

相关报告

《总量周观点：高频经济数据回落，宽松预期有所增强》 2022-03-28

《总量周观点：经济数据大超预期，疫情仍是复苏阴霾》 2022-03-21

《总量周观点：社融总量结构双缩，宽信用仍待加码》 2022-03-14

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

- **宏观：**国际层面，俄乌第五轮谈判具有一定建设性，冲突有所缓和；同时中美利差收窄明显，两国十年国债利差仍在50BP以内。国内层面，受疫情影响，3月PMI录得49.5%，较前值大幅回落0.7%，生产与需求两侧均受到明显冲击：生产端，企业受到疫情管控影响，生产经营受到抑制；同时企业销售不利，库存积压增长，补库意愿不强，进一步冲击供给。需求端，居民消费、企业投资均受到抑制。同时受国际因素影响，3月PMI新出口订单分项较前值减少1.8%，短期出口动能受到削弱，通胀压力有所增强。一方面，美联储持续加息与我国货币政策周期错位，另一方面，国内外供需错位修正，对出口的替代效能有所削弱。2月末以来国际油价高涨，对我国构成一定输入通胀压力。当前国际形势复杂严峻，国内经济发展面临较大压力。国常会强调“扩大财政有效投资，咬定目标不放松”；货币政策例会要求“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，主动应对”，宽松窗口依然存在。高频数据显示3月末4月初，经济增速依然延续了同比回落，预计一季度GDP增速或略低于5.5%的目标中枢，同时结合明显增强的稳增长信号，一季度或是全年经济增速的低点，二季度伊始有望上扬式复苏。
- **股票：**上周，全球主要指数以震荡为主，欧美市场多数小幅收涨。国内市场普遍收涨。上证50、沪深300等指数反弹力度较大，科创板50和中证1000指数下跌。沪深两市日均成交额9,275亿元，较上周环比+9.4%，成交额有所放大。上周，22个行业上涨，8个行业下跌；房地产、建材、消费者服务等行业涨幅居前；电子、通信、军工等行业跌幅居前。航运、福建自贸区、房地产等概念涨幅居前；散热、第三代半导体、盐湖提锂等概念跌幅居前。受疫情影响3月PMI回落至荣枯线下方，经济下行压力加大，政策继续加快发力稳增长，美国国债收益率倒挂或预示未来的经济衰退。4月将公布一季度经济数据，由于受疫情影响，经济增长可能低于政策目标水平，国内稳增长政策力度可能进一步加大。同时，疫情防控可能得到成效，但对经济的负面影响依然存在。国外局势依然处于不确定性中，美联储可能加息50个基点，俄乌局势处于相持阶段。上证综指3000点的政策底已经较为明确，预计4月市场将继续探寻市场底。建议仓位维持6成，重点关注稳增长、涨价和避险等板块，譬如房地产、建筑、农林牧渔、医药、贵金属等。
- **债券：**上周债市重归平静，收益率先上后下。上周LPR未调整，美债利率剧烈上行，周一到周二10年国债、国开收益率小幅上行，周三起债市风向转向，周四周五债市在期待人民银行跨季投放中小幅反弹。总体没有重大事件影响，债市短期拉锯缺乏主线。全周长

端收益率波动不大，收益率曲线继续变陡，资金面平稳宽松。国内骤然遭遇历史上最强烈的一轮疫情反复，债市在基本面偏弱、货币政策仍有期待的情况下短期预计有所反弹。本轮疫情前后的经济“砸坑”到恢复对观察经济趋势造成一定干扰，短期内淡化了债市对“宽信用”受阻和地产需求较弱拖累经济形势的担忧，这一主线的演进依然存在不确定性，并将在二季度继续主导债市中期趋势。

- **资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25%。**

风险提示：政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

内容目录

1. 宏观：经济下行压力加大，稳增长信号明显增强	4
2. 股票：疫情拖累经济，市场继续底部震荡	5
3. 债券：疫情下的清淡行情	6
4. 资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25%	7
5. 风险提示	7

图表目录

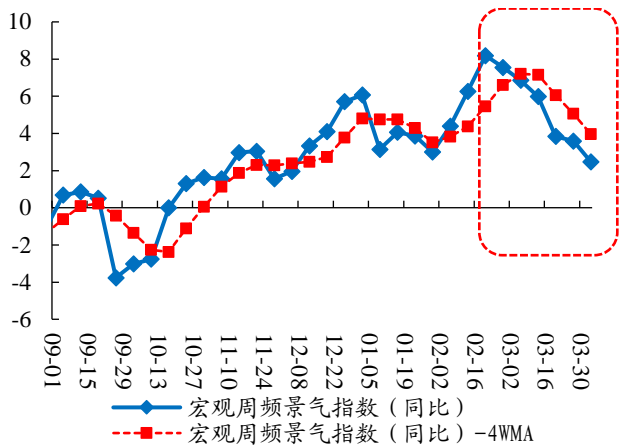
图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	4
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价	4
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差	4
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）	4
图 5：全球主要指数涨跌幅(%)	5
图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)	5
图 7：中信一级行业周度涨跌幅（%）	5
图 8：国债收益率曲线变陡	6
图 9：国开债收益率曲线变陡	6
图 10：同业存单收益率	6
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	7
表 1：本期大类资产配置比例	7

1. 宏观：经济下行压力加大，稳增长信号明显增强

宏观回顾：国际层面，俄乌第五轮谈判具有一定建设性，冲突有所缓和；同时中美利差收窄依然明显，两国十年国债利差仍在 50BP 以内。国内层面，受疫情影响，3 月 PMI 录得 49.5%，较前值大幅回落 0.7%，生产与需求两侧均受到明显冲击：生产端，企业受到疫情管控影响，生产经营受到抑制；同时企业销售不利，库存积压增长，补库意愿不强，进一步冲击供给。需求端，居民消费、企业投资均受到抑制。同时受国际因素影响，3 月 PMI 新出口订单分项较前值减少 1.8%，短期出口动能受到削弱，通胀压力有所增强。一方面，美联储持续加息与我国货币政策周期错位，另一方面，国内外供需错位修正，对出口的替代效能有所削弱。2 月以来国际油价高涨，对我国构成一定输入通胀压力。

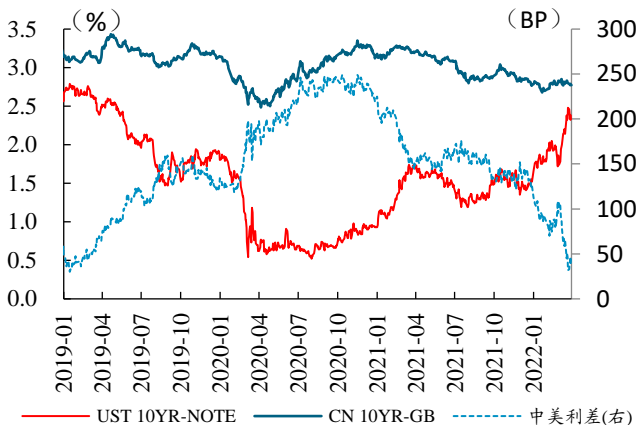
宏观展望：当前国际形势复杂严峻，国内经济发展面临较大压力。国会会强调“扩大财政有效投资，咬定目标不放松”；货币政策例会要求“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，主动应对”，宽松窗口依然存在。高频数据显示 3 月末 4 月初，经济增速依然延续了同比回落，预计一季度 GDP 增速或略低于 5.5% 的目标中枢，同时结合明显增强的稳增长信号，一季度或是全年经济增速的低点，二季度伊始有望上扬式复苏。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



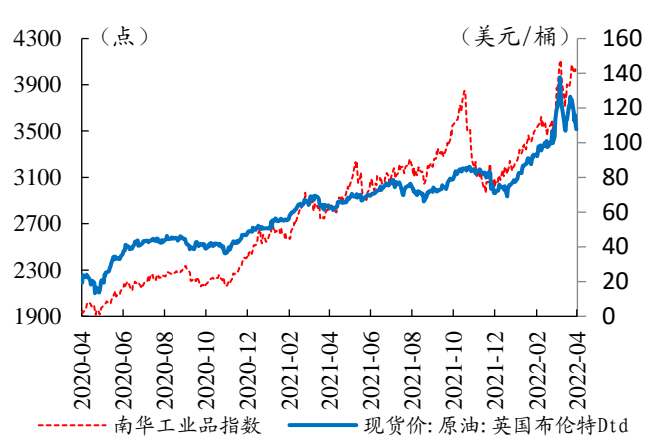
资料来源：Wind，中原证券

图 3：中美十年期国债收益率走势与利差



资料来源：Wind，中原证券

图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价



资料来源：Wind，中原证券

图 4：美元兑人民币汇率中间价走势 (USD/CNY)



资料来源：Wind，中原证券

2. 股票：疫情拖累经济，市场继续底部震荡

股市回顾：上周，全球主要指数以震荡为主，欧美市场多数小幅收涨。国内市场普遍收涨。上证50、沪深300等指数反弹力度较大，科创板50和中证1000指数下跌。沪深两市日均成交额9,275亿元，较上周环比+9.4%。22个行业上涨，8个行业下跌；房地产、建材、消费者服务、交通运输等行业涨幅居前；电子、通信、国防军工、有色等行业跌幅居前。航运、福建自贸区、房地产等概念板块涨幅居前；散热、第三代半导体、盐湖提锂等概念板块跌幅居前。

股市展望：受疫情影响3月PMI回落至荣枯线下方，经济下行压力加大，政策继续加快发力稳增长，美国国债收益率倒挂或预示未来的经济衰退。4月将公布一季度经济数据，由于受疫情影响，经济增长可能低于政策目标水平，国内稳增长政策力度可能进一步加大。同时，疫情防控可能得到成效，但对经济的负面影响依然存在。国外局势依然处于不确定性中，美联储可能加息50个基点，俄乌局势处于相持阶段。上证综指3000点的政策底已经较为明确，预计4月市场将继续探寻市场底。建议仓位维持6成，重点关注稳增长、涨价和避险等板块，譬如房地产、建筑、农林牧渔、医药、贵金属等。

图5：全球主要指数涨跌幅(%)

2022/4/1	周涨跌	月涨跌	2022年涨跌	2021年涨跌
道琼斯工业指数	-0.12	2.73	4.18	18.73
纳斯达克指数	0.65	3.71	8.84	21.39
标普500	0.06	3.93	4.62	26.89
英国富时100	0.73	1.07	2.08	14.30
法国CAC40	1.99	0.38	-6.55	28.85
德国DAX	0.98	-0.10	-9.06	15.79
日经225	-1.72	4.29	-3.91	4.91
韩国综合指数	0.36	1.51	-7.99	3.63
恒生指数	2.97	-2.97	-5.80	-14.08
澳洲标普200	1.18	6.31	0.66	13.02
印度SENSEX30	3.34	5.39	1.76	21.99
俄罗斯RTS	24.58	10.31	-35.23	15.01
巴西指数	2.09	7.45	15.98	-11.93
上证指数	2.19	-5.19	-9.81	4.80
深证成指	1.29	-9.12	-17.70	2.67
台湾加权指数	-0.29	-0.15	-3.26	23.66

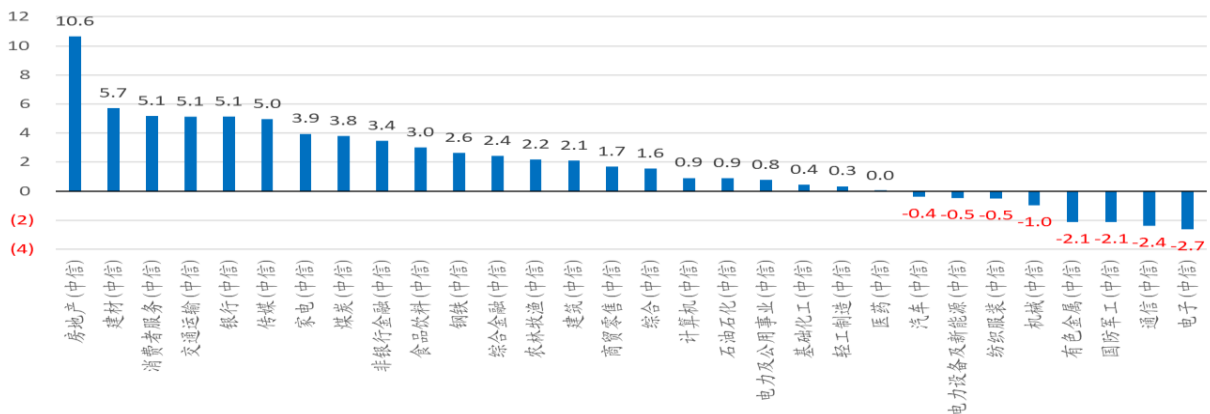
资料来源：Wind，中原证券

图6：A股主要指数涨跌幅(%)

2022/4/1	周涨跌	月涨跌	2022年涨跌	2021年涨跌
上证指数	2.19	-5.19	-9.81	4.80
深证成指	1.29	-9.12	-17.70	2.67
创业板指	1.10	-7.44	-19.73	12.02
沪深300	2.43	-6.67	-13.44	-5.20
上证50	3.04	-4.46	-10.11	-10.06
中证500	1.54	-7.13	-13.52	15.58
科创50	-1.60	-12.84	-22.10	0.37
创业板50	1.39	-7.24	-20.37	16.88
万得全A	1.25	-6.87	-13.31	9.17
中小板指	0.99	-11.20	-17.70	4.62
上证180	2.58	-5.45	-10.31	-5.19
上证380	1.20	-7.10	-12.55	16.39
中证100	3.15	-5.92	-12.44	-10.55
中证500	1.54	-7.13	-13.52	15.58
中证800	2.22	-6.78	-13.46	-0.76
中证1000	-0.69	-8.72	-15.45	20.52

资料来源：Wind，中原证券

图7：中信一级行业周度涨跌幅(%)

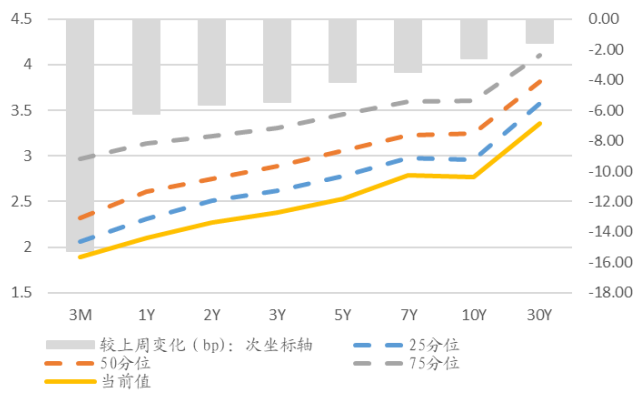


资料来源：Wind，中原证券

3. 债券：疫情下的清淡行情

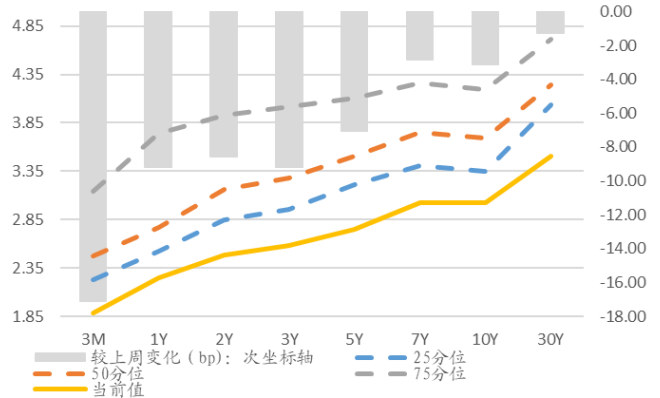
债市回顾：上周债市小幅反弹，曲线变陡，整体行情较为平淡。消息面新闻不多，疫情再度反复，上海封控举措逐步升级，3月PMI明显下行低于荣枯线，长端利率全周缓慢震荡下行，和我们上周的判断基本一致。短端方面，跨季资金一度紧张，短期同业存单收益率持续上行，央行连续开展净投放；跨季后迅速转松，带动短端资金、存单利率显著下降，拉动国债收益率曲线走陡。

图 8：国债收益率曲线变陡



资料来源：Wind，中原证券

图 9：国开债收益率曲线变陡



资料来源：Wind，中原证券

图 10：同业存单收益率



资料来源：Wind，中原证券

债市展望：上周我们判断债市在基本面偏弱、货币政策仍有期待的情况下短期预计有所反弹基本实现，未来短期市场大概率保持清淡。PMI数据发布后，市场对疫情导致的基本面走弱已有所预期和“price in”，疫情期间的经济走弱增加了观测实际经济趋势的难度。市场前期在“稳增长、宽信用”问题上的分歧短期既无法证实也无法证伪。货币政策方面，一季度货币政策例会没有多少“惊喜”，人民银行态度谨慎：如果小幅度降息，对利率影响可能有限，市场已有明显的降息预期；如果迟迟不降息，市场也不会因此彻底放弃降息预期，因为经济下行压力日益显著；如果超预期的大幅降息，则可能促使中美利差倒挂并加剧外资流出。疫情之下金融市场交易偏清淡，短期内市场处于一个上下空间均有限的状态，破局仍需等待。

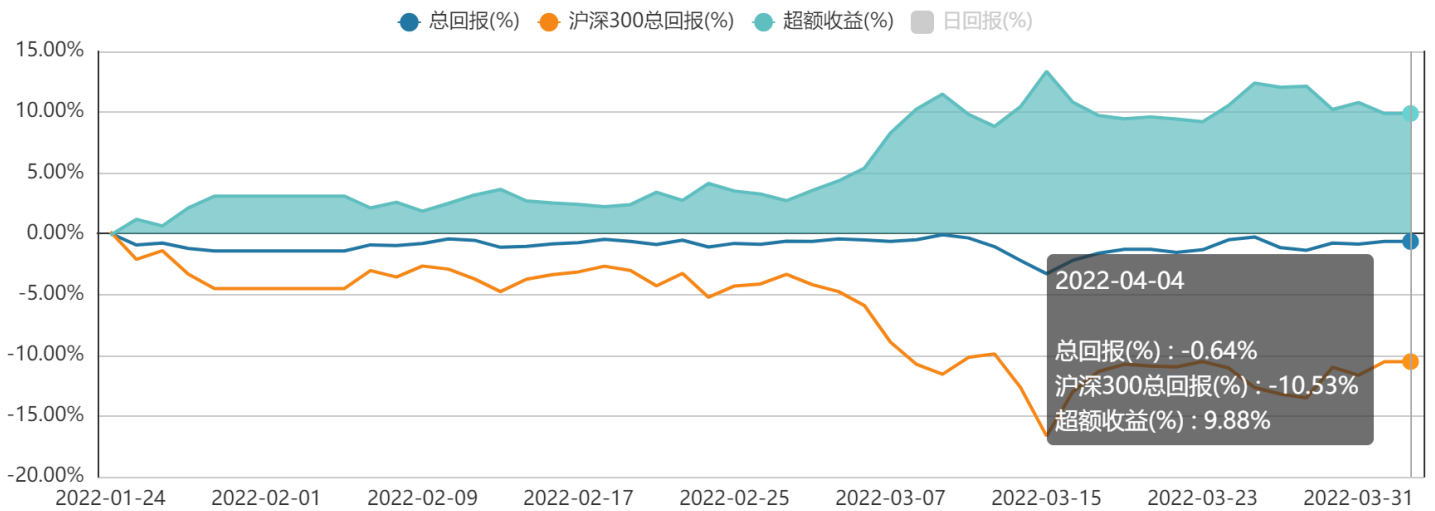
4. 资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25%

表 1：本期大类资产配置比例

大类资产	代表资产	代码	配置比例
股票	华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.OF	25%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.OF	25%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.OF	25%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.OF	25%

资料来源：Wind，中原证券

图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图



资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

- (1) 政策、经济数据预测不及预期，突发风险事件等；
- (2) 大类资产配置模拟组合仅用于回测，过往收益率不代表未来状况。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。