

股债中性配置，规避高估值因子

一、重要信息点评

5 月经济指标继续保持上涨，增速有所下滑；6 月国内 PMI50.9，变化不大；美国 6 月 Markit 制造业 PMI 62.6，连续三个月创新高；央行继续强调稳健的货币政策，将通过改革的手段引导贷款利率继续下行。

二、上周市场回顾

	本周以来涨跌幅	6月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
上证50	-3.59	-6.63	-6.38
沪深300	-3.03	-4.70	-2.50
中小板指	-2.49	-0.15	0.25
中证500	-2.28	-1.05	4.57
万得全A	-1.95	-1.08	2.86
偏股混合型基金指	-1.20	0.44	6.30
创业板指	-0.41	0.75	12.39

上周 A 股市场主要指数均下跌，大盘指数跌幅较小盘指数更大。上证 50、沪深 300 跌幅均超 3%，创业板和中证 500 分别跌 0.41%和 2.28%，偏股基金指数跌 1.2%。

今年以来，指数表现同样是小盘指数领先于大盘指数，其中创业板和中证 500 分别涨 12.39%和 4.57%，上证 50 和沪深 300 分别跌 6.38%和 2.5%。，偏股基金指数涨 6.30%

	本周以来涨跌幅	6月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
绩优股指数	-2.87	-7.96	-2.88
大盘指数	-2.80	-4.16	-1.11
低市盈率指数	-2.77	-6.37	-4.67
茅指数	-2.44	-2.18	4.59
低市净率指数	-1.91	-3.04	4.43
高市净率指数	-1.51	-0.35	7.75
小盘指数	-1.38	0.96	4.21
高市盈率指数	-0.55	3.59	15.12

上周除大盘指数外，A 股绩优股、低市盈率指数、茅指数同样表现较差，分别跌 2.87%、2.77%、2.44%，高市盈率指数跌 0.55%，跌幅较小。

今年以来，高估值资产涨幅较好，实现涨幅 15.12%，低估值资产和绩优股表现较差，分别跌 4.67%、2.88%

	本周以来涨跌幅		6月以来涨跌幅		今年以来涨跌幅
国防军工	-7.41	休闲服务	-13.40	非银金融	-18.69
采掘	-6.86	非银金融	-9.92	国防军工	-17.78
非银金融	-6.82	建筑材料	-8.24	家用电器	-16.73
综合	-4.58	食品饮料	-7.91	农林牧渔	-9.33
休闲服务	-4.26	房地产	-7.84	通信	-9.14
医药生物	-0.80	化工	2.36	综合	13.10
农林牧渔	0.04	综合	5.52	采掘	15.01
商业贸易	0.71	汽车	5.81	化工	17.99
纺织服装	1.46	电子	7.78	电气设备	19.73
电气设备	2.04	电气设备	9.79	钢铁	22.67

行业上，上周仅电气设备、纺服、商贸、农林牧渔 4 个行业出现上涨，其中电气设备涨幅和纺服涨幅在 1%以上，分别为 2.04%、1.46%。国防军工、采掘、非银金融跌幅靠前，分别跌 7.41%、6.86%、6.82%。

今年以来，电气设备和钢铁、化工等上游行业表现较好，非银金融、军工、家电行业表现较差。

本周以来利率变动					6月以来利率变动					今年以来利率变动				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	-4	1	0	0	国债	-1	2	3	4	国债	-7	-5	0	-6
国开债	-1	-5	0	-1	国开债	-5	-8	2	0	国开债	-6	0	-1	-6
AAA信用债	-6	-4	-6	-	AAA信用债	1	2	-3	-	AAA信用债	-20	-13	-16	-
AA+信用债	-3	-7	-8	-	AA+信用债	2	-4	-6	-	AA+信用债	-27	-31	-38	-
AA信用债	0	-2	-4	-	AA信用债	-2	-4	0	-	AA信用债	-35	-28	-18	-
AA-信用债	1	-1	-4	-	AA-信用债	-1	-3	0	-	AA-信用债	-26	-23	-21	-

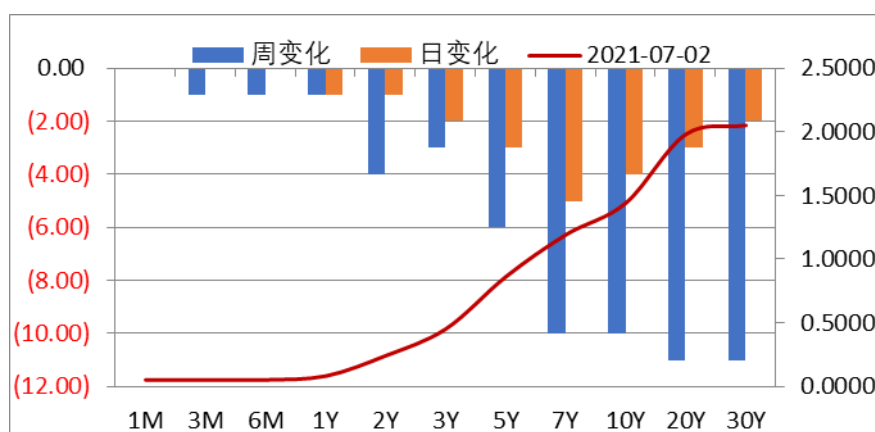
债券市场方面，上周多数利率下行，其中 AAA 级和 AA+级信用债利率下行较多，1—5 年期下行 4-8bp，短端利率债也出现下行，1-3 年期国债、国开债下行 1—5bp。

今年以来，债券市场利率均出现下行，其中信用债下行幅度大于利率债，短端下行幅度大于长端。1-5 年期信用债下行 13—38bp 不等。

		本周以来涨跌幅	6月以来涨跌幅	今年以来涨跌幅
SP600.SPI	标普小盘600	-1.37	-0.16	22.41
SP400.SPI	标普中盘400	-0.62	-0.66	17.47
DJIG I	道琼斯工业指数	1.02	0.74	13.66
SPX.G I	标普500	1.67	3.53	15.87
IXX.G I	纳斯达克指数	1.94	6.48	13.59

美股方面，纳斯达克指数、标普 500 上周分别涨 1.94%、1.67%，继续创新高，道指继 6 月上半月美股调整反弹后继续上行，上周实现涨幅 1.02%，标普小盘 600 和中盘 400 分别下跌 1.37%和 0.62%。

今年以来，美股主要指数实现涨幅 13%--22%不等，其中标普小盘 600 涨 22.41%，涨幅靠前。



上周美国各主要期限国债利率均下行，其中长端下行更明显，10 年期国债下行 10bp，1 年期国债下行 1bp。美联储上周的持续大规模逆回购操作并未给市场造成明显影响。

三、资产配置观点

1、经济增长：虽然我国经济增长的各种拐点都已出现，但市场预期的经济增速放缓还未到来。未来经济拐点到来时间可能晚于市场预期，对应的市场形态，A 股调整更缓慢，震荡时间更长；债券收益率下行不会流畅，在较低收益率位置可能会震荡较长时间。

2、通胀：大宗商品价格震荡已接近 2 个月，但大宗商品价格仍然处于较高位置，目前也仍然处于大宗商品价格向 PPI、CPI 领域传导的过程中。美联储、央行均向市场传递通胀不具有持续性，市场也已经充分消化。目前通胀因素不会影响央行货币政策（收

紧)。但通胀始终是一个潜在的风险因素，只是在目前经济回升仍不坚实时不用考虑其对股市、债市的影响。

3、流动性：代表债券市场货币供给的 M2 已经下降至 8%左右水平，代表债券市场货币需求的社融仍然处于下降过程中。标志银行间市场资金状况的 DR001 也处于低位。6 月份地方政府债供给影响债券市场调整已经结束，债券市场收益率下行。上周央行货币政策委员会第二季度例会继续强调稳健的货币政策，将通过改革的手段引导贷款利率继续下行；央行调控重点在于价而非量。

4、估值：目前 A 股整体估值偏高，目前时点入市的长期收益率偏低。万得全 A 大约 10%左右。二季度股市反弹结构仍然是加剧了去年以来的估值分化。A 股市场高估值始终是减少长期投资收益的因素。

5、政策：市场对于七一 政策托底有一部分资金是相信的，进入 2 季度以来 A 股市场开始了震荡，短期也可能只是情绪的影响。

6、美股：美国经济各种指标均处于上行周期，美股继续上行；美债收益率上行明显更具有阶段性。2 季度美国基建计划低于预期，大宗商品震荡、美联储预期管理导致美债收益率下行。如果美财政补贴政策逐步退出，美联储宽货币跟随退出，则美债收益率会继续上行。

综上，我国经济复苏但预期增长趋弱，5 月通胀上行速度已经放缓，股票市场长期收益率偏低，债券抢跑致债券到期收益率偏低。股债仍然是中性配置，股票资产规避高估值因子，同时注意其他风格因子的平衡配置。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。