

2022年 第008期

文章字数： 3678个  
阅读时长： 约15 min

## 建信观点

CCB TRUST INSIGHTS

Current events  
Tracing

### 温和复苏之路曲折前行 不确定性中捕捉确定性

#### 「配置博士说」

二季度以来，经济逐步走出疫情影响的阴霾，消费增速重新转正，投资增速降幅收窄，出口数据持续超预期，货币政策保持宽松。7月底召开的中央政治局会议继续将稳增长作为第一要务，经济持续向好趋势不变。不过，需要指出的是，复苏之路不会一帆风顺。

最新的7月PMI数据显示，制造业景气度再度回落，近期地产数据仍不乐观，稳增长政策的成效显现有待时日。

关于债券市场，受“断供风波”及低迷地产数据的影响，7月债券市场较为强势，虽然利率大幅回升的条件仍不具备，但继续看多债市的空间也较小，故我们采取相对防守的策略。

关于权益市场，短期经济修复受阻导致市场有所回调。但是，当前权益资产配置价值高于债券资产，保持均衡配置的同时可重点关注高景气、高确定性的行业。

本期资产配置维持标配，基于下半年经济温和复苏不乏曲折的整体判断，综合考虑资产的收益和风险情况，债券方面维持相对保守策略，权益方面保持风格均衡的同时追求业绩的确定性。



配置博士

## 基本面形势回顾

在 6 月以来经济有序恢复的背景下，7 月 PMI 数据再度降至荣枯线以下，同时政治局会议阶段性淡化了年初制定的经济增长目标，政策对于地产态度仍然以稳为要，出台大规模刺激的可能性较低，经济复苏不会一蹴而就。

### ◎ 消费、投资、进出口等方面均显现出积极迹象

**消费端，在疫情改善下持续回暖。**6 月社会消费品零售总额约 3.8 万亿元，同比增长 0.4%。其中，汽车及新能源车销量同比增速与环比增速均实现阿大幅回升，成为消费回升的主要动力，稳增长促消费政策效果一定程度上有所显现。

**投资端，固定资产投资同比增速降幅收窄。**今年 1-6 月全国固定资产投资（不含农户）为 27.1 万亿元，同比增长 5.9%，较 1-5 月增速收窄 0.3 个百分点。分项来看，制造业投资增速下降幅度趋缓，基建投资增速回升，地产投资降幅有所扩大。当前处于政策发力阶段，企业主动投资意愿不强，信用传导效果仍未显现。

**进出口，6 月贸易顺差规模创历史新高。**今年 1-6 月，进出口总额达 19.8 万亿元，同比增长 9.4%。其中，出口为 11.1 万亿元，增长 13.2%。6 月出口再度刷新市场认知，工业用品出口进一步扩张，带动出口持续增长。进口为 8.7 万亿元，增长 4.8%；除铜以外，其他大宗品进口数量同比增

速均比 5 月回落，反映出下游需求尚未全面企稳，此前“强预期”对进口的提振作用有所削弱。

## ◎ 经济复苏之路仍充满挑战

**7 月 PMI 数据回落，结束连续三个月回升态势。**7 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 1.2 个百分点，位于临界点以下，也低于市场预期，各分项几乎全面走弱，呈现产需两弱格局。

地产方面，从高频销售数据来看，虽然 7 月初地产销售数据维持了三周高位，但随后又回落至较低水平。7 月 30 大中城市商品房成交面积同比下降 33%， “断供风波”短期影响居民购房热情，因城施策效应显现仍待时日。

**整体来看，国内经济持续恢复，下半年稳增长政策仍将继续加码，地产行业走势将对国内下半年经济的复苏产生一定影响。**



## 近期热点

由于二季度疫情超预期的影响,全年实现 5.5%的经济增长目标颇有挑战。政治局会议为下半年的工作和宏观政策确定了基调。会议仍将稳增长放在首要位置,整体淡化了具体的经济增长目标,也印证了李克强总理在世界经济论坛上讲到的“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”的相关表述。政策更多地将发挥托底经济、稳定预期的作用。

需要强调的是,稳增长的重要性在当前形势下并没有改变,要“在当前条件下做到尽力而为,力争实现最好的结果”,下半年财政和货币政策仍将持续发力,为稳增长创造条件。地产方面,首提“保交楼、稳民生”,政策对地产继续保持定力。平台经济方面,会议提出要集中推出一批“绿灯”投资案例。态度有所转变,意味着对平台经济的严监管进入尾声。

	2022年4月政治局会议	2022年7月政治局会议
经济形势	我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战。	当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事。
总体要求	要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，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。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。	巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。 宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。
财政政策	实施好退税减税降费等政策	用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。
货币政策	用好各类货币政策工具	货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。
疫情防控	坚持动态清零	坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。
平台经济	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。	要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。
房地产	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

## 市场回顾与投资建议

◎ 权益资产：均衡标配



自4月26日大盘见底至今，市场进行了两个月的修复，7月有所回调，诸多因素对市场信心造成扰动。结构上，7月小盘指数较为坚挺，大盘指数回调较多，市场分化明显，资金利率走低对小盘股有更强的支撑作用。

**基于政策助力稳增长的基调没有变、下半年经济向好的趋势也没有变的背景，权益市场具备投资机会。从衡量股债性价比的股权风险溢价指标看，当前权益资产的配置价值要明显好于债券资产，因此继续保持中性配置。**

**在货币相对宽松、财政政策保持定力的背景下，基本面将是市场关注的主线，我们建议把握弱复苏趋势下更具确定性的机会。**

## 8月将关注以下板块：

- 1.在新能源政策催化之下，新能源产业链表现较好，未来仍有超预期的可能；
- 2.关注上游成本改善后利好中游制造业的机会；
- 3.餐饮、医美等场景消费的基本面持续改善，其他消费板块基本面则修复不一，消费的配置有结构性机会。

## ◎ 固定收益资产：维持标配



7月，十年期国债到期收益率震荡走低，7月29日报收2.7560%，较6月下降了6bp。年初以来，长端利率主要在相对稳定的区间内震荡，7月

则从区间高位回落至区间中低位，其原因在于“断供风波”导致市场对于房地产复苏产生担忧，经济复苏节奏由此趋缓，进而推动利率走低。

当前，利率将大概率维持区间震荡，近期地产数据仍未止跌，PMI 在连续三个月回升后又转头向下，经济形势短期不容乐观，利率大幅上行的条件尚不具备；在经历了 7 月的下跌后，利率水平已处于较低水平，继续下行的空间有限，同时考虑全球加息环境的制约以及下半年仍具备信用回升的预期，未来利率回升的风险仍然存在。

**综上，参与利率债的短期行情越发困难，回归中长期配置思路，下半年仍以防守为主。**

## ◎ 另类资产：整体标配



近期美国通胀数据超预期引起超预期加息，市场避险情绪高涨，大宗商品通胀预期减弱，商品价格普遍回调；同时，地缘政治冲突造成边际效率递

减，高库存、低需求对商品价格造成显著压制，故我们继续低配 CTA 策略。相反，由于指数对冲成本有所降低，中证 1000 股指期货和期权的上市也会提高小市值股票的流动性，这将有利于相对价值策略的表现，我们继续维持超配。

## 资产配置观点与 2022年8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	高景气赛道中业绩确定性较强,且有持续技术创新方向的新能源产业链等
	卫星策略	关注因上游成本改善利好中游制造业的机会;餐饮、医美等持续改善的消费板块
固定收益 标配	利率品种	长端利率窄幅震荡的格局难以长期存在,下行空间有限的情况下侧重防风险
	信用品种	秉持信用债底仓配置策略,关注地产等传统信用周期变量的边际变化
另类资产 标配	相对价值策略	流动性持续改善,成长和价值板块表现较为均衡,对冲成本降低,继续超配
	CTA策略	经济复苏动能较弱,市场不确定性增加、保持低配

## 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）国际信托与财产管理协会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。