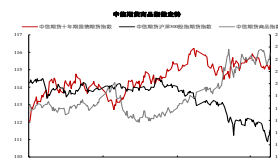


# 宏观考验期，底部博弈期

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

## 报告要点

如果追求 0-1 的变化，5 月可适当博弈部分超跌反弹，但存在波动风险，且海外流动性也有冲击；如果追求 1-10 的确定性，5 月适合观望，长期可逢低布局。



## 摘要：

继美联储超鹰、地缘危机之后，4 月疫情成为今年市场第三波冲击，“稳增长”政策在延续，5 月将面临政策落地的考验。我们从产业链和总量视角大致估算了 5 月江浙沪地区汽车制造、计算机通信电子、电气机械和器材、通用设备行业不同恢复情况下的经济影响。警惕疫情对出口拖累，近期涨价因素对出口的支撑趋弱，出口数量的波动成为主因。

## 资产配置研究团队

研究员：  
张革  
021-60812988  
从业资格号：F3004355  
投资咨询号：Z0010982

姜婧  
021-60812990  
从业资格号：F3018552  
投资咨询号：Z0013315

梳理近期政策和 4 月 29 日政治局会议，重点关注三个层面：第一，政治局会议重申“努力实现全年经济社会发展预期目标”，因而对三季度经济增速有更高预期。第二，发力节奏上要加快落实，方向上强调扩大内需，谋划增量政策工具，政策聚焦基建、消费、资本市场。第三，在守住不发生系统性风险底线情况下，支持房地产市场、资本市场、平台经济的健康平稳发展。政策底进一步夯实，有助预期改善。

经历调整之后，重新审视大类资产的价格与价值，我们从历史对照和股债比价两个方面进行了讨论。股息率与国债收益率的比值已经突破 1.5 倍标准差，权益进入“便宜”区间，但价格便宜与趋势反转中间还隔了一层“价值”逻辑，4 月价格的驱动小于价值。如果追求 0-1 的变化，5 月可适当博弈部分超跌反弹，但面临波动风险，海外流动性也有冲击；如果追求 1-10 的确定性，5 月适合观望，长期可逢低布局。我们认为驱动逻辑再次从价值向价格过渡需满足两个条件，一是疫情影响渐退，5 月观察重点地区疫情防控，二是需求恢复，5 月重点观察疫情后复工进度，以及地产销售修复情况。

**权益：**（1）“稳增长”逻辑延续下地产、基建、金融具备韧性；（2）通胀剪刀差策略延续，消费和金融风格具有比较优势，目前还处于第一阶段，逢低布局食品饮料、家电、消费者服务、银行等；（3）周期板块跟随地产和通胀预期，煤炭、农林牧渔持续关注。

5 月份大类资产展望				
	空	中性	多	
股票				
债券				
商品				
黄金				
人民币				

**债券：**4 月在经济下行，股市下跌，降准等多重利多因素下，10 年债利率反而上行 5BP，更多反映外部压力。如果疫情防控持续改善，4 月大概率是全年经济的底部，5 月美联储加息缩表提速，中美利差已经倒挂，债券从基本面看仍有配置价值，但是修复预期和倒挂因素限制空间，10 年债利率易上难下。

**商品：**农产品在全球通胀预期与供需缺口下易涨难跌，重点关注玉米和油脂油料。工业金属博弈疫情后供给和需求的修复，跟随地产预期。原油地缘敏感度下降，小幅减配。

**风险点：**地缘冲突；货币政策大幅收紧；宽信用不及预期；疫情超预期

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

## 目 录

摘要:	1
一、 2022 年 4 月策略回顾	4
二、 5 月份市场展望: 宏观的考验期, 市场的观望期	5
(一) 从供应链看疫情对经济影响, 5 月进入供应链恢复期	5
(二) 供应链连锁反应, 警惕对出口拖累	9
(三) “稳增长”政策底进一步夯实, 政策聚焦基建、消费、资本市场	12
(四) 经历调整后, 重新审视大类资产的价格与价值	15
(五) 资产配置建议	16
三、 晴雨表跟踪	21
四、 市场综述: 疫情反复, “稳增长”观察期延后	22
免责声明	30

## 图目录

图表 1: 大类资产配置月度表现	4
图表 2: 2022 年 4 月与 2022 年 3 月配置方案明细	4
图表 3: 全国货运流量约为疫情前 80%, 吉林正在恢复	6
图表 4: 对比武汉与吉林, 上海正处于下降阶段	6
图表 5: 部分省份经济结构一览: 制造业在东部和东南沿海省份企业营业收入中占比较高	6
图表 6: 以供应链视角看不同复工进度对经济和出口影响的情景分析	8
图表 7: 4 月底车企产能恢复率在 20%-30%	9
图表 8: 4 月贸易高频指标同比负增长                      单位: %	9
图表 9: 出口金额已现颓势	9
图表 10: 伴随着出口走弱, CCFI 运价指数高位回落	9
图表 11: 运往欧洲、美西、东南亚的集装箱价格高位回落	10
图表 12: 替代效应对出口至美国的拉动小幅下滑	10
图表 13: 替代效应对出口至欧洲的拉动下滑明显	10
图表 14: 出口数量下滑明显, 而出口价格指数仍处高位, 对出口金额形成一定支撑, 但效果趋弱	11
图表 15: 分项商品出口出现不同程度的下滑	11
图表 16: 近期重要“稳增长”政策出台	12
图表 17: 实现全年 5.5%增速的不同 GDP 路径              单位: %	14
图表 18: 4 月制造业最大的压力是配送, 其次是需求	14
图表 19: 建筑业最大压力是人员, 服务业面临需求挑战	14
图表 20: 小企业与大中型企业的差距持续拉大	14
图表 21: 批发零售和金融是服务业中经济贡献最大的产业	14
图表 22: 第三产业就业人数占比 47%	14
图表 23: 股债比价指标已经向上突破 1.5 倍标准差, 指示股票进入“便宜”区间(参考过去 3 年平均数与标准差)	16
图表 24: “股息率/债券利率”指标向上突破 1.5 倍标准差之后的上证指数表现	16
图表 25: 股票行业中得分较高的为电力及公共事业、建筑、银行、非银金融、家电、纺织服装	18
图表 26: 长短端债券收益率表现分化	19
图表 27: 主要品种供需平衡度对比: 贵金属、有色、农产品总体偏强	19

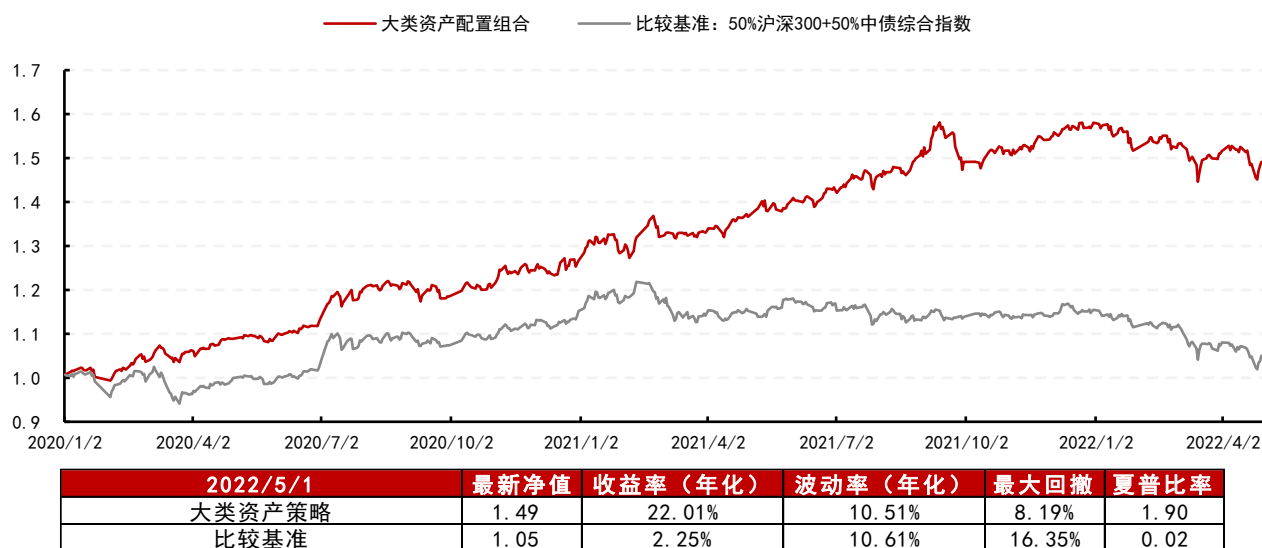
图表 28: 债券晴雨表 .....	21
图表 29: 有色晴雨表 .....	21
图表 30: 原油晴雨表 .....	21
图表 31: 黄金晴雨表 .....	21
图表 32: 受国内疫情冲击影响, 主要经济数据均有不同程度下滑 .....	22
图表 33: 4 月商品房成交面积骤减至 5 年内新低 .....	23
图表 34: 4 月 100 大中城市供应土地面积低于历史同期 .....	23
图表 35: 乘用车销量下滑明显 .....	23
图表 36: 半钢胎生产开工率处于历史低位 .....	23
图表 37: 4 月盛泽坯布库存处在历史低位 .....	24
图表 38: 4 月盛泽织造企业开工率大致处于历史平均水平 .....	24
图表 39: 出口集装箱运价指数高位回落 .....	24
图表 40: 外贸集装箱吞吐量同比增速回暖 .....	24
图表 41: 海外地缘冲突持续发酵, 大宗商品表现优异, 原油受地缘政治、能源危机影响, 领涨大宗 .....	25
图表 42: 通信、消费者服务、传媒、轻工制造、非银、地产估值处于历史底部 .....	26
图表 43: 4 月, 受国内大面积疫情冲击影响, 权益类资产普遍表现较差 .....	26
图表 44: 长短端收益率出现背离 .....	27
图表 45: 4 月商品表现分化, 疫情冲击之下多数大宗表现不佳; 农产品与有色在海外扰动加持下逆势上涨 .....	27
图表 46: 4 月各市场资金流动性有所改善 .....	28
图表 47: 4 月外资流入最多的行业是银行、食品饮料、电力设备及新能源 .....	28
图表 48: 债市震荡, 主要机构中大型银行、城商行、农村金融机构购债回暖 .....	29
图表 49: 大宗商品持仓量、成交金额分化 .....	29

## 一、2022 年 4 月策略回顾

回顾 4 月，国内疫情是风险资产的主要逻辑，内外错位是避险资产的主要逻辑。上海本轮疫情从 3 月中旬防控升级，4 月形势超出此前普遍预期，因而继年初美联储超鹰和俄乌冲突之后，形成对市场预期的第三波冲击。

我们在 3 月末发布的二季度策略《黎明前的“守”与“望”》中提示，在基本面明确之前，市场或将经历一段较为“混沌”或者“颠簸”的阶段，整体配置风格偏防御。

图表 1：大类资产配置月度表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 2：2022 年 4 月与 2022 年 3 月配置方案明细

资产	一级分类	二级分类	2022/03	2022/04
权益	周期	石油石化(中信)	4.4%	0.0%
		煤炭(中信)	2.5%	5.3%
		建筑(中信)	3.4%	6.9%
		建材(中信)	3.5%	6.6%
		房地产(中信)	3.6%	6.1%
	消费	医药(中信)	3.8%	0.0%
		食品饮料(中信)	3.5%	0.0%
		农林牧渔(中信)	3.3%	5.9%
	科技	电子(中信)	3.4%	0.0%
	金融	银行(中信)	8.6%	9.1%
债券	国债	中债-国债总全价(总值)指数	5.9%	7.3%
	信用债	中债-高信用等级债券全价(总值)指数	26.1%	24.5%
	企业债	中债-企业债AA+全价(总值)指数	18.0%	18.2%
商品	贵金属	黄金ETF	4.3%	1.8%
	能源	ICE布油	1.3%	0.5%
	黑色	SHFE螺纹钢	0.0%	1.0%
		DCE铁矿石	0.0%	0.5%
	有色	SHFE锌	2.4%	0.0%
	农产品	DCE豆粕	1.9%	0.0%
		棕榈油	0.0%	0.74%
		玉米	0.0%	2.68%
		普麦	0.0%	2.82%

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、5 月份市场展望：宏观考验期，底部博弈期

展望 5 月，上海疫情逐渐好转，国内宏观形势仍面临两重考验：一是产业链影响和全国其他地区防疫应对；二是如何实现全年经济目标，后续政策发力的方向和力度。对经济预期转弱是前期权益和商品持续调整的主因，对政策受到外部掣肘的担忧是债券空间受限的主因。风险偏好已降至低位，信心重建需要时间，延续二季度防守与观望的总基调，5 月或将进入底部的博弈期。

### （一）从供应链看疫情对经济影响，5 月进入供应链恢复期

4 月 29 日上海首次实现社会面清零，本轮疫情防控取得阶段性成效。考虑本轮上海疫情规模量级，参考武汉、吉林等过往封控地区的经验，感染数字从高位下降大概要持续半个月到一个月时间。后续疫情控制节奏和生产生活恢复进度是影响资本市场信心和节奏的重要因素之一。

4 月 16 日上海发布复工复产指引，重要龙头企业率先复工复产，优先保障汽车制造、集成电路、装备制造、消费电子、食品、医药等重点行业。4 月 22 日上海疫情防控工作新闻发布会提到“一周以来，666 家重点企业已有 70% 实现了复工复产，企业的产能利用率也在不断提高”。

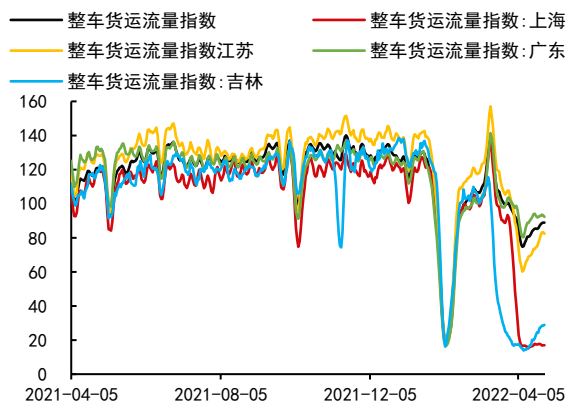
首批复工 666 家白名单企业中汽车相关企业占比最多，超过 250 家，约占 38%，主要是因为上海的工业企业中汽车行业营业收入占比 21%，是上海最大的工业产业。上海工业产业营业收入排名靠前的行业还有计算机、通信和电子制造业、化学原料和制品业、通用设备制造业、电气机械和制造业，等等。

我国经济结构呈现一定地区特征，例如制造业在东部和东南沿海省份企业营业收入中占比较高，食品饮料相关行业在东北和中西部地区营收占比较高，能源和供应原材料加工相关在华北和中西部地区营收占比较高。

复工号角已经吹响，5 月将进入供应链恢复爬坡阶段。再以吉林复工情况作为上海的领先参考，4 月 14 日吉林各市州实现社会面清零，4 月底吉林省整车货运物流指数恢复至 30% 左右。截至 4 月 22 日，吉林省 500 户重点企业员工在岗率达 66.6%，产能利用率达到 60% 以上水平的企业有 34 户，达到 80% 以上水平的企业有 24 户。4 月 28 日长春全市逐步解除社会封控。根据《证券日报》等媒体在 4 月底做的汽车产业链调查，全面实现复工复产仍有难度。当前仍然存在人员到岗有限，物流不畅通，供应链中小企业不稳定，上下游资金压力大等多重阻碍。

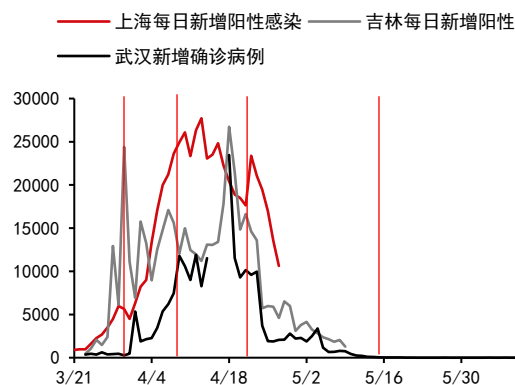


图表 3：全国货运流量约为疫情前 80%，吉林正在恢复



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 4：对比武汉与吉林，上海正处于下降阶段



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 5：部分省份经济结构一览：制造业在东部和东南沿海省份企业营业收入中占比较高

主要行业	广东	上海	江苏	山东	浙江	福建	吉林	北京	河北	河南	黑龙江	广西	贵州	湖南	陕西	山西	四川	湖北
煤炭开采和洗选业	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	0.0%	0.1%	0.5%	0.0%	2.1%	2.9%	4.2%	0.1%	8.7%	0.3%	11.5%	33.6%	0.9%	0.0%
石油和天然气开采业	0.4%	0.1%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%	0.5%	0.2%	8.1%	0.1%	0.0%	0.0%	3.1%	0.5%	1.7%	0.1%
黑色金属矿采选业	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.2%	0.3%	0.0%	1.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.4%	0.9%	0.7%	0.2%
有色金属矿采选业	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.4%	0.9%	0.6%	0.3%	0.6%	0.9%	0.2%	0.3%	0.1%
非金属矿采选业	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.8%	1.0%	0.9%	0.6%	0.0%	0.8%	0.9%
开采专业及辅助性活动	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.4%	0.7%	0.0%	0.3%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.7%	0.0%
其他采矿业	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
农副食品加工业	2.5%	1.1%	2.3%	7.8%	1.2%	3.7%	6.8%	2.0%	4.3%	7.1%	17.0%	9.7%	2.9%	8.4%	4.7%	1.1%	5.6%	7.9%
食品制造业	1.4%	2.3%	0.7%	1.5%	0.8%	2.3%	0.9%	2.2%	2.2%	3.1%	6.1%	1.0%	1.6%	3.4%	2.0%	0.6%	2.5%	2.1%
酒、饮料和精制茶制造业	0.7%	0.3%	0.5%	0.7%	0.6%	1.7%	1.3%	1.1%	0.9%	1.4%	1.5%	1.1%	15.1%	2.0%	2.3%	0.7%	7.9%	1.9%
烟草制品业	0.3%	2.6%	0.7%	0.4%	1.2%	1.0%	1.3%	0.0%	0.6%	1.1%	1.2%	1.5%	4.7%	2.5%	1.0%	0.2%	0.0%	1.9%
纺织业	1.3%	0.5%	3.4%	2.2%	5.2%	5.8%	0.1%	0.1%	1.4%	2.5%	0.2%	0.7%	0.2%	1.6%	0.9%	0.1%	1.4%	4.9%
纺织服装、服饰业	1.6%	0.7%	1.4%	0.8%	2.4%	4.3%	0.3%	0.5%	0.4%	1.7%	0.0%	0.2%	0.2%	0.8%	0.3%	0.1%	0.6%	1.5%
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.8%	0.3%	0.2%	0.3%	1.0%	8.2%	0.0%	0.0%	2.1%	1.5%	0.5%	0.3%	0.3%	1.8%	0.1%	0.0%	0.4%	0.5%
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.3%	0.1%	0.6%	1.5%	0.6%	0.7%	0.3%	0.0%	0.4%	1.0%	0.5%	6.4%	0.5%	1.8%	0.2%	0.0%	0.7%	0.8%
家具制造业	1.3%	0.8%	0.3%	0.2%	1.3%	0.9%	0.0%	0.3%	0.4%	0.8%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%	0.2%	0.0%	0.9%	0.4%
造纸和纸制品业	1.6%	0.8%	1.1%	1.8%	1.9%	2.5%	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%	0.4%	1.5%	1.0%	1.4%	0.4%	0.2%	1.2%	1.1%
印刷和记录媒介复制业	0.9%	0.5%	0.6%	0.3%	0.7%	0.5%	0.1%	0.6%	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%	0.4%	1.1%	0.7%	0.1%	0.8%	1.3%
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.3%	1.8%	1.0%	0.6%	1.7%	2.8%	0.0%	0.2%	0.5%	1.3%	0.0%	0.4%	0.2%	1.1%	0.2%	0.0%	0.3%	1.2%
石油、煤炭及其他燃料加工业	2.4%	3.2%	1.2%	10.7%	2.5%	4.2%	0.5%	2.0%	5.8%	1.9%	11.2%	3.3%	0.9%	1.7%	7.9%	9.2%	1.8%	1.4%
化学原料和化学制品制造业	4.1%	9.9%	6.9%	9.5%	7.1%	3.0%	6.2%	1.4%	4.3%	6.0%	3.8%	2.9%	5.0%	6.0%	5.0%	3.6%	5.3%	7.7%
医药制造业	1.1%	2.6%	2.9%	3.0%	2.3%	0.9%	3.9%	5.7%	1.9%	2.3%	1.8%	1.0%	2.7%	2.6%	2.7%	1.0%	3.0%	2.8%
化学纤维制造业	0.1%	0.1%	1.7%	0.2%	3.5%	4.0%	0.5%	0.0%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.8%	0.1%
橡胶和塑料制品业	3.7%	2.8%	2.7%	2.7%	3.7%	2.6%	1.0%	0.3%	1.7%	1.4%	0.5%	0.7%	2.2%	2.0%	1.1%	0.3%	2.1%	2.1%
非金属矿物制品业	4.1%	2.5%	3.6%	4.6%	4.8%	5.6%	2.1%	2.1%	4.2%	8.2%	3.4%	8.4%	9.6%	8.7%	6.1%	3.2%	8.9%	7.2%
黑色金属冶炼和压延加工业	2.3%	5.3%	7.8%	8.2%	2.5%	6.3%	5.0%	0.5%	30.7%	5.7%	4.1%	14.2%	4.4%	3.7%	4.4%	15.2%	5.4%	4.5%
有色金属冶炼和压延加工业	2.8%	1.4%	3.3%	8.0%	3.5%	6.2%	1.0%	0.3%	1.2%	9.9%	1.2%	9.9%	5.9%	5.2%	5.3%	3.3%	2.2%	2.0%
金属制品业	4.8%	3.2%	5.1%	3.5%	4.5%	2.4%	0.6%	1.5%	5.7%	2.8%	0.8%	1.2%	2.2%	4.0%	1.4%	1.9%	3.7%	3.7%
通用设备制造业	3.2%	9.1%	6.8%	3.5%	7.2%	2.0%	0.6%	2.5%	1.8%	3.7%	2.4%	1.8%	0.9%	4.7%	1.8%	0.7%	3.2%	3.0%
专用设备制造业	2.8%	4.5%	4.8%	3.3%	3.0%	1.2%	0.8%	4.1%	2.5%	4.0%	5.2%	2.1%	0.7%	9.3%	2.5%	1.7%	2.5%	3.0%
汽车制造业	5.7%	21.0%	5.6%	6.4%	6.8%	2.2%	51.5%	18.3%	6.0%	4.4%	4.0%	9.8%	1.5%	3.8%	8.5%	1.5%	5.1%	16.0%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.7%	2.3%	2.2%	1.2%	1.0%	0.4%	3.3%	1.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.4%	2.3%	2.3%	1.4%	0.8%	2.1%	1.2%
电气机械和器材制造业	11.4%	7.4%	10.7%	2.8%	11.0%	6.1%	0.4%	3.9%	3.6%	4.0%	1.8%	1.7%	2.5%	4.4%	5.0%	1.2%	3.5%	4.4%
计算机、通信和其他电子设备制造业	26.9%	13.6%	14.7%	3.8%	7.9%	10.9%	0.4%	18.0%	1.0%	8.8%	0.2%	6.8%	4.3%	6.1%	6.3%	5.0%	14.7%	6.3%
仪器仪表制造业	0.9%	1.2%	1.5%	0.4%	1.6%	0.3%	0.1%	1.4%	0.4%	0.8%	0.3%	0.1%	0.1%	0.5%	0.4%	0.1%	0.6%	0.6%
其他制造业	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.3%	0.5%	0.0%	0.7%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.1%	0.5%	0.2%	0.2%
废弃资源综合利用业	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.5%	0.4%	0.7%	1.7%	0.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%	1.1%
金属制品、机械和设备修理业	0.1%	0.7%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%
电力、热力生产和供应业	4.9%	3.5%	4.3%	6.3%	6.2%	5.6%	7.3%	24.3%	6.9%	5.5%	12.9%	8.4%	15.5%	4.2%	7.4%	10.0%	5.1%	4.9%
燃气生产和供应业	1.1%	1.2%	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	2.0%	1.3%	1.0%	0.6%	0.5%	0.7%	0.4%	1.7%	1.6%	1.2%	0.4%
水的生产和供应业	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.6%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.5%	0.3%

资料来源：各省份统计年鉴 中信期货研究所

我们以上海重点产业为基点，叠加对周边江浙地区供应链的辐射影响，结合不同复工复产进度进行情景假设下的供应链冲击对经济和出口的影响分析。

首先，我们选择汽车制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业，以及通用设备制造业这四个代表性行业。江浙沪地区这四个行业营收占全国比例分别为 29%、26%、40%、47%，具备地域重要性，同时这四个行业对全国工业影响较大，营业收入合计占比超过 28%。

然后，对产能恢复率进行情景假设。（1）对于汽车产业链，上海 1000 多家汽车供应链企业，首批白名单中超 250 家，占比 25%。根据媒体报道和 Mysteel 统计，4 月底多家车企产能恢复率在 20%-30%。（2）对于计算机、通信和其他电子制造业和电气机械和器材制造业，根据上海集成电路协会，上海核心集成电路制造企业的总体产能维持在正常时期的 60%左右，疫情期间始终未停。不过，考虑其他非集成电路行业和非龙头企业情况，我们以 4 月整月维持 30%产能作为基准估算。（3）对于通用设备制造业，参考汽车产能恢复情况。

最后，根据统计局公布的各个行业在江浙沪地区的收入占比，以及各个行业在整体工业产业和出口贸易中的占比，我们大致推算 5 月不同供应链恢复至 50%、70%、90%情况下的经济影响。

就结论而言，汽车制造、计算机通信电子、电气机械和器材、通用设备行业的供应链问题可能会拉低二季度工业企业营收约 1%-3%，拉低二季度出口约 1%-2%。汽车行业因为零部件数量众多对整体供应链冲击较大，或拉低二季度工业企业整体营收 0.5%-1%，计算机通信电子、电气机械和器材、通用设备行业或拉低二季度工业企业整体营收 1%-2%。此外，需重点关注计算机通信电子、电气机械和器材和通用设备制造业对二季度出口数据的负面影响。

需要注意的是，由于样本和信息有限，供应链估算时还使用了一些假设：假设一，上海与周边江苏、浙江互为产业链一环，具有联动效应。假设二，计算行业加总影响时假设 5 月恢复进度相同，但实际可能程度不同。假设三，只考虑了江浙沪地区行业变化对整体的影响，假设其他地区和其他行业不变。

图表 6：以供应链视角看不同复工进度对经济和出口影响的情景分析

假设价格不变	4月上旬停工两周，至4月16日发布《复工指南》	4月底供应链恢复至30%	(1)5月供应链恢复至50%	二季度累计减少	(2)5月供应链恢复至70%	二季度累计减少	(3)5月供应链恢复至90%	二季度累计减少
对上海重点产业影响	减少二季度产量16.7%	减少二季度产量11.7%（汽车产能在20%-30%，部分集成电路龙头企业在60%）	减少二季度产量16.7%	-45.0%	减少二季度产量10%	-38.3%	减少二季度产量3.3%	-31.7%
假设周边供应链影响程度减半（即初期备有一定存货）				假设5月之后已无存货，同步恢复。				
对周边供应链影响	减少二季度产量8.3%	减少二季度产量5.8%	减少二季度产量16.7%	-30.8%	减少二季度产量10%	-24.2%	减少二季度产量3.3%	-17.5%
(1) 以汽车制造业为视角								
按照上海汽车工业企业收入占全国12%，江浙沪汽车工业企业收入占全国29%								
对全国汽车工业企业营收影响	-3.4%	-2.4%	-4.8%	-10.6%	-2.9%	-8.7%	-1.0%	-6.8%
按照规模以上工业企业收入中汽车制造业占比7%								
对总体工业企业营收影响	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.2%	-0.6%	-0.1%	-0.5%
按照汽车制造业出口依赖度：出口交货值/营业收入=5%								
对汽车出口交货值影响	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	-0.4%	0.0%	-0.3%
按照工业企业出口交货值中汽车制造业占比3%								
对总体工业企业出口影响	-0.01%	0.00%	-0.01%	-0.02%	0.00%	-0.01%	0.00%	-0.01%
(2) 以计算机、通信和其他电子设备制造业为视角								
按照上海计算机、通信和其他电子设备制造业企业收入占全国5%，江浙沪企业收入占全国26%								
对全国计算机、通信和其他电子设备制造业工业企业营收影响	-1.8%	-1.8%	-4.3%	-8.0%	-2.6%	-6.2%	-0.9%	-4.5%
按照规模以上工业企业收入中计算机、通信和其他电子设备制造业占比11%								
对总体工业企业营收影响	-0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.9%	-0.3%	-0.7%	-0.1%	-0.5%
按照计算机、通信和其他电子设备制造业出口依赖度：出口交货值/营业收入=48%								
对计算机、通信和其他电子设备制造业出口交货值影响	-0.9%	-0.9%	-2.1%	-3.8%	-1.2%	-3.0%	-0.4%	-2.2%
按照工业企业出口交货值中计算机、通信和其他电子设备制造业占比45%								
对总体工业企业出口影响	-0.4%	-0.4%	-0.9%	-1.7%	-0.6%	-1.3%	-0.2%	-1.0%
(3) 以电气机械和器材制造业为视角								
按照上海电气机械和器材制造业企业收入占全国5%，江浙沪电气机械和器材制造业收入占全国40%								
对全国电气机械和器材制造业企业营收影响	-1.8%	-1.8%	-4.3%	-8.0%	-2.6%	-6.2%	-0.9%	-4.5%
按照规模以上工业企业收入中电气机械和器材制造业占比6.5%								
对总体工业企业营收影响	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.3%
按照电气机械和器材制造业出口依赖度：出口交货值/营业收入=17%								
对电气机械和器材制造业出口交货值影响	-0.3%	-0.3%	-0.7%	-1.4%	-0.4%	-1.1%	-0.1%	-0.8%
按照工业企业出口交货值中电气机械和器材制造业占比10%								
对总体工业企业出口影响	-0.03%	-0.03%	-0.07%	-0.14%	-0.04%	-0.11%	-0.01%	-0.08%
(4) 以通用设备制造业为视角								
按照上海通用设备制造业企业收入占全国10%，江浙沪通用设备制造业收入占全国47%								
对全国通用设备制造业企业营收影响	-4.8%	-3.3%	-7.8%	-15.9%	-4.7%	-12.8%	-1.6%	-9.6%
按照规模以上工业企业收入中通用设备制造业占比3.7%								
对总体工业企业营收影响	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.6%	-0.2%	-0.5%	-0.1%	-0.4%
按照通用设备制造业出口依赖度：出口交货值/营业收入=14%								
对通用设备制造业出口交货值影响	-0.7%	-0.5%	-1.1%	-2.2%	-0.7%	-1.8%	-0.2%	-1.3%
按照工业企业出口交货值中通用设备制造业占比4.5%								
对总体工业企业出口影响	-0.03%	-0.02%	-0.05%	-0.10%	-0.03%	-0.08%	-0.01%	-0.06%



小计

四个行业累计营业收入在工业企业中占比超过 28%

对总体工业企业营收影响	-0.7%	-0.6%	-1.4%	-2.7%	-0.8%	-2.2%	-0.3%	-1.6%
对总体工业企业出口影响	-0.5%	-0.4%	-1.1%	-2.0%	-0.6%	-1.5%	-0.2%	-1.1%

资料来源：新闻资料 各省份统计年鉴 Wind 中信期货研究所

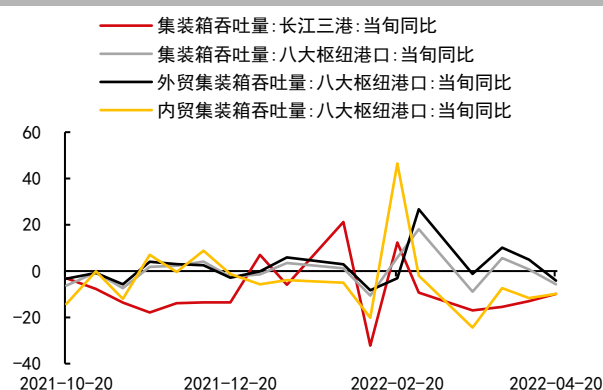
图表 7：4 月底车企产能恢复率在 20%-30%

车企	产能恢复率
上汽	20%
特斯拉	30%
上汽大众	30%
上海本地核心零部件厂	15%-20%
通用	20%
理想	50%
长春发动机	20%-30%
吉利台州工厂	30%-40%
吉利沃尔沃	20%
奥迪	20%-25%

资料来源：Mysteel 新闻资料 中信期货研究所

图表 8：4 月贸易高频指标同比负增长

单位：%

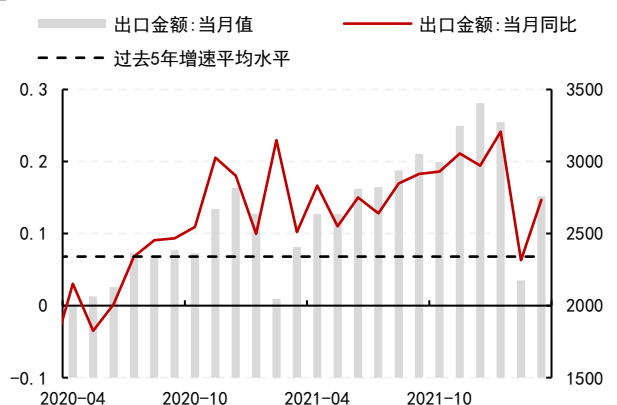


资料来源：Wind 中信期货研究部

## （二）供应链连锁反应，警惕对出口拖累

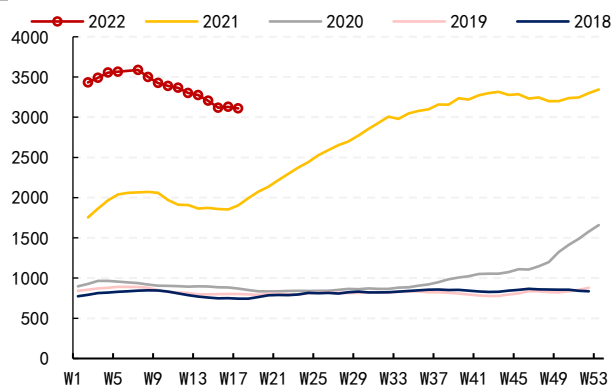
**近期出口金额增速下降明显。**回顾 2021 年，出口持续超出市场预期，对我国经济增速拉动明显。随着海外制造业产能的逐步恢复，我国受替代效应拉动的出口份额也逐步转弱。从 3 月的出口金额增速数据来看，尽管较 2 月增速有所反弹，但这更多是春节效应褪去所致，整体而言 3 月出口较 2021 年下半年下滑明显。

图表 9：出口金额已现颓势



资料来源：Wind 中信期货研究所

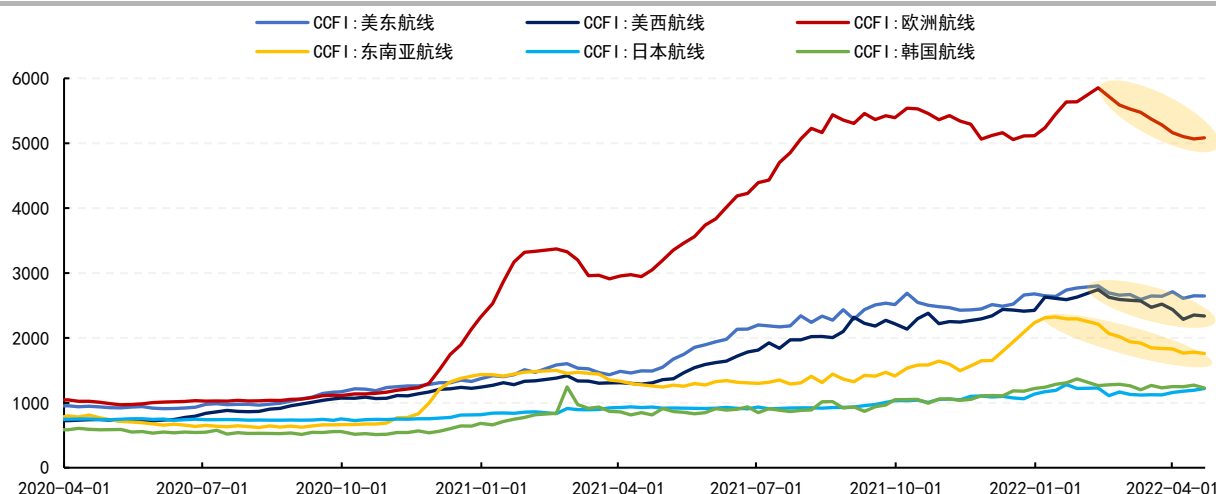
图表 10：伴随着出口走弱，CCFI 运价指数高位回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

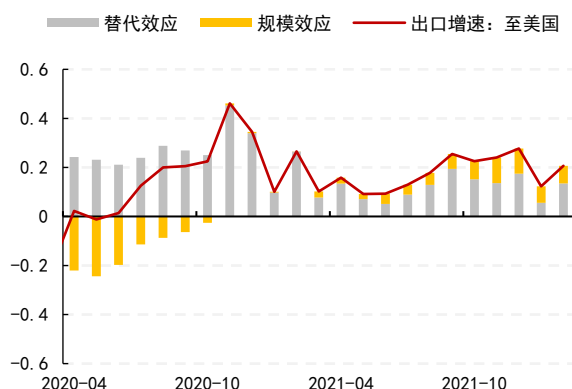
从 CCFI 运价指数来看，过去两个月，中国出口海外的运费高位回落。CCFI 运价的回落表明市场对于出口运力的需求有所减弱，也从侧面揭示了当下出口转弱的趋势。而从出口地的结构来看，出口至美西、欧洲、东南亚三个区域的运力需求下滑最为明显。结合至美欧的出口驱动力分解替代效应拉动的出口份额减幅在近期较为明显。因此，CCFI 出口结构拆解图揭示了在海外产能修复背景下，部分在疫情期间承接的出口订单已有回流迹象。

图表 11：运往欧洲、美西、东南亚的集装箱价格高位回落



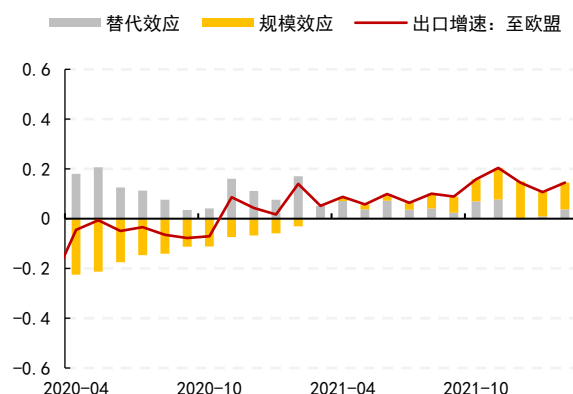
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：替代效应对出口至美国的拉动小幅下滑



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 13：替代效应对出口至欧洲的拉动下滑明显



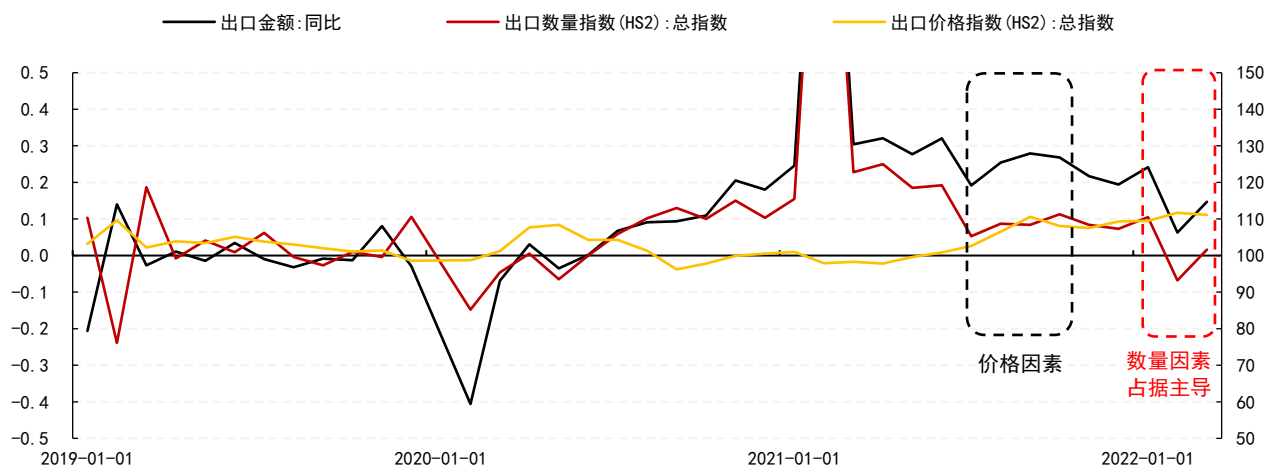
资料来源：Wind 中信期货研究所

以上分析主要是从出口金额角度来看整体出口。然而由于过去几个月中，受到国内外供需错配以及地缘政治的影响，主要商品上游原材料价格大幅提升，出口金额难以实质显示出口数量的高低变化。为此，我们对于出口进行了量价拆分，以期可以获得更为清晰的认知。

整体而言，近期出口中涨价因素的支撑趋弱，出口数量的波动是当下主要影响因素。我们将出口金额同比增速与出口数量指数和出口价格指数进行了比对。结果显示，涨价因素对于出口的拉动边际走弱，近期出口金额增速的波动主要是

受到了出口数量同比的拉动。不过，考虑到价格指数尚处高位，对于出口增速仍有支撑。

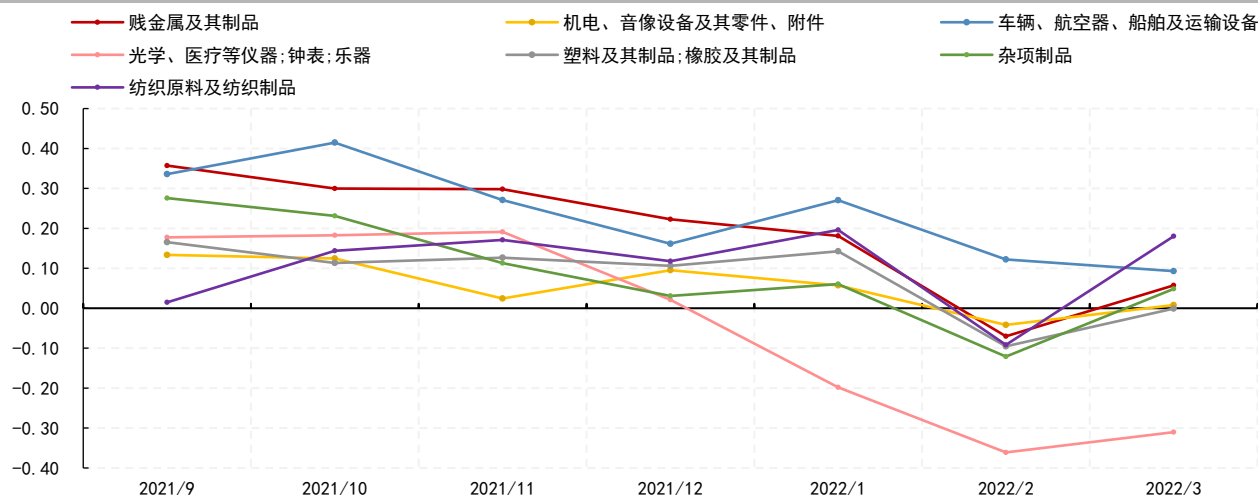
图表 14：出口数量下滑明细，而出口价格指数仍处高位，对出口金额形成一定支撑，但效果趋弱



资料来源：Wind 中信期货研究所

从出口商品的数量结构上看，3月受到国内疫情扰动，各类商品整体的出口数量均有不同程度的下滑。随着海外疫情管控放松，以及新冠疫苗和口服药的普及，医疗器械类的需求已有实质性下滑。而受到国内疫情封控影响，多数东部沿海地区生产停滞，医疗器械以外的主要产品的出口数量在3月也有较明显的边际下滑。边际视角下，下滑最为明显的是车辆、航空器、船舶等，具体原因在于本次疫情爆发中心吉林和上海在汽车制造业上有比较明显的布局。因此，疫情封城对于汽车制造业的影响尤为明显。

图表 15：分项商品出口出现不同程度的下滑



资料来源：Wind 中信期货研究所

往后看，出口增速将边际放缓，但韧性犹存，可以关注结构性亮点。当下出口主要面临两个因素扰动，分别是1)国内疫情扰动，产品生产受限；2)替代效应褪去，出口上行动能不足。第一点疫情因素更多是短期扰动，预计步入5月，疫情扰动会逐渐褪去，生产经营活动有望迎来修复。而第二点因素的影响则偏长

期。不过，考虑到当下价格尚处高位，出口金额上总体仍有支撑。因此，参考今年1月的出口结构数据，并非所有商品出口数量都将有所下滑，部分商品比如纺织、塑料制品、杂项、车辆的出口或有所反弹。因此，我们认为出口整体的增速会边际放缓，但是韧性犹存，可以关注结构性亮点。

### （三）“稳增长”政策底进一步夯实，政策聚焦基建、消费、资本市场

疫情冲击下，二季度经济有二次触底风险，相应地“稳增长”政策也在层层加码，进一步夯实政策底部。梳理近期重要政策，既有完善长期顶层设计的“个人养老金”、“全国统一大市场”制度建设，也有针对短期疫情防控和经济增长的降准货币政策，物流供应链保障，以及扩大内需、促进外贸出口政策。

图表 16：近期重要“稳增长”政策出台

时间和来源	领域	政策	影响
4月8日 国务院办公厅	制度建设	《关于推动个人养老金发展的意见》个人养老金制度属于政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的补充养老保险制度。构建以基本养老保险为基础、以企业年金和职业年金为补充，与个人储蓄性养老保险和商业养老保险相衔接的“三支柱”养老保险体系。	我国社会保障体系建设顶层设计中的一个重要制度安排。提升养老保障，丰富资产配置选择。
4月10日 国务院办公厅	制度建设	《关于加快建设全国统一大市场的意见》加快建立全国统一的市场制度规则，打破地方保护和市场分割，打通制约经济循环的关键堵点，促进商品要素资源在更大范围内畅通流动，加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场。强化市场基础制度规则统一，降低制度性交易成本。	加快推进大宗商品期现货市场建设，不断完善交易规则。打造统一的要素和资源市场，建设全国统一的能源市场。
4月15日 人民银行	货币政策	中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。共计释放长期资金约5300亿元。	宽货币延续，但0.25个百分点相对克制。
4月18日	产业链、供应链	全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定会议。发放使用全国统一通行证，要着力稳定产业链供应链，通过2000亿元科技创新再贷款和用于交通物流领域的1000亿元再贷款撬动1万亿元资金，建立汽车、集成电路、消费电子、装备制造、农用物资、食品、医药等重点产业和外贸企业白名单。	强调稳定产业链供应链，复工复产信号。
4月18日 人民银行 外汇局	内需、出口	出台23条举措，加大对受疫情影响行业、企业、人群等金融支持，抓好抓实金融支持实体经济政策落地，促进外贸出口发展。支持适度超前基建，放松商品房最低首付比例、最低贷款利率要求，支持地产合理融资需求。	加大金融支持实体力度，促进外贸出口。
4月25日 国务院办公厅	消费	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》做好基本消费品保供稳价。创新消费业态和模式。积极推进实物消费提质升级。加力促进健康养老托育等服务消费。持续拓展文化和旅游消费。大力发展绿色消费。充分挖掘县乡消费潜力。	促进消费持续恢复
4月25日 人民银行	汇率、货币政策	中国人民银行决定自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%。	释放稳定汇率信号
4月26日 中央财经委员会	基建	研究全面加强基础设施建设问题。要适度超前，加强五大产业基建（1）交通、能源、水利等网络型，（2）信息、科技、物流等，（3）城市基础设施，（4）农业农村，（5）国家安全。	产业升级和维护国家安全，畅通大循环，扩大内需。
4月29日 中共中央政治局会议	经济工作	高效统筹疫情防控和社会经济发展。加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用。要做好能源资源保供稳价工作，抓好春耕备耕工作。要坚持全国一盘棋，确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转。	再次重申“努力实现全年经济社会发展预期目标”，强调基建和消费扩内需，确保物流畅通，守住不发生系统性风险底线，支持房地产市场、资本市场、平台经济的健康发展。

资料来源：中国政府网 人民银行 中信期货研究所

4月29日中央政治局会议内容延续了前期重要会议工作重点，并对未来经济工作给出指引，重点关注三个层面信息：

第一，会议重申“努力实现全年经济社会发展预期目标”。在吉林、上海疫情的连续冲击下，经济下行压力加大，市场对于今年是否能实现5.5%左右的增速目标争议较大。政治局会议传达出清晰信号，有利明确预期。考虑疫情冲击，如果二季度GDP增速低于5%，则需要下半年增速在6%以上，才可能实现全年5.5%的增速目标。相对来说，三季度增速大幅上升的概率较高。此外，为了实现5.5%，大约需要4.5%左右的投资增速，7%左右的消费增速，10%左右的出口增速。

第二，经济“稳增长”发力的节奏和方向。一方面，节奏上要加快落实和谋划增量政策工具，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。另一方面，产业政策发力方向上，强调全力扩大内需，包括基建和消费的带动作用，这里与4月25日《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》和4月26日中央财经委会议的“适度超前基建”相呼应。此外，还包括对受疫情严重冲击的市场主体纾困帮扶，能源资源保供稳价，保春耕，保障民生，稳就业，确保物流畅通和供应链稳定。

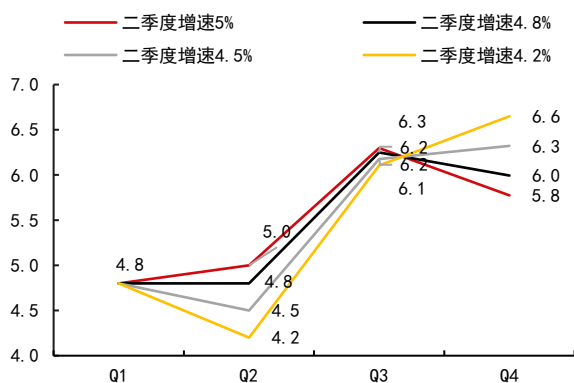
第三，强调风险管控与行业健康发展的关系，在守住不发生系统性风险底线情况下，支持房地产市场、资本市场、平台经济的健康平稳发展。政策“纠偏”，改善预期，进一步夯实政策底部。

4月经济领先指标PMI显示当前制造业最大的压力来源于供货商配送时间，也就是物流和供应链，其次是新订单和新出口订单走弱。建筑业最大压力是从业人员，主要受限于疫情管控。而服务业最大的挑战是需求疲弱，新订单萎缩，已经连续2个月处于景气低迷范围。此外，小企业与大中型企业的差距持续拉大。

当前国内主要面临稳增长、稳就业、稳物价的挑战，需要高效统筹疫情防控和社会经济发展。疫情环境下工业产业链恢复难以一蹴而就，制造业虽承载最多就业容量，但还面临外部输入型成本压力与外需出口环境变化，房地产政策落地仍需时间且商品房需求有待收入预期改善，因而稳增长和稳就业政策将进一步聚焦扩大内需，尤其是基建、消费和资本市场。第三产业就业人数占比47%，其中批发零售业和金融业经济贡献最大。

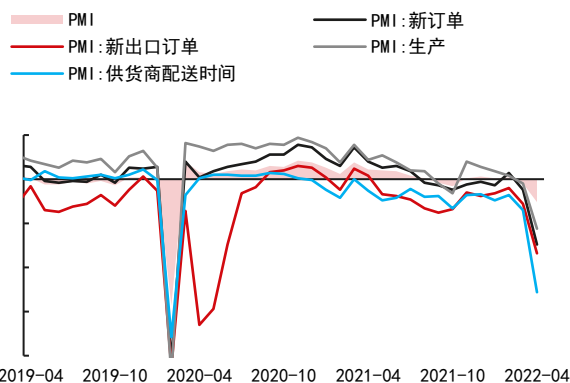


图表 17：实现全年 5.5% 增速的不同 GDP 路径 单位：%



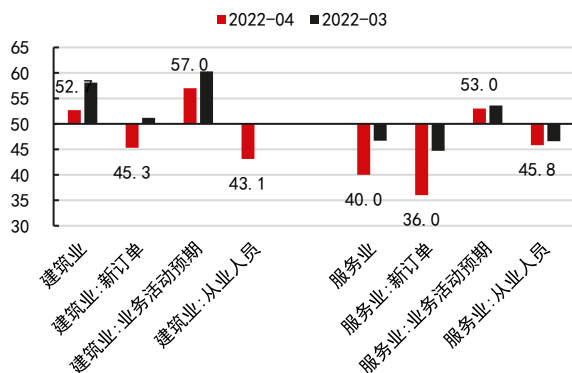
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 18：4 月制造业最大的压力是配送，其次是需求



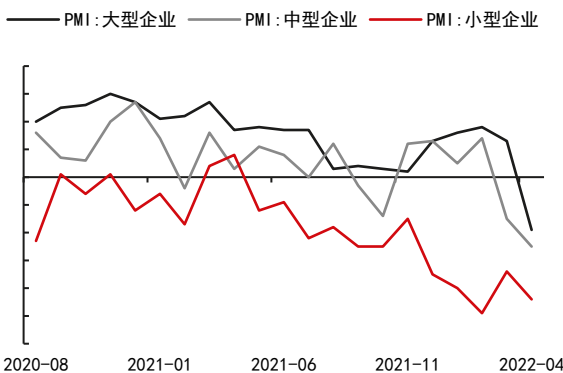
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 19：建筑业最大压力是人员，服务业面临需求挑战



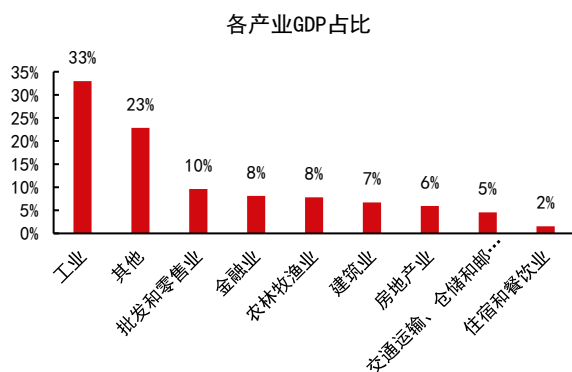
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 20：小企业与大中型企业的差距持续拉大



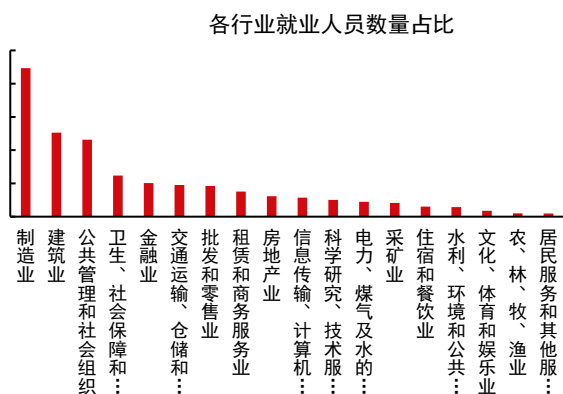
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 21：批发零售和金融是服务业中经济贡献最大的产业



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 22：第三产业就业人数占比 47%



资料来源：Wind 中信期货研究所

#### （四）经历调整后，重新审视大类资产的价格与价值

年初以来，国内市场经历了三波冲击，分别来自美联储超鹰政策、海外地缘危机、奥密克戎疫情。今年前4个月，wind全A指数累计下跌22%，10年债利率在2.67%-2.86%之间震荡，原油和农产品累计涨幅超过30%。市场持续交易“类滞胀”逻辑。

近20年来除2008年以外只有2年股市的年度跌幅超过20%，分别是2011年和2018年，wind全A指数跌幅分别是22%和28%。宏观环境都是“稳增长”的年份，背后的相似与差异我们曾在《从稳增长节奏看资产配置逻辑》做过具体讨论。对应稳增长节奏，当前处于第二阶段，即基建初见成效和政策落地期，因此权益继续下跌的空间有限。

股息率与国债收益率的比值是个简单的股债比价指标，背后一是反映资金对投资回报的预期，二是反映市场情绪。假设收益率符合正态分布，这个指标在3月15日首次到达1.5倍标准差，意味着股票继续变得“更便宜”变成小概率事件，理论上股票已经具备性价比。但即使4月广义和狭义流动性充裕，上证指数还是下跌了6.3%。说明不一定便宜就要马上买，或者还不是足够便宜。**在这个阶段，价格的驱动小于价值。**

为了验证这个指标的反转效果，我们统计了2007年至今“股息率/债券利率”指标向上突破1.5倍标准差之后的上证指数表现。除2008年和2013年在当月迅速反转以外，其他几次在突破1.5倍之后，股市延续了几个月弱势，短则1-2个月，长则6-7个月。不过，拉长时间，该信号出现后的半年和一年后平均涨幅9.48%和13.6%。

因此，经过前期的调整，权益已经进入“便宜”区间，但价格便宜与趋势反转中间还隔了一层“价值”逻辑。如果追求0-1的变化，5月可适当博弈部分超跌反弹，但面临波动风险，海外流动性也有冲击；如果追求1-10的确定性，5月适合观望，长期可逢低布局。我们认为驱动逻辑再次从价值向价格过渡需满足两个条件，一是疫情影响渐退，5月观察重点地区疫情防控，二是需求恢复，5月重点观察地产销售和土地数据，以及产业链复工进度。

图表 23：股债比价指标已经向上突破 1.5 倍标准差，指示股票进入“便宜”区间（参考过去 3 年平均数与标准差）



图表 24：“股息率/债券利率”指标向上突破 1.5 倍标准差之后的上证指数表现

首次突破 1.5std	2008/11	2011/12	2012/05	2013/07	2018/07	2018/10	2019/07	2020/02	平均
此后下跌月数	0	1	7	0	6	3	1	2	2.5
累计跌幅	-1.28%	-3.59%	-17.68%	-1.85%	-13.45%	-3.22%	-7.87%	-3.15%	-6.51%
半年后涨跌幅	43.31%	6.45%	-13.10%	6.05%	-13.42%	24.51%	1.49%	20.51%	9.48%
一年后涨跌幅	77.97%	-11.15%	-8.68%	2.66%	6.94%	14.09%	-0.68%	27.62%	13.6%

资料来源：Wind 中信期货研究所

## （五）资产配置建议

综上，“稳增长”政策在延续，5 月将面临政策落地的考验，关注上海以外重点城市疫情防控，产业链复工进度，疫情对出口的连锁反应，地产销售情况。经济恢复难以一蹴而就，但从近期政策密集发布和上海疫情形势好转来看，市场信心正在改善。

整体上，我们延续二季报《黎明前的“守”与“望”》基调，**市场正处于底部调整期，波动较大**。经过前期的调整，权益已经进入“便宜”区间，不过，价格便宜与趋势反转中间还隔了一层“价值”逻辑。如果追求 0-1 的变化，5 月可适当博弈部分超跌反弹，但面临波动风险，海外流动性也有冲击；如果追求 1-10 的确定性，5 月适合观望，长期可逢低布局。

具体而言，权益关注三条逻辑：一是，“稳增长”逻辑延续下地产、基建、金融的韧性；二是，通胀剪刀差策略延续，消费和金融风格具有比较优势，目前还

处于第一阶段，逢低布局食品饮料、家电、消费者服务、银行等；三是周期板块跟随地产和通胀预期，煤炭、农林牧渔持续关注。

债券方面，内部受到国内经济下行制约，外部受到海外流动性收紧制约。不过，4月在国内经济下行，股市下跌，降准释放流动性等多重利好因素下，10年债利率反而上行5BP，背后更多反映外部压力上升。如果疫情防控持续改善，4月大概率是全年经济的底部，5月美联储加息缩表提速，中美利差已经倒挂，债券从基本面看仍有配置价值，但是修复预期和倒挂因素限制空间，10年债利率易上难下。

商品方面，国内关注疫情后需求恢复逻辑，海外短期仍是通胀逻辑，美国一季度GDP不及预期，下半年警惕金融压力向实体传导。农产品在全球通胀预期与供需缺口下易涨难跌，重点关注玉米和油脂油料。工业金属博弈疫情后供给和需求的修复，跟随地产预期。原油地缘敏感度下降，小幅减配。

图表 25：股票行业中得分较高的为电力及公共事业、建筑、银行、非银金融、家电、纺织服装

股市														
		估值		预测	盈利			宏观	资金	行业	EPS	估值	盈利	合计
市场	当前价格	PE(TTM)	历史分位数	EPS增速	ROE	变化	历史分位数	经济	资金	预期	利润增速	纵向比较	纵向比较	算术平均
上证指数	3047.06	11.90	<div><div></div></div> 9%	—	2.71	<div><div></div></div> -7.60	<div><div></div></div> 10%	3	3	3	—	5	1	3.0
沪深300	4016.24	11.85	<div><div></div></div> 20%	—	2.85	<div><div></div></div> -8.38	<div><div></div></div> 10%	3	4	4	—	5	1	3.4
中小100	7613.63	26.66	<div><div></div></div> 27%	—	2.46	<div><div></div></div> -7.01	<div><div></div></div> 10%	3	3	3	—	4	1	2.8
创业板指	2319.14	45.90	<div><div></div></div> 39%	—	2.54	<div><div></div></div> -11.41	<div><div></div></div> 24%	3	3	3	—	4	2	3.0
上证50	2805.34	9.94	<div><div></div></div> 32%	—	3.20	<div><div></div></div> -9.10	<div><div></div></div> 14%	3	4	3	—	4	1	3.0
中证500	5627.90	16.95	<div><div></div></div> 3%	—	2.12	<div><div></div></div> -6.26	<div><div></div></div> 24%	3	3	3	—	5	2	3.2
行业（中信一级）														
石油石化(中信)	2341.62	10.42	<div><div></div></div> 1%	—	3.05	<div><div></div></div> -5.92	<div><div></div></div> 40%	3	3	3	—	1	3	2.6
煤炭(中信)	3008.04	9.01	<div><div></div></div> 16%	—	5.58	<div><div></div></div> -10.75	<div><div></div></div> 50%	3	4	3	—	1	3	2.8
有色金属(中信)	6359.78	18.97	<div><div></div></div> 0%	—	4.74	<div><div></div></div> -9.02	<div><div></div></div> 80%	2	4	3	—	1	1	2.2
电力及公用事业(中信)	2375.77	57.31	<div><div></div></div> 100%	—	1.38	<div><div></div></div> -1.77	<div><div></div></div> 5%	4	4	3	—	5	5	4.2
钢铁(中信)	1686.75	9.04	<div><div></div></div> 29%	—	2.37	<div><div></div></div> -11.52	<div><div></div></div> 58%	3	3	3	—	2	3	2.8
基础化工(中信)	6338.16	18.97	<div><div></div></div> 7%	—	4.61	<div><div></div></div> -11.44	<div><div></div></div> 55%	3	3	3	—	1	3	2.6
建筑(中信)	3498.41	10.63	<div><div></div></div> 58%	<div><div></div></div> 31%	2.23	<div><div></div></div> -5.94	<div><div></div></div> 18%	4	4	4	5	3	5	4.2
建材(中信)	8018.64	12.34	<div><div></div></div> 22%	<div><div></div></div> 40%	2.01	<div><div></div></div> -13.95	<div><div></div></div> 18%	4	4	3	2	2	5	3.3
轻工制造(中信)	3087.84	23.10	<div><div></div></div> 22%	<div><div></div></div> 32%	1.65	<div><div></div></div> -7.19	<div><div></div></div> 13%	3	3	3	3	4	1	2.8
机械(中信)	5176.68	29.36	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 80%	1.62	<div><div></div></div> -6.74	<div><div></div></div> 25%	3	1	3	1	5	2	2.5
电力设备及新能源(中信)	9480.07	37.28	<div><div></div></div> 23%	<div><div></div></div> 89%	2.64	<div><div></div></div> -6.30	<div><div></div></div> 33%	4	1	3	2	4	2	2.7
国防军工(中信)	7481.05	53.58	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 74%	1.37	<div><div></div></div> -4.49	<div><div></div></div> 25%	4	3	4	1	5	2	3.2
汽车(中信)	7617.06	31.23	<div><div></div></div> 62%	<div><div></div></div> 72%	1.84	<div><div></div></div> -4.70	<div><div></div></div> 5%	3	2	3	4	2	1	2.5
商贸零售(中信)	3594.69	67.99	<div><div></div></div> 82%	<div><div></div></div> 54%	1.52	<div><div></div></div> 4.96	<div><div></div></div> 8%	3	3	4	3	1	1	2.5
消费者服务(中信)	9869.17	248.07	<div><div></div></div> 92%	<div><div></div></div> 34%	0.84	<div><div></div></div> -1.80	<div><div></div></div> 8%	3	3	3	2	1	1	2.2
家电(中信)	12083.77	16.25	<div><div></div></div> 14%	<div><div></div></div> 55%	3.73	<div><div></div></div> -12.50	<div><div></div></div> 10%	3	3	4	5	5	1	3.5
纺织服装(中信)	2624.61	23.15	<div><div></div></div> 11%	<div><div></div></div> 61%	2.34	<div><div></div></div> -5.73	<div><div></div></div> 15%	3	3	4	5	5	1	3.5
医药(中信)	11187.97	31.55	<div><div></div></div> 10%	<div><div></div></div> 66%	4.34	<div><div></div></div> -9.34	<div><div></div></div> 25%	2	1	3	5	5	2	3.0
食品饮料(中信)	28444.61	36.48	<div><div></div></div> 60%	<div><div></div></div> 27%	6.80	<div><div></div></div> -13.25	<div><div></div></div> 20%	3	5	4	2	3	1	3.0
农林牧渔(中信)	5826.42	1317.93	<div><div></div></div> 96%	<div><div></div></div> 19%	-3.28	<div><div></div></div> 4.19	<div><div></div></div> 5%	3	3	4	1	1	1	2.2
银行(中信)	7894.93	5.18	<div><div></div></div> 1%	<div><div></div></div> 7%	2.94	<div><div></div></div> -7.81	<div><div></div></div> 3%	4	5	4	5	5	1	4.0
非银行金融(中信)	6832.51	12.43	<div><div></div></div> 2%	<div><div></div></div> 25%	1.74	<div><div></div></div> -8.48	<div><div></div></div> 3%	4	3	3	5	5	1	3.5
房地产(中信)	5575.69	18.49	<div><div></div></div> 96%	<div><div></div></div> 39%	0.61	<div><div></div></div> -1.09	<div><div></div></div> 3%	3	4	4	2	1	1	2.5
交通运输(中信)	1827.93	24.14	<div><div></div></div> 54%	<div><div></div></div> 162%	1.72	<div><div></div></div> -7.80	<div><div></div></div> 20%	3	4	2	2	3	1	2.5
电子(中信)	6306.06	30.12	<div><div></div></div> 4%	<div><div></div></div> 42%	2.11	<div><div></div></div> -9.94	<div><div></div></div> 23%	3	1	3	5	5	2	3.2
通信(中信)	3142.51	24.77	<div><div></div></div> 0%	<div><div></div></div> 51%	1.79	<div><div></div></div> -3.69	<div><div></div></div> 30%	3	3	3	5	5	2	3.5
计算机(中信)	4409.71	103.78	<div><div></div></div> 48%	<div><div></div></div> 127%	0.25	<div><div></div></div> -4.95	<div><div></div></div> 5%	3	1	3	4	3	1	2.5
传媒(中信)	1938.73	32.88	<div><div></div></div> 10%	<div><div></div></div> 46%	1.39	<div><div></div></div> -4.18	<div><div></div></div> 13%	3	3	3	5	5	1	3.3
综合(中信)	3332.23	143.15	<div><div></div></div> 58%	<div><div></div></div> 442%	0.57	<div><div></div></div> -2.02	<div><div></div></div> 10%	3	3	3	5	3	1	3.0
综合金融(中信)	668.35	37.62	<div><div></div></div> 13%	<div><div></div></div> 58%	0.47	<div><div></div></div> -4.69	<div><div></div></div> 10%	4	3	3	5	5	1	3.5

资料来源：Wind 中信期货研究所

注：从宏观、资金、行业、估值、盈利五个方面对股票板块和行业打分，分值范围从1至5分，得分越高表现越好；  
数据截至4月29日



图表 26：长短端债券收益率表现分化

债市					
利率债	收益率 (%)	本月变动 (%)	资金	当前利率 (%)	本月变动 (%)
10年期国债	2.84	● 0.05	Shibor 3M	2.22	● -0.16
5年期国债	2.61	● 0.04	7天逆回购	2.10	● 0.00
1年期国债	2.03	● -0.10	14天逆回购	2.25	● 0.00
10年期国开债	3.03	● -0.01	1年LPR	3.70	● 0.00
5年期国开债	2.80	● 0.00	5年LPR	4.60	● 0.00
1年期国开债	2.13	● -0.16	MLF	2.85	● 0.00
信用债	收益率 (%)	本月变动 (%)	信用利差		
			当前利差 (BP)	本月变动 (BP)	历史分位数
10年期AAA级企业债	3.73	● -0.08	89.27	● -13.33	63.1%
5年期AAA级企业债	3.38	● -0.12	76.65	● -16.23	77.0%
1年期AAA级企业债	2.46	● -0.22	42.44	● -12.19	13.5%
10年期AA+级企业债	3.93	● -0.09	109.24	● -14.32	43.3%
5年期AA+级企业债	3.55	● -0.15	93.67	● -19.23	56.7%
1年期AA+级企业债	2.57	● -0.24	53.55	● -14.18	13.5%
10年期AAA级城投债	3.90	● -0.01	105.79	● -5.89	80.6%
5年期AAA级城投债	3.41	● -0.09	79.85	● -13.06	72.2%
1年期AAA级城投债	2.45	● -0.25	41.92	● -15.00	8.3%
10年期AA+级城投债	4.19	● -0.01	134.80	● -5.89	88.9%
5年期AA+级城投债	3.55	● -0.14	93.85	● -18.05	46.0%
1年期AA+级城投债	2.52	● -0.31	48.56	● -20.98	5.2%

资料来源：Wind 中信期货研究所

注：● 下跌，● 上涨，● 不变，数据截至 4 月 29 日

图表 27：主要品种供需平衡度对比：贵金属、有色、农产品总体偏强

品种		核心变量				中期展望
		供给	需求	库存	核心逻辑	
强金融属性	黄金	-	-	-	美国经济见顶，通胀提前进入拐点	震荡偏强
	铜	整体供应充裕，加工费继续回升，海关进口有所改善。	国内需求现实偏弱，海外需求有回落预期	三大交易所+保税区库存低位继续累积	全球铜供需略微趋松，短期人民币贬值施压铜价，中长期看流动性收紧和经济回落压力犹存。	震荡
能源	原油	美国和 OPEC+供给释放偏慢，整体偏紧。	海外需求偏强，国内受疫情影响的需求在逐步恢复。	库存低位，且累库弱于季节性。	地缘风险度降低，供给缓慢回升，库存低位支撑价格。	震荡
	动力煤	供应超预期宽松。	淡季需求偏弱，疫情抑制电力需求。	电厂库存继续累积，港口库存小幅去化。	短期呈现宽松格局，中期关注关注旺季前的补库力度。	震荡
	PVC	检修产量将陆续重启，供应存回升预期。	现实需求受疫情和地产资金紧张双重压力打击，但出口需求仍存。	物流受限，社会库存维持高位水平。	高估值、弱需求叠加强预期后移，承压震荡。	震荡
	螺纹钢	低利润制约供给回升。	现实需求受疫情和地产资金紧张双重压力打击。基建存发力预期。	库存处于同期高位，去库速度较慢。	弱现实与强预期并存，但弱现实的矛盾正在逐步积累，利润很	震荡

					低,但原料端出现松动,成本支撑并不坚挺,需警惕负反馈。	
	铝	欧洲铝供应依然受高能源价格制约,国内复产预期增加。	疫情对下游开工施压,龙头企业开工率创两个月新低。	国内库存处于历史低位。	国内产量投产如期进行,疫情干扰下导致供需错配,短期走势偏弱,但需求存在改善预期,供给则长期存在瓶颈。	震荡偏强
工业冶金原料	铁矿石	发运有回升预期,到港逐渐抬升。	钢企低利润叠加华北疫情干扰,需求受限。	库存短期延续去化,但整体高位,后期有累库预期。	终端需求偏弱的压力逐渐向矿端传导,自身供需格局偏松,或将逐步承压。	震荡偏弱
	双焦	山西疫情管控松动,原料制约减弱,焦化厂开工率回升。	钢企低利润叠加华北疫情干扰,需求受限。	全产业链低库存,总库存延续去化。	终端需求偏弱压力逐渐向双焦端传导,价格高位叠加供给问题出现缓解,逐渐承压。	震荡偏弱
	镍	港口镍矿库存回升,镍铁进口和产量均回升,电解镍进口窗口依旧关闭。	不锈钢企业生产高位,新能源车销量向好。	库存短期小幅累积。	镍铁依旧偏紧,电解镍货源稀缺,需求有改善预期。	震荡偏强
化工	PTA	成本高位震荡;PX 开工率较低;PTA 开工率维持往年最低位,供应较紧。	聚酯装置产能基数有所上升,但负荷率下降,需求较上月有所回落。	流通环节去库放缓,下游聚酯产销维持偏弱,库存抬升去库压力增大。	预计 PTA 将继续去库,维持偏多方向。	震荡
	LLDPE	生产比例维持低位,但聚烯烃其他品种有不同程度的复产,供应利好消散。	因农膜进入淡季,疫情使其其他需求下滑,需求较弱。	工厂库存持续去化,总库存相对高位。	短期较弱,但原油较为抗跌,叠加疫情后需求恢复,逢低偏多。	震荡偏强
油脂油料	豆粕	美豆种植意向增幅超预期,国内大豆进口预增但增幅下调,供给近紧远松。	需求仍处周期相对高位,但生猪出栏将会对需求带来扰动。	表现与隐形库存仍处历年低位。	近期库存低,供应紧,但长期美豆种植意向强,压制豆粕价格。	震荡偏弱
	油脂	马来、印尼棕油均增产,但印尼或暂停棕油出口;美豆新作面积预增;菜油新作变动不大。总体向松。	食用需求被动承受高价;原油高价,生柴有较强预期。	棕油、豆油库存变化不大,仍处近年最低位。	供给向松,需求被动承受,生柴有预期,震荡偏弱但跌幅有限。	震荡
饲料养殖	玉米	基层余粮较少,贸易商惜售挺价。疫情影响下运力仍偏紧。供给仍紧。	饲料需求短期有韧性,但不乐观,深加工企业按需采购,开机率下降。需求中性。	深加工库存环比上升,同比下降。	余粮较少,替代品小麦国际价格连创新高,谷物整体供需偏紧,高位震荡运行。	震荡偏强
	生猪	能繁母猪存栏环比下降,现货价格上涨强化压栏情绪,短期出栏下降。	劳动节将近需求或改善,但仍有疫情压制。	现货上涨后冻品建库放缓,冻品库存持平。	虽有疫情压制需求,但乐观预期导致短期生猪出栏下降。长期看,产能去化或将兑现,开启新周期。	震荡
软商品	棉花	国内棉花销售缓慢,进口同比大幅降低,供给偏弱。	下游持续偏弱,工厂减产将开机情况日益显著。	总库存环比下降,但处近年高位。	外盘强势,但国内基本面偏弱,上行缺乏动力。	震荡
	白糖	国内白糖产量小幅下调。原油价格上升,支撑国际糖价。	3 月产销数据改善;3 月食糖销量高于往年同期。	糖厂库存同比下降。	内外倒挂支撑郑糖,后期内盘会追随外盘。	震荡偏强

资料来源: Wind 中信期货研究所

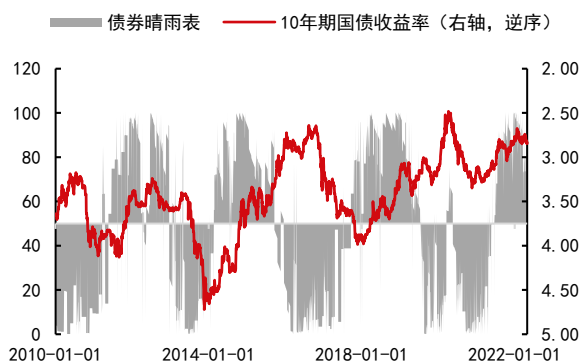
### 三、晴雨表跟踪

此前，在我们的大类资产周期轮动研究中推出了大类资产的晴雨表系列，而在本次月报里我们对于已有的资产晴雨表开始做一个跟踪。晴雨表的构建思想主要是针对每类资产，利用供需基本面、经济、利率、汇率、技术等指标，构建一套多维度的打分系统。

该系统旨在以量化打分的思想，对于当下各大类资产的牛熊做出描述。如果晴雨表打分高于 50，则表示当前该类资产处于牛市状态；反之，如果晴雨表打分低于 50，则表示当前该类资产处于熊市状态。值得一提的是，晴雨表仅是量化视角下给出的一系列佐证，是我们对于资产价格走势判断的补充。

最新的模型结果显示：当前债券处于牛市、有色处于熊市、原油处于熊市、黄金处于牛市状态。

图表 28：债券晴雨表



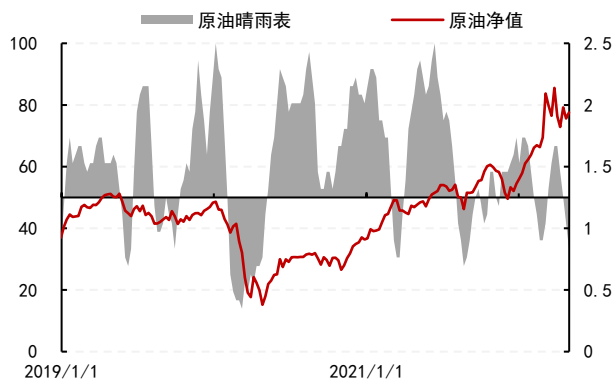
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 29：有色晴雨表



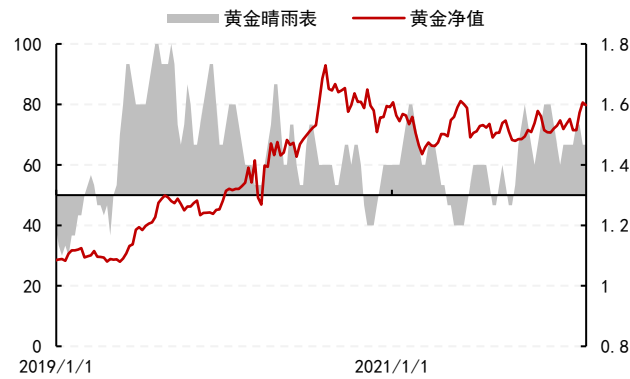
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 30：原油晴雨表



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 31：黄金晴雨表



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、市场综述：疫情反复，“稳增长”观察期延后

图表 32：受国内疫情冲击影响，主要经济数据均有不同程度下滑

主要经济数据	单位	经济预测		变动	2022			2021						最近2年 曲线图**
		更新时间	预测值		22/3	22/2	22/1	21/12	21/11	21/10	21/9	21/8	21/7	
GDP	当季同比 (%)	-	-	-	4.8			4			4.9			
制造业PMI	(%)	04-30	47.4(实际)	-0.7	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1	50.4	
工业增加值	当月同比 (%)	05-16	5.2	-7.8	5.0	12.8	3.9	4.3	3.8	3.5	3.1	5.3	6.4	
固定资产投资	累计同比 (%)	05-16	7.5	-2.9	9.3	12.2	-	4.9	5.2	6.1	7.3	8.9	10.3	
制造业投资	累计同比 (%)	05-16	-	-5.3	15.6	20.9	-	13.5	13.7	14.2	14.8	15.7	17.3	
基建(不含电力)	累计同比 (%)	05-16	-	0.4	8.5	8.1	-	0.4	0.5	1.0	1.5	2.9	4.6	
房地产	累计同比 (%)	05-16	-1.0	-3.0	0.7	3.7	-	4.4	6.0	7.2	8.8	10.9	12.7	
社会消费品零售	当月同比 (%)	05-16	-1.8	-10.2	-3.5	6.7	-	1.7	3.9	4.9	4.4	2.5	8.5	
CPI	当月同比 (%)	05-11	1.6	0.6	1.5	0.9	0.9	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	1.0	
PPI	当月同比 (%)	05-11	7.4	-0.5	8.3	8.8	9.1	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	9.0	
城镇调查失业率	(%)	05-15	5.8	0.3	5.8	5.5	5.3	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	5.1	
出口金额	当月同比 (%)	05-09	7.9	8.4	14.7	6.3	24.2	20.9	21.7	26.8	27.9	25.4	19.2	
进口金额	当月同比 (%)	05-09	4.1	-10.6	-0.1	10.5	19.9	19.6	31.3	20.1	16.7	32.5	28.2	
M2	当月同比 (%)	05-09	9.5	0.5	9.7	9.2	9.8	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	8.3	
新增人民币贷款	当月值 (亿元)	05-09	14266.7	19000.0	31300.0	12300.0	39800.0	11300.0	12700.0	8262.0	16600.0	12200.0	10800.0	

资料来源：Wind 中信期货研究所

### （一）宏观环境综述

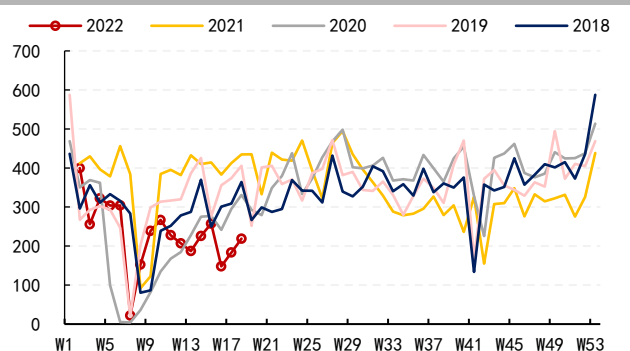
“内忧外患”之下，经济的三重压力仍存。自 2021 年 12 月中央经济工作会议定调“稳增长”至今，已有 4 月有余。2022 年第 1 季度无论是信贷数据还是基建投资数据均体现了“稳增长”政策发力的决心与力度。然而行至 3 月，国内疫情再起，打断了经济原本筑底回升的进程。目前市场再度面临预期与现实的博弈，且预期或已由强转弱。具体而言，2022 年初至今，经济受到了三连击，分别是：1) 海外冲突推升市场避险情绪以及大宗价格；2) 美联储开启强加息周期，资本外流担忧重现；3) 国内疫情再起，强力封控措施，打断了预期与现实修复的过程。内外的三连击之下，经济上的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力并未有实质好转，宽信用的观察期大幅延后。

国常会与中央政治局会议均释放积极信号，再次确认“稳增长”政策决心。3 月末国常会表态要“咬定全年发展目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，稳定经济的政策早出快出，不出不利于稳定市场预期措施，制定应对可能遇到更大不确定性的预案”。4 月末中央政治局会议同样释放积极信号，再次重申“动态清零”的必要性，但也强调“最大限度减少疫情对于经济社会发展的影响”，同时表态“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。高层持续释放出积极政策信号，如果后续疫情防控保持良好，二季度疫情修复后的经济持续改善预期。

## (二) 中观高频验证

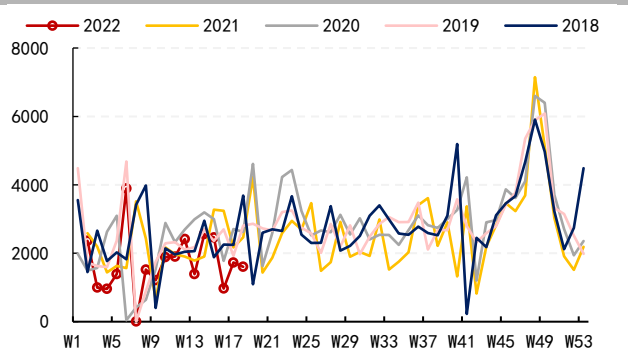
**地产：销售数据季节性反弹，但出于历史同期最低水平。**尽管 2022 年以来，地产政策以“因城施策”的方式在边际上有所宽松。目前多地下调房贷利率，放松限购等。然而，从销售数据来看，政策放松效果不佳。30 大中城市销售数据显示，目前商品房成交面积虽有反弹，但更多是季节性原因，总体仍处在 5 年来的历史低位。而从供给端来看，100 大中城市土地供应同样不佳出于历史低位。

图表 33：4 月商品房成交面积骤减至 5 年内新低



资料来源：Wind 中信期货研究所

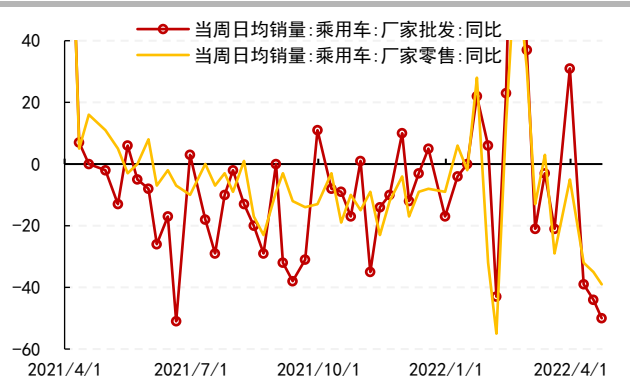
图表 34：4 月 100 大中城市供应土地面积低于历史同期



资料来源：Wind 中信期货研究所

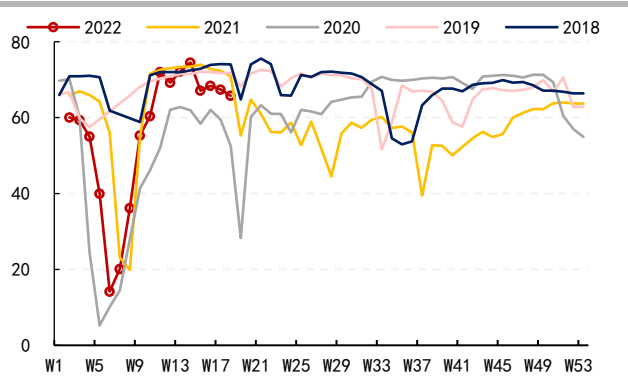
**汽车：行业景气度回落。**乘联会数据显示，疫情前，在剔除春节效应之后，汽车销量已持续改善。然而，国内大范围的疫情反复令汽车销售数据出现大幅滑坡，最新厂家零售和批发数据分别仅录得-50%和-39%。轮胎开工数据方面，同样表现不佳，仅好于 2020 年同期水平。往后看，疫情因素仍将在短期内对生产销售形成干扰，叠加海外芯片交付问题再起，短期内行业景气度回落。

图表 35：乘用车销量下滑明显



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 36：半钢胎生产开工率处于历史低位

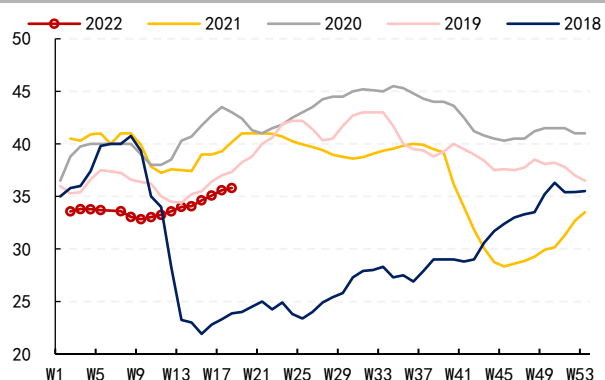


资料来源：Wind 中信期货研究所

**纺织服装：4 月纺织服装生产景气度回落。**最新盛泽地区坯布库存与开工率数据揭示了 4 月纺织服装业景气的回落，目前与 2020 年疫情爆发早期持平。从库存角度来看，季节性累库开启，处于历史低位，显示目前相关厂商补库动能不足。总体来看，虽然织造企业不在疫情中心，但生产活动依旧受到了当地管控措施的影响，总体生产低迷。此外，海外需求有所回落，短期内纺织服装业的景气度或在低位。

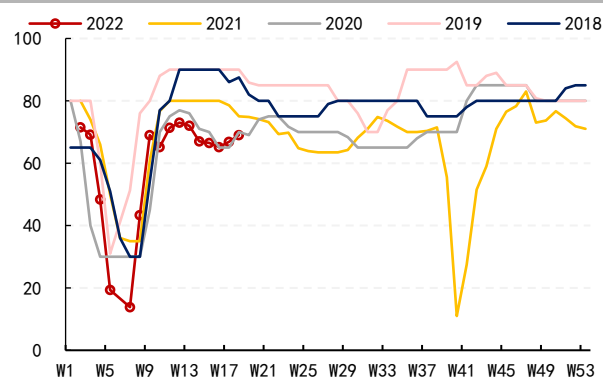


图表 37：4 月盛泽坯布库存处在历史低位



资料来源：Wind 中信期货研究所

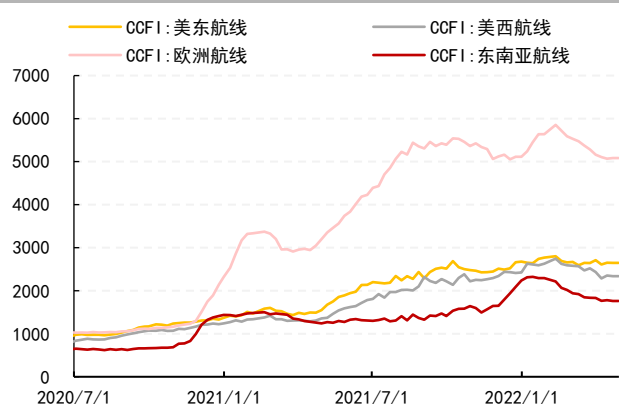
图表 38：4 月盛泽织造企业开工率大致处于历史平均水平



资料来源：Wind 中信期货研究所

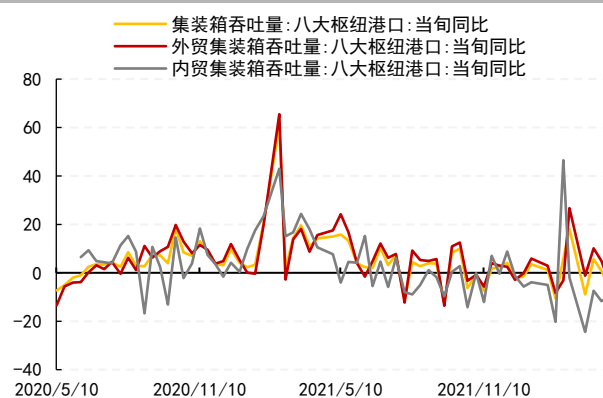
**出口：4 月出口维持韧性。**CCFI 运价指数是出口的高频领先指标。从 CCFI 集装箱运价指数来看，主要航线运价在近期回调较为明显，尤其是欧洲、美西、东南亚三个地区。随着海外对于疫情的钝化处理，疫情在海外的干扰逐渐褪去，东南亚的产能有所修复。因此，未来我国或面临着部分出口订单回流东南亚的局面。此外，结合八大枢纽港口的集装箱吞吐情况来看，4 月数据受到疫情影响明显，吞吐量数据回落至 0 点以下。集装箱运费与我国港口数据揭示近期我国出口存在一定的压力。

图表 39：出口集装箱运价指数高位回落



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 40：外贸集装箱吞吐量同比增速回暖



资料来源：Wind 中信期货研究所

(一) 大类资产追踪：原油>商品>货币>国债>黄金>A股

回顾 4 月，所有资产中，商品板块整体表现较好，其中原油领涨。原油在 4 月领涨大类资产，油价在 100 美元/桶高位宽幅震荡，此前的风险溢价有所减弱。但是，海外地缘冲突仍在持续发酵，欧美对俄制裁措施显著影响了俄罗斯的原油出口，油市供需紧平衡状态未改。同样的，欧美对俄制裁措施也持续推升农产品价格。而 4 月的黄金价格在美联储加息影响下有所回调。

债市方面，长短端收益率出现背离。4 月，在多点疫情持续的背景下，经济下行压力不减反增。为了应对疫情反复，国常会于 4 月 13 日再提降准，随后央行于 4 月 15 日宣布下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。在充裕的流动性加持下，短端收益率在 4 月持续下行。然而，长端收益率不降反增。我们认为这背后有两层原因。其一，降准幅度低于预期，且该工具的落地预示着短期内降息落地的概率降低，降息预期暂时落空。其二，高层持续表态稳增长，强调全年 GDP5.5% 的目标不放松，在相信全年经济增长目标的交易逻辑下，长端收益率底部支撑较强。

权益资产 4 月表现低迷。3 月以来，权益类资产的总体表现较差，我们认为背后的原因可能主要有两点原因。其一，海外因素持续扰动权益市场。无论是美联储的提前加息预期还是今日的俄乌冲突恶化均对 A 股市场的情绪造成了扰动。其二，本轮疫情波及范围之大，影响之深仅次于 2020 年疫情爆发初期。疫情的再度侵袭打乱了经济原本的筑底行情，微观主体生产经营活动停滞，宽信用观察期显著拉长。

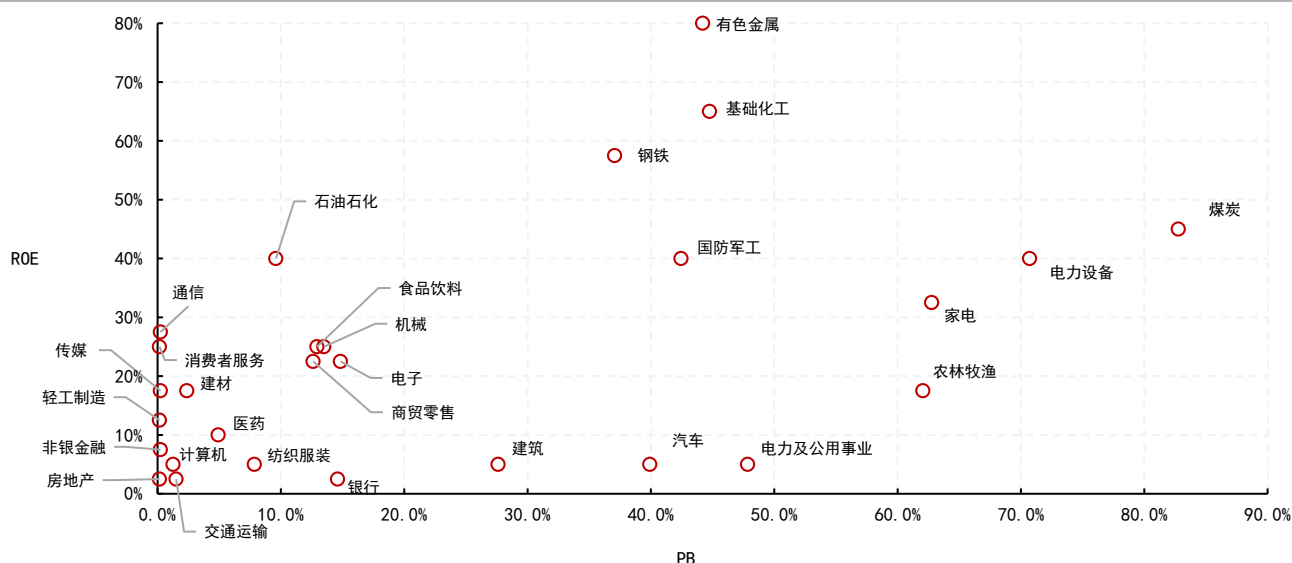
图表 41：海外地缘冲突持续发酵，大宗商品表现优异，原油受地缘政治、能源危机影响，领涨大宗

收益排序	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09	21-08	21-07	21-06	21-05
高	原油	商品	黄金	原油	原油	国债	原油	原油	A股	商品	原油	黄金
↓	信用债	原油	原油	商品	商品	A股	黄金	商品	货币	黄金	商品	原油
中	商品	黄金	商品	国债	黄金	货币	货币	A股	国债	国债	货币	A股
↓	货币	货币	A股	信用债	A股	信用债	信用债	货币	信用债	原油	信用债	国债
低	国债	国债	货币	货币	国债	黄金	国债	国债	黄金	信用债	国债	货币
	黄金	信用债	信用债	黄金	货币	商品	A股	信用债	商品	货币	A股	信用债
	A股	A股	国债	A股	信用债	原油	商品	黄金	原油	A股	黄金	商品

资料来源：Wind 中信期货研究所

# 1. 股票市场：受国内大面积疫情冲击影响，权益类资产普遍表现较差

图表 42：通信、消费者服务、传媒、轻工制造、非银、地产估值处于历史底部



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 43：4 月，受国内大面积疫情冲击影响，权益类资产普遍表现较差

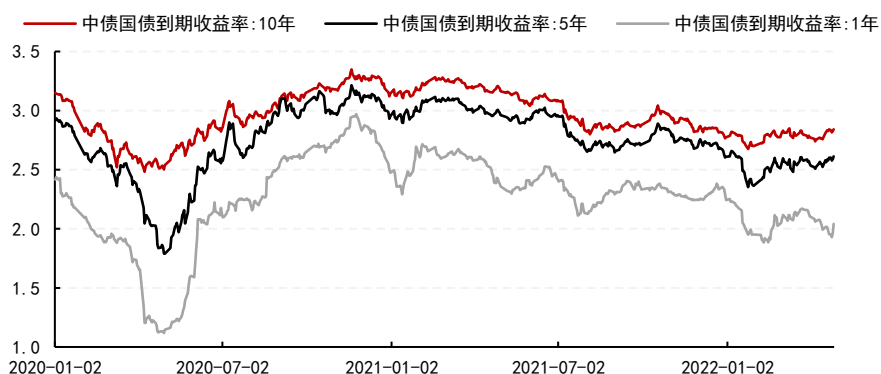
类别	中信一级行业	当前价格	过去2年价格	收益率					估值		盈利	
				1个月	3个月	6个月	2022年至今	2021年	PE (TTM)	过去2年PE	股息率	ROE (平均)
周期	石油石化	2341.62		-5.46%	-12.83%	-12.80%	-13.35%	18.14%	10.42		3.61	3.05
	煤炭	3008.04		-3.90%	18.63%	21.78%	16.64%	43.68%	9.01		3.59	5.58
	有色金属	6359.78		-11.98%	-11.58%	-17.25%	-17.18%	37.57%	18.97		0.70	4.74
	电力及公用事业	2375.77		-5.76%	-10.58%	-11.40%	-17.82%	25.37%	57.31		2.24	1.38
	钢铁	1686.75		-8.18%	-14.34%	-14.62%	-17.65%	39.64%	9.04		4.16	2.37
	基础化工	6338.16		-12.29%	-15.05%	-24.36%	-22.07%	41.53%	18.97		1.02	4.61
	建筑	3498.41		-2.06%	-5.73%	6.26%	-3.79%	23.98%	10.63		1.86	2.23
	建材	8018.64		-7.16%	-14.50%	-8.35%	-17.35%	7.30%	12.34		2.08	2.01
	轻工制造	3087.84		-14.04%	-20.76%	-18.07%	-28.19%	10.35%	23.10		1.51	1.65
	机械	5176.68		-14.03%	-23.45%	-27.54%	-30.70%	12.82%	29.36		1.22	1.62
	电力设备及新能源	9480.07		-14.97%	-22.03%	-33.83%	-28.21%	33.78%	37.28		0.58	2.64
	国防军工	7481.05		-13.14%	-18.42%	-24.51%	-32.90%	5.33%	53.58		0.41	1.37
	汽车	7617.06		-8.44%	-20.42%	-28.89%	-28.08%	17.68%	31.23		1.67	1.84
消费	交通运输	1827.93		-1.40%	-9.37%	-0.81%	-11.58%	7.39%	24.14		1.39	1.72
	商贸零售	3594.69		-6.60%	-10.68%	-9.62%	-17.07%	8.08%	67.99		1.63	1.52
	消费者服务	9869.17		1.90%	-11.51%	-19.50%	-14.80%	-22.96%	248.07		0.49	0.84
	家电	12083.77		-0.39%	-17.97%	-14.48%	-21.60%	-18.48%	16.25		3.46	3.73
	纺织服装	2624.61		-9.13%	-12.41%	-8.54%	-18.37%	11.00%	23.15		2.75	2.34
	医药	11187.97		-13.81%	-10.54%	-21.25%	-22.11%	-6.99%	31.55		0.88	4.35
	食品饮料	28444.61		4.40%	-6.72%	-11.84%	-16.66%	-7.41%	36.48		1.39	6.80
金融	农林牧渔	5826.42		-12.64%	-10.44%	-4.95%	-17.25%	-6.33%	1317.93		1.18	-3.28
	银行	7894.93		-3.51%	-6.95%	-5.81%	-1.87%	2.04%	5.18		4.72	2.94
	非银行金融	6832.51		-9.33%	-17.56%	-17.52%	-20.85%	-19.40%	12.43		2.32	1.74
科技	房地产	5575.69		-8.15%	-2.00%	8.78%	-3.84%	-4.41%	18.49		3.64	0.61
	电子	6306.06		-13.22%	-25.11%	-28.95%	-34.87%	15.44%	30.12		0.76	2.11
	通信	3142.51		-13.41%	-19.05%	-17.07%	-27.50%	2.64%	24.77		0.90	1.79
	计算机	4409.71		-16.01%	-24.93%	-25.76%	-32.53%	2.49%	103.78		0.57	0.25
科技	传媒	1938.73		-14.47%	-18.42%	-14.19%	-32.67%	10.66%	32.88		1.50	1.39

资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据截至4月29日

## 2. 债券市场：经济疲软之下，货币进一步放松，债市调整明显

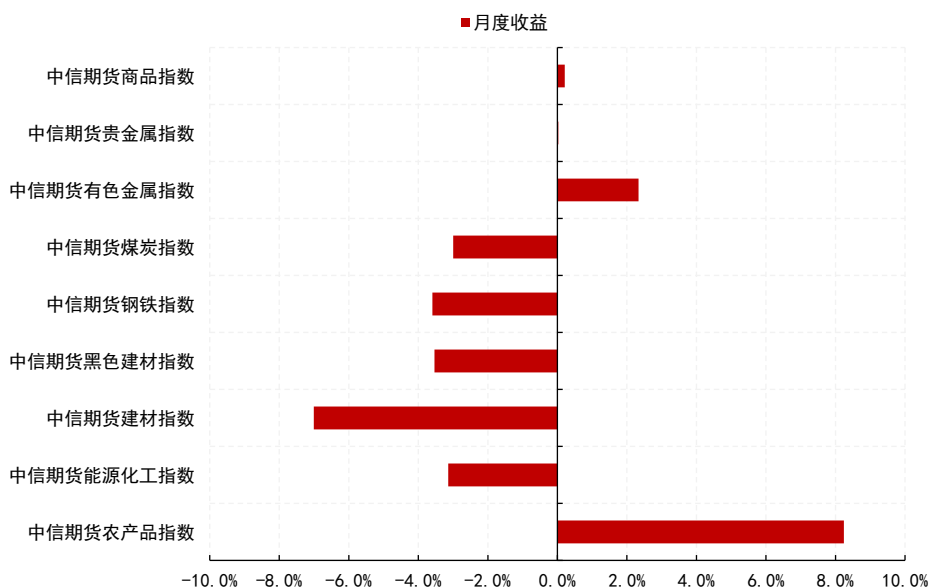
图表 44：长短端收益率出现背离



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 3. 商品市场：多数商品表现不佳

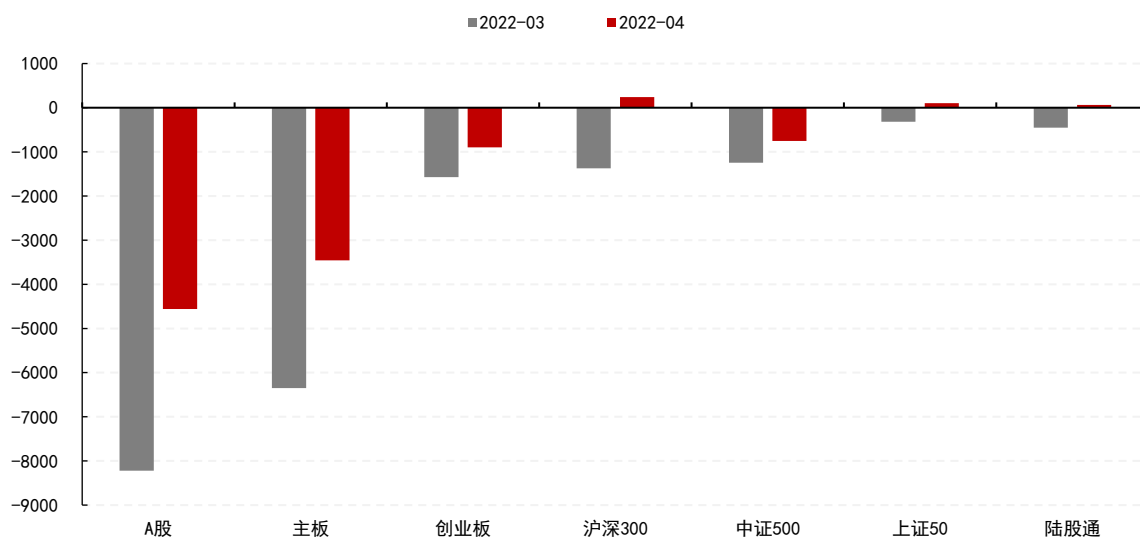
图表 45：4 月商品表现分化，疫情冲击之下多数大宗表现不佳；农产品与有色在海外扰动加持下逆势上涨



资料来源：Wind 中信期货研究所

(二) 流动性观察：4月流动性相对偏松

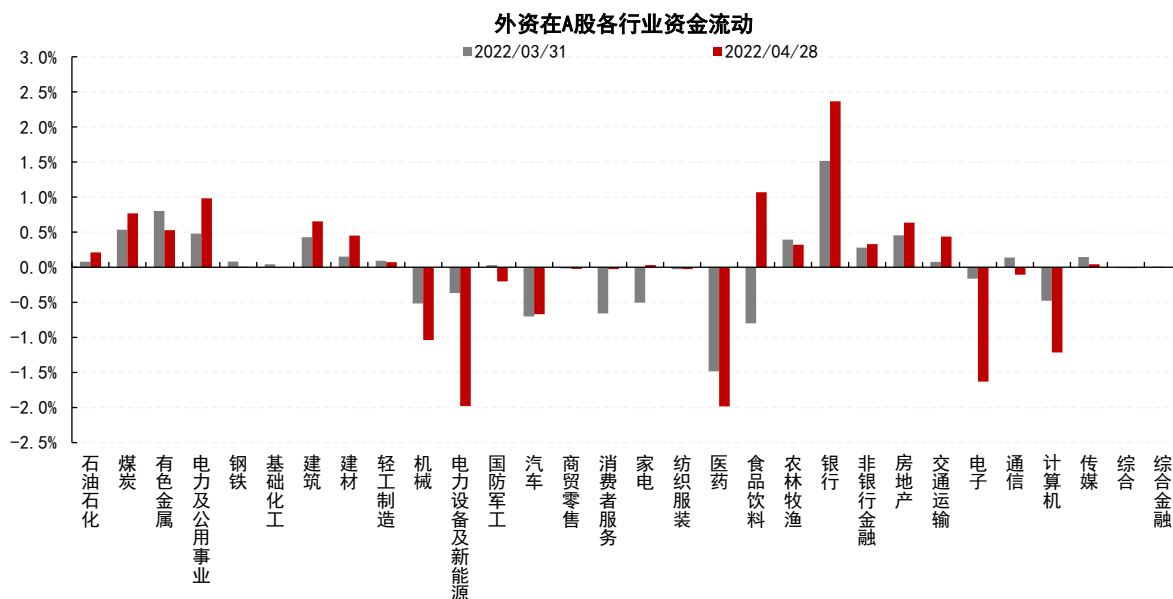
图表 46：4月各市场资金流动性有所改善



资料来源：Wind 中信期货研究所

注：数据截至 04 月 29 日

图表 47：4月外资流入最多的行业是银行、食品饮料、电力设备及新能源

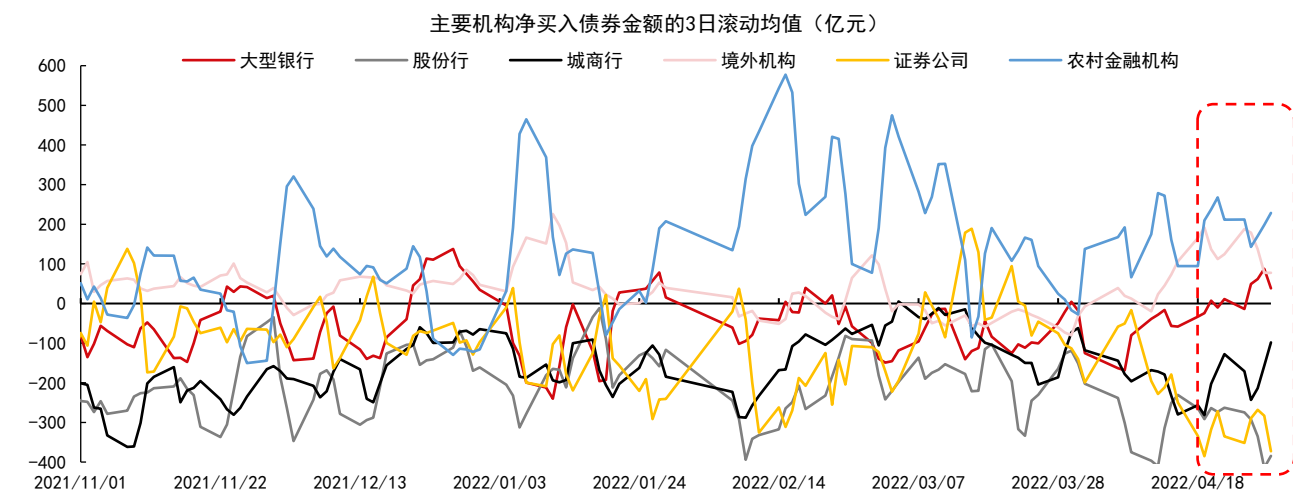


资料来源：Wind 中信期货研究所

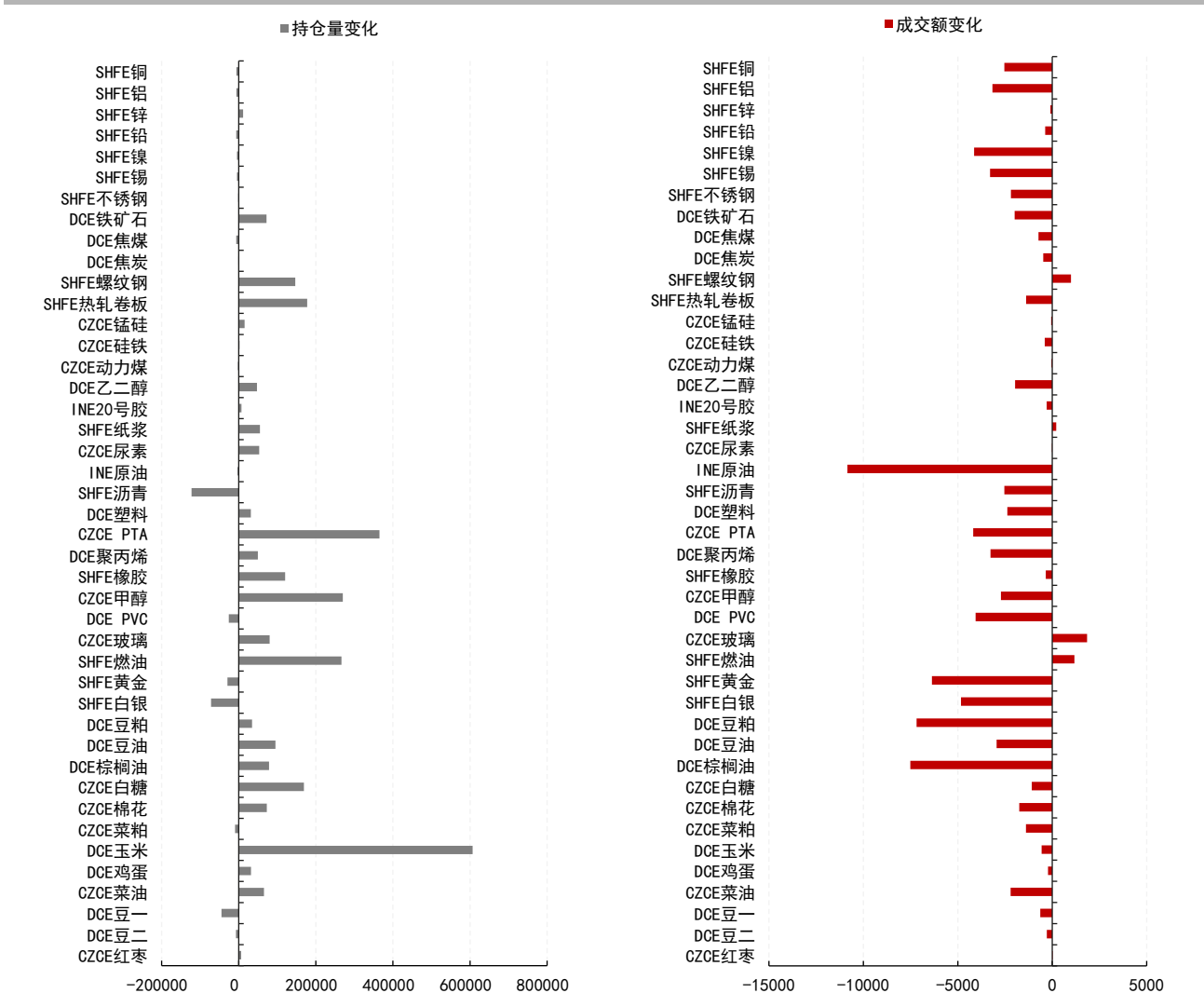
注：数据截至 04 月 29 日



图表 48: 债市震荡, 主要机构中大型银行、城商行、农村金融机构购债回暖



图表 49: 大宗商品持仓量、成交金额分化



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826