



金融市场分析周报:资金面维持宽松, 人民币贬值引发市场担忧情绪 (2022.04.18-2022.04.22)

金融市场分析周报

2022年04月25日

摘要

- **一季度经济数据:稳增长政策强化及限产政策放松下,一季度经济同比增速回升,但疫情反弹和俄乌冲突加剧也导致经济边际趋缓,经济下行压力加大。**去年底煤炭等限产政策的放松,主要支撑一季度GDP同比增速超预期,但3月以来国内多地疫情反弹,导致经济下行压力加大,主要经济指标同比增速均有不同程度放缓。本轮疫情始于3月初,此次经济数据并不能完全体现疫情影响,由于Omicron传染性更强,实现动态清零的难度和成本更大,而且疫情最严重的长三角地区是我国的经济、金融和物流中心,疫情对经济的影响或将超预期,将主要体现在4月份数据上。政策方面,出于稳增长及下半年“二十大”召开的需要,政策整体将维持宽松,但受美联储加息和中美国债利率倒挂掣肘,宽松幅度不会太大。
- **资金面分析:央行及时通过降准等手段补充流动性,本周税期OMO虽小幅净回笼,但资金价格整体平稳;预计下周跨月资金面大幅波动的可能有限。**本周央行公开市场共有600亿元逆回购到期,本周央行公开市场累计进行了500亿元逆回购操作,因此本周央行公开市场净回笼100亿元。央行降准及上缴利润释放流动性,税期资金价格整体保持平稳。下周虽跨月叠加政府债融资提速,但本周资金面已体现出一定韧性,下周跨月资金面大幅波动的可能有限。
- **利率债:债市多空因素交织,短期安全,但是压力将逐步显现。**从经济基本面、汇率、利率债供给、海外市场利率走势、货币与信用相对强弱来看,当前债市面临的多空因素较为复杂。经济基本面当前对债市的友好是较为确定的,汇率、利率债供给、海外市场利率走势也是较确定的。不确定的是,货币政策能否进一步宽松,以及稳增长及宽信用推进的强度及节奏。近期政策频繁强调“把稳增长放在更加突出的位置”,后续随着国内疫情防控形势的好转,各项稳增长政策可能加速落地,债市在宽货币预期兑现后,可能更多地反映宽信用/宽财政的预期。
- **可转债:权益市场持续下探,超七成可转债呈现下跌行情,关注稳增长政策驱动下的基建、地产、金融板块、困境反转机会和优质新券。**权益市场深度调整过程中转债被正股拖累震荡下行,转股溢价率被动抬升,债底保护作用有所凸显,可关注稳增长政策驱动下的基建、地产、金融板块、困境反转机会和优质新券。
- **权益市场:市场再度暴跌,沪指完成二次探底。**本周沪指再度大幅调整,深市保持颓势。上证综指最终报收3086.92点,本周下跌3.87%。建设化纤强国,关注化纤与新材料的投资机会;养老金第三支柱建设提速,关注在养老板块布局的优质险企;国常会强调增产稳价,关注火电盈利拐点;3月新能源乘用车加速渗透,电动化进程仍在持续。展望后市,考虑到美联储的快速缩表及大幅加息将在5月开始,而国内针对疫情的动态清零防疫政策尚未出现明显变化。市场或在5月将震荡整理。受疫情扰动,四月经下行压力加大。因此后续需要更多稳增长政策的出台和见效来实现本年度经济增长目标。建议关注银行地产链、新老基建链和大众消费等板块。短期内美债收益率的上行将对A股成长风格形成压制,但中长期来看,成长仍具备配置价值。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中
航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

- **黄金：美联储再次释放鹰派信号，叠加美债收益率快速升高，金价下跌。**金价本周明显承压，主因是美联储再度向市场释放“鹰派”信号，市场对加速加息的预期升温，美债收益率快速走高。俄乌形势已发生一定变化，随着俄乌双方和谈陷入停滞及俄罗斯加大东部地区军事攻势，俄乌形势或将再次恶化，另外由于通胀预期，预计美国高通胀率将延续，这些都将继续支撑短期的金价。
- **原油：全球经济增速预期放缓，加上美联储整体趋鹰，油价出现下跌。**本周油价回落下跌，主因是IMF调低全球和主要经济体的经济增速，以及美联储表态将继续加快加息，从而打压原油需求前景。展望未来油价，俄乌冲突延续，但冲影响正在减弱，随着媒体所宣称的结束日临近，预计俄罗斯将加大攻势。油价后续变化将转到供需基本面上来，中国疫情演变和发展可能成为影响未来油价的一个主要因素，如果疫情延续或恶化，油价将继续下跌。
- **黑色产业链：房地产行业投资增速数据放缓，导致螺纹钢价格承压，疫情反弹导致双焦生产和物流受阻，价格出现暴跌。**本周螺纹钢价格下跌更多是受到房地产等经济数据较差的影响。后续看，短期终端需求仍然较弱，钢价将延续震荡运行，预期疫情5月上旬缓和后，地产销售才能出现一定好转。部分地区疫情反复，区域内管控加严，物流受阻，部分钢厂焦炭库存告急，生产受到一定影响，使得市场投资者信心受挫，焦炭期价暴跌。后续看，在强需求、低库存、高成本等因素影响下，焦炭基本面偏强，焦炭或出现弱转强。焦煤期价则在煤矿事故及疫情双重影响下也出现暴跌。
- **人民币兑美元汇率分析：美联储主席鲍威尔强化加快收紧货币政策步伐预期，中美货币政策错位下人民币兑美元贬值。**本周美元指数呈V型走势。俄乌冲突影响下欧洲通货膨胀大幅走高，高企的通货膨胀也成为了欧洲央行加速货币政策转向的主要动力，本周欧洲央行多位官员发表鹰派言论，欧元有所走强，美元指数相对走弱。此外，本周二IMF下调美国2023年经济增速预期，一定程度也影响了市场对于美联储的紧缩预期以及美元指数。但本周随后美联储主席鲍威尔发言强化了美联储加速收紧货币政策预期，美元指数随之反弹，并一度超过之前位置。美联储持续收紧货币政策，中美货币政策错位，中美国债利差一度倒挂，人民币汇率承压，本周人民币兑美元有所贬值。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发



目录

一、 本周重点经济数据分析.....	4
1.1 一季度经济概况.....	4
1.2 每周要闻.....	9
二、 固定收益市场分析.....	9
2.1 资金面分析.....	9
2.2 利率债走势分析.....	11
2.3 存单信用债分析.....	12
2.4 可转债分析.....	13
三、 主要资产价格分析.....	14
3.1 权益市场分析.....	14
3.2 黄金市场分析.....	17
3.3 原油市场分析.....	18
3.4 黑色产业链分析.....	19
3.5 人民币兑美元汇率分析.....	20



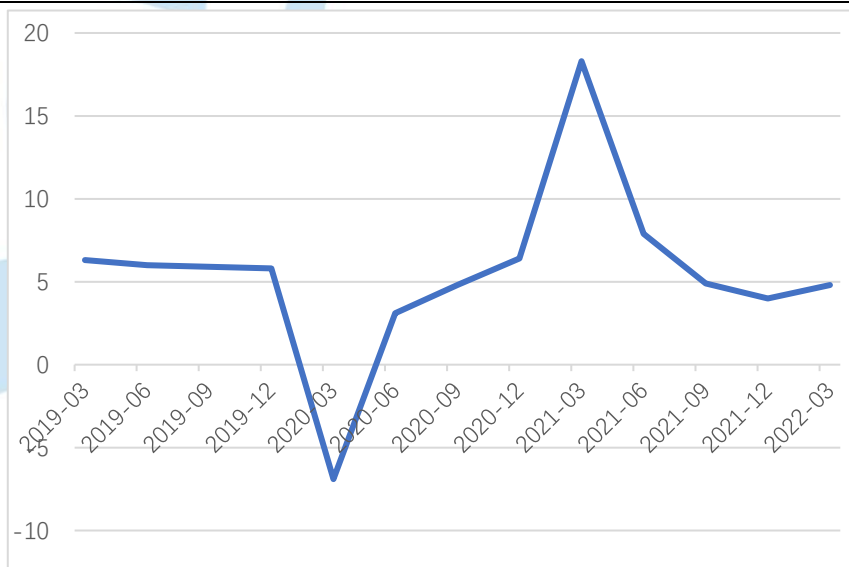
一、 本周重点经济数据分析

1.1 稳增长政策强化及限产政策放松下，一季度经济同比增速回升，但疫情反弹和俄乌冲突加剧也导致经济边际趋缓，经济下行压力加大

稳增长环境下，随着煤炭等限产政策的放松，一季度 GDP 同比增速超出市场预期，但 3 月以来国内多地疫情反弹，经济下行压力加大，主要宏观指标增速均有放缓。严厉的限产政策是 2021 年供给冲击的主要来源，而去年 12 月以来限产政策的放松则是一季度中国 GDP 增速回升的主要原因之一。国家统计局 4 月 18 日发布的宏观数据显示，2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，超出市场预期，但仍低于 2022 年全年 5.5% 左右的目标增速，表明后续维稳压力较大。边际上，一是环比看，一季度 GDP 增速回落 0.3 个百分点至 1.3%，显示经济修复放缓。二是月度数据看，一季度增速主要是受 1-2 月数据强劲的支持，3 月经济数据因疫情和俄乌冲突影响而全线下降。3 月，规模以上工业增加值同比增长 5%，低于 1-2 月 2.5 个百分点；消费受疫情冲击较大，社会消费品零售总额同比增速由正转负，大幅下降 10.2 个百分点至 -3.5%，低于市场预期，为 2020 年 8 月以来首次出现负增长；投资固定资产完成额也回落 2.9 个百分点至 9.3%；海关总署此前公布的出口数据显示，3 月出口同比增速为 14.7%，较 1-2 月下降 1.6 个百分点，不过出口增速仍维持两位数，对经济起到一定支撑作用。

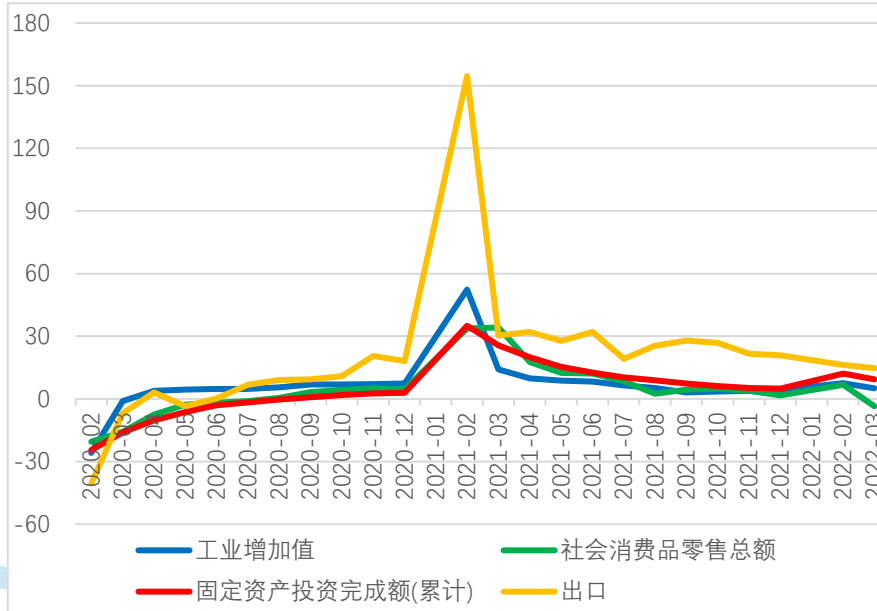
疫情对经济的冲击或在 4 月份集中体现，经济下行压力加大，政策进一步宽松受美联储加速加息掣肘。国内本轮疫情反弹始于 3 月初，但上海直至 3 月下旬才正式进入严格封控，真实经济下滑应从 3 月下旬开始，因此 3 月经济数据不能完全体现疫情影响。由于 Omicron 传染性更强，实现动态清零的难度和成本更大，而且长三角地区是此次疫情最严重地区之一，也是中国的经济、金融和物流中心，疫情对经济的冲击或将超预期，且影响将主要体现在 4 月份数据上，经济下行压力边际将增大。全年看，受疫情频发影响，今年 GDP 同比增速或被压低 0.3 个到 0.5 个百分点，IMF 4 月 19 日最新发布的《世界经济展望》已将中国增速预测从年初的 4.8% 下调至 4.4%。政策方面，出于稳增长的需求以及下半年“二十大”顺利召开的需要，政策整体将维持宽松，但受美联储加息和中美国债利率倒挂掣肘，宽松幅度不会太大，预计在 4 月 15 日央行宣布降准 25 个基点之上，年中可能再降准 25 个基点，LPR 可能下调 10 个基点，以支撑不断下滑的经济。

图 1：一季度 GDP 同比增长 4.8%，超出市场预期 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

图 2: 3 月主要经济指标同比均出现下滑, 消费增速下降较多 (%)

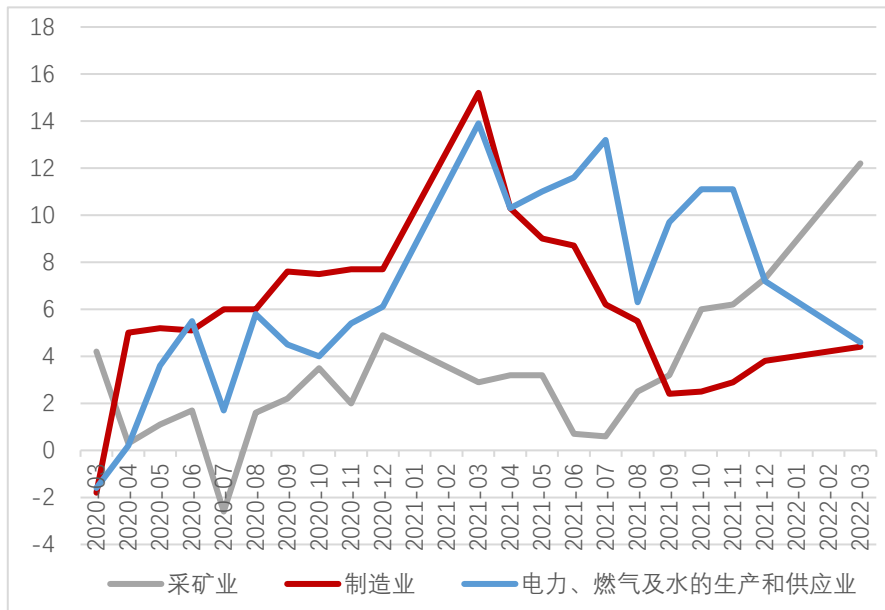


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

上海等国内多省市疫情反弹及防控措施收紧, 导致部分制造业企业停工停产, 交通物流收到严重影响, 对工业生产造成拖累。3 月规模以上工业增加值同比实际增长 5%, 较 1-2 月累计增速回落 2.5 个百分点, 仍高于市场预期。从工业三大门类看, 只有采矿业增加值增速提升, 且高于工业总体增速, 3 月同比增长 12.2%, 较 1-2 月加快 2.4 个百分点; 制造业与电力、燃气及水的生产和供应业增加值增速均放缓, 分别增长 4.4%、4.6%, 低于 1-2 月 2.9 个、2.2 个百分点。此次增加值的下滑主要受制造业的拖累, 采矿业增加值则保持升势, 这与 2021 年同期表现形成了鲜明对比。去年一季度限产政策开始强化, 并集中作用于上游采矿业上, 采矿业工业增加值先于制造业而下滑, 而今年则是在限产放松、疫情冲击的背景下, 制造业工业增加值先于采矿业下滑, 两者背后原因不同。

41 个工业大类行业中, 有 37 个行业增加值保持同比增长。防疫及在线办公相关产品产业表现较好, 医药制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比分别增长 10.1%、12.5%, 明显高于工业总体增速, 但较前两月小幅回落 2.8 个、0.2 个百分点。前期有所缓解的汽车行业缺芯问题, 在 3 月或有所加剧, 汽车制造业增加值同比下降 1%, 大幅低于前两月的 7.2% 增速, 可能反映出上海等地疫情反弹, 使得物流及产业链供应链受阻, 冲击部分原材料和中间品供应, 进而拖累相关工业生产。

图 3: 制造业与电力、燃气及水的生产和供应业同比增速下滑, 采矿业增速加快 (%)

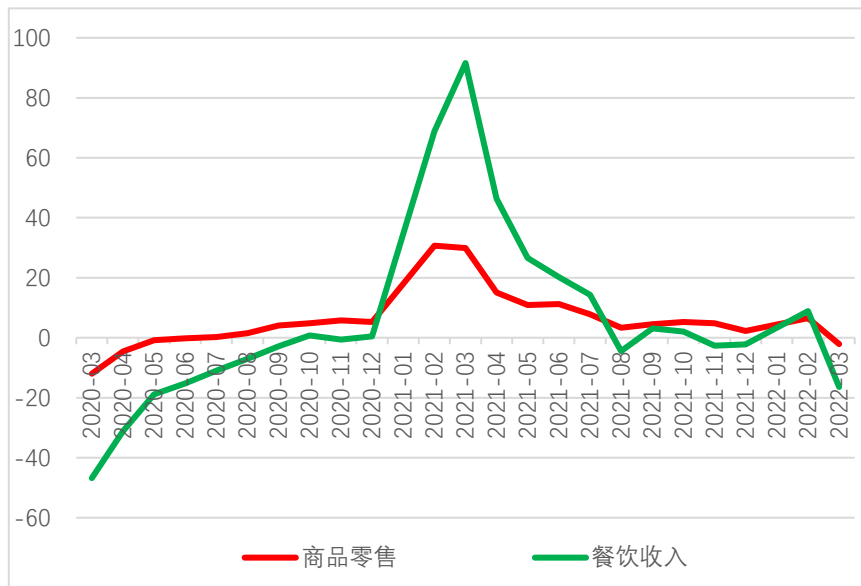


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

多地疫情发展趋于严重，对消费影响较大，导致消费同比大幅下降，餐饮收入降幅尤其明显，且降幅高于市场预期。3月社会消费品零售总额同比增下降3.5%，较1-2月大幅回落10.2个百分点，为2020年5月以来最低，其中汽车以外的消费品零售额下降3%，低于前值10个百分点。疫情多点复发和防控措施升级给居民收入增长、支出意愿和消费复苏带来的扰动已有一定程度的体现，预计4月份消费数据将面临更大压力。按消费类型分，3月商品零售同比下降2.1%，较1-2月回落8.6个百分点；餐饮收入同比下降16.4%，为2020年6月以来最低，较1-2月回落25.3个百分点，显示随着多地疫情反弹，部分地区人员流动大幅下降，对餐饮消费冲击明显。此外，疫情反弹对跨区域物流造成较大影响，网上消费增速也出现明显放缓，一季度全国网上零售额同比增速大降3.4个百分点至6.6%，为2020年6月以来最低。

主要消费商品增速上也体现疫情的影响。3月，粮油食品类等必需品和药品消费增速加快，同比分别增长9.3%和9.1%，高于前值1.4个和1.6个百分点，显示消费者在疫情反弹可能导致居家隔离的担忧下，加紧备货；服装鞋帽、针纺织品消费同比增速再度转负，下降0.9%；汽车消费同比增速由正转负，同比下降0.3%；尽管3月国内油价三次上调，石油及制品消费同比增速仍较前值回落5.9个百分点至19.7%，显示疫情之下，人员、货物流动放缓。

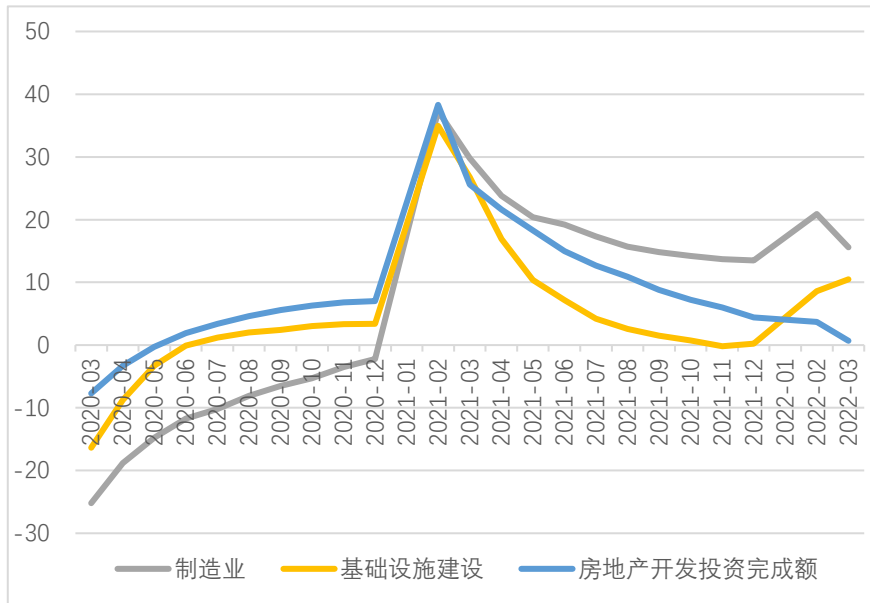
图 4: 3月消费受疫情影响较重，餐饮收入增速大幅下滑 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

稳增长政策带动下, 基建投资增速持续回暖, 制造业、房地产投资增速放缓。受 3 月以来疫情反弹等因素的影响, 一季度投资增速回落, 但仍高于市场预期。作为稳预期、稳增长的抓手, 1-3 月全国固定资产投资累计同比增长 9.3%, 较 1-2 月回落 2.9 个百分点。环比看, 3 月投资环比增速为 0.61%, 较 2 月微降 0.05 个百分点。三大投资看, 基建投资加速, 而制造业投资和房地产投资增速放缓。在专项债发行加速、项目储备相对充足等带动下, 一季度基建投资延续年初的回暖趋势, 一季度同比增速达到 8.5%, 高于 1-2 月 0.4 个百分点, 这与地方政府专项债提前下达、一些重大工程提前开工有关。截至 2022 年 3 月末, 各省份累计发行地方政府专项债约 1.25 万亿元, 占提前下达额度的 86%。疫情对制造业投资产生负面影响, 一季度制造业投资表现回落幅度最大, 达到 5.3 个百分点, 不过其 15.6% 的累计增速, 仍高于整体投资增速。房地产投资增速则结束了年初的短暂反弹, 一季度同比增长 0.7%, 低于前值 3 个百分点。未来房地产投资仍将承压, 3 月房地产投资先行指标中, 仅土地购置面积同比降幅略有收窄, 但仍高达 41%; 其余指标降幅均有所扩大: 商品房新开工面积同比降幅扩大 10 个百分点至 -22.2%; 商品房销售面积同比降幅扩大 8.1 个百分点至 17.7%; 到位资金同比下降 23%, 降幅扩大 5.3 个百分点。

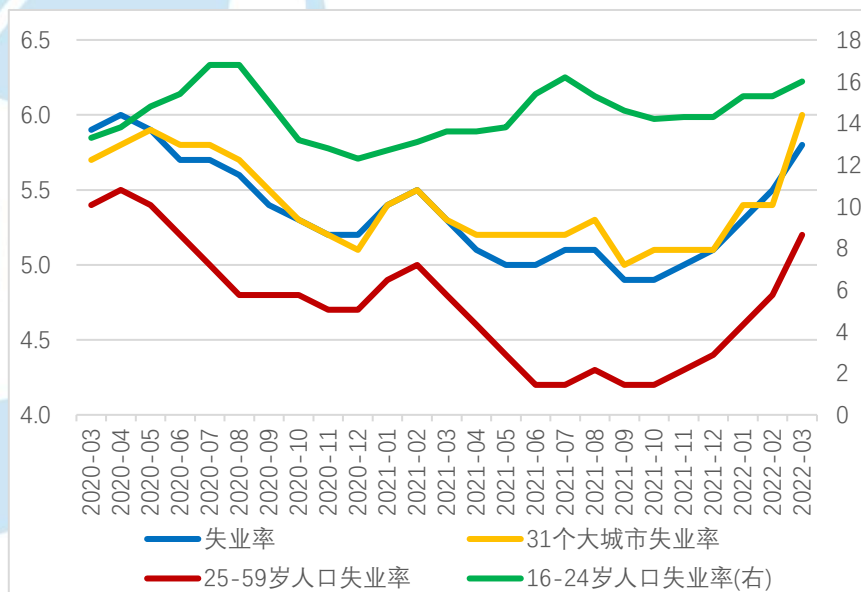
图 5: 1-3 月基建投资累计增速加快, 制造业和房地产投资增速下滑 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

经济下行压力加大之下，失业率连续上升，就业压力随着增大。3月城镇调查失业率为5.8%，较2月逆季节性上升0.3个百分点，连续5个月上升，其中16-24岁青年失业率达16%，较上月上升0.7个百分点；25-59岁失业率为5.2%，上升0.4个百分点。近期国家统计局PMI数据的从业人员指数均仍处于收缩区间，暴露出就业市场压力和居民可支配收入的增长将继续成为宏观经济复苏中的结构性弱点。此外，2022届高校毕业生规模预计将首次突破千万，达1076万人，同比增加167万人，但另一方面，受疫情影响，高校毕业生招聘需求下降，求职面试都受到一定限制。考虑到高校毕业生集中进入劳动力市场，疫情之下就业形势和就业压力严峻复杂。

图6: 3月城镇调查失业率升至5.8%，就业压力加大 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.2 每周要闻

1、央行、外汇局：支持地方政府适度超前开展基础设施投资

央行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23 条政策举措。《通知》指出，要发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对受疫情影响行业、企业、人群等金融支持。对于受困人群，金融机构要灵活采取合理延后还款时间、延长贷款期限、延迟还本等方式予以支持，相关逾期贷款可以不作逾期记录报送。支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法合规保障融资平台公司合理融资需求。引导平台企业依法合规开展普惠金融业务，最大化惠企利民。

2、央行：已上缴 6000 亿结存利润，相当于投放基础货币 6000 亿

央行透露，今年已向中央财政上缴结存利润 6000 亿元，相当于投放基础货币 6000 亿元，和全面降准 0.25 个百分点基本相当。今年以来引导市场利率下行 0.1-0.15 个百分点，带动一季度企业贷款利率同比下降 0.21 个百分点至 4.4%，为有统计以来的记录低点。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行及时通过降准等手段补充流动性，本周税期 OMO 虽小幅净回笼，但资金价格整体平稳；预计下周跨月资金面大幅波动的可能有限

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 100 亿元

本周央行公开市场共有 600 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 100 亿元。下周央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期，周一至周五均到期 100 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	-100	-200	-100	-800	-300
7 天	100	100	100	100	100
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	0	-100	0	0	0

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：央行降准，税期资金价格整体保持平稳。央行决定于 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，受此影响，本周虽然缴税走款，但资金面整体维持平稳，前期央行上缴利润可能也对资金市场起到了一定的补充流动性的作用。本周隔夜及 7d 资金价格整体呈现下行趋势，但随 14d 资金开始跨月以及五一假期影响下，14d 资金价格较上周小幅上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.2696%，R007 加权平均降至 1.7185%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均分别降至 1.6770%、1.9710%。

表 2：本周货币市场利率（%）

市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.4408	1.3513	1.3599	1.3529	1.2696

	R007	1.9049	1.8699	1.8446	1.7979	1.7185
	R014	2.1096	2.1399	2.0753	2.0561	2.0550
	R021	2.3853	2.3654	2.2671	2.1379	2.1478
	R1M	2.3793	2.3267	2.2642	2.2565	2.2321
上交所协议回购	206001	3.9850	4.0810	3.6460	3.3900	
	206007	4.0620	3.8160	4.2330	4.4540	4.7340
	206014	4.4800	5.5040	4.0770	4.4620	5.1200
	206021	4.8190	5.3220	4.9740	4.9660	5.0540
	206030	6.0090	6.1210	6.1230	6.3560	6.4600
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1704	2.1672	2.1810	2.1698	2.1723

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

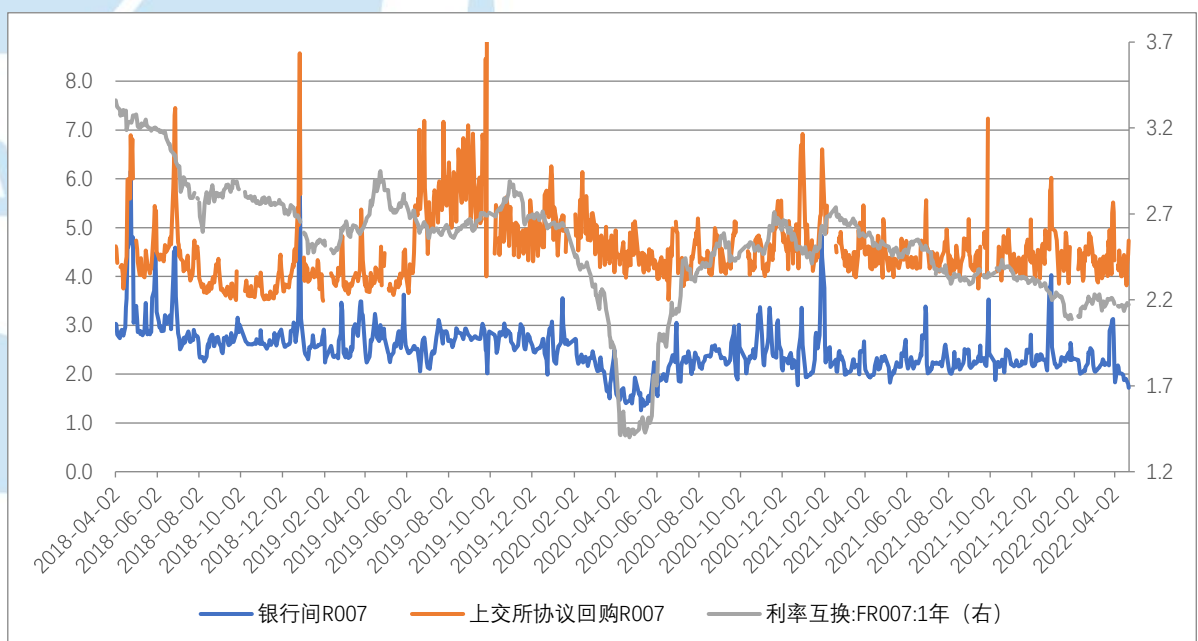
2) 资金面的展望：央行及时补充流动性下，下周跨月资金面大幅波动的可能有限

本周虽然缴税走款，但资金价格整体平稳，主要原因可能在于 1) 央行降准叠加前期上缴利润，释放资金超 1 万亿元，对市场流动性进行了及时补充；2) 3 月份经济运行情况不佳，叠加近期减税政策的影响，本次缴税额度相对较低。

从当前货币政策来看，宽货币率先发力，宽信用政策进行跟随。目前 4 月份金融数据总量上有所提升，但新增信贷仍以短期未知，融资结构仍存优化空间，说明实体经济融资需求仍不强。预计未来宽信用将持续发力，资金面快速收窄的可能性较小。

展望下周，虽然临近月末，但政府债券净融资提速。下周国家加地方政府债净融资超 3700 亿元，为 4 月最高，政府债融资提速可能对于资金面产生一定冲击。此外，下周随主要期限资金开始跨月，也将对于资金价格产生影响。整体来看，本周资金面虽经历缴税，但表现稳定，体现出一定抗冲击性，下周虽然存在一定对资金面潜在冲击，但预计资金面大幅波动的可能性有限。

图 7：本周各期限资金价格下行 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析: 国内维持宽松, 外围收益率上行期间, 国内债市很难独善其身

1) 利率债走势复盘: 人民币汇率承压贬值, 债市情绪回落

本周, 资金面持续宽松, 人民币汇率承压贬值, 债市情绪回落。周一, 央行开展 100 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 零投放, 前一周五降准幅度不及预期的情绪, 继续发酵, 长债利率早盘平开后快速上行, 一季度经济数据公布略好于预期, 继续压制债市情绪, 午后媒体报道称: 监管部门要求地方需在 6 月底前完成大部分 2022 年新增专项债的发行工作, 在三季度完成剩余额度的发行, 长债利率收盘时明显上行; 周二, 央行开展 100 亿 7 天逆回购, 当日有 200 亿逆回购到期, 净回笼 100 亿, 市场情绪延续弱势, 央行发布“二十三条”加大对实体经济的支持力度, 导致市场对宽信用的担忧升温; 周三, 央行开展 100 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 零投放, 一年期和五年期贷款市场报价利率 (LPR) 分别维持在 3.70% 和 4.60% 不变, LPR 利率没有下调, 市场较为失望, 长债利率继续小幅上行, 当天在岸人民币对美元汇率大幅下挫近 300 点, 跌破 6.40 三道关口报 6.4055, 与此同时离岸人民币对美元直线走底, 一度逼近 6.44 大关; 周四, 央行开展 100 亿 7 天逆回购, 当日有 200 亿逆回购到期, 净回笼 100 亿, 消息面平静, 经过数日调整后买盘力量有所上升, 长债收益率小幅下行 1bp; 周五, 央行开展 100 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 零投放, 易纲行长在演讲中称维护物价稳定是货币政策的首要任务, 市场对总量宽松的预期进一步降温, 长债收益率上行。本周十年国债活跃券 220003 累计上行 5.75bp 至 2.8425%, 十年国开活跃券 220205 累计上行 6.9bp 至 3.0765%。

图 8: 本周 10 年期国债收益率上行 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 利率债展望: 债市多空因素交织, 短期安全, 但是压力将逐步显现

一季度经济基本面受疫情冲击较大, 预计二季度经济数据继续承压, 当前需要关注的核心是经济底的深度和下半年的修复弹性。在疫情冲击下, 供需两端明显走弱。往后看, 防疫策略影响还在持续, 从 3 月的生产、出口和投资数据中可以看出, 中国经济韧性仍在。出于底线逻辑, 稳增长的发力依然会升温, 并且呈现出投资先于消费的节奏。5 月若疫情出现好转, 随着稳增长效果的进一步落地, 经济有望于下半年企稳修复。

人民币进一步贬值压力不可小觑。4月20日，人民币兑美元及其汇率从前一日的6.3778贬值至6.4175，单日贬值0.6%，创2015年8月汇改之后最大单日跌幅，近几日人民币汇率突然出现了加速贬值的倾向，虽然还未形成明显趋势，但按照目前中美两国的基本面，包括中美利差的情况，支撑人民币汇率的基本面持续走弱，贬值压力是一直存在，一旦形成贬值预期，人民币汇率就有可能进入自我强化阶段，阶段性贬值压力不可小觑。

5月、6月预计将迎来政府专项债及国债的发行高峰，政府债净供给或超万亿。目前公告于下周发行的新增专项债规模达620亿，远远高于4月前四周。近期财政部发文要求各地将新额度在4月底前分解下达至市县，6月底前要完成大部分今年新增专项债的发行工作，并于三季度完成剩余额度发行扫尾工作。但截止4月末，今年新增专项债发行规模合计13684亿元，发行进度为37.49%，若要完成财政部目标，5、6月份预计迎来发行高潮。

中国债券市场很难长期背离全球利率走势，走出独立行情。近期10年美债利率升至2.9%以上，突破了其1985年以来的下行通道。在全球通胀中枢上移的背景下，美债利率的大幅上扬可能意味，全球主要经济体利率拐点到来。历史经验表明，全球主要经济体利率的长期走势基本一致，中美利率或有短期背离，但可能难以长期分化，那么，如果美债利率中枢出现趋势性的上升，中国债市也很难独善其身。

债市多空因素交织，短期安全，但是压力将逐步显现。从经济基本面、汇率、利率债供给、海外市场利率走势、货币与信用相对强弱来看，当前债市面临的多空因素较为复杂。经济基本面当前对债市的友好是较为确定的，汇率、利率债供给、海外市场利率走势也是较确定的。不确定的是，货币政策能否进一步宽松，以及稳增长及宽信用推进的强度及节奏。近期政策频繁强调“把稳增长放在更加突出的位置”，后续随着国内疫情防控形势的好转，各项稳增长政策可能加速落地，债市在宽货币预期兑现后，可能更多地反映宽信用/宽财政的预期。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量与净融资额均环比增长，各期限及各评级信用债收益率多数下行

1) 一级市场发行：存单、信用债发行量与净融资额均环比增长

同业存单方面，本周同业存单发行量约6,819.40亿元，环比增长12.27%，到期量约3,788.10亿元，环比下降35.58%，净融资额为3,031.30亿元，环比增长1460.92%。

1M期存单平均发行利率较上周下行7.00bp报2.1242%，3M期存单平均发行利率较上周下行11.53bp报2.2335%，6M期存单平均发行利率较上周下行5.21bp报2.4034%，9M存单平均发行利率较上周下行0.38bp报2.5161%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行约4,067.05亿元，环比增长38.30%，到期量约2,643.81亿元，环比增长8.66%，净融资额为1,423.24亿元，环比增长180.28%。

2) 二级市场走势及信用利差：各期限及各评级信用债收益率多数下行，信用利差多数收窄

信用债二级市场方面，本周3年期AAA级、5年期AAA级信用债收益率分别上行3.89bp、2.98bp，其余各期限及各评级信用债收益率均有下行，1年期AA+级、1年期AA级和3年期AA级下行超过4bp幅度最大。

表3：信用债各期限收益率水平（%）

信用债种类	当前利率（%）	2013年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1年	2.498	2.70%	-2.53
信用债(AAA):3年	2.985	7.30%	3.89
信用债(AAA):5年	3.387	13.80%	2.98

信用债(AA+):1年	2.596	1.90%	-4.54
信用债(AA+):3年	3.154	5.70%	-0.11
信用债(AA+):5年	3.577	9.00%	-0.03
信用债(AA):1年	2.706	1.90%	-4.54
信用债(AA):3年	3.404	5.50%	-4.11
信用债(AA):5年	4.137	9.10%	-0.03

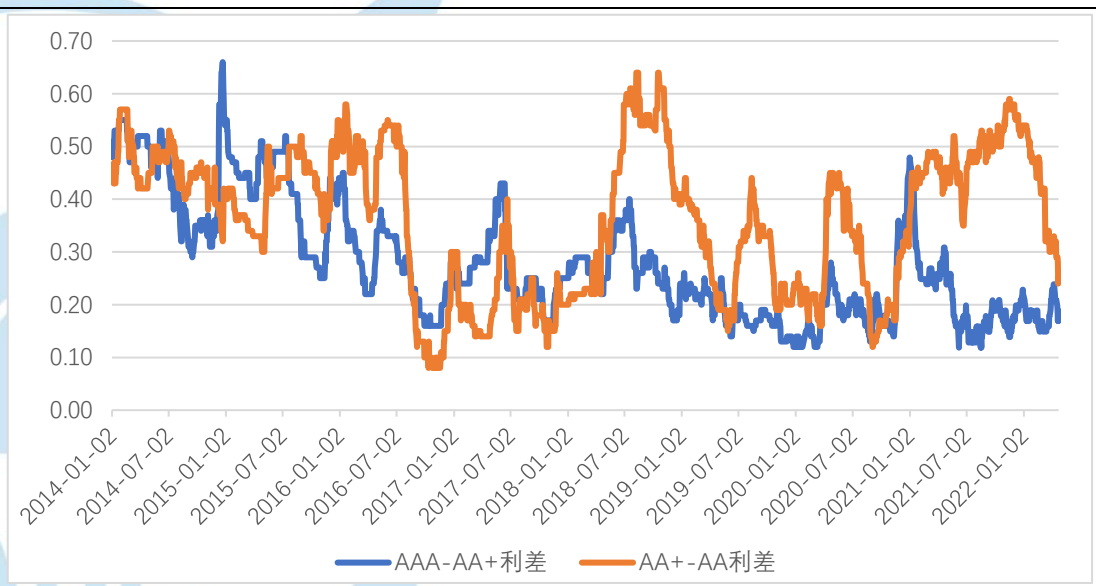
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

信用利差方面, 以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差, 短久期信用债收益率下行幅度不及国开债, 1年期各评级信用利差被动走阔 0.53~2.54bp, 中长期国开债上行明显, 3年期各评级信用利差收窄 3.47~11.47bp, 5年期各评级信用利差收窄 8.31~11.32bp。

期限利差方面, 高评级信用债收益率短端下行、中端上行幅度大于长端, AAA级 3Y-1Y 利差走阔 6.42bp、5Y-3Y 利差被动压缩 0.91bp; 中低评级信用债收益率全面下行, 短端幅度最大、中端次之、长端最小, AA+级、AA级 3Y-1Y 利差分别走阔 4.43bp、0.43bp, 5Y-3Y 利差分别走阔 0.08bp、4.08bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差收窄 4bp 至 17bp, AA 与 AA+之间的利差收窄 4bp 至 25bp。

图 9: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

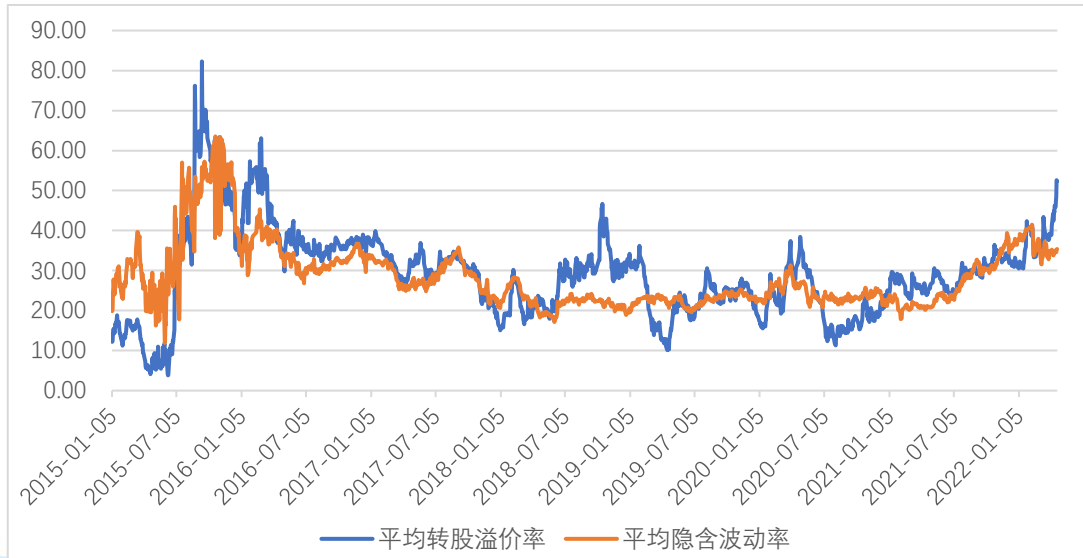
2.4 可转债分析: 权益市场持续下探, 超七成可转债呈现下跌行情, 关注稳增长政策驱动下的基建、地产、金融板块、困境反转机会和优质新券

1) 可转债走势复盘: 权益市场持续下探, 超七成可转债呈现下跌行情

本周权益市场持续下探, 上证指数本周收于 3086.92 下跌 3.87%, 深证成指本周下跌 5.12%, 创业板指本周下跌 6.66%, 中小 100 本周下跌 3.64%。本周上证转债下跌 1.16% 至 346.00, 深证转债下跌 1.31% 至 285.71, 中证转债下跌 1.21% 至 394.16, 其中超七成转债呈现下跌行情, 聚合转债、山石转债、盘龙转债、傲农转债、飞凯转债等领跌, 泰林转债、开润转债、卡倍转债、智能转债、石英转债等领涨。一级方面, 本周湘佳转债、药石转债、美锦转债、垒知转债、精工转债、贵轮转债、禾丰转债 7 只转债发行, 聚合转债、科伦转债、山石转债、风语转债、胜蓝转债 5 只转债上市。

从近七年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转债市场转股溢价率与隐含波动率均有上行，分别处于 2015 年以来 96%、85% 历史分位数水平。

图 10：近七年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 可转债展望：关注稳增长政策驱动下的基建、地产、金融板块、困境反转机会和优质新券

权益市场深度调整过程中转债被正股拖累震荡下行，市场情绪欠佳，但转债相较于正股下跌幅度相对较小，转股溢价率被动抬升，债底保护作用有所凸显，转债表现出一定的抗跌性。当前经济下行压力仍然较大，权益市场波动剧烈且主线不明朗，短期结构性行情或将持续，转债配置中可考虑以下方向：1) 稳增长政策驱动逻辑下聚焦基建产业链、地产产业链和大金融板块；2) 部分行业在疫情扰动下需求不足、预期下滑，随着疫情得到控制、需求回升，消费板块等有望迎来预期修复、业绩改善带来的困境反转机会。3) 近期转债发行、上市数量和规模较大，可选标的较为丰富，持续关注定位合理的优质新券配置机会。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：市场再度暴跌，沪指完成二次探底

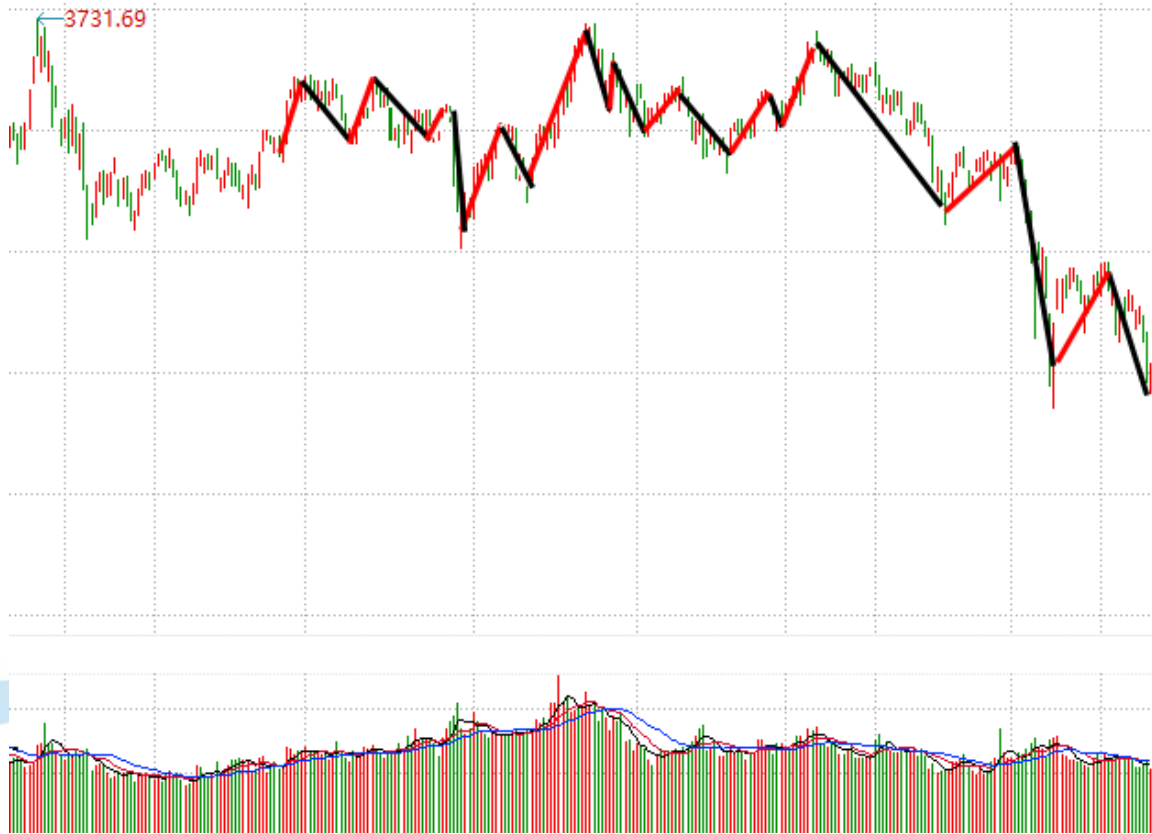
1) 权益市场走势复盘——部分创蓝筹业绩不及预期，深指持续杀跌

本周沪指再度大幅调整，考验前低。上证综指最终报收 3086.92 点，本周下 3.87%。同期深证成指下跌 5.12%，创业板下跌 6.66%。量能方面，沪指环比缩量，空方占绝对上风。盘面方面，受阳光电源为代表的高端制造核心资产的业绩大幅不及预期的影响，创蓝筹暴力杀跌，科创板表现萎靡，游资活跃于商贸零售及食品饮料。

市场结构方面，受人民币贬值影响，纺织服装实现逆势上涨。中美收益率本周共振向上，高估值板块压力较大，以煤炭为代表的周期板块大幅回调。本周，价值依旧强于成长，其中上证 50 逆势下跌 3.97%，沪深 300 下跌 4.19%，中证 500 下跌 5.43，创业板 50 下跌 7.44%，国证 2000 下跌 5.59%。茅指数下跌 4.43%，宁组合下跌 5.83%，高估值资产表现较差，低估值板块表现强势，总体来看本周为普跌状态。

本周三个交易日，30 个中信一级行业中仅纺织服装实现上涨，录得 4.93% 的涨幅。29 个行业下跌，房地产、钢铁、有色金属分别领跌 9.10%、8.62% 和 8.40%。总体来看，本周再次实现恐慌性普跌状态，部分主题投资活跃，市场恐慌情绪下降。

图 11：沪指再度暴跌，指数呈现二次探底。



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

本周, 美股三大指数较上周均下跌, 道指本周下跌 1.86%, 报 33811.4000 点, 纳指本周下跌 3.83%, 报 12839.2900 点, 标普 500 指数本周下跌 2.75%, 报 4271.7800 点。

本周美国三大股指整体先涨后跌, 最终收盘价均不及上周。本周前两天美国三大股指均较上周有所反弹, 然而随美国 5 月份 FOMC 会议临近, 美联储加速收紧货币政策的预期不断强化, 美国三大股指均有所承压, 纷纷下行。本周多位来自欧洲央行及美联储的官员发言, 表示对高企通胀数据的关注以及央行加速收紧货币政策的可能。本周公布的美国新屋开工数据表现出色, 美股房地产行业表现相对较好。

图 12: 美股三大股指走势



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 权益市场展望——市场再度暴跌, 沪指完成二次探底

建设化纤强国, 关注化纤与新材料的投资机会。4月21日, 工信部、国家发改委联合发布《关于化纤工业高质量发展的指导意见》。《意见》指出, 到2025年我国规模以上化纤企业工业增加值年均增长5%, 化纤产量在全球占比基本稳定。创新能力不断增强, 行业研发经费投入强度达到2%, 高性能纤维研发制造能力满足国家战略需求。数字化转型取得明显成效, 企业经营管理数字化普及率达80%, 关键工序数控化率达80%。绿色制造体系不断完善, 绿色纤维占比提高到25%以上, 生物基化学纤维和可降解纤维材料产量年均增长20%以上, 全面建设化纤强国。我们认为《意见》明确指出我国要大力发展传统化纤、高性能纤维、生物基纤维及可降解纤维等, 建议关注化纤与新材料产业链的投资机会。

养老金第三支柱建设提速, 关注在养老板块布局的优质险企。4月20日晚间, 国务院办公厅发布关于推动个人养老金发展的意见, 明确要求推动适合中国国情的个人养老金制度建设, 健全多层次、多支柱养老保险体系, 养老第三支柱建设再进一步。我们认为本次个人养老金发展意见文件在试点制度模式几乎未变的前提下, 明确了个人养老金账户制度、主管单位、覆盖范围和投资范围等关键要素。由于我国人口老龄化及养老金缺口形势严峻, 社会面临较大的压力, 投资范围上的灵活进一步塑造资管格局, 健康管理和居家养老或将迎来发展良机, 建议关注超跌且布局养老业务的险企。

国常会强调增产稳价, 关注火电盈利拐点。国常会强调运用市场化、法制化办法, 引导煤价运营在合理区间, 要充分释放先进产能, 全年新增产能3亿吨, 同时指出全年煤电机组改造2.2亿千瓦。在动力煤保供、稳价等政策力度加大的趋势下, 煤电长协煤履约比例有望提升, 带动燃煤成本稳步下降。火电板块自2022年开始有望盈利回升, 重点关注困境反转风格下的火电盈利弹性较大的运营商。

3月新能源乘用车加速渗透, 电动化进程仍在持续。3月新能源乘用车渗透率达24.7%再创新高, 销量46.1万辆, 同比增长+117.5%。其中纯电乘用车销量37.3万辆, 同比+112%; 混插乘用车销量8.7万辆, 同比+141.6%。3月新能源乘用车渗透率达24.7%再创新高, 其中纯电/插混渗透率分别20.0%, 4.7%。2021年以来新能源乘用车销量连续高增长得益于优质供给的不断推出。我们认为当前新能源电动化进程仍在持续, 短期股价回调不改长期趋势, 建议关注业绩具备确定性的产业链龙头。

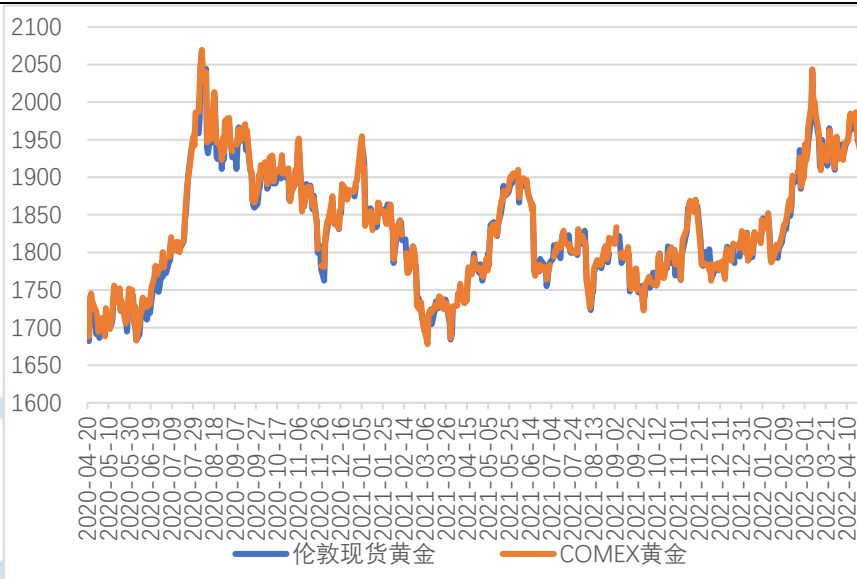
展望后市, 考虑到美联储的快速缩表及大幅加息将在5月开始, 而国内针对疫情的动态清零防疫政策尚未出现明显变化。市场或在5月将震荡整理。受疫情扰动, 四月经下行压力加大。因此后续需要更多稳增长政策的出台和见效来实现本年度经济增长目标。短期内美债收益率的上行将对A股成长风格形成压制, 但中长期来看, 成长仍具备配置价值。策略方面, 控制整体仓位, 挖掘基本面边际拐点的相关个股。

建议以稳增长和战略支持为主线，关注银行地产链、新老基建链和大众消费等板块以及布局低估值、确定性高且具备核心竞争力的优质赛道。

3.2 黄金市场分析：美联储再次释放鹰派信号，叠加美债收益率快速升高，金价下跌

本周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 2.15 美元，或-0.11%，收报于 1941.55 美元/盎司，全周累计跌幅 1.11%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 13.9 美元，或-0.71%，收报于 1934.3 美元/盎司，全周累计跌幅 2.06%。

图 13：金价本周下跌（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

金价本周明显承压，主因是美联储再度向市场释放“鹰派”信号，市场对加速加息的预期升温，导致美债收益率快速走高，不过美国通胀高企、全球经济前景遭下调等因素将限制金价跌幅。

美联储主席鲍威尔本周四在 IMF 主持的一场与欧洲央行行长拉加德的小组讨论会上表示，可能在 5 月份会议上加息 0.5 个百分点，并表示之后可能需要进行类似幅度的加息以降低通胀。另外，美联储预计将于 6 月份启动缩减 9 万亿美元资产负债表的计划，取消刺激举措，以缓解处于 40 年高位的通胀压力。50 个基点的加息幅度将是 2000 年以来的首次。不过在此之前，包括美联储副主席理事布雷纳德在内的部分 FOMC 委员此前已不断阐释 5 次会议上将加息 0.5 个百分点的预期，部分加息预期已被市场所消化。

美债收益率走高给金价压力。在市场对美联储紧缩预期不断加码的同时，美债市场正出现一系列期货大宗交易正押注美债抛售将继续，美债收益率不断走高。收益率飙升的速度令股市投资者感到不安，大部分市场投资者预计 10 年期美债收益率将达到 3%。美债收益率走高，将会提高持有黄金的机会成本，从而给金价下行压力。

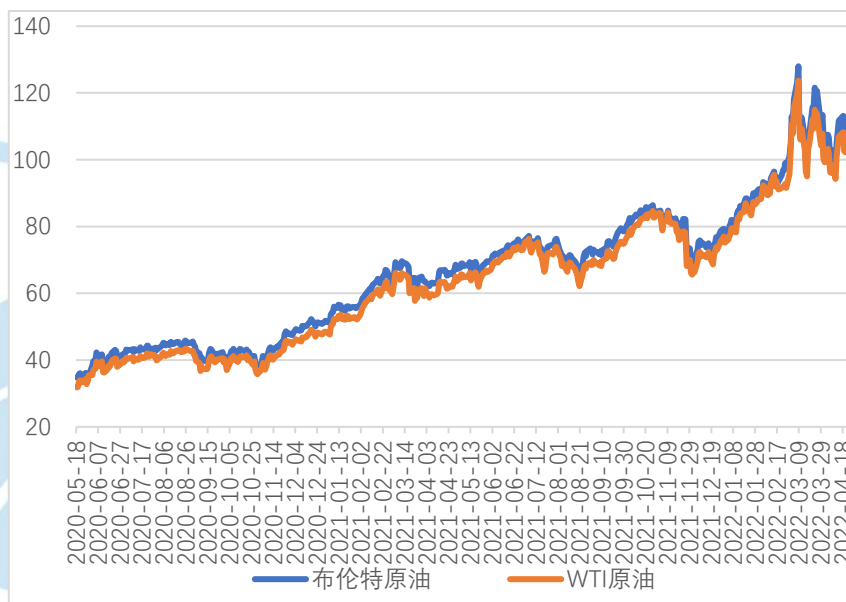
全球经济增速放缓，支撑金价。国际机构本周下调全球经济增长预期，强调俄乌冲突风险，给金价支持。IMF 于 19 日在季度报告中警告说，俄乌冲突在多个方面推动了金融稳定风险的上升，并将在利率大幅上升之际考验全球金融系统的韧性，存在多个可能将乌克兰混乱放大至波及整个系统的途径，这些途径包括银行和非银行机构对俄罗斯的直接和间接风险敞口、大宗商品市场的混乱和交易对手风险的上升、市场流动性差与资金紧张、网络攻击以及加密资产使用的加速等。

金价短期在俄乌局势恶化和高预期通胀下或继续上涨。俄乌军事冲突发生近两个月以来，俄乌形势发生一定变化，先是双方冲突因军事介入迅速恶化，然后俄乌双方同意和谈，形势出现一定转机和缓和，随后随着和谈陷入停滞以及俄罗斯加大东部地区军事攻势，俄乌形势再次恶化。我们认为后续俄罗斯将坚持其所谓的去军事化战略，继续打击乌克兰的主要军事目标，一方面为后续谈判创造更有利筹码，另一方面向国际和乌克兰继续施压，此前有报道称俄罗斯将在5月9日胜利日前结束冲突，后续俄罗斯或加大攻势，这将推高金价。另外，美国3月通胀率同比已升至8.5%的40年高位，市场预期有进一步走高的可能，高通胀的持续对具有抗通胀的金价也有一定的支撑作用。

3.3 原油市场分析：全球经济增速预期放缓，加上美联储整体趋鹰，油价出现下跌

周五，作为全球基准的布伦特原油期货近月合约结算价较前一交易日下跌1.68美元，或-1.55%，收报于每桶106.65美元，全周累计跌幅4.52%；美国WTI原油期货合约结算价下跌1.72美元，或-1.66%，收报于每桶102.07美元，全周累计跌幅4.56%。

图 14：油价本周下跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周油价势回落下跌，主因是机构下调今年全球原油需求预期，美联储大幅度加息预期升温，以及全球抗疫依然面临严峻考验，打压原油需求前景。

国际机构下调今年全球原油需求预期，不利于油价。IMF 本周公布了未来经济增速的最新展望，几乎调低了全球及所有主要经济体的增速，其中将 2022 年经济增速预测从 4.4% 降到 3.6%，将美国从 4.0% 降到 3.7%，将中国从 4.8% 降到 4.4%。IMF 还称，考虑到 2022 年处于疫情后修复阶段，预计全球原油需求/GDP 弹性系数将进一步降低至 0.7 左右，全球原油需求增速将从 3.08% 下滑至 2.52%，对应 2022 年原油需求增量为 250 万桶/日，下调了 60 万桶/日。OPEC 也下调了对今年全球原油需求的预期，主要原因是俄乌冲突产生的不利影响。

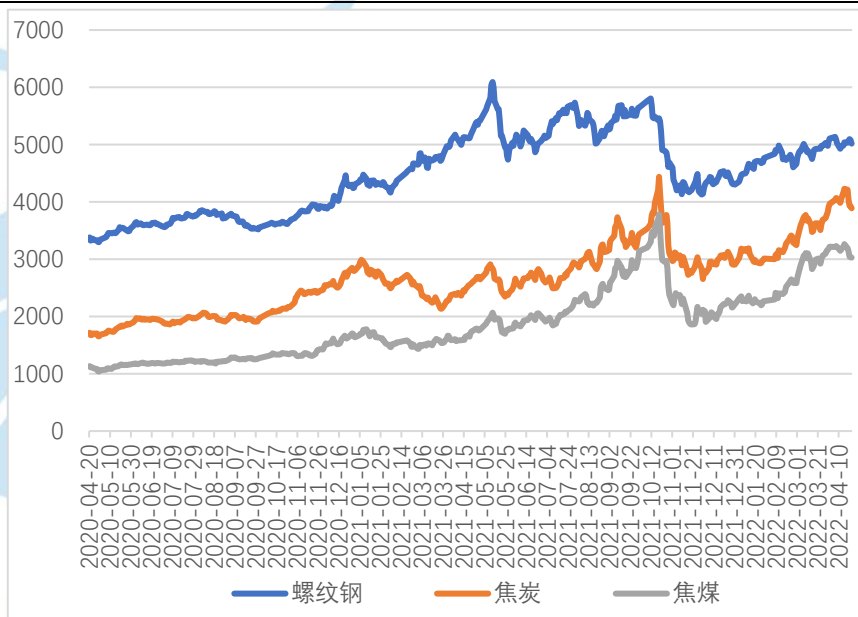
美联储主席鲍威尔本周四表示，美联储可能在下个月的政策会议上将联邦基金利率上调 50 个基点，并表示此后可能还需实施类似加息。鲍威尔在 IMF 主办的一个小组讨论会上说道，在我看来，加快加息步伐是合适的，加息 50 个基点是 5 月会议上的讨论选项之一。这是鲍威尔在该会议前的最后一次公开露面。鲍威尔说，市场正在消化我们看到的消息。

油价短期或继续回落，中长期将趋向下行。尽管俄乌冲突继续，但冲突的影响正在减弱。俄乌严重冲突爆发近两个月来，俄罗斯已将军事部署从在乌克兰全面开花以施压，到现在的集中兵力到乌克兰东地区，冲突已发生明显变化，但是俄乌双方和谈陷入僵局，这在市场预料之内，因为战争很难在短时间内停滞。随着临近媒体所报道的5月9日冲突结束日，预计俄罗斯将加大攻势。不过应看到，俄乌局势的发展的对油价的影响已明显减弱，后续变化或将转到供需基本面上来。我们认为中国疫情发展将对未来油价产生重要影响，一旦疫情持续或再次恶化，油价下跌或将继续。但中长期看，未来全球经济增速大概率放缓将影响原油总体需求，叠加越来越多国家制定“碳达峰”“碳中和”目标，未来太阳能、风能等绿色能源将逐渐替代原油等传统能源，原油需求趋于下降，并带动油价长期下行。

3.4 黑色产业链分析：房地产行业数据仍疲软，螺纹钢价格承压，疫情反弹导致双焦生产和物流受阻，价格出现暴跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨下跌25元，收报于5015元/吨，跌幅0.5%；焦炭价格每吨暴跌342.5元，收报于3888.5元/吨，跌幅8.1%；焦煤价格每吨暴跌236元，收报于3029元/吨，跌幅7.23%。

图 15：本周螺纹钢价格小幅下跌，但双焦价格暴跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周螺纹钢价格下跌更多是受到房地产等经济数据较差的影响。本周公布的3月经济数据显示基建投资发力，但地产投资仍然偏弱，GDP预期目标的实现难度较大，地产政策放松力度不明确所导致。基本面因素却支撑钢价，一方面，尽管近期发改委提出粗钢压产政策，但上半年影响将有限。不过疫情对供给影响较大，长流程和短流程产量均下降，原材料运输也因交通管制而受阻，唐山四地封控，供给短期受限；另一方面，需求延续回升，北方和华东地区疫情逐步缓解，北方需求稳步回升。后续看，短期终端需求仍然较弱，钢价将延续震荡运行，预期疫情5月上旬缓和后，地产销售才能出现一定好转，终端需求将修复。

疫情导致焦炭生产受到较大影响，价格因此大跌。河北唐山疫情再度反复，区域内管控加严，物流受阻，部分钢厂焦炭库存告急，生产受到一定影响。不过山西地区交通运输效率有好转迹象，焦企库存

压力有所缓解，焦煤到货情况亦有改善，但焦炭供应总体仍然偏紧。后续看，在强需求、低库存、高成本等因素影响下，焦炭基本面偏强，焦炭或出现弱转强。

焦煤价格受煤矿事故及疫情双重影响也出现大跌。本周山西省内运输管控有所放松，焦煤发运效率改善。需求方面，疫情对运输的影响仍未解除，唐山疫情再度反弹，管控收紧，目前下游焦煤到货仍不理想，整体补库积极性较高。短期内，焦煤价格仍有支撑，但须关注疫情对原料运输及螺纹钢和焦炭需求的影响。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储主席鲍威尔强化加快收紧货币政策步伐预期，中美货币政策错位下人民币兑美元贬值

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.45968，较上周下跌 1.10%。即期汇率报 6.4875，较上周下跌 1.83%，美元指数报 101.1233，本周上涨 0.3356。

本周美元指数呈 V 型走势。俄乌冲突影响下欧洲通货膨胀大幅走高，本周公布的德国 3 月份 PPI 同比涨幅达 30.9%，超市场预期。高企的通货膨胀也成为了欧洲央行加速货币政策转向的主要动力，本周欧洲央行多位官员发表鹰派言论，欧元有所走强，美元指数相对走弱。此外，本周二 IMF 下调全球经济增速预期，其中美国 2023 年经济增速预期也遭到下调，一定程度也影响了市场对于美联储的紧缩预期以及美元指数。但本周随后美联储主席鲍威尔表示，将在 5 月份的会议上讨论加息 50 个基点，FOMC 略微加快行动步伐是适宜的，致力于使通货膨胀率回到 2%。受到鲍威尔鹰派发言影响，美元指数随之反弹，并一度超过之前位置。美联储持续收紧货币政策，而国内货币政策仍整体维持宽松，中美货币政策错位，中美国债利差一度倒挂，人民币汇率承压，本周人民币兑美元有所贬值。

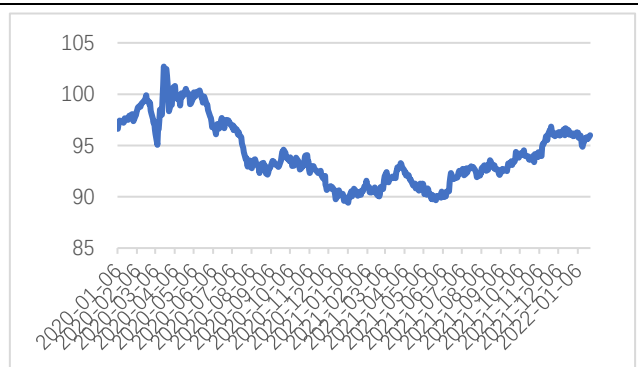
虽然 3 月份 FOMC 会议结束后美联储已进入加息周期，但并不意味着美联储货币政策收紧靴子完全落地。美联储 3 月份加息较为克制，后续随通胀维持高位，美联储仍存加息以及缩表提速的可能。美国中期选举临近，拜登政府为博取民众支持亦有可能进一步对美联储施加压力，控制高企的通胀数据。

图 16：人民币兑美元汇率中间价下跌



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 17：美元指数上涨



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

风险提示：货币政策超预期收紧，信用风险集中爆发

近期大类资产配置建议

大类资产	分项	配置	策略
权益	价值	标配	由于近年来外资及机构在 A 股市场中逐渐获得资产定价能力，成长风格边际获得溢价。而价值风格的超卖接近历史极值，性价比较高。地方债发行放量，社融有望企稳反弹，利率阶段性上行将压制成长溢价。同时我们认为在企业盈利下行的环境中，高位成长股与低位价值股有望迎来剪刀差的修复。建议标配价值。
	成长	标配	2022 年外部面临美国减债以及全球流动性的拐点，国内高估值成长股难以独善其身；同时在国内宏观经济全面见顶后，中小成长高弹性板块性价比有所下降。短期估值水平过高带来阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；IPO 和再融资延续高速发行，也使得股票供给面存在压力。维持标配，建议重点关注估值合理、内生增长强劲的企业。
	金融	标配	由于 2021 年房地产行业密集“暴雷”，连带市场恐慌情绪爆发，金融板块因此被系统性的杀估值，当前估值处于历史低位水平，银行、保险、地产表现较差。年底政治局会议对房地产方面做出的积极表述，预计地产、银行、保险将边际迎来边际修复的行情；同时，国内金融开发持续推进，资本市场改革不断深入，直接融资比重持续提升，券商长期收益，而 2021 年券商在利润正增长的情况下录的副收益，预计 2022 年同样存在估值修复的行情。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点券商板块中资产管理规模占比较大的企业。
	科技	超配	科技行业作为我国转型升级重要的产业方向，长期具备各项政策和资本市场的战略支持。在当下重要的 5G、人工智能、国产芯半导体等产业突破期，具备硬实力科技公司有望进入超预期的景气周期。考虑到 2022 年宏观经济与企业盈利进入下行周期，政府大概率会逆周期调节，而以工业互联网、大数据中心、特高压、充电桩等新基建领域将成为重要政策重要抓手。科技创新凭借自身赛道高成长足以抹掉宏观下行压力，维持超配。建议在估值水平回落后增加配置，重点关注真正具备核心技术实力的硬核科技公司。
	必选消费	超配	纵观海内外，大消费的长期增长是随着人民追求美好生活的追求高度相关，消费在 GDP 中的占比逐渐扩大。随着国民收入的提升，购买力陆续释放，大消费具备广阔前景。近年来，中央政治局提出“国内外双循环”，中国 14 亿人口总量为大消费提供巨大的内生市场，内需消费和服务成为国内经济增长的核心驱动力。微观来看，消费行业具备格局稳定，客户粘性强及现金流优质等优良的商业模式。随着 2022 年 PPI-CPI 剪刀差的收敛，上游原材料的回落有望改



			善下游消费品的利润率，同时在外围市场的剧烈波动下，必选消费具有“进可攻，退可守”的优势，建议超配。
固收	短端利率债	标配	部分大宗商品价格下行，通胀压力有所缓解，进一步宽货币预期影响下债券收益率已提前下行，但经济转暖信号已现，宽信用未来有望跟随宽货币发力，未来利率走势存不确定性，配置价值有所增加。
	长端利率债	低配	市场降息预期较强，而12月份PMI等数据已经开始释放基本面转暖信号。目前宽货币已大幅领先宽信用，若后续降息落地，债市可能实现本轮周期最后一涨。长端利率继续下行的空间和动能有限，存在一定的向上调整风险。
	城投债	标配	稳增长诉求下财政政策发力尤其是基建托底经济作用凸显，城投作为基建、保障房、乡村振兴、城市更新项目的重要参与者，短期地位难以撼动，承担重大项目、建设职能突出的核心平台相较于业务边缘、定位模糊的非主平台安全性更高。隐债严控、平台融资约束难言放松，需把控久期、资质和品种。
	产业债	超配	三季度多数行业经营改善，不同行业间现金流、杠杆率分化增大。中央经济会议明确煤炭基础能源地位，煤炭行业长协基准价上调，预计2022年煤价将维持在相对较高的水平，煤企盈利空间有一定保障。钢铁行业集中度距离目标值仍较低，关注钢企兼并重组提速中的投资机会。地产债持续分化，风险出清将持续，关注发展稳健、信用资质良好的央企国企。
	可转债	标配	2022年企业盈利增速大概率下行、流动性将保持中性偏宽松，整体上仍然以结构性行情为主，结合政治局会议相关表述，行情可能会在稳增长和顺科技两条主线中演绎。转债层面，参与节奏上，短期可以适当转向防守，待估值有所压缩之后再行大范围参与。建议投资者后续关注以下方向： (1) 景气行业布局，从行业配置角度，可抓住困境反转和高景气延续两个方向，困境反转方面，一是关注原材料价格回落带来的中游制造、汽车零部件等板块的毛利率修复，二是关注PPI-CPI剪刀差收敛大主题下的消费和生猪养殖板块转债。高景气延续可关注绿电、新能源汽车、专精特新等主题；(2) 稳增长下的银行板块转债和基建类转债；(3) 低价转债。可关注正股波动率较高的和具备一定主题的低价转债；此外，关注转股溢价率较高的医药行业低价转债，或有下修机会；(4) 流动性驱动下的券商、军工类转债。
商品	黑色产业链	超配	在未来数年的新旧能源转换期，“青黄不接”导致的传统能源油、气、煤、电价格高位和高波动是持续值得关注的投资主题。
	原油	标配	2022年，原油供给恢复速度预计强于需求，或将产生供过于求的局面，原油价格预计会有一定的回落。



	黄金	低配	美债实际利率或重启升势将成为压制黄金走势的主因，Taper 触发美元流动性拐点将引发金价回调。
--	----	----	---

资料来源：中航证券研究所，中航证券资管业务部



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符畅，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，经济学硕士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。