

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

# 国内疫情施压预期，美国存“滞胀”隐忧

## ——大宗商品宏观&中观周度观察20220508

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。

- **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%（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%）。**我们后续将关注私人投资拉动的来源问题。**
- **2022年2月23日，白宫发布一份拜登政府落实基建投资的事实清单，公布总额约1000亿美元的各类基建项目，涵盖交通、气候、能源、环境、高速宽带等。3月1日，拜登在国会发表首次国情咨文演讲时强调，将开始修复总长超过6.5万英里的公路和1500座年久失修的桥梁，约占全美“状况不佳”公路总长的38%和“存在结构性缺陷”桥梁的3%。**
- **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，4月日均新增病例5万人，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升，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。

- **降准较为克制，待宽信用发力。**4.15央行宣布降准，降准幅度为25BP（历史以来首次），不及市场预期，根据央行在答记者问给出的解释和释放的信号，我们认为当前“宽货币”的力度已经较为充分，经济复苏的主要矛盾在于本轮疫情的防控，以及需要“让子弹飞一会儿”，等待“宽信用”的兑现。
- **财政积极有位，对冲经济下行。**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。一季度财政收入与国内经济表现一致，税收收入下滑明显，但是财政支出积极，3月广义财政支出同比继续走强，政府性基金支出主要是专项债的拉动，而公共财政支出也进一步加快，对冲经济下行，助力“稳增长”。根据财联社报道，2022年新增专项债需于6月底前基本发完，则5、6月当月专项债规模将破万亿，为有史以来最高水平。
- **地产现状仍较疲软，政策持续发力。**4月29日中央政治局会议提出“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”，可以看出政策供需两端开始齐发力，需求端因城施策仍将不断推进，供给端有望提出直接改善企业资金环境的举措，政策进入加速期，关注地产的边际修复。
- **制造业产业升级，内生动能较强。**3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。3月出口仍然保持韧性，但疫情对供应链的冲击更多落在4月，出口或面临回落压力。
- **疫情管控施压宏观预期。**对于商品而言，一季度国内的宏观环境是“现实需求弱+宏观预期强”，叠加地缘政治冲突的因素，商品价格呈现震荡偏强的走势，但4月以来，由于上海疫情的持续时间以及其对经济冲击的程度均超出预期，使得“宏观预期强”开始走弱，而“现实需求弱”却在不断加剧，因此我们看到，其实除了大宗商品以外，股市和汇率也在4月大幅杀跌，核心原因就是资产价格均在逐渐price in疫情散发和动态清零对需求的冲击。往后看，目前市场预期和宏观环境短期还是偏弱的，因此商品价格仍有压力，但也要时刻关注疫情方面的积极信号，例如疫情不再多地散发、动态清零效率加快、经济冲击明显减小等，那么在“稳增长”背景下，商品需求仍将较强释放。

## ■ 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，螺纹现实需求仍未明显回暖，“动态清零”的严格管控对于施工需求的影响尚未消散，需求回归较慢。
- **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库存表现也呈现出逆季节性，但是表需相对偏强。总体来看，地产竣工端需求同样受到疫情影响，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：**实物工作量不显著。
- **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，经济底部或已现

- **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。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，疫情扰动对工业生产造成的影响较为明显。
- **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，根据乘联会数据，4月汽车销量的同比降幅在40%左右。4月17日上海印发重点企业“白名单”通知，复工复产在逐渐推进。
- **家电：**1-3月家电产量同比小幅下降1.2%，1-3月白电销量同比-2.27%（前值-2.25%），整体表现相对平稳。
- **出口：**4月前20日韩国出口增速回升，全球贸易需求有韧性。但国内出口或受疫情约束，供应链效率下降，4月以来八大枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比回落，短期国内出口或面临压力。

## ■ 总结：疫情影响持续，需求不断后置

- 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，需求回归的时间窗口也在不断后置，未来继续关注各地疫情状况以及疫情缓解后“需求回补”的节奏和弹性。

## 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                      一季度**GDP**：关注消费回落 & 固定资产投资上升

---

欧洲经济                      服务业支撑欧元区经济，预计年底加息

---

疫情跟踪                      美、澳疫情出现反弹，国内无症状感染者回落

---

# 一、海外总览：美国经济韧性&收紧，全球各国维持宽松的赌博

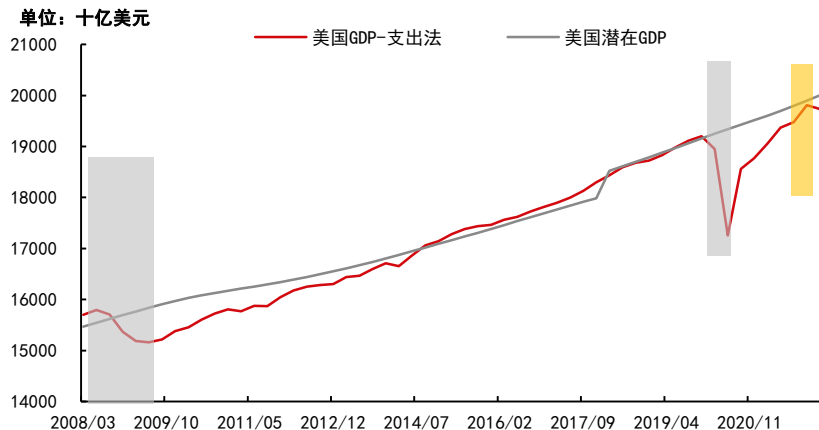
- 美国4月PMI继续上扬，但细节指标并不健康。4月美国Markit制造业PMI录得59.70（前值58.80），继续上扬，然而Markit商务服务指数出现下滑，4月录得54.7（前值58.0，2月56.5），同时4月费城联储制造业指数大降，与3月ISM PMI制造业新订单下滑对应。
- 各国在赌博美联储货币政策的持续性。上周欧央行行长拉加德表示今年三季度结束购债，但会在结束购债后“一周或几个月后加息”，表现鸽派，在通胀爆表下才表态年底加息；日本央行行长黑田东彦22日表示，哪怕日元贬值，日本央行也要维持宽松货币政策，日本央行不至于对央行加大宽松力度表现得如此脆弱，使得日元继续调贬。但中、欧、日的举动，显示对于美国货币的预期。

制造业PMI	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04
全球	55.90	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.20
美国	60.50	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20
欧元区	62.90	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50
德国	66.20	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60
法国	58.90	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70
意大利	60.70	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50
英国	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80
澳大利亚	61.70	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50
日本	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50
中国	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40
印度	55.50	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70
巴西	52.30	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80
俄罗斯	50.40	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20
南非	53.70	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30
越南	54.70	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70

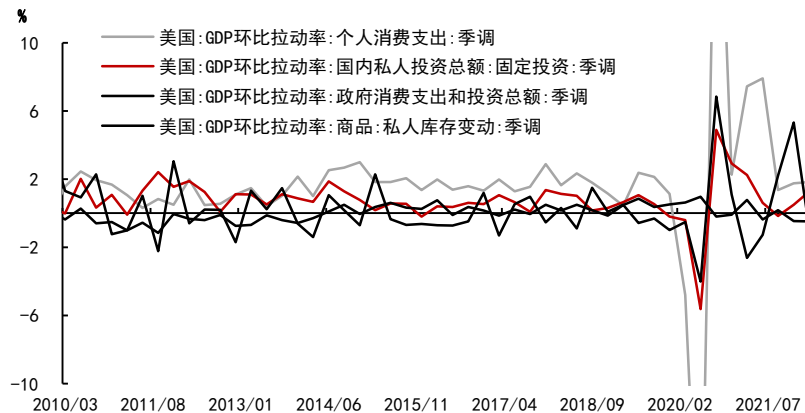
# 美国一季度GDP不及预期：关注消费回落 & 固定资产投资上升

- 2022年一季度美国实际GDP录得-1.4%（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也拉低了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%）。我们后续将关注私人投资拉动的来源问题。
- 2022年2月23日，白宫发布一份拜登政府落实基建投资的事实清单，公布总额约1000亿美元的各类基建项目，涵盖交通、气候、能源、环境、高速宽带等。3月1日，拜登在国会发表首次国情咨文演讲时强调，将开始修复总长超过6.5万英里的公路和1500座年久失修的桥梁，约占全美“状况不佳”公路总长的38%和“存在结构性缺陷”桥梁的3%。

## 美国一季度GDP数据不及预期



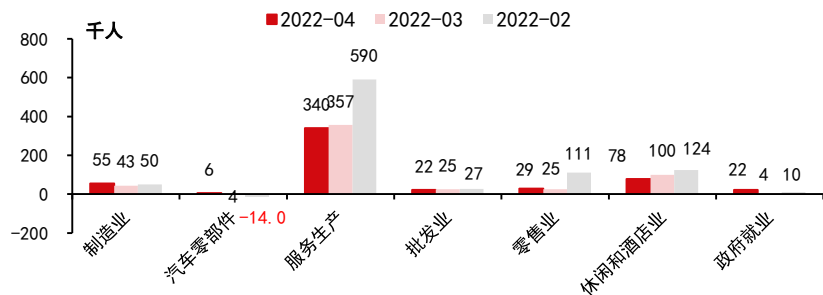
## 关注固定资产投资对美国经济的拉动 & 消费回落



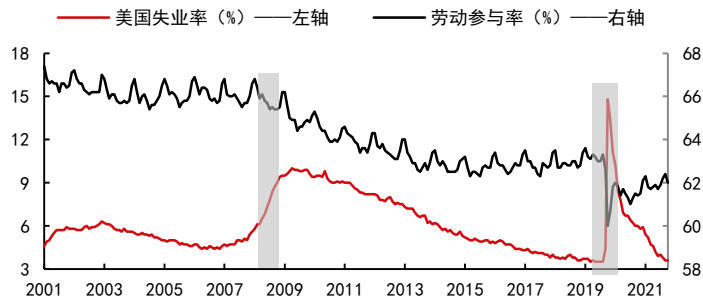
## 二、美国4月就业分析：劳动参与率下降，或与近期新冠反弹有关

- 疫情或限制了就业复苏。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，4月日均新增病例5万人，而3月已经下降至2.7万人左右。
- 时薪环比上升，平均每周工时边际回落，需求放缓。生产端时薪环比上涨0.2%，出现反弹。而3月平均工时环比录得34.6小时（前值34.6）不变。

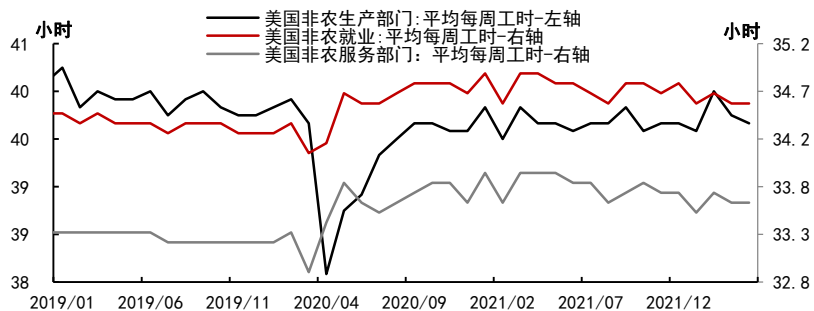
### 4月新增非农数据：休闲和生产服务继续边际回落



### 4月劳动参与率下降，或与近期新冠疫情反弹有关



### 4月平均每周工时并未出现上涨



### 美国职位空缺率一致维持在高位

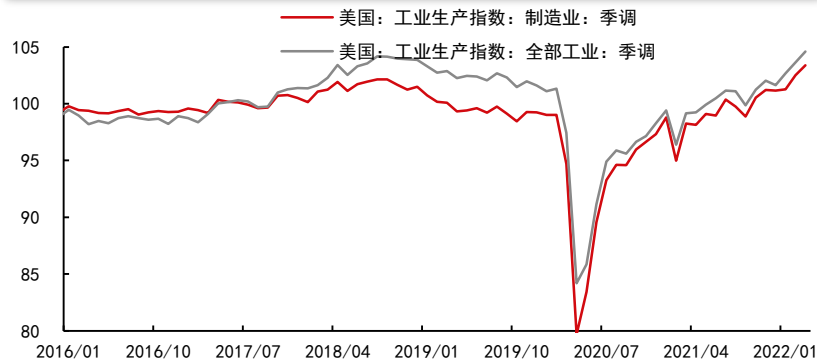




## 二、美国经济：3月初性显示短期预期，4月前瞻指标继续下滑

- **3月同步指标工业生产指数和产能利用率公布，显示美国经济韧性，汽车端贡献突出，显示供给端改善。**3月份工业生产指数增长0.9%，制造业产出增长了0.9%，主要来自于汽车及其零部件增长7.8%（前值-4.6%），汽车制造产能利用率上升，综合显示芯片短缺问题短期得到缓解，有助于通胀回落。此外，美国钢铁产能利用率环比变化-2.46%（前值-3.06%），煤炭开采5.26%（0.98%），油气开采1.02%（-0.48%），显示当前需求回落以及供应端的投入改善预期。
- **前瞻经济指标下滑。**美国4月ISM PMI从3月份的57.1降至4月55.4。这是近一年半以来的最低水平，制造业新订单指标继续下滑至53.5，前值53.8。

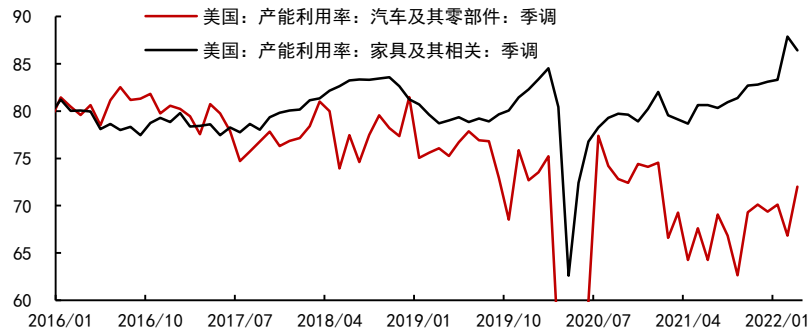
### 美国3月工业生产指数显示经济韧性



### 美国ISM制造业新订单持续下滑



### 汽车产能利用率返升，家具及其相关下降



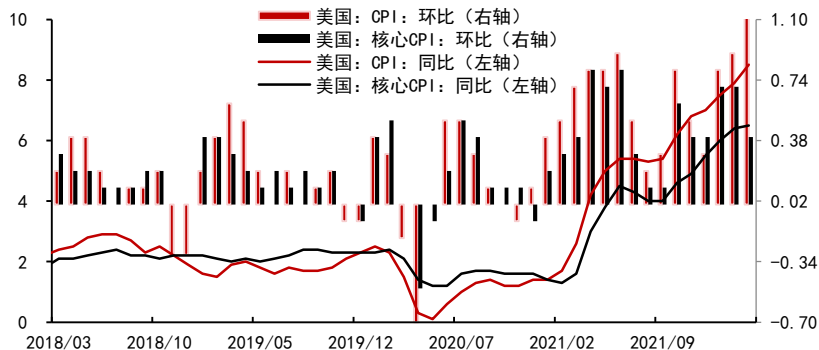
## 二、美国通胀：3月再创新高，但核心通胀环比开始下降

- 美国3月通胀指标再度爆表，核心通胀环比出现下降。美国3月CPI同比上涨8.5%（预期8.5%，前值7.9%），续创1982年1月以来新高；且环比增长1.3%，前值0.8%，出现了加速上行的态势。但核心通胀环比下降。3月份，主要原因在于，二手车和卡车价格下跌了3.8%。教育和通信产品价格下降0.6%，娱乐产品价格下降0.1%。美联储即使收紧，通胀在今年上半年或仍将持续。美联储3月确定加息，但即使收紧货币，通胀高位或仍因供应链和原油价格问题持续，压制美国经济，因此政策核心关注原油端。而美联储货币政策边际变化，则需关注通胀拐点何时来临。

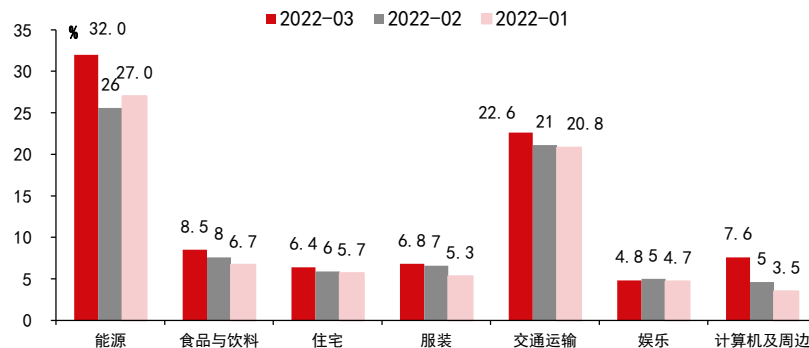
### 通胀预期：盈亏平衡通胀率开始下滑，4月13日2.80%



### 美国通胀再爆表，但核心通胀环比下降



### 能源、交通运输、食品饮料上行，主要原因仍在能源



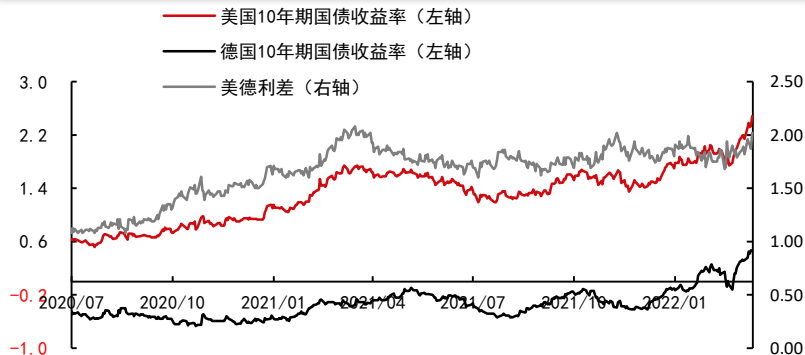
## 二、美国货币政策预测：美联储短期或持续偏“鹰”，但影响有限

- 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。

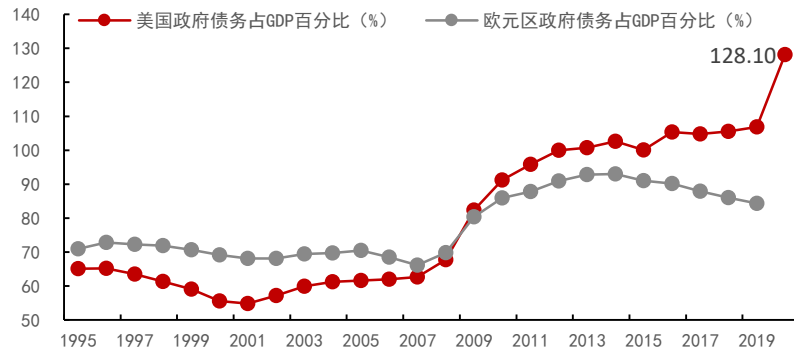
### 美国长短利率倒挂，显示经济衰退预期，限制货币政策



### 美债10年利率因通胀重新飙升



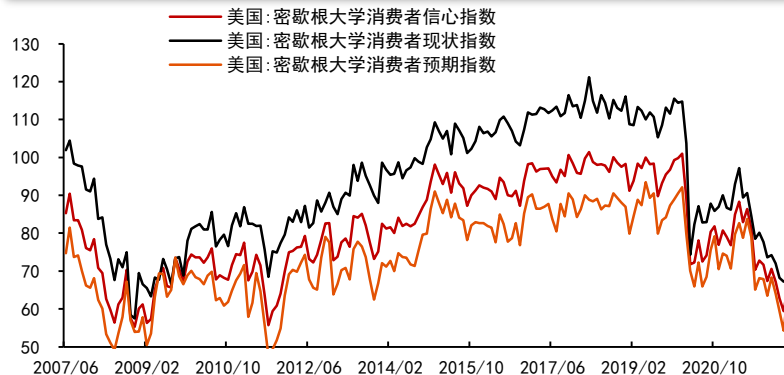
### 美国政府债务占GDP比值过高，缩表速度受限



## 二、消费周期：3月美国零售和食品销售增速下滑

- **美国3月零售和食品服务销售月率涨势趋缓。**美国3月零售和食品服务销售月率同比录得6.97%（前值17.66%），环比0.5%（前值0.79%），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。
- **美国居民储蓄率回归到2019年前低位。**2022年三月为6.2%，2019年12月为7.3%。

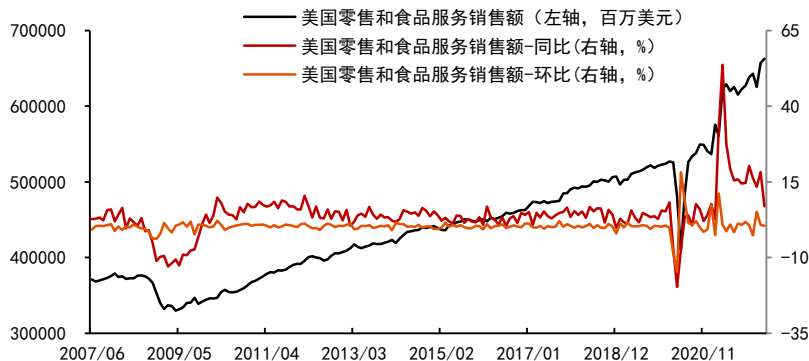
### 消费者信心指数呈大幅下滑趋势，强烈抑制经济信号



### 美国居民储蓄率回归到2019年前低位



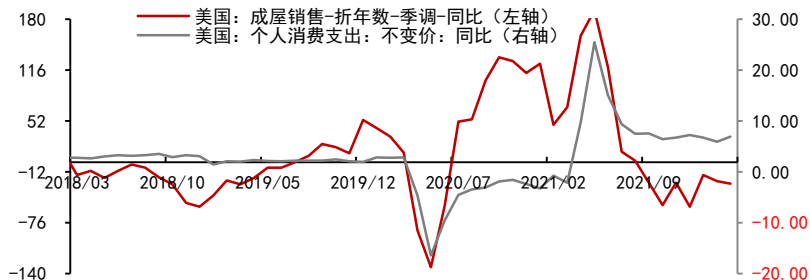
### 3月美国零售和食品销售同比和环比增速下滑



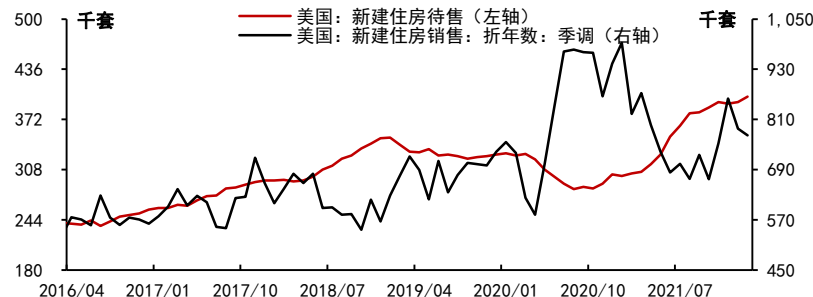
## 二、美国地产周期：3月成屋销售下降，领先消费需求

- 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3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3月成屋销售同比录得-27%（前值-15%），环比-2.70%（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。

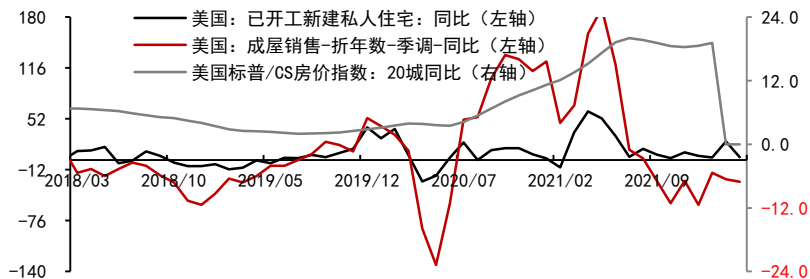
### 美国成屋销售领先消费支出，3月成屋销售回落



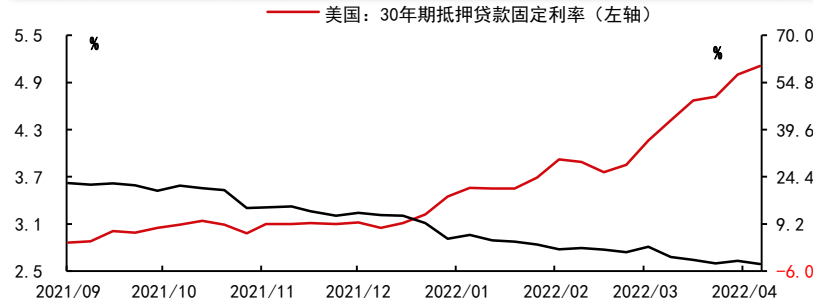
### 新建住房销售出现回落，新建住房待售2月继续上升



### 美国房屋建设维持韧性，支撑了当前的景气度



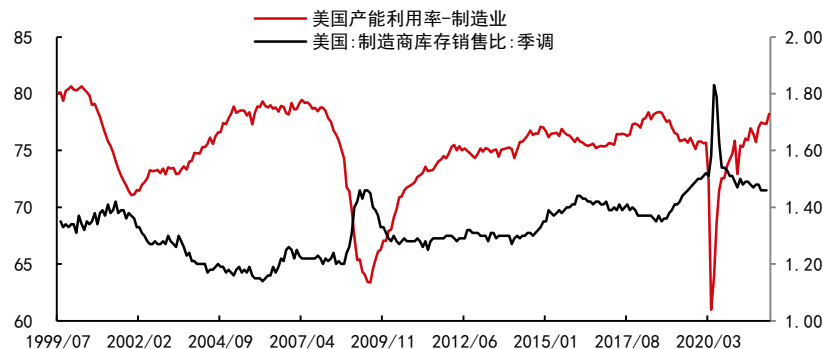
### 高频指标：房贷利率大幅上升，粗钢产量同比跌入负值



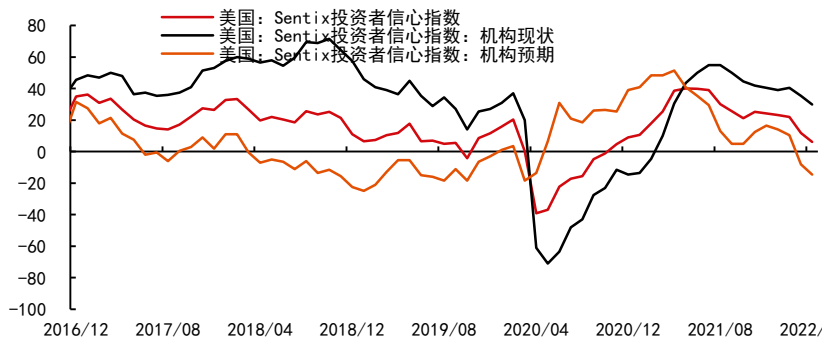
## 二、制造业和库存周期：费城领先指标回落，预计半年后衰退

- 美国3月产能利用率上升，制造业库销比仍然处于低位。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。4月费城联储制造业指数17.80（前值25.80）。费城联储调查6个月后的商业活动预期，对未来活动的预期指数跌至8.2（前值22.7），为2008年12月经济衰退以来的最低水平。4月份的下降是由预期疲软的新订单、交货时间和就业导致的。预期支付价格从3月份接近纪录的水平略有下降。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



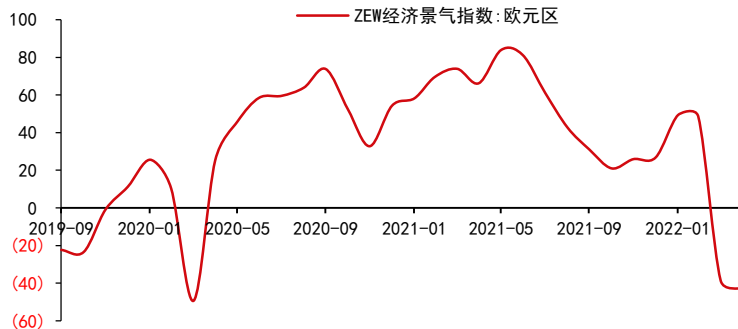
### 4月费城联储制造业指数继续下滑



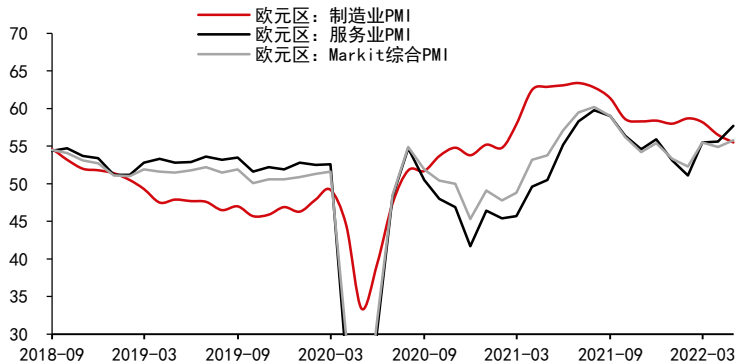
### 三、欧洲经济：服务业支撑欧元区经济，预计年底加息

- 4月，欧元区制造业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。
- 货币方面，欧央行维持3季度停止债券购买和四季度加息的观点。

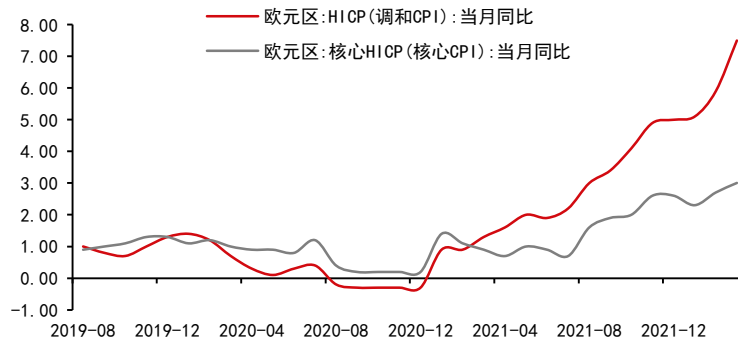
#### 4月欧元区经济景气指数大幅下降至-43



#### 4月服务业支撑欧元区经济



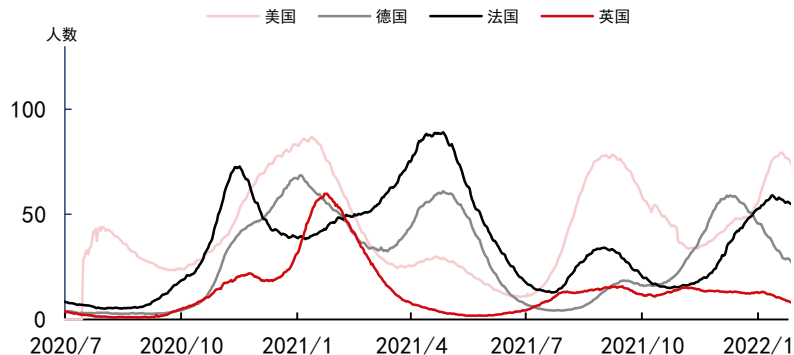
#### 3月欧元区通胀上升到达7.5%，市场压力加大



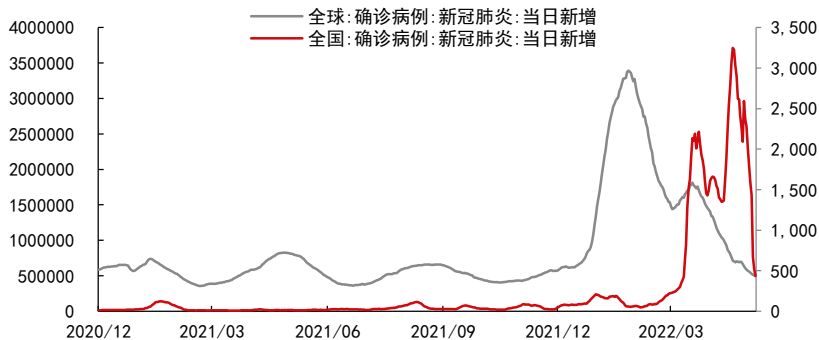
# 四、疫情跟踪：全球疫情影响持续下降，国内无症状感染者上升

- **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5月7日，国内7日平均新增感染人数下降至329人，4月29日为1424人，**体现出近期疫情情况出现了缓和。**

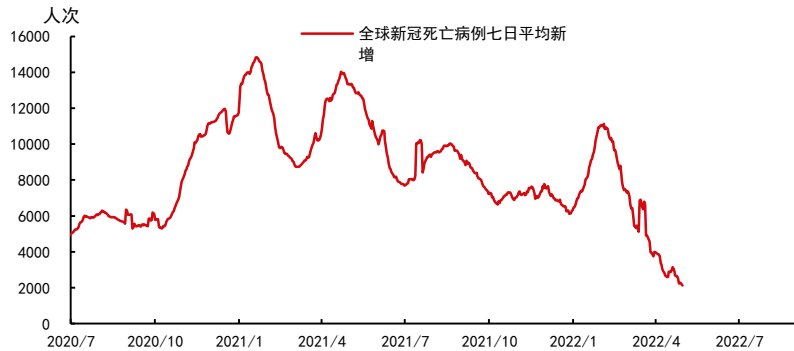
### 全球部分国家每百万人新冠重症ICU人数近期下降



### 全球及全国当日新增病例



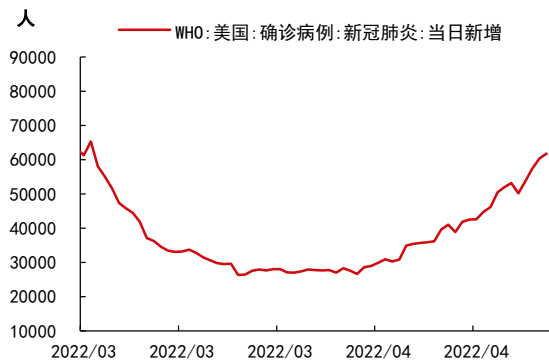
### 全球新冠死亡七日平均新增近期回落



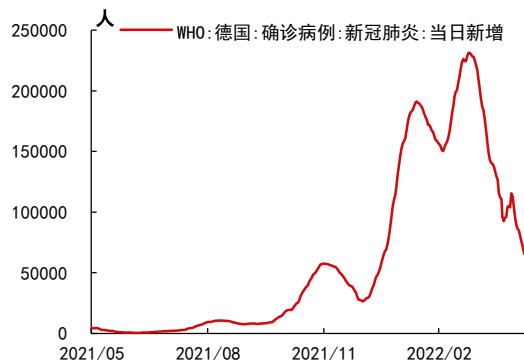


# 四、疫情跟踪：美国和澳大利亚出现反弹

### 美国新增病例4月反弹



### 德国新增病例大幅下降



### 澳大利亚日新增病例大幅下降



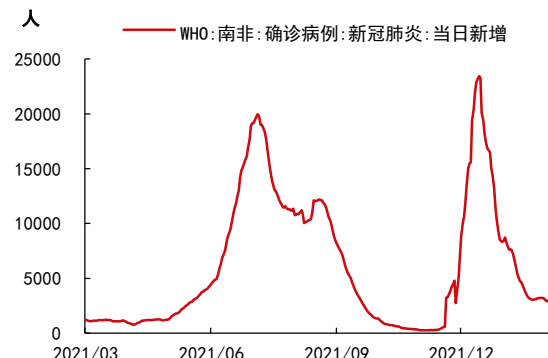
### 越南新增病例明显回落



### 英国新增病例明显回落



### 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 总量高于预期，结构仍待改善

---

财政 财政积极有位，对冲经济下行

---

基建 高增预期兑现，仍将继续发力

---

房地产 现状仍较疲软，政策持续发力

---

制造业 鼓励产业升级，内生动能较强

---

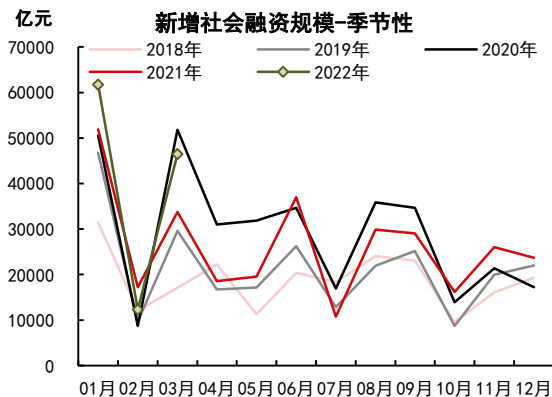
出口 保持较强韧性，价格贡献主导

---

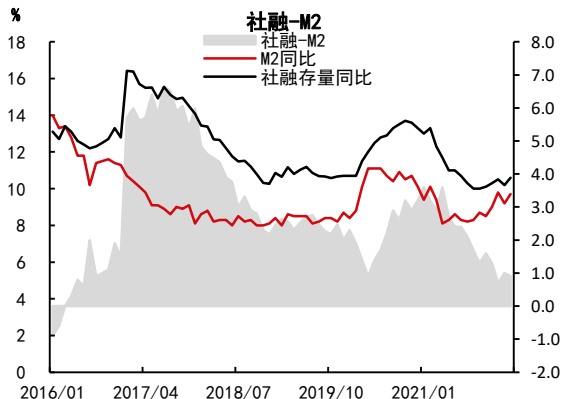
## 二、社融（总量）：总量高于预期，结构仍待改善

- 3月社融新增4.65万亿元，显著高于市场预期，在较高的社融增量带动下，存量社融增速上升0.4个百分点至10.6%。
- 社融可以理解为实体经济的资金需求，M2可以理解为银行端资金的供给，因此社融-M2偏弱说明实体融资需求仍然偏弱。
- 4.15央行宣布降准，降准幅度为25BP（历史以来首次），不及市场预期，但央行在答记者问给出了相应解释“当前流动性已处于合理充裕水平”、“密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定”以及“兼顾内外平衡”，因此根据央行释放的信号，我们认为当前“宽货币”的力度已经较为充分，经济复苏的主要矛盾在于本轮疫情的防控，以及“让子弹飞一会儿”，等待“宽信用”的兑现。

### 3月新增社融高于市场预期



### 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）：短贷强长贷弱，企业强居民弱

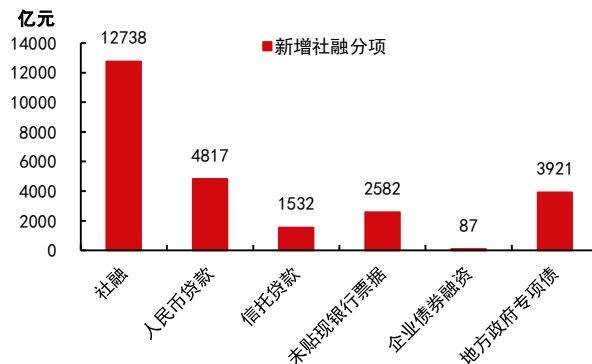
■ **3月社融扩张的结构**：政府债券、表内票据和短贷、未承兑银行汇票、企业中长期贷款是重要支撑分项。基建融资对应企业中长贷、政府债券、委托和信托贷款的放量，企业短期流动性的补充对应短贷和票据的放量。

■ **居民中长贷款**：居民中长期贷款有所改善，但同比仍然偏弱，目前房地产市场仍有较大压力。今年以来，各地“因城政策”的放松尚未形成实质性改善，房地产仍有待修复。

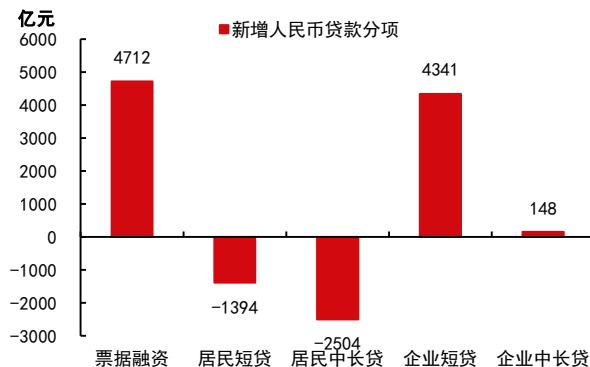
■ **企业中长贷**：企业中长期贷款环比明显改善，同比小幅转正，结合政府债券的放量，指向财政扩张和基建回升。

■ **企业短贷**：企业短贷及票据仍为主要的贡献增量，一方面其是银行信贷冲量的重要工具，另一方面其也是企业短期现金流的补充渠道，疫情冲击下后者也是主要驱动力。

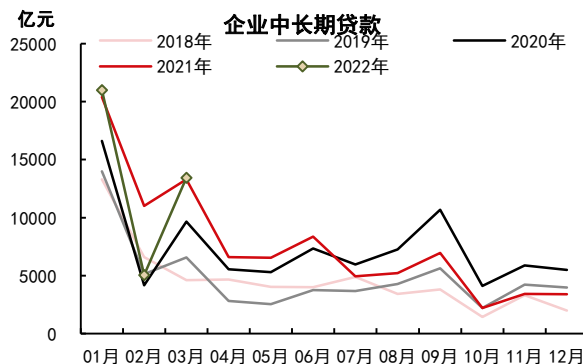
### 3月新增社融分项结构



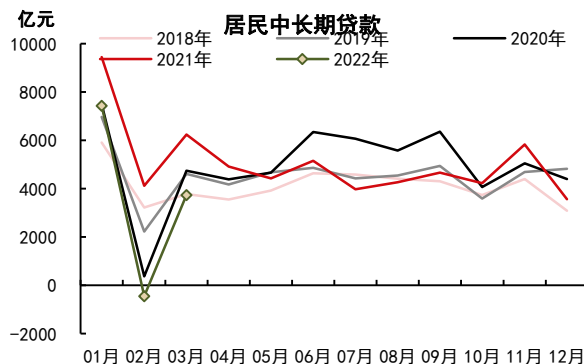
### 3月新增人民币贷款分项结构



### 企业中长期贷款明显改善



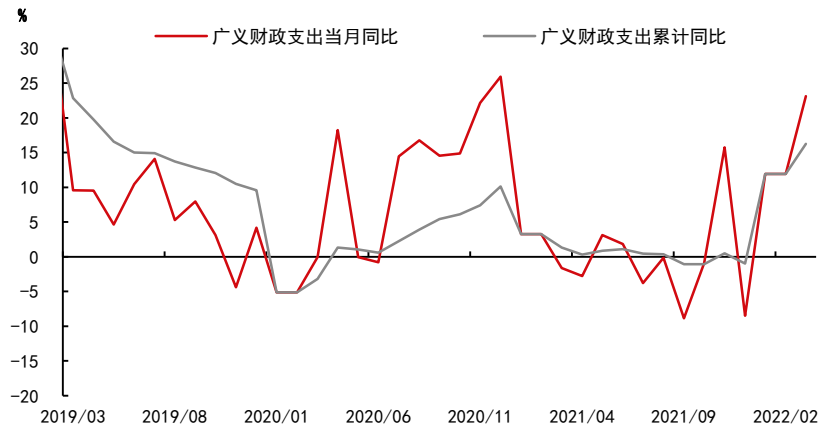
### 居民中长期贷款仍弱



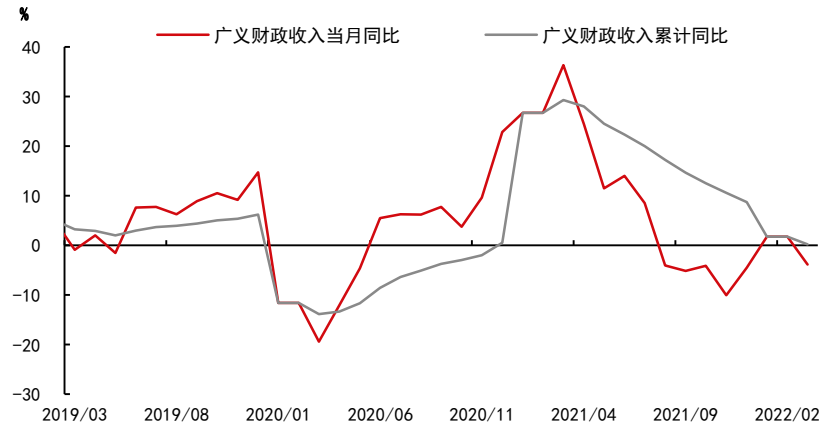
## 二、财政：支出继续加快，收入延续低迷

- **广义财政支出继续加快**：3月，广义财政支出同比增长23.1%、高于1-2月的11.9%，其中，一般财政支出同比增长10.4%、高于1-2月的7%；政府性基金支出同比增长69.1%、高于1-2月的27.9%。
- **广义财政收入延续低迷**：3月，广义财政收入同比下降3.8%，而1-2月同比增长1.8%，其中，政府性基金拖累显著，当月同比降幅继续在20%以上，一般财政收入同比增长3.4%、亦低于1-2月的10.5%。

### 广义财政支出情况



### 广义财政收入情况



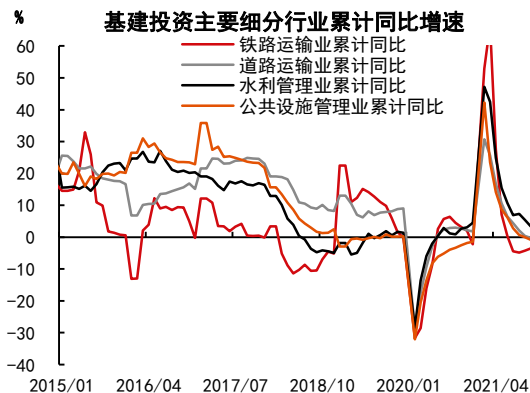
## 二、基建：高增预期兑现，仍将继续发力

- **1-3月基建投资预期兑现**：1-3月同比增速为8.5%，含电力的基建增速为10.5%，兑现高增预期。
- **稳增长政策的明确诉求、充裕的财政资金、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%，财政资金充裕。
- **基建总量上高增长，而结构上略有分化**。电力、热力的生产和供应业增长**20.8%**，水利管理业投资增长10%，公共设施管理业投资增长8.1%，道路运输业投资增长3.6%，而铁路运输业投资则下降2.9%。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。”**
- **4月26日中央财经委会议和4月29日中央政治局会议均强调“全面加强基础设施建设”，基建发力确定性强。**

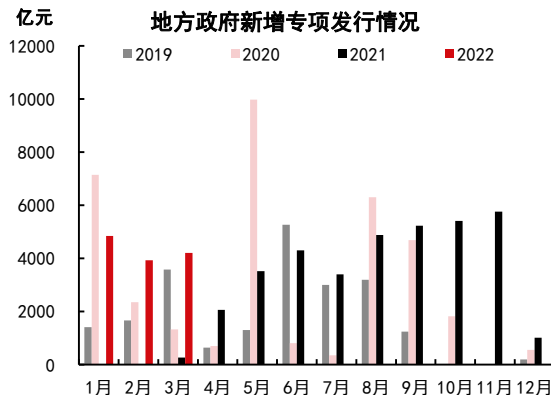
### 1-3月基建投资同比8.5%，预期兑现



### 基建投资结构上有分化



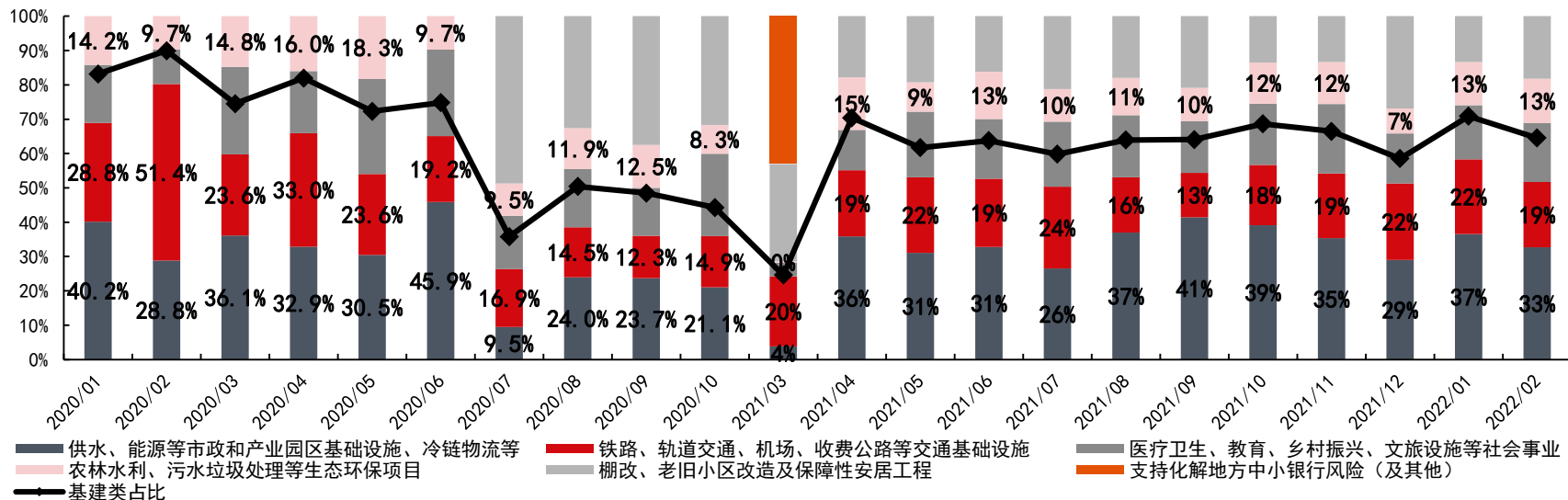
### 1-3月专项债发行约1.3万亿



## 二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 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。
- 去年12月财政部提前下达地方2022年新增专项债券额度1.46万亿元，3月30日又向各地下达了剩余的新增专项债券限额。
- 财联社5月6日电，记者从多位地方财政系统人士处了解到，五一假期期间监管部门紧急通知地方，要求地方进一步加快专项债发行节奏，2022年新增专项债券须于6月底前基本发完。5、6月份新增专项债月均发行规模将超过1万亿。

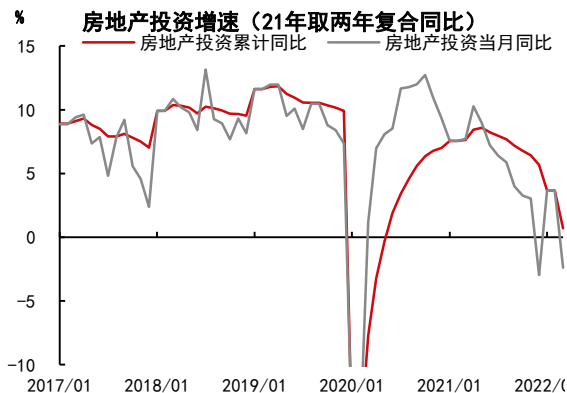
### 1-2月专项债资金投向基建类占比提升



## 二、房地产：现状仍较疲软，政策持续发力

- **3月地产投资同比转负，楼市压力仍大。**一季度地产投资同比增长0.7%，其中3月当月同比转负至-2.4%。
- 一季度房地产开发企业到位资金同比下降19.6%，降幅较1-2月的-17.7%再度扩大，与地产投资延续较大分化，房企预售资金解冻以及房企加快资金下发与使用，使得地产投资表现相对较强。
- **4月29日中央政治局会议提出“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”**，可以看出政策供需两端开始齐发力，需求端因城施策仍将不断推进，供给端有望提出直接改善企业资金环境的举措，政策进入加速期，关注地产的边际修复。

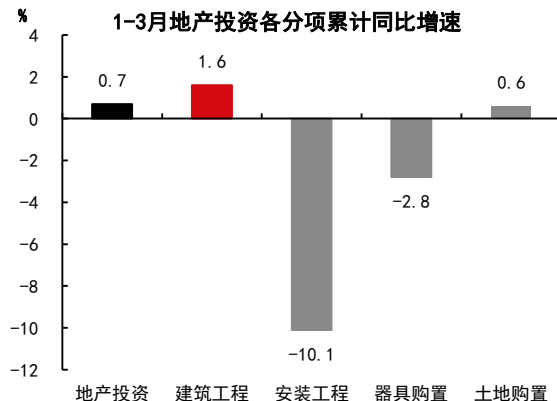
### 3月房地产投资同比转负



### 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





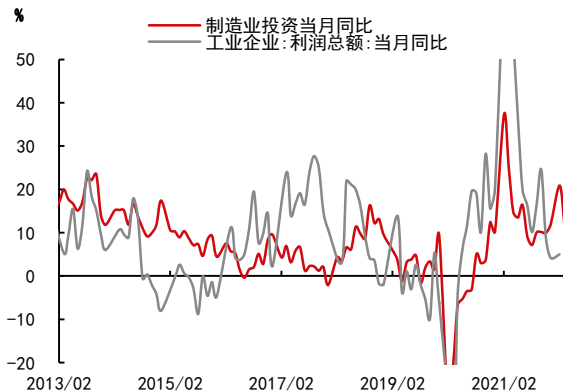
## 二、制造业：鼓励产业升级，内生动能较强

- 1-3月制造业投资同比增长15.6%（前值20.9%），三年平均同比增长为3.9%（前值4.4%）。3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。
- 1-3月全国规模以上工业企业利润同比增长8.5%，增速较1-2月回升2个百分点，减税降费、助企纾困多措并举，工业企业利润保持平稳增长，但由于外部输入性通胀压力加大，新冠肺炎疫情多点散发，给工业经济平稳发展带来诸多挑战，企业生产经营困难增多。
- 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，3月库存水平的逆势反弹主要源自疫情的短期冲击，企业主动去库存阶段仍在延续。

### 1-3月制造业投资三年平均同比回落



### 1-3月工业企业利润增速有所回升



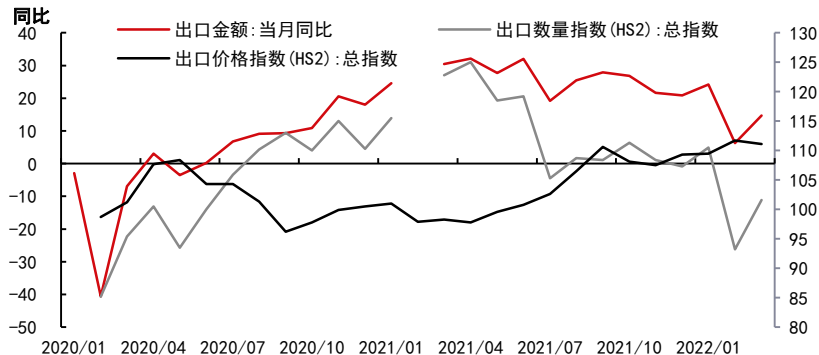
### 工业企业初步显示主动去库



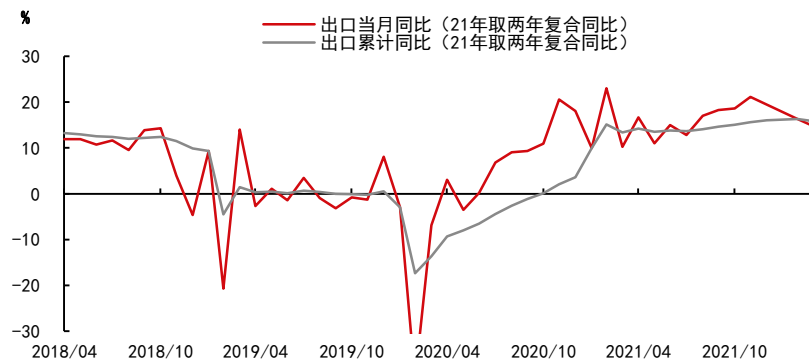
## 二、出口：保持较强韧性，价格贡献主导

- 1-3月我国出口累计增长15.8%，3月当月增14.7%。
- 对美国和欧盟出口金额在高基数下保持较快增长，分别增21.3%和22.4%。对日本和东盟出口增速约10%。
- 价格因素仍是出口韧性的的重要因素。
- 疫情对国内出口的冲击在4月或更加明显。

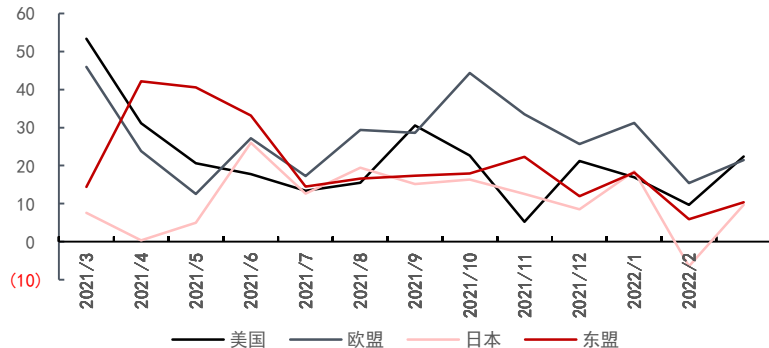
### 出口高增主要是价格因素主导



### 中国出口（美元计）同比增速



### 对美国、欧盟出口同比仍保持强劲



## 第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

---

地产基本面跟踪      疫情影响购房，地产现实承压

---

建筑业需求跟踪      疫情影响施工，需求不断后置

---

制造业需求跟踪      **PMI断崖式走弱，经济底部或已现**

---

中观需求总结      疫情影响持续，需求不断后置

---

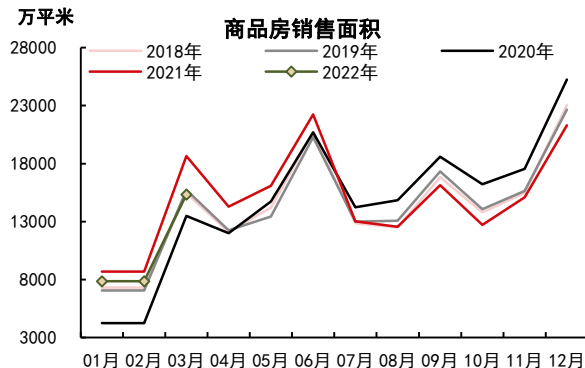
### 三、建筑业需求（地产数据）——销售：疫情影响，雪上加霜

■ 3月受全国多地疫情影响，居民线下购房活动受到约束，商品房销售雪上加霜。

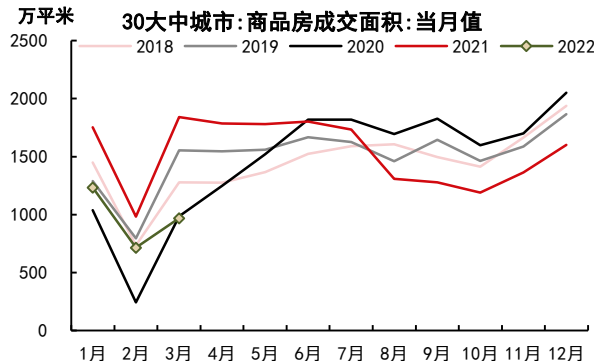
■ 房贷利率可以较好的表征政策趋松的强度，利率下降一般领先地产销售回升3-6个月左右，根据贝壳研究院数据，个人住房贷款平均利率从去年9月至今年4月，已经连续7个月下降，房贷利率已经创近四年以来的新低。

■ 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。

#### 1-3月商品房销售面积同比-13.8%



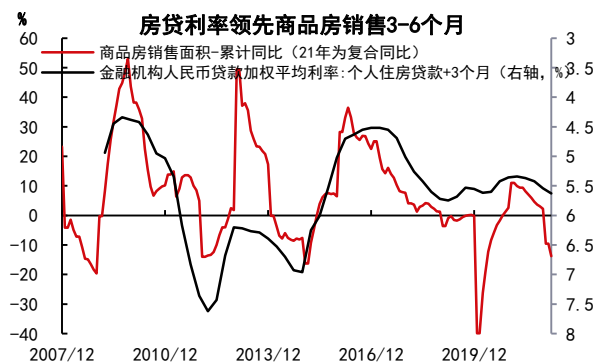
#### 3月份30城商品房销售面积同比-47%



#### 同步指标：居民中长期信贷



#### 领先指标：房贷利率

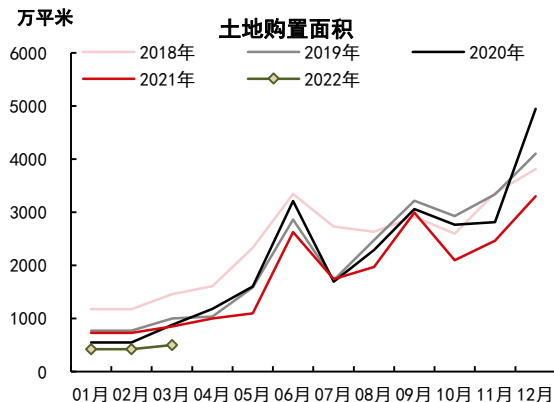


### 三、建筑业需求（地产数据）——土地：整体延续弱势运行

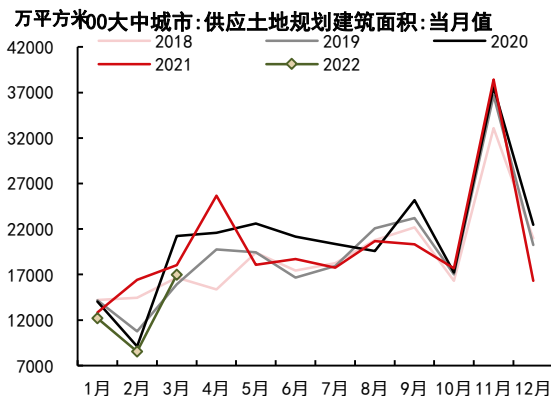
#### ■ 土地市场整体依旧保持弱势：

- **土地购置面积**：呈现大幅走弱，绝对值处于极低水平，1-3月同比增速-41.5%（前值-42.3%），3月当月同比-41%。
- **100大中城市供应土地规划建筑面积**：1-3月同比-20.1%（前值-29%），3月当月同比-5.72%（前值-47.9%）
- **100大中城市成交土地规划建筑面积**：1-3月同比-34.3%（前值-28.5%），3月当月同比-42.5%（前值-27.7%）

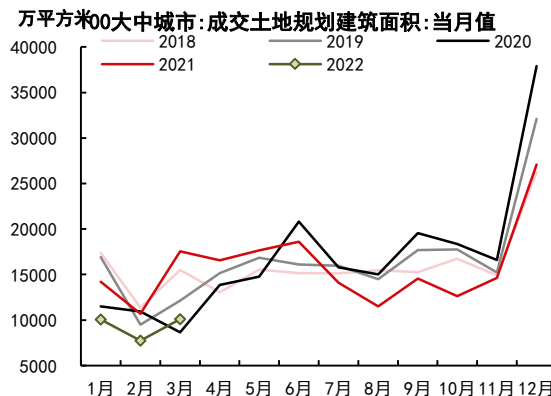
#### 土地购置面积同比-42.3%，大幅走弱



#### 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：继续走弱

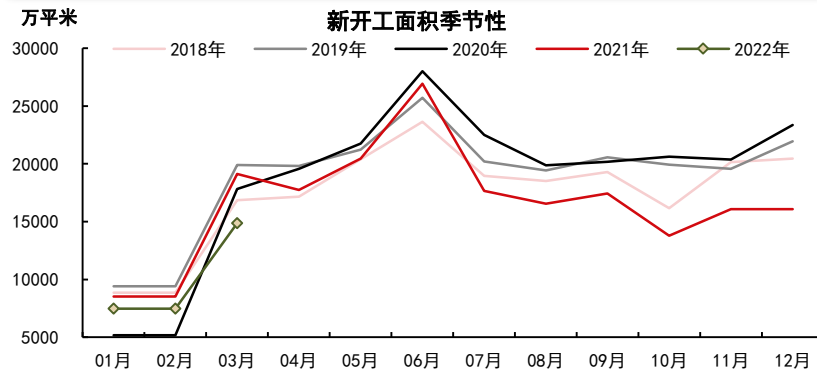
#### ■ 3房屋新开工面积的同比降幅继续走弱：

- 3月新开工当月同比-22.2%；
- 1-3月新开工累计同比-17.5%（前值-12.5%）。

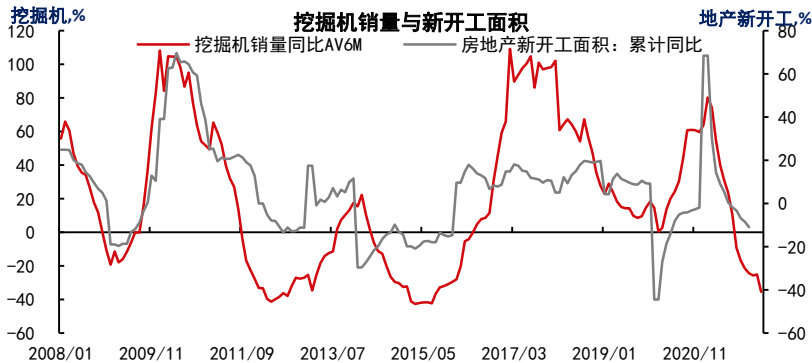
#### ■ 挖机销量与新开工面积基本同步，3月疫情影响，挖机销量同比大幅走弱，新开工压力仍大。

#### ■ 百城土地成交面积预示着新开工面积仍在下行。

#### 3月房屋新开工面积同比降幅继续走弱



#### 同步指标：挖掘机销量



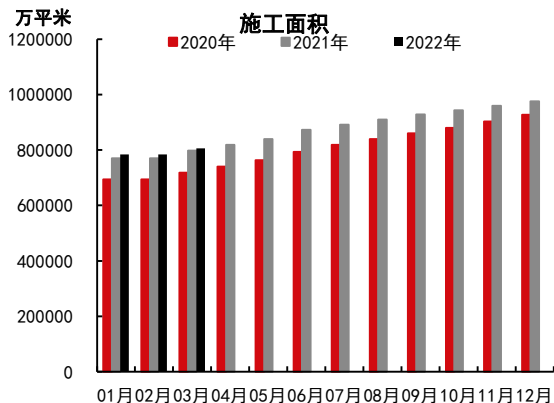
#### 领先指标：百城土地成交面积



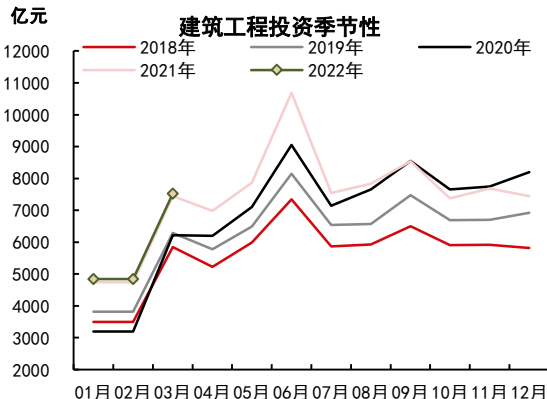
### 三、建筑业需求（地产数据）——施工：在建项目支撑投资

- 房屋施工面积仍然录得正增长：1-3月施工面积80.6亿平方米，同比1%（前值1.8%）。
- 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%），今年以来，在“保交付”的要求下，建安投资韧性较强，1-3月累计同比增长0.9%（前值1.1%），3月当月同比0.5%。
- 去年底以来，各地区坚持“保交付、保民生、保稳定”，积极推动前期停建缓建的房地产项目复工复产，推进在建项目的建设。一季度，施工期在一年以上的房地产项目，投资增长速度超过10%。随着房地产项目施工建设推进，一季度，房地产开发投资当中建筑安装工程投资同比增长0.9%，拉动房地产投资增长超过0.5个百分点。

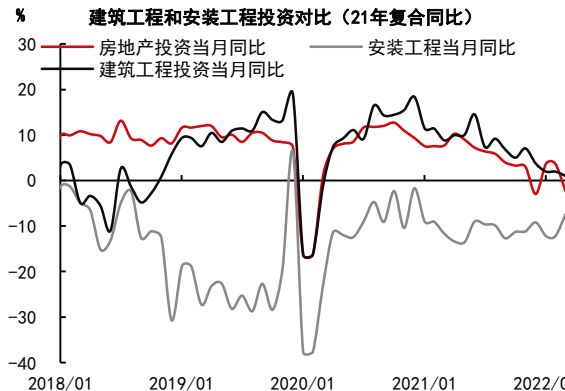
#### 存量施工面积同比1%，小幅增长



#### 建筑工程投资-季节性



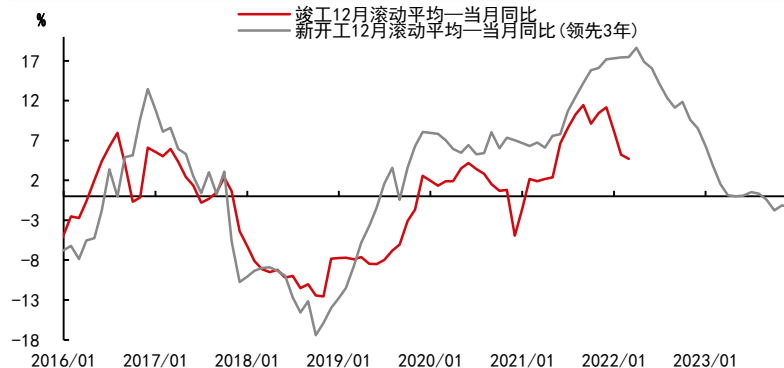
#### 建安投资拉动地产投资



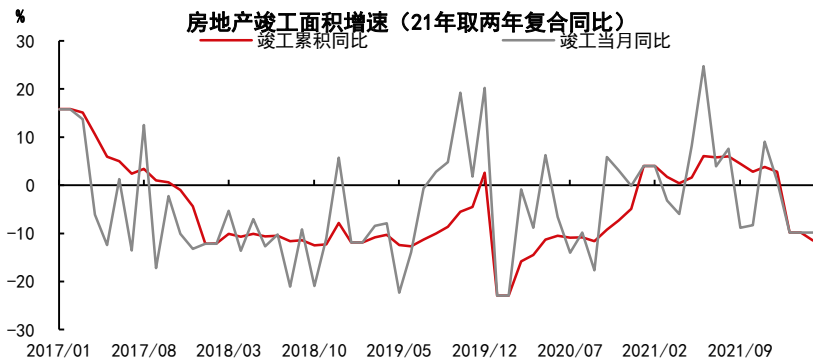
### 三、建筑业需求（地产数据）——竣工：竣工周期步入尾声

- 1-3月竣工面积同比-11.5%（前值-9.8%），去年全年同比11.2%。3月当月同比-15.5%。
- 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。

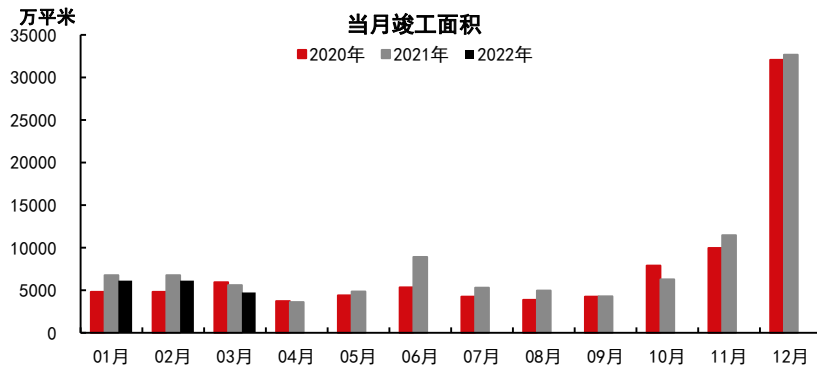
#### 领先指标：新开工领先竣工



#### 1-3月竣工面积同比-11.5%



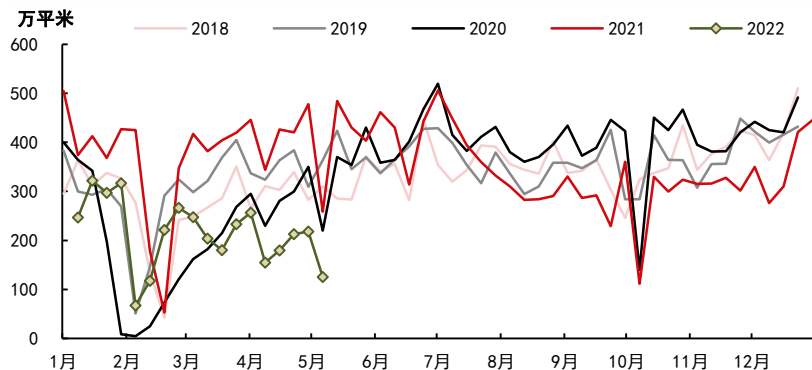
#### 竣工面积-季节性



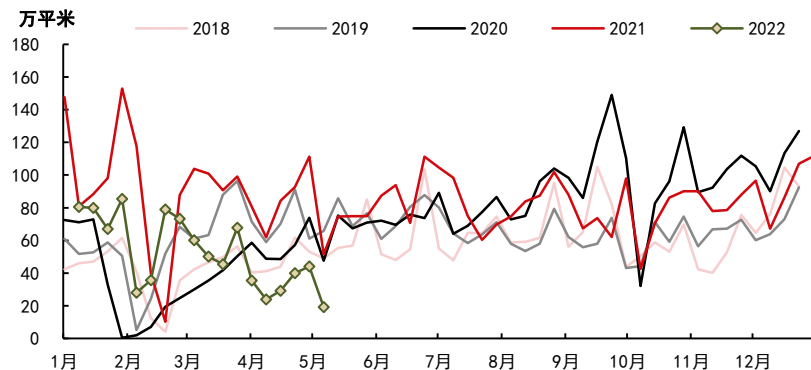


### 三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

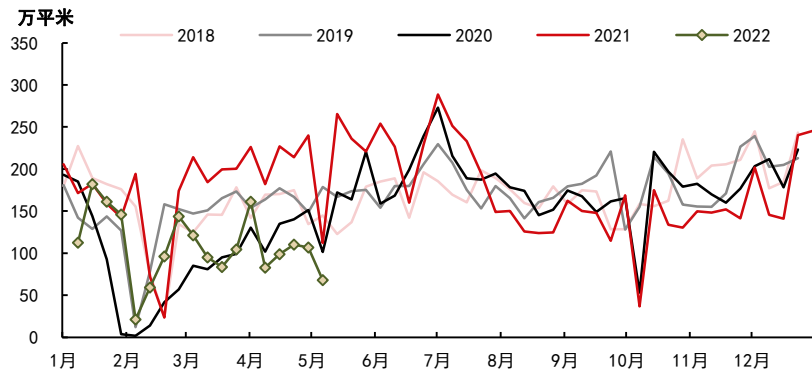
#### 30大中城商品房成交面积



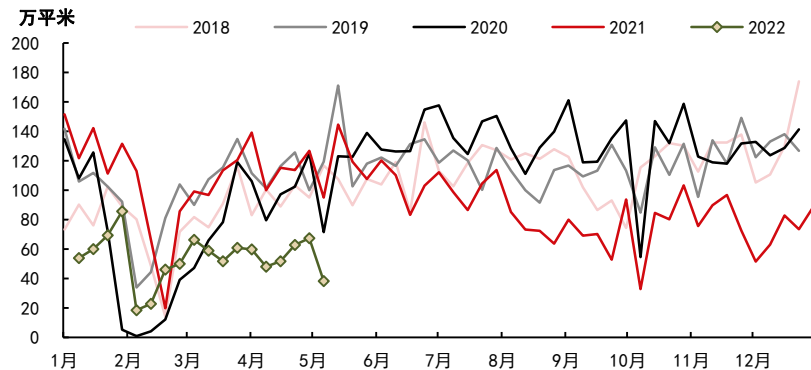
#### 30大中城：一线城市商品房成交面积



#### 30大中城：二线城市商品房成交面积

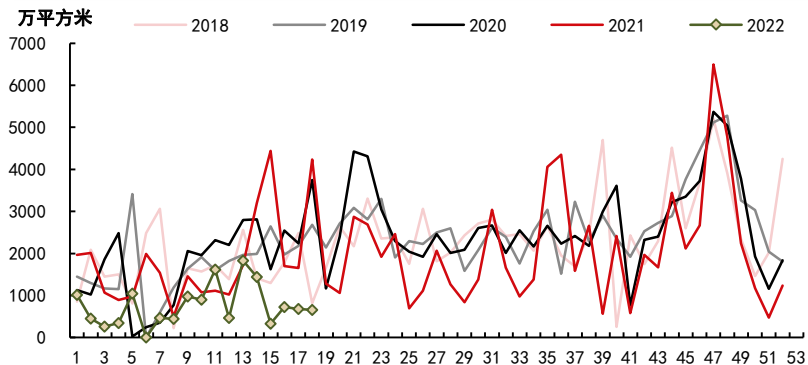


#### 30大中城：三线城市商品房成交面积

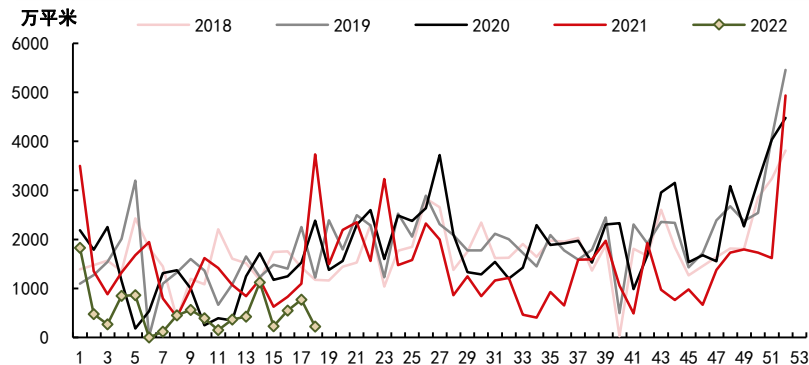


### 三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

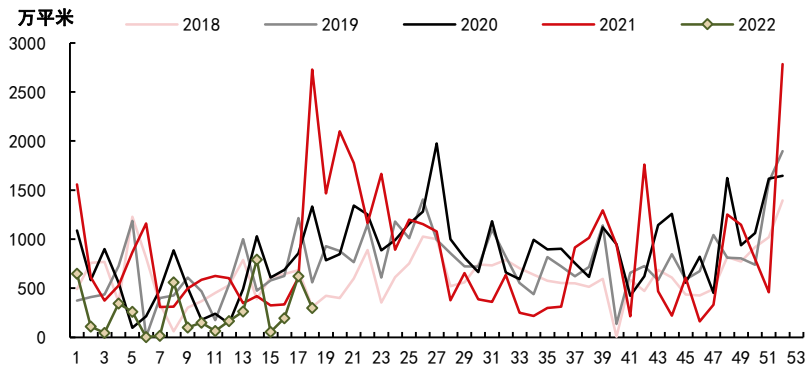
#### 100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



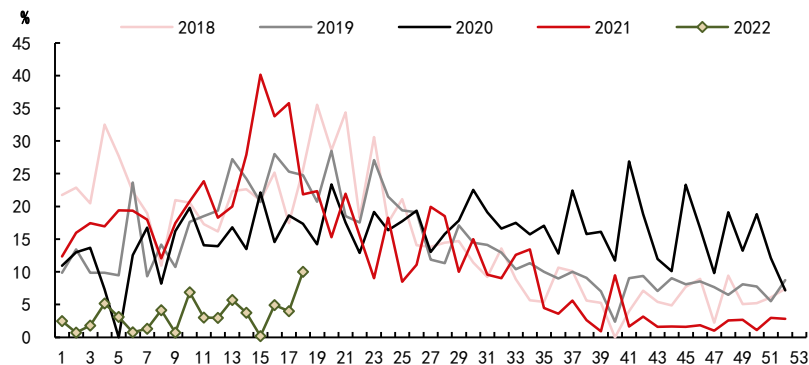
#### 100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



#### 100大中城市:成交土地总价:住宅类用地

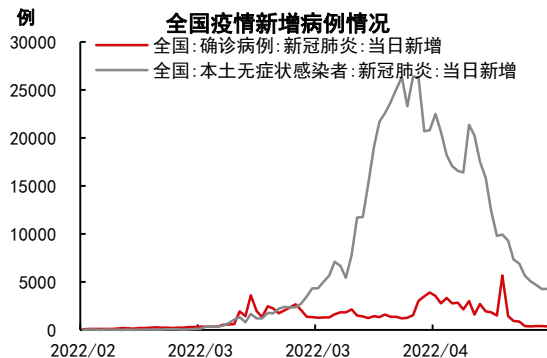


#### 100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地

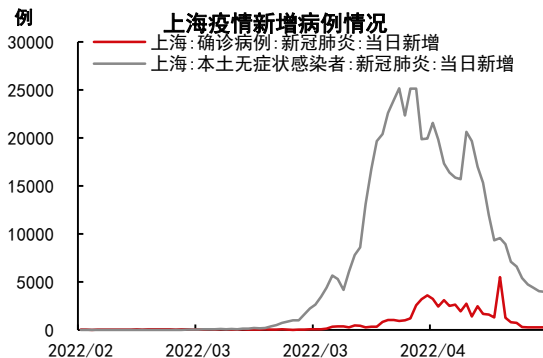


# 国内疫情跟踪——主要疫情发生省份

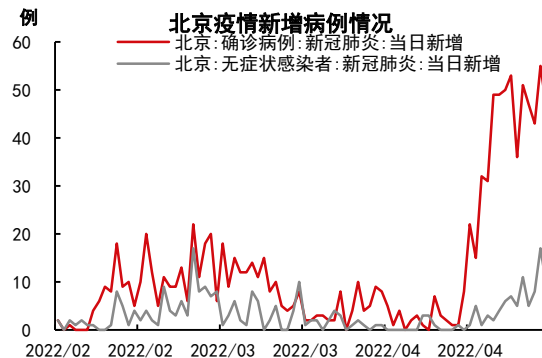
## 全国新增病例



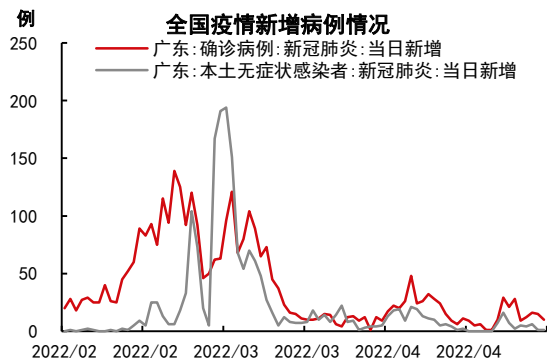
## 上海新增病例



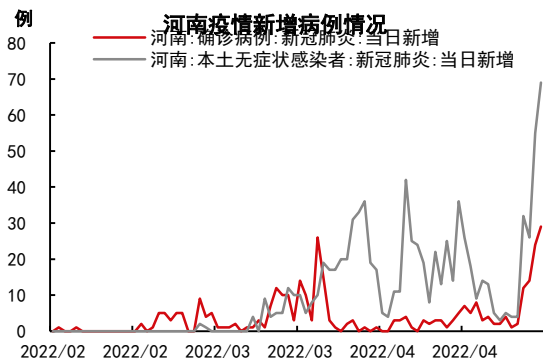
## 北京新增病例



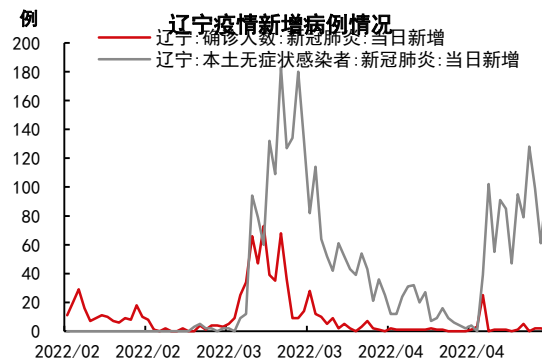
## 广东新增病例



## 河南新增病例



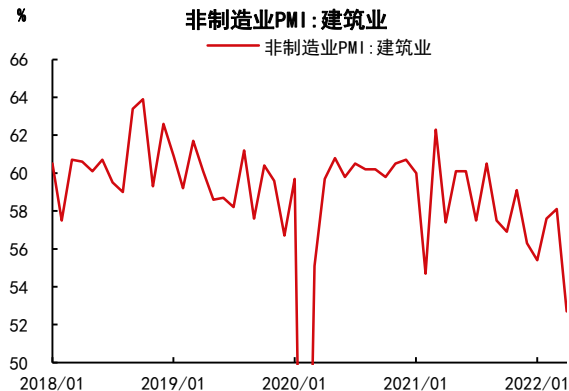
## 辽宁新增病例



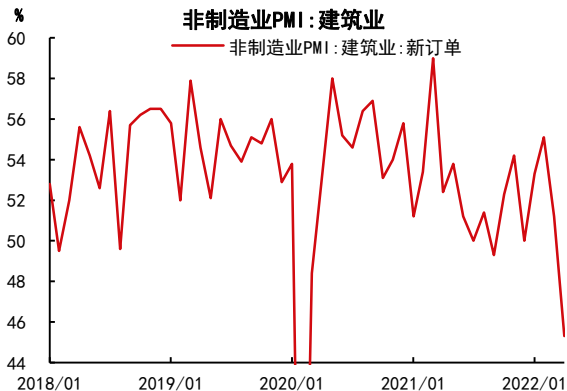
### 三、建筑业需求——建筑业PMI：4月疫情冲击显著

- 4月建筑业商务活动指数为52.7%，低于上月5.4个百分点，疫情对工地施工的影响较大，新订单和业务活动预期指数均大幅下滑。
- 基建发力托底建筑业需求。土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，连续两个月位于高位景气区间，且新订单指数为52.3%，延续扩张走势，表明随着部分重大基础设施建设适度超前，土木工程建筑业保持较快施工进度，对经济社会恢复发展起到一定支撑作用。

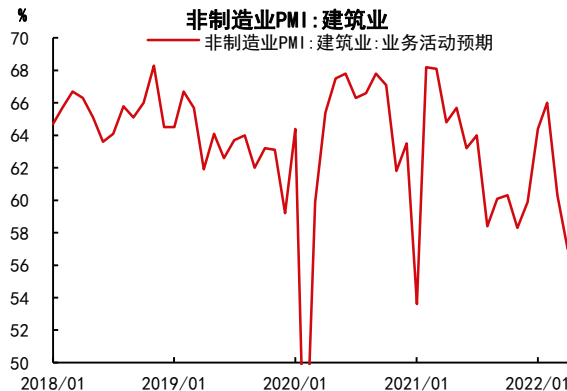
#### 建筑业PMI回落



#### 建筑业新订单指数大幅回落



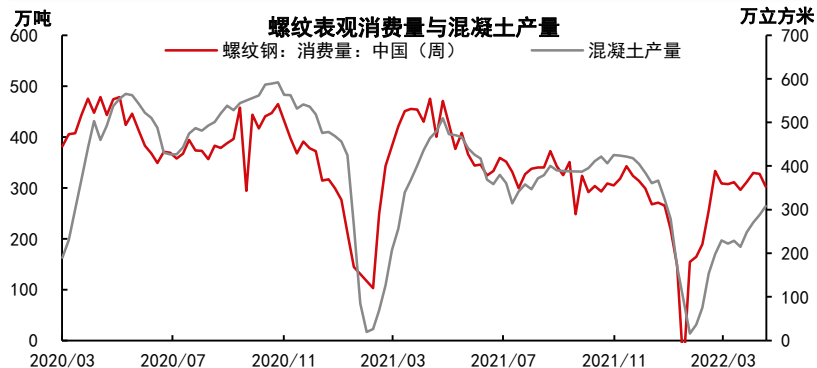
#### 建筑业业务活动预期指数大幅回落



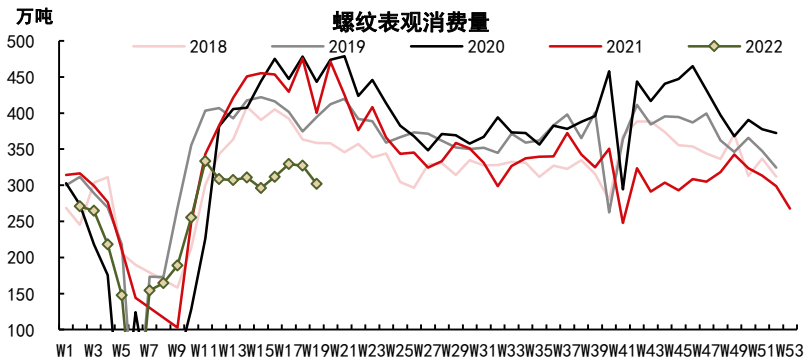
### 三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求回归较慢

- 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，螺纹表需的同比降幅均在30%以上，疫情对需求的冲击明显。
- 进入到5月，螺纹现实需求仍未明显回暖，“动态清零”的严格管控对于施工需求的影响尚未消散，需求回归较慢。

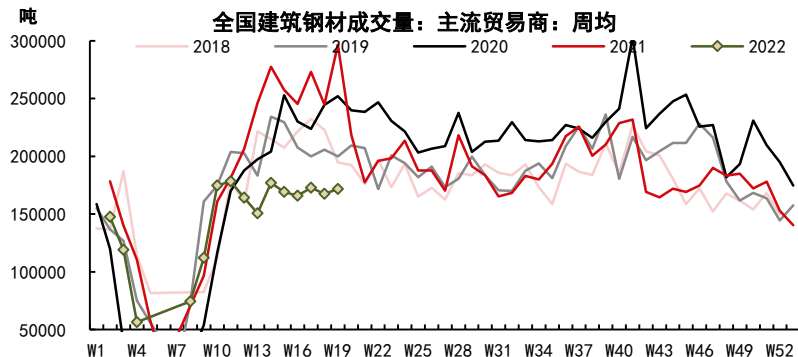
#### 螺纹表观消费量与混凝土产量



#### 螺纹表观消费回升较慢



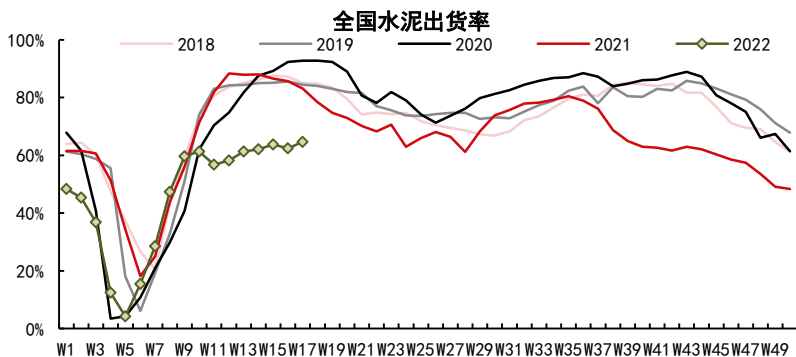
#### 建材成交量持续偏弱



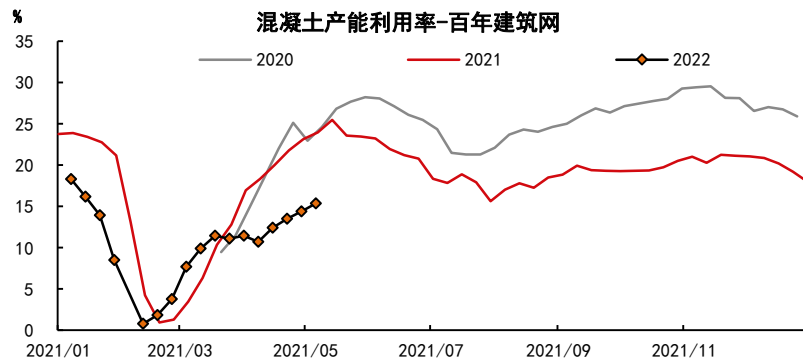
### 三、建筑业需求（施工）——水泥：出货率缓慢回升

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。  
1-3月水泥产量同比为-12.1%，粗钢产量同比为-10.5%。
- 5月初，国内水泥市场需求延期前期的疲软态势，全国重点地区企业平均出货率为64%，环比小幅提升2个百分点。

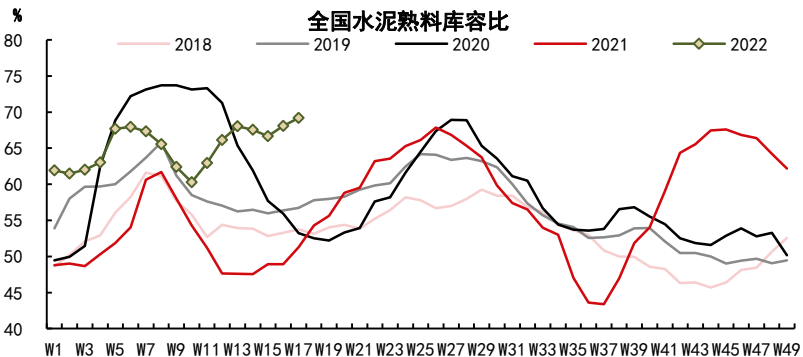
#### 水泥出货率缓慢回升



#### 混凝土产能利用率开始回升



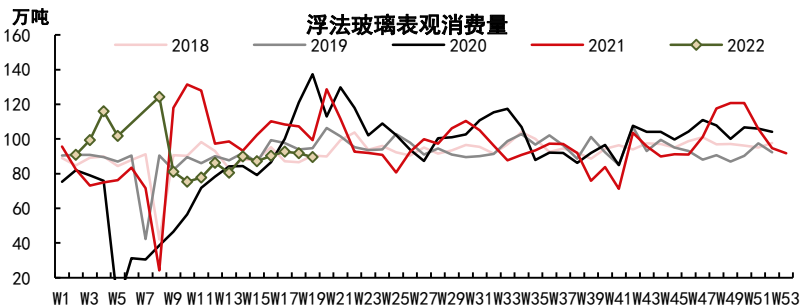
#### 库存呈现明显逆季节性



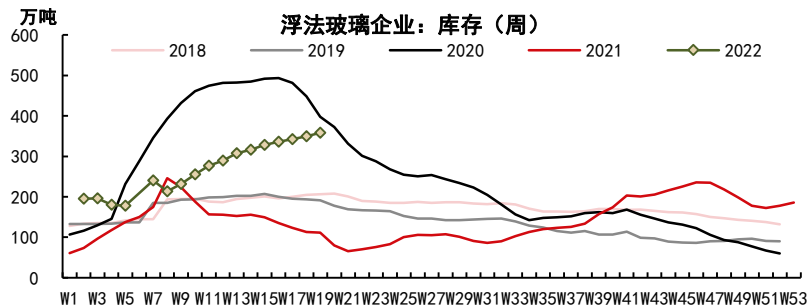
### 三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC：逆季节性累库

- 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，表观需求偏弱。PVC库存表现也呈现出逆季节性，但表需相对偏强。
- 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。

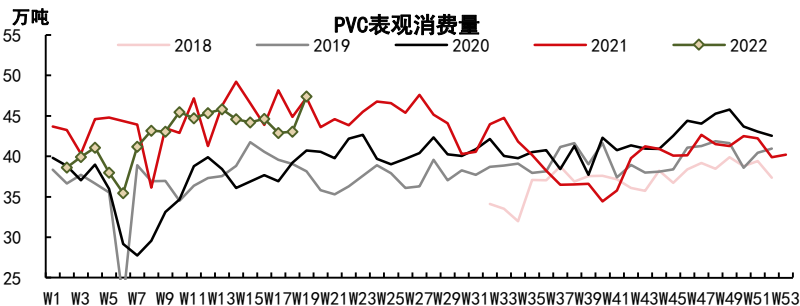
#### 玻璃表观消费量偏弱



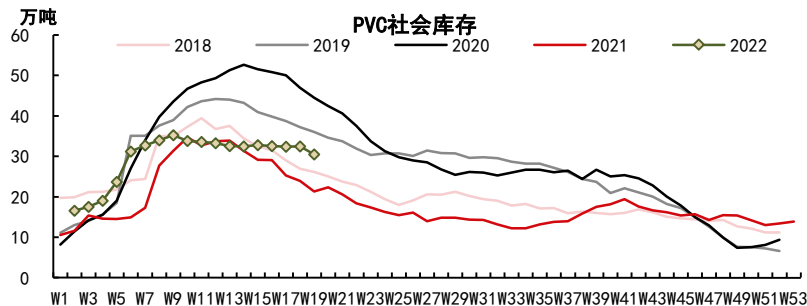
#### 玻璃企业库存延续逆季节性累库



#### PVC表观消费量反弹



#### PVC社会库存有加速去化迹象



# 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：处于低位。

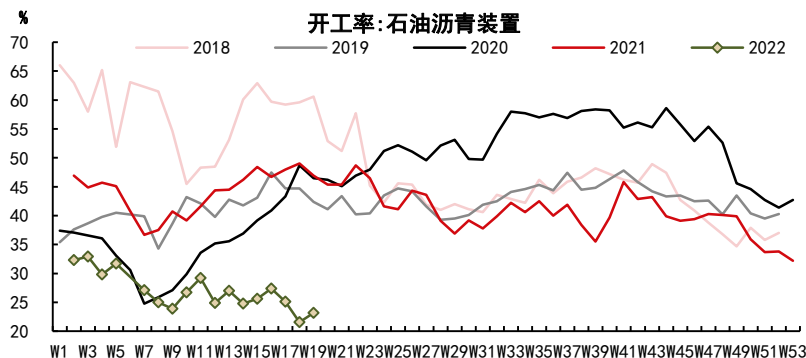
## ■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业（占基建18%）

➢ 4月中下旬铜杆开工率开始回升。

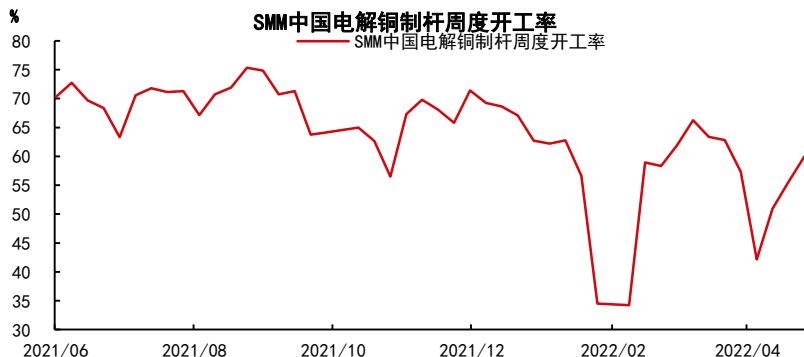
## ■ 3. 水利、环境和公共设施管理业（占基建46%）

➢ 跟踪球墨铸铁管的加工费：处于高位。

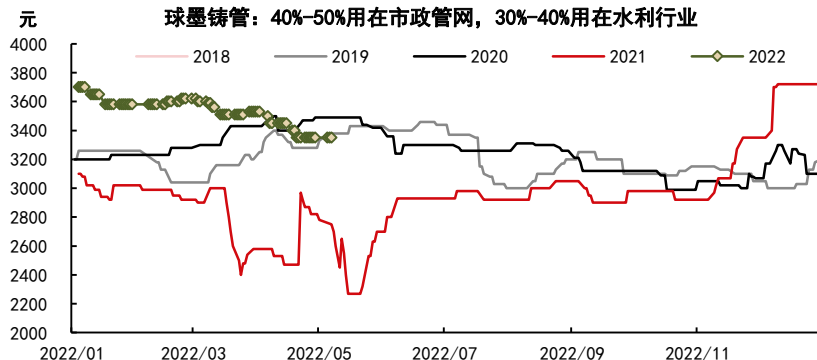
### 交运投资：石油沥青装置开工率



### 电网投资：铜杆开工率



### 水利投资：球墨铸管的加工费

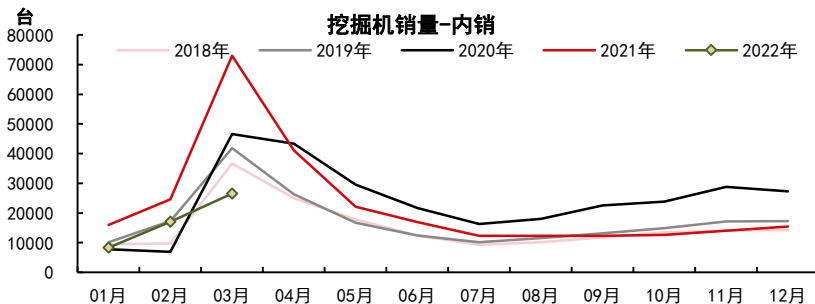




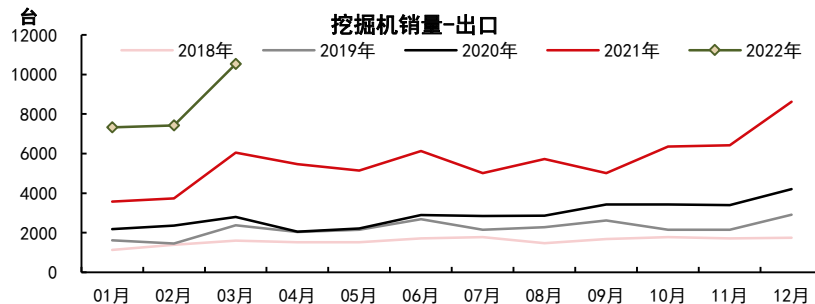
# 三、建筑业需求——挖机与重卡：3月挖机销量大幅走弱

- 3月挖机销量同比增速为-53.1%（前值-13.5%），3月重卡销量同比增速-66.6%（前值-50%）。
- 国内重卡销量从去年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。

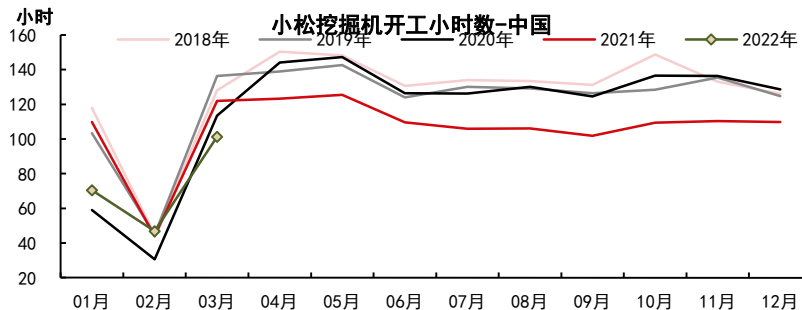
## 3月挖掘机内销同比-63.6%（前值-30.6%）



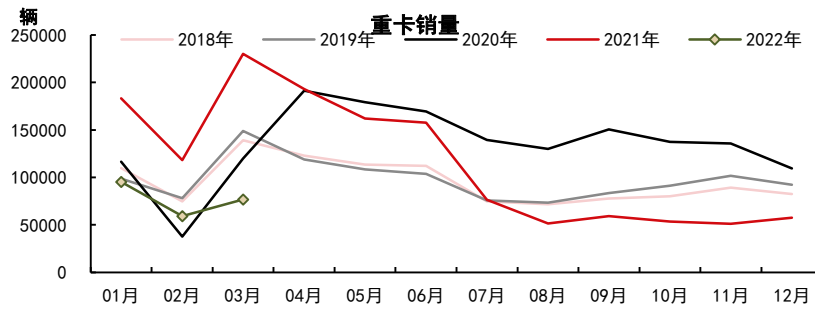
## 3月挖机出口再创新高，同比增长73.8%



## 3月挖掘机开工小时数表现较弱



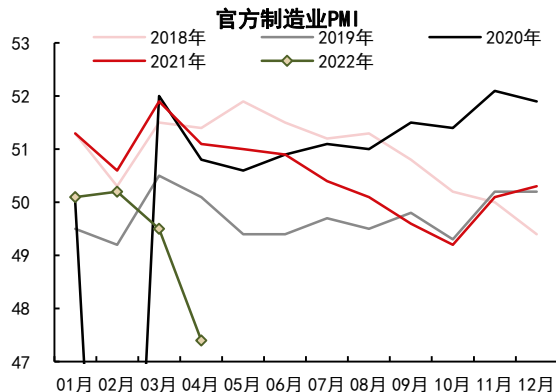
## 3重卡销量同比-66.6%（前值-50%）



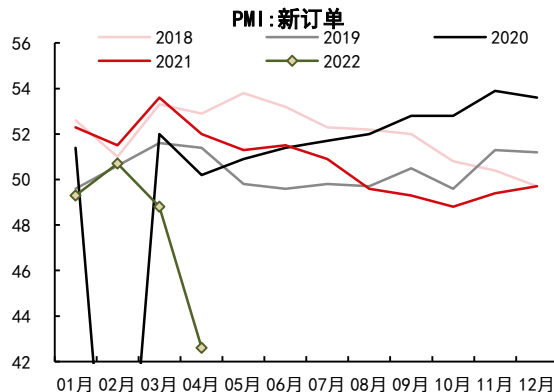
## 四、制造业需求——制造业PMI：4月或是经济底

- 本轮疫情点多、面广、频发，部分企业减产停产。生产指数和新订单指数分别为44.4%和42.6%，比上月下降5.1和6.2个百分点，企业生产明显下降，市场需求继续走低。同时，本月供应商配送时间指数继续下降，产成品库存指数升至近年高点，不少企业反映物流运输困难加大，甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅、库存积压等情况，上下游相关企业生产经营均受到较大影响。
- 4月PMI断崖式走弱，若把本轮疫情类比为“缩小版的”2020年2月，那么4月或是经济底，随着疫情的缓解，未来将步入复苏周期，但是不确定性在于本轮经济复苏可能会持续受到疫情的扰动，导致强度偏弱。

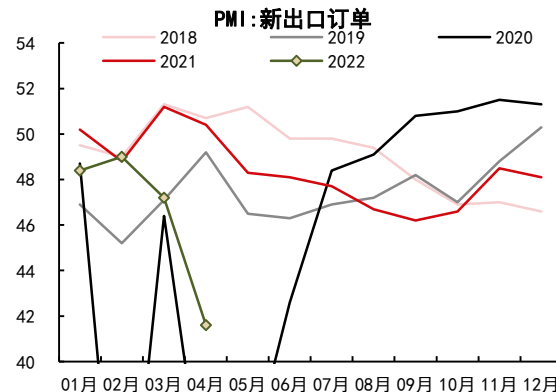
### 4月制造业PMI大幅回落



### 4月PMI新订单指数大幅回落



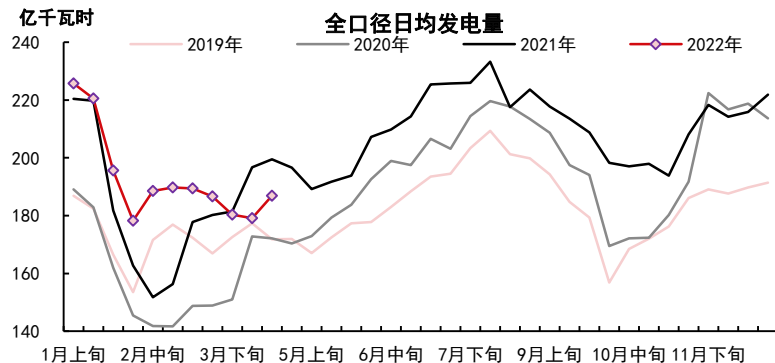
### 4月PMI新出口订单明显回落



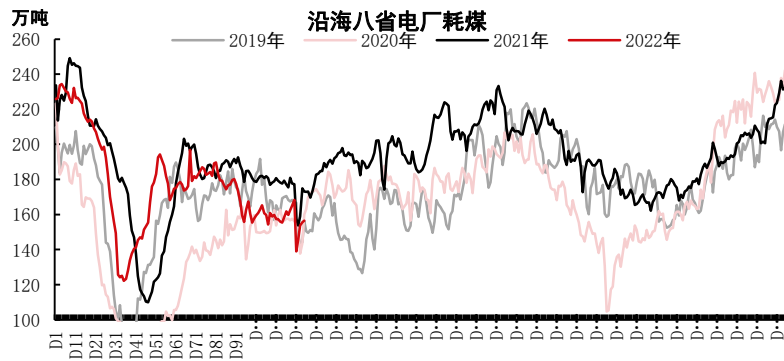
## 四、制造业需求——发电量：4月中旬发电量开始回升

- 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。4月中旬发电量开始回升，值得关注。
- 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。

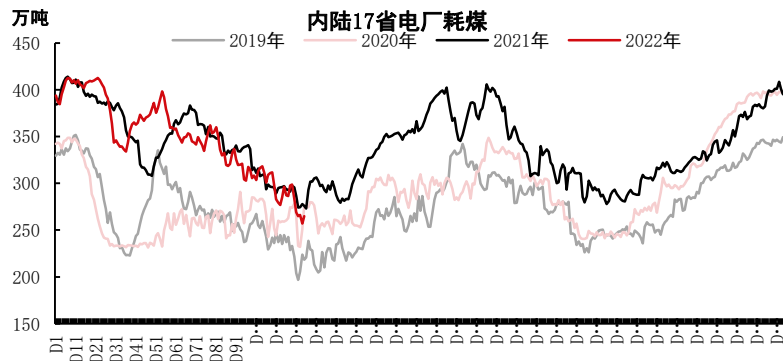
### 4月中旬发电量开始回升



### 日度数据：沿海八省电厂耗煤



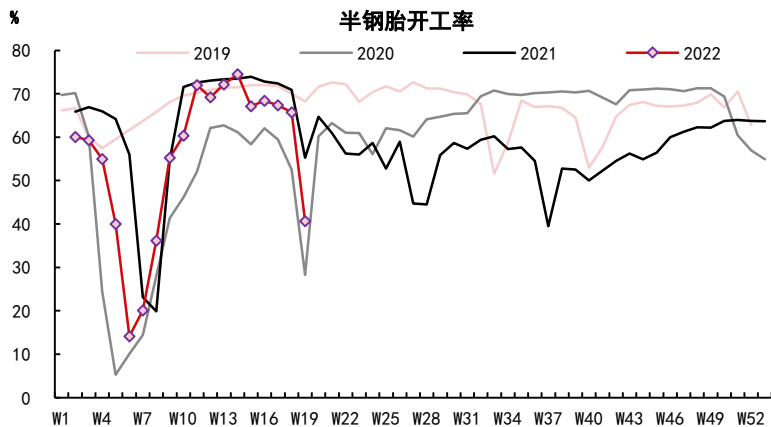
### 日度数据：内陆17省电厂耗煤



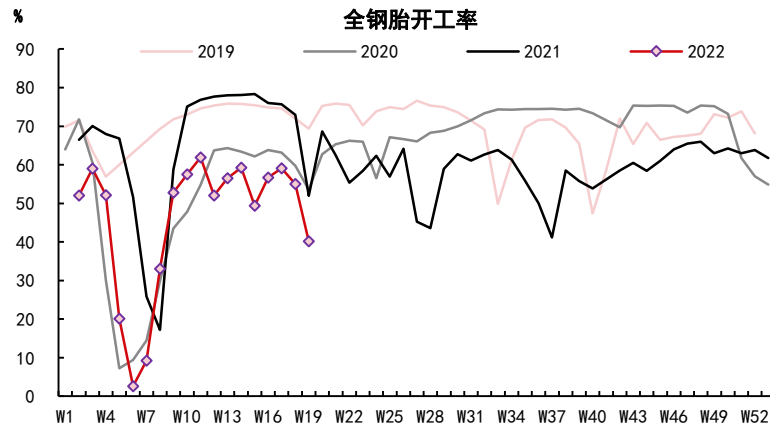
## 四、制造业需求——轮胎开工

- 全钢胎一般用于卡车和小部分轻卡，半钢胎一般用于轿车和大部分轻卡。
- 5月6日当周轮胎开工率：半钢胎开工率40.64%（-25.13），全钢胎开工率40.18%（-14.81）。

### 半钢胎开工率相对偏强

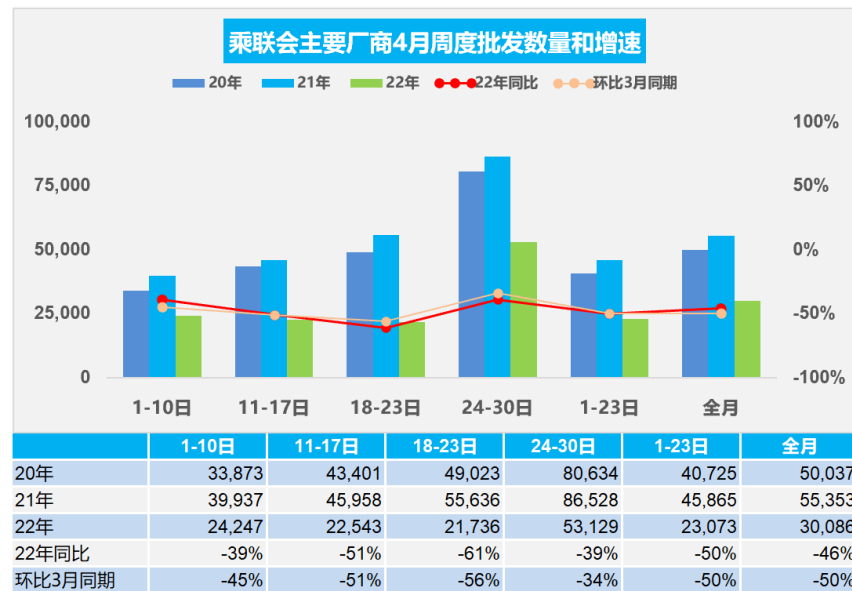
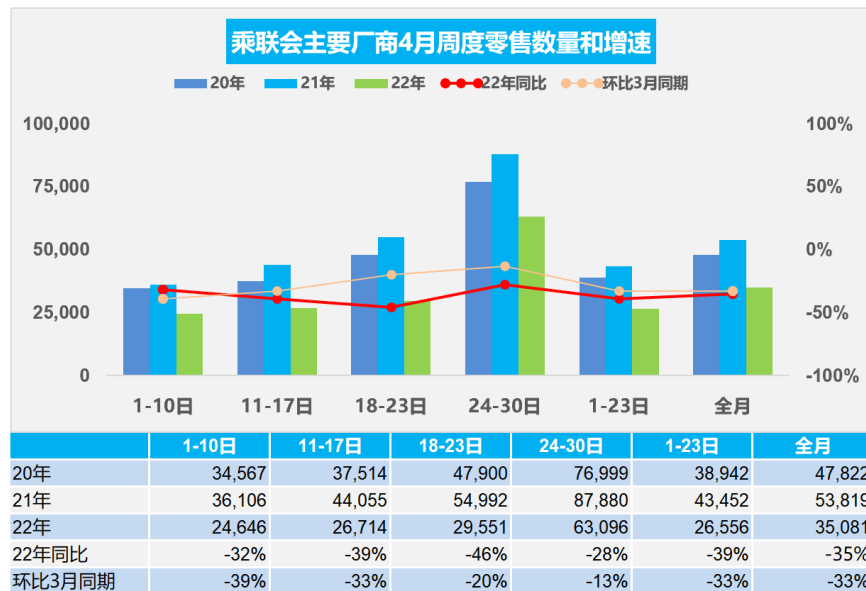


### 全钢胎开工率相对偏弱



## 四、制造业需求——乘用车销售：4月同比下降约40%

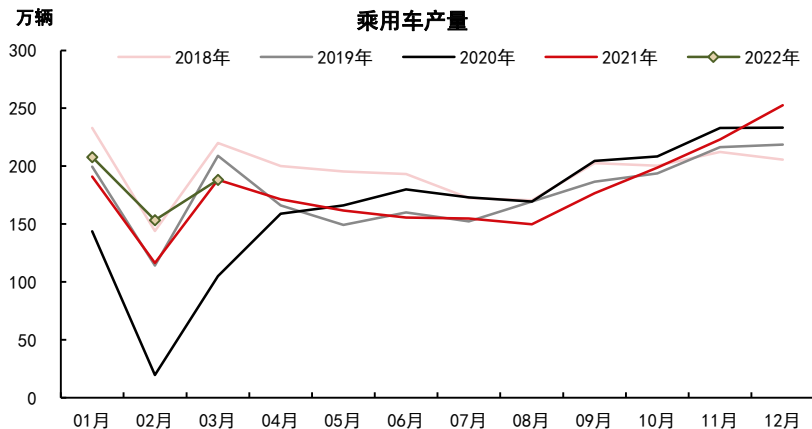
- 据乘联会内部厂商月度初步统计数，今年4月零售105.2万辆，日均零售3.5万辆，同比下降35%，4月总体狭义乘用车市场批发初步统计在90万辆水平，日均3.0万辆，同比下降46%。
- 上海市和吉林省的汽车产量各占全国的10.7%和9.1%，3月以来的疫情导致上海和吉林的车企大范围停工，直接影响了全国约20%的汽车产能，且上海是中国高端汽车零部件企业的核心中枢，由于汽车产业链长，协同要求高，核心零部件生产和物流基地的停产辐射范围更广。4月前两周的厂商生产形势不容乐观，4月17日上海印发重点企业“白名单”通知，



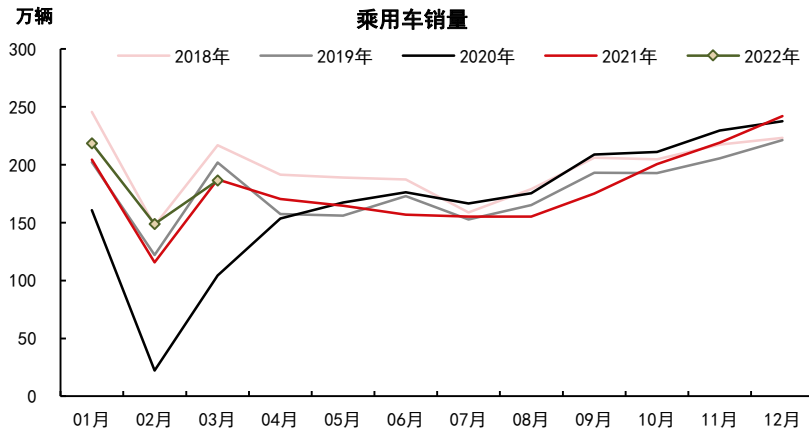
## 四、制造业需求——乘用车产销：疫情影响，产销存压

- **3月乘用车产销受疫情影响同比下滑**：3月乘用车产量同比-0.1%（前值32%），1-3月累计同比11%（前值17.6%）；3月乘用车销量同比-0.6%（前值27.8%），1-3月累计同比9%（前值14.4%）。
- 3月的新冠疫情在全国各地都有扩散，一方面多地经销商进店和成交都受到影响，汽车零售受到一定冲击，另一方面物流运输受限，汽车生产供应链受损，疫情严重地区甚至面临停产，因此3月乘用车产销同比下滑。
- 目前吉林疫情已明显缓解，但上海疫情的影响仍未消散，上海和吉林省汽车产量占全国的20%左右，且上海部分企业的生产满负荷运转，上海也是中国高端汽车零部件企业的核心中枢，因此4月上海、吉林等汽车产业核心地区的乘用车产销会受到比较大的影响。由于汽车产业链长，协同要求高，核心零部件生产和物流基地的停产辐射范围更广，4月的车市产销仍面临较大压力。

3乘用车产量同比减少0.1%



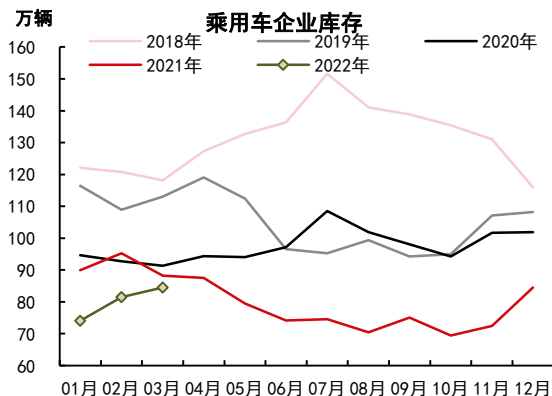
3月乘用车销量同比减少0.6%



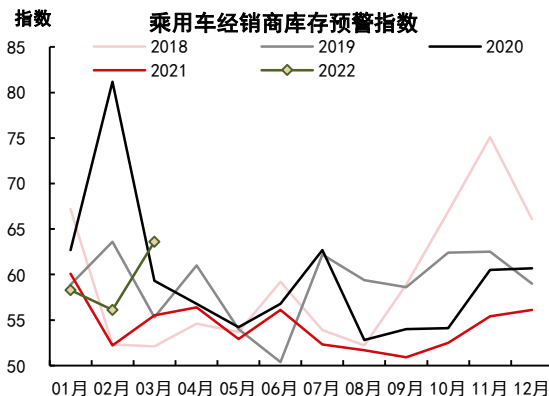
## 四、制造业需求——乘用车库存：经销商库存压力较大

- **经销商库存预警指数**：PMI编制原理，库存预警指数越高，市场的需求越低，库存压力越大，经营压力和风险越大。
- **经销商库存系数**：即期末库存量/当期销售量，反映汽车经销商所经销的汽车品牌当前的库存深度。
- 根据中国汽车流通协会，在调查的**90个城市**样本中，由于防疫管控，有**25个城市**的经销商出现暂停营业数日的现象。疫情下，经销商正常销售工作无法顺利开展，销量下滑致使库存上升，经销商资金回笼缓慢。同时，防疫管控下部分车企被迫停产或减产，部分车型出现供应不足。叠加汽车供给侧冲击，原材料价格上涨、车价上涨或优惠收窄，需求乏力及消费者购车信心减弱，经销商盈利空间受限。

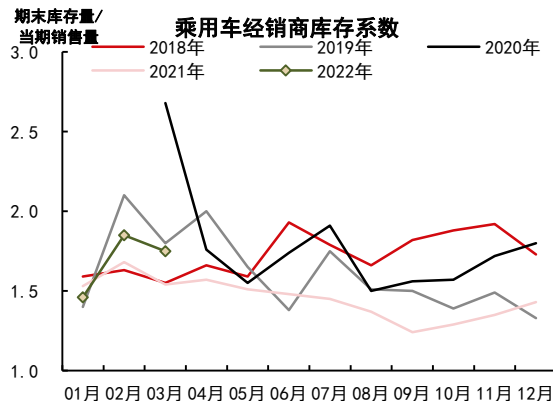
### 乘用车企业库存-中汽协



### 乘用车经销商库存预警指数



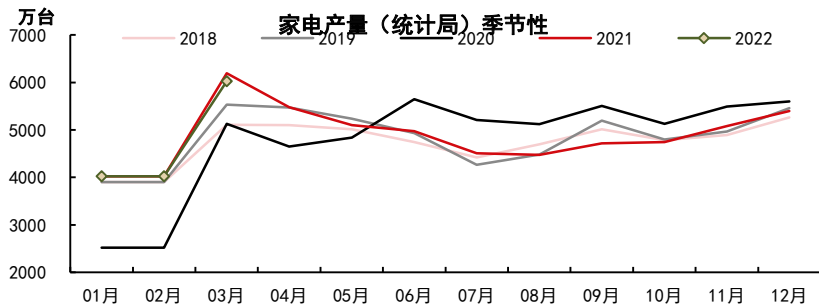
### 乘用车经销商库存系数



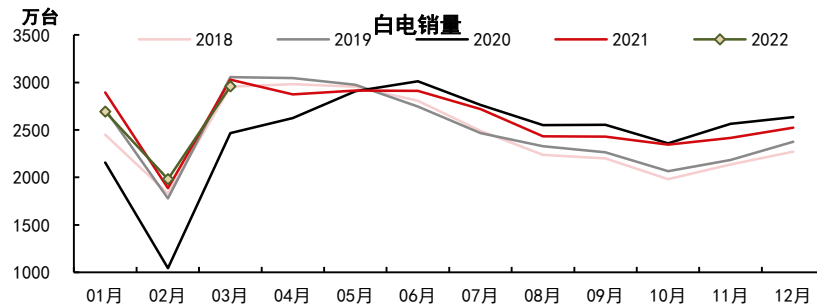
## 四、制造业需求——家电：外销偏强，内需较弱

- 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1-3月家电产量累计同比-1.2%（前值0%），1-3月白电销量同比-2.27%（前值-2.25%）。

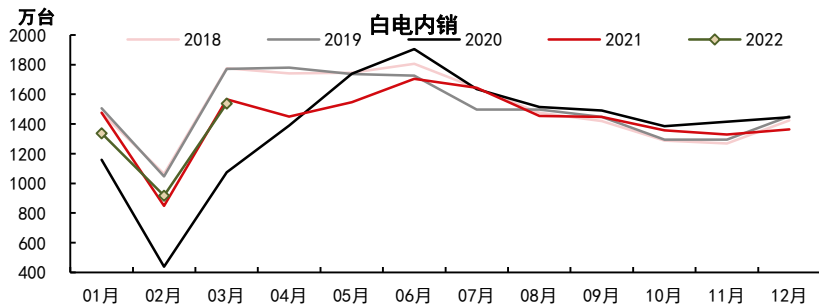
### 家电（空调、冰箱、洗衣机、电视）产量



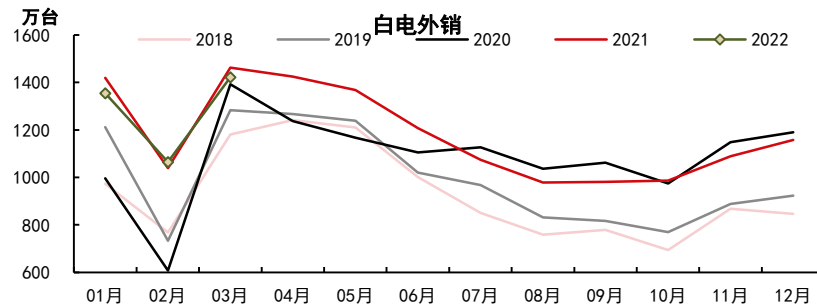
### 白电总销量-季节性（产业在线）



### 白电内销-季节性（产业在线）



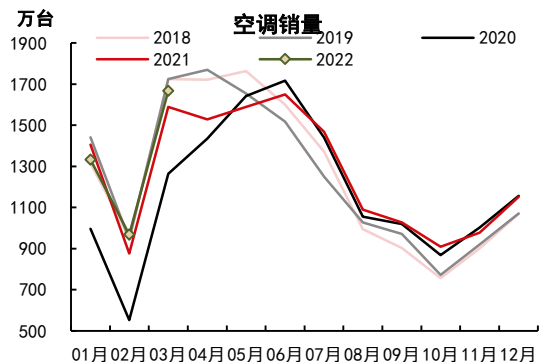
### 白电外销-季节性（产业在线）



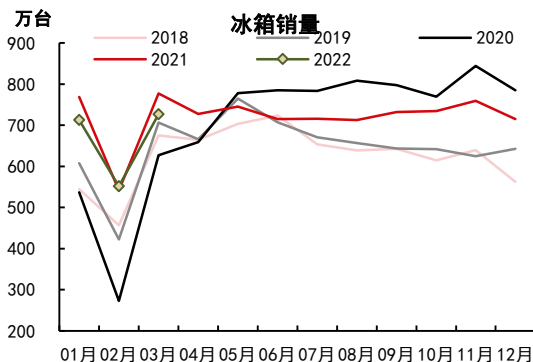


# 四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

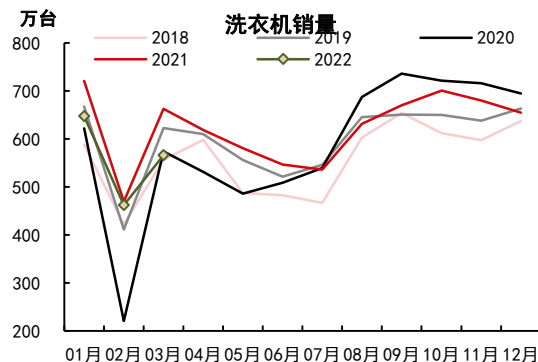
## 空调销量



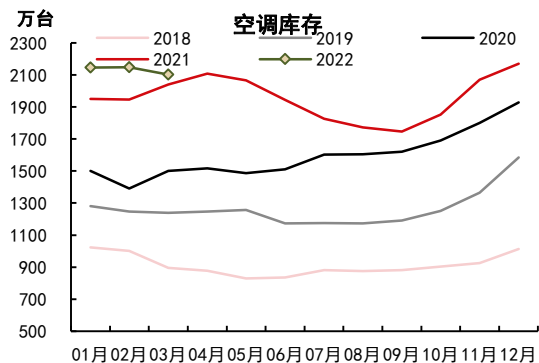
## 冰箱销量



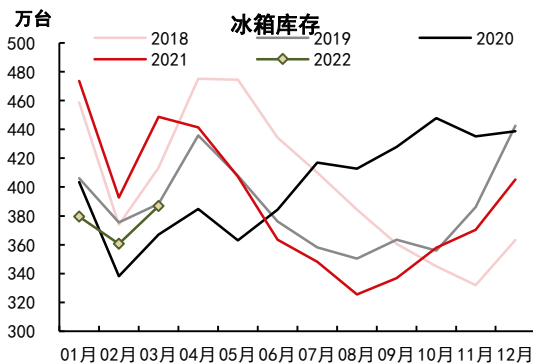
## 洗衣机销量



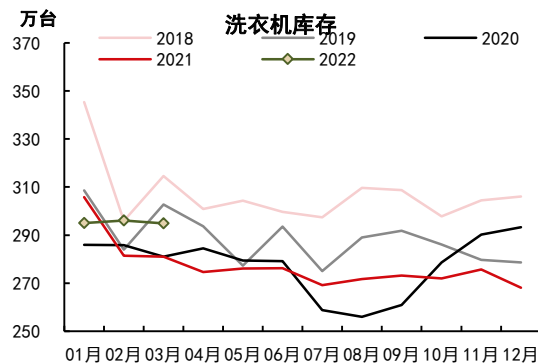
## 空调库存较高



## 冰箱库存大幅减少

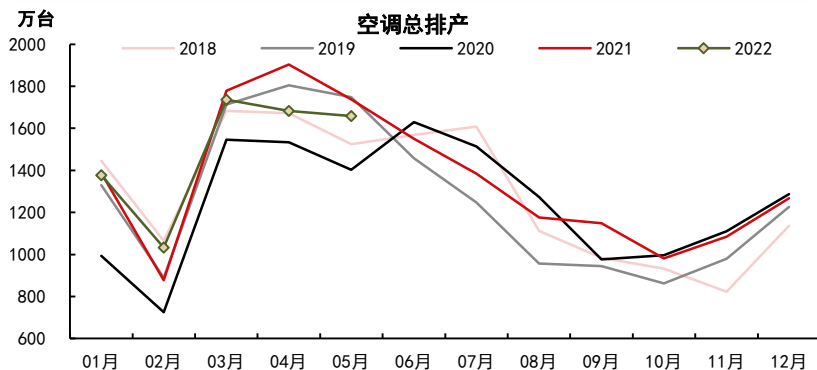


## 洗衣机库存处于低位

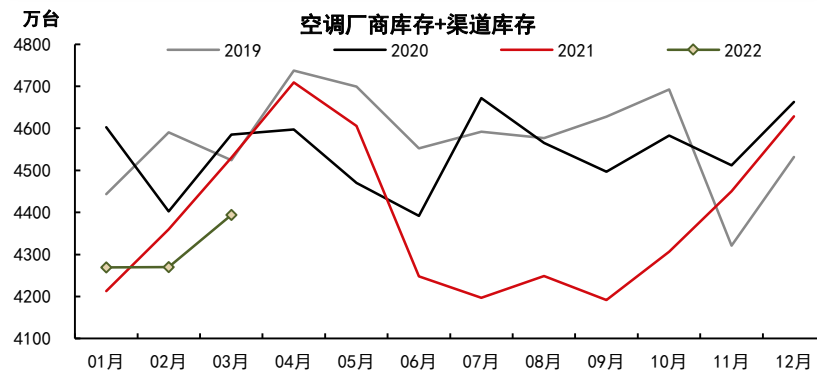


# 四、制造业需求——空调：排产与库存

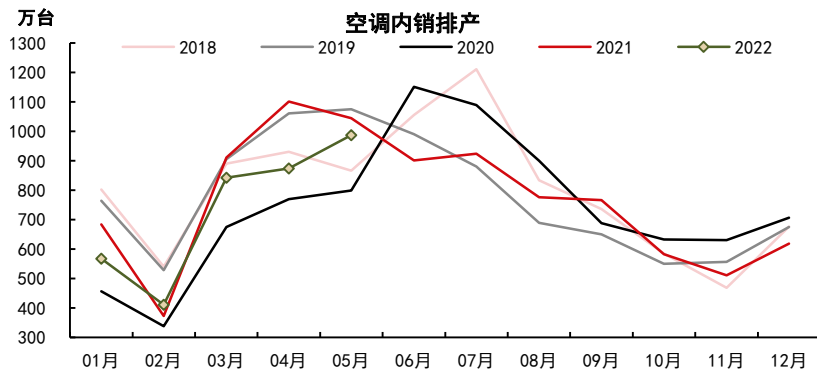
5月空调排产1658万台，同比-4.6%



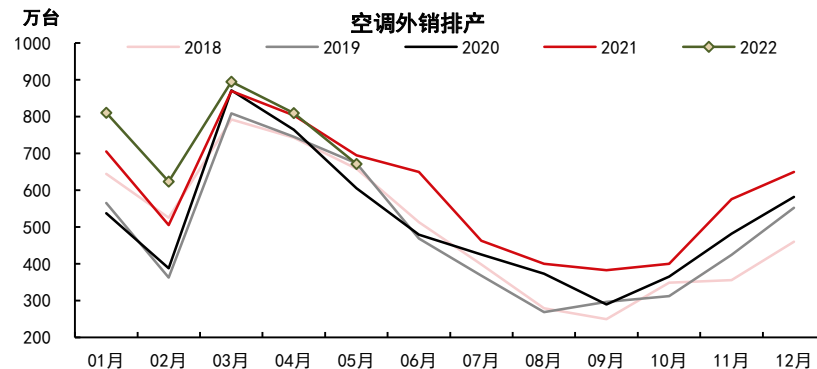
3月空调总库存4394万台，同比-3%



5月空调内销排产987万台，同比-5.5%



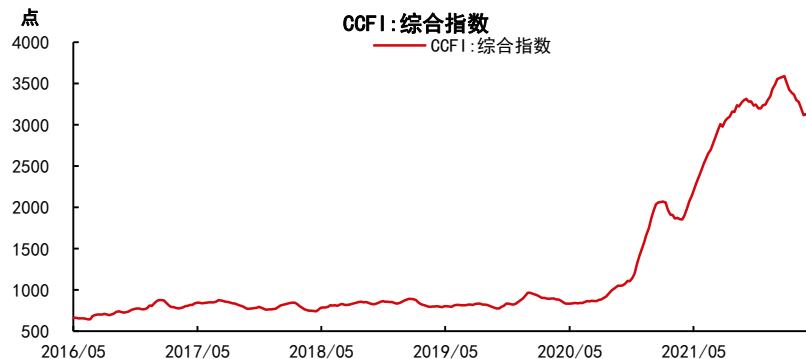
5月空调外销排产671万台，同比-3.3%



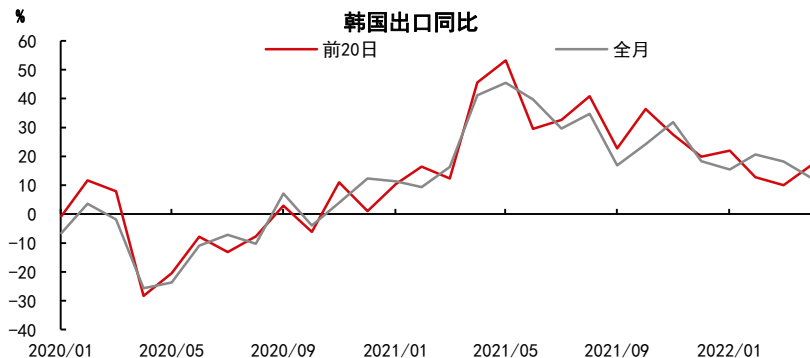
## 四、制造业需求——出口（高频）：4月出口面临压力

- 中国出口集装箱运价指数（CCFI）和八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量是跟踪出口的高频同步指标。
- 邻国出口（韩国和越南）对我国出口的指示意义主要来自对全球贸易需求的同步反应。
- 受疫情影响，4月集装箱吞吐量明显走弱，但4月下旬已经呈现边际改善，关注后续出口的恢复。

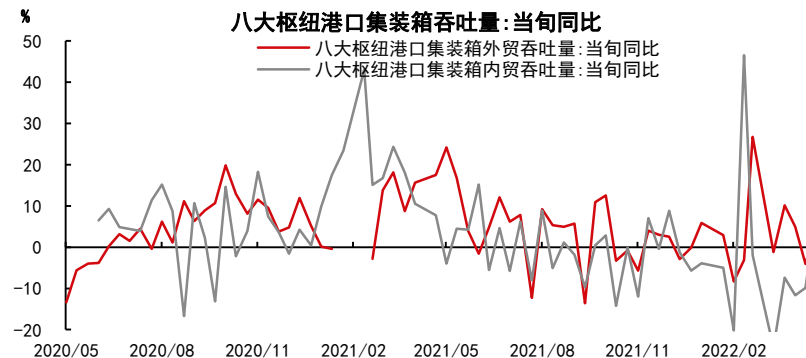
### 高频同步指标：中国出口集装箱运价指数见顶回落



### 邻国出口：韩国4月出口同比延续回落



### 高频同步指标：4月下旬集装箱吞吐量开始改善



# 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

---