

多事之秋，不乱于心

——3月资产配置月报

2022年3月

要点：

○ 市场情况：

权益：柳暗花明，悲观行情终得修复；
债券：预期变幻下诱导的过山车行情；
商品：原油冲高回落，供需错配的在高位震荡。

魏文臻杰
博士后工作站

○ 宏观数据：

生产端：上游走高，被动去库；
投资端：制造业提振、基建尚可；
消费端：低基数掩盖，还未企稳；
出口端：略有回落，韧性十足；
社融：总量不及预期，结构欠佳；
资金面：连续回笼，隔夜略紧；

○ 配置建议：股票>债券>商品

权益在下多重维稳信号下，修复悲观预期，推荐小票的国证2000、科技做中线配置；
债券方面，关注LPR再降，短期内或重回2.7；
商品方面，能源已从高位快速回落，建议规避，而供需错配的粕类及黑色也均在高位，存在回调风险，新单建议逢低再入。

分类	高配		中性		低配		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	宽基指数	√					大跌下指数PE均重塑，可关注小票的国证2000 老基建估值有所调整，可逢低介入 科技龙头目前估值性价比有所凸显，比如电子 拥挤度及风险溢价均较高，建议再等调一调 估值依然还是不便宜，可关注地产后周期的家电表现
	周期	√					
	科技	√					
	新能源		√				
	大消费		√				
债券	利率债		√				关注LPR降息，短期内可能重回2.7，但中线还是偏弱 适当下沉，拉久期，隐债结构重的城投主体，及盈利改善主体，民企地产规避
	信用债	√					
商品	能化				√		冲高后快速回落至弱区间，多地供应加快，中性偏空对待， 宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹，回调后的双焦 与新能源产业链相关的铜、铝，逢低再入 油粕依然处于供需缺口中，但粕类已创新高，注意回调风险
	黑色	√					
	有色		√				
	农产品		√				

一、市场回顾及重要事件

1、市场回顾

截至 3 月 16 日，在俄乌冲突及疫情加剧下，权益连续下跌为主，大盘在 MLF 未降息后一度下跌到 3000 点附近，而后在金融委会议提振信心下绝地反击，可谓一念地狱，一念天堂。

债券也在市场预期的变幻中走了一个过山车行情，先是对经济改善预期爬到 2.85，然后社融数据不佳，又开始了降息预期，下到 2.76，后来 MLF 不降息，又回到 2.82，最后受会议提振，重回降息预期，又下行到 2.79。

商品方面，以布油为代表的能源在地缘冲突下一度升到 130 高位，单又快速下行到 100 以下，而与基建相关的黑色，双焦由于基本面较好在高位震荡，农产品中大豆、玉米在供应不足的行情下创新高。

图表 1：各类资产表现

		权益												
品种	2021年度	2022T	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03
% 沪深300	-5%	-16%	1%	4%	-2%	-8%	0%	1%	1%	-2%	2%	-8%	0%	-9%
中证500	16%	-16%	4%	4%	1%	-1%	7%	-2%	-1%	3%	1%	-11%	4%	-10%
上证50	-10%	-14%	-1%	5%	-4%	-10%	-1%	3%	2%	-3%	3%	-7%	1%	-8%
创业板指	12%	-21%	12%	7%	5%	-1%	-7%	1%	3%	4%	-5%	-12%	-1%	-9%
300成长	-5%	-20%	5%	4%	0%	-10%	-4%	4%	0%	1%	2%	-13%	1%	-10%
300价值	-4%	-10%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	1%	-2%	-3%	5%	-2%	0%	-9%
300周期	-5%	-10%	-1%	5%	-5%	-8%	6%	-1%	0%	-3%	3%	-3%	1%	-9%
300消费	-9%	-18%	4%	6%	-7%	-20%	-5%	14%	3%	1%	5%	-8%	-2%	-9%
		债券												
品种	2021年度	2022T	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03
BP 国债10Y	-36.75	1.98	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.55	-14.82	-4.96	-7.32	7.28	2.02
国债5Y	-34.20	-5.43	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	-8.28	-22.77	12.90	4.44
国债1Y	-23.10	-9.98	-21.79	5.22	1.79	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-6.36	-0.34	-29.22	9.34	9.89
AAA3	-52.43	18.38	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	2.14	8.60	3.69	-14.27	-9.18	-17.12	15.60	19.90
AA+3	-76.43	15.41	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	9.62	1.69	-13.26	-10.20	-13.11	9.60	18.91
AA3	-55.43	-12.59	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	15.63	2.70	-12.26	-18.20	-17.11	-2.38	6.91
% 中证转债	18%	-8%	1%	3%	0%	3%	4%	0%	0%	5%	2%	-2%	-1%	-5%
		商品												
品种	2021年度	2022T	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03
% 南华商品	21%	18%	7%	1%	1%	3%	-2%	4%	-2%	-5%	5%	7%	4%	6%
南华农产品	15%	14%	5%	1%	-1%	4%	1%	5%	6%	-3%	2%	6%	6%	2%
南华能化	33%	18%	4%	0%	5%	6%	1%	19%	-10%	-9%	6%	8%	6%	4%
南华工业	26%	19%	7%	0%	3%	5%	-1%	11%	-8%	-7%	6%	9%	3%	7%
南华黑色	10%	19%	11%	-3%	5%	5%	-1%	5%	-16%	-4%	6%	13%	-3%	8%

资料来源：Wind, 百瑞信托

2、重要事件

- 1) 中共中央政治局会议，维护金融稳定大局。
- 2) 银保监会、住建部联合印发了《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》，落实对保障性租赁住房的金融支持。
- 3) 3月5日政府工作报告：回顾2021年工作，提出2022年经济社会发展预期目标、总体要求和政策基调，并部署2022年政府工作任务，5.5%的GDP目标。
- 4) 央行向中央财政上缴结存利润超1万亿，着力稳定宏观经济大盘。

5) 国务院金融委召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，维稳市场信心。

二、宏观环境

1、乍看高增，实则被低基数掩盖

整个 2 月下旬到 3 月中旬以来，国内外环境均发生较大变化，俄乌冲突愈演愈烈，国内散点疫情扩散加剧、美国制裁中概股等事件频出，而经济数据乍看高增，但被低基数效应掩盖，具体来看：

生产端：上游走高，被动去库

1-2 月工业增加值同比略有增长，当期 7.5%（前值 9.6%），从三大门类来看，采矿业在保供稳价政策驱动下，持续走高，制造业在外需补库的格局下有所增长，而电热气水业有所回落；

2 月 PMI 为 50.2（前值 50.3），与前期略降，从分项数据来看，生产端受春节冬奥影响有所放缓，需求端仍处于收缩阶段，库存端处于去库阶段。

投资端：制造业提振、基建尚可

1-2 月固定资产投资增速同比显著回升，当期 12.2%（前值 4.9%），但其中有一部分价格因素及基数因素的影响，而 3 月基数因素将有所减弱；从分项数据来看，固定资产投资同比高增长主要靠制造业提振，基建投资尚可，但在前置政策的预期下略有一些差强人意，而地产投资仍在下滑。

消费端：低基数掩盖，还未企稳

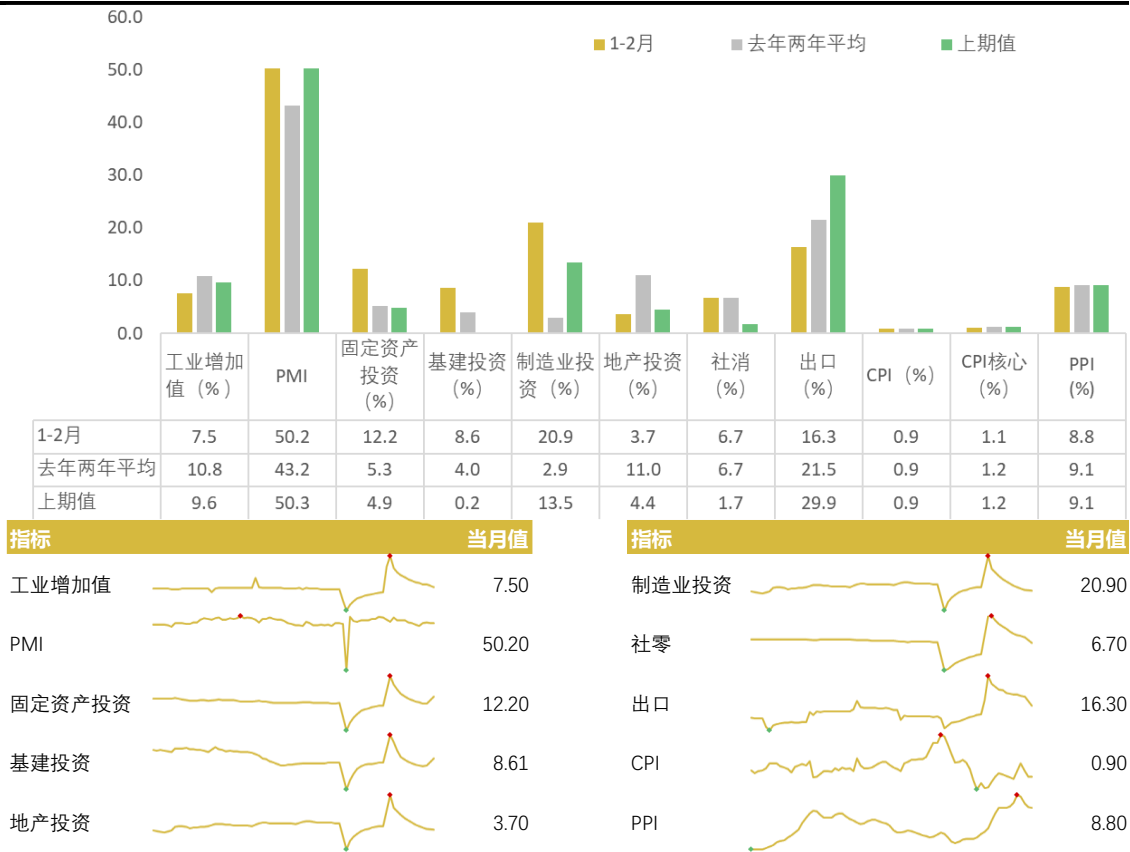
1-2 月社会消费品零售总额在低基数掩盖下，同比增长 6.7%，去年 12 月当月同比 1.7%，主要是靠餐饮收入增速提振，2021 年初在北方疫情扰动下，餐饮收入增速转负，为低基数效应，而商品消费方面，增速较快的为金银珠宝和家电音像、以及石油制品消费，我们认为与避险及能源价格上涨因素有关，随着 3 月全国疫情出现较严重反弹，消费增长将受到进一步约束。

价格方面，CPI 走平而核心 CPI 回落，主要是受猪价还在低位运行，同时在需求不足的环境下部分耐用消费品价格也出现下降。

出口端：略有回落，韧性十足

1-2 月出口依然保持韧性，同比增长 16.3%（前值 29.9%），在高基数下，较前期略有下降。分产品来看，工业品和出行相关品类出口表现较好，消费品和宅经济出口增速普遍回落，预计上半年依然能保持较好态势，但下半年随着海外补库周期淡去，韧性将有所存疑。

图表 2：高增背后被低基数掩盖



资料来源：Wind，百瑞信托
注：CPI、PPI 未做两年处理，为同期值

图表 3：PMI 环比变动



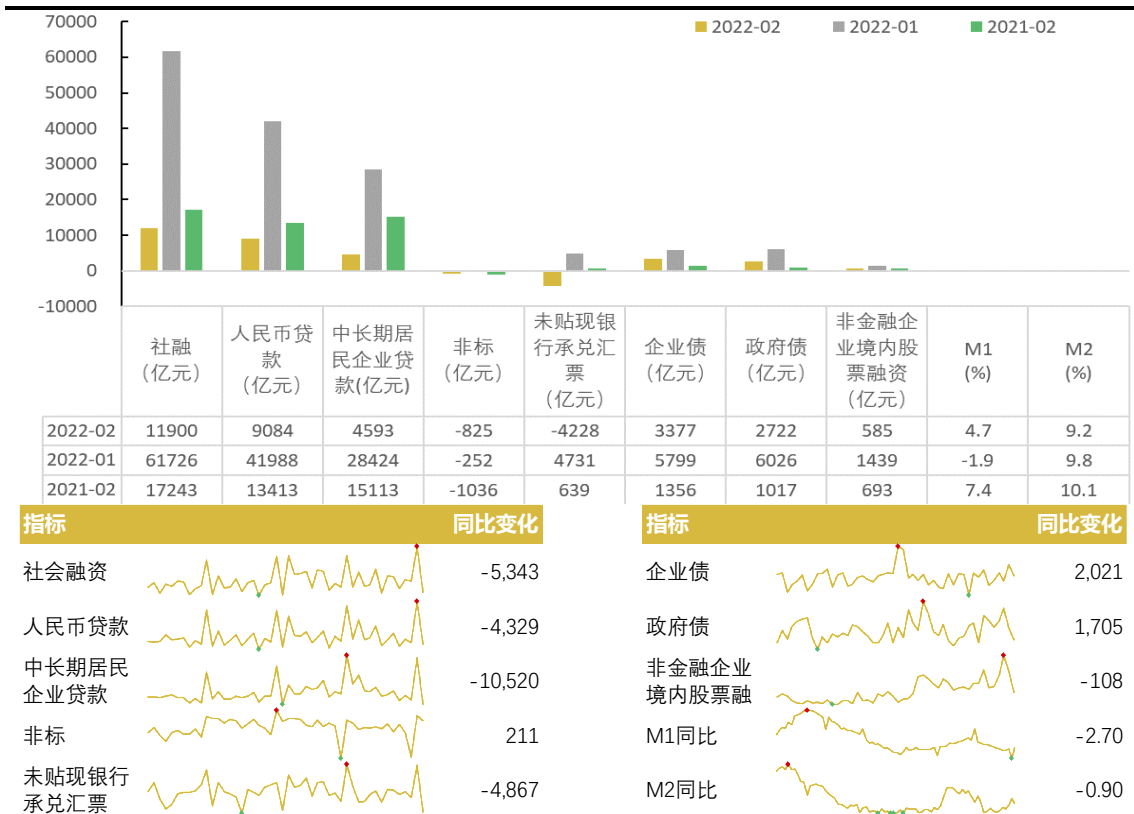
资料来源：Wind，百瑞信托

2、社融总量不及预期，结构欠佳，资金面略紧

2月我国新增社会融资规模1.19万亿元，比去年同期少增5315亿元，环比少增4.98万亿元。主要是人民币贷款较弱，同比少增4329亿元，而未贴现银行承兑汇票新增-4228亿元，同比大幅下行，是拖累社融的另一主要分项。从结构来看，企业中长期贷款同比少增、短期贷款延续同比多增，而居民贷款方面，中长期贷款及短期贷款均同比少增，主要是受国内疫情反复及购房意愿偏弱等因素制约影响。显示实体经济自身融资需求依然较弱。2月M1同比增速4.7%，较1月份的-1.9%增速明显，可能原因与两年的春节时点错位有关，今年在2月初，去年春节在2月底，企业存款会在去年2月份流向居民部门，导致企业存款的基数偏低，从而带动了增速。

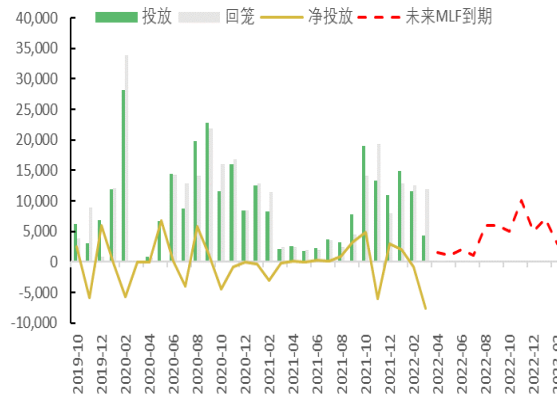
3月15日央行在连续净回笼下，小量续作MLF（净投1000亿元），并且利率持平，不及市场预期。截至3月16日，央行公开市场操作净回笼7600亿元（央行投放4350亿元，回笼11950亿元）。资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，3月R001前松后紧，上中旬的月均值为1.95上行9bp（前值1.86）。整体来看，月初资金较松，央行主要以回笼资金为主，但进入中旬后，央行仅通过2000亿元续作来应对缴税及1000亿元MLF到期，资金面略紧。

图表4：金融数据情况



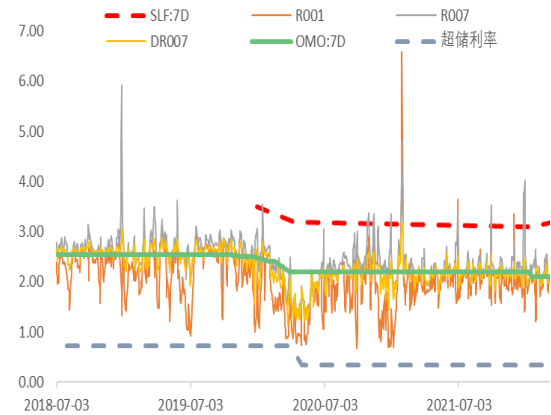
资料来源：Wind，百瑞信托

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		中性		低配		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益							
宽基指数		√					大跌下指数PE均重塑，可关注小票的国证2000
周期		√					老基建估值有所调整，可逢低介入
科技		√					科技龙头目前估值性价比有所凸显，比如电子
新能源			√				拥挤度及风险溢价均较高，建议再等调一调
大消费				√			估值依然还是不便宜，可关注地产后周期的家电表现
债券							
利率债			√				关注LPR降息，短期内可能重回2.7，但中线还是偏弱
信用债		√					适当下沉，拉久期，隐债结构重的城投主体，及盈利改善主体，民企地产规避
商品							
能化					√		冲高后快速回落至弱区间，多地供应加快，中性偏空对待，
黑色		√					宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹，回调后的双焦
有色			√				与新能源产业链相关的铜、铝，逢低再入
农产品			√				油粕依然处于供需缺口中，但粕类已创新高，注意回调风险

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

指数方面，截至 3 月 16 日，权益以下跌行情为主，宽基指数 PE 都做了较大幅度的下行，其中，中证 1000、上证 50、沪深 300 降幅靠前；而概念指数中，老基建指数、大消费指数、茅指数、科技龙头的 PE 降幅较大。

如果从估值分位数的配置角度来看，国证 2000 性价比较高（中证 500 已是大票），而且政策也是强调加大小微企业、科技创新、绿色发展的支持，依然利好中小盘成长板块。而概念指数中，老基建 PE 下杀很快，在政策依然利好基建下，可以逢低介入，目前科技龙头及医药配置性有所凸显，未来在大盘企稳下，成长性将有所体现，而前期赛道拥挤的茅指数、宁组合风险溢价依然较高，

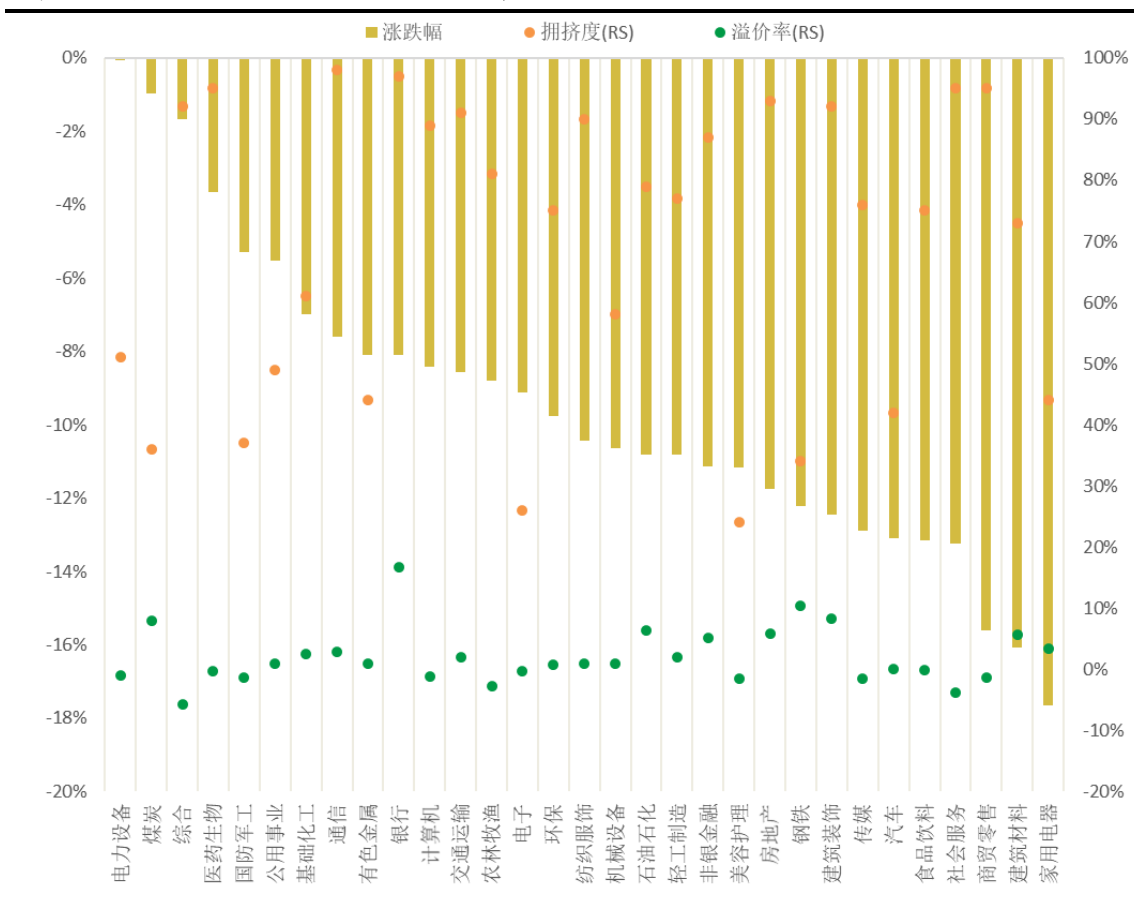
或还需要有部分调整空间。

图表 8：各类指数估值及分位数（统计为近 10 年）

指数名称	2022-02-16 PE	10Y 最高	10Y 最低	2022-03-16 PE	2022-02-16 分位数%	2022-03-16 分位数%	环比变动
上证指数	13.32	22.98	8.90	12.08	47.59	30.92	-9.34%
创业板指	53.22	137.86	27.04	50.82	49.32	41.87	-4.51%
上证50	11.08	15.04	6.94	9.90	75.79	47.51	-10.69%
沪深300	13.33	19.00	8.01	11.96	68.67	43.31	-10.28%
中证500	18.89	83.24	16.00	17.02	3.21	1.48	-9.90%
中证1000	33.18	144.82	18.94	29.72	13.11	9.64	-10.43%
国证2000	37.74	160.51	23.40	34.20	22.14	9.43	-9.37%
万得全A	18.70	31.79	11.51	16.95	55.00	40.30	-9.34%
万得全A(除金融、石油石化)	28.51	65.89	17.81	25.67	47.96	34.83	-9.96%
科技龙头指数	33.65	85.38	26.12	30.24	17.83	6.01	-10.13%
医药生物	29.79	65.39	23.47	27.66	8.40	3.95	-7.15%
大消费指数	39.53	61.48	18.88	34.61	78.16	76.01	-12.45%
茅指数	30.74	38.87	10.37	27.33	89.21	82.75	-11.09%
宁组合	75.32	134.99	27.33	72.15	72.33	69.53	-4.21%
老基建指数	9.87	30.18	7.54	8.40	40.20	9.80	-14.89%

资料来源：Wind，百瑞信托

图表 9：各行业板块指标（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-

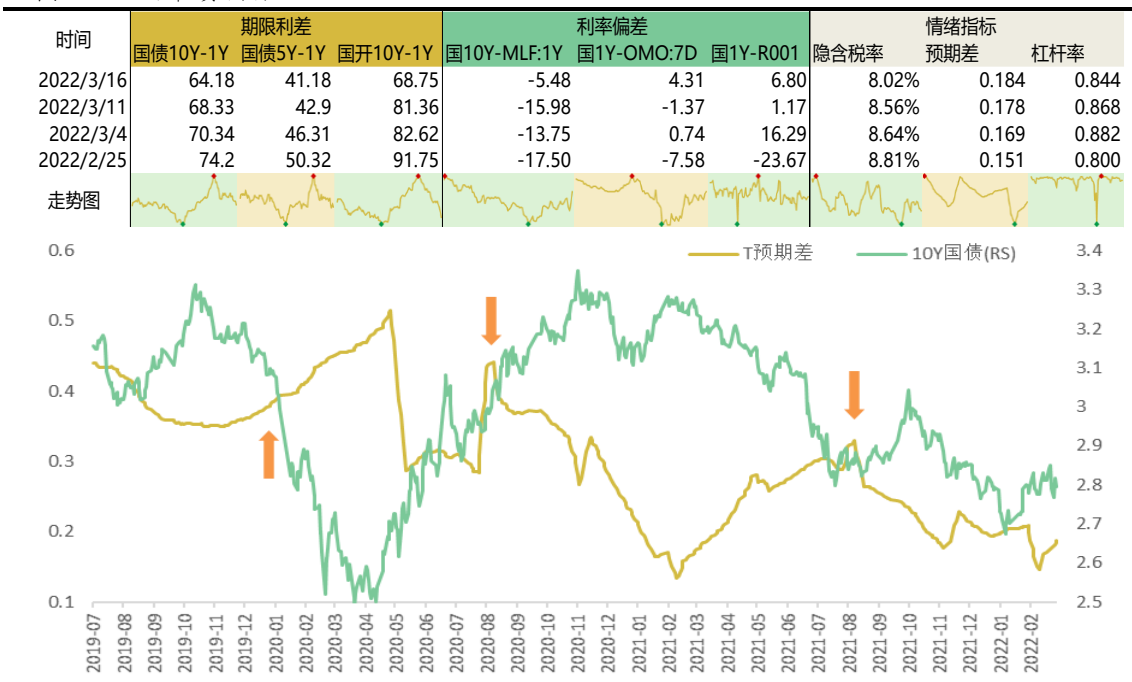
10Y 国债收益率) 来衡量风险溢价率, 如果按照这两组指标来做配置建议:

- 1) 高溢价率+高拥挤度的行业: 银行、建筑装饰、石化石油、房地产、建筑材料、非银, 可择机适当降低仓位;
- 2) 高溢价率+低拥挤度的行业: 钢铁、煤炭及地产后周期的家用电器, 可考虑逢低介入;
- 3) 低溢价率+高拥挤度的行业, 生物医药、计算机其拥挤度较上月有所提升, 需关注盈利改善情况。

2、债券市场

2 月社融数据不及预期, 而宏观数据高增长被低基数掩盖, 我们认为要完成政府工作报告的 5.5% 的经济增长目标, 后续应该还会有更多的增长措施出台, 从目前的经济形势来看, 固定资产投资 (制造业投资+基建投资) 是较确定性的抓手; 而促消费、扩内需将成为今年稳增长的重要抓手, 但实际情况有待检验; 出口方面, 短期内多少会有所拉动, 但海外补库周期接近尾声使得韧性的持续性存疑, 使之不能成为主要抓手。目前利率债在市场预期的左右下, 处于 2.85 中枢上下宽幅摆动, 但稳增长的政策十分明确, 为刺激实体经济及缓解银行压力, 3-4 月或是政策密集出台的高峰期, LPR 还有松动的空间。所以短期内在 2.7-2.9 位置震荡, 中线来看, 二季度后经济数据企稳可能调至 3.0 附近。

图表 10: 利率债指标



资料来源: Wind, 百瑞信托

信用债方面，受利率债上行影响，中低评级券种受伤较大，我们认为短期内 LPR 松动的可能性较大，所以对债市会有整体性的修复。另外，从 2 月社融结构来看，主要由住房按揭贷款构成的新增居民中长期贷款首次转负，为 -459 亿元，所以地产销售仍未止跌回暖，而地产周期中滞后的拿地、新开工、竣工更不理想，短期内地产难言迎来拐点，但在稳增长的政策目标下，依然还是需要“健康发展”的地产来托，只是尚需时日。

基于此判断，我们认为依然可以做适当的信用下沉，一来获取利差收窄的收益，二来可以获得较高的票息。1) 城投债方面，年初以来城投债发行及净融资均保持扩张态势，市场认可度依然较高，可在隐债占比较高的城投主体的投资机会；2) 地产债方面，分化十分严重，资质优的性价比不高，资质差的就像在做 gambling，保守起见不太建议入；3) 产业债方面，钢铁、有色等行业利差有所走阔，在老基建政策红利的背景下，均处于景气赛道，可逢低介入，其次依然推荐净利持续改善的电子行业，以及可能会改善的汽车行业。

图表 11：信用债指标

行业	2022-03-16			2022-02-16			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021H	2021Q3
计算机	32			31			-7.27	1.03	0.74
轻工制造							-5.65	1.18	0.02
交通运输	27	37	53	28	34	56	0.37	1.04	0.87
医药生物	21	53		21	71		2.43	4.48	3.52
房地产	37	17	0	32	26	2	1.35	0.99	0.47
电力	54	27	3	55	29	3	2.09	1.76	1.05
有色金属	10	69		13	70		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	94	68		96	73		2.96	1.91	0.25
建筑装饰	16	8	12	17	13	18	0.89	0.57	0.21
钢铁	7	49		15	60		2.99	7.10	5.74
煤炭开采	10	0		5	1		1.73	3.82	4.03
非银金融	40	25		43	42		1.97	1.27	0.65
新能源	14	26		19	21				
电子	52			54			3.13	4.66	3.91
投资平台	50	18	89	42	20	93			
环保工程及服务	49	8	15	52	9	29	0.65	0.65	0.56
休闲服务	37	12	4	31	22	12	-0.36	-0.23	-0.42
汽车	81	94		77	97		0.43	1.51	1.72
机械设备	10			12			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	15	25		17	34		7.61	7.47	6.93
化工	15	93	70	27	88	82	2.21	5.88	5.18
食品饮料	32	7	4	40	15	9	4.80	5.72	5.02
国防军工	19			18			1.41	1.84	0.75
商业贸易	17	59		20	66		1.21	1.44	0.97
传媒	14	22		12	25	89	-1.63	2.49	2.08
电气设备	24	7		24	19		2.66	3.86	3.70
燃气	19	31		55	37		2.42	2.00	1.22
通信	54			46			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，目前原油在冲高后迅速回落转为弱势行情，背后反应地缘冲突的边际缓解，以及其他国家供应加快的预期，在此背景下将原油列为中性偏空判断；而化工方面，由于需求偏弱，且存在一定程度累库，基本面不佳，目前大部分产品价格被成本端原油价格拖住，所以化工暂时也列为中性偏空判断，可关注后续经济企稳情况，或对需求有所提振；基差率方面，EB、MA、纯碱较高，存在一定支撑。

黑色方面，当前双焦处于产量低、库存低，但在基建政策刺激下，下游复产补库意愿强烈，即所谓的供需错配局面，但目前价格已经处于高位，在国内疫情加剧的情况下，市场情绪或有所降温，需谨慎对待；基差率中，焦炭、铁矿石较高。

有色方面，重点推荐新能源材料的铝、铜机会，一是欧洲持续的能源危机使得部分厂商减产，同时国内电解铝产量也在低位，二是国内宏观政策向好，提振需求；但铜、铝基差率相对较低，可逢低再介入。

农产品方面，重点推荐豆油粕，原因是受南美大豆产量预估下滑产生的供需缺口，对美豆价格形成较强支撑，从而拉动国内豆粕、豆油价格，尽管目前基差率较高，但粕类已创新高，需要注意高位回调风险。

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
2022/3/16	93	79	43	48	34	11	43	21	73	44	18	32	87
2022/2/16	95	72	41	84	64	33	17	93	97	54	29	23	3
变化	-2	7	2	-36	-30	-22	26	-72	-24	-10	-11	9	84

黑色板块								
	动力煤	不锈钢	焦炭	焦煤	铁矿石	螺纹钢	热卷	玻璃
2022/3/16	22	34	64	38	75	28	8	90
2022/2/16	92	42	15	5	89	37	32	80
变化	-70	-8	49	33	-14	-9	-24	10

有色板块								
	沪铜	沪铝	沪锌	沪铅	沪镍	沪锡	硅铁	锰硅
2022/3/16	16	12	0	53	0	41	55	18
2022/2/16	42	36	9	65	74	71	18	33
变化	-26	-24	-9	-12	-74	-30	37	-15

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
2022/3/16	3	10	98	87	78	81	35	85	12	83	88	12
2022/2/16	18	16	92	55	81	74	14	84	19	19	31	6
变化	-15	-6	6	32	-3	7	21	1	-7	64	57	6

资料来源：Wind，百瑞信托