

财富公开课

CAIFU GONGKAI KE

陕国投信托财富系列视频直播课

分享金融智慧 共创财富未来



弱复苏下有隐忧，后市如何走？

陕国投2022年6月资产配置策略报告

陕国投创新与研究发展部（博士后工作站）

博士后 徐一宁



2022

8月12日

市场概览

- 海外股票 > 国内债券 > 国内股票 > 商品

资产类型/涨跌幅 (%)		最近一周	最近一个月	最近三个月	过去一年	今年以来	PE(TTM)	市盈率历史分位点 (2010年至今)
股票	上证综指	-0.51	-4.28	6.77	-4.24	-6.33	13.25	44.2
	深证成指	-1.03	-4.88	11.30	-15.24	-15.23	28.77	71.5
	创业板综	-0.88	-1.67	19.85	-16.01	-2.48	63.95	50.3
	上证50	-1.97	-8.70	-0.46	-10.87	-23.30	10.87	65.1
	沪深300	-1.61	-7.02	3.83	-13.32	-19.98	12.99	56.0
	中证500	0.07	-2.48	11.84	-6.99	-1.15	21.06	10.7
	科创50	0.36	-1.52	14.97	-31.57	-21.83	44.85	16.3
	标普500	4.26	9.11	-0.04	-6.03	9.96	18.47	35.7
	富时100	2.02	3.54	-1.61	5.56	14.90	16.49	31.0
	恒生指数	-2.20	-7.79	-4.42	-22.36	-25.98	9.96	44.0
	法国CAC40	3.73	8.87	-1.31	-2.48	16.16	13.36	13.8
	德国DAX	1.74	5.48	-4.35	-13.25	-1.71	11.39	3.6
	MSCI新兴市场	0.34	-0.69	-7.66	-22.23	-23.04		
债券	中债-国债总财富指数	0.27	0.80	1.33	4.23	8.36		
	中债-信用债总财富指数	0.13	0.54	1.21	3.82	6.83		
	10年美债收益率	-3.61	-13.87	-6.32	111.90	63.80		
商品	ICE布油	5.71	-4.61	-2.93	37.91	100.77		
	焦煤	12.62	-12.17	-23.35	-6.94	30.25		
	动力煤	1.32	1.68	4.22	-7.20	27.94		
	伦敦金现	2.24	-2.30	-6.87	-2.69	-6.97		
	螺纹钢	4.42	-8.66	-17.83	-30.29	-7.20		
	LME铜	6.34	-4.03	-18.88	-18.53	2.05		
	LME铝	0.28	1.51	-18.67	-4.15	25.41		
	碳酸锂	0.11	0.32	1.95	428.65	69.24		
外汇	CBOT大豆	11.99	1.06	-12.54	9.21	12.40		
	人民币指数	0.21	-0.03	-0.68	4.19	7.51		
	美元指数	-0.67	1.08	2.54	14.91	17.65		

数据来源: wind, 陕国投创新与研究发展部/博士后科研工作站 (下同)。

注明: 数据截止日期2022年7月31日。

市盈率历史分位点计算方法: 当前 P/E (TTM) 处于历史P/E (TTM) 从小到大的排序百分位, 其中科创 50 指数数据统计自基日 2019年12月31日 以来, 创业板指数数据统计自 2010年6月1日发布以来, 其他指数均统计自2010年1月1日以来。



宏观经济分析

2.1 经济基本面：二季度受疫情拖累增速回落，5、6月投资、消费与出口共同拉动经济复苏

- 6月复工复产和物流保通保畅扎实推进，规模以上工业增加值同比增长3.9%
- 投资主要由基建与制造业带动，地产仍在下滑
- 疫情后消费受汽车等带动，线下消费仍较疲软
- 出口增速延续上涨趋势，进口放缓
- 社融改善：政府债、信贷同增（积极财政政策与偏宽松货币政策）



2.2 弱复苏下的隐忧

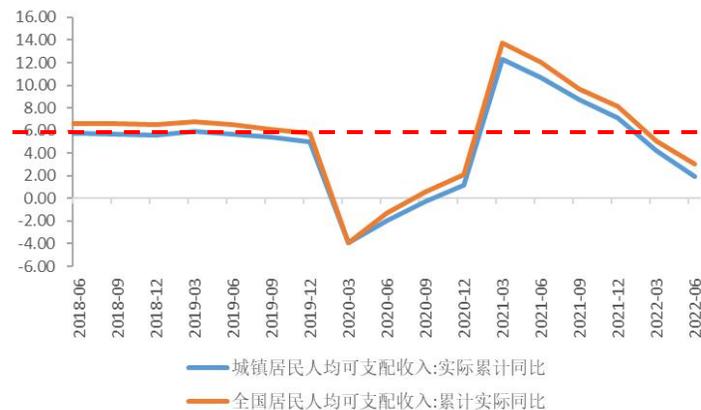
数据与现象

- 房地产：风险二次发酵
- 居民收入：增速下滑
- 国内CPI：猪周期带动抬头
- 外部仍处于加息周期



可能影响

- 地产效应受限、基建拉动可持续性尚需验证
- 居民收入增速放缓影响消费需求提升
- 制约宽松政策发力/带动企业盈利改善
- 未来出口动能可能因此受制



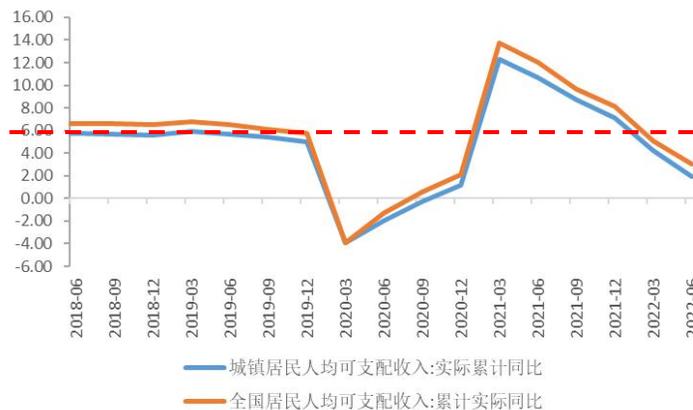
2.2 弱复苏下的隐忧

数据与现象

- 房地产：风险二次发酵
- 居民收入：增速下滑
- 国内CPI：猪周期带动抬头
- 外部仍处于加息周期

可能影响

- 地产效应受限、基建拉动可持续性尚需验证
- 居民收入增速放缓影响消费需求提升
- 制约宽松政策继续发力
- 未来出口动能可能因此受制





固收类

市场表现：受经济复苏力度偏弱、地产市场风险再发等因素 作用利率下降，资产荒持续

资金面持续宽松，利率下行

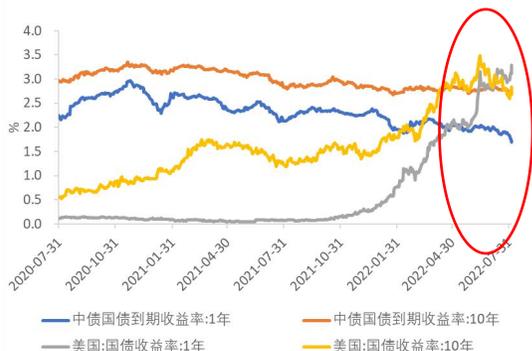
- 房地产断供风险事件
- 数据与政治局会议中对经济增长预期下修

信用债资产荒持续，城投债信用利差收窄

- 基建投资是当前拉动经济与内需的主要动力
- 城投债利差收窄至历史低点

主要利率债	2022/7/29	2022/6/30	变动	分位数
中债国债到期收益率:1年	1.8623	1.9504	-0.0881	15.82%
中债国债到期收益率:10年	2.756	2.8205	-0.0645	4.69%
美国:国债收益率:1年	2.98	2.8	0.18	30.02%
美国:国债收益率:10年	2.67	2.98	-0.31	15.51%
中债国开债到期收益率:10年	2.93	3.0509	-0.1209	2.02%
中债进出口行债到期收益率:10年	3.0784	3.1472	-0.0688	3.86%

主要信用债	2022/7/29	2022/6/30	变动	分位数
中债企业债到期收益率(AAA):3年	2.6936	2.8989	-0.2053	2.26%
中债企业债到期收益率(AA+):3年	2.8362	3.0391	-0.2029	1.08%
中债企业债到期收益率(AA):3年	3.0462	3.2391	-0.1929	0.32%
中债城投债到期收益率(AAA):3年	2.7006	2.9285	-0.2279	1.12%
中债城投债到期收益率(AA+):3年	2.8001	3.0578	-0.2577	0.86%
中债城投债到期收益率(AA):3年	2.9551	3.2228	-0.2677	0.46%
中债中短期票据到期收益率(AAA):3年	2.691	2.9519	-0.2609	1.18%
中债中短期票据到期收益率(AA+):3年	2.8795	3.1205	-0.241	1.15%
中债中短期票据到期收益率(AA):3年	3.1295	3.3105	-0.181	1.38%



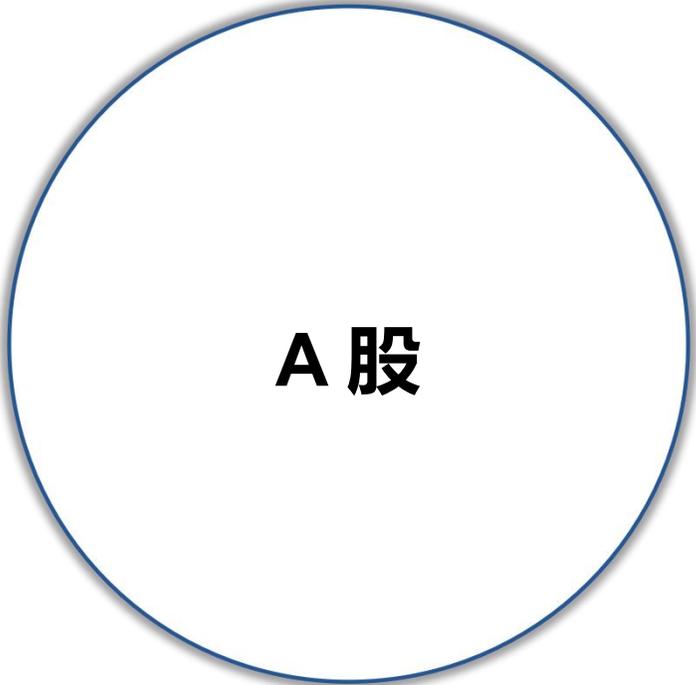
配置策略：利率债适度拉长久期，配置优质区域城投债或弱信用区域、高评级民企的短久期债券

预计短期内利率易下难上

- 经济复苏力度偏弱，流动性与信贷政策呵护企业修复（政治局会议/二季度央行货币政策执行报告）
- 地产断供事件冲击
- 美国通胀或将进入拐点，边际加息幅度预期放缓

资金与政策环境总体利好债券市场

- 利率债：适度拉长久期
- 信用债：配置优质区域城投债或弱信用区域、高评级民企的短久期债券
- 可转债：受可转债新规与股市近期估值压缩影响，关注高景气领域



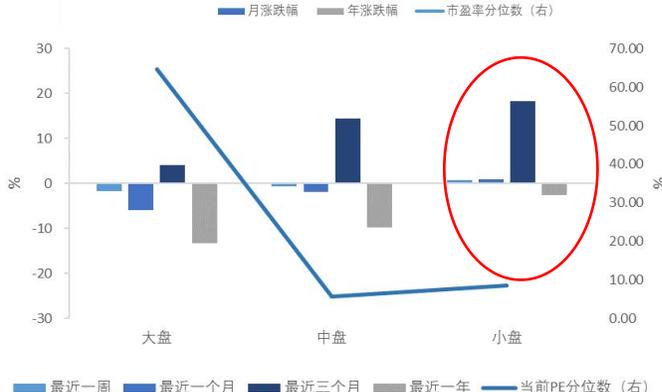
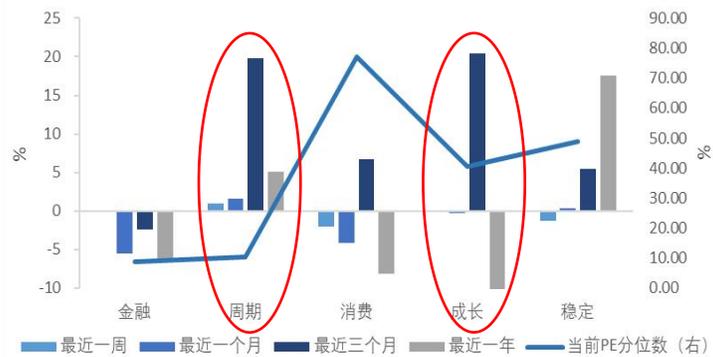
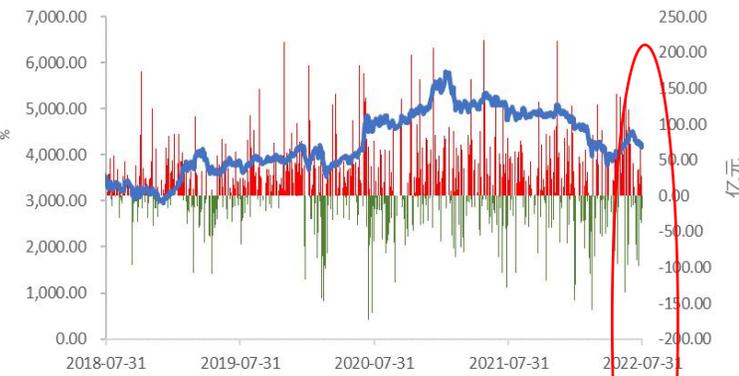
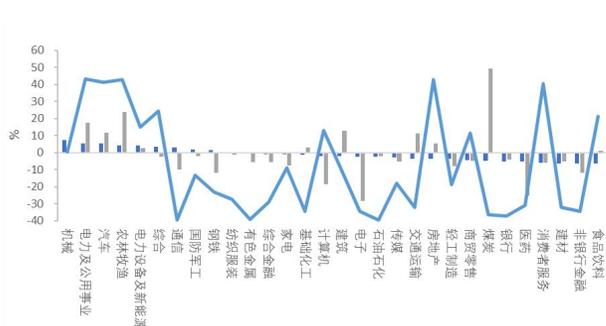
A 股

市场表现：受弱复苏、政治不确定因素影响，市场从前期普涨调整至结构性行情

从6月普涨切换至7月结构性行情

- 经济数据弱复苏，市场担忧经济增长基本面
 - 大盘价值涨幅偏弱，中小盘成长涨幅较大
- 台海局势的政治不确定性加剧资金恐慌
 - 北上与两融数据背离，市场先涨后跌
 - 专精特新国产替代逻辑走强

涨跌幅 (%)	最近一周	最近一个月	最近三个月	过去一年	今年以来	PE(TTM)	市盈率历史分位点 (2010年至今)
上证综指	-0.51	-4.28	6.77	-4.24	-6.33	13.25	43.9
深证成指	-1.03	-4.88	11.30	-15.24	-15.23	28.77	71.4
创业板综	-0.88	-1.67	19.85	-16.01	-2.48	63.95	50.2
上证50	-1.97	-8.70	-0.46	-10.87	-23.30	10.87	64.8
沪深300	-1.61	-7.02	3.83	-13.32	-19.98	12.99	55.8
中证500	0.07	-2.48	11.84	-6.99	-1.15	21.06	10.2
科创50	0.36	-1.52	14.97	-31.57	-21.83	44.85	13.4



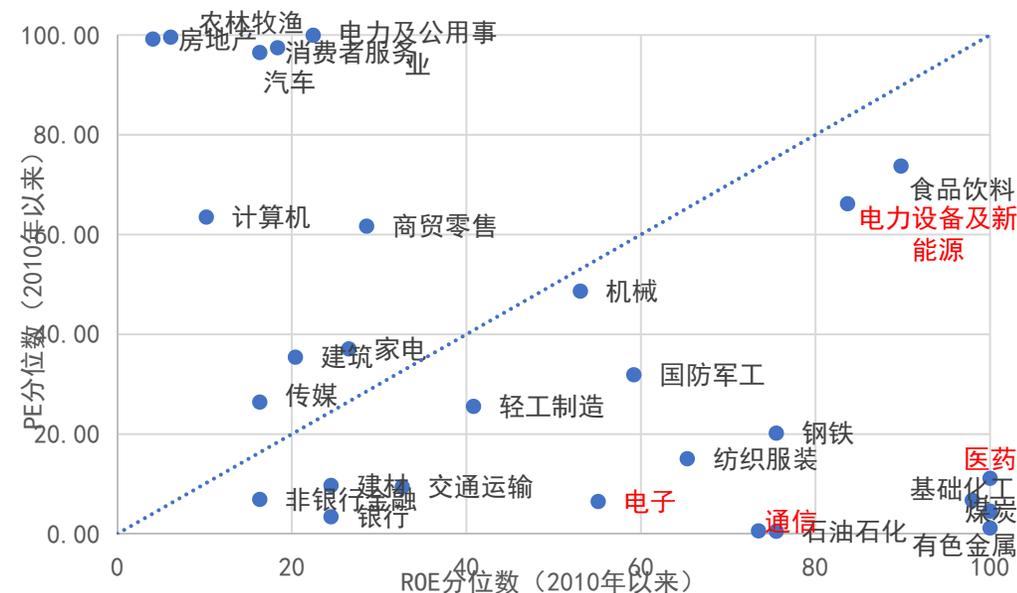
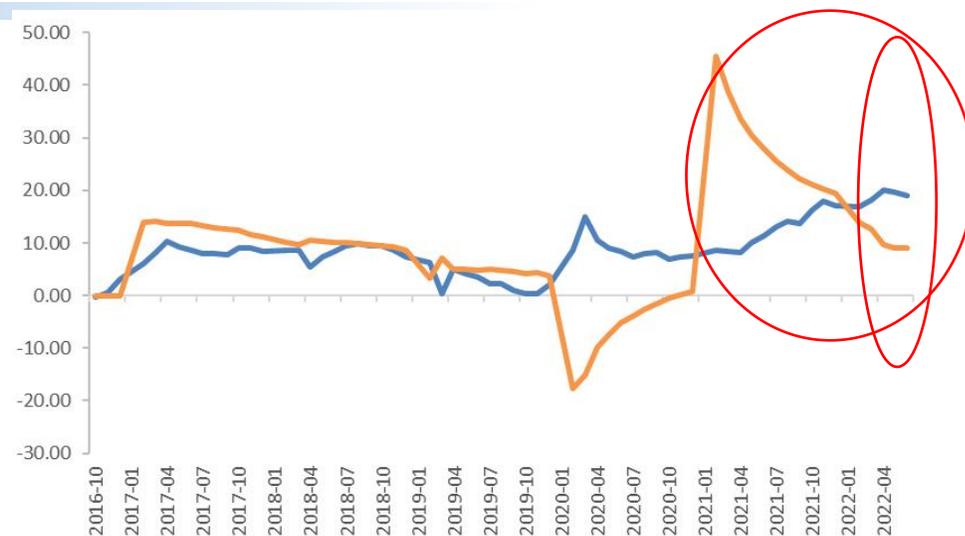
配置建议：重点关注成长股中小盘补涨、高景气和国产替代板块，继续关注受益于疫情复苏的可选消费

经济复苏仍待进一步观察

- 经济复苏力度需进一步确认
 - 去库存阶段库存、地产投资、就业与消费
- 国内：扩大需求、用好专项债、加大企业信贷支持
 - 资金面偏宽松（政治局会议、央行货币政策执行报告）
- 国外：通胀回落且低于预期，美元加息预期放缓
 - 北上再流入

配置策略

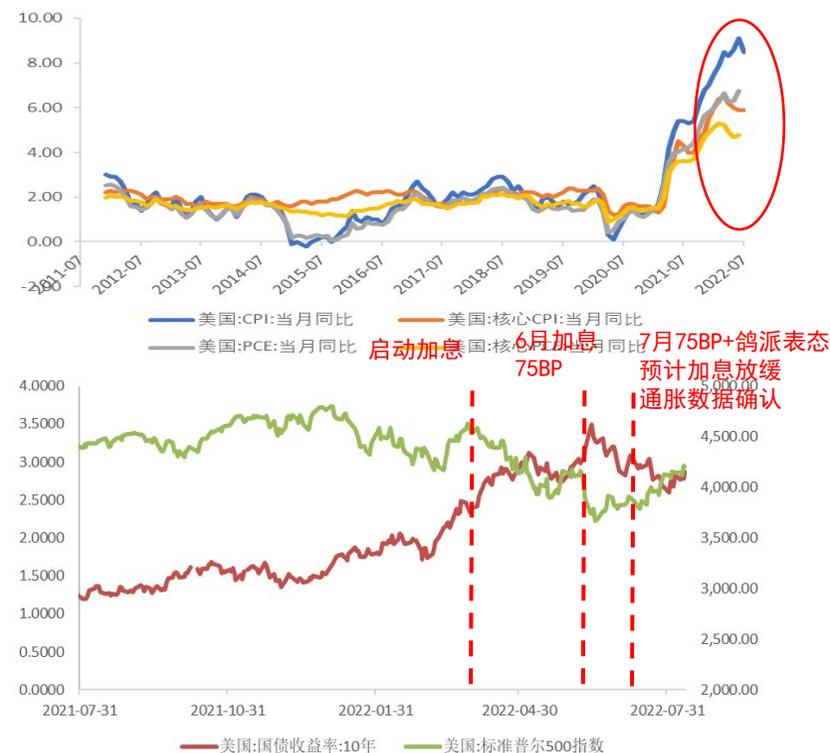
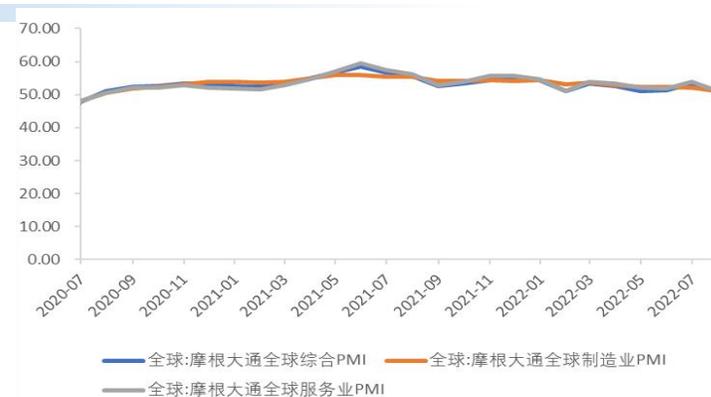
- 弱复苏+流动性宽松环境：成长股>价值股>周期股
- 关注7月回调的高景气板块、受益于国产替代的半导体等先进制造业板块
- 继续关注受益于疫情复苏与“稳大盘”带动的可选消费板块
- 警惕购置税政策利好效果趋弱后汽车板块回调风险



全球与商品市场：股债市场回暖、商品表现回落

- 7月主要经济体就业向好但面临通胀高企问题与经济衰退预期
- 预计衰退预期下加息边际放缓，可择机配置权益类资产
- 加息与经济衰退预期下，企业经营难度与融资成本增加，防范海外债券投资风险

资产类型/涨跌幅 (%)	最近一周	最近一个月	最近三个月	过去一年	今年以来
标普500	4.26	9.11	-0.04	-6.03	9.96
富时100	2.02	3.54	-1.61	5.56	14.90
恒生指数	-2.20	-7.79	-4.42	-22.36	-25.98
法国CAC40	3.73	8.87	-1.31	-2.48	16.16
德国DAX	1.74	5.48	-4.35	-13.25	-1.71
MSCI新兴市场	0.34	-0.69	-7.66	-22.23	-23.04
10年美债收益率	-3.61	-13.87	-6.32	111.90	63.80
ICE布油	5.71	-4.61	-2.93	37.91	100.77
焦煤	12.62	-12.17	-23.35	-6.94	30.25
动力煤	1.32	1.68	4.22	-7.20	27.94
伦敦金现	2.24	-2.30	-6.87	-2.69	-6.97
螺纹钢	4.42	-8.66	-17.83	-30.29	-7.20
LME铜	6.34	-4.03	-18.88	-18.53	2.05
LME铝	0.28	1.51	-18.67	-4.15	25.41
碳酸锂	0.11	0.32	1.95	428.65	69.24
CBOT大豆	11.99	1.06	-12.54	9.21	12.40



全球与商品市场：股债市场回暖、商品表现回落

- 加息周期开启需求受抑价格下行，近期低位回弹
——降低大宗商品配置
- 加息+地缘冲突供应偏紧，价格波动回落
——供给有所扩充，需求回落，降低原油配置
- 经济衰退预期加息放缓，价格回升
——黄金在通胀缓解货币收紧步伐放慢后迎来配置机会



配置建议

陕国投信托2022年8月资产配置建议			
资产/策略类型		配置建议	配置依据
固定收益			
现金管理产品		★★★	短端利率下行较快，短久期现金管理产品表现尚可
标准债	利率债	★★★★	弱复苏下流动性充裕，预计长短端利率下行，可适度拉长久期
	信用债	★★★★	稳增长下信用利差预计继续下行，关注优质区域城投债或高评级民企短久期债券
	可转债	★★★	新规出台与股市下行压缩估值，关注高景气领域可转债
非标债	基础产业	★★★★	财政发力稳大盘，基础产业为本次投资拉动经济的重点
	房地产	★★★	需求端预期受断供影响再转弱，行业出清风险仍存，优选国企项目
	工商企业	★★★	以行业为导向，关注高景气行业债券投资机会
	特殊资产	★★★	下行周期可把握特殊资产投资机会
股票私募			
股票	价值	★★★	弱复苏下业绩提振有待进一步观察，可关注受益于疫情复苏与“稳大盘”带动的可选消费板块，警惕汽车板块回调风险
	成长	★★★★	结构性行情已现，关注中小盘补涨行情、电力设备新能源等高景气板块、国产替代逻辑的半导体等先进制造板块
	周期	★★	上游涨价利好已兑现，中下游在弱复苏环境下需求趋弱
量化策略	指数增强	★★★★	结构性行情下有利于指数增强策略表现
	量化中性	★★★	指数波动幅度较小，市场交易量趋弱，可择机配置
	CTA策略	★★	当前不确定因素较多的震荡行情下表现不佳

股权投资			
盲池基金	★★★	市场风险偏好回落，优选回报稳健的头部管理人	
项目基金	科技	★★★★	制造业转型升级为经济下行周期主线，关注半导体、数字经济、智能制造等先进制造、国产替代的高景气领域
	医疗	★★★	一二级估值倒挂仍存，关注创新药、医疗设备国产替代领域
	消费	★★★	疫情扰动消费持续低迷，关注刚需、不受制于线下场景的项目
S基金	★★★	二级市场相对低迷，存在巨大市场空间，需优选项目	
商品			
黄金	★★★	全球经济衰退初现，预计通胀缓解重获宽松后将迎来配置机会	
原油	★★	地缘冲突供给偏紧，美联储加息抑制需求，油价大概率下行	
大宗商品	★★	主要经济体加息收紧货币抑制需求，大宗商品价格回落	
海外资产			
海外权益	★★★	衰退预期下预计加息边际放缓，可择机配置	
海外债券	★★	加息周期企业经营难度与融资成本增加，注意防范风险	
配置评级说明	★★★★★	超配	
	★★★★	高配	
	★★★	标配	
	★★	低配	
	★	空配	
来源：陕国投创新与研究发展部（博士后科研工作站）			

免责声明

本资料（以及所有相关附件）应要求而准备，仅供向特定客户提供作为参考，不构成任何证券或其他金融工具的要约、要约邀请、建议或推荐，并不可做类似解释。本资料（以及所有相关附件）未经陕西省国际信托股份有限公司（以下简称“陕国投”）和其关联机构的事先书面同意，不得全部或部分复制或分发于任何人。

本资料所包含的信息来源于陕国投认为可靠的数据来源，但陕国投不就资料的准确性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。过去表现并不代表未来，陕国投不就未来表现作出任何明示或暗示的陈述或保证。此处的意见或估计可以不经通知而加以修订。陕国投可能在经营范围内不时向本资料提及的公司或证券、金融工具的发行人提供金融服务，或持有该公司或发行人的证券或金融工具，相关信息应要求可提供。

陕国投可能发行过其他与此处信息不一致、结论不同的报告，这些报告反映了准备报告的分析师的与此处分析不同的假设、意见和分析方法。本资料描述的条款（以及所有相关附件）仅为供讨论的指示性条款，并且取决于陕国投内部及外部的法律和合规的意见及审批。本资料并未旨在提供您可能所需要的所有信息，在任何情况下，您应就该资料中所提及的交易以及其中所涉及的数据进行自己的调查和分析。任何接收到该材料的人都应该对资料中所描述的交易作出独立的判断以及咨询其自己的专业顾问。陕国投并没有提供任何法律、会计或者监管建议。任何人不能将此材料中任何关于本地法律、会计准则以及法规的相关法律、会计或者监管要求等方面的陈述，意图用作违反所适用之本地法律、会计准则以及法规的用途。资料中的陈述是为了营销或者宣传与陈述相关的交易而写就的。您不应依赖于本处所述之陈述，并且应该根据您所处的具体环境寻求独立的意见。

感谢您的聆听.

陕国投创新研发部（博士后科研工作站）

博士后 徐一宁



2022

8月12日