



摘要

- **经济数据: 疫情好转和稳增长政策共同发力下, 5月主要经济指标同比均出现回升, 二季度经济仍有望保持正增长。**国内疫情基本有效控制, 同时稳增长信号不断强化带动市场信心改善, 5月主要宏观指标得到正反馈而出现回升, 经济边际修复。4月经济受疫情冲击严重同比增速应为负, 5月经济仍未完全摆脱疫情影响但已边际修复, 随着上海、北京等大城市疫情解封为经济增长动能提升打开空间, 叠加稳增长政策持续发力, 二季度经济仍大概率实现正增长, 三季度将进一步接近常态水平。
- **资金面分析: 央行公开市场维持零投放, 临近缴税及年中, 资金价格基本平稳; 税收减少可能为宽松原因之一, 临近年中仍需警惕资金面变动可能。**本周央行公开市场共有500亿元逆回购以及2000亿元MLF到期, 本周央行公开市场累计进行了500亿元逆回购以及2000亿元MLF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。临近缴税及年中, 资金价格基本平稳。6月份以来资金面宽松, 可能在于1) 近期税收收入同比大幅减少; 2) 稳增长政策下市场维持资金面宽松预期。下周政府债融资仍位于高位, 随年中临近资金面仍存短时间收紧的可能, 需关注央行相应动作。
- **利率债: 当前经济基本面及资金环境对债市仍有利, 短期维持窄幅震荡, 中期面临调整风险。**经济基本面在疫情初步得到控制后开始修复, 但现阶段失业率居于高位, 稳增长压力仍然较大。短期内货币政策预计保持宽松状态, 为债市提供一定安全边际, 但政策利率调低的概率较低。从中期看, 货币政策制约因素增多。后续国内CPI将缓慢上行, 中美货币政策周期的错位也带来汇率贬值和资金外流压力, 货币政策面临的掣肘增多, 资金利率可能低位回升。预计债券收益率短期维持震荡走势, 中长期警惕资金面收紧所带来的上行风险。
- **可转债: 权益市场独立走强, 可转债超七成录得上涨行情, 关注稳增长主线、疫后修复、复工复产逻辑、新能源板块。**A股在经济预期改善、情绪及估值修复带动下不惧海外扰动强势上涨, 赚钱效应驱动资金积极进场, 转债交易亦保持火热, 但涨幅不及正股, 建议关注稳增长主线、疫后修复、复工复产逻辑、新能源板块。
- **权益市场: 美加息靴子落地, A股罕见逆势走强。**本周沪指再度走强, 沪弱深强, 北向资金大幅流入, 上证综指最终报收3316.79点。加息符合预期, 建议谨慎乐观; 5月能繁母猪环比转正, 关注养猪股的配置价值; 5月印度培育钻石出口超预期, 板块持续高景气; 5月基建环比修复, 板块迎来配置窗口。短期内, 美债收益率大概率会再次见顶回落, 成长股依然有一定的配置价值。板块方面, 在国内疫情持续改善的背景下, 可重点关注疫情反转后的消费和制造业板块投资机会。建议配置受益于复工复产、使用场景增长而景气预期改善的行业, 例如上海复工复产有序推进后逐步修复的物流、消费行业; 当前稳增长政策的实施效果开始在经济数据中有所体现, 围绕稳增长政策布局的基建相关领域具备长期的确定性, 其中, 新基建领域因具备成长及稳增长双重属性, 更具配置价值。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分



- **黄金: 高通胀预期推动金价上涨, 但美联储加息及美元强势也抑制金价, 两大国际金价涨跌不一。**
本周伦敦现货黄金价格上涨不到 1%, 但美国 COMEX 期货黄金价格却下跌超过 1%, 主因是包括美国在内的全球多数国家高通胀预期在周初推动金价大涨, 但之后美联储、英国央行大幅加息导致金价大跌。交易数据显示, 对冲基金对黄金持相对中性态度, 并没有建立任何重大的看涨或看跌头寸, 金价短期仍处于通胀上升和美联储加息之间的拉锯战之中, 考虑到近期市场已经将焦点转移到对高通胀持续的担忧、美国经济衰退等因素上, 避险情绪可能增加将对金价形成一定支撑。
- **原油: 美联储加息导致经济衰退风险增加, 国际油价出现暴跌, 美油跌幅较大。** 多国央行加息引发经济衰退担忧给油价带来较大压力, 周五当天油价出现大跌, 全周累计跌幅较大, 而三大原油市场报告预期原油需求仍韧性对油价影响有限。一方面, 中国疫情解封、多数国家放开出入境以及美国出行旺季来临, 将继续提升原油需求; 另一方面, OPEC+ 主要产油国扩产能力有限, 高油价也没有大幅激励美国页岩油生产商加大投资, 因此供需整体偏紧使得短期油价仍有一定支撑。
- **黑色产业链: 下游行业需求疲软, 加上前面获利盘较多导致获利了结, 黑色系商品价格暴跌。** 国内经济下行之下, 下游行业对螺纹钢的实际需求偏弱, 库存继续回升, 多数钢厂处于亏损状态, 期货市场情绪低迷导致其价格暴跌。由于山东、江苏等地区相继公布粗钢压减政策, 未来产量增长受限或在一定程度上提振钢价。受下游钢厂利润压缩影响, 叠加前期涨幅过大积累较多获利盘, 焦炭焦煤价格也出现暴跌, 预计短期仍承压运行。
- **人民币兑美元汇率分析: 美联储加息 75BP, 美元指数持续上行, 人民币韧性凸显。** 本周美元指数较上周上行。本周三美联储 6 月份 FOMC 会议决议公布, 美联储决定于本月加息 75BP, 并且下月可能加息 50-75BP, 目标年底加息至 3%-3.5% 的紧缩性水平。会后鲍威尔强调, 劳动力市场极度紧张, 通胀太高, 美国经济增长有所放缓, 但仍处于健康水平。上周美国 CPI 数据超预期反弹后, 美元指数已大幅上行, 市场对于美联储加速紧缩已有所反应, 本周前半周美元指数持续走高, 随周三美联储加速紧缩靴子落地后有所回落。

风险提示: 货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

AVIC

目录

一、 本周重点经济数据分析.....	4
1.1 5月主要经济指标.....	4
1.2 每周要闻.....	8
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.....	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.....	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.....	19

AVIC

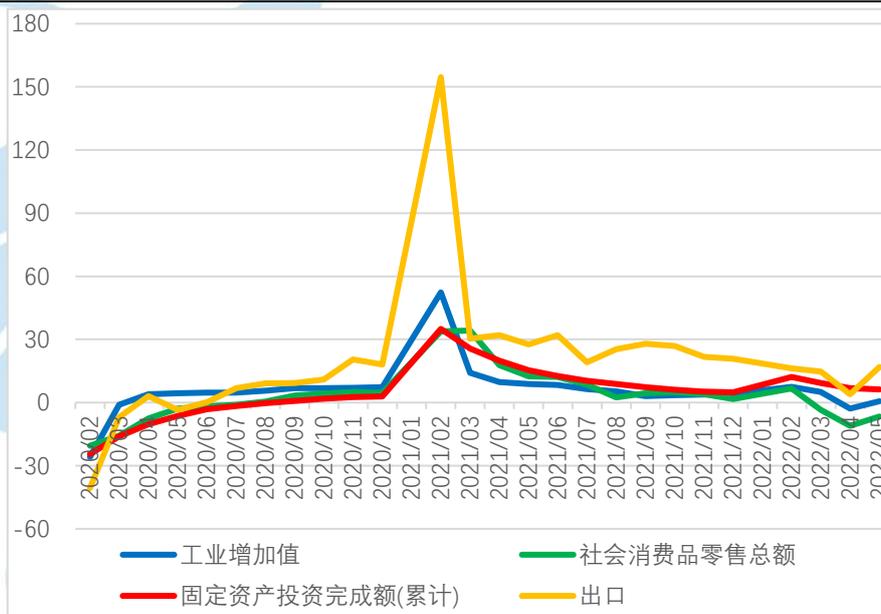
一、 本周重点经济数据分析

1.1 疫情出现好转和稳增长政策共同发力下，5月主要经济指标同比均出现回升，二季度经济有望保持正增长

国内疫情得到有效控制，稳增长政策效果显现，5月主要经济指标得到正反馈并回升，经济出现边际修复。国家统计局6月15日公布的宏观数据显示各项指标均有改善，5月规模以上工业增加值同比由负转正，回升3.6个百分点至0.7%，其中制造业增加值改善明显，这里面又以汽车制造业生产恢复尤为明显；消费同比降幅收窄4.4个百分点至6.7%，环比微增0.05%，表明消费弱复苏；1-5月固定资产投资累计同比增长6.2%，较1-4月回落0.6个百分点，但5月当月固定资产投资同比增长4.7%，较4月上升2.4个百分点。此前海关总署公布的出口数据显示，在4月出口增速因疫情大幅放缓后，6月超预期回升至16.9%。

预计二季度经济增速仍可以保持正增长，三季度进一步恢复至常态。二季度受疫情冲击最严重的4月经济增速同比应为负，5月经济边际修复，多数指标出现反弹，但仍未完全摆脱疫情影响，经济表现可能与去年同期持平，而6月以来，上海和北京等大城市疫情得到有效控制并解封，为经济增长动能提升打开空间，结合政策加快加力，二季度经济有望实现正增长，三季度经济将恢复到接近常态的水平。

图 1：5月各项经济同比指标均出现改善，经济边际修复（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

得益于疫情缓解和物流堵点疏通，国内工业生产逐步恢复，工业增加值同比由降转增，其中制造业改善最明显。5月规模以上工业增加值同比转正，实际增长0.7%，较4月回升3.6个百分点；环比也由降转增，较4月大幅回升11.4个百分点至5.6%。工业三大门类中，5月制造业增加值改善较明显，从上月的下降4.6%转为增长0.1%；采矿业增加值同比下降较多，从4月的9.5%将至7%；电力、燃气及水的生产和供应业增加值下降1.3个百分点至0.2%。

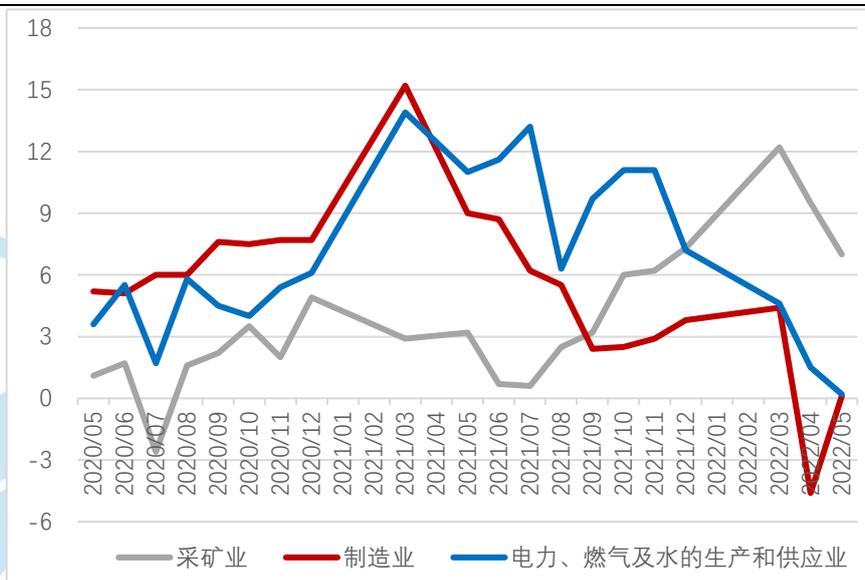
41个大类行业中有25个行业增加值同比增长。主要行业中，随着供应链改善，汽车制造业生产回暖，5月增加值同比下降7%，虽连续三个月下降，但降幅较4月显著收窄24.8个百分点；食品制造业与

计算机、通信和其他电子设备增速高于平均水平，分别增长 3.5%、7.3%；医药制造业增加值连续两个月下降，降幅扩大至 12.3%。

部分主要工业产品产量同比仍下降，但降幅有所收窄。5月汽车产量同比下降 4.8%，降幅较 4 月收窄 38.7 个百分点，但受益于多地出台的汽车消费补贴政策，新能源汽车同比大增 108.3%；发电量、粗钢和水泥产量同比分别下降 3.3%、3.5%、17%，降幅均较 4 月收窄；原油冶炼产量同比降幅则扩大至 10.9%。

服务业生产降幅也出现收窄。服务业生产指数自 3 月起持续下降，5 月同比降幅收窄 1 个百分点至 5.1%，但商务活动指数回升 7.1 个百分点至 47.1%，业务活动预期指数回升 2.2 个百分点至 55.2%，表明服务业市场信心已出现边际改善现象。

图 2：三大工业门类中制造业增加值同比改善最明显（%）



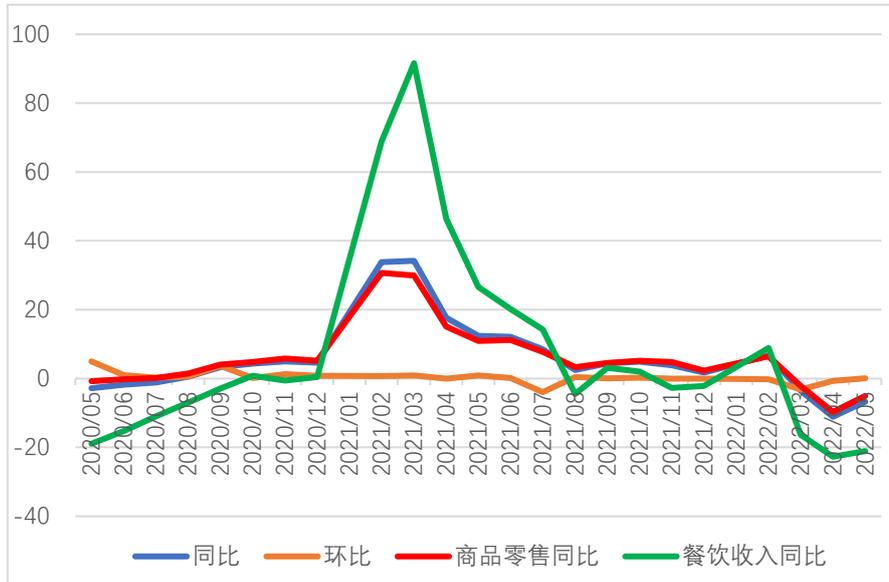
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

在疫情解封带来社会面流动及消费信心改善下，5月消费同比降幅收窄，商品零售降幅明显收窄，总体呈现弱势复苏态势。5月社会消费品零售总额 33547 亿元，同比下降 6.7%，降幅收窄 4.4 个百分点，环比则微增 0.05%，扭转了前面三个月的下降态势，以上指标均表明消费出现弱势复苏。从两种消费类型看，5月商品零售同比下降 5%，降幅收窄 4.7 个百分点；餐饮收入同比下降 21.1%，仅高于 4 月 1.6 个百分点，说明疫情对餐饮消费的严重冲击仍未过去，线下消费同比增速仍大幅下滑。

消费格局继续呈现食品、药品等必需品增速加快，可选消费和升级类消费降幅收窄的态势。5月粮油食品类消费同比增长 12.3%，高于前值 2.3 个百分点，饮料消费增速回升 1.7 个百分点至 7.7%，中西药品消费增速也加快 2.9 个百分点至 10.8%，说明疫情加重和居家隔离导致更多消费者选择储备一些生活必需品。化妆品、金银珠宝等升级类消费同比降幅虽收窄但仍为两位数，通讯器材类降幅收窄 14.1 个百分点至 7.7%。

其他重点消费方面，由于国内油价上涨和出行限制放松，5月石油及制品消费同比增长 8.3%，高于 4 月 3.6 个百分点；随着供需两端的改善，汽车销售低位回升，汽车消费降幅从 4 月的 31.6% 收窄至 16%；房地产相关消费继续低迷，建筑及装潢材料消费降幅同比收窄 3.9 个百分点至 7.8%，家具类收窄 1.8 个百分点至 12.2%，家用电器和音像器材类则扩大 2.5 个百分点至 10.6%。

图 3: 5 月消费出现小幅边际改善, 商品零售同比降幅收窄 (%)

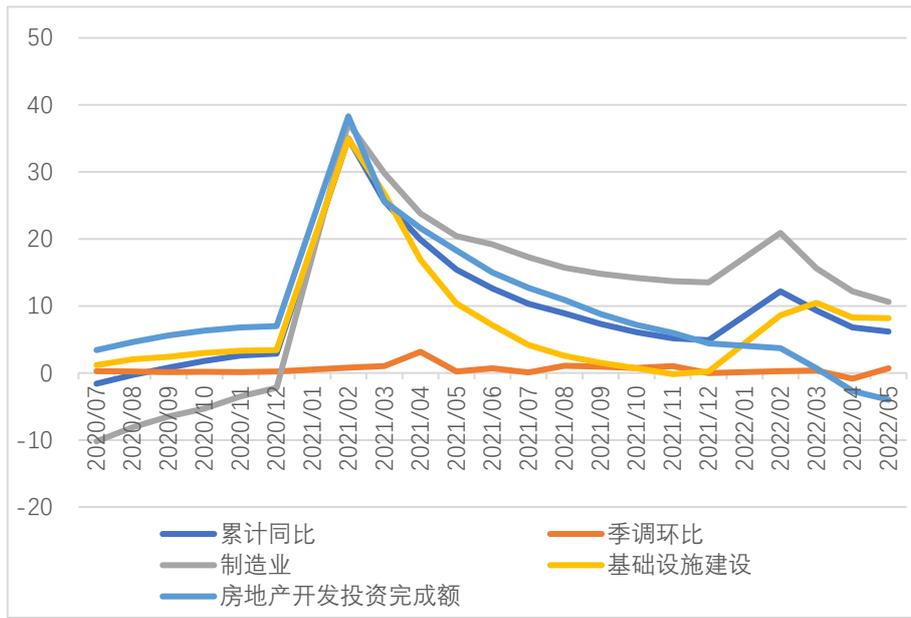


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

专项债发行加速及相关支持政策拉动基建投资同比增速略升, 但房地产投资降幅扩大, 制造业增速放缓, 拖累投资同比增速继续放缓。1-5 月, 全国固定资产投资累计同比增长 6.2%, 较 1-4 月回落 0.6 个百分点, 但环比边际却由负转正, 5 月当月从 4 月的下降 0.85% 转为上升 0.72%。

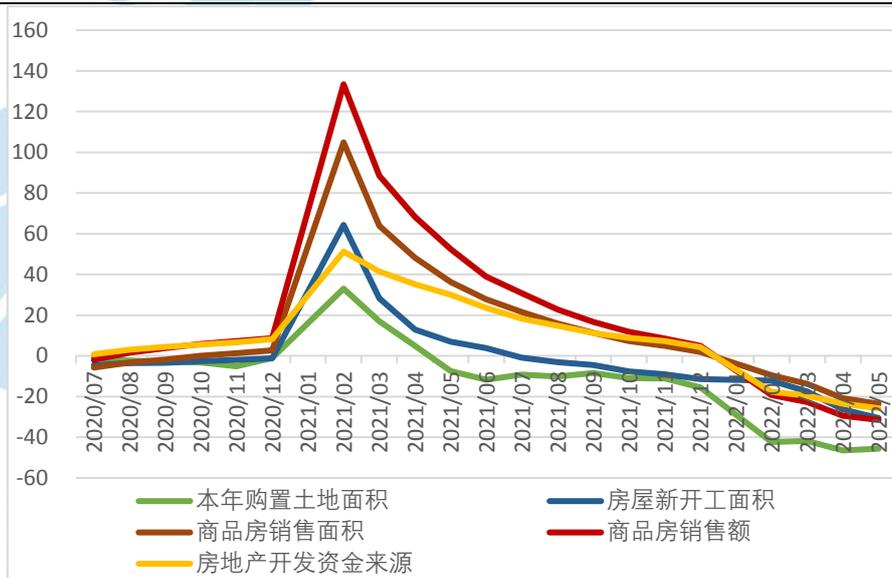
三大类投资看, 基建投资同比增速改善最明显, 房地产投资降幅扩大。作为稳增长的主要抓手, 基建投资 1-5 月累计同比增速为 6.7%, 较 1-4 月回升 0.2 个百分点, 这主要与 5 月地方政府专项债发行量再度走高至 6300 亿元、政府多次强调持续加大基建投资有关; 疫情反复仍对制造业企业造成一定扰动, 制造业投资增速延续了 3 个月以来的回落趋势, 回落 1.6 个百分点至 10.6%, 但仍高于投资总体增速; 尽管部分地区房地产政策持续放松, 房地产投资累计同比降幅继续扩大 1.3 个百分点至 4%, 不过一个好的现象是, 5 月当月房地产投资降幅收窄 2.3 个百分点至 7.8%。此外, 多数房地产先行指标降幅不同程度收窄, 土地购置面积同比降幅大幅收窄 14.2 个百分点至 43.1%; 商品房新开工面积、销售面积、销售额同比分别下降 41.8%、31.8%、37.7%, 收窄幅度不同; 商品房竣工面积同比下降 31.3%, 降幅扩大 17.1 个百分点。

图 4: 1-5 月房地产和制造业投资拖累投资总体增速, 基建投资出现改善 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

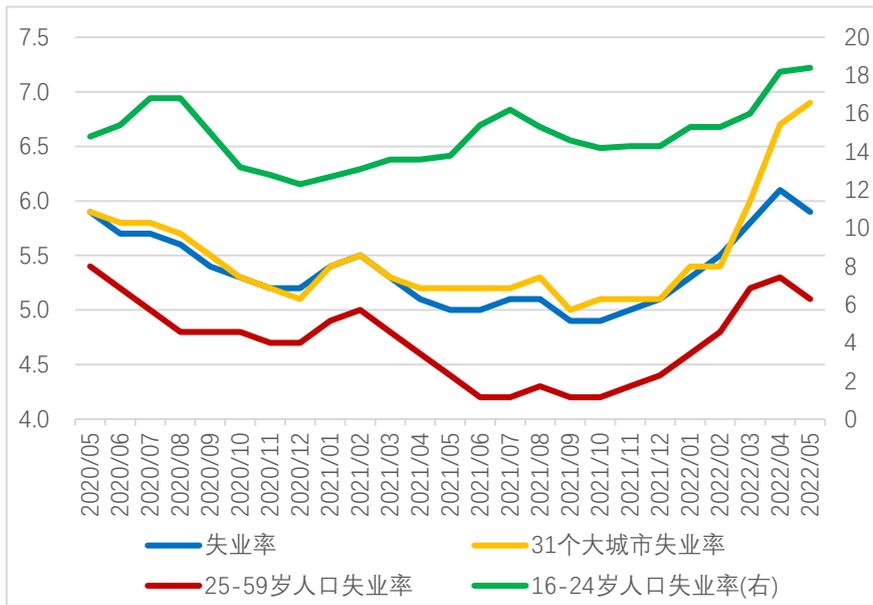
图 5: 5月多数房地产先行指标同比均不同程度收窄 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

经济边际修复下, 劳动力市场就业状况改善, 全国失业率连续上涨后出现回落, 但青年失业率仍处高位, 就业压力较大。5月全国城镇调查失业率为 5.9%, 较 4 月回落 0.2 个百分点。不同年龄群体就业状况分化, 25-59 岁人口调查失业率回落 0.2 个百分点至 5.1%; 青年人就业压力进一步加大, 16-24 岁失业率从 4 月的 18.2% 攀升至 5 月的 18.4%, 再创有记录以来新高, 这主要与高校毕业季来临有关, 考虑到青年失业一般在 7-8 月达到年内峰值, 失业率或将继续上升。上海、北京等大城市就业受疫情影响继续承压, 5 月 31 个大城市调查失业率上升 0.2 个百分点至 6.9%, 高出调查失业率总体水平 1 个百分点。

图 6: 5月全国就业状况整体改善, 但青年和大城市就业仍不乐观 (%)



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、国务院：进一步推进省以下财政体制改革工作，加强地方政府债务管理

国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，要求清晰界定省以下财政事权和支出责任。适度强化教育、科技研发、企业职工基本养老保险、城乡居民基本医疗保险、粮食安全、跨市县重大基础设施规划建设、重点区域（流域）生态环境保护与治理、国土空间规划及用途管制、防范和督促化解地方政府债务风险等方面的省级财政事权。加强地方政府债务管理。坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责，省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责。落实省级政府责任，按属地原则和管理权限压实市县主体责任，通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险，切实降低市县偿债负担，坚决查处违法违规举债行为。健全地方政府债务限额分配机制，完善专项债券资金投向领域禁止类项目清单和违规使用专项债券处理处罚机制。

2、美联储加息 75 个基点，为 1994 年以来最大加息幅度

美联储公布最新利率决议，将基准利率上调 75 个基点至 1.50%-1.75% 区间，为 1994 年来最大幅度的加息。美联储声明表示，高度关注通胀风险，“坚决承诺”将通胀率恢复到 2%，并重申认为持续加息是适当的。鲍威尔表示，预计加息 75 个基点的举措不会成为常态，下次会议最有可能是加息 50 个基点或 75 个基点。

3、沪深交易所一步防范可转债交易风险，强化投资者适当性管理

为进一步防范可转换公司债券交易风险，6月17日晚间，上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布《可转换公司债券交易实施细则（征求意见稿）》及《关于可转换公司债券适当性管理相关事项的通知》2项文件，对“向不特定对象发行的可转债”上市次日起设置 20% 涨跌幅价格限制，并对新参与投资者增设“2 年交易经验+10 万元资产量”的准入要求。据此，沪深交易所有关可转债交易规则等基本一致，和现行规则相比，主要有以下变化：上市首日统一采取 57.3% 和 -43.3% 的涨跌幅机制；上市次日起，设置 20% 涨跌幅价格限制；新参与投资者增设“2 年交易经验+10 万元资产量”的准入要求；可转债最后交易日的证券简称前增加“Z”标识。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场维持零投放，临近缴税及年中，资金价格基本平稳；税收减少可能为宽松原因之一，临近年中仍需警惕资金面变动可能

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 亿元逆回购以及 2000 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购以及 2000 亿元 MLF 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	-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	2000	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	-2000	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：资金价格基本平稳。本周虽然资金开始跨税期，并且二季度末临近，但资金价格整体平稳。隔夜及 7d 资金价格波动较小，价格中枢存在缓慢上行趋势，本周五 14d 资金开始跨半年，资金价格相应走高。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4717%，R007 加权平均升至 1.7047%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.7750%，GC007 加权平均升至 1.7450%。

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	1.4598	1.4641	1.4674	1.4694	1.4717
	R007	1.6553	1.6506	1.6524	1.6824	1.7047
	R014	1.7157	1.6949	1.7030	1.8515	2.0582
	R021	1.9418	1.9716	2.0399	2.0989	2.1237
	R1M	2.1255	2.0522	2.0293	2.0806	2.1139
上交所协议回购	206001	3.5100	3.7610	3.5540	3.3170	
	206007	3.8170	3.7200	3.6420	3.7430	3.6960
	206014	4.4430	4.7070	4.7160	5.4460	4.9910
	206021	5.0740	4.5510	3.8770	4.5190	4.6670
	206030	5.4840	6.2580	6.3100	5.7950	5.9090
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1035	2.1193	2.1270	2.1182	2.1058

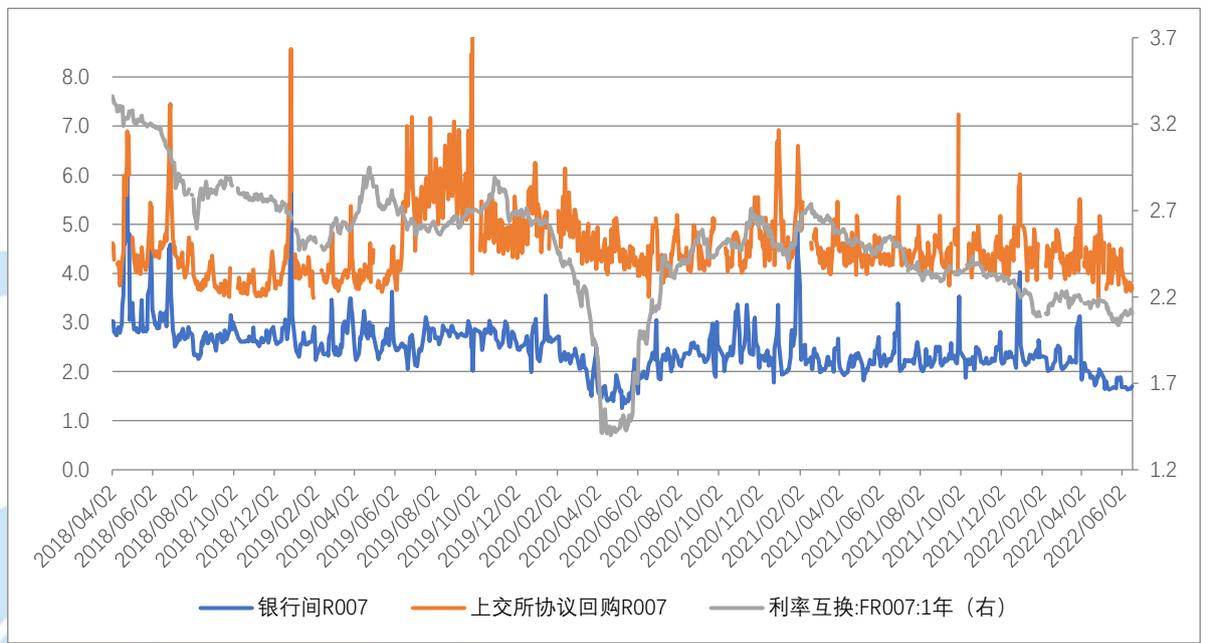
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：税收减少可能为宽松原因之一，临近年中仍需警惕资金面变动可能

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虽然较本周有所减少，但也达 4700 亿元。本周虽然临近税期，但资金价格整体平稳，预计下周缴税对于资金面影响有限。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，6 月份以来基本没有净投放，但资金面整体仍然平稳，可能在于 1) 4、5 月份税收同比大幅少增，造成当前资金面较为充沛；2) 当前稳增长环境下市场对于央行维护资金面态度以及月底财政支出较为信赖。目前来看随年中临近资金面仍存短时间收紧的可能，需关注央行相应动作。

图 7：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：当前经济基本面及资金环境对债市仍有利，短期维持窄幅震荡，中期面临调整风险

1) 利率债走势复盘：美联储加息 75BP，国内债市影响较小

本周，美联储加息 75BP，国内债市影响较小，宽松的资金面驱动下，长债收益率下行。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，6 月 10 日，美国劳工统计局公布了 5 月美国的通胀数据 CPI 同比上涨 8.6%，创下了自 1981 年 12 月以来的新高，10 年期美国国债收益率上行 10 个基点至 3.26%，为 2018 年以来的最高水平。全球债市收益率也是全线飙升，受此影响，长债收益率小幅上行；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，因担心美联储加息 75 基点，美股美债重挫，各期限美债收益率升超 20 个基点，10 年美债盘中最高上行至 3.44%，反观国内债市及权益市场表现均比较平静，走出了独立行情；周三，央行开展 2000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作和 100 亿元 7 天期公开市场逆回购操作，今日 100 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，因此当日实现零投放零回笼，美债收益率已经从疫情时最低的 0.32%，上行 318bp 至 3.50%，5 月经济数据公布略超市场预期，但是债市依然没有受到太大影响，长债收益率小幅下行；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，资金面泛滥式宽松，美联储加息 75BP 落地，市场走出了一波利空消息落地，回调的行情；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，在宽松资金的保驾护航下，午盘债市继续逆全球之势而小幅走强，但后续债市在央行可能开启 14 天逆回购以及大行信贷超预期的利空传闻中小幅下跌。

图 8：本周 10 年期国债收益率上行 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 利率债展望：当前经济基本面及资金环境对债市仍有利，短期维持窄幅震荡

宽松流动性的环境近无虞而远有忧，短期内宽货币的环境暂不会发生改变。从基本面来看，尽管 5 月经济、金融数据显示经济从底部反弹，但金融数据贷款结构不佳，经济数据生产强于需求，显示经济复苏的力度及持续性有待观察，因此货币政策短期内保持宽松。从央行态度来看，其最新发言也表明将进一步加大稳健货币政策实施力度。但在一季度货币政策执行报告中央行增加了“兼顾内外平衡”的措辞，海外主要经济体货币政策收紧对我国货币政策以及中美债券利差全面倒挂对于国内政策形成制约，预计后续 MLF 降息的概率较低，更多的结构性政策可期。从长期来看，资金利率有回归均值的特征，市场利率大概率围绕政策利率波动，当前这种资金价格长时间在政策利率以下持续运行的概率较小。

当前经济基本面及资金环境对债市仍有利，短期维持窄幅震荡，中期面临调整风险。经济基本面在疫情初步得到控制后开始修复，但现阶段失业率居于高位，稳增长压力仍然较大。短期内货币政策预计保持宽松状态，为债市提供一定安全边际，但政策利率调低的概率较低。从中期看，货币政策制约因素增多。后续国内 CPI 将缓慢上行，中美货币政策周期的错位也带来汇率贬值和资金外流压力，货币政策面临的掣肘增多，资金利率可能低位回升。预计债券收益率短期维持震荡走势，中长期警惕资金面收紧所带来的上行风险。

2.3 存单信用债分析：存单发行量、净融资额环比大幅增长，信用债净融资额环比下降，各期限及各评级信用债收益率、信用利差涨跌互现

1) 一级市场发行：存单发行量、净融资额环比大幅增长，信用债净融资额环比下降

同业存单方面，本周同业存单发行量约 7,679.90 亿元，环比增长 46.06%，偿还量约 3,746.10 亿元，环比下降 23.56%，净融资额为 3,933.80 亿元，环比增长 999.75%。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 5.20bp 报 1.8494%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 4.40bp 报 1.9428%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.98bp 报 2.1218%，9M 存单平均发行利率较上周下行 2.48bp 报 2.3095%。

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 2,794.78 亿元，环比增长 14.90%，偿还量约 2,394.68 亿元，环比增长 49.31%，净融资额为 400.09 亿元，环比下降 51.71%。

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、信用利差涨跌互现

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率涨跌互现，1 年期 AA+级、AA 级信用债收益率均下行 0.05bp、AAA 级上行 1.95bp，3 年期 AAA 级、AA 级信用债收益率分别下行 0.2bp、1.19bp、AA+级上行 1.81bp，5 年期各评级信用债收益率上行 1.51~3.51bp。

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	2.476	3.40%	1.95
信用债(AAA):3 年	2.935	5.40%	-0.20
信用债(AAA):5 年	3.298	9.20%	1.51
信用债(AA+):1 年	2.583	3.10%	-0.05
信用债(AA+):3 年	3.113	5.40%	1.81
信用债(AA+):5 年	3.497	6.00%	3.51
信用债(AA):1 年	2.643	2.70%	-0.05
信用债(AA):3 年	3.263	3.30%	-1.19
信用债(AA):5 年	3.967	6.90%	3.51

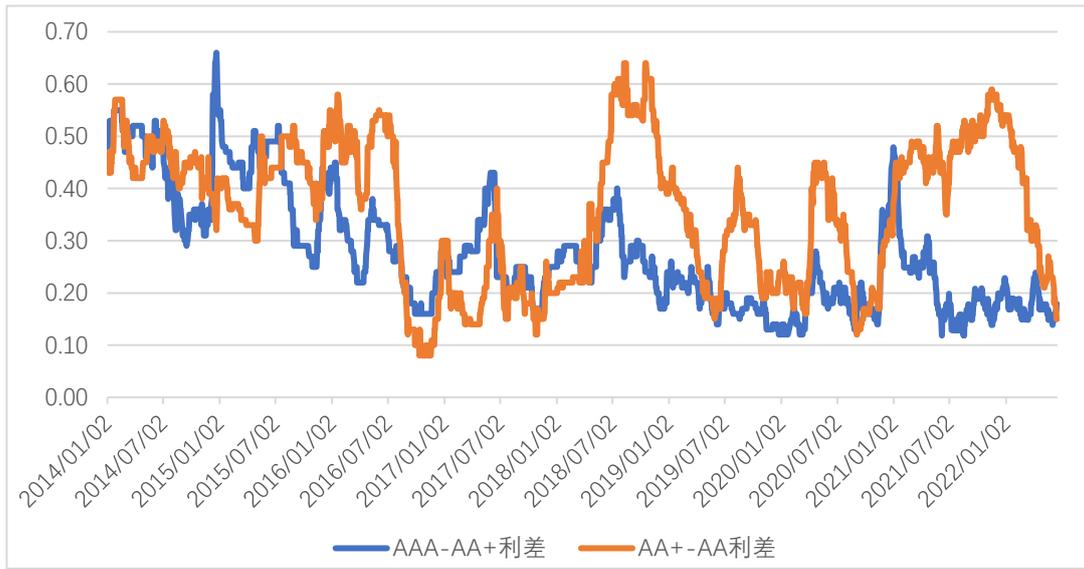
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，1 年期 AA+级、AA 级信用债收益率均收窄 0.35bp、AAA 级走阔 1.65bp，3 年期 AAA 级、AA 级信用债收益率分别收窄 1.46bp、2.45bp、AA+级走阔 0.55bp，5 年期各评级信用利差走阔 2.36~4.36bp。

期限利差方面，AAA 级、AA 级 3Y-1Y 利差分别收窄 2.15bp、1.14bp，AA+级 3Y-1Y 利差走阔 1.86bp，AAA 级、AA+级、AA 级 5Y-3Y 利差分别走阔 1.71bp、1.70bp、4.70bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差走阔 2bp 至 18bp，AA 与 AA+之间的利差收窄 3bp 至 15bp。

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: 权益市场独立走强, 可转债超七成录得上涨行情, 关注稳增长主线、疫后修复、复工复产逻辑、新能源板块

1) 可转债走势复盘: 权益市场独立走强, 可转债超七成录得上涨行情

本周权益市场独立走强, 三大股指全面收涨, 上证指数本周收于 3316.79 上涨 0.97%, 深证成指本周上涨 2.46%, 创业板指本周上涨 3.94%, 中小 100 本周上涨 1.18%。本周上证转债上涨 0.67% 至 358.00, 深证转债上涨 1.60% 至 308.07, 中证转债上涨 0.96% 至 413.39, 其中超七成转债录得上涨行情, 东时转债、模塑转债、通光转债、华统转债、蓝盾转债等领涨, 永吉转债、阿拉转债、湖盐转债、贵燃转债、靖远转债等领跌。一级方面, 本周上能转债、浙 22 转债 2 只转债发行, 福莱转债 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, 本周转股溢价率小幅下行 0.44pct, 处于 2015 年以来 95% 历史分位数水平; 隐含波动率上行 1.51pct, 升至 87% 历史分位数水平。

图 10: 近七年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 可转债展望: 关注稳增长主线、疫后修复、复工复产逻辑、新能源板块

本周美联储大幅加息 75bp、欧美股市重挫, 国内稳增长政策稳步推进、各项数据边际好转、流动性延续宽松, A 股在经济预期改善、情绪及估值修复带动下不惧海外扰动强势上涨, 赚钱效应驱动资金积极进场, 转债交易亦保持火热, 但涨幅不及正股。转债配置中可考虑以下方向: 1) 稳增长主线下新老基建、地产、金融行业持续受益; 2) 经济步入弱复苏, 疫后修复、复工复产逻辑下消费、制造业行业有望困境反转、景气回升; 3) 消费刺激等政策利好下新能源汽车产销大增、渗透率提升, 光伏、风电国内外装机需求旺盛, 新能源板块景气高企支撑业绩确定性。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析: 美加息靴子落地, A 股罕见逆势走强

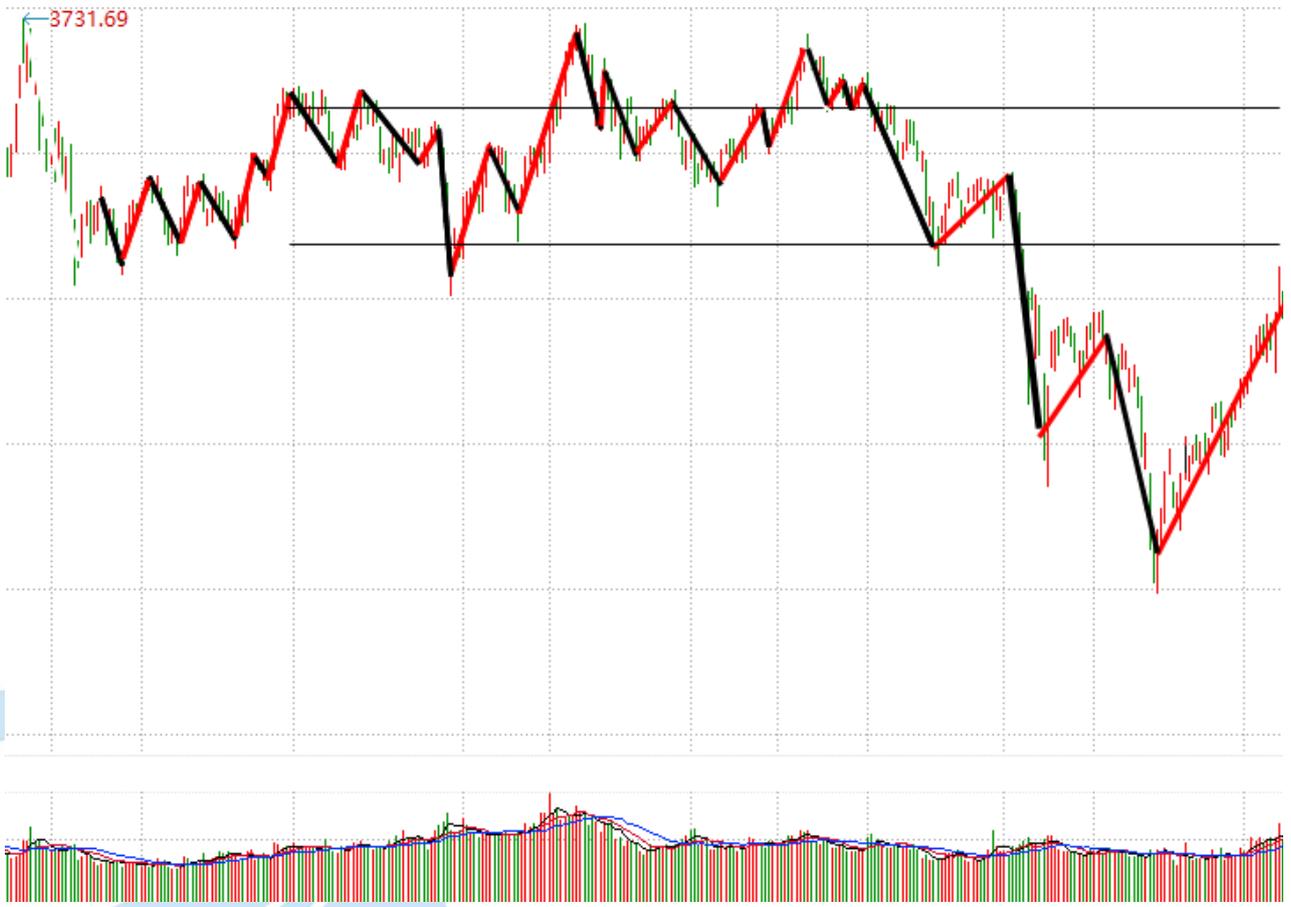
1) 权益市场走势复盘——券商迎来涨停潮, 板块轮番补涨。

本周沪指再度走强, 沪弱深强, 北向资金大幅流入。上证综指最终报收 3316.79 点, 本周上涨 0.97%。同期深证成指上涨 2.46%, 创业板上涨 3.94%。量能方面, 沪指环比放量, 多空分歧加大。资金承接盘力度较大, 每逢低开皆可快速消化。盘面方面, 市场情绪持续回暖, 主题投资走弱。

本周美联储公布 6 月议息会议决议, 决定加息 75BP 符合预期, A 股逆势上涨。市场结构方面, 高估值板块结构性走强, 券商、保险大幅拉升带动市场情绪。北上资金持续流入, 本周合计流入 174.03 亿元。本周成长强于价值, 其中上证 50 上涨 1.26%, 沪深 300 上涨 1.65%, 中证 500 上涨 1.22%, 创业板 50 上涨 4.13%, 国证 2000 上涨 2.02%。茅指数上涨 1.82%, 宁组合上涨 1.57%。本周高估值风格整体走强, 创蓝筹补涨。

本周五个交易日, 30 个中信一级行业中 21 个行业实现上涨, 其中农林牧渔、家电、汽车分别上涨 4.76%、4.54%、3.75%。9 个行业下跌, 其中煤炭、石油石化、钢铁分别下跌 5.73%、2.11%、1.53%。总体来看, 低估值大周期板块补跌, 基本面环比改善的低位板块领涨。

图 11: 沪指突破重要压力位, A 股无视外围风险。



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 4.79, 报 29888.7800 点, 纳指本周下跌 4.78%, 报 10798.3500 点, 标普 500 指数本周下跌 5.79%, 报 3674.8400 点。

上周美国 CPI 超预期反弹后, 市场对于美联储加速收紧货币政策的预期逐步增强, 本周前半周美国三大股指延续上周以来的下跌趋势。随周三美联储加速紧缩靴子落地, 美国三大股指迎来短暂反弹, 但周四再度大幅下行。本周公布的美国多项经济数据显示 5 月份美国经济增长逐步放缓, 在盈利预期方面也对美股造成压力。本周美股不同行业均下行, 其中必需消费以及医疗行业跌幅相对较小, 能源行业本周大幅下行超 17%, 但仍为美股年初以来涨幅最高的行业。

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——美加息靴子落地, A股罕见逆势走强。

加息符合预期, 建议谨慎乐观。北京时间6月16日凌晨, 美联储公布6月议息会议决议, 决定加息75BP至1.5%-1.75%。本次加息75BP, 是1994年以来最大幅度, 反映了美联储抗击高通胀的决心。美联储在主席鲍威尔随后的讲话中表态偏中性, 指出加息75BP的决策不会是常态, 预计下次加息幅度为50BP或75BP。展望后市, 加息预期升温, 将引发市场衰退担忧, 但中美在经济节奏、货币政策、通胀压力有显著区别性, 短期A股未来走势仍以内因为主。中长期的一些主要担忧尚未明显解除, 市场阶段独立上涨后仍需观察。

5月能繁母猪环比转正, 关注养猪股的配置价值。根据农业农村部数据, 2022年5月末, 全国能繁母猪存栏4192万头, 环比增长0.4%, 处于生猪产能调控的绿色合理区域。我们认为, 3月底以来全国猪价明显上涨是驱动5月能繁母猪存栏环比转正的核心因素。我们认为猪价反转以及成本改善, 行业盈利反转可期, 建议关注经营出现拐点且具备成本优势和扩张能力的生猪养殖板块。

5月印度培育钻石出口超预期, 板块持续高景气。5月印度培育钻石出口同比增长137%, 增速远超预期。其中5月培育钻石毛坯进口额为1.1亿美元, 同比+46%; 5月培育钻石裸钻出口额1.77亿美元, 同比+137%。2022年5月培育钻石裸钻出口同比大幅增长, 下游需求端景气度持续得到验证。从1-5月培育钻石进出口额同比增速来看, 毛坯进口额为7.2亿美元, 同比增长78%; 1-5月培育钻石裸钻出口额7.1亿美元, 同比增长86.5%, 行业增幅较快。我们认为培育钻石当前处于渗透率快速提升的阶段, 建议关注具备核心竞争力的上游龙头公司。

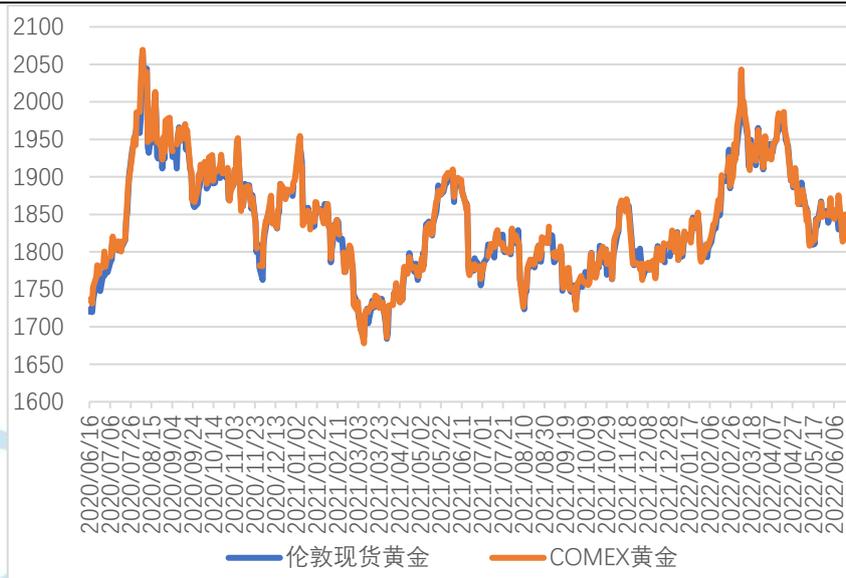
5月基建环比修复, 板块迎来配置窗口。统计局近期发布2022年1-5月固定资产投资数据, 狭义、广义基建投资累计分别同增6.7%、8.2%, 环比变化+0.2%、-0.1%。增速回升主要系5月疫情较4月显著改善, 资金到位情况优于去年。受益于专项债发行前置, 5月发行专项债发行约6320亿元同增80%。展望未来, 基建仍有望维持较高景气度, 本年基建行情已进入基本面兑现阶段, 建议关注市场份额扩大且释放业绩能力较强的核心企业。

短期内, 美债收益率大概率会再次见顶回落, 成长股依然有一定的配置价值。板块方面, 在国内疫情持续改善的背景下, 可重点关注疫情反转后的消费和制造业板块投资机会。建议配置受益于复工复产、使用场景增长而景气预期改善的行业, 例如上海复工复产有序推进后逐步修复的物流、消费行业; 当前稳增长政策的实施效果开始在经济数据中有所体现, 围绕稳增长政策布局的基建相关领域具备长期的确定性, 其中, 新基建领域因具备成长及稳增长双重属性, 更具配置价值。

3.2 黄金市场分析：一方面高通胀预期推动金价上涨，但另一方面美联储加速升息导致美元强势也抑制金价，两大国际金价涨跌不一

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日上涨 15.05 美元，或 0.82%，收报于 1841.55 美元/盎司，全周累计涨幅 0.63%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 9.3 美元，或 -0.5%，收报于 1840.6 美元/盎司，全周累计跌幅 1.86%。

图 13：本周金价涨跌不一，伦敦金现上涨，COMEX 期价下跌（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

本周两大国际金价涨跌不一致，伦敦现货黄金价格上涨不到 1%，但美国 COMEX 期货黄金价格下跌超过 1%，主因是包括美国在内的全球多数国家高通胀预期使得金价在周初创下 5 月 9 日以来新高 1878 美元后，本周美联储议息会议宣布加息 75BP，导致金价大跌。

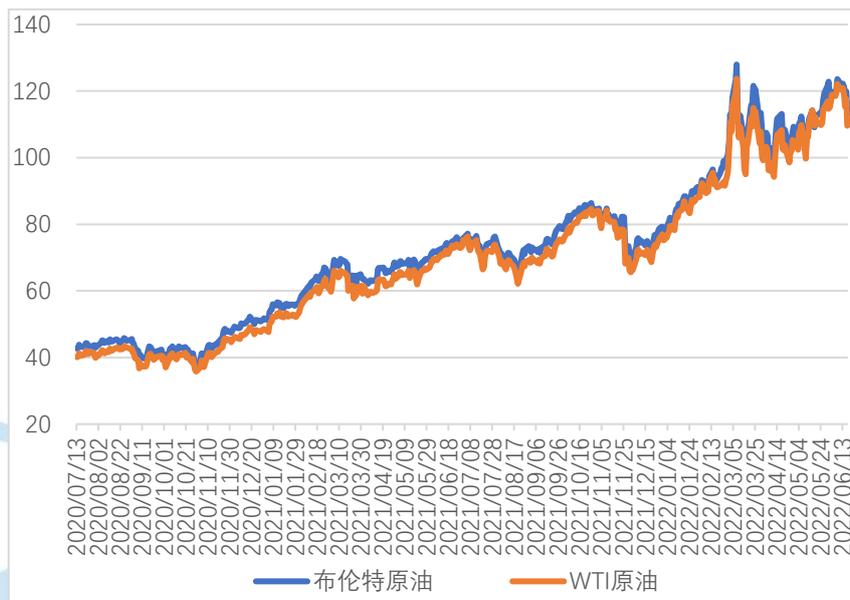
美国劳工局上周五（6 月 10 日）公布了美国 5 月 CPI 数据，5 月年化通胀率高达 8.6%，高出市场预期值，并创下 40 年来新高。美联储在本周为期两天的 FOMC 货币政策会议上采取了更为严厉的措施，即加息 75 个基点，以对抗通胀，而上周，市场普遍预计美联储将加息 50 个基点。会后美联储主席鲍威尔表示，出于对近期通胀数据和未来通胀预期的担忧，委员会决定批准此次更大幅度的加息。他说“显然，今天 75 个基点的加息幅度不同寻常，我预计这种规模的举措不会很常见。”他表示，从当前的角度来看，在 7 月 26-27 日的下一次会议上，最有可能的情况是加息 50 个基点或 75 个基点。与此同时，鲍威尔还说，他没有看到经济有全面放缓的迹象：“我们看到的是消费格局在不断转变……但总体支出非常强劲。”但市场质疑其美国经济基础稳固的言论，认为目前的经济形势远没有鲍威尔说的那么乐观，对经济衰退的担忧加剧，美股大跌只是一种表现。

金价短期将继续拉锯，且易涨难跌，但中长期仍趋向下跌。一方面，情绪面上，CFTC 最新交易数据显示，对冲基金对黄金持相对中性态度，没有建立任何重大的看涨或看跌头寸，因此金价短期仍处于通胀上升和美联储大幅加息之间的拉锯战之中。另一方面，基本上，考虑到近期市场已经将关注焦点放到对高通胀持续的担忧、美国经济出现衰退以及股市进一步走软上，我们认为短期避险因素将增加，对金价形成一定支撑，易涨难跌。

3.3 原油市场分析：美联储加息导致经济衰退风险增加，国际油价出现暴跌，美油跌幅较大

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跌 6.69 美元，或-5.58%，收报于每桶 113.12 美元，全周累计跌幅 7.29%；美国 WTI 原油期货合约结算价大跌 8.03 美元，或-6.83%，收报于每桶 109.56 美元，全周累计跌幅 9.21%。

图 14：本周国际油价暴跌，美国油价跌超 9%（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

多国央行加息引发的经济衰退担忧给油价带来较大压力，周五油价出现大跌，全周累计跌幅较大。为遏制高通胀，本周三美联储宣布加息 75 个 BP，这也是美联储自 1994 年以来最大加息幅度，之后英国、瑞士、巴西等央行纷纷跟随其脚步，也宣布加息不同基点。通常而言，加息会导致经济放缓，将给近期油价上涨增加阻力。此前世界银行在 6 月初发布报告指出，今年全球经济将放缓至 2.9%，比 1 月的预测大幅下修 1.2 个百分点；目前经济衰退将可能是全球 80 多年来最大的，也是经济从疫情造成的衰退中初步复苏后，出现的最快速的放缓；全球经济出现滞胀风险相当高，可能在中、低收入经济体造成动荡，许多经济体将难以避免衰退。

另外三大原油市场报告对原油市场影响有限。IEA 称 2023 年石油需求将会继续领先于供应增长，世界石油需求可能每天增长 220 万桶，达到 1.016 亿桶/日，超过疫情大流行前的水平。IEA 估计今年的石油需求每天增长约 180 万桶/天。OPEC 的看法与 IEA 不太一致，OPEC 认为燃料使用量在今年反弹，并创下价格的历史新高，但高价侵蚀了对 2022 年燃料的增长预测，并加剧了对 2023 年需求增长放慢的预期，预计 2023 年全球需求将增长 200 万桶/日甚至更少，但 2022 年预计增长 336 万桶/日。EIA 本周三发布的数据显示，截至 6 月 10 日当周，美国原油库存增加 200 万桶至 4.1871 亿桶，预估为减少约 130 万桶，但汽油库存减少。

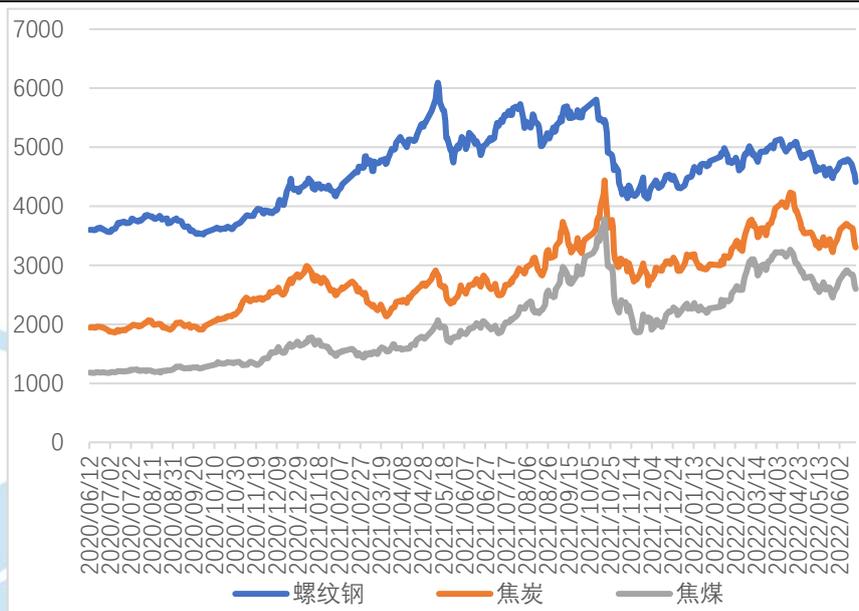
油价短期仍有可能继续反弹，但中长期将趋向下行。短期看，一方面，中国疫情解封、多数国家放开出入境以及美国出行旺季来临，均将提升原油需求；另一方面，受限于新增产能有限，OPEC+ 主要产油国增加原油产量的幅度不会太大，继稍前宣布 6 月原油增产将提高 50% 之外，原油产量并没有其他增加迹象，即使高油价也并没有大幅刺激美国页岩油的投资和扩产，因为投资需要一定周期才能转化为实际产

能。因此从以上方面看，短期油价仍有一定支撑。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：下游行业需求疲软，叠加前面获利盘较多，黑色系商品价格暴跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨暴跌 373 元，收报于 4413 元/吨，跌幅 7.79%；焦炭价格每吨暴跌 366.5 元，收报于 3300 元/吨，跌幅 10%；焦煤价格每吨暴跌 284 元，收报于 2597.5 元/吨，跌幅 9.86%。

图 15：本周黑色系商品价格暴跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

经济整体仍疲软，下游行业对螺纹钢的真实需求偏弱，库存继续回升，导致其价格暴跌。尽管国务院常务会议及相关部委多次释放稳增长信号，但无奈现实需求偏弱，本周螺纹钢库存均延续上周回升态势，表观消费量明显回落，且南方地区将进入高温多雨季，市场预期未来一段时间需求将延续弱势，导致螺纹钢期价暴跌。从四月疫情加重以来，大部分钢厂就已经处于亏损状态，不过随着山东、江苏等地粗钢压减政策相继公布，后续产量增长受限将提振钢价。

受下游钢厂利润压缩影响，加上前期涨幅过大积累较多获利盘，焦炭焦煤价格暴跌。基本面方面整体仍较好，需求上，钢厂铁水产量高位持续，下游刚性需求强度较大；供应上，焦企大多保持即产即销，供应相对平稳，国内煤矿生产也保持平稳；焦炭库存延续低位，结构上仍由上游向下游转移，对焦煤需求尚可，焦煤库存也维持低位运行。因此本周双焦期价的暴跌主要源自于下游钢材终端需求负反馈的传导，双焦期价先于现货下跌，预计短期内仍承压运行。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储加息 75BP，美元指数持续上行，人民币韧性凸显

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.6923，较上周上涨 0.11%。即期汇率报 6.7010，较上周下跌 0.12%，美元指数报 104.6682，本周上涨 0.4756。

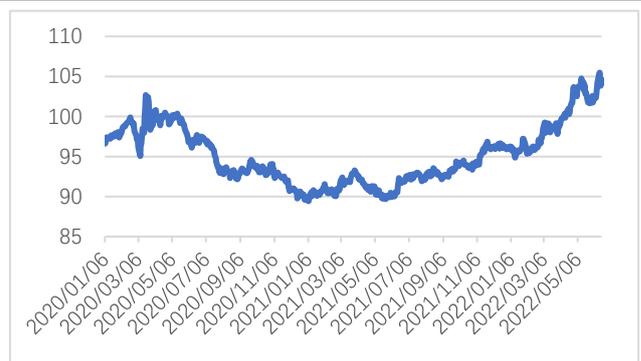
本周美元指数较上周上行。本周三美联储 6 月份 FOMC 会议决议公布，美联储决定与本月加息 75BP，并且下月可能加息 50-75BP，目标年底加息至 3%-3.5% 的紧缩性水平。会后鲍威尔强调，劳动力市场极度紧张，通胀太高，美国经济增长有所放缓，但仍处于健康水平。上周美国 CPI 数据超预期反弹后，美元指数

已大幅上行，市场对于美联储加速紧缩已有所反应，本周前半周美元指数持续走高，随周三美联储加速紧缩靴子落地后有所回落。此外，本周四瑞士央行意外宣布加息 50BP，当日对美元指数造成一定冲击。

近期公布的美国宏观数据显示美国经济下行压力增大，但本次美国通胀数据再次反弹后，美联储已经将控制通胀作为其首要目标，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，从中长期来看，美国经济增速下行，货币政策加速收紧下，美国可能加速从滞涨阶段进入衰退阶段，美联储的紧缩周期可能提前结束。

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、未来也将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送发或为任何就送发、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。