

# 对权益市场的下半场保持信心

——鑫元周观点（2023.06.26-2023.07.02）

## 一、核心观点

**宏观方面**，上周公布的官方制造业PMI及工业企业利润累计同比增速均有所回升。6月官方制造业PMI为49%，虽仍位于收缩区间，但较5月的48.8%小幅回升，PMI生产指数以及新订单指数较5月有所改善。另外，上周公布的5月工业企业利润累计同比增速较4月上行1.8%，中游机械设备行业利润持续改善。总体来看，当前宏观经济仍偏弱，但并未进一步下行，在库存及盈利周期的带动下，下半年国内宏观经济有望企稳回升。

**权益市场方面**，我们偏向认为经济的恢复仍在进行中，政策措施的推出值得期待，汇率大概率到达底部区域，央行近期表示经常账户延续稳定顺差、外汇储备充足，对于汇率“大起大落”有足够的空间和手段可以防范。总的来看，现在权益市场仍处在一个赔率较高的位置。进入2023的下半年，我们对权益市场的下半场保持信心，行业层面短期关注分子端业绩表现，中长期建议均衡配置。

**固收市场方面**，经济基本面弱修复延续，利率中枢难以显著上行，7月稳增长政策窗口期临近，政策预期导致利率波动区间加大。流动性层面，银行信贷投放大概率仍然较弱，同时大行融出水平维持高位，预计资金面整体平稳宽松。展望后市，长债利率或将在宽幅区间内偏强震荡，建议利率债账户保持中性久期和仓位，适当博弈长端交易机会；信用债账户坚持中短久期票息策略，可选取高评级优质标的适度拉长久期。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**6月制造业PMI回升至49.0%。**中国6月官方制造业PMI为49.0%，环比上升0.2个百分点，制造业景气水平有所改善；官方非制造业PMI为53.2%，环比下降1.3个百分点，仍高于临界点；综合PMI产出指数为52.3%，表明我国企业生产经营活动总体延续扩张态势。

**5月工业企业利润延续恢复态势。**5月份，全国规模以上工业企业实现利润总额6358.1亿元，同比下降12.6%，降幅较4月份收窄5.6个百分点，连续三个月收窄。其中，装备制造业利润连续两个月保持两位数增长，汽车制造业利润增长1.02倍，消费品制造业利润降幅收窄，工业企业利润行业结构持续改善。

**央行货币政策委员会召开二季度例会。**会议指出，要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

**央行增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元。**6月30日，央行发布公告称，决定增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元，进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度。其中，支农再贷款、支小再贷款、再贴现分别增加额度400亿元、1200亿元、400亿元。调增后额度分别为8000亿元、17600亿元、7400亿元。此外，截至2023年一季度末，全国支农支小再贷款、再贴现余额2.6万亿元，创历史新高。

### （二）海外宏观

**美欧英日四大央行行长同台，美欧英坚持“鹰派语调”。**美欧英日四大央行行长齐聚欧洲央行中央银行论坛，参加政策小组讨论。美联储主席鲍威尔表示，美联储尚未完成抗通胀工作，预计货币政策将进一步收紧；在点阵图上，多数美联储官员支持今年再加息两次。鲍威尔称不排除连续加息可能性，预计到2025年美国核心通胀率将回落到2%。欧洲央行行长拉加德表示，如果基准情景保持不变，很可能在7月加息；目前不考虑暂停加息，不考虑改变通胀目标。英国央行行长贝利指出，英国经济表现出更强的韧性，将采取必要措施以实现通胀目标。日本央行行长植田和男表示，如果对通胀预测第二部分变得相当确定，那将是重新考虑政策变化的充分理由。

**消费者支出增长强劲，美国一季度GDP终值超预期。**美国一季度GDP终值数据大幅上修。美国商务部公布最终修正数据显示，一季度美国GDP按年增长2%，较此前公布的修正数据上修0.7%，超出市场预期的1.4%。

**美国至6月24日当周初请失业金人数大幅走低。**美国上周初请失业金人数23.9万人，预期26.5万人，前值由26.4万人修正为26.5万人。同时公布的美国至6月17日当周续请失业金人数为174.2万人，前值为176.1万人，预期值为176.5万人。无论是初请失业金人数，还是续请失业金人数都有较大幅度下降，这反映出美国的就业市场仍然坚挺。

**美国5月核心PCE物价指数同比升4.6%，低于预期。**美国5月核心PCE物价指数同比升4.6%，预期升4.7%，前值升4.7%；环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.4%。美国5月PCE物价指数同比升3.8%，预期升3.8%，前值自升4.4%修正至升4.3%；环比升0.1%，预期升0.1%，前值升0.4%。美国5月个人收入环比升0.4%，预期0.30%，前值0.40%；个人支出环比升0.1%，预期0.2%，前值0.8%。

**欧洲央行行长：应保持紧缩政策，避免宣布结束加息。**欧央行行长拉加德表示，欧央行无法在近期宣布利率已达峰值，除非发生重大变化，否则将在7月继续加息。拉加德要求欧洲央行保持紧缩政策并避免宣布结束加息。欧洲央行管委卡扎克斯表示，利率将在7月之后进一步上调，市场对2024年初降息的预期是错误的；当通胀低于2%目标时，将会进行降息。

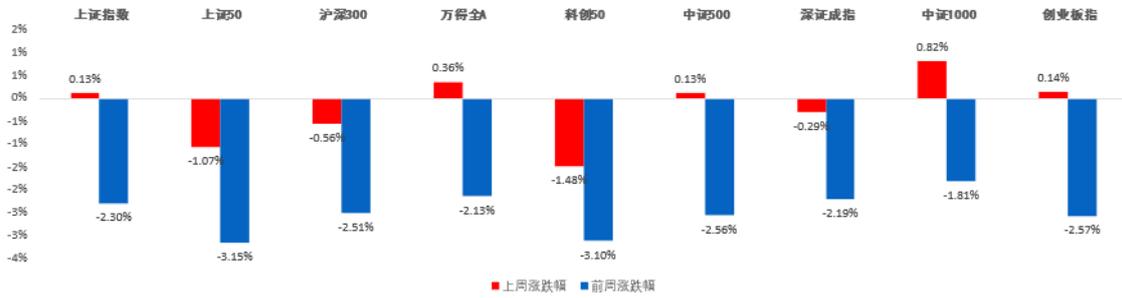
### 三、市场回顾

#### （一）权益市场

##### 1、权益市场走势

上周A股各宽基指数涨跌不一，风格上价值略占优。截至6月30日（上周五），中证1000上涨0.82%，万得全A上涨0.36%，创业板指上涨0.14%，中证500上涨0.13%，上证指数上涨0.13%，科创50下跌1.48%，上证50下跌1.07%，沪深300下跌0.56%，深证成指下跌0.29%。从行业板块看，上周**纺服、机械、煤炭、国防军工、基础化工**领涨，**计算机、消费者服务、传媒、食品饮料、通信**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0.52，较前周上行0.01，风格上以价值略占优。

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

上周各宽基指数上证指数、中证 500、中证 1000 估值上行，其余下行。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，上周国防军工、机械、纺服、轻工、电力及公用事业估值领涨。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、有色金属、电力设备及新能源、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)

	2023/6/30	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	↑ 0.05	23.1	↑ 1.55	37.6%	39.6%	31.0%
深证成指	23.4	↓ 0.05	43.3	↓ 0.30	30.3%	20.0%	2.5%
上证50	9.7	↓ 0.08	24.8	↓ 2.64	39.9%	31.7%	22.9%
沪深300	11.7	↓ 0.03	24.9	↓ 0.72	30.2%	21.0%	14.7%
中证500	23.1	↑ 0.06	16.2	↑ 0.28	22.3%	43.5%	44.5%
中证1000	36.7	↑ 0.31	36.1	↑ 2.04	36.1%	56.2%	56.4%
创业板指	32.5	0.00	5.0	↑ 0.19	4.8%	9.3%	3.4%
科创50	42.1	↓ 0.67	18.6	↓ 3.44	18.6%	18.6%	19.7%

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)

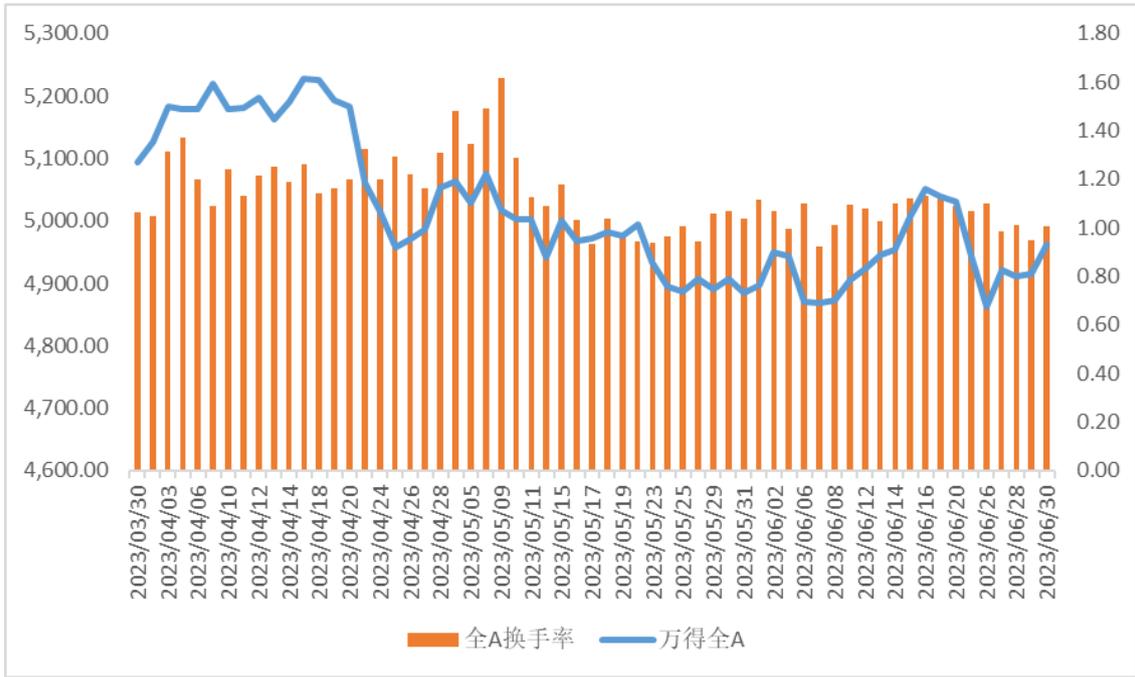
	2023/6/30	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	10.3	↑ 0.11	9.52%	↑ 0.62	9.5%	18.6%	29.8%
煤炭(中信)	6.3	↑ 0.20	1.27%	↑ 1.18	1.3%	2.3%	3.8%
有色金属(中信)	14.5	↑ 0.10	0.43%	↑ 0.26	0.4%	0.8%	1.3%
电力及公用事业(中信)	27.8	↑ 0.69	80.05%	↑ 4.13	80.0%	69.4%	54.3%
钢铁(中信)	44.1	↑ 0.68	74.86%	↑ 0.22	74.9%	97.4%	95.9%
基础化工(中信)	21.5	↑ 0.58	15.31%	↑ 2.41	15.3%	29.9%	28.7%
建筑(中信)	10.5	↑ 0.15	40.58%	↑ 2.80	40.6%	61.0%	74.9%
建材(中信)	21.6	↑ 0.18	61.14%	↑ 0.36	61.1%	95.8%	95.5%
轻工制造(中信)	35.9	↑ 1.02	56.14%	↑ 3.01	56.1%	98.5%	97.6%
机械(中信)	38.8	↑ 2.08	35.51%	↑ 8.46	35.5%	46.5%	54.3%
电力设备及新能源(中信)	24.1	↑ 0.65	2.00%	↑ 1.04	2.0%	3.9%	4.5%
国防军工(中信)	72.1	↑ 2.20	48.66%	↑ 3.79	48.7%	66.5%	60.9%
汽车(中信)	38.0	↓ 0.47	76.05%	↓ 1.07	76.0%	53.3%	24.9%
家电(中信)	16.5	↑ 0.16	32.71%	↑ 2.26	32.7%	28.3%	27.2%
纺织服装(中信)	37.0	↑ 1.89	75.69%	↑ 5.62	75.7%	80.6%	77.7%
医药(中信)	39.3	↓ 0.23	44.74%	↓ 1.65	44.7%	49.4%	36.0%
食品饮料(中信)	30.4	↓ 0.97	40.74%	↓ 6.89	40.7%	16.4%	1.9%
银行(中信)	4.8	↓ 0.01	15.35%	↓ 0.03	15.4%	14.7%	23.6%
非银行金融(中信)	15.0	↓ 0.08	23.19%	↓ 0.45	23.2%	31.2%	48.4%
交通运输(中信)	31.0	↓ 0.21	82.49%	↓ 0.25	82.5%	72.7%	56.1%
电子(中信)	64.6	↓ 0.57	80.01%	↓ 0.60	80.0%	76.6%	72.3%
通信(中信)	21.8	↑ 0.01	9.20%	↑ 0.14	9.2%	17.9%	28.8%
计算机(中信)	110.9	↓ 8.93	70.13%	↓ 7.99	70.1%	52.1%	37.2%
传媒(中信)	190.6	↓ 26.89	95.93%	↓ 1.03	95.9%	89.7%	90.5%
综合金融(中信)	65.0	↑ 0.10	94.18%	↑ 0.04	94.2%	94.2%	93.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

### 3、权益市场情绪

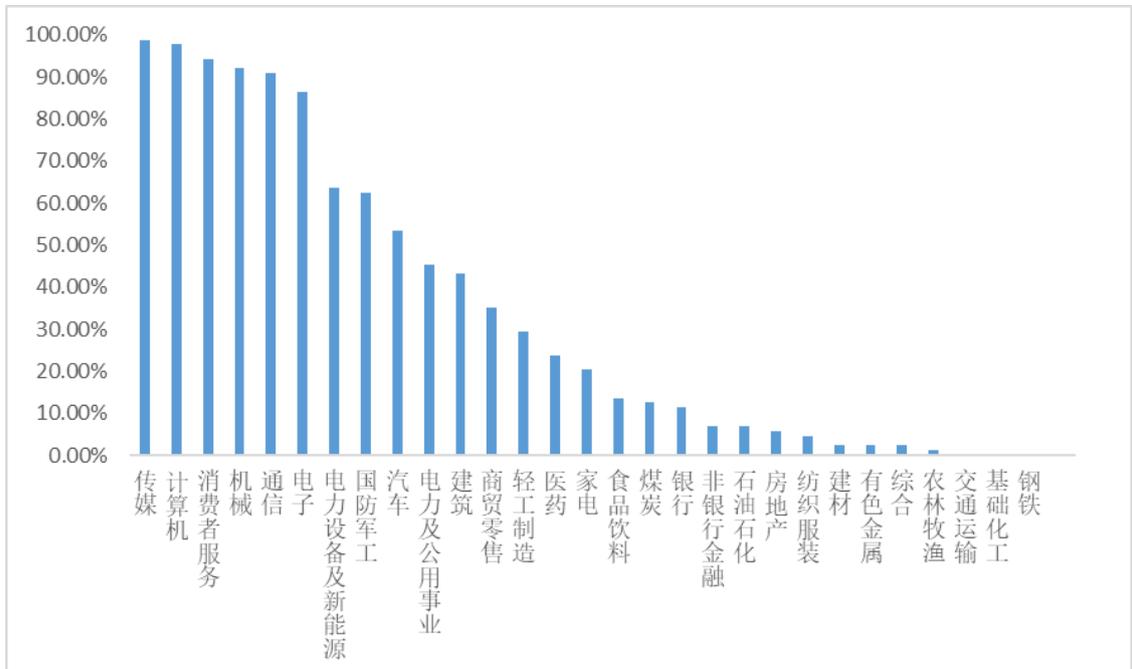
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，短期缩量提供了安全边际后，市场开始价量齐升，后市较为乐观。从行业拥挤度的角度，TMT 板块的拥挤度小幅下降，但仍处于较高拥挤度状态；以银行为代表的“中特估”概念脱离拥挤状态。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.95%，处于历史 91%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



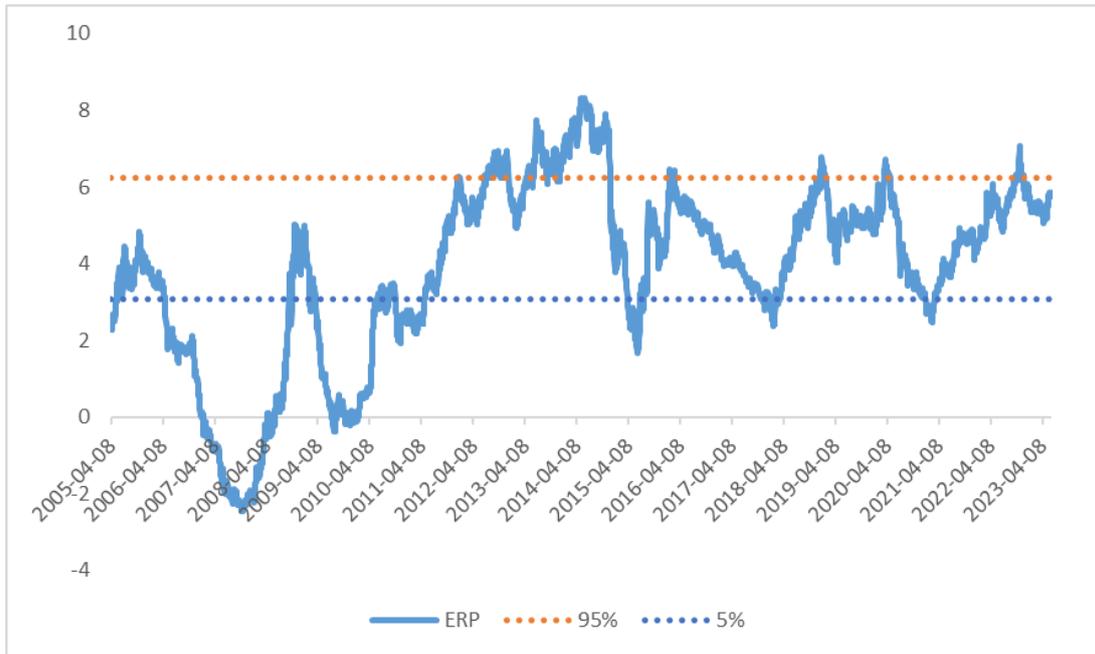
数据来源：Wind、鑫元基金

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

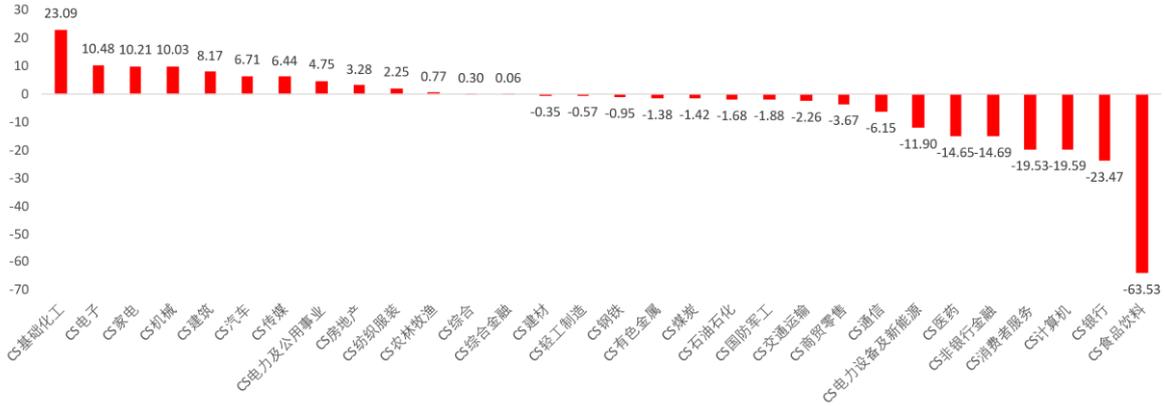
上周北向资金净流出 84.81 亿元，上上周净流出 3.46 亿元，最近一周北向资金净流出增加。上周增持金额排行靠前的行业是**基础化工**（↑ 23.09）、**电子**（↑ 10.48）、**家电**（↑ 10.21）、**机械**（↑ 10.03）、**建筑**（↑ 8.17）；减持金额排名靠前的行业是**食品饮料**（↓ 63.53）、**银行**（↓ 23.47）、**计算机**（↓ 19.59）、**消费者服务**（↓ 19.53）、**非银金融**（↓ 14.69）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

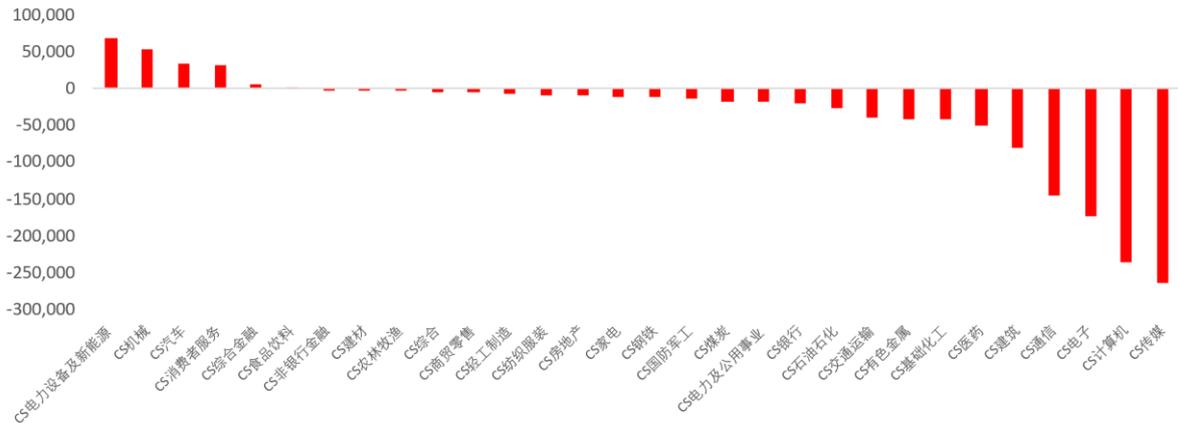
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月30日，两融资金占比为6.05%，6月21日为3.03%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至6月30日，上周融资净买入最大的五个行业为电新、机械、汽车、消费者服务、综合金融。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

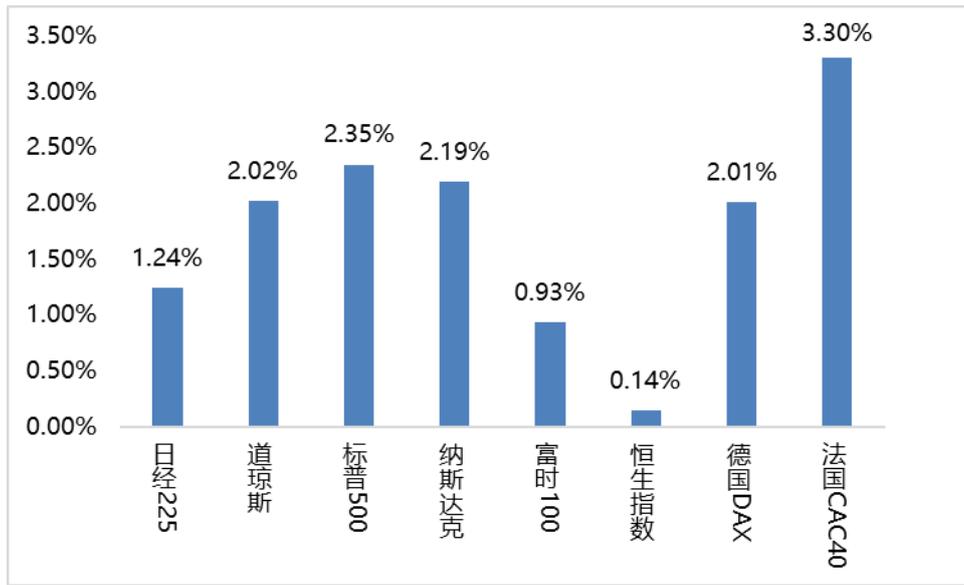


数据来源：Wind、鑫元基金

## 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 2.02%，标普 500 上涨 2.35%，纳指上涨 2.19%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.93%，德国 DAX 上涨 2.01%，法国 CAC40 上涨 3.30%；亚太股市方面，日经指数上涨 1.24%，恒生指数上涨 0.14%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

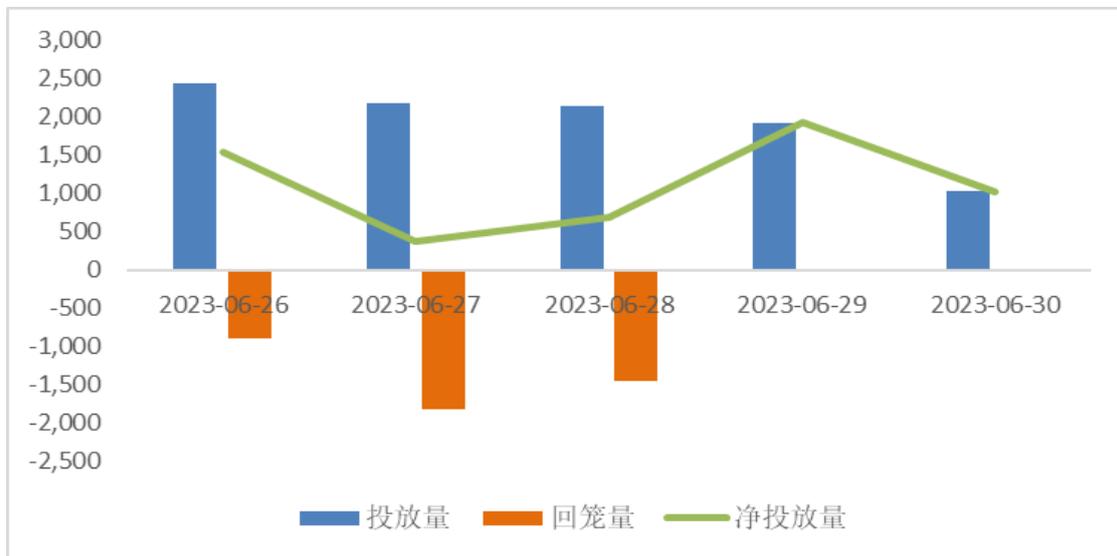


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展 11690 亿元 7 天逆回购操作，到期 4600 亿的 7 天逆回购，总体实现资金净投放 7090 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

6 月是财政支出大月，6 月末财政支出预计可以为 7 月上旬流动性提供支撑。

**政府债发行：**本周国债计划发行 900 亿元，地方政府债发行 1111.9 亿元，整体净缴款-942.9 亿元。

表 1：7 月 3 日-7 月 7 日政府债发行缴款

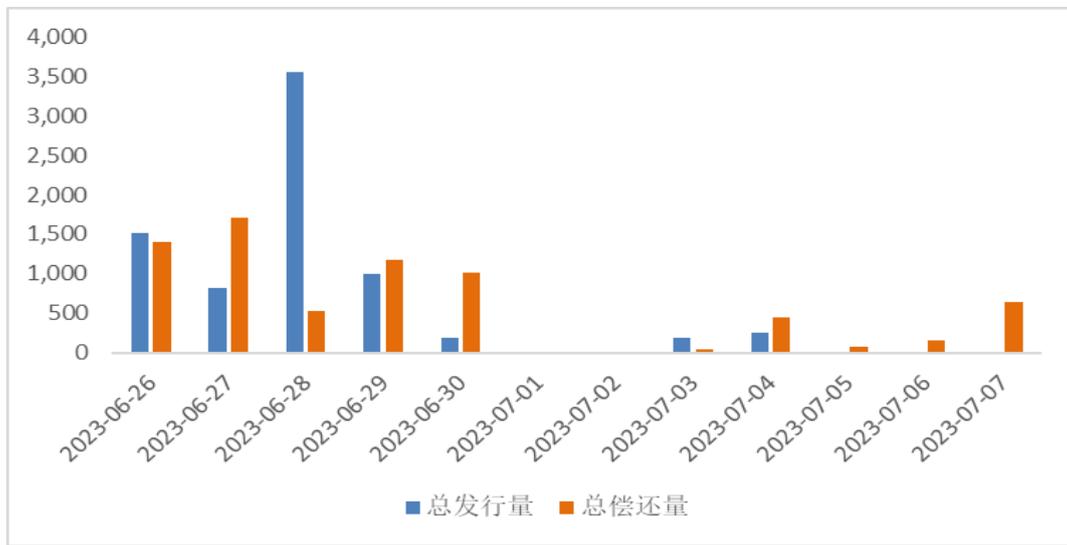
单位：亿元

	7 月 3 日		7 月 4 日		7 月 5 日		7 月 6 日		7 月 7 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	0	0	46	900	486	0	389.3	0	190.7
到期	2662.8	523.3	0	138.5	0	0	202	177.3	0	0
缴款	0	977.3	0	0	0	51	900	443.4	0	389.3
净缴款	-2208.8		-138.5		51		964.1		389.3	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：6 月 26-30 日，同业存单发行 5719 亿元，与前一周基本持平，净融资再度转负，为-113 亿元。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

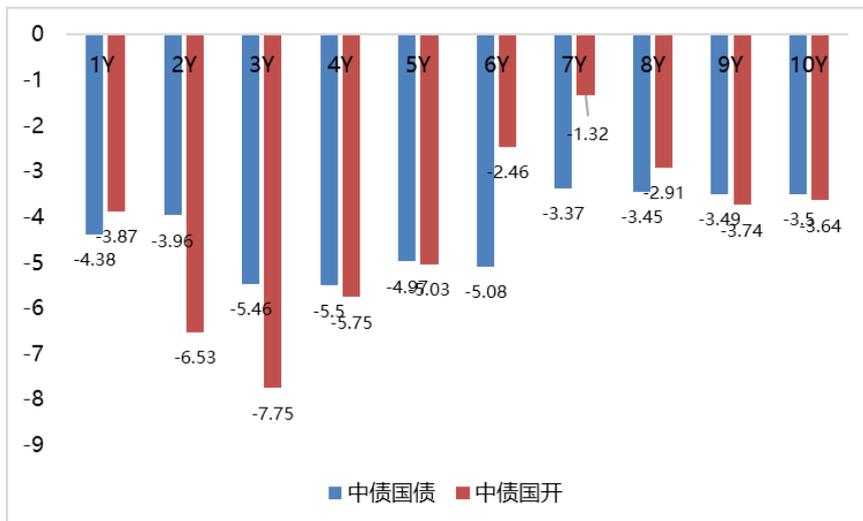
**回购市场：**跨月资金面整体宽松，非银拆借资金偏贵。上周跨月，隔夜利率反而较前周下行，DR001 和 R001 较前一周下行 81bp、63bp，除跨月当天外，DR001 基本在 1.0-1.1%之间窄幅震荡，R001 在 1.2-1.3%区间。R007 平均值较上上周上行 47bp，其中上周一至上周四基本在 2.5-2.8%左右，上周五（跨月当天）上行至 3.1%，与 DR007 的利差也上行至 90bp 以上。DR007 上周一至上周四基本稳定在 1.9%左右，上周五上行至 2.2%，全周均值小幅下行 5bp。6 月 26-30 日，银行间质押式回购成交量平均值 6.44 万亿元，低于前一周的 6.97 万亿元。

**票据利率：**月末时点，上周在补规模因素影响下，买盘机构积极配置，票据利率下行明显。上上周日，中小行机构继续进场收票，票市供不应求，票价下行趋势明显。上周一，市场新增票源明显回落，卖盘谨慎出票。午前市场延续供不应求，票价明显下降。随着票价走低，卖盘获利了结意愿增加，中长期出口有所增多，票价跌后回涨。上周二与上周四，买盘

需求持续释放，带动票价走出年内新低。上周五，跨季前最后一个工作日，市场上仍有不少机构在调整规模，卖盘票源供给较为充裕，出票意愿增强，供需力量由悬殊走向平衡，票价震荡回调。

### (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	35.3	19.94	21.04	-49.22
环比	-1.08	0.49	1.47	-94.54
年初以来	4.59	-4.12	1.97	-53.95
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	27.34	15.74	18.16	55.00
2016 年以来分位数	74.89%	78.36%	72.23%	2.72%

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 7 月 2 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	37.47	33.41	40.74	39.94	53.24
环比	2.70	4.64	3.14	3.47	3.76
年初以来	-10.36	-18.81	-22.49	-13.89	-13.68
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	48.35	37.91	40.60	45.14	45.46
2016 年以来分位数	28.04%	36.83%	50.85%	35.87%	77.56%

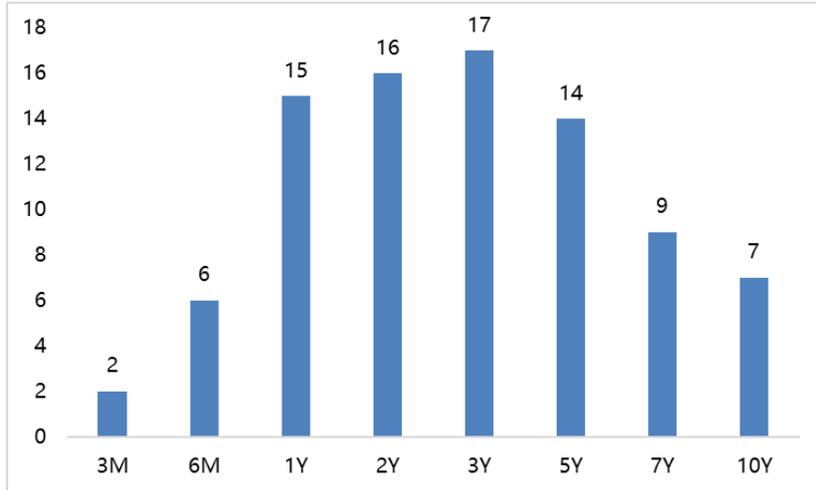
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率全线下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.38BP 至 1.8723，

3 年期下行 5.46BP 至 2.2253，5 年期下行 4.97BP 至 2.4247，10 年期下行 3.50BP 至 2.6351。

长期限高等级票据信用利差整体走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.70BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.64BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.14BP。

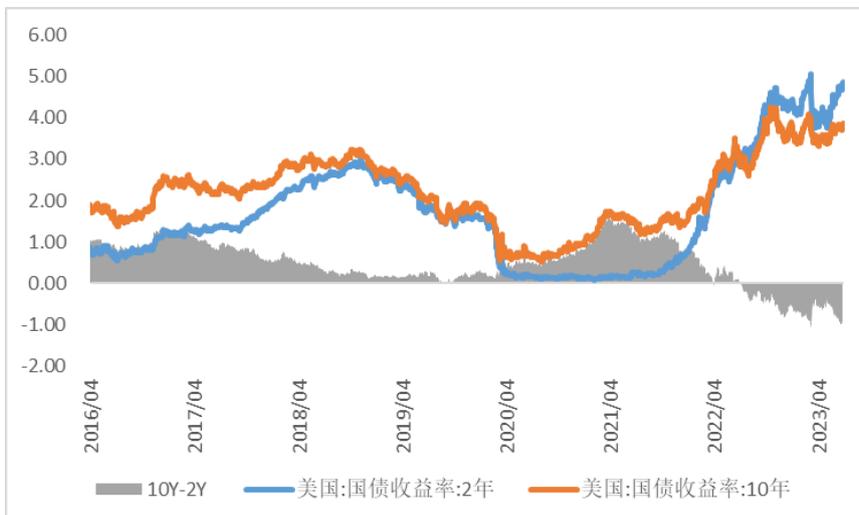
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上涨。上周三美联储主席鲍威尔释放可能今年会连续两次加息的信号，上周四公布的美国数据再次体现经济韧性，因消费者支出增长强劲，一季度 GDP 增速终值超预期大幅上修，一季度美联储重视的通胀指标 PCE 物价指数增速小幅下修，未如预期持平初值。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 年期美债收益率上行 15BP，3 年期美债收益率上行 17BP，10 年期美债收益率上行 7BP。

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 0.48%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.64%，即期汇率贬值 0.95%，离岸人民币汇率贬值 0.71%。

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	103.3788	7.2258	7.262	7.2677
对照日期	102.8817	7.1795	7.1938	7.2167
涨跌	0.48%	-0.64%	-0.95%	-0.71%

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，6月官方制造业PMI为49%，位于收缩区间，但较前值的48.8%上升0.2%，PMI生产指数和新订单指数均有改善。6月服务业PMI和建筑业PMI读数环比4月有所下行，前期服务业报复性消费向常态化回归，建筑业仍受地产拖累。5月工业企业利润累计同比-18.8%，较前值上行1.8%，中游机械设备行业利润持续改善。6月能源品和大宗工业品价格环比回升，工业企业盈利端或将继续改善。总体来看，当前宏观经济仍处于低位，但并未进一步下行。经历了一年多的去库存，当前企业库存偏低，大宗商品价格也在宏观经济弱预期的影响下处于较低位置。下半年，在库存及盈利周期的带动下，国内宏观经济有望企稳回升。

#### （二）权益市场展望和策略

A股上周低开后有所回暖，6月制造业PMI较上月上升0.2%至49.0%，仍处收缩区间，表明我国经济恢复还处于“爬坡期”。人民币汇率的持续贬值给市场参与者风险偏好赋予了持续压制，上周一度突破7.28，与去年11月位置所差无几。虽然A股处于较低位置的估值还是给市场一定的支撑，但是基本面和风险偏好似乎并不能提供一致的方向。我们偏向认为经济的恢复仍在进行中，政策措施的推出值得期待；汇率已到达底部区域，央行近期表示经常账户延续稳定顺差、外汇储备充足，对于汇率“大起大落”我们有足够的空间和手段可以防范。总的来看，现在市场仍处在一个赔率较高的位置，进入2023的下半年，我们对权益市场的下

半场保持信心。短期来看，即将进入上市公司中报披露期，二三季度一般是基本面投资最有效的时期，分子端有望成为驱动结构性行情的主导因素；中长期来看，经济复苏的方向确定，路径和强度不确定，结构上建议均衡配置。

### （三）债券市场展望和策略

生产需求等宏观经济的主要指标同比增速均有所放缓，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，官方 PMI 低于季节性水平，需求不足仍是当前主线。经济基本面弱修复延续，央行二季度货币政策例会提到“稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用政策工具”，利率中枢难以显著上行；此外，7 月稳增长政策窗口期临近，政策预期可能对债市持续产生扰动，利率波动区间可能有所加大。流动性层面，央行呵护态度难以转变，6 月最后一周票据利率继续下行，显示银行信贷投放大概率仍然较弱，同时大行融出水平维持高位，预计资金面整体平稳宽松。展望后市，长债利率或将在宽幅区间内偏强震荡，建议利率债账户保持中性久期和仓位，可适当博弈长端交易机会；信用债账户坚持中短久期票息策略，可选取高评级优质标的适度拉长久期。

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。