

东方基金投研月报

(2022. 6)

东方基金权益研究部



目录

一、本月市况.....	3
二、重大事件.....	6
（一）本月主要经济数据及点评.....	6
1. 国内主要经济数据.....	6
2. 国外主要经济数据.....	13
（二）本月市场重点信息及点评.....	15
1. 重点信息.....	15
（三）重点行业信息及点评.....	18
1. 汽车行业.....	18
2. 能源金属行业.....	19
三、基金经理研判.....	21
（一）薛子微： 看好稳增长板块.....	21
四、产品策略.....	22
（一）东方中国红利.....	22
五、其他.....	23
（一）公司新产品动向.....	23
（二）投研工作成果.....	23
免责声明.....	24

一、本月市况

根据 wind 数据显示，2022 年 5 月，市场震荡上行。上证指数上涨 4.57%、沪深 300 上涨 1.87%、深圳成指上涨 4.59%、中小板指上涨 4.53%、创业板指上涨 3.71%。

行业方面，申万一级行业领涨的行业分别为汽车、电气设备、国防军工，领跌的行业分别为房地产、银行、采掘。概念指数方面，领涨的指数分别为打板指数、创投指数、光伏指数，领跌的指数分别为大基建央企指数、医疗器械指数、房屋租赁指数。

图 1：上证指数 5 月走势图



资料来源：wind、东方基金整理

表 1：2022 年 5 月市场主要指标表现

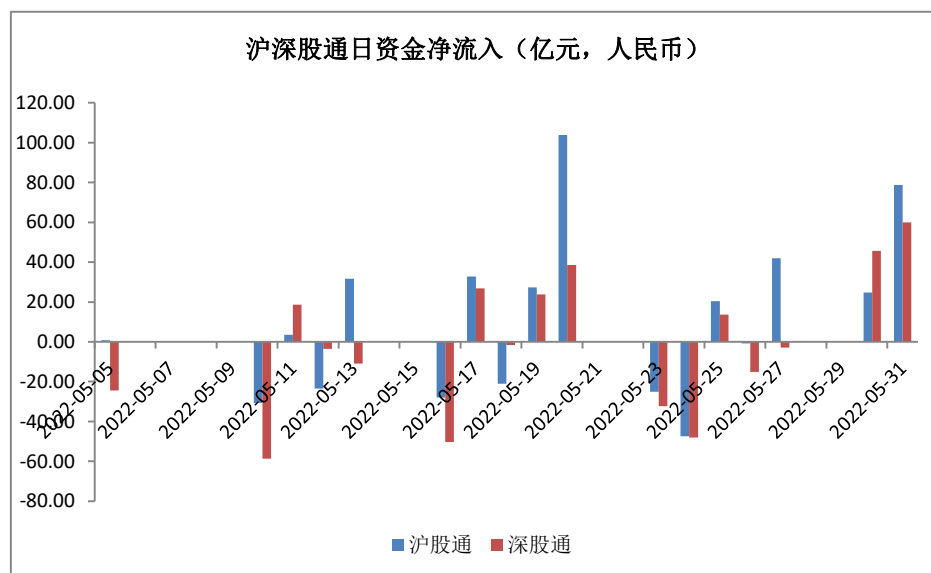
大盘指数			
国内指数	最新	涨跌幅	成交额（万亿）
上证指数	3186.43	4.57%	7.16
沪深 300	4091.52	1.87%	4.28
深证成指	11527.62	4.59%	8.75
中小板	7958.51	4.53%	1.14
创业板	2405.08	3.71%	2.87
概念板块指数（前三）		概念板块指数（后三）	

打板指数	48.12%	大基建央企指数	-3.08%
创投指数	22.18%	医疗器械指数	0.00%
光伏指数	21.83%	房屋租赁指数	1.41%
申万一级行业（前三）		申万一级行业（后三）	
汽车(申万)	18.26%	房地产(申万)	-5.91%
电气设备(申万)	12.43%	银行(申万)	-3.44%
国防军工(申万)	11.27%	采掘(申万)	0.00%
上涨个股数	3074 只	下跌个股数	424 只
领涨个股		领跌个股	
中通客车	261.06%	*ST 德奥	-79.68%
新华制药	141.92%	*ST 圣莱	-79.00%
中成股份	141.80%	绿庭投资	-68.82%
美尚生态	130.53%	中天能源	-62.65%
宝塔实业	125.95%	中房股份	-61.45%

资料来源：wind、东方基金整理

资金层面，根据 wind 数据显示，2022 年 5 月沪股通资金净流入 189.51 亿元，截止 5 月 31 日，沪股通累计资金净流入 8462.59 亿元；2022 年 5 月深股通资金净流出 20.84 亿元，截止 5 月 31 日，深股通累计资金净流入 7871.57 亿元。

图 2：沪深股通 5 月资金流入情况

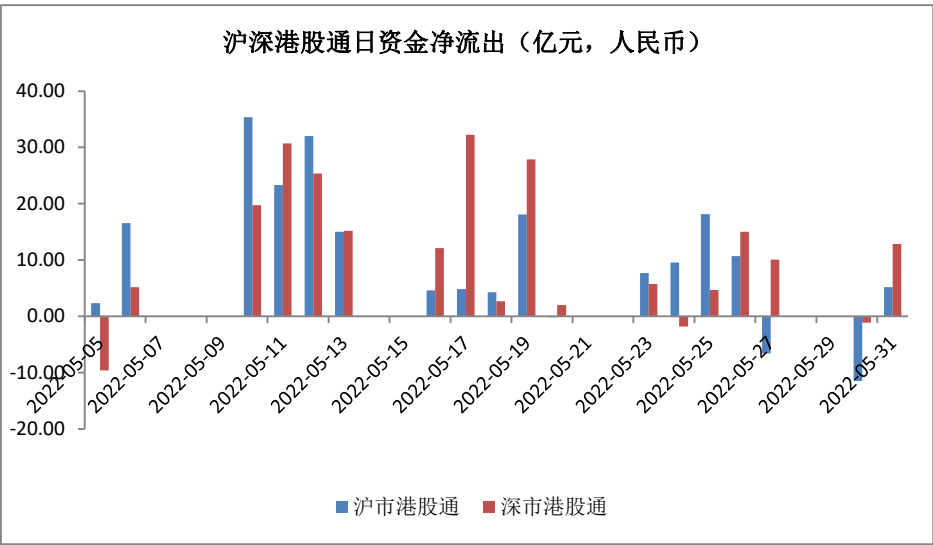


资料来源：wind、东方基金整理

2022 年 5 月，沪市港股通资金净流入 189.64 亿元，截止 5 月 31 日，沪市港股通累计资金净流入 10904.64 亿元；2022 年 5 月深市港股通资金净流入 208.91 亿元，截止 5 月 31

日，深市港股通累计资金净流入 9193.30 亿元。

图 3：沪深港股通 5 月资金流入情况



资料来源：wind、东方基金整理

二、重大事件

（一）本月主要经济数据及点评

1. 国内主要经济数据

（1）5月PMI数据

事件：

根据国家统计局的数据，2022年5月，中国制造业采购经理指数（制造业PMI）为49.6%，较上个月回升2.2个百分点；中国非制造业商务活动指数（非制造业PMI）为47.8%，较上个月回升5.9个百分点。

点评：

1）尽管5月PMI仍在收缩区间，但已较前值明显回升且景气面有所扩大。5月份，制造业PMI为49.6%，为自今年3月以来，连续三个月处于收缩区间，主要还是体现了近期疫情形势和国际局势变化等因素对经济运行造成较大冲击。但是从环比变动来看，5月PMI较前值回升了2.2个百分点，也表明我国高效统筹疫情防控和经济社会发展的成效显现，整体制造业的景气程度已经较4月份有所回升。另外，从行业维度来看，在PMI调查的21个行业中，处于扩张区间的行业数量由前月的9个扩张到了12个，景气面有所扩大。

2）前期制约工业生产的供应链问题初现缓解，供需指标均环比回升。从最新的PMI调查结果来看，5月份反映物流运输不畅的企业比重较上月下降8.0个百分点，并且5月供应商配送时间指数为44.1%，较前值回升了6.9个百分点。随着供应链的制约因素缓解，5月份供需循环也有好转，5月份PMI中生产指数为49.7%，较前值回升了5.3个百分点，新订单指数为48.2%，较前值回升了5.6个百分点，供需指标在5月均出现了环比增加。

3）出厂价格指数年内首次降至收缩区间，PPI同比读数或将加速回落。5月份PMI调查数据中的出厂价格指数为49.5%，较前值回落4.9个百分点，为年内首次降至收缩区间，同时主要原材料购进价格指数也较前值回落了8.4个百分点至55.8%，以上两项指标均表明整体的工业品价格指数出现了环比回落，综合考虑去年价格形成的翘尾因素，预计5月份的PPI同比读数将呈加速回落态势。但是值得注意的是，受国际能源价格影响，制造业原材料的绝对价格仍处于较高水平，例如石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品的主要原材料购进价格指数继续位于60.0%以上高位。

4）随着局部疫情逐步得到有效控制，非制造业商务活动指数明显回升。随着全国局部地区疫情整体呈现稳定下降态势，5月份非制造业商务活动指数为47.8%，较前值改善5.9个百分点。其中，服务业商务活动指数为47.1%，较前值回升7.1个百分点，并且在调查的21个行业中有17个行业是在环比改善，目前住宿、租赁及商务服务等行业的市场活跃度较低，景气仍处于40.0%以下的低位，预计随着各项稳增长稳市场主体保就业等政策措施不断落实落细，服务业商务活动指数仍将进一步复苏。另外，建筑业商务活动指数保持了扩张的

趋势，5 月为 52.5%，尤其是土木工程建筑业的商务活动指数和新订单指数分别为 62.7%和 59.1%，分别较前值环比增加了 1.7 和 6.8 个百分点，反映了近期基础设施的建设在持续加快推进，为年内稳增长提供了有力支撑。

（2）1-4 月规模以上工业企业利润数据

事件：

根据国家统计局的数据，2022 年 1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 2.66 万亿元，同比增长 3.5%，实现营业收入 41.85 万亿元，同比增长 9.7%。

点评：

1) 2022 年 1-4 月规上工业企业利润累计增速为 3.5%，倒推 4 月利润当月同比为-8.3%，而 2021 年 11、12 月、2022 年 1-2 月、2022 年 3 月同比增速分别为 9.0%、4.2%、5%、14.0%。利润单月增速转负是 2020 年 4 月以来首次，但因为已经有月度经济指标在先，应在市场预期之内。

2) 量、价、利润率三因素均形成拖累。疫情防控下的生产转负是主因，4 月工业增加值增速大幅下探至-2.9%；代表价格的 PPI 同比增速继续回落 0.3 个百分点；1-4 月营收利润率 6.35%，同比下降 0.38 个百分点，好于 1-2 月的 0.5 个百分点，但弱于 1-3 月的 0.24 个百分点。进一步拆分利润率可知，减税降费使得每百元营收中费用项单边下降；但诸多外部因素影响下成本项波动较大，2-4 月每百元营收中的成本比去年同期分别增加了 0.85 元、0.56 元和 0.7 元，与利润率在前 4 个月的变动趋势完全一致。

3) 疫情冲击在重点地区、重点行业更为集中。区域上，上海和辽宁为中心的疫情使得东部和东北地区利润累计同比分别下降 16.7%和 8.1%，合计影响利润累计增速 4.2 个百分点。细分行业上，汽车行业利润累计增速自 3 月的-11.9%大幅下降至-33.4%，影响制造业 4 月当月利润下降 6.7 个百分点——这两个结构特征是我们判断 4 月很可能是企业利润增速底部的关键依据。

4) 从前 4 个月细分行业利润增速来看，累计两位数增长的行业集中在采掘、原材料工业和消费品三类。采掘行业又主要集中在能源、有色、非金属矿开采，其中煤炭和油气开采分别以 199.3%和 138%的增速领衔增长；原材料工业中有色冶炼和化学行业，消费品制造中食品和饮料茶酒均延续了一季度的较快增长。

5) 疫情冲击之下，4 月部分行业利润增速下降较快，其中汽车、纺织的累计增速分别较一季度下降 21.5 和 13.0 个百分点，降幅领先。但与此同时，部分行业利润增速却逆势加快，煤炭和家具行业利润增速分别较一季度加快了 10.3 和 2.5 个百分点；农副食品、石油加工及炼焦、化纤、交运设备、电热供应行业利润降幅较一季度有小幅收窄。

6) 4 月疫情冲击使得增量利润向产业链上游集中。从 4 月增量利润占比来看，采掘、原材料工业、工业中间品占比分别为 22.8%、28.7%和 4.0%，较 3 月提升了 4.0、2.5 和 0.2 个百分点；而装备制造、消费品制造和公用事业增量利润占比则分别较 3 月下降了 2.2、3.2 和 1.4 个百分点。这一变化主要在于 4 月疫情对中下游生产和供应链的破坏。不过扣除汽车之后，消费品大致稳定，不包含汽车的消费品制造利润占比较 3 月小幅提高了 1.4 个百分点。

7) 万得全 A 指数在 3、4 月分别下跌了 7.5%和 9.5%，而随着 5 月疫情的边际好转和经

济修复迹象的出现,截至5月26日,5月万得全A指数较4月最后一个交易日上涨了3.5%。这一资产定价趋势可能体现了市场先反映疫情影响导致盈利下修、后反映盈利初步触底的定价过程。

(3) 1-4月一般公共预算数据

事件:

根据国家统计局的数据,今年前4个月,全国一般公共预算收入74293亿元,扣除留抵退税因素后增长5%,按自然口径计算下降4.8%。全国税收收入62319亿元,扣除留抵退税因素后增长3.7%,按自然口径计算下降7.6%;其中,证券交易印花税1250亿元,同比增长21.9%。前4个月全国政府性基金预算收入17565亿元,同比下降27.6%;其中,国有土地使用权出让收入15012亿元,同比下降29.8%。

点评:

1) 4月财政收入增速下行幅度显著,单月同比为-41.3%。这里面包含两个因素的影响,一是稳增长的留抵退税政策带来的一次性扰动,二是疫情冲击下经济活跃度的下降。以扣除留抵退税后的口径计算,4月财政收入当月同比约为-10.2%,降幅较自然口径显著收窄;但依旧较前值的3.4%下行明显,同步于当期经济数据的表现。因增值税同时涉及央地财政收入,故增值税留抵退税导致4月中央与地方财政收入均现下行;非税收入相对更有韧性一些,非税收入当月同比增速为10.3%,较前期增速小幅放缓。

2) 就主要税种来看,扣除留抵退税因素后,国内增值税1-4月累计同比较1-3月下行1.8个百分点,主要反映疫情影响。国内消费税与企业所得税均因基数因素而波动较大,扣除基数因素后二者表现均较为平淡,其中消费税相对更有韧性;但从消费税征收范围来看,其受疫情冲击幅度应较社零更大,这一冲击或将反映在5月数据中。经历3月补跌后的个人所得税在4月增速有所回升,但仍处于负增长区间。

3) 和地产相关行业数据一致,地产相关税收4月下行较为显著,五项税种增速均明显下滑,合并后较前值下行32.6个百分点至-22.0%。目前土地和地产数据尚在谷底,但一个积极的边际变化是地方版因城施策出台密集,预计后续或逐步好转。汽车产业链在长三角分布较多,疫情期间居家又影响线下渠道,所以4月汽车产销数据均较为低迷。与此一致,车辆购置税在基数大幅下行的前提下,降幅依然扩大,同比至-53.4%。相对来说,外贸环节相关税表现相对有韧性,外贸企业出口退税增速较前期小幅上行,出口退税与同期出口数据表现背离,应存在一定时滞效应。

4) 4月财政支出同比增速下行12.4个百分点至-2.0%;因一季度财政支出较为积极,故1-4月支出进度仍不算太低,但已然与去年同期接近,今年明显前置的财政节奏在一定程度上受到了4月数据的拖累。基建三项合并支出同比回落了5.7个百分点至3.9%,这与收入端波动、疫情支出分流,疫情影响开工施工环境,以及同期专项债发行收缩有关。4月支出增速分项由高到低依次有农林水事务、卫生健康、科学技术、债务付息、社保就业、交通运输、环境保护、教育支出、城乡社区事务、文化旅游体育与传媒。扣除基数因素后的三年复合增速中增速较高的分项为卫生健康、社保就业、债务付息和教育,这一支出结构与2020年较为相似,一定程度上反映疫情下的分流影响。

5) 增速下行的不止是税收,4月土地出让金同比下行15个百分点至-37.9%,因此从广

义财政的角度看地方财政短期压力更大。而支出方面也类似，4月政府性基金预算支出同比下行56.6个百分点至12.5%，为今年以来的首次回落，这与4月新增专项债发行规模大幅收缩有关。考虑到财政部对地方债发行节奏的要求，5-6月政府性基金支出增速再次走高是大概率事件，但大部分额度在6月底前发完仍然难度较大。此外值得注意的是，4月中央政府性基金预算支出增速大幅走高，显著超季节性，原因或为2022年中央政府性基金预算支出中提及的中央本级支出的大幅上行至4528亿元，抑或是中央政府性基金预算调入9000亿元资金至中央一般公共预算，考虑到4月中央一般公共预算支出并不高，因此前者的概率较大。

6) 总体来看，4月狭义广义财政收支均现不同程度的收缩。一是在疫情影响下，财政收入短期快速下行；留抵退税政策积极支持制造业投资又短期扩大了表观下行幅度；二是因财政收入的下行，财政支出规模也受到掣肘；三是广义财政收入在地产数据的拖累下降幅进一步扩大；四是因专项债发行的节奏而导致广义财政支出也有所下滑。但反过来看，疫情在进一步得到控制，稳增长进一步成为主要矛盾。4月财政支出的低谷也意味着二季度下半季和第三季度的支出进度将承担更大责任，专项债的加快发行和增量政策工具是下一阶段的看点。

(4) 4月经济数据

事件：

2022年5月16日，国家统计局发布4月经济数据：

- 1) 4月工业增加值同比-2.9%（3月为5%），服务业生产指数同比-6.1%（3月为-0.9%）；
- 2) 4月固定资产投资累计同比6.8%（3月为9.3%），其中制造业投资累计同比12.2%（3月为15.6%）；基建投资同比6.5%（3月为8.5%）；房地产投资同比-2.7%（3月0.7%）；
- 3) 4月社会消费品零售总额同比-11.1%（3月为-3.5%）；
- 4) 4月全国城镇调查失业率6.1%（3月为5.8%），其中16-24岁和25-59岁人口调查失业率分别为18.2%、5.3%（3月分别为16%、5.2%）。

点评：

1) 4月经济：投资>生产>消费。本轮疫情对经济的拖累幅度小于2020年首轮疫情。4月生产、消费的同比增速较前值分别回落7.9、7.6个百分点，明显小于2020年首轮疫情时期的20.4、28.5个百分点。

2) 消费：可选消费仍是主要拖累，必须消费也有边际弱化。4月餐饮消费增速由-16.4%下滑至-22.7%，商品消费增速由-2.1%下滑至-9.7%。商品消费中，可选消费仍是主要拖累，但受物流受限等因素影响，必须消费也出现了明显下滑。

3) 生产：上游生产仍较稳定，中下游生产大幅下滑。4月工业增加值季调环比-7.1%，约为2020年首轮疫情下滑幅度的30%左右。结构上看，由于大宗商品价格强势，上游企业仍有较强的生产动力，但中下游生产大幅走弱。

4) 投资：制造业投资与基建投资仍具韧性，或主要受益于“稳增长”发力。4月固定资产投资表现强于消费、生产，制造业投资与基建投资是主要拉动。基建投资保持正增长并不让人意外，但制造业投资同样维持正增长，与2020年首轮疫情时期明显不同。拆分看，中游设备行业是4月制造业投资的主要拉动，这可能也与财政发力背景下，基建投资预期较强有关。

5) 地产: 资金压力加大叠加疫情扰动, 投资增速进一步下滑。“保交付”政策支持下, 1-2 月投资短暂转正, 但 3-4 月房企资金压力增大, 房地产开发投资增速大幅回落。此外从销售端来看, 房地产市场的需求仍未见明显改善。

6) 高频数据来看, 5 月全国经济活动已开始边际恢复, 但生产仍明显承压。从全国城际活动指数来看, 4 月最低点约为 2021 年同期的 56%, 而当前已恢复至去年同期水平的 75%左右, 指向全国经济活动已开始边际恢复。但从生产相关的高频指标来看, 沿海八省动力煤日耗数据较 2021 年同期水平的差距仍在拉大, 或指向疫情对生产的拖累仍在延续。往后看, 本轮疫情的影响仍将持续一段时间, 政策有望继续发力对冲。目前疫情的拐点已在 4 月出现。近期政治局常委会会议强调“毫不动摇坚持‘动态清零’总方针”, 预计本轮疫情对经济的影响仍将持续一段时间, 经济拐点可能在 5-6 月出现。而后随着疫情对经济的短期冲击逐渐过去, 疫情所导致的市场担忧情绪也将逐渐缓解。

(5) 4 月出口数据

事件:

根据中国海关数据, 2022 年 4 月, 中国出口(美元计)同比增长 3.9%, 低于预期的 5.3%; 进口(美元计)同比持平, 好于预期的-2.5%; 贸易顺差为 511.2 亿美元。

点评:

1) 内外需疲弱, 物流仍是关键堵点。疫情对生产和需求的冲击在 4 月继续发酵, 导致进出口皆较为疲弱。从国内物流来看, 4 月 4 日后国内物流已有所回暖, 但是国内快递物流指数和货运流量指数相较正常水平仍有约 20%、26%的缺口。从港口物流来看, 4 月上旬港口吞吐量相较 3 月出现明显下滑, 这也是 4 月出口数据大幅下行的原因之一。但 4 月下旬以来, 港口吞吐量虽然较正常水平仍有缺口, 但已有所回暖。总体而言, 物流运输是当前生产及进出口贸易的主要堵点, 后续随着物流的改善, 进出口贸易有望短期回暖。

2) 分产品看, 高新技术及机电产品的出口下滑较为显著。从 4 月出口数据来看, 前期对中国出口拉动较大的机电产品、高新技术产品在 4 月出现明显下滑。4 月机电产品(不含医疗器械)和高新技术产品对中国出口拉动分别为-0.01%和-1.44%, 相较上期分别下降 6.74 及 4.47 个百分点。拆分机电产品来看, 出口数量下降较为明显的主要是汽车及其底盘、集成电路行业, 这或因为其主要生产地(上海)为本轮疫情“震中”有关。另外, 液晶显示板的出口量出现逆势上行。

分地区看, 对欧美地区出口增速下滑快于对亚洲地区。4 月中国内地对各地区出口普遍下滑, 其中自 3 月以来, 中国内地对中国香港及俄罗斯的出口增速持续为负。整体来看, 4 月中国内地对欧美出口增速下滑幅度大于亚洲, 但美国仍是中国内地最主要的出口需求国。4 月欧盟及美国对中国内地出口拉动分别为 1.2%及 1.5%, 较上月皆下滑约 2.1 个百分点。4 月东盟、韩国、日本对中国内地的出口拉动虽有下滑, 但下行幅度小于欧美, 相较 3 月分别下行约 0.4、0.3、1.0 个百分点。

3) 价格因素对进出口的支撑或逐渐衰退。价格因素仍然是进出口增速的主要支撑, 但未来基数效应叠加大宗商品价格回落, PPI 同比后续或继续下行, 这也意味着价格因素对中国进出口增速的贡献也将出现下滑。从“量”来看, 出口数量进一步下行, 进口数量降幅收窄。4 月主要商品出口数量同比下滑 11.1%, 较上月下行约 1.9 个百分点, 主要大宗商品进

口的数量贡献降幅有所缩窄，但仍然未负。拆分进口主要大宗商品量价数据来看，4月煤、原油及大豆进口数量同比有所反弹，且由负转正。但铜、钢铁及铁矿的进口数量同比仍然为负。

4) 短期出口或有所反弹，但年内下行趋势不变。人民币汇率或随出口先升后跌。3月下旬开始，疫情冲击经济、出口走弱是4月以来汇率“补跌”的主要原因。自2012年至今，人民币名义有效汇率指数同比与出口同比增速有较明显的正相关关系，并且人民币名义有效汇率指数同比往往滞后1期，这意味着经常项目账户的变动仍是我国汇率变动的主要原因。短期人民币汇率会随着出口反弹而企稳，但是后续人民币汇率在出口走弱+美联储加息的背景下，仍面临一定贬值压力。

(6) 4月金融数据

事件：

央行公布2022年4月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款6454亿元，市场预期14500亿元，前值31300亿元。
- (2) 社会融资规模9102亿元，市场预期20300亿元，前值46531亿元。
- (3) M2同比10.5%，市场预期9.9%，前值9.7%；M1同比5.1%，前值4.7%。

点评：

1) 4月新增社融投向实体贷款3616亿元，创近十年单月新低，是社融大幅回落的主要拖累项。4月贷款为何低增？主要是两个方面原因。一则4月历来是贷款小月，其增量环比显著回落是常态，银行在3月末的季度考核压力下会消耗大量的信贷项目储备，导致4月的信贷项目储备不足；同时银行在3月也常以期限较短的企业短期贷款来冲量，这些短期贷款会在4月到期，使4月份的短期贷款大幅回落，拖累整体贷款表现。二则是疫情的短期冲击。4月处于疫情的主要影响时段，疫情既影响了居民的接触型消费、购房消费等需求，也影响了企业的经营预期。

2) 未贴现银行承兑汇票新增-2557亿元，同比多减405亿元，是社融低增的另一重要拖累项。一是因为疫情影响下企业经营活动受到阻碍，开票需求下降，实体增加的票据供给回落；二是因为融资需求偏弱而信贷额度充裕背景下，大量的票据被贴现至表内。

3) 企业债券新增3479亿元，同比小幅少增145亿元；政府债券新增3912亿元，同比小幅多增173亿元，其多增规模要明显低于前三个月，主要因为提前下发的政府债券额度大部分落在了一季度发行，本身留存在4月发行的规模就偏低。随着4月份专项债额度逐步完成市县一级的分解，5-6月专项债发行应会明显加快，为社融提供支撑。

4) 信托贷款新增-615亿元，同比少减713亿元，是各分项中同比改善最明显的一项。稳增长环境下，基建融资需求的回升是主要推动力之一。

5) M2同比增长10.5%，环比上升0.8个点，与社融表现明显背离，主要因为4月份大规模留抵退税+财政加快支出背景下，大量货币从政府部门转向实体部门，这一点可从政府存款的增量明显偏低中得到佐证：今年4月政府存款新增仅有410亿元，明显低于正常年份的增量（2019年为5347亿元，2021年为5777亿元）。

6) 拉长时间看，M2表现好于社融已经持续了近一年时间，社融-M2剪刀差在2021年4月是一个阶段性的高点，为3.6%，至今年四月降至-0.3%，近五年来首次转负。社融-M2剪

刀差的收敛表明当前稳增长宽信用症结在于实体需求不足，并不在于金融机构流动性缺负，后续宽信用稳增长政策应会更加重视激活实体需求。

(7) 4 月 CPI、PPI 数据

事件：

根据国家统计局数据，中国 4 月 CPI 为 2.1%，市场预期为 2%，前值 1.5%。中国 4 月 PPI 为 8%，市场预期为 7.8%，前值 8.3%。

点评：

1) 4 月 CPI 同比由前值的 1.5%上行至 2.1%，自 2020 年 11 月触底后 CPI 整体震荡上行；PPI 同比由前值的 8.3%回落至 8.0%，自 2021 年 10 月触顶后 PPI 整体震荡下行。这个在可预期的时段依然是一个趋势，在刚出来不久的一季度货币政策执行报告中，央行对未来的判断也是 CPI 上、PPI 下。

2) 从 CPI 来看，非食品价格变化不大，食品价格是主要带动因素。其中猪肉价格环比上行 1.5%，大幅高于前值的-9.3%。水产品、蛋类、鲜果价格环比也均有明显上行。这部分和疫情影响有关，需求端囤货需求增加、供给端物流成本上升。但即便是后续疫情影响淡化，猪周期可能也会是 CPI 一个继续的带动因素。以 22 省市猪肉价格为观测，它在 3-5 月的环比分别为-9.3%、1.4%、9.9%，同比分别为-54.1%、-47.0%、-31.7%。从能繁母猪数据看，其在 2021 年 6 月触顶，至今年 5 月是第 11 个月。经验上来说，在产能下降超过 10 个月之后，价格逻辑上应该会出现反应。从猪粮比看，目前也处于触底反弹过程中。

3) 从 PPI 来看，全球定价商品环比涨幅均有所收窄，但依然保持正增长，如石油开采、石油加工、化工、有色等；内需定价商品多数环比依然稳定在高位，如黑色金属冶炼加工、煤炭开采等。只有非金属矿物制品业价格环比下降 0.5%，降幅有所扩大，可能和建筑业同期的施工受疫情影响较大有关。不过对内需定价的工业品来说，一个值得注意的影响逻辑是保供稳价。近日国家发展改革委召集重点煤炭和电力企业、行业协会、市场资讯机构和全国煤炭交易中心召开专题会议，研判煤炭价格形势，研究加强煤炭价格调控监管工作。会议指出必须立足以煤为主的基本国情，采取切实措施稳定煤炭价格，通过稳煤价进而稳电价、稳企业用能成本。

4) 今年 PPI 同比整体比去年底预期的水位要高，这一点和全球地缘政治、国内基建等因素均有关。它是一把双刃剑，它会导致部分行业成本压力无法缓解；也会对货币政策的空间形成一定约束；但从总量意义上看，PPI 和企业盈利还是一个正向映射的关系。除价格本身的名义影响外，PPI 若大幅下行会导致企业去库存加快。也就是说，PPI 降幅平缓有利于盈利压力平稳过渡，避免出现生产下降和价格大幅回落形成的量价“双杀”。而且，目前 CPI 和 PPI 的量级也不足以形成“滞胀”。从平减指数看，2022 年一季度为 3.4%，低于前面三个季度。

5) 整体来看，通胀尚未形成对基本面的显性约束，也并非宏观面的主要矛盾。年初以来，宏观定价先后经历全球无风险利率主定价、地缘政治风险主定价、疫情主定价、稳增长政策主定价的阶段，目前处于第三阶段向第四阶段过渡的过程之中。5 月 10 日上海本土实际阳性病例下降至 1300 以下，疫情进一步呈现可控特征；第四阶段的基础进一步巩固。

2. 国外主要经济数据

(1) 美国

美国 4 月季调后非农就业人口新增 42.8 万人，较市场预期高出近 4 万人。4 月失业率则持平于 3.6%，预期为下降至 3.5%。4 月劳动参与率环比下降 0.2 个百分点至 62.2%，为 2021 年 3 月以来首次环比下滑，表明美国就业市场劳动力供需关系持续恶化。

美国 4 月 CPI 涨幅回落，但仍超出市场预期，美联储大幅加息压力有增无减。美国劳工部公布数据显示，美国 4 月 CPI 同比上涨 8.3%，较 3 月的 8.5% 涨幅有所回落，但仍高于市场预期的 8.1%，并继续处于 40 年来高位附近。由于能源价格小幅回落，美国 4 月 CPI 环比上涨 0.3%，涨幅较 3 月收窄 0.9 个百分点，但高于市场预期的 0.2%。同时，美国 4 月份核心 CPI 同比上涨 6.2%，环比上涨 0.6%，涨幅也均高于市场预期。

美国 4 月 PPI 同比上涨 11%，涨幅超过市场预期的 10.7%，3 月份同比涨幅也上修为 11.5%。PPI 仍处于近 40 年高位，表明消费者通胀在高位的持续时间可能长于预期，促使美联储加紧激进加息。4 月 PPI 环比上涨 0.5%，符合市场预期，但前值被上修至 1.6%。

美国上周初请失业金人数意外上升至 20.3 万，为 2 月 12 日当周以来新高，此前市场预期下降至 19.5 万。当周续请失业金人数为 134.3 万，预期 138 万，前值 138.4 万。

美国 4 月进口物价指数环比持平，预期升 0.6%，前值升 2.6% 修正为升 2.9%；同比升 12%，预期升 12.3%，前值升 12.5%。

美国 4 月零售销售环比升 0.9%，预期升 0.9%，前值升 0.5% 修正为升 0.7%；4 月核心零售销售环比升 0.6%，预期升 0.4%，前值升 1.1% 修正为升 1.4%。

美国 4 月工业产出环比升 1.1%，增速大幅超出市场预期的 0.5%。4 月制造业产出环比增长 0.8%，连续第三个月增长，增速同样超出市场预期。

美国住宅建筑商信心指数 5 月份下降 8 点至 69，为 2020 年 4 月以来最大跌幅，因企业面临更高的材料成本且市场需求放缓。该指数已连续五个月下跌，处于 2020 年 6 月以来的最低水平。

美国 4 月新屋开工年化总数 172.4 万户，预期 176.5 万户，前值 179.3 万户修正为 172.8 万户。美国 4 月营建许可总数 181.9 万户，预期 181.2 万户，前值 187.3 万户修正为 187 万户。

美国 4 月二手房销量环比下降 2.4% 至折合年率 561 万套，创 2020 年 6 月以来最低水平，且连续第三个月下降。4 月二手房价格的中位数达到创纪录的 39.12 万美元，同比涨 14.8%。

美国 4 月成屋签约销售指数环比下滑 3.9% 至 99.3，为连续第六个月下降，创 2018 年以来最长连降月数。30 年期贷款平均利率从上周的 5.25% 跌至 5.10%，创 2020 年 4 月以来最大降幅。

4 月份商品贸易逆差收窄 15.9% 至 1059 亿美元，创出 2009 年以来最大降幅。4 月份美国商品进口额环比下降 5% 至 2799 亿美元，4 月出口额增长 3.1% 至创纪录的 1739 亿美元。

美国 4 月份个人支出大幅上涨，而收入仅温和增长。数据显示，美国 4 月个人消费支出环比增长 0.9%，个人收入环比增长 0.4%；储蓄率跌至仅 4.4%，为 2008 年 9 月雷曼危机以来最低水平。

美国 4 月份新屋销售环比下降 16.6%，至折年率 59.1 万套，为 2020 年 4 月以来最低水平。这是新屋销售连续第 4 个月下降，为 2010 年 10 月以来最长的连续下降，跌幅为新冠危机高峰以来最大。

(2) 欧元区

欧元区 4 月 CPI 初值同比升 7.5%，续创 1997 年有统计以来最高历史纪录，也是连续第六次创纪录。4 月核心 CPI 升幅扩大至 3.5%，高于预期值 3.2%。其中，能源价格同比上涨 38%，较 3 月份 44.4% 的涨幅略有放缓。

欧元区 4 月制造业 PMI 终值为 55.5，预期 55.3，初值 55.3。德国 4 月制造业 PMI 终值为 54.6，预期 54.1，初值 54.1。

欧元区 4 月经济景气指数为 105，创去年 3 月以来新低，预期 108，前值 108.5；工业景气指数为 7.9，创去年 3 月以来新低，预期 9.5，前值 10.4。

欧元区 4 月消费者信心指数终值为-22，预期-16.9，初值-16.9。

欧元区 4 月 CPI 终值同比上升 7.4%，略低于预期的 7.5%，仍创 25 年以来新高，初值为 7.5%。核心 CPI 同比终值上升 3.9%，较预期和初值持平，但高于 3 月份 3.2% 的同比涨幅。

欧元区 5 月制造业 PMI 初值 54.4，创 2020 年 11 月以来新低，预期 54.9，4 月终值 55.5；服务业 PMI 初值 56.3，预期 57.5，4 月终值 57.7；综合 PMI 初值 54.9，预期 55.1，4 月终值 55.8。

德国 5 月制造业 PMI 初值 54.7，预期 54，4 月终值 54.6；服务业 PMI 初值 56.3，预期 57.2，4 月终值 57.6；综合 PMI 初值 54.6，预期 54，4 月终值 54.3。

法国 5 月制造业 PMI 初值 54.5，创 2021 年 10 月以来新低，预期 55，4 月终值 55.7；服务业 PMI 初值 58.4，预期 58.6，4 月终值 58.9；综合 PMI 初值 57.1，预期 57，4 月终值 57.6。

(3) 英国

英国 4 月零售物价指数同比升 11.1%，预期升 11.1%，前值升 9%；环比升 3.4%，创 1980 年 4 月以来新高，预期升 3.4%，前值升 1%。

英国 5 月 Gfk 消费者信心指数-40，创历史新低，预期-39，前值-38。英国 4 月季调后零售销售同比下降 4.9%，预期降 7%，前值升 0.9%；环比升 1.4%，预期降 0.3%，前值降 1.4%。

英国 5 月制造业 PMI 为 54.6，预期 55，前值 55.8；服务业 PMI 为 51.8，预期 57，前值 58.9；综合 PMI 为 51.8，预期 56.5，前值 58.2。

英国国家统计局数据显示，受能源价格上涨、生活成本增加等因素影响，英国 4 月 CPI 同比增长 9%，为 1982 年有记录以来的新高。英国 4 月 CPI 环比上涨 2.5%，创 1991 年 4 月以来新高。

(4) 日本

日本 4 月消费者物价指数（CPI）显示，剔除波动大的生鲜食品后的综合指数为 101.4，同比上涨 2.1%，为受提高消费税影响的 2015 年 3 月（2.2%）以来、时隔 7 年零 1 个月最高水平。

日本 5 月制造业 PMI 初值为 53.2，4 月终值为 53.5；服务业 PMI 初值为 51.7，4 月终值为 50.7；综合 PMI 初值为 51.4，4 月终值为 51.1。

（5）其他

欧佩克发布最新月报显示，由于通胀上升、俄乌战争和疫情，预计 2022 年全球石油需求将增加 336 万桶/日，较此前的预测下调 21 万桶/日，为连续第二个月下调。俄罗斯 2022 年原油产量预测被下调 36 万桶/日。欧佩克 4 月日产量增加 15.3 万桶至 2865 万桶，低于欧佩克+协议允许的日产量增加 25.4 万桶。

国际能源署（IEA）将 2022 年全球石油需求增长预期再度下调 7 万桶/日，预计将增加 180 万桶，达到平均 9940 万桶/日。IEA 月报显示，尽管遭到抵制，俄罗斯今年石油收入仍增长 50%；预计俄罗斯今年的石油日产量降至 960 万桶，为 2004 年以来的最低水平

联合国发布《2022 年中世界经济形势与展望》。报告显示，2022 年全球经济增速下调至 3.1%，低于 2022 年 1 月发布的 4% 的增速预期。报告预计 2022 年全球通胀率将增至 6.7%，是 2010 年-2020 年期间平均通胀率 2.9% 的两倍，粮食和能源价格将大幅上涨。

（二）本月市场重点信息及点评

1. 重点信息

（1） 5 月 1 日出版的第 9 期《求是》杂志将发表国家主席习近平重要文章《加快建设科技强国，实现高水平科技自立自强》。文章指出，要加强原创性、引领性科技攻关，坚决打赢关键核心技术攻坚战。基础研究要勇于探索、突出原创，更要应用牵引、突破瓶颈，弄通“卡脖子”技术的基础理论和技术原理。科技攻关要坚持问题导向，奔着最紧急、最紧迫的问题去。创新链产业链融合，关键是要确立企业创新主体地位。大力加强多学科融合的现代工程和技术科学研究，形成完整的现代科学技术体系。

（2） 5 月 4 日，文旅部披露，“五一”假期国内旅游出游 1.6 亿人次，同比减少 30.2%，按可比口径恢复至疫情前同期的 66.8%；实现国内旅游收入 646.8 亿元，同比减少 42.9%，恢复至疫情前同期的 44.0%。

（3） 5 月 6 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》提出，加快发展大城市周边县城，支持位于城市群和都市圈范围内的县城融入邻近大城市建设发展；引导人口流失县城转型发展。要健全农业转移人口市民化机制，全面落实取消县城落户限制政策。加强存量低效建设用地再开发，合理安排新增建设用地计划指标。优化公共充换电设施建设布局，加快建设充电桩。引导非化石能源消费和分布式能源发展，在有条件的地区推进屋顶分布式光伏发电。

(4) 5月9日,央行发布一季度货币政策执行报告表示,下一阶段,稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度,稳字当头,主动应对,提振信心,搞好跨周期调节,坚持不搞“大水漫灌”,发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。用好各类货币政策工具,保持流动性合理充裕,增强信贷总量增长的稳定性,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,保持宏观杠杆率基本稳定。结构性货币政策工具积极做好“加法”,引导金融机构合理投放贷款,促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的企业、行业倾斜。密切关注物价走势变化,支持粮食、能源生产保供,保持物价总体稳定。密切关注主要发达经济体货币政策调整,以我为主兼顾内外平衡。着力稳定宏观经济大盘,保持经济运行在合理区间。国务院联防联控机制召开电视电话会议,国务院副总理孙春兰强调,要坚持“动态清零”不犹豫不动摇,坚持底线思维、极限思维,抓早抓小抓基础,发现一起、扑灭一起,确保疫情可管可控。

(5) 5月15日,央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》,对于贷款购买普通自住住房的居民家庭,首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点,二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。在全国统一的贷款利率下限基础上,央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”原则,指导各省级市场利率定价自律机制,根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求,自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。近日,国务院办公厅印发《关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》提出,对招用毕业年度高校毕业生并签订1年以上劳动合同的中小微企业,给予一次性吸纳就业补贴。支持自主创业和灵活就业,按规定给予一次性创业补贴、创业担保贷款及贴息、税费减免、社会保险补贴等政策。

(6) 5月15日出版的第10期《求是》杂志将发表国家主席习近平重要文章《正确认识和把握我国发展重大理论和实践问题》。文章指出,要为资本设置“红绿灯”,防止有些资本野蛮生长,依法加强对资本的有效监管,支持和引导资本规范健康发展,坚持和完善社会主义基本经济制度,毫不动摇巩固和发展公有制经济,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展,促进非公有制经济健康发展和非公有制经济人士健康成长。

(7) 5月18日,国务院总理李克强表示,经济下行压力进一步加大,要加大宏观政策调节。已出台政策要尽快落到位,看得准的新举措能用尽用,5月份能出尽出,确保上半年和全年经济运行在合理区间,努力使经济较快回归正常轨道。要突出就业优先,通过稳市场主体来保就业保民生。确保粮食稳产和能源稳定供应。支持平台经济、数字经济合法合规境内外上市融资。稳地价稳房价,支持居民合理住房需求,保持房地产市场平稳健康发展。

(8) 5月20日,中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布,最新一期贷款市场报价利率(LPR)为:1年期LPR为3.7%,维持不变,5年期以上LPR为4.45%,较4月下调15BP。分析指出,5月LPR报价明显超出市场预期:一是两种期限LPR中,仅挂钩房贷的5年期以上LPR下降,显示出明显的指向性;二是降幅超出预期,自2019年8月LPR改革以来,5年期以上LPR首次出现15个基点较大降幅。

(9) 5月22日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》提出,夯实文化数字化基础设施,依托现有有线电视网络设施、广电5G网络和互联互通平台,形成国家文化专网;发展数字化文化消费新场景,大力发展线上线下一体

化、在线在场相结合的数字化文化新体验；加快文化产业数字化布局，在文化数据采集、加工、交易、分发、呈现等领域，培育一批新型文化企业，引领文化产业数字化建设方向；支持符合科创属性的数字化文化企业在科创板上市融资，推进文化数字化相关学科专业建设，用好产教融合平台。

（10） 5月23日，国务院常务会议进一步部署稳经济一揽子措施，涉及财政、金融、消费、投资等共6方面33项措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。财政及相关政策方面，包括在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，增加退税1400多亿元；将中小微企业个体工商户和5个特困行业缓缴养老等社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元。金融政策方面，包括今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍等。稳产业链供应链方面，优化复工达产政策，取消来自疫情低风险地区通行限制，有序增加国内国际客运航班。促消费和有效投资方面，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，因城施策支持刚性和改善性住房需求，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目。保能源安全方面，调整煤矿核增产能政策，再开工一批能源项目。另外，做好失业保障、低保和困难群众救助等工作，视情及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。

（11） 5月24日，央行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，研究部署加大信贷投放力度。会议指出，受国内外超预期因素影响，近期经济新的下行压力进一步加大。金融系统要加大实体经济支持力度，全力以赴稳住经济基本盘。要用好用足各种政策工具，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。要聚焦重点区域、重点领域和重点行业，围绕中小微企业、绿色发展、科技创新、能源保供、水利基建等，加大金融支持力度。要落实政策要求，保持房地产信贷平稳增长，支持中小微企业、个体工商户、货车司机贷款和受疫情影响严重的个人住房、消费贷款等实施延期还本付息。要加快已授信贷款的放款进度。要坚持市场化原则，平衡好信贷适度增长和防范金融风险之间的关系，提升金融支持实体经济的可持续性。

（12） 5月25日，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议。中共中央政治局常委、国务院总理李克强作重要讲话。李克强说，各部门在稳经济大盘这个大局面前都有责任，要有更强的紧迫感，确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成，为加大实施力度，国务院常务会议确定6方面33条稳经济一揽子政策措施5月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出。要用“放管服”改革的办法优化政策实施流程，密切跟踪实施情况，该完善的及时完善，确保政策受益主体不漏户、不漏人地清晰了解和应享尽享。这些年我们坚持不搞大水漫灌，宏观政策仍有空间，要继续做好政策储备。

（13） 5月25日，国务院办公厅发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》提出，要重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，包括交通、水利、仓储物流、新型基础设施等；统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等；有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产，包括老旧厂房等。

（14） 5月29日，上海市政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，包括8个方面、50条政策措施。根据行动方案，上海将于6月1日起取消企业复工复产审批制度，同时出台系列政策稳外资、促消费、扩投资。上海将为市场主体减负，除减免房租外，还将对

符合条件的企业减免房产税和城镇土地使用税，对非居民用户给予3个月应缴水费、电费、天然气费10%财政补贴。上海将以大宗消费为抓手，年内新增非营业性客车牌照额度4万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税，对置换纯电动汽车的个人消费者给予一次性1万元补贴，支持大型商贸企业和电商平台发放消费优惠券，支持文创、旅游、体育产业发展，大力促进消费加快恢复。

(15) 5月30日，国家发改委、国家能源局印发《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，旨在锚定到2030年我国风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上的目标，加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系。方案提出7方面21项具体政策举措，包括创新新能源开发利用模式，加快推进以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地建设；加快构建适应新能源占比逐渐提高的新型电力系统；支持引导新能源产业健康有序发展；完善支持新能源发展的财政金融政策，研究探索将新能源项目纳入基础设施REITs试点支持范围等。

(16) 5月30日，全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开。会议要求，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降。进一步加大增值税留抵退税政策力度，加快退税进度，确保上半年基本完成小型企业以及制造业等行业中型、大型企业存量留抵税额集中退还。加快财政支出进度，加紧推进已纳入年度计划安排的重大工程建设。加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。积极扩大有效投资，进一步加快下达预算；促进居民消费持续恢复，进一步提振汽车消费。

(217) 5月30日，财政部印发《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》，以支持实现碳达峰工作为侧重点，提出综合运用财政资金引导、税收调节、多元化投入、政府绿色采购等政策措施做好财政保障工作。《意见》明确，重点支持构建清洁低碳安全高效的能源体系、重点行业领域绿色低碳转型、绿色低碳科技创新和基础能力建设、绿色低碳生活和资源节约利用、碳汇能力巩固提升、完善绿色低碳市场体系等六大方面。其中提出，大力支持发展新能源汽车，完善充换电基础设施支持政策，稳妥推动燃料电池汽车示范应用工作。

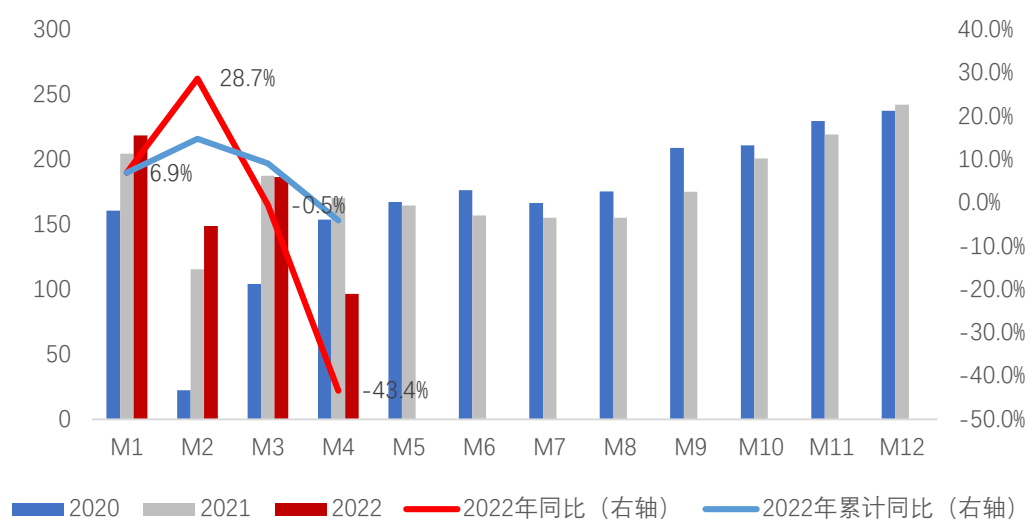
(三) 重点行业信息及点评

1. 汽车行业

(1) 行业数据

根据汽车工业协会数据，2022年4月，我国乘用车批发销量96.5万辆，同比下滑43.4%，环比下滑48.2%，1-4月累计批发销量650万辆，同比下滑4.1%。4月汽车销量同环比出现大幅度下滑的主要原因为，4月上海疫情导致上海地区及周边的汽车产业链出现大面积停工停产情况，并造成全行业的供给不足。

图 4：乘用车月度销量（万辆）及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会、东方基金整理

（2）后期观点

从供需两方面分析，供给端，随着上海疫情的逐步好转，上海地区及周边车企和零部件企业复工复产逐步推进，产业链调研看 5 月最后一周产能利用率已恢复至 60%-80%。需求端，随着疫情相关城市的逐步解封，预计购车需求会逐步恢复。

近期国家层面推出 600 亿购置税减免政策，深圳、上海、湖北等多地区发布汽车相关消费刺激政策，单车补贴额度在 5000-1 万元，多项政策叠加，预计能够加速需求端的恢复。

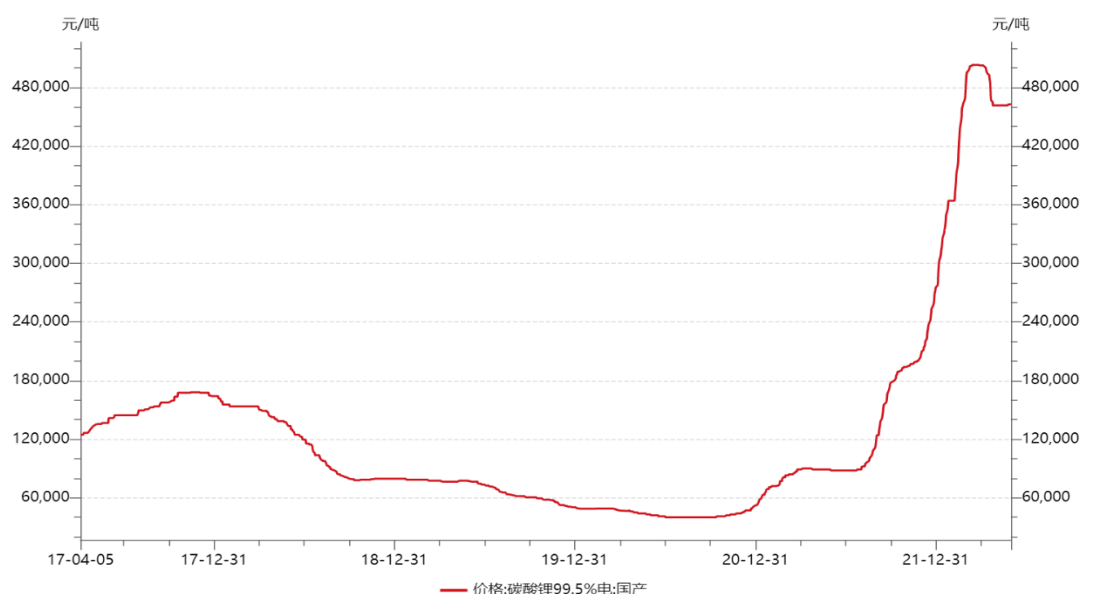
我们看好板块疫情后供需同步修复带来的反弹行情，预计 600 亿购置税减免的政策周期为半年到一年维度，且对乘用车的销量会有实质性的拉动作用，看好板块行情的持续性。

2. 能源金属行业

（1）行业数据

4 月份以来，国内碳酸锂现货价格略有回落后，但仍然在较高位置。2021 年以来，国内电池级碳酸锂现货公开报价逐步攀升，至 2022 年 1 季度，国内 99.5% 电池级碳酸锂现货的价格冲高至 50 万元附近，后续在海外新产能投放、国内需求阶段性放缓等因素共同作用下，小幅下滑后稳定在 46 万元/吨左右。

图 5：国内碳酸锂现货价格走势



资料来源: wind、东方基金整理

(2) 后期观点

碳酸锂在全球的总储量是充足的,但因为产能释放周期长,产能供给具备一定刚性,而近年来在新能源汽车行业带动下,碳酸锂需求不断增长,当增速较快时容易出现阶段性供需失衡,导致价格剧烈波动。长期而言,碳酸锂价格大概率会回落至更合理区间,但价格预计仍会有周期波动。对于年内碳酸锂市场,我们认为供给仍然偏紧张,价格高位区间震荡或会是大概率事件。

三、基金经理研判

（一）薛子徵： 看好稳增长板块

五月份市场表现为触底后的持续反弹：中央表态一切有利于稳增长的政策要应出尽出，随着全国疫情稳中向好，复工复产有序推进；最新公布的美国 4 月 PCE 数据进一步放缓，通胀进入顶部区域概率较大，市场预期美联储加息节奏接近尾声，美债收益率回落，人民币汇率短期止跌，这些均给予了市场参与者更多信心。总体看，五月沪深 300 上涨 1.87%、创业板指上站 3.71%、创 50 指数上涨 9.31%，呈现出高估值类成长股大幅反弹的行情。

展望未来，我们认为，六月疫后复苏任重道远，未来稳增长、保就业、防风险压力陡增。随着上海 6 月 1 日解封，长三角制造业产业链将逐渐恢复，但由于企业复工复产并非一蹴而就，对于二季度总体经济仍将产生极大影响，预计二季度国内经济或将处于低增速水平；同时临近高校毕业季，预计应届毕业生签约率不高，保就业的政策需求进一步提升，因此我们预计未来或可见基建发力稳增长。但由于传统基建资金来源主要为地方政府，其面临财政以及重大项目的终身问责制的压力，预计传统基建增长乏力；而电网类投资资金来源为中央，资金相对充裕，且恰好面临新十年的电网投资建设元年，预计电网投资增速将是基建板块中的亮点，相关行业或将具备超额收益的机会。同时从防风险角度，我们认为，房地产刺激政策或将持续出台，当前房地产行业已从此前的防止发生风险转变为了风险暴露后的有序“拆雷”，此前的供给端政策，如开发商融资放松，AMC 救助、拿地、预售条件放松等并不能解决根本问题，即地产库存无法转化为销售进而带来现金流改善。因此，我们判断，未来一线城市将可见地产需求端政策的放松甚至刺激，一方面可传导至土地市场解决地方拮据的财政状态，另一方面可向二三四线城市传导涨价预期，通过涨价去库存，化解企业和地方财政风险。在此背景下，我们仍然看好地产开发类低估值国企，未来或具备资产负债表重估机会。但由于居民财富的总体增速有限，资金可能向楼市回流，二级市场可能增量资金不足，出现存量博弈概率较大。

四、产品策略

（一）东方中国红利

东方中国红利混合型证券投资基金是成立于 2020 年 9 月的公募基金产品，现任基金经理薛子微。该基金重点投资于盈利能力优秀、分红水平较为突出且分红政策稳定的上市公司，关注企业经营的真实现金流，长期跟踪并分享中国经济高质量发展的成果，力争为基金份额持有人谋求长期、稳健的投资回报。

在组合构建上，本产品将着重选择符合宏观经济周期趋势以及产业景气趋势共振的行业，同时关注企业经营现金流质量，选取其中较高分红的企业进行投资。

五、其他

（一）公司新产品动向

东方欣冉九个月持有期混合型证券投资基金于 2022 年 5 月 6 日进行份额发售公告，募集发行期为 2022 年 5 月 9 日至 2022 年 7 月 8 日。

（二）投研工作成果

2022 年 5 月，权益研究部重点对上市公司年报、一季报进行了总结，并对国内稳增长政策和二季度疫情影响进行展望，与上市公司和产业链专家进行了沟通，共完成了各类报告 250 余篇，其中公司调研及访谈报告 120 余篇、点评报告 110 余篇、公司及行业深度报告近 20 篇。

免责声明

东方基金管理股份有限公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。