

主要结论

大宗商品涨势是否结束兼二季度流动性分析：国家发展改革委举行新闻发布会，在回应记者大宗商品价格上涨能否引起国内通胀预时，新闻发言人表示，长期看，大宗商品供需两端并没有出现整体性、趋势性变化，其价格不具备长期上涨的基础。我们认为此次国家发改委提出大宗商品不具备长期上涨的基础具备一定的现实意义。同时我们也注意到大宗商品价格的过快上涨，对于实体经济方面可能会有两点较为不利的影响。首先虽然对于上游企业利润有所提振，但是上游原材料价格过快的上涨也会挤压到中下游企业的利润，不利于整体社会经济结构的改善。其次大宗商品价格过快上涨也会在一定程度上助推 PPI 的上涨。所以在当前可以选用的货币政策工具方面，我们认为可能会出现利用国内对于货币政策的微量调整，通过政策手段引导国内资金的走向，实现资金的“脱虚向实”，更好的完成大宗商品服务实体经济的根本性任务。所以我们认为总体来看 2 季度整体市场的流动性，相对来说略有紧缩，但是由于疫情对于整体经济影响依然存在，所以货币政策不会出现方向性的转弯及改变，依然以稳健为主。

外汇走势展望：人民币汇率在 2021 年 1 季度出现了小幅的调整，但是人民币中间价在 2021 年 4 月份重拾升势，返回了 6.50 的关键关口，我们认为当前人民币汇率的调整已经告一段落。同时从中美利差的角度来看，虽然中美利差由于 2021 年 1 季度美债利率的上升，出现了短暂快速下行的行情，但是由于当前美债利率也止住了升势，所以从 5 月份来看，中美利差不会再次出现大幅度的下行的可能，所以对于中美汇率来说也不会出现方向性的改变。

所以虽然人民币短期没有再次大幅贬值的基础，但是依然有些风险事件值得注意，例如疫苗对于变异病毒的适用性和印度等医疗条件不足的国家在疫情、当前中美关系、中欧关系等地缘政治问题以及季节性结售汇都会对 5 月份人民币的反弹产生一定的压制。所以总结来看，5 月人民币走势利好利空相抵，总体来看当前人民币的难以走出趋势性行情，预计仍在 6.5 关口震荡整理为主。

5 月宏观黑天鹅事件梳理：主要有两个事件值得注意，首先是印度等新兴国家在疫情人数方面的回升或有再度拖累全球经济复苏的可能。其次是当前复杂多变的国际政经局势或将影响当前市场的风险偏好。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766-6624

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

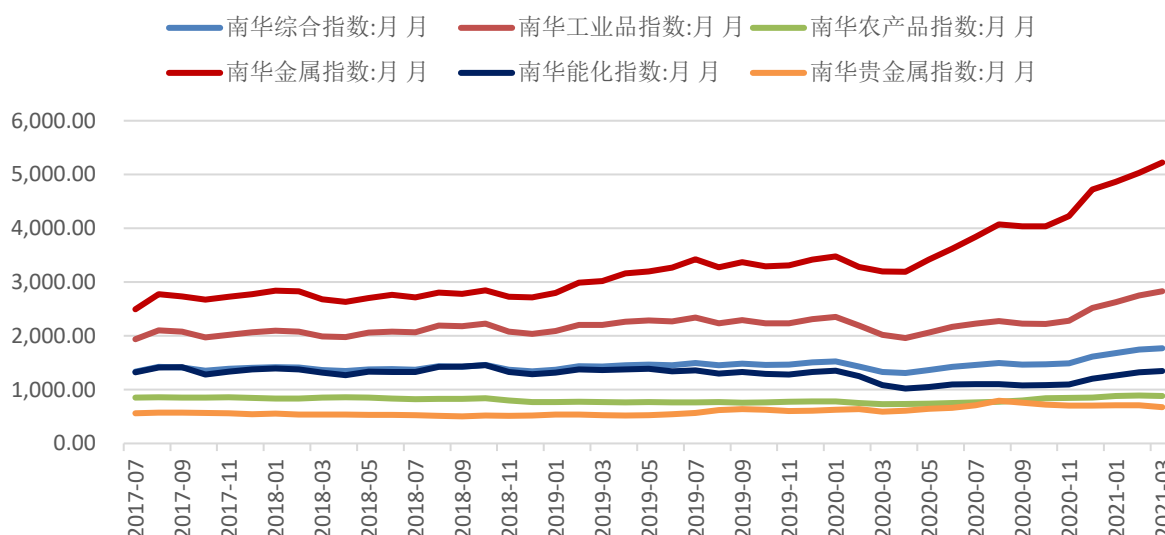
一、热点事件梳理及展望

1.1 大宗商品快速上涨的节奏是否被打断兼 2 季度流动性分析

国家发展改革委举行新闻发布会，在回应记者大宗商品价格上涨能否引起国内通胀预时，新闻发言人表示，近一段时间，大宗商品价格上涨和全球通胀升温，总的看是受到了全球经济逐渐复苏、供需关系短期调整、流动性宽裕以及投机炒作等多种因素交织作用的结果，具有修复性和阶段性特征。长期看，大宗商品供需两端并没有出现整体性、趋势性变化，其价格不具备长期上涨的基础。

我们认为此次国家发改委提出大宗商品不具备长期上涨的基础具备一定的现实意义。我们通过整理 1 季度大宗商品涨跌幅发现，2021 年 1 季度，大宗商品价格涨幅方面相较于去年同期出现了较为快速的上涨，特别是有色和黑色等大宗商品上游资源品，虽然 2020 年 1 季度受到疫情的影响，大宗商品出现了一波较为快速的跌幅，但是 2021 年涨幅相较于 2020 年全年，整体的涨幅也达到了 20% 左右，所以我们认为这是此次发改委提出大宗商品过快上涨的背景意义。

图：南华商品指数



数据来源: wind 国信期货

同时我们也注意到大宗商品价格的过快上涨，对于实体经济方面可能会有两点较为不利的影响。首先虽然对于上游企业利润有所提振，但是上游原材料价格过快的上涨也会挤压到中下游企业的利润，不利于整体社会经济结构的改善。其次大宗商品价格过快上涨也会在一定程度上助推 PPI 的上涨，而通过研究国内 PPI 和 CPI 的联动性我们发现，按照用途来分，PPI 可以分为生产资料价格指数和生活资料价格指数，从成本推动性理论来看，上游的价格会通过“初级产品-中间产品-最终产成品”的路径向中下游传导，所以 PPI 的工业品最终会进入 CPI 的最终消费市场，CPI 中的消费品价格会受到 PPI 价格波动的影响，所以 PPI 的变化会带来 CPI 的变化。所以大宗商品的过快上涨或将在一定程度上推动 CPI 价格的上涨。

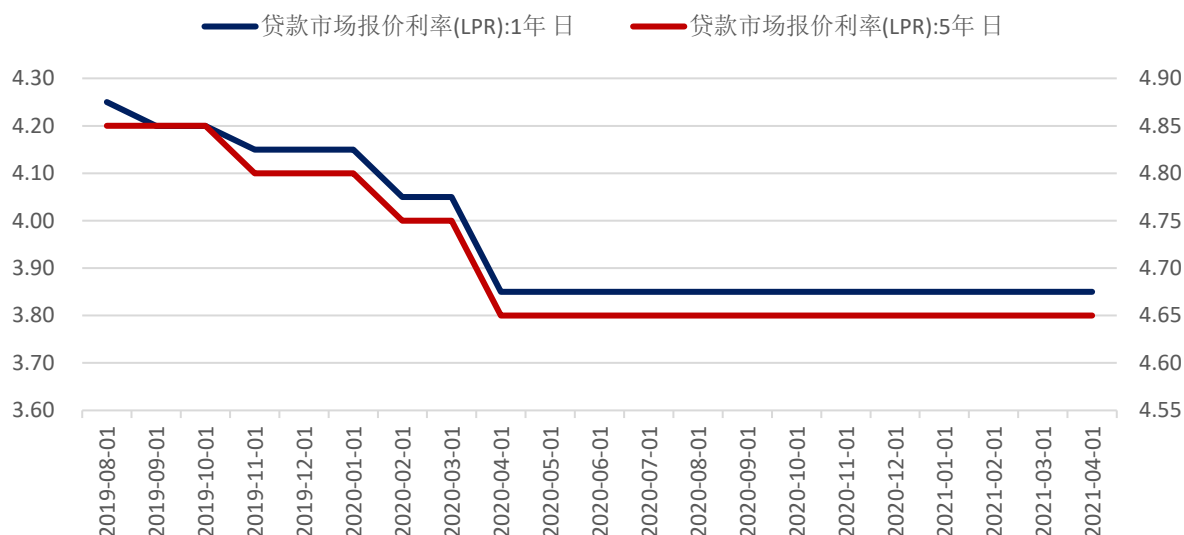
所以我们认为从宏观的角度来看，当前的国内政策目标对于部分大宗商品的上涨是天然的利好，例如美国总统拜登确定性的 3 万亿基建计划有利于国际铜的需求，国内的铜价和国际价格又存在着一定的联动性，对于国内铜价也会带来一定的利好。其次当前国内碳中和以及环保限产的收缩了煤炭价格的供给，但

短期新能源政策落地还需要时间，煤炭的需求依然存在，对于煤炭价格短期也有一定助推的影响。所以我们在当前的海内外的宏观经济环境下，或者能通过货币政策对于当前过于快速上涨的大宗商品的增速产生一定的抑制。

主要的逻辑在于，从 2020 年 3 季度开始的大宗商品牛市的宏观环境中，有非常主要的一部分原因是由于宽裕的宏观流动性，无论是从国内还是国外来说，美国实施了无上限的财政刺激计划并配合基建和疫情救助计划，使得当前美国的资产负债表接近 2008 年金融危机后的 4 倍，全球各大央行也开启了大规模降息降准的举措，所以全球宽松的流动性在一部分程度上支撑了此轮大宗商品价格的过快上涨。而通过上文的分析我们得知，当前仅靠大宗商品的基本面很难抑制大宗商品价格的过快上涨，所以可以利用国内对于货币政策的微量调整，通过政策手段引导国内资金的走向，实现资金的“脱虚向实”，更好的完成大宗商品服务实体经济的根本性任务。

所以我们认为总体来看 2 季度整体市场的流动性，相对来说略有紧缩，但是由于疫情对于整体经济影响依然存在，所以货币政策不会出现方向性的转弯及改变，依然以稳健为主。

图：LPR 利率连续 12 日无变动

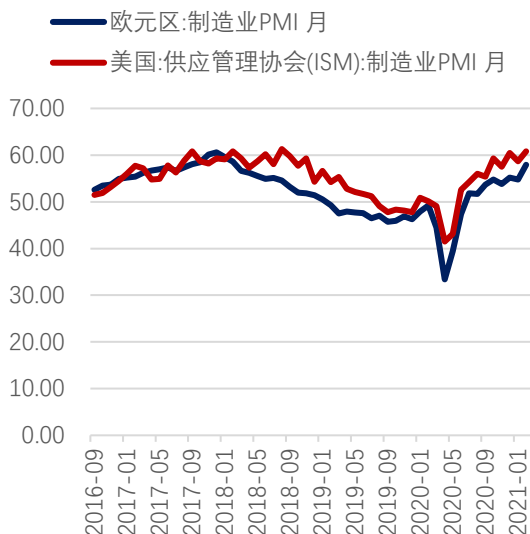


数据来源：wind 国信期货

1.2 2 季度外汇走势展望

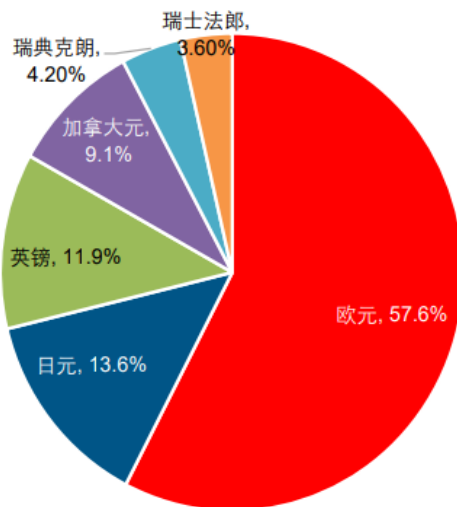
人民币汇率在 2021 年 1 季度出现了小幅的调整，但是人民币中间价在 2021 年 4 月份重拾升势，返回了 6.50 的关键关口，我们认为当前人民币汇率的调整已经告一段落。复盘今年 1 季度人民币的走势，我们认为主要是受到了美元小幅反弹的影响。而前期美元反弹的主要原因是由于 1 季度欧洲经济受到疫情反弹的影响，其经济恢复的速度是远低于美国的，所以带来了欧元走势较弱的格局。同时由于货币政策刺激的不同步，欧洲宽松的货币政策在延续，在最新的 3 月议息会议中欧央行表示将继续保持购债规模，并且不排除未来有继续宽松的预期。但反观美国的议息会议虽然强调了继续购债，但是鲍威尔也强调了对于未来经济复苏的预期，所以市场对于美国提早退出宽松货币政策的期待增强，带来了欧债中最有代表性的德国 10 年期国债和美国 10 年期国债利差扩大，利差从 120bp 走阔至 200bp，出现了欧元相较于美元更弱的情况。而从美元的构成指数角度来看，欧元在美元指数中占比达到 57.6%，所以欧元的走弱会对于美元的走强产生较为直接的影响。

图：欧美经济以及疫苗接种不同步



数据来源：Wind 国信期货

图：美元指数的组成部分



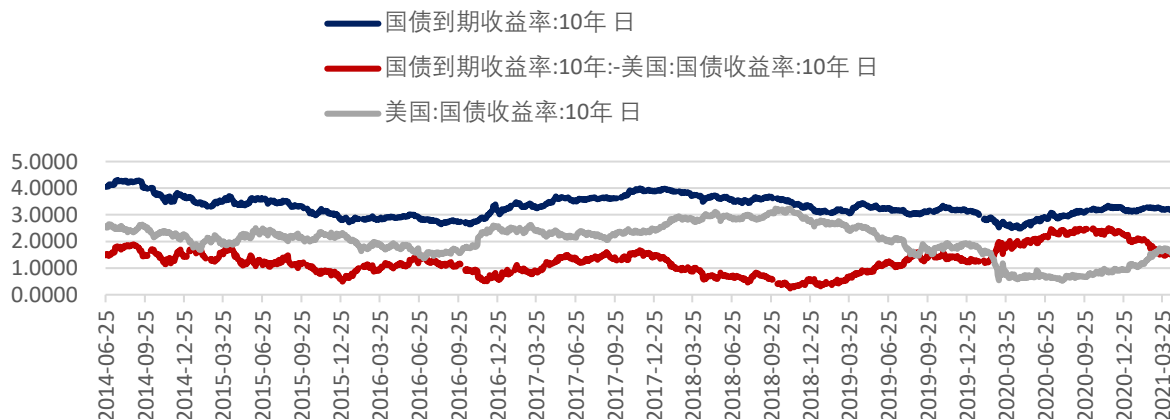
数据来源：Wind 开源证券研究所 国信期货

但我们认为随着欧洲疫苗接种速度的推进以及防控措施的出台，二季度美元反弹的格局或将结束，结合当前拜登提出的 1.9 万亿疫情救助计划和 3 万亿的基建计划，经济刺激计划带来的宽裕的美元流动性，根据货币超发的理论，过多的货币投放会导致货币内生信用的下降，此次疫情期间，美联储救市金额高达 9 万亿美元（不包含 3-4 万亿的基建刺激计划），几乎接近美国 GDP 总值的 50%，如此大规模的货币量的释放，或将带来美元内生性信用的下降，带来美元的贬值。

同时从中美利差的角度来看，虽然中美利差由于 2021 年 1 季度美债利率的上升，出现了短暂快速下行的行情，但是由于当前美债利率也止住了升势，所以从 5 月份来看，中美利差不会再次出现大幅度的下行的可能，所以对于中美汇率来说也不会出现方向性的改变。

所以虽然人民币短期没有再次大幅贬值的基础，但是依然有些风险事件值得注意，例如疫苗对于变异病毒的适用性和印度等医疗条件不足的国家在疫情、当前中美关系、中欧关系等地缘政治问题以及季节性结汇都会对 5 月份人民币的反弹产生一定的压制。所以总结来看，5 月人民币走势利好利空相抵，总体来看当前人民币的难以走出趋势性行情，预计仍在 6.5 关口震荡整理为主。

图：中美利差



数据来源: wind 国信期货

1.3 5月宏观黑天鹅事件梳理

A、疫情方面或有再度拖累全球经济复苏的可能：虽然当前全球大多数国家疫情管控和疫苗的注射都在有条不紊的进行中，但是值得注意的是，发达国家中日本政府料将第三度对东京与西部三个府县发布紧急状态，时间可能持续两周左右，凸显出日本疲于应对新一波病例数激增。而新兴国家中的印度每日新增疫情人数达到了30万左右。所以虽然当前根据疫苗注射的计划，英国和美国最快在2021年7月份实现全民免疫，但是当前部分发达国家和资源国的疫情激增也会对于全球经济的恢复速度带来一定的干扰。未来需要密切观察疫苗研发和推进的速度。

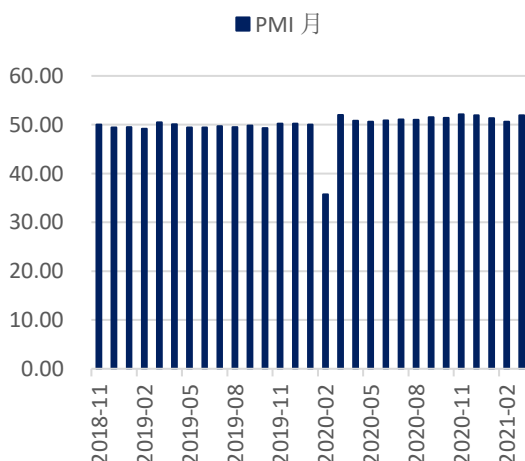
B、全球地缘政治问题：2021年1季度全球宏观环境较为平稳，整体商品和权益市场的走势大概率回归基本面行情，但是从二季度开始当前全球政治经济局势出现了一定的动荡，不管是各国之间的环保科技博弈，亦或是政经关系都出现了一定变动，或将对全球市场的风险偏好产生一定的扰动，提醒投资者注意仓位控制的风险。

二、重要经济数据点评

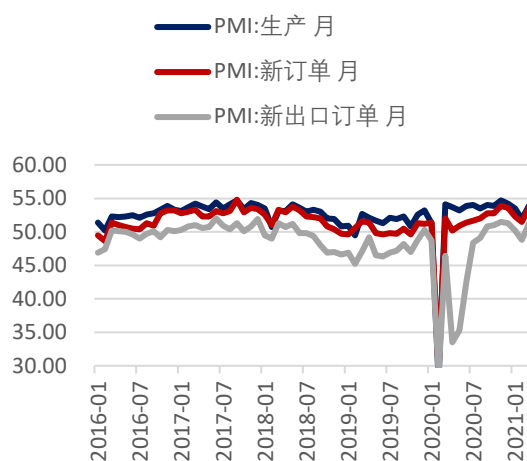
1、制造业数据

4月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月回落1.2个百分点。4月PMI数据有两点值得关注：**A、**从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为52.7%、51.6%和50.4%，较上月上升0.5、2.0和2.1个百分点，均高于临界点。在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数、从业人员指数均高于临界点，供应商配送时间指数位于临界点，原材料库存指数低于临界点。生产指数为53.9%，表明制造业生产扩张步伐加快。新订单指数为53.6%，表明制造业市场需求增长较快。原材料库存指数为48.4%，表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。从业人员指数为50.1%，表明制造业企业用工量较上月略有增加。供应商配送时间指数为50.0%，表明制造业原材料供应商交货时间与上月相比变化不大。**B、**但是值得注意的是，当前国内疫情虽然得到了较为有效的控制，但是全球疫情以及政经关系依然有一定的反复，未来经济是否能持续恢复需要关注当前新兴市场疫情的传播程度。

图：PMI 数据



图：PMI 数据细分项



数据来源: wind 国信期货

数据来源: wind 国信期货

2、通胀数据

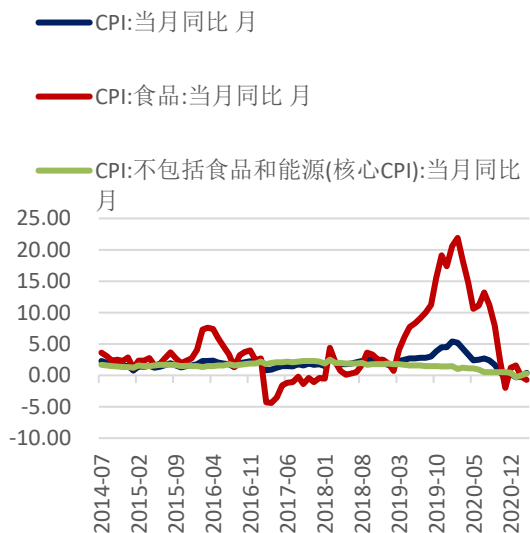
2021年3月份,全国工业生产者出厂价格同比上涨4.4%,环比上涨1.6%;工业生产者购进价格同比上涨5.2%,环比上涨1.8%。1—3月平均,工业生产者出厂价格比去年同期上涨2.1%,工业生产者购进价格上涨2.8%。2021年3月份,全国居民消费价格同比上涨0.4%。其中,城市上涨0.5%,农村上涨0.4%;食品价格下降0.7%,非食品价格上涨0.7%;消费品价格上涨0.6%,服务价格上涨0.2%。一季度,全国居民消费价格与去年同期持平。

3通胀数据有两点值得关注:A、3月份,食品烟酒类价格同比上涨0.1%,影响CPI(居民消费价格指数)上涨约0.03个百分点。畜肉类价格下降9.1%,影响CPI下降约0.40个百分点,其中猪肉价格下降18.4%,影响CPI下降约0.45个百分点。食品价格回落的带动4月CPI回落的主要因素。B、从行业价格来看,3月大宗商品上游价格出现了较为明显的上行,其中生产资料价格上涨5.8%,涨幅扩大3.5个百分点;生活资料价格由上月下降0.2%转为上涨0.1%。主要行业中,价格涨幅扩大的有,黑色金属冶炼和压延加工业,上涨21.5%,扩大7.4个百分点;有色金属冶炼和压延加工业,上涨21.3%,扩大9.2个百分点;化学原料和化学制品制造业,上涨11.4%,扩大7.4个百分点。

当前受海外需求恢复以及碳中和的影响,大宗商品的供给端出现了一定的紧缩,但是需求端出现了一定的扩张,对于2季度的PPI继续上行来说可能会有一定的支撑。

图: CPI 数据

图: PPI 数据



数据来源: wind 国信期货

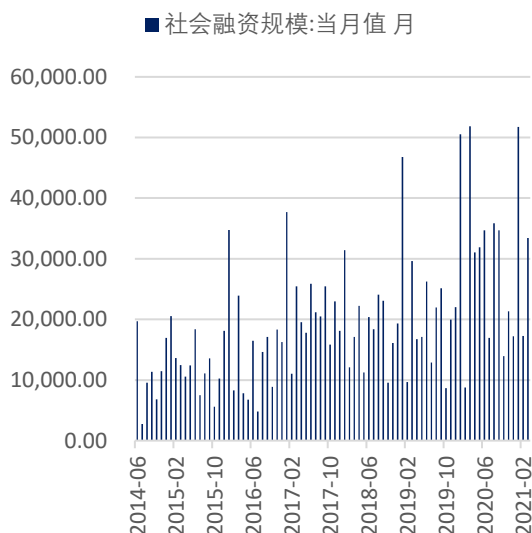
数据来源: wind 国信期货

3、社融数据点评

3月末人民币贷款余额180.41万亿元,同比增长12.6%。3月社会融资规模增量为3.34万亿元人民币,稍低于此前3.7万亿元的路透调查值,比上年同期少1.84万亿元;3月末社会融资规模存量294.55万亿元,同比增长12.3%。

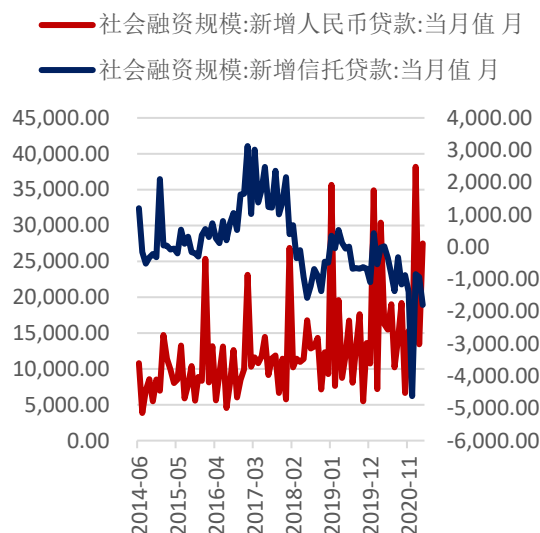
3月社融数据有两点值得关注。A、剔除去年3月疫情基数的影响，3月整体社融数据依然较为强劲。结构上来看中长期贷款轻微上行，但是短期贷款小幅下行，但是我们认为随着政府对于房地产市场的管控，家庭贷款或将在二季度出现小幅的收紧，难以支撑社融的继续上行。B、但是同样值得注意的是，M1和M2的增速环比都出现了较为明显的下滑，但是我们虽然并不认为这个是紧信贷周期的标志，但是也透露出一定的流动性相对缩紧的信号。

图：社融增速



数据来源：wind 国信期货

图：社融增速细分项



数据来源：wind 国信期货

4、进出口数据：出口增进口降

海关公布数据显示，3月以美元计价出口同比增长30.6%，低于路透调查预估中值35.5%；3月进口同比增长38.1%，远高于路透调查预估中值23.3%，并创下2017年2月以来最高增速。

3月进出口数据有两点值得关注：A、从出口数据来看，受到低基数的影响，出口继续保持较高的增速，主要是受到国内经济持续复苏以及随着疫苗接种进程的推进全球贸易复苏的影响。B、从进口数据来看，受到大宗商品价格上涨的影响，3月整体进口增长速度维持在高位，但是预计大宗商品的涨幅在4月依然在高位徘徊，所以4月整体进口数据或将依然有一定的支撑。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19369

