

国内政策博弈期，美联储变数较大，震荡中前行

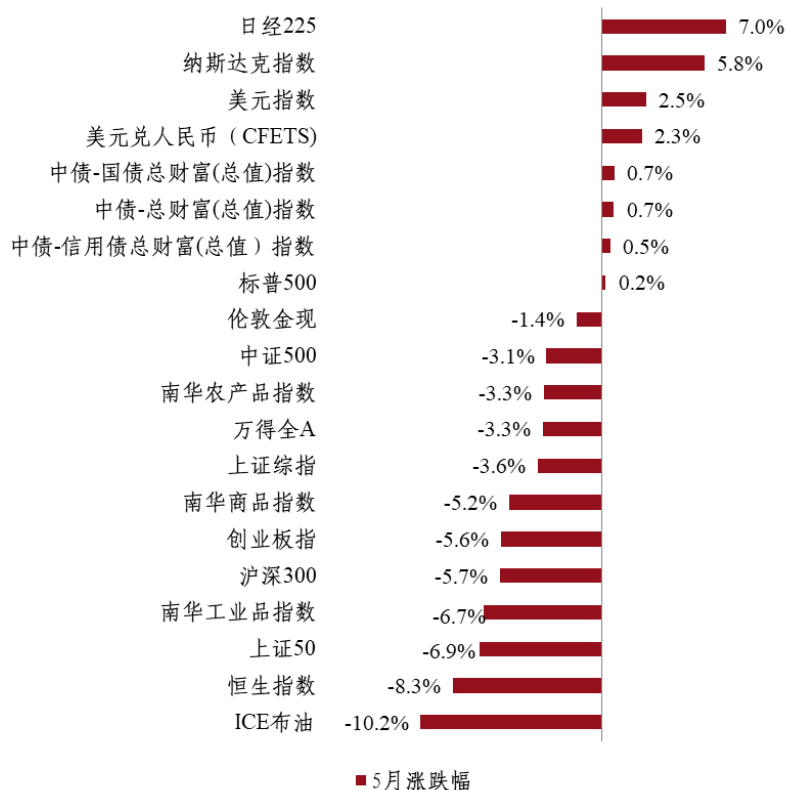
——2023年6月宏观与大类资产配置策略

资本市场业务总部

- 当前的经济走势似乎和去年底市场预期的有所不同：美国通胀有所下降，但核心通胀仍高，经济数据韧性仍在，似乎衰退尚未来临；而国内经济在防控政策放松后走出梦幻开局，但4月以来，增长动能明显转弱。

5月市场回顾：国内市场风险偏好继续回落

- 5月，海外美国债务上限扰动，以及美国经济仍有韧性，加息预期再度升温，美债利率一度突破3.8%，美元站上104。国内方面，受经济数据转弱、高频数据疲软、房地产销售低迷的影响，市场继续下修复斜率，同时国内政策较长时间保持克制，风险偏好继续下降。
- 国内权益跌、商品跌、汇率跌，仅债券市场受到避险资金的青睐而小幅走牛。
- **国内权益市场**，A股市场出现较大幅度调整，上证50跌幅明显，下跌6.9%，全月北向资金净流出121亿元。风格中，成长跌幅较小。港股市场内外承压的境况仍未有明显改变，下跌幅度大于A股。
- **国内债市**，在宏观“弱现实”的背景下，5月债券市场延续小牛市行情，10年期国债收益率下行9b至2.69%。
- **海外方面**，受益于人工智能行情的龙头科技股带动美股尤其是成长风格的纳斯达克指数接连创下新高。日经225指数再度站上30000点，并创1989年以来新高。



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。

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。

当前宏观经济关注点及结论

关注点：

- 一. 国内政策是保持定力还是发力？
- 二. 是美联储紧缩货币政策何时转向？

主要结论：

- 当前国内经济内、外需均承压，政策出台的紧迫性有所上升，国内进入政策博弈期，市场预期下一个逆周期调节政策的博弈窗口在7月政治局会议；海外围绕继续加息与否的预期在反复摇摆，短期美联储变数仍大，美债与美元或高位震荡。对于A股而言，4-5月，A股对于国内经济修复斜率放缓已进行一定调整，在估值支撑下，进一步下行空间有限，而趋势性上涨需要等待更多稳增长政策出台或内生动力的逐步恢复，大概率或将维持震荡。对于国内债市而言，市场对流动性宽松预期较为确定，债市短端或仍好于长端。对于黄金而言，短期加息预期反复或震荡，趋势上仍看多。

- [1] 宏观形势研判
- [2] 流动性动态监测
- [3] 2023年6月资产配置观点

1



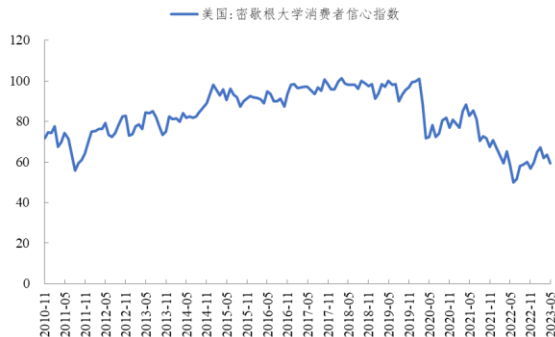
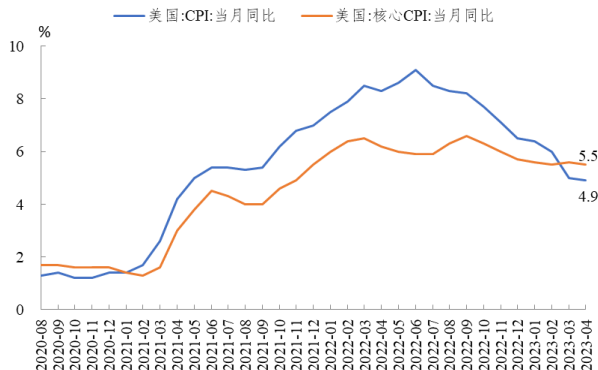
PART

宏观形势研判

国内外宏观经济形势研判

- **海外方面**，美国5月PMI依然延续制造业弱、服务业强劲的分化态势，5月新增非农就业人数大超预期，美联储加息预期再度升温，美债甚至开始定价年内联储再次加，6月暂停加息7月加息概率升至50%以上。同时，债务上限僵局尘埃落地，意味着新的国债将有一波密集发行，可能会导致美元流动性的暂时性趋紧，短期美债利率与美元大概率仍会处于波动调整期。
- **国内经济**：继4月经济动能触顶回落后，5月延续下行态势，前期表现强势的建筑业PMI快速下行，经济基本延续偏弱态势，持续低迷的情绪后，市场对于稳增长预期升温。

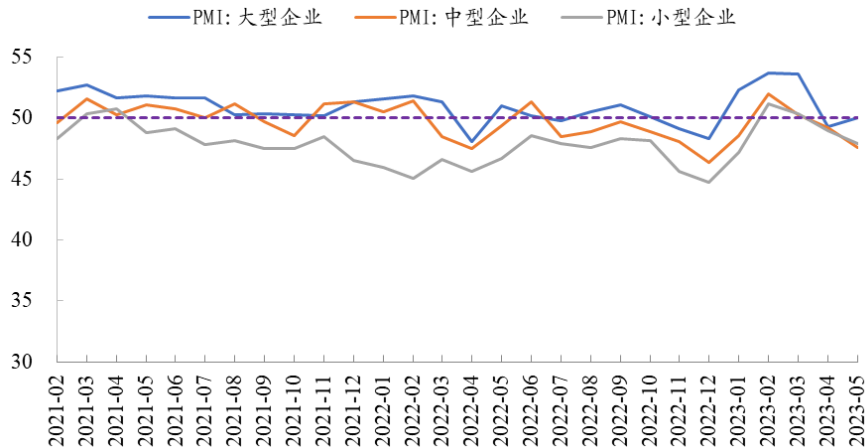
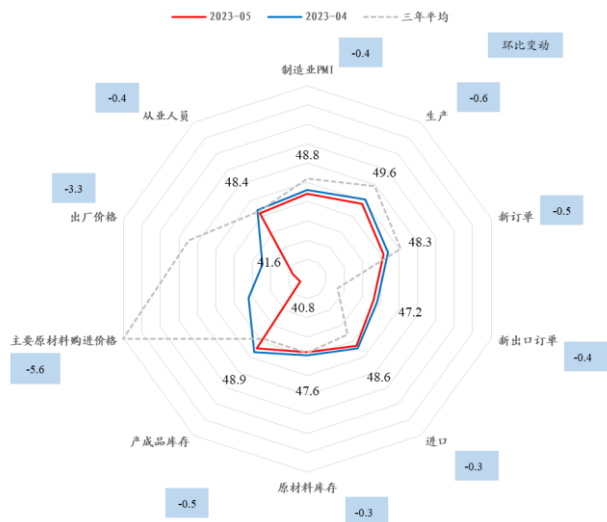
美联储货币政策调整或有反复



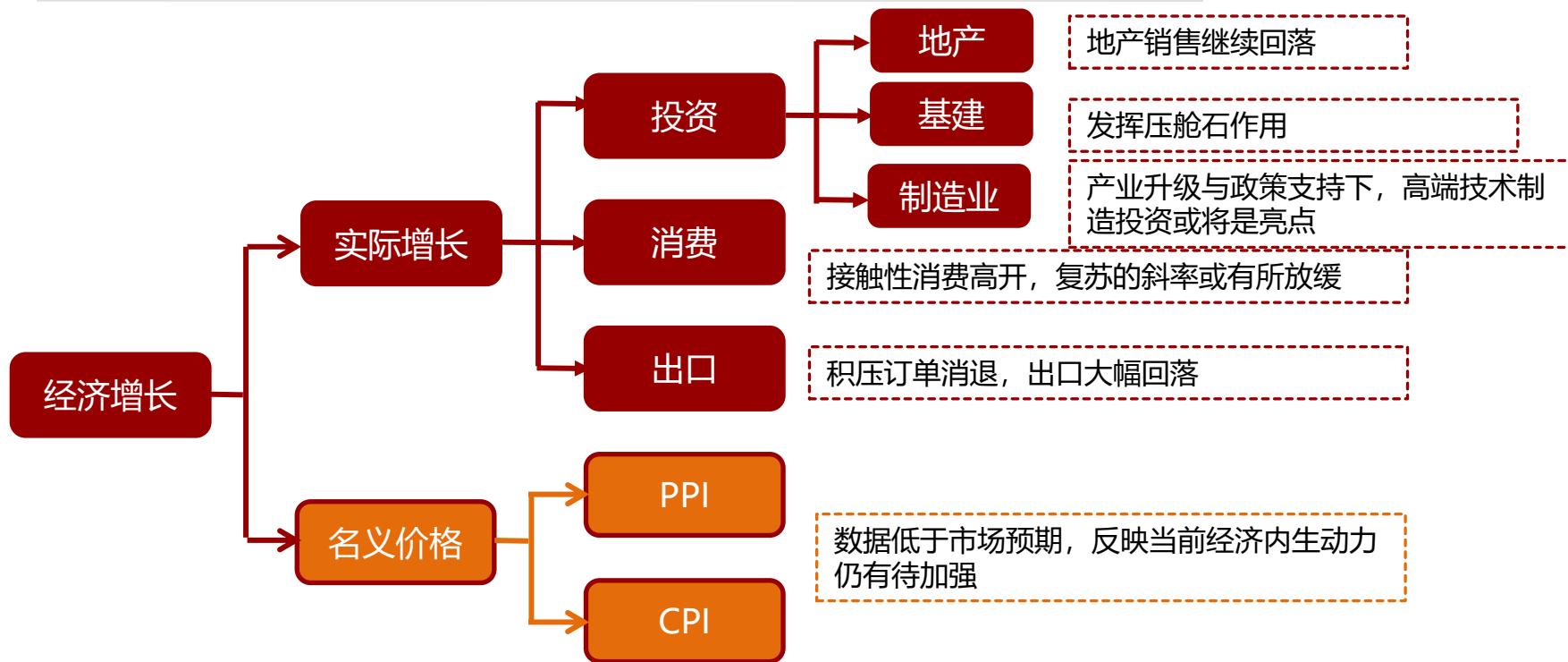
- 之前市场普遍预期5月或年内最后一次加息，但在联储理事杰斐逊称6月会议暂停加息不意味着紧缩结束的发言，以及非农数据超预期后，CME利率期货显示加息预期又变为6月不加息，7月加息25bp。

经济环比走弱，市场担忧经济二次探底

- 5月制造业PMI为48.8%，较上月继续回落0.4个点，再度低于预期，经济仍处于环比弱化阶段。
- 前期疫后积压需求集中释放后，内生动力不强、需求不足、信心不足的问题开始显露。供需继续回落，制造业主动去库存，经济动能低位徘徊，进口、从业人员、价格等指标均延续下滑，与高频数据表现一致。
- 大企业景气回升，中小企业景气、从业人员指数均回落，就业压力仍大，青年失业率20.4%。



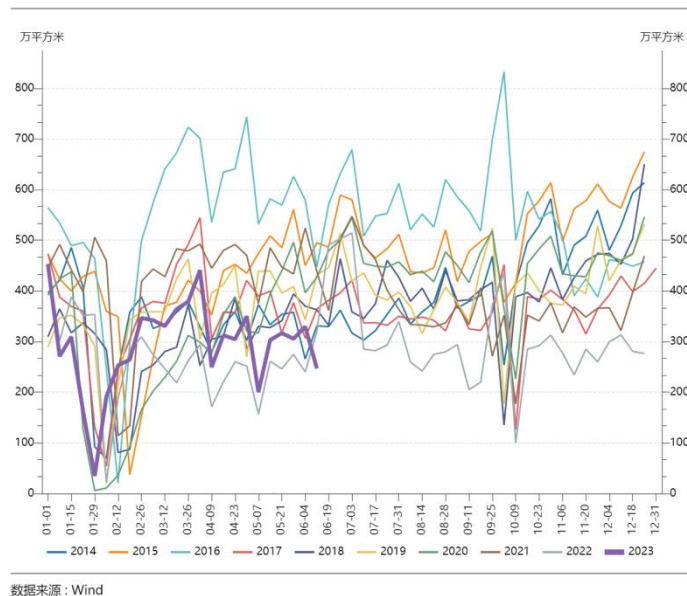
内外需均转弱，市场期待政策发力



- 经济复苏承压，稳增长政策预期强化，从弱预期转向强预期。

房地产市场企稳还需一些耐心

- 商品房销售继续下滑，克而瑞报告显示百强房企5月销售金额和销售面积分别环比下降14.1%和9.1%，环比降幅较4月有所扩大。在基本面延续弱勢的背景下，市场开始博弈政策支持加码预期。
- 据青岛晚报报道，6月1日，青岛市住房和城乡建设局、中国人民银行青岛市中心支行、中国银行保险监督管理委员会青岛监管局联合发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，调整青岛非限购区域购房首付比例，同时优化限售条件，支持刚需、改善需求。在地产销售持续低迷的背景下，市场预期6月可能会出现新一轮地产政策调整，改善市场预期和情绪。
- 6月7日《经济日报》刊发题为“房地产市场企稳还需一些耐心”的文章，指出对于4-5月房市回落应理性看待，政策的落地见效需要一定时间，表明国家层面大力度刺激房地产的概率在下降。



政策保持定力VS发力

- 一方面，PMI连续处于荣枯线以下、地产销售回落、青年失业率处于高位、出口下滑明显，稳增长政策加码诉求不断提升。
- 另一方面，考虑到全年5%左右增速目标实现的概率较高+长期高质量发展的方针不变，对政策力度的预期可能也不宜过度乐观。
- 6月2日召开的国常会提出要“进一步稳定社会预期，提振发展信心”，“在放宽市场准入、促进公平竞争、保护知识产权、建设统一大市场等方面，**分批次加快推出针对性强、含金量高的政策措施**”。
- 6月8日陆家嘴论坛开幕，论坛主要释放以下重要政策信号：第一，中国经济运行总体保持稳中上行的态势，有信心维护汇率预期稳定；第二，坚持跨周期和内外平衡导向，不跟随美联储“大放大收”，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策；第三，稳慎化解存量风险、坚决遏制增量风险，打好风险处置“组合拳”，坚决消除监管空白和盲区；第四，实现“3060”双碳目标，需要“胡萝卜加大棒”；第五，适时出台资本市场进一步支持高水平科技自立自强的政策措施。
- 6月9日，李强主持国务院第二次专题学习，会议强调，要增强政策的组合性、协同性，制定和执行政策必须着眼高质量发展全局，加强统筹协调，完善最优政策组合，形成最大整体效果。

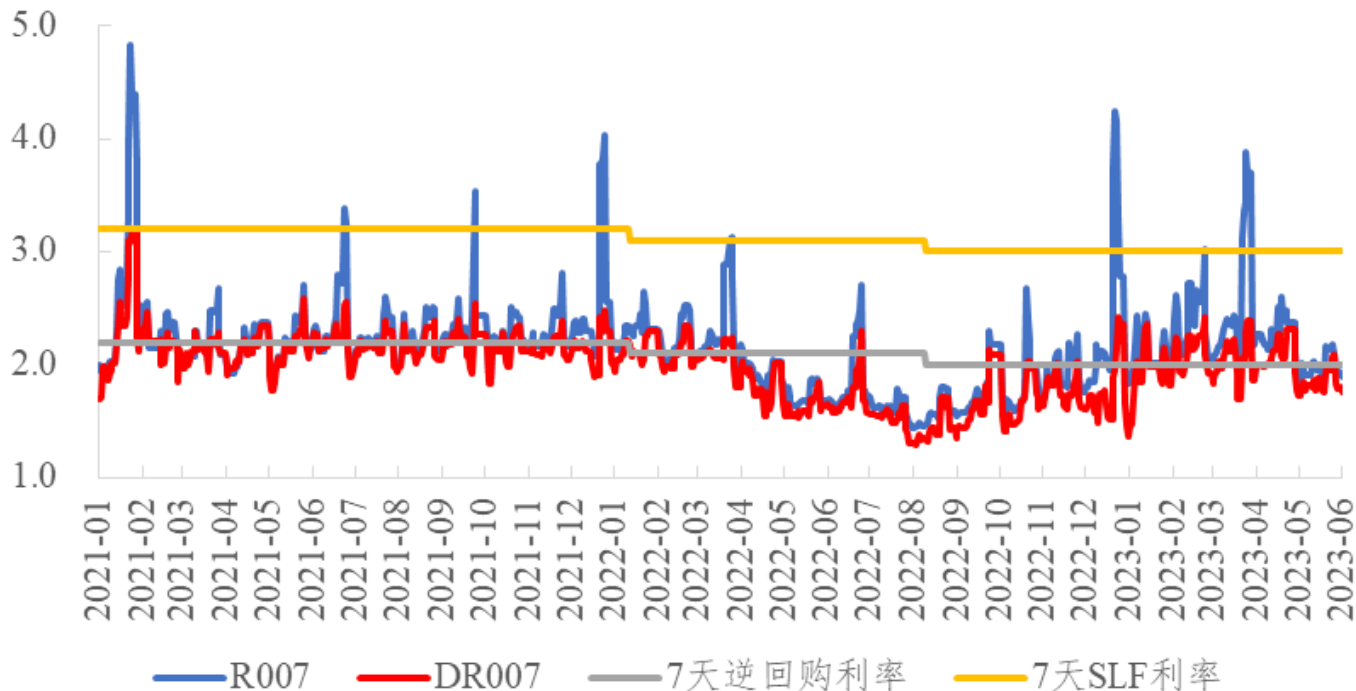
2

PART

流动性动态监测

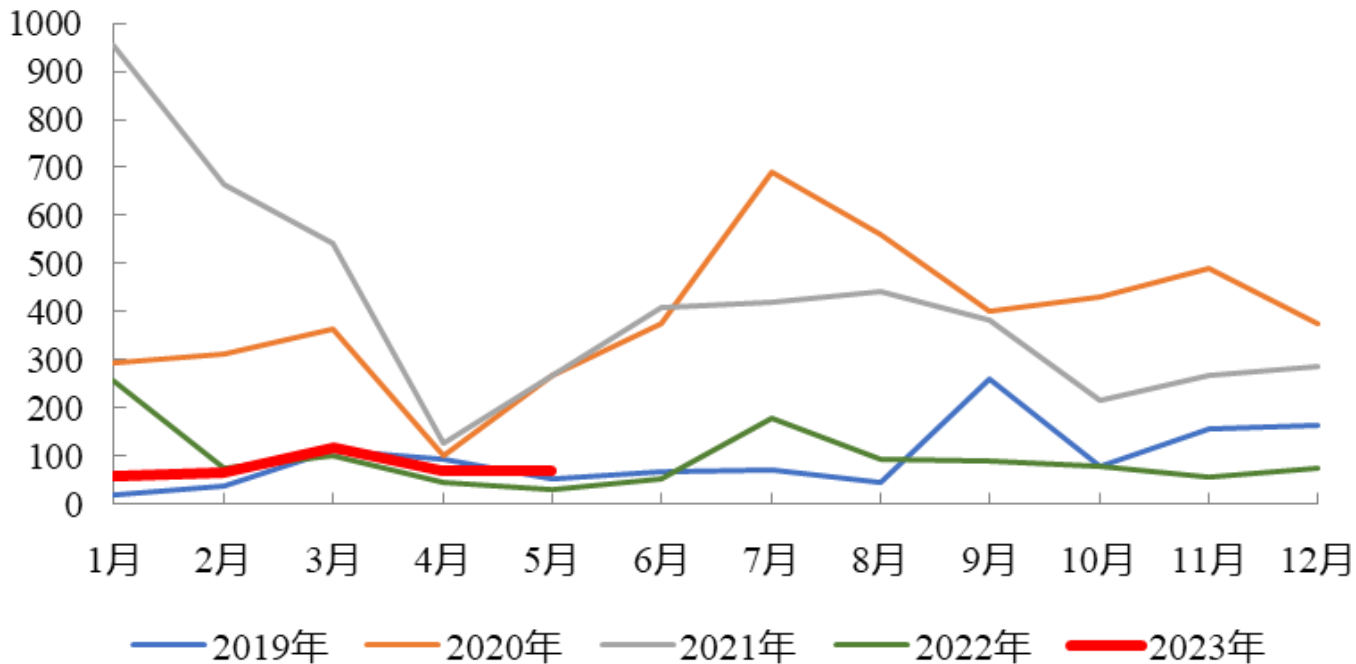
- 市场处于存量资金博弈环境，新增资金入市需耐心等待信心修复。

国内银行间流动性：银行间市场流动性稳中偏松

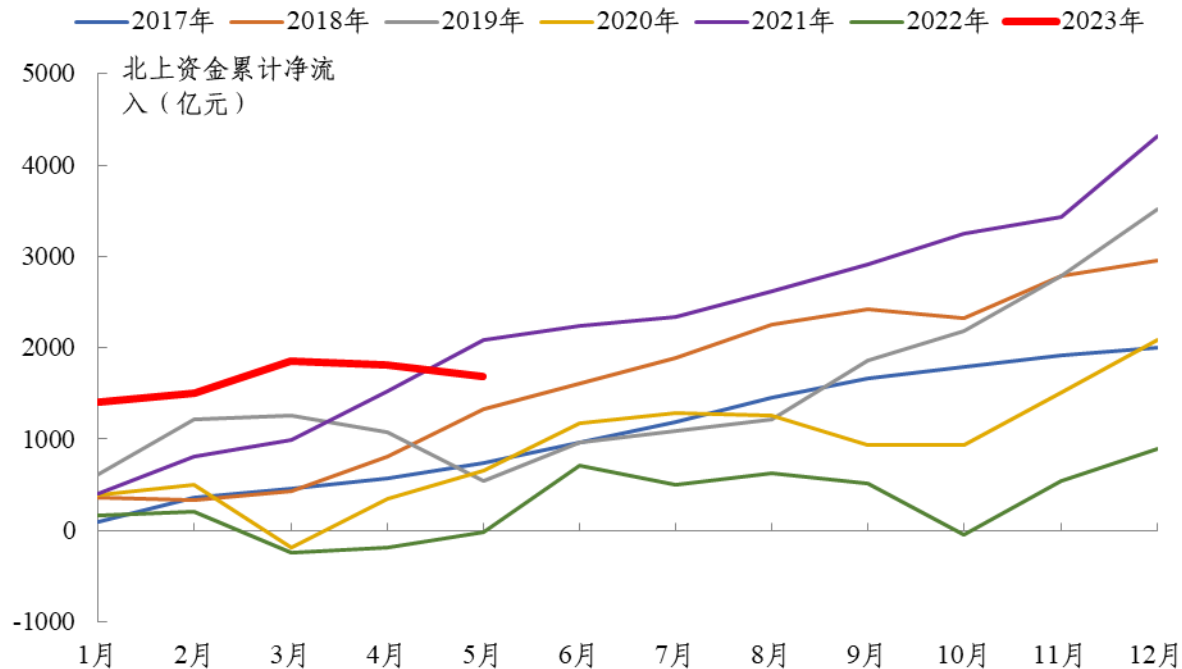


股市流动性一：缺少赚钱效应，公募基金发行面临压力

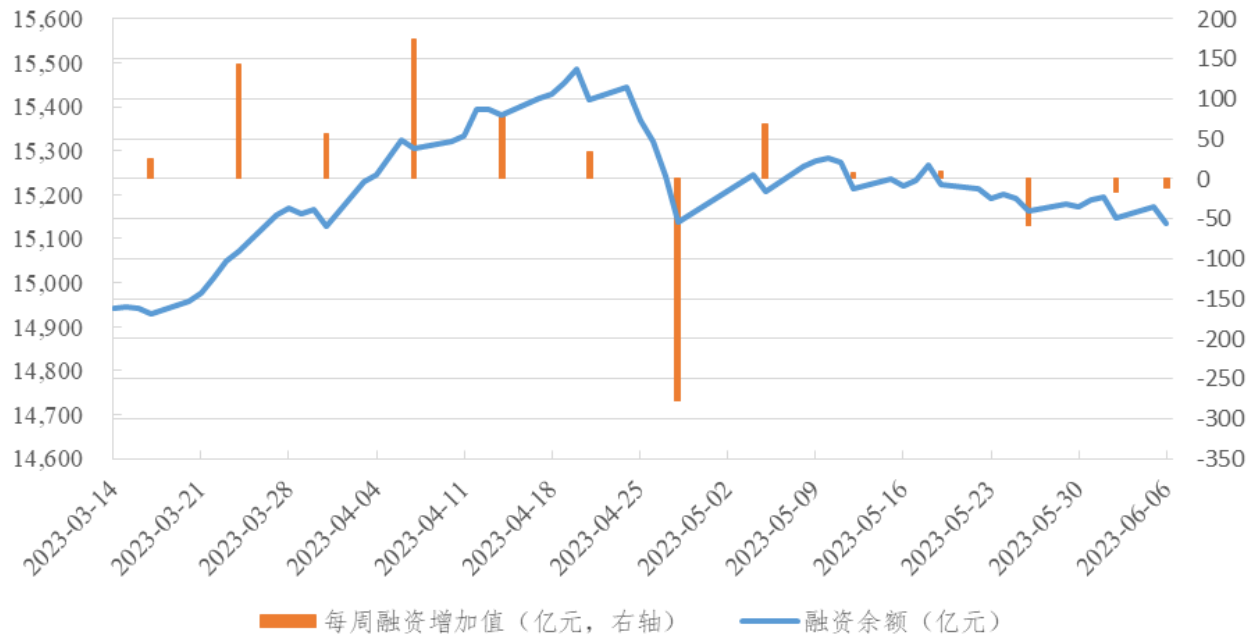
新成立偏股公募基金每月周平均发行量（亿份）



股市流动性二：北上资金净流出121亿



股市流动性三：净融资额有所回落



3



PART

2023年6月资产配置观点及逻辑框架

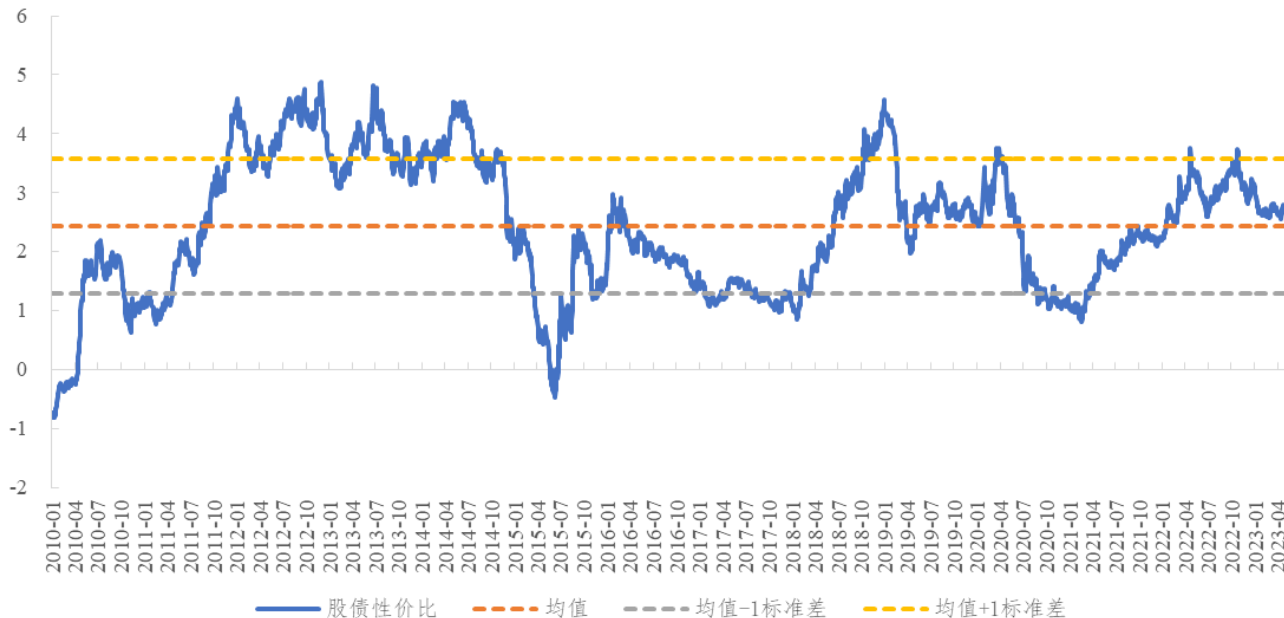
资产配置依据：美债、美元或高位震荡+国内经济环比走弱

重要指标	5月运行态势	后续展望
美元指数	截至2023年5月31日，收于104.2	短期或高位震荡，但走弱趋势不变
十年期美债收益率 (%)	截至2023年5月31日，收于3.64%	短期或高位震荡，“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	经济复苏斜率放缓	经济环比动能走弱
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	股票性价比占优	
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。当前股票性价占优。

万得全A市盈率（TTM）倒数-10年期国债收益率



6月资产配置观点：震荡为主，A股性价比提升

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	性价比提升	标配	标配+
	港股	宽幅震荡	标配	标配+
	美股	面临货币政策和经济周期双拐点，偏震荡	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，中短端价值确定性大于长端	标配	标配-
	信用债	信用利差低位运行	标配	标配
商品	大宗商品	震荡偏弱	标配-	标配
	黄金	短期加息预期反复或带来震荡，趋势上仍看多	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：震荡中前行

- **A股**：国内进入政策博弈期，政策预期和政策证实证伪都将加大市场波动，因此市场短期聚焦于政策是否落地，市场短期表现可能仍有反复，但当前位置不宜过度悲观，市场整体估值已降到历史降低分位数水平，调整最快时期或已经过去。
- **港股**：当前港股估值和风险溢价处于具备吸引力的位置，尚需等待国内经济复苏和盈利超预期兑现或美债趋势性下行机会，短期市场维持宽幅震荡的走势。
- **美股**：当前美国经济周期与货币政策面临双拐点，一方面经济或逐步进入温和衰退，盈利压力或对美股仍有压制；另一方面美联储加息进入尾声。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：**经济修复“弱现实”延续，债市仍存在基本面支撑，但2.7%对应2022年上半年低点与下半年中枢，基本面弱修复定价已较为充分，长端利率赔率不足环境下市场对利空更为敏感。6月资金面大概率延续宽松，当前短端利率蕴含的资金面定价相对更高，后续或仍有“补降”空间，短端利率下行空间和胜率更大。
- **信用债：**将延续资产荒状态，信用利差低位运行。目前城投债仍属于安全性相对较高的一类资产。但对于区县级城投债，尤其是一般预算收入低于50亿的区县级城投平台，应该更加关注区域债务压力。

商品市场:震荡偏弱

- **大宗商品**：后续国内弱复苏和海外浅衰退仍将分别是海内外市场商品定价的主要线索。国内近期CPI和PPI均偏弱，国内定价的大宗商品价格显著下跌，或反映微观主体和金融市场对于需求修复的预期有所转弱，后续持续关注国内宏观经济复苏进展与稳增长政策落地情况。
- **贵金属**：短期紧缩预期升温或导致美债实际利率、美元出现反弹，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，同时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。待到美国经济出现衰退、美联储货币政策转向更为明朗后，黄金的最佳配置时点可能也将到来。

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 profile on the left side. 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!