

## 海外通胀延续，震荡中寻找结构

### 一、重要信息点评

1. 5月23日，李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，会议决定实施6方面33项措施。本次措施是对4月底中央政治局会议相关稳增长政策的具体落实，将有助于稳住经济基本盘，并推动消费、地产、基建等行业复苏。

2. 5月24日，央行、银保监会召开货币信贷形势分析会，指出要从扩增量、稳存量两方面发力，以适度的信贷增长支持经济高质量发展，加大实体经济支持力度，全力以赴稳住经济基本盘。该座谈会由此前常规的11月召开提前到了5月召开，同时去掉了保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的表述，而将重心更多的放在稳经济上，政策表述上对加大信贷投放力度更加重视。

3. 5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。会议指出，尽管疫情影响与土地出让金萎缩下财政收支压力巨大，但财政端要继续发力，同时强调发展是解决我国一切问题的基础关键，不管是保就业、保民生都需要发展。本次会议规模较大，表明了政策上对稳经济的坚定决心，整体以凝聚各主体共识、督促政策落地、调动各层级积极性为核心。

4. 1-4月规模以上工业企业利润同比增长3.5%，前值8.5%，4月企业生产量价同比增速双双回落。利润率方面，费用降低对冲部分成本压力，每百元营业收入中的费用由前值8.09元进一步降至7.97元，营收利润率由前值6.25%小幅抬升至6.35%，体现出4月开始减税降费等政策的落地生效。从结构来看，利润进一步向采矿业和部分上游原材料行业集中，同时CPI对基本消费品行业有支撑。1~4月采矿及上游原材料行业的利润占比达到47.4%，较前值继续提升2.9个百分点，制造业利润同比增速下行6.2个百分点至-8.3%，而下游基本消费品行业整体保持韧性，大多保持正增长。预计4月大概率是利润低点，疫情好转叠加稳增长政策的持续发力将使5月经济数据边际改善。

5. 5月26日，美国国务卿布林肯发表题为“投资、结盟、竞争”的对华政策演讲，将中美关系描述为“最复杂和最重要的关系之一”，将中国称为“国际秩序面临的最严重的长期挑战”，但同时又称，美国并不寻求“新冷战”。此前美国

总统拜登宣布正式启动“印太经济框架”（IPEF）。本次演讲中对中美之间竞争关系的描述显示大国博弈的国际局面日趋复杂，但同时不寻求新冷战的表态也体现出中美关系缓和的可能性，印太经济框架的提出为对外开放带来了新挑战，中美关系回暖仍需等待。

6. 5月27日，美国商务部发布通胀数据，4月PCE物价指数同比增长6.3%，前值6.6%，预期6.2%。核心PCE物价指数同比增长4.9%，前值5.2%，预期4.9%，整体通胀增速呈回落趋势，主因汽油和其他能源价格下跌推动。从消费数据看，除去通胀影响，四月实际消费总额环比增加2.8%，其中服务消费环比增速5.9%，商品消费环比下降2.9%，耐用商品消费大幅下降，消费者热情暂时较高。同时，4月个人储蓄率继续下降至4.4%，为2008年来最低点，预计消费增加接近见顶。此外，受俄乌危机影响，天然气价格最近几周再次上涨，或将推动5月通胀回升。

## 二、 市场影响因素

|       | 上周五       | 上周四       | 上周三       | 上周二       | 周一        | 加总  |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|
|       | 2022/5/27 | 2022/5/26 | 2022/5/25 | 2022/5/24 | 2022/5/23 |     |
| 7天逆回购 | 100       | 100       | 100       | 100       | 100       | 500 |
|       | 上周到期      | 500       | 上周投放      | 500       | 上周净投放     | 0   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年5月27日.

上周央行OMO投放500亿，同时到期500亿，共计净投放0亿。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             | 2022/4/10 | 2022/4/20 | 2022/4/30 | 2022/5/10 | 2022/5/20 |      |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 日均产量粗钢重点企业(旬)  | 222.40    | 223.56    | 235.87    | 230.53    | 229.91    | 拐头向下 |
|                | 2022/4/29 | 2022/5/6  | 2022/5/13 | 2022/5/20 | 2022/5/27 |      |
| 主要钢厂产量螺纹钢全国当周值 | 300.83    | 307.51    | 310.14    | 295.13    | 293.98    | ↘    |
| 库存主要钢材品种合计     | 1,572.92  | 1,590.55  | 1,554.15  | 1,524.99  | 1,507.19  | ↘    |
|                | 2022/4/28 | 2022/5/5  | 2022/5/12 | 2022/5/19 | 2022/5/26 |      |
| 开工率汽车轮胎全钢胎     | 54.99     | 40.18     | 55.64     | 54.53     | 56.13     | ↗    |
| 开工率汽车轮胎半钢胎     | 65.77     | 40.64     | 60.49     | 62.00     | 64.17     | ↗    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至2022年5月27日.

生产数据方面，本周粗钢产量开始拐头向下，而螺纹钢产量近期在疫情扰动下持续下行，同时钢材库存也延续了下行趋势，钢材数据一定程度上反映了疫情扰动导致的主动去库存。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                   | 2021/5/27 | 2022/5/6  | 2022/5/13 | 2022/5/20 | 2022/5/27 | 趋势   |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 商品房成交面积:本月以来         | 55.74     | 16.35     | 24.55     | 27.32     | 28.46     | 低位上行 |
| 商品房成交面积:一线城市:本月以来    | 9.78      | 2.89      | 4.71      | 4.67      | 4.73      | 低位上行 |
| 商品房成交面积:二线城市:本月以来    | 29.26     | 8.55      | 13.00     | 15.11     | 15.96     | 低位上行 |
| 商品房成交面积:三线城市:本月以来    | 16.71     | 4.91      | 6.85      | 7.54      | 7.78      | 低位上行 |
|                      | 2022/4/23 | 2022/4/30 | 2022/5/8  | 2022/5/15 | 2022/5/22 |      |
| 过去一月日均销量:乘用车:厂家批发:同比 | 18.59     | -4.11     | -42.61    | -38.94    | -34.15    | 拐头向上 |
| 过去一月日均销量:乘用车:厂家零售:同比 | 3.52      | -6.28     | -14.44    | -12.17    | -6.48     | 拐头向上 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

需求数据方面, 商品房成交面积低位持续上行显示各地房地产政策开始收到成效, 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。此外, 车辆销售数据也开始拐头向上, 反映了本轮全国大范围疫情后消费得到了一定的修复。

| 价格               | 2021/5/27 | 2022/5/6 | 2022/5/13 | 2022/5/20 | 2022/5/27 |      |
|------------------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 农产品批发价格200指数     | 114.44    | 126.14   | 123.64    | 122.06    | 119.78    | ↘    |
| 价格:生猪:外三元        | 18.40     | 15.13    | 15.46     | 16.01     | 16.00     | ↗    |
| 平均批发价:猪肉         | 26.65     | 20.07    | 20.66     | 20.90     | 21.15     | ↗    |
| 粮油批发价格200指数      | 106.79    | 116.94   | 116.75    | 116.79    | 117.04    | ↗    |
| 平均批发价:28种重点监测蔬菜  | 4.23      | 4.61     | 4.39      | 4.36      | 4.19      | ↘    |
| 平均批发价:7种重点监测水果   | 6.56      | 7.56     | 7.19      | 7.43      | 7.43      | 拐头向下 |
| 南华工业品指数          | 2,926.40  | 3,924.85 | 3,874.89  | 3,914.55  | 3,960.93  | 高位   |
| 现货价:原油:英国布伦特D td | 69.34     | 114.60   | 111.53    | 114.10    | 119.87    | 高位   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 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     | 10   | 1   | 4    | 3   | 0  | 2   | 1   | 1    | 12   | 1   | 35 |
| 上上周    | 5    | 0   | 3    | 5   | 1  | 4   | 0   | 0    | 4    | 3   | 25 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 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 | 平衡混合型 | FOF基金 | 总计     |
|--------|----------|--------|--------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 上周     | 数量       | 8      | 8      | 3     | 4     | 0    | 7     | 0     | 0     | 1     | 23     |
|        | 发行规模(亿元) | 105.73 | 105.73 | 6.93  | 8.61  | 0.00 | 24.04 | 0.00  | 0.00  | 0.13  | 145.43 |
| 上上周    | 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 |
| 本月以来   | 数量       | 36     | 31     | 7     | 13    | 3    | 16    | 0     | 1     | 10    | 83     |
|        | 发行规模(亿元) | 552.96 | 239.24 | 20.36 | 47.60 | 9.03 | 36.45 | 0.00  | 0.20  | 18.01 | 675.58 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

基金申报与发行方面, 上周共计申报基金 35 支, 其中普通混合型基金 10 支, 债券类基金 (16 支) 多于股票类基金 (8 支), FOF 基金申报 1 支。发行一边, 上周基金共计发行 145.43 亿, 发行规模有所回落。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 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 科创50      | -4.94   | 4.91    | -28.93  |
| 创业板指      | -3.92   | 0.14    | -30.10  |
| 沪深300     | -1.87   | -0.37   | -19.01  |
| 中小板指      | -1.78   | 1.26    | -22.79  |
| 偏股混合型基金指数 | -1.75   | 2.27    | -20.45  |
| 上证50      | -1.60   | -1.51   | -15.61  |
| 万得全A      | -1.21   | 3.53    | -19.36  |
| 中证500     | -0.50   | 4.83    | -19.83  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

A 股表现来看, 上周主要板块均有所下跌。其中, 科创 50 和创业板指分别跌 4.94%及 3.92%, 跌幅最大。中央召开经济会议, 提出近期整体经济的下行压力仍然较大, 导致市场产生了一定的悲观情绪。偏股基金指数跌 1.75%。

|        | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 高市净率指数 | -3.11   | 1.50    | -25.33  |
| 茅指数    | -3.03   | -0.17   | -23.50  |
| 绩优股指数  | -2.85   | -1.47   | -24.08  |
| 大盘指数   | -2.05   | -0.63   | -19.03  |
| 高市盈率指数 | -1.03   | 5.57    | -25.82  |
| 小盘指数   | -0.46   | 6.80    | -21.66  |
| 低市盈率指数 | -0.43   | -0.60   | -4.97   |
| 低市净率指数 | -0.27   | -1.30   | -0.94   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

上周 A 股各风格指数中高 PB 及茅指数表现较差, 分别跌 3.11%及 3.03%。另一方面, 低 PE 及低 PB 指数仅下跌 0.43%及 0.27%, 表现相对较好。两类风格的表现分化可能是由于下跌阶段防御属性的的价值板块相较于成长板块表现占优。

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 |
|------|---------|------|---------|------|---------|
| 家用电器 | -3.99   | 房地产  | -4.54   | 电子   | -32.70  |
| 电力设备 | -3.99   | 银行   | -3.31   | 计算机  | -32.01  |
| 综合   | -3.57   | 食品饮料 | -2.84   | 国防军工 | -27.46  |
| 房地产  | -3.39   | 计算机  | -1.30   | 传媒   | -27.41  |
| 电子   | -3.20   | 家用电器 | -1.02   | 机械设备 | -24.77  |
| 社会服务 | 1.38    | 基础化工 | 8.75    | 银行   | -5.27   |
| 汽车   | 1.47    | 国防军工 | 9.25    | 交通运输 | -4.02   |
| 交通运输 | 2.51    | 石油石化 | 10.42   | 石油石化 | -3.91   |
| 石油石化 | 5.09    | 煤炭   | 11.66   | 建筑装饰 | -1.01   |
| 煤炭   | 6.88    | 汽车   | 15.77   | 煤炭   | 31.62   |

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 27 日.

行业方面，上周申万 31 个行业中，煤炭及石油石化行业分别上涨 6.88%及 5.09%，涨幅居前。海外能源价格高位上行带动我国能源板块上涨。此外，上周疫后复苏相关的消费及服务行业也表现较好，其中交通运输、汽车，及社会服务行业分别涨 2.51%、1.47%，及 1.38%。另一方面，此前复工复产相关的电力设备及电子行业上周则表现不佳。分别跌 3.99%及 3.20%。另外，地产及地产产业链中家用电器行业也分别跌 3.39%，3.99%，跌幅居前。市场可能担心 LPR 调降 15BP 后房地产可能难以出台进一步宽松政策。

|        | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------|---------|---------|---------|
| 恒生科技指数 | -2.27   | -6.37   | -26.17  |
| 恒生指数   | -0.10   | -1.86   | -11.54  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

港股方面，恒生指数涨跌 0.10%，恒生科技指数跌 2.27%。美元贬值背景下港股存在一定的回调压力。

|         | 上周以来涨跌幅 | 本月以来涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|---------|---------|---------|---------|
| 道琼斯工业指数 | 6.24    | 0.71    | -8.60   |
| 标普中盘400 | 6.50    | 1.58    | -10.63  |
| 标普小盘600 | 6.57    | 2.82    | -10.90  |
| 标普500   | 6.58    | 0.64    | -12.76  |
| 纳斯达克指数  | 6.84    | -1.65   | -22.46  |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

美股方面，上周美股整体上涨超 6%，其中纳斯达克指数涨 6.84%，领涨主要指数。美国 PMI 虽然低于预期但仍位于荣枯线以上。同时，美联储 5 月 FOMC 会

议纪要出炉，其表述内容基本符合预期，市场对于流动性的紧缩预期阶段性见顶，带动此前持续下跌的美股整体反弹。

## b) 债券市场

|             | R001 | R007 | DR001 | DR007 |
|-------------|------|------|-------|-------|
| 上周最后一天      | 1.44 | 1.82 | 1.38  | 1.71  |
| 较上上周变化 (BP) | 5    | 14   | 5     | 13    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 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 1.82%，同时考虑到七天利率已经跨月，货币市场流动性较为宽松。

| 债券类型-W ind 二级分类 | 上周发行规模 (亿) | 上上周发行规模 (亿) | 下周计划发行规模 (亿) |
|-----------------|------------|-------------|--------------|
| 政府债             | 5876.4287  | 5735.7005   | 1730.098     |
| 企业债             | 2351.172   | 2419.15906  | 339.75       |
| 总计              | 12069.4007 | 13095.15956 | 2069.848     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日. 政府债和企业债中均不包含同业存单。

债券发行方面，上周总计发行 12069.4007 亿，信用债发行规模较上上周有所下降，而利率债发行规模则有所回升。

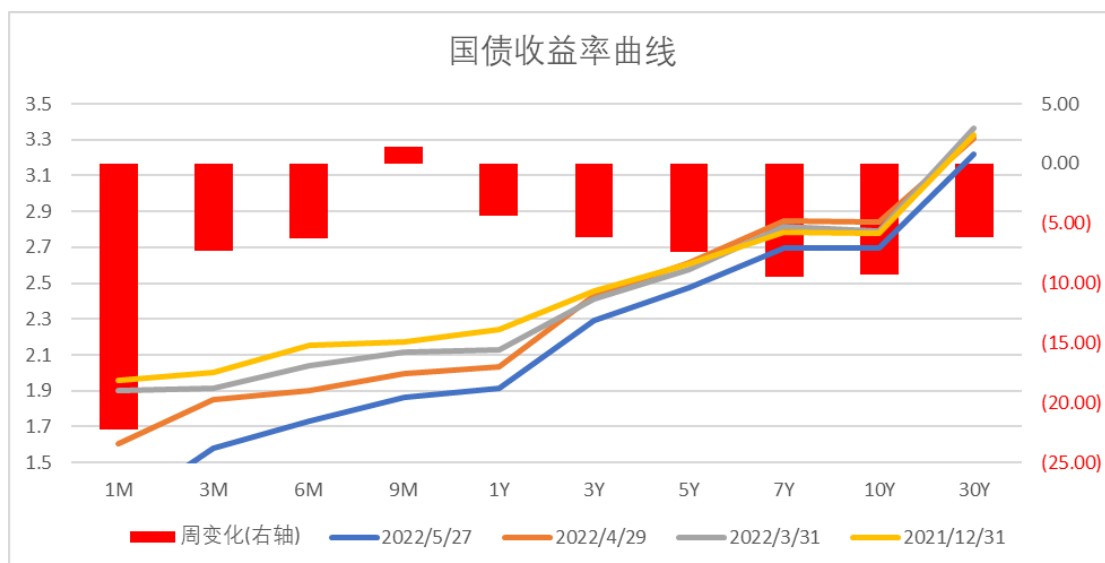
|            |          |
|------------|----------|
| 上周新发专项债规模  | 2740.656 |
| 上上周新发专项债规模 | 795.3174 |
| 本月以来新发专项债  | 5289.421 |
| 上月新发专项债    | 1038     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

专项债发行方面，上周发行规模为 2740.656 亿元，较上上周大幅提升。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       | -4 | -6 | -7 | -9  | 国债       | -12 | -14 | -14 | -14 | 国债       | -33 | -17 | -13 | -8  |
| 国开债      | -7 | -4 | -8 | -7  | 国开债      | -19 | -12 | -13 | -11 | 国开债      | -37 | -10 | -11 | -16 |
| AAA信用债   | -1 | -5 | -4 | -   | AAA信用债   | -17 | -19 | -19 | -   | AAA信用债   | -47 | -18 | -8  | -   |
| AA+信用债   | -1 | -4 | 0  | -   | AA+信用债   | -18 | -19 | -14 | -   | AA+信用债   | -49 | -18 | -8  | -   |
| AA信用债    | -1 | -6 | -4 | -   | AA信用债    | -21 | -21 | -21 | -   | AA信用债    | -57 | -53 | -25 | -   |
| AA-信用债   | -1 | -6 | -4 | -   | AA-信用债   | -21 | -21 | -21 | -   | AA-信用债   | -56 | -52 | -24 | -   |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

债券市场方面，上周主要债券收益率整体下行，信用债中 3 年期 AA 及 AA- 均下行 6BP，幅度最大。利率债中除 9M 国债上行 1BP 外其余均下行。其中 1M 国债下行 22BP，幅度最大。债券市场整体呈现出一定的短端下行幅度小于长端。债券收益率的下行一方面反应了货币利率低位所对应的资金面宽松，同时长端下行大于短端与或表明市场对于经济预期进一步走弱。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    |      |      |      |      |      | 类型   |       |        |        |        |      |
| 总体    | 1.74 | 1.99 | 2.16 | 2.26 | 2.27 | 总体   | 0.85  | -9.35  | -6.78  | ---    | ---  |
| 国有银行  | 2.15 | 1.78 | 2.48 | 2.26 | 2.27 | 国有银行 | 0.00  | 3.00   | 0.00   | -12.00 | 1.00 |
| 股份银行  | 1.48 | 1.80 | 2.03 | 2.23 | 2.29 | 股份银行 | 3.00  | 3.33   | -3.00  | -4.50  | 1.30 |
| 城商行   | 1.68 | 2.04 | 2.17 | 2.44 | 2.49 | 城商行  | -7.80 | -6.17  | -10.38 | 8.34   | 1.45 |
| 农商行   | 1.85 | 1.94 | 2.22 | 2.54 | 2.56 | 农商行  | 14.50 | -10.17 | 0.09   | 32.33  | 2.57 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

同业存单方面，上周同业存单发行利率大体呈下行，其中 9M 国有银行下行幅度最大，达 12BP，另一方面，9M 农商行上行幅度最大，达 32.33BP。

| 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 | 2.71 | 3.08 | AAA+ | 0.03 | 0.04 | 0.04 | AAA+   | -0.45 | -5.67 | -3.82 |
| AAA  | 2.34 | 2.77 | 3.19 | AAA  | 0.04 | 0.03 | 0.04 | AAA    | 3.16  | -6.05 | -4.73 |
| AAA- | 2.39 | 2.83 | 3.25 | AAA- | 0.04 | 0.03 | 0.02 | AAA-   | 4.16  | -6.05 | -5.73 |
| AA+  | 2.43 | 2.93 | 3.35 | AA+  | 0.03 | 0.03 | 0.02 | AA+    | 2.16  | -5.05 | -4.73 |
| AA   | 2.48 | 3.16 | 3.91 | AA   | 0.02 | 0.02 | 0.05 | AA     | 0.16  | -7.05 | -4.73 |

| 城投    | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 分位数   | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 利率一周变化 | 1Y    | 3Y    | 5Y    |
|-------|------|------|------|-------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| AAA   | 2.31 | 2.81 | 3.19 | AAA   | 0.03 | 0.03 | 0.02 | AAA    | -1.68 | -5.05 | -5.67 |
| AA+   | 2.37 | 2.93 | 3.34 | AA+   | 0.03 | 0.03 | 0.02 | AA+    | -3.68 | -4.05 | -4.67 |
| AA    | 2.43 | 3.12 | 3.66 | AA    | 0.02 | 0.02 | 0.05 | AA     | -3.68 | -5.05 | -8.67 |
| AA Q) | 2.51 | 3.50 | 4.19 | AA Q) | 0.00 | 0.06 | 0.09 | AA Q)  | -4.68 | -3.05 | -7.67 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日. 分位数为 2016 年 11 月至今水平。

中短票据方面, 各期限债券呈现出一定的短端上行, 长端下行。其中 3YAA 下行幅度最大, 达 7.05BP。城投方面则与信用债整体类似, 各期限收益率均呈现一定下行, 且短端下行幅度小于长端。其中, 5Y AA 下行幅度最大, 达 8.67BP。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  | 2.34 | 2.59 | 2.88  | 3.17  | 3.33  | 利率变化 (BP) | -2.41 | -4.35 | -5.83 | -6.95 | -6.35 | 利率分位数 | 0.05 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.06 |
| 当前利差  | 5.72 | 8.15 | 18.04 | 27.62 | 29.08 | 利差变化 (BP) | 1.99  | -1.23 | -1.64 | -2.55 | -2.53 | 利差分位数 | 0.03 | 0.02 | 0.05 | 0.27 | 0.31 |

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 27 日。

| 永续债  | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 10Y  | 利率变化 | 1Y    | 3Y    | 5Y    | 10Y   |
|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| AAA- | 2.44 | 2.97 | 3.45 | 3.69 | AAA- | -2.42 | -6.16 | -6.08 | -5.60 |
| AA+  | 2.50 | 3.02 | 3.51 | 3.75 | AA+  | -2.42 | -6.17 | -6.07 | -5.60 |
| AA   | 2.73 | 3.25 | 3.75 | 4.02 | AA   | -3.42 | -7.17 | -8.07 | -4.60 |
| AA-  | 3.77 | 4.38 | 4.92 | 5.19 | AA-  | -3.42 | -7.17 | -6.07 | -2.60 |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日。

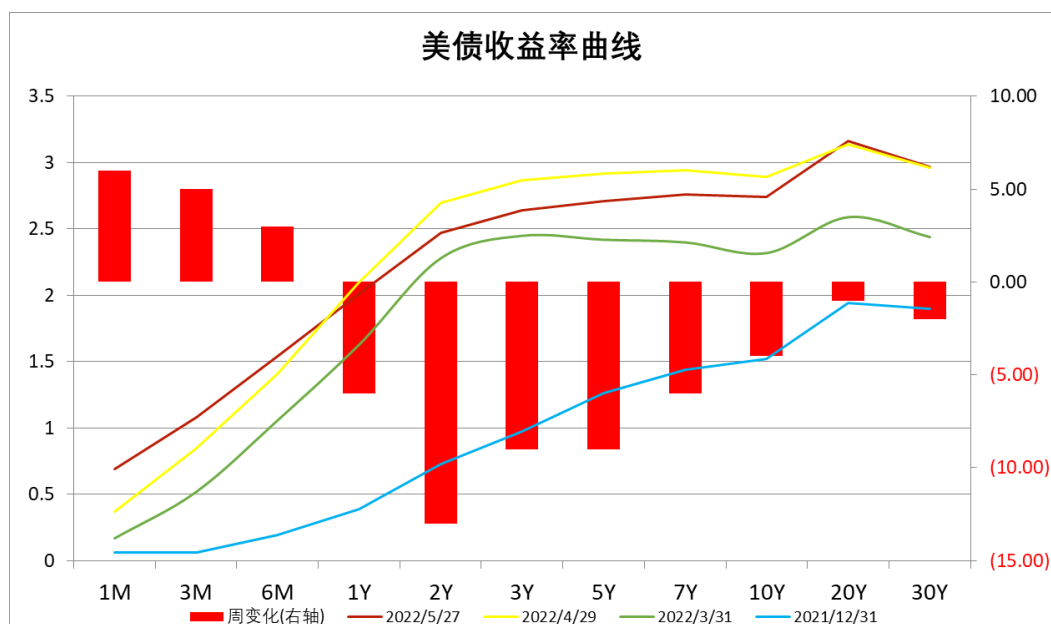
上周二级资本债收益率均呈下行。其中, 4Y 收益率下行幅度最大, 达 6.95BP。历史来看, 各期限二级资本债利率已经进入了 0.05 的极低分位数区间。永续债方面, 5YAA 下行幅度最大, 达 8.07BP。

| 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  | 2.39 | 2.79 | 3.15 | 3.53 | AAA级RMBS  | -7.9 | -5.2 | -6.2 | -4.6 | AAA级RMBS  | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| AAA级消金    | 2.49 | 2.88 | 3.28 | 3.76 | AAA级消金    | -5.4 | -6.1 | -4.7 | -4.8 | AAA级消金    | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| AAA级企业ABS | 2.63 | 3.14 | 3.55 | 3.98 | AAA级企业ABS | -2.5 | -6   | -4.7 | -4.8 | AAA级企业ABS | 0.05 | 0.04 | 0.02 | 0.00 |
| AAA级ABN   | 2.56 | 2.96 | 3.38 | 3.85 | AAA级ABN   | -0.4 | -4.6 | -4.7 | -4.8 | 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 27 日。

ABS 方面, 上周各类型 ABS 收益率均有所下行, 其中, 1YRMBS 下行幅度最大, 达 7.9BP。整体来看, ABS 收益率分位数较其他类型信用债更低, 且大部分 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 27 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 上行 6BP，上行幅度最大；同时，2Y 则下行 13BP，下行幅度最大。美联储紧缩预期阶段性见顶回落，同时 PMI 显示美国经济开始下行，二者共同带动长端利率下行。此外值得注意的是，中美利差再一起倒挂，目前利差为 4BP，关注后续市场对于本轮倒挂的反应。

#### 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 27 日. 深红色数据为两年同比.

#### 4.1 经济展望

##### 4.1.1 4 月经济再度探底，未来有望触底回升

1-4 月规模以上工业企业利润同比增长 3.5%，前值 8.5%，疫情扰动下 4 月单月利润增速大幅下滑，结构分化加剧。从量、价、利润率角度来看，代表量的 4 月工业增加值同比-2.9%，低于预期的 1.1%，较前值大幅下滑，代表价的 PPI 也小幅下降 0.3 个百分点至 8.0%，而利润率方面，减税降费政策带来的费用降低一定程度上对冲了成本压力，营收利润率由 6.25% 小幅抬升至 6.35%。从结构看，利润进一步向上游集中，采矿及上游原材料行业利润占比提升 2.9 个百分点至 47.4%，需求下行的压力测试下，上游景气度依然较高。

预计 4 月份大概率为需求及利润低点，随着疫情管控政策的逐步放松及稳增长政策发力，5 月经济将呈边际改善，但改善斜率仍存不确定性。从高频数据看，5 月钢铁及化工开工率逐步回升，煤炭库存下降，指向生产端逐步回暖。30 大中城市商品房成交面积连续两周环比上行，LPR 报价调降叠加重点二线城市陆续放松限购带动二手房市场回暖，销售端有所提振，同时汽车消费表现较 4 月继续环比改善，但同比下滑趋势未见扭转，指向下游需求仍处在政策发力效果的观察期中。投资方面，钢铁及水泥价格延续下跌，下游投资者信心回暖仍需时间。融资方面，1M 国股银票转贴现利率大幅下行指向 5 月信贷数据或难见明显改善，银行票据冲量现象仍然严重，实体经济融资需求不足与信贷投放考核要求的矛盾犹存，企业融资短期内难以快速回升。总体来看，随着疫情趋势已经逐渐收敛，5 月经济及信贷数据有望边际弱回升，6 月将是政策效果更重要的观察期。

4.1.2 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，但稳增长效果会受到一定影响，二季度经济及企业中报业绩仍将承压。随着 5 月底稳增长信号频出、上海等主要城市疫情得到控制及 LPR 的下调，企业信贷需求或会逐步提振，经济或会在三季度末企稳，后期关键点仍在地产销售、疫情防控政策及增量政策工具的出台。

4.1.3 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转为震荡。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。

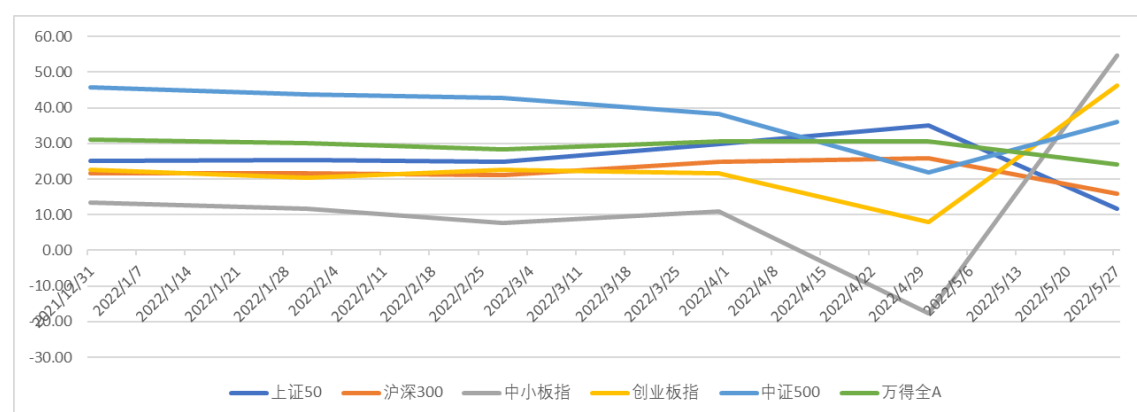
## 4.2 股票市场观点

#### 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 PE13.59 倍，处于 21%分位水平，股权溢价率 3.08%，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  | 9.73  | 8.86  | 1.21 | 7.35  | 0.27  | 0.29 | 0.28 | 0.90  |
| 沪深300 | 11.98 | 10.43 | 1.37 | 5.42  | 0.25  | 0.24 | 0.14 | 0.92  |
| 中小板指  | 40.31 | 25.10 | 3.44 | -0.44 | 1.00  | 0.73 | 0.30 | 0.41  |
| 创业板指  | 46.51 | 30.20 | 5.44 | -0.78 | 0.37  | 0.51 | 0.53 | 0.92  |
| 中证500 | 19.79 | 14.45 | 1.62 | 2.13  | 0.15  | 0.05 | 0.06 | 0.96  |
| 万得全A  | 16.66 | 13.59 | 1.62 | 3.08  | 0.22  | 0.21 | 0.16 | 0.90  |

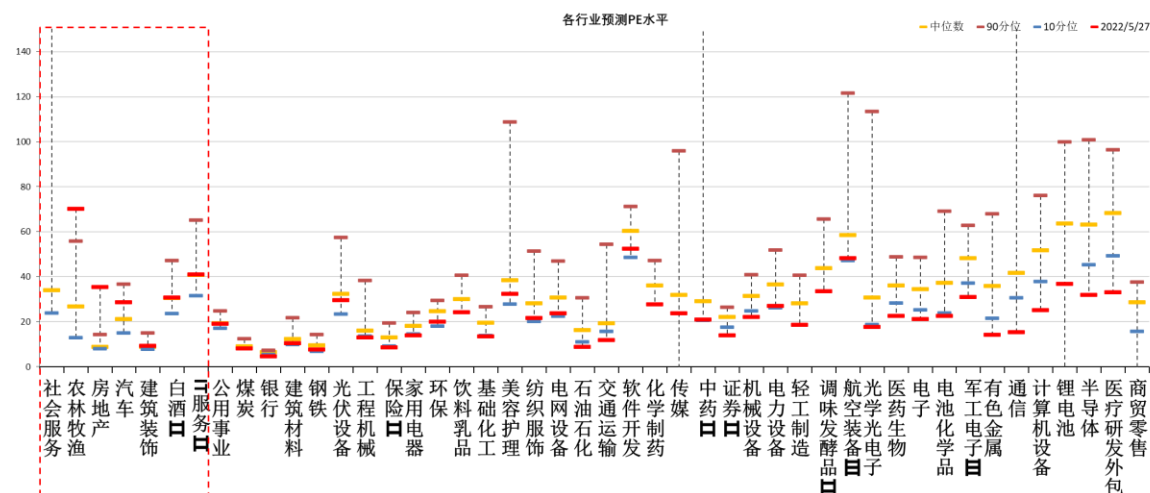
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.



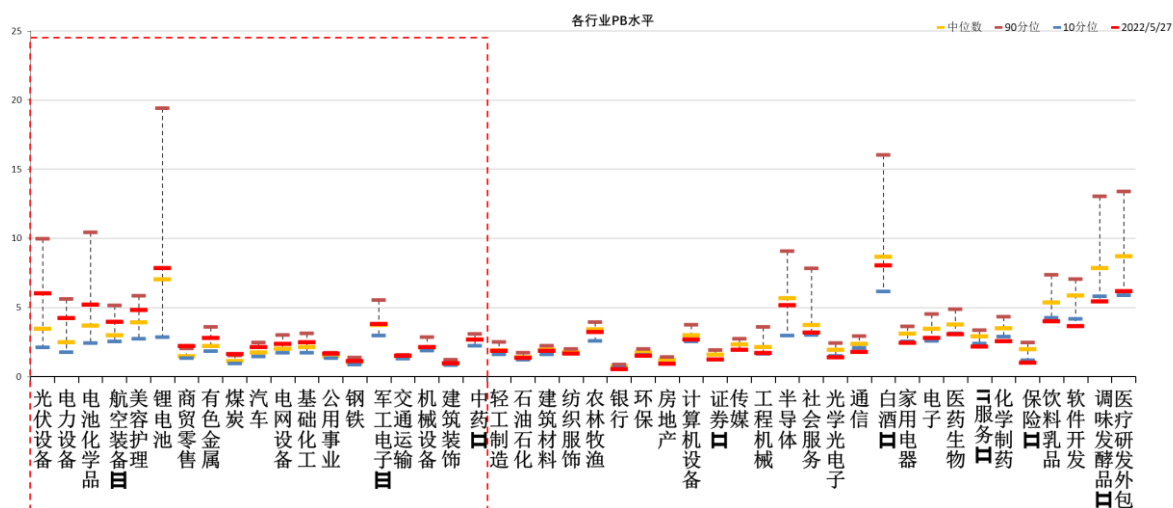
| 利润增长预期 | 2021/12/31 | 2022/1/31 | 2022/2/28 | 2022/3/31 | 2022/4/30 | 2022/5/27 |
|--------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 上证50   | 25.10      | 25.34     | 24.93     | 29.83     | 35.06     | 11.70     |
| 沪深300  | 21.61      | 21.51     | 21.11     | 24.96     | 25.79     | 15.97     |
| 中小板指   | 13.49      | 11.70     | 7.82      | 10.91     | -17.61    | 54.84     |
| 创业板指   | 22.58      | 20.42     | 22.71     | 21.62     | 7.92      | 46.24     |
| 中证500  | 45.67      | 43.88     | 42.70     | 38.28     | 21.94     | 36.09     |
| 万得全A   | 30.98      | 29.98     | 28.44     | 30.64     | 30.67     | 24.12     |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 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、建筑装饰等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 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 本周市场趋于弱势震荡，上游资源板块涨幅居前，各板块快速轮动表现。过去一个月中，市场前期超跌板块快速修复，而随着超跌反弹动能的逐渐弱化，市场转为震荡整理，预计后续中期市场风格与走向的决定性因素是信用扩张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。6 月上海能否如期全面复工复产与北京疫情缓解情况将对市场情绪有影响，周末上海等主要城市疫情进一步好转或会对市场风险偏好有所提振，但本轮反弹行情已逐步进入中后段。

4.2.3 以长期视角看，权益市场在大幅下跌后已进入配置区间。但鉴于宏观经济仍未出现右侧拐点，当前市场仍以结构性机会为主，短期内，配置上以稳增长、超跌成长与通胀链条均衡配置为主。

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。
- 2、超跌成长的参与节奏上以逢低配置波段交易为主，可关注电力、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地产板块机会。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     | 1.91 | 2.29 | 2.48 | 2.70 | 国债       | 0.05 | 0.06 | 0.06 | 0.04 |
| 国开债    | 1.94 | 2.47 | 2.67 | 2.93 | 国开债      | 0.04 | 0.05 | 0.04 | 0.02 |
| AAA信用债 | 2.28 | 2.77 | 3.19 | -    | AAA信用债   | 0.03 | 0.03 | 0.04 | -    |
| AA+信用债 | 2.38 | 2.93 | 3.41 | -    | AA+信用债   | 0.03 | 0.03 | 0.04 | -    |
| AA信用债  | 2.48 | 3.17 | 3.92 | -    | AA信用债    | 0.02 | 0.02 | 0.04 | -    |
| AA-信用债 | 4.84 | 5.53 | 6.28 | -    | AA-信用债   | 0.03 | 0.06 | 0.10 | -    |

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 27 日.

债券市场方面，本周债市明显走强，一方面与市场对特别国债的发行及经济前景预期变化有关，另一方面与资金欠配有关，流动性持续宽松与实体信贷需求不足驱动短端利率大幅下行，此后间接带动长端利率下行。进入 6 月之后，稳增长政策压落实下，经济数据有望边际回升，对债市交易空间形成压力，但地产行业的周期性下行、出口份额的回落及全球贸易增速的下滑、资金来源不足对基建投资的约束使得经济短期内难以大幅回暖，货币政策也仍有宽松空间，使得债市总体来说以震荡为主，而短期的主要博弈点为疫情解封速率。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。