

宏观经济静待政策出台 权益市场毋须过度悲观

——鑫元周观点（2023.05.29-2023.06.04）

一、核心观点

宏观方面，上周公布的5月官方制造业PMI录得48.8%，位于荣枯线下方，低于市场预期。5月服务业PMI录得53.8%，建筑业PMI录得58.2%，虽继续位于景气区间，但景气度较4月有所收缩。5月官方PMI数据显示当前国内宏观经济修复动能偏弱，随着二季度低基数效应的消退，基本面同比读数的压力或将凸显，稳增长政策落地概率加大。海外方面，5月美国非农数据超出市场预期，显示美国经济韧性和通胀粘性较强，美联储加息预期不断反复，建议不要过早介入博降息交易。

权益市场方面，官方制造业PMI连续两个月落入收缩区间压低投资者风险偏好，偏股基金5月份的发行再创新低，体现出了投资者对权益市场的谨慎态度。在赚钱效应尚不明显的情况下，增量资金的进入可能仍需时日，同时受制于美债利率近期的快速攀升，北向资金流出的压力较大，市场一方面遭受经济预期的压制，另一方面受到流动性的掣肘。本轮经济的复苏无法一蹴而就，在强美元周期之下，预期与现实的一波三折将是常态。在如此的位置下，我们建议“多看少动”。“逆向思维”之所以珍贵，是因为它能在各类极端环境下帮助投资者克服线性外推所得到的糟糕结论。在赔率较高的情况下，耐心等待是一个好的策略。

固收市场方面，5月官方制造业、非制造业PMI再度环比下行，内外需承压，悲观情绪笼罩。债市对于“弱现实、弱预期”交易相对充分，目前长端呈窄幅震荡格局，短端受益于资金面宽松再下一城。往前看的话，市场有可能从交易“弱现实、若弱预期”，逐步转向博弈政策预期。建议利率债账户保持中性以下久期，多看少动；信用债方面，建议坚持票息策略，以高等级、中短久期为主，可利用较好的市场环境逐步由进攻转为防守。

二、宏观动态

（一）国内宏观

PMI 持续回落，宏观政策有望落地。中国 5 月官方制造业 PMI 为 48.8%，环比下降 0.4 个百分点；非制造业 PMI 为 54.5%，下降 1.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 52.9%，下降 1.5 个百分点。国家统计局指出，我国经济景气水平有所回落，恢复发展基础仍需巩固。官方制造业 PMI 已连续两月位于荣枯线下方，显示宏观经济修复动能偏弱，宏观政策有望落地。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究促进新能源汽车产业高质量发展的政策措施。会议指出，要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系，进一步稳定市场预期、优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力。要巩固和扩大新能源汽车发展优势，进一步优化产业布局，统筹国内国际资源开发利用，健全动力电池回收利用体系。会议还听取优化营商环境工作进展及下一步重点举措汇报，要在放宽市场准入、促进公平竞争、保护知识产权、建设统一大市场等方面，分批次加快推出针对性强、含金量高的政策措施。

二十届中央国家安全委员会第一次会议召开，加快推进国家安全体系和能力现代化。二十届中央国家安全委员会第一次会议指出，当前我们所面临的国家安全问题的复杂程度、艰巨程度明显加大。要坚持底线思维和极限思维，准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。要以新安全格局保障新发展格局，主动塑造于我有利的外部安全环境，更好维护开放安全，推动发展和安全深度融合。要切实做好提升网络数据人工智能安全治理水平等多方面工作。

国家金融监督管理总局：稳妥化解存量风险，坚决遏制增量风险。金管局局长李云泽表示，要准确把握中国国情和金融工作规律，着力构建中国特色金融监管体系。要坚持稳中求进、开拓创新，妥善处置化解重点领域金融风险。在稳定大局的前提下，用改革创新的方法破解难题，稳妥化解存量风险，坚决遏制增量风险，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

（二）海外宏观

美国 5 月非农就业数据超出市场预期。美国 5 月新增非农就业 33.9 万人，创今年 1 月以来最大增幅，远超预期值 19 万人，前值也大幅上修至 29.4 万人。5 月失业率为 3.7%，创 2022 年 10 月以来新高，预期为小幅上升至 3.5%。数据发布后，市场押注美联储 6 月维持利率不变，7 月加息预期有所上升。

美联储褐皮书：经济出现降温迹象，就业和通胀略有放缓。政策制定者正在仔细评估过去 14 个月的紧缩政策对经济的影响。过去 14 个月的紧缩政策将利率从接近于零的水平调至

5%-5.25%的区间。官员们已经转向逐次会议制定决策，让数据来指导政策。一些官员暗示，在 6 月的会议上暂停加息可能是合适的。对持续性的通胀持谨慎态度的人称，联储可能需要采取更多措施，即使是在跳过一次加息之后。

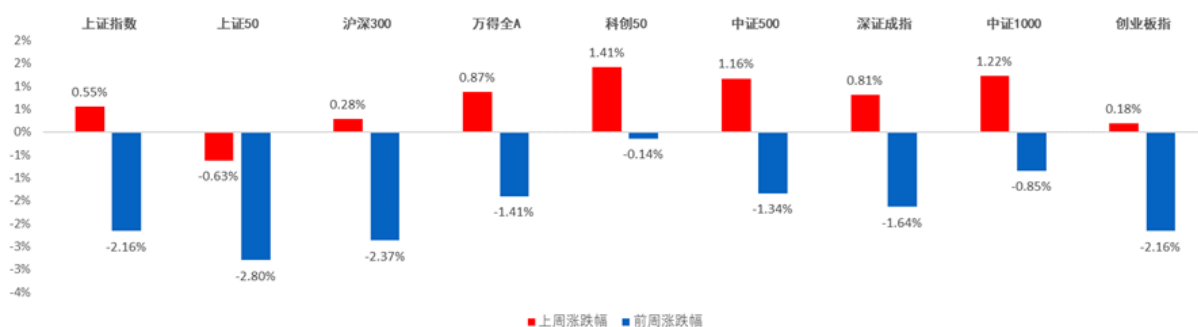
美国国会参议院通过债务上限法案。美国总统拜登签署一项关于联邦政府债务上限和预算的法案，使其正式生效，暂时避免了美国政府陷入债务违约。该法案暂缓债务上限生效至 2025 年年初，并对 2024 财年和 2025 财年的开支进行限制。

三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

图 2：上周 A 股市场风格走势



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数多数上涨，风格上成长略占优。截至 6 月 2 日（上周五），科创 50 涨幅达 1.41%，中证 1000 涨幅达 1.22%，中证 500 涨幅达 1.16%，万得全 A 涨幅达 0.87%。从行业板块看，上周**传媒、计算机、通信、有色金属、石油石化**领涨，**煤炭、医药、电力设备及新能源、农林牧渔、食品饮料**领跌。上周大盘/小盘风格指数为 0.18，与前周持平，价值/成长风格指数为 0.55，较前周下行 0.02，风格上以成长略占优。

2、权益市场估值

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2023/6/2	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
上证指数	13.1	↑ 0.03	24.8	↑ 0.56	41.4%	46.4%	34.7%
深证成指	25.2	↑ 0.18	49.8	↑ 1.13	42.0%	40.7%	13.2%
上证50	9.8	↑ 0.03	26.6	↑ 0.76	42.9%	36.7%	26.7%
沪深300	11.8	↑ 0.09	27.9	↑ 2.96	34.9%	28.3%	19.4%
中证500	25.7	↑ 0.24	25.5	↑ 1.58	34.7%	68.0%	65.5%
中证1000	36.1	↑ 0.35	32.1	↑ 2.12	32.1%	51.1%	50.3%
创业板指	32.1	↑ 0.07	4.0	↑ 0.19	3.9%	7.6%	0.6%
科创50	44.2	↑ 0.54	32.0	↑ 3.21	32.0%	32.0%	34.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2023/6/2	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	10.5	↑ 0.39	9.79%	↑ 1.43	9.8%	19.2%	31.2%
煤炭(中信)	6.1	↓ 0.23	0.09%	↓ 0.30	0.1%	0.2%	0.3%
有色金属(中信)	15.0	↑ 0.57	1.52%	↑ 1.48	1.5%	2.8%	4.5%
电力及公用事业(中信)	28.0	↓ 0.10	80.99%	↓ 0.69	81.0%	70.1%	54.7%
钢铁(中信)	45.3	↓ 0.01	75.76%	↑ 0.01	75.8%	98.8%	98.1%
基础化工(中信)	21.6	↑ 0.03	15.42%	↑ 0.37	15.4%	30.3%	28.6%
建筑(中信)	10.7	↑ 0.26	44.22%	↑ 4.59	44.2%	67.7%	78.5%
建材(中信)	22.1	↑ 0.10	62.75%	↑ 0.36	62.7%	97.7%	98.1%
轻工制造(中信)	35.7	↑ 0.41	55.34%	↑ 0.90	55.3%	98.1%	96.9%
机械(中信)	35.7	↓ 0.27	21.35%	↓ 1.29	21.3%	25.3%	26.0%
电力设备及新能源(中信)	23.3	↓ 0.44	0.44%	↓ 0.32	0.4%	0.9%	0.5%
国防军工(中信)	69.5	0.00	44.18%	↑ 0.03	44.2%	58.9%	53.2%
汽车(中信)	36.2	↑ 0.42	73.46%	↑ 0.58	73.5%	47.9%	15.5%
家电(中信)	15.5	↓ 0.15	21.35%	↓ 1.21	21.3%	16.0%	8.6%
纺织服装(中信)	35.9	↓ 0.69	71.93%	↓ 1.80	71.9%	77.5%	76.2%
医药(中信)	42.0	↓ 0.99	61.38%	↓ 3.72	61.4%	59.5%	39.2%
食品饮料(中信)	31.0	↓ 0.41	45.11%	↓ 2.43	45.1%	19.2%	2.6%
银行(中信)	4.9	↑ 0.01	16.92%	↑ 0.25	16.9%	15.7%	25.5%
非银行金融(中信)	15.8	↑ 0.06	30.41%	↑ 0.79	30.4%	43.2%	58.6%
交通运输(中信)	31.7	↓ 0.29	83.69%	↓ 0.53	83.7%	74.3%	58.3%
电子(中信)	66.2	↑ 1.48	81.80%	↑ 1.29	81.8%	77.9%	73.5%
通信(中信)	22.1	↑ 1.29	9.14%	↑ 0.75	9.1%	17.9%	29.1%
计算机(中信)	111.1	↑ 7.09	70.52%	↑ 4.98	70.5%	52.6%	37.7%
传媒(中信)	215.6	↑ 17.94	97.45%	↑ 0.31	97.4%	93.5%	96.2%
综合金融(中信)	67.4	↓ 220.28	97.24%	↓ 0.29	97.2%	97.2%	96.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

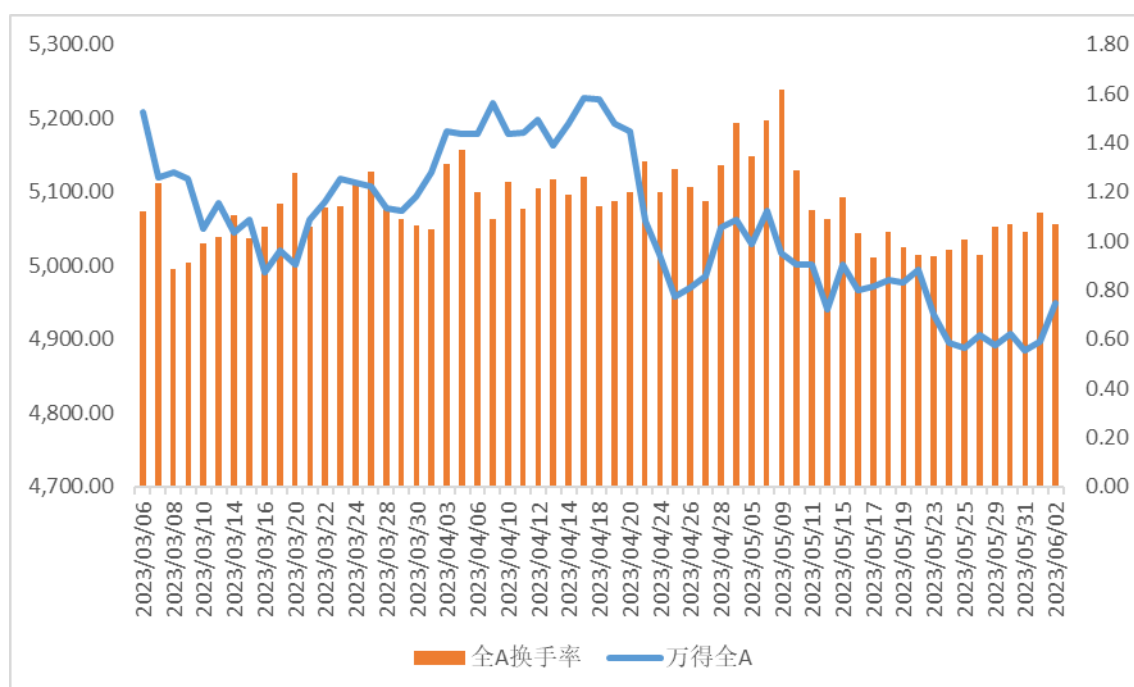
上周各宽基指数估值集体上行，科创 50、中证 1000、中证 500 上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**传媒、计算机**等行业估值上行，**综合金融、医药**等行业估值下行。当前**传媒、综合金融、**

交通运输、电子、电力及公用事业板块估值处于历史较高水平；煤炭、电力设备及新能源、有色金属、通信、石油石化板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

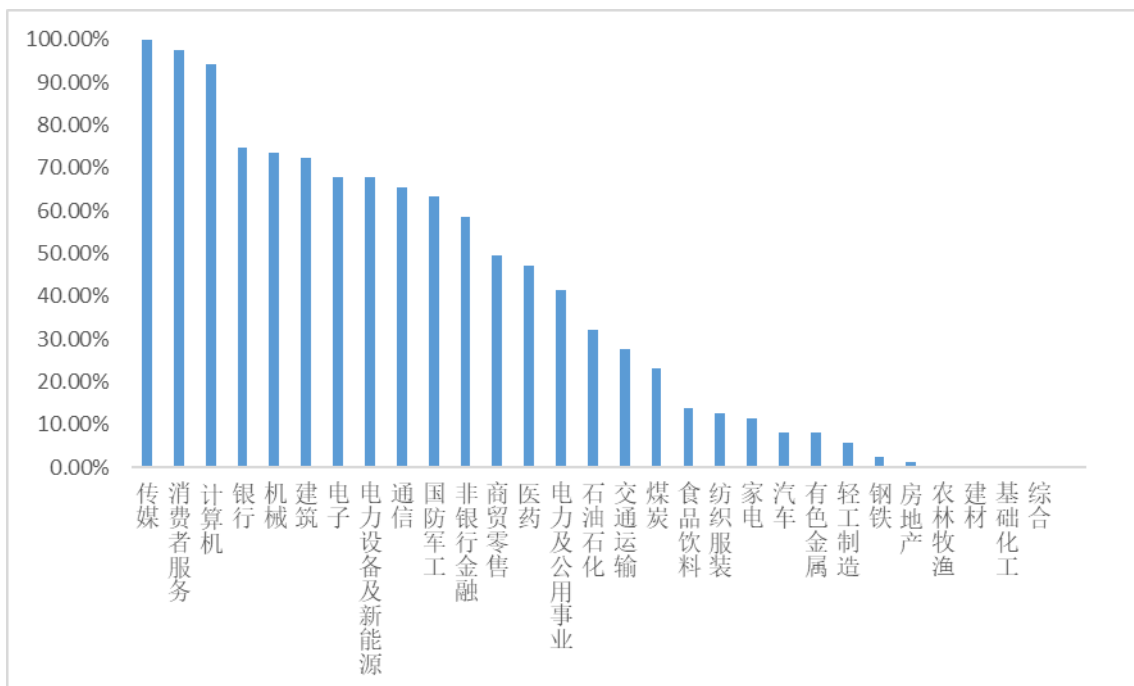
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，短期缩量提供了安全边际，且价格企稳，短期市场向好。从行业拥挤度的角度，TMT 板块仍处于较高拥挤度状态，但消费者服务，银行等行业也已进入高拥挤度区域。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.87%，处于历史 89%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是注意市场短期下行的风险。

图 5：全市场换手率



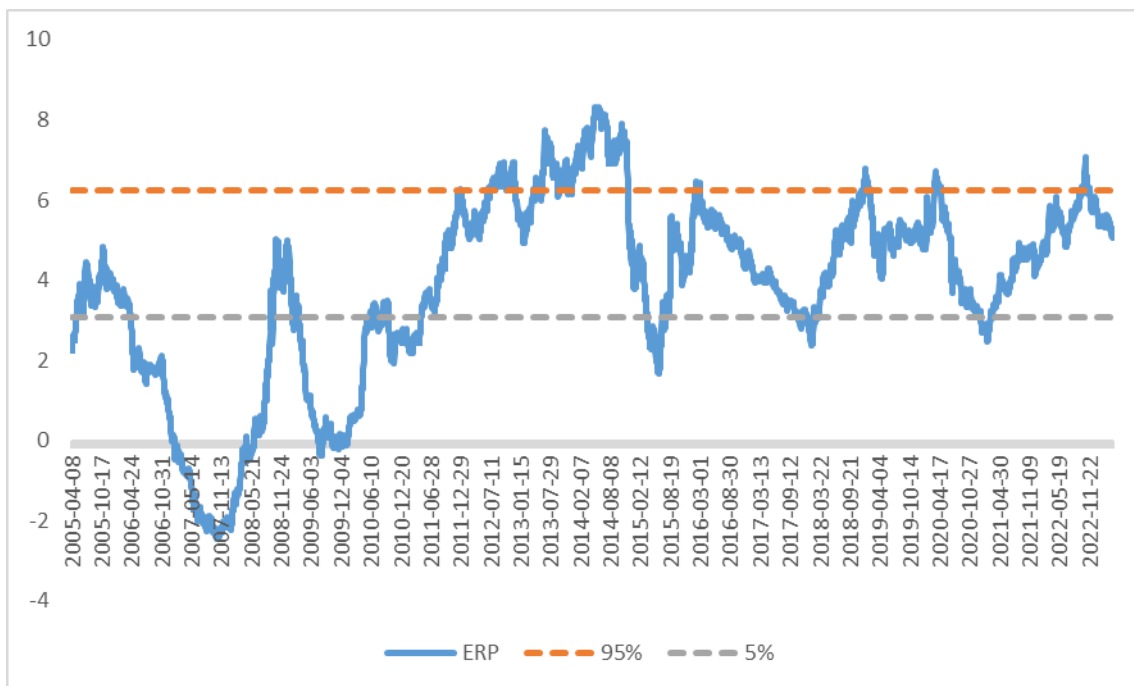
数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 7：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 50.21 亿元，上上周净流出 178.88 亿元，最近一周北向资金由净流出转为净流入。上周增持金额排行靠前的行业是 **电子**（↑ 70.26）、**电力设备及新能源**（↑

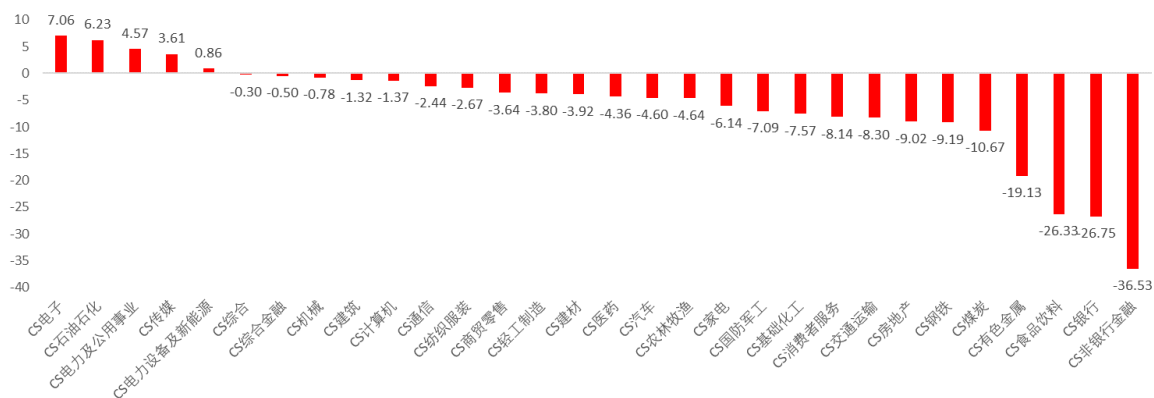
22.90)、**基础化工** (↑ 22.65)、**医药** (↑ 19.66)、**电力及公用事业** (↑ 11.66); 减持金额排名靠前的行业是**食品饮料** (↓ 55.34)、**非银行金融** (↓ 31.39)、**银行** (↓ 21.44)、**消费者服务** (↓ 11.40)、**传媒** (↓ 8.40)。

图 8: 北向资金周度净流入情况 (亿元)



数据来源: Wind、鑫元基金

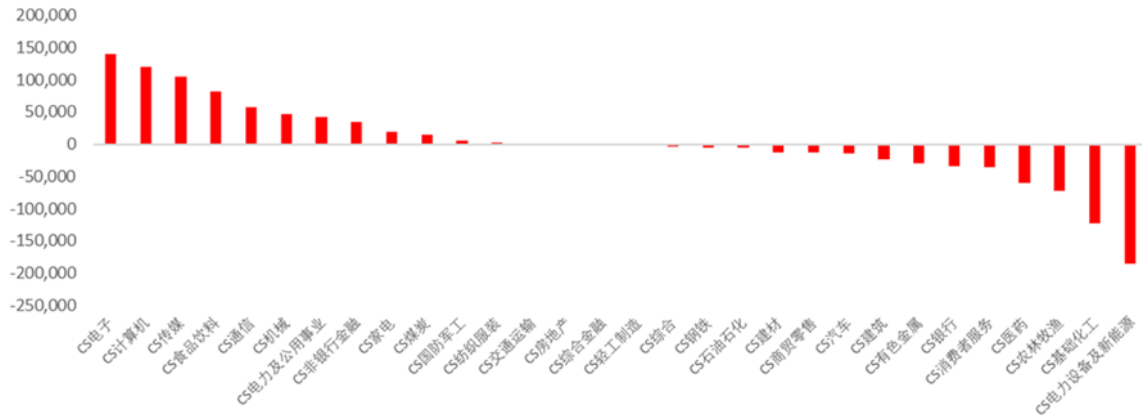
图 9: 上周北向资金行业流向 (亿元)



数据来源: Wind、鑫元基金

6月1日,两融资金占比为7.38%,5月26日(上周五)为7.48%,反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至6月2日,上本周融资净买入最大的五个行业为电子、计算机、传媒、食品饮料、通信。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

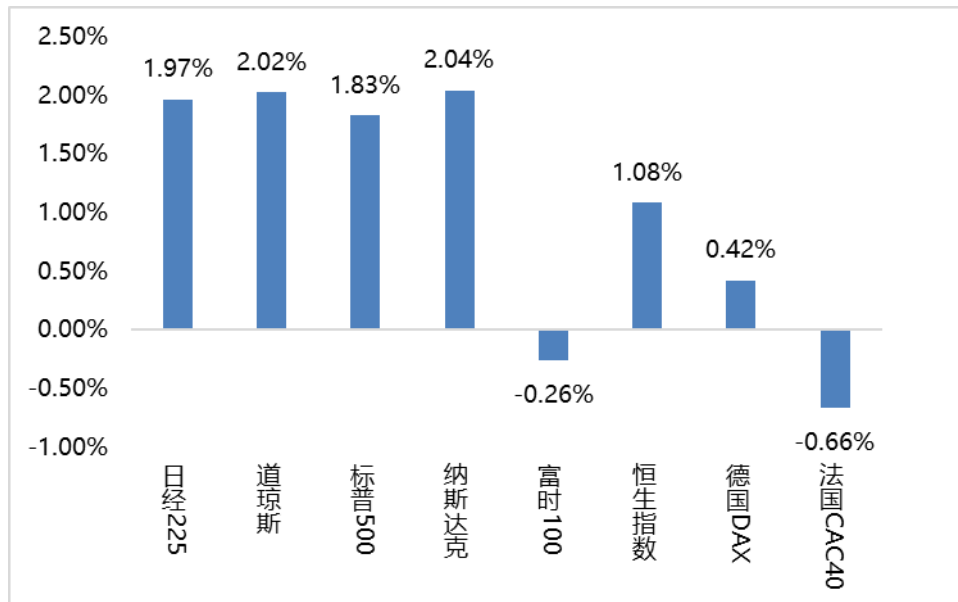


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数上涨。美国股市方面，道指上涨 2.02%，标普 500 上涨 1.83%，纳指上涨 2.04%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.26%，德国 DAX 上涨 0.42%，法国 CAC40 下跌 0.66%；亚太股市方面，日经指数上涨 1.97%，恒生指数上涨 1.08%。

图 11：上周海外主要指数涨跌



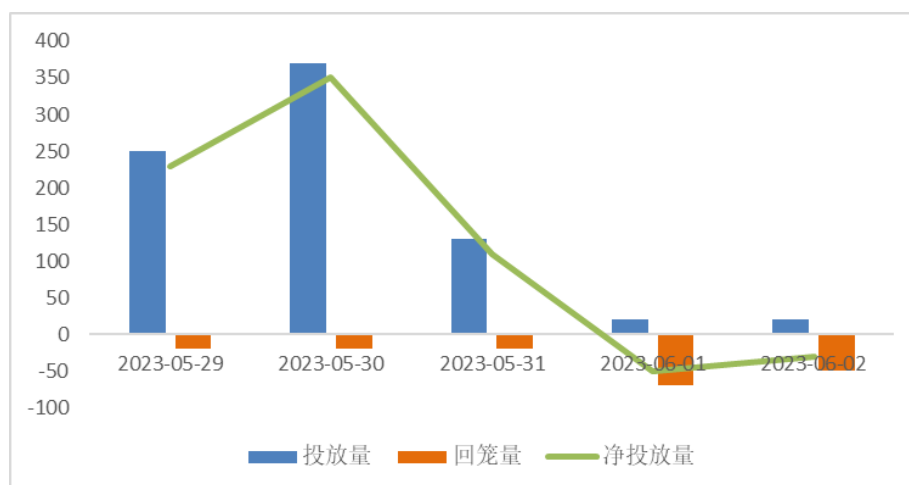
数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 790 亿元 7 天期逆回购操作，有 180 亿元 7 天期逆回

购到期，总体实现资金净投放 610 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

5 月末财政集中支出，支撑 6 月上旬流动性，预计上旬银行间流动性平稳宽松。

政府债发行：本周国债计划发行 2080 亿元，地方政府债计划发行 1250 亿元，整体净缴款 1855.3 亿元。

表 1：6 月 5 日-6 月 9 日政府债发行缴款

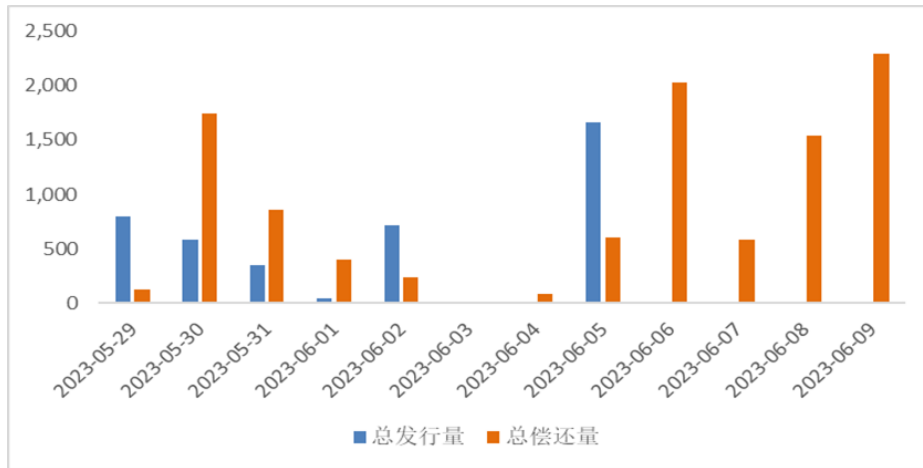
单位：亿元

	6 月 5 日		6 月 6 日		6 月 7 日		6 月 8 日		6 月 9 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	226.8	0	105.2	1730	426.6	0	614.1	230	827.2
到期	400	245.7	0	226.8	0	61.4	0	61	0	2.8
缴款	738.2	0	0	226.8	0	454.4	1370	426.6	0	614.1
净缴款	92.5		0		-259.5		1245.6		776.7	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：5 月 29 日-6 月 2 日，同业存单发行 2493 亿元，发行量较前一周的 5132 亿元减半，净融资连续第四周为负，为-1345 亿元。1 年期 AAA 同业存单收益率持续下行至 2.37%，较 5 月 26 日下行 5bp。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：跨月当天 DR001、R001 分别上行至 1.7%、1.88%，而 4 月末分别为 2.1%、2.2%，跨月后，隔夜利率回落，上周五分别收至 1.3%、1.4%，二者平均值分别较前一周上行 13bp。跨月期间 7 天利率波动较小，上周一至上周三，DR007 在 1.9-2.1%之间波动，R007 在 2.1-2.2%之间波动，上周五分别回落至 1.78%、1.93%，二者平均值分别较前一周上行 9bp、5bp。5 月 29 日-6 月 2 日，银行间质押式逆回购余额均值为 10.9 万亿元，低于前一周的 11.2 万亿元，跨月当天低至 9.9 万亿元，而后回升至 11.3 万亿元。银行体系日均净融出 4.41 万亿元，低于前一周为 4.72 万亿元，跨月当天银行体系净融出降至 3.79 万亿元，跨月后回升，上周五恢复至 4.8 万亿元的高位。

票据利率：上周为跨月周，票价走势呈现月底下行，月初回调。上周一至上周三，受月末规模因素影响，买盘部分机构进场释放配置需求，卖盘趁机压价出票，供需博弈下，利率震荡下行。上周四，月初第一天，市场交易较为清淡，看涨预期下，买盘机构多持观望态度，交易以托收票为主，卖盘出票持稳，供需博弈下，票价高开至合理区间后震荡调整。上周五，随着一级市场票源供给回落至低位，卖盘供给相对不足，买盘部分机构高价收长期票，供需博弈下，票价震荡调整。

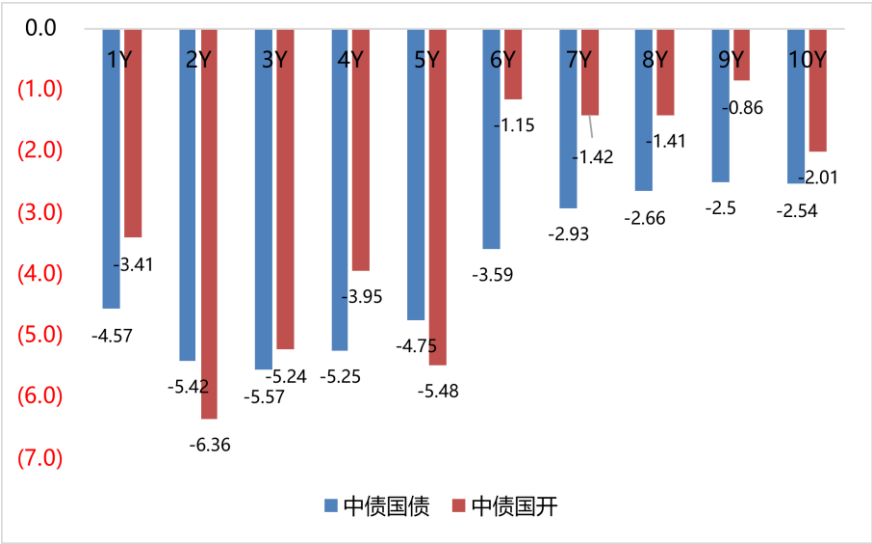
（三）债券市场

上周利率债各期限收益率整体呈现下行态势。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.57BP 至 1.9731，3 年期下行 5.57BP 至 2.2646，5 年期下行 4.75BP 至 2.4532，10 年期下行 2.54BP 至 2.6951。

高等级短久期信用利差整体呈现走阔态势。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄

1.04BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.09BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.76BP。

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	29.15	18.86	24.19	76.32
环比	-1.00	0.82	2.21	19.33
年初以来	-1.56	-5.2	5.12	71.59
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	27.26	15.71	18.13	55.11
2016 年以来分位数	58.27%	73.45%	84.28%	67.64%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2023 年 6 月 2 日）

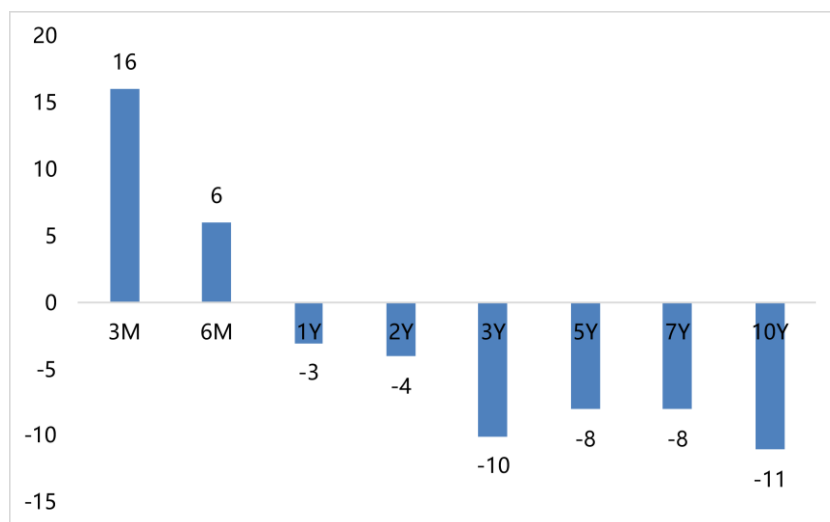
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	35.21	32.16	38.18	38.6	48.35
环比	-1.04	3.09	0.76	2.66	3.34
年初以来	-12.62	-20.06	-25.05	-15.23	-18.57
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.48	38.00	40.64	45.22	45.42
2016 年以来分位数	20.89%	32.79%	42.16%	30.16%	61.82%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周美债各期限收益率呈现短端上行、长端下行态势。上周 10 年期美债收益率下行，10

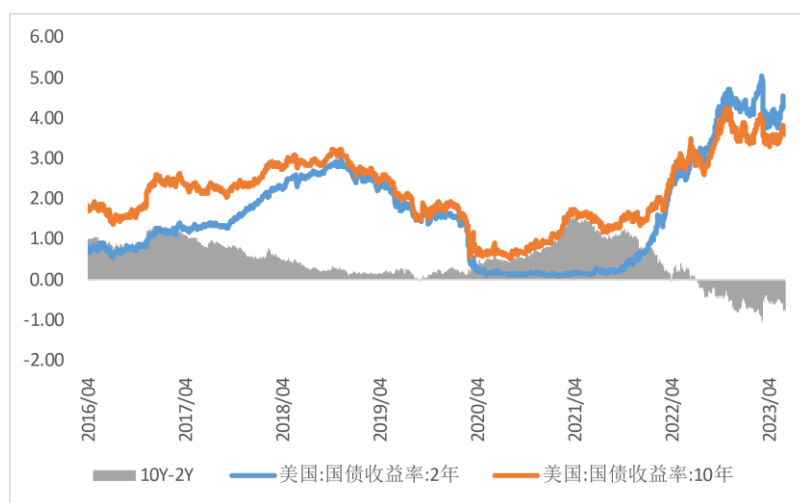
年期国债收益率下跌不及美债收益率下行幅度，中美利差倒挂程度有所减小。全周来看，美债收益率短端上行、长端下行，10 年期美债收益率下行 11BP。

图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数小幅下行，在岸和离岸人民币汇率小幅贬值。上周美元指数下跌 0.64%，在岸和离岸人民币汇率贬值，中间价贬值 0.25%，即期汇率贬值 0.29%，离岸人民币汇率贬值 0.52%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	103.5515	7.0939	7.075	7.1103
对照日期	104.2134	7.076	7.0547	7.0734
涨跌	-0.64%	-0.25%	-0.29%	-0.52%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，5月官方制造业 PMI 录得 48.8%，位于荣枯线下方，低于市场预期。生产和新订单指数均回落至荣枯线下方，PMI 各分项指数对总指数皆有所拖累。5月非制造业商务活动指数录得 54.5%，其中服务业 PMI 录得 53.8%，建筑业 PMI 录得 58.2%，虽继续位于景气区间，但景气度环比前期有所收缩。5月 PMI 数据的下行显示，当前国内宏观经济修复动能偏弱，随着二季度低基数效应的消退，基本面同比读数的压力或将凸显，稳增长政策落地概率加大。值得注意的是，5月财新制造业 PMI 指数录得 50.9%，较前值提升 1.4%，回到荣枯线上方，与官方制造业 PMI 指数走势出现背离。财新 PMI 统计范围为东南沿海出口导向型制造业民营企业，与官方制造业 PMI 相比产业结构有所升级，且产业链偏向中下游。两者的背离或显示传统制造业（例如中游原材料行业）与新兴制造业（例如新能源材料行业）景气度走势出现明显分化，这与产业升级有关，也与 PPI 持续下行有关。海外方面，5月美国非农数据连续超出市场预期，显示美国经济韧性和通胀粘性较强，美联储加息预期不断反复，建议不要过早介入博降息交易。

（二）权益市场展望和策略

A 股近期表现不佳展示出了投资者的悲观情绪，连续两个月的制造业 PMI 落入收缩区间大大打击了投资者的风险偏好。偏股基金 5 月份的发行再创新低也体现出了投资者对权益市场的谨慎态度。在赚钱效应尚不明显的当下，增量资金的进入可能仍需时日，受制于美债利率近期的快速攀升，北向资金流出的压力较大，所以市场一方面遭受经济预期的压制，另一方面流动性方面也难言有利。本轮经济的复苏无法一蹴而就，在强美元周期之下，一波三折地时而走在投资者预期前面，时而走在预期后面将是常态。

在如此的位置下，我们建议“多看少动”，“逆向思维”之所以珍贵，是因为它能在各类

极端环境下帮助投资者克服线性外推所得到的糟糕结论。在赔率较高的情况下，耐心等待是一个好的策略。

（三）债券市场展望和策略

从基本面上看，5月官方制造业、非制造业PMI再度环比下行，突出显示经济修复势头边际放缓，内需继续承压、主体信心明显不足，市场对于稳增长政策的呼声较高。从资金面上看，银行间体系资金相对充裕、分布相对均衡、且实体融资需求短期内难以改善，预计资金面如果没有外部力量干预，大概率不会有大的波动；后续需重点关注人民币汇率走势及央行态度。从政策层面上看，近期经济修复动能再度走弱、悲观情绪笼罩、风险偏好持续下行，市场主体对于稳增长政策的出台呼声较高，但对于具体出台时点和政策抓手分歧较大。从市场层面上看，市场对于弱经济基本面的预期和交易相对充分，债市对降息亦有一定交易，目前长端呈窄幅震荡格局，10年国债处于2.7%的位置，短端受益于资金面宽松，再下一城，往前看的话，市场有可能从交易“弱现实、**若弱**预期”，逐步转向博弈政策预期；对于流动性较差的信用品种而言，近期区域信用风险舆情明显增加，也引起了市场广泛关注，值得高度警惕。建议利率债账户保持中性以下久期，多看少动；信用债方面，建议坚持票息策略，以高等级、中短久期为主，可利用较好的市场环境逐步由进攻转为防守。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。