

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

王蔚然

联系人

wangweiran@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511796

- 受美国 CPI 超预期影响, 市场对通胀担忧增强, 但美联储并未转鹰。市场短期 Risk Off 之后再次上涨; 目前内需进一步确认下行, 外需的强度和持续性是市场的关键, 工业需求按美国、欧洲和其他国家顺序依次见顶, 大宗商品价格见顶可能不超过三个月。
- 市场对通胀担忧明显增强, 美债短时间上冲 1.71%, 但美联储 Clarida 表态并未明显转鹰。反而提到就业修复的不确定性比经济更高, 调整后的实际失业率接近 8.9%, 即使线性外推就业在明年 8 月才能恢复到疫情前水平。市场消化紧缩预期后, 周四周五股市重启反弹, 美债收益率再度回落至 1.63%。
- 外需是支撑大宗产品的核心因素, 美国 PMI 的进口分项在 4 月出现了明显的下降, 韩国 5 月前 10 天出口也出现了明显的调整。欧洲修复的节奏大概滞后美国 2-3 个月。全球工业需求见顶可能不超过三个月, 因此大宗商品价格见顶可能不超过三个月, 原油价格见顶可能更晚一些。
- 内需走弱趋势进一步确认。4 月进口明显走弱, 社融同比进一步下行至 11.7%, 政策收紧下冲击居民贷款需求, 实体对于资金需求明显下降, 银行加速贴现票据冲量, 非标融资也进一步收缩; M1 同比下行趋势更加清晰。
- 上周 A 股在全球股指走弱背景下反弹, 与外盘走势明显分化后涨幅差再度收窄, A 股相对外盘的涨幅较小, 短期压力不大, 反弹力度部分取决于外盘走势。建议紧密跟踪各项经济指标的变化, 适时操作。一旦商品价格见顶确认, 空商品、多债券是占优策略。

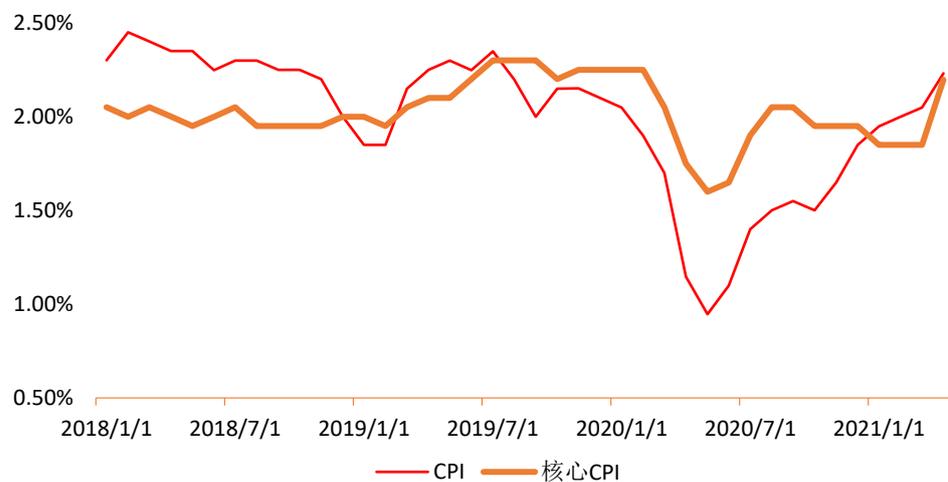
风险提示: 疫情超预期

受美国 CPI 超预期影响，市场对通胀担忧增强，但美联储并未转鹰。市场短期 Risk Off 之后再次上涨；目前内需进一步确认下行，外需的强度和持续性是市场的关键，工业需求按美国、欧洲和其他国家顺序依次见顶，大宗商品价格见顶可能不超过三个月。

## 通胀预期渐起，美联储未转鹰

上周美国公布 CPI、核心 CPI 数据，其中核心 CPI 环比增长 0.9%，为 1982 年以来最高值，市场对通胀担忧明显增强。同比方面，为了剔除去年 4 月低基数影响，取隔年复合增长率，美国 4 月 CPI、核心 CPI 分别录得 2.23% 和 2.2%，尚未明显超过平均通胀目标。

图 1：剔除基数效应的美国 CPI、核心 CPI（隔年复合增长率）



资料来源：Wind, 首创证券

调整后的 CPI 分项中，能源项 3 月见顶，4 月回落至 1.47%，食品项受农产品价格大涨维持在高位，4 月回升至 2.95%。受美国 CPI 超预期影响，全球市场紧缩预期再起，CPI 公布后美债收益率拉升近 8BP，高位触及 1.71% 水平，欧美及日韩股指前三天普遍收跌。

图 2：美债收益率及通胀预期

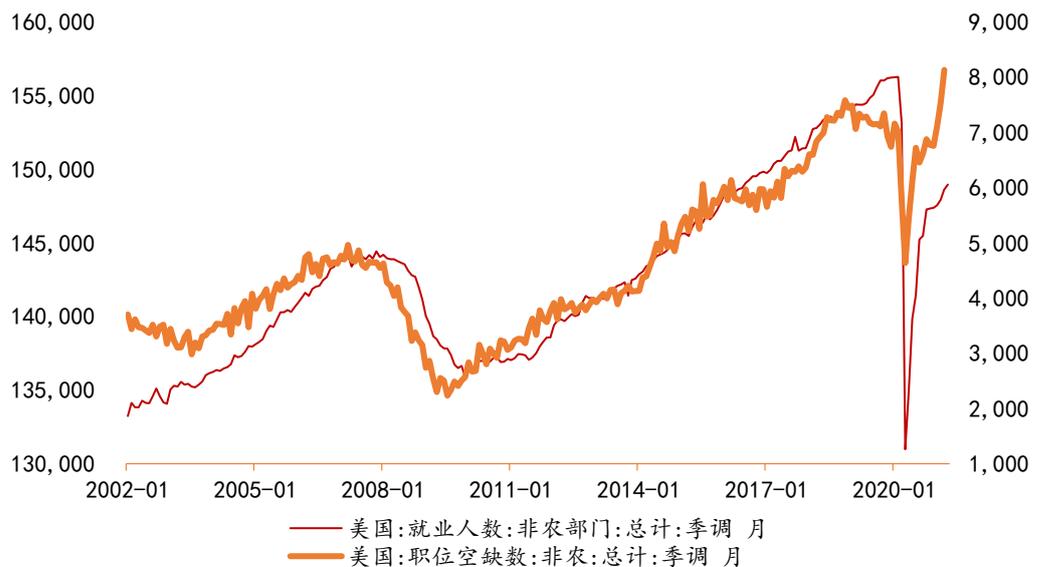


资料来源：Wind, 首创证券

尽管 CPI 超市场预期，但美联储副主席 Clarida 表态并未明显转鹰，反而提到就业修复的不确定性比经济更高，调整后的实际失业率接近 8.9%，即使线性外推就业在明年 8 月才能恢复到疫情前水平。市场消化紧缩预期后，周四周五股市重启反弹，美债收益率再度回落至 1.63%。

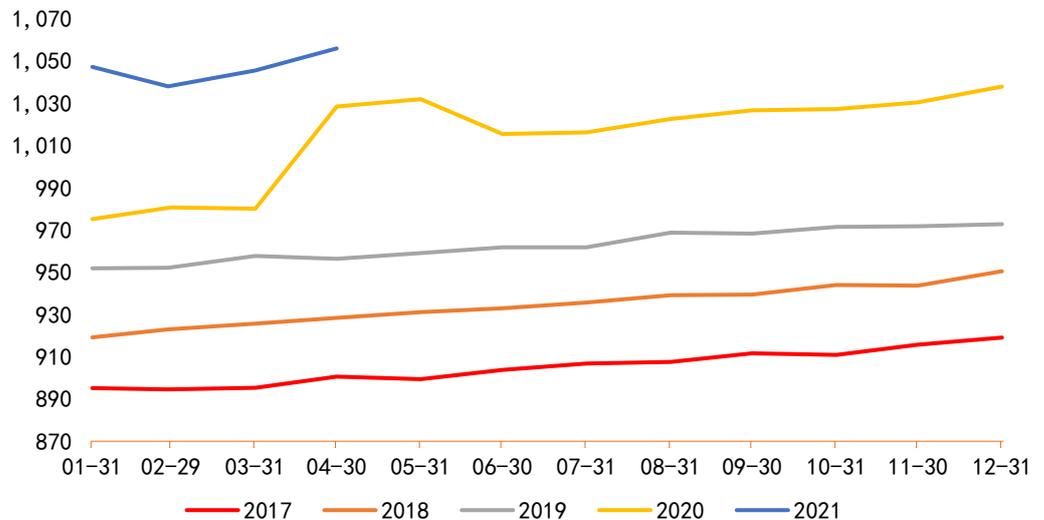
历史上就业人数与职位空缺数往往趋势同向，疫情后职位空缺数与非农就业人数同步增长，但规模差距较大，职位空缺数已经超过疫情前高点，3 月空缺 812 万人，高于 2019 年初高点 734 万人，而就业人数则远不及疫情前高点，4 月数据 1.49 亿人，远低于疫情前高点 1.56 亿人。劳动力市场失衡导致商品和服务供应出现瓶颈，工资增长推升通胀。

图 3：就业人数及职位空缺数（千人）



资料来源：Wind, 首创证券

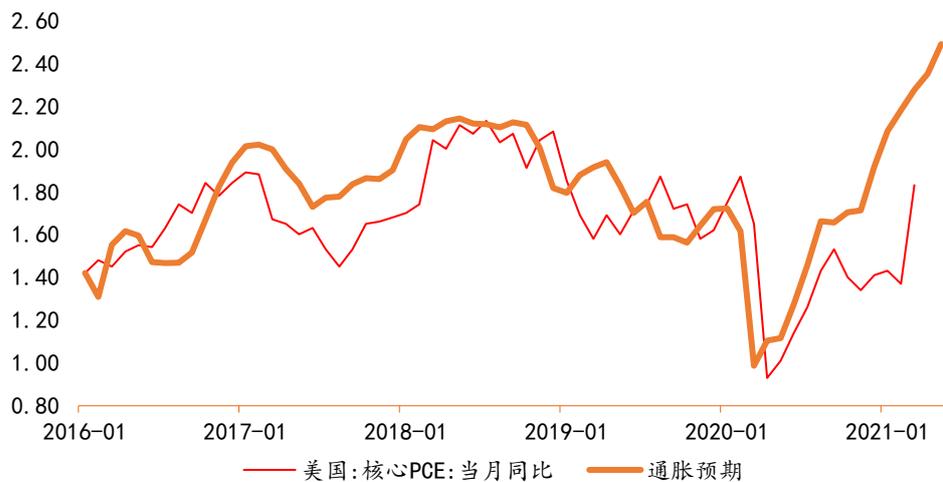
图4：美国私人非农企业全部员工:平均周薪:总计:季调（美元）



资料来源：Wind, 首创证券

美国通胀预期略微领先核心 PCE 数月，5 月通胀预期仍处于上行通道，核心 PCE 指标未来仍将承受一定压力。

图5：美国通胀预期与核心 PCE 高度相关

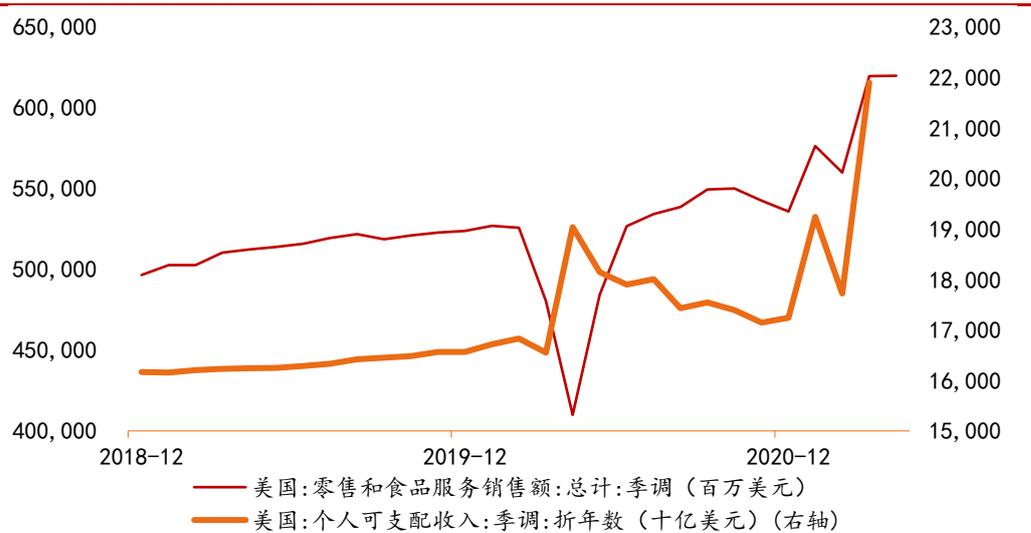


资料来源：Wind, 首创证券

## 外需是支撑大宗商品的核心理因素

外需方面，美国零售销售目前已经基本见顶，4 月数据与 3 月基本持平。回顾过去两次 1200 美元和 600 美元的个人财政补助，可支配收入跳升后对当月消费刺激力度最强，其后将出现回落，3、4 月份的零售水平可能已经是高点。

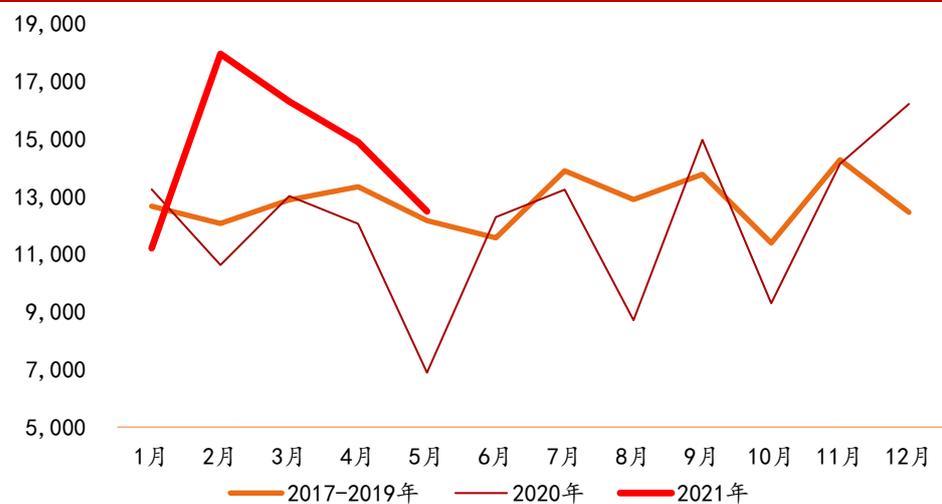
图 6：美国零售销售基本持平上月



资料来源: Wind, 首创证券

另外, 美国 PMI 的进口分项在 4 月出现了明显的下降, 韩国 5 月前 10 天出口也出现了明显的调整。欧洲修复的节奏大概滞后美国 2-3 个月。全球工业需求见顶可能不超过三个月, 因此大宗商品价格见顶可能不超过三个月, 原油价格见顶可能更晚一些。

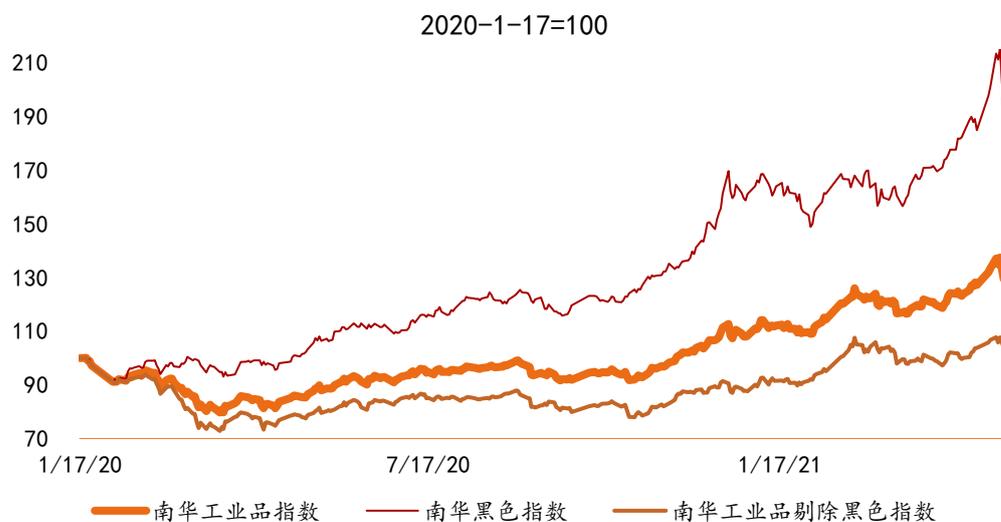
图 7：韩国出口（前 10 天，百万美元）



资料来源: Wind, 首创证券

受政策调控压力不断加大影响, 上周国内大宗商品演绎除极端行情, 大涨后连续暴跌。南华黑色指数和能化指数前三天分别收涨 7.11%、2%, 周四周五下跌 9.76%、5.45%, 有色指数周一上涨 2.16%, 后四天则下跌 4.03%; 国内商品波动幅度大于外盘, 体现出内需相对于外需的弱势。

图 8：黑色系回调明显

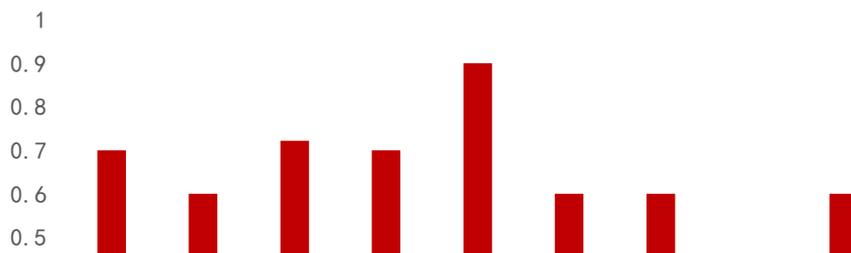


资料来源：Wind, 首创证券

## 内需进一步确认下行

今年 1-2 月份由于就地过年，不停工导致生产较强，而疫情下消费场景减少导致内需被砸坑。4 月进口明显走弱，虽然核心 CPI 有所上行，但取前四个月核心 CPI 之和，与 2018-2019 基本持平，以此来看补坑阶段基本结束，在政策仍在收紧的情况下，内需未来走弱的趋势可能延续。

图 9：前四个月核心 CPI 之和



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\\_19569](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19569)

