

国内经济逐渐筑底 人民币资产或迎来反弹

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: F3056198

投资咨询号: Z0015616

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

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

商品期货: 内需型工业品(化工、黑色建材等)、农产品(棉花、白糖等)、贵金属逢低做多; 原油及其成本相关链条、有色金属中性;

股指期货: 谨慎偏多。

核心观点

■ 海外宏观展望

美国经济前期下行, 近期保持一定韧性, 消费仍是主要支撑项。目前美国劳动力仍较为紧缺, 就业市场火热和薪资稳定增长下, 个人消费支出和零售销售增速保持高位韧性。美国财政支出增速大幅下降, 居民个人可支配收入同样大幅下降, 后续或威胁到整体消费。叠加美联储持续收紧货币政策, 美国下半年经济面临下行压力。

今年以来欧盟经济下行压力较大。今年以来欧盟的消费和出口持续下行, 工业生产、营建产出(地产)同样表现偏弱, 前瞻的银行部门信贷以及制造业 PMI 均给出下行信号。并且欧盟的财政支出同样不断下降, 导致财政盈余回升。

短期美联储紧缩预期走平, 关注 6 月联储态度是否软化。截至 6 月 3 日, 美国联邦利率期货隐含政策利率显示, 市场计价 6 月加息 50bp 的概率为 103%, 7 月继续加息 50bp 的概率为 102%, 全年共计加息 10.9 次, 折合约 272bp。从曲线变化来看, 4 月底以来市场基本对年内紧缩预期完成计价, 下一步需要关注美国经济放缓后美联储的措词以及市场对明年紧缩预期的讨论。

俄乌局势波折不断, 目前战事主要聚焦于乌东地区, 谈判进展缓慢。

■ 国内宏观展望

本轮疫情受控后, 国内经济已经出现事实性改善。月度数据: 一、基于出口份额下降、外需下降, 国内的出口后续将面临较大的下行压力; 二、收入增速放缓、失业率抬升背景下, 后续消费企稳回升有一定压力, 需要看到更多的刺激政策; 三、投资分项上, 3 月开始基建发力迹象明显, 地产仍是拖累经济的重要因素; 四、前瞻指标中, 5 月制造业 PMI 及其分项全面回升, 其中供货商配送时间绝对值仍偏低, 显示物流和供应链阻滞情况仍待进一步恢复。

近期国内稳增长信号愈发明朗, 政府稳增长决心凸显。

国内本轮疫情基本受控, 各地逐步恢复正常经营活动。

5月高频经济数据也有小幅改善。中观层面，4月地产拿地同比跌幅有所收窄，根据我们调研，5月国内挖掘机销量同比下滑幅度也将收敛。微观层面，公路货运流量景气指数、货运枢纽吞吐量景气指数小幅回升，显示国内供应链和物流的阻滞情况有所改善，6月2日当周，螺纹、线材等部分商品总库存继续下降，上周下游施工环比有所改善。地产销售也有所改善。

■ 大类配置逻辑一：美联储紧缩预期下的配置逻辑

长周期看，缩表对资产价格的影响相对直接，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。回溯最近一轮缩表，在2017年-2019年缩表阶段，商品指数和美联储资产负债表的相关性为-0.29，商品板块中相关性较高的是谷物（-0.81）、农副产品（-0.68）、软商品（0.82）。

■ 大类配置逻辑二：警惕欧美陷入“经济下行”交易情境

部分前瞻指标显示目前境外经济下行甚至经济衰退的风险有所上升。我们注意到欧盟和美国5月制造业PMI见顶回落，美债10Y-2Y利率一度进入倒挂阶段，前瞻的美国制造业PMI乃至美国信贷数据均显示后续经济将面临下行压力。

尽管10Y-2Y美债利差一度倒挂，但10Y-2Y美债利率和10Y-3M利差分化显示，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。并且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%的概率录得上涨；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：乌俄冲突不断 能源板块高位震荡

6月2日OPEC代表称，OPEC+同意在7月和8月增产64.8万桶/日，远超当前增产幅度43.2万桶/日。这意味着OPEC+将其石油供应增加幅度扩大约50%。欧盟委员会6月3日公布第六轮对俄罗斯制裁措施，其中包括部分石油禁运，制裁俄罗斯油轮、银行等。俄乌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。OPEC额外增产无法弥补俄罗斯出口原油的下降额度，原油板块维持高位震荡的局面。

■ 大类配置逻辑四：二季度后半场，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。**

从货币与信用角度观察经济，根据3个月SHIBOR利率和中国信贷脉冲指数将货币与信用分成四个周期。自2021年11月以来，我国经济进入“宽货币+宽信用”周期并延续至今。回顾历史5轮“宽货币+宽信用”情境下，商品表现最优，平均涨跌幅为7.7%，上涨概率达到80%；其中贵金属、能源与非金属建材商品表现最好，历史上涨概率为100%，可持续关注。

随着国内经济下行压力的持续加大，政府通过基建投资稳增长的意愿也持续上升。我们回顾了近五轮国内的基建刺激阶段，可以显著看到稳增长政策对A股和部分商品的利好明显。五轮基建刺激样本中，上证综指、上证50、沪深300的上涨概率高达80%，其他国内股指也呈现较大概率上升。Wind商品整体录得60%的概率上涨，分板块来看，软商品、黄金和有色表现亮眼，均有80%的概率录得上涨，其他板块的涨跌规律并不明显。

- **商品：疫后经济修复曙光初现 关注消费和投资拉动受益的黑色建材和化工商品**
- **国内股指：积极因素较多，6月股指表现可相对乐观**
- **风险**

地缘政治风险；全球疫情风险；中美关系恶化；台海局势；乌俄局势。

目录

海外宏观展望：	6
美国经济前期下行，近期保持一定韧性，消费仍是主要支撑项	6
关注美国就业及 CPI 走势，6 月联储态度是否软化	7
国内宏观展望：	9
本轮疫情受控后，国内经济已经出现事实性改善	9
国内稳增长信号频现 高频数据企稳改善	10
大类配置逻辑一：美联储紧缩预期下的配置逻辑	12
6 月美联储正式开启缩表路径，我们复盘上轮缩表对资产价格的影响	12
大类配置逻辑二：警惕欧美陷入“经济下行”交易情境	13
部分前瞻指标显示目前境外经济下行甚至经济衰退的风险有所上升	13
大类配置逻辑三：乌俄冲突不断 能源板块高位震荡	18
俄乌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	18
大类配置逻辑四：二季度后半场，国内宏观情景或面临“弱衰退”转向“弱复苏”的风格切换	19
“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	19
商品：疫后经济修复曙光初现 关注消费和投资拉动受益的黑色建材和化工商品	23
国内股指：积极因素较多，6 月股指表现可相对乐观	28
6 月总体策略观点	28
6 月重点关注事项	29

图表

图 1： 美国经济月度热力图 单位： %	6
图 2： 欧盟经济月度热力图 单位： %	7
图 3： 美国联邦利率期货隐含政策利率 单位： %	8
图 4： 美国电价 单位： 美元/兆瓦时	8
图 5： 英国电价 单位： 欧元/兆瓦时	8
图 6： 德国电价 单位： 欧元/兆瓦时	9
图 7： 法国电价 单位： 欧元/兆瓦时	9
图 8： 中国经济月度热力图 单位： %	9
图 9： 国内本轮疫情新增确诊病例显著减少 单位： 例	10
图 10： 中国百万辆卡车物流景气指数有所回升-基于北斗大数据 单位： %	11
图 11： 上海集装箱船港口堵塞指数基本恢复正常（日度） 单位： %	11
图 12： 国内的周频地产销售数据有所改善 单位： 套	11
图 13： 上轮缩表下的大类资产表现 单位： %	12
图 17： 欧洲天然气库存 单位： TWH	19
图 18： 美国天然气库存 单位： 10 亿立方英尺	19

图 19:	俄罗斯天然气公司向欧洲输出的天然气流量总量 (周度) 单位: 百万立方米.....	19
图 20:	俄罗斯原油船运出口船数统计-3 日移动均值 单位: 船.....	19
图 21:	过去 10 轮弱复苏阶段行业表现情况 单位: %.....	21
图 22:	DR007 利率持续低于 OMO7 天利率 40BP 单位: %.....	22
图 23:	国内的周同业存单利率持续低于政策利率 单位: %.....	22
图 24:	开年以来全国商品房拿地数据持续疲弱 单位: 万平米.....	24
图 25:	6 月专项债或加速放量 单位: 亿元.....	24
图 26:	美国经济回归正常指数高位震荡 单位: %.....	25
图 27:	美国消费品进口总金额 单位: 百万美元.....	25
图 28:	全球港口拥挤程度加剧 单位: 百万标准箱.....	26
图 29:	全球有色总库存自低位去库 单位: 万吨.....	26
图 30:	全球原油高频卫星库存近期小幅累库但仍处低位 单位: 百万桶.....	26
图 31:	部分农业生产国禁止农产品出口政策频出.....	27
图 32:	美国气候部门预计拉尼娜将延续至今年夏季.....	27
图 33:	卫星:俄乌冲突地区作物种植面积减少.....	27
图 34:	乌克兰港口周边海域大型商贸货轮数量寥寥.....	27
图 35:	全球农产品需求总量及下游需求结构 2030 年展望 单位: Mt.....	28
图 36:	6 月重大事件和数据日历.....	29
表 1:	2007 年至今美联储资产负债表和各类资产的相关性 单位: %.....	12
表 2:	美债 10Y-2Y 利差和 10Y-3M 利差对经济下行的前瞻指引.....	15
表 3:	10Y-2Y 美债利率倒挂下大类资产表现 单位: %.....	15
表 4:	10Y-3M 美债利率倒挂下大类资产表现 单位: %.....	16
表 5:	从衰退周期倒看利差倒挂的领先性.....	17
表 6:	美国往轮衰退周期下大类资产表现 单位: %.....	17
表 7:	美国往轮衰退周期下国内资产表现 单位: %.....	18
表 8:	国内弱复苏阶段商品表现 单位: %.....	20
表 9:	过去十轮弱复苏时间区间内国内主要股指表现情况 单位: %.....	20
表 10:	国内“宽货币+宽信用”宏观情境下大类资产走势 单位: %.....	21
表 11:	历史上基建刺激下的国内资产表现 单位: %.....	22

海外宏观展望：

美国经济前期下行，近期保持一定韧性，消费仍是主要支撑项

目前美国劳动力仍较为紧缺，就业市场火热和薪资稳定增长下，个人消费支出和零售销售增速保持高位韧性，占 GDP 比例 70% 以上的消费保持韧性为美国经济提供支撑。但美国的住房销售、制造业 3 月以来均出现了见顶回落的迹象，尤其需要注意的是，在防疫补贴支出到期后，美国财政支出增速大幅下降，居民个人可支配收入同样大幅下降，后续或威胁到整体消费。叠加美联储持续收紧货币政策，美国下半年经济面临下行压力。

图 1： 美国经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08	2021/07	2021/06	2021/05
	GDP:不变价:同比	%			3.5695			5.5334			4.95			12.23	
投资	ISM制造业PMI		56.10	55.40	57.10	58.60	57.60	58.80	61.10	60.80	61.10	59.90	59.50	60.6	61.2
	制造业:新增订单:当月同比	%			14.19	13.36	6.86	8.13	9.17	8.54	8.64	9.54	9.12	15.49	21.11
	成屋+新建住房销售	万套		1152	1284	1385	1480	1448	1389	1290	1350	1285	1329	1311	1332
就业	新增非农就业人数	千人	390.00	428.00	431.00	678.00	467.00	199.00	210.00	531.00	194.00	235.00	943.00	850	559
	失业率	%	3.60	3.60	3.60	3.80	4.00	3.90	4.20	4.60	4.70	5.20	5.40	5.9	5.8
	非农职位空缺数	万人			1154.9	1134.4	1128.3	1144.8	1092.2	1109.4	1067.3	1062.9	1078.3	985.2	963.9
消费	CPI:当月同比	%		8.30	8.50	7.90	7.50	7.00	6.80	6.20	5.40	5.30	5.40	5.4	5
	零售和食品服务销售额:同比	%		8.70	7.32	18.04	13.44	16.05	19.92	15.00	14.53	15.93	15.85	19.86	27.86
	个人可支配收入:同比	十亿美元			-14.65	5.04	-4.25	5.73	6.04	4.22	3.25	5.35	1.48	1.1	-0.24
	个人消费支出:同比	十亿美元			9.08	13.46	11.56	12.88	13.30	12.12	11.10	12.06	11.93	13.77	19.65
财政	财政收入:同比	%		96.65	17.77	16.73	20.91	40.63	28.08	19.45	23.14	20.23	-53.50	86.52	166.73
	财政支出:同比	%		-16.45	-45.23	-9.44	-36.73	3.75	29.53	-13.95	4.69	3.73	-9.97	-43.58	4.03
贸易	出口金额:同比	%			17.71	20.04	15.40	19.63	21.53	23.00	16.82	23.07	24.85	32.83	43.54
	进口金额:同比	%			27.02	23.41	20.82	20.89	20.85	18.38	20.14	20.59	22.21	35.17	37.8

数据来源：Wind 华泰期货研究院

今年以来欧盟经济下行压力较大。今年以来欧盟的消费和出口持续下行，工业生产、营建产出（地产）同样表现偏弱，前瞻的银行部门信贷以及制造业 PMI 均给出下行信号。并且欧盟的财政支出同样不断下降，导致财政盈余回升。

图 2： 欧盟经济月度热力图 | 单位：%

	指标名称	单位	2022/05	2022/04	2022/03	2022/02	2022/01	2021/12	2021/11	2021/10	2021/09	2021/08	2021/07	2021/06	2021/05
	GDP:不变价同比	%			5			4.5			4.10			14.90	
投资	工业生产指数:同比	%			0.7	2.8	0.1	2.8	0.2	0.9	3.9	5.6	8.7	11.5	22.1
	营建产出:当月同比	%			4.1	8.5	5	0.4	1.4	2.8	2.3	-1.4	2.4	4.8	10.9
	制造业PMI		54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4	62.8	63.4	63.1
就业	失业率	%		6.8	6.8	6.9	6.9	7	7.1	7.2	7.3	7.5	7.6	7.9	8.1
消费	零售:当月同比	%		5	1.7	5.6	8.8	3	8.3	2.5	3.5	2.3	4.1	6.2	9.2
	HICP:当月同比	%	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	5	4.9	4.1	3.4	3	2.2	1.9	2
贸易	商品贸易进口:同比	%			40.37	45.64	54.07	44.22	38.86	30.31	26.78	35.04	19.77	30.14	33.64
	商品贸易出口:同比	%			12.8	16.48	20.58	12.57	13.97	6.5	9.18	19.48	11.05	22.54	32.99
信贷	银行部门信贷:同比	%		5.2	4.99	5.56	5.69	5.53	5.35	5.17	5.2	5.55	5.81	5.91	6.42
财政	财政盈余	亿欧元							-1121			-1188			-1908

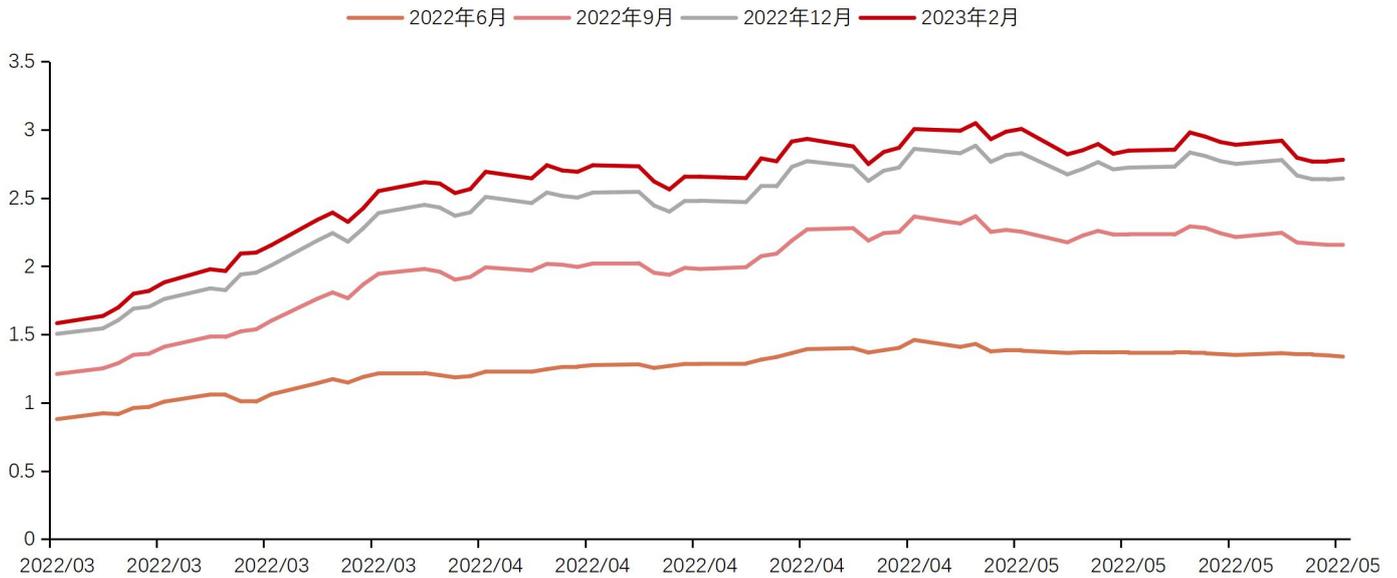
数据来源: Wind 华泰期货研究院

关注美国就业及 CPI 走势，6 月联储态度是否软化

5 月会议纪要符合预期。5 月 25 日公布的 5 月会议纪要显示，联储决策者强调需要为遏制通胀迅速加息，可能超出市场预期，认为需要今年 6 月和 7 月的最近两次会议都加息 50 个基点。此外，美国 4 月非农数据显示，4 月的非农平均时薪同比增长 5.5%，略低于 5.6% 的前值，显示工资、通胀螺旋式上升的恶性循环暂未成立，并未对美联储施加更大的紧缩压力。而美国 4 月 CPI 则录得 8.3%，较 8.6% 的前值有回落。但通胀见顶回落、美债利率回落，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。

短期美联储紧缩预期走平，关注 6 月联储态度是否软化。截至 6 月 3 日，美国联邦利率期货隐含政策利率显示，市场计价 6 月加息 50bp 的概率为 103%，7 月继续加息 50bp 的概率为 102%，全年共计加息 10.9 次，折合约 272bp。从曲线变化来看，4 月底以来市场基本对年内紧缩预期完成计价，下一步需要关注美国经济放缓后美联储的措词以及市场对明年紧缩预期的讨论。

图 3: 美国联邦利率期货隐含政策利率 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

俄乌局势波折不断, 目前战事主要聚焦于乌东地区, 谈判进展缓慢。6月2日乌克兰总统泽连斯基在向卢森堡政治家及民众讲话时表示, 俄罗斯目前已控制乌克兰五分之一的领土。5月31日乌克兰方面在卢甘斯克地区的军事行政长官谢尔盖·盖代表示, 俄军已经控制了北顿涅茨克市的大部分地区。5月23日, 乌克兰总统泽连斯基表示, 他准备好与俄罗斯总统普京会面, 并且将只讨论停战问题。泽连斯基表示, 他没有意愿与中间人见面, 原则上除了普京外, 不会见任何来自俄罗斯的人员。

图 4: 美国电价 | 单位: 美元/兆瓦时

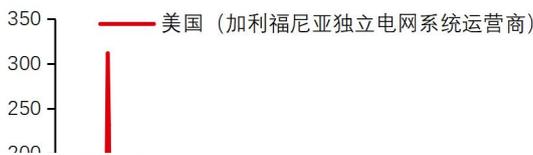


图 5: 英国电价 | 单位: 欧元/兆瓦时



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42677



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn