

国贸期货研发出品

国贸期货 大宗商品研究报告

宏观金融研究中心

2022. 5. 9-2022. 5. 15

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

目 录

【宏 观】	美联储加息如期而至，大宗商品走势分化-----	3
【股 指】	经济未企稳，海外有隐忧，股指仍有反复-----	11
【国 债】	疫情防控再定调，稳增长力度加码-----	19

美联储加息如期而至，大宗商品走势分化

摘要

1、财政政策靠前发力。5月2日，财政部副部长许宏才对积极的财政政策目前各方面实施情况进行了详细说明。具体来说：1) **组合式税费支持政策正在加快实施。**其中留抵退税加快推进，从4月1日开始办理微型企业存量和其他行业增量留抵退税以来，截至4月28日已办理退税6256亿元。2) **财政支出加力加速。**一般公共预算支出方面，截至4月中旬，全国一般公共预算支出7.24万亿元，同比增长7.7%，为预算的27.1%，进度快于去年同期；政府性基金预算支出方面，今年一季度新增专项债券安排支出8528亿元，同比增加8121亿元；3) **专项债保持快节奏发行。**今年新增地方政府专项债3.65万亿元，截至4月25日，各省份累计发行专项债券约1.3万亿元，占提前下达额度的89%，较去年同期增加了约1.17万亿元。预计各地二季度完成大部分新增专项债券的发行工作，并于三季度完成扫尾。

2、美联储如期加息50BP。5月4日，美联储决定上调联邦基金利率区间至0.75%-1.00%，为2000年5月以来首次加息50BP，符合市场预期。并宣布从6月1日开始缩表，初始上限设定为每月475亿美元，3个月后增加到每月950亿美元。此外，美联储强调经济依然强劲，不过相比经济，美联储更加关注通胀风险。美联储鸽派加息，美国通胀压力难有减小，经济却在逐渐见顶，滞胀风险在加剧。

3、美国非农数据好于预期。4月非农就业数据录得42.9万人，与3月情况大体持平，略好于预期。本月平均时薪环比增速有所放缓至0.3%，然而劳动参与率却下降0.2个百分点至62.2%。总的来看，略好于预期的新增非农数据表明就业市场较为强劲，在劳动参与率下降的情况下，预计劳动力市场的供需矛盾仍将继续累积，美联储有继续强化鹰派预期可能。

4、大宗商品行情展望。五一节后国内商品市场走势明显分化，首先，欧盟委员会主席冯德莱恩向成员国提出了第六份制裁俄罗斯的方案。该方案的重点内容之一，是在未来6个月到8个月时间内，对俄罗斯石油实施全面禁运。这导致国际油价再度上涨。其次，美联储5月利率决议如期宣布加息50BP并将从6月开始缩表，尽管美联储消除了未来加息路径的不确定性，但持续走高的通胀压力还是令市场相信美联储会进一步采取更激进的加息策略，利率期货市场显示美联储6月加息75BP的概率超过60%，美债利率和美元指数持续走高压制风险偏好，基本金属多数回落。最后，国内4月PMI全面回落，显示疫情的冲击较大，当前国内多地疫情仍未完全得到控制，需求受到压制，黑色系商品多数回落。往后看，随着疫情逐步得到控制，稳增长政策将加快发力，国内经济有望触底回升，以国内需求为主的商品或仍有一定的支撑，相反以国际需求为主的商品面临调整压力，价格重心或逐步下移。

国贸期货·研究院
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



期市有风险，入市需谨慎

一、宏观和政策跟踪

1、财政政策靠前发力

5月2日，财政部副部长许宏才接受新华社专访，对积极的财政政策目前各方面实施情况进行了详细说明。具体来说：

1) **组合式税费支持政策正在加快实施。**其中①留抵退税加快推进。从4月1日开始办理微型企业存量和其他行业增量留抵退税以来，截至4月28日已办理退税6256亿元。5月会提前退还小型和中型企业存量留抵税额，此后还将加快大型企业退税进度；②其他税费支持政策有序实施。进一步加大制造业、小微企业优惠力度的政策均已出台，正在有序实施中；暂停航空和铁路运输企业预缴增值税、对纳税人提供公共交通运输服务取得的收入免征增值税等政策也已出台，正在加紧实施。③退税减税降费所需资金保障到位。中央财政专门安排支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付1.2万亿元，其中列入2022年预算的8000亿元已全部下达地方，并同步加大库款调拨力度。截至4月底，地方经备案审核，已将补助基层的资金全部下达市县。

2) **财政支出加力加速。**①一般公共预算支出方面，支出进度进一步加快，截至4月中旬，全国一般公共预算支出7.24万亿元，同比增长7.7%，为预算的27.1%，进度快于去年同期；②政府性基金预算支出方面，今年一季度新增专项债券安排支出8528亿元，同比增加8121亿元；③直达机制作用进一步发挥。今年纳入直达范围的资金总量约4万亿元。截至4月中旬，中央财政已下达直达资金近3.7万亿元，占比超过九成，具备条件的资金已全部下达；各地安排29万余个项目，形成支出约1.2万亿元。

3) **专项债保持快节奏发行。**①额度下达早。去年12月，财政部已提前下达今年新增专项债券额度1.46万亿元。今年3月又将剩余额度下达各地，在时间上比去年大幅提前。

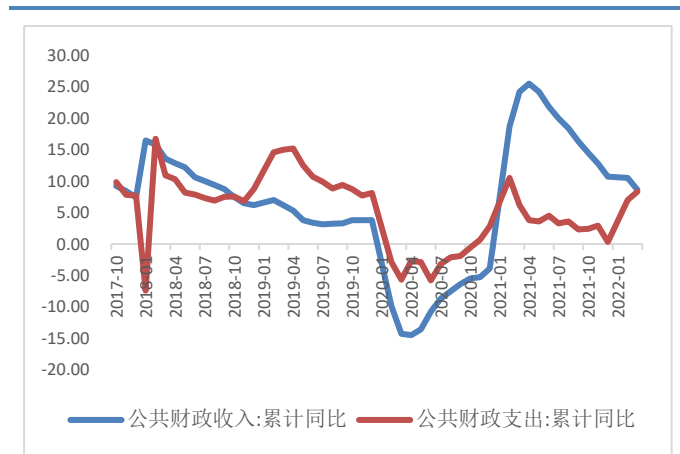
②发行节奏紧。截至4月25日，各省份累计发行专项债券约1.3万亿元，占提前下达额度的89%，较去年同期增加了约1.17万亿元。预计各地二季度完成大部分新增专项债券的发行工作，并于三季度完成扫尾。

③拨付使用快。3月底，各级财政部门已累计向项目单位拨付债券资金8528亿元，占已发行新增专项债券的68%。后续发行的债券，也会按照“资金跟着项目走”的要求，加紧拨付和使用，尽早发挥效益。财政部会加强指导督促。

总的来看，今年以来在积极的财政政策的基调下，目前各领域各方面的政策均实现了充足发力、

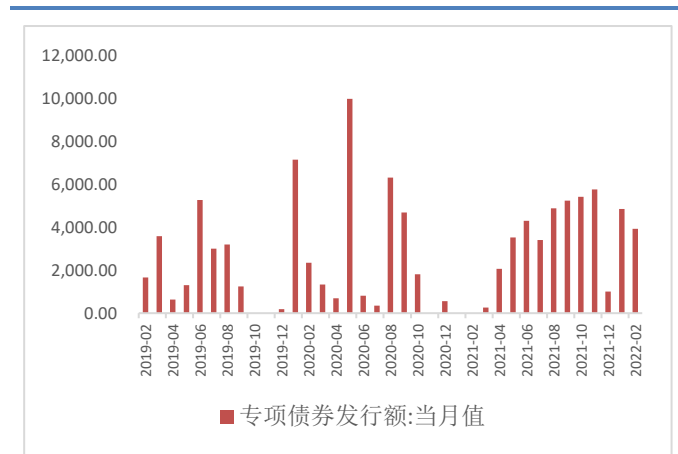
靠前发力，为一季度的经济发展，尤其是基建投资，做出了重要支撑。4月29日，中共中央政治局召开会议强调“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”，“加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策”。预计后续，尤其是二季度，财政政策力度不减，在减税降费、财政支出、专项债发行等重要领域保持充足发力，持续支撑稳经济。

图表 1：公共财政收支



数据来源：WIND

图表 2：新增专项债发行



数据来源：WIND

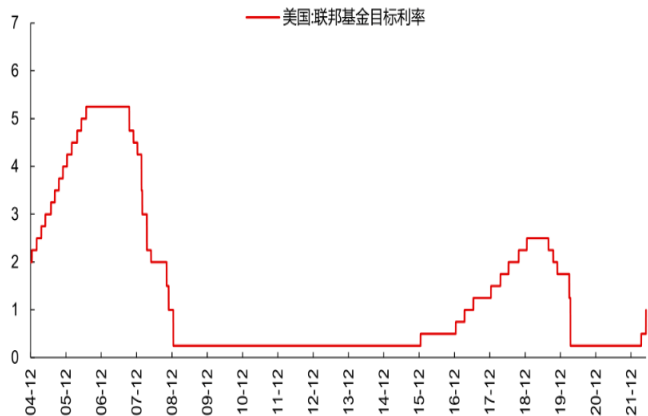
2、美联储如期加快收紧

2022年5月4日，美联储决定加息50BP，上调联邦基金利率区间至0.75%-1.00%，为2000年5月以来首次加息50BP，符合市场预期。并宣布从6月1日开始缩表，初始上限设定为每月475亿美元，3个月后增加到每月950亿美元。此外，美联储强调经济依然强劲，不过相比经济，美联储更加关注通胀风险。

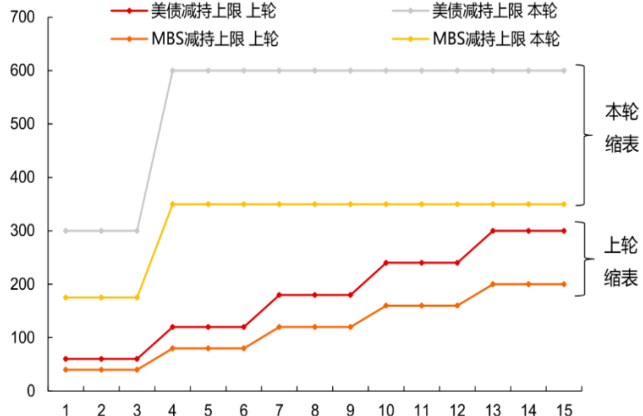
新冠疫情对全球供应链带来的影响未有明显的缓解，俄乌暴发冲突进一步加剧了商品供给的短缺，当前地缘政治风险依旧较大，逆全球化浪潮深刻演进，这些都明显助于推升通胀，预计美国通胀短期内或继续保持高位，而如果持续鸽派加息，美国通胀压力难有减小，经济却在逐渐见顶，滞胀风险也在加剧。

图表 3：美国联邦基金目标利率

图表 4：美联储缩表上限对比（横轴表示缩表开始后的第 X 月）



数据来源：WIND



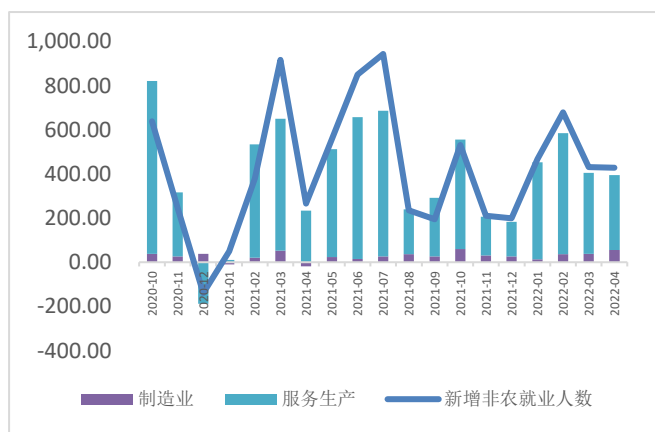
数据来源：WIND

3、美国非农数据好于预期

4月非农就业数据录得42.9万人，与3月情况大体持平，略好于预期（38万人）。本月平均时薪环比增速有所放缓至0.3%，然而劳动参与率却下降0.2个百分点至62.2%。劳动力供给的减少将促使供需缺口继续加大，未来工资上涨的压力依然存在。

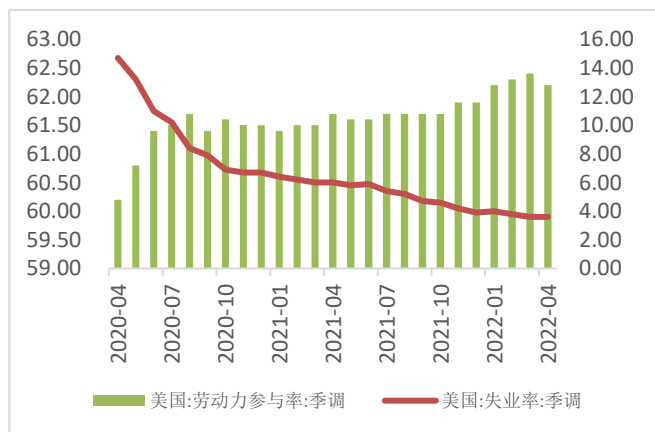
总的来看，略好于预期的新增非农数据表明就业市场较为强劲，在劳动参与率下降的情况下，预计劳动力市场的供需矛盾仍将继续累积，美联储有继续强化鹰派预期可能。虽然美联储主席在5月FOMC会议上表示还未考虑加息75BP，且鹰王布拉德也未在5月议息会议上反对加息50bp。但若当前美联储的加息、缩表的力度还不能使劳动力需求增长势头放缓，致使未来平均时薪再度上涨、通胀压力持续累积，那么后续美联储官员仍有相当大的可能支持加息75BP，并加快缩表的节奏。

图表5：新增非农就业数据



数据来源：WIND

图表6：美国劳动参与率



数据来源：WIND

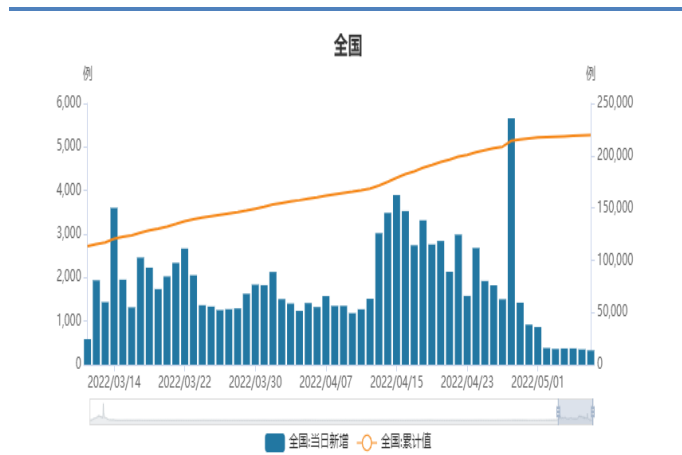
4、全国疫情追踪

1、国内疫情走势：当前上海疫情已经进入最后的攻坚阶段，北京、河南、广东等地在五一期间小幅扩散。国家卫健委通报，5月7日0-24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增确诊病例329例。其中境外输入病例10例（福建5例，上海2例，山东1例，广东1例，广西1例）。

例)；本土病例 319 例（上海 215 例，北京 44 例，河南 25 例，广东 21 例，青海 4 例，吉林 3 例，重庆 2 例，河北 1 例，内蒙古 1 例，黑龙江 1 例，江苏 1 例，浙江 1 例），含 141 例由无症状感染者转为确诊病例（上海 135 例，吉林 3 例，广东 2 例，浙江 1 例）。新增死亡病例 8 例，均为本土病例，在上海；无新增疑似病例。

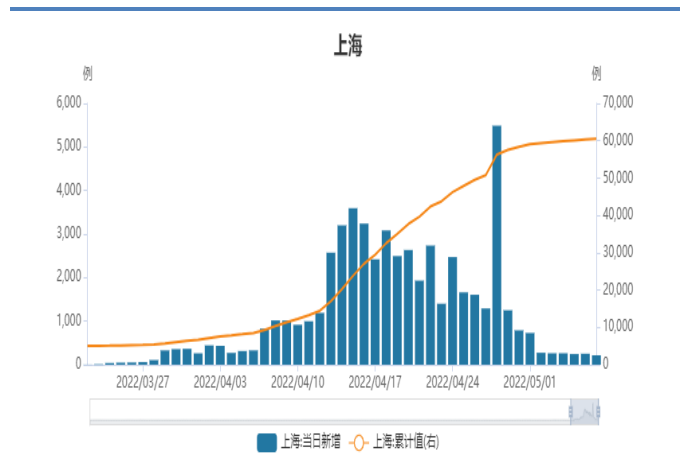
2、复工复产：黑色链条复工复产进程加速，化工、汽车链条开工依然疲弱；全国物流供应阻滞持续缓解，上海物流回升需待疫情进一步缓解。

图表 7：全国新增确诊病例



数据来源：WIND

图表 8：上海新增确诊病例



数据来源：WIND

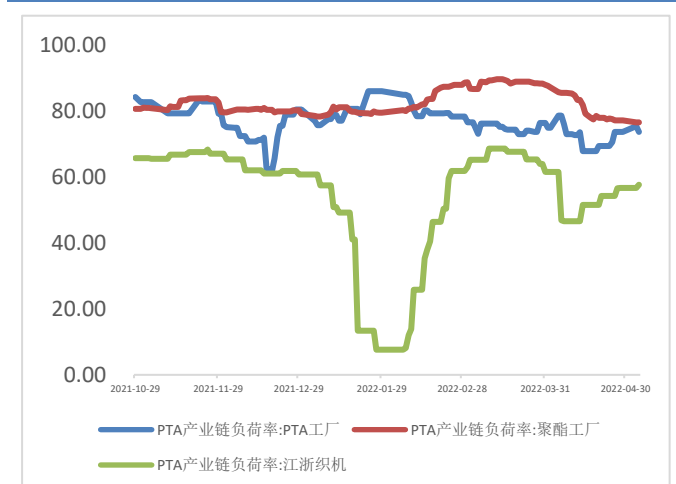
二、高频数据跟踪

1) 工业生产逐步恢复

化工：需求回暖，价格略有回升。需求方面，下游需求略有回暖，聚酯产业链多数产品价格有所回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，本周 PTA 产业链负荷率持稳，其中，PTA 开工率持稳于 73.62%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 76.55%，江浙织机负荷率微幅升至 57.61%。

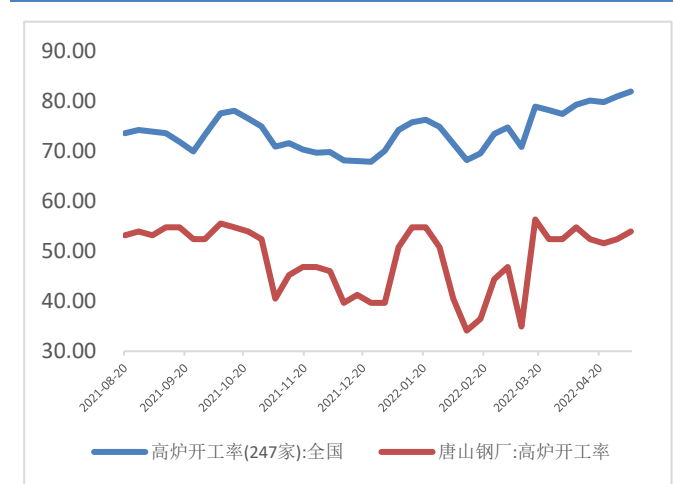
钢铁：生产持续回升，需求保持低位。钢厂持续复产，全国高炉开工率继续回升至 81.91%。发改委表示将联合工信部制定今年的粗钢产量同比下降的政策措施，意味着今年钢厂仍有产量压降的任务。一旦政策出台，那将意味着钢厂开工率拐点来临。本周钢材表需回落，库存小幅累库。

图表 8：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 9：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

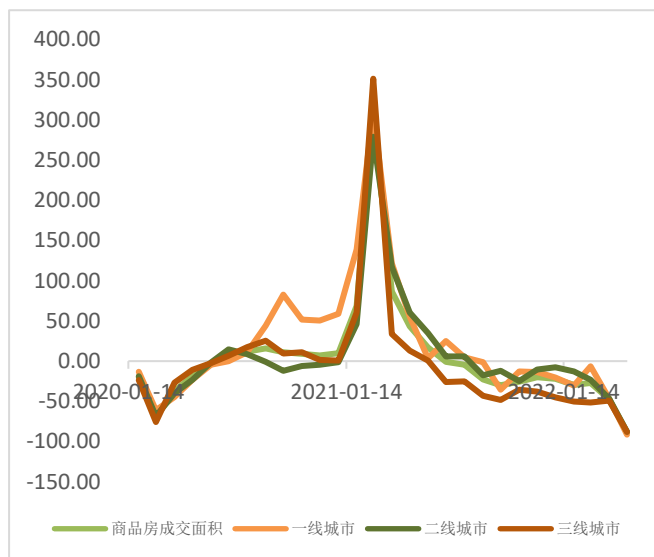
2) 地产销售周环比回升，汽车零售表现不佳

房地产销售周环比回升。截至 5 月 4 日，30 大中城市商品房成交面积周环比下降 75.84%，4 月月环比回落 12.91%，月同比下降 53.82%，其中，一、二、三线城市 4 月同比增速分别为-61.48%、-53.03% 和-49.48%。“五一”假期期间（4 月 30 日-5 月 4 日），30 个大中城市商品房成交面积较去年五一假期下降 68.30%，中指研究院披露的重点监测城市新建商品住宅成交面积同比下降 52.3%，同比降幅仍较大。土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-49.40%，一、二、三线城市环比增速分别为-92.29%、-24.06%和-65.75%。

乘用车零售表现不佳。乘联会微信公众号 5 月 7 日信息显示，4 月 24-30 日，乘用车零售 44.2 万辆，同比下降 28%，环比上周增长 116%，较上月同期下降 13%；乘用车批发 37.2 万辆，同比下降 39%，环比上周增长 143%，较上月同期下降 34%。初步统计，4 月全国乘用车市场零售 105.2 万辆，同比去年下降 35%，环比上月下降 33%；4 月全国乘用车厂商批发 90.3 万辆，同比去年下降 46%，环比上月下

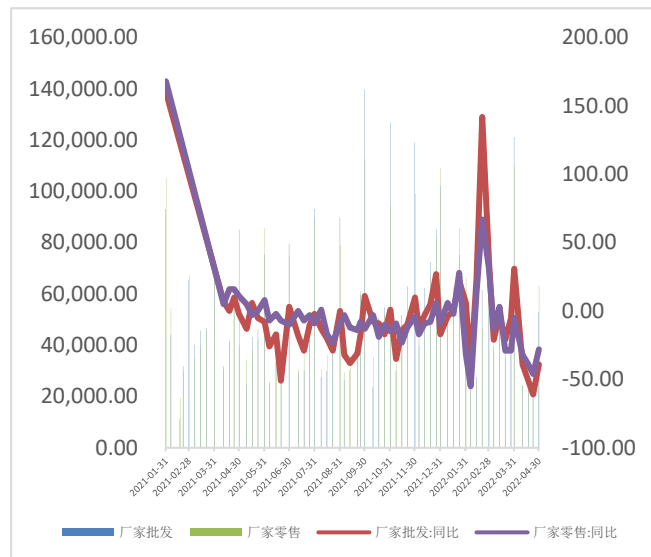
降 50%。生产端来看，受疫情影响，原材料运输困难，汽车生产短期受限，截至 5 月 5 日，当周半钢胎开工率回落至 40.64%。

图表 10：30 大中城市地产销售：当月同比



数据来源：Wind

图表 11：当周日均销量：乘用车



数据来源：Wind

三、物价：国内 CPI 中枢或抬升，但压力可控

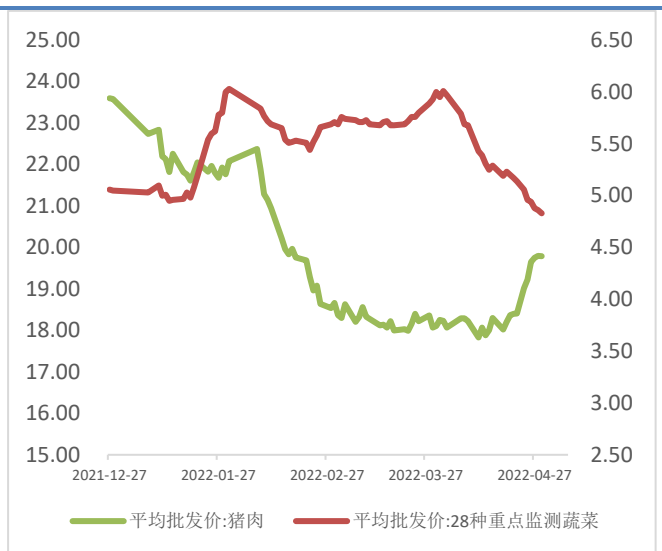
1) 食品价格涨跌互现。本周蔬菜均价环比继续下跌 4.48%、猪肉均价环比上涨 5.68%。

2) CPI 中枢有所抬升，但压力可控。受节后消费需求走弱的影响，食品价格集体回落，3 月环比下跌 1.2%；同时，尽管疫情冲击之下，服务价格环比下跌 0.2%，但是地缘政治风险发酵，能源价格大幅上涨带动非食品价格环比延续回升，3 月非食品价格同比涨幅扩大至 2.2%。往后看，猪肉供给仍然过剩，在产能明显去化之前，价格或继续保持低位，不过，地缘政治因素加剧全球供应链紧张的担忧，大宗商品价格上涨带动工业消费类非食品价格保持高位或继续支撑非食品价格。总体上来看，上半年“猪油对冲”，CPI 中枢小幅抬升，但压力较为可控。重点关注下半年猪周期的上行情况以及地缘政治因素对能源价格的持续拉动情况。

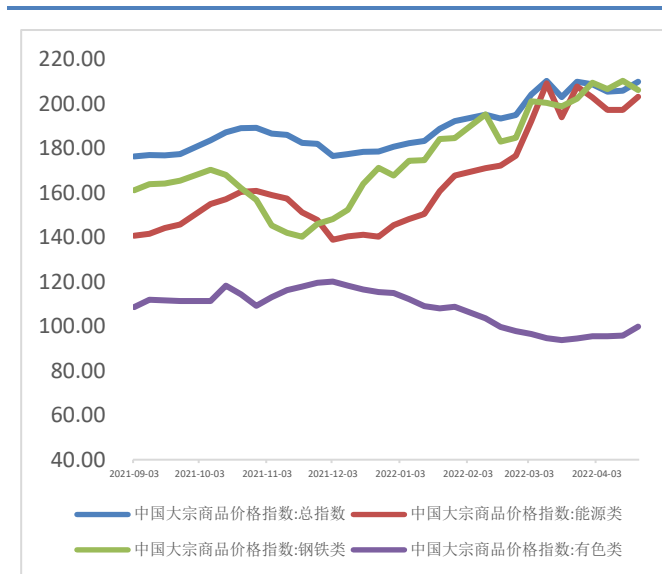
3) PPI 同比增速料将逐季回落。短期受俄乌地缘政治因素的冲击，能源、金属等大宗商品价格大幅上涨，3 月 PPI 环比涨幅扩大至 1.1%，不过，去年高基数的影响，3 月同比增速延续缓慢回落至 8.3%。往后看，供应链问题迟迟未能得到解决，预计短期将继续支撑大宗商品价格，中长期来看，全球经济复苏放缓叠加高物价对需求的负面冲击逐步显现，需求端对商品的支撑减弱，后续随着局势的缓和以及海外产能的恢复，预计供应偏紧的局势将得到改善，大宗商品的涨幅将放缓，叠加高基数的影响，我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 12：食品价格高位回落

图表 13：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind



数据来源: Wind

股指期货·周度报告

2022年5月8日 星期日

经济未企稳，海外有隐忧，股指仍有反复

摘要

行情回顾。国内方面，疫情冲击导致4月中国制造业PMI创阶段性新低，国内经济仍处于不景气区间。但政策层面对实体经济的支持有增无减，在政治局会议召开后，近日国家发改委、财政部、工信部三部委相关负责人接受新华社采访，阐述稳经济的相关政策；人民银行、银保监会、证监会召开专题会议，部署落实金融支持稳经济工作——六部委释放了更多稳经济的详细信号。海外方面，欧盟宣布第六轮对俄制裁方案，其中包括在六个月内逐渐全面禁止进口俄罗斯石油，供给扰动引发原油等大宗商品价格上涨。美联储年内二次加息靴子落地，加息50bp，基本符合市场预期，并消除了未来加息路径的不确定性，消息公布后，资本市场表现良好，不过隔日市场急转直下，美股大跌、美元新高、十年期美债收益率升破3%，资本市场担忧美国经济陷入滞涨甚至衰退。沪深300本周下跌2.67%、上证50本周下跌3.05%、中证500本周下跌1.14%。

投资逻辑：

经历了开年以来的调整，估值的消化正不断抬升股指中长期投资性价比，不过，当前国内经济尚未有企稳迹象，而海外的扰动因素仍存在较大不确定性，股指缺乏有利支撑以实现反转，走势或仍有反复。一方面，疫情影响下，经济景气度的恢复仍需要时间，当前国内部分制造业企业需求萎缩、生产受限，叠加原材料价格的居高不下，使得未来几个月企业盈利仍面临压力。另一方面，海外通胀水平高企，输入性通胀的压力犹存，且强美元背景下，全球需求、资本市场承压。同时地缘政治潜在的风险仍在，俄乌战事难解，中美关系存在隐忧。

国贸期货研究院
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

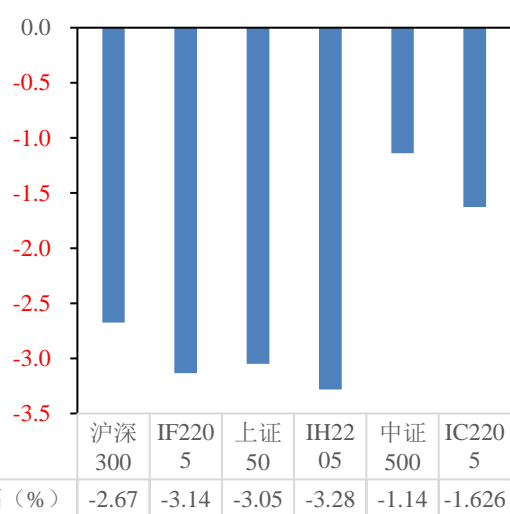
期市有风险，入市需谨慎

一、市场概述

1. 行情回顾。国内方面，疫情冲击导致 4 月中国制造业 PMI 创阶段性新低，国内经济仍处于不景气区间。但政策层面对实体经济的支持有增无减，在政治局会议召开后，近日国家发改委、财政部、工信部三部委相关负责人接受新华社采访，阐述稳经济的相关政策；人民银行、银保监会、证监会召开专题会议，部署落实金融支持稳经济工作——六部委释放了更多稳经济的详细信号。海外方面，欧盟宣布第六轮对俄制裁方案，其中包括在六个月内逐渐全面禁止进口俄罗斯石油，供给扰动引发原油等大宗商品价格上涨。美联储年内二次加息靴子落地，加息 50bp，基本符合市场预期，并消除了未来加息路径的不确定性，消息公布后，资本市场表现良好，不过隔日市场急转直下，美股大跌、美元新高、十年期美债收益率升破 3%，资本市场担忧美国经济陷入滞涨甚至衰退。沪深 300 本周下跌 2.67%、上证 50 本周下跌 3.05%、中证 500 本周下跌 1.14%。

2. 周成交量与周持仓量。本周交易日仅为两日。IF 合约总成交量为 150547 手，环比上周减少 72.2%；IH 合约总成交量为 70803 手，环比上周减少 71.1%；IC 合约总成交量为 149340 手，环比上周减少 72.2%。IF 合约总持仓量为 83313 手，环比上周减少 6.4%；IH 合约总持仓量为 40529 手，环比上周减少 0.1%；IC 合约总持仓量为 102168 手，环比上周减少 1.2%。

图表 1：指数与期货的周涨跌幅（%）



图表 2：股指期货量能变动

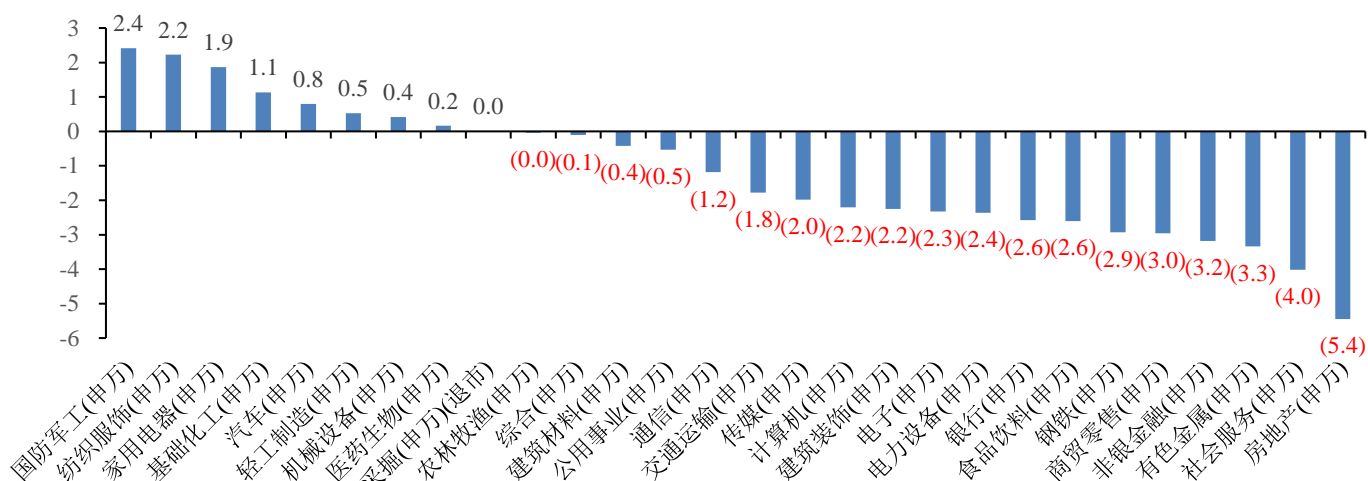
	沪深 300 期货	上证 50 期货	中证 500 期货
成交（手）	150547	70803	149340
变动（%）	-72.23	-71.12	-72.22
持仓（手）	83313	40529	102168
变动（%）	-6.36	-0.07	-1.18

数据来源：国贸期货研究院&Wind

3. 行业方面。申万一级行业指数跌多涨少。本周国防军工（2.4%）、纺织服饰（2.2%）、家用电器（1.9%）、基础化工（1.1%）、汽车（0.8%）领涨，而房地产（-5.4%）、社会服务（-4%）、有色金属（-3.3%）、非银金融（-3.2%）、商贸零售（-3%）领跌。

中信三级行业指数中，本周高空作业车（16.1%）、其他煤化工（14.2%）、宠物食品（10.8%）、水产品加工（10.2%）、体育及户外品牌（7.5%）领涨，而安防（-15.5%）、旅游零售（-10.1%）、旅游服务（-8.1%）、黄金（-7.4%）、酒店（-7.3%）领跌。

图表 3：行业周涨跌幅（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3. 价差走势

1) 基差方面，截至周五收盘，IF2205 贴水 28.62 点（年化 19.55%），IH2205 升水 8.36 点（年化 8.16%）。IC2205 贴水 59.57 点（年化 27.91%）；IC2206 贴水 105.17 点（年化 16.43%），IC2209 贴水 223.77 点（年化 11.04%），IC2212 贴水 310.37 点（年化 9.09%）。

图表 4：股指期货升贴水情况（截至 2022 年 5 月 6 日）

沪深 300 期货合约				
合约名称	IF2205	IF2206	IF2209	IF2212
合约升贴水	28.62	42.22	92.42	100.42
年化升贴水率	19.55%	9.63%	6.66%	4.30%
上证 50 期货合约				
合约名称	IH2205	IH2206	IH2209	IH2212
合约升贴水	8.36	12.56	48.56	41.36
年化升贴水率	8.16%	4.08%	4.98%	2.52%
中证 500 期货合约				
合约名称	IC2205	IC2206	IC2209	IC2212
合约升贴水	59.57	105.17	223.77	310.37
年化升贴水率	27.91%	16.43%	11.04%	9.09%

数据来源：国贸期货研究院&Wind

2) 跨品种价差方面。本周 IC 走势强于 IH、IF，IC/IF、IC/IH 比值分别较上周上涨 1.47%、1.55%。

图表 5：中证 500/沪深 300 比值走势（周线-2015 年 1 月至今）



图表 6：中证 500/上证 50 比值走势（周线-2015 年 1 月至今）



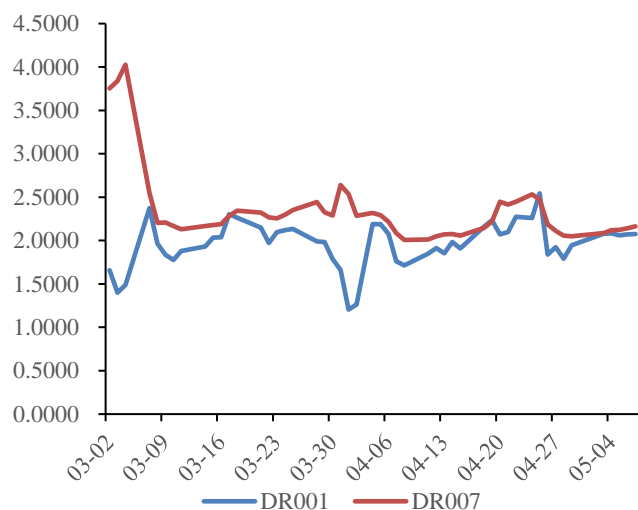
数据来源：国贸期货研究院&Wind

二、资金面与流动性

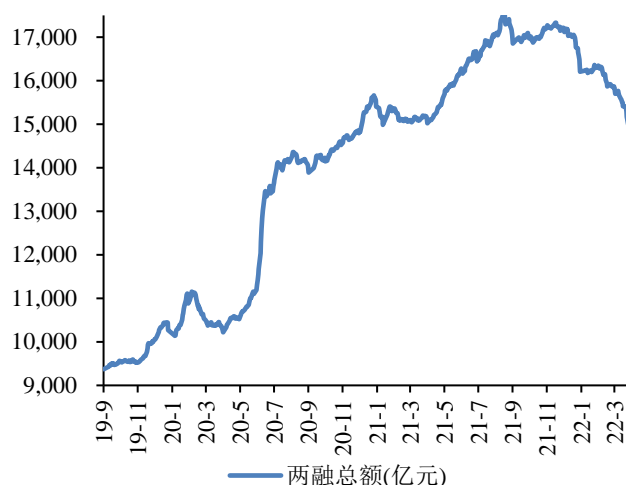
(1) 本周央行公开市场累计净回笼 300 亿元。下周央行公开市场将有 200 亿元逆回购到期，其中周四和周五均到期 100 亿元。资金面较为宽松，主要回购利率均小幅下行，其中隔夜回购加权利率再度跌破 1.30% 关口。

(2) 中央政治局会议在货币政策层面的表述为“用好各类货币政策工具”，因此相较于总量层面的工具，未来运用结构性和创新类货币政策工具的概率更高。可能如下：一是，央行利润上缴还未结束，剩余规模约有 5000 亿，且大概率要靠前完成，这将显著增强今年的可用财力。二是，结构性工具继续发力，定向支持绿色碳排放、科技创新等领域，近期 2000 亿元科技创新再贷款落地，400 亿（试点额度）养老再贷款尚未下达，此外还有再贴现等用于支持物流通畅和产业链供应链稳定，都属于“一揽子纾困帮扶政策”。三是，优化监管指标，加大信贷额度给足，尤其是刚需和改善房按揭贷款、基建配套贷款等领域。

图表 7：短端市场资金利率维持平稳



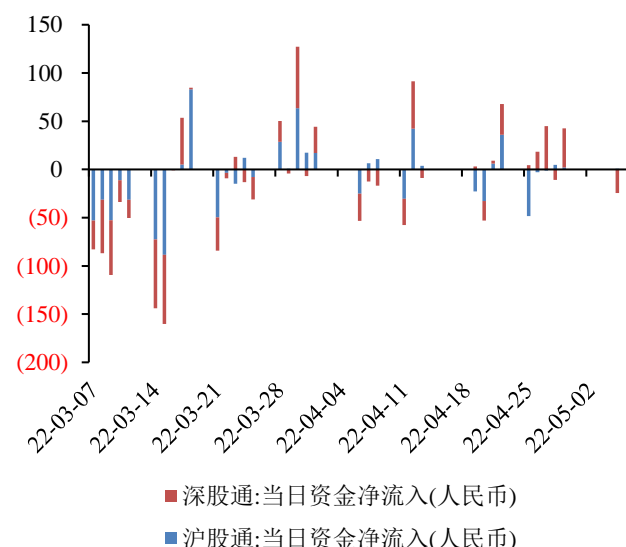
图表 8：两融余额呈现快速下行趋势



图表 9：美国十年期国债收益率突破 3%，中美利差倒挂



图表 10：北向资金本周累计净流出 23.6 亿元



数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、基本面分析

1、中央政治局会议重磅落地，宏观调控将继续发力

中央政治局会议于 4 月 29 日重磅召开，会议提出“努力实现全年经济社会发展预期目标”，强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，会议强调高效统筹疫情防控和经济社会发展，加大宏观政策调节力度，或为市场注入了定心丸。

具体来看，防疫方面，会议保持“动态清零”方针未变，但强调“高效”和“最大限度减少经济影响”。未来政策端将从三个层面降低疫情对经济的影响，一是，强化“动态清零”的共识，强化防疫的高效性、果断性，降低病毒的扩散和外溢风险；二是，进一步优化防控措施，适当降低封控反应阈值，尽量减少对生产

和人民生活的影响，避免对经济形成强干扰。三是，保障产业链供应链运转，加强物流畅通，加大帮扶力度。

稳经济方面，会议强调了“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。”表明全年 GDP 增长 5.5% 的经济目标大概率不会改变，未来政策层面将从全面加强基础设施建设、优化预售资金监管等房地产制度、发挥消费对经济循环的牵引带动作用、稳住外贸外资基本盘几方面入手，稳住宏观基本盘。

防风险方面，会议部署从资本市场、平台经济、能源和粮食安全、地产等多个角度强化风险防控，并有“积极引入长期投资者”、“优化商品房预售资金监管”等积极表述，均对市场信心有重要激励。

图表 11：政治局会议具体内容对照

	2022 年 4 月	2021 年 12 月
政策总基调	疫情要防住、经济要稳住、发展要安全。要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。
财政政策	要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。
货币政策	用好各类货币政策工具。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。
外贸与汇率	要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘。	扩大高水平对外开放。
房地产政策	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
疫情防控	要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定不移坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。	坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准扎实做好疫情防控工作。
产业政策	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。坚持办好自己的事，加快构建新发展格局，坚定不移深化供给侧结构性改革，用改革的办法解决发展中的问题，加快实现高水平科技自立自强，建设强大而有韧性的国民经济循环体系。	科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关，强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环；微观政策要激发市场主体活力。要强化知识产权保护；结构政策要着力畅通国民经济循环，提升制造业核心竞争力，增强供应链韧性。
社会与民生	要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。	社会政策要兜住民生底线，落实好就业优先政策，推动新的生育政策落地见效，推进基本养老保险全国统筹，健全常住地提供基本公共服务制度。
内需与消费	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。
能源与环保	要做好能源资源保供稳价工作。	统筹安排煤电油气运保障供应，确保老百姓温暖过冬。

防风险	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。
-----	-------------------------

数据来源：国贸期货研究院&Wind

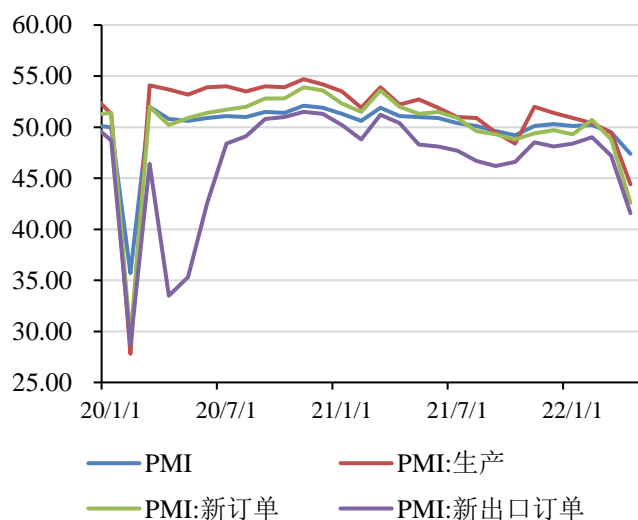
2、4月中国制造业 PMI 创阶段性新低，经济周期探底趋势明显

国家统计局数据显示，4月制造业 PMI 指数、非制造业 PMI 指数和综合 PMI 产出指数分别为 47.4%、41.9% 和 42.7%，低于上月 2.1、6.5 和 6.1 个百分点，均降至 2020 年 3 月以来最低值，经济周期探底趋势明显。

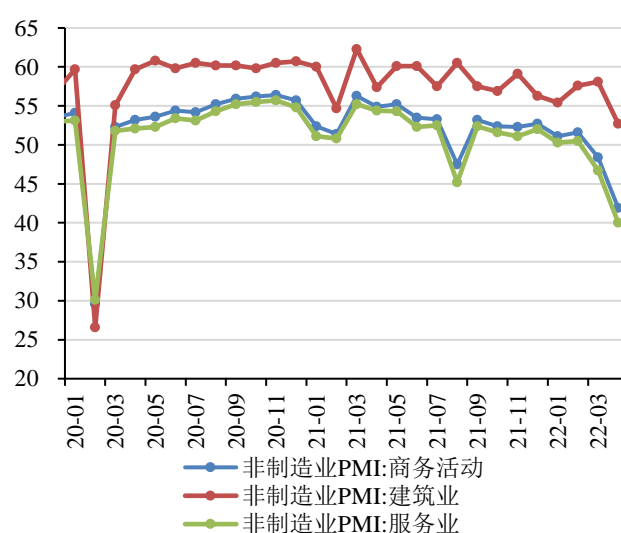
具体来看，疫情对供需两端均形成抑制：需求方面，4月新订单指数为 42.6%，较前值大幅回落 6.2 个百分点，服务业 PMI 指数降至 40.0%，低于上月 6.7 个百分点，连续两个月明显回落。供给方面，物流的受阻了原材料和关键零部件的供应以及产成品的销售，体现在供货商配送时间指数的大幅降至 37.2%、生产指数大幅降至 44.4%、新出口订单的大幅降至 41.6%、产成品库存的被动升至 50.3%。

此外，基建成为 4 月 PMI 仅有的亮点。4 月，土木工程建筑业 PMI 指数为 61.0%，连续两个月位于高位景气区间，且新订单指数为 52.3%，延续扩张走势，表明随着部分重大基础设施建设适度超前，土木工程建筑业保持较快施工进度，对经济社会恢复发展起到一定支撑作用。

图表 12：制造业 PMI 及重要分项



图表 13：非制造业走势



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3、人民币汇率短期大幅贬值，未来仍旧承压

本周离岸美元兑人民币汇率在 2 个交易日贬值超过 800 点，达到 6.7，创 2021 年 10 月以来新高。

近期人民币汇率急贬的原因：1、出口景气出现从高速向中速回落的更多迹象。2020 年下半年以来人民币汇率的持续强势，一个重要内核在于中国出口的高景气，支持了基于外贸实需的外汇流入。2、中国经济下行压

力阶段性加大影响外资流入。3月以来，中国与海外的疫情防控差异边际逆转，且在此同时，接连出现俄乌冲突爆发、中概股监管问题、美联储启动快加息等外部冲击，可能引发外资对中国资产的担忧情绪，导致外资阶段性撤出迹象。

3、美元指数“破百”对人民币汇率形成更强牵扯。俄乌冲突爆发之后，美元指数开启新一波上涨，特别是4月以来美元指数在日元急贬的助推下“破百”。而2015年“8-11”汇改以来，美元指数在100以上运行的时间并不多，此番“破百”对人民币汇率预期的影响值得关注。

4、汇率在中美货币政策分化中发挥更多调节作用。中美货币政策的节奏差还将延续下去。正如我们此前一直强调的，中国货币政策应该、也能够做到“以我为主”，其中的关键就是让人民币汇率发挥更多调节内外均衡的作用。

展望未来，人民币贬值压力或将持续一段时间。从美国通胀和中国经济基本面看，美国通胀、经济基本面等慢变量未现明显转向下行，我国稳增长政策虽有部分发力，但疫情制约既抑制了当前的经济活动，也对未来的稳增长效果构成挑战，预期难以快速改善，中美利差收窄和倒挂、国际资本外流状况可能延续一段时间，人民币汇率继续面临贬值压力。不过，中长期来看，对人民币汇率的走势并不悲观，随着投资发力、疫情防控的逐步到位，下半年我国经济有望实现逐步企稳，经济景气度的回暖将对人民币形成中长期的支撑。

图表 14：十年期美债收益率突破 3%，中美利差倒挂



图表 15：美元兑离岸人民币升破 6.7，本周下降 868bp

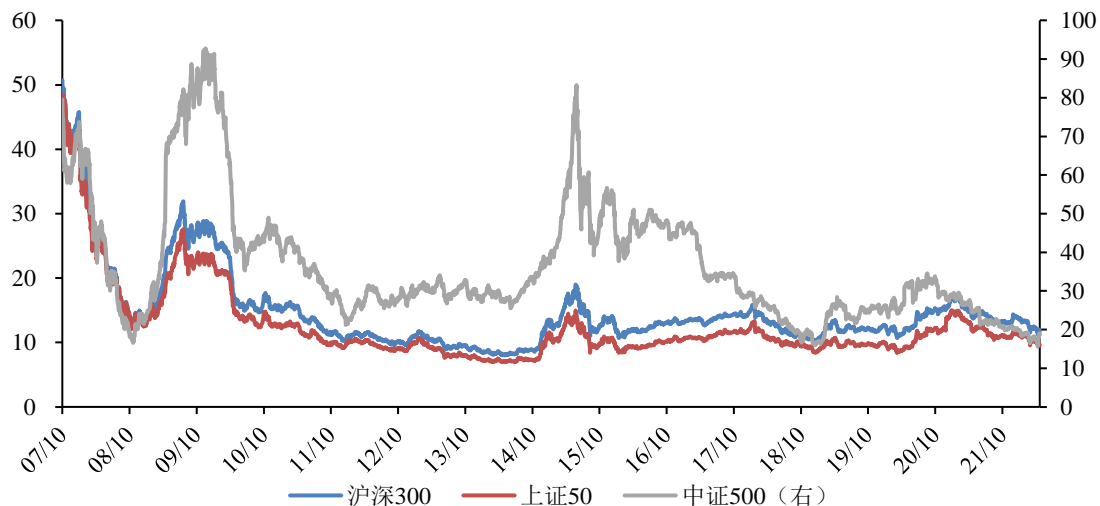


数据来源：国贸期货研究院&Wind

4、估值分析

截至5月7日，沪深300、上证50、中证500PE-TTM分别为11.70倍、9.56倍、18.63倍，处于上市以来的24.48%（05年4月至今）、21.54%（04年1月至今）、3.07%（07年1月至今）的分位水平。

图表 16：三大指数 PE（倍）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

四、经济未企稳，海外有隐忧，股指仍有反复

行情回顾。国内方面，疫情冲击导致4月中国制造业PMI创阶段性新低，国内经济仍处于不景气区间。但政策层面对实体经济的支持有增无减，在政治局会议召开后，近日国家发改委、财政部、工信部三部委相关负责人接受新华社采访，阐述稳经济的相关政策；人民银行、银保监会、证监会召开专题会议，部署落实金融支持稳经济工作——六部委释放了更多稳经济的详细信号。海外方面，欧盟宣布第六轮对俄制裁方案，其中包括在六个月内逐渐全面禁止进口俄罗斯石油，供给扰动引发原油等大宗商品价格上涨。美联储年内二次加息靴子落地，加息50bp，基本符合市场预期，并消除了未来加息路径的不确定性，消息公布后，资本市场表现良好，不过隔日市场急转直下，美股大跌、美元新高、十年期美债收益率升破3%，资本市场担忧美国经济陷入滞涨甚至衰退。沪深300本周下跌2.67%、上证50本周下跌3.05%、中证500本周下跌1.14%。

投资逻辑：

经历了开年以来的调整，估值的消化正不断抬升股指中长期投资性价比，不过，当前国内经济尚未有企稳迹象，而海外的扰动因素仍存在较大不确定性，股指缺乏有利支撑以实现反转，走势或仍有反复。一方面，疫情影响下，经济景气度的恢复仍需要时间，当前国内部分制造业企业需求萎缩、生产受限，叠加原材料价格的居高不下，使得未来几个月企业盈利仍面临压力。另一方面，海外通胀水平高企，输入性通胀的压力犹存，且强美元背景下，全球需求、资本市场承压。同时地缘政治潜在的风险仍在，俄乌战事难解，中美关系存在隐忧。

疫情防控再定调，稳增长力度加码

摘要

本周仅两个交易日，债期连续收红。一方面是美联储议息会议偏鸽，加息 50BP 和缩表软着陆开启，美元指数和美债收益率日内均回落走低，风险资产多数上涨，A 债也因此受益；另一方面是国内对于疫情防控再发声。5 月 5 日，中共中央政治局常务委员会召开会议，分析当前新冠肺炎疫情防控形势，研究部署抓紧抓实疫情防控重点工作，中共中央总书记习近平主持会议并发表重要讲话。会议重申了坚持“动态清零”总方针，并对此前区域疫情防控不当中认识不足、准备不足、工作不足等问题引以为戒，要求坚决克服。疫情防控再定调，会议分量较重，统一了防疫总思想，否决了躺平论，断绝了防疫工作中的摆烂行为，上海动态清零只能迟到，不能缺席。这也无疑加大了稳经济的难度，延长了区域社会活动暂停的时间窗口。此外，大 A 继续走弱，翘板效应再现。

展望后市，多空都有可讲的故事。博弈点在区域疫情、资金价格和稳增长效果三个方面。多方支撑是货币政策难以缺席，经济弱现实，疫情潜在影响深远；空头支撑是货币政策短期难发力，稳增长政策必出台（地产+基建+稳定资本市场信心），资金价格回归，以及疫情的边际好转。短期市场还是难有单边趋势，或以震荡为主。拉长时间来看，个人对债期还是乐观的，一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。操作上还是以回调做多为主。

国贸期货
宏观金融研究中心

樊梦真

联系方式：021-51969270

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

行情回顾



代码	名称	收盘价	周涨跌幅	周成交量	周成交量变化	周持仓量	周持仓量变化
T2206.CFE	T2206	100.500	0.20%	112004	-202036	141219	-10033
T2209.CFE	T2209	99.975	0.14%	25065	-24646	43049	5849
TF2206.CFE	TF2206	101.510	0.05%	52873	-93279	83668	-6594
TF2209.CFE	TF2209	101.110	0.05%	11160	-3857	17981	4784
TS2206.CFE	TS2206	101.120	-0.01%	32230	-61370	33902	-4106
TS2209.CFE	TS2209	100.895	-0.01%	6269	-1099	13679	3444

总结

行情解析: 本周仅两个交易日, 债期连续收红。一方面是美联储议息会议偏鸽, 加息 50BP 和缩表软着陆开启, 美元指数和美债收益率日内均回落走低, 风险资产多数上涨, A 债也因此受益; 另一方面是国内对于疫情防控再发声。5 月 5 日, 中共中央政治局常务委员会召开会议, 分析当前新冠肺炎疫情防控形势, 研究部署抓紧抓实疫情防控重点工作, 中共中央总书记习近平主持会议并发表重要讲话。会议重申了坚持“动态清零”总方针, 并对此前区域疫情防控不当中认识不足、准备不足、工作不足等问题引以为戒, 要求坚决克服。疫情防控再定调, 会议分量较重, 统一了防疫总思想, 否决了躺平论, 断绝了防疫工作中的摆烂行为, 上海动态清零只能迟到, 不能缺席。这也无疑加大了稳经济的难度, 延长了区域社会活动暂停的时间窗口。此外, 大 A 继续走弱, 翘板效应再现。

资金面

央行净回笼 300 亿元

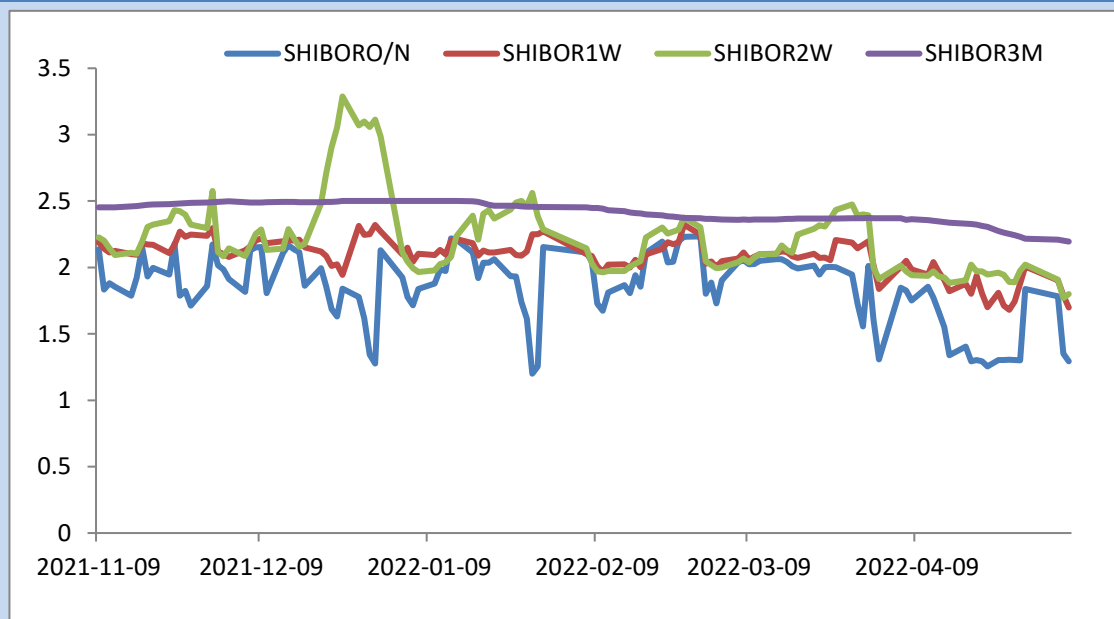
本周（5月2日-5月7日）央行公开市场共有 600 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 300 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 300 亿元。

图表 1：公开市场操作



数据来源：Wind

图表 2：Shibor 利率



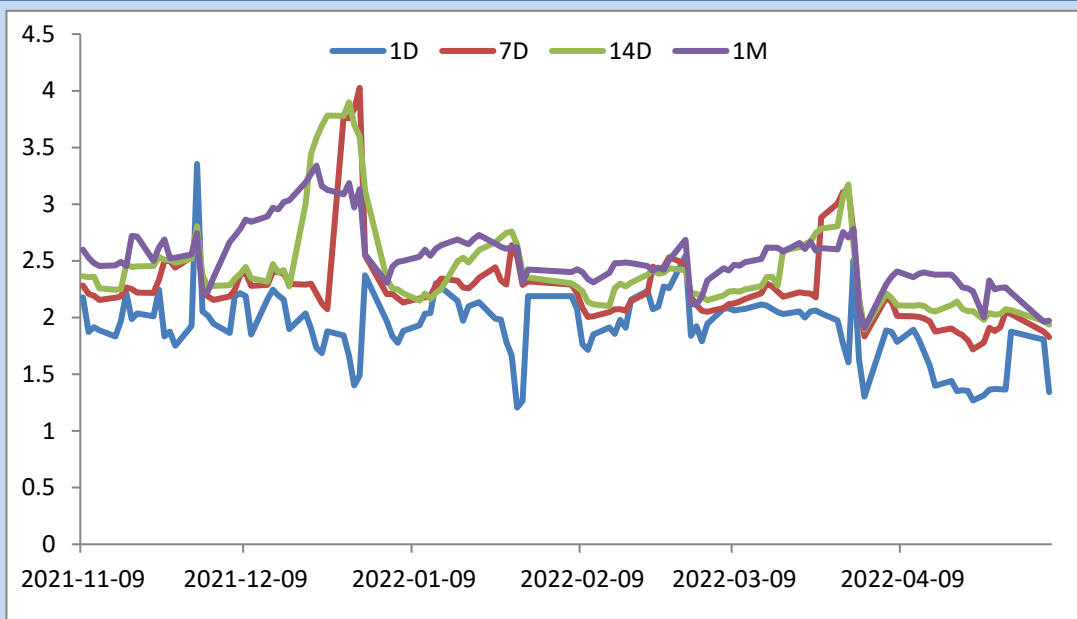
数据来源：Wind

图表 3：银行间质押式回购加权利率

银行间质押回购利率回落

R001 加权平均利率为 1.3414%，较上周跌 2.97 个基点；R007 加权平均利率为 1.8286%，较上周跌 5.12 个基点；R014 加权平均利率为 1.9363%，较上周

跌 8.9 个基点；R1M 加权平均利率为 1.9716%，较上周跌 27.68 个基点。



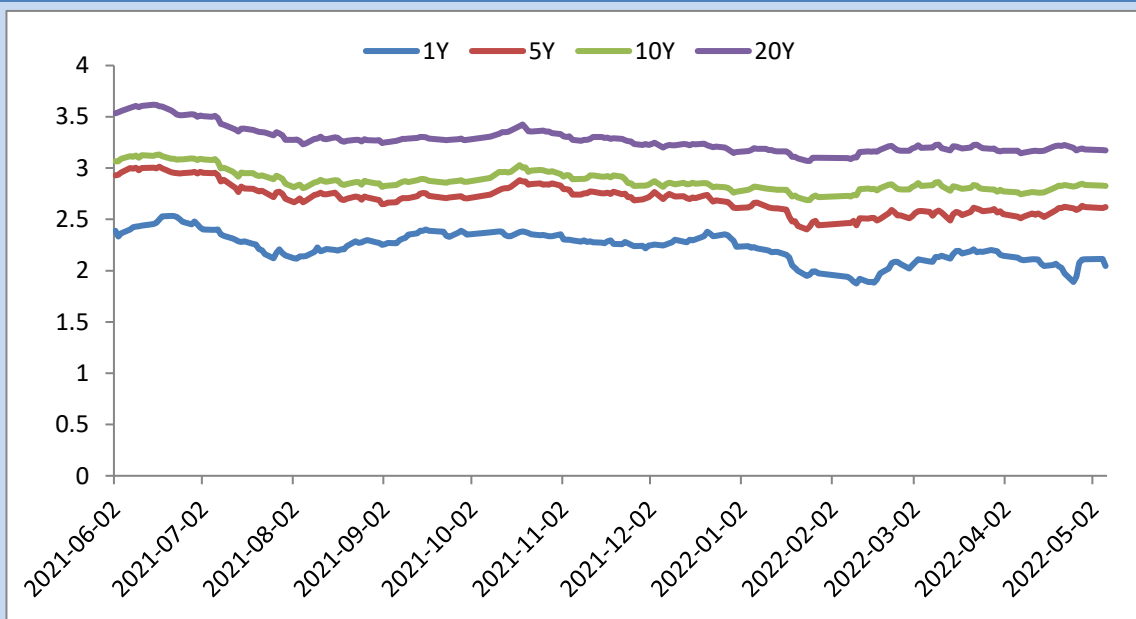
数据来源: Wind

现券分析

现券收益率长短端分化

一年期国债收益率为 2.0461%，较上周涨 10.66BP；五年期国债收益率为 2.6211%，较上周涨 3.02BP；十年期国债收益率为 2.8249%，较上周涨 0.02BP；二十年国债收益率为 3.172%，较上周涨 0.01 BP。

图表 4：现券收益率

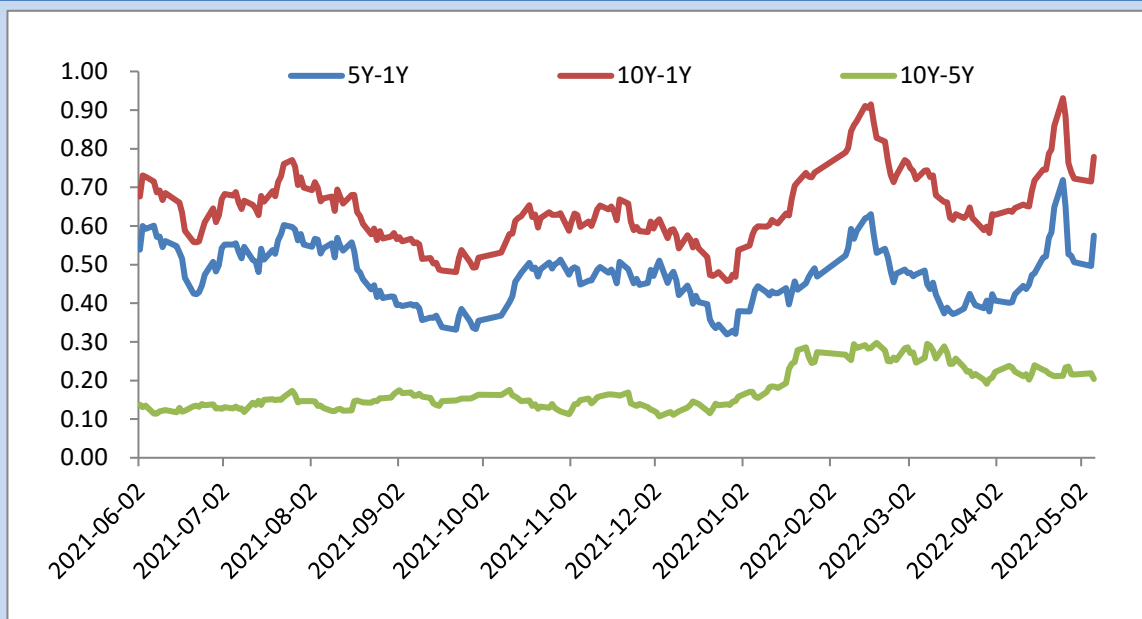


数据来源: Wind

图表 5：国债期限利差

期限利差小幅走扩

中证 5Y-1Y 国债利差为 0.4961%，较上周跌 22.29BP；中证 10Y-1Y 国债利差为 0.7151%，较上周跌 21.58BP；中证 10Y-5Y 国债利差为 0.219%，较上周涨 0.71BP。

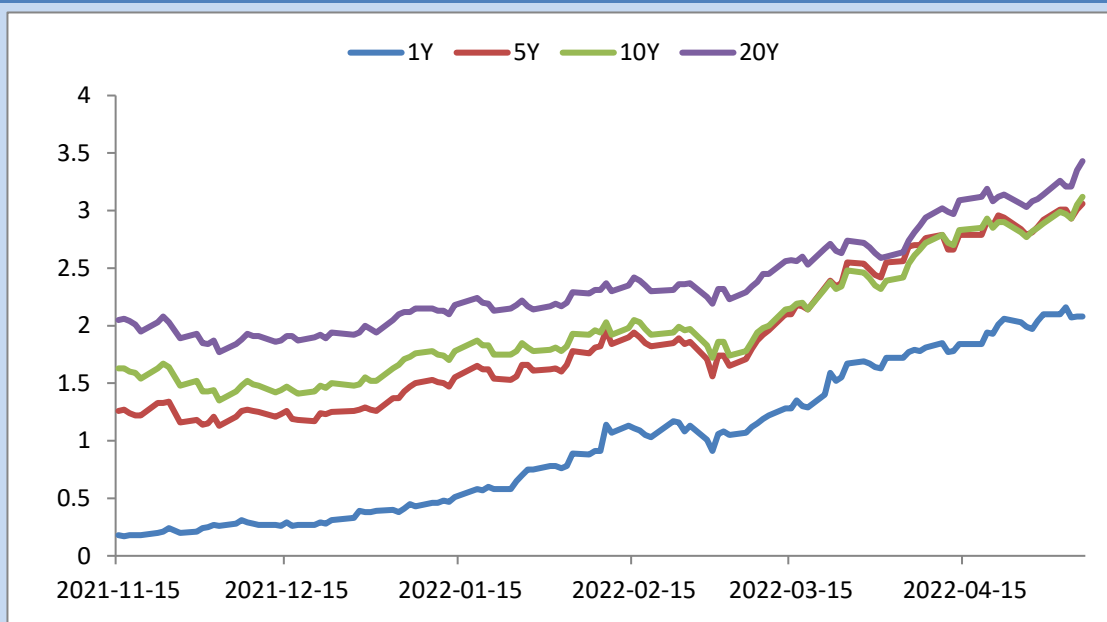


数据来源: Wind

图表 6: 美债收益率

美债收益率加速上行

一年期美债收益率为 2.08%, 较上周跌 2BP; 五年美债收益率为 3.06%, 较上周涨 9BP; 十年期美债收益率为 3.12%, 较上周涨 23BP; 二十年美债收益率为 3.43%, 较上周涨 21 BP。

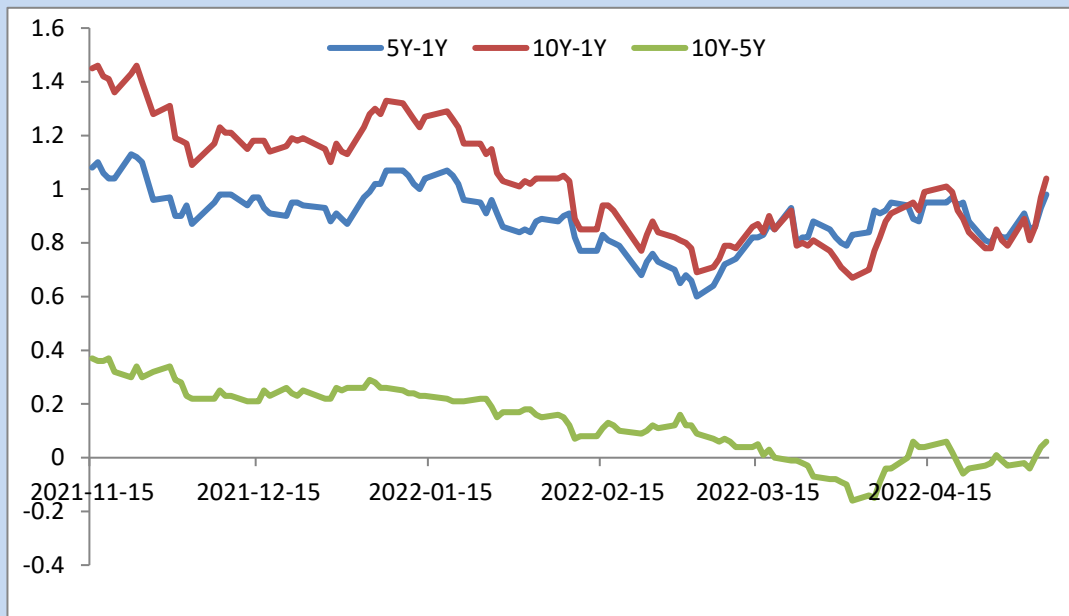


数据来源: Wind

图表 7: 美债期限利差

美债收益率陡峭化

美债 5Y-1Y 利差为 0.98%, 较上周涨 16BP; 美债 10Y-1Y 利差为 1.04%, 较上周涨 25BP; 美债 10Y-5Y 利差为 0.06%, 较上周涨 9BP。



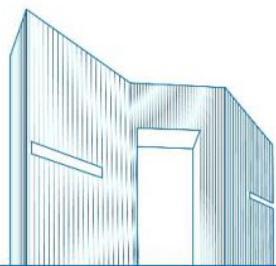
数据来源: Wind

下周展望

展望后市，多空都有可讲的故事。博弈点在区域疫情、资金价格和稳增长效果三个方面。多方支撑是货币政策难以缺席，经济弱现实，疫情潜在影响深远；空头支撑是货币政策短期难发力，稳增长政策必出台（地产+基建+稳定资本市场信心），资金价格回归，以及疫情的边际好转。短期市场还是难有单边趋势，或以震荡为主。拉长时间来看，个人对债期还是乐观的，一是疫情呈现外溢特征，经济下行的影响市场定价不充分；二是未来货币政策仍是偏松的，重点就是宽松有多少空间，怎么利用；三是宽信用实现难度较大，即是放松地产，居民和企业加杠杆的意愿和能力都有限。操作上还是以回调做多为主。

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



长按二维码进入小程序