降息节奏超前，挖掘信用修复机会

——1 月资产配置月报

2022 年 1 月

要点：

博士后工作站

◯ 市场情况：

权益：普跌为主，低估值、逆周期上扬；
债券：降息打开收益率下行空间；
商品：能源、黑色、工业品涨为主。

◯ 宏观数据：

生产端：上游修复、被动补库；
投资端：地产下行、基建蓄力；
消费端：持续偏弱，CPI 回落；
进出口端：略有回落、韧性十足。
流动性：社融结构不佳，降息提前到达，资金面尚可；

◯ 配置建议：债券>股票=商品

在衰退+降准降息背景下，债券依然是确定性品种，但利率债收益率下行较快，快触及 2.7 中线，建议阶段性止盈，信用债可下沉挖掘修复机会；
尽管降息政策先行，但权益修复尚需等待经济数据考验，依然推荐中证 500、科技做中线配置；
商品在连续反弹两月后，短期或有小回调，短线仓位可逐步获利，中线可等待回调布局。

分类		高配		中性		低配		备注
		+	-	+	-	+	-	
权益	宽基指数				√			衰退周期，结构性行情为主，中证500性价比较高
	周期		√					财政逆周期重启，可逢低介入
	科技		√					科技龙头目前估值性价比有所凸显，比如电子
	新能源			√				拥挤度及风险溢价均较高，建议再等调一调
	大消费				√			估值依然还是不便宜
债券	利率债			√				降息节奏略超预期，预计节前到达2.7位置，建议阶段性止盈
	信用债		√					明年维稳年，信用风险相对收敛，可关注高盈利行业的表现，适当拉久期
商品	能化			√				原油坚挺，中线还有机会，但化工需求未跟上
	黑色		√					宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹
	有色			√				基差率普降，短多机会
	农产品			√				警惕节后需求不足的回落风险，鸡蛋、油粕相对坚挺

一、市场回顾及重要事件

1、市场回顾

截至 1 月 15 日，权益在元旦后以跌为主，OMO/MLF 降息窗口期有所反弹，跌幅最大的是创业板、300 成长及中证 500，分别下跌 8%、6%、4%；而低估值的 300 价值及逆周期下的 300 价值则分别上涨 3%、2%。

债券则受益于前置的全面降息而大涨，10Y 国债收益率曾一度到 2.71 位置，受宽信用政策环境呵护，信用债也不同程度的修复。

商品方面，在去年 10-11 月的大跌后，能源与黑色主要为反弹行情，目前 WTI 原油已创新高，工业品受环保及矿端因素影响也有较大程度的上涨。

图表 1：各类资产表现

权益

	品种	2021年度	2022T	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01
%	沪深300	-5%	-2%	2%	-8%	1%	4%	-2%	-8%	0%	1%	1%	-2%	2%	-2%
	中证500	16%	-4%	2%	-4%	4%	4%	1%	-1%	7%	-2%	-1%	3%	1%	-4%
	上证50	-10%	-1%	4%	-8%	-1%	5%	-4%	-10%	-1%	3%	2%	-3%	3%	-1%
	创业板指	12%	-8%	-5%	-7%	12%	7%	5%	-1%	-7%	1%	3%	4%	-5%	-8%
	300成长	-5%	-6%	1%	-9%	5%	4%	0%	-10%	-4%	4%	0%	1%	2%	-6%
	300价值	-4%	3%	8%	-5%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	1%	-2%	-3%	5%	3%
	300周期	-5%	2%	6%	-7%	-1%	5%	-5%	-8%	6%	-1%	0%	-3%	3%	2%
	300消费	-9%	-4%	1%	-9%	4%	6%	-7%	-20%	-5%	14%	3%	1%	5%	-4%

债券

	品种	2021年度	2022T	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01
BP	国债10Y	-36.75	-4.82	9.37	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.55	-14.82	-4.96	-4.82
	国债5Y	-34.20	-13.47	9.28	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	-8.28	-13.47
	国债1Y	-23.10	-22.25	-8.17	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-6.36	-0.34	-22.25
	AAA3	-52.43	-14.43	6.86	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	2.14	8.60	3.69	-14.27	-9.18	-14.43
	AA+3	-76.43	-9.41	9.86	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	9.62	1.69	-13.26	-10.20	-9.41
	AA3	-55.43	-11.42	8.86	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	15.63	2.70	-12.26	-18.20	-11.42
%	中证转债	18%	0%	1%	0%	1%	3%	0%	3%	4%	0%	0%	5%	2%	0%

商品

	品种	2021年度	2022T	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	2022.01
%	南华商品	21%	7%	13%	-7%	7%	1%	1%	3%	-2%	4%	-2%	-5%	5%	7%
	南华农产品	15%	4%	6%	-8%	5%	1%	-1%	4%	1%	5%	6%	-3%	2%	4%
	南华能化	33%	8%	14%	-7%	4%	0%	5%	6%	1%	19%	-10%	-9%	6%	8%
	南华工业	26%	8%	15%	-5%	7%	0%	3%	5%	-1%	11%	-8%	-7%	6%	8%
	南华黑色	10%	7%	9%	-1%	11%	-3%	5%	5%	-1%	5%	-16%	-4%	6%	7%

资料来源：Wind，iFinD，百瑞信托

2、重要事件

1、中国人民银行召开 2022 年工作会议，指出，坚持实施稳健的货币政策，全力支持助企纾困。

2、央行发放第一批碳减排支持工具资金 855 亿元

3、证监会就《重要货币市场基金监管暂行规定》公开征求意见，旨在完善重要货币市场基金的监管

4、银保监会发布《银行保险机构关联交易管理办法》

5、央行对 OMO、MLF、LPR 进行全面降息，其中 OMO、MLF、1 年期 LPR 降 10bp，5 年期 LPR 降 5bp。

二、宏观环境

1、生产略有修复，投资、消费偏弱，出口保持韧性

2021Q4GDP 同比 4%，好于 wind 一致预期 3.8%，两年平均 5.2%，2021 年 GDP 同比 8.1%，两年平均 5.1%。从 12 月经济数据来看，经济处于供给冲击淡去，但需求依旧偏弱的格局，具体来看：

生产端：上游修复，被动补库

12 月工业增加值同比略有增长，当期为 4.3%（前值 3.8%），两年平均增速为 5.8%（前值 5.4%），从三大门类来看，采矿业走高，制造业走平，而电热气水业有所回落；12 月 PMI 为 50.3（前值 50.1），两年平均值为 51.1，与前期持平，从分项数据来看，生产端保持扩张，需求端仍处于收缩阶段，库存端处于被动补库阶段。

投资端：地产下行、基建蓄力

12 月固定资产投资增速同比继续走低，当期为 4.9%（前值 5.2%），两年平均值为 3.9%，与前期持平；从分项数据来看地产投资仍在下滑，而基建投资降幅有所收窄，制造业投资有见顶趋势。

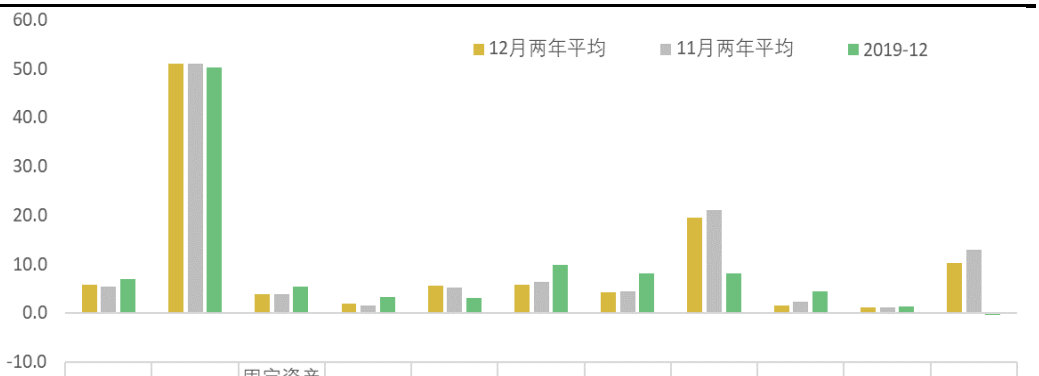
消费端：持续偏弱，CPI 回落

12 月社会消费品零售总额依旧偏弱，累计同比 12.5%，两年平均增速为 4.3%（前值 4.5%），主要还是地产后周期消费、汽车消费偏弱，消费疲软的一方面原因或与就业压力有关，四季度全国居民人均可支配收入增速略有下降。价格方面，CPI 回落而核心 CPI 走平，主要是受食品、油价下跌拖累，同时在需求不足的环境下部分耐用消费品价格也出现下降。

出口端：略有回落，韧性十足

12 月出口依然保持韧性，同比增长 20.9%（前值 21.7%），两年平均为 19.5%（前值 21.1%），较前期略有下降，主要是高新技术产品、机电产品的出口高增带动，预计上半年依然能保持较好态势。

图表 2：生产略有修复，投资、消费偏弱



	工业增加值（%）	PMI	固定资产投资（%）	基建投资（%）	制造业投资（%）	地产投资（%）	社消（%）	出口（%）	CPI（%）	CPI核心（%）	PPI（%）
12月两年平均	5.8	51.1	3.9	1.8	5.7	5.7	4.3	19.5	1.5	1.2	10.3
11月两年平均	5.4	51.1	3.9	1.6	5.1	6.4	4.5	21.1	2.3	1.2	12.9
2019-12	6.9	50.2	5.4	3.3	3.1	9.9	8.0	8.1	4.5	1.4	-0.5

指标	当月值	指标	当月值
工业增加值	4.30	制造业投资	13.50
PMI	50.30	社零	12.50
固定资产投资	4.90	出口	20.90
基建投资	0.21	CPI	1.50
地产投资	4.40	PPI	10.30

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

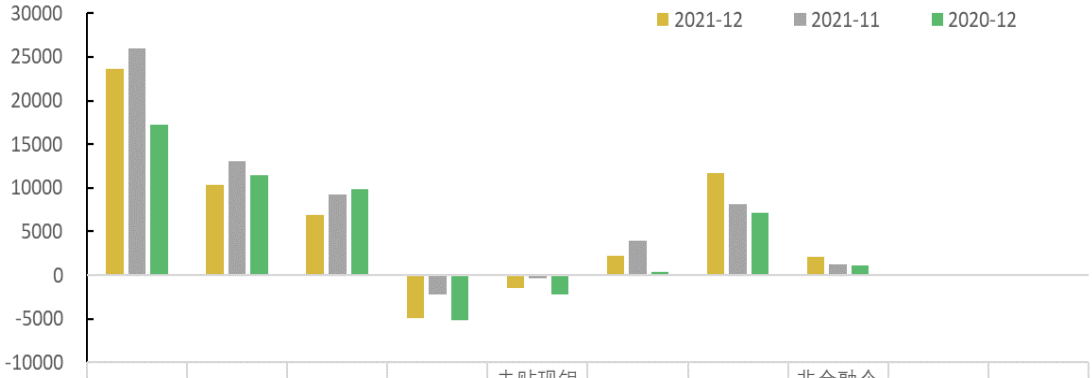
资料来源：Wind，百瑞信托

2、社融结构不佳，降息提前到达，资金面尚可

12 月，新增社融 23682 亿元，同比增加 6490 亿元，主要是靠企业债和政府债多增 6400 亿元拉动，而人民币贷款总量偏弱且结构不佳，总量上同比下降 1108 亿元，结构上居民企业中长贷同比少增 2941 亿元，显示实体融资需求较弱，宽信用兑现不及预期。

1 月 17 日央行超量续作 MLF，并下调 1 年期 MLF 及 7 天 OMO 利率 10bp，紧接着 1 月 20 日 1 年期 LPR 降 10bp，5 年期 LPR 降 5bp，政策利率中枢下移，整体来说，我们在周报中对一季度的降息有所预期，但在节奏上基本全踏空。所以整体节奏超预期的原因或有二：一是传达“稳增长、保就业”的目的，二是美联储加息节奏加快压缩了国内降息的窗口期。

图表 4：金融数据情况



	社融（亿元）	人民币贷款（亿元）	中长期居民企业贷款(亿元)	非标（亿元）	未贴现银行承兑汇票（亿元）	企业债（亿元）	政府债（亿元）	非金融企业境内股票融资（亿元）	M1 (%)	M2 (%)
2021-12	23682	10350	6951	-4969	-1419	2167	11674	2075	3.5	9.0
2021-11	25983	13021	9238	-2155	-383	4006	8158	1294	3.0	8.5
2020-12	17192	11458	9892	-5179	-2216	436	7126	1126	8.6	10.1

指标	同比变化
社会融资	6,490
人民币贷款	-1,108
中长期居民企业贷款	-2,941
非标	210
未贴现银行承兑汇票	797

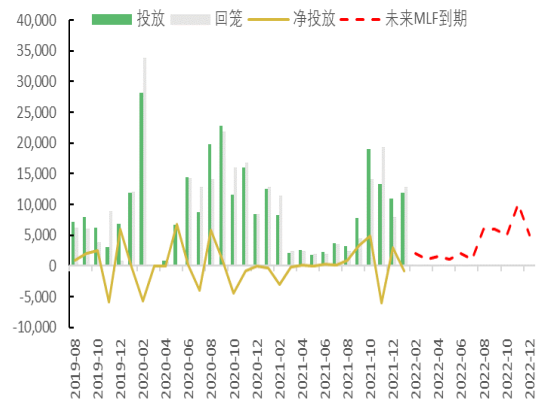
指标	同比变化
企业债	1,731
政府债	4,548
非金融企业境内股票融	949
M1同比	-5.10
M2同比	-1.10

资料来源：Wind，百瑞信托

截至 1 月 20 日，央行公开市场操作净回笼 900 亿元（央行投放 11900 亿元，回笼 12800 亿元）。资金价格方面，从银行间质押式回购利率来看，1 月

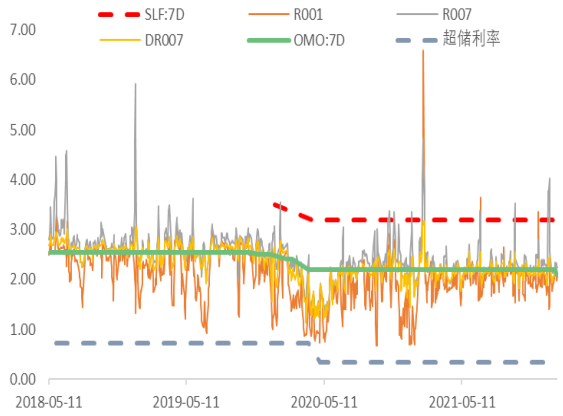
R001 月均值为 2.02 上行 6bp（前值 1.96），DR001 月均值为 1.95 上行 9bp（前值 1.86）。整体来看，月初资金较松，央行主要以回笼资金为主，但进入中旬后，央行通过连续千亿级放量续作来应对缴税及 MLF 到期，资金稍紧但尚可。

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				√			衰退周期，结构性行情为主，中证500性价比较高
	周期		√					财政逆周期重启，可逢低介入
	科技		√					科技龙头目前估值性价比有所凸显，比如电子
	新能源			√				拥挤度及风险溢价均较高，建议再等调一调
	大消费				√			估值依然还是不便宜
债券	利率债			√				降息节奏略超预期，预计节前到达2.7位置，建议阶段性止盈
	信用债		√					明年维稳年，信用风险相对收敛，可关注高盈利行业的表现，适当拉久期
商品	能化			√				原油坚挺，中线还有机会，但化工需求未跟上
	黑色		√					宏观政策加持，中线看多，铁矿、螺纹
	有色			√				基差率普降，短多机会
	农产品			√				警惕节后需求不足的回落风险，鸡蛋、油粕相对坚挺

资料来源：百瑞信托

1、权益市场：alpha 行情为主

指数方面，截至 1 月 20 日，受权益调整影响，宽基指数 PE 都不同程度的下行，其中创业板、中证 1000 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外，其他各类指数 PE 均被下杀，**科技龙头目前配置性有所凸显**，而老基建依然可考虑逢低入场，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。

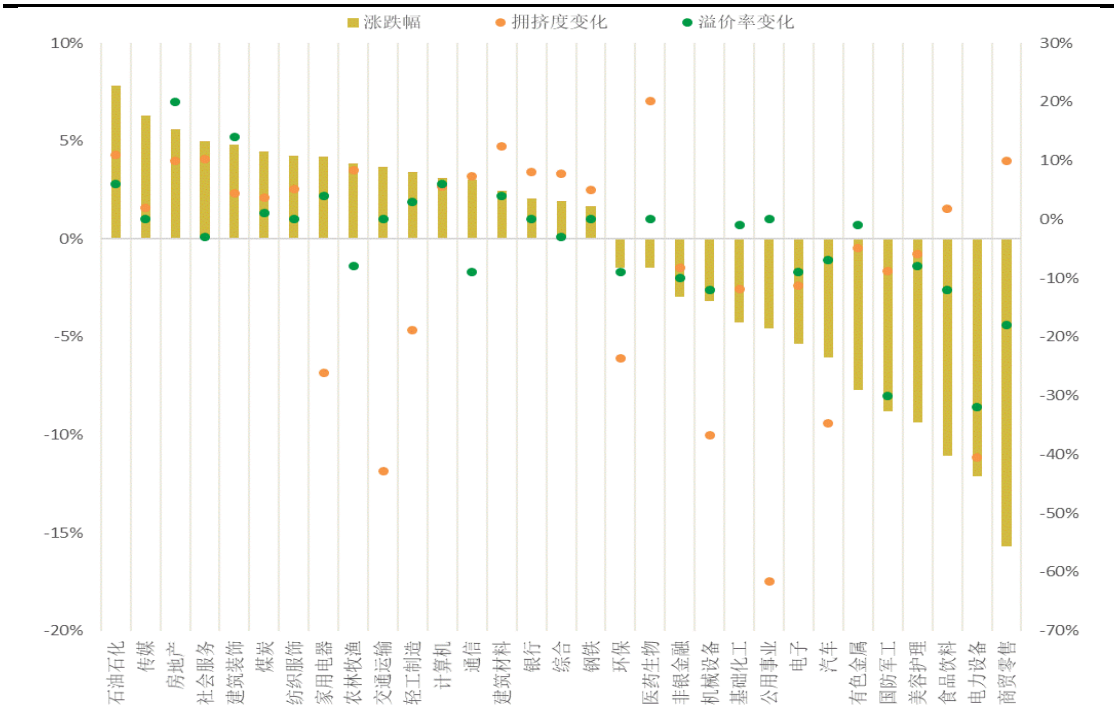
图表 8：各类指数估值及分位数（统计为近 10 年）

指数名称	2021-12-15 PE	10Y 最高	10Y 最低	2022-01-20 PE	2021-12-15 分位数%	2022-01-20 分位数%	环比变动
上证指数	13.88	22.98	8.90	13.61	55.93	50.91	-1.95%
创业板指	65.69	137.86	27.04	58.33	86.49	67.90	-11.20%
上证50	11.51	15.04	6.94	11.28	81.63	78.56	-1.97%
沪深300	14.16	19.00	8.01	13.75	82.04	75.84	-2.88%
中证500	20.18	83.24	16.00	19.60	5.35	4.07	-2.83%
中证1000	36.68	144.82	18.94	34.75	23.20	15.30	-5.27%
国证2000	40.16	160.51	23.40	39.10	36.47	30.85	-2.65%
万得全A	20.07	31.79	11.51	19.28	68.82	59.42	-3.94%
万得全A(除金融、石油石化)	32.16	65.89	17.81	29.69	59.76	51.52	-7.69%
科技龙头指数	38.01	69.38	34.18	36.94	15.25	8.82	-2.82%
医药生物	35.11	65.39	23.47	32.96	40.07	20.07	-6.12%
大消费指数	43.40	61.48	18.88	41.45	72.76	59.36	-4.49%
茅指数	35.57	38.87	10.37	32.77	98.81	91.81	-7.88%
宁组合	94.59	134.99	27.33	83.53	90.82	79.42	-11.70%
老基建指数	8.45	10.77	7.54	9.11	27.72	43.12	7.81%

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**石油石化、房地产、建筑材料、钢铁、医药生物、银行**处于风险溢价抬升同时拥挤度提高的行情，可建议逐渐**降低仓位**；而非银、电子、国防军工、电力设备则处于风险溢价降低且拥挤度降低的阶段，但由于前期电力设备由于双限政策涨幅较大，目前还未调整完全，不建议配置，非银由于目前市场 beta 行情不强，也不太建议，所以**军工、电子**可以考虑**逢低建仓**。

图表 9：各行业板块指标



资料来源：Wind，百瑞信托

2、债券市场

利率债方面，随 12 月降准落地后，1 月央行对 OMO、MLF、LPR 进行全面降息，在节奏上略超我们预期，政策利率中枢下移，10Y 国债到达此前 2.7 的中线判断位置，预计后续下行空间不大。从指标来看，随着连续降息，国债 10Y-1Y 的期限利差走阔较快，反应较明显的牛陡行情；而利率偏差方面，国债 10Y、国债 1Y 则与政策利率倒挂较多，下行空间逐步收窄；情绪指标方面，隐含税率略降，杠杆率略升，显示交易情绪较元旦前夕略降，而预期差指标有略微抬头迹象，与目前下行的 10Y 国债有所背离，预示短期内收益率底部快出现，**利率债可布局阶段性止盈工作**。

图表 10：利率债指标

时间	期限利差			利率偏差			情绪指标		
	国债10Y-1Y	国债5Y-1Y	国开10Y-1Y	国10Y-MLF:1Y	国1Y-OMO:7D	国1Y-R001	隐含税率	预期差	杠杆率
2022/1/20	66.43	45.41	88.48	-12.29	-7.96	-21.96	8.02%	0.199	0.882
2022/1/7	58.6	42.49	78.41	-13.19	2.95	34.93	8.99%	0.195	0.909
2021/12/31	53.95	36.63	76.8	-17.46	4.29	-13.03	9.99%	0.200	0.742
2021/12/24	51.11	34.69	65.5	-12.97	13.86	45.93	8.76%	0.208	0.872
走势图									

资料来源：Wind，百瑞信托

信用债方面，随着 12 月中央经济工作会议指出，要稳字当头，着力稳定宏观经济大盘，以及随后央行一系列的降准降息操作，市场在宽信用政策环境的呵护下，行业利差中位数多数下行。所以，整体来看，上半年信用风险事件将有所减轻，可以考虑做些下沉操作，优先推荐**城投**，其次产业债可从**净利润改善的行业**中挑选，比如：化工、钢铁、有色金属、电子等，可适度下沉评级或拉长久期。而地产尽管 Q3 净利还未改善，但随着目前政策转松，后续盈利改善是可期的，所以可以挑选其中曾错杀的**优质地产**主体，但依然不太建议在地产里做过度下沉，尾部企业的局部风险依然会存在。

图表 11：信用债指标

行业	2022-01-19 行业利差分位数%			2021-12-15 行业利差分位数%			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021H	2021Q3
计算机	38			26			-7.27	1.03	0.74
轻工制造					55		-5.65	1.18	0.02
交通运输	22	42	58	9	22	53	0.37	1.04	0.87
医药生物	18	68		3	58		2.43	4.48	3.52
房地产	28	27	2	18	31	1	1.35	0.99	0.47
电力	42	31	7	23	22	4	2.09	1.76	1.05
有色金属	17	70		7	68		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	96	76		98			2.96	1.91	0.25
建筑装饰	18	9	57	7	22	0	0.89	0.57	0.21
钢铁	19	63		5	43		2.99	7.10	5.74
煤炭开采	6	0		10	4		1.73	3.82	4.03
非银金融	39	52		12	18		1.97	1.27	0.65
新能源	14	19		2	17				
电子	42			4			3.13	4.66	3.91
投资平台	40	23	95	22	20	91			
环保工程及服务	37	8	35	19	3	20	0.65	0.65	0.56
休闲服务	31	27	12	26	24	6	-0.36	-0.23	-0.42
汽车	77	99		93	96		0.43	1.51	1.72
机械设备	27			6			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	12	36		2	42		7.61	7.47	6.93
化工	23	95	85	10	94	72	2.21	5.88	5.18
食品饮料	39	20		17	45	6	4.80	5.72	5.02
国防军工	24			6			1.41	1.84	0.75
商业贸易	16	66		6	64		1.21	1.44	0.97
传媒	11	23		5	27		-1.63	2.49	2.08
电气设备	21	12		60	1		2.66	3.86	3.70
燃气	50	30		14	29		2.42	2.00	1.22
通信	43			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

3、商品市场

能化方面，目前原油受后疫情事情需求修复作用，具备长期上升的基础，另一方面，随着北约与俄罗斯的冲突进一步升级、伊核谈判的持续僵持、OPEC+的供应已连续数月未达预期，但短期的累库，则存在调整需求；而化工方面，目前开工率均有所回升，但需求偏弱，累库是迟早得事情，目前还未调整得主要原因是成本端原油价格的坚挺，中线略看空；基差率中，EB、MA 较高，下方支撑较强。

黑色方面，螺纹随着上半年宏观政策对基建、地产的提振力度增强，需求端较强，但由于政策预期被前期市场 price in 了，所以节前可适当控制仓位，中线还是看多；基差率中，焦煤、铁矿、螺纹较高。

有色方面，重点推荐铝可以做短多，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；基差率普遍较低，铜相对较高。

农产品方面，苹果、粕类在上一波独立行情后进入休整阶段，警惕节后需求不足的回落风险；目前苹果基差率已下滑，而鸡蛋、豆油、豆粕相对坚挺。

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
2022/1/20	57	93	57	1	34	14	23	33	91	4	73
2021/12/15	59	94	31	88	45	85	75	74	88	13	58
变化	-3.4%	-1.1%	83.9%	-98.9%	-24.4%	-83.5%	-69.3%	-55.4%	3.4%	-69.2%	25.9%

黑色板块							
	动力煤	不锈钢	焦炭	焦煤	铁矿石	螺纹钢	热卷
2022/1/20	45	24	18	91	98	82	31
2021/12/15	50	82	9	12	97	77	99
变化	-10.0%	-70.7%	100.0%	658.3%	1.0%	6.5%	-68.7%

有色板块								
	沪铜	沪铝	沪锌	沪铅	沪镍	沪锡	硅铁	锰硅
2022/1/20	41	17	20	5	1	2	6	3
2021/12/15	38	91	71	81	88	1	38	54
变化	7.9%	-81.3%	-71.8%	-93.8%	-98.9%	100.0%	-84.2%	-94.4%

农产品板块										
	玉米	花生	豆粕	豆油	棕榈油	郑棉	白糖	生猪	鸡蛋	苹果
2022/1/20	28	8	69	88	59	49	30	2	92	29
2021/12/15	90	3	72	78	72	77	57	29	94	67
变化	-68.9%	166.7%	-4.2%	12.8%	-18.1%	-36.4%	-47.4%	-93.1%	-2.1%	-56.7%

资料来源：Wind，百瑞信托