货币政策暂难改偏松基调；美劳动力市场复苏放缓

<宏观> 2022.05.08

上海大陆期货有限公司
地址：上海市徐汇区凯旋路3131 号明申中心大厦 26 楼
邮编：200030
电话：021-54071958
信箱：dlqhyfb@126.com

研究员
姓名：李迅
投资咨询证号：Z0000029
电话：021-24016033
邮箱：Lexic2004@163.com

主要内容：

一季度工业企业利润平稳增长，**4 月 PMI 各项指数全面回落**，经济下行压力较大，仅基建相关的 PMI 仍处在扩张区间。机构表示，鉴于疫情拐点初现、政策仍将加力，4 月大概率已是 PMI 低点。进入 5 月，流动性缺口仍存，预计货币政策宽松力度会相对克制，为了支持基建投资，地方债发行进度料将加快，可能会对流动性构成一定的扰动，但同时，财政支出力度加大也会产生一定对冲效果，资金面预计维持均衡。

海外方面，美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 连续第 23 个月超过 50，这里显示出通胀有一些放缓的迹象。4 月 ADP 就业人数增加 24.7 万人，美国**劳动力市场复苏显示出放缓的迹象。**虽然招聘需求依然强劲，但劳动力供应短缺导致商品生产商和服务供应商的就业增长放缓。4 月 30 日当周初请失业金人数 20 万人，增幅超过预期，但仍维持在与劳动力市场趋紧和薪资进一步上涨相一致的水平。美国 4 月季调后非农就业人口增加 42.8 万人，平均每小时工资年率为 5.5%符合预期，平均每小时工资月率为 0.3%，创 2021 年 3 月以来新低。总体来看 4 月美国**就业数据略好于预期**，但小时薪资和工作时间低于预期可能是经济增长势头放缓的开始。**英国央行将基准利率提高 25 个基点至 1%**，将从 9 月开始逆转信贷量化宽松。

风险点：流动性收紧；海外经济系统性风险；美联储政策变化

一、国债

表 1：国债期货周度行情统计

	合约	周收盘	周涨跌	涨跌幅（%）	周成交量（张）	成交量变化	变化幅度（%）	周持仓量（张）	持仓量变化	变化幅度（%）
	TS00.CFE	101.120	-0.015	-0.01	32230	-61370	-65.57	33902	-4106	-10.80
两年期国债期货	TS01.CFE	100.895	-0.015	-0.01	6269	-1099	-14.92	13679	3444	33.65
	TS02.CFE	100.765	0.005	0.00	34	-156	-82.11	364	-1	-0.27
	TF00.CFE	101.510	0.055	0.05	52873	-93279	-63.82	83668	-6594	-7.31
五年期国债期货	TF01.CFE	101.110	0.050	0.05	11160	-3857	-25.68	17981	4784	36.25
	TF02.CFE	100.750	0.070	0.07	28	-166	-85.57	667	12	1.83
	T00.CFE	100.500	0.200	0.20	112004	-202036	-64.33	141219	-10033	-6.63
十年期国债期货	T01.CFE	99.975	0.135	0.14	25065	-24646	-49.58	43049	5849	15.72
	T02.CFE	99.510	0.080	0.08	346	-1346	-79.55	2479	61	2.52

数据来源：Wind 大陆期货研究所

本周期债走势分化，截至上周五，2 年期国债期货主力合约报收 101.12 元，周度下跌 0.01%；5 年期国债期货主力合约报收 101.51 元，周度上涨 0.05%；10 年期国债期货主力合约报收 100.5 元，周度上涨 0.2%。下周机构态度：低位区间徘徊

基本面来看，包括开工率和房地产销售等在内的高频数据依然偏弱，而外贸下行的压力仍有待释放，房地产政策效果即使显现也要等到二季度末，债券收益率上半年不具备反转的条件。海外流动性收紧压力、人民币贬值压力加大、国内宏观政策落地不及预期、宽财政加码等可能是债市偏弱的主因。目前支撑主要来自于国内经济下行期又遭受疫情重创，国债期货仍将维持区间震荡。

资金面上，目前宽信用总量上较为强劲。货币政策方面，海外加息潮带来人民币的快速贬值，未来的稳增长政策或将侧重新型结构性工具，多部门协同发力，而非以往的货币宽松为主，未来降准降息等总量宽松的空间有限。

二、基本面

国内方面，4 月 **PMI 各项指数全面回落，经济下行压力较大。**制造业 PMI 指数从 3 月的 49.5%降至 4 月的 47.4%。服务业 PMI 指数从 3 月的 46.7%降至 40%。建筑业 PMI 指数从 3 月 58.1%降至 52.7%。PMI 综合产出指数降至 42.7%。订单、原材料、供应，到生产、就业，所有分项指标几乎不约而同走弱，但也在市场预期之内。

机构表示，供需层面，疫情影响升级，制造业被动补库存情况加重；价格层面，原材料价格高位运行，制造业成本压力仍大；行业层面，必选消费与原材料制造业相对占优，其中食品/服装/饮料/化学景气度靠前，**而基建投资相关的土木建筑业 PMI 仍处在扩张区间**；PMI 加速收缩且因配送效率倒挂仍存在高估因素，4 月受疫情影响程度显著增大、二季度

GDP 增速继续放缓的概率高。但鉴于疫情拐点初现、政策仍将加力，4 月 PMI 大概率已是低点。

一季度我国经常账户顺差 5685 亿元，其中，货物贸易顺差 9205 亿元，服务贸易逆差 1156 亿元，初次收入逆差 2720 亿元，二次收入顺差 356 亿元。资本和金融账户中，直接投资顺差 4126 亿元，储备资产增加 2498 亿元。

一季度**工业企业利润平稳增长。**国家统计局 4 月 27 日公布数据显示，1-3 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 19555.7 亿元，同比增长 8.5%。统计局表示，今年以来，面对复杂严峻的国内外环境，各地区各部门在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳字当头、稳中求进，扎实做好助企纾困、支持实体经济发展各项工作，工业经济实现平稳开局，企业利润保持增长。

海外方面，美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 为 57.1，预期 58.5，前值 58.3。机构表示，美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 连续第 23 个月超过 50。物价上涨是通胀的另一个迹象，但这与标普全球的服务业 PMI 调查不同，这里显示出**通胀有一些放缓**的迹象。

美国 4 月 ADP 就业人数增加 24.7 万人，创 2021 年 2 月以来最小就业人数增幅，预期增加 39.5 万人，前值增加 45.5 万人。ADP 首席经济学家表示，4 月份，随着经济接近充分就业，美国劳动力市场复苏显示出放缓的迹象。虽然招聘需求依然强劲，但**劳动力供应短缺导致商品生产商和服务供应商的就业增长放缓。**随着劳动力市场趋紧，员工人数不足 50 人的小公司在成本上升的情况下面临工资竞争问题。机构表示，该数据是疫情初期以来最糟糕的数据。小企业就业人数的下降令人担忧，但不认为美联储会被这份报告所困扰。就业机会充足，失业率处于几代人以来的低点。

美国至 4 月 30 日当周初请失业金人数 20 万人，预期 18.2 万人，前值上修为 18.1 万人；至 4 月 23 日当周续请失业金人数 138.4 万人，预期 140 万人，前值 140.8 万人修正为 140.3 万人。机构评美国至 4 月 30 日当周初请失业金人数：美国上周初请失业金人数增幅超过预期，但**仍维持在与劳动力市场趋紧和薪资进一步上涨相一致的水平。**由于就业需求强劲，初请失业金人数自 2 月中旬以来一直徘徊在 20 万人以下。本周公布的政府数据显示，截至 3 月最后一天有创纪录的 1150 万个职位空缺，使就业人口与劳动力人口的缺口从 2 月的 3.1%扩大到创纪录的 3.4%。劳动力市场的不平衡迫使雇主提高工资，导致通胀飙升。政府上周公布的数据显示，美国第一季度工人薪酬出现了 30 多年来的最大增幅。

美国 4 月季调后非农就业人口增加 42.8 万人，高于预期的增加 39.1 万人；美国 4 月失业率与上个月的 3.60%持平，高于预期的 3.5%。分析师表示，总体来看 4 月美国就业数据略好于预期，但**小时薪资和工作时间低于预期可能是经济增长势头放缓的开始。**市场乐见

失业率稳定在 3.6%的事实，因为进一步下降将被视为过度。工资数据显示对工作的需求仍然很热。劳动力参与率数字令人失望。平均时薪的下降与预期基本一致。

非农报告还显示，美国 4 月平均每小时工资年率为 5.5%，符合预期；4 月平均每小时工资月率为 0.3%，创 2021 年 3 月以来新低，低于预期的 0.4%。4 月就业参与率为 62.2%，低于预期的 62.5%。财经网站评论称，所有人的目光都集中在工资上，而市场则在苦苦思索美联储将以多快的速度和幅度收紧货币政策。**月平均时薪的下降是一个通胀缓解的迹象**，美国两年期国债收益率从 2.74%下降到 2.71%。不过，这目前还没有转化为美元兑日元的有效变动。

英国央行将基准利率提高 25 个基点至 1%，将从 9 月开始逆转信贷量化宽松。英国央行将基准利率提高 25 个基点至 1%，符合预期，为该行自去年 12 月以来第四次加息。英国基准利率达 13 年以来最高水平。英国央行将从 9 月开始出售其 200 亿英镑（249 亿美元）的公司债持仓，解除英国脱欧公投后对信贷市场的支持。英国央行周四利率决议后表示，计划最晚在 2024 年初完成这一过程，出售速度会随机应变。之前，英国央行周四以 6-3 的投票结果决定再次加息 25 个基点，至 1%。为了限制对市场的扰动，出售过程将是渐进的。央行表示，在设计出售计划时会考虑“集中度、流动性以及——符合更广泛目标的——气候因素。2024 年 4 月之后到期的债券将出售，更短期的债券则倾向于持有到期。英国央行也乐于向发行人回售债券。

三、资金面

利率市场方面，利率市场方面，整体来看银行间资金面依然保持流动性合理充裕。周度变化方面，截至 5 月 6 日 SHIBOR 隔夜报收 1.294，下降 54.4BP，SHIBOR7 天报收 1.699，下降 30.7BP；R001 报收 1.341，下降 53.4BP，R007 报收 1.829，下降 20.2BP；DR001 报收 1.328，下降 46.1BP，**DR007 报收 1.649，下降 35.6BP。**同时近期各年期债券利率小幅上升，截至 5 月 6 日，十年期国债收益率处在 2.825%水平。

本周央行公开市场累计进行 300 亿元逆回购操作，同时周中总计 600 亿元逆回购到期，因此周度央行公开市场净回笼 300 亿元。交易员表示，周五主要回购利率继续普降，其中隔夜大幅下行再度回到上月末的 1.30%附近。上海新冠新增病例虽持续下降，**但北京的疫情局面仍复杂**，而且防控大政方针不改，未来疫情出现反复的概率仍大。稳增长的巨大压力下**货币政策暂难改变偏松的基调**，5 月市场流动性仍无忧。

机构表示，回顾 4 月，央行下调法定存款准备金率以及加快上缴利润，向市场投放了重充足的流动性，以 R007 和 DR007 为代表的资金利率一路走低；然而，进入 5 月，流动性缺口仍存，预计货币政策宽松力度会相对克制，为了支持基建投资，**地方债发行进度料将加**

快，可能会对流动性构成一定的扰动，但同时，财政支出力度加大也会产生一定对冲效果，资金面预计维持均衡。

四、消息面

1、**【美联储官宣加息 50 个基点，6 月 1 日起每月缩表 475 亿美元】**美联储决议声明，加息 50 个基点至 0.75%-1.00%区间，为 2000 年以来首次大幅加息 50 个基点，符合市场预期。同时，6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元（美国国债为 600 亿美元，MBS 为 350 亿美元），一旦缩表停止，储备余额可能会在一段时间内继续下降，直到委员会判断储备余额处于充足的水平。美联储主席鲍威尔表示，FOMC 认为在接下来的几次会议上，可能会在加息 50 个基点之后加息 25 个基点；75 个基点的加息并不值得考虑。

2、**【美国启动对华加征关税复审程序耶伦：取消对中国输美商品加征的关税是“值得考虑的”】**美国贸易代表办公室 3 日宣布，四年前依据所谓“301 调查”结果对中国输美商品加征关税的两项行动将分别于今年 7 月 6 日和 8 月 23 日结束。即日起，该办公室将启动对相关行动的法定复审程序。美国贸易代表办公室当天发表声明说，将告知那些受益于对华加征关税的美国国内行业代表相关关税可能取消。行业代表可分别在 7 月 5 日和 8 月 22 日之前向该办公室申请维持加征的关税。该办公室将依据申请对相关关税进行复审，复审期间将维持这些关税。美国财政部长耶伦近日也表示，美国政府正在仔细研究对华贸易战略，取消对中国输美商品加征的关税是“值得考虑的”。

3、**【外汇局：深化跨境投融资便利化改革 便利更多国际资本在我国投资兴业】**近日，国家外汇管理局召开党组（扩大）会议，会议强调，要深化跨境投融资便利化改革，便利更多国际资本在我国投资兴业，支持和鼓励我国资本和企业走向世界。推动对平台企业金融活动实施常态化金融监管，促进平台经济规范健康发展。

4、**【部署进一步为中小微企业和个体工商户纾困举措】**国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步为中小微企业和个体工商户纾困举措，提出今年国有大型银行新增普惠小微贷款 1.6 万亿元；要对中小微企业和个体工商户合理续贷、展期、调整还款安排；要加大对中小微外贸企业信贷投放；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。助力稳经济稳产业链供应链。

5、**【银保监会：扎实做好金融支持能源资源保供稳价】**银保监会表示，将支持适度超前开展基础设施投资，扎实做好金融支持能源资源保供稳价，支持首套和改善性住房需求。扎实做好金融支持能源资源保供稳价，助力稳定产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。

五、股指

表 2：股指现货周度行情统计

指数	代码	周收盘	周涨跌	周涨跌幅(%)	周成交量(亿股)	成交量变化	周成交额（亿元）	成交额变化
上证综指	000001.SH	3001.56	115.13	3.99	726.34	-1331.25	7555.66	-13195.91
深证成指	399001.SZ	10809.88	603.24	5.91	785.38	-1455.92	9051.39	-14787.01
沪深300指数	000300.SH	3908.82	124.70	3.30	277.18	-554.01	5053.63	-9139.93
上证50指数	000016.SH	2719.76	38.73	1.44	62.71	-143.21	1264.22	-2871.31
中证500指数	000905.SH	5563.77	329.76	6.30	321.64	-552.44	2816.99	-4470.22
中小板综指	399101.SZ	10835.61	755.28	7.49	333.39	-589.64	3678.96	-5671.74
创业板指数	399006.SZ	2244.97	94.46	4.39	200.24	-389.99	3234.01	-5467.48

数据来源：Wind 大陆期货研究所

表 3：股指期货周度行情统计

	合约	周收盘	周涨跌	涨跌幅（%）	周成交量（手）	成交量变化	变化幅度（%）	周持仓量（手）	持仓量变化	变化幅度（%）
沪深300期货	IF00.CFE	3880.20	-139.20	-3.46	150547.00	-391664.00	-72.23	83313.00	-5661.00	-6.36
	IF01.CFE	3866.60	-136.40	-3.41	51918.00	-132409.00	-71.83	81334.00	-422.00	-0.52
	IF02.CFE	3816.40	-130.00	-3.29	19366.00	-51030.00	-72.49	51076.00	940.00	1.87
	IF03.CFE	3808.40	-129.40	-3.29	5025.00	-9778.00	-66.05	7278.00	632.00	9.51
上证50期货	IH00.CFE	2711.40	-99.60	-3.54	70803.00	-174337.00	-71.12	40529.00	-30.00	-0.07
	IH01.CFE	2707.20	-99.00	-3.53	27110.00	-72205.00	-72.70	39620.00	1379.00	3.61
	IH02.CFE	2671.20	-95.20	-3.44	14045.00	-32690.00	-69.95	29675.00	364.00	1.24
	IH03.CFE	2678.40	-104.40	-3.75	4386.00	-7396.00	-62.77	5361.00	224.00	4.36
中证500期货	IC00.CFE	5504.20	-114.80	-2.04	149340.00	-388225.00	-72.22	102168.00	-1223.00	-1.18
	IC01.CFE	5458.60	-123.00	-2.20	70116.00	-167936.00	-70.55	122593.00	-2136.00	-1.71
	IC02.CFE	5340.00	-129.00	-2.36	27225.00	-88330.00	-76.44	101694.00	-2011.00	-1.94
	IC03.CFE	5253.40	-138.80	-2.57	14470.00	-32432.00	-69.15	24063.00	2578.00	12.00

数据来源：Wind 大陆期货研究所

上周股指全线下跌，截至上周五，沪深 300 主力合约下跌 3.46%报收 3880.2 点，上证 50 主力合约下跌 3.54%报收 2711.4 点，中证 500 主力合约下跌 2.04%报收 5504.2 点。

下周机构态度： 弱势震荡

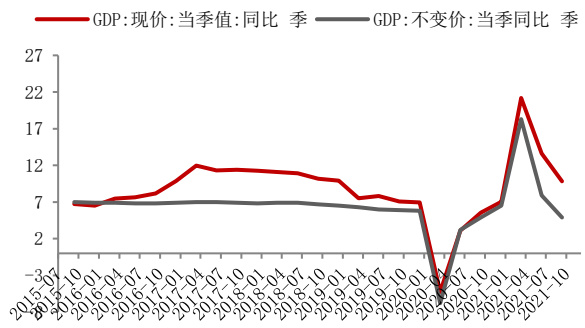
机构表示，当前制约股市的因素主要是海外流动性收紧压力、人民币贬值压力加大、国内经济下行期又遭受疫情重创、国内宏观政策落地不及预期。考虑到国内经济仍承压，且未来三个月份将迎来美联储的密集加息缩表周期，国内股指难有趋势性行情，我们对国内三大股指走势维持中性判断。本次政治局会议起到了树立信心的作用，但基本面拐点到来才是股指真正反弹的机会。行业层面，可以关注政治局会议受益的相关板块。

国常会表示，尽快出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，稳定重点行业、劳动密集型行业进出口，助企纾困政策进一步推进，有利于外贸和消费恢复，对市场信心略有提振。

美联储 5 月加息 50 个基点，符合市场预期，但市场多预期美联储态度将更偏鹰，美股大幅调整， 美国 10 年期国债收益率突破 3%，对市场情绪或有一定影响。

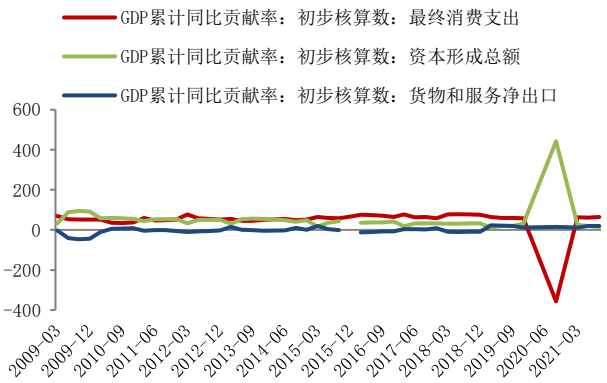
附录：

图 1： GDP：当季同比 (%)



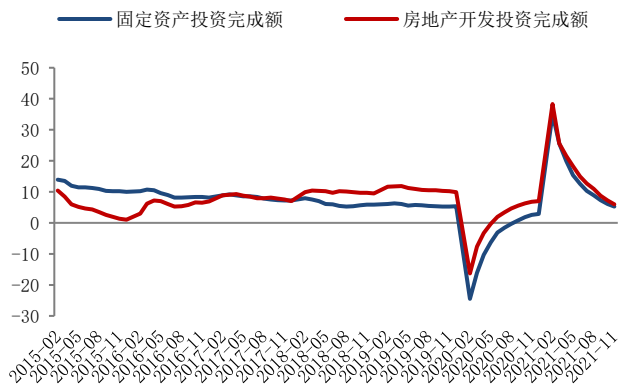
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 2： GDP 累计贡献率（%）



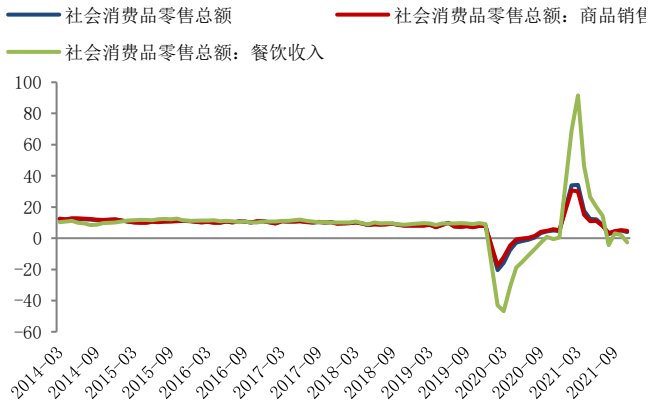
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 3： 固定资产投资：月度累计同比（%）



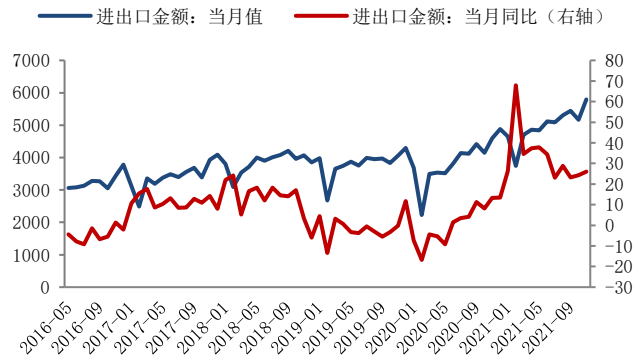
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 4： 社会消费品零售总额：当月同比(%)



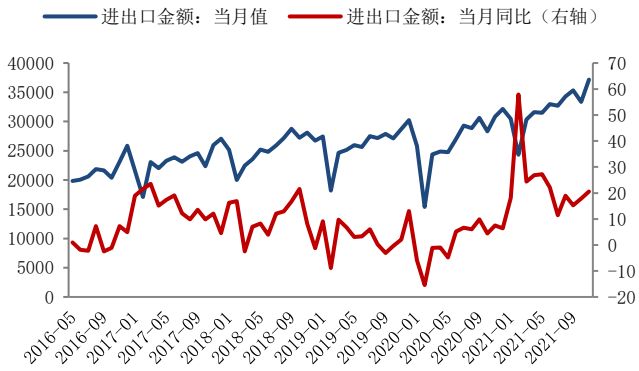
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 5： 国家进出口（亿美元 %）



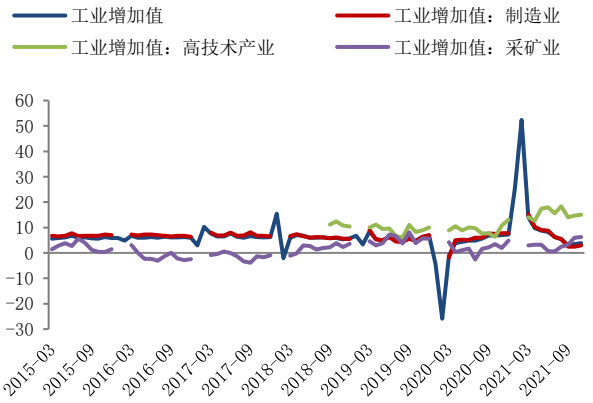
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 6： 国家进出口（亿元人民币 %）



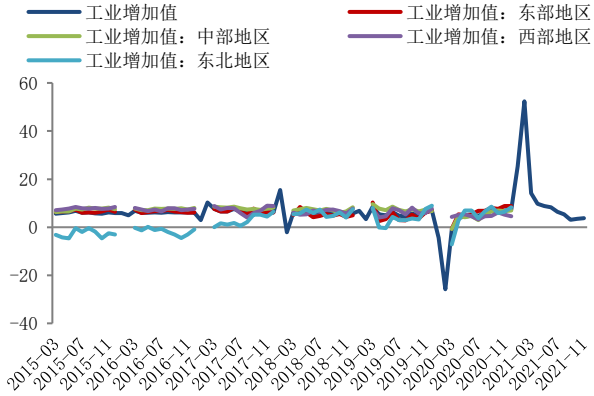
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 7： 工业增加值：分行业：当月同比（%）



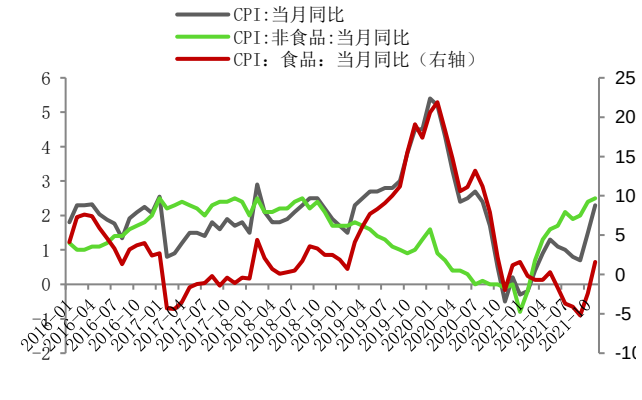
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 8： 工业增加值：分地区：当月同比(%)



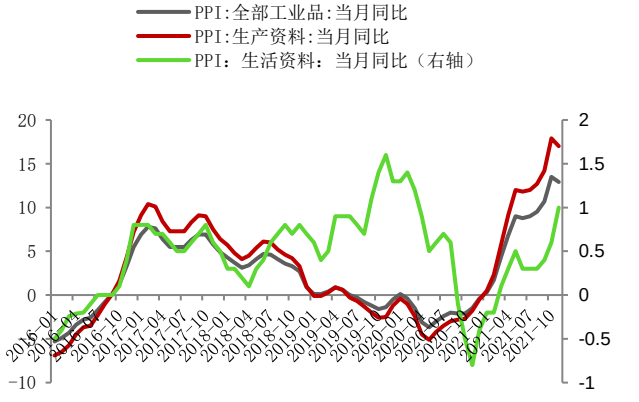
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 9： CPI 数据：当月同比(%)



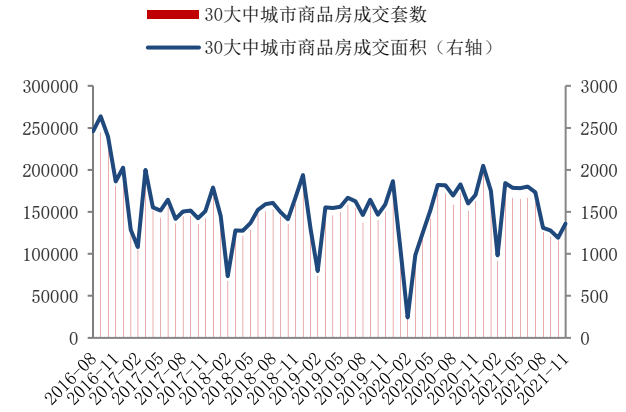
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 10： PPI 数据：当月同比(%)



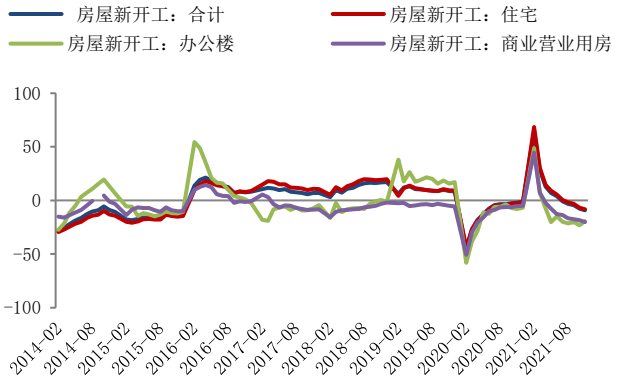
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 11： 30大中城市商品房成交(套 万平方米)



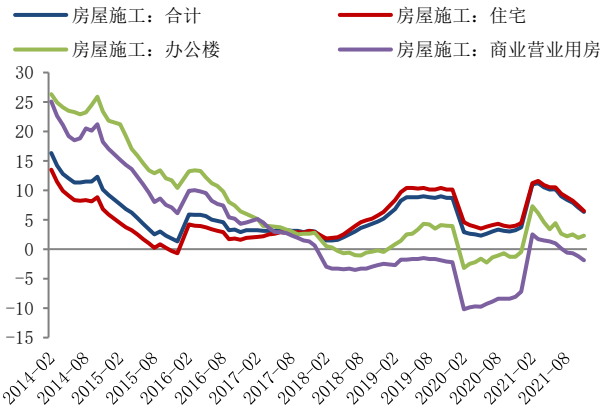
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 12： 房屋新开工情况：月度累计同比（%）



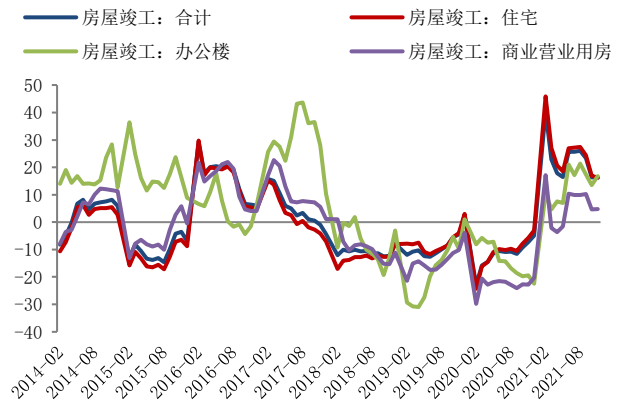
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 13： 房屋施工情况：月度累计同比（%）



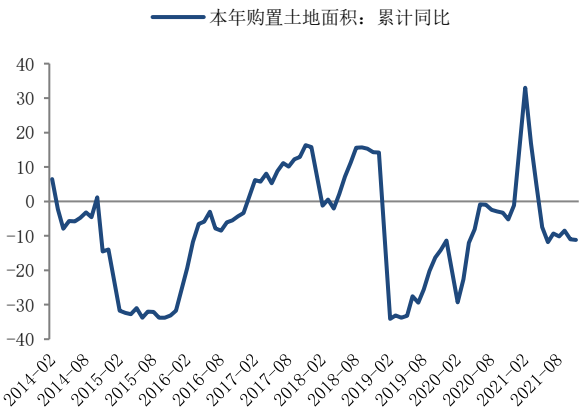
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 14： 房屋竣工情况：月度累计同比（%）



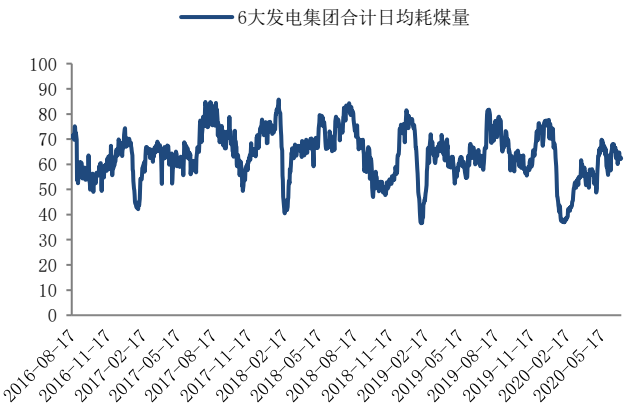
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 15： 土地购置情况：月度累计同比（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 16： 6大发电集团日均耗煤(万吨)



数据来源：Wind 大陆期货研究所

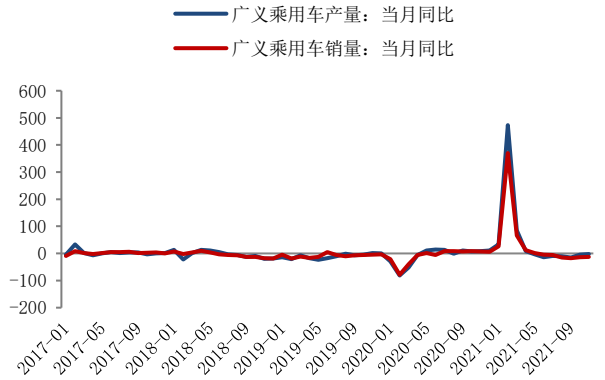
图 17： 猪肉平均批发价格（元/千克）

数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 18： 蔬菜平均批发价格（元/千克）

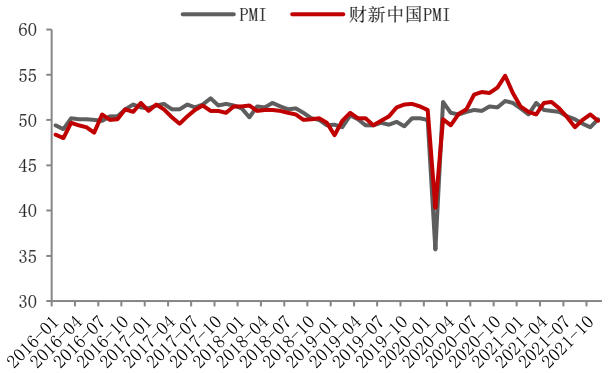
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 19： 广义乘用车产销情况（%）



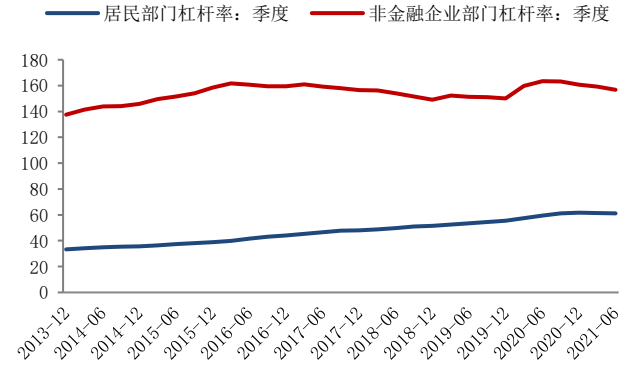
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 20： 制造业 PMI (%)



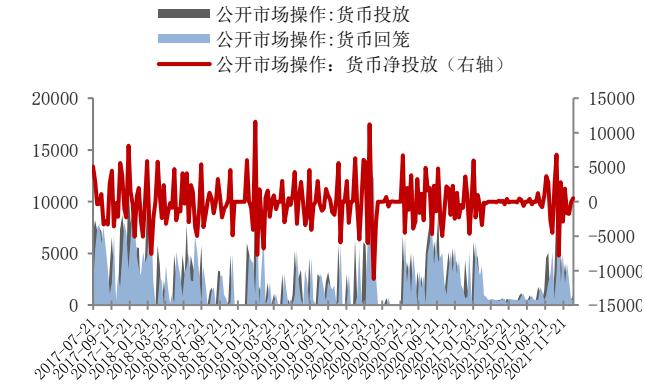
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 21： 部门杠杆率情况（%）



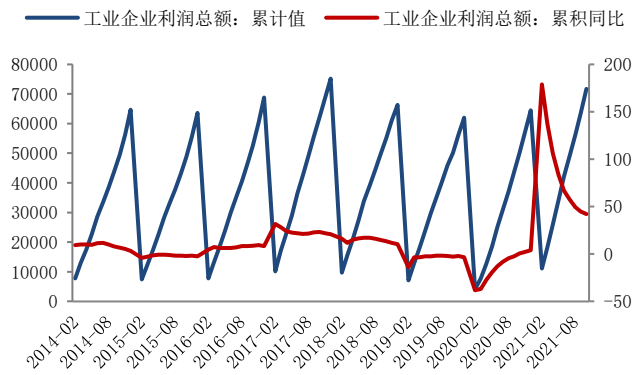
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 22： 公开市场操作（亿元）



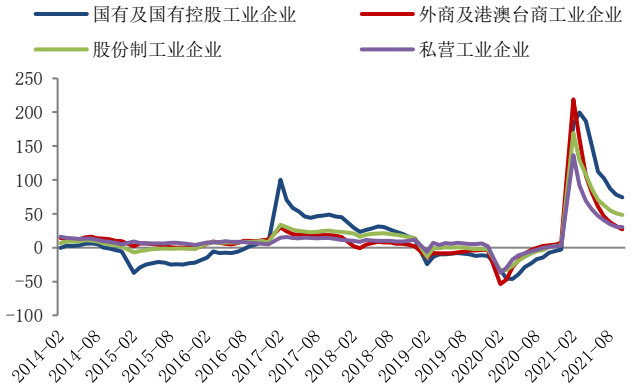
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 23： 工业企业利润情况（亿元 %）



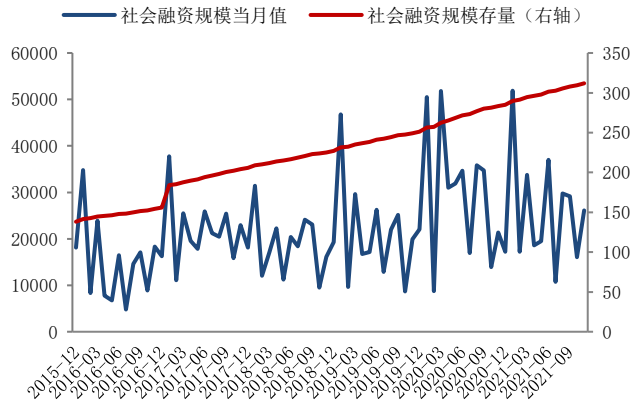
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 24： 各类型工业企业利润累计同比（%）



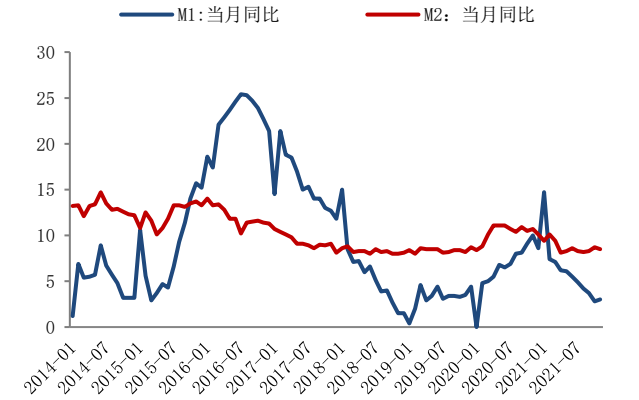
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 25： 社会融资规模情况（亿元）



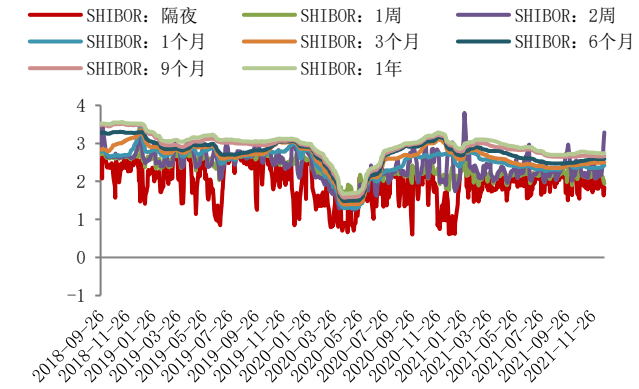
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 26： M1、M2 增速（%）



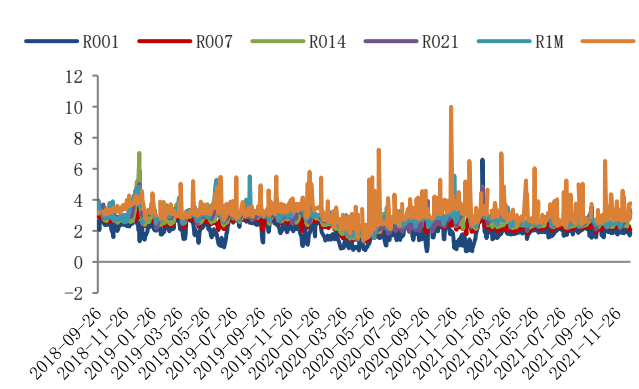
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 27： SHIBOR 利率（%）



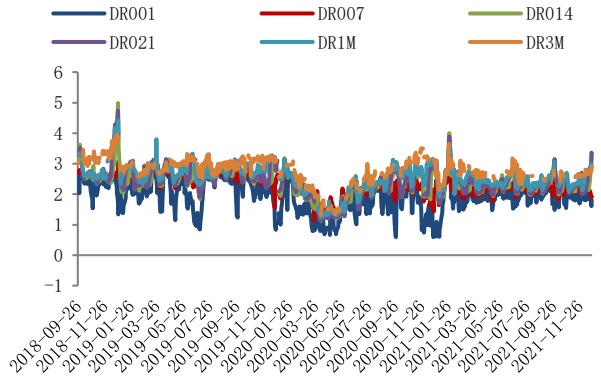
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 28： R 利率（%）



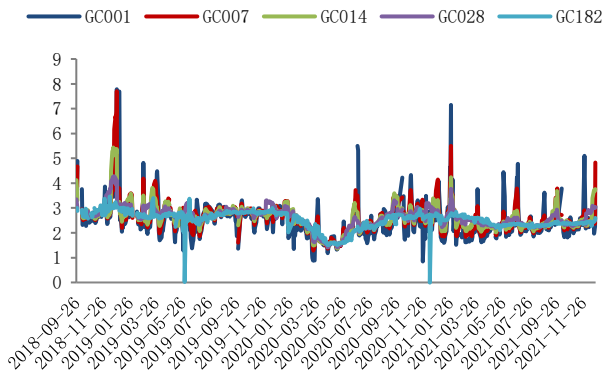
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 29：DR 利率（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 30：GC 利率（%）

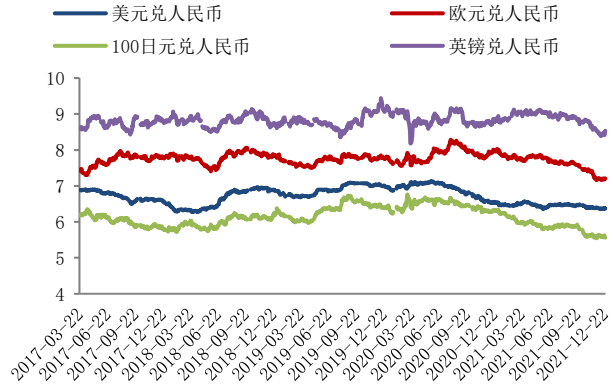


数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 31：美元指数

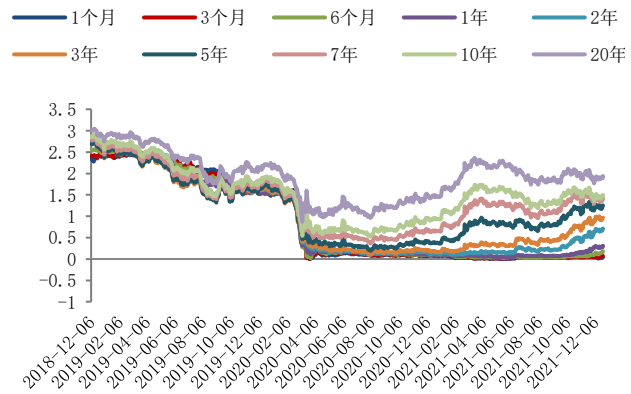
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 32：人民币汇率



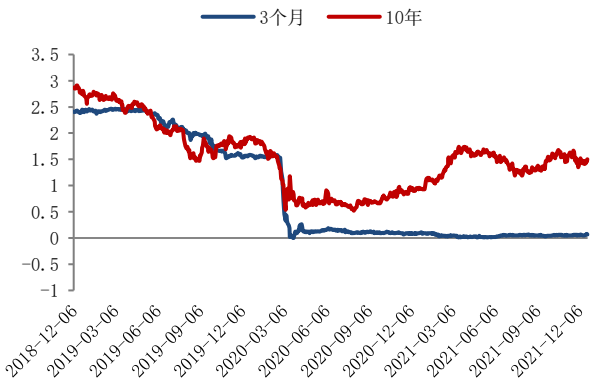
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 33：美国国债收益率（%）



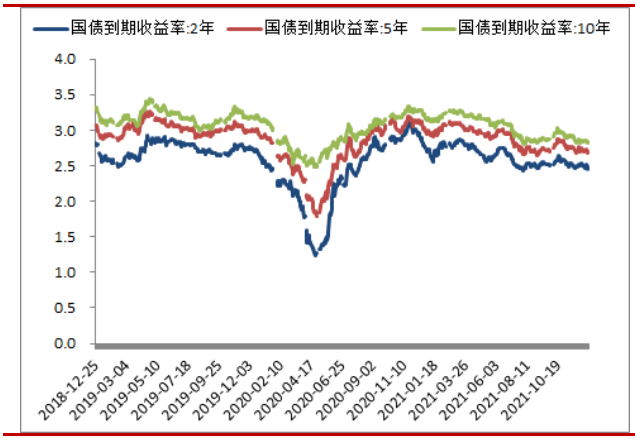
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 34：美债长短端利率（%）



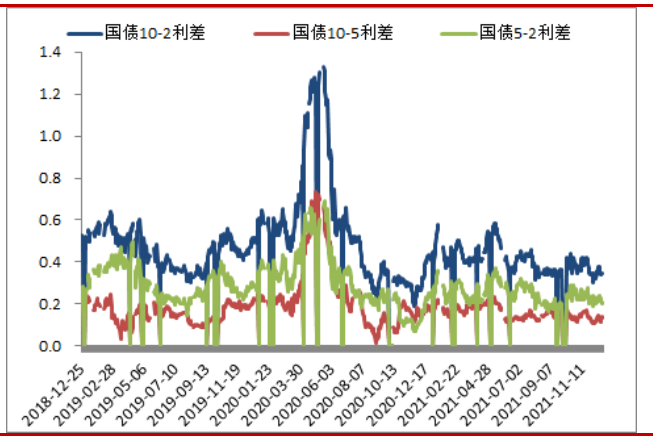
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 35：国债到期收益率（%）



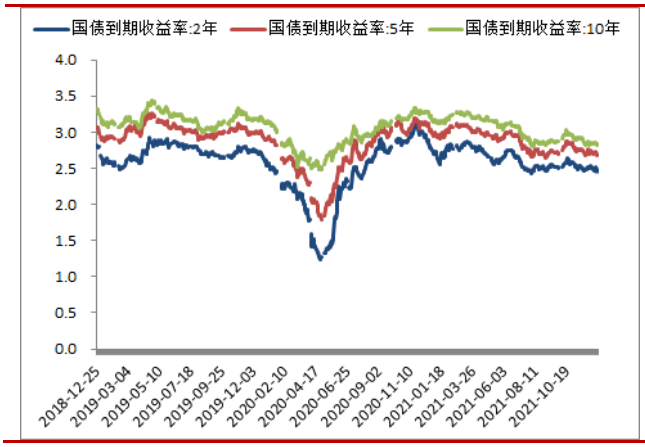
数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 36：国债收益率利差（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

图 37：中债国开债到期收益率（%）



数据来源：Wind 大陆期货研究所

联系我们

大陆期货研究所

地址：上海市徐汇区凯旋路 3131 号明申中心大厦 26 楼

电话：021-54071958

微信：DLQH-YJS

微博：大陆期货研究所

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。且报告并不能完全阐述出市场变动的所有影响因素，期货市场相关品种波动剧烈，存在较大的不确定性与投资风险，我们也无法就市场行情做出确定性判断，报告中的信息或提供的投资建议并不构成期货品种买卖的依据，由于该报告编写时融入分析师个人观点，并不代表上海大陆期货公司的立场，请谨慎参考。投资者必须认识到期货交易是一种高风险的经济活动，我公司不承担因根据本报告所进行的期货买卖操作而导致的任何形式的损失，一切买卖风险自负。

另外，本报告版权仅为上海大陆期货公司所有，未经我公司允许批准，本报告不得以任何形式传送、翻版、复印、刊登、发表或派发此报告的材料、内容予以其他任何人，或投入商业使用。如引用、刊发，须注明出处为上海大陆期货公司，且不得有悖本报告原意的引用、删节、修改。