

金融市场分析周报:4月金融数据大幅 下滑,债市走出利多出尽行情 (2022.05.09-2022.05.13)

金融市场分析周报

2022年05月16日

摘要

- **CPI/PPI: 疫情叠加能源高成本向下传导, CPI 同比继续上行, PPI 同比延续回落态势。**上游原材料尤其是能源价格带来的高成本继续向下游传导, 叠加国内疫情加速传播影响, 4月价格数据表现超出市场预期, CPI 同比继续上涨至 2.1%, PPI 同比则回落小幅至 8%。上游大宗商品价格在国际地缘政治紧张局势下将维持高位震荡, 疫情短期不会有效缓解, “动态清零”、部分封控将成为常态, 预计这种 CPI 上行、PPI 下行的趋势在上半年不会改变。
- **金融数据: 经济下行以及疫情影响下, 居民和企业融资需求低迷, 新增信贷和社融同比大幅下滑。**疫情边际扩散导致市场参与者信心严重受挫, 居民和企业融资需求均不足, 金融数据出现“腰斩”。4月人民币贷款新增贷款 6454 亿元, 同比少增 8246 亿元; 社会融资规模也增长乏力, 新增 9102 亿元, 同比少增 9468 亿元。但 M2 增速仍保持上升, 与社融数据出现“倒挂”现象。4月疫情对经济的影响较重, 进入 5 月尽管疫情对经济和社会生产的影响仍在, 但一些地区努力复工复产, 429 政治局会议也承诺将加大政策支持力度, 金融数据大概率将改善。
- **进出口: 海外经济体复苏放缓, 国内疫情冲击商品生产和物流, 4月出口增速大幅下降。**以美元计, 4月出口同比增速大幅下降 10.8 个百分点至 3.9%, 进口则由 3 月同比下降 0.1% 转为持平。出口增速大幅下降的原因主要有美日等主要经济体复苏放缓、疫情封控冲击出口企业的产业链以及高基数等。从去年一季度以来, 进出口增速整体呈现下滑趋势, 过去出口的高增长不具有延续性, 因此除疫情影响外, 增速回落属于正常现象, 未来进出口增速将在 0 上下波动。
- **资金面分析: 央行公开市场操作小幅净投放, 月初资金价格保持平稳; 本周央行数次提及增量货币政策, 资金面快速转向可能有限。**本周央行公开市场共有 200 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净投放 300 亿元。本周值月初, OMO 少量到期, 央行公开市场操作小幅净投放, 其他对于资金面冲击因素也较少, 资金面整体维持平稳。本周央行数次提及增量货币政策, 但本周发布的一季度货币政策执行报告中也提及货币政策面临着物价上行以及发达经济体货币政策紧缩的多重压力。总体来看, 下一阶段宽信用仍为货币政策的主要关注点之一, 资金面快速转向的可能性有限。5 月份以来政府债融资加速, 叠加下周缴税走款, 关注资金面波动情况。
- **利率债: 疫情频发、4月金融数据下滑, 中美利差倒挂等多空因素交织, 债市短期有支撑, 中期有压力。**近期疫情点多、面广、频发, 对经济运行的冲击影响加大, 货币政策方面总量层面发力空间小, 结构性稳就业、稳民生、稳市场主体为主, 所以短期内资金面宽松持续使得利率上行空间有限, 然而, 4月可能已是经济最差时点, 但债市表现偏弱, 4月金融数据落地后, 债市利率快速下行, 随后迅即回升, 当前外部中美利差深度倒挂, 货币政策宽松空间受到明显制约; 同时, 疫情毕竟是短期冲击, 市场对中期稳增长和宽信用趋势仍担忧。因此利率下行也受到一定制约, 债市或延续震荡偏弱局面, 中期偏防守为主。

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：**权益市场情绪修复、震荡上扬，可转债涨多跌少、近九成录得上涨行情，关注基建产业链、前期调整充分的优质龙头、盈利可预见性较高的个券。国内疫情边际好转、稳增长政策持续发力叠加美联储加息落地，权益市场迎来反弹机会，转债亦跟随正股走出向上行情，关注基建产业链、前期调整充分的优质龙头、盈利可预见性较高的个券。
- **权益市场：**股指逆境反转，科创板领涨市场。本周 A 股逆外盘大涨，创业板强势崛起。上证综指最终报收 3084.28 点，本周上涨 2.76%。通胀压力边际上升，成长风格空间仍被压制；新能源汽车环比回落，5 月有望复苏；军工产业链景气度延续，估值已进入历史底部区间；国常会额外发放可再生能源补贴，风光电景气度延续。展望后市，基于国内经济筑底、稳增长再出发的背景，在经济企稳前，短期内价值或仍将占优。短期内首推与价值风格匹配、稳增长政策力度最为明确的基建领域，包括电力电网、建材、钢铁，此外还有地产、地产的上下游和持有地产的银行板块。中期，企业盈利修复到来之际，成长在市场反弹后期相对表现更优。另外，疫情后，消费有望迎来稳步恢复，接力基建投资，拉动中下游企业盈利改善，带动国内经济向好。策略方面，随着稳增长政策效果的逐步检验，下半年可重点关注疫情反转后的成长及消费类投资机会。
- **黄金：**美高通胀触顶回落，加上美元坚挺，金价连续大跌。近期国际黄金价格连续下跌，本周两大金价均跌超 3%，主因是美元指数处于高位震荡，美国通胀率数据回落，抑制了投资者对黄金的需求。尽管美联储将继续在 6 月和 7 月会议上加息，但市场已基本消化这一预期，预计金价继续下跌幅度不会太大，短期或维持窄幅震荡。
- **原油：**欧盟推进俄油禁运，OPEC+坚持小幅增产，油价先跌后涨。本周油价在大跌之后持续反弹，基本收复前面跌幅，总体看涨跌幅不大，一方面欧盟推动对俄石油禁令的难度较大，且 OPEC+其他产油国不愿意配合欧美增产，另一方面央行加息周期下，全球经济增长面临放缓，燃料需求可能下降。国际地缘政治原因仍是主导近期油价走势的因素，随着俄罗斯加大乌东地区军事攻势、欧美可能加大对俄制裁，油价短期易涨难跌。
- **黑色产业链：**国内疫情反复导致经济下行压力增大和有效需求不足，黑色系商品大跌。近期公布的 PMI 和金融数据显示经济下行压力不断增大，市场融资需求不足，下游房地产数据没有反转，螺纹钢表需延续弱势，导致期价大跌，短期形势难以改观。焦炭焦煤供应尽管有所恢复，但下游钢厂按需采购和观望情绪浓厚，基本面整体趋弱，短期将随黑色板块一起承压。
- **人民币兑美元汇率分析：**通胀再超预期对美联储当前紧缩路径影响有限，美元升值叠加出口走弱，人民币兑美元持续贬值。本周美元指数现涨后跌。本周公布的美国通胀数据较前值涨幅回落，但仍高于预期。受此影响，数据公布后美元指数明显走高。本周包括美联储主席鲍威尔在内的多名美联储官员发言表达了美联储对于通胀的关注，但在货币政策层面仍认为不需要单次加息 75BP 或者更高，一定程度上缓和了市场对于 4 月通胀数据超预期带来的担忧。本周人民币兑美元持续贬值，一方面美联储进入紧缩周期，人民币压力不断增大，另一方面 4 月份疫情影响下中国出口回落明显，对人民币的支撑也有所减弱。

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 CPI/PPI 数据.....	4
1.2 社融信贷数据.....	6
1.3 进出口数据.....	9
1.4 每周要闻.....	10
二、 固定收益市场分析.....	11
2.1 资金面分析.....	11
2.2 利率债走势分析.....	12
2.3 存单信用债分析.....	13
2.4 可转债分析.....	15
三、 主要资产价格分析.....	16
3.1 权益市场分析.....	16
3.2 黄金市场分析.....	19
3.3 原油市场分析.....	20
3.4 黑色产业链分析.....	21
3.5 人民币兑美元汇率分析.....	21

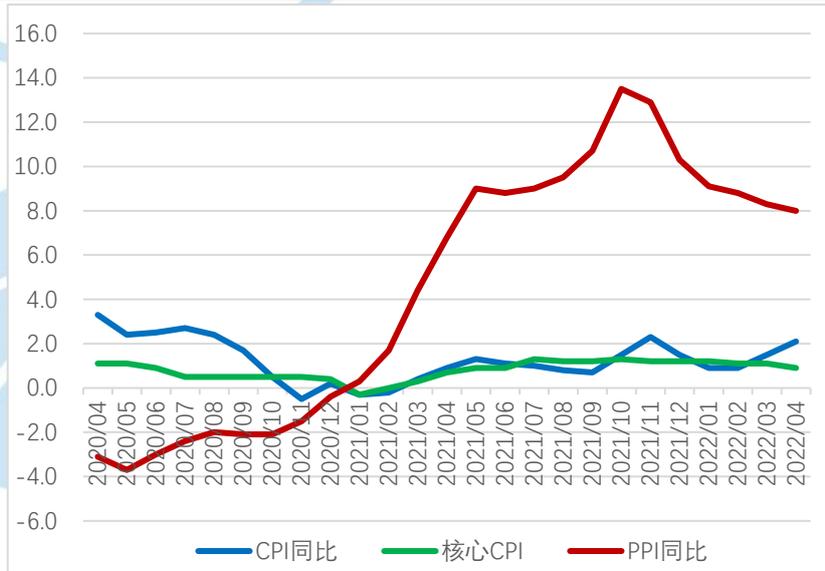
一、 本周重点经济数据分析

1.1 疫情叠加能源高成本向下传导，CPI 同比继续上行，PPI 同比延续回落态势

上游原材料价格尤其是能源价格维持高位，继续向下游传导，叠加疫情影响，4月价格数据同比表现高于预期。国家统计局5月11日公布的价格数据显示，4月居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，较3月上升0.6个百分点，为2021年下半年以来再次突破2%，但扣除食品和能源的核心CPI同比上涨0.9%，回落0.2个百分点，表明国内需求整体仍疲软，CPI同比连续上行主要是食品和能源价格上涨所导致；高基数继续拉低工业生产者出厂价格指数（PPI），同比增速下降0.3个百分点至8%，延续2021年11月以来的回落趋势。4月CPI和PPI同比涨幅均高于市场预期。

上半年预计将延续CPI上行、PPI下行趋势。CPI从3月以来重现抬头趋势，尽管4月同比2.1%仍低于去年11月时的短期高点2.3%，但我们认为这种趋势将持续下去，预计5月CPI将继续上行，一方面上游商品价格仍在高位，特别是俄乌冲突下，国际原油和天然气价格仍在历史高位震荡，这将继续拉高非食品同比涨幅，即向下传导到下游商品价格上；另一方面，5月国内疫情仍在北京、上海等主要城市快速传播，食品因物流受阻出现一定短缺，叠加猪肉价格可能触底反弹，这一定程度上将继续抬高食品价格。

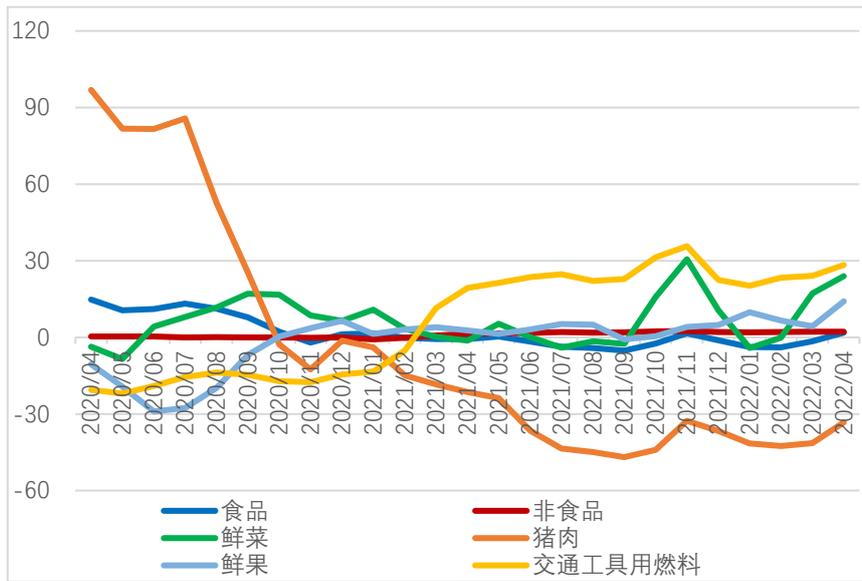
图 1：4 月 CPI 同比增速继续上行，PPI 也延续去年 11 月以来的回落趋势（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

CPI 同比看，受国际能源价格维持高位和国内疫情影响，食品和非食品价格均同比上升。4月部分食品、能源等价格对CPI同比涨幅的拉动较为突出，其中食品价格由下降1.5%转为上涨1.9%，影响CPI上涨约0.35个百分点，其中鲜菜、鲜果、鸡蛋和薯类价格分别上涨24%、14.1%、13.3%和11.8%，涨幅均有扩大；猪肉价格同比下降33.3%，降幅收窄8.1个百分点，仍是食品价格的主要拖累项。非食品价格同比上涨2.2%，涨幅与3月持平，影响CPI上涨约1.78个百分点。由于国际能源涨价进一步向国内传导，汽油、柴油和液化石油气价格同比上涨29%、31.7%和26.9%，高于CPI整体增速。

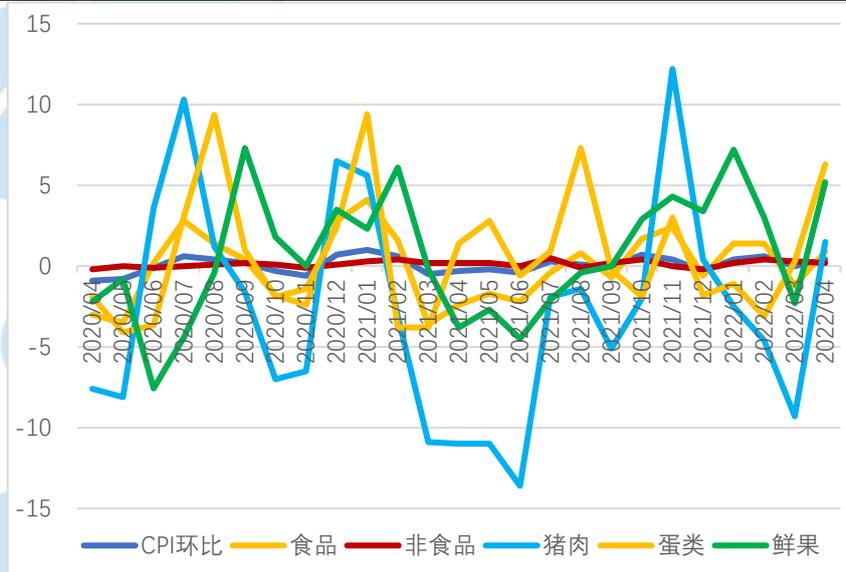
图 2：4 月食品价格同比由跌转涨，非食品价格持平（%）



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

CPI 环比看，疫情扩散下食品价格环比上涨较多，是主要拉动项。4 月 CPI 环比涨幅由 3 月的持平升至 0.4%，主要由食品价格带动。4 月食品价格环比由下降 1.2% 转为上涨 0.9%，影响 CPI 上涨约 0.17 个百分点，主因是疫情期间物流成本上升，商超等囤货需求增加，薯类、鸡蛋和鲜果价格分别环比上涨 8.8%、7.1% 和 5.2%。此外，随着生猪产能调整，猪肉价格环比由下降 9.3% 转为上涨 1.5%。非食品价格环比上涨 0.2%，低于 3 月 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.20 个百分点。受国际油价变动影响，汽油和柴油价格环比分别上涨 2.8% 和 3.0%。

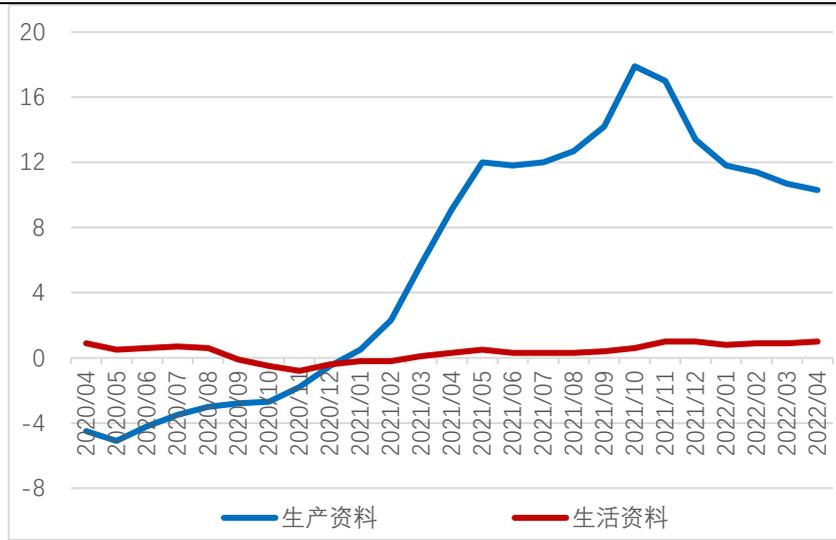
图 3: 4 月食品价格环比由跌转涨，是 CPI 环比上涨的主要拉动项 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

和能源价格休戚相关相关的生产资料价涨幅放缓，是PPI继续回落的主要原因。4月PPI同比涨幅回落0.3个百分点至8%，其中生产资料价格上涨10.3%，较3月下降0.4个百分点，影响PPI总体上涨约7.78个百分点；生活资料价格上涨1%，涨幅扩大0.1个百分点。40个工业行业大类中，价格同比涨幅回落的有22个，较3月增加1个。

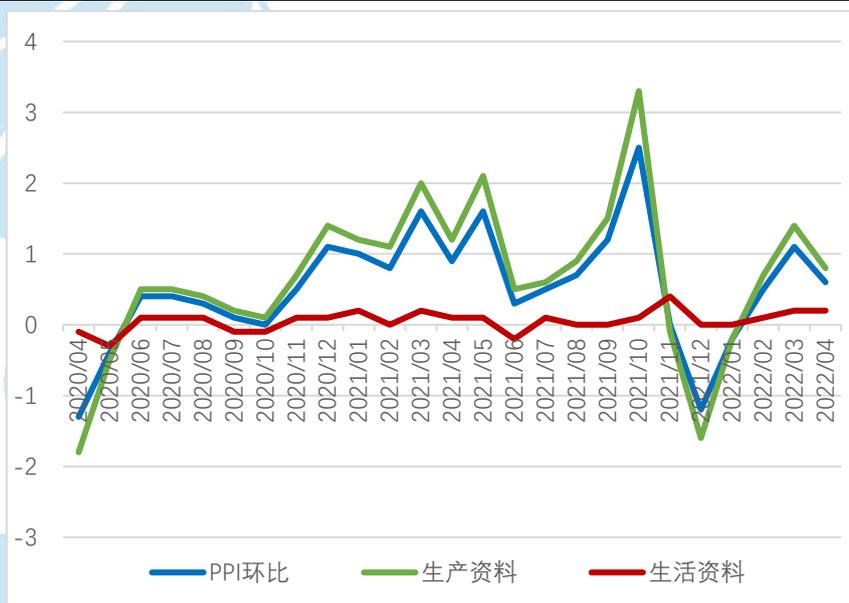
图 4：4 月生产资料价格同比涨幅继续回落，生活资料涨幅略有上升（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

国际原油高位震荡，有色金属价格震荡下跌，导致生产资料价格环比涨幅回落。4 月 PPI 环比涨幅回落 0.5 个百分点至 0.6%，其中生产资料价格环比上涨 0.8%，低于 3 月 0.6 个百分点，影响 PPI 上涨约 0.59 个百分点；生活资料价格环比上涨 0.2%，涨幅与 3 月相同。生产资料中，石油和天然气开采业价格环比增速大幅回落 12.9 个百分点至 1.2%，石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼和压延加工业价格回落幅度在 0.4 个到 4.4 个百分点之间。

图 5：4 月生产资料价格环比涨幅回落，生活资料持平（%）



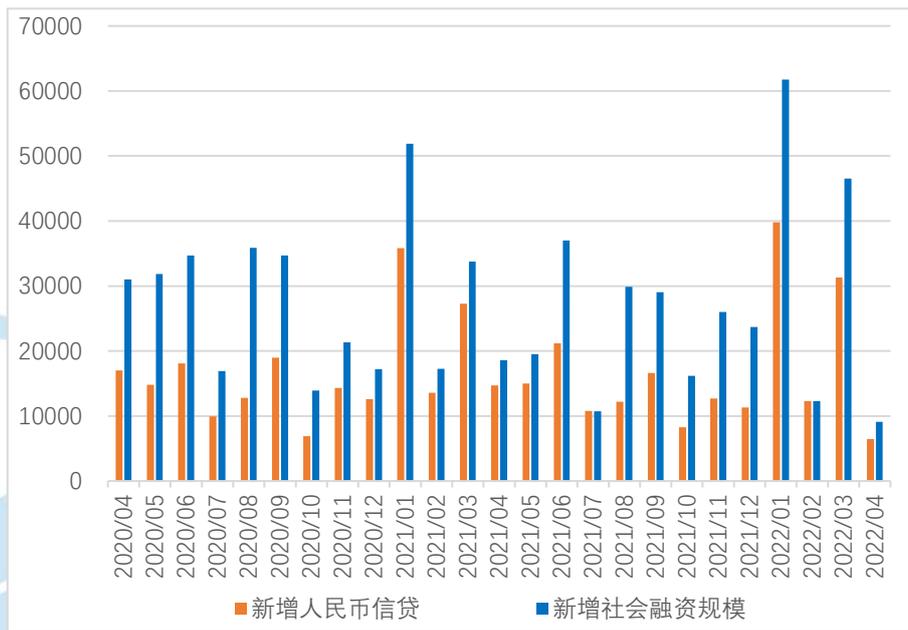
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 经济下行以及疫情影响下，居民和企业融资需求低迷，新增信贷和社融同比大幅下滑

经济下行叠加疫情影响下，实体融资需求十分疲软，4 月金融数据呈现总量和结构“双弱”局面，新增信贷和社融同比“腰斩”。央行 5 月 13 日公布的金融数据显示，4 月人民币贷款增长明显放缓，新增贷款 6454 亿元，较 3 月的 3.13 万亿元减量近 80%，同比少增 8246 亿元，缩量为 2016 年 8 月以来新高，远

低于市场预期；受信贷拖累，社会融资规模也表现乏力，新增社会融资规模 9102 亿元，同比少增 9468 亿元，较 3 月的 4.65 万亿元减量超过 80%，也大幅低于市场预期；截至 4 月底，社融存量规模 326.5 万亿元，同比增长 10.2%，增速较 3 月下滑 0.4 个百分点。但货币增速与社融增速罕见地出现“倒挂”，4 月仍保持在较高水平，M2 同比增长 10.5%，较上月提高 0.8 个百分点；M1 同比增长 5.1%，较上月提高 0.4 个百分点。4 月疫情反弹导致部分城市戛然而止，上海和长春封城，北京和深圳部分地区封闭管控，进入 5 月尽管封控有所放松，但是疫情对经济和社会生产的影响仍在，我们对 5 月金融数据仍不乐观，但边际上会改善，429 政治局会议承诺将加大政策力度，以稳住经济不断下行压力。

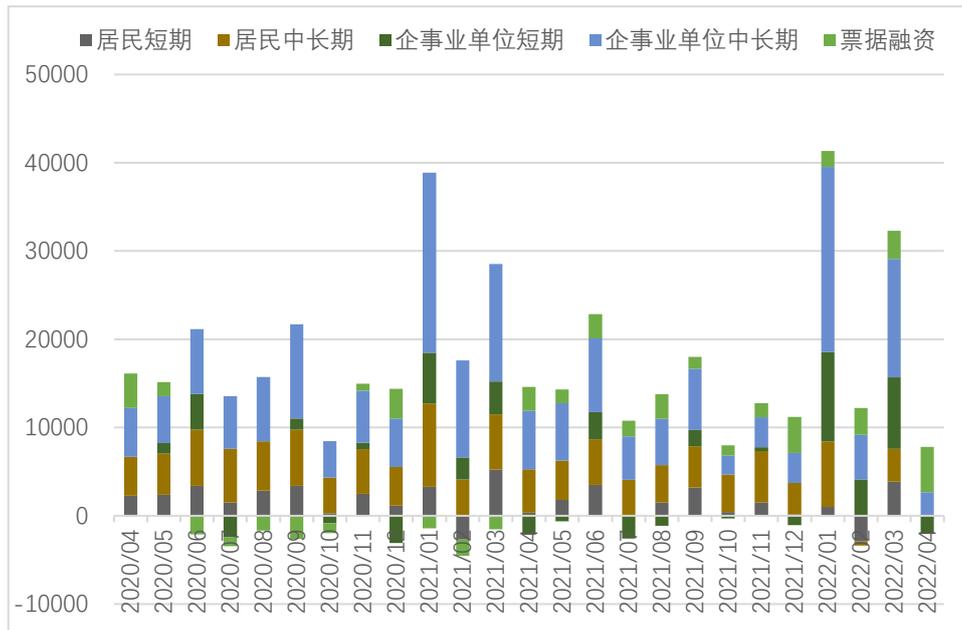
图 6：4 月新增人民币信贷和社融规模数据均大幅度降低（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

新增信贷主要靠短期信贷特别是票据冲量支持，之前占比稳步提升的中长期信贷增长乏力。从信贷期限看，中长期贷款表现乏力，4 月居民和企业新增中长期贷款合计占比 31.7%，较 3 月下降 23 个百分点，较去年同期下降 47 个百分点，创 2017 年以来新低。从信贷结构看，居民贷款是主要拖累，4 月再次出现月度负增长，为下降 2170 亿元，同比多减 7453 亿元，其中住房贷款减少 605 亿元，同比多减 4022 亿元，说明购房政策边际放松尚不足以扭转需求预期，而且疫情也阻碍了居民看房活动和房企推盘意愿；不含住房贷款的消费贷款减少 1044 亿元，同比多减 1861 亿元，表明消费需求仍疲软；经营贷款减少 521 亿元，同比多减 1569 亿元，表明疫情对个体工商户冲击较大。企业贷款保持正增长，当月新增 5784 亿元，但是增量亦明显下滑，同比少增 1768 亿元，其中短期贷款出现负增长，当月减少 1948 亿元，同比少减 199 亿元；中长期贷款新增 2652 亿元，同比少增 3953 亿元；票据融资继续成为企业贷款主要贡献项，当月增加 5148 亿元，同比多增 2437 亿元，为新增贷款贡献近 80%，说明银行冲信贷规模压力较大。

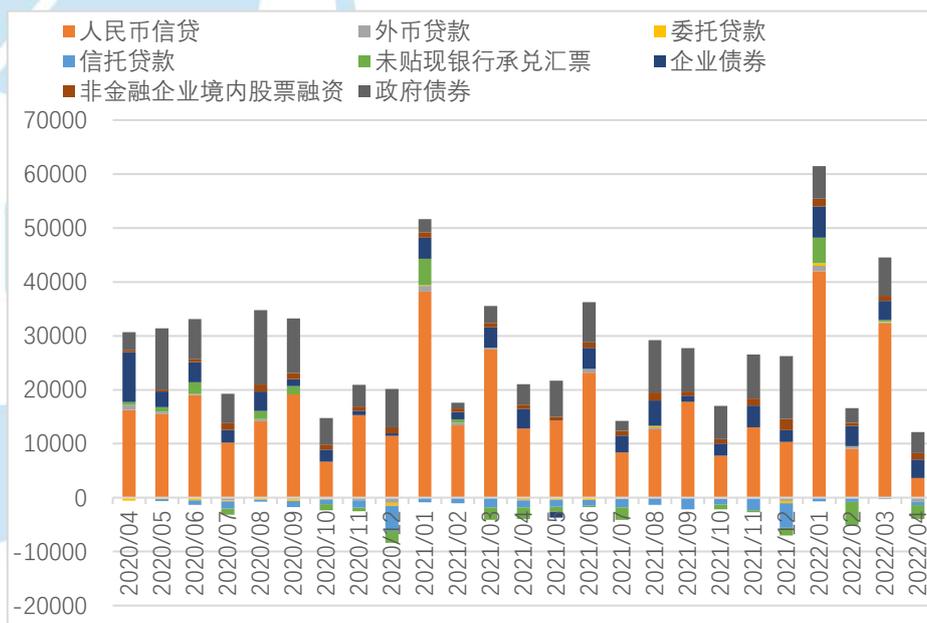
图 7：4 月长期信贷特别是居民信贷成主要拖累项，疫情下企业主要依靠票据融资来支撑（亿元）



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

新增信贷不足拖累社融规模增长，政府债券成为主要支撑项。从社融结构看，社融口径下的新增信贷和债券融资均同比少增，非标融资继续负增长，其中信贷新增仅 2856 亿元，同比少增 9712 亿元；非标融资（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）合计减少 3174 亿元，同比少减 519 亿元；企业债券融资新增 3479 亿元，同比少增 145 亿元；政府债券继续成为新增社融的推动项，新增 3912 亿元，同比多增 173 亿元；企业股票融资新增 1166 亿元，同比多增 352 亿元。政府债券和企业股票融资在各项社会融资项中表现较为亮眼。

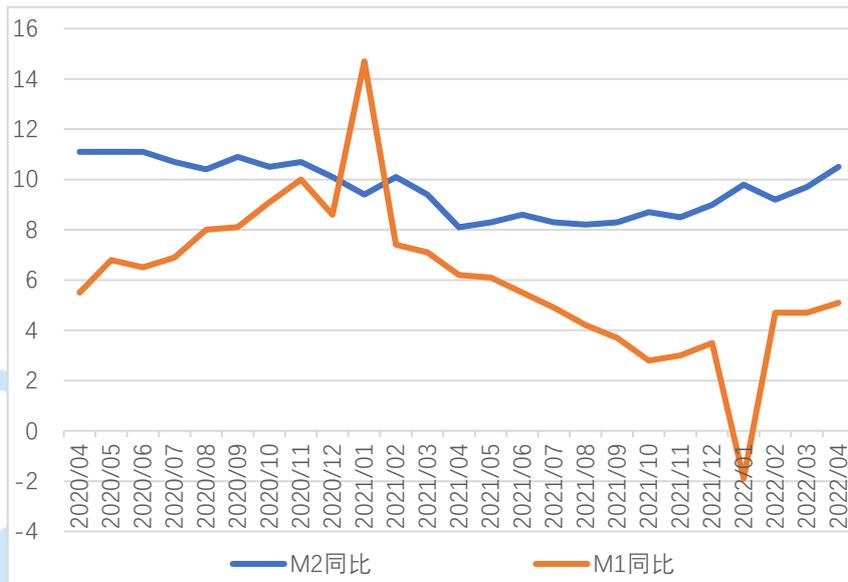
图 8：4 月新增信贷成为社融的主要拖累项，政府债券为主要支撑项（亿元）



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

货币供应增速继续保持较高水平，M2 增速与社融新增状况出现少见的“倒挂”。4 月，广义货币供给量（M2）同比增长 10.5%，较上月提高 0.8 个百分点；狭义货币供给量（M1）同比增长 5.1%，较上月提高 0.4 个百分点。一方面，疫情下社会主体融资活动放缓，但存款有明显增长，央行数据显示 4 月居民存款新增 909 亿元，同比多增 8161 亿元，企业存款新增 6716 亿元，同比多增 1448 亿元；另一方面，货币供应量与社融呈现反向走势，表明当前“资产荒”问题可能加剧，资金出现空转或闲置，也可能与企业留抵退税有一定关系。

图 9：4 月 M2 和 M1 同比增速均不降反升（%）

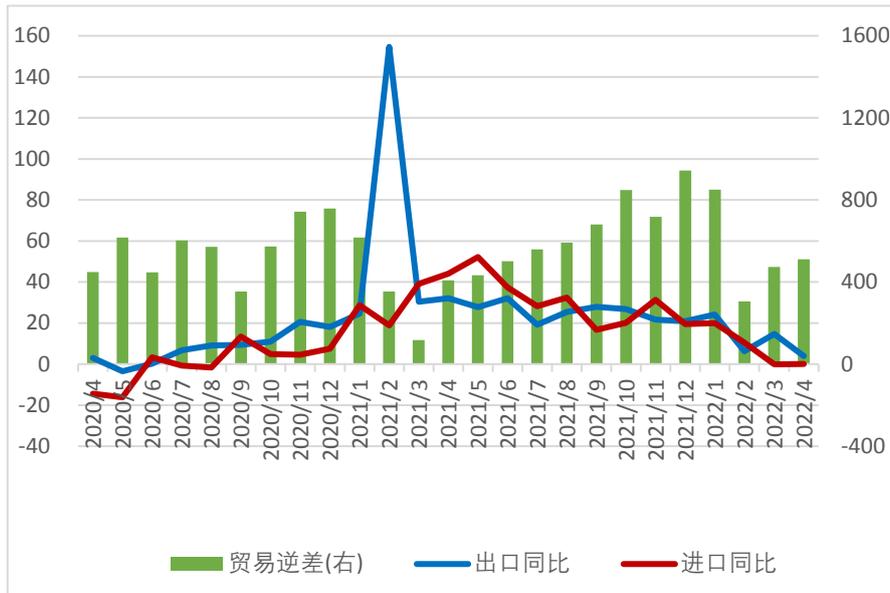


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 海外经济体复苏放缓，国内疫情冲击商品生产和物流，4 月出口增速大幅下降

受全球经济增长整体放缓和国内生产、物流受疫情扰动等因素影响，4 月中国出口增速明显放缓。海关总署 5 月 9 日发布的对外贸易数据显示，以美元计，4 月出口金额 2736.2 亿美元，同比增长 3.9%，增速较 3 月大幅下降 10.8 个百分点；进口金额 2225 亿美元，同比由 3 月下降 0.1% 转为持平；实现贸易顺差 511.2 亿美元，较 3 月增加 37.4 亿美元。出口增速大幅下降的原因有三个：一是在俄乌冲突、高通胀带来货币紧缩背景下，全球主要经济体复苏有放慢迹象，外部需求有所下降；二是高传染性的 Omicron 病毒株在上海、深圳等主要出口城市快速扩散，当地政府实施的疫情封控严重冲击了汽车制造等企业的生产和物流，部分订单转移到其他国家；三是高基数影响，去年上半年出口保持在 20% 以上高增速，今年出口增长压力增大。

图 10：4 月出口同比增速大幅下降，进口增速持平（%，亿美元）



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

中国对主要经济体或地区的出口增速均不同程度走弱,对东南亚出口保持一定韧性,对日出口下降较多。分地区看,对第一大贸易对象东盟的出口放缓2.8个百分点至7.6%,放缓程度低于整体下降速度(10.8%);对美国、欧盟出口增速分别放缓13个、13.5个百分点,但同比分别增长9.4%、7.9%,增速高于总体;对日本出口同比下降9.4%,低于3月19.1个百分点,下降较多。

疫情影响主要商品的生产 and 物流,纺织品和机电、高科技产品出口增速大幅下降。疫情影响,加上东南亚等地的生产恢复,导致订单回流,中国部分劳动密集型产品出口增速放缓明显,纺织品出口同比增速大幅下降21.4个百分点至0.9%,服装增速下降8.6个百分点至1.9%。机电、高新技术产品出口增速也明显回落,同比分别下降0.1%、5%,回落幅度均超过10个百分点,其中手机出口由3月同比增长14.1%转为下降7.3%。

主要大宗商品进口量走势继续分化,由于价格居高不下,进口额仍维持高增。俄乌冲突推动原油、天然气价格继续走高,4月原油进口量同比小幅增长,但进口额同比大增81.5%;天然气进口量同比下降20.3%,但进口额增长超30%。国内需求疲软导致钢材、铁矿石进口量同比下降,但进口额同比小幅增长。受疫情影响,半导体、液晶显示屏等产品进口降幅继续扩大,同比分别下降5.9%、27.2%。

1.4 每周要闻

1、央行:发布一季度货币政策执行报告

央行发布《2022年第一季度中国货币政策执行报告》,详细介绍下一阶段主要政策思路,其中包括:保持货币信贷和社会融资规模稳定增长。密切关注国际国内多种不确定因素变化,深入研判流动性供求形势,综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕,进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性,稳定好市场预期。继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用。完善市场化利率形成和传导机制,优化中央银行政策利率体系,引导市场利率围绕政策利率波动。加大债券市场统一执法力度,严厉打击债券市场违法违规行为。

2、国务院常务会议:财政货币政策以就业优先为导向,稳住经济大盘

据央视新闻,国务院领导人主持召开国务院常务会议,要求财政货币政策以就业优先为导向,稳住经济大盘;部署进一步盘活存量资产,拓宽社会投资渠道、扩大有效投资;决定阶段性免除经济困难高

校毕业生国家助学贷款利息并允许延期还本。会议指出，要按市场化法治化原则，通过发行不动产投资信托基金等方式，盘活基础设施等存量资产，以拓宽社会投资渠道和扩大有效投资、降低政府债务风险。指导地方拿出有吸引力项目示范，对参与投资的各类市场主体一视同仁。此外，在前期支持基础上，再向中央发电企业拨付 500 亿元可再生能源补贴，通过国有资本经营预算注资 100 亿元，支持煤电企业纾困和多发电。要优化政策，安全有序释放先进煤炭产能。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场操作小幅净投放，月初资金价格保持平稳；本周央行数次提及增量货币政策，资金面快速转向可能有限

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场资金净投放 300 亿元

本周央行公开市场共有 200 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净投放 300 亿元。下周央行公开市场将有 600 亿元逆回购到期，周一到期 200 亿元，周二至周五分别到期 100 亿元；此外下周二 MLF 到期 1000 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	0	0	0	-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	100	100	100	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：月初资金价格保持平稳。本周值月初，OMO 少量到期，央行公开市场操作小幅净投放，其他对于资金面冲击因素也较少，资金面整体维持平稳。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.3711%，R007 加权平均降升 1.6313%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均分别降至 1.6090%、1.6740%。

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	1.3644	1.3635	1.3816	1.3697	1.3711
	R007	1.8036	1.7104	1.6573	1.6464	1.6313
	R014	1.9373	1.9073	1.9043	1.7555	1.7423
	R021	1.8867	2.1188	1.9519	1.9589	1.8983
	R1M	2.0683	2.0584	2.0635	2.1489	2.0903
上交所协议回购	206001	3.5380	3.3830	3.5340	3.5980	
	206007	3.6820	3.7710	3.7960	3.9530	4.5870
	206014	4.6320	4.6180	4.5180	4.6330	5.2950
	206021	5.7040	5.7490	5.9760	5.9920	4.0330
	206030	5.9060	5.5880	6.0060	5.4950	6.0430

利率互换定盘：1Y	FR007	2.1626	2.1296	2.1392	2.1186	2.1020
-----------	-------	--------	--------	--------	--------	--------

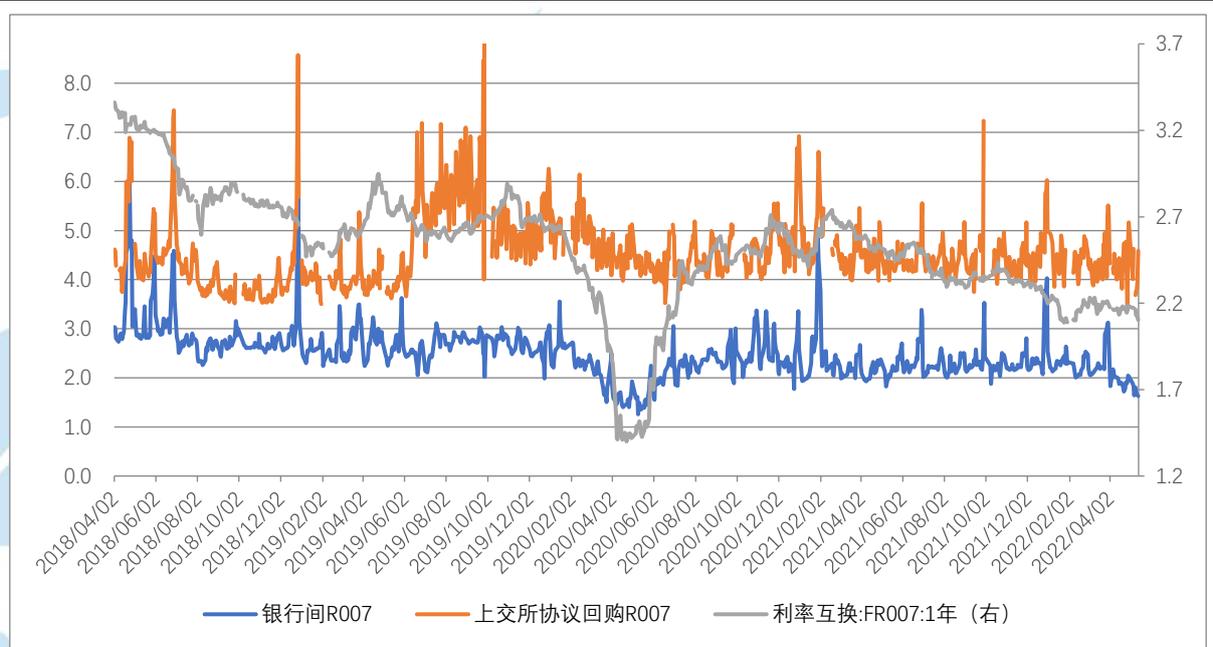
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：本周央行数次提及增量货币政策，资金面快速转向可能有限

本周中央财办副主席韩文秀以及央行副行长陈雨露均发言表示，要积极谋划及推出增量的政策工具，但本周发布的一季度货币政策执行报告中央行除了重申当前经济面临较大压力意外，也提及货币政策面临着物价上行以及发达经济体货币政策紧缩的多重压力。展望下一阶段，央行可能强化结构性货币政策工具的使用，此外央行在货币政策执行报告中也提到一季度通过下调存款利率，有效减少商业银行成本，未来LPR可能相应下调，以此降低实体经济压力。总体来看，下一阶段宽信用仍为货币政策的主要关注点之一，资金面快速转向的可能性有限。

5月份以来政府债融资规模较大，本周政府债净融资超4000亿元，下周政府债净融资也接近3000亿元。下周缴税走款，历史上来看5月份缴税金额也偏高，结合政府债供给加速，可能对资金面产生一定冲击，但另一方面受疫情影响部分地区缴税延期，也将一定程度上缓解税期的影响。

图 11：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：多空因素交织，债市短期有支撑，中期有压力

1) 利率债走势复盘：资金面宽松，4月金融数据低于市场预期，长债收益率小幅下行

本周，资金面延续宽松，疫情继续影响避险情绪，长债收益率小幅下行。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，资金面依旧宽松，海关总署当日发布2022年4月以美元计价的出口同比为3.9%，进口同比持平，贸易顺差为511.2亿美元，与3月相比国内疫情对出口的影响在4月开始加重，受此影响，国债期货明显走高，长债收益率下行；周二，央行开展100亿7天逆回购，当日无到期，净投放100亿，市场或提前博弈社融数据不佳，长债收益率下行0.75bp；周三，央行开展100亿7天逆回购，当日无到期，净投放100亿，统计局公布4月物价数据，CPI同比上涨2.1%，前值1.5%，但是剔除食品和能源后的核心CPI下行至1以下，PPI同比上涨8%，前值8.3%，午后或因特别国债传闻大幅跳水，各期限现券收益率均有所上行；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，北京疫情防控有所加码，避险情绪升温，长债收益率下行；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，4月社融数据公布，虽然市场已经预期4月社融数据会偏弱，2022年4月社会融资规模增量为9102亿元（预期20329亿元，前值46500亿元），比上年同期少9468亿元，M2-M1剪刀差进一步扩大，4月新增人民币贷款仅有6454亿元，同比少增8231亿元，数据落地后现券快速下行0.75bp，之后又反弹至原来点位。本周10年期国债活跃券220003累计下行1bp至2.8150%，新的10年期国债活跃券220210受换券加持累计下行2.75bp至2.9975%。

图 12：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：疫情频发、4月金融数据下滑，中美利差倒挂等多空因素交织

近期市场热议的特别国债如果发行将对债市带来一定压力。4月政治局会议要求“抓紧谋划增量政策工具”，引发特别国债的讨论。历史上我国曾在1998年、2007年和2020年发行过特别国债。今年发行新增特别国债有一定的必要性，与2020年特别国债发行时期比较类似，是疫情影响下，经济下行压力加大叠加财政收入减少，但又需继续维持较高的财政支出强度；但不同的是，2020年特别国债在当年政府工作报告和预算报告中就已经提出，不涉及到年中预算调整。如果特别国债发行，则将对债市市场带来一定影响，假设是定向发行，对流动性影响不大，如果是公开发行，则会对资金面形成扰动。同时，特别国债标志着宽财政加码，有助于发挥对经济的托底作用，叠加疫情持续好转，强化了中期稳增长预期，从而对债市构成一定压力。

疫情频发、4月金融数据下滑，中美利差倒挂等多空因素交织，债市短期有支撑，中期有压力。近期疫情点多、面广、频发，对经济运行的冲击影响加大，政策依然坚持稳字当头，货币政策方面总量层面发力空间小，结构性稳就业、稳民生、稳市场主体为主，所以短期内资金面宽松持续使得利率上行空间有限，然而，4月可能已是经济最差时点，但债市表现偏弱，4月金融数据落地后，债市利率快速下行，随后迅即回升，4月的社融下滑并不全然在预期之外，此前国股票据利率再度探底，已有迹象。当前外部中美利差深度倒挂，货币政策宽松空间受到明显制约；同时，疫情毕竟是短期冲击，市场对中期稳增长和宽信用趋势仍担忧。因此利率下行也受到一定制约，债市或延续震荡偏弱局面，中期偏防守为主。

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、净融资额季节性回落，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、净融资额季节性回落

同业存单方面，本周同业存单发行量约 6,176.30 亿元，环比增长 231.76%，到期量约 6,687.60 亿元，环比增长 277.43%，净融资额为-511.30 亿元，环比由正转负。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 3.74bp 报 1.779%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 5.00bp 报 2.0856%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 6.09bp 报 2.2417%，9M 存单平均发行利率较上周下行 0.18bp 报 2.3932%。

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 691.03 亿元，环比下降 28.52%，到期量约 1,159.40 亿元，环比增长 9.12%，净融资额季节性回落、延续负值，为-468.37 亿元。

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均下行 6.85bp，3 年期各评级信用债收益率下行 7.69~9.69bp，5 年期各评级信用债收益率均下行 7.80bp。

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	2.379	1.80%	-6.85
信用债(AAA):3 年	2.881	2.90%	-9.68
信用债(AAA):5 年	3.299	8.30%	-7.80
信用债(AA+):1 年	2.477	1.70%	-6.85
信用债(AA+):3 年	3.050	2.60%	-9.69
信用债(AA+):5 年	3.469	4.40%	-7.80
信用债(AA):1 年	2.537	1.40%	-6.85
信用债(AA):3 年	3.280	2.80%	-7.69
信用债(AA):5 年	4.029	6.70%	-7.80

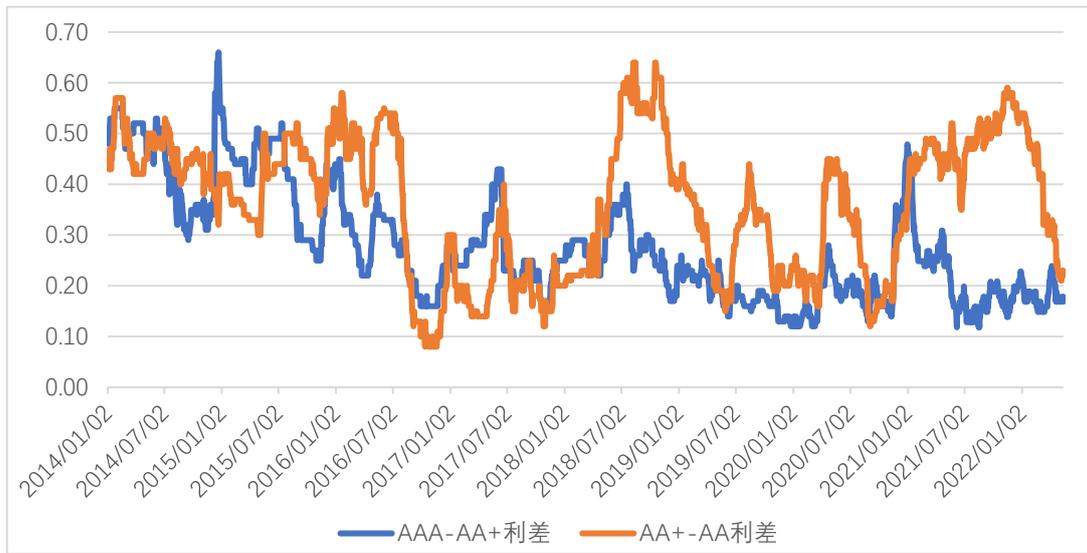
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，各期限国开债收益率下行幅度均不及信用债，信用利差全面压缩，1 年期各评级信用利差均收窄 1.32bp，3 年期各评级信用利差收窄 2.34~4.34bp，5 年期各评级信用利差均收窄 5.42bp。

期限利差方面，中高评级信用债收益率中端下行幅度最大，AAA 级、AA+级 3Y-1Y 利差分别收窄 2.83bp、2.84bp，5Y-3Y 利差分别走阔 1.88bp、1.89bp；低评级信用债收益率下行幅度长端最大、中端次之、短端最小，AA 级 3Y-1Y 利差、5Y-3Y 利差分别收窄 0.84bp、0.11bp。

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+之间的利差走阔 2bp 至 23bp。

图 13：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: 权益市场情绪修复、震荡上扬, 可转债涨多跌少、近九成录得上涨行情, 关注基建产业链、前期调整充分的优质龙头、盈利可预见性较高的个券

1) 可转债走势复盘: 权益市场情绪修复、震荡上扬, 可转债涨多跌少、近九成录得上涨行情

本周权益市场情绪修复、震荡上扬, 上证指数本周收于 3084.28 上涨 2.76%, 深证成指本周上涨 3.24%, 创业板指本周上涨 5.04%, 中小 100 本周上涨 2.66%。本周上证转债上涨 1.18% 至 348.56, 深证转债上涨 2.40% 至 292.95, 中证转债上涨 1.58% 至 399.37, 其中近九成转债录得上涨行情, 卡倍转债、城市转债、同和转债、胜蓝转债、小康转债等领涨, 润达转债、花王转债、泰林转债、华钰转债、傲农转债等领跌。一级方面, 本周无转债发行, 中银转债、艾迪转债 2 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有所下行、隐含波动率小幅震荡, 分别处于 2015 年以来 97%、89% 历史分位数水平。

图 14: 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: 关注基建产业链、前期调整充分的优质龙头、盈利可预见性较高的个券

近期国内疫情边际好转、复工复产推进, 高层会议密集发声、稳增长政策持续发力、增量工具可期, 叠加美联储加息落地、海外利空预期逐渐消化, 权益市场迎来反弹机会, 转债亦跟随正股走出向上行情。国内疫情防控和复苏仍有不确定性, 海外紧缩、俄乌冲突等风险因素尚存, 企业经营、业绩依旧承压, 正股短期缺乏大幅上涨的动力, 或仍维持震荡。本周转债交易活跃、资金配置需求支撑下转股溢价率略有下降但还处于历史高位, 整体性价比一般。转债配置中可考虑以下方向: 1) 稳增长主线下基建产业链在政策大力支持下资金、项目充裕、景气回升; 2) 前期调整较为充分、估值回归合理、基本面长期向好的优质龙头可博弈困境反转; 3) 一季度业绩为全年打下一定基础, 结合季报表现选择盈利可预见性较高的个券, 同时规避资质弱化、债务到期压力较大的标的, 警惕潜在的信用风险。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析: 股指逆境反转, 科创板领涨市场

1) 权益市场走势复盘——A股罕见逆势上涨, 上海复苏带动制造业大涨

本周沪指罕见在外围市场暴跌中逆势上涨, 深强沪弱。上证综指最终报收3084.28点, 本周上涨2.76%。同期深证成指上涨3.24%, 创业板上涨5.04%。量能方面, 沪指量能较小, 交投不活跃。盘面方面, 赚钱效应较强, 受到上海疫情数据边际减少的影响, 以徐家汇、上海九百为代表的商业百货和高端制造业为代表的复工逻辑带动市场人气。同期受通胀因素影响, 纳斯达克指数本周大幅下跌6.37%, A股表现出底部韧性。

市场结构方面, 防守板块陆续补跌, 成长板块延续前期反弹。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。本周成长强于价值, 其中上证50上涨1.05%, 沪深300上涨2.04%, 中证500上涨4.19%, 创业板50上涨6.00%, 国证2000上涨5.45%。茅指数上涨3.05%, 宁组合上涨7.26%, 高估值资产表现强势, 低估值板块陆续补跌, 在经济下行周期中, 业绩成为当下主要矛盾, Q1业绩确认高增长的标的表现显著强势。

本周五个交易日, 30个中信一级行业中26个行业实现上涨, 其中汽车、综合、电力设备及新能源分别上涨8.44%、7.68%、7.28%。4个行业下跌, 银行、煤炭、石油化工分别领跌0.47%、0.42%和0.42%。总体来看, 本周实现普涨状态, Q1盈利增速较快的板块与个股跑赢。

图 15: 沪指大幅上涨, 恐慌情绪扭转。



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 2.14%, 报 32196.6600 点, 纳指本周下跌 2.80%, 报 11805.0000 点, 标普 500 指数本周下跌 2.41%, 报 4023.8900 点。

本周前半周美国三大股指整体呈现下行趋势, 直至周五出现明显反弹, 但均未收复一周跌幅。本周公布的美国 4 月份 CPI 及 PPI 数据虽不及前值, 但均超市场预期, 周三美国三大股指均出现了较为明显的下跌。但随后周四美联储多位官员发言, 虽表达了对于高通胀的关注, 但并未表示要进一步加快紧缩速度, 市场恐慌情绪有所缓和, 直至周五收盘美国三大股指均就周三有所反弹。本周美股能源及医疗行业表现相对较好, 金融及房地产表现不佳。

图 16: 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——股指逆境反转, 科创板领涨市场

通胀压力边际上升, 成长风格空间仍被压制。4月通胀数据公布, CPI同比自1.5%上行至2.1%, 高于市场预期2.0%; PPI同比自上月的8.3%进一步下行至8.0%, 下行0.3%, 高于市场预期7.8%。目前推动CPI上行的主因为食品价格与油价的上涨, 主要由猪价上涨、疫情影响下鲜果、鸡蛋等涨价有关。PPI方面由于国际大宗价格持续保持高位, 带动国内工业品价格偏强运行, PPI回落不及预期。我们认为, 预计未来随着疫情期间物流成本和囤货需求的增加, CPI将温和上涨。PPI方面随着经济下行和疫情冲击将温和下降。短期来看, 在人民币持续贬值和的环境中, 央行不再具备大幅度流动性宽松的能力, 高估值成长风格依旧面临流动性压力。

新能源汽车环比回落, 5月有望复苏。4月汽车产销分别完成120.5万辆和118.1万辆, 环比-46.2%和-47.1%, 同比-46.1%和-47.6%; 产销明显下降, 为近十年以来同期月度新低。其中同期新能源汽车产销分别完成31.2万辆和29.9万辆, 同比分别+43.9%和+44.6%, 环比分别-32.9%和38.22%。受国内多发疫情影响, 部分汽车企业停工停产, 物流受阻, 产能供给能力下降。我们认为4月份是供给最差阶段, 随着疫情逐渐边际改善, 复工复产将使汽车产销量逐渐恢复, 建议关注汽车产业链的投资机会。

军工产业链景气度延续, 估值已进入历史底部区间。随着一季报的披露, 军工产业链景气度持续向好, 其中航空、军工电子板块依旧延续高景气态势。22Q1军工行业整体营收+14.45%, 归母净利润+21.59%。在航空、航天、船舶、地面装备、电子五大板块中, 航空与电子板块增速相对较高。随着本年度军工行业的大幅回调, 目前行业估值已回落至历史底部区域, 其中中信国防军工行业动态市盈率为56.31倍, 处于5年历史估值4.69%的分位数上。我们认为, 当前军工板块估值较低, 而军工行业业绩确定性较强, 建议关注军工板块的估值修复机会。

国常会额外发放可再生能源补贴, 风光电景气度延续。5月11日国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 会议要求确保能源供应。在前期支持基础上, 再向中央发电企业拨付500亿元可再生能源补贴, 通过国有资本经营预算注资100亿元, 支持煤电企业纾困和多发电。要优化政策, 安全有序释放先进煤炭产能, 决不允许出现拉闸限电。我们认为, 2021年光伏受制于硅料产能, 2022年随着硅料产能逐渐释放, 有望助力装机显著增长; 风电方面随着招标量高增叠加价格企稳, 风电有望持续发力。建议持续关注风光产业链的投资机会。

展望后市, 基于国内经济筑底、稳增长再出发的背景, 在经济企稳前, 短期内价值或仍将占优。短期内首推与价值风格匹配、稳增长政策力度最为明确的基建领域, 包括电力电网、建材、钢铁, 此外还有地产、

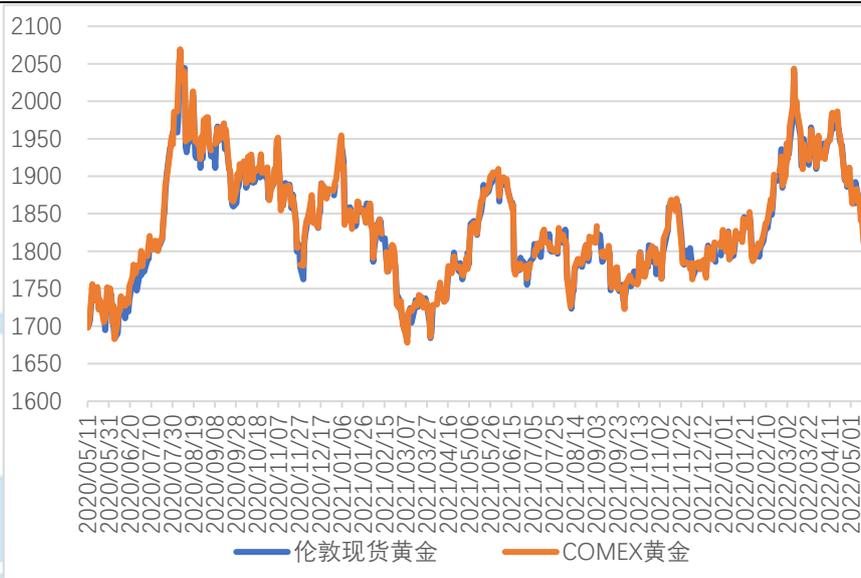
地产的上下游和持有地产的银行板块。中期，企业盈利修复到来之际，成长在市场反弹后期相对表现更优。另外，疫情后，消费有望迎来稳步恢复，接力基建投资，拉动中下游企业盈利改善，带动国内经济向好。

策略方面，控制整体仓位，挖掘基本面边际拐点的相关个股。随着稳增长政策效果的逐步检验，下半年可重点关注疫情反转后的成长及消费类投资机会。

3.2 黄金市场分析：美高通胀触顶回落，加上美元坚挺，金价连续大跌

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日大跌 25.5 美元，或-1.39%，收报于 1811.55 美元/盎司，全周累计跌幅 3.76%；美国 COMEX 黄金期货结算价大跌 16.4 美元，或-0.9%，收报于 1808.2 美元/盎司，全周累计跌幅 3.96%。

图 17：本周金价大跌（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

本周美国 COMEX 黄金价格连续下跌，周五甚至刷新 2 月 7 日以来低点至 1810.07 美元/盎司，伦敦现货黄金也跟随下行，主因是美元指数徘徊在逾 21 年高位下方附近，加上美国通胀有所回落，抑制了投资者对黄金的需求。

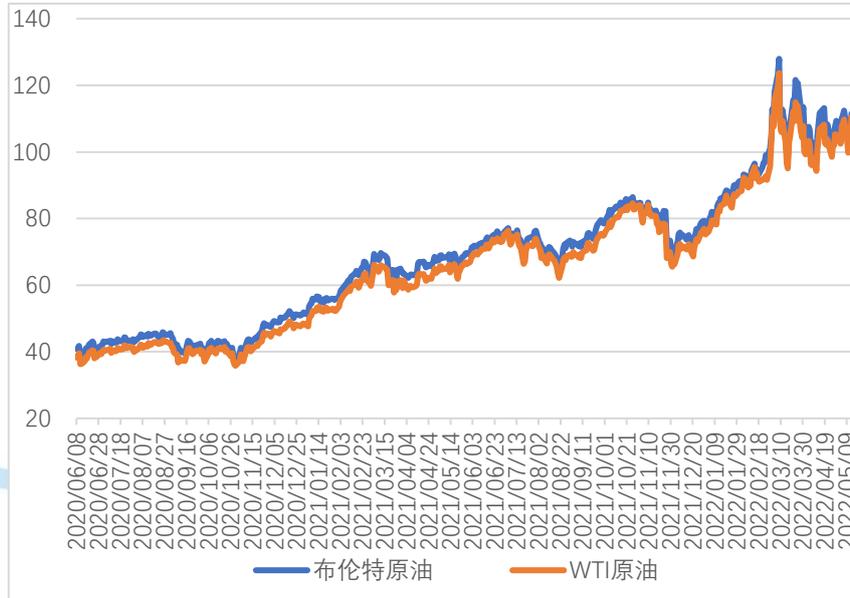
本周美元指数隔夜创下 2002 年 12 月中旬以来新高至 104.92，说明市场仍担心美联储为抑制通胀上行压力而采取的行动将抑制全球经济增长，从而提振了美元避险吸引力。由于，食品、天然气、住房和其他日常必需品价格迅速上涨，美国公布的 4 月份消费者价格同比上涨 8.3%，较 3 月的 8.5% 的近 40 年高点有一定回落，但仍位于高位。美国政府本周表示将全力支持美联储努力降低通胀，美联储 5 月 12 日也称，物价稳定是经济持续增长的“基石”，美联储为控制通胀采取的措施将“带来一些痛苦”，放任物价快速上涨将带来更糟糕的经济后果。由于美联采取的紧缩措施，利率正在急剧上升，30 年期固定抵押贷款利率从去年的不到 3% 跃升至 5% 以上。美元持续升值，会导致一些消费者减少支出，而黄金对利率和收益率上升很敏感，会导致投资者持有黄金的机会成本升高，对金价不利。

金价或进入窄幅震荡，短期超跌反弹可能性增大，中长期将趋于下跌。由于美联储不断释放加息预期和美元持续升值，近期金价已经从 4 月中旬的 2000 美元附近一路下跌到当前接近 1800 美元，累计跌幅已近 10%，尽管美联储将继续在 6 月和 7 月会议上再次分别加息 50BP，但市场投资者已基本消化这一预期，预计金价下跌幅度不会太大，短期维持窄幅震荡的可能性较大。而且近期俄罗斯加大在乌东地区的军事攻势，俄乌局势仍存在不确定性，金价还有酝酿反弹的可能性。

3.3 原油市场分析：欧盟推进俄油禁运，OPEC+坚持小幅增产，油价先跌后涨

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大涨 4.1 美元，或 3.82%，收报于每桶 111.55 美元，但全周累计仍下跌 0.75%；美国 WTI 原油期货合约结算价大涨 4.36 美元，或 4.11%，收报于每桶 110.49 美元，但全周累计涨幅仅 0.66%。

图 18：本周国际油价整体涨跌不大（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周两大国际油价在前两个交易日大跌之后持续反弹，基本收复前面跌幅，总体看涨跌均不大，背后的主因是尽管欧盟继续推动对俄罗斯石油进口禁令，但 OPEC 警告称俄罗斯石油如果被禁运，其他产油国产能新增将有限，同时高通胀持续可能导致央行更激进加息，全球经济增长面临放缓，燃料需求下降。

欧盟本周继续提案推进对俄罗斯石油进口实施分阶段禁运，然而进程阻力较大，该提案需要得到欧盟成员国一致同意方能生效。由于保加利亚、匈牙利等东欧成员国要求豁免和让步，提议最终得到各成员国批准还尚需时日。保加利亚副总理 5 月 8 日表示，如果该国无法从提议的禁令中得到豁免，保加利亚将否决欧盟对俄罗斯的石油制裁，此前已经有匈牙利、斯洛伐克和捷克得到不同程度豁免。

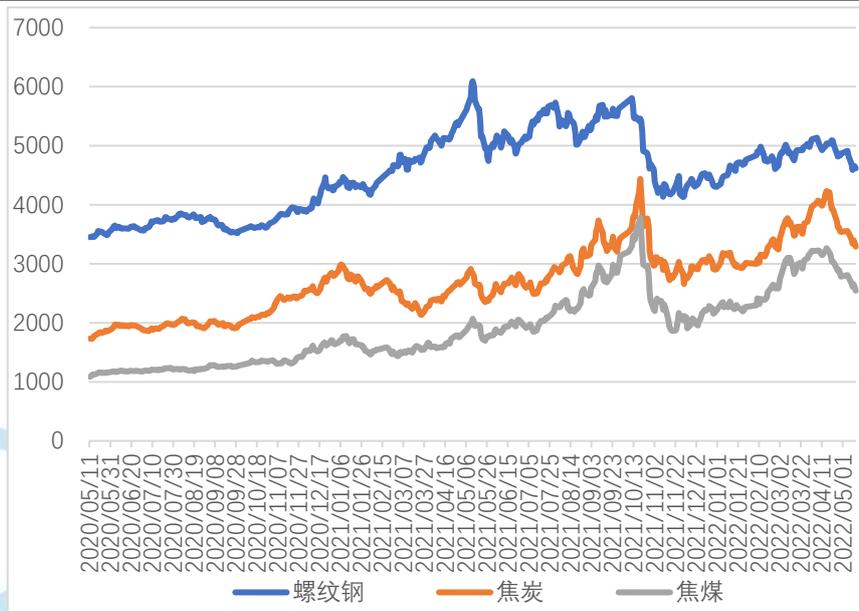
面对欧美等国家呼吁主要产油国提高石油产量，OPEC 仍坚持按原有计划小幅增产。阿联酋能源部长 5 月 10 日公开讲话突出对石油供应方面的担忧，他称 OPEC+ 可能因缺乏足够的投资，无法满足市场需求。稍早前沙特称，世界不仅需要关注原油供应紧张，还需要关注产能不足。此外，IEA 5 月 12 日公布的报告称，预计油价高涨和主要经济体增长放缓将抑制原油需求复苏。

油价短期或继续震荡上行，中长期将趋向下行。近期油价已从约 130 美元的高点下跌至约 100 美元，而后反弹至当前的 110 美元上下，一方面美联储加息周期下，美元指数保持强劲上行，对挂钩美元的原油价格不利，但另一方面俄乌紧张局势持续，俄罗斯已经加大在乌东地区的军事攻势，欧盟制裁俄罗斯原油的力度加大，导致原油供给扰动增大，也对油价产生支撑，短期油价易涨难跌。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：国内疫情反复导致经济下行压力增大和有效需求不足，黑色系商品大跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨大跌 219 元，收报于 4615 元/吨，跌幅 4.53%；焦炭价格每吨继续大跌 241 元，收报于 3290.5 元/吨，跌幅 6.82%；焦煤价格每吨大跌 232 元，收报于 2544 元/吨，跌幅 8.36%。

图 19：本周黑色系商品价格大跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

经济下行环境下，下游行业有效需求偏弱，螺纹钢价格大跌。本周螺纹钢产量小幅上涨，增量主要来自于东北及华中地区检修复产，但受疫情及低利润影响，钢材产量或已接近上限。短期需求受疫情影响更重，近期公布的 PMI 和金融数据显示经济下行压力不断增大，市场需求及企业融资不足，尽管政策边际放松，但房地产行业数据没有出现明显改善，下游行业需求疲软，导致螺纹钢表需延续弱势，库存已达到历史高位，钢厂库存压力较大。短期疫情散发，地产销售持续低位，房企资金短期难以改善，终端需求仍然较弱，螺纹钢期价大概率继续下跌。

焦炭焦煤供应持续恢复，但下游按需采购，基本面趋弱。供应方面，焦企开工率继续回升，供应持续增加，部分焦化厂有累库现象。需求方面，钢厂焦炭库存基本恢复，目前多以观望为主，采购节奏放缓。因此供需紧张局面整体缓解，市场成交持续低迷，焦炭下行压力加大。焦煤情况也类似，近期山西、内蒙等地煤矿生产有序恢复，国内焦煤供应环比回升，随着下游焦企开工率回升，焦煤刚性需求尚可，但由于近期市场情绪低迷，带动焦煤价格整体回调。预计双焦期价短期将跟随黑色板块承压震荡运行。

3.5 人民币兑美元汇率分析：通胀再超预期对美联储当前紧缩路径影响有限，美元升值叠加出口走弱，人民币兑美元持续贬值

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7898，较上周下跌 2.36%。即期汇率报 6.7830，较上周下跌 1.47%，美元指数报 104.4509，本周上涨 0.7892。

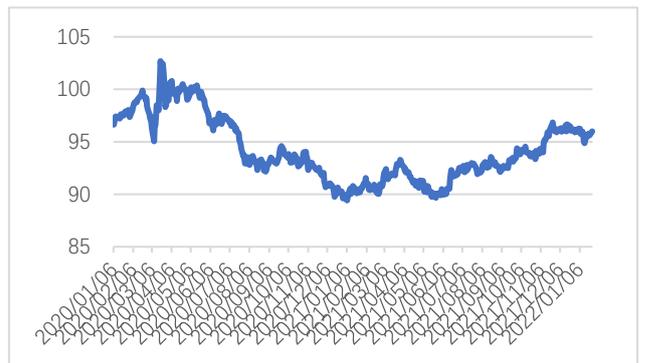
本周美元指数现涨后跌。本周公布的美国通胀数据较前值涨幅回落，但仍高于预期。本周三公布的美国 4 月 CPI 同比升 8.3%，预期升 8.1%，前值升 8.5%；环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值升 1.2%。受此影

响，数据公布后美元指数明显走高。本周包括美联储主席鲍威尔在内的多名美联储官员发言，主要表达了美联储对于通胀的关注以及控制通胀的决心，但在货币政策层面仍认为不需要单次加息 75BP 或者更高，符合 5 月份 FOMC 会后发言，也一定程度上缓和了市场对于 4 月通胀数据超预期带来的担忧。本周人民币兑美元持续贬值，一方面美联储进入紧缩周期，人民币压力不断增大，另一方面 4 月份疫情影响下中国出口回落明显，对人民币的支撑也有所减弱。

美联储于 5 月 5 日发表了 5 月份 FOMC 会议决议，决定上调基准利率 50BP，并暗示未来加息 75BP 及以上的可能性较小。缩表方面由 6 月份开始每月缩减 475 亿元，3 个月后上升到 950 亿元。整体来看略低于市场预期。

图 20：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 21：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。