

# 降准落地，关注权益修复

——4月资产配置月报

2022年4月

## 要点：

### ○ 市场情况：

权益：多空交织，底部震荡为主  
债券：双降预期下，短端下行较快  
商品：高位震荡

魏文臻杰  
博士后工作站

### ○ 宏观数据：

生产端：短暂回落，被动累库  
投资端：制造业韧性、基建加码  
消费端：疫情冲击，大幅回落  
出口端：连续放缓，韧性略显乏力  
社融：总量超预期，基建驱动  
资金面：回笼为主，资金较松

### ○ 配置建议：股票>商品>债券

权益：目前胜率将有所提高，宽基指推荐 2000 及 300 做中线配置；  
债券：降准落地，注意止盈，调整下，信用债不建议拉久期；  
商品：黑色在基建地产政策利好下，依然具有空间，短期在疫情影响下存在回调风险，建议逢低再入。

分类	高配		中性		低配		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	宽基指数	√					多数宽基指数PE均重塑到底部，可关注国证2000、沪深300 老基建在政策利好下，依然可逢低介入；地产有触发超买，可阶段性止盈 尽管科技目前估值性价比有所凸显，保守者可做右侧配置 拥挤度及风险溢价均较高，建议再等调一调 估值依然还是不便宜，可关注地产后周期的家电表现
	基建地产		√				
	科技	√					
	新能源		√				
债券	大消费			√			短期内利好出尽，注意止盈
	利率债		√				下沉>久期，隐债结构重的城投主体可下沉区域，民企地产右侧交易
商品	信用债	√					地缘冲突再起，不可预测因素偏多，中性对待，
	能化			√			宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹，回调后的双焦
	黑色	√					与新能源产业链相关的铝，逢低再入
	有色			√			油粕依然处于供需缺口中，粕类已有所调整，可逢低介入
	农产品			√			

# 一、市场回顾及重要事件

## 1、市场回顾

截至 4 月 15 日，在政策+疫情的多空叠加下，权益以底部震荡为主，大盘在 3200 点附近上下波动，整体还是情绪交易为主。

债券在降准降息的预期下，下行为主，受资金价格持续走低及期限利差较窄驱动，短端比长端下行较快，而信用债也跟随利率债收益率下行，进行了整体式的修复。

商品方面，震荡为主，受地缘冲突加剧影响，布油又从 100 下方快速上行；而与基建相关的黑色由于疫情累库，又叠加政策利好，在高位震荡；农产品中油强粕弱。

图表 1：各类资产表现

			权益											
品种	2021年度	2022T	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04
% 沪深300	-5%	-15%	4%	-2%	-8%	0%	1%	1%	-2%	2%	-8%	0%	-8%	-1%
中证500	16%	-18%	4%	1%	-1%	7%	-2%	-1%	3%	1%	-11%	4%	-8%	-4%
上证50	-10%	-10%	5%	-4%	-10%	-1%	3%	2%	-3%	3%	-7%	1%	-6%	1%
创业板指	12%	-26%	7%	5%	-1%	-7%	1%	3%	4%	-5%	-12%	-1%	-8%	-7%
300成长	-5%	-24%	4%	0%	-10%	-4%	4%	0%	1%	2%	-13%	1%	-11%	-3%
300价值	-4%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	1%	-2%	-3%	5%	-2%	0%	-4%	2%
300周期	-5%	-4%	5%	-5%	-8%	6%	-1%	0%	-3%	3%	-3%	1%	-4%	2%
300消费	-9%	-14%	6%	-7%	-20%	-5%	14%	3%	1%	5%	-8%	-2%	-8%	5%
			债券											
品种	2021年度	2022T	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04
BP 国债10Y	-36.75	-1.75	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.55	-14.82	-4.96	-7.32	7.28	1.27	-2.99
国债5Y	-34.20	-8.65	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	-8.28	-22.77	12.90	6.28	-5.07
国债1Y	-23.10	-25.11	5.22	1.79	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-6.36	-0.34	-29.22	9.34	8.57	-13.81
AAA3	-52.43	0.59	-15.10	4.30	-32.84	2.14	8.60	3.69	-14.27	-9.18	-17.12	15.60	16.87	-14.76
AA+3	-76.43	-0.38	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	9.62	1.69	-13.26	-10.20	-13.11	9.60	20.88	-17.76
AA3	-55.43	-28.38	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	15.63	2.70	-12.26	-18.20	-17.11	-2.38	5.87	-14.76
% 中证转债	18%	-9%	3%	0%	3%	4%	0%	0%	5%	2%	-2%	-1%	-5%	0%
			商品											
品种	2021年度	2022T	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	2022.03	2022.04
% 南华商品	21%	27%	1%	1%	3%	-2%	4%	-2%	-5%	5%	7%	4%	10%	3%
南华农产品	15%	18%	1%	-1%	4%	1%	5%	6%	-3%	2%	6%	6%	2%	3%
南华能化	33%	27%	0%	5%	6%	1%	19%	-10%	-9%	6%	8%	6%	10%	2%
南华工业	26%	27%	0%	3%	5%	-1%	11%	-8%	-7%	6%	9%	3%	12%	2%
南华黑色	10%	33%	-3%	5%	5%	-1%	5%	-16%	-4%	6%	13%	-3%	18%	3%

资料来源：Wind, 百瑞信托

## 2、重要事件

- 1) 3 月 16 日金稳委召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题，维稳资本市场。
- 2) 3 月 29 日国常会提出要用好政府债券，发挥专项债效能。
- 3) 3 月 30 日央行召开一季度货币政策例会，强调货币政策主动应对，提振信心。
- 4) 4 月 11 日，三部委联合发布《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》，要求营造良好发展环境，稳定企业预期；同时要求，增进价值回归，稳定

投资者预期。

5) 央行宣布将于 4 月 25 日下调存款准备金率 25BP，降低银行成本，维稳经济。

## 二、宏观环境

### 1、疫情冲击，偏弱运行

一季度 GDP 增长 4.8%，较去年四季度回升 0.8pcts，主要也是受去年低基数影响。而 3 月经济数据因受疫情干扰，整体均偏弱运行，只有投资端显示较强韧性，具体来看：

#### 生产端：短暂回落，被动累库

3 月工业增加值同比略有增长，当期 6.5%（前值 7.5%），从三大门类来看，采矿业在保供稳价政策驱动下，持续走高；制造业受疫情扰动，出现回落；而电热气水业继续回落。由于吉林、上海为疫情严重区域，也是汽车生产重镇（一汽、上汽等），导致汽车产业链出现短暂停工，尽管上汽已启动复工复产压力测试，但要带动整个产业链非一朝一夕，预计 4 月数据还是较难修复。

3 月 PMI 为 49.5（前值 50.2），回落至枯荣线下方，从分项数据来看，生产端受疫情有所放缓，需求端仍处于收缩阶段，库存端被动累库。

#### 投资端：制造业韧性，基建加码

3 月固定资产投资增速同比显著回升，当期 9.3%（前值 12.2%），尽管有所下滑，但依然处于高增状态（因为去年 1-2 月基数低）；从分项数据来看，固定资产投资同比高增长主要靠制造业、基建投资提振，体现制造业韧性及逆周期力度加码，而地产投资仍在下滑，我们认为在地产销售还未出现拐点前，地产投资较难修复。

#### 消费端：疫情冲击，大幅回落

3 月社会消费品零售总额在疫情冲击下，同比下降 3.5%（前值 6.7%），下滑 10.2pcts，从分项来看，只有粮油、医药等必需品增速未降，餐饮收入受疫情影响，同比下降 16.4%，社零大头的汽车也出现了负增长，降幅 7.5%，另外，在地产销售还在持续回落下，地产后周期的装修、家具等也在持续下行。目前疫情还未出现拐点，预计 4 月消费依然会停留在负区间。

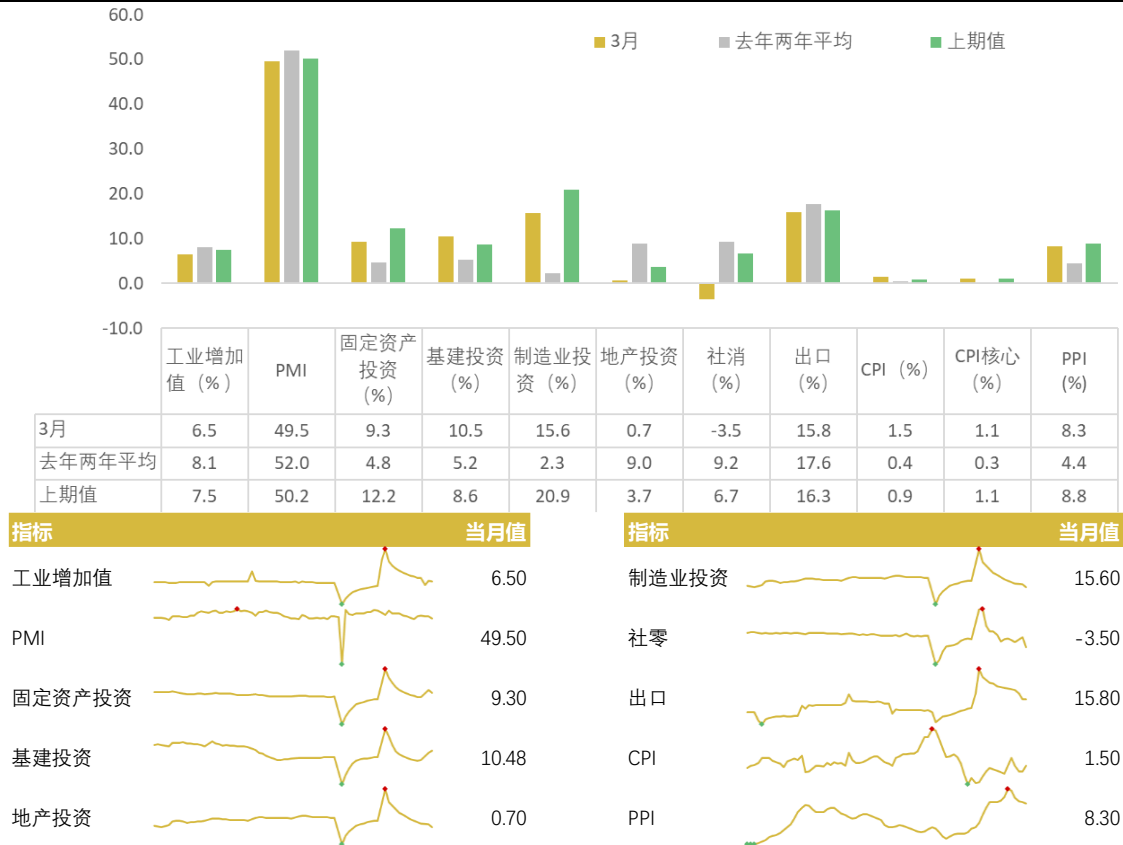
价格方面，CPI 走高而核心 CPI 走平，主要是受疫情影响，导致部分区域物流受阻，导致菜价上涨，后续随着疫情稳定物流疏通后，菜价将回落。

#### 出口端：连续放缓，韧性略显乏力

3 月出口较前期有所回落，同比增长 15.8%（前值 16.3%）。分产品来看，机

电产品类、出行类出口支撑性较强，房地产相关和宅经济出口增速依然在负区间，而钢材受冬奥现产及国内基建提速，出口增速大幅减弱。预计上半年依然能保持较好韧性，但下半年随着海外补库周期淡去，韧性将有所存疑。

图表 2：疫情冲击，偏弱运行



资料来源：Wind，百瑞信托  
注：CPI、PPI 未做两年处理，为去年同期值

图表 3：PMI 环比变动



资料来源：Wind，百瑞信托

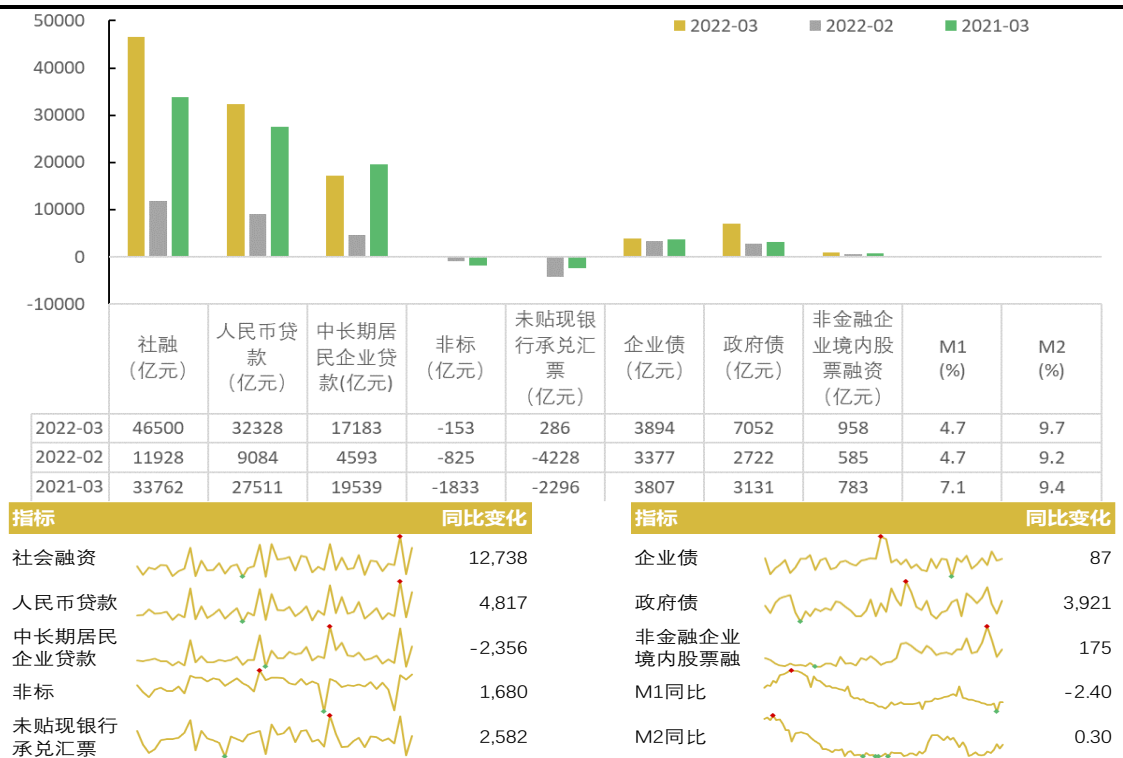
## 2、社融总量超预期，主要投向基建，资金不紧

3月我国新增社会融资规模4.65万亿元，比去年同期多增1.28万亿元。社融存量同比10.6%，斜率略低于同样是政策前置得2020年。多增部分主要是人民币贷款、（非标+票据）及政府债券贡献。其中，人民币贷款同比多增3951亿元，而（非标+票据）多增4262亿元，政府债券同比多增3921亿元。我们认为，政府、企业杠杆同步上升主要是基建的融资需求驱动。

从结构来看表现为“企业强，居民弱”：企业短期及中长期贷款同比均多增，主要是投向实体贷款有关（因为按揭贷款需求还是偏弱，为投向地产），而居民贷款方面，中长期贷款及短期贷款均同比少增，主要是受国内疫情反复及购房意愿偏弱等因素制约影响。

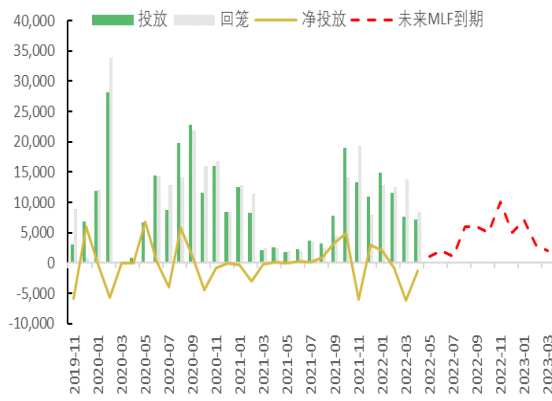
资金方面，央行净回笼为主，但资金不紧。截至4月15日，央行公开市场操作净回笼7200亿元（央行投放2600亿元，回笼9800亿元）。本月MLF等量续作，尽管价格未降，但降准落地，降幅25BP，略低于市场预期，可能跟疫情导致对实体经济刺激较弱，及中美利差倒挂等因素考量，后续应该还有结构性宽松政策出台。资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，季末结束，大行融出较多，4月R001为前紧后松态势，上中旬的月均值为1.68下行27bp（前值1.95）。

图表4：金融数据情况



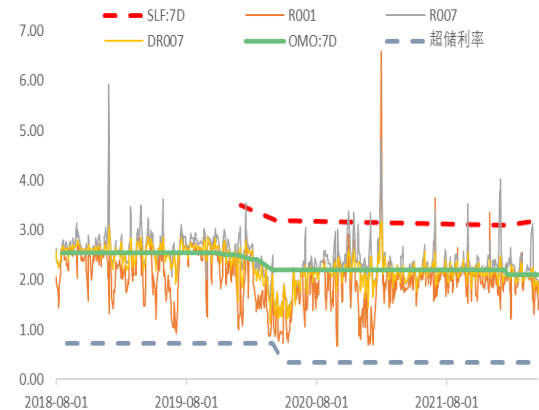
资料来源：Wind，百瑞信托

图表 5：公开市场操作（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 6：利率走廊（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

### 三、配置建议

图表 7：配置建议

分类	高配		中性		低配		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	宽基指数	√					多数宽基指数PE均重塑到底部，可关注国证2000、沪深300 老基建在政策利好下，依然可逢低介入；地产有触发超买，可阶段性止盈 尽管科技目前估值性价比有所凸显，保守者可做右侧配置 拥挤度及风险溢价均较高，建议再等调一调 估值依然还是不宜，可关注地产后周期的家电表现
	基建地产		√				
	科技	√					
	新能源		√				
	大消费			√			
债券	利率债		√				短期内利好出尽，注意止盈 下沉>久期，隐债结构重的城投主体可下沉区域，民企地产右侧交易
	信用债	√					
商品	能化			√			地缘冲突再起，不可预测因素偏多，中性对待， 宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹，回调后的双焦 与新能源产业链相关的铝，逢低再入 油粕依然处于供需缺口中，粕类已有所调整，可逢低介入
	黑色		√				
	有色		√				
	农产品		√				

资料来源：百瑞信托

#### 1、权益市场

指数方面，截至 4 月 15 日，权益以震荡行情为主，宽基指数 PE 变幅不大，其中，中证 1000、创业板指降幅靠前；而概念指数中，科技龙头指数、茅指数、新基建指数的 PE 降幅较大；另外受地产“因城施策”逐城放松及降准刺激，地产指数 PE 上升较快。我们认为降准落地后，将降低银行成本，后续会有更多结构性宽松政策出台，刺激实体经济，权益将迎来修复性行情，但需关注疫情拐点。

我们选取了衡量市场多空力量的能量指标 AR，衡量市场心理波动的情绪指标 PSY，衡量资金流向的景气指标 MFI，作为观测市场情绪的变量。其中 AR、PSY 使用的中周期参数，MFI 使用的短周期参数。整体来看，1) 大多数样本指数 AR 均有所改善，除了科技龙头、中证 1000、宁组合和新基建外，而老基建、房地产、银行指数更是出现了超买信号，结合当前 PE 分位数来看，地产指数确

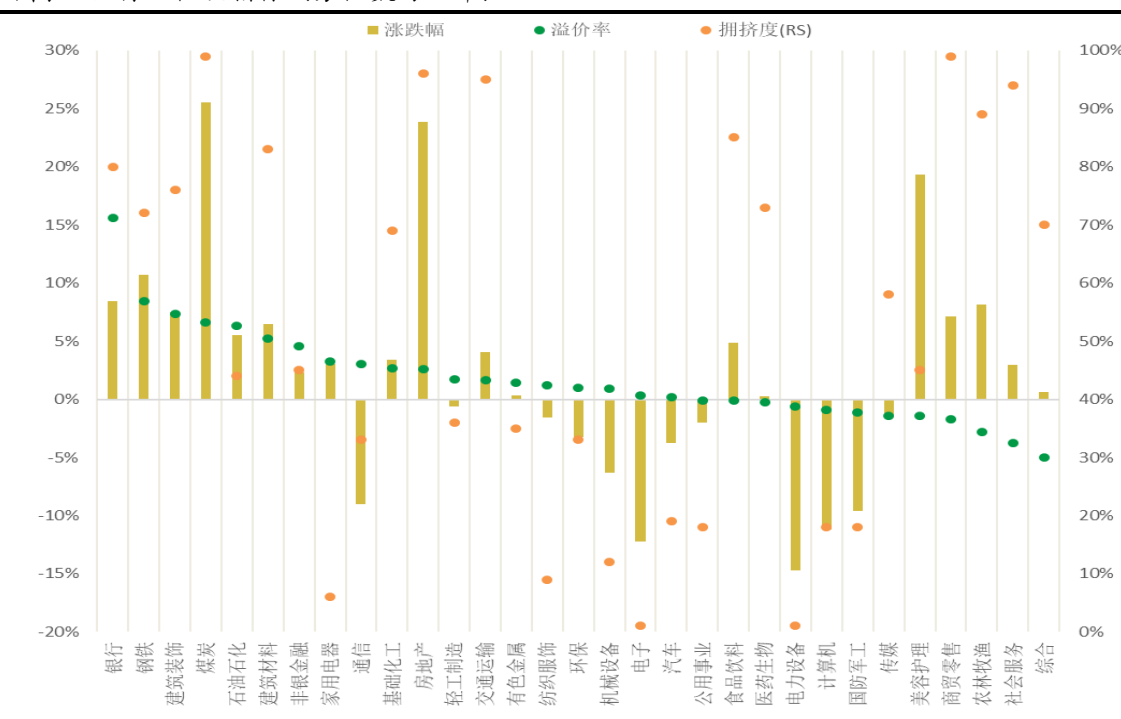
实有些超买了，后续需要关注政策改善下的地产销售变化情况；另外，科技、新基建从估值和情绪指标来看，均在底部位置。2) 由于市场整体为底部震荡为主，而 PSY 反应的是观测周期内的上涨意愿，所以该指标只有银行、地产、老基建、大消费、上证指数有所改善，其他依然在走弱。3) MFI 方面，显示宽基指数中上证、沪深 300、中证 500、中证 1000、国证 2000 的资金景气有所改善，而概念指数中，医药及地产有所改善。

图表 8：样本指数估值、能量、情绪及量价指标

指数名称	PE	分位数%	PE变动	AR	AR变动	PSY	PSY变动	MFI	MFI变动
上证指数	12.37	32.58	0.29	164	57	58	8	58	13
深证综指	31.40	33.28	0.10	130	20	46	-8	37	-8
创业板指	47.73	34.35	-3.09	160	17	38	-8	29	-22
上证50	10.28	57.77	0.39	195	78	50	0	46	0
沪深300	12.29	49.40	0.33	171	60	42	-8	53	6
中证500	17.44	2.02	0.42	130	25	50	-4	37	4
中证1000	28.40	9.21	-1.32	111	-8	42	-13	52	14
国证2000	34.37	9.39	0.16	121	4	42	-13	44	0
科技龙头指数	22.26	0.00	-7.98	86	-27	38	-13	60	0
医药生物	28.58	5.76	0.92	195	47	50	-4	54	8
大消费指数	34.71	75.78	0.10	195	73	54	8	47	-16
茅指数	27.49	82.35	0.15	172	55	38	-8	47	-15
宁组合	66.47	60.43	-5.68	168	-11	46	0	39	-25
老基建指数	9.18	27.77	0.78	180	65/超买	50	13	37	-10
新基建指数	23.32	0.65	-2.05	90	-21	33	-17	30	-16
房地产指数	17.35	72.48	6.26	363	213/超买	63	21	59	7
银行指数	5.46	17.98	0.34	233	122/超买	63	25	61	0

资料来源：Wind，百瑞信托

图表 9：行业板块指标（分位数为 1 年）



资料来源：Wind，百瑞信托

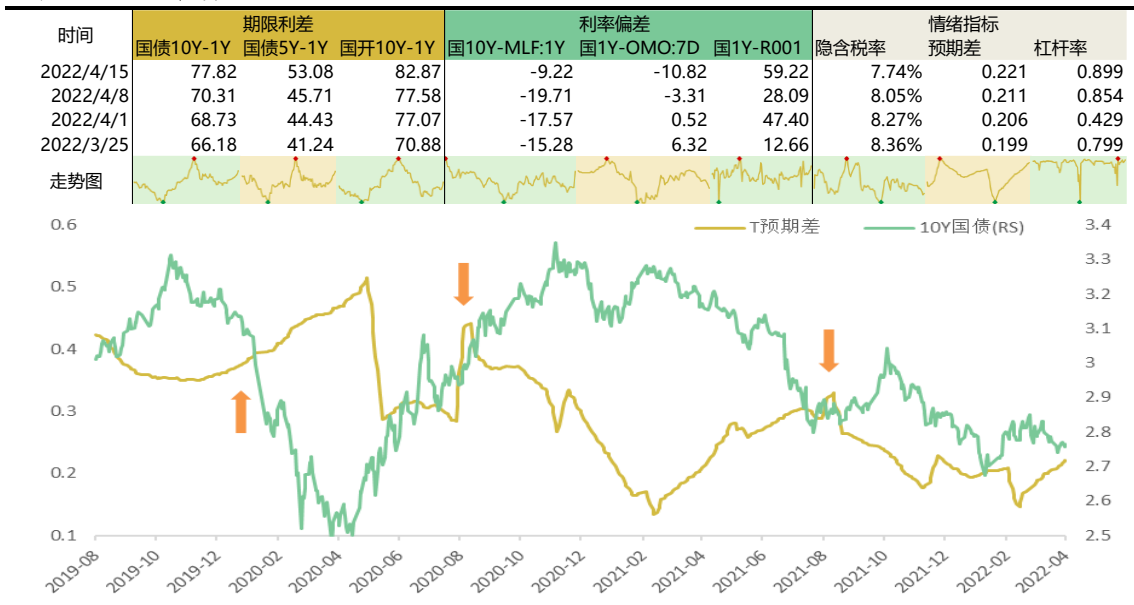
行业板块方面，我们抓取换手率分位数来测算拥挤度，用（市盈率倒数-10Y 国债收益率）来衡量风险溢价率，如果按照这两组指标来做配置建议：

- 1) 高溢价率+高拥挤度的行业：银行、煤炭、钢铁、建筑装饰、建筑材料、房地产，可择机适当降低仓位；
- 2) 高溢价率+低拥挤度的行业：非银、石油石化、通信及地产后周期的家用电器，可考虑逢低介入；
- 3) 低溢价率+高拥挤度的行业，商贸零售、社会服务、农林牧渔，需关注盈利改善情况。

## 2、债券市场

3 月社融数据超预期，从结构上来看，主要是基建的融资需求驱动，而宏观数据则受疫情冲击，均出现回落，只有投资端较为韧性。周末降准落地，但幅度低于预期，年初以来，央行态度略显稳健偏中性，可能原因有二：一是随着欧美央行加息缩表的提速，为稳汇率幅度不易过大，二是疫情冲击下开工率下行，导致政策效果不佳，为后续预留空间。我们认为债市短期内交易性行情将进入尾声，需要做好止盈，另外，利率债期限利差已经走阔很多了，短债可能面临较大调整。在央行降准减低商业银行成本，以及国内疫情扩散导致物流停滞、开工率走低，需求端走弱的背景下，我们认为后续还能看到系列结构性宽松政策出台来稳经济，所以将经济企稳预期从二季度延后至三季度，而债券中线来看，待经济数据企稳可能调至 3.0 附近。

图表 10：利率债指标



资料来源：Wind，百瑞信托



信用债方面，在降准降息预期下，4月利率债收益率下行，信用债也如上月咱们的预期一致，进行了整体性的修复，但在目前位置，我们认为10Y国债收益率下行空间较窄了，后续或存在调整窗口。另外，多地地产政策有所松绑，但销售拐点还未出现，权益市场中地产指数已提前反应，但地产弱资质主体现金流依然还未改善，需进一步观测；国内疫情多地扩散，稳经济及保就业压力较大，宽信用依然会持续进行。

基于此判断，我们认为后续下沉策略会优于久期策略。1) 城投债方面，依然建议挖掘隐债占比较高的城投主体的投资机会，下沉可以考虑江浙县区、天津、云南等区域；2) 地产债方面，分化严重，目前具有性价比的只有资质较差的主体了，赔率较高，但鉴于地产政策边际松绑，可以考虑右侧建仓；3) 其他产业债方面，钢铁、有色在政策红利的背景下，均处于景气赛道，可逢低介入，其次依然推荐净利持续改善的电子行业，以及可能会改善的汽车行业。

图表 11：信用债指标

行业	2022-04-14 行业利差分位数%			2022-03-16 行业利差分位数%			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021H	2021Q3
计算机	33			32			-7.27	1.03	0.74
轻工制造							-5.65	1.18	0.02
交通运输	15	13	49	27	37	52	0.37	1.04	0.87
医药生物	8	44		21	54		2.43	4.48	3.52
房地产	28	12	2	37	17	0	1.35	0.99	0.47
电力	30	24		54	27	3	2.09	1.76	1.05
有色金属	6	1		11	69		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	93	63		94	68		2.96	1.91	0.25
建筑装饰	13	6	0	16	8	12	0.89	0.57	0.21
钢铁	7	19		7	49		2.99	7.10	5.74
煤炭开采	6	0		10	1		1.73	3.82	4.03
非银金融	33	23		40	25		1.97	1.27	0.65
新能源	11	24		14	26				
电子	43			51			3.13	4.66	3.91
投资平台	38	16	83	50	18	89			
环保工程及服务	51	4	11	49	8	16	0.65	0.65	0.56
休闲服务	28	11		37	12	4	-0.36	-0.23	-0.42
汽车	80	88		80	94		0.43	1.51	1.72
机械设备	4			10			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	10	23		15	26		7.61	7.47	6.93
化工	3	90	38	15	93	70	2.21	5.88	5.18
食品饮料	17	5	2	32	8	5	4.80	5.72	5.02
国防军工	1			19			1.41	1.84	0.75
商业贸易	15	38		17	58		1.21	1.44	0.97
传媒	2	31		15	22		-1.63	2.49	2.08
电气设备	17	8		24	7		2.66	3.86	3.70
燃气	10	26		19	31		2.42	2.00	1.22
通信	48			54			1.78	2.90	2.82
家用电器							1.81	1.83	1.80

资料来源：Wind，百瑞信托

### 3、商品市场

能化方面，地缘冲突再起，布油也从 100 下方快速上升，波动及不可预测因素较大，在此背景下将原油列为中性判断；而化工方面，需求依然偏弱，存在一定程度累库，所以化工暂时也列为中性判断，可关注后续经济企稳情况，或对需求有所提振；基差率方面，TA、MA、短纤较高，存在一定支撑。

黑色方面，在基建、地产政策利好下，消费端数据将回暖，只是当下受疫情影响还未改善，可等待疫情拐点做多；基差率中，动力煤、不锈钢、玻璃较高。

有色方面，重点推荐新能源材料的铝机会，铝方面，由于欧洲天然气价格较高导致电价还在高位，且国内电解铝产量也在低位，但由于疫情导致部分累库，可逢低再介入；基差率中与基建相关的硅铁较高。

农产品方面，重点推荐油粕，原因是受南美大豆产量预估下滑产生的供需缺口，目前粕类已有所回调，可逢低介入。

图表 12：基差率分位数指标（近 3 年）

化工板块													
	LPG	苯乙烯	塑料	PTA	PVC	聚丙烯	乙二醇	短纤	甲醇	沥青	燃油	橡胶	纯碱
2022/4/15	37	52	61	94	49	32	53	80	79	43	2	57	5
2022/3/16	92	79	44	47	35	9	42	22	73	43	17	31	87
变化	-55	-27	17	47	14	23	11	58	6	0	-15	26	-82

黑色板块								
	动力煤	不锈钢	焦炭	焦煤	铁矿石	螺纹钢	热卷	玻璃
2022/4/15	90	78	13	1	69	60	12	94
2022/3/16	21	31	63	41	74	29	8	88
变化	69	47	-50	-40	-5	31	4	6

有色板块								
	沪铜	沪铝	沪锌	沪铅	沪镍	沪锡	硅铁	锰硅
2022/4/15	11	24	0	21	47	40	63	20
2022/3/16	15	12	0	52	0	40	56	18
变化	-4	12	0	-31	47	0	7	2

农产品板块												
	玉米	花生	豆粕	豆油	菜粕	菜油	棕榈油	郑棉	白糖	生猪	鸡蛋	苹果
2022/4/15	2	90	95	43	15	56	11	72	2	21	45	8
2022/3/16	4	10	97	88	78	79	34	85	13	83	87	14
变化	-2	80	-2	-45	-63	-23	-23	-13	-11	-62	-42	-6

资料来源：Wind，百瑞信托