

不疾不徐，谨慎为宜

报告要点

6月份配置思路：短期整体配置基调谨慎，中长期配置主线仍以逢低吸纳为主。

摘要：

在经济基本面看长做短、流动性面临外资波动可能以及短期估值兑现充分带来调整压力的大背景下，6月份的资产配置基调整体谨慎。对于中长期相对坚定的出口、碳中和、流动性平稳的逻辑，仍以逢低吸纳的兑现思路为主。

基本面角度的配置节奏：看长做短：长线关注“创新、绿色、协调、安全”主线，短期关注在业绩尚未启动之前估值过高的问题。1. 5月份PMI数据中生产-订单的差值继续扩大（从0.2上涨到1.4），供给端相对充裕，主动补库存的逻辑面临再平衡风险。2. 外需短期承压，中期仍有乐观支撑。中期关注有色金属、建材、通用设备、纺织服装等板块表现。3. 9月份之前和基建相关的支出增加将带动对应行业的景气度维持高位。

流动性的短期变量：外资波动与资产价格：短期汇率变量的冲击将给市场带来流动性的可能波动，尤其是外部资金的流出压力。1. **股票：**在医药、银行、非银金融、计算机上已经出现了明显的回撤迹象，警惕后续的传导影响。2. **债券：**境外机构持债规模占国债托管总量的11%，且与美元兑人民币汇率的负相关度较高。警惕境外机构净买入下降带来的下跌压力。3. **大宗商品：**汇率双向波动预期支撑下半年出口端恢复弹性扩大的判断。

估值的充分兑现是阶段性利空：1. **股票：**计算机、基本金属、煤炭、汽车、消费、石化、纺服、机械的业绩预期继续向好概率大。而医药、银行、食品饮料、家电、房地产恐有阶段性估值过高的担忧。2. **债券：**在10年期国债收益率在3.0%受阻之后，市场对于债券收益率进一步下行的预期在下降。3. **大宗商品：**短期仍将存在估值下修的风险释放需求，中长期在需求、供给两端仍有支撑的品种更倾向于有色金属、煤炭、纺服原料、饲料等。

策略建议：谨慎为上

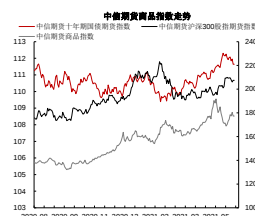
股票：风格不稳，增加防御。有色金属、纺织服装、新能源中期逢低吸纳。

商品：饲料、有色金属多头部分续持，PTA、棉花多头谨慎参与。

债券：多头持仓谨慎持有，短期部分止盈。

人民币：人民币短期回贬压力上升。

风险点：经济数据超预期乐观；政策大幅收紧；人民币大幅升值。



资产配置研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

6月份大类资产展望				
	空	中性	多	
股票				
债券				
商品				
黄金				
人民币				

目 录

摘要:	1
一、 6 月策略建议: 谨慎为上	4
二、“三因素框架”定调谨慎思路	4
(一) 基本面角度的配置节奏: 看长做短	4
(二) 流动性的短期变量: 外资波动与资产价格	6
(三) 估值的充分兑现是阶段性利空	8
(四) 总结: 谨慎为上	10
三、市场综述: 需求走弱, 通胀触顶	14
(一) 宏观环境综述: 需求和企业利润预期走弱	14
(二) 中观高频验证: 国内需求进入淡季, 海外维持复苏趋势	15
(三) 大类资产追踪: 黄金>股票>原油>债券>商品	17
1. 股票市场: 5 月食品饮料、国防军工、计算机、基础化工行业领涨	20
2. 债券市场: 利率下行接近敏感点位, 博弈放大短期波动	21
3. 商品市场: 宏观政策调控升级, 减弱商品涨价预期	22
(四) 流动性观察: 5 月流动性相对偏松	23
免责声明	25

图目录

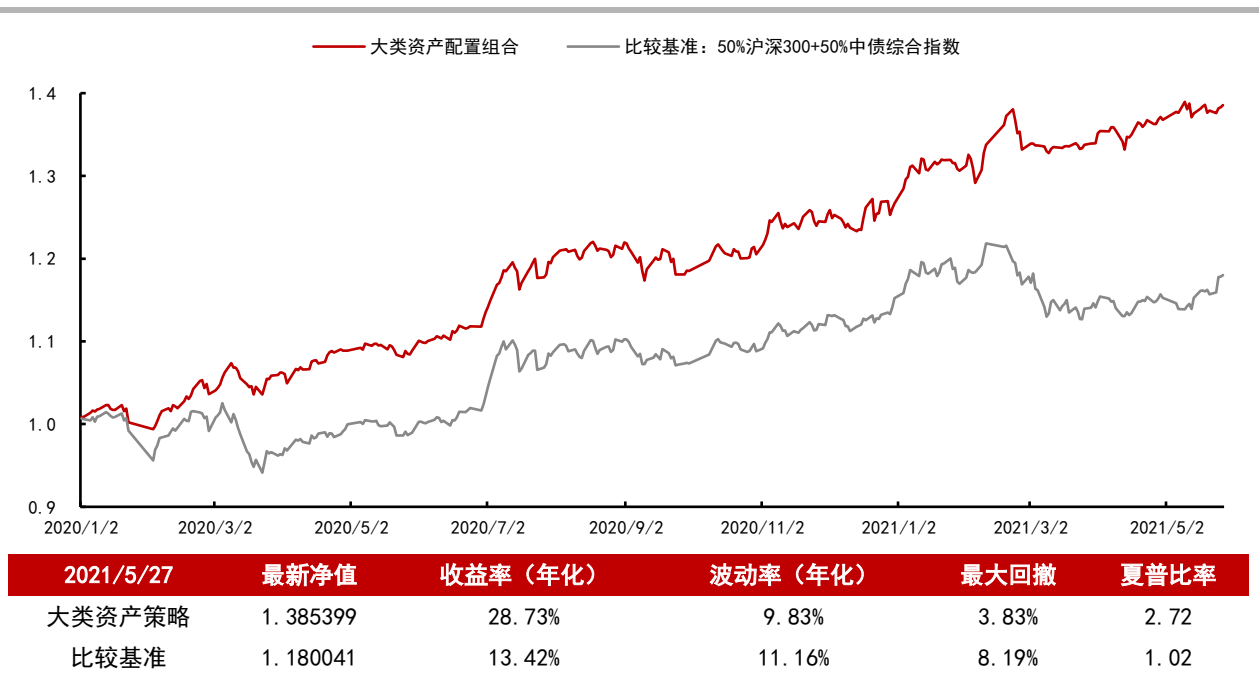
图 1: 大类资产月度表现跟踪	4
图 2: 领先指标显示企业利润的负面预期继续发酵	5
图 3: 非制造业景气度整体乐观	6
图 4: 地方政府专项债发行进度开始赶上, 三季度或将迎来基建投资高峰	6
图 5: 警惕风格切换可能	7
图 6: 境外机构持券规模与人民币汇率高度相关	7
图 7: 行业利润与价格涨幅相呼应	8
图 8: 利率债收益率下行弹性下降	9
图 9: 商品板块供需平衡中的边际变量	10
图 10: 5 月经济数据预测	11
图 11: 5 月债券市场利率显著下行, 长端利率跌幅大于短端利率, 大型银行积极参与债券配置, 市场情绪乐观。在 PPI 快速走高的过程中货币政策维持稳定, 解除了市场对流动性收紧的担忧。不过, 10 年期国债收益率已下行至 3% 上方, 接近相对敏感点位, 多空博弈, 交易维持中性。同时, 人民币重返升值通道, 利率反弹预期上升。叠加今年地方债发行节奏偏慢, 未来供应压力预期仍存。短期债市波动或加大, 配置需求可适当放慢步伐。(数据截至 5 月 27 日)	11
图 13: 政策调控商品保供稳价, 情绪压力释放, 工业品阶段性回调; 农产品猪价关注企稳信号, 豆粕维持长期牛市。	13
图 14: 经济增速从高位逐渐回落, 投资端地产受限, 基建后置, 制造业和消费恢复缓慢, 贸易保持韧性。	14
图 21: 5 月份黄金和债券延续反弹, 黄金大涨 6%, 上证指数和原油涨约 4%, 商品冲高回落跌幅超 3%。	17
图 22: 风险资产与避险资产的负相关性增强, 多资产配置可降低组合风险。(统计时间为过去 3 个月)	18

图 23: 5 月股市回暖, 大盘相对占优	18
图 24: 债市延续乐观情绪, 利率债强于信用债	18
图 25: 大宗商品回调, 黑色领跌	19
图 26: 理财收益率下跌	19
图 27: 风险资产波动上升, 大宗商品波动整体位于近期高位, 债市波动率偏低	19
图 29: 5 月涨幅靠前的行业: 食品饮料、国防军工、计算机、基础化工。(数据截至 5 月 27 日) ..	20
图 30: 国债利率回落	21
图 31: 长端利率下行, 曲线走平	21
图 32: 企业债信用利差收窄	21
图 33: 股债比价, 债券仍相对占优	21
图 34: 5 月商品价格高位回调, 黑色跌幅最大	22
图 35: 5 月中信期货商品指数下跌 2.7%	22
图 36: 黑色板块 5 月下跌 6.6%	22
图 37: 5 月有色下跌 0.35%, 贵金属上涨 5.57%	22
图 38: 5 月能源化工指数下跌 2.1%	22
图 39: 5 月农产品下跌 1.16%	22
图 40: 资金回暖, 上证 50 和沪深 300 吸引偏强	23
图 41: 5 月外资流入创 2 月以来新高	23
图 42: 5 月外资流入最多的行业是食品饮料、银行、计算机。(数据截至 5 月 26 日)	23
图 44: 商品持仓量整体回落, 体现在螺纹、热卷、动力煤、玻璃、豆粕、黄金等品种持仓量环比显著减少。成交金额方面, 黑色板块成交金额环比增长, 较为活跃, 贵金属成交金额则环比减少。 ..	24

一、6月策略建议：谨慎为上

二季度策略中我们提出相机调配的配置思路，并在4月份市场中得到验证。5月份在延续稳健基调之上，可以增加债券等多资产的灵活配置。6月份随着更多不利因子的发酵，建议配置上延续谨慎思路。

图1： 大类资产月度表现跟踪



资料来源：Wind 中信期货研究部

二、“三因素框架”定调谨慎思路

继二季度初我们建议谨慎不消极、5月份增加债券防御的配置逻辑之后，加之大宗商品市场的调控降温，大类资产配置的框架在6月份再度迎来了主线相对模糊的阶段。本次月度展望中，我们将从经济基本面、流动性和估值三个角度出发，一层层拨开配置的“面纱”。

（一）基本面角度的配置节奏：看长做短

从基本面的配置框架出发，我们曾反复强调长线思维和短期估值之间的博弈。在长线思维框架中，对于“创新、绿色、协调、安全”为主线的远景规划落地是长期的关注重点。而在短期节奏中，长线配置资产若在业绩尚未启动之前出现估值过高的问题，阶段性的调整将在所难免。

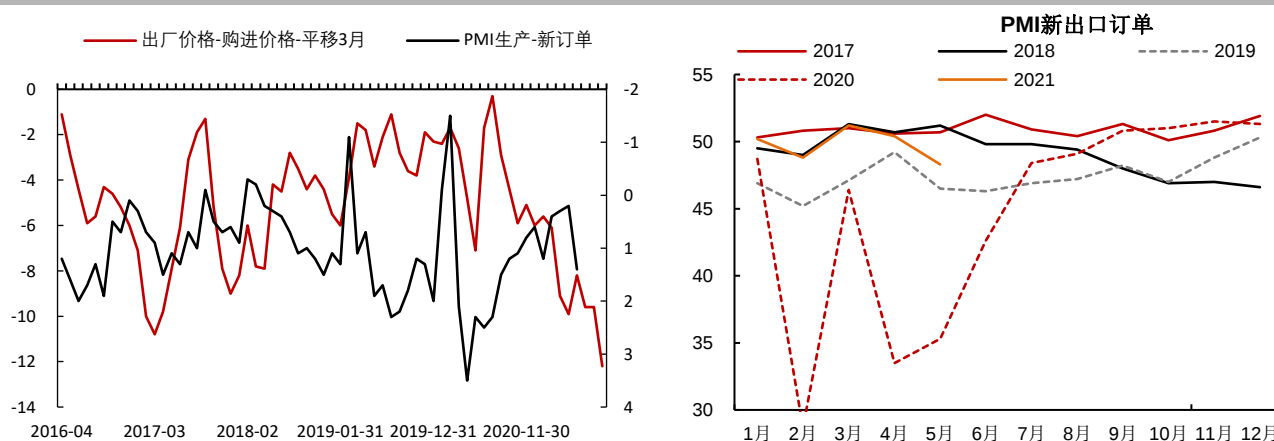
因此，从长期看，我们仍维持此前的主线逻辑框架，即新能源、科技创新、碳中和、高端制造、消费和农业是经济预期落地的重要发力点，也是权益市场的关注主线条，债券市场整体以结构性机会为主，商品市场围绕经济增长的逻辑对工业金属利好，围绕通胀的逻辑需要关注农产品、石油、黄金等。其中新能源、碳中和相对来讲落地的速度预计更快，通胀的逻辑最早将影响到黄金的主线。

从短周期来讲，长线思维的资产逻辑有兑现，也有阶段性估值过高的问题。因此，如何在长线逻辑和短期估值中权衡需要对阶段性的经济状况进行跟踪解析，也即看长做短，不盲从。

站在当下，正如我们在 5 月策略中强调的，领先指标显示行业利润已经持续回落，上游资源品的价格大涨已经抑制了中下游的利润。进一步的，5 月份 PMI 数据中生产-订单的差值跟随变化（从 0.2 上涨到 1.4），也显示了供给端相对需求端开始逐渐充裕，也即我们反复在库存周期的逻辑中强调的，主动补库存的逻辑会在 6 月前后面临重新平衡的风险，企业从主动补库存走向被动补库存。

其次，我们始终对下半年的外需和出口形势抱以中性乐观的逻辑，7/8 月份欧美国家在疫苗接种进度充分后，投资端和消费端的边际增量将给外需带来确定性的放量。其中有色金属、建材、通用设备、纺织服装等此前收到出口抑制的领域将受到支撑。因此，虽然不论是季节性的还是超预期的 PMI 新出口订单的下降，我们认为仍在可接受范围内。若后期人民币从快速升值恢复到平稳波动，对印度供给的替代加上欧美基建、消费的整体推动，外需的基本环境不会差。

图2： 领先指标显示企业利润的负面预期继续发酵

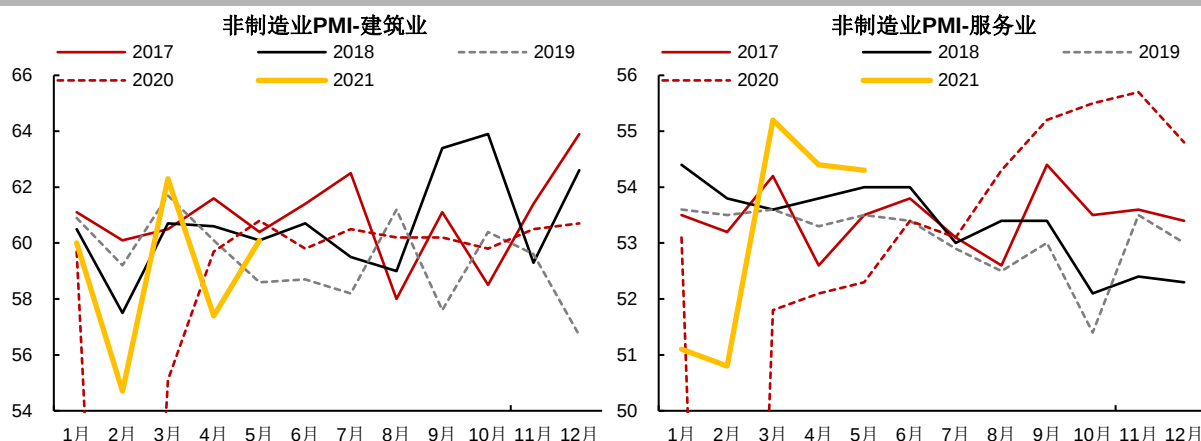


资料来源：Wind 中信期货研究部

另外，5 月份建筑业 PMI 为 60.1，服务业 PMI 为 54.3，跟往年相比都明显乐观。虽然 2020 年是基建大年，2021 年的基建投资因为提前批地方债发行暂缓的影响有所放慢，但是按照往年 6 至 9 月集中发行的规律来看，建筑业的景气度在三季度之前都将维持。2020 年在提前批专项债的发行节奏下，2 月、3 月、5 月、8 月、9 月、10 月是单月发债高点，今年 4 月份开始，专项债的发行规模才开始放量至单月超过 3500 亿元。按照 2019 年的季节性规律，4 月份到 9 月份是专项债发行高峰期。而按照 4 月份项目收益债中基建项目类债券发行开始放量的节奏看，预计 9 月份之前和基建相关的支出增加将带动相应行业的景气度维持高位。

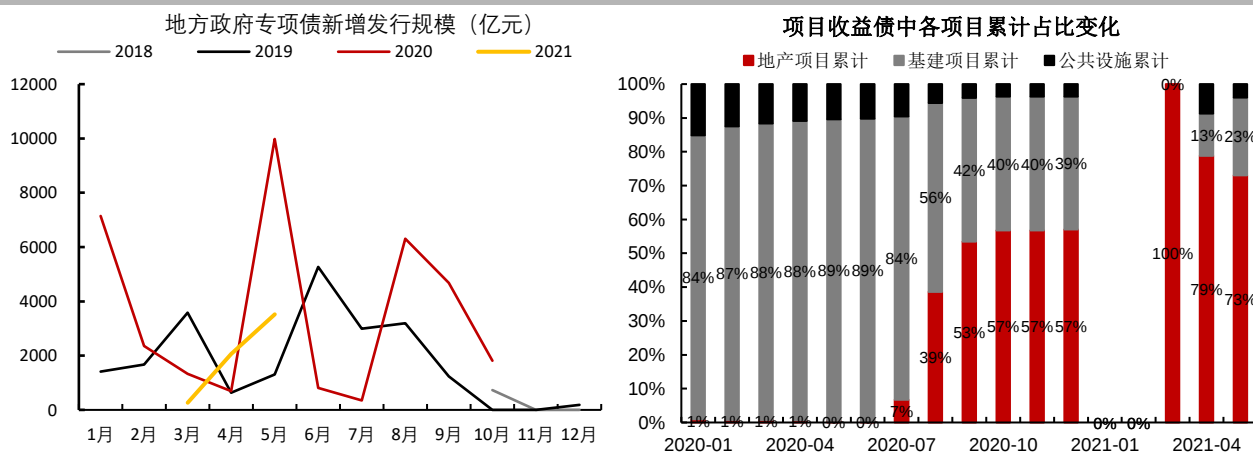
同时，服务业的景气度情况可能和 2020 年四季度超过 55 的高景气度相比略显平淡，但整体来看仍将维持较高的景气情况。

图3： 非制造业景气度整体乐观



资料来源：Wind 中信期货研究部

图4： 地方政府专项债发行进度开始赶上，三季度或将迎来基建投资高峰



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）流动性的短期变量：外资波动与资产价格

在5月26日美元兑人民币升破6.4之后，市场对于人民币升值的情绪达到高涨。而在5月31日，央行上调金融机构外汇存款准备金率之后，美元兑人民币汇率已经回贬至6.4以上。正如我们此前在点评纪要中提到的，准备金率的上调信号意义更大，对于人民币双向波动的政策导向兑现将给市场带来阶段性的人民币升值暂缓、阶段性贬值压力增加的预期。虽然人民币汇率趋势向贬值方向扭转还需要继续等待美联储缩窄预期的兑现，但是短期汇率变量的冲击将给市场带来流动性的可能波动，尤其是外部资金的流出压力。

2021 之后股市风格切换的频率较快，伴随的主线始终是短期的估值与长期的逻辑主线博弈。4月外资重新流入后，医药、新能源、食品饮料、TMT 等行业的关注度上升源于对之前低估值板块的配置。目前，基于美元兑人民币汇率开启震荡略贬的节奏情况，需要警惕医药、新能源等行业因资金流入放缓或流出产生回撤。从最近1个月的陆股通持仓市值情况来看，食品饮料、银行、新能源、医药、基础化工、计算机是资金流入非常突出的行业，而农林牧渔、轻工制造、电子、钢铁、机械、汽车出现

明显的资金流出。但从 5 月 28 日至今的陆股通持仓市值来看，资金流入靠前的为基础化工、食品饮料、新能源、电子、建材、有色金属、汽车；资金流出靠前的为家电、非银金融、消费者服务、银行、计算机、医药、传媒、房地产。因此，在医药、银行、非银金融、计算机上已经出现了明显的回撤迹象，警惕后续的传导影响。

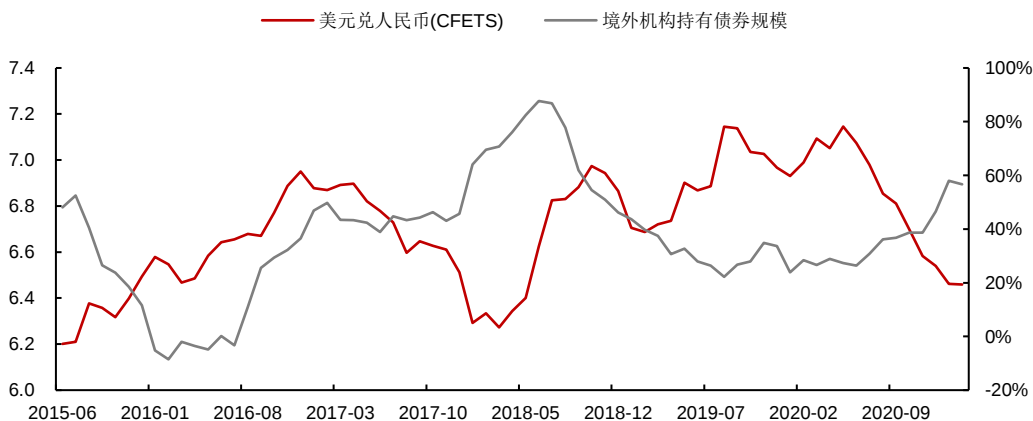
图5: 警惕风格切换可能



资料来源：Wind 中信期货研究部

当前外资机构持债规模不断上升，超过 3.5 万亿元的债券托管总量中，有近 60% 的比例为国债，近 30% 比例为政金债，7% 左右比例为同业存单。目前境外机构持债规模占全部债券市场的 4%，占国债托管总量的 11%。从境外机构持债规模的同比增速来看，其与美元兑人民币汇率的相关度较高。在人民币快速升值阶段，规模同比增速大幅上升，在人民币快速贬值阶段，规模增速大幅下降。而且相较而言，人民币汇率的变化较增速的变化有 1-2 个月的提前效应。因此，从配置逻辑的角度出发，虽然近期银行机构对债市的配置积极性大幅提升，但需要警惕境外机构投资者在利率债市场出现净买入下降，并且给债券价格带来下跌压力的风险。

图6: 境外机构持券规模与人民币汇率高度相关



资料来源：Wind 中信期货研究部

从商品的逻辑来看，汇率双向波动预期下，出口端会延续我们此前预期的下半年恢复弹性逐步扩大的判断。纵然短期景气指数显示户景气度有所下降，但从预期的逻辑上来看，对于三季度之后境外需求的恢复和外需的乐观预期仍在既定的路径中。

基于此，继续关注出口恢复边际上更为利好的建材、有色金属、通用设备、纺织服装等板块。不过，同时也需要忌惮政策调控的风险，尤其是大宗商品相关的。因此，从出口到大宗商品的配置思路，还是以结构性机会为主。

（三）估值的充分兑现是阶段性利空

行至年中，权益市场的估值预期已经在此前的顺周期与主动补库充分兑现之后，从二季度中后段市场风格再度切换，从周期到非周期性价值再到成长。不过，在医药、食品饮料、银行、新能源的资金关注较高的行业涨幅兑现较为充分之后，再度迎来业绩预期与现实估值水平阶段性不匹配的问题。因此，此前一季度利润增速明显超预期增长的板块，存在中报业绩预期惯性向好的可能。同时，从季节性和经济基本面的逻辑来讲，计算机、基本金属、煤炭、汽车、消费、石化、纺服、机械的业绩预期继续向好概率大。而医药、银行、食品饮料、家电、房地产恐有阶段性估值过高的担忧。

图7： 行业利润与价格涨幅相呼应

	单季净利润同比增速			单季价格涨幅 (%)			PE所处历史百分位 (2018年至今)	PE较年初涨幅	单季价格涨幅变化
	2020Q1	2020Q4	2021Q1	2020Q4	2021Q1	2021Q2			
综合	-102.52%	16.24%	2283.77%	1.96	-0.82	12.63			
计算机	-105.68%	142.99%	1420.41%	18.99	-7.04	7.72	0.501	-43.38%	
汽车	-82.89%	69.71%	651.24%	10.43	-7.90	10.74	0.705	-30.85%	
交通运输	-123.47%	-277.32%	333.46%	8.35	2.33	0.98	0.939	1.52%	
有色金属	-45.85%	240.94%	323.02%	11.74	1.83	15.23	0.296	-77.69%	
石油石化	-204.70%	-4.96%	297.04%	-0.28	6.97	2.92	0.016	-45.25%	
钢铁	-41.04%	56.46%	249.07%	6.11	16.21	5.99	0.657	-17.47%	
消费者服务	-141.33%	-233.55%	242.02%	48.70	10.05	-1.59	0.796	-41.04%	
基础化工	-42.61%	133.37%	224.17%	17.08	5.04	14.52	0.703	-20.38%	
机械	-40.75%	1814.19%	176.89%	12.08	0.23	0.53	0.046	-30.06%	
电子	-12.77%	374.05%	175.26%	29.42	-7.32	9.39	0.425	-33.92%	
商贸零售	-68.13%	-58.62%	172.65%	18.59	-0.03	5.70	0.842	-26.31%	
电力设备及新能源	-13.53%	615.65%	161.04%	19.96	-3.07	12.11	0.62	-31.32%	
纺织服装	-65.60%	78.23%	145.93%	-2.28	2.50	7.89	0.306	-17.69%	
轻工制造	-24.95%	25.10%	138.64%	12.76	7.53	2.61	0.477	-17.77%	
家电	-51.94%	202.03%	109.17%	19.46	-5.75	-2.44	0.557	-32.42%	
建材	-36.06%	54.60%	94.32%	7.39	8.22	2.36	0.513	-10.64%	
通信	-42.14%	190.84%	91.32%	7.15	-9.61	1.38	0.028	-27.45%	
传媒	-51.15%	38.81%	86.83%	21.67	-6.16	4.43	0.844		
医药	-12.38%	71.79%	83.12%	31.83	-2.58	14.27	0.747	-9.63%	
建筑	-27.50%	16.09%	72.23%	-4.38	8.73	-3.66	0.006	-8.03%	
煤炭	-27.50%	67.73%	63.75%	-0.60	3.88	12.26	0.72	-5.05%	
电力及公用事业	-26.13%	76.28%	52.17%	4.24	11.33	-4.24	0.039	-4.18%	
综合金融	-65.15%	108.37%	41.72%	7.81	-4.32	1.17	0.043	-26.83%	
食品饮料	-0.08%	29.14%	26.93%	34.93	-5.68	15.01	0.944	-6.59%	
非银行金融	-23.16%	46.59%	22.10%	5.53	-9.81	-2.83	0.129	-20.43%	
银行	5.54%	42.05%	4.62%	0.93	11.93	1.36	0.489	1.63%	
农林牧渔	347.84%	-64.05%	2.22%	6.90	0.26	-4.13	0.288	41.38%	
国防军工	130.52%	86.74%	-6.51%	12.82	-15.29	0.73	0.503	-27.94%	

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19998

