

2021年6月5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

中美经济周期错位，A股和商品价格均有支撑

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日的高点90.1万下降至近期的40.4万。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，在疫情接种率较低国家疫情仍可能快速蔓延。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，6月4日全球主要36个大城市活动指数均值为46.7%，较5月30日的45.4%，上升1.3个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月30日相对于5月23日的上升0.8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。

6月中国CPI同比和PPI同比大概率回落，产出缺口下降但为正，经济周期或属于类衰退期，利多股指。美国CPI同比和PPI同比大概率维持高位，产出缺口为正，经济周期或属类过热期，中美经济周期错位与去年中美疫情爆发节奏不同有关，国外处类过热期，大宗商品大概率上涨，但国务院强调大宗商品价格快速上涨需做好市场调节，或遏制其价格不合理上涨。

我们认为，就当前看，中国经济处复苏通道、景气度在扩张区间、利润增速维持高位、政策保持对经济恢复的必要支持力度，中美经贸领域开始正常沟通、美国非农数据疲弱降低通胀预期、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。不过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、大宗商品价格过快上涨监管趋严、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。

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日的高点90.1万下降至近期的40.4万。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，在疫情接种率较低国家疫情仍可能快速蔓延。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，6月4日全球主要36个大城市活动指数均值为46.7%，较5月30日的45.4%，上升1.3个百分点，城市活动指数均值攀升，较5月30日相对于5月23日的上升0.8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，主要受就业数据较弱、美国疫苗接种率过半等影响，美国主要股指上涨。标普500指数周累涨0.61%，道指周累涨0.66%，纳指周累涨0.48%。美国标普500能源股指和必需消费股指表现最强，上周分别上涨6.68%和5.00%，美国标普500医疗股指和非必需消费股指表现最弱，上周分别下跌1.15%和下跌0.99%。

36个城市中美国的城市共9个，6月4日较5月30日活动指数上升的城市共8个，城市活跃度均值上升2.1个百分点，而5月30日相对于5月23日活动指数上升的城市有3个，城市活跃度均值下降0.2个百分点，显示美国复工复产的速度上周较上上周上升且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，近半个月美国每日新增确诊人数在2万附近震荡。上周美国新冠肺炎新增确诊人数环比增加6.3%（上上周均值环比减少17.1%），美国新增确诊人数攀升。拜登表示，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。

美国劳工部上周五公布的数据显示，5月非农就业人口增加55.9万，4月修正后为增加27.8万；彭博调查经济学家对5月数据的预估中值是增加67.5万。失业率降至5.8%。随着新冠疫苗接种率增加，社交活动正增多，商业限制减少。此次就业人口增加后，美国劳动力市场仍比疫情前水平减少760万个就业岗位。劳动力市场的进一步改善需要服务行业（例如休闲和酒店业）更快地实现可观的就业增长，这些行业因新冠危机而遭受了更长时间的破坏。美联储观察人士卡特琳娜-萨拉伊娃表示，休闲和酒店行业在5月增加了29.2万个工作岗位。其中大约三分之二是在食品和饮料领域。娱乐和住宿行业也大幅上涨，但该行业现在比疫情前水平下降了15%。与此同时，育儿责任、失业救济金增加、技能不匹配和供应短缺阻碍了招聘工作，就业复苏之路可能仍然崎岖不平。美国5月就业人口增长加速，并且失业率下降，表明企业在填补创纪录职位空缺方面正取得进展。数据公布后，长期美国国债收益率下降，通胀预期大幅回落，美元下跌。

美国企业5月的新增就业人数创近一年最高，表明随着经济走强，企业在填补创纪录职位空缺上正取得进展。根据ADP Research Institute上周四公布的数据，5月份私营部门就业人数增加了97.8万人，是自2020年6月以来最高，预期65万人，反映了休闲和酒店业就业的大幅增加。4月份数据则向下修正为65.4万人。随着临近夏季时的招聘加速和经济走强，美国上周首次申请失业救济人数在新冠疫情期间第一次降至40万以下。美国劳工部周四公布的数据显示，在截至5月29日的一周中，常规的州失业福利计划之下的首次申请失业救济人数减少2万人至38.5万人，预期38.7万人。此前一周的数据被下修为40.5万。

纽约联储行长威廉姆斯（John Williams）表示，尽管美联储官员讨论未来的选择是合理的，但现在不是美联储调整其债券购买计划的时候。威廉姆斯上周四在雅虎的一篇金融采访中说：“经济已经改善并步入正轨，但在我看来，就购买购债而言，我们离真正期待的‘实质性进展’还有相当远的距离。”他还说道：“也就是说，我们需要思考未来，计划未来，设想未来可能存在的各种选择，理解当前和未来的经济发展情况。”美联储目前每月买入1200亿美元的国债和抵押贷款支持证券。数据表现要转化为货币政策前景变化，需先经过美联储官员的释读肯定，美联储官员愿

意在 6 月和 7 月的政策会议就缩减展开讨论的门槛在 75 万。若新增非农人数录得 50 万或以下，美联储料将推迟至在 8 月下旬的杰克逊霍尔年会才会开展相关讨论。

拜登已向共和党人提出拟将最低公司税率定为 15%，同时加强国税局的执法力度，以此为一揽子基础设施计划筹措资金。拜登政府的最新提案中略去了将公司所得税率从 21% 提高至 28% 的想法，因为加税让共和党议员无法接受。不过拜登可能通过其他途径来实现这一加税目的。白宫新闻秘书 Jen Psaki 在上周四的简报会上确认了这一提议。在提供给共和党人的建议书中，拥有大量税收抵免额的公司被要求支付不低于 15% 的税率。该方案还将通过加强对富人纳税者的审计来增加财税收入。这两项融资提议已经包含在拜登的税收计划中。消息人士称，拜登方面的想法是，在不提高税率或撤回特朗普 2017 年减税措施的前提下筹措到基建计划所需资金。

据报道，美国总统拜登总统预计的 6 万亿美元预算是基于他提出的资本利得税上调已于 4 月底生效的假设，这意味着一旦国会同意，高收入投资者要在较低税率下实现收益已经太晚了。拜登的计划将把收入超过 100 万美元家庭的最高资本利得税率从 23.8% 提高到 43.4%。他还将改变对持有至死但未实现资本利得的税收规则。资本利得税上调的生效日期将与拜登宣布的将增税作为其美国家庭计划（American Families Plan）的一部分挂钩，该计划包括扩大儿童税收抵免，并为学前教育和社区大学提供资金。任何利率调整和追溯生效日期都必须得到国会的批准，一些民主党议员已经对全面的资本利得税计划产生了担忧。知情人士称，拜登政府的预算将要求在 2022 财政年度支出约 6 万亿美元。它将详细阐述拜登过去几个月在基础设施和家庭援助计划中提出的建议。除了今年迄今为止的计划外，预算案不太可能包括其他重大政策。拜登政府总体上一直试图避免实施追溯性增税，它的许多提议将在 2022 年生效。但资本利得则不同，因为税率上调幅度很大，而且纳税人对申报收入有很大的控制权。一位白宫官员此前曾表示，生效日期将与国会一起制定，以防止纳税人利用增税开始前的任何缺口。

美国通货膨胀指标上行伴随着个人收入的急剧下降。美国 4 月个人收入环比下降 13.1%，略好于预期的下降 14.2%，较前值的 21.1% 大幅回落。4 月个人消费支出（PCE）环比上升 0.5%，预期上升 0.5%，前值上升 4.2%。

美国疾控中心（CDC）最新统计显示，截至当地时间 5 月 30 日上午，美国已完成接种新冠疫苗超 2.94 亿剂，已分发疫苗超 3.66 亿剂；近 1.68 亿人至少接种了一剂疫苗，占美国总人口过半；超过 1.35 亿人完全接种疫苗，占比四成以上。经济合作与发展组织（OECD）周一表示，全球经济前景正在改善，因疫苗的推出使企业得以恢复运营，且拜登向全球最大经济体注入数万亿美元资金。该组织小幅上调预估全球经济预期。该组织预计今年全球经济增长 5.8%，明年预计增长 4.4%，较 3 月份发布的上一次预测分别提高了 5.6% 和 4.0%。经合组织在其最新出版的《经济展望》报告中表示，全球经济现已恢复到大流行前的活动水平，但尚未达到全球健康危机之前的预期增长。经合组织预测，在数万亿美元刺激计划的支持下，美国经济今年预计增长 6.9%，高于此前 6.5% 的预期。其预计美国的刺激计划将为美国经济增长贡献 3-4 个百分点，为全球经济增长贡献 1%，并使美国经济在 2021 年年中恢复到危机前的水平。

三、国内宏观经济回顾

上周美国三大股指上涨，北上资金净流入，短期利率涨跌分化，五个交易日，A 股主要股指涨跌分化。上周，风格偏好高 PE、中 PB 和小盘股。从风格分类股票指数看，金融股指数累跌 1.55%，周期股指数累涨 0.55%，消费股指数累涨 0.97%，成长股指数累涨 0.76%，稳定股指数累跌 0.29%。上周以一级行业分类的板块中，涨跌幅前 5 的行业分别是基础化工、煤炭、综合、农林牧渔和轻工制造，涨跌幅后 5 的行业是餐饮旅游、非银行金融、家电、传媒和房地产。

国务院总理李克强 5 月 30 日以视频形式出席第二届全球绿色目标伙伴 2030 峰会并致辞。李克强提出三点建议包括：转变思路，推动绿色低碳转型。各国疫后复苏绝不能重回高污染、高排放发展的老路，要坚定追求经济发展与生态环境保护的共赢，坚决抑制粗放型增长冲动。紧抓疫情催生的新业态、加速数字化转型、激发发展新动能等新机遇，推动实现高质量发展。点评：当前中美共同推进绿色低碳发展，疫情对全球经济负面冲击深远，部分国家为经济快速回暖，有可能采取高污染、高排放的发展路径，挑战全球生态环境保护，坚决抑制全球粗放型增长，利多低碳

发展，整体利多 A 股。

央行前调查统计司司长盛松成：当前人民币过快升值有可能已经出现超调，未来看不可持续。美国经济下半年有望出现全面反弹，美元或随之走强。人民币汇率升值无法抵消大宗商品价格的上涨，不能成为工具；人民币汇率超调是短期投机行为，不可持续。要防止短期资金大量流入，推高人民币汇率，扰乱我国金融市场和货币政策的独立施行。金融时报：近期人民币汇率有所升值。往前看，既有支持人民币升值的因素，也有支持人民币贬值的因素。未来可能推动人民币贬值的四大因素不能忽视。一是美联储退出量化宽松货币政策。二是美国经济强劲复苏带动美元走强。三是全球疫情逐渐得到控制和供给能力恢复。四是美国资产泡沫可能破裂，全球避险情绪升温。若未来通胀持续超预期，联储很可能收紧货币政策，资金从新兴市场大幅回流美国，包括中国在内的新兴市场货币将面临明显贬值压力，需要警惕。大宗商品去年 5 月以来大幅上涨，近期市场呼吁人民币“主动升值”的呼声渐起，全国外汇市场自律机制第七次工作会议强调“汇率不能作为工具，既不能用来贬值刺激出口，也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响”，说明我国汇率主要由国内外宏观环境和货币政策决定，较长期看，美元汇率有可能走强，人民币汇率或随之走弱。短期看，整体美元指数下降，人民币资产具备长期吸引力，叠加近期较宽松的货币政策环境，利多商品价格和 A 股。

中国能源报：近期，生态环境部通报多起中央环保督察典型案例。从通报情况看，当地政府及相关主管部门的“睁一只眼闭一只眼”，甚至“积极推动”，或许是“高耗能、高排放”项目还敢顶风作案的主要原因。地方政府部门之所以甘愿为“两高”项目“暗撑保护伞”“偷偷开绿灯”，主要原因无非是“两高”项目拉动经济增长的效果异常明显。严控“两高”，不能当耳旁风。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，严控“两高”，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。

银保监会副主席梁涛：金融杠杆率明显下降，金融资产盲目扩张得到了根本扭转，银行业不良资产的认定和处置大步推进，影子银行得到有序的拆解，金融违法

犯罪行为受到了严厉惩处，不法经济隐含的风险逐步化解，外部风险冲击应对有效，房地产金融泡沫化势头得到遏制，地方政府的债务风险基本控制。中国金融体系的明显短板是长钱不足，我国整体间接融资明显高于直接融资，实体经济贷款的比重较高、宏观杠杆率偏高。今年 1 季度我国宏观杠杆率已超 270%，高杠杆推高我国金融风险。不过去年 5 月以来，我国金融市场并没有大幅上涨，叠加经济复苏，企业利润快速上升，大类资产估值并没有快速上升，金融杠杆率快速下降，使得我国金融风险得到一定程度化解，我国正推动市场化债转股，整体利多 A 股。

国家最高领导人：科技攻关要坚持问题导向，奔着最紧急、最紧迫的问题去。要从国家急迫需要和长远需求出发，在石油天然气、基础原材料、高端芯片、工业软件、农作物种子、科学试验用仪器设备、化学制剂等方面关键核心技术上全力攻坚，加快突破一批药品、医疗器械、医用设备、疫苗等领域关键核心技术。要在事关发展全局和国家安全的基础核心领域，瞄准人工智能、量子信息、集成电路、先进制造、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，前瞻部署一批战略性、储备性技术研发项目，瞄准未来科技和产业发展的制高点。要优化财政科技投入，重点投向战略性、关键性领域。未来国与国竞争的关键在于科技的竞争，优化财政科技投入，重点投向战略性、关键性领域，资源倾斜有助于相关产业的快速发展，我国加强顶层设计和统筹协调，布局并积极培育发展未来产业，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。

中共中央政治局：各级党委和政府要加强统筹规划、政策协调和工作落实，依法组织实施三孩生育政策，促进生育政策和相关经济社会政策配套衔接，健全重大经济社会政策人口影响评估机制。要将婚嫁、生育、养育、教育一体考虑，加强适婚青年婚恋观、家庭观教育引导，对婚嫁陋习、天价彩礼等不良社会风气进行治理，提高优生优育服务水平，发展普惠托育服务体系，推进教育公平与优质教育资源供给，降低家庭教育开支。2010 年左右我国刘易斯拐点到来，劳动力过剩转向短缺，我国每年新生儿人数较快速下降，2016 年我国提出放开二胎以来，新生儿人数虽然短期快速攀升，但近年下降很快，为我国劳动力人口平稳计，国家组织实施三孩生育政策，一定程度有利于缓解我国新生儿人数下降的压力。国家也注意到，当前我

国新生儿人口下降的重要原因是结婚成本和养育成本较高，促进生育政策和相关经济社会政策配套衔接，整体有利于国家经济发展，利多 A 股，尤其是与之相关的生育、教育、儿童娱乐等相关产业链。

统计局：5 月，制造业 PMI 为 51.0，微低于上月 0.1 个百分点，继续位于临界点以上，上月相比变化不大，景气度继续高于 2019 年和 2020 年同期，制造业延续稳定扩张态势。非制造业商务活动指数为 55.2，比上月上升 0.3 个百分点，我国经济总体继续保持平稳扩张，非制造业商务活动指数升至较高景气区间。5 月 PMI 录得 51.0%，不及预期的 51.1%，连续 2 个月下降，显示我国经济复苏动能减弱，就分项看，生产、采购量、进口、出厂价格和主要原材料购进价格较前值上升，新订单、新出口订单、在手订单、产成品库存、原材料库存、从业人员、供货商配送时间和生产经营活动预期较前值下降。显示 5 月我国内外需走弱，生产走强，我国经济增长承压，主要原材料购进价格录得 72.8% 的历史高位，较前值上升 5.9 个百分点，显示原材料价格高涨，由于小型企业一般偏中下游，原材料价格的快速上涨拖累小型企业景气度较前值下降 2.0 个百分点，由于我国就业人员大半就业于小型企业，小型企业经济景气度下降或使得我国就业承压，5 月中旬以来国务院多次强调需遏制大宗商品价格不合理快速上涨，大宗商品价格上升态势或趋缓，对小型企业的冲击大概率渐小。5 月 PMI 不及预期且较前值下降，整体利空 A 股。

为加强金融机构外汇流动性管理，央行决定，自 6 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行的 5% 提高到 7%。中银证券全球首席经济学家管涛表示，此次政策调整传递出两个信号：一是央行不会放任人民币过快升值，必要时将果断出手；二是央行不出手则已，出手必是重拳。自去年 3 月高点 103.01 下降至近期的 89.80，下降幅度达 14.7%，近期美国经济现过热现象，消费和生产增速高增，通胀快速攀升，美联储近期将可能讨论减码宽松政策事宜，市场预期美联储将逐步收紧货币政策，美元指数下半年可能趋势攀升，人民币可能在某个时点由升值转为贬值，对应外汇投资风险或加大，国家上调金融机构外汇存款准备金率，主要是为应对相应外汇风险，也不愿看到人民币不合理的快速升值，短期人民币汇率短期升值动能减弱，利空 A 股，较长期，人民币汇率稳定，利多 A

股。

国家领导人：要深刻认识新形势下加强和改进国际传播工作的重要性和必要性，下大气力加强国际传播能力建设，形成同我国综合国力和国际地位相匹配的国际话语权，为我国改革发展稳定营造有利外部舆论环境，为推动构建人类命运共同体作出积极贡献。我国经济体量仅次于美国，但国际事务话语权犹不及俄罗斯、德国、法国等国，由于部分西方国家的歪曲宣传，全球许多地区对我国存在较多错误理解，影响我国在全球的形象也不利于我国对外投资的安全，加强和改进国际传播工作，有利于提升我国国际影响力和国际话语权，整体利多 A 股。

据新华社报道，6月2日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美财政部长耶伦举行视频通话。双方认为中美经济关系十分重要。双方本着平等和相互尊重的态度，就宏观经济形势和多双边领域合作进行了广泛交流，对彼此关心的问题坦诚交换了意见，愿意继续保持沟通。自2020年1月中美签署第一阶段经贸协议后，双方积极履行第一阶段经贸协议，中美经贸关系稳定，当前中美双方经济对话负责人通话，进行坦诚、务实、建设性的广泛交流，有利于两国经贸往来，有助于我国经济平稳复苏，整体利多 A 股。

银保监会表示，房地产金融化泡沫化势头得到遏制。截至4月末，房地产贷款同比增长10.5%，增速创8年新低。对确认挪用经营贷的借款人，不仅要压缩授信额度、收回贷款，还将报送征信系统，提高挪用贷款违规成本。银保监会：到4月末，银行业金融机构房地产贷款集中度总体同比下降0.5个百分点。但有中小银行在大银行压降房贷集中度时争抢市场份额，导致集中度上升。将对新增房产贷款占比较高的银行实施名单制管理系统，督促这些银行落实房地产金融调控要求，要合理控制房地产贷款增速。推动长三角一体化发展领导小组全体会议强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策稳地价、稳房价、稳预期。今年我国房地产投资维持高位，是今年我国经济高速增长的重要原因，房地产贷款同比录得低位，房地产金融泡沫化得到遏制，利多 A 股。不过今年年初，部分地区房价上涨很快，消费贷经营贷违规流入房地产的行为频现，需严厉打击违规行为，提高挪用贷款违规成本，叠加近期商品房成交面积同比较大幅下降，或利空房地产相关行业。

5月，财新中国制造业PMI为52，较上月上升0.1个百分点，创2021年以来最高值。财新智库表示，5月制造业继续保持扩张，海内外需求强劲，供给稳步恢复，就业市场保持稳定，制造业景气度仍维持较高水平，后疫情时代经济恢复动能犹在。5月官方制造业PMI下降，但财新制造业PMI攀升，显示数据指向相反，究其原因，财新PMI与官方PMI的统计口径不同，官方PMI涵盖了各省分部均匀的3000余家大中型企业，财新PMI集中调查东部沿海的400余家企业。说明东部沿海制造业经济景气度攀升，而全国经济景气度走低，我国经济复苏不平衡。财新制造业PMI攀升有利于A股。

新华社：近期人民币对美元汇率中间价升破6.4关口，创近3年来新高。市场开始热议人民币汇率是否已进入上行通道。尽管央行向市场传递了“不要赌人民币汇率升值或贬值，久赌必输”的清晰信号，但做多人民币的投机冲动仍若隐若现。分析人士认为，本轮人民币对美元汇率上涨，有被动因素，也有主动因素，投资者既要重视行情，也要筹谋长远，做出明智选择。人民币资产并非赌徒的“筹码”，而是回馈耐心和智慧者的“重礼”。美元指数自去年3月高点103.01下降至近期的89.80，下降幅度达14.7%，近期美国经济现过热现象，消费和生产增速高增，通胀快速攀升，美联储近期可能讨论减码宽松政策事宜，市场预期美联储将逐步收紧货币政策，美元指数下半年可能趋势攀升，人民币可能在某个时点由升值转为贬值，对应外汇投资风险或加大，国家近日上调金融机构外汇存款准备金率，主要是为应对相应外汇风险，也不愿看到人民币不合理的快速升值，短期人民币汇率短期升值动能减弱，利空A股，较长期，人民币汇率稳定，利多A股。

新华社：经营贷违规入楼市一直是监管严查的领域。高压之下仍乱象不止的背后，有多个主体的共同推动，但作为信贷资金的投放方，银行机构难辞其咎。金融是国民经济的血脉。今天的贷款结构意味着明天的经济结构。根治信贷资金违规进入楼市这一痼疾，需要各方面共同努力，尤其需要银行“动真格”。经营贷是指中小企业主或个体工商户通过房产抵押等担保方式获得银行贷款，用于其企业或个体户的经营需要。经营贷违规流入楼市，使原拟流入实体经济的资金流入楼市中，推升房价的同时也压制了经济正常发展。今年年初，部分地区房价上涨很快，经营贷违

规流入房地产的行为频现，需严厉打击违规行为，整体利多 A 股，利空房地产相关行业。

国际金融协会：5 月，流入新兴市场国家的投资总额约为 138 亿美元，较上月的 455 亿美元大幅缩减。细分市场中，股票市场流入 40 亿美元，其中流向中国股市的有 113 亿美元。债券市场流入 98 亿美元，其中，中国债市流出 10 亿美元；流入中国以外其他新兴市场国家债市的资金约 109 亿美元。二季度美国 PPI 同比和 CPI 同比或达到历史较高点，叠加美国生产和消费强劲回升，美国经济过热现象凸显，美联储拟收紧货币政策，放慢资产购买步伐，美元指数可能在近期触底回升，在此背景下，美元回流美国的可能性大增，流入新兴市场国家投资总额或易降难升，人民币兑美元贬值的可能性加大，中美利差或进一步收窄，需警惕资本较大幅流出造成的市场波动。

国务院领导人指出，市场主体是经济社会发展的重要力量。“放管服”改革适应了完善社会主义市场经济体制需要，顺应了人民群众就业创业需要，着眼于培育市场主体、激发市场活力和社会创造力。市场主体发展壮大，成为支撑就业的“顶梁柱”、创造财富的源泉。要继续把市场主体的痛点难点作为发力点，一体推进“放管服”改革，进一步为市场主体放权赋能，减少不当干预，加强公正监管，促进公平竞争，优化公共服务，让人民群众敢于创业奋斗，让市场主体敢于创新发展。我国经济制度具有明显的优势，有利于经济发展，但仍存在些经济政策与经济发展不匹配之处，劳动力配置效率和资本配置效率仍有提升空间，“放管服”改革正是为了“减少不当干预，加强公正监管，促进公平竞争，优化公共服务”，进而提升资源配置效率，有利于我国经济高质量发展，利多 A 股。

联合国粮农组织：5 月，全球食品价格指数环比上涨 4.8%，连续第 12 个月上涨，并创下自 2010 年 10 月以来最大环比涨幅，达到 2011 年 9 月以来的最高水平；植物油、食糖和谷物的国际价格飙升，引领指数上涨。去年 5 月以来全球工业品价格指数快速攀升，推升制造业成本攀升，今年 5 月全球食品价格环比大幅上涨，不但有可能进一步推升企业原材料购进价格，而且或推升 CPI 同比，市场对高通胀的担忧或进一步加剧，利空 A 股。

俄罗斯财长：俄国家财富基金将退出美元资产，投资于欧元、人民币和黄金资产。欧元份额将是 40%，人民币为 30%，黄金 20%，英镑和日元均为 5%。新投资结构预计将在一个月内实行。我国经济体量仅次于美国，经济增速在大型经济体中位居前列，较长期看，我国国内政治稳定，经济维持中高速增长，人民币汇率稳定，人民币资产是优质资产，俄罗斯国家财富基金退出美元资产，投资于人民币资产等，利空美元，利多 A 股。

5 月，财新中国服务业 PMI 55.1，虽然较上月下降 1.2 个百分点，但连续 13 个月位于扩张区间，服务业景气度依然较高。5 月官方服务业 PMI 下降，财新服务业 PMI 大幅下降与之相呼应。说明全国及东部沿海服务业经济景气度下降，我国服务业复苏转弱。利空 A 股。

商务部：中美经贸领域已开始正常沟通，双方同意，下一步要从有利于中美两国和整个世界的角度，共同努力，为生产者和消费者务实地解决一些具体问题，推动中美经贸关系健康稳定发展。自 2020 年 1 月中美签署第一阶段经贸协议后，双方积极履行第一阶段经贸协议，中美经贸关系稳定，当前中美经贸领域已开始正常沟通，推动中美经贸关系健康稳定发展，有利于两国经贸往来，有助于我国经济平稳复苏，整体利多 A 股。

国务院发布通知深化“证照分离”改革，进一步激发市场主体发展活力，为在外资外贸、工程建设、交通物流、中介服务等领域破解“准入不准营”问题，在全国范围内取消 68 项涉企经营许可事项，在自由贸易试验区试点取消 14 项涉企经营许可事项。“照”指的是工商部门颁发的营业执照，“证”指的是各相关行业主管部门颁发的经营许可证，深化“证照分离”改革是简政放权、放管结合、优化服务的重要举措，将进一步提升资源配置效率，有利于我国经济高质量发展，利多 A 股。

6 月 3 日，人民币对美元汇率中间价报 6.3811 元，较前一交易日下调 38 点，为连续两日下调。在岸人民币对美元即期汇率先行贬破 6.39 元，连续三日贬值。鉴于境外上市中资企业购汇需求季节性上升和美元汇率走势存在较大变数，专家表示，目前，人民币汇率单边升值预期正趋于减弱。企业应树立“风险中性”理念，避免“炒汇”行为。近期美国经济现过热现象，消费和生产增速高增，通胀快速攀升，

美联储近期可能讨论减码宽松政策事宜，市场预期美联储将逐步收紧货币政策，美元指数下半年可能趋势攀升，人民币可能在某个时点由升值转为贬值，人民币汇率单边升值预期正趋于减弱，外汇投资风险或加大，短期人民币汇率升值动能减弱，利空 A 股，较长期，人民币汇率稳定，利多 A 股。

四、核心观点

6 月中国 CPI 同比和 PPI 同比大概率回落，产出缺口下降但为正，经济周期或属于类衰退期，利多股指。美国 CPI 同比和 PPI 同比大概率维持高位，产出缺口为正，经济周期或属类过热期，中美经济周期错位与去年中美疫情爆发节奏不同有关，国外处类过热期，大宗商品大概率上涨，但国务院强调大宗商品价格快速上涨需做好市场调节，或遏制其价格不合理上涨。

我们认为，就当前看，中国经济处复苏通道、景气度在扩张区间、利润增速维持高位、政策保持对经济恢复的必要支持力度，中美经贸领域开始正常沟通、美国非农数据疲弱降低通胀预期、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。不过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、大宗商品价格过快上涨监管趋严、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。

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阶段性推升资产价格，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、农产品价格上升，美元上涨

截止 6 月 5 日，南华工业品指数周环比上升 3.97%，南华农产品指数周环比上升 0.93%，CRB 现货指数工业原料环比上涨 1.89%，铁矿指数环比下跌 3.98%，美元指数周环比上涨 0.15%。

（二）中游：高炉开工率下降，水泥价格连续 2 周下跌

截止 6 月 5 日，全国高炉开工率环比下跌 0.14%，全国水泥价格周环比下跌 1.19%，连续 9 周上涨后连续 2 周下跌，东北、华北、华东、西北、西南和中南地区价格环比分别变化 0.58%、0.74%、-2.09%、0.35%、0.95%和-1.92%。

（三）下游：商品房成交面积环比回落，运价指数上涨

截止 6 月 5 日，30 大中城市商品房成交面积周环比上升 10.43%，其中，一线、二线、三线环比分别为 27.29%、7.93%和 4.45%。汽车半钢胎开工率环比上涨 3.76%，集装箱运价指数，CCFI 指数和 SCFI 指数周环比分别上升 3.37%和 3.36%。

（四）价格：猪肉、蔬菜价格下降，原油价格上涨

截止 6 月 5 日，上周猪肉平均批发价环比下跌 5.08%，近 19 周下降 18 周。28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比下跌 1.85%，近 16 周下降 14 周，7 种重点监测水果周环比下跌 0.69%，连续 3 周下跌。布伦特原油期货结算价周环比上涨 2.62%。

六、 市场利率

上周公开市场操作零净投放零净回笼，与上上周相同。

SHIBOR 利率涨跌分化，截止 2021 年 6 月 4 日，隔夜 SHIBOR、周 SHIBOR 和月 SHIBOR 利率分别较 2021 年 5 月 28 日变化 0.9BP、-9.1BP 和-2.7BP。截止 2021 年 6 月 4 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 28 日变化 0.96BP 和 -29.25BP。通过上述短期利率数据变化可知，利率整体下降。

上周北上资金净流入 88.88 亿元，上上周净流入 468.14 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
煤焦钢矿	5.59	0.43	0.63
油脂油料	3.20	-2.72	2.08
软商品	1.75	-16.33	-3.77
商品指数	1.67	-10.33	0.50
谷物	0.95	-17.96	-2.05
能源	0.76	-17.46	-1.59
非金属建材	0.25	-29.40	-10.09
化工	0.02	-12.27	1.52
贵金属	-1.89	-19.70	3.57
有色	-2.96	-6.49	5.16
农副产品	-4.20	-27.82	0.40

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”。