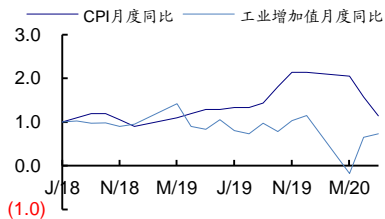


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	-6.30
社零总额当月同比	-2.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 宽松政策下, 股债商同时上涨》——2020-05-07
 《宏观经济月报: 经济修复加快, 高技术制造业表现亮眼》——2020-06-01
 《宏观经济月报: 消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾》——2020-06-18
 《大类资产配置月报: 国内风险平价组合表现也不差》——2020-04-03
 《大类资产配置月报: 债市略显鸡肋, 股票、商品值得期待》——2020-06-03

证券分析师: 徐亮

电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519110001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观月报

股票、商品的 show time

● 大类资产价格变化月度回顾

2020年6月, 各大类资产的优劣表现依次为股票>商品>汇率>债券。

● 各大类资产估值比价情况

年初以来, 国内主要资产表现情况依次如下: 消费股 (21.4%) > 成长股 (20.7%) > A股 (6.9%) > 利率债 (2.6%) > 信用债 (2.1%) > 货币 (1.0%) > 周期股 (-0.5%) > 转债 (-1.8%) > 商品 (-7.4%) > 稳定股 (-7.7%) > 金融股 (-11.3%)。

● 货币信用大类资产配置框架月度跟踪

我们依然认为当前阶段为“宽货币+宽信用”时期, 在大类资产配置的选择上, 以股票资产为主。

展望未来, 在2020年7月, 模型测算的股票资产的权重为5%; 债券资产的权重为95%。其中, 各个资产的配置权重为周期板块 (1.64%)、金融板块 (1.76%)、消费板块 (1.60%)、国开3-5年指数 (20.24%)、国开7-10年指数 (6.20%)、高信用债1-3年指数 (30.40%) 和高信用债3-5年指数 (38.16%)。

● 国内大类资产月度展望

在宏观经济及政策方面, 后续组合为经济复苏依旧+政策稳定, 预计下半年实际GDP增速将上升至7%-8%左右; 三季度CPI增速将保持在2.5%-2.8%之间, 四季度有望回落至2%以下; PPI同比将脱离最低点, 未来将持续回升; 其环比增速将转正。

在各大类资产后续表现方面:

(1) 股票市场: 从美林时钟和“货币+信用”风火轮大类资产配置框架来看, 我们当前依然处于美林时钟的第二象限, “货币+信用”风火轮的第一象限, 在上述象限中, 风险类资产的表现是最优的。股票资产在后续的表现依然值得期待。

(2) 债券市场: 三季度债券市场在名义增速回升牵引下依然会承受压力, 预计10年国债利率有望回升到3.0-3.1%, 压力最大的时期是8-9月份。

(3) 商品市场: 与股票市场一样, 商品等风险资产在未来将会有较好的表现。且在基建周期的刺激下, 商品在未来的表现可能会强于股市。

(4) 外汇市场: 在国内经济持续回升, 国内股票、债券等资产的相对吸引力依然较强的情况下, 人民币汇率存在支撑。另外, 随着全球避险情绪的逐渐消退, 叠加美联储的大幅宽松政策, 美元指数也会存在下行压力。综合来看, 未来人民币汇率还会继续偏强, 但依然会维持窄幅波动。

内容目录

大类资产价格变化月度回顾：股市表现亮眼	4
股票：大幅上涨，表现亮眼.....	5
债券：6月继续调整，曲线继续走平.....	6
外汇：人民币升值，美元指数先降后升.....	8
商品：延续上涨势头，但较5月有所不及.....	9
各大类资产估值比价情况	10
历年来国内主要资产表现情况.....	10
历史分位点水平看各资产估值情况.....	10
股债相对估值.....	11
各大类资产收益波动比较	13
货币信用大类资产配置框架月度跟踪	13
货币信用风火轮当月状态判断.....	13
货币信用风火轮框架下的风险平价组合跟踪.....	14
国内大类资产月度展望	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 国内各大类资产在 2020 年 6 月的表现	5
图 2: 上证综指在 2020 年 6 月的表现	5
图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 6 月的表现	6
图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 6 月的表现	7
图 5: 国债期限利差 (10-1) 在过去 1 年的表现	7
图 6: 货币市场加权利率走势	8
图 7: 5 年中票信用利差表现情况	8
图 8: 美元兑人民币汇率及美元指数走势	9
图 9: 各类商品指数在 2020 年 6 月的表现	9
图 10: 南华工业品指数走势	10
图 11: 历年国内主要资产表现情况	10
图 12: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2020.06)	11
图 13: 沪深 300 股息率/10 年国债利率及其百分位点	12
图 14: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率及其百分位点	12
图 15: “货币+信用”组合状态与大类资产价格变化关系一览 (概率按次数计算)	13
图 16: “货币+信用”组合状态与股票市场变化关系一览 (概率按次数计算)	14
图 17: 2020 年 7 月货币信用框架下的风险平价组合配置比例	15
图 18: 各个资产的权重变化 (2012.03-2020.07)	15
图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2020.07)	15
图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.06)	16
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.06)	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.06)	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.06)	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-06)	16

大类资产价格变化月度回顾：股市表现亮眼

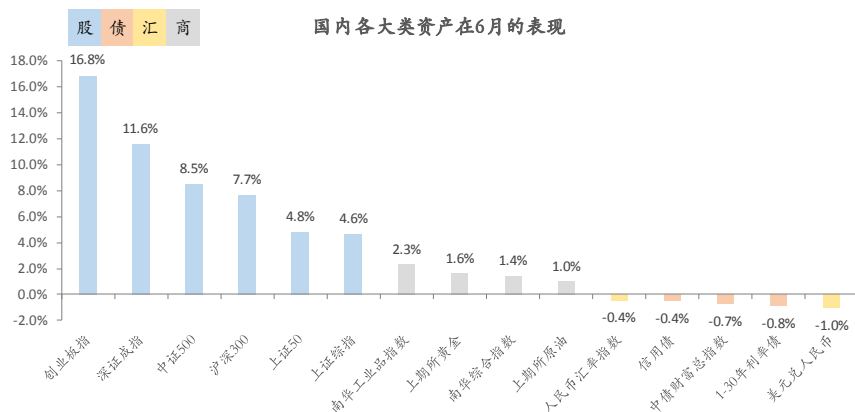
整体来看,2020年6月,各大类资产的优劣表现依次为**股票>商品>汇率>债券**。具体来看:(1)股票在6月表现亮眼,影响因素主要有四点:市场宽信用预期强烈、创业板注册制改革落地、经济继续恢复、国内疫情虽有反复但控制效果较好;(2)债市在6月继续调整,主要受货币政策边际收紧的影响;收益率曲线也继续走平;(3)商品指数在6月延续涨势,但不及5月,其中有有色金属表现最强,黑色和农产品表现稍弱;(4)受美元指数下跌影响,人民币有所升值。

表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.06)

各大类资产	上月末价格 (2020-5-29)	当月末价格 (2020-6-30)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	2852.4	2984.7	4.64%	具体来看:(1)6月上旬,股市表现较好,原因主要有两点。一是央行创设直达实体的货币政策工具,市场对宽信用的预期有所增强,而这有利于股市表现;二是以“地摊经济”为代表的刺激政策提升了市场对经济未来表现的乐观预期;(2)6月中旬,由于担心美国疫情二次爆发,且北京也出现疫情小规模爆发的苗头,市场风险偏好明显下降,股市出现回调。市场流动性有所收紧也对股市情绪形成压力。另外,在创业板注册制改革落地的影响下,沪深两市明显分化,创业板表现更好;(3)6月下旬,国常会再提降准,市场对央行降准预期升温,且北京疫情控制情况较好,股市延续上涨势头。
	深证成指	10746.1	11992.3	11.60%	
	创业板指	2086.7	2438.2	16.85%	
	上证 50	2806.7	2942.1	4.82%	
	沪深 300	3867.0	4164.0	7.68%	
	中证 500	5406.3	5864.4	8.47%	
债券	中债财富总指数	202.3	200.9	-0.68%	债市在6月期间的变化大致可以划分为四个阶段: 第一阶段是6月1-5日,债市继续调整,长端表现好于中短端。具体来看,原因在于:(1)央行创设直达实体的货币政策工具,一个是普惠小微企业贷款延期支持工具,另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划。市场对宽信用的预期有所增强;(2)央行本周缩量操作逆回购,净回笼4500亿元,央行操作低于市场预期;(3)市场风险偏好提升,股票等风险资产表现不错。 第二阶段是6月8-15日,债市小幅反弹。具体来看,原因主要有:(1)央行公告称,将于6月15日左右对本月到期的中期借贷便利一次性续做,稳定市场预期意图明显;(2)因担心美国疫情二次爆发,全球风险资产走弱,债市情绪因此得到提振;(3)市场也担忧北京疫情出现反复;(4)5月经济数据不及预期。 第三阶段是6月16-23日,债市偏弱调整。具体来看,原因主要有:(1)特别国债开始市场化发行,且期限集中于长端,供给增加压制市场情绪;(2)央行缩量且平价续作MLF;(3)市场对货币政策继续明显宽松的预期有所降温,且降准预期不断落空;(4)风险资产在后续表现不错,进一步压制债市情绪;(5)资金面不断收紧;(6)6月23日,5年和10年国开债发行结果不佳,其中,5年招标利率比二级高出30多BP。 第四阶段是6月24-30日,债市开始反弹。原因主要有:(1)6月23日中午的10年特别国债发行结果较好,市场情绪得以提振;(2)在央行持续投放资金的支持下,市场流动性逐渐转松;(3)自5月初以来,本轮债市调整的幅度较大,市场也有超跌反弹的需求;(4)全球疫情明显反弹,市场避险情绪有所升温;(5)央行决定7月1日起下调再贷款、再贴现利率。
	中债 1-30 年利率债指数	166.0	164.6	-0.85%	
	中债信用债总财富指数	187.6	186.7	-0.45%	
	10 年国开利率	2.99	3.10	10.8	
	10 年国债利率	2.71	2.82	11.8	
	1 年国债利率	1.60	2.18	57.5	
汇率	美元指数	98.26	97.38	-0.89%	具体来看:(1)6月上旬,疫情冲击趋缓,全球市场风险偏好重新抬头,降低避险美元吸引力;同时,美联储实施大规模宽松政策也削弱了强势美元的基础,美元指数继续大幅下行,人民币相对升值;(2)6月中下旬,随着西方国家陆续开放经济活动,疫情似乎正在慢慢卷土重来,市场担忧疫情出现二次爆发,避险情绪推升美元指数小幅上行。人民币汇率在此期间维持窄幅震荡。
	美元兑人民币(在岸)	7.15	7.07	-1.00%	
	美元兑人民币(离岸)	7.13	7.07	-0.88%	
	人民币汇率指数	92.34	92.05	-0.31%	
商品	南华综合指数	1399.5	1418.9	1.38%	整体来看,国内经济持续好转,制造业维持景气扩张区间,6月制造业PMI指数为50.9%,较5月上升0.3个百分点。结构上看,生产指数和需求指数均较上月上升,国内供需均呈现向好格局;采购上行,原材料库存小幅上升,企业生产意愿仍在加强。制造业继续复苏也带动了有色金属和工业品等价格指数出现上行。
	南华工业品指数	2116.7	2165.3	2.30%	
	布伦特原油(美元)	37.6	41.6	10.69%	
	上期所原油	289.6	292.4	0.97%	
	伦敦现货黄金(美元)	1728.7	1768.1	2.28%	
	上期所黄金	394.4	400.7	1.60%	

资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理
注:债券利率的价格变动单位为:基点

图 1: 国内各大类资产在 2020 年 6 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

股票: 大幅上涨, 表现亮眼

2020 年 6 月, 国内股票市场表现亮眼, 整体明显上涨, 万得全 A 指数在 6 月上涨 8.4%。从不同类型股票指数来看: (1) 创业板指、深证成指和上证综指分别上涨 16.9%、11.6%和 4.6%; (2) 中证 500、沪深 300 和上证 50 分别上涨 8.47%、7.68%和 4.82%; (3) 从风格指数来看, 成长股和消费股表现最强, 在 6 月分别上涨 11.6%和 11.3%; 金融股和稳定股表现最弱, 分别上涨 3.3%和 2.8%; 周期股表现居中, 在 6 月上涨 5.3%。

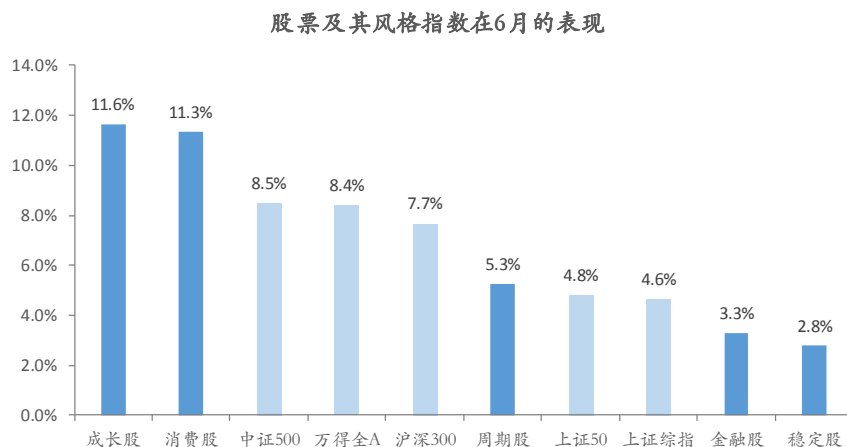
回顾 6 月表现, 股市的主要影响因素有四点: 市场宽信用预期强烈、创业板注册制改革落地、经济继续恢复、国内疫情虽有反复但控制效果较好。具体来看: (1) 6 月上旬, 股市表现较好, 原因主要有两点。一是央行创设直达实体的货币政策工具, 包括普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划, 市场对宽信用的预期有所增强, 而这有利于股市表现; 二是以“地摊经济”为代表的需求刺激政策提升了市场对经济未来表现的乐观预期; (2) 6 月中旬, 由于担心美国疫情二次爆发, 且北京也出现疫情小规模爆发的苗头, 市场风险偏好明显下降, 股市出现回调。市场流动性有所收紧也对股市情绪形成压力。另外, 在创业板注册制改革落地的影响下, 沪深两市明显分化, 创业板表现更好; (3) 6 月下旬, 国常会再提降准, 市场对央行降准预期升温, 且北京疫情控制情况较好, 股市延续上涨势头。尽管外围风险资产在端午节期间表现不佳, 但对国内影响较小, 国内股市韧性十足。

图 2: 上证综指在 2020 年 6 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：股票及其风格指数在 2020 年 6 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理
注：股票风格指数采用中信风格指数

债券：6 月继续调整，曲线继续走平

2020 年 6 月，债市继续调整，长端表现继续好于中短端。其中，10 年期国开利率上行约 11BP；10 年国债利率上行约 12BP；1 年期国债利率上行约 58BP；国债期限利差（10-1Y）当前为 65BP，整体在 6 月下行约 46BP。

10 年期国债期货主力合约 T2009 下跌 0.670 元，下跌幅度达到了 0.66%，对应收益率上行约 9BP。以 10 年期国债期货为例，债市在 6 月期间的变化大致可以划分为四个阶段：

第一阶段是 6 月 1-5 日，债市继续调整，长端表现好于中短端，五年期表现最差。具体来看，债市下跌的原因主要在于：（1）央行创设直达实体的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划。市场对宽信用的预期有所增强；（2）央行本周缩量操作逆回购，净回笼 4500 亿元，央行操作低于市场预期；（3）市场风险偏好提升，股票等风险资产表现不错。

第二阶段是 6 月 8-15 日，债市小幅反弹。具体来看，债市上涨的原因主要有：（1）央行公告称，将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，稳定市场预期意图明显；（2）因担心美国疫情二次爆发，全球风险资产走弱，债市情绪因此得到提振；（3）市场也担忧北京疫情出现反复；（4）5 月经济数据不及预期。

第三阶段是 6 月 16-23 日，债市偏弱调整。具体来看，债市下跌的原因主要有：（1）特别国债开始市场化发行，且期限集中于长端，供给增加压制市场情绪；（2）央行缩量且平价续作 MLF；（3）市场对货币政策继续明显宽松的预期有所降温，且降准预期不断落空。虽然国常会称将进一步引导贷款利率和债券利率下行，但央行行长表示，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注意政策设计要激励相容，防范道德风险，要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出；（4）风险资产在后续表现不错，进一步压制债市情绪；（5）资金面不断收紧；（6）6 月 23 日，5 年和 10 年国开发行结果不佳，其中，5 年招标利率比二级高出 30 多 BP。

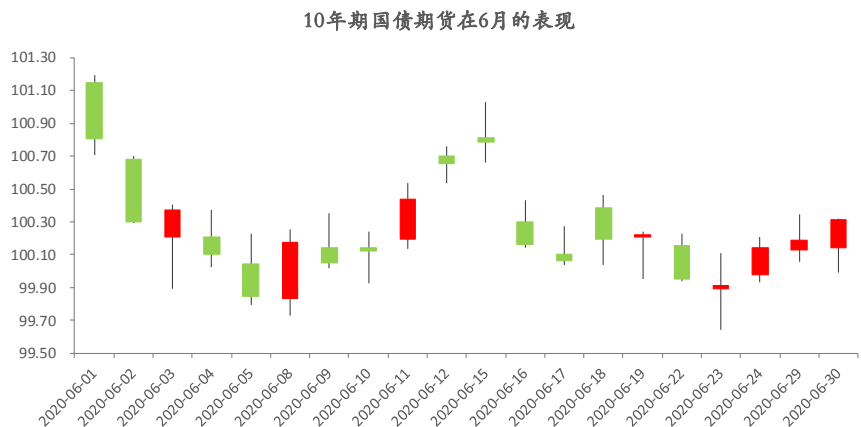
第四阶段是 6 月 24-30 日，市场情绪逐渐恢复，债市开始反弹。原因主要有：（1）6 月 23 日中午的 10 年特别国债发行结果较好，市场情绪得以提振；（2）

在央行持续投放资金的支持下，市场流动性逐渐转松；（3）自5月初以来，本轮债市调整的幅度较大，市场也有超跌反弹的需求；（4）全球疫情明显反弹，市场避险情绪有所升温；（5）央行决定7月1日起下调再贷款、再贴现利率。

在收益率曲线变化方面，以国债期限利差（10-1Y）为例，整体收益率曲线在6月初快速走平，随后期限利差便维持震荡。具体来看：（1）6月上旬，央行创设直达实体的货币政策工具，市场对资金面的预期较为悲观，且对于央行货币政策边际收紧的感受越来越明显，整体资金面中枢已较3-4月有所提升，短端利率大幅上行，进而带动收益率曲线走平；（2）6月下旬，债市维持偏弱表现且资金面仍然相对偏紧，长短端利率震荡上行，期限利差震荡走平，整体变化不大。

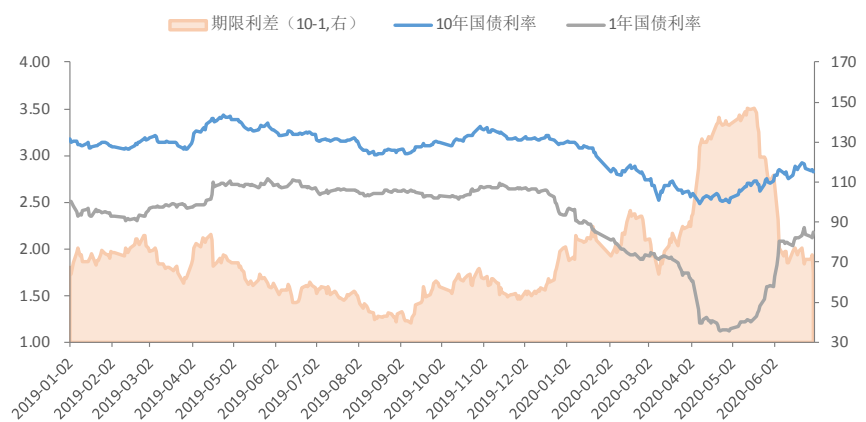
在信用利差方面，以5年中票为例，各类评级中票的信用利差变化不大，高信用等级利差走阔，低信用等级利差走平，5年AAA、AA+、AA和AA-中票信用利差在2020年6月分别变化9BP、2BP、-1BP和-2BP。当前，5年AAA、AA+、AA和AA-中票信用利差分别为114BP、143BP、180BP和397BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为76%、68%、51%和89%。

图 4：10 年期国债期货在 2020 年 6 的表现



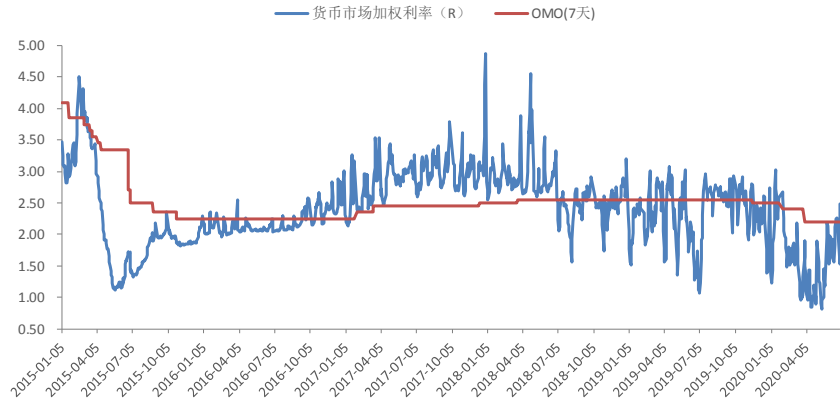
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：国债期限利差（10-1）在过去 1 年的表现



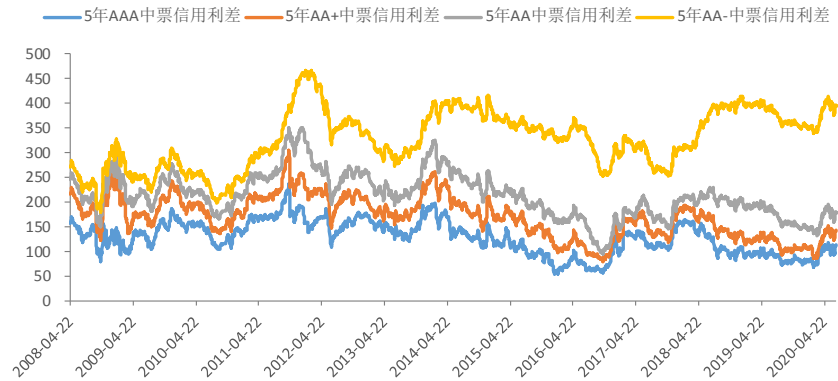
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 货币市场加权利率走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 7: 5 年中票信用利差表现情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

外汇: 人民币升值, 美元指数先降后升

在经历接近两个月的连续贬值之后, 人民币兑美元汇率在 2020 年 6 月开始升值, 在岸人民币兑美元汇率在 6 月下行约 1.00%, 离岸人民币汇率在 6 月下跌约 0.88%。另外, 美元指数在 6 月下跌 0.89%。

具体来看: (1) 6 月上旬, 疫情冲击趋缓, 全球市场风险偏好重新抬头, 降低

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_4158



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>