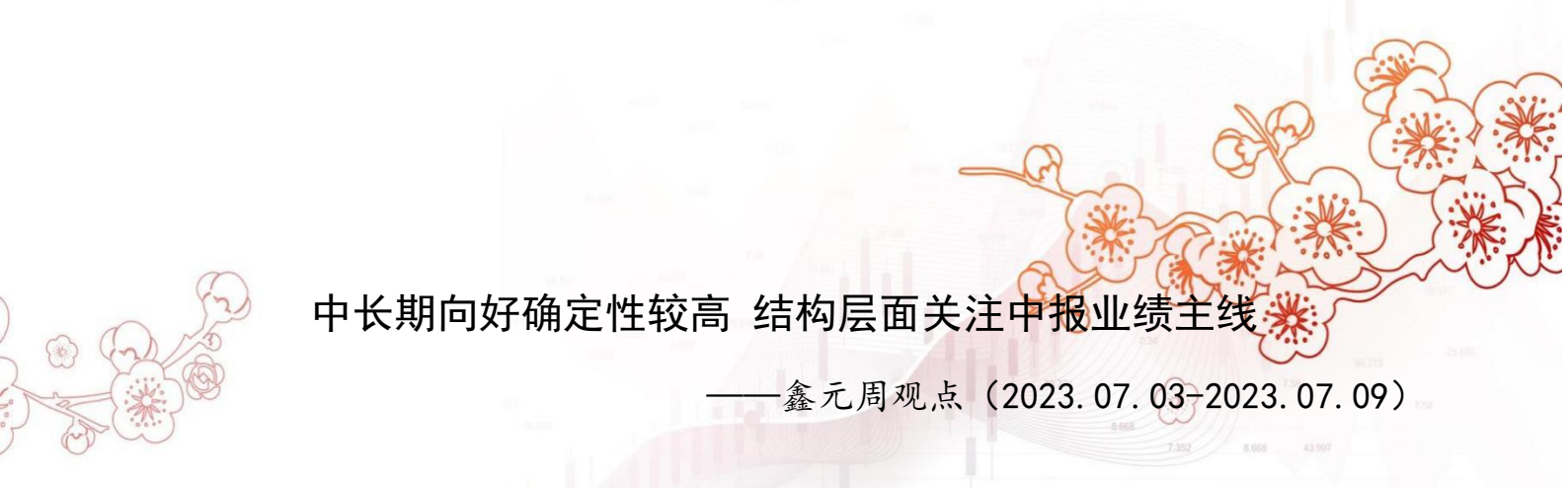




中长期向好确定性较高 结构层面关注中报业绩主线

——鑫元周观点（2023.07.03-2023.07.09）

一、核心观点

宏观方面，虽然当前经济实际情况仍然偏弱，但预期已有所回升。6月中旬央行开启降息，7月中央政治局会议召开在即，市场对于后续稳增长政策出台的预期有所升温。6月初至今，能源、基础工业品等大宗商品价格多数上涨，显示市场对于宏观经济恢复的预期已有所回升。下半年，库存周期和企业盈利周期大概率见底，宏观经济有望进一步企稳向好。

权益市场方面，我们偏向认为短期宏观层面扰动仍存，权益市场将继续呈现底部区域震荡态势，汇率是综合反映各扰动因素的关键宏观变量，人民币汇率企稳是A股企稳反弹的重要条件。中期考虑当前估值低位和库存周期见底回升预期，市场向上确定性较高。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，结构层面建议继续关注中报业绩主线。

固收市场方面，二季度货政例会重提“加大逆周期调节力度”，货币政策转向的可能性很低，债市流动性环境相对友好，市场或在经济基本面预期和现实的分歧中来回博弈。下半年政府债发行有望提速，可能对债市形成一定冲击。短期内10Y国债或将在2.6%-2.7%区间震荡，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；信用债账户坚持票息策略，对于短端资产不宜过度追低，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

中国 6 月财新综合 PMI 环比下降 3.1%至 52.5%。6 月财新中国服务业 PMI 降至 53.9，环比回落 3.2 个百分点，创 2 月以来新低；财新中国综合 PMI 下降 3.1 个百分点至 52.5，亦为 2 月以来最低，显示企业生产经营仍延续扩张态势但动能放缓。

国家主席习近平在江苏考察。习近平强调，要完整准确全面贯彻新发展理念，继续在改革创新、推动高质量发展上争当表率，在服务全国构建新发展格局上争做示范，在率先实现社会主义现代化上走在前列，奋力推进中国式现代化江苏新实践，谱写“强富美高”新江苏现代化建设新篇章。要把坚守实体经济、构建现代化产业体系作为强省之要，巩固传统产业领先地位，加快打造具有国际竞争力的战略性新兴产业集群，推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，全面提升产业基础高级化和产业链现代化水平，加快构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系

国务院总理李强主持召开经济形势专家座谈会。李强指出，当前我国正处在经济恢复和产业升级关键期，要注重打好政策“组合拳”，围绕稳增长、稳就业、防风险等，及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。围绕高质量发展首要任务，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫。通过增强工作互动性来增强决策科学性，建立健全政府与民营企业、外资企业等各类企业常态化沟通交流机制。

国务院总理李强 7 月 7 日在京会见美国财政部长耶伦。李强表示，中美两国能否正确相处事关人类前途命运。相互尊重、和平共处、合作共赢是国与国相处的基本之道。希望美方秉持理性务实态度，同中方相向而行，推动中美关系早日重回正轨。加强合作是中美两国的现实需求和正确选择。双方应通过坦诚交流，就双边经济领域的重要问题加强沟通、寻求共识，为中美经济关系注入稳定性和正能量。耶伦表示，美方不寻求“脱钩断链”，愿同中方落实两国元首巴厘岛会晤共识，加强沟通，避免因分歧导致误解，在稳定宏观经济、应对全球性挑战方面加强合作，寻求美中经济互利双赢。

（二）海外宏观

美国就业市场放缓迹象渐显。6 月季调后非农就业人数增加 20.9 万人，为 2020 年 12 月以来最小增幅，预期 22.5 万人，前值由 33.9 万人修正为 30.6 万人。6 月失业率环比下降 0.1 个百分点至 3.6%，符合预期；员工平均时薪加速上涨，同比上涨 4.4%，预期 4.2%，前值 4.3%；环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值自 0.3%修正至 0.4%；就业参与率为 62.6%。

美联储威廉姆斯：物价压力仍过高，对当前通胀水平并不满意。美联储威廉姆斯表示，通胀进展明显，但价格压力仍然过高；推动通胀的疫情因素已经减轻；对当前的通胀水平并不满意；抗击通胀仍是美联储的主要任务；看到住房通胀正在改善的迹象；美国经济对加息做出的反应“相当不错”。

欧洲央行管委维斯科表示，提高利率并非遏制通胀唯一途径。货币政策也可以通过维持利率在足够长的时间内保持适当高位来达到目的，在提高利率时需要谨慎，没有必要采取过度紧缩政策。

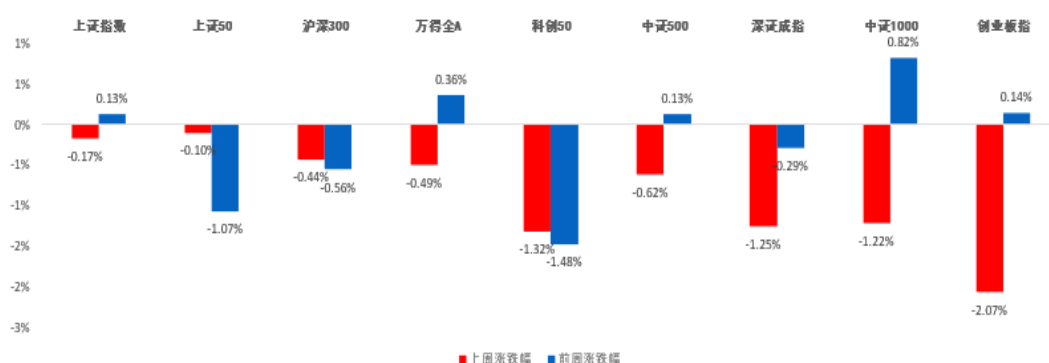
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数全线下行，风格上价值成长相对均衡。截至 7 月 7 日（上周五），中证 1000 下跌 1.22%，万得全 A 下跌 0.49%，创业板指下跌 2.07%，中证 500 下跌 0.62%，上证指数下跌 0.17%，科创 50 下跌 1.32%，上证 50 下跌 0.10%，沪深 300 下跌 0.44%，深证成指下跌 1.25%。从行业板块看，上周农林牧渔、综合金融、交通运输、电力及公用事业、煤炭领涨，计算机、电子、电力设备及新能源、国防军工、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，与前周持平，风格上价值成长相对均衡。

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、上证 50 估值持平，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，未来仍有估值提升空间。从行业板块看，上周综合金融、汽车、交通运输、钢铁、石油石化估值领涨。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；银行、煤炭、石油石化、建筑、有色金属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）

	2023/7/7	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	0.00	23.2	↑ 0.10	37.7%	39.7%	31.0%
深证成指	23.1	↓ 0.27	42.2	↓ 1.66	28.6%	17.1%	1.1%
上证50	9.7	0.00	24.8	↓ 0.08	39.9%	31.6%	22.8%
沪深300	11.6	↓ 0.03	24.5	↓ 0.70	29.5%	20.2%	14.3%
中证500	23.0	↓ 0.13	15.7	↓ 0.60	21.7%	42.2%	43.8%
中证1000	36.3	↓ 0.39	33.4	↓ 2.72	33.4%	52.4%	51.9%
创业板指	31.9	↓ 0.66	4.0	↓ 0.73	4.0%	7.8%	1.2%
科创50	41.5	↓ 0.54	16.3	↓ 2.22	16.3%	16.3%	17.3%

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）

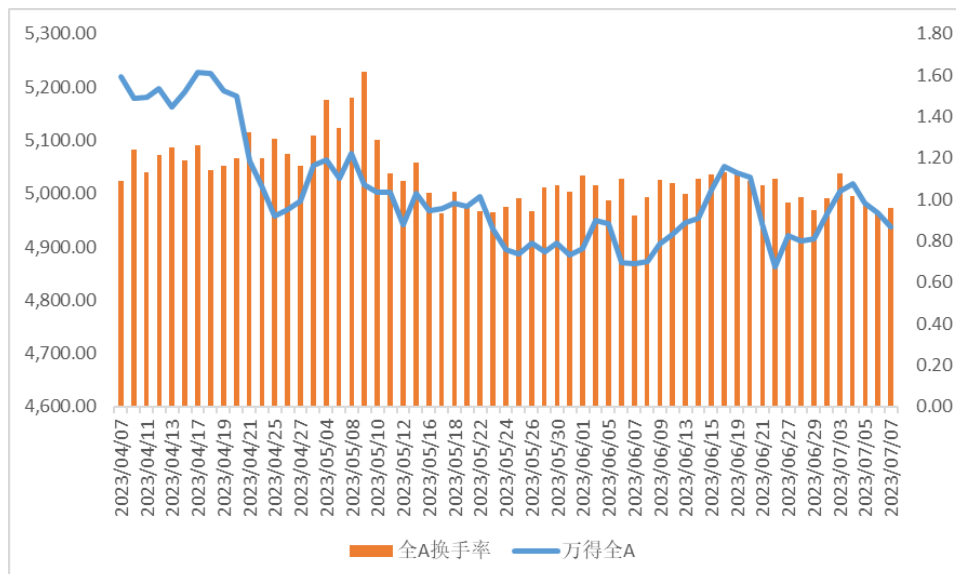
	2023/7/7	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	10.6	↑ 0.34	11.17%	↑ 1.66	11.2%	21.7%	34.9%
煤炭(中信)	6.4	↑ 0.11	1.86%	↑ 0.59	1.9%	3.4%	5.5%
有色金属(中信)	14.8	↑ 0.31	1.55%	↑ 1.12	1.6%	2.8%	4.5%
电力及公用事业(中信)	27.9	↑ 0.03	80.09%	↑ 0.04	80.1%	69.6%	54.5%
钢铁(中信)	44.6	↑ 0.45	75.23%	↑ 0.37	75.2%	97.7%	96.3%
基础化工(中信)	21.3	↓ 0.23	14.37%	↓ 0.95	14.4%	28.0%	26.7%
建筑(中信)	10.6	↑ 0.09	41.94%	↑ 1.36	41.9%	63.4%	76.0%
建材(中信)	21.3	↓ 0.36	60.30%	↓ 0.84	60.3%	95.0%	94.4%
轻工制造(中信)	35.6	↓ 0.31	55.03%	↓ 1.11	55.0%	96.9%	95.0%
机械(中信)	38.1	↓ 0.64	33.44%	↓ 2.07	33.4%	43.6%	49.8%
电力设备及新能源(中信)	23.5	↓ 0.60	1.16%	↓ 0.84	1.2%	2.3%	2.2%
国防军工(中信)	70.5	↓ 1.55	46.21%	↓ 2.45	46.2%	62.0%	56.4%
汽车(中信)	39.1	↑ 1.11	77.93%	↑ 1.88	77.9%	57.1%	31.1%
家电(中信)	16.2	↓ 0.29	28.65%	↓ 4.06	28.7%	22.9%	19.6%
纺织服装(中信)	37.3	↑ 0.28	76.94%	↑ 1.25	76.9%	81.5%	78.1%
医药(中信)	38.5	↓ 0.78	37.79%	↓ 6.95	37.8%	44.7%	33.3%
食品饮料(中信)	30.4	↓ 0.05	40.32%	↓ 0.42	40.3%	16.0%	1.6%
银行(中信)	4.8	↓ 0.04	14.57%	↓ 0.79	14.6%	14.4%	23.2%
非银行金融(中信)	15.2	↑ 0.19	24.62%	↑ 1.43	24.6%	33.6%	50.6%
交通运输(中信)	31.6	↑ 0.54	83.16%	↑ 0.67	83.2%	73.6%	57.7%
电子(中信)	64.7	↑ 0.07	80.05%	↑ 0.04	80.0%	76.6%	72.1%
通信(中信)	21.7	↓ 0.18	8.90%	↓ 0.30	8.9%	17.3%	27.8%
计算机(中信)	106.3	↓ 4.60	66.08%	↓ 4.05	66.1%	45.6%	29.8%
传媒(中信)	179.0	↓ 11.63	94.26%	↓ 1.67	94.3%	85.6%	84.3%
综合金融(中信)	67.1	↑ 2.13	96.89%	↑ 2.71	96.9%	96.9%	96.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

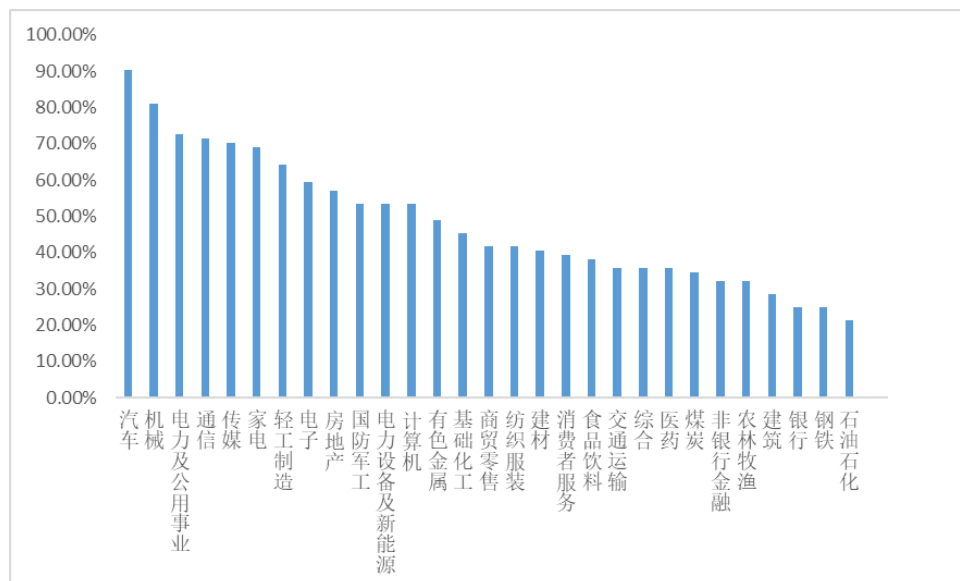
上周量化模型的信号为“中性”。从全 A 换手率的角度看，虽然上周市场下跌，但是在下跌过程中逐渐缩量，安全边际逐步提升。从行业拥挤度的角度，TMT 板块脱离拥挤状态。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.91%，处于历史 90%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



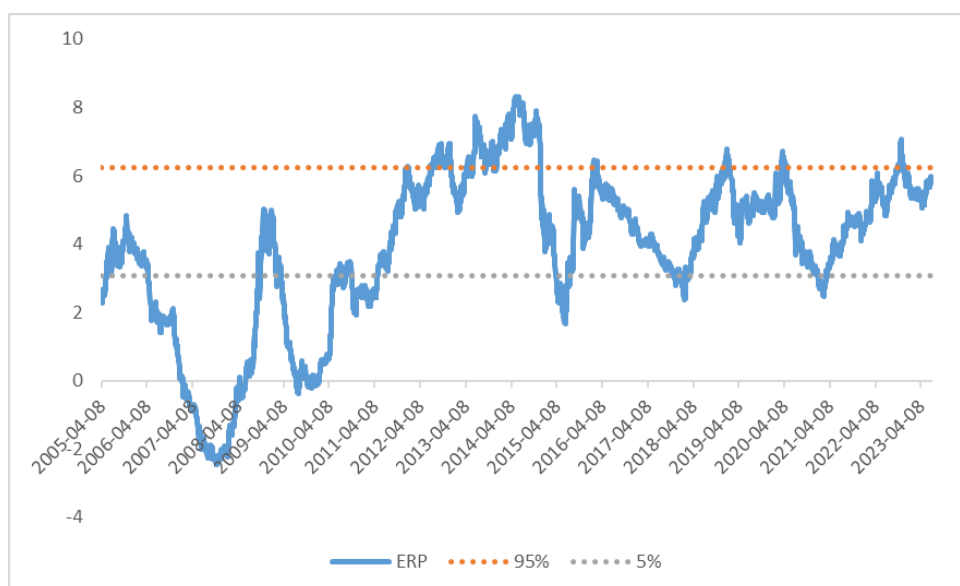
数据来源：Wind、鑫元基金

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

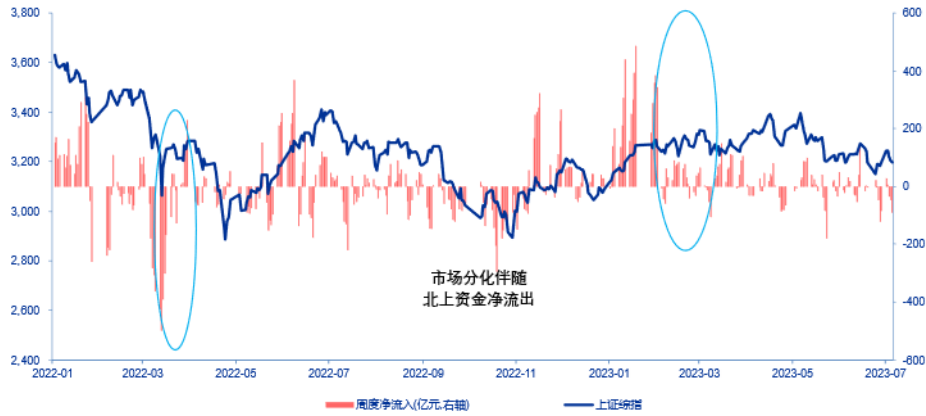


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

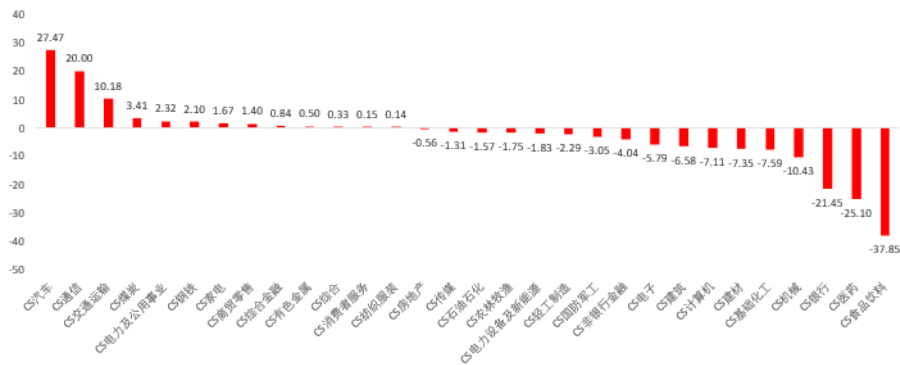
上周北向资金净流出 91.60 亿元，上上周净流出 84.81 亿元，最近一周北向资金净流出增加。上周增持金额排行靠前的行业是汽车（↑ 27.47）、通信（↑ 20.00）、交通运输（↑ 10.18）、煤炭（↑ 3.41）、电力及公用事业（↑ 2.32）；减持金额排名靠前的行业是食品饮料（↓ 37.85）、医药（↓ 25.10）、银行（↓ 21.45）、机械（↓ 10.43）、基础化工（↓ 7.59）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



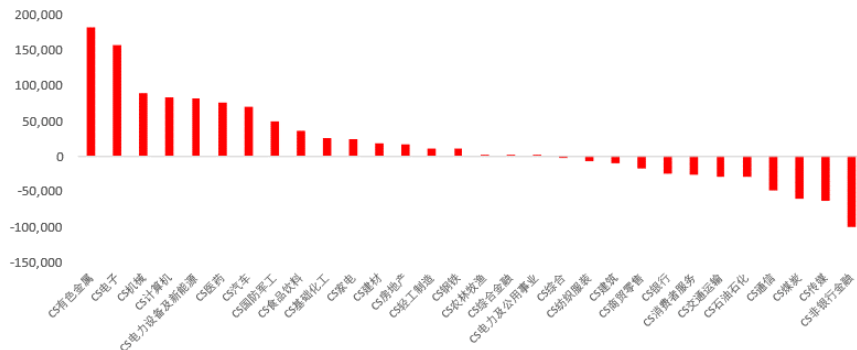
数据来源：Wind、鑫元基金

图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

图 10：上周两融资金行业流向（万元）



数据来源：Wind、鑫元基金

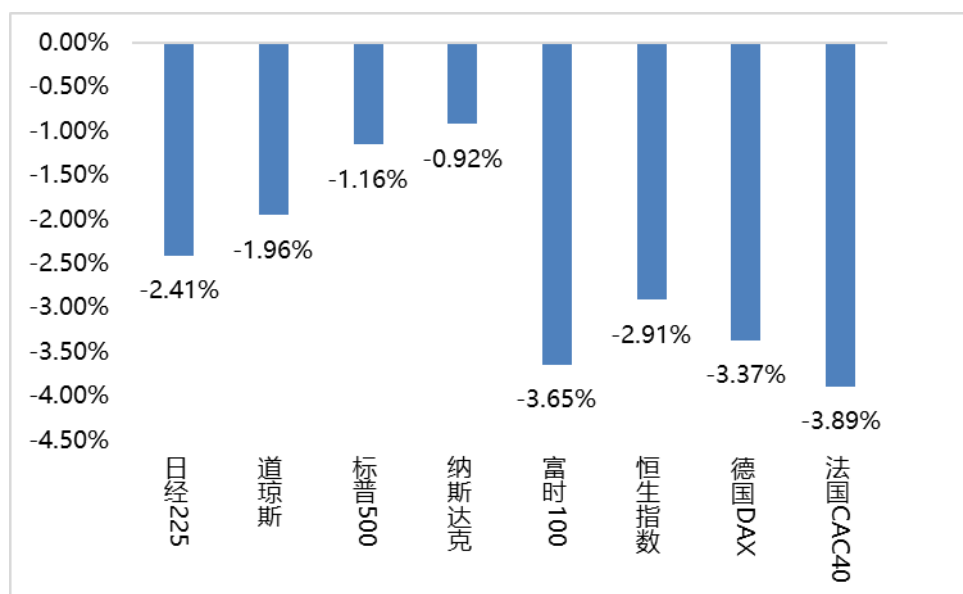
7 月 7 日，两融资金占比为 7.11%，6 月 30 日为 6.05%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。

截至7月7日，上周融资净买入最大的五个行业为有色、电子、机械、计算机、电新。

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 1.96%，标普 500 下跌 1.16%，纳指下跌 0.92%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 3.65%，德国 DAX 下跌 3.37%，法国 CAC40 下跌 3.89%；亚太股市方面，日经指数下跌 2.41%，恒生指数下跌 2.91%。

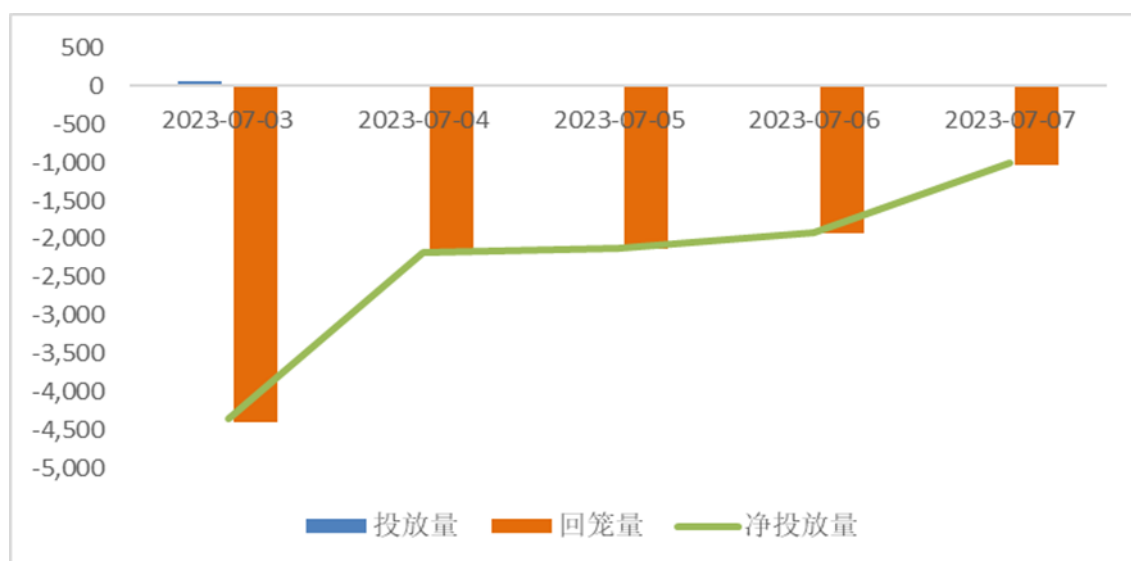
图 11：上周海外主要指数涨跌



数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

公开市场操作：上周央行开展 130 亿元 7 天逆回购操作，到期 11690 亿的 7 天逆回购，总体实现资金净回笼 11560 亿元。

17 日为纳税申报截止日，14 日（周五）为税期之前的最后一个工作日。除此之外，全周逆回购到期 130 亿元，到期量相对较小。

政府债发行：本周国债计划发行 1920 亿元，地方政府债发行 792.2 亿元，整体净缴款 660.8 亿元。

表 1：7 月 10 日-7 月 14 日政府债发行缴款

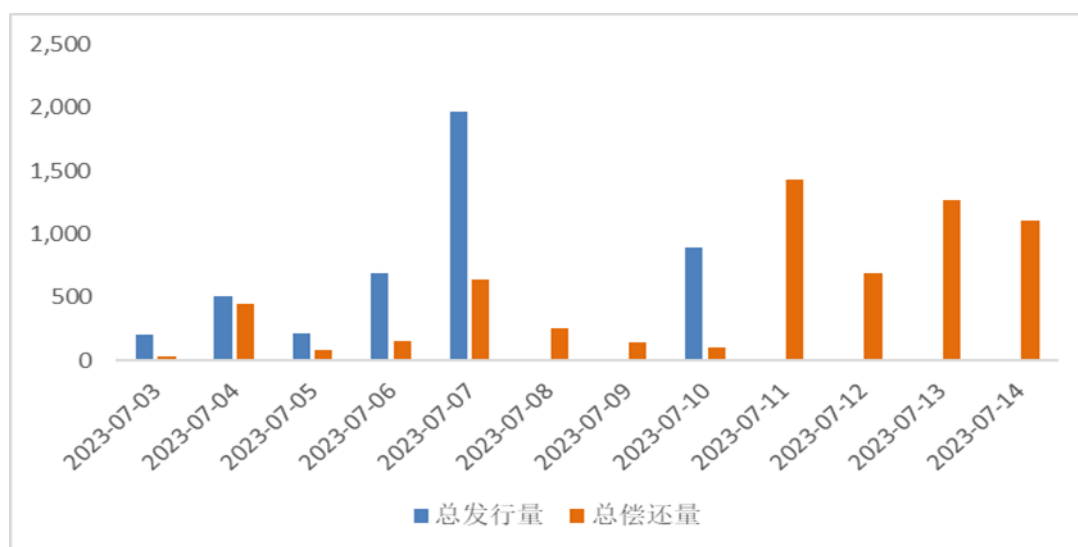
单位：亿元

	7 月 10 日		7 月 11 日		7 月 12 日		7 月 13 日		7 月 14 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	87	1920	0	0	665.2	0	40.1
到期	610.5	303.4	0	58.1	1232.4	37.8	200.7	399.8	0	0
缴款	650	190.7	0	51.4	0	26.3	1920	0	0	665.2
净缴款	-73.2		-6.7		-1243.9		1319.6		665.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：7 月 10-14 日，同业存单到期量 5001 亿元。接下来三周到到期量分别为 6004 亿元、4870 亿元和 3030 亿元，相比于 6 月，7 月到期压力下降。但进入 8 月初，到期量再度升至 6142 亿元。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

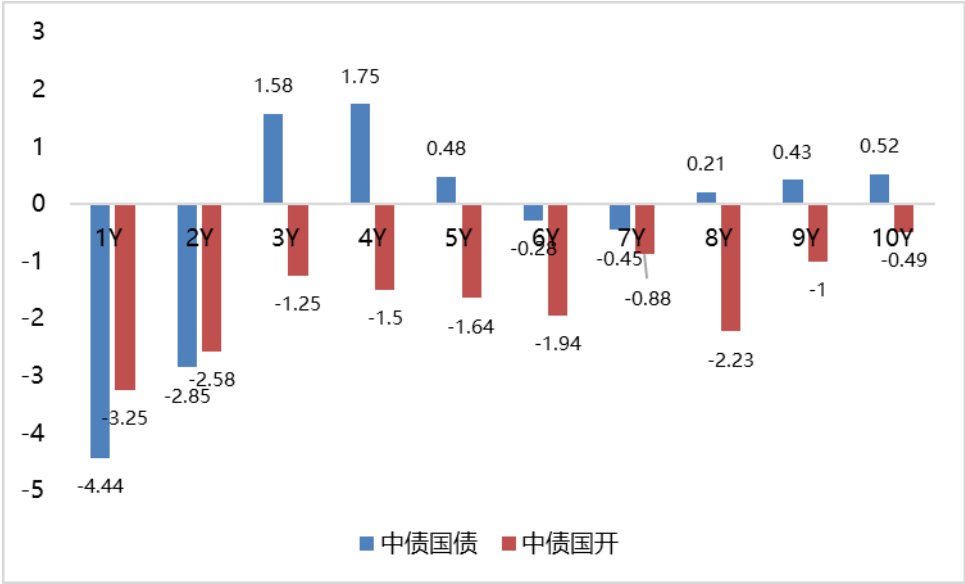
回购市场：跨月后，资金面重回宽松，资金利率整体在低位震荡。DR001 基本在 1.1-1.2% 之间，R001 在 1.2-1.3% 之间，二者均值分别较前周下行 9bp、18bp。DR007 基本在 1.7%-1.8% 之间，R007 在 1.9-2.1% 之间，二者均值分别较前周下行 21bp、67bp。7 月 3-7 日，银行间质

押式回购成交量平均值 8.24 万亿元，高于前一周跨月时的 6.44 万亿元，也高于 5 月初和 6 月初的 7.51 万亿元、8.21 万亿元，上周三至上周五每日成交量均在 8 万亿元以上，隔夜成交量也在 7 万亿元以上，上周四突破 8 万亿元。

票据利率：在票源供给发力下，上周票价经历短暂下行后便持续上行。上周一，月初看跌情绪影响下，早盘部分机构提前进场收票，叠加主要大行农行进场，带动买盘配置需求稳步释放，票据价格低开低走。随着票价走低，部分机构出票止盈，午后卖盘出口有所增多，供需博弈下票价回调。上周二至上周五，一级市场签发量持续攀升，卖盘供给回暖，市场情绪维持高位，供需博弈下，票价震荡上涨。

(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	41.32	18.84	21.08	75.62
环比	6.02	-1.10	0.04	124.84
年初以来	10.61	-5.22	2.01	70.89
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	27.38	15.75	18.17	55.02
2016 年以来分位数	87.67%	72.67%	72.46%	67.04%

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 9 日）

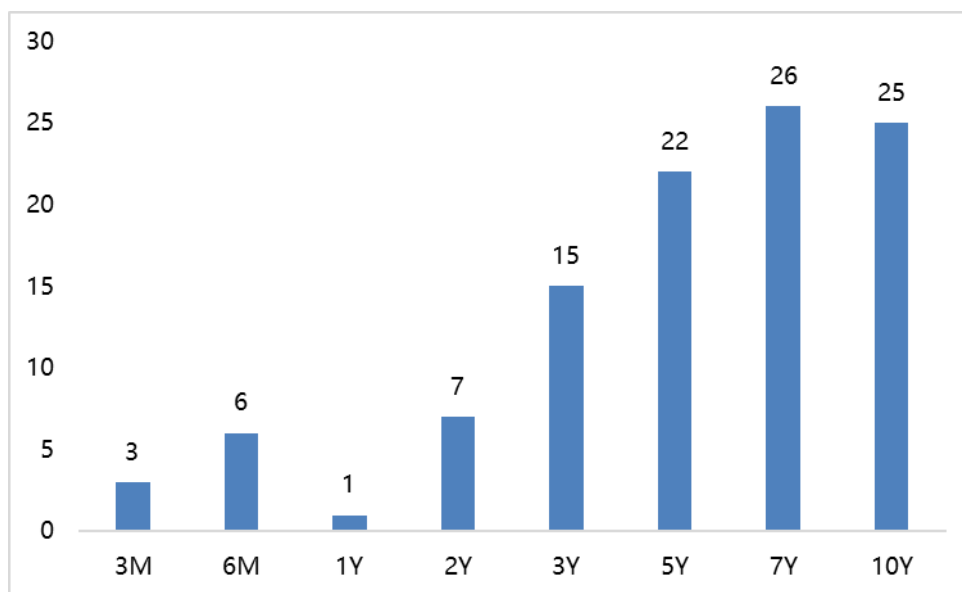
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	34.91	31	33.94	37.28	52.37
环比	-2.56	-2.41	-6.80	-2.66	-0.87
年初以来	-12.92	-21.22	-29.29	-16.55	-14.55
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.32	37.89	40.59	45.12	45.47
2016 年以来分位数	20.36%	28.97%	27.33%	25.31%	74.22%

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全线下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.44BP 至 1.8279，3 年期上行 1.58BP 至 2.2411，5 年期上行 0.48BP 至 2.4295，10 年期上行 0.52BP 至 2.6403。期限利差有所走阔，曲线走陡。

长期限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 2.56BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.41BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 6.80BP。

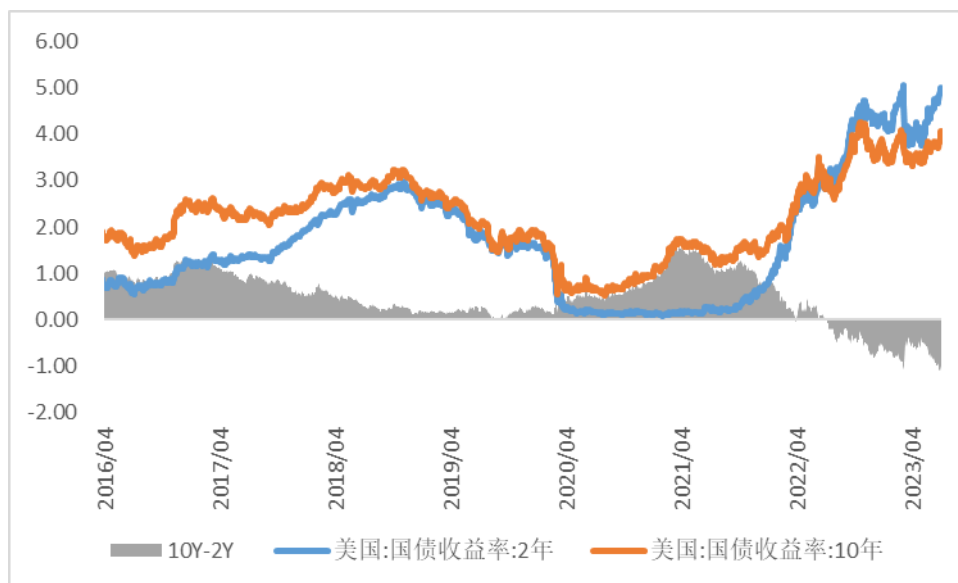
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上涨。上周三美联储公布的 6 月会议纪要显示所有官员同意年内仍要继续加息，以及上周四公布的 6 月“小非农”数据远超预期，美债收益率全线上涨。上周 10 年期美债收益率上行 25BP，10 年期国债收益率上行 0.52BP，中美利差倒挂程度继续加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 1BP，3 年期美债收益率上行 15BP，10 年期美债收益率上行 25BP。

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升值。上周美元指数下跌 1.12%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.28%，即期汇率升值 0.39%，离岸人民币汇率升值 0.49%。

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	102.22543	7.2054	7.2336	7.2321
对照日期	103.3788	7.2258	7.262	7.2677
涨跌	-1.12%	0.28%	0.39%	0.49%

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，从一系列经济数据和高频数据来看，当前宏观经济实际情况仍然偏弱。但从市场预期来看，宏观经济在下半年修复的预期已经升温。6 月中旬央行调降政策利率 10BP，市场对于稳增长政策出台的预期升温，二季度央行货币政策例会重提逆周期调节，7 月中央政治局会议召开在即，使得市场对于政策保持较高期待。6 月以来，能源、基础工业品等大宗商品价格多数上涨，显示市场对于宏观经济恢复的预期已有所回升。下半年，企业盈利周

期和库存周期或将相继见底，宏观经济有望企稳向好。

（二）权益市场展望和策略

A 股上周反弹后回落，高频数据显示我国生产边际修复，但除汽车消费维持强劲外，地产、基建、出口依旧面临下行压力，表明需求端压力仍大。人民币汇率接近去年 10 月末高位，汇率高位震荡加剧北上资金净流出。伴随市场近三周的回调及震荡调整，市场情绪回落，两市成交额和换手率均呈现下行趋势。我们偏向认为短期宏观层面扰动增加，权益市场将继续呈现底部区域震荡态势，汇率是综合反映各扰动因素的关键宏观变量，人民币汇率企稳是 A 股企稳反弹的重要条件；中期考虑当前估值低位和库存周期见底回升预期，市场向上确定性较高。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。结构层面，继续关注中报业绩主线。一方面，由于去年二季度基数相对较低，今年 A 股中报业绩有望筑底并开始进入盈利上行周期。另一方面，历来三季度景气投资有效性较高，历史统计表明，7 月中旬至 8 月，业绩高增长组合的市场表现往往好于业绩低增长组合。

（三）债券市场展望和策略

宏观经济延续恢复态势，但高频数据显示修复动能仍然偏弱，基建与地产投资增速持续下滑，出口端也面临诸多外部压力。央行二季度货政例会重提“加大逆周期调节力度”，货币政策转向的可能性很低。与此同时，市场流动性仍将维持合理充裕，资金利率中枢难以抬升，债市环境相对友好。当前宏观经济面临的主要问题仍然是需求不足，更多稳增长政策有望出台，市场或在经济基本面预期和现实的分歧中来回博弈。下半年政府债发行有望提速，可能对债市形成一定冲击。短期内 10Y 国债或将在 2.6%-2.7% 区间震荡，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；信用债账户坚持票息策略，对于短端资产不宜过度追低，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。