

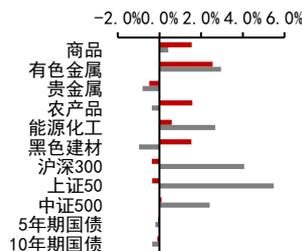
美国 PCE 高于预期，美联储保持定力

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

美国 4 月 PCE 物价指数同比升 3.6%，高于预期 3.5% 和前值 2.3%，但我们认为美联储不会因此急于退出 QE，释放缩减 QE 信号要等到三季度。首先，剔除基数效应，美国 PCE 同比约 2%，根据当前的美联储货币政策框架，只有在通胀持续一段时间高于 2% 之后，美联储货币政策才会转向。其次，通胀走高与疫情背景下的供需错位有关，在很大程度上是暂时的，未来随着供需回归，预计美国工资及物价上涨会放缓。

■ 中信期货商品指数日涨跌 ■ 周涨跌



摘要：

一、上周经济及市场回顾：

上周商品表现分化，国内股市明显上涨，我国中短期国债收益率有所回升，海外国债收益率有所回落，在美元震荡的背景下人民币表现偏强，有所升值。

国内商品涨跌幅前五：燃油 7.15%、低硫燃油 7.04%、原油 6.76%、沪镍 6.48%、LPG5.36%；苯乙烯-7.07%、纸浆-6.78%、郑棉-3.87%、螺纹钢-3.53%、连豆-3.45%

沉淀资金流入流出前五(亿元)：沪铜 5.84、沪锡 4.77、焦炭 3.94、甲醇 2.86、PP2.62；苹果-5.32、沪银-3.83、沪铝-2.38、纸浆-2.32、豆粕-2.14

板块沉淀资金流入流出(亿元)：有色金属 13.48、黑色建材 6.60、能源化工 5.03、贵金属-2.61、农产品-7.57

二、本周重点关注：

美国 4 月 PCE 物价指数同比升 3.6%，预期 3.5%，前值 2.3%；核心 PCE 物价指数同比升 3.1%，预期 2.9%，前值 1.8%。美国 PCE 物价表现高于预期，但我们认为美联储不会因此急于退出 QE，释放缩减 QE 信号要等到三季度。

首先，剔除基数效应，美国 PCE 同比约 2%，根据当前的美联储货币政策框架，只有在通胀持续一段时间高于 2% 之后，美联储货币政策才会转向。

其次，当前通走高在很大程度上是暂时的，这也使得美联储不会急于收紧货币。通胀走高与疫情背景下的供需错位有关。一方面大规模的财政刺激使得需求显著增长，另一方面疫情使得供应受到抑制，劳动者因为担心受感染而不太愿意就业，高额失业补贴又使得低收入的失业群体并不积极就业，限制了劳动力的供应，推高了工资水平。1400 美元/人的财政补贴对消费的提振从 5 月份就会减弱，高额失业补贴四季度到期之后大概率也不会持续。未来随着供需回归，预计美国工资及物价上涨会放缓。

风险提示：国内政策收紧、中美关系恶化

宏观研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

一、上周经济及市场回顾

上周商品表现分化，国内股市明显上涨，我国中短期国债收益率有所回升，海外国债收益率有所回落，在美元震荡的背景下人民币表现偏强，有所升值。

图表1：全球资产 1 周表现

国内商品		海外商品		股指		国债(BP)		外汇	
燃油	7.15%	COMEX 黄金	1.41%	上证综指	3.28%	中国 2 年	6.23	人民币	6.3685 1.03%
低硫燃油	7.04%	COMEX 白银	1.92%	深圳成指	3.02%	中国 5 年	3.92	美元	90.031 0.02%
原油	6.76%	LME 铜	3.77%	沪深 300	3.64%	中国 10 年	-0.51	欧元	1.2192 0.08%
沪镍	6.48%	LME 铝	5.32%	上证 50	5.10%	美国 2 年	-1.1	英镑	1.4188 0.27%
LPG	5.36%	ICE 布油	3.57%	中证 500	2.15%	美国 5 年	-2.2	日元	109.85 -0.81%
连豆	-3.45%	NYMEX 原油	4.31%	标普 500	1.16%	美国 10 年	-2.6	澳元	0.7712 -0.26%
螺纹	-3.53%	CBOT 大豆	0.28%	纳斯达克	2.06%	英国 10 年	-3.56	加元	1.2076 -0.08%
郑棉	-3.87%	CBOT 玉米	-0.42%	富时 100	0.06%	德国 10 年	-5.2	卢布	73.198 0.60%
纸浆	-6.78%	ICE2 号棉花	0.12%	德国 DAX	0.53%	日本 10 年	0	雷亚尔	5.2255 2.69%
苯乙烯	-7.07%	ICE11 号糖	4.14%	日经 225	2.94%				

资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究部

图表2：期货市场沉淀资金及其变化

板块	5日沉淀资金变化(亿)	板块	20日沉淀资金变化(亿)	板块	沉淀资金(亿)
合计	33.20	合计	-41.08	合计	2097.96
金融	18.27	金融	43.06	金融	843.19
商品	14.93	商品	-84.14	商品	1254.77
有色金属	13.48	贵金属	16.56	黑色建材	302.70
黑色建材	6.60	能源化工	-10.21	能源化工	296.28
能源化工	5.03	农产品	-21.43	农产品	284.87
贵金属	-2.61	有色金属	-26.14	有色金属	235.08
农产品	-7.57	黑色建材	-42.92	贵金属	135.84
品种	5日沉淀资金变化(亿)	品种	20日沉淀资金变化(亿)	品种	沉淀资金(亿)
沪铜	5.84	沪金	14.21	沪铜	122.85
沪锡	4.77	沪锡	4.98	铁矿	95.59
焦炭	3.94	焦煤	3.73	沪金	78.32
甲醇	2.86	PP	3.57	沪银	57.52
PP	2.62	纯碱	3.03	焦炭	57.24
豆粕	-2.14	沪铝	-9.53	豆粕	55.62
纸浆	-2.32	热卷	-10.77	螺纹	54.94
沪铝	-2.38	豆粕	-11.20	豆油	45.32
沪银	-3.83	沪铜	-20.25	沪铝	42.58
苹果	-5.32	螺纹	-27.51	TA	35.38

资料来源：Wind 中信期货研究部

说明：沉淀资金按收盘价、交易所保证金标准、单边持仓计算

二、本周重点关注

(一) 本周重点关注：

美国 4 月 PCE 物价指数同比升 3.6%，预期 3.5%，前值 2.3%；核心 PCE 物价指数同比升 3.1%，预期 2.9%，前值 1.8%。美国 PCE 物价表现高于预期，但我们认为美联储不会因此急于退出 QE，释放缩减 QE 信号要等到三季度。

首先，剔除基数效应，美国 PCE 同比约 2%，根据当前的美联储货币政策框架，只有在通胀持续一段时间高于 2% 之后，美联储货币政策才会转向。美国 4 月 PCE 同比高达 3.6%，但这与基数效应有较大关系。剔除基数效应，考虑两年平均增速，4 月 PCE 及核心 PCE 同比均为 2%。由于 2008 年以来，美国核心 PCE 同比一直在 2% 以下，为了维持长期通胀在 2% 的水平，美联储会容忍通胀在一点时间内高于 2%。因此，当前的通胀水平还不足以导致美联储货币政策转向。

图表：美国 PCE 及核心 PCE 当月同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表：美国 PCE 及核心 PCE 的两年平均增速

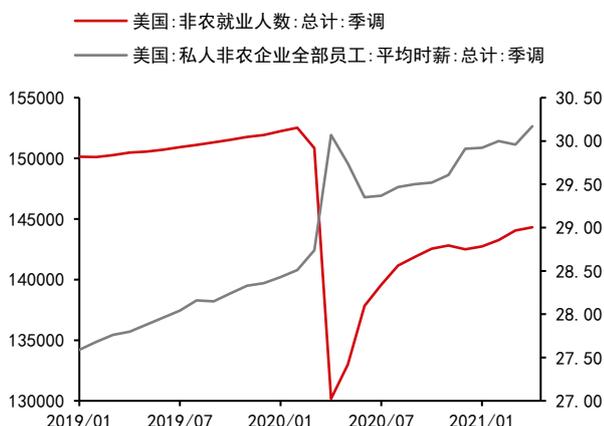


资料来源：Wind 中信期货研究部

其次，当前通胀走高在很大程度上是暂时的，这也使得美联储不会急于收紧货币。通胀走高与疫情背景下的供需错位有关。一方面大规模的财政刺激使得需求显著增长，另一方面疫情使得供应受到抑制，劳动者因为担心受感染而不太愿意就业，高额失业补贴又使得低收入的失业群体并不积极就业，限制了劳动力的供应，推高了工资水平。4 月美国非农就业平均时薪两年平均增长 4.2%，显著高于疫情之前 3.2% 的水平。过去 2 年，平均时薪的增长相当部分发生在去年 4 月。疫情背景下劳动者因为担心受感染而不太愿意就业，企业需要支付更高的工资才能吸引就业。今年 1-3 月份，美国平均时薪相对稳定，但 4 月份大幅上涨 0.7%。我们认为 1-3 月份平均时薪的表现反映了中长期趋势，而 4 月份平均时薪的大幅上涨是暂时的。4 月平均时薪快速上涨主要因为劳动力暂时的供需错配。美国发放到个人的 1400 美元/人的一次性财政补贴显著提振了需求，疫情的好转使得服务业需求快速修复，但是高额的失业补贴使得低收入失业群体的就业积极性不高。

这种供需错配不会长期持续。1400 美元/人的财政补贴对消费的提振从 5 月份就会减弱，高额失业补贴四季度到期之后大概率也不会持续。未来随着供需回归，预计美国工资及物价上涨会放缓。

图表：美国非农就业人数及平均时薪



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表：美国非农就业人数平均时薪的两年平均增速及环比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）周末要闻

国家领导人在两院院士大会中国科协第十次全国代表大会上发表讲话，要求**坚决打赢关键核心技术攻坚战**。要从国家急迫需要和长远需求出发，在石油天然气、高端芯片等方面关键核心技术上全力攻坚，加快突破一批药品、医疗器械、医用设备、疫苗等领域关键核心技术。要在事关发展全局和国家安全的基础核心领域，瞄准人工智能、量子信息、集成电路等前沿领域，前瞻部署一批战略性、储备性技术研发项目，瞄准未来科技和产业发展制高点。

国务院领导人表示，要围绕激发市场主体活力、增强发展内生动力，持续深化改革开放，保持宏观政策必要力度，注重用市场化办法解决大宗商品价格上涨等经济运行中的问题，推动科技创新，保障和改善民生，保持经济运行在合理区间，推动高质量发展。

美国 4 月 PCE 物价指数同比升 3.6%，预期 3.5%，前值 2.3%；核心 PCE 物价指数同比升 3.1%，创 1992 年 7 月以来新高，预期 2.9%，前值 1.8%；4 月核心 PCE 物价指数环比升 0.7%，创 2001 年 10 月以来新高，预期 0.6%，前值 0.4%。

欧元区 5 月经济景气指数为 114.5，创 2018 年 1 月以来新高，预期 112.1，前值 110.3；工业景气指数为 11.5，续创新高，预期 11.3，前值 10.7；服务业景气指数为 11.3，预期 7.5，前值 2.1。

(三) 本周重要经济数据及事件

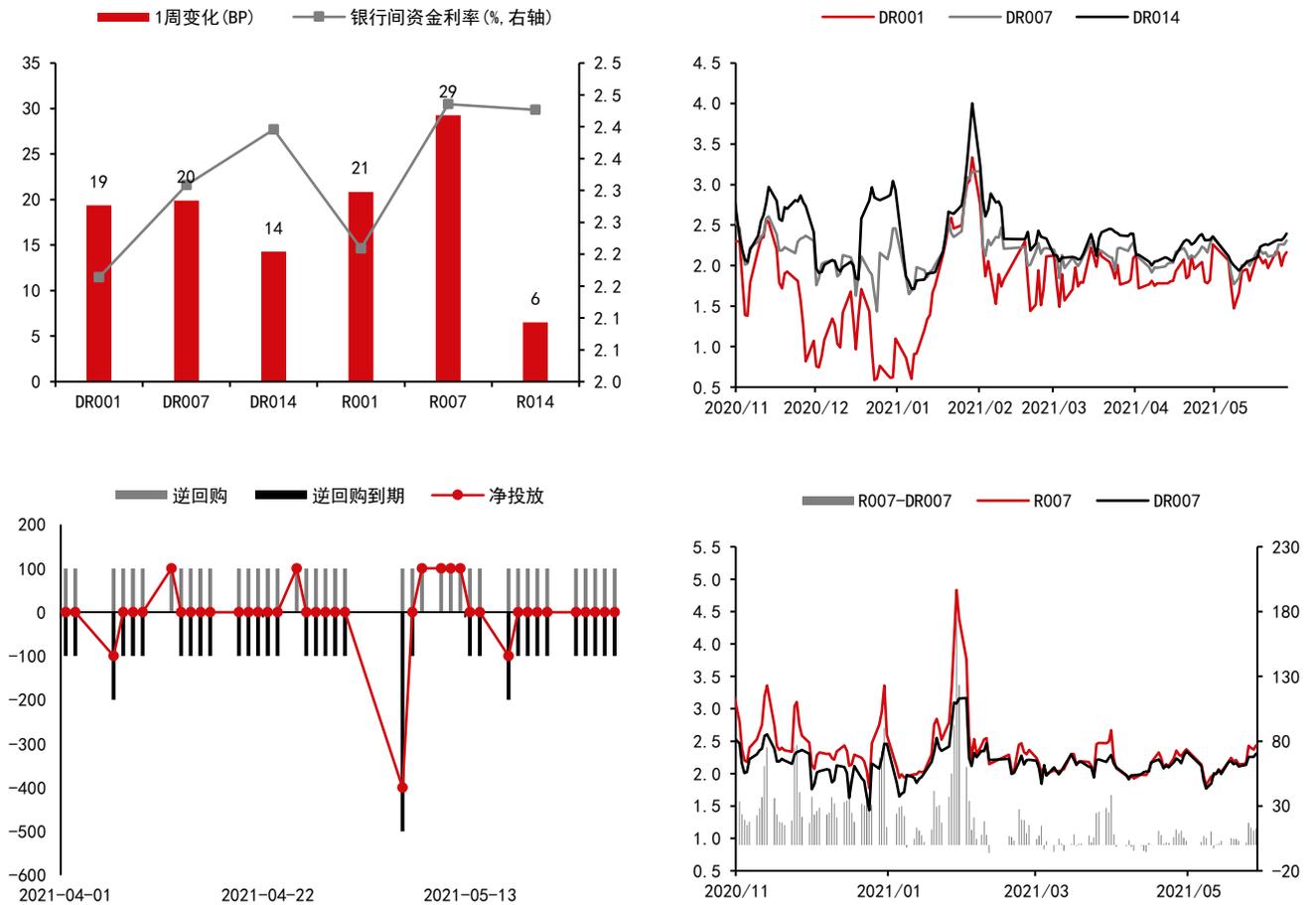
图表3: 重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2021/5/31	9:00	中国	5月官方制造业PMI	51.1	--	--
2021/6/1	17:00	欧盟	5月欧元区:制造业PMI	62.9	62.4	62.8
2021/6/1	18:00	欧盟	4月欧元区:失业率:季调(%)	8.1	8.3	--
2021/6/1	22:00	美国	5月制造业PMI	60.7	--	--
2021/6/2	18:00	欧盟	4月欧盟:PPI:同比(%)	4.5	--	--
2021/6/3	20:15	美国	5月ADP就业人数:环比:季调(%)	0.62	--	--
2021/6/3	20:30	美国	5月29日当周初次申请失业金人数:季调(人)	406,000.00	--	--
2021/6/3	22:00	美国	5月非制造业PMI	62.7	--	--
2021/6/4	20:30	美国	5月失业率:季调(%)	6.1	--	--
2021/6/4	20:30	美国	5月新增非农就业人数:季调(千人)	266	--	--
2021/6/4	22:00	美国	4月耐用品:新增订单:季调:环比	1.26	--	-1.29

资料来源: Wind 中信期货研究部

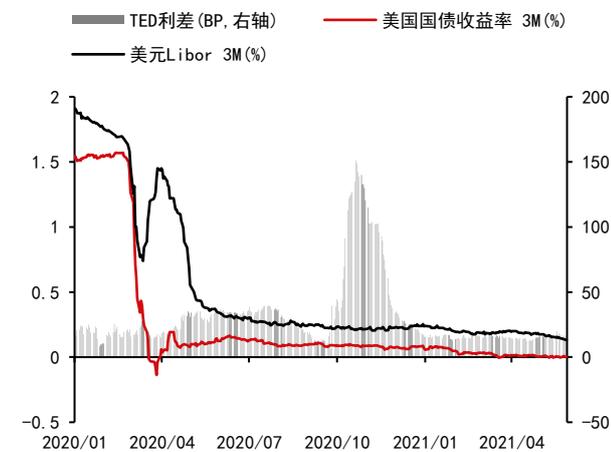
三、流动性跟踪

图表4：银行间市场流动性跟踪



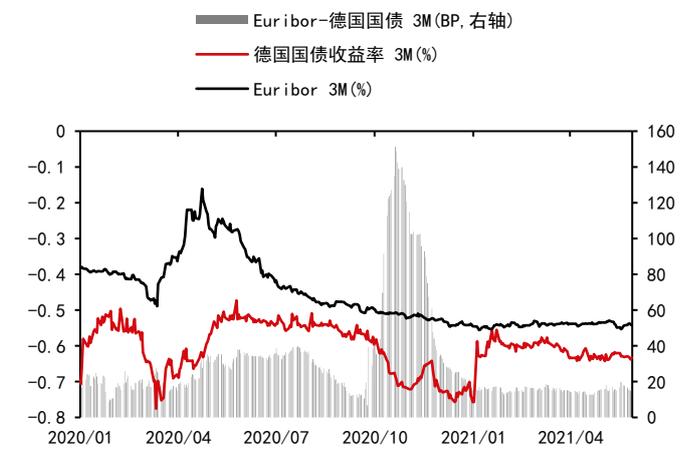
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5：美元 Libor 及 TED 利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

图表6：Euribor 及其与德国国债利差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究部

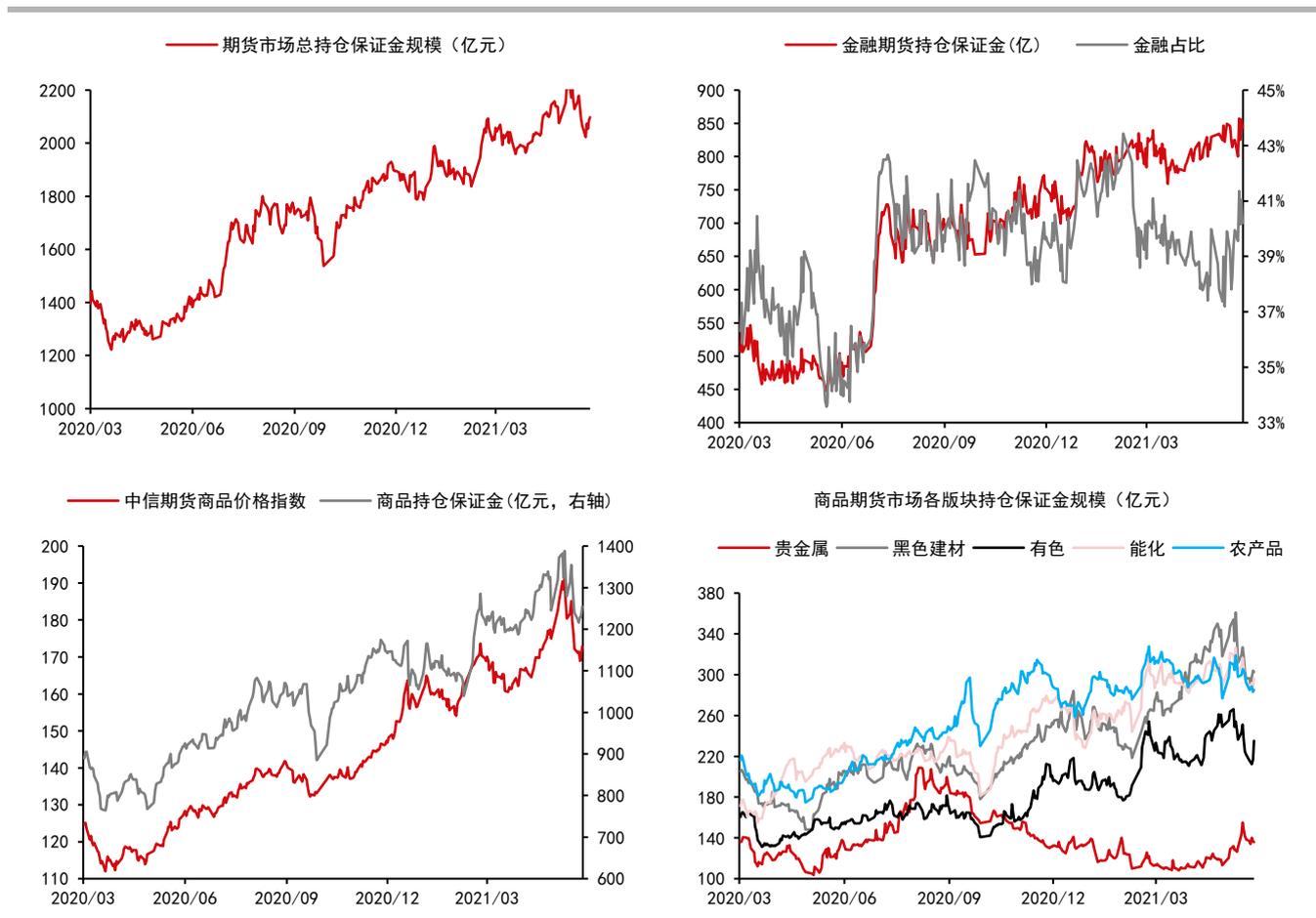
四、期货市场数据跟踪

图表7：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化(亿)	5日沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计			13.14	33.20	2097.96
金融			-12.52	18.27	843.19
商品			25.67	14.93	1254.77
贵金属	-0.49%	-0.81%	-0.92	-2.61	135.84
黑色建材	1.54%	-0.36%	-1.18	-7.57	302.70
有色金属	2.56%	2.68%	18.54	5.03	235.08
能源化工	0.59%	-0.98%	7.45	6.60	296.28
农产品	1.58%	2.95%	1.77	13.48	284.87

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9：国内商品期货品种表现（按价格涨跌幅排序）

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
燃油	7.15%	7.41%	3.42	-0.59%
低硫燃油	7.04%	4.86%	0.86	0.75%
原油	6.76%	6.61%	2.12	6.00%
沪镍	6.48%	8.48%	3.56	4.60%
LPG	5.36%	6.86%	1.25	17.05%
焦煤	5.27%	10.15%	1.61	1.67%
沪锡	5.23%	9.44%	2.21	11.31%
纯碱	4.98%	8.40%	1.60	10.84%
动煤	4.63%	9.09%	1.42	-0.47%
沪锌	2.70%	5.29%	2.06	3.59%
焦炭	2.50%	8.28%	1.44	-9.49%
TA	2.45%	4.21%	0.79	-1.04%
玻璃	2.38%	7.79%	2.04	12.44%
菜油	1.95%	4.81%	2.10	-2.57%
甲醇	1.88%	7.57%	1.29	4.40%
沪铜	1.72%	4.84%	1.00	1.23%
鸡蛋	1.63%	2.92%	0.88	-1.94%
豆二	1.44%	4.00%	1.12	-1.93%
不锈钢	1.43%	4.32%	1.49	6.00%
菜粕	1.36%	4.01%	1.86	-4.22%
红枣	0.94%	5.29%	2.94	-3.89%
豆油	0.75%	4.25%	1.74	-1.04%
乙二醇	0.56%	4.33%	1.59	6.35%
20号胶	0.41%	4.58%	0.68	0.73%
豆粕	0.29%	3.09%	0.62	-3.98%
PVC	0.18%	3.23%	1.15	-3.98%
尿素	0.15%	5.43%	1.83	7.88%
棕榈	0.00%	5.15%	2.06	0.64%
沪胶	-0.03%	3.50%	2.11	-0.69%
沪铝	-0.17%	6.68%	1.35	0.33%
沪金	-0.22%	1.92%	0.97	4.32%
粳米	-0.26%	0.73%	0.45	-0.93%
沪铅	-0.32%	3.58%	1.20	0.96%
沥青	-0.55%	6.19%	1.37	7.08%
PP	-0.65%	2.90%	1.57	-3.01%
沪银	-0.70%	4.04%	2.18	4.64%
锰硅	-0.90%	6.53%	2.45	3.73%
苹果	-1.03%	10.95%	1.83	8.86%
塑料	-1.88%	3.26%	1.26	-6.10%

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_19858

