

【大类资产配置报告】

2022年6月大类资产配置展望

主要观点

- ❖ **资产表现回顾：**5月，全球滞胀逻辑仍在演绎，俄乌冲突暂无和解迹象，美联储加息缩表进程持续，我国防疫成效显著但经济增长压力仍在。5月国内各大类资产收益率排名为：大宗商品>债券>股票，基本符合市场预期。
- ❖ **6月宏观经济展望：**疫情基本得到控制，国内稳增长政策再度加码。6月是经济复苏的重要观察窗口，据过往疫后复苏经验看，生产端复苏将早于消费端1-3个月，当前回暖信号已现，重点关注政策执行情况和财政“增量工具”。
- ❖ **资产配置展望：**6月大类资产配置主要应基于疫后复苏的主线进行调整。重点关注基建及其相关领域的投资机会。我们预测6月国内类资产收益率排序为：股票>大宗商品>债券。
- ❖ **股票市场展望：**6月的投资策略在围绕以地产和基建为代表的稳增长领域同时，关注疫情冲击导致基本面处于低位的领域进行布局，如农业、部分有色及部分化工子行业、煤炭，及光伏与军工等板块。
- ❖ **债券市场展望：**利率债方面，根据现有市场情绪和安全性考虑仍应选择短久期策略，同步紧密关注金融数据特别是信贷数据。信用债方面，信用债仍优于利率债，城投债仍优于煤炭债。
- ❖ **商品市场展望：**6月农产品价格有较强支撑，黑色系商品价格因后续需求抬升预期价格上升驱动力较强，原油风险较高，黄金价格短期震荡，关注美联储缩表对金价的下行压力。
- ❖ **风险提示：**经济恢复不达预期，疫情再度恶化。

发展研究与战略管理部

研究员：童辰

邮箱：tongchen@ebtrust.com

研究员：李淼

邮箱：limiao@ebtrust.com

研究员：马格非

邮箱：magefei@ebtrust.com

相关报告

《2022年大类资产配置展望》

《2022年2月大类资产配置报告》

《2022年3月大类资产配置报告》

《2022年4月大类资产配置报告》

目 录

一、5月大类资产表现回顾	3
二、6月我国宏观经济展望	4
三、6月大类资产配置逻辑	12
四、6月大类资产走势展望	14

一、5月大类资产表现回顾

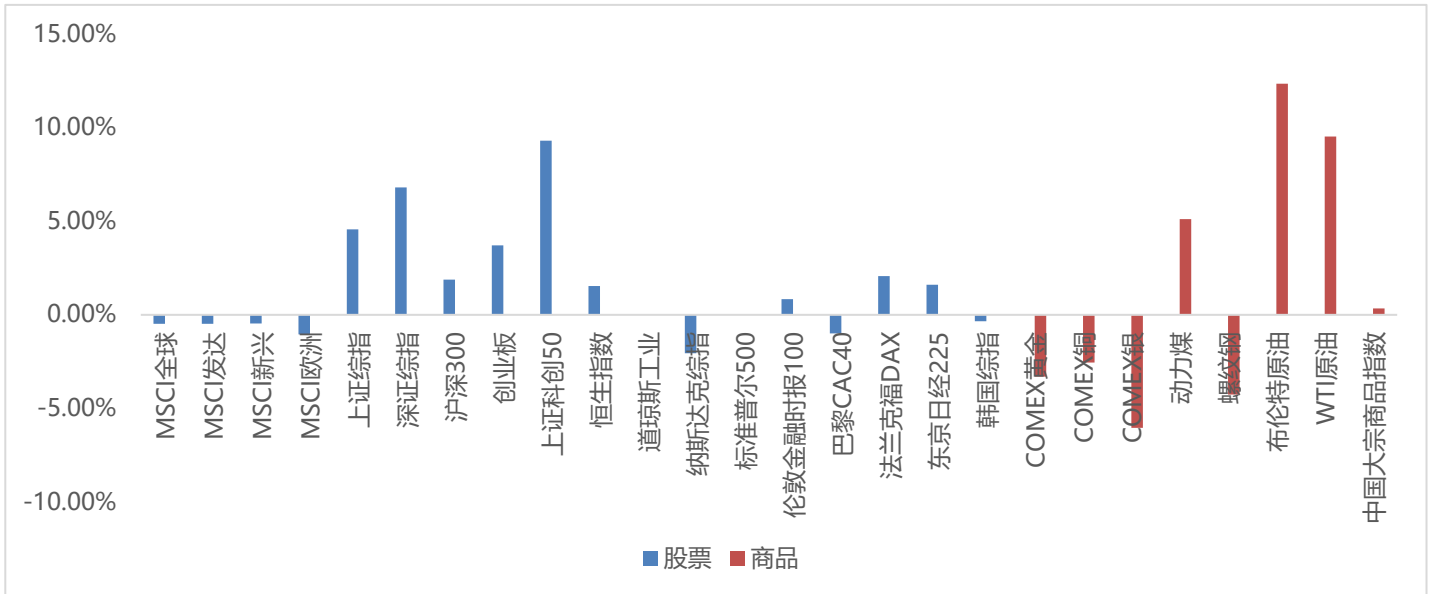
5月，全球滞胀逻辑仍在演绎，俄乌冲突暂无和解迹象，冲突局势仍将加剧全球滞胀情况；美联储加息缩表进程持续，高通胀和美国经济衰退前景均不利于滞胀修复。我国防疫成效显著但稳增长压力仍大，不确定性较高。具体表现上，风险资产多数回落，各个分市场内部分化明显，原油和煤炭仍领涨其他商品，国内定价的大宗商品价格普遍下行；避险情绪不浓，美元指数冲高回落，黄金等贵金属走势略显疲软，中美国债收益率均有所回落。

债券市场方面，中美两国长端利率同步下行。虽然俄乌冲突、供应链断裂、就业市场和工资增长持续放缓等问题仍存，以美联储为代表的发达经济体央行未放缓加息步伐，加息降通胀是其共同选择的路径，除欧洲央行预计于7月开始加息外，英国和加拿大央行均表明继续加息，且市场已充分做好加息预期。5月，国内市场防疫情和稳增长压力并存，央行创造了较为宽松的货币环境，5月20日下调5年期LPR15个BP，5月27日全额续作逆回购维护市场流动性，短端利率下行推动长端利率快速下行，截至5月31日10年期国债收益率下行10BP。

权益市场方面，市场分化继续，国内股市小幅收涨。经历年初杀估值后，随着美国通胀数据的公布，通胀见顶预期和加息预期缓和催使美股小幅企稳回升，但未来经济衰退前景降低本轮美股大幅回弹的可能。5月，国内中央层面频频开会稳定市场预期，在海外利空逐步消失、国内环境向好的预期下，A股市场小幅反弹。

总体来看，5月国内各大类资产收益率排名为：大宗商品>债券>股票，基本符合市场预期。基于国内国际因素，我们预测6月国内类资产收益率排序为：股票>大宗商品>债券。

图 1：5月大类资产收益率情况



数据资源：WIND，光信研究院

表 1：债券和货币市场利率变动

国债收益率	变动 (BP)	市场流动性&政策利率	变动 (BP)
美国国债 10 年	-15	R007	-140
英国国债 10 年	-4	DR007	-29
德国国债 10 年	18	3 个月 AAA+ 同业存单	-24
日本国债 10 年	2	5 年期 LPR	-15
中债国债 10 年	-14	美元指数	-1.53%

数据资源：WIND，光信研究院

二、6月我国宏观经济展望

当前，疫情已经基本控制，政策端全力稳增长，经济将进入加快修复阶段。

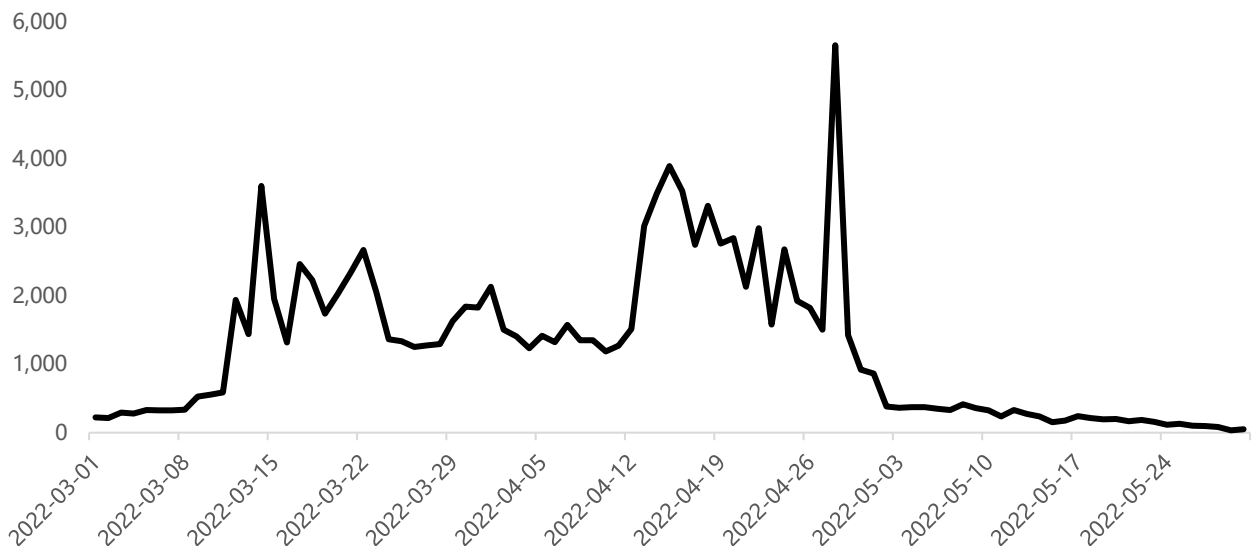
(一) 疫情基本控制，有序复工复产

4 月份本土疫情反弹明显，受影响地区和新增确诊病例数量均创下 2020 年 3 月以来的新高。进入 5 月后，各地区加强疫情管控，有效控制疫情的增长，进入 5 月后，单日新增病例逐步下滑，截至 5 月末，单日新增病例已不足百人。本轮疫情大概率已到尾

声，加之新冠病毒检测常态化疫情后续再度大面积爆发的可能性已经较小。

5月末，北京、上海防控政策也因疫情好转安排有序复工复产。5月30日，上海市新冠肺炎疫情防控工作领导小组办公室发布《关于6月1日起全市住宅小区恢复出入公共交通恢复运营机动车恢复通行的通告》除中高风险地区 and 封控区、管控区外，各区、各街镇及各居村委、业委会、物业公司等，不得以任何理由限制居住本社区的居民出入。市域内地面公交、轨道交通全网恢复基本运行，对江轮渡(含三岛客运)有序恢复运行。终止施行机动车电子通行证制度，巡游出租车、网约车恢复正常运行；除中高风险地区 and 封控区、管控区外，私家车和单位用车正常出行。北京大部分区域已经恢复正常生产生活，仅有少部分区域实施居家办公。

图 2：5月全国新增确诊病例数得到控制



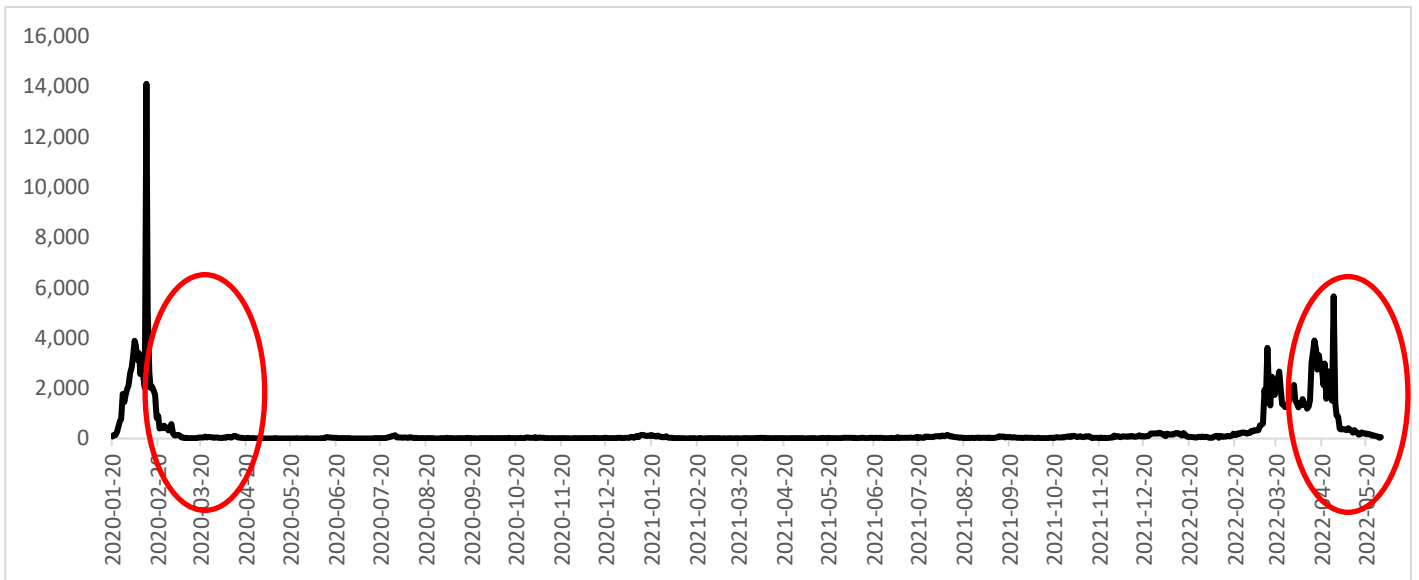
数据资源：WIND，光信研究院

(三) 经济复苏正在路上，生产端已释放先行信号

对于6月份的经济展望，我们可以与此前2020年疫后复苏情况进行类比。2020年

疫情的高峰期是2月份，进入3月后疫情便快速得到了控制，与当前的情况非常相近。

图3：5月全国新增确诊病例数得到控制与2020年3月初情况相同

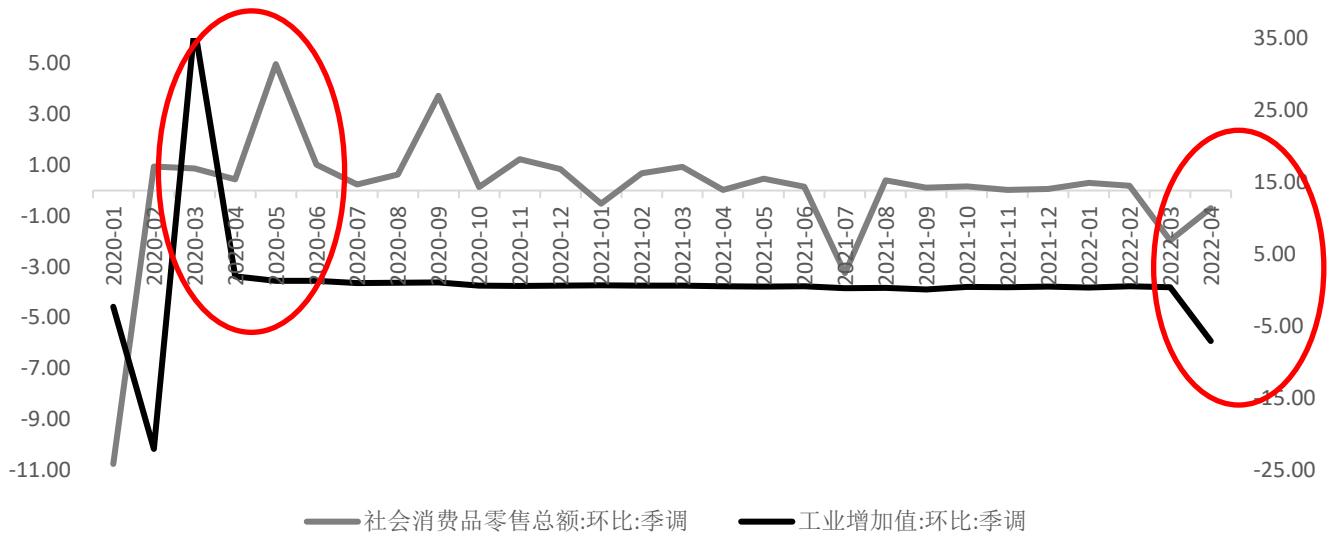


数据资源：WIND，光信研究院

从2020年的情况可以看到，1月疫情爆发管控开始后社零数据陷入低谷，2月新增病例数达到峰值，社零环比转平继续受到疫情抑制，工业增加值也陷入低谷。而进入3月随着疫情的控制，供应端的工业增加值出现了明显的反弹，生产端已基本恢复，而社零则一直处于弱修复状态直至5月才有好转。

从2020年的经济复苏趋势类推当前经济回暖的趋势，2022年5月末疫情已经基本得到控制，生产端大概率将先行出现复苏，在6月应有明显改善，5月末的PMI数据也印证了相关观点，而需求端尤其是消费则将有滞后，根据过往情形类推，消费端在6月大概率将有小幅改善，而复苏回暖则可能出现在3季度中旬。

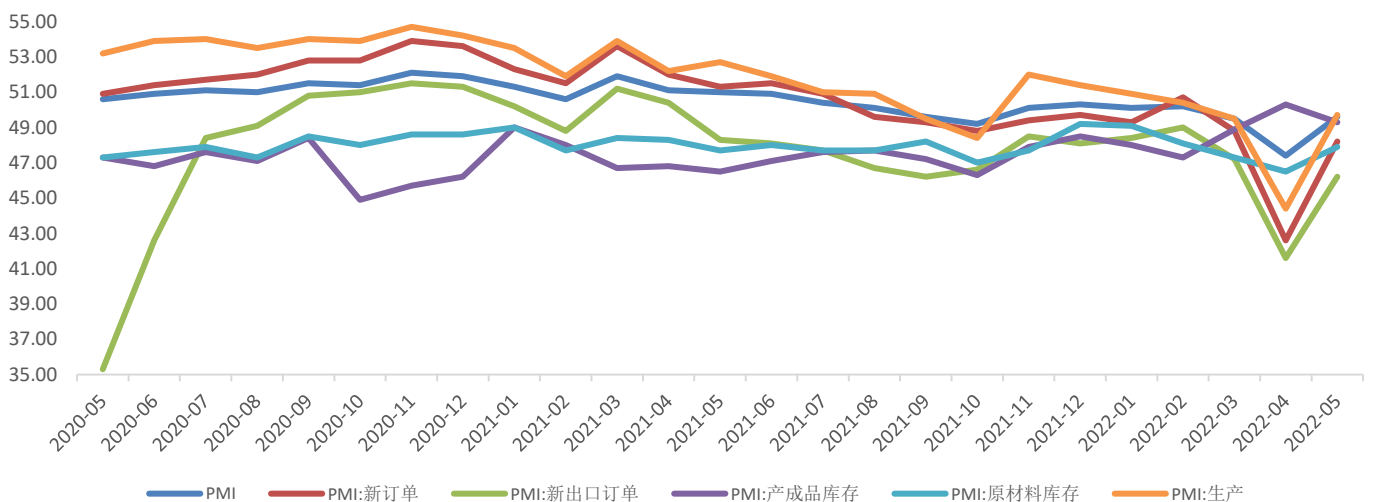
图 4：疫情期间供应端触底较快但恢复也较消费端更快



数据资源：WIND，光信研究院

根据 5 月 31 日统计局发布的数据，制造业 PMI 回升 2.2 至 49.6，非制造业商务活动指数回升 5.9 至 47.8，综合 PMI 产出指数回升 5.7 至 48.4，疫情对我国经济的冲击明显缓和。

图 5：5 月 PMI 指标多项回升，生产好于需求，内需好于外需



数据资源：WIND，光信研究院

首先,5月PMI环比回升2.2,其中生产、新订单指数环比分别回升5.3、5.6至49.7、48.2,均较4月有明显回暖。与3月绝对水平相比,目前生产指数已高于3月,而新订单指数仍低于3月0.6,即生产端的恢复水平好于需求端。

其次,内需恢复状态好于外需,5月业内外需均有一定恢复,但代表外需的新出口订单指数仅回升4.6至46.2,仍略低于3月份。反应出当前稳出口难度有所加大。

最后,5月制造业PMI产成品库存环比下降1.0至49.3,接近3月的48.9,而原材料库存反弹1.4至47.9。与3月、4月走向相反,可以看到下游需求的恢复,减弱此前的库存积压,结合原材库存回升看,生产端的压力已有明显缓解。

PMI 读数中可以明显看到,疫情对经济的影响已经趋于缓和,生产端压力有所缓解,与过往经验表现一致,生产端已有先行复苏迹象。按照过往经验类推,消费端复苏往往滞后,经济复苏可能在三季度走上快车道,提示6月大类资产配置的阶段性机会看好生产端复苏带动的相关资产,长期机会关注消费端相关资产。

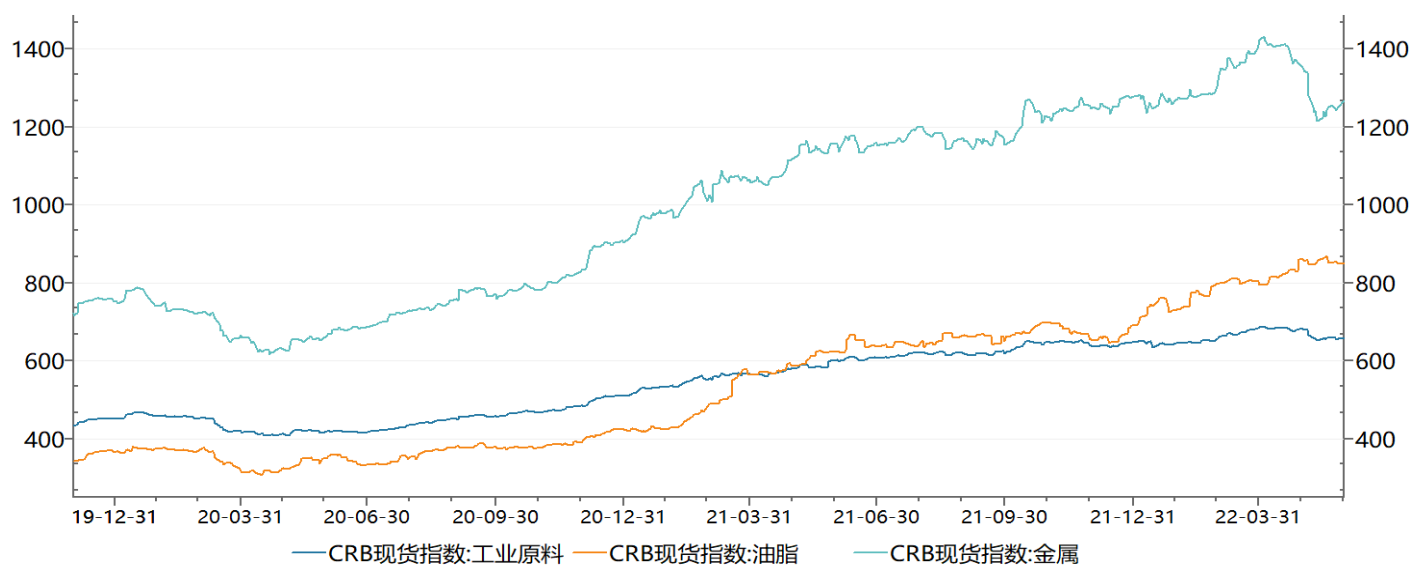
(三) 通胀压力仍需关注,但短期上扬动能已有弱化

根据最新的价格指数数据,4月国内CPI破2达到2.1%,PPI虽然下行但主因基数抬升,下行斜率有所变缓。一方面,疫情的多点爆发,华北地区、长三角地区疫情卷土重来,居民囤货需求火热叠加物流不畅,带动了食品价格上涨。另一方面,受国际粮价上涨的影响,CPI粮食、食用油价格继续超季节性上行。同时,加工工业PPI环比增速持平,显示价格从生产资料向生活物资传导,当前中下游行业的毛利已压缩至较低位置,其“缓冲垫”的作用有限,PPI向CPI传导的风险加大。通胀已逐渐成为不得不重视的问题,也影响着风险资产的价格潜在走势。对于6月的CPI指数,我们可以从三个角度

分析其走势，一是当前影响CPI走高的原因主要是海外的输入型通胀压力，主要源于俄乌局势带来的能源价格走高；二是国内食品价格的反季节性走高；三是以及物流不畅导致的供需不平衡抬高的价格。

从高频数据角度看，CRB油脂指数依然持续上升，CRB金属指数明显回调，而CRB金属指数明显回调，整体而言，CRB指数走势震荡下行，以此来看，PPI继续下行，而且下行速度可能要快于上月。

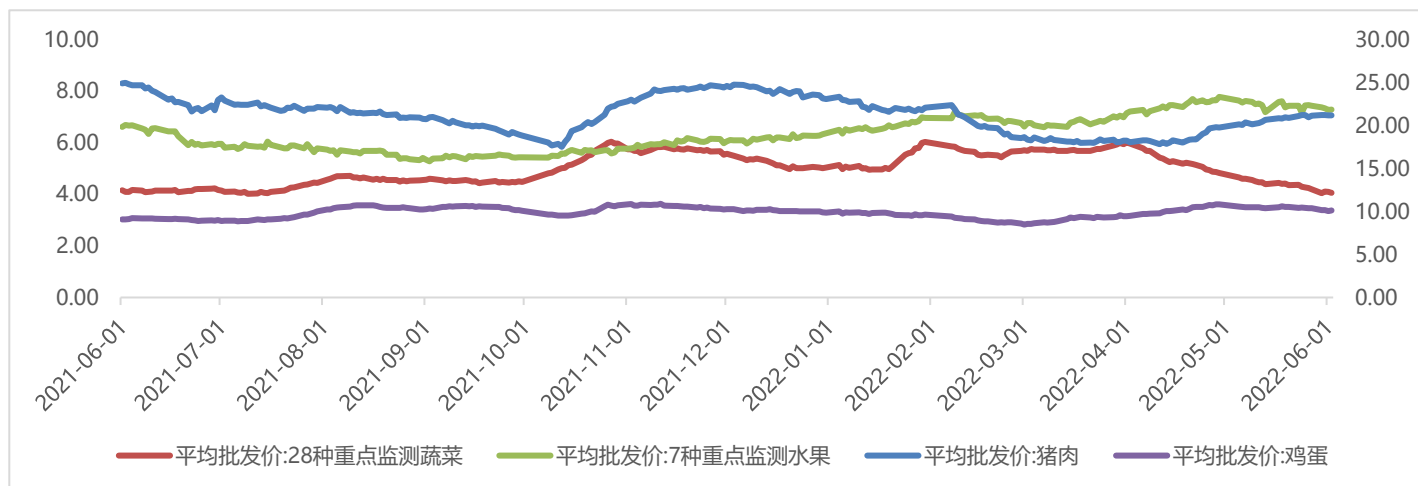
图 6: PPI 回落速度可能加快



数据资源：WIND，光信研究院

在食品端，进入5月以来，鲜菜、水果价格出现了一定回落，鸡蛋价格持上涨趋缓。猪肉方面，年内能繁母猪存栏量逐月减少，虽无高频数据支撑，但趋势较为明显，叠加高频数据显示猪肉价格已进入缓慢上涨通道，猪肉价格大概率将在6月呈缓慢上涨趋势，短期内与其他食品价格的下跌综合作用下，对CPI的拉动能力仍然较差，我们预期6月CPI食品价格指数可能偏温和。

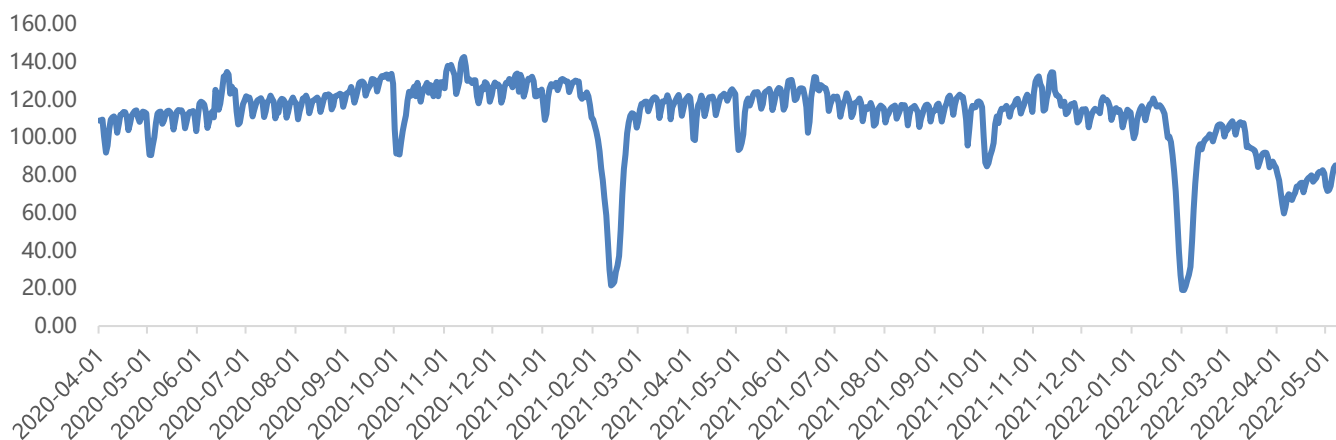
图 7：原油价格高位震荡，俄乌局势不明，输入型通胀压力将持续



数据资源：WIND，光信研究院

3、4月CPI快速上行，其中一个不可忽视的因素是物流受阻打破了供需间的平衡，从高频数据看，进入5月后主要快递企业分拨中心吞吐量指数已恢复至2021年同期80%以上的水平，物流恢复形势良好，后续对供需的影响将逐渐减弱，物价指数收到影响也随之弱化。

图 8：高频数据显示物流恢复良好



数据资源：WIND，光信研究院

综上，从高频数据看，6月通胀压力虽仍需重视，但已较此前有所缓和，随着稳增长政策的进一步发力，物价虽有上行压力，但在保供稳价政策有力执行的背景下，通胀整体将温和运行。

（四）宏观政策调控：财政进一步发力，关注“增量工具”

货币政策方面，在5月9日发布的2022年第一季度货币政策执行报告中，央行将“有力扩大信贷投放”改为“合理投放贷款”，更加关注中长期贷款的增长动能，货币政策在保持流动性合理充裕的同时，预期将加快结构性工具的落地，向重点领域投放中长期贷款。5月20日，5年期LPR下调15BP，刺激居民端信贷。在5月25日，“全国稳住经济大盘”会议中，也将重点放在货币信贷工作，总量性工具未在会议中提及。我们认为总量性工具虽仍有空间但动作不会过大，核心是保障货币总量的合理充沛，结合当前经济运行情况，我们认为结构性工具的主要支持目标在基建、高端制造业、绿色金融、普惠小微几个方向。同时，货币政策与财政政策之间联动更加紧密，核心目标均是保主体、促基建。另外，对于5月20日的LPR下调，结合当前房地产的困境来看，15个BP的调降或许仍有不足，我们认为6月是经济复苏的重要观察窗口，如经济恢复不达预期，LPR的下调或仍有空间。

财政政策方面，需要认识到2022年财政政策力度已经与2020年相当，2020年政府债发行8.5万亿，社保基金缺口2000亿元，整体为实体经济提供增量资金8.7万亿，占上一年GDP的8.8%；2022年政府债发行规模7.02万亿，央行利润上缴1.1万亿，转结余资金规模2万亿，同时国常会已经宣布了3200亿的社保基金缓缴措施，整体为实体经济提供资金约10.3万亿，相当于上一年GDP的9%左右。此外，4月末中央政治局

经济会议及5月17日财政部提到了“增量政策工具”，意味着年内财政力度将超过2020年。值得注意的是，“增量政策工具”并未给出任何细节，市场讨论较多的是特别国债等“工具”，历史上，我国曾四次发行特别国债，第一次为1998年发行2700亿元特别国债，主要是补充四大行的资本金。第二次为2007年发行1.55万亿元特别国债，主要用于向中央银行购买外汇，从而注资成立中投公司。第三次为2017年续发到期的特别国债。第四次2020年发行1万亿元抗疫特别国债，主要用于地方公共卫生、疫情防控、应急保障等基建项目。但5月25日的“全国稳住经济大盘”会议中提出在6月底前尽量发完专项债，8月底前基本使用到位，意味着专项债的发行有所提前，这也为“增量政策工具”腾出了空间，我们认为在此背景下，特别国债的使用可能不是最优解，专项债的提前意味着年内可以提前发行2023年政府债，作为增量政策工具，且不会增计划外财政负担。当前，疫情扰动下经济运行压力仍在，财政政策的整体思路是保障市场主体、拉动就业、促进投资转化。通过减税退税等方式为企业降低运营成本，定向支持小微企业，保障企业融资，并通过保主体来保就业和民生。基建投资是政策发力的重要方向，在年内经济运行中的地位很高，确保基建投资平稳有效是年内财政政策的主线。同时，我们认为，在稳经济压力偏大的情况下，后续政策端会加大力度引导政策性银行、国有金融机构增强对国家重点项目的支持。

三、6月大类资产配置逻辑

当前，外部环境较为复杂，海外地缘政治冲突、美联储缩表等事件对市场扰动较大。内部疫情控制有力但经济增长压力仍大。我们认为资产配置的核心逻辑应将经济恢复和稳增长放在主线位置，市场情绪会有所缓解，风险偏好逐步回升，有利于风险资产投资。

疫情控制后的经济复苏是6月大类资产配置的主线。经历了3-5月疫情对经济的扰动，当前经济复苏先行指标已现，例如物流的恢复、生产端压力的缓解。5月下旬稳增长政策频出，对接下来经济运行的方方面面进行了部署，稳定年内经济增长信号日益明确。6月是经济复苏的重要观察窗口，政策端频频发力对市场信心的稳定作用较强，应关注市场筑底情况。

海外央行缩表具有风险溢出效应。当前，全球通胀压力偏大，主要经济体在处理通胀和保障经济之间，当前更为偏向于处理通胀。主要央行偏向于采取紧缩政策，6月开始美联储开始缩表，虽然海外央行紧缩政策并不对国内金融市场形成显著的直接影响，但是也要关注情绪和风险溢出效应。

大类资产配置偏向风险资产。随着“稳增长”政策持续发力，国内疫情逐渐好转，经济开始企稳，有利于风险资产表现。由于年内全球流动性收紧、总需求可能承压，股票可能以阶段性与结构性机会为主，短期市场信心重回的带动下，6月股票市场表现可能较好。债券方面，当前经济压力仍大，货币面大概率保持宽松，为利率打开下行空间，建议保持中性。大宗商品方面，在通胀压力明显缓解之前，海外央行可能持续紧缩抑制需求，结合当前大宗商品总体估值水平看，高位回调风险有所上升，但大宗商品内部走势偏向分化，需具体分析个品种，总体偏向中性，但优于债券。总体来看，我们预测6月国内大类资产收益率排序为：股票>大宗商品>债券。

表 2：6月各类资产配置建议

资产与策略类别	配置建议				
	悲观	偏悲观	中性	偏乐观	乐观
股票	●	●	●	●	●
成长	●	●	●	●	●

价值	●	●	●	●	●
均衡	●	●	●	●	●
债券	●	●	●	●	●
利率债	●	●	●	●	●
产业债	●	●	●	●	●
城投债	●	●	●	●	●
地产债	●	●	●	●	●
商品	●	●	●	●	●
原油	●	●	●	●	●
贵金属	●	●	●	●	●
有色金属	●	●	●	●	●
黑色系	●	●	●	●	●
农产品	●	●	●	●	●

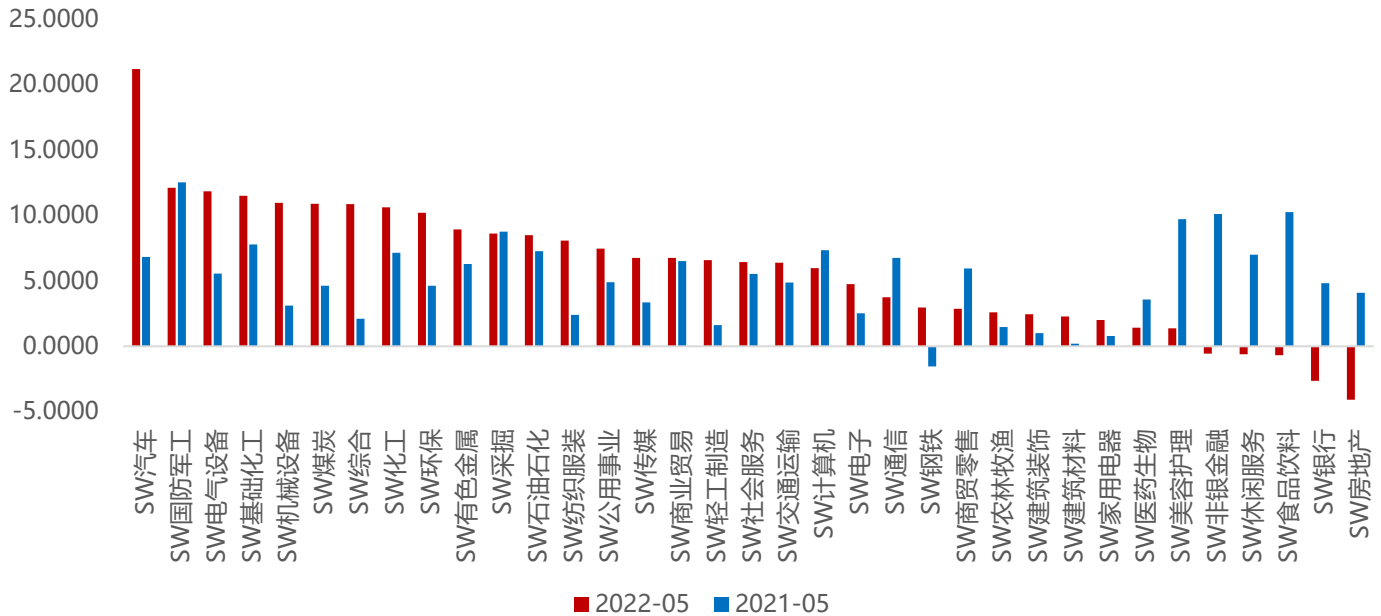
数据资源：光信研究院

四、6月大类资产走势展望

（一）股票市场展望

5月A股整体呈现低位反弹态势。截至5月30日收盘，全A股月内涨幅5.19%，上证综指月内涨幅为4.27%，收盘3149.06点，科创板指逆转2022年上半年颓势，大幅收涨8.73%，北向资金5月净买入额30.02亿元。宏观调控力度加大，政策利好频出，前期估值下跌已至底部，带动市场预期出现小幅好转。结构上，汽车、国防军工、电器设备、基础化工、机械设备、煤炭、化工、环保等稳增长制造业相关板块月内录得超过10%涨幅；商贸零售、建筑装饰、建筑材料、家用电器、医药生物、美容护理等消费板块月内反弹至小幅收涨，但食品饮料板块月内仍旧小幅下跌态势；房地产、银行等板块月内领跌，其中房地产月内跌幅-4.08%。从申万市场风格指数来看，大小盘风格本月切换，大盘蓝筹月内小幅收涨2.15%，小盘成长月内大幅反弹11.57%，整体呈现反弹态势，年内成长首度超过价值。

图 9：5 月股票市场各板块走势



数据资源：IFIND，光信研究院

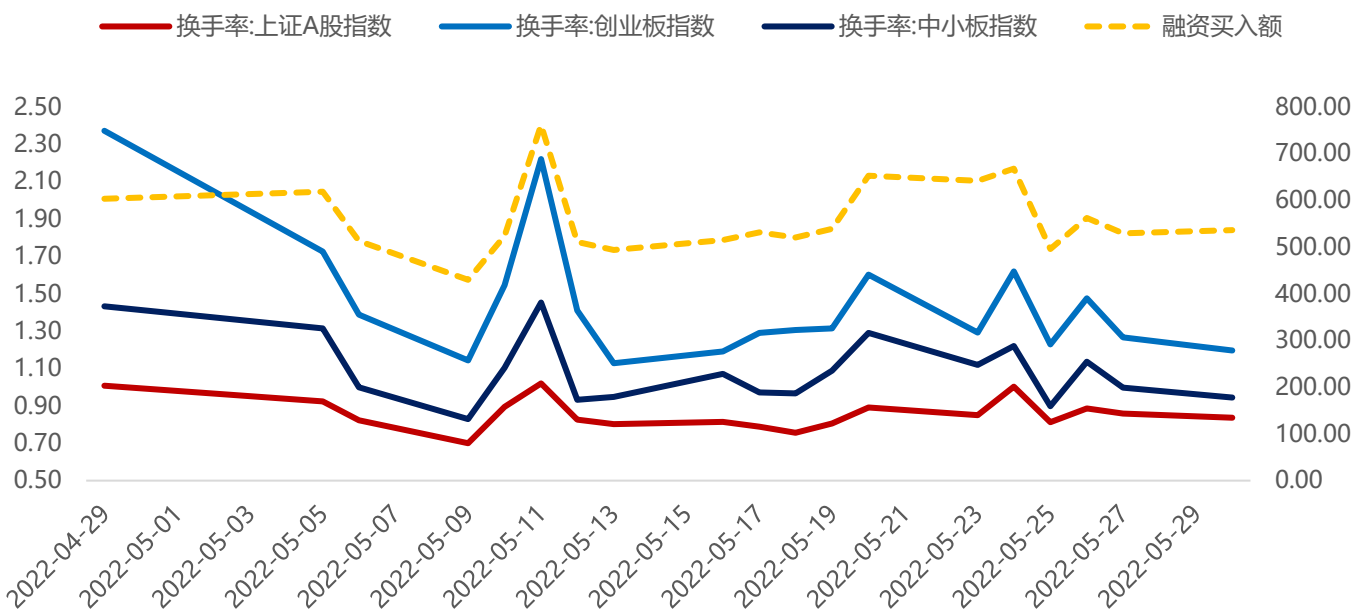
从市场流动性看，随着 A 股反弹回升，各融资方积极进场布局。截至 5 月 30 日，两市两融余额 15,231.88 亿元，较 4 月末增加 111.45 亿元，其中，融资余额较 4 月末增加 112.26 亿元。在经历了 3 月大幅净流出 450 亿元之后，北向资金近两个月回暖明显。截至 5 月 30 日收盘，北向资金 5 月净买入额达 30.02 亿元，4 月全月净买入额为 63 亿元。具体个股方面，银行、电力、资源类周期品的龙头个股在过去一个月获得外资青睐。预计随着 6 月国常会一揽子政策陆续落地，市场流动性将会进一步提高。

从市场估值看，当前 A 股仍处于低位，基础制造业持续磨底。从指数上看，A 股当前 PE (TTM) 为 12.30，全 A 股处于历史 12% 低位；万得全 A 股估值 16.79 倍，处于历史 22% 低位；沪深 300 估值 12.04 倍，处于历史 29% 低位；创业板指估值 47.09 倍，处于历史 35% 低位；科创 50 估值 39.18 倍，处于历史 5% 低位。行业上看，30 个申万一级行业中，26 个行业估值低于 50% 历史分位，其中电子、医药生物、交通运输、基础化

工、传媒、环保、非银金融和纺织服饰低于5%历史低位；农林渔牧、社会服务和汽车3个行业高于历史66%分位，其中农林渔牧处于97%历史高位。

从市场情绪来看，市场仍在持续磨底当中，情绪底仍未出现。截至5月30日收盘，上证A股换手指数0.84，较过去两年均值下跌4%；中小板换手指数0.95，较过去两年均值下跌20%；创业板换手指数1.20，较过去两年均值下跌30%；融资买入额536.09亿元，较过去两年均值下跌23%。月内走势看，5月11日国常会和5月25日稳住经济大盘电视电话会议后市场情绪出现明显提振，各大板块换手率融资买入额均出现较大提升。然而，从换手指数与过去两年均值对比来看，整体市场换手率仍处于较低水平，市场情绪仍受政策面影响较大，市场情绪处于低位震荡中。向后看，随着6月国常会一揽子政策密集出台和落地，北京上海等大城市疫情结束带动复工复产，市场情绪将出现小幅反弹。

图 10：5月股票市场情绪相关指数走势



数据资源：IFIND，光信研究院

综合来看，随着国常会和经济稳定会议中提及的政策进一步落地，企业盈利预期将会出现小幅回暖，但各大行业板块之间的分化情况或更为严重，受疫情压制的板块如旅行、消费等或出现反弹，中小成长企业盈利能力或随退税减费等政策出现反弹，但制造业受需求端和输入性通胀拖累严重，短期回暖或不及预期，需要持续关注后续相关政策落地情况。综合来看，我们预测6月市场向上动力增强，成长板块变现将优于价值板块。

投资策略上，6月的投资策略在围绕以地产和基建为代表的稳增长领域同时，关注疫情冲击导致基本面处于低位的领域进行布局，如农业、部分有色及部分化工子行业、煤炭，及光伏与军工等板块。

（二）债券市场

1.利率债市场

5月多空力量角逐下利率继续呈震荡状态。国内受防疫情影响，就业和消费形式较为严峻，居民储蓄率大幅上升且流入存款和固定收益市场，降杠杆意愿强烈，反映居民缺乏就业安全和未来收入的信心，中央召开各项会议强调降准、缴纳利润、引导LPR下调等宽货币政策均已落实到位。国际方面，美联储加紧收缩，地缘政治风险影响变小，中国债券市场流出量变小。受上述力量影响，长端利率在5月中上旬延续低位震荡的态势；5月下旬，在短端利率的明显下沉带动下10年期国债利率快速下行。

从收益率曲线形状看，收益率曲线整体下行，和美国等国利率上行相比，体现我国相对独立的货币政策，也一定程度反映出经济景气度下行压制资本外流主导利率下行。其中，短端利率下行幅度要大于长端利率，半年期以内利率下行幅度超过17BP，平均下行27BP，3年期下行13BP，10年期下行12BP。

期限利差方面，10Y-1Y 期限利差整体保持稳定，但收益率曲线处于较低分位。从历史分位数来看，相较于4月末3Y-1Y和7Y-3Y期限利差基本保持稳定，为34%和43%分位数；5Y-3Y的期限利差分位数有所上浮，由40%升至45%。

图 11：国债收益率曲线整体下行

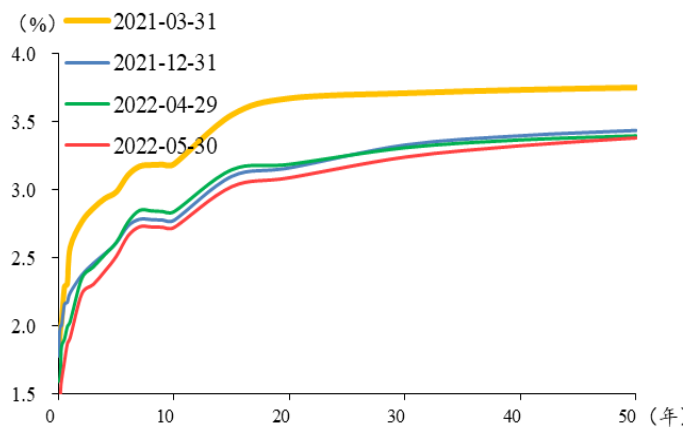
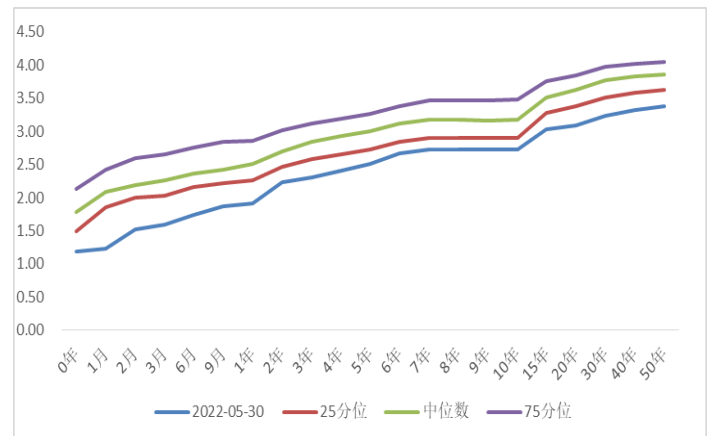


图 12：收益率曲线处于低分位



数据资源：WIND，光信研究院

展望6月，疫情边际改善和市场悲观预期改善已确定，除关注上海、北京疫情后复工复产情况外，需重点关注稳增长政策落地效果和地方专项债发行所带来的资金面变化。第一，持续关注稳增长政策落地效果。截至目前各类稳增长政策多为结构性政策，对后续经济的刺激作用尚未明晰，但一揽子政策的后续刺激效果若超预期，经济修复斜率向上，可能带来债券市场拐点的到来。第二，关注宽信用政策效果。除宽货币政策外，5月会议中重点提到对接有效信贷需求，加大信贷投放力度，实现5月份新增贷款的合理增长。在中国过去的5轮宽信用周期中，国债收益率大多呈现触底反弹的V型走势，在宽信用周期初期国债收益率震荡回落，且短端下行幅度更大。5月27日票据利率已经快速反弹，长短端利率期限利差收窄，因此6月应重点关注5月宽信用数据的推进情况。第三，关注供给压力。监管部门要求地方政府于6月底完成本年度地方专项债发行；

参考各省发债计划，截至2022年5月30日，22个省、计划单列市披露6月地方债发行计划，总计8920亿元，叠加Wind口径下的6月地方债到期规模4343亿元，中信证券预测6月专项债发行规模或有望突破1.5万亿，广发证券预测政府债净发行规模或超过1.1万亿。

投资策略方面，根据现有市场情绪和安全性考虑仍应选择短久期策略，同时紧密关注金融数据特别是信贷数据，若进入宽信用周期利率后期将呈现V型走势。预判10年期国债收益率在2.7-2.9%左右波动，但存在调整风险，若经济基本面修复超预期，存在10年期国债利率回调和收益率曲线上移的风险。

2.信用债市场

5月，资产荒逻辑主导信用债市场交易，在投资者城投信仰未灭的情况下，城投债引发市场抢配热潮，特别是中短久期信用债极度受追捧，当前中高等级、中短久期信用利差已经压缩到历史极低水平，且城投债的期限利差较为陡峭。信用债性价比有所下降。

一级市场方面，2022年5月，信用债市场共发行净融资规模为负，为-129.23亿元，同比下降111.33%，环比下降123.31%。其中，一级市场发行利率持续下行，5月信用债加权平均发行利率为3.11%，相较2021年12月的3.88%下降77bp。

二级市场收益率和信用利差压缩明显，主要受一级市场和流动性宽松影响。从利差压缩幅度来看，低等级信用利差压缩幅度要高于中高等级信用利差，短期险产品信用利差处于历史低分位数水平。

表3：AAA和AA等级信用利差分位数

指标名称	1Y		3Y		5Y		10Y	
	AAA	AA	AAA	AA	AAA	AA	AAA	AA
25分位	0.53	0.93	0.62	1.19	0.74	1.53	0.91	1.77
中位数	0.65	1.14	0.76	1.40	0.92	1.67	1.09	2.00

75分位	1.01	1.53	1.00	1.64	1.08	1.92	1.23	2.18
月末分位值	5%	4%	10%	2%	15%	29%	22%	30%

数据资源：WIND，光信研究院

图 13：信用债净发行规模下降

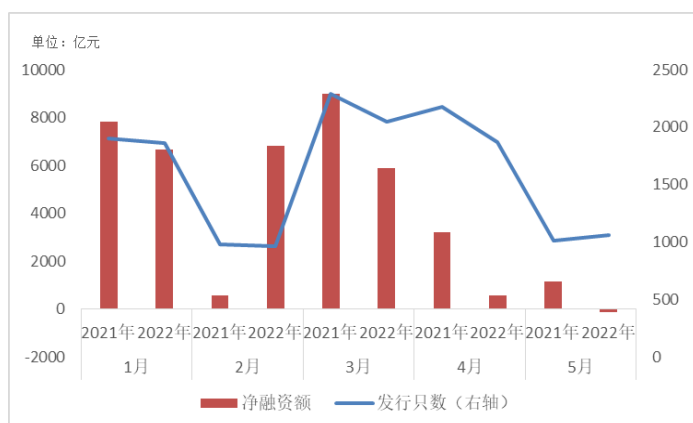
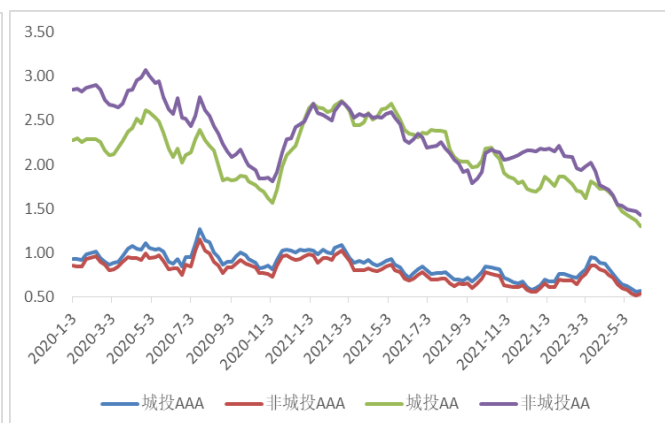


图 14：信用利差极致压缩



数据资源：WIND，光信研究院

城投债方面，资产荒交易逻辑主导市场交易。5月城投债共发行276只，发行金额共计2233亿元；发行利率持续下行，城投债加权平均发行利率为3.60%，较2021年12月份下降了87bp，降幅高于产业债。发行区域上，天津、云南等网红区域的发行利率同步下行，其中天津平均发行利率为4.84%，较2021年12月份下降了85bp。受5月地方专项债发行不及预期影响，金融机构面临“资产荒”局面，有20只债券申购倍数均大于5倍，主要集中于江苏、江西和浙江区域，其中江苏盐城的大丰海港控股集团有限公司发行债券高达61倍，但处于苏北地区的该公司信用评级仅AA级，今年3月发行债券的认购倍数仅1倍。强配城投债主要受资金面宽松、城投债供给受限和区域风险分化影响。**第一**，财政和货币政策的宽松取向下使得资金面异常宽松，且前期有部分资金由权益市场流入债券市场，美债利率重新进入下行区间后资本流出放缓，城投债的市场安全性较高，配置需求显著增加。**第二**，虽然宏观层面支持基建发展，但对平台隐性债务的监管红线未变，城投债反腐工作持续推进，区域监管加强，交易所等债券监管部门的

发行尺度仍旧趋严，城投债供给额度并不高。5月前两周城投债净融资分别为-151.06亿元和-19.36亿元，直到第三周才由负转正。第三，区域分化仍旧严重，市场存在规避网红区域的行为，这就造成机构下沉资质，拉动低等级城投债利差压缩。

地产债利差仍旧走阔，其中荣盛发展、融信、龙光发展和碧桂园的个券利差上行幅度较高。虽然有相关政策支撑，但投资者对地产债仍属于审慎态度。产业债方面，行业利差以收窄为主，其中煤炭行业利差收窄8BP，钢铁行业利差收窄3BP，主要和资产荒情况下机构投资者增加配置有关。

展望6月信用债“资产荒”情况有相应好转，市场投资者可通过专项债填补资金多、产品少的问题。在具体策略上，若继续选择城投债品种，需在久期和风险下沉方面做出权衡，3y和5y各等级品种利差所处历史分位数水平相对较高，仍存进一步压缩空间，或选择中部区域的县级城投债券，该产品仍存挖掘空间。产业债领域，受资产配置压力影响，煤炭等国企产业债利差有望继续维持低位，如需增厚收益可适当拉长久期，但需谨防季末理财规模变动、配置资金流出债市的可能，这些会对上述债券带来一定扰动；需警惕消费和建筑行业利差走扩的风险。地产债领域，仍应审慎参与。6月是地产美元债的到期高峰，民营企业地产销售和资金链改善仍需时间，利差走阔趋势未改。总体来看，配置价值方面信用债仍优于产业债，城投债仍优于煤炭债，地产债可持续关注垃圾债市场动向，若参加应以短久期交易为主。

（三）商品市场展望

开年以来，商品价格普涨，主因是俄乌局势变化带来的市场情绪风险溢价。地缘政治风险带来的主要是供应端稳定缺失，直接相关的能源价格上涨，并推升了运输成本、金属冶炼成本、甚至农产品的加工成本，为大宗商品价格带来整体的成本抬升。同时，

国内定价的商品，由于保供稳价政策有力实施，煤炭增产保供持续加码，国内动力煤紧张得到了有效的缓解，涨幅相对落后。进入5月，由地缘政治带来的风险在市场中被充分吸收，价格波动已经不大，可以看到5月价格呈现强波动、稳价格的态势，月初与月末价格差距不大。

图 15: 5月大宗商品指数较年初涨幅



数据资源: WIND, 光信研究院

原油方面，市场预期仍是带动油价大幅波动的主因，仍需将俄乌局势演变看做为“竖立的硬币”，充分认识到风险的存在。当前原油市场俄乌局势、美欧制裁、贸易个体自发制裁的多重影响，但市场预期的风险溢价在当前油价中已有所反应。向后看，短期经济放缓的线索仍不够充分，更多需要看供给侧的改善。当前，欧盟进一步对俄罗斯进行能源制裁，降低对俄罗斯的能源依赖，短期会进一步加剧供给缺口，但是好在 OPEC 进一步提升产能，可以部分弥补供给缺口。因此，6月油价可能依然处于高位运行，不过我们也提示警惕双向波动风险，以及市场一致预期下的抱团交易风险。

黄金方面，美联储缩表金价下行压力较大。当前，金价的主要驱动有正反两项，反

向驱动方面是美国历史性高通胀下，美联储缩表抬升实际利率对金价的抑制；正向驱动是，俄乌地缘政治动荡推高避险情绪的同时，也推高了通胀风险，加剧短期内对贵金属资产的需求。当前黄金的避险溢价已基本到顶，在美联储紧缩进程不受经济增速放缓的情形下，我们认为黄金价格有较强的下行压力。

农产品方面，核心逻辑是供给缩减导致的溢价。农产品作为必需品，需求相对稳定。俄乌战争导致农产品、化肥出口可能对供应进一步造成扰动，使得多数农产品价格中枢稳步抬升。向后看，当前供应链扰动已对库存产生了一定影响，即便后续俄乌地缘政治因素消退，短期内农产品价格仍有较强支撑。猪肉价格方面，产能去化已基本完成，三季度大概率开始出现上扬走势。

黑色系方面，我国黑色系与社融关联较大，黑色系的市场情绪一直在强政策预期与弱需求的现实之间反复。近期对专项债发行和使用的时限要求意味着下半年基建仍有扩张预期，对黑色金属需求有较强的带动作用。煤炭方面，俄罗斯是全球第三大动力煤出口国，西方对俄的进口禁令将重塑海运煤的贸易格局。但同时，欧洲天然气与电价大涨，推升了对煤炭的需求，中短期内煤炭需求量将维持高位。国内煤炭受保供稳价政策制约，维持低位，但国际层面价格上涨压力较大，我们认为国内外价格倒挂将是年内的主旋律。

综上，我们认为6月农产品价格有较强支撑，黑色系中黑色金属价格因后续需求抬升预期价格上升驱动力较强，原油风险较高，黄金价格短期震荡，关注美联储说表对于金价的压力，但仍有长期风险对冲投资价值。