

宏观周观点

2022年5月30日

## 6月等待稳增长效果 美国通胀拐点已至

宏观周观点 20220530

### 核心内容：

- **上海6月逐步复工复产，稳定效果显现**上海市复工复产进度仍然最为重要，上海预计在6月份逐步恢复正常状态，新冠疫情对于上海以及长三角地区的经济冲击趋于结束，2季度GDP负增长。随着上海复工复产，市场情绪会有一些的修复。3季度开始稳增长的政策效果会逐步显现，对于稳增长效果的评估开始。黑色系产品仍然要关注下游的需求和开工，能化类产品保持多头。
- **核心PCE通胀回落，通胀拐点已至**美国经济研究局（BEA）公布4月的PCE物价，PCE物价的环比增速比上个月明显下行，主要是由于能源价格的增速放缓导致。作为美联储最喜爱的通胀衡量指标，核心PCE的环比增速维持稳定，同比增速则由于机动车和零部件一项的价格下行而走低。市场通胀预期指数已经开始走低，美元下跌仍然持续。而同时美债可能到达高点，美股可能止跌。
- **市场利率下行，人民币汇率止跌**本周短期流动性平稳，降准和结构性工具释放了更多资金，国内流动性较为宽松，货币市场利率整体下行。美元指数较上周继续回落，美元兑人民币价格震荡，美国高企的通胀导致强烈紧缩预期，但其衰退预期加强以及中国经济开始从谷底回复缓解了人民币贬值压力。
- **物价小幅回落**本周物价稳定，蔬菜价格下行，猪肉价格上升。新一轮的猪周期即将开启，价格仍处于相对低位。猪肉价格短期仍将保持震荡小幅上扬，下半年带动通胀温和上行概率较大。蔬菜方面，夏天阳光充足，露天蔬菜产量大且不易储存，物流也因疫情好转而改善，蔬菜大量入市，菜价接近往年平均水平。
- **需求供给同时不振，等待稳增长效果**国际油价保持高位，欧盟由于匈牙利反对难以对俄罗斯进行能源禁运。疫情的对海外生产出行影响较小，中国疫情防控有一定成效，市场需求短期较好。

唐山高炉开工率上行，高炉开工率较前两个月有所回升，但仍处于低位，疫情对开工产生一定影响；钢铁社会库存消化较慢，稳增长政策拉动已有所体现，但疫情影响了钢厂去库存。下游需求偏弱使得黑色系产品价格受到考验。

### 分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	5月31日(周二)	中国5月官方制造业PMI
	5月30日(周一)	英国4月央行抵押贷款许可(万件)(0530-0531)、欧元区5月经济景气指数、欧元区5月消费者信心指数终值、德国5月CPI年率初值(%)
	5月31日(周二)	法国第一季度GDP年率终值(%)、瑞士第一季度GDP年率(%)、德国5月季调后失业率(%)、欧元区5月调和CPI年率-未季调初值(%)
欧洲	6月1日(周三)	德国4月实际零售销售年率(%)、法国、德国、英国、欧元区5月Markit制造业PMI终值、欧元区4月失业率(%)
	6月2日(周四)	瑞士5月CPI年率(%)
	6月3日(周五)	德国4月季调后贸易帐(亿欧元)、欧元区4月零售销售月率(%)
	5月30日(周一)	----
美国	5月31日(周二)	美国3月FHFA房价指数月率(%)、美国5月芝加哥PMI、美国5月谘商会消费者信心指数
	6月1日(周三)	截5月23日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国5月Markit制造业PMI终值、美国5月ISM制造业PMI、美国4月JOLTs职位空缺(万)
	6月2日(周四)	美国截至5月28日当周初请失业金人数(万)、美国5月ADP就业人数(万)、美国4月耐用品订单月率终值(%)、美国4月工厂订单月率(%)
	6月3日(周五)	美国5月非农就业人口变动季调后(万)、美国5月失业率(%)、美国5月ISM非制造业PMI
	5月31日(周二)	日本4月失业率(%)
其他	6月1日(周三)	澳大利亚第一季度季调后GDP季率(%)、俄罗斯5月Markit制造业PMI
	6月3日(周五)	澳大利亚4月投资者贷款值月率(%)

## 目录

一、上海6月复工复产，稳增长效果逐步显现 .....	3
二、核心PCE通胀回落，通胀拐点已至 .....	3
三、市场利率下行，人民币汇率止跌 .....	4
四、物价稳定，猪涨菜跌 .....	6
五、能源价格保持高位，库存小幅下行 .....	7
(一) 原油价格仍在高位 .....	7
(二) 唐山钢厂开工提高，库存小幅下行 .....	8

## 一、上海6月复工复产，稳增长效果逐步显现

5月29日上海市政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，包括8个方面、50条政策措施。根据行动方案，上海将于6月1日起取消企业复工复产审批制度，同时出台系列政策稳外资、促消费、扩投资。针对复工复产卡点堵点，上海将动态修订复工复产复市疫情防控指引，取消企业复工复产复市不合理限制（6月1日起取消企业复工复产审批制度）。具体措施如下：

**给市场主体补贴：**上海将对符合条件的企业减免房产税和城镇土地使用税，对非居民用户给予3个月应缴水费、电费、天然气费10%的财政补贴，免收3个月单位生活垃圾处理费等。

**稳定外资：**上海将建立重点外资企业复工复产专员服务机制，启用重大外资项目线上服务系统，提前启动2022年上海市鼓励跨国公司地区总部发展专项资金申报工作，进一步支持跨国公司在沪设立地区总部和外资研发中心，着力稳定外资企业预期和信心。

**促进消费：**上海年内新增非营业性客车牌照额度4万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税，对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性10000元补贴。支持大型商贸企业和电商平台发放消费优惠券，支持文创、旅游、体育产业发展，大力促进消费加快恢复。

**增加投资：**上海将加强城市更新规划编制、政策支持和要素保障，年内完成中心城区成片旧区改造，全面提速零星旧区改造，年内新启动8个以上城中村改造项目。支持扩大企业债券申报和发行规模，将新型基础设施等纳入地方政府专项债券支持范围。

上海市复工复产进度仍然最为重要，上海预计在6月份逐步恢复正常状态，新冠疫情对于上海以及长三角地区的经济冲击趋于结束，2季度GDP负增长。随着上海复工复产，市场情绪会有一些的修复。3季度开始稳增长的政策效果会逐步显现，黑色系产品仍然要关注下游的需求和开工。能化类产品保持多头。

## 二、核心PCE通胀回落，通胀拐点已至

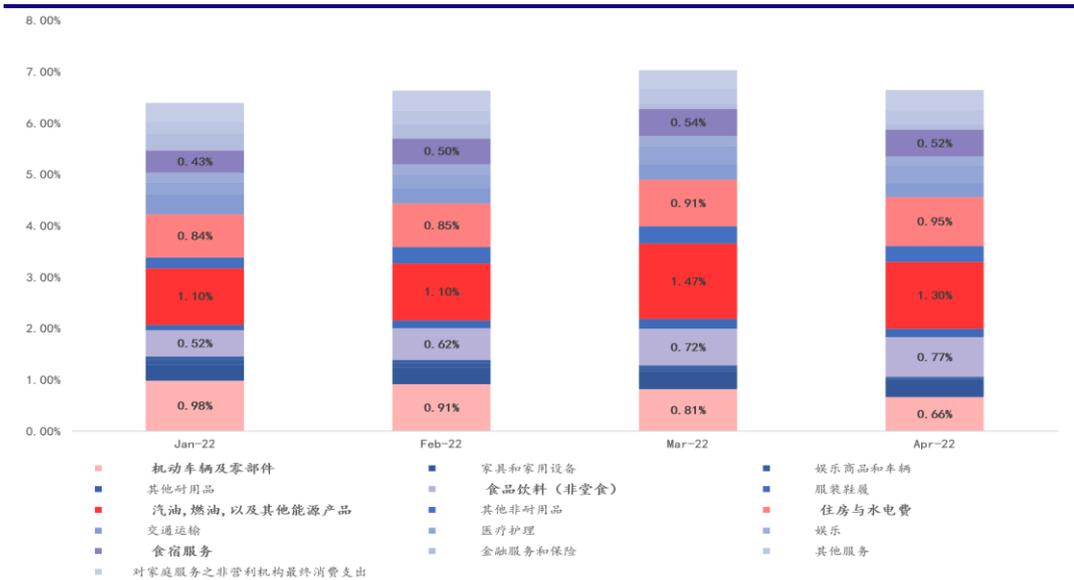
5月27日，美国经济研究局（BEA）公布了4月的PCE物价和核心物价的数据，同比增速分别为6.27%和4.91%，环比为0.247%和0.344%，均处在市场预期的范围内。PCE物价的环比增速比上个月明显下行，主要是由于能源价格的增速放缓导致。作为美联储最喜爱的通胀衡量指标，核心PCE的环比增速维持稳定，同比增速则由于机动车和零部件一项的价格下行而走低。

虽然由于能源和汽车价格在4月份的缓解，PCE数据的回落早已被预期，但是结合对美联储5月FOMC纪要的鸽派解读，股票市场情绪良好：三大股指均显著上行，其中纳斯达克当日更是上涨了3.33%，体现出加息预期的缓解对科技股估值的支撑。债券市场则更加冷静，中长期美债收益率变化不大。

PCE和核心PCE物价的放缓体现了供应链压力的缓解，机动车和零部件的明显回落以及服装鞋履和其他非耐用品的增速逐渐减慢也印证了这一观察；同时，4月原油和天然气价格增速较为平缓，对物价增速回落做出较大贡献。但PCE物价中暗含的趋势也提示不能过度乐观，不可草率认为通胀触顶后将迅速回落。

首先，食品饮料的价格一直在不断上行，这体现出俄乌冲突对世界粮食价格的影响愈发明显；其次，原油在5月的增速稍快，而天然气则大幅上行，因此能源部分在5月的PCE中仍可能拉动物价上涨；最后，住房支出一直在稳步上升，这主要是由于PCE沿用了CPI中房价和房租的统计方法，导致通胀指标对房价反映滞后12-16个月，在之前市场房价指标大幅上行的前提下，占统计比重很高的房价可能阻止通胀的回落。由于美国劳动市场仍然火热，工资通胀螺旋也是一个隐忧。因此，尽管美国市场从4月PCE中看到了其想看到的，但乐观背后要有足够的谨慎。

图 1：4 月 PCE 通胀贡献拆分 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

### 三、市场利率下行，人民币汇率止跌

本周短期流动性平稳，公开市场投放 500 亿元，回笼 500 亿元，净投放为 0 亿元。由于近期疫情反复对经济造成压力，之前的降准和结构性工具释放了更多资金，国内流动性较为宽松，货币市场利率整体下行。

5月27日,SHIBOR 隔夜收于 1.3810%，比上周同期下行 3.3bps,7 天利率收于 1.7138%，比上周上行 12.99bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.7770%，比上周上行 11.2bps。5月27日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.9119%、2.3134%和 2.4813%，分别比上周变化-3.49bps、-4.60bp、-6.76bps, 10 年期国债收益率收于 2.7084%，比上周下行 10.68bps。

债券收益率整体下行；稳增长前期已经为金融机构提供充裕流动性，负债端压力减小，本周的国常会和全国稳住经济大盘电视电话会议后央行开始研究加大信贷力度，“扩增量、稳存量”，流动性未来仍将保持充沛。周五，人民银行等部门发文推进银行间交易所和债

券市场对外开放，也有望缓解资本外流压力。由于美国多家公司财报不及预期以及加息预期高涨，十年美债收益率回落至 2.7420%，之前的中美利差倒挂解除。

图 2: SHIBOR 利率 (%)



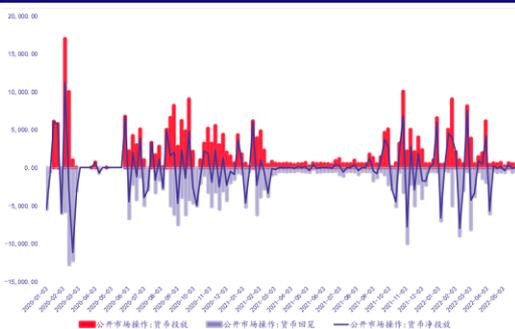
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

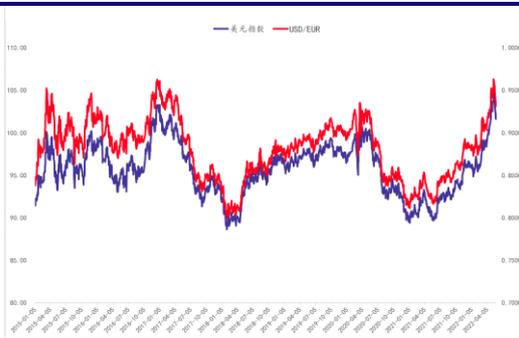
美元指数较上周继续回落，美元兑人民币价格震荡，美国高企的通胀导致强烈紧缩预期，但其衰退预期加强以及中国经济开始从谷底回复缓解了人民币贬值压力。5月 FOMC 会议纪要显示接下来两次 FOMC 会议可能都加息 50bps，但市场从中做出偏鸽派解读，认为加息可能在 9 月放缓。欧元兑美元小幅升值，欧洲央行也将于 7 月份开始加息，但暂时不考虑缩表。

图 6: 美元兑人民币 (元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 欧元与美元指数 (%)



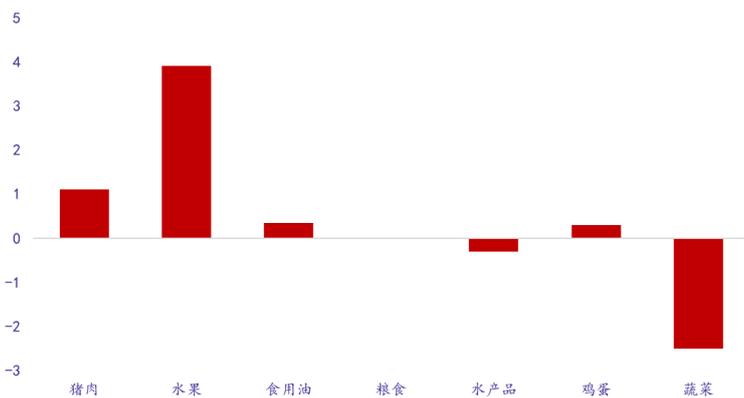
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 四、物价稳定，猪涨菜跌

本周物价稳定，蔬菜价格下行，猪肉价格上升。根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价5月29日价格15.92元/公斤，比上周上行0.88个百分点。本周猪肉价格上涨，新一轮的猪周期即将开启，价格仍处于相对低位。近期猪价上涨，但养殖户仍然处于亏损状态，不过亏损开始减少，出栏压力仍在，生猪和猪肉供给充足；能繁母猪数量开始下降，随着疫情风控力度减弱，需求恢复，价格回升的势头可能保持。综合来看，猪肉价格短期仍将保持震荡小幅上扬，下半年带动通胀温和上行概率较大。

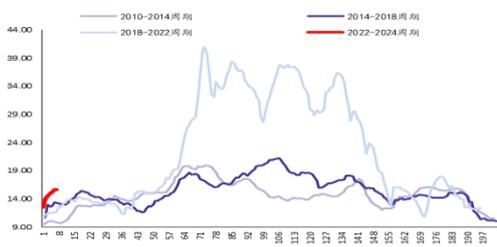
蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比下跌1.68%。本周菜价下降，夏天阳光充足，露天蔬菜产量大且不易储存，物流也因疫情好转而改善，蔬菜大量入市，菜价接近往年平均水平。下周主要产区天气晴朗、温度上升；按照历史经验来看，接下来两个月内蔬菜价格会继续下降。

图8：4月25日-5月1日物价变动（%）



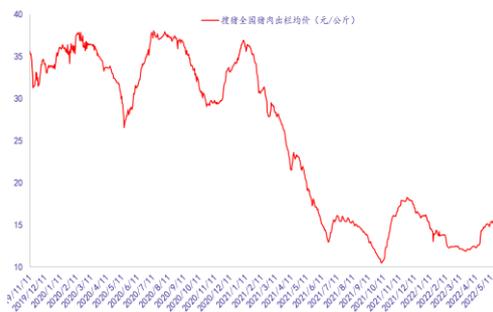
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图9：猪肉价格回升（元/公斤）



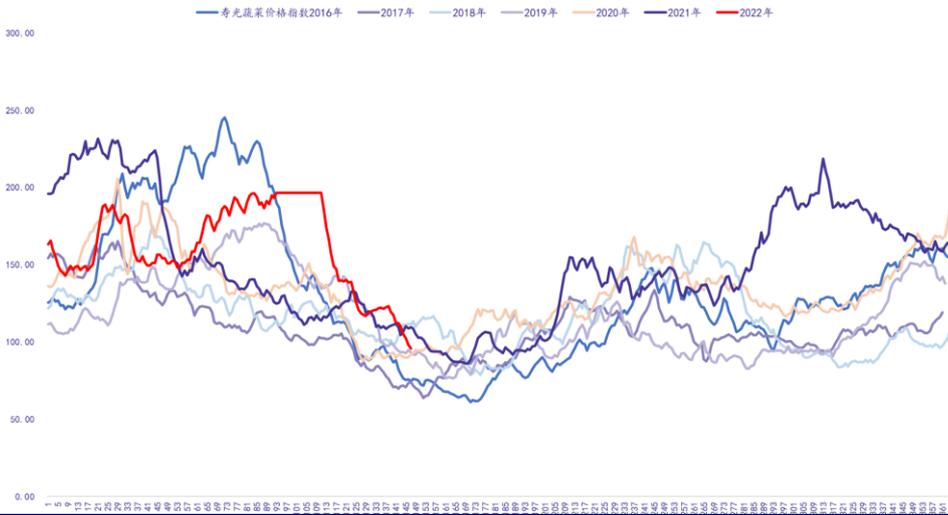
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图10：搜猪网猪肉价格上涨（元/公斤）



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图11：寿光蔬菜价格指数（%）



资料来源：寿光蔬菜网，中国银河证券研究院整理

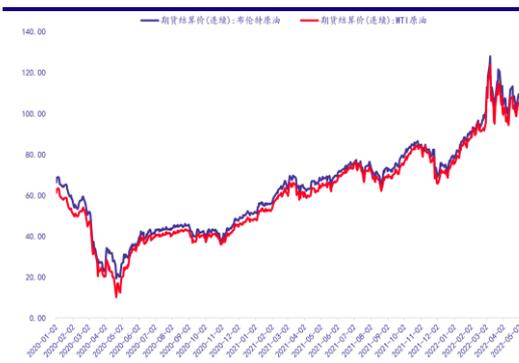
## 五、能源价格保持高位，库存小幅下行

### （一）原油价格仍在高位

本周国际油价保持高位，欧盟由于匈牙利反对难以对俄罗斯进行能源禁运。疫情的对海外生产出行影响较小，中国疫情防控有一定成效，市场需求短期较好。5月29日布伦特原油119.43美元/桶，WTI原油115.07美元/桶，分别较上周上行6.11%和4.34%。山东地炼柴油价格上行2.1个百分点至8490元/吨，汽油价格上行2.39个百分点至8702元/吨。

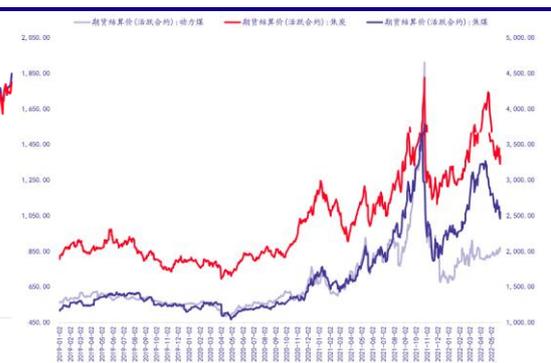
我国港口铁矿石库存下行，由上周的13,558万吨下行至13,454万吨，减少104万吨。铁矿石期货价格上涨，价格至854元/吨，较上周上行2.36%。澳大利亚铁矿石至中国的周发货量上行38万吨至1493万吨。

图 12：原油价格（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：煤炭期货价格（吨/元）



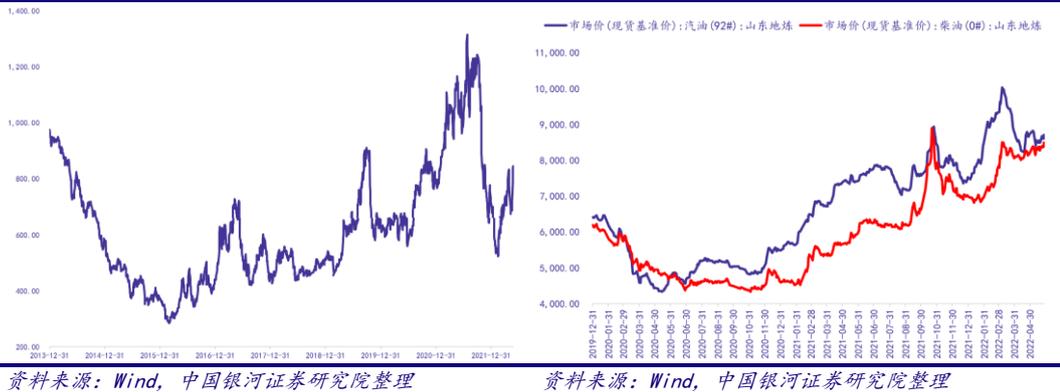
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：铁矿石价格（元/吨）



图 15：山东地炼价格（元/吨）





## (二) 唐山钢厂开工提高, 库存小幅下行

**高炉开工率:** 唐山高炉开工率 57.94%, 比上周上行 0.8%。废钢价格下行, 本周价格 3,620 元/吨。高炉开工率较前两个月有所回升, 但仍处于低位, 疫情对开工产生一定影响; 钢铁社会库存消化较慢, 稳增长政策拉动已有所体现, 但疫情对去库存影响明显。

**产品价格:** 螺纹钢和热卷价格较上周下行。螺纹钢价格 4,576 元/吨, 下行 1.34 个百分点, 热卷价格为 4,698 元/吨, 下行 1.51 个百分点。煤炭价格分化, 焦煤下行 3.34% 至 2,544 元/吨, 焦炭下行 1.86% 至 3,332 元/吨。动力煤价格上行 3.91 个百分点至 870.8 元/吨。能源价格整体仍在高位, 保价稳供措施有效防止煤炭价格过快上行, 疫情好转以及夏季用煤高峰将提升需求。钢厂开工有所回升但仍然较低。

**库存:** 钢铁社会库存整体下行, 螺纹钢社会库存下行 18.41 万吨至 825 万吨, 热卷下行 5.07 万吨至 249.63 万吨。螺纹钢钢厂库存上行 4.23 万吨至 367.59 万吨, 线材钢厂库存下 4.7 万吨至 108.76 万吨。钢材库存小幅下行, 钢厂开工有回升, 螺纹钢钢厂库存增加, 疫情影响了去库存。热卷下行速度偏缓, 制造业回暖速度受疫情拖累。

图 16: 唐山高炉开工率 (%)

图 17: 废钢价格 (元/吨)

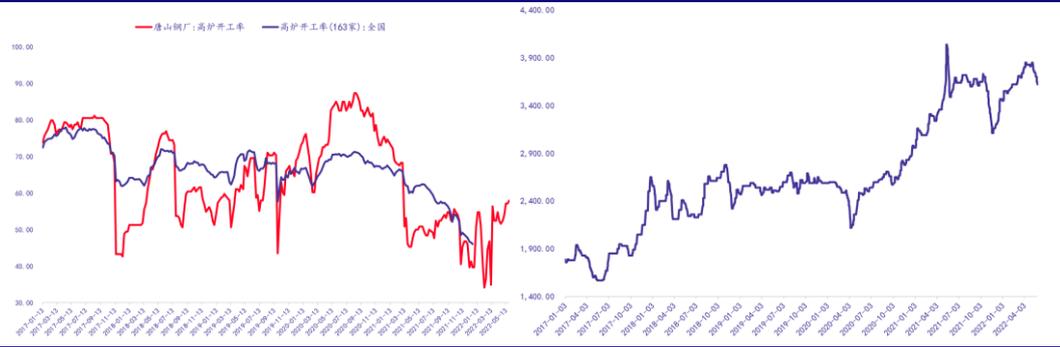
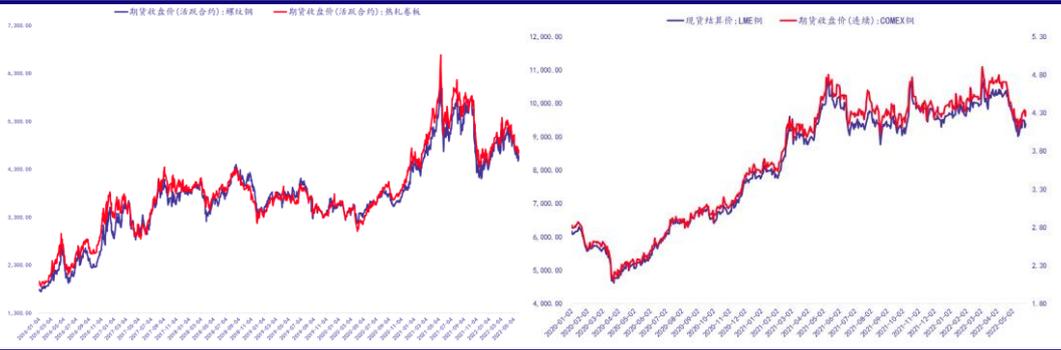


图 18: 螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

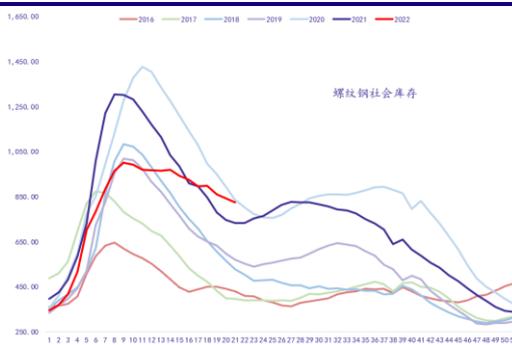
图 19: 铜价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 螺纹钢社会库存 (万吨)



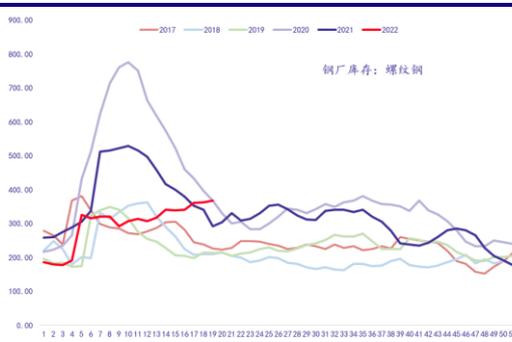
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: 热卷社会库存 (万吨)



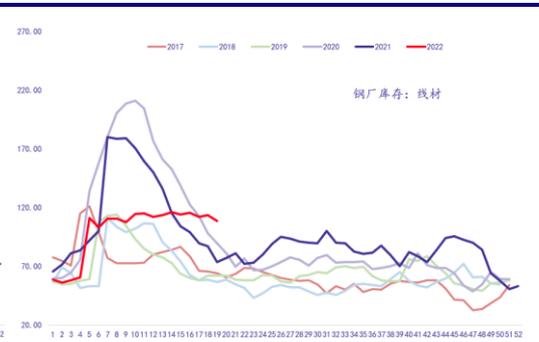
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 钢厂线材库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出与其它本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn