美债收益率快速走高，大宗商品高位回调

摘要

一、春节因素扰动下，2 月国内制造业 PMI 小幅回落。中国 2 月官方制造业 PMI 为 50.6，预期为 51.0，前值为 51.3。其中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。2 月制造业 PMI 高于临界点，今年春节假日落在 2 月中旬，假日因素对 2 月企业生产经营影响较大，制造业市场活跃度有所下降，景气水平较上月回落。**往后看，今年多地提倡“就地过年”，节后复工复产或快于往年。进入 3 月份，随着天气转暖，以及疫情的控制，下游有望进入开工旺季，上游的生产也有望走强，经济景气度将重新走高。**

二、美国众议院投票通过 1.9 万亿美元经济救助计划。当地时间 2 月 27 日凌晨，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划，该项计划旨在为受新冠疫情影响的美国家庭和企业提供财政支持。**考虑到此前美国参议院已于 2 月 5 日通过了预算调节程序，民主党占多数的参议院可以以简单多数通过该经济救助计划。不过，我们认为，为了取得部分共和党人的支持，避免两党的政治分裂加剧，民主党或在部分条款上做出妥协，实际通过参议院的规模或部分条款可能存在变数，最理想的状况是 1.9 万亿得以全额通过，实际的刺激法案规模可能要比 1.9 万亿小。**

三、美债收益率快速走高，大宗商品高位回调。近期，全球经济复苏和通胀预期持续升温，美债收益率大幅上行，美元指数企稳反弹，从而压制大宗商品价格走势。对于美元指数未来的走势，我们认为在全球新增确诊人数拐点已现，美国疫苗接种领先，经济基本面加速修复下再推 1.9 万亿的财政刺激，美债收益率持续走高的背景下，美元指数短期获得支撑，存在阶段性小幅反弹的可能。但从中长期角度来看，疫情的影响终将消退，欧美之间的经济增速差及利差都将得到修正，同时，在美联储货币政策不发生实质转向的前提下，美元很难长期保持强势，趋势性上行的可能性较小。同时，在全球经济复苏的大趋势中，主要经济体维持宽松的货币环境，并推出大规模的财政刺激法案将持续推升通胀预期，大宗商品的牛市并未结束，短期经过调整后有望重新走高。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

一、经济

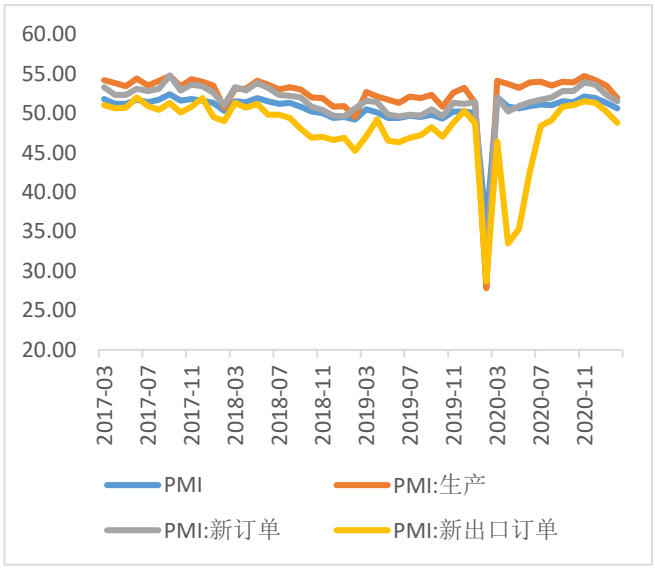
1）宏观和政策跟踪

1、国内 2 月 PMI 小幅回落

中国 2 月官方制造业 PMI 为 50.6，预期为 51.0，前值为 51.3。从主要的分类指标上看，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。2 月制造业 PMI 高于临界点，今年春节假日落在 2 月中旬，假日因素对 2 月企业生产经营影响较大，制造业市场活跃度有所下降，景气水平较上月回落。

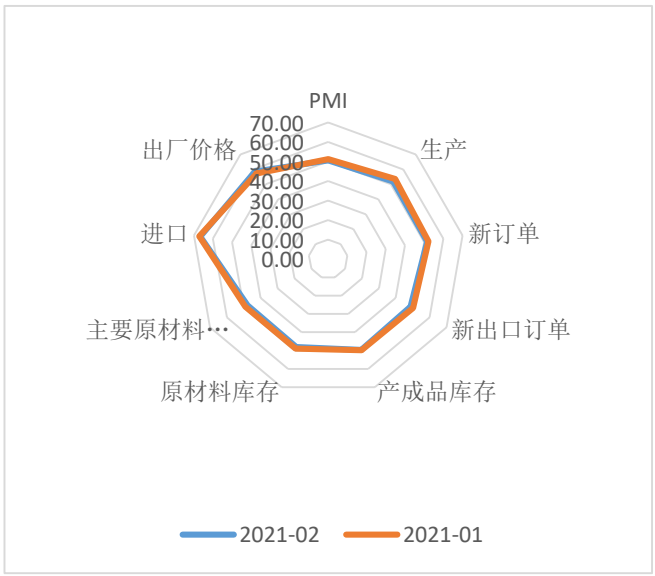
往后看，今年多地提倡“就地过年”，节后复工复产或快于往年。进入 3 月份，随着天气转暖，以及疫情的控制，下游有望进入开工旺季，上游的生产也有望走强，经济景气度将重新走高。

图表 1：官方制造业 PMI 略低于预期



数据来源：Wind

图表 2：主要分项指标均有回落



数据来源：Wind

2、美国众议院投票通过 1.9 万亿美元经济救助计划。当地时间 2 月 27 日凌晨，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划。这项由美国总统拜登提出的总额达 1.9 万亿美元的新一轮经济救助计划，旨在为受新冠疫情影响的美国家庭和企业提供财政支持。其中包括直接向符合条件的美国人支付 1400 美元的补助金，为符合条件的失业者提供每周 400 美元的失业救济金。

考虑到此前美国参议院已于 2 月 5 日通过了预算调节程序（Budget Reconciliation），民主党占多数的参议院可以以简单多数通过 1.9 万亿的财政刺激计划。不过，我们认为，为了取得部分共和党人的支持，避免两党的政治分裂加剧，民主党或在部分条款上做出妥协，实际通过参议院的规模或部分条款可能存在变数，最理想的状况是 1.9 万亿全额通过，实际刺激法案的规模可能要比 1.9 万亿小。

图表 3：美国新一轮的财政刺激法案

专业·诚信·进取·共赢

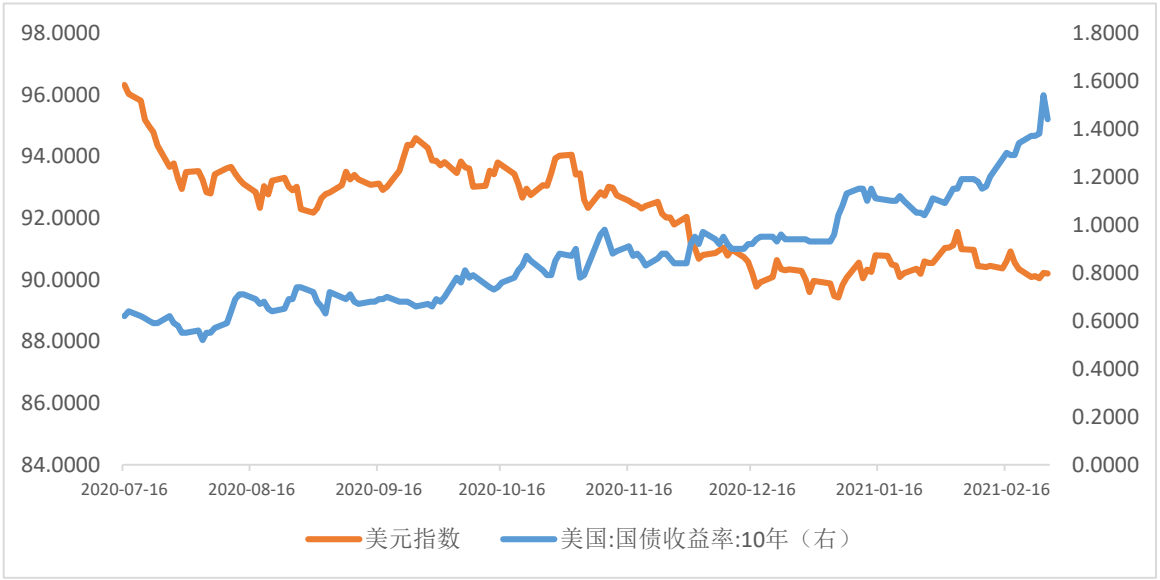
主要条款	第一轮财政刺激	国会通过的 9000 亿美元刺激法案	拜登提出的1.9万亿美元刺激法案
总金额	3.1 万亿美元	9000 亿美元	1.9 万亿美元
低收入家庭和个人直接补贴	成人 1200 美元，儿童 500 美元	成人 600 美元，儿童 600 美元	每人 1400 美元
失业救助	每周 600 美元	每周 300 美元（截至到 3 月）	每周 400 美元（延长到 9 月）
薪酬保护贷款计划（PPP）	1.14 万亿美元以保持中小企业的薪酬支付	2840 亿美元	在此前通过的 PPP 基础上增加 500 亿美元用于小企业救助
儿童税收抵免	500 美元		扩大至 3000 美元
地方和各州的联邦政府拨款	3398 亿美元		3500 亿美元
学校资助	140 亿美元教育应急基金	820 亿美元	1700 亿美元
儿童保育		100 亿美元	
疫苗购买、分配及检测		510 亿美元	700 亿美元

数据来源：wind

3、美债收益率快速走高，美元指数小幅反弹。近期，全球经济复苏和通胀预期持续升温，美债收益率大幅上行，美元指数企稳反弹。对于美元指数未来的走势，我们认为在全球新增确诊人数拐点已现，美国疫苗接种领先，经济基本面加速修复下再推 1.9 万亿的财政刺激，美债收益率持续走高的背景下，美元指数短期获得支撑，存在阶段性小幅反弹的可能。

但是，从中长期角度来看，疫情的影响终将消退，欧美之间的经济增速差及利差都将得到修正，同时，在美联储货币政策不发生实质转向的前提下，美元很难长期保持强势，趋势性上行的可能性较小。

图表 4： 美元指数小幅反弹



数据来源：wind

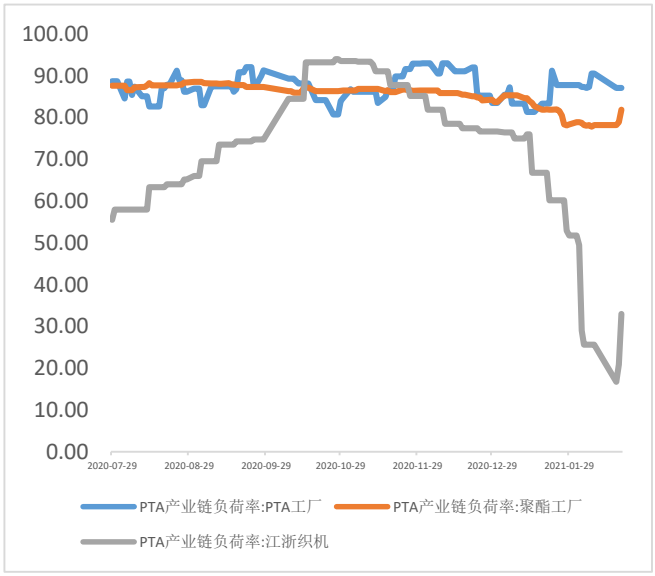
专业·诚信·进取·共赢

2）工业生产逐步回暖

化工：需求稳步提升，生产加快恢复。需求方面，节后随着生产生活的恢复，需求预期较为乐观，本周 PTA 产业链产品价格普遍走强，PTA、聚酯切片、涤纶 POY 价格同步大幅上涨。生产端开始稳步回升，本周 PTA 产业链负荷率同比均稳中有升，其中，PTA 开工率持稳，聚酯工厂负荷率小幅回升，江浙织机负荷率大幅提升。

钢铁：生产需求有望逐步回暖。Mysteel 样本内钢厂高炉开工率略微至 66.16%，较上周小幅回落 0.28 个百分点，主因是北方环保限产所致。钢材价格反弹后，钢厂利润得以修复，同时基于对未来需求的乐观预期，钢厂复产积极性较高，开工率有望走高。春节期间需求近乎停滞，使得钢材厂库、社库均出现大幅累计，累库幅度甚至都超过去年同期。节后钢材涨幅高于原材料，钢厂利润得到明显修复。

图表 5：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

3）地产、汽车销售回暖

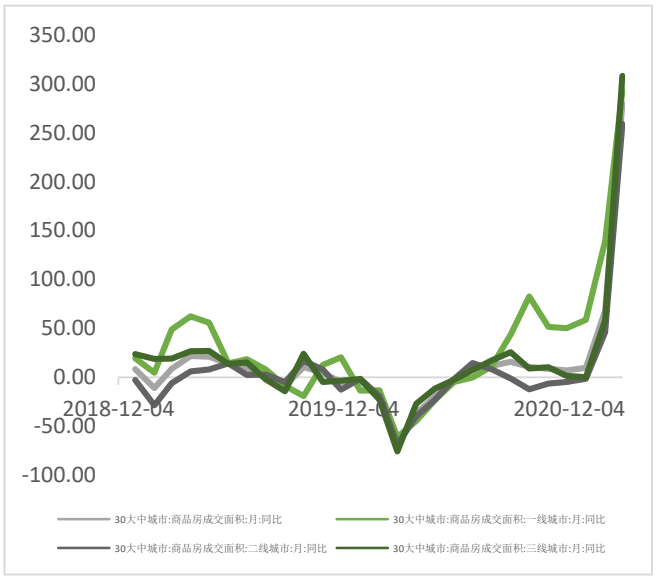
低基数影响下，地产同比大幅增长。2 月以来，30 城商品房日均销售面积为 31.2 万平方米，较 2020 年同比上涨 447.4%，较 2019 年同比增长 2.7%，由于新冠病毒的影响，2020 年的同比数据基本不具有参考性，今年春节后的整体表现与 2019 年节后的恢复情况基本相一致。受到“就地过年”的影响，今年春节期间一线城市房地产需求较历史同期上升明显，而二三线城市影响则相对较小。2 月以来，一线城市销售面积较 2019 年同比增长 71.5%，而二线和三线城市销售面积较 2019 年同比仅增长 22.7% 和 10.4%。不过，土地成交依旧冷清，2 月 1 日至 21 日，100 大中城市累计成交土地面积为 1360.6 万平，较去年 2 月同比下跌 25.5%，2 月 21 日成交土地面积较 2 月 14 日周环比下跌 66.1%，跌幅较大。

2 月的乘用车市场零售走势较好。乘联会 2 月 24 日表示，2 月乘用车市场零售走势较好。其中，

专业·诚信·进取·共赢

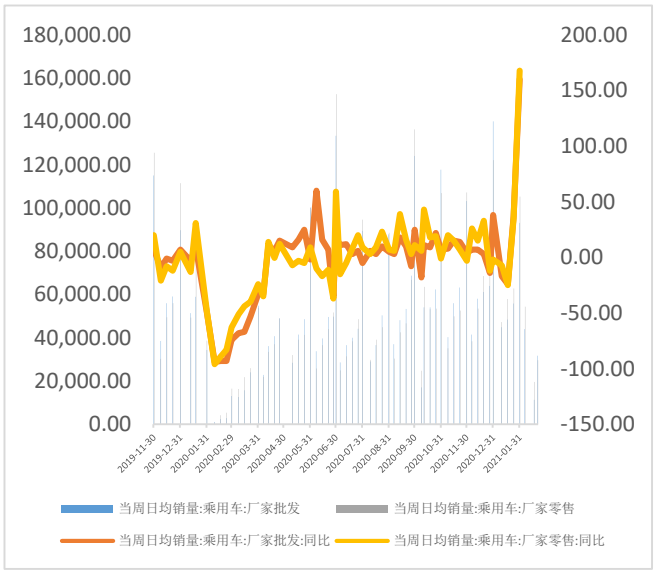
第三周（18-21 日）日均零售达到 3.0 万辆，环比 1 月第三周下降 53%，为春节后市场的逐步回暖。乘联会表示，期待 2 月全月销量能超越 2019 年的同期水平。与此同时，节后汽车生产端快速得到修复，截至 2 月 25 日，半钢胎开工率由 19.86%快速回升至 54.66%。

图表 7：30 大中城市地产销售情况



数据来源：Wind

图表 8：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

二、物价：节后食品价格持续回落

1）食品价格持续回落。在天气回暖以及消费回落的影响下，春节后食品价格持续快速回落，本周蔬菜均价环比上一周下跌 7.03%，猪肉均价环比节前下跌 6.82%。

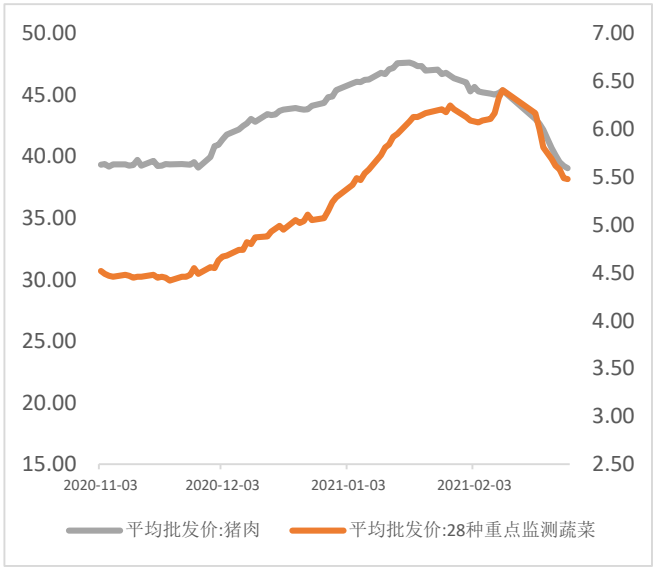
2）物价回升压力有限，CPI 短期或保持低位。春节后由于供给的增加以及消费的走弱，物价节后快速回落，同时，由于去年同期受疫情影响基数较高，CPI 同比短期或保持低位。全年来看，猪周期下行和国际油价波动将会是主导 CPI 走势的关键因素，随着生猪产能的持续恢复，猪肉价格将逐步下行，从而拖累食品价格；而国际原油供需结构改善，价格中枢将持续抬升，对非食品价格具有一定的拉动。进一步考虑基数因素，2021 年一季度 CPI 将继续走低，二季度或是全年的高点，三季度重新下行，四季度小幅走高。

3）全球经济共振复苏，PPI 有望延续回升。本周铜、铝、原油、化工等工业品具体走高，工业通胀压力有所提升。一方面，在疫情和减产等因素的影响下，铜、原油等部分大宗商品供给端出现改善，另一方面，随着疫苗的逐渐普及，疫情对全球经济的影响持续弱化，主要经济体维持宽松的政策基调，全球经济复苏有望加速，在全球经济共振复苏的提振下，工业品价格有望继续走高，PPI 将继续处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，2021 年 PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

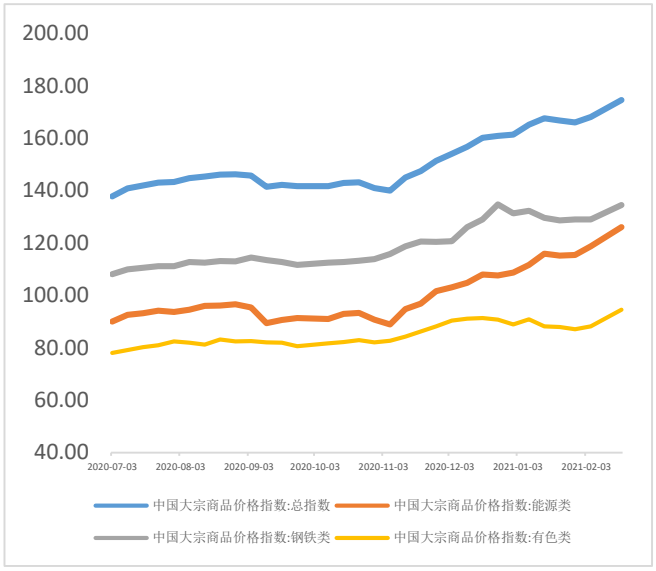
图表 9：节后食品价格有所回落

图表 10：大宗商品价格多数上行

专业·诚信·进取·共赢



数据来源：Wind

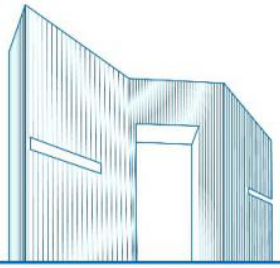


数据来源：Wind

专业·诚信·进取·共赢

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序