

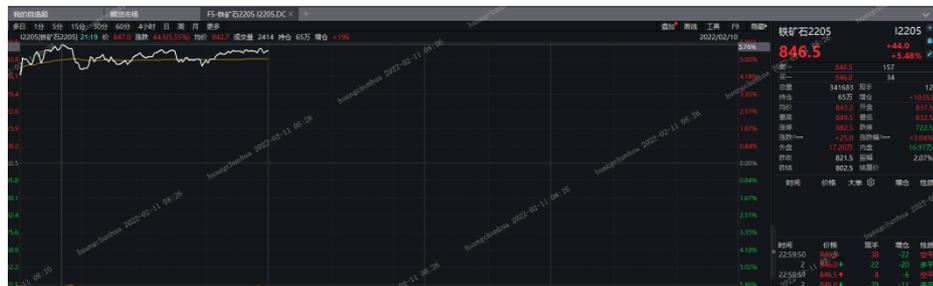
宽信用效果初显，大类资产逐渐由债券过渡到股票

——2022年2月宏观与大类资产配置策略

黄春华 2022.02.11



中国社融超预期&美国CPI创历史新高



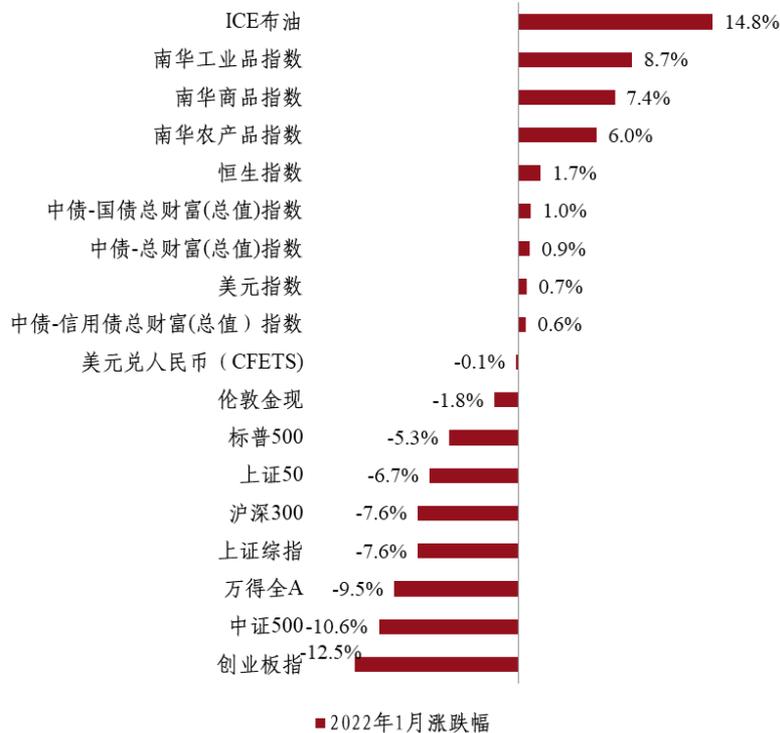
- 2月10日，中国和美国都公布了各自最受市场关注的的数据。中国是金融数据，美国是CPI。中国信贷高于去年，社融增量也创新高，不过因为地产疲弱，短贷和票据占比高，持续性需要观察。而美国则在CPI又双叟超预期。

2022年年报核心观点

1. 中国的问题在“滞”，美国的问题在“胀”；
2. 中国货币政策偏宽，美国货币政策偏紧；
3. 加息窗口的打开将继续推动美债利率向上；美欧货币政策的差异性特征被进一步扩大，预计美元也将出现上涨；
4. “一松一紧” → **人民币汇率有小幅贬值压力**；
5. 2022年二十大召开，稳定宏观经济不仅是经济问题，更是政治问题；
6. 稳增长内涵：动能切换背景下的稳增长，传统经济、传统基建提供托底，新经济、新基建提供弹性；2022年基建增速大概率明显回升； → **关注基建链条的投资机会**；
7. 2021年，结构性政策明显“一加一减”；2022年，稳增长环境下，“一加一稳”；总量工具与结构性工具从替代转向配合并举； → **风格从分化走向收敛**；
8. 信用逐步企稳； → **信用边际修复，信用债表现可能优于利率债**
9. PPI与CPI剪刀差逐渐收敛 → **中下游表现好于上游，消费股好于周期股**；
10. 资产配置：偏防御，权益结构性行情，利率债中枢小幅下移，黄金延续下跌。

2022年1月回顾：海外“股债双杀”，国内“债强股弱”

- 受中东地缘政治冲突导致的供应中断影响及北美冷冬气候兑现导致美国页岩油产量增速不及预期等因素影响，近一月油价超预期上行。
- 2022年1月，美股跌幅超5%，10年美债收益率上行至1.9%附近，呈现“股债双杀”行情；国内A股大幅回调，以创业板为代表的成长风格跌幅居前，债券收益率下行明显，10年国债收益率跌破2.70%，1年国债收益率跌至1.95%附近 10Y-1Y期限利差明显走扩，呈现“债强股弱”行情。
- A股大幅回调，影响因素包括美联储加息及缩表预期升温、新冠肺炎疫情在国内呈现多点散发、稳增长政策加码但效果尚未完全体现、基金发行节奏放缓等。



2月宏观经济边际变化及结论

边际变化：

- 一．美联储3月份加息已经基本没有悬念，海外负面因素的影响可能有望减轻；
- 二．2月是宏观数据真空期，市场即将进入政策高发期；
- 三．当前经济基本面处在“政策动员之后、政策落地之中、经济复苏前”的状态；
- 四．宽货币已到位，宽信用效果初显；

结论：

- 宽信用效果逐渐显现，大类资产逐渐由债券过渡到股票，股市处于蓄势期，利率债底部区域徘徊，黄金略承压，大宗商品可能有阶段性表现。

C
O
N
T
E
N
T
S

目 录

[1] 2月国内宏观形势

[2] 2022年资产配置观点及逻辑框架

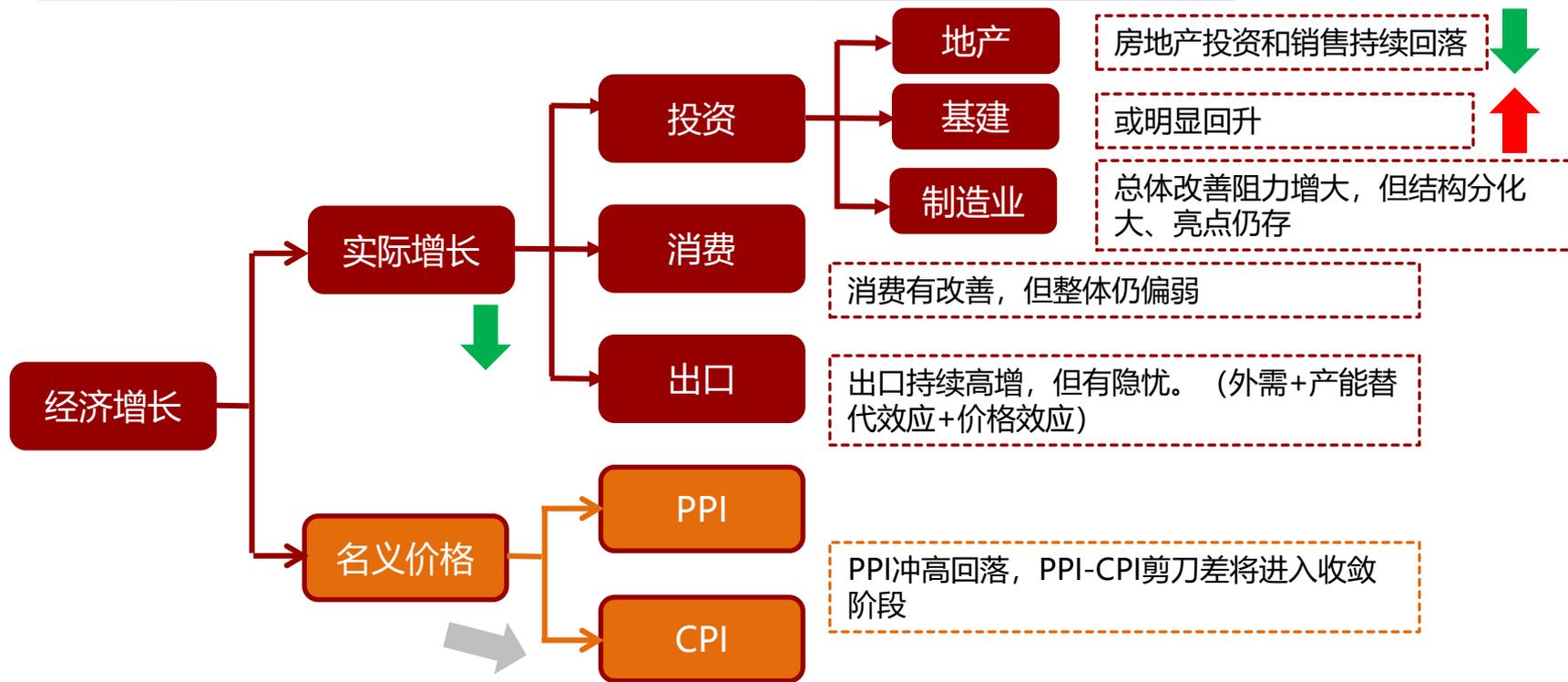
1



PART

2月国内宏观形势

2022年一季度基建增速大概率明显回升



- 房地产下行周期，疫情对消费的冲击，出口弱化等不利因素仍存。政策动员已经开启，地方政府制定的全年投资、经济增长目标都不低，但尚未在基建等数据上得以体现。

房地产：政策底已出，市场底仍有待观察

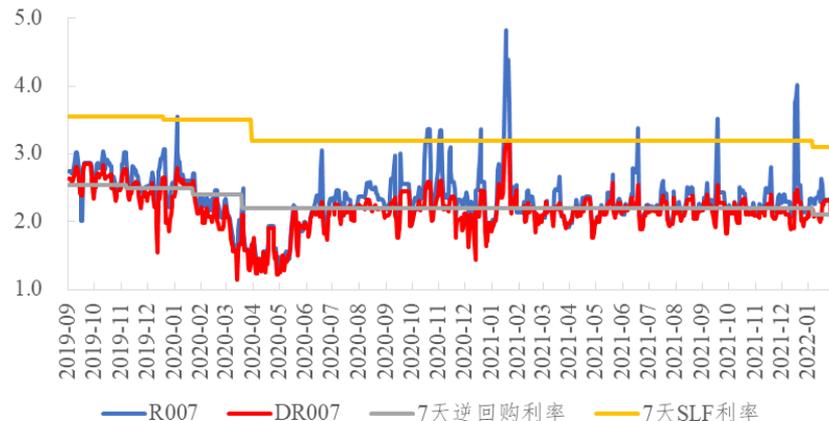
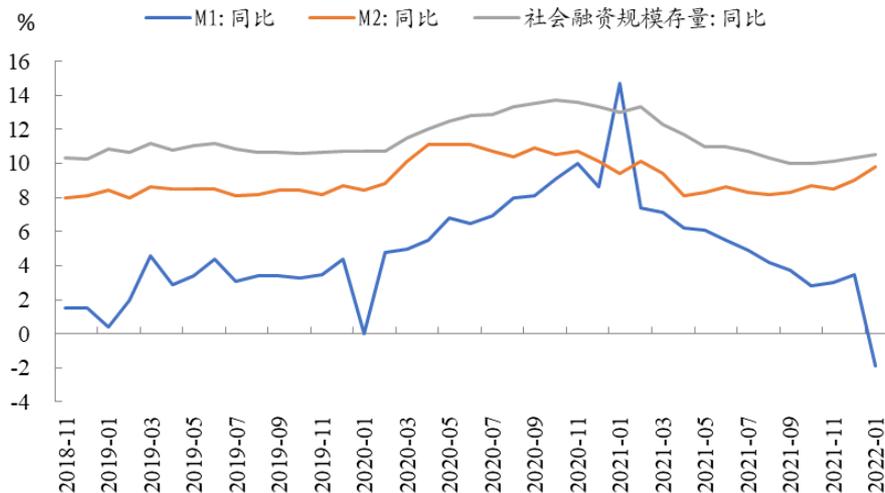
- 尽管政策端暖风频吹，但房企1月整体融资规模仍不容乐观。
- 据中指研究院监测数据，2022年1月，房地产企业融资总额为792.2亿元，同比下降70.3%，环比下降16.6%，单月融资规模同比连续11个月下降。“从历史来看，1月本是房企海外债集中发行的月份，但今年1月融资不足百亿元，海外债融资能力短期内难以恢复。”
- 2022年仍然是房企偿债的高峰之年，年内到期债券总额接近万亿，其中1月、3月、4月及7月到期债务规模超过千亿。”贝壳研究院指出，根据当前月均发债500亿规模计算，房企偿债压力仍较大，结合销售市场下行表现，房企需要突破传统借新还旧的模式，寻求更多的融资渠道和方式。
- 节前地产需求尚未企稳，1月百强房企销售额同比跌幅达到40%。万科1月合同销售356亿人民币，减少50.2%。
- 2022年上半年，预计市场销售、融资等改善幅度有限，房企压力依然较大。下半年随着各地政策落地，市场将回暖，房企压力将明显缓解。
- **销售越差，政策力度也将越大。**2月10日房地产业接连迎利好，预售资金监管迎全国统一规定，房企资金流紧张有望得到缓解。

货币政策与财政政策积极发力

- 货币政策方面，降准的必要性不大，原因是2月资金面并不紧张，MLF到期量比较少，也不是开工旺季，此时降准的意义其实不大。降息方面，虽然在美联储加息的情况下央行可能倾向于尽量提前操作，但因为历史上很少出现连续降息，在上个月降完之后，这个月不太容易降。此外，信贷数据亮眼，美联储加息在即，央行连续降准降息的概率更低了。
- 财政政策方面，要看地方专项债的前置以及提前发力能起到多大效果，发改委在节日期间也多次提到基建要超前建设等等，效果还需要观察。因此，财政政策前置特征明显，上半年重点是基建投资。

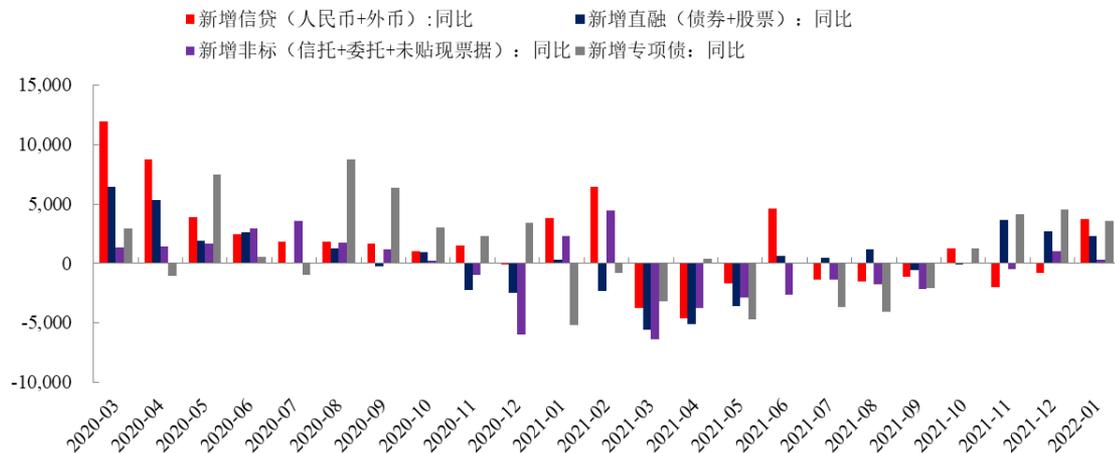
信用货币视角：从宽货币到宽信用

- 1月社融存量同比增长10.5%（前值为10.3%），增量为6.17万亿元，比上年同期多9842亿元。1月份人民币贷款增加3.98万亿元，是单月统计高点，同比多增3944亿元。**从总量上看，1月的信贷数据表现十分亮眼。**
- 为“稳增长”，央行明确表示**把货币政策工具箱开得再大一些**，并于1月17日下调7天逆回购利率以及1年期MLF利率，随后于1月20日下调1年LPR、5年LPR各10BP、5BP，1月21日下调各期限SLF利率10个基点，货币宽松超预期发力



但信贷结构依然偏弱

- 一、居民加杠杆意愿偏弱，房地产销售有待进一步改善。当前疫情扰动居民线下消费，居民预期偏弱等，居民短期消费和购房意愿都还偏弱，居民消费端的修复可能还需要较长时间。
- 二、信贷结构依然偏弱，信贷的增量主要来自企业的短期融资与政府债券融资，企业中长期贷款仍有待改善。但量的企稳是结构改善的基础，目前**基建发力已经确定**，后续实体经济企稳后，实体内生的融资需求修复后，信贷结构可能将趋于改善。



- ✓ 1月委托贷款增加428亿元，同比多增337亿元；信托贷款减少680亿元，同比少减162亿元。
- 信托贷款和委托贷款同比少减和多增可能是因为经历过2021年的治理之后，目前压降压力有所缓解。

2



PART

2022年2月资产配置观点及逻辑框架

资产配置观点：逐步增加权益类配置仓位

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	可以保持一份乐观	标配+	超配
债券	利率债	低位震荡，警惕拐点出现	标配-	超配
	信用债	以高等级城投为主，搭配精选产业债	标配	标配
商品	大宗商品	稳增长和地缘因素助推工业品走强	标配+	标配
	原油	短期维持强势	标配+	标配-
	黄金	加息预期与高通胀拉锯，或呈区间震荡行情	标配-	标配

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

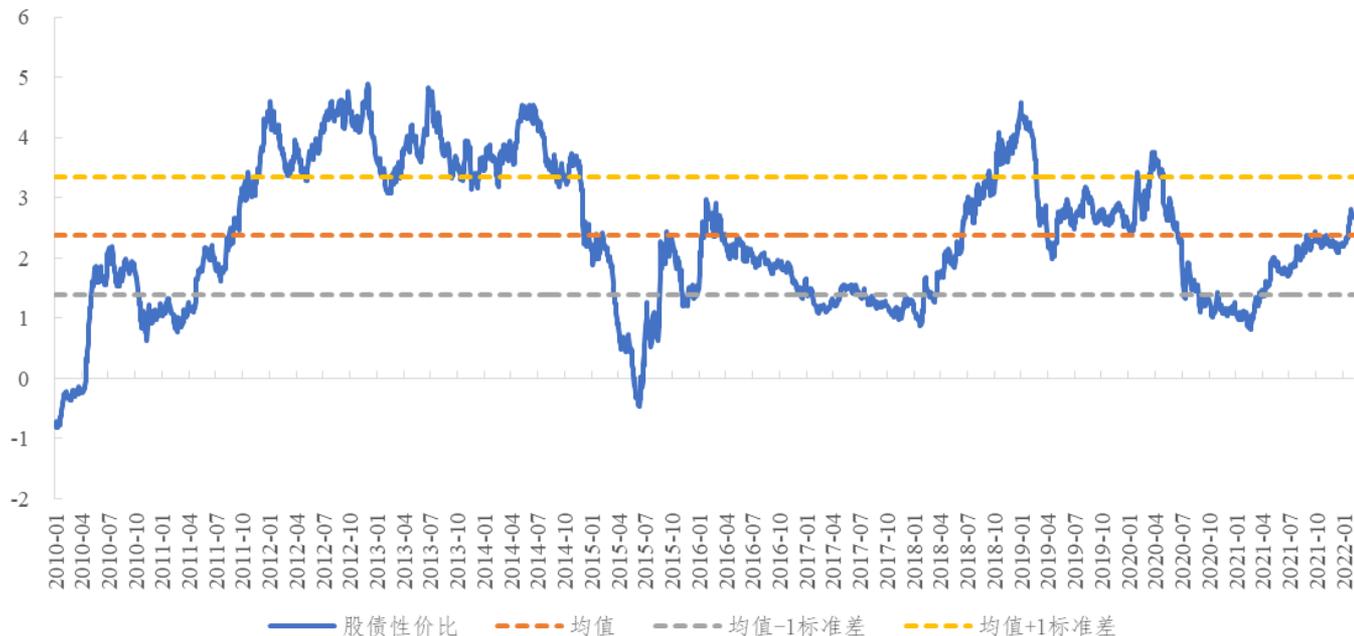
1.2 下半年资产配置依据

重要指标	1月运行态势	2月展望
美元指数	截至2022年1月31日，收于96.6369	偏强震荡
十年期美债收益率 (%)	截至2022年1月31日，收于1.79%	加息窗口打开将继续推动利率上行
GDP	GDP↓PPI↓，宏观经济周期处于“弱衰退”阶段	衰退后期、复苏前期
PPI		
社融/M2	货币政策处于“紧信用+宽货币”政策组合	宽财政加码，从宽货币到宽信用
DR007		
股权风险溢价率	股债性价处于相对中性位置，股票略占优	

FED模型——股债风险溢价率

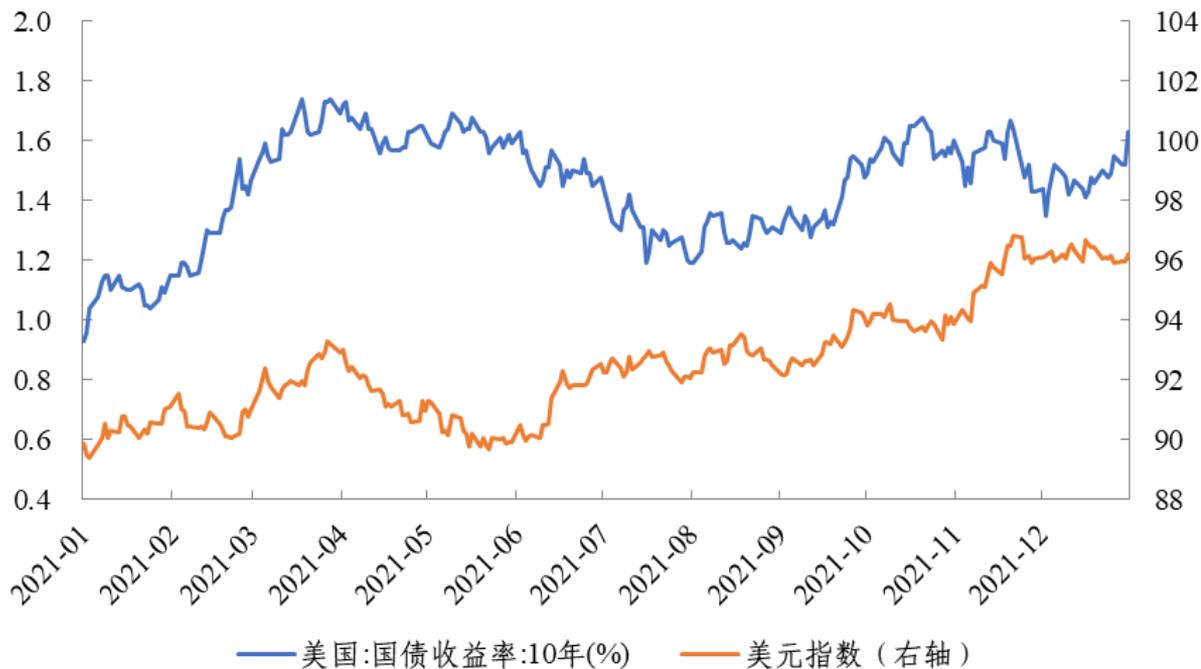
- 该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。目前，股债性价比有利于股票。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率



美债收益率+美元指数

- 美债利率：加息窗口打开将继续推动利率上行；
- 美元：偏强震荡为主



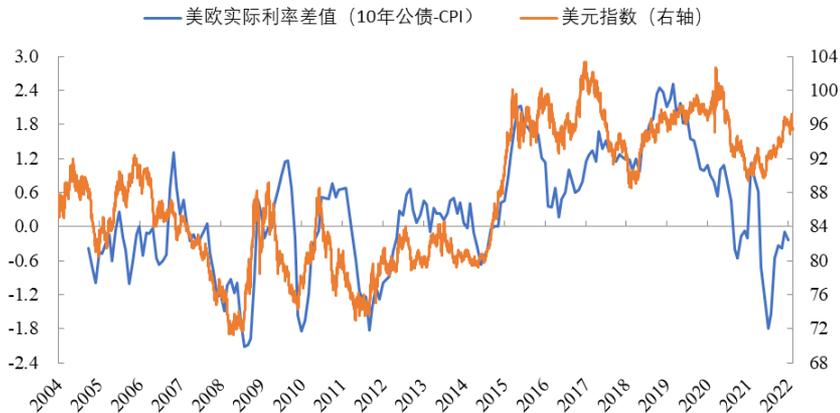
美债收益率：加息窗口打开将继续推动利率上行

- 一方面，美国1月非农就业数据远高于预期，劳动力市场向好。美国劳工部公布数据显示，美国1月季调后非农就业人口增46.7万人，预期增12.5万人，大超预期；
- 另一方面，美联储鹰派表态。1月议息会议，美联储维持基准利率不变，但美联储表示预计很快就会适当地提高利率，美联储将继续减缓资产购买速度，预计于3月初结束资产购买，缩表将于加息启动后开始。
- 鲍威尔讲话要点：预计3月初完成Taper；如果条件合适，委员会打算在3月份的会议上提高利率，并认为可以在不破坏就业市场的情况下提高利率，不排除FOMC每次会议都加息的可能性；美联储会在加息之后开启缩表，可能会更早、更快地进行缩表。

美元指数以偏强震荡为主

- 对于美元来说，在加息落地之前，美元仍将以偏强震荡的走势为主。一是历史经验表明，在加息落地之前，美元指数基本上都维持了震荡上涨形态；二是美欧货币政策的边际分化、美欧利差的走阔依然能够对美元构成支撑。
- 但是，美元的涨幅预计不会太高。一方面，市场无论是对美联储的加息还是缩表都有了比较强的预期，市场对此也已经有所定价。另一方面，美欧经济意外指数之差呈现出了“欧强美弱”格局而且暂未看到逆转的苗头，可能会对美元指数带来压力。

美欧利差上行，利好美元



美欧经济意外指数呈现“欧强美弱”格局



权益市场：处于蓄势期，可以保持一份乐观

- 总体上，经过一波调整后，2月A股表现预计将略有回暖，整体处于蓄势期，可逐步增加权益资产的配置。一是2、3月份由于召开两会政策面偏暖；二是节前制约股市的节前效应等有所消退；三是自2000年至2021年，Wind全A指数2月份上涨概率达到77%，远高于其他月份。
- 投资主线上，一是稳增长扩内需的大消费、新老基建链、银行地产链将有阶段表现；二是煤炭等低估值高分红资源类行业；三是布局困境反转行业，疫情对经济的冲击在边际下降，全球供给冲击和产业链可能逐步修复，受疫情影响以及供应链受阻等因素影响的板块有望迎来困境反转，如交运等；四是新能源、军工、半导体等科技成长行业，经过回调后将进入年报业绩披露阶段，存在部分业绩超预期兑现的机会。

债券市场：低位震荡，警惕拐点出现

- **利率债方面**：经济面临下行压力，基本面回落的趋势仍在延续，同时央行对资本面呵护的意图明显，目前均利好债券。但一季度可能会有宽信用的干扰，这一因素还在观察期内。且10年期国债利率已突破2.7%的低位，进一步下行空间有限。
- **信用债方面**：城投 > 产业 > 地产。信用债配置上，以高等级城投为主，搭配精选产业债。信用风险方面，地产信用风险尚未完全化解，个别民企的流动性压力还在，需要警惕个别房企债券违约风险。其次，受土地市场冷却影响，年内财政收入或受到影响，地方财政压力上行，尾部城投平台债券风险可能较上升，需要时刻关注风险的边际变化。

商品市场:稳增长和地缘因素助推工业品走强

- ❑ 原油：春节期间，国际原油继续上涨，布伦特原油期货最高触及93.7美元/每桶，再创七年新高，并录得连续第七周上涨。其原因有：供给端，以沙特和俄罗斯为首的OPEC+坚持三月增产40万桶/日，拒绝超量增产，且部分欧佩克成员国难以按照配额增产；东欧和中东部分国家的地缘政治紧张局势持续升温，也给能源供应带来不确定性。需求端，寒冬背景下供暖需求大幅增长，而欧洲天然气供给紧缺，能源缺口转化为原油的替代需求，从而导致基本面趋紧。短期油价或维持强势，标配+。
- ❑ 黑色系：国内稳增长重回中心，货币、财政等逆周期政策出台，带动预期回暖，并对冲地产下行压力，对商品价格特别是黑色系有一定支撑，标配+。
- ❑ 贵金属：处于加息预期与高通胀的拉锯之中，黄金或呈区间震荡行情，标配或标配-。

An aerial view of a city skyline, likely Chicago, with a large, semi-transparent silhouette of a person's head in the background. The word "THANKS!" is centered in a large, bold, black font within a red rectangular frame. A small white triangle points upwards from the bottom center of the frame.

THANKS!