

分析师：张帆

执业证书编号：S0740521070001

研究助理：何佳焯

电话：15221685053

Email：hejy@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- **6月资产配置核心观点：**我们曾在《二季度资产配置及投资策略报告》指出，就二季度的整体而言，债券表现优于权益，权益板块中建议配置以金融地产为代表的稳增长板块以及TMT板块。对于处于二季度尾部的6月，我们认为资产比价会发生一定的变化，本月权益的表现或将优于债券。回头看二季度中上旬的权益表现，的确是走出了波澜壮阔的稳增长行情，我们认为，在二季度的后半段6月或可走出以TMT、新能源为代表的成长行情。资产比较总体观点为，股票>转债≈REITs>商品>利率>信用。

一、经济阵痛期与政策的强心针——5月宏观回顾

- 本次金融数据的特点就是M2增速与贷款出现明显背离。人民币贷款弱于预期主要是由于受到疫情干扰以及季节性干扰导致。M2同比增长10.5%，环比上升0.8个点，与社融表现明显背离，市场上普遍观点是由于4月份大规模留抵退税导致。我们认为，留抵退税的确可以让钱从政府部门流向实体部门，但时间上可能具有一定滞后性，反映在企业存款同比多增仍然偏低。另外不可忽视的一点是，从2月中下旬开始，居民存款一直处于高位，往后看，后续刺激消费的政策出台有充分的必要性。
- 经济数据来看，4月固定资产投资也出现明显下滑，房地产行业整体进入下行周期，但基建投资、制造业投资还是呈现了一定的韧性。由于疫情阻碍施工，4月基建增速有所回落，同时4月专项债发行量明显偏低，预计未来发行量有望迅速回升，基建反弹的确定性较高；制造业投资在疫情环境下表现不佳，企业经营压力增大，但是“留抵退税”政策的出台无疑是雪中送炭。
- 由于受到疫情干扰与供应链受阻的影响，大部分行业量、价的边际变化都为负值。利润改善最好的是食品制造业、农副食品加工业以及家具制造业，集中于下游。虽然利润从绝对量来看仍然集中在产业链上游，但从月度的边际改善来看，下游利润恢复较快。随着下半年资源品涨价趋缓，中下游板块上市公司毛利率将明显改善。这对于受成本困扰的中下游公司来说，会对业绩形成明显支撑，利润率改善这一微观变化也将对企业盈利形成支撑。
- 5月发布了多个重磅会议和重要讲话，可谓是今年会议召开最密集的一个月，给市场注射了强心针。一方面，地产、平台经济、汽车补贴等产业政策陆续；另一方面，加大留抵退税力度、专项债提前发提前用。

二、5月资产表现透视镜

- 风格表现而言，周期和成长表现较好，跌幅较深的主要是金融风格，之前受益于“稳增长”的金融、地产板块出现一定程度的回调，地产主要是由于在地产政策力度已经较大背景下，地产销售和投资还未有明显起色。银行股主要是由于下调LPR5年期给银行资产端造成一定压力。消费板块的汽车上月表现最佳，主要是因为政策给予了大幅度的支持，汽车购置税部分减免以及购车补贴都给该行业带来了重大利好。
- 资金方面，5月资金面保持充裕，支撑短债向暖。DR001、DR007月均值环比分

别走低 12BP、19BP，3 个月 SHIBOR 利率整体持续下行，3 个月 AAA 同业存单发行利率先下后上。利率方面，主要呈现震荡下行趋势。疫情逐渐得到控制，政策持续加码强化宽信用预期，对长债形成压力，但货币政策宽松，经济基本面仍然较差给债市带来了缓冲的空间。信用方面，5 月份信用债市场较极致的“资产荒”。一方面市场流动性充裕，隔夜回购成本稳定在 1.30-1.40% 的低位，另一方面受年报季影响，5 月份信用债一级市场发行出现明显缩量，市场可配品种稀缺，造成整体信用债收益率快速下行，信用等级利差继续压缩。

- 5 月大宗商品价格部分回落，布油、原油等能源价格仍延续上涨态势，玉米价格大幅下跌，工业金属铝、铜价格下跌。受俄乌局势紧张、欧盟对俄石油采取制裁的影响，石油在 5 月维持窄幅震荡走势。COMEX 黄金则在冲高后受制于美债加息以及美元指数的上涨，有所回落。是俄乌冲突升级，导致全球经济前景恶化，市场风险偏好下降，同时由于俄罗斯和乌克兰都是能源、矿石等基础原材料和小麦、玉米等农产品的重要出口国，俄乌冲突升级也加剧了全球通胀预期。
- 5 月产权类 REITs 基金收盘价平均月涨跌幅为 -0.13%，特许经营权类 REITs 月涨跌幅为 0.43%。经营权类 REITs 华夏中国交建 REIT、平安广州广河 REIT 和中航首钢绿能 REIT 月涨跌幅位列前三，分别为 2.14%、0.46% 和 0.009%，不动产权类博时蛇口产业园 REIT 月涨跌幅位列倒数第一，为 -0.69%。受疫情影响较大的华安张江光大 REITs 表现也同样不佳，涨跌幅为 -0.02%。

三、全面看好疫后复苏——6 月资产配置展望

- 风险偏好与资产比价：美联储 5 月加息 50BP 落地、6 月启动缩表但基本排除了 6、7 月单次加息 75BP 的可能性，6 月初美国非农数据强劲超预期，对美联储加息的预期有所升温，市场预期 6 月和 7 月加息 50BP 的概率均为 100%。近期美债利率从低点 2.75% 反弹至 3% 以上，仍需关注海外流动性收紧对全球市场的扰动。股债相对比价角度看，A 股风险溢价仍在上行阶段，根据万得全 A（除金融、石油石化）滚动市盈率（TTM）与 10 年期国债收益率倒数的差值结果，可知目前风险溢价水平仍处在上行区间，股票资产的吸引力更强。利用均值-标准差作为轮动标准也能得出相同结论，目前万得全 A（除金融、石油石化）滚动市盈率（TTM）-1/10 年期国债收益率正向均值-标准差靠近，意味着该指标后续会逐渐向均值回归，股票性价比将强于债券。
- 权益看好疫后复苏的逻辑演绎：随着疫情的缓解，复工复产预计将进一步提速，有利于市场对经济预期的改善。美债利率对成长的压制减小，风险偏好抬升。结构上，可关注成长与部分消费，具体包括：1) 电子芯片为代表的 TMT 板块；2) 新基建方向，包括数字基建（数字经济，大数据中心、物联网）、新能源基建（光伏、风电、储能）；3) 疫情复苏下的消费（休闲服务，食品饮料）；4) 农林牧渔。我们认为，大盘 6 月整体向好，但可能会在中途出现回踩。2018 年 11 月的民营企业座谈会后，A 股市场依然出现了双底。目前经济面临的内外环境，整体类似 2018 年。A 股仍有可能要等到出现双底后才能出现真正的企稳。
- 债券的逻辑发生边际变化：资金面或许不如之前宽松。端午假期过后的第一个交易日，一年存单利率快速上行，从 2.34% 上行 7bp 至 2.41%，隔夜加权也攀升至 1.44%，资金成本上升会导致债券投资交易思路发生变化。长端利率在 6 月或出现上行，主要有三个原因。一是 5 月 PMI 数据超预期叠加上海于 6 月 1 日正式解封，随着经济的复苏，长端利率也有上行风险；二是为更好助力稳增长，

货币政策重心可能从宽货币向宽信用转移；三是政府债券供给量近月可能将大幅上升。信用债市场在6月份波动性增加，建议逐渐减配。一方面杠杆成本已经“降无可降”。虽然在央行“加大流动性的投放力度，保持流动性总量的合理充裕”的表态下，预计短期内央行仍会相对呵护市场资金面，但毕竟隔夜回购利率已经达到1.4%左右的历史极低值，未来进一步降低的空间很小；另一方面在政策引导下宽货币环境有望逐渐向宽信用过渡，使得之前被流动性泛滥压得过低的等级信用利差将会有所反弹。

- **风险提示：**美国加息超预期，疫情反复，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的情况，历史规律失效风险、政策风险等。

内容目录

图表目录	- 5 -
一、经济阵痛期与政策的强心针	- 6 -
1.1 四月金融与经济数据迎来戴维斯双杀	- 6 -
1.2 盈利格局仍不健康但出现边际好转	- 7 -
1.3 政策给市场“稳增长”预期打了强心针	- 9 -
二、5月资产表现透视镜.....	- 12 -
2.1 磨底期阵痛过后，权益市场走出了新的方向	- 12 -
2.2 宽松的资金面 VS 纠结的债市	- 14 -
2.3 持续上涨的能源	- 15 -
2.4 受疫情影响表现疲弱的 REITs	- 17 -
三、全面看好疫后复苏——6月资产配置展望	- 19 -
3.1 风险偏好与资产性价比如何？	- 19 -
3.2 权益看好疫后复苏的逻辑演绎	- 20 -
3.3 债券的逻辑发生边际变化	- 21 -

图表目录

图表 1: 财政、居民、企业存款同比增减 (亿元)	- 6 -
图表 2: 未贴现银行承兑汇票与票据融资.....	- 7 -
图表 3: 上、中、下游利润占比	- 8 -
图表 4: 量、价行业表现.....	- 9 -
图表 5: 5月会议密集召开.....	- 11 -
图表 6: 宽基指数 5月表现.....	- 12 -
图表 7: 宽基指数 5月 PE.....	- 12 -
图表 8: 风格指数 5月表现.....	- 13 -
图表 9: 行业指数表现.....	- 13 -
图表 10: 行业指数 PE.....	- 14 -
图表 11: 债券走势 (%)	- 15 -
图表 12: 2022 年 5 月全球大宗商品价格涨跌幅 (%)	- 16 -
图表 13: 2022 年 5 月原油价格涨跌幅 (%)	- 16 -
图表 14: 2022 年 5 月黄金价格涨跌幅 (%)	- 17 -
图表 15: 债券利差	- 18 -
图表 16: 资产配置建议.....	- 19 -
图表 17: 股债性价比.....	- 20 -

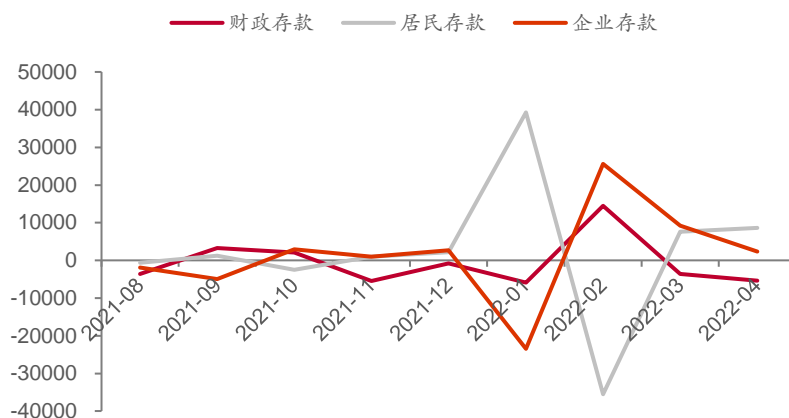
一、经济阵痛期与政策的强心针

1.1 四月金融与经济数据迎来戴维斯双杀

4月新增社融9102亿元，同比少增9468亿元；在增量拖累下，存量社融增速下降0.4个百分点至10.2%。剔除政府债券的社融存量增速下降0.36个百分点至8.97%。

本次金融数据的特点就是M2增速与贷款出现明显背离。人民币贷款弱于预期主要是由于受到疫情干扰以及季节性干扰导致。M2同比增长10.5%，环比上升0.8个百分点，与社融表现明显背离，市场上普遍观点是由于4月份大规模留抵退税导致。我们认为，留抵退税的确可以让钱从政府部门流向实体部门，但时间上可能具有一定滞后性，反映在企业存款同比多增仍然偏低。另外不可忽视的一点是，从2月中下旬开始，居民存款一直处于高位，往后看，后续刺激消费的政策出台有充分的必要性。

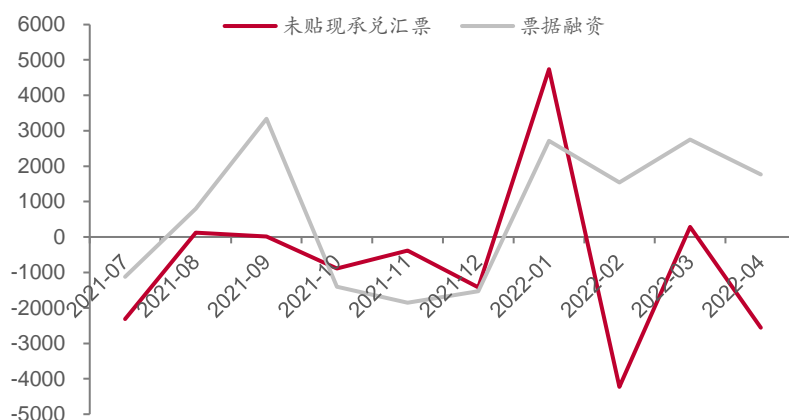
图表 1: 财政、居民、企业存款同比增减 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

未贴现银行承兑汇票反映了经济活力，而票据融资一般是银行信贷额度充足且有一定冲量需求时量比较大。未贴现银行承兑汇票-票据融资剪刀差从4月数据看，未贴现银行承兑汇票新增-2557亿元，同比多减405亿元。4月新增票据融资5148亿元，同比多增2437亿元。

图表 2: 未贴现银行承兑汇票与票据融资



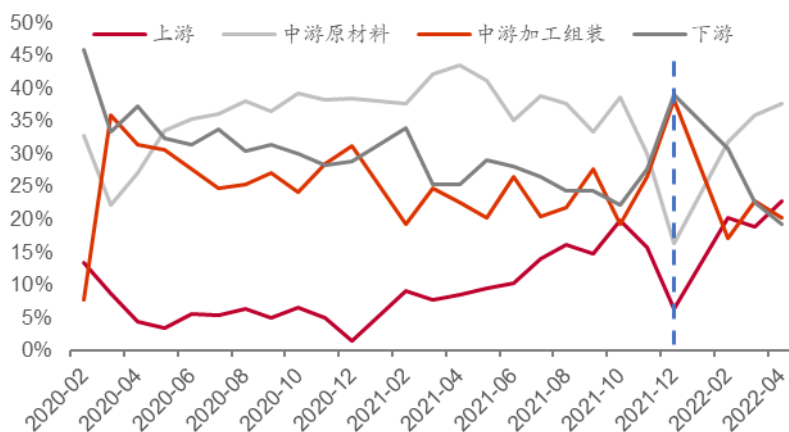
来源: Wind, 中泰证券研究所

经济数据来看, 4月固定资产投资也出现明显下滑, 房地产行业整体进入下行周期, 但基建投资、制造业投资还是呈现了一定的韧性。由于疫情阻碍施工, 4月基建增速有所回落, 同时4月专项债发行量明显偏低, 预计未来发行量有望迅速回升, 基建反弹的确定性较高; 制造业投资在疫情环境下表现不佳, 企业经营压力增大, 但是“留抵退税”政策的出台无疑是雪中送炭。

1.2 盈利格局仍不健康但出现边际好转

上游与中游原材料利润占比仍然很高。从利润占比来看, 上游采矿业当月利润(回溯值)占比上升至23%。原材料当月(回溯值)上升至38.0%, 创下年内高点。中游装备制造业利润占比(回溯值)下降至20%。下游消费品制造业利润占比(回溯值)下降至19%, 为2022年上半年的低点。

图表 3: 上、中、下游利润占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

从行业的量、价、利润率三因素模型来看，本文的量、价、利润率分别由工业增加值、PPI 以及销售利润率的月度变化值计算而得。由于受到疫情干扰与供应链受阻的影响，大部分行业量、价的边际变化都为负值。利润改善最好的是食品制造业、农副食品加工业以及家具制造业，集中于下游。虽然利润从绝对量来看仍然集中在产业链上游，但从月度的边际改善来看，下游利润恢复较快。

随着下半年资源品涨价趋缓，中下游板块上市公司毛利率将明显改善。这对于受成本困扰的中下游公司来说，会对业绩形成明显支撑，利润率改善这一微观变化也将对企业盈利形成支撑。

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_42716



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn