



招商基金季度投资策略报告

2021年6月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1	宏观经济环境	3
1.1	海外市场	3
1.2	国内市场	5
2	大类资产观点	7
2.1	A股市场	7
2.2	债券市场	8
2.3	港股市场	9
2.4	美股市场	10
2.5	原油市场	11
2.6	黄金市场	13
2.7	汇率市场	14
3	股债投资策略	16
3.1	A股投资策略	16
3.2	债券投资策略	17
3.2.1	利率产品	17
3.2.2	信用产品	19
3.2.3	可转债	20

招商基金 2021 年 6 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

大宗商品涨势缓和，短期流动性持续宽松

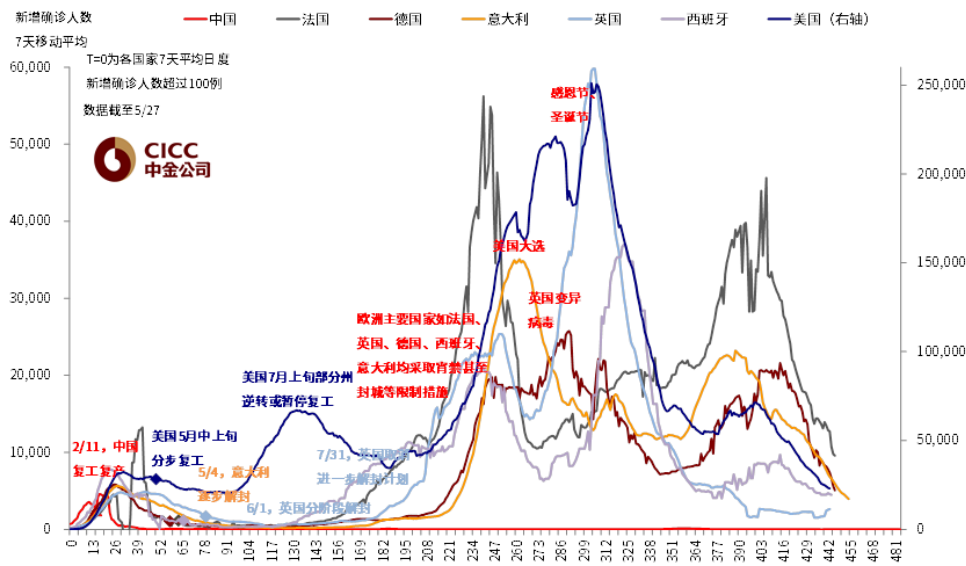
5 月伴随着大宗商品价格阶段性见顶，市场对于政策过早退出的担忧有所缓解，同时伴随着全球股指的持续修复，科技股等成长风格阶段性占优。疫情方面，前期较为严重的印度等国的疫情在强化封锁的背景下也出现显著回落，欧元区疫苗接种节奏显著加快；美国新一轮财政刺激落地后，美国居民消费景气度继续在高位运行，市场对于经济复苏的前景持续趋于乐观。**下一阶段，美国就业市场的恢复状况以及美联储的政策基调的变化或将是决定市场能否继续上行的关键。**

从宏观经济基本面数据观察，美国的消费、制造业持续转好，呈现强劲的经济复苏势头，但供给瓶颈也逐渐显现，阶段性的通胀上行压力仍需持续关注。美国 4 月耐用品订单环比减 1.3%，为去年 4 月以来新低，预期增 0.7%，前值增 0.8%；随着美国居民逐渐转向线下经济，原有宅经济的品类增速可能出现回落压力，未来需要密切跟踪其对国内出口景气度的影响。同时，美国公布 4 月 PCE 物价指数同比升 3.6%，预期 3.5%，前值 2.3%；核心 PCE 物价指数同比升 3.1%，创 1992 年 7 月以来新高。欧洲和日本也呈现出继续改善的态势，其中日本 5 月的制造业 PMI 为 53，较前值的 53.6 虽有小幅下降，但整体仍维持在较高水平；而欧元区 5 月的制造业 PMI 为 63.1，较前值的 62.9 再度走高，显示在线下逐步重启的过程中，经济修复的动力仍较为强劲。

从货币政策而言，需要密切关注美国最新的就业恢复进展以及美联储的政策基调变化。对于短期供需错配导致的通胀压力，美联储继续表示将保持耐心：在理想情景下，随着疫情的完全消退和产业链的依次恢复，这一通胀压力会自行消失，尤其是考虑到现在劳动力市场的巨大冗余产能。但考虑到薪资水平本身存在的巨大粘性，以及疫后劳动力市场的长期格局仍有待观察，对于劳动力市场中期趋紧的风险仍不容忽视；另一方面，美联储的 FAIT 框架只允许通胀小幅超调，若供需错配的程度和时间均超过预期，则很难想象联储对此完全无动于衷，而即使是温和的政策调整，也可能对当前高估值运行的资产价格形成较大影响。

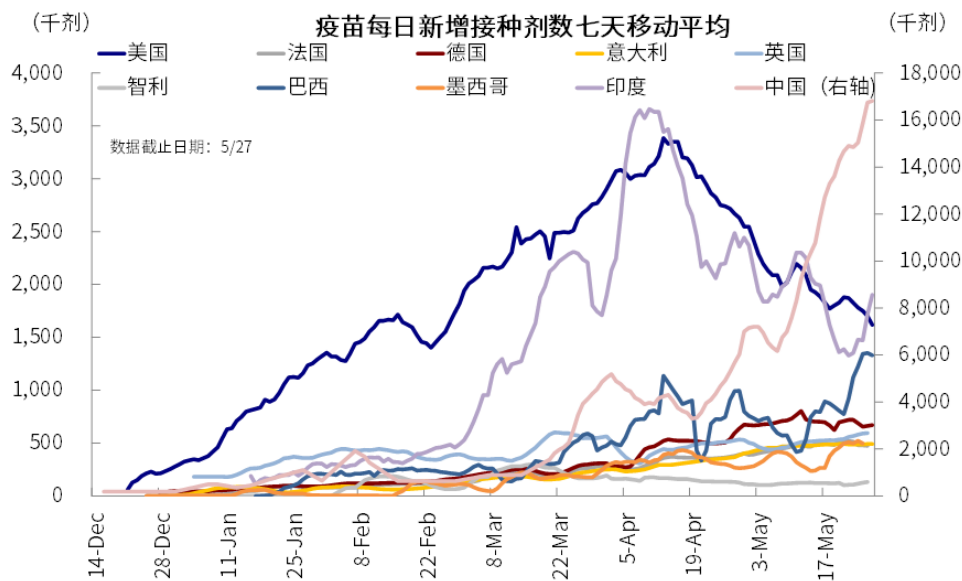
近期随着美债收益率的阶段性回落以及欧元区疫苗接种节奏的加快，美元指数从此前的高位持续回落。**我们认为，美元指数的周期见底需要等待美联储货币政策态度的明确变化，但目前来看，受制于较慢的劳动力市场恢复，美联储释放明确 taper 的时点需要进一步后移，在此之前美元指数或仍将以低位震荡为主。**对于人民币而言，美元指数的走弱再度带来被动走强压力，当前中美利差从高位回落较多，但绝对幅度上仍相对较大，有助于维持对于境外配置资金的吸引力；当然鉴于中国经济复苏强度可能逐渐落后于欧美，人民币汇率升值最快的阶段或已过去，但是大级别的走弱仍需等待美元指数上行周期的拐点确认。

图：新兴国家的疫情出现明显改善



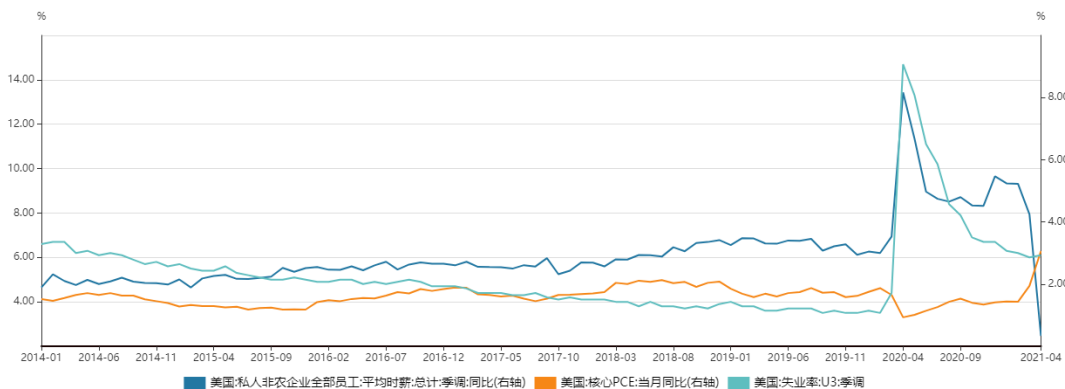
数据来源：Wind，招商基金

图：疫苗接种节奏上，欧元区保持较快节奏



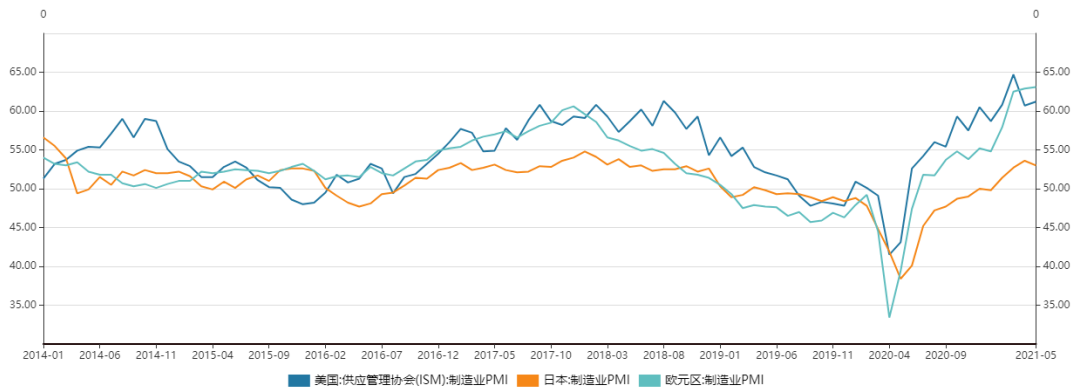
数据来源：中金公司

图：4月美国失业率较前值小幅上升，核心PCE较前值大幅回升



数据来源：Wind，招商基金

图：5月伴随疫情影响的逐渐消退，美日欧的制造业PMI仍处于高景气区间



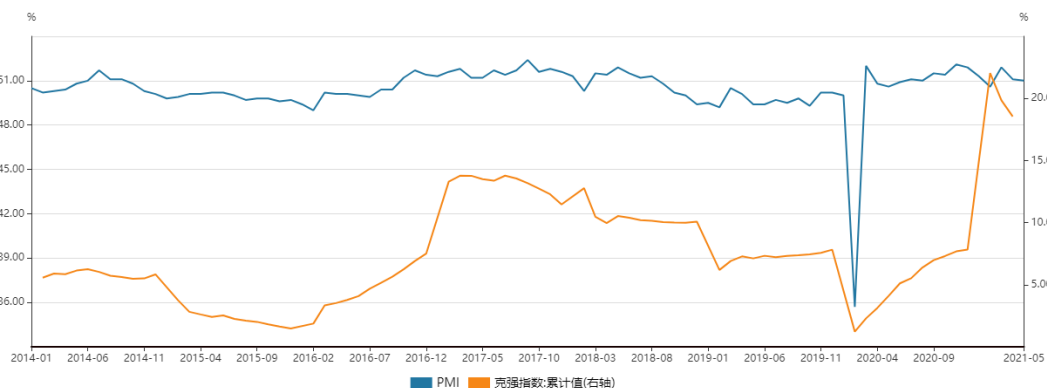
1.2 国内市场

国内：流动性持续超预期宽松，经济扩张期未确认结束

国内，央行在公开市场投放量维持紧平衡，但受益于财政支出资金的投放，上月银行间市场整体流动性继续保持宽松。需求端地产销售继续维持韧性，土地集中出让下部分城市的地价分化、但多数热点城市的土拍市场热度仍然较好；同时，受益于海外需求的持续上行，5月出口同比仍保持较高增速，预计这一景气状态仍将持续一段时间。在出口和地产部门整体仍未确认见顶的情况下，我们认为国内经济仍将处于扩张的中后期，后续仍需密切跟踪通胀压力以及其对货币政策的影响、国内地产销售韧性的维持时间等。

5月制造业PMI为51%，环比小幅回落0.1个百分点但保持在扩张区间。外需下降可能是导致整体需求放缓的主要因素，5月新订单指数从上月的52%继续下降至51.3%，5月新出口订单指数为48.3%，环比下降2.1个百分点。价格指数持续上行，价格方面，5月原材料购进价格指数72.8%，环比回升5.9个百分点；出厂价格指数60.6%，环比回升3.3个百分点，均为近十年来新高。

图：国内制造业PMI较上月环比走弱，克强指数较前值持平



数据来源：Wind，招商基金

4月的金融数据总量虽有所放缓，但结构显示内生性融资需求仍然强劲，经济的信用扩张周期并未结束。总量上，4月社融同比11.7%，较3月回落0.6个百分点；从增速看，4月社融规模1.85万亿、人民币贷款1.47万亿，均高于2019年同期，结构上，4月企业中长期贷款新增6605亿元，同比多增1058亿元，中长期占比仍高，同时政

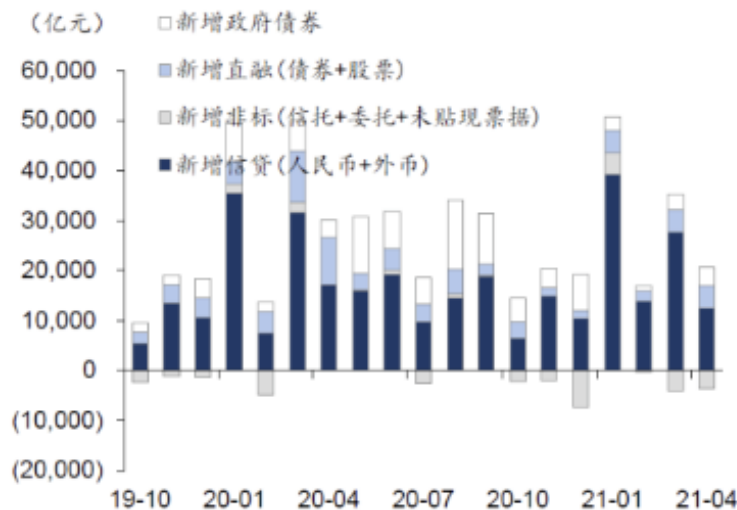
府债券融资 3739 亿元，供给进度仍偏慢。展望后市，本轮社融回升的拐点虽可能已在去年四季度显现，但鉴于绝对增量强劲、结构转好，对于实体经济的紧缩作用可能暂时有限，后续需要关注政策对于信贷投放的节奏把控以及地方债的发行进度，预计全年社融增速或仍在 11% 左右。

图：新口径下 4 月社融存量增速为 11.7%，较上月继续下行，预计 2021 年全年增速或在 11% 左右



数据来源：Wind，招商基金

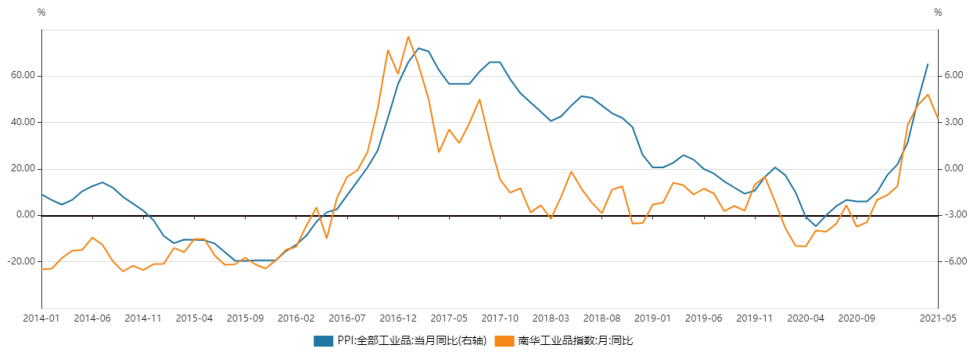
图：从 4 月数据来看，居民和企业中长期信贷需求继续支撑社融总量超预期，显示实体融资需求仍相对旺盛



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

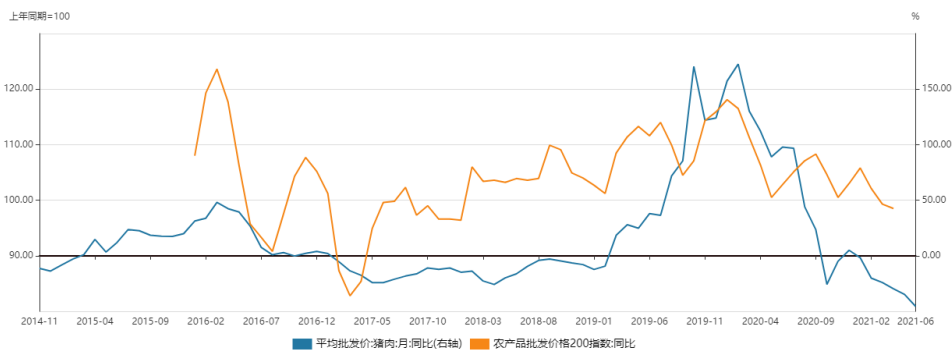
4 月整体价格数据显示通胀压力仍在传导过程中，后续需要密切跟踪高频数据。4 月 CPI 同比 0.9%，走高 0.5 个百分点，PPI 同比 6.8%，走高 2.4 个百分点。CPI 涨幅相对温和，主要是受食品与部分服务价格压制，预计年内先升后稳。PPI 继续冲高，当月上游生产资料涨幅收窄或系美元指数回落，下游除食品外的生活资料涨幅继续扩大。预计在全年需求改善、供给相对偏紧的情况下，大宗商品或仍有上涨动力，在低基数因素的助推下 PPI 同比读数至四季度前仍将保持高位。

图：4月PPI同比读数继续上行，但南华工业品指数涨幅出现回落



数据来源：Wind，招商基金

图：近期猪价和农产品整体价格增速均呈现走低态势



数据来源：Wind，招商基金

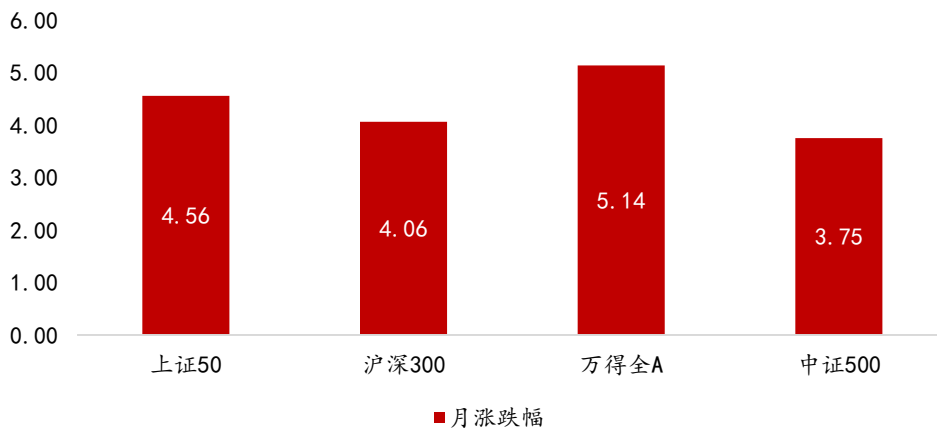
2 大类资产观点

2.1 A股市场

5月市场回顾：股市显著修复，债市呈现反弹

内外流动性均处于阶段性宽松窗口期，市场整体继续震荡修复；但对于板块的分歧严重，上游周期资源品月初走高后回落，而核心资产则呈现大幅反弹。

图：2021年5月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

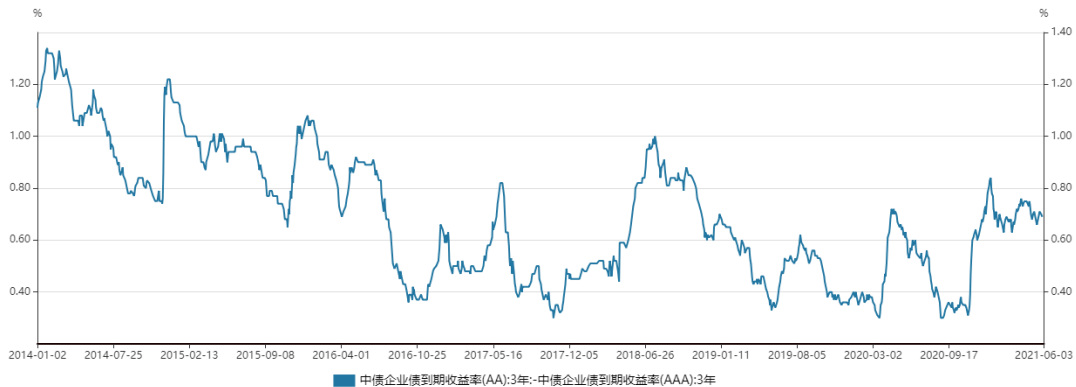
再观债市，5月整体资金面超预期宽松，主因财政资金支出形成自然投放、同时债券供给不及预期所致；大宗商品价格在保供稳价政策陆续出台后逐渐稳定，使得市场对于通胀的担忧有所缓解。

图：长端收益率震荡回落，期限利差走窄



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：信用利差在高位震荡



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

大类资产配置：权益市场聚焦结构性，债市收益率关注上行风险

海外，美国新一轮的财政刺激仍在推进过程中，同时伴随疫苗接种的进展顺利，欧美经济有望步入强劲的疫后复苏期，这仍将支撑国内的出口一段时间；短期来看，通胀上行压力暂未对货币政策和流动性形成影响。国内，政策基调仍是以稳为主，“不急转弯”，预计国内经济或仍处于扩张窗口期；后续需要关注地产终端需求走弱迹象，整体信用扩张周期是否出现明显拐点。

权益市场方面，我们认为阶段性的流动性宽松窗口期不意味着全年政策回收的方向变化；但考虑到国内外整体货币政策基调并未进一步收紧，且全球经济复苏前景良好，市场仍存在结构性的做多机会。继续建议关注宏观经济深度复苏、景气度改善的低估值顺周期品种如银行和上游资源股的修复机会；对于新能源、白酒等近期涨幅较大的高景气行业，仍需对于估值和基本面景气度的匹配程度给予更高的筛选要求。

债券市场方面，预计短期修复基本告一段落。从基本面看，近期的宏观经济数据仍显强劲，显示在内外需改善而政策尚未趋势性收紧之前，债市仍将面临压力。从资金面看，伴随地方专项债发行提速、配置盘需求告一段落，

短期非常宽松的资金面可能出现边际变化，长端收益率可能再度面临上行压力。信用债方面，鉴于经济持续复苏的背景，可在控制风险敞口的前提下积极寻找部分被市场情绪错杀的品种。

2.3 港股市场

5月恒生指数上涨1.4%，恒生国企指数下降0.3%，在全球主要股指中表现居中。具体来看，1) 中型股（涨2.3%）表现优于小型股（涨0.7%）和大型股（涨0.1%）；2) 香港本地/外资股（涨2.5%）表现稍弱于中资股（涨2.7%）；3) 行业方面，恒生公用事业、能源业、原材料业和医疗保健业表现较佳，恒生电讯业、资讯科技业表现较差。

海外方面，5月Markit服务业、制造业PMI创历史新高，美国4月PPI同比增长6.2%，增幅同样大幅高于前值与市场预期。市场对通胀担忧持续加剧。美联储官员在公开场合表示，未来几个月将开始讨论减少QE购债。国内方面，CPI和PPI均超前值与市场预期，不过央行在一季度货政报告中指出，PPI上涨不具备持续性，基数效应与供给因素消退后，所以市场整体流动仍保持充裕。**但5月国内经济内生增长有所放缓，社融表外项开始收缩，“结构性紧信用”较为明显。**

1、截止5月28日，恒指PE（TTM）为13.6倍，恒生国指PE（TTM）为14.2倍，与4月底的13.4倍、14.2倍基本持平。

2、截止5月28日，离岸人民币兑美元汇率本月上涨1.8%，美元兑离岸人民币汇率为6.3598。5月底人民币3个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为421BP，高于4月底的404BP，显示5月底人民币贬值压力有所上升。

3、资金方面，境内外流动性仍处于总量宽松阶段。截止5月28日恒生AH股溢价指数较4月底有所上升。截至5月28日，AH溢价指数为138.3，高于4月底的135.6。

展望6月，**在通胀再次上行以及美联储将缩减宽松力度的环境下，市场风险偏好有所压制。而企业盈利仍在改善，市场大概率交易经济过热和类滞胀的这两个阶段，宽幅震荡行情仍会维持。**板块配置上，（1）全球经济复苏明确，顺周期板块仍会受益，而其中银行和保险具备低估值、高股息等优势，较好的抗波动性。（2）关注公共事业中的垃圾焚烧发电和燃气公司。这两个细分领域具备估值低、业绩确定性高、派息率高，且具备一定的“碳中和”概念。（3）国内外疫苗接种进程稳健，线下消费场景逐渐打开，关注酒店、餐饮、香港本地零售、博彩等板块。（4）部分优质的新经济公司在本次调整后配置价值凸显。（5）中美关系仍有较大不确定性，可关注回归受益的港股互联网软件板块。

2.4 美股市场

5月美股指数多数收跌，中国科技股表现欠佳。4月CPI同比上涨4.2%，PPI同比上涨6.2%；PCE物价指数年率录得3.6%，创近30年新高，美国通胀压力进一步升高。

拜登公布超6万亿美元预算案，通胀的可能性有所增加。5月公布美国4月非农就业人数增加26.6万，失业率为6.1%，但初请失业金人数持续下降，就业市场正在逐渐复苏。整体而言，美股市场本月呈下行态势。受监管和反垄断影响，中国科技股指数领跌，跌幅达到7.17%。道指上涨1.38%，纳指和标普500指数分别下跌2.37%和0.17%。

5月美股行业多数收涨，金融和材料领涨。受大规模政府开支的影响，美国流动性高度充裕，推动经济复苏。受益于经济复苏的周期板块整体表现较好。金融领涨，涨幅为5.56%；材料板块上涨4.56%。5月中概股多数上涨。本周166家中概股上涨，90家中概股下跌。其中，多元金融和软件与服务板块表现良好。消费者服务II板块表现低迷，受在线教育监管收紧影响，教育中概股大幅下跌。老虎证券、研控科技、箩筐技术、红黄蓝位于涨幅前四。阿里巴巴、蔚来和拼多多位列中概股成交额前三。

美元指数在过去一个月内从93点的水平跌到上周五的90左右，说明美元相对于全球主要货币出现疲软走势。美元的贬值行情也增加了投资美股市场的汇率风险，这也进一步促使美股跑输其他主要市场。按照美元计价，调整后的沪深300指数5月迄今涨幅已达到5.66%，远胜美国大市行情。

受通胀压力的影响，5月美股三大指数的估值均有所下降。5月道指PE收于28.88倍，处于97.60%历史分位，纳指PE收于46.19倍，处于81.50%历史分位，标普500指数PE收于32.36倍，目前处于96.40%历史分位。三大指数风险溢价本月均有所上升。

美股行业估值较高，除通信设备行业和金融业估值处于低位之外，其余行业估值均处于70%历史分位之上。总体来看，通信设备目前估值较低，处于6.5%的历史分位。金融业近期估值大幅下行，目前处于低位（21.4%分位点），公用事业PE达到75.9%的历史分位，其余行业PE均处于80%分位以上。

在通胀预期的压力下，大宗商品全线涨价。原油、黄金、铜、铝以及农作物均在年内不断调升期货价格。大宗商品全线涨价 黄金回归每盎司1900美元。原油方面，价格已经来到了近五年来的高位，WTI原油月涨4.31%、布伦特油月涨2.2%，在上周五收盘分别报于每桶66.3美元和68.7美元。铜价方面，LME（伦敦金属交易所）报价于上周五收报每吨10258美元，月涨幅4.4%、年涨幅已经达到32%。金价升势令人关注，现货金周五收报每盎司1903.77美元，月涨幅高达7.6%，一举收复了今年的全部失地，回归到年初的价格水平。此外，其他的工业用金属如铝矿，以及农作物包括咖啡、玉米、大豆，年内大宗期货都已经涨了超过15%。

和大宗商品有关的板块行情，今年以来造好。不过股价方面，由于今年涨势较猛，工业用金属、原油等板块近期在高位调整当中。其中，美国铝业今年以来股价已升逾72%，康菲石油近期在高位调整，但月内仍然升9.8%，如埃克森美孚、雪佛龙等年内涨幅分别超过40%、20%。

展望 6 月，一系列重要的经济指标和美联储利率决议将是市场关注的焦点。市场持续关注着美国经济和就业市场是否如预期般强劲复苏，以及美联储对此的态度转变。

根据道琼斯数据，经济学家们预计这份就业报告将显示 5 月美国新增就业 67.4 万。此前 4 月新增就业数量仅 26.6 万个，仅仅达到经济学家们预测的四分之一，令市场大失所望。三如果就业数据连续两个月未能达到预期，市场将变得非常紧张。

4 月美国制造业 PMI 较上月回落 4 个百分点至 60.7%，生产、需求和就业活动增速较上月均有放缓。虽然美联储对经济活动预期乐观，但经济复苏并没有强到过热的地步，持续的政策支持仍有必要。鲍威尔表示当稳定物价和最大限度增加就业的双重目标取得实质性进展时才会出发 Taper（逐渐减少量化宽松），而达成就业最大化和通胀在一段时间内超过 2% 的目标后才会加息。

目前美联储距离双重目标仍有距离。目前美国就业的绝对水平距离疫情还有差距。4 月美国失业率 6.1%，疫情前为 3.5%。非农就业人数 1.44 亿，疫情前为 1.52 亿，都没有达到疫情前的水平。从通胀来看，4 月美国 CPI 为 4.2%，虽然已经连续两个月超过 2%。但过去十年即使在美联储大放水的背景下，超过 2% 的时间也寥寥无几。因此美联储对通胀的上行会更有耐心，需要确认高通胀的持续性，以防过度紧缩带来长期通缩风险。

市场对美联储的货币收紧预期有所弱化，或者至少是完成了 Price in。最新的调查和 3 月结果一致，2022Q1 开始 Taper，至 2022 年底完全退出 QE，首次加息时点在 2023Q3-4。

虽然对今年标普 500 盈利增速的一致预期已从 4 月中旬的 27% 上调至当前的 34%，但其动态估值仍处于 21.3 倍的高位。在无新的催化因素下，美股大市进一步上行的空间有限，相反，各类风险却在逐步加剧。若美联储于 8 月底确定性地释放削减购债的信号，且民主党于 9 月底前如期通过加税法案，则三季度下旬或是美股风险集中爆发的时间点。而如果资本利得税改的起始有效日最终确定为 2022 年 1 月 1 日，则“散户加杠杆”资金的大概率流出可能会在 4 季度对美股的表现造成负面影响。行业层面，短期上仍偏好受益于经济重启、PPI-CPI 剪刀差扩大的能源、原材料和工业，以及收益率曲线“陡峭化”+回购重启+拨备减少利好的银行；临近年底，建议关注估值切换后，维持高成长性、获 ETF 持续配置的科技巨头。

2.5 原油市场

5 月原油市场行情回顾：

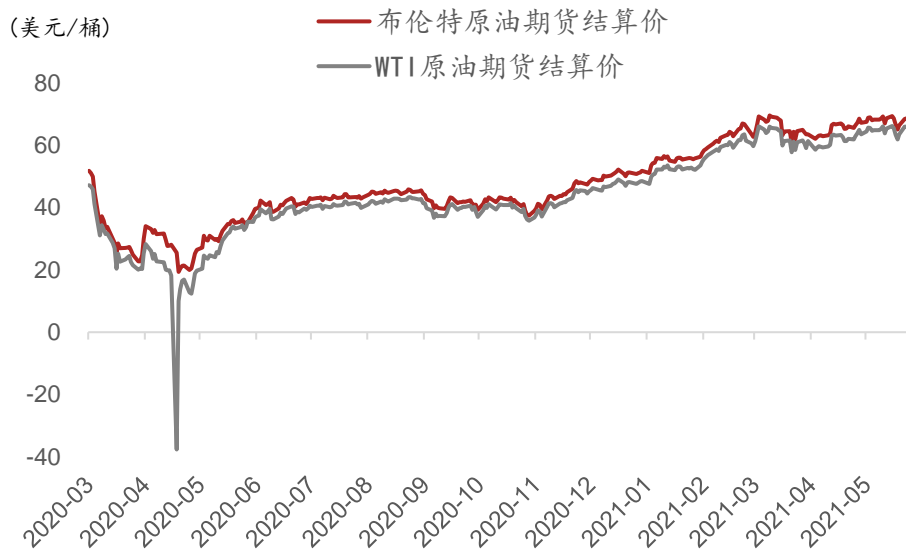
5 月国际油价维持高位震荡。截至 5 月 28 日，WTI 原油期货结算价为 66.32 美元/桶，较 4 月上涨 4.3%。5 月上半月油价稳定在 63.8-66.1 美元区间。5 月下半月油价呈现 V 形反弹，5 月 18 日开始油价连续三天下跌，5 月 20 日跌至月内油价最低点 61.94 美元，之后油价逐步回升，重新回到 66 美元以上。

5 月上半月油价稳定高位，偶有下跌。全球新冠疫情反复，5 月 6 日世界第三大石油消费国印度新增确诊和死亡人数均创历史新高，当日新增确诊达 41.4 万，市场对于需求放缓的担忧情绪再度升温，油价下跌 1.4% 至 64.71 美

元。但基于美国的财政刺激政策，以及亚洲国家经济的加速恢复，OPEC 对于全球经济复苏前景仍保持乐观预期，5 月 11 日上调对 2021 年全球经济增速预期，从 5.4% 至 5.5%，之后油价重回 66 美元以上。5 月 13 日，美国最主要的大型成品油管道运营商之一 Colonial 管道运输公司表示恢复因网络攻击而暂停的燃油管道输送服务。受此消息影响，当日油价下跌 3.4%。此前该公司能源供应网络遭受勒索软件攻击关闭，导致美国东部和东南部地区出现燃油供应紧张状况。

5 月下半月油价呈现 V 形反弹。5 月 18 日，俄罗斯驻联合国原子能机构的代表称伊朗核谈判取得重大进展，此消息引起当日油价下跌 1.2%。5 月 19 日，伊朗总统鲁哈尼表示，伊朗核问题全面协议相关会谈取得重大进展。该消息引发市场对于伊朗制裁解除、石油供应增加的预期，油价持续下跌，至 5 月 20 日油价下跌至月内最低点 61.94 美元。5 月 21 日，美国国家飓风中心(NHC)表示，在墨西哥湾西部形成的天气系统有 40% 的可能性在未来 48 小时内变成气旋，市场产生墨西哥湾原油生产可能中断的预期，油价开始反弹，当日油价上升 2.6%。5 月 23 日美国国务卿布林肯表示“我们目前还看不到的是，伊朗对于应该做的事情已经做好准备或者有相关意愿”，同时伊朗表示，在各国何时恢复遵守最初的 2015 年核协议问题上仍存在分歧，这一消息显示伊朗原油供应短期内不会迅速增长，缓解市场担忧情绪，加上美元指数下降，24 日油价上涨 3.9%，重新突破 66 美元。

图：布伦特原油和 WTI 原油期货结算价



数据来源：Wind、招商基金

6 月原油市场行情展望：

展望 6 月，预计油价或将继续维持 66 美元以上的高位并缓慢上行。

供给端来看，6 月 1 日开始美国大西洋沿岸进入飓风季，据美国国家海洋和大气管理局预测，大西洋飓风季节将再次超常，今年飓风活动强度高于往年的概率将达 60%，预计墨西哥湾原油生产将受到影响，供给小规模减少，为油价上行提供支撑。除此之外，塔斯社消息称 OPEC+ 考虑了伊朗石油回归市场的潜在影响，仍需关注预计于 6 月 1 日举行的 OPEC+ 全体会议。

需求端来看，全球经济和需求恢复仍是主线。疫情反复地区如印度近半月来每日新增确诊人数持续下降，有助于缓解 6 月出行限制。此外，全球疫苗接种人数持续增加，美国也将在 6 月底向国外发送至少 2000 万支疫苗帮助全球疫情控制。需求恢复前景良好，对油价形成有力支撑。

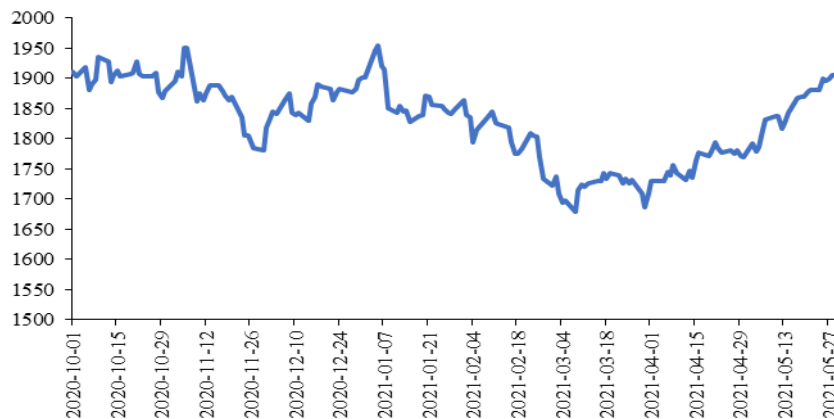
2.6 黄金市场

5 月金价受实际利率驱动上行，预计 6 月黄金价格震荡。

黄金价格在 5 月整体上行，5 月 31 日收盘价为 1907.7 美元，达到 5 月高点，较 4 月 30 日 1768.8 美元的收盘价涨 7.85%，低点于 5 月 4 日收 1778.6 美元。整体来看，5 月金价处于小幅震荡、持续上行的状态。我们认为 2021 年 5 月黄金价格走势主要遵循的逻辑是非农数据不及预期导致 Taper 预期窗口延后，在驱动实际利率下行的同时带动金价上涨：

美国公布的非农就业人数低于预期，意味着美联储关注的 Taper 两大前提条件（疫苗覆盖率接近 75%和就业持续大幅改善）之一的就业状况修复放缓，导致市场对 Taper 的预期有所延后。今年决定债券收益率尤其是实际收益率的核心因素是 Taper 预期，预期回落带动实际收益率在 5 月回落，并驱动金价上行。除此之外，4 月美国 CPI 大超市场预期也助长了通胀预期的上行，在名义利率无明显变化的同时进一步压缩实际利率。

图：COMEX 黄金价格指数在 2021 年 5 月上行



数据来源：Wind、招商基金

2021 年 6 月黄金市场展望

我们认为 6 月黄金价格将整体呈现震荡态势，核心逻辑在于 4 月压制就业修复的两大因素在 5 月暂未消退，5 月非农新增就业人数仍有可能不及预期。在此情况下，市场对经济复苏、Taper 预期的博弈将使实际利率呈震荡走势，连带黄金整体呈震荡走势。

4 月使得非农不及预期的主要因素有三项：一是学校尚未开学使得较多家长被迫滞留家中照看儿童，继而影响返岗意愿，根据美国普查局 3 月末调查，约 675 万个居民声称是因为照顾无法返校的孩子而无法返岗，约有 206 万个居民声称是因为照顾老人而无法返岗就业。二是疫情在 4 月上旬的阶段性复发可能影响美国居民的就业意愿，美

国普查局的 3 月末的家庭脉搏调查显示，约有 422 万个美国居民声称他们是出于担心感染新冠疫情而选择不返岗工作。三是给居民提供的财政刺激确实在一定程度上影响居民的就业意愿，除了当前每周额外 300 美元的失业金以及此前一次性发放的 2000 美元，美国财政部即将在 5 月开始执行失业金退税政策。三项因素中，前二者主要受疫情影响，美国当前每日新增已回落至 2 万例以下，仍未完全趋稳但态势明显转好，在此背景下预计疫情对就业的影响需 6 月方能好转，5 月就业数据恐仍受掣肘。对于第三项原因，美国已有 23 州逐渐叫停失业救济金福利并于 6 月中旬生效，也将逐渐增强部分失业人群的就业意愿，但 5 月就业数据恐仍受此影响。综上，我们预计就业数据 5 月仍将略显低迷，6 月将有明显边际上行。对应 5 月市场对 Taper 以及实际利率的博弈仍然较为激烈；但预计 5 月 CPI 同比增速将触及 5.7%，通胀预期的上行可能小幅助涨金价。综上，金价预计将在本月维持大幅震荡，中枢小幅向上走势。

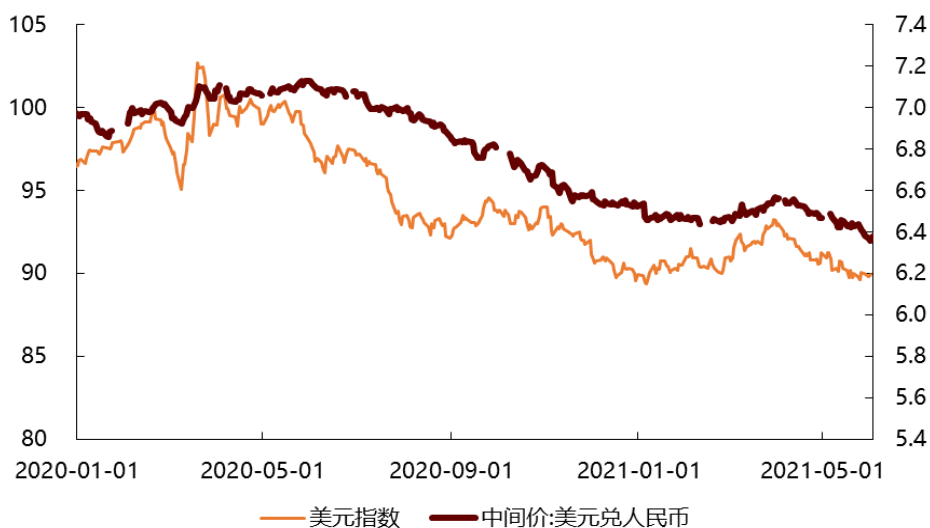
2.7 汇率市场

预计 6 月份的人民币汇率以小幅走强为主

2021 年 5 月份汇率走势回顾：人民币汇率大幅走强，美元指数大幅走弱。

在 2020 年 5 月份，人民币汇率大幅走强，美元指数大幅走弱。从外界的变量情况来看，疫情仍是最大的不确定因素之一。人民币汇率的走强与全球疫情反复背景下凸显了中国较好的疫情管控能力有一定的关联性。中国较好的疫情管控能力，提升了生产能力，增加了对于海外产品的供应，确定性提升的同时也提升了对于海外资金的吸引力。除了中国较好的经济表现带来的避风港效应，稳健稳定的货币政策同时也提升了中国资产的吸引力，因此，人民币在 5 月份出现了大幅的走强。**美元指数的大幅走弱，预计仍与美国政府的大幅宽松导致的美元泛滥有一定的关系。市场中较多的美元使得美元的稀缺性降低，从而使得美元有着一定的走弱压力。**

图：2021 年 5 月份，人民币汇率大幅走强，美元指数大幅走弱

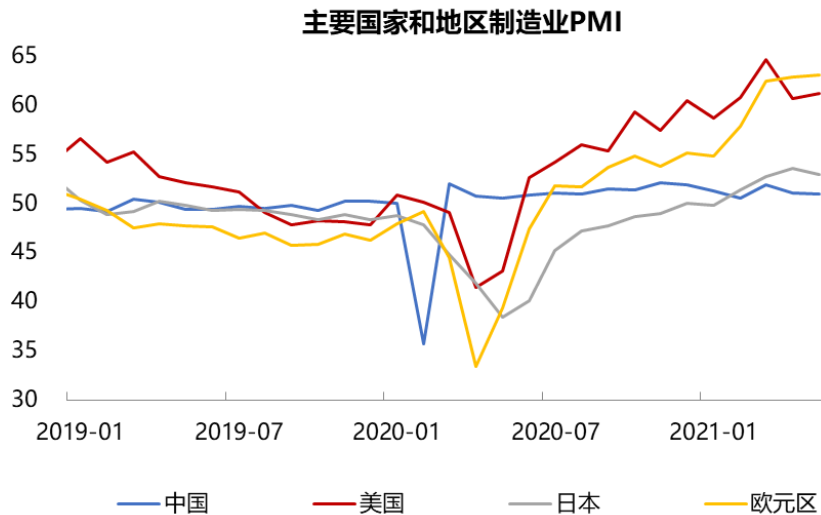


数据来源：Wind、招商基金

2021年6月份走势展望：预计人民币汇率将以小幅走强为主。

对于2021年6月份的人民币汇率走势展望，我们预计人民币将以小幅走强为主。主要是考虑到目前的全球疫情的反复情况仍存在着一定的不确定性。而中国的疫情管控能力、疫苗的生产能力和接种情况均处于世界前列，中国的资产的性价比依旧突出，人民币的吸引力依旧。因此预计人民币汇率将会以小幅走强为主。同时，考虑到5月份人民币出现了大幅的升值，虽然政府机构也出台了各项措施来管控人民币升值的情况，但预计短期内人民币的升值动能仍在，因此预计6月份人民币仍将以小幅升值为主。从经济的数据来看，5月份的中国制造业PMI为51，仍处于荣枯线之上，可见中国的经济发展依旧强劲，短期内中国制造的优势依旧。美国5月份的制造业PMI为61.2，预计美国的经济仍处于快速的恢复中，但考虑到短期内美国的货币政策依旧宽松，美元指数预计在6月份呈现一个震荡走势。

图：2021年5月，中国的制造业PMI为51.0，美国的制造业PMI为61.2



数据来源：Wind、招商基金

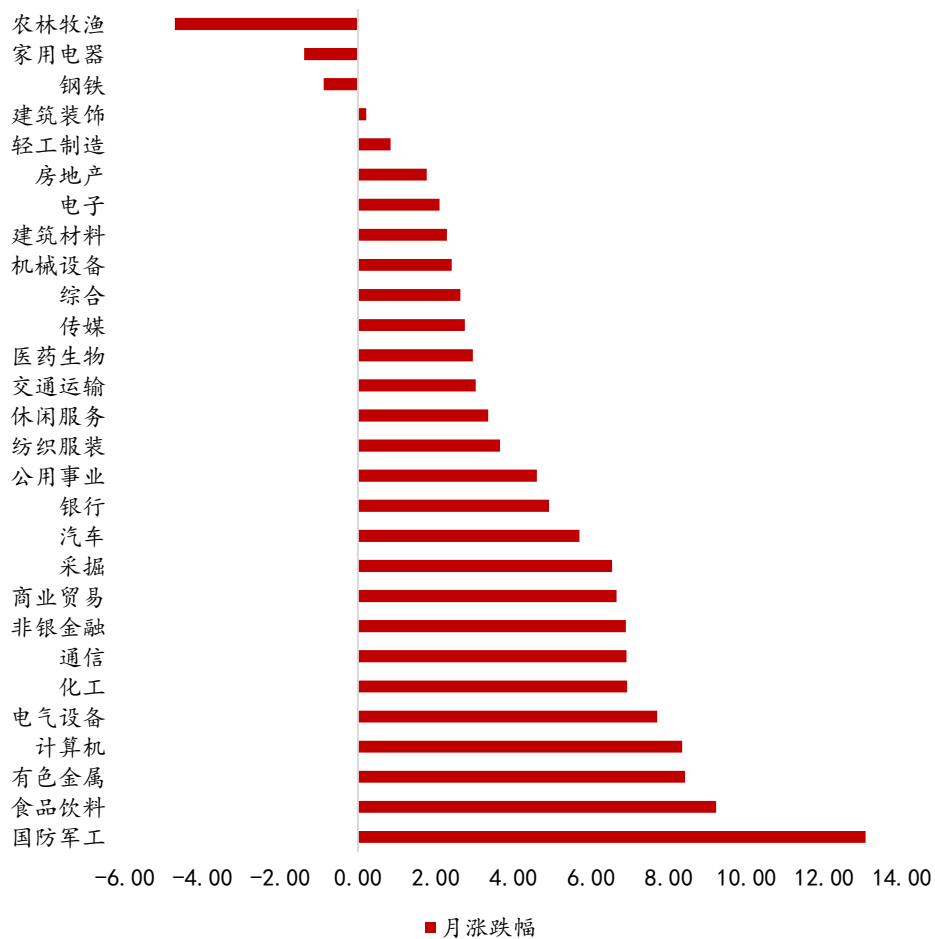
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

5月市场回顾：指数明显修复、板块分歧较大，军工、食品饮料和有色表现较好，农林牧渔、家电和钢铁录得跌幅。

板块整体分歧严重，上游周期资源品在月初大幅上行，达到阶段性情绪高点后大幅回落，主要受到对于需求端持续性以及政策压制的担忧影响；而医药生物、食品饮料和新能源车等标的则在流动性宽松的大背景下继续呈现明显反弹。

图：2021年5月行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

A 股走向判断：大势不悲观，结构上流动性驱动弱化、更强调盈利和估值的匹配度

本月市场行情继续修复，流动性短期趋于宽松、商品涨价压力有所缓解是主要促发因素。**展望后市，我们认为阶段性的流动性宽松窗口期不意味着全年政策回收的方向变化；但考虑到国内外流动性尚未出现方向性拐点，且全球经济复苏前景良好，市场仍存在结构性的做多机会，但需密切关注国内信用扩张周期的拐点。**海外，在疫情完全恢复之前，美联储仍将维持流动性宽松，近期美债利率虽有所回落、但随着经济持续恢复，美债利率上行仍是大方

偏好水平。5月前三周乘用车零售日均销售3.8万辆；其中基数抬升明显造成同比增速较4月回落。南华工业品回落但CRB指数回升，国内定价商品螺纹钢、铁矿、焦炭、动力煤等受政策影响价格下行，国际定价商品原油和铜价格回升。已公布的景气指数显示5月经济运行保持在扩张区间，但力度继续减弱。中国制造业采购经理指数为51.0%，比上月微落0.1个百分点；非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为55.2%和54.2%，比上月上升0.3和0.4个百分点。生产稳中有升。生产指数为52.7%，高于上月0.5个百分点。需求增长放缓。新订单指数为51.3%，低于上月0.7个百分点。新出口订单指数为48.3%，低于上月2.1个百分点，回落至临界点以下，反映出国外订单较上月减少。价格指数为近年高点。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为72.8%和60.6%，高于上月5.9和3.3个百分点。

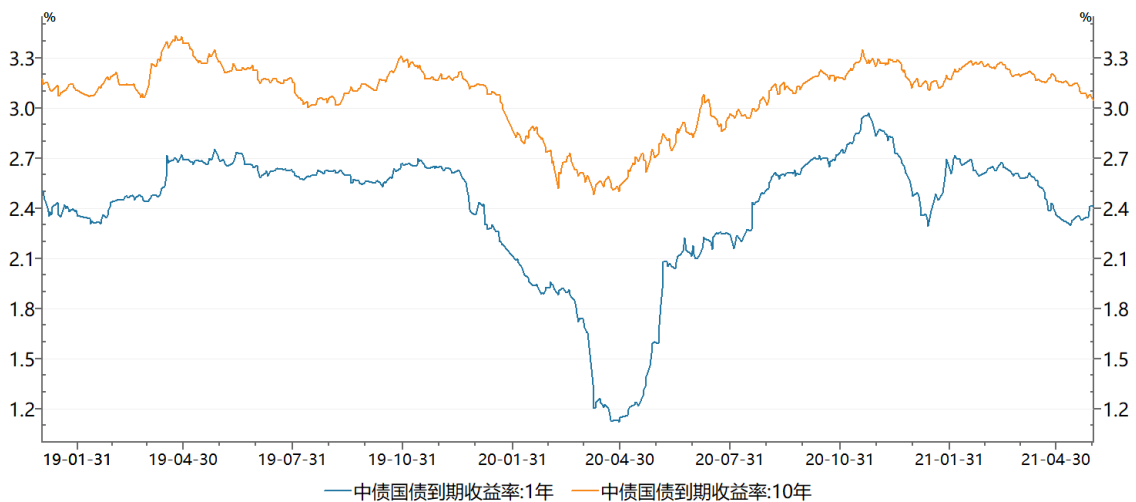
资金面上，5月资金面小幅收紧但仍处在宽松区间。R001月均值上行10BP，R007月均值上行4BP至2.18%。

政策面上，政府表达了对大宗商品价格大幅上涨和人民币升值预期的关切。

市场展望，中长期来看，两年复合增速角度，部分经济指标的恢复仍然存在阻碍，如4月的社零消费、制造业投资两年复合增速水平偏低，对此政策的应对可能仍然是呵护的，后市投资和社融的下行趋势或可能会转向走平甚至小幅抬升，年内两年复合增速的经济增速可能是逐季抬升的，这对债市可能是一个短多长空的局面。同时，债市技术指标指向债市尚未在熊市极端水平，中期视角震荡在所难免。

投资策略：整体来看，目前市场情绪对债有利，主要是资金面带来的，10年国债收益率已低于自2020年11月以来的债市小反弹收益率低点超过5BP，建议可以考虑减少流动性较差品种，适当关注转债品种；配置型基金建议维持一定久期和杠杆，重视carry和票息，考虑配置节奏放缓；对前期上涨较多甚至因此而流动性改善的品种更应谨慎；货币政策宽松可能至二季度末，杠杆适度增加，对应配债品种需配流动性好的品种；密切关注金融机构杠杆、隔夜拆借、套利情况，如至极端状况建议收缩杠杆。信用利差水平偏低，增持方向应当是流动性较好的信用债品种，便于调仓。精选个券积累收益，注重组合静态票息保护。

图：中债国开到期收益率走势图



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

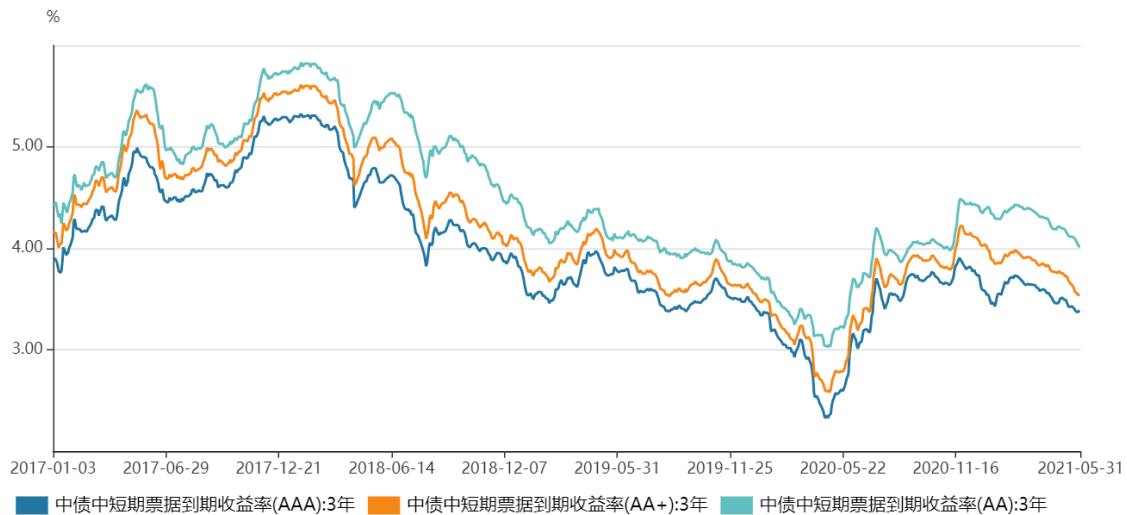
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年5月全市场信用债发行走势基本符合历史上的季节性特征，毛发行尚可但净融资偏弱，其中毛发行5405亿元，净发行-1844亿元，毛发行规模中等，但由于到期量为近五年最高，导致净发行实际较弱，仅强于2017年，其中5月公司债、企业债及中票合计发行金额为2535亿元，净融资额-828亿元，反映出长债融资仍偏弱，信用债一级市场的有效供给不足。

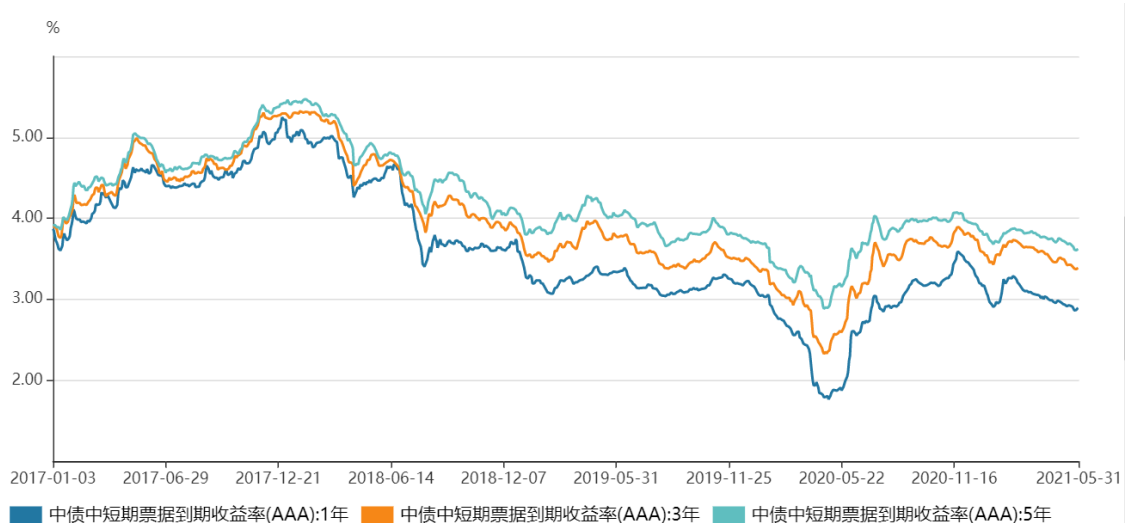
二级市场方面，5月地方债发行节奏偏慢、通胀预期等多空因素交织，利率债短端在5月全月表现为略有上行，中长端延续下行趋势，信用债则是整体下行，且长端下行幅度更大。以AAA级中短期票据为例，5月1年中短期票据收益率下行5BP，3年中短期票据收益率下行11BP，5年中短期票据收益率下行12BP，长端下行幅度超过短端，期限利差有所收窄。从信用利差来看，以AAA级中短期票据为例，短端信用利差收窄11BP，在历史15%分位以下，3-5Y信用利差收窄6-7BP，中高等级品种受到市场追捧，降至历史1/4分位以下。

图：3年期各等级中短期票据到期收益率走势



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：AAA等级各期限中短期票据到期收益率走势



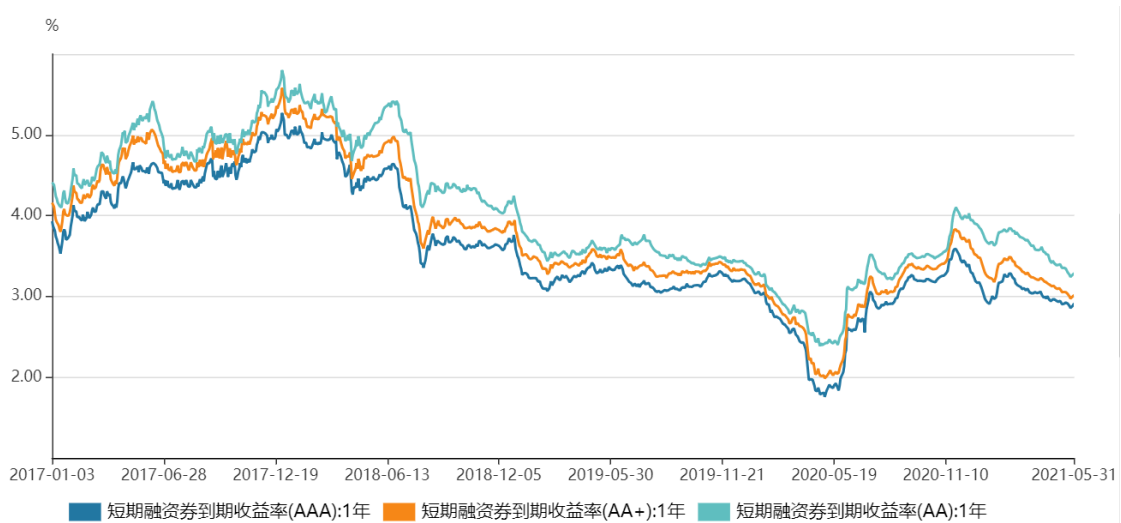
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年 5 月短期融资券总发行量为 2564 亿元，净融资为-1013 亿元，环比分别下降 2671 亿和 1349 亿，可以看到短融毛发行量位于历史同期较高水平，但受去年疫情期间大量优质央企发短融套利的影响，今年 5 月短债到期量为近五年次高水平，因此全月来看短融净发行量并不高，对信用债净融资形成较大拖累。

二级市场方面，5 月短融收益率整体延续了前期的下行趋势，且等级利差小幅收窄，其中 AAA 短融收益率下行 3BP，AA+短融收益率下行 8BP，AA 短融收益率下行 10BP。目前 1 年各等级信用利差均处于历史 30%分位以下，短端性价比不高，其中 1Y AA 品种已经下行至永煤违约之前的水平，反映出在资产荒愈演愈烈的背景下部分机构在短久期品种上加大资质下沉力度。

图：1 年期各等级短期融资券收益率走势



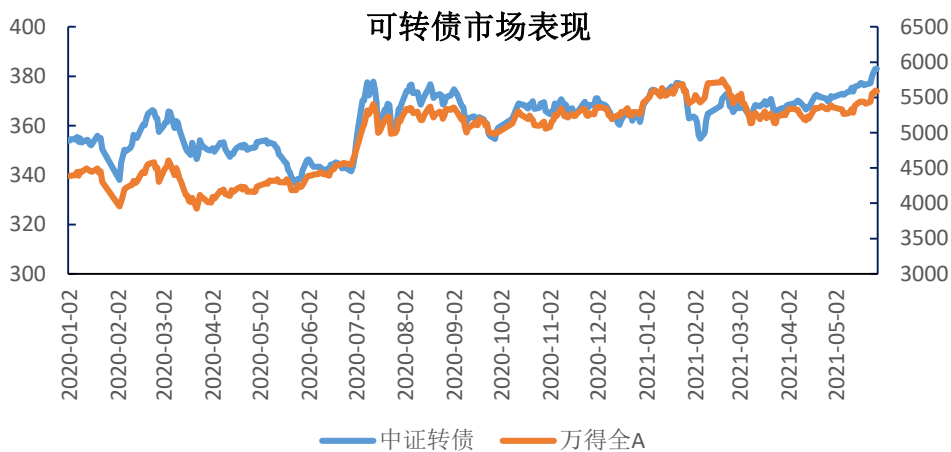
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

整体而言，近一个月信用债收益率延续了此前的单边下行走势，但当前市场在通胀预期尚不明朗、企业债券净供给不足等诸多逻辑叠加下，**后续走势仍存在分歧，2021 年 6 月信用债投资以严控信用风险为前提，考虑票息策略。**

3.2.3 可转债

5 月份转债市场跟随 A 股市场小幅上涨，截止到 5 月 31 日，万得全 A 上涨 5.13%，中证转债上涨 3.18%，转债市场表现不及股票市场。虽然大宗商品持续高位引发市场对通胀担忧，但是考虑到发改委约谈钢企，出台政策制约钢价快速上涨，政治局会议对经济定调使得流动性在中端期维持偏松状态，市场情绪较为乐观，权益市场在月初回调后保持震荡上涨态势。本月涨幅较多的板块为医药、食品饮料、汽车、综合金融、军工和有色，中小盘股票涨幅好于核心资产。转债估值本月略有提升，目前全市场平均转股溢价率 31.26%，较上月末提升 2.01 个百分点。原因主要是本月新发转债较少，前期被压估值的存量个券转股溢价率在本月有所提升。同时，市场炒作部分小盘转债导致整体转股溢价率被动拉升。

展望后市，正股层面，一方面，近期通胀担忧制约股指中期表现，大宗商品持续高位后续可能进入滞胀情景，传统中游制造行业面临较大成本压力。另一方面，前期消息面利空得到释放、货币政策不急转弯趋势流动性在短期内保持宽松，七一前维稳因素导致市场偏向乐观。综合看市场或将出现底部不断抬高的震荡行情。转债估值层面，五六月是转债供给的传统淡季，而转债绝对价格本身位置不高，对保险等配置型资金的吸引力比年初要高。条款博弈前期对转债估值作用较为明显，目前看机会逐渐减少。**综合看转债估值预计保持震荡走势，向上可能略大于向下。整体看目前系统性风险较小，流动性短期趋于宽松，市场可能出现一定结构性机会，建议关注抗通胀属性强、成长性高的中低估值个券。**



数据来源：Wind 资讯

风险提示：过往业绩不代表未来表现。基金评价结果不是对未来基金表现的预测，也不构成投资基金的建议。以上投资观点及思路仅为根据当前市场情况判断做出，未来可能发生变化改变。基金投资需谨慎。投资者在投资基金前请认真阅读《基金合同》《招募说明书》《产品资料概要》等基金法律文件，全面认识基金产品的风险收益特征，在了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，根据自身的风险承受能力、投资期限和投资目标，对基金投资做出独立决策，选择合适的基金产品。



地址：深圳市福田区深南大道7088号招商银行大厦28层
 邮编：518040 总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
 公司网址：www.cmfchina.com
 电子邮箱：cmf@cmfchina.com
 客户服务热线：400-887-9555 (免长途费)

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意原意的删改。