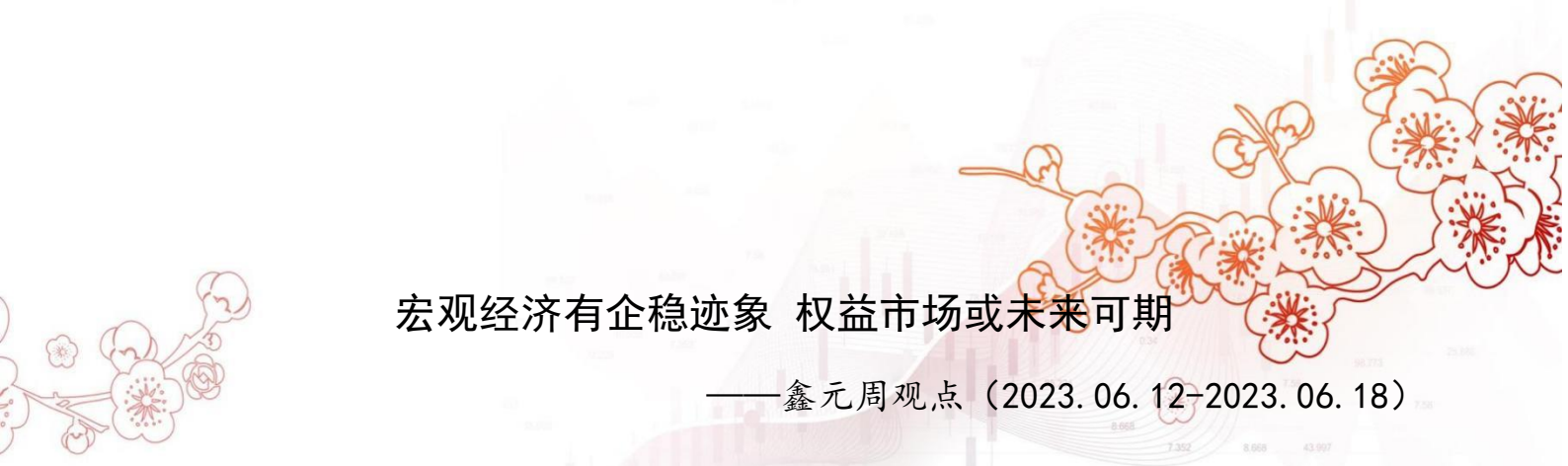




宏观经济有企稳迹象 权益市场或未来可期

——鑫元周观点（2023.06.12-2023.06.18）

一、核心观点

宏观方面，上周公布的5月经济数据虽仍处于较低位置，但已有企稳迹象。具体来看，5月社会消费品零售总额两年平均同比增速2.5%，较前值小幅下行0.1%，季调环比0.42%，符合季节性规律，较前值有所改善。从社零分项来看，实物消费见底回升，服务消费向常态化回归。5月工业增加值同比增速2.1%，较前值1.3%回升0.8%，季调环比0.63%，回归季节性，5月工业生产较4月有所改观。5月基建投资回升，制造业投资和地产投资继续回落。上周央行调降政策利率10BP，国常会研究推动经济持续向好的政策，预期稳增长政策将陆续落地。

权益市场方面，上周A股一扫之前颓势全线上涨，北向资金重新大幅流入，市场最为悲观的时刻或已过去。股市反映的是对经济的预期，预期的钟摆似乎已经从最悲观的一头开始回摆。虽然5月经济金融数据仍相对低迷，但是从A股和港股的走势来看，已经计入定价当中。除此之外，虽然汇率压力依旧不小，但是美元指数的大幅下行对A股市场走势有所支撑，北向资金的重新大笔流入无疑是给市场注入一记强心剂。随着后续国内政策的陆续出台和外围压力的逐渐缓和，我们认为市场的风险偏好将逐步回升。

固收市场方面，央行超预期降息后债市收益率短暂下行，而后又快速回调至降息前水平。市场对于稳增长政策的预期有所发酵，但经济修复的内生动能仍然偏弱，宽货币可能仍有空间和必要。市场流动性层面，税期资金面略有收敛，临近季末资金面波动可能加大，但流动性大概率继续维持合理充裕。短期内债市在稳增长预期和止盈压力下可能震荡偏弱，建议利率债账户适当控制久期和仓位，关注市场超调后机会；信用债账户坚持中短久期票息策略，关注跨季资金价格并灵活控制杠杆。

二、宏观动态

（一）国内宏观

5月经济数据低位企稳。5月份中国经济运行“成绩单”出炉，受上年同期基数抬升影响，5月生产需求等宏观经济的主要指标同比增速均有所回落，但环比增速有不同程度改善，经济运行总体上延续恢复态势。数据显示，我国5月规模以上工业增加值同比增长3.5%，社会消费品零售总额增长12.7%。1-5月份，固定资产投资同比增长4%，房地产开发投资下降7.2%。5月全国城镇调查失业率持平于5.2%，其中16-24岁劳动力调查失业率为20.8%。

5月金融数据依然偏弱。央行发布数据显示，5月我国社会融资规模增量为1.56万亿元，比上月多3312亿元，但同比少增1.31万亿；人民币贷款增加1.36万亿元，同比少增5418亿元，其中住户贷款增加3672亿元。5月末，M2、M1同比分别增长11.6%、4.7%，分别比上月末低0.8个、0.6个百分点。

国务院常务会议研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施储备，最大限度发挥政策综合效应。

央行调降政策利率10BP。央行6月13日开展20亿元7天期逆回购操作，中标利率1.90%，较前日下调10个基点，为2022年8月以来首次调整，创历史新低。央行还同步下调常备借贷便利利率10个基点，隔夜、7天、1个月期分别下调至2.75%、2.9%和3.25%。6月15日，央行继续调降MLF利率10个基点至2.65%，预期本月LPR利率将同步调降。

美国国务卿布林肯访华。美国国务卿布林肯于6月18日早上抵达中国北京，开启两天访华之行。这是布林肯首次以国务卿的身份访华，这也是自2018年10月以来访问中国的最高级别美国官员。

（二）海外宏观

美国5月通胀数据基本符合预期。美国劳工统计局公布数据显示，美国5月CPI同比上升4%，同比增速连续第11个月回落，创2021年3月以来最低，预期为4.1%，前值4.9%；CPI环比上涨0.1%，低于预期的0.2%，前值为0.4%。5月核心CPI同比升5.3%，环比升0.4%，均符合预期。

美国初请失业金人数连续两周处于高位。美国至6月10日当周初请失业金人数26.2万人，预期24.9万人，前值修正为26.2万人；当周续请失业金人数177.5万人，预期176.5万

人，前值 175.5 万人。

美联储如期宣布暂停加息，止步此前的连续十次加息纪录。美联储 6 月会议决议暂停加息，但同时向市场释放了鹰派信号。6 月会议点阵图和经济展望暗示，年内还有两次 25BP 的加息操作，此前市场原本认为 7 月或 9 月是本轮周期最后一次加息。此外，美联储利率掉期不再押注美联储将在 2023 年降息。利率决议公布后，美股短线下挫，美元指数、美债收益率双双走高。

欧洲央行无惧衰退如期宣布加息 25 个基点。欧央行将利率提高至 2001 年来最高水平，并表示 7 月起停止资产购买计划下再投资。同时，欧洲央行上调 2023-2025 年 CPI 增速预期，并下调今明两年 GDP 增速预期。欧洲央行行长拉加德表示，没有考虑暂停加息，抑制通胀的战斗“还没有结束”，7 月份很有可能继续加息。

日本央行将基准利率维持在历史低点-0.1%不变，符合预期。日本央行将基准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近，将 ETF 年度购买上限维持在 12 万亿日元不变，符合预期。日本央行一致投票通过收益率曲线控制（YCC）。日本央行行长植田和男表示，通胀前景不确定性高，预计 CPI 将在 2023 财年中中期放缓。

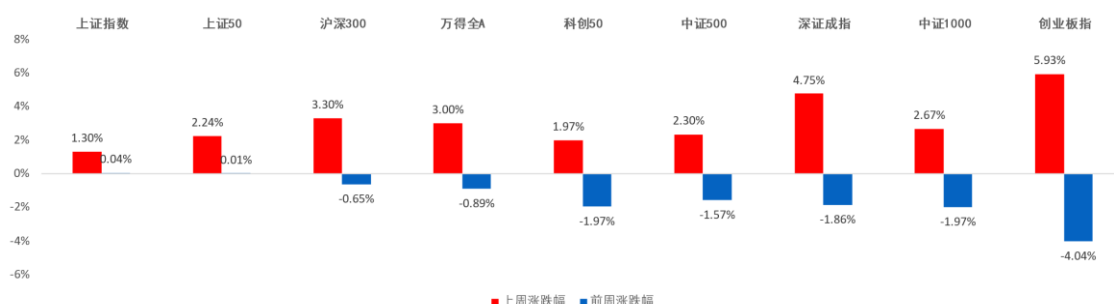
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数上涨，风格上成长占优。截至 6 月 16 日（上周五），创业板指上涨 5.93%，深证成指上涨 4.75%、沪深 300 上涨 3.30%、万得全 A 上涨 3.00%，涨幅靠前。从行业板块看，上周食品饮料、汽车、电新、机械、消费者服务领涨，电力及公用事业、银行、石油石化领跌。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 0.53，较前周下行 0.03，风格上以成长略占优。

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

2、权益市场估值

上周各宽基指数估值多数上升，仅深证成指、中证 500 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**消费者服务、传媒、计算机、食品饮料**等行业估值上行，仅有**电力及公用事业、通信、石油化工、银行**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；**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。

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2023/6/16	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	↑ 0.03	26.2	↑ 0.88	44.4%	52.1%	39.5%
深证成指	24.0	↓ 0.79	46.1	↓ 4.53	34.9%	28.5%	4.8%
上证50	10.0	↑ 0.18	33.1	↑ 5.60	52.0%	51.4%	37.2%
沪深300	12.0	↑ 0.11	31.4	↑ 4.06	40.9%	36.5%	27.3%
中证500	23.6	↓ 1.67	18.0	↓ 7.49	24.7%	48.2%	49.6%
中证1000	37.0	↑ 1.61	37.9	↑ 9.17	37.9%	58.4%	59.4%
创业板指	33.4	↑ 2.59	6.0	↑ 1.76	5.1%	10.0%	4.6%
科创50	44.1	↑ 0.51	32.0	↑ 4.13	32.0%	32.0%	33.9%

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）

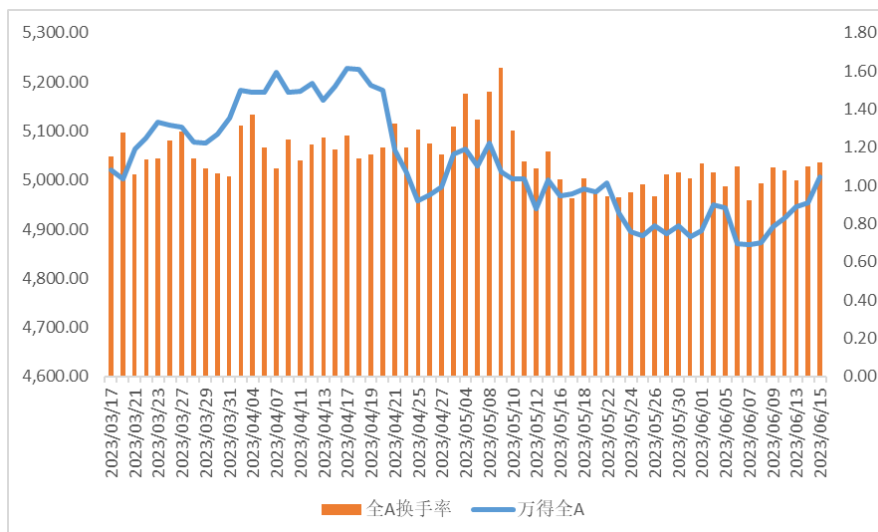
	2023/6/16	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	10.4	↓ 0.21	9.95%	↓ 0.74	9.9%	19.5%	31.4%
煤炭(中信)	6.3	↑ 0.05	0.64%	↑ 0.42	0.6%	1.2%	1.9%
有色金属(中信)	15.0	↑ 0.24	1.99%	↑ 1.08	2.0%	3.6%	5.8%
电力及公用事业(中信)	27.1	↓ 0.85	75.89%	↓ 5.02	75.9%	66.0%	50.8%
钢铁(中信)	44.8	↑ 0.17	75.57%	↑ 0.17	75.6%	98.4%	97.3%
基础化工(中信)	21.5	↑ 0.46	14.94%	↑ 1.88	14.9%	29.2%	27.8%
建筑(中信)	10.8	↑ 0.01	46.01%	↑ 0.27	46.0%	70.7%	80.3%
建材(中信)	22.7	↑ 0.48	64.86%	↑ 1.68	64.9%	99.0%	98.9%
轻工制造(中信)	36.3	↑ 0.93	57.60%	↑ 2.86	57.6%	99.8%	99.6%
机械(中信)	36.5	↑ 1.89	25.91%	↑ 8.79	25.9%	32.7%	35.6%
电力设备及新能源(中信)	23.9	↑ 1.42	1.56%	↑ 1.44	1.6%	3.1%	3.2%
国防军工(中信)	68.4	↑ 1.47	42.48%	↑ 2.21	42.5%	56.2%	50.0%
汽车(中信)	38.2	↑ 2.24	76.41%	↑ 3.26	76.4%	53.9%	25.6%
家电(中信)	16.4	↑ 0.74	31.57%	↑ 8.22	31.6%	26.4%	24.7%
纺织服装(中信)	36.2	↑ 0.13	72.60%	↑ 0.22	72.6%	77.6%	75.9%
医药(中信)	40.9	↑ 0.08	55.44%	↑ 0.45	55.4%	58.5%	39.1%
食品饮料(中信)	32.8	↑ 2.33	59.85%	↑ 18.93	59.8%	35.1%	8.6%
银行(中信)	4.9	↓ 0.17	17.01%	↓ 2.53	17.0%	15.8%	25.6%
非银行金融(中信)	15.8	↑ 0.06	30.41%	↑ 0.78	30.4%	43.1%	58.6%
交通运输(中信)	32.2	↑ 0.08	84.60%	↑ 0.15	84.6%	75.5%	60.5%
电子(中信)	66.7	↑ 2.31	82.95%	↑ 3.05	83.0%	78.4%	74.2%
通信(中信)	22.4	↓ 0.44	9.83%	↓ 0.06	9.8%	19.2%	31.0%
计算机(中信)	119.6	↑ 6.89	77.90%	↑ 5.83	77.9%	64.3%	51.1%
传媒(中信)	231.7	↑ 8.34	97.81%	↑ 0.21	97.8%	94.4%	97.5%
综合金融(中信)	67.3	↑ 0.77	96.98%	↑ 0.78	97.0%	97.0%	96.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

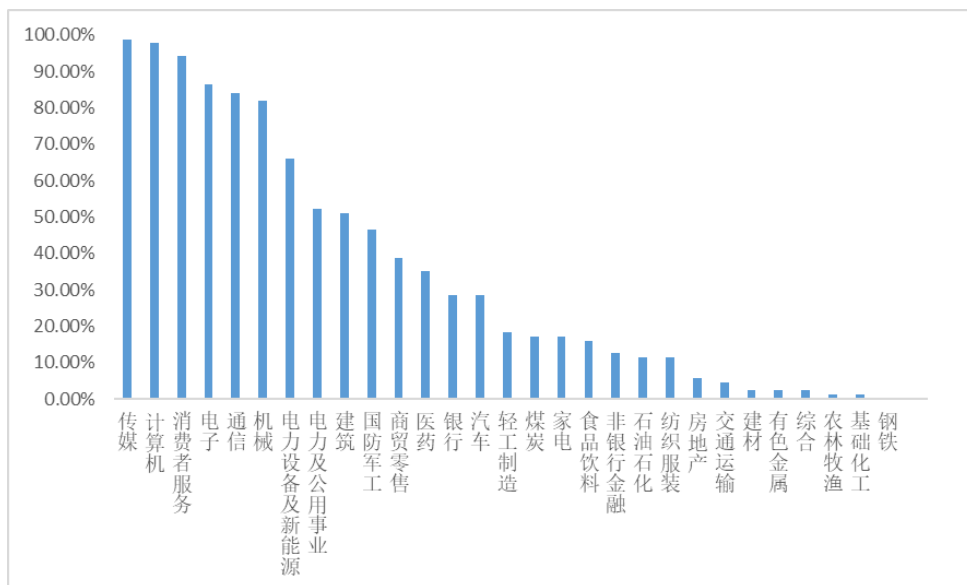
上周量化模型的信号为“乐观”。从全 A 换手率的角度看，短期缩量提供了安全边际后，市场开始价量齐升，且全 A 指数创四周新高，表现较为乐观。从行业拥挤度的角度，TMT 板块仍处于较高拥挤度状态；以银行为代表的“中特估”概念脱离拥挤状态。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.85%，处于历史 89%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



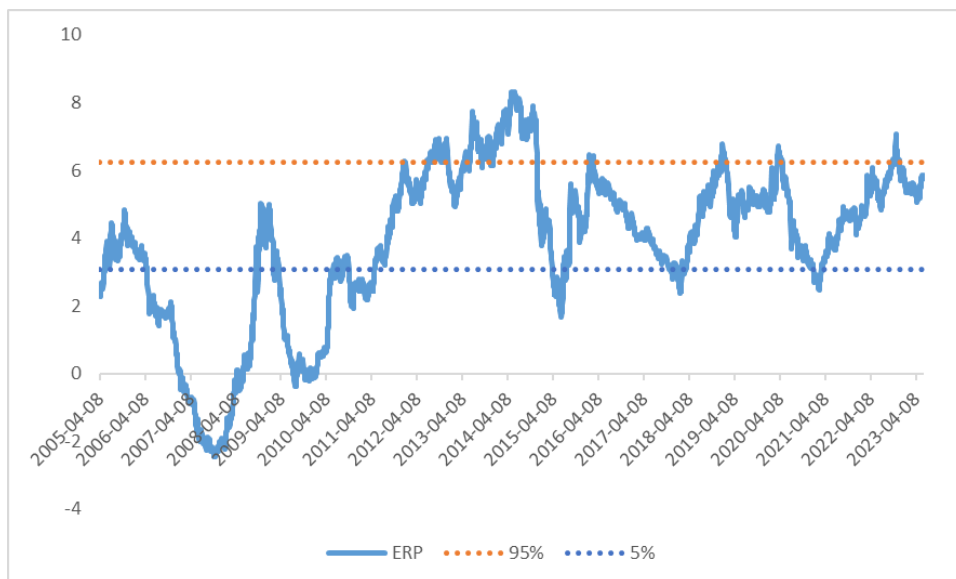
数据来源：Wind、鑫元基金

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

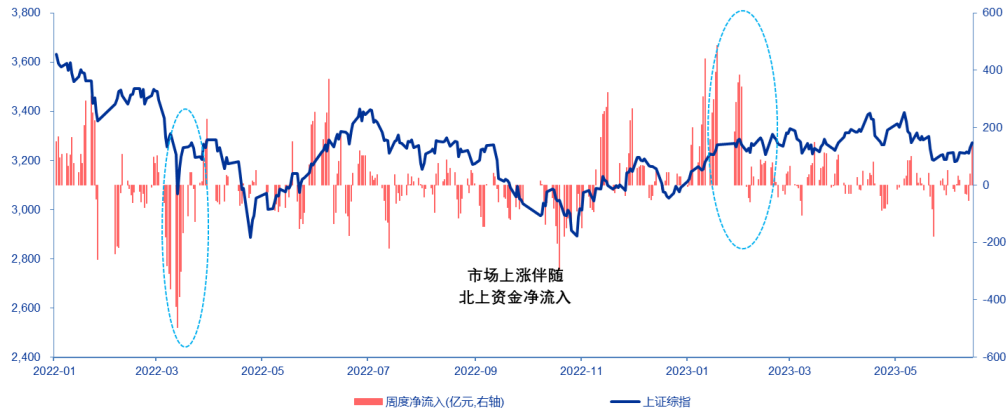


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

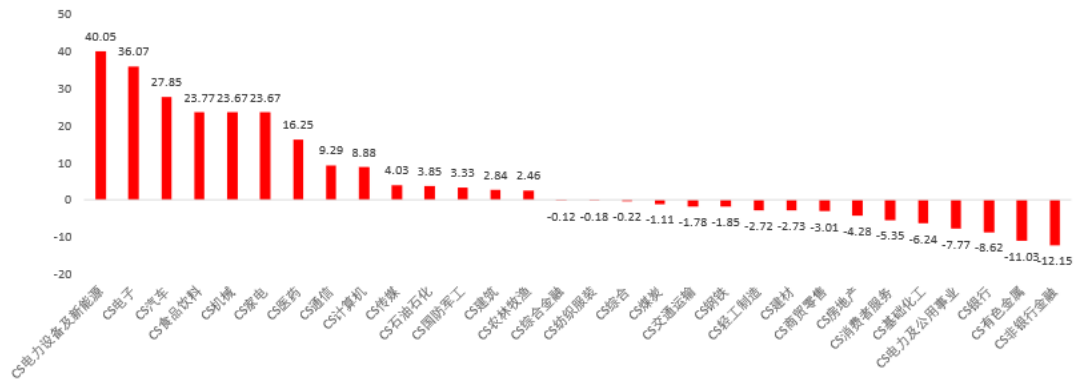
上周北向资金净流入 143.91 亿元，上上周净流入 17.29 亿元，最近一周北向资金净流入增加。上周增持金额排行靠前的行业是电新（↑ 40.05）、电子（↑ 36.07）、汽车（↑ 27.85）、食品饮料（↑ 23.77）、机械（↑ 23.67）；减持金额排名靠前的行业是非银（↓ 12.15）、有色（↓ 11.03）、银行（↓ 8.62）、电力及公用事业（↓ 7.77）、基础化工（↓ 6.24）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

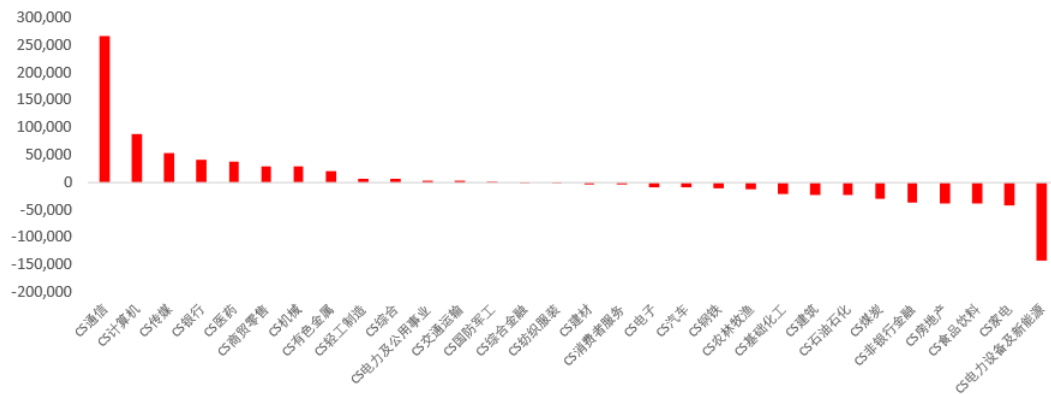
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月15日，两融资金占比为5.36%，6月2日为6.57%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至6月15日，本周融资净买入最大的五个行业为通信、计算机、传媒、银行、医药。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

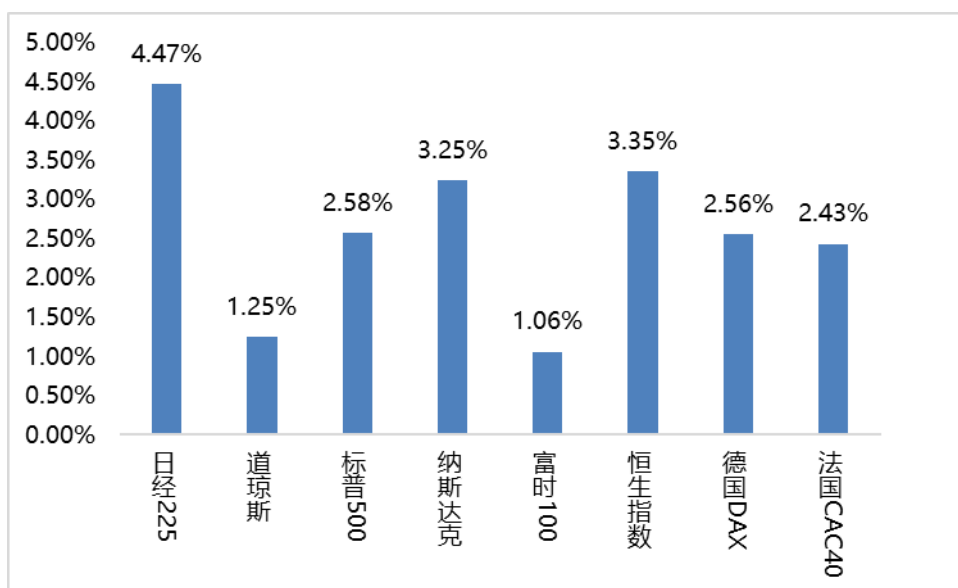


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普涨。美国股市方面，道指上涨 1.25%，标普 500 上涨 2.58%，纳指上涨 3.25%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 1.06%，德国 DAX 上涨 2.56%，法国 CAC40 上涨 2.43%；亚太股市方面，日经指数上涨 4.47%，恒生指数上涨 3.35%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

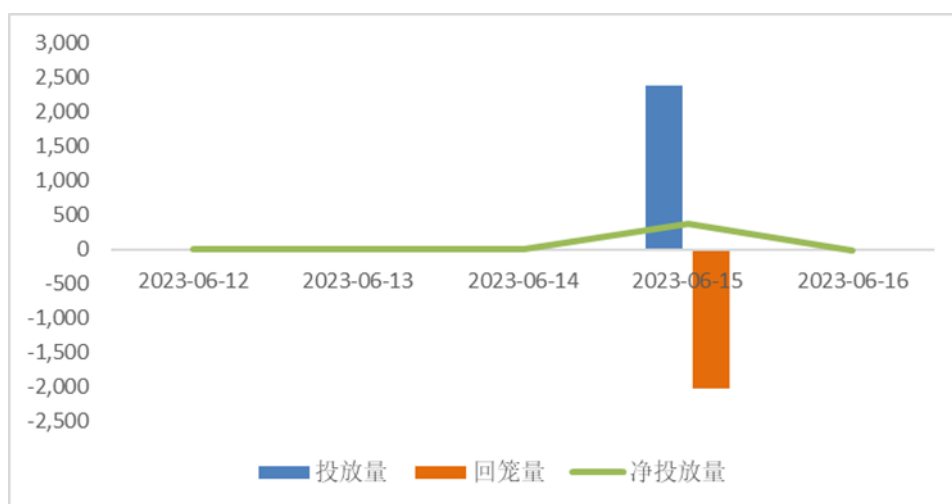


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 500 亿元逆回购操作和 2370 亿元 MLF 操作，有 100 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，实现净投放 770 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

19 日依旧是税期走款日，关注税期资金面波动情况。

政府债发行：本周国债计划发行 1690 亿元，地方政府债计划发行 1991 亿元，整体净缴款 1400.8 亿元。

表 1：6 月 19 日-6 月 25 日政府债发行缴款

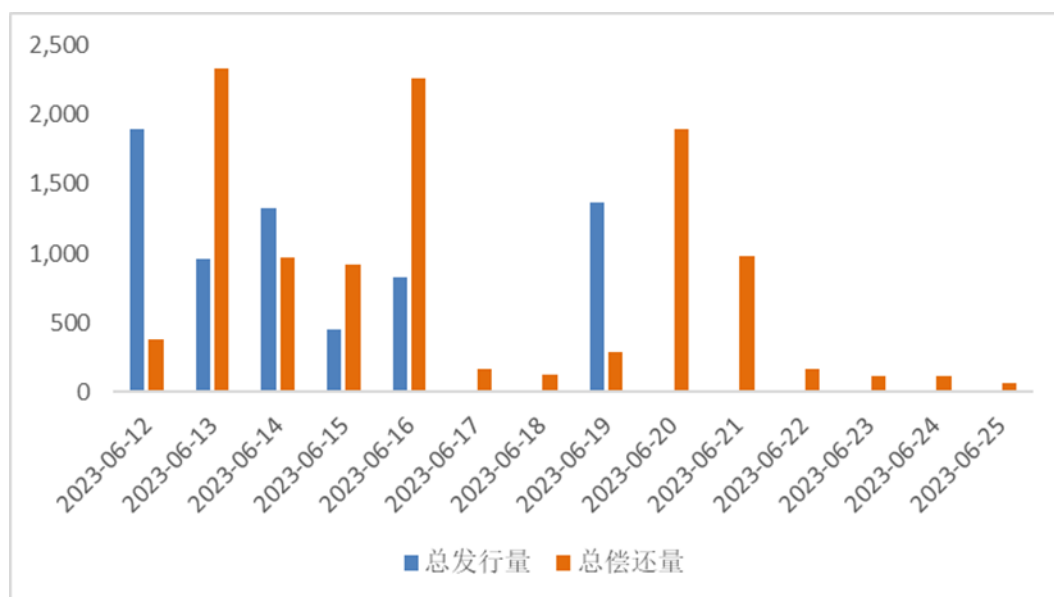
单位：亿元

	6 月 19 日		6 月 20 日		6 月 21 日		6 月 25 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	962.6	0	991.5	1690	37.0	0	0
到期	400	395.2	0	493.3	0	280.0	0	907.9
缴款	734.2	291.7	0	962.6	0	991.5	860	37
净缴款	230.8		469.3		711.6		-10.9	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：同业存单净融资继续为负，1Y 同业存单到期收益率上行至 2.34%。6 月 12-16 日，同业存单发行 5412 亿元，较上一周小幅下降，净融资-1733 亿元，连续第六周为负。

图 13：同业存单到期与发行



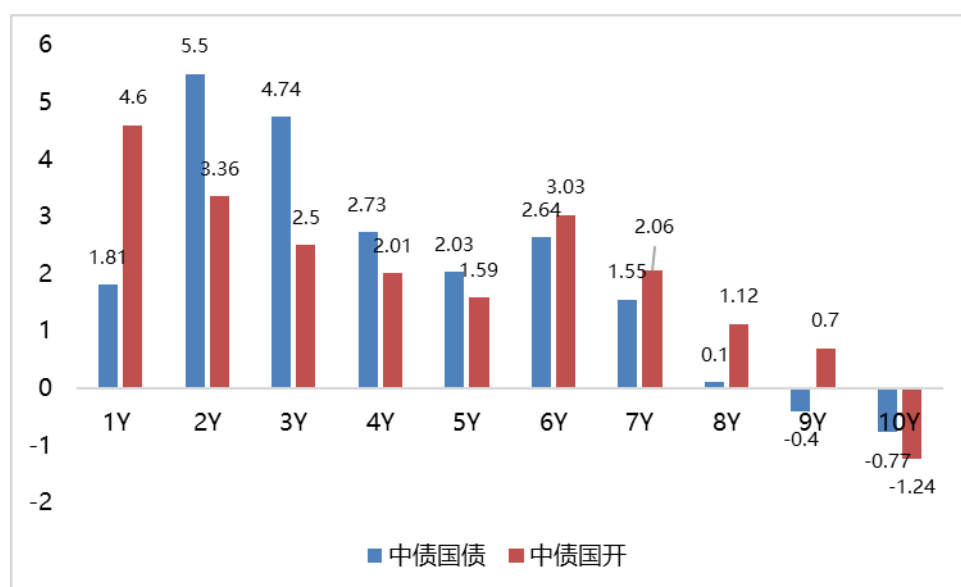
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：资金面整体维持宽松，税期略有收敛。DR001 和 R001 上周五分别升至 1.9%、2.0%，二者平均值均较前一周上行 23bp，DR007 和 R007 上周五升至 1.9%、2.0%，二者平均值分别较前一周上行 5bp、7bp，7 天和隔夜资金利差趋于缩小。6 月 12-16 日，银行间质押式逆回购余额均值 11.5 万亿元，与前一周基本持平。银行体系日均净融出 4.79 万亿元，略低于前一周的 4.95 万亿元，上周一至上周四净融出均在 4.8 万亿元以上，上周五（税期缴款）降至 4.2 万亿元（低于 5 月税期净融出 4.6 万亿元）。

票据利率：上周一级市场供给整体偏弱，随着市场情绪逐步消化，票价跌后回调。上一早盘，前一周票价走高，周初交易盘纷纷进场，收票情绪有所回暖，卖盘出口寥寥，票价开始下行空间。午后，部分卖盘获利了结，出票小幅回暖，票价企稳回调。上周二，降息落地社融出炉，部分机构继续进场收票，卖盘出票力量相对不足，市场情绪走低，票价延续下行。上周三，主要大行日内报价下调，引领买盘配置情绪稳步释放，市场情绪低位运行，供需博弈下，票价延续小降。上周四至上周五，随着票源供给逐步回暖，卖盘供给走强，买盘配置需求相对低迷，票价止跌回调。

（三）债券市场

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	38.7	18.56	20.83	62.1
环比	2.93	-2.71	-2.80	-13.18
年初以来	7.99	-5.5	1.76	57.37
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	27.30	15.73	18.15	55.20
2016 年以来分位数	81.95%	70.65%	71.02%	51.63%

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 18 日）

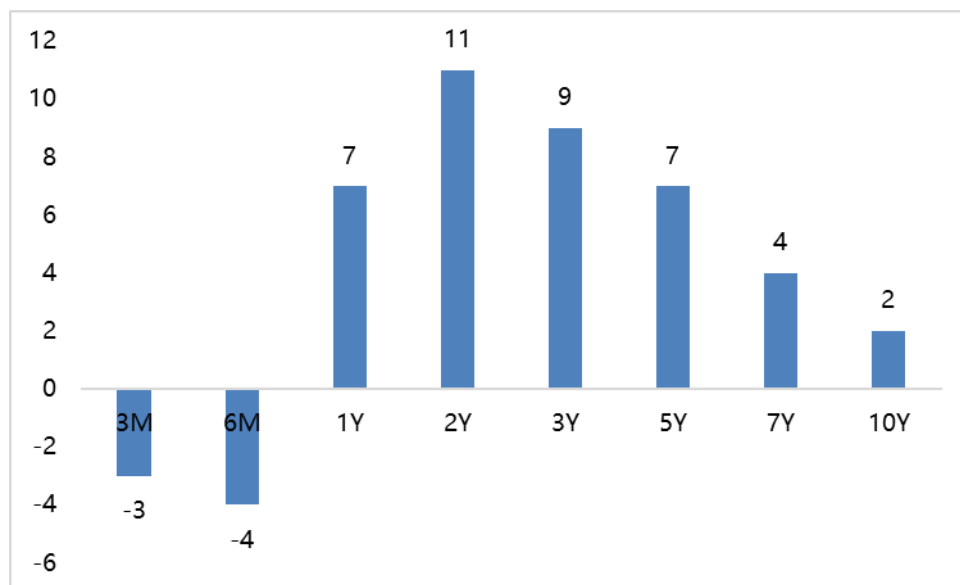
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	34.86	27.28	34.08	33.96	46.44
环比	-2.75	-2.13	-1.60	-3.71	-2.08
年初以来	-12.97	-24.94	-29.15	-19.87	-20.48
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.42	37.95	40.61	45.18	45.44
2016 年以来分位数	19.87%	17.62%	27.80%	14.09%	55.33%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率基本呈现上行态势。本周央行超预期降息提振债市情绪，但随后市场走出利好出尽走势，债市收益率上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 1.81BP 至 1.8817，3 年期上行 4.74BP 至 2.2687，5 年期上行 2.03BP 至 2.4543，10 年期下行 0.77BP 至 2.66226。

高等级票据信用利差整体收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.75BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.13BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.60BP。

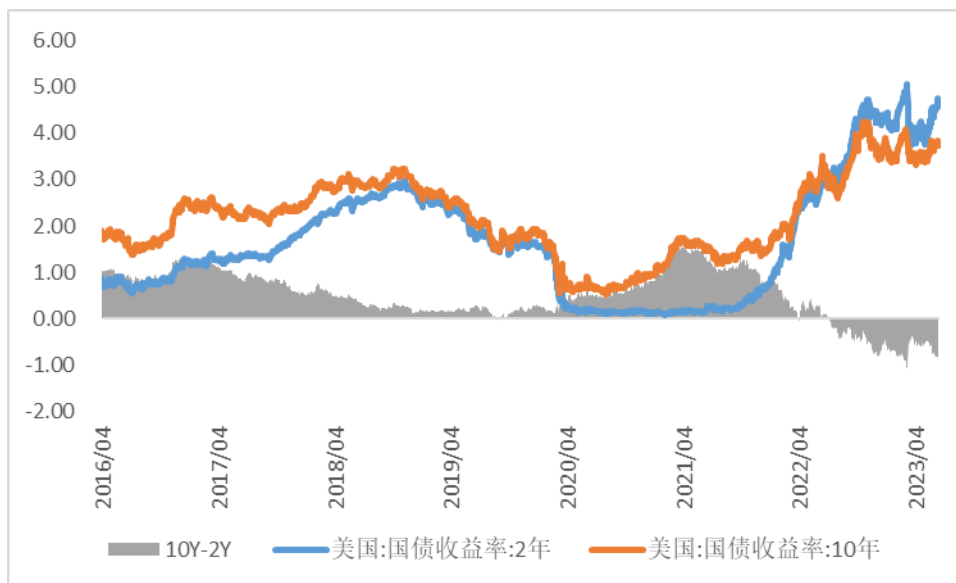
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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，美国 5 月通胀数据出现超预期下降，周四美联储宣布 6 月暂停加息，这是 2022 年 3 月以来首次暂停加息，衰退预期大幅减退，而本次暂缓加息并不意味着加息周期的结束，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 2BP。

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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率小幅升值。上周美元指数下跌 1.20%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价贬值 0.24%，即期汇率升值 0.10%，离岸人民币汇率升值 0.23%。

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	102.3153	7.1289	7.1168	7.1282
对照日期	103.5562	7.1115	7.1241	7.1443
涨跌	-1.20%	-0.24%	0.10%	0.23%

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，上周公布的 5 月经济数据虽然仍处于较低位置，但已有企稳迹象。5 月社会消费品零售总额两年平均同比增速 2.5%，较前值小幅下行 0.1%，季调环比 0.42%，符合季节性规律，较前值有所改善。从社零分项来看，实物消费见底回升，服务消费向常态化回归。5 月工业增加值同比增速 2.1%，较前值的 1.3%回升 0.8%，季调环比 0.63%，回归季节性，显示 5 月工业生产较 4 月有所改观。5 月基建投资累计同比 10.1%，较前值的 9.8%回升 0.3%，

电力投资表现较好；制造业投资累计同比6%，较前值的6.4%回落0.4%，制造业仍然面临产能过剩和盈利不足问题，长期来看依然有一定压力；房地产投资累计同比-7.2%，较前值的-6.2%回落1%，地产行业发展模式面临切换，对于地产投资的修复仍应谨慎为宜。上周央行调降政策利率10BP，国常会研究推动经济持续向好的一批政策措施，预期新一轮稳增长政策将陆续落地，为宏观经济持续修复注入动力。

（二）权益市场展望和策略

上周A股一扫之前颓势全线上涨，上证指数本周收涨1.3%，创业板指收涨5.93%。北向资金重新大幅流入，上周五净买入达105.46亿元，创2月9日以来新高。我们认为，市场最为悲观的时刻或已过去。股市反映的是对经济的预期，预期的钟摆似乎已经从最悲观的一头开始回摆，虽然上周公布的金融数据仍相对低迷，但是从A股和港股的走势来看，已经计入定价当中。相较权益市场，5月底开始反弹的铜、螺纹钢等商品期货的反应似乎更加提前。除此之外，虽然汇率压力依旧不小，但是美元指数的大幅下行对A股市场走势有所支撑，北向资金的重新大笔流入无疑是给市场注入一记强心剂。随着国内政策的陆续出台，外围压力的逐渐缓和，我们认为市场的风险偏好将处于逐步回升的阶段，应该乐观起来。

（三）债券市场展望和策略

央行超预期降息后债市收益率短暂下行后又快速回调至降息前水平，稳增长预期有所发酵，宏观数据显示基本面有低位企稳迹象但绝对值仍然偏低，经济修复的内生动能仍然偏弱，宽货币可能仍有空间和必要。市场流动性层面，税期资金面略有收敛，银行体系净融出水平小幅下滑，预计央行“加强逆周期调节”，仍将维持流动性合理充裕，临近季末，债市回购余额在高位水平下，资金面波动可能加大。短期内债市在稳增长预期和止盈压力下可能震荡偏弱，但中长期视角上看，长债利率中枢或仍有下行空间。建议利率债账户适当控制久期和仓位，关注市场超调后机会；信用债账户坚持中短久期票息策略，关注跨季资金价格并灵活控制杠杆。

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。