

相关报告

《总量周观点：经济下行压力加大，稳增长信号明显增强》 2022-04-04

《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

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：**国际上，中美十债收益率利差4月11日盘中出现倒挂，为近十年来的低点，显示出中美货币政策周期错位加强。国内层面，疫情控制压力进一步加大，对短期经济增长的冲击较为显著，高频数据显示，3月以来我国经济增长持续下移，4月初也延续了这一趋势。信贷方面，3月社融存量同比增长10.6%，新增人民币贷款分项为3.23万亿，明显强于预期，一方面3月通常为信贷大月，另一方面此前稳增长信号的增强效力有所体现，信贷政策持续发力。当前国内外环境复杂性不确定性加剧，国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加。4月6日，国常会强调“把稳增长放在更加突出的位置”，一方面针对餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业及中小微企业加大纾困力度；另一方面指出货币政策要适时灵活运用再贷款等多种工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。整体上，货币政策的宽松预期增强，考虑到此前央行上缴利润或能补足长期流动性缺口，OMO、MLF降息概率加大。全年来看，一季度增速或低于5.5%目标，下半年有望上扬式复苏。
- **股票：**上周，全球主要指数普遍收跌，纳斯达克指数跌幅达3.86%。国内市场全部下跌，创业板、科创板等指数跌幅较大，上证50、沪深300指数跌幅相对较小。上周，沪深两市日均成交额9,385亿元，较上周环比+10.7%，成交额有所放大。上周，5个行业上涨，25个行业下跌；建筑、钢铁、建材等行业涨幅居前；农林牧渔、电子、新能源等行业跌幅居前。西部大基建、西部水泥、黄金等概念板块涨幅居前；CRO指数、食品安全、光伏逆变器等行业跌幅居前。疫情扩散超预期，应对措施影响经济。上海疫情扩散速度较快，3月1日至4月8日，上海累计新增确诊和无症状感染者达156,024人。上海GDP占全国总量的15%，在全国经济中具有重要引领作用，上海疫情势必会影响全国经济。2022年经济增长目标是5.5%，俄乌冲突、上海疫情等意外因素可能影响经济目标的实现，除了加大稳增长的措施，稳就业和稳物价是当前施政的另一个重点。美国通胀压力不减，美联储或提前缩表。预计市场将继续底部震荡，重点关注稳增长、涨价、避险等方向的投资机会。建议仓位维持6成，短期关注建筑、农林牧渔、非银。
- **债券：**清明节假期后债市波动不大，整体小幅下行，整体行情较为平淡。消息面上主要是总理国常会表态“部署适时运用货币政策工具”后债市宽松预期一度加强，利率小幅下行。随后新闻通稿措辞更偏宽信用，没有明确的指向降准降息等总量货币政策工具，市场情绪有所冷却小幅回调。全周收益率曲线基本平行小幅下行。美债

利率快速上行，标志性的 10 年中美利差本周开市即出现倒挂，市场担忧中美利差制约人民银行降息，利率出现一定调整。预计本周市场仍将在数据发布和 MLF 操作时点对人民银行降息可能性开展博弈，波动幅度放大。

- **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：稳增长信号持续增强，信贷强于预期	4
2. 股票：疫情超预期，着力稳增长	5
3. 债券：中美利差倒挂带来情绪冲击	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

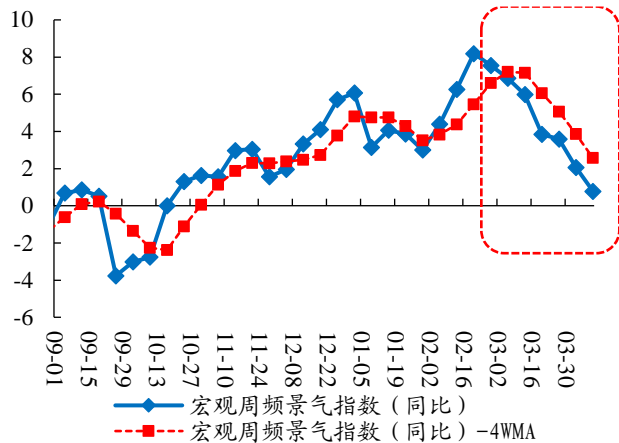
图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	4
图 2：我国南华工业品价格指数与国际油价	4
图 3：中美十年期国债收益率走势与利差	4
图 4：美元兑人民币汇率中间价走势（USD/CNY）	4
图 5：全球主要指数涨跌幅(%)	5
图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)	5
图 7：中信一级行业周度涨跌幅（%）	5
图 8：国债收益率曲线变陡	6
图 9：国开债收益率曲线变陡	6
图 10：同业存单收益率	6
图 11：大类资产配置模拟组合净值走势图	7
表 1：本期大类资产配置比例	7

1. 宏观：稳增长信号持续增强，信贷强于预期

宏观回顾：国际上，中美十债收益率利差 4 月 11 日盘中出现倒挂，为近十年来的低点，显示出中美货币政策周期错位加强：一方面美国当前通胀压力较大，经济复苏相对强劲，联储政策态度较为强硬；另一方面我国经济下行压力加大，且坚持“以我为主”的货币政策，宽松预期较强。国内层面，疫情控制压力进一步加大，对短期经济增长的冲击较为显著，高频数据显示，3 月以来我国经济增长持续下移，4 月初也延续了这一趋势。信贷方面，3 月社融存量同比增长 10.6%，新增人民币贷款分项为 3.23 万亿，明显强于预期，一方面 3 月通常为信贷大月，另一方面此前稳增长信号的增强效力有所体现，信贷政策持续发力。

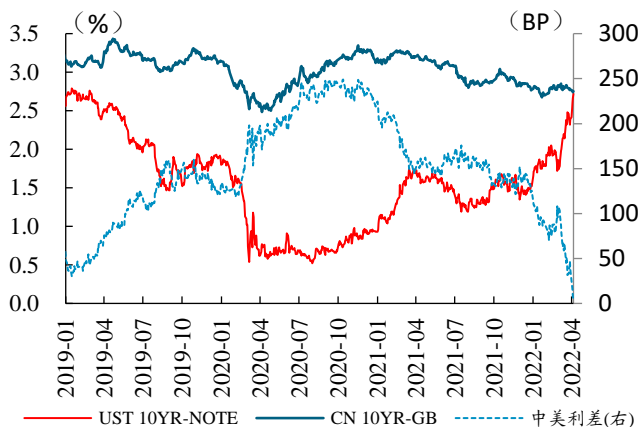
宏观展望：当前国内外环境复杂性不确定性加剧，国内疫情近期多发，市场主体困难明显增加。4 月 6 日，国常会强调“把稳增长放在更加突出的位置”，一方面针对餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等特困行业及中小微企业加大纾困力度；另一方面指出货币政策要适时灵活运用再贷款等多种工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。整体上，货币政策的宽松预期增强，考虑到此前央行上缴利润或能补足长期流动性缺口，OMO、MLF 降息概率加大。全年来看，一季度增速或低于 5.5% 目标，下半年有望上扬式复苏。

图 1：我国近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



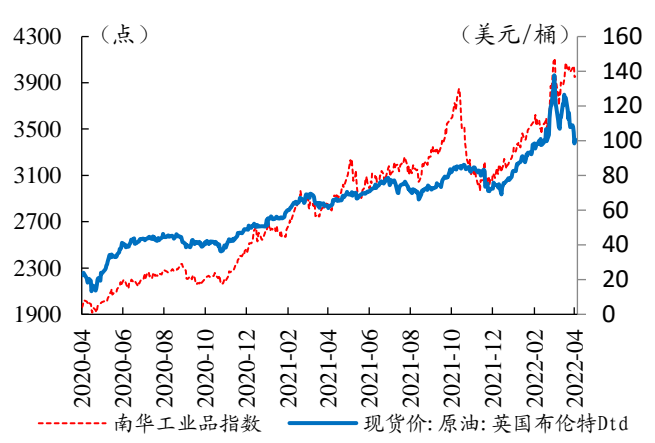
资料来源：Wind，中原证券

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：疫情超预期，着力稳增长

股市回顾：上周，全球主要指数普遍收跌，纳斯达克指数跌幅达 3.86%。国内市场全部下跌，创业板、科创板等指数跌幅较大，上证 50、沪深 300 指数跌幅相对较小。上周，沪深两市日均成交额 9,385 亿元，较上周环比+10.7%，成交额有所放大。上周，5 个行业上涨，25 个行业下跌；建筑、钢铁、建材等行业涨幅居前；农林牧渔、电子、新能源等行业跌幅居前。西部大基建、西部水泥、黄金等概念板块涨幅居前；CRO 指数、食品安全、光伏逆变器等概念板块跌幅居前。

股市展望：疫情扩散超预期。上海疫情扩散速度较快，3 月 1 日至 4 月 8 日，上海累计新增确诊和无症状感染者达 156,024 人。上海 GDP 占全国总量的 15%，在全国经济中具有重要引领作用，上海疫情势必会影响全国经济。2022 年经济增长目标是 5.5%，俄乌冲突、上海疫情等意外因素可能影响经济目标的实现，除了加大稳增长的措施，稳就业和稳物价是当前施政的另一个重点。美国通胀压力不减，美联储或提前缩表。预计市场将继续底部震荡，重点关注稳增长、涨价、避险等方向的投资机会。建议仓位维持 6 成，短期关注建筑、农林牧渔、非银。

图 5：全球主要指数涨跌幅(%)

2022/4/8	周涨跌	月涨跌	2022年涨跌	2021年涨跌
道琼斯工业指数	-0.28	2.44	-4.45	18.73
纳斯达克指数	-3.86	-12.36	-12.36	21.39
标普500	-1.27	2.61	-5.83	26.89
英国富时100	1.75	2.83	3.86	14.30
法国CAC40	-2.04	-1.66	-3.46	28.85
德国DAX	-1.13	-1.23	-10.08	15.79
日经225	-2.46	1.73	-6.27	4.91
韩国综合指数	-1.44	0.04	-9.31	3.63
恒生指数	-0.76	-3.70	-6.52	-14.08
澳洲标普200	-0.21	6.08	0.45	13.02
印度SENSEX30	0.29	5.69	2.05	21.99
俄罗斯RTS	4.49	15.27	-32.32	15.01
巴西指数	-2.67	4.58	12.88	-11.93
上证指数	-0.94	6.08	-10.66	4.80
深证成指	-2.20	-11.12	-19.51	2.67
台湾加权指数	-1.93	-2.08	-5.13	23.66

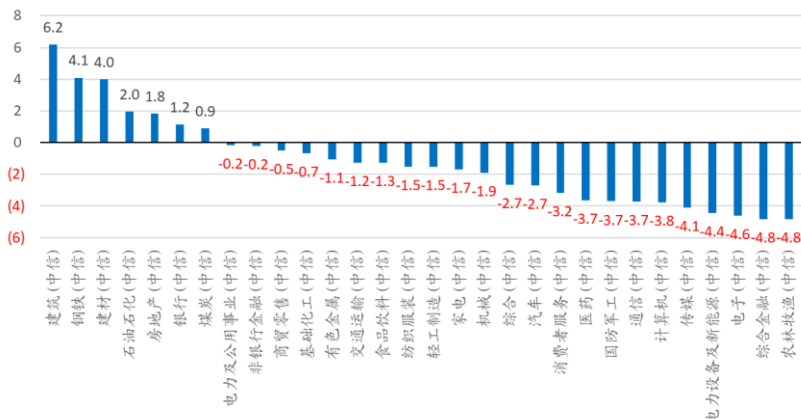
资料来源：Wind，中原证券

图 6：A 股主要指数涨跌幅(%)

2022/4/8	周涨跌	月涨跌	2022年涨跌	2021年涨跌
上证指数	-0.94	-6.08	-10.66	4.80
深证成指	-2.20	-11.12	-19.51	2.67
创业板指	-3.64	-10.81	-22.66	12.02
沪深300	-1.06	-7.66	-14.36	-5.20
上证50	-0.60	-5.04	-10.65	-10.06
中证500	-2.21	-9.18	-15.43	15.58
科创50	-5.69	-17.79	-26.53	0.37
创业板50	-3.30	-10.31	-23.00	16.88
万得全A	-1.74	-8.49	-14.82	9.17
中小板指	-2.14	-13.10	-19.46	4.62
上证180	-0.64	-6.05	-10.88	-5.19
上证380	-2.06	-9.02	-14.35	16.39
中证100	-0.80	-6.67	-13.14	-10.55
中证500	-2.21	-9.18	-15.43	15.58
中证800	-1.34	-8.02	-14.62	-0.76
中证1000	-2.91	-11.38	-17.91	20.52

资料来源：Wind，中原证券

图 7：中信一级行业周度涨跌幅 (%)

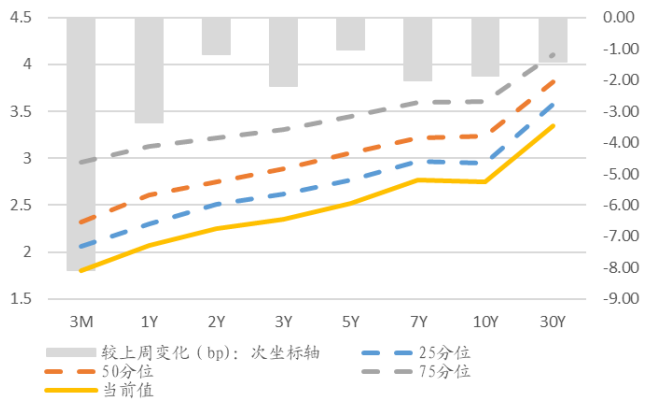


资料来源：Wind，中原证券

3. 债券：中美利差倒挂带来情绪冲击

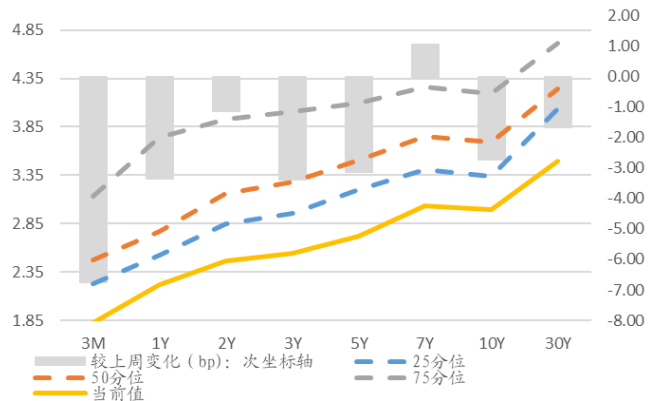
债市回顾：清明节假期后债市波动不大，整体小幅下行，整体行情较为平淡。消息面上主要是总理国常会表态“部署适时运用货币政策工具”后债市宽松预期一度加强，利率小幅下行。随后新闻通稿措辞更偏宽信用，没有明确的指向降准降息等总量货币政策工具，市场情绪有所冷却小幅回调。全周收益率曲线基本平行小幅下行，资金宽松1年以内利率下行幅度较大。

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：美债利率快速上行，标志性的 10 年中美利差本周开市即出现倒挂，市场担忧中美利差制约人民银行降息，利率出现一定调整。收益率倒挂的背景是中美货币政策错位加强，对债市的直接影响是中债的名义利率吸引力下降，外资买入力度下降，人民币汇率趋向回落。吸引力的下降是一个渐进的过程，中美短端倒挂已经有一段时间了，最近几个月外资一直没有明显的资金流入，10 年利差倒挂后的调整更多是一个标志性事件带来的情绪影响而非外资抛售冲击市场。倒挂事件本身可能并不足以打消降息预期，一方面人民银行“以我为主”，一方面美国的经济形势中期不确定性也比较大。收益率曲线自身也处于倒挂状态。此外也需要考虑实际利率的角度上看，中美利差当前并未倒挂。中美利差倒挂短期影响债市情绪，预计本周市场仍将在数据发布和 MLF 操作时点对人民银行降息可能性开展博弈，波动幅度放大。

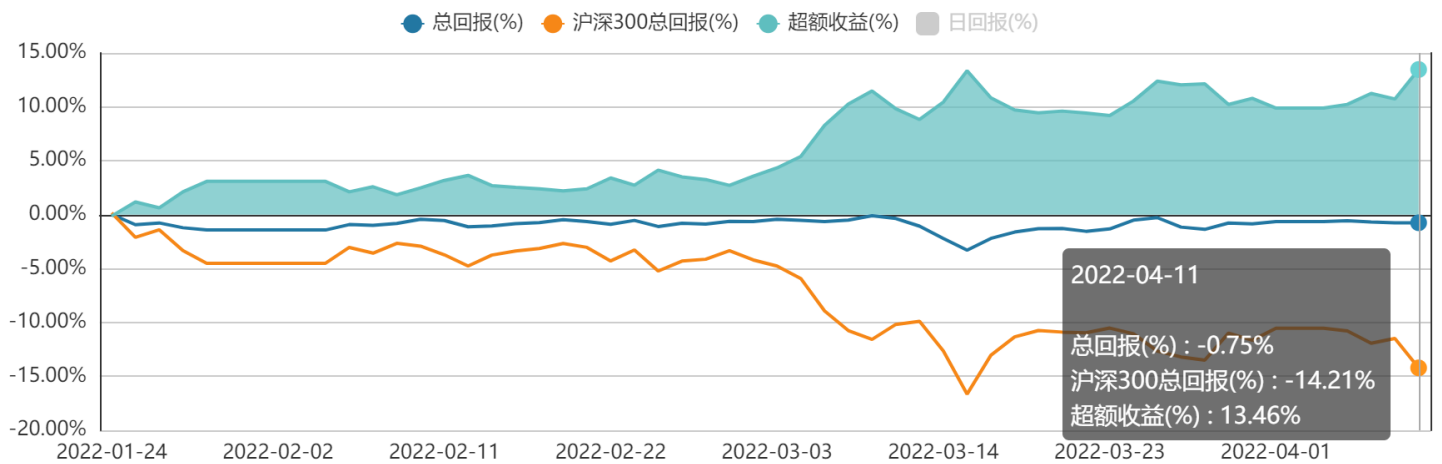
4. 资产配置：股票 25%、债券 25%、商品 25%、Reits25%

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	510300.0F	25%
债券	国泰上证 10 年期国债 ETF	511260.0F	25%
商品	大成有色金属期货 ETF	159980.0F	25%
REITS	博时招商蛇口产业园 REIT	180101.0F	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溯，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。