



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年5月29日

# “修正”美联储政策路径预期

一大类资产配置月报第23期：2023年6月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007  
联系人：张运智 SAC执业证书号：S0010121070017  
联系人：任思雨 SAC执业证书号：S0010121060026



# 核心结论：市场不再预期美联储年内降息，风险资产价格抑制明显

大类	项目	本期：2023-5-26至2023-6-30			上期：2023-4-28至2023-5-26	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡	→	M2同比下行叠加美债利率上行，对创业板指抑制更加明显，相对利好上证指数。	3323.27-->3212.5	-3.33%
	创业板指	震荡下行	↓		2324.72-->2229.27	-4.11%
	成长(风格.中信)	震荡下行	↓↓	经济复苏斜率继续弱化、国内流动性延续宽松但市场新发基金规模偏弱，不利于成长风格和消费风格，金融和周期风格具备相对优势。从中长期维度需重点把握三条主线：一是泛TMT行业中挖掘结构性机会，二是在“中特估”下中字头建筑建材等；三是可能存在潜在预期差的餐饮和医药。	6527.58-->6375.23	-2.33%
	周期(风格.中信)	震荡下行	↓		4338.36-->4197.1	-3.26%
	金融(风格.中信)	震荡	→		6650.17-->6469.19	-2.72%
	消费(风格.中信)	震荡下行	↓↓		11345.98-->10948.82	-3.50%
NASDAQ指数	震荡下行	↓↓	当前美债利率快速上行使得美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大，难以支撑美股大幅度反弹。	12226.58-->12975.69	6.13%	
DSJ平均指数	震荡	→		34098.16-->33093.34	-2.95%	
债券	1Y国债到期收益率 (%)	震荡	→	经济走弱及政策平稳，长、短端利率向下空间有限，向上支撑仍需等待基本面数据，6月预计双双震荡	2.146-->2.019	-13BP
	10Y国债到期收益率 (%)	震荡	↑		2.779-->2.721	-6BP
	2Y美债收益率 (%)	震荡上行	↑↑	加息路径再起波澜，10Y美债震荡上行，预计节奏：上半月上行、下半月略有回落。	4.04-->4.54	50BP
	10Y美债收益率 (%)	震荡上行	↑↑		3.44-->3.8	36BP
大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡下行	→	随着美国债务上限问题解除，美国经济数据韧性较强，市场对于美联储政策路径预期重新修正，尤其是年内降息预期从2次到不降息，对于大宗商品价格压制作用较为明显。	79.54-->76.95	-3.26%
	COMEX铜 (美元/磅)	震荡	→		3.877-->3.652	-5.80%
	COMEX黄金 (美元/盎司)	震荡上行	↓		1990-->1948.4	-2.09%
	南华工业品指数	震荡上行	↑	大方向上商品仍然受到复苏斜率偏弱拖累，其中工业品价格受上游能源、原材料价格拖累，农产品在保供以及原油带动运输成本下降大背景下价格反弹依然乏力，基建与地产投资增速下行螺纹钢缺乏支撑，玻璃受纯碱等成本端拖累短期内亦难以反弹。	3604.92-->3425.4	-4.98%
	南华螺纹钢指数	震荡上行	↑		1391.99-->1328.47	-4.56%
	南华农产品指数	震荡	→		1053.88-->1044.04	-0.93%
南华玻璃指数	上行	→	2206.69-->1815.32		-17.74%	
汇率	美元指数	震荡下行	→	加息周期延长，降息周期推迟，共推美元走强。出口担忧仍存叠加经济走弱，人民币维持弱势。	101.66-->104.21	2.51%
	美元兑人民币	震荡	→		6.92-->7.08	2.20%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



## 目录

1 配置逻辑：市场不再预期美联储年内降息

2 权益：处于震荡下沿，无需悲观

3 利率：中债震荡，减配美债

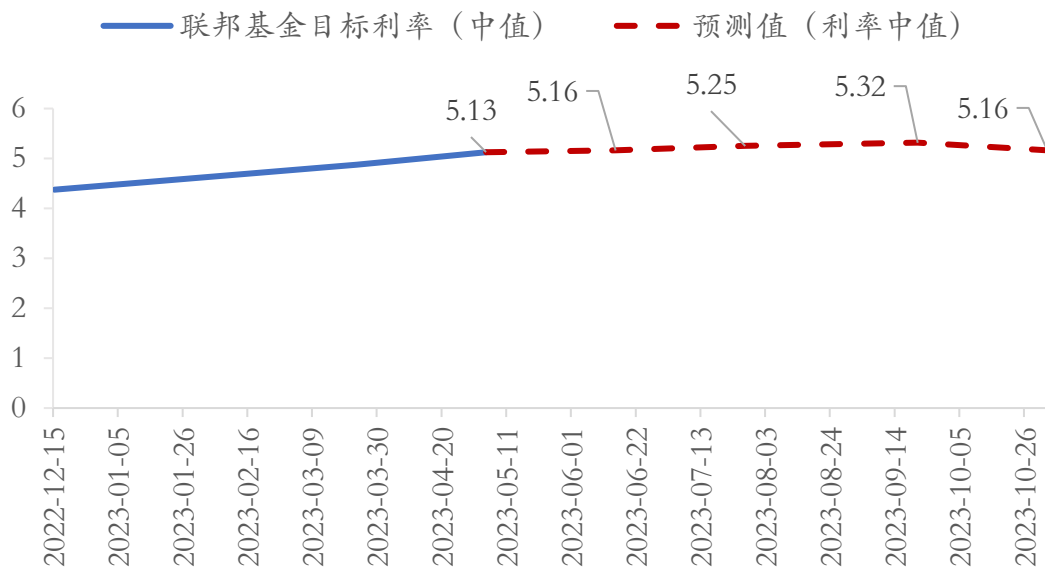
4 大宗：政策预期极低，但易受利好影响

5 汇率：降息周期推迟，美元走强

# 6月美联储加息仍有分歧，但市场不再预期美联储年内降息

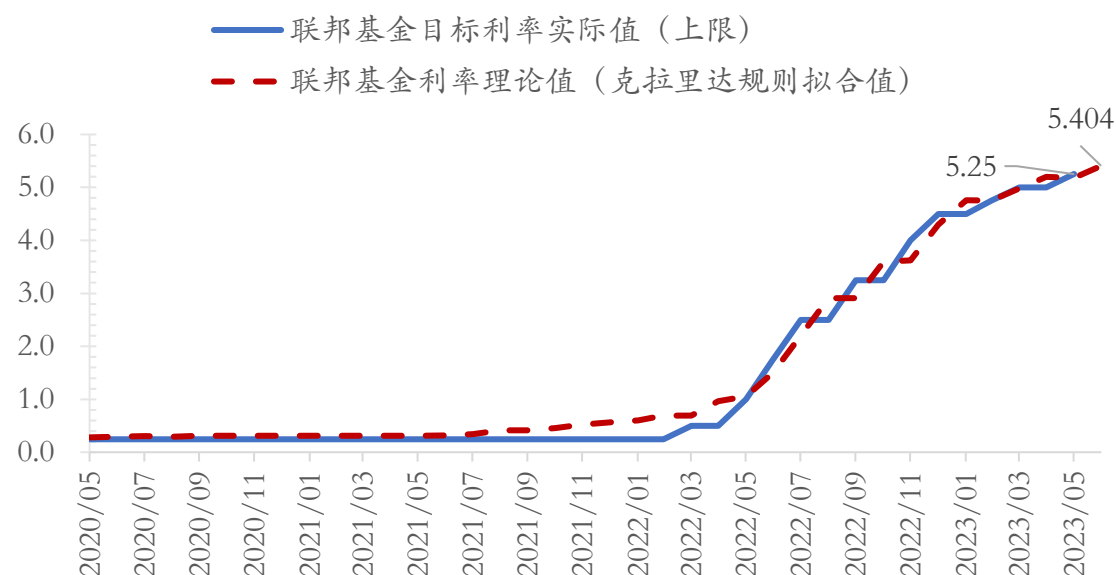
- **6月美联储加息仍有分歧。**6月中旬美联储议息会议市场关注度较高，此前市场普遍预期6月将暂停加息。但5月25日公布的5月FOMC会议纪要显示，美联储官员并没有给出在6月中旬会议中暂停加息的明确信号，且美联储内部对未来货币政策路径有较大分歧。一方面美国经济和通胀均有韧性，尚未出现宏观数据强力支撑美联储停止加息，另一方面近期美国银行业危机导致的信贷环境收紧，部分“替代”了美联储实施更加紧缩的货币政策。
- **市场不再预期美联储年内降息。**随着美国两党就美国债务上限问题达成一致，美国经济衰退风险担忧进一步缓释。CME观测器显示6月加息概率略高于不加息，同时年底政策利率预期中指有所提升，表明市场预期向美联储年内不降息靠拢。

美联储利率观测器显示市场押注年底利率明显下行



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。  
注：预测值=100-期货价格。更新日期：5月29日。

克拉里达规则下，6月理论利率指引加息与不加息均可



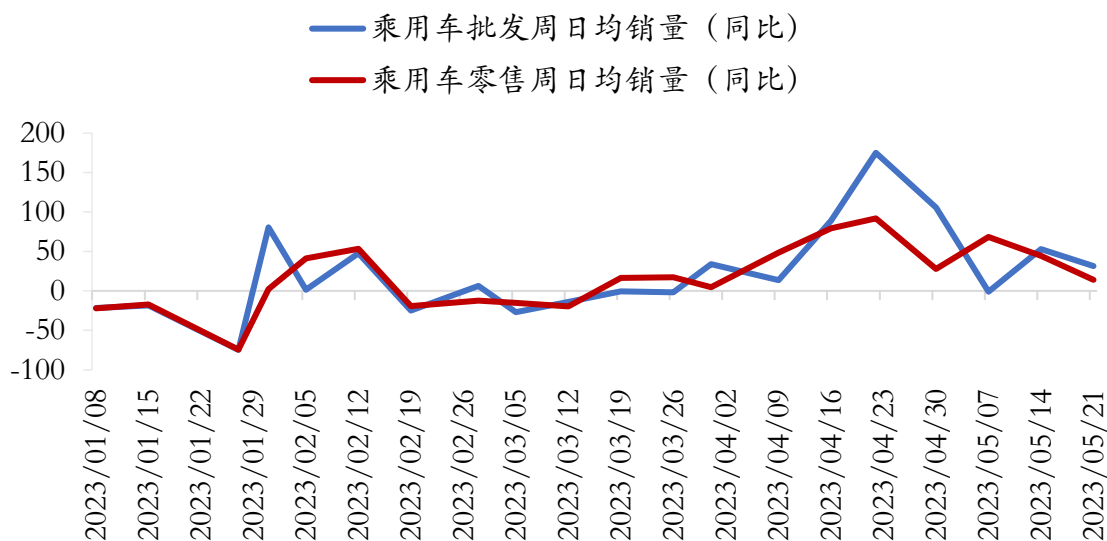
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



# 尽管基数上行拖累5月同比增速，但经济修复斜率放缓势头未改

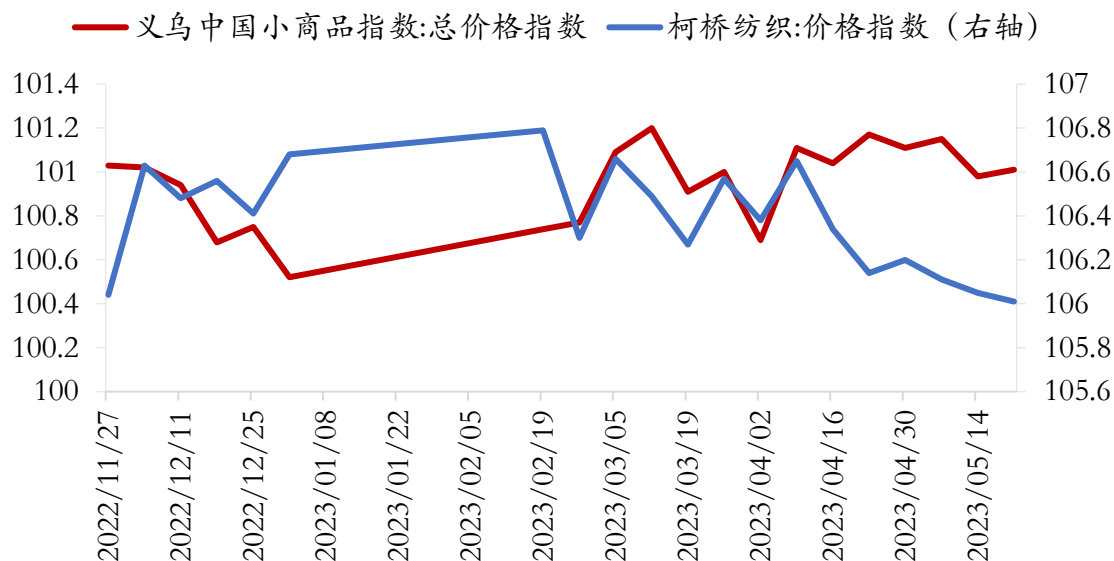
- ▶ **基数上行拖累5月同比增速，但经济修复斜率放缓势头未改。**根据发达国家数据显示其在防疫放开4-6个月出现不同程度的二次冲击，进入5月后全国范围内新冠感染人数有所反弹抑制了修复斜率。从高频数据看，服务业延续较快的内生修复，但商品需求与生产均有所放缓，经济修复环比放缓势头未改。考虑到5月基数上行可能拖累同比增速，预计5月社零同比9.5%，固投累计同比5%，其中制造业投资6.2%、基建投资8.5%、房地产开发投资-5.5%，出口同比4.5%，CPI同比0.2%、PPI同比-4.3%。
- ▶ **商品消费增速有所放缓，服务消费向好态势不改。**从典型消费品汽车来看，5月前3周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为4.4万辆和4.9万辆，同比分别上涨29.7%和42.7%，增速较4月明显收窄。服务类消费明显向好，5月旅游和商务出行延续火爆，同时电影市场明显转好，电影票房收入较去年同比大增430%，同比增速较上个月继续扩大。随着居民就业和收入逐渐向好，失业率向5%回归，消费复苏的内生动力更加充足。

### 乘用车销量同比回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### 小商品价格企稳，柯桥指数震荡下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



## 目录

1 配置逻辑：市场不再预期美联储年内降息

2 权益：处于震荡下沿，无需悲观

3 利率：中债震荡，减配美债

4 大宗：政策预期极低，但易受利好影响

5 汇率：降息周期推迟，美元走强





## 2.1 国内权益：震荡下沿，无需悲观

- 我们在6月策略月报《震荡下沿，无需悲观》（2023-05-28）中指出，市场仍然符合偏震荡的格局，经过5月下跌后对6月市场无需悲观，有望在震荡的大格局下迎来回升走势。6月配置方面，从中长期维度需重点把握三条主线：一是泛TMT行业中挖掘结构性机会，资本开支增加和相关政策出台带来现实验证的**电子和通信**；二是在“中特估”情绪化交易退去后迎来良好布局机会的**中字头建筑建材**等；三是可能存在潜在预期差的消费风格中的**食品饮料和医药生物**。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率继续弱化、国内流动性延续宽松但市场新发基金规模偏弱，不利于成长风格和消费风格，**金融和周期风格具备相对优势**。

上证指数相对占优，风格中周期与金融相对占优

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动 (1Y国债)	-0.14	-0.60	-0.61	-0.54	-0.56	-1.02	-1.00
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	0.03	0.09	0.12	0.13	0.08	0.11	0.22
短端利率变动 (2Y美债)	0.09	-0.35	-0.87	-0.61	-0.27	-0.31	-0.71
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.02	0.00	0.00	0.01	0.04	-0.01	0.00
M2同比差值变动	-0.30	0.21	-0.49	-0.25	0.32	0.68	0.15
社融同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新发基金规模 (自然对数)	6.13	-1.48	-1.65	-2.11	-1.67	-1.61	-3.56
合计		-2.13	-3.49	-3.36	-2.04	-2.15	-4.90

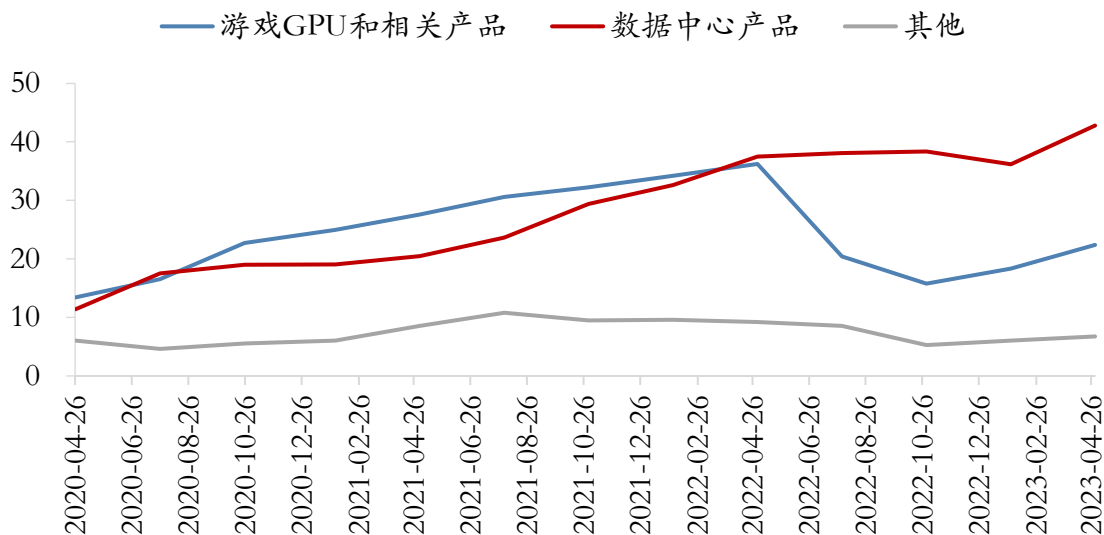
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



## 2.1 国内权益（1）：泛TMT行业中关注电子和通信的结构性机会

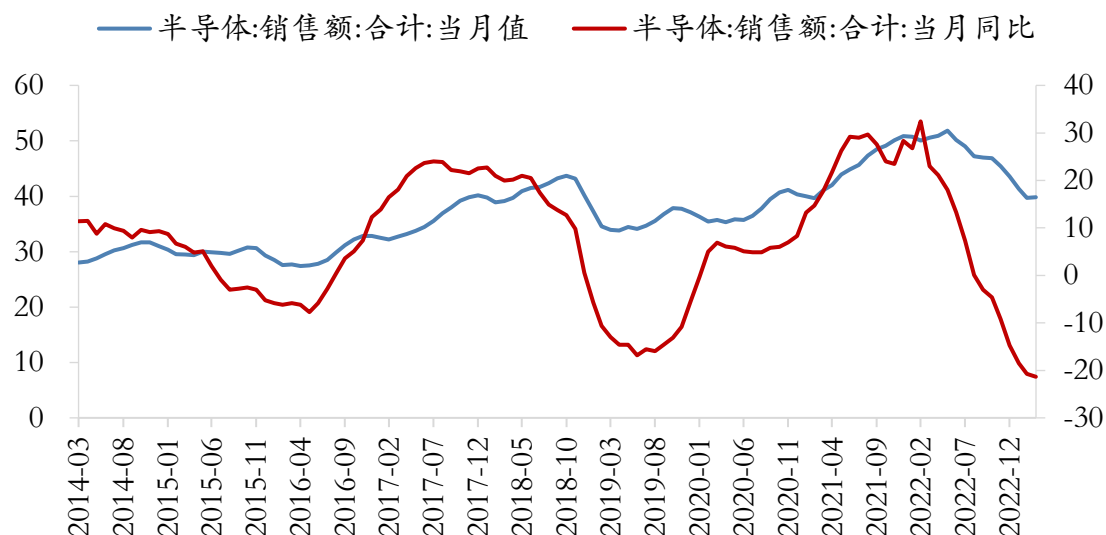
▶ 泛TMT行业迎来现实验证，寻找电子和通信的结构性机会。对于泛TMT行情而言，能否从调整中走出“第二舞”的全面上涨行情主要取决于以下四点预期能否得到验证：①AI大模型商用带来的算力需求下服务器厂商的资本开支增长；②“数字中国”建设后续细分行业规划出台，为未来“算+网”相关企业的业绩给予一定锚定；③全球消费电子周期触底开始回升；④国内软件厂商大模型赋能业务提高客单价模式能够在盈利增收上得到验证。对于前三点已经出现了来自NVIDIA业绩和工信部出台实施意见的积极验证，因此泛TMT行业中可以在“算+网”的硬件端寻找结构性机会，关注电子和通信的配置机会。

### NVIDIA财报透露积极信号



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

### 全球消费电子周期有望迎来回正



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：十亿美元，%。

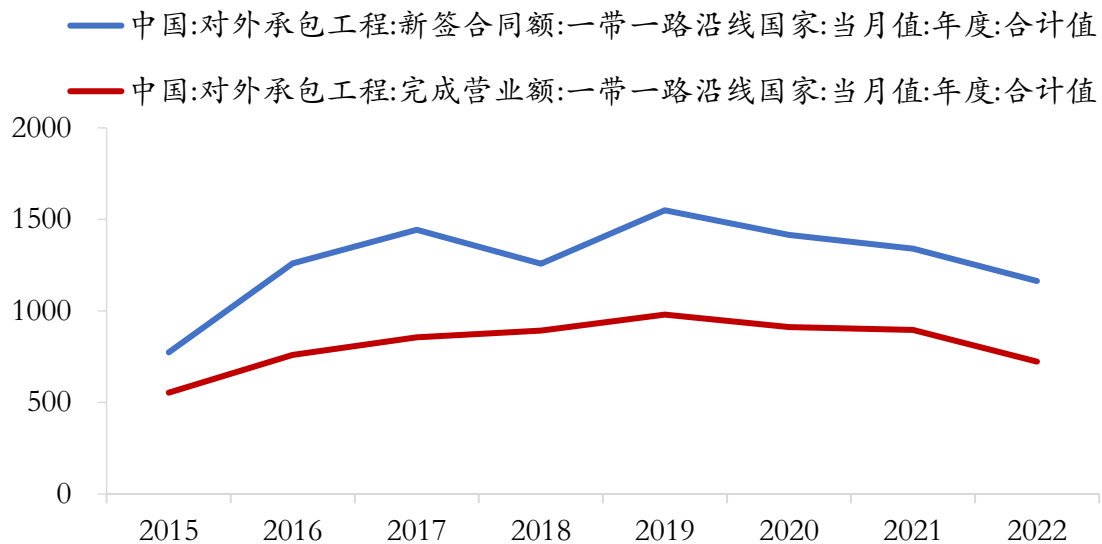




## 2.1 国内权益 (2) : “中特估” 布局机会, 配置中字头建筑建材等

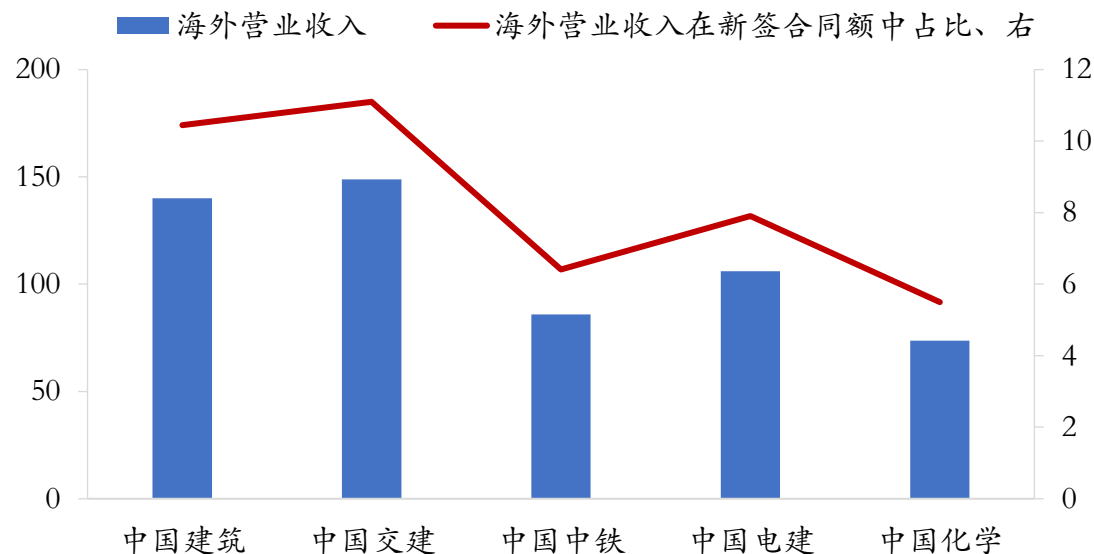
- “中特估” 行情将可能成为今年最大、最重要、最频繁的主题性投资机会, 后续仍将有许多催化剂, 包括但不限于一带一路峰会、国企改革方案出台和落地等。但需注意的是, 中特估行情并非是长牛上涨的行情, 而更多可能呈现出波段性节奏的特征, 因此当中特估出现阶段性下跌的时候, 实际上将是良好的布局配置契机。在“中特估”中推荐“一带一路”新契机利好的中字头建筑建材等。

### 2015年至今中国“一带一路”项目平稳发展



资料来源: 亿美元。引用自华安策略报告《“中特估” 东风吹动, 新一轮国企改革扬帆在即, 把握三大投资方向》。

### 主要建筑央企承接了大多数“一带一路”基建项目

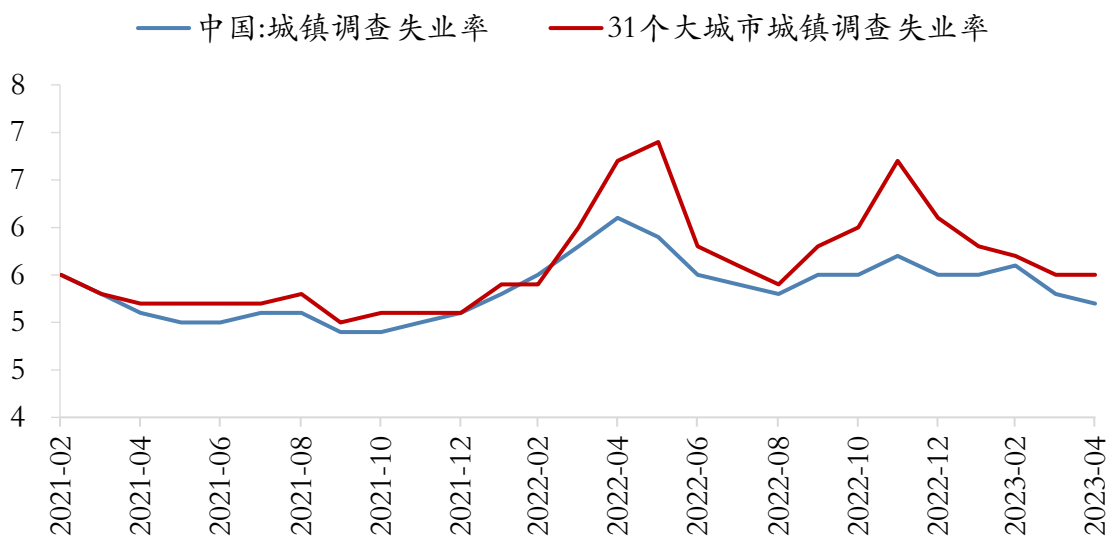


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿美元。引用自华安策略报告《“中特估” 东风吹动, 新一轮国企改革扬帆在即, 把握三大投资方向》。

## 2.1 国内权益 (3) : 消费风格可能存在复苏路径上潜在的预期差

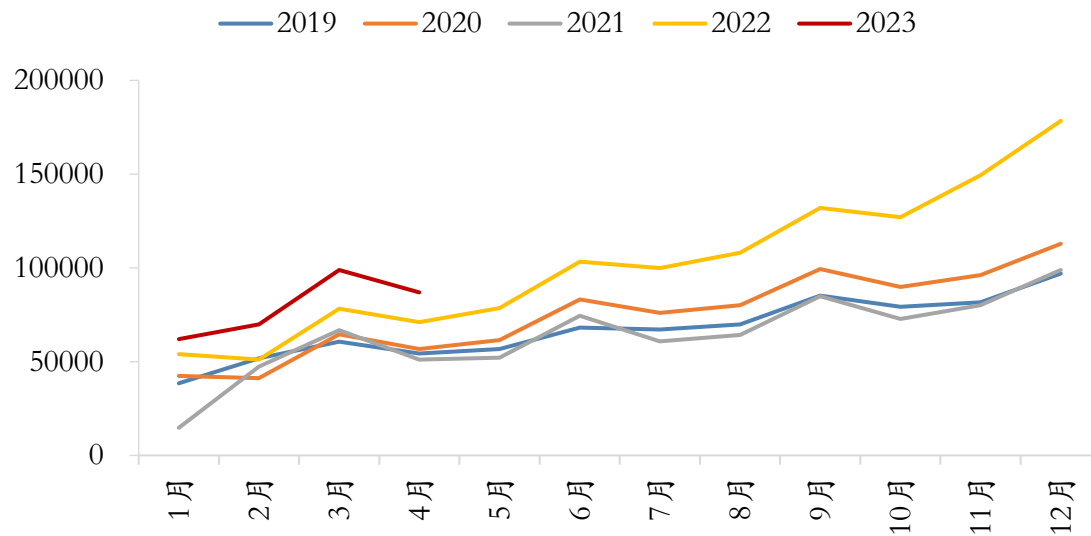
- **消费风格可能存在复苏路径上潜在的预期差。**当前A股市场对未来经济复苏的节奏有所担忧，由此对消费风格造成了拖累。尽管居民消费意愿的恢复尚需过程，但恢复的趋势是确定的，当前A股对消费风格的定价或过于悲观，当前对消费风格的悲观预期和经济复苏的现实间或存在着潜在预期差。因此推荐配置消费风格中的食品饮料和医药生物。
- **景气指标与业绩验证消费复苏力度，食品饮料有望迎来机会。**食品饮料在春节假期之后走势偏弱，市场对其最大的顾虑就在于消费需求动能不足。但就我们所跟踪价格数据而言，具有食饮行业代表性的白酒和啤酒价格保持稳定，并未出现需求不足时以价换量的情况。并且食品饮料行业一季报表现亮眼，以中位数统计食品饮料一季报营收同比增速为10.42%，净利同比增速为23.10%。在市场有望重新定价消费复苏成色且景气指标业绩相互验证的情况下，食品饮料有望迎来机会。

失业率持续下降，居民消费能力将迎来改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

4月居民累计新增存款大幅减少，超额储蓄或迎来释放



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元。

## 2.2 美股：衰退担忧解除但加息预期再起，美股仍有抑制

- ▶ **衰退担忧解除但加息预期再起，美股仍有抑制。**美国两党就债务上限问题达成一致后，美国经济短期内陷入衰退的担忧暂时解除，但与此同时美联储加息预期进一步抬升。二者相比，经济衰退担忧解除释放更多利好，美股迎来小幅支撑。但多重因素对冲之下，美股仍面临较大抑制，尤其是当前美债利率快速上行使得美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大，难以支撑美股大幅度反弹。从因子分析的情况看，6月暂未出现明确方向，在纳指和道指中略微看好道指。

纳指与道指表现基本持平概率较大

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动 (2Y美债)	<b>0.09</b>	-0.46	0.01
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	<b>0.02</b>	0.02	0.02
失业率 (季调) 变动	<b>-0.10</b>	-0.05	-0.03
美国CPI环比	<b>0.50</b>	0.42	-0.27
美国PPI环比	<b>0.20</b>	-0.59	-0.34
合计		<b>-0.68</b>	<b>-0.61</b>

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口扩大，美股仍受制约



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

1 配置逻辑：市场不再预期美联储年内降息

2 权益：处于震荡下沿，无需悲观

3 利率：中债震荡，减配美债

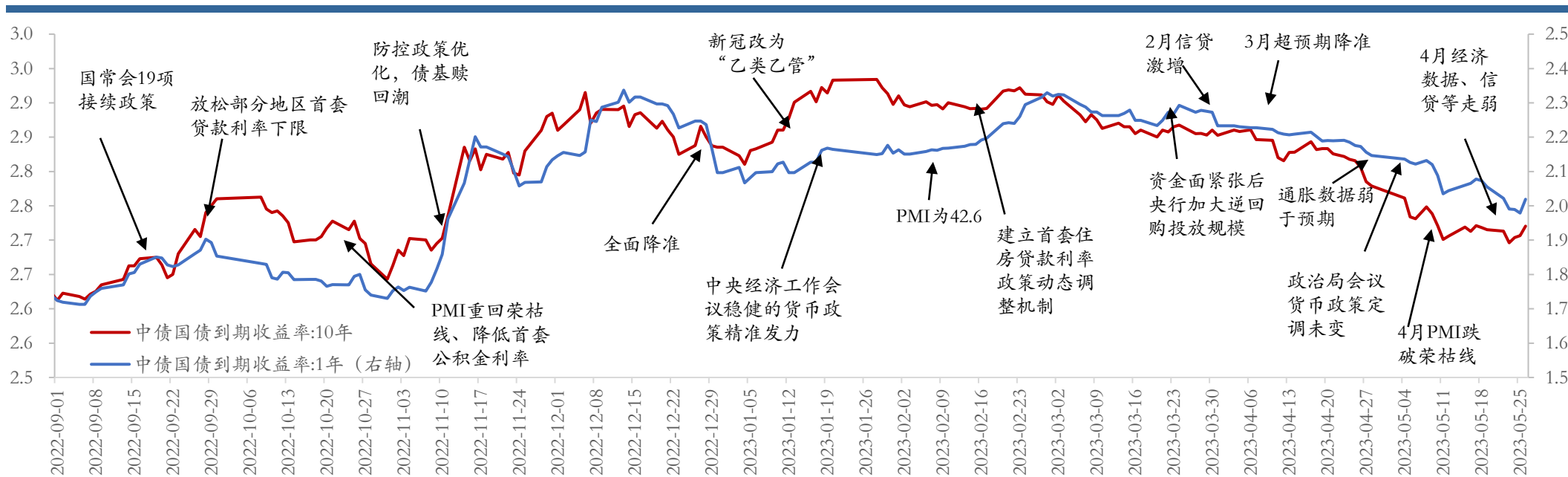
4 大宗：政策预期极低，但易受利好影响

5 汇率：降息周期推迟，美元走强

### 3.1 国内债券：5月债市震荡走弱，长端利率持续下行

- ▶ 经济数据全面不及预期，托底政策边际刺激预期降温，5月长端利率持续下行。4月底以来10年期国债利率由2.82%持续下行至2.70%，高频数据显示经济复苏节奏减缓叠加政策平稳、并未进一步强刺激，经济基本面及政策面均带动利率下行。
- ① 生产端数据持续走弱。5月以来生产端能源及原材料等价格持续下滑，代表对后续经济预期的铜价不间断下跌，此前颇有亮点的汽车消费同比也逐步走弱。商品需求与生产均有所放缓，经济修复环比放缓势头未改。
- ② 银间资金缺口压力较小。降准叠加MLF持续净投放，资金宽松的环境确认。
- ③ 疫情二次感染扰动增加。近期各地“二阳”情况频发，对生产、生活造成扰动。

经济数据全面不及预期，政策边际刺激可能性降低，5月长端利率持续下行

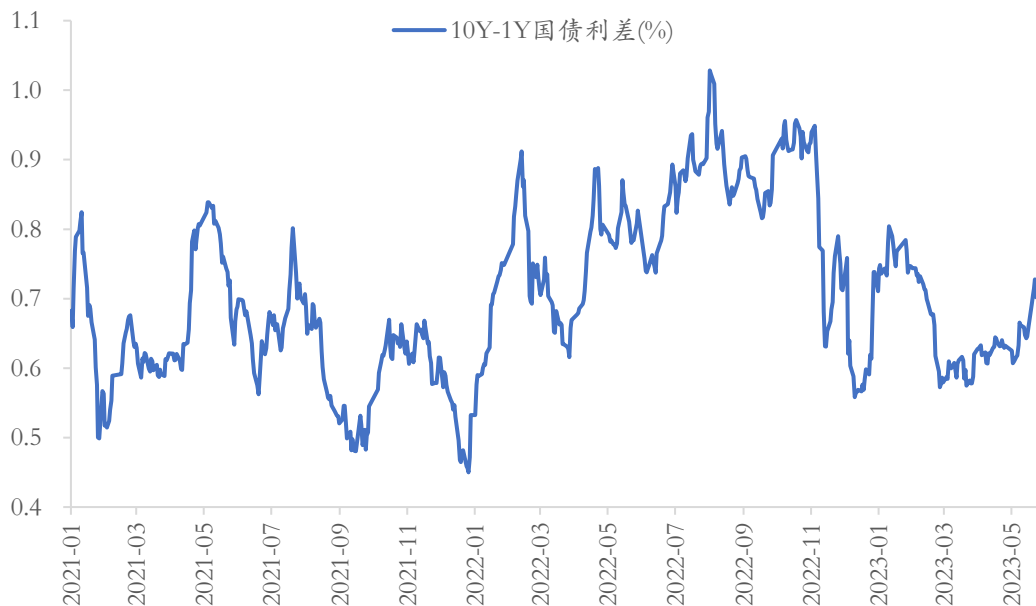


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### 3.1 国内债券：6月等待基本面变化，长、短端震荡

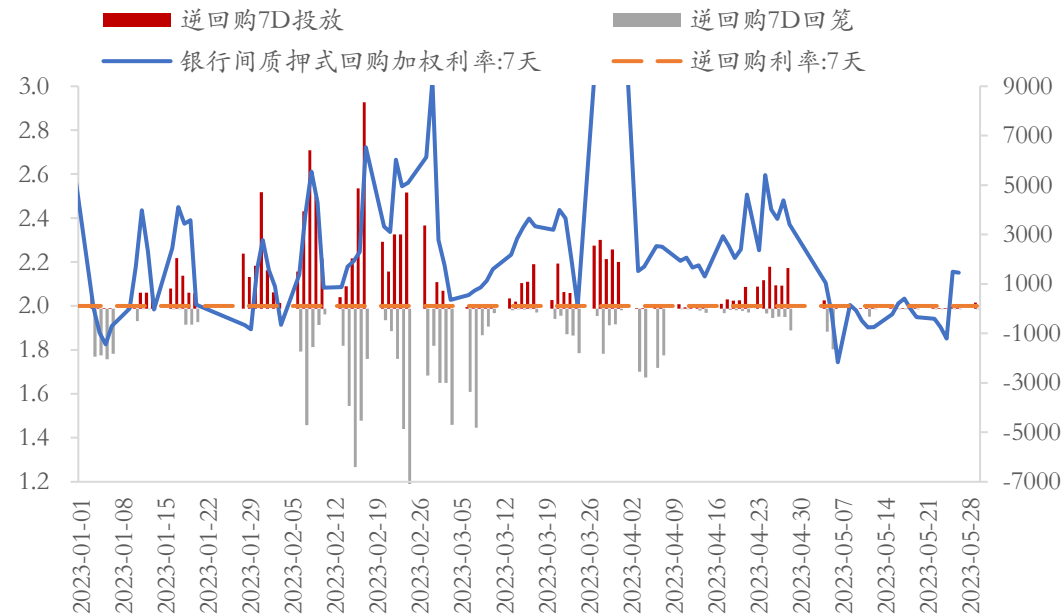
- **6月长端利率等待基本面变化：**①**经济走弱及政策面平稳。**高频数据显示经济复苏节奏减缓叠加政策平稳、并未进一步强刺激，配合目前经济基本面与政策的组合，长端利率绝对水平并不极端；②**欠配资金仍多。**机构对债券的配置需求持续。③**资金宽裕。**在5月存款利率调降和资金利率偏低的影响下维持较低水平。临近月末短端利率有所上扬，但对比此前月末涨幅，此次短端利率上涨幅度极小，显示资金并无明显缺口。叠加6月财政投放较多，资金缺口较小。
- **长、短端震荡，期限利差6月预计震荡。**当前长、短端利率均处于年内中低位，向下空间有限、向上支撑还需等待，预计期限利差震荡。

5月期限利差上升，但来自月末3天短端利率回落，而非预示经济预期改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

央行短期的逆回购投放量明显减少，但资金价格围绕2.0%波动，银间流动性充裕



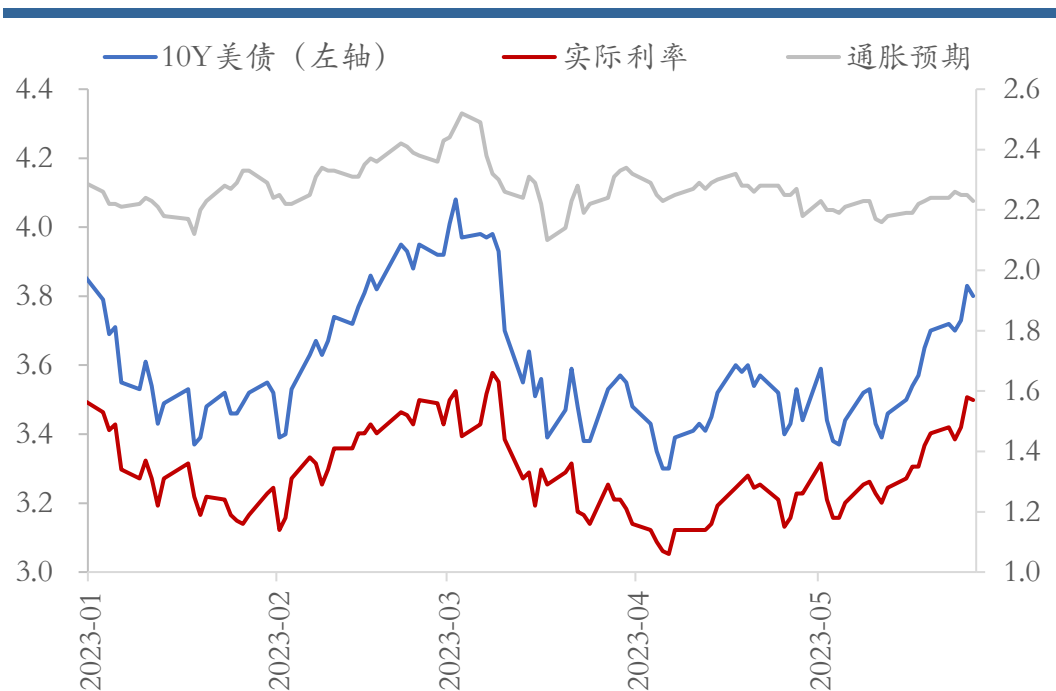
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%



## 3.2 美债：加息路径再起波澜，美债预计震荡上行

- 加息路径再起波澜，美债预计震荡上行，节奏上半月上行、下半月小幅回落。①6月加息仍有不确定性。5月FOMC会议纪要显示美联储官员并没有给出在6月中旬会议中暂停加息的明确信号，美联储内部对未来货币政策路径有较大分歧；②PCE再度上行。美国4月通胀重要指标分化，CPI由3月的5.0%回落至4月的4.9%，PCE则由3月的4.16%上升至4月的4.36%、上升超出预期；③市场对6月加息分歧强烈。对比月初，市场对6月加息预期已由5月4日认为99.1%概率不加息转为5月29日认为66.4%概率加息25BP，转向明显。截至5月29日，美联储观测工具显示市场预期6月加息25BP后保持利率不变至11月。

10Y美债5月“对钩型”演绎



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

市场预期6月加息25BP后保持利率不变至11月

	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日	6月14日
3.50%-3.75%	-	-	-	-	-
3.75%-4.00%	0.30%	-	-	-	-
4.00%-4.25%	31.60%	0.30%	-	-	-
4.25%-4.50%	<b>48.40%</b>	31.30%	0.30%	-	-
4.50%-4.75%	18.20%	<b>48.30%</b>	35.80%	-	-
4.75%-5.00%	1.40%	18.60%	<b>49.80%</b>	-	-
5.00%-5.25%	-	1.50%	14.00%	-	-
5.25%-5.50%	-	-	-	-	-

	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日	6月14日
4.00%-4.25%	-	-	-	-	-
4.25%-4.50%	0.90%	-	-	-	-
4.50%-4.75%	8.50%	2.00%	-	-	-
4.75%-5.00%	26.20%	16.20%	4.10%	-	-
5.00%-5.25%	<b>36.30%</b>	<b>38.30%</b>	28.10%	21.80%	33.60%
5.25%-5.50%	22.80%	33.80%	<b>48.30%</b>	<b>53.90%</b>	<b>66.40%</b>
5.50%-5.75%	5.30%	9.70%	19.60%	24.30%	-
5.75%-6.00%	-	-	-	-	-

市场对6月加息预期已由5月4日认为99.1%概率不加息转为5月29日认为66.4%概率加息25BP。

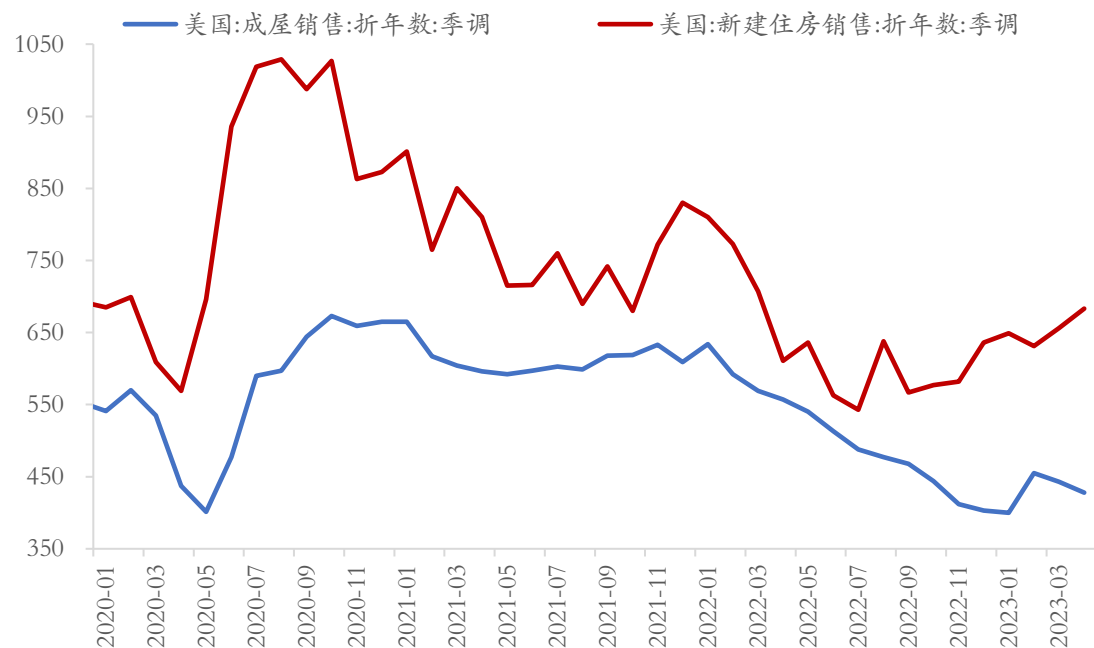
资料来源：CME FedWatch，华安证券研究所。单位：%。截至5月4日及5月29日



## 3.2 美债：新房销售回暖、通胀预期上行，加息还存不确定性

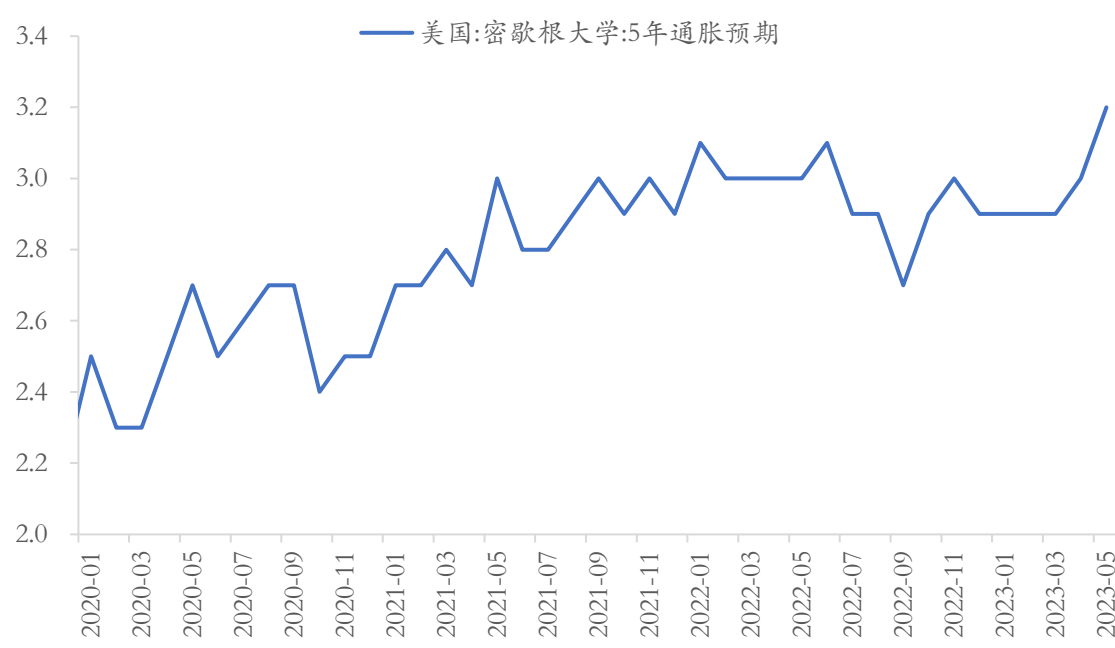
- **新房销售持续回暖，通胀预期仍在上行。**
- ① **新房销售持续回暖。** 美国楼市的先行指标新屋销售意外超预期反弹。过去两个月，成屋销售下降、新屋销售上升，源于许多房主在当前利率环境下出售房屋犹豫不决，使得潜在买家越来越多地转向新房市场。叠加建筑商们在价格上进行让步，通过降价措施来提高买家的负担能力。两者共同导致4月份新屋销售的意外环比增长。
- ② **通胀预期上行。** 受此前美国债务上限问题等因素影响，美国消费者信心指数连续第三个月下跌，而对未来5年通胀预期5月达到3.2%，创下2008年6月以来新高。

### 新房销售持续上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万套、千套

### 5年期通胀预期持续上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

1 配置逻辑：市场不再预期美联储年内降息

2 权益：处于震荡下沿，无需悲观

3 利率：中债震荡，减配美债

4 大宗：政策预期极低，但易受利好影响

5 汇率：降息周期推迟，美元走强

## 4.1 国际大宗：降息预期大幅修正，大宗商品价格压制明显

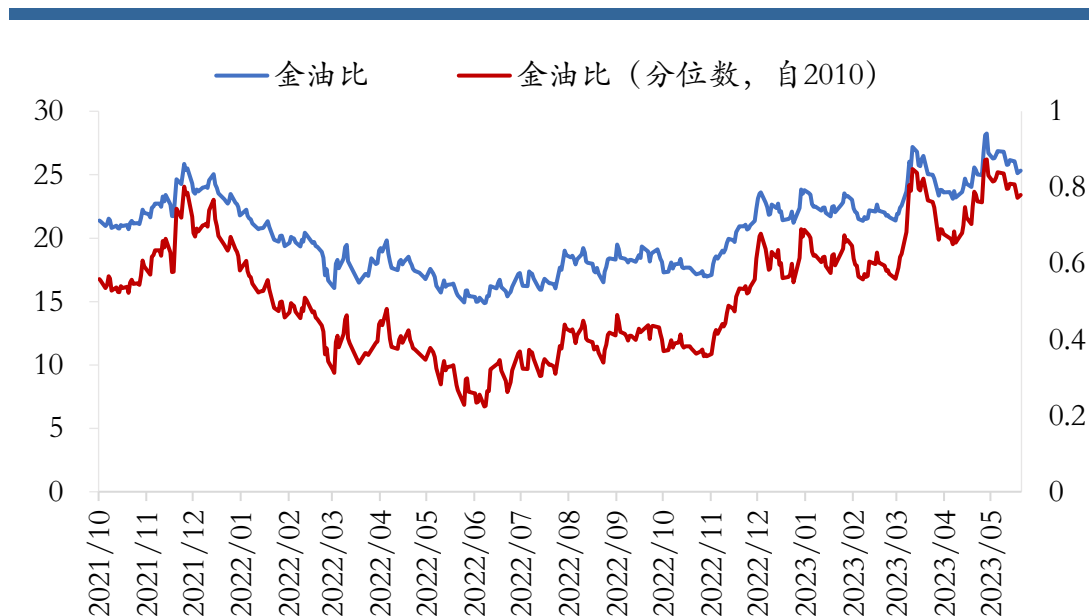
- ▶ **降息预期大幅修正，大宗商品价格压制明显。**随着美国债务上限问题解除，美国经济数据韧性较强，银行业风险缓释，市场对于美联储政策路径预期重新修正，尤其是年内降息预期从2次到不降息，对于大宗商品价格压制作用较为明显。如美联储将利率维持在较高水平，并持续较长的窗口期，将对需求端形成更加明显的抑制，对黄金影响则相对有限。因此，相对看好黄金，其次为价格已有所调整的原油，最后为净多头大幅减少的铜。

因子分析看，黄金仍具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端利率变动 (2Y美债)	<b>0.09</b>	0.89	-0.06	-0.44
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	<b>0.02</b>	0.08	0.00	-0.02
美债长期平均实际利率	<b>0.22</b>	-0.05	-0.12	0.27
库存/ETF持仓量变动		0.02	0.20	0.07
净多头持仓		-1.67	-1.20	-0.02
<b>合计</b>		<b>-0.74</b>	<b>-1.17</b>	<b>-0.14</b>

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

金油比处于高位，衰退预期仍存

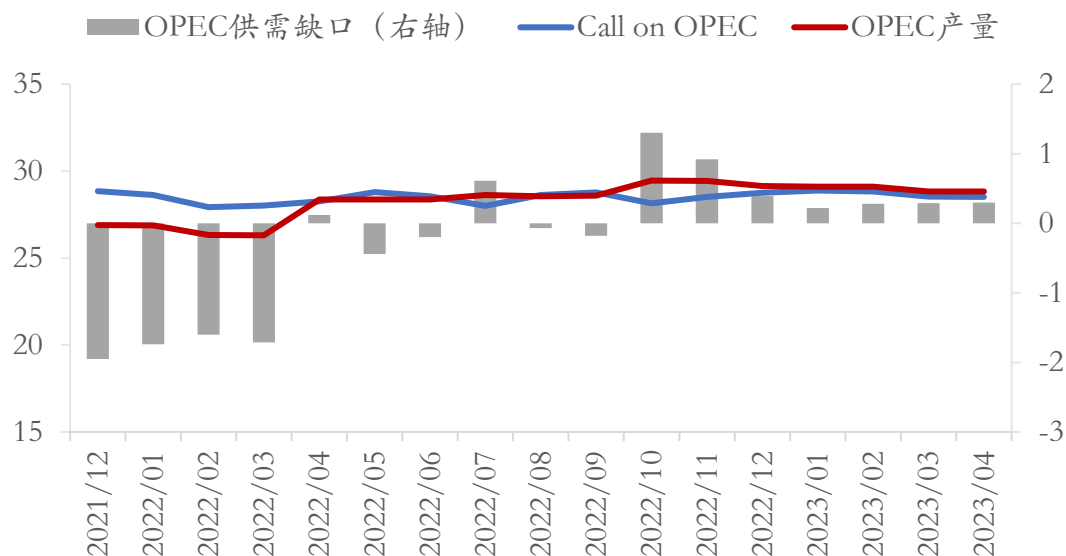


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 4.1 原油：减产前景淡化，需求难言乐观

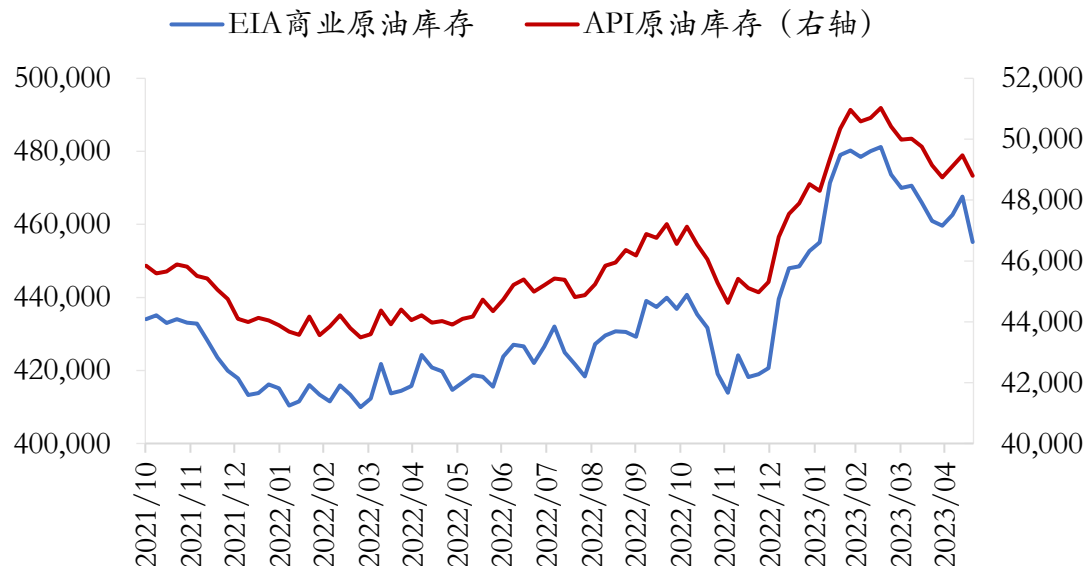
▶ **原油：减产前景淡化，需求难言乐观。**4月初OPEC+大幅度减产推动油价回升，但5月26日俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克表示其预计6月4日OPEC+会议上不会宣布任何额外措施，“因为就在一个月前，由于我们看到全球经济复苏步伐缓慢，一些国家就自愿减少石油产量做出了某些决定”。同时，受到美联储加息影响，后续原油需求不容乐观。从市场情绪看，WTI非商业净多头大幅下降并转入空头，对原油价格形成明显腰肢。因此，预计油价以震荡偏空为主。

OPEC+减产后依然维持累库



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

OPEC+突发减产，原油库存小幅下降



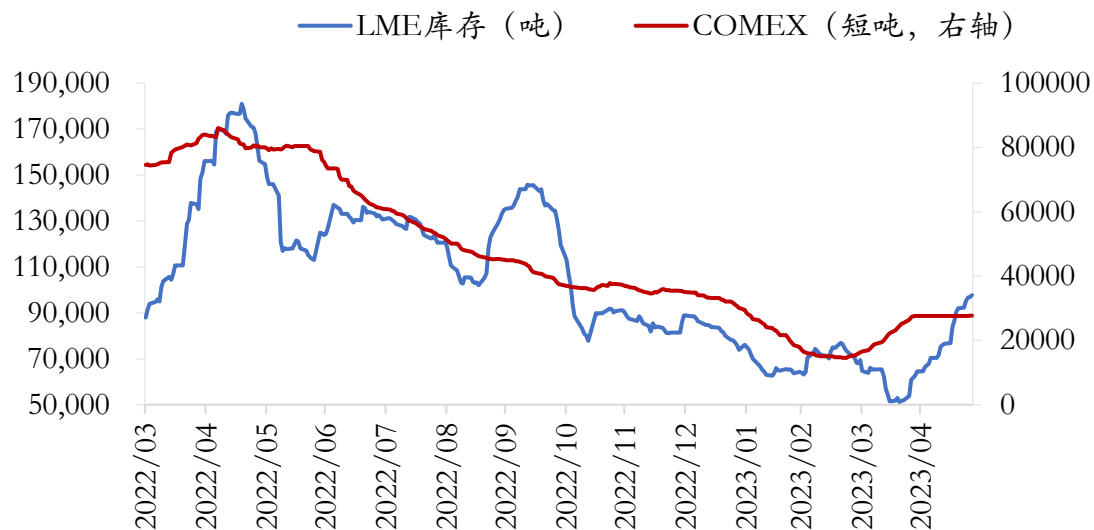
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



## 4.1 铜：库存有所反弹，市场看空情绪依然浓厚

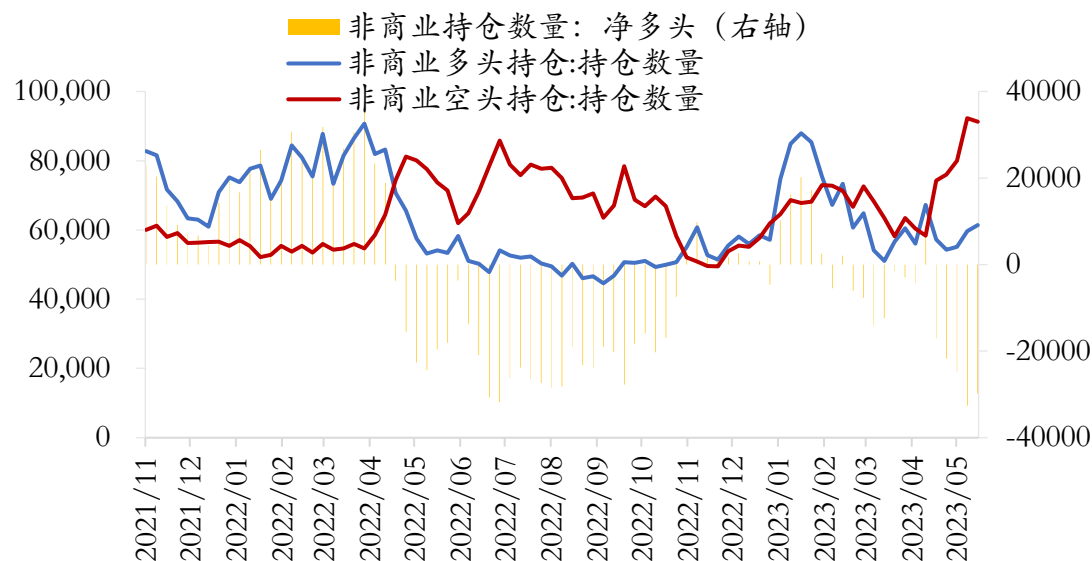
▶ **铜：库存有所反弹，市场看空情绪依然浓厚。** COMEX铜、LME铜库存有所反弹，需求端走弱迹象逐步显现。但目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是今年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空持仓量波动明显，市场波动加剧。而近期随着美联储政策收紧预期大幅增加，铜非商业净空头增长明显，市场看空情绪明显增强。故短期内铜价以偏空为主。

### 铜库存低位有所反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

### 铜非商业净空头有所增加



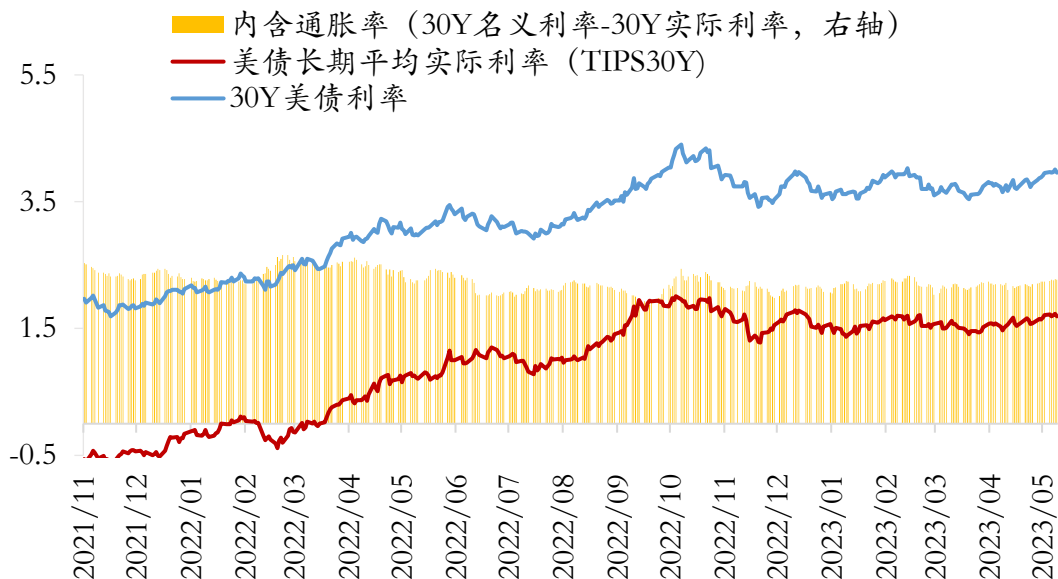
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。



## 4.1 黄金：中长期仍有配置价值，短期上行乏力

▶ **黄金：中长期仍有配置价值，短期上行乏力。** 美国经济衰退担忧风险随债务上限和银行业风险等问题解除而有所下降，使得短期黄金价格上行缺乏足够的支撑。从投机情绪上看，ETF持仓量整体稳定、略有上升，非商业多头净持仓也有所收窄。从中长期看，尽管美联储政策路径可能较此前又有所收紧，但美联储不能将政策利率维持在5%以上的绝对高位，因此维持中长期布局判断。

美债实际利率小幅上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量整体稳定



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



## 4.2 国内大宗：增长与政策预期极低，但易受利好影响

- ▶ **增长与政策预期极低，但易受利好影响。**近期宏观经济环比走弱，市场对于增长以及政策预期都进一步走弱。从以往的情况看，触发增量政策仍有可能性，但需要满足宏观经济数据连续两个月走弱。另一方面，市场对于利好因素较为敏感，如5月25日中国证券报刊发署名文章《蓄力稳增长 财政支持后劲足》中指出，后续可能有新一轮的“准财政”工具与专项债配合使用，当日市场表现亮眼。鉴此，大方向上商品仍然受到复苏斜率偏弱拖累，其中工业品价格受上游能源、原材料价格拖累，农产品在保供以及原油带动运输成本下降大背景下价格反弹依然乏力，基建与地产投资增速下行螺纹钢缺乏支撑，玻璃受纯碱等成本端拖累短期内亦难以反弹。

因子分析显示竣工端对玻璃价格有所支撑，但短期来看均无明显机会

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	-0.14	-0.33	-0.94	-0.27	-1.71
长短利差（10Y-1Y国债）	0.03	0.00	0.04	-0.02	0.13
M2同比差值变动	-0.10	0.14	0.02	0.08	0.16
基建投资累计同比变动	-0.30	-0.17	0.04	-0.05	-0.08
新开工面积前12个月移动平均同比	-39.33	-1.84	-1.79	-1.66	-0.14
竣工面积前12个月移动平均同比	-8.95	-0.98	0.42	-1.43	5.58
销售面积前12个月移动平均同比	-20.84	2.76	1.63	2.92	-2.74
合计		-0.42	-0.58	-0.43	1.18

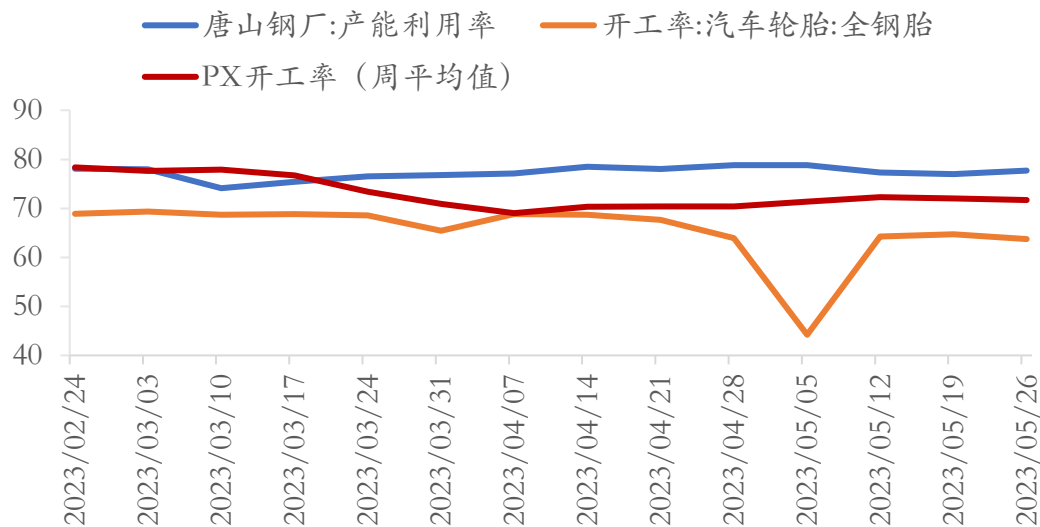
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



## 4.2 南华工业品指数：经济复苏预期继续走弱，价格难以上行

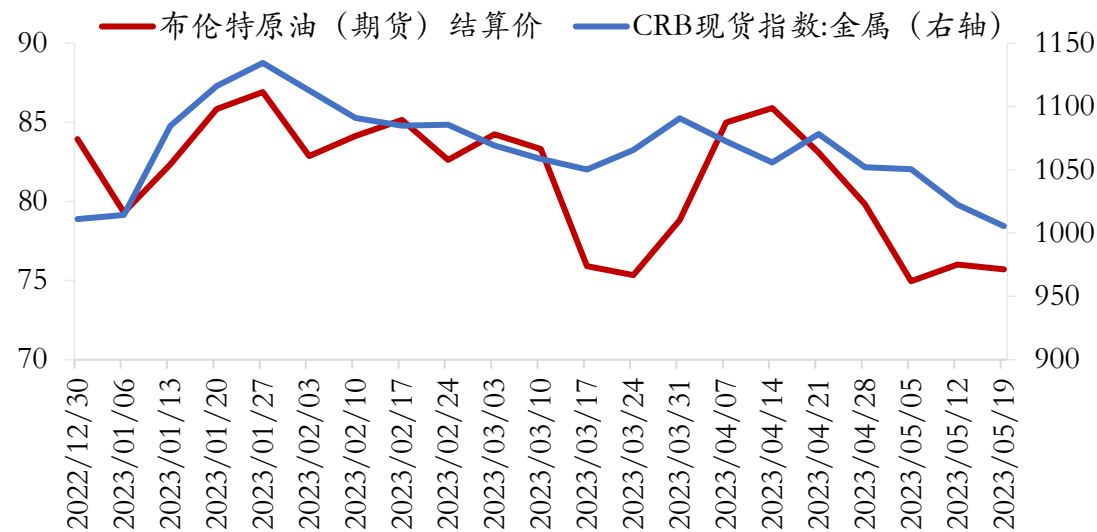
- ▶ **南华工业品指数：经济复苏预期继续走弱，生产端呈收缩迹象。**唐山产能利用率、PX开工率整体趋稳，汽车轮胎开工率下降至72%，企业工业利润同比下降逐步向企业传导、影响企业开工率，下游需求走弱影响逐步显现。5月钢材预估日产量较4月小幅提升，但与去年同期相比有所下降，表明基建类投资增速可能小幅放缓。因此，预计南华工业品价格难以上行。

### 典型工业品开工率整体企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

### 金属和原油价格震荡回落



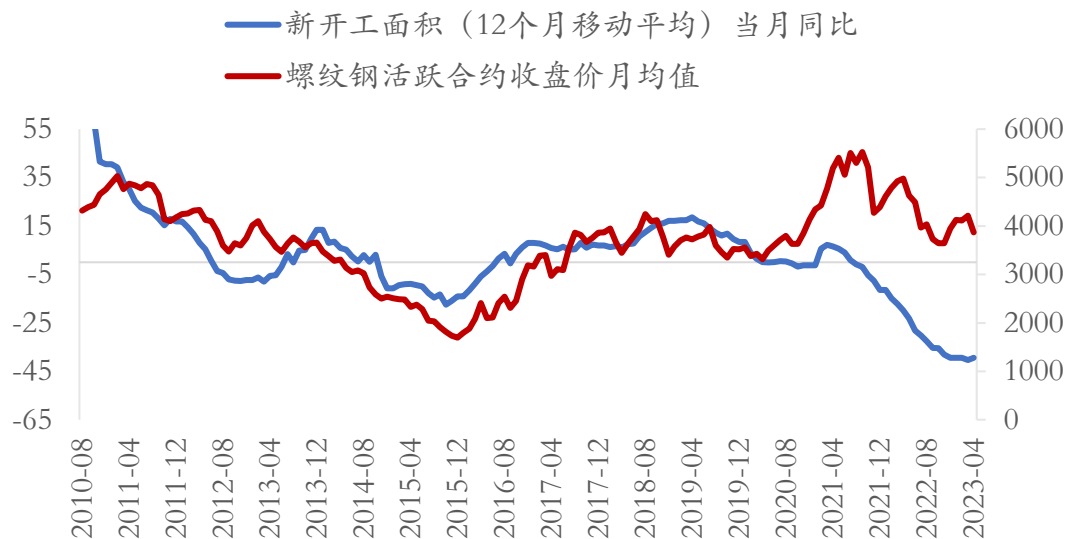
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



## 4.2 南华螺纹钢指数：地产新开工拖累仍严重

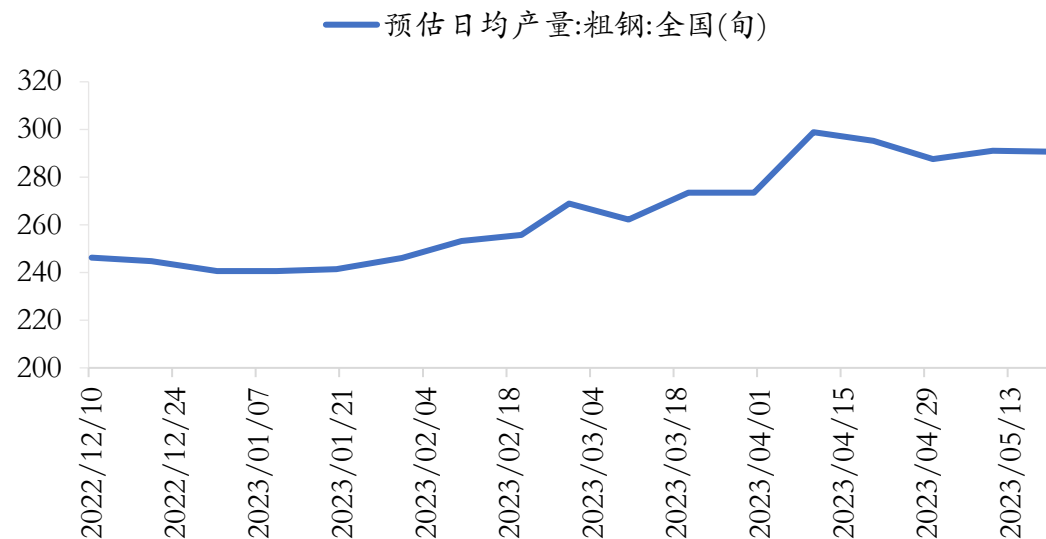
- ▶ **南华螺纹钢指数：地产新开工拖累仍严重、处于底部区域。**粗钢产量5月整体趋稳，供给端持续上行对价格形成抑制。同时，房地产新开工面积继续下行，需求端仍然难以支撑，反映出房地产企业信心依然偏弱，拿地和新开工意愿仍然不强，对螺纹钢价格仍有明显压制。基建投资增速有所放缓，也对螺纹钢价格形成拖累。因此，新开工未出现明显拐点，螺纹钢指数依然难以出现反弹，预计仍以震荡偏弱为主。

### 新开工下行仍处于底部区域



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

### 5月粗钢产量整体趋稳



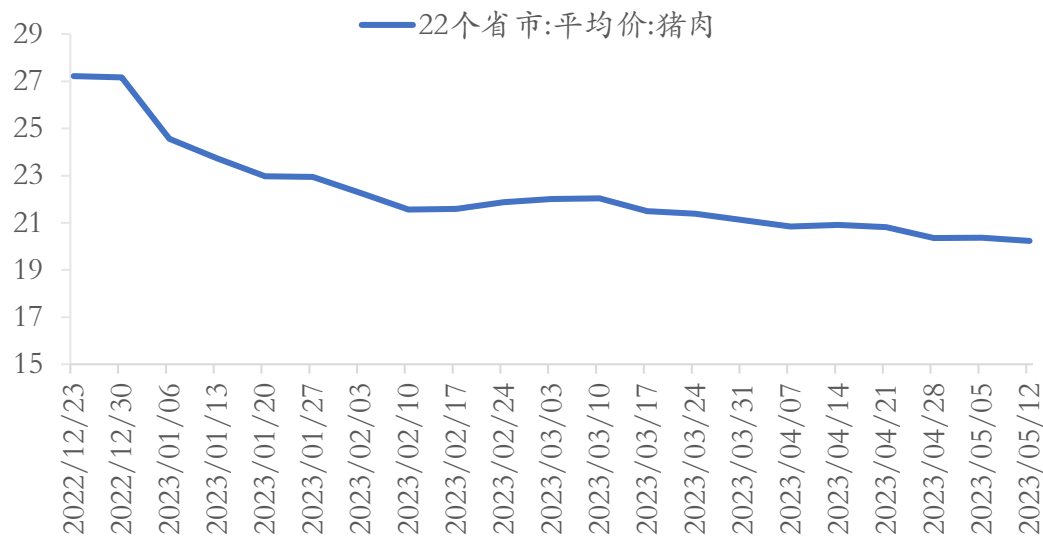
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



## 4.2 南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，仍以震荡为主

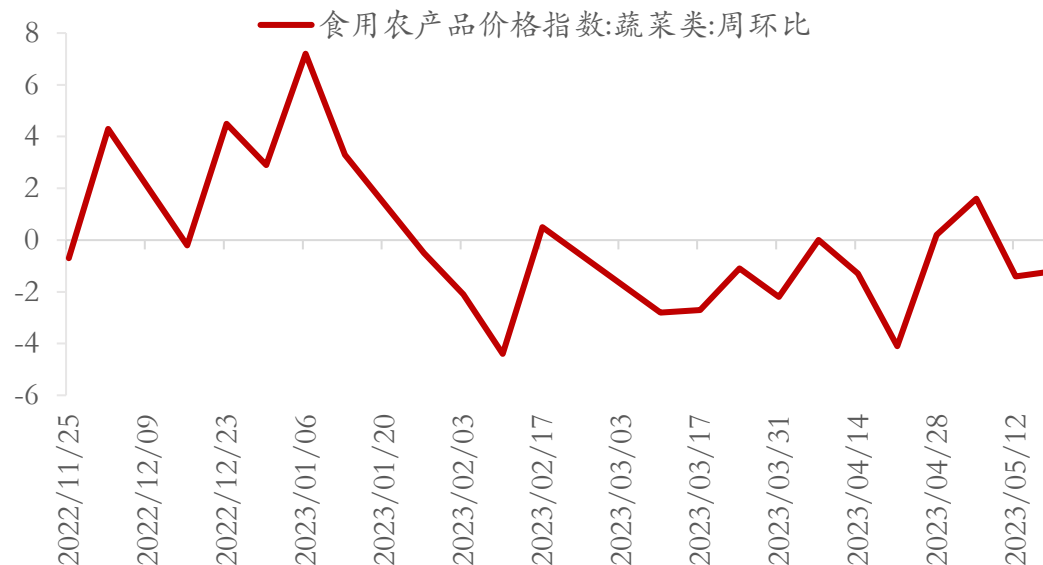
- ▶ **南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，仍以震荡为主。**5月前2周价格均值20.3元/公斤，与4月周价格均值20.73元/公斤相比小幅下降，与去年5月均值同比下降6.6%。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，5月蔬菜价格指数同比下跌8.2%，降幅有所收窄。发改委公布数据显示猪粮比已临近政策干预。综合来看，在发改委对食品保供以及其他其他农产品运输成本下降的对冲因素下，农产品价格指数整体偏震荡。

5月猪肉价格维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤。

蔬菜价格环比继续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

## 4.2 南华玻璃指数：成本端拖累明显，玻璃价格难以上行

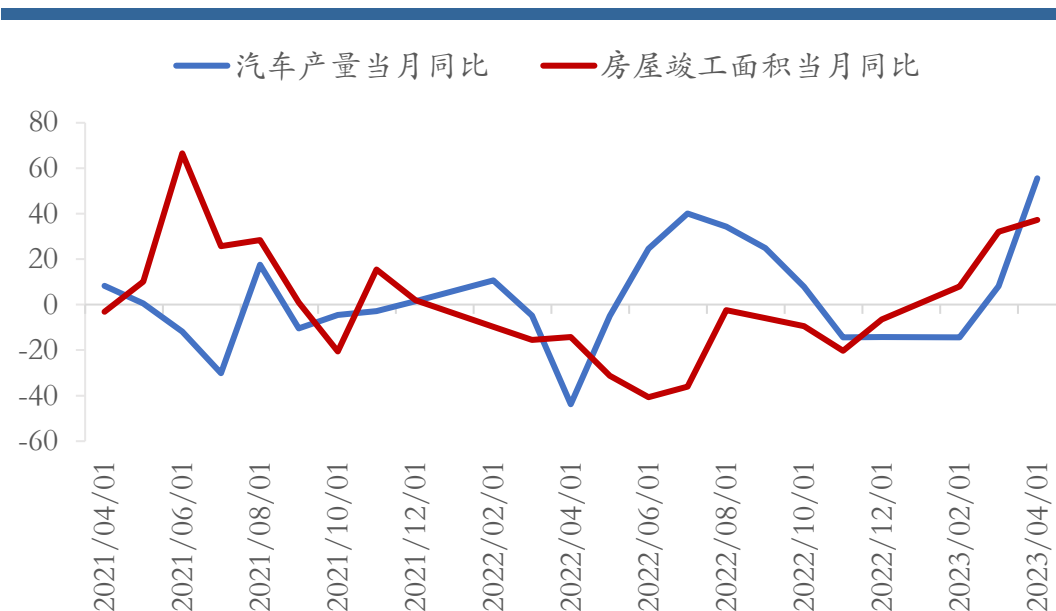
➤ **南华玻璃指数：成本端拖累明显，玻璃价格上行乏力。**地产投资短期内恐继续走弱。①一二三线城市分化表明当前地产销售改善的可持续性仍然有待观察。尤其是4月以来分化态势明显，二线、三线城市销售改善势头已经结束。②居民部门购房信心依然偏弱。由于4月底全国统一房地产登记完成，市场担忧这释放了居民房地产征收房产税可能提速的信号，可能会对近期房地产市场交易造成一定影响，买方观望情绪有所增加。③近期地产调控放松政策较为冷淡，也未出现明显的刺激信号。因此，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，拐点可能需要在下半年才会出现。同时，随着玻璃上游纯碱产能持续提升、成本端拖累明显，玻璃价格难以上行。

5月30城商品房周销售面积同比小幅改善

指标 (5月各周)	第4周	第3周	第2周	第1周	3月均值
成交面积 (万平方米)	-	316.54	302.86	200.03	331.35
同比	-	21.32	93.45	-20.43	40.33
其中：一线	-	75.62	73.28	41.76	83.39
同比	-	81.16	157.05	8.96	151.90
二线	-	174.28	171.13	119.54	177.19
同比	-	11.50	96.68	-18.47	21.42
三线	-	66.65	58.45	38.73	70.76
同比	-	6.00	42.41	-41.71	23.94

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市同比与此前可比性弱化。

竣工面积、汽车产量同比增速延续反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%





## 目录

1 配置逻辑：市场不再预期美联储年内降息

2 权益：处于震荡下沿，无需悲观

3 利率：中债震荡，减配美债

4 大宗：政策预期极低，但易受利好影响

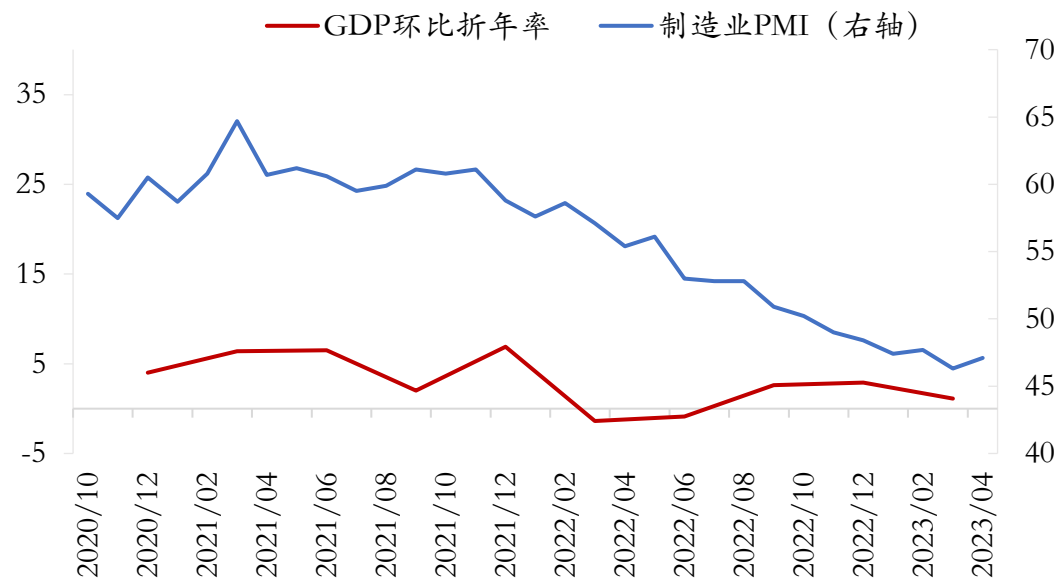
5 汇率：降息周期推迟，美元走强



## 5.1 美元指数：加息周期延长，降息周期推迟，共推美元走强

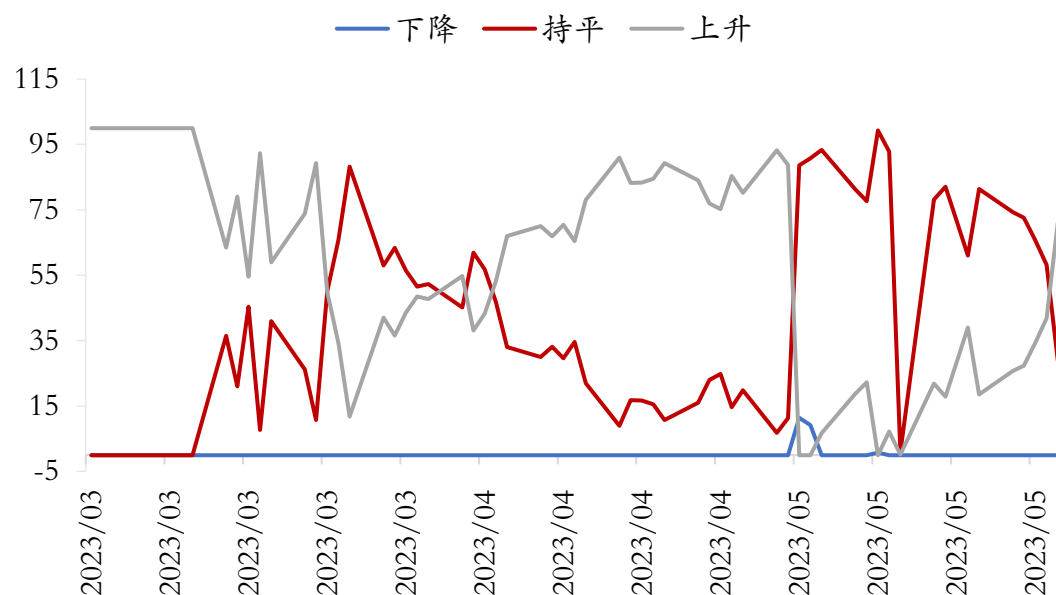
- ▶ **加息周期延长，降息周期推迟，共推美元走强。**随着美国债务上限问题解除，美国经济数据韧性较强，银行业风险缓释，市场对于美联储政策路径预期重新修正。一方面，6月FOMC加息预期大幅增加，加息周期延长。另一方面，年内降息预期减弱，降息周期推迟。两方面均利好美元短期内进一步走强。因此，预计美元指数小幅走强，后续继续关注美联储官员对政策路径的表态。

美国PMI小幅反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对6月FOMC目标利率上升押注增加



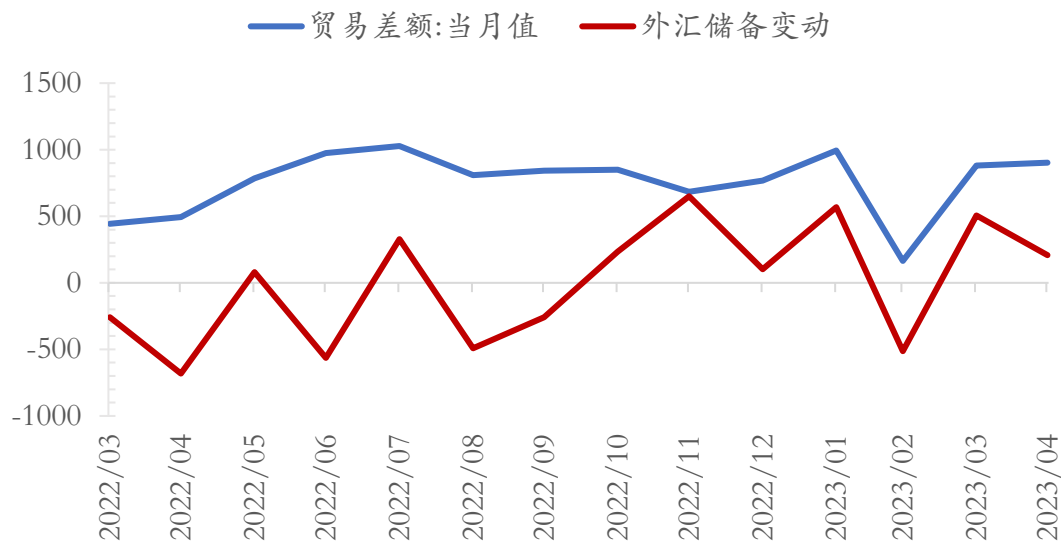
资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。



## 5.2 人民币：出口担忧仍存叠加经济走弱，人民币维持弱势

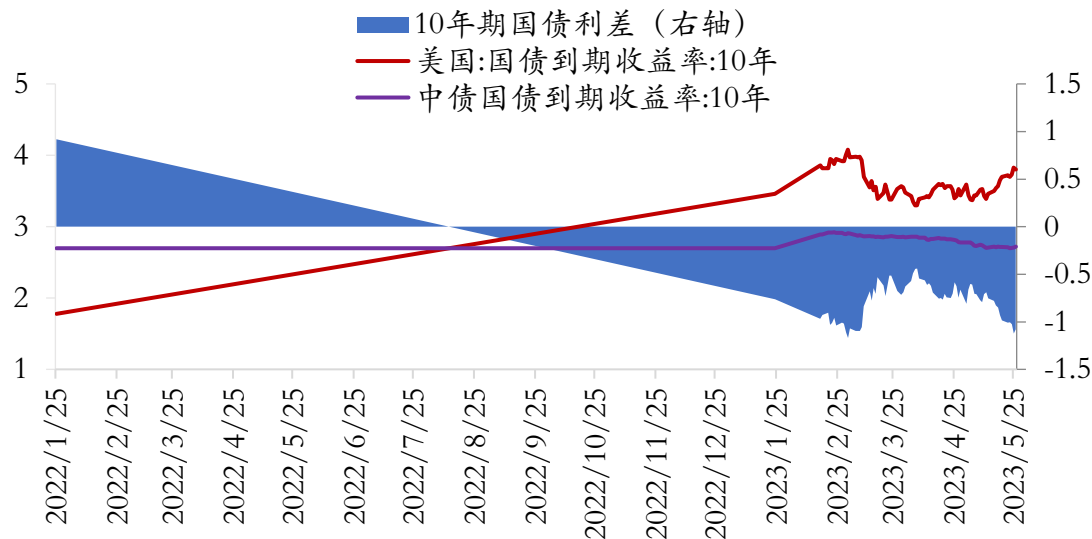
- ▶ **出口担忧仍存叠加经济走弱，人民币维持弱势。**4月我国出口增速放缓，缓解了全年出口大幅下行的担忧，但年内欧美外需走弱、中美经贸领域摩擦以及前期挤压订单释放导致出口增速无法持续等问题依然存在。同时，国内经济环比修复斜率放缓趋势明显，疫情二次冲击的影响逐步显现，中美利差进一步扩大，也弱化了人民币。但近期央行对汇率关注度有所提升，政策干预概率提升，预计人民币维持弱势但下行空间有限。

### 4月外汇储备维持净流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

### 中美利差延续扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化；新冠疫情二次冲击等。



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。