

# 境外延续更晚降息逻辑，境内关注政策落地效果

## ——资本市场月报（2024年6月）

**大类资产配置建议表**

大类资产	月度趋势	配置建议（未来6个月）					配置变化
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元	偏强震荡			●		
	欧元	偏弱震荡			●		
	人民币	偏弱震荡			●		
	日元	偏弱震荡			●		
	英镑	偏弱震荡			●		
固收	中国国债	震荡			●		
	中国信用债	震荡			●		
	可转债	震荡			●		
	美元债	震荡	●				
权益	A股	震荡	●				
	—消费	震荡	●				
	—周期	震荡			●		
	—成长	震荡	●				
	—高股息	偏强震荡	●				
	港股-科技	震荡	●				
	美股	偏强震荡			●		
—纳斯达克	偏强震荡		●				
另类	黄金	震荡	●				

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎: 0755-83132042

✉: baiyuhan@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎: 0755-88259976

✉: chenqiao426@cmbchina.com

赵宇

资本市场研究员

☎: 0755-83195811

✉: zhyu@cmbchina.com

苏畅

资本市场研究员

☎: 0755-83077951

✉: suchang9898@cmbchina.com

**投资策略配置建议表**

资产分类	投资策略	配置建议（未来6个月）					配置变化
		高配	中高配	标配	中低配	低配	
现金	现金	—	—	—	—	—	—
固收	存款	—	—	—	—	—	—
	纯债			●			
	固收+			●			
权益	主观多头		●				
	量化多头		●				
另类	黄金		●				
	市场中性			●			
	多策略			●			

石武斌

资本市场研究员

☎: 0755-83195645

✉: shiwubin123@cmbchina.com

丁木桥

资金营运中心市场研究员

☎: 021-20625978

✉: dingmuqiao@cmbchina.com

■ **前期回顾：**境外资产方面，5月美元指数走弱，美债震荡，黄金上涨，美股三大指数及科技股上涨。境内资产方面，5月中国国债利率震荡，人民币汇率偏弱震荡，A股震荡，可转债震荡。从A股结构来看，红利风格涨幅居前；行业板块上稳定、金融等板块涨幅居前，而成长表现较弱。

■ **本期主题：**境外：美联储更晚降息的逻辑将继续主导市场走势。考虑到美国就业市场韧性、通胀反复等因素，美联储暂时缺乏降息信心。不过，鲍威尔已经否认加息选项，表明投资者交易降息的大方向无误，只是时间仍需等待。展望未来，我们认为市场将会继续聚焦于两大场景：第一是降息的场景。但是就算降息，预计全年大概率也就降息一次，而且时间会相对较晚。第二是全年不降息的场景，维持当前的高利率政策。对于大类资产来讲，若未来仅是降息 0-1 次，美元预计将持续偏强，美元债资本利得收益空间可能会有所缩窄，黄金则影响不大。

境内：5月份政策预期有所上升，考虑到市场交易通常是提前的，目前的风险偏好已经计入了这一系列政策预期。进入到6月以后，预计已经打满的政策预期会回落，交易重心将会落到政策效果上。对于517房地产一揽子政策，我们认为政策对地产的实际效果还需要一段时间观察。对于资产而言，需要关注已经打满的政策预期短期会有回落，在此阶段，预计股债震荡为主，股票震荡偏弱，债券震荡偏强。后续需要对政策的效果保持紧密关注。当地产信号不够强时，市场风险偏好调整至前期中性偏弱的状态。当地产出现更多积极信号时，市场风险偏好会跟随提升。

■ **大类资产市场前景及配置建议：**1.美股：美股维持震荡上行。2.美债：具备配置价值。3.国内固收：利率延续震荡，优先配置短债和货币类资产。4.国内权益：大盘整体震荡为主。结构上，重点是红利。5.黄金：短期波动加大，中长期牛市未完。

根据市场研判与分析，我们对未来6个月的大类资产的配置做如下建议：高配：美元债。中高配：黄金、A股、港股科技股、A股的成长风格、A股的消费风格、A股高股息策略、美股纳斯达克。标配：中国国债、信用债、美股、美元、人民币、日元、欧元、英镑、可转债、A股的周期风格。

■ **策略配置建议：**根据大类资产表现，投资策略配置建议如下：中高配：主观多头、量化多头、黄金；标配：现金、存款、纯债、固收+、市场中性、多策略。



## 目录

一、前期回顾：境内股债震荡，境外股票上涨 .....	1
二、本期主题：境外延续更晚降息逻辑，境内将交易政策效果 .....	2
（一）境外：美联储更晚降息的逻辑将继续主导市场 .....	2
（二）境内：交易主线将从政策预期切换为政策效果 .....	3
三、大类资产市场及策略前瞻：境外仍是股强债弱，境内延续股债震荡 .....	4
（一）美股：震荡上行，流动性带来短期扰动 .....	5
（二）美元债：具备配置价值，高票息是核心吸引力 .....	5
（三）汇率：美元将偏强震荡 .....	6
（四）境内固收：利率震荡为主，曲线陡峭化 .....	8
1、现金和存款：短期维持稳定 .....	8
2、利率债：震荡为主 .....	8
3、信用债：信用利差震荡 .....	9
4、可转债：估值修复，调整结构 .....	9
5、策略建议：标配纯债、固收+ .....	10
（五）国内权益：预计震荡格局，关注“红利+” .....	10
1、A股大盘：延续震荡市 .....	10
2、A股结构：持续关注“红利+” .....	12
3、港股：预计震荡整固 .....	13
4、策略建议：中高配主观多头和量化多头 .....	14
（六）另类：中高配黄金，标配CTA和市场中性 .....	14
四、大类资产和策略配置建议：股债均衡配置，重视结构性机会 .....	16



## 图目录

图 1: A 股市场震荡	2
图 2: 美债利率上行	2
图 3: 美国 CPI 通胀持续于 3% 上方震荡	3
图 4: 美国失业率维持低位	3
图 5: 内需动能有所放缓, 外需动能平稳	4
图 6: 二手房月度复苏指数在逐步上行, 基本与 2023 年持平	4
图 7: 美股盈利增速持续回升	5
图 8: 美股估值处于高位	5
图 9: 美债利率高位震荡	6
图 10: 中资美元债指数	6
图 11: 市场结汇意愿仍在下滑	7
图 12: 逆周期调节因子估算	7
图 13: 5 月同业存单利率震荡	9
图 14: 5 月长债利率震荡, 短债利率震荡下行	9
图 15: 5 月中票信用利差震荡	9
图 16: 5 月城投信用利差震荡	9
图 17: 近一个月转债较 A 股涨幅更大	10
图 18: 按股债性分类的转股溢价率	10
图 19: 业绩预期 5-7 月小幅好转	11
图 20: 估值处于相对低位	11
图 21: 货币信贷增速下行, 压制估值	12
图 22: 铜油比反映制造业和出口强势, 支撑估值	12
图 23: 今年 A 股结构呈现出低风险偏好特征	13
图 24: 红利指数长期累计增长倍数远强于股基	13
图 25: 恒生指数和中国经济走势高相关	14
图 26: 恒生指数和美元指数负相关	14
图 27: 央行购金量	15
图 28: 黄金 vs 美债实际利率	15
图 29: 今年中性产品业绩波动较大	16
图 30: 中证 500 和 1000 对冲成本略偏高	16



## 表目录

表 1: 5 月市场及策略回顾（截至 2024 年 5 月 28 日） .....	1
表 2: 大类资产市场前瞻汇总表 .....	4
表 3: 债券型基金池风险收益表现 .....	10
表 4: 投资策略建议表 .....	16

## 一、前期回顾：境内股债震荡，境外股票上涨

回顾前期我们的趋势预判，5月美债、美股、人民币、中债、A股、可转债走势与判断一致，黄金、美元与判断不一致，具体内容如下表所示：

表 1：5 月市场及策略回顾（截至 2024 年 5 月 28 日）

大类资产	现价	今年以来	近 6 个月	近 1 个月	上月趋势预判	月度回检	
美股	道琼斯工业平均指数	38853	3.1%	8.1%	2.7%	偏强震荡	符合
	标准普尔 500 指数	5306	11.2%	16.2%	5.4%		
	纳斯达克综合指数	17020	13.4%	19.6%	8.7%		
美债	美国 10Y 利率	4.54%	66BP	17 BP	-15 BP	震荡	符合
货币	美元指数	104.62	3.2%	1.1%	-1.6%	偏强震荡	不符合，因经济数据比预期略弱，美联储表态不加息。
	人民币兑美元	7.25 (美元兑人民币)	-2.1%	-1.6%	-0.1%	偏弱震荡	符合
黄金	伦敦金	2361	14.5%	16.0%	3.3%	震荡	不符合，因美联储表态不加息，且美元走弱。
A 股	上证指数	3110	4.5%	2.6%	0.2%	震荡	符合
	沪深 300	3609	5.2%	3.2%	0.1%		
	上证 50	2490	7.0%	5.2%	1.1%		
	中证 500	5316	-2.1%	-4.1%	-2.3%		
	创业板指数	1806	-4.5%	-6.1%	-2.8%		
	偏股混合型基金指数	8530	-1.7%	-3.9%	-0.6%		
	金融(风格, 中信)	6661	7.9%	5.3%	2.5%		
	周期(风格, 中信)	4348	4.4%	2.2%	0.4%		
	消费(风格, 中信)	9853	-3.6%	-7.2%	-1.6%		
	成长(风格, 中信)	5015	-11.3%	-12.6%	-3.4%		
	稳定(风格, 中信)	2769	9.1%	8.8%	3.1%		
	中证红利	5716	15%	14.1%	3.9%	偏强震荡	符合
中债	中国 10Y 利率	2.30%	-26BP	-37BP	0BP	震荡	符合
	中证转债	402	2.8%	3.0%	1.8%	震荡	符合
	一级债基指数	3274	2.1%	2.6%	0.5%		
	二级债基指数	4750	2.0%	2.2%	0.5%		

注：金融、周期、消费、成长、稳定为中信风格指数，定义见文末。偏股混合型基金指数、一级债基指数、二级债基指数为 Wind 指数，其中一级债基指数代表纯债策略，二级债基指数代表固收+策略，偏股混合型基金指数代表主观多头策略。

资料来源：Wind、招商银行研究院

**境外资产方面**，5月美元指数走弱，美债震荡，黄金上涨，美股三大指数及科技股上涨。美元指数、美债、黄金和美股的走势共同反映出市场紧缩预期降温，背后对应的是美国经济数据比预期略弱，以及美联储表态不加息。美股结构上，纳斯达克继续领涨，反映出以人工智能为代表的科技行业仍在引领美国经济。

**境内资产方面**，5月中国国债利率震荡，人民币汇率偏弱震荡，A股震荡，可转债震荡。股债汇震荡的表现共同反映出经济基本面和市场预期没有出现明显的边际变化。从A股结构来看，红利风格涨幅居前；行业板块上稳定、金融

等板块涨幅居前，而成长表现较弱，体现出市场风格依然偏防御，与前期基本一致。

图 1: A 股市场震荡



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 2: 美债利率上行



资料来源: Wind、招商银行研究院

## 二、本期主题：境外延续更晚降息逻辑，境内将交易政策效果

### （一）境外：美联储更晚降息的逻辑将继续主导市场

**美联储更晚降息的逻辑将继续主导市场走势。**考虑到美国就业市场韧性、通胀反复等因素，美联储暂时缺乏降息信心。不过，鲍威尔已经否认加息选项，表明投资者交易降息的大方向无误，只是时间仍需等待。

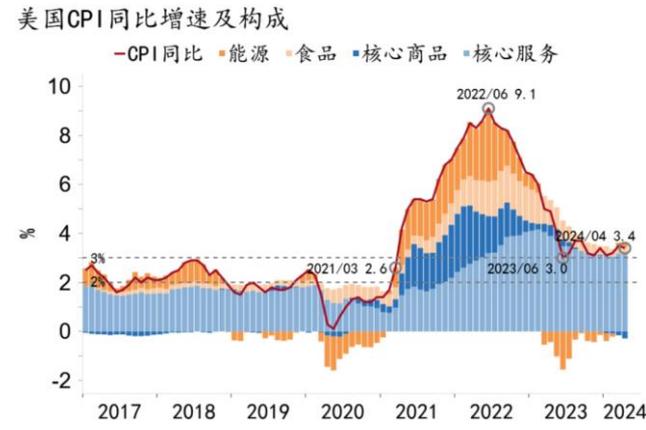
**第一，美国就业市场缓慢降温，但仍有韧性。**受建筑、休闲酒店和政府就业共同拖累，4月美国新增就业超预期走弱，薪资增速也有所下滑。但是美国就业市场目前仍然存在较大供需缺口，失业率也持续维持在4%下方，就业市场的韧性暂不支持美联储过早降息。

**第二，美国去通胀进程受阻。**美国CPI自去年6月以来持续在3%上方反复，核心通胀去化缓慢。尽管近期油价出现回落令市场对能源通胀的担忧边际缓解，但是核心服务通胀始终居高不下，且在房价高增的背景下核心服务通胀进一步去化的空间也将受限。

**第三，美联储释放降息推迟的预期，但是加息并非基准选项。**美联储承认近几个月去通胀缺乏进展，改变了年初以来对去通胀的乐观态度。不过，美联储表态通胀粘性只会导致降息延后，不会导致不降息甚至加息，这也缓解了市场关于进一步加息的担忧。

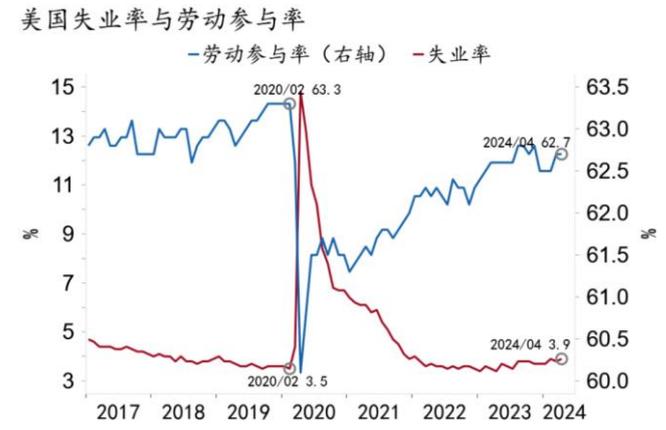
展望未来，我们认为市场将会继续聚焦于两大场景：第一是降息的场景。但是就算降息，预计全年大概率也就降息一次，而且时间会相对较晚。第二是全年不降息的场景，维持当前的高利率政策。对于大类资产来讲，若未来仅是降息0-1次，美元预计将持续偏强，美元债资本利得收益空间可能会有所缩窄，黄金则影响不大。

图 3：美国 CPI 通胀持续于 3% 上方震荡



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：美国失业率维持低位



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

## （二）境内：交易主线将从政策预期切换为政策效果

5 月地产政策落地，且市场对未来政策预期上升。5 月 17 日，新一轮房地产一揽子政策落地。并且，4 月 30 日政治局会议决定今年 7 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议。市场对二十届三中全会所涉及的深化改革的方向、目标和指导思想充满期待。市场预计会议在经济、政治、文化、社会、生态文明各领域改革都将明确。

考虑到市场交易通常是提前的，目前的风险偏好较大概率已经计入了这一系列政策预期。进入到 6 月以后，预计已经打满的政策预期会降温，交易重心将会落到政策效果上。

对于 517 房地产一揽子政策，我们认为政策对地产的实际效果还需要一段时间观察。从居民角度来看，新一轮政策包括取消全国层面首套和二套房贷利率下限，下调公积金贷款利率，政策的落脚点是释放居民购房需求。不过，当下的购房需求主要是跟随收入及预期的变化。目前居民收入及预期相对偏弱，因此预计居民端购房需求释放的幅度和节奏相对偏缓。

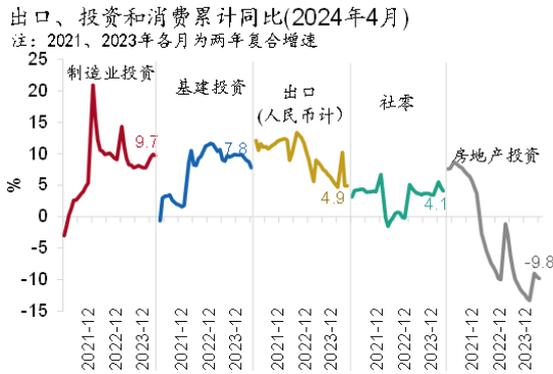
从房企角度来看，政策主要是央行设立 3,000 亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国企以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。政策的落脚点是希望缓解房企的库存和现金流压力。地方国企以合理价格收购未出售商品房，有利于房企能够回流现金，缓解债务压力。但考虑到金融机构按照市场化和法治化原则支持地方国企，因此地方国企会对项目进行挑选，优先选择具有租金回报率偏高和稳定的项目。从实操上而言，金融机构、地方国企和房企都需要一定时间去协调。

对于资产而言，需要关注已经打满的政策预期短期会有回落，在此阶段，预计股债震荡为主，股票震荡偏弱，债券震荡偏强。后续需要对政策的效果保



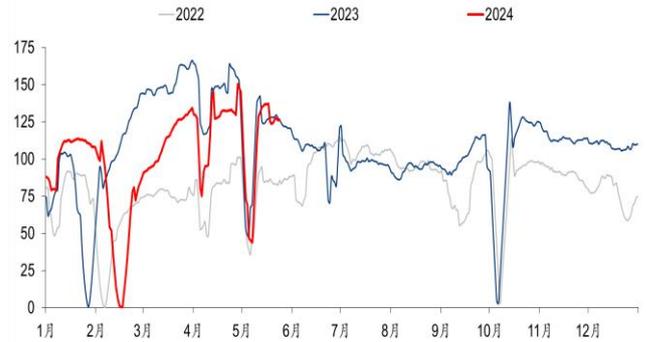
持紧密关注。当地产信号不够强时，市场风险偏好可能会调整至前期中性偏弱的状态，当地产出现更多积极信号时，市场风险偏好会跟随提升。

图 5：内需动能有所放缓，外需动能平稳



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 6：二手房日度复苏指数在逐步上行，基本与 2023 年持平



资料来源：（基于 26 城二手房销售日度数据计算，2019 日均=100），华泰证券，招商银行研究院

### 三、大类资产市场及策略前瞻：境外仍是股强债弱，境内延续股债震荡

表 2：大类资产市场前瞻汇总表

资产类别	市场前瞻及理由	
汇率	美元	维持美元偏强震荡的判断不变，美元指数预计将在 100-110 之间波动。
	人民币	市场仍面临利差倒挂与美元偏强的压力。第一，中美利差的倒挂仍然是人民币面临的头等压力。第二，美元易升难贬。第三，5-7 月将会进入到境外上市企业的分红购汇季，刚性购汇需求的上升会对人民币构成压力。第四，地产政策效果仍需观察。不过，央行稳汇率的动作仍未放松，这将对人民币构成支撑。
	欧元	经济上美强欧弱、降息上美晚欧早的格局未变，欧元继续趋于偏弱震荡。
	日元	美日息差压力下日元仍会继续走弱，但空间或受限制。
	英镑	经济边际向好支撑英镑表现，英镑预计震荡偏强。
商品	黄金	短期市场波动可能会有所加大。但是央行加速购金的趋势已经形成，叠加地缘政治冲突频发，美联储只要不大幅地收紧货币政策，黄金预计将继续上涨。
	原油	考虑到 OPEC+ 内部对减产决议也存在分歧，以及减产执行率的不稳定性，后续油价走势的不确定性较高，市场波动性可能将会有所上升。
	铜	短期来看，铜价可能会有所调整，但空间受到限制。但是趋势上，铜价依然以偏多格局为主。
固收	国内固收	预计债券利率震荡，中途伴随小幅调整。债券利率曲线走陡，短债利率下行偏多，长债震荡为主，预计陡峭的曲线会继续维持。
	美元债	美元债仍然具备配置价值，建议选择 5 年以内的中短久期债券。对于风险偏好极低的投资者来说，可以考虑只配置美元货币基金。
权益	A 股	考虑业绩和估值，大盘今年 5% 的涨幅已然反映全年业绩增长预期，而估值在出现重大催化剂之前难有明显趋势，因此预计后续 A 股大盘以震荡为主。结构建议关注四个红利指数：中证红利、红利低波、消费红利和信息红利。
	港股-科技	当前港股上行速度过快，但基本面修复较为缓慢，后续仍需震荡整固，等待中国经济预期改善和美国降息的到来。

美股	中长期而言，美国经济保持韧性，企业盈利较为强劲，将支撑美股震荡上行。流动性影响较为中性，且估值偏高有一定的压力，货币政策摇摆可能带来短期扰动
----	--

资料来源：招商银行研究院

## （一）美股：震荡上行，流动性带来短期扰动

中长期而言，美国经济保持韧性，企业盈利较为强劲，将支撑美股震荡上行。流动性影响较为中性，货币政策的摇摆可能带来短期扰动。

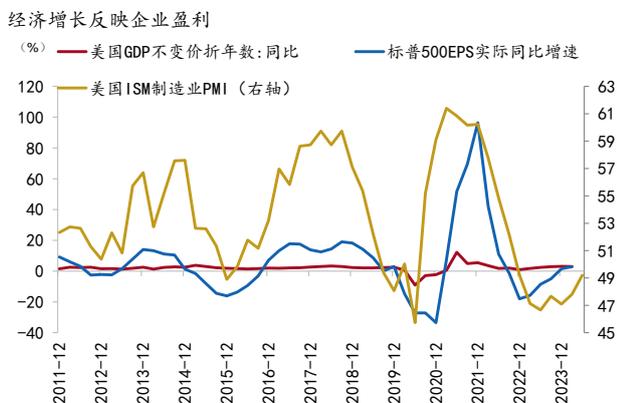
美国经济保持韧性，企业盈利较为强劲。从经济领先指标来看，反映制造业景气的 ISM 制造业 PMI，以及反映消费前景的密歇根消费者信心指数，均有所回落。不过考虑到指标一直在中低水平震荡，暂时是没有大幅回落的风险。今年一季度标普 500EPS 增长 5.3%，较去年四季度回升。盈利回升主要受科技行业驱动，其中信息技术、通讯分别贡献了 4.3%和 3%。按照分析师一致预期，未来美股 EPS 将持续回升，全年 EPS 增速将达 10.7%。

当前美股估值处于高位，估值有一定的压力。标普 500 市盈率（TTM）27 倍，处于过去 10 年的 86%分位数。股债相对估值方面，股票相对债券的估值吸引力极低。如主线部分所述，美联储更晚降息的逻辑将继续主导市场走势。在美股估值偏高的背景下，货币政策的摇摆可能带来短期扰动。当美联储阶段性转“鹰”时，美股短期将会调整，但只要降息的大方向无误，只是时间仍需等待，则美股也没有大的风险。

结构上，科技板块将继续占优。人工智能应用不断推进，据报道，苹果将在 IOS18 中集成 AI，微软发布 Copilot+PC。公司可以通过增强现有产品、推出新的硬件和软件解决方案，以及扩展其生态系统来增加收入。这个趋势将为科技企业带来显著的盈利机会。

策略上建议标配美股，中高配美股科技板块，如纳斯达克 100 指数等。

图 7：美股盈利增速持续回升



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：美股估值处于高位



资料来源：Wind、招商银行研究院

## （二）美元债：具备配置价值，高票息是核心吸引力

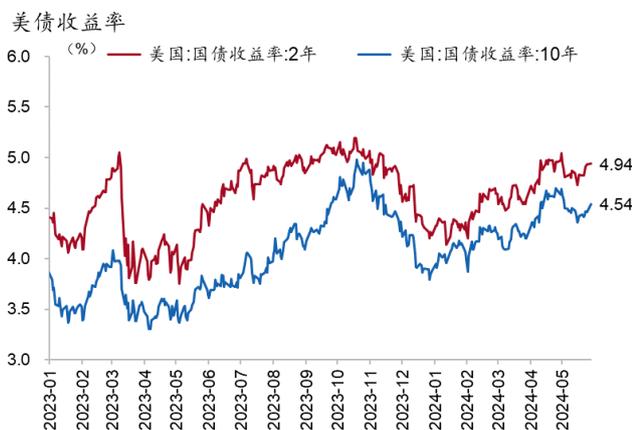
美元债仍然具备配置价值，建议选择5年以内的中短久期债券。对于风险偏好极低的投资者来说，可以考虑只配置美元货币基金。

美国国债方面，由于美联储目前暂无降息时间表，美债利率预计将维持高位震荡，暂时难以看到趋势性回落的行情。但是从配置的角度来讲，我们认为美债仍然具备配置价值。一方面，美元债目前的票息收益较高。另一方面，尽管过程较为波折，但我们判断美联储货币政策的大方向仍然是迈向降息，美债利率中枢将会趋于下行。不过，利率下行的空间正在边际缩窄，可获取的资本利得预期收益也需要下调。在策略上，建议配置5年以内的中短久期美债，能够更大化地达到风险与收益的平衡。对于风险偏好极低的投资者来说，美元货币基金可能会是更好的选择。

美元信用债方面，我们认为投资级债券拥有更高的确定性，高收益债可部分配置但需控制比例。美国经济仍然具备韧性，这对投资高收益企业债来说是一件好事。但是，在高息环境下，中小企业利息支出压力增大，盈利扩张面临一定的阻力，信用风险可能会有所上行，需适度控制债券投资组合中高收益债的配比。

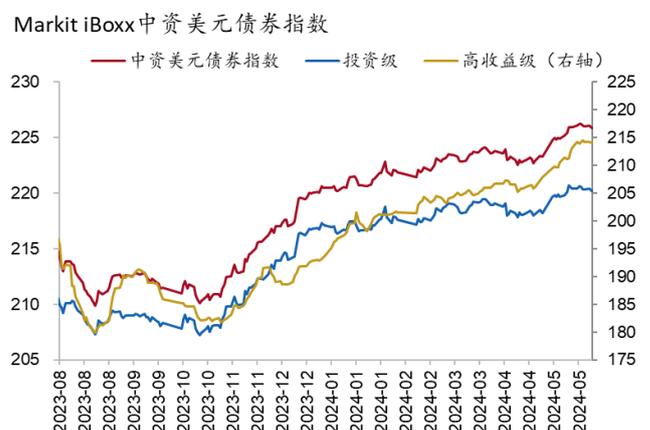
中资美元债方面，同样我们认为投资级确定性更强。高收益债则受到地产行业低迷的影响，投资风险较高。板块上，我们建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外，我们也建议关注部分头部科技企业、以及石油行业的央国企所发行的美元债，安全性相对较高。

图 9：美债利率高位震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：中资美元债指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

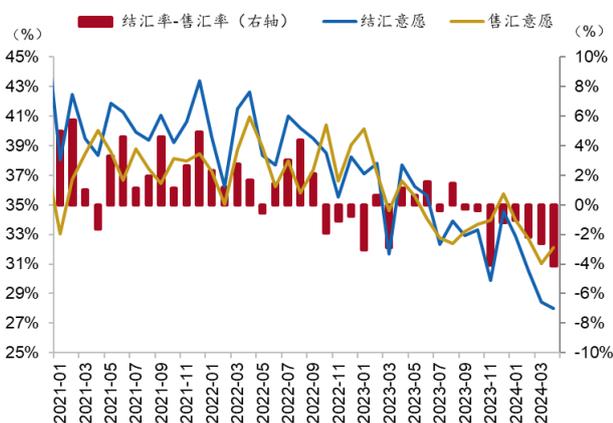
### (三) 汇率：美元将偏强震荡

美元：将偏强震荡。第一，“美强欧弱”的经济差格局暂未改变。在高息政策下，美国经济受益于财政补贴、供给短缺等诸多因素迟迟未见衰退迹象，欧洲经济虽略有起色但相对美国来说仍然偏弱，这将对美元构成持续性的支撑。第二，“美紧欧松”的流性格局也暂未发生改变。由于欧洲通胀去化的程度比美国更高，货币政策转松的时间也比美国更早，美欧之间的流动性差异

格局令美元也难以走弱。综合来说，我们维持美元偏强震荡的判断不变，美元指数预计将在 100-110 之间波动。

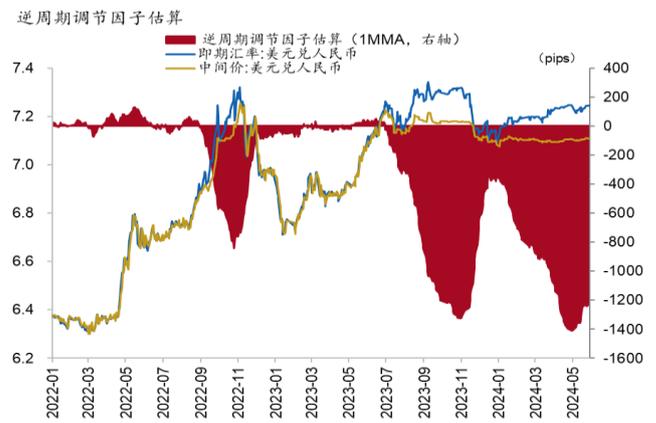
**人民币：市场仍面临利差倒挂与美元偏强的压力。**第一，中美利差的倒挂仍然是人民币面临的头等压力。在美联储降息推迟，而国内货币政策维持宽松的背景下，中美利差持续倒挂，银行结售汇逆差扩大，同时市场的结汇意愿也进一步下滑。第二，在“美强欧弱”背景下美元易升难贬，对人民币也将构成一定牵制。第三，季节性因素。一般来讲，5-7 月是境外上市企业的分红购汇季，刚性购汇需求的上升同样会对人民币构成压力。第四，近期地产政策不断优化，但是否能够逆转地产的颓势仍需观察，在此之前市场的风险偏好也很难彻底逆转，对人民币影响有限。不过，央行稳汇率的动作仍未放松，美元兑人民币中间价始终维持在 7.10 附近，这将对人民币构成支撑。

图 11：市场结汇意愿仍在下滑



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：逆周期调节因子估算



资料来源：Wind、招商银行研究院

**欧元：经济上美强欧弱、降息上美晚欧早的格局未变，欧元继续趋于偏弱震荡。**从欧美通胀表现来看，欧元区通胀回落趋势基本符合欧洲央行预期，4 月 HICP 和核心 HICP 双双回落到 2.4% 和 2.7%，而美国通胀韧性仍强。从欧美经济数据表现来看，5 月欧元区制造业 PMI 跌幅有所收窄，但美国扩张幅度也在加速，且 5 月美国服务业 PMI 继续快速扩张，并再度超过了欧元区的表现。综合来讲，欧元兑美元预计将会维持震荡偏弱的格局。

**日元：美日息差压力下日元仍会继续走弱，但空间或受限制。**市场推迟美联储降息时点，美债利率难以趋势性回落，因此美日利差也仍将在高位维持一段时间，对日元不利。不过，日本官方在美日汇率逼近 160 关口后进行了汇率干预，对市场产生了一定的震慑，美元兑日元虽仍有上行动力，但空间预计将会受限。

**英镑：经济边际向好支撑英镑表现，英镑预计震荡偏强。**自今年 3 月以来，丧失鹰派标签的英镑出现贬值行情，一度成为最弱的 G7 货币。但是，近期英国经济数据表现良好，4 月 PMI、一季度 GDP 甚至强于美国，支撑了英镑表现，至今英镑仍然保持着今年最佳 G7 货币的桂冠。目前，英国经济避免了继

续衰退，通胀回落有望增强居民实际收入进而促进消费，降息预期也有望进一步支撑经济。对比去年 11 月、今年 2 月和 5 月的货币政策报告，英国央行也在不断调高关于 GDP 的预测。在 4 月英国 CPI 高于预期后，市场将英国央行首次降息的时点推迟到了 11 月，并定价年内降息 1 次。展望未来，延后降息的预期将继续为英镑提供支撑。

#### （四）境内固收：利率震荡为主，曲线陡峭化

##### 1、现金和存款：短期维持稳定

预计银行间资金利率维持基本稳定，现金类产品货基收益能够持平于当前水平，7 日年化收益大致在 1.8-2.0%附近。4 月禁止手工补息之后，存款利率较前期有所回落，预计将在当前状态维持一段时间，下一轮存款利率调降或需要等到下半年。

##### 2、利率债：震荡为主

基于债券利率的三因素分析框架（名义 GDP、货币信贷和银行间资金），利率债市场未来受到银行间流动性中性偏空、信贷扩张中性偏多、经济基本面中性的影响。预计债券利率震荡，中途伴随利率小幅向上调整。分三方面来看：

银行间流动性方面，5 月资金利率，DR007 在 1.8%附近，同存利率震荡，1 年期 AAA 同业存单在 2.1%附近，与前期判断基本一致。预计 6 月资金利率或小幅震荡上行，主要是考虑到季末因素，资金利率中枢会略偏高一些。预计对债券市场影响中性偏空。

信贷市场方面，5 月信贷投放或维持前期状态，尚未见到大幅回暖的迹象。结构上，关注企业中长期贷款是否继续放缓。预计对债市影响中性偏多。

经济增长方面，4 月经济动能保持平稳，预计 5 月继续维持。考虑到发债进程偏慢，投资端发力的支撑也会更靠后，预计经济动能短期维持稳定，对债市影响偏中性。

目前债券利率走势震荡为主，曲线变陡，短债利率下行更多。5 月 17 日起特别国债发行，由于发行节奏偏缓，整体对市场的影响偏小，长期债券利率窄幅震荡。后续需要关注，央行是否会多释放流动性来平滑债券供给上升的影响。若流动性释放不足，随着债券累计发行量上升，未来 1-3 个月资金利率和债券利率上行的风险会有所增加。不过，需要说明的是供需因素不改债券利率的趋势，仅是阶段性的影响。从趋势上来看，目前尚未有足够证据判断债市从牛市转向了熊市，因为国内地产情况尚未有明显好转。

从策略上来看，债券利率仍以震荡市的状态去应对，中途仍有小幅反弹的风险，尽量不在利率低点去追涨，而要在利率低点去调整仓位和久期，达到平衡的状态。资产上，仍是优先配置中短债，长债可以等利率再经历一段时间回调之后可以考虑增配。



图 13: 5 月同业存单利率利率震荡



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 14: 5 月长债利率震荡, 短债利率震荡下行

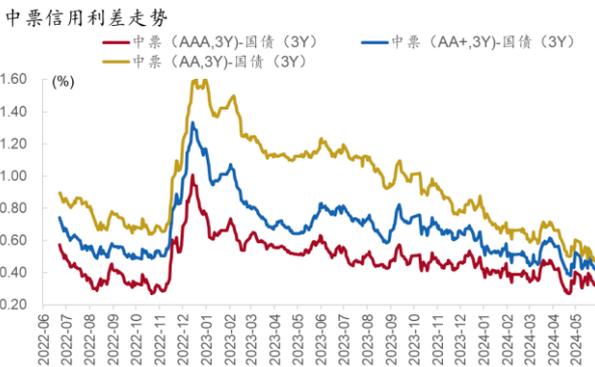


资料来源: Wind、招商银行研究院

### 3、信用债：信用利差震荡

5 月资金利率走平，尚未因债券供给上升而受到影响，信用债收益率和信用利差均震荡为主。分类来看，城投、产业债、金融债走势基本一致。关注 6 月份资金利率小幅上移是否会带动信用债收益率小幅上行，信用利差预计震荡为主。预计信用利差波动幅度不大，票息仍有利于覆盖净值的波动，仍可以持有信用债。

图 15: 5 月中票信用利差震荡



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 16: 5 月城投信用利差震荡

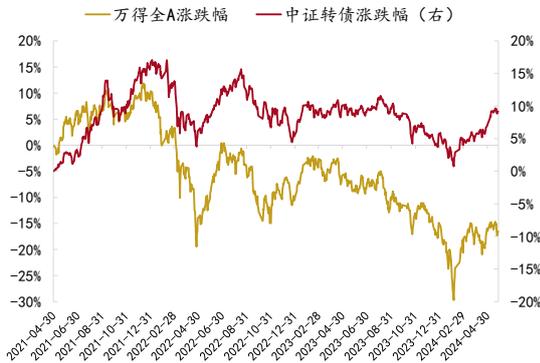


资料来源: Wind、招商银行研究院

### 4、可转债：估值修复，调整结构

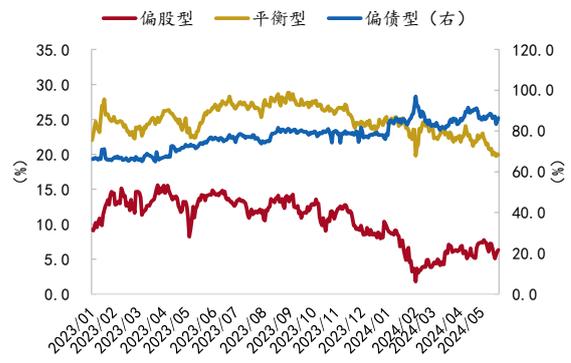
4 月末以来转债密集下修，推动债性强的低价可转债估值回暖；受政策影响，近期地产链的可转债涨幅也较大。展望来看，股市预期转入震荡格局，可转债跟随为主。转债市场的供给继续放缓。估值方面，结构分化，随着债性转债整体修复，估值提升，性价比减弱；而平衡型转债转股溢价率小幅下行，股性提升。策略上，可以适当关注平衡型以及绝对价格较低的可转债。

图 17: 近一个月转债较 A 股涨幅更大



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 18: 按股债性分类的转股溢价率



资料来源: Wind、招商银行研究院

### 5、策略建议：标配纯债、固收+

**纯债策略：标配。**短期内债市风险大于机会。中长期看，调整后仍是配置机会，但机会需等待，在这期间，中长期债基净值将维持近一两个月的波动水平，且收益率趋弱。产品上阶段性防御，缩短久期，短债产品仍是较好选择，收益率和中长期债基差不多，但回撤水平更低。

**固收+策略：标配。**今年以来纯债基金年化业绩偏强，而权益市场结构性行情，使固收+内部业绩方差增大。固收+红利策略产品仍是年内值得关注的产品，其他风格或策略没有踩对的固收+，持有性价比不如纯债。

表 3: 债券型基金池风险收益表现

类型	标签分类	标签名称	近一个月 回报	近三个月 回报	今年以来 回报	近一个月 最大回撤	近三个月 最大回撤	今年以来 最大回撤
债券基金	同业存单指数基金		0.15	0.61	1.04	-0.03	-0.04	-0.04
	短债基金		0.15	0.76	1.41	-0.07	-0.11	-0.11
	中长期债券基金	利率债为主	0.14	0.98	1.83	-0.20	-0.33	-0.33
		配置均衡	0.13	1.03	1.97	-0.24	-0.34	-0.34
		信用债为主	0.15	0.87	1.65	-0.13	-0.19	-0.19
固收+	固收+转债		0.34	1.13	2.00	-0.16	-0.26	-0.33
	固收+权益 (股+转债平均仓位)	[0-10%]	0.17	0.91	1.73	-0.15	-0.23	-0.23
		[10-20%]	0.40	1.45	1.94	-0.31	-0.44	-0.93
		[20-30%]	0.72	1.77	2.32	-0.52	-0.75	-1.90

资料来源: Wind、招商银行研究院，数据截至日为 2024. 5. 26

### (五) 国内权益：预计震荡格局，关注“红利+”

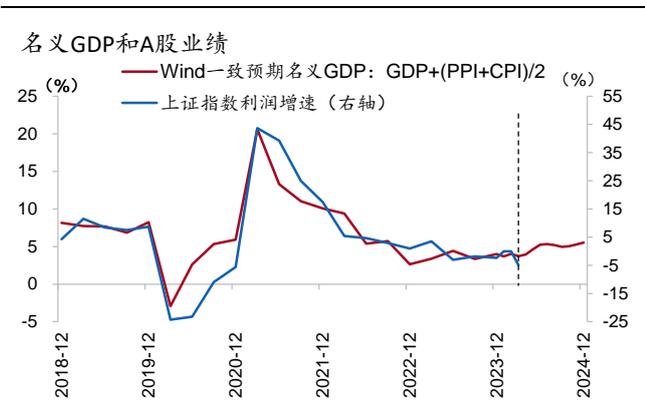
#### 1、A 股大盘：延续震荡市

由于  $P=EPS*PE$ ，我们从业绩和估值两方面研判大盘走势。

从业绩层面看，能支撑上证指数接近 3200 点。我们预计今年 EPS 增长约 5%，接近于名义 GDP 增速。去年底上证指数点位为 2975 点，单凭业绩增长，今年大盘涨幅 5% 属于合理水平。

从估值层面看，关键因子多空互现，暂难有趋势。估值若要形成明显趋势，需要业绩增速的大幅改善，或者宏观流动性的显著扩张，抑或是强有力的政策出台改变对未来业绩和流动性的预期。当前的实际情况是，业绩增速小幅改善，制造业和出口的相对强势一定程度上对冲了地产的不利影响。然而，从流动性的角度来看，以 M1 为代表的宏观流动性仍在下行，股市微观层面的流动性也未见显著扩张。此外，尽管政府已经出台了一些地产政策，但其最终效果如何，目前还存在不确定性，需要进一步观察。在此背景下，业绩的小幅改善为市场提供了一定的正面影响，而流动性的收缩则带来了负面压力，至于政策的影响尚难以评估。这些因素的综合作用，将导致估值呈现出震荡格局，短期内难以看到明确的方向性变化。

综合考虑业绩和估值，大盘今年 5% 的涨幅已然反映全年业绩增长预期，而估值在出现重大催化剂之前难有明显趋势，因此预计后续 A 股大盘以震荡为主。若要打破震荡格局，需要更强有力的政策出台以及经济预期的持续改善，接下来可关注两个重要的点：第一，7 月份三中全会的改革政策能否带来市场预期的改变；第二，M1 和中长贷等数据能否企稳。

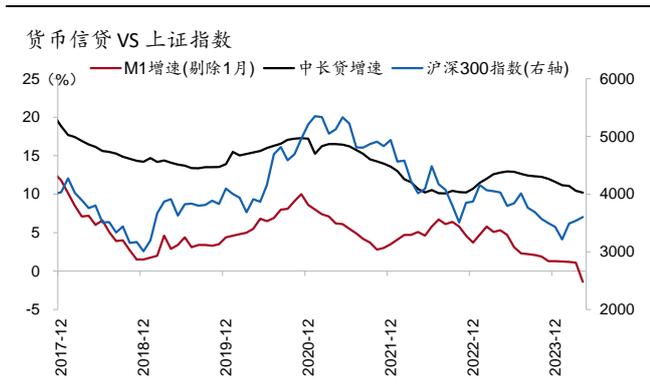
**图 19：业绩预期 5-7 月小幅好转**


资料来源：Wind、招商银行研究院

**图 20：估值处于相对低位**

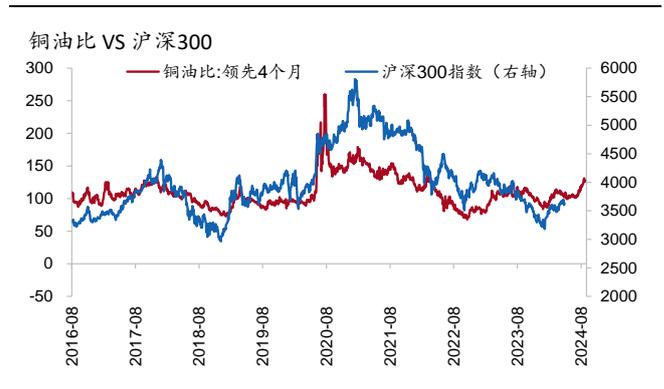

资料来源：Wind、招商银行研究院

图 21: 货币信贷增速下行, 压制估值



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 22: 铜油比反映制造业和出口强势, 支撑估值



资料来源: Wind、招商银行研究院

## 2、A 股结构: 持续关注“红利+”

回顾今年市场结构, 呈现出明显的低风险偏好特征, 红利股涨幅较大, 持续性也较好, 如银行、煤炭、家电、石油石化、交通运输、电力及公用事业等行业, 而其它多数行业则相对较弱。

**红利股涨幅过半, 仍有空间。**持续关注红利股的原因: 当前经济动能仍不强, 景气行业较为稀缺, 红利策略的胜率仍然较高。高增速时代难以重返, 经济转型期将维持较长时间, 这将使得红利方向成为长期投资主线。除非地产周期和科技周期崛起, 否则红利股的投资逻辑将会延续。需注意到红利股的上行空间正在缩小: 由于今年涨幅较大, 中证红利指数的股息率已降低到 5.0%, 其分位数已降至过往 5 年的中位数水平, 此外, 短期拥挤度也有所上升。总体而言, 我们认为红利策略是长期投资主线, 只是随着资金追逐, 未来空间有所收窄。

常见的红利策略通常在全市场选股, 成份股大多集中在传统周期性行业。最知名的两大红利指数即中证红利和红利低波。这两大指数权重行业都为银行、煤炭、交通运输等, 都是传统意义上的周期性行业。两指数的差异在于, 中证红利中银行股的权重为 22%, 而红利低波中高达 38%。历史上, 这两大指数的收益较高, 能够跑赢绝大多数周期类基金, 其中红利低波指数的累计收益要高于中证红利。

策略上我们建议关注“红利+”, 这里加的部分主要为消费行业和科技行业。鉴于当前市场的低风险偏好特征, 我们倾向于消费和科技的配置也偏向于红利特征, 如消费红利指数和信息红利指数, 下文将展开介绍这两大行业指数。

**消费红利指数:** 这是消费行业中以股息率加权的行业指数, 其成份股是高分红低估值的非典型消费股, 和以白酒为主的消费指数有较大差异。回溯历史, 发现该指数累计收益较高, 能够跑赢绝大多数主动消费型基金, 这也侧面说明长期重视估值和分红对投资的价值所在。展望未来, 随着名义 GDP 的下行趋势结束, 消费股的股价波动可能会从过去三年的下跌趋势转变为震荡格局。在

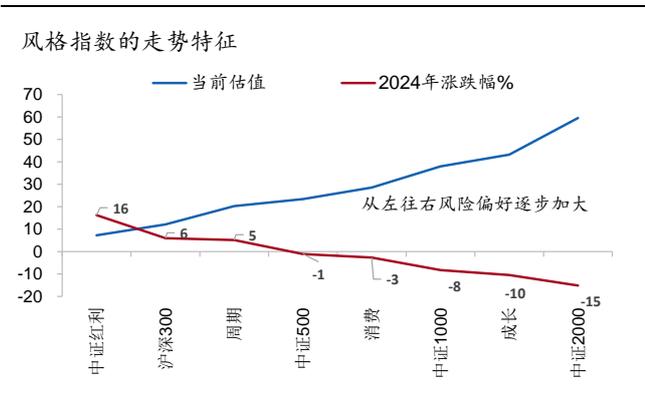
经济强劲复苏时，白酒等高端消费品类更受投资者欢迎，而消费红利指数由于对经济弹性的敏感度较低，在经济稳定期更可能获得资金的偏好。

**信息红利指数：**这是信息技术领域中基于股息率加权的行业指数，其成分股中电子行业占比约 70%，计算机行业占比约 20%。历史数据显示，该指数往往能够超越大多数科技类指数和主动管理型科技基金。这表明，即便是在高景气预期的科技行业中，估值和分红的重要性也不容忽视。尽管科技行业今年受益于半导体销售周期的回升、人工智能的快速发展以及产业政策的有力支持等积极因素，但同时也要警惕海外脱钩预期可能带来的负面影响。因此，现阶段科技股的配置仍需注意控制仓位。

前文提到了四个指数，从性价比看，中证红利 $\geq$ 红利低波 $>$ 消费红利 $>$ 信息红利。值得注意的是，消费红利和信息红利仅是各自行业内的高股息，实际上相比于全市场的股息率并不高，其行业属性仍占据主导地位。

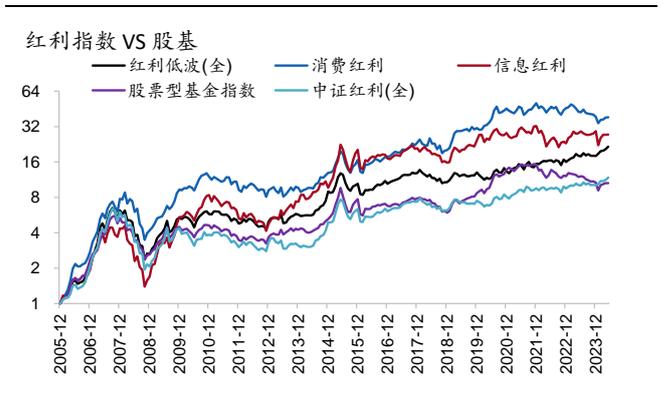
综合考虑，当前宏观经济刚企稳，且景气行业仍稀缺，红利方向仍是重要投资主线。考虑到传统红利策略存在拥挤度上升、潜在上涨空间收窄和行业风格过度暴露等问题，我们推荐“红利+”策略，即在传统红利策略上，增配热度较低的消费行业和科技行业，如消费红利指数和信息红利指数等，以平滑组合波动。

图 23：今年 A 股结构呈现出低风险偏好特征



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 24：红利指数长期累计增长倍数远强于股基



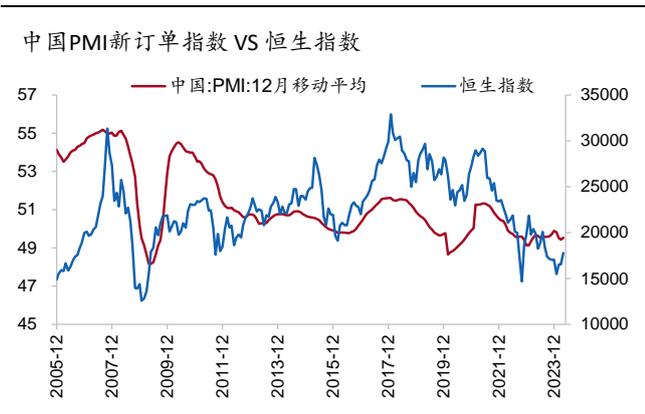
资料来源：Wind、招商银行研究院

### 3、港股：预计震荡整固

港股近期整体以上涨为主，主要原因是中国经济边际修复，同时也有资本市场政策红利的推动。展望未来，当前港股上行速度过快，但基本面修复较为缓慢，后续仍需震荡整固，等待中国经济预期改善和美国降息预期的到来。

港股结构和 A 股类似，也可重点关注红利资产，近期南向资金主要加仓方向即为红利股。值得注意的是，港股红利税比 A 股高，H 股的红利税达 20%，非 H 股达 28%。恒生科技，现阶段与 A 股消费股类似，与总量经济强相关，下行趋势或已结束，接下来将转为震荡。

图 25: 恒生指数和中国经济走势高相关



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 26: 恒生指数和美元指数负相关



资料来源: Wind、招商银行研究院

#### 4、策略建议：中高配主观多头和量化多头

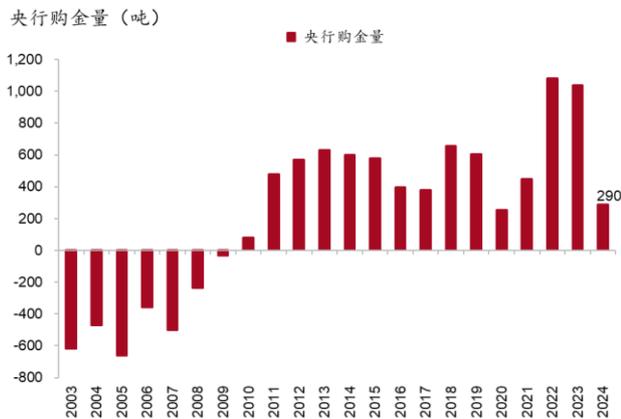
**主观多头：**基于对大盘震荡格局的判断，可中高配主观多头产品。如若大盘上涨到 3200 点附近，则可适当降低仓位至中性。结构上更关注红利类产品。

**量化多头：**基于对 A 股大盘震荡市的判断，可中高配量化指数增强型产品。结构上沪深 300 增强相对稳健。

#### (六) 另类：中高配黄金，标配 CTA 和市场中性

**黄金：趋势上仍将上涨。**美联储降息预期的推迟对黄金影响不大，因为金价近两年的上涨我们认为与金融属性几乎无关，更多是由央行购金、地缘政治冲突带来的避险情绪所推动。短期来看，金价连续创下历史新高且已经上涨至贵价区域，短期市场波动可能会有所加大。但是在趋势上，我们判断央行加速购金的趋势已经形成（2024 年一季度全球央行购金量约 290 吨，整体偏高），叠加地缘政治冲突频发，且美联储只要不大幅地收紧货币政策，黄金预计将继续上涨。投资策略上，我们建议已经有黄金持仓的投资者继续持有即可，对于未持仓或是轻仓的投资者来讲，建议逢回调进行分批配置。

图 27: 央行购金量



注: 2024 年仅包含一季度购金数据

资料来源: Wind、招商银行研究院

图 28: 黄金 vs 美债实际利率



资料来源: Wind、招商银行研究院

**原油: 市场波动性或上升。**近期全球成品油裂解价差走弱、美欧亚原油采购大幅放缓, 驱动油价不断下跌。同时, 美元的反弹也在月末放大了油价的弱势。展望未来, 我们认为后续油价走势不确定性较高, 需重点观测 OPEC+ 减产决议达成的情况。如果 OPEC+ 宣布延长减产, 油价很可能止跌企稳。否则油价大概率将续创新低。考虑到 OPEC+ 内部对减产决议也存在分歧, 以及减产执行率的不稳定性, 后续油价走势的不确定性较高, 市场波动性可能将会有所上升。

**铜: 短期调整, 但中期震荡偏强。**短期来看, 铜价可能会有所调整, 但空间受到限制。当前部分企业将精铜运输至 COMEX (纽约商业交易所) 交仓, COMEX 铜的上涨逻辑弱化。同时, 从宏观层面来看, 美国通胀顽固, 市场对美联储的降息预期不断延后, 美元指数偏强对铜价构成一定压力。期货盘面的部分获利多头主动平仓, 也会使得价格出现短期调整。但是在趋势上, 铜价依然以偏多格局为主, 内外经济都存在改善预期, 且铜价回调吸引下游企业逢低补库, 将对价格形成支撑。

**CTA: 震荡盘整。**虽 5 月海外通胀情况有所降温, 但市场仍然对美联储的加息进度继续下注推迟, 故基本面 CTA 依然处于不适应的环境; 美国对俄罗斯的制裁也导致 COMEX 铜的跨境价差远超历史极值, 跨境套利策略表现不佳。展望: 我们预计 CTA 或将处于震荡, 主要因前期的获利大多源自于有色板块以及部分如 EC、锰硅等个别品种。大部分前期涨幅较多的品种存在获利了结可能, 价格上预计会出现盘整。

**市场中性: 震荡。**今年以来市场中性产品业绩 V 型反转, 至今整体业绩在 0 收益附近。评估市场中性产品, 需考虑对冲成本和超额收益。目前对冲成本仍略高于历史中枢水平。超额收益方面, 由于中性产品业绩和小盘成长较为相关, 在证监会加大量化高频交易监管和削减壳价值的背景下, 小盘成长风格获得超额收益并不容易。综合考虑, 今年可能是对冲基金的业绩小年。

图 29: 今年中性产品业绩波动较大



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 30: 中证 500 和 1000 对冲成本略偏高



资料来源: Wind、招商银行研究院

#### 四、大类资产和策略配置建议：股债均衡配置，重视结构性机会

根据市场研判与分析，我们对未来 6 个月的大类资产的配置做如下建议：**高配：美元债。中高配：黄金、A 股、港股科技股、A 股的成长风格、A 股的消费风格、A 股高股息策略、美股纳斯达克。标配：中国国债、信用债、美股、美元、人民币、日元、欧元、英镑、可转债、A 股的周期风格。**

根据大类资产表现，投资策略配置建议如下：**中高配：主观多头、量化多头、黄金；标配：纯债、固收+、市场中性、多策略。**

表 4: 投资策略建议表

资产类别	投资策略	配置建议(未来 6 个月)	配置变化	策略建议
现金	现金	-		预计银行间资金利率维持基本稳定，现金类产品货基收益能够持平于当前水平，7 日年化大致在 1.8-2.0% 附近。
固收	存款	-		存款在 4 月禁止手工补息之后，存款利率回归到平稳状态。下一轮利率调降或需要等到下半年。
	纯债	标配		短期内债市风险大于机会。中长期看，调整后仍是配置机会，但机会需等待，在这期间，中长期债基净值将维持近一两个月的波动水平，且收益率趋弱。产品上阶段性防御，缩短久期，短债产品仍是较好选择，收益率和中长期债基差不多，回撤水平更低。
	固收+	标配		今年以来纯债基金年化业绩偏强，而权益市场结构性行情，使固收+内部业绩方差增大。固收+红利策略产品仍是年内值得关注的产品，其他风格或策略没有踩对的固收+，持有性价比不如纯债。
权益	主观多头	中高配		基于对大盘震荡格局的判断，可中高配主观多头产品。如若大盘上涨到 3200 点附近，则可适当降低仓位至中性。结构上更关注红利类产品。
	量化多头	中高配		量化多头：基于对 A 股大盘震荡市的判断，可中高配量化指数增强型产品。结构上沪深 300 增强相对稳健。
另类	黄金	中高配		央行加速购金的趋势已经形成，叠加地缘政治冲突频发，美联储只要不大幅地收紧货币政策，黄金预计将继续上涨。我们建议已经有黄金持仓的投资者继续持有即可，对于未持仓或是轻仓的投资者来讲，建议逢回调进行分批配置。



	市场中性	标配	目前对冲成本仍略高于历史中枢水平。超额收益方面，由于中性产品业绩和小盘成长较为相关，在证监会加大量化高频交易监管和削减壳价值的背景下，小盘成长风格获得超额收益并不容易。综合考虑，今年可能是对冲基金的业绩小年。
	多策略	标配	CTA 或将处于震荡，主要因前期的获利大多源自于有色板块以及部分如 EC、锰硅等个别品种。大部分前期涨幅较多的品种存在获利了结可能，价格上预计会出现盘整。

注：“配置变化”比较基准为资本市场月报（2024 年 5 月）配置策略

资料来源：招商银行研究院

表 1 风格注释：

- 1) 稳定风格包含以下中信三级行业：火电,水电,其他发电,电网,建筑施工Ⅲ,公路,铁路,公交,港口,机场,电信运营Ⅲ。
- 2) 周期风格包含以下中信三级行业：其他化学制品,石油开采Ⅲ,炼油,油品销售及仓储,其他石化,动力煤,无烟煤,炼焦煤,焦炭,其他煤化工,黄金,铜,铅锌,镍钴,锡铋,铝,长材,板材,特钢,铁矿石,贸易流通,氮肥,钾肥,磷肥,复合肥,农药,涤纶,维纶,氨纶,粘胶,锦纶,树脂,纯碱,氯碱,无机盐,氟化工,有机硅,磷化工,聚氨酯,其他化学原料,日用化学品,民爆用品,涂料涂漆,印染化学品,橡胶制品,玻璃Ⅲ,陶瓷,造纸Ⅲ,工程机械Ⅲ,矿山冶金机械,纺织服装机械,锅炉设备,机床设备,起重运输设备,基础件,其他通用机械,铁路交通设备,船舶制造,其他运输设备,仪器仪表Ⅲ,金属制品Ⅲ,电站设备Ⅲ,一次设备,二次设备,乘用车Ⅲ,卡车,客车,专用汽车,汽车零部件Ⅲ,汽车销售及服务Ⅲ,摩托车及其他Ⅲ,服装用纺织品,家用纺织品,产业用纺织品,化学原料药,航运,航空,半导体Ⅲ,塑料制品。
- 3) 成长风格包含以下中信三级行业：油田服务Ⅲ,稀有金属Ⅲ,环保,水务,燃气,供热或其他,建筑装修Ⅲ,新型建材及非金属新材料,其他专用机械,风电,核电,光伏,航空军工,航天军工,兵器兵装Ⅲ,其他军工Ⅲ,生物医药Ⅲ,其他食品,种子,物流,PC 及服务器硬件,专用计算机设备,广播电视,电影动画,互联网,整合营销,电子设备Ⅲ,其他元器件Ⅲ,动力设备,系统设备,其他,通信终端及配件,网络覆盖优化与运维,网络接配及塔设,线缆,增值服务Ⅲ,基础软件及套装软件,行业应用软件,IT 外包服务,系统集成及 IT 咨询。
- 4) 消费风格包含以下中信三级行业：印刷,包装,其他轻工Ⅲ,百货,超市,连锁,贸易Ⅲ,景区,旅行社,酒店,餐饮,白色家电Ⅲ,黑色家电Ⅲ,小家电Ⅲ,照明设备,其他家电,服装Ⅲ,服饰Ⅲ,化学制剂,中药饮片,中成药,医药流通,医疗器械,医疗服务,白酒Ⅲ,啤酒,葡萄酒,黄酒,其他饮料Ⅲ,肉制品,调味品,乳制品,果蔬饮料,农产品加工及流通,饲料,动物疫苗,畜牧养殖,林木及加工,水产养殖,海洋捕捞,商业地产,平面媒体。
- 5) 金融风格包含以下中信三级行业：国有银行Ⅲ,股份制银行,城商行,证券Ⅲ,保险Ⅲ,信托,其他非银金融,住宅地产,园区,房地产服务Ⅲ。

## 免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

**市场有风险，投资需谨慎。**投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

## 招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号  
或一事通信息总汇