

陕国投资产配置策略报告

(2022年3月)

本期核心观点

从宏观环境来看，1-2月国内经济数据继续回暖，但社融数据回落表明实体经济复苏仍存在脆弱性；全球受通胀高企、美联储加息与俄乌地缘冲突影响货币政策不确定性增强。工业增加值与生产景气度持续增长，三驾马车中，投资受制造业与基建共同带动大幅提升；消费受春节因素影响呈加速增长；出口增速放缓，但顺差额创历史新高。通胀有所回落，PPI-CPI剪刀差由于供需缺口缩窄继续掉头向下。货币与融资方面，M1低位回升但社融增速回落，反映出实体经济融资需求仍疲弱。全球主要经济体景气度与就业有所好转，通胀持续高位上行，美联储加息开启紧缩步伐，但俄乌地缘冲突将给欧洲调整货币政策带来不确定性。

从近一个月各类资产表现看，中债市场受经济转暖后市场“宽信用”预期放缓和股债联动被动赎回的共同影响，市场情绪降温，债券利率回升，信用利差收窄后反弹走阔。A股受多地疫情扰动加剧经济悲观预期和外资在地缘政治与美元加息后撤退的共同影响，各板块普遍大幅下调。

配置策略上，3月16日金融委、央行等多部门积极表态维护经济金融环境平稳发展，防范化解房地产风险，受此利好消息提振市场触底反弹。债券市场近期仍需重点观察经济、融资前瞻数据，确认回暖持续性与宽信用的节奏，策略上仍建议适度降低久期水平，采用防守策略，关注房地产债券投资机会；A股建议关注前期因恐慌情绪大幅下调的板块与新能源、云计算等政策发力点板块、和具备新模式转型能力的房地产企业，警惕能源价格可能触顶回落对能源等行业的影响。

一、市场一图概览

资产类型/涨跌幅(%)		最近一周	最近一个月	最近三个月	过去一年	今年以来	PE(TTM)	市盈率历史分位点(2010年至今)
股票	上证综指	-6.66	-3.13	-9.42	-4.82	-6.24	12.45	31.5
	深证成指	-10.24	-9.16	-17.62	-12.67	-16.33	24.02	52.2
	创业板综	-9.71	-8.05	-18.71	3.11	-4.93	70.38	58.7
	上证50	-6.99	-4.81	-10.67	-18.64	-20.15	10.29	51.8
	沪深300	-8.51	-7.39	-14.14	-16.80	-18.90	12.31	45.8
	中证500	-8.27	-4.18	-12.51	0.79	-0.97	17.50	1.5
	科创50	-8.83	-8.10	-18.70	-11.43	-18.91	41.48	0.0
	标普500	-0.66	-4.95	-8.72	11.95	13.89	21.01	53.6
	富时100	-1.90	-4.33	-2.03	7.02	11.30	14.78	19.8
	恒生指数	-9.38	-16.06	-13.99	-27.73	-24.25	9.95	42.9
	法国CAC40	-0.14	-8.11	-9.59	8.21	15.07	14.94	21.7
	德国DAX	-0.41	-8.29	-12.43	-3.71	0.94	12.44	9.3
	MSCI新兴市场	-7.29	-10.68	-11.73	-16.62	-15.53		
债券	中债-国债总财富指数	-0.17	-0.64	0.93	5.88	6.18		
	中债-信用债总财富指数	-0.14	-0.07	0.75	4.24	4.86		
	10年美债收益率	4.30	1.04	10.23	26.80	19.02		
商品	ICE布油	7.18	20.63	49.14	64.87	117.20		
	焦煤	16.16	37.01	54.14	104.88	89.62		
	动力煤	7.17	9.04	23.95	33.17	26.90		
	伦敦金现	2.37	10.17	11.65	18.30	4.94		
	螺纹钢	2.74	3.00	10.54	2.68	13.96		
	LME铜	-0.84	1.38	3.98	10.87	28.47		
	LME铝	-5.09	7.38	25.58	52.05	66.76		
	碳酸锂	3.31	16.05	133.18	494.05	79.50		
	CBOT大豆	-0.99	7.71	33.83	16.70	27.63		
外汇	人民币指数	0.90	1.64	2.48	7.74	9.76		
	美元指数	0.57	2.61	1.72	6.01	8.90		

数据来源: wind, 陕国投创新与研究发展部/博士后科研工作站(下同)。

注明: 数据截止日期 2022 年 3 月 9 日。

市盈率历史分位点计算方法: 当前 P/E(TTM) 处于历史 P/E(TTM) 从小到大的排序百分位, 其中科创 50 指数数据统计自基日 2019 年 12 月 31 日以来, 创业板指数数据统计自 2010 年 6 月 1 日发布以来, 其他指数均统计自 2010 年 1 月 1 日以来。

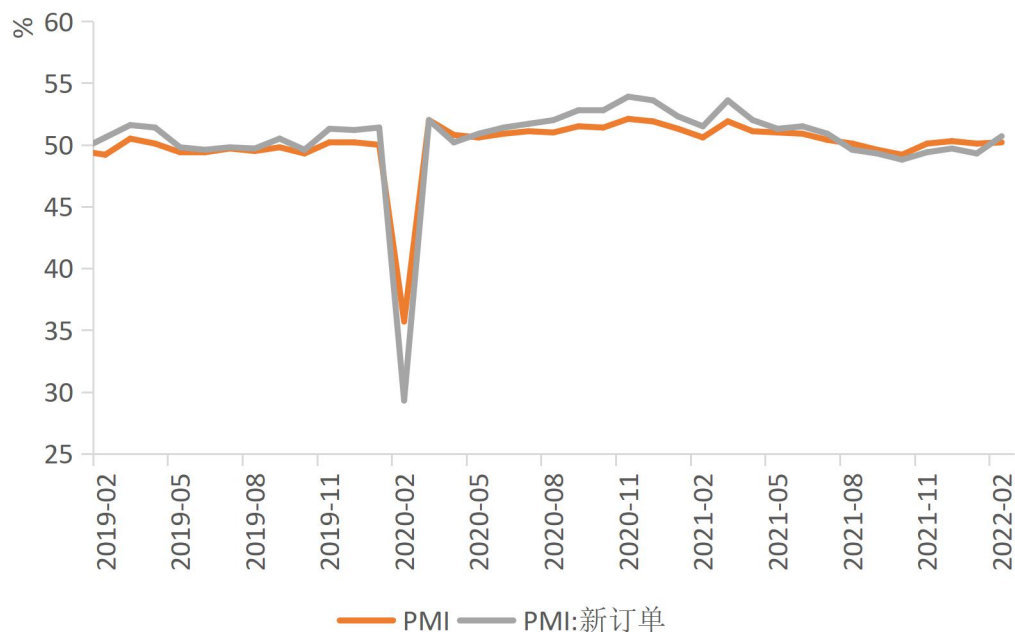
最近一个月受俄乌冲突的避险情绪与奥密克戎侵扰下国内经济增长预期转弱的影响, 权益市场表现惨淡; 中债受宽松不及预期的影响小幅下降, 美债则受加息预期与全球避险情绪双重影响近期利率剧烈波动; 商品市场涨势较好, 受益于俄乌冲突带来的能源危机与避险情绪影响, 原油、焦煤和黄金涨幅居前; 汇市方面, 美元受加息预期与避险情绪影响, 汇率持续走高, 人民币汇率走弱。



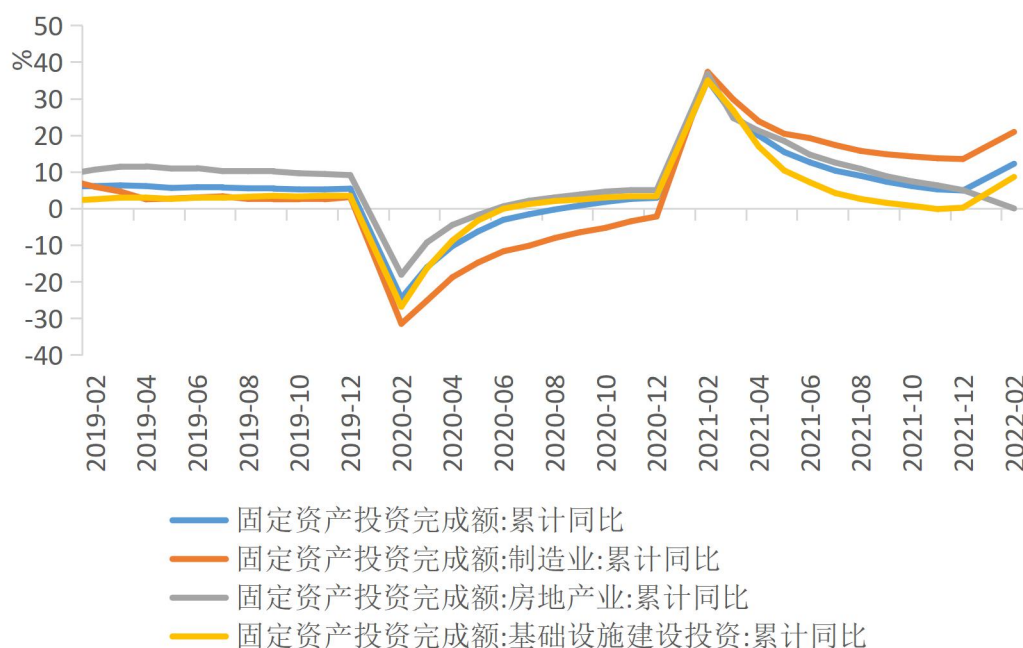
二、宏观经济分析

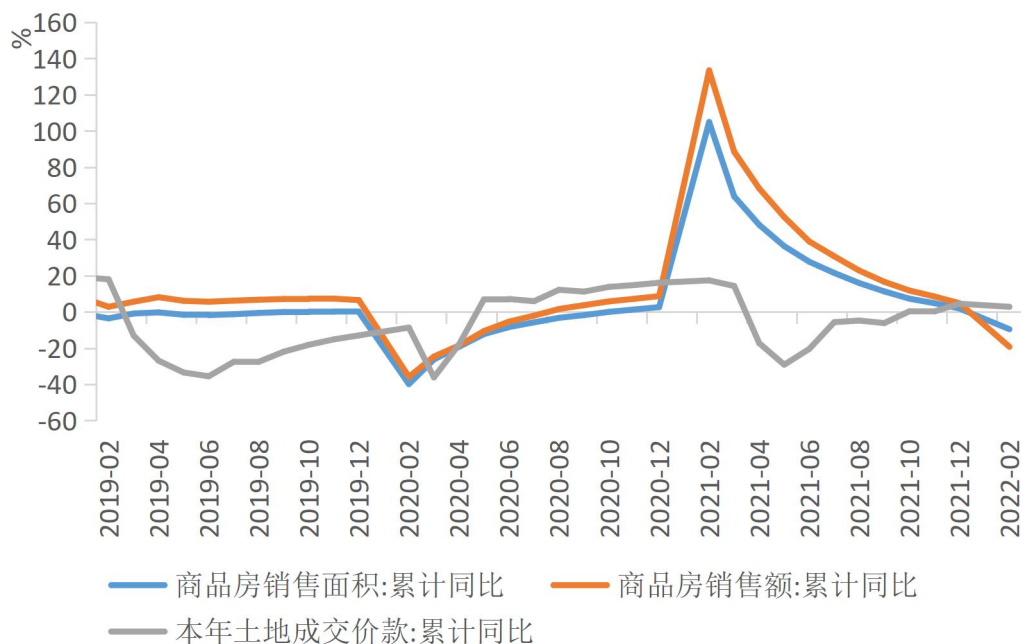
（一）经济基本面：1-2 月经济数据继续回暖，但社融数据不及预期。工业增加值与生产景气度持续增长，三驾马车中，投资受制造业投资高景气与基建投资加速共同带动大幅提升，房地产投资仍偏弱；消费随着居民收入水平和消费环境的改善，呈现加速增长；出口在高基数效应下增速放缓，但贸易顺差额创历史新高。PPI 由于供需缺口缩窄继续掉头向下，CPI 受上游传导温和上涨，PPI-CPI 剪刀差继续收敛。

生产方面，1—2 月份，规模以上工业增加值同比增长 7.5%。从环比看，2 月份规模以上工业增加值比上月增长 0.34%。1—2 月份，采矿业增加值同比增长 9.8%；公用事业同比增长 6.8%，制造业增长 7.3%，其中酒、饮料和精制茶制造业、医药制造业、电气机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业增速较快。2 月份生产景气度较 1 月小幅回升，PMI 上涨至 50.2，连续 4 个月位于枯荣线之上，PMI 新订单为 50.7，经济活动逐步回暖。

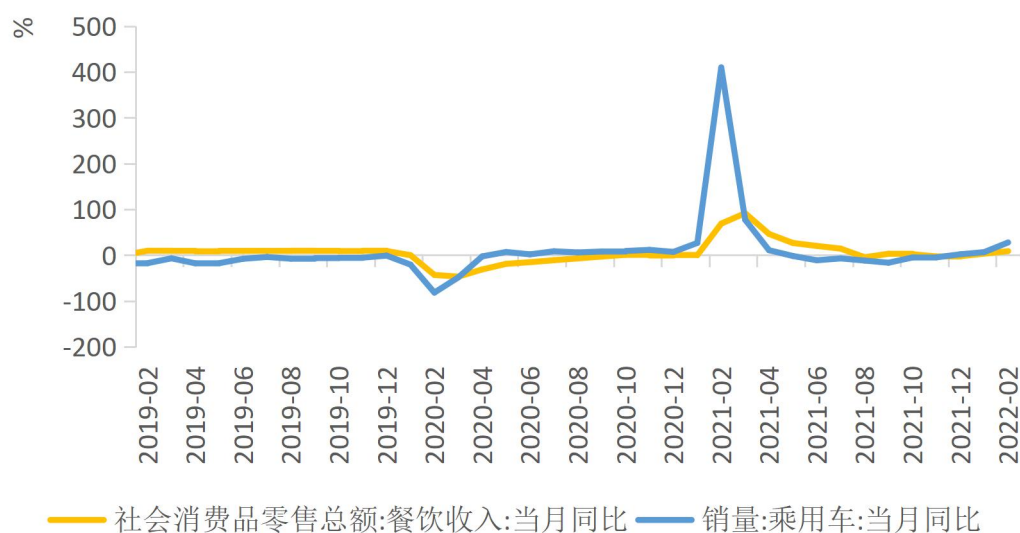
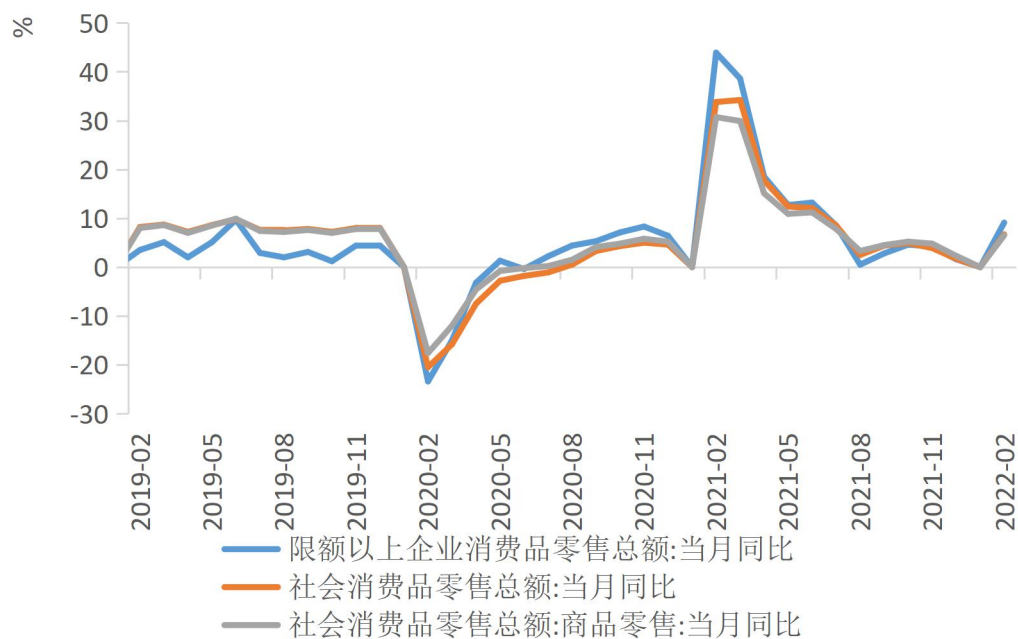


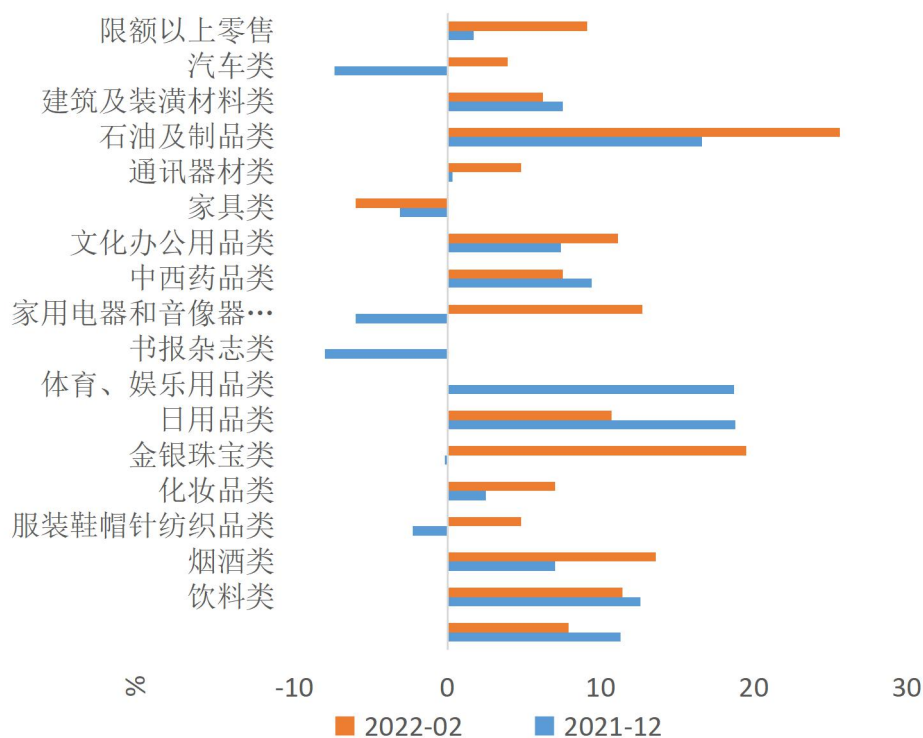
投资方面，1—2 月份，全国固定资产投资（不含农户）5.08 万亿元，同比增长 12.2%，两年平均增速为 19.5%。从环比看，2 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.66%。其中制造业投资保持较高增速，同比增长 20.9%，制造业投资细分来看，计算机、金属、纺织业、运输设备、电气机械和器材制造业等行业投资保持高景气。



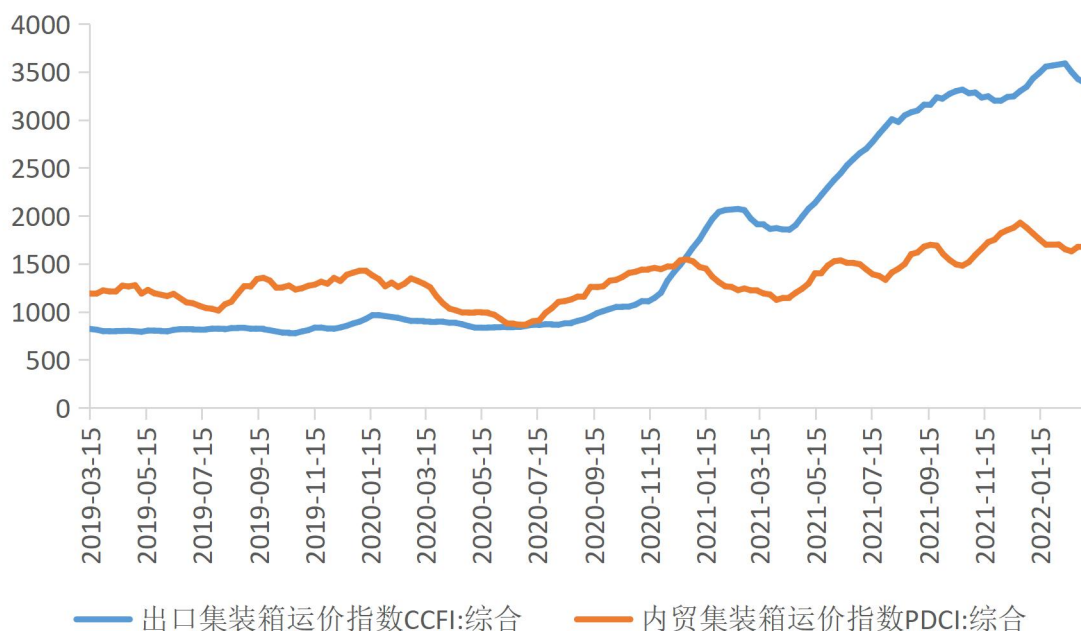


消费方面，随着居民收入水平稳步提高，消费环境逐步改善，居民消费潜力持续释放，市场销售增势良好。1—2 月份，社会消费品零售总额 7.44 万亿元，同比增长 6.7%，其中限额以上社零同比增长 9.1%。餐饮消费加快恢复，同比增长 8.9%。商品零售总额同比增长 6.5%，其中石油石化、日用品、饮料、烟酒、金银珠宝、家用电器等假期消费品本月增速较快。2 月全国乘用车销量为 148.7 万辆，同比增长 27.8%，在高基数下仍保持亮眼增速。

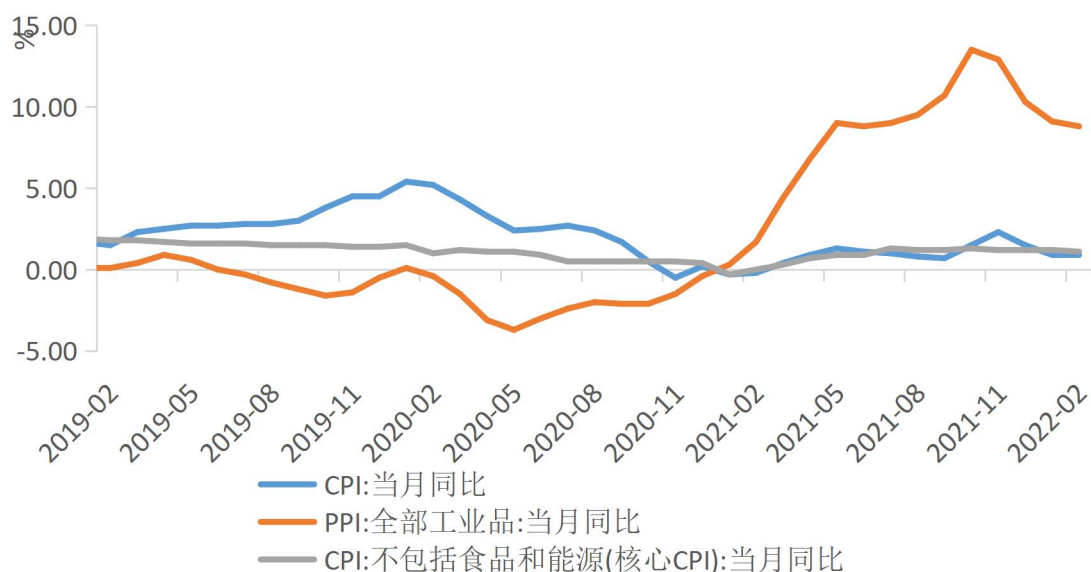




进出口方面，1-2 月份，货物进出口总额 6.2 万亿元，同比增长 13.3%。其中，出口金额同比增长 13.6%，进口金额同比增长 12.9%，由于基数效应以及海外疫情出现缓和迹象，进出口金额增速均有所回落。进出口相抵，贸易顺差 1159.5 亿美元。在集运需求过旺，运力不足的背景下，2 月出口集装箱运价指数再创新高。



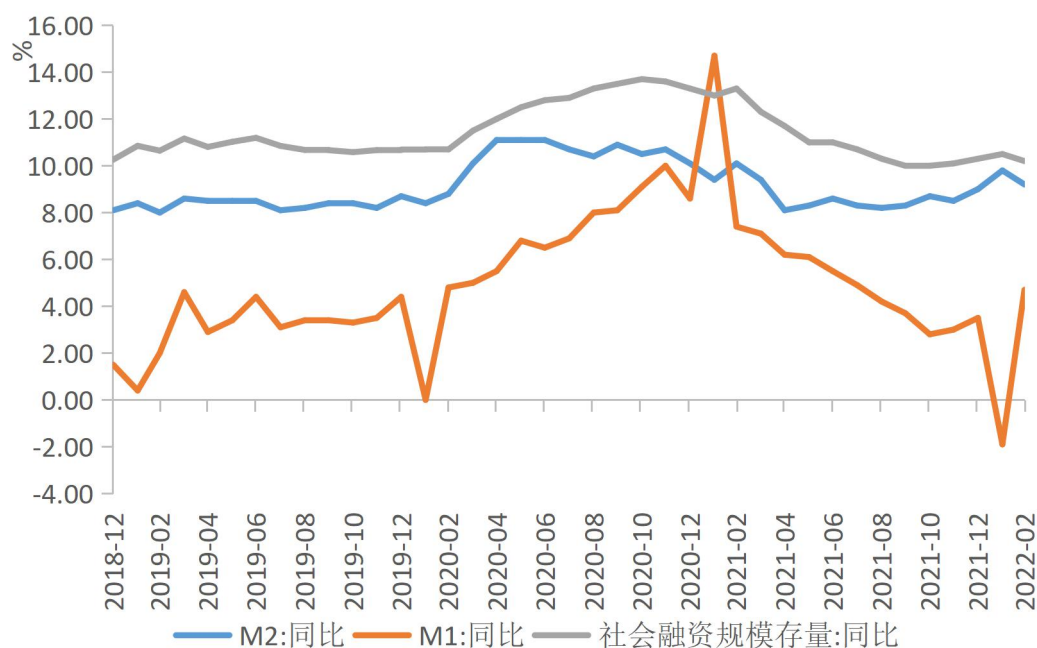
通胀方面，2月CPI同比涨幅平稳，PPI同比涨幅有所回落，剪刀差进一步收窄。CPI同比上涨0.9%，涨幅与上月相同，CPI环比上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，主要系春节前食品价格上涨和国际能源价格波动所致。核心CPI同比增长1.1%，涨幅较上月回落0.1个百分点，消费者物价总体仍较温和。2月份，受原油、有色金属等国际大宗商品价格上涨等因素影响，PPI环比由下降0.2%转为上涨0.5%，同比上涨8.8%，涨幅较上月回落0.3个百分点。

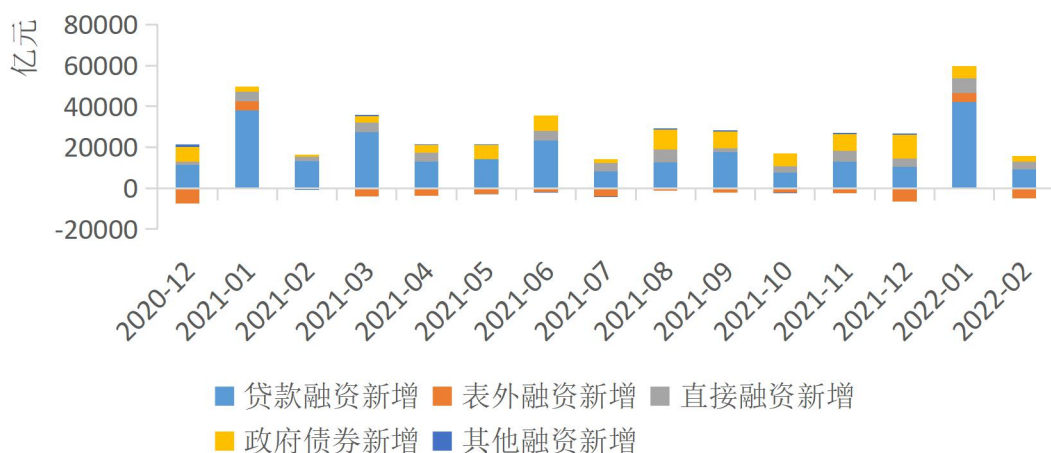




（二）货币与融资环境：M1 低位回升，企业投资经营意愿回暖，但社融增速回落，反映出实体经济融资需求仍疲弱

2 月受宽松货币政策与生产经营活动改善的影响，M1 同比增长 4.7%，较前值回升 6.6 个百分点；M2 同比增长 9.2%，较前期回落 0.6 个百分点；社融增速同比增长 10.2%，较上月下降 0.3 个百分点。2022 年 2 月新增社融 1.19 万亿元，主要为贷款融资、企业债券和政府债券。从社融结构看，新增信贷放缓、表外融资收缩拖累，居民部门中长期贷款首现负值，反映出实体经济融资需求疲弱，在经济“稳增长”诉求下，降准及降息有一定空间，后续社融或有望回暖。





(三) 全球宏观经济环境：奥密克戎大流行正逐步结束，主要经济体景气度与就业有所好转，但通胀持续高位上行，俄乌冲突增加收紧货币政策的不确定性

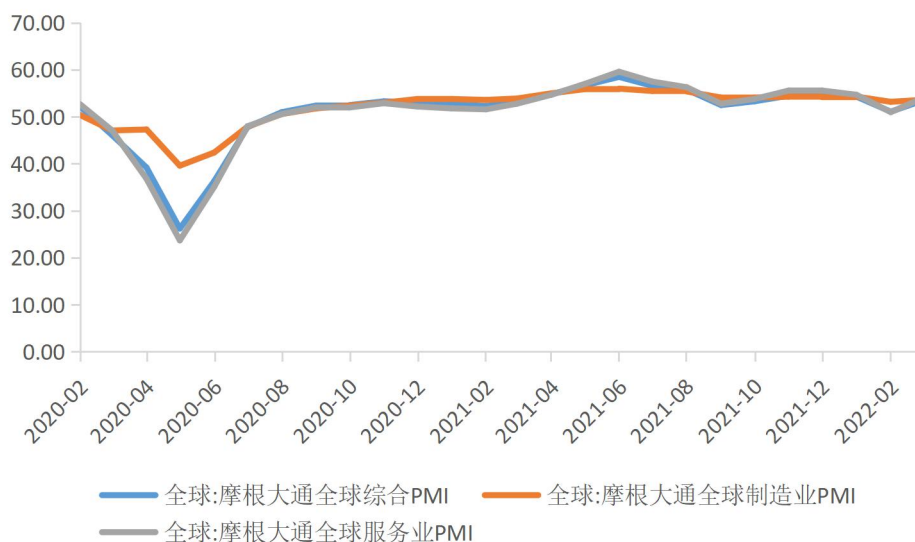
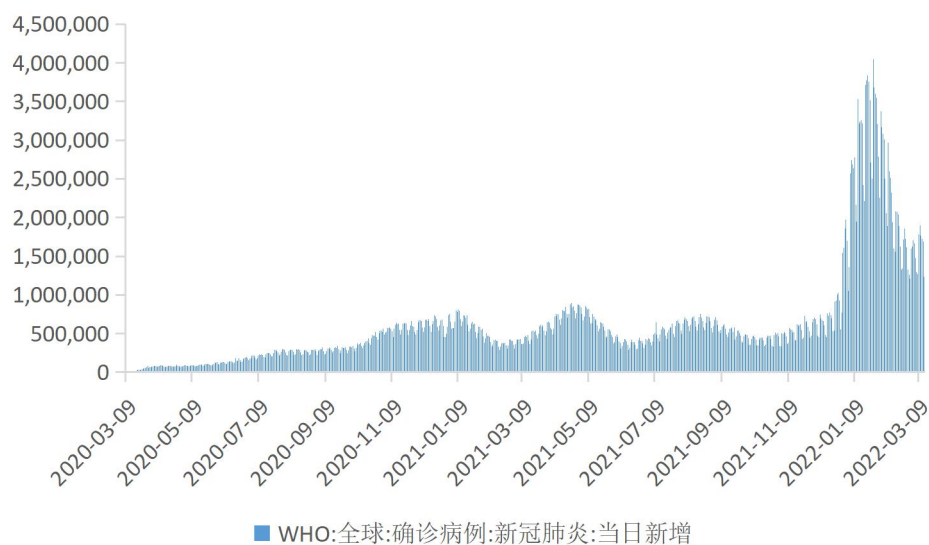
本月奥密克戎引起第四波全球疫情大流行正在结束，全球新冠新增确诊人数创历史新高。奥密克戎以轻症患者为主，从各国就业数据来看影响较为有限，但病毒的传播仍对服务业造成了一定冲击。

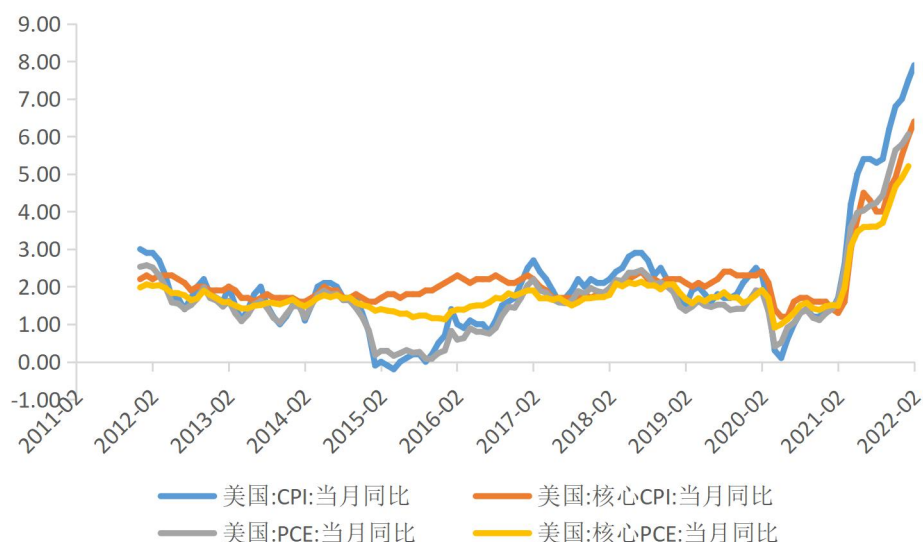
本月全球经济景气度有所好转，主要经济体就业数据向好，但通胀持续上行。全球综合 PMI 小幅上扬，其中制造业 PMI 小幅增长至 53.6，服务业 PMI 受疫情好转影响增长 2.6 个百分点。美国受油价、房租和运输成本高企影响，2 月 CPI 同比上涨 7.9%，通胀继续创新高，失业率降至 3.8%；欧元区 2 月 PMI 高位小幅下滑，2 月 CPI 同比上涨 5.8%，通胀水平创历史新高，最新失业率数据小幅回落至 6.8%。

随着通胀的走高，3 月欧洲央行表示将加速缩减资产购买规模，计划在 6 月将规模缩减至 200 亿欧元，并在措辞调整释放收紧信号；英国央行率先自去年 12 月以来累计加息 0.4 个百分点。美联储 3 月议息会议首次宣布加息 0.25 个百分点，继续表示将加快缩表，但并

未透露更强硬的信号。

近期受俄乌地缘冲突影响，欧洲央行可能会为了稳定市场情绪放缓加息节奏，货币政策存在不确定性。但长期来看，受通胀持续高企影响，主要经济体仍将继续收紧货币政策的步伐，受此影响经济增速可能继续下行。





(四) 本月经济要闻

1. **国务院：**根据《政府工作报告》，2022 年发展预期目标是：国内生产总值增长 5.5%左右，城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率全年控制在 5.5%以内；居民消费价格涨幅 3%左右。

2. **国务院：**印发《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》，计划到 2025 年养老服务床位总量达到 900 万张以上，新建城区配套养老服务设施达标率达到 100%，养老机构护理型床位占比达到 55%。

3. **国务院：**发布《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，文件指出：全力抓好粮食生产和重要农产品供给、强化现代农业基础支撑、坚决守住不发生规模性返贫底线、聚焦产业促进乡村发展。

4. **工信部：**与发改委等部委联合印发通知，全面启动“东数西算”工程。在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等 8 地建设国家算力枢纽节

点，规划 10 个国家数据中心集群，完成全国一体化大数据中心体系总体布局设计。此举对于推动中国数字经济和西部地区发展意义重大。

5. 国家统计局：发布《2021 年国民经济和社会发展统计公报》，报告显示：2021 年我国 GDP 比上年增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，在全球主要经济体中名列前茅；经济规模达到 114.4 万亿元，稳居全球第二大经济体；人均 GDP 突破 8 万元，超过世界人均 GDP 水平。

6. 央行：今年依法向中央财政上缴结存利润，总额超过 1 万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。此举体现了货币政策与财政政策的协调联动，目的在于共同发力稳定宏观经济大盘。

7. 央行：与银保监会联合发布《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》，鼓励银行业金融机构加大对保障性租赁住房发展的支持力度。下一步，将加快建立完善住房租赁金融制度，继续促进房地产业良性循环和健康发展。

8. 银保监会：扩大养老理财产品试点范围，自 3 月 1 日起由“四地四机构”扩展为“十地十机构”。同日起，将专属商业养老保险试点范围扩大到全国。此举有利于推动老龄事业和产业协同发展以及养老服务体系高质量发展。

三、大类资产表现

（一）债券：中债市场情绪降温，收益率小幅上行，利率曲线进一步平坦化，信用利差反复。美债受加息预期与俄乌冲突共同影响持续波动



近一个月中美两国债券受各自货币政策预期与国际局势影响，收益率走势不尽相同。国内债券市场情绪有所降温，各类债券收益率均出现不同程度回升。这主要是由于市场之前对一季度稳增长的货币政策已有了充分预期，趋势之下利率易上难下；二是由于受到股市拖累，大量“固收+”产品回撤较大，委托人执行赎回引起高流动性债券资产被动抛售。

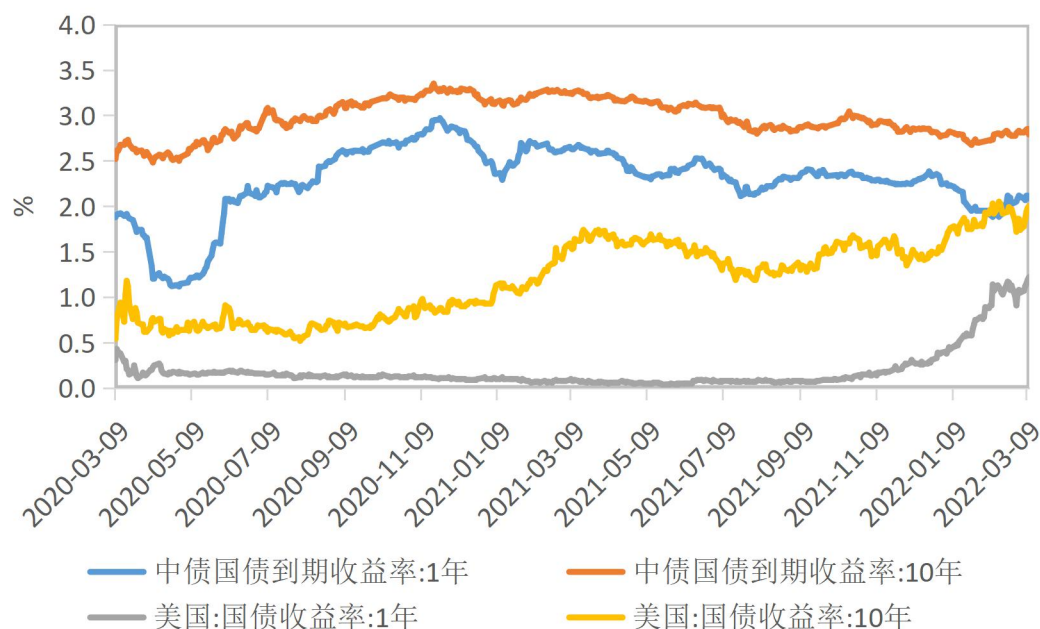
美债收益率近期波动较大，主要受两方面力量反复角力所致：一方面受俄乌冲突持续影响，国际资本持续回流美国避险拉低美债收益；另一方面美国通胀再创新高，市场对美联储加息预期进一步增强，债券抛售导致收益率走高。

主要利率债	2022/3/9	2022/2/9	变动	分位数
中债国债到期收益率:1年	2.115	1.9001	0.2149	26.96%
中债国债到期收益率:10年	2.8426	2.7328	0.1098	8.01%
美国:国债收益率:1年	1.15	1.15	0	17.83%
美国:国债收益率:10年	1.94	1.94	0	7.40%
中债地方政府债到期收益率(AAA):10年	3.1642	3.01	0.1542	8.88%
中债国债到期收益率:10年	3.1061	2.9677	0.1384	7.36%
中债进出口行债到期收益率:10年	3.2181	3.061	0.1571	10.26%

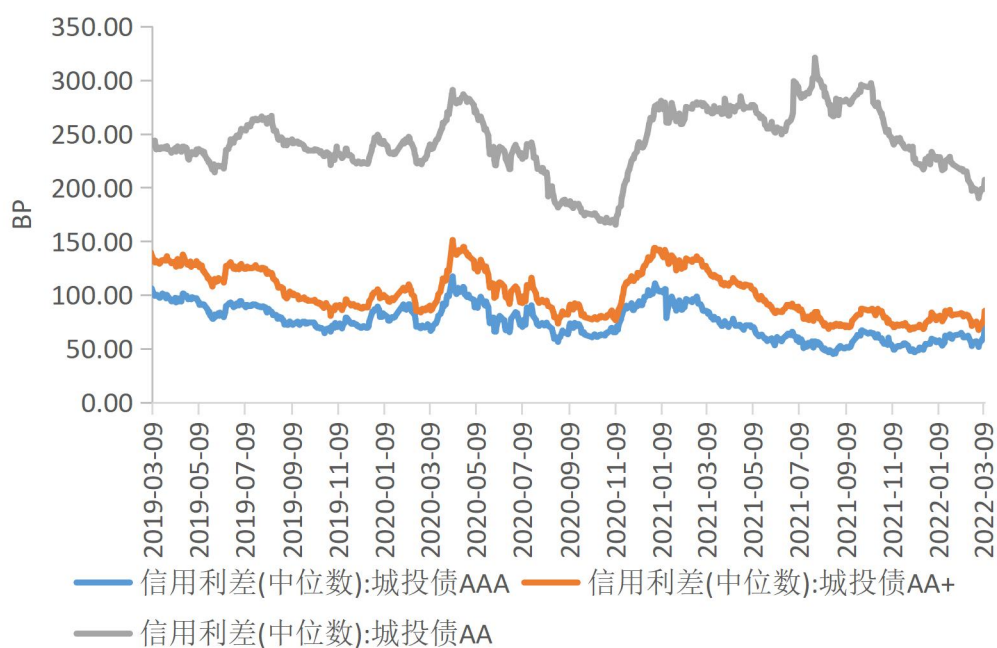
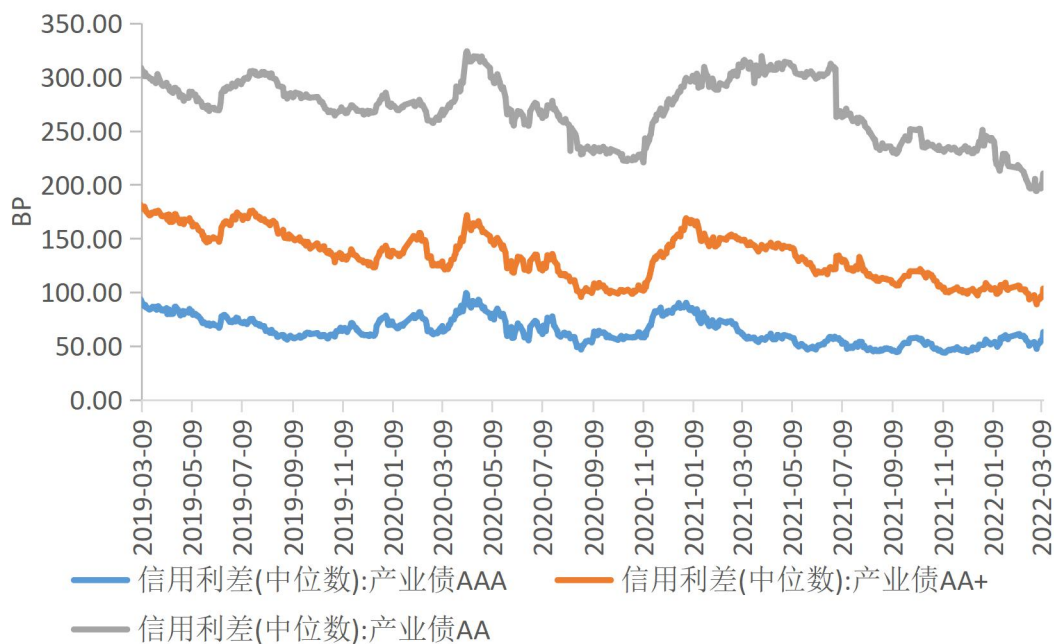
主要信用债	2022/3/9	2022/2/9	变动	分位数
中债企业债到期收益率(AAA):3年	3.0892	2.767	0.3222	13.71%
中债企业债到期收益率(AA+):3年	3.2192	2.9667	0.2525	6.52%
中债企业债到期收益率(AA):3年	3.6592	3.5067	0.1525	7.67%
中债城投债到期收益率(AAA):3年	3.1363	2.7988	0.3375	11.39%
中债城投债到期收益率(AA+):3年	3.2457	2.998	0.2477	9.05%
中债城投债到期收益率(AA):3年	3.4707	3.203	0.2677	9.78%
中债中短期票据到期收益率(AAA):3年	3.0834	2.7823	0.3011	12.55%
中债中短期票据到期收益率(AA+):3年	3.2321	2.951	0.2811	9.15%
中债中短期票据到期收益率(AA):3年	3.6521	3.411	0.2411	11.00%

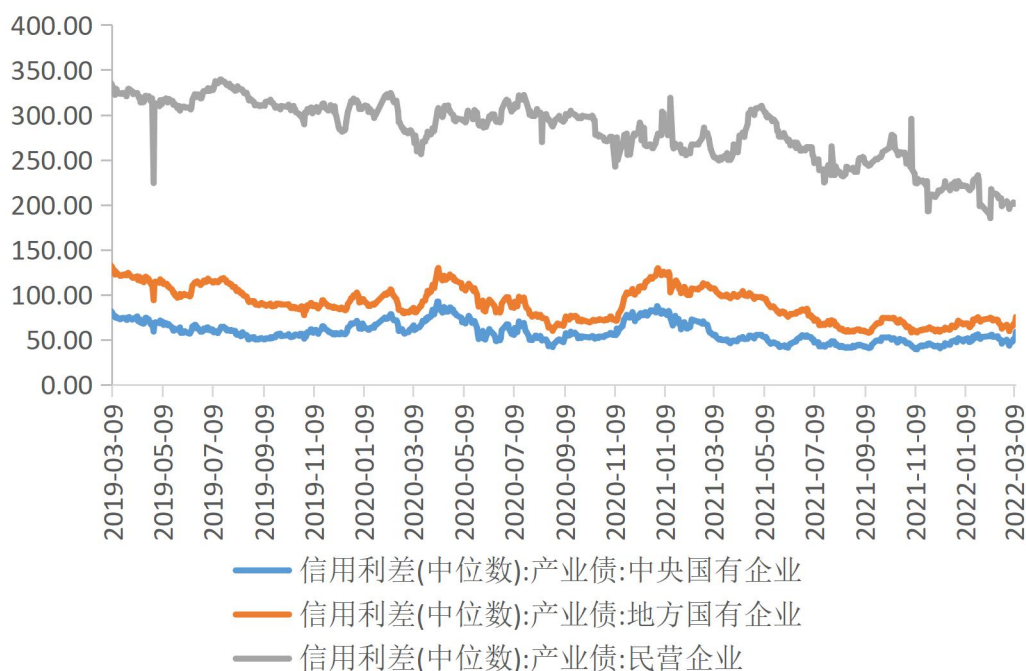
期限利差上，近一个月中国国债短端收益率上行较快，长端收益

率上行缓慢，期限利差小幅收窄。美债长短端利率均上行，短端利率上行较快，主要系加息预期持续影响。



从信用利差来看，近一个月不同评级主体间的信用利差较上月继续收窄，中高评级债券（AA+及以上）信用利差小幅下降，AA 级债券、民营企业债券信用利差下降幅度较大，在近日回暖的经济数据公布后，各评级债券信用利差有所反弹。2 月社融不及预期，叠加局部疫情，但 1-2 月经济各项数据却明显改善，这使得债券市场在向“宽信用”过渡的过程中，受到一定扰动。





(二) A 股：受地缘政治与加息预期影响，市场普遍大幅下调

二月下旬以来，受俄乌关系恶化影响，全球能源价格持续走高，全球通胀压力骤增，加息预期增强。3月2日，美联储主席鲍威尔表态支持本月加息25个基点，三月美联储极大概率将开启加息周期。同时，叠加二月国内金融数据疲软与近期疫情反复，3月以来，A股表现惨淡，尤其最近一周，A股市场出现普遍的大幅下调。

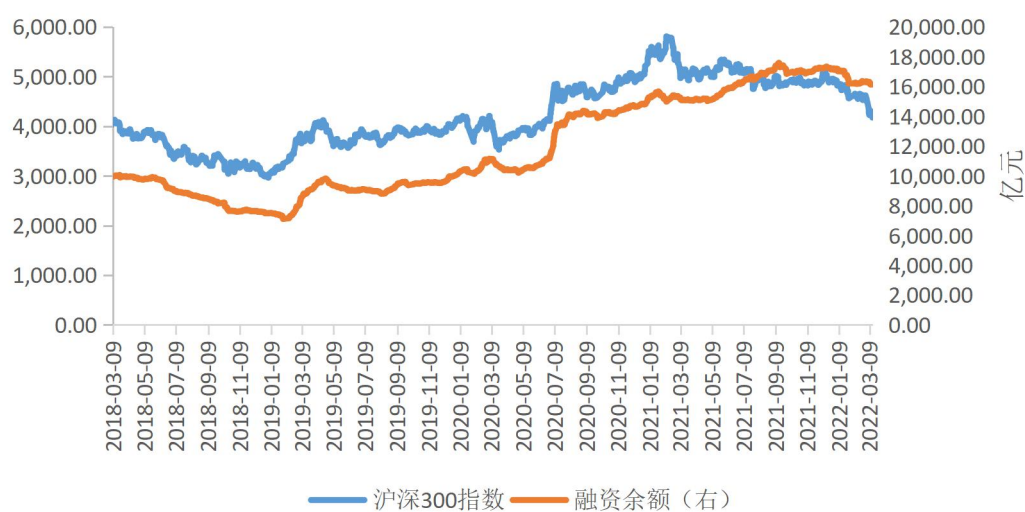
从资金面看，融资余额持续下滑。同时，俄乌危机的持续升级与国际制裁的蔓延引发市场对A股的忧虑，加之美联储加息预期，外资持续流出。

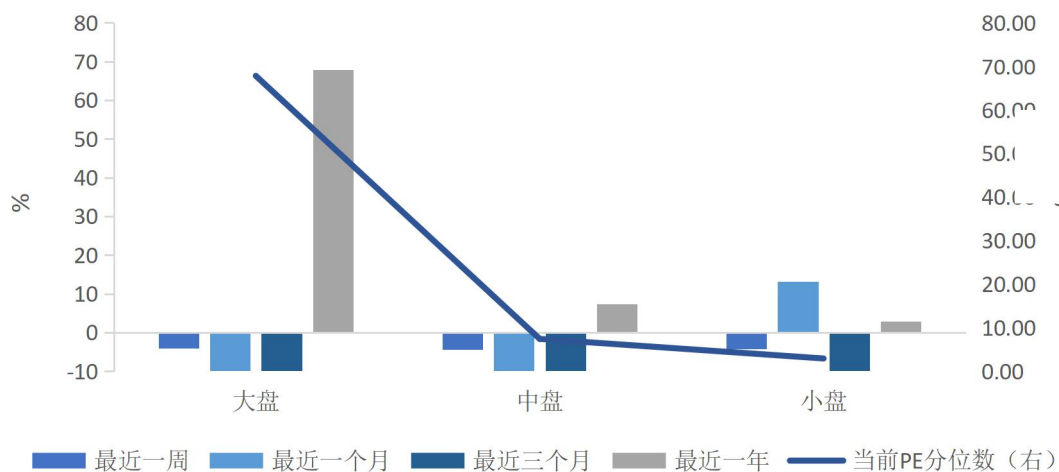
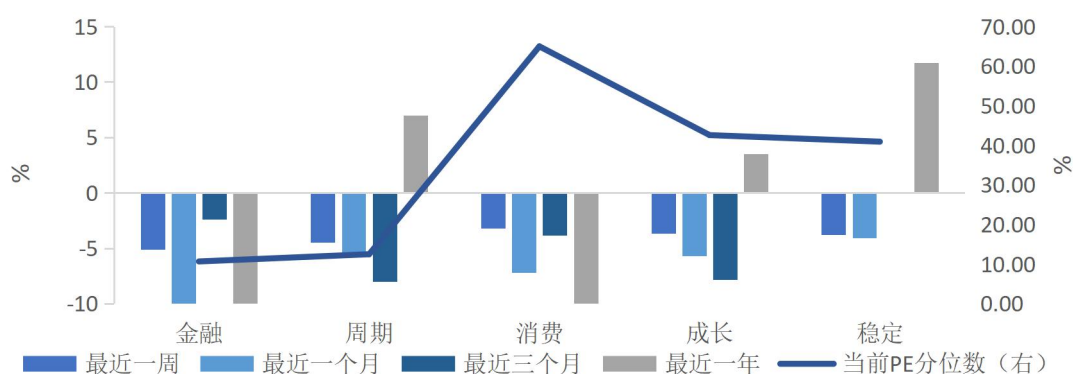
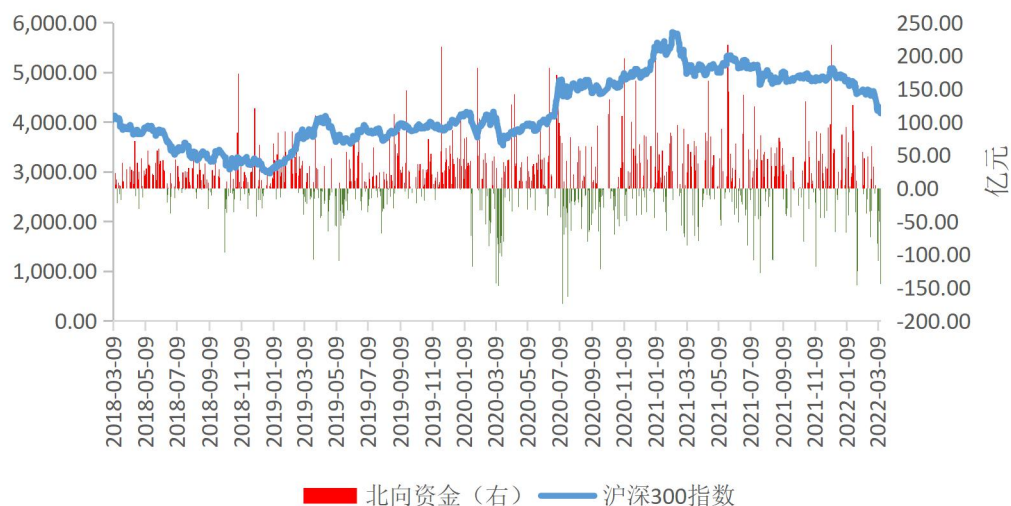
从板块风格看，在国内外宏观压力的系统性影响下，各板块近期均大幅下滑，前期涨幅均清零，月内均表现为负收益，其中金融板块跌幅较大。

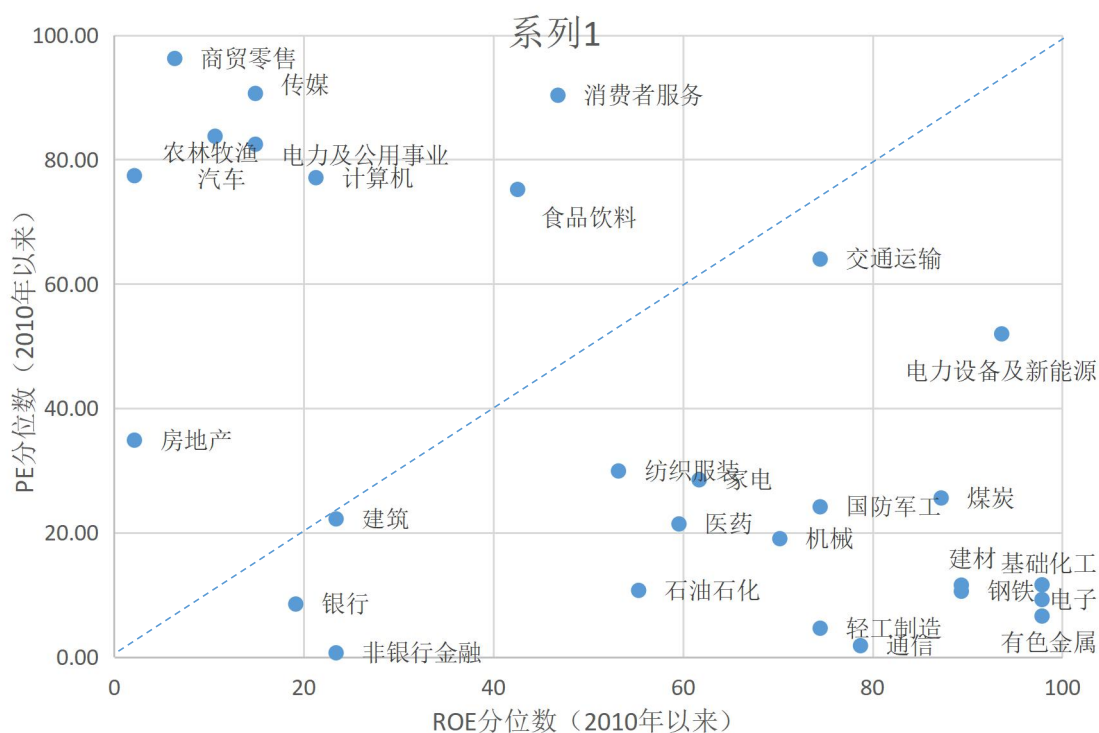
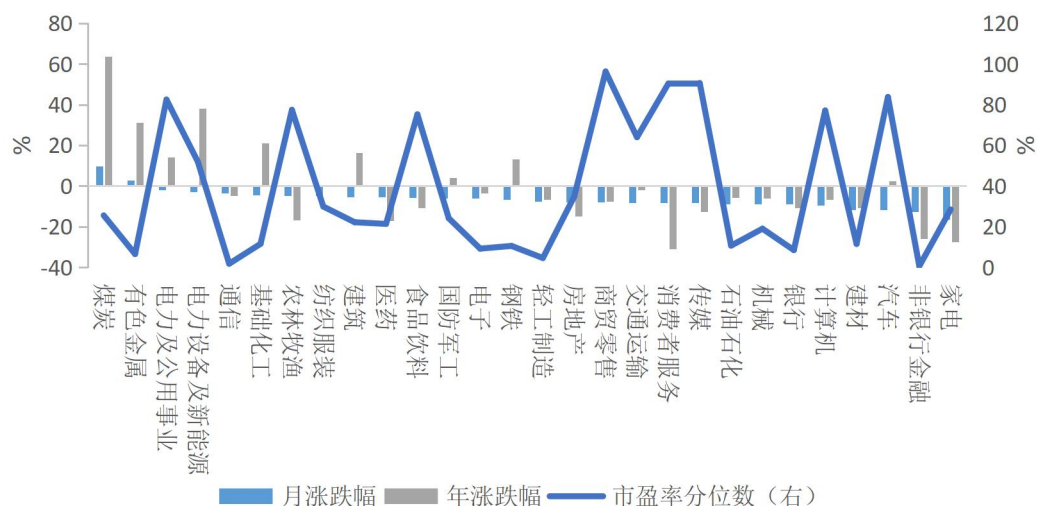
从行业层面看，除煤炭与有色金属，其余行业在过去一个月均出

现不同幅度下跌，其中家电、非银、汽车、建材等行业跌幅靠前。从行业估值角度看，有色、电子、钢铁、化工，以及商贸、传媒、农林牧渔、汽车等行业估值与基本面出现较大程度背离。

涨跌幅（%）	最近一周	最近一个月	最近三个月	过去一年	今年以来	PE(TTM)
上证综指	-6.66	-3.13	-9.42	-4.82	-6.24	12.45
深证成指	-10.24	-9.16	-17.62	-12.67	-16.33	24.02
创业板综	-9.71	-8.05	-18.71	3.11	-4.93	70.38
上证 50	-6.99	-4.81	-10.67	-18.64	-20.15	10.29
沪深 300	-8.51	-7.39	-14.14	-16.80	-18.90	12.31
中证 500	-8.27	-4.18	-12.51	0.79	-0.97	17.50
科创 50	-8.83	-8.10	-18.70	-11.43	-18.91	41.48







四、投资配置建议

（一）债券：受疫情扰动与 1-2 月经济数据超预期的影响，市场不确定性增强，策略上建议适度降低久期水平，采用防守策略

从短期看，由于 1-2 月经济数据增长超预期，货币政策继续加码宽松的必要性下降。然而拉长时间，3 月受到全国多地疫情爆发停工停产的扰动，我国社融与经济数据持续回暖存在较大不确定性，3 月



16 日金融委、央行等多部门积极表态，维护经济金融环境平稳发展，防范化解房地产市场风险，提振市场预期，也说明当前经济增长的基础仍较脆弱，金融政策还需发力稳增长。

配置思路，近期需重点关注经济、融资前瞻数据，如 PMI、票据利率相关前瞻数据走向，从而确定宽信用的节奏，建议久期降至中性略偏低水平，采用防守策略，降低市场情绪反复对收益的影响；同时考虑到多部委积极表态防范化解房地产金融风险，重点关注房地产债券市场的投资机会。

（二）A 股：市场面临潜在触底反弹机遇，建议关注前期因恐慌情绪大幅下调的板块

随着俄乌局势逐步缓解与美联储加息“靴子落地”，A 股市场在年内下滑 15-20%的基础上有望获得短期触底反弹的机遇窗口期。尤其是，前期因恐慌情绪与预期超跌的板块将会是中短期投资机遇。

在配置思路，建议配置基本面良好，但因恐慌预期超跌的板块与股票。同时，应关注国内政策发力点，如新能源、云计算等板块，密切关注具备新模式转型能力的房地产企业。警惕能源价格可能触顶回落对能源等行业的影响。

免 责 声 明

本资料（以及所有相关附件）应要求而准备，仅供向特定客户提供作为参考，不构成任何证券或其他金融工具的要约、要约邀请、建议或推荐，并不可做类似解释。本资料（以及所有相关附件）未经陕西省国际信托股份有限公司（以下简称“陕国投”）和其关联机构的事先书面同意，不得全部或部分复制或分发于任何人。本资料所包含的信息来源于陕国投认为可靠的数据来源，但陕国投不就资料的准确性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。过去表现并不代表未来，陕国投不就未来表现作出任何明示或暗示的陈述或保证。此处的意见或估计可以不经通知而加以修订。陕国投可能在经营范围内不时向本资料提及的公司或证券、金融工具的发行人提供金融服务，或持有该公司或发行人的证券或金融工具，相关信息应要求可提供。陕国投可能发行过其他与此处信息不一致、结论不同的报告，这些报告反映了准备报告的分析师的与此处分析不同的假设、意见和分析方法。

本资料描述的条款（以及所有相关附件）仅为供讨论的指示性条款，并且取决于陕国投内部及外部的法律和合规的意见及审批。

本资料并未旨在提供您可能所需要的所有信息，在任何情况下，您应就该资料中所提及的交易以及其中所涉及的数据进行自己的调查和分析。任何接收到该材料的人都应该对资料中所描述的交易作出独立的判断以及咨询其自己的专业顾问。

陕国投并没有提供任何法律、会计或者监管建议。任何人不能将此材料中任何关于本地法律、会计准则以及法规的相关法律、会计或者监管要求等方面的陈述，意图用作违反所适用之本地法律、会计准则以及法规的用途。资料中的陈述是为了营销或者宣传与陈述相关的交易而写就的。您不应依赖于本处所述之陈述，并且应该根据您所处的具体环境寻求独立的意见。