



国内稳增长信号进一步加强 聚焦美联储议息会议

➤ 全球宏观及大类配置观点

近期宏观变化：

乌俄局势波折不断。4月27日，俄罗斯宣布已经暂停向波兰和保加利亚供气。5月1日乌克兰总统泽连斯基在接受采访时表示，乌克兰准备恢复自己的领土完整。此外，波兰国防部5月1日表示，由美军主导的大规模多国联合军事演习“欧洲捍卫者-2022”和“快速反应-2022”于5月1日至5月27日在靠近俄罗斯西部边境的9个欧洲国家举行。。

美联储5月议息会议来临。4月21日，美联储主席鲍威尔讲话延续了此前的强硬立场。他表示，有可能在5月会议上宣布加息50个基点。截至5月3日，美国联邦利率期货隐含的政策利率显示5月加息50bp的概率为106%，6月加息50bp的概率同样高达124%，7月加息50bp的概率为96%，市场计价后续三次会议均将至少加息50bp。

不必过度解读美国GDP负增长。美国2022年一季度GDP环比折年率录得-1.4%，大幅低于1.1%的市场预期，前值为6.9%。库存和出口是一季度GDP的主要拖累项，其中私人库存变化对GDP的环比拉动率从5.3%的前值大幅回落至-0.84%，出口2022年一季度对GDP的环比拉动率为-0.68%，前值为2.24%。需要指出的是，目前美国仍处于主动补库阶段，仅属于环比补库速度的放缓，美国GDP的消费和投资分项仍维持高位韧性。并且领先的PMI、就业数据以及银行信贷数据显示美国目前经济仍维持高位韧性。

警惕能源高通胀的负反馈，后续或演化为欧美经济衰退的导火索。高价原油对欧美的冲击较国内更为严重。历史上至少发生过三轮石油危机：1973-1974年；1979-1980年；以及1990年。供需失衡、地缘战争均是造成原油价格持续走高的共同原因，在上述背景下，欧美经济出现了不同程度的放缓和衰退。而当下原油、天然气等能源价格维持高位，成本的快速抬升无论是对居民还是企业的终端消费均将造成明显拖累，相对直接的就包括电价、农药化肥、能源成本链条商品、日常出行和物流运输成本等，而间接影响更是涉及方方面面。我们需要警惕，高通胀后续演化为欧美经济衰退的导火索。

中央政府持续敦促稳增长政策尽快发力。中共中央政治局4月29日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。一、经济增长目标方面，2022年经济增长目标仍未变化。会议指出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。在一季度经济增速未达5.5%且4月份上海静默管理对全国经济拖累的大背景下，可以期待未来的稳增长力度。二、房地产端，此次会议强调要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线，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。三、会议强调要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具，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。目前国内稳增长的大背景下，未来的稳增长力度可以期待。

国内疫情最大冲击或已过去。5月2日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和

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

✉ 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

新疆生产建设兵团报告本土新增确诊病例 368 例。本土新增无症状感染者 5690 例。上海疫情新增已经明显较高位平台回落，此外，4 月 22 日北京市疾病预防控制中心副主任介绍，初步流调结果显示，朝阳区疫情已隐匿传播了一周，目前从新增情况来看，整体风险有限。尽管目前国内疫情新增已经较高位平台阶段明显回落，但重要城市、重点产业链供应堵塞尚未完全恢复，后续仍需继续关注具体指标。当前经济仍表现疲软，5 月经济有望企稳好转。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，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。我们认为，疫情对 5 月的影响或逐步减弱，随着宽信用逐步开启，后期经济有望触底反弹。

大类配置一：美联储紧缩下的配置逻辑。加息对资产价格影响并非绝对负面，缩表则对金融资产利空明显。回顾上轮加息周期来看，在加息事实落地后，美债利率趋势上行，美元指数见顶回落，新兴市场股指、大宗商品企稳反弹。而缩表则对金融资产利空明显，2007 年至今美联储资产负债表和金融资产相关性显著，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。

大类配置二：美债长短端利差开始倒挂 警惕欧美陷入“经济下行”交易情境。从美国 1978 年至今的数据来看，如果用制造业 PMI 跌破枯荣线并持续下行来定义“经济下行”，那么当 10Y-2Y 以及 10Y-2M 利差出现倒挂后半年内 100% 的概率将出现经济下行，而如果用 GDP 不变价同比负增长来定义“经济下行”，上述的指标也有 7~8 成的概率预测经济下行，但领先时间变得更加不稳定。当前，美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差自 2021 年 10 月以来明显分化，我们认为这是市场对于 2 年内加息概率定价的走高导致 2Y 期限美债利率快速抬升，而 10Y-3M 利差并未明显下行显示市场流动性仍较为充裕、近期经济韧性犹存。总的来讲，尽管此前 10Y-2Y 美债利差一度倒挂，但美国经济实质下行仍需更多佐证，短期发生大幅度经济下行概率相对较低。10Y-2Y 及 10Y-3M 利差倒挂和投资时钟定义的经济“衰退”周期的匹配度和前瞻性并不高。我们选取历史上美国制造业 PMI 至少连续三个月下行，并且 CPI 持续下行的阶段定义为“衰退”。从“衰退”的配置阶段倒看美债利率倒挂，在 7 个样本中，10Y-3M 以及 10Y-2Y 的前瞻性分别是 28% 以及 42%，其中一个样本的领先周期甚至长达两年，从该角度来看利差倒挂的比配度并不高。

我们仍需警惕下半年海外市场转入“类衰退”的配置象限。复盘历史上的七个“衰退”样本来看：一、商品明显承压，CRB 商品各分项样本上涨概率均不到 30%；二、分板块看，金属和工业原料 7 个样本阶段均录得下跌，CRB 商品指数、原油、油脂下跌的概率也高达 85.7%，黄金具备一定避险属性，57% 的概率录得上周；三、美元

71.4%的概率录得上涨表现最好，美股则表现差异，纳指 57%的概率录得上涨，道指 42%的概率录得上涨。

大类配置逻辑三：中美利差倒挂，人民币快速贬值，警惕国内资本外流风险。4月11日，中美10年期国债利差正式进入了2010年7月以来的首次倒挂，后续中-美10年期国债利率倒挂预计还将持续。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%，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。

考虑到上述样本较少，我们追加测算历史上中美利差“类倒挂”阶段下的资产表现。从五个样本的资产表现来看，A股明显承压，主要股指上涨概率仅有20%，且均录得负数的平均涨跌幅，其中小盘股相对抗压；商品同样表现偏弱，Wind商品录得20%的概率上涨，分项中油脂油料表现最弱，五个样本均录得下跌，有色板块也仅有20%的概率录得上涨。

短期人民币汇率贬值压力加大，加大人民币资产下行压力。我们复盘了2015年811汇改之后的三次人民币急速贬值：人民币急速贬值阶段下A股明显承压，三个样本下大部分国内股指100%概率录得下跌，商品则没有明显规律，Wind商品指数三个样本下66%的概率录得上涨，显示供需基本面仍是主要的影响因素，避险情景下黄金表现不俗，66%的概率录得上涨。

大类配置逻辑四：乌俄冲突缓和对比股指、商品的影响各不相同。我们选取了历史上影响较大的6次地缘政治事件做样本进行分析。地缘冲突对金融资产冲击呈先跌后涨的规律。而近期乌俄局势有所缓和，对风险资产扰动最严重阶段已经过去，双方停火谈判有实质性推进。商品层面，乌俄局势对原油中期供应扰动仍明显，供需缺口扩大将导致估值中枢抬升。原油、天然气已成为俄乌冲突博弈的筹码。即使乌俄冲突全面缓和，也对原油供应缺口难以完全弥补。目前伊核谈判进展缓慢，欧佩克各国也不愿意加速增产计划。据路透调查，由于利比亚和尼日利亚的减产抵消了沙特和其他主要产油国的供应增幅，欧佩克4月石油产量几乎没有上升。同时欧盟也在计划中长期逐步减少对俄罗斯的天然气和原油依赖。

大类配置逻辑五：二季度后半场，国内宏观情景或面临“弱衰退”转向“弱复苏”的风格切换。“弱衰退”阶段下，国内股指表现震荡，商品中的能源、非金属建材表现最弱，工业品整体均偏弱。通过分析历史上弱衰退的宏观情境，我们发现国内股指表现偏震荡，平均涨幅上中证500和上证综指录得下跌，其他指数尽管平均录得正涨幅，但样本的上涨概率普遍不及50%。商品方面，能源表现最弱，录得14.4%的平均跌幅，88.9%的样本录得下跌，此外，软商品、非金属建材甚至商品指数的下跌概率也高于70%。再次之是化工、油脂油料、焦煤钢矿、有色样本下跌概率在66%左右。

“弱复苏”阶段下，关注股指的上涨机会，商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。股指方面，2009年至今的十次弱复苏阶段，国内主要股指的平均收益率均超过12%，且胜率大多超过70%。商品方面，能源、软商品、有色金属上涨概率高达90%，平均涨幅均超过11%；商品指数整体上涨概率高达70%。值得关注的是，商品

因供应链短板、拉动内需政策炒作，目前或已提前计价了部分“复苏”预期。

- 商品：短期内需恢复较差 强预期弱现实博弈延续
- 股指：弱现实维持，股指中长期走势聚焦稳增长政策落地效果
- 5月总体策略观点：

商品期货：农产品（棉花、白糖等）、贵金属逢低做多；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。

- 5月重点关注：

一、美联储议息会议。二、关注国内经济是否筑底。三、中国宽松政策窗口时间也值得关注。四、关注美国通胀进展。五、继续跟踪乌俄局势。

海外宏观展望：美联储 5 月会议来临

一、乌俄局势仍未明朗

乌俄局势波折不断，目前战事情主要聚焦于乌东地区。4 月 27 日，俄罗斯宣布已经暂停向波兰和保加利亚供气。这是自 4 月 1 日普京宣布卢布结算令后，首批被“停气”的客户。受此影响，波兰的天然气价格一度暴涨近 80%。乌克兰总统泽连斯基 5 月 1 日在接受媒体采访时表示，乌克兰准备恢复自己的领土完整。此外，波兰国防部 5 月 1 日表示，由美军主导的大规模多国联合军事演习“欧洲捍卫者-2022”和“快速反应-2022”于 5 月 1 日至 5 月 27 日在靠近俄罗斯西部边境的 9 个欧洲国家举行。

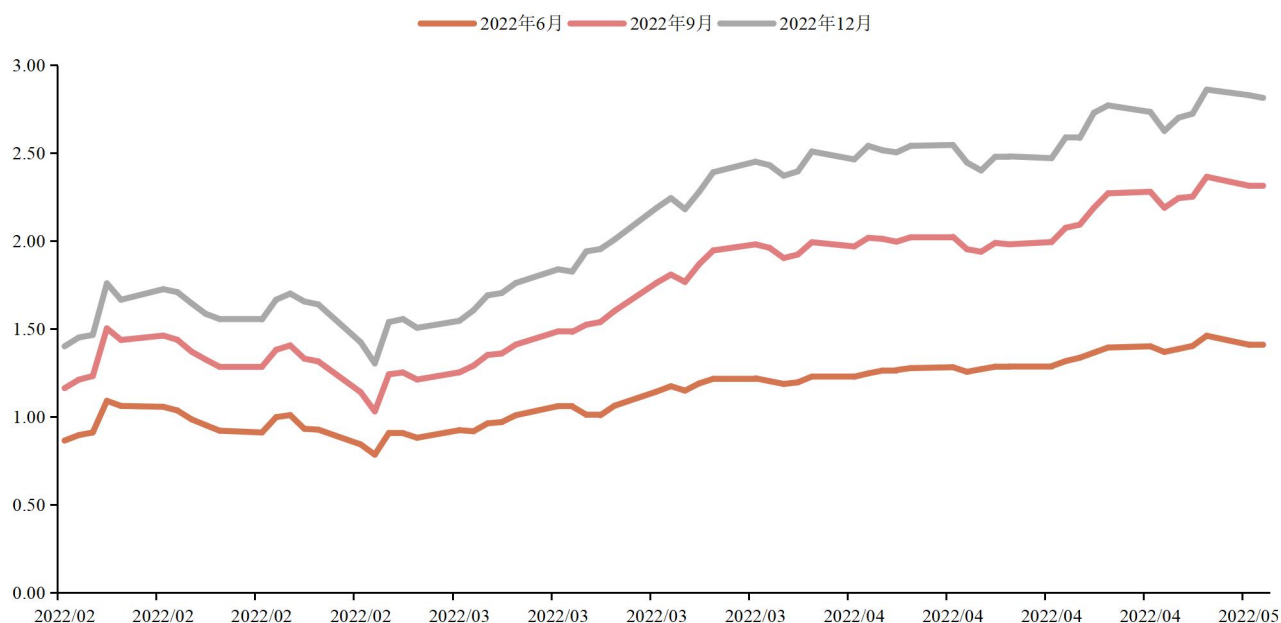
二、美联储 5 月会议来临

3 月会议纪要释放连续大幅加息、更快缩表的预期。4 月 7 日美联储 3 月会议纪要显示，3 月会上，多名联储官员认为，若通胀和经济形势需要，未来可能要一次或者更多次加息 50 个基点；联储决策者预计本次缩表速度比 2017 年到 2019 年的上次缩表期快，计划在 3 个月内每个月减少持有资产的规模达到 950 亿美元；决策者一致认为，需要迅速将宽松的货币政策立场转为中性；如此急迫的紧缩是因为担心公众对联储化解高通胀的能力丧失信心。

美联储官员接连释放鹰派信号。4 月 21 日，美联储主席鲍威尔讲话延续了此前的强硬立场。他表示，有可能在 5 月会议上宣布加息 50 个基点，此后也可能会有类似的加息举措。“在我看来，进行比美联储最近加息速度更快一些的加息，这是合适的。”4 月 18 日，圣路易斯联储主席布拉德的表示美联储今年需要迅速采取行动，多次加息 50 个基点。除了重申应该将利率提高到 3.5% 左右之外，布拉德还表示，不应排除加息 75 个基点的可能性。目前，市场定价全年累计加息 9.9 次，截至 5 月 3 日，美国联邦利率期货隐含的政策利率显示 5 月加息 50bp 的概率为 106%，6 月加息 50bp 的概率同样高达 124%，7 月加息 50bp 的概率为 96%，市场计价后续三次会议均将至少加息 50bp。

图 1: 美国联邦利率期货隐含政策利率

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

三、“习拜视频会”后中美关系大基调向好，金融、高科技、新能源领域仍承压

中美关系大方向趋好。中美最高元首于3月18日晚进行视频通话，我国元首强调中美要相互尊重、和平共处、避免对抗，同意双方在各层级各领域要加强沟通对话，美国总统也表示愿同中方坦诚对话，加强合作，坚持一个中国政策，有效管控好竞争和分歧，推动中美关系稳定发展。

而金融、高科技、新能源方向仍结构性承压。一是美国监管机构对于中概股的表态近期不时扰动市场情绪。美国一系列监管的加强，给中概股企业带来了巨大的挑战，中美监管双方对于中概股会计底稿审核方式的争论 2013 年已初现端倪，2020 年愈演愈烈，去年 12 月 2 日 SEC 宣布已修订完善了《外国公司问责法》相关的信息提交与披露的实施细则，表明针对中概股的监管政策正式进入实质性执行阶段。

2022 年 3 月 8 日，美国证券交易委员会（SEC）将五家在美上市的中国公司（百济神州、百胜中国、再鼎医药、盛美半导体、和黄医药）列入“暂定清单”，即有退市风险的“相关发行人”。2022 年 3 月 24 日，美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）一份声明中称，市场关于 PCAOB 与中方达成会计监管最终协议的猜测还为时尚早。总的来看，目前美方对于中概股的监管仍是相对较强，中美资本市场端博弈未来仍会延续。

短期虽有扰动，但我们也应关注到中美沟通近期持续加强对于中美解决中概股遗留问题的可能性的存在。国务院金融稳定发展委员会 3 月 16 日召开专题会议，针对中概股，高层强调目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展，正在致力于形成具体合作方案。中国政府继续支持各类企业到境外上市。目前国内相关部门也在积极推进相关问题的

解决，据中国证券报，部分中概股公司和投资机构 3 月 27 日参加中国证监会举行的一场视频交流，会议主要听取市场人士对中概股近期情况的意见。接近监管部门人士表示，中美双方监管机构都充分知悉对方关切，正在相向而行，努力寻求解决问题的方案，以尽快实现有效、可持续的合作。这符合两国资本市场和全球投资者最大利益。

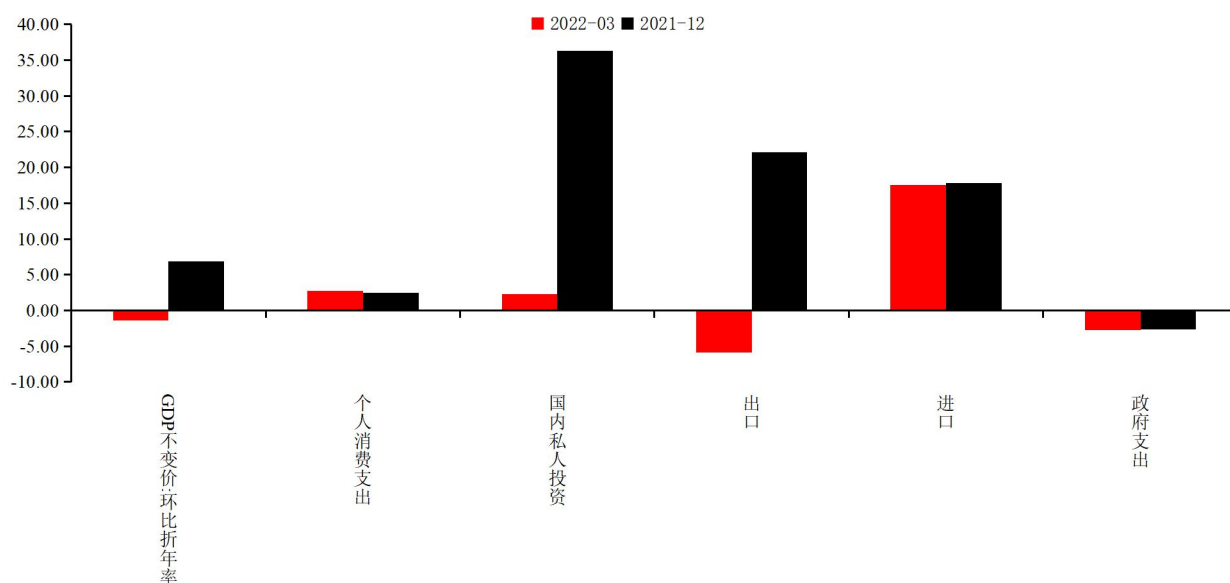
二是高科技和新能源方向或遭到美方重点“关照”。3 月 28 日美国参议院通过《美国竞争法案》，该法案旨在提升美国在经济与国家安全和外交领域。具体到涉及中国的条款，1、延长了对美国部分进口商品的关税加征时间；2、加大对关键部门的供应链，能源和无线通讯技术，自然资源的保护和利用；3、甚至还有议员呼吁协商保留现有涉及中国人权条款，共 13 项条款涉及香港、西藏等敏感问题。同一日，美国国际贸易委员会（ITC）投票决定对特定功率半导体以及包含该功率半导体的移动设备和计算机启动 337 调查（对向美出口过程中的不公平贸易行为进行调查，并采取制裁措施的做法），涉及我国 TCL、联想、中国广东 OnePlus 等科技企业。美方还表示将调查中国太阳能组件生产商，其是否通过在四个其他国家开展业务来非法规避美太阳能关税等问题。可见在中美关系趋好的大方向上，美方小动作不断，中美关系尤其在具体行业方面仍波折不断。

四、不必过度解读美国 GDP 负增长

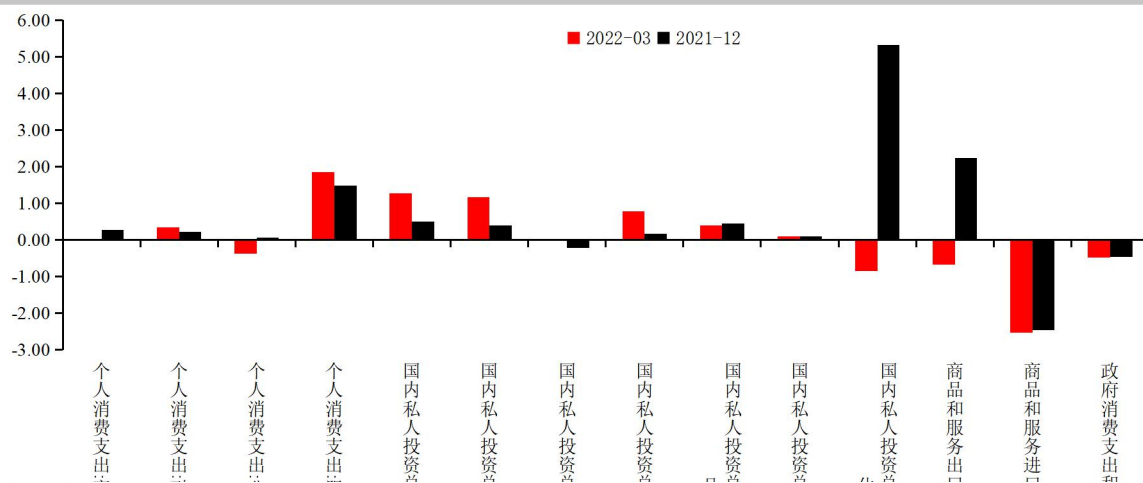
美国一季度 GDP 环比负增长。美国 2022 年一季度 GDP 环比折年率录得-1.4%，大幅低于 1.1%的市场预期，前值为 6.9%；2022 年一季度 GDP 同比仍增长 3.6%，前值为 5.5%。分项来看，个人消费支出环比折年率录得 2.7%，前值为 2.5%；私人投资环比折年率 2.3%，前值为 36.7%；政府支出环比折年率-2.6%，持平前值；出口环比折年率录得-5.9%，前值为 22.4%，进口环比折年率 17.7%，前值为 17.9%。可以明显看到固定资产投资和出口是拖累 GDP 的主要因素。

美国消费、投资分项仍维持高位韧性。通过 GDP 环比拉动率进一步细分来看。首先是个人消费仍偏强，整体对 GDP 环比拉动率为 1.8%，其中耐用品和服务消费均较前值进一步走高，但油价的上涨拖累了非耐用品消费，从 0.4%的前值下降至-0.4%。私人投资分项整体对 GDP 环比拉动率为 0.43%，较 5.83%的前值大幅回落，其中私人库存变化是主要拖累项，从 5.3%的前值大幅回落至-0.84%，这一点更多是前期过度补库所导致，并且目前美国仍处于主动补库阶段，仅属于环比补库速度的放缓。出口 2022 年一季度对 GDP 的环比拉动率为-0.68%，前值为 2.24%。总体而言，库存和出口是一季度 GDP 的主要拖累项，并且目前美国仍处于主动补库阶段，仅属于环比补库速度的放缓，目前美国消费和投资分项仍维持高位韧性。

单位: %



单位: %



https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41351

