

流动性拐点确认，商品有回调需求

——5月资产配置月报

2021年5月

要点：

百瑞信托博士后工作站

○ 市场情况：

权益：持续震荡、采掘有色异军突起；

债券：收益率整体下行，信用与期限利差整体走阔；

商品：大宗商品价格上涨引发关注。

○ 宏观数据：

资金面：社融及 M1、M2 连续回落，拐点确认，但资金依然不紧；

生产端：工业生产上下游分化，整体不弱；

投资端：固定资产投资平稳恢复，PMI 持观望、PPI 持续上涨；

消费端：社零偏弱，CPI 继续回升；

进出口端：整体持续保持高增长态势。

○ 配置建议：商品>权益>债券

商品在历经大涨行情后，有回调需求；

权益行情维持修复行情，市场依然青睐高盈利低估值的个股；

利率债或进入休息平台，跟紧资金利率动向。

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益	成长	√					老龄化持续，低估值医药可适度关注
	周期	√					“碳中和”限产政策趋严下采掘钢铁有色大涨，注意回调风险
	消费			√			消费持续调整，不建议入场
债券	利率债		√				中长端利率债进入休息平台
	信用债					√	政策不断，信用风险整治，等待修复时机
	可转债	√					市场情绪有向中小盘转的迹象，中性偏多
商品	农产品			√			玉米、淀粉偏弱，建议离场，油脂高位震荡，粕类中线偏多
	能化	√					原油供需矛盾减弱，部分化工有回补需求
	工业		√				受原油调整，工业品承压，中线看多
	黑色		√				受“碳中和”限产影响，黑色涨幅较大，前期多单可考虑获利出场

一、4-5 月市场回顾

1、各类资产表现情况

截至 5 月 14 日，4 月 19 日以来，权益资产维持反弹行情，主要为低估值小市值类及成长类，而商品、债券全线上涨。从表现情况来看，受此前杀高估值行情影响，投资者对大盘蓝筹股的情绪依然维持中性偏悲观，而对低估值和业绩确定性较高的个股较为青睐；债券市场整体情绪继续上扬，中长端已兑现大部分收益，目前或进入休息平台，需要跟紧资金利率动向而灵活变动；商品市场受限产政策趋严影响黑色行情点燃，目前进入回调区，能化方面，受需求改善原油已回补反弹，化工还待回补修复。

图表 1：各类资产表现

权益														
品种	2020年度	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2022.05
% 沪深300	27%	-1%	8%	13%	3%	-5%	2%	6%	5%	3%	2%	-8%	1%	0%
中证500	21%	1%	8%	12%	1%	-7%	-1%	3%	1%	0%	2%	-4%	4%	1%
上证50	19%	-2%	5%	10%	3%	-3%	1%	6%	5%	2%	4%	-8%	-1%	0%
创业板指	65%	1%	17%	15%	-2%	-6%	3%	-1%	13%	5%	-5%	-7%	12%	-2%
300成长	44%	2%	11%	15%	2%	-5%	3%	4%	9%	4%	1%	-9%	5%	-1%
300价值	0%	-3%	1%	6%	4%	-3%	2%	10%	-3%	2%	8%	-5%	-3%	1%
300周期	6%	-3%	3%	10%	3%	-3%	1%	10%	-1%	1%	6%	-7%	-1%	2%
300消费	75%	4%	9%	19%	9%	-10%	4%	2%	16%	2%	1%	-9%	4%	-1%

债券														
品种	2020年度	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2022.05
BP 国债10Y	0.64	16.73	11.77	14.34	5.12	13.05	3.27	6.90	-10.71	3.56	9.37	-8.36	-2.46	-2.18
国债5Y	6.15	43.55	33.01	14.80	25.27	9.88	-7.82	9.53	-11.96	4.93	9.28	-10.98	-2.21	-2.47
国债1Y	11.08	45.45	57.54	6.63	26.95	13.39	8.11	10.37	-35.71	20.60	-8.17	-2.11	-21.79	-2.91
AAA3	7.90	39.53	47.54	31.47	18.60	2.74	-7.75	14.69	-31.66	13.83	6.86	-14.75	-5.71	-7.90
AA+3	34.88	33.53	49.54	28.47	15.60	3.73	-8.76	32.67	-24.67	-4.17	9.86	-17.75	-9.71	-4.91
AA3	47.88	30.53	40.54	23.47	2.59	4.74	-4.76	41.67	-15.67	2.82	8.86	-10.75	-10.71	-7.92
% 中证转债	5%	-3%	0%	7%	1%	-4%	2%	1%	0%	-1%	1%	0%	1%	1%

商品														
品种	2020年度	2020.05	2020.06	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05
% 南华商品	7%	6%	1%	4%	3%	-6%	0%	8%	7%	0%	13%	-7%	7%	2%
南华农产品	12%	1%	0%	4%	2%	1%	5%	1%	4%	-2%	6%	-8%	5%	3%
南华能化	-10%	7%	2%	1%	2%	-7%	0%	10%	6%	2%	14%	-7%	4%	1%
南华工业	9%	7%	2%	4%	3%	-7%	0%	11%	6%	1%	15%	-5%	7%	2%
南华黑色	64%	12%	0%	8%	4%	-3%	4%	10%	18%	-4%	9%	-1%	11%	5%

资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

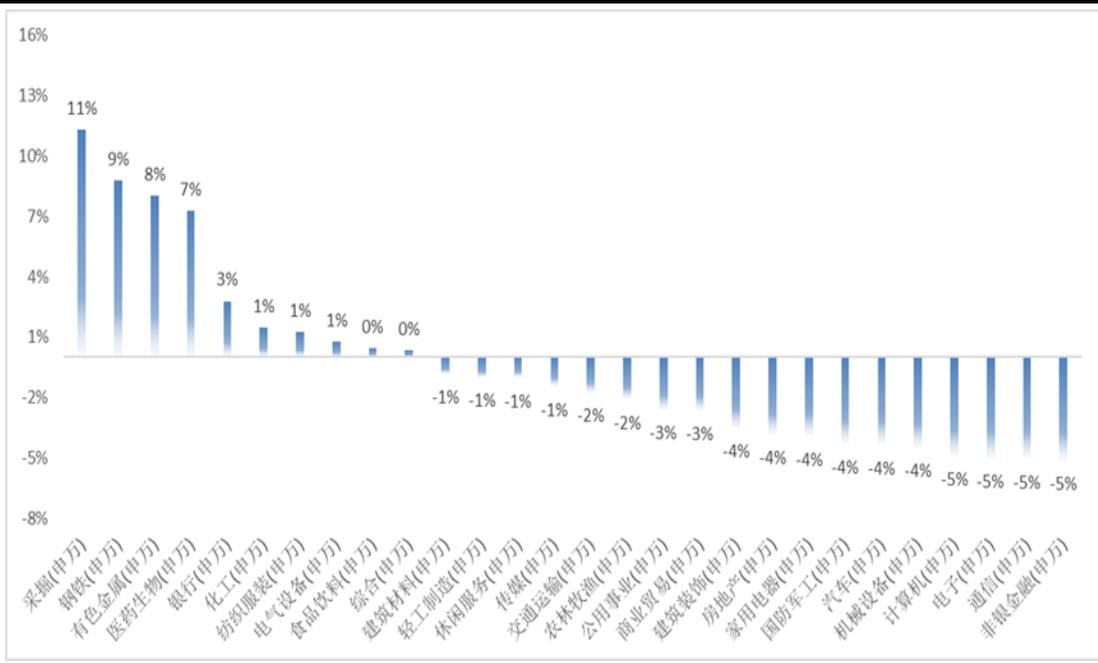
2、市场表现描述

1) 权益：持续震荡、采掘有色异军突起

市场当前阶段更加关注盈利高增长估值相对合理的个股。行业配置方面，全球经济复苏，外需导向中国优势制造业。4月下旬至5月初的A股市场指数呈现震荡走势，上证指数下跌0.43%，沪深300指数下跌0.83%，创业板指数上涨2.13%。行业层面，整体来看，申万一级行业整体跌多涨少，但上涨板块整体上涨幅度较

高。其中，采掘、钢铁、有色金属、医药生物表现优异，涨幅均超过 7%。上涨原因主要在于海外部分国家疫情恶化、业绩高增和医疗美容主题投资活跃（医药生物），全球需求复苏和碳中和（有色、钢铁、采掘）。4 月大盘成长风格阶段性回归，大盘价值跌幅较大。北上资金区间净流入 331 亿元，其中今年四月份以来，月买入卖出量均为今年以来最低，但净流入为近期最高。

图表 2：地产、家电、军工、汽车、机械、计算机、电子通信、非银跌幅较深



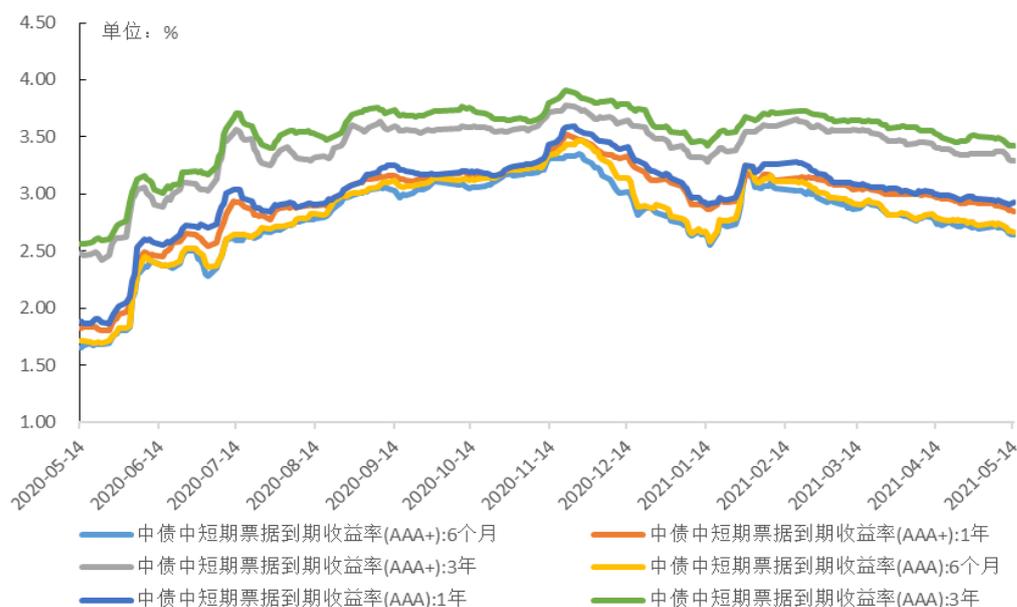
资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

2) 债券：收益率整体下行，信用与期限利差整体走阔

近期经济面延续修复，但仍存结构性问题，复苏基础仍不牢固。央行操作仍以稳为主，引导市场利率围绕政策利率波动。金融方面，信用周期转向下社融增速明显回落。输入性通胀风险对我国影响整体有限，美债利率上行动力不足，因此宏观货币政策坚持稳健基调。国内外宏观经济面对利率市场的价格影响整体较小。

收益率方面，本月（4 月 19 日-5 月 14 日），信用债收益率整体呈下行趋势。从具体品种来看，AAA+品种中，6 个月下行 11BP，1Y 下行 11BP，3Y 下行 10BP。AAA 品种中，6 个月下行 11BP，1Y 下行 6BP，3Y 下行 5BP。

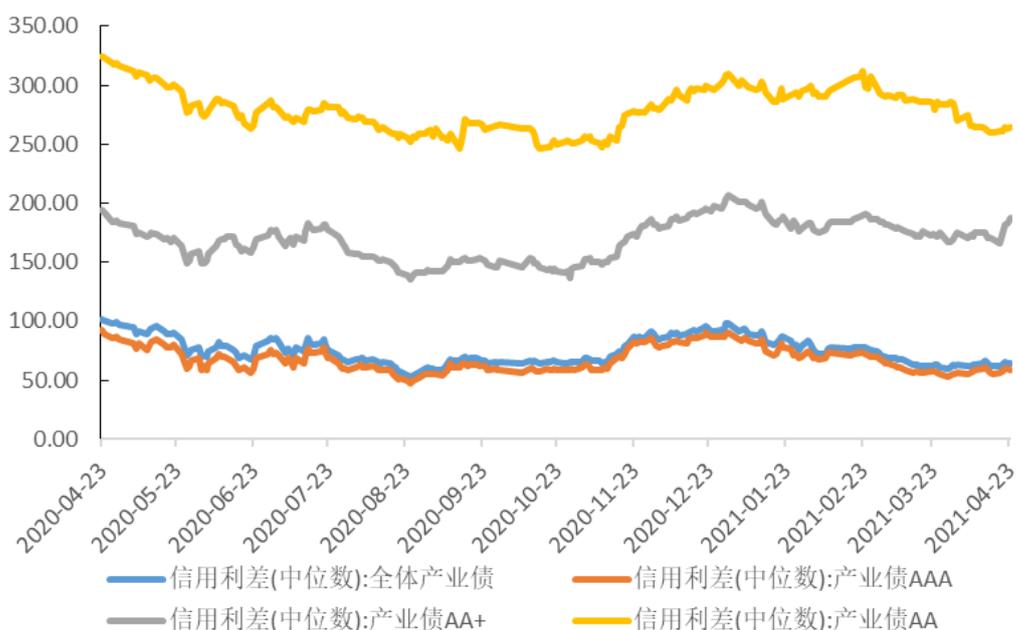
图表 3：各期限信用债收益率走势



资料来源：Wind，iFinD，百瑞信托

从产业债信用利差变化来看，信用利差整体走阔。全体产业债信用利差走阔 78BP；AAA 产业债信用利差走阔 148BP；AA+产业债信用利差收窄走阔 1451BP；AA 产业债信用利差则收窄 1509BP。

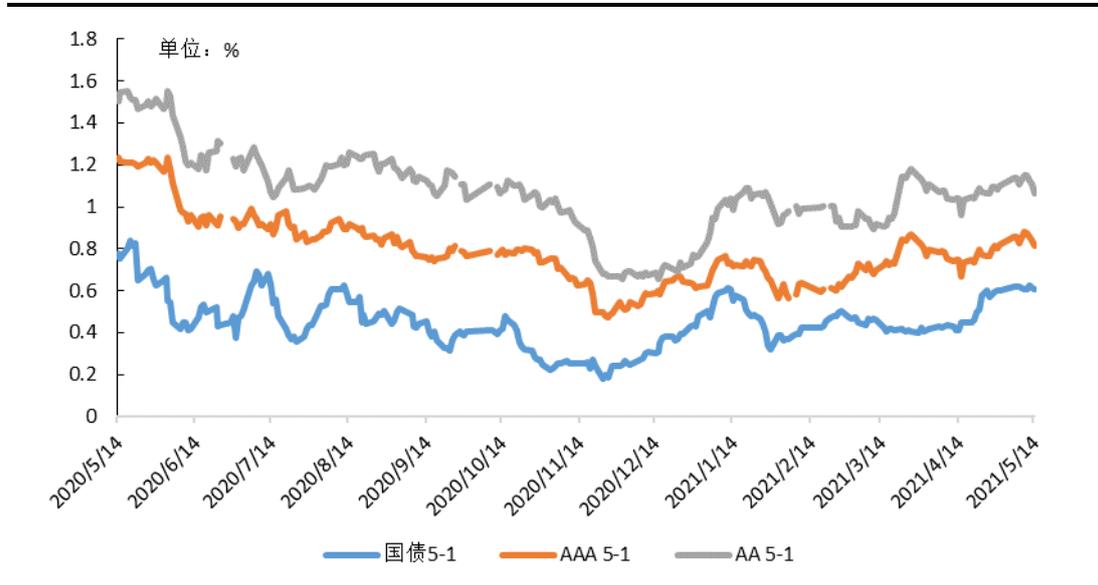
图表 4：产业债信用利差走势



资料来源：Wind，iFinD，百瑞信托

从期限利差来看，本期不同债券的期限利差呈走阔趋势。具体来看，国债 5Y-1Y 利差走阔 16BP，AA 5Y-1Y 期限利差走阔 7BP，AAA 5Y-1Y 期限利差则走阔 2BP。

图表 5：期限利差走势



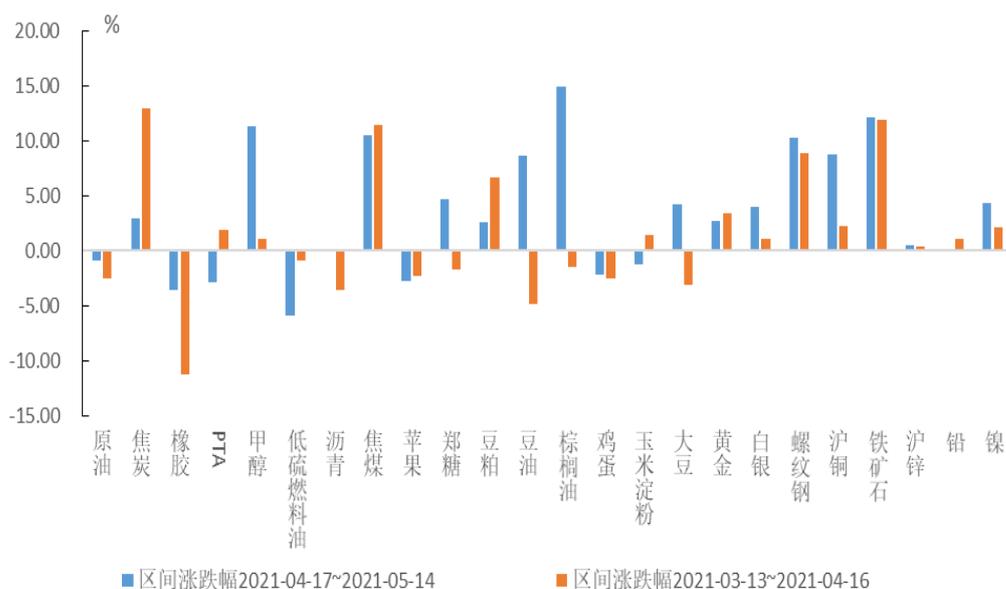
资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

3) 商品市场：大宗商品价格上涨引发关注

截止 5 月 14 日，本期南华商品指数大涨 4.12%（前值 2.43%），呈现稳步上涨形势。伴随着全球经济复苏，大宗商品价格涨幅较大，能化、金属领衔上涨。临近月末，大宗商品涨势放缓，叠加 PMI 数据回调。大宗商品价格上涨近期引发市场高度关注。央行一季度货币政策执行报告关注到近期大宗商品价格和主要经济体通胀指标表现出上行态势，认为全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国 PPI，但输入性通胀的风险总体可控，不存在长期通胀或通缩的基础。由此判断货币政策不会因短时的大宗商品价格上涨和物价上升作出转变。

本月（4 月 19 日-5 月 14 日），商品期货各版块仍延续涨势。工业品方面，金属上涨 8.61%，涨幅最大，能化上涨 1.68%。其中甲醇的涨幅达到 11.27%。农产品方面，本月上涨 3.38%，油脂油料类涨幅居前，其中棕榈油涨幅达到 14.97%。贵金属方面，美债收益率上行乏力，通胀预期抬头，美元指数较弱，贵金属价格继续升高。

图表 6：各类商品指数本月表现（0419-0514）



资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

图表 7：黄金与原油价格变化



数据来源：iFinD, 百瑞信托

图表 8：美元指数与美国国债



数据来源：iFinD, 百瑞信托

二、宏观环境与重要事件

1、流动性情况

1) 社融连续两个月下降，4月较上月回落0.6pt

4月社会融资规模增量为1.85万亿元，比去年同期少增1.25万亿元，余额同比11.7%，较上月回落0.6个百分点，略低市场预期。

从结构上来看：i) 直接融资占比上升明显，其中政府债券融资增加为主要原因，新增人民币贷款较去年同期减少 3439 亿元；ii) 贷款仍是主要支撑，4 月居民中长贷新增 4918 亿元，较去年同期多增 529 亿元，居民中长贷高增与楼市行情持续有关；iii) 表外融资依然压降，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票表外融资减少 3693 亿元，同比少增 3714 亿元，其中信托贷款减少 1328 亿元，同比少增 1351 亿元，已连续 8 个月同比减少。

图表 9：新增社融低于市场预期

日期	社会融资规模增量	人民币贷款	外币贷款	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	非金融企业境内股票融资	企业债券融资	政府债券
2020-01	50513	34924	513	-26	432	1403	609	3945	7613
2020-02	8737	7202	252	-356	-540	-3961	449	3894	1824
2020-03	51843	30390	1145	-588	-21	2818	198	9936	6344
2020-04	31042	16239	910	-579	23	577	315	9252	3357
2020-05	31866	15502	457	-273	-337	836	353	2879	11362
2020-06	34637	19029	204	-484	-852	2190	538	3642	7450
2020-07	16918	10221	-524	-152	-1367	-1130	1215	2348	5459
2020-08	35873	14201	397	-415	-316	1441	1302	3659	13788
2020-09	34772	19171	-302	-317	-1159	1503	1121	1412	10116
2020-10	14200	6663	-175	-174	-875	-1089	927	2522	4931
2020-11	21300	15300	-447	-31	-1387	-626	771	862	4000
2020-12	17192	11458	-981	-559	-4620	-2216	1126	436	7126
2021-01	51700	38200	1098	91	-842	4902	991	3751	2437
2021-02	17100	13400	464	-100	-936	640	693	1306	1017
2021-03	33400	27505	283	-41	-1791	-2297	783	3557	3130
2021-04	18500	12800	-272	-213	-1328	-2152	814	3509	3739

资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

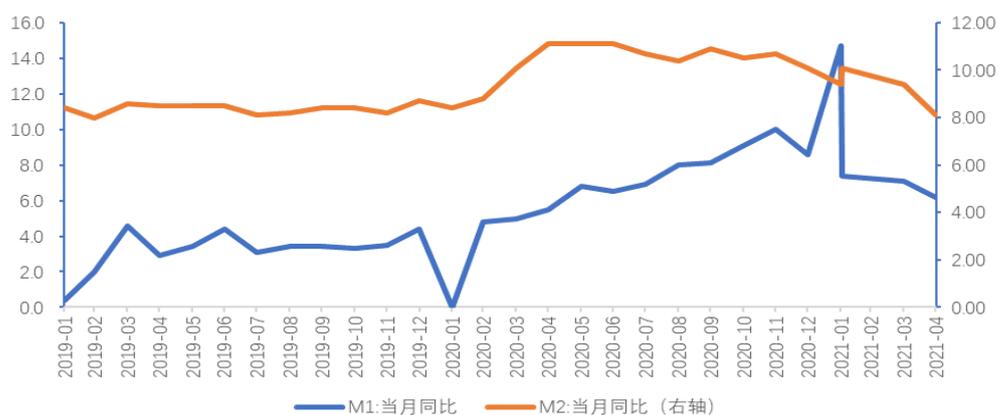
2) M1 与 M2 增速双降

4 月，广义货币(M2)余额 226.21 万亿元，同比增长 8.1%，增速分别比上月末和上年同期低 1.3 个和 3 个百分点；狭义货币(M1)余额 60.54 万亿元，同比增长 6.2%，增速比上月末低 0.9 个百分点，比上年同期高 0.7 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.58 万亿元，同比增长 5.3%。当月净回笼现金 740 亿元。

M1、M2 双降影响分析：金融数据右侧下行的趋势较为明显。其中，M1 的下行已经显著低于季节性，经济内生动能减弱较为明显。M1-M2 剪刀差收窄表明证企业存款流向货币基金，企业活期存款对应 M1，而 M2 口径中包含非银机构持有的货币基金，所以企业用活期存款购买货币基金对应的就是 M1-M2 剪刀差收窄。

从社融、M1、M2 数据连续回落来看，目前流动性拐点明确，下半年信用收缩或将继续进行，中性货币政策维持的同时，社融下滑趋势可能会有所减缓。

图表 10: M1-M2 剪刀差收窄

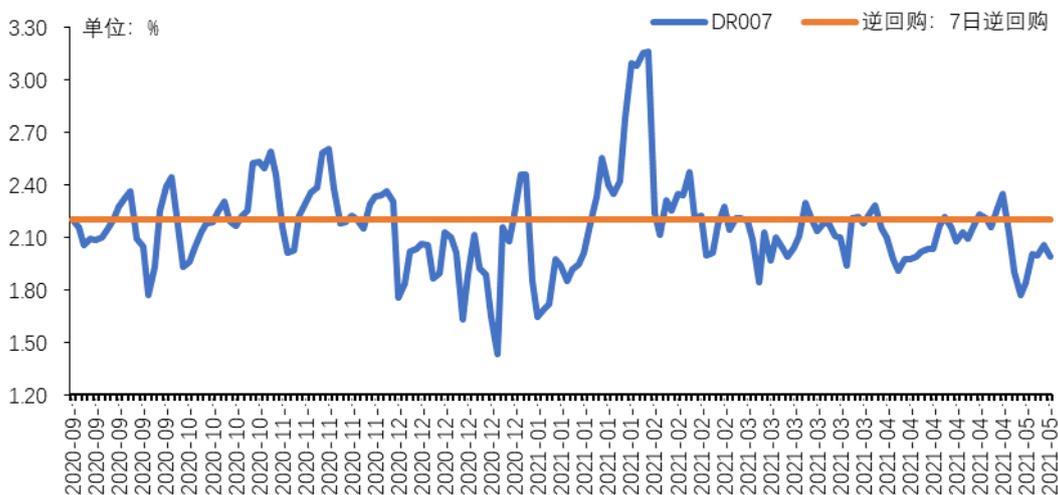


资料来源: Wind, iFinD, 百瑞信托

3) 资金价格依旧宽松

DR007 为央行主要监测关注的货币市场短期基准利率。DR007 在 4 月末冲高回升至 7 日逆回购利率水平之上。进入 5 月之后, DR007 快速回落。5 月第二周, DR007 总体呈现小幅回升趋势。至 5 月 14 日, DR007 利率为 1.9942%, 但仍位于 7 日逆回购利率水平之下。

图表 11: 存款类机构间质押式回购利率 (%)



资料来源: Wind, iFinD, 百瑞信托

4) 同业存单: 发行价格先下后上

自 3 月以来, 同业存单整体发行利率基本处于小幅下行的趋势, 但受信用市场发行缩量影响, 进入 5 月后, 同业存单发行利率有所微抬。

图表 12：同业存单发行利率（%）



资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

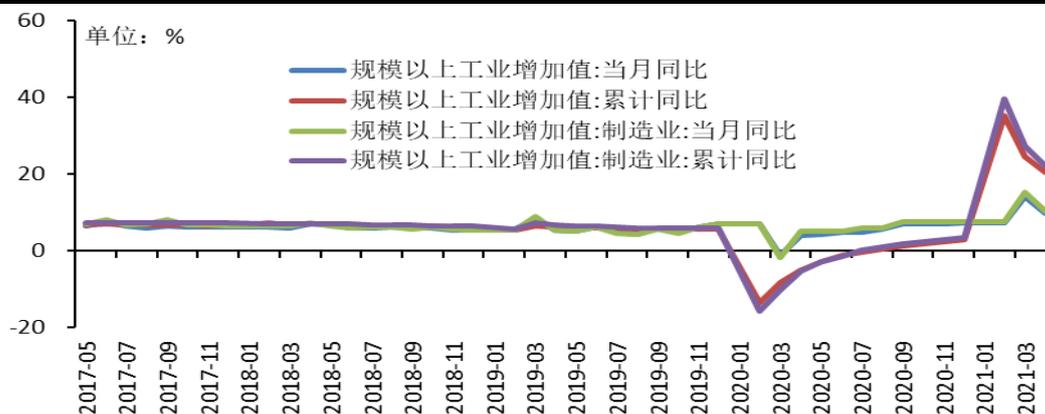
2、宏观数据点评

1) 生产端：工业生产上下游分化，整体不弱

2021年4月，规模以上工业增加值同比增长9.8%，与上月持平。在三大门类（采矿业、制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业）中，采矿业2年平均增长3.70%，制造业平均增长7.52%，电力、燃气及水的生产和供应业2年平均增长4.90%。

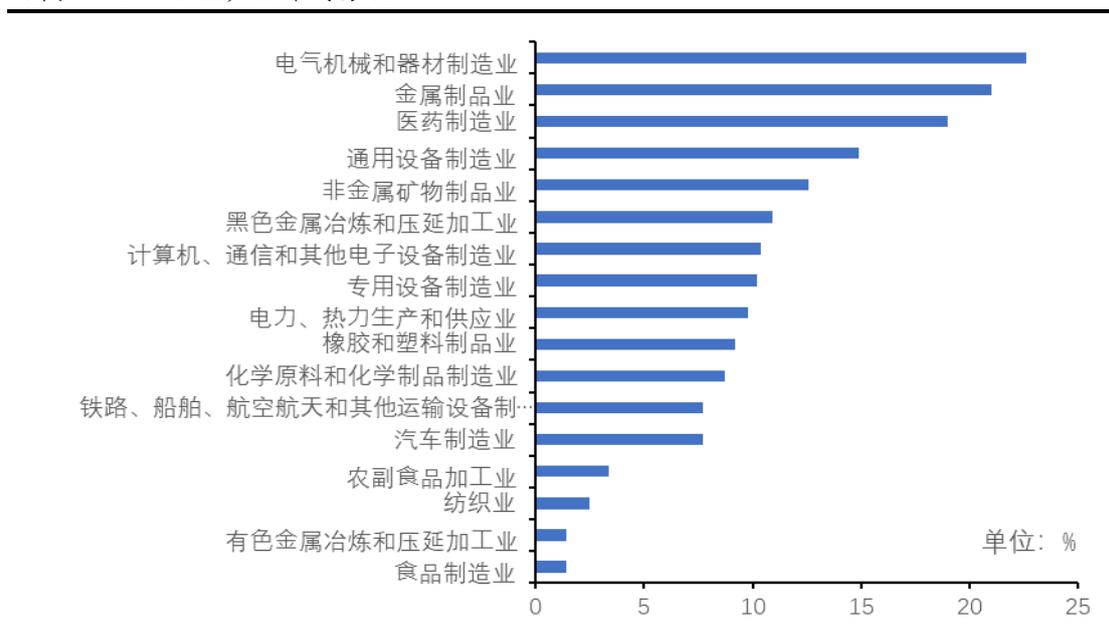
制造业生产表现为上下游分化，受国际大宗商品价格再次上涨影响，上游需求存在一定减弱，导致采矿业等原材料生产开始趋缓；而下游表现受海外旺盛需求拉动表现依旧强劲。

图表 13：工业生产持续恢复



数据来源：iFinD, 百瑞信托

图表 14：工业生产上下游分化



数据来源：iFind，百瑞信托

2) 投资端：固定资产投资平稳恢复，PMI 持观望、PPI 持续上涨

2021 年 1-4 月，固定资产投资（不含农户）累计为 143804 亿元，累计同比增长 19.9%，与 2019 年相比，两年平均增速为 3.9%。分行业来看，2021 年 1-4 月，第一产业投资同比增长 35.5%，第二产业投资同比增长 21.7%，第三产业投资同比增长 18.7%。从两年平均增速来看，第一产业的固定资产投资持续快速增长，平均增速为 15.2%；第二产业投资中，高技术产业投资增速较高，两年平均增速为 11.8%，其中航空、航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业的投资增长均超过 40%。

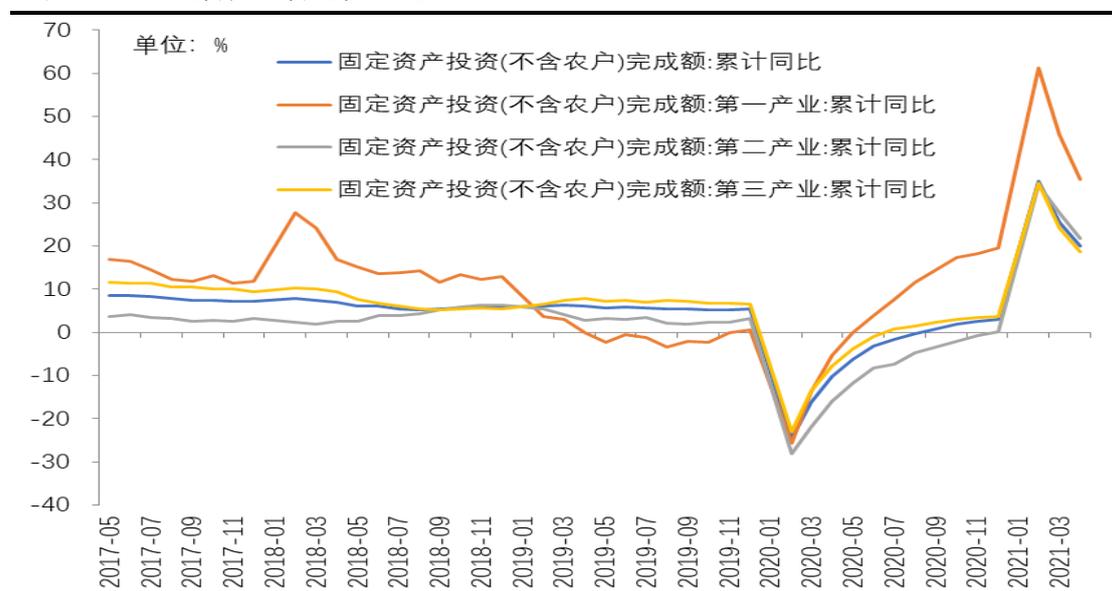
2021 年 4 月，制造业 PMI 指数为 51.1%，高于 50% 临界线，已连续 14 个月高于临界线。虽然 4 月的制造业 PMI 指数表明制造业仍保持扩张态势，但 4 月 PMI 指数较 3 月下降 0.8 个百分点，扩张力度有所减弱，主要原因有：三大门类产能利用率已处于较高位置，再叠加“碳中和”限产，或将弱化制造业投资。从分行业情况看，农副食品加工、木材加工及家具、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业产需两端景气度上升较快。

2021 年 4 月的非制造业商务活动指数为 54.9%，较 3 月下降 1.4 个百分点，表明非制造业商业活动仍在扩张，不过扩张步伐有所放缓。4 月服务业商务活动指数为 54.4%，虽然较 3 月略有下降，但高于一季度均值 2.0 个百分点，表明服务业恢复性增长势头稳定向好。4 月的建筑业商务活动指数为 57.4%，虽然低于

4月4.9个百分点，但仍位于较高景气区间。

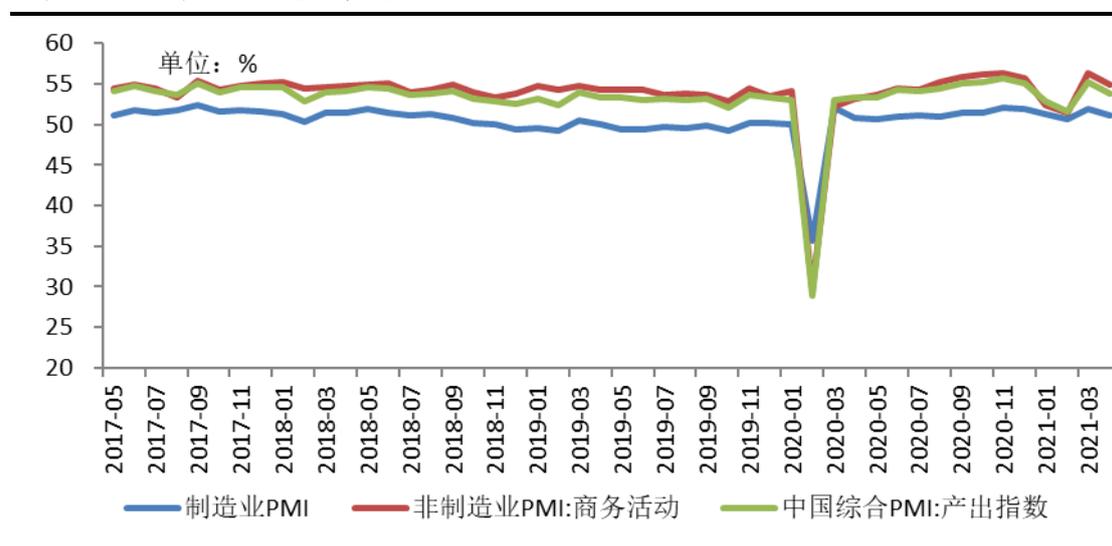
综合来看，2021年4月综合PMI指数为53.8%，与3月相比下降1.5个百分点，表明我国的企业生产经营活动总体处于扩张态势。

图表 15：固定资产投资稳步恢复



数据来源：iFinD，百瑞信托

图表 16：4月PMI仍处于景气区间

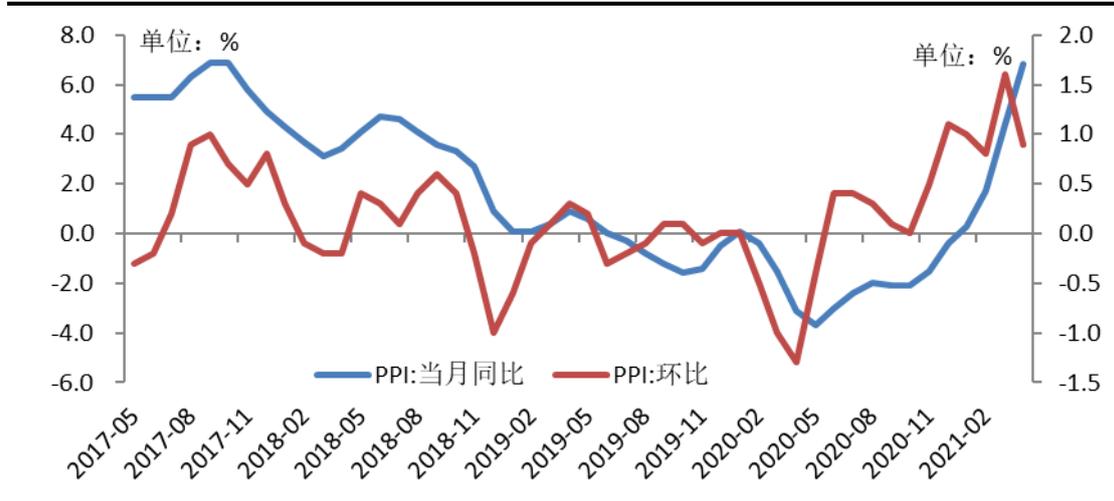


数据来源：iFinD，百瑞信托

2021年4月，受大宗商品上涨影响，工业生产价格指数PPI同比上涨6.8%，涨幅比3月扩大2.4个百分点，已连续两个月保持较高的同比增速。4月PPI的同比大幅上涨，主要是由生产资料价格同比上涨9.1%拉动。价格涨幅较大的主要

行业包括石油和天然气开采业，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，石油、煤炭及其他燃料加工业，化学原料和化学制品制造业，煤炭开采和洗选业，基本集中于大宗商品类。环比来看，4月PPI上涨0.9%，相比3月回落0.7个百分点。

图 17：4 月 PPI 同比上涨 6.8%



数据来源：iFinD，百瑞信托

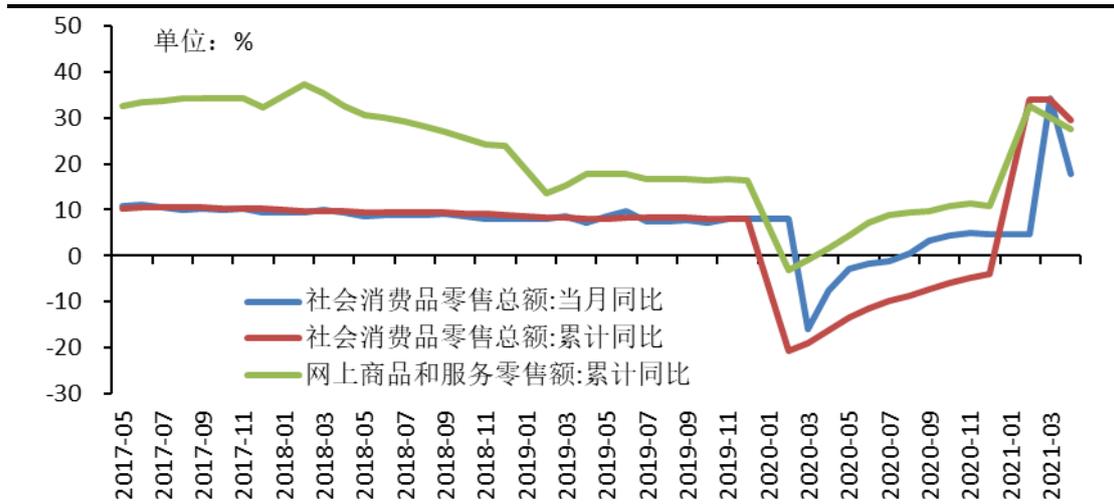
3) 消费端：社零偏弱，CPI 继续回升

社会消费品零售总额方面，4月份数据略低于预期，社会消费品零售总额为33153亿元，同比增长17.7%，消费表现偏弱。从线上和线下消费来看，4月份线上消费表现更有韧性，2021年1-4月，全国网上零售额37638亿元，同比增长27.6%，两年平均增长13.9%，网上零售额的两年平均增速相对较高

按消费品类来分，2021年4月份餐饮收入同比增长46.4%，两年平均增长0.4%，商品零售同比增长15.1%，两年平均增长4.8%，餐饮收入的两年平均增速低于商品零售。从累计来看，1-4月份，商品零售同比增长26.4%，两年平均增长4.8%，已基本恢复到疫情前水平；餐饮收入13973亿元，增长67.7%，两年平均仍为下降0.7%。尽管餐饮收入有所下降，但随着夏季将至，餐饮收入将带来季节性修复。

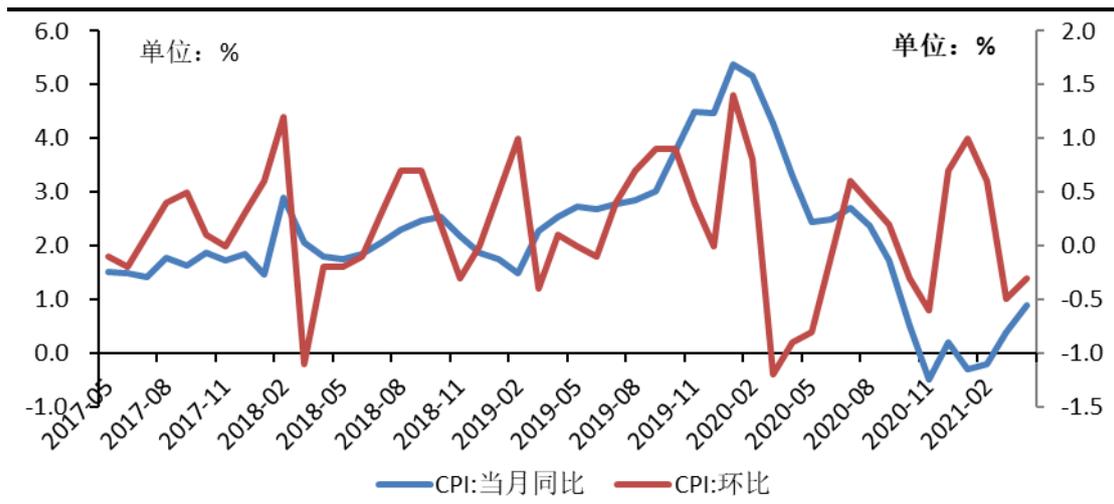
4月，我国居民消费价格指数CPI同比上涨0.9%，较3月上涨0.5个百分点，4月CPI同比增速持续回升，整体呈现食品类回落，非食品类上升的特点。扣除食品和能源价格的核心CPI同比增速为0.7%，较3月上涨0.4%，主要原因是教育、旅游、娱乐等服务性消费相比去年得到明显恢复。环比来看，4月CPI下跌0.3%，其中食品价格下跌2.4%，非食品价格上涨0.2%，主要原因是猪肉价格快速下行，带动食品项同时回落。

图 18: 社会消费品零售总额偏弱



数据来源: iFinD, 百瑞信托

图 19: 4月 CPI 继续回升

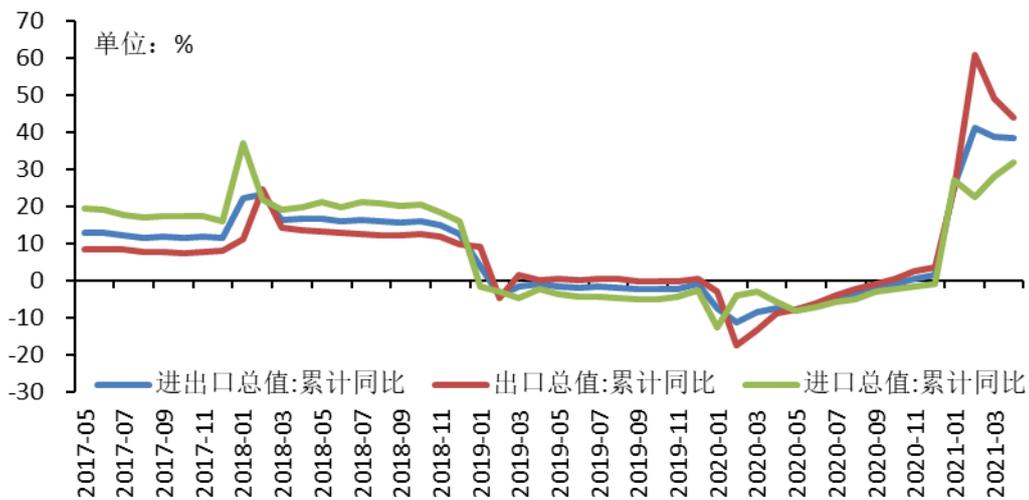


数据来源: iFinD, 百瑞信托

4) 进出口端: 整体持续保持高增长态势

2021年4月,我国进出口总额4849.9亿美元,当月同比增长37.0%,1-4月累计同比增长38.2%。其中,出口2639.2亿美元,当月同比增长32.3%;进口2210.6亿美元,当月同比增长43.1%,实现贸易差额428.6亿美元。2021年1-4月,我国进出口整体持续保持较高速增长态势,预计2021年我国进出口将延续较快增长的良好势头。

图 20：1-4 月进出口累计同比高速增长



数据来源：iFinD，百瑞信托

3、重要事件

1) 中央政治局会议：调整结构、强调精准、防范风险

4月30日，中央政治局在北京召开会议，分析当前经济形势，研究讨论重点工作。

经济形势：取得明显成效、恢复不均衡。会议指出，“要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固”。后疫情时期，我国经济的修复呈现生产强、内需弱的特点，外需出口对经济的拉动较为显著。需求中，投资明显好于消费，房地产投资明显强于制造业投资。说明经济的修复很大程度是受宏观调控政策放松带来的，经济的内生动力还有待强化。会议指出，“要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革，打通国内大循环、国内国际双循环堵点”。一是产业优化升级，强化国家战略科技力量。二是有序推进碳达峰、碳中和，积极发展新能源。

保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性、不急转弯。会议延续了去年经济工作会议“保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性、不急转弯”的基调，经济政策的主要目标为：“保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡”。财政政策关注落实落细，稳健的货币政策保持流动性合理充裕，同时重点强调对于实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

防范金融风险、地方风险。会议指出，“要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。”财政风险方面压实地方政府责任，同时要求稳妥防范化解经济金融风险。房地产方面，强调坚持“房住不炒”，罕见

点名“防止以学区房名义炒作”。

2) 中国央行第一季度货币政策执行报告：珍惜正常货币政策空间

5月11日晚间，中国人民银行发布2021年第一季度中国货币政策执行报告。央行在报告中表示，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。健全现代货币政策框架，完善货币供应调控机制，管好货币总闸门，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，构建金融有效支持实体经济的体制机制，引导金融机构加大对科技创新、小微企业、绿色发展等领域的支持，研究推出央行碳减排支持工具。

3) 交易商协会推出可持续发展挂钩债券（SLB）

交易商协会组织市场成员于4月28日创新推出可持续发展挂钩债券（Sustainability-Linked Bond，简称SLB）。该产品是指将债券条款与发行人可持续发展目标挂钩的债务融资工具，通过债券结构设计激励发行人制定和实现可持续发展目标，满足各类致力于实现可持续发展目标的企业融资需求。在碳达峰、碳中和的总体框架下，初期重点聚焦于高碳行业的减排需求。4月29日，中国华能、国电电力、大唐国际、陕煤集团、长江电力、柳钢集团、红狮控股等7单可持续发展挂钩债券披露发行文件，并于5月10日完成发行。

4) 地方融资平台春华水务公告违约

2021年4月30日，呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司发布的公告称，公司逾期债务合计7.46亿元。包括银行借款、金融租赁公司借款和融资租赁借款。春华水务的股东是呼和浩特市自来水公司，实际控制人是呼和浩特市国资委，主营业务包括自来水、水业工程和污水处理等板块。目前春华水务AA+的主体信用评级已经到期，没有存续的AA+评级，现有主体信用评均为AA评级且存在负面展望。

三、配置建议

图表 21：配置建议

分类	多		中性		空		备注
	强	弱	轻仓	离场	弱	强	
权益	成长	√					老龄化持续，低估值医药可适度关注 “碳中和”限产政策趋严下采掘钢铁有色大涨，注意回调风险 消费持续调整，不建议入场
	周期	√					
	消费			√			
债券	利率债		√				中长端利率债进入休息平台 政策不断，信用风险整治，等待修复时机 市场情绪有向中小盘转的迹象，中性偏多
	信用债				√		
	可转债	√					
商品	农产品			√			玉米、淀粉偏弱，建议离场，油脂高位震荡，粕类中线偏多 原油供需矛盾减弱，部分化工有回补需求 受原油调整，工业品承压，中线看多 受“碳中和”限产影响，黑色涨幅较大，前期多单可考虑获利出场
	能化	√					
	工业		√				
	黑色		√				

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

截至 5 月 14 日，A 股市场核心指数估值继续上行，沪深 300，中证 500、上证指数和创业板指数的 PE 估值分别是 14.22、24.92、14.20、59.07；风格领域中，300 成长、300 周期、300 消费的 PE 估值分别是 23.32、9.25、41.78。

图表 22：各类指数估值及分位数（统计为近 3 年）

	2021.05.14				2021.04.16			
	最新PE	均值	中位数	分位数	最新PE	均值	中位数	分位数
沪深300	14.22	13.41	12.48	63.22%	14.82	13.19	12.36	72.48%
中证500	24.92	27.45	26.77	21.69%	27.20	28.37	28.20	38.85%
上证指数	14.20	14.01	13.27	58.47%	15.19	13.96	13.17	67.81%
创业板指	59.07	59.09	58.91	51.24%	56.14	57.00	56.23	49.46%
300成长	23.32	19.85	18.20	82.64%	22.92	18.96	17.34	80.94%
300周期	9.25	9.49	9.47	34.30%	9.65	9.52	9.49	55.76%
300消费	41.78	35.22	34.47	91.74%	38.52	33.62	33.28	86.33%

资料来源：iFinD，百瑞信托

外部因素仍是影响 A 股市场的最关键因素。美国通胀持续升温，非农就业超过预期，疫苗接种完成度较高，都将影响美联储收益率上行，美元指数中短期反弹。A 股市场受此影响将会引发高估值板块回调。

今年 5-6 月份 A 股市场将迎来解禁高峰，合计 1.1 万亿元，今年剩余时间解禁共 3.5 万亿。在增量资金加速流入市场的背景下，解禁的影响不大，以目前存量市场，解禁规模对市场边际影响将会更大。

2、债券市场

截至 5 月 14 日，利率债全线上涨，自 1 月以来，我们相继推荐短端利率债及中长端利率债。进入 5 月后，我们认为利率债或有可能进入休息平台，需要紧跟资金利率动向而灵活变动，目前资金主要矛盾有：1) 收紧信号，今年国债及地方政府债发行节奏不及往年，导致当前流动性较为宽松，进入 5 月后，地方债供给有望回升；2) 宽松信号，4 月份政治局会议重提“保持流动性合理充裕”，使得市场认为货币政策表态整体延续去年 12 月中央经济工作会议的基调。

信用债方面，在整体去杠杆，新增融资渠道受限，偿债压力持续增加的情况下，很多城投的主体信用需要被市场“重估”，这将导致城投债长久期的潜在净值波动压力较大。再次，AA-城投债相对信用利差分位数从去年 12 月份开始，持续维持在 90-95 分位数上，城投债的分化在持续扩大，加之，春华水务集团主动发布违约公告，导致城投债的安全边际在走低。

转债方面，在白马蓝筹调整及流动性持续宽松的背景下，存在两个较明显的现象，一是 100 以下的低价品种涨幅较大，二是小票行情。可维持适度低配偏多逻辑。

图表 23：债券表现及分位数（统计为近 4 年）

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.37	0.44	0.41	0.51	0.42					
国开	0.31	0.34	0.45	0.61	0.16	35	26	6	7	25
非国开	0.28	0.46	0.38	0.41	0.45	32	12	7	7	2
铁道	0.35	0.52	0.52	0.46	0.50	17	3	4	22	6
产业AAA	0.28	0.45	0.60	0.38	0.71	27	16	8	34	10
产业AA+	0.34	0.63	0.89			18	18	6		
产业AA	0.41	0.66	0.66			29	35	23		
产业AA-	0.51	0.57				83	88	78		
城投AAA	0.34	0.45	0.58	0.68	1.16	19	16	7	19	15
城投AA+	0.34	0.49	0.69			19	24	22		
城投AA	0.48	0.70	0.90			17	20	51		
城投AA-	0.53	0.80				91	95	96		

资料来源：Wind，百瑞信托

3、商品市场

能化方面，原油供需矛盾减弱，需求端开始增加，美国成品油表需已经来到 5 年均值之上，带动原油库存去化，前期回调的化工品有望回补；

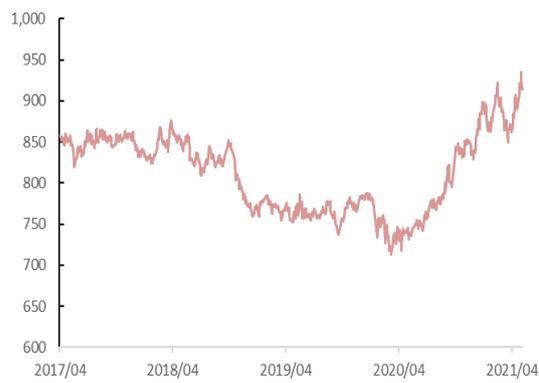
黑色方面，受“碳中和”概念的限产政策的冲击影响，钢铁、动力煤、焦炉、开工率都有所回落，以动力煤为首带动黑色走出一波行情，目前多数品种已创新高后开始回调，多单可考虑获利出场；

工业方面，整体来看，铜、铝、锌等基本面偏乐观，中线依然看多，可逢低

布局多单；

农产品方面，美国通胀回升预期和国内猪周期见顶，对粕类利好仍将延续；玉米及淀粉前期出潮粮已结束，短期获得底部支持，故维持高位震荡；油脂方面，尽管库存处于地位，但目前已步入季节性增产周期，或将维持高位偏弱震荡。

图表 24：南华农产品指数



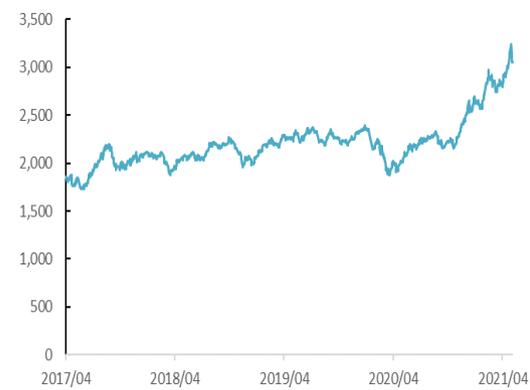
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 25：南华能化指数



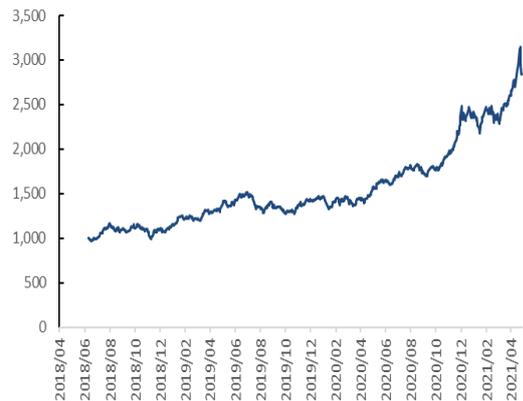
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 26：南华工业品指数



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 27：南华黑色指数



数据来源：Wind，百瑞信托