

上投摩根 每周市场洞察报告

2021年5月31日

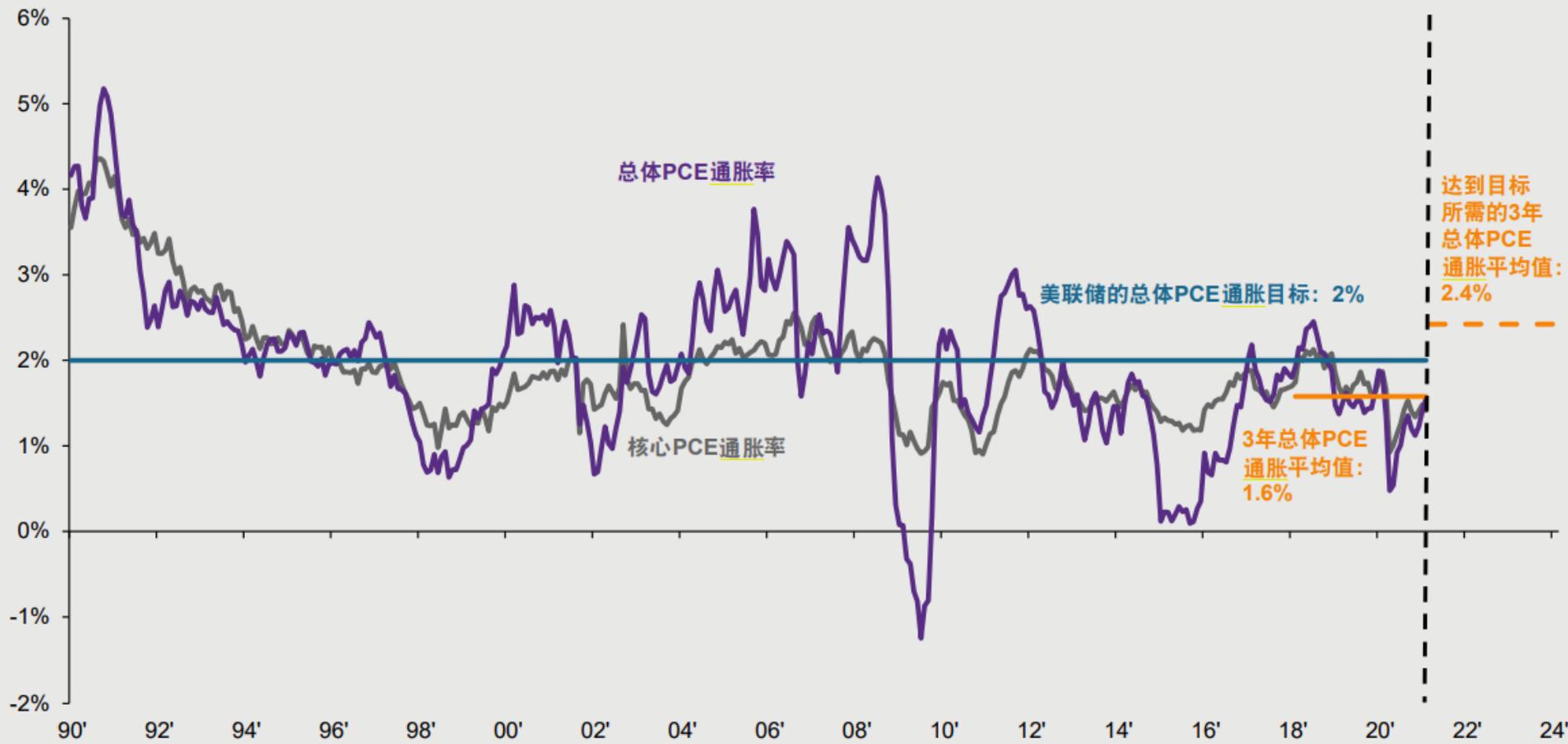
每周洞察

- 每周图观
- 数据纵览
- 市场观察
- 大咖观市
- 大事前瞻
- 趋势跟踪

每周图观：对通胀回升保持一定容忍度，美联储货币政策亦难急转弯

总体及核心个人消费支出（PCE）通胀率

同比增长，经季节性调整



资料来源：摩根资产管理。美联储采用个人消费支出平减指数衡量通胀。2020年8月，美联储公布平均通胀目标政策，旨在将长期平均通胀率维持在2%的水平。

数据纵览：全球主要资产表现回顾

全球股票指数

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
MSCI全球	1.4	10.0	39.6	38.7
MSCI发达市场	1.2	10.8	38.7	41.4
MSCI新兴市场	2.3	5.4	47.1	19.7
MSCI亚太不含日本	2.2	5.5	47.2	22.9
MSCI欧洲	0.9	11.9	38.2	18.5
标普500	1.2	11.9	38.8	54.5
上证综指	3.3	3.7	26.5	14.9
英国	0.1	8.7	12.9	-9.2
德国	0.5	13.1	31.7	20.7
香港	2.3	7.0	25.9	-5.4
日本	2.9	6.2	33.0	29.7
澳大利亚	2.1	9.0	22.7	19.6
韩国	1.0	11.0	57.2	28.6
台湾	3.5	14.5	54.2	53.5
印度	1.7	7.7	59.7	46.2
俄罗斯	2.2	15.6	29.2	37.4
巴西	2.4	5.5	44.4	66.6

资料来源：Wind, Bloomberg；数据截至 2021/5/28

债券指数

	收益率	过去一周	过去一月	今年至今
10年美债收益率 (bps)	1.58	-5.00	-5.00	65.00
10年中债收益率 (bps)	3.08	-0.51	-11.54	-6.04
中证全债指数 (%)	-	0.0	0.3	0.6
中证国债指数 (%)	-	-0.1	0.6	0.8
中证国开债指数 (%)	-	0.0	0.3	0.2
AAA信用债指数 (%)	-	0.0	0.1	0.1
AA信用债指数 (%)	-	0.0	-0.1	-0.5
中证转债 (%)	-	1.7	3.4	3.9

大宗商品和另类

	过去一周%	过去一月%	过去三月%	今年至今%
布伦特原油	3.9	3.4	7.1	33.2
伦铜	4.0	4.0	13.2	32.3
CRB商品指数	1.5	2.8	12.7	23.6
COMEX黄金	1.6	7.5	10.3	0.6
COMEX白银	2.1	7.6	6.1	6.3
富时发达市场REITs	1.2	1.3	11.5	29.8

外汇

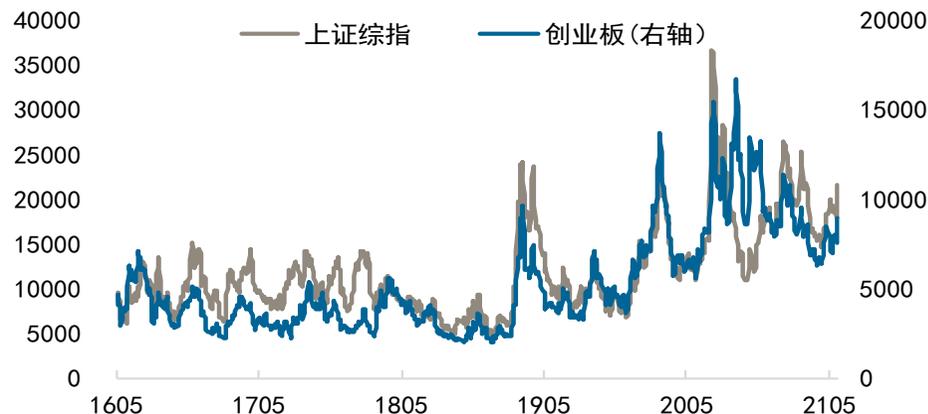
	过去一周%	过去一月%	过去三月%	今年至今%
离岸人民币兑美元	-1.2	-1.8	-1.9	-2.2
美元指数	0.0	-0.6	-1.0	0.1

数据纵览：中国主要指数及行业表现回顾

市场指数

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
上证综指	3.3	3.7	26.5	14.9
沪深300	3.6	2.1	38.0	38.8
中证800	3.3	2.7	34.6	32.2
中证500	2.1	4.7	24.4	13.2
中小板指	3.0	-0.4	37.2	31.7
创业板指	3.8	9.0	57.3	79.9
恒生指数	2.3	7.0	25.9	-5.4
恒生国企	0.9	0.5	13.0	-10.9
中概股1)	1.6	-5.7	46.3	39.7
MSCI中国	2.1	0.0	36.6	17.8

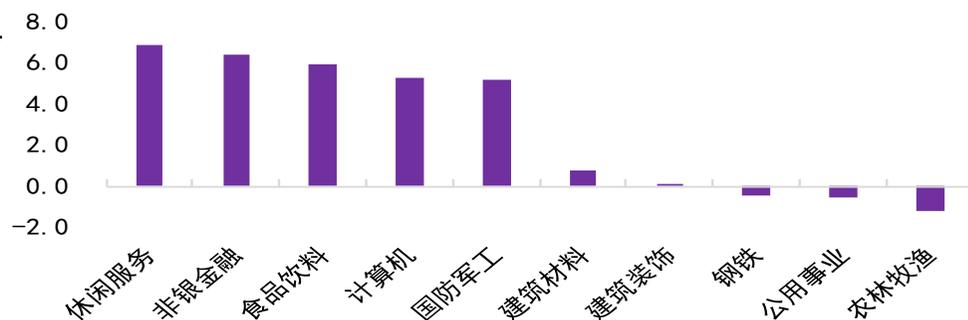
上周成交量（亿元）



风格指数²⁾

	过去一周%	今年至今%	过去一年%	过去三年%
大盘成长	3.8	6.5	65.4	85.8
大盘价值	2.8	1.7	20.6	14.4
中盘成长	2.7	6.7	37.3	33.5
中盘价值	1.5	5.6	24.6	0.9
小盘成长	3.5	8.2	33.4	15.7
小盘价值	1.5	9.1	29.7	7.1

上周行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind；1) 纳斯达克中国金龙指数；2) 巨潮风格系列指数。数据截至 2021/5/28

市场观察(1) 中国

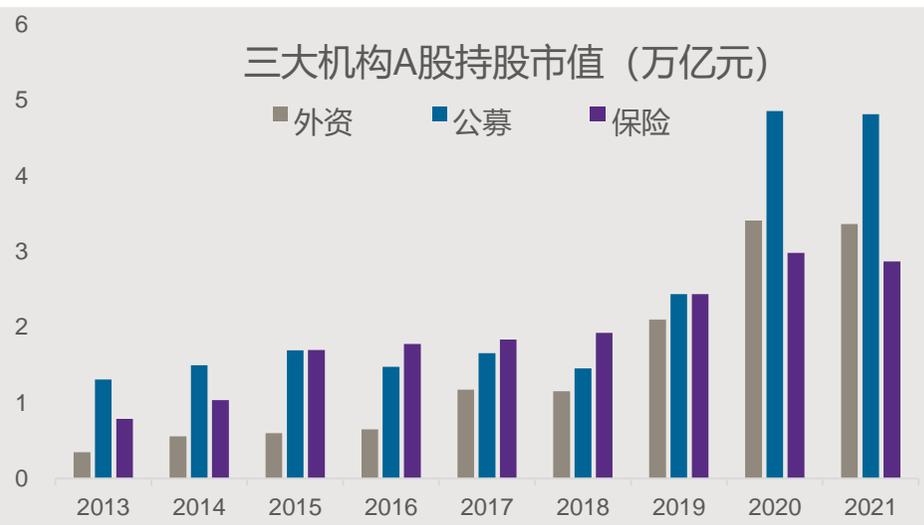
股债汇齐创阶段新高，中国资产重估进行时

- **股债汇齐创阶段新高，中国资产重估进行时**：本周国常会连续第三周“点名”原材料价格上涨问题，令投资者对国内通胀及货币政策被动收紧的担忧大幅缓解；包括东南亚在内的海外疫情加剧，强化了生产替代和出口延续强势的预期，人民币资产的吸引大幅提升，本周中国股债汇市场齐创阶段新高：在岸和离岸人民币对美元汇率均相继升破6.40大关，创下2018年6月以来新高；上证综指重返3600点，创2月底以来新高，两市成交时隔3个月再次突破万亿元；十年期国债收益率亦触及去年9月以来的低点。
- **海外疫情爆发一年间，外资大举增持中国资产**：北向资金全周净买入逾460亿元，自开通以来累计净买入额已达1.4万亿元，两者皆创历史新高。从中国央行披露的更全的口径来看，截至一季度末（最新），外资累计持有A股3.36万亿元，持有中国债券3.6万亿元，分别较2020年3月底海外疫情爆发前大增1.47和1.33万亿元。从北上资金近2月的变动情况来看，外资增持A股的步伐仍然有条不紊。中国已经跃居全球第二大经济体，中国股票和债券市场也成为了全球第二大股债市场，但相比之下外资对中国股债资产的配置占比仍然远低于中国经济和资本市场在全球的占比，外资加配中国资产仍是大势所趋，中国资产仍走在价值重估的大道上。

人民币资产再获追捧，中国股债汇齐创阶段新高



外资已成为A股市场上比肩公募和保险的三大机构投资者之一



资料来源：万得，（左）数据区间2017.01.01-2021.05.28；（右）中国人民银行，2021年数据截至一季度末

市场观察(2) 海外

美国核心PCE增幅创30年新高，通胀回升利好风险资产

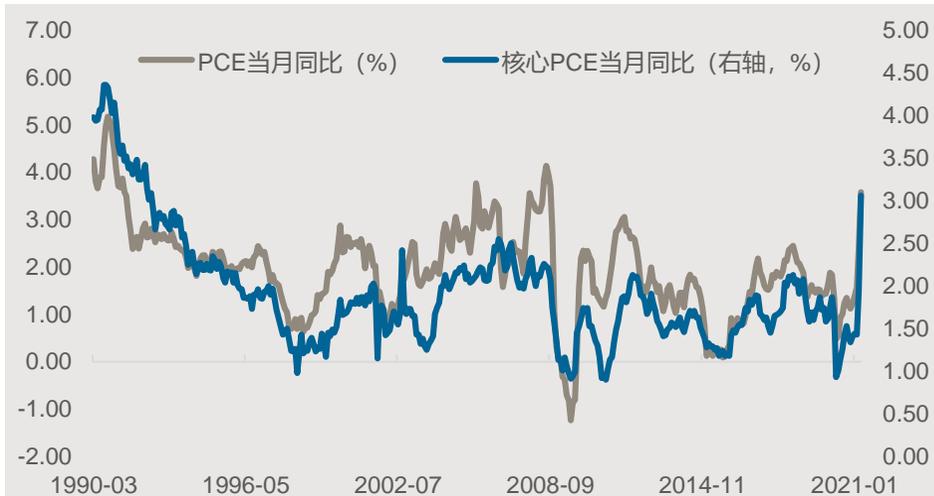
- 美国4月PCE同比增3.6%，创1992年以来新高：美国4月个人消费支出(PCE)物价指数同比上升3.6%；4月核心PCE物价指数同比增长3.1%，创1992年7月以来新高。核心PCE是美联储最关注的通胀指标，也是其制定货币政策的重要参考。不过美联储主要官员此前已经数次强调，预期通胀的回升将是暂时的，并将对此保持一定的容忍度。加之此前公布的消费者物价指数(CPI)很大程度上已经提示了短期PCE回升的风险，因此数据公布后市场很快重归平静，延续了近两周来通胀预期淡化和美债收益率回落的趋势。
- 美国政策亦难急转弯，通胀回升利好风险资产：投资者需要密切关注通胀预期的变化及与之有关的政策动向，但无需对已经被市场定价的数据做出过度反映。美联储关于通胀容忍度的表态，意味着美国的货币政策亦难以急转弯，任何变化都将是循序渐进的，并且是倾向于滞后于数据变化再行动。比起名义利率，可能实际利率更值得投资者关注。尽管3、4月通胀数据均超预期回升，但自3月中旬以来美国实际利率震荡回落，提振美股和黄金上涨，显示美联储对市场预期的引导效果良好。在政策仍然宽松的环境下，复苏带动的通胀回升整体而言是利好股票、REITs等风险性资产的。

3月中旬以来美国实际利率回落，提振黄金价格创1月以来新高



资料来源：万的，（左）数据区间2019.01.01-2021.05.28（右）数据区间1990.03-2021.04

美国4月核心PCE同比增3.1%，创1992年7月以来新高



市场观察(3) REITs 受益经济持续复苏，REITs有望“后来居上”

- **国内公募REITs正式获批，海外经验值得参考：**近期国内多只公募REITs正式获批，标志着国内公募基金投资领域一个新的里程碑。相比之下，REITs在海外市场上已经有数十年的运作经验，底层资产种类更丰富，且历史中长期回报出众，是多元化配置的理想标的之一。彭博数据显示，截至2021年4月底，过去20年，彭博REIT指数的年化回报为10.3%，超过同期标普500指数的8.34%；截至5月28日，今年以来彭博REIT指数上涨16.6%，同样优于标普500，主要得益于疫苗的广泛接种、美国新增确诊病例的下降、以及经济的持续复苏。
- **受益经济持续复苏，REITs有望“后来居上”：**不过，受疫情的影响，自去年以来REITs仍然大幅跑输美股，随着海外经济的持续复苏，REITs具备“后来居上”的潜力。首先，美国拜登政府推出大规模财政刺激方案，有望对美国经济的持续复苏形成支撑；第二，疫苗的广泛接种为经济进一步开放打下了良好的基础，各类商业活动的持续恢复，各类物业的出租率、租金收入也将逐渐恢复；第三，在低利率环境下，大部分REITs的财务状况依然健康，负债率及负债成本都处于低位，利息覆盖倍数已恢复至疫情前水平；第四，在流动性方面，虽然面临物价指数的上升，但美联储表态将继续维持宽松的政策，这也对金融资产价格的稳定形成利好。

物业形态受疫情影响更大，2020年以来彭博REIT指数表现落后标普500 (%)



通胀上升阶段，REITs有望受益



资料来源：彭博，（左）数据区间2020.1.1-2021.5.28；（右）数据区间2004.04-2021.04

大咖观市：经济、政策预期放大波动，盈利趋势决定市场方向



孙芳

上投摩根副总经理、
投资副总监，上投摩
根行业睿选基金、核
心优选基金、双息平
衡基金、行业轮动基
金基金经理

资料来源：上投摩根

经济状况和流动性政策的微调可能带来市场波动，但盈利决定了市场的长期方向。

宏观经济层面，全球经济复苏趋势强化，海外逐步恢复，受基数和较早从疫情中恢复等因素影响国内经济增速将呈前高后低的状态。通胀高点可期，但投资者对政策的预期略有紊乱，可能导致市场持续小幅波动。

对于股票市场来说，上市公司的盈利趋势决定了市场的运行方向，市场参与者对流动性的预期差决定了波动频次，我们认为盯紧企业盈利增长性是投资的关键。

核心资产经历回调后又回到高点附近，再次说明优质的基本面是对高估值的保护。相对低风险的交易条件可以来自于两方面：强劲的基本面或低廉的价格。

我们仍将用成长的眼光看待市场，中国依然处于能产生大量成长性机会的时代：进口替代、品牌出海、数字经济、供应链巨头。

预计市场维持震荡状态，我们将淡化择时，更侧重个股研究和持续的跟踪，更多在“高景气度+估值未扩张”的行业挖掘投资机会。主要包括：

- (1) 下半年盈利持续改善的行业中，包括银行、保险、化工、钢铁等偏上游的方向，宏观预期的变化将导致这些行业的股价波动。
- (2) 跨越周期的科技行业中，比如新能源车、智能制造、科技消费品、高端消费品和部分医药等持续处于高景气阶段，自下而上择优买入。
- (3) 碳达峰不是一个纯粹炒作的概念，对很多行业而言都是一个新的长期约束或发展机会，“新”就意味着竞争格局的改变、利益分配机制的重塑。

其他观察

■ 美联储决策者更接近开始讨论缩减刺激，但认为目前经济仍需支持

美国联邦储备理事会(美联储/FED)决策者已开始承认，他们更接近于辩论何时撤回对美国的一些危机支持举措，与此同时他们表示，仍需支持经济复苏和就业。旧金山联邦储备银行总裁戴利说：“我们正在谈论缩减购债的问题，”美联储副主席克拉里达也表示，可能在某个时点可以开始讨论放慢资产购买步伐。

■ 美国5月消费者信心在14个月高位持稳，房价急升令楼市销售放缓

美国5月消费者信心在徘徊在14个月高位，因为对就业的乐观情绪缓和了对通胀上升和政府财政支持减少的担忧。世企研称，消费者信心指数从4月触及的2020年2月以来最高117.5滑落到5月的117.2。住房市场正显出疲态，4月独栋新屋销售有所下降，在库存匮乏的情况下，房价以逾15年来最快速度上涨。美国商务部表示，4月新屋销售下降5.9%，经季节性调整后年率为86.3万套。标普CoreLogic Case-Shiller房价指数3月同比上涨13.2%，是2005年12月以来的最大涨幅。白宫发言人表示，拜登政府正在密切关注美国房价上涨，担心住房越来越让民众无法负担。

■ 欧元区财长对复苏前景感到乐观，且不甘心落后于中国和美国

欧元区财长对经济从疫情引发的衰退中复苏的前景感到乐观，但称欧洲必须努力避免长期经济受损，而且不能落后于中国和美国。“欧洲的情况看起来非常好……投资在增加，增长预测导向非常好，”法国财长勒梅尔称，“欧洲各地都恢复了增长。”但他还表示，预估显示，中国 and 美国的复苏速度会更快，欧元区若要继续名列前茅，就必须尽快采取行动提振增长潜力。

■ 中国财政支出进度明显放缓，财政货币政策都在正常化

在经济稳中加固支撑下，中国4月全国税收收入同比增逾三成，带动全国一般公共预算收入同比增幅亦接近三成。与此对应的是今年以来支出进度明显趋弱，4月财政支出同比已经转为负增长，表明财政政策明显收紧。在透过财政直达资金机制兜牢“三保”底线的前提下，财政政策日益“退坡”，中国财政货币政策都在正常化。这也印证了4月底中央政治局会议强调的结构性支持，要抓住稳增长压力较小的窗口期，把重点放在结构性改革和高质量发展上。

资料来源：路透，彭博

大事前瞻：本周主要国家议程、经济数据

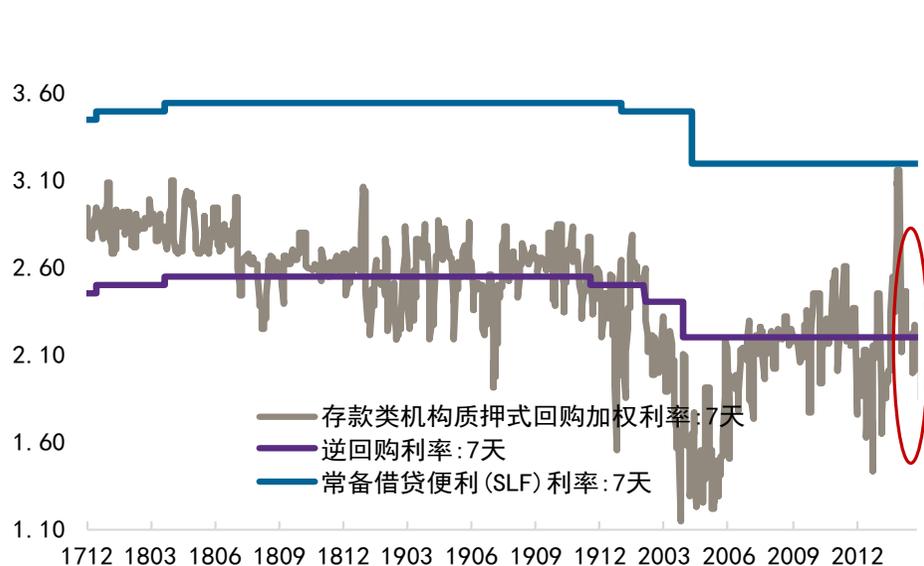
事项	日期	重点摘要
央行议程	6月1日	欧洲央行首席经济学家讲话、
经济数据	5月31日	5月官方制造业、德国4月进出口价格指数、
	6月1日	中国5月财新制造业PMI、德国4月零售销售、德国4月失业率、欧元区5月制造业PMI、欧元区4月失业率、美国5月ISM制造业PMI、
	6月2日	欧元区4月PPI、美国5月28日当周EIA原油库存、
	6月3日	中国5月财新服务业PMI、欧元区5月服务业PMI、美国5月ADP就业人数、美国5月22日当周首次申请失业金人数、美国5月markit服务业PMI
	6月4日	欧元区4月零售销售、美国5月失业率、美国5月非农新增就业人数、美国4月耐用品订单、美国4月制造业新增订单
其他	6月4日	G7央行行长及财长会议

资料来源：万得

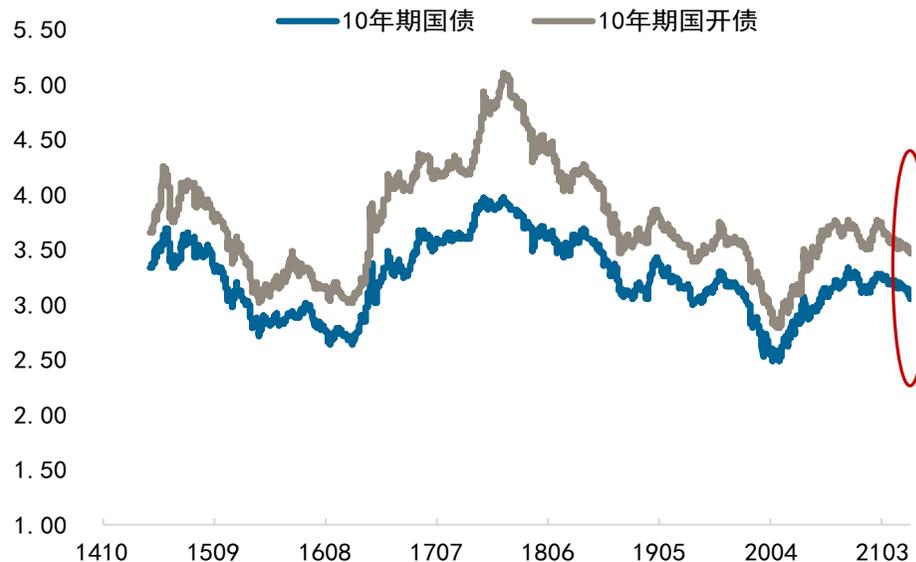
趋势跟踪：市场利率上行，国债收益率下行

- 截至 2021/5/28，存款类机构7天质押式回购利率较前一周上升19.9个bps
- 10年期国债和国开债收益率分别较前一周下降0.5个bps和上升1个bps

中国利率走廊



中国10年期国债收益率

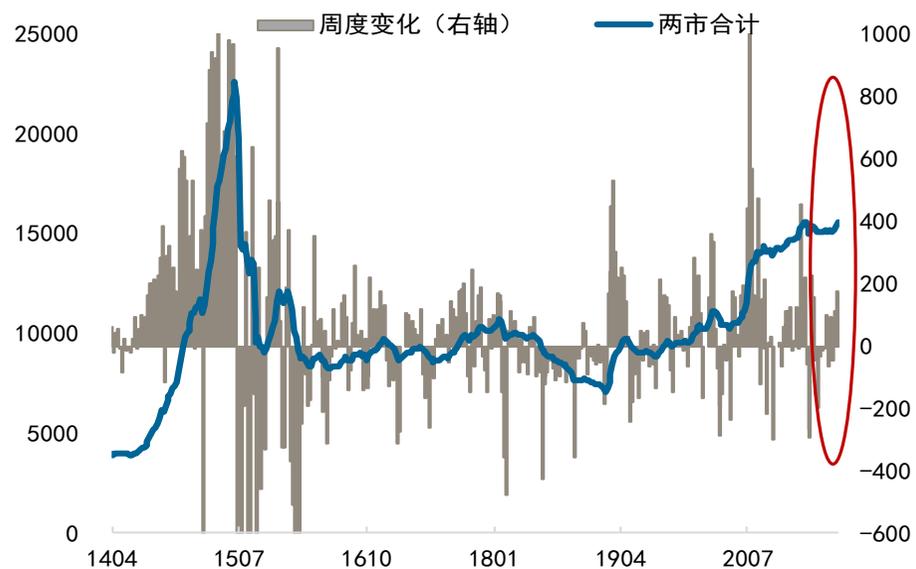


资料来源：Wind, Bloomberg；数据截至 2021/5/28

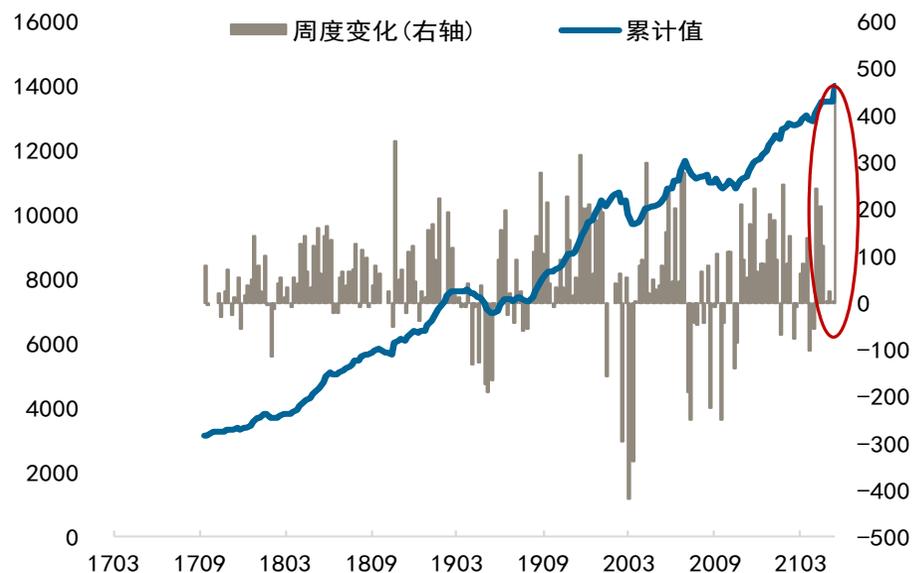
趋势跟踪：融资余额上升，北上资金净流入

- 截至2021/5/28，融资余额较前一周上升167.1亿元
- 沪深港通北上资金上周大幅净流入468.1亿元，显示外资加速流入A股市场

融资余额（亿元）



北上资金（亿元）

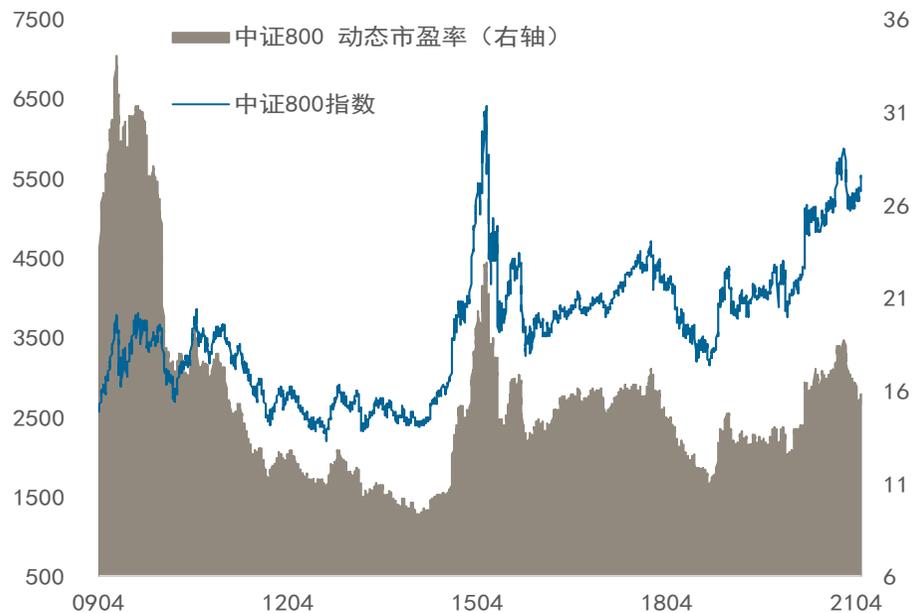


资料来源：Wind, Bloomberg; 数据截至 2021/5/28

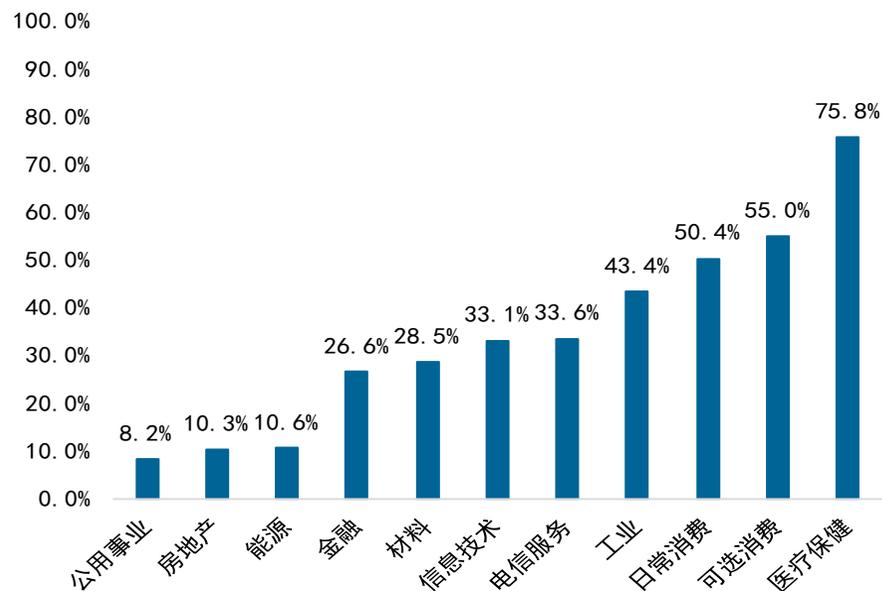
趋势跟踪:A股估值结构分化

- 截至2021/5/28，中证800指数估值为15.84倍
- 公用事业、房地产和能源等行业估值仍在相对低位

中证800指数估值（倍）



A股主要行业动态市盈率分位数*



资料来源：Wind，右图行业分类为wind一级行业；数据区间：1999.12.31-2021/5/28

*注释：右图市盈率分位数的测算方式为以过去20年行业的历史最低估值为0%，并以最高估值为100%建立坐标轴。按照当前估值给予分位数。

2021年二季度焦点基金

波动中宜稳健航行，把握入市好时机

布局A股成长潜力

新兴动力基金
(377240)

高集中高成长
长期爆发力可期

科技前沿基金
(001538)

布局长线核心资产
回避短期市场噪音

核心优选基金
(370024)

挖掘结构性机遇
追踪中国发展趋势

成长先锋基金
(378010)

把握成长机会
注重均衡配置

均衡布局攻守有道

大盘蓝筹基金
(376510)

行业个股分散布局
追求持续超赢

双核平衡基金
(373020)

追求股债平衡
长期收益稳健

多元配置争取稳收益

安隆回报基金A
(004738)

投资理财新招式
多资产严控风险

摩根亚洲总收益债券
基金* (968000)

网罗收益机遇
尽显亚债实力

上投摩根双核平衡基金成立日期为2008-05-21，基金业绩比较基准为沪深300指数收益率*50%+上证国债指数收益率*50%，2020年、2019年、2018年、2017年、2016年累计净值回报分别为62.43%、56.58%、-22.15%、14.35%、-8.32%，对应区间的基金业绩比较基准增长率分别为15.44%、20.21%、-9.85%、11.22%、-3.95%。上投摩根双核平衡基金历任基金经理为芮崑(20080521-20091024)、梁钧(20080521-20090613)、罗建辉(20091024-20150130)、卢扬(20141030-20151120)、陈思郁(20150804至今)、李德辉(20180330-20190719)。*投资涉及风险。投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。投资价值及收益可出现波动，投资者的投资并无保证，过去的业绩并不预示未来表现。汇率波动可导致有关海外投资的价值升跌。新兴市场投资的波动程度或会较其他市场更高，并通常对价格变动较敏感，而投资者的资本损失风险也因此而较大。本文件所述摩根亚洲总收益债券基金为内地与香港基金互认中获得中国证监会正式注册的香港基金，在内地市场向公众销售。该基金依照香港法律设立，其投资运作、信息披露等规范适用香港法律及香港证监会的相关规定。摩根基金（亚洲）有限公司是本文件所载的基金的基金管理人。上投摩根基金管理有限公司作为本文件所述基金在中国内地发售的主销售商及代理人刊发本文件。本文件并未由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会审阅。

上投摩根

基金 管 理

风险提示：投资有风险，在进行投资前请参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》等法律文件。本资料为仅为宣传材料，不作为任何法律文件。基金管理人承诺以诚实信用，勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对新基金业绩表现的保证。上述资料并不构成投资建议，或发售或邀请认购任何证券、投资产品或服务。所刊载资料均来自被认为可靠的信息来源，但仍请自行核实有关资料。投资涉及风险，不同资产类别有不同的风险特征，过去业绩并不代表未来表现。本演讲稿属于上投摩根基金管理有限公司所有，未经同意请勿引用或转载，投资前请参阅销售文件所载详情，包括风险因素。观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。