

# 经济弱复苏，等待风险调整

——7月资产配置月报

2022年7月

## 要点：

魏文臻杰

博士后工作站

### ○ 市场情况：

权益：反弹情绪降温，250日均线遇阻

债券：多空交织，收益率先上后下

商品：恐慌情绪蔓延，下行为主

### ○ 宏观数据：

生产端：采矿业修复快，产需弱复苏

投资端：基建持续发力，地产拖累

消费端：释放挤压需求，持续性有待验证

出口端：继续超预期，韧性存疑

社融：总量多增，结构尚可

资金面：公开市场灵活应对，资金较松

### ○ 配置建议：中线来看，股票>债券>商品

权益：跟踪样本指数显示交易情绪有所退热，但还存在部分调整空间，股债性价比处于中高位置；

债券：10Y国债短期2.80附近宽幅震荡，信用债“久期+下沉”相机抉择；

商品：商品溢价率有所回调，等待恐慌情绪退去后，内需型产品链条上的修复行情。

分类	高配/多		中性		低配/空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益							多数宽基指数交易情绪指标较上月有所降温，但还高位，依然存在盘整需求
宽基指数		√	√				基建政策依然在加持，可逢低介入
基建地产			√				科技可中线配置，等待时机，逢低介入
科技			√				中线向上方向不改，仓位灵活操作
新能源				√			情绪指标略显过热
大消费							
债券							短期2.80附近宽幅震荡
利率债			√				下沉+久期相机抉择，城投安全边际相对较高
信用债			√				
商品							中线偏空，关注大跌后的反弹需求，但空间有限
能化				√			黑色连跌两波，但基建行情并未发生实质性变化，关注反弹行情
黑色		√					海外加息衰退预期下，中线偏空对待
有色					√		玉米、粕类依然处于供需缺口中，可逢低介入
农产品			√				

# 一、市场回顾及重要事件

## 1、市场回顾

截至 7 月 15 日，在反弹情绪降温下，大盘触及 250 日均线后开始回调。

债券方面，在国内基本面改善、本土疫情反复及海外突发事件因素增多的环境下，收益率先上后下。

商品方面，主要受海外加息及地缘冲突导致的恐慌情绪演化下，大幅下挫原油、黑色、工业下行较快；而农产品相对坚挺。

图表 1：各类资产表现

			权益												
品种	2021年度	2022T	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	2022.07	
% 沪深300	-5%	-14%	0%	1%	1%	-2%	2%	-8%	0%	-8%	-5%	2%	10%	-5%	
% 中证500	16%	-16%	7%	-2%	-1%	3%	1%	-11%	4%	-8%	-11%	7%	7%	-4%	
% 上证50	-10%	-13%	-1%	3%	2%	-3%	3%	-7%	1%	-6%	-3%	0%	9%	-7%	
% 创业板指	12%	-17%	-7%	1%	3%	4%	-5%	-12%	-1%	-8%	-13%	4%	17%	-2%	
% 300成长	-5%	-17%	-4%	4%	0%	1%	2%	-13%	1%	-11%	-6%	5%	13%	-5%	
% 300价值	-4%	-13%	5%	1%	-2%	-3%	5%	-2%	0%	-4%	-4%	-1%	3%	-7%	
% 300周期	-5%	-14%	6%	-1%	0%	-3%	3%	-3%	1%	-4%	-5%	-1%	6%	-9%	
% 300消费	-9%	-7%	-5%	14%	3%	1%	5%	-8%	-2%	-8%	4%	0%	13%	-4%	
			债券												
品种	2021年度	2022T	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	2022.07	
BP 国债10Y	-36.75	1.03	0.87	3.26	9.55	-14.82	-4.96	-7.32	7.28	1.27	5.08	-9.60	7.79	-3.48	
国债5Y	-34.20	-2.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	-8.28	-22.77	12.90	6.28	4.02	-6.71	10.65	-6.80	
国债1Y	-23.10	-35.92	17.59	2.21	-2.26	-6.36	-0.34	-29.22	9.34	8.57	-9.79	-11.60	3.44	-6.67	
AAA3	-52.43	-14.02	2.14	8.60	3.69	-14.27	-9.18	-17.12	15.60	16.87	-14.82	-14.20	7.66	-8.00	
AA+3	-76.43	-15.98	0.15	9.62	1.69	-13.26	-10.20	-13.11	9.60	20.88	-16.82	-15.19	6.67	-8.02	
AA3	-55.43	-53.98	8.15	15.63	2.70	-12.26	-18.20	-17.11	-2.38	5.87	-18.82	-16.19	1.67	-7.02	
% 中证转债	18%	-5%	4%	0%	0%	5%	2%	-2%	-1%	-5%	-1%	2%	4%	-1%	
			商品												
品种	2021年度	2022T	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	2022.06	2022.07	
% 南华商品	21%	-1%	-2%	4%	-2%	-5%	5%	7%	4%	10%	2%	1%	-8%	-15%	
% 南华农产品	15%	6%	1%	5%	6%	-3%	2%	6%	6%	2%	7%	-1%	-7%	-7%	
% 南华能化	33%	7%	1%	19%	-10%	-9%	6%	8%	6%	10%	0%	4%	-7%	-12%	
% 南华工业	26%	1%	-1%	11%	-8%	-7%	6%	9%	3%	12%	0%	2%	-8%	-13%	
% 南华黑色	10%	-8%	-1%	5%	-16%	-4%	6%	13%	-3%	18%	-2%	-2%	-10%	-17%	

资料来源：Wind, 百瑞信托

## 2、重要事件

1) 7 月 11 日，银保监会发布《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》。主要从任务目标、重点领域、金融创新、帮扶政策、风险防范和监管协调等方面，对进一步推动金融服务制造业高质量发展提出了工作要求。

2) 7 月 1 日，国家发改委《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》，是对近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》的进一步落实。提出 8 方面具体要求，包括建立协调机制、建立盘活存量资产台账、灵活采取多种方式盘活不同类型存量资产、推动落实盘活条件、加快回收资金使用、加大配套政策支持力度、开展试点示范、加强宣传引导和督促激励等。

3) 6 月 29 日，召开国务院常务会议，会议决定，运用政策性、开发性金

融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金。

4) 6 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2022 年第二季度例会，提出加大稳健的货币政策的实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，并强调统筹抓好稳就业和稳物价。

## 二、宏观环境

### 1、边际好转，进入弱复苏

二季度 GDP 同比 0.4%（比一季度下降 4.4 个点），主要是受 3 月以来国内疫情与海外地缘冲突及加息影响，6 月经济数据因受疫情好转，及稳增长政策加持，整体呈现小复苏。除工业增速放缓外，投资、出口依然表现韧性，消费增速也转正，具体来看：

#### 生产端：采矿业修复快，产需弱复苏

6 月工业增加值同比继续修复，当期 3.9%（前值 0.7%），三大门类恢复情况不一，其中，采矿业上升较快，同比 8.7%，体现国内保能源供应政策持续发力；制造业同比 3.3%，略低于 2021 年两年平均，但汽车反弹依然强劲；而电热气水业同比 3.1%，明显低于 2021 年两年平均。

5 月 PMI 为 50.2（前值 49.6），重回扩张区间，从分项数据来看，产需双回暖：生产指数、新订单指数均回升至扩张区间，显示制造业进入弱复苏，同时，随着大宗商品冷却，主要原材料购进价格指数也有所走低，不过就业指数依然在低位，就业压力犹在。

#### 投资端：基建持续发力，地产拖累

1-6 月固定资产投资增速，当期 6.1%（去年两年平均 4.8%），依然处于高增状态；从分项的单月数据来看，依然还是基建发力，地产拖累，制造业支撑的格局，从当月同比来看，基建投资、制造业投资及房地产投资分别为 8.2%、9.9%、-9.4%。

#### 消费端：释放积压需求，持续性有待验证

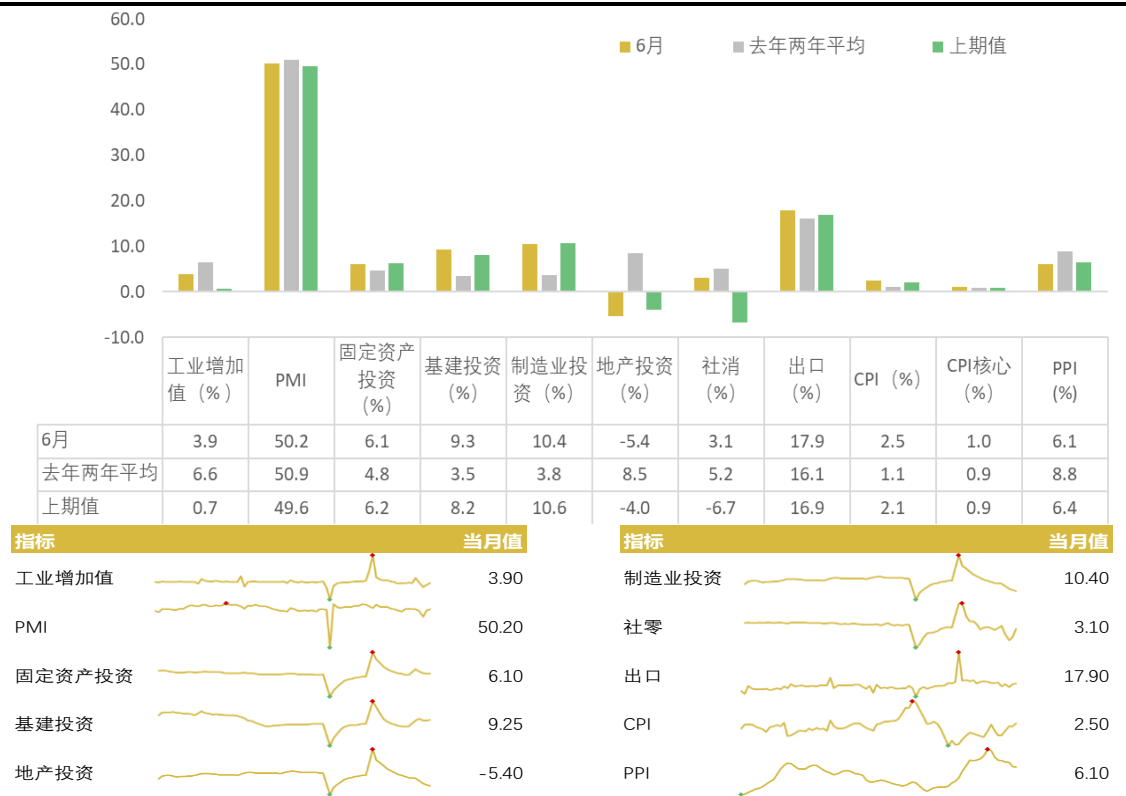
6 月社会消费品零售总额短期释放积压需求，同比 3.1%（前值 -6.7%），上升 9.8pcts。主要是汽车受益于政策刺激和积压需求释放，6 月零售同比 13.9%、提速 30 个点，如果剔除汽车后，社零同比 -0.1%；其次，随着疫情缓解，服装和在外餐饮增速提高约 17 个点，但在外餐饮消费同比 -4%、尚未转正。

价格方面，受猪肉价格高企影响，CPI 及核心 CPI 略有走高。

#### 出口端：继续超预期，韧性存疑

6月出口继续保持超预期增速，同比增长17.9%（前值16.9%），主要是因为复工复产导致订单回补。分产品来看，机电产品和电子产品等出口的同比保持强劲，增长12.5%，是出口回升的主要拉动项；但家电、家具等耐用品增速依然较低。下半年若海外因加息而出现衰退，产业链复杂的中间品出口或出现回落。

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

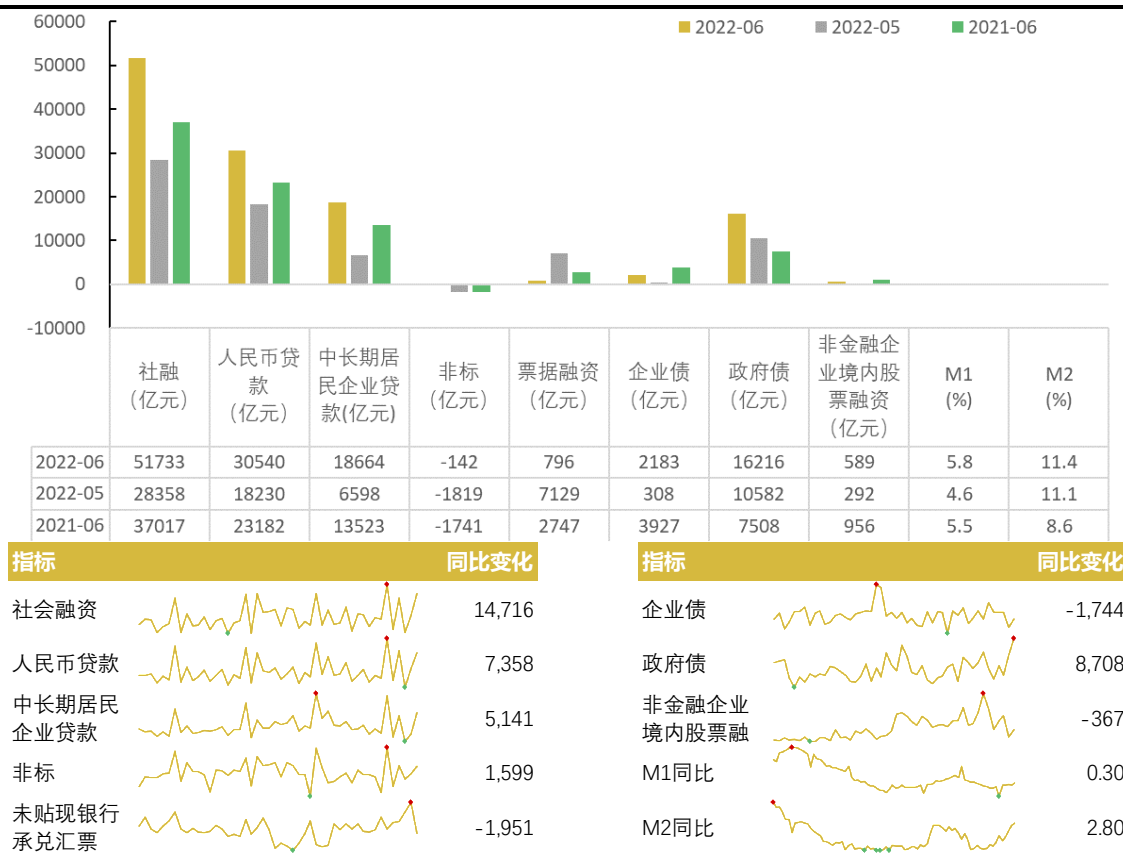
## 2、社融总量多增，结构尚可，资金很松

6月新增社会融资规模5.17万亿元，比去年同期多增1.47万亿元。社融存量同比10.8%。其中，人民币贷款同比多增0.69万亿元，企业贷款多增7525亿元，居民贷款同比少增203亿元，非标融资同比少减1597亿元，政府债券同比多增8708亿元。

从结构来看，主要是企业中长贷以及政府债净融资多增所致。企业贷款多增的7525亿元中，中长期贷款便多增6130亿元，可能与基建贷款驱动有关（6月1日国常会调增政策性银行8000亿元信贷额度支持基建融资）；6月政府债券融资同比多增8676亿元，主要与财政部要求6月底发完与基建项目相关的3.45万亿元专项债有关，整体上社融数据与基建启动相呼应，下半年应关注更大变数的地产投资上。

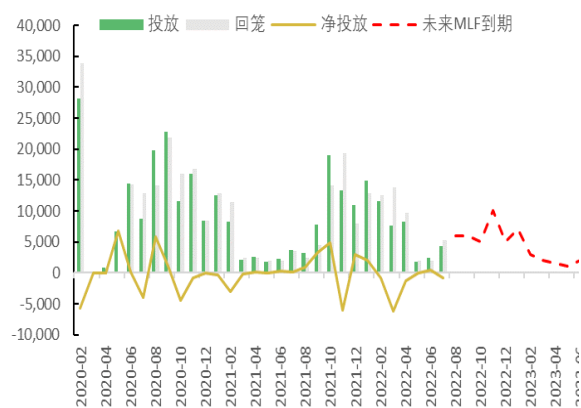
资金方面，央行应对半年末进行千亿投放，但到7月初后开始回笼资金，但在资产欠配的环境下资金依然较宽松。截至7月15日，从银行间质押式回购利率来看，6月R007上中旬的月均值为1.26下行15bp（前值1.41）。

图表4：金融数据情况



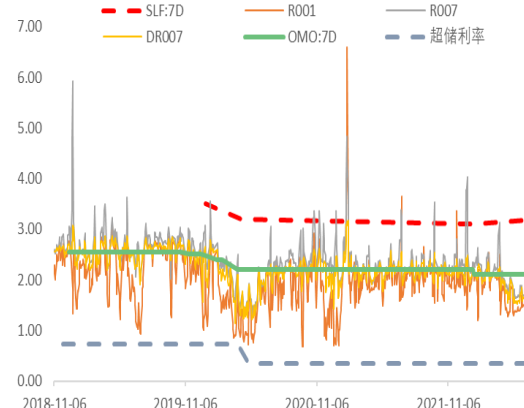
资料来源：Wind，百瑞信托

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 (%)

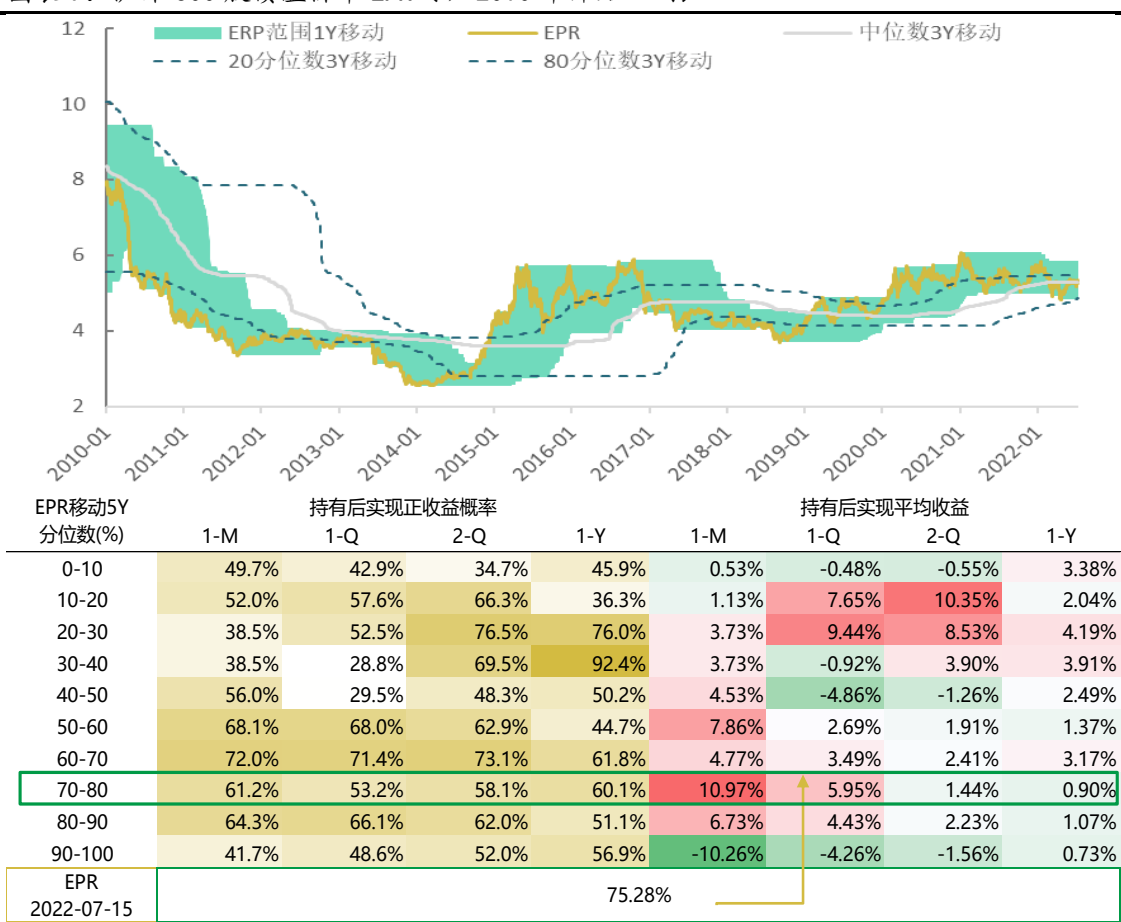


数据来源: Wind, 百瑞信托

### 三、配置建议

截至 7 月 15 日, 沪深 300 指数 5Y 移动 EPR 分位数在 75.28%,  $EPR = (\text{市盈率} + \text{股息率}) / 10Y \text{ 国债收益率}$ , 如果不叠加其他判断, 单纯从 EPR 移动分位数的持有胜率来看, 当前处于中等胜率区间 (50%-60%)。

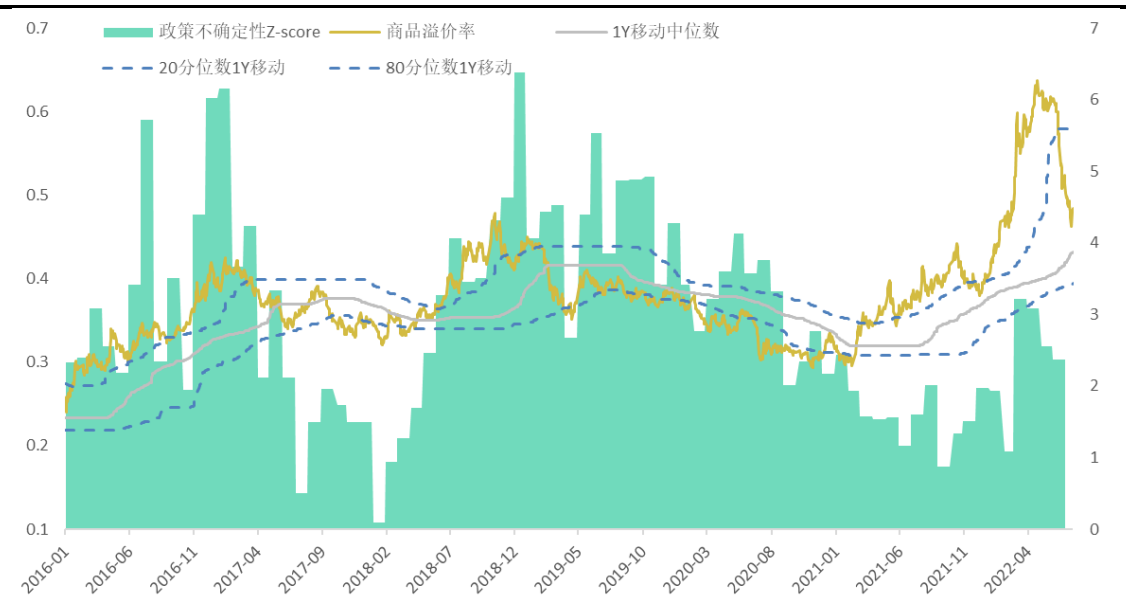
图表 7: 沪深 300 股债溢价率 EPR (从 2010 年开始回测)



资料来源: Wind, 百瑞信托

如果用南华指数/沪深 300 来衡量商品溢价率，用政策不确定性指数的 3Y 移动 Z-score 来衡量商品胜率，目前商品溢价率有所回调，但整体处于高溢价率+中低胜率区间。

图表 8：商品溢价率



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 9：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较上月有所降温，但还高位，依然存在盘整需求
基建地产		√					基建政策依然在加持，可逢低介入
科技			√				科技可中线配置，等待时机，逢低介入
新能源			√				中线向上方向不改，仓位灵活操作
大消费				√			情绪指标略显过热
债券							
利率债			√				短期2.80附近宽幅震荡
信用债			√				下沉+久期相机抉择，城投安全边际相对较高
商品							
能化				√			中线偏空，关注大跌后的反弹需求，但空间有限
黑色		√					黑色连跌两波，但基建行情并未发生实质性变化，关注反弹行情
有色					√		海外加息衰退预期下，中线偏空对待
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 7 月 15 日，权益以回调整盘为主，宽基指数 PE 均随行情小幅下行，但创业板指 PE 继续回升；而概念指数中，大消费 PE 下行较快，宁组合 PE 有所上行。

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。整体来看，1) 样本指数 AR 超买信号较上月有所减弱，目前还有深证综指、创业板指、中



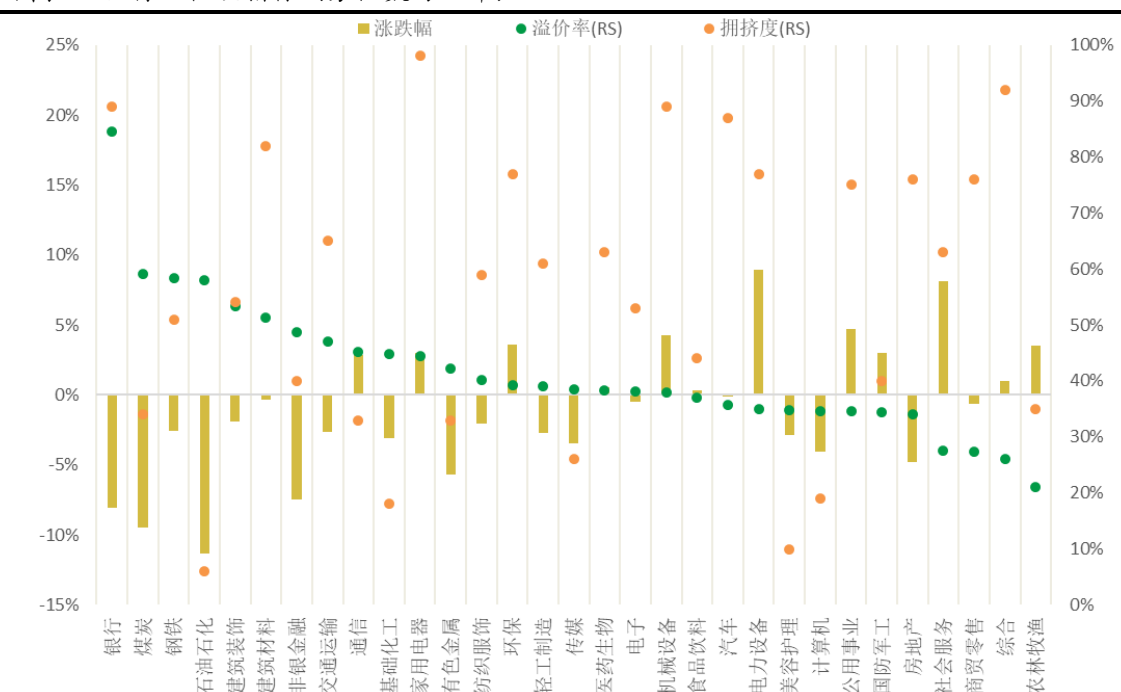
证 1000、国证 2000，以及医药生物、大消费还在过热行情中。2) 样本指数 PSY 均随市场调整而下行，上个月的超买信号均被消除。3) MFI 指标显示随着大盘进入盘整期，资金更多流入弹性较小的老基建、银行。

图表 10：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	12.55	33.37	-0.38	241	-46	46	-29	44	-11
深证综指	38.12	64.81	0.51	262	-10/超买	58	-21	66	13
创业板指	55.48	57.49	2.65	285	-20/超买	58	-13	47	-27
上证50	10.08	52.22	-0.49	252	-21	50	-13	36	-21
沪深300	12.26	47.61	-0.35	259	-26	54	-17	51	-5
中证500	20.23	9.75	-0.42	229	-48	54	-13	39	-20
中证1000	29.66	11.35	0.27	247	-27/超买	54	-21	53	-13
国证2000	40.43	40.18	0.50	241	-2/超买	58	-21	59	-7
科技龙头指数	22.10	0.99	-0.79	221	-15	58	-17	55	-3
医药生物	30.68	12.36	0.43	259	18/超买	54	-8	38	-17
大消费指数	35.71	74.60	-5.10	281	-40/超买	58	-8	45	-22
茅指数	28.59	83.89	0.19	250	-55	58	-17	52	-11
宁组合	72.32	69.26	3.51	236	-72	58	-4	38	-28
老基建指数	9.15	27.25	-0.25	194	1	58	0	61	20
新基建指数	25.27	12.84	-0.45	226	-23	63	-13	53	-13
房地产指数	39.53	97.89	-2.00	247	67	46	4	45	-8
银行指数	4.62	2.36	-0.42	176	-28	50	-4	69	12

资料来源：Wind，百瑞信托

图表 11：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：

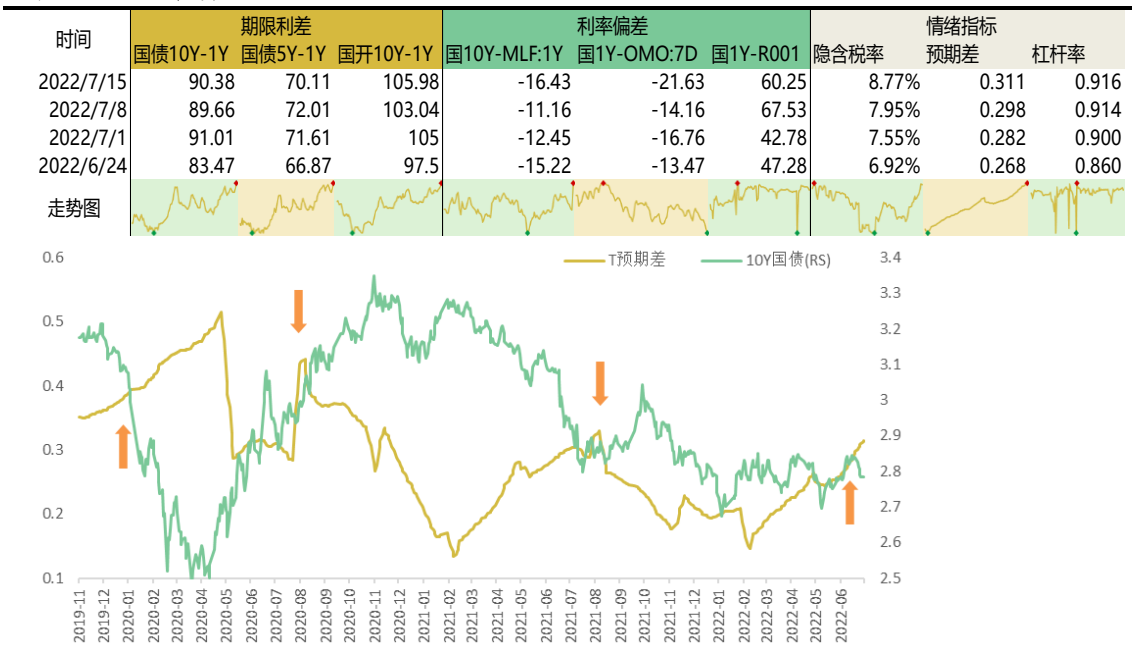


- 1) 高溢价率+高拥挤度的行业：银行、钢铁、建筑装饰、建筑材料、交通运输及家用电器，可择机适当降低仓位；
- 2) 高溢价率+低拥挤度的行业：煤炭、石油石化及基础化工，可考虑逢低介入；
- 3) 低溢价率+高拥挤度的行业，机械设备、汽车、电力设备、公用事业、房地产、商贸零售及综合服务，需关注盈利改善情况。

## 2、债券市场

利率债方面，基本面表现为国内弱复苏，海外衰退预期，而 6 月经济数据整体表现较好，基建投资及出口韧性十足，但工业生产略显偏缓，下半年更大的变数应该是数据端的地产投资、出口高增速滑坡，以及政策端的财政空间。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。短期内除了基本面因素的多空交织外，还有资产欠配的因素牵引，或将在 2.80 附近宽幅震荡。另外，随着上周长端利率债的快速下行，预期差指标已与现券出现分歧，但在内外矛盾，货币政策效果边际下滑的环境下，利率债波动率有所收窄，个人认为以区间操作思路应对。

图表 12：利率债指标



资料来源：Wind，百瑞信托

信用债方面，6 月信用债净融资额有所改善，且城投债净融资明显增加，但总发行量未见明显放量，如果从一级认购倍数来看资产荒层级的话，6 月信用债一级市场认购倍数回落较快，市场配置节奏有所降温。

我们认为可以在下沉+久期中相机抉择。1) 城投债方面，政策依然还在发力托举基建，尽管贵州平台折价成交较高，但从《关于成立遵义市金融工作领导小组的通知》来看，依然在积极推动一系列展期重组，化解隐形债务，城投债仍有较强的安全边际，建议关注强省弱县、弱省强市的平台；2) 地产债方面，6-7 月是民营房企到期高峰，且 6 月市场违约也集中在民营房企，尽管二季度地产销售降幅收窄，但行业现金流依然未见好转，需要谨慎民营背景房企；3) 其他产业债方面，钢铁、煤炭在前期抢配行情下，配置性价比有所减弱，可关注农林牧渔。

图表 13：信用债指标

行业	2022-07-14			2022-06-17			资产净利率%		
	行业利差分位数%			行业利差分位数%			2020	2021H	2021Q3
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA			
计算机	8			27			-7.27	1.03	0.74
轻工制造							-5.65	1.18	0.02
交通运输	1	4	47	13	7	48	0.37	1.04	0.87
医药生物	0	33		9	43		2.43	4.48	3.52
房地产	12	18	0	24	19	1	1.35	0.99	0.47
电力	6	11		19	17		2.09	1.76	1.05
有色金属	0	0		8	1		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	84	57		62	62		2.96	1.91	0.25
建筑装饰	2	0	13	16	2	12	0.89	0.57	0.21
钢铁	1			3			2.99	7.10	5.74
煤炭开采	2	0		6	2		1.73	3.82	4.03
非银金融	7	9		19	13		1.97	1.27	0.65
新能源	0			5					
电子	47			56			3.13	4.66	3.91
投资平台	4	1	69	12	4	78			
环保工程及服务	8	0	8	25	6	8	0.65	0.65	0.56
休闲服务	16	1		31	3		-0.36	-0.23	-0.42
汽车	60	51		77	76		0.43	1.51	1.72
机械设备	1			3			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	0			7	7		7.61	7.47	6.93
化工	0	78		5	81		2.21	5.88	5.18
食品饮料	10	0	2	17	4	4	4.80	5.72	5.02
国防军工	1			7			1.41	1.84	0.75
商业贸易	0	47		6	54		1.21	1.44	0.97
传媒	1	12		10	21		-1.63	2.49	2.08
电气设备	13			17	6		2.66	3.86	3.70
燃气	6	21		38	30		2.42	2.00	1.22
通信	29			55			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

大宗商品在海外加息导致的衰退预期下，宏观因子定价影响提升，内需型的化工类及黑色类基差倒逼上升，但在稳增长政策频出的背景下，6 月基建投资、汽车销售、出口等数据均给出积极信号，国内经济复苏预期较为乐观，所以可以关注内需型产品链条上的修复行情。

能化方面，在海外加息不断导致的衰退预期下，原油期货价格受到宏观因子单边影响较大，导致原油期货价格和基本面之间分裂加剧，而拜登中东之行并未带来新的增产利空后，商品价格有所企稳。但考虑到原油期货交易头寸拥挤的情况，短期回归基本面定价上较难，或将等待恐慌情绪缓和之后。基差率方面，短纤、PTA、塑料、纯碱较高，存在一定支撑。

黑色方面，近期已做较大调整，但在国内基建政策利好下，基本面未发生较大转变，可轻仓逢低做多；基差率中焦炭、焦煤较高。

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；基差率中铜、锌、铅较低。

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，同时关注原油企稳后，油脂的反弹需求。

图表 14：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
2022/7/15	83	83	96	100	80	95	8	100	56	23	32	87	88
2022/6/17	85	23	64	77	34	57	27	90	57	33	6	81	69
变化	-2	60	32	23	46	38	-19	10	-1	-10	26	6	19

黑色板块								
	动力煤	不锈钢	焦炭	焦煤	铁矿石	螺纹钢	热卷	玻璃
2022/7/15	18	57	100	99	55	5	6	98
2022/6/17	89	76	84	56	54	48	89	97
变化	-71	-19	16	43	1	-43	-83	1

有色板块								
	沪铜	沪铝	沪锌	沪铅	沪镍	沪锡	硅铁	锰硅
2022/7/15	0	88	11	25	80	96	97	97
2022/6/17	69	72	4	46	96	77	95	85
变化	-69	16	7	-21	-16	19	2	12

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
2022/7/15	92	88	49	68	68	99	98	100	61	90	49	53
2022/6/17	22	16	15	74	83	46	99	85	45	21	74	43
变化	70	72	34	-6	-15	53	-1	15	16	69	-25	10

资料来源：Wind，百瑞信托