

稳经济决心依旧，市场震荡中反弹

一、重要信息点评

1. 5月9日，央行发布一季度货币政策执行报告，总基调呈现对实体的支持强化、通胀关注度提高、对外部制约担忧加剧的特征。具体来看，一季度报告显示央行对当前国内外经济环境尤其是疫情的担忧有增无减，货币政策总基调从“灵活适度”变为“支持实体”，传递出明确的宽信用取向，显示货币政策会更加注重稳信贷与结构性放松。通胀方面，报告自2021年一季度以来首次在政策展望部分提及通胀，显示其对中长期通胀走势担忧加重，尽管短期内通胀压力不大，但中长期看也要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀。房地产方面，报告对房地产定调更加积极，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，显示未来信贷政策有望进一步放松。

2. 5月9日，海关总署公布4月进出口数据显示进出口增速断崖式回落，主因疫情影响，经济下行压力加剧。按美元计价，4月我国出口总额同比增3.9%，预期5.3%，前值14.7%，明显弱于季节性。分区域看，我国对美国、欧盟、日本与东盟的出口均较上月大幅回落。分商品看，4月高新、机电、纺织和钢材的出口环比分别为-4.6%、-13%、38.3%和3.7%，同样较上月大幅回落。进口方面，4月进口总额同比增0%，预期-2.5%，前值-0.1%。除部分农产品外，我国进口主要商品环比均量价齐跌，剔除能源后，进口降幅增大，显示内需不足。此次进出口断崖式回落主要受4月严格的疫情防控政策影响，但过去两个月我国新出口订单PMI已开始大幅回落，预计未来出口下行压力仍然较大，经济下行压力明显加剧，政策支持紧迫性增强。

3. 5月11日，统计局发布4月通胀数据。4月CPI同比2.1%，前值1.5%，年内首破2%，略超预期。核心CPI同比0.9%，前值1.1%，低于季节性。整体而言，CPI超季节性上涨，主因食品油价拉动，疫情下物流压力推升食品价格，同时出行服务供给偏弱推升出行价格，而地缘政治冲突延续导致油气维持高位波动。核心CPI表现进一步走弱，显示需求低迷，体现出国内疫情对服务和可选消费的通缩效应。考虑到未来供应链阻滞将逐渐缓解及猪价触底回升，预计CPI将温和上行；4月PPI同比8.0%，前值8.3%，环比上涨0.6%，略超预期。分行业看，上下游行业价格涨幅分化略有缓解，油气开采涨幅回落最为明显，但煤炭黑色涨幅

基本持平上月，有色采选涨幅扩大。往后看，随着全球需求的走弱和供给的逐步恢复，全球定价的大宗商品价格上升动能有所衰减，或会转为震荡，而内部定价商品的保供政策较为关键，预计 PPI 仍将延续缓慢回落态势，短期内对货币政策制约较小。

4. 5月13日，央行发布2022年4月金融数据，人民币贷款拖累社融断崖式下跌，主因疫情对信贷发放及总需求的冲击。4月新增社融9102亿元，同比少增9468亿元；社融余额同比增速10.20%，较上月下行0.4个百分点，大幅低于市场预期，人民币贷款为主要拖累项，其余分项与去年同期接近。新增人民币贷款方面，4月新增人民币贷款6454万亿元，同比少增8231亿元，其中，住房贷款同比少增4022亿元，消费贷款同比少增1861亿元，经营贷款同比少增1569亿元，企业短期贷款同比少减199亿元，企业中长期贷款同比少增3953亿元，票据融资同比多增2437亿元。结构上看，票据融资仍是最大支撑，以住房贷款为首的居民信贷下滑明显，显示疫情冲击下居民购房能力和意愿进一步下滑，同时企业中长期融资需求减弱，显示当前经济内生动能趋弱，居民消费、企业投资和地产景气度均需政策提振。

此外，4月广义货币继续扩张，财政加速落地为主要支撑因素。4月M2同比增速10.50%，前值9.7%，M1同比增速5.1%，前值4.7%，各项存款同比增速10.40%，较上月上升0.4个百分点。广义货币与社融信贷走势的背离反映出财政资金加速落地但资金落地后居民和企业在对未来的悲观预期下边际消费和投资倾向的明显下滑，后续仍需扭转实体信心。

5. 5月15日，中国人民银行、中国银保监会下发《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，下调住房按揭利率。通知要求，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，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。本次下调后，首套房利率由4.6%加点下调至4.4%加点。根据贝壳研究院数据，4月103个重点城市的首套房利率为5.17%，二套为5.45%，各地房贷利率调整空间仍大。本次调整为结构性降息，拖底地产的积极信号明显，打破了LPR就是底的政策限制，超市场预期，但若明显提振需求，后续或仍需对首付比例做出适当调整，同时出台政策扭转市场悲观预期。

6. 乘联会数据显示,4月新能源乘用车零售销量同比增长78.4%,环比下降36.5%,渗透率27.1%;批发销量同比增长50.1%,环比下降38.5%,渗透率29.6%。4月汽车供应链受疫情冲击较大,随着复工复产的有序推进,5月新能源车供给环节有望改善。

7. 国常会表示将在前期支持基础上,再向中央发电企业拨付500亿元可再生能源补贴。目前新能源补贴拖欠问题的解决一直在推进过程中,本次补贴的下发或是本轮补贴拖欠问题解决的开始,后续或将还会有更多补贴陆续下发,绿电运营商现金流问题或将逐步得到修复。

8. 5月4日,美联储公布利率决议,加息缩表指引较预期更加温和。会议决定上调联邦基金目标利率50BP至0.75%-1.00%区间,符合市场预期;自6月起每个月通过到期不再投资的方式减持300亿美元美债与175亿美元MBS,3个月后将上述减持规模分别提升至600亿美元(美债)与350亿美元(MBS),鸽于市场预期;鲍威尔虽未明确加息终点,但几乎排除了未来单次议息会议加息75BP的可能,表态较市场预期更加鸽派。

9. 5月12日,美国公布4月通胀数据,CPI和PPI数据均有所回落,但回落幅度低于市场预期。4月CPI同比8.3%,前值8.5%,预期8.1%;核心CPI同比6.2%,前值6.5%,预期6%;PPI同比11%,前值11.5%,预期10.7%。从分项看,能源通胀有所缓解,但租金、食品、机票和新车价格维持高位,核心CPI压力依然较大。整体来看,美国通胀压力仍然严峻,在通胀预期及核心CPI环比迎来拐点前,美联储鹰派步伐短期内难以放缓。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/5/13	2022/5/12	2022/5/11	2022/5/10	2022/5/9	
7天逆回购	100	100	100	100	100	500
	上周到期	200	上周投放	500	上周净投放	300

数据来源:Wind,中加基金.时间截至2022年5月13日.

上周央行OMO投放500亿,同时到期200亿,共计净回笼300亿。近期央行OMO趋近平稳,显示货币处在央行较为满意的合理宽松区间。

生产	2022/3/20	2022/3/31	2022/4/10	2022/4/20	2022/4/30	
日均产量粗钢重点企业(旬)	204.93	216.01	222.40	223.56	235.87	↗
	2022/4/15	2022/4/22	2022/4/29	2022/5/6	2022/5/13	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	307.29	307.00	300.83	307.51	307.51	拐头向下
库存主要钢材品种合计	1,649.33	1,618.53	1,572.92	1,590.55	1,554.15	↘
	2022/4/14	2022/4/21	2022/4/28	2022/5/5	2022/5/12	
开工率汽车轮胎全钢胎	56.71	59.11	54.99	40.18	55.64	↗
开工率汽车轮胎半钢胎	68.38	67.39	65.77	40.64	60.49	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

生产数据方面, 本周粗钢产量维持震荡上行, 而螺纹钢产量近期走高后在疫情扰动下开始出现拐头向下趋势, 钢材库存近期持续下行, 钢材数据一定程度上反映了需求上行背景下的被动去库存。另一方面, 汽车轮胎开工率虽然此前受疫情影响有所下行, 但是上周得到了一定的修复。从生产数据来看, 虽然疫情等因素有所扰动, 但稳增长仍在发力过程中。

需求	2021/5/14	2022/4/23	2022/4/30	2022/5/7	2022/5/14	趋势
商品房成交面积:本月以来	53.06	26.20	27.48	18.46	24.73	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	9.02	4.51	4.78	3.52	4.76	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	26.95	13.95	14.49	9.36	13.15	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	17.10	7.74	8.21	5.57	6.82	低位
	2022/4/10	2022/4/17	2022/4/23	2022/4/30	2022/5/8	
过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比	26.01	18.59	-4.11	-42.61	-38.94	↘
过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比	9.11	3.52	-6.28	-14.44	-12.17	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

需求数据方面, 商品房成交面积在二线城市的带动下出现了拐头向上的迹象, 但一方面全国多地仍处在爆发期, 同时地产整体在“房住不炒”大背景下较去年仍有较大差距。另一方面, 车辆销售数据近期持续下行, 反映了本轮全国大范围疫情对消费的拖累。

价格	2021/5/13	2022/4/22	2022/4/29	2022/5/6	2022/5/13	
农产品批发价格200指数	117.16	131.06	128.48	126.14	123.64	↘
价格:生猪:外三元	19.08	14.78	14.82	15.13	15.46	↗
平均批发价:猪肉	28.13	18.41	19.79	20.07	20.29	低位企稳
粮油批发价格200指数	106.79	116.65	116.68	116.94	116.75	↗
平均批发价:28种重点监测蔬菜	4.30	5.14	4.83	4.61	4.47	↘
平均批发价:7种重点监测水果	6.91	7.57	7.78	7.56	7.52	高位震荡
南华工业品指数	3,134.51	4,026.48	3,988.73	3,924.85	3,874.89	高位
现货价:原油:英国布伦特D td	68.29	105.42	108.25	114.60	111.53	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

价格数据方面, 农产品整体价格持续下行。其中, 蔬菜价格大幅下行, 生猪价格开启上行, 同时水果价格高位震荡, 粮油价格在俄乌局势扰动下维持高位。值得注意的是, 猪肉价格在生猪价格的带动已经企稳, 后续关注 CPI 食品项的上行压力。PPI 影响因素方面, 油价在欧美制裁俄罗斯能源出口后持续走强, 后续一方面美国在大幅释放石油储备后存在补库存需求, 同时俄罗斯的供给缺口在 OPEC 增产意愿不强的背景下难以填补, 因此石油价格恐将维持高位, 同时也带动工业品价格整体高位震荡。

三、 市场表现回顾

a) 股票市场

基金申报情况											
	普通混合	股票型	股票指数	ETF	联接	定开债	中短债	债券指数	其他债券	FOF	总计
上周	8	0	1	14	1	3	4	1	5	5	42
上上周	5	0	1	5	0	2	1	0	2	1	17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏股混合型基金	股票型基金	主动股票	偏股混合型基金	灵活配置型基金	平衡混合型基金	FOF基金	总计
上周	数量	12	9	1	1	0	4	0	0	2	20
	发行规模(亿元)	269.03	99.40	2.41	2.26	0.00	11.10	0.00	0.00	3.79	288.60
上上周	数量	5	5	2	4	2	2	0	1	2	16
	发行规模(亿元)	17.80	17.80	8.82	14.54	8.89	0.21	0.00	0.20	4.52	46.10
本月以来	数量	17	14	3	5	2	6	0	1	4	36
	发行规模(亿元)	286.84	117.20	11.23	16.80	8.89	11.32	0.00	0.20	8.31	334.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 42 支, 其中普通混合型基金 8 支, 债券类基金 (13 支) 少于股票类基金 (16 支), FOF 基金申报 5 支。发行一边, 上周基金共计发行 288.60 亿, 发行规模有所回暖。此前股票市场的剧烈波动导致股票类基金发行规模大幅低于债券类基金。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	1.05	-2.04	-16.07
沪深300	2.04	-0.69	-19.27
中小板指	2.66	0.15	-23.64
偏股混合型基金指数	3.32	1.38	-21.14
万得全A	3.51	2.11	-20.46
中证500	4.19	3.00	-21.23
创业板指	5.04	1.68	-29.03
科创50	7.28	6.72	-27.71

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所上涨。其中, 创业板指和科创 50 分别涨 5.04%及 7.28%, 涨幅最大。上周上海疫情有所缓解给市场带来了一定的乐观情绪。偏股基金指数涨 3.32%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市盈率指数	0.78	-1.48	-5.81
低市净率指数	1.52	-1.17	-0.81
绩优股指数	1.58	-0.82	-23.57
大盘指数	2.08	-1.00	-19.33
茅指数	3.05	-0.18	-23.51
高市净率指数	4.51	1.27	-25.50
小盘指数	4.52	4.75	-23.16
高市盈率指数	5.82	3.44	-27.32

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

上周 A 股各风格指数中高 PE 及小盘指数表现较优, 分别涨 5.82%及 4.52%。另一方面, 低 PE 及低 PB 指数仅上涨 0.78%及 1.52%, 表现相对较差。两类风格的表现分化可能是由于反弹阶段弹性更高的成长板块相较于价值板块表现占优。

今年以来, A 股市场风格切换较为频繁, 市场在稳增长及高景气之间进行了多轮博弈, 股市波动较为剧烈。

	上周以来涨跌幅		本月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
银行	-0.65	美容护理	-3.21	电子	-33.39
煤炭	-0.51	银行	-3.20	计算机	-31.77
石油石化	-0.35	煤炭	-2.71	国防军工	-29.75
农林牧渔	-0.12	房地产	-1.75	传媒	-29.41
家用电器	0.11	食品饮料	-1.59	机械设备	-27.24
建筑装饰	5.00	环保	5.08	综合	-7.21
环保	5.86	纺织服饰	5.28	银行	-5.17
电子	6.26	电力设备	5.33	房地产	-3.42
电力设备	7.87	国防军工	5.81	建筑装饰	-1.38
汽车	8.41	汽车	9.27	煤炭	14.67

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

行业方面, 上周申万 31 个行业中仅有 4 个行业下跌, 其余均上涨。其中, 跌幅最大的银行板块也仅仅是小幅下跌 0.65%, 市场整体情绪乐观。此外, 疫情持续下行使市场对企业复工产生了乐观预期, 带动高弹性的成长行业率先大幅反弹。其中, 汽车、电力设备、电子分别涨 8.41%、7.87%, 及 6.26%, 涨幅居前。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
恒生指数	-0.52	-5.65	-14.95
恒生科技指数	0.07	-9.68	-28.78

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

港股方面, 恒生指数跌 0.52%, 恒生科技指数涨 0.07%。港股整体窄幅震荡。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
纳斯达克指数	-2.80	-4.29	-24.54
标普500	-2.41	-2.61	-15.57
道琼斯工业指数	-2.14	-2.37	-11.40
标普中盘400	-2.02	-2.78	-14.47
标普小盘600	-1.61	-2.09	-15.15

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

美股方面, 主要指数均出现了一定程度的下跌, 其中跌幅最大的纳斯达克指数跌 2.80%。美联储 5 月 FOMC 会议尘埃落定, 虽然加息及缩表节奏以及对于加

息预期的指引均比市场预期的更为温和,但在流动性收缩的背景下美股的盈利预期仍难以避免的走弱,导致美股出现了一定的回调。

b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.37	1.63	1.31	1.55
较上上周变化 (BP)	7	-1	2	0

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

上周货币市场利率整体低位震荡,其中利率最高的 R007 仅为 1.63%,货币市场流动性较为宽松。

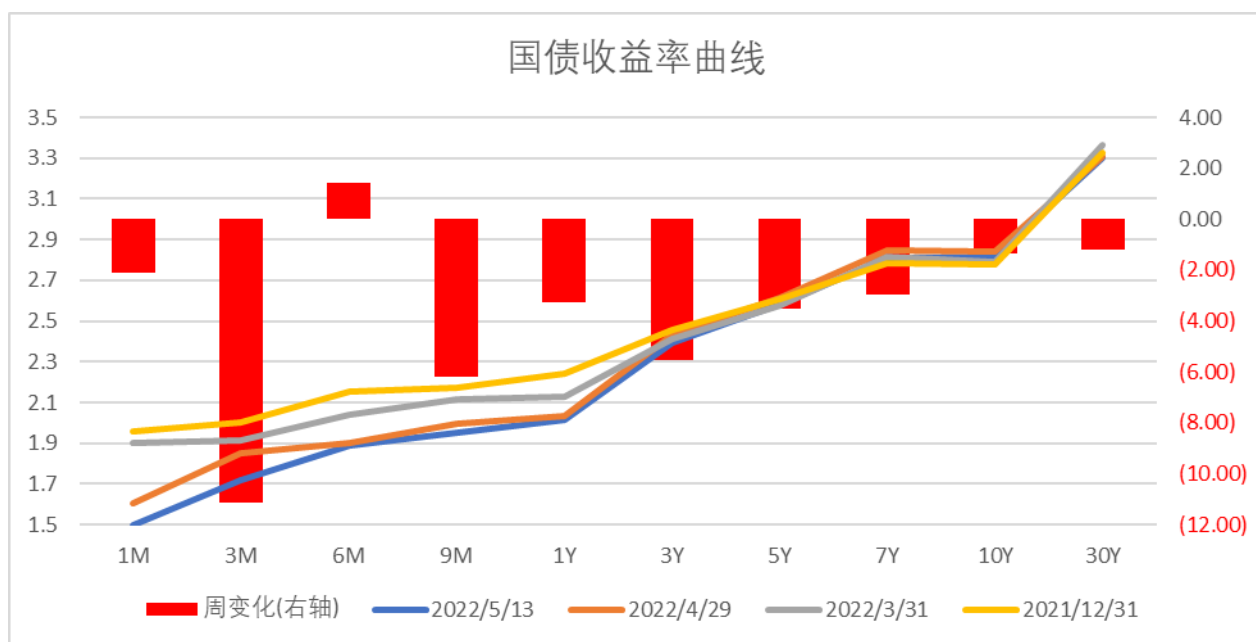
上周新发专项债规模	1753.448
上上周新发专项债规模	0
本月以来新发专项债	1753.448
上月新发专项债	1038.294

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

专项债发行方面,上周发行规模为 1753.448 亿元,超过 4 月一整月的发行规模,专项债发行有所回暖。此外,对比 21 年前 4 个月(累计 2320 亿),22 年财政前置的特征非常明显。

上周以来利率变动					本月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	-3	-6	-4	-1	国债	-2	-4	-3	-2	国债	-23	-7	-2	4
国开债	-7	-5	-2	-3	国开债	-5	-4	-3	-3	国开债	-24	-2	-1	-8
AAA信用债	-8	-7	-7	-	AAA信用债	-8	-7	-10	-	AAA信用债	-38	-6	1	-
AA+信用债	-8	-5	-9	-	AA+信用债	-9	-8	-11	-	AA+信用债	-40	-7	-5	-
AA信用债	-9	-5	-9	-	AA信用债	-11	-7	-11	-	AA信用债	-47	-39	-15	-
AA-信用债	-9	-5	-9	-	AA-信用债	-11	-7	-11	-	AA-信用债	-46	-38	-14	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

债券市场方面，上周主要债券收益率整体下行，信用债中各个期限及等级均下行 5BP 及以上。利率债中仅 6M 国债小幅上行 1BP，其余均下行。其中短端下行幅度大于长端，下行最多的 3M 下行达 11BP。债券收益率的下行一方面反应了 4 月社融数据不及预期，同时国债短端下行大于长端与货币利率维持低位或表明上周的债券市场可能在博弈 5 月 16 日调降 MLF 利率。整体来看，此前由于疫情反复导致债券收益率整体下行了一段时间，但需要注意的是稳增长基调不变的大背景下，宽信用仍将是政策重心，后续收益率下行空间有限。

最新收益率	1M	3M	6M	9M	1Y	一周变化	1M	3M	6M	9M	1Y
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	1.79	2.26	2.38	—	—	总体	-17.42	1.47	0.95	—	—
国有银行	2.15	1.82	2.48	2.38	2.34	国有银行	0.00	-18.00	0.00	0.00	-5.50
股份银行	1.50	1.88	2.15	2.25	2.34	股份银行	-25.00	-15.33	-10.00	-5.00	-6.00
城商行	1.82	2.21	2.35	2.55	2.56	城商行	-17.16	-1.47	-3.13	0.49	-3.18
农商行	1.63	2.09	2.31	2.29	2.57	农商行	-19.50	-12.27	1.65	-11.67	-10.81

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈下行，其中 1M 股份行下行幅度最大，达 25BP，另一方面，6M 农商行上行幅度最大，达 1.65BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.35	2.79	3.18	AAA+	0.03	0.05	0.06	AAA+	-8.76	-5.14	-11.06
AAA	2.38	2.88	3.30	AAA	0.03	0.05	0.07	AAA	-9.93	-9.43	-8.59
AAA-	2.43	2.96	3.38	AAA-	0.03	0.05	0.05	AAA-	-9.93	-11.45	-10.59
AA+	2.48	3.05	3.47	AA+	0.03	0.04	0.04	AA+	-9.93	-9.45	-9.59
AA	2.54	3.28	4.03	AA	0.02	0.03	0.07	AA	-11.93	-8.45	-9.59

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.39	2.93	3.36	AAA	0.03	0.05	0.08	AAA	-5.97	-6.69	-5.23
AA+	2.46	3.05	3.48	AA+	0.03	0.04	0.06	AA+	-5.97	-8.68	-7.22
AA	2.55	3.25	3.82	AA	0.03	0.05	0.10	AA	-4.97	-8.68	-7.22
AA Q)	2.64	3.58	4.32	AA Q)	0.02	0.09	0.11	AA Q)	-7.97	-4.68	-5.22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日. 分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据及城投债方面，各期限债券收益率均呈现一定下行。其中，1Y AA 票据下行幅度最大，达 11.93BP。城投及票据短端收益率大部分已回落至 0.05 左右的极低历史分位数区间。

二级资本债	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	一周变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	利率分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
当前利率	2.45	2.68	2.97	3.25	3.41	利率变化 (BP)	-4.53	-8.36	-6.48	-6.18	-6.94	利率分位数	0.05	0.05	0.06	0.07	0.10
当前利差	10.16	9.66	19.02	26.06	26.92	利差变化 (BP)	0.57	-0.87	-0.71	1.11	3.33	利差分位数	0.11	0.02	0.06	0.21	0.25

数据来源:Wind, 中加基金. 分位数为 2019 年至今水平。利差为 AAA-二级资本债与 AAA-商业银行普通债之间的利差。时间截至 2022 年 5 月 13 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.54	3.06	3.56	3.76	AAA-	-4.55	-11.25	-8.95	-6.70
AA+	2.60	3.10	3.62	3.82	AA+	-4.55	-11.24	-8.95	-6.70
AA	2.89	3.39	3.91	4.11	AA	-4.55	-11.24	-8.95	-6.70
AA-	3.93	4.52	5.06	5.26	AA-	-2.55	-9.24	-5.95	-3.70

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日。

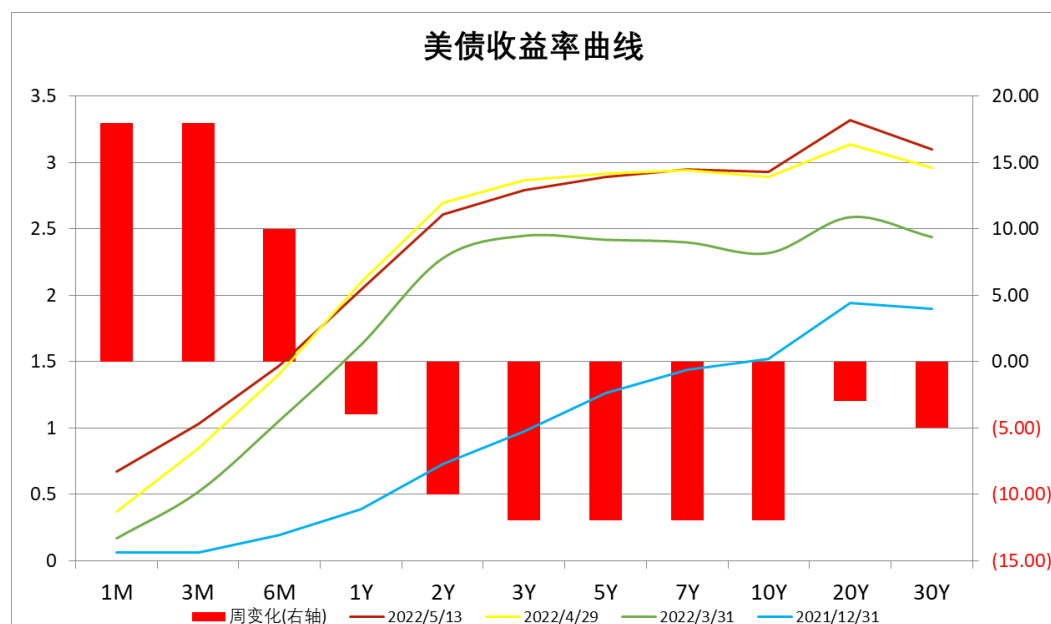
上周二级资本债收益率均呈下行。其中，2Y 收益率下行幅度最大，达 8.36BP。历史来看，短端二级资本债利率已经进入了 0.5 的极低分位数区间，而长端也进度到了 0.1 左右的分位数区间。永续债方面，3YAAA-下行幅度最大，达 11.25BP。

当前利率	1Y	3Y	5Y	10Y	一周变化	1Y	3Y	5Y	10Y	19年以来分位数	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA级RMBS	2.51	2.84	3.24	3.61	AAA级RMBS	-1.6	-0.8	-2.5	-6.7	AAA级RMBS	0.04	0.00	0.00	0.00
AAA级消金	2.57	2.97	3.39	3.88	AAA级消金	-4.7	-7.6	-7.5	-5.9	AAA级消金	0.04	0.01	0.00	0.01
AAA级企业ABS	2.72	3.26	3.66	4.09	AAA级企业ABS	-5.9	-8	-7.8	-5.9	AAA级企业ABS	0.05	0.07	0.07	0.02
AAA级ABN	2.59	3.05	3.48	3.98	AAA级ABN	-8.5	-9.7	-7.8	-5.9	AAA级ABN	0.02	0.00	0.01	0.02

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日。

ABS 方面，上周各类型 ABS 收益率均有所下行，其中，3YABN 下行幅度最大，达 9.7BP。整体来看，ABS 收益率分位数较其他类型信用债更低，甚至部分 ABS 已经创收益率新低。

综合我国各个债券分项来看，各类债券收益率、利差大部分均处于历史较低或极低分位数水平上，虽然疫情扰动下部分券种开始下行，但在稳增长大背景下后续下行空间有限，应降低债券基金预期收益率。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

美债方面，上周美债收益率整体呈现出一定的短端上行、长端下行。其中，1M 及 3M 分别大幅 18BP，上行幅度最大；同时，3Y 至 10Y 均下行 12BP，下行幅度最大。美联储加息收缩流动性推升短端利率利率；另一方面，5 月 FOMC 会议公布的加息指引及缩表计划均比市场预期更为温和，带动长端利率下行。

四、资产配置观点

指标	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	趋势
PMI	47.40	49.50	50.20	50.10	50.30	50.10	49.20	49.60	50.10	50.40	50.90	↘
工业增加值当月同比	---	5.00	12.80	3.86	5.79	5.39	5.19	4.98	5.45	5.60	6.54	↗
GDP不变价当季同比	---	4.80	---	---	5.19	---	---	4.85	---	---	5.47	↘
固定资产投资完成额累计同比	---	9.30	12.20	---	3.90	3.89	3.93	4.00	4.20	4.18	4.46	↗
固定资产投资完成额制造业累计同比	---	15.60	20.90	---	5.36	4.75	3.99	3.60	3.12	2.63	2.59	↗
房地产开发投资完成额累计同比	---	0.70	3.70	---	5.69	6.40	6.75	7.19	7.70	7.95	8.25	↘
固定资产投资完成额基础设施建设投资累计同比	---	10.48	8.61	---	1.80	1.56	1.86	1.97	2.30	2.68	3.48	↗
社会消费品零售总额当月同比	---	-3.53	6.70	---	3.14	4.45	4.60	3.85	1.50	3.59	4.92	↘
出口金额人民币当月同比	1.90	12.90	4.10	21.00	13.95	15.37	13.46	13.78	13.35	8.96	11.67	↘
社会融资规模存量同比	10.20	10.60	10.20	10.50	10.30	10.10	10.00	10.00	10.30	10.70	11.00	↘
M2同比	10.50	9.70	9.20	9.80	9.00	8.50	8.70	8.30	8.20	8.30	8.60	↗
社融-M2	-0.30	0.90	1.00	0.70	1.30	1.60	1.30	1.70	2.10	2.40	2.40	↘
CPI当月同比	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70	0.80	1.00	1.10	↗
PPI全部工业品当月同比	8.00	8.30	8.80	9.10	10.30	12.90	13.50	10.70	9.50	9.00	8.80	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日. 深红色数据为两年同比.

4.1 经济展望

4.1.1 供需两弱下 4 月经济再度探底，未来有望企稳回升

4 月社融断崖式下跌，大幅低于预期，结构全面恶化，主因疫情冲击及需求不足。从总量看，4 月新增社融 9102 亿元，同比少增 9468 亿元；社融余额同比增速 10.20%，较上月下行 0.4 个百分点。从结构看，居民住房贷款同比少增 4022 亿元，续创新低，地产放松效果仍未显现，悲观预期扭转仍需时间；消费贷款同比少增 1861 亿元，消费仍弱；企业短期贷款同比少减 199 亿元，企业中长期贷款同比少增 3953 亿元，票据融资同比多增 2437 亿元，中长期贷款大幅少增及票据延续冲量显示实体融资需求仍差。

总体来看，4 月经济内外压力加剧，供应链受损影响各个环节，稳增长政策紧迫性进一步抬升。但同时也要考虑到，4 月是疫情冲击最为严峻的时间点，当前疫情趋势已经开始逐渐收敛，随着复工复产和稳增长政策的推进，5 月经济及信贷数据有望边际回升，同时由于房地产流动性问题尚未结局，市场主体预期依旧偏弱，未来社融的恢复节奏或将趋于温和。

4.1.2 5 月 15 日，中国人民银行、中国银保监会下发《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，要求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。本次下调后，首套房利率由 4.6% 加点下调至 4.4% 加点。本次调整为结构性降息，拖底地产的积极信号明显。此前各准一线城市因城施策政策频出，但效果仍未显现，而此次全国范围的政策宽松显示政策决心明显增加，但居民悲观预期的扭转仍需时间，预计后续仍会有针对首付比例及首套房认定标准等政策出台。

4.1.3 疫情的反复冲击成为二季度经济的主要拖累因素，生产活动受到限制，基建投资成为主要支撑，但制造业投资增速大幅回落。在国内疫情反复及坚持动态清零的背景下，尽管货币政策和财政政策等政策环境有望继续保持宽松，但稳增长效果或会受到一定影响，二季度经济及企业中报业绩仍将承压，经济仍需等待政策的系统性放松与疫情的明确拐点，随着全国防疫措施的优化，疫情对经济冲击或会逐渐减弱，经济或会在三季度末企稳，后期关键点仍在地产、疫情防控政策及增量政策工具的出台。

4.1.4 通胀方面，随着全球需求的走弱和供给的逐步恢复，全球定价的大宗商品价格上升动能有所衰减，或会转为高位震荡。从国内看，此次 CPI 与 PPI 数据略超预期，主因受到俄乌冲突下国际大宗商品价格上涨及国内多地散发疫情影响。

往后看，考虑到政府正在加速保障运输业的恢复，食品价格上涨有望放缓，地产起色不大则建材价格上涨空间有限，叠加国内“以煤为主”的能源体系下，保供稳价的力度较为关键，内部定价商品价格大概率维持稳定，二季度 CPI 将温和恢复，但海外传导性通胀或会使国内 PPI 下行斜率趋缓，但短期内对货币政策制约较小。

4.1.5 前期人民币汇率坚挺得益于我国出口强劲带动贸易顺差规模较大，而当前美联储紧缩预期进一步加强下美元指数进一步冲高、中美利差倒挂、中美经济与金融周期背离、国内疫情反复与国外复工复产下中国出口增速逐步放缓，多重因素下短期内人民币汇率存贬值压力。中期看，下跌趋势的破局仍需疫情尽快得到控制以恢复市场主体对宏观经济信心或央行为市场提供更多美元流动性。人民币的快速贬值一方面有助于出口，但另一方面也会增大输入性通胀压力。预计今年人民币将继续向基本面回归，呈贬值后逐步趋稳态势，关键变量在于疫情拐点。

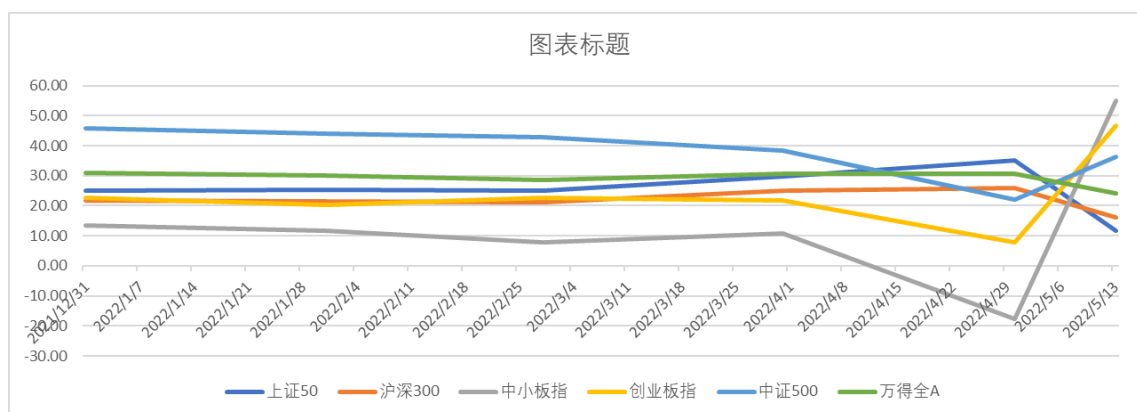
4.2 股票市场观点

4.2.1 上市公司业绩增长预期上行，估值处于合理水平。

目前市场预期 2022 年全年中证 500 与创业板指上市公司利润增长转为上行，近期 2022 年 A 股利润增长预期在 24%附近，沪深 300 业绩增长预期趋于下行。万得全 A 预测 PE13.38 倍，处于 18%分位水平，股权溢价率 3.1%，处于 90%分位水平。整体看 A 股估值处于合理水平。

指数	指标值				5年分位数			
	PE	预测PE	PB	股权溢价率	PE	预测PE	PB	股权溢价率
上证50	9.64	8.77	1.20	7.38	0.23	0.25	0.24	0.90
沪深300	11.90	10.34	1.36	5.40	0.22	0.21	0.12	0.91
中小板指	39.74	24.71	3.36	-0.48	1.00	0.67	0.24	0.37
创业板指	47.17	30.53	5.47	-0.88	0.37	0.53	0.54	0.91
中证500	19.39	14.14	1.58	2.16	0.13	0.03	0.03	0.92
万得全A	16.40	13.38	1.59	3.10	0.18	0.18	0.11	0.90

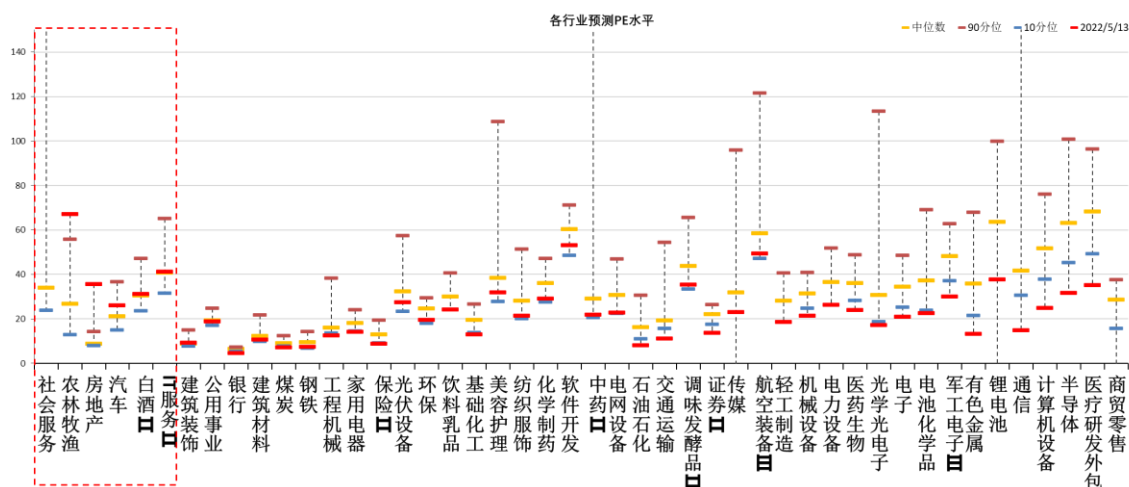
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.



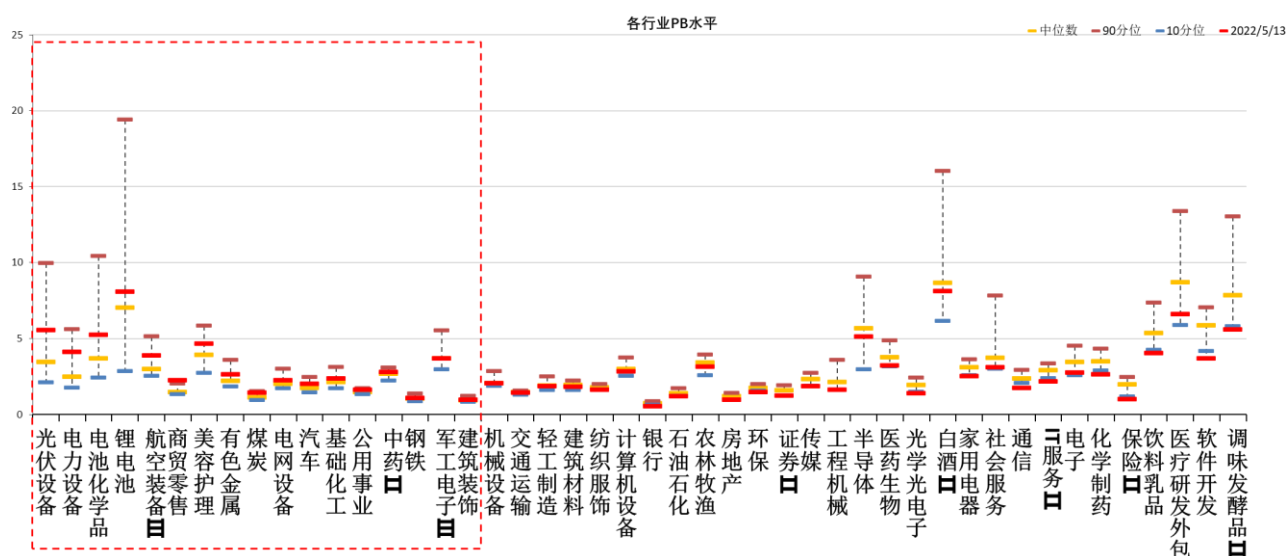
利润增长预期	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/28	2022/3/31	2022/4/30	2022/5/13
上证50	25.10	25.34	24.93	29.83	35.06	11.71
沪深300	21.61	21.51	21.11	24.96	25.79	16.11
中小板指	13.49	11.70	7.82	10.91	-17.61	55.02
创业板指	22.58	20.42	22.71	21.62	7.92	46.70
中证500	45.67	43.88	42.70	38.28	21.94	36.33
万得全A	30.98	29.98	28.44	30.64	30.67	24.22

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

分行业看, 少数行业 PE 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 少数的行业 PB 估值水平高于过去 5 年估值中位数, 社会服务、汽车等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

4.2.2 本周市场震荡反弹，超跌成长板块与复工复产相关板块占优。美联储加息靴子阶段性落地、季报期过后业绩风险出清、上海表态 5 月中旬实现社会面清零并进一步扩大复工复产、中美经贸关系阶段性缓和、十年美债收益率阶段性见顶回落等因素提振下，成长股呈现反弹态势。预计后续中期市场风格与走向的决定性因素是政策底到经济底的传导效果及外围利率环境，而短期交易核心是疫情形势及管控政策。

4.2.3 此前市场受国内疫情反复、汇率贬值、美联储收紧等因素冲击而大幅回调，而目前国内企业复工复产正在逐步推进，5 月经济基本面相比 4 月或会边际回升，政策层面也连续在多个重要场合稳定市场预期。此外，5 月初美联储会议加息靴子落地，在 6 月初启动缩表及 6 月 15 日再次加息前，美债再度大幅上行可能性不大，而纳斯达克在大幅杀跌后有望阶段性企稳，均为成长股的修复提供了窗口期。尽管宏观预期的根本性扭转及市场做多信心的重建仍需等待更多右侧信号，但从长期配置角度来看，当前 A 股已经进入深度价值配置区间。

4.2.4 鉴于宏观经济仍未出现根本性扭转，当前市场仍以震荡整固为主，或会逐渐出现结构性机会。以短期视角看，5 月仍是成长股修复窗口期，经济右侧信号出来前以看短做短为主，短期反弹或会围绕超跌成长与疫情修复两条线展开，一方面前期估值调整幅度较大且盈利预期修正到位的优质资产将率先从底部反弹，另一方面，疫情作为短线博弈核心，疫后供应链修复受益标的或会有较大弹性。以中长期视角看，经济基本面的拐点依旧是市场的核心矛盾，稳增长政策相关板块仍具有安全性。

4.2.5 配置方向上关注：

- 1、在经济复苏或美联储紧缩预期峰值的右侧信号出现前，推荐采用低估值策略，持仓上以价值为底仓，同时把握超跌成长反弹机会。
- 2、短线或可围绕超跌成长与疫后复苏展开，节奏上逢低配置波段交易有更高性价比。可关注估值调整到位的优质赛道，如消费、半导体、交运、光伏。
- 3、通胀主线下的铜、铝、黄金、煤炭、稀土、养殖，需求的逐步恢复叠加此前传统行业的供给出清将为上游资源品带来较大的价格弹性。
- 4、中长线推荐继续配置金融行业中优质中小银行及基建板块机会。经济企稳、地产行业风险将缓慢释放下资产质量改善及放贷需求的提升对银行构成一定程度利好，资产负债结构进一步改善有望带来息差边际企稳，预计银行全年业绩确定性较强。

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.01	2.39	2.59	2.81	国债	0.08	0.11	0.11	0.12
国开债	2.08	2.55	2.77	3.00	国开债	0.07	0.06	0.07	0.05
AAA信用债	2.37	2.89	3.28	-	AAA信用债	0.04	0.05	0.06	-
AA+信用债	2.47	3.04	3.44	-	AA+信用债	0.03	0.05	0.04	-
AA信用债	2.58	3.31	4.02	-	AA信用债	0.03	0.04	0.05	-
AA-信用债	4.94	5.67	6.38	-	AA-信用债	0.04	0.07	0.14	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 13 日.

债券市场方面，社融低于预期或会带来超短线交易机会，但鉴于市场此前或已充分博弈该预期，且随着疫情修复和复工复产的推进，后续债市交易空间有限。中期交易重心逐步转向稳增长主线，短期博弈点为疫情解封速度。在目前背景下，宽信用趋势难以改变，组合仍应保持短久期防守策略为主。信用债配置上采取保守配置，主要关注中高等级短端信用债，获取票息收益为主。转债仍应以发掘低价左侧投资机会为主。短期看，债市利率以 2.78 为中枢，在 2.68-2.88 区间内波动，目前利率阶段性底部已经出现。长期看，预计本轮能源危机、全球供需缺口和通胀格局将成为 2022 年全球经济的重要特征，但数据显示国内通胀压力不大，不会对货币政策形成掣肘，货币政策仍会维持偏松状态。国内宽信用预期增强叠加宽货币政策的背景下，长债利率呈震荡格局。此后 3-4 季度，随着稳增长政策逐步带动经济企稳，货币政策或会有所收敛，叠加美联储加息，或会对债市造成一定压力。后续仍需重点观察宽信用效果、房地产下行斜率及出口回落情况。

目前我们对债券做保守配置，利率债偏博弈机会，基本面不变的情况下 2.9 可参与，强化对信贷数据跟踪，强调配置时点的性价比。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。