

## 一、交银施罗德基金首席策略师马韬： ——权益市场展望及配置建议

## 二、交银施罗德基金固收分析师张顺晨： ——债券市场展望及配置建议

# 交银施罗德基金 2022 年二季度宏观策略展望报告

## 一、中国权益市场展望及配置建议

### ◆ 2022 年二季度权益宏观策略展望：

◆ **2022 年一季度市场遭遇意外流动性冲击：**2022 年一季度，受地缘政治、国内疫情、大宗商品、信用风险等复杂因素冲击，市场预期显著降温。北上资金出现近年最大量级单月净流出，叠加内部市场参与者暴露出定期产品开放、私募产品止损以及雪球产品敲入等多重脆弱交易结构，使得市场短期出现快速深度调整。整体来看，短期脆弱交易结构带来的流动性冲击影响大于基本面变化幅度，类似于 2020 年 3 月以及 2021 年 2 月的一次性冲击，市场情绪与资产定价已经计入了过多的地缘政治风险、流动性风险、信用风险、通货膨胀风险、部分行业商业模式风险以及跨国监管风险，后续可能将对利空信息逐步脱敏。当前，A 股整体绝对估值与相对估值已处于历史非常低的位置，未来流动性和基本面均大概率将出现修复，市场目前处于底部区域概率较大。

◆ **2021 年以来全球范围内的货币紧缩与通货膨胀双重冲击逼近尾声：**排除终将均值回归的情绪因素和一次性冲击的疫情因素，2021 年以来限制经济和市场修复的核心问题是信用环境的过度紧缩和大宗商品过快上涨的双重供给冲击，二者共同作用增加了私人部门的整体成本、压缩了居民部门的可支配收入和企业的留存利润、最终收紧了整体金融条件使得总量政策效果不佳。全球范围来看供给冲击率先缓和的区域恰好是我国——由于国内货币政策在 2021 年下半年开始已经转向宽松，将一定程度上对冲海外央行的边际紧缩；而且国内能源和工业品的供应已显著改善，给工业企业成本形成了全球范围内的洼地，相比海外具有了显著的供给优势，内源的供给端已不构成限制。同时，外源供给冲击也逼近拐点——当前的资金与商品价格水平已对海外经济带来抑制，企业扩张意愿下滑，居民消费信心封冻，在欧美货币

## 交银施罗德基金 2022 年二季度宏观策略展望报告

与财政政策同时紧缩的大背景下，目前大概率已处于顶部，欧美经济周期转为下行后将显著减缓我国的外源供给冲击。在这样的路径下，后续国内外经济格局或将逐步转向内强外弱的状态，全球资金将再度转向配置 A 股，助推市场估值显著修复。

- ◆ **2022 年二三季度市场或迎来休养生息机会：**海外货币紧缩与通胀上行冲击最强的时刻逼近尾声、“二十大”前稳增长必要性提升使得经济内强外弱阶段到来。外资快速流出、定期产品开放、私募产品止损、雪球产品敲入等多重利空释放完毕后 A 股或将迎来休养生息窗口，值得把握。风格上，大盘价值板块与高分红属性在当前滞胀与风险环境下防御性较好。行业上，可关注以下方向：成本逼近下行拐点且国内相对外部成本有比较优势的家电、化工；新老基建稳增长的银行、建筑、建材、通信、计算机；对冲通胀与海外风险的农业、军工、贵金属。

## 二、中国债券市场展望及配置建议

- ◆ 展望 2022 年二季度，国内基本面恢复的节奏和货币信用的边际变化将成为影响债市的主要因素。经济在 3 月疫情扰动后有望逐步回暖，通胀在大宗商品供需格局偏紧、疫情反复导致内需偏弱下或延续分化。政策方面，货币政策更注重宽信用发力，财政政策在地方债发行前置、基建施工加速下或呈现托底效果，流动性预计保持合理充裕，但资金面严格依赖央行投放。对于债券市场，我们认为二季度或维持震荡的态势。
- ◇ **基本面方面**，1-2 月经济数据大幅好于预期，受益于稳增长政策靠前发力和出口韧性，基建、工增和制造业投资表现强势；地产投资和社零亦大幅反弹，但 3 月以来国内疫情迅速传播、防控措施升级，需求端复苏受阻。往后看二季度经济在疫情收尾后有望呈现温和回暖。去年四季度以来，我国楼市政策逐步放松，对应今年 1-2

## 交银施罗德基金 2022 年二季度宏观策略展望报告

月份商品房销售和房价初步企稳，也反映我国房地产韧性较强，预计二季度在各地因城施策背景下，地产销售或筑底回升，房地产投资增速有望边际企稳，但回升空间取决于开发商预期和拿地改善情况。出口方面，年初表现平稳，部分受到海外消费韧性和商品涨价的影响，考虑到调研反馈企业在手订单状况良好，尚未出现明显恶化，预计二季度出口保持韧性，但同比增速大概率趋于回落，对经济拉动的贡献亦边际下降。疫情之后消费始终处于小幅改善但恢复不及预期的阶段，主要受到餐饮和限额以下小企业零售拖累，客观上居民可支配收入的下行也会持续制约消费意愿，但随着疫苗普及和抗原检测推广，后续消费修复或存在预期差。工业生产和制造业投资受到供给端约束放松，叠加政策支持有望保持稳定增长。对冲经济下行压力的动能主要来自基建，专项债发行和新基建相关项目的落地预计会带动基建投资进一步改善，但受到隐性债务监管约束持续性有待观察。考虑到疫情的不确定性以及实体信贷需求尚未明显回升，如果地产回暖不及预期，经济下行压力或再度突显，需要密切关注跨周期政策的边际变化。

- ◇ **通胀方面**，一季度 CPI 和 PPI 走势均呈现回落，CPI 受到猪价下行的拖累维持在 0.9%左右的低位，PPI 则主要受基数影响，从去年 10 月的高点 13.5%进一步下降至 8.8%。展望二季度，预计在财政发力背景下，基建投资或推动部分上游工业品需求修复，考虑国内供给约束缓解，叠加基数效应，PPI 在基准情形下仍将延续回落，但由于俄乌局势发展仍有不确定性，后续密切关注海外能源供需格局变化对油价影响。CPI 方面，春节后猪价下跌导致养殖亏损扩大，预计产能去化速度有望加快，二季度食品价格拖累减弱，CPI 大概率呈现温和上行，同时考虑国内疫情反复影响服务类消费需求并拖累非食品项，短期 CPI 高点难以突破 3%，关注下半年猪周期拐点。整体看，由于大宗商品价格高企有外生因素，需求疲弱之下通胀难以构成对货币政策的掣肘，国内通胀压力可控，不存在长期通胀或通缩的基础。

## 交银施罗德基金 2022 年二季度宏观策略展望报告

- ◇ **从流动性来看**，1 月降息之后资金利率中枢小幅下行，短端利率经历短暂下行后基本回升至降息前水平。往后看在疫情反复、实体融资结构欠佳、地产销售持续低迷下，经济稳增长诉求依然较高，预计政策呈现稳货币宽信用格局。政府工作报告要求加大稳健的货币政策实施力度，继续强调流动性合理充裕，短期来看流动性以稳为主，为对冲地方债发行和 MLF 到期的央行降准操作仍可期待。广义流动性层面，年初金融数据开门红表现亮眼，但随后月度数据波动较大且融资结构未见改善，金稳会提出货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长，央行有望进一步引导金融机构加大投放，叠加基建配套融资需求支撑，**预计二季度信用增速阶段性企稳回升的概率较大。**
- ◇ **从政策层面看**，国内经济仍然面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，政府工作报告设定今年经济增长目标在 5.5% 左右，要求把稳增长放在更加突出的位置，预计在疫情得到控制后，二季度赶工节奏加快、政策托底经济的预期会有所增强。海外方面，3 月美联储议息会议宣布加息 25bp，基本符合预期，但目前美国通胀仍在持续创新高，后续单次加息 50bp 的概率上升，叠加美联储二季度大概率开启缩表，海外流动性收紧下中美利差持续压缩，需关注海外政策外溢与国内政策协调的影响，同时还需要关注二季度理财产品到期或定开产品开放后机构赎回对市场的影响。
- ◆ **配置建议：**
  - ◇ **把握交易性行情、合理利用杠杆、严控信用风险。**
  - ◇ **把握交易性行情：**如上分析，我们预计 2022 年二季度债券市场在经济下行压力不减、内外部通胀分化、流动性合理充裕且宽信用预期加强下，或呈现震荡的格局，政策的预调微调对市场预期的影响较大，建议根据预期差把握交易性机会。站在目前时点来看，收益率处于历史偏低的位置，且曲线较为平坦，反映市场定价已经计

## 交银施罗德基金 2022 年二季度宏观策略展望报告

入较为悲观的经济预期，短端政策利率约束收益率进一步下行的空间。考虑到二季度政府债券净融资较大，叠加美联储进一步收紧，资金面或有一定扰动，但经济内生动能偏弱也限制收益率上行的幅度。二季度债市的主要风险点在于通胀传导超预期或者宽信用效果超预期引致货币政策收敛，可能的超预期机会在于部分信用事件后央行宽松政策对冲，以及全球流动性收紧引发权益或商品市场大幅调整。

- ◇ **合理利用杠杆：**1月央行降息后资金利率中枢小幅下移，在经济仍然承压，政策要求新增贷款保持适度增长下，货币政策的重心从宽货币转为宽信用。近期各地房地产调控边际放松，降低房贷利率和首付比例、放松公积金贷款要求等政策频出，但地产销售仍在筑底，后续政策放松有望进一步加码，预计在促进宽信用过程中，流动性的主基调仍然是以稳为主，市场利率将继续围绕政策利率波动。目前市场对于二季度货币进一步宽松仍有一定预期，但较此前有所减弱，短端利率已经调整至降息前水平，市场机构杠杆有所下降。我们预计二季度央行有望进行降准以改善银行负债端成本，但受外围紧缩政策影响，政策利率调整的不确定性较高，银行间流动性高度依赖央行投放，缴税和月末时点资金面的波动或将加大。随着债券收益率小幅调整，目前杠杆套息空间仍在，建议在保持组合流动性的前提下合理利用杠杆。
- ◇ **严控信用风险：**年初以来受宽信用预期和理财赎回等因素影响，信用债经历了一波调整，尤其是高等级长品种收益率上行幅度较大。当前信用利差水平有所修复，信用债投资性价比提升。信用风险方面，尽管各地陆续出台房地产宽松政策，但地产企业违约潮仍在继续，随着龙光、融创等主体违约展期，民企地产债信用环境受到重创，风险尚未出清。展望二季度，俄乌冲突加剧全球金融市场不确定性，国内新一轮疫情蔓延可能延缓宽信用进程，对经济增长带来严重拖累。我们将重点关注休闲服务、交通运输等受国内疫情影响较大的行业企业的信用资质变化，继续严控民企地产债投资，密切关注持仓债券年报信息披露，切实做好风险防范。煤炭、

## 交银施罗德基金 2022 年二季度宏观策略展望报告

钢铁等过剩产能行业景气度仍高，可继续择优配置和挖掘个券机会。城投债方面，“隐债清零”试点推进，区域分化格局未改，我们建议关注部分中部地区平台的利差压缩机会和强区域区县平台的短久期下沉策略，尾部风险仍需警惕。

交银施罗德基金首席策略师马韬、固收分析师张顺晨

### 免责条款:

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

### 转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。