

如何理解美债利率短暂回落下股指仍偏弱

摘要:

5月11日最终公布的美国4月CPI录得8.3%，较8.6%的前值有回落，但通胀见顶回落、美债利率回落后，美股和部分商品却延续下行态势，或意味着市场开始担忧后续全球经济的衰退风险。此前我们也有介绍美国出现部分经济下行的信号，包括10Y-2Y利差倒挂，美国财政支出明显缩减，以及美国补库周期将于6月见顶等。此外，后续美联储紧缩预期也并未回落，5月12日，美联储主席鲍威尔在专访中表示“后悔加息太晚”今后将不余遗力降低通胀，强调“稳定价格、降低通胀，使通胀率回到2%的水平”。在美联储紧缩靴子落地、4月CPI见顶回落后，全球股指表现仍偏弱，显示后续仍面临不小的调整压力，对A股也将产生拖累效果。

国内多部委密集发声稳经济。在国内防疫形势严峻、经济下行压力持续加大的情况下，近期中央政治局会议释放稳定预期的强烈信号，明确加大宏观政策调节力度，努力实现全年经济社会发展预期目标。上周各部委再度发生强调稳增长，央行表示将保持货币信贷和社会融资规模稳定增长，继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用；国家发改委等四部门发布《关于做好2022年降成本重点工作的通知》，重点组织落实好8个方面26项任务；发改委表示2030年规划4.5亿千瓦大型风电光伏基地中，8500万千瓦项目已经开工建设，第二批项目正在抓紧前期工作；国常会部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道扩大有效投资。国内抗疫局面也持续改善，5月13日国务院联防联控机制新闻发布会表示，近期全国疫情整体继续呈现下降态势，上海市疫情整体向好，吉林省疫情处于扫尾阶段，北京市近日新增感染者数量有所减少，四川广安的疫情尚在发展，河南、江苏、浙江、江西、辽宁等地疫情渐趋平稳。

当前国内经济下行压力仍较大。受国内疫情影响，4月社融存量、金融机构各项贷款余额增速分别较前值下滑0.4%、0.5%，4月出口也录得明显下滑，考虑到消费受疫情防控常态化约束，短期三驾马车中稳增长主要看固定资产投资项。二季度目前还是处于信心恢复，景气度筑底阶段，需求仍较为疲软，截至上周基建5月专项债投放超1700亿，基于政府“适度超前开展基础设施建设”的态度来看，预计5-6月基建专项债会有较大增量，将对三季度经济提供长期、温和的托底效果。4月地产拿地同比下滑超过50%，较3月同比下滑超60%的窘境略有好转，但仍十分低迷，预计后续各地地产政策有望进一步放松。整体来看，二季度还是处于弱现实和强预期的博弈阶段。

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，我们近期对内需型工业品仍维持中性观点；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，结合乌俄局势陷入拉锯战的现状，原油及原油链条商品短期仍将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，农产品基于供应瓶颈、成本传导的看涨逻辑目前仍较为顺畅，并且在干旱天气、

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院

侯峻

从业资格号: F3024428

投资咨询号: Z0013950

联系人

彭鑫 FICC组

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

蔡劭立 FICC组

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3063489

投资咨询号: Z0014617

高聪 FICC组

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

吴嘉颖 FICC组

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号: F3064604

投资咨询号: Z0017091

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；考虑到海外滞胀格局延续、地缘冲突风险延续、全球贵金属 ETF 持仓仍处历史高位，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5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 |
|---|---|---|---|------------------------------|---------------|-----|
| 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | 30 | 1 |
| 2 欧元区4月制造业PMI终值 美国4月Markit制造业PMI终值 | 3 欧元区3月PPI 欧元区3月失业率 | 4 美国4月ADP就业人数 美国4月Markit服务业PMI终值 欧元区4月服务业PMI终值 | 5 美联储利率决议 (北京时间 凌晨2:00) 英国央行利率决议 欧佩克与非欧佩克产油国 部长级会议 中国4月财新服务业PMI | 6 美国4月非农就业 | 7 中国4月外汇储备 | 8 |
| 9 中国4月贸易数据 日本央行会议纪要 | 10 | 11 中国4月通胀数据 美国4月CPI | 12 | 13 中国4月金融数据 中国4月全社会用电量 | 14 | 15 |
| 16 中国4月经济数据 俄罗斯总统普京出席集体安全条 约组织峰会 | 17 1000亿元MLF到期 | 18 欧元区4月CPI 欧洲央行行长发言 | 19 欧洲央行会议纪要 | 20 中国5月LPR报价 拜登访问韩国和日本 | 21 | 22 |
| 23 | 24 欧元区5月制造业PMI初值 美国5月Markit制造业PMI初值 美国5月Markit服务业PMI初值 | 25 | 26 美联储货币政策会议纪要 | 27 美国4月核心PCE物价指数 | 28 | 29 |
| 30 | 31 中国5月官方制造业PMI 欧元区5月CPI | 备注 | 4月30日-5月4日为五一劳动节假期。 5月20日-5月24日期间, 拜登访问韩国和日本。 | | | |

上周要闻:

1. 中国4月出口(以美元计)同比增3.9%，预期增5.3%，前值增14.7%；进口同比持平，预期降2.5%，前值降0.1%；贸易顺差511.2亿美元，预期561.92亿美元，前值473.8亿美元。中国4月出口(以人民币计)同比增1.9%，前值增12.9%；进口降2%，前值降1.7%。海关总署统计分析司司长介绍到，4月份出口同比增速放缓，主要原因是突发且多点散发的疫情对货运物流、产业链、供应链造成一定阻滞，影响外贸企业开工、交货等，降低了外贸各环节运作效率。同时，原材料投入成本及供应瓶颈继续对外贸企业构成不利影响。
2. 央行发布《2022年第一季度中国货币政策执行报告》，详细介绍下一阶段主要政策思路，具体包括：一、保持货币信贷和社会融资规模稳定增长。二、继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用。三、构建金融有效支持实体经济的体制机制。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。四、深化利率、汇率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。五、不断深化金融改革，加快推进金融市场制度建设。
3. 国家发改委等四部门发布《关于做好2022年降成本重点工作的通知》，2022年降低实体经济企业成本工作部际联席会议将重点组织落实好8个方面26项任务，包括营造良好的货币金融环境、建立健全多层次资本市场、支持中小微企业加强汇率风险管理、加强重要原材料和初级产品保供稳价等。通知提出，扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；持续释放LPR改革潜力，推动金融机构将LPR下行效果充分传导至贷款利率，促进企业综合融资成本稳中有降；进一步强化大宗商品市场监管，加强大宗商品价格监测预警。完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展；持续深化新三板改革，进一步提升直接融资服务能力。
4. 根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2022年1—4月纳入统计的26家主机制造企业，共计销售各类挖掘机产品101,709台，同比下降41.4%，前值为下降39.2%。其中，国内市场销量67,918台，同比下降56.1%，前值为下降54.3%；出口销量33,791台，同比增长78.9%，前值为88.6%。2022年4月，共计销售各类挖掘机产品24,534台，同比下降47.3%，前值为下降53.1%。其中，国内市场销量16,032台，同比下降61.0%，前值为下降63.6%；出口销量8,502台，同比增长55.2%，前值为73.5%。
5. 国家发改委发布消息，经国务院批准，人民银行、发展改革委和能源局联合印发通知，明确支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度增加1000亿元，专门用于同煤炭开发使用和增强煤炭储备能力相关的领域。
6. 李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道扩大有效投资。会议指出，要按市场化法治化原则，通过发行不动产投资信托基金等方式，盘活基础设施等存量资产，以拓宽社会投资渠道和扩大有效投资、降低政府债务风险。
7. 美国4月CPI同比升8.3%，预期升8.1%，前值升8.5%；环比升0.3%，预期升0.2%，前值升1.2%。4月核心CPI同比升6.2%，预期升6%，前值升6.5%。
8. 5月12日，国家发展改革委副主任胡祖才在发布会上表示，大力推动能源革命，要大力发展新能源，在沙漠、戈壁、荒漠地区规划建设4.5亿千瓦大型风电光伏基地，8500万千瓦项目已经开工建设。第二批项目正在抓紧前期工作，加快构建新能源供给消纳体系。今年3月，国家发展改革委、国家能源局发布关于印发《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》的通知。根据方案计划以库布齐、乌兰布和、腾格里、巴丹吉林沙漠为重点，以其他沙漠和戈壁地区为补充，综合考虑采煤沉陷区，规划建设大型风电光伏基地。到2030年，

规划建设风光基地总装机约 4.5 亿千瓦。

9. 2022 年 4 月社会融资规模增量为 9102 亿元，比上年同期少 9468 亿元；对实体经济发放的人民币贷款增加 3616 亿元，同比少增 9224 亿元。4 月末社会融资规模存量为 326.46 万亿元，同比增长 10.2%。M2 余额 249.97 万亿元，同比增长 10.5%，增速环比和同比分别高 0.8 个和高 2.4 个百分点。M1 余额 63.61 万亿元，同比增长 5.1%5.1%，增速环比和同比分别高 0.4 个百分点和低 1.1 个百分点。
10. 欧盟外交与安全政策高级代表博雷利 13 日表示，欧盟协调员、欧盟对外行动署副秘书长莫拉已经结束对伊朗的访问，莫拉此行成果好于预期，此前陷入停滞的伊朗核问题全面协议相关方谈判已经重新启动。博雷利在德国举行的七国集团外长会议期间的记者会上表示，伊核谈判此前遇到了阻碍，但现在这些阻碍已被清除，这意味着伊核谈判有可能达成最终协议。
11. 鲍威尔在正式获得连任后的首场电视采访中，不断重复“稳定价格、降低通胀，使通胀率回到 2% 的水平”，解释了“软着陆路径、劳动力市场为何不健康”，同时“后悔加息太晚”，并道出“实现软着陆难度很大”。采访还包括以下要点：1、市场误读“美联储未积极考虑加息 75 个基点”，重申“未来两次 50 个基点加息的可能”。美联储没有积极考虑加息 75 个基点，只是对上次会议上发生的事情作出的事实陈述，并不代表未来的预测。如果经济表现与预期相符，那么在接下来的两次会议上再加息 50 个基点是合适的。美联储对经济有一系列的期望。如果情况比其预期的好，那么美联储准备做得更少。如果情况比预期的更糟，那么美联储准备做更多。美联储将根据未来的数据和经济前景变化而调整。2、软着陆难度大 能否实现可能取决于美联储无法掌控的因素。实现软着陆很具挑战性，失业率非常低，劳动力市场非常紧张，通胀率极高。美联储能控制的是需求，不能影响供应。而供应是主要问题，此外地缘政治事件会对明年左右的经济有非常重要的影响。因此，对于能否实现软着陆的问题，实际上取决于美联储无法掌控的因素。3、后悔加息太晚，但是已经尽力了，今后将不余遗力降低通胀。如果有完美的后见之明，再回过头去看，美联储可能会更早一点提高利率。不确定这会有多大的影响，但美联储必须根据当时的情况实时做出决定，其尽了最大努力。现在，已经清楚地看到了形势，决心使用工具让经济回到价格稳定的轨道上。4、钦佩保罗·沃尔克，做“正确的事，而不是受欢迎的事”。鲍威尔指出，沃尔克是一个真正伟大的公职人员，重要的是他做了他认为正确的事情，他并不关心受不受欢迎，而是着眼于国家的中长期发展。

大类资产涨跌幅一览

| 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 | 32,196.66 | 1.14% | -2.14% | -6.54% | -11.54% |
| | 标准普尔500指数 | 4,023.89 | 2.25% | -2.41% | -8.39% | -15.80% |
| | 纳斯达克综合指数 | 11,805.00 | 3.88% | -2.80% | -11.58% | -25.01% |
| | 上证综合指数 | 3,084.28 | 0.84% | 2.76% | -3.95% | -14.78% |
| | 伦敦金融时报100指数 | 7,418.15 | 0.96% | 0.41% | -2.60% | 0.20% |
| | 巴黎CAC40指数 | 6,362.68 | 1.48% | 1.67% | -3.44% | -11.30% |
| | 法兰克福DAX指数 | 14,027.93 | 1.44% | 2.59% | -0.96% | -11.69% |
| | 东京日经225指数 | 26,427.65 | 0.82% | -2.13% | -2.46% | -8.21% |
| | 恒生指数 | 19,898.77 | 0.37% | -0.52% | -7.53% | -13.90% |
| 圣保罗IBOVESPA指数 | 106,924.18 | 2.42% | 1.70% | -7.97% | 2.01% | |
| 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 | 2.93 | 2.00 | -19.00 | 293.00 | 141.00 |
| | 中债10Y | 2.82 | -0.71 | -0.97 | 5.28 | 5.53 |
| | 英债10Y | 1.86 | 1.85 | -14.65 | 186.23 | 88.02 |
| | 法债10Y | 1.50 | -4.20 | -21.20 | 12.30 | 125.50 |
| | 德债10Y | 0.96 | -9.00 | -7.00 | 96.00 | 120.00 |
| | 日债10Y | 0.25 | 0.00 | 0.60 | 1.10 | 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 | 4,670.00 | -1.35% | -1.35% | -7.51% | -9.06% |
| | 铁矿石.DCE | 823.00 | -0.24% | -0.24% | -10.10% | -22.93% |
| | 铜.LME | 9,212.50 | -0.74% | -1.87% | -10.84% | -4.17% |
| | 铝.LME | 2,828.00 | 1.67% | -0.25% | -14.28% | -0.46% |
| | 镍.LME | 27,375.00 | -2.60% | -9.86% | -17.41% | -33.50% |
| | WTI原油 | 105.71 | -3.70% | -3.70% | -1.16% | -37.30% |
| | 甲醇.CZCE | 2,765.00 | -0.25% | -0.25% | -4.03% | -8.69% |
| | PTA.CZCE | 6,700.00 | 4.00% | 4.00% | -9.33% | -34.00% |
| | 大豆.CBOT | 1,646.25 | 2.51% | 1.32% | -2.07% | -23.02% |
| | 豆粕.DCE | 4,054.00 | 1.88% | 1.88% | 3.34% | -25.36% |
| | 白糖.DCE | 5,812.00 | -0.60% | -0.60% | -4.17% | -1.11% |
| | 棉花.DCE | 21,380.00 | 0.38% | 0.38% | -1.00% | -4.52% |
| | 黄金.COMEX | 1,810.30 | -2.26% | -3.85% | -8.44% | -0.29% |
| | 白银.COMEX | 21.13 | -2.02% | -5.57% | -18.29% | -8.45% |
| 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 | 104.45 | 0.41% | 0.76% | 3.91% | 8.84% |
| | 中间价:美元兑人民币 | 6.80 | 0.52% | 1.21% | 6.55% | 66.4% |
| | 美元兑日元 | 129.23 | -0.57% | -1.02% | 2.19% | 12.31% |
| | 欧元兑美元 | 1.04 | -0.94% | -1.26% | -3.70% | -8.05% |
| | 英镑兑美元 | 1.23 | 0.12% | -0.62% | -6.10% | -9.18% |

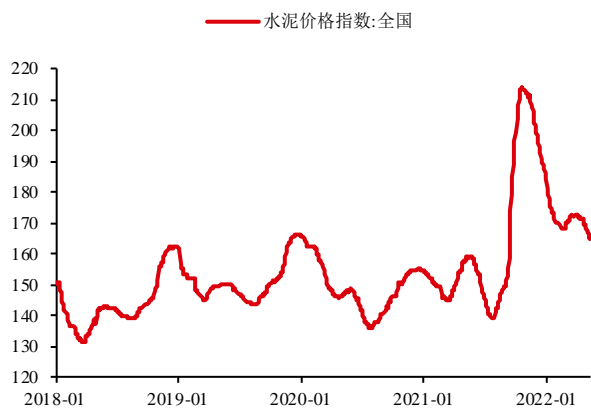
宏观经济

图 1: 粗钢日均产量 单位: 万吨/每天



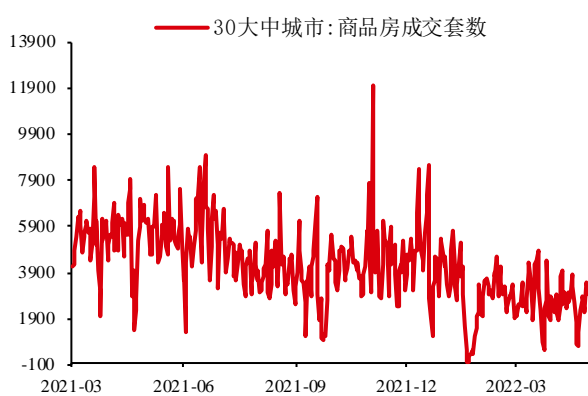
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 水泥价格指数 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 30大中城市商品房成交面积 单位: 万平方米



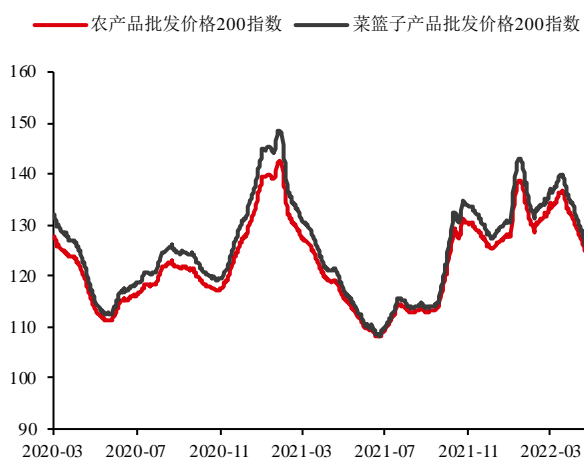
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 猪肉平均批发价 单位: 元/千克



数据来源: Wind 华泰期货研究院

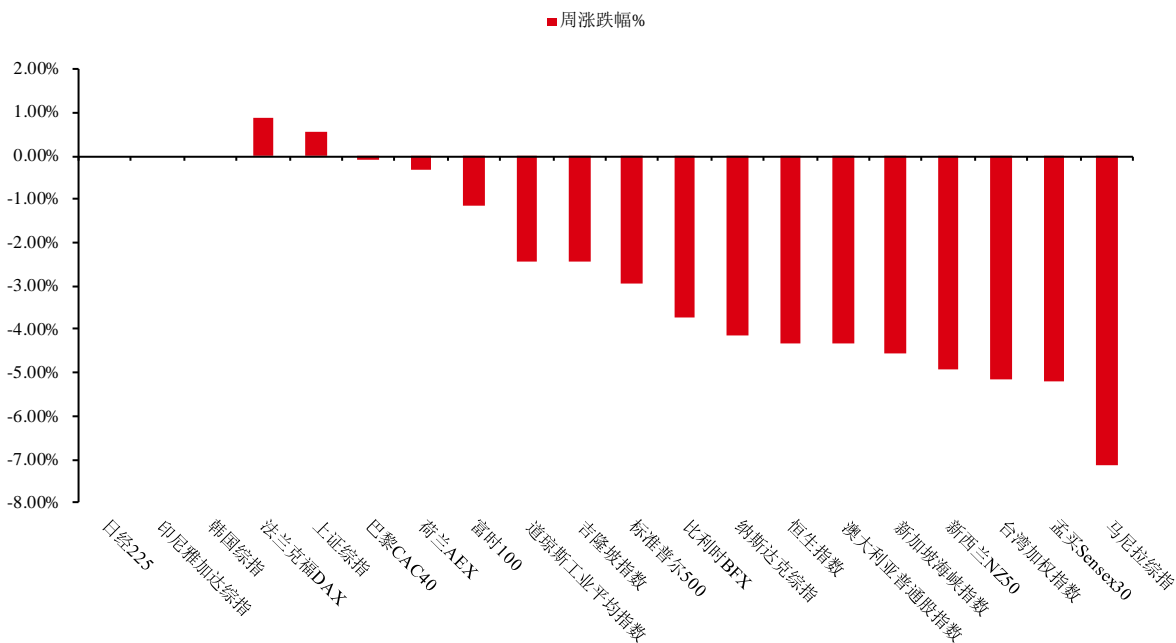
图 5: 农产品批发价格指数 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

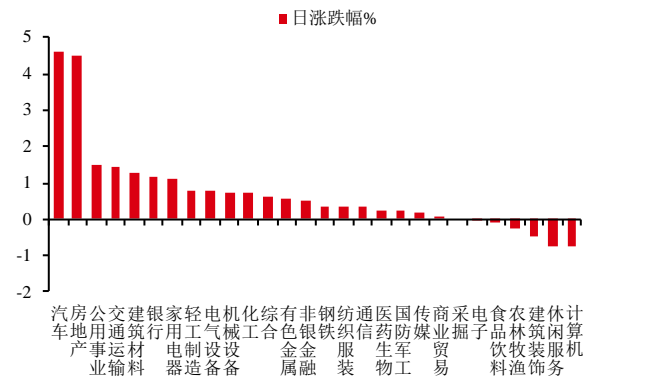
权益市场

图 6: 全球重要股指周涨跌幅 单位: %



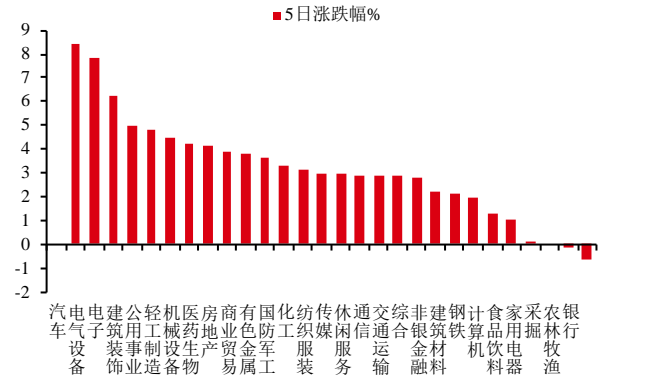
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 7: 行业日涨跌幅 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

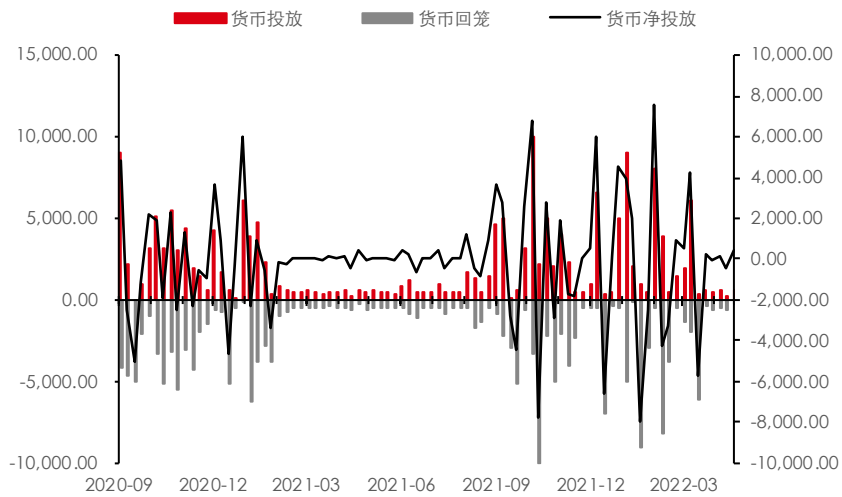
图 8: 行业 5 日涨跌幅 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

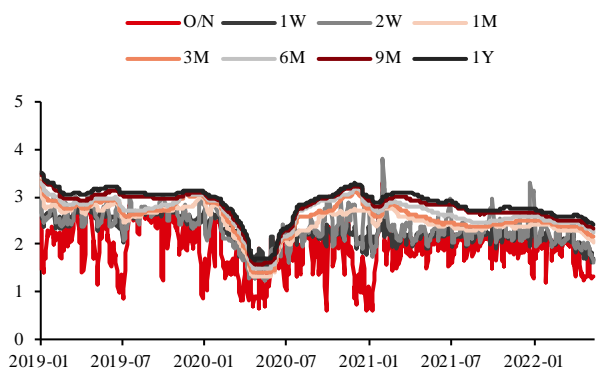
利率市场

图 9: 公开市场操作 单位: 亿元



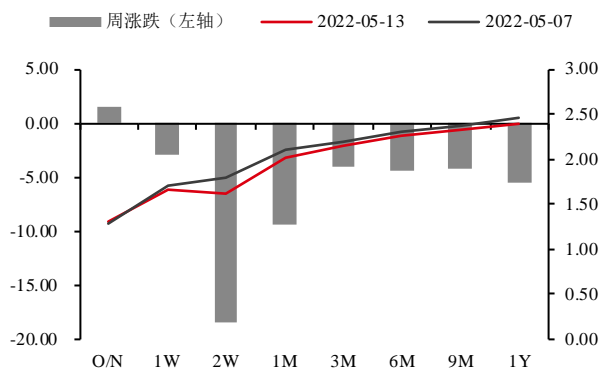
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: SHIBOR 利率走势 单位: %



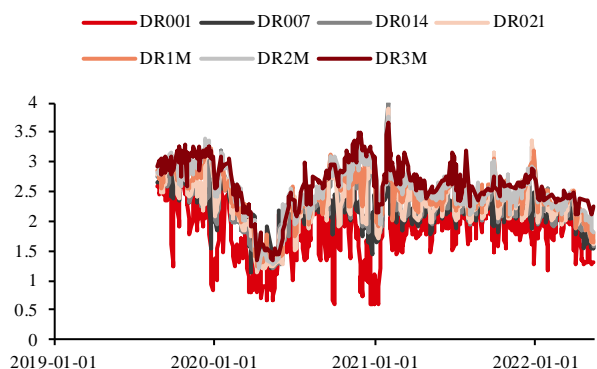
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: SHIBOR 利率周涨跌幅 单位: %, BP



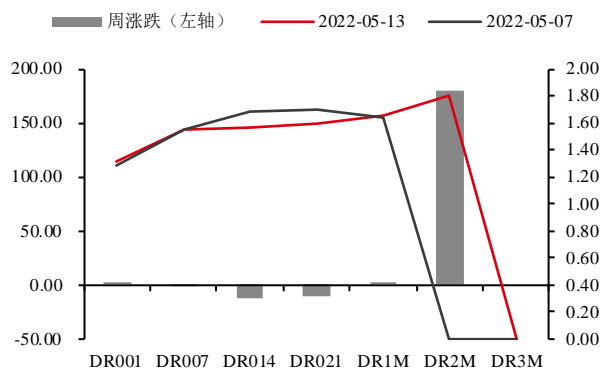
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: DR 利率走势 单位: %



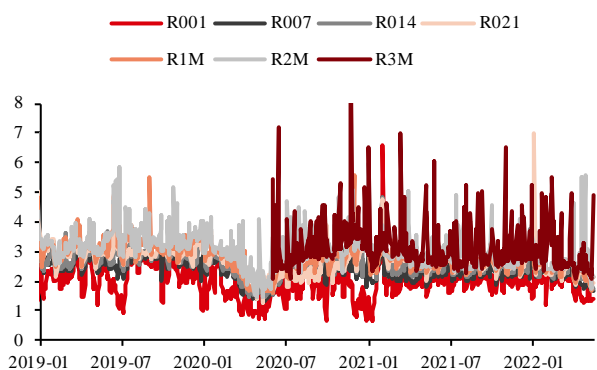
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: DR 利率周涨跌幅 单位: %, BP



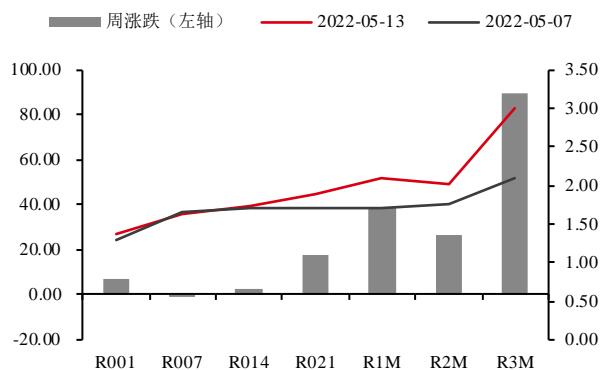
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: R 利率走势 单位: %



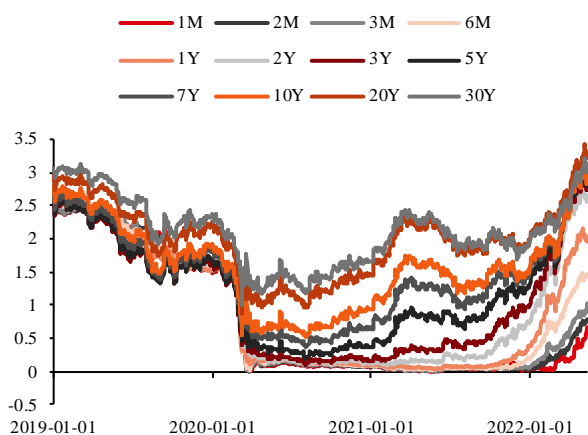
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: R 利率周涨跌幅 单位: %, BP



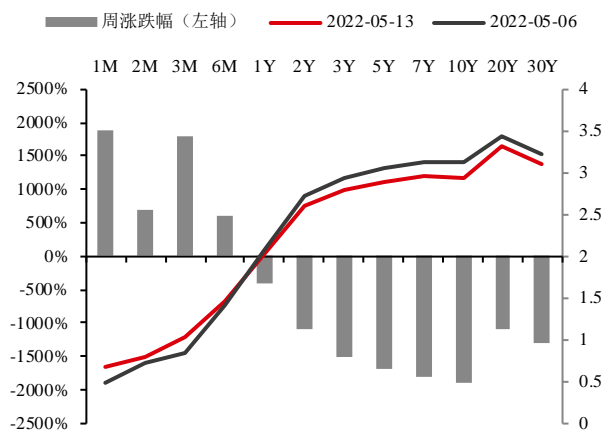
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 各期限美债利率曲线 单位: %



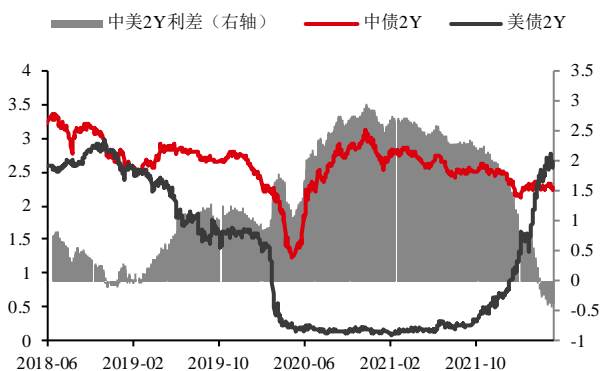
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 美债收益率周涨跌幅 单位: %, BP



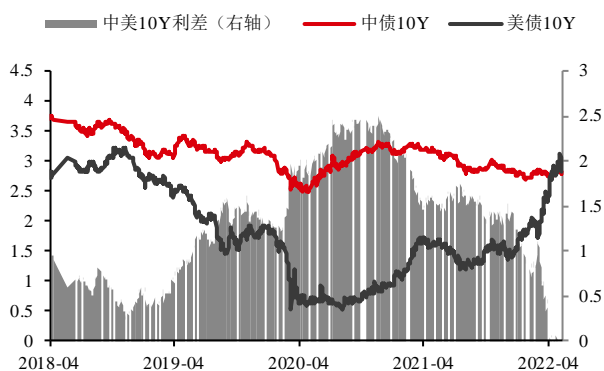
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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 18: : 美元指数 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: : 人民币 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: : 美元兑日元 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

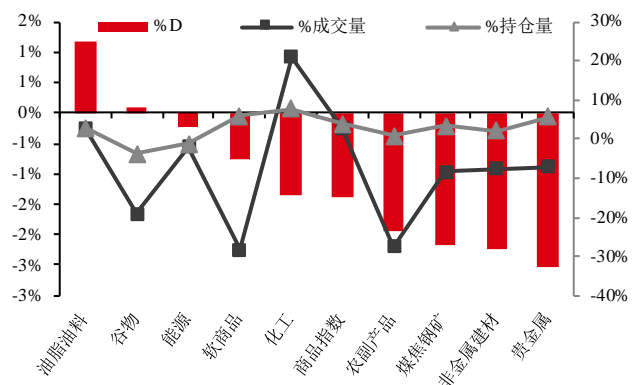
图 21: : 欧元&英镑 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

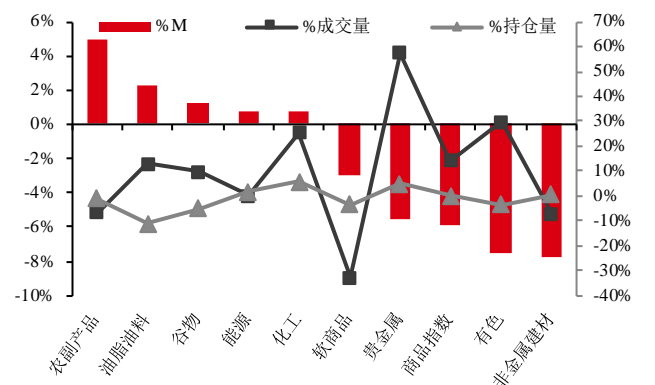
商品市场

图 22: 板块价格周度变动 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

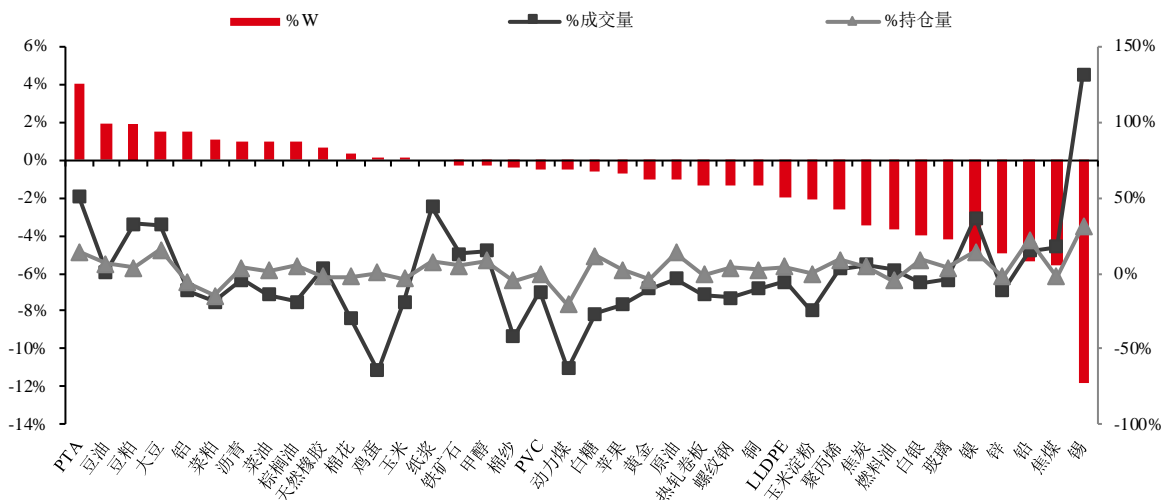
图 23: 板块价格月度变动 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24： 品种价格周度变动

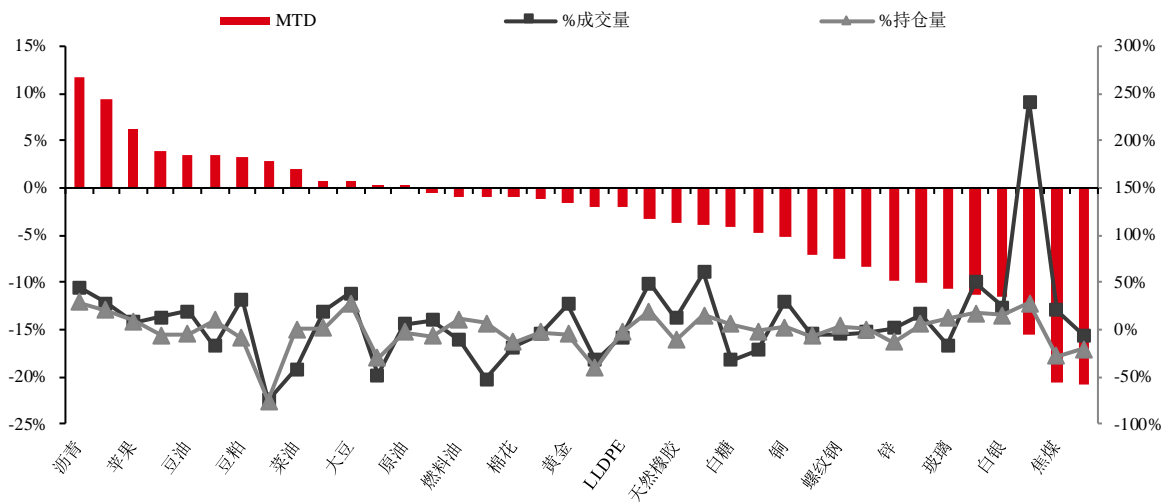
单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

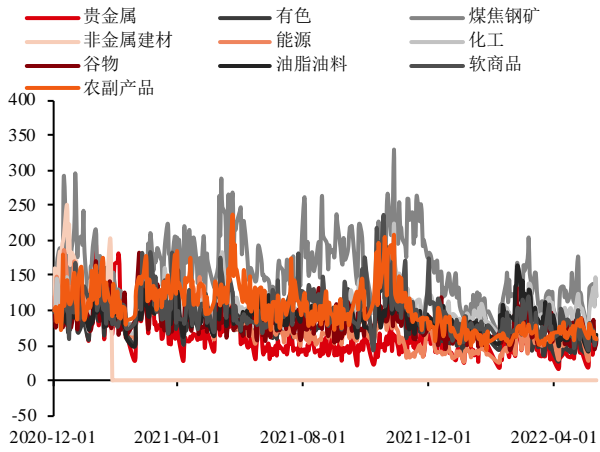
图 25： 品种价格月度变动

单位：%



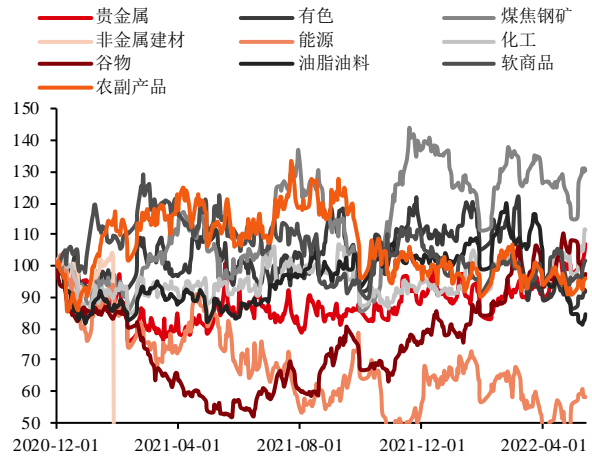
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26: 板块成交量 (指数化) 单位: 点



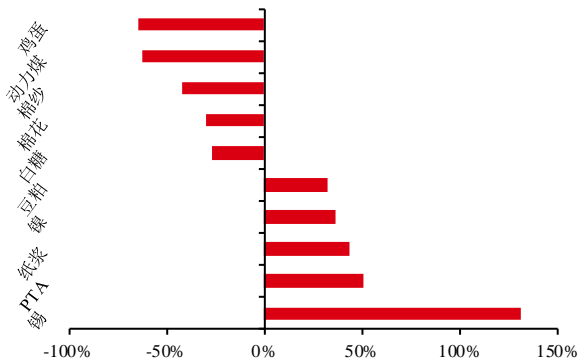
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 板块持仓量 (指数化) 单位: 点



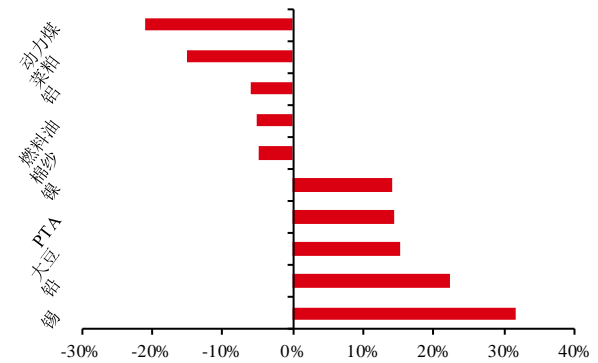
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 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

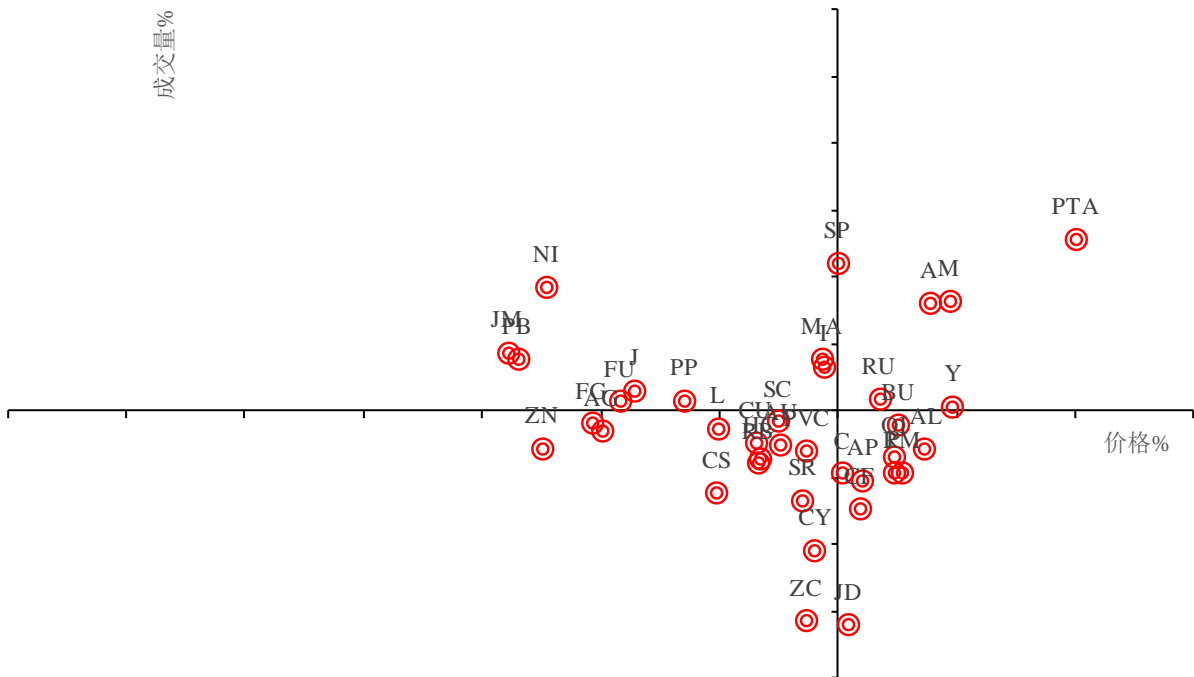
图 29: 持仓量周度变化(前五vs后五) 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 价格% VS 成交量%

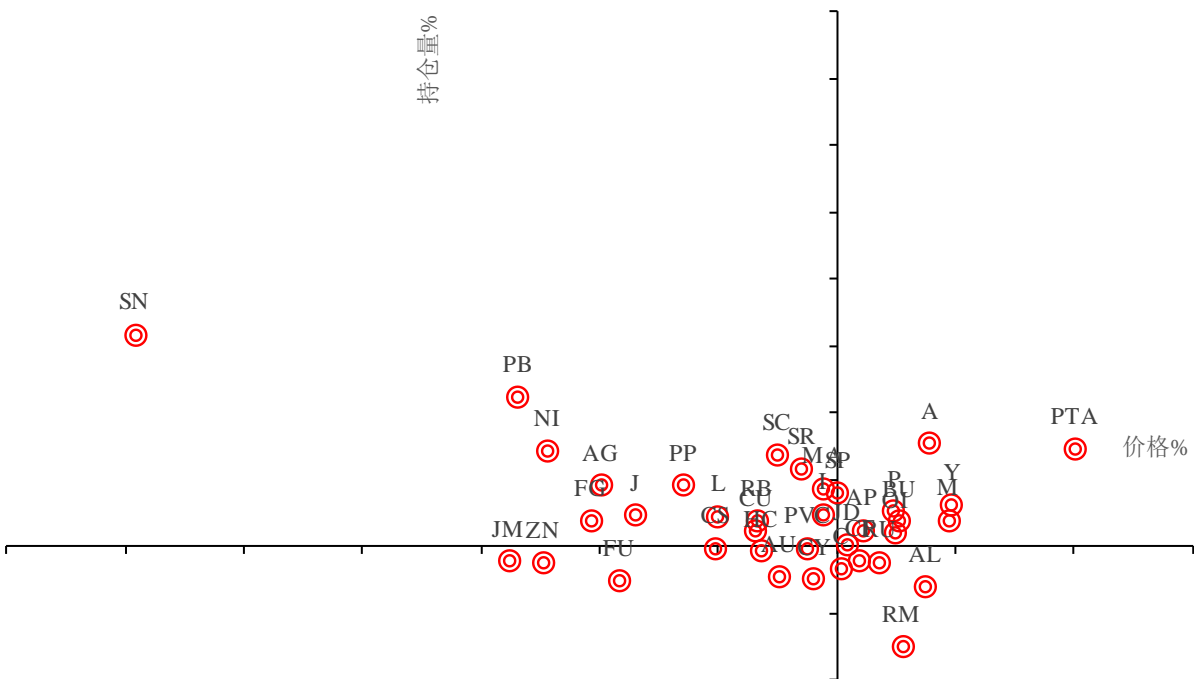
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 价格% VS 持仓量%

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

经营地址：广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com