

金融市场分析周报:5 年期 LPR 下调, 长端利率债走势纠结 (2022.05.16- 2022.05.20)

金融市场分析周报

2022 年 05 月 23 日

摘要

- **宏观经济:** 疫情封控对中国经济造成严重短期冲击, 各项经济指标同比均下滑, 工业生产和消费受影响程度较大, 经济下行压力加重。4 月 Omicron 病毒株在一些大城市快速扩散, 相应封控措施加大, 导致中国经济短期受到严重冲击, 主要宏观经济指标均出现下滑, 工业生产和消费降幅较大, 失业率继续上升, 出口受疫情和海外经济体复苏放缓双重影响降幅明显。短期主导经济走向的因素在于疫情发展, 尽管疫情对经济冲击最大的时候可能已经过去, 但考虑到 Omicron 的高传染性、防疫措施趋向严格等, 短期内经济反弹力度不会太强, 借助于稳经济政策效果的显现, 经济修复将主要反映在下半年。
- **资金面分析:** 缴税申报期间央行公开市场操作小幅净回笼, 资金价格小幅上行; 资金面仍整体充沛, 快速转向可能有限。本周央行公开市场共有 600 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期, 本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 操作, 本周央行公开市场全口径净回笼 100 亿元。缴税期间资金价格小幅上行。本周央行等量等价续作 MLF, 可能说明当前时点货币政策进一步宽松的空间较为有限。但前期央行释放资金较大, 资金面整体充沛, 快速转向的可能有限。
- **利率债:** 预计未来两个月, 我国经济将进入局部疫情缓和后的快速爬坡期, 加之美联储加息进一步落地, 需要提防内外利空因素共振带来的利率调整压力。疫情是决定当前宏观走势的最大变量, 目前本土新增病例已处于筑底阶段, 经济也将逐步企稳。5 月 18 日, 李克强总理在云南主持召开座谈会, 研究部署进一步稳增长稳市场主体保就业。会议明确要求, “各地区各部门要增强紧迫感, 挖掘政策潜力, 看得准的新举措能用尽用, 5 月份能出尽出”。座谈会中提到的“新举措”, 主要是指 5 月要在加快落实已确定政策的基础上, 及时推出增量政策工具, 加大宏观政策逆周期调控力度。在疫情逐步退去后, 有望迎来更多稳增长政策的落地, 包括基建政策积极加码、各地房地产政策继续放松、还有对于受疫情影响比较大的领域或出台更多救助政策。
- **可转债:** 权益市场继续反弹、各主要指数全线收涨, 可转债超七成录得上涨行情, 关注基建、新基建、超跌修复的行业龙头、上市定位较低的高性价比新券。国内宏观环境和预期改善下权益市场企稳回暖, 转债交易延续上周的活跃表现但涨幅不及正股, 高估值对转债弹性形成一定压制, 关注基建、新基建、超跌修复的行业龙头、上市定位较低的高性价比新券。

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

- **权益市场：机构回补仓位引大盘企稳，市场风险偏好强势修复。**本周沪指罕见在外国市场暴跌中逆势上涨，沪深表现平衡，北上资金重返A股。互联网政策风险基本触底，平台经济逆境反转；国资委再提国企改革，军工证券化有望提速；RePowerEU计划落地，风电光伏建设提速；空调4月出货端表现稳健，盈利改善预期强化。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：市场对主要经济体增速放缓担忧增加，加上美联储加息不再激进，金价短期反弹。**本周金价上涨，支撑因素包括全球经济增长放缓的担忧升温导致黄金等避险商品的需求增加以及美联储加息预期的降温。美联储加息预期基本被市场消化，加息导致的通胀回落速度不会太快，叠加主要公司一季报业绩不及预期，市场对主要经济体陷入衰退的担忧增加，这将继续支撑金价反弹。另外技术上，金价处于下方支撑线以上，正等待向上反攻。
- **原油：美联储加息、俄乌冲突等因素影响正减弱，油价小幅震荡整理。**本周国际油价呈小幅震荡整理态势，一方面俄乌冲突导致的原油供应中断担忧支持油价，但另一方面美联储不断释放的各种加息预期以及原油产量的增加给油价一定压力。近期公布的经济数据显示欧美陷入滞胀的可能性增加，增长放缓以及高油价将影响原油需求，叠加原油供给有增加迹象，油价短期或震荡下跌。
- **黑色产业链：经济及房地产等行业整体下行拖累黑色系商品价格，双焦价格反弹更多为连续下跌后的投机因素。**经济下行压力增大，房地产等下游市场投资低迷，导致对螺纹钢等原材料需求不及预期，库存下降速度放缓，螺纹钢价格易跌难涨。焦煤焦炭整体格局仍供强需弱，下游钢厂煤焦到货持续好转，库存稳定回升，但市场需求并没有出现明显好转，钢厂仍按需采购，近期市场反弹主要归因于投机增加。鉴于市场整体需求或已过结构性顶部，价格回升难度较大，应以震荡偏空趋向对待。
- **人民币兑美元汇率分析：欧洲央行加息预期增强，美元指数相应走低，人民币兑美元有所反弹。**本周美元指数震荡下行。一方面近期美元指数一度上行，本周有所回落。另一方面本周欧洲央行公布的4月份议息会议会议纪要显示委员们普遍对于欧洲当期高企的通货膨胀表示担忧，并支持7月份开始加息，此次加息可能为欧洲央行十余年来的首次加息，受此影响，本周欧元持续走强，美元指数相应回落。本周公布的美国4月份消费数据超市场预期，美元指数一度反弹，但在部分5月份先行数据表现较差以及欧元走强的趋势下再次回落。受美元指数回落以及前期人民币大幅贬值影响，本周人民币兑美元有所反弹。

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 经济数据.....	4
1.2 每周要闻.....	8
二、 固定收益市场分析.....	8
2.1 资金面分析.....	8
2.2 利率债走势分析.....	10
2.3 存单信用债分析.....	11
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.....	16
3.3 原油市场分析.....	17
3.4 黑色产业链分析.....	18
3.5 人民币兑美元汇率分析.....	19



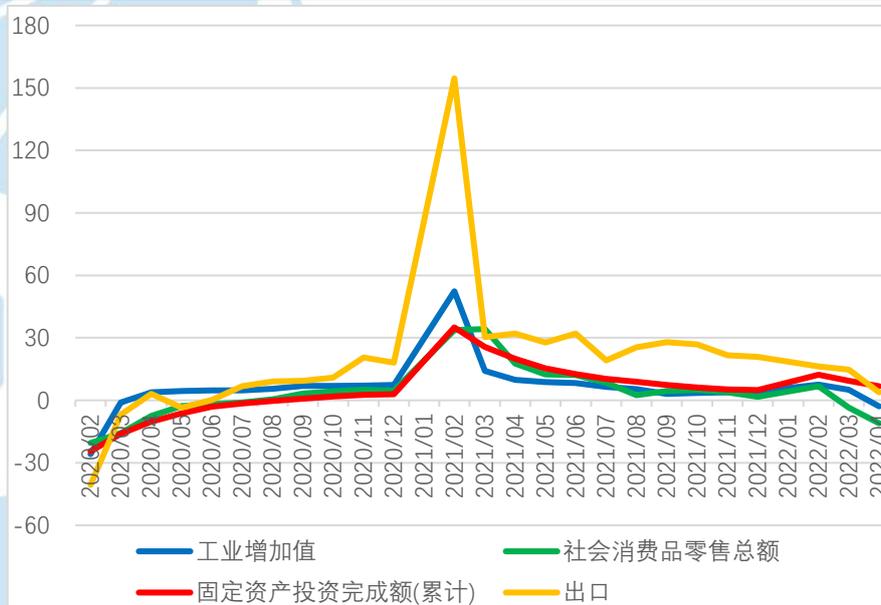
一、 本周重点经济数据分析

1.1 疫情封控对中国经济造成严重短期冲击，各项经济指标同比均下滑，工业生产和消费受影响程度较大，经济下行压力加重

随着 Omicron 病毒株在部分一二线城市扩散和相应封控措施的加大，中国经济短期受到严重冲击，4 月宏观经济指标出现大幅下滑，工业生产和消费降幅较大，失业率继续上升，出口增速受疫情和海外经济体放缓双重影响下降明显。统计局 5 月 16 日发布的宏观数据显示，4 月规模以上工业增加值同比实际下降 2.9%，低于上月 7.9 个百分点，为 2020 年 4 月以来首次由增转降；社会消费品零售总额同比下降 11.1%，低于上月 7.6 个百分点，为 2020 年 4 月以来最低；前 4 个月全国固定资产投资累计同比增长 6.8%，低于 1-3 月 2.5 个百分点；全国城镇调查失业率上升 0.3 个百分点至 6.1%，创 2020 年 3 月以来新高。海关总署此前发布的对外贸易数据显示，4 月出口同比增长 3.9%，低于上月 10.8 个百分点。以上主要经济数据指标，除投资外，其他指标均低于市场预期。

短期经济下行压力较大，反弹修复力度预计不会太强，下半年有望加速反弹。尽管发改委在第二天新闻发布会上称国内疫情反弹得到有力处置，各项政策靠前发力、政策效应逐步释放，相信正常的经济秩序将快速恢复，经济运行会很快回归正常轨道，但我们对短期经济表现持谨慎态度。左右经济表现的主导因素在于疫情，和多数机构一样，我们认为疫情对经济冲击最大的时候可能已经过去，5 月经济大概率将触底回升，问题在于修复的速度有多快，考虑到 Omicron 病毒株传播能力较强，政府坚持“动态清零”，同时追责力度加大，地方政府官员普遍偏保守，防疫措施仍然严格，解除封锁的速度缓慢，市场主体信心受挫，经济修复速度不会太快，二季度经济整体明显受压。经济修复主要在下半年，随着疫情明显缓和、供给侧修复以及积极的宏观政策（尤其是财政政策）发力，边际有望快速反弹。

图 1：4 月各项经济指标同比均出现下滑，工业生产和消费降幅明显（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

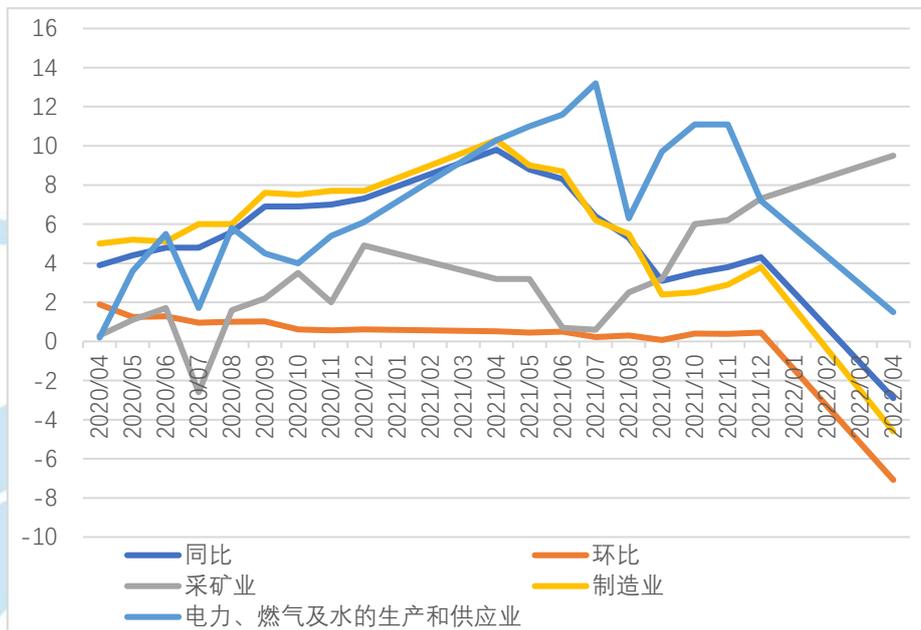
3 月底以来上海、吉林、北京等多地先后爆发疫情，防控措施快速收紧，导致部分企业停工停产，供应链及物流受阻，对 4 月工业生产造成严重影响，工业生产和服务业增速双双下降。4 月规模以上工业增加值同比实际下降 2.9%，低于 3 月 7.9 个百分点。季节调整后的环比也出现下降，4 月工业增加值

环比下降 7.08%，3 月环比为微增 0.39%。三大工业生产中，4 月制造业增加值同比由升转降，且降幅最大，从 3 月增长 4.4% 转为下降 4.6%，采矿业增加值 2.7 个百分点至 9.5%，电力、燃气及水的生产和供应业增加值下降 3.1 个百分点至 1.5%。

从 41 个工业行业看，只有 18 个行业实现增加值同比增长，数量环比减少 19 个。汽车等装备制造业下降明显，由于上海、长春等地疫情冲击汽车产业链，汽车制造业增加值已连续两月同比下降，4 月降幅进一步扩大 30.8 个百分点至 31.8%。前期增势强劲的医药制造业也同比转降，从 3 月增长 10.1% 转为 4 月下降 3.8%。计算机、通信和其他电子设备，有色金属，食品等制造业同比仍增长，但增速均放缓。

相比制造业等工业生产，服务业生产受疫情及防控措施冲击更大。4 月服务业生产指数同比降幅扩大 5.2 个百分点至 6.1%，延续了 3 月以来的下降趋势。

图 2：三大工业行业增速均下滑，制造业降幅最大（%）



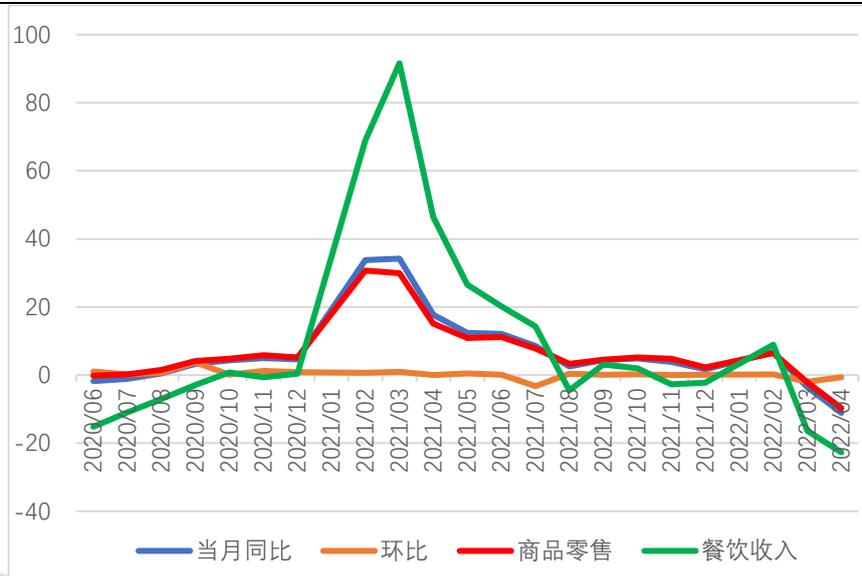
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

多地疫情反弹导致人员和物流受阻，消费信心受挫，消费增速加速下降，非生活必需品销售和餐饮销售影响较明显。4 月社会消费品零售总额 29483 亿元，同比增下降 11.1%，低于 3 月 7.6 个百分点。从消费类型看，商品零售同比下降 9.7%，低于 3 月 7.6 个百分点，为 2020 年 4 月以来最低；餐饮收入同比下降 22.7%，低于 3 月 6.3 个百分点，为 2020 年 5 月以来最低。此轮疫情对跨区域物流造成较大影响，网上消费增速也明显放缓，1-4 月全国网上零售额同比增速大降 3.3 个百分点至 3.3%，为 2020 年 5 月以来最低。

从具体商品的消费来看，粮油食品类、饮料类消费等必需品和药品消费增长较为稳定；可选消费和升级类消费增速大幅放缓。4 月粮油食品类消费同比增长 10%，高于前值 0.7 个百分点；饮料消费增速下降 5.8 个百分点至 6%，仍高于消费整体增速；药品消费也维持较快增速，同比增长 7.9%，低于前值 1.2 个百分点。化妆品、金银珠宝等升级类消费，4 月同比由增转降，且降幅均超过 20%。通讯器材类消费下降 21.8%，低于前值 26.1 个百分点。与出行相关的消费增速降幅业远超消费总体，其中服装鞋帽、针纺织品消费同比降幅扩大 21.9 个百分点至 22.8%；石油及制品消费同比增速大降 15 个百分点至 4.7%；汽

车消费降幅扩大到 31.6%。此外，房地产销售仍低迷，相关装修等活动大幅减少，4 月建筑及装潢材料消费同比增速同比下降 11.7%，家具类消费同比降幅扩大至 14%。

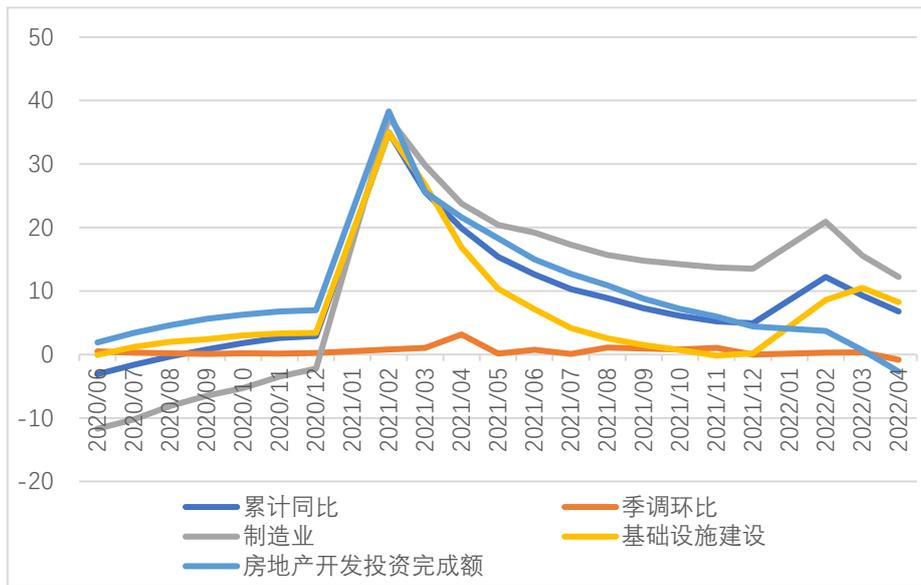
图 3: 4 月餐饮消费受疫情影响较大 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

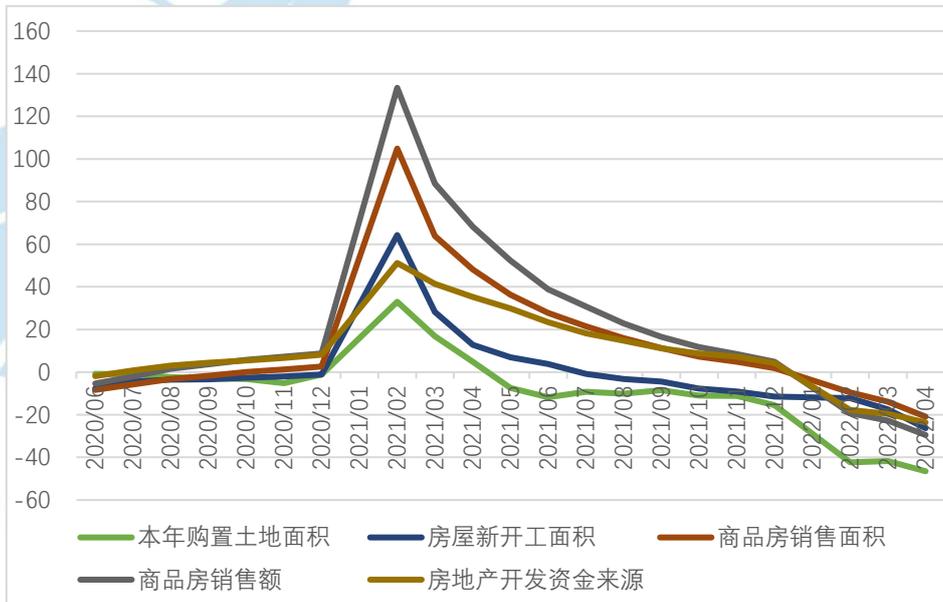
稳增长政策发力下，投资成为主要经济指标中表现最好的一个，制造业投资累计增速最高，投资对经济拉动作用增强，未来投资持续增长有较好支撑。1-4 月全国固定资产投资累计同比增长 6.8%，低于 1-3 月 2.5 个百分点。从季调后环比看，4 月投资增速由 3 月的上升 0.61% 转为下降 0.82%。三大投资增速均有不同程度回落，其中制造业投资增速最高，达 12.2%，增速回落 3.4 个百分点，主因是上海、昆山等地受疫情影响较大，医药、电子设备等部分高技术制造业投资下滑较多；基建投资增速回落 2 个百分点至 6.5%，一方面是受疫情影响，另一方面可能与基建投资资金需求不足有关，中长期贷款新增和城投债净融资均出现下降；房地产仍是拖累经济的重要因素，投资累计增速由正转负，同比下降 2.7%，回落 3.4 个百分点，其中房地产先行指标边际上继续下滑，4 月土地购置面积同比降幅扩大 16.3 个百分点至 57.3%，商品房新开工面积、销售面积、销售额同比降幅均扩大 20 个百分点以上。

图 4: 三大投资增速均下滑，制造业投资增速最高，房地产投资增速转负 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

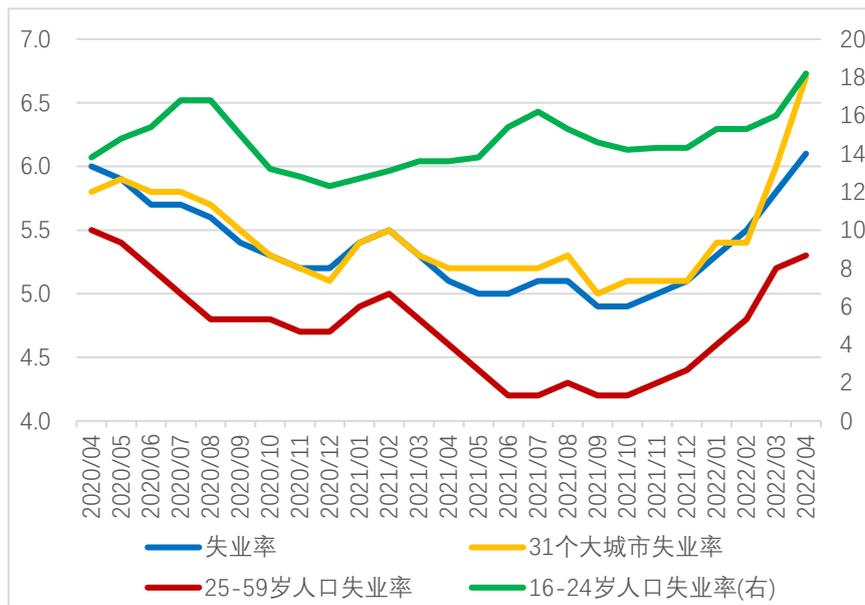
图 5: 尽管有政策支持, 多数房地产投资指标降幅仍扩大 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

随着疫情导致经济下行压力进一步加大, 4月失业率继续上升。4月全国城镇调查失业率上升0.3个百分点至6.1%, 创2020年3月以来新高。从不同年龄人群看, 25-59岁人口调查失业率5.3%, 高于上月0.1个百分点, 但年轻人就业承压突出, 16-24岁人口调查失业率18.2%, 明显高于总体水平, 较上月上升2.2个百分点, 创有历史数据以来最高。本轮疫情主要暴发于上海、长春等大城市, 4月31个大城市城镇调查失业率攀升0.7个百分点至6.7%, 连续两个月创有此项统计数据以来最高。但也有好的一面, 1-4月全国累计新增就业406万人, 完成全年目标1100万人以上的37%左右, 超出时序进度。

图 6: 4月全国失业率继续上升至6.1% (%)



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、5月LPR报价出炉：1年期维持不变，5年期以上下调15BP

5月LPR再度下降：1年期LPR报3.70%，上次为3.70%，5年期以上品种报4.45%，上次为4.60%。数据显示，5月是5年期以上LPR下调幅度最大的一次，也是至今为止唯一一次单独下调5年期以上品种。

2、财政部通报8起地方政府隐性债务问责典型案例

财政部通报8起地方政府隐性债务问责典型案例：安徽省安庆市化债不实、新增隐性债务；河南省信阳市浉河区假借医院采购药品名义新增隐性债务；贵州省兴义市通过国有企业举债融资新增隐性债务；江西省贵溪市通过融资平台公司募集资金用于市政建设支出新增隐性债务；湖南省宁乡市新增隐性债务、化债不实；河南省孟州市借政府购买服务名义新增隐性债务；浙江省湖州市湖州经济技术开发区通过占用国有企业资金方式新增隐性债务；甘肃省兰州市七里河区欠付公益性项目工程款新增隐性债务。

3、碧桂园等3家房企被选为示范房企拟发人民币债券

据澎湃新闻，消息称，碧桂园、龙湖、美的置业3家民营房企被监管机构选定为示范房企，将在本周陆续发行人民币债券。为吸引投资人，创设机构将同时发行包括信用违约掉期或信用风险缓释凭证在内的信用保护工具，以帮助民营地产商逐步恢复公开市场的融资功能。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：缴税申报期间央行公开市场操作小幅净回笼，资金价格小幅上行；资金面仍整体充沛，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回笼100亿元

本周央行公开市场共有600亿元逆回购和1000亿元MLF到期，本周央行公开市场累计进行了500亿元逆回购和1000亿元MLF操作，本周央行公开市场全口径净回笼100亿元。下周央行公开市场将有500亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期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	-200	-100	-100	-100	-100
7 天	100	100	100	100	100
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	1000	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	-1000	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	900	-1000	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：缴税期间资金价格小幅上行。本周四为申报纳税期限，央行本周每日维持 100 亿元逆回购操作，并等量等价续作 MLF，但近期央行上缴利润以及降准已释放一定流动性，受疫情影响部分地区缴税延期，本周资金面整体平稳，周四开始资金价格小幅上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.3835%，R007 加权平均升至 1.6860%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均分别升至 1.7260%、1.7400%。

表 2：本周货币市场利率（%）

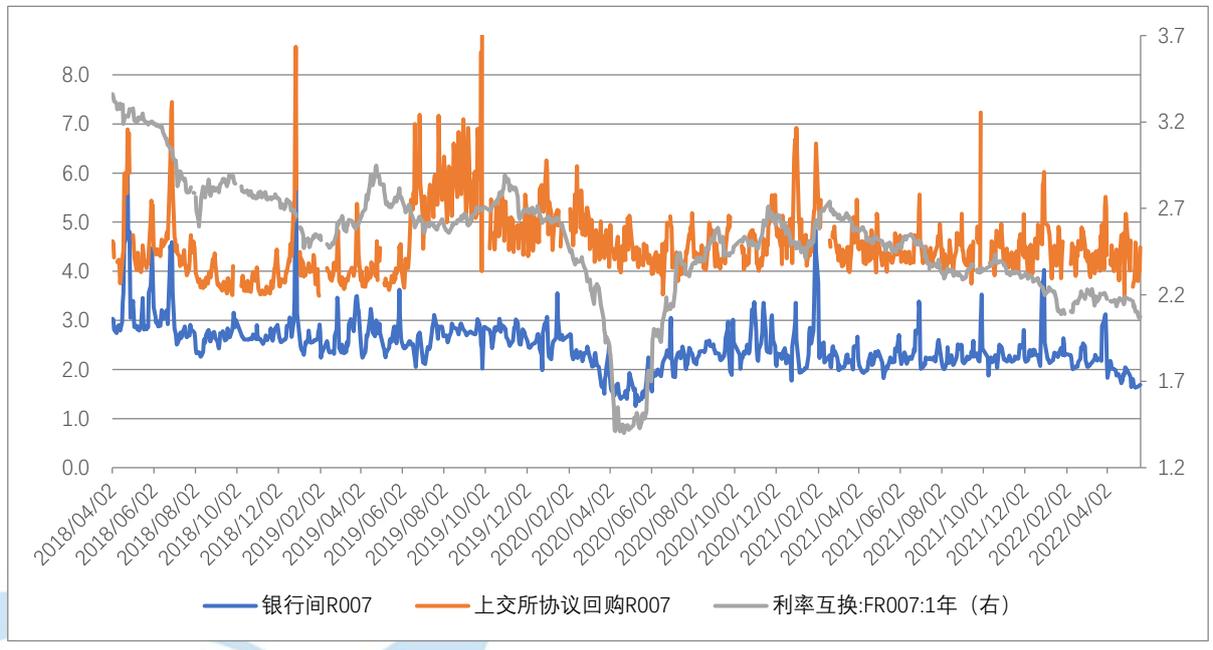
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.3696	1.3832	1.3894	1.4648	1.3835
	R007	1.6508	1.6555	1.6650	1.6781	1.6860
	R014	1.7152	1.7437	1.8857	1.8754	1.8654
	R021	2.0237	2.1817	2.3078	1.9637	2.1750
	R1M	2.1168	2.0381	2.0737	1.9915	2.1157
上交所协议回购	206001	3.3310	3.6800	3.5260	3.3320	
	206007	3.8070	3.7970	3.9870	4.0020	4.4920
	206014	3.6390	5.2210	4.8620	4.9800	4.6820
	206021	5.3510	5.1500	5.2490	5.1650	7.1100
	206030	6.0790	5.8780	5.7830	5.9430	5.9550
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1028	2.0817	2.0668	2.0641	2.0751

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：资金面整体充沛，快速转向可能有限

本月初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。本周央行等量等价续作 MLF，可能也说明当前时点货币政策进一步宽松的空间较为有限，未来的重点可能更加注重宽信用以及结构性货币政策。资金面角度来讲，宽信用为主要政策方向下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，下周政府债净融资接近 2000 亿元。本周缴税申报，但资金利率仅小幅上行，说明近期补充流动性后资金面整体充沛，下周虽 7d 资金开始跨月，政府债融资也仍保有一定规模，但资金面大幅波动的可能性有限。

图 7：本周各期限资金价格小幅上行（%）


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：5 年期 LPR 调降，宽信用继续加码，谨防债市内外冲击

1) 利率债走势复盘：流动性泛滥式宽松，长端利率债走势纠结

本周，资金面依旧宽松，央行下调 5 年期 LPR 利率，进一步显示出稳增长，宽信用意向，长债收益率上行。周一，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，周末央行宣布首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，宽信用政策进一步发力，隔夜资金维持低位对债券短端形成一定支撑，而长端则仍谨慎，收益率下行幅度有限；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，资金面依旧宽松，短端表现仍为强势，1-3y 下行较多，长端的 10 年活跃券则全天维持 0.25bp 窄幅震荡；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，在资金面极端宽松的助推下，短端延续火爆，长端早盘维持窄幅震荡午后也跟随下行；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，前一日国务院总理李克强在云南主持召开稳增长稳市场主体保就业座谈会，表示 4 月份部分经济指标明显转弱，已出台政策要尽快落到位，中央经济工作会议和政府工作报告确定的政策上半年基本实施完毕，在稳增长紧迫性预期增强的背景下，长债收益率小幅上行；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，央行下调了 5 年期 LPR 利率，1 年期 LPR 报 3.70%，上次为 3.70%，5 年期以上品种报 4.45%，上次为 4.60%。本周 10 年国债活跃券 220003 累计上行 0.25bp 至 2.8175%，这其中也存在活跃券向 220010 切换的影响。本周 10 年国开活跃券 220210 累计下行 0.25bp 至 2.995%。

图 8：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：我国经济将进入局部疫情缓和后的快速爬坡期，加之美联储加息进一步落地，需要提防内外利空因素共振带来的利率调整压力

本次 LPR 调降主要是为了托底房地产，引导房贷利率下降。本次 5 年期 LPR 单边下调有助于继续改善房地产需求，降低居民债务负担，叠加前期央行下调房贷利率下限，本次政策可能是稳增长组合拳的一部分，近期各项政策，意味着提振总需求的途径从基建“一枝独秀”升级为基建、地产“双管齐下”。与此同时，货币政策依然面临汇率、通胀以及货币政策空间有限这三大约束，随着疫情逐步有效受控，短期过量的流动性也会有所收敛，4 月以来持续低位的资金利率或将在年中逐步回归至政策利率附近，各项稳增长的政策将实质性落地，对债市的利空无疑更进一步。

本次 5 年期的 LPR 下调，对宽信用的到来起到加速作用。银行的贷款基本参考 LPR 定价，所以本次 5Y LPR 的大幅下行无疑有利于激发出新的信贷需求，从而稳定信贷总量。房企资金压力缓和以后，房地产投资的复苏也有利于拉动经济复苏。同时，本次 LPR 下调也有利于降低制造业和基建项目融资成本，有利于制造业投资和基建投资的修复。宽信用可能以更快速度到来。

预计未来两个月，我国经济将进入局部疫情缓和后的快速爬坡期，加之美联储加息进一步落地，需要提防内外利空因素共振带来的利率调整压力。疫情是决定当前宏观走势的最大变量，目前本土新增病例已处于筑底阶段，经济也将逐步企稳。5 月 18 日，李克强总理在云南主持召开座谈会，研究部署进一步稳增长稳市场主体保就业。会议明确要求，“各地区各部门要增强紧迫感，挖掘政策潜力，看得准的新举措能用尽用，5 月份能出尽出”。座谈会中提到的“新举措”，主要是指 5 月要在加快落实已确定政策的基础上，及时推出增量政策工具，加大宏观政策逆周期调控力度。在疫情逐步退去后，有望迎来更多稳增长政策的落地，包括基建政策积极加码、各地房地产政策继续放松、还有对于受疫情影响比较大的领域或出台更多救助政策。

2.3 存单信用债分析：存单净融资额由负转正，信用债发行量环比增长、净融资额持续为负，各期限及各评级信用债收益率全面下行

1) 一级市场发行：存单净融资额由负转正，信用债发行量环比增长、净融资额持续为负

同业存单方面，本周同业存单发行量约 5,043.80 亿元，环比下降 17.37%，到期量约 4,835.40 亿元，环比下降 27.70%，净融资额为 208.40 亿元，环比由负转正。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 17.88bp 报 1.6002%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 19.45bp 报 1.8911%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 13.08bp 报 2.1109%，9M 存单平均发行利率较上周下行 11.71bp 报 2.2761%。

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 1,532.45 亿元，环比增长 119.23%，到期量约 1,880.30 亿元，环比增长 62.18%，净融资额仍然为负，为-347.85 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，信用利差多数收窄

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 5.43~7.43bp，3 年期各评级信用债收益率下行 4.65~6.66bp，5 年期各评级信用债收益率下行 6.06~7.07bp。

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	2.305	1.70%	-7.43
信用债(AAA):3 年	2.835	2.40%	-4.65
信用债(AAA):5 年	3.239	5.70%	-6.06
信用债(AA+):1 年	2.413	1.70%	-6.43
信用债(AA+):3 年	2.983	2.20%	-6.66
信用债(AA+):5 年	3.398	2.30%	-7.07
信用债(AA):1 年	2.483	1.10%	-5.43
信用债(AA):3 年	3.233	2.20%	-4.66
信用债(AA):5 年	3.958	6.20%	-7.07

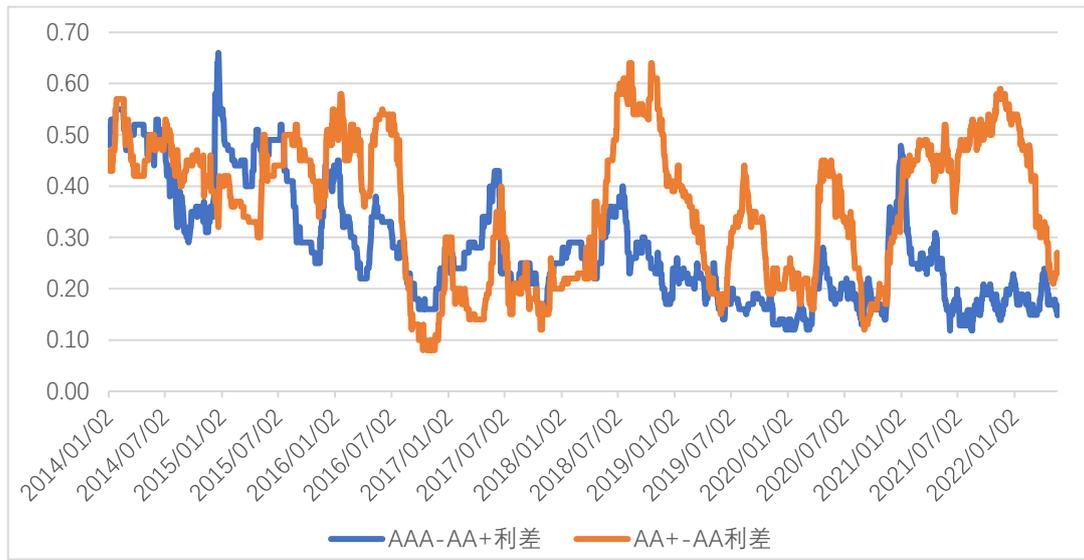
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，中低评级信用债收益率短端下行幅度不及国开债，1 年期 AA+级、AA 级信用利差分别被动走阔 0.12bp、1.12bp，其余各期限及各评级信用利差均有压缩，1 年期 AAA 级信用利差收窄 0.88bp，3 年期各评级信用利差收窄 0.88~2.89bp，5 年期各评级信用利差收窄 3.71~4.72bp。

期限利差方面，AAA 级信用债收益率短端下行幅度最大、长端次之、中端最小，3Y-1Y 利差走阔 2.78bp，5Y-3Y 利差收窄 1.41bp；AA+级信用债收益率下行幅度长端>中端>短端，3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 0.23bp、0.41bp；AA 级信用债收益率长端下行幅度最大、中端不及短端，3Y-1Y 利差走阔 0.77bp，5Y-3Y 利差收窄 2.41bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差收窄 2bp 至 15bp，AA 与 AA+之间的利差走阔 2bp 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：权益市场继续反弹、各主要指数全线收涨，可转债超七成录得上涨行情，关注基建、新基建、超跌修复的行业龙头、上市定位较低的高性价比新券

1) 可转债走势复盘：权益市场继续反弹、各主要指数全线收涨，可转债超七成录得上涨行情

本周权益市场继续反弹、各主要指数全线收涨，上证指数本周收于 3146.57 上涨 2.02%，深证成指本周上涨 2.64%，创业板指本周上涨 2.51%，中小 100 本周上涨 2.94%。本周上证转债上涨 0.85% 至 351.53，深证转债上涨 1.27% 至 296.65，中证转债上涨 0.99% 至 403.31，其中超七成转债录得上涨行情，蓝盾转债、铂科转债、蓝晓转债、华钰转债、溢利转债等领涨，同和转债、盘龙转债、城市转债、尚荣转债、卡倍转债等领跌。一级方面，本周福莱转债、杭氧转债 2 只转债发行，垒知转债、禾丰转债、药石转债、巨星转债、永东转 2、永吉转债 6 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小幅震荡，较上周上行 0.29pct，隐含波动率则有所回落 (-1.53pct)，分别处于 2015 年以来 97%、86% 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：关注基建、新基建、超跌修复的行业龙头、上市定位较低的高性价比新券

国内疫情形势向好、政策加码，产业链及物流陆续恢复，国内宏观环境和预期改善下权益市场企稳回暖，转债交易延续上周的活跃表现但涨幅不及正股，高估值对转债弹性形成一定压制，同时部分转债发行人资质欠佳，转债到期可能触发信用事件，需规避正股基本面有明显瑕疵、存在退市风险的标的。转债配置中可考虑以下方向：1) 稳增长政策持续发力，传统基建、新基建仍有布局机会；2) 正股驱动下成长板块中业绩兑现能力较好、具备中长期配置价值的行业龙头有望实现超跌修复；3) 转债供给有所增加，上市定位较低的高性价比新券值得关注，但近期新债投机情绪高涨，个别标的停牌核查，需警惕小规模个券炒作风险。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：机构回补仓位引大盘企稳，市场风偏强势修复。

1) 权益市场走势复盘——机构回补仓位引大盘企稳，市场风偏强势修复。

本周沪指罕见在外围市场暴跌中逆势上涨，沪深表现平衡，北上资金重返 A 股。上证综指最终报收 3146.57 点，本周上涨 1.60%。同期深证成指上涨 2.64%，创业板上涨 2.51%。量能方面，三大股指量能略有缩量，逼空行情显现。盘面方面，核心成长股普涨，受到上海疫情数据边际减少的影响，核心赛道股反弹强劲。

市场结构方面，本周在复工的预期下电力设备及新能源、能源金属、电力板块表现强势。A 股在美指隔夜市场暴跌下逆势低开上涨，机构筹码回补导致大盘风偏快速恢复。市场情绪回暖，主题概念题材相对走弱。北上资金重回 A 股，本周北上资金合计流入 152.18 亿元。本周成长与价值较均衡，其中上证 50 上涨 2.17%，沪深 300 上涨 2.23%，中证 500 上涨 2.29%，创业板 50 上涨 2.82%，国证 2000 上涨 2.76%。茅指数上涨 3.13%，宁组合上涨 4.45%，核心赛道股轮番拉账，低估值逆周期品种表现略弱，总体看本周表现较为均衡。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中 29 个行业实现上涨，其中煤炭、电力设备及新能源、有色金属分别上涨 7.38%、7.30%、7.03%。仅医药板块下跌 1.86%。总体来看，本周实现普涨状态，机构回补仓位市场风偏快速修复。

图 11：三大指数强势反弹，核心赛道股轮动暴涨。



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 2.91%, 报 31260.5800 点, 纳指本周下跌 3.82%, 报 11354.6200 点, 标普 500 指数本周下跌 3.05%, 报 3901.3600 点。

本周美国三大股指整体呈下行趋势, 本周公布的欧洲央行 4 月份议息会议会议纪要显示, 欧洲央行很可能于 7 月份开始加息, 这将为欧洲央行十余年来的首次加息, 全球流动性收紧预期进一步强化, 对美国权益市场形成压制。此外近期公布的部分美国高频及先行数据显示美国经济下行风险增大, 市场主题逐步由滞胀转向衰退, 但本周二公布的美国 4 月份消费数据超预期, 当日美国三大股指一度反弹。本周美股能源及医疗板块表现较好, 沃尔玛等零售企业一季度盈利不及预期, 消费相关股票表现整体较差。

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——机构回补仓位引大盘企稳, 市场风偏强势修复

互联网政策风险基本触底，平台经济逆境反转。5月17日，全国政协召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会，会议提出：支持数字企业在国内外资本市场上市，以开放促竞争，以竞争促创新。随着对数字企业，尤其是互联网企业的监管进入常态化阶段，我们认为本次会议对数字企业的“松绑”体现出未来各种经济形式健康、协调、可持续的共同发展趋势，中央对于数字企业、平台经济健康、创新发展的支持有利于转变市场的一些消极态度，对一些中概股和港股上市的互联网公司形成直接利好，基本扫除中概股海外上市的制度障碍，打开了互联网企业的海外融资渠道，对互联网企业来说是非常重要的机遇。目前行业政策边际转暖，政策底明确，行业估值处于低位，互联网板块处于极具性价比的投资机会中。

国资委再提国企改革，军工证券化有望提速。5月18日，国资委在国有控股上市公司改革争做国企改革三年行业表率专题推进会上提到，要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司，必要的也可单独上市。要稳妥探索符合条件的多板块上市公司分拆上市，支持有利于理顺业务架构、突出主业优势、优化产业布局、促进价值实现的子企业分拆上市。要盘活或退出低效无效上市平台。我们认为，军工行业作为国家的核心产业之一，必将在国企改革中发挥重要力量。我们认为，2022年是国企改革三年行动收官之年，随着国企改革步伐加速，预计有更多的军工企业开展股权激励事项，充分发挥管理层主观能动性，提高国企经营效率、释放盈利能力。

RePowerEU 计划落地，风电光伏建设提速。5月18日欧盟委员会发布 RepowerEU 计划，计划提出：将欧盟 2030 年可再生能源的总体目标从 40% 上调至 45%；到 2025 年，光伏累计装机量达到 320GW，到 2030 年光伏累计装机量达到 600GW，即 2021-2025 年光伏年桔装机至少 35GW，2021-2030 年年均装机至少 45GW；此外文件还提出，逐步强制要求新建住宅及工商业建筑上安装光伏，到 2027 年，在 Fit for 55 的基础上，额外追加 260 亿欧元的投资用于支持 REPowerEU 计划落地，支持欧盟在 2027 年前实现能源独立。我们认为光伏方面海内外需求韧性超预期，产业链全年价格中枢有望抬高；风电方面景气拐点提前、海上风电需求加速兑现，海外需求有望超预期。建议持续关注风电、光伏板块的长期投资机会。

空调 4 月出货端表现稳健，盈利改善预期强化。4 月空调当月总产量 1577 万台，同比-1.21%，总销量 1541 万台，同比+0.87%，其中内销 777 万台，同比+2.26%，出寇 764 万台，同比-0.51%，期末库存 2138 万台，同比+1.35%。空调线上/线下零售价格分别为 3063/4116 元，同比+7%/8%，保持提升趋势。成本端，4 月钢/铜/塑期间均价分别同比-6%/9%/-4%，原材料和汇率走势利好盈利修复。总体来看，产业均价保持提升趋势，上游钢价跌幅扩大，盈利改善预期在强化。建议关注家电核心龙头厂商的投资机会。

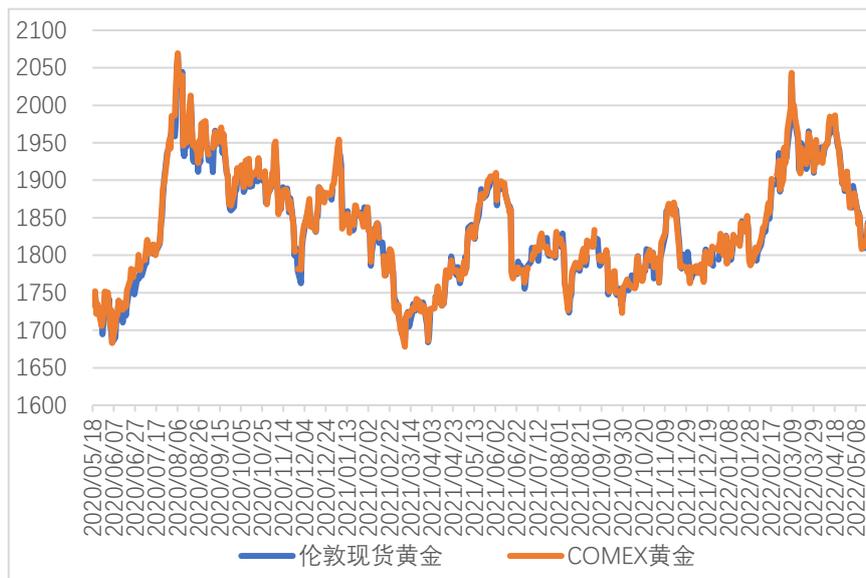
展望后市，基于国内经济筑底、稳增长再出发的背景，在经济企稳前，短期内价值或仍将占优。短期内首推与价值风格匹配、稳增长政策力度最为明确的基建领域，包括电力电网、建材、钢铁，此外还有地产、地产的上下游和持有地产的银行板块。中期，企业盈利修复到来之际，成长在市场反弹后期相对表现更优。另外，疫情后，消费有望迎来稳步恢复，接力基建投资，拉动中下游企业盈利改善，带动国内经济向好。

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：市场对主要经济体增速放缓担忧增加，加上美联储加息不再激进，金价短期反弹

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 9.8 美元，或-0.53%，收报于 1834.2 美元/盎司，但全周累计仍上涨 1.25%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 0.9 美元，或 0.05%，收报于 1842.1 美元/盎司，全周累计涨幅 1.87%。

图 13：本周金价上涨（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

本周金价最终录得上涨, 主因一是对全球经济增长放缓的担忧升温, 黄金避险需求增加; 二是对美联储下次大幅加息 75 个 BP 的预期降温。

联合国的研究报告本周大幅下调今年全球经济增长预期, 将预期从 4% 大幅下调至 3.1%, 并指出俄乌冲突引发全球食品和大宗商品价格上涨, 并加剧了通胀压力, 扰乱了全球经济从新冠病毒大流行中的脆弱复苏, 其中美国经济预计将在 2022 年增长 2.6%, 2023 年增长 1.8%, 较 1 月预测大幅下调, 原因包括顽固的高通胀、美联储积极收紧货币政策以及俄乌冲突的直接溢出效应。高盛业预计美国经济 1-2 年内衰退概率为 30%, 因为原材料价格上涨、供应链问题持续以及美联储收紧货币政策损害了企业的信心。

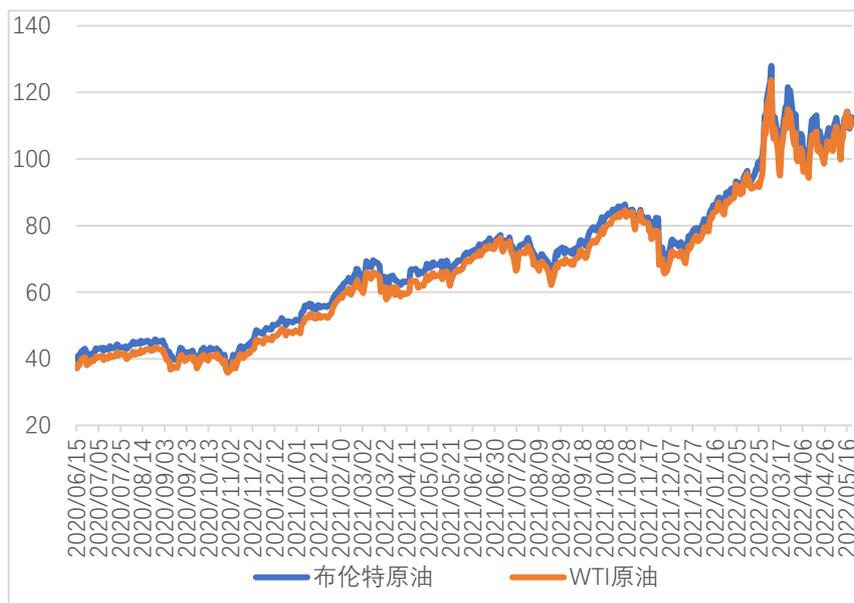
此前市场一度认为美联储很可能在 6 月议息会议上加息 75 基点, 不过在美联储主席鲍威尔本周再度发表 50 基点的加息言论后, 快速加息预期开始弱化。美联储主席鲍威尔 5 月 17 日接受采访时表示, 美联储将毫不犹豫地继续加息, 直到通胀出现回落, FOMC 广泛支持在接下来的两次会议上各加息 50 个基点。另外, 美联储中最鹰派官员布拉德也支持加息 50 个基点的计划。

金价短期继续反弹的可能性较大, 但中长期仍趋向下跌。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%, 但无论是基本面还是技术面, 金价都可能短期向上。美联储连续加息 50BP 的预期已基本被市场消化, 我们认为加息将导致较高的通胀率回落, 但回落速度不会太快, 对着市场中的主要公司公布一季报实际业绩大幅不及预期, 市场对美国将陷入衰退的担忧增加, 这继续支撑避险作用的金价反弹。另外技术上, 金价已经跌至下方支撑线, 正等待向上反攻。

3.3 原油市场分析: 美联储加息、俄乌冲突等因素影响正减弱, 油价小幅震荡整理

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 0.51 美元, 或 0.46%, 收报于每桶 112.55 美元, 全周累计涨幅 0.9%; 美国 WTI 原油期货合约结算价下跌 1.93 美元, 或 -1.72%, 收报于每桶 110.28 美元, 全周累计跌幅 -0.19%。

图 14: 本周油价震荡调整 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

本周油价维持小幅震荡走势, 从2月底俄罗斯发起军事进攻以来, 油价振幅正逐渐减小, 说明俄乌冲突对油价的影响已减弱, 目前主要围绕在110美元附近震荡。

一方面, 俄乌冲突导致的原油供应中断担忧支持油价。4月俄罗斯原油产量显著下降, 俄罗斯燃料和能源综合调查部门数据显示, 4月1日至6日俄罗斯平均每天的石油产量为143.6万吨, 相当于约1052万桶, 比3月的1101万桶减少4.5%。另据IEA预计, 俄罗斯5月将损失160万桶/日的石油产能, 6月石油产能损失将进一步升至200万桶/日。

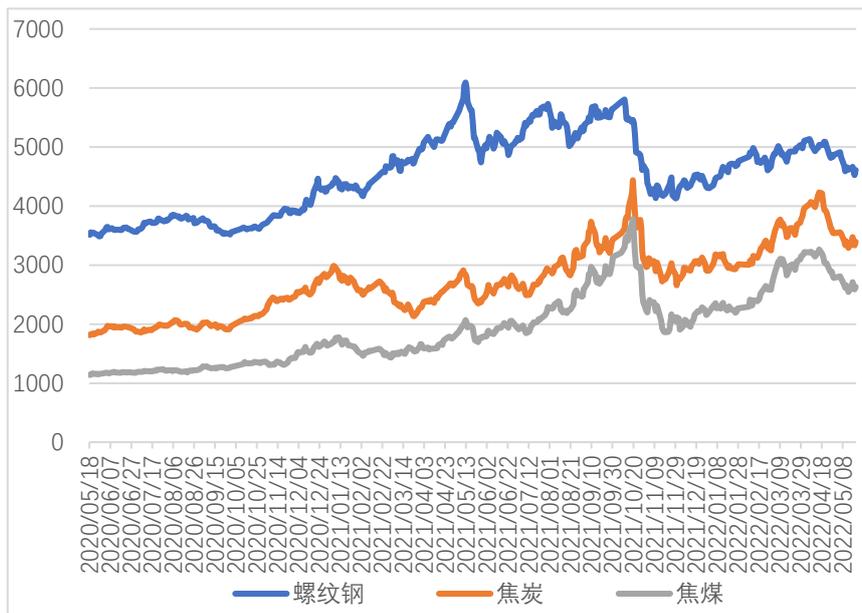
但另一方面, 美联储不断释放的各种加息预期以及原油产量的增加给油价一定压力。美国正面临40年来最快速的通胀, 美联储主席鲍威尔本周表示, 通胀下降前会持续加息, 并表示, 是否放慢加息会根据未来几个月的数据“做出判断”, 但降低通胀的使命至关重要, 因为价格稳定是“经济的基石”。而且美国政府正在考虑放松对委内瑞拉石油的限制, 以解决供应短缺带来的高油价以及国内通胀问题。伊朗也表示如果市场需要更多原油, 伊朗可加大出口。

油价短期或下跌, 中长期将趋向下行。近期美国和中国公布的边际经济数据均显示疫情反扑、全球供应链修复不及预期以及地缘政治局势仍紧张等因素正在拖累全球主要经济体复苏, 欧美陷入滞胀的可能性增加, 而且即使美联储继续加息, 美元指数仍震荡下行, 表明市场对最大经济体美国的经济放缓可能超出预期, 因此高油价和增长放缓将在短期内对油价产生不利影响。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: 经济及房地产等行业整体下行拖累黑色系商品价格, 双焦价格反弹更多为连续下跌后的投机因素

周五, 螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨下跌4元, 收报于4611元/吨, 跌幅0.09%; 焦炭价格每吨上涨105元, 收报于3395.5元/吨, 涨幅3.19%; 焦煤价格每吨上涨88.5元, 收报于2632.5元/吨, 涨幅3.48%。

图 15: 螺纹钢价格微跌, 焦炭焦煤价格上涨 (元/吨)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

整体经济增速下降, 房地产市场投资低迷, 降库存速度下降, 螺纹钢价格易跌难涨。本周螺纹钢总库存(厂库+社库)延续低降速, 钢厂库存压力仍未缓解, 加上电炉减产增多导致螺纹产量大幅下降, 导致螺纹钢价格大跌后反弹力度较弱。后续看国内经济持续受到疫情严重冲击, 房地产表现仍较疲弱, 终端需求连续受到压制, 供需矛盾仍未缓解积累, 螺纹钢反弹空间有限, 属于易跌难涨阶段。

政策仍处于保供稳价阶段, 新能源转向力度减弱, 对传统能源依靠边际加强, 焦炭焦煤价格上涨。焦煤焦炭整体仍供强需弱, 下游钢厂煤焦到货持续好转, 库存稳定回升, 随着终端提产意愿并不强烈, 市场对煤焦现实需求没有出现实质好转迹象, 钢厂仍按需采购, 焦化厂累库压力增加。在终端行业需求或已结构性见顶的情况下, 煤焦价格回升至前高难度较大, 近期市场反弹更多属于超跌后的投机情绪影响, 以及多头对后疫情市场需求提升的预期, 盘面多呈现震荡格局。

3.5 人民币兑美元汇率分析: 欧洲央行加息预期增强, 美元指数相应走低, 人民币兑美元有所反弹

本周, 人民币兑美元汇率中间价报 6.7487, 较上周上涨 0.61%。即期汇率报 6.6740, 较上周上涨 1.61%, 美元指数报 103.0334, 本周下跌 1.4175。

本周美元指数震荡下行。一方面近期公布的美国 4 月份 CPI 再超预期, 美元指数一度上行, 本周有所回落。另一方面本周欧洲央行公布的 4 月份议息会议会议纪要显示, 委员们普遍对于欧洲当期高企的通货膨胀表示担忧, 并支持 7 月份开始加息, 此次加息可能为欧洲央行十余年来的首次加息, 受此影响, 本周欧元持续走强, 美元指数相应回落。本周公布的美国 4 月份消费数据超市场预期, 美元指数一度反弹, 但在部分 5 月份先行数据表现较差以及欧元走强的趋势下再次回落。受美元指数回落以及前期人民币大幅贬值影响, 本周人民币兑美元有所反弹。

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。整体来看略高于市场预期。虽然美国一季度 GDP 环比表现不佳, 且近期部分经济数据也不及市场预期, 但整体来看短期内对于美联储政策影响较小, 美联储仍将维持当前的货币政策紧缩路径。

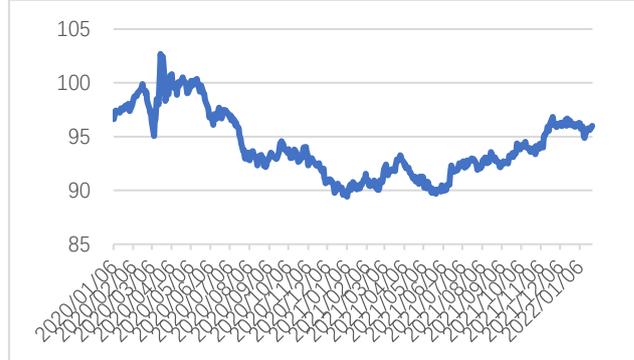


图 16: 人民币兑美元汇率中间价上涨



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

图 17: 美元指数下跌



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得副收益，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。