

利率债短期处于震荡期，5月转债组合不变

固定收益周报 2022 年第 16 期（2022.5.2-2022.5.8）

相关研究报告：

《固定收益周报 2022 年第 15 期
（ 2022.4.25-2022.5.1 ）》

--2022/05/04

《固定收益周报 2022 年第 14 期
（ 2022.4.18-2022.4.24 ）》

--2022/04/24

《固定收益周报 2022 年第 13 期
（ 2022.4.11-2022.4.17 ）》

--2022/04/17

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

二级市场：利率债上涨，权益、转债均下跌

国债期货延续上涨，现券收益率各期限品种继续调整，城投与产业债收益率下降，信用利差收窄，信用债成交量大幅下降，A 股缩量下跌，可转债指数放量小幅下跌，但个券涨多跌少。

一级市场：利率供给大幅下降，信用融资环境一般

利率债净融资额大幅下降，利率债招投标全场倍数有所下降，城投债净融资大幅下降，产业债净融资规模仍为负。

银行间流动性宽松，央行净回笼 300 亿元

月初，本周银行间市场流动性宽松，本周央行在逆回购操作中投放资金 300 亿元，到期回笼 600 亿元，实现资金净回笼 300 亿元。

美联储“鹰派”减弱，未来缩表力度或加大

就业仍强劲，通胀维持高位，中国疫情导致供应链中断货加剧通胀危机。5月会议加息 50BP，完全符合市场预期，详细缩表计划公布，6月将开启缩表进程。美联储鹰派态度减弱，后续加息 75BP 可能性基本排除，经济有望实现“软着陆”。美联储偏鸽美元走弱，未来缩表力度有望加大。

后市展望：利率债短期处于震荡期，5月转债组合不变

利率债方面，本周 10 年国债收益率截至本周六维持 2.83%。疫情冲击下，五一小长假出行人数受限，经济基本面仍处下行趋势。

月初资金面流动性保持宽松，以及 4 月 PMI 和信贷数据均表现不佳对债市起到支撑作用。国外方面，美联储加息符合市场预期，对债市影响较小，债市表现主要受国内疫情发展以及政策影响。中长期来看，随着疫情逐步可控，经济有望企稳回升，预计 10 年国债收益率围绕 2.80% 附近波动，债市短期仍处于震荡期。转债方面，我们维持转债组合不变：无锡转债、张行转债、杭银转债、傲农转债、正邦转债、洽洽转债、润达转债、万孚转债、大参转债、靖远转债、好客转债、建工转债与交科转债。

风险提示

俄乌局势升级超预期，海外流动性收紧对新兴市场的影响。

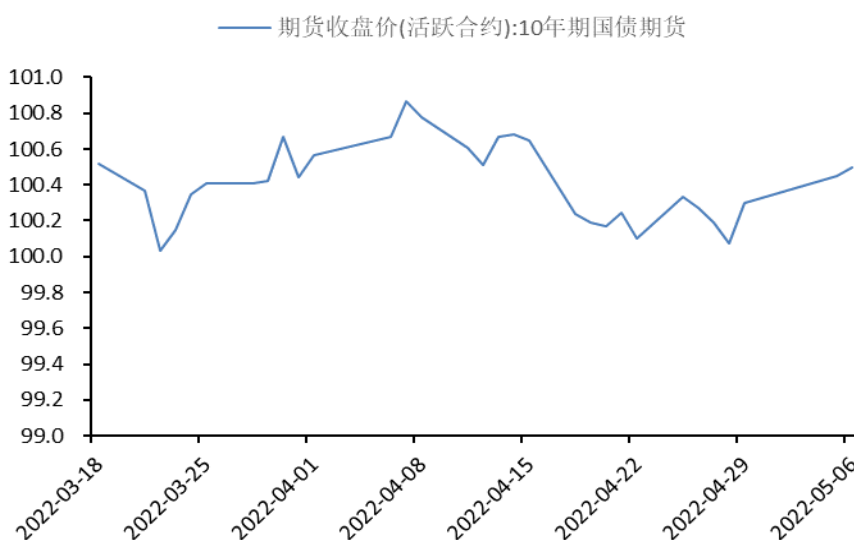
一、二级市场：利率债上涨，权益、转债均下跌

(一) 利率债上涨

国债期货延续上涨

本周国债期货延续上涨态势，其中 5 年期国债期货活跃合约较上周上涨 0.05%，10 年期国债期货活跃合约较上周上涨 0.20%。“五一”小长假后首个工作日，周四市场交投较为清淡，受基本面表现偏弱叠加资金流动性宽裕支撑影响下，债市全线收涨；周五国债期货午后拉涨，收盘涨跌不一，长端收涨短端收跌。

图表 1：国债期货走势

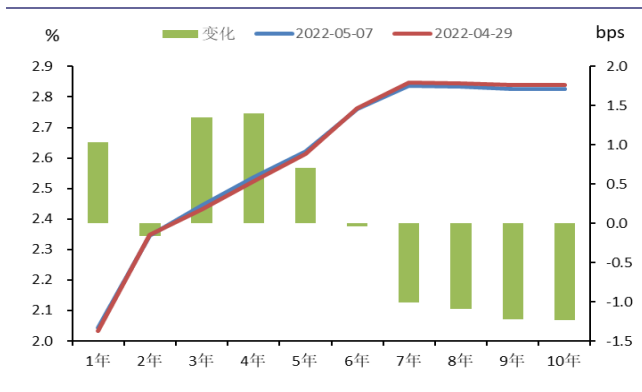


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

现券收益率各期限品种继续调整

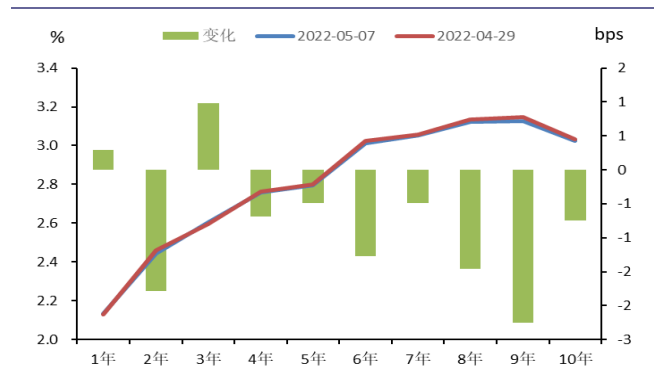
现券方面，国债收益率及国开债收益率各期限品种继续调整，本周 10 年国债收益率为 2.83%，较上周下降 1 BP；10 年国开债收益率为 3.03%，较上周下跌 0.75 BP。从期限结构上看，国债方面，中短期品种向上调整，长期限向下调整，收益率曲线趋于平缓。国开债方面，各期限调整幅度不明显。

图表 2：国债收益率曲线变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：国开债收益率曲线变化



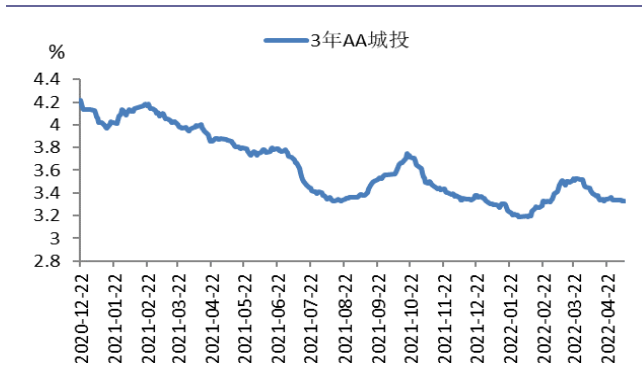
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 城投与产业债收益率下降，信用利差收窄

城投债收益率下降

城投债收益率下降，3 年期 AA 城投债收益率截至周六为 3.33%，较上周五下跌 0.41 BP。从曲线来看，本周各期限品种均有不同程度下降，短期限品种收益率降幅较长期限更为明显。

图表 4：3 年 AA 城投债收益率变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：AA 城投债各期限表现



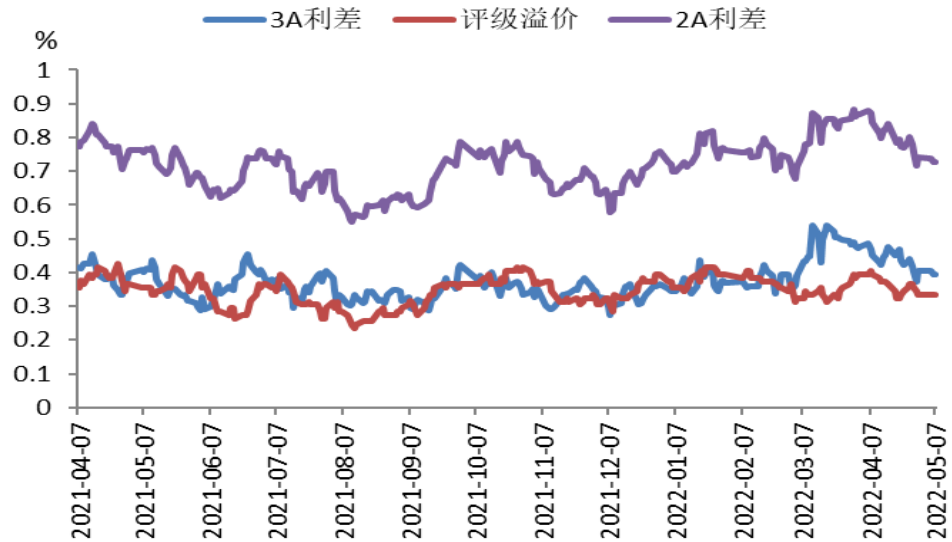
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

城投债利差收窄

3 年期 AA 城投债收益率下降 0.41 BP，其中无风险收益率上调 0.98 BP，意味着 AA 利差下降了 1.39 BP。利差进一步拆解，AAA 利差下调 1.39 BP，评级溢价较上周无变化。AAA 利差下调说明流动性更加宽松，评级溢价不变表明市场对于地方

融资平台债务风险担忧程度较上周保持一致。

图表 6: 3 年期 AA 级城投债利差分解



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

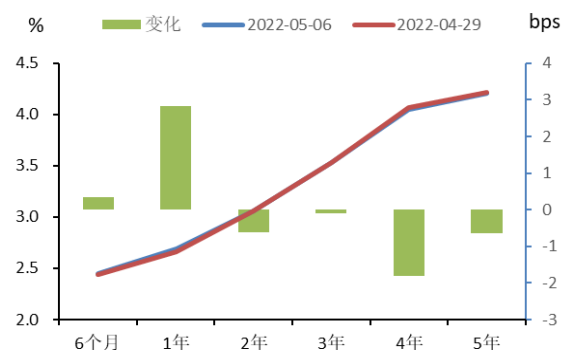
产业债收益率同样下降

产业债收益率同样下降, 3 年期 AA 产业债收益率截至周五为 3.53%, 较上周五下降 0.11 BP。从曲线来看, 1 年期及 4 年期品种变化幅度较大, 约为 2 BP, 其他期限变化幅度不大。

图表 7: 3 年 AA 产业债收益率变化



图表 8: AA 产业债各期限表现



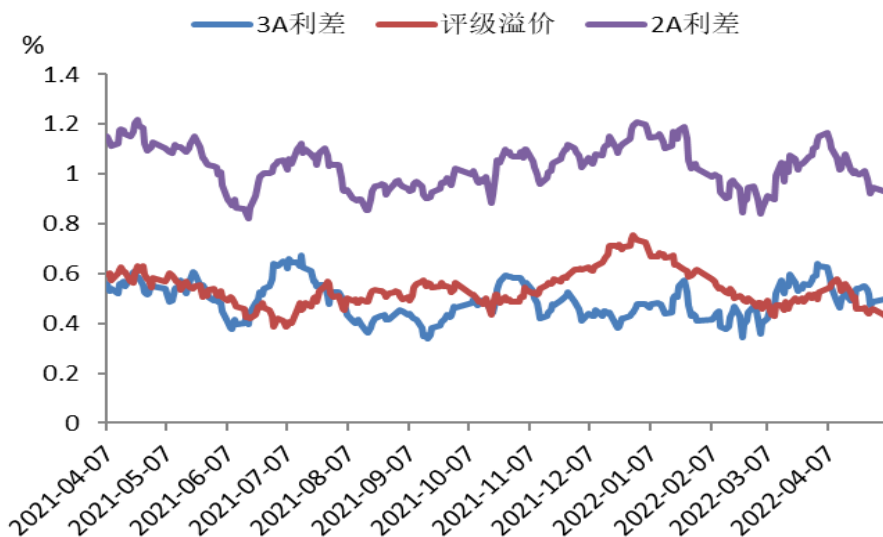
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

产业债利差收窄

3 年期 AA 产业债收益率下降 0.11 BP, 其中无风险收益率上调 0.43 BP, 意味着 AA 利差下调了 0.54 BP。利差进一步拆解, AAA 利差上调了 0.44 BP, 评级溢价下降 0.98 BP。评级溢价下降表明市场对产业类主体忧虑程度有所缓解, 违约风险下降。

图表 9: 3 年期 AA 级产业债利差分解



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

房地产、环保行业信用利差走扩, 其他行业均收窄

分行业来看, 本周房地产、环保行业 AA 利差有所上调, 其他行业产业债均有不同程度下调, 其中投资平台行业 AA 级信用利差下调幅度最大。利差进一步拆解, 房地产行业评级溢价有所上调, 说明市场认为该行业相关产业债违约风险较上周有所提高。

图表 10：各行业信用利差分解

	交通运输	房地产	建筑装饰	投资平台	环保	食品饮料
AA 利差	-1.94	0.79	-1.91	-45.25	0.52	-13.37
评级溢价	-2.79	0.68	-2.63	-44.95	-1.26	-12.98
AAA 利差/流动性溢价	0.85	0.11	0.71	-0.30	1.79	-0.39

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

信用债成交量大幅下降

本周信用债成交量大幅下降。中票成交金额 1,011.65 亿元，较前一周大幅下降，短融成交金额 940.05 亿元，本周二级信用债成交总金额为 2,379.88 亿元，较上周大幅下降。

图表 11：信用债成交量

起始日期	截止日期	中期票据	短期融资券	其他	信用债
2022-05-02	2022-05-08	1,011.65	940.05	428.18	2,379.88
2022-04-25	2022-05-01	3,104.08	2,758.71	1,765.30	7,628.09
2022-04-18	2022-04-24	3,452.64	2,713.83	1,446.32	7,612.79
2022-04-11	2022-04-17	3,176.23	2,535.98	1,612.21	7,324.41
2022-04-04	2022-04-10	1,386.93	1,476.13	765.15	3,628.21
2022-03-28	2022-04-03	2,569.77	2,118.13	1,503.27	6,191.17
2022-03-21	2022-03-27	2,901.86	2,997.51	1,800.10	7,699.47
2022-03-14	2022-03-20	2,603.86	2,528.74	1,392.76	6,525.36
2022-03-07	2022-03-13	2,506.73	2,052.71	1,449.21	6,008.65
2022-02-28	2022-03-06	2,429.23	2,416.11	1,396.38	6,241.72
2022-02-21	2022-02-27	2,452.53	1,866.15	1,500.93	5,819.61
2022-02-14	2022-02-20	2,066.69	2,269.65	1,395.77	5,732.10
2022-02-07	2022-02-13	1,987.89	2,870.52	1,152.05	6,010.46
2022-01-24	2022-01-30	2,425.48	2,283.06	1,542.84	6,251.38
2022-01-17	2022-01-23	2,724.53	2,561.44	1,460.67	6,746.64
2022-01-10	2022-01-16	2,599.96	2,499.15	1,498.62	6,597.73
2022-01-03	2022-01-09	2,060.65	1,979.74	1,070.05	5,110.44
2021-12-27	2022-01-02	2,035.78	1,605.01	1,399.17	5,039.96

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

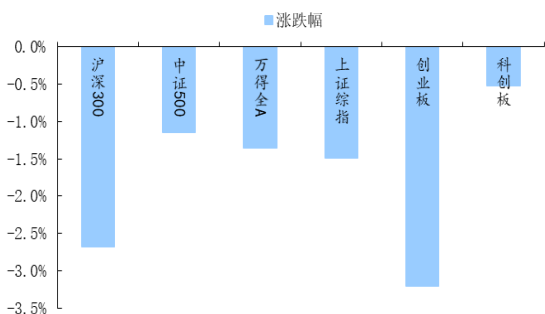
(三) 权益、转债均下跌

A 股缩量下跌

本周权益市场整体下跌, 各板块均有不同程度下跌。具体来看, 科创板和创业板分别下跌 0.52% 和 3.20%; 沪深 300 与中证 500 分别下跌 2.67% 和 1.14%; 全市场看, wind 全 A 周跌幅为 1.35%。

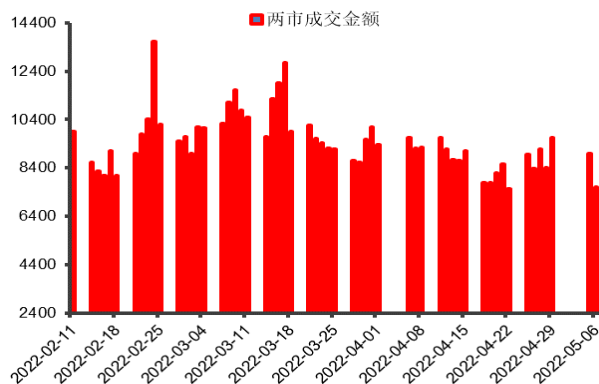
两市成交金额本周有所减少, 本周日均成交金额为 8,303.52 亿元, 较上周的 8,917.99 亿元有所降低。

图表 12: 各板块涨跌幅



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 13: 两市成交金额

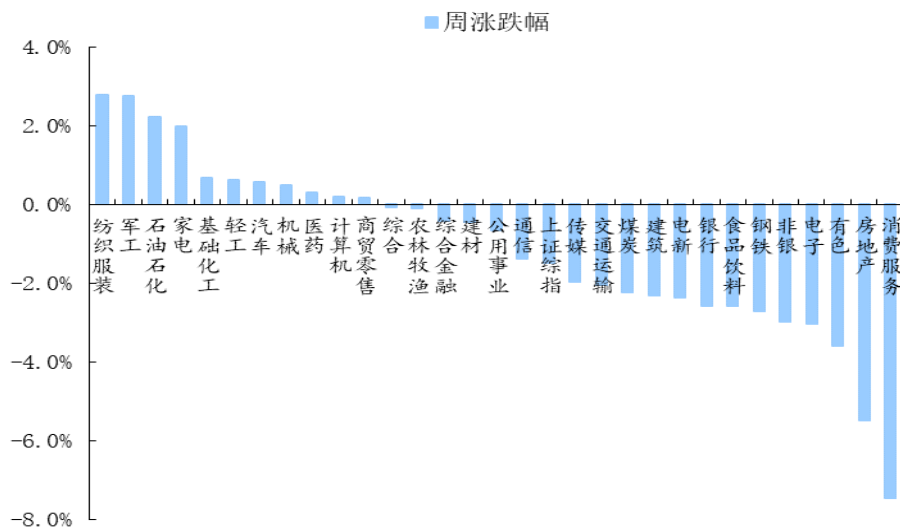


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

纺织和军工行业涨幅靠前, 房地产和消费服务跌幅大

中信一级行业中, 30 个行业中 11 个行业上涨, 涨幅靠前的行业包括纺织和军工, 周涨幅在 2% 以上。跌幅靠前的行业有房地产和消费服务, 周跌幅在 5.5% 以上。

图表 14: 中信一级行业周涨跌幅



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

可转债指数放量小幅下跌，但个券涨多跌少

本周中证转债及可交换指数较上周小幅下跌 0.24%。成交量方面，本周成交 2502 亿，低于上周的 5152 亿。

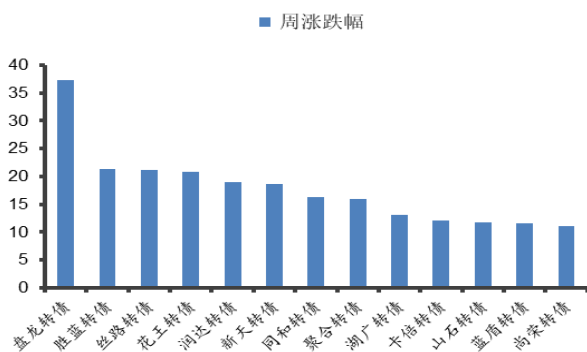
图表 15: 中证转债及可交债指数走势



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

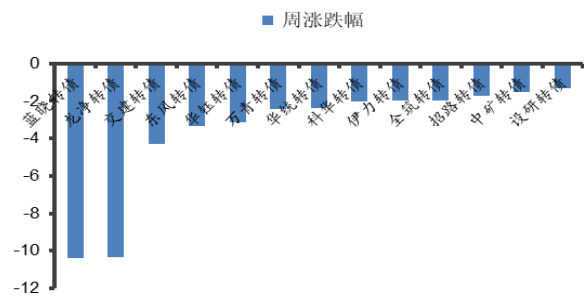
个券方面, 本周市场涨多跌少, 总共 402 只公募可转债, 352 只个券上涨, 48 只下跌, 2 只收平。涨幅靠前的转债有盘龙转债、胜蓝转债, 涨幅在 20% 以上; 跌幅靠前的转债有蓝晓转债与龙净转债, 周跌幅在 10% 以上。

图表 16: 涨幅靠前的个券



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 17: 跌幅靠前的个券



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、一级市场: 利率供给大幅下降, 信用融资环境一般

(一) 利率债供给大幅下降，招投标全场倍数有所下降

利率债净融资额大幅下降

本周新发行利率债有 12 只，融资 1,996.48 亿元；4 只利率债到期，加上提前赎回的，总偿还量为 1,076.00 亿元，净融资额为 920.48 亿元，较上周大幅下降。

图表 18：利率债发行与到期

起始日期	截止日期	总发行量 (亿元)	发行只数	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还量 (亿元)	到期只数
2022-05-02	2022-05-08	1,996.48	12	1,076.00	920.48	1,076.00	4
2022-04-25	2022-05-01	3,925.33	58	1,338.62	2,586.71	1,338.62	9
2022-04-18	2022-04-24	5,293.28	48	4,792.64	500.64	4,792.64	14
2022-04-11	2022-04-17	3,311.51	45	5,346.53	-2,035.02	5,346.53	18
2022-04-04	2022-04-10	2,410.94	26	1,504.93	906.01	1,504.60	9
2022-03-28	2022-04-03	2,316.44	76	2,643.56	-327.12	2,636.93	21
2022-03-21	2022-03-27	4,598.10	93	1,024.33	3,573.77	1,024.33	9
2022-03-14	2022-03-20	5,100.50	82	1,415.11	3,685.39	1,415.11	12
2022-03-07	2022-03-13	4,882.93	78	5,177.20	-294.27	5,177.20	10
2022-02-28	2022-03-06	3,107.32	47	811.78	2,295.54	811.78	4
2022-02-21	2022-02-27	4,623.84	115	2,313.16	2,310.68	2,313.16	9
2022-02-14	2022-02-20	3,831.37	46	501.70	3,329.67	501.70	1
2022-02-07	2022-02-13	3,742.01	62	4,833.40	-1,091.39	4,833.40	6
2022-01-31	2022-02-06	-	0	920.75	-920.75	920.75	3
2022-01-24	2022-01-30	6,652.14	136	2,661.18	3,990.95	2,661.18	12
2022-01-17	2022-01-23	4,821.22	50	4,073.41	747.81	4,073.41	8
2022-01-10	2022-01-16	3,683.01	35	902.57	2,780.44	900.00	4
2022-01-03	2022-01-09	1,052.50	15	650.90	401.60	650.90	1

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

利率债招投标全场倍数有所下降

本周国债与政策性金融债招标效果不错，全场倍数均值为 3.51，较上周的 3.90 倍有所下降；而发行价格仅有 4 只低于 100，其余全部高于 100，发行需求旺盛。

图表 19：利率债发行结果

交易代码	发行起始日	计划发行规模(亿)	发行期限(年)	全场倍数	边际倍数	发行价格
210310Z29. IB	2022-05-06	20	10.00	6.19	2.00	105.03
220210Z2. IB	2022-05-06	200	10.00	3.38	1.33	100.16
2203674. IB	2022-05-06	40	0.25	3.30	1.28	99.61
220305Z12. IB	2022-05-06	40	5.00	3.89	1.32	99.79
229917. IB	2022-05-06	600	0.50	1.98	1.48	99.10
220203Z9. IB	2022-05-06	110	5.00	3.57	4.54	100.28
229918. IB	2022-05-06	600	0.25	2.69	1.96	99.57
220304. IB	2022-05-06	40	1.00	3.42	32.00	100.00
220201Z15. IB	2022-05-06	120	1.00	2.94	6.45	100.78
220310Z8. IB	2022-05-06	60	10.00	3.78	4.97	101.03

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 信用债融资环境一般

城投债净融资大幅下降

本周新发行城投债 56 只，融资 441.00 亿元；59 只城投债到期，加上提前赎回的，总偿还量 392.84 亿元，净融资额为 48.16 亿元，较前一周大幅下降。

图表 20：城投债发行与到期

起始日期	截止日期	总发行量(亿元)	发行只数	总偿还量(亿元)	净融资额(亿元)	到期偿还量(亿元)	到期只数
2022-05-02	2022-05-08	441.00	56	392.84	48.16	307.21	59
2022-04-25	2022-05-01	1,917.19	257	1,144.57	772.61	996.94	157
2022-04-18	2022-04-24	1,607.39	235	1,005.29	602.10	860.63	136
2022-04-11	2022-04-17	1,113.51	154	857.97	255.54	729.89	113
2022-04-04	2022-04-10	493.31	74	588.35	-95.04	543.93	81
2022-03-28	2022-04-03	1,050.10	144	876.02	174.08	708.21	110
2022-03-21	2022-03-27	1,331.10	189	1,064.96	266.14	896.98	145
2022-03-14	2022-03-20	1,472.29	209	925.98	546.31	811.55	126
2022-03-07	2022-03-13	1,375.01	181	832.44	542.57	710.18	105
2022-02-28	2022-03-06	869.84	118	638.06	231.78	588.77	88
2022-02-21	2022-02-27	1,313.33	178	475.36	837.97	459.38	66
2022-02-14	2022-02-20	854.25	109	260.06	594.19	251.50	28
2022-02-07	2022-02-13	201.00	33	284.59	-83.59	238.24	46

2022-01-31	2022-02-06		0	162.13	-162.13	162.13	27
2022-01-24	2022-01-30	1,051.91	171	875.52	176.40	738.70	113
2022-01-17	2022-01-23	1,562.98	218	953.82	609.16	822.25	113
2022-01-10	2022-01-16	1,672.46	229	724.52	947.94	641.90	93
2022-01-03	2022-01-09	1,494.56	208	303.34	1,191.22	282.44	46

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

产业债净融资规模仍为负

本周新发行产业债 352 只, 融资 3,218.66 亿元; 419 只产业债到期, 加上提前赎回的, 总偿还量为 3,538.12 亿元, 净融资额为-319.46 亿元, 较前一周大幅提升, 但仍为负值。

图表 21: 产业债发行与到期

起始日期	截止日期	总发行量(亿元)	发行只数	总偿还量(亿元)	净融资额(亿元)	到期偿还量(亿元)	到期只数
2022-05-02	2022-05-08	3,218.66	352	3,538.12	-319.46	3,503.05	419
2022-04-25	2022-05-01	7,035.61	772	9,069.91	-2,034.30	8,287.69	996
2022-04-18	2022-04-24	11,591.20	1,096	9,182.72	2,408.47	8,948.27	851
2022-04-11	2022-04-17	10,326.09	1,023	10,975.75	-649.66	10,859.89	859
2022-04-04	2022-04-10	4,235.90	552	4,982.48	-746.58	4,931.93	539
2022-03-28	2022-04-03	6,432.37	839	6,343.27	89.10	5,676.53	634
2022-03-21	2022-03-27	9,241.72	868	6,978.94	2,262.78	6,820.98	846
2022-03-14	2022-03-20	10,321.02	948	8,542.16	1,778.86	8,363.06	923
2022-03-07	2022-03-13	10,148.37	1,086	9,813.97	334.40	9,723.67	873
2022-02-28	2022-03-06	7,355.79	941	8,245.38	-889.59	7,554.38	867
2022-02-21	2022-02-27	12,779.27	1,090	7,423.15	5,356.12	7,204.62	940
2022-02-14	2022-02-20	9,746.23	1,008	4,012.15	5,734.07	3,884.16	604
2022-02-07	2022-02-13	9,758.49	1,064	5,503.21	4,255.28	5,412.72	649
2022-01-31	2022-02-06		0	1,069.42	-1,069.42	1,069.42	328
2022-01-24	2022-01-30	6,626.09	1,278	7,467.80	-841.71	6,468.65	868
2022-01-17	2022-01-23	9,014.22	1,270	5,834.71	3,179.51	5,511.66	815
2022-01-10	2022-01-16	6,670.66	1,036	4,464.03	2,206.64	4,371.36	640
2022-01-03	2022-01-09	3,503.78	834	2,046.76	1,457.01	2,021.43	293

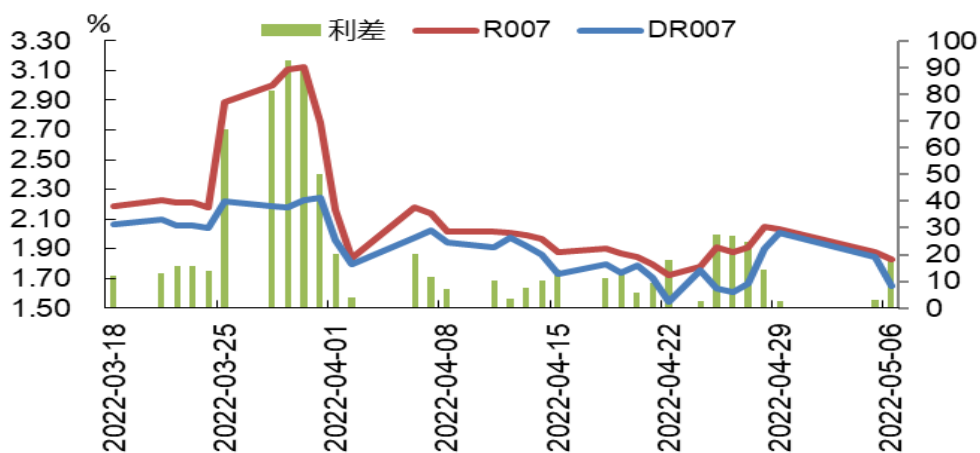
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、银行间流动性宽松，央行净回笼 300 亿元

(一) 银行间市场流动性宽松

月初，本周银行间市场流动性宽松，R007 截至本周五为 1.83%，相比上周五大幅度下降了 20.18 BP。DR007 和 R007 同向波动，周五收于 1.65%，较上周五下降了 35.61 BP。本周 R007 与 DR007 两者利差扩张，周五利差为 17.94 BP，而上周五利差为 2.51 BP。

图表 22：银行间质押回购利率变化

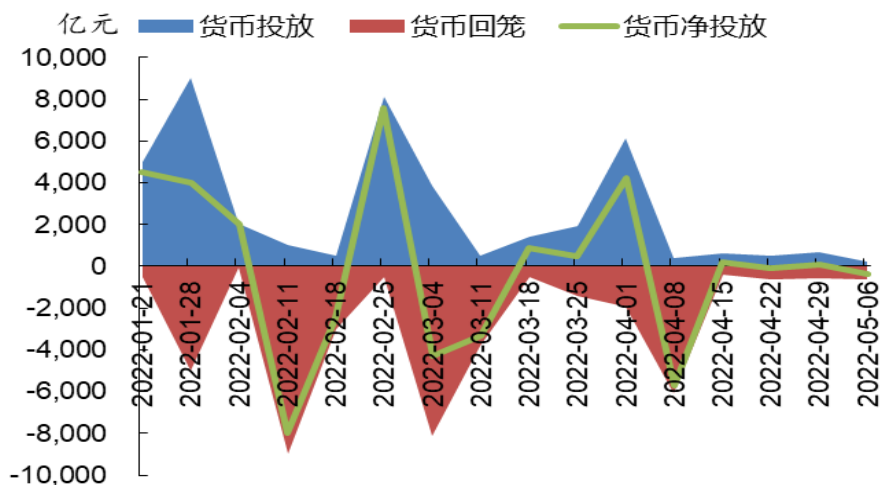


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 央行本周净回笼 300 亿元

本周央行在逆回购操作中投放资金 300 亿元，到期回笼 600 亿元，实现资金净回笼 300 亿元。

图表 23: 央行逆回购操作



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

四、短期限信用利差处低位, 转债估值降低

(一) 利率债估值处低位

利率债估值处于低位, 中美利差继续倒挂

10 年期国债估值处于低位, 分位数为 16.2%, 相比之下, 美国 10 年期国债估值仍然处于较高位置, 分位数为 98.4%。本周中美利差继续倒挂, 中美利差截至周五为 -29.27 BP。

图表 24: 中美国债估值情况及中美利差

	美国	中国	利差
百分位	98.40%	16.20%	0.00%
最小值	0.52	2.48	-0.29
四分之一	1.55	2.88	0.87
中位数	1.96	3.15	1.25
四分之三	2.42	3.41	1.53
最大值	3.24	3.99	2.49

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(二) 1 年期以内品种信用利差处于低位

1 年期以内 AA 评级中票的信用利差处于低位，其中 9 月和 1 年期的信用利差近乎处于历史最低位置，分位数为 0.0%。相比之下，长期限的信用利差仍然处于较高位置，如 3 年期的信用利差处于 8.6%分位数，但较前几周也有所下降。

图表 25: AA 中票信用利差在历史所处位置

	1 个月	2 个月	3 个月	6 个月	9 个月	1 年	2 年	3 年
百分位	2.30%	0.10%	0.10%	0.20%	0.00%	0.00%	2.50%	8.60%
最小值	23	42	46	41	43	48	41	43
四分之一	83	81	78	77	74	75	72	85
中位数	104	101	100	97	95	97	89	99
四分之三	131	128	131	119	112	113	108	115
最大值	205	210	215	187	177	179	149	150

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(三) 转债估值降低，债底保护减弱

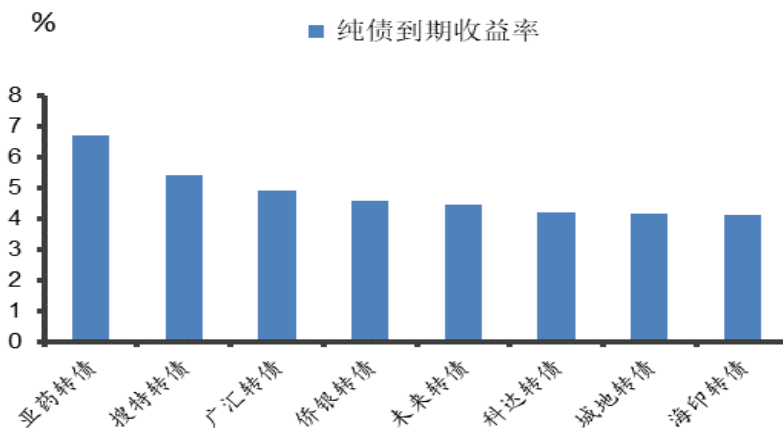
股性标的估值有所降低，债性标的债底保护减弱

本周有 85 个标的具有股性，较上周减少 2 个，而且平均转股溢价率为 17.13%，较上周 18.26%有所降低；具有债性的标的达到 316 只，较上周增加 2 个，平均纯债溢价率为 29.42%，较上周 28.17%有所提高，债底保护减弱。

平均到期收益率有所下降

目前转债中有 199 只转债的到期收益率为正，较上周减少 7 个；所有转债的平均到期收益率仅为-2.27%，较上周的-2.08%有所下降。纯债到期收益率居前的个券有：亚药转债和搜特转债，到期收益率大于 5%。

图表 26: 纯债到期收益率居前的个券

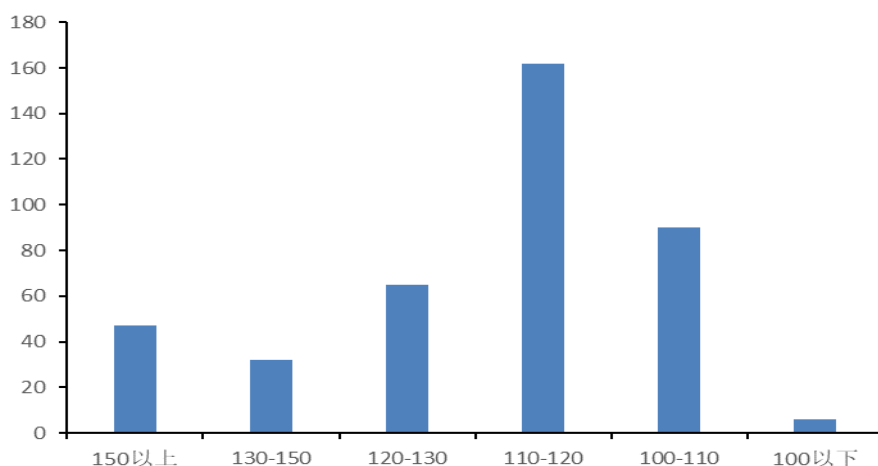


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

高价券数量与占比均增加

转债绝对价格看, 100 以下的低价券个数为 6 个, 占比 1%; 100 至 110 之间的低价券有 90 个, 较上周减少 12 个, 占比 22%, 较上周下降 3 个点。而 130 以上的高价券达到 79 个, 较上周增加 5 个, 占比 20%, 较上周增加 2 个点; 其中 150 以上的超高价个券有 47 个, 较上周增加 5 个。

图表 27: 转债价格区间统计



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

五、美联储“鹰派”减弱, 未来缩表力度或加大

北京时间 5 月 5 日凌晨 2 点, 美联储货币政策委员会发布五月决议, 将基准利

率上调 50 个基点至 0.75%-1.00% 区间，为 2000 年以来首次大幅加息 50 个基点，符合市场预期。同时，美联储同时宣布从六月开始缩表。

就业仍强劲，通胀维持高位，中国疫情导致供应链中断货加剧通胀危机。

纪要显示，尽管第一季度整体经济活动小幅下滑，但家庭支出和企业固定资产投资仍保持强劲。近几个月来，就业增长势头强劲，失业率大幅下降。这为美联储的加大加息幅度，开启缩表进程提供了保障。

同时，美联储认为当前劳动力市场仍极度紧张，随着企业用工需求增强，劳动力供应仍然疲软。今年一季度，就业岗位增加 170 万个，失业率降至 3.6%，为近 50 年来的最低水平。鲍威尔表示，由于雇主很难填补岗位空缺，员工薪资正以多年来最快的速度上涨，但目前并未发现薪资-通胀螺旋风险。

通胀方面，纪要指出通货膨胀率仍居高不下，反映出疫情导致的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。值得注意的是，本次会议除了提到俄乌地缘政治冲突对美国经济所带来的不确定以及对通胀造成的上行压力。还提到了当前中国因新冠肺炎采取的防控措施可能会加剧供应链中断，进一步引发通胀的风险。

鲍威尔会后重申了当前美国通胀严重，强调价格稳定的重要性和通胀失控的严峻后果。当前距离其长期 2% 的通胀率目标仍有一定的差距。在货币政策立场适当收紧的情况下，委员会预计通胀将重返 2% 的目标，劳动力市场将保持强劲。

5 月会议加息 50BP，完全符合市场预期，详细缩表计划公布，6 月将开启缩表进程。

本次会议，美联储货币政策委员会全票通过，将基准利率上调 50 个基点至 0.75%-1.00% 区间，这是美联储自 2000 年以来最大幅度的加息。由于此前鲍威尔在发言中已经对 5 月加息 50 基点作了充分表述，这一消息也几乎为市场所消化。因此，本次会议加息 50BP，完全符合市场预期。

同时，美联储也上调了其他多个政策利率，将存款准备金利率由 0.4% 上调至 0.9%，将隔夜回购利率、隔夜逆回购利率、一级信贷利率由 0.5%、0.3%、和 0.5% 分别上调至 1.0%、0.8% 和 1.0%。

此次会议美联储发布了《美联储资产负债表缩减计划》文件，对缩表进程做出

详细说明。委员会打算主要通过调整系统公开市场账户 (SOMA) 所持证券的本金支付再投资金额，以可预测的方式逐步减少美联储的证券持有量。

FOMC 委员会决定，从 6 月 1 日起，SOMA 所持证券的本金将被再投资到超出月上限的程度，以削减对美国国债、证券、机构债券和机构抵押支持证券 (MBS) 的持仓。美国国债的上限最初设定为每月 300 亿美元，三个月后将增至每月 600 亿美元。机构债务和机构抵押贷款支持证券 (MBS) 的上限最初设定为每月 175 亿美元，三个月后将增至每月 350 亿美元。

文件还指出，随着时间的推移，委员会打算在其充足的储备制度下，将证券持有规模维持在有效实施货币政策所需的水平。为了确保平稳过渡，委员会打算在储备余额略高于其认为与充足储备相一致的水平时，减缓并停止资产负债表规模的下降。一旦资产负债表流动停止，储备余额可能会在一段时间内继续下降，这反映了美联储其他负债的增长，直到委员会判断储备余额处于充足水平。此后，委员会将根据需要管理证券持有，以在一段时间内保持充足的储备。委员会准备根据经济和金融发展调整其减少资产负债表规模的方法的任何细节。

美联储鹰派态度减弱，后续加息 75BP 可能性基本排除，经济有望实现“软着陆”。

鲍威尔在会议后的发言表示，美国有很好的机会实现软着陆，有利率、资产负债表和远期指引。没人认为软着陆很简单，但肯定有一条可行的途径。显示出了美联储对美国经济的信心以及对未来经济“软着陆”的预期。鲍威尔强调，似乎没有任何地方显示接近衰退。美国经济完全有能力应对收紧的货币政策。

由鲍威尔发言还可以看出，虽然再次强调了控制高通胀仍为当前政策重心，但对经济软着陆可能性的阐述以及指出通胀或已触顶，均显示了当前美联储已开始权衡压制通胀和平衡经济发展之间的关系。

在此次会议前，市场曾预期美联储或将在 6 月的议息会议加息 75BP。但鲍威尔表示，75 个基点不是委员会正在积极考虑的事情。同时鲍威尔透露，若后续经济形势发展与预期一致，那么接下来的多次议息会议上将连续加息 50 个基点。因此，整体来看，此次会议显示美联储鹰派程度有所减弱。

美联储偏鸽美元走弱，未来缩表力度有望加大。

会议纪要公布后，由于鹰派程度低于市场预期，美元指数大跌，美债收益率也大跌。由于美联储偏鸽某种程度上对国内货币政策制约减弱，国内债市对此反应也较为积极，今日国内利率债收益率有所下行。对于后续，我们认为美联储缩表力度有可能加大。首先，美国的高通胀的一个重要因素是疫情这两年美联储货币滥发货币。2020-2021 年美国 M2 同比增长 12.5%但是名义 GDP 几何同比增长 3.8%，两者增速差高达 8.7%。另外，美联储的国债和 MBS 资产从疫情前的 3.9 万亿扩张至 2022 年 4 月份的 8.5 万亿，扩张两倍有余。其次，按照目前的缩表进度，6-8 月缩表 475 亿/月，9-12 月缩表 950 亿/月，2022 年美联储的国债与 MBS 资产仅减少 5225 亿，而两年疫情美联储无限 QE 导致这两项资产净增加 4.6 万亿，要降低美国的通胀，目前的回收流动性的力度还不够。

六、利率债短期处于震荡期，5 月转债组合不变

(一) 纯债：债市短期处于震荡期

利率债方面，本周 10 年国债收益率截至本周六维持 2.83%。疫情冲击下，五一小长假出行人数受限，经济基本面仍处下行趋势。月初资金面流动性保持宽松，以及 4 月 PMI 和信贷数据均表现不佳对债市起到支撑作用。国外方面，美联储加息符合市场预期，对债市影响较小，债市表现主要受国内疫情发展以及政策影响。中长期来看，随着疫情逐步可控，经济有望企稳回升，预计 10 年国债收益率围绕 2.80% 附近波动，债市短期仍处于震荡期。

(二) 5 月转债组合不变

转债方面，本周节后两个交易日中证转债指数表现优于权益市场，且转债个券涨多跌少。行业方面，节后医药板块涨幅较大，受国内疫情散点爆发影响，新冠检

测、医药流通等板块保持较快增长，而消费服务板块表现较差，与疫情管控下需求放缓有关。本周股性转债标的转债溢价率略有下降，转债估值有所降低但仍保持高位。目前权益市场受内外部扰动因素较多，市场情绪不佳，转债市场将同股市继续震荡，后续需等待疫情好转以及政策进一步发力，届时转债有望跟随正股呈现上涨行情。

具体投资建议：1) 推荐关注稳增长相关产业链投资机会，比如传统基建产业链中游建筑工程相关标的。2) 疫情散点爆发影响下，可关注相关新冠检测标的。3) 目前低价转债向下空间有限，性价比高，可关注部分低价且估值相对合理的转债进行布局。

5 月份我们维持转债组合不变：无锡转债、张行转债、杭银转债、傲农转债、正邦转债、洽洽转债、润达转债、万孚转债、大参转债、靖远转债、好客转债、建工转债与交科转债。

七、风险提示

海外流动性收紧对新兴市场的影响；

俄乌局势超预期升级。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。