

金融市场分析周报:政治局会议继续强 调稳增长, 权益市场 V 型翻转 (2022.04.25-2022.04.29)

金融市场分析周报

2022 年 05 月 05 日

摘要

- **重要会议: 429 政治局会议重在稳定市场预期, 提振消费信心、加强基建和制造业投资或将成为未来稳增长的主要抓手。**面对国内经济下行和国际环境恶化, 此次会议的目的主要两个, 一是消除近期市场担忧和稳定市场预期, 二是指明实现经济预期目标的手段和路径。我们认为, 今年 GDP 增长 5.5% 的目标不仅不会变, 而且通过加大稳增长力度, 最终一定能够达到; 短期首要任务是遏制疫情, “动态清零” 策略不会动摇; 尽管政策论述几乎没有亮点, 但为了配合稳增长需要, 财政政策和货币政策将进一步宽松; 促消费、加大基建和制造业投资或将成为未来稳增长的主要抓手; 放松房地产和平台经济监管仅是为稳增长创造更有利条件, 难言趋势性转变。
- **PMI: 国内疫情扩散, 能源价格高企, 拖累制造业景气度连续下滑, 后续指数或将反弹。**4 月制造业 PMI 回落 2.1 个百分点至 47.4, 非制造业 PMI 回落 6.5 个百分点至 41.9, 表明国内疫情扩散、严格防疫措施以及国际能源价格高位震荡, 对生产经营活动造成严重冲击, 且服务业受冲击程度远大于制造业。进入 5 月, 上海等仍处于封锁状态, 北京等其他地区也出现新的疫情, 疫情对经济的影响仍在。不过一些地区有条件复工复产和科学管控也使得疫情影响减轻, 预计 5 月 PMI 数据将反弹但仍将落在萎缩区间。
- **工业企业利润: 大宗商品价格高位运行, 上游采矿业企业利润保持高增, 一季度工业企业利润增速回升。**受俄乌冲突影响, 大宗产品价格仍在高位震荡, 部分商品价格不降反升, 上游采矿业利润继续大幅增加, 主要拉动工业企业利润增速回升, 不过这也导致上下游企业利润增速更加分化。三大工业行业看, 采矿业利润同比保持快速增长, 制造业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比仍下降。由于一季度工业企业利润数据没有充分体现疫情影响, 预计后续利润数据将下滑。
- **资金面分析: 政治局会议保持增长目标不变, 再提用好各类货币政策; 本周跨月期间资金市场维持平稳。**本周央行公开市场共有 500 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, 本周央行公开市场资金投放规模完全对冲到期量。跨月期间资金价格保持平稳。4 月份政治局会议再提及“用好各类货币政策”, 预计未来宽信用持续发力下, 资金面快速收窄的可能性较小。月初冲击资金面因素较少, 预计下周资金面仍将维持平稳态势。
- **利率债: 债市短期有支撑, 中期有压力。**政治局会议确定了政策进一步发力, 以稳定经济的方向。预计未来基建和地产方面将有政策相继落地。但多目标制下, 经济政策的效果依然有待继续观察。考虑到短期经济下行压力较大, 而政策落地到见效存在一定时滞, 因而基本面压力之下货币需要继续保持宽松, 这将维持宽松的流动性环境, 短期仍是对债市有利的格局。中期来看债市不确定性上升, 需要关注财政基建发力、地产融资改善等宽信用进程的潜在冲击。

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



- **可转债：**权益市场先跌后涨，可转债沪深两市走势分化、约六成呈现下跌行情，关注持续受益于政策利好的基建、新基建板块、双低转债、基本面良好的个券。重要会议再度释放稳增长、稳预期的信号，权益市场走出V型行情，可转债沪深两市走势分化，可关注持续受益于政策利好的基建、新基建板块、双低转债、基本面良好的个券。
- **权益市场：**沪指跌破3000点，本周市场V型反转。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1.29%。全面加强基础设施建设，基建行情有望持续；俄罗斯延长化肥出口限制，钾肥景气度持续；人民币贬值预期利好纺服出口，景气度有望抬升；Q1光伏新增装机强劲，关注组件设备的投资机会。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，四月经济下行压力加大。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。
- **黄金：**美元指数上行持续带给金价不小压力，但美国经济数据不及预期也给予金价一定支撑。本周金价在前四个交易日延续上周跌势，但周五美国经济数据不及预期，导致金价大涨超1%，收复前面多数跌幅。美元继续保持强势，美联储大概率在下周议息会议上加息50BP，但市场基本提前消化这个预期，黄金承压力度不会太大。随着俄罗斯胜利日的接近，俄乌冲突可能升级，短期市场避险情绪增加或将推高金价。
- **原油：**欧盟拟对俄罗斯石油采取禁运，俄乌冲突升级，推动国际油价上涨。本周国际油价震荡上涨，涨幅超2%，主因是德国与其他欧盟成员国一道对俄罗斯石油实施禁运的可能性增加，而作为反制，俄罗斯主动切断对波兰等国家能源供给，加剧了全球能源供给紧张。在其他制裁措施几乎用尽后，对俄石油禁运国家范围扩大，俄也必将采取一定反制，双方矛盾将不断升级，另外技术面上也支持油价短期反弹。
- **黑色产业链：**疫情扩散及严格封控继续冲击黑色商品市场，双焦期价大跌，地产政策边际放松对螺纹钢价格形成一定支撑。疫情管控导致生产和物流等受阻，螺纹钢价格继续下跌，不过下游地产政策预期进一步放松也对螺纹钢价格形成一定支撑。受疫情导致停工停产影响，市场风险情绪遭受严厉打击，双焦价格继续大跌。由于双焦期价短期跌幅过大，且疫情影响有所减弱，市场有一定反弹需求。
- **人民币兑美元汇率分析：**美国一季度GDP不及预期，但美联储5月份FOMC会议临近，美元指数整体维持上涨趋势，本周美元指数现涨后跌。美国5月份FOMC会议临近，本周美元指数维持近一段时间上涨趋势。然而本周四公布的美国一季度GDP大幅不及市场预期，此外美国一季度PCE物价指数环比涨幅也不及预期，受经济及通胀双双下行形象，市场对美联储后续政策的预期有所转鸽，数据公布后美元指数有所下行。本周中国人民银行宣布自5月15日起下调外汇存款准备金率1个百分点，但受美元走强影响，本周人民币兑美元仍有所贬值。虽然美国一季度GDP增速不及预期，预计对于美联储短期货币政策影响有限。

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 政治局会议.....	4
1.2 PMI 数据	5
1.3 工业企业利润.....	7
1.4 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

1.1 429 政治局会议重在稳定市场预期，提振消费信心、加强基建和制造业投资或将成为未来稳增长的主要抓手

中央政治局会议4月29日在北京召开，分析研究当前经济形势和经济工作。会议召开的国内外背景是，国内正经历自新冠爆发以来最严重的一轮疫情，俄乌冲突推高全球通胀，美联储等发达经济体重进加息周期，中国经济下行压力不断加大，市场悲观情绪快速蔓延，股票、债券、人民币汇率等资本市场波动明显加大，其中股票市场短期跌幅较大，系统性风险增加。与以往政治局会议通稿在傍晚发布不同，此次通稿选择在当天午间发布，表明最高决策层对市场发展现状的担忧。

从发布的会议通稿看，会议内容几乎涉及从抗疫、经济发展目标、金融政策到房地产、基建、平台经济、人才建设等方面，而且基本坚持过去论调，但我们认为此次会议的主要目的有两个：一是消除或者回应近期流传于市场中的各种猜测，稳定市场预期，更好地实现全年经济社会发展预期目标；二是指明了实现经济预期目标的手段和路径。因此，我们认为会议的亮点主要有以下几个：

(1) 强调努力实现全年经济社会发展预期目标，让市场吃下一颗定心丸。3月经济指标全面恶化，城镇调查失业率升至5.8%，一季度GDP同比增长4.8%，低于全年5.5%的增长预期，4月制造业和非制造业PMI指标在萎缩区间再度下降，表明经济继续下行，一些市场参与者认为政府可能下调今年经济增长目标。但与市场上一些猜测相反，会议坚持GDP增长5.5%的目标不仅不会变，而且后续通过加大稳增长政策力度，一定能够实现。

(2) 短期首要任务是遏制疫情。面对经济持续下行和全球多数国家对疫情持更加开放态度，市场越来越多的人认为政府将放开疫情管控，与国际接轨，但此次会议坚持“动态清零”大方向，强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，这是党中央的明确要求”，其中将疫情放在最前面，表明短期有效遏制疫情是解决所有经济和社会问题的最重要前提。

(3) 对政策的论述并没有亮点，但为了配合稳增长需要，预计后续财政和货币政策将加强。政策方面，会议并未明确政策加码的具体内容，只是提出“要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度”，目前主要是加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。尽管财政政策受地方政府债务、货币政策受美联储加息的掣肘，此次会议表明后续政策将进一步宽松，年中降准降息的可能性提高。

(4) 促进消费和加大基建、制造业投资或将成为稳增长的主要抓手。会议要求，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；发挥消费对经济循环的牵引带动作用。随着国际环境变得严峻，国家去年提出实行国内、国际两大循环，在当前经济快速放缓下，国内消费和投资将被放在更突出的位置上，相关政策或将陆续发布。对于消费，由于是一个长期变量，决定因素很多，未来政策或主要体现在提振消费信心上。对于投资，尤其是基建和制造业投资，由于主要是政府主导，而且对经济的拉动作用立竿见影，可能成为稳增长的主要抓手。

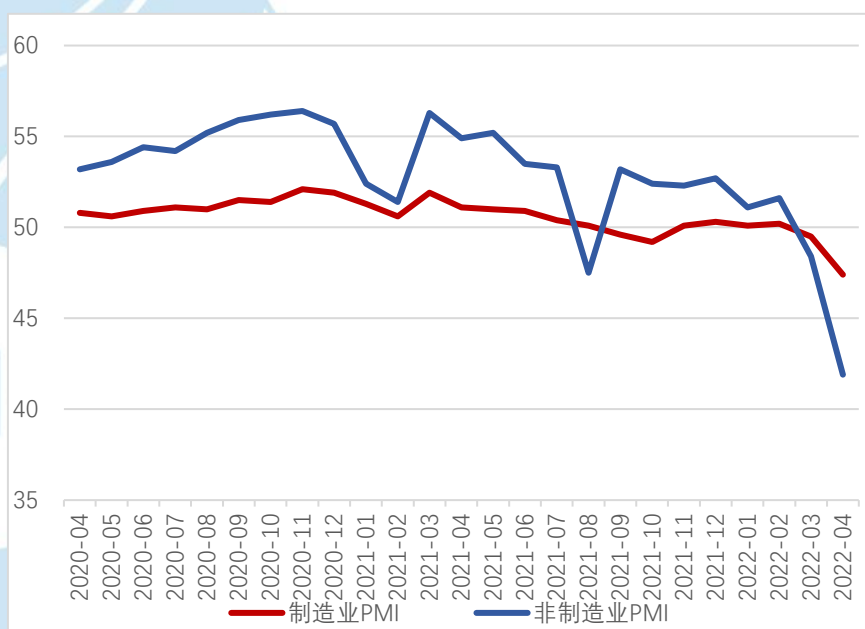
(5) 放松房地产和平台经济监管力度仅是为稳增长创造更有利条件，难言趋势性转变。对于房地产，会议坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求。对于平台经济，会议强调要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。可以看到，对房地产和平台经济的监管力度和融资限制出现边际放松，目的是减少经济运行风险，为稳增长和实现经济目标创造更有利条件，但总体政策不会朝令夕改，目前还不能确定这两个行业发展逻辑已经发生根本性转变。

1.2 国内疫情扩散，能源价格高企，拖累制造业景气度连续下滑，后续指数或将反弹

4月，国内疫情在多省市快速扩散，严格防疫措施带来大面积停工停产，叠加国际能源价格高位震荡导致成本增加，对生产经营活动造成严重冲击，服务业受冲击程度远大于制造业。国家统计局4月30日公布的经济景气度数据显示，4月制造业采购经理指数（PMI）为47.4，较3月回落2.1个百分点；非制造业商务活动指数为41.9，下降6.5个百分点；制造业和非制造业PMI均回落，拉低综合PMI 6.1个百分点至42.7。以上三个主要PMI指标均创下2020年3月以来的新低，并已连续两个月处于萎缩区间，表明新冠疫情从3月在上海、深圳等国内多个大城市爆发以来，已实质性影响到从生产到消费的多个方面，对企业生产经营造成严重冲击，应为2020年初疫情出现以来最大。与前几次疫情影响相似，对服务业的冲击明显要大于制造业，非制造业PMI近两个月来降幅较大。

预计5月PMI指数将触底回升，但难以回到50以上的扩张区，经济下行压力仍大。我们看到，进入5月以来，上海等一些城市仍处于封城状态，由于疫情有恶化，北京等其他一些新出现疫情的城市也未雨绸缪，在部分疫情严重区域实施“静态管理”，我们认为疫情影响将延长至5月，生产经营压力仍然不小。不过也应看到积极的方面，一方面，随着疫情在传播速度的放缓，一些城市正逐步有针对性地放开管控，鼓励一些企业有序复工复产，例如上海汽车制造部分产业链企业已开始恢复生产，北京封控面积仅限于病例数新增较多的区域，疫情对经济的整体影响将在5月减弱，另一方面，周五召开的政治局会议再次强调稳增长的重要性，后续宏观调控力度将加大，意味着政策环境将进一步宽松，这对经济反弹有利。但经济重回扩张区间仍需要一段时间，因此预计5月PMI数据仍将落在萎缩区间内。

图1：受疫情扩散和能源价格较高影响，4月制造业和非制造业PMI均大幅回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

疫情导致制造业生产继续放缓，市场需求进一步回落，同时上游价格仍处于高位，导致价格指数回落较慢。从制造业各分项数据具体看，4月生产指数和新订单指数分别为44.4、42.6，较3月下降5.1个和6.2个百分点，均为2020年3月以来最低。回落的背后主因是疫情，统计局称，本轮疫情点多、面广、频发，部分企业减产停产，市场需求继续走低。疫情加上俄乌战争对能源、农产品价格的推升，全

球经济增速正在放缓，IMF 最新报告对此已指出，美国刚公布的一季度 GDP 数据出现意外下滑，都表明外部需求继续减弱，导致 4 月新出口订单指数、进口指数分别为 41.6、42.9，分别回落 5.6 个、4.0 个百分点。

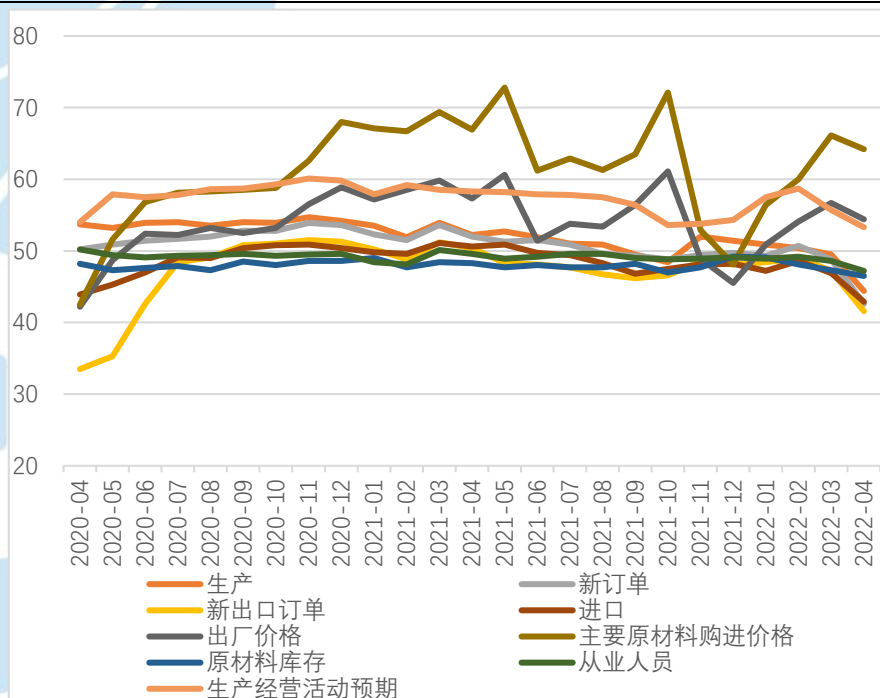
部分城市防疫措施升级，对产业供应链和物流配送效率产生较大冲击。4 月原材料库存指数、供应商配送时间分别下降 0.8 个、9.3 个百分点至 46.5、37.2，表明制造业主要原材料库存量继续减少，供应商交货时间明显放慢。产成品库存上升 1.4 个百分点至 50.3，升至近年来新高，表明疫情导致需求不足，中间品和终端品再次出现累库。

由于制造业供需两弱，制造业就业水平进一步走低。4 月制造业从业人员指数为 47.2，下降 1.4 个百分点，为 2020 年 3 月以来最低。上周公布的 3 月城镇居民调查失业率环比上升，反映近期以来随着经济整体下行，制造业等相关行业就业压力加大，就业人数出现下降。

尽管疫情导致需求放缓，但能源、有色金属等大宗商品价格整体仍处于高位，价格指数较高。4 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数回落幅度较小，分别下降 1.9 个、2.3 个百分点至 64.2、54.4。3 月 CPI 同比大幅上行，PPI 小幅回落，说明上游高价格正在向下游消费品传导，但疫情印象主要体现在下游端，我们看到出厂价格指数的降幅稍大。不过上游价格仍高，使得石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别超过 70 和 60，中下游行业成本压力不断加大。

由于未来疫情走势仍有较大不确定性，导致制造业市场预期继续减弱。4 月制造业生产经营活动预期下降 2.4 个百分点至 53.3，低于近两年平均水平。

图 2：疫情导致制造业 PMI 各项指数均回落，两个主要价格指数回落较小（%）



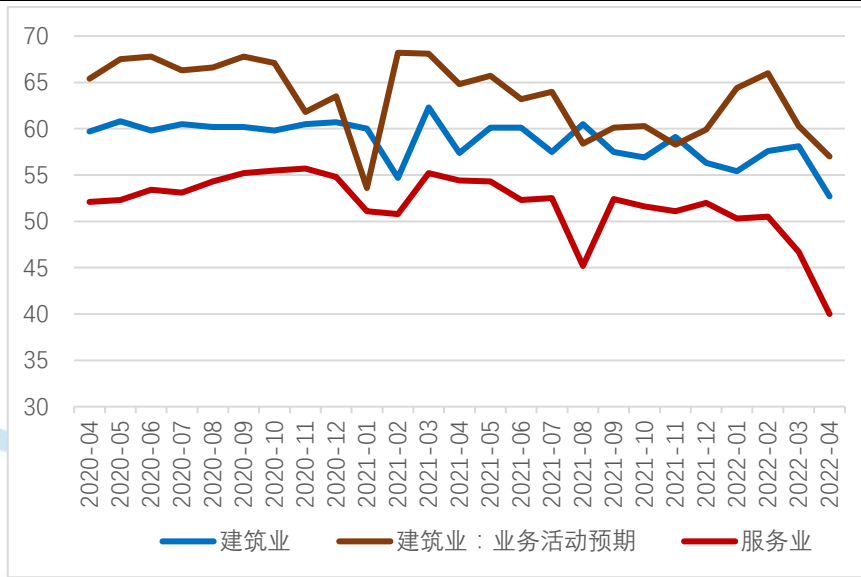
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

由于封控期间部分城市采取严格封城措施，人们需要居家隔离，服务型企业经营停运，疫情对服务业的冲击更大。4 月服务业商务活动指数下降 6.7 个百分点至 40，21 个行业中有 19 个位于收缩区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩

区间；批发、邮政、金融等行业降至收缩区间，业务总量由升转降。但受疫情影响较小的电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务的商务活动指数仍位于扩张区间。

建筑业受到的冲击相对较小。4月建筑业商务活动指数为52.7，下降5.4个百分点，仍位于扩张区间，其中土木工程建筑业商务活动指数为61，说明部分重大基础设施建设适度超前，对经济社会恢复发展起到一定支撑作用。建筑业业务活动预期指数下降3.3个百分点至57，仍相对较高。

图 3：疫情对服务业的冲击较大，对建筑业的冲击相对较小（%）

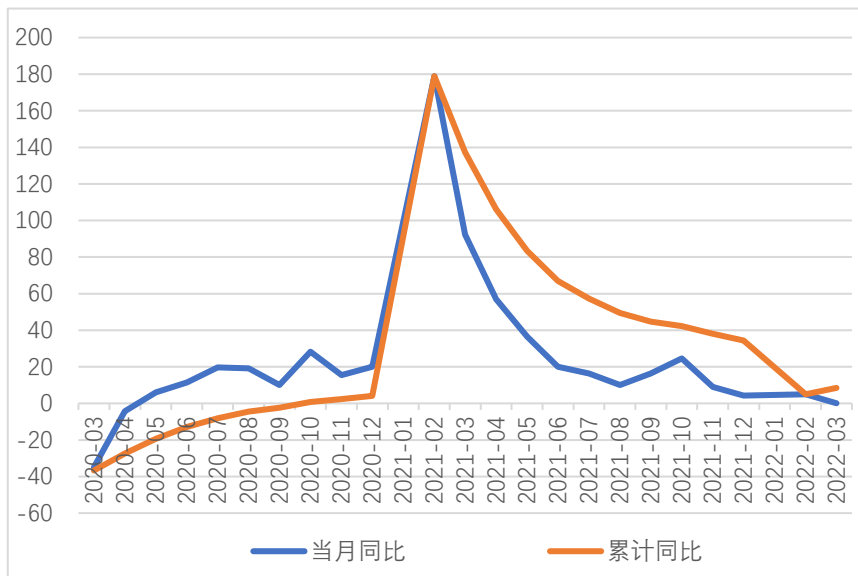


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 大宗商品价格高位运行，上游采矿业企业利润保持高增，拉动工业企业利润增速回升

受俄乌冲突影响，大宗产品价格仍处于高位震荡，甚至部分商品价格不降反升，导致一季度上游采矿业利润继续大幅增加，从而带动工业企业利润增速回升，但上下游企业利润增速分化仍然较为明显。国家统计局4月27日公布的数据显示，在国家减税降费、助企纾困多措并举下，一季度工业企业利润保持平稳增长，1-3月规模以上工业企业利润总额同比增长8.5%，较1-2月回升3.5个百分点，尽管3月单月数据未公布，但从累计数看，3月数据应边际大幅改善。与2021年两年同期增速相比，1-3月利润数据仍大幅回落14.1个百分点，表明外部输入性通胀压力大和近期新冠疫情多点散发，给工业经济平稳发展带来诸多挑战，企业生产经营困难增多。

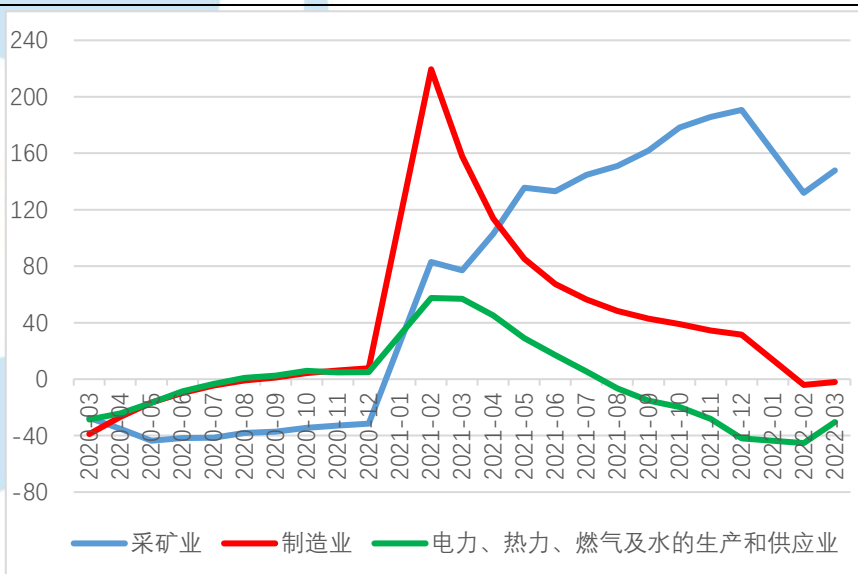
图 4：上游采矿业企业利润高增带动一季度工业企业利润增速回升（%）



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

采矿业企业利润同比保持高增, 支撑整体工业利润数据。从三大工业行业利润来看, 采矿业继续保持强劲增长, 1-3月利润累计同比增长1.48倍, 高于1-2月15.8个百分点, 对整体工业企业利润拉动较大。煤炭采选业、石油天然气开采业一季度行业利润分别增长1.89倍、1.51倍, 合计拉动一季度规模以上工业企业利润增长12.1个百分点, 这主要得益于能源保供措施的有效推进以及国际地缘政治冲突等因素导致大宗商品价格大幅上涨。制造业利润累计同比降幅收窄2.1个百分点至2.1%, 远低于总体工业利润增速, 其中受疫情带来的停工停产影响, 汽车制造业利润下降11.9%, 降幅扩大2个百分点; 由于高基数, 医药制造业利润同比下降8.9%, 但疫情导致降幅收窄8.7个百分点; 电子及通信设备制造业利润同比由降转升, 增长11.1%; 属于消费品的纺织、食品制造、烟草企业利润分别增长14%、13.3%、9.4%, 保持较快增长。电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比下降30.3%, 降幅收窄15个百分点。

图5: 上游采矿业利润保持高增, 其他工业行业利润降幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.4 每周要闻

1、央行：5月15日起下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点

央行：为提升金融机构外汇资金运用能力，自5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。

2、加码纾困12家问题房企，金融管理部门指导全力支持地产融资

据上海证券报，知情人士获悉，金融管理部门近期召开金融支持实体企业相关座谈会，主要对12家问题房企进行纾困指导，具体会议精神包括：放松问题房企的四证不全并购项目、涉及并购贷款置换土地出让金项目等合规性要求；存量的逾期贷款，可以补充增信后进行展期；对于房地产融资要全力支持，同时资金务必封闭管理等等。

3、中央政治局重磅会议稳预期

据新华社，中共中央政治局会议要求，要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。会议强调，要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。要及时回应市场关切，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。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：政治局会议保持增长目标不变，再提用好各类货币政策；本周跨月期间资金市场维持平稳

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场资金投放规模完全对冲到期量

本周央行公开市场共有500亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了500亿元逆回购操作，本周央行公开市场资金投放规模完全对冲到期量。下周央行公开市场将有600亿元逆回购到期，周四、周五分别到期500、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	-100	-100	-100	-100
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	0	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：跨月期间资金价格保持平稳。本周虽然跨月，但央行通过降准的方式及时补充资金，本周各期限资金价格整体平稳。隔夜资金价格本周波动较小，仅周五跨月有所上行；随本周开始跨月，7d资金价格中枢较上周有所上行。本周五银行间回购利率R001加权平均升至1.8750%，R007加权平均降升2.0304%；交易所回购利率GC001和GC007加权平均分别升至1.8530%、1.8350%。

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	1.3656	1.3711	1.3684	1.3639	1.8750
	R007	1.9089	1.8798	1.9135	2.0467	2.0304
	R014	2.0394	2.0253	2.0295	2.0745	2.0634
	R021	2.1960	2.2932	2.3731	2.3214	2.3406
	R1M	2.3280	2.2484	2.2624	2.2653	2.2195
上交所协议回购	206001	3.4030	3.9730	4.2000	4.6400	
	206007	4.7680	4.0150	3.3780	4.7670	5.1690
	206014	5.0010	4.3020	4.3040	4.4880	5.6380
	206021	5.3960	5.5980	5.3610	5.7070	5.9920
	206030	6.2950	5.9050	6.6610	6.5420	6.0090
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1586	2.1453	2.1676	2.1894	2.1826

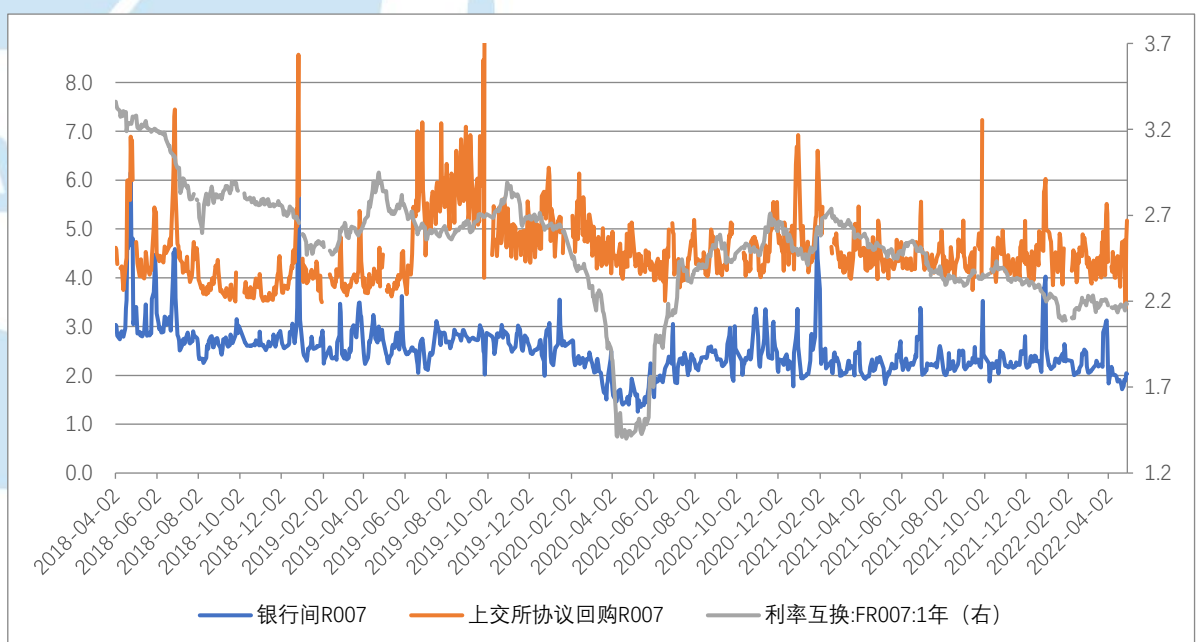
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：月初冲击资金面因素较少，预计下周资金面仍将维持平稳态势

本周虽然跨月，但资金价格整体平稳，主要原因可能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。

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。4 月份政治局会议再提及“用好各类货币政策”，在目前央行投放资金额度较大，资金面偏宽松的情况下，预测下一步货币政策的重点仍是持续推进宽信用。预计未来宽信用持续发力下，资金面快速收窄的可能性较小。

展望下周，月初资金面冲击因素较为有限，OMO 到期以及政府债净融资均维持在较低水平，预计 5 月份第一周资金面仍将维持平稳。

图 6：本周各期限资金价格上行 (%)


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: 政治局会议召开, 债市短期有支撑, 中期有压力

1) 利率债走势复盘: 债市情绪走弱, 长债震荡整理

本周, 政治局会议召开, 强调基建稳增长, 债市情绪走弱, 长债收益率先下后上。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, 受北京又有新增疫情影响叠加其他大类资产均下跌, 债市受到一定提振, 10 年国债活跃券收益率下行 2.75bp, 央行自 5 月 15 日起下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点, 外汇存款准备金率由现行的 9% 下调至 8%。这是抑制近期人民币汇率快速贬值的政策, 虽然实质性影响有限, 但透露了政策的态度, 即不想让人民币贬太快; 周二, 央行开展 100 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 零投放, 当日 A 股继续走弱跌破 2900 点, 但股债跷跷板效应有限, 受到前一日央行出手保汇率措施的影响, 债市情绪谨慎, 长度利率上行 1bp; 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, 资金面宽松依旧, A 股情绪回暖, 加之前一晚中央财委会“研究全面加强基础设施建设问题”相关内容影响, 债市情绪偏弱; 周四, 央行开展 100 亿 7 天逆回购, 当日有 100 亿逆回购到期, 零投放, 权益市场继续回暖, 市场在定价上海复工复产, 国债期货全线下跌, 各期限利率债不同程度上行; 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, 政治局会议明确指出疫情要防住、经济要稳住, 防止各类黑天鹅、灰犀牛事件发生, 财政和货币政策有望更积极, 以及全面加强基础设施建设, 各期限利率债继续小幅上行。本周十年国债活跃券 220003 累计上行 0.5bp 至 2.8375%, 十年国开活跃券 220205 累计下行 0.3bp 至 3.065%。

图 7: 本周 10 年期国债收益率下行 (%)



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: 经济增长目标未调整, 稳增长意愿较强, 债市短期有支撑, 中期有压力

4 月 29 日政治局会议召开, 经济增长目标未调整, 稳增长意愿较强, 但没有太多宏观调控政策发力的增量, 对债市影响偏中性。相较于 2021 年 12 月的政治局会议、2022 年 3 月的两会政府工作报告, 本次政治局会议对经济发展的担忧明显上升, 稳增长意愿进一步提高。一季度 GDP 增速 4.8% 与两会时定下的 5.5% 目标存在差距, 疫情影响下二季度 GDP 仍存放缓压力。本次会议指出“努力实现全年经济社会发展预期目标, 保持经济运行在合理区间。”增长目标未调整, 但也并未强调 5.5% 的目标。目标未调整可能主要是避免影响稳增长的信心与士气, 但不强化 5.5% 的目标数字也是对不确定性的实事求是。本次

会议在货币端仅提及了“用好各类货币政策工具”，而对宽财政/宽信用领域着墨较多，其中基建是本次会议最明确的着力点。对债市而言，短期内资金宽松可能支撑债市表现，后续需要关注复工复产的进度及央行操作的边际变化。

4月PMI在疫情冲击下如期回落，随着疫情的边际改善，预计近期经济底部已现。4月PMI数据充分地体现了本轮疫情的冲击，多个分项录得2020年2月以来最低。考虑到4月中旬起复工复产推进，下旬需求高频指标已有边际改善迹象，加之上海疫情拐点初步显现，我们认为4月PMI数据或已触及本轮低点，5月回升的概率较高。对于债市而言，本轮疫情延长了“宽信用”观察期以及收益率底部震荡的时长，后续关注4月经济数据下行幅度及当前稳增长政策的落地节奏及效果，债市或仍处于“底部区域的后半段”。

债市短期有支撑，中期有压力。政治局会议确定了政策进一步发力，以稳定经济的方向。预计未来基建和地产方面将有政策相继落地。但多目标制下，经济政策的效果依然有待继续观察。考虑到短期经济下行压力较大，而政策落地到见效存在一定时滞，因而基本面压力之下货币需要继续保持宽松，这将维持宽松的流动性环境，短期仍是对债市有利的格局。中期来看债市不确定性上升，需要关注财政基建发力、地产融资改善等宽信用进程的潜在冲击。

2.3 存单信用债分析：存单净融资额由正转负、信用债发行量、净融资额环比下降，各期限及各评级信用债收益率全面下行

1) 一级市场发行：存单净融资额由正转负，信用债发行量、净融资额环比下降

同业存单方面，本周同业存单发行量约2,441.50亿元，环比下降63.21%，到期量约4,996.10亿元，环比增长31.89%，净融资额为-2,554.60亿元，环比由正转负。

1M期存单平均发行利率较上周下行16.57bp报1.9234%，3M期存单平均发行利率较上周下行9.86bp报2.1188%，6M期存单平均发行利率较上周下行4.96bp报2.3508%，9M存单平均发行利率较上周下行2.68bp报2.4869%。

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3,659.82亿元，环比下降10.48%，到期量约2,839.45亿元，环比增长5.23%，净融资额为820.36亿元，环比下降40.99%。

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全面下行，信用利差全面压缩

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面下行，1年期各评级信用债收益率下行1.67~4.68bp，3年期各评级信用债收益率下行0.60~3.61bp，5年期各评级信用债收益率下行1.02~2.02bp。

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	2.479	2.30%	-1.67
信用债(AAA):3年	2.976	6.80%	-0.60
信用债(AAA):5年	3.385	13.60%	-1.02
信用债(AA+):1年	2.576	1.90%	-1.68
信用债(AA+):3年	3.144	5.50%	-0.61
信用债(AA+):5年	3.564	8.40%	-2.02
信用债(AA):1年	2.656	1.80%	-4.68
信用债(AA):3年	3.364	4.90%	-3.61
信用债(AA):5年	4.124	8.70%	-2.02

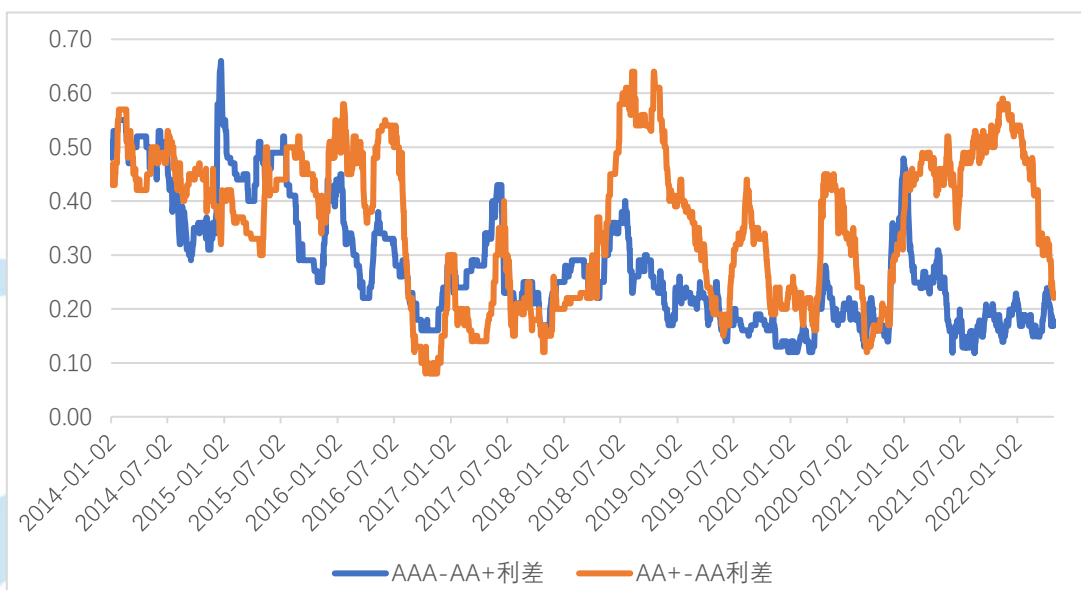
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，国开债收益率与信用债走势背离、1年期、3年期、5年期均呈上行，信用利差全面压缩，1年期各评级信用利差收窄 4.97~7.98bp，3年期各评级信用利差收窄 3.06~6.07bp，5年期各评级信用利差收窄 2.32~3.32bp。

期限利差方面，中高评级信用债收益率中端下行幅度最小，AAA级、AA+级 3Y-1Y 利差均走阔 1.07bp，5Y-3Y 利差分别收窄 0.42bp、1.41bp；低评级信用债收益率下行幅度短端最大、中端次之、长端最小，AA级 3Y-1Y 利差、5Y-3Y 利差分别走阔 1.07bp、1.59bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差与上周持平，仍为 17bp，AA 与 AA+之间的利差收窄 3bp 至 22bp。

图 8：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：权益市场先跌后涨，可转债沪深两市走势分化、约六成呈现下跌行情，关注持续受益于政策利好的基建、新基建板块、双低转债、基本面良好的个券

1) 可转债走势复盘：权益市场先跌后涨，可转债沪深两市走势分化、约六成呈现下跌行情

本周权益市场跌宕起伏，上证指数周二跌破 2900 点后触底反弹、连续上涨 3 天，最终收于 3047.06 下跌 1.29%，深证成指本周下跌 0.27%，创业板指本周上涨 0.98%，中小 100 本周上涨 1.65%。本周上证转债上涨 0.15% 至 346.53，深证转债下跌 0.20% 至 285.14，中证转债上涨 0.04% 至 394.30，沪深两市走势分化，其中约六成转债呈现下跌行情，蓝盾转债、鹏辉转债、开润转债、荣晟转债、美诺转债等领跌，城市转债、盘龙转债、文灿转债、蓝晓转债、丝路转债等领涨。一级方面，本周巨星转债 1 只转债发行，裕兴转债、友发转债、明新转债 3 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 98%、89% 历史分位数水平。

图 9：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: 关注持续受益于政策利好的基建、新基建板块、双低转债、基本面良好的个券

本周召开的中央财经委会议强调全面加强基础设施建设, 政治局会议要求努力实现全年经济社会发展预期目标, 再度释放稳增长、稳预期的信号, 市场情绪得以提振, 权益市场走出 V 型行情, 可转债转股溢价率不断冲高。随着上海疫情迎来拐点、复工复产有序推进, 后续各项经济活动及需求有望恢复, 正股止跌回升过程中转债反弹动力亦将显现, 转债配置中可考虑以下方向: 1) 重要会议明确加快新型基础设施建设, 提升传统基础设施水平, 传统基建与新基建板块或持续受益于政策利好, 共同发力确定性较强; 2) 兼顾股性与债性的双低策略进可攻、退可守, 关注价格已大幅回调且转股溢价率处于低位的转债; 3) 发行人年报和一季报已相继披露, 结合业绩表现优选基本面良好的个券。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析: 沪指跌破 3000 点, 本周市场 V 型反转

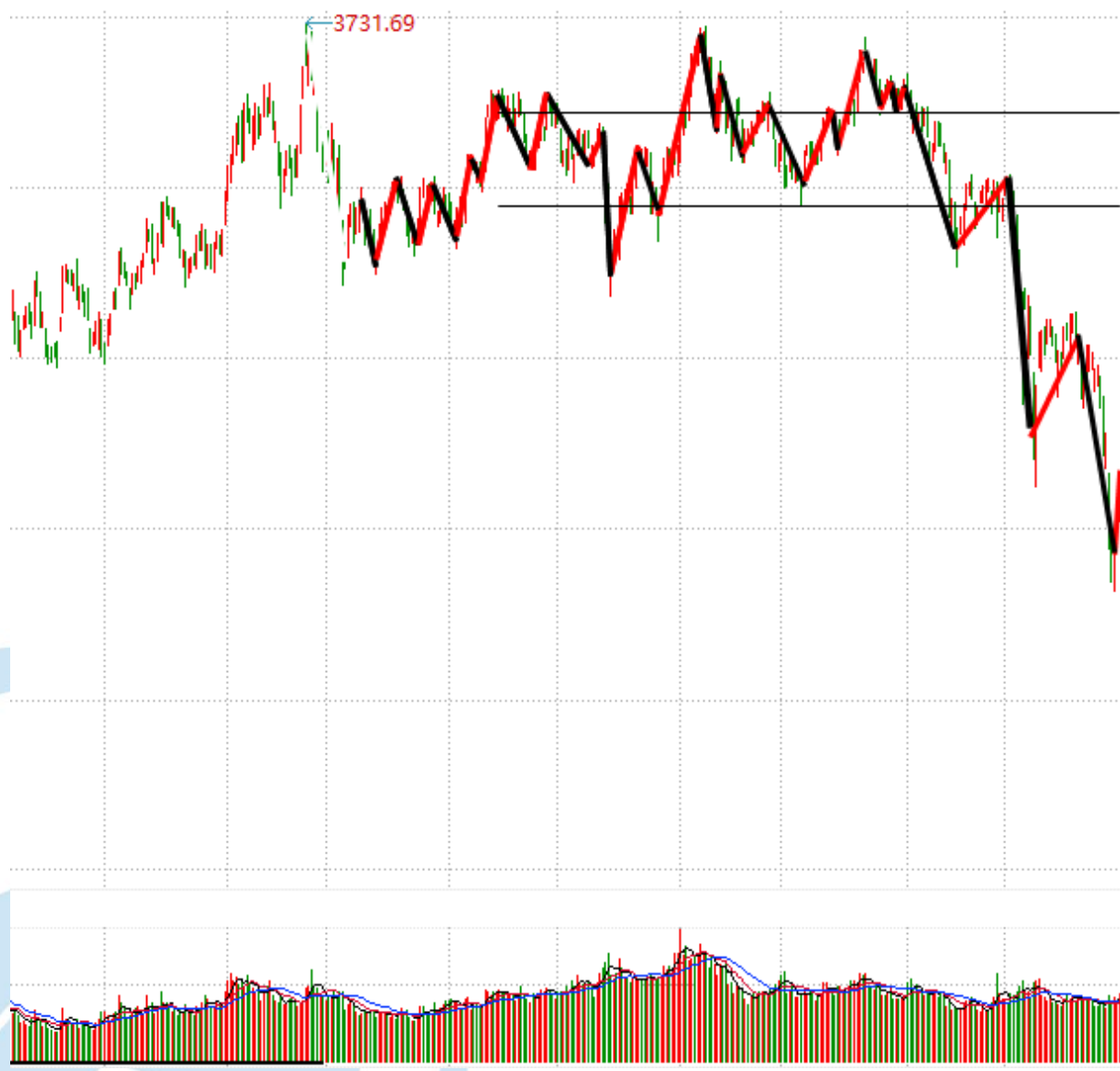
1) 权益市场走势复盘——赛道白马业绩不及预期, 中小创继续走弱

本周沪指一度跌破 3000 点, 深强沪弱。上证综指最终报收 3047.06 点, 本周下跌 1.29%。同期深证成指下跌 0.27%, 创业板上涨 0.98%。量能方面, 沪指环比放量, 收长下影线。盘面方面, 受上海疫情情绪发酵、核心公司业绩不及预期、海外美联储紧缩流动性的预期影响下, 市场杀破 3000 点, 最终探底至 2863 点后出现反弹。下半周政治局会议召开, 我们认为本次会议有利于坚定市场信心。明确了复杂环境下的目标优先级、界定稳增长方向与执行督促。在基建、地产、平台经济三个领域的信号释放, 是当前市场重拾信心的第一步。受此影响, 中概互联网板块大幅反弹。

市场结构方面, 防守板块陆续补跌, 逆境反转风格板块大幅补跌, 成长板块强劲反弹。高估值板块在估值端短期极速压制下, 高估值敏感因素再次被消化, 作为业绩高成长性的科创板在经济下行周期中出现比较优势。本周大市值公司表现强劲, 价值依旧强于成长, 其中上证 50 下跌 0.31%, 沪深 300 下跌 0.07%, 中证 500 下跌 1.97%, 创业板 50 下跌 1.74%, 国证 2000 下跌 4.51%。茅指数上涨 2.10%, 宁组合上涨 2.81%, 高估值资产表现较差, 低估值板块表现强势, 总体来看在经济下行压力下, 大市值风格表现强势。

本周五个交易日, 30 个中信一级行业中 6 个行业实现上涨, 其中建筑、电力设备及新能源、建材分别上涨 4.21%、1.69%、0.90%。24 个行业下跌, 纺织服装、综合金融、农林牧渔分别领跌 9.77%、7.25% 和 7.09%。总体来看, 本周再次实现恐慌性普跌状态, 逆境反转类资产比大幅补跌。

图 10: 沪指周线收深 V, 风格有望短期切换。



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 2.47%, 报 32977.2100 点, 纳指本周下跌 3.93%, 报 12334.6400 点, 标普 500 指数本周下跌 3.27%, 报 4131.9300 点。

本周美国三大股指均下行。随美国 5 月份 FOMC 会议临近, 美股下跌趋势延续。2021 年以来美国通胀持续走高, 同年 12 月份开始, 美联储货币政策转向, 并随着美国通胀数据持续处于高位, 美联储货币政策收紧呈现加速趋势。5 月初的 FOMC 会议上美联储很可能加息 50BP, 并且开启缩表进程。本周四公布的美国一季度 GDP 以及 PCE 物价数据均不及预期, 市场对于美联储货币政策收紧强度预期有所减弱, 当日美国三大股指均有所反弹。但本次反弹持续时间较短, 周五纳指以及标普 500 均再次转为下行。

图 11: 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——沪指跌破 3000 点, 本周市场 V 型反转

全面加强基础设施建设, 基建行情有望持续。4月26日, 习近平总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议强调, 全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系, 为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。会议强调我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应, 全面加强基础设施建设对保障国家安全, 畅通国内大循环、促进国内国际双循环, 扩大内需等都有重大意义。会议强调的建设方向覆盖了新老基建, 加快建设国家综合立体交通网络主骨架、发展分布式智能电网、加强沿海和内河港口航道规划建设、优化提升全国水运设施网络。我们认为基建作为短期托底经济的手段, 上升至保障国家安全, 建议关注价值风格的中字头基建公司的投资价值。

俄罗斯延长化肥出口限制, 钾肥景气度持续。4月27日, 俄方将化肥出口限制延长至8月31日, 并考虑进一步延长限制的可能性。2020年俄罗斯在全球化肥贸易市场中的地位举足轻重, 其出口的尿素、MAP及氯化钾在贸易中占比分别为13%、19%、21%。化肥限制如预期延长, 南美、南亚、西欧等主要化肥净进口地区的作物种植成本将提高, 由于南美是全球主要的作物输出地区, 价格得到支撑, 我们认为钾肥景气度有望超预期。

人民币贬值预期利好纺服出口, 景气度有望抬升。4月中下旬以来人民币加速贬值, 在岸、离岸人民币双双跌破6.5大关。离岸人民币一度跌破6.54, 创一年来新低。在持续贬值预期下, 目前仿佛制造作为出口占比最高的板块之一, 22年Q1我国纺织服装出口4715亿元, 创历史新高, 同比增长9.2%, 实现良好开局。我们认为在纺服出口强劲叠加人民币贬值预期的情况下, 海外出口占比较高的纺服企业或将受益。

Q1 光伏新增装机强劲, 关注组件设备的投资机会。近期国家能源局发布数据, Q1 光伏新增装机 13.2GW, 同比+148%。据组件建设龙头奥特维一季报, Q1 新签订单 14.4 亿元, 22Q1 末在手订单 48.94 亿元, 其中组件设备新签订单显著快于其他年度, 尤其是海外新签项订单大增。在大尺寸、SMBB 等技术革新下, 存量+新增组件设备需求大增。建议关注在经济下行环境中, 景气度依旧强劲的光伏组件环节的投资机会。

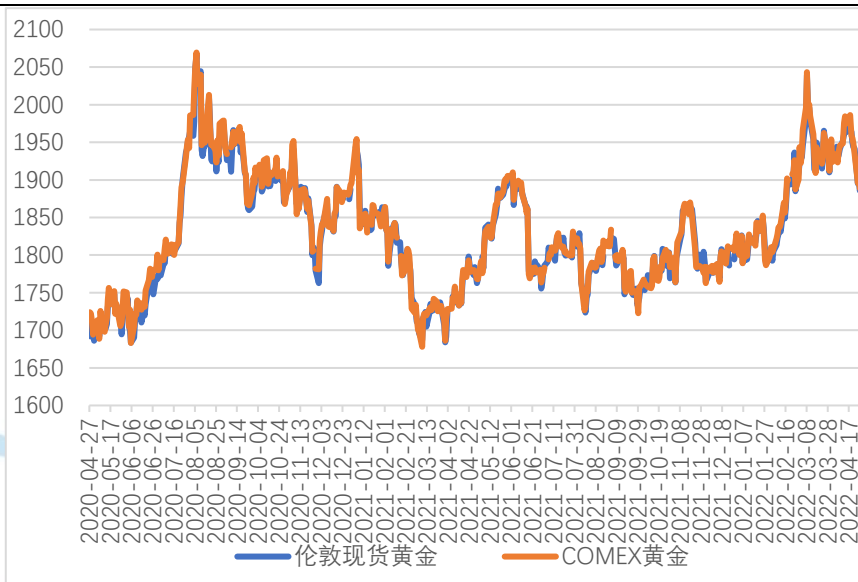
展望后市, 考虑到美联储的快速缩表及大幅加息将在5月开始, 而国内针对疫情的动态清零防疫政策尚未出现明显变化。市场或在5月将震荡整理。受疫情扰动, 四月经济下行压力加大。因此后续需要更多稳增长政策的出台和见效来实现本年度经济增长目标。短期内美债收益率的上行将对A股成长风格形成压制, 但中长期来看, 成长仍具备配置价值。

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、确定性强且具备核心竞争力的优质赛道。

3.2 黄金市场分析：美元指数上行持续带给金价不小压力，但美国经济数据不及预期也给予金价一定支撑

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日大涨 22.8 美元，或 1.21%，收报于 1911.3 美元/盎司，但全周累计下跌 1.56%；美国 COMEX 黄金期货结算价大涨 20.4 美元，或 1.08%，收报于 1911.7 美元/盎司，全周累计跌幅 1.17%。

图 12：本周金价下跌（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

本周前四个交易日，在美联储加息趋向鹰派导致美元指数大涨背景下，金价延续上周跌势，现货黄金一度跌至 2 月 17 日以来新低，但周五又在美国一季度经济数据萎缩的支撑下，大涨超 1%，收复前面的大多数跌幅，不过累计看，金价整体仍处于下跌通道。

美国商务部本周四（4 月 28 日）称，美国一季度 GDP 年化增速意外下降 1.4%，说明美国从 1984 年以来的长期经济扩张或发生逆转，而上一个季度美国经济大幅增长 6.9%，但造成经济萎缩的原因主要是一些短期因素，包括疫情感染人数上升、通胀飙升至 40 年以来的最高水平 8.5% 以及俄乌冲突。美国国内需求依然强劲，周五公布的其他经济数据显示，美国消费者支出增长了 2.7%，高于四季度的 2.5%，劳动力市场表现同样较乐观，截至 4 月 23 日当周，美国初请失业金人数较前值减少 5000 人，经季节性调整后为 180000 人，因此美国经济仍具有一定韧性，但今明两年经济增速可能放缓，不过这也可能带来意外好处，就是减轻美联储加息的压力，可能迫使其不会像之前预测的那样加速收紧政策，以抗击高通胀。

另外，俄乌严重冲突仍在延续。本周三，俄罗斯根据亚马尔合同停止向波兰和保加利亚供应天然气，加剧了西方与俄罗斯在乌克兰冲突上的分歧。此前，美国国务院首次在拜登执政期间发表紧急声明，批准向乌克兰出售价值 1.65 亿美元的弹药，俄对此则警告称，西方提供给乌克兰的武器是合法打击目标，并且不要低估核战争爆发的潜在巨大风险。由于俄乌战争，美国企业担心供应短缺加剧，提前订货导致进口激增，贸易逆差急剧扩大，拖累美国经济增长。

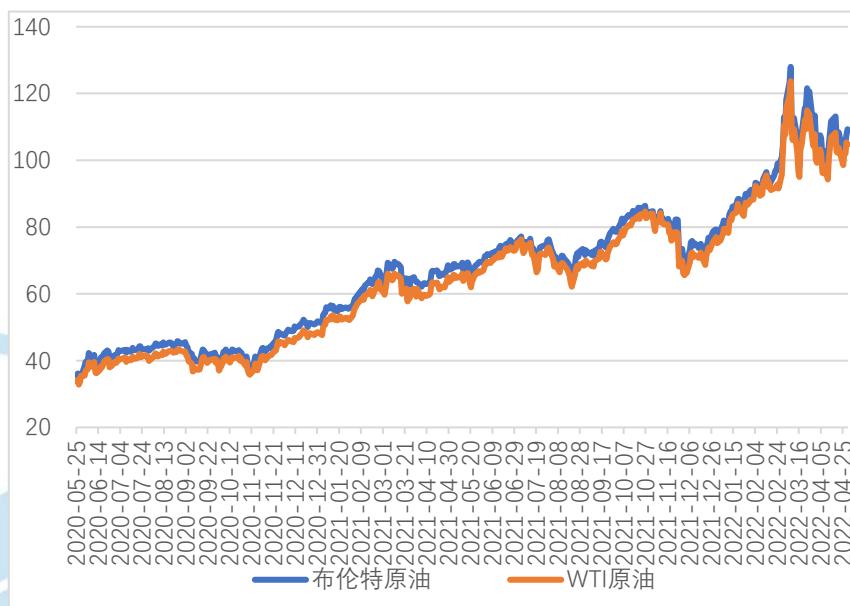
金价短期或将震荡反弹，中长期将趋于下跌。近期金价下跌主要是因为美联储不断释放加速收紧货币政策信号，加上中国等新兴经济体国家经济放缓，资本回流至美国，导致美元指数不断上升，而美元强势对金价不利，拖累金价表现。美联储很可能在下周 5 月 3-5 日的议息会议上加息 50BP，将进一步刺

激美元指数上行，美元将保持强势，但市场已充分消化这一预期，预计金价下跌幅度不会太大。但同时，俄乌冲突短期有可能快速升级，因为此前有报道称俄罗斯将在5月9日胜利日前结束冲突，近期俄罗斯或加大攻势，市场避险情绪将推高金价，预计金价短期震荡反弹。

3.3 原油市场分析：欧盟拟对俄罗斯石油采取禁运，俄乌冲突升级，推动国际油价上涨

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上涨1.75美元，或1.63%，收报于每桶109.34美元，全周累计涨幅2.52%；美国WTI原油期货合约结算价下跌0.67美元，或-0.64%，收报于每桶104.69美元，但全周累计上涨2.57%。

图 13：本周油价上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周国际油价震荡上涨，涨幅超2%，与前两个月俄乌冲突和美联储意外收紧政策导致的油价大涨大跌相比，当前振幅明显缩小。本周油价上涨，主要是德国与其他欧盟成员国一道对俄罗斯石油实施禁运的可能性增加，作为反制，俄罗斯主动切断对波兰等几个欧洲国家能源供给，加剧全球能源供给紧张。

德国经济部长哈贝克本周表示，德国希望在几天内找到新途径，用其他来源供应替代俄罗斯石油，她称德国有能力应对欧盟对俄罗斯石油进口禁令。据市场机构分析，俄罗斯石油约占德国总供应的三分之一，但一个月前，哈贝克表示德国对俄罗斯石油的依赖已降至约25%。一些欧盟国家正在考虑跟进，这可能导致俄罗斯石油产量在2022年下降多达17%。不过欧盟各国之间也分歧巨大，波兰、立陶宛等国希望完全禁止俄罗斯石油和天然气，而德国和匈牙利则反对，短时间内达成一致禁运的难度较大。作为回应和反制，俄罗斯本周三根据亚马尔合同已停止向波兰和保加利亚供应天然气，导致西方与俄罗斯在乌克兰问题上的分歧加大，也使得全球原油供应遭受更大不确定性。

OPEC+方面，其大概率会坚持当前减产协议，在下次会议上可能时同意从6月再次小幅增产。根据去年7月达成的协议，OPEC+将在今年9月底之前逐月提高产量43.2万桶/日。但鱿鱼面对高通胀，以美国为首的主要消费者一直在敦促该集团加快增产，尤其是在西方制裁限制俄罗斯出口的情况下。

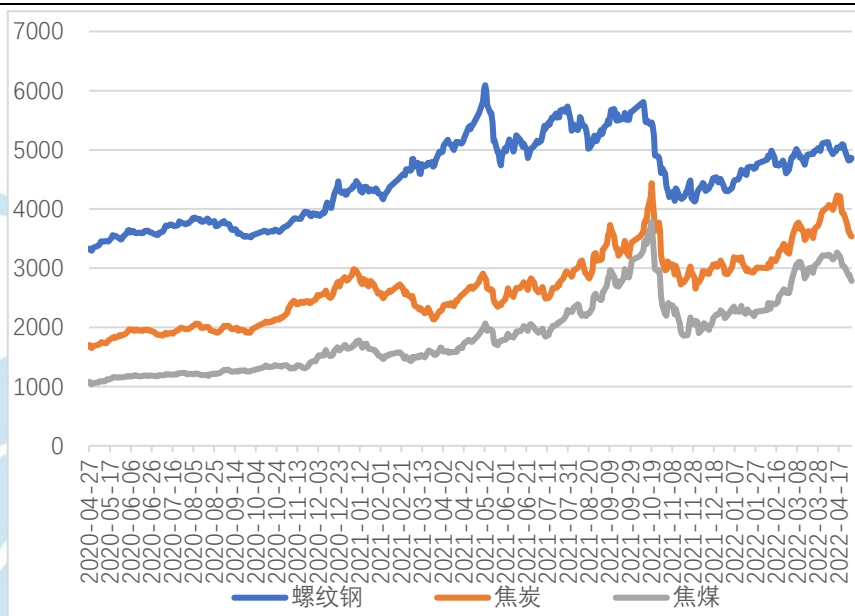
油价短期或震荡上行，中长期将趋向下行。尽管近两个月油价从约130美元下行至约100美元，原因一方面是美元强劲，另一方面是俄乌紧张局势减缓，但应看到短期内俄罗斯有加大军事攻势、快速结束军事冲突的需要，其于5月9日国家胜利日前结束战斗的概率进一步提高，这将导致原油供给扰动加

大，推动油价上涨。另外从技术面上，上下方的压力线和支撑线不断收窄，近期将选择趋势方向，在当前整体国际环境下，我们认为向下趋势的可能性不大，因此也支撑油价短期反弹。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：疫情扩散及严格封控继续冲击黑色商品市场，双焦期价大跌，地产政策边际放松对螺纹钢价格形成一定支撑

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨下跌152元，收报于4863元/吨，跌幅3.03%；焦炭价格每吨继续大跌342.5元，收报于3540元/吨，跌幅8.96%；焦煤价格每吨大跌245.5元，收报于2783.5元/吨，跌幅8.1%。

图 14：黑色系商品价格继续下跌，螺纹钢价格跌幅较小，双焦价格延续大跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

部分地区疫情管控导致生产和物流等受阻，叠加经济下行，螺纹钢价格继续下跌，由于下游地产政策边际放松，也对螺纹钢价格形成一定支撑。本周，疫情仍对螺纹钢生产造成扰动，产量小幅下降，但原材料运输问题因上海等地疫情有所缓解而逐步缓解，江苏、河北等地疫情防控对产量回升仍有所限制。地产放松政策或将继续加码，国内一些城市陆续释放降低房贷利率等促进房地产市场政策，银行也加大给予房企资金支持，让螺纹钢的跌幅才不会那么大。短期看，各地疫情反复，终端需求仍然较弱，而且地产销售持续低位，房企资金短期难以改善，螺纹钢价格承压震荡运行。

受疫情导致停工停产影响，市场风险情绪收到严重打击，双焦价格继续大跌超8%。供给方面，山西等地区物流运输效率改善，原料到货情况亦有改善，焦炭焦煤供应回升。需求方面，伴随铁水产量回升，钢厂焦炭日耗增长，加之前期受疫情影响，华北多地钢厂焦炭库存大幅去化，刚性需求短期仍有支持。库存方面，双焦库存尽管有一定增加，但整体仍不大，库存状况随着需求转强而改善。短期看，随着双焦期价短期跌幅过大，且疫情对其生产及运输的影响逐渐减弱，市场有反弹需求，预计后续双焦期价将跟随黑色板块震荡运行。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国一季度 GDP 不及预期，但美联储 5 月份 FOMC 会议临近，美元指数整体维持上涨趋势

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.6177，较上周下跌 2.45%。即期汇率报 6.5866，较上周下跌 1.53%，美元指数报 103.2173，本周上涨 1.4738。

本周美元指数现涨后跌。美国 5 月份 FOMC 会议临近，美联储在本次会议上大概率加息 50BP，同时有可能开启缩表进程，受此影响，本周美元指数维持近一段时间上涨趋势。然而本周四公布的美国一季度 GDP 环比下行 1.4%，大幅不及市场预期，此外美国一季度 PCE 物价指数环比涨幅也不及预期，受经济及通胀双双下行形象，市场对美联储后续政策的预期有所转鸽，数据公布后美元指数有所下行。本周中国人民银行宣布自 5 月 15 日起下调外汇存款准备金率 1 个百分点，但受美元走强影响，本周人民币兑美元仍有所贬值。

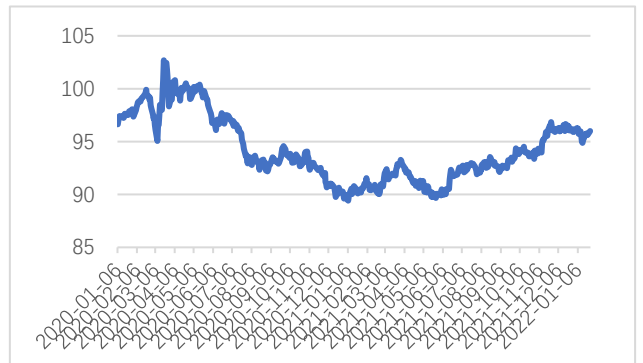
虽然美国一季度 GDP 增速不及预期，预计对于美联储后续货币政策影响有限。细分来看，一方面，美国去年四季度 GDP 环比增速达 6.9%，美国 GDP 不及预期有高基数的影响。另一方面美国消费仍然强劲，本次 GDP 不及预期主因在于政府政策退出以及美国贸易逆差超预期。回归美国货币政策，虽然本次美国单季度经济增速不及预期，但近期美国就业持续好转，高企的通胀数据仍是美联储面临的主要问题，预计近期美联储放缓货币政策收紧速度的可能性有限。

图 15：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 16：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。