

2021年5月15日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457

## 新冠疫情大幅缓解，大宗商品过快上涨引关注

### 内容提要

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从4月29日的低点90.3万下降至近期的70.0万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，疫情仍可能继续快速蔓延，全球疫情管控措施可能边际加强。就趋势看，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。

据Citymapper统计的36个全球大城市数据，5月14日全球主要36个大城市活动指数均值为41.5%，较5月9日的40.0%，上升1.5个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月9日相对于5月2日的上升0.5个百分点，活动指数攀升速度提升。全球经济活跃度上升，攀升动能加强。

5月CPI同比和PPI同比大概率上行，产出缺口为正，经济周期或属于类过热期，资产配置建议：商品>股票>债券>现金，但近期国务院强调大宗商品价格过快上涨需做好市场调节或压制商品价格。

我们认为，就当前看，中国经济复苏不均衡、经济景气度下行、出口承压、物价快速上升、社融数据不及预期、国务院强调大宗商品价格过快上涨需做好市场调节、美债收益率处上升通道、美国拟提高税率、美国通胀跃升、美国经济走弱、美联储边际收紧货币政策等，对市场情绪形成压制。不过中国经济处复苏通道、景气度在扩张区间、利润增速大幅跃升、资金利率处于低位、政策保持对经济恢复的必要支持力度，全球新冠疫苗接种持续推进、新冠病毒新增确诊人数快速下降，为市场情绪提供支撑。

### 风险提示

经济复苏不及预期；疫情爆发超预期



请务必仔细阅读正文之后的声明

## 一、全球疫情追踪

全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数从4月29日的低点90.3万下降至近期的70.0万。我们认为，随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为正增加，疫情仍可能继续快速蔓延，全球疫情管控措施可能边际加强。就趋势看，随着气温逐步的升高和疫苗接种的稳步推进，预计全球疫情管控措施趋势减弱，全球复工复产趋势稳步推进，我国经济增长有较强支撑。

据Citymapper统计的36个全球大城市数据，5月14日全球主要36个大城市活动指数均值为41.5%，较5月9日的40.0%，上升1.5个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月9日相对于5月2日的上升0.5个百分点，活动指数攀升速度提升。全球经济活跃度上升，攀升动能加强。

## 二、美、欧宏观经济回顾

上周，主要受美国通胀超预期快速跃升、零售销售增长陷入停滞、初请失业数据好于预期等影响，美国主要股指先跌后涨。标普500指数周累跌1.39%，道指周累跌1.14%，纳指周累跌2.34%。美国标普500必需消费股指和金融股指表现最强，上周分别上涨0.38%和0.28%，美国标普500非必需消费股指和信息技术股指表现最弱，上周分别下跌3.69%和下跌2.23%。

36个城市中美国的城市共9个，5月14日较5月9日活动指数上升的城市共7个，城市活跃度均值上升3.2个百分点，而5月9日相对于5月2日活动指数上升的城市有8个，城市活跃度均值上升1.3个百分点，显示美国复工复产的速度上周较上上周攀升且美国城市经济活跃度上升的城市减少。最新数据显示，美国2021年1月8日新冠肺炎新增确诊人数创历史新高以来逐渐回落，4月中旬以来新增确诊人数持续走低。上周美国新冠肺炎新增确诊人数环比减少19.4%（上上周均值环比减少14.4%），美国新增确诊人数下降。3月2日拜登宣布，到5月底，美国将有足够疫苗供应全美所有成年人。美国传染病专家福奇表示，今年初秋时美国人的生活大体能恢复正常。

美国 4 月非农就业人数增长 26.6 万，失业率 6.1%。市场之前预计美国将新增 100 万个就业岗位，失业率为 5.8%。美国低技能就业岗位缺乏增长。因过去两月人数下修了 7.8 万，4 月数字非常疲软。

上周四经济数据显示，美国 4 月生产者价格涨幅超预期，通胀压力上升。美国 4 月生产者价格指数（PPI）环比上涨 0.6%，同比上涨 6.2%，创 2010 年开始追踪该项数据以来的最大同比涨幅。此前经济学家平均预期该指数同比增长 0.3%、环比增长 3.8%。扣除波动性的食品、能源与贸易复苏因素不计，4 月核心 PPI 环比增长 0.7%、同比增长 4.6%。

伴随二手车价格创纪录最大涨幅，美国 4 月消费者价格指数（CPI）出现 2009 年以来最大幅度的上涨，表明企业在需求升温之际能够转嫁上升的成本，通胀压力正在积聚。受此影响，美债收益率大涨 6.2 个基点至 1.686%，创 4 月 13 日以来新高。

美国劳工部上周三公布的数据显示，4 月消费者价格指数（CPI）环比上涨 0.8%，大于 3 月 0.6% 的环比涨幅。不含食品和能源成本的核心 CPI 指数环比上涨 0.9%。彭博调查显示，预估中值为整体 CPI 上升 0.2%，核心 CPI 上升 0.3%。4 月 CPI 同比涨幅升至 4.2%，因新冠疫情造成 2020 年 4 月指数格外低。尽管美联储官员和经济学家认为通胀上升是暂时的，但尚不清楚在大宗商品价格飙升、政府数万亿美元经济刺激措施出台和劳动力成本有初步升高迹象的情况下，通胀压力上升是否正变得更持久。核心 CPI 同比上涨 3%，过去一年来，核心 CPI 同比涨幅都曾保持在 2% 以下。

上周美国常规失业救济申请人数跌至疫情爆发以来的新低。美国劳工部上周四报告显示，截至 5 月 8 日当周，常规首次申领失业金人数下降 3.4 万，总数降至 47.3 万。经济学家预期中值为 49 万。前一周的数字上修为 50.7 万人。随着美国民众接种疫苗，且消费者需求增长，劳动力市场继续改善。越来越多的企业和州取消防疫限制。包括南卡罗来纳州和蒙大纳州在内的几个州最近表示，计划退出联邦失业救济计划。

美国财政部周三表示，本财年前七个月美国联邦预算赤字扩大至创纪录的 1.9 万亿美元，高于去年同期的 1.5 万亿美元赤字。美国财政部表示，政府为受疫情影响的美国人提供支持导致了支出增加。今年 4 月的赤字为 2260 亿美元，低于 2020

年同月的 7380 亿美元。在截至 9 月 30 日的 2021 财年的前七个月，收入增长了 16%，支出增长了 22%。4 月份收入上升了 82%，而支出下降了 32%。去年，政府把所有的税款都推迟到 7 月。今年只有个人所得税被推迟缴纳。

美国总统拜登与六位共和党参议员举行会议时表示，他愿意在其 2 万亿美元的基础设施计划上做出妥协。这些参议员已经强调了与拜登存在的重大分歧，但表示或许有可能达成协议。拜登说。“我准备做出让步。”不过，共和党内部普遍反对拜登计划的规模以及为其支出计划提供资金的增税方案。“今天共和党人将了解美国总统对达成基础设施协议是否是认真的，” 与会的密西西比州联邦参议员 Roger Wicker 周四早些时候在推特上表示。“我们的会议有一个真诚的方案在桌面上。我们准备好与总统和我们的民主党同事合作。”

美国 4 月零售销售基本持平。3 月零售销售因政府向大多数美国人发放的 1400 美元刺激支票而大幅攀升。美国商务部上周五报告称，美国 4 月份零售销售为 6199 亿美元，环比增幅为 0%，不及预期 1%。美国 4 月份核心零售销售数据环比下降 0.8%，预期为增长 0.3%。13 个零售类别中有 8 类销售额在 4 月下降，其中服装店下降幅度最大，饭店和汽车经销商的零售额上升。美国汽车经销商 4 月销售额较上年同期上升 685 亿美元至 1299 亿美元。剔除食品服务、汽车经销商、建材及加油站销售数据，美国 4 月零售销售“控制组”环比下降 1.5%。美国 4 月份进口价格指数同比 10.6%，预期 10.2%。在此之前受到政府向大多数美国人发放的 1400 美元经济刺激支票推动，美国 3 月销售额同比增长超过 10%。虽然市场已经预料到 4 月零售支出将放缓，但很少有人预测到其涨幅为零。

美联储上周五公布的数据显示，4 月份制造业产值增加 0.4%，3 月份增幅被上修至 3.1%。包括矿业和公用事业产出的工业总产值 4 月份增长 0.7%，前一个月数据修正后为增长 2.4%。接受调查的经济学家预估中值为制造业产值增长 0.3%，工业产值增长 0.9%。上个月，机动车产量下降了 4.3%，前一个月为增长为 3.8%。美国汽车制造商遭受全球芯片短缺的重创，部分工厂停工并降低产量。剔除汽车和零部件，制造业产值增长 0.7%，前一个月为增长 3.1%。工业总产值仍比去年 2 月即疫情爆发前低约 3%。

上周五公布的数据显示，密歇根大学 5 月消费者信心指数初值从上月的 88.3 降至 82.8，大幅低于彭博调查得到的经济学家预测。数据显示，未来一年通胀率的预期在 5 月升至 4.6%，创下十年来最高水平。4 月份消费者对未来一年通胀率的预测为 3.4%。这份截至 5 月 12 日进行的调查显示，现状指数降至 90.8，预期指数下降超过 5 个点至 77.6。

### 三、国内宏观经济回顾

上周美国三大股指下跌，北上资金净流入，短期利率攀升，五个交易日，A 股主要股指上涨。上周，风格偏好高 PE、高 PB 和大盘股，与上上周偏好低 PE、低 PB 和小盘股不同。从风格分类股票指数看，金融股指数累涨 2.44%，周期股指数累跌 0.35%，消费股指数累涨 4.35%，成长股指数累涨 2.27%，稳定股指数累涨 0.72%。上周以一级行业分类的板块中，涨跌幅前 5 的行业分别是医药、食品饮料、非银行金融、计算机和餐饮旅游，涨跌幅后 5 的行业是钢铁、有色金属、建材、煤炭和轻工制造。

价升量跌，美元计外汇储备攀升，人民币升值动能强。5 月 7 日国家外汇管理局公布了我国 2021 年 4 月外汇储备数据，官方储备资产：外汇储备 31982 亿美元，前值 31700 亿美元，环比增加 282 亿美元。点评：1、4 月美元指数走弱，月跌 2.02%，欧元兑美元升值 3.35%，英镑兑美元升值 1.16%，日元兑美元升值 1.61%，估值效应对美元计外汇储备呈正面影响。量方面，SDR 口径外汇储备 4 月环比减少 96 亿 SDR。价升量跌使美元计外汇储备攀升。美元指数 4 月较大幅攀升的背景下，人民币（以美元兑人民币即期汇率衡量）升值 1.56%，小于美元指数的下跌幅度。一定程度说明 5 月在美元指数仍较快下降的期间人民币升值的动能较强。2、5 月初，因美元指数快速下降，人民币对美元升值。2021 年 5 月 7 日较 2021 年 4 月 30 日美元指数下降 1.16%，在同时间段人民币兑美元升值 0.20%。我们判断，虽然美国新冠疫情蔓延速度明显下降，疫情对美国经济的冲击渐小，但美国非农数据非常疲软或使美国货币政策维持宽松，经济“美缓中稳”，5 月人民币汇率仍有较强升值动能。3、4 月中美 10 年期国债收益率之差的均值为 157BP，低于 2021 年 3 月的 165BP，2021 年 5 月 6 日，中美利差为 159BP，较 4 月上升，维持在历史较高位置。美国 4 月经济数据偏弱

(非农就业数据、ISM 制造业 PMI 和 ISM 非制造业 PMI 等)，美债利率难快速攀升，短期中美利差大概率仍维持高位。4、当前欧元区（欧元区 4 月经济景气指数高于预期，但 4 月 Markit 制造业 PMI 不及预期）经济数据略强于美国、叠加美国大概率维持货币政策宽松，或使美元指数在 5 月仍处下降通道。5、整体美元指数下降，较宽松的货币政策环境，利多商品价格和 A 股。

进口、出口增速超预期，短期有支撑，长期承压。以美元计，4 月出口同比 32.3%，高于预期的 22.0%，前值为 30.6%，累计同比 44.0%，前值为 49.0%，进口同比 43.1%，高于预期的 38.1%，前值为 38.1%，累计同比 31.9%，高于前值的 28.0%。点评：1、以美元计，2021 年 1-4 月，东盟为我国第一大贸易伙伴，与去年全年一致。由于低基数的原因，4 月我国对东盟、欧盟、美国和日本进出口累计同比仍高，但因基数效应减弱，4 月累计同比整体较 3 月下降。2、4 月美元指数大幅走弱，月跌 2.02%，人民币兑美元升值 1.56%，人民币升值有利于进口且一定程度拖累出口，进口和出口超预期因内外需偏强。我国 4 月制造业 PMI 下降，其中生产 PMI、新订单 PMI 和新出口订单 PMI 较大幅下降，指向我国进口、出口同比增速均有下行压力。3、值得关注的是，因去年低基数，3 月美国零售同比和欧盟 27 国零售同比较前值大幅攀升，但同样低基数的生产却恢复缓慢，欧美工业产出同比明显低于零售同比。二月中旬以来全球疫情再度快速蔓延，3 月数据显示欧美消费恢复好于生产，说明短期我国出口增速有一定支撑。下半年，随着美欧疫情接种的持续推进，欧美生产料将逐步恢复，而消费增速趋势下降，我国出口增速大概率趋势下降。4、我国进口增速长期有一定支撑。今年 3 月，中国社零增速大幅攀升至 34.2%，大幅高于前年同期的 8.7%，IMF 预计中国 GDP 实际增速可能达 8.44%，美欧低于 6.4%。因美欧国民逐步接种新冠疫苗，全球经济活动正逐步回升，美欧对居民的疫情补贴或将逐步退出，叠加美欧消费的基数效应逐步减弱，美欧消费或在 4 月达到极值点后趋势较快回落而中国消费增速有较强攀升动能（消费实际增速向 GDP 实际增速回归），我国需求大概率由 2020 年的外强于内逐渐转变为 2021 年的内强于外。5、我国进出口增速好于预期，利多商品，有利于相关 A 股产业链。

由中国证券监督管理委员会编著的《中国资本市场三十年》今年 4 月正式出版，

易会满在序言中表示，证监会将立足新发展阶段，贯彻新发展理念，服务新发展格局，落实“建制度、不干预、零容忍”方针，坚持敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险、形成合力，坚定不移深化资本市场改革开放，着力提高直接融资比重，以注册制和退市制度改革为抓手，全面加强基础制度建设，全面提升市场治理能力和水平，提高上市公司质量，强化市场功能发挥，促进投融资协同发展，持久优化市场生态，牢牢守住不发生系统性风险的底线，更好地服务经济社会高质量发展。点评：《中国资本市场三十年》有九方面内容锚定了改革发展的方向，有利于提高资本市场的规范化程度，对市场正常波动的干预将减少，但对资本市场的违规违法行为将加大监管力度，资本市场将更加成熟，整体有利于 A 股市场。

中国（海南）改革发展研究院院长迟福林预计，到 2025 年我国居民人均消费支出水平有望接近 3 万元；“十四五”将成为全球最大的商品消费市场。2025 年我国服务贸易规模将达 1 万亿美元以上，到 2035 年将成为全球最大规模的服务贸易国。迟福林指出，中国消费潜力的释放与市场的开放，将成为世界经济增长的重大利好。预计未来 5-10 年，我国对全球经济增长的贡献率仍有望保持在 25%-30%，仍是拉动全球经济增长的“主引擎”。14 亿人的消费大市场是“世界的市场、共享的市场、大家的市场”。点评：“十四五”我国将成为全球最大的商品消费市场，叠加我国是全球最大制造业国家，产需两旺使我国与全球贸易融入度延续高位，我国在全球贸易规则制定的话语权将持续提升，中美贸易关系大概率竞争和合作共存。

央视新闻：欧盟各国领导人就暂缓新冠疫苗知识产权豁免达成一致。他们认为，新冠疫苗知识产权豁免问题并非当务之急，欧盟各国面临许多更为紧迫的问题。欧洲需要加快疫苗生产，提高疫苗产量，保证疫苗分发公平合理。疫苗知识产权豁免问题虽然重要，但不是中短期要讨论的问题，须从长计议。据环球网，美国政府前不久表态支持放弃新冠疫苗的知识产权，对此，辉瑞 CEO 阿尔伯特·伯拉给公司员工写了一封公开信，公开与放弃疫苗知识产权的事情唱起了反调，称他“坚决”反对此事，并希望“坦率”探讨一番他的看法，同时“透明”地介绍一下辉瑞是如何确保疫苗公平分发的“事实和实情”。点评：虽然欧盟各国领导人就暂缓新冠疫苗知识产权豁免达成一致，但全球均希望尽快普及安全有效的疫苗，结束新冠肺炎疫情。

美欧和我国对新冠疫苗的知识产权保护料将有所放松，对 A 股具有知识产权的相关上市公司造成一定负面冲击，但全球经济复苏节奏或加快，整体利多 A 股。

4 月季调后非农就业人口新增 26.6 万人，预期增 97.8 万人，前值增 91.6 万人；失业率为 6.1%，预期 5.8%，前值 6%。美国低技能就业岗位缺乏增长。因过去两月人数下修了 7.8 万，4 月数字非常疲软。拜登上周五表示，4 月份的就业增长低于预期，表明美国经济仍在艰难地从疫情大流行中恢复，现在比以往任何时候都更需要他的大规模基础设施和家庭支持法案。点评：美国非农就业数据“爆冷”，说明美国离实现最大就业率和稳定物价的目标相差甚远。美联储鲍威尔近期表示，美国经济复苏不均衡，目前的货币经济政策立场会继续，美联储将继续坚持 QE 和货币利率接近于零等高度融通性货币政策。市场预期美联储收缩购债计划的节奏将放缓，并且料将促使美国财政政策加大刺激力度，整体利多商品价格和 A 股。

黑色系商品集体“疯狂”，交易所紧急出手降温。大商所表示，铁矿石期货 8 个合约涨停，下一交易日相关合约涨跌停板幅度及保证金水平将相应上调。郑商所宣布，5 月 13 日结算时起，动力煤期货合约交易保证金标准调整为 12%，涨跌停板幅度调整为 8%；5 月 11 日当晚夜盘交易时起，交易手续费标准调整为 30 元/手，日内平今仓交易手续费标准调整为 30 元/手。上期所决定，5 月 12 日交易起，螺纹钢 Rb2110 合约日内平今仓交易手续费调整为成交金额万分之一，热轧卷板 Hc2110 合约日内平今仓交易手续费调整为成交金额万分之一。大商所强调，近期市场运行不确定因素较多，大宗商品，特别是焦煤、焦炭和铁矿石价格波动较大。请各市场主体理性合规参与，防控风险，确保市场平稳运行。点评：近期黑色系趋势上涨虽主由供求双方原因共定，但昨日的快速大幅上涨有较明显的投机行为，交易所紧急上调相关合约涨跌停板幅度及保证金水平，有利于黑色系商品价格向理性回归，短期利空黑色系商品。

国家发改委要求做好 2021 年降成本重点工作，继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元；继续运用普惠性再贷款再贴现政策支持国民经济重点领域和薄弱环节。点评：国家发展改革委新闻发言人孟玮近期表示，有针



对性地实施好结构性减税等措施，做到保就业保民生保市场主体的政策力度不减，落实支持小微企业和个体工商户的各项措施。当前，虽然我国经济保持较快经济复苏的势头，但结构分化比较明显，前期较强势的投资和出口增长放缓，城镇消费攀升乏力，2021 年需降成本以支撑我国经济平稳发展，降成本措施出台，利多 A 股。

市场监管总局部署加强重点领域反不正当竞争执法，要求聚焦市场主体、群众反映强烈的突出问题，和影响市场公平竞争难点、堵点问题，加大执法力度，查办一批重点案件，严惩一批违法主体，曝光一批典型案例，提高法律震慑力，维护公平竞争市场环境。点评：4 月最高人民法院发布《人民法院知识产权司法保护规划（2021—2025 年）》提出，加强反垄断和反不正当竞争审判。当前正处我国经济增速从高增速向中等增速切换阶段，提升企业的核心竞争力是重中之重，维护企业间的公平竞争才能更好的服务社会，。

市场分析人士称，内有强数据力挺，外有弱美元助攻，近期人民币汇率升值较快，反映了市场供求力量变化，也是汇率弹性增强的有力体现。来自基本面因素支撑依旧，但美元汇率走势不确定性犹存，人民币汇率将在双向波动中保持基本稳定，人民币资产具备长期吸引力。点评：2021 年 5 月 7 日较 2021 年 4 月 30 日美元指数下降 1.16%，在同时间段人民币兑美元升值 0.20%。我们判断，虽然美国新冠疫情蔓延速度明显下降，疫情对美国经济的冲击渐小，但美国非农数据非常疲软或使美国货币政策维持宽松，经济“美缓中稳”，5 月人民币汇率仍有较强升值动能。美国 4 月经济数据偏弱（非农就业数据、ISM 制造业 PMI 和 ISM 非制造业 PMI 等），美债利率难快速攀升，短期中美利差大概率仍维持高位。当前欧元区（欧元区 4 月经济景气指数高于预期，但 4 月 Markit 制造业 PMI 不及预期）经济数据略强于美国、叠加美国大概率维持货币政策宽松，或使美元指数在 5 月仍处下降通道。整体美元指数下降，人民币资产具备长期吸引力，较宽松的货币政策环境，利多商品价格和 A 股。

财联社 5 月 11 日讯，今天（11 日）上午 10 时，国新办举行新闻发布会，介绍第七次全国人口普查主要数据结果并答记者问。国家统计局局长宁吉喆在会上通报，全国人口共 141178 万人，与 2010 年的 133972 万人相比，增加了 7206 万人，增长 5.38%；年平均增长率为 0.53%，比 2000 年到 2010 年的年平均增长率 0.57%下降 0.04

个百分点。数据表明，我国人口 10 年来继续保持低速增长态势。全国人口中，男性人口为 723339956 人，占 51.24%；女性人口为 688438768 人，占 48.76%。总人口性别比为 105.07。全国人口中，0—14 岁人口为 253383938 人，占 17.95%；15—59 岁人口为 894376020 人，占 63.35%；60 岁及以上人口为 264018766 人，占 18.70%，其中 65 岁及以上人口为 190635280 人，占 13.50%。与 2010 年第六次全国人口普查相比，0—14 岁人口的比重上升 1.35 个百分点，15—59 岁人口的比重下降 6.79 个百分点，60 岁及以上人口的比重上升 5.44 个百分点，65 岁及以上人口的比重上升 4.63 个百分点。点评：相比 2010 年，我国人口保持平稳增长，更难能可贵的是 0—14 岁人口的比重上升 1.35 个百分点，说明我国生育政策放宽取得了积极成效。人口数据向好，或提振市场情绪。值得注意的是，人口老龄化程度进一步加深，我国将持续面临人口长期均衡发展的压力，生育政策的进一步放开的政策可期，后续可关注相关人口政策。

国家统计局：中国 4 月 CPI 同比上涨 0.9%，预期涨 0.9%，前值涨 0.4%。1 到 4 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 0.2%。中国 4 月 PPI 同比上涨 6.8%，预期涨 6.2%，前值涨 4.4%。1 到 4 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 3.3%，工业生产者购进价格上涨 4.3%。4 月份，国内消费需求继续恢复，物价运行总体平稳；其中，食品价格下降 0.7%，降幅与上月相同，影响 CPI 下降约 0.14 个百分点；食品中，猪肉价格同比下降 21.4%，降幅比上月扩大 3.0 个百分点。点评：当前居民对物价上涨的感受并不深，因为当前物价大幅上行的是 PPI 而不是 CPI，但 CPI 增速已经连续三个月攀升。4 月 PPI 同比已经升至 6.8%，预计 5 月仍快速攀升。PPI 同比处于高位将持续推动 CPI 非食品同比快速攀升。不过，因为 CPI 非食品项包含多个分项，且升降并不一致，使得 CPI 非食品同比上涨幅度远小于 PPI 同比。预计 PPI 同比在 5-6 月阶段性见顶，PPI 同比驱动非食品项 CPI 同比攀升的动能将逐渐减弱。下半年 CPI 同比驱动力将由 PPI 同比转为其他分项。当前，CPI 同比八大分项中除了交通和通信由 PPI 同比高升驱动快速上升外，其他分项同比处于低位并没有明显抬升。去年以来，我国生产恢复快于消费，上游企业产成品价格高于中下游，当前消费快速恢复，原材料价格上涨将持续推升中下游价格攀升，预计下半年 CPI 同比将

继续攀升，明年 CPI 同比或趋势下降。根据我们测算，CPI 同比今年 11 月达到高点 3.4 左右后趋势下行，无需过多担心通胀。

央行发布一季度货币政策执行报告称，总体看，美债收益率上行和未来美联储调整货币政策对我国的影响有限且可控。下一步，货币政策要稳字当头，保持货币政策的主动性，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。中长期看，我国经济运行平稳向好，总供求基本平衡，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。点评：一季度报告指出了当前主要的内部风险和外部风险，两篇专栏分别分析了当前国内外物价走势和美国国债收益率上行，下一步要保持货币政策的稳定和主动性，健全现代货币政策框架和精准开展公开市场操作。央行认为输入性通胀风险较低，对通胀仍处观望期，美债利率仍有上行空间，但对我国的影响有限且可控。总体看执行报告符合市场预期，货币政策以稳为主，不会快速收紧。截至 5 月 12 日，央行已连续 51 个交易日每日只开展 100 亿元的逆回购“迷你”操作。

财政部网站昨日晚间披露，财政部、全国人大常委会预算工委、住房城乡建设部、税务总局负责同志 11 日在京主持召开房地产税改革试点工作座谈会，听取部分城市人民政府负责同志及部分专家学者对房地产税改革试点工作的意见。点评：房地产税的推行和落地，有利于明显减轻地方政府对土地财政的依赖，促进地方公共财政转。今年全国人大常委会立法工作计划中未提及房地产税立法，房地产税年内出台的可能性很小，不过今年财政部已四次提及房地产税，说明房地产税立法工作正加紧进行。房地产税辐射范围广、税种多，关系到土地的税收与房产的税收，兹事体大，房地产税或以“试点”推动立法，当前对房价的影响不大。

国务院常务会议指出，灵活就业是群众就业增收的重要渠道，目前全国灵活就业人员达 2 亿人。会议确定进一步支持灵活就业的措施。一是研究制定灵活就业人员参加城乡居民基本养老保险的兜底措施。二是开展平台灵活就业人员职业伤害保障试点。三是抓紧清理和取消不符合上位法或不合理的收费罚款规定。点评：稳就业是当前我国关键目标，尤其是灵活就业人群的稳就业更是重中之重，虽然今年以来，我国服务业恢复较快，但仍有一定脆弱性，4 月服务业 PMI 录得较前值下降，一

定程度说明我国灵活就业仍面临不稳定性，国家进一步支持灵活就业，有利于我国消费平稳增长，利多 A 股。

国家统计局新闻办指出，非普查年份人口数是根据当年抽样调查数据推算的，由于部分年份抽样调查漏登率较高造成推算的人口总体会存在一定的偏差，而且随着时间推移，这些偏差会不断累积，对年度数据以及 2019 年数据准确性肯定会造成影响。因此，不应该直接用 2019 年原公布的总人口与 2020 年普查数据做比较来计算年度变化，人口年龄结构等其他数据也属于这种情况。国家统计局对网民关注的几个问题作出说明，包括普查 0-14 岁少儿人口与历年出生人口数据关系。国家统计局指出，人口普查结果显示，2020 年我国 0-14 岁人口为 25338 万人，这个数据确实与相应年份公布的出生人口规模存在一定差异。普查每 10 年进行一次，非普查年份出生人口主要是通过抽样调查数据推算的；普查是全面调查，不需要进行推算，特别是这次人口普查采用一系列新技术新方法，大幅降低漏登率。点评：我国第七次人口普查数据公布后，部分媒体对数据理解并不充分，甚至质疑我国新公布数据的准确性，国家统计局指出非普查年份数据是通过抽样调查数据推算，普查数据是全面调查，人口数据应以普查数据为准，对引导市场正确认识我国人口数据有巨大作用，整体我国人口数据超预期，尤其是 0-14 岁人口增长可喜，利多 A 股。

国务院常务会议要求，跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行。（央视新闻）点评：去年 5 月以来，大宗商品录得很大涨幅，4 月 PPI 同比达到历史高位的 6.8%，推升偏下游的中小微企业成本，或进一步推升居民消费价格水平，及时调节市场，保持经济平稳，有利于我国经济平稳复苏，减少价格快速上涨带来的负面冲击，利空商品价格，整体利多 A 股市场。

国务院常务会议决定，将部分减负稳岗扩就业政策期限延长到今年底，确定进一步支持灵活就业的措施；部署加强对受疫情持续影响行业企业的金融支持。会议确定，引导民航企业与金融机构用好用足应急贷款政策。加强对文旅企业及线下零售、住宿、交通运输等其他受疫情影响较大行业定向金融服务。继续做好对制造业升级发展融资支持。进一步加强小微金融服务。试点建立个体工商户信用贷款评价

体系，提高融资便利度。支持发行不低于 3000 亿元小微企业专项金融债。确保银行业普惠小微贷款实现增速、户数“两增”，确保五家国有大型商业银行普惠小微贷款增长 30%以上。点评：今年以来，我国经济复苏并不均衡，上游复苏明显好于中下游，农村消费增速明显低于城镇，出口增长分化明显，制造业投资尤其是民间投资恢复较慢，中小微企业成本端较快速上行，相应的支持政策延长能够缓解我国经济复苏不均衡问题，整体利多 A 股。

中国 4 月社会融资规模增量为 1.85 万亿元，预期增加 2.25 万亿元，3 月增加 3.34 万亿元；4 月增量比上年同期少 1.25 万亿元，比 2019 年同期多 1797 亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 1.28 万亿元，同比少增 3399 亿元。中国 4 月份人民币贷款增加 1.47 万亿元，预期新增 1.575 万亿元，3 月增加 2.73 万亿元；4 月比上年同期少增 2293 亿元，比 2019 年同期多增 4525 亿元。中国 4 月末广义货币(M2)余额 226.21 万亿元，同比增长 8.1%，预期增长 9.1%，3 月增长 9.4%；4 月增速分别比上月末和上年同期低 1.3 个和 3 个百分点。央行货币政策委员会委员王一鸣表示，从 4 月份金融数据看，金融体系对实体经济仍然保持较强的支持力度。一方面，贷款总量保持平稳增长，有效满足了实体经济的融资需求；另一方面，贷款的期限和投向结构也是比较好的。点评：社融数据不及预期，表明我国货币政策的收敛。当前我国经济处快速增长期，通胀攀升快，为我国收敛货币政策调整货币支持结构提供了空间。4 月我国经济景气度下行，说明我国经济复苏仍面临不小挑战，中央政治局会议强调货币政策的平稳性，货币政策不会快速收紧，预计货币供给 M2 增速仍会反弹，社融增速也将有所回升，料将整体匹配名义 GDP 增速。短期社融增速和 M2 增速下降利空 A 股。

国家领导人在河南省南阳市考察时表示，要发展中医药，注重用现代科学解读中医药学原理，走中西医结合的道路。商务部等 7 部门联合发布《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施》，支持国家中医药服务出口基地大力发展中医药服务贸易，推动中医药服务走向世界。点评：我国中医治病救人历史悠久，在面对新冠疫情和非典等重大传染病时体现出很好的预防和治疗效果，深入探究中医药学原理，大力发展中医药服务贸易，为全球居民的身体服务，提升我国国际

影响力，整体利多医药行业。

国务院第七次全国人口普查领导小组办公室负责人回应“中国是否已跌入低生育率陷阱”问题称，衡量是否跌入“低生育率陷阱”有特定条件，中国是否符合该条件仍需进一步观察。国家统计局副局长李晓超指出，2020年总和生育率1.3，确实是一个比较低的水平，需要提高生育意愿。人普办称，“低生育率陷阱”需要有两个条件，一是总和生育率降至1.5以下，二是需要持续一段时间。据测算，本次普查结果是自2010年六人普以来，我国总和生育率首次低于1.5，是否会持续低于1.5还需要进一步观察。点评：虽然第七次全国人口普查数据超出市场预期，0-14岁人口录得增长，但低生育率使我国少子化或明显化，不利于我国劳动力人口数量的平稳，影响我国经济可持续发展，“低生育率陷阱”虽有条件，但需防范陷入其中，鼓励生育的政策料将有序出台。

国家卫健委通报，5月12日，全国新增新冠肺炎确诊病例9例，新增无症状感染者14例，均为境外输入病例；累计报告接种新冠病毒疫苗35427.2万剂次。安徽省5月13日新增2例本土确诊病例。安徽六安世立医院在对就诊患者开展例行新冠病毒核酸检测时，发现一例呈阳性。安徽肥西新增一例确诊病例，系六安病例密切接触者。钟南山：实现群体免疫的一种方式是通过自然感染，自然感染会造成70%-80%的感染率和5%的死亡率，因此自然免疫不现实、不科学、不人道。而另一种方式是大规模疫苗接种，这需要2-3年时间的全球协作。直到所有国家安全之前，没有一个国家是安全的。点评：虽然我国新增新冠肺炎确诊病例偶有增长但基本可控，当前我国新冠病毒疫苗接种较快，按我国近期每日接种800万剂新冠疫苗计算，到今年年底我国疫苗接种剂量接近20亿，我国对疫情的管控将趋势放松，整体利多A股。

世界黄金协会：4月，全球黄金ETF总持仓减少18.3吨，是过去半年以来第五次出现净流出的月份。截至4月底，全球黄金ETF资产管理规模为3567吨，约合2030亿美元。黄金ETF资产管理规模自2020年11月达到峰值以来，至今已下跌近14%。点评：全球黄金ETF总持仓量近半年多数月份减少，说明市场避险情绪较低，这或与全球经济趋势复苏有关，近期美国高通胀预期再度泛起，市场对美国货币政策收紧的担忧加剧，全球经济复苏料也难一帆风顺，金价虽难大幅攀升，但短期有稳定

的基础。

商务部新闻发言人高峰 13 日在商务部例行新闻发布会上表示，1-4 月，全国新设立外商投资企业 14533 家，同比增长 50.2%，较 2019 年同期增长 11.5%；实际使用外资金额 3970.7 亿元人民币，同比增长 38.6%（折合 590.4 亿美元，同比增长 42.8%；不含银行、证券、保险领域），较 2019 年同期增长 30.1%。点评：我国实际使用外资同比大幅攀升，一是与我国经济增速较高有关，二是与人民币大幅升值有关，三是与国外超宽松的货币政策相关。短期美国通胀高企，使得市场对美国收紧货币的担忧加剧，美元指数短期或易上难下，外资流入我国的节奏或放缓。我国经济增速较高，A 股估值相对于美股处于较低的历史位置，外资流动对我国 A 股的影响较小。

国家发改委环资司司长刘德春 13 日主持召开部分节能形势严峻地区谈话提醒视频会议，对今年一季度能耗强度不降反升的浙江、广东、广西、云南、青海、宁夏、新疆等省区节能主管部门负责人进行谈话提醒，督促有关地区认真贯彻落实党中央、国务院部署要求，进一步加大能耗双控工作力度，确保完成本地区年度能耗双控目标任务。会议要求：要加强用能预算管理，强化固定资产投资项目节能审查，加强节能监察，完善重点用能单位能耗在线监测，动态掌握情况。要大力推进节能降碳重点工程，加快推进电力、钢铁、有色、建材、石化、化工等重点行业节能改造，深挖节能潜力，加快淘汰落后产能。点评：政治局会议强调“凝神聚力深化供给侧结构性改革”，当前，我国正积极推进碳达峰、碳中和工作，部分省份能耗强度不降反升对我国碳达峰、碳中和战略提出挑战，本次会议确保完成各地年度能耗双控目标任务，整体淘汰落后产能的节奏或加快，利多钢铁、有色、煤炭等碳达峰及环保限产行业。

## 四、核心观点

5 月 CPI 同比和 PPI 同比大概率上行，产出缺口为正，经济周期或属于类过热期，资产配置建议：商品>股票>债券>现金。

我们认为，就当前看，中国经济复苏不均衡、经济景气度下行、出口承压、物价快速上升、社融数据不及预期、国务院强调大宗商品价格过快上涨需做好市场调

节、美债收益率处上升通道、美国拟提高税率、美国通胀跃升、美国经济走弱、美联储边际收紧货币政策等，对市场情绪形成压制。不过中国经济处复苏通道、景气度在扩张区间、利润增速大幅跃升、资金利率处于低位、政策保持对经济恢复的必要支持力度，全球新冠疫苗接种持续推进、新冠病毒新增确诊人数快速下降，为市场情绪提供支撑。

我们认为，随着气温的回升和疫苗接种的推进，全球需求料将趋势回暖，供不应求的商品价格或易涨难跌，需密切关注各类商品需求变化。若美欧政策收紧程度低于预期或经济复苏速度高于预期则将推升资产价格阶段性回升，反之则对资产价格形成压制。

需警惕中美摩擦陡然升级，中国或美国经济数据不及预期、疫情在全球的超预期爆发风险。当前商品市场对负面消息敏感，需警惕黑天鹅事件的冲击。

## 五、 宏观基本面

### （一）上游：工业品、农产品价格上涨，美元下跌

截止 5 月 15 日，南华工业品指数周环比上涨 1.29%，南华农产品指数周环比上升 0.81%，CRB 现货指数工业原料环比上涨 0.34%，铁矿指数环比上涨 7.44%，美元指数周环比下跌 0.50%。

### （二）中游：水泥价格连续 8 周上升

截止 5 月 15 日，全国高炉开工率环比 0.00%，全国水泥价格周环比上涨 0.54%，连续 8 周上涨，东北、华北、华东、西北、西南和中南地区价格环比分别变化 0.00%、4.05%、0.15%、0.06%、0.08%和-0.27%。

### （三）下游：商品房成交面积环比上升，运价指数上涨

截止 5 月 15 日，30 大中城市商品房成交面积周环比上涨 47.92%，其中，一线、二线、三线环比分别为 37.25%、70.03%和 21.85%。汽车半钢胎开工率环比上升 9.43%，集装箱运价指数，CCFI 指数和 SCFI 指数周环比分别变化 2.89%和 8.02%。

### （四）价格：猪肉、蔬菜价格下降，原油价格微涨

截止 5 月 15 日，上周猪肉平均批发价环比下跌 5.41%，近 16 周下降 15 周。28



种重点监测蔬菜平均批发价周环比下跌 1.35%，近 13 周下降 12 周，7 种重点监测水果周环比上涨 0.80%，连续 5 周上涨。布伦特原油期货结算价周环比上涨 0.05%。

## 六、 市场利率

上周公开市场操作净投放 400 亿元，上上周央行净回笼 400 亿元。

SHIBOR 利率小幅下降，截止 2021 年 5 月 14 日，隔夜 SHIBOR、周 SHIBOR 和月 SHIBOR 利率分别较 2021 年 5 月 8 日变化 31.1BP、16.5BP 和 2.2BP。截止 2021 年 5 月 14 日，银行间质押式回购利率 1 天期和 7 天期分别较 2021 年 5 月 8 日变化 36.28BP 和 20.45BP。通过上述短期利率数据变化可知，利率上升。

上周北上资金净流入 27.12 亿元，上上周净流入 5.64 亿元。

## 七、 期货市场

表 1：期货指数周度变化：单位：%

指标	周涨跌幅	周日均成交量环比
非金属建材	5.95	81.07
贵金属	0.09	20.07
油脂油料	-0.62	36.12
软商品	-0.91	43.94
谷物	-1.12	6.29
有色	-1.49	46.37
化工	-2.14	59.59
农副产品	-2.70	-5.19
商品指数	-2.86	50.19
煤焦钢矿	-3.73	69.86
能源	-9.33	48.44

资料来源：Wind, 优财研究院

## 八、风险提示

经济复苏不及预期；疫情爆发超预期。

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。