

国内弱复苏，美联储加息近尾声，机会仍存

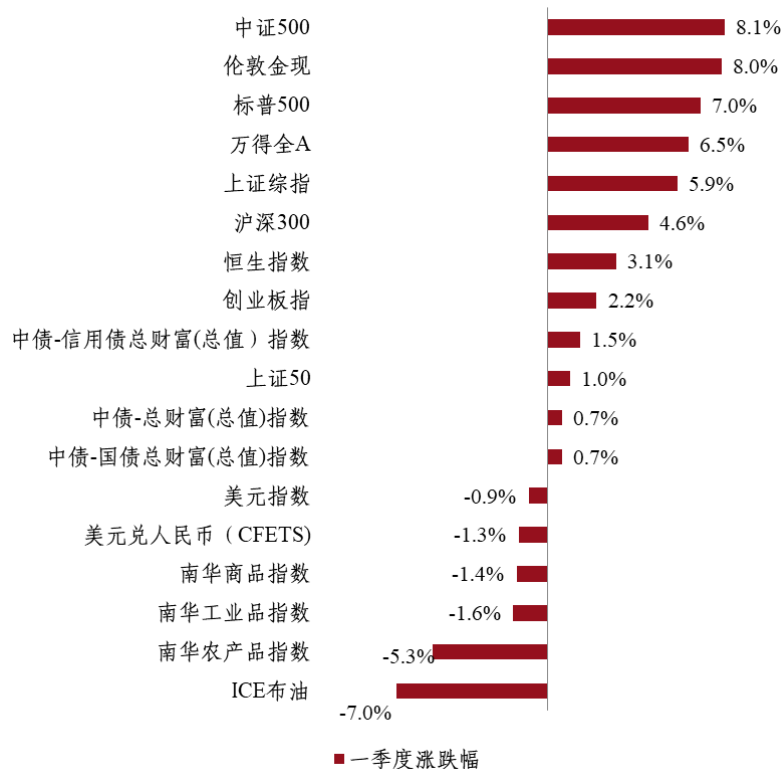
——2023年二季度宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部


- 4月是重要的政策窗口观察点，目前政府部门在各省抓紧调研，对于经济的判断尤为重要，这是政策出台的核心依据。

一季度市场回顾：黄金>股票>债券>其他商品

- 一季度，国内基本面预期改善，叠加央行维持流动性宽松的格局下，风险偏好回升回升，A股>信用债>利率债。欧美银行风波叠加“去美元”进程加快，黄金大幅上涨。
- **国内权益市场**，一季度市场表现整体有点“虎头蛇尾”，1月市场大幅反弹，2月以来市场震荡。1月行情的主导力量是外资，2-3月外资流入放缓，市场的存量博弈特征显著，股市表现明显分化，从快速轮动转向“抱团”AI与“中特估”。
- **国内债市**，整个一季度债市均有不错表现，受到降准支撑，3月表现好于1-2月，信用债表现好于利率债。整体仍呈现“低利率+低利差+低波动”态势。
- **海外方面**，美债利率下行、美元指数走弱、原油回落、黄金走强



回顾

 中建投信托
GROUP

温和复苏下，股偏强、债偏弱

——2023年年度宏观与大类资产配置展望

资本市场业务总部

2023年资产配置观点：国内股偏强、债偏弱

资产大类	资产细分	观点	配置建议
股票	A股	温和上涨、波动增大	标配+
	港股	弹性强于A股	标配+
	美股	美联储货币政策转松前估值端缺乏弹性、衰退风险下盈利预期仍有下调空间	标配
债券	美债	10年期美债利率筑顶回落	超配
	利率债	相对谨慎	标配-
	信用债	城投债不必悲观	标配
商品	大宗商品	内外分化	标配
	原油	全球需求走弱驱动油价下行	标配-
	黄金	美国实际利率见顶回落、强美元趋弱，金价中枢有望上移	超配

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

强预期或回归现实，短期调整不改向上趋势

——2023年2月宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

- 2022年11月份以来，全球风险偏好已经连续反弹3个月，主要推动力是美国通胀放缓导致市场预期美国加息放缓以及我国经济回升强预期。市场资金方面，去年11月以来，仅北向资金进行了大幅增仓，国内机构和融资盘并无显著增仓迹象。

2月资产配置观点：风险资产短期或有调整，但不改上行趋势

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	短期或有调整，但春季行情仍可期	标配	标配+
	港股	将从估值修复转向盈利驱动	标配	标配+
	美股	衰退背景下，仍面临调整风险	标配	标配-
债券	美债	短期震荡，但不改下行趋势	标配+	超配
	利率债	区间窄幅震荡，短端好于长端	标配	标配-
	信用债	高等级、短久期策略	标配	标配
商品	大宗商品	内外分化延续	标配-	标配
	黄金	趋势上仍看多，但短期上涨动能趋缓	标配+	超配

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

复苏交易进入验证期，均衡配置

——2023年3月宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

- 驱动2022年11月-2023年1月全球资产表现转向的美国通胀回落和国内经济增长改善的趋势性方向是否发生改变？

近期国内外知名机构观点

- **大摩**：随着中国宏观经济状况的持续改善和自上而下的支持性政策，A股势头可能会在全国人大会议以后开始回升；尽管全球市场仍在讨论近期银行压力状况，但中国独立的宏观复苏周期和弹性银行体系有助于加强对中国的投资理由。事实上，随着人民币兑美元恢复走强，有力与中国股市跑赢新兴市场 and 全球市场。
- **高盛**：鉴于A股对全球股市贝塔系数的敏感度较低，以及中国经济增长、政策和利率周期相对于全球经济不同步，如果全球经济增长和银行体系的担忧依然存在，中国股市的表现将优于港股和美股。从主题上看，尽管短期方向性贝塔系数的信心似乎很低，但对政策驱动的投资股市持积极态度，尤其是数字经济、人工智能、小巨人。
- **UBS**：投资者对A股的担忧主要集中在一下两个方面：（1）经济复苏最快的阶段可能已过，且草根调研显示全球经济复苏节奏并不均匀；（2）场外资金流入股市的节奏放缓。
- **刘煜辉**：通缩已开始，经济已经落入衰退象限。这一回需求端的突出矛盾是什么？家庭部门确实没钱，6个荷包确实瘪下去了。如果内需的增长受困于资产负债表的衰退，意味着从产业层面来讲，中国未来面临的主要矛盾是从过去的通货膨胀变成通货紧缩。当下讲的高质量发展，背后的本质就是“发展和安全”并举，安全成为新时代下的第一要素。对于今天中国的资本市场来讲，通过科技的创新求安全，要靠资本市场，解决财政的钱袋子，也要靠资本市场。
- **中金**：我们看到的是回暖，而非通缩。目前经济复苏主要源于去年政策滞后影响以及疫情消退后的部分内生动能反弹，今年政策作用尚未显现。展望未来，尽管短期基数仍有拖累，但在三股力量推动下，物价中枢将随产出缺口收窄而逐渐抬升。总之，我们看到的是需求驱动的物价正在回暖，而非步入通缩。

当前宏观经济关注点及结论

关注点：

- 一. 前期积压需求释放是否接近尾声，地产销售修复是否可持续？
- 二. 美国何时会衰退，美联储何时会降息？
- 三. 4月政治局会议政策重心是否有调整？

主要结论：

- 《政府工作报告》确定5%左右的经济增速目标，强调高质量发展与“不大干快上”要求，3月PMI显示经济修复斜率略有放缓，国内经济呈现温和复苏特征，4月是重要的政策窗口观察点，需重点关注。美联储3月会议纪要预计经济将“温和衰退”，并对信贷紧缩表示担忧，美联储加息或进入尾声。对于资产配置而言，相对看好港股、A股、黄金与美债的投资机会。

[1] 宏观形势研判

[2] 流动性动态监测

[3] 2023年二季度资产配置观点

1

A cluster of five triangles: a large light blue downward-pointing triangle, a small black upward-pointing triangle, a medium orange upward-pointing triangle, a small black downward-pointing triangle, and a small grey upward-pointing triangle.

PART

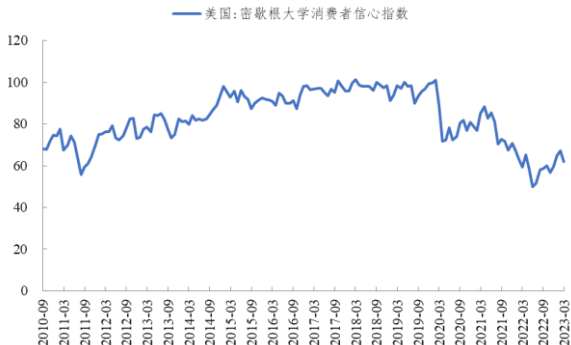
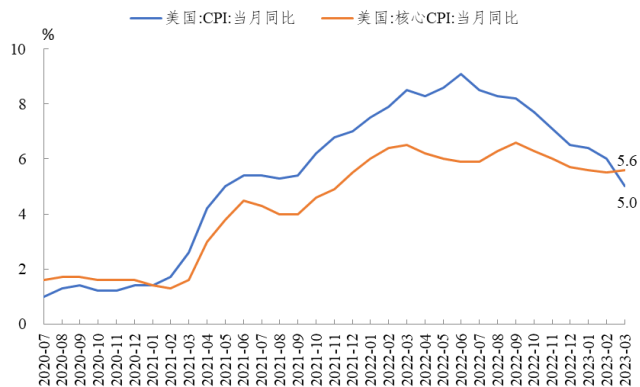
宏观形势研判

A thin white diagonal line above the text, and two orange diagonal lines, one above and one below the text, extending to the right.

国内外宏观经济形势研判：美国弱衰退、中国弱复苏

- **海外方面**，4月IMF发布的最新报告中将2023年全球经济增速较3个月前的预测值下调0.1%至2.8%。3月欧美突如其来的银行风险事件，不仅成为全球市场的焦点和主线，也结束了3月初步步紧逼的鹰派加息预期。银行问题的暴露也会带来一些后果，其中一个最主要的变化就是加速美国从紧货币到紧信用周期的演变。信用周期带来的增长下行压力叠加去年3月后快速抬升的高基数都可能使得美国衰退交易重新成为主导。由于疫情期间财政转移支付较好的保护了居民和企业的资产负债表，美国温和的衰退是大概率事件。
- **国内经济方面**，对于国内而言，经济触底回升较明确，未来重点关注经济回升的弹性和可持续性。宽信用在持续推进，以结构性投放为主，在实体经济融资需求偏弱的背景下，大概率呈现“弱复苏”格局。

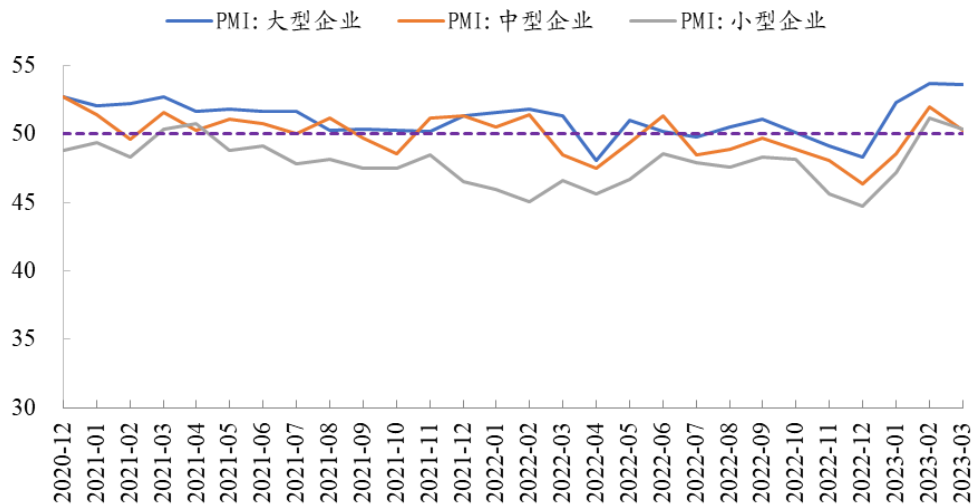
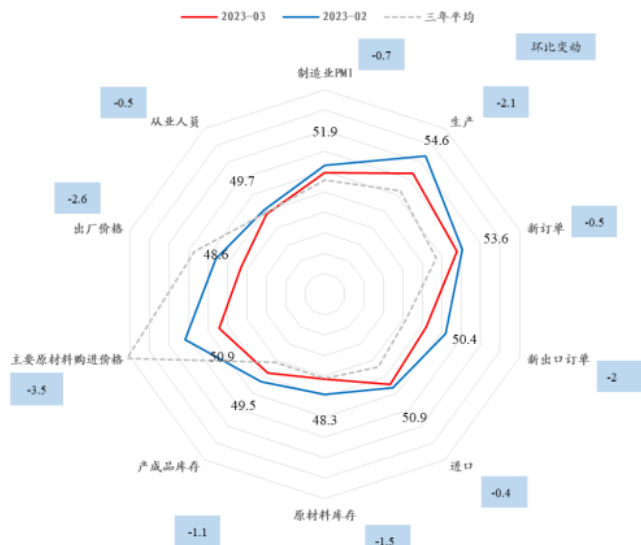
美联储加息或近尾声



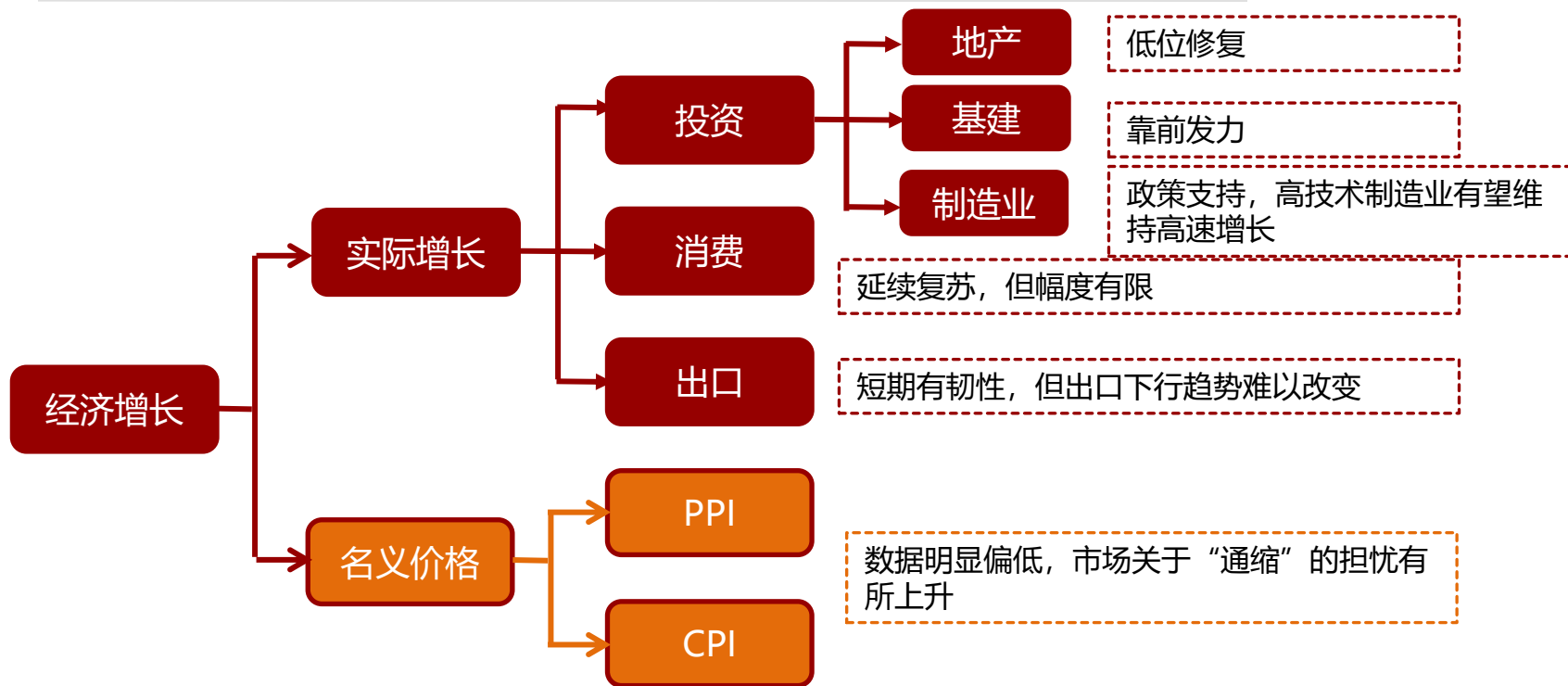
- 美国3月CPI增速进一步下降，但核心通胀增速仍较强。由于核心服务项通胀增速仍未出现明显放缓迹象，预计美联储5月加息25bps，5月后停止加息的概率较高。此外，美联储会议纪要显示，许多美联储官员预计年内经济出现衰退。

经济延续复苏，但动能有所放缓

- 3月PMI走势分化，制造业PMI较上月下降0.7个百分点至51.9%、非制造业PMI续升，指向整体经济延续修复，但动能有所放缓。
- 分企业规模看，大中小型企业景气度均有所回落，大型企业景气度韧性相对较强。



二季度国内经济有望延续修复态势

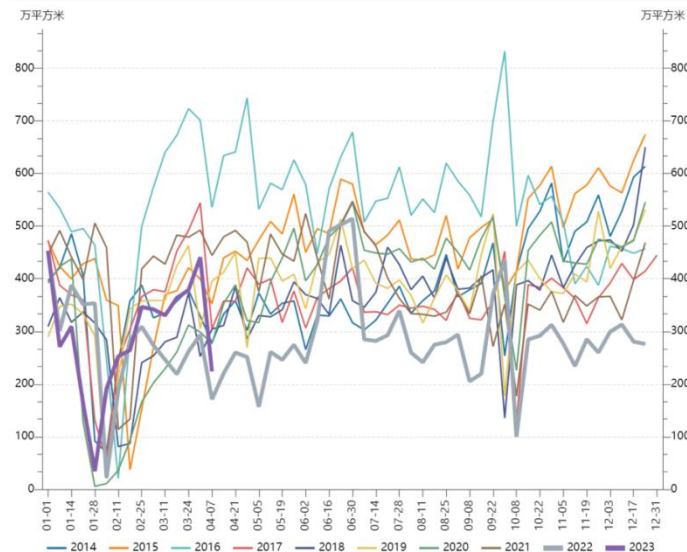


- 国内经济温和修复，通胀仍然较弱，政策有重新加码的必要性，消费复苏、地产低位企稳，基建仍是支撑。

地产销售趋势性恢复仍有待观察

- 3月居民中长期贷款同环比均大幅改善，反映楼市三月小阳春的征兆。这与高频数据显示的基本一致，30城大中城市商品房成交面积环比增加24%，同比增加68%。
- 但接下来，地产销售速度大概率可能放缓。一是近期二手房挂牌量骤增，部分居民正在减持住房资产，这将挤压新房销售，也显示居民对房地产市场的预期并未全面好转；二是从中期视角看，2023年一季度居民中长期贷款显著低于2016年以来各年度一季度数值。这表明3月地产销售小阳春可能是在填补疫情之后的一个时期的“坑”。
- 此外，进入4月份后，高频数据显示，商品房销售恢复速度显著放缓。

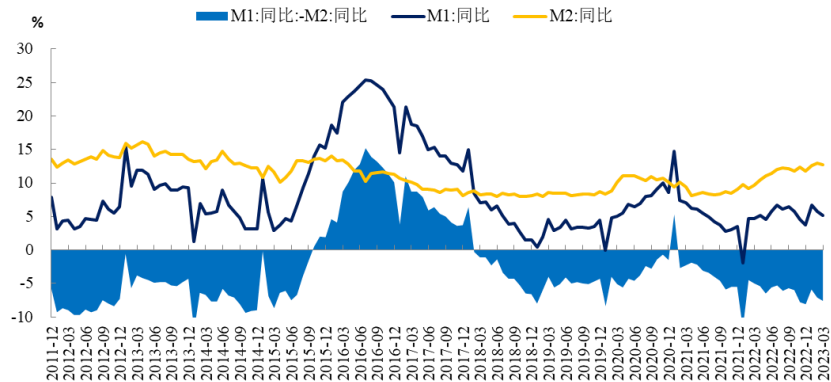
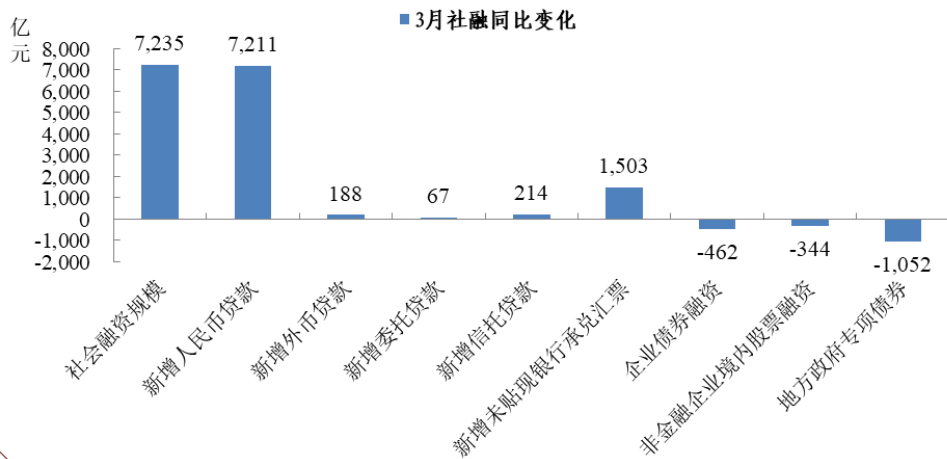
30大中城市:商品房成交面积:当周值



数据来源: Wind

信贷持续走强，转化效率有待提高

- 3月新增人民币贷款3.89万亿元（2月为1.81万亿元），新增社融5.38万亿元（2月为3.16万亿元），社融同比增速为10%（2月为9.9%），M2同比12.7%（2月为12.9%）。
- 信贷社融已连续3个月大超预期、结构好转，但结合近合通胀、高频等数据，背后有一些矛盾组合：一是居民短贷延续高增而同期CPI反映的通缩特征明显；二是居民按揭贷好转而4月以来地产销售再度超季节性回落；三是企业中长贷继续改善而M1增速继续回落。
- 内需仍处偏低位置，恢复仍需时日，尤其是M1增速下行所反映出的企业内生活力依然不足。货币向信用、信用向经济增长转化效率较低，经济修复偏温和。



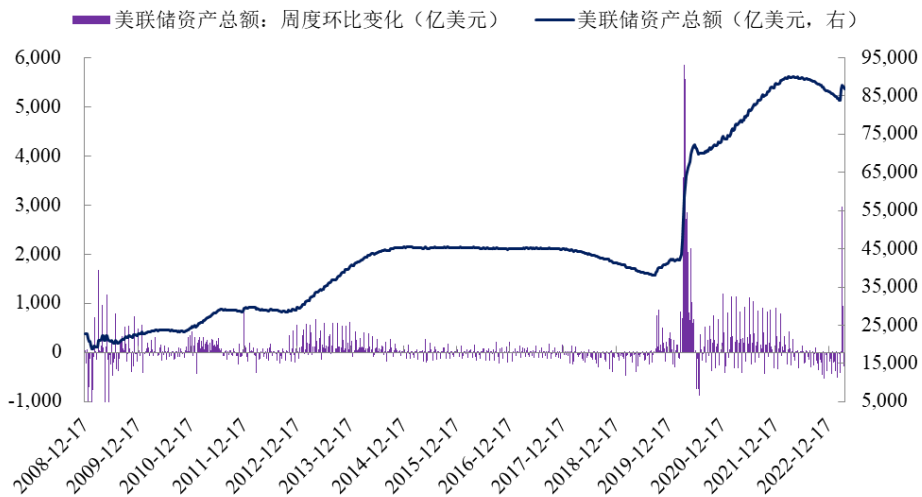
2

PART

流动性动态监测

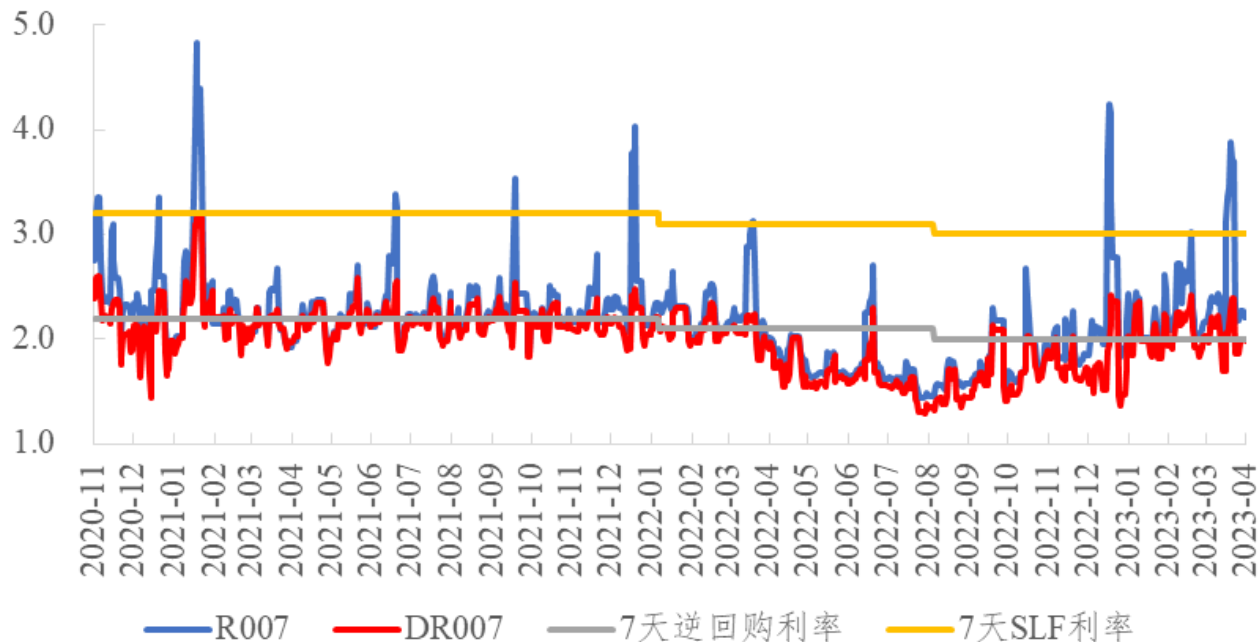
- 从新增资金看，公募基金发行在3月有所改善，融资盘风险偏好提升，整体仍处于存量资金博弈中。

海外流动性转松



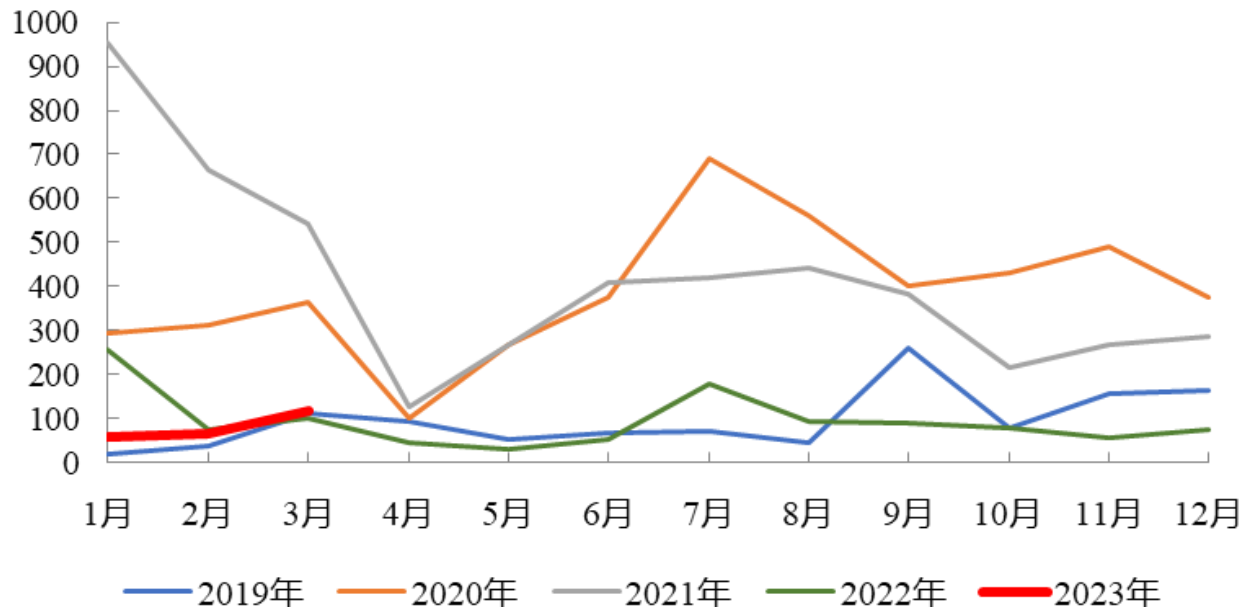
- 美国CPI数据公布后，5月份加息25个基点的概率降至63.5%。据CME“美联储观察”：美联储5月维持利率不变的概率为36.5%，加息25个基点的概率为63.5%；到6月维持利率在当前水平的概率为35.9%，累计加息25个基点的概率为63.0%，累计加息50个基点的概率为1.2%。

国内银行间流动性：资金面紧平衡

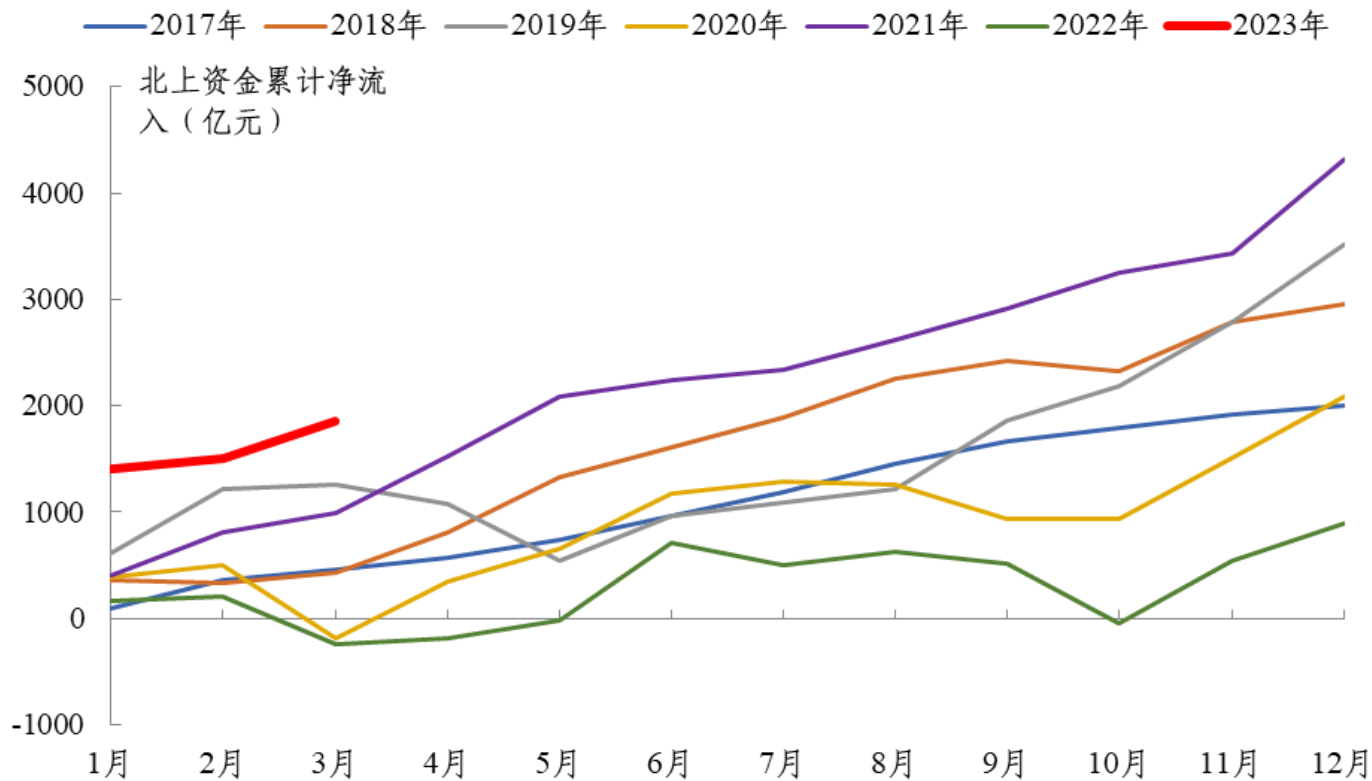


股市流动性一：偏股公募基金发行小幅回升

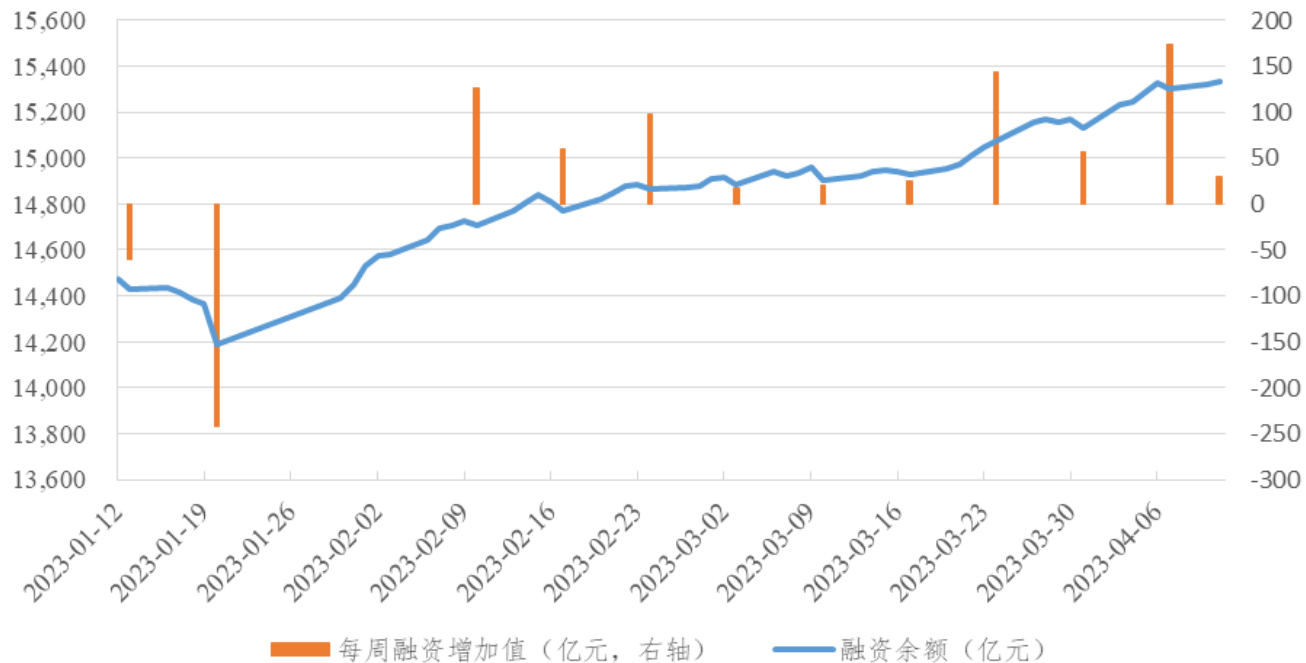
新成立偏股公募基金每月周平均发行量（亿份）



股市流动性二：2-3月北上资金持续净流入放缓



股市流动性三：杠杆资金有所企稳回升



3



PART

2023年二季度资产配置观点及逻辑框架



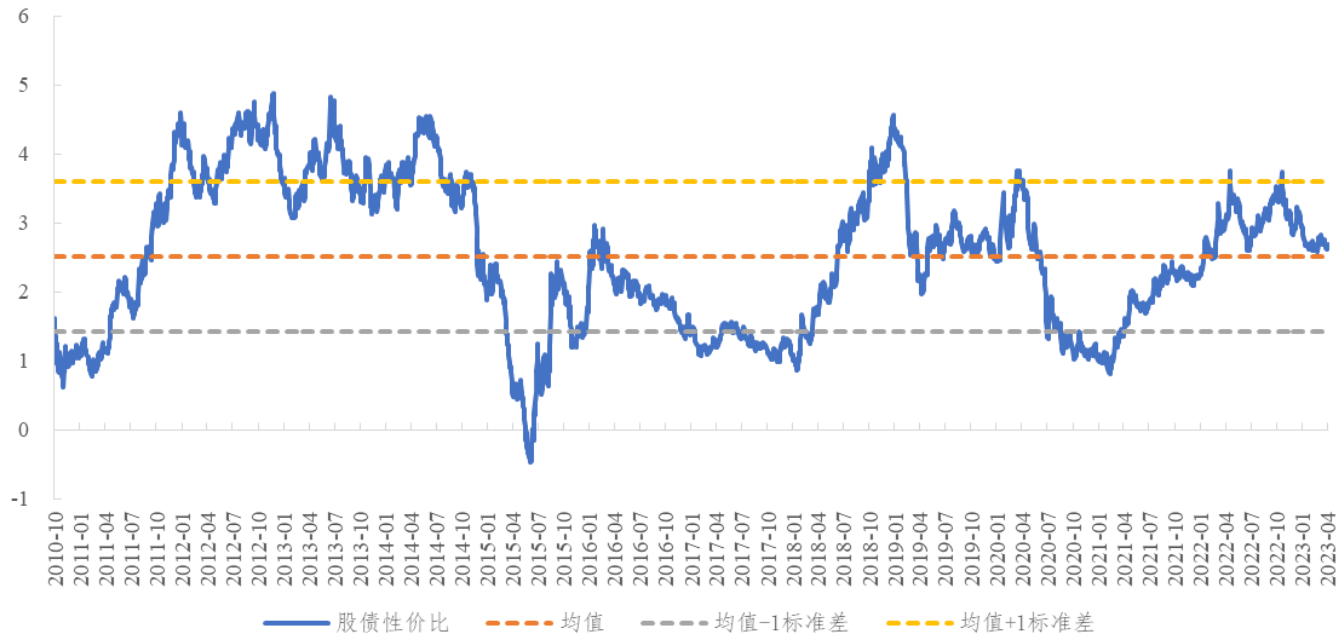
资产配置依据：美债利率下行+国内经济温和复苏

重要指标	一季度运行态势	后续展望
美元指数	截至2023年3月31日，收于102.6	震荡偏弱
十年期美债收益率 (%)	截至2023年3月31日，收于3.48%	“衰退+流动性转向”宏观场景下，美债长端利率将维持下行趋势
GDP	温和复苏	温和复苏
PPI		
社融/M2	货币政策处于“弱信用+宽货币”政策组合	宽信用仍是方向，货币政策中性偏松
DR007		
股权风险溢价率	股票性价比略高	
风险事件	地产销售不及预期、中美关系超预期恶化、美联储鹰派超预期、海外发达经济体衰退超预期等	

FED模型——股债风险溢价率

- 该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高出无风险收益率多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。当前股票性价比中性水平。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率



二季度资产配置观点：震荡向上格局不变，机会犹存

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	震荡向上	标配+	标配+
	港股	业绩与流动性均利好港股	标配+	标配+
	美股	区间震荡	标配	标配-
债券	美债	维持下行趋势	标配+	超配
	利率债	2.8%-3.0%区间震荡	标配	标配-
	信用债	信用债仍优于利率债	标配	标配
商品	大宗商品	市场波动加大	标配-	标配
	黄金	战略配置	标配+	超配

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

权益市场：A股或维持震荡向上格局

- ❑ **A股**：国内经济继续温和复苏，海外流动性预期转向，目前资金面仍以存量博弈为主，A股大方向将震荡上行。随着近期经济日报撰文《热捧人工智能需防泡沫》，叠加一季报将于4月中旬后密集披露，短期涨幅过高的部分科技股可能面临业绩不及预期的压力，AI催化不断也要注意高位调整风险，当前结构分化行情有可能有所收敛，市场风格可能更加均衡。
- ❑ **港股**：一方面国内经济温和复苏态势较为确定，分子端略有利；另一方面美联储加息周期进入尾声是大概率事件，分母端有力。因此，业绩和流动性都将对港股形成支撑，港股面临的宏观环境可能优于A股。
- ❑ **美股**：一方面经济衰退预期增强，企业盈利增速或放缓，分子端不利；另一方面美联储紧缩货币政策近尾声，分母端有力。整体上或维持区间震荡，风格上偏科技成长。

债券市场：利率处于震荡区间

- **利率债：**短期来看，资金面保持紧平衡，对短端利率有所压制，长端利率维持在2.8-3.0%区间震荡的可能性较大，但考虑到经济的进一步复苏，利率底部区间可能进一步抬升，需谨慎操作，把握阶段性的机会，谨防债市回调风险。
- **信用债：**经济恢复期，信用债确定性更高。城投方面，经济复苏仍是政策主基调，基建稳增长的预期仍然存在。城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，政府支持力度较大，外加出于防范系统性金融风险的考虑，城投行业信用风险水平较低，评级展望为稳定，预计城投公司公募债违约的概率依然较低。但区域分化或加剧，在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道偏紧及到期债务压力的影响下，城投企业信用风险分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力不减，关注区域财力较弱以及自身债务负担较重、到期压力较大的城投企业。

商品市场:市场波动或加大

- **大宗商品**：近期面临的宏观逻辑线索主要有两条：一是欧美银行业风波与海外衰退预期升温打压全球基本面预期与风险偏好，方向上偏利空；二是美联储紧缩政策或接近尾声、全球流动性边际好转，方向上偏利多，因此市场波动明显放大。
- **贵金属**：短期受到美元回落、加息放缓、避险情绪高涨等多重利好影响，叠加去美元化进程加快等因素支撑，黄金价格有望上行并可能创历史新高，建议战略配置。

免责声明

- 本报告由中建投信托股份有限公司（以下简称“本公司”）资本市场业务总部投研团队撰写发布，仅代表公司资本市场业务总部投研团队的观点和立场。
- 报告中的相关信息来源于本公司认可的已公开资料或其他信息，但本公司对该类信息的准确性及完整性不作任何保证。
- 本报告仅为报告出具日的观点、评估及预测，本公司对报告内容可在不发出通知情形下做出更改。
- 在不同时期，公司投研团队可能发布与本报告观点不一致的研究报告。
- 本报告内容仅供参考，所载观点不构成对任何特定投资者的建议。
- 本报告版权仅为本公司所有。
- 本文数据来源：Wind，中建投信托。

An aerial view of a city skyline, likely Chicago, with a large, semi-transparent silhouette of a person's head in the background. The word "THANKS!" is centered in a large, bold, black font within a red rectangular frame. A small white triangle points upwards from the bottom center of the frame.

THANKS!