

在底部位置建议给予市场更多耐心

——鑫元周观点（2023.06.19-2023.06.25）

一、核心观点

宏观方面，虽然当前经济运行仍然偏弱，但下半年大概率企稳回升，当下不应更加悲观。我们认为当前宏观经济已处于今年的最低点，下半年有望逐渐企稳回升。上半年经济修复结构性问题导致的供需失衡现象在下半年有望缓解，库存周期或在三季度末见底回升，大宗商品价格已有见底迹象，下半年随着 PPI 同比增速的回升，企业盈利同样有望改善，多重利好叠加或推动基本面企稳回升。目前市场已进入过度悲观的宏观经济预期，当下不应更加悲观。

权益市场方面，三大指数上周均录得下跌，且主要下跌来源于上周三，显示出了市场信心仍不稳固。降息正式落地，我们认为这将是一系列稳增长政策的开端，精准有力的措施将有利于权益市场的修复。上周末俄罗斯局势出现一定动荡，在 A 股信心尚未稳固之时，或对本周初 A 股市场造成一定利空，但是经过较长时间的调整，A 股估值已经极具性价比，向下空间可控，建议投资者对短期可能存在的利空不应过度反应。

固收市场方面，从基本面来看，当前经济仍面临一定周期性压力。资金层面来看，税期流动性略有收敛后央行迅速增加逆回购投放以呵护资金面，预计跨季资金面基本平稳。中长期视角上看，当前弱修复经济周期的政策框架下长债利率中枢下行趋势或难以改变。建议利率债账户保持中性久期和仓位；信用债账户坚持中短久期票息策略，目前跨季资金面已基本明朗，可结合负债端情况保持一定杠杆水平。

二、宏观动态

(一) 国内宏观

6月LPR利率如期调降。6月20日LPR报价利率如期调降，1年期LPR报3.55%，5年期以上LPR报4.2%，均较前值下调10BP，为时隔10个月以来的首次调降，符合市场预期。LPR利率采取MLF利率加点的方式报出，本次LPR各期限利率调降幅度与MLF利率调降幅度相等，表明银行端加点未动，充分考虑了商业银行息差端的稳定需求。在前期一系列调降存款利率、调降政策利率、调降贷款报价利率的操作下，广谱利率体系中枢完成下移，为后续全力推进信用扩张打下坚实基础。

债券注册制改革全面落地。证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》以及《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》。对深化债券注册制改革作出系统性制度安排，包括强化以偿债能力为重点的信息披露要求、强化债券存续期管理、防范高杠杆过度融资、实施发行人分类监管等。明确主承销商应构建以发行人质量为导向的尽职调查体系，要求不得承诺发行价格或利率，不得将发行价格或利率与承销费用挂钩，强化投资者适当性管理。

国家主席习近平在北京会见美国国务卿布林肯。国家主席习近平在会见美国国务卿布林肯时表示，世界需要总体稳定的中美关系，中美两国能否正确相处事关人类前途命运。两国应该本着对历史、对人民、对世界负责的态度，处理好中美关系，为全球和平与发展作出贡献，为变乱交织的世界注入稳定性、确定性、建设性。大国竞争不符合时代潮流，更解决不了美国自身的问题和世界面临的挑战。中国尊重美国的利益，不会去挑战和取代美国。同样，美国也要尊重中国，不要损害中国的正当权益。任何一方都不能按照自己的意愿塑造对方，更不能剥夺对方正当发展权利。

(二) 海外宏观

美国初请失业金人数意外小幅上升，连续三周高于26万。美国至6月17日当周初请失业金人数26.4万人，为2021年10月30日当周以来新高，预期26万人，前值26.2万人。

美联储主席鲍威尔：大多数委员会成员认为年底前还会有两次加息。美联储主席鲍威尔：如果经济表现符合预期，委员会中有2/3的人认为今年再次加息两次是合适的；预计经济将继续保持适度增长，劳动力市场将趋于冷却，通胀率将下降；美联储不认为降息会很快发生；如果要降息，美联储需要对通胀前景有信心；美联储预测显示明年会有一些降息，但将取决于经济情况；现在数据证明通胀比预期更持久。

英国央行意外加息 50 基点。英国央行宣布将指标利率从 4.50%上调至 5.00%，市场预估为 4.75%，为连续第 13 次加息。为 2008 年 9 月以来最高水平。英国央行预计第二季度 GDP 持平，与 5 月预期一致；通胀率料在 2023 年大幅下降。

瓦格纳雇佣兵“叛变”上演惊魂 24 小时。6 月 24 日凌晨，瓦格纳雇佣兵集团负责人普里戈任表示俄罗斯国防部使用导弹打击了瓦格纳营地，造成重大伤亡，并率领部分瓦格纳雇佣兵从乌克兰返回俄罗斯境内，控制了俄乌交界的罗斯托夫市。俄罗斯政府随后宣布对普里戈任以煽动武装叛乱的罪名提起诉讼。6 月 24 日晚，在白俄罗斯总统卢卡申科的调停下，俄罗斯政府同意确保普里戈任安全抵达白俄罗斯，随后瓦格纳雇佣兵返回营地，危机得以初步解除，俄罗斯上演惊魂 24 小时。

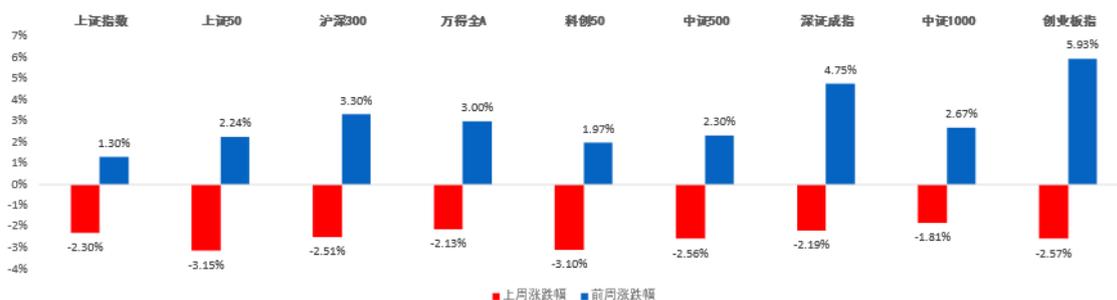
三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数下跌，风格上成长占优。截至 6 月 21 日（上周三），上证 50 下跌 3.15%，科创 50 下跌 3.10%，创业板指下跌 2.57%，中证 500 下跌 2.56%，沪深 300 下跌 2.51%，跌幅靠前。从行业板块看，上周国防军工、汽车、机械、计算机、电力及公用事业领涨，传媒、消费者服务、建材、房地产、商贸零售领跌。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 0.51，较前周下行 0.02，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全部下降。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**国防军工、汽车、计算机、机械、电力及公用事业**估值上行，其他行业估值均下行。当前**传媒、综合金融、消费者服务、交通运输、电子、计算机**板块估值处于历史较高水平；**煤炭、有色金属、电力设备及新能源、石油石化、通信**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)

	2023/6/21	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	12.9	↓	0.32	22.4	↓	8.27	36.1%	36.9%	29.1%
深证成指	23.4	↓	0.54	43.5	↓	4.33	30.6%	20.6%	2.3%
上证50	9.7	↓	0.28	26.4	↓	9.40	42.6%	36.2%	26.4%
沪深300	11.7	↓	0.30	25.5	↓	9.94	30.9%	22.2%	15.4%
中证500	23.0	↓	0.59	15.9	↓	2.63	22.0%	43.0%	44.1%
中证1000	36.4	↓	0.69	34.1	↓	3.79	34.1%	53.4%	53.2%
创业板指	32.5	↓	0.89	4.8	↓	0.57	4.6%	8.9%	2.8%
科创50	42.7	↓	1.38	22.0	↓	9.98	22.0%	22.0%	23.3%

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)

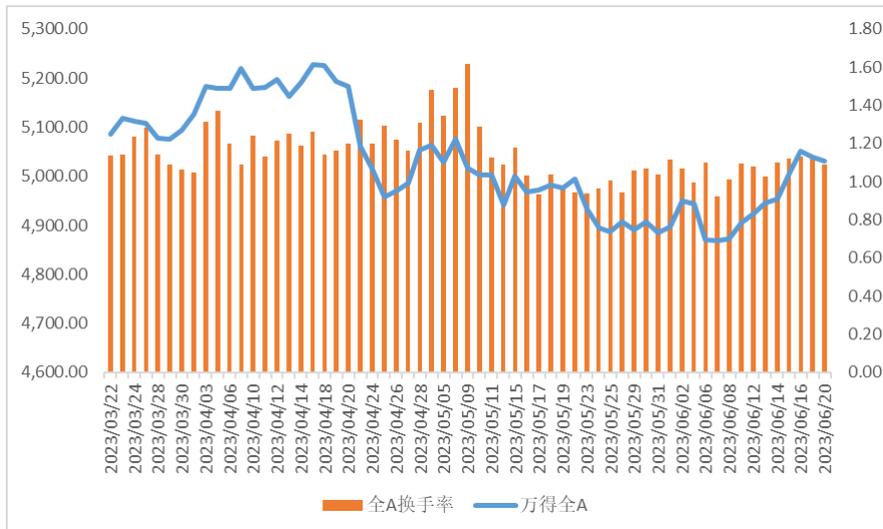
	2023/6/21	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	10.2	↓ 0.28	8.89%	↓ 1.05	8.9%	17.4%	28.0%
煤炭(中信)	6.1	↓ 0.15	0.08%	↓ 0.55	0.1%	0.2%	0.3%
有色金属(中信)	14.4	↓ 0.58	0.17%	↓ 1.82	0.2%	0.3%	0.5%
电力及公用事业(中信)	27.2	↑ 0.02	75.92%	↑ 0.03	75.9%	66.0%	50.8%
钢铁(中信)	43.5	↓ 1.38	74.64%	↓ 0.93	74.6%	97.3%	95.7%
基础化工(中信)	20.9	↓ 0.53	12.90%	↓ 2.04	12.9%	25.2%	24.2%
建筑(中信)	10.4	↓ 0.45	37.78%	↓ 8.23	37.8%	56.4%	71.0%
建材(中信)	21.4	↓ 1.27	60.78%	↓ 4.08	60.8%	95.9%	95.6%
轻工制造(中信)	34.9	↓ 1.45	53.13%	↓ 4.48	53.1%	94.8%	91.7%
机械(中信)	36.7	↑ 0.16	27.04%	↑ 1.13	27.0%	34.2%	37.6%
电力设备及新能源(中信)	23.4	↓ 0.41	0.96%	↓ 0.60	1.0%	1.9%	1.9%
国防军工(中信)	69.9	↑ 1.44	44.87%	↑ 2.39	44.9%	60.0%	54.9%
汽车(中信)	38.5	↑ 0.33	77.12%	↑ 0.71	77.1%	55.3%	28.0%
家电(中信)	16.3	↓ 0.11	30.45%	↓ 1.12	30.4%	25.0%	23.0%
纺织服装(中信)	35.1	↓ 1.06	70.07%	↓ 2.53	70.1%	76.4%	74.7%
医药(中信)	39.6	↓ 1.32	46.39%	↓ 9.04	46.4%	50.9%	36.6%
食品饮料(中信)	31.4	↓ 1.36	47.64%	↓ 12.21	47.6%	22.1%	4.2%
银行(中信)	4.8	↓ 0.09	15.38%	↓ 1.62	15.4%	14.5%	23.3%
非银行金融(中信)	15.1	↓ 0.69	23.64%	↓ 6.77	23.6%	32.0%	49.2%
交通运输(中信)	31.2	↓ 0.92	82.73%	↓ 1.86	82.7%	73.1%	56.6%
电子(中信)	65.2	↓ 1.45	80.61%	↓ 2.34	80.6%	77.1%	72.6%
通信(中信)	21.8	↓ 0.53	9.05%	↓ 0.77	9.1%	17.7%	28.5%
计算机(中信)	119.8	↑ 0.23	78.13%	↑ 0.23	78.1%	64.7%	51.6%
传媒(中信)	217.5	↓ 14.22	96.97%	↓ 0.84	97.0%	92.3%	94.4%
综合金融(中信)	64.9	↓ 2.46	94.14%	↓ 2.84	94.1%	94.1%	93.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

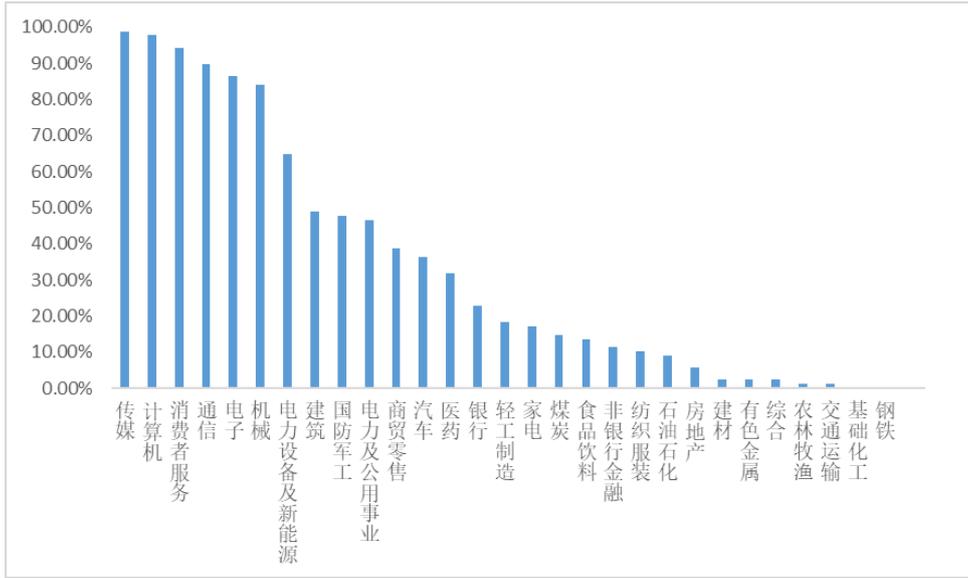
上周量化模型的信号为“中性”。从全 A 换手率的角度看，短期缩量提供了安全边际后，市场开始价量齐升，且全 A 指数创四周新高，但是市场短期快速拉升告一段落，进入震荡调整期。从行业拥挤度的角度，TMT 板块仍处于较高拥挤度状态；以银行为代表的“中特估”概念脱离拥挤状态。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.75%，处于历史 86%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



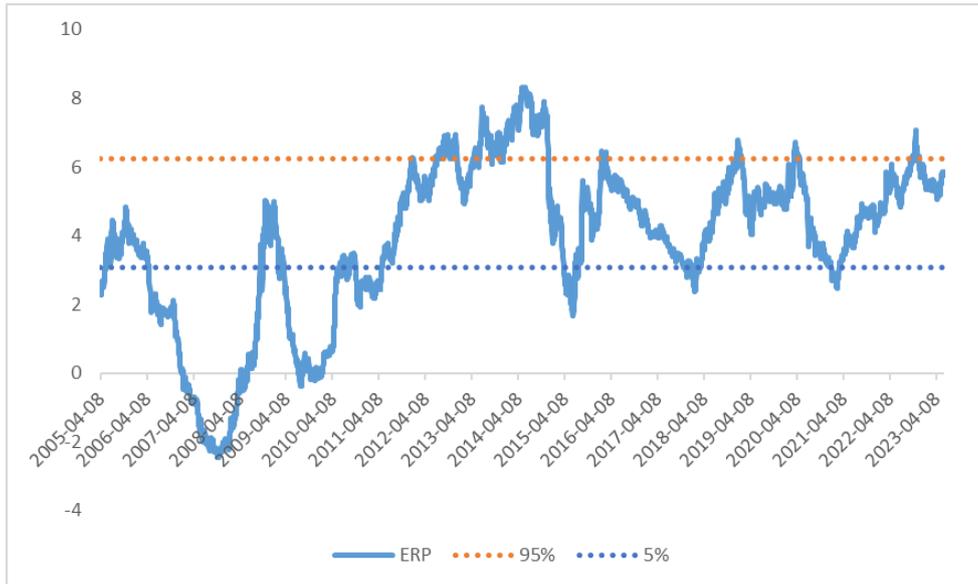
数据来源：Wind、鑫元基金

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

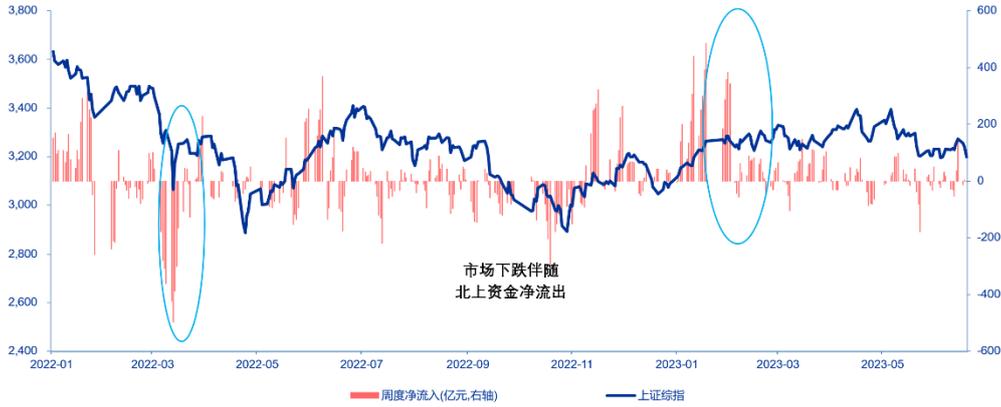


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

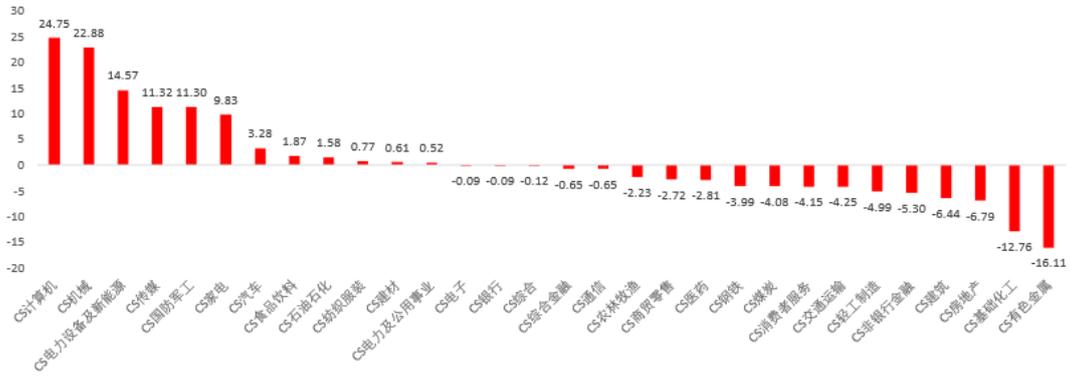
上周北向资金净流出 3.46 亿元，上上周净流入 143.91 亿元，最近一周北向资金净流入转净流出。上周增持金额排行靠前的行业是计算机（↑ 24.75）、机械（↑ 22.88）、电新（↑ 14.57）、传媒（↑ 11.32）、国防军工（↑ 11.30）；减持金额排名靠前的行业是有色（↓ 16.11）、基础化工（↓ 12.76）、房地产（↓ 6.79）、建筑（↓ 6.44）、非银金融（↓ 5.30）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

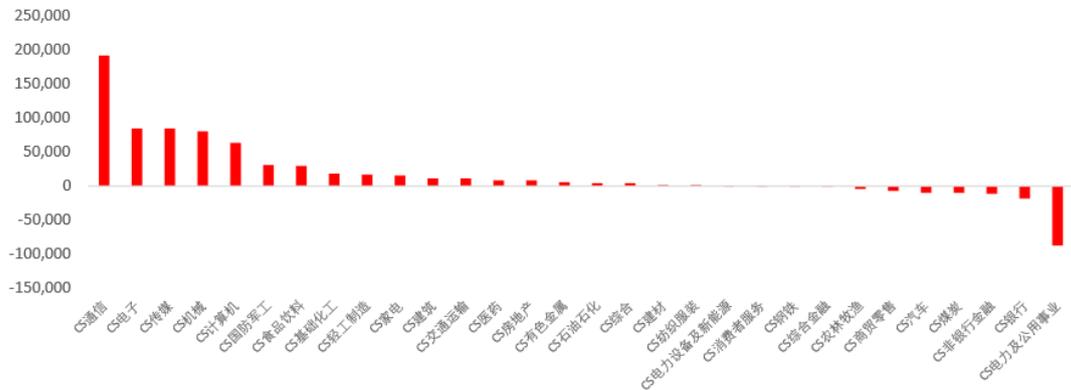
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月21日，两融资金占比为3.03%，6月16日为7.50%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至6月21日，上周融资净买入最大的五个行业为通信、电子、传媒、机械、计算机。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

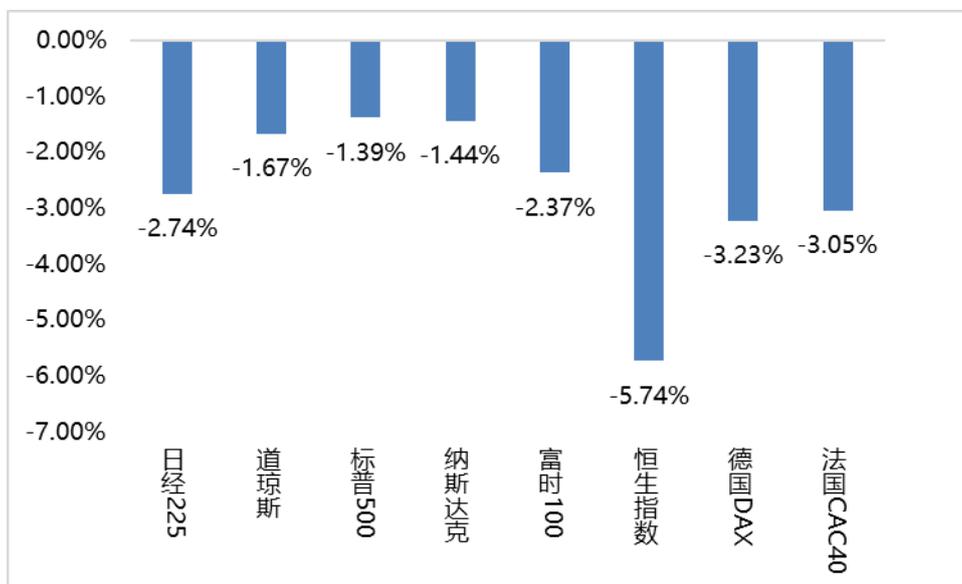


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普跌。美国股市方面，道指下跌 1.67%，标普 500 下跌 1.39%，纳指下跌 1.44%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 2.37%，德国 DAX 下跌 3.23%，法国 CAC40 下跌 3.05%；亚太股市方面，日经指数下跌 2.74%，恒生指数下跌 5.74%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

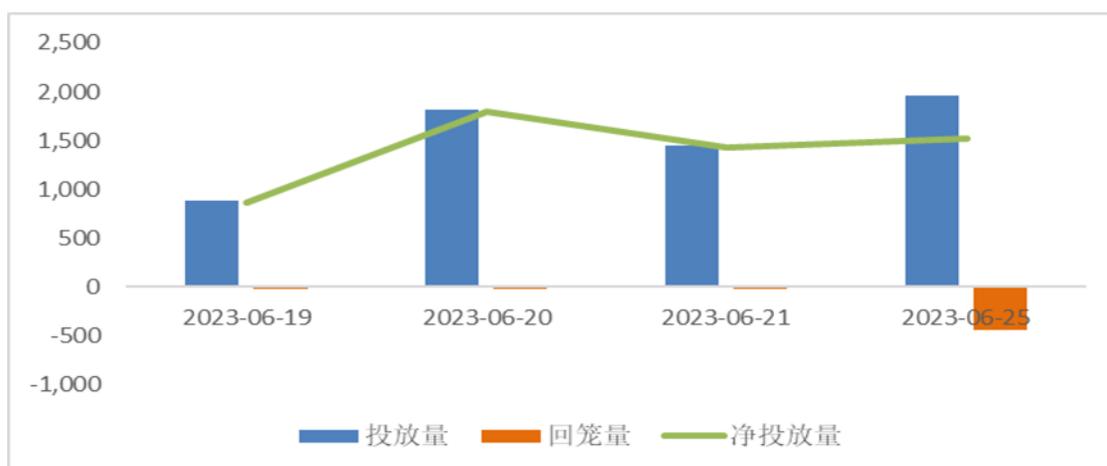


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 6120 亿元 7 天逆回购操作，到期 500 亿的 7 天逆回购，总体实现资金净投放 5620 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

30 日跨季，需关注季末资金面波动情况。

政府债发行：本周国债无发行计划，地方政府债发行 1971.9 亿元，整体净缴款 1877.8 亿元。

表 1：6 月 26 日-6 月 30 日政府债发行缴款

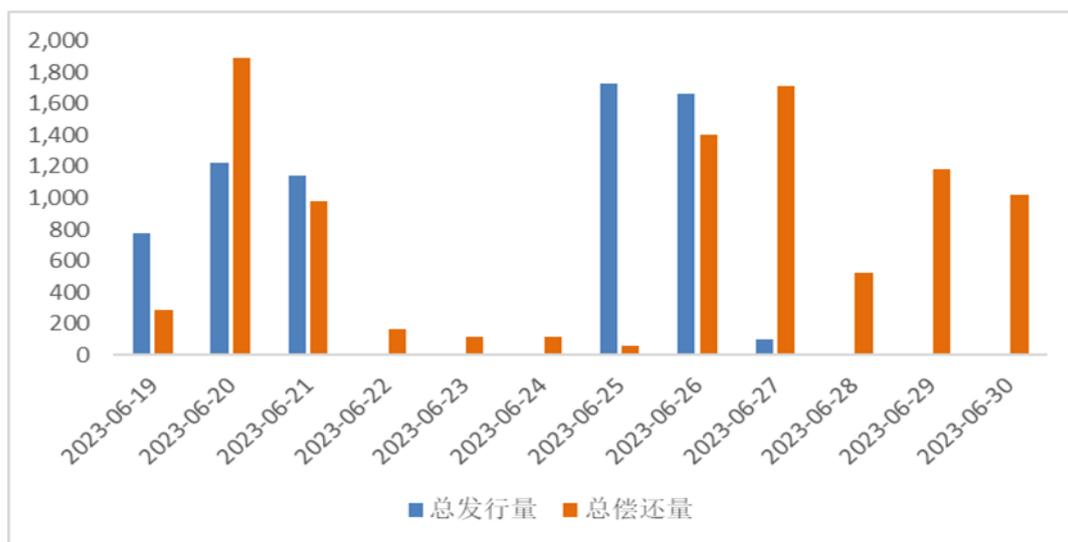
单位：亿元

	6 月 26 日		6 月 27 日		6 月 28 日		6 月 29 日		6 月 30 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	962.4	0	290	0	270.1	0	449.5	0	0
到期	850	329.4	0	40	0	0	0	364.1	0	191.7
缴款	1686	37	0	750	0	290	0	270.1	0	656.9
净缴款	506.6		710		290		-94		465.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：6 月 19-21 日，同业存单发行 4091 亿元，净融资 370 亿元，连续第六周为负后首度转正。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

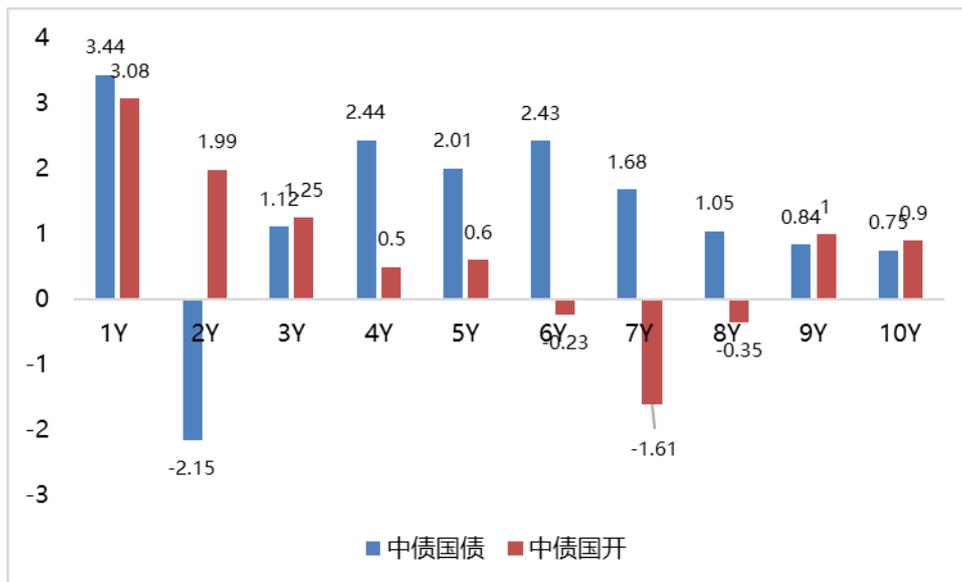
回购市场：税期过后资金面边际转松。19 日为税期缴款最后一天，DR001 和 R001 升至 2.21%、2.32%，而后下行至 1.79%、1.81%，二者平均值均较前一周上行 47bp、43bp。7 天资金利率连续两日上行，节前最后一天边际转松，DR007 和 R007 分别收至 1.95%、2.22%，二者平均值均较前一周上行 17bp、25bp。6 月 19-21 日，银行间质押式逆回购余额均值 10.57 万亿元，低于前一周的 11.5 万亿元，周内基本在 10.5-10.6 万亿元之间波动。银行体系日均净融出 3.76 万亿元，大幅低于前一周的 4.79 万亿元，也低于 5 月税期净融出均值 4.6 万亿元，周内持续位于 3.75 万亿元左右的低位。

票据利率：上周部分机构收票需求释放，票价稳步下行。上周一，早盘呈横盘走势，随

着非银机构及部分农商行进场收票，买盘配置情绪稳步释放，卖盘继续出票，市场情绪逐步下行。上周二早盘，市场情绪延续低位，部分机构继续进场收票，卖盘趁机低价出票，供需博弈下，票价下行。随着票价走低，卖盘出口逐渐回暖，供需情绪指数有所回升，票价震荡调整。上周三，节前最后一天，市场交投整体清淡，买盘配置情绪仍有释放，主要以 11-12 月、9 月到期票收口为主，供需博弈下，票价小幅下行。

(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 6 月 25 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	36.38	19.45	19.57	45.32
环比	-2.32	0.89	-1.26	-16.78
年初以来	5.67	-4.61	0.5	40.59
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	27.32	15.73	18.16	55.19
2016 年以来分位数	77.75%	76.31%	61.93%	33.96%

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 25 日）

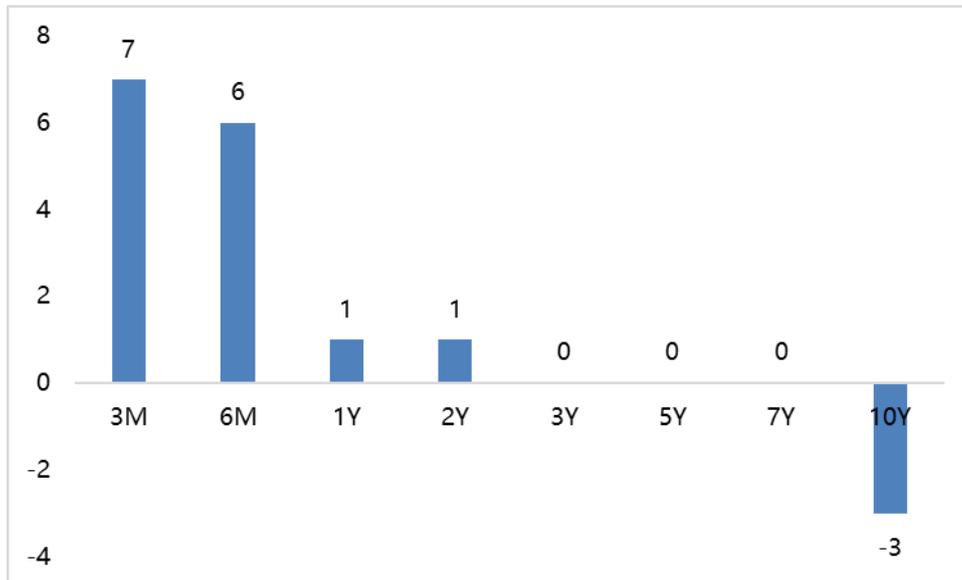
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	34.77	28.77	37.6	36.47	49.48
环比	-0.09	1.49	3.52	2.51	3.04
年初以来	-13.06	-23.45	-25.63	-17.36	-17.44
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.40	37.93	40.61	45.16	45.44
2016 年以来分位数	19.89%	22.09%	40.32%	22.35%	66.10%

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。其中，中债国债 1 年期收益率上行 3.44BP 至 1.9161，3 年期上行 1.12BP 至 2.2799，5 年期上行 2.01BP 至 2.4744，10 年期上行 0.75BP 至 2.6701。

高等级票据信用利差多数走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.09BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.49BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.52BP。

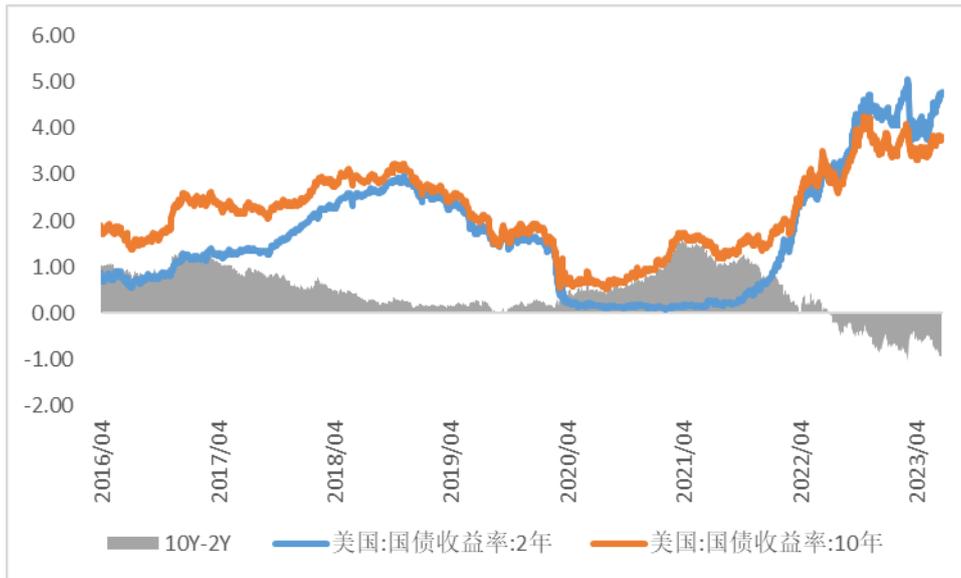
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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上涨，6 月 21 日鲍威尔出席美国众议院金融服务委员会听证时表示为了对抗通胀，美联储可能会进一步加息，短期限美债收益率上行。上周 10 年期美债收益率下行，10 年期国债收益率上行，中美利差倒挂程度有所减弱。全周来看，1 年期以内美债收益率出现上行，10 年期美债收益率下行 3BP。

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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.55%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.71%，即期汇率贬值 1.08%，离岸人民币汇率贬值 1.24%。

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	102.8817	7.1795	7.1938	7.2167
对照日期	102.3153	7.1289	7.1168	7.1282
涨跌	0.55%	-0.71%	-1.08%	-1.24%

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，从 6 月高频数据来看，当前宏观经济虽止住下行趋势，却仍然偏弱运行，随着去年基数效应的消退，6 月经济数据同比读数或将明显承压。但是我们认为当前宏观经济依然处于今年的最低点，下半年有望逐渐企稳回升。首先，上半年经济修复的结构性问题导致的产需失衡问题在下半年或将缓解，随着产需的重新匹配，工业品价格或将企稳回升，企业盈利有望逐渐改善。其次，当前工业企业产成品同比增速已从去年高点的 22%下降至今年 4

月的 5.9%，已持续超过 1 年的去库周期有望在今年三季度末见底回升，随着库存周期的上升，社会实际总需求或将企稳回升。最后，美国国务卿布林肯访华，我国发展的外部环境有所缓和。综合来看，下半年多项利好的叠加或将推动基本面企稳回升。目前市场已进入过度悲观的宏观经济预期，当下不应更加悲观。

（二）权益市场展望和策略

三大指数上周均录得下跌，且主要下跌来源于上周三，显示出了市场信心仍不稳固。上周降息正式落地，我们认为这将是一系列稳增长政策的开端，精准有力的措施将有利于权益市场的修复。如经济日报撰文所称“对经济复苏要有信心更要多些耐心”，对于投资者来说不应因短期的波动而对大势误判，也不应在压力下自乱阵脚。上周人民币汇率的在前期短暂升值后快速贬值，突破 7.20 的关口，不过北向资金单周仅小幅流出 3.46 亿，同时众多跨国公司高管掀起“访华潮”，充分表明国际社会对中国经济发展前景充满信心。对于 A 股市场，海外局势一向对投资者心态具有相当的影响，上周末俄罗斯局势出现一定动荡，在 A 股信心尚未稳固之时，或对周初 A 股市场造成一定利空，但是经过较长时间的调整，A 股估值已经极具性价比，向下空间可控，建议投资者对短期可能存在的利空不应过度反映。

（三）债券市场展望和策略

上周国常会强调，“具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应”。结合进一步的稳增长政策并未及时发布，市场对短期稳增长预期有所减弱。从基本面来看，当前经济仍面临一定周期性压力，弱修复走势仍将延续。从资金层面来看，税期流动性略有收敛后央行迅速增加逆回购投放，资金面边际转松，同时，票据利率小幅下行并持稳，预计跨季资金面同样基本平稳，难有超预期波动。从中长期视角来看，稳增长政策或会影响利率下行的节奏，但当前弱修复经济周期的政策框架下长债利率中枢下行趋势或难以改变。建议利率债账户保持中性久期和仓位；信用债账户坚持中短久期票息策略，目前跨季资金面已基本明朗，可结合负债端情况维持一定杠杆水平。

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。