

2021年5月22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

新冠疫情继续缓解，遏制大宗商品价格不合理上涨

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60.2万。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21日全球主要36个大城市活动指数均值为44.4%，较5月16日的42.1%，上升2.3个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月16日相对于5月9日的上升2.1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，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，遏制其价格不合理上涨，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、资金利率回升、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、美国通胀跃升、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、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60.2万。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21日全球主要36个大城市活动指数均值为44.4%，较5月16日的42.1%，上升2.3个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月16日相对于5月9日的上升2.1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，主要受美国初请失业救济数据创疫情以来新低、美联储会议纪要认为通胀短暂上升后料将有所缓和、美国4月新屋开工数不及预期等影响，美国主要股指涨跌分化。标普500指数周累跌0.43%，道指周累跌0.51%，纳指周累涨0.31%。美国标普500必需消费股指和房地产股指表现最强，上周分别上涨5.00%和0.91%，美国标普500能源股指和工业股指表现最弱，上周分别下跌2.84%和下跌1.70%。

36个城市中美国的城市共9个，5月21日较5月16日活动指数上升的城市共8个，城市活跃度均值上升1.9个百分点，而5月16日相对于5月9日活动指数上升的城市有7个，城市活跃度均值上升2.4个百分点，显示美国复工复产的速度上周较上上周下降但美国城市经济活跃度上升的城市增多。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22.9%（上上周均值环比减少19.4%），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。

拜登团队提出将拜登的基础设施和就业计划的规模减少约四分之一，降至 1.7 万亿美元，希望以此获得一直在努力限制拜登计划规模的共和党人的支持。拜登上上周在白宫接待了几位参议院共和党人，此后双方一直在进行谈判。共和党早些时候曾提议将拜登 2.25 万亿美元的支出方案削减至 5680 亿美元。拜登的计划包括在传统的实际基础设施项目以及社会计划上的支出。西弗吉尼亚州联邦参议员 Shelley Moore Capito 表示，她认为有超过 50% 的可能性能够与总统达成协议。她预计该过程还有数月之久，并认为支出法案不太可能在 7 月 4 日之前在两院获得通过。7 月 4 日是众议院议长佩洛西提出的最后期限。

美国劳工部周四公布的数据显示，在截至 5 月 15 日的一周中，常规的州失业福利计划之下的首次申领失业救济金人数减少了 3.4 万人，降至 44.4 万人，预期 45 万人。之前一周的数字修正为 47.8 万人。美国各州首次申领失业救济金的人数降至大流行病爆发以来的新低，，就业市场正在稳步改善。尽管如此，该数据仍大大高于疫情爆发前的水平，表明就业市场距离全面康复还很远。

美联储 4 月会议纪要显示，一些官员对于在“接下来几次会议”上讨论缩减其大规模债券购买计划持开放态度，减码讨论最早可能从下个月开始。上周三公布的联邦公开市场委员会（FOMC）4 月 27 日至 28 日会议纪要称：“一些与会者认为，如果经济继续朝着委员会的目标迅速取得进展，或宜在接下来几次会议的某个时候开始讨论调整资产购买速度的计划。”会议纪要显示：“数位与会者指出，经济可能还要一段时间才能向着充分就业和物价稳定目标取得进一步的实质性进展。”官员们在会议上将利率维持在接近于零的水平，并承诺每月继续购买 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元的抵押贷款支持证券，直到在实现就业和通胀目标上取得“实质性的进一步进展”。美联储下次会议将于 6 月 15 日至 16 日举行。

美联储上周三公布了 4 月货币政策会议纪要。这份纪要显示，在 4 月会议和之前一次会议之间，从市场和调查来看，联邦基金利率路径在两次会议之间的变化都相对较小，而模型调查继续暗示，基准利率在随后几年中的路径是，其目标区间将

在 2026 年逐步提高至略高于 2% 的水平。美联储官员在此次会议上对通胀基本持乐观态度，预计近期物价压力将随着时间的推移而在今年剩余时间里消退。与会官员预计，随着经济重新开放，需求不断上升，再加上供应链问题，将推动通胀率超过美联储 2% 的目标。美联储官员正在寻求实现充分和包容的就业，并表示在新的政策制度下，他们将允许通胀率略高于美联储 2% 的目标，新的政策制度寻求的是 2% 左右的平均水平，而不是在收紧政策之前将其作为最高基准。

4 月 27-28 日的美联储会议纪要显示，官员们在 4 月会议上对国内经济复苏持谨慎乐观态度，同时一些官员暗示愿在“某个时候”讨论收缩购债计划。纪要称：“许多与会者认为，如果经济继续朝着联邦公开市场委员会的目标迅速取得进展，在接下来几次会议的某个时候开始讨论调整资产购买速度的计划，可能是适宜之举。”但同时会议纪要也提到，有不同与会者指出，经济可能还要一段时间才能向着充分就业和物价稳定目标取得进一步的实质性进展。

美国财政部长耶伦 (Janet Yellen) 上周二为总统拜登 (Joe Biden) 的 2.2 万亿美元基础设施企业增税计划辩护，她告诉美国商会，这些计划将增强美国企业的盈利能力和竞争力。耶伦在致美国商会的讲话中表示，“美国就业计划 (American Jobs Plan)” 的基础设施投资将直接给美国人带来好处、创造就业机会，并只是“使公司税率恢复历史规范”。“我们有信心，美国就业计划中的投资和税收一揽子计划将提高美国公司的净利润，并提高其全球竞争力。我们希望企业领导者们同样这么认为，并支持就业计划。”她说。

根据上周二发布的美国数据，4 月份新建住宅开工数下降 9.5%，至折合年率 157 万套，预期 170 万套。最近几个月，由于供应链问题，以及原材料、尤其是木材成本走高，建筑业承压，表明供应链限制和原材料成本上涨继续拖累建筑商。但是，受到借款成本较低的提振，住宅物业需求强劲，预计将在未来几个月提振房地产市场。

美国总统拜登表示，到 6 月底，美国将向外国发送 2000 万剂获得 FDA 授权的疫苗，这是他的政府首次将本可在国内使用的疫苗运往国外。拜登上周一表示，他将出口 2000 万剂辉瑞、Moderna 或者强生生产的疫苗，这不包括他已经计划给其它国家的 6000 万剂阿斯利康疫苗。目前，阿斯利康疫苗还未获得授权在美国使用。

拜登说：“这是做正确的事情，做明智的事情，做强大的事情。”他表示，到6月底，美国将能收到足够接种其所有12岁及以上人口的疫苗。美国将与其他国家分享其中至少2000万剂的额外供应。”拜登强调说，随着美国将注意力转移到遏制国外疫情上，这些措施只是第一步。他并再次保证美国将很快成为全球疫苗供应的“武器库”。

美国零售销售继3月份随纾困支票发放而大幅增长后，4月持平于前月。美国商务部上上周五公布的数据显示，4月整体零售额环比基本持平，预期增长1%，3月上修为增长10.7%。受此影响，10年期美债收益率一度大跌，但在上周一震荡上涨0.5个基点至1.64%。4月零售总额为创纪录的6199亿美元，支持了经济学家对今年年内家庭支出将保持强劲的预测。随着对新冠疫情的担忧消退，消费者支出可能开始更多转向娱乐和旅行等服务，同时，财政刺激措施带来的储蓄应该有助于支撑零售需求。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。

欧盟提出一项覆盖该地区的新公司税框架计划，将比正在讨论中的全球公司税计划走得更远。在欧盟提出这项倡议前，美国提议设置全球最低公司税率，并要求跨国大公司向其实际业务经营所在地政府缴纳更多税款，加速推动了140个国家围绕这项全球税改问题的磋商。欧盟提出的补充方案名为“企业在欧洲：所得税框架”，简称BEFIT，将创建单一的公司税收规则，并在成员国之间重新分配利润。欧盟围绕公司税讨论了十年而无结果，此次提议正值新冠疫情导致政府支出激增，修复公共财政状况和解决大公司激进避税手段的压力都越来越大。

三、国内宏观经济回顾

上周美国三大股指涨跌分化，北上资金小幅净流入，短期利率攀升，五个交易日，A股主要股指涨跌分化。上周，风格偏好高PE、高PB和中盘股，与上上周偏好高PE、高PB和大盘股略不同。从风格分类股票指数看，金融股指数累跌1.69%，周期股指数累跌0.07%，消费股指数累涨1.68%，成长股指数累涨1.18%，稳定股指数累涨0.23%。上周以一级行业分类的板块中，涨跌幅前5的行业分别是汽车、电力设备、家电、食品饮料和电力，涨跌幅后5的行业是煤炭、钢铁、非银行金融、

银行和建筑。

国家领导人14日上午在河南省南阳市主持召开推进南水北调后续工程高质量发展座谈会并发表重要讲话。他强调，南水北调工程事关战略全局、事关长远发展、事关人民福祉。进入新发展阶段、贯彻新发展理念、构建新发展格局，形成全国统一大市场和畅通的国内大循环，促进南北方协调发展，需要水资源的有力支撑。要深入分析南水北调工程面临的新形势新任务，完整、准确、全面贯彻新发展理念，按照高质量发展要求，统筹发展和安全，坚持节水优先、空间均衡、系统治理、两手发力的治水思路，遵循确有需要、生态安全、可以持续的重大水利工程论证原则，立足流域整体和水资源空间均衡配置，科学推进工程规划建设，提高水资源集约节约利用水平。

卫健委：世卫组织数据显示，新冠病毒变异的频率从千分之 0.1 逐渐上升到千分之 1.3，加快当前全国疫苗接种工作尤为紧迫。目前研究没有发现新冠变异病毒有免疫逃逸问题。近期，全球范围内发现新冠病毒变异株的国家数在增多。在印度发现的变异株目前已出现在至少 44 个国家和地区。随着境外疫情持续肆虐，不排除出现新的病毒变异株可能。我国已做好充分准备，将加大对相关国家进口物品的检疫消毒。点评：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。随着全球逐步放松疫情管控措施，聚集行为增加，新冠病毒变异频率快速上升，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，我国经济增长仍有较强支撑

证监会火速启动对涉嫌操纵中源家居等股票行为立案调查。证监会表示，针对近期媒体报道有相关方涉嫌合谋实施不法行为等问题，根据交易所核查情况，证监会决定对相关账户涉嫌操纵利通电子、中源家居等股票价格立案调查。证监会表示，将坚决贯彻中央关于依法从严打击证券违法活动的总体要求，对恶性操纵市场等违法违规行持续保持“零容忍”态度，重拳打击肆意妄为、逃避监管各类操纵市场行为，对于上市公司及实控人、私募基金、公募基金等相关机构和个人从事或参与的，将会同公安机关依法彻查严处，绝不姑息。点评：违法操纵股票行为，损害了

股市公平博弈的环境，从严打击证券违法活动的，有利于提高资本市场的规范化程度，减少市场异常波动，资本市场将更加成熟，整体有利于 A 股市场。

证监会举办 2021 年“5.15 全国投资者保护宣传日”活动，全面开通证券期货纠纷在线诉调对接系统，现场和线上同步展播证券监管系统和市场机构近年来开发的投资者喜闻乐见的原创投教产品，发布《中国资本市场投资者保护状况蓝皮书(2021)》系列子报告。证监会副主席阎庆民表示，投资者保护是一项长期性、基础性工作，下一步证监会将重点做到“四个一”：进一步推进“一系列”资本市场改革措施，继续引导上市公司通过现金分红等方式切实回报投资者；进一步完善“一揽子”配套制度体系，适时研究启动制定投资者权益保护条例，研究建立投资者保护专项赔偿基金；进一步健全“一竿子”到底维权机制、丰富“一篮子”投资者便利服务。点评：投资者是我国资本市场活跃的重要主体，投资者合法权益受损时，帮助其挽回损失是维护资本市场稳定的重要一环，保护投资者合法权益的相关措施不断完善，整体有利于 A 股。

国务院副总理刘鹤：主持召开国家科技体制改革和创新体系建设领导小组第十八次会议。要高质量做好“十四五”国家科技创新规划编制工作，聚焦“四个面向”，坚持问题导向，着力补齐短板，注重夯实基础，做好战略布局，强化落实举措。充分调动各方面的积极性和创造性，扎实推进“十四五”科技创新工作。会议还专题讨论了面向后摩尔时代的集成电路潜在颠覆性技术。国资委要求科学编制实施“十四五”规划，持续调整优化国有资本产业布局、空间布局，加快发展数字经济、智能制造等战略性新兴产业，加大关键核心技术攻关力度。积极稳妥深化混合所有制改革，更加注重转换经营机制，坚决清理无实质性股权关系的挂靠经营。点评：未来国与国竞争的关键在于科技的竞争，国家资源的倾斜有助于相关未来产业的快速发展，产业智能化、自动化有助于提升企业的生产效率，利好 A 股，尤其是相关成长类企业。

全国碳排放权交易市场启动步入倒计时。全国碳市场第一个履约周期预分配配额将于近期正式发放，届时，全国各省级生态环境厅核对企业配额发放数量，将配额分别发放至本省（市）重点排放单位登记账户。“全国碳市场建设已经进入关键阶

段。”上海环境能源交易所总经理刘杰透露，目前全国碳市场已完成交易系统、注册登记系统、数据报送系统等支撑系统的建设，正在积极推进配额分配、系统测试等相关工作，6月底前将正式启动上线交易。点评：政治局会议强调“凝神聚力深化供给侧结构性改革”，全国碳排放权交易市场启动步入倒计时，有助于我国碳达峰、碳中和的整体布局，有利于推进供给侧改革和淘汰落后产能，利多钢铁、有色、煤炭等碳达峰及环保限产行业。

中国1-4月固定资产投资（不含农户）同比增长19.9%，预期增长20%，两年平均增长3.9%；其中，民间固定资产投资同比增长21%。4月份固定资产投资（不含农户）环比增长1.49%。中国4月社会消费品零售总额同比增长17.7%，预期增长25%，比2019年4月份增长8.8%，两年平均增长4.3%；环比增长0.32%。1-4月份，社会消费品零售总额同比增长29.6%，两年平均增速为4.2%。中国4月规模以上工业增加值同比增长9.8%，预期增10%，前值增14.1%。1-4月份，规模以上工业增加值同比增长20.3%。点评：4月经济数据不及预期，投资、消费、工业增加值同比增速均较前值下降，与4月我国经济景气度数据指向一致，说明我国经济增速回落速度快于市场预期，并且投资、消费和工业增加值两年平均增长速度也处于较低位置，随着基数效应减弱，我国经济增长仍有较强回落惯性。在当前宏观背景下，货币政策不宜过快收紧，对中小微企业政策支持料将延续，鼓励消费的政策或进一步加码。经济数据不及预期利空A股，如果相应支持政策出台，则利多相关的行业。1、预计6月，我国财政政策和货币政策维持宽松，基建和房地产投资增速大概率放缓，国外生产恢复使我国出口承压。驱动经济增长的主动力是消费和制造业投资的恢复。2、4月固定资产投资累计同比不及预期。4月房地产投资累计同比21.6%，基建投资累计同比16.9%，在经济恢复仍较缓慢的背景下，基建投资和房地产投资维持较高增速对我国经济增长起到压舱石的作用。制造业投资累计同比23.8%，增速高于基建投资和房地产投资，显示制造业投资韧性较强。3、4月社零增速大幅下滑。乡村消费增速和城镇消费增速均快速下滑，餐饮消费和商品销售均大幅走弱。高频数据显示，5月初，商品房成交面积较疲弱，乘用车批发较4月大幅下降，或压制消费增速。4、4月规模以上工业增加值同比9.8%，预期10.0%，前

值 14.1%，我国经济复苏较缓慢。工业增加值增长最快的 5 个行业偏中下游，增长最慢的 5 个行业偏中上游，显示中下游经济复苏较中上游更快。

外交部：世界仍处在新冠肺炎疫情大流行之中。疫苗是战胜疫情的有力武器。作为最大的发展中国家和国际社会负责任的一员，只要是有利于发展中国家抗疫努力的事情，中方都会去做，只要是有利于发展中国家公平获取疫苗的行动，中方都会支持。这是新冠疫苗全球公共产品性质的体现，也是构建人类卫生健康共同体的应有之义。基于上述考虑，对广大发展中国家豁免新冠疫苗知识产权的诉求，中方持完全理解并支持态度。点评：近期美国政府支持放弃对新冠疫苗的知识产权保护，认为此举是为尽快普及安全有效的疫苗，结束新冠肺炎疫情。为尽快结束全球新冠疫情，我国对新冠疫苗的知识产权保护料将放松，对 A 股具有知识产权的相关上市公司造成负面冲击，但全球经济复苏节奏或加快，整体利多 A 股。

深交所：发布 2020 年个人投资者状况调查报告。新入市投资者平均年龄为 30.4 岁，较 2019 年降低 0.5 岁。投资者通过股票、公募基金等进行财富管理的需求显著增加，投资者证券账户平均资产量 59.7 万元，较 2019 年增加 5 万元，达到历年调查最高水平；投资公募基金的投资者占比 67.1%，较 2019 年大幅增加 21.3 个百分点。截至 2020 年 12 月底，我国公募基金资产管理规模合计为 19.89 万亿元，较 2019 年末增长 34.70%。持长期价值投资理念的投资者占比逐年上升，由 2015 年的 20.4% 提升至 2020 年的 31.1%。点评：2020 年投资者更年轻，投资者证券账户平均资产量更高，公募基金投资者和价值投资者占比攀升，A 股投资者更加理性，在资本市场将更加成熟的背景下，市场非理性异常波动或减少，整体有利于 A 股市场。

上海市人社局局长赵永峰：延迟退休有利于科学配置人力资源，要相信国家会采取非常严格的论证、比选，用科学的办法来确定方案。延迟退休绝对不仅仅是因为养老金不够了，养老金从全国的余额和战略储备测算来看，到 2035 年也没有问题。国家统计局回应中国老龄化程度称，对于中国老龄化程度，社会上有一些误解。中国 60 岁及以上人口占比是 18.7%，说明目前中国仍然处于轻度老龄化阶段。点评：相比 2010 年，我国 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。2019 年我国 45-59 岁人群占比高，意味着未来 15 年我

国老龄化程度会加速，延迟退休有利于科学配置人力资源，不仅仅是因为养老金不够，延迟退休有利于我国劳动力规模平稳，整体有利于 A 股。

国家发改委召开例行新闻发布会，回应经济运行热点问题。国家发改委指出，大宗商品价格将逐步回归供求基本面，预计今年 PPI 同比涨幅呈“两头低、中间高”走势，下半年同比涨幅将有所回落；正与市场监管总局联合调研钢材与铁矿石等市场情况，将持续加强监测预警，强化市场监管，采取针对性措施，切实维护市场稳定。大宗商品价格上涨对我国的影响有利有弊，一方面有利于提升上游原材料企业盈利能力、降低债务风险，另一方面也会导致中下游制造业经营成本上升，影响行业效益。随着价格信号对原材料生产流通的引导作用持续释放，大宗商品价格将逐步回归供求基本面。点评：我国 4 月 PPI 同比已升至 6.8%，市场预期，PPI 同比或升破 8%，生产端价格在近期或仍上升，短期需应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响，但下半年 PPI 同比大概率逐步下降，下半年大宗商品价格涨势或渐缓，价格涨跌或分化明显，相应监管政策或也将呈现结构性。短期强化监管，或压制商品价格，但整体有利于企业盈利，有利于 A 股。

国务院副总理韩正：要继续大力推进重点行业去产能工作，严控高耗能、高排放项目，减少污染物排放；实现碳达峰碳中和目标，态度要坚决，时间表、路线图、施工图要清晰。国家发改委表示，目前正抓紧编制 2030 年前碳排放达峰行动方案，研究制定电力、建材等行业和领域碳达峰实施方案，积极谋划绿色低碳科技攻关、碳汇能力巩固提升等保障方案，进一步明确碳达峰、碳中和的时间表、路线图、施工图。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，近期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，为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。

国家发改委：拓宽民营企业投资空间，吸引民间资本参与市政等补短板领域建设，以更大力度支持民营企业参与混改；持续支持民营企业市场化法治化债转股，支持民营企业发行债券，稳妥开展基础设施领域 REITs 试点。国家发改委 4 月共审批核准固定资产投资项目 12 个，总投资 873 亿元，主要集中在交通、信息化等行业。

点评：今年以来民营企业投资增速低于制造业投资增速，显示民间投资复苏相对较慢。国外需求同比处较高位置，上升空间有限，民间投资同比上升动能渐弱，投资增速低于制造业，需拓宽民营企业投资空间。国家积极推出支持民营企业政策，有助于我国稳经济和稳就业，整体有利于 A 股。

国家发改委、教育部、人社部印发《“十四五”时期教育强国推进工程实施方案》提出，高等教育内涵发展方面，优先考虑、重点支持集成电路、人工智能、储能技术、生物育种等相关学科专业教学和科研设施建设。点评：近期发改委新闻发言人孟玮表示，加强顶层设计和统筹协调，提前布局并积极培育发展未来产业。未来国与国竞争的关键在于科技的竞争，相关高科技学科专业教学和科研设施建设有助于相关未来产业的快速发展，利好 A 股，尤其是相关成长类企业。

发改委：鼓励有条件的地区开展汽车下乡和汽车、家电、家具以旧换新。加快推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变，取消对二手车交易不合理限制，推动车联网和充电桩（站）布局应用。支持发展超高清视频终端、虚拟现实/增强现实设备、可穿戴设备等面向消费升级的电子产品。加快推广高效终端用能设备和产品。点评：4 月我国零售同比 17.7%，低于预期的 25.0%，显示我国需求攀升乏力。发改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。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，对居民消费的支持有利于经济平稳发展，利多 A 股

国务院常务会议连续两次聚焦大宗商品价格问题。会议指出，要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，针对市场变化，突出重点综合施策，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。加强期现货市场联动监管，适时采取有针对性措施，排查异常交易和恶意炒作行为。依法严厉查处达成实施垄断协议、散播虚假信息、哄抬价格特别是囤积居奇等行为并公开曝光。

国务院常务会议：今年以来，受主要是国际传导等多重因素影响，部分大宗商品价格持续上涨，一些品种价格连创新高。要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传

导。一要多措并举加强供需双向调节。二要加强市场监管。加强期现货市场联动监管，适时采取有针对性措施，排查异常交易和恶意炒作行为。依法严厉查处达成实施垄断协议、散播虚假信息、哄抬价格特别是囤积居奇等行为并公开曝光。三要保持货币政策稳定性和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，合理引导市场预期。点评：我国4月PPI同比已升至6.8%，市场预期年中PPI同比或升破8%，生产端价格在近期或仍上升，短期需应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响，但下半年PPI同比大概率逐步下降，大宗商品价格涨势或渐缓，价格涨跌或分化明显，相应监管政策或也将呈现结构性。短期强化监管，或压制商品价格，但整体有利于企业盈利，有利于A股。

国务院常务会议要求，保持货币政策稳定性和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，合理引导市场预期。落实好对小微企业和个体工商户减免税、对先进制造业企业按月全额退还增值税增量留抵税额政策，精简享受税费优惠政策办理手续。实施好直达货币政策工具，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，落实好小微企业融资担保降费奖补等政策，引导银行扩大信用贷款。点评：4月我国经济复苏不及预期，零售同比17.7%，低于预期的25.0%，显示我国需求攀升乏力，货币政策不宜快速收紧，需降成本以支撑我国经济平稳发展，稳货币降成本，利多A股。

全国碳市场启动临近，多个碳排放权管理重磅文件出台。生态环境部发布碳排放权登记、交易及结算管理规则。碳排放配额交易以“每吨二氧化碳当量价格”为计价单位，买卖申报量最小变动计量为1吨二氧化碳当量，申报价格最小变动计量为0.01元人民币。交易机构应建立风险管理制度，并报生态环境部备案；实行涨跌幅限制及最大持仓量限制制度。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，近期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，当前碳排放配额交易规则等出台，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。

2020年城镇单位就业人员平均工资继续保持增长。其中，全国城镇非私营单位就业人员年平均工资为97379元，比上年增加6878元；私营单位就业人员年平均工资为57727元，增加4123元。信息传输、软件和信息技术服务业受在线办公、在线

教育等新消费需求影响，平均工资保持较快增长，相关行业城镇非私营单位平均工资可达全国平均水平 1.82 倍。点评：2020 年 12 月全国居民人均可支配收入累计名义同比 4.7%，在去年疫情冲击下仍录得正增速，显示我国经济韧性较强。不过我国居民收入分化较明显，城镇非私营单位就业人员平均工资远高于私营单位，因疫情利好的信息传输、软件和信息技术服务业等新消费行业就业人员平均工资更高。中央政治局会议认为当前我国经济增长不均衡，影响我国经济增长的平稳，预计今年我国经济增长更均衡，各行业平均工资料将趋于均衡，利多 A 股。

国家最高领导人：在见证中俄两国核能合作项目开工仪式时表示，要坚持战略协作，推动全球能源治理体系协调发展。应对气候变化是各国共同的任务。中俄要推进更多低碳合作项目，为实现全球可持续发展目标发挥建设性作用。点评：中俄两国均是核大国，两国核能合作，将推动我国核能项目更快速落地，我国核能发电量趋势上行，有利于我国碳达峰、碳中和达成，整体有利于我国发电量增长，利多 A 股，尤其是相关核电行业。

央行：我国 LPR 保持平稳，连续 13 个月未作调整。5 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%，均较上一期保持不变。央行 5 月 17 日续做 1 年期 MLF，招标利率为 2.95%，与 4 月持平。这意味着 5 月 LPR 报价参考基础未发生变化。点评：我国 LPR 利率连续 13 个月维持不变，符合市场预期，显示去年以来我国货币政策保持稳定性。今年 2 月底以来，我国公开市场操作维持低净回笼和净投放，市场对货币利率较量的投放更敏感。6 月 CPI 同比和 PPI 同比易降难升，经济增速大概率继续下行，经济复苏并不均衡，预计我国货币政策或维持较宽松状态。

2021 年全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量比重达 11% 左右，后续逐年提高，确保 2025 年非化石能源消费占一次能源消费比重达到 20% 左右。各省（区、市）完成年度非水电最低消纳责任权重所必需的新增并网项目，由电网企业实行保障性并网，2021 年保障性并网规模不低于 90 吉瓦，户用光伏发电项目国家财政补贴预算额度为 5 亿元。能源局：发布《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》，2021 年拟并网的风电、光伏发电项目主要是存量项目，包括 2020 年底

前已核准且在核准有效期内的风电项目、2019 年和 2020 年平价风电光伏项目和竞价光伏项目，规模约 9000 万千瓦。今年户用光伏发电财政补贴预算额度为 5 亿元。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，减少碳排放的重要一环为非化石能源消费占一次能源消费比重提升，风电、光伏发电开发建设项目的明确，利多相关 A 股上市公司。

中共中央办公厅、国务院办公厅：印发《关于常态化开展扫黑除恶斗争巩固专项斗争成果的意见》，对常态化开展扫黑除恶斗争作出安排部署。重点对金融放贷、工程建设、交通运输、市场流通、自然资源、生态环境、文化旅游、教育卫生、信息网络和社会治安等行业领域存在的突出问题和乱象进行标本兼治。中办、国办发，要求持续开展专项整治，全面加强行业领域监管，重点对金融放贷、交通运输、文化旅游等行业领域存在的突出问题和乱象进行标本兼治，持续防范和整治“村霸”等黑恶势力干扰侵蚀、家族宗族势力影响严重等问题。点评：政治局会议强调“要保障和改善民生”，黑恶势力严重破坏民众幸福感和市场有效性，当前，我国经济增长不均衡，消费疲弱，常态化开展扫黑除恶斗争，有利于提升市场生产效率和配置效率，整体利多 A 股。

银保监会：将依法将金融活动全面纳入执法体系，按照业务实质穿透监管，坚决打击人为拉长融资链条、推高融资成本行为，对顶风而上、严重扰乱市场秩序、干扰货币信贷政策传导的投机行为给予严肃处理，高质量开展处罚工作，为金融和实体经济良性循环提供坚强保障。点评：今年我国经济复苏不均衡，多个降成本政策出台，近年我国表外融资转表内，驱使资金服务实体经济，人为拉长融资链条、推高融资成本等不利于实体经济复苏，将金融活动全面纳入执法体系，有利于降低企业融资成本，利多 A 股。

央行原行长周小川：不要过多地把数字人民币开发计划和人民币国际化联系在一起，而应更加注重零售项目和经常性项目效率的提升。若中国国内零售领域的数字人民币技术更新能取得明显效果，对于跨境的小额经常性支付也会有好处，对于人民币的国际化也会作出一定贡献。点评：我国经济体量仅小于美国，数字人民币更多服务的或是我国国内经济，数字人民币支付具有纸币等不具有的优势，纸币等

印制发行成本高、携带不便，容易匿名、伪造。数字人民币在零售项目和经常性项目效率的提升，有利于数字人民币的广泛推广，也使得跨境支付的便捷性提升，有利于人民币国际化。

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，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，遏制其价格不合理上涨，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、资金利率回升、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、美国通胀跃升、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、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、农产品价格回落，美元下跌

截止5月22日，南华工业品指数周环比下跌4.15%，南华农产品指数周环比下跌0.83%，CRB现货指数工业原料环比下跌0.17%，铁矿指数环比上涨4.73%，

美元指数周环比下跌 0.52%。

（二）中游：高炉开工率上升，水泥价格连续 9 周上涨

截止 5 月 22 日，全国高炉开工率环比上涨 0.13%，全国水泥价格周环比上涨 0.16%，连续 9 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 0.51%、0.81%、-0.05%、0.81%、0.20%和-0.01%。

（三）下游：商品房成交面积环比回落，运价指数上涨

截止 5 月 22 日，30 大中城市商品房成交面积周环比下跌 12.20%，其中，一线、二线、三线环比分别为 2.01%、-14.67%和-15.28%。汽车半钢胎开工率环比下降 3.75%，集装箱运价指数，CCFI 指数和 SCFI 指数周环比分别上升 3.85%和 2.67%。

（四）价格：猪肉、蔬菜价格下降，原油价格下跌

截止 5 月 22 日，上周猪肉平均批发价环比下跌 5.75%，近 17 周下降 16 周。28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比下跌 2.51%，近 14 周下降 13 周，7 种重点监测水果周环比下跌 1.68%，连续 5 周上涨后回落。布伦特原油期货结算价周环比下跌 1.63%。

六、 市场利率

上周公开市场操作净回笼 100 亿元，上上周央行净投放 400 亿元。

SHIBOR 利率小幅下降，截止 2021 年 5 月 21 日，隔夜 SHIBOR、周 SHIBOR 和月 SHIBOR 利率分别较 2021 年 5 月 14 日变化 19.1BP、8.6BP 和-1.2BP。截止 2021 年 5 月 22 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 14 日变化 16.30BP 和 11.72BP。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 4.75 亿元，上上周净流入 27.12 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	周日均持仓量环比
农副产品	2.26	9.14	5.74
贵金属	1.76	27.59	10.05
软商品	1.61	-18.85	-4.37
谷物	-0.77	-18.63	-2.54
化工	-1.15	-16.03	-0.86
有色	-2.67	-12.64	-1.43
非金属建材	-3.67	-17.17	-1.42
商品指数	-3.78	-11.02	-0.55
油脂油料	-4.85	-8.82	-0.47
能源	-8.44	-11.10	0.85
煤焦钢矿	-8.60	-9.32	-1.84

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”。