

# 疫情冲击、地缘冲突、加息缩表

——如何理解当前的宏观形势与大类资产

---

恒泰期货 首席经济学家

魏刚

投资咨询资格号：Z0012988

电话：021-60212762

电邮：[weigang@cnhtqh.com.cn](mailto:weigang@cnhtqh.com.cn)

2022.5.19 上海

# 第一部分

## 全球宏观定价因素

## 美联储5月加息50基点，6月开始每月缩表475亿美元

- ◆ 美国4月CPI同比上涨8.3%（前值8.5%），高于市场预期，仍处于1982年以来的40年高位。持续高通胀压力下，美联储意图通过激进加息以抑制通胀。
- ◆ 美联储5月会议未给出更激进更鹰派的加息措施：加息50基点，未来两次FOMC会议可能各加息50个基点，暂排除单次加息75个基点的可能性。将从6月开始以每个月475亿美元的速度缩表，小于此前市场预期的每个月950亿美元缩表幅度。
- ◆ 鉴于疫情以来美联储资产负债表急剧扩张至9万亿美元，是2020年初4.1万亿元规模的两倍多，本轮量化紧缩的力度将是空前的。随着美联储停止将每月到期的950亿美国国债和抵押贷款债券进行再投资，美国金融体系中的流动性将出现前所未有的缩减。

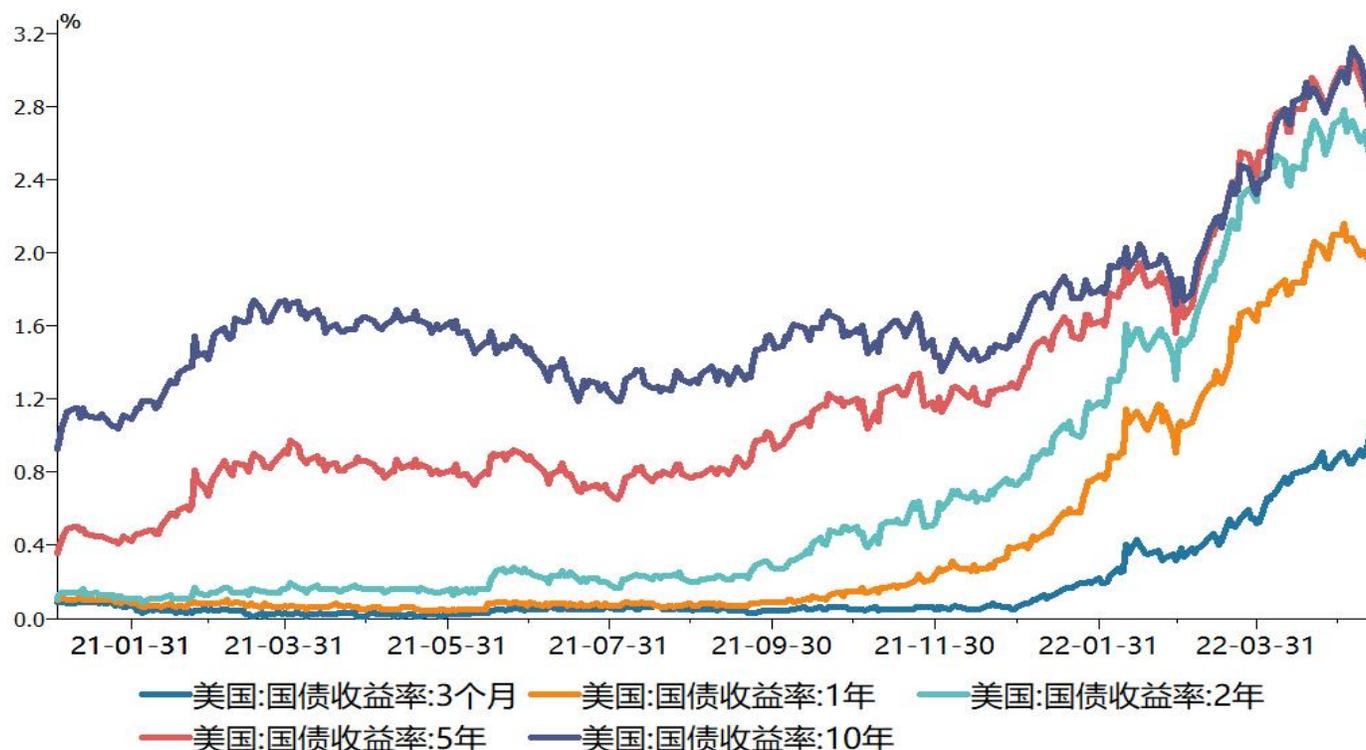
2022年美联储议息会议时间表（美国东部时间）

1月25-26日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
3月15-16日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测
5月3日-4日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
<b>6月14-15日</b>	<b>美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测</b>
7月26日-27日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
9月20日-21日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测
11月1日-2日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会
12月13日-14日	美联储FOMC举行议息会议，发布利率决议、召开新闻发布会、公布点阵图及经济预测

# 美债收益率曲线大幅走高，10年期突破3.1%

- ◆ 在美联储激进加息预期推动下，美债收益率大幅上行。
- ◆ FOMC会议后，5月6日基准10年期美债收益率最高至3.12%，今年上升150BP（年初1.6%）。为2018年12月以来的最高水平。5月17日2.98%。

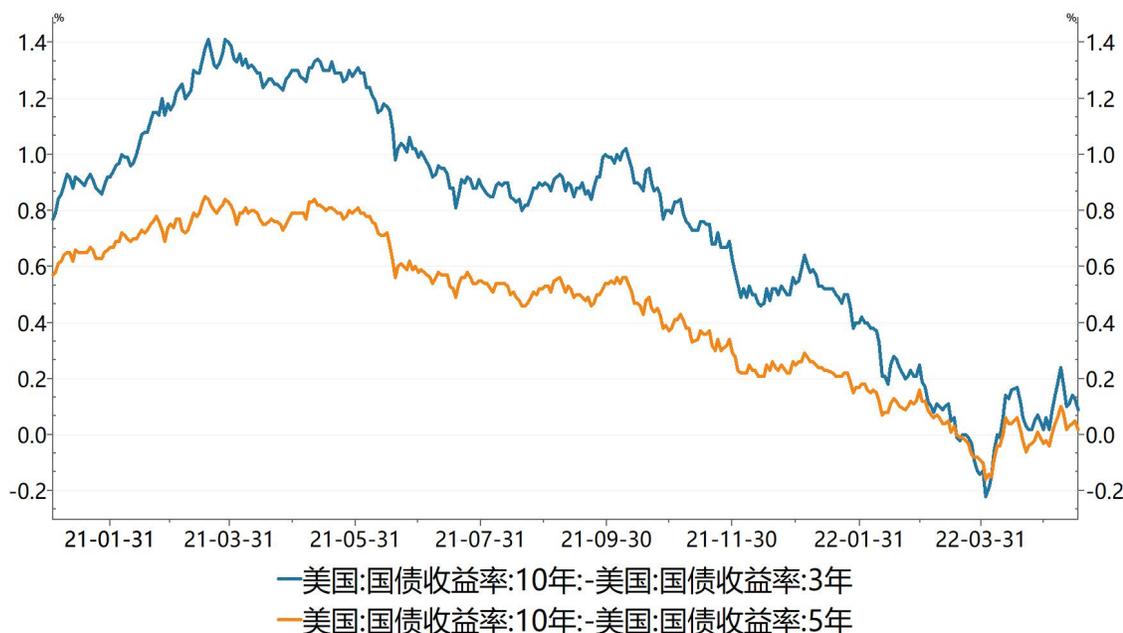
美债收益率持续走高，平坦化



# 美债收益率曲线平坦化

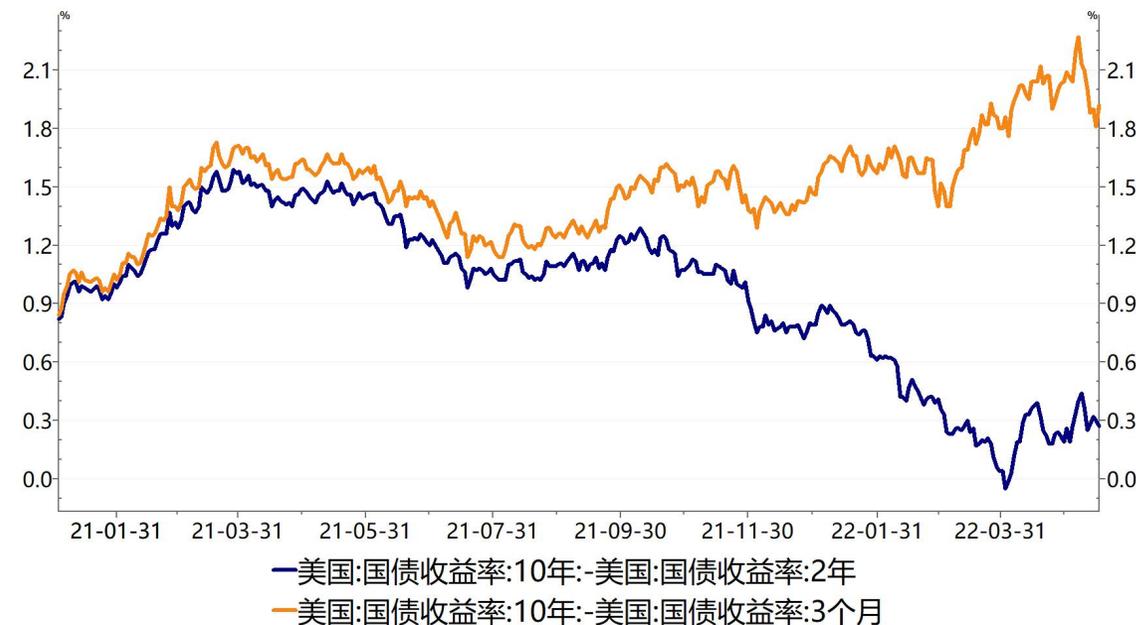
- ◆ 4月美债10年期-5年期利率倒挂情况有所修复，但仍在倒挂边缘。市场最看重的10年期-2年期利差在4月1日首次出现倒挂，之后有所反弹，目前距离倒挂有27BP空间。
- ◆ 收益率曲线倒挂的逻辑在于：债券投资者预期美联储加息将推高短期美债收益率，同时担心长期美债收益率会伴随经济的衰退而走低，从而推动了收益率曲线平缓化甚至倒挂。按照利率内在逻辑，后面将依次出现10年期-3年期，10年期-2年期，由长至短的倒挂。
- ◆ 虽然并不是每一次加息周期都会导致衰退，但所有造成美债收益率曲线倒挂的加息周期都在1-3年内造成经济衰退。在实际利率处于负值的情况下，若要通胀降至美联储目标范围，美国经济需要承受更高的利率和更大的衰退风险。

5/10年美国国债收益率倒挂



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

2/10年期美国国债收益率接近倒挂



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## 美联储加息历史规律

	持续月份	加息幅度 BP	标普500 %	COMEX黄金 %	WTI原油 %
1994.1-1995.2	14	300	2.2	-2.6	23.3
1999.5-2000.5	13	175	9.1	-0.6	62.1
2004.5-2006.6	26	425	13.3	55.2	76
2015.11-2019.6	43	225	30.4	16.9	15.4

### ◆ 美股

加息通常伴随经济上升期。首次加息后 以下跌为主，但一个季度后大多重新上涨。

### ◆ 黄金

利率上升，投资黄金的机会成本增加。首次加息后短期内大多表现为上涨，中长期大多重新开始下跌。

### ◆ 原油

加息通常伴随经济上升期。对石油和铜等大宗商品需求较强，价格趋于上涨。

◆ 主要注意的是，本轮加息周期的经济与市场环境与历史上的加息周期有较大不同，切不可硬套历史规律。

## 本轮美联储加息周期的特点与影响

### ◆ 本轮加息的特点（不同）

1. 经济增长更弱：进入下行周期，PMI持续回落
2. 通胀持续走高：CPI持续上行，2月CPI高达7.9%，创40年新高
3. 资产价格更高，泡沫大，易受流动性迅速减少的影响
4. 紧缩速度快，力度大
  - Taper: 4个半月完成
  - 加息：1年半左右，达2.6%-2.8%
  - 缩表：资产负债表较疫情前增加4万亿美元，缩表力度更大。

### ◆ 对市场的影响

1. 美股：冲击更大，进入熊市；
2. 原油：受地缘政治，疫情影响相对复杂。美国西方对俄罗斯制裁措施的影响长期化，推升原油价格重心；
3. 黄金：加息造成不利影响，但当前有避险因素扰动，而且经济下行及通胀高企对黄金有利好。
4. A股：美元回流，资本外逃，加息外溢性对A股产生冲击

## 美债收益率延续上行趋势，但大幅上行空间有限

- ◆ 回顾历史，美联储加息周期开始后，以1年期国债收益率为代表的短端利率紧跟联邦基金利率，但均会提前反应加息预期；而10年期美债收益率以上行为主。
- ◆ 本轮加息预计持续时间1年半左右，短于历次加息平均值，速度会更快，10年期美债收益率4月大幅上行。但5月17日10年期美债收益率升至2.98%，已超过2.5%的均衡水平，若2季度美国经济下行压力加大，则10年期美债收益率上行空间受限。
- ◆ 美债收益率主要受到实际经济增长、通胀预期，以及风险溢价、期限溢价共同影响。美国经济景气度开始下行；若俄乌冲突未失控，油价不再大幅上涨的前提下，通胀基数效应开始减弱，通胀同比增速可能触顶；综合经济、通胀、货币政策、均衡利率等因素考虑，5月份10年期美债收益率可能继续高位运行，但大幅上行空间有限。

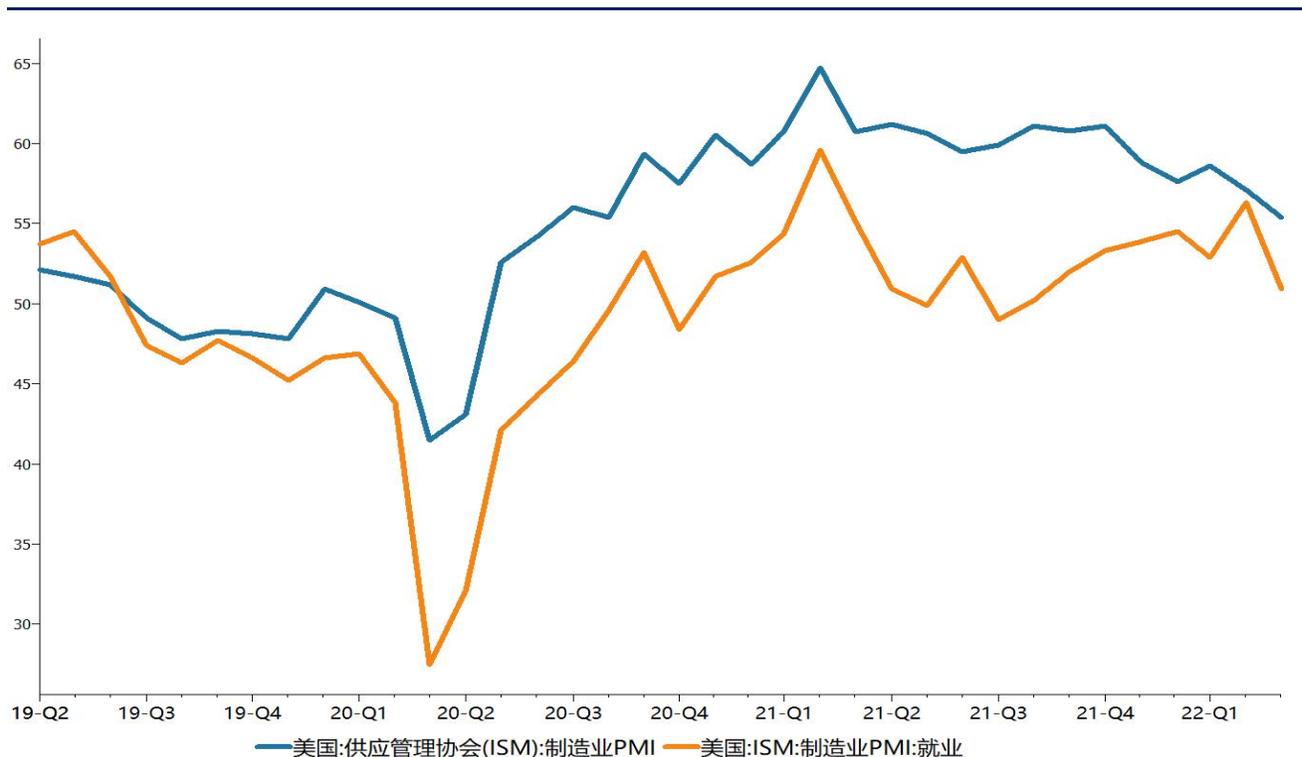
## 美元指数冲击104，5,6月103~105波动

- ◆ 美元指数四月大幅上涨4.9%，最高冲击104，已经回到疫情暴发之初的水平。
- ◆ 美元指数近期持续走强的首要原因在于美联储收紧货币的力度加大、节奏加快，与欧元区货币政策背离程度加大。美联储近期持续鹰派立场，开始激进加息缩表。与此相对的是，作为美元指数主要构成的欧元，其货币政策转变相对迟缓。欧洲央行行长拉加德表示，缩减购债会在7月或8月结束，首次加息时间较大概率在年底之前。欧洲央行收紧货币的节奏比美联储慢2-3个季度。10年期美债与欧债利差持续走高到1.98%，美欧利差持续扩大也是推动美元指数走高的重要因素。此外，俄乌冲突对欧洲经济拖累显著，而美国受影响较小，部分行业相对受益，美欧经济前景的差异扩大也推动了美元走强。
- ◆ 在俄乌冲突演变成持久战、制裁措施长期化的背景下，美联储激进的加息缩表，以及美元指数的走强，将加大对金融市场的冲击力度，导致全球资本加速回流美国，非美国国家金融市场均面临流动性被动紧缩的窘境，对金融市场产生不利影响，本币面临贬值压力，权益市场承受抛压。国际大宗商品市场会受到定价货币美元走高的负面冲击，但当前大宗商品价格的主要矛盾在于供给端，俄乌冲突及对俄制裁措施的长期化，导致能源、粮食价格面临结构性上行压力。
- ◆ 影响五月、六月美元指数走向的因素中，全球经济下行环境持续不变，该因素有利于美元指数走强；俄乌冲突演进具有不确定性，但我们判断升级概率较大，继续有利于美元指数走强；美联储加息缩表政策是否超预期，有不确定性。主要取决于美国通胀压力是否趋缓。中性情况下，我们判断美元指数在103-105区间波动，注意观察6月是否出现拐点。

# 美国经济滞涨风险加大，国际市场开始交易衰退逻辑

- ◆ 美国制造业PMI自2021年11月61高位回落，4月55.4%；制造业就业指数50.9，美国4月CPI同比上涨8.3%，3月8.5%，续创近40年来新高。滞涨风险加大。
- ◆ 俄乌冲突长期化，保护主义抬头，或诱发全球粮食危机。

美国制造业PMI



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

## 第二部分

# 中国大类资产配置逻辑

## 429政治局会议定调2季度宏观政策方向

- ◆ 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。这是定调2季度经济政策方向的非常重要的会议，提出的要求必须在7月份完成。
- ◆ 会议传递出的主要信息有如下几点：
  1. **对当前经济形势及外部环境判断偏谨慎**，“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”。**因此有必要推出应对措施。**
  2. **坚持动态清零，把保护人民生命放在工作的首位，这是统筹防疫与经济发展的总基调和前提。**“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。”
  3. **维持5.5%的增长目标不变，加大稳增长政策力度，发挥扩大投资、加强基建、扩大消费的作用。**“要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。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度。要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，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。”
  4. 在坚持房住不炒的前提下，促进房地产市场健康发展，这点与政府工作报告无显著变化。但**新提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，优化商品房预售资金监管。”**政策对房地产业发展的支持力度有所加大。
  5. **对股市等资本市场的平稳运行更为重视**，“稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”。
  6. **政策纠偏，利好互联网平台经济发展。**提出“要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。”

## 2.1 “货币+信用” 分析

## 央行发布4月信贷社融数据

---

- ◆ 中国4月新增人民币贷款6454亿元（前值31300亿元，预期值14450亿元），同比少增8231亿元；
- ◆ 中国4月新增社会融资规模9102亿元（前值46500亿元，预期值20328亿元），同比少增9468亿元；
- ◆ 中国4月社融存量同比增长10.2%（前值10.6%，上年同期11.7%）；
- ◆ 中国4月M2 同比增长10.6%（前值9.7%，预期值9.9%，上年同期8.1%）。

## 稳增长力度加大，宽信用终将到来

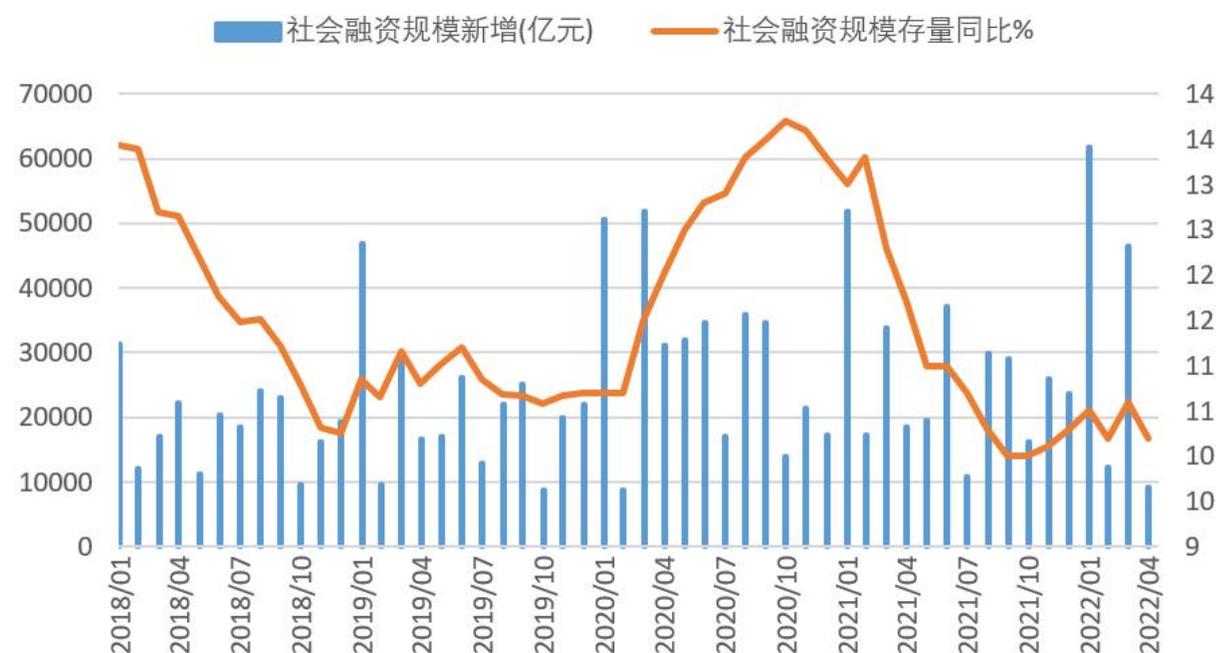
### 总体观点：

- ◆ 4月社融、信贷双双走弱，大幅低于预期，信贷结构亦有所恶化。虽然央行在加大逆周期调节力度，但疫情冲击下，叠加实体经济内在有效融资需求趋弱，导致信贷、社融大幅走低，同比大幅少增。
- ◆ 4月新增贷款断崖下跌，仅为五年均值的一半，同比大幅少增。从贷款结构看，居民与企业新增贷款均大幅下滑。居民房贷、消费贷出现负增长。反映地产销售低迷还未改善，而疫情多点爆发，也抑制了居民消费信贷需求。企业中长期贷款大幅少增，而票据融资延续放量，信贷结构仍不理想，反映当前制造业企业和房企中长期贷款需求仍然较弱，新增贷款主要用于资金周转而非长期投资项目。
- ◆ 新增社融跌破1万亿元规模，主要受信贷款大幅走弱拖累。从社融结构看，政府债券融资、企业债券融资是社融增长的支撑力量；非标融资有边际好转。
- ◆ 疫情冲击+内需不足是当前经济的主要困扰。疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，部分企业经营陷入困境，有效融资需求明显下降，信贷供给与融资需求之间出现不平衡。
- ◆ 总体看，当前外部形势复杂严峻，俄乌冲突演变为持久战，欧美对俄制裁措施长期化，存在输入型通胀压力，而美联储加息缩表对国内进一步放松货币形成掣肘。同时，国内疫情扰动，进一步加大经济下行压力，稳增长任务极为艰巨。429政治局会议定调“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济”，央行一季度《货币政策执行报告》提出，“加大对实体经济的支持力度，主动应对，提振信心”。四月底以来，央行推出2000亿科技创新再贷款、400亿元普惠养老专项再贷款、增加1000亿元专项再贷款支持煤炭开发和储备、新设1000亿元交通物流领域再贷款等，并积极主动谋划增量政策工具。随着政策力度的加大，宽货币将传导至宽信用，社融存量增速将逐渐回暖，宽信用将逐渐到来，国内经济下半年有望软着陆，迎来复苏拐点。
- ◆ 4月弱于预期的信贷社融数据，叠加近期多家银行下调存款利率，为5月20日下调LPR利率打开了空间。

# 信贷拖累4月社融断崖下行

- ◆ 4月社融规模新增9102亿元，大幅低于一致预期（20328亿元），同比少增9468亿元，仅为去年同期的一半，为2020年2月以来第一次跌破一万亿元；
- ◆ 4月社融规模存量同比增长10.2%，较上月回落0.4个百分点，在3月小幅上升后再次下滑；
- ◆ 4月社融数据显著下滑，主要在于疫情对实体经济的影响进一步显现，叠加要素短缺、原材料等生产成本上涨等因素，企业尤其是中小微企业经营困难增多，有效融资需求明显下降。
- ◆ 展望后期，疫情逐渐缓解，叠加专项债发力，社融增速将企稳回暖。

社融规模新增与存量同比增速

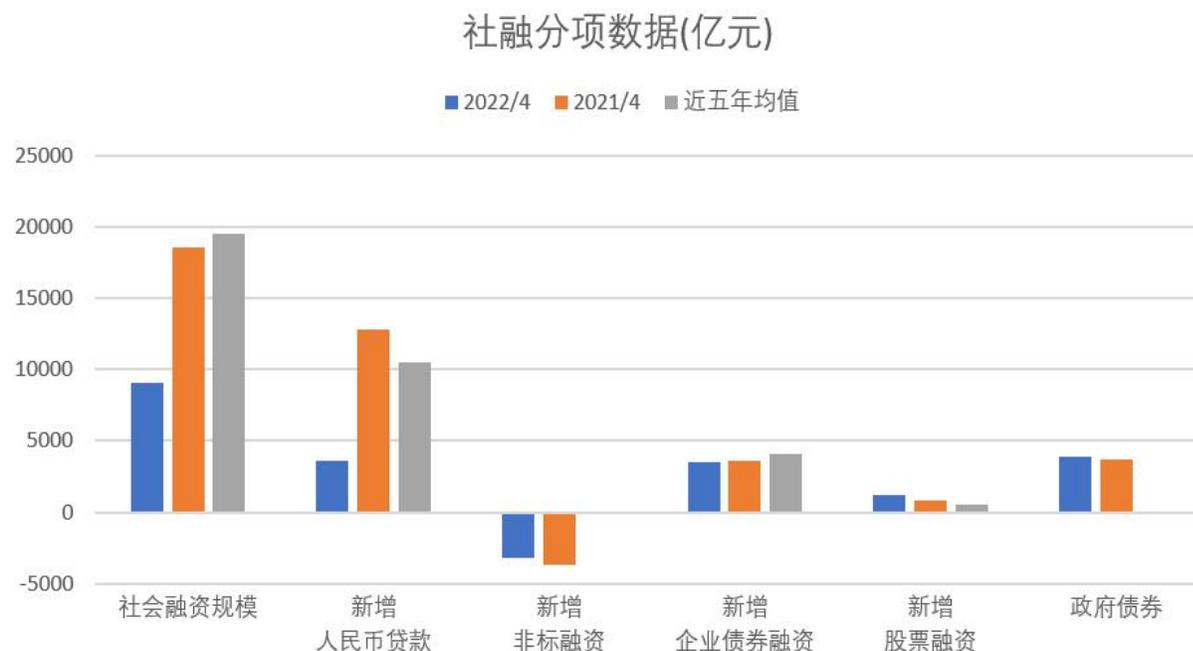


数据来源：Wind、恒泰期货研究所

# 信贷拖累4月社融断崖下行

- ◆ 从社融结构看，投向实体的贷款大幅走弱是社融大幅走低的主要拖累因素，政府债券融资，特别是地方政府专项债对社融形成重要支撑，非标融资有边际好转。
- ◆ 4月投向实体的新增人民币贷款（社融口径）仅为3616亿元，同比少增9244亿元，出现断崖下降，仅为5年均值的三分之一；政府债券净融资3912亿元，同比多增173亿元，主要受专项债提前发行使用带动，是3月社融的稳定因素；企业债券净融资3479亿元，同比少增145亿元，变动不大；股票净融资1166亿元，同比多增352亿元；非标融资减少3174亿元，较去年同期少减519亿元。

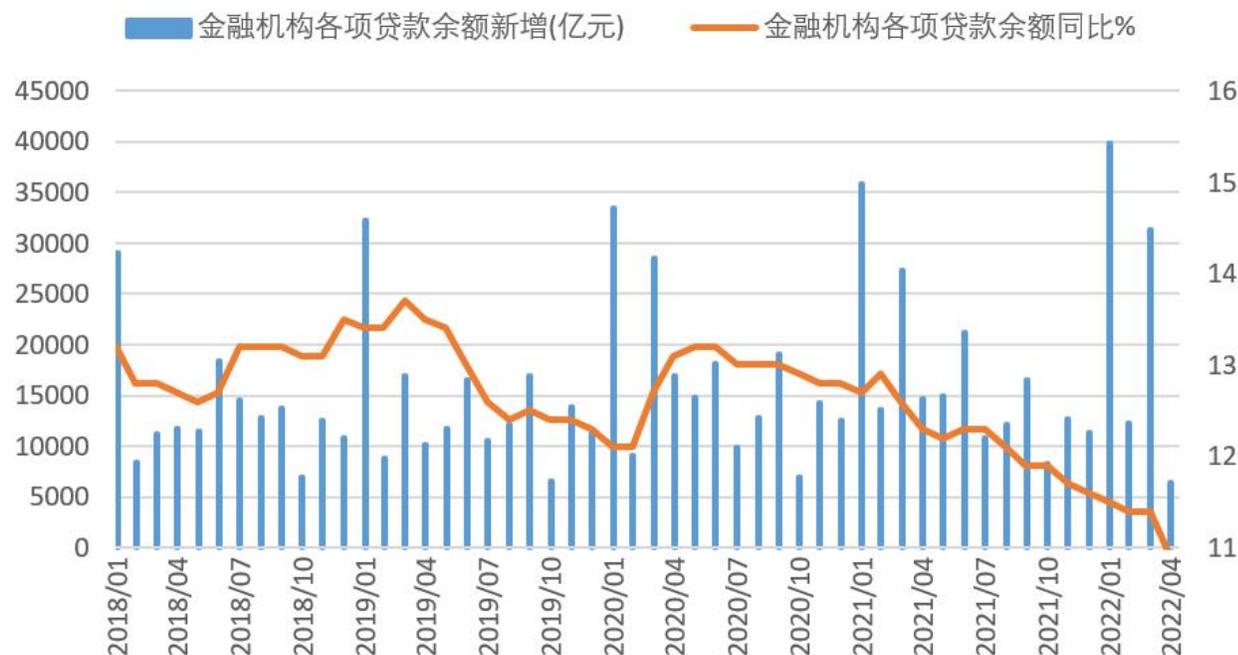
社融分项



## 4月新增信贷大幅低于预期，仅为5年均值的一半

- ◆ 受疫情冲击，4月新增信贷大幅回落，未能延续3月回升之势。4月新增人民币贷款6454亿元（前值31300亿元），大幅低于预期值14450亿元，较去年同期少增8231亿元，低于上年同期的一半，仅为五年均值的一半；贷款余额同比增长10.9%，较上月末下行0.5个百分点，比上年同期低1.4个百分点。信贷走弱主要在于疫情对中小企业造成经营困难，实体经济缺乏实际融资需求，导致金融机构信贷供给与企业融资需求之间产生不平衡。

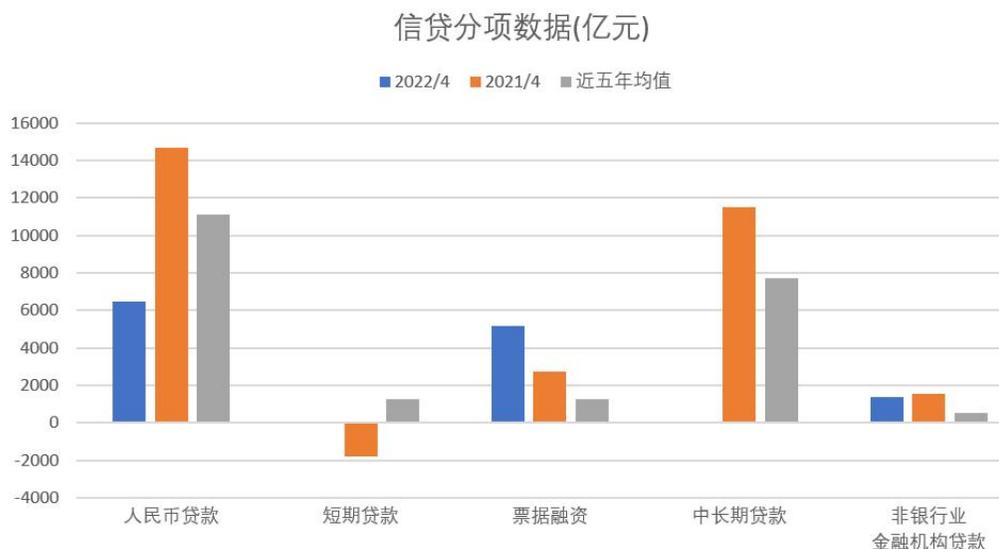
贷款余额与同比增速



# 信贷结构趋于恶化，企业长贷、居民房贷消费贷均大幅下降

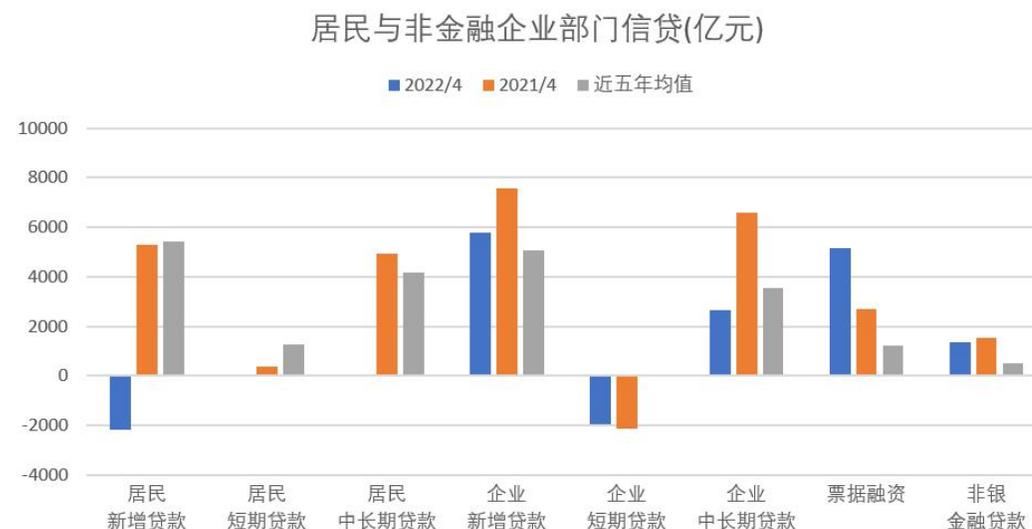
- ◆ 从贷款结构看，居民与企业新增贷款均大幅下滑。
- ◆ 居民贷款尤显疲软，4月居民贷款出现负增长，减少2170亿元，较去年同期大幅少增7453亿元，连续6个月同比少增。主要是受房贷大幅下降拖累。住房贷款减少605亿元，同比少增4022亿元；消费贷款减少1044亿元，同比少增1861亿元。反映房地产需求端仍处低位、居民房贷需求低迷，而疫情也压制了消费能力，导致消费贷款的需求疲软。
- ◆ 企业贷款增加5784亿元，同比少增1768亿元，其中，中长期贷款增加2652亿元，同比大幅少增3953亿元。当前制造业企业和房企中长期贷款需求仍然较弱，新增贷款主要用于资金周转而非长期投资项目。票据融资延续放量，增加5148亿元，同比大增3953亿元。

信贷分项



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

居民与非金融企业部门信贷

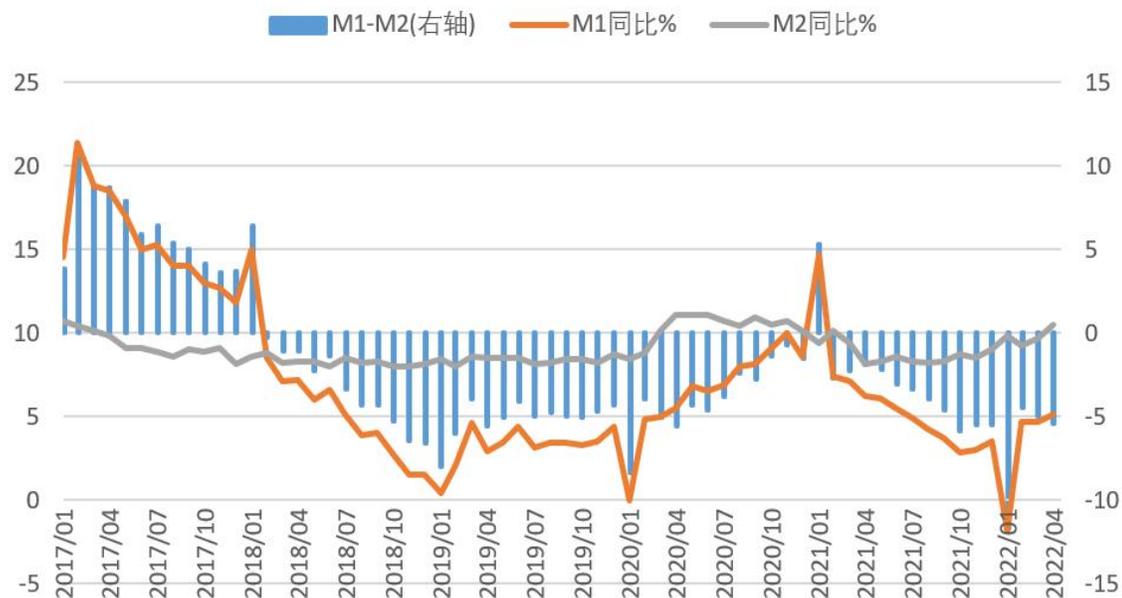


数据来源: Wind、恒泰期货研究所

# 财政支出力度加大，推动M2增速回升

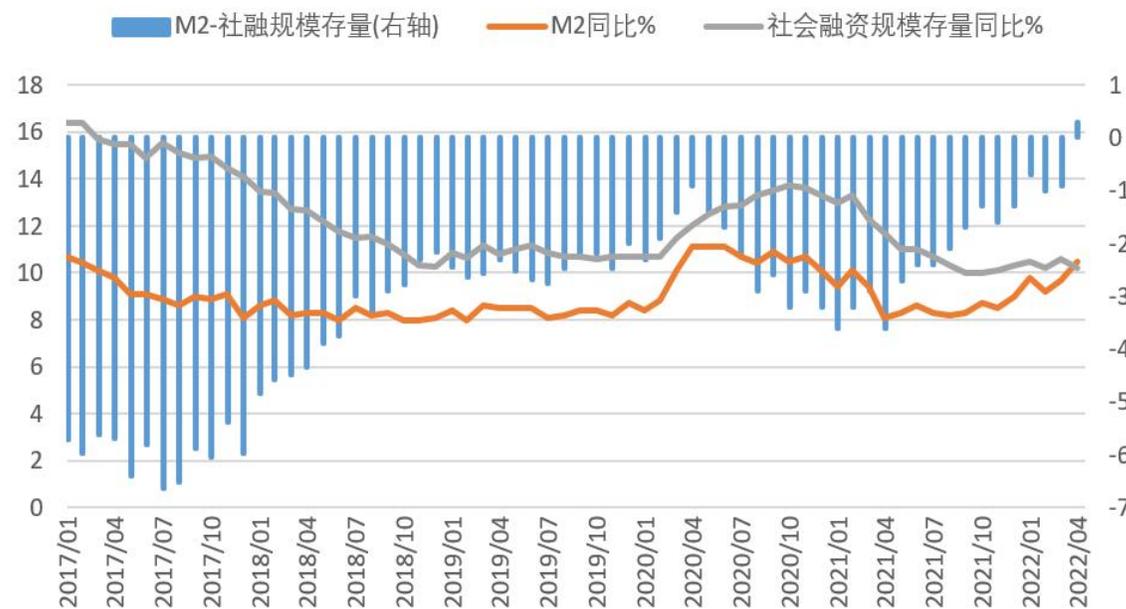
- ◆ 4月M2同比增长10.6%，高于预期值9.9%，环比上升0.9个百分点、比上年同期高2.4个百分点；4月M1同比增长5.1%，环比增长0.4个百分点，比上年同期走低1.1个百分点。
- ◆ 4月财政支出力度继续加大，财政存款增加410亿元，同比少增5367亿元，反映财政存款投放继续加快，传导至存款和货币派生，推动M2增速上行。同时降准提高了货币乘数，增强了货币派生效应，也推动了M2增速上行。M1增速上行与降准释放资金有关。
- ◆ 4月M2同比-社融同比缺口在收敛后再度扩大，反映实体经济活跃度在年初改善后继续走弱。

货币供应量与剪刀差



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

M2与社融存量增速

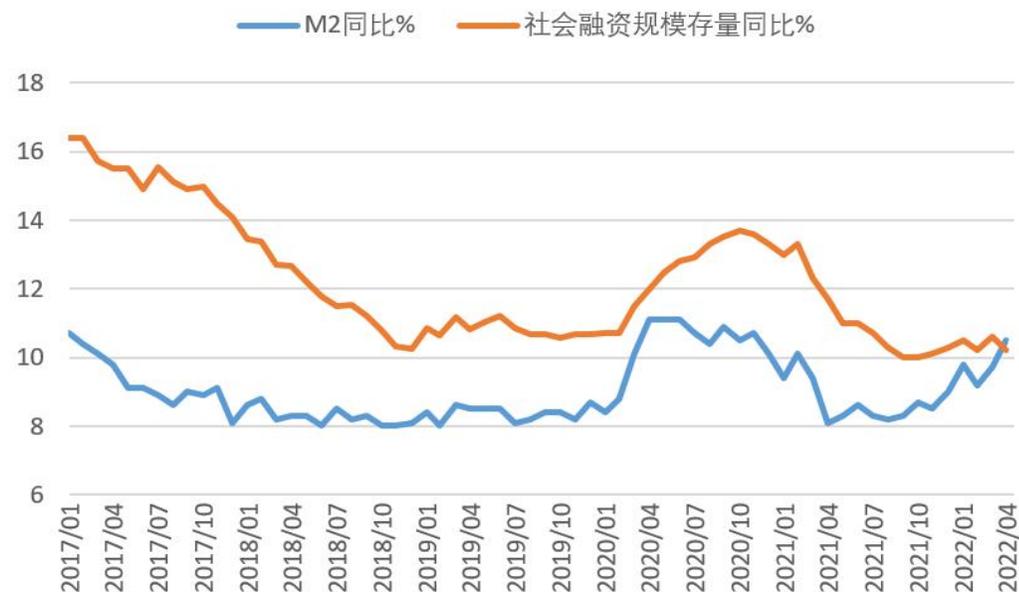


数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## “货币+信用”分析

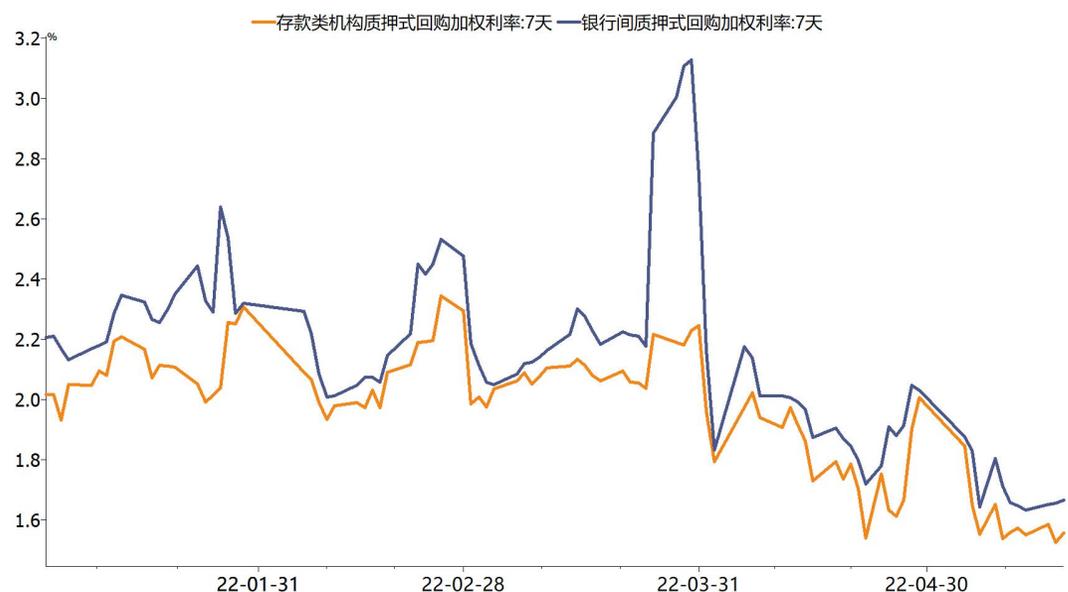
- ◆ 4月社融数据显著下滑，主要在于疫情对实体经济的影响进一步显现，有效融资需求明显下降。展望后期，疫情逐渐缓解，叠加专项债发力，社融增速将企稳回暖。随着政策力度的加大，社融存量增速将逐渐回暖，宽信用将逐渐到来。
- ◆ 4月货币市场利率中枢显著下移，资金面偏宽松。月度均值低于近期平均水平，市场流动性已处于合理充裕水平。鉴于央行连续降准，从央行态度看，货币取向稳中偏松。
- ◆ 由上述信用、货币数据看，当前中国处于“宽货币+稳信用”向“宽货币+宽信用”过度阶段。

M2同比与社会融资规模存量同比



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

货币市场利率



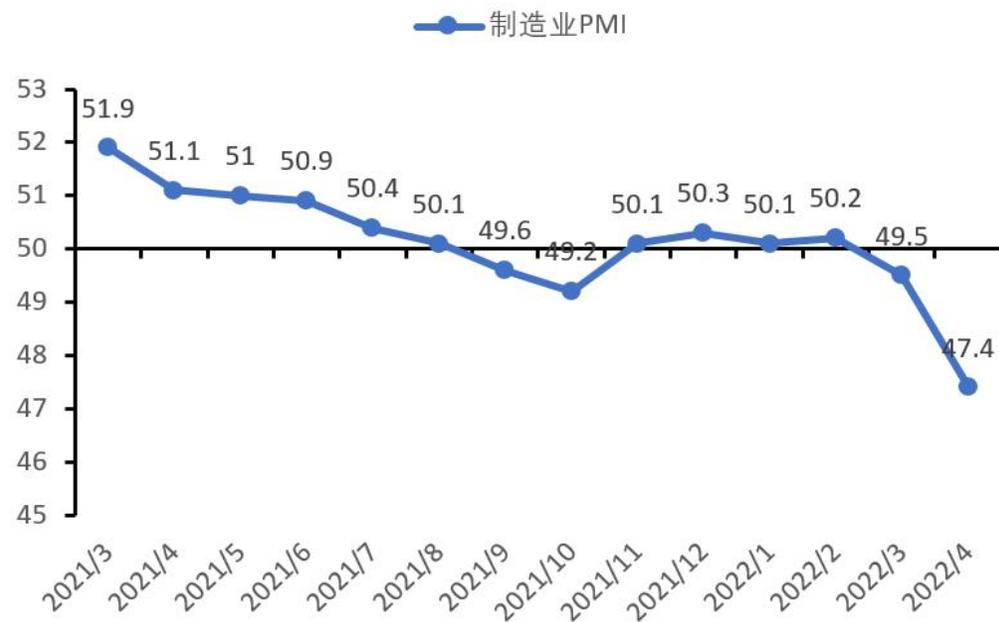
数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## 3.2 “增长+通胀” 分析

# 先行指标：4月经济景气度大幅下挫

- ◆ 4月中国制造业PMI为47.4%，较上月急跌2.1个百分点；非制造业PMI为41.9%，较上月急跌6.5个百分点。
- ◆ 总体观点：
  - 受疫情多点散发、局部爆发，防疫措施升级，部分企业减产停产影响，4月制造业PMI环比大幅下挫，供需两端均大幅走弱；内需外需同步走弱；物流运输困难加大，主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅。大型企业景气度也跌破临界值。非制造业PMI环比亦大幅走低，建筑业、服务业景气度均大幅回落。
  - 价格指数环比虽有所回落，但仍高位运行，下游行业成压力加大。经济滞涨特征显现。
  - 先行指标提示：疫情对4月及二季度经济造成较大负面冲击，加大了实现经济增长目标的难度。但上海疫情拐点已现，5月中下旬有望进入清零阶段，疫情对经济的冲击将边际减弱。

中国制造业PMI走势



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

中国非制造业PMI走势



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

## 分类指数全线低于临界值

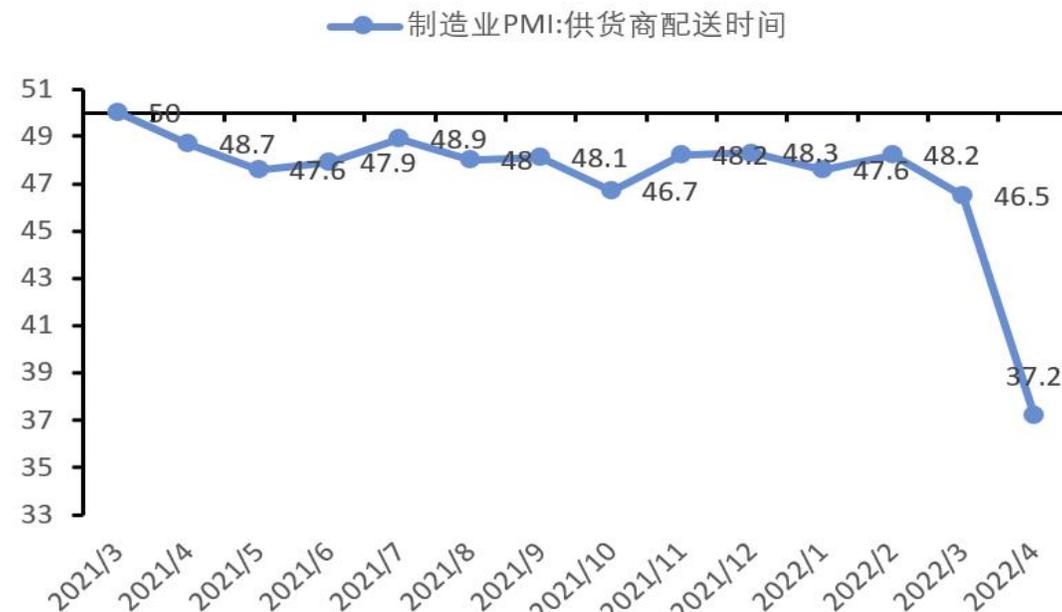
- ◆ 从分类指数看，构成制造业PMI的5个分类指数均位于临界点以下。生产指数和新订单指数大幅走低，反映企业生产明显下降，市场需求继续走低。供应商配送时间指数继续下降，产成品库存指数升至近年高点，反映物流运输困难加大，产成品销售不畅。
- ◆ 部分行业运行平稳，其中农副食品加工、食品及酒饮料精制茶，以及非金属矿物制品、铁路船舶航空航天设备等行业PMI均高于临界点，且生产经营活动预期指数位于55.0%以上较高景气区间。

中国制造业PMI环比变化



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

中国制造业供应商配送时间指数



数据来源：Wind、恒泰期货研究所

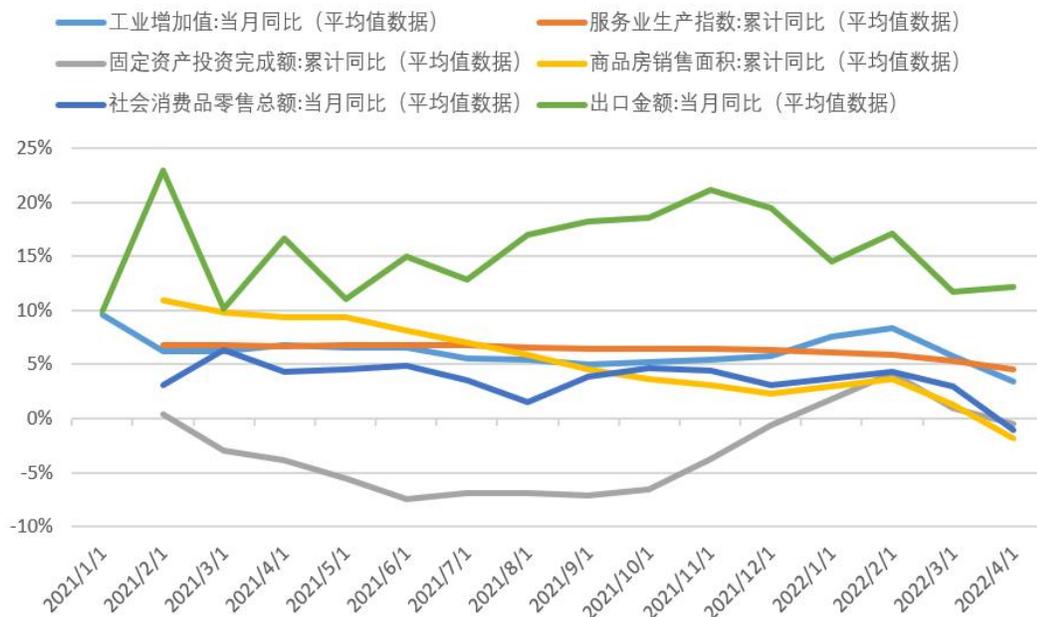
## 4月经济数据全面走弱，但经济最困难的阶段将逐渐过去

- ◆ 4月经济增长六大指标全面走弱：工业增加值、社会消费品零售、房地产销售出现负增长；出口金额大幅减速；服务业生产趋于零增长；固定资产投资维持较高增速，保持韧性。
- ◆ 总体观点
  - 继3月之后，疫情冲击继续对4月经济增长造成较大影响，生产端和需求端均出现大幅减速。
  - 多地升级防疫措施，消费场景受到较大限制，社会消费品零售总额连续2个月出现负增长，其中餐饮消费降幅最大；就业和收入压力下，商品销售亦大幅减速。
  - 房地产继续拖累经济增长，商品房销售面积、房屋新开工面积，购置土地面积延续下滑态势，全部负增长，房地产投资增速也显著下滑。
  - 制造业投资、基建投资继续保持较高增速，累计同比增速分别达12.2%、8.26%，显著好于地产投资。
  - 有利因素在于，制造业投资、基建投资表现较好，出口仍有韧性；不利因素在于，工业生产走弱，中下游制造业企业面临较大经营压力，餐饮消费、商品零售大幅走低，内需快速下滑，地产持续拖累，经济面临严峻下行压力。
  - 春季疫情冲击加大了实现GDP5.5%增长目标的难度，调查失业率持续升高，连续高于年度目标，稳增长任务极为艰巨。429政治局会议定调“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济”，央行一季度《货币政策执行报告》提出，“加大对实体经济的支持力度，主动应对，提振信心”。四月底以来，央行推出2000亿科技创新再贷款、400亿元普惠养老专项再贷款、增加1000亿元专项再贷款支持煤炭开发和储备、新设1000亿元交通物流领域再贷款等，并积极主动谋划增量政策工具。上海疫情已得到有效控制，5月16日起将分三个阶段恢复正常生产生活秩序，经济最困难的阶段将逐渐过去。随着稳增长政策力度的加大，宽货币将传导至宽信用，国内经济有望软着陆，4季度迎来复苏拐点。
  - 股票市场更多反应经济预期，当前正在交易“稳增长政策发力+产业链修复”的逻辑。商品期货市场中，农产品受益于俄罗斯乌克兰外溢的粮食危机，当前正在交易“供给冲击”逻辑；工业品需求端受制于经济下行压力，当前正在交易“供给端冲击与需求端收缩相互博弈”的逻辑。

# 工业景气度加速下滑，中下游制造业受到较大冲击

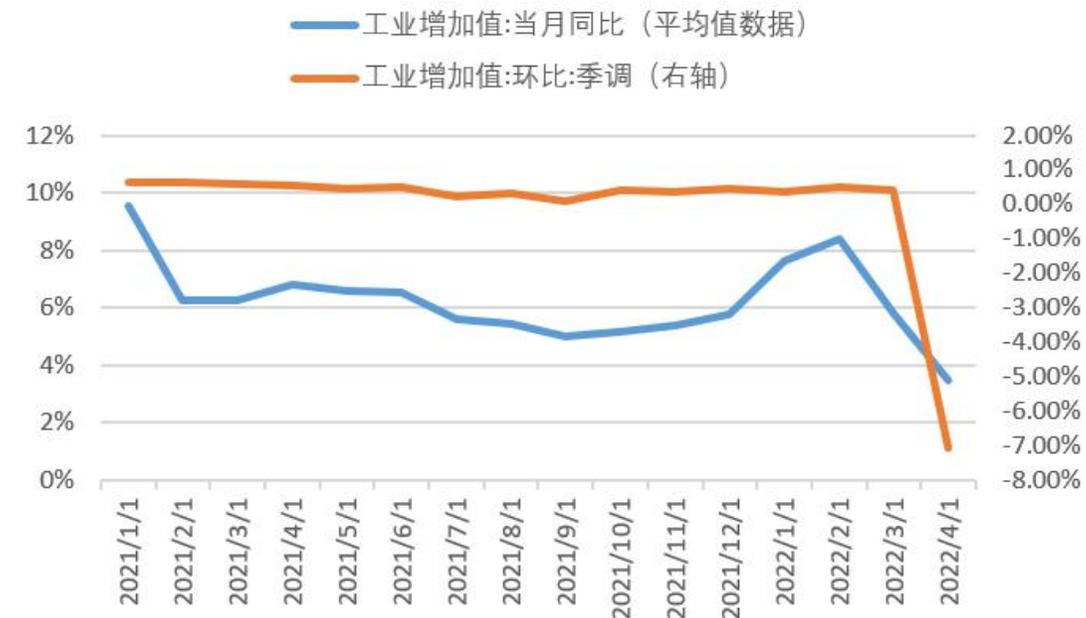
◆ 4月规模以上工业增加值实际同比增长-2.9%，远低于市场预期的1.1%，亦大幅低于去年同期的9.8%。这是2020年一季度负增长后，首次出现负增长。以年化平均值衡量的4月工业增加值同比增速为3.5%，也较上月下滑2.3个百分点，较上年同期下滑3.4个百分点。从内部结构看，受原材料价格上涨，供应链不畅影响，中下游受到较大冲击，4月制造业增加值下降4.6%；受上游原材料价格持续维持高位带动，采矿业增加值同比增长9.5%，保持较高景气度。从环比看，4月工业增加值比上月下降7.08%，较上月0.39%大幅下行，反应工业景气度加速下滑。

中国经济增长指标



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

中国工业增加值

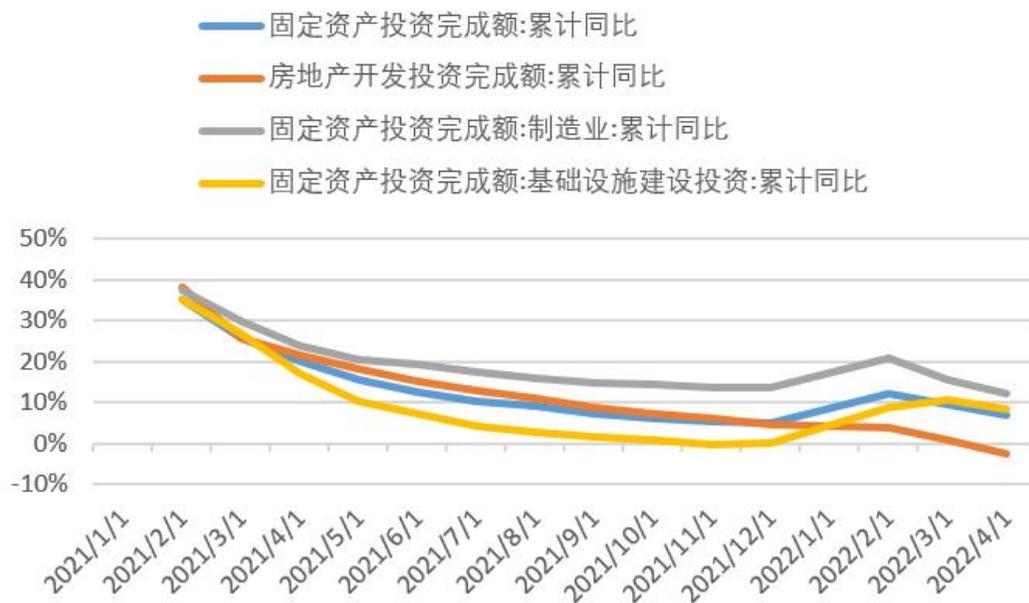


数据来源: Wind、恒泰期货研究所

## 基建、制造业投资维持较高增速，地产投资继续走弱

- ◆ 固定资产投资延续3月份以来的减速之势，2022年1-4月固定资产投资累计同比6.8%，略超市场预期值6.5%，较上月大幅走低2.5个百分点。以年化平均值衡量的1-4月固定资产投资累计增速为-0.47%，也较上月下滑1.4个百分点，但较上年同期上升3.4个百分点。
- ◆ 基建、制造业、房地产三类投资均出现减速，但以年化平均增速来看，制造业投资保持韧性，较上月改善。基建投资同比8.26%，减慢1.87个百分点；制造业投资同比12.2%，减慢3.4个百分点；房地产投资同比-2.7%，减慢2个百分点。以年化平均值衡量的三类投资同比增速分别为4.9%，4.1%，4.6%，分别较上月-0.5%；+0.2%；-0.7%。

中国固定资产投资（统计局数据）



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

中国固定资产投资（年化平均值）



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

# 社会消费品零售继续负增长，餐饮业受冲击最大

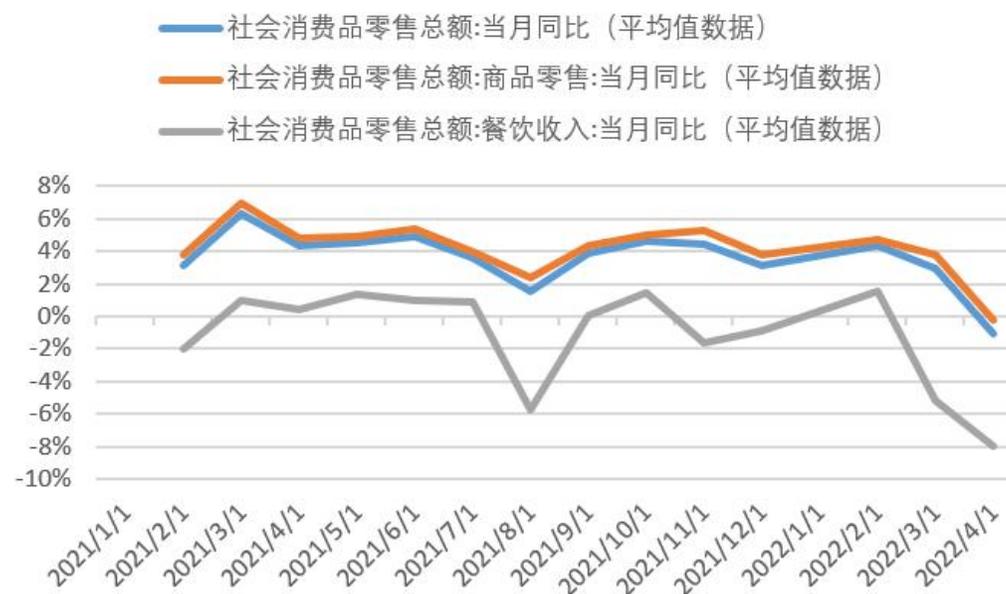
- ◆ 受疫情影响，防疫措施导致消费场景受到较大限制，社会消费品零售总额连续2个月出现负增长，4月同比增长-11.1%，较上月大幅回落7.6个百分点，继续恶化。其中，餐饮消费降幅最大，同比增速-22.7%，较上月下滑6.3个百分点；商品零售同比-9.2%，较上月下滑7.6个百分点。以年化平均值衡量的社销总额、餐饮消费、商品零售同比增速分别为-1.8%，-7.96%，-0.3%，分别较上月-4%；-2.8%；-4.1%。

中国消费品零售（统计局数据）



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

中国消费品零售（年化平均值）

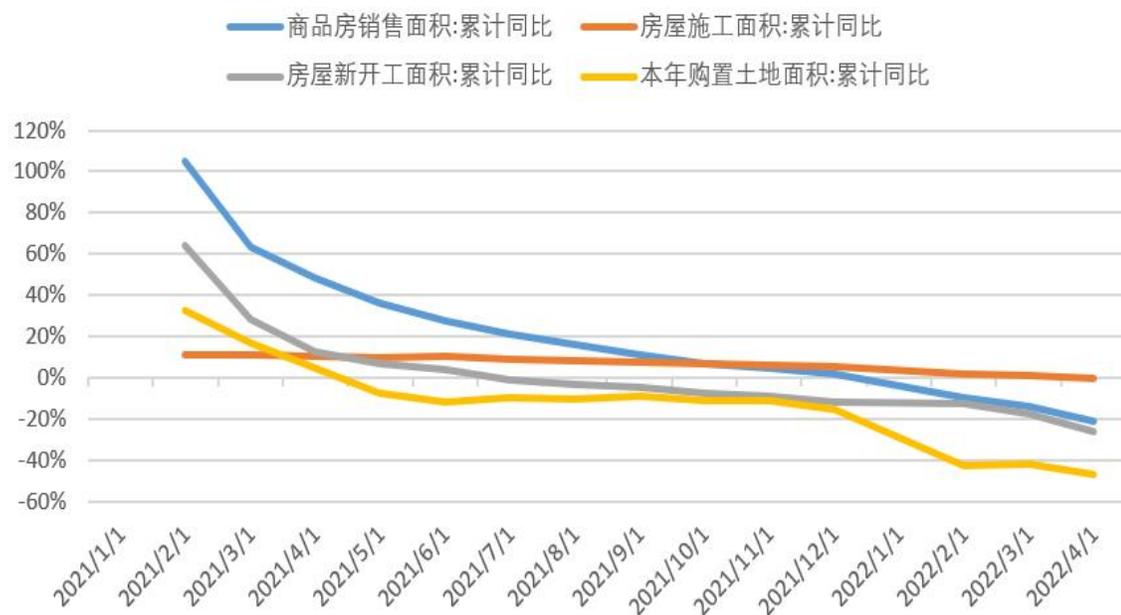


数据来源: Wind、恒泰期货研究所

## 地产数据持续走弱，仍未企稳

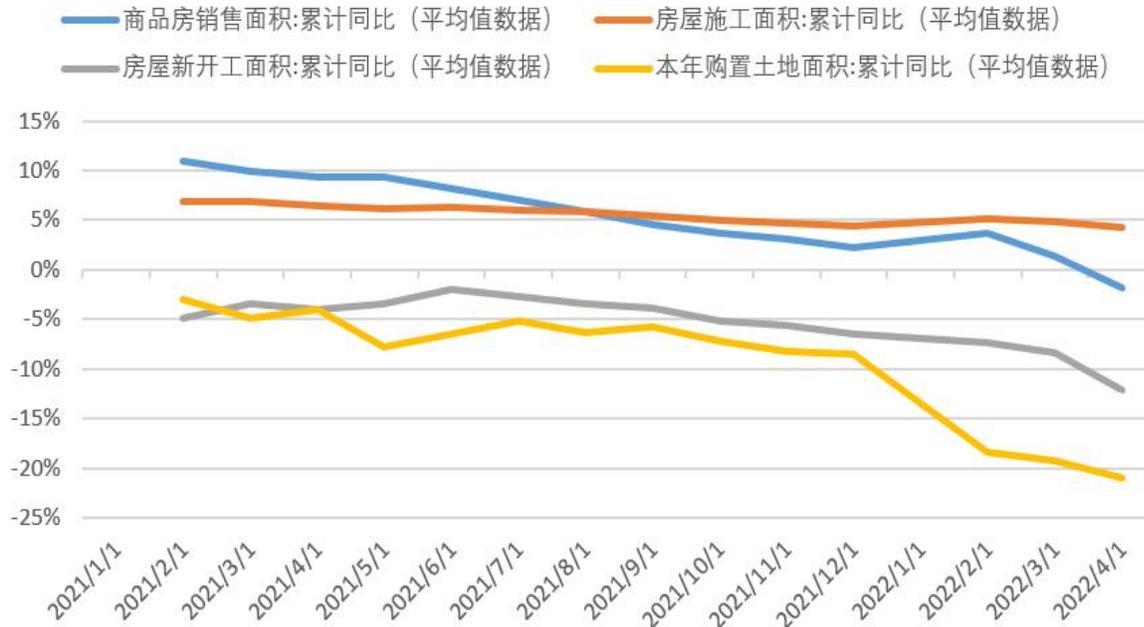
- ◆ 4月房地产数据继续走弱，未见企稳迹象，销售、新开工、土地购置全部负增长，且加速下滑。
- ◆ 4月商品房销售面积继续下行，累计同比-20.9%，较上月下滑7.1个百分点；房屋新开工面积继续疲弱，累计同比-26.3%，较上月下滑8.8个百分点；购置土地面积延续下滑态势，累计同比-46.5%，较上月走低4.7个百分点。以年化平均值衡量的商品房销售、新开工面积、土地购置面积同比增速分别为-1.9%，-12.1%，-21%，分别较上月-3.2%；-3.8%；-1.8%。

中国房地产开发销售（统计局数据）



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

中国房地产开发销售（年化平均值）

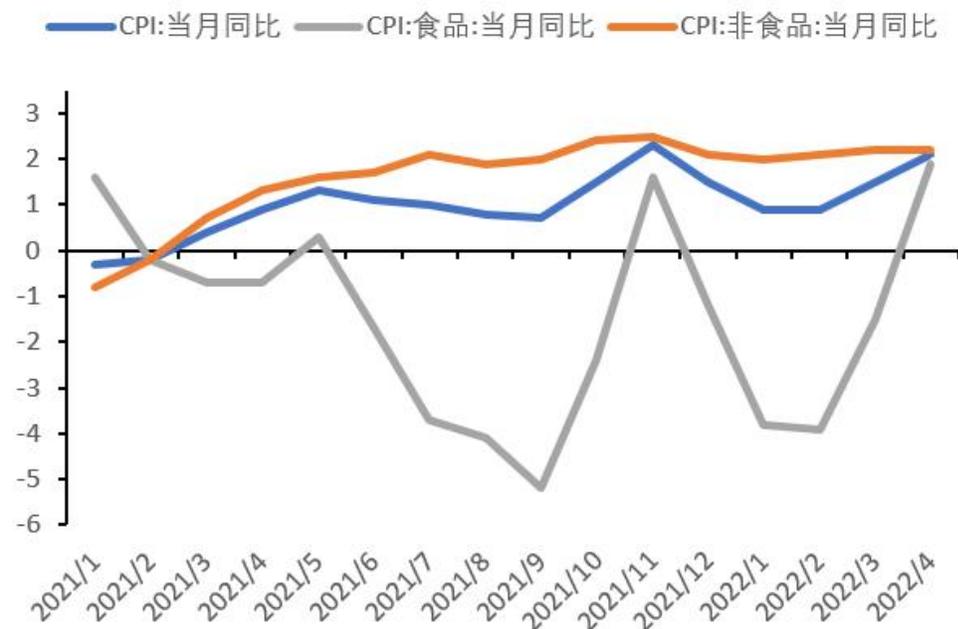


数据来源: Wind、恒泰期货研究所

## 4月CPI升，PPI降

- ◆ 4月中国CPI同比上涨2.1%，较上月加快0.6个百分点。疫情导致供应链受阻是主因。其中食品价格由上月下降1.5%转为上涨1.9%，非食品价格上涨2.2%，涨幅与上月相同；CPI环比上涨0.4%，其中食品价格由上月下降1.2%转为上涨0.9%，非食品价格上涨0.2%，涨幅比上月回落0.1个百分点。食品中，因疫情期间物流成本上升，加之囤货需求增加，薯类、鸡蛋和鲜果价格分别上涨8.8%、7.1%和5.2%；非食品中，受国际油价变动影响，汽油和柴油价格分别上涨2.8%和3.0%。
- ◆ 4月中国PPI同比上涨8%，较上月下降0.3个百分点；环比上涨0.6%，较上月下降0.5个百分点。原油、有色涨幅收窄，导致国内生产资料价格涨幅回落。但上游价格继续向下游传导，生活资料价格环比持平0.2%。

中国CPI食品与非食品分项



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

中国PPI同比环比



数据来源: Wind、恒泰期货研究所

## “增长+通胀”分析：经济滞压大+CPI胀压低

- ◆ 增长方面，先行指标显示，中国经济景气度大幅下降；同步指标显示，疫情冲击继续对4月经济增长造成较大影响，生产端和需求端均出现大幅减速。制造业投资、基建投资表现较好，出口仍有韧性；工业生产走弱，中下游制造业企业面临较大经营压力，餐饮消费、商品零售大幅走低，内需快速下滑，地产持续拖累，经济面临严峻下行压力。4月疫情冲击加大了实现GDP5.5%增长目标的难度，调查失业率已高于年度目标。429政治局会议定调继续加大稳增长力度，加大宏观政策逆周期调节力度。经济最困难的阶段将逐渐过去。
- ◆ 价格方面，CPI通胀较为温和，暂时不构成主要矛盾。2季度CPI中枢上行为主。若5,6月份及三季度地缘政治问题继续升温，将对中国产生输入型通胀压力。
- ◆ 当前中国经济处在“经济下行+通胀温和”的“微衰退”阶段，但二三季度可能过度到“经济企稳回升+通胀上行”的组合，俄乌冲突以及西方对俄制裁措施长期化带来的外部冲击，进而形成输入型通胀的背景下，难以准确归类到投资时钟的某个象限中。
- ◆ 2022年大类资产配置应更多从各类资产自身运行逻辑的角度出发进行分析，才能做出贴合实际的判断，传统的“货币+信用”、“增长+通胀”范式较难适应当前百年大变局的特点阶段。

## 第三部分

# 大类资产配置观点

# 5月大类资产配置观点

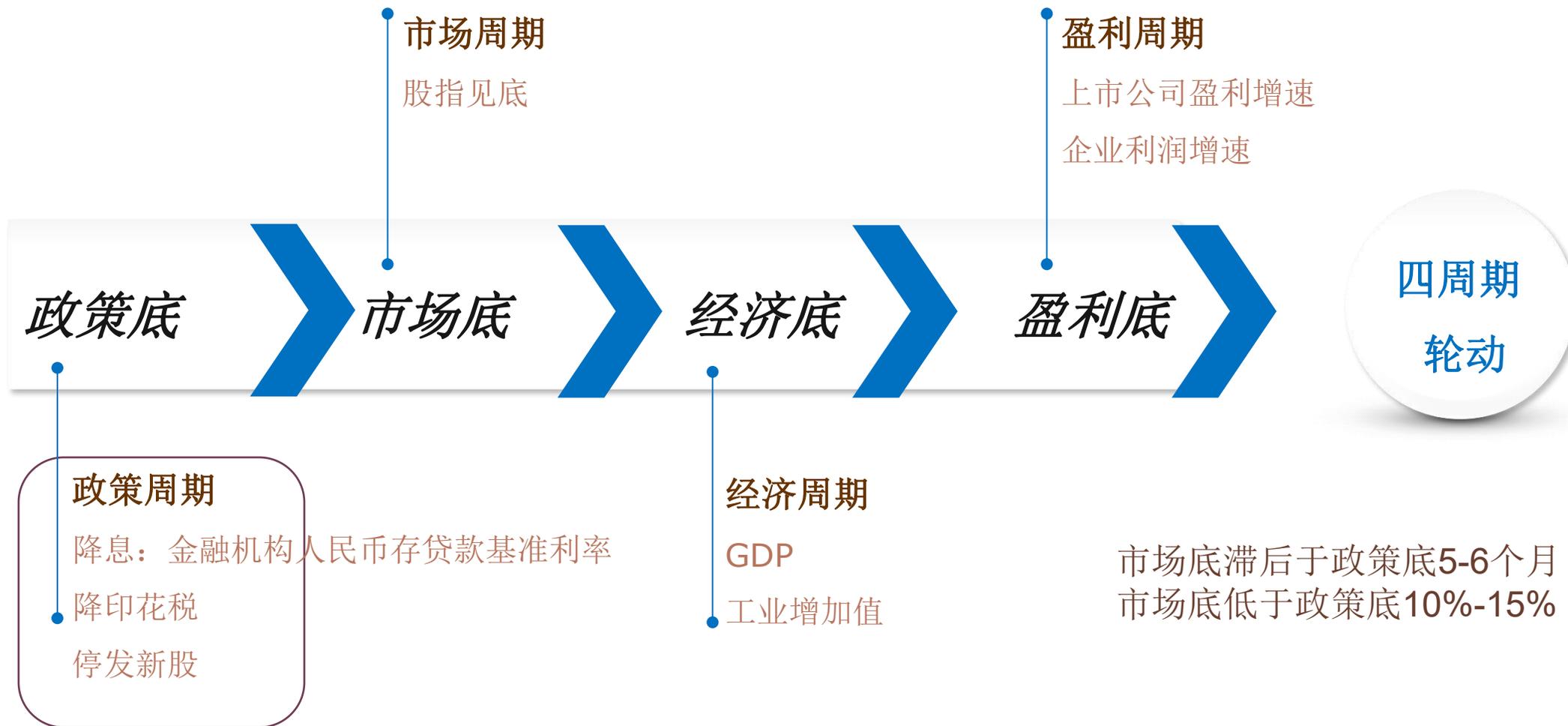
大类资产	核心观点
<b>全球宏观 定价因素</b>	<p>1.美联储5月会议未给出更激进更鹰派的加息措施：加息50基点，未来两次FOMC会议可能各加息50个基点，暂排除单次加息75个基点的可能性。将从6月开始以每个月475亿美元的速度缩表三个月后每月950亿美元缩表幅度。本轮量化紧缩的力度将是空前的。美国金融体系中的流动性将出现前所未有的缩减。在美联储激进加息预期推动下，美债收益率大幅上行，10年期美债收益率突破3%，美元指数突破104。在俄乌冲突演变成持久战、制裁措施长期化的背景下，美联储激进的加息缩表，以及美元指数的走强，将加大对金融市场的冲击力度，导致全球资本加速回流美国，非美国国家金融市场均面临流动性被动紧缩的窘境，对金融市场产生不利影响，本币面临贬值压力，权益市场承受抛压。</p> <p>2.中国经济景气度大幅下降，疫情冲击继续对4月经济增长造成较大影响，生产端和需求端均出现大幅减速。制造业投资、基建投资表现较好，出口仍有韧性；工业生产走弱，中下游制造业企业面临较大经营压力，餐饮消费、商品零售大幅走低，内需快速下滑，地产持续拖累，经济面临严峻下行压力。4月疫情冲击加大了实现GDP5.5%增长目标的难度，调查失业率已高于年度目标。429政治局会议定调继续加大稳增长力度，加大宏观政策逆周期调节力度。经济最困难的阶段将逐渐过去。</p> <p>3.美联储激进加息缩表，美股走熊，面临戴维斯双杀，对全球资本市场产生外溢风险。中国股票市场更多反应经济预期，当前正在交易“稳增长政策发力+产业链修复”的逻辑。商品期货市场中，农产品受益于俄罗斯乌克兰冲突外溢的粮食危机，当前正在交易“供给冲击”逻辑；工业品需求端受制于经济下行压力，当前正在交易“供给端冲击与需求端收缩相互博弈”的逻辑。</p>
<b>A股</b>	<p>4月末股指急跌的主因在于：上海疫情持续高位未见拐点，多地物流与供应链受到较大扰动，导致经济预期恶化；中美利差倒挂助推人民币兑美元汇率出现快速贬值，资本流出加快。5月上海疫情好转，而且美联储5月初加息落地，有助于改善风险偏好，指数有望企稳反弹。但大的外部环境未有显著改观，俄乌冲突有升级可能，美联储持续激进紧缩，国内疫情反复、汇率趋势性贬值等制约因素仍存，股指难以走出趋势反弹行情。</p>
<b>利率债</b>	<p>利多因素：资金面显著宽松；银行下调存款利率；四月受疫情冲击经济增长下滑。利空因素：中美利差倒挂，压制国内货币宽松力度；上海疫情5月份有望大幅好转；本币贬值资本外流减少购债需求。综合分析，利多利空因素交织，预计5月利率债震荡为主。</p>
<b>大宗商品</b>	<p>俄罗斯与乌克兰为重要的能源、金属矿产、农产品供应国。制裁长期化将导致大宗商品供应链受阻，能源、粮食价格面临结构性上行压力。但近期美元指数走高将压制国际定价的大宗商品价格，同时全球经济走弱对需求端也造成压制，阶段性影响市场情绪。5月生猪供应充足，猪价上涨动力不足；豆系供需偏紧，逢低做多思路为主；铁矿供需宽松，双焦高位运行，可做多钢厂利润；油价高位运行下游需求好转，化工板块偏强震荡但有分化。</p>
<b>贵金属</b>	<p>通胀高企有利于黄金抗通胀功能发挥，同时经济下行及衰退预期也有利于黄金表现。但联储加息缩表，美元指数强势运行，短期对贵金属产生负面影响。俄乌冲突进程与结果的不确定风险大，避险需求对黄金价格造成短期扰动。综合看，黄金配置价值不可忽视，关注黄金对冲风险，优化配置的作用。</p>

# 股市的四周期轮动规律

政策周期领先于市场周期

市场周期领先于经济周期

经济周期领先于盈利周期



政策底初步确立，市场底有待构筑，后期可能有二次底机会

## 风险提示及免责声明:

本报告由恒泰期货研究所制作，在未获得恒泰期货股份有限公司授权的情况下，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对所用信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货股份有限公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货股份有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。



恒泰期货  
HENGTAI FUTURES



恒泰盈沃  
HENGTAI YINGWO

THANKS

办公地址：上海市浦东新区峨山路91弄120号2层201

公司网址：<http://www.cnhtqh.com.cn>

微信号：htqhwx88

电子邮件：[htqh@cnhtqh.com.cn](mailto:htqh@cnhtqh.com.cn)

