

风险偏好再受压制，商品或难创新高

观点

1、商品指数创新高的可能性下降，首先，美国5月CPI再度超预期飙升，进一步强化的美联储的加息预期，带动美元指数强势反弹，压制风险偏好；其次，世界银行、IMF再度下调今年的全球经济增速，压制商品需求前景；最后，尽管中国全力推进经济稳增长，但疫情的反复影响了政策效果，经济复苏前景面临疫情的持续扰动。此外，OPEC+同意扩大原油增产的规模、俄罗斯同意乌克兰的粮食出口，或意味着各国存在政治上妥协的余地，以全力抗击高通胀。

核心逻辑

1) 5月进出口增速双双大幅回升。在物流进一步修复、前期积压订单交付，以及稳外贸政策力度持续加大推动下，6月出口增速或将延续较高的增长水平。不过，受上年出口基数偏高，海外供应链修复导致去年回流到国内的部分外贸订单再次流出，以及乌克兰危机严重拖累全球经济增长的背景下，今年我国出口增速存在一定下行趋势。本轮疫情影响下的出口增速波动不会对这一趋势产生根本影响。这样来看，经历5月和6月的增速反弹后，下半年出口同比波动下行的大方向不会改变。

2) 中国通胀中枢或继续温和抬升。中国5月CPI涨幅保持温和水平，PPI同比连续7个月收窄。在猪周期、粮食和能源上涨的压力，预计下半年CPI中枢或继续抬升。不过，由于国内商品和服务供给的恢复，扣除能源和食品价格后的核心CPI或保持低位，由此，我们认为下半年物价有望整体保持温和走势，这也是国内经济基本面区别于国外的最大优势，也将为下半年货币政策提供操作空间，预计在结构性工具发力的同时，总量政策也有可能加大实施力度。

3) 美国通胀创新高强化加息预期。美国5月CPI同比增速回升至8.6%，创1981年12月以来新高，在5月较为“强劲”的就业数据之后，再创新高的通胀数据为美联储的“鹰派”立场再次提供了坚实支撑。目前，市场对美联储加速加息的担忧继续抬升：对于全年联邦基金目标利率，市场主流预期从6月3日的2.75%-3.0%上升为6月10日的3.0%之上。

宏观·周度报告

2022年6月12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 进出口增速双双回升

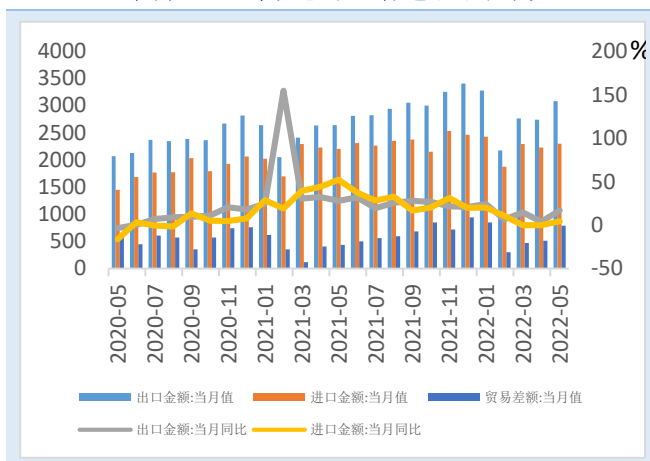
海关总署公布的数据显示，以美元计，5月出口3082.5亿美元，增长16.9%，预期增7.3%，前值增3.9%；进口2294.9亿美元，增长4.1%，预期增0.6%，前值持平；贸易顺差787.6亿美元，扩大82.3%，预期601.8亿美元，前值511.2亿美元。

1) 5月出口增速大幅反弹，主要原因是国内疫情逐步得到控制，复工复产加速推进，外贸物流堵点逐步打通，进出口货运量增速加快。往后看，在物流进一步修复、前期积压订单交付，以及稳外贸政策力度持续加大推动下，6月出口增速或将延续较高的增长水平。不过，受上年出口基数偏高，海外供应链修复导致去年回流到国内的部分外贸订单再次流出，以及乌克兰危机严重拖累全球经济增长的背景下，今年我国出口增速存在一定下行趋势。本轮疫情影响下的出口增速波动不会对这一趋势产生根本影响。经历5月和6月的增速反弹后，下半年出口同比波动下行的大方向不会改变。首先，全球经济下行的压力不断加大，继俄地缘政治突下调经济增速后，世界银行报告将今年预期增速进一步下调至2.9%，4月份预测值为3.2%，滞胀压力明显；其次，海外供应链持续修复，我国出口“替代效应”明显减弱，据调研，部分订单往东南亚地区转移；不过，二季度人民币大幅贬值或提升我国出口的竞争力，这一定程度上对出口存在支撑。

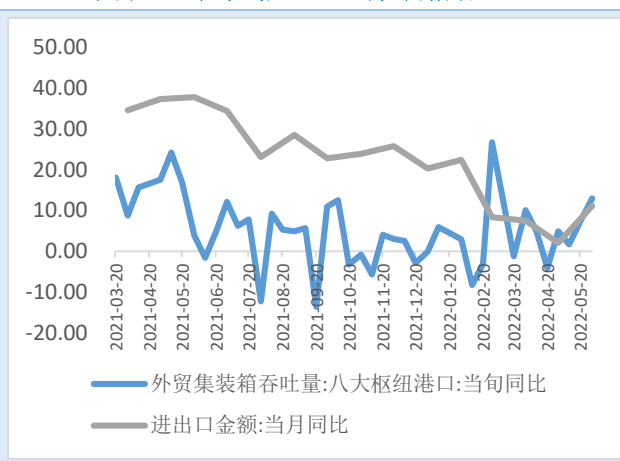
2) 5月进口增速触底回升，与国内疫情后经济修复有关，往后来看，随着国内稳增长政策落地见效，经济或进一步修复，大宗商品进口有回暖的迹象，铜和铁矿石的进口回升，短期内进口增速或保持高位。不过，受出口回落以及高基数的影响，进口总体仍然弱势，年内低增长。

5月贸易顺差回升至787.50亿美元，在连续三个月回落后再度回升，二季度累计同比增速达到54%。总体上来看，二季度的贸易顺差依旧保持较高的水准，意味着净出口短期对经济增长仍有较强的支撑。不过，接下来外需对经济增长的拉动力仍会明显弱于上年，稳增长将更多倚重内需发力。从这个角度出发，我们预计下半年宏观政策在稳增长方向还有加码空间，在全力稳外贸的同时，着力促消费、扩投资。

图表 1: 5月进出口增速双双回升



图表 2: 八大枢纽港口集装箱吞吐量



数据来源: Wind

1.2 社融总量大幅回升，但结构仍待改善

中国人民银行公布，2022年5月新增人民币贷款1.89万亿，前值6454亿，市场预期1.3万亿。新增社会融资规模2.79万亿，前值9102亿，市场预期2.02万亿。M1同比4.6%，前值5.1%。M2同比11.1%，前值10.5%，市场预期10.4%。

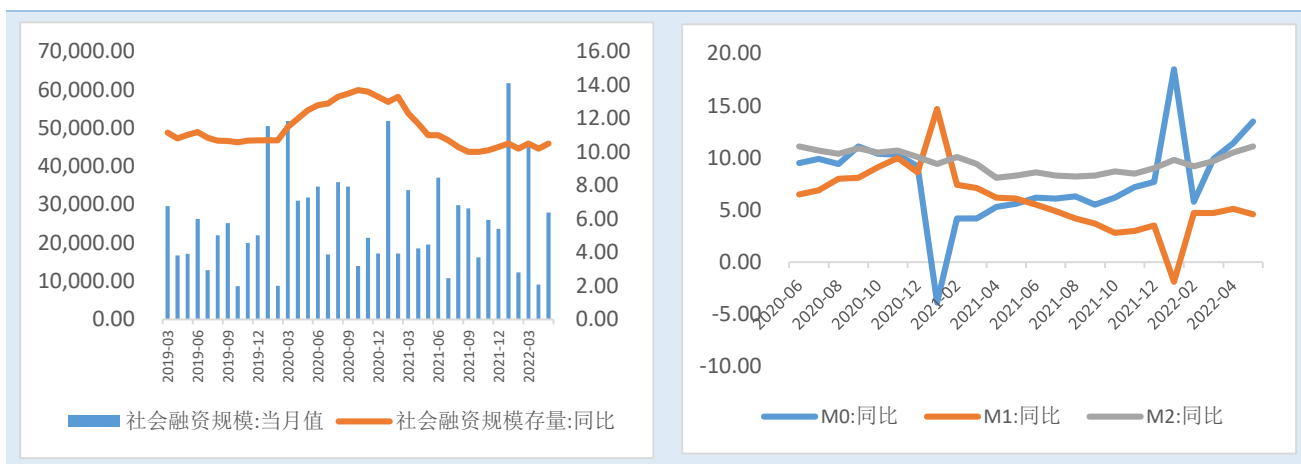
(1) 信贷：信贷总量回暖明显，结构仍待改善。5月新增人民币贷款1.89万亿元，同比多增3920亿元。从结构上来看：1) 企业贷款方面：总量改善，结构欠佳。5月企业贷款增加1.53万亿元，同比多增7243亿元，其中中长期贷款增加5551亿元，同比少增977亿元，较4月改善明显，但实体信贷需求仍待恢复；短期贷款+票据融资合计增加9771亿元，同比多增8877亿元，也侧面反映出实体信贷需求相对乏力。2) 居民贷款方面：中长期贷款需求仍较弱，5月居民中长期贷款增加1047亿元，扭转了4月净减少的颓势，但同比仍少增3379亿元，反映楼市仍相对低迷，近期房地产放松政策推进，5年期LPR利率下调，有助于后续房地产销售和按揭回暖；居民短期贷款增加1840亿元，同比基本持平，较前几月同比大幅少增改善明显，反映疫情影响减弱后居民消费恢复。

(2) 社融：信贷投放修复明显，政府债发行提速。5月社融增速明显提升，新增信贷和政府债券加快发行是主要的贡献。1) 信贷投放修复明显，5月对实体经济投放的人民币贷款新增1.82万亿元，同比多增3926亿元，4月局部疫情对实体信贷的需求与投放影响较大，5月以来局部疫情影响缓释，叠加信贷鼓励政策进一步落实助力投放大幅回暖。2) 政府债发行提速，5月政府债净融资1.06万亿元，同比多增3899亿元，国务院部署6月底前完成大部分新增专项债发行工作，5月政府债发行进一步提速；企业债净融资-108亿元，同比少减969亿元。3) 非标融资收敛放缓，5月委托贷款和信托贷款合计净融资额同比少减952亿元，收敛明显放缓，反映稳增长环境下非标融资监管边际放松。

(3) M1 增速回落，M2 延续较快增长。5月M1同比增速较前值回落0.5个百分点至4.6%，5月M2同比增速较前月提升0.6个百分点至11.1%，连续三个月保持较快增速，除财政政策支出持续发力外，货币宽松和信贷政策积极亦有贡献。此外，存款方面：一般性存款高增，财政支出延续发力。1) 一般性存款大幅增长，5月一般性存款增加1.84万亿元，同比多增约1.86万亿元，财政支出转移和社融回暖信用派生产生积极作用，同时疫情环境下投资、消费等经济活动受到限制亦有影响。2) 财政支出持续加大力度，5月政府债净融资超1万亿元，叠加央行上缴利润亦有财政存款贡献，但当月财政存款同比少增3665亿元，反映财政支出持续加大力度。

图表 3：社融增速回升

图表 4：M2 增速延续较快增长



数据来源: Wind

1.3 美国通胀创新高强化加息预期

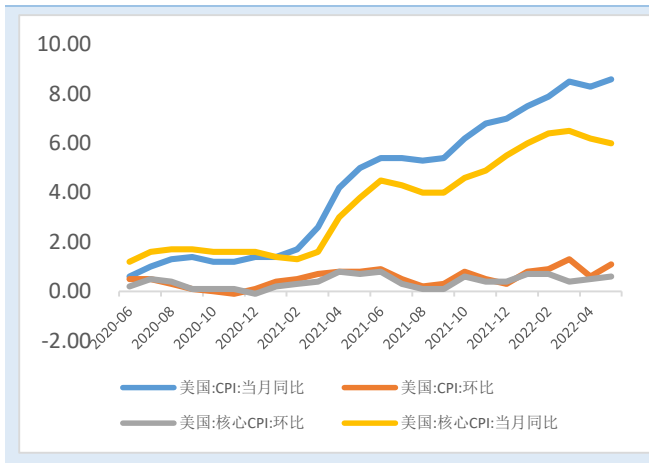
当地时间6月10日,美国劳工部公布数据显示,美国5月季调后CPI环比增长1%,预期0.7%,前值0.3%;CPI同比增长8.6%,创1981年12月以来新高,预期8.3%,前值8.3%。其中,能源价格上涨34.6%,是自2005年9月以来的最高水平,食品成本飙升了10.1%,自1981年3月以来首次增长10%以上。

美国5月CPI超预期回升,能源价格、住房租金等均有明显上涨,在5月较为强劲的就业数据之后,本周公布的创新高的通胀数据为美联储的“鹰派”立场再次提供了坚实支撑,强化了未来美联储加快收紧政策的预期,使得市场出现了剧烈波动,市场对于9月一次性加息50BP的预期大幅升温,美股、美债、美元指数均受到影响,消费者信心明显转弱。

从CME利率期货市场的加息预期看,6月3日市场对6月加息50个BP和75个BP的概率分别为98.2%和1.8%,6月10日对6月加息50个BP和75个BP的概率分别为76.8%和23.2%,虽然概率有所下降,但6月加息50个BP仍然是主流市场预期。对于7月加息点数,市场预期抬升明显,对7月在6月加息50个BP后,继续加息75个BP的概率从6月3日的11.3%上升到6月10日的45.1%。对于全年联邦基金目标利率,市场主流预期从6月3日的2.75%-3.0%上升为6月10日的3.0%之上。我们认为5月CPI数据表明美国通胀难言拐点,这基本使得下半年因担忧经济衰退而暂缓加息的预期破灭,美联储将很可能以经济衰退为代价全力抗击通胀,6、7两月分别加息50BP无悬念,而若通胀还是不能得到控制,不排除9月、11月提高加息幅度的可能性。

图表 5: 美国通胀再创新高

图表 6: CME 利率期货加息预期



数据来源: Wind、彭博

1.4 全球经济面临较大的滞胀风险

1) **世界银行下调全球增长预期。**世界银行6月7日将2022年全球经济增长预期由4月预测的3.2%下调至2.9%。世行表示,如通胀居高不下,可能导致全球经济急剧下滑,部分新兴市场和发展中经济体也将出现金融危机。下半年,地缘政治风险、通胀高企等因素使得海外环境仍存在较大不确定性,在此背景下,海外经济仍在滞与胀之间徘徊,货币政策面临艰难选择,市场预期也很难稳定。

同时,经合组织也下调了全球经济增速,预测2022年全球GDP增长为3.0%(去年12月预测为4.5%),2023年为3.0%(去年12月预测为3.2%);美国经济在2022年和2023年将分别增长2.5%和1.2%,此前的预测增速分别为3.7%和2.4%;预计整个经合组织的通货膨胀率将在2022年触顶,为8.5%,然后在2023年逐渐下降到6%。

2) **欧洲经济好于市场预期。**欧元区一季度季调后国内生产总值GDP环比增长0.6%,预期0.3%,同比增长5.4%,预期5.1%,两项数据较5月中旬发布的预估值均有上调。分国家来看,一季度欧元区经济体增长势头出现分化,爱尔兰、葡萄牙、波兰等国增长较快,而德国、法国、意大利、西班牙等大型经济体增速较慢。

3) **欧央行明确7月结束购债并首次加息。**欧央行在6月9日公布的货币政策决议中表示,欧洲央行维持主要再融资利率为0%、存款机制利率为-0.5%、边际贷款利率为0.25%不变,均符合市场预期。欧洲央行宣布,准备调整其所有工具,以确保价格稳定;决定自2022年7月1日起终止资产购买计划的净资产购买;计划在7月加息25个基点,9月将进一步采取行动;预计9月后关键利率将逐步持续上升。

欧洲央行行长拉加德表示,经济增长和复苏的条件已经具备,准备好在授权范围内调整所有工具,欧洲央行的决定不是关于跟上美联储的步伐,如有必要,欧洲央行可以部署新工具来解决碎片化问题。7月份,三种主要利率都有可能受到加息的影响;没有讨论9月的加息是否会涉及到所有三种利率。如果9月份的预测将2024年的通货膨胀率定为2.1%或更高,那么加息幅度将超过25个基点,融资成本已经增加,周四的会议有意不讨论中性利率,从渐进式加息开始是很好的做法。

总体上来看，欧央行基本确认了7月结束购债并开始加息，但与美联储相比，当前欧央行面临的滞胀压力更加严峻，这也使得其未来加息步伐或更加谨慎。尤其值得注意的是，近期意大利等国国债利率飙升，与德国国债利差迅速扩大，使得其政府借贷成本迅速上升。

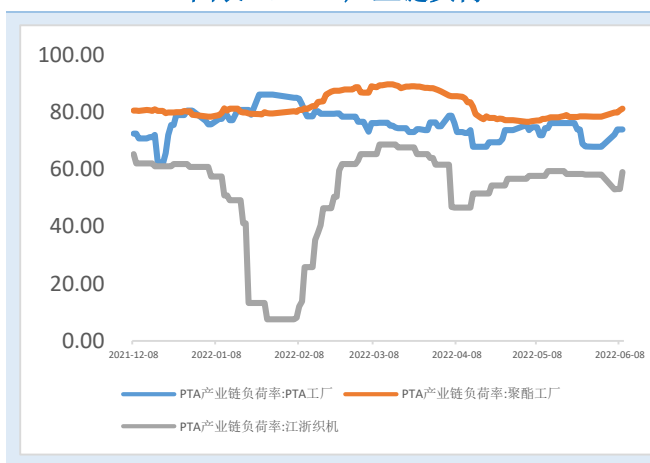
二、 高频数据跟踪

2.1 工业生产平稳回升

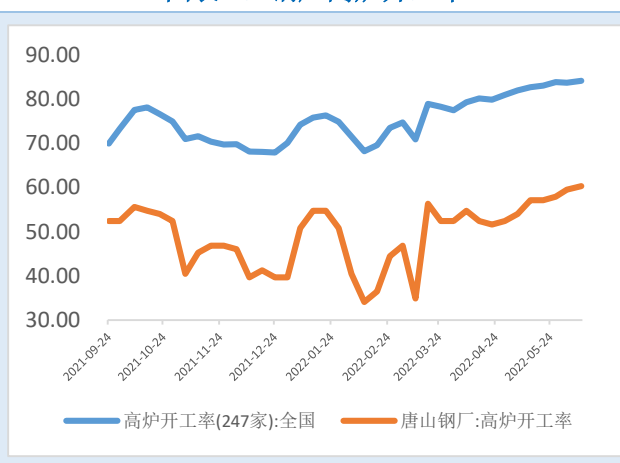
化工：需求持续回暖，价格延续上涨。需求方面，下游需求略有回暖，聚酯产业链多数产品价格持续回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，本周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率回升至 73.89%，聚酯工厂负荷率小幅回升至 81.12%，江浙织机负荷率小幅回升至 59.03%。

钢铁：生产持续回升，需求依旧低迷。钢厂持续复产，全国高炉开工率本周进一步回升至 84.11%。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，目前已有山东、江苏等地传出限产的消息。本周钢材产量小幅回升，厂库去库、社库累积，表需小幅下滑，淡季来临，钢材实际需求偏弱。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



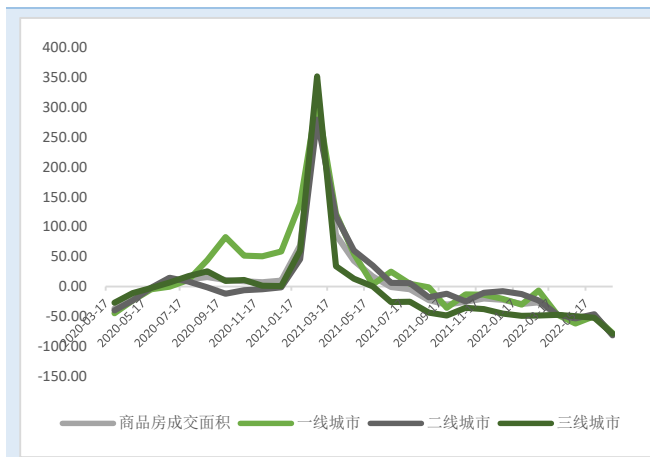
数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比下降，汽车销售有所改善

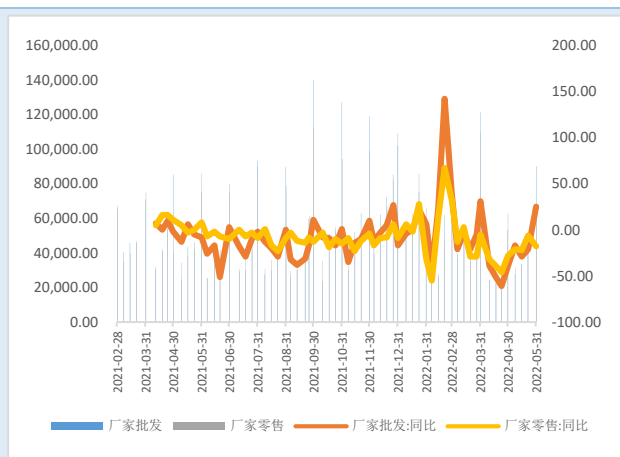
房地产销售周环比下降。截至 6 月 8 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 7.77%，按均值计，6 月环比下降 1.65%，同比下降 51.34%，一、二、三线城市 6 月同比增幅分别为-47.50%、-56.00%和-44.69%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-30.06%，一、二、三线城市环比增速分别为 692.07%、-32.67%和-56.14%。

乘用车零售环比有所改善。乘联会数据显示，零售方面：5 月份国内狭义乘用车市场销量达 135.4 万辆，同比下降 16.9%，环比增长 29.7%；1-5 月份累计销量 731.5 万辆，同比下降 12.8%。批发方面：5 月乘用车市场批发销量 159.1 万辆，同比下降 1.3%，环比增长 67.8%；1-5 月累计批发销量 798.1 万辆，同比下降 3.8%。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，汽车生产基本平稳，6 月 9 日当周半钢胎开工率稳中有落至 63.36%。

图表 9：30 大中城市地产销售：当月同比



图表 10：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

(1) 中国 5 月 CPI 同比上涨 2.1%，预期 2.2%，前值 2.1%；5 月 CPI 环比下跌 0.2%，前值为上涨 0.4%。中国 5 月 PPI 同比上涨 6.4%，预期 6.3%，前值 8.0%；5 月 PPI 环比上涨 0.1%，前值为 0.6%。

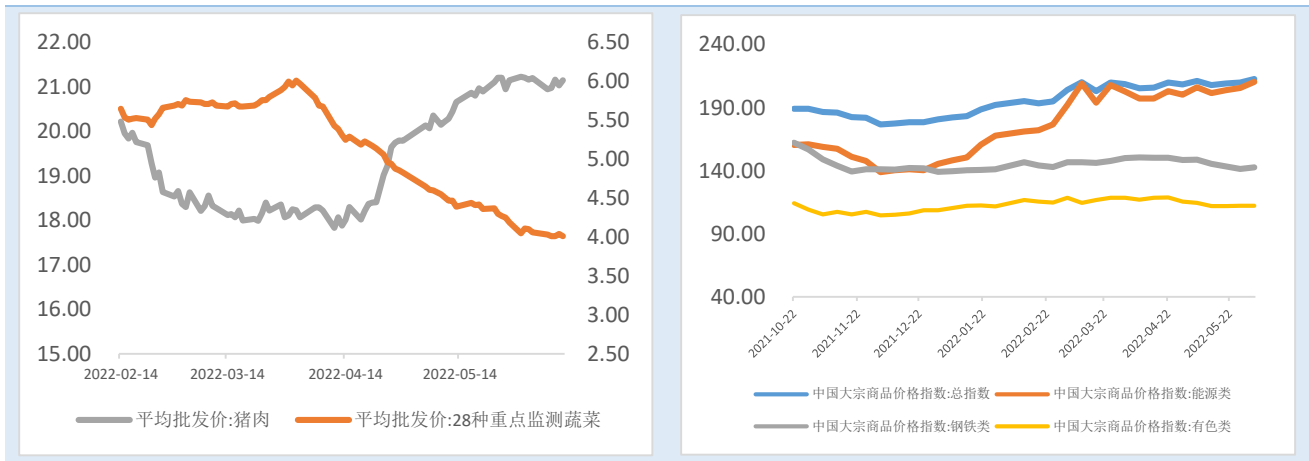
本周食品价格延续回落。随着供应的逐步恢复，本周蔬菜均价环比继续下跌 1.94%，新一轮的猪周期重启，本周猪肉均价环比再度下跌 0.74%。

(2) 猪周期重启，CPI 中枢温和抬升。蔬菜供应季节性放量，各地加快疏通物流供应链，供应明显增加，带动食品价格环比出现回落。不过，新一轮猪周期启动，猪肉价格逐步回升，将对食品价格同比增速带来正向的贡献，叠加低基数的影响，预计食品价格同比增速将延续扩大的趋势。与此同时，俄乌冲突向长期化发展，原油等能源供应持续紧张，价格或维持高位运行，继续支撑非食品价格。此外，随着上海等地全面解封，并加快复工复产，服务价格或有所回升。总的来看，下半年 CPI 中枢或继续温和回升。

(3) PPI 同比增速将继续逐季回落。5 月份原油价格涨幅放缓，煤炭、钢材等价格高位回落，PPI 环比涨幅继续回落，带动 PPI 同比延续下行的态势。往后看，俄乌冲突向长期化发展，西方国家对俄罗斯实施石油禁运，叠加 OPEC+ 增产力度有限，原油整体维持偏紧的格局，油价或保持高位运行。与此同时，国内疫情持续改善，稳增长政策加快落地或带动部分商品价格回升，预计 6 月 PPI 环比涨幅将有所走阔，支撑同比涨幅暂时企稳，但在高基数下半年、特别是四季度有望持续较快下行。我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 11：食品价格延续回落

图表 12：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