

基本面底部爬坡，交易略显拥挤

——6月资产配置月报

2022年6月

要点：

○ 市场情况：

权益：快速反弹，3300 遇阻
债券：宽幅震荡为主
商品：黑色、工业、原油下行为主

魏文臻杰
博士后工作站

○ 宏观数据：

生产端：制造业修复快，下游产需双弱
投资端：基建发力，制造业支撑
消费端：略有改善，整体偏弱
出口端：大超预期，韧性存疑
社融：总量超预期，结构欠佳
资金面：完全对冲，资金很松

○ 配置建议：股票 > 商品 = 债券

权益：目前或面临调整，跟踪的样本指数显示交易情绪均较热，推荐地产逢低再入；
债券：短期 2.80 附近震荡，信用债票息策略为主；
商品：主要关注深跌后的反弹行情。

分类	高配/多		中性		低配/空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	宽基指数		√				多数宽基指数交易情绪指标均较高，有回调或者震荡需求 地产数据有边际改善，可逢低介入 科技可中线配置，短线注意控制仓位 中线方向不改，轻仓操作 关注地产后周期的家电表现
	基建地产	√					
	科技		√				
	新能源		√				
	大消费			√			
债券	利率债		√				短期 2.80 附近震荡 下沉 > 久期，票息策略为上
	信用债		√				
商品	能化			√			中线偏空，短线大跌后有反弹需求 黑色连跌两波，基本面并未发生实质性变化，关注反弹行情 海外加息减弱需求，目前线条破位了，继续偏空看待 玉米、粕类依然处于供需缺口中，可逢低介入
	黑色	√					
	有色				√		
	农产品			√			

一、市场回顾及重要事件

1、市场回顾

截至 6 月 17 日，在疫情+情绪的演化下，权益自 2900 点附近触底快速反弹，至 3300 点附近遇阻调整。

债券方面，多空因素交织，同时受海外加息，被美债牵引，行情以震荡为主，收益率曲线也忽陡忽平，而信用债在资产荒下波动相对有限。

商品方面，下行为主，受海外加息，需求走弱影响，黑色、工业、原油下行较快；而农产品在供给紧张下偏强震荡。

图表 1：各类资产表现

		权益													
品种	2021年度	2022T	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	
% 沪深300	-5%	-13%	-8%	0%	1%	1%	-2%	2%	-8%	0%	-8%	-5%	2%	5%	
中证500	16%	-14%	-1%	7%	-2%	-1%	3%	1%	-11%	4%	-8%	-11%	7%	5%	
上证50	-10%	-10%	-10%	-1%	3%	2%	-3%	3%	-7%	1%	-6%	-3%	0%	4%	
创业板指	12%	-20%	-1%	-7%	1%	3%	4%	-5%	-12%	-1%	-8%	-13%	4%	10%	
300成长	-5%	-18%	-10%	-4%	4%	0%	1%	2%	-13%	1%	-11%	-6%	5%	7%	
300价值	-4%	-8%	-10%	5%	1%	-2%	-3%	5%	-2%	0%	-4%	-4%	-1%	2%	
300周期	-5%	-7%	-8%	6%	-1%	0%	-3%	3%	-3%	1%	-4%	-5%	-1%	4%	
300消费	-9%	-8%	-20%	-5%	14%	3%	1%	5%	-8%	-2%	-8%	4%	0%	6%	
		债券													
品种	2021年度	2022T	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	
BP 国债10Y	-36.75	-0.01	-24.15	0.87	3.26	9.55	-14.82	-4.96	-7.32	7.28	1.27	5.08	-9.60	3.26	
国债5Y	-34.20	-1.48	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	-8.28	-22.77	12.90	6.28	4.02	-6.71	4.79	
国债1Y	-23.10	-23.27	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-6.36	-0.34	-29.22	9.34	8.57	-9.79	-11.60	9.42	
AAA3	-52.43	-9.52	-32.84	2.14	8.60	3.69	-14.27	-9.18	-17.12	15.60	16.87	-14.82	-14.20	4.14	
AA+3	-76.43	-9.48	-36.88	0.15	9.62	1.69	-13.26	-10.20	-13.11	9.60	20.88	-16.82	-15.19	5.14	
AA3	-55.43	-51.48	-25.88	8.15	15.63	2.70	-12.26	-18.20	-17.11	-2.38	5.87	-18.82	-16.19	-2.84	
% 中证转债	18%	-5%	3%	4%	0%	0%	5%	2%	-2%	-1%	-5%	-1%	2%	3%	
		商品													
品种	2021年度	2022T	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	
% 南华商品	21%	21%	3%	-2%	4%	-2%	-5%	5%	7%	4%	10%	2%	1%	-4%	
南华农产品	15%	18%	4%	1%	5%	6%	-3%	2%	6%	6%	2%	7%	-1%	-2%	
南华能化	33%	26%	6%	1%	19%	-10%	-9%	6%	8%	6%	10%	0%	4%	-3%	
南华工业	26%	21%	5%	-1%	11%	-8%	-7%	6%	9%	3%	12%	0%	2%	-4%	
南华黑色	10%	15%	5%	-1%	5%	-16%	-4%	6%	13%	-3%	18%	-2%	-2%	-7%	

资料来源：Wind, 百瑞信托

2、重要事件

1) 6 月 15 日，召开国务院常务会议，部署支持民间投资和推进一揽子项目的措施更好扩大有效投资带动消费和就业，确定阶段性缓缴中小微企业职工医保单位缴费加力支持纾困和稳岗。

2) 6 月 1 日，银保监会印发《银行业保险业绿色金融指引》，旨在引导银行业保险业发展绿色金融，积极服务兼具环境和社会效益的各类经济活动，更好助力污染防治攻坚，有序推进碳达峰、碳中和工作。

3) 5 月 31 日，国务院印发《扎实稳住经济一揽子政策措施》，要求推动一揽子政策措施尽快落地见效，确保及时落实到位，尽早对稳住经济和助企纾困等产生更大政策效应。

4) 5月15日，国务院办公厅印发《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，要求聚焦重点领域、重点区域、重点企业，通过推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展、规范有序推进政府和社会资本合作（PPP）、积极推进产权规范交易等多种方式，切实做好盘活存量资产工作。

二、宏观环境

1、复工复产，底部爬坡

5月经济数据因受疫情好转，复工复产推动爬坡，整体表现弱修复，投资、出口依然表现韧性，但消费依然不足，具体来看：

生产端：制造业修复快，下游产需双弱

5月工业增加值同比回归正值，当期0.7%（前值-2.9%），三大门类恢复情况不一，其中，采矿业在高位下有所降温，环比下降2.5%，这与5月PPI数据也有所印证；制造业受复工复产推动恢复速度较快，主要是长三角汽车产业链恢复，5月汽车产量同比降幅由-43.5%收窄到-4.8%；而电热气水业相对走平，环比下降1.3%。

5月PMI为49.6（前值47.4），回归至3月水平，从分项数据来看，产需双弱格局未变：新订单依然在低位，产成品库存上行，同时受大宗商品持续高位影响，原材料价格也居高不下，对下游产业存在一定压制。

投资端：基建发力，制造业支撑

1-5月固定资产投资增速，当期6.2%（去年两年平均4.6%），依然处于高增状态；从分项的单月数据来看，制造业、基建、地产投资环比均有所好转，其中地产5月单月同比增长-7.8%，高于4月单月的-10.1%；基建5月单月同比增长7.9%，高于4月单月的4.3%；5月单月同比增长7.1%，高于4月单月的6.4%。整体来看，依然还是基建发力，地产拖累，制造业支撑的格局。

消费端：略有修复，整体偏弱

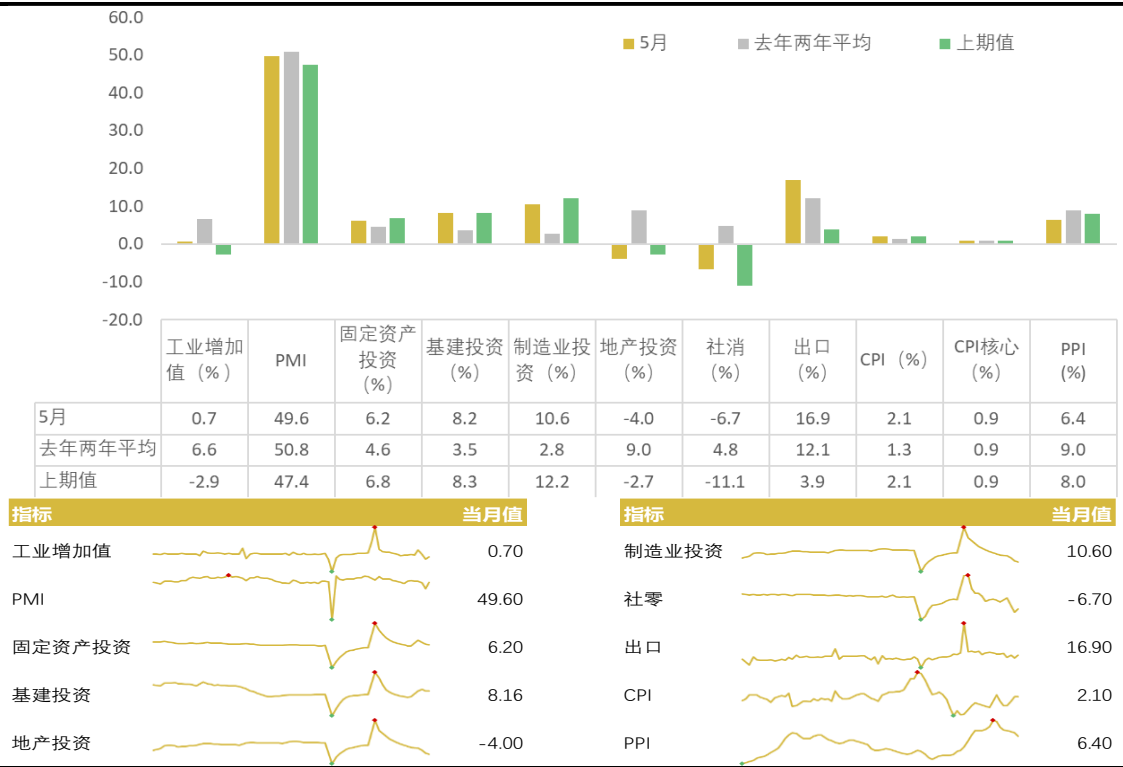
5月社会消费品零售总额略有修复但整体依然偏弱，同比-6.7%（前值-11.1%），上升4.4pcts。从分项来看，商品消费有所抬升，主要是物流的打通，网上消费恢复较快；餐饮消费表现依然疲软，还未走出低谷；而服务业消费改善较为有限，较上月仅升1个百分点。另外，地产后周期的家具类依然在持续下降，同比-12.2%。

价格方面，CPI及核心CPI走平，从CPI分项来看，食品价格环比转负，非食品价格延续上涨，居民消费需求整体偏弱。

出口端：大超预期，韧性存疑

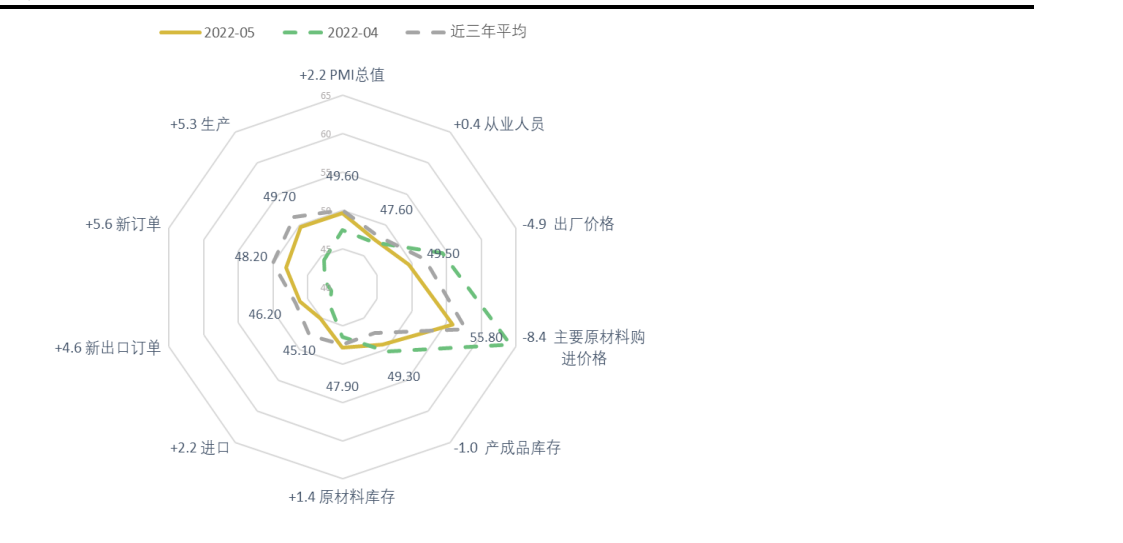
5月出口较前期大幅回升，同比增长16.9%（前值3.9%），主要是因为复工复产推进及外贸物流打通。分产品来看，钢材、劳动密集型产品、机电产品和电子产品等出口的同比好转，是出口回升的主要拉动项。钢材、劳动密集型产品出口走强背后的原因或与4月疫情期间有部分积压订单因物流原因无法出口而集中在5月释放有关。下半年出口或受制于海外加息导致的需求降温影响。

图表 2：经济数据情况



资料来源：Wind，百瑞信托
注：CPI、PPI 未做两年处理，为去年同期值

图表 3：PMI 环比变动



资料来源：Wind，百瑞信托

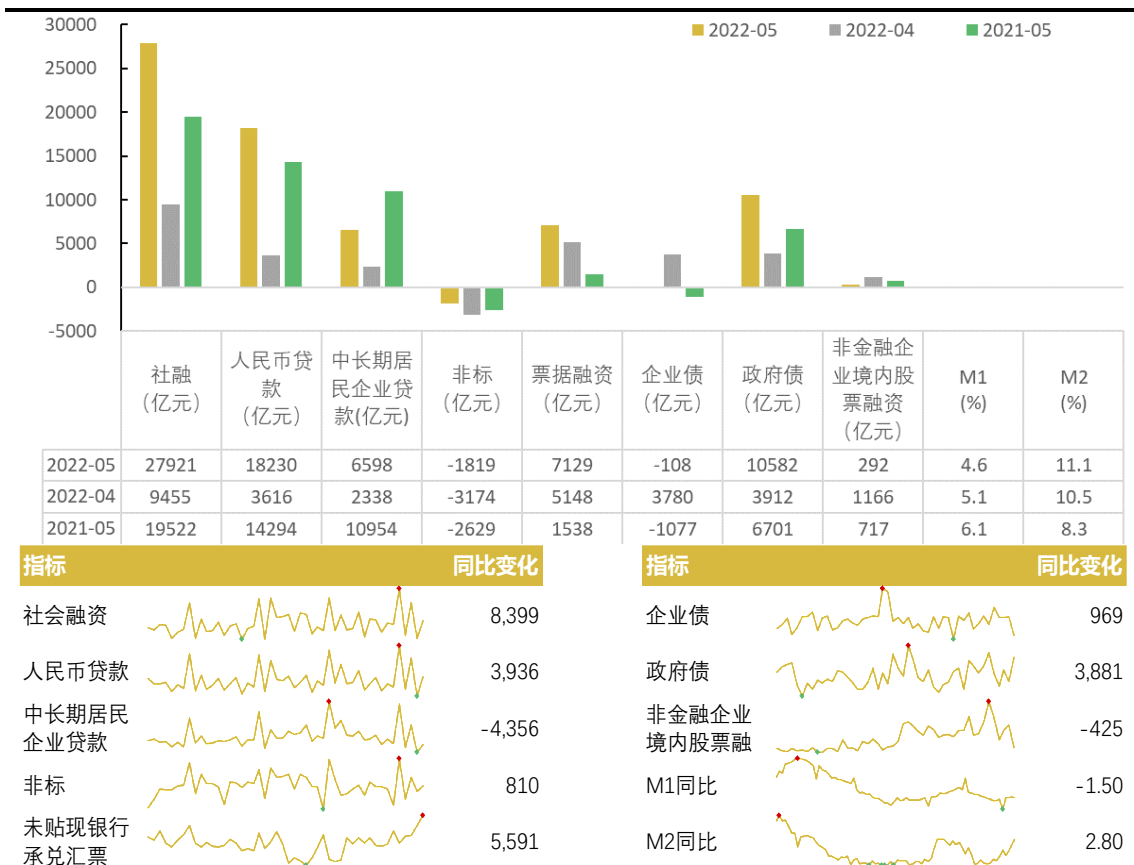
2、社融总量超预期，结构欠佳，资金很松

5月新增社会融资规模27921万亿元，比去年同期多增8399亿元。社融存量同比10.5%。其中，人民币贷款同比多增3920亿元，企业贷款多增7243亿元，居民贷款同比少增3344亿元，非标融资同比少减810亿元，政府债券同比多增3899亿元。

从结构来看，主要是政府债、票据多增所致。企业贷款多增的7243亿元中，票据融资便多增5591亿元，而中长期贷款少增977亿元，结合居民贷款少增3344亿元来看，显示地产需求及投资依然偏弱；5月政府债券融资同比多增3899亿元，上半年要基本发完的难度依然较大。6月将依然维持较大供给量。另外，近日国常会提出调增8000亿政策行信贷额度，从过往数据来看，政策行负债与债券的相关性较高，所以下半年政金债有望同步放量。

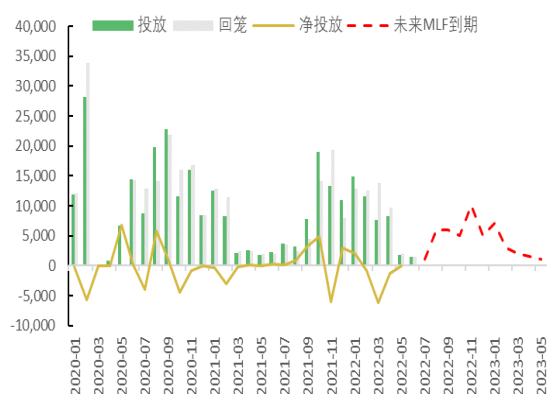
资金方面，央行完全对冲为主，但在资产荒的背景下资金持续宽松。截至6月17日，从银行间质押式回购利率来看，6月R007上中旬的月均值为1.67下行5bp（前值1.72）。

图表4：金融数据情况



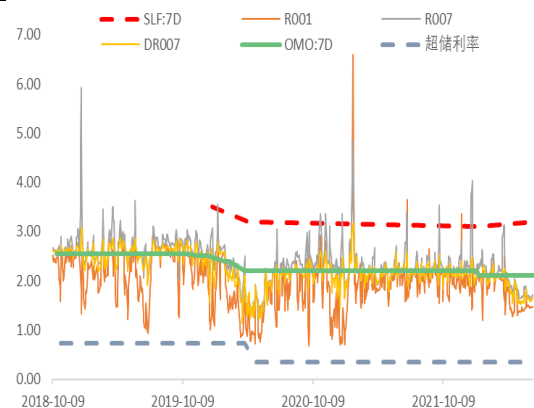
资料来源：Wind，百瑞信托

图表 5：公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 6：利率走廊（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

三、配置建议

图表 7：配置建议

分类	高配/多		中性		低配/空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益							
宽基指数			√				多数宽基指数交易情绪指标均较高，有回调或者震荡需求
基建地产		√					地产数据有边际改善，可逢低介入
科技			√				科技可中线配置，短线注意控制仓位
新能源			√				中线方向不改，轻仓操作
大消费				√			关注地产后周期的家电表现
债券							
利率债			√				短期2.80附近震荡
信用债			√				下沉>久期，票息策略为上
商品							
能化				√			中线偏空，短线大跌后有反弹需求
黑色		√					黑色连跌两波，基本面并未发生实质性变化，关注反弹行情
有色					√		海外加息减弱需求，目前线条破位了，继续偏空看待
农产品			√				玉米、粕类依然处于供需缺口中，可逢低介入

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

指数方面，截至 6 月 17 日，权益以反弹为主，宽基指数 PE 均随行情上行，其中，创业板指、深证综指涨幅靠前；而概念指数中，除地产指数 PE 下行外其他指数 PE 均上行。

我们选取了衡量市场多空力量的能量指标 AR，衡量市场心理波动的情绪指标 PSY，衡量资金流向的景气指标 MFI，作为观测市场情绪的变量。其中 AR、PSY 使用的中周期参数，MFI 使用的短周期参数，超买\卖信号叠加了 MA、MACD 等指标。整体来看，1) 除了房地产外，样本指数 AR 均出现超买信号，反映出市场短期内过热的现象。2) 除了房地产外，样本指数 PSY 均呈现上行，深证综指、国证 2000 出现了超买信号。3) MFI 指标由于周期参数较短，显示近期内上证指数、老基建指数、房地产指数、银行指数的资金景气有所下降，其他均较热。我们认为目前反弹行情处于交易拥挤，情绪较热状态，短期内面

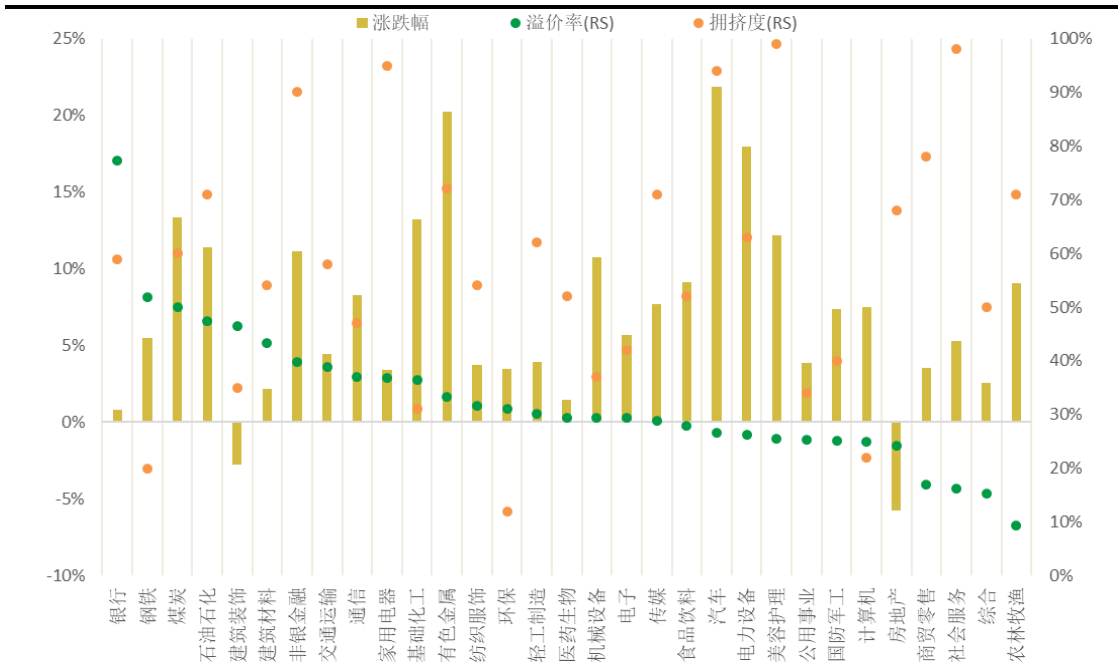
临回调或震荡需求，尽管 5 月经济数据处于底部爬坡阶段，但消费、地产投资依然较弱，建议关注与内需相关及地产驱动相关的高频数据。

图表 8：样本指数估值、能量、情绪及量价指标

指数名称	PE	分位数%	PE变动	AR	AR变动	PSY	PSY变动	MFI	MFI变动
上证指数	12.93	40.39	0.91	287	15/超买	75	21	46	-1
深证综指	37.61	63.69	3.19	272	47/超买	79	29/超买	52	6
创业板指	52.82	47.59	5.66	305	40/超买	71	33	74	27
上证50	10.57	63.61	0.93	272	-39/超买	63	13	58	3
沪深300	12.61	54.80	0.71	285	-11/超买	71	25	56	7
中证500	20.65	11.40	1.26	278	65/超买	67	8	59	12
中证1000	29.40	10.99	0.62	274	81/超买	75	21	66	19
国证2000	39.94	37.73	0.85	243	60/超买	79	25/超买	66	20
科技龙头指数	22.88	1.64	1.18	236	40/超买	75	29	58	10
医药生物	30.25	10.99	1.20	241	10/超买	63	13	55	2
大消费指数	40.81	80.85	3.96	321	5/超买	67	4	67	12
茅指数	28.40	84.27	2.59	305	-62/超买	75	17	64	9
宁组合	68.81	63.81	8.76	307	-10/超买	63	17	66	14
老基建指数	9.40	34.71	-0.04	192	-86/超买	58	4	41	-7
新基建指数	25.72	16.00	1.87	249	60/超买	75	29	66	19
房地产指数	41.52	98.71	-3.10	179	-90	42	-8	53	-7
银行指数	5.05	10.55	0.04	204	-45/超买	54	21	57	-4

资料来源：Wind，百瑞信托

图表 9：行业板块指标（分位数为 1 年）



资料来源：Wind，百瑞信托

行业板块方面，我们抓取换手率分位数来测算拥挤度，用（市盈率倒数-10Y 国债收益率）来衡量风险溢价率，如果按照这两组指标来做配置建议：

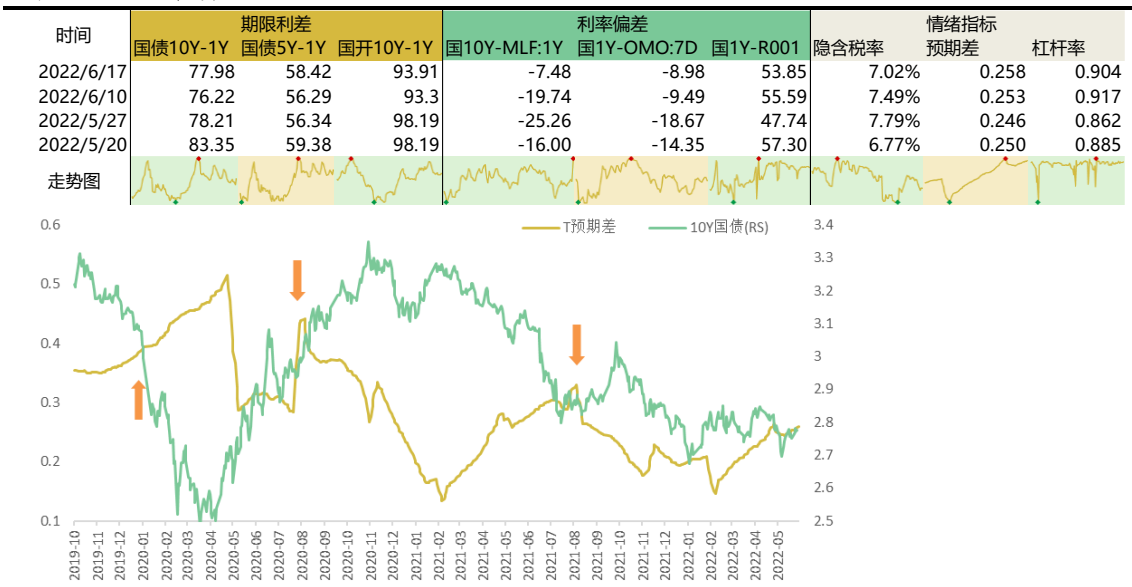
- 1) 高溢价率+高拥挤度的行业：银行、煤炭、石油石化、非银金融、家用电器及有色金属，可择机适当降低仓位；
- 2) 高溢价率+低拥挤度的行业：钢铁、建筑装饰及环保，可考虑逢低介入；

3) 低溢价率+高拥挤度的行业，汽车、电力设备、美容护理、房地产、商贸零售、综合服务及农林牧渔，需关注盈利改善情况。

2、债券市场

5 月经济数据整体表现从疫情导致的底部爬坡状态，投资稳步增长，消费略有改善、出口超预期回升。而 6 月中观高频数据也表现出产需改善的情况。而 6 月社融数据从总量上略超预期增长，但结构欠佳，居民贷款及企业中长贷款同比少增，仅政府债、票据冲量，实体经济信贷需求低迷。但从地产投资数据来看，单月降幅有所收窄，我们预计二季度末端地产销售有望触底回升，而三四季度地产贷款有望回暖。基于此，我们认为利率债今年难以形成较大趋势行情，依然维持 2.85 的中枢判断。短期内多空因素交织，或将在 2.80 附近震荡。但下半年利空因素较多，表现在：1) 地产投资在边际修复；2) 国常会提出要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，从过往数据来看，政策行负债与债券的相关性较高，所以下半年政金债有望同步放量，或偏利空；3) 下半年海外加息预期依然较热，将导致美债收益率进一步走高，对债市存在一定牵引。

图表 10：利率债指标



资料来源：Wind，百瑞信托

信用债方面，4-5 月城投政策略有松动，比如：4 月央行表态“保障融资平台公司合理融资需求”，5 月国务院提及“县域新型城镇化建设”。从净融资来看，城投债及国资背景的产业债均有所改善，而民营债净融资还未见好，一般在经济上行周期会有所表现。

基于此判断，我们认为下沉>久期，票息策略为主。1) 城投债方面，随着县域新型城镇化建设，县域城投机会再现，建议关注强省弱县、弱省强市的平台；2) 地产债方面，整体修复的差不多了，需要避开7月的民营地产到期小高峰；3) 其他产业债方面，钢铁、煤炭在政策呵护下，净融资明显改善，可在优质主体中稍微暴露久期敞口。

图表 11：信用债指标

行业	2022-06-17			2022-05-13			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021H	2021Q3
计算机	26			9			-7.27	1.03	0.74
轻工制造							-5.65	1.18	0.02
交通运输	12	6	48	2	3	46	0.37	1.04	0.87
医药生物	8	43		0	32		2.43	4.48	3.52
房地产	23	19	0	16	6	1	1.35	0.99	0.47
电力	18	17		7	18		2.09	1.76	1.05
有色金属	7	0		2	0		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	63	62		79	61		2.96	1.91	0.25
建筑装饰	15	1	12	2	0	0	0.89	0.57	0.21
钢铁	2			0	7		2.99	7.10	5.74
煤炭开采	5	1		2	0		1.73	3.82	4.03
非银金融	18	13		12	15		1.97	1.27	0.65
新能源	4			0	16				
电子	55			23			3.13	4.66	3.91
投资平台	12	3	78	11	5	74			
环保工程及服务	24	5	7	25	0	6	0.65	0.65	0.56
休闲服务	31	3		6	1		-0.36	-0.23	-0.42
汽车	77	75		75	75		0.43	1.51	1.72
机械设备	2			0			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	6	6		0	8		7.61	7.47	6.93
化工	4	80		0	84		2.21	5.88	5.18
食品饮料	16	3	3	9	0	2	4.80	5.72	5.02
国防军工	6			0			1.41	1.84	0.75
商业贸易	5	53		1	54		1.21	1.44	0.97
传媒	9	20		0	14		-1.63	2.49	2.08
电气设备	17	5		10	0		2.66	3.86	3.70
燃气	37	30		1	20		2.42	2.00	1.22
通信	54			43			1.78	2.90	2.82
家用电器							1.81	1.83	1.80

资料来源：Wind，百瑞信托

3、商品市场

能化方面，美国政府加强了应对通胀政策，呼吁炼油企业提出增加汽油供应的具体想法，同时政府高层官员正在考虑对成品油出口加以限制，并且8月OPEC+或有进一步增产的可能，使得原油价格快速回落，并带动整体商品的调整，短期或存在一定反弹，但中线还是偏弱的。另外化工方面，多空交织，多是国内经济数据边际改善，需求有望增强；空是下半年在增产预期下，原油或逐步转弱。基差率方面，短纤、LPG较高，存在一定支撑。

黑色方面，近期已做较大调整，但在基建、地产政策利好下，基本面未发

生较大转变，可轻仓逢低做多；基差率中煤炭、钢铁、玻璃较高。

有色方面，受欧美加息导致需求弱化预期下，大多数品种均已破位，空头排列位置，可轻仓逢高做空；基差率中锌、铅、铜较低。

农产品方面，依然推荐粕类及玉米，原因还是短期内存在供需缺口，可逢低介入。

图表 12：基差率分位数指标（近 3 年）

化工板块													
	LPG	苯乙烯	塑料	PTA	PVC	聚丙烯	乙二醇	短纤	甲醇	沥青	燃油	橡胶	纯碱
2022/6/17	86	23	65	79	35	58	25	92	58	35	6	82	72
2022/5/13	41	24	69	32	37	47	26	93	83	46	1	77	68
变化	45	-1	-4	47	-2	11	-1	-1	-25	-11	5	5	4

黑板板块								
	动力煤	不锈钢	焦炭	焦煤	铁矿石	螺纹钢	热卷	玻璃
2022/6/17	89	77	87	54	54	46	89	100
2022/5/13	20	86	94	43	34	8	22	97
变化	69	-9	-7	11	20	38	67	3

有色板块								
	沪铜	沪铝	沪锌	沪铅	沪镍	沪锡	硅铁	锰硅
2022/6/17	70	73	4	46	97	79	95	87
2022/5/13	30	8	1	64	84	48	97	94
变化	40	65	3	-18	13	31	-2	-7

农产品板块													
	玉米	花生	豆粕	豆油	菜粕	菜油	棕榈油	郑棉	白糖	生猪	鸡蛋	苹果	
2022/6/17	29	16	15	97	83	90	99	96	45	21	74	41	
2022/5/13	32	2	60	75	37	7	73	67	40	83	84	34	
变化	-3	14	-45	22	46	83	26	29	5	-62	-10	7	

资料来源：Wind，百瑞信托