

从冲击到复苏

—6月资产配置展望

5月份外部风险与内部风险同时暴露。外部风险主要是中美摩擦升级，人民币汇率出现较大幅度贬值。5月以来，美国强化对华为使用美国半导体技术限制；特朗普在香港问题上干涉中国内政，“强烈回应”“港版国安法”的表态意味着中美在经济、科技、政治摩擦的全面升级。内部风险是利率不再进一步下降。市场再度出现资金面紧张，货币政策宽松力度预期出现边际收紧。内外部冲击同时出现的背景下，资产价格波动幅度加大。债券收益率出现较大幅度上升，股票市场风险溢价也升至历史高位。5月全月上证指数下跌0.27%，创业板指上涨0.83%，资金继续拥抱确定性，必需消费行业领涨。结构化行情深化，虽然指数整体平淡，高低估值板块天平的斜率在加大。个股赚钱效应明显，涨幅超过20%的个股有276只。股票表现相对优于债券。

多重冲击导致弹簧压缩到极致，资产价格已经历过极度悲观的至暗时刻。年初以来，市场先后经历了疫情的冲击、政策预期反复和外部环境的冲击。风险事件对资产价格冲击持续的时间越来越短、幅度也越来越小。5月在疫情“厚尾”效应、流动性边际收紧预期和中美贸易升级多重冲击之下，股债汇都随之调整但幅度整体可控。人民币汇率围绕7.1上下波动，并未持续急跌；股票在5月最后一周就开始小幅反弹，6月第一天则继续在科技和消费板块带动下出现较大幅度上涨。

展望来看，外部因素扰动短期难消但影响在减小，资产价格的中长期支撑逻辑来自基本面。由于选举的政治诉求，中美关系的不确定性还将持续。但美国的疫情还未得到完全控制，叠加美国近期的暴力示威事件，双方胶着状态的可能性更大。外部冲击不会改变市场整体方向，且影响在逐步弱化。长期来看，资产价格已经反应哪些预期？中国经济处于复苏的回升途中、“松货币+宽信用”的政策环境。相比于经济复苏方向，回升途中速度和幅度的预期差更能决定资产价格的变化。新一轮市场上行的动力来自于宏观经济复苏斜率加大、从经济好转向企业盈利改善传导的出现。

更多企业盈利好转的信号值得期待。疫情对国内经济冲击最大的时期已经过去。我们在上个月月报中提出：国内经济核心逻辑已经从“重启”走向“正常”。4月份国内生产、消费、投资等数据已经全面好转。5月份PMI虽环比下行，但仍处于扩张区间。分项来看，PMI建筑业已连续3个月回升、目前已回到60.8高位区间，说明基建、地产产业链好于市场预期。新订单指数较之4月份上升到了50.9，需求端还在快速修复。此外，好于预期的社融和信贷数据也将逐步传导到实体经济。宏观数据的好转会带动企业端盈利的改善，企业盈利在一季度砸出的“深坑”之后迎来V型反转。

从冲击多发到风波暂息，悲观预期的扭转将带来资产价格的修复。四月是流动性充裕带来水涨船高；五月是存量资金抱团确定性强的赛道，高低估值板块向两端分化。展望六月，市场从博弈政策预期差转向寻找基本面预期差。外部冲击扰动可能带来资产价格小幅波动，但不会改变基本面好转催化的行情。在经济处于复苏通道，流动性“水龙头”虽不太可能大幅放开但也不会关紧的大环境下，股票整体机会依然好于债券。考虑到需要等待更多基本面向好的信号、外部环境的不确定性还未完全消除，结构性机会持续深化依然是主旋律。建议寻找受内需复苏主导、外部扰动的影响较小的行业，包括必需消费、地产后周期产业链和新基建。例如，家电、汽车、商贸零售、建材、机械及5G应用。

大类资产配置策略

乔永远 博士

兴业银行首席策略师

电话：021-22852777

邮箱：yqiao@cib.com.cn

林莎

分析师

邮箱：linsha@cib.com.cn



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、行业债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究	练晓楠	lianxiaonan@cib.com.cn	021-22852756	18516679451
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255
 					