

# 行到水穷处，坐看云起时

——陕国投 2022 年三季度资产配置展望

## 配置建议

资产类型	配置建议	配置依据
固收	标准债	保持 (-)
	非标债	保持 (-)
权益	A 股	保持 (-)
	港股	保持 (-)
	美股	减持 (↓)
商品	原油	保持 (-)
	黄金	减持 (↓)
	大宗商品	减持 (↓)

## 核心观点

### 研究人员：

王硕 总经理  
创新与研究发展部  
博士后工作站

徐一宁 博士 xuyin@siti.com.cn

高雨欣 研究员 gaoyx@siti.com.cn

刘刚 博士 liug@siti.com.cn

顾凌骏 博士 gulj@siti.com.cn

贺晗 研究员 heh@siti.com.cn

### ► 宏观环境

上半年经济受国内疫情持续、国际地缘政治冲突等因素影响，面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，实体经济增长乏力，货币面的宽松与积极的财政政策向实体经济传导较慢。4月下旬以来稳增长政策密集出台，体现了政府稳增长、稳就业的决心。展望三季度，疫情对我国经济的负面影响正伴随复产复工和稳经济大盘系统举措落地而持续消退，投资与消费持续乏力拉动，经济将进入快速复苏期。

### ► 固收市场

二季度在降准、降息、流动性宽松等稳增长货币政策作用下，市场利率不断下降，资产荒持续，信用债收益率持续下降。预计三季度随着经济的逐步恢复，资金面的流动性将从充裕到



逐步回归常态，利率或将上行。配置策略上，建议购买中短期债券或非标债，减少配置中长期债券，减少收益波动。

#### ➤ A 股市场

二季度 A 股经历了由跌转涨的“V”行情，在全球加息周期背景下逐渐走出了“以我为主”独立逻辑。预计未来在国内高效统筹疫情防控与经济社会发展的政策导向下，A 股基本面继续改善，但市场流动性可能逐步从充裕回归常态，因而市场可能由资金驱动的普涨转向业绩驱动的结构性的上涨行情。配置策略上，建议关注受益于疫情复苏和消费促进稳大盘的汽车、电子等大消费板块，以及前期受政策利空和美元加息杀估值双重影响但自身业绩稳健的医药、计算机、互联网等科技成长板块；警惕流动性回归常态后高估值板块中业绩偏差个股的回调风险。

#### ➤ 海外市场

二季度海外资本市场在美元加息周期开启与各国经济数据低迷等因素影响下大幅回调。配置策略上，继续建议降低仓位防范风险，配置估值充分回调、与 A 股关联度高的港股中概资产，减少配置因美元加息而被抑制需求的大宗商品和估值下杀叠加基本面转弱的美股资产。

## 一、市场一图概览

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	1.26	4.57	-7.97	-11.51	-8.25	12.45	31.5
	深证成指	0.70	4.59	-14.33	-22.39	-20.34	24.02	52.2
	创业板综	-0.54	6.36	-17.45	-16.55	-13.46	70.38	58.7
	上证50	1.10	0.28	-8.68	-23.12	-22.73	10.29	51.8
	沪深300	0.93	1.87	-10.70	-23.11	-21.49	12.31	45.8
	中证500	1.01	7.08	-12.07	-9.63	-5.35	17.50	1.5
	科创50	-1.04	9.31	-17.15	-25.30	-25.68	41.48	0.0
	标普500	3.99	0.01	-5.53	-1.71	10.01	21.01	53.6
	富时100	1.25	0.84	2.00	8.33	17.76	14.78	19.8
	恒生指数	4.62	1.54	-5.71	-26.47	-21.36	9.95	42.9
	法国CAC40	1.73	-0.99	-2.85	-0.24	16.53	14.94	21.7
	德国DAX	1.51	2.07	-0.49	-7.28	4.89	12.44	9.3
MSCI新兴市场	4.17	0.14	-7.99	-20.81	-16.54			
债券	中债-国债总财富指数	0.13	0.64	1.09	5.39	7.62		
	中债-信用债总财富指数	0.06	0.53	1.05	4.12	6.11		
	10年美债收益率	-0.35	-1.38	22.84	80.38	74.85		
商品	ICE布油	2.51	8.52	18.68	69.19	124.46		
	焦煤	2.76	-3.18	4.38	50.77	64.53		
	动力煤	4.14	6.77	14.79	17.21	31.07		
	伦敦金现	-0.88	-3.10	-3.76	-3.51	-3.20		
	螺纹钢	1.04	-3.68	0.47	-4.54	8.78		
	LME铜	-1.14	-3.38	-4.50	-7.98	21.54		
	LME铝	-5.65	-8.63	-17.20	12.32	40.89		
	碳酸锂	0.22	0.22	-4.24	419.66	66.37		
外汇	CBOT大豆	0.00	0.13	3.07	10.23	28.68		
	人民币指数	-0.30	-1.64	-2.46	2.94	6.47		
	美元指数	-0.30	-1.40	5.23	13.01	13.13		

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 6 月 29 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。

## 二、宏观经济分析

### 要点速览

- ▶ 二季度经济受国内疫情、国际地缘政治冲突等因素影响增长乏力
- ▶ 稳增长政策密集出台，体现了政府稳增长、稳就业的决心
- ▶ 疫情冲击逐步消退，投资与消费拉动经济进入快速复苏期

生产方面，二季度受疫情持续冲击、交通物流受阻影响，规模以上工业增加值增速持续回落，甚至出现两年以来首次负增长，仅上游采矿业受煤炭供给受限等因素增速较高，制造业与公用事业增速持续低迷，PMI 持续处于枯荣线下，生产景气度总体较弱。

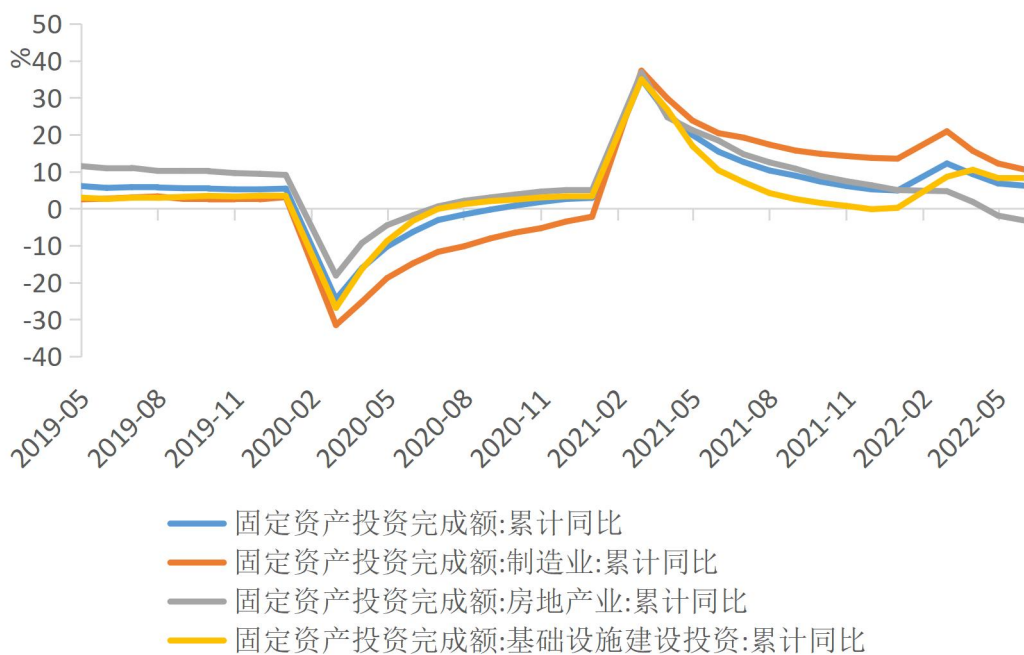
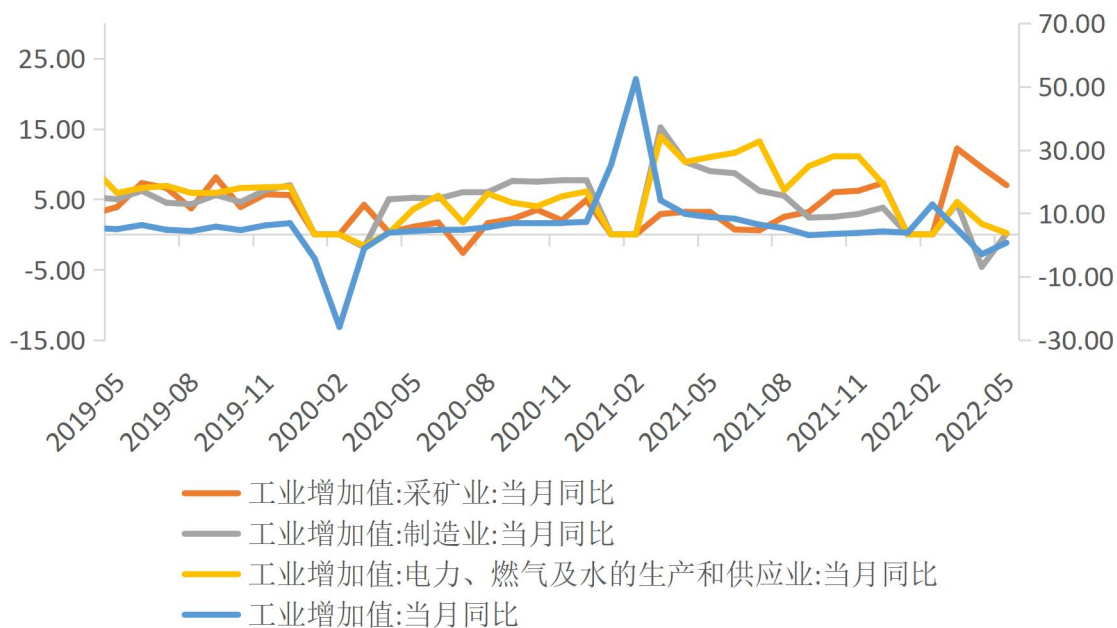
投资方面，1-5 月份全国固定资产投资（不含农户）205964 亿元，同比增长 6.2%，整体较一季度小幅回落。制造业投资逐月回落，房地产投资增速仍较弱，但 5 月土地成交价款降幅首次收窄，未来房地产投资修复可期。

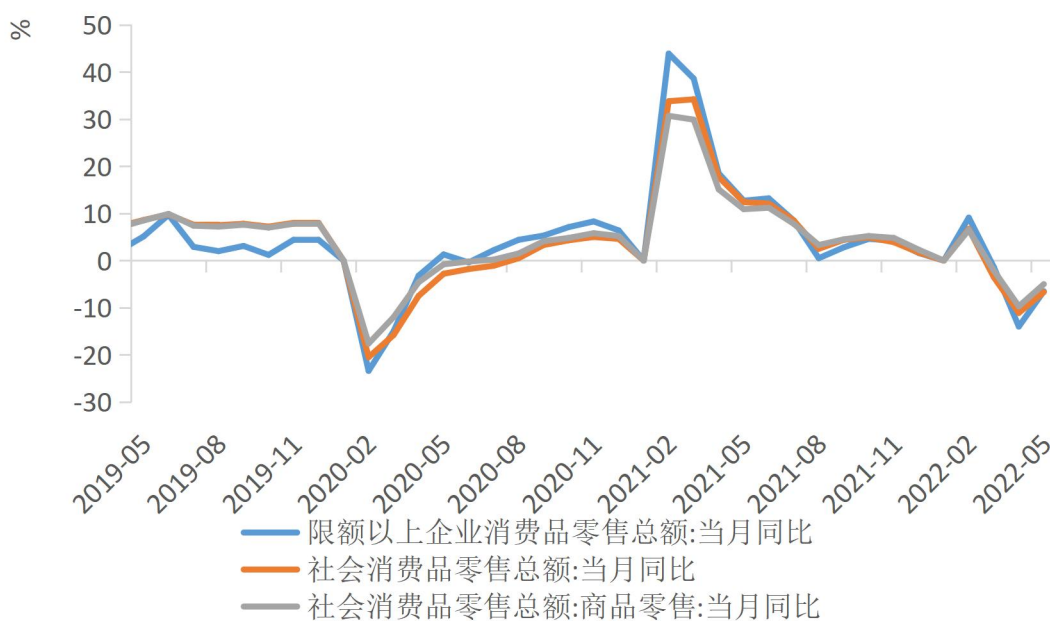
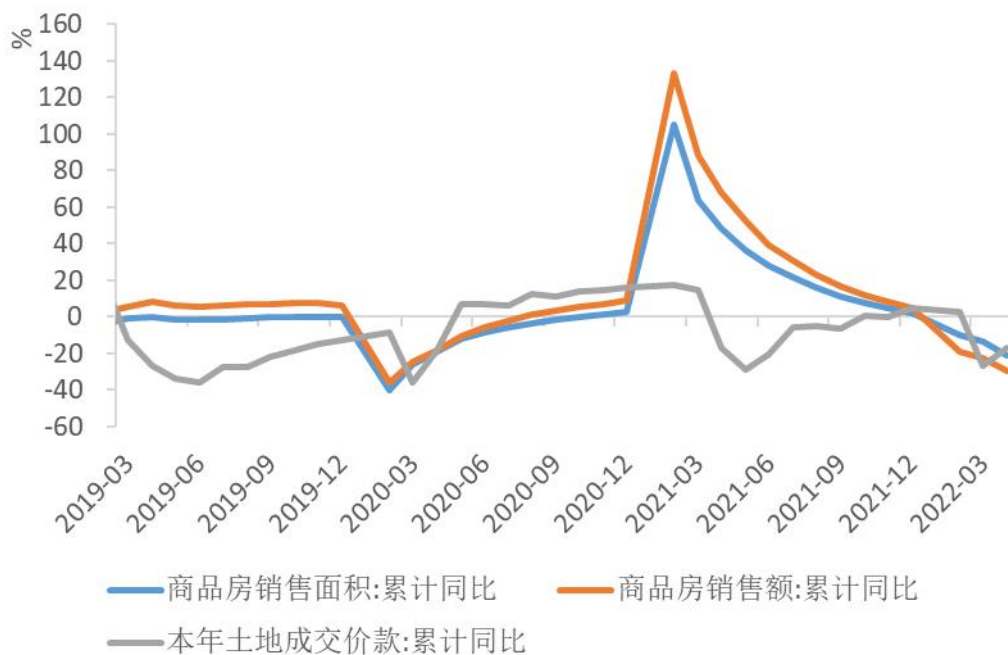
消费方面，二季度本土疫情点多面广频发，波及全国大多数省份，居民外出购物、就餐减少，消费出现大幅回落。接触型、聚集型特征明显的餐饮消费降幅依然较大，升级类消费品如乘用车消费则在疫情好转后迅速恢复。

进出口方面，二季度进出口在全球通胀高企和国内疫情扰动的过程中呈现波动状态。出口在 4 月受疫情影响较大，而国内疫情缓和后则迅速回升，进口则由于全球持续性通胀同比增速加快，总体而言贸易逆差不断走高。

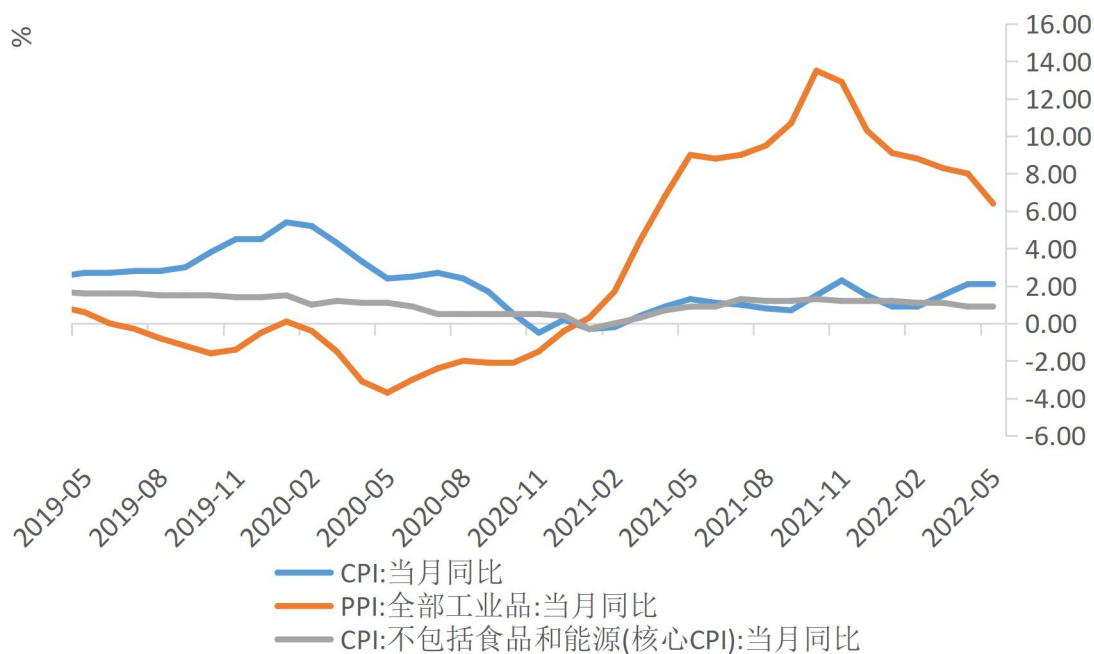
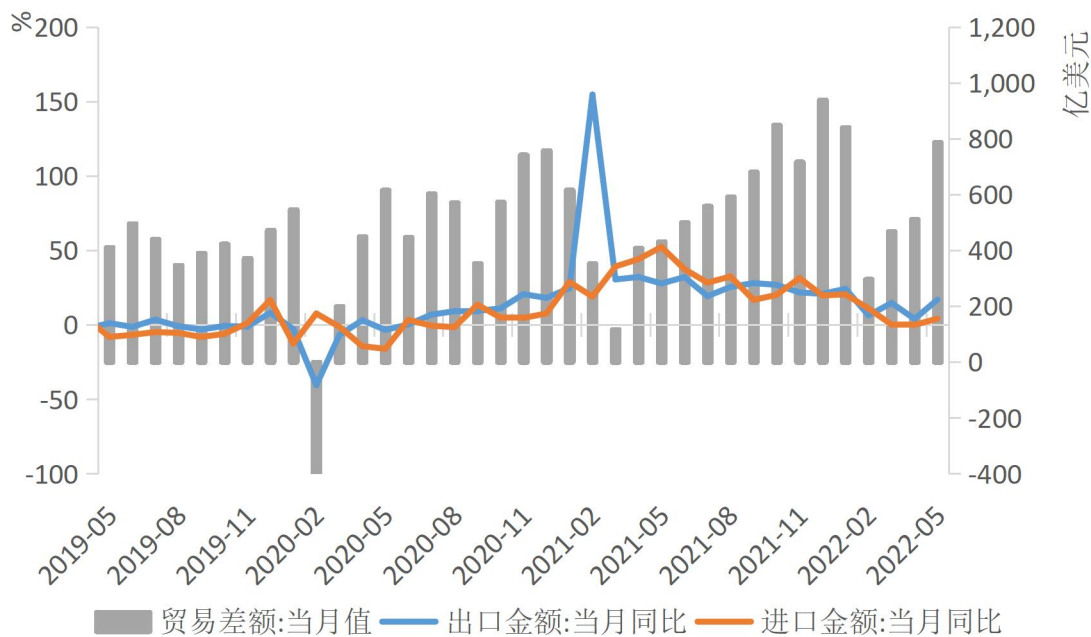
通胀方面，尽管国际大宗商品价格高位运行，二季度 PPI 在各地区各部门保价稳供政策不断落实和下游需求较弱的综合影响下持续回落，CPI 涨幅则一直维持在较低水平，CPI-PPI 剪刀差进一步收敛，这为宽松的货币政策与积极的财政政策实施创造了良好的外部环境。

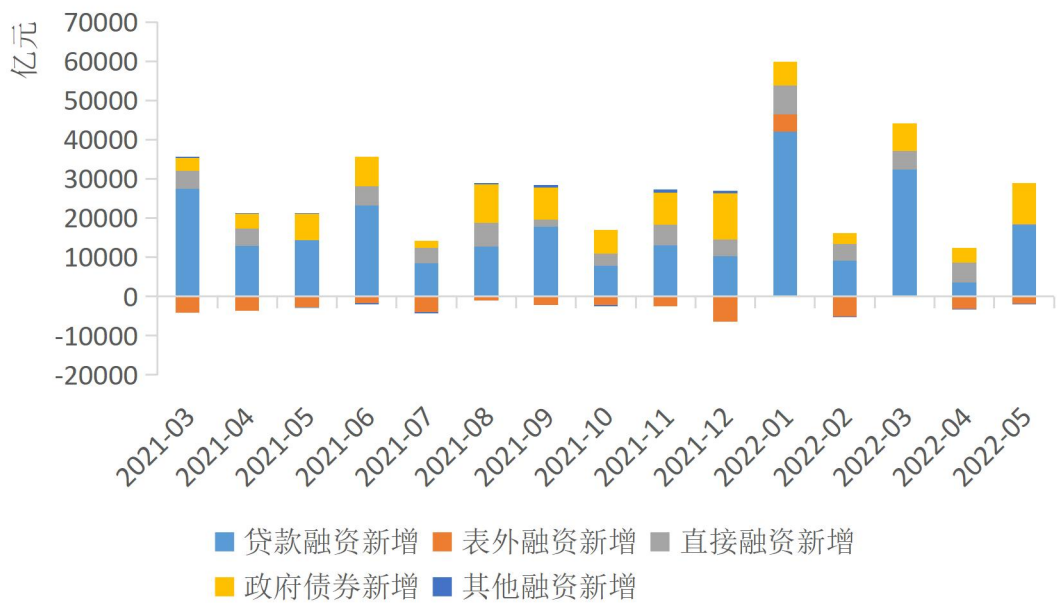
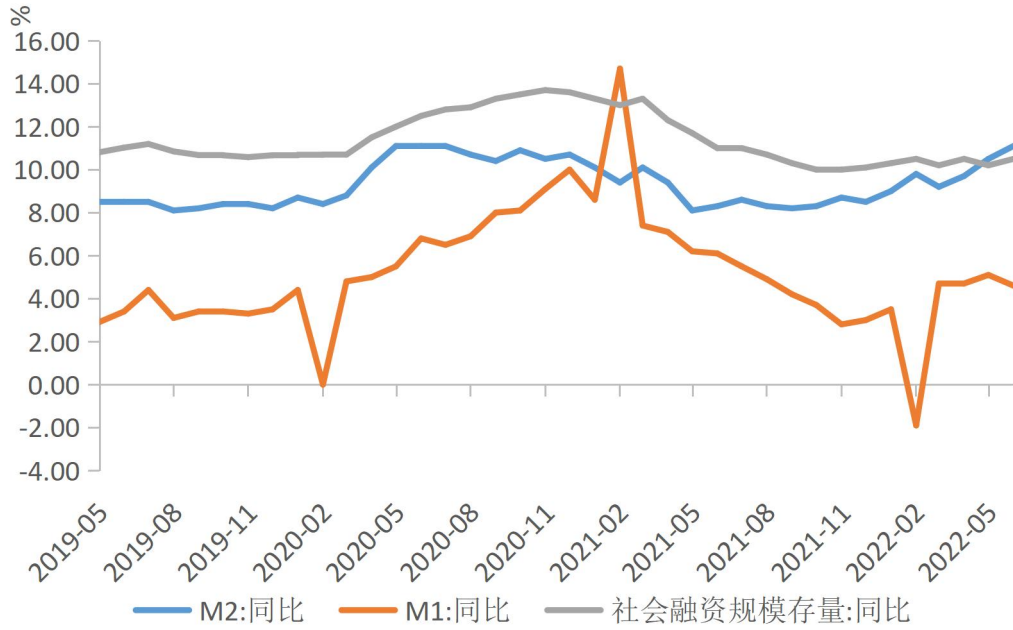
货币与融资环境方面，二季度由于疫情冲击实体经济持续低迷，货币层面的宽松难以向实体经济传导，表现为 3-4 月企业与居民部门社融需求不足，5 月复工复产之后有所回升，政府债成为新增社融的主要动力。预计未来货币政策将持续保持偏宽松的流动性环境，强化对重点领域和薄弱环节的结构性支持力度，以支持经济修复。













### 三、固收

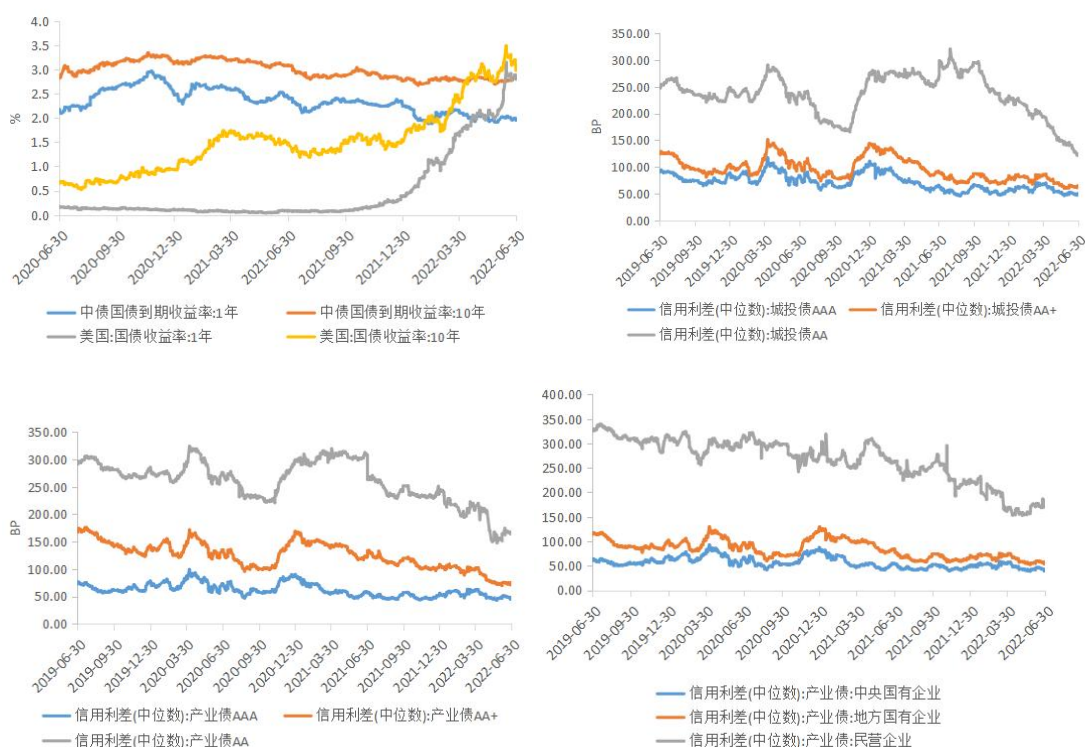
#### 要点速览

- 二季度在降准、降息等宽松因素作用下利率下降，债市资产荒持续
- 预计资金面从流动性充裕到逐步回归常态，利率或将上行
- 需警惕未来利率上行与股债轮动带来的净值波动
- 建议购买中短期债减少收益波动

#### (一) 市场表现

二季度中美两国债券受各自经济基本面、通胀与货币政策的影响，利率倒挂持续。国内债券受益于降准、降息、公开市场操作等系列稳经济大盘的货币宽松政策影响，收益率不断下降。美债则由于控制通胀的加息缩表周期开启，收益率迅速走高，并在市场预期的波动中维持高位。

信用债二季度利率下降幅度尤为明显，这一是由于稳增长货币政策下市场资金面偏宽松，二是二季度经济基本面下滑股市波动较大，导致资金流入债市新债认购热度普遍抬升，供给却处于缺位阶段。从信用利差来看，不同评级主体间的信用利差继续收窄。由于基建是当前拉动投资提振经济的主要动力，城投债市场环境改善，信用利差下降幅度较大。



## （二）配置建议

政策层面上，4-5 月稳增长、稳经济大盘的系列宽松货币政策密集出台，未来随着经济进入快速恢复期，且在全球通胀高企的背景下，我国宽松政策持续加码的概率较小。供需层面上，尽管地方债供给上量，但随着市场资金的不断涌入，“资产荒”持续，信用债当前利差已经偏薄，获得高票息较难。

配置思路上，一方面在货币政策从流动性充裕逐步回归常态的过程中，需警惕利率上行带来的净值波动，因此建议购买中短债减少利率波动，或采用持有至到期策略。另一方面需警惕股市低位反弹后的股债轮动现象给债券市场带来的增量资金压力，考虑到牛市行情下当前债券市场整体估值偏高，可对弱信用区域、中长期债券适度止盈，防止股债轮动等风险因素带来产品净值较大波动。

## 四、A股

### 要点速览

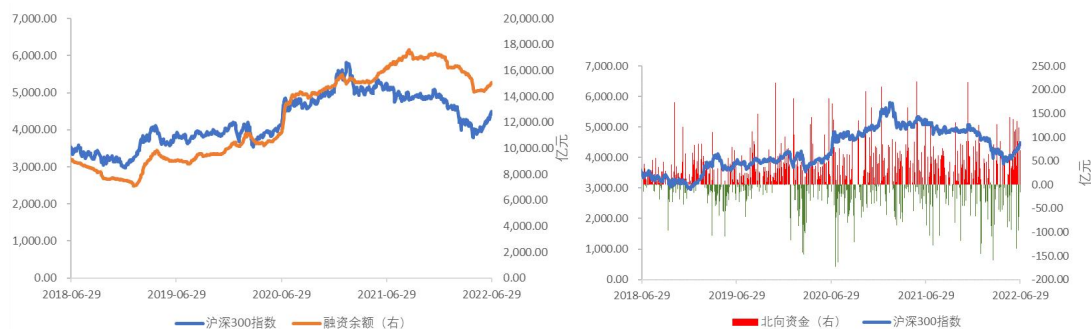
- ▶ 二季度从基本面利空到政策利好，A股走出“以我为主”独立逻辑
- ▶ 预计基本面改善与流动性回归作用下，市场将从普涨调整至业绩驱动的结构性情
- ▶ 关注受益于疫情复苏和消费促进稳大盘的汽车、电子等大消费板块
- ▶ 关注前期受政策利空和美元加息杀估值影响但业绩稳健的医药、计算机、互联网等科技成长板块
- ▶ 警惕流动性回归常态后高估值板块中业绩偏差个股的回调风险

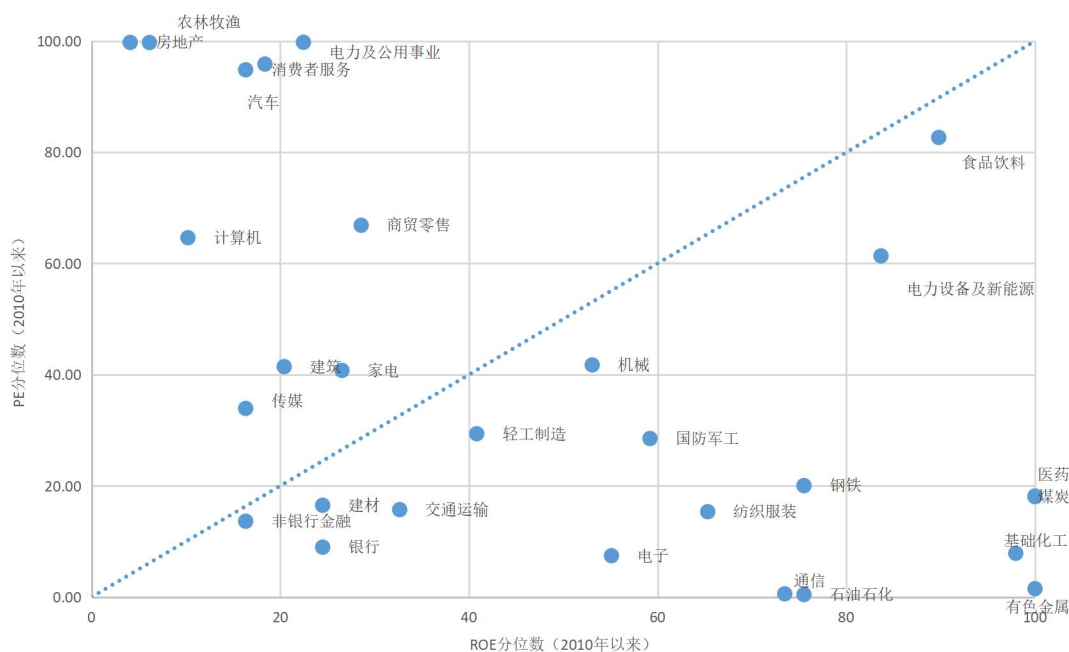
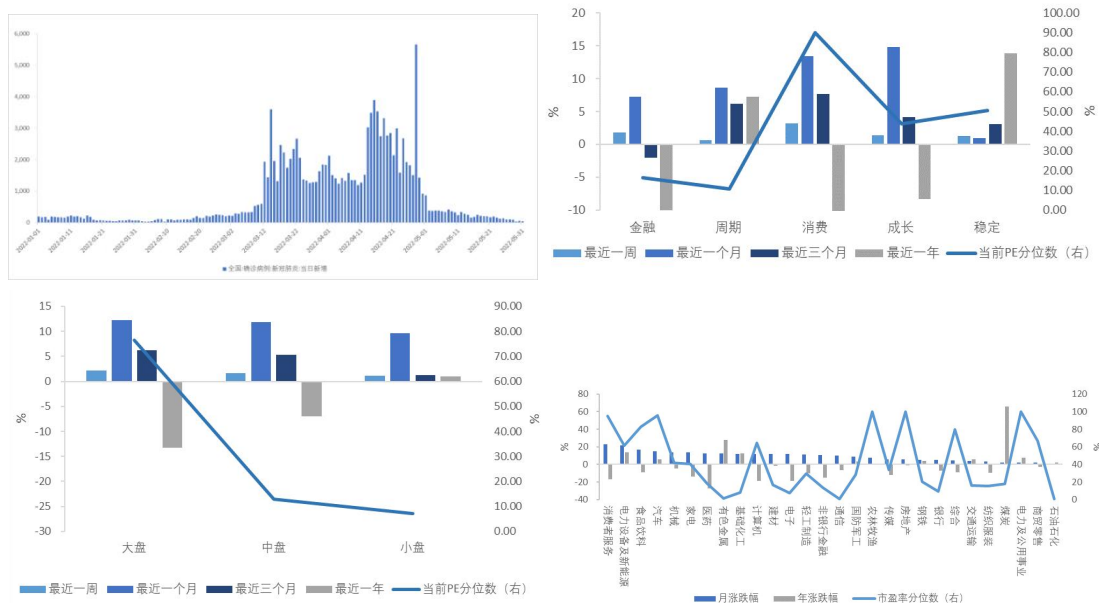
### （一）市场表现

二季度A股经历了从疫情扰动下基本面利空到政策面利好叠加疫情消退过程，在全球权益市场普跌背景下呈“V型”逆势上行，走出了“以我为主”独立逻辑。

从资金面看，4月以来宽松货币政策加码推动、4月下旬起北上资金重归净流入、5月融资余额企稳回升，市场资金量较为充裕。从板块风格看，二季度大、中、小盘均由下跌转向企稳回升，周期、成长风格股票上涨幅度较大。从行业层面看，各行业均在二季度出现上涨，其中汽车、电力、消费等行业涨幅居前。

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	4.02	7.92	4.04	-4.89	-2.14	13.25	43.9
深证成指	5.30	14.02	5.16	-14.02	-10.88	28.77	71.4
创业板综	4.89	16.74	1.81	-11.29	-0.82	63.95	50.2
上证50	5.74	10.08	4.90	-12.18	-15.99	10.87	64.8
沪深300	5.02	11.32	5.43	-13.59	-13.94	12.99	55.8
中证500	4.44	8.60	1.19	-4.60	1.37	21.06	10.2
科创50	3.95	10.40	-0.62	-29.22	-20.63	44.85	13.4





## (二) 配置建议

预计二季度在国内高效统筹疫情防控与经济社会发展的政策导向下，经济基本面将继续改善，二季度充裕的流动性将逐步回归常态。市场增量资金将逐步回归正常水平，市场行情也将从普涨调整至结构性上涨，因而在配置上需更有针对性。

配置策略上，一是建议继续关注受益于疫情复苏和消费促进稳大盘的汽车、电子等大消费板块；二是继续关注前期受政策利空和杀估值双重影响但业绩稳健的医药、计算机、互联网等科技成长板块；三是警惕流动性回归常态后高估值板块中业绩偏差个股的回调风险。

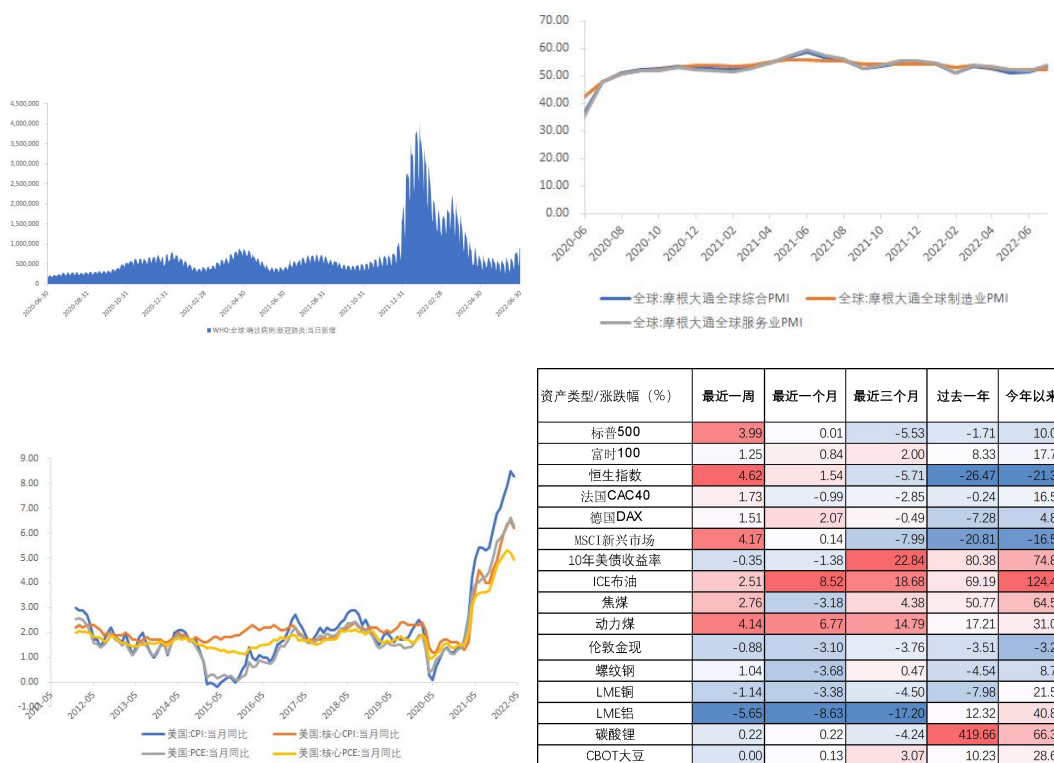
## 五、全球市场

### 要点速览

- ▶ 二季度海外资本市场在美元加息周期开启与各国经济数据低迷等因素影响下大幅回调
- ▶ 减少配置受美元加息影响较大的大宗商品和美股
- ▶ 可配置估值充分回调、与A股关联度高的港股中概资产

二季度全球疫情整体呈现下降态势，主要经济体就业数据持续向好，但下行压力并未完全消除，通胀水平屡创新高。在此背景下，美联储率先开启加息周期，分别于5月、6月上调利率50个基点和75个基点；其他主要经济体跟随美国收紧货币政策。英国中央银行英格兰银行6月16日宣布加息0.25个百分点，将基准利率从1%上调至1.25%。欧洲央行紧缩节奏逐渐明朗，预计最早于今年7月开启加息周期。加拿大、韩国、新西兰等国家也跟随加息。受此影响，全球资本市场出现大幅回调，权益、债券和大宗商品市场均出现较大幅度下跌。

配置思路上，继续建议降低海外市场仓位防范风险，特别是建设受美元加息影响较大的美股和大宗商品；可配置估值充分回调、与A股关联度高的港股、中概资产。





## 六、6 月经济要闻

**1. 国常会：**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，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。中央财政予以适当贴息。

**2. 国常会：**会议确定加大汽车消费支持的政策，包括活跃二手车市场，促进汽车更新消费；支持新能源汽车消费，考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策年底到期后延期问题；完善平行进口政策，支持停车场建设。会议进一步部署确保全年粮食丰收的举措，决定完善自然科学基金资助体系的措施。

**3. 发改委：**发布《重要商品和服务价格指数行为管理办法（试行）》，旨在促进包括大宗商品在内的重要商品和服务市场价格的合理形成，推动我国价格指数市场健康发展。

**4. 全国人大常委会：**会议表决通过关于修改反垄断法的决定，自今年 8 月 1 日起施行。新反垄断法明确，国家建立健全公平竞争审查制度，制定和实施与社会主义市场经济相适应的竞争规则；国务院反垄断执法机构负责反垄断统一执法工作，健全统一、开放、竞争、有序的市场体系。

**5. 证监会：**决定进一步降低交易所债券市场交易成本，对民营企业债券融资交易费用应免尽免，持续提升服务实体经济能力。费用减免政策实施后，预计年均减免金额达 1.6 亿元。



## 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。