

2022年 第006期

文章字数： 3271个
阅读时长： 约13 min

建信观点

CCB TRUST INSIGHTS

Current events
Tracing

信心回暖
保经济仍为投资主线索

「观点摘要」

SUMMARY OF VIEWS

5月，疫情在全国范围内得到较大缓解；6月1日，上海恢复正常生活秩序，全国供应链修复速度加快。5月份，制造业PMI为49.6%，仍处于收缩区间，但较前值回升2.2个百分点，供需指标也出现环比增加，经济秩序初现恢复态势。

经济复苏压力之下，近期高层多次召开经济会议，国务院部署33项具体措施恢复经济，召开全国稳住经济大盘电视电话会议等，可以预见刺激政策将陆续出台，政策目标主要聚焦于保经济、促消费和稳就业三大方向。

国际方面，美联储加息预期放缓，后续加息对国内市场的扰动将边际递减，资金外流压力也有一定程度的下降，5月末北向资金流入加快。

综合以上各方面因素，我们判断，二季度保经济压力之下，复苏交易仍是当前市场关注的主要矛盾，随着五月市场信心的大幅修复，未来将有较好的结构性配置机会。



基本面形势回顾

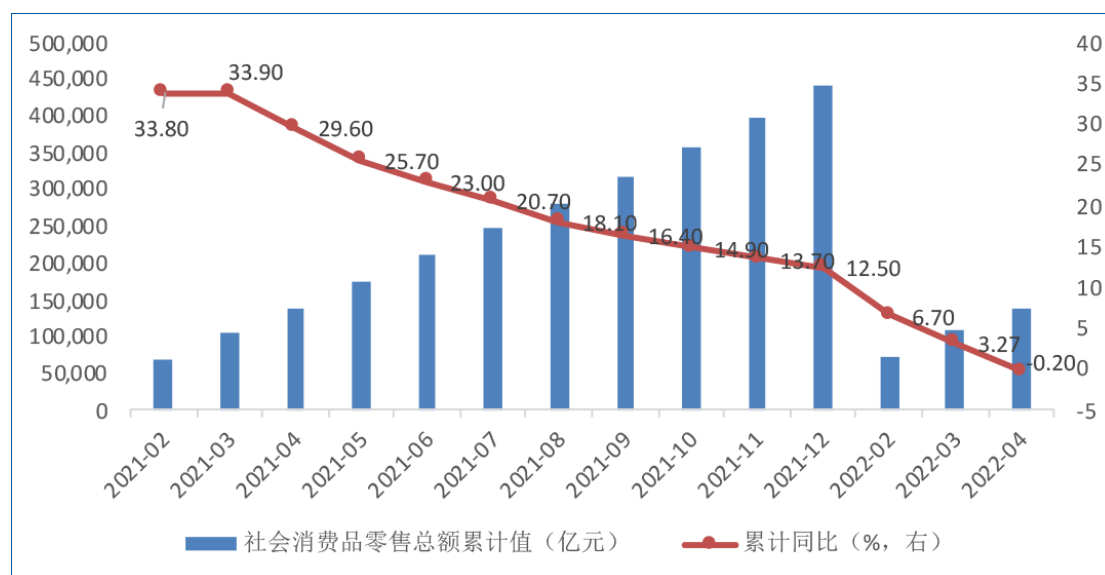
从全国范围来看，5月疫情管控取得成果，上海逐步解封，京津冀疫情陆续缓解，复工复产企业增加。但国内宏观经济当前面临空前压力，上游通胀因素及下游需求不足仍制约经济发展，1-4月国内经济供需两端均表现一般，基建数据有所回落，消费地产持续低迷。5月份，制造业PMI为49.6%，仍处于收缩区间，但较前值回升2.2个百分点，供需指标也出现环比增加，我们判断经济底部已现，经济秩序初现恢复态势。

◎ 需求端：疫情扰动下，社消累计同比增速由正转负

2022年1-4月份，社会消费品零售总额为138,142亿元，同比下降0.2%。4月份，社会消费品零售总额为29,483亿元，同比下降11.1%，环比下降0.69%。

从总量来看，社会消费品零售总额累计同比首次转负，主要是因为疫情抑制企业生产和居民消费导致的内需不足；从结构上来看，由于多地疫情管控升级，商品零售及餐饮消费首当其冲受到冲击，商品零售同比下降9.7%，餐饮收入同比降幅达22.7%。双双下滑之下，可选消费继续弱于必选消费。

随着疫情边际向好，管控措施逐步放开，重点城市有序推动复工复产，抑制的消费需求将得到释放，预计消费数据有望边际转好。在5月汽车购置税减半和新能源汽车下乡等利好政策的刺激下，预计汽车消费需求也将逐步回暖，但疫情造成的居民收入损失等负面因素仍未全面消退，消费行业仍需等待经济大盘企稳之后才能整体复苏。

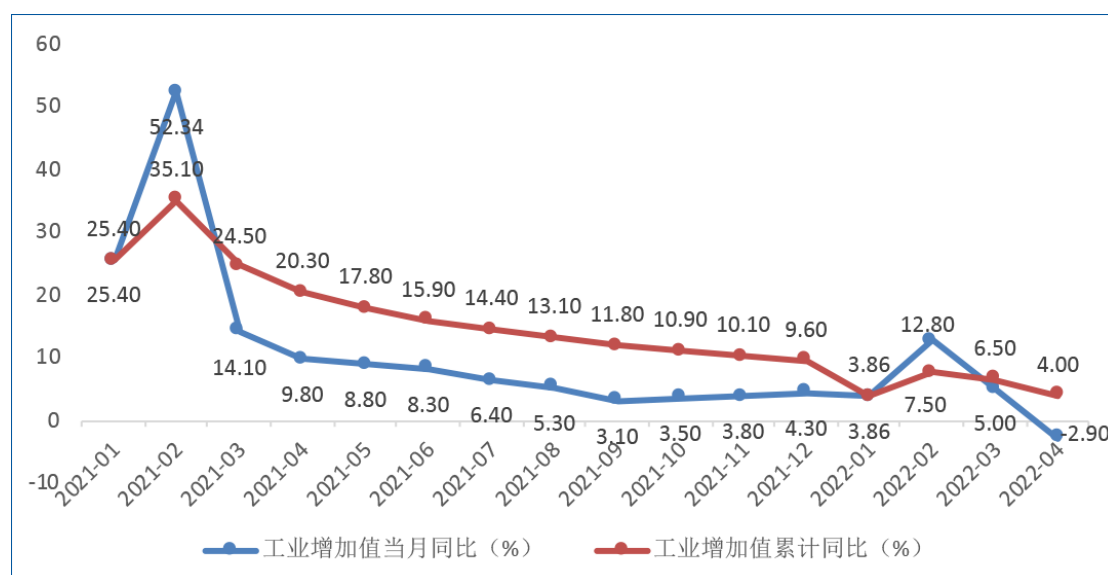


◎ 生产端：疫情影响企业正常运行，工业数据持续走低

4月，国内疫情多地发散推高了企业的运营成本，部分物流系统陷入瘫痪，干扰供应链的正常运行，降低了经济的运行效率。4月全国规模以上工业增加值同比下降2.9%，环比下降7.1%。1-4月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，比1-3月份回落2.5个百分点。

从结构上来看，4 月上游煤炭开采等行业增长明显，而下游则受到较为明显的冲击，产业链条较长的汽车制造业降幅达 31.8%，汽车日均产量同比下降 43.5%。而随着后续上海等地的复产复工，供应链明显得到修复，汽车零部件仓库正常运转，汽车产量也将逐步恢复。

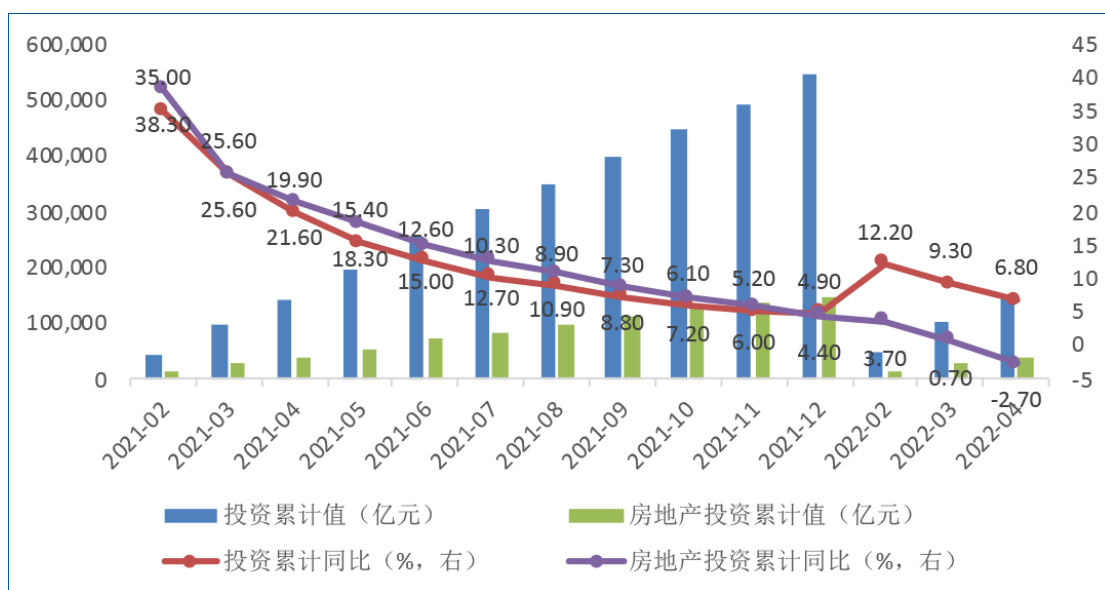
毋庸置疑，疫情仍是拖累工业企业生产和利润的重要变量，通胀影响下工业企业内部结构分化加剧，利润相对集中在上游行业，成本压力仍然对中下游企业产生较强制约，近期发布的国家大规模留抵退税等纾困政策将有助于部分改善企业利润。5 月 PMI 数据边际回暖，6 月重回荣枯线之上值得期待。



◎ 投资端：基建单月增速环比走弱，地产继续形成拖累

1-4 月份，全国固定资产投资累计同比增长 6.8%，比 1-3 月份回落 2.5 个百分点。分领域看，基建地产投资增速不及市场预期，基础设施投资同比增长 6.5%，制造业投资增长 12.2%，房地产开发投资下降 2.7%。

房住不炒依旧是贯穿 2022 年的总基调，开发商去杠杆仍将延续，叠加疫情因素的不利影响，年初以来房地产投资数据走差也在预料之中，且短期内地产投资仍将下行。但考虑到 2021 年投资数据基数较小，央行于 5 月 20 日下调了 5 年 LPR 利率，地方因城施策的刺激政策持续发力，以及疫情得到有效控制，地产销售数据企稳值得期待，后续房地产投资增速将得到一定程度的修复。



市场回顾与投资建议

截止日：2022年5月31日		5月涨跌幅	今年以来涨跌幅
境内股市	上证指数	7.09%	-11.96%
	深证成指	8.46%	-22.09%
	创业板指	7.96%	-27.62%
	沪深300	4.35%	-16.86%
	中证500	11.21%	-17.57%
	中证1000	15.64%	-19.83%
	Wind全A	9.35%	-17.02%
境内债市	利率债	0.64%	1.67%
	信用债	0.53%	1.74%
	中证转债	3.48%	-7.05%
	中债-中短期债券财富(总值)指数	0.58%	1.51%
	中债-长期债券财富(总值)指数	1.13%	2.21%
	中债-新综合财富(总值)指数	0.62%	1.86%
境外股市	道琼斯工业指数	-2.07%	-8.75%
	纳斯达克指数	-5.75%	-22.94%
	标普500	-3.01%	-12.98%
	德国DAX	4.26%	-8.24%
	法国CAC40	0.83%	-8.52%
	英国富时100	1.21%	2.66%
	日经225	1.61%	-5.25%
	恒生科技指数	10.25%	-18.12%
恒生指数	5.62%	-7.34%	

◎ 固定收益资产：维持标配

5月，十年期国债到期收益率小幅下行，由4月末的2.83%下行至2.74%附近，近期开始小幅震荡。我们判断，利率债短期机会明显，但因经济回暖慢于预期，长周期反转时点可

能有所推后；信用债仍具备配置价值，宽信用政策下信用风险有所降低。

4 月经济数据公布，消费和投资数据均较弱，地产数据持续下滑，之前强势的基建数据也有所回落，基本面对债市情绪继续形成较强支撑。从全国稳住经济大盘电视电话会议主要内容不难看出，目前国内经济仍显疲态，压力空前，流动性继续保持偏宽松状态，利好债市，**我们判断杠杆策略仍然适合当前行情。**

随着疫情等限制因素退出，稳增长效果逐渐显现，债市从中长期来看将会承压。另外，特别国债等一揽子积极的财政刺激计划有望出台，可能对债券供给端形成一定压力。

海外影响因素进一步消退，美债收益率较高点继续回落，随着美国衰退预期的加强，快速加息的预期较之前已有所下降。

综上，经济信贷等基本面制约之下，利率易下难上，但短端交易已经较为拥挤，长端已经有所修复，债市后续走向将迎来一定分歧，本月债券策略维持标配。

◎ 权益资产：维持标配

5 月以来，国家层面已多次召开经济会议，稳定市场信心。国常会部署 6 方面 33 条措施发力稳经济，且疫情收尾后，政策发力的效果也将大大提升，预计市场将继续迎来稳增长政策的密集加码期。预期转暖下，市场风险偏好已显著提升，复工复产直接相关的制造业成长板块、餐饮消费等在 5 月经历了部分估值修复，新能源车指数最低点回升已超 28%。

下一阶段，我们判断在配置结构上应继续从偏价值向均衡方向调整。在经济增长承压，保就业压力加大的宏观背景下，政策加码有望于二季度窗口期加快落实，因此稳增长主线仍有机会，可布局挖掘其中有一定预期差的细分方向。成长板块估值见底反弹，随着制造业复工复产，供应链逐步修复及成本方面改善，需要关注盈利的变化，全面反弹之后需要更加关注业绩确定性强的子赛道，关注中报盈利预期，关注中长期增长的潜力。

板块方向上, 重点布局以下几方面:

1. 高景气赛道中业绩确定性较强的方向, 如业绩受宏观基本面影响较小的军工, 景气支撑高的光伏、芯片等;
2. 以金融地产基建等为代表的低估值、稳增长板块;
3. 具有稳定分红收益, 具有较好防御属性, 较好对冲下行压力的高股息板块;
4. 估值调整, 业绩有望修复的消费板块机会。

◎ 另类资产：维持标配

截止日: 2022年5月31日		5月涨跌幅	今年以来涨跌幅
商品	伦敦金现	-2.06%	2.25%
	伦敦银现	-5.02%	-4.56%
	ICE布油	9.73%	47.99%
	LME铜	-1.77%	-1.72%
	南华商品	2.75%	26.99%
	南华工业品	3.38%	26.98%
	南华黑色	-0.76%	24.09%
	南华有色	-2.25%	16.57%
	南华农产品	-0.36%	21.52%
南华能化	6.43%	30.20%	
金融期货	2年期国债期货	0.25%	0.23%
	10年期国债期货	1.03%	0.28%
房地产	一线城市新建住房	0.20%	1.61%
	一线城市二手住房	0.40%	1.41%
货币	美元中间价	1.49%	4.61%
	人民币指数	-1.66%	-0.43%
	美元指数	-1.95%	5.91%
	比特币	-27.98%	-39.05%

2022 年前 4 个月，另类资产受益于大宗商品价格的上涨，在各类资产中表现最好。5 月以来，商品市场涨跌互现，品种之间有所分化，市场整体呈现高位震荡走势，对应 CTA 策略经历阶段性回撤。考虑到未来大宗商品与能源仍存在供需错配的问题，短期内通胀问题难以缓解，大宗商品价格可能继续推升，因此 CTA 策略预计仍有配置价值。

近期股市成交量有所回暖，流动性逐步改善，中小票走势强于大盘价值股，且从对冲成本端来看，基差仍属于正常水平，利好中性策略。我们将继续优选优秀的中性及混合策略进行配置。



**资产配置观点与
2022年6月投资方向总结**

大类资产	细分资产/策略	配置观点
权益 标配	核心策略	组合上继续向稳增长及高景气兼顾的均衡配置方向过渡
	卫星策略	估值有望修复的消费板块,通胀高企之下仍有机会的上游周期板块等
固定收益 标配	利率品种	短期机会明显,杠杆策略占优
	信用品种	秉持底仓配置策略,挖掘各类机会增强收益,但避免信用下沉策略
另类资产 标配	对冲策略	收益增长边际改善,维持标配
	CTA策略	市场波动率下降,商品仍存在供需错配,继续维持标配

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。