

# 商品走势或仍以震荡为主

## 观点

1、本周商品走势欲扬先抑，上半周国内宏观数据大幅下滑叠加美联储再度释放鹰派言论，拖累商品期货集体走弱。下半周随着国内稳增长政策加码出台，尤其与地产相关的政策利好持续释放，商品市场探底回升。

2、往后看，多空因素并存，商品走势或仍以震荡为主。一方面，国内外经济数据不佳，表明全球经济放缓的风险持续加大，另一方面，美国非农和通胀数据高于预期，加息 75bp 的预期犹存，对风险偏好仍有压制。不过，俄乌局势出现长期化发展趋势，能源和农产品供应依旧受限，此外，国内稳增长政策力度持续加大，随着上海疫情出现改善并逐步解封，中国经济有望触底回升从而带动需求回暖。策略上，国内需求为主的商品表现或更佳。

## 核心逻辑

1、疫情冲击之下，4 月份国内经济全面下滑。逻辑上来讲，疫情的冲击是短期的因素，随着上海市逐步解封并加快复工复产，叠加一系列稳增长政策的落地见效，意味着从 5 月开始经济将逐步改善。不过，在没办法完全清除病毒、国内疫情时不时发生的背景下，“动态清零”防控方针下如何实现最大限度降低对经济、对生活的影响仍有待进一步观察。

2、1 年期 LPR 未变，而 5 年期 LPR 超预期大幅下调，宽信用力度继续加码，再加上首套个人住房贷款利率下限下降了 20BP，政策稳楼市的意愿较强，有望提振房地产的市场需求。在海外货币政策收紧加快、国内经济下行压力加大背景下，我国货币政策目前“以我为主”，但坚持不搞“大水漫灌”，货币政策发力仍较谨慎，预计后续仍以结构性政策助力经济为主，配合财政政策稳增长，近期增量政策工具较为可期。

3、1-4 月全国一般公共预算收入同比下降 4.8%，4 月同比下降 41.34%，公共预算支出同比增长 5.9%，4 月同比下降 1.96%。受到疫情以及大规模留抵退税影响，4 月份狭义和广义财政收支均呈收缩态势，但 5 月疫情正逐步转好，物流逐渐有所恢复，专项债二季度也有望加快发行，后续财政支出将加快发力，期待财政增量政策工具的出台。

宏观 · 周度报告

2022 年 5 月 22 日 星期日

国贸期货 · 研究院  
宏观金融研究中心

**郑建鑫**  
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

## 1.1 4月经济全面下滑

生产端：工业生产增速大幅回落转负4月份，规模以上工业增加值同比增长-2.9%，低于预期的0.5%，低于前值的5.0%。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长4.0%，较前值的6.5%明显回落。

需求端：1) 固定资产投资增速大幅回落。1-4月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.8%，前值为同比增长9.3%，低于预期的7.0%。其中，制造业投资累计同比增长12.2%，前值为增长15.6%；房地产开发投资累计同比下降2.7%，前值为增长0.7%；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6.5%，前值为增长8.5%。

2) 疫情冲击下，消费降幅进一步扩大。4月份，社会消费品零售总额同比下降11.1%，前值为同比下降3.5%。1-4月份，社会消费品零售总额累计同比下降0.2%，前值为3.3%，低于预期的1.2%。

此外，4月全国城镇调查失业率为6.1%，比上月上升0.3个百分点。

今年4月份国内经济全面下滑，投资、消费、进出口均明显回落。主要原因是国内疫情散点式暴发，上海等部分城市处于全面或者部分封城的状态之中，对国内经济的冲击极大（仅次于2020年2月）。

逻辑上来讲，疫情的冲击是短期的因素，近期上海市宣布将从5月中旬开始逐步解封并复工复产，努力在6月中下旬实现全面恢复全市正常生产生活秩序，叠加一系列稳增长政策的落地见效，意味着从5月开始经济将逐步改善。不过，在没办法完全清除病毒、国内疫情时不时发生的背景下，“动态清零”防控方针下如何实现最大限度降低对经济、对生活的影响仍有待进一步观察。

图表 1：三大门类投资集体回落



图表 2：社会消费大幅转负



数据来源：Wind

## 1.2 5年期 LPR 下调 15BP

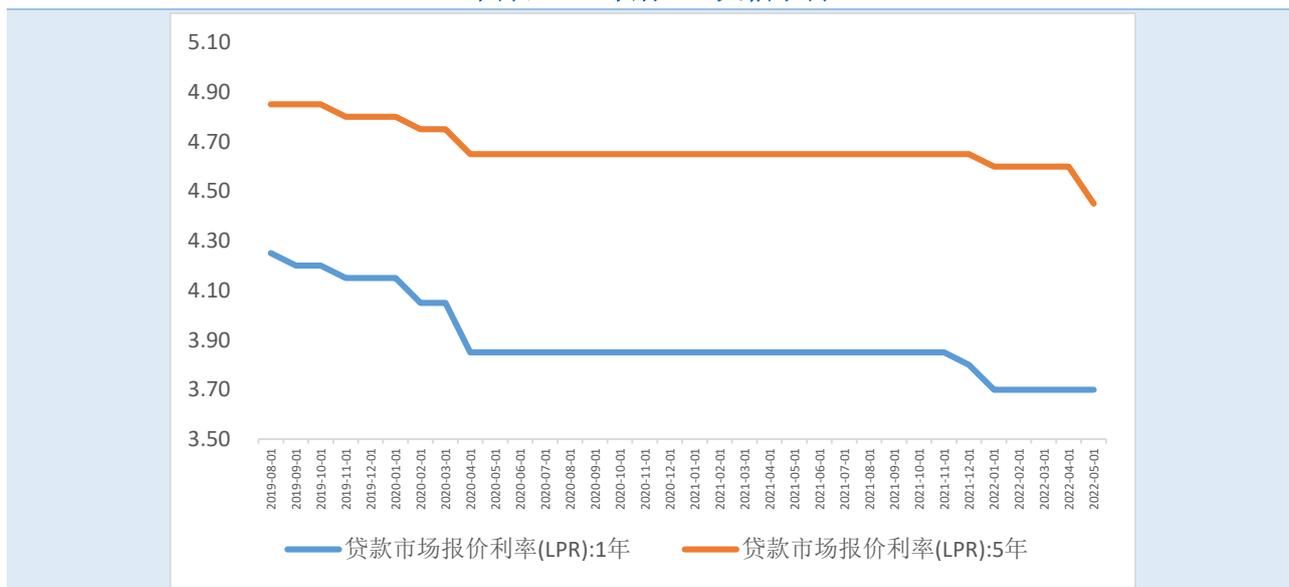
(1) 5月16日,央行发布公告,为维护银行体系流动性合理充裕,开展1年期1000亿元中期便利(MLF)操作(含对5月17日MLF到期的续做),中标利率为2.85%,与上次持平。

此次MLF操作作为等额续作,主要考虑到海外国家加快紧缩步伐,美联储于5月加息50BP,6月、7月也可能延续加息50BP的步调,并且还将在6月开始启动缩表计划。再加上中美经济周期差异导致人民币近期快速贬值,对货币政策发力形成了一定掣肘。

(2) 5月20日,央行公布的1年期、5年期以上LPR报价分别为3.7%、4.45%,其中5年期以上LPR报价环比4月下调15个基点,而1年期LPR报价保持不变。此次为央行首次单独调降5年期以上LPR报价,且为2019年8月LPR报价改革以来的最大降幅。这是央行在本轮降息周期中第三次下调LPR报价,此前央行分别于去年12月下调1年期LPR报价5个基点、今年1月分别调降1年期、5年期以上LPR报价10、5个基点。5月LPR报价公布后,10年期国债收益率基本持平。

1年期LPR未变,仍与MLF利率挂钩,而5年期LPR超预期大幅下调,宽信用力度继续加码,再加上首套个人住房贷款利率下限下降了20BP,政策稳楼市的意愿较强,有望提振房地产的市场需求。同时,此次央行单独调降5年期以上LPR,在稳定房市的同时,也有利于推动长端利率下行,或在为财政宽松做准备。在海外货币政策收紧加快、国内经济下行压力加大背景下,我国货币政策目前“以我为主”,但坚持不搞“大水漫灌”,货币政策发力仍较谨慎,预计后续仍以结构性政策助力经济为主,配合财政政策稳增长,近期增量政策工具较为可期。

图表3: 5年期LPR大幅下调



数据来源: Wind

### 1.3 财政收支均收缩, 留抵退税超预期

5月17日,财政部发布2022年4月财政收支情况。

1)一般公共预算收入方面。1-4月全国一般公共预算收入同比下降4.8%,4月单月收入环比下降22.6%,同比下降41.34%。1-4月中央和地方一般公共预算收入分别同比下降5.7%和3.9%。其中,国内增值税同比下降28.9%,而非税收入同比增长13.4%。财政部副部长许宏材表示,财政收入规模有所回落主要是积极

财政政策应对经济下行压力的主动作为，有助于加快企业纾困。今年全年退税减税约为 2.5 万亿元，其中新增的增值税留抵退税为 1.5 万亿元，4 月全国增值税留底退税规模为 8015 亿元，实施进度超出预期。除了增值税留抵退税，今年 3-4 月中国政府陆续出台的一揽子减税缓税降费新政都给财政减收带来了一定影响，预计后续税费支持将继续发力支持经济增长。

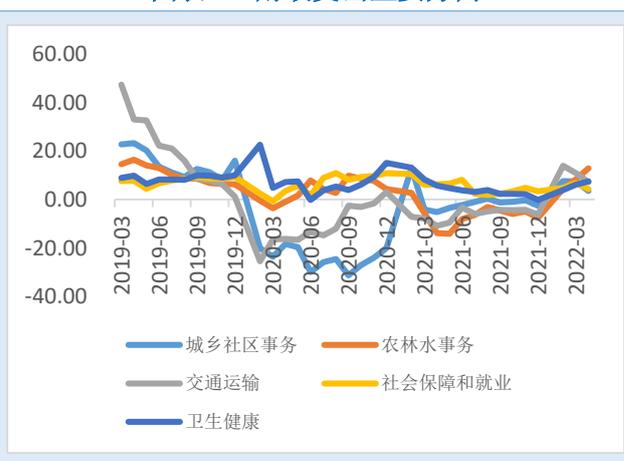
2)一般公共预算支出方面。1-4 月全国一般公共预算支出同比增长 5.9%，4 月单月支出环比下降 31.60%，同比下降 1.96%，中央和地方一般公共预算本级支出比上年同期分别增长 5%和 6.1%。在支出结构上，4 月，农林水事务支出提高较为亮眼，同比增长 28.36%，而卫生健康支出提升相对较少，同比增长 12.51%。社会保障和就业、卫生健康、教育这类民生支出与 3 月相比，占一般公共预算总支出占比下降 1.94 个百分点。农林水事务、交通运输、节能环保和城乡社区事务这类基建支出与 3 月相比，占一般公共预算总支出占比下降 2.12 个百分点；政府性基金预算收入方面，1-4 月全国政府性基金预算收入同比下降 27.6%，其中，国有土地使用权出让收入同比下降 29.8%，较一季度降幅均有所扩大，地方财政仍面临土地收入减少的压力。

受到疫情以及大规模留抵退税影响，4 月，狭义和广义财政收支均呈收缩态势，但 5 月疫情正逐步转好，物流逐渐有所恢复，专项债二季度也有望加快发行，后续财政支出将加快发力，期待财政增量政策工具的出台。

图表 4：公共财政收支情况



图表 5：财政支出主要方向



数据来源：Wind

## 1.4 新政策举措 5 月能出尽出

5 月 18 日，国务院总理李克强在云南主持召开稳增长稳市场主体保就业座谈会，东中西部和东北地区 12 个省负责人参加，其中 10 个省经济总量居全国前十。李克强指出，4 月份部分经济指标明显转弱，经济下行压力进一步加大，但我国仍有 1.5 亿多户市场主体，当前物价平稳，应对挑战仍有政策空间。已出台政策要尽快落到位，中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策上半年基本实施完毕；各地各部门要增强紧迫感，看得准的新举措能用尽用，5 月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间，努力使经济较快回归正常轨道。

会议要求，突出就业优先，通过稳市场主体来保就业保民生，落实落细留抵退税减税等组合式纾困政策，引导金融机构对中小微企业和个体工商户贷款缓交利息。确保粮食稳产和能源稳定供应。在做好疫情防控同时进一步畅通物流大动脉和微循环。提升国企核心竞争力，以有效举措增强民企信心。支持平台经济、数字经济合法合规境内外上市融资。稳地价稳房价，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展。

## 1.5 美联储重申加息 50BP 步调

当地时间 5 月 17 日，美联储主席鲍威尔出席华尔街日报活动，再次重申未来美联储可能延续加息 50BP 的步调，直到通胀明显下降为止。通胀水平的目标是 2%，如有需要，将毫不犹豫地加息到超过中性利率水平，鲍威尔认为，中性利率并非一个终点，也不是一个观测点。

在降低通胀的目标上美联储官员态度一致，在美联储主席鲍威尔重申今后两次会议可能各加息 50BP 后，鹰派高管布拉德表示支持，认为这样做能遏制处于将近四十年高位的美国通胀率，长期以来最鸽派的官员卡什卡利也在市政厅活动中表示美联储将采取必要措施，使经济恢复平衡。截至 5 月 19 日，CME 数据显示美联储在 6 月加息 50BP 的概率升至 94.8%，在 7 月加息 50BP 的概率为 83.2%。预计美联储按计划计划在 6、7 月加息 50BP 的概率较大，但是供应链问题、欧洲地缘政治及国际大宗商品价格波动仍给美联储加息节奏带来一定不确定性。

## 二、 高频数据跟踪

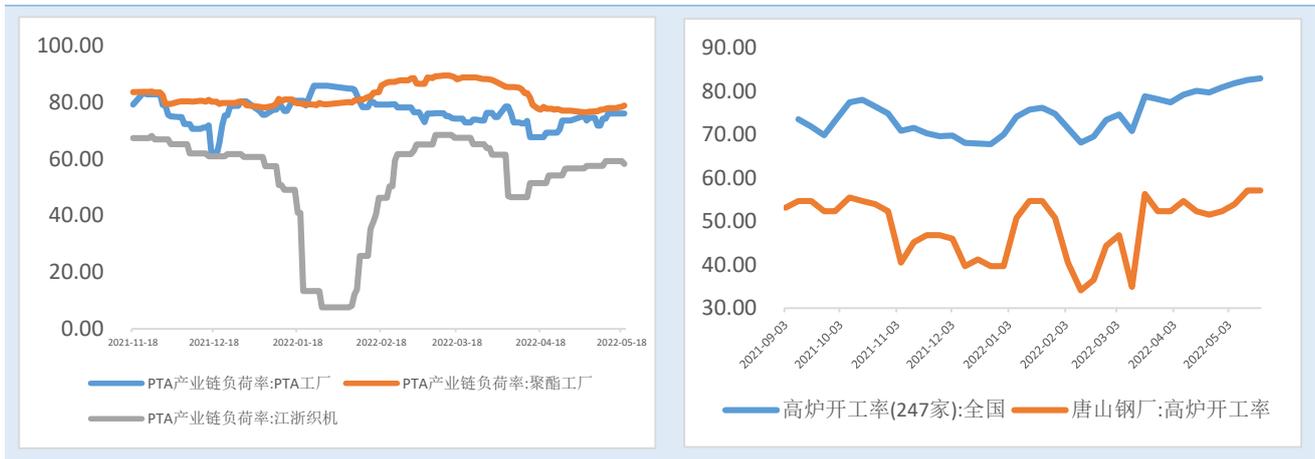
### 2.1 工业生产逐步恢复

**化工：需求回暖，价格延续上涨。**需求方面，下游需求略有回暖，聚酯产业链多数产品价格持续回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，本周 PTA 产业链负荷率基本保持平稳，其中，PTA 开工率持稳于 76.12%，聚酯工厂负荷率小幅升至 78.94%，江浙织机负荷率持稳于 59.31%。

**钢铁：生产持续回升，需求保持低位。**钢厂持续复产，全国高炉开工率本周进一步回升至 83.01%。今年双碳行动明显弱化，环保、能耗双控等因素引起的减产明显减少，钢厂开工率持续提升，产量持续恢复。不过，发改委和工信部等部委正在研究制定新的粗钢产量压减政策，一旦政策出台，那将意味着钢厂开工率拐点来临。本周钢材表需小幅下滑，厂库累库、社库延续去化，总库存小幅去化。

图表 6：PTA 产业链负荷

图表 7：钢厂高炉开工率



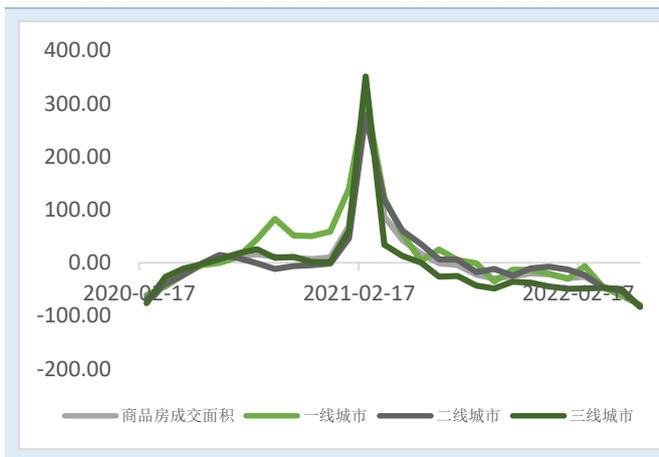
数据来源: Wind

## 2.2 地产销售周环比下降，汽车零售表现有所改善

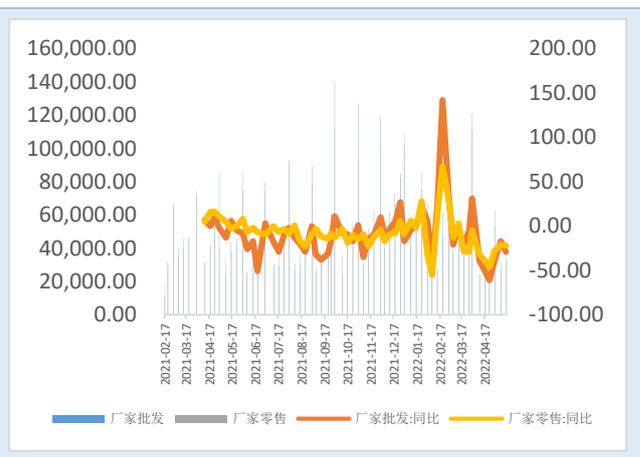
**房地产销售周环比下降。**截至5月18日，30大中城市商品房成交面积周环比下降1.95%，按均值计，5月月环比下降5.13%，月同比下降54.62%，其中，一、二、三线城市5月同比增速分别为-53.78%、-54.08%和-56.09%。土地市场方面，上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为-13.79%，一、二、三线城市环比增速分别为-85.16%、-0.54%和-0.11%。

**乘用车零售环比有所改善。**乘联会统计数据显示，5月第二周国内狭义乘用车市场零售为日均3.3万辆，同比下降22%。5月1日-15日，全国乘用车市场零售总量为48.4万辆，与去年同期相比下降21%，环比上月增长27%。随着部分地区恢复正常运营，乘用车市场零售有一定改善。目前各地积极出台地方性车市刺激政策，对车市复苏有一定促进作用，但当前看刺激政策仅能支撑短期销量，终端的可持续性复苏仍需要强力刺激政策。生产端来看，随着各地疫情情况出现改善，原料供应逐步恢复，汽车生产有所改善，5月19日当周半钢胎开工率回升至62.0%。

图表8: 30大中城市地产销售: 当月同比



图表9: 当周日均销量: 乘用车



数据来源: Wind

## 三、高频数据跟踪

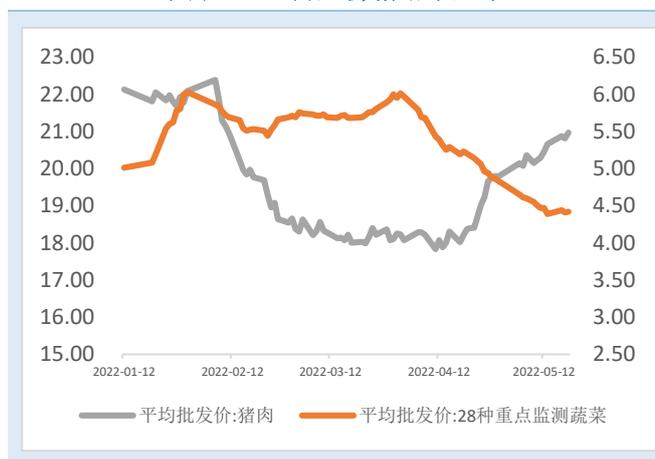
## 2.1 工业生产逐步恢复

1) 食品价格涨跌互现。随着供应的逐步恢复本周蔬菜均价环比继续下跌 2.65%，新一轮的猪周期重启，本周猪肉均价环比再度上涨 2.37%。

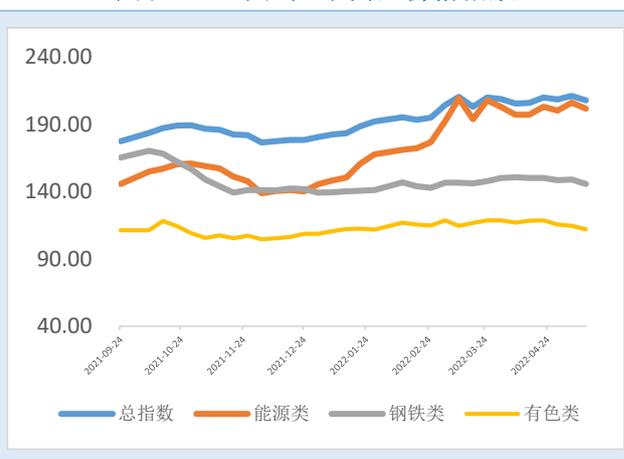
2) CPI 中枢温和抬升，关注猪周期的影响。受疫情的影响，物流运输中断导致部分食品价格短期出现反弹，同时，新一轮的猪周期开始启动，猪肉价格回升明显，共同带动食品价格同比由降转升。此外，能源价格保持高位运行，非食品价格同比保持高位。因此，4 月 CPI 同比回升到 2.1%。不过，我们发现扣除食品和能源价格之后，核心 CPI 同比仅为 0.9%，较前值回落 0.2 个百分点，表明当前国内需求仍不理想。往后看，一方面，随着母猪存栏量的持续下滑，猪周期重启在即，猪肉价格回升或带动食品价格同比继续改善；另一方面，国际地缘冲突导致全球供应链保持紧势，输入性通胀压力较大。因此，国内通胀中枢或继续温和抬升。重点关注猪周期的上行情况以及地缘政治因素对能源价格的影响。

3) PPI 同比增速将继续逐季回落。一季度受俄乌地缘政治因素的困扰，大宗商品持续上涨，PPI 环比持续回升，同比降幅明显放缓。不过，在全球经济放缓风险加大、美联储加快加息步伐、多国抛售战略原油储备、国内疫情暴发、保供稳价发力等一系列因素的综合作用下，大宗商品涨势明显放缓，部分工业品价格高位回落，PPI 环比、同比涨幅同步回落。往后看，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，大宗商品的涨幅将继续放缓，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 10：食品价格涨跌互现



图表 11：中国大宗商品价格指数



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