

6 月资产配置报告

证券研究报告

2021 年 06 月 23 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：议息会议后，为什么美元涨，美债跌？-议息会议后，为什么美元涨，美债跌？》 2021-06-22
- 2 《宏观报告：宏观-存款利率自律上限优化：降低银行负债成本，但与降息无关》 2021-06-21
- 3 《宏观报告：美联储对市场说：“这里没什么可看的，继续往前走吧” -6月美联储 FOMC 议息会议极简点评》 2021-06-17

6-8 月大类资产配置建议：

权益：维持【标配】；【标配】中证 500 和沪深 300；【标配或低配】上证 50；【高配】金融，【标配或高配】周期，【标配】成长，【标配或低配】消费

债券：维持【标配或高配】利率债，下调信用债和转债至【标配或低配】

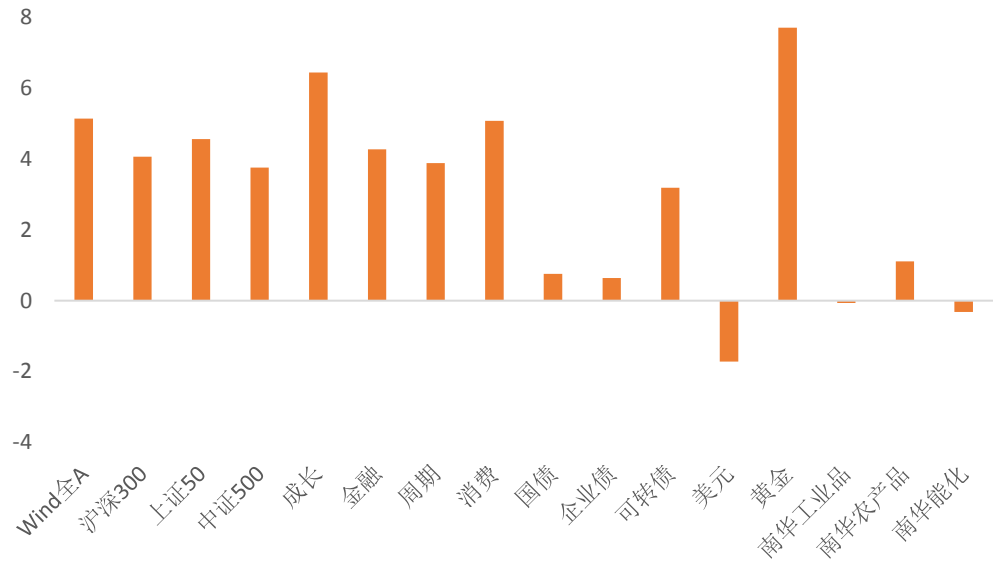
商品：下调农产品至【标配或低配】，【低配】贵金属、工业品

做多人民币汇率：维持【高配】做多人民币策略

风险提示：疫情再爆发；经济陷入滞胀；货币政策超预期收紧

一、市场回顾

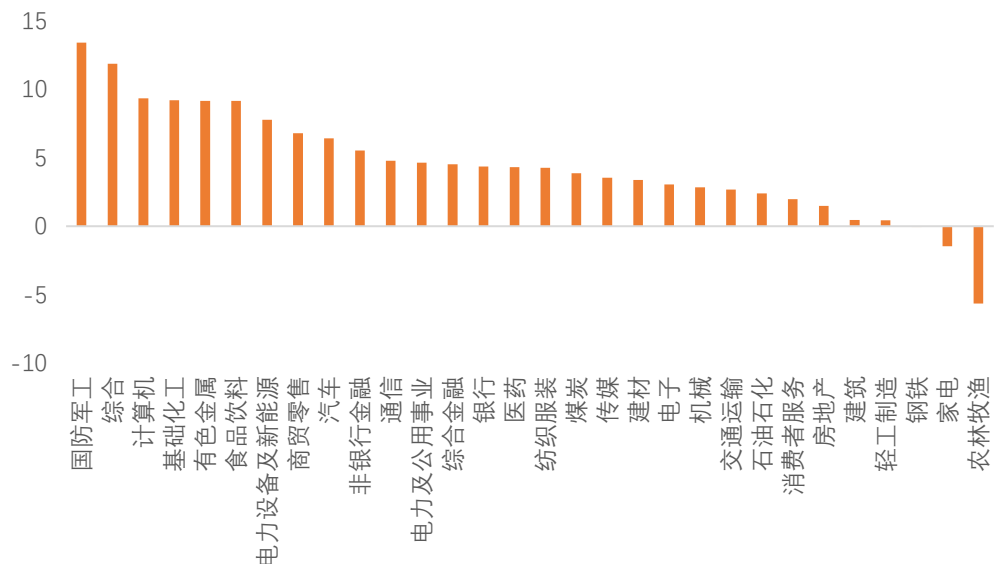
图 1：5 月各类资产收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：5月，A股延续4月的上涨态势，市值因子的分化程度不大。板块上，A股估值整体有所修复，成长和消费的分母端改善更加明显；周期继续延续几个月以来的良好态势，金融股也有所反弹。

图 2：5 月 A 股行业收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

债券市场：5月流动性维持在【较宽松】的区间内，4月短端利率先下行之，5月长端利率也跟随下降。信用债利率继续下降，但整体幅度不如利率债。

商品市场：5月商品冲高回落。能化品、工业品5月录得负收益，农产品上涨了1.11%。美实际利率在低位区间震荡。黄金价格大幅反弹7.69%。

外汇市场：美债利率下降的拖累，5月美元指数下跌1.5%，美元对人民币贬值1.44%，人民币兑一篮子货币以震荡为主。

二、宏观环境与政策状态

5月，国内经济复苏的斜率继续温和放缓。5月工业增加值两年复合增速6.6%、较4月回落0.2%，低于预期，其中制造业产出恢复缓慢是主要原因。投资方面，房地产和基建增速回落拖累整体投资增速，制造业投资恢复斜率仍较平缓；消费恢复迟滞目前仍低于正常水平；出口边际转向逆风，但目前韧性较强。PPI高斜率上升基本结束，本轮再通胀的顶部已经形成，猪肉压制下CPI的上行压力依旧不大。

春节以来政府债券发行缓慢、金融稳定目标优先，货币市场流动性宽松程度持续超预期，在“金融稳定+稳杠杆”的目标导向下，货币政策呈现出“适度宽货币+结构性紧信用”的特征。下半年，稳定优先的窗口期临近关闭，政策基调可能向稳杠杆倾斜，落实到政策面可能是“中性货币+主动紧信用”，流动性将从最宽松的状态边际收敛。

三、6-8月大类资产配置建议

图3：6-8月大类资产配置建议

大类资产	空仓	低配	标配	高配	超配	本期变动
股票						+2%
债券						-1%
商品						-8%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-3%
消费						-5%
成长						0%
金融						+5%
上证50						+1%
沪深300						0%
中证500						+1%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						-1%
信用						-6%
转债						0%
拉久期						
加杠杆						
信用下沉						
商品大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
农产品						-14%
工业品						-2%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						+1%

资料来源：天风证券研究所

(1) 权益：维持【标配】；【标配】中证500和沪深300；【标配或低配】上证50；【高配】金融，【标配或高配】周期，【标配】成长，【标配或低配】消费

6月A股整体胜率处在中位数附近，较5月有所下降。中盘股（中证500）胜率中性偏低，大盘股（上证50和沪深300）的胜率略强于中盘股，目前略低于中性。权益资产

胜率下降是经济复苏走缓、通胀回升、信用回落等因素共同作用下的结果。

6 月金融的胜率中高，周期胜率中性偏高，消费和成长的胜率中性偏低。相较于上个月，金融胜率保持不变，周期和成长的胜率略微下降，消费的胜率下降较多。经济复苏斜率放缓但仍处在顶部，叠加信用趋紧，金融股的配置价值较好。成长胜率主要受信用收缩的负面影响，短期流动性宽松对成长有利，在紧信用环境中，成长更关注低 PEG 与分子端边际改善的机会。5 月以来，商品需求走平，供给侧政策有所放松，周期的胜率进入下行通道。消费受信用收缩和可选消费改善较慢的拖累。

Wind 全 A 的估值维持【中性】、中证 500 的估值回升至【中性略便宜】；上证 50、沪深 300 的估值也有所回升，但目前仍是【中性略贵】。金融和成长的估值降至【便宜】，周期的估值下降至【中性略便宜】，消费的估值重新下降至【中性较贵】区间。

配置策略：维持【标配】；【标配】中证 500 和沪深 300；【标配或低配】上证 50；【高配】金融，【标配或高配】周期，【标配】成长，【标配或低配】消费

(2) 债券：维持【标配或高配】利率债，下调信用债和转债至【标配或低配】

6 月利率债的胜率处在中性附近，相较上个月变化不大。银行间流动性整体维持宽松，之后资金面波动可能有所加大，流动性最宽松的阶段将告一段落。经济复苏斜率温和回落，通胀拐点临近，利率曲线走平的概率提升。

6 月信用债的胜率处在中性水平，相较上个月小幅下降。春节之后超预期的流动性宽松对冲了信用周期收紧的利空影响，随着流动性最宽松的阶段逐渐过去，未来的信用债胜率还将主要有信用回落主导。AAA 级 3 年信用利差处在极低位置，AA 级 3 年信用利差略低于中位数，信用市场维持较大的评级利差。城投债与产业债的具体胜率仍需关注具体地区和行业。

期限利差维持在较高水平，长端利率的风险定价合理；流动性溢价维持在中性偏低水平，短端利率风险定价偏贵。流动性预期仍处在高水平，市场对于货币政策回归正常化、流动性维持紧平衡的一致性预期强。信用溢价整体回落至中低水平，拐点大概率会与流动性的拐点同步来临。

配置策略：维持【标配或高配】利率债，下调信用债和转债至【标配或低配】

(3) 商品：下调农产品至【标配或低配】，维持【低配】贵金属、工业品

6 月工业品胜率下降至中性偏低；农产品的胜率下降较多但仍高于中性。

工业品的供需矛盾仍存在，预计三季度将逐步缓解：全球需求仍在恢复，但从美国耐用品新订单和消费数据看本轮全球制造业和消费品需求扩张周期已经接近拐点。供给会随着资源国疫情控制而逐渐恢复，发达国家的疫苗出口是重要的领先指标。随着联储 Taper 临近，美元流动性的拐点可能出现在未来两个月内，实际利率中期回升的概率较大，工业品的金融属性开始承压。具体品种上，原油供求平衡会逐渐恢复。铜的供需维持错配紧平衡的状态，供需矛盾趋向边际缓解。贵金属的胜率低，黄金当前赔率。

工业品的赔率维持在历史极低水平，能化品赔率处在历史较低位置，农产品赔率也下降至 10%分位左右的历史低位。大宗商品整体盈亏比较低。

配置策略：下调农产品至【标配或低配】，【低配】贵金属、工业品

(4) 做多人民币策略：维持【高配】

人民币的胜率小幅回落，仍处在中性偏高的位置。短期美欧经济差异缩小，美德利差收敛，中期美欧央行扩表差异扩大，美元有望反弹。

中美短期利差继续下降但仍在较高水平，人民币仍有较高的性价比。做多人民币的短期交易拥挤度维持在高位（93%分位），多头情绪高涨。后续人民币汇率的主要压力来自于联储宽松政策的退出。

配置策略：维持【高配】做多人民币策略

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_20309

