

欧元区通胀弱于美国反映了什么？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

最近公布的美国5月CPI同比高达5%，并创2009年以来新高，而欧元区CPI同比仅2.0%，且并未创新高。美国异常高的CPI与基数效应有关，但剔除基数效应，美国通胀表现也明显强于欧元区。我们认为这并非因为美国货币宽松力度更大，恰恰相反，欧元区利率水平更低说明欧元区货币政策更为宽松。美国更高的通胀水平主要因为美国财政刺激力度更大。由于此前一次性财政补贴对消费的刺激效果衰减以及部分美国州政府取消额外的失业补贴，预计未来3个月美国通胀压力减弱。

摘要：

一、上周经济及市场回顾：

上周商品市场表现分化，美国宽松的流动性使得美债收益率明显回落，但美元略有回升暗示市场并不认为流动性宽松是可持续的。

国内商品涨跌幅前五：焦炭7.04%、焦煤6.83%、不锈钢6.52%、铁矿5.84%、沪铝4.84%；棕榈-6.30%、苯乙烯-5.13%、沪胶-4.55%、乙二醇-3.92%、20号胶-3.65%

沉淀资金流入流出前五(亿元)：铁矿10.29、焦炭5.15、焦煤4.25、螺纹3.85、沪铝3.59；豆油-3.94、乙二醇-3.35、燃油-2.81、沪铜-2.74、苹果-2.19

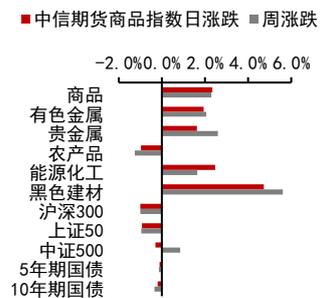
板块沉淀资金流入流出(亿元)：黑色建材24.64、有色金属10.27、贵金属1.69、农产品-1.85、能源化工-5.17

二、本周重点关注：

最近公布的美国5月CPI同比高达5%，并创2009年以来新高，而欧元区CPI同比仅2.0%，且并未创新高。如何理解美欧通胀表现的差异呢？

第一，美国异常高的CPI与基数效应有关，从两年平均增速来看，美国CPI并未创新高，但大体与2009年以来的最高水平一致，而欧元区CPI两年平均增速仅1.1%，明显低于2009年以来的高位水平。第二，欧元区通胀水平弱于美国并非因为欧元区货币宽松力度偏低，恰恰相反，欧元区利率水平更低说明欧元区货币政策更为宽松。第三，美国更高的通胀水平主要因为美国财政刺激力度更大。第四，未来3个月美国财政刺激力度减弱，这会使得通胀压力有所减弱。一方面，3月下旬美国发放的1400美元/人的一次性财政补贴对消费的刺激效果会逐步衰减；另一方面，美国已经有约一半的州政府表示将取消额外的失业补贴，新的财政计划要到9月之后才会通过。

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
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、上周经济及市场回顾

上周商品市场表现分化，美国宽松的流动性使得美债收益率明显回落，但美元略有回升暗示市场并不认为流动性宽松是可持续的。

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	
焦炭	7.04%	COMEX 黄金	-0.66%	上证综指	-0.06%	中国 2 年	5.71	人民币	6.3987 -0.05%
焦煤	6.83%	COMEX 白银	0.90%	深圳成指	-0.47%	中国 5 年	3.39	美元	90.555 0.46%
不锈钢	6.52%	LME 铜	0.35%	沪深 300	-1.09%	中国 10 年	3.51	欧元	1.2109 -0.48%
铁矿	5.84%	LME 铝	0.29%	上证 50	-0.99%	美国 2 年	0	英镑	1.4107 -0.35%
沪铝	4.84%	ICE 布油	1.11%	中证 500	0.49%	美国 5 年	-4	日元	109.66 -0.13%
20 号胶	-3.65%	NYMEX 原油	1.85%	标普 500	0.41%	美国 10 年	-10.2	澳元	0.7708 -0.40%
乙二醇	-3.92%	CBOT 大豆	0.23%	纳斯达克	1.85%	英国 10 年	-8.24	加元	1.2158 -0.61%
沪胶	-4.55%	CBOT 玉米	3.09%	富时 100	0.92%	德国 10 年	-6	卢布	72.029 1.15%
苯乙烯	-5.13%	ICE2 号棉花	2.38%	德国 DAX	0.00%	日本 10 年	-5.1	雷亚尔	5.1181 -1.35%
棕榈	-6.30%	ICE11 号糖	-0.56%	日经 225	0.02%				

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	-1.84	合计	38.20	合计	2167.06
金融	-31.41	金融	-5.08	金融	844.30
商品	29.57	商品	43.28	商品	1322.76
黑色建材	24.64	黑色建材	39.55	黑色建材	351.14
有色金属	10.27	贵金属	10.89	能源化工	299.27
贵金属	1.69	农产品	-1.70	农产品	296.08
农产品	-1.85	有色金属	-1.74	有色金属	234.78
能源化工	-5.17	能源化工	-3.73	贵金属	141.50

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)
铁矿	10.29	铁矿	29.72	铁矿	120.97
焦炭	5.15	焦炭	11.52	沪铜	114.99
焦煤	4.25	沪金	8.40	沪金	79.50
螺纹钢	3.85	焦煤	6.93	焦炭	64.42
沪铝	3.59	沪镍	6.05	螺纹钢	62.72
苹果	-2.19	沪铝	-3.75	沪银	62.00
沪铜	-2.74	玻璃	-4.26	豆粕	59.08
燃油	-2.81	甲醇	-6.50	豆油	46.10
乙二醇	-3.35	沪铜	-11.43	沪铝	45.29
豆油	-3.94	热卷	-11.45	棕榈	37.85

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：

最近公布的美国 5 月 CPI 同比高达 5%，并创 2009 年以来新高，而欧元区 CPI 同比仅 2.0%，且并未创新高。如何理解美欧通胀表现的差异呢？

第一，美国异常高的 CPI 与基数效应有关，从两年平均增速来看，美国 CPI 并未创新高，但大体与 2009 年以来的最高水平一致，而欧元区 CPI 明显低于 2009 年以来的高位水平。由于疫情的突然爆发，去年 4、5 月份物价快速下跌，基数异常低，这推高了今年 4、5 月份的 CPI 同比。为了剔除基数效应，我们考查两年平均增速。5 月美国 CPI 两年平均增速为 2.5%，略高于 2019 年 2.2% 的水平，但仍低于 2012 年 3.0% 的峰值水平，并未创新高。欧元区 CPI 两年平均增速明显弱于美国。从绝对水平来看，5 月欧元区 CPI 两年平均增速仅 1.1%，显著低于美国。与 2009 年以来的通胀水平比较，欧元区 5 月 CPI 两年平均增速也显著低于 2019 年 1.5% 的水平，远低于 2012 年 2.8% 的峰值水平。

图表：美欧 CPI 当月同比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表：美欧 CPI 两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

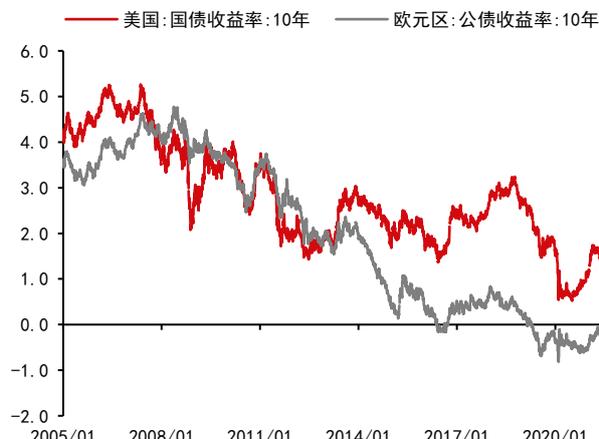
第二，欧元区通胀水平弱于美国并非因为欧元区货币宽松力度偏低，恰恰相反，欧元区利率水平更低说明欧元区货币政策更为宽松。虽然疫情以来美联储资产负债表的扩张幅度高于欧央行，但对于美欧这样的利率市场化的经济体，货币宽松对实体经济的刺激力度取决于利率水平。当前美欧基准利率基本都为 0，但是美国国债收益率远高于欧元区国债收益率。国债收益率可以大体可以反映实体经济融资利率水平，不管是企业债务融资，还是居民房贷和消费贷融资，其利率水平均与国债收益率相关。因此，美国的利率水平显著高于欧元区。从这个角度来讲，美国的货币宽松力度低于欧元区。美国相对于欧元区更高的通胀水平并非因为货币宽松。

图表：美欧基准利率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表：美欧国债收益率

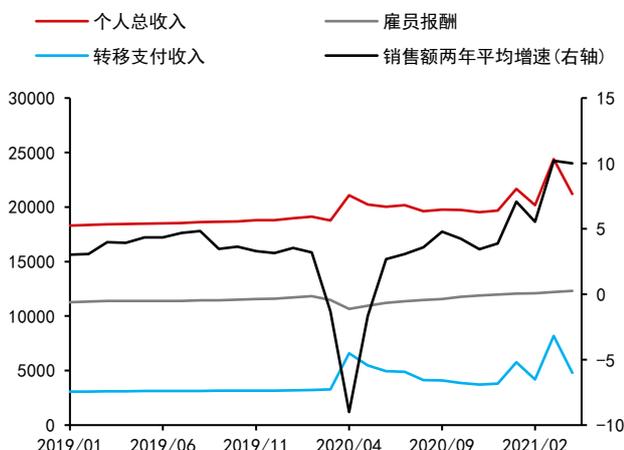


资料来源：Wind 中信期货研究部

第三，美国更高的通胀水平主要因为美国财政刺激力度更大。疫情之后美国财政刺激力度显著高于欧元区。过高的财政补贴使得美国居民收入反而超过疫情前水平，这拉动美国3、4月份零售和食品服务销售额的两年平均增速升高到10%的水平，远高于疫情前3%-4%的正常水平。欧元区财政刺激力度相对较小，零售销售增速只是大体恢复到疫情前的水平。美国过高的消费增速是推高美国通胀的重要原因之一。此外，美国过高的失业补贴使得部分低收入群体不愿意就业，这使得劳动力供给相对不足，并推高的工资水平，进而推高通胀。

第四，考虑到未来3个月美国财政刺激力度减弱，这会使得通胀压力有所减弱。一方面，3月下旬美国发放的1400美元/人的一次性财政补贴对消费的刺激效果会逐步衰减；另一方面，美国已经有约一半的州政府表示将取消额外的失业补贴。新的财政计划要到9月之后才会通过，因此未来3个月美国财政刺激力度减弱，这会使得通胀压力有所减弱。

图表：美国个人总收入和销售增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表：欧元区零售销售指数及其两年平均增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

(二) 周末要闻

国家发展改革委和住房城乡建设部近日印发《“十四五”城镇污水处理及资源化利用发展规划》。这是我国多个推进污水资源化利用政策中的一项举措。未来有关部门还将出台污泥无害化资源化利用、再生水循环利用试点、工业废水循环利用等领域政策，使污水资源化利用加快落地实施。

国务院公布 2021 年度立法工作计划，拟提请全国人大常委会审议的法律案包括增值税法草案、消费税法草案等，拟制定、修订的行政法规包括碳排放权交易管理暂行条例、私募投资基金监督管理条例等。

美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值 86.4，预期 84，前值 82.9。

IMF 总裁格奥尔基耶娃：大规模的刺激措施或对物价造成压力。仍在评估封锁造成的供应中断在多大程度上是导致暂时性通胀的主要因素。税收措施可能会降低物价压力，预计通胀上升将是暂时性的。

(三) 本周重要经济数据及事件

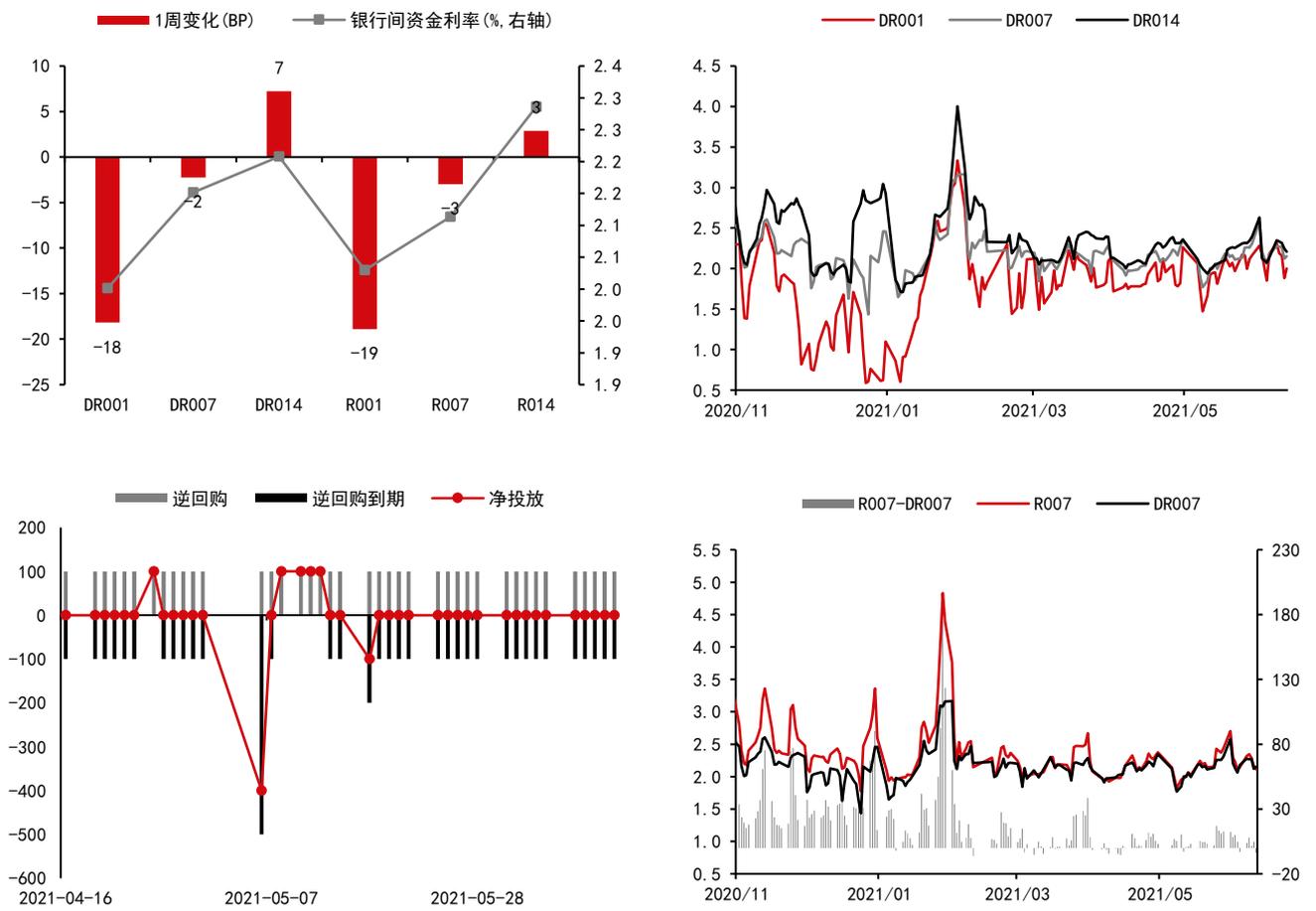
图表3：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2021/6/14	18:00	欧盟	4 月欧元区:工业生产指数:环比(%)	0.1	--	--
2021/6/14	18:00	欧盟	4 月欧元区:工业生产指数:同比(%)	10.9	--	--
2021/6/15	20:30	美国	5 月核心 PPI:环比:季调(%)	1	--	--
2021/6/15	20:30	美国	5 月核心 PPI:同比:季调(%)	4.7	--	--
2021/6/15	20:30	美国	5 月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	51.22	--	--
2021/6/15	20:30	美国	5 月零售总额:季调:环比(%)	-0.31	--	--
2021/6/15	21:15	美国	5 月工业产能利用率(%)	74.87	--	--
2021/6/16	10:00	中国	5 月工业增加值:当月同比(%)	9.8	8.58	--
2021/6/16	10:00	中国	5 月固定资产投资:累计同比(%)	19.9	16.39	--
2021/6/16	10:00	中国	5 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	17.7	12.8	--
2021/6/16	20:30	美国	5 月新屋开工:私人住宅(千套)	140.9	--	--
2021/6/17	2:00	美国	6 月美联储公布利率决议			
2021/6/17	18:00	欧盟	4 月欧元区:营建产出:环比(%)	2.7	--	--
2021/6/17	18:00	欧盟	5 月欧元区:CPI:环比(%)	0.6	0.6	0.3
2021/6/17	18:00	欧盟	5 月欧元区:CPI:同比(%)	1.6	1.6	2
2021/6/17	20:30	美国	6 月 12 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	376,000.00		
2021/6/18	7:50	日本	5 月 CPI:环比(%)	-0.3	--	--
2021/6/18	7:50	日本	5 月 CPI:同比(%)	-0.4	--	--
2021/6/18	11:00	日本	6 月日本央行公布利率决议			

资料来源: Wind 中信期货研究部

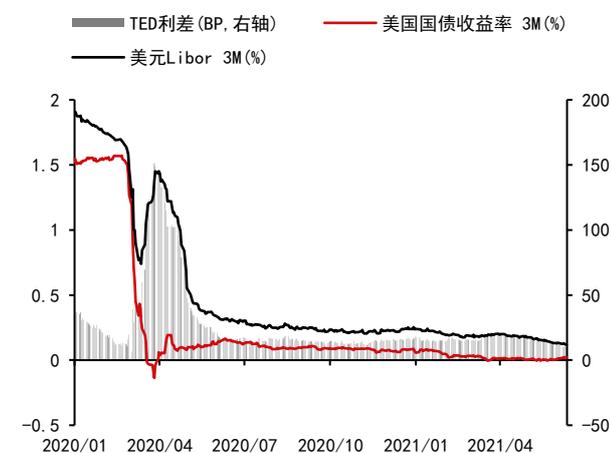
三、流动性跟踪

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

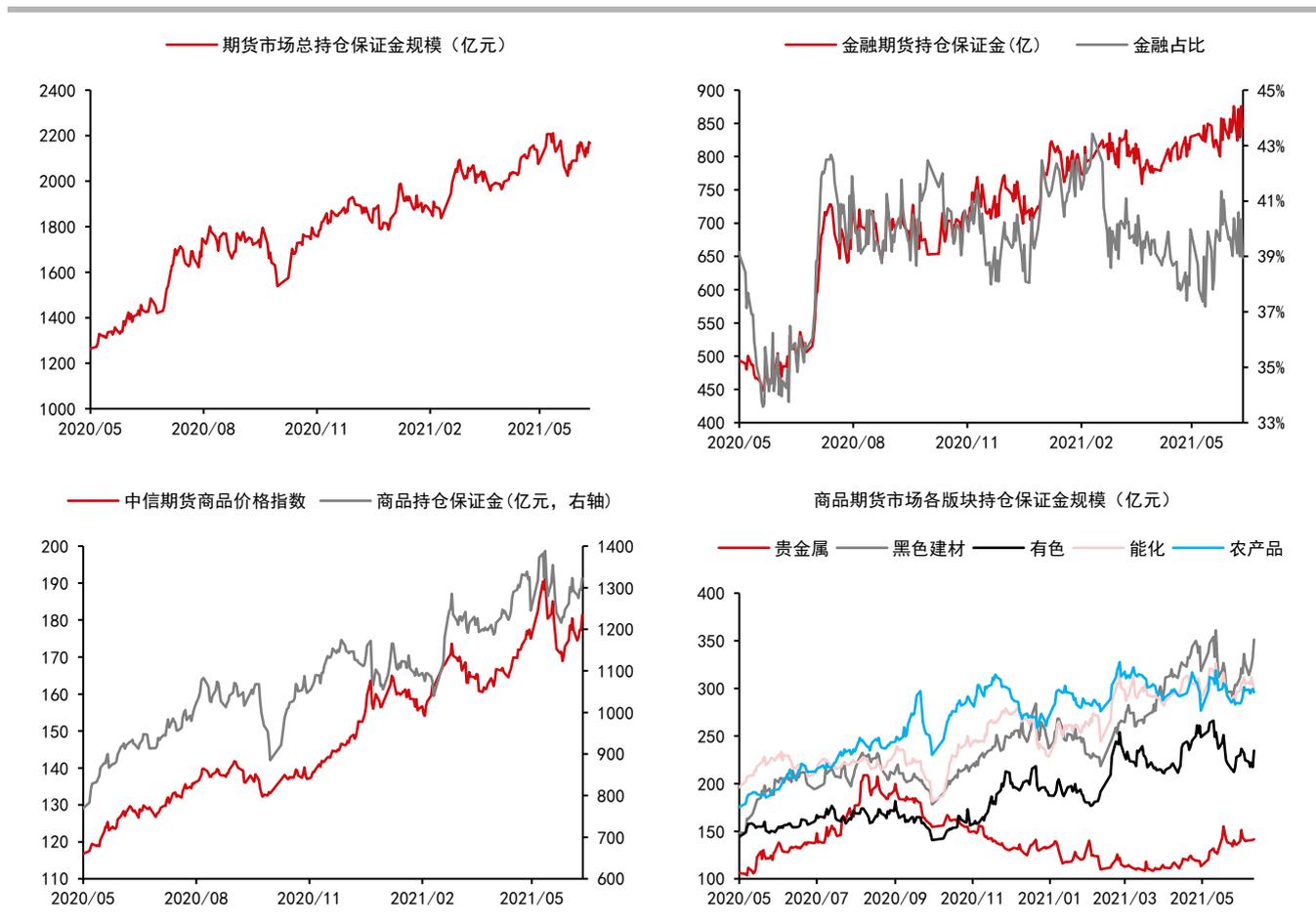
四、期货市场数据跟踪

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			-3.51	-1.84	2167.06
金融			-31.15	-31.41	844.30
商品			27.64	29.57	1322.76
贵金属	1.62%	2.60%	0.82	1.69	141.50
黑色建材	4.73%	-1.25%	19.06	-1.85	351.14
有色金属	1.94%	1.64%	17.46	-5.17	234.78
能源化工	2.47%	5.62%	-6.24	24.64	299.27
农产品	-0.96%	2.06%	-3.46	10.27	296.08

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
焦炭	7.04%	9.71%	1.44	3.20%
焦煤	6.83%	10.92%	1.12	2.72%
不锈钢	6.52%	7.07%	1.39	8.47%
铁矿	5.84%	12.39%	0.57	4.50%
沪铝	4.84%	5.19%	0.96	-0.66%
动煤	4.29%	4.94%	1.35	-3.53%
沪锡	4.00%	5.18%	1.89	9.88%
菜粕	3.55%	4.88%	2.05	1.01%
沪银	3.45%	3.77%	1.44	2.70%
热卷	3.19%	7.89%	1.20	-8.79%
螺纹	3.14%	8.57%	1.76	-5.81%
LPG	2.99%	5.63%	1.08	10.08%
豆粕	2.92%	3.17%	0.74	1.09%
沪镍	2.89%	4.53%	2.46	4.94%
沪铅	2.78%	4.17%	0.78	2.55%
沪金	1.91%	3.05%	0.73	1.45%
玉米	1.83%	3.32%	0.69	-0.88%
原油	1.68%	3.77%	1.95	8.63%
玻璃	1.32%	6.76%	1.33	-1.08%
沪铜	1.26%	2.41%	0.78	-3.75%
PVC	1.21%	5.04%	0.94	-2.96%
郑棉	1.11%	2.78%	0.63	3.07%
沪锌	0.94%	2.88%	1.52	3.24%
棉纱	0.68%	2.04%	1.29	1.13%
郑糖	0.58%	2.45%	0.58	-1.44%
豆二	0.56%	3.47%	1.31	0.32%
鸡蛋	0.43%	2.12%	0.75	-1.14%
苹果	0.39%	5.45%	1.20	10.59%
淀粉	0.31%	2.14%	1.09	-2.81%
TA	0.20%	3.56%	0.70	3.29%
粳米	-0.24%	0.88%	0.60	-2.59%
低硫燃油	-0.52%	4.09%	0.83	6.98%
塑料	-0.63%	3.41%	0.91	-5.40%
PP	-0.70%	3.29%	1.21	-6.30%
硅铁	-1.05%	3.53%	1.51	7.43%
沥青	-1.43%	7.08%	1.09	8.50%
燃油	-1.44%	6.11%	2.64	7.36%
甲醇	-1.86%	4.48%	0.96	-9.91%
纸浆	-2.20%	5.52%	1.80	-12.12%

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_20142

