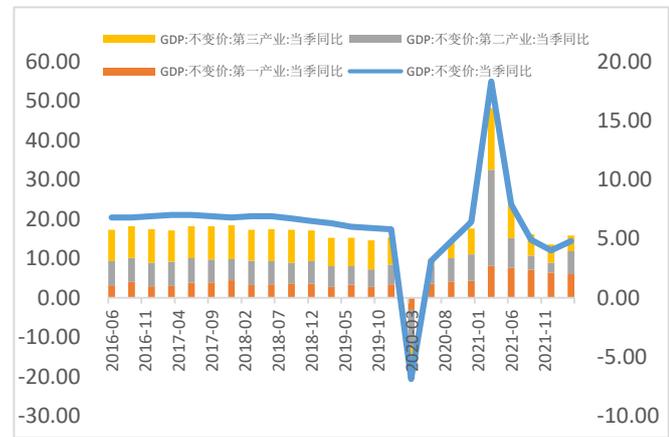
需求端：1) 稳增长发力，投资好于预期。1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长9.3%，较前值回落2.9个百分点，好于预期的8.4%。其中，制造业投资累计同比增长15.6%，较前值回落5.3个百分点；房地产开发投资累计同比增长0.7%，较前值回落3.0个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）累计同比增长8.5%，较前值回落0.4个百分点。

2) 疫情冲击之下，消费大幅走弱。一季度，社会消费品零售总额累计同比增长3.3%，好于预期的2.8%，大幅低于前值的6.7%。扣除价格因素，一季度社会消费品零售总额同比实际增长1.3%。3月份，社会消费品零售总额同比下降3.5%，前值为上涨1.7%。

今年一季度GDP同比增速回到4.8%，略好于市场预期，其中，稳增长政策持续加码，基建超前发力，带动固定资产投资明显回升，不过，疫情冲击之下，封控措施趋严，居民失业率上升，消费大幅走弱，成为经济复苏的主要拖累。此外，出口增速保持一定韧性，但对经济的拉动有所减弱。

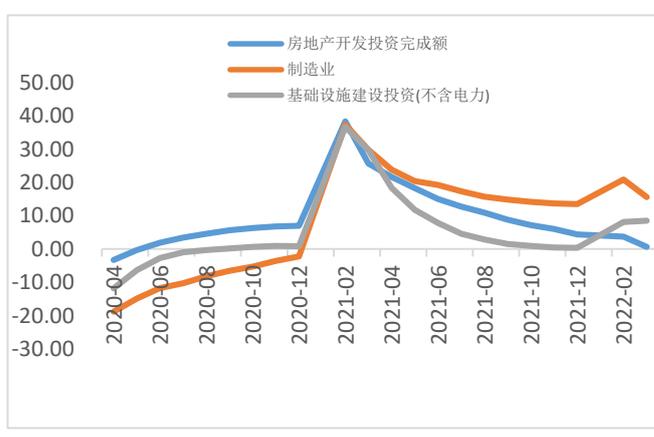
我们在此前的报告中一直强调今年我国经济面临的主要下行压力来自于出口和地产走弱的压力，当前出口增速逐步回落、地产缓慢寻底印证我们的判断。2月中下旬以来，地缘政治冲突和国内疫情的扩散则是今年经济发展面临的超预期下行因素。面对国内经济下行压力进一步加大的情况，近两周时间，国务院总理密集部署稳增长的政策措施：央行宣布全面降准25bp、地方专项债加快发行，发改委、工信部、交通运输部、商务部等多个部委协调各地积极复工复产并疏通交通物流。随着上海疫情防控取得阶段性的成果，预计4月底之前国内疫情有望得到控制，二季度扩大投资相关政策将加速，社会消费也有望获得改善，并成为稳增长的主要拉动力量。

图表 1：GDP 增速略好于预期



数据来源：WIND

图表 2：投资成为主要的拉动力量



数据来源：WIND

## 2、lpr 降息预期再度落空

4月20日，LPR最新结果发布，1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。LPR连续三个月保持不变，市场对于降息的预期再度落空。在此之前，4月15日，央行发布降准公告，下调存款准备金25BP，释放5300亿长期资金；同时，本月MLF等额续作，并未下调利率。

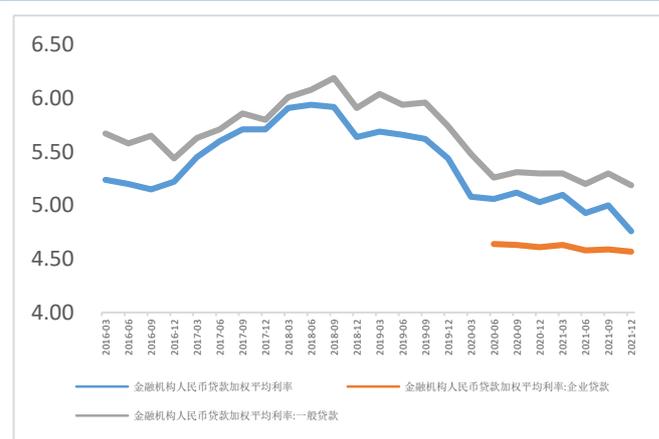
尽管降息预期一再落空，但并不妨碍平均贷款利率的下降功能，今年3月，新发放的企业贷款利率为4.37%，比上年12月低8个基点，从“价”上为实体经济纾困，预计今后贷款利率将继续保持稳中有降的趋势，支持受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户等渡过难关，稳住经济基本盘。

图表 3：LPR 利率保持稳定



数据来源：WIND

图表 4：企业贷款利率延续下行



数据来源：WIND

## 3、美联储加快收紧货币政策的预期持续升温

美联储主席鲍威尔 21 日在国际货币基金研讨会活动上认可“加息前置”策略，表示在美联储 5 月 3-4 日的会议上加息 50 个基点将是“选项之一”。在此之前，美联储理事布拉德表示美国通胀“实在太高”，适度加息已不足以抑制，美联储需要迅速采取行动，通过多次 50 个基点的加息，让利率在今年年底之前达到 3.5% 左右，并且不排除一次加息 75 个基点的可能。此外，美联储理事布雷纳德称最早可能于 5 月就缩表问题做决定，6 月启动缩表进程。

受此影响，当前货币市场利率隐含的加息预期不断升高：美联储将把政策利率目标区间上调至 2.75%-3%，即在即将召开的三次会议上加息 50 个基点，在今年剩余的三次会议上加息 25 个基点。往后看，美联储正式开启加息周期，且很可能为了遏制高通胀而不惜采取激进的加息策略，在未来几次会议上分别加息 50BP 并开始缩表，这将带动全球流动性加快收紧，美元指数亦将趋于回升。

图表 5：5 月加息 50BP 的预期大幅升温



数据来源: 英为财经

#### 4、全国疫情追踪

截至4月23日24时,据31个省(自治区、直辖市)和新疆生产建设兵团报告,现有确诊病例29531例(其中重症病例236例),累计治愈出院病例166398例,累计死亡病例4725例,累计报告确诊病例200654例,现有疑似病例2例。累计追踪到密切接触者3131798人,尚在医学观察的密切接触者437249人。

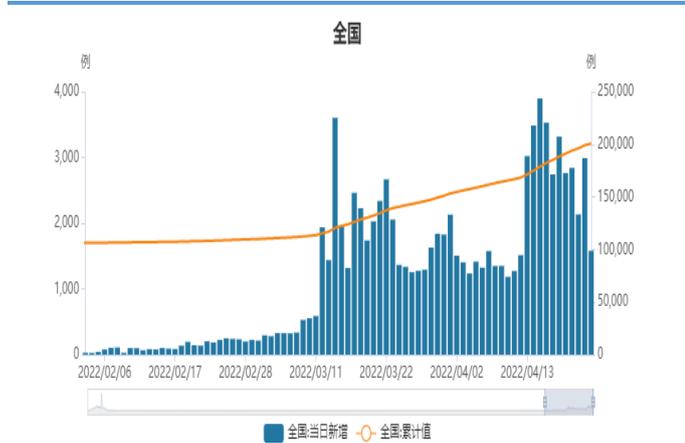
4月23日,上海新增本土阳性患者“1401+19657”,重型患者160例,危重型患者19例,本土死亡病例39例。当天的上海出院出舱人数为18868。截至目前,上海本土阳性感染者已累计接近50万例,已累计排查到在沪“密接”超过45万人。累计本土确诊38809例,治愈出院14592例,在院治疗24130例,死亡87例。近期,上海本土阳性感染者数量有所反复,上海市卫生健康委副主任赵丹丹表示,从近阶段的疫情数据情况来看,新增阳性感染者数量还是比较多,处于高位波动状态,主要是在部分建筑工地、企业等聚集性疫情有所抬头。因此,还必须充分认识到当前上海疫情形势的复杂性、严峻性。

**距离全面解封尚待时日。**虽然上海疫情总体趋于缓和,但是上海疫情防控办并未针对2022年本轮本土疫情发布解封时间最新通知。根据兰州大学《新冠肺炎疫情全球预测系统》公布的预测结果,上海疫情有望于5月3日左右得到控制,而全面解封预计要到五月中旬。不过需要注意的是,上海针对此轮本土疫情,会按区域进行陆续解封。根据4月20日上海举行新冠肺炎疫情防控工作新闻发布会(第159场)介绍,金山区和崇明区在4月19日达到社会面清零目标,这意味着上海最先解封的区域可能是以上两个地区,有望在4月底或在5月初解封。

**有序推动复工复产。**根据4月22日上海市举行的第161场相关肺炎疫情防控工作新闻发布会上公布的数据,在过去的一周,666家重点企业已经有70%实现了复产复工,企业的产能利用率也在不断提高。在4月18日,上海市正式启用全国统一的《重点物资运输车辆通行证》,严格落实省界道

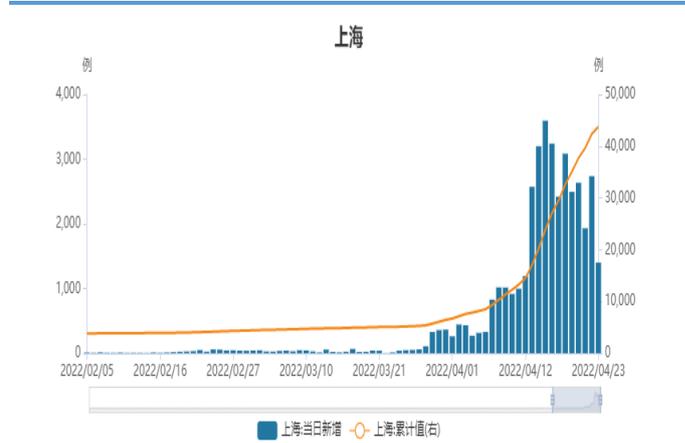
口“通行证+48小时核酸阴性”、“即采、即走、即追”制度，提升了身份插眼效率，也提升了物流转运效率。此外，为了引导企业有序进行复产复工，保障产业供应链安全稳定，在2022年4月16日，上海市经信委发布了《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第一版）》，在确保风险可控的前提下，全力协调产业链上下游企业生产、供应对接，畅通核心零部件、关键原材料等跨省市运输，支持重点企业持续生产，有力有序有效推动企业复工复产。

图表 6：全国新增确诊病例



数据来源：WIND

图表 7：上海新增确诊病例



数据来源：WIND

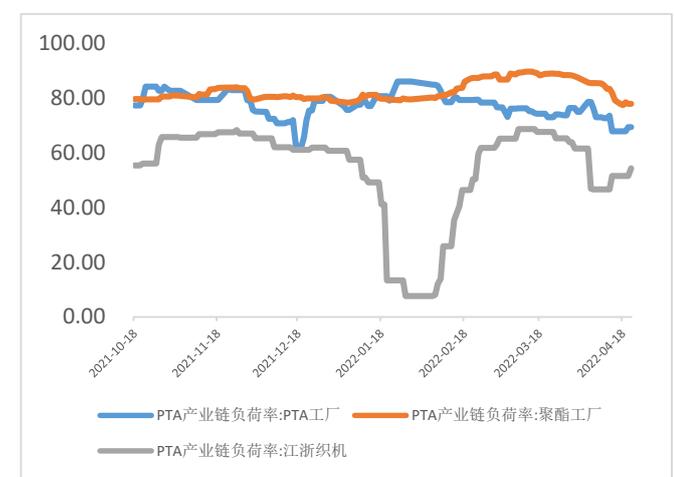
## 二、高频数据跟踪

### 1) 工业生产逐步恢复

**化工：需求回暖，价格略有回升。**需求方面，下游需求略有回暖，聚酯产业链多数产品价格有所回升，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 开工率小幅升至 69.38%，聚酯工厂负荷率小幅升至 77.90%，江浙织机负荷率升至 54.27%。

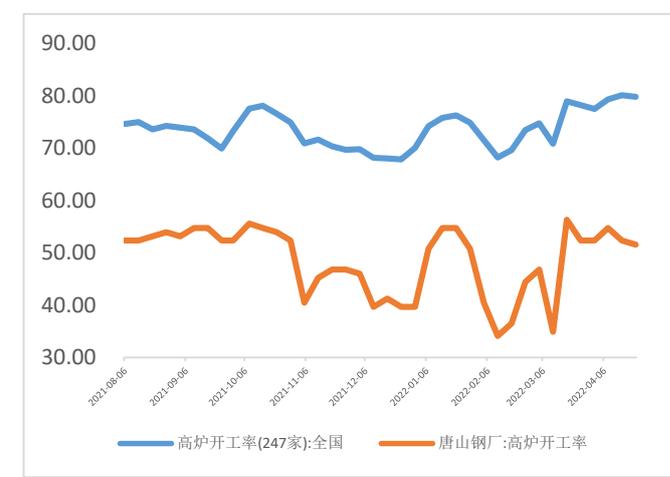
**钢铁：生产小幅回落，需求保持低位。**受疫情影响，全国高炉开工率小幅回落至 79.80%。发改委表示将联合工信部制定今年的粗钢产量同比下降的政策措施，意味着今年钢厂仍有产量压降的任务。一旦政策出台，那将意味着钢厂开工率拐点来临。本周钢材表需有所改善，库存小幅去化。

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

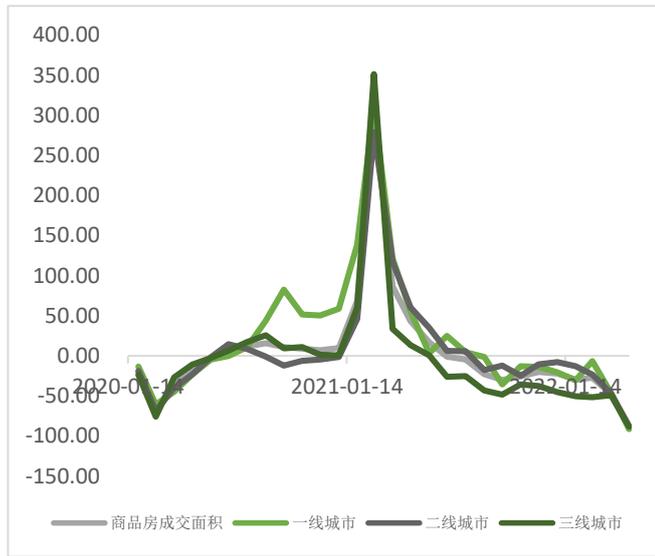
### 2) 地产销售周环比回升，汽车零售表现不佳

**房地产销售周环比回升。**截至 4 月 20 日，30 大中城市商品房成交面积周环比回升 22.72%，4 月月环比回落 18.91%，月同比下降 57.09%，其中，一、二、三线城市 4 月同比增速分别为-65.66%、-55.46%和-53.65%。土地市场方面，上周 100 个大中城市成交土地面积环比增速为 21.87%，土地成交规模同比继续改善。

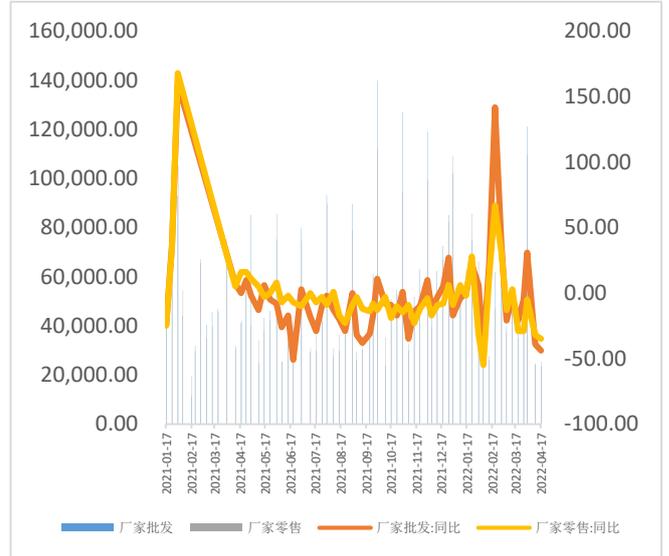
**乘用车零售表现不佳。**4 月 22 日，乘联会数据显示，主要厂商零售第一、二周的日均同比分别为-32%、-39%，车市受生产停滞、终端闭店等影响，下滑幅度较大。预计第三周市场在复工复产的推动下将有所恢复，同比在-35%左右，第四周同比降幅进一步缩窄至-26%左右。综合估算 4 月零售将达到 110.0 万辆，同比下降 31.9%。生产端来看，受疫情影响，原材料运输困难，汽车生产短期受限，截至 4 月 21 日，当周半钢胎开工率回落至 67.39%。

图表 10：30 大中城市地产销售：当月同比

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind



数据来源：Wind

### 三、物价：国内 CPI 中枢或抬升，但压力可控

1) **消费淡季来临，食品价格周环比继续回落。**随着需求走弱，食品价格逐步回落，本周蔬菜均价环比继续下跌 1.91%、猪肉均价环比上涨 1.61%。

2) **CPI 中枢有所抬升，但压力可控。**受节后消费需求走弱的影响，食品价格集体回落，3 月环比下跌 1.2%；同时，尽管疫情冲击之下，服务价格环比下跌 0.2%，但是地缘政治风险发酵，能源价格大幅上涨带动非食品价格环比延续回升，3 月非食品价格同比涨幅扩大至 2.2%。往后看，猪肉供给仍然过剩，在产能明显去化之前，价格或继续保持低位，不过，地缘政治因素加剧全球供应链紧张的担忧，大宗商品价格上涨带动工业消费类非食品价格保持高位或继续支撑非食品价格。总体上来看，上半年“猪油对冲”，CPI 中枢小幅抬升，但压力较为可控。重点关注下半年猪周期的上行情况以及地缘政治因素对能源价格的持续拉动情况。

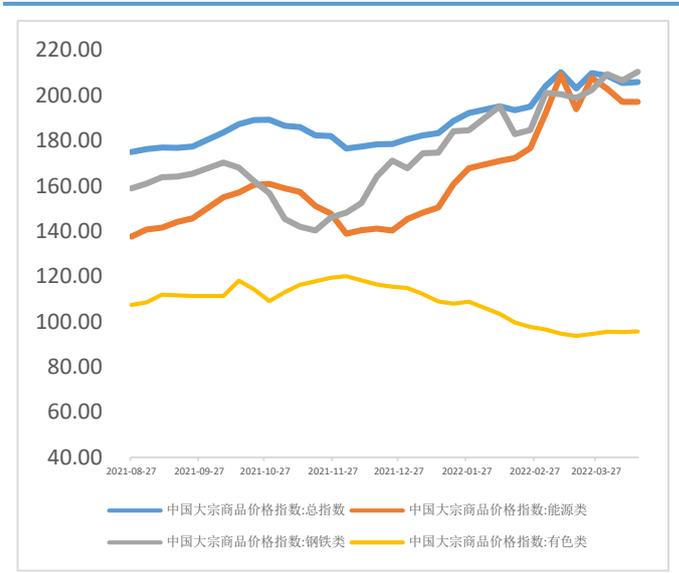
3) **PPI 同比增速料将逐季回落。**短期受俄乌地缘政治因素的冲击，能源、金属等大宗商品价格大幅上涨，3 月 PPI 环比涨幅扩大至 1.1%，不过，去年高基数的影响，3 月同比增速延续缓慢回落至 8.3%。往后看，供应链问题迟迟未能得到解决，预计短期将继续支撑大宗商品价格，中长期来看，全球经济复苏放缓叠加高物价对需求的负面冲击逐步显现，需求端对商品的支撑减弱，后续随着局势的缓和以及海外产能的恢复，预计供应偏紧的局势将得到改善，大宗商品的涨幅将放缓，叠加高基数的影响，我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 12：食品价格高位回落

图表 13：中国大宗商品价格指数



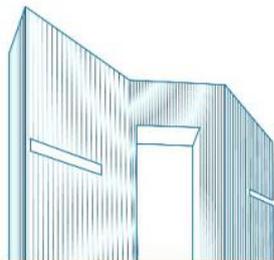
数据来源: Wind



数据来源: Wind

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

# 国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

