

多重因素冲击下 短期风险资产承压

摘要:

近期多重因素叠加，对 A 股造成明显冲击。首先是国内经济偏弱运行，稳增长政策仍在传导过程，经济尚未出现明显的企稳信号；其次是 4 月国内降准 25bp 不及预期，降息落空，宽松政策不及预期令市场情绪较为低迷；最后则是境内外货币政策劈叉，美联储、欧洲央行紧缩预期持续升温，4 月 11 日以来，中-美利差已经进入负值区间，美元兑人民币汇率突破 6.5，刷新 2021 年 7 月以来的高点，汇率贬值同样给 A 股带来一定的下行压力。2007 年至今，我们共看到 3 轮中-美利差倒挂阶段，回顾阶段内资产表现可以看到，国内资产面临一定的抛压，国内股指上涨概率仅有 33%，美元兑人民币 66% 的概率录得上涨，Wind 商品也仅有 33% 的概率录得上涨，其中油脂油料表现最弱，3 个样本均录得下跌，有色和化工表现偏弱为 33% 的概率上涨。但需要指出的是，上述样本集中在 2008 年至 2010 年期间，样本时间差不大、数量较少，整体表现仅供参考。

警惕美联储紧缩对全球权益资产的冲击。4 月 18 日，美国圣路易斯联储行长布拉德表示，美国目前的通胀率“实在太高”，美联储需要迅速采取行动让利率在今年年底之前达到 3.5% 左右。他还指出，不排除美联储一次加息 75 基点的可能。此前，美联储 3 月议息会议纪要释放了多次、大幅加息，且提前缩表的预期，计划用 3 个月时间将每月减持资产的规模上升至 950 亿美元，而上轮缩表最高规模也是每月 500 亿美元。上轮缩表对权益资产利空明显，后续需要警惕全球股指的调整风险。2007 年至今美联储资产负债表和权益资产相关性显著，和美股显著正相关性高达 0.9，和美债利率负相关性高达 -0.849，和沪深 300 录得 0.68 的一定正相关；但美联储资产负债表和商品的相关性较低录得 0.56。

当前国内经济下行压力仍较大。4 月 18 日，统计局公布国内 3 月经济数据，1-3 月同步数据中，投资、消费、出口各大分项增速全面放缓，好消息是，基建稳增长已经开始发力，预计形成长期、温和的托底作用。前瞻数据中，尽管社会融资规模存量同比增速有小幅回升，但社融主要靠短期票据支撑，关键的金融机构各项贷款余额增速，以及企业和居民中长期贷款仍未出现明显改善。疫情冲击下，线下消费、服务业增速大幅放缓，3 月社会消费品零售总额当月同比增长 -3.5%，其中餐饮收入当月同比更是大幅下跌 16.4%。更为关键的是，居民收入和就业承压，消费端的长期驱动力进一步削弱，指向复工复产后，消费难以迅速修复。中观层面，3 月全国房企拿地同比下滑近五成，挖掘机和重卡销量仍同比大幅下滑。微观层面，我们最新调研显示，近期全国下游施工同比有所下降、但环比微弱改善，旺季不旺特征显著。

商品方面，在强预期、弱现实博弈下，仍需观察内需出现企稳并进一步改善的信号，内需型工业品维持中性；原油链条商品则需要密切关注乌俄局势进程，以及警惕美国抛储、美伊核谈判达成带来的调整风险，结合乌俄局势仍在波折的信息，原油及原油链条商品仍维持高位震荡的局面；受乌俄局势影响，全球化肥价格持续走高，农产品基于供应瓶

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

研究员:

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

投资咨询号: Z0017091

颈、成本传导的看涨逻辑目前仍较为顺畅，并且在干旱天气、全球通胀传导等因素的支撑下，棉花、白糖等软商品也值得关注；美联储首次加息靴子落地叠加美国高通胀难解，且在 10Y 美债突破 2.9% 的背景下全球贵金属 ETF 持仓还持续上升接近历史高点，我们仍旧维持贵金属逢低做多的观点。

策略：

商品期货：农产品（棉花、白糖等）、贵金属谨慎偏多；外需型工业品（原油及其成本相关链条商品、新能源有色金属）、内需型工业品（黑色建材、传统有色铝、化工、煤炭）中性；

股指期货：中性。

风险点：地缘政治风险；中国抑制商品过热；中美博弈风险上升；台海局势；伊核谈判。

2022年4月重大事件一览:

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
28	29	30 美国3月ADP就业人数	31 美国2月核心PCE 欧佩克+部长会议 中国3月官方制造业PMI	1 美国3月非农就业人口 美国3月Markit制造业PMI终值 欧元区3月制造业PMI终值 欧元区3月CPI	2	3
4	5 欧元区3月服务业PMI终值 美国3月Markit服务业PMI终值	6 北约成员国外交部长会议 中国3月财新服务业PMI	7 中国3月外汇储备 美、欧货币政策会议纪要	8	9 中国3月金融数据	10
11 中国3月通胀数据	12 美国3月CPI	13 中国3月贸易数据 加拿大央行利率决议	14 欧元区利率决议	15 1500亿MLF到期	16	17
18 中国1-3月经济数据	19	20 中国4月LPR报价 博鳌亚洲论坛2022年年会	21 欧元区3月季调CPI	22 欧元区4月制造业PMI初值 美国4月Markit制造业PMI初值 美国4月Markit服务业PMI初值	23	24
25	26	27	28 日本央行利率决议	29 美国3月核心PCE物价指数 中国4月财新制造业PMI 欧元区4月CPI 美国4月UMich消费者信心指数	30 中国4月官方制造业PMI	1
2	3	备注 博鳌亚洲论坛2022年年会于4月20日-22日举行。 上期所、大商所、郑商所、上金所、中金所因4月4-5日清明节假期休市。 上期所、大商所、郑商所、上金所29日不进行夜盘交易。 美国纽交所、ICE及CME、伦交所、港交所等因4月15日耶稣受难日休市。 港交所、伦交所等因4月18日复活节休市。				

上周要闻：

1. 中国 2022 年一季度国民经济延续恢复发展态势，经济运行总体平稳。据国家统计局初步核算，一季度 GDP 按不变价格计算，同比增长 4.8%，预期为增长 4.8%，环比则增长 1.3%。中国 3 月份规模以上工业增加值同比实际增长 5.0%，预期增 5.1%。中国一季度固定资产投资（不含农户）同比增长 9.3%，预期增 8.6%。其中，民间固定资产投资 59622 亿元，同比增长 8.4%。中国一季度房地产开发投资同比增长 0.7%，商品房销售面积下降 13.8%，其中住宅销售面积下降 18.6%。一季度商品房销售额同比下降 22.7%。扣除价格因素，一季度社会消费品零售总额同比实际增长 1.3%。3 月份社会消费品零售总额同比下降 3.5%，预期为下降 0.8%。中国一季度居民人均可支配收入 10345 元，同比名义增长 6.3%，扣除价格因素实际增长 5.1%。3 月份，全国城镇调查失业率为 5.8%，比 2 月上升 0.3 个百分点。全国企业就业人员周平均工作时间为 47.3 小时。
2. 4 月 18 日电，今年以来，人民银行加大流动性投放力度，为支持小微企业留抵退税加速落地，人民银行靠前发力加快向中央财政上缴结存利润，截至 4 月中旬已上缴 6000 亿元，主要用于留抵退税和向地方政府转移支付，相当于投放基础货币 6000 亿元，和全面降准 0.25 个百分点基本相当。4 月 15 日，人民银行宣布全面降准 0.25 个百分点，将再投放长期资金约 5300 亿元。
3. 4 月 19 日，国家发展改革委召开 4 月新闻发布会。据发改委官网消息，下一步将全力做好大宗商品保供稳价工作，严厉打击囤积居奇、哄抬价格、散布虚假信息等违法违规行，坚决遏制过度投机炒作。下一步，国家发展改革委将会同有关方面加大宏观政策实施力度，政策举措靠前发力、适度加力，并积极谋划更大力度的政策举措，强化政策协调联动，着力稳定宏观经济大盘，具体有下面几项措施。一是着力扩消费促投资。消费方面，重点是推动出台进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的政策文件，努力稳定当前消费，综合施策释放消费潜力。落实好餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业纾困扶持措施，鼓励地方加大帮扶力度，稳住更多消费服务市场主体。要扩大重点领域消费，继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。投资方面，上周五我委已召开专题新闻发布会，下一步将积极促进有效投资，力争在上半年形成更多实物工作量。二是加大助企纾困力度。重点是加快落实好促进工业经济平稳增长的 18 条政策、促进服务业领域困难行业恢复发展的 43 条政策，有针对性地加大对实体经济和中小微企业的支持力度，强化中小企业减负纾困政策落实督查，持续开展防范和化解拖欠中小企业账款专项行动。三是坚决守好民生底线。
4. 4 月 18 日，美国圣路易斯联储行长布拉德在向美国外交关系协会发表视频讲话时表示，美国目前的通胀率“实在太高”，适度加息已不足以抑制，美联储需要迅速采取行动，通过多次 50 个基点的加息，让利率在今年年底之前达到 3.5% 左右。布拉德指出，超过 50 基点的加息并不是他预测的基本情境，但在美国通货膨胀水平屡创 40 年新高的背景下，他不排除美联储一次加息 75 基点的可能。
5. 4 月 LPR 报价出炉：1 年期 LPR 报 3.70%，5 年期以上品种报 4.60%，均与上期持平。这是 LPR 连续三个月“按兵不动”，市场对于降息的预期再度落空。
6. 央行、银保监会联合召开金融支持实体经济座谈会，抓好近期各项金融政策的落地工作，加大疫情防控和经济社会发展金融支持，保障物流畅通和促进产业链供应链循环。要充分发挥多项结构性货币政策工具的效能，做好政银企对接，及早释放政策红利。会议强调，金融机构要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，更好满足购房者合理住房需求。要执行好房地产金融宏观审慎管理制度，区分项目风险

与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。要及时优化信贷政策，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。

7. 欧元区3月CPI终值同比升7.4%，预期升7.5%，初值升7.5%；环比升2.4%，为纪录最大增幅，预期升2.5%，初值升2.5%。欧洲央行副行长金多斯称，欧洲央行可能在7月加息，具体取决于数据。货币市场定价欧洲央行将在2022年加息3次，每次25个基点。
8. 日本财务大臣铃木俊一：向七国集团说明了日元的突然波动问题，将在强烈警惕的情况下监控外汇市场，不对外汇水平置评，外汇快速波动是不可取的，汇率由市场决定。日本央行行长黑田东彦：外汇反映基本面很重要，短期外汇波动过度将影响商业活动，日本央行将密切关注外汇走势对日本经济和物价的影响。
9. 博鳌亚洲论坛2022年年会开幕式上午在海南博鳌举行，我国领导人以视频方式发表题为《携手迎接挑战，合作开创未来》的主旨演讲。领导人强调，要坚持建设开放型世界经济，加强宏观政策协调，维护全球产业链供应链稳定，促进全球平衡、协调、包容发展。要坚持以人民为中心，把促进发展、保障民生置于突出位置，围绕减贫、粮食安全、发展筹资、工业化等重点领域推进务实合作，着力解决发展不平衡不充分问题，稳步推进全球发展倡议落地落实。他指出，中国经济韧性强、潜力足、回旋余地广、长期向好的基本面不会改变，将为世界经济企稳复苏提供强大动能，为各国提供更广阔的市场机会。中国将全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。不论世界发生什么样的变化，中国改革开放的信心和意志都不会动摇。中国将始终不渝坚持走和平发展道路，始终做世界和平的建设者、全球发展的贡献者、国际秩序的维护者。

大类资产表现

大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	月度涨跌 (%)	今年以来 (%)
权益	道琼斯工业平均指数	34,792.76	-1.05%	0.99%	0.24%	-4.41%
	标准普尔500指数	4,393.66	-1.48%	0.02%	-2.80%	-8.06%
	纳斯达克综合指数	13,174.65	-2.07%	-1.32%	-7.17%	-16.31%
	上证综合指数	3,079.81	-2.26%	-4.52%	-5.24%	-14.90%
	伦敦金融时报100指数	7,627.95	-0.02%	0.15%	2.15%	3.04%
	巴黎CAC40指数	6,715.10	1.36%	1.91%	2.43%	-6.39%
	法兰克福DAX指数	14,502.41	0.98%	2.39%	1.60%	-8.70%
	东京日经225指数	27,553.06	1.23%	1.40%	-1.98%	-4.30%
恒生指数	20,682.22	-1.25%	-3.88%	-5.76%	-10.51%	
圣保罗IBOVESPA指数	114,343.78	0.00%	-1.58%	-3.96%	9.08%	
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (BP)	周涨跌幅 (BP)	本月以来 (BP)	今年以来 (BP)
债券	美债10Y	2.90	5.00	7.00	56.00	138.00
	中债10Y	2.83	-0.30	6.61	2.05	6.60
	英债10Y	1.93	-6.97	3.31	24.63	95.00
	法债10Y	1.34	5.50	5.10	41.00	119.40
	德债10Y	0.84	-5.00	8.00	37.00	108.00
	日债10Y	0.25	0.90	1.60	1.00	16.40
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
大宗商品	螺纹钢.SHFE	5,058.00	1.08%	1.08%	2.29%	18.12%
	铁矿石.DCE	904.00	0.28%	0.28%	10.51%	35.03%
	铜.LME	10,298.00	0.52%	-0.33%	-0.12%	7.13%
	铝.LME	3,302.50	1.21%	0.11%	-7.49%	17.32%
	镍.LME	33,875.00	0.59%	2.20%	-9.02%	65.20%
	WTI原油	102.19	-4.45%	-4.45%	-9.04%	32.73%
	甲醇.CZCE	2,937.00	2.30%	2.30%	-3.32%	15.45%
	PTA.CZCE	6,228.00	2.74%	2.74%	1.20%	24.56%
	大豆.CBOT	1,720.25	0.23%	2.33%	1.12%	28.54%
	豆粕.DCE	4,118.00	4.84%	4.84%	-6.15%	27.33%
	白糖.DCE	6,006.00	-0.56%	-0.56%	4.00%	4.49%
	棉花.DCE	21,445.00	-0.49%	-0.49%	-0.72%	4.84%
	黄金.COMEX	1,953.40	-0.34%	-1.20%	-0.22%	7.60%
白银.COMEX	24.73	-2.27%	-4.37%	-4.22%	7.15%	
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
外汇	美元指数	100.63	0.32%	0.32%	1.86%	4.85%
	中间价:美元兑人民币	6.48	0.55%	1.43%	1.52%	1.64%
	美元兑日元	128.41	0.41%	2.00%	4.94%	11.60%
	欧元兑美元	1.08	-0.21%	0.03%	-1.50%	-4.35%
	英镑兑美元	1.30	-0.28%	-0.34%	-1.18%	-3.49%

宏观经济

图 1: 粗钢日均产量 单位: 万吨/每天



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 高炉开工率 单位: %



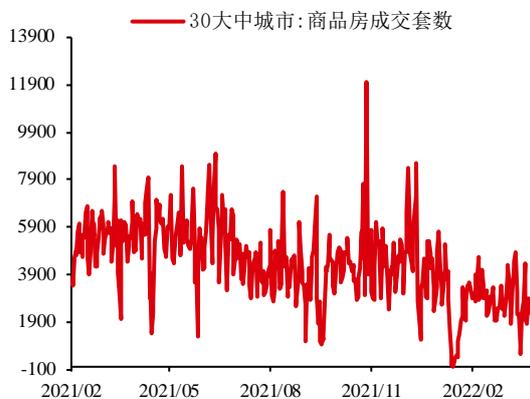
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 水泥价格指数 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 30 大中城市商品房成交面积 单位: 万平方米



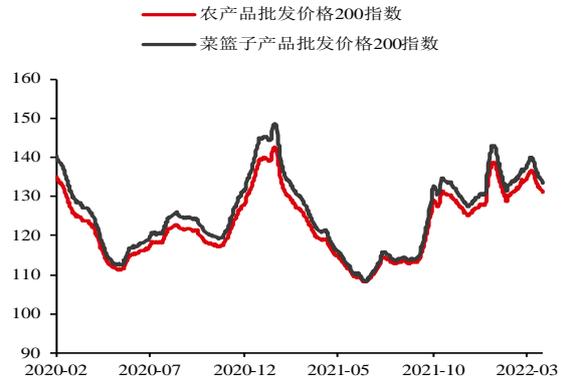
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 猪肉平均批发价 单位: 元/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

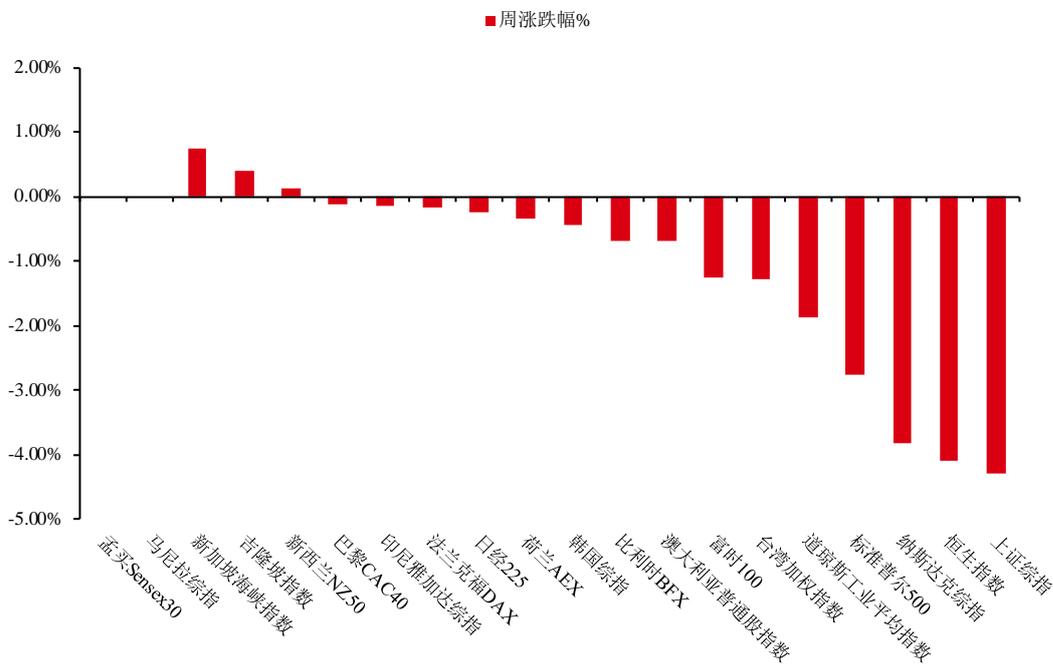
图 6: 农产品批发价格指数 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

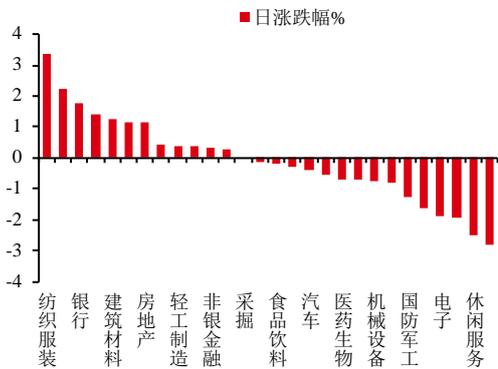
权益市场

图 7: 全球重要股指周涨跌幅 单位: %



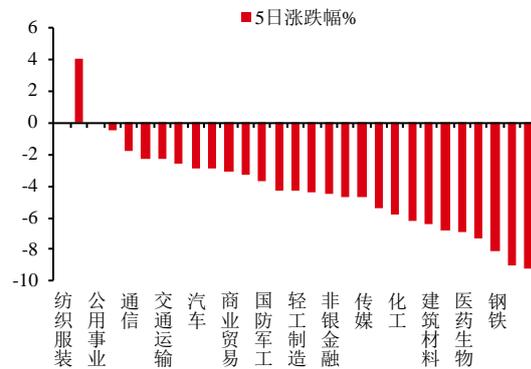
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 8: 行业日涨跌幅 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

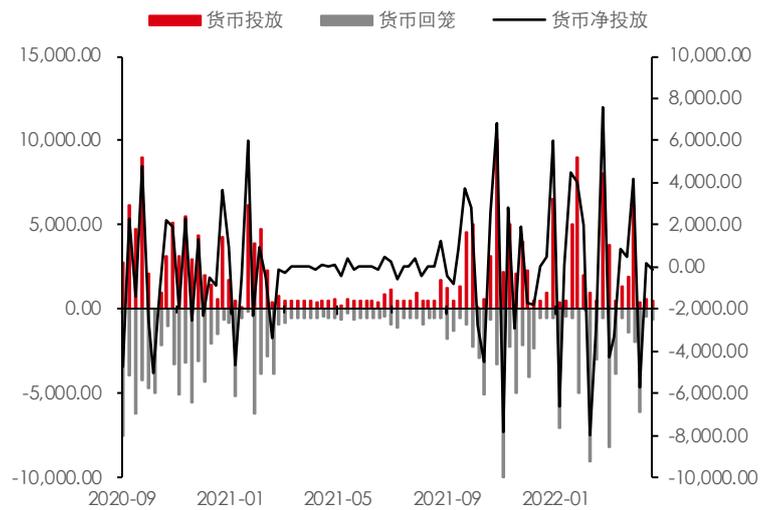
图 9: 行业 5 日涨跌幅 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

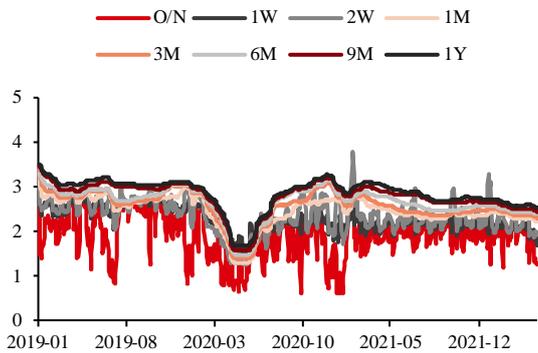
利率市场

图 10: 公开市场操作 单位: 亿元



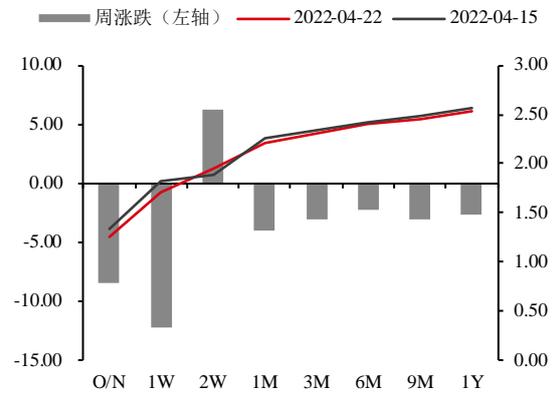
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: SHIBOR 利率走势 单位: %



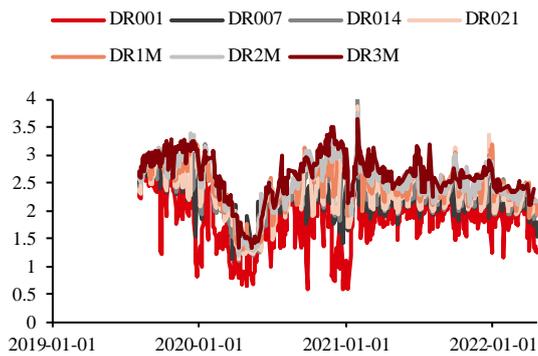
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: SHIBOR 利率周涨跌幅 单位: %, BP



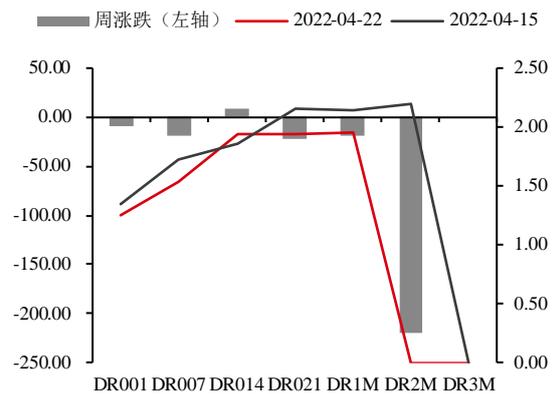
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: DR 利率走势 单位: %



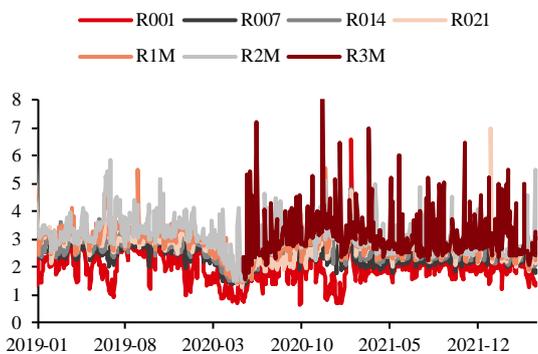
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: DR 利率周涨跌幅 单位: %, BP



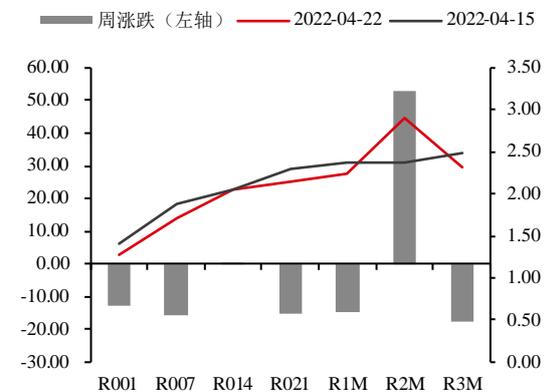
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: R 利率走势 单位: %



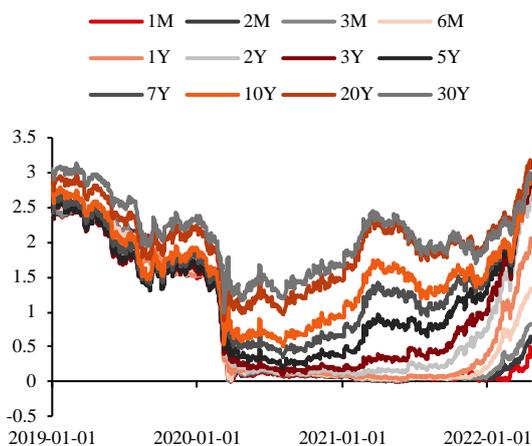
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: R 利率周涨跌幅 单位: %, BP



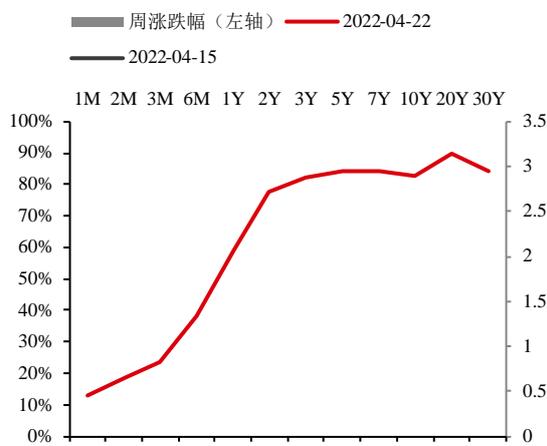
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 各期限美债利率曲线 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 美债收益率周涨跌幅 单位: %, BP



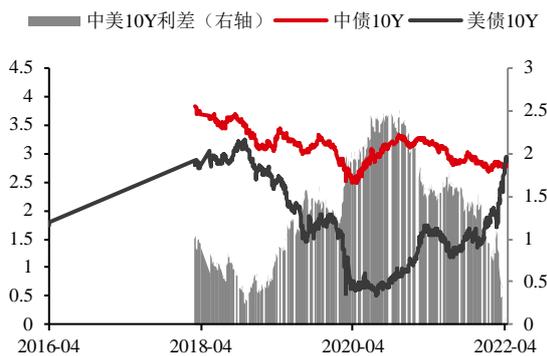
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 2 年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

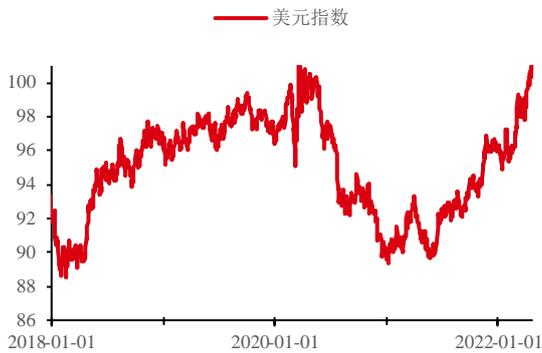
图 16: 10 年期国债利差 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

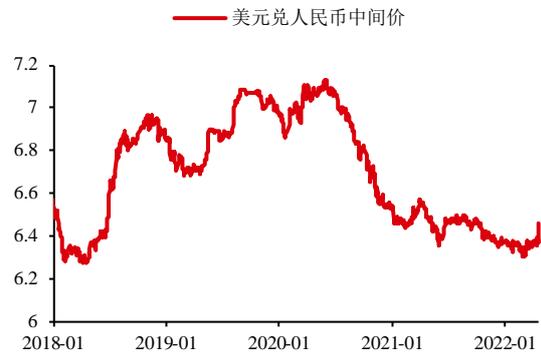
外汇市场

图 19: : 美元指数 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: : 人民币 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: : 美元兑日元 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

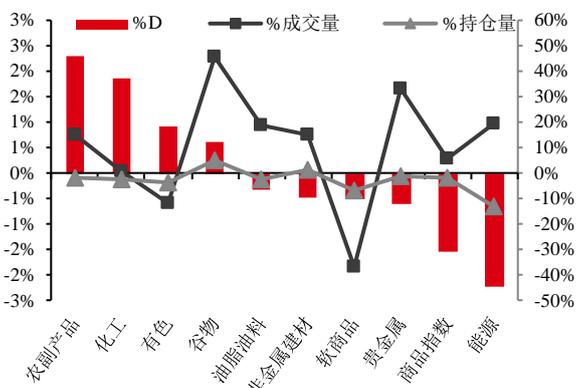
图 22: : 欧元&英镑 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

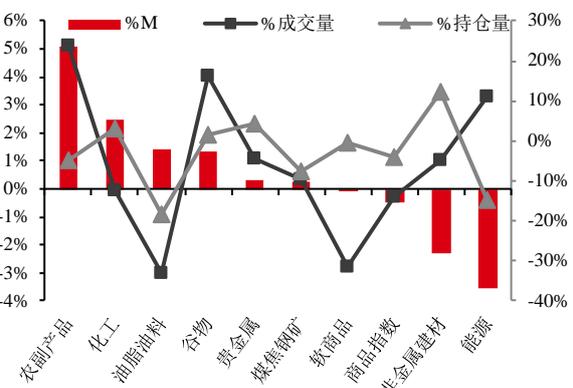
商品市场

图 23: 板块价格周度变动 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

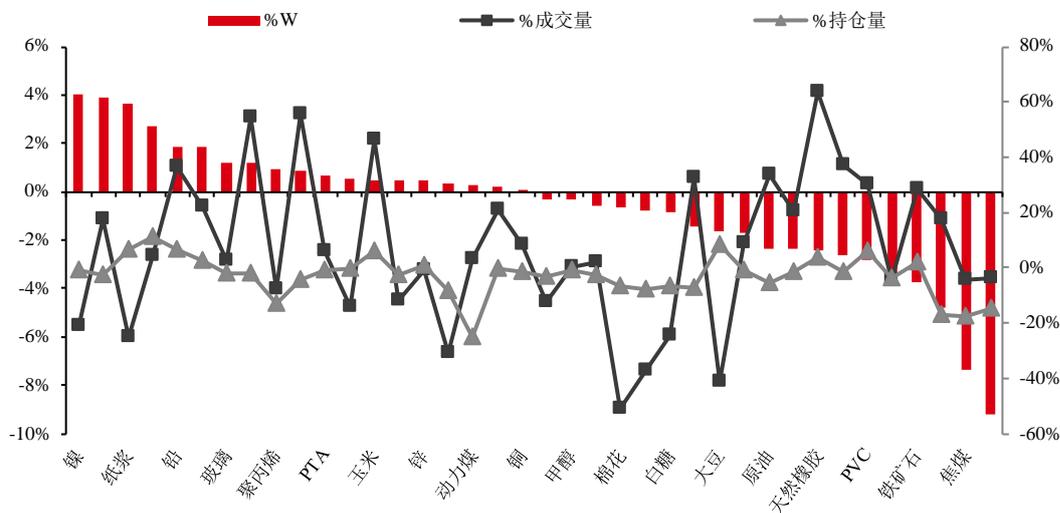
图 24: 板块价格月度变动 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 品种价格周度变动

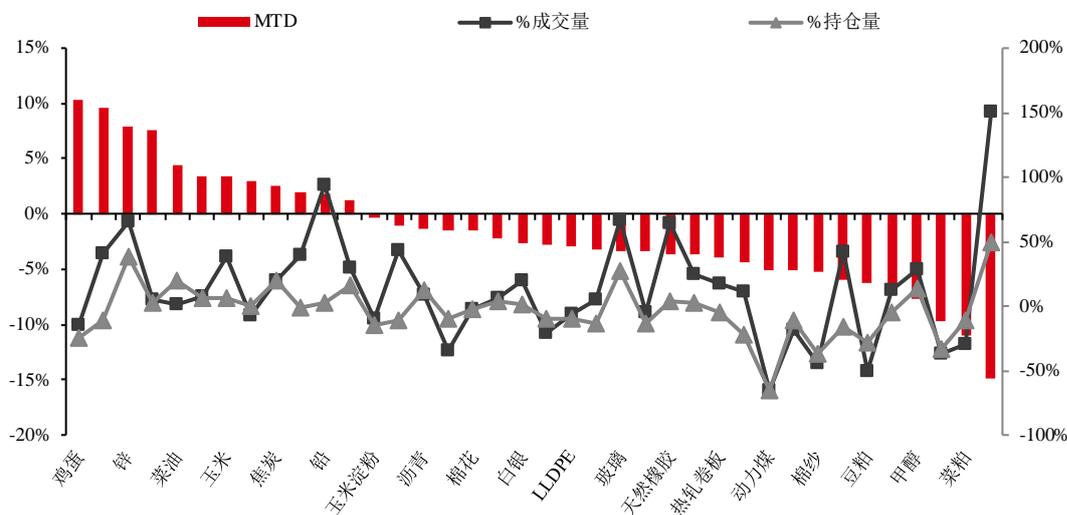
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

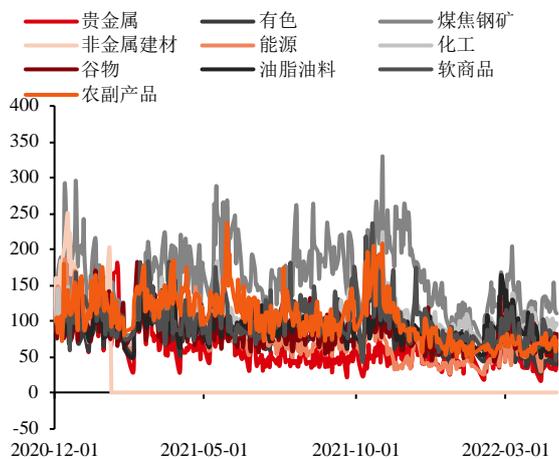
图 26: 品种价格月度变动

单位: %



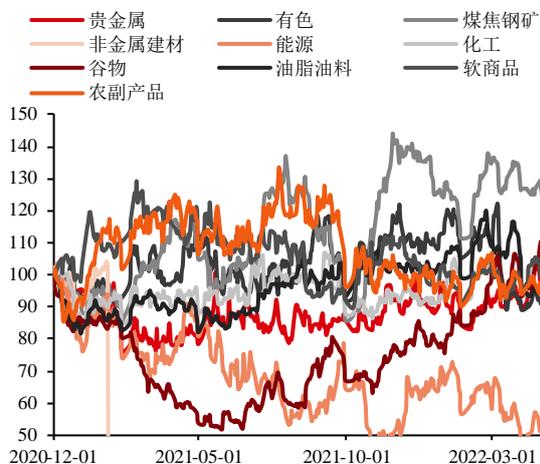
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 板块成交量 (指数化) 单位: 点



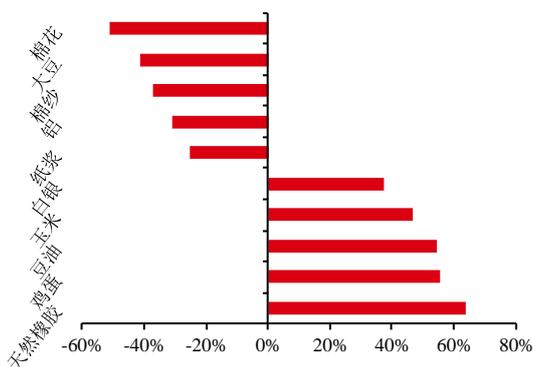
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 板块持仓量 (指数化) 单位: 点



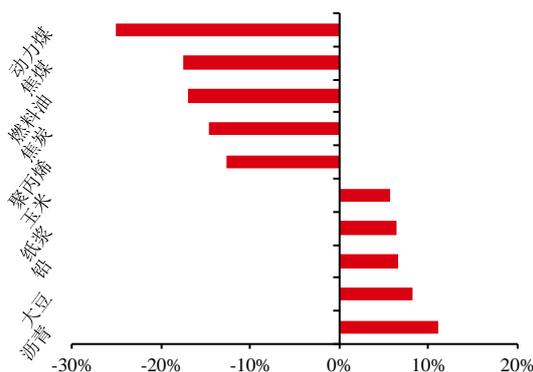
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 成交量周度变化 (前五 vs 后五) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

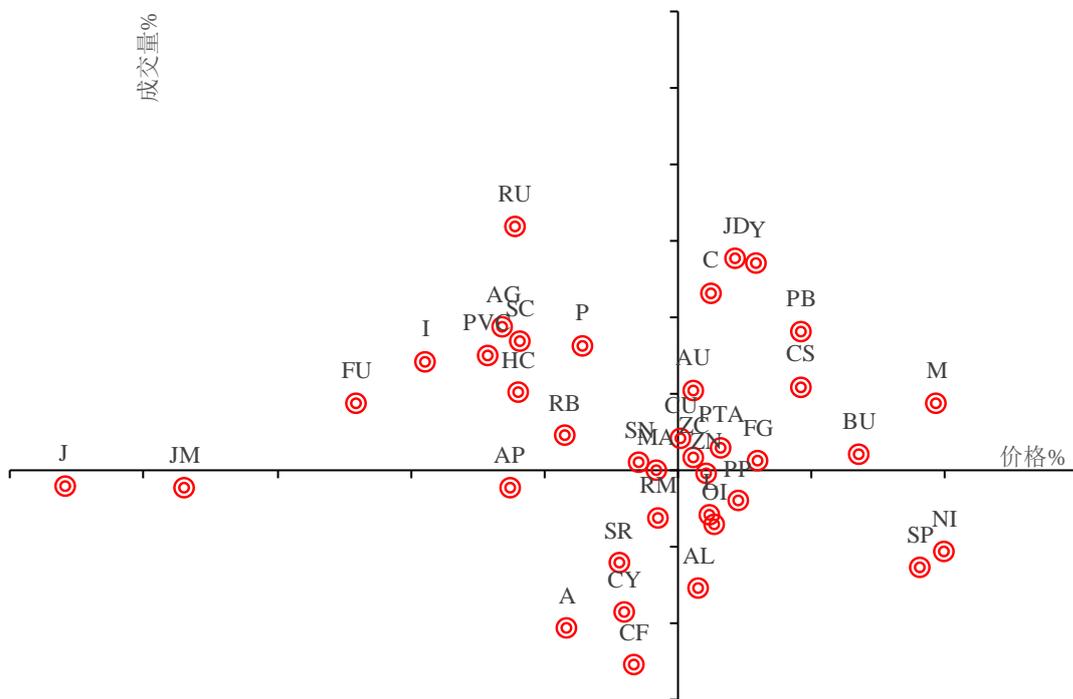
图 30: 持仓量周度变化 (前五 vs 后五) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 价格% VS 成交量%

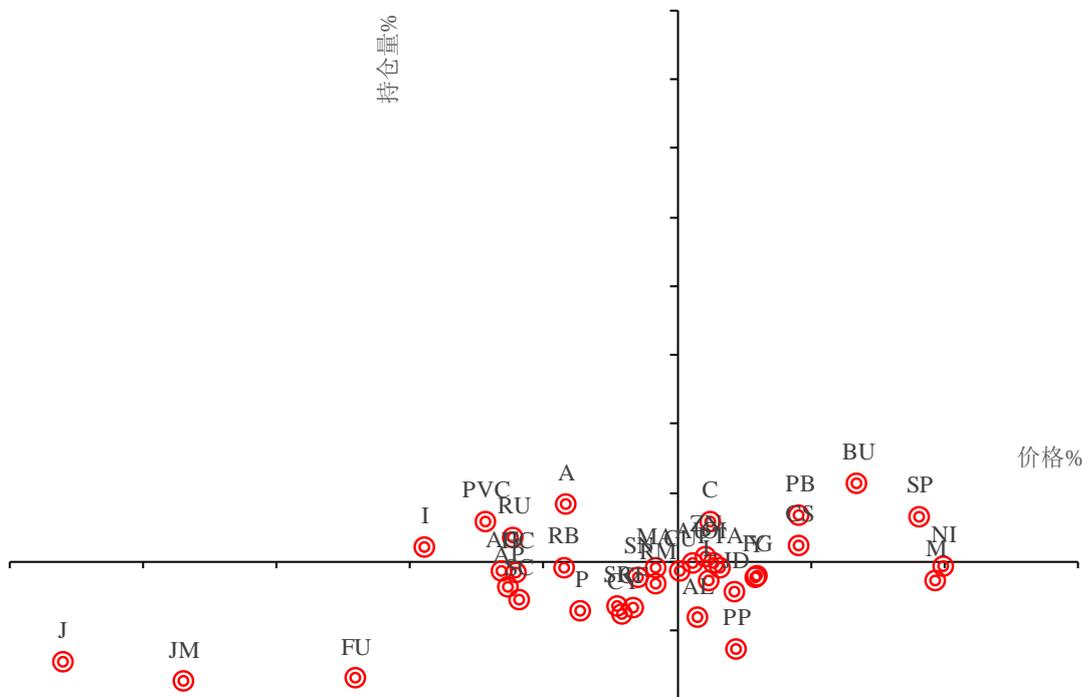
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 价格% VS 持仓量%

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com