



金融市场分析周报:市场风险偏好回升, 债市继续震荡走弱 (2022.06.06-2022.06.10)

金融市场分析周报

2022年06月13日

摘要

- **CPI/PPI: 鲜菜等食品价格增速大幅回落, 抵消油价上涨影响, CPI 同比持平, 高基数和部分大宗商品价格放缓下, PPI 同比继续大幅回落。** 尽管鲜菜价格涨幅大幅回落, 但猪肉价格跌幅明显收窄, 推动食品价格同比上行, 5月CPI同比增长2.1%, 与上月持平。高基数及部分大宗商品价格增速放缓, 导致PPI同比涨幅大幅回落至6.4%。后续看, 国内疫情明显趋缓, 稳增长政策效果逐渐落地, 此前低迷的需求将得到一定改善, 加上上游高成本继续传导, CPI同比或继续抬升, 但整体仍将温和, 而高基数效应减退以及国际油价震荡上涨下, PPI同比下降幅度将放缓。
- **金融数据: 稳增长政策发力下, 贷款和社融规模同比均大幅新增, 宽信用信号明显, 但贷款结构仍需优化, 货币政策放松能否落实到经济数据改善仍待验证。** 随着国内疫情形势减缓和多地复工复产推进, 金融机构加大对实体经济的支持力度, 新增信贷和社会融资规模双双超过预期。但应看到, 信贷支撑主要是企业票据融资和短期贷款, 信贷结构不合理, 社融增量主要来自于政府债券, 企业债券融资增量并不大, 叠加M2于M1“剪刀差”扩大, 表明实体经济融资需求仍乏力, 经济整体有企稳迹象, 但难言反转, 实现全年增长目标需要更大力度政策的支持。
- **进出口: 疫情减轻及企业加快复工复产, 5月出口增速远超市场预期, 后续或回落。** 以美元计的5月出口同比大幅增加13个百分点至16.9%, 进口同比增长4.1%, 贸易顺差扩大至787.5亿美元, 数据均超出市场预期。海外经济体增速普遍受到高通胀掣肘, 央行加息态度积极, 经济衰退风险加大, 叠加去年基数抬升, 中国出口增速或将回落。
- **资金面分析: 央行公开市场完全对冲到期量, 月初资金价格整体平稳; 下周政府债融资加速, 需关注资金面变化及央行动作。** 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, 因此本周央行公开市场资金投放规模完全对冲到期量。月初资金价格整体平稳。下周政府债净融资额超5000亿元, 同时随6月份税期临近, 下周7d资金开始跨月, 资金面面临一定的外部冲击, 关注央行相应动作。
- **利率债: 债市短期震荡, 中期有调整压力, 经济恢复缓慢背景下, 收益率上升空间有限。** 近期主线仍然是宽松资金面与复工复产进度预期的多空博弈, 虽然宽信用、宽财政和房地产放松在政策方向上不利于债市, 但政策作用难以快速有效释放出来, 经济恢复进程预计较慢, 当前债市风险可控但机会也有限; 中期来看, 后续社融预计继续回升、资金边际收紧叠加地方债供给放量, 经济逐步复苏、货币政策重心从宽货币向宽信用转移等因素, 警惕长端利率上行风险; 长期来看, 利率中枢水平取决于基本面复苏力度, 考虑到本轮稳增长周期中并不如此前一样过度依赖对利率并不敏感的地产和地方政府等融资主体, 预计利率中枢水平上升幅度有限。

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：权益市场继续回暖，可转债超七成录得上涨行情。**关注稳增长、消费刺激政策受益板块、高景气赛道弹性空间。国内政策底不断夯实，经济企稳预期强化、市场信心恢复，权益市场全面走强，转债成交更趋火热，关注稳增长、消费刺激政策受益板块、高景气赛道弹性空间。
- **权益市场：A股再现逼空行情，比亚迪创出新高。**本周三大股指强势上涨，沪弱深强，北向资金大幅流入。上证综指最终报收 3284.83 点。复工复产有序推进，5 月汽车销量环比改善；5 月楼市边际转暖，关注头部央企；6 月游戏板块落地，板块估值有望修复；美国关税政策逐渐缓和，建议关注光伏出口企业。展望后市，国内目前仍处于政策的验证期，A 股未来持续的上行需以经济好转符合预期作为坚实支撑。进一步上涨动能或需等待经济复苏数据的验证。外部来看，6 月以来美联储已正式启动缩表，从过去的经验来看，缩表所带来的流动性冲击通常会引发新兴市场及 A 股的震荡。因此，后续我们仍需警惕美联储 6 月缩表加息引发的震荡调整压力。基于以上因素，我们认为当下时点稳增长行情尚未结束。短期内，受益于供需关系的上游资源品及享受政策利好的新老基建领域增长确定性相对更强。
- **黄金：美通胀率续创新高，提升黄金抗通胀需求，但美联储加息可能加快，也抑制金价涨幅。**本周伦敦现货黄金和美国 COMEX 黄金价格累计涨幅约 1%，主因是美国 5 月通胀年率再度创下逾 40 年新高，增加黄金的抗通胀需求，但加息预期升高导致美元指数上行，也对金价形成一定抑制。高通胀具有惯性，并将主导未来一段时间美国经济走向，美联储加快加息将成为大概率，市场的扰动风险将加剧，导致投资者对黄金的需求将增加，这将支撑金价在短期内继续反弹，但金价技术上处于中长期下跌通道，反转的可能性不大。
- **原油：原油增产有限但需求仍强韧，油价继续走高。**本周两大国际油价上涨近 2% 并实现四周连涨后，油价已创下三个月新高，主因是 OPEC+ 扩大增产难度较大，欧洲难以摆脱对俄罗斯的石油依赖，此外中美需求增加，市场供需形势依然紧张。美国出行高峰季才刚开始，随着越来越多的美国人制定出行计划，出行人数总体将增大；中国疫情尽管有一定反复，但整体为了稳经济，再次封控的可能性已不大，经济还处于从 4 月经济底部的恢复之中，加上 OPEC+ 增产力度因产能有限也不大，国际原油整体紧张局势没有改变，油价短期仍有支撑。
- **黑色产业链：稳增长政策预期加强，市场投机情绪较好，黑色系商品价格普遍上涨，其中焦煤大涨。**国常会的召开，地产放松政策持续加码，铁水产量仍维持高位，政策面和基本面近期均有好转，拉动螺纹钢价格上涨，后续应关注真实需求的回归情况。上游钢厂铁水产量持续放大，对焦炭焦煤需求有韧性，焦化厂开工整体平稳，支撑双焦价格上涨的主因主要来自政策强化带来的基本面预期改善没市场投机情绪出现明显改善，预计短期内双焦期价仍以震荡运行为主。
- **人民币兑美元汇率分析：美国通胀再次反弹，随美联储 6 月份 FOMC 会议临近，美元指数走高。**本周美元指数大幅上行。美联储 6 月份 FOMC 会议预计于下周召开，随会议临近，本周美元指数提前反应，于周一开始有所走高。此外周五公布的美国 5 月份通胀数据再度走高超市场预期，美元指数当日大幅攀升。根据此前美联储官员发言来看，6、7 月份加息 50BP 较为确定，在 5 月份通胀大幅上行的情况下，9 月份加息 50BP 的可能性也有所上升。受本周美元走强影响，本周人民币兑美元即期汇率有所贬值。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发



目录

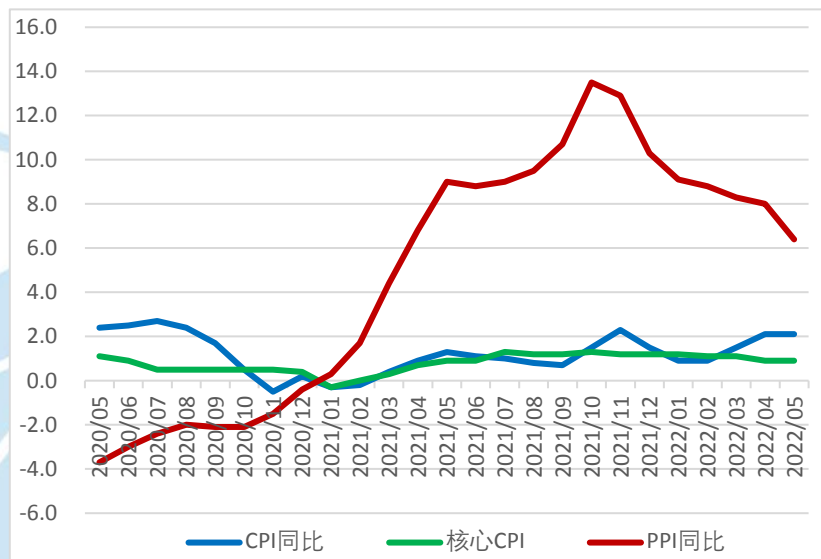
一、 本周重点经济数据分析.....	4
1.1 CPI/PPI 数据.....	4
1.2 信贷数据.....	7
1.3 进出口数据.....	9
1.4 每周要闻.....	10
二、 固定收益市场分析.....	11
2.1 资金面分析.....	11
2.2 利率债走势分析.....	12
2.3 存单信用债分析.....	14
2.4 可转债分析.....	15
三、 主要资产价格分析.....	16
3.1 权益市场分析.....	16
3.2 黄金市场分析.....	19
3.3 原油市场分析.....	20
3.4 黑色产业链分析.....	21
3.5 人民币兑美元汇率分析.....	21

一、 本周重点经济数据分析

1.1 鲜菜等食品价格增速大幅回落，抵消油价上涨影响，CPI 同比持平，高基数和部分大宗商品价格放缓，PPI 同比继续大幅回落

经济下行和需求疲软下，鲜菜等食品价格增速回落，5月CPI同比增速与上月持平，同时高基数和大宗商品价格增速放缓，导致PPI同比继续大幅回落，国内通胀压力远小于欧美国家。国家统计局6月10日公布的价格数据显示，5月居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.9%，均与4月持平，低于市场预期值；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.4%，较4月大幅回落1.6个百分点，为2021年4月以来最低，PPI同比已连降七个月，与市场预期一致。后续看，国内疫情已经明显趋缓，稳增长政策效果正逐渐落地，低迷的需求将得到改善，CPI同比涨幅或继续抬升，但整体水平仍将温和。去年6月开始PPI同比涨幅下降，高基数的影响将减小，同时考虑当前国际油价仍因供需紧张而上涨，PPI同比降幅预计将放缓。

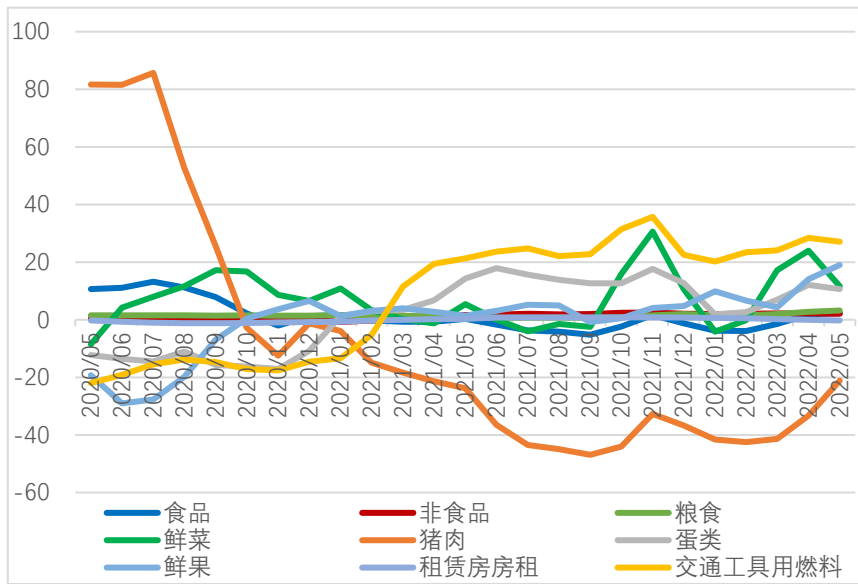
图 1：5 月 CPI 同比涨幅无变化，PPI 同比继续回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

猪肉价格降幅收窄，鲜果和粮食价格涨幅扩大，支撑食品价格反弹，但部分蔬菜价格涨幅回落；非食品价格受疫情拖累涨幅出现小幅回落。5月CPI同比增长2.1%，其中食品价格涨幅扩大0.4个百分点至2.3%，非食品价格涨幅回落0.1个百分点至2.1%。食品中，鲜菜和鸡蛋价格涨幅尽管分别回落12.4个和1.9个百分点至11.6%和11.4%，但仍是CPI的主要推动项；鲜果和粮食价格分别上涨19%和3.2%，涨幅有所扩大；猪肉价格下降21.1%，降幅继续大幅收窄12.2个百分点，仍起到抑制作用。非食品中，国际油价上涨进一步向国内传导，汽油、柴油和液化石油气价格上涨较多，导致交通工具用燃料价格同比上涨27.1%；受疫情冲击，宾馆住宿价格下降拖累租赁房租同比下降0.2%。据测算，在5月2.1%的CPI同比涨幅中，2021年价格变动的翘尾影响约为0.8个百分点，新涨价影响约为1.3个百分点。

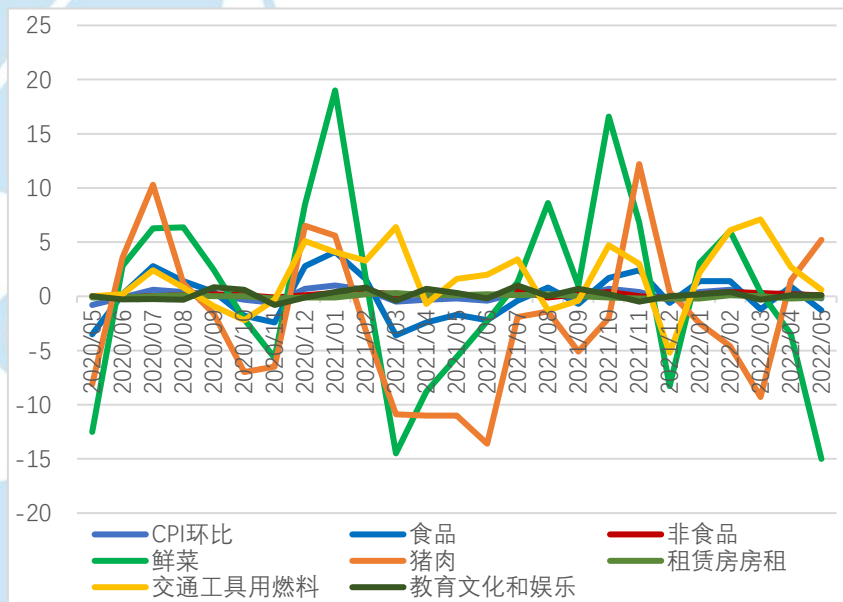
图 2：5 月食品价格涨幅扩大，非食品价格涨幅小幅回落（%）



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

食品价格尤其是鲜菜价格环比大幅下降拖累 CPI 环比表现。5 月 CPI 环比由正转负, 从上涨 0.4% 转为下降 0.2%, 为 2022 年以来最低, 食品价格是主要拖累项。5 月食品价格环比由上涨 0.9% 转为下降 1.3%, 主因是随着鲜菜大量上市, 物流逐步畅通, 鲜菜价格环比下降 15%。中央储备猪肉收储工作继续开展, 生猪产能调减效应逐步显现, 猪肉价格环比上涨 5.2%。5 月非食品价格环比增速回落 0.1 个百分点至 0.1%, 其中汽油和柴油价格上涨拉动交通工具用燃料价格上涨 0.6%; 疫情导致线下服务消费减少, 线上服务消费需求增加, 租赁房房租下降 0.1%, 教育文化和娱乐上涨 0.1%。

图 3: 5月食品价格环比由正转负, 非食品价格上涨 (%)

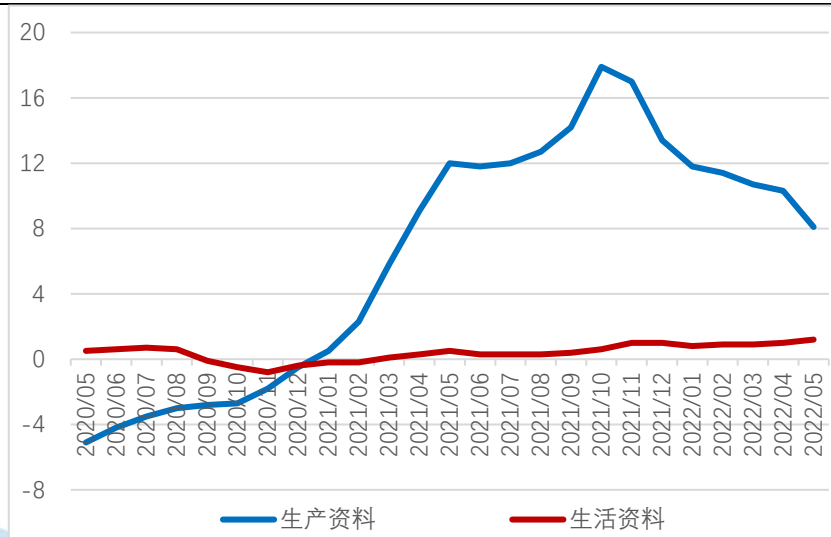


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

PPI 同比涨幅继续回落主要是生产资料价格的回落。5 月 PPI 同比上涨 6.4%, 较上月大幅回落 1.6 个百分点, 其中生产资料价格涨幅回落 2.2 个百分点至 8.1%, 降至 2021 年 4 月以来最低, 但生活资料价格上涨 1.2%, 高于前值 0.2 个百分点, 为 2020 年 4 月以来最高, 表明上游价格上涨正在逐渐向下游传导。煤

炭开采和洗选业、有色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业等同比涨幅均有回落。黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 1.3%，为 2020 年 9 月以来首次出现负增长。据测算，在 5 月 6.4% 的 PPI 同比涨幅中，2021 年价格变动的翘尾影响约为 4.1 个百分点，新涨价影响约为 2.3 个百分点。

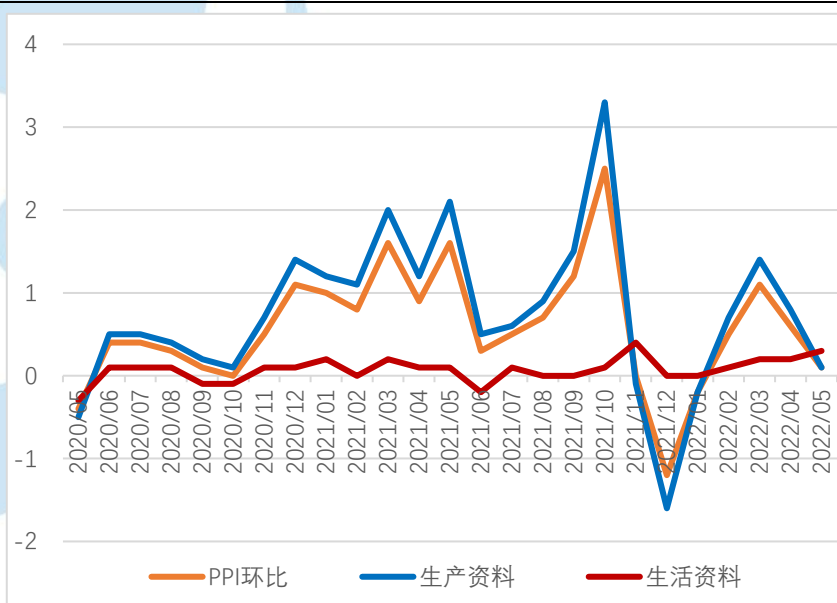
图 4：5 月生产资料价格涨幅大幅回落，生活资料涨幅扩大（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

生产资料涨幅下降也是 PPI 环比回落的主要拖累项。5 月 PPI 环比涨幅回落 0.5 个百分点至 0.1%，其中生产资料价格上涨 0.1%，较 4 月回落 0.7 个百分点；生活资料价格上涨 0.3%，高于 4 月 0.1 个百分点。受产能释放和保供政策影响，煤炭开采和洗选业价格由环比上涨 2.5% 转为下降 1.1%，煤炭加工价格涨幅回落 8.6 个百分点至 0.7%。受投资增速放缓等因素影响，有色金属冶炼和压延加工业、黑色金属冶炼和压延加工业价格环比均由正转负，分别下降 1.3%、0.5%。但国际油价仍震荡上行，相关行业价格环比上涨。

图 5：5 月生产资料涨幅环比回落，生活资料小幅上升（%）



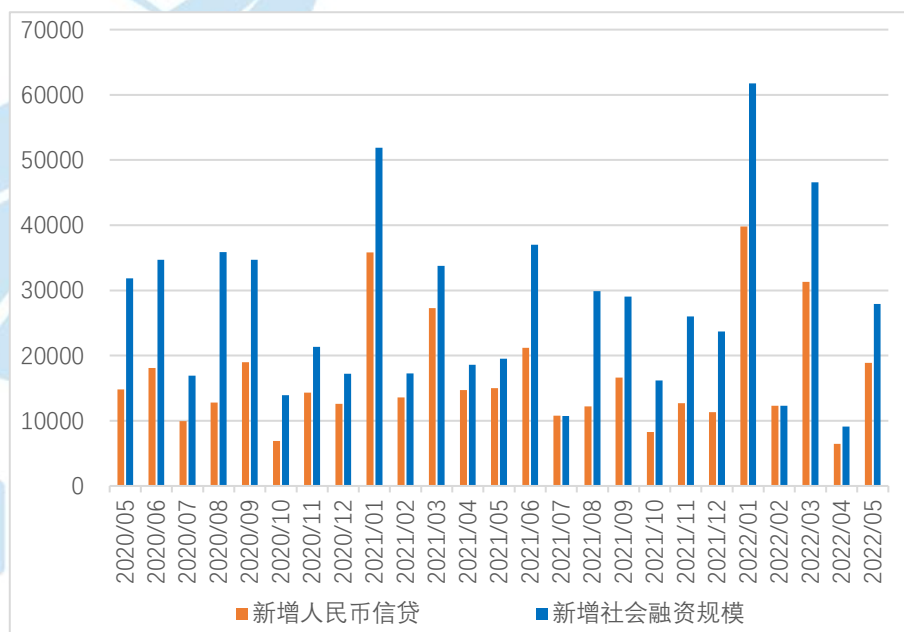
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 稳增长政策发力下，贷款和社融规模同比均大幅新增，宽信用信号明显，但贷款结构仍需优化，货币政策放松能否落实到经济数据改善仍待验证

随着国内疫情形势减缓和多地复工复产推进，金融机构加大对实体经济的支持力度，新增信贷和社会融资规模双双超过预期，不过结构难言乐观，票据融资和短期贷款冲量较为明显，实体经济融资需求仍乏力。央行6月10日发布的金融数据显示，5月新增人民币贷款1.89万亿元，同比多增3900亿元，环比较上月历史低点的6454亿元多增近2倍；新增社会融资规模2.79万亿元，同比多增8378亿元，较上月的9102亿元也多增近2倍；截至5月底，社融规模存量329.2万亿元，增速10.5%，较上月提高0.3个百分点。5月信贷和社融新增均超过市场预期。货币供给方面，5月M2同比增长11.1%，较4月上升0.6个百分点；M1同比增长4.6%，较4月下降0.5个百分点。

稳增长和宽信用政策将保持一定韧性，但经济数据改善程度仍值得商榷。6月8日召开的国务院常务会议强调，当前经济下行压力依然突出，要高效统筹疫情防控和经济社会发展，各地要以时不我待的紧迫感推动稳经济政策再细化再落实，进一步释放政策效应，确保二季度经济合理增长，稳住经济大盘。可见，5月金融数据的大幅改善主要归因于政府政策的三令五申，多属于政策对资金供给端的强力推动，信贷结构不甚合理为主要表现，实体经济真实需求仍不容乐观，经济出现企稳态势，但难言根本性改善，如果要确保经济运行在合理区间，实现全年5.5%的增长目标，后续可能需要更强力度的政策支撑。

图6：5月人民币信贷和社融规模同比均大幅新增（亿元）



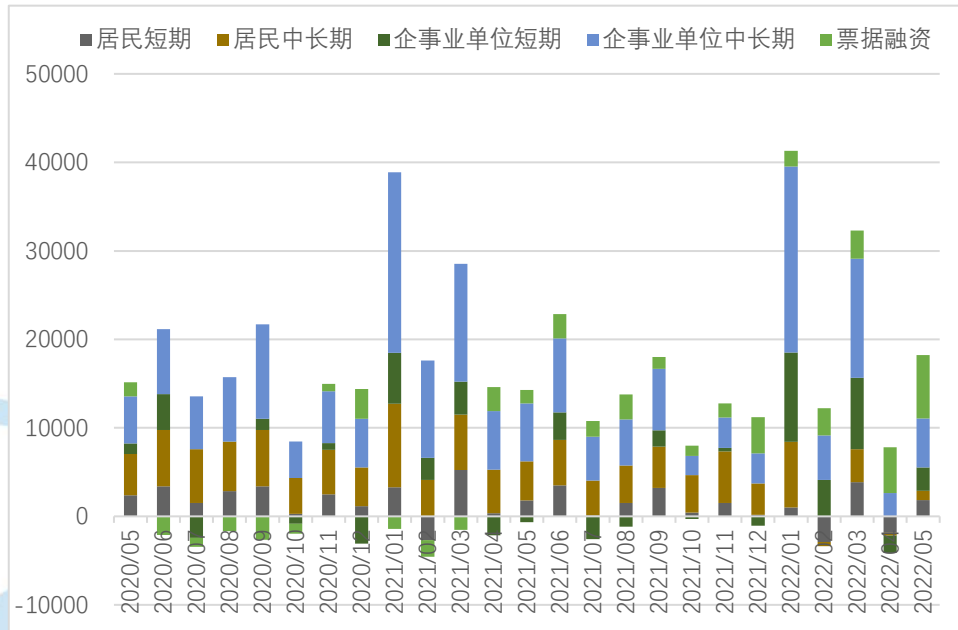
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

政策要求下，贷款供给机构利用票据冲量明显，信贷结构仍不合理，整体信贷需求仍疲软。4月金融数据触底后，央行对于5月信贷形势高度关注，开会部署金融系统从扩增量、稳存量两方面发力，加大信贷投放力度。5月数据整体达到了央行的目标，但结构上仍欠佳，中长期贷款需求仍然疲弱。具体看，5月企业新增信贷1.53万亿元，同比增长7243亿元，增量较上月由负转正，主要拉动项为票据融资和短期贷款，其中票据融资新增7129亿元，同比多增5591亿元，占企业新增的四分之三；短期贷款新增2642亿元，同比多增3286亿元。而企业中长期贷款投放依然乏力，仅新增5551亿元，同比少增977亿元。以上

数据表明,信贷机构利用票据贴现冲量迹象明显,5月23日1个月期国股银票转贴现利率已走低至0.01%,3个月期票据利率0.13%,均接近“零利率”。

无论是短期和中长期,居民部门融资需求均疲弱。5月新增居民贷款2888亿元,增量较上月由负转正,但同比少减3344亿元。其中短期贷款新增1840亿元,同比多增34亿元;以按揭贷款为主的中长期贷款依旧乏力,新增1047亿元,同比少增3379亿元。

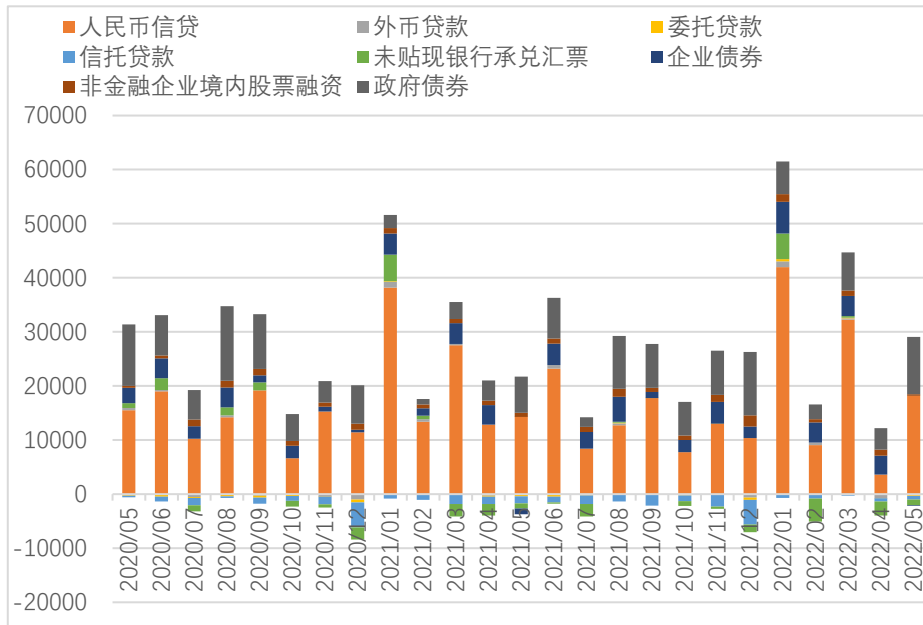
图7: 5月信贷同比大幅新增主要依靠企业票据和短期贷款拉动(亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

稳增长政策下,信贷和政策债券是社融规模新增的主要拉动项。社会融资规模方面,5月新增社融2.79万亿元,同比多增8378亿元。具体从各分项看,社融增量主要由信贷和政府融资拉动,企业直接融资表现一般。5月,社融口径下新增信贷1.82万亿元,同比多增3906亿元;非标融资减少1819亿元,同比少减810亿元;新增企业债券融资-108亿元,同比大幅少减969亿元;新增股票融资292亿元,同比少增425亿元;政府债券融资是关键支撑,新增1.06万亿元,同比多增3899亿元,占当月社融新增量的近一半,此数据增长的主要背景为财政政策加快发力,地方政府专项债券要求在6月底前基本发行完毕,力争在8月底前基本使用完毕。

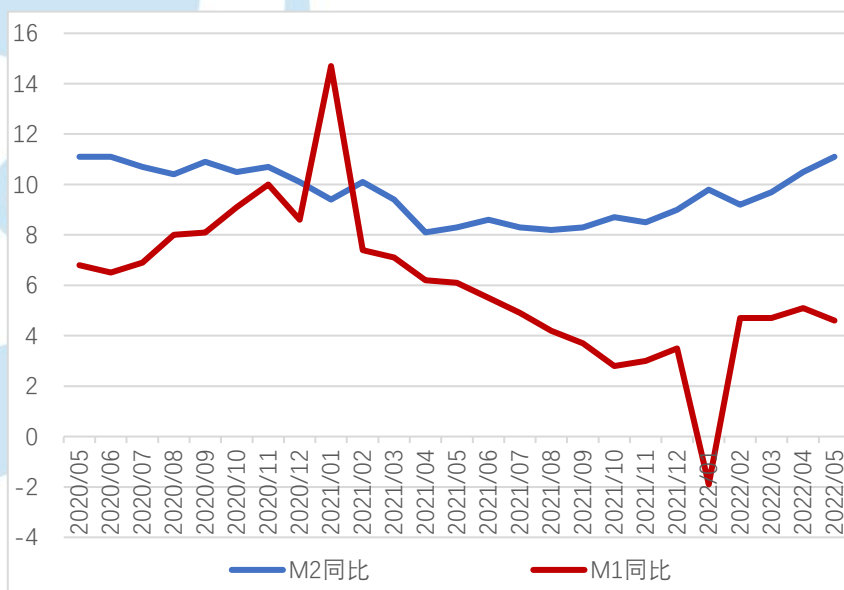
图8: 5月信贷和政策债券拉动社融规模同比大幅新增(亿元)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

M2 与 M1 “剪刀差” 进一步走阔，反映出企业对未来生产经营活动的信心不足。 货币供给方面，5 月广义货币供给量 (M2) 同比增长 11.1%，增速较上月上升 0.6 个点；狭义货币供给量 (M1) 同比增 4.6%，增速较上月下降 0.5 个百分点。M2 与 M1 “剪刀差” 有所扩大，原因可能有：一是 5 月新增存款 3.04 万亿元，远超新增社会融资规模，同比多增 4750 亿元，其中企业存款增长明显，当月新增 1.1 万亿元，同比多增 1.22 万亿元，金融市场存在空转，同时新增居民存款 7393 亿元，同比多增 6321 亿元，表明居民消费意愿不足，预防性储蓄增多，这部分主要体现在 M2 增速中；二是即使财政留抵退税、缓缴税费等政策托底，企业短期现金流仍显得偏弱，再结合企业存款同期增加，因此信贷增长并未有效转换至 M1 增速中。

图 9：5 月 M2 同比增速继续加快，M1 同比下降 (%)

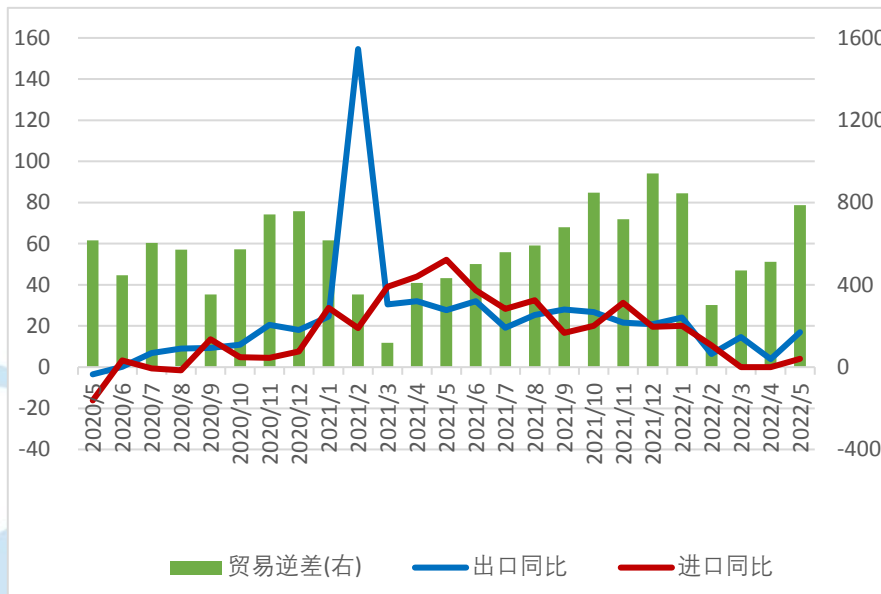


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 疫情减轻及企业加快复工复产，5 月出口增速远超市场预期，后续或将回落

国内疫情减缓及企业加快复工复产下，5月出口数据出现大幅改善。海关总署6月9日发布的对外贸易数据显示，在4月受疫情严重拖累后，5月出口增速大幅回升，以美元计的出口同比增长16.9%，增速较4月大幅回升13个百分点；进口由4月的同比持平转为增长4.1%；当月实现贸易顺差787.5亿美元，较4月扩大276.4亿美元。5月进出口数据均超出市场预期。5月数据大幅改善有前面订单积压的部分原因，待积压订单有效释放后，同时海外经济体增速普遍受到高通胀掣肘，央行加息态度积极，或将拖累经济增速，叠加同期基数不断抬升，后续中国出口增速或将回落。

图 10: 5月出口同比增速大幅抬升，进口增速亦有所上升 (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全线回升。从主要出口国家或地区看，对东盟和欧盟出口同比增速较快，分别达25.9%和20.3%，较4月回升18.3个和12.4个百分点，高于总体增速。对美国出口增速回升6.3个百分点至15.7%，稍低于总体增速。对日本出口增速较慢，从4月的同比下降9.4%转为增长3.7%。

劳动密集型产品出口增速反弹明显。主要出口商品方面，尽管近期市场出现部分订单特别是劳动密集型商品转向东南亚的担忧，但国内疫情缓解后，这部分商品出口再次转强，包括口罩在内的纺织品从4月的接近零增长回升至5月的15.9%；箱包出口同比大增50.5%，较4月加快近20个百分点；服装出口同比增速大幅反弹至24.6%，均高于整体出口增速。手机、汽车及汽车底盘等从4月低点反弹，推动机电、高新技术产品出口同比分别增长9.4%、4.3%。

进口方面，主要大宗商品进口量价走势继续分化。由于全球能源供需紧张、欧盟制裁俄罗斯原油出口等，原油进口量价齐升，5月进口量同比增长11.9%，进口额大增81.4%。铁矿石进口跌势有所改善，进口量从4月的同比下降转为增长3%，进口额同比降幅收窄至17.7%。受国内需求较弱等影响，大豆进口走弱，进口量、进口额同比增速分别回落至0.7%、27.1%。

1.4 每周要闻

1、国务院常务会议：确保二季度经济合理增长，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，听取稳增长稳市场主体保就业专项督查情况汇报，要求打通堵点完善配套充分发挥政策效应。会议强调，经济下行压力依然突出，要高效统筹疫情

防控和经济社会发展，各地要切实承担起保一方民生福祉责任，以时不我待的紧迫感推动稳经济政策再细化再落实，确保二季度经济合理增长，稳住经济大盘。对稳经济一揽子措施，地方、部门尚未出台配套政策、实施细则的要尽快推出。

2、国务院政策例行吹风会：引导实体经济融资成本的进一步下行

国务院新闻办公室周三举行政策例行吹风会，商务部副部长王受文表示，将从4方面13条具体措施推动外贸保稳提质，在加大财税金融支持力度方面，支持银行机构不盲目惜贷、抽贷、断贷、压贷，满足外贸企业合理资金需求，梳理一批急需资金的中小微外贸企业名单，予以重点支持。央行国际司负责人周宇表示，4月央行和外汇局一起出台了被称为“金融23条”的通知，目前央行正在指导下属分支机构和金融机构出台具体的落地实施方案，使这些政策真正让外贸企业获益。我们将引导实体经济融资成本的进一步下行，加大对稳外贸工作的金融支持力度。

3、欧洲央行宣布7月停止资产购买，计划加息25个基点

欧洲央行：维持主要再融资利率为0%、存款机制利率为-0.5%、边际贷款利率为0.25%不变，均符合市场预期；准备调整其所有工具，以确保价格稳定；决定自2022年7月1日起终止资产购买计划的净资产购买；计划在7月加息25个基点，9月将进一步采取行动；预计9月后关键利率将逐步持续上升。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场完全对冲到期量，月初资金价格整体平稳；下周政府债融资加速，需关注资金面变化及央行动作

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场完全对冲到期量

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，因此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500亿元逆回购到期，其中周一至周五各到期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	0
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	0	0	0	100

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：月初资金价格整体平稳。本周政府债到期量较大，净融资额有限。月初其他对于资金面冲击因素较小，资金价格整体平稳。本周四银行间回购利率R001加权平均降至1.4492%，R007加权平均降至1.6326%；交易所回购利率GC001加权平均降至1.6440%，GC007加权平均降至1.6620%。

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	1.5043	1.4726	1.4709	1.4660	1.4492
	R007	1.6864	1.6897	1.6721	1.6663	1.6326

	R014	1.7439	1.7199	1.7424	1.7000	1.7337
	R021	1.7809	1.6980	1.8131	1.8474	1.7976
	R1M	1.8388	2.0148	2.1215	2.0699	2.0069
上交所协议回购	206001	4.2020	3.4420	3.4770	3.6460	
	206007	3.7860	3.8670	3.6280	3.8180	3.7540
	206014	4.7250	4.8720	4.6180	4.7730	6.9200
	206021	5.0830	3.7500	3.7840	3.4980	5.6020
	206030	6.2020	6.0780	6.2180	5.8620	5.9340
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1125	2.1200	2.1052	2.0984	2.0934

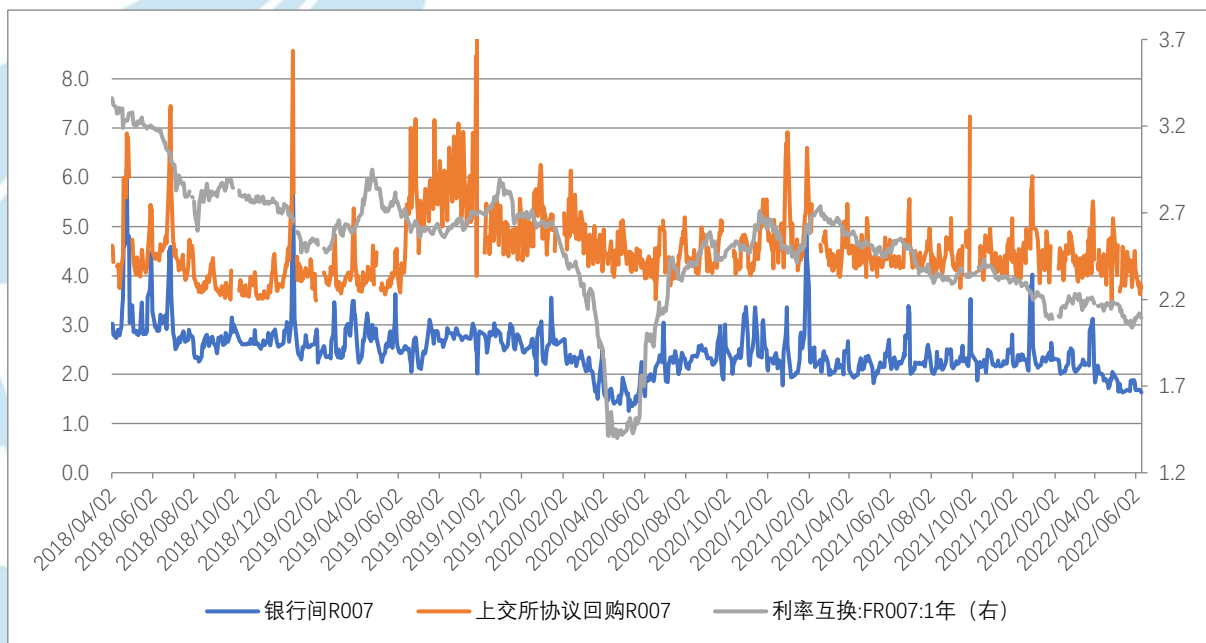
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：政府债融资加速，需关注资金面变化及央行动作

近期全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开。随北上疫情逐步得到控制，后续宽信用政策有望持续发力。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。

国务院扎实稳住经济的一揽子政策措施中提到，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，下周政府债净融资额超 5000 亿元，同时随 6 月份税期临近，下周 7d 资金开始跨月，资金面面临一定的外部冲击。此外前期降准及上缴利润后央行未再对资金面市场进行大额补充，资金面抗冲击能力可能有所减弱，需关注央行相应动作。

图 11：本周各期限资金价格走势 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

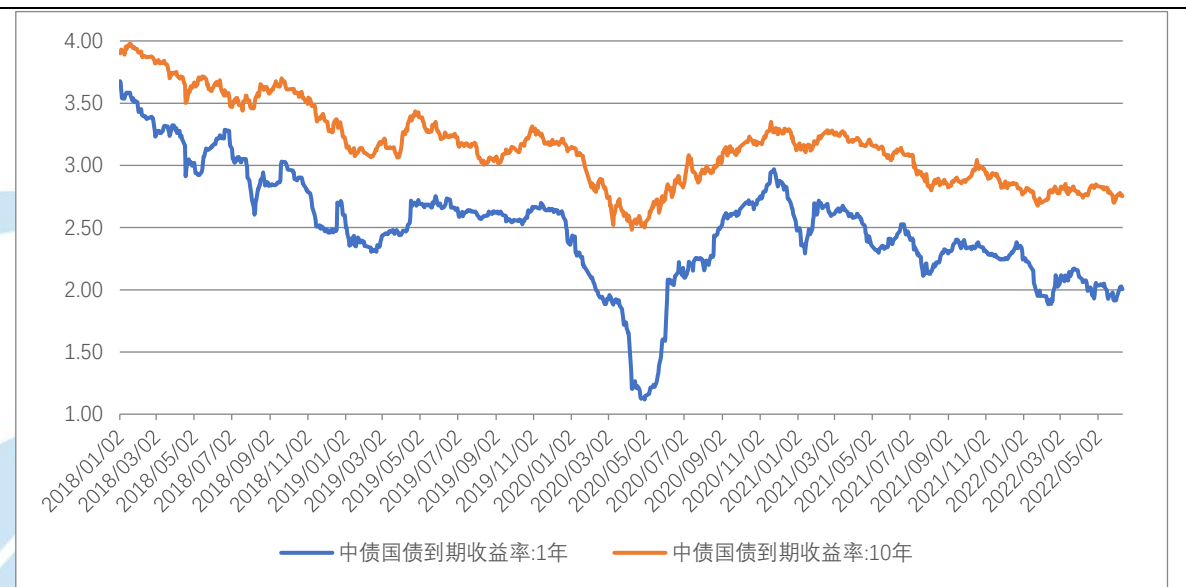
2.2 利率债走势分析：市场风险偏好回升，债市震荡，中期面临调整压力

1) 利率债走势复盘：疫情影响进一步消退，市场风险偏好回升

本周，疫情影响进一步消退，市场风险偏好回升，长债收益率先上后下。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，虽然资金面依旧宽松，但是资金利率却逐步上行，隔

夜加权利率从5月初的1.30%升至了1.50%，国债期货开盘拉高后全日震荡下跌，短端债券收益率上行较多；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，午后彭博经济研究称，银行流动性指标显示，中国央行或很快降准，以使银行保持有足够的流动性用于增加贷款，债市在连续阴跌一周后，当日企稳反弹；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，创业板上演V型翻转，权益市场的上涨继续压制债市表现，长债收益率小幅上行；周四，行开展100亿7天逆回购，当日有100亿逆回购到期，零投放，5月份出口远超预期，但市场并未明显反应，而是在宽松资金及北京、上海再对部分区域管控的提振下，债市整体走强；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，当日公布了5月的通胀数据及金融数据，通胀数据基本符合市场预期，对债市影响有限，金融数据公布前，长债收益率明显上行，但是数据公布后，社融数据超预期，但结构不佳，信贷支撑主要来源于票据，长债收益率掉头向下。本周10年期国债活跃券220003累计下行1.25bp至2.7925%，10年期国债活跃券220210累计下行1.7bp至2.9730%。

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：债市短期震荡，中期有调整压力，经济恢复缓慢背景下，收益率上升空间有限

5月金融数据企稳反弹，支撑仍主要来源于政府债券，信贷虽然回升但结构不佳，未来社融可能会保持温和上升趋势。4月份信贷“坍塌”，反映的仍是长期因素叠加短期疫情各种不确定冲击下微观主体活力不足。后续看，疫情仍处于收尾期，难免有反复，各项政策支持力度加大，有望推动经济进入小复苏阶段。相对2020年，本轮疫情长尾效应更明显，地产和外需更弱，稳增长抓手更少，复苏斜率预计较缓。但是，“培育和激发实体经济信贷需求”是当前政策层面的最重要指向，配合政策支持引导，信贷数据料将继续提振。同时，目前地方债发行节奏前置，预计也会进一步拉动上半年的社融增速。

债市短期震荡，中期有调整压力，经济恢复缓慢背景下，收益率上升空间有限。近期主线仍然是宽松资金面与复工复产进度预期的多空博弈，虽然宽信用、宽财政和房地产放松在政策方向上不利于债市，但政策作用难以快速有效释放出来，经济恢复进程预计较慢，当前债市风险可控但机会也有限；中期来看，后续社融预计继续回升、资金边际收紧叠加地方债供给放量，经济逐步复苏、货币政策重心从宽货币向宽信用转移等因素，警惕长端利率上行风险；长期来看，利率中枢水平取决于基本面复苏力度，考虑到本轮稳增长周期中并不如此前一样过度依赖对利率并不敏感的地产和地方政府等融资主体，预计利率中枢水平上升幅度有限。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比均大幅增长，净融资额由正转负，各期限及各评级信用债收益率多数上行

1) 一级市场发行：存单、信用债发行量环比均大幅增长，净融资额由正转负

同业存单方面，本周同业存单发行量约 5,390.80 亿元，环比增长 275.56%，偿还量约 4,900.50 亿元，环比增长 176.46%，净融资额为 490.30 亿元，环比由负转正。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 9.29bp 报 1.7976%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 9.45bp 报 1.9868%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 3.52bp 报 2.1317%，9M 存单平均发行利率较上周下行 5.60bp 报 2.3343%。

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 2,448.72 亿元，环比增长 49.63%，偿还量约 1,603.83 亿元，环比下降 4.78%，净融资额为 844.89 亿元，环比由负转正。

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上行，信用利差多数走阔

信用债二级市场方面，除 5 年期 AA 级信用债收益率小幅下行 2.82bp 外，其余各期限及各评级信用债收益率均有上行且以短端上行幅度最大，1 年期各评级信用债收益率上行 9.02~11.01bp，3 年期各评级信用债收益率上行 2.73~7.73bp，5 年期 AAA 级、AA+ 级信用债收益率分别上行 2.18bp、4.18bp。

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	2.456	3.00%	9.02
信用债(AAA):3 年	2.937	5.50%	5.72
信用债(AAA):5 年	3.283	8.30%	2.18
信用债(AA+):1 年	2.583	3.10%	11.01
信用债(AA+):3 年	3.095	4.30%	7.73
信用债(AA+):5 年	3.462	4.80%	4.18
信用债(AA):1 年	2.643	2.70%	11.01
信用债(AA):3 年	3.275	3.30%	2.73
信用债(AA):5 年	3.932	5.80%	-2.82

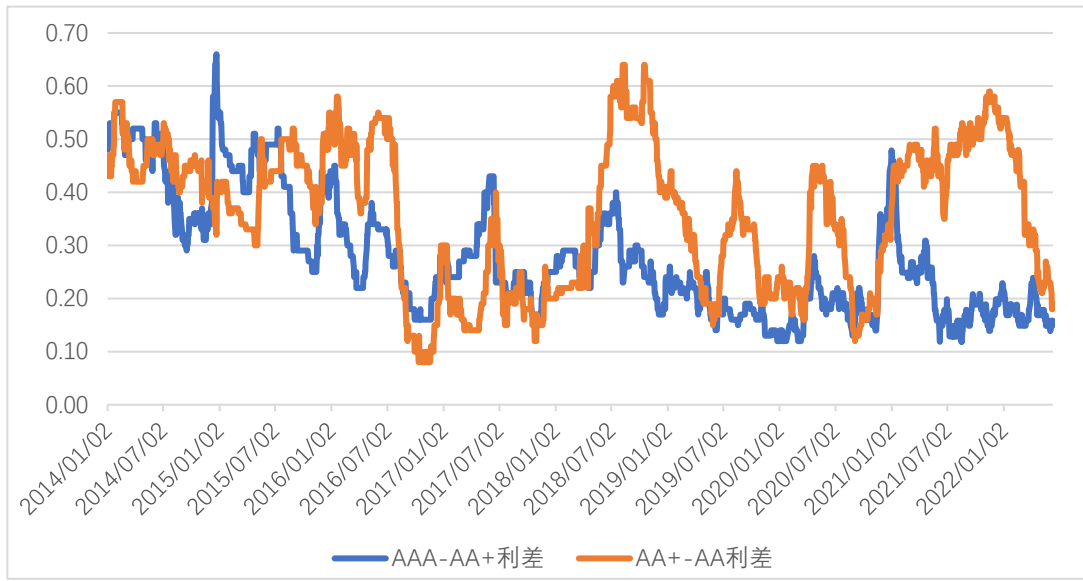
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，除 5 年期 AA 级信用债收益率收窄 0.70bp 外，其余各期限及各评级信用利差均有走阔，1 年期各评级信用利差走阔 1.19~3.18bp，3 年期各评级信用利差走阔 1.77~6.77bp，5 年期 AAA 级、AA+ 级信用利差分别走阔 4.30bp、6.30bp。

期限利差方面，中高评级信用债收益率短端上行幅度最大、中端次之、长端最小，低评级信用债收益率短端上行幅度大于中端、长端下行，AAA 级、AA+ 级、AA 级 3Y-1Y 利差分别收窄 3.30bp、3.28bp、8.28bp，5Y-3Y 利差分别收窄 3.54bp、3.55bp、5.55bp。

评级利差方面，本周 AA+ 与 AAA 之间利差走阔 2bp 至 16bp，AA 与 AA+ 之间的利差收窄 5bp 至 18bp。

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

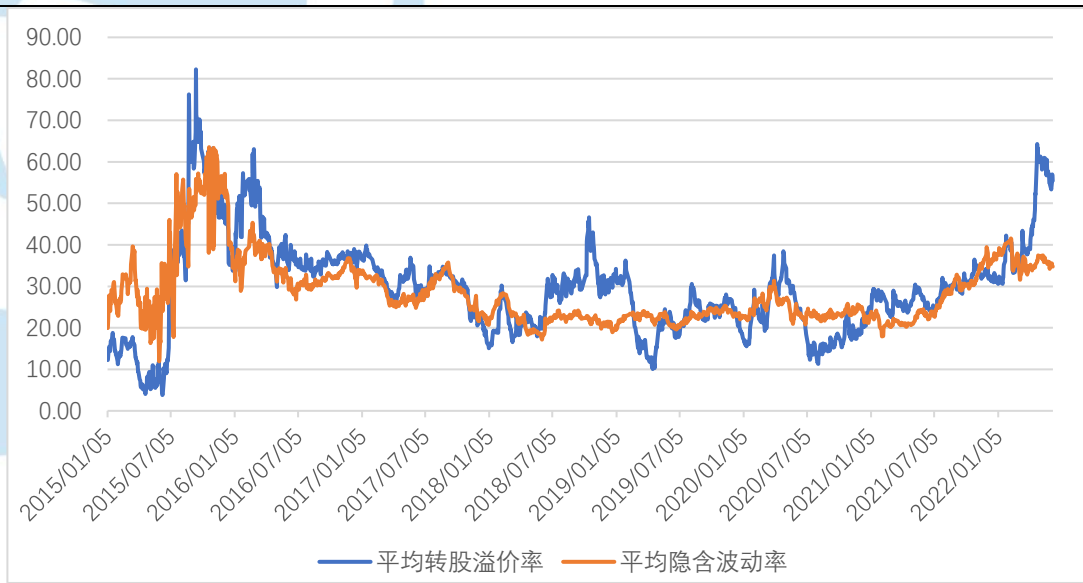
2.4 可转债分析：权益市场继续回暖，可转债超七成录得上涨行情，关注稳增长、消费刺激政策受益板块、高景气赛道弹性空间

1) 可转债走势复盘：权益市场继续回暖，可转债超七成录得上涨行情

本周权益市场继续回暖，成长股、中小盘表现更为强势，上证指数本周收于 3284.83 上涨 2.80%，深证成指本周上涨 3.50%，创业板指本周上涨 4.00%，中小 100 本周上涨 4.67%。本周上证转债上涨 1.24% 至 355.63，深证转债上涨 1.91% 至 303.21，中证转债上涨 1.47% 至 409.44，其中超七成转债录得上涨行情，新天转债、盘龙转债、石英转债、模塑转债、中矿转债等领涨，山石转债、金陵转债、正邦转债、新春转债、泰林转债等领跌。一级方面，本周无转债发行，湘佳转债 1 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，本周转股溢价率上行 0.93pct，隐含波动率继续下行 (-0.47pct)，分别处于 2015 年以来 95%、82% 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：关注稳增长、消费刺激政策受益板块、高景气赛道弹性空间

国内政策底不断夯实，经济企稳预期强化、市场信心恢复，权益市场全面走强，转债成交更趋火热，跟随权益市场涨多跌少但仍受高估值制约、跑输正股。5月社融总量回升但信贷结构欠佳、实体融资需求仍然偏弱，近日京沪疫情反复，叠加美国通胀再创新高、海外加息预期再度升温，A股短期或承压震荡。转债配置中可考虑以下方向：1) 国常会再度强调确保二季度经济合理增长、稳住经济大盘，稳增长政策发力下新老基建、地产产业链持续受益；2) 刺激消费政策推出落地，需求复苏、盈利修复逻辑下汽车、消费行业存在基本面改善预期；3) 新能源、光伏等高景气赛道业绩确定性较强，支撑优质标的弹性空间。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：A股再现逼空行情，比亚迪创出新高。

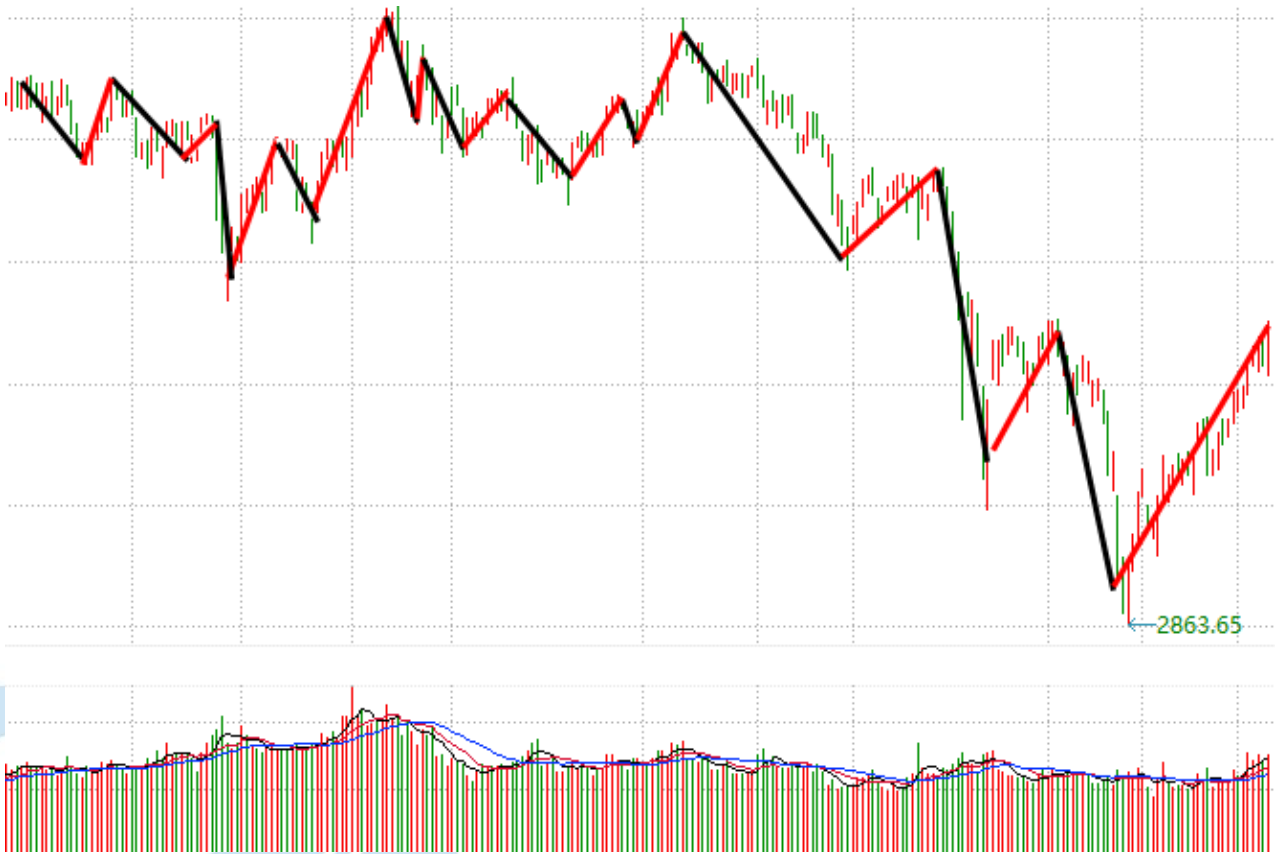
1) 权益市场走势复盘——创业板强势回归，制造业迎普涨潮。

本周三大股指强势上涨，沪弱深强，北向资金大幅流入。上证综指最终报收 3284.83 点，本周上涨 2.80%。同期深证成指上涨 3.50%，创业板上涨 4.00%。量能方面，沪指温和放量，下方承接盘力度较大。盘面方面，新能源产业链领涨，主题投资走弱。

本周市场在经济加大复苏的预期以及蚂蚁金服再度上市的传闻下，互联网板块带动中概股强势上涨，北上资金及南下资金持续增持，增量资金加仓明显。市场结构方面，煤炭、有色、石油石化等上游板块具备业绩超预期的高概率，强劲上涨。北上资金持续流入，本周合计流入 368.31 亿元。本周成长强于价值，其中上证 50 上涨 3.92%，沪深 300 上涨 3.65%，中证 500 上涨 2.66%，创业板 50 上涨 4.37%，国证 2000 上涨 1.99%。茅指数上涨 3.19%，宁组合上涨 4.03%。本周大市值价值板块迎来补涨，创业板表现亮眼，中小盘风格走弱。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中 25 个行业实现上涨，其中煤炭、有色金属、石油石化分别上涨 10.70%、8.63%、7.62%。5 个行业下跌，其中家电、轻工制造、商贸零售分别下跌 0.80%、0.51%、0.48%。总体来看，业绩预期强劲的板块表现强势，偏防御弱周期板块表现疲软。

图 15：大盘持续逼空，下周考验压力位。



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 4.58%, 报 31392.7900 点, 纳指本周下跌 5.60%, 报 11340.0200 点, 标普 500 指数本周下跌 5.05%, 报 3900.8600 点。

本周欧洲央行在本周的会议上宣布 7 月份加息 25BP, 结束资产购买, 并提示未来若通胀持续位于高位, 存在加速加息的可能, 全球流动性收紧也对美国股市造成影响。此外本周公布的美国 5 月份通胀数据再创新高, 美联储可能在下周召开的 6 月份 FOMC 会议上表现得更加鹰派。在此预期下, 本周五美国三大股指均大幅下行。本周美股行业多数下行, 其中能源行业受高油价支撑, 下行幅度相对较低; 非必须消费、房地产、信息技术以及金融板块下行幅度较大。

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——A股再现逼空行情, 比亚迪创出新高

复工复产有序推进, 5月汽车销量环比改善。近期, 乘联会发布5月全国乘用车市场产销数据, 乘用车5月零售销量135.4万辆, 同比-16.9%, 环比+29.7%。5月批发销量为159.1万辆, 同比-1.3%, 环比+67.8%。5月自主品牌零售62万辆, 同比+5%, 环比+29%。同期, 新能源乘用车零售销量同比+91%, 单月渗透率为26.6%。5月新能源乘用车市场走势回暖明显, 自主品牌在新能源市场获得明显增量, 头部企业表现优异。我们认为, 近期汽车相关扶持政策相继落地, 并处于自2015年以来扶持力度最大的阶段。当前板块处于估值抬升切换至销量与业绩兑现对应的基本面的窗口期。建议关注高景气新能源汽车及汽车整车环节的投资机会。

5月楼市边际转暖, 关注头部央企。5月百强房企实现全口径销售金额约5192亿元, 同比下降59.9%, 降幅较上月扩大0.7%, 创近年新低。当前各地频繁放松限购限贷政策, 部分城市出现销售企稳迹象, 但整体看市场销售回暖仍需时日。其央企和地方国企的新增土地货值占比持续增加, 超过七成, 民营房企仅为29.9%。5月重点城市一手房总体成交面积同比增长-53.4%, 增速较上月变化+7.9%。其中, 一线、二线、三线城市4月成交面积同比增速分别为-53.0%、-49.7%、-59.6%, 增速分别较上月变动+6.7%、+9.1%、+6.4%。我们认为地产行业投资转向对基本面恢复和格局变化的关注当中, 关注具备融资及拿地优势且市占率与盈利双增明显的头部公司。

6月游戏板块落地, 板块估值有望修复。6月7日, 国家新闻出版署正式发布6月份国产网络游戏审批信息, 本次共60款游戏获批。从数量看, 审核通过的产品数量有所增加, 从此前第一轮45个增加至60个。其中大部分是移动游戏, 客户端游戏和网页游戏各一款。我们认为随着本次新增试点获批版号, 部分地区的属地游戏内容审批试点有望加速推进, 关注优质游戏公司储备游戏的版号审批进展。游戏板块迎来常态化, 游戏行业内容供给趋于稳定, 行业增速修复, 重点产品上线催化戴维斯双击。当前游戏公司处于历史估值较低分位水平, 建议关注优质游戏公司的估值修复机会。

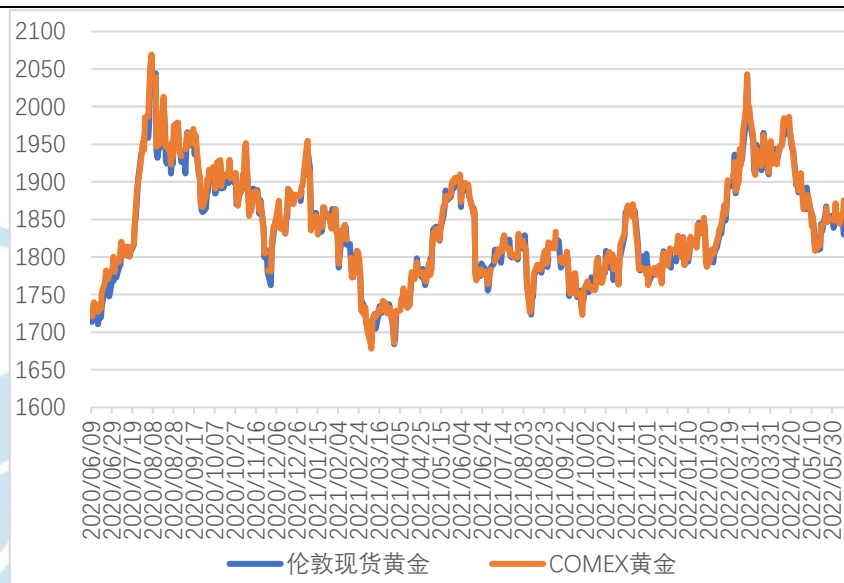
美国关税政策逐渐缓和, 建议关注光伏出口企业。6月6日, 白宫声明美国将对从柬埔寨、马来西亚、泰国和越南采购的太阳能组件给予24个月的关税豁免。白宫表示, 美国允许在公共土地上部署更多清洁能源项目, 并向城市和农村地区推广; 将通过高薪工作支持太阳能劳动力市场的多元化; 为盟国建立有弹性的清洁能源制造供应链; 另外还在波多黎各投资推进数十个太阳能项目。同时宣布到2024年美国本土太阳能产能达到22.5GW。我们预计美国关税政策的影响逐渐减弱, 充分利好拥有东南亚产能, 并积极在海外规划产能的一体化组件厂商。建议关注具有东南亚产能的光伏一体化组件厂商以及具备出口优势的逆变器厂商。

展望后市,国内目前仍处于政策的验证期,A股未来持续的上行需以经济好转符合预期作为坚实支撑。进一步上涨动能或需等待经济复苏数据的验证。外部来看,6月以来美联储已正式启动缩表,从过去的经验来看,缩表所带来的流动性冲击通常会引发新兴市场及A股的震荡。因此,后续我们仍需警惕美联储6月缩表加息引发的震荡调整压力。基于以上因素,我们认为当下时点稳增长行情尚未结束。短期内,受益于供需关系的上游资源品及享受政策利好的新老基建领域增长确定性相对更强。

3.2 黄金市场分析: 美通胀率续创新高, 提升黄金抗通胀需求, 但美联储加息可能加快, 也抑制金价涨幅

周五,伦敦现货黄金价格较前一交易日大跌14.85美元,或-0.8%,收报于1830美元/盎司,但本周累计仍上涨0.78%;美国COMEX黄金期货结算价大涨22.7美元,或1.23%,收报于1875.5美元/盎司,全周累计涨幅1.37%。

图 17: 本周金价上涨约 1% (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

本周伦敦现货黄金和美国 COMEX 黄金价格累计涨幅约 1%, 主因是美国 5 月通胀年率再度创下逾 40 年新高, 提升了黄金的抗通胀需求, 但市场美联储加速升息的预期升高, 美元指数创 5 月 17 日以来新高, 也对金价形成一定抑制。

周五公布的美国 5 月 CPI 年化率为 8.6%, 创下 1981 年 12 月以来新高, 也高于市场预期值。数据公布后的 30 分钟内, 金价大幅波动逾 20 美元。市场以此预计, 美联储在 6-7 月分别加息 50 个 BP 后, 9 月继续加息的可能性大幅提升, 一些投资者认为美联储可能一次加息 75 个 BP, 投资者关注点“不再是美国通胀是否已经达到峰值, 而是通胀还会持续多久”。

此外, 尽管消费者支出保持弹性, 但美国就业增加疲软, 市场担忧美国经济将陷入衰退。本周二, 亚特兰大联储指出美国经济第二季度年化增长率仅为 0.9%, 也意味着美国经济在一季度意外收缩后, 距离摆脱衰退命运并没有取得太多进展。IMF 官员周三也表示, 根据预测, 美国通胀可能在很长一段时间内高于美联储的 2% 目标, 通胀预期存在“脱锚”的风险, 这可能需要更大幅度地提高利率, 但会让经济面临硬着陆风险。

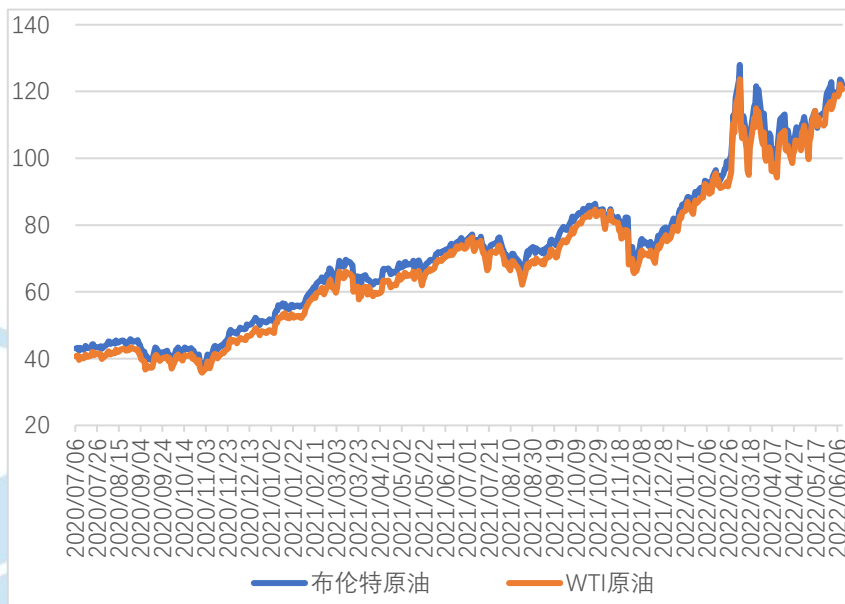
金价短期仍存在一定反弹空间, 但中长期仍趋向下跌。我们认为金价或将继续反弹, 但反弹力度不会太大, 依据是美国 5 月高通胀持续基本意味着通胀因素将主导未来美国经济走向, 美联储加大加息将

成为大概率，这必将压低美国经济增长的潜在水平，经济衰退的概率增大，市场的扰动将加剧，投资者对黄金的需求将增加，这会主要支撑金价在短期内反弹，我们预计金价短期反弹至 1900 美元左右。但金价已技术上处于中长期下跌通道，反转的可能性不大。

3.3 原油市场分析：原油增产有限但需求仍强韧，油价继续走高

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 1.06 美元，或-0.86%，收报于每桶 122.01 美元，但本周仍累计上涨 1.91%；美国 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.84 美元，或-0.69%，收报于每桶 120.67 美元，全周累计涨幅 1.51%。

图 18：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

本周两大国际油价上涨近 2%并实现四周连涨后，油价已创下三个月新高，主因是 OPEC+扩大增产难度较大，欧洲很难以摆脱对俄罗斯的石油依赖，此外中美需求增加，市场供需形势依然紧张。

供给方面，OPEC+上周决定将 7 月和 8 月原油增长规模扩大到 64.8 万桶/日，比原增产计划提高 50%，但出口油价还是出现了上涨，因为多数 OPEC+成员国几乎没有增产空间（即产能），无法填补俄罗斯遭受制裁导致的断供。由于西方制裁阻碍了主要产油国俄罗斯的出口，全球原油和石油产品供应依然紧张，大多数炼厂产能已经接近极限，以满足大流行后经济复苏带动的不断增长的需求。

需求方面，随着美国出行季的带来和中国疫情解封，原油需求整体增长。本周美国汽油库存上周意外减少 81.2 万桶，表明尽管汽油价格高涨，但在夏季高峰期对汽车燃料的需求仍有弹性。预计石油市场将继续吃紧，因为供应方面将继续呈现低库存。随着驾驶季节需求升温，原油库存可能会出现进一步下降。另外中国疫情明显减轻后，主要大城市已于 5 月底开始陆续解封，后续再次封控的可能性不高，这也增加了原油需求的预期。

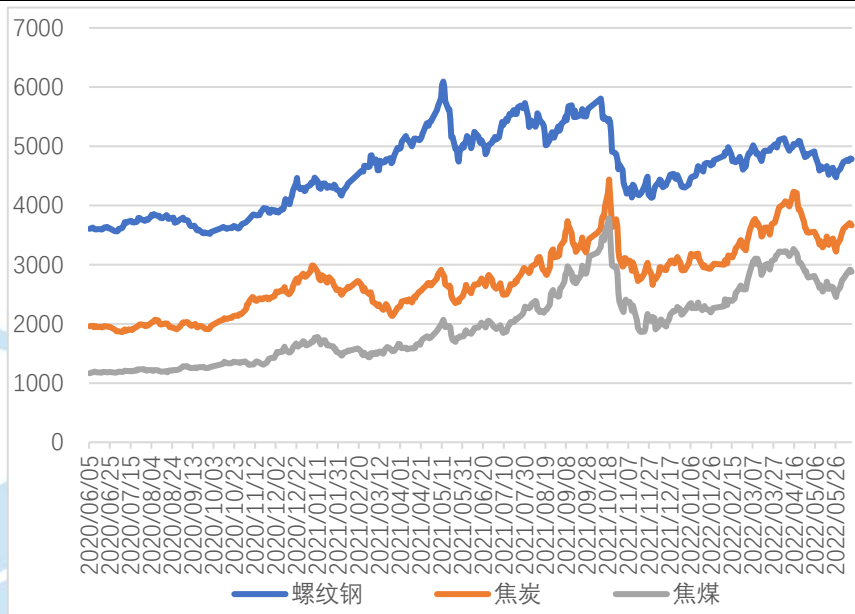
油价短期仍将上涨，但中长期将趋向下行。短期看，美国出行高峰季才刚开始，随着越来越多的美国人制定出行计划，出行人数总体会增大；中国疫情尽管有一定反复，但整体为稳经济，再次封控的可能性已不大，经济还处在 4 月经济底部的恢复之中，加上 OPEC+增产力度因产能有限也不大，国际原油整体紧张局势没有改变，油价短期仍有支撑。但中长期看，未来全球经济增速大概率放缓将影响原油总体

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：稳增长政策预期加强，市场投机情绪较好，黑色系商品价格普遍上涨，其中焦煤大涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周四每吨上涨 53 元，收报于 4786 元/吨，涨幅 1.12%；焦炭价格每吨上涨 62.5 元，收报于 3666.5 元/吨，涨幅 1.73%；焦煤价格每吨大涨 118 元，收报于 2881.5 元/吨，涨幅 4.27%。

图 19：本周黑色系商品普遍上涨，焦煤涨幅较多（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

螺纹钢政策面和基本面均有好转，拉动其价格上涨。政策面，国常会要求以时不我待的紧迫感推动稳经济政策再细化再落实，稳住经济大盘，GDP 目标的实现须地产软着陆，地产放松政策持续加码，上海、北京等地陆续解封，复工复产预期较好。基本面方面，本周长流程产量增加，短流程产量小幅下降，钢厂利润有所好转，铁水产量仍维持高位，但表需同比仍然较弱，总库存有所积累。未来关注现实需求的回归情况，预计钢价短期震荡运行。

上游钢厂真实需求延续弱势，但稳增长政策下，需求预期向好，焦炭焦煤期价随黑色板块呈高位震荡上行态势。钢厂铁水产量持续增加，对焦炭焦煤刚性需求强度较大，但钢厂以按需采购为主，加上近期港口利润回升，使得期价升水，需求得以有效释放，双焦的需求整体在改善，焦化厂开工整体平稳。整体来看，焦煤焦炭供需整体处于平衡状态，近期支撑涨价的因素主要在于政策加强导致基本面预期改善的增强。预计短期内双焦期价仍以震荡运行为主，需关注下游钢厂需求不及预期的风险。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国通胀再次反弹，随美联储 6 月份 FOMC 会议临近，美元指数走高

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.6994，较上周上涨 0.15%。即期汇率报 6.6927，较上周下跌 0.27%，美元指数报 104.1926，本周上涨 2.0222。

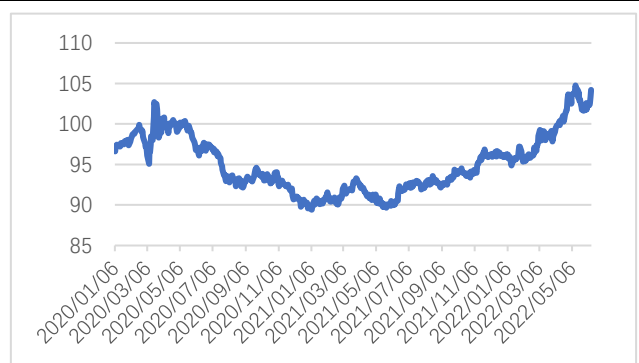
本周美元指数大幅上行。美联储 6 月份 FOMC 会议预计于下周召开，随会议临近，本周美元指数提前反应，于周一开始有所走高。此外周五公布的美国 5 月份通胀数据再度走高超市场预期。美国 5 月份 CPI

同比涨 8.6%，环比涨 1%，均较前值有所反弹。数据公布后美元指数当日大幅攀升。根据此前美联储官员发言来看，6、7 月份加息 50BP 较为确定，在 5 月份通胀大幅上行的情况下，9 月份加息 50BP 的可能性也有所上升。受本周美元走强影响，本周人民币兑美元即期汇率有所贬值。

近期公布的美国宏观数据显示美国经济下行压力增大，但根据美联储官员发言来看，美国宏观经济的变化短期内对于美联储货币政策的影响较小，预计美联储仍将坚持当前的紧缩路径，从中长期来看，美联储的紧缩周期可能提前结束。

图 20：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 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	超配	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。
	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。