

2021.05.31-2021.06.04

每周市场回顾与展望

【主要结论：】

- 宏观经济：经济增长方面，5月制造业PMI由51.1%降至51%，制造业景气度延续高位缓慢回落态势，其中出口订单指数回落至荣枯线下，小型企业与大型企业景气度明显分化；非制造业PMI延续回升态势。通胀方面，初步预计5月CPI同比增速1.7%，PPI同比增速8.3%。流动性方面，上周货币市场利率有所回落，但是DR007均值仍然略高于2.2%。
- 权益市场：在当前PPI明显上升背景下，市场对短期企业盈利特别是中游制造业盈利能力的担忧增加，市场焦点在盈利恢复的持续性。我们维持短期A股震荡的判断不变。投资线索上，一是随着中报预告的逐渐披露，聚焦中报盈利高增速标的；二是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的消费电子、新能源汽车、医药等；三是关注低估值的金融板块。风险方面，关注美债收益率上行、美股波动性加大等。
- 固定收益市场：短期而言，国内逆周期政策不急转弯，美国新一轮财政刺激落地对出口构成支撑，经济有望维持高景气状态。海外供需缺口对工业品带来涨价压力，叠加油价上涨以及低基数，PPI通胀压力仍然需要警惕，整体上基本面对债券市场仍相对不利。从估值来看，目前收益率多数位于08年以来20-30%分位数，考虑利率中枢下移之后可能仍相对中性，缺乏明确配置价值。因此，短期而言，我们对债券市场仍维持中性偏谨慎的判断。

正文内容：

一、市场回顾

(一) 宏观方面

1、经济增长：5月制造业PMI由51.1%降至51%，制造业景气度延续高位缓慢回落态势，其中出口订单指数回落至荣枯线下，小型企业与大型企业景气度明显分化；非制造业PMI延续回升态势

中国5月官方制造业PMI为51，前值51.1。中国5月官方非制造业PMI为55.2，前值54.9。

上周中观生产指数较前周维持平稳。上周南华综合指数环比增速由-2.7%升至3.4%，其中金属、工业品、能化、农产品分别上行5%、4%、3%、0.9%，贵金属下行0.7%。上周水泥价格环比增速由-0.2%降至-1.2%，表现略弱于季节性。上周螺纹钢价格环比增速由-9.4%回升至2.93%，表现强于季节性。上周钢材库存维持负增长，环比增速由-3.1%升至-1%，螺纹钢库存环比增速由-4.2%升至-1.8%。

地产方面，上周30城地产成交面积四周移动平均增速由29.6%降至14.6%（连续四周下行）。上周土地成交面积增速继续下行，土地溢价率延续下行。

生产端，5月下旬全国发电量增速由13.6%回落至11.9%。合并5月来看，5月全国发电量增速由13.7%降至12%。上周全国高炉开工率由62.4%略降至62.3%，焦化厂开工率由82.5%升至83.8%，两者同比多增较前周维持相对平稳。

注：以上数据来源于WIND资讯

点评：5月制造业PMI由51.1%降至51%，制造业景气度延续高位缓慢回落态势；非制造业PMI延续回升态势。其中出口订单指数回落至荣枯线下。小型企业与大型企业景气度明显分化。往后看，预计内需将延续温和回落态势，同时需要关注下半年外需回落幅度。目前市场预计5月新增社融在1.9-2.3万亿之间，新增信贷在1.3-1.6万亿之间，其预测均值对应5月社融增速将由11.7%降至11.1%（下行幅度较4月相当）。刘鹤与美国财政部长耶伦举行视频通话；商务部表示中美经贸领域已开始正常沟通。政策方面，一是政治局会议审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，提出进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施；二是财政部下达2021年新增地方政府债务限额42676亿元。其中，一般债务限额8000亿元，专项债务限额34676亿元。此前财政部2021年预算安排新增地方政府债务限额44700亿元，其中一般债务限额8200亿元、专项债务限额36500亿元。虽然这并不意味着预算缩减，但是考虑到在稳增长压力小、希望引导政府杠杆率下降的环境下，我们认为此举传递了年内财政政策收缩的方向。

2、通货膨胀：初步预计5月CPI同比增速1.7%，PPI同比增速8.3%

前周商务部公布的农产品价格环比增速由-1.5%升至-0.8%，表现依然弱于季节性。猪肉价格环比增速由-4.8%升至-3.3%，表现继续弱于季节性。蔬菜价格环比增速由-1.1%升至-0.2%，表现继续强于季节性。

3、流动性：上周货币市场利率有所回落，但是DR007均值仍然略高于2.2%

上周7天逆回购到期500亿元，实施7天逆回购500亿元。上周7天回购定盘利率周均值由2.33%降至2.27%，R007周均值由2.36%降至2.29%，DR007基本维稳于2.24%。

上周人民币汇率中间价均值由6.41降至6.38，离岸汇率周均值维稳于6.39。

注：以上数据来源于WIND资讯

（二）权益方面

截至上周收盘，上证综指报收3591.84点，下跌0.25%，深证成指报收14870.91点，上涨0.12%，中小板指上涨0.65%，创业板指上涨0.32%。

分行业来看，30个中信一级行业中17个行业上涨，其中基础化工、煤炭和综合分别上涨4.10%、3.62%和3.04%；13个行业下跌，其中消费者服务、非银行金融和家电分别下跌4.07%、2.88%和2.05%。

图 1：主要指数表现

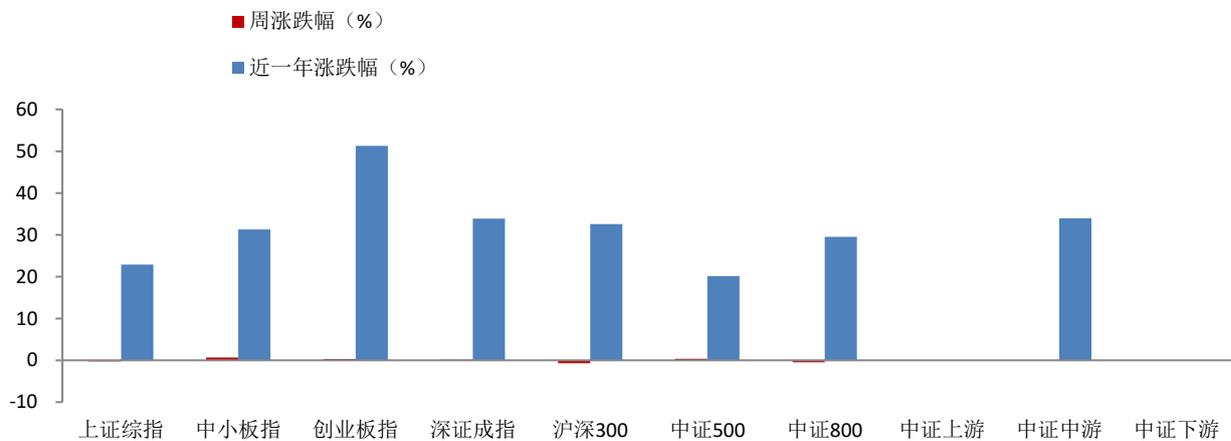
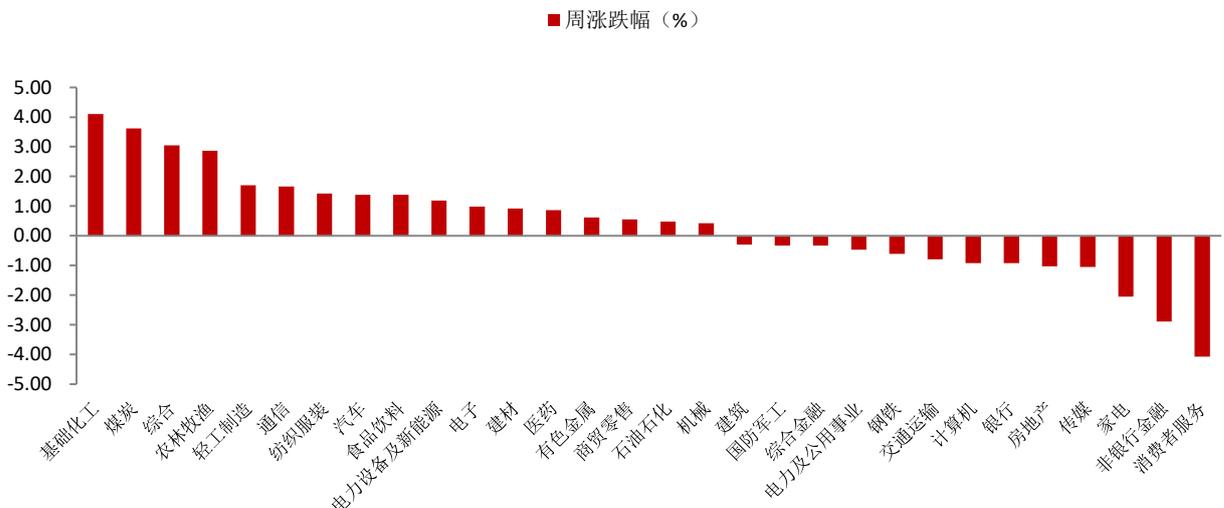


图 2：行业表现



注：数据来源于WIND资讯，工银瑞信整理，数据区间为2021年5月31日至2021年6月4日

（三）固定收益方面

利率债方面，一年期国债收益率2.39%，较前一周上涨0.06%；三年期国债收益率2.81%，较前一周下跌0.07%；十年期国债收益率3.09%，较前一周下跌0.03%。一年期国开债收益率2.54%，较前一周上涨0.06%；三年期国开债收益率3.09%，较前一周下跌0.01%；十年期国开债收益率3.53%，较前一周下跌0.22%。

信用债方面，一年期AAA最新收益率2.90%，较前一周上涨0.05%；五年期AAA最新收益率3.63%，较前一周上涨0.03%；一年期AA+最新收益率3.02%，较前一周上涨0.03%；五年期AA+最新收益率3.90%，较前一周上涨0.03%；一年期AA最新收益率3.25%，较前一周上涨0.06%；五年期AA最新收益率4.43%，较前一周下跌0.04%；一年期城投债最新收益率3.13%，较前一周略微持平；五年期城投债最新收益率4.30%，较前一周上涨0.24%。

图 3：各类债券持有期收益率

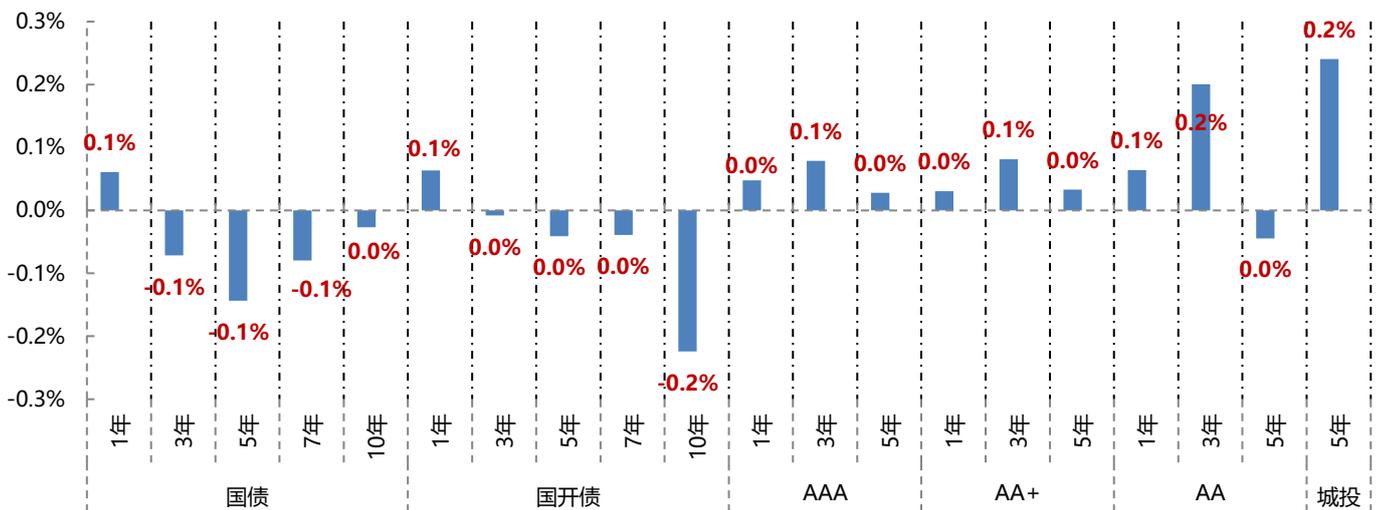
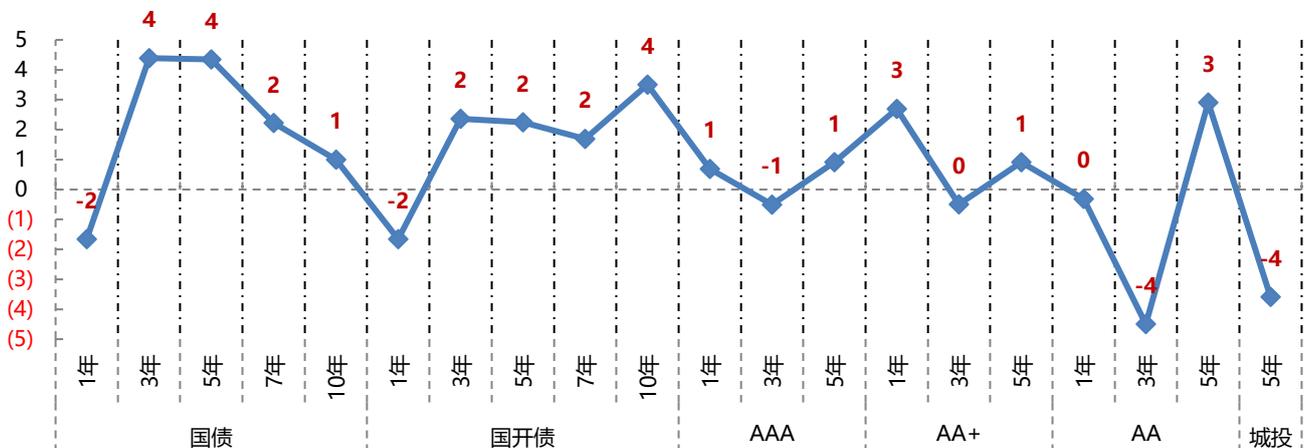


图 4：各类债券收益率变动



注：数据来源于 WIND 资讯，工银瑞信整理，数据区间为 2021 年 5 月 31 日至 2021 年 6 月 4 日

二、市场展望

宏观方面：经济增长方面，5月制造业PMI由51.1%降至51%，制造业景气度延续高位缓慢回落态势，其中出口订单指数回落至荣枯线下，小型企业与大型企业景气度明显分化；非制造业PMI延续回升态势。往后看，预计内需将延续温和回落态势，关注下半年外需回落幅度风险。目前市场预计5月新增社融在1.9-2.3万亿之间，新增信贷在1.3-1.6万亿之间，预测均值对应5月社融增速将由4月11.7%降至11.1%。中美贸易方面，上周刘鹤与美国财政部长耶伦举行视频通话；商务部表示中美经贸领域已开始正常沟通。政策方面，一是政治局会议审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，提出进一步优化生育政策，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施；二是财政部下达2021年新增地方政府债务限额42676亿元。其中，一般债务限额8000亿元，专项债务限额34676亿元。此前财政部2021年预算安排新增地方政府债务限额44700亿元，其中一般债务限额8200亿元、专项债务限额36500亿元。三是财政部通知国有土地出让使用权等四项非税收收入纳入税务部门征收。此举只是征管调整，实际归属使用均不变，短期不产生实质影响。中长期来看可能财税体制改革的一部分。**通胀方面**，初步预计5月CPI同比增速1.7%，PPI同比增速8.3%。**流动性方面**，上周货币市场利率有所回落，但是DR007均值仍然略高于2.2%。**汇率方面**，上周央行宣布自6月15日，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点。我们认为，当前决策层或有意引导汇率弹性增大以缓解外部冲击（外需强劲带来的贸易顺差扩大或输入性通胀），但与此同时决策层也不愿看到汇率市场形成一致性单边预期或短期升值过快。**海外方面**，5月美国新增非农就业数据较4月改善，但改善幅度不及预期。

权益方面：上周主要指数涨跌不一，北向资金净流入88.88亿元，市场日均成交额较前周回升，两融余额回升、成交占比下降。基本上，5月PMI显示国内经济增长维持相对平稳，改善动能略有减弱。政策面上，上周政治局会议审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。与此同时，在近期人民币持续升值的背景下，监管层也在持续加大预期管理力度。上周央行决定自6月15日起，外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。其他政策方面，一是工信部原材料工业司、装备工业二司组织行业协会召开专题会议，研究协同应对市场价格波动风险。二是，财政部下达2021年新增地方政府债务限额42676亿元。国际方面，一是，刘鹤与美国财政部长耶伦举行视频通话。二是，上周五美国就业数据弱于预期，市场对联储近期吹风Taper操作的预期边际缓和。

市场展望上，在当前 PPI 明显上升背景下，市场对短期企业盈利特别是中游制造业盈利能力的担忧增加，市场焦点在盈利恢复的持续性。我们维持短期 A 股震荡的判断不变。投资线索上，一是随着中报预告的逐渐披露，聚焦中报盈利高增速标的；二是在中长期成长性方向中关注估值和业绩增长较匹配的消费电子、新能源汽车、医药等；三是关注低估值的金融板块。风险方面，关注美债收益率上行、美股波动性加大等。

固定收益方面：短期而言，国内逆周期政策不急转弯，美国新一轮财政刺激落地对出口构成支撑，经济有望维持高景气状态。海外供需缺口对工业品带来涨价压力，叠加油价上涨以及低基数，PPI 通胀压力仍然需要警惕，整体上基本面对债券市场仍相对不利。货币政策方面，近期资金利率中枢已略低于政策利率，这也是在央行引导市场利率围绕政策利率波动定调下的偏低水平，后续随着债券供给大幕的拉开，供求关系相对最友好的时间窗口或将过去，资金利率中枢低于政策利率的持续性存疑。从估值来看，目前收益率多数位于 08 年以来 20-30% 分位数，考虑利率中枢下移之后可能仍相对中性，缺乏明确配置价值。因此，短期而言，我们对债券市场仍维持中性偏谨慎的判断。

重要提示：

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：**北京市西城区金融大街5号新盛大厦A座6-9层**

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）