

国内复苏斜率放缓，海外风险波动加大，结构性机会为主

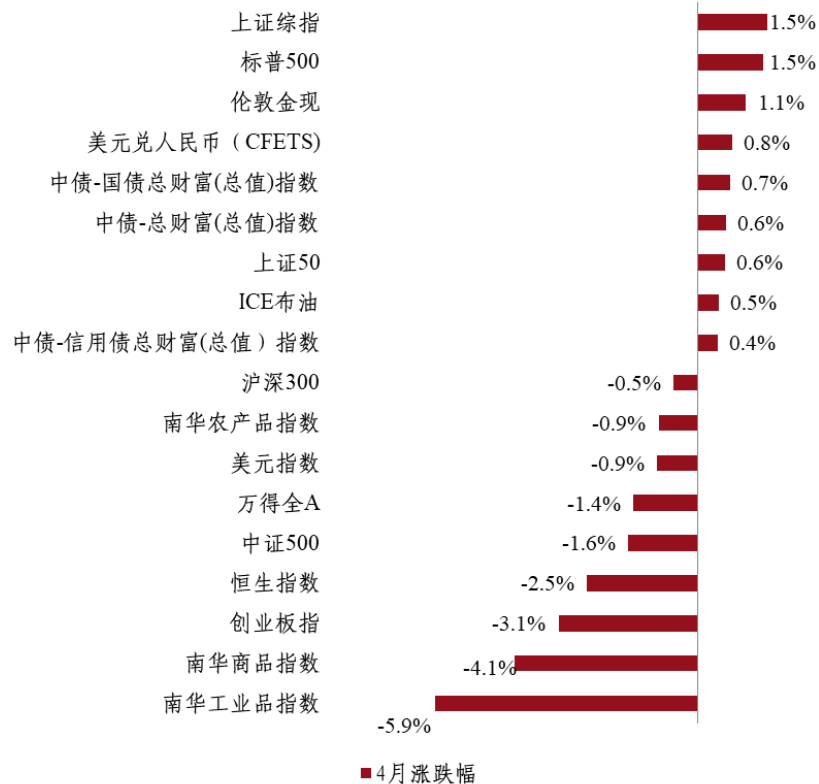
——2023年5月宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

- 国内经济在积压需求释放后，经济复苏斜率有所放缓，短期政策或没有强刺激；海外中小银行风险仍在释放，叠加债务上限危机发酵，海外风险波动加大。

4月市场回顾：避险情绪再度升温

- 4月，受美国银行再现风波、债务上限危机发酵以及国内增长动能放缓等不确定下，避险情绪再度升温。国内债市走强，风险资产整体表现不佳，黄金走强。
- **国内权益市场**，股票市场震荡偏弱，结构极度分化。4月，上证综指上涨1.5%，“中特估”表现亮眼，创业板指下跌3.1%；受到中美关系不确定性影响，港股表现偏弱，恒生指数下跌2.5%。
- **国内债市**，随着经济动能边际放缓和部分中小银行调降存款利率，债券市场收涨，1Y国债利率下行8.6BP至2.15%，10Y国债利率下行7.4BP至2.78%。信用利差继续压缩。
- **海外方面**，美国非农就业超预期，市场交易软着陆，标普500上涨1.5%。



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。

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，风格更均衡	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。

当前宏观经济关注点及结论

关注点：

- 一. 国内经济复苏强度；
- 二. 4月政治局会议之后，用偏中长期的结构性政策，是否能对冲短期内经济内生动力的不足；
- 三. 美国银行再现风波、两党就债务上限陷入博弈，后续如何演绎。

主要结论：

- 当前国内经济修复由疫后反弹转为内生动力修复，整体斜率放缓，政治局会议传达出“既不转向，也不强刺激”的政策信号。高利率环境叠加银行风波催化信贷收缩，美国经济衰退压力在加大，5月或是最后一次加息，何时降息存在较大不确定性，叠加债务上限危机发酵，海外风险波动或加大。5月宏观上基本面和政策面都难超预期，增量资金仍需等待，4月市场对于国内经济修复斜率放缓已进行一定调整，预计短期A股偏震荡，仍以结构性行情为主。弱复苏叠加通胀处于低位，国内债市或延续震荡偏强格局。黄金仍趋势性看多，回调是逢低加仓时机。

[1] 宏观形势研判

[2] 流动性动态监测

[3] 2023年5月资产配置观点

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

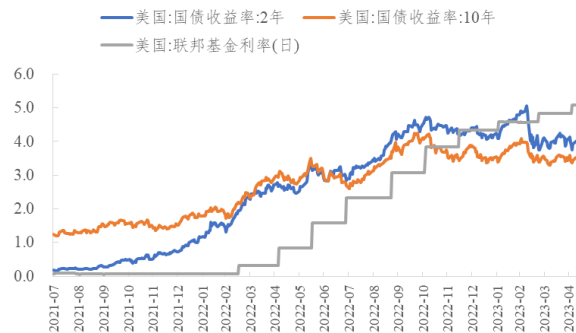
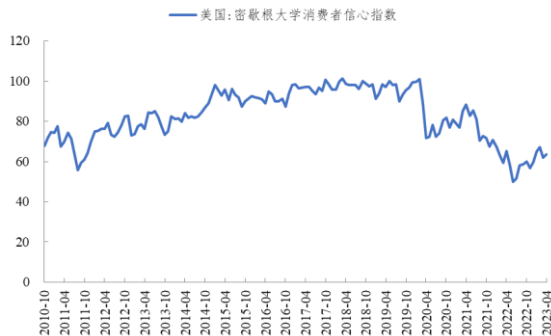
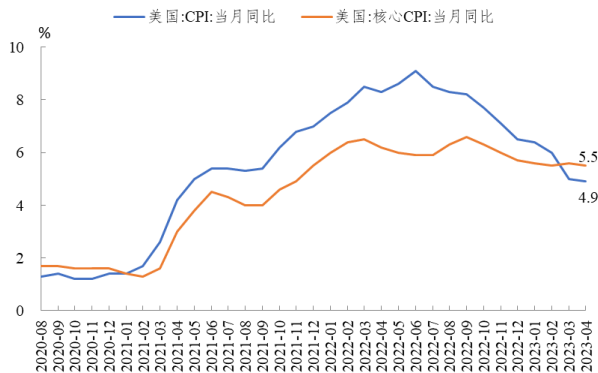
宏观形势研判

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

- **海外方面**，美国经济需求转弱但仍有韧性，居民资产负债表对消费需求的支撑仍在持续，当前高利率环境叠加银行风波催化信贷收缩，反映美国经济衰退压力正在加大，美联储5月FOMC亦释放出加息结束信号。未来博弈的重点是联储何时降息，触发因素有：一是总需求超预期回落，就业快速恶化；二是中小银行危机的蔓延与扩散。从高频数据来看，总需求和就业市场有韧性，中小银行信用紧缩仍在发酵过程中，美联储降息还需要耐心等待，对下半年的降息预期不宜过度乐观。
- **国内经济**：一季度GDP增速达4.5%超出预期，经济仍然在持续的修复，政治局会议首次提出“三重压力得到缓解”，但也强调当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战，国内经济维持弱复苏。会议传达出“既不转向，也不强刺激”的政策信号。

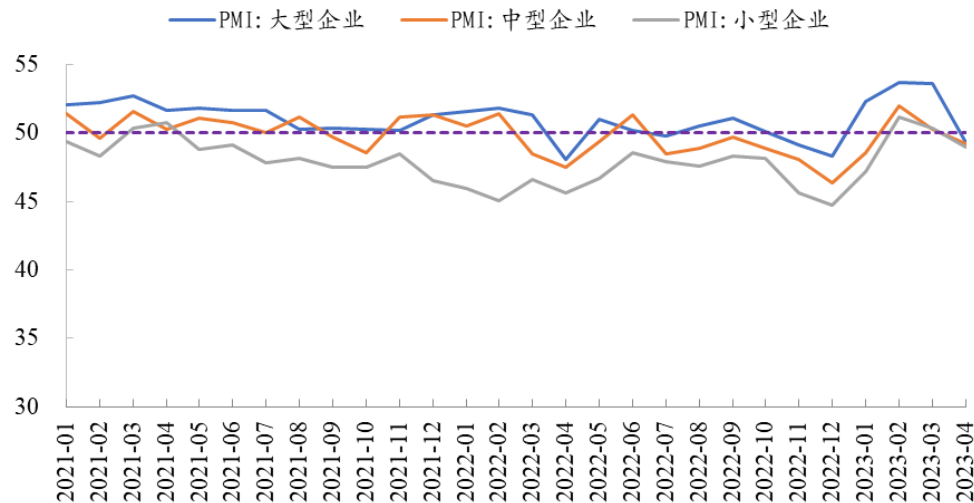
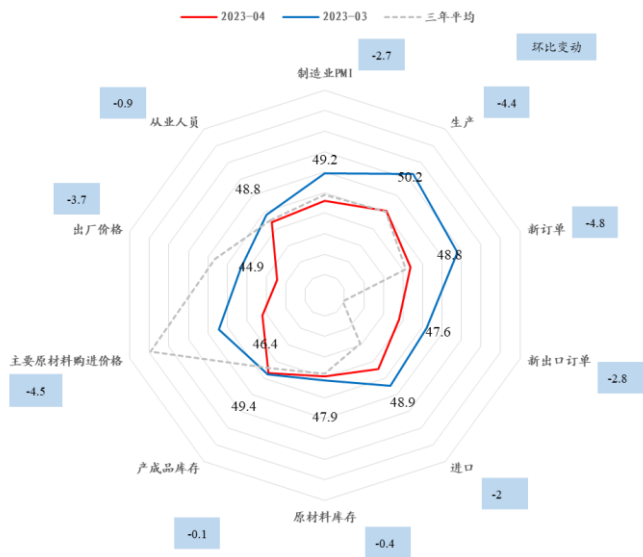
美联储加息进入尾声，何时降息有待观察



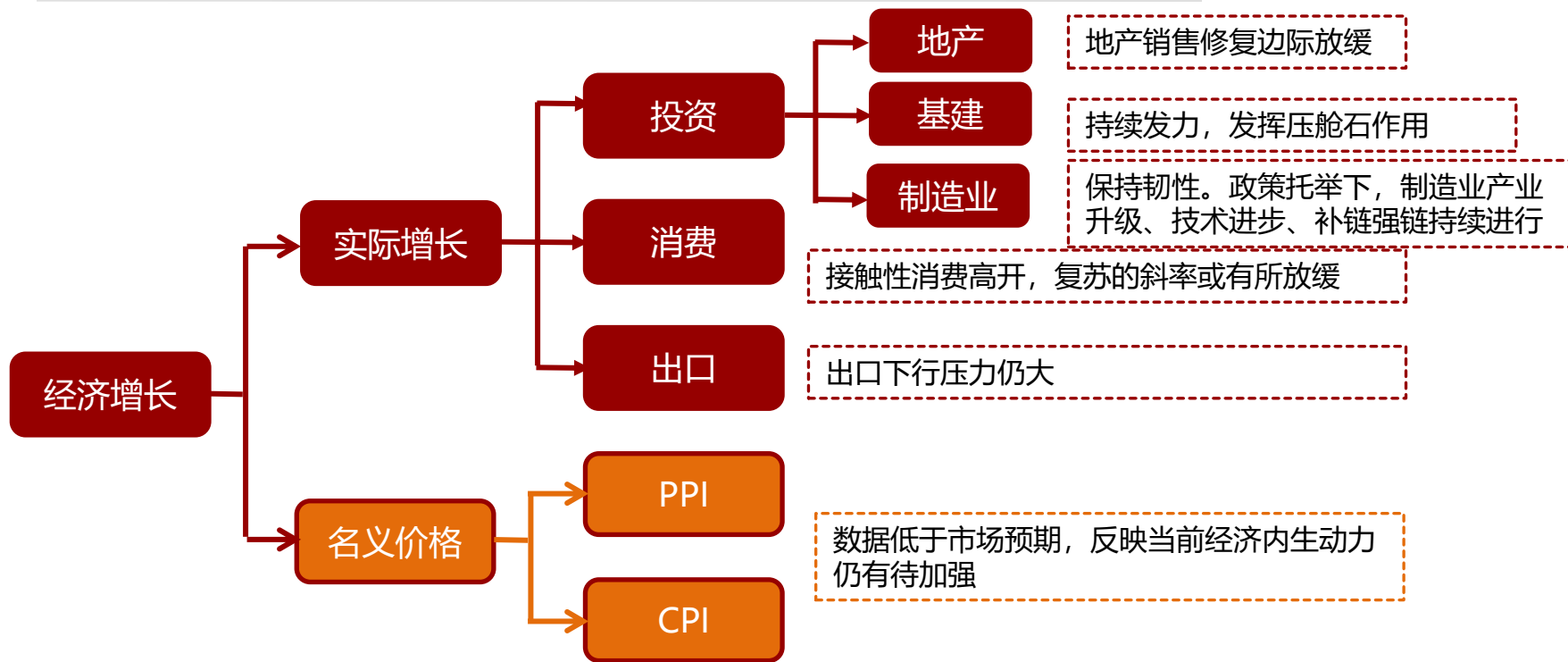
- 美国通胀下行方向较明确，但节奏较难把握，美联储加息进入尾声，5月初FOMC或为本轮货币政策周期最后一次加息；当前通胀整体仍然偏高，经济韧性仍在，美联储年内开启降息的概率不大，市场与美联储间的预期差存在再次修正的风险。

修复延续，复苏斜率放缓

- 4月制造业PMI为49.2%，较上月大幅回落2.7个点，
- 疫后积压需求集中释放带来的环比增速高点或已过去，新订单、新出口订单、在手订单均进一步收缩，显示出需求走弱，制约企业扩张意愿。
- 分企业规模看，大中小型企业景气度均有所回落，大型企业回落较多。



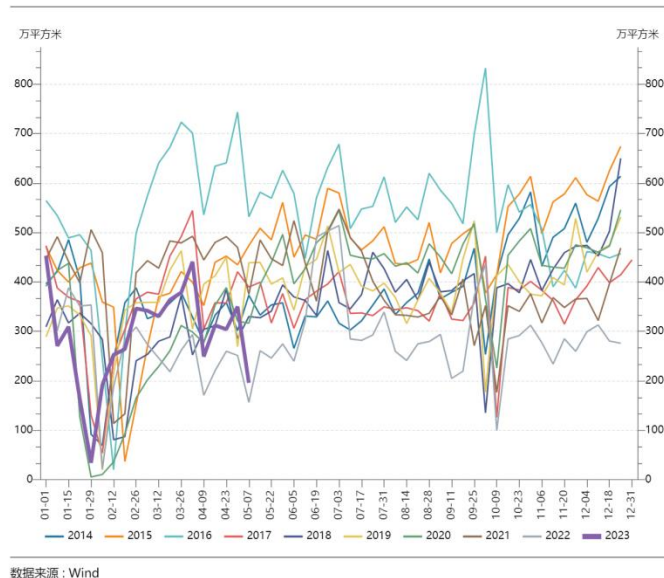
国内复苏分化，内生动力有待提升



国内经济弱复苏，通胀仍然较弱，后续重点关注内生动力的恢复情况。

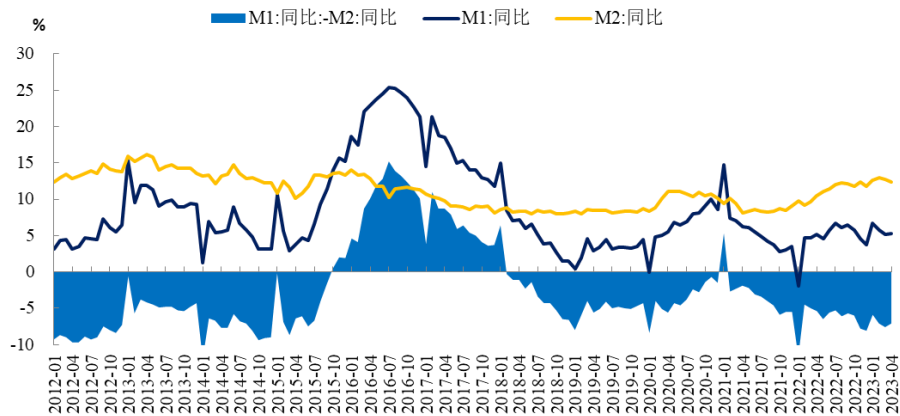
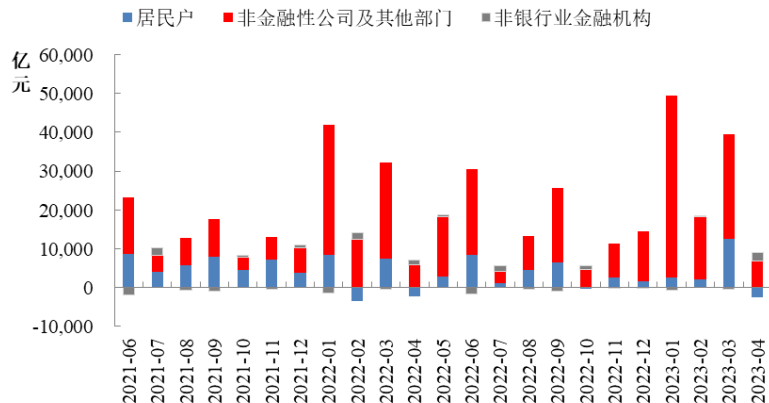
地产销售再度走弱，持续性仍需观察

- 全国楼市成交量在2月和3月出现明显增长，但市场冲高后在4月转向回落，表明市场复苏动能仍不足。
- 从高频数据来看，4月开始，30大中城市商品房成交面积超季节性回落，为近5年来次低值，仅好于2022年，或是由于前期积压购房需求释放接近尾声，后续还需关注地产回暖的持续性。



居民端仍在去杠杆

- 4月信贷社融明显回落、结构也转差。4月信贷仅新增7188亿元，尤其是居民中长期贷款录得有数据以来的最大单月跌幅，当前居民仍在去杠杆；4月社融新增1.22万亿，同样低于预期。
- 目前经济动能正在向“内生驱动”过渡“换挡”，“宽信用”力度或将边际收敛。
- 4月政治局会议之后，用偏中长期的改革或结构性政策，是否能对冲短期经济内生动力的不足，这或许是当前市场关注的核心问题。



会议传达出“既不转向，也不强刺激”的政策信号

- 4月28日政治局会议召开，继2021年12月中央经济工作会议首次提出三重压力，时隔一年零四个月之后，高层作出最新研判，三重压力得到缓解，经济运行实现良好开局。但当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。此次会议对激发市场主体活力、优化营商环境、提振民企信心、吸引外商外资的重视度明显提升。后续总量工具加码可能性下降，更多需要进一步深化改革开放，进行更长期、更复杂的机制改革与制度设计。
- 在中央经济工作会议的基础上，政治局会议仅做较小调整，将“建设现代经济体系”放在具体措施的首位。防风险部分将“统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作”放在最前面，地产政策无实质性提法变化。
- 后续政策导向将更具备“针对性”而非全面刺激，推动高质量发展，会议传达出“既不转向，也不强刺激”的政策信号。

2

PART

流动性动态监测

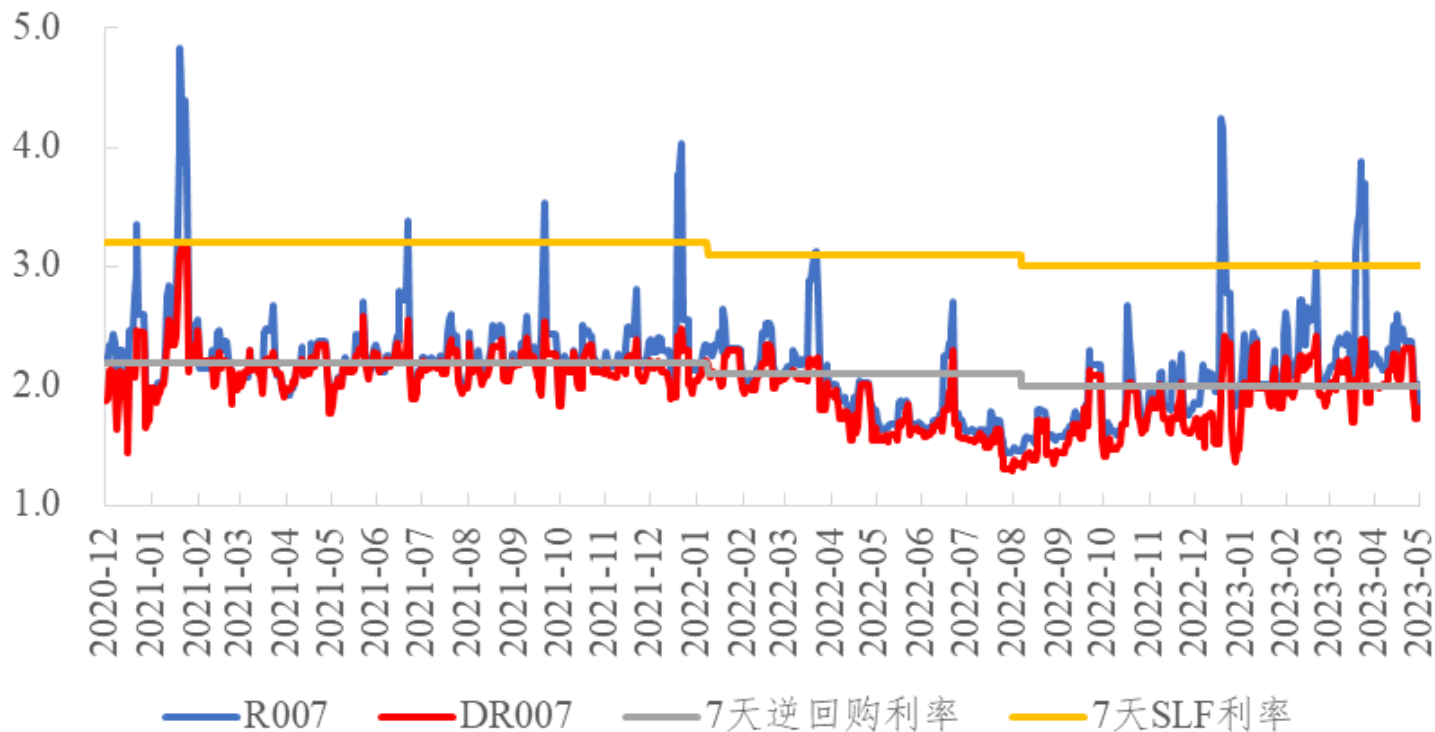
- *A股市场流动性目前主要以存量资金为主，且近期外资流入放缓、融资买入额回落反应出资金相对谨慎。*

海外流动性：紧缩预期缓和



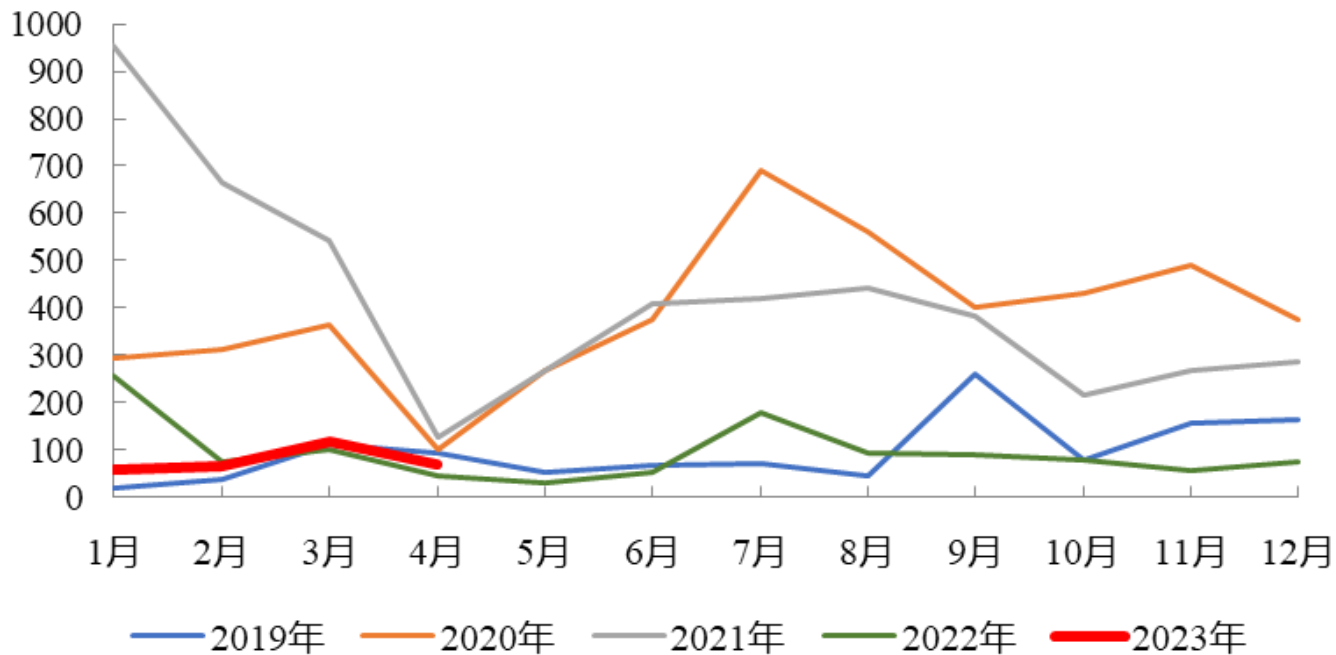
- 美联储议息会议后全球央行紧缩预期缓和。

国内银行间流动性：市场利率维持在政策利率水平附近

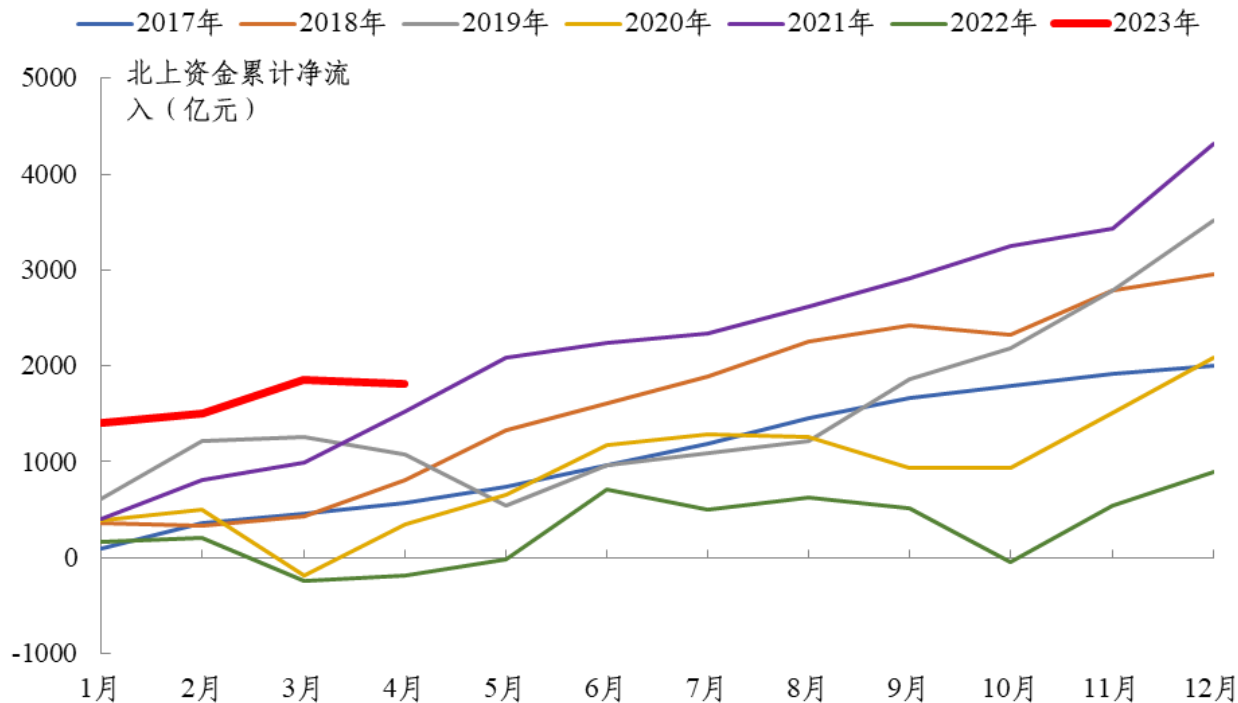


股市流动性一：偏股公募基金发行季节性回落

新成立偏股公募基金每月周平均发行量 (亿份)

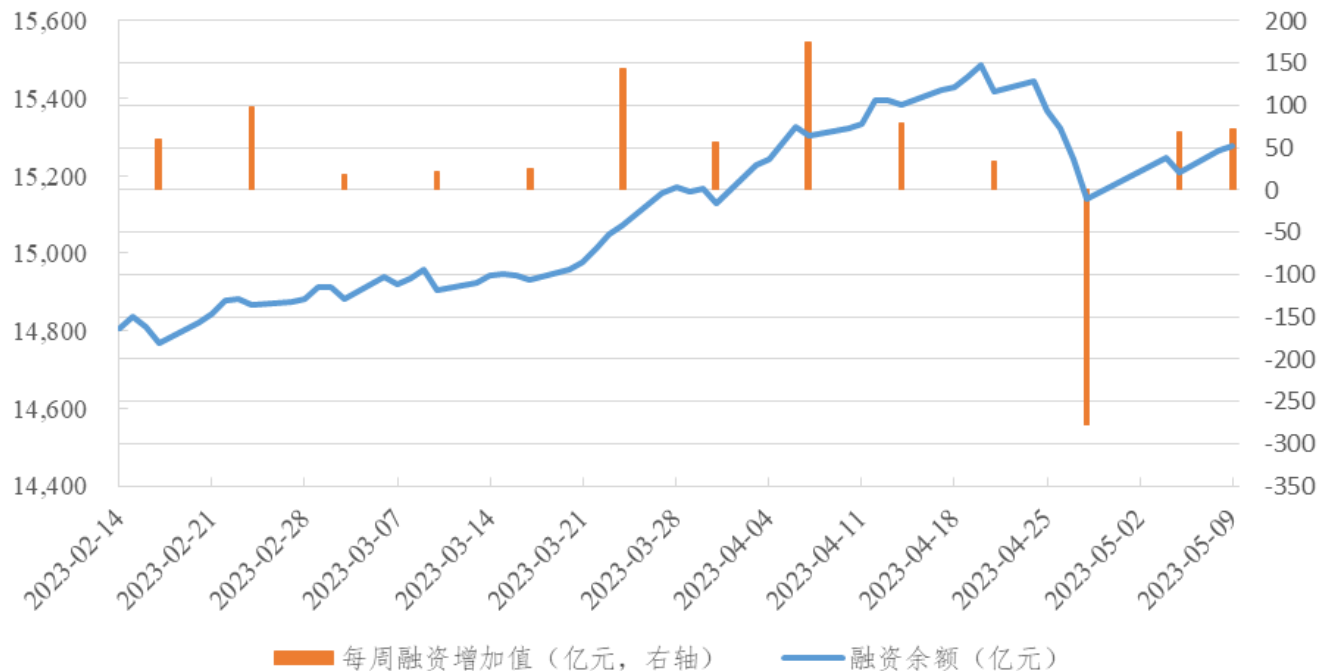


股市流动性二：北上资金净流入规模小幅下降



- 拜登政府限制美企对中国投资的传闻，一定程度上使得外资的担忧情绪有所抬升，近期北向资金以流出为主。

股市流动性三：净融资额再度回落



3



PART

2023年5月资产配置观点及逻辑框架



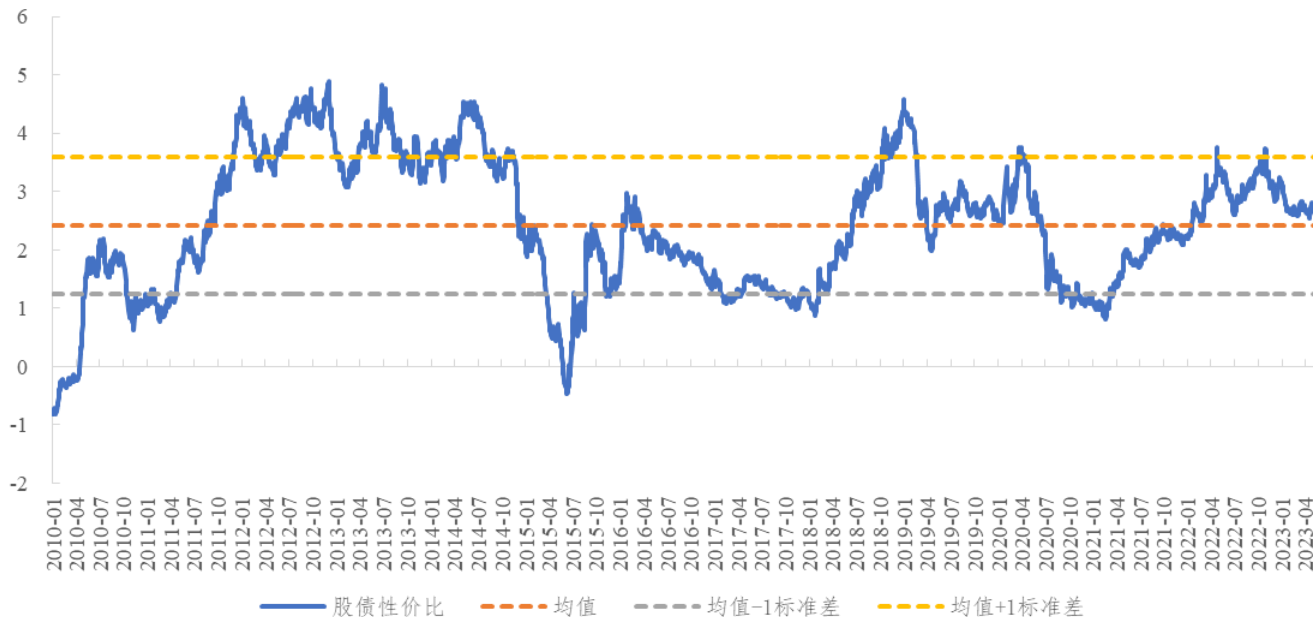
资产配置依据：美债利率震荡+国内经济复苏斜率放缓

重要指标	4月运行态势	后续展望
美元指数	截至2023年4月28日，收于101.7	短期震荡，但走弱趋势不变
十年期美债收益率 (%)	截至2023年4月28日，收于3.44%	短期震荡，“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	弱复苏	复苏延续，环比动能放缓
PPI		
社融/M2	货币政策处于“弱信用+宽货币”政策组合	宽信用结构优化是大方向，货币政策合理充裕
DR007		
股权风险溢价率	股票性价比中性	
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



5月资产配置观点：经济复苏斜率放缓，结构性机会为主

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	震荡中保持乐观	标配	标配+
	港股	具备估值优势，性价比逐渐显现	标配	标配+
	美股	区间震荡	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	震荡偏强	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	或将延续震荡走弱	标配-	标配
	黄金	趋势上看多	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：结构性机会为主

- ❑ **A股**：4月PMI等各数据综合显示当前盈利修复方向确定但斜率偏弱，政治会议会议传达出“既不转向，也不强刺激”的政策信号。A股市场流动性目前主要以存量资金为主，且近期外资流入放缓、融资买入额回落反应出资金相对谨慎，权益市场整体向上与向下的风险都不大，或延续震荡行情，结构性机会为主，聚焦“中特估”与TMT板块，存量资金博弈下，关注板块轮动节奏。若市场风险偏好无法持续提升，低估值高股息的防御板块可能持续受到青睐。
- ❑ **港股**：4月港股下跌使得港股估值具有一定估值优势。但配置价值还需等待更多经济复苏利好消息，以及海外对于港股压制因素的减弱后，港股配置价值或将逐步提升。
- ❑ **美股**：美国经济周期与货币政策面临双拐点，一方面经济逐步进入温和衰退，盈利压力或对美股仍有压制；另一方面货币政策面临二阶拐点，5月或是本轮最后一次加息。综合而言，分子和分母项进行博弈，美股大概率区间震荡。

债券市场：震荡偏强

- **利率债：**在经济增速环比走弱、货币政策短期难紧、机构配置压力仍大，以及存款利率下行的比价效应背景下，债市行情仍有惯性，2.6%-2.7%是强阻力区域，可把握阶段性的交易机会，整体震荡偏强。
- **信用债：**票息机会仍有惯性，“深挖”之后品种选择、杠杆、信用下沉、久期操作都有限。城投行业，建议降低风险偏好，防范尾部城投估值风险，但可以在中等级中等久期挖掘收益或挖掘条款溢价。金融行业，目前5Y银行二永点差历史分位数在65%以上，距离22年1-10月中枢水平尚有约20bp的空间，在资产荒的背景下，后续利差有继续压缩的机会。

商品市场:或将延续震荡走弱

- **大宗商品**：整体偏空，在海外中小银行危机下，市场对未来需求偏谨慎，对于需求来自海外的商品，其走势或以下行为主。4月以来，国内黑色品种整体大幅下行，主要原因是需求低于预期，5月或将延续这一趋势。
- **贵金属**：短期美国经济数据超预期表现，叠加前期涨幅加大，金价或阶段性调整，但中长期而言，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，回调是逢低加仓时机，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 the Chicago skyline at sunset or sunrise, with a large, semi-transparent silhouette of a person's head in the foreground. 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!