

2022年 第005期

文章字数： 3623个
阅读时长： 约14 min

建信观点

CCB TRUST INSIGHTS

Current events
Tracing

风险偏好或将企稳 稳步调整配置重心

「观点摘要」

SUMMARY OF VIEWS

受疫情冲击，宏观数据走弱，国内经济增速不及预期。3月以来疫情快速扩散，国内开工物流均受阻，其中占全国GDP40%左右的珠三角和长三角地区受到的影响最为严重，PMI指数超季节性回落。

换个角度来看，严峻的经济形势也增加了后续政策的想象空间，无论是3月份召开的全国两会、金融委专题会议，还是4月底召开的中央政治局会议，都充分认识到当前经济金融形势。5月4日，一行两会同日发声，研究部署了政治局会议精神的具体贯彻措施。利好政策加码可期，市场信心重塑可待。

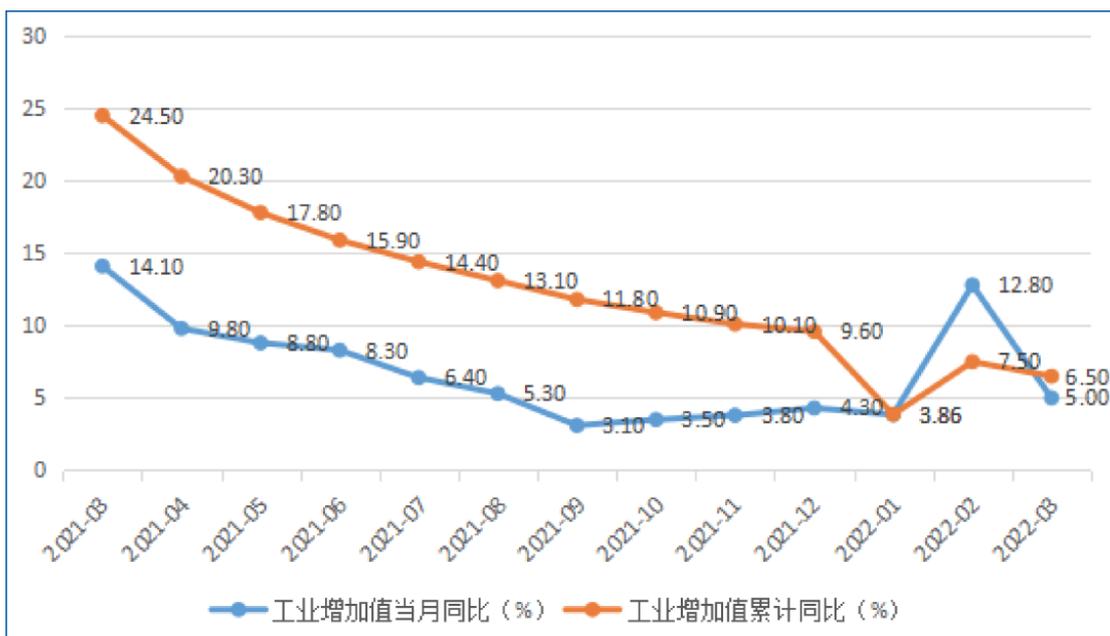


基本面形势回顾

2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，较去年四季度有所回升。从环比上看，一季度 GDP 环比增长 1.3%，略低于去年四季度水平，经济运行基本保持平稳。其中，1-2 月经济增长态势良好，但由于本土疫情发散较快，冲击了中下游产业，线下消费受到抑制，叠加俄乌冲突事件影响，3 月经济数据表现一般。展望 2022 年二季度，随着疫情冲击边际降低，宽松的财税政策支持实体企业恢复生产，未来经济增速将逐步改善。

4 月 29 日，中央政治局会议围绕防住疫情、稳住经济、安全发展三大方面，对于当前疫情防控政策、宏观政策、房地产、平台经济和资本市场等方面作出重要决策部署，释放一系列重磅信号，提振了市场信心。

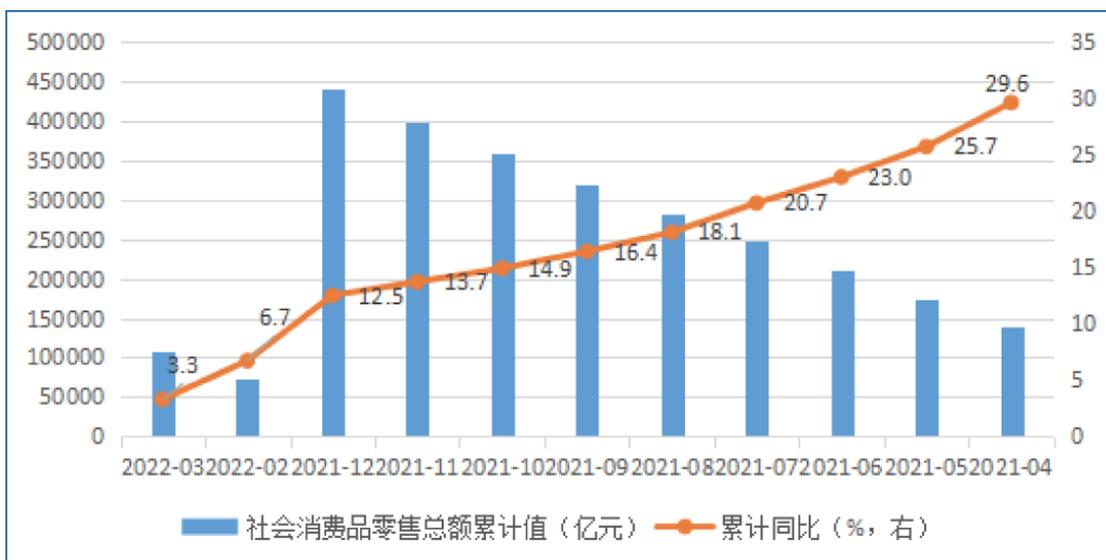
◎ 生产端：保供稳价促生产修复



3月份，规模以上工业增加值同比实际增长5%。从环比看，3月份，规模以上工业增加值较1-2月下降2.5%。2022年一季度，工业增加值累计同比增长6.5%，较1-2月的7.5%小幅下降。俄乌冲突叠加多地疫情发散，推高了企业运营成本，部分物流系统陷入瘫痪，干扰了供应链的正常运行。从结构上来看，由于大宗价格持续上升，上游企业有所回暖，但中下游企业仍有较大的经营压力。

疫情防控与经济社会发展要高效统筹。政治局会议指出，一是坚持动态清零：坚持外防输入、内防反弹，显现出“不躺平”的战疫决心；二是要确保交通物流畅通，确保产业供应链、抗疫保供企业、关键基础设施等方面正常运转。这是当务之急，也是重中之重。

◎ 消费端：下好扩大内需这盘棋



2022 年一季度，社会消费品零售总额 10.87 万亿元，比上年增长 3.3%，较 1-2 月的 6.7% 有明显下降。3 月份，社会消费品零售总额 34,233 亿元，同比下降 3.53%，其中，除汽车以外的消费品零售额为 30,560 亿元，同比下降 3.0%。

从总量来看，社会消费品零售总额增速下滑，主要是因为疫情抑制企业生产和居民消费，内需不足；从结构上来看，必选消费仍旧稳定，但可选消费相对弱势；此外，居民可支配收入持续走弱，消费压力较大。

扩大内需要投资与消费打好组合拳。政治局会议对此指出，要全面加强基础设施建设，调动中央和地方两地积极性，稳定经济增长；同时发挥消费对经济循环的牵引带动作用，

千方百计稳住市场主体，对于受疫情影响冲击严重的行业、中小微企业和个体工商户等，实施一揽子帮扶政策，促进消费改善。

此外，近期受美国加息缩表和地缘政治因素等影响，外资有所流出。会议指出要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘，对于吸引外资长期投资中国、坚定投资信心，释放积极信号。

◎ 政策端：抓紧谋划增量政策工具

政治局会议提出，要抓紧谋划增量政策工具。一是实施好退税减税降费等政策：加快落地，直达实体经济，助力企业纾困，稳就业保民生；二是强调用好货币政策工具：鼓励加大宏观政策调节力度，“稳”字当头，以“我”为主，应对好内外部形势变化，扶持企业发展；三是稳步推进股票发行注册制改革：证监会牵头完善市场机制建设，引导社保、养老、信托、保险和理财等长期资金入市投资。四是出台支持平台经济规范健康发展的具体措施：释放信号化解城投等平台型企业的债务危机，提升投资者信心。五是支持各地从当地实际出发完善房地产政策：支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产

市场平稳健康发展。从房企经营和房地产投资角度，释放了利好信号。

市场回顾与投资建议

截止日:2022.4.28		本期	年初至今	近一年
境内股市	上证指数	-8.51%	-17.79%	-13.53%
	深证成指	-12.29%	-28.16%	-25.28%
	创业板指	-16.24%	-32.96%	-24.98%
	沪深300	-7.14%	-20.33%	-22.77%
	中证500	-14.33%	-25.88%	-15.89%
	中证1000	-18.87%	-30.67%	-14.57%
	Wind全A	-12.37%	-24.11%	-16.31%
境内债市	利率债	0.24%	0.97%	5.57%
	信用债	0.50%	1.19%	4.13%
	中证转债	-2.56%	-10.17%	5.03%
	中债-中短期债券财富(总值)指数	0.25%	0.92%	4.88%
	中债-长期债券财富(总值)指数	0.82%	1.07%	9.27%
	中债-新综合财富(总值)指数	0.43%	1.23%	4.96%
境外股市	道琼斯工业指数	-2.20%	-6.82%	-0.19%
	纳斯达克指数	-9.49%	-18.23%	-8.96%
	标普500	-5.36%	-10.28%	2.39%
	德国DAX	-3.02%	-11.99%	-8.61%
	法国CAC40	-2.28%	-9.27%	3.71%
	英国富时100	-0.09%	1.43%	7.84%
	日经225	-3.50%	-6.75%	-7.82%
	恒生科技指数	-10.77%	-25.73%	-52.07%
	恒生指数	-7.82%	-12.27%	-29.97%

◎ 权益资产：维持标配

年初至今，万得全 A 指数已跌去约 1/4。但事实上，大量上市公司基本面并没有恶化，反而业绩呈现稳步增长态势。近期的下行压力主要来自于稳增长政策不及预期、疫情发展态势严峻、美联储加息缩表导致外资回流、部分基金理财等产品赎回减仓等原因。

其中，我们也可以看到一些积极向好的变化：国际形势有缓和迹象，俄乌冲突衍生的地缘政治风险边际冲击下降；政策担忧减弱，金融委定调谨慎出台收缩政策，连续发布了降准、降低外汇准备金、降低股票交易过户费等积极政策，证监会积极推进中概股稳定运行，中央政治局会议、国常会等高级别会议更是紧锣密鼓制定计划继续促经济稳金融，市场可拭目以待。观察目前的市场，A 股政策底已现，正处于磨底阶段，三大指数均进入价值区间，深证成指与创业板指的估值水平已进入近十年低位，股债性价比、风险溢价等指标均显示 A 股具备配置价值。

行业方面, 我们看好以下板块:

- 以金融、地产、基建为代表的低估值、稳增长板块的持续行情
- 具有稳定分红收益, 以及较好防御属性、能对冲下行压力的高股息板块
- 调整后股价处于相对低位、且高景气得到验证的方向, 如国产化逻辑推动的芯片以及军工板块
- 疫情受损有望修复的食品饮料、旅游酒店等稳增长后周期的消费板块

当前, 中央动态清零的目标坚定不移, 我国奥密克戎灭活疫苗也刚刚获得药监局临床批件, 即将进入临床试验阶段, 虽然距离上市仍需一定时间, 但对提振国民信心有积极影响; 此外今年 GDP 增速目标仍保持 5.5% 不变, 我们有理由加大对激励性政策的期待。当前权益市场的估值已处于低位, 相信随着疫情好转、经济基本面改善, 权益市场将逐渐走出反弹乃至反转的行情, 当前建议均衡配置。

◎ 固定收益资产: 维持标配

十年期国债到期收益率于 4 月 7 日触底, 收 2.7449%, 随后震荡上升, 4 月 27 日报收 2.8398%, 较 3 月 31 日上升 5 个 bp, 十年期国开债到期收益率运行稳定, 4 月 27 日报收 3.0244%, 较 3 月 31 日下降 1 个 bp。

海外方面，美国货币紧缩政策前期预期较为充分，对国内债市冲击相对有限，且效应边际递减；国内的宽松政策支持力度则持续加大，且在金融市场大幅波动的背景下资金面很难收紧。此外，财政支出加快，市场资金流动性得到改善，同时当前银行间的资金尚未有效流向实体，央行维持资金宽裕的诉求短期不变。

值得关注的是，央行于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，主要目的是增加金融机构长期稳定资金来源、支持中小微企业恢复生产、降低社会综合融资成本。尽管此次降准幅度低于市场预期，但政策大方向依然是宽松不变的。

综上，考虑到财税政策支持力度加大，货币政策宽松预期不改，实体企业融资需求较大，宽货币向宽信用传导或将持续发力，另外股市大跌使得市场风险偏好下降，或有部分资金从股市流向债市，因此债市短期忧虑较小。但是，如果资管产品面临申购赎回需求，可将一部分仓位替换为货币基金，以保有高流动性。

◎ 另类资产：由超配调整为标配

截止日:2022.4.28		本期	年初至今	近一年
商品	伦敦金现	-2.18%	4.40%	6.38%
	伦敦银现	-6.66%	0.48%	-11.66%
	ICE布油	2.30%	34.69%	63.17%
	LME铜	-5.88%	0.75%	0.14%
	南华商品	-0.07%	23.59%	32.75%
	南华工业品	-1.89%	22.83%	32.86%
	南华黑色	-3.90%	25.03%	15.87%
	南华有色	0.53%	19.25%	32.27%
	南华农产品	6.27%	21.95%	38.30%
	南华能化	-1.98%	22.33%	45.77%
金融 期货	2年期国债期货	-0.13%	0.00%	0.74%
	10年期国债期货	-0.34%	-0.74%	2.44%
房地产	一线城市新建住房	0.50%	1.10%	4.17%
	一线城市二手住房	0.50%	0.60%	3.44%
货币	美元中间价	3.38%	3.07%	1.10%
	人民币指数	-0.85%	1.26%	6.52%
	美元指数	5.40%	8.02%	14.12%
	比特币	-12.88%	-15.53%	-26.31%

量化策略前三个月表现较为突出，进入四月后股票中性策略和CTA策略整体增速放缓，从管理人角度来看分化形势也更明显，优秀的管理人依然可以收获正收益，而大部分管理人则以负收益收官四月。

截至目前，我们另类投资的收益令人欣慰。中性策略的平均绝对收益在5%左右，而CTA收益将实现双倍收益。

总结来说，另类资产在当前时点调整为标配，未来将拓宽新的策略维度。

资产配置观点与 2022年5月投资方向总结

大类资产	细分资产/策略	配置观点
权益资产 标配	核心策略	金融、地产、基金等低估值、稳增长板块为主
	卫星策略	调整后股价处于相对低位、且高景气得到验证的方向,如国产化逻辑推动的芯片、军工等板块
固定收益 标配	利率品种	债券短期仍有配置价值,但应逐步降低组合久期
	信用品种	可转债及含权债基仍处于逆风状态,维持低仓位
另类资产 标配	对冲策略	收益增长放缓,调为标配
	CTA策略	结构性行情机会减少但危机Alpha地位不变,维持标配

建信信托财富管理 与大类资产配置团队

建信信托大类资产配置体系依托于一支经验丰富,专注于权益投资、固收投资、量化投资、商品投资四大专业领域研究的投研团队。



徐进先生

建信信托财富管理总监兼财富管理事业部总经理。
（伦敦）国际信托与遗产管理协会TEP成员，具有国际金融理财师（CFP）执业资格。徐进先生潜心耕耘金融行业20余年，历任中国建设银行北京分行私人银行部总经理、中国建设银行伦敦分行业务发展总监、中国建设银行苏黎世分行副行长，并参与筹建了中国在瑞士设立的跨境人民币清算中心。



刘洪波先生

建信信托证券业务总监兼证券市场事业部总经理。从业18年，熟悉各类证券投资类信托运作模式，拥有丰富的证券市场投资研究经验。刘洪波先生毕业于北京大学光华管理学院，获得经济管理硕士学位。



蔡洪武先生

建信信托资产配置部总经理。特许金融分析师（CFA），金融风险管理师（FRM），曾长期在国家外汇管理局中央外汇业务中心（储备司）从事国家外汇储备的管理工作，对资产配置和风险管理有着深刻的认识和丰富的实践经验。蔡洪武先生毕业于北京航空航天大学，获得计算机硕士学位。



吕致文先生

建信信托研究部总经理。长期进行宏观经济的分析与预测工作，曾任职于国家统计局综合司，具有丰富的宏观经济与金融市场研究经验。吕致文先生获得中国人民大学经济学博士学位，中国社会科学院工业经济研究所博士后。



张越艳女士

建信信托证券市场事业部董事总经理。曾任中国国际金融股份有限公司资产管理部执行总经理，具有丰富的金融产品设计经验与创新能力。张越艳女士获得北京大学经济学学士学位，中国科学院管理科学与工程博士学位，清华大学汽车系机械工程博士后。



龚嘉斌先生

金建（深圳）投资管理中心（有限合伙）首席投资官。曾供职于中金公司资产管理部FOF投资决策委员会兼资产配置团队负责人，管理规模逾100亿元，曾主要负责全球市场的投资配置和海外对冲基金投资业务，在全球范围内进行策略配置研究和对冲基金遴选，拥有多年资产配置投研经验。龚嘉斌先生获得清华大学物理系理学学士学位，清华大学经管学院金融学硕士学位。



赵伟刚先生

建信信托资产配置部投资经理，负责产品投资与研究。金融风险管理师（FRM），曾在农业银行总行、首创证券从事信息系统开发、量化风险模型搭建、证券业务风险管理等工作，拥有丰富的资产配置量化模型开发经验。赵伟刚先生毕业于南开大学，获得金融硕士学位。



马福玉先生

建信信托资产配置部投资经理。曾在证券公司、期货公司、基金公司长期从事量化投资研究和FOF产品投资运作，管理多只FOF产品和量化产品，产品业绩稳健，收益良好，具有丰富的资产配置及FOF产品投资实战经验。马福玉先生获得中科院数学与系统科学研究院金融数学硕士。



宋钰女士

建信信托资产配置部投资经理。巴黎高等商学院数量金融硕士，曾在泰康资产、德勤咨询从事量化风险研究工作。