

⇒ 5 月市场表现

上证指数

-3.57%

深证成指

-4.80%

中证 800

-5.04%

中债综合全价

+0.40%

恒生指数

-8.35%

纳斯达克指数

+5.80%

数据来源：WIND 数据库

⇒ 当月市场分析

权益市场：5 月，A 股市场普遍调整，上证指数下跌 3.57%，深成指下跌 4.80%，沪深 300 下跌 5.72%，创业板指下跌 5.65%，上证 50 指数下跌 6.89%，中证 500 下跌 3.10%；港股，恒生中国企业指数下跌 7.92%，恒生科技指数大跌 7.04%。行业板块方面，月内，前期表现较强的 AI 与一带一路 & 中特估品种回吐了前期的部分涨幅；5 月初，“数字经济”、AI 条线首先走弱，下半月由中特估的建筑等板块扩散到银行也开始高位回调，市场呈现较为显著的波动下行，带动整个指数回调，创业板指年线收绿。下半月，市场上除了新能源有所反弹之外，仅有部分细分方向，如电力、军工、电子等部分呈现上涨趋势。临近月末，沪深两市成交量快速缩减，呈现出清晰的存量乃至减量交易特征。

基本面的因素上，一季度在信贷提前投放、基建投资和居民回补式消费的作用下，经济高频数据体现了脉冲式上升，信贷和货币数据都创新高。但 4 月、5 月的经济数据显示，先行指标 PMI 重新落入荣枯线以下，各项宏观指标偏弱超市场预期，工业增加值和固定资产投资环比罕见为负，地产销售和耐用品消费低迷，经济景气度继续下行；五一假期的数据表明，虽然游客出行人次大幅增长，但人均消费支出反而有所回落。除消费外的工业生产、投资、出口均有明显走弱，进一步佐证了经济回落的走势。社会与市场形成一致共识：当前经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力。经济要实现“质的有效提升”和“量的合理增长”仍需政策端持续性，助力扩内需、稳增长。

债券市场：5月，债券收益率整体延续下行趋势，债市继续走强，10Y国债收益率自月初2.8%下行约8bp至2.72%。信用利差大多收窄。主要有利的因素有几点：宏观层面，经济复苏进入验证阶段，由于前期预期较高，而最新经济数据回落略超市场预期，经济动能边际放缓，有利债券市场近期走强。4月份公布的4月份经济数据显示，PMI、消费、投资和工业生产数据全面不及预期，制造业PMI为48.8%，较4月下滑0.4个百分点，持续位于荣枯线之下。生产指数和新订单指数分别为49.6%和48.3%，比上月下降0.6和0.5个百分点，市场需求不足压制企业生产，供需两端均继续放缓。社融大幅走弱，低于市场预期；4月份CPI同比录得0.1%持续下降，较3月份下降0.6个百分点。PPI降幅扩大。通胀水平进一步下降，低于市场预期。PPI同比录得-3.6%，较3月份下降1.1个百分点，PPI同比降幅扩大。5月份房产销售继续承压，二手房挂牌量大量增加，挂牌价有所下调。行为层面，保险配置力量持续，对长久期高票息资产有稳定作用。同时理财配置力量恢复明显，对中短信用债形成较强配置力量。资金层面，较为宽松，市场加杠杆购债力量较强。银行纷纷调降各类存款利率，比价效应支撑债市需求。

后市展望

权益市场：展望6月，基本上，国内经济复苏进程放缓，但整体仍延续趋势性修复，5月中采PMI回落但财新PMI结果好于中采，主因中采PMI样本重工业占比更高，受投资内需影响大，而财新PMI轻工业占比更高，更直接反映消费内需和出口，经济表现是基建退坡、消费企稳、出口韧性的格局，剔除钢铁PMI影响，5月中采PMI也好于4月。同时，我国GDP Q1同比增长达4.5%，超出市场预期，结构上看消费复苏、地产修复、基建投资等拉动项目持续发力，支撑国内经济修复韧性。流动性方面，货币政策预计仍将维持稳健偏宽松，保持对经济恢复的助力。资金和情绪方面，国内短期经济数据不及预期，叠加美国短期经济数据超预期，引发外资持续流出以及A股持续回调。短期内，预期政策将延续此前的基调，从政策基调来看，应该是既不转向，也不刺激，决策层立足经济长远和结构，给经济自然恢复的时间和空间。

海外方面，美国债务上限危机得到解除。中美双方就美对华经贸政策、半导体政策、出口管制、对外投资审查等进一步进行交流，并释放积极信号。美联储5月FOMC会议纪要显示官员对于后续进

一步加息的看法存在分歧，叠加近期美国多项经济指标上修，高利率可能持续更长时间，海外货币政策的动向预计仍会对市场预期产生扰动。

站在当前时点，仍然建议对经济发展节奏客观理性看待，着眼全年，把握经济复苏的基本面实际变化，进行积极的耐心、均衡布局：

（1）展望未来，科技提升经济发展效率：保持对数字经济、人工智能、半导体等提升生产力跨越式发展的科技行业的关注。

（2）把握“中特估”主题，国有资产引领经济复苏，寻找改善企业经营效率、提升盈利的央国企；把握全球经贸格局大变化，寻找“一带一路”，在新兴贸易伙伴的合作中受益的优质进出口贸易、服务企业。

（3）短期关注估值相对低位、盈利确定性改善较高的品种，如电子、家电、军工等。中期建议关注上游周期、有色资源的再通胀以及由经济复苏支撑消费、服务业回暖机会。

债券市场：展望 6 月，当前经济弱复苏仍为主基调，资金持续宽松，经济边际走弱，债市仍有支撑。当前 LPR 维持不变，基本符合市场预期，货币政策基调维持稳健中性，结构性政策延续。目前机构仓位水平已经达到较高水平，短期内需要警惕资金面带来的扰动；留意止盈情绪发酵下利率反弹调整的风险。

目前信用策略整体偏防守，以保障投资安全为首要目的。受地产行业暴雷和减费让利政策导向的影响，银行业利差继续收窄而信用减值损失增加，盈利能力普遍弱化，资本内外补充能力不足。此种背景下主体资质分化加剧，还需关注城投风险对区域中小银行基本面的拖累。随着监管对金融风险的重视度和应对手段更加成熟，网红区域城投风险事件多依靠中央政策和地方自救平稳落地，行业整体极端风险可控，但对中小银行，尤其是弱经济区域、高城投依赖度主体更加谨慎，且需要关注后续弱主体发生二级资本债不予赎回的事件扰动。相较而言，信用品种在理财呵护下，大幅调整的风险较小，重点关注弱区域城投债务风险化解的进展以及地产销售的复苏情况。