

# 莫道浮云终蔽日 总有云开雾散时

——鑫元周观点（2023.06.05-2023.06.11）

## 一、核心观点

**宏观方面**，上周公布的 5 月外贸数据和通胀数据均低于预期，显示宏观经济修复乏力，后续稳增长政策落地概率加大。海关总署外贸数据显示，5 月我国出口同比下降 7.5%（美元计价），较前值回落 16%，在海外经济总体偏弱的大背景下，我国出口下行压力较大。统计局物价数据显示，5 月 CPI 同比增长 0.2%，PPI 同比下降 4.6%，均低于市场预期，表明社会总需求依然偏弱。二季度以来宏观经济修复动能有所转弱，市场对于稳增长政策落地的预期有所提升，我们认为对于宏观经济后续走势不必更加悲观。

**权益市场方面**，上周 A 股市场仍为弱势调整的格局，市场情绪依旧低迷，疲弱的 5 月 CPI、PPI 数据以及显著下降的出口数据，进一步加剧了市场对经济增长的担忧。但经济的复苏并不存在即开即奏效的“开关”，“启动”本身就存在一个过程，我们依旧对经济重新步入正轨保持信心。另一方面，居民资产负债表的修复也不是一朝一夕之事，对消费的恢复仍需保持耐心。当下我们建议投资者注重赔率思维，保持好良好的投资心态，徐徐图之。值得注意的是近期博弈政策的交易渐浓，市场的双向波动明显放大，但是市场仍处在存量博弈的阶段，各类资产之间的跷跷板效应明显，过度追求短期占优资产的动量策略将有较大风险，在结构上建议均衡配置。

**固收市场方面**，资金面宽松，央行重提“逆周期调节”，降息预期再起。债市已从交易“弱现实、弱预期”转向博弈政策预期，长端利率一改前期震荡格局向下突破 2.69% 逼近 2.68% 点位；目前曲线形态较为极致，极度依赖于资金面宽松，如果资金面稍有波动或者降息预期落空等其他利空扰动，可能会引发曲线形态变化，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

CPI 同比读数艰难回升，下游需求水平仍然偏弱。国家统计局发布数据显示，中国 5 月份 CPI 环比下降 0.2%，为连续四个月下滑，同比则上涨 0.2%，比上月扩大 0.1 个百分点；其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.1%；食品价格上涨 1.0%，非食品价格持平；消费品价格下降 0.3%，服务价格上涨 0.9%。PPI 环比下降 0.9%，同比下降 4.6%，降幅均较上个月扩大。

5 月出口同比下降 7.5%，外需走弱压力依然偏高。5 月，美元计价，中国出口金额当月同比-7.5%，较前值（8.5%）下行 16 个百分点；出口两年平均增长 4%，较前值（6.2%）下行 2.2 个百分点；中国进口金额当月同比-4.5%，较前值（-7.9%）上行 3.4 个百分点；进口两年平均增长-0.3%，较前值（-4%）上行 3.7 个百分点；贸易差额 658 亿美元。

央行行长易纲赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作。易纲指出，我国经济处于疫情冲击后的恢复阶段，生产活动有序开展，市场主体资产负债表正在修复。近来月份 CPI、PPI 环比下降，主要受供需恢复存在时间差以及基数效应明显两方面因素影响。预计二季度 GDP 同比增速会比较 高（主要是基数效应），CPI 下半年有望逐步回升，到 12 月 CPI 同比将在 1% 以上。下一步，央行继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

国有大型银行调降存款利率。包括工商银行、农业银行、建设银行、中国银行和交通银行在内的五大国有银行再度下调存款挂牌利率。其中，活期存款利率从此前的 0.25% 下调至 0.2%。2 年期定期存款利率下调 10 个基点至 2.05%，3 年期定存利率下调 15 个基点至 2.45%，5 年定期存款利率下调 15 个基点至 2.5%。

### （二）海外宏观

美国 5 月 ISM 非制造业指数超预期下滑。美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 为 50.3，创 2023 年新低，预期 52.3，前值 51.9；商业活动和订单下滑，物价支付指标创三年新低。美国 5 月 Markit 服务业 PMI 终值为 54.9，预期 55.1，初值 55.1，4 月终值 53.6。

美国首申失业金人数跳涨，创 2021 年 10 月以来最高。美国上周首次申请失业金人数为 26.1 万人，为 2021 年 10 月以来新高，远超市场预期的 23.5 万人，单周上涨 2.8 万人，涨幅为 2021 年 7 月以来最大。美国至 5 月 27 日当周续请失业金人数 175.7 万人，创下 2 月中旬以来最低。

**欧洲央行诺特：如果通胀居高不下，可能需要进一步加息。**欧洲央行管委诺特表示，如果通胀保持高位，欧洲央行应毫不犹豫继续加息；未来几年，通胀上行风险预计将主导欧洲央行政策。诺特指出，为控制通胀，欧洲央行必须在很长一段时间内维持峰值利率。

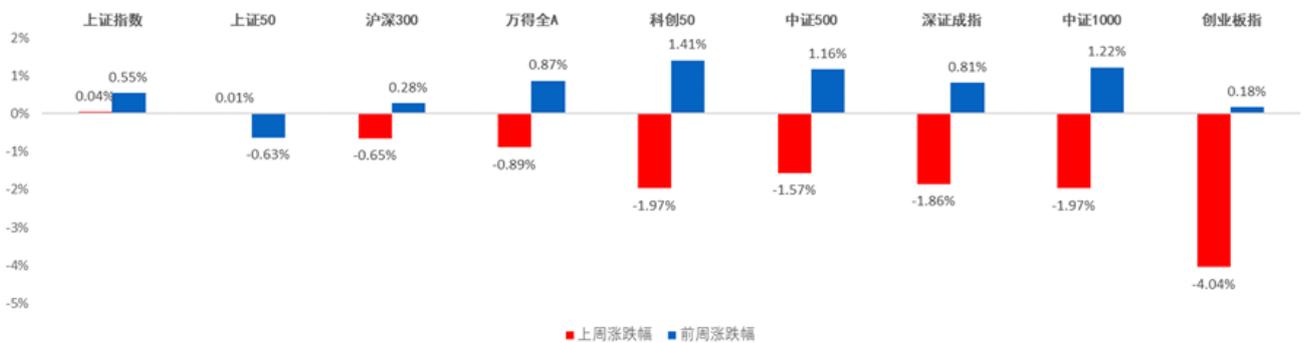
**日本央行行长：将耐心维持货币宽松政策。**日本央行行长植田和男表示，将耐心维持当前的货币宽松政策，预计实际薪资的降幅将变小。

### 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 股各宽基指数多数下跌，风格上价值略占优。截至 6 月 9 日（上周五），创业板指下跌 4.04%，中证 1000 下跌 1.97%，科创 50 下跌 1.97%、深证成指下跌 1.86%、中证 500 下跌 1.57%，跌幅靠前。从行业板块看，上周传媒、计算机、通信、交通运输、家电领涨，国防军工、电子、医药、消费者服务、机械、电新领跌。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 0.56，较前周上行 0.01，风格上以价值略占优。

## 2、权益市场估值

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2023/6/9	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	13.2	↑ 0.07	25.7	↑ 2.09	43.5%	50.5%	38.0%
深证成指	24.7	↓ 0.45	48.5	↓ 2.62	39.4%	36.6%	9.0%
上证50	9.8	↑ 0.09	28.8	↑ 3.49	46.4%	43.0%	32.1%
沪深300	11.9	↑ 0.06	29.1	↑ 1.90	36.8%	30.9%	21.7%
中证500	25.3	↓ 0.38	23.8	↓ 2.52	32.2%	63.0%	62.9%
中证1000	35.4	↓ 0.69	28.7	↓ 3.45	28.7%	45.5%	42.7%
创业板指	30.8	↓ 1.24	2.9	↓ 0.49	3.4%	6.6%	0.3%
科创50	43.6	↓ 0.64	27.9	↓ 4.15	27.9%	27.9%	29.6%

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)

	2023/6/9	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)	10.6	↑ 0.19	10.69%	↑ 0.90	10.7%	20.9%	33.9%
煤炭(中信)	6.2	↑ 0.10	0.21%	↑ 0.13	0.2%	0.4%	0.6%
有色金属(中信)	14.8	↓ 0.23	0.91%	↓ 0.61	0.9%	1.7%	2.7%
电力及公用事业(中信)	28.0	↓ 0.03	80.91%	↓ 0.08	80.9%	70.1%	54.8%
钢铁(中信)	44.7	↓ 0.65	75.41%	↓ 0.35	75.4%	98.2%	97.1%
基础化工(中信)	21.0	↓ 0.61	13.06%	↓ 2.36	13.1%	25.6%	24.7%
建筑(中信)	10.8	↑ 0.09	45.74%	↑ 1.52	45.7%	70.3%	79.7%
建材(中信)	22.2	↑ 0.14	63.18%	↑ 0.44	63.2%	97.8%	98.0%
轻工制造(中信)	35.4	↓ 0.29	54.74%	↓ 0.59	54.7%	97.2%	95.4%
机械(中信)	34.7	↓ 1.02	17.12%	↓ 4.22	17.1%	19.0%	20.1%
电力设备及新能源(中信)	22.4	↓ 0.88	0.12%	↓ 0.32	0.1%	0.2%	0.3%
国防军工(中信)	66.9	↓ 2.53	40.27%	↓ 3.91	40.3%	52.8%	46.0%
汽车(中信)	35.9	↓ 0.28	73.15%	↓ 0.31	73.2%	47.4%	14.9%
家电(中信)	15.7	↑ 0.23	23.35%	↑ 2.01	23.4%	18.2%	12.1%
纺织服装(中信)	36.1	↑ 0.20	72.39%	↑ 0.46	72.4%	77.6%	76.3%
医药(中信)	40.8	↓ 1.25	54.98%	↓ 6.39	55.0%	58.1%	38.6%
食品饮料(中信)	30.4	↓ 0.58	40.92%	↓ 4.19	40.9%	16.5%	1.8%
银行(中信)	5.1	↑ 0.19	19.53%	↑ 2.62	19.5%	19.9%	32.2%
非银行金融(中信)	15.7	↓ 0.07	29.62%	↓ 0.78	29.6%	41.7%	57.2%
交通运输(中信)	32.1	↑ 0.42	84.45%	↑ 0.76	84.4%	75.3%	60.0%
电子(中信)	64.3	↓ 1.81	79.90%	↓ 1.89	79.9%	76.6%	72.5%
通信(中信)	22.8	↑ 0.71	9.89%	↑ 0.75	9.9%	19.4%	31.3%
计算机(中信)	112.7	↑ 1.63	72.07%	↑ 1.55	72.1%	55.4%	40.5%
传媒(中信)	223.4	↑ 7.76	97.60%	↑ 0.16	97.6%	93.9%	96.8%
综合金融(中信)	66.6	↓ 0.79	96.19%	↓ 1.04	96.2%	96.2%	95.7%

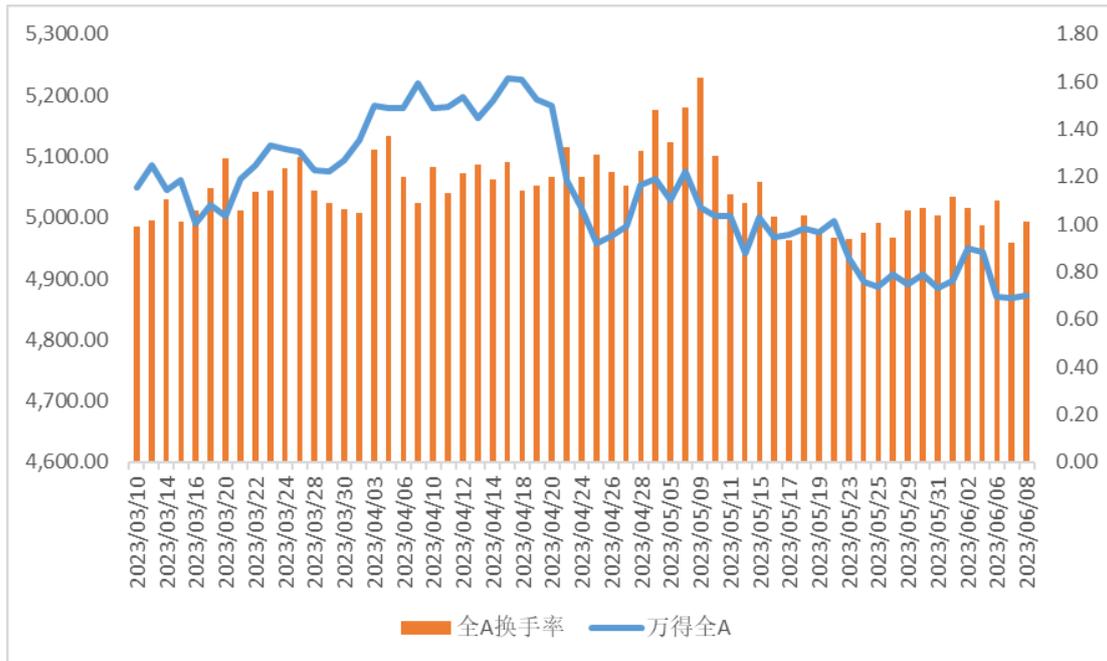
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值分化，上证 50、上证指数、沪深 300 上行，其他指数下行。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，**国防军工**、**电子**等行业估值下行。当前**传媒**、**综合金融**、**消费者服务**、**交通运输**、**电力及公用事业**、**电子**板块估值处于历史较高水平；**电力设备及新能源**、**煤炭**、**有色金属**、**通信**、**石油石化**板块估值处于历史较低水平。

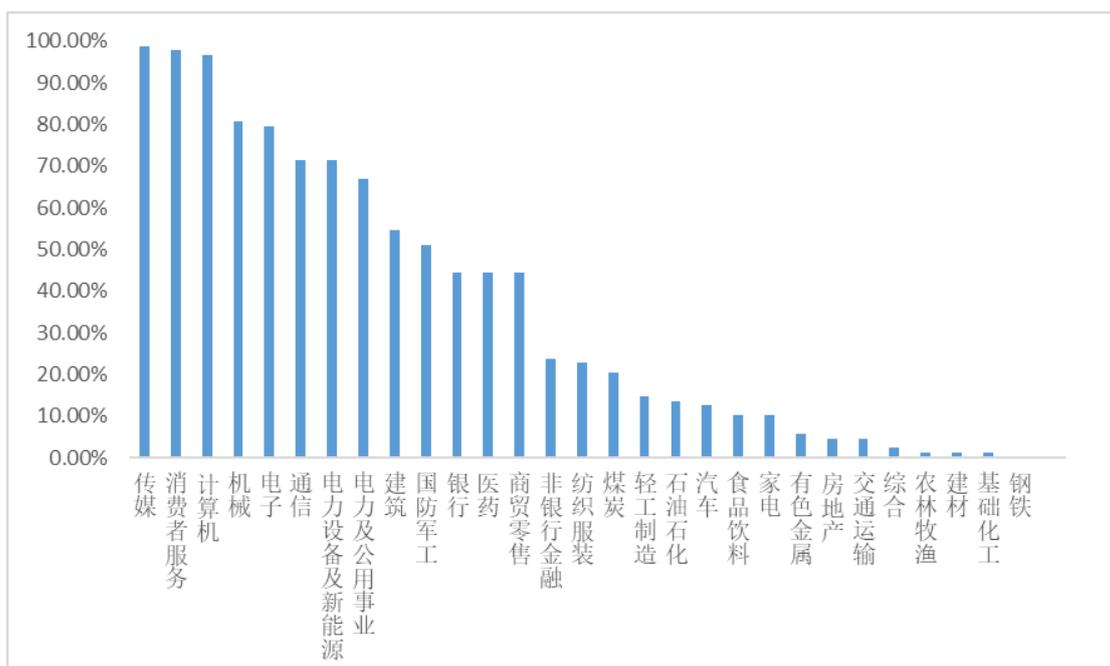
### 3、权益市场情绪

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

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；以银行为代表的“中特估”概念脱离拥挤状态。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 5.77%，处于历史 86.7%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 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

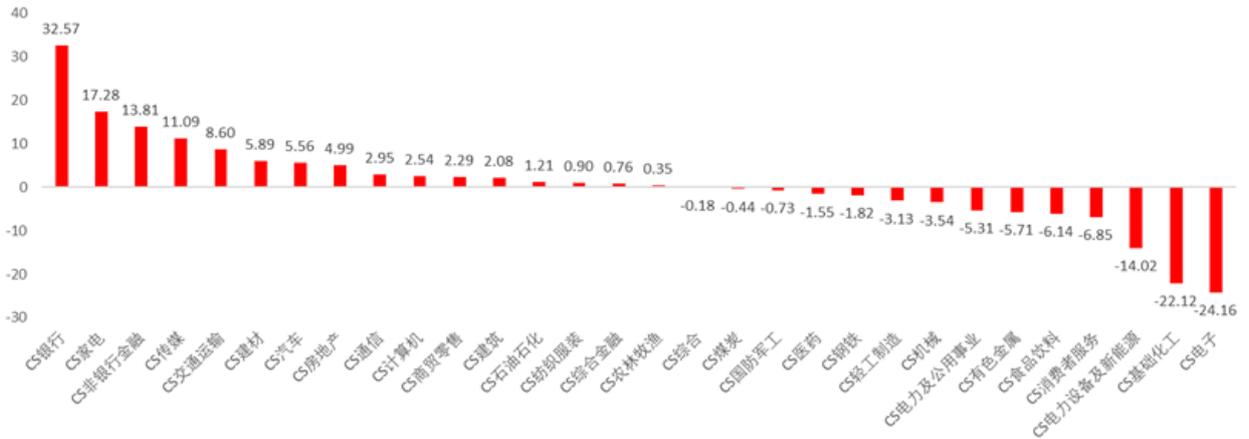
上周北向资金净流入 17.29 亿元，上上周净流入 50.21 亿元，最近一周北向资金净流入减少。上周增持金额排行靠前的行业是银行（↑ 32.57）、家电（↑ 17.28）、非银（↑ 13.81）、传媒（↑ 11.09）、交运（↑ 8.60）；减持金额排名靠前的行业是电子（↓ 24.16）、基础化工（↓ 22.12）、电新（↓ 14.02）、消费者服务（↓ 6.85）、食品饮料（↓ 6.14）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

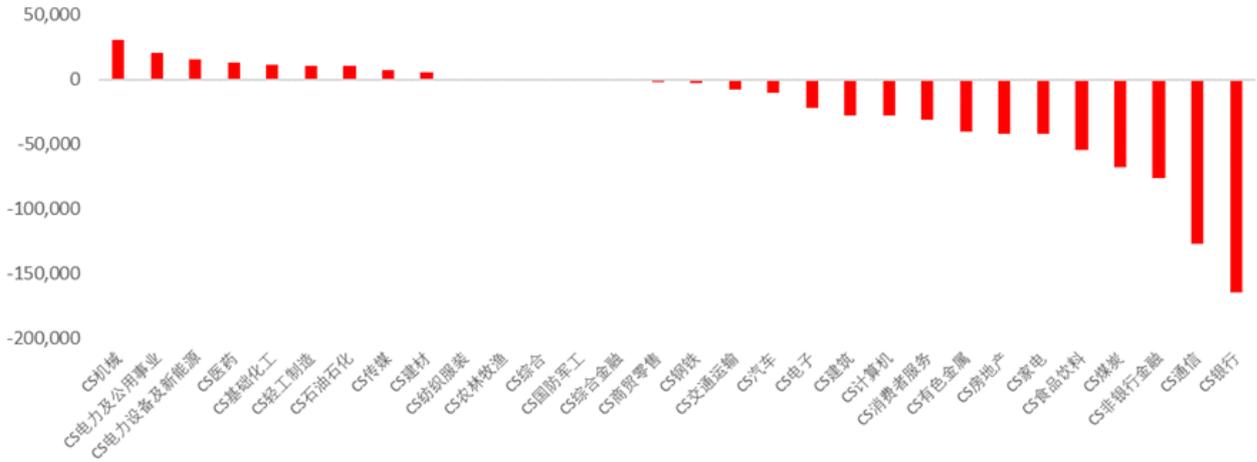
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月8日，两融资金占比为6.57%，6月2日为6.95%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至6月8日，上周融资净买入最大的五个行业为机械、电力及公用事业、电新、医药、基础化工。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

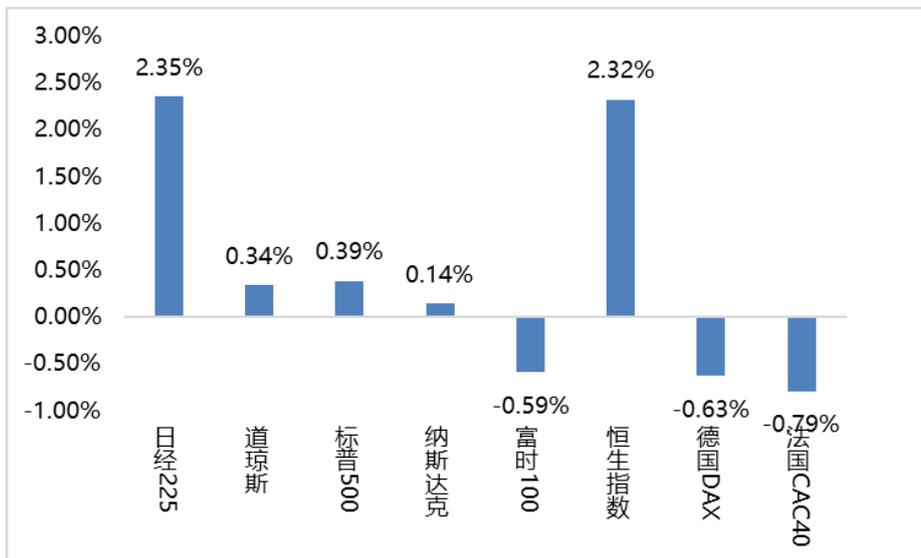


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指上涨 0.34%，标普 500 上涨 0.39%，纳指上涨 0.14%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.59%，德国 DAX 下跌 0.63%，法国 CAC40 下跌 0.79%；亚太股市方面，日经指数上涨 2.35%，恒生指数上涨 2.32%。

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 100 亿元 7 天期逆回购操作，有 790 亿元 7 天期逆回购到期，总体实现资金净回笼 690 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

15 日 2000 亿元 MLF 到期，需要关注续作情况，同时，15 日为纳税截止日，16 日、19 日税期缴款，需要关注税期资金面波动情况。

**政府债发行：**本周国债计划发行 2350 亿元，地方政府债计划发行 1618.6 亿元，整体净缴款 947.8 亿元。

表 1：6 月 12 日-6 月 16 日政府债发行缴款

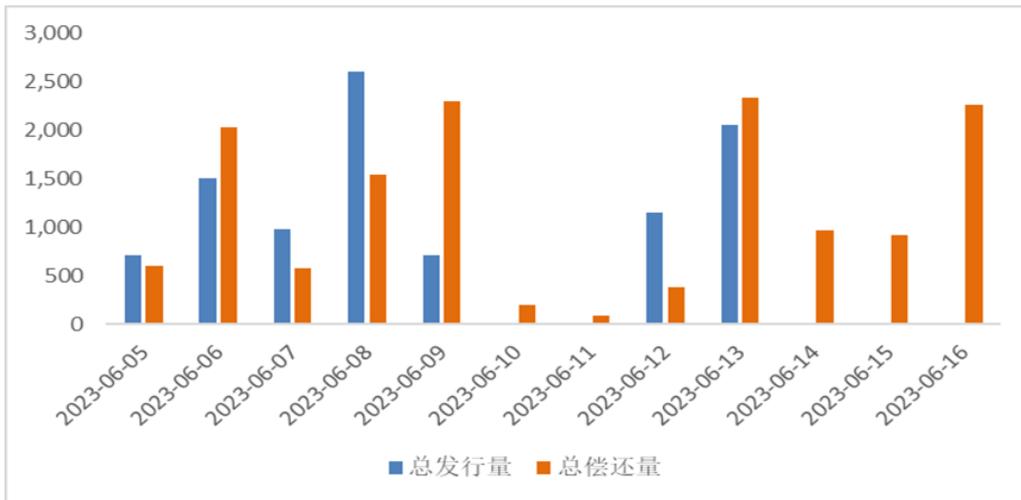
单位：亿元

	6 月 12 日		6 月 13 日		6 月 14 日		6 月 15 日		6 月 16 日	
	国债	地方债								
<b>发行</b>	380	360.8	0	168	1740	457.2	0	340.8	230	291.7
<b>到期</b>	1051.5	313	0	196.2	0	303.0	201.3	363.3	1134.7	33.87
<b>缴款</b>	852.7	625.1	0	98.7	0	168	1740	457.2	0	602.9
<b>净缴款</b>	113.3		-97.5		-135		1632.6		-565.6	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**6 月 5-9 日，同业存单发行 6901 亿元，较上一周大幅上升，净融资-246 亿元，连续第五周为负。1 年期 AAA 同业存单收益率持续下行至 2.31%，较 6 月 2 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：**跨月后，资金利率低位震荡，资金面整体维持宽松。上周一至上周五，DR001 在 1.2-1.4%左右波动，R001 在 1.3-1.5%左右波动，二者平均值分别较前一周下行 18bp、19bp。DR007 在 1.7-1.8%左右波动，R007 在 1.8-1.9%左右波动，整体窄幅震荡，二者平均值分别较前一周 15bp、16bp。6 月 5-9 日，银行间质押式逆回购余额均值 11.5 万亿元，高于前一周 10.9 万亿元。银行体系日均净融出 4.95 万亿元，高于前一周 4.41 万亿元，其中上周三至上周五净融出均超过 5 万亿元。

**票据利率：**上周市场交投相对清淡，票价平稳上行。月初时点，一级市场签发量重回低位，票源供给增速放缓，卖盘供给力量维持。上周一至上周二，市场情绪平稳，价格走势还不明朗，市场询价较多，但成交一般，票据利率窄幅震荡。上周三，卖盘机构出票情绪升温，出于对本月看涨预期下，买方机构多持谨慎观望态度，收票意愿有所收敛。供需博弈下，票价震荡上行。上周四早盘，市场情绪维持较好，卖盘继续出票，买盘部分机构抬价收票，票价震荡上行。随着部分大行进场收票，买盘收票需求有所回暖，供需博弈下，票价涨后震荡。周五，买盘收口有所回暖，卖盘继续出票，市场情绪逐渐走低，票价震荡略降。

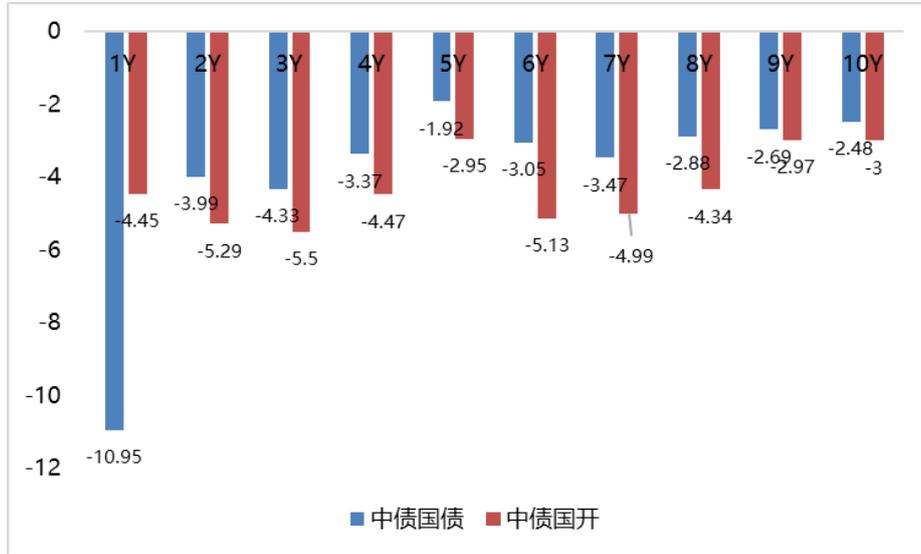
### （三）债券市场

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 10.95BP 至 1.8636，3 年期下行 4.33BP 至 2.2213，5 年期下行 1.92BP 至 2.4340，10 年期下行 2.48BP 至 2.6703。

**高等级短久期信用利差走势分化。**中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.40BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.75BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

收窄 2.50BP。

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	35.77	21.27	23.63	75.28
环比	6.62	2.41	-0.56	-1.04
年初以来	5.06	-2.79	4.56	70.55
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	27.27	15.72	18.14	55.17
2016 年以来分位数	76.80%	85.28%	82.60%	66.33%

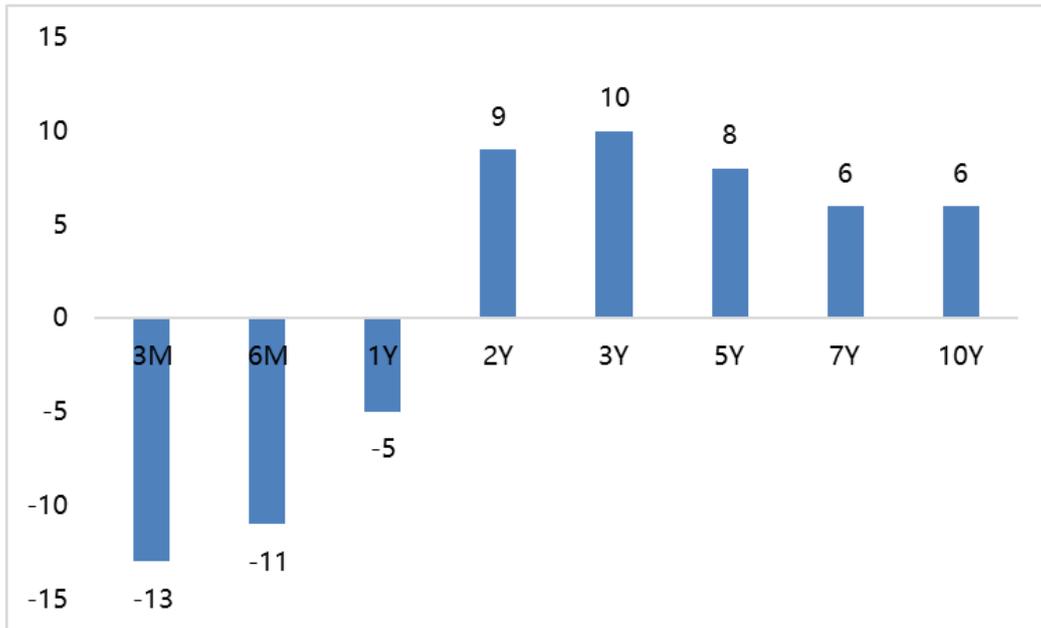
数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2023 年 6 月 11 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	37.61	29.41	35.68	37.67	48.52
环比	2.40	-2.75	-2.50	-0.93	0.17
年初以来	-10.22	-22.81	-27.55	-16.16	-18.4
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	48.46	37.98	40.63	45.20	45.43
2016 年以来分位数	27.77%	23.58%	33.03%	26.37%	62.51%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

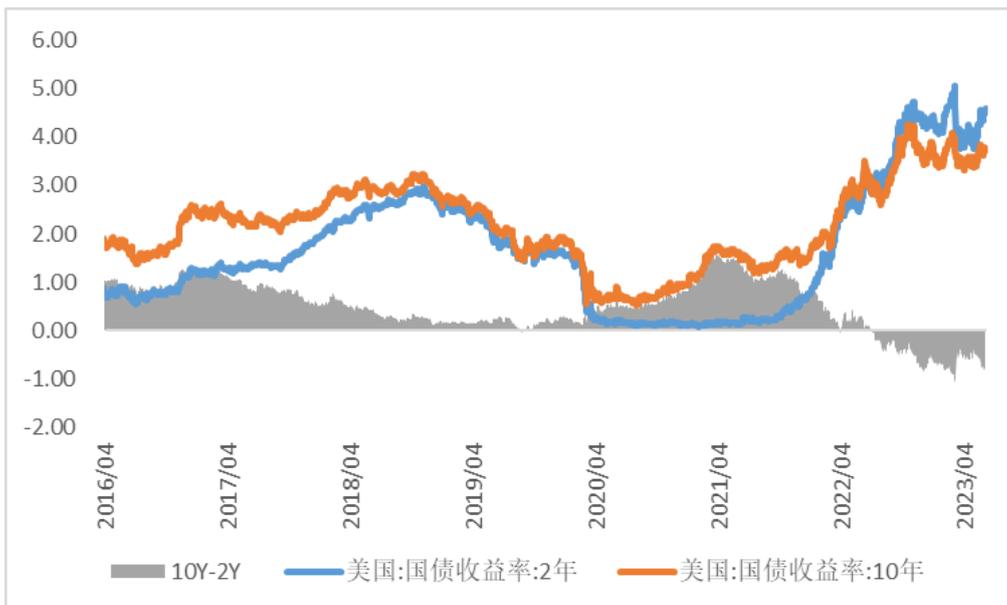
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率涨跌不一。1 年期内美债收益率均出现不同程度下跌，近几周美联储官员和经济数据提供的信号好坏参半，围绕美联储将继续还是暂停加息的不确定性有所扩散，美国 CPI 数据和美联储决议声明下周将接踵而至，投资者提前权衡利率的下一步走势，长期限美债收益率上行。上周 10 年期美债收益率上行，10 年期国债收益率下行，中美利差倒挂程度有所加深。全周来看，1 年期以上美债收益率出现上行，10 年期美债收益率上行 6BP。

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 0.47%，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 0.69%，离岸人民币汇率贬值 0.48%。

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	103.5562	7.1115	7.1241	7.1443
对照日期	104.046	7.0939	7.075	7.1103
涨跌	-0.47%	-0.25%	-0.69%	-0.48%

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，以美元计价，5月出口同比下降 7.5%，较前值（+8.5%）下降 16%，即使剔除基数影响，两年平均同比增速亦呈现下行态势，显示国内出口压力较大。海外顽固的通胀和持续上升的利率水平对全球宏观经济造成明显拖累，全球贸易景气度下行，韩国、日本、越南等典型出口导向型国家出口增速近期均有显著走弱。展望未来，外需短期内或难有起色，国内出口压力仍会持续一段时间。5月 CPI 同比增长 0.2%，增速较前值提升 0.1%，低于市场预期。CPI 与核心 CPI 环比符合季节性规律，但核心 CPI 环比读数处于历史同期最低值，显示居民消费需求偏弱。5月 PPI 同比下降 4.6%，增速较前值下行 1%，低于市场预期。PPI 环比跌幅较 4 月有所扩大，工业品价格表现疲软。二季度以来宏观经济修复动能有所转弱，金融市场风险偏好下行，稳增长宏观政策落地概率加大，我们认为对于经济不必更加悲观。

### （二）权益市场展望和策略

本周 A 股市场仍为弱势调整的格局，市场情绪依旧低迷。继上周公布的制造业 PMI 落入收缩区间之后，本周公布的疲弱 5 月 CPI、PPI 数据以及显著下降的出口数据，进一步加剧了市场对经济增长的担忧。经济的复苏并不存在即开即奏效的“开关”，“启动”本身就存在一个过程，我们依旧对经济重新步入正轨保持信心。

另一方面，居民资产负债表的修复也不是一朝一夕之事，对消费的恢复仍需保持耐心。当下我们建议投资者注重赔率思维，市场价格已经计入了较强的悲观预期，向下空间较为有

限，保持好良好的投资心态，徐徐图之。值得注意的是近期博弈政策的交易渐浓，市场的双向波动明显放大，但是市场仍处在存量博弈的阶段，各类资产之间的跷跷板效应明显，过度追求短期占优资产的动量策略将有较大风险，在结构上建议均衡配置。

### （三）债券市场展望和策略

从基本面上看，内外需均承压，政策呼声较高，央行行长易纲在陆家嘴论坛发言重提“加强逆周期调节”，降息预期再起。从资金面上看，从价格水平来看，6月以来资金价格中枢和5月比相对平稳，侧面反应资金价格中枢短期如果没有政策利率下调，再进一步往下的空间相对有限；另外成交量、回购余额、隔夜占比屡创新高，值得关注。从市场层面上看，市场已从交易“弱现实、弱预期”转向博弈政策预期；上周五受央行重提“加强逆周期调节”叠加外媒相关报道影响，降息预期再起，长端利率一改前期震荡走势，10年国债向下突破2.69%，逼近2.68%。从交易情绪上看，市场大都认为债市短期难见风险点，也很少再有空头的声音，但从目前曲线的陡峭程度及短端利差来看，曲线形态较为极致，极度依赖于目前的资金面宽松，如果资金面稍有波动或者其他利空扰动，可能会引发曲线形态变化。

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。