

# 类“滞胀”叠加政策调控，大宗商品走势分化

**2021-05-30****◎投资要点：**

◆**海外宏观方面：**4月全球M2增速见顶，关注6月10日欧央行利率决议和6月17日美联储利率决议。美国需求恢复或将边际放缓，市场对需求端充分定价，短期或难超预期，关注二季度是否为美国全年需求环比增速的高点。5月BDI指数上升反应全球供应端仍在恢复；美国产能利用率不断恢复，劳动力供应是拖累。

◆**国内宏观方面：**4月经济温和放缓，其中的亮点部分地产销售、制造业投资；弱势部分是消费、基建投资；工业中性。一季度国内实体经济债务周期已见顶下行，二季度国内外补库周期逐步接近尾声，二季度国内经济已基本确认见顶。

◆**国内中观生产：**6月份，华东地区进入梅雨季节，建筑业步入施工淡季。4月下旬到5月下旬补库周期来源于1-2月社融的高速投放，6-7月或将重新步入去库阶段。

◆**结论：**二季度全球货币增速见顶，市场对全球需求端定价充分，短期或难超预期，利好出尽制约大宗商品价格进一步上行。6月国内结构性“类滞胀”背景下，叠加政策调控，商品价格走势分化严重，贵金属、能源板块表现相对坚挺，其他板块或以阶段性调整为主。

◆**单边策略建议：**a. 甲醇单边逢低做多，滚动持仓；b. 关注聚烯烃逢高做空；c. 镍逢低做多；d. AU12多单持有；AG12多单持有。

◆**套利策略建议：**a. 钢材套利可关注做多卷螺价差；b. 铁矿石关注做多钢厂利润和9-1正套；c. 原油逢低做多汽油裂解价差；d. 逢低做多FU裂解价差；e. 逢低做多BU裂解价差。

◆**风险因素：**欧美流动性收紧超预期、疫苗接种进度不及预期、印度疫情失控、新冠病毒变异、国内疫情反复

**宏观策略组****研究员：**

刘洋洋

从业资格证号：F3023134

投资咨询证号：Z0015411

电话：021-68757223

邮箱：liuyy@qh168.com.cn

**联系人：**

刘晨业

从业资格证号：F3064051

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

**相关研究报告**

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

1. 国际宏观方面.....	4
1.1. 全球货币增速见顶.....	4
1.2. 全球需求或将见顶，供给仍在恢复.....	4
2. 下游行业需求：需求端指标分化，经济步入寻顶阶段.....	5
2.1. 房地产投资延续高景气，基建需求下降.....	5
2.2. 消费持续修复，服务消费或将发力.....	7
2.3. 出口：增长高点或未过.....	7
3. 生产端：季节性偏弱.....	8
4. 具体品种配置策略.....	9

## 图表目录

图 1 美欧中货币增速见顶.....	4
图 2 关注国内流动性拐点.....	4
图 3 财政补贴下的美国居民收入.....	4
图 4 居民收入带动耐用品消费保持高景气.....	4
图 5 房地产投资数据.....	6
图 6 房地产新开工、施工及竣工数据.....	6
图 7 基建投资分项数据.....	6
图 8 政府部门杠杆率.....	6
图 9 企业利润增速与制造业投资.....	7
图 10 产成品库存.....	7
图 11 社零售总额同比数据.....	7
图 12 汽车消费.....	7
图 13 进出口、贸易顺差数据（以美元计）.....	8
图 14 中国出口集装箱运价指数保持在高位.....	8

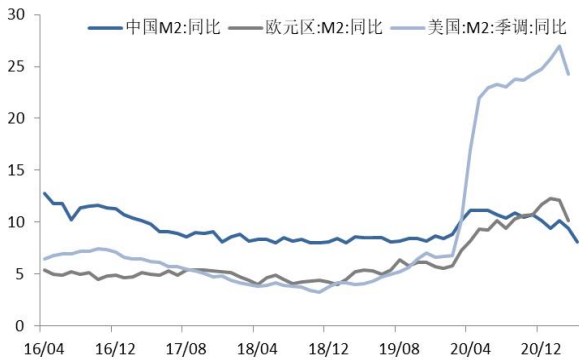
图 15 6 大发电集团日均耗煤量.....	8
图 16 钢材、螺纹钢社会库存.....	8

## 1. 国际宏观方面

### 1.1. 全球货币增速见顶

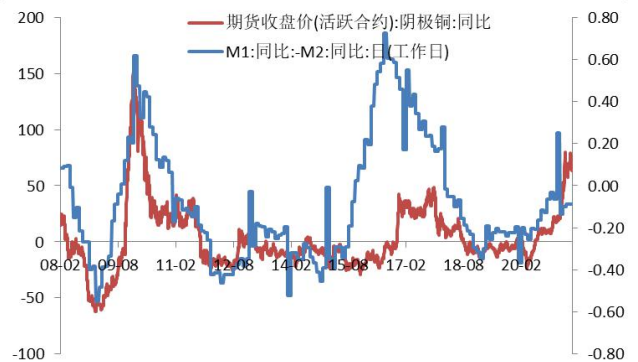
货币周期对商品价格在大方向上有指示意义,大致领先商品价格拐点大概三个月左右。2月美国 M2 增速超过历史最高值,大宗商品价格集体性上涨。在基数效应下,4月印证全球 M2 增速见顶。目前谈美国货币政策开始趋于紧缩为时尚早,但边际上很难出现进一步宽松,全球流动性周期处于见顶回落趋势。

图 1 美欧中货币增速见顶



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

图 2 关注国内流动性拐点

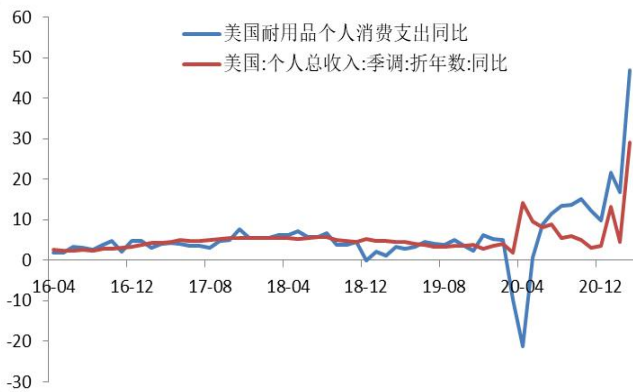


资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

### 1.2. 全球需求或将见顶, 供给仍在恢复

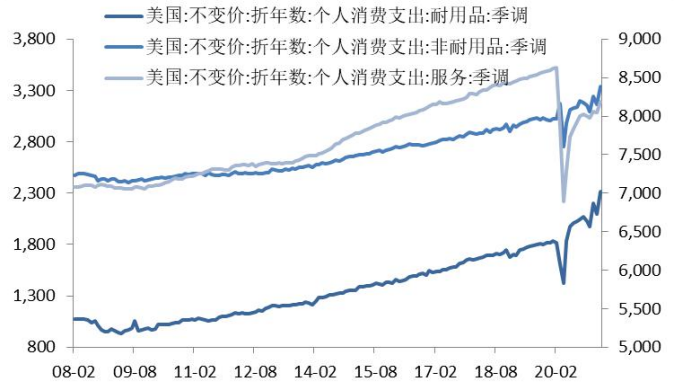
5 月全球集装箱船运流量下滑反映消费回落;美国铁路货运流量显示 3 月需求企稳,5 月或是美国需求顶点。美国耐用品消费 2 月份下滑后,在 3 月中旬的 1.9 万亿财政刺激下重回上涨;年内难见居民端进一步财政刺激政策,4/5 月份居民收入或见明显回落。市场对需求端充分定价,短期或难超预期,关注二季度是否为美国全年需求环比增速的高点。

图 3 财政补贴下的美国居民收入



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

图 4 居民收入带动耐用品消费保持高景气



资料来源: Wind; 东海期货研究所整理

5 月 BDI 指数上升反应全球供应端仍在恢复;美国产能利用率不断恢复,劳动力供应

是拖累。全球集装箱船运与干散货流量增速的差值，反应的是供需缺口。全球制造业生产与订单明显加速、库存水平低位回升但滞后于需求增长；印度疫情严重，供给能力有限；巴西、智利、俄罗斯、美国等大宗商品生产国的疫情相对可控；关注全球范围内影响供给的疫情因素、天气、生产、运输等问题的扰动。

## 2. 下游行业需求：需求端指标分化，经济步入寻顶阶段

4月消费修复动能放缓；投资方面短期受到房地产投资的支撑，制造业投资稳步修复，基建受制于政策调控地方政府有序推进；在美国财政政策刺激和印度疫情扰动下，海外供需缺口仍将拉动出口增速高景气。

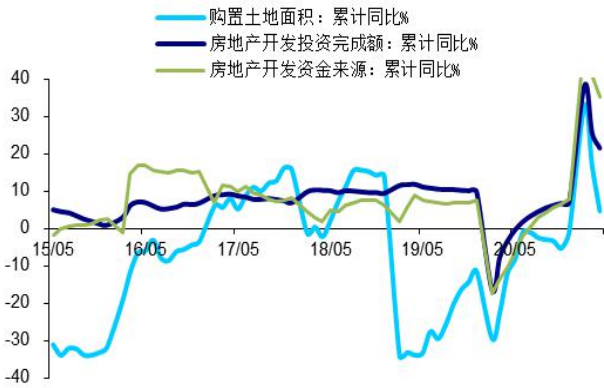
经济环比增速下行，经济步入寻顶阶段。但在政策不急转弯、地产存量施工赶工、基建需求随着资金到位有进一步释放动力的情况下，国内需求的转弱斜率将较为平缓。

### 2.1. 房地产投资延续高景气，基建需求下降

1-4月固定资产投资（不含农户）同比增19.9%，两年平均增速为3.7%，低于1-3月4.2%的复合增速水平。除去2020年1-4月的特殊情况，相较于2018、2019年固定资产投资全年6.1%、5.4%的增速，以及2018、2019年1-4月固定资产投资累计增速的5.4%、7%，两年复合增速3.7%的水平表明投资仍未修复至潜在水平。其中，地产投资延续高景气，制造业投资持续修复，基建投资仍有支撑。

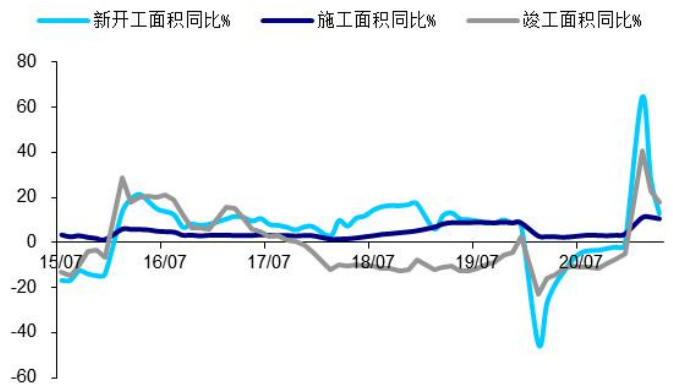
房地产投资延续高增，1-4月两年平均增速攀升至8.4%，高于1-3月7.8%的水平，地产投资持续超预期。1-4月销售增速两年复合增速为9.29%，表明房地产销售仍然较好；且在房地产开发资金来源方面，1-4月复合增速大约在10%的水平，恢复至疫情前较高水平。而在房地产新开工和竣工的符合增速均出现小幅回落，新开工复合增速为负，单月修复放缓，但在销售良好和资金充沛的提振下有望进一步改善。竣工增速低于前值，主要受疫情影响出现延后，竣工面积的短期走弱或将拉长地产投资韧性。

图 5 房地产投资数据



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

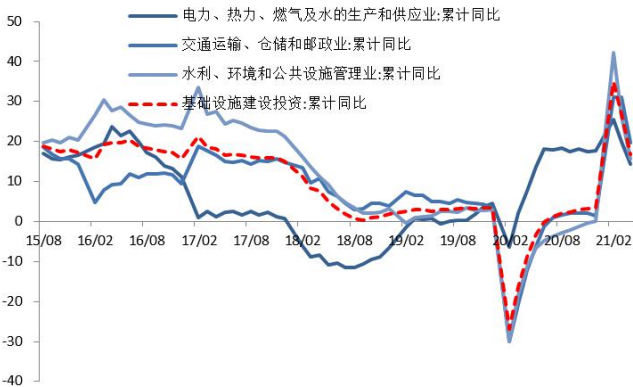
图 6 房地产新开工、施工及竣工数据



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

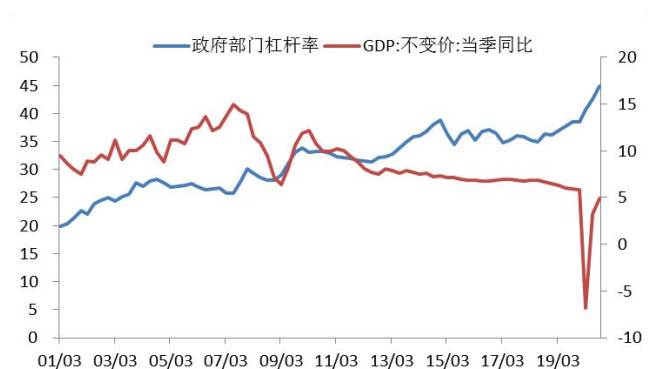
在基建投资方面，1-4月基建增速两年复合增速为2.19%。两会确定3.65万亿美元的专项债新增规模后，各地基建逐步推进项目落地。政策调控地方政府有序推进项目，有必要控制债务，基建投资整体存在后移现象，预计二季度基建投资将维持上涨。但考虑到2021年经济回归常态后，财政政策不会比20年更加积极，基建的需求将有所下降，预计2021全年基建投资将实现3%-4%左右的增长速度。

图 7 基建投资分项数据



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

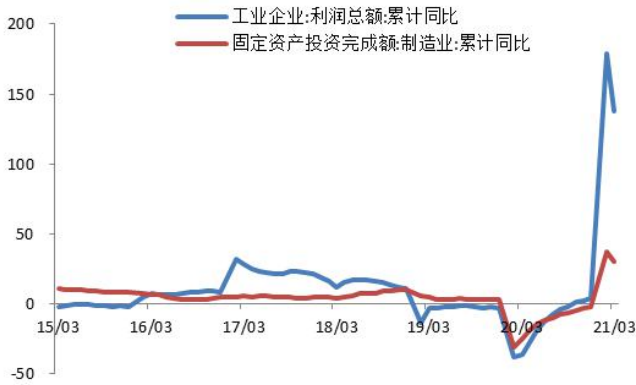
图 8 政府部门杠杆率



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

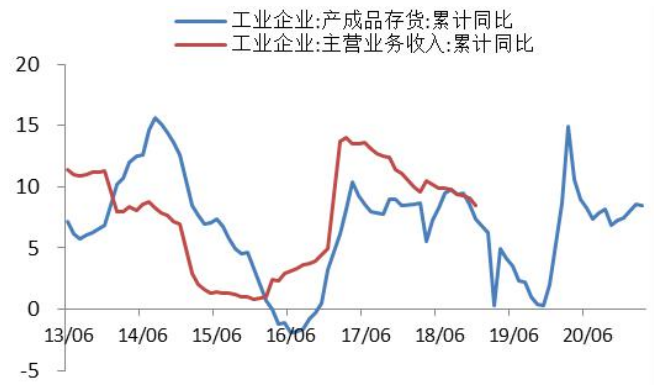
在制造业投资方面，1-4月两年平均增速较1-3月的-0.1%回升0.36个百分点至0.26%。随着经济内生动力修复叠加需求改善、库存去化，一季度制造业投资持续修复。叠加美国财政刺激和欧洲疫情缓解下，需求持续改善，而资源供给国的疫情反复，造成供给端迟迟不能恢复，在供需缺口走扩的拉动下，预计二季度制造业投资仍将持续走强，但上行动能或边际放缓。

图 9 企业利润增速与制造业投资



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 10 产成品库存

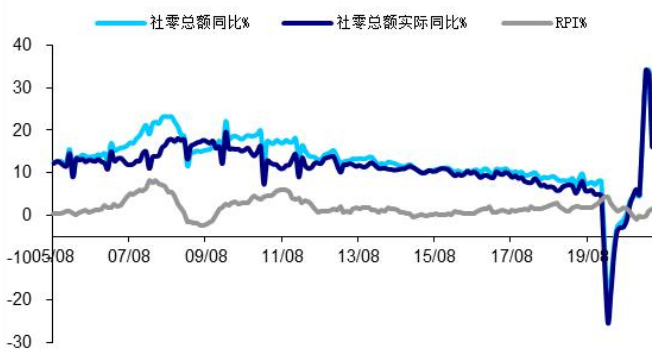


资料来源：Wind；东海期货研究所整理

## 2.2. 消费持续修复，服务消费或将发力

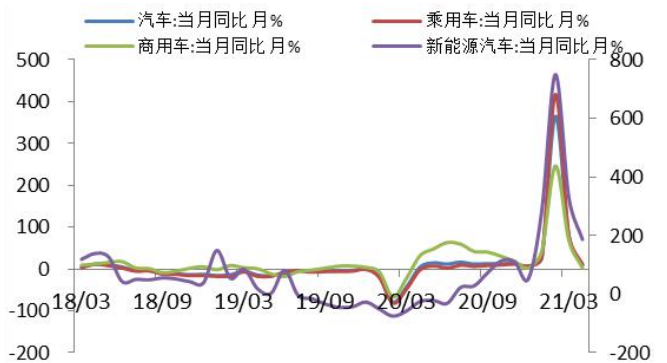
4月社会消费品零售总额同比 17.7%，两年平均增速为回落至 4.34%，低于 3月消费两年符合增速 6.4%的水平，消费修复不及预期。去年同期 2、3 月份在疫情影响下的低基数效应消退后，4月各项消费情况均出现不同程度的回落。其中，汽车、家具和通讯器材消费品的消费高位回落，必选消费的增速也出现不同程度的放缓。随着疫情厚尾效应逐步消退，部分商品消费有望出现回补，或带动整体消费回暖；特别关注服务类消费的改善，但预计整体上行空间有限，需关注受收入增速放缓和消费倾向降低两个因素对消费的压制作用。

图 11 社零售总额同比数据



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 12 汽车消费



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

## 2.3. 出口：增长高点或未过

4月我国出口增速表现强于季节性，欧美疫情逐步得到控制，海外供需缺口仍存，对出口的正向拉动作用仍强。另一方面，印度等新兴经济体疫情恶化，进一步加剧供需缺口，出口高景气或将延续至二季度末。由于投资“金三银四”的季节性，以及就地过年政策的刺激，4月份以来节后复工快于往年，带动工业

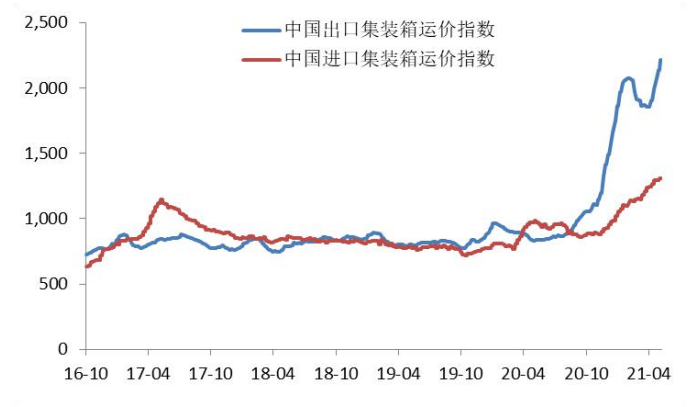
生产整体恢复，且利润保持在较高水平。虽然各地展开的错峰限产，但在高利润的驱动下生产意愿旺盛。5月后逐步进入季节性淡季，施工进度或有所减慢，贸易顺差或将出现走扩。

图 13 进出口、贸易顺差数据（以美元计）



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 14 中国出口集装箱运价指数保持在高位



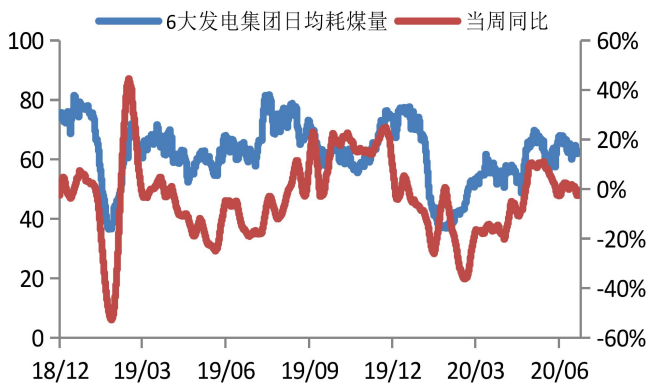
资料来源：Wind；东海期货研究所整理

### 3.生产端：季节性偏弱

4月规模以上工业增加值同比增9.8%，两年平均增速为6.23%，略高于3月工业增加值两年复合增速6.18%的水平，但处于历史均值水平。2020年全年工业增加值增速为2.8%，排除2020年的特殊情况，2018、2019年两年增速分别为6.2%和5.7%。分三大门类看，4月份，采矿业增加值同比增长3.2%；制造业增长10.3%；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长10.3%。4月底基数效应消退，今年以来工业品价格持续上涨，有色金属、原油和钢铁价格出现不同程度改善，主要依靠外需改善的带动和供给端的扰动。随着国内经济“填坑”动能边际放缓，二季度工业增加值增速或将边际放缓。

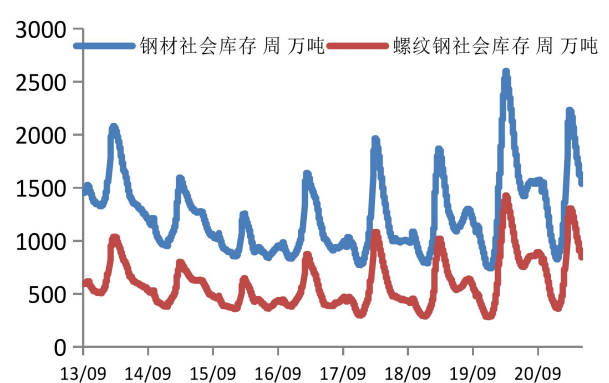
5月中下旬，随着气温回升以及南方雨水增多，建筑业步入施工淡季。4月下旬到5月下游补库周期来源于1-2月社融的高速投放，6-7月或将重新步入去库阶段。

图 15 6大发电集团日均耗煤量



资料来源：Wind；东海期货研究所整理

图 16 钢材、螺纹钢社会库存



资料来源：Wind；东海期货研究所整理



## 4.具体品种配置策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	主跌浪已经结束，6月进入磨底阶段	1. 稳物价背景下，压减粗钢产量政策存在延后可能，叠加钢厂目前仍有利润，供应仍有增长空间 2. 建材进入需求淡季，且地产先行指标走弱；制造业在利润恢复及政策支持下复苏力度强于建筑业 3. 宏观政策重心短期依然在稳物价上面。	需求超预期增长，限产力度加大	成材建议前期空单可逢低减持；激进者可逢低轻仓试多。套利可关注做多卷螺价差
铁矿石	支撑其上涨因素消退，短期以震荡偏弱思路对待	1. 外矿发货量已经回升至历史同期高位水平。 2. 三季度之后国内钢厂存在阶段性检修可能，海外钢厂在剔除基数因素后其产量增长也不及预期 3. 矿石进口利润回升至近几年高位	矿石供应明显收缩，海外钢厂复产力度加快	铁矿石以震荡偏空思路对待；关注做多钢厂利润和9-1正套
焦炭	驱动不足，焦煤提供成本支撑下方空间有限	1. 环保检查撤离，提产概率较大 2. 钢材利润压缩，形成成材-原料负反馈 3. 深贴水，盘面利润为负	新投产能不及预期	震荡操作
焦煤	政策打压后价格回归理性，基本面支撑较好	1. 国内安全检查频繁，进口煤难以补足供应缺口，优质主焦煤供应偏紧 2. 焦企提产概率较大，叠加新产能投放	进口政策扰动	激进者轻仓试多
动力煤	政策打压后价格回归理性，基本面支撑较好	1. 安全形势严峻，暂未看到保供增量 2. 电厂日耗相当于旺季水平，库存低位，即将进入迎峰度夏补库期	保供政策	激进者轻仓试多
原油	关注天气及美伊谈判，油价维持高位震荡	1. 美伊谈判取得进展，但预计整体增量逐步释放，对供需平衡影响有限，建议进一步关注谈判进展。 2. 飓风季到来，关注天气对油价的扰动。 3. 出行旺季临近，去库趋势不改，资金情绪谨慎乐观。	疫情发展超预期；美伊谈判；极端天气	逢低做多汽油裂解价差

<b>聚酯</b>	淡季来临，关注库存及利润变化	1. 油价高位震荡，成本存在一定支撑。 2. TA 方面，主流供应偏紧，阶段性偏强。EG 方面，成本推动逻辑暂时可延续至新装置投产。PF 方面，实际产销不畅。 3. 聚酯进入季节性淡季，建议关注终端订单跟进情况。	油价大幅波动；宏观市场情绪；终端需求恢复情况	根据装置开停工情况，择机多 TA 空 EG。
<b>燃料油</b>	关注海运需求恢复	1: 总体看来，库存去化难以长期延续，供需矛盾进一步加深。 2: 考虑到夏季用电高峰，高硫裂解价差存在走强动力。	油价大幅波动；疫情发展超预期	逢低做多 FU 裂解价差
<b>沥青</b>	等待旺季到来，关注原料短缺	1: 加征消费税对远期价格形成一定提振，关注 BU 远月裂解价差走强。 2: 南方雨水多，基建投资偏紧，需等待旺季到来后的趋势性行情。	油价大幅波动；基建施工节奏	逢低做多 BU 裂解价差
<b>甲醇</b>	震荡	港口基差偏强，库存低位，有可能会通过期货上涨的形式修复基差。期货下跌，有刚需支撑。甲醇受上下游利润挤压影响，预计 6 月价格仍以震荡为主，振幅收窄。单边可在震荡区间下沿逢低做多。月底基差走强可择机纸货反套。	供应超预期，MTO 意外停车。	单边逢低做多，滚动持仓
<b>聚烯烃</b>	震荡偏弱	聚烯烃基本面偏弱，预期有产能投放压制，中游库存的消耗难以通过下游需求带动，预计通过对边际供应的收缩调整。价格预计以震荡走弱为主。	投产无法兑现，装置意外停车，进口持续减少，下游需求超预期。疫情反复等等	91 反套，单边推荐聚烯烃逢高做空
<b>铜</b>	趋势向好，偏强运行	全球经济持续复苏，流动性宽松下再通胀预期高涨，铜价顺周期上行趋势未止。拜登政府提议 6 万亿美元新基建计划，大超市场预期，再次提振市场情绪，且近日矿端扰动频发，铜价有望再次走强。不过仍需警惕国家高层控制大宗商品价格所带来的政策调控风险。	疫情发展超预期、宏观政策变动、下游需求不及预期	前多持有

<b>镍</b>	短期基本面有支撑，镍价有望企稳回升	短期供应端受限，需求端有支撑，基本面依然偏强，供需错配的矛盾仍有发酵的可能	宏观风险、海外镍进口超预期、不锈钢需求不及预期	逢低做多
<b>沪铝</b>	供应干扰进行时，关注短多操作机会	近期供应扰动有所增大，在短期产能弹性面临政策约束的情况下，供应端的缺口或将继续存在。铝价仍有上行空间，但下游畏高导致复工进展放缓，预计短期铝价高位震荡缓慢爬升。	限电政策，供应干扰	高位回调后仍可继续布局多头头寸
<b>沪锌</b>	矿端供应紧张趋势不改，加工费持续低位	在冶炼利润触底回升的情况下，在企业的生产积极性已经有所好转。国内社库加速去库，国内精锌产量预期偏保守，沪锌整体延续偏高区间震荡市的概率较大。	加工费变化，冶炼产出量变化	短多长空。
<b>沪锡</b>	锡矿紧张局势有望改善，消费有望继续回升	锡锭内松外紧的局面仍在延续，伦锡对沪锡的价格支撑尚存。云南限电影响部分锡冶炼产能，考虑到该政策的不确定性，暂时离场观望。	限电政策影响	观望
<b>黄金</b>	中期多头逻辑或持续，长期仍存利空	美国劳动力市场修复似放缓，物价仍趋于上涨，中期“类滞胀”环境或延续。资金上黄金ETF持仓、期金净多仓增加，看涨力量增强。	疫情受控，美联储表态鹰派	AU12 多单持有
<b>白银</b>	跟随金价，中多长空	中期来看，上涨弹性较黄金更大。长期来看金银比较低白银酝酿更大下行风险。	疫情受控，美联储表态鹰派	AG12 多单持有
<b>玻璃</b>	中期或偏弱，长期仍看好	库存小幅增长，供应端仍有产线复产需求端或迎淡季，中期基本面或稍有稍有转弱。长期来看终端需求仍有韧性，8月、四季度传统需求旺季。	长期需求增长不及预期	FG09 逢低布局多单
<b>纯碱</b>	中长期仍较看好	库存小幅下降，供应端突发检修需求端有刚需支撑，中期基本面或继续改善。长期来看关注光伏玻璃产线投产是否符合预期。	上下游博弈，光伏玻璃产线投产不及预期。	SA09 多单持有

<p style="text-align: center;"><b>生猪</b></p>	<p>逢低布局远月多单</p>	<p>生猪现货市场遭受抛压,150kg 以上大猪在炎热天气到来之前仍有集中出售压力。屠宰场持续压低屠宰价格,收购冻品建立库存;需求淡季大背景下,猪肉消费不足。但是需求在缓慢爬坡;中猪存栏出现断档,该批大猪出清后续标猪供应不足;南方进入梅雨季节,疫情有可能再次传播。</p>	<p>疫情复发改善、养殖需求恢复不及预期</p>	<p>操作上建议观望, LH2101 合约入场区间 19000-20000 之间。</p>
<p style="text-align: center;"><b>股指</b></p>	<p>风格转换, IC 与 IH 比价走强策略离场</p>	<p>资金面的持续宽松、大宗商品价格回落、长债收益率下行等因素推动当前权益市场走强。但当前经济动能不强, 社融、M2 增速的回落也不利于风险偏好提升, 本轮反弹的持续性尚待观察。板块方面, 通胀上行势头减缓, 前期累积了大量涨幅的顺周期板块趋弱, 资金面宽松、利率预期下行的局面更利于成长股。IC 相对 IH 的优势或已不在。</p>	<p>美债利率上升超预期、海外疫情超预期。</p>	<p>积极资金可逢低试多 IF; IC/IH 比价走强策略离场。</p>

## 分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

## 免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**东海期货有限责任公司研究所**

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：[www.qh168.com.cn](http://www.qh168.com.cn)

E-MAIL: [Jialj@qh168.com.cn](mailto:Jialj@qh168.com.cn)