

国内疫情施压预期，美国存“滞胀”隐忧

——大宗商品宏观&中观周度观察20220508

大宗商品策略研究团队

研究员

姜秀铭

从业资格号 F3062206

投询资格号 Z0016472

jiangxiuming@citicsf.com

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司

CITIC Futures Company Limited

- **美国一季度GDP回落，关注私人投资拉动的来源问题。**2022年一季度美国实际GDP录得-1.4%（前值6.9%），这是2020年2季度以来唯一负增长的季度。其中外贸平衡恶化使增长减少了3.2%（前值-0.46%），四季度异常出彩的补库需求动力不再，录得-0.8%的增长（前值5.32%），消费拉动并未大幅回落，录得1.27%（前值1.76%），体现了仅有的韧性。值得关注的是，美国私人投资本次拉动1.27%（前值0.17%）。**我们后续将关注私人投资拉动的来源问题。**
- **2022年2月23日，白宫发布一份拜登政府落实基建投资的事实清单，公布总额约1000亿美元的各类基建项目，涵盖交通、气候、能源、环境、高速宽带等。3月1日，拜登在国会发表首次国情咨文演讲时强调，将开始修复总长超过6.5万英里的公路和1500座年久失修的桥梁，约占全美“状况不佳”公路总长的38%和“存在结构性缺陷”桥梁的3%。**
- **疫情或限制了美国就业复苏。**4月美国非农季调后新增非农就业人口42.8万人（前值43.1万人）；失业率3.6%（前值3.6%，预期3.5%）。新增就业的主要贡献项为服务生产、零售业、休闲和酒店业，贡献力度相比前两月下降。劳动参与率出现下降，3月录得61.6%（前值62.4%），与疫情前63.3%相比差距扩大，这或与4月份美国新冠感染人数反弹有关，4月日均新增病例5万人，而3月已经下降至2.7万人左右。**职位空缺率高涨，劳动参与率此时却因疫情回升，同时美国制造业PMI新订单再次回落，显示出美国经济的“滞胀”隐忧渐现。**
- **其他国家方面，欧元区依靠服务业支撑经济，但未来仍不容乐观。**制造业PMI初值55.3，（前值56.5），创下15个月来的低点；但在整个经济中比重更高的服务业PMI录得57.7，创下8个月的新高，从而使综合PMI 54.9，实现复苏，动力主要来自旅游和娱乐等领域的支出出现创纪录的激增。但4月欧元区投资者信心指数继续大幅下降，录得-18（前值-7），同时经济景气指数大幅下降至-43（前值-38.7），显示未来不容乐观。

- **降准较为克制，待宽信用发力。**4.15央行宣布降准，降准幅度为25BP（历史以来首次），不及市场预期，根据央行在答记者问给出的解释和释放的信号，我们认为当前“宽货币”的力度已经较为充分，经济复苏的主要矛盾在于本轮疫情的防控，以及需要“让子弹飞一会儿”，等待“宽信用”的兑现。
- **财政积极有位，对冲经济下行。**根据财政部预算草案，2022年广义财政力度极强，积极财政将继续助力基建高增。一季度财政收入与国内经济表现一致，税收收入下滑明显，但是财政支出积极，3月广义财政支出同比继续走强，政府性基金支出主要是专项债的拉动，而公共财政支出也进一步加快，对冲经济下行，助力“稳增长”。根据财联社报道，2022年新增专项债需于6月底前基本发完，则5、6月当月专项债规模将破万亿，为有史以来最高水平。
- **地产现状仍较疲软，政策持续发力。**4月29日中央政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”，可以看出政策供需两端开始齐发力，需求端因城施策仍将不断推进，供给端有望提出直接改善企业资金环境的举措，政策进入加速期，关注地产的边际修复。
- **制造业产业升级，内生动能较强。**3月国内制造业仍保持着较强的内生动能，核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。3月出口仍然保持韧性，但疫情对供应链的冲击更多落在4月，出口或面临回落压力。
- **疫情管控施压宏观预期。**对于商品而言，一季度国内的宏观环境是“现实需求弱+宏观预期强”，叠加地缘政治冲突的因素，商品价格呈现震荡偏强的走势，但4月以来，由于上海疫情的持续时间以及其对经济冲击的程度均超出预期，使得“宏观预期强”开始走弱，而“现实需求弱”却在不断加剧，因此我们看到，其实除了大宗商品以外，股市和汇率也在4月大幅杀跌，核心原因就是资产价格均在逐渐price in疫情散发和动态清零对需求的冲击。往后看，目前市场预期和宏观环境短期还是偏弱的，因此商品价格仍有压力，但也要时刻关注疫情方面的积极信号，例如疫情不再多地散发、动态清零效率加快、经济冲击明显减小等，那么在“稳增长”背景下，商品需求仍将较强释放。

■ 建筑业景气度跟踪：疫情影响施工，需求持续后置

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥：**进入到5月，螺纹现实需求仍未明显回暖，“动态清零”的严格管控对于施工需求的影响尚未消散，需求回归较慢。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC：**玻璃库存持续高企，表观需求偏弱。PVC库存表现也呈现出逆季节性，但是表需相对偏强。总体来看，地产竣工端需求同样受到疫情影响，但程度不及地产施工端。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费：**实物工作量不显著。
- **挖机与重卡：**随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，但3月受疫情影响，销量再度大幅回落，后续关注回升的拐点。

■ 制造业景气度跟踪：PMI断崖式走弱，经济底部或已现

- **发电量：**3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。内陆17省耗煤表现相对正常，但沿海8省电厂耗煤同比明显偏弱，这与东部疫情较为严重有关，疫情扰动对工业生产造成的影响较为明显。
- **汽车：**疫情对汽车产销量两端均有冲击，多地经销商进店和成交都受到影响，汽车零配件供应链运输受阻，根据乘联会数据，4月汽车销量的同比降幅在40%左右。4月17日上海印发重点企业“白名单”通知，复工复产在逐渐推进。
- **家电：**1-3月家电产量同比小幅下降1.2%，1-3月白电销量同比-2.27%（前值-2.25%），整体表现相对平稳。
- **出口：**4月前20日韩国出口增速回升，全球贸易需求有韧性。但国内出口或受疫情约束，供应链效率下降，4月以来八大枢纽港口集装箱外贸吞吐量同比回落，短期国内出口或面临压力。

■ 总结：疫情影响持续，需求不断后置

- 根据中观高频数据，本轮疫情对生产和需求均有明显冲击，在“动态清零”的管控目标下，商品需求的受损程度已超出预期，需求回归的时间窗口也在不断后置，未来继续关注各地疫情状况以及疫情缓解后“需求回补”的节奏和弹性。

第一部分 大宗商品海外宏观分析

整体趋势	全球面临供给冲击，美、日、澳大利亚经济出现反弹
------	-------------------------

美国经济	一季度 GDP ：关注消费回落 & 固定资产投资上升
------	-----------------------------------

欧洲经济	服务业支撑欧元区经济，预计年底加息
------	-------------------

疫情跟踪	美、澳疫情出现反弹，国内无症状感染者回落
------	----------------------

一、海外总览：美国经济韧性&收紧，全球各国维持宽松的赌博

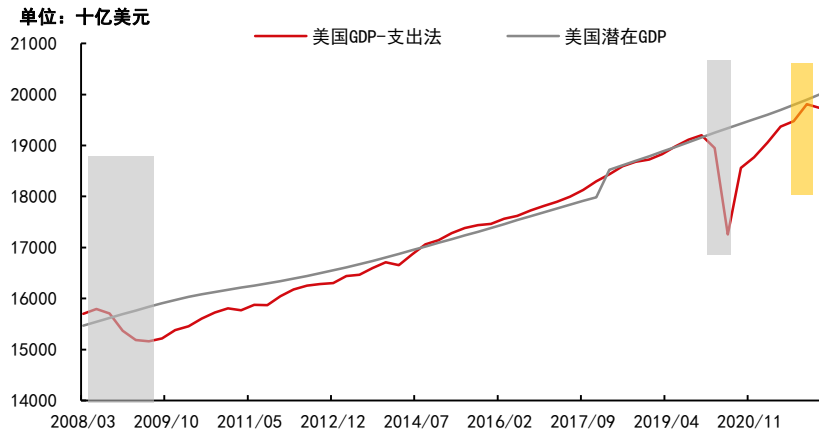
- 美国4月PMI继续上扬，但细节指标并不健康。4月美国Markit制造业PMI录得59.70（前值58.80），继续上扬，然而Markit商务服务指数出现下滑，4月录得54.7（前值58.0，2月56.5），同时4月费城联储制造业指数大降，与3月ISM PMI制造业新订单下滑对应。
- 各国在赌博美联储货币政策的持续性。上周欧央行行长拉加德表示今年三季度结束购债，但会在结束购债后“一周或几个月后加息”，表现鸽派，在通胀爆表下才表态年底加息；日本央行行长黑田东彦22日表示，哪怕日元贬值，日本央行也要维持宽松货币政策，日本央行不至于对央行加大宽松力度表现得如此脆弱，使得日元继续调贬。但中、欧、日的举动，显示对于美国货币的预期。

制造业PMI	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04
全球	55.90	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.20
美国	60.50	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20
欧元区	62.90	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50
德国	66.20	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60
法国	58.90	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70
意大利	60.70	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50
英国	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80
澳大利亚	61.70	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50
日本	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50
中国	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40
印度	55.50	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70
巴西	52.30	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80
俄罗斯	50.40	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20
南非	53.70	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30
越南	54.70	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70

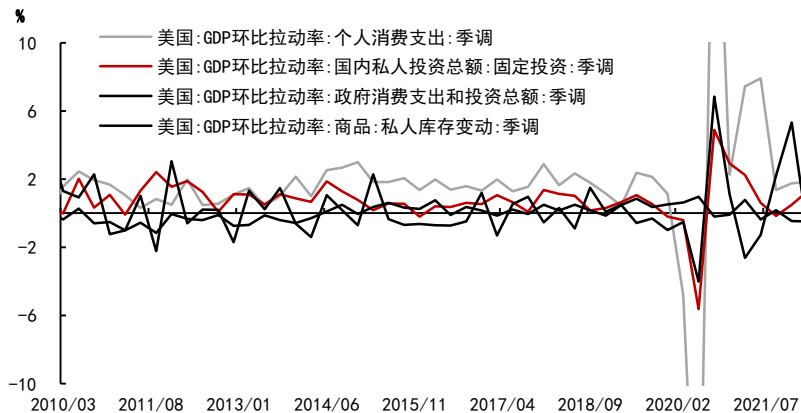
美国一季度GDP不及预期：关注消费回落 & 固定资产投资上升

- 2022年一季度美国实际GDP录得-1.4%（前值6.9%），这是2020年2季度以来唯一负增长的季度。其中外贸平衡恶化使增长减少了3.2%（前值-0.46%），四季度异常出彩的补库需求也拉低了0.8%的增长（前值5.32%），消费拉动并未大幅回落，录得1.27%（前值1.76%），体现了仅有的韧性。值得关注的是，美国私人投资本次拉动1.27%（前值0.17%）。
我们后续将关注私人投资拉动的来源问题。
- 2022年2月23日，白宫发布一份拜登政府落实基建投资的事实清单，公布总额约1000亿美元的各类基建项目，涵盖交通、气候、能源、环境、高速宽带等。3月1日，拜登在国会发表首次国情咨文演讲时强调，将开始修复总长超过6.5万英里的公路和1500座年久失修的桥梁，约占全美“状况不佳”公路总长的38%和“存在结构性缺陷”桥梁的3%。

美国一季度GDP数据不及预期



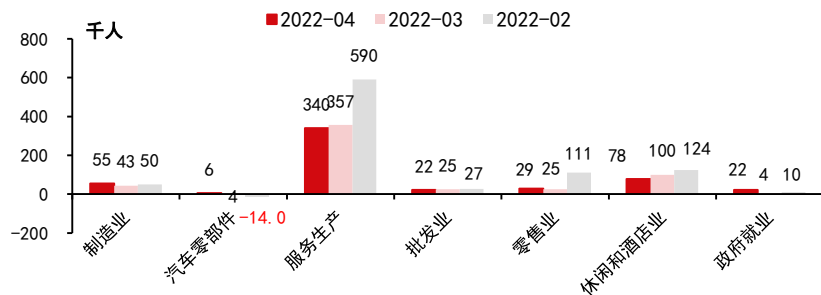
关注固定资产投资对美国经济的拉动 & 消费回落



二、美国4月就业分析：劳动参与率下降，或与近期新冠反弹有关

- 疫情或限制了就业复苏。4月美国非农季调后新增非农就业人口 42.8万人（前值 43.1万人、）；失业率 3.6%（前值 3.6%，预期3.5%）。新增就业的主要贡献项为服务生产、零售业、休闲和酒店业，贡献力度相比前两月下降。劳动参与率出现下降，3月录得61.6%（前值 62.4%），与疫情前63.3%相比差距扩大，这或与4月份美国新冠感染人数反弹有关，4月日均新增病例5万人，而3月已经下降至2.7万人左右。
- 时薪环比上升，平均每周工时边际回落，需求放缓。生产端时薪环比上涨0.2%，出现反弹。而3月平均工时环比录得34.6小时（前值34.6）不变。

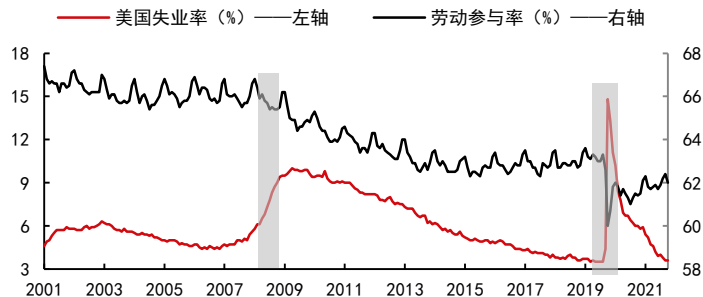
4月新增非农数据：休闲和生产服务继续边际回落



4月平均每周工时并未出现上涨

美国非农生产部门：平均每周工时-左轴

4月劳动参与率下降，或与近期新冠疫情反弹有关



美国职位空缺率一致维持在高位

美国：职位空缺率：非农：总计：季调

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_41331

