

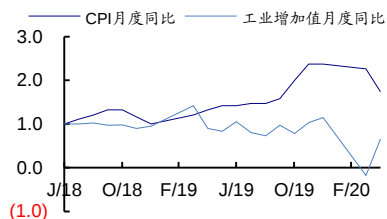
证券研究报告—动态报告

宏观经济

大类资产配置月报

2020年06月03日

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	-10.30
社零总额当月同比	-7.50
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：短期外需弱化影响有限，当前经济跌得越深，反弹越速》——2020-03-18
 《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
 《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：疫情笼罩下的众生相》——2020-03-02

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码：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码：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

债市略显鸡肋，股票、商品值得期待

● 大类资产价格变化月度回顾

2020年5月，各大类资产的优劣表现依次为商品>股票>债券>汇率。

● 各大类资产估值比价情况

历年来国内主要资产表现情况：年初以来，国内主要资产表现情况依次如下：消费股(9.0%)>成长股(8.1%)>利率债(3.5%)>信用债(2.5%)>货币(0.9%)>A股(-1.3%)>转债(-2.3%)>周期股(-5.5%)>商品(-8.6%)>稳定股(-10.2%)>金融股(-14.1%)。

● 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。

● 国内大类资产月度展望

(1) 股票市场：从近期的货币政策来看，虽然更加突出结构性宽松的特点，但在整体上依然是保持相对宽松状态，大水漫灌不会出现，但放水养鱼是值得期待的；而在社会信用方面，贷款增速和社融增速在3、4月开始加速上升，要引导广义货币供应量和社融融资规模增速明显高于去年，那么信用增速后续还将继续保持较高水平甚至进一步上升。在经济结构方面，今年宽货币+宽信用的格局将是十分明显的，在大类资产配置上，股票资产将占优。而且相对来说，国内疫情已经处于尾声，各种刺激需求政策不断发挥效用，预计投资、消费增速将继续上升，股票市场存在上涨的内生基础。另外，从资产性价比的角度来说，国内股票在全球的吸引力不断增强，股票资产也较债券资产有更高的性价比。

(2) 债券市场：对于债市后续表现，我们依然看空，原因有以下几点：1.货币信贷数据继续向好，目前，信贷、社融增速持续走高，宽信用特征较为明显；2.国内全面达到复工复产，经济增长数据继续向好；3.特别国债集中发行；4.全球疫情在二季度出现拐点的概率较大。

短期来看，市场对于6月降息降准等宽松政策的预期升温；中美关系也存在继续降温的可能；外贸数据可能偏弱；再叠加债市前期调整幅度较大。债市在短期也可能出现反弹的情况，但结合对于债市整体看空的思路，我们认为若出现反弹，则是较好的离场机会。

(3) 商品市场：预计国内投资将逐渐出现较明显的补偿性增长，消费增速有望进一步向内生性增长水平靠拢。大宗商品的需求将进一步回升，尽管多数商品在供给端存在一定的过剩情况，但需求端的好转依然会给商品价格带来不错的表现。商品市场将会延续5月的回升势头。

(4) 外汇市场：5月下旬，人民币汇率与美元指数出现背离情况，美元指数走弱，但人民币并未升值反而略有贬值。中美关系虽存在降温可能，但短期迅速恶化的概率不大，美国针对香港国安法的制裁措施也低于预期，相信人民币汇率在6月将回归其基本面，在国内资产依然具有较强吸引力、且国内经济恢复情况较好的背景下，人民币6月出现小幅升值的概率较高。

内容目录

大类资产价格变化月度回顾：商品本月最佳	4
股票：整体继续震荡，但风格指数分化明显	5
债券：5月调整，长端表现好于中短端，曲线先陡后平	6
外汇：人民币持续贬值，美元指数先升后降	8
商品：商品全线反弹	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 5 月的表现	5
图 2: 上证综指在 2020 年 5 月的表现	5
图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 5 月的表现	6
图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 5 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 5 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 (2020.05)	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 6 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 (2012.03-2020.06)	15
图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2020.06)	15
图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.05)	16
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.05)	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.05)	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.05)	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-05)	16

大类资产价格变化月度回顾：商品本月最佳

整体来看,2020年5月,各大类资产的优劣表现依次为商品>股票>债券>汇率。具体来看:(1)股票在5月先涨后跌,整体震荡微涨,影响因素主要有两点:两会和中美摩擦;(2)债市在5月调整明显,主要受经济金融数据好转以及资金面收紧的影响;收益率曲线先陡后平,整体明显走平;(3)商品指数在5月全线上涨,其中黑色商品表现最强,有色金属和农产品表现稍弱;(4)受中美关系影响,人民币持续贬值。

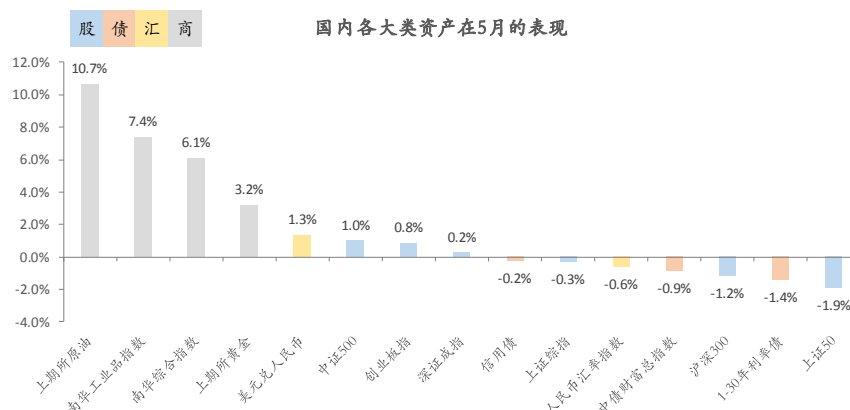
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.05)

各大类资产	上月末价格 (2020-4-30)	当月末价格 (2020-5-29)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	2860.1	2852.4	-0.27%	股市在5月的主要影响因素有两点:两会和中美摩擦。具体来看: (1)5月中上旬,两会召开在即,市场普遍预期国家会出台大力度稳增长措施,经济回暖预期强烈,且复工复产形势持续向好,股市在初期上涨明显。不过5月中旬,美国出台针对华为的制裁措施,中美贸易摩擦有升级迹象,股市偏弱震荡,科技股表现稍好; (2)5月下旬,两会开幕后,随着预期落地,其对于市场风险偏好的提振作用减弱。而且中美摩擦再次呈现升级迹象,23日凌晨,美国商务部宣布将共计33家中国公司或机构列入“实体清单”;5月29日,特朗普在新闻发布会上表示将对对中国香港采取制裁举措。股市因此在5月下旬出现调整并在低位震荡。
	深证成指	10721.8	10746.1	0.23%	
	创业板指	2069.4	2086.7	0.83%	
	上证50	2861.9	2806.7	-1.93%	
	沪深300	3912.6	3867.0	-1.16%	
	中证500	5353.9	5406.3	0.98%	
债券	中债财富总指数	204.0	202.3	-0.86%	债市在5月期间的变化大致可以划分为三个阶段: 第一阶段是5月6-18日,债市大幅调整。主要原因有:(1)5月一级市场巨量供给对市场情绪形成冲击;(2)4月出口数据超预期好转,激发投资者对经济后续好转的预期;(3)年初以来,债市积累的涨幅已非常可观,部分投资者有止盈需求;(4)4月社融存量增速上升至12%,继续超预期;(5)央行14日并未续作MLF,而是等到15日再缩量续作,债市也因此表现偏弱;(6)资金面在后期有边际趋紧的迹象。 第二阶段是5月19-22日,债市反弹明显。可能原因有:(1)长端利率因为前期调整幅度相对过大的原因出现了止跌回升的迹象;(2)资金面开始转松;(3)2020年政府工作报告对财政刺激力度的表述未超预期,但对于货币政策的表述略超预期。 第三阶段是5月25-29日,债市偏弱调整。该期间,债市震荡下跌,长端表现好于中短端。具体来看,前两天,债市下跌幅度较大,原因主要在于:(1)受政府债券发行缴款、企业所得税汇算清缴等因素的影响,资金面持续偏紧;(2)央行重启逆回购,市场对于“降息”的预期较为强烈,但逆回购利率未见下调。后三天,债市略有反弹,原因在于:(1)央行连续投放资金呵护市场流动性,期间净投放6700亿元;(2)央行的逆回购利率虽未见下调,但市场的思路从最初的预期落空,转变为对后续6月降息降准的预期有所升温;(3)中美关系存在继续降温的可能。
	中债1-30年利率债指数	168.4	166.0	-1.40%	
	中债信用债总财富指数	188.0	187.6	-0.22%	
	10年国开利率	2.82	2.99	17.4	
	10年国债利率	2.54	2.71	16.7	
	1年国债利率	1.15	1.60	45.5	
汇率	美元指数	99.02	98.26	-0.76%	人民币持续贬值,美元指数先升后降:(1)5月上旬,随着国际紧张关系加剧,且投资者担心可能爆发第二波新冠疫情,避险需求继续推动美元上涨。另外,美国联邦公开市场委员会所有成员都反对负利率,特朗普也认为“现在是强势美元的大好时机”,美元指数也因此继续保持升势。相对而言,人民币出现贬值;(2)5月下旬,美元指数大幅回落,但人民币依旧持续贬值,可能的原因在于中美贸易摩擦升温、两者关系存在恶化可能性。
	美元兑人民币(在岸)	7.05	7.15	1.33%	
	美元兑人民币(离岸)	7.08	7.13	0.74%	
	人民币汇率指数	93.78	93.19	-0.63%	
商品	南华综合指数	1319.3	1399.5	6.08%	整体来看,国内经济持续好转,工业生产较强,4月规模以上工业增加值同比增3.9%,高于市场预期。另外,5月发电耗煤量快速增长,企业的复工复产正在逐步接近或达到正常水平。前期表现较差的大宗商品,在本月表现亮眼,在扩内需、刺激基建的影响下,黑色指数表现相对更强。另外,4月表现不佳的原油在5月也出现了大幅反弹。
	南华工业品指数	1971.1	2116.7	7.38%	
	布伦特原油(美元)	26.7	37.6	41.07%	
	上期所原油	248.7	275.2	10.66%	
	伦敦现货黄金(美元)	1702.8	1728.7	1.52%	
	上期所黄金	382.3	394.4	3.17%	

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 5 月的表现



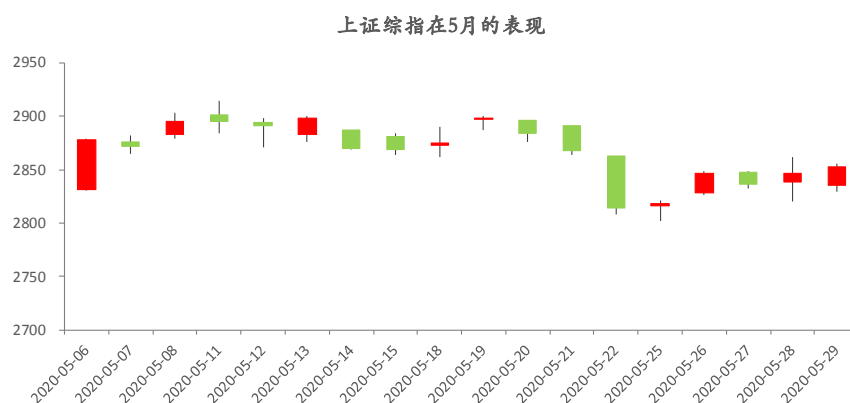
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票：整体继续震荡，但风格指数分化明显

2020 年 5 月，在两会行情及中美摩擦升级的影响下，国内股票市场整体继续维持震荡走势，万得全 A 指数在 5 月上涨 0.6%。从不同类型股票指数来看：（1）创业板指和深证成指分别上涨 0.83%和 0.23%，上证综指则小幅下跌 0.27%；（2）中证 500 在 5 月上涨 0.98%，而上证 50 和沪深 300 分别下跌 1.93%和 1.16%；（3）从风格指数来看，消费股表现最强，在 5 月上涨 4.8%；金融股表现最弱，下跌 3.1%；成长股和周期股基本维持不变；稳定股下跌 1.5%。风格指数分化依然明显。

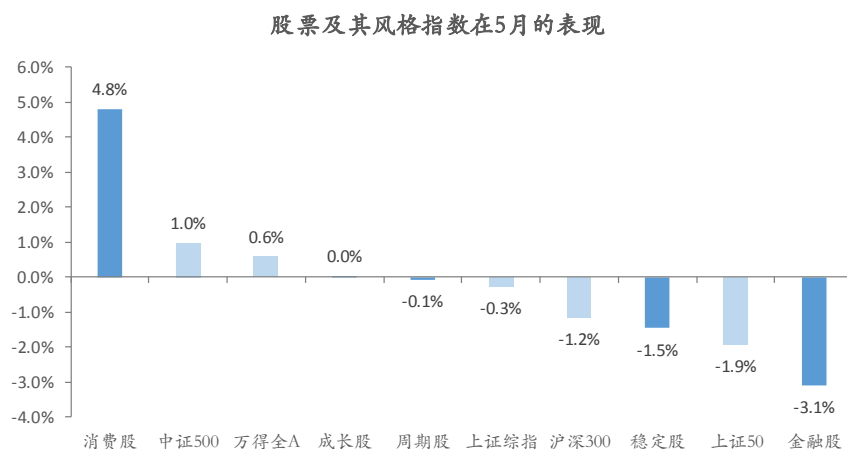
股市在 5 月的主要影响因素有两点：两会和中美摩擦。具体来看：（1）5 月中上旬，两会召开在即，市场普遍预期国家会出台大力度稳增长措施，经济回暖预期强烈，且复工复产形势持续向好，股市在初期上涨明显。不过 5 月中旬，美国出台针对华为的制裁措施，中美贸易摩擦有升级迹象，股市偏弱震荡，科技股表现稍好；（2）5 月下旬，两会开幕后，随着预期落地，其对于市场风险偏好的提振作用减弱。而且中美摩擦再次呈现升级迹象，23 日凌晨，美国商务部宣布将共计 33 家中国公司或机构列入“实体清单”；5 月 29 日，特朗普在新闻发布会上表示将对中国香港采取制裁举措。股市因此在 5 月下旬出现调整并在低位震荡。

图 2：上证综指在 2020 年 5 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 5 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：5 月调整，长端表现好于中短端，曲线先陡后平

2020 年 5 月，债市出现调整，长端表现好于中短端。其中，10 年期国开利率上行约 17BP；10 年国债利率上行约 17BP；1 年期国债利率上行约 46BP；国债期限利差（10-1Y）当前为 110BP，整体在 5 月下行约 29BP。

10 年期国债期货主力合约 T2009 下跌 1.315 元，下跌幅度达到了 1.29%，对应收益率上行约 17BP。以 10 年期国债期货为例，债市在 5 月期间的变化大致可以划分为三个阶段：

第一阶段是 5 月 6-18 日，债市大幅调整。主要原因有：（1）5 月一级市场巨量供给对市场情绪形成冲击；（2）4 月出口数据超预期好转，激发投资者对经济后续好转的预期；（3）年初以来，债市积累的涨幅已非常可观，部分投资者有止盈需求；（4）4 月社融存量增速上升至 12%，继续超预期；（5）央行 14 日并未续作 MLF，而是等到 15 日再缩量续作，债市也因此表现偏弱；（6）资金面在后期有边际趋紧的迹象。

第二阶段是 5 月 19-22 日，债市反弹明显。可能原因有：（1）长端利率因为前期调整幅度相对过大的原因出现了止跌回升（利率下行）的迹象；（2）资金面开始转松；（3）2020 年政府工作报告对财政刺激力度的表述未超预期，但对于货币政策的表述略超预期。

第三阶段是 5 月 25-29 日，债市偏弱调整。该期间，债市震荡下跌，长端表现好于中短端。具体来看，前两天，债市下跌幅度较大，原因主要在于：（1）受政府债券发行缴款、企业所得税汇算清缴等因素的影响，资金面持续偏紧；（2）央行重启逆回购，市场对于“降息”的预期较为强烈，但逆回购利率未见下调。而后三天，债市略有反弹，原因在于：（1）央行连续投放资金呵护市场流动性，期间净投放 6700 亿元；（2）央行的逆回购利率虽未见下调，但市场的思路从最初的预期落空，转变为对后续 6 月降息降准的预期有所升温；（3）中美关系存在继续降温的可能性。

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 5 月先陡后平。具体来看：（1）5 月中上旬，资金面继续保持极度宽松的水平，长端利率因为基本面好转等因素出现上行，而短端利率保持在低位运行，收益率曲线继续走陡；（2）5 月下旬，受政府债券发行缴款、企业所得税汇算清缴

等因素的影响，资金面开始出现持续偏紧的情况，综合资金利率不断走高，短端利率大幅上行，而长端利率维持偏弱震荡的走势，收益率曲线快速变平。

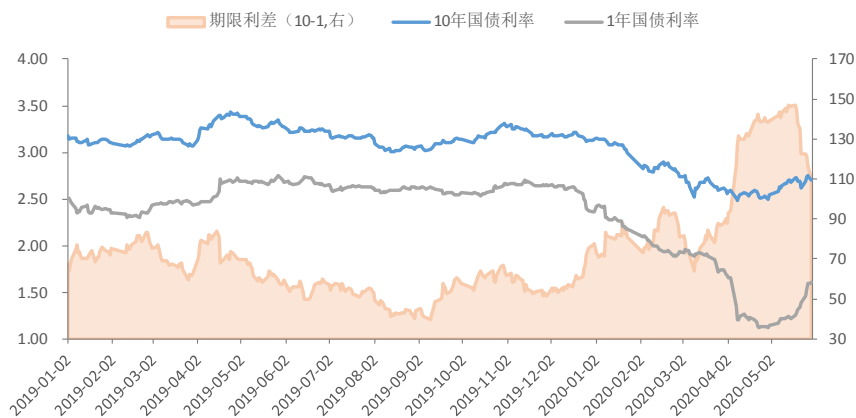
在信用利差方面，以 5 年中票为例，各类评级中票的信用利差出现下行，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差在 2020 年 5 月分别变化 -7BP、-5BP、-10BP 和 -9BP。当前，5 年 AAA、AA+、AA 和 AA- 中票信用利差分别为 105BP、141BP、181BP 和 399BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为 62%、64%、51% 和 92%。

图 4：10 年期国债期货在 2020 年 5 月的表现



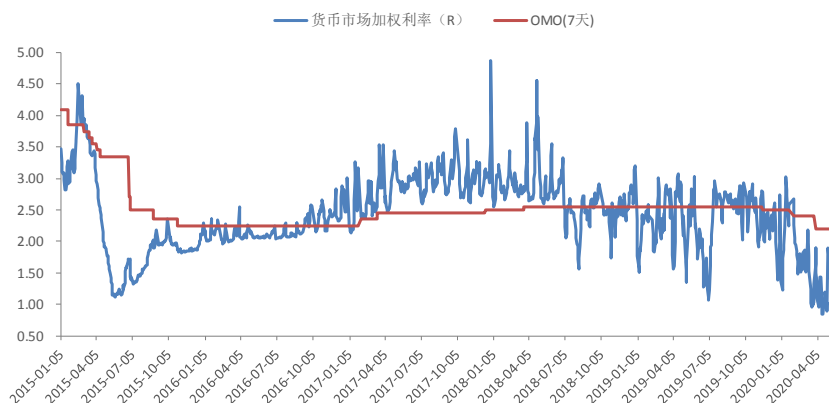
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：国债期限利差（10-1）在过去 1 年的表现



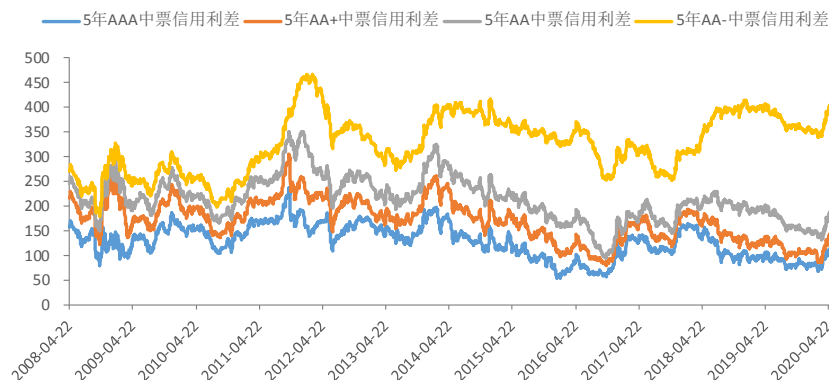
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

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: 人民币持续贬值, 美元指数先升后降

人民币兑美元汇率在 2020 年 5 月持续贬值, 在岸人民币兑美元汇率在 5 月上行约 1.33%, 离岸人民币汇率在 5 月上行约 0.74%。另外, 美元指数在 5 月下跌 0.76%。

具体来看: (1) 5 月上旬, 随着国际紧张关系加剧, 且投资者担心可能爆发第

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_4768

