

## 流动性外紧内松，关注海外风险释放

### 一、重要信息点评

1、4月25日，央行决定自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。此次降低外汇存款准备金率意在释放外汇流动性，改善外汇市场供求，稳定人民币汇率预期，减缓人民币贬值速度。但汇率走势更多是由基本面相对变化决定的，仅仅是准备金率的边际调整影响不大，预计在美联储加息推升美元美债导致中美利差倒挂、我国经济受疫情反复冲击较大、出口走弱的预期升温等因素未见好转前人民币仍存贬值压力，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。

2、4月26日，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十一次会议，要求全面加强基础设施建设。本次中央以高规格会议讨论基础设施问题，并重点解决了基础设施资金和协调问题，进一步稳固了市场对基建托底经济的预期。

3、4月27日，统计局公布1-3月工业企业利润数据，2022年1-3月全国规模以上工业企业利润同比增长8.5%，前值为5%，盈利总量整体不低，结构仍待改善。利润率反弹为主要贡献，上游价格回落使得成本压力有所下降，同时，减税降费、助企纾困政策的推进也进一步压降了费用支出。分行业看，上下游结构有边际好转，但上游对中下游、国企对私企挤压仍然严重，采掘、原材料工业、必选消费利润继续高增长。从一季度绝对利润增速来看，利润增速最高的集中在上游采掘以及原材料工业、电气机械以及下游必选消费品，尤其是能源、有色、非金属矿、饮料茶酒行业，利润增速均实现20%以上高增长。

4、4月28日，中国结算宣布从4月29日起，将股票交易过户费总体下调50%，即股票交易过户费由现行沪深市场A股按照成交金额0.02%、北京市场A股和挂牌公司股份按照成交金额0.025%双向收取，统一下调为按照成交金额0.01%双向收取。由于股票交易过户费0.01%的占比并不高，预计此次下调股票交易过户费对于投资者交易成本的影响将比较有限，该政策释放的积极信号大于实际意义。

5、4月28日，澳洲锂矿供应商Pilbara Minerals (PLS)发布公告表示，公司于4月27日完成了第四次电池材料交易所（“BMX”）锂精矿现货拍卖，最终

成交价 5650 美元/吨（FOB, 5.5%氧化锂品位），拍卖数量 5000 吨，于 2022 年 6 月发货，此次拍卖价格对应单吨锂盐的含税成本为 40.4 万元/吨，较 Q1 长单价格跳涨，由于本次拍卖产品于今年 6 月发货，对远期锂价维持高位存在强力预期支撑。同时，成本上行将支撑锂盐价格维持高位，产业链利润已完全向上游锂矿资源转移，参与国内资源开发或布局上下游一体化的企业或将更具竞争优势。

6、4 月 28 日，财政部发布政策，自 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，对煤炭实施税率为零的进口暂定税率。此前俄乌战争加大国内外煤价倒挂幅度，此次取消关税会一定程度上增大进口煤炭价格优势，但对促进进口增量影响或许有限，我国主要进口来源中，澳大利亚、印尼本身就是 0 关税，蒙古、俄罗斯、加拿大进口按最惠国待遇，对应目前进口价格税金 30-50 元/吨，降价幅度有限。

7、4 月 29 日，中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，回应市场热点，稳定预期。经济基本面方面，本次会议明确要努力实现经济社会发展预期目标，进一步证实了 5.5%的目标仍要努力实现。防疫政策方面，坚持动态清零态度坚决，但会尽可能实现疫情与经济之间的均衡，后续或会通过大规模核酸检测将疫情对实体经济的影响控制在有限范围内，随着全国防疫措施优化，疫情对经济冲击或会逐渐减弱。稳增长政策方面，延续了此前中央财经委员会会议精神，将重点放在基建和消费上，强调全面加强基建，同时发挥消费对经济循环牵引作用。房地产方面，尽管仍强调“房住不炒”，但新增支持地方房地产政策、优化预售资金监管、支持刚性和改善需求的表述，边际上有积极变化，虽然房地产并非主要稳增长手段，但摆脱负增长和对经济严重拖累对稳增长来说是必要的。通胀方面，强调能源保供稳价，短期内保供或优于双碳。平台经济方面，此次会议提出要出台支持平台经济规范发展的具体措施，完成平台经济专项整改，实施常态化监管。后续平台经济有望进入常态化监管，政策上或逐步加大对健康发展平台经济的支持力度。本次政治局会议定调积极，短期内有助于稳固市场情绪，带动市场回暖反弹，但后期仍要看具体政策的落地情况，后期政策博弈点仍在地产、基建、疫情防控政策及增量政策工具的出台。

8、4 月 30 日，统计局公布 4 月 PMI 数据显示经济内外压力加剧，供需大幅走弱，指向 4 月经济将再度探底。

4月制造业 PMI 为 47.4%，前值 49.5%，不同规模企业 PMI 全面回落。分项来看，生产和新订单 PMI 指数分别回落 5.1 和 6.2 个百分点至 44.4%和 42.6%，疫情冲击下供应链压力逐渐发散，制造业呈供需两弱格局，供给降幅小于需求。新出口订单指数大幅下滑 5.6 个百分点至 41.6%，外需快速回落，出口承压，一方面与疫情冲击导致订单流失有关，另一方面也显示俄乌冲突下全球主要经济体经济景气度有所下滑。价格方面，出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别下行 2.3 和 1.9 个百分点至 54.4%、64.2%，工业品价格环比继续维持高位，PPI 回落节奏或将进一步放缓。俄乌冲突带动全球工业原材料价格上行，我国面临的输入性通胀延续。

4月非制造业商务活动指数为 41.9%，前值 48.4%。其中服务业 PMI 回落 6.7 个百分点至 40%，航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩区间。建筑业回落 5.4 个百分点至 52.7%，疫情对建筑业冲击加大，土木工程建筑业分项景气仍处高位，4月基建或将延续高增。

4月 PMI 数据全面显现了疫情对经济的冲击，多项数据创 2020 年 3 月以来新低，供应链受损影响各个环节，非制造业也受到较大冲击，就业压力明显提升，稳增长政策紧迫性增强。考虑到当前疫情趋势已经开始逐渐收敛，生产活动有所恢复，复工复产和稳增长政策推进下，经济后续或会逐步企稳。

9、美国一季度实际 GDP 年化季环比-1.4%，预期为 1.1%，前值：6.9%，数据公布后，美股高开，十年美债利率跃升 6-7bp 左右，盘中逼近 2.9%，美元指数进一步上行，市场整体反应积极。从总量看，美国一季度 GDP 负增长主因去年四季度强劲的基数效应。从分项看，环比负增长主要受私人投资、净出口、政府支出拖累，私人投资环比回落或与去年四季度高基数有关，政府支出下滑反映出财政补贴消退，而出口疲弱叠加进口激增，使净出口环比大幅下滑，进口激增或与港口拥堵状况改善有关。此外，美国一季度消费和固定资产投资表现稳定，两者合计贡献 GDP 约 3.1 个百分点，表明美国内需仍十分强劲，长期增长动能仍在恢复。综合来看，此次一季度 GDP 环比超预期下滑属于暂时性衰退，对美联储紧缩节奏或许较小。

10、5月3日，美国贸易代表办公室宣布，四年前依据所谓“301调查”结果对中国输美商品（含光伏组件）加征关税的两项行动将分别于今年7月6日和8月23日结束，即日起将启动对相关行动的法定复审程序，相关关税可能取消，复审期间将维持这些关税。301税针对中国产组件税率为25%，若取消将利好中国企业光伏组件、逆变器厂商出口，但最终受益程度将视调查结果而定。

## 二、 市场影响因素

	上周五	上周四	上周三	上周二	上一周	加总
	2022/4/29	2022/4/28	2022/4/27	2022/4/26	2022/4/25	
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 4 月 29 日.

上周央行 OMO 投放 500 亿, 同时到期 500 亿, 共计净回笼 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	2022/3/10	2022/3/20	2022/3/31	2022/4/10	2022/4/20	
日均产量 粗钢重点企业(旬)	195.90	204.93	216.01	222.40	223.56	震荡上行
	2022/4/1	2022/4/8	2022/4/15	2022/4/22	2022/4/29	
主要钢厂产量 螺纹钢全国当周值	303.37	309.76	307.29	307.00	300.83	拐头向下
库存 主要钢材品种合计	1,686.17	1,690.05	1,649.33	1,618.53	1,571.37	\
	2022/3/31	2022/4/7	2022/4/14	2022/4/21	2022/4/28	
开工率 汽车轮胎全钢胎	59.23	49.43	56.71	59.11	54.99	震荡下行
开工率 汽车轮胎半钢胎	74.52	67.11	68.38	67.39	65.77	拐头向下

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 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, 汽车轮胎开工率中半钢胎高位拐头向下, 全钢胎则震荡下行, 地产走弱导致大型工程车辆需求有所下降导致, 同时全国疫情导致开工受阻。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	2021/5/1	2022/4/10	2022/4/17	2022/4/24	2022/5/1	趋势
商品房成交面积 本月以来	30.23	22.49	24.01	26.13	1.69	低位
商品房成交面积:一线城市 本月以来	9.42	3.34	3.72	4.52	0.06	低位
商品房成交面积:二线城市 本月以来	11.03	12.33	12.80	13.79	1.55	低位
商品房成交面积:三线城市 本月以来	9.78	6.81	7.50	7.81	0.08	低位
	2022/3/27	2022/3/31	2022/4/10	2022/4/17	2022/4/23	
过去一月日均销量 乘用车 厂家批发 同比	13.11	22.76	21.70	13.05	1.24	\
过去一月日均销量 乘用车 厂家零售 同比	1.08	9.06	6.45	-3.17	-11.26	\

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

需求数据方面, 此前商品房成交面积在一线城市的带动下出现了拐头向上的迹象, 但疫情和五一假期导致了上周出现了阶段性的触底, 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	2021/4/29	2022/4/8	2022/4/15	2022/4/22	2022/4/29	
农产品批发价格200指数	119.03	135.43	132.56	131.06	128.48	↘
价格生猪外三元	22.73	12.53	12.69	14.78	14.82	↗
平均批发价猪肉	30.75	18.22	18.30	18.41	19.79	拐头向上
平均批发价28种重点监测蔬菜	4.29	5.68	5.29	5.14	4.83	↘
平均批发价7种重点监测水果	6.84	7.22	7.46	7.57	7.78	↗
粮油批发价格200指数	106.80	116.70	116.55	116.65	116.68	高位
南华工业品指数	3,019.33	3,952.56	4,086.08	4,026.48	3,988.73	高位
现货价原油-英国布伦特D ttd	68.36	100.70	106.80	105.42	108.25	高位

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 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，同时水果价格持续上行，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开始拐头向上，后续关注 CPI 食品项的上行压力。PPI 影响因素方面，油价在欧盟表示将停止从俄罗斯进口煤炭后有所上行，后续一方面美国在大幅释放是由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	12	2	2	3	3	3	3	1	9	8	46
上上周	7	1	4	15	1	6	0	1	7	1	43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

基金发行情况	类型	债券型基金	主动债券型	偏股混合型	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	17	15	2	8	0	2	0	0	2	31
	发行规模(亿元)	235.32	132.82	4.83	33.11	0.00	9.40	0.00	0.00	10.15	292.82
上上周	数量	11	11	2	4	0	6	0	0	1	24
	发行规模(亿元)	260.02	260.02	4.90	13.21	0.00	11.93	0.00	0.00	24.03	314.10
本月以来	数量	40	37	9	16	0	18	0	0	8	91
	发行规模(亿元)	633.25	500.75	22.15	55.90	0.00	62.60	0.00	0.00	42.13	816.03

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

基金申报与发行方面，上周共计申报基金 46 支，其中普通混合型基金 12 支，债券类基金（16 支）多于股票类基金（10 支），FOF 基金申报 8 支。发行一边，

上周基金共计发行 292.82 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
中证500	-1.97	-11.02	-23.53
万得全A	-1.56	-9.51	-22.11
上证50	-0.31	-3.23	-14.32
沪深300	0.07	-4.89	-18.71
科创50	0.54	-13.19	-32.26
创业板指	0.98	-12.80	-30.20
偏股混合型基金指数	1.24	-6.63	-22.22
中小板指	1.65	-6.29	-23.75

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

A 股表现来看, 上周主要板块出现了一定程度的分化。其中, 中小板指涨 1.65%, 涨幅最大; 另一方面, 中证 500 跌 1.97%, 跌幅最大。上周市场触底反弹, 导致各个板块的表现有所分化。偏股基金指数涨 1.24%。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
小盘指数	-3.12	-13.72	-26.64
低市盈率指数	-2.14	-4.85	-4.39
低市净率指数	-1.91	-2.82	0.37
绩优股指数	-0.30	-6.71	-22.94
高市盈率指数	0.05	-14.33	-29.74
大盘指数	0.44	-4.70	-18.51
茅指数	2.10	-3.34	-23.37
高市净率指数	2.45	-7.47	-26.43

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

上周 A 股各风格指数中高估值板块表现较好, 高 PE 及茅指数分别涨 2.45% 及 2.10%, 涨幅居前。另一方面, 低 PE 及小盘指数则分别跌 2.14% 及 3.12%, 跌幅最大。反弹阶段弹性更高的成长板块相较于价值板块表现占有。

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
纺织服饰	-9.90	计算机	-17.03	电子	-35.83
农林牧渔	-7.08	电力设备	-15.53	国防军工	-33.60
轻工制造	-5.72	环保	-15.26	计算机	-31.11
综合	-4.60	机械设备	-14.04	电力设备	-30.55
环保	-4.55	医药生物	-13.97	机械设备	-30.48
家用电器	0.64	美容护理	-11.75	交通运输	-28.97
食品饮料	0.69	交通运输	-11.74	建筑装饰	-28.92
建筑材料	1.65	商贸零售	-11.42	银行	-21.04
电力设备	2.37	家用电器	-10.83	房地产	-11.70
建筑装饰	4.09	食品饮料	4.29	煤炭	17.87

数据来源:Wind, 中加基金. 行业分类为申万一级. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

行业方面, 纺织服饰行业大幅下跌 9.90%, 跌幅最大。上上周纺织服饰行业受益于人民币贬值涨幅居前, 但是上周就大幅下跌, 可能表示板块上涨更偏短线炒作。此外, 农林牧渔及轻工制造行业分别跌 7.08%及 5.72%, 跌幅居前。背后原因可能使由于此前各地疫情接连爆发, 导致部分消费板块上市公司一季度业绩不佳。另一方面, 稳增长相关行业上周表现较好, 其中建筑装饰、建筑材料, 及家用电器行业分别涨 4.09%、1.06%, 及 0.64%, 表现较好。一定程度上显示了市场对稳增长开始见效的预期。此外, 电力设备作为高弹性的成长型行业, 其基本面没有明显变化并且此前跌幅较大, 因此在市场反弹阶段表现较好, 涨 2.37%, 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	1.12	-5.12	-10.81
恒生科技指数	6.59	-6.43	-24.79

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 4 日.

港股方面, 上周恒生指数涨 2.18%, 恒生科技指数大涨 11.76%。政治局会议后市场对于平台经济产生了较为乐观的预期。本周以来, 恒生指数跌 1.04%, 恒生科技指数跌 4.63%, 上周的大幅上涨有所回吐。

	上周以来涨跌幅	本月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
标普500	-2.25	-7.83	-9.78
纳斯达克指数	-2.15	-11.65	-17.13
标普小盘600	-2.06	-6.38	-11.93
道琼斯工业指数	-2.02	-4.47	-6.27
标普中盘400	-1.70	-5.73	-10.65

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 5 月 3 日.

美股方面, 美联储议息会议临近, 市场一致预期将加息 50BP。在此背景下美股整体回调, 其中成长风格的纳斯达克指数跌 3.93%, 跌幅最大。本周以来, 加息靴子落地后美股跌幅有所收敛。纳斯达克指数涨 1.86%, 标普 500 涨 1.05%。后续关注美联储 5 月 FOMC 会议对于加息及缩表的节奏把控。

## b) 债券市场

	R001	R007	DR001	DR007
上周最后一天	1.88	2.03	1.79	2.01
较上上周变化 (BP)	61	31	53	47

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.



上周货币市场利率整体上行，其中 R001 上涨 61BP，涨幅最大。货币市场流动性较上上周更为紧张。

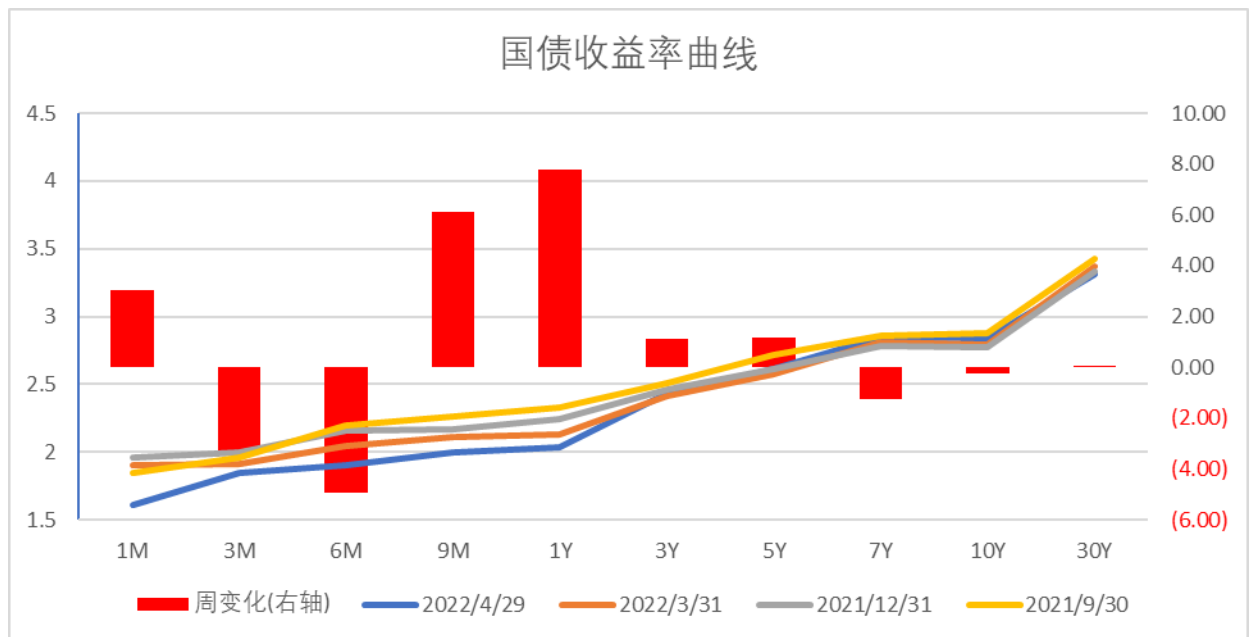
上周新发专项债规模	37.0638
上上周新发专项债规模	101.5
本月以来新发专项债	331.1438
上月新发专项债	4205.423

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

专项债发行方面，上周发行规模为 37.06 亿元，较三月每周 1000 亿左右的规模下降明显。不过，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。

上周末利率变动					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	8	1	1	0	国债	-10	2	4	5	国债	-21	-3	0	6
国开债	2	2	1	-4	国开债	-16	-3	0	-1	国开债	-19	2	2	-5
AAA信用债	-1	2	0	-	AAA信用债	-22	-15	-12	-	AAA信用债	-29	1	11	-
AA+信用债	-2	1	-1	-	AA+信用债	-24	-17	-15	-	AA+信用债	-31	1	6	-
AA信用债	-5	-2	0	-	AA信用债	-27	-19	-8	-	AA信用债	-36	-32	-4	-
AA-信用债	-5	-2	0	-	AA-信用债	-27	-19	-9	-	AA-信用债	-35	-31	-3	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

债券市场方面，上周主要债券收益率呈现出了一定的分化，其中信用债整体呈下行，1YAA 及 AA-均下行 5BP，幅度最大；利率债中 6M 下行幅度最大，达 5BP。另一方面，1Y 国债上行幅度最大，达 8BP。政治局会议维持全年 5.5% 的 GDP 目



标不变推升长端利率，同时短期疫情扰动拉动短端利率下行。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。

发行利率						一周变化					
类型	1M	3M	6M	9M	1Y	类型	1M	3M	6M	9M	1Y
总体	2.23	2.15	2.51	--	--	总体	15.07	-10.97	6.14	--	--
国有银行	2.15	2.00	2.48	2.38	2.39	国有银行	0.00	-15.00	0.00	0.00	-4.33
股份银行	1.75	2.05	2.25	2.30	2.40	股份银行	-35.00	-10.00	-6.00	-17.00	-4.56
城商行	2.23	2.20	2.53	3.15	2.71	城商行	18.00	-9.34	5.74	58.00	8.82
农商行	2.30	2.17	2.46	2.41	2.73	农商行	5.00	-26.67	9.42	-4.00	25.00

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 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 35BP，另一方面，9M 城商行上行幅度最大，达 58BP。

中短票据	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA+	2.43	2.84	3.29	AAA+	0.04	0.06	0.13	AAA+	-2.76	-3.70	1.24
AAA	2.48	2.98	3.39	AAA	0.04	0.08	0.12	AAA	-1.95	-0.96	-0.22
AAA-	2.53	3.07	3.48	AAA-	0.04	0.08	0.13	AAA-	-1.96	-0.97	-0.23
AA+	2.58	3.14	3.56	AA+	0.03	0.07	0.09	AA+	-1.96	-0.97	-1.23
AA	2.66	3.36	4.12	AA	0.03	0.05	0.10	AA	-4.96	-3.97	-1.23

城投	1Y	3Y	5Y	分位数	1Y	3Y	5Y	利率一周变化	1Y	3Y	5Y
AAA	2.45	3.00	3.41	AAA	0.03	0.07	0.13	AAA	-6.77	0.33	-0.31
AA+	2.52	3.14	3.55	AA+	0.03	0.08	0.10	AA+	-5.77	-0.66	-2.31
AA	2.60	3.34	3.90	AA	0.03	0.08	0.12	AA	-5.77	-0.66	-0.31
AA(Q)	2.72	3.63	4.38	AA(Q)	0.02	0.10	0.14	AA(Q)	-5.77	-2.66	0.69

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 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，且短端下行幅度大于长端的特征与信用债整体相一致。其中，1Y AAA 城投下行幅度最大，达 6.77BP；同时，5YAAA+票据上行幅度最大，达 1.24BP。城投及票据短端收益率大部分已回落至 0.1 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	2.46	2.73	3.07	3.35	3.51	利率变化(BP)	-7.06	-7.37	-4.56	-5.34	-5.19	利率分位数	0.05	0.06	0.09	0.13	0.18
当前利差	5.21	6.09	20.60	25.61	27.19	利差变化(BP)	-2.86	-6.80	-3.77	-2.74	-5.64	利差分位数	0.02	0.00	0.09	0.19	0.24

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 4 月 29 日。

永续债	1Y	3Y	5Y	10Y	利率变化	1Y	3Y	5Y	10Y
AAA-	2.56	3.18	3.68	3.84	AAA-	-7.06	-4.00	-2.91	-0.73
AA+	2.61	3.23	3.74	3.90	AA+	-6.06	-3.00	-0.91	1.27
AA	2.89	3.51	4.02	4.18	AA	-6.06	-3.00	-0.91	1.27
AA-	3.91	4.62	5.14	5.30	AA-	-6.06	-3.00	0.09	2.27

数据来源:Wind,中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

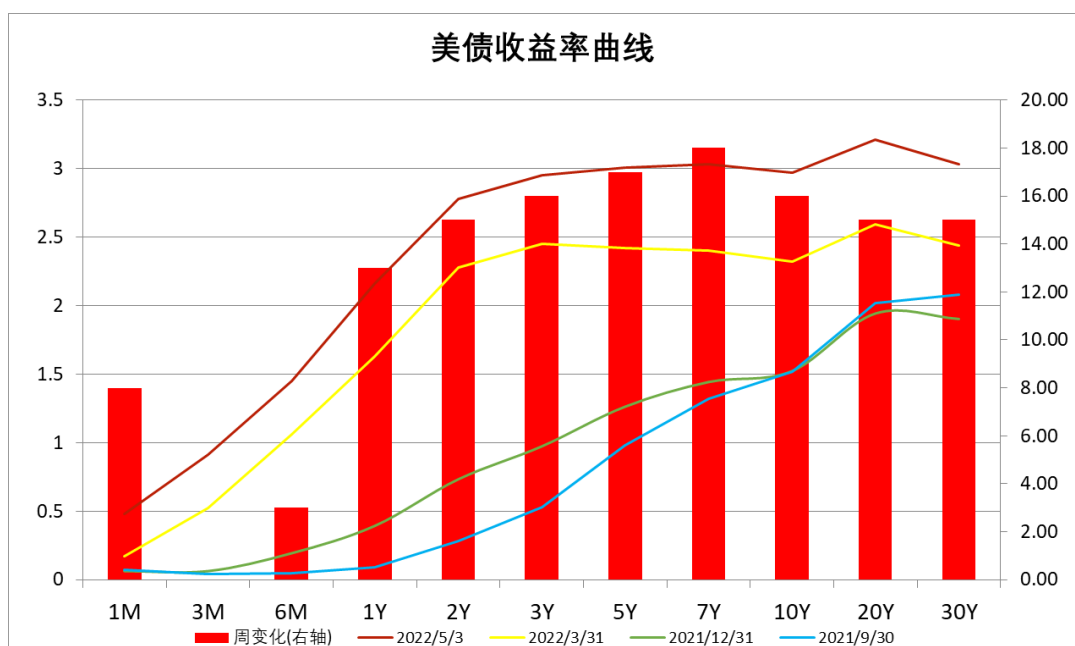
上周二级资本债与信用债一致,短端下行大于长端的特征。其中,2Y 收益率下行幅度最大,达 7.06BP。历史来看,短端二级资本债利率已经进入了 0.1 的极低分位数区间,而长端则仍处于 0.2 左右的较低分位数区间。永续债方面,1YAAA-下行幅度最大,达 7.06BP。

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	2.56	2.87	3.27	3.69	AAA级RMBS	-4.9	-1.4	-2.7	-1.1	AAA级RMBS	0.05	0.00	0.00	0.00
AAA级消金	2.66	3.04	3.47	3.94	AAA级消金	-1.9	1.37	-1	-1.1	AAA级消金	0.05	0.03	0.04	0.05
AAA级企业ABS	2.81	3.34	3.74	4.16	AAA级企业ABS	-0.9	-0.6	-1	-1.1	AAA级企业ABS	0.06	0.10	0.14	0.07
AAA级ABN	2.69	3.14	3.57	4.05	AAA级ABN	-2.6	0.44	-1	-1.1	AAA级ABN	0.05	0.03	0.05	0.06

数据来源:Wind,中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

ABS 方面,上周各类型 ABS 收益率大体呈窄幅下降,其中,1YRMBS 下行幅度最大,达 4.9BP,而 3Y 消费金融 ABS 上行幅度最大,达 1.37BP。整体来看,ABS 收益率也回落至 19 年以来的极低分位数区间,且 ABS 分位数较其他类型信用债更低。

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 3 日.

美债方面, 上周以来美债收益率整体上行, 其中 7Y 上行幅度最大, 达 18BP。5 月 FOMC 会议前美债收益率整体上行除加息 50BP 已成定局外, 另一方面也表明市场对缩表有一定的避险情绪, 从而抛售长端债券。此外值得注意的是 10 年中美利率已经倒挂, 利差目前为-13BP, 关注后续中美利差走势以及是否会出现大规模的资本外流。

#### 四、 资产配置观点

指标	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	趋势
PMI	50.10	50.20	49.50	47.40	↘
工业增加值: 当月同比	3.86	12.80	5.00	----	↗
GDP: 不变价: 当季同比	----	----	4.80	----	拐头向上
固定资产投资完成额: 累计同比	----	12.20	9.30	----	↗
固定资产投资完成额: 制造业: 累计同比	----	20.90	15.60	----	拐头向下
房地产开发投资完成额: 累计同比	----	3.70	0.70	----	↘
社会消费品零售总额: 当月同比	----	6.70	-3.53	----	↘
社融存量: 同比	10.50	10.20	10.60	----	↗
M2: 同比	9.80	9.20	9.70	----	↗
社融-M2	0.70	1.00	0.90	----	↘
CPI: 当月同比	0.90	0.90	1.50	----	↗
PPI: 全部工业品: 当月同比	9.10	8.80	8.30	----	↘

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

#### 4.1 经济展望

##### 4.1.1 经济内外压力加剧, 供需两弱下 4 月经济或将再度探底。

4 月 PMI 数据显示, 除基建项延续偏强外, 制造业和非制造业各分项全面回落, 疫情冲击全面显现。制造业 PMI 为 47.4%, 较前值回落 2.1 个百分点。分项来看, 生产和新订单 PMI 指数分别回落 5.1 和 6.2 个百分点, 新出口订单指数大幅下滑 5.6 个百分点, 疫情影响下制造业呈供需两弱格局, 供给降幅小于需求, 内外需快速回落, 出口承压, 一方面与疫情冲击导致订单流失有关, 另一方面也显示俄乌冲突下全球主要经济体经济景气度有所下滑。价格高位小幅下行, 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别下行 2.3 和 1.9 个百分点, 工业品价格环比继续维持高位, PPI 回落节奏或将进一步放缓。俄乌冲突带动全球工业原材料价格上行, 我国面临的输入性通胀延续。大中小企业景气全面收缩, 就业压力或将继续走高。非制造业方面, 服务业 PMI 回落 6.7 个百分点, 航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收

缩区间。建筑业回落 5.4 个百分点，疫情对建筑业冲击加大，仅土木工程建筑业分项景气仍处高位，或与基建持续发力有关。

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，非制造业也受到较大冲击，就业压力明显提升，且海外地缘政治冲突大概率延续，未来出口或会加速下滑，稳增长政策紧迫性进一步抬升。但同时也要考虑到当前疫情趋势已经开始逐渐收敛，复工复产和稳增长政策推进下，5 月经济数据或会有边际改善。

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，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确切拐点，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。

4.1.3 政策方面，中央政治局会议进一步明确了要努力实现经济发展预期目标，同时再度给予基建较高定位，后续稳增长力度有望持续升温。此外，对地产监管政策的表述更具弹性，因城施策将获得更多支持，支持刚性和改善需求、优化预售资金监管的表述表明房企资金端限制未来也大概率将迎来边际好转，后期政策关键点仍在地产、基建、疫情防控政策及增量政策工具的出台。

4.1.4 通胀方面，若欧美对俄制裁长期化，中长期看外围通胀难言见顶，或会保持高位震荡。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，保供稳价的力度延续，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。

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。

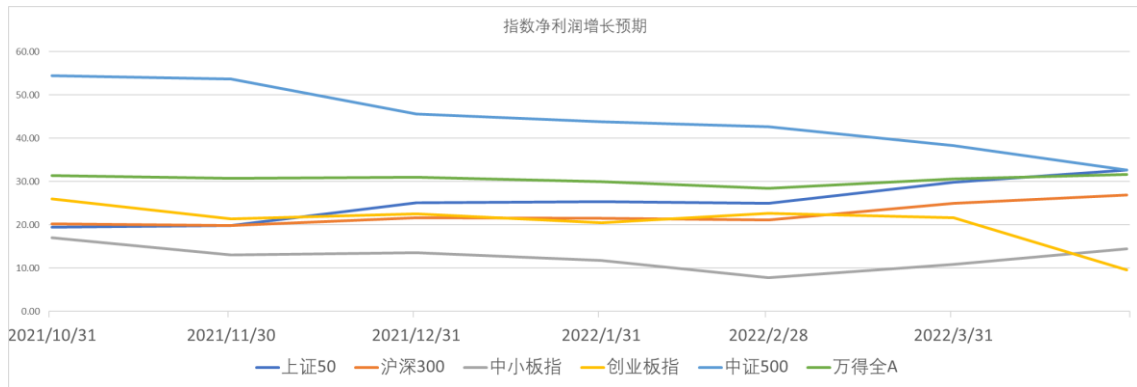
## 4.2 股票市场观点

### 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下行，近期 2022 年 A 股利润增长预期在 31%附近，沪深 300 业绩增长预期趋于上行。万得全 A 预测 PE12.72 倍，处于 13%分位水平，股权溢价率 3.35%，处于 92%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	9.76	8.74	1.23	7.19	0.33	0.27	0.40	0.86
沪深300	11.54	10.02	1.36	5.61	0.20	0.18	0.15	0.92
中小板指	25.43	19.66	3.12	0.88	0.28	0.31	0.15	0.92
创业板指	42.91	28.01	5.23	-0.72	0.37	0.45	0.54	0.92
中证500	16.36	13.41	1.48	3.06	0.03	0.03	0.00	0.99
万得全A	15.62	12.72	1.53	3.35	0.14	0.13	0.09	0.92

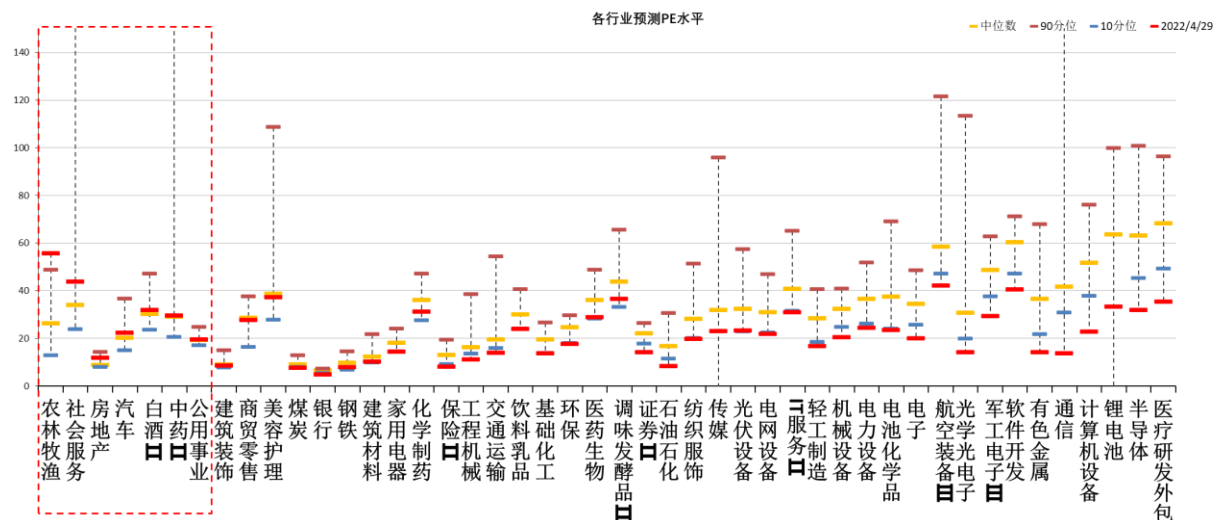
数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.



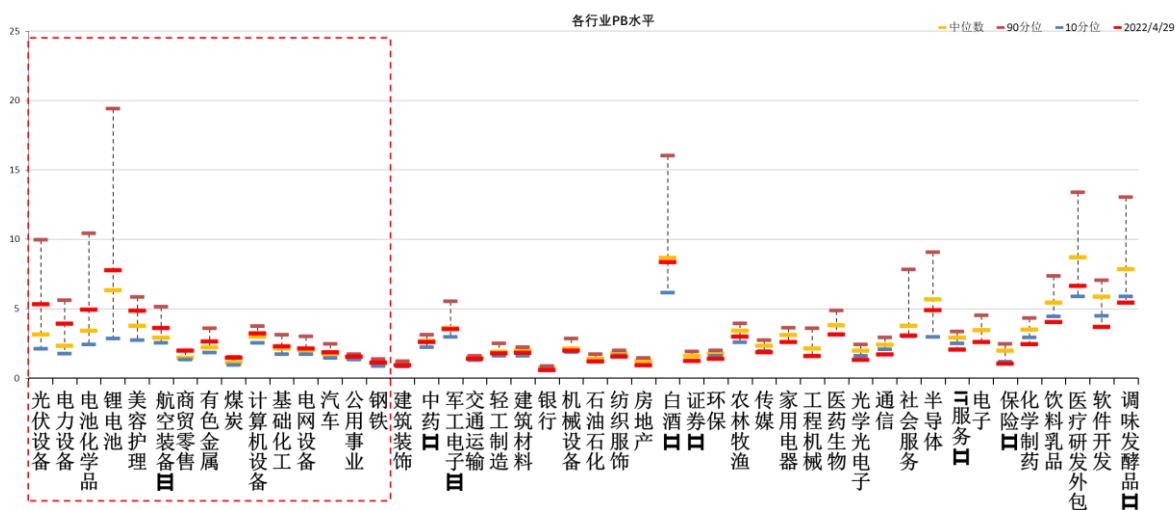
利润增长预期	2021/10/31	2021/11/30	2021/12/31	2022/1/31	2022/2/28	2022/3/31	2022/4/29	趋势
上证50	19.45	19.80	25.10	25.34	24.93	29.83	32.67	↗
沪深300	20.16	19.86	21.61	21.51	21.11	24.96	26.90	↗
中小板指	17.01	13.05	13.49	11.70	7.82	10.91	14.38	↗
创业板指	26.01	21.40	22.58	20.42	22.71	21.62	9.58	↘
中证500	54.49	53.69	45.67	43.88	42.70	38.28	32.71	↘
万得全A	31.34	30.74	30.98	29.98	28.44	30.64	31.66	↗

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 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、房地产等行业估值较高。



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.



数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

4. 2. 2 本周市场探底回升，疫情复苏相关的消费及稳增长板块表现相对较好。周初，受疫情扰动、国内经济增长信心缺失及国际地缘政治矛盾激化影响，大盘深度回调。此后，随着长春逐步解除社会管控、政治局会议坚定经济增长目标稳定市场预期等利好政策出台，大盘连续三日反弹。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 本次政治局会议进一步明确了经济增长目标与稳增长大方向，坚定了市场此前摇摆的政策预期。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，供应链冲击或将边际改善，政策层面也连续在多个重要场合稳定市场预期，此外，近期美债利率上行

趋缓，5月初美联储会议后加息预期也将有靴子落地的窗口期。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，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，5月美联储缩表进程落地及疫情拐点后，成长风格或会有超跌反弹，可关注估值调整到位的优质赛道，如消费、半导体、交运、光伏。节奏上逢低配置有更高性价比。
- 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	2.03	2.43	2.61	2.84	国债	0.09	0.13	0.13	0.15
国开债	2.13	2.59	2.80	3.03	国开债	0.09	0.09	0.09	0.07
AAA信用债	2.46	2.96	3.38	-	AAA信用债	0.04	0.08	0.14	-
AA+信用债	2.57	3.12	3.55	-	AA+信用债	0.04	0.08	0.11	-
AA信用债	2.70	3.38	4.13	-	AA信用债	0.03	0.05	0.09	-
AA-信用债	5.06	5.74	6.49	-	AA-信用债	0.06	0.08	0.20	-

数据来源:Wind, 中加基金. 时间截至 2022 年 4 月 29 日.

债券市场方面，政策重点逐步转向复工复产，市场或会逐步回归稳增长主线，短期博弈点为疫情解封速度。在目前背景下，宏观环境随着时间的演化逐步转向稳



增长，总体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，利率债短期内或会有反弹博弈机会，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。