

无惧海外风险释放，多重利好延续独立行情

一、重要信息点评

1. 5月15日，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，宣布对于贷款购买普通自住房的居民家庭，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。本次调整加大了对首套刚性住房需求的支持，是对此前政治局会议支持刚性和改善性住房需求的落实。近期各地纷纷出台房地产放松政策，但需求侧改善或需要更多一线城市对限购限贷做出放松。

2. 5月16日，国家统计局发布4月经济数据，内外压力下经济全面下行，疫情冲击缓解后，5月或会开始弱修复。4月工业增加值同比-2.9%，前值5%，降幅显著大于市场预期，显示疫情对产业链冲击有所蔓延。分行业看，除石油和天然气开采业外，其他行业增速均有下行，采矿业同比回落2.7%，制造业同比回落9%，其中汽车制造业同比下行32.8个百分点，上游行业降幅小于中下游，上海支柱产业如中游设备及下游医药制造降幅更为明显。4月工增转为负增长，预计后续随稳增长政策加码和疫情修复，经济大概率企稳弱回升，提振居民终端需求、缓解企业经营压力仍是政策发力重点。

从投资端看，4月固定资产投资累计同比6.8%，前值9.3%，三大类投资均明显回落，其中基建投资累计同比6.5%，前值8.5%，稳增长政策加码下，预计短期基建仍具较强反弹动力，专项债要求6月底前发完意味着5-6月仍会冲量，但中长期看在整体财政资金吃紧的情况下，下半年基建若想维持韧性仍需增量政策工具的出台；制造业投资累计同比12.2%，前值15.6%，留抵退税政策对制造业投资短期内形成支撑，预计年内制造业投资增速将逐步回落，中下游利润受到挤压叠加需求乏力压力下，企业扩产能力不足；房地产投资累计同比-2.7%，前值0.7%，房地产投资延续大幅下行，对宏观经济拖累进一步加大。分项来看，销售、新开工、施工、竣工面积当月同比-39%、-44.2%、-38.7%、-14.2%，尽管因城施策政策频出，但居民购房意愿难以短时间内扭转，地产投资修复空间仍存不确定性，从历史经验看，销售的改善领先投资半年左右，预计下半年地产对经济的拖累仍会较大。

从需求端看，疫情冲击下消费和就业继续恶化。4月社会消费品零售总额当月同比-11.1%，较上月下滑7.6个百分点，商品零售明显走低，餐饮收入继续下行，显示疫情发酵下居民消费场景受限问题加重，收入和信心受挫。4月城镇调查失业率上行0.3个百分点至6.1%，31个大城市城镇调查失业率上行0.7个百分点至6.7%，就业大幅恶化，失业率创历史新高。预计短期内随着疫情的逐步收敛，消费将有修复，但中期悲观预期的扭转仍需财政补贴等一系列稳增长措施。

3. 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，会议表态要支持平台经济、民营经济持续健康发展，支持数字企业在国内外资本市场上市。本次会议与此前几轮政策相呼应，持续传达出政策支持平台经济发展、支持数字企业境外上市的积极信号，带动中概互联网板块走高，市场对互联网和平台经济的政策监管正在逐步形成平稳预期和共识。

4. 5月17日，上海宣布全市16个区都已实现社会面清零，下一步将分两阶段鼓励支持企业恢复运营，至5月底之前，企业主要采取闭环或半闭环运行，6月上旬开始，加快复工复产向纵深推进，持续扩大企业复工面，开放无疫情风险区域内企业与小区间的正常通行。同时，拟从5月22日起逐步恢复跨区公共交通；全市所有寄递企业的分拨中心、分支机构和营业网点预计到6月中上旬全部恢复运营。预计随着上海的逐步复工复产，经济将呈环比修复，居民社会活动恢复后会对家庭消费品存补库需求，社交需求与周边游需求也将有所回升。

5. 5月20日，中国央行将一年期贷款市场报价利率（LPR）维持在3.70%不变，将五年期贷款市场报价利率（LPR）从4.60%下调15个基点至4.45%，下调后首套、二套房贷利率下限进一步降至4.25%和5.05%。此次下调幅度超出历史降幅与市场预期，非对称式降息体现出央行托底房地产、稳增长的强烈决心。

6. 5月17日，美联储主席鲍威尔在出席华尔街日报活动时表示，侧重于将美国通胀降至2%，FOMC广泛支持在接下来的两次会议上各加息50个基点。随后，美联储最鹰派的官员布拉德对75基点避而不谈，表态支持美联储在未来几次会议上加息50个基点的计划。综合看来，近期美联储货币政策表态趋稳，未来两个月FOMC连续加息50BP基本确定，市场也已充分消化该紧缩预期，并将交易重心转向衰退，后续经济增长数据或将对美股表现影响更大。

7. 5月17日，美国商务部公布数据显示，4月零售销售环比0.9%，符合预期。4月核心零售销售(除汽车及零部件)环比0.6%，高于市场预期的0.4%。强韧的消费收据一方面体现出通胀压力暂未伤害消费需求，另一方面也反映了美国物价的上升。

二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	周一	加总
	2022/5/20	2022/5/19	2022/5/18	2022/5/17	2022/5/16	
7天逆回购	100	100	100	100	100	500
	上周到期	600	上周投放	500	上周净投放	-100

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

上周央行OMO投放600亿，同时到期500亿，共计净回笼100亿。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	2022/3/31	2022/4/10	2022/4/20	2022/4/30	2022/5/10	
日均产量粗钢重点企业(旬)	216.01	222.40	223.56	235.87	230.53	↗
	2022/4/22	2022/4/29	2022/5/6	2022/5/13	2022/5/20	
主要钢厂产量螺纹钢全国当周值	307.00	300.83	307.51	310.14	295.13	拐头向下
库存主要钢材品种合计	1,618.53	1,572.92	1,590.55	1,554.15	1,554.15	↘
	2022/4/21	2022/4/28	2022/5/5	2022/5/12	2022/5/19	
开工率汽车轮胎全钢胎	59.11	54.99	40.18	55.64	54.53	↗
开工率汽车轮胎半钢胎	67.39	65.77	40.64	60.49	62.00	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 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	2021/5/20	2022/4/29	2022/5/6	2022/5/13	2022/5/20	趋势
商品房成交面积:本月以来	54.93	27.48	16.35	24.55	27.00	低位
商品房成交面积:一线城市:本月以来	9.45	4.88	2.89	4.71	4.67	低位
商品房成交面积:二线城市:本月以来	28.37	14.41	8.55	13.00	14.82	低位
商品房成交面积:三线城市:本月以来	17.11	8.19	4.91	6.85	7.51	低位
	2022/4/17	2022/4/23	2022/4/30	2022/5/8	2022/5/15	
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 20 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	2021/5/20	2022/4/29	2022/5/6	2022/5/13	2022/5/20	
农产品批发价格200指数	115.50	128.48	126.14	123.64	122.06	↘
价格生猪外三元	18.77	14.82	15.13	15.46	16.01	↗
平均批发价猪肉	27.07	19.79	20.07	20.66	20.97	↗
粮油批发价格200指数	106.74	116.68	116.94	116.75	116.79	↗
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.18	4.83	4.61	4.39	4.42	↘
平均批发价7种重点监测水果	6.75	7.78	7.56	7.19	7.37	拐头向下
南华工业品指数	2,980.61	3,988.73	3,924.85	3,874.89	3,914.55	高位
现货价原油-英国布伦特D td	66.73	108.25	114.60	111.53	114.10	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 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下开始企稳回升，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	5	0	3	5	1	4	0	0	4	3	25
上上周	8	0	1	14	1	3	4	2	5	5	43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏债混合型	股票型基金	主动股票	偏股混合型	灵活配置型基金	平衡混合型	FOF基金	总计
上周	数量	11	9	1	4	1	3	0	0	5	24
	发行规模(亿元)	160.40	16.32	2.20	22.19	0.14	1.09	0.00	0.00	9.57	195.45
上上周	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
本月以来	数量	28	23	4	9	3	9	0	1	9	60
	发行规模(亿元)	447.24	133.51	13.43	38.99	9.03	12.41	0.00	0.20	17.88	530.15

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 25 支，其中普通混合型基金 5 支，债券类基金（8 支）少于股票类基金（9 支），FOF 基金申报 6 支。发行一边，上周基金共计发行 195.45 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	2.17	0.09	-14.24
沪深300	2.23	1.53	-17.46
中证500	2.29	5.36	-19.43
创业板指	2.51	4.23	-27.25
万得全A	2.63	4.80	-18.37
偏股混合型基金指数	2.68	4.10	-19.03
中小板指	2.94	3.09	-21.40
科创50	3.42	10.37	-25.23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所上涨。其中, 中小板指和科创 50 分别涨 2.94%及 3.42%, 涨幅最大。上周上海疫情持续恢复为市场带来了一定的乐观情绪。偏股基金指数涨 2.68%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
低市净率指数	0.13	-1.04	-0.68
低市盈率指数	1.33	-0.17	-4.56
绩优股指数	2.25	1.42	-21.85
小盘指数	2.42	7.29	-21.30
大盘指数	2.48	1.45	-17.33
高市盈率指数	3.13	6.67	-25.05
茅指数	3.13	2.95	-21.11
高市净率指数	3.45	4.76	-22.93

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

上周 A 股各风格指数中高 PB 及茅指数表现较优, 分别涨 3.45%及 3.13%。另一方面, 低 PE 及低 PB 指数仅上涨 1.33%及 0.13%, 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
医药生物	-2.01	银行	-2.37	计算机	-30.82
房地产	0.37	房地产	-1.19	电子	-30.48
银行	0.36	食品饮料	-0.30	国防军工	-28.29
建筑装饰	0.99	社会服务	-0.04	传媒	-28.09
家用电器	1.10	美容护理	0.02	机械设备	-24.94
电子	4.38	纺织服饰	8.31	银行	-4.36
汽车	4.12	电子	8.34	综合	-3.32
有色金属	6.91	基础化工	8.73	房地产	-2.86
电力设备	7.26	电力设备	12.98	建筑装饰	-0.40
煤炭	7.39	汽车	14.10	煤炭	23.15

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 20 日.

行业方面，上周申万 31 个行业中仅有医药生物下跌 2.01%，其余均上涨，市场整体情绪乐观。此前公布的四月数据显示经济下行压力较大，稳增长政策需加大力度以实现全年 5.5% 的 GDP 目标。在此背景下，市场预期煤炭、有色金属等上游原材料需求将进一步得到提振，带动这两个行业分别上涨 7.39%，6.91%，涨幅居前。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，电力设备、汽车、电子分别涨 7.26%、4.42%，及 4.38%，表现较好。

	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	4.11	-1.76	-11.46
恒生科技指数	6.08	-4.19	-24.45

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

港股方面，恒生指数涨 4.11%，恒生科技指数涨 6.08%。中央政府再次发声支持平台经济，在互联网企业的带动下港股整体表现较好。

	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	-3.82	-7.95	-27.42
标普500	-3.05	-5.58	-18.14
道琼斯工业指数	-2.91	-5.21	-13.97
标普中盘400	-1.89	-4.62	-16.09
标普小盘600	-1.46	-3.52	-16.39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 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 3.82%。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	1.38	1.69	1.32	1.58
较上上周变化 (BP)	1	5	1	3

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 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 1.69%，货币市场流动性较为宽松。

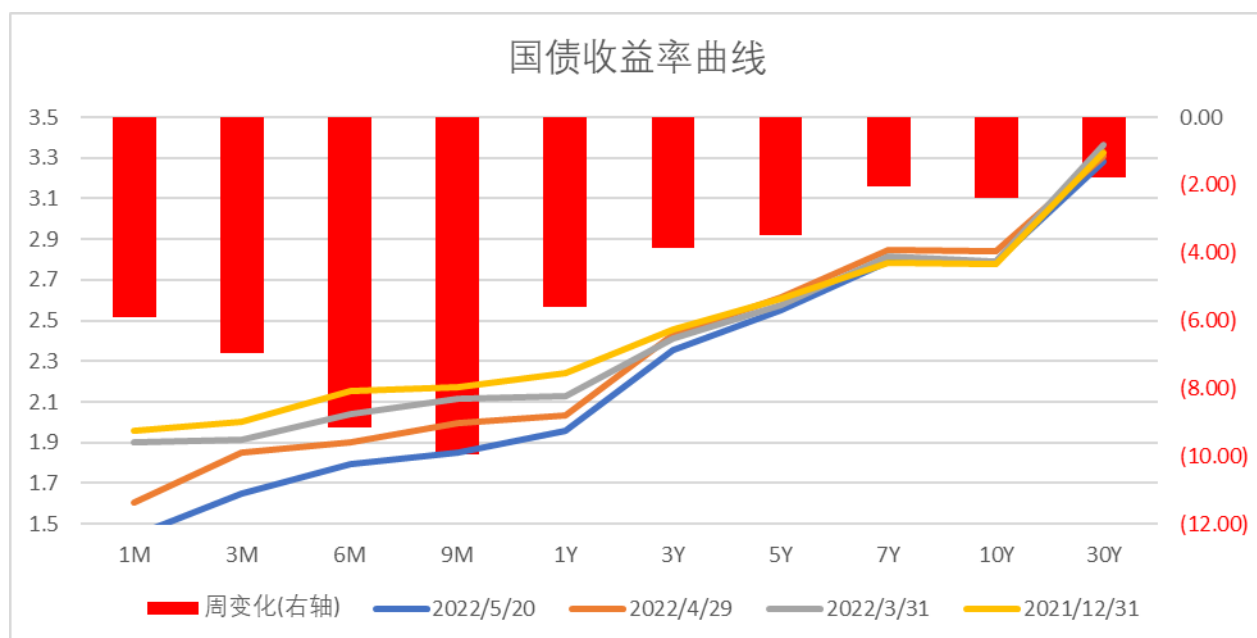
上周新发专项债规模	795.3174
上上周新发专项债规模	1753.448
本月以来新发专项债	2548.766
上月新发专项债	1038

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

专项债发行方面, 上周发行规模为 795.3174 亿元, 较上上周有所下降, 但较上月有所回暖。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	-6	-4	-3	-2	国债	-8	-8	-6	-5	国债	-29	-11	-6	1
国开债	-7	-4	-2	-1	国开债	-12	-8	-5	-4	国开债	-30	-6	-4	-9
AAA信用债	-8	-7	-6	-	AAA信用债	-16	-14	-16	-	AAA信用债	-45	-14	-5	-
AA+信用债	-8	-7	-3	-	AA+信用债	-17	-15	-15	-	AA+信用债	-48	-15	-9	-
AA信用债	-9	-8	-6	-	AA信用债	-20	-15	-18	-	AA信用债	-56	-48	-22	-
AA-信用债	-9	-8	-7	-	AA-信用债	-20	-15	-18	-	AA-信用债	-55	-47	-21	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

债券市场方面, 上周主要债券收益率整体下行, 信用债中 1 年期 AA 及 AA- 均下行 9BP, 幅度最大。利率债中 9M 国债下行 10BP, 幅度最大。债券市场整体呈现出一定的短端下行幅度大于长端。债券收益率的下行一方面反应了 4 月经济数据不及预期以及 5 年 LPR 降息落地, 同时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更多是由资金宽松推动的短期博弈。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						一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
国有银行	2.15	1.75	2.48	2.38	2.26	国有银行	0.00	-7.00	0.00	0.00	-7.83
股份银行	1.45	1.77	2.06	2.27	2.28	股份银行	-5.00	-11.00	-9.00	2.00	-6.42
城商行	1.76	2.12	2.31	2.45	2.51	城商行	1.27	-5.81	-4.00	1.93	-5.37
农商行	1.70	2.04	2.22	2.22	2.54	农商行	7.50	-5.40	-9.20	-7.33	-3.23

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

同业存单方面, 上周同业存单发行利率大体呈下行, 其中 3M 股份行下行幅度最大, 达 11BP, 另一方面, 1M 农商行上行幅度最大, 达 7.5BP。

注: 同业存单整体数据似乎有误, 故本周没有进行展示

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.27	2.77	3.11	AAA+	0.03	0.05	0.05	AAA+	-7.06	-2.52	-6.07
AAA	2.31	2.83	3.24	AAA	0.03	0.04	0.05	AAA	-7.43	-4.65	-6.06
AAA-	2.35	2.89	3.31	AAA-	0.03	0.04	0.04	AAA-	-7.43	-6.66	-7.07
AA+	2.41	2.98	3.40	AA+	0.03	0.04	0.03	AA+	-6.43	-6.66	-7.07
AA	2.48	3.23	3.96	AA	0.02	0.02	0.06	AA	-5.43	-4.66	-7.07

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.33	2.86	3.24	AAA	0.03	0.04	0.04	AAA	-6.35	-7.77	-11.79
AA+	2.40	2.98	3.38	AA+	0.03	0.03	0.03	AA+	-5.35	-7.78	-9.79
AA	2.46	3.17	3.75	AA	0.03	0.03	0.08	AA	-8.35	-7.78	-7.79
AA Q)	2.55	3.53	4.27	AA Q)	0.00	0.07	0.11	AA Q)	-8.35	-4.78	-5.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 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, 5Y AAA 城投下行幅度最大, 达 11.79BP。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	2.37	2.63	2.94	3.24	3.39	利率变化 (BP)	-7.83	-4.41	-3.11	-1.18	-1.91	利率分位数	0.05	0.05	0.05	0.07	0.09
当前利差	3.73	9.38	19.68	30.17	31.61	利差变化 (BP)	-6.43	-0.28	0.66	4.11	4.69	利差分位数	0.01	0.02	0.08	0.36	0.44

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 20 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.47	3.03	3.51	3.75	AAA-	-7.82	-2.60	-4.46	-1.39
AA+	2.52	3.08	3.57	3.81	AA+	-7.82	-2.60	-4.48	-1.39
AA	2.76	3.32	3.83	4.07	AA	-12.82	-7.60	-7.48	-4.39
AA-	3.80	4.45	4.98	5.22	AA-	-12.82	-7.60	-7.48	-4.39

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日。

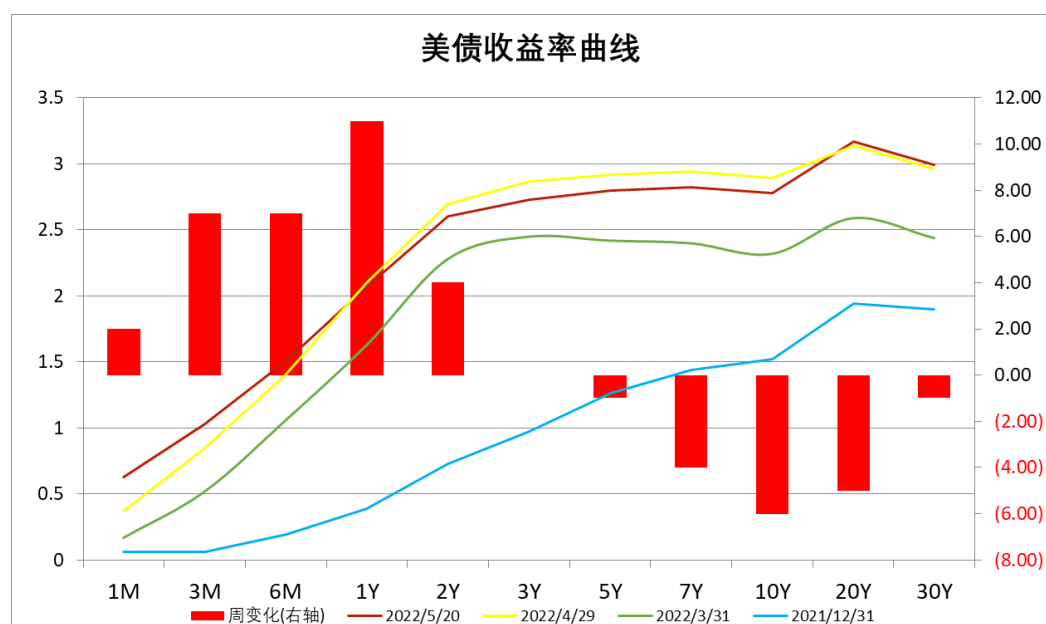
上周二级资本债收益率均呈下行。其中,1Y 收益率下行幅度最大,达 7.83BP。历史来看,短端二级资本债利率已经进入了 0.5 的极低分位数区间,而长端也进度到了 0.1 左右的分位数区间。永续债方面,1YAA 及 AA-下行幅度最大,达 12.82BP。

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	2.47	2.85	3.21	3.58	AAA级RMBS	-4.4	0.82	-3.1	-3.4	AAA级RMBS	0.03	0.01	0.00	0.00
AAA级消金	2.54	2.94	3.33	3.81	AAA级消金	-2.4	-3.2	-6.1	-7	AAA级消金	0.04	0.01	0.00	0.00
AAA级企业ABS	2.65	3.20	3.60	4.03	AAA级企业ABS	-7.2	-5.7	-6.1	-6	AAA级企业ABS	0.05	0.05	0.04	0.01
AAA级ABN	2.56	3.00	3.43	3.90	AAA级ABN	-2.9	-4.6	-6	-8	AAA级ABN	0.02	0.00	0.00	0.00

数据来源:Wind, 中加基金。时间截至 2022 年 5 月 20 日。

ABS 方面,上周各类型 ABS 收益率均有所下行,其中,10YABN 下行幅度最大,达 8BP。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 20 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,1Y 上行 11BP, 上行幅度最大;同时,10Y 则下行 6BP, 下行幅度最大。美联储加息收缩流动性推升短端利率;另一方面,美国经济预期走弱带动长端利率下行。此外值得注意的是截至 5 月 20 日,10 年美债收益率已经降至 2.78, 略低于我国 10 年国债的 2.79, 结束了自 4 月 29 日以来开启的本轮 10Y 中美利差倒挂。

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	-2.90	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	6.80	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	12.20	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	-2.70	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	8.26	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	-11.10	-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	4.20	21.00	13.93	15.37	13.46	13.78	13.35	8.96	11.67	↘
社会融资规模存量同比	10.20	10.50	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	0.80	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 20 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 月工业增加值同比-2.9%，预期 1.1%，上海支柱产业如中游设备及下游医药制造降幅更为明显。从投资端看，4 月固定资产投资累计同比 6.8%，预期 6.5%，三大类投资均明显回落，基建投资累计同比 6.5%，前值 8.5%，制造业投资累计同比 12.2%，前值 15.6%，房地产投资累计同比-2.7%，前值 0.7%。分领域看，制造业中的高技术产业依然维持较高景气度，整体投资小幅回落主因汽车分项拖累与基数效应；基建增速小幅回落主因专项债发行放缓，随着稳增长政策的加码，预计短期基建仍具较强反弹动力，且专项债要求大部分 6 月底前发完意味着 5-6 月仍会冲量；房地产投资对宏观经济拖累进一步加大，居民购房意愿难以短时间内扭转，地产投资修复空间仍存不确定性。从需求端看，疫情冲击下消费和就业继续恶化。4 月社会消费品零售总额同比数据较上月下滑 7.6 个百分点，可选消费受到明显压制。4 月城镇调查失业率上行 0.3 个百分点至 6.1%，连续两个月高于全年失业率目标。

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，未来经济的恢复节奏或将趋于温和。

4.1.2 5 月 20 日，央行将五年期贷款市场报价利率（LPR）从 4.60% 下调 15 个基点至 4.45%，此为近期首套房贷利率的第二次调整，下调后首套、二套房贷利率下限进一步降至 4.25% 和 5.05%。此次下调幅度超出历史降幅与市场预期，非对

称式降息体现出央行托底房地产、稳增长的积极信号。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更多一线城市对限购限贷的放松政策。

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，尽管货币政策和财政政策等政策环境继续保持宽松，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 近期人民币汇率随着国内基本面预期改善及海外市场衰退预期升温而企稳回升。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，而当前中美经济与金融周期背离、中国出口增速逐步放缓，多重因素下年内人民币汇率仍存压力，6.6-6.7 或为政策较为认可的中性汇率，后续走势关键因素仍在出口强弱。

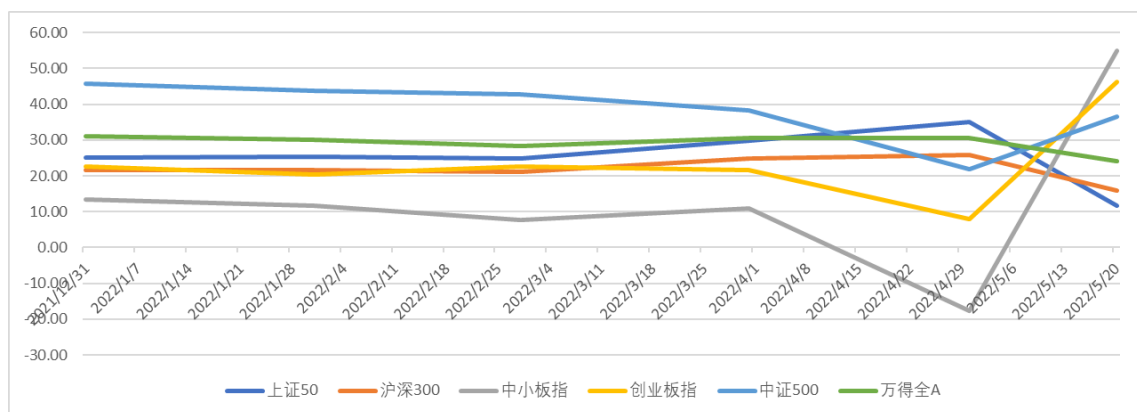
4.2 股票市场观点

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 年全年中小板指、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 PE13.69 倍，处于 22%分位水平，股权溢价率 2.96%，处于 88%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	9.79	8.91	1.22	7.22	0.29	0.31	0.30	0.88
沪深300	12.12	10.54	1.39	5.26	0.28	0.27	0.16	0.89
中小板指	40.95	25.49	3.46	-0.55	1.00	0.79	0.30	0.36
创业板指	48.39	31.41	5.65	-0.93	0.38	0.59	0.55	0.91
中证500	19.83	14.44	1.62	2.05	0.16	0.05	0.06	0.91
万得全A	16.79	13.69	1.62	2.96	0.24	0.22	0.19	0.88

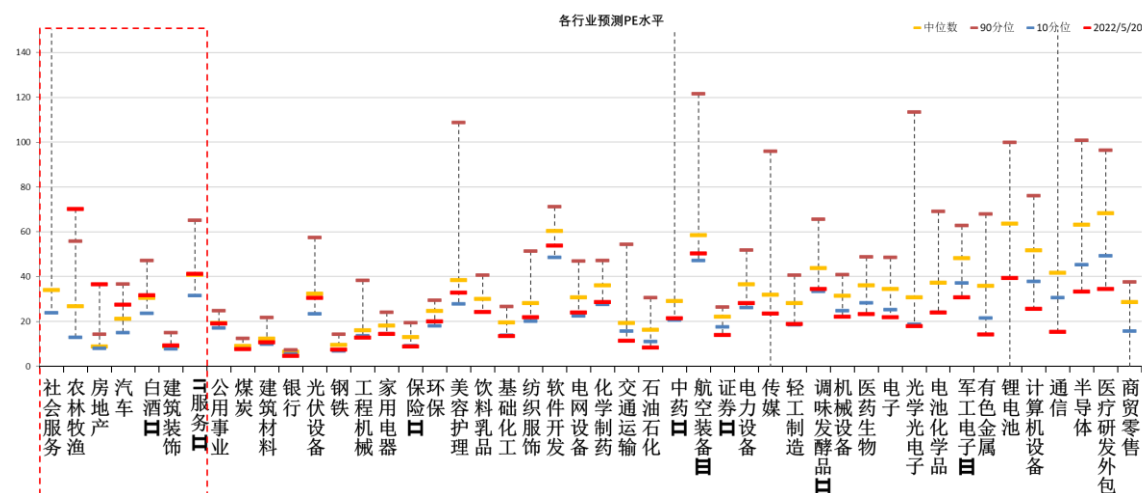
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.



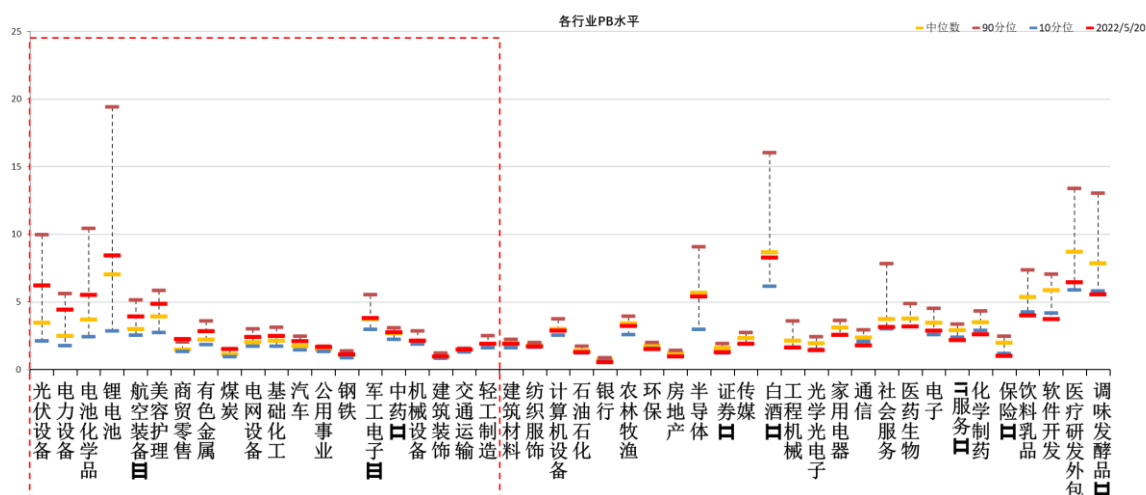
利润增长预期	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/28	2022/3/31	2022/4/30	2022/5/20
上证50	25.10	25.34	24.93	29.83	35.06	11.70
沪深300	21.61	21.51	21.11	24.96	25.79	15.98
中小板指	13.49	11.70	7.82	10.91	-17.61	54.86
创业板指	22.58	20.42	22.71	21.62	7.92	46.31
中证500	45.67	43.88	42.70	38.28	21.94	36.51
万得全A	30.98	29.98	28.44	30.64	30.67	24.17

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 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, 少于半数的行业 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 20 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

PB 图表变化较大，应是上市公司集中公布年报导致。

4.2.2 本周市场在海外市场动荡的背景下逆势反弹，超跌成长板块与复工复产相关板块占优，中游制造与上游资源涨幅居前，各成长板块轮动表现。季报期过后业绩风险出清、4 月经济数据走弱的利空出尽、上海实现社会面清零并进一步推进复工复产、房贷利率超预期调整等因素提振下，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。

近期美元指数回落，人民币单边快速贬值压力缓解，跨境资金流动趋于稳定，且 A 股市场在前期大幅下跌后，目前与美股表现关联度有所降低，转而交易国内经济基本面变化，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，5-6 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从底部轮动反弹，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，价值板块在超跌反弹行情结束后仍是配置主线。

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，可关注消费与半导体的修复行情。
- 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	1.96	2.35	2.55	2.79	国债	0.08	0.09	0.09	0.09
国开债	2.01	2.51	2.75	2.99	国开债	0.05	0.06	0.06	0.04
AAA信用债	2.30	2.82	3.22	-	AAA信用债	0.03	0.04	0.04	-
AA+信用债	2.40	2.97	3.40	-	AA+信用债	0.03	0.04	0.03	-
AA信用债	2.50	3.23	3.95	-	AA信用债	0.02	0.03	0.05	-
AA-信用债	4.86	5.59	6.31	-	AA-信用债	0.03	0.06	0.12	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 20 日.

债券市场方面，LPR 的结构化调整显现出政策结构性宽信用导向，而 4 月较弱的经济数据在本周也对债市利好出尽，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，短期博弈点为疫情反复。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。