

社融放量，资产轮动加速

——2月资产配置月报

2022年2月

要点：

○ 市场情况：

权益：低位震荡，板块分化较大；
债券：“宽信用”预期重挫市场；
商品：震荡行情为主，能源、农产品小涨。

魏文臻杰
博士后工作站

○ 宏观数据：

中高频数据显示产需较弱；
社融总量大增，结构欠佳；
资金面压力不大；

○ 配置建议：股票>债券>商品

在前置宽松货币、积极财政政策下，资产轮动在加速运行，目前经济处于“衰退+滞涨—>复苏”过渡阶段，有待一季度数据检验，所以顺位资产表现应该为（商品+债券）向股票过渡。

但权益修复尚需等待经济数据验证，依然推荐中证500、科技做中线配置；

债券方面，短期内在 2.8 位置做拉锯战，若经济数据企稳，则向上到 2.9-3.0 空间，但基于目前中高频数据来看，需求端未见边际改善，后续可关注银行负债成本来判断 LPR 是否再降；

商品方面，已有部分品种在进入小回调，能化处于高位且依赖地缘因素，建议暂避，可关注短线的铝、豆粕及黑色的中线机会。

分类	高配		中性		低配		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	宽基指数		√				部分指数调整得差不多了，中证500性价比比较高 财政逆周期重启，可逢低介入 科技龙头目前估值性价比有所凸显，比如电子 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
	周期	√					
	科技	√					
	新能源		√				
	大消费			√			
债券	利率债			√			2.8拉锯战判断，关注经济数据边际变化 适当下沉，拉久期，隐债结构重得城投主体，及盈利改善主体，民企地产规避
	信用债	√					
商品	能化			√			行情被俄乌冲突绑架，且处于高位，多空来回，建议规避 宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹 与新能源产业链相关的铜、铝，短多机会 南美天气影响，美豆产量预估下调，形成价格支撑，短多
	黑色		√				
	有色		√				
	农产品	√					

一、市场回顾及重要事件

1、市场回顾

截至 2 月 16 日，权益以反弹震荡为主，大盘在靠近 3300 附近表现较强支撑，在 3400 反复考验后站稳 3400，整体维持在 3400-3500 间震荡；但板块分化依然较为严重，在元旦后大跌的悲观情绪及俄乌地缘因素的影响下，中小盘及创业板表现相对不佳。

债券在全面降息提振触及 2.68 后，进入回调，随后 1 月天量社融使得市场“宽信用”预期变热，债券到达 2.8 位置打保卫战。

商品方面，能源到达阶段性高位后表现为反复震荡，而铝、铜等受益于新能源产业链的工业品也处于高位震荡，与基建相关的黑色，双焦由于基本面较好提振，而铁矿石则被发改委喊话约束，农产品中大豆、玉米依然受益于天气及供应不足推动行情。

图表 1：各类资产表现

		权益													
品种	2021年度	2022T	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	
% 沪深300	-5%	-7%	-8%	1%	4%	-2%	-8%	0%	1%	1%	-2%	2%	-8%	1%	
中证500	16%	-8%	-4%	4%	4%	1%	-1%	7%	-2%	-1%	3%	1%	-11%	3%	
上证50	-10%	-4%	-8%	-1%	5%	-4%	-10%	-1%	3%	2%	-3%	3%	-7%	3%	
创业板指	12%	-15%	-7%	12%	7%	5%	-1%	-7%	1%	3%	4%	-5%	-12%	-3%	
300成长	-5%	-12%	-9%	5%	4%	0%	-10%	-4%	4%	0%	1%	2%	-13%	1%	
300价值	-4%	2%	-5%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	1%	-2%	-3%	5%	-2%	3%	
300周期	-5%	1%	-7%	-1%	5%	-5%	-8%	6%	-1%	0%	-3%	3%	-3%	3%	
300消费	-9%	-6%	-9%	4%	6%	-7%	-20%	-5%	14%	3%	1%	5%	-8%	2%	
		债券													
品种	2021年度	2022T	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	
BP 国债10Y	-36.75	1.38	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.55	-14.82	-4.96	-7.32	8.71	
国债5Y	-34.20	-11.22	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	-8.28	-22.77	11.55	
国债1Y	-23.10	-31.50	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-6.36	-0.34	-29.22	-2.28	
AAA3	-52.43	-7.92	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	2.14	8.60	3.69	-14.27	-9.18	-17.12	9.20	
AA+3	-76.43	-9.91	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	9.62	1.69	-13.26	-10.20	-13.11	3.20	
AA3	-55.43	-19.91	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	15.63	2.70	-12.26	-18.20	-17.11	-2.80	
% 中证转债	18%	-5%	0%	1%	3%	0%	3%	4%	0%	0%	5%	2%	-2%	-2%	
		商品													
品种	2021年度	2022T	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01	2022.02	
% 南华商品	21%	8%	-7%	7%	1%	1%	3%	-2%	4%	-2%	-5%	5%	7%	1%	
南华农产品	15%	8%	-8%	5%	1%	-1%	4%	1%	5%	6%	-3%	2%	6%	2%	
南华能化	33%	10%	-7%	4%	0%	5%	6%	1%	19%	-10%	-9%	6%	8%	2%	
南华工业	26%	9%	-5%	7%	0%	3%	5%	-1%	11%	-8%	-7%	6%	9%	0%	
南华黑色	10%	10%	-1%	11%	-3%	5%	5%	-1%	5%	-16%	-4%	6%	13%	-3%	

资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

2、重要事件

- 1) 国常会：部署煤电油气运保障和市场保供、减税降费为企业纾困
- 2) 银保监会召开 2022 年工作会议，指出，促进国民经济良性循环，在金融领域为资本设置“红绿灯”
- 3) 两部门发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，保障性租赁住房再获政策支持

4) 《2021 年第四季度货币政策执行报告》：稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度。

二、宏观环境

1、中高频数据显示产需不佳

因为 1 月宏观数据与 2 月一起合并披露，所以，这个月的宏观只能从中高频数据来看，我们提取 30 城商品房成交面积、100 城土地成交面积、乘用车销量来作为需求指标；用电炉开工率、唐山高炉开工率、PTA 开工率、样本钢厂钢材产量作为生产指标；用 SCFI、CCFI 来观测出口。

整体来看，1 月中旬到 2 月中旬以来，需求方面，乘用车销量同比略微反弹，但 30 城商品房成交面积、100 城土地成交面积同比降幅依然还在扩大，而生产方面，开工率均处于低位；出口方面，SCFI 改善、CCFI 不佳。

价格方面，1 月 CPI、PPI 均较上月有所下降，核心 CPI 依然维持 1.2 不变。

图表 2：CPI、PPI 均降



资料来源：Wind，百瑞信托

注：CPI、PPI 未做两年处理，为同期值

图表 3：PMI 环比变动



资料来源：Wind，百瑞信托

2、社融总量大增，结构欠佳，资金面尚可

1 月，新增社融 6.17 万亿元，同比增加 9816 亿元，主要是靠企业债和政府债多增 5471 亿元及人民币贷款多增 4000 亿元拉动，但人民币贷款结构欠佳，居民短贷和中长期贷款增量均弱于去年同期，少增 4296 亿元，企业增量尚可，主要是短贷多增，中长贷同比只多增 600 亿元，显示实体经济自身融资需求依然较弱。1 月 M1 同比增速从 2021 年 12 月的 3.5% 回落至 -1.9%，剔除春节错位的影响之后，1 月 M1 同比增长 2%，而环比（非年化）增速从 2021 年 12 月的 0.4% 明显回落至 -4.4%，显示企业现金流状况有所恶化。

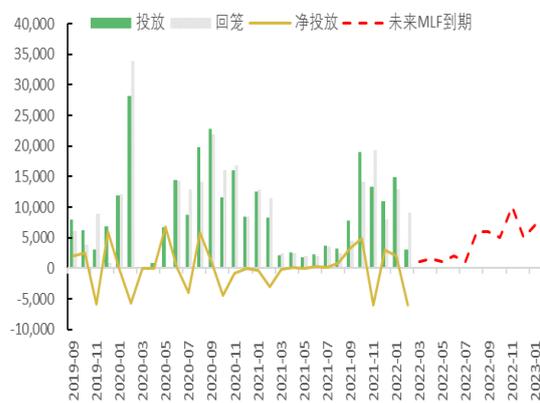
2 月 15 日央行超量续作 MLF，利率持平。截至 2 月 16 日，央行公开市场操作净回笼 9600 亿元（央行投放 4400 亿元，回笼 14000 亿元），主要回笼的是跨年资金。资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，2 月 R001 月均值为 1.92 下行 10bp（前值 2.02），DR001 月均值为 1.86 下行 9bp（前值 1.95）。整体来看，月初资金较松，央行主要以回笼资金为主，但进入中旬后，央行通过连续千亿级放量续作来应对缴税及 MLF 到期，资金面尚可。

图表 4：金融数据情况



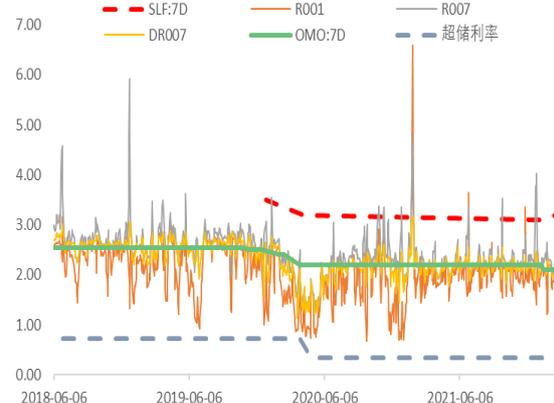
资料来源：Wind，百瑞信托

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

从目前宏观形势来看，宏观数据表现为：社融触底反弹+GDP 探底（两年平均）+能源紧张+海外通胀，也就是处于“衰退+滞涨—>复苏”过渡阶段，按美林时钟逻辑，顺位资产表现应该为（商品+债券）向股票过渡；并且目前资产价格的点位也比较支持：债券（净价）、商品已处于历史较高位置，而 Wind 全

A 市盈率在历史偏低位置，所以，在前置宽松货币、积极财政政策下，如果一季度经济数据能触底反弹，那么权益应该能接过第一顺位。

图表 7：配置建议

分类	高配		中性		低配		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益							部分指数调整得差不多了，中证500性价比比较高 财政逆周期重启，可逢低介入 科技龙头目前估值性价比有所凸显，比如电子 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
宽基指数			√				
周期		√					
科技		√					
新能源			√				2.8拉锯战判断，关注经济数据边际变化 适当下沉，拉久期，隐债结构重得城投主体，及盈利改善主体，民企地产规避
大消费				√			
债券							行情被俄乌冲突绑架，且处于高位，多空来回，建议规避 宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹 与新能源产业链相关的铜、铝，短多机会 南美天气影响，美豆产量预估下调，形成价格支撑，短多
利率债				√			
信用债		√					
商品							
能化				√			
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 2 月 16 日，权益表现为先下跌后底部震荡行情，宽基指数 PE 都不同程度的下行，其中创业板、科技龙头、医药生物、宁组合、茅指数的 PE 降幅最大，如果从估值分位数的配置角度来看，**中证 500 性价比依然较高**，而且政策也是强调加大小微企业、科技创新、绿色发展的支持，依然利好中小盘成长板块。而概念指数中，除了受益于逆周期的老基建 PE 上升外，其他各类指数 PE 均被下杀，**目前科技龙头配置性有所凸显**，上月提到逢低买入的老基建可考虑再持一段时间，等待宽信用效果，而前期赛道拥挤的茅指数、宁组合风险溢价依然较高，或还需要有部分调整空间。

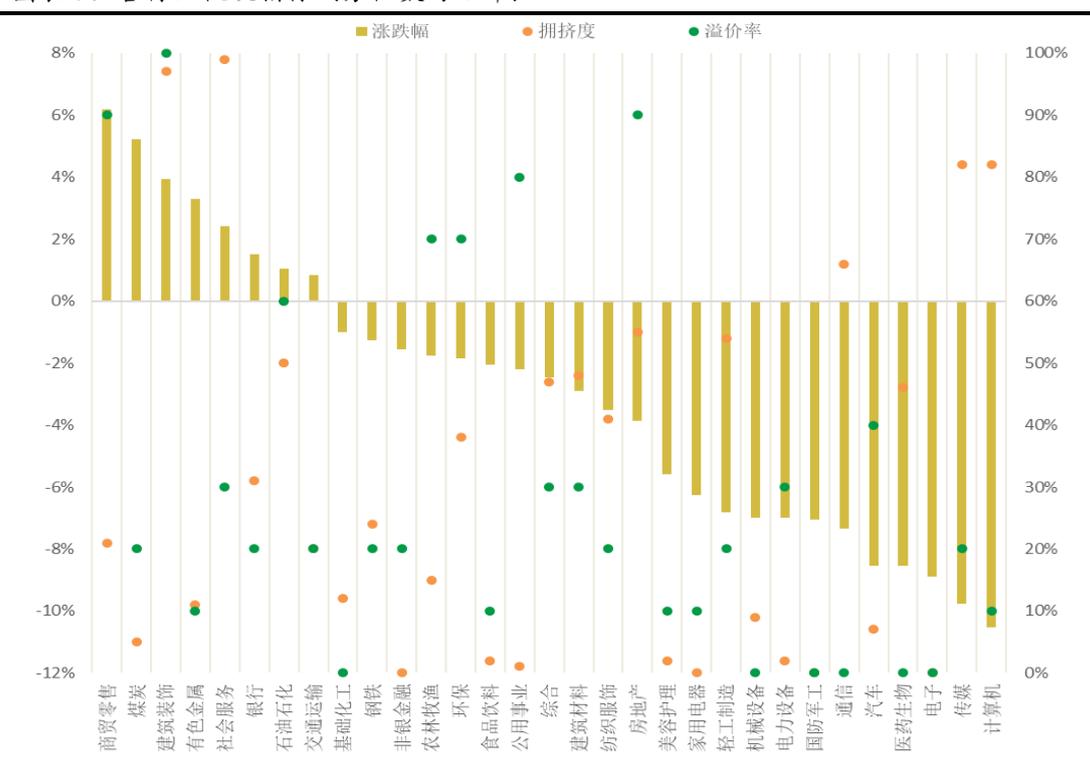
图表 8：各类指数估值及分位数（统计为近 10 年）

指数名称	2022-01-20	10Y	10Y	2022-02-16	2022-01-20	2022-02-16	环比变动
	PE	最高	最低	PE	分位数%	分位数%	
上证指数	13.61	22.98	8.90	13.32	50.91	47.59	-2.14%
创业板指	58.33	137.86	27.04	53.22	67.90	49.32	-8.77%
上证50	11.28	15.04	6.94	11.08	78.56	75.79	-1.80%
沪深300	13.75	19.00	8.01	13.33	75.84	68.67	-3.06%
中证500	19.60	83.24	16.00	18.89	4.07	3.21	-3.65%
中证1000	34.75	144.82	18.94	33.18	15.30	13.11	-4.51%
国证2000	39.10	160.51	23.40	37.74	30.85	22.14	-3.47%
万得全A	19.28	31.79	11.51	18.70	59.42	55.00	-3.00%
万得全A(除金融、石油石化)	29.69	65.89	17.81	28.51	51.52	47.96	-3.97%
科技龙头指数	36.94	69.38	33.02	33.65	8.82	0.31	-8.89%
医药生物	32.96	65.39	23.47	29.79	20.07	8.40	-9.62%
大消费指数	41.45	61.48	18.88	39.53	59.36	53.96	-4.62%
茅指数	32.77	38.87	10.37	30.74	91.81	89.25	-6.18%
宁组合	83.53	134.99	27.33	75.32	79.42	72.33	-9.82%
老基建指数	9.11	10.77	7.54	9.87	43.12	79.91	8.42%

资料来源：Wind，百瑞信托

行业板块方面，我们抓取换手率来测算拥挤度，用市盈率倒数来衡量风险溢价率，如果按照这两组指标来做配置建议的话，目前**建筑装饰、房地产**处于风险溢价、拥挤度均较高的行情，可建议逐渐**降低仓位**；而煤炭、有色金属、基础化工、食品饮料、家用电器、美容护理、机械设备、生物医药则处于风险溢价且拥挤度较低的阶段，但由于煤炭、有色、食品饮料估值在长周期来看依然较贵，不建议配置，所以低溢价率的**军工、电子、化工、生物医药**可以考虑**逢低建仓**。

图表 9：各行业板块指标（分位数为 1 年）



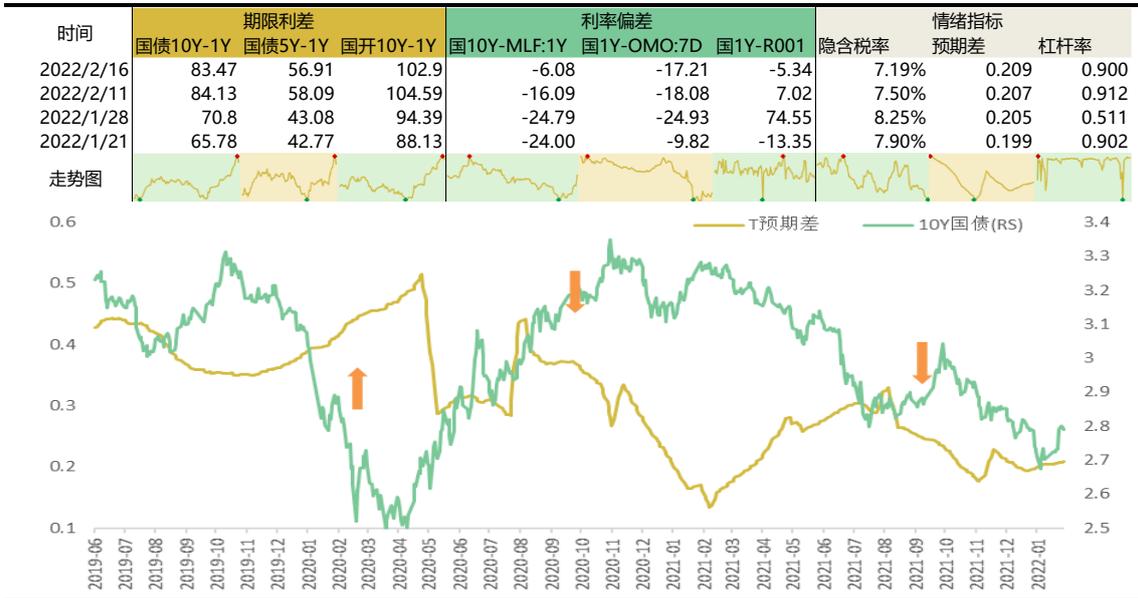
资料来源：Wind，百瑞信托

2、债券市场

1 月社融数据大增背后证实“宽信用”得启动，10Y 国债调整至 2.8 一线，未来应重点关注多空两点，利多因素在：21Q4 货币执行报告强调“引导金融机构有力扩大信贷投放”、“稳定银行负债成本”，同时强调要“重点关注市场利率，而不宜过度关注流动性数量及公开市场操作规模等数量指标”，所以我们认为 LPR 或还有进一步下降的空间，只是时间窗口的问题；而利空因素表现为社融和信贷增长的持续性，以及信贷结构的改善，若宽信用得到进一步确认，则债市还有进一步调整的可能。基于此，我们认为债市短期应当**维持弱势震荡为主，空间为 2.7-2.9**，后期经济数据企稳后可能调至 3.0 附近，而在全面降准降息以及

未来 LPR 或再降的预判下，将全年中枢从此前 2.9 判断下调至 2.85。

图表 10：利率债指标



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 11：信用债指标

行业	2022-02-16 行业利差分位数%			2022-01-19 行业利差分位数%			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021H	2021Q3
计算机	30			39			-7.27	1.03	0.74
轻工制造							-5.65	1.18	0.02
交通运输	28	33	55	22	42	58	0.37	1.04	0.87
医药生物	20	70		18	68		2.43	4.48	3.52
房地产	31	25	1	28	28	3	1.35	0.99	0.47
电力	55	29	2	42	31	7	2.09	1.76	1.05
有色金属	12	70		17	70		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	96	73		96	76		2.96	1.91	0.25
建筑装饰	16	12	18	18	9	58	0.89	0.57	0.21
钢铁	14	59		19	63		2.99	7.10	5.74
煤炭开采	4	0		6	1		1.73	3.82	4.03
非银金融	42	41		39	52		1.97	1.27	0.65
新能源	18	21		15	19				
电子	54			42			3.13	4.66	3.91
投资平台	41	19	93	40	23	95			
环保工程及服务	52	8	28	37	8	35	0.65	0.65	0.56
休闲服务	31	21	12	31	27	13	-0.36	-0.23	-0.42
汽车	77	98		77	99		0.43	1.51	1.72
机械设备	12			27			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	17	34		12	36		7.61	7.47	6.93
化工	26	88	82	23	95	84	2.21	5.88	5.18
食品饮料	39	14	8	38	20		4.80	5.72	5.02
国防军工	18			25			1.41	1.84	0.75
商业贸易	19	66		16	66		1.21	1.44	0.97
传媒	11	24	88	11	23		-1.63	2.49	2.08
电气设备	24	18		21	12		2.66	3.86	3.70
燃气	55	36		50	30		2.42	2.00	1.22
通信	46			42			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

信用债方面，目前货币政策总体宽松，宽信用也在超预期发生，一般信用利差走在投资周期之前，所以信用利差有所收窄。后续需要跟踪宽信用的持续性来判断实体信用是否得以改善，从目前社融结构来看，实体经济的融资需求及企业的现金流依然欠佳，根据 21Q4 货币执行报告来看，为了稳定银行负债成本，避免信贷塌方，LPR 还有进一步下降的空间。基于此判断，我们认为**可以做适当的信用下沉**，一来获取利差收窄的收益，二来可以获得较高的票息。1) 城投债方面，在隐债清零的背景下，建议关注债务结构中，隐债占比较高的城投主体的投资机会；2) 地产债方面，目前短端地产债及国企背景地产债利差已收窄到较低的位置，不太建议再入了，未来民营地产或进一步被国企地产挤压；3) 产业债方面，钢铁、煤炭、有色等行业利差已降至历史低位，但在逆周期扩基建的背景下，钢铁应该还处于景气赛道，可逢低介入，其次依然推荐净利持续改善的行业，比如化工、电子等。

3、商品市场

能化方面，目前原油较为依赖俄乌冲突局势，目前地缘冲突的不确定性依然较高，基于此，将原油列为中性判断；而化工方面，目前开工率均有所回升，但需求偏弱，且对成本端原油价格的依赖较高，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，短纤、TA、EG 较高，存在一定支撑。

黑色方面，近日发改委压制能源和铁矿石通胀，所以短期调整为中性判断，中线还是看多，主要逻辑是供给手春节、冬奥会限产影响，产量处于低位，且目前为基建淡季，后续随着节后复产，钢材消费有望回升；基差率中，焦炭、动力煤较高。

有色方面，重点推荐铝单边逢低短多，一是欧洲持续的能源危机使得部分厂商减产，同时国内电解铝产量也在低位，二是春节后的基建动工将使得需求端有补库需求；基差率中，铜、锡、镍、铝相对较高。

农产品方面，重点推荐豆油粕，原因是受南美大豆产区干旱天气影响，市场机构纷纷下调南美大豆产量预估，在产量大幅下滑的背景下，南美新作大豆平衡表将呈现供需紧张的格局，这对美豆价格形成较强支撑，从而拉动国内豆粕、豆油价格。

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
2022/2/17	98	24	84	97	80	64	80	95	11	61	30	22	4
2022/1/20	91	50	2	35	14	23	33	88	77	33	6	11	18
变化	7	-26	82	62	66	41	47	7	-66	28	24	11	-14

黑色板块								
	动力煤	不锈钢	焦炭	焦煤	铁矿石	螺纹钢	热卷	玻璃
2022/2/17	92	66	81	25	61	67	71	87
2022/1/20	97	2	92	46	81	32	53	88
变化	-5	64	-11	-21	-20	35	18	-1

有色板块								
	沪铜	沪铝	沪锌	沪铅	沪镍	沪锡	硅铁	锰硅
2022/2/17	79	60	14	35	77	82	23	34
2022/1/20	17	21	6	1	24	58	10	22
变化	62	39	8	34	53	24	13	12

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
2022/2/17	17	15	80	68	70	63	6	75	29	18	17	5
2022/1/20	10	14	88	69	69	57	50	30	2	92	80	0
变化	7	1	-8	-1	1	6	-44	45	27	-74	-63	5

资料来源：Wind，百瑞信托