

商品风险积聚，权益机会较大

——5月资产配置月报

2022年5月

要点：

○ 市场情况：

权益：疫情+情绪演化，V字反弹为主
债券：收益率曲线有所走平，信用利差收窄很快
商品：黑色、工业下行较快，其他高位震荡

魏文臻杰
博士后工作站

○ 宏观数据：

生产端：下滑严重，库价双高
投资端：制造业韧性、基建向好
消费端：疫情冲击，大幅回落
出口端：海外需求走弱，持续滑坡
社融：总量大低预期，信贷走弱
资金面：完全对冲，资金很松

○ 配置建议：股票>商品=债券

权益：目前胜率将有所提高，宽基指推荐2000及300
做中线配置，概念指数推荐基建地产逢低再入；
债券：短期2.80附近震荡，信用债上下两难，资产荒
+信用利差极低；
商品：黑色在基建地产政策利好下，依然具有空间，
短期在疫情影响下存在回调风险，建议逢低再入。

分类	高配		中性		低配		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	宽基指数	√					多数宽基指数PE均重塑到底部，可关注国证2000、沪深300 老基建、地产在政策利好下，依然可逢低介入 科技目前估值性价比有所凸显，但推荐经济数据拐点后做右侧配置 拥挤度及风险溢价经过了较大调整，可轻仓试多 估值依然还是不便宜，可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
	信用债		√				下沉>久期，但目前信用利差已收窄到极低了
商品	能化			√			地缘冲突升级，不可预测因素偏多，中性对待， 宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹，双焦均在回调了
	黑色			√			海外加息背景下，线条破位了，偏空看待
	有色				√		油粕依然处于供需缺口中，粕类已有所调整，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 5 月 13 日，在疫情+情绪的演化下，权益先跌后以“V”字反弹为主，大盘在 2900 点附近触底反弹，2900 为 2019-2020 年的箱体支撑，但受益于疫情高度有限。

债券方面，在“疫情+政策”下，收益率震荡下行为主，10Y-1Y 期限利差从走阔到收窄，曲线有所走平；而信用债在资产荒+政策下，信用利差快速收窄。

商品方面，下行为主，黑色、工业下行较快，可能受基建地产开工率影响；能化震荡为主，农产品偏强格局。

图表 1：各类资产表现

		权益													
品种	2021年度	2022T	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	
%	沪深300	-5%	-19%	-2%	-8%	0%	1%	1%	-2%	2%	-8%	0%	-8%	-5%	-1%
	中证500	16%	-21%	1%	-1%	7%	-2%	-1%	3%	1%	-11%	4%	-8%	-11%	3%
	上证50	-10%	-16%	-4%	-10%	-1%	3%	2%	-3%	3%	-7%	1%	-6%	-3%	-2%
	创业板指	12%	-29%	5%	-1%	-7%	1%	3%	4%	-5%	-12%	-1%	-8%	-13%	2%
	300成长	-5%	-27%	0%	-10%	-4%	4%	0%	1%	2%	-13%	1%	-11%	-6%	0%
	300价值	-4%	-10%	-4%	-10%	5%	1%	-2%	-3%	5%	-2%	0%	-4%	-4%	-2%
	300周期	-5%	-13%	-5%	-8%	6%	-1%	0%	-3%	3%	-3%	1%	-4%	-5%	-3%
	300消费	-9%	-16%	-7%	-20%	-5%	14%	3%	1%	5%	-8%	-2%	-8%	4%	-3%
		债券													
品种	2021年度	2022T	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	
BP	国债10Y	-36.75	3.86	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.55	-14.82	-4.96	-7.32	7.28	1.27	5.08	-2.46
	国债5Y	-34.20	-2.40	2.70	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	-8.28	-22.77	12.90	6.28	4.02	-2.84
	国债1Y	-23.10	-23.04	1.79	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-6.36	-0.34	-29.22	9.34	8.57	-9.79	-1.94
	AAA3	-52.43	-6.45	4.30	-32.84	2.14	8.60	3.69	-14.27	-9.18	-17.12	15.60	16.87	-14.82	-6.98
	AA+3	-76.43	-7.41	-0.68	-36.88	0.15	9.62	1.69	-13.26	-10.20	-13.11	9.60	20.88	-16.82	-7.97
	AA3	-55.43	-39.42	-1.69	-25.88	8.15	15.63	2.70	-12.26	-18.20	-17.11	-2.38	5.87	-18.82	-6.98
%	中证转债	18%	-8%	0%	3%	4%	0%	0%	5%	2%	-2%	-1%	-5%	-1%	1%
		商品													
品种	2021年度	2022T	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04	2022.05	
%	南华商品	21%	21%	1%	3%	-2%	4%	-2%	-5%	5%	7%	4%	10%	2%	-3%
	南华农产品	15%	21%	-1%	4%	1%	5%	6%	-3%	2%	6%	2%	7%	-2%	
	南华能化	33%	24%	5%	6%	1%	19%	-10%	-9%	6%	8%	6%	10%	0%	-1%
	南华工业	26%	21%	3%	5%	-1%	11%	-8%	-7%	6%	9%	3%	12%	0%	-3%
	南华黑色	10%	18%	5%	5%	-1%	5%	-16%	-4%	6%	13%	-3%	18%	-2%	-6%

资料来源：Wind, 百瑞信托

2、重要事件

1) 4 月 18 日，央行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（以下简称《通知》），从支持受困主体纾困、畅通国民经济循环、促进外贸出口发展三个方面，提出加强金融服务、加大支持实体经济力度的 23 条政策举措。

2) 4 月 29 日政治局召开会议，会议要求“要加大宏观政策调节力度”，明确“努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。

3) 5 月 9 日，央行发布《2022 年一季度中国货币政策执行报告》，强调主动应对、提振信心，用好各类货币政策工具等。

4) 5 月 15 日，央行、银保监会发布关于调整差别化住房信贷政策有关问

题的通知，调整差异化住房信贷政策。通知明确，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。

二、宏观环境

1、疫情冲击，大幅走弱

4 月经济数据因受疫情干扰，工业及消费、出口冲击最大，整体均较弱，只有投资端显示较强韧性，我们认为 4 月已为最糟糕情况，随着疫情拐点确认及物流恢复，5 月份数据将出现边际修复，特别是生产及出口，具体来看：

生产端：下滑严重，库价双高

4 月工业增加值同比跌入负值，当期为-2.9%（前值 6.9%），三大门类均有所回落，其中，采矿业在保供稳价政策驱动下，略有下滑但保持高位；制造业则受疫情扰动，回落至负区间，主要受长三角地区在汽车、装备制造等产业链具有龙头地位，而疫情冲击是的产业链崩塌，加之物流遇阻，使得冲击幅度放大；而电热气水业受制造业走弱影响，也继续回落。

4 月 PMI 为 47.4（前值 49.5），继续在枯荣线下方，从分项数据来看，表现为产需双弱，库价双高：生产端受疫情冲击大幅走弱，需求端仍处于收缩阶段，库存端被动累库，同时受大宗商品持续高位影响，原材料价格也居高不下。

投资端：制造业韧性，基建向好

1-4 月固定资产投资增速同比好于预期，当期为 6.8%（去年两年平均 4.8%），依然处于高增状态；从分项数据来看，固定资产投资同比高增长主要还是靠制造业、基建投资提振，体现制造业韧性及逆周期力度加码，而地产投资仍在下滑，我们认为在地产销售还未出现拐点前，地产投资较难修复。

消费端：疫情冲击，大幅回落

4 月社会消费品零售总额在疫情防控导致的停工停产叠加物流受阻下，连续两个月负增长，同比-11.1%（前值-3.5%），下滑 7.6pcts。从分项来看，除了粮油、食品类生活必需品呈现同比正增长外，其他可选消费类均出现负增长，可选大头的汽车是主要拖累项，同比-31.6%，另外，地产后周期的家具类依然在持续下降，同比-14.0%。

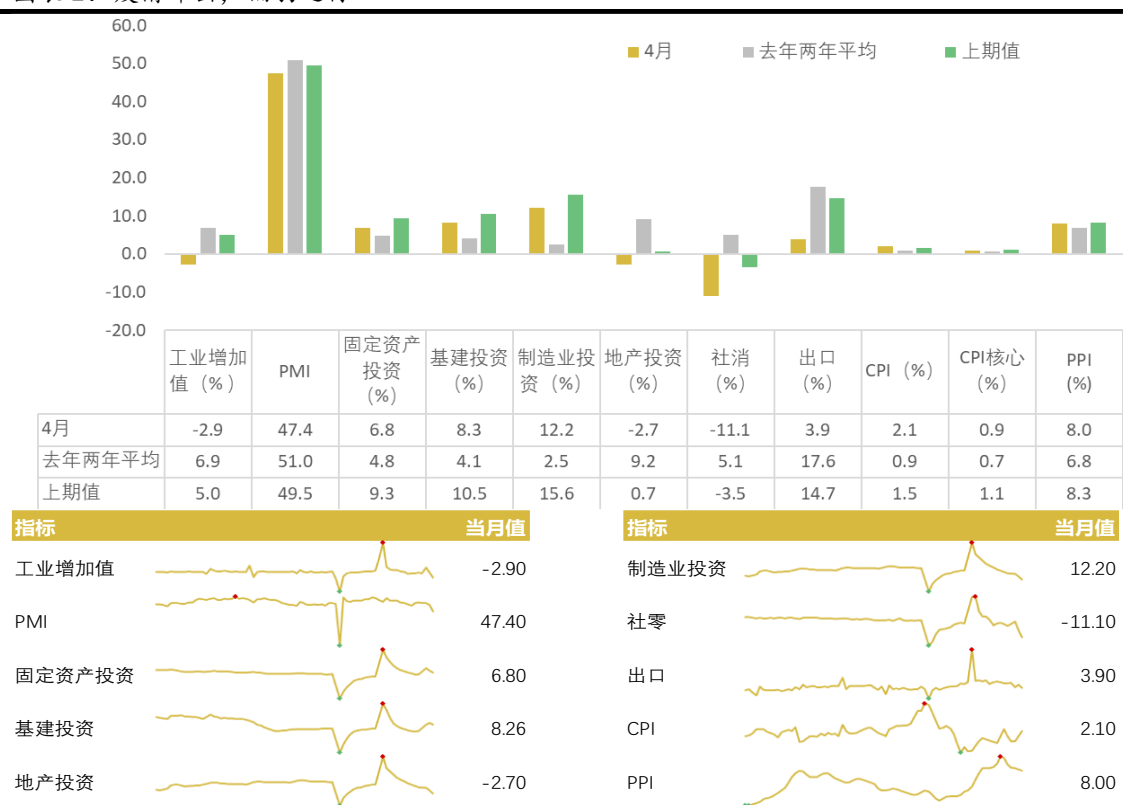
价格方面，CPI 走高而核心 CPI 走低，主要是受疫情影响，导致部分区域物流受阻，导致菜价上涨，后续随着疫情稳定物流疏通后，菜价将回落。

出口端：海外需求走弱，持续滑坡

4 月出口较前期大幅回落至个位数，同比增长 3.9%（前值 14.7%）。分产品

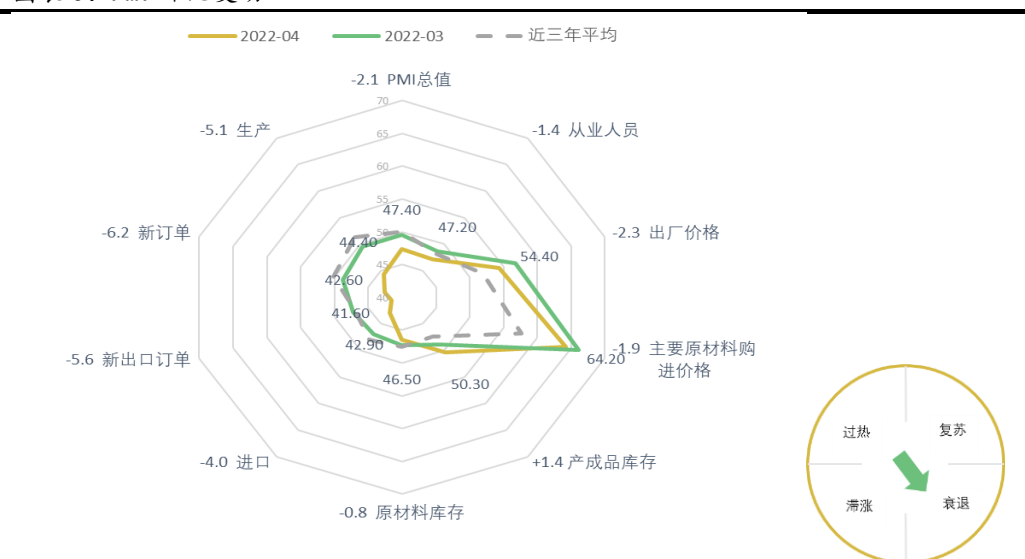
来看，电脑、手机、集成电路等产品出口同比大幅走弱，是出口放缓的主要拖累项，也辩证了欧美需求边际走弱，下半年出口承压的观点。我们认为出口增速大幅减弱，主要与疫情导致的企业停工及物流受阻影响出口交货，其次是2021年在全球需求快速反弹的背景下，导致的出口高基数影响。

图表 2：疫情冲击，偏弱运行



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

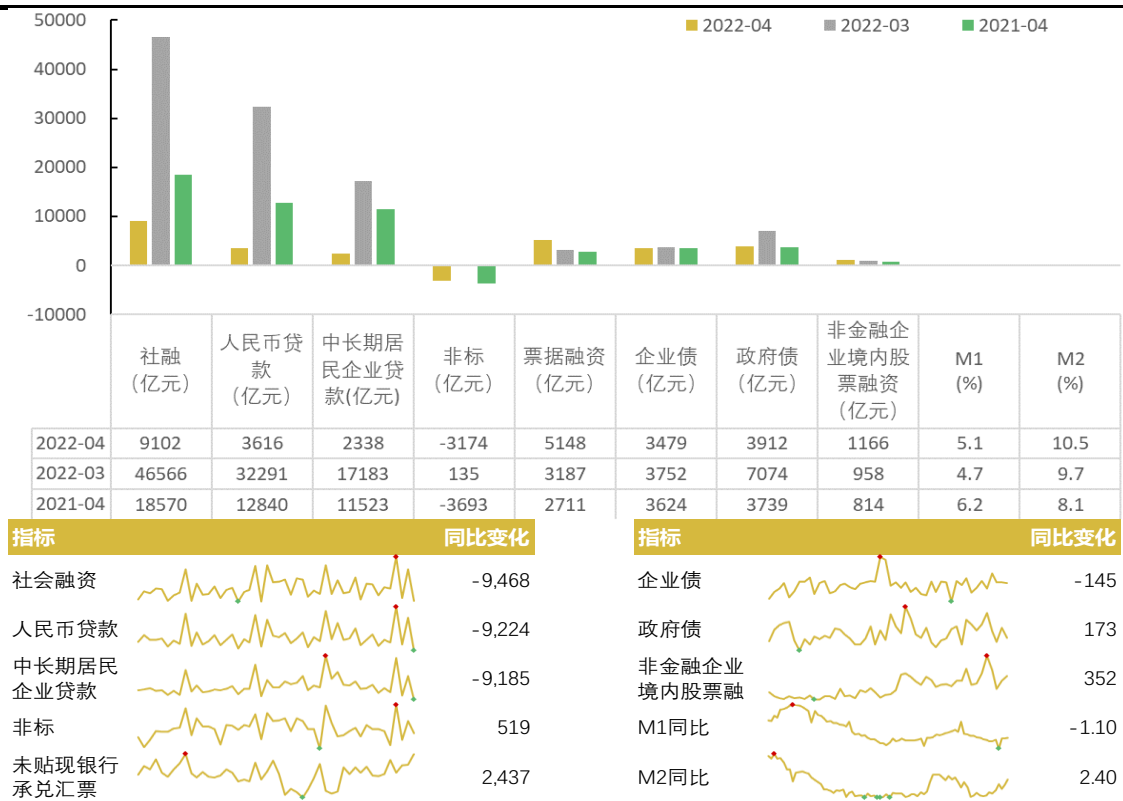
2、社融总量大低预期，表内融资下降，资金很松

4月新增社会融资规模9102万亿元，比去年同期少增9468亿元。社融存量同比10.2%。其中，人民币贷款同比少增8231亿元，企业贷款少增1768亿元，居民贷款同比少增2179亿元，非标融资同比少减519亿元，政府债券同比多增173亿元，但环比少增3162亿元。

我们认为，疫情冲击、以及周期性的融资需求弱是导致的表内信贷下降的主要原因，核心主要是疫情干扰，4月部分地区受疫情封控影响，导致居民及企业融资（经营性+投资性）需求大幅减弱；而周期性融资需求下降，主要体现在地产融资持续不振，部分弱资质房企依然面临现金流困局。而表外方面，在基建融资带动下，信托贷款降幅有所收窄。另外4月政府债券融资较3月有所放缓，主要是前期发行进展较快，如果按照“前置”的思想，后续5-6月份专项债发行还有较大空间。

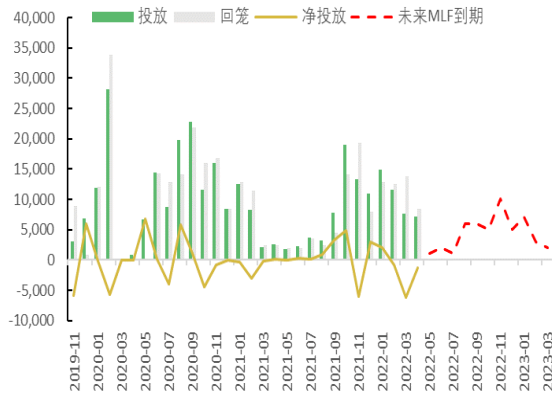
资金方面，央行完全对冲为主，但在资产荒的背景下资金持续宽松。截至5月13日，央行公开市场操作完全对冲（央行投放800亿元，回笼800亿元）。资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，5月R001上中旬的月均值为1.71上行3bp（前值1.68）。

图表4：金融数据情况



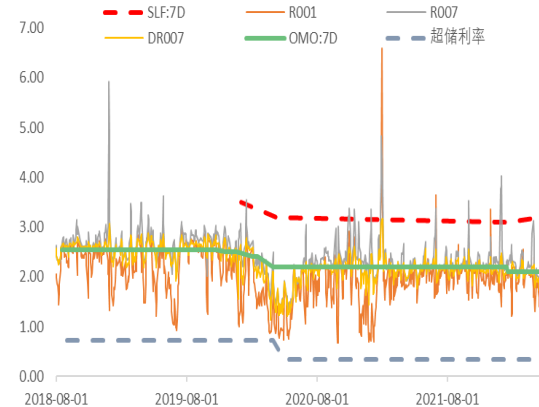
资料来源：Wind，百瑞信托

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		√					多数宽基指数PE均重塑到底部，可关注国证2000、沪深300 老基建、地产在政策利好下，依然可逢低介入 科技目前估值性价比有所凸显，但推荐经济数据拐点后做右侧配置 拥挤度及风险溢价经过了较大调整，可轻仓试多 估值依然还是不方便，可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，但目前信用利差已收窄到极低了
	信用债			√				
商品	能化				√			地缘冲突升级，不可预测因素偏多，中性对待， 宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹钢，双焦均在回调了 海外加息背景下，线条破位了，偏空看待 油粕依然处于供需缺口中，粕类已有所调整，可逢低介入
	黑色			√				
	有色					√		
	农产品			√				

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

指数方面，截至 5 月 13 日，权益以“V”字深跌反弹为主，宽基指数 PE 涨跌不一，其中，国证 2000、深证综指、中证 500 升幅靠前；而概念指数中，上月提及超买得地产指数 PE 升幅较大，而此前跌幅靠前的宁组合、茅指数 PE 略有下降。我们认为一季度货币政策执行报告，传达结构性政策大于总量政策理念，同时地产政策有所松绑，在地产托底下基本面有望较快修复，权益也将继续迎来修复性行情，目前疫情导致的停工停产也在逐渐恢复，我们对三季度数据还是较乐观的。

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。整体来看，1) 大多数样本指

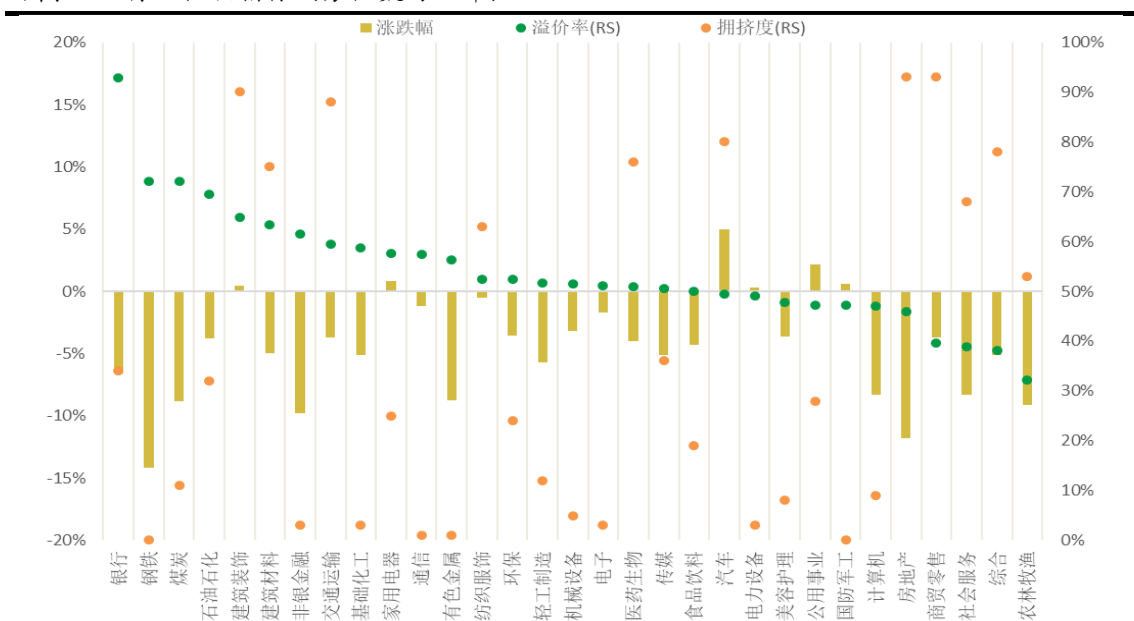
数 AR 均有所改善，除了上月出现超买信号的房地产外；另外，科技、新基建、国证 2000 从估值和情绪指标来看，依然较低。2) PSY 反应的是观测周期内的上涨意愿，所以该指标只有银行、地产、上证指数有所走弱，其他在反弹行情中均表现较好。3) 以交易量加权的 MFI 指标，显示上证、沪深 300、中证 1000、科技龙头、医药生物的资金景气不佳，其他均有所改善。我们认为目前行情仅为反弹修复行情，比较吃基本面和情绪的科技与小票指标均未发出改善信号，所以后续还需关注经济数据（高频的产需、地产基建相关数据）拐点的出现，届时会有较确定的趋势性行情。

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	12.03	30.33	-0.34	272	108	54	-4	47	-11
深证综指	34.42	43.05	3.02	225	95	50	4	47	10
创业板指	47.17	33.95	-0.57	265	104	38	0	47	18
上证50	9.64	41.36	-0.64	312	116	50	0	54	8
沪深300	11.90	40.95	-0.39	296	125	46	4	48	-4
中证500	19.39	6.58	1.95	213	82	58	8	47	10
中证1000	28.78	10.15	0.38	193	82	54	13	47	-5
国证2000	39.09	33.23	4.72	183	62	54	13	46	2
科技龙头指数	21.70	0.41	-0.56	196	111	46	8	48	12
医药生物	29.05	7.33	0.47	231	36	50	0	53	-1
大消费指数	36.85	77.18	2.14	316	121	63	8	56	9
茅指数	25.81	80.95	-1.68	367	195	58	21	54	7
宁组合	60.05	54.16	-6.42	317	150	46	0	52	14
老基建指数	9.44	35.05	0.26	278	98	54	4	48	10
新基建指数	23.85	3.37	0.53	189	100	46	13	47	17
房地产指数	44.62	99.96	27.27	269	-94	50	-13	60	1
银行指数	5.01	9.59	-0.45	249	15	33	-29	61	0

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

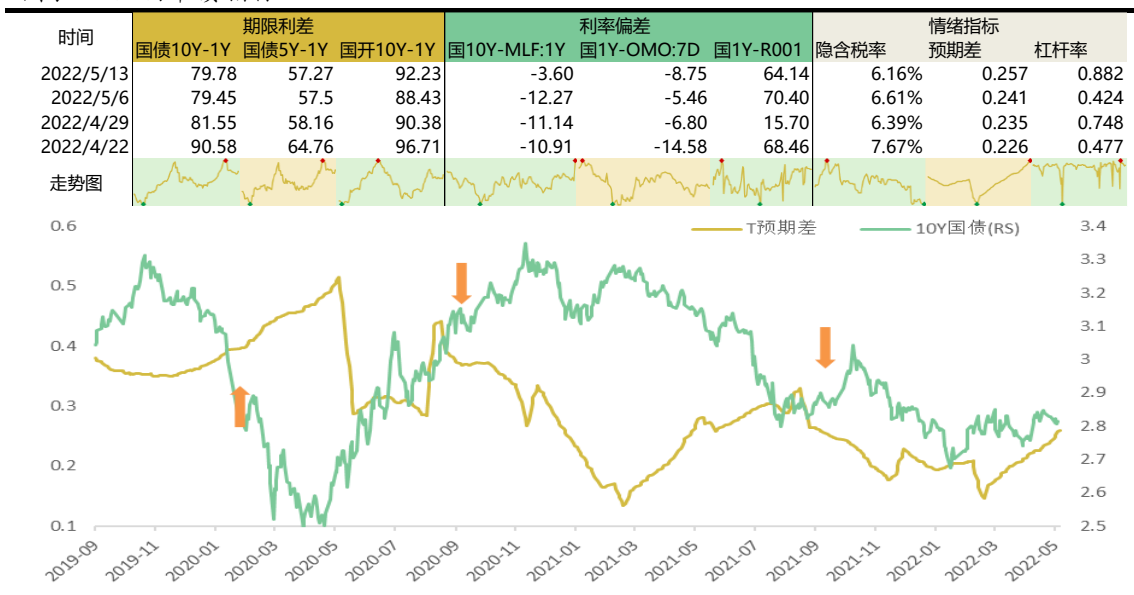
行业板块方面，我们抓取换手率分位数来测算拥挤度，用（市盈率倒数-10Y 国债收益率）来衡量风险溢价率，如果按照这两组指标来做配置建议：

- 1) 高溢价率+高拥挤度的行业：建筑装饰、建筑材料、交通运输，可择机适当降低仓位；
- 2) 高溢价率+低拥挤度的行业：银行、钢铁、煤炭、非银、基础化工、通信、及有色，可考虑逢低介入；
- 3) 低溢价率+高拥挤度的行业，房地产、商贸零售、汽车、商贸零售、综合服务，需关注盈利改善情况。

2、债券市场

4 月社融数据不管从总量还是结构均超预期走弱，从结构上来看，受疫情及地产持续低迷影响，居民贷款再度转负，企业中长贷款同比少增，仅票据冲量，实体经济信贷需求低迷。从一季度货币政策执行报告来看，政策基调以“不大水漫灌”+“用好各类货币政策工具”，基本上是稳健偏中性，结构性政策大于总量政策为主。地产政策目前有所松动，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。债券方面，我们认为今年难以形成较大趋势行情，依然维持 2.85 的中枢判断。短期内在疫情阴霾还未消散前，或将在 2.80 附近震荡，而此前对下半年债熊的判断收回，主要是货币政策执行报告指出银行负债成本要盯住 10Y 国债及 LPR 成本，导致上行空间不大，预计下半年随着地产托底后，经济逐步复苏，债市可能维持弱势震荡。

图表 10：利率债指标



资料来源：Wind，百瑞信托

信用债方面，在资产荒持续下，5月信用债不仅如上月预判的整体性的修复，还将信用利差收窄到极低位置（且3YAA产业-城投收窄到0轴附近了），目前基本上已经进退两难了，出了没资产替补，不出又面临利差调整，只能坐吃票息了。另外，地产政策已经开始松绑，关注后续的销售拐点，及贷款拐点，预计三四季度地产弱资质主体现金流或将改善。

基于此判断，我们认为下沉策略依然优于久期策略。1) 城投债方面，依然建议挖掘隐债占比较高的城投主体的投资机会，下沉可以考虑江浙县区、天津、云南等区域；2) 地产债方面，分化严重，目前具有性价比的只有资质较差的主体了，赔率较高，但鉴于地产政策松绑，可以考虑右侧建仓；3) 其他产业债方面，钢铁、有色在政策红利的背景下，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	2022-05-12			2022-04-15			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021H	2021Q3
计算机	11			37			-7.27	1.03	0.74
轻工制造							-5.65	1.18	0.02
交通运输	4	3	46	20	14	51	0.37	1.04	0.87
医药生物	0	33		13	45		2.43	4.48	3.52
房地产	19	7	0	33	13	3	1.35	0.99	0.47
电力	9	18		36	27		2.09	1.76	1.05
有色金属	3	0		8	2		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	80	62		94	63		2.96	1.91	0.25
建筑装饰	2	0	0	15	8	1	0.89	0.57	0.21
钢铁	0	10		11	23		2.99	7.10	5.74
煤炭开采	2	0		12	1		1.73	3.82	4.03
非银金融	14	15		36	24		1.97	1.27	0.65
新能源	1	16		15	24				
电子	21			50			3.13	4.66	3.91
投资平台	14	5	75	42	17	83			
环保工程及服务	29	0	6	55	7	12	0.65	0.65	0.56
休闲服务	9	1		30	11		-0.36	-0.23	-0.42
汽车	76	76		83	88		0.43	1.51	1.72
机械设备	0			8			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	0	8		15	22		7.61	7.47	6.93
化工	0	84		9	91	41	2.21	5.88	5.18
食品饮料	10	0	2	24	5	3	4.80	5.72	5.02
国防军工	1			7			1.41	1.84	0.75
商业贸易	1	54		13	40		1.21	1.44	0.97
传媒	0	15		6	36		-1.63	2.49	2.08
电气设备	11	0		21	7		2.66	3.86	3.70
燃气	1	21		17	27		2.42	2.00	1.22
通信	46			54			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，地缘冲突升级，布油也从 110 位置震荡，不可预测因素较大，

在此背景下我们依然将原油列为中性判断；而化工方面，需求依然偏弱，部分产品存在一定程度累库，但也有部分停工检修较多，所以化工暂时也列为中性判断，可关注后续经济企稳情况，或对需求有所提振；基差率方面，MA、短纤较高，存在一定支撑。

黑色方面，在基建、地产政策利好下，消费端数据将回暖，前期已做较大调整，可轻仓逢低做多；基差率中，不锈钢、焦炭、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；基差率中与基建相关的硅铁、锰硅较高。

农产品方面，依然推荐油粕，原因是受南美大豆产量预估下滑产生的供需缺口，以及部分国家出口限制导致的粮食危机，目前粕类已有所回调，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
2022/5/13	41	7	67	32	37	47	28	93	83	46	0	79	69
2022/4/15	38	52	62	94	50	32	45	79	78	43	4	55	5
变化	3	-45	5	-62	-13	15	-17	14	5	3	-4	24	64

黑板板块								
	动力煤	不锈钢	焦炭	焦煤	铁矿石	螺纹钢	热卷	玻璃
2022/5/13	21	86	94	41	37	9	23	98
2022/4/15	89	78	11	1	68	61	13	93
变化	-68	8	83	40	-31	-52	10	5

有色板块								
	沪铜	沪铝	沪锌	沪铅	沪镍	沪锡	硅铁	锰硅
2022/5/13	30	8	1	64	85	48	97	93
2022/4/15	11	24	0	20	46	39	63	21
变化	19	-16	1	44	39	9	34	72

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
2022/5/13	32	1	60	76	38	7	74	68	37	84	84	33
2022/4/15	3	90	95	40	16	55	10	72	2	22	44	9
变化	29	-89	-35	36	22	-48	64	-4	35	62	40	24

资料来源：Wind，百瑞信托