



海外强势美元压力缓解，关注补库与企业盈利改善

——鑫元周观点（2023.07.10-2023.07.16）

一、核心观点

宏观方面，经济底部迹象明显，下半年或有改观。6月CPI、PPI、社融、M1、出口等经济数据同比增速由于去年同期基数较高而有所下行，但从环比读数来看有所企稳，显示宏观经济大概率已经到达阶段性底部，未来或将企稳回升。下半年经济企稳回升的动力可能来自于库存处于绝对低位带来的补库需求，以及PPI同比增速回升带来的企业盈利改善。同时，6月美国通胀低于预期，核心通胀有松动迹象，美元指数下行，人民币汇率趋稳，国内发展的外部压力有所减轻。

权益市场方面，人民币汇率贬值压力缓解，带动北向资金明显回流，A股上周迎来反弹。伴随市场成交额放量，市场情绪指标有所修复，当前处于相对中性水平，但沪深300期权隐含波动率处于极低水平且进一步下行，显示市场并没有进一步看好反弹的高度。我们偏向认为中期维度，A股整体仍然处于估值便宜、向下风险不大、向上空间开阔的底部配置区域，库存周期见底将为A股带来向上的机会。短期来看，随着人民币汇率的企稳，市场恐慌情绪修复，北向资金有望重新净流入。但市场情绪的扭转仍然需要看到政策层面的超预期，继续关注稳增长政策预期的变化对权益市场的影响。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。

固收市场方面，上周债市呈窄幅震荡走势，对利多、利空有所钝化；资金面宽松、税期扰动有所显现，基本面延续“弱现实”状态，政策端央行强调“政策空间充足”，财政政策更着眼于长远；目前10年国债2.64%附近，距6月降息后低点空间有限，如果没有重大利好消息，突破前期低点的概率不大；短期预计市场以震荡为主，建议利率账户保持中性久期和仓位；信用债方面，建议坚持票息策略，同时兼顾组合流动性。

二、宏观动态

（一）国内宏观

出口降幅扩大，外需依然偏弱。上半年我国货物贸易进出口总值 20.1 万亿元，为历史同期首次突破 20 万亿元，同比增长 2.1%。其中，出口 11.46 万亿元，同比增长 3.7%；进口 8.64 万亿元，同比下降 0.1%。6 月份，我国外贸进出口总值同比下降 6%，环比增长 1.2%；其中出口同比降 8.3%，进口同比降 2.6%。上半年跨境电商进出口 1.1 万亿元，同比增长 16%，继续保持好的发展势头。

6 月金融数据超预期。数据显示，中国上半年新增人民币贷款 15.73 万亿元，同比多增 2.02 万亿元；新增人民币存款 20.1 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。其中，6 月人民币贷款增加 3.05 万亿元，同比多增 2296 亿元；人民币存款增加 3.71 万亿元，同比少增 1.12 万亿元。上半年社会融资规模增量累计为 21.55 万亿元，比上年同期多 4754 亿元。其中，6 月社融规模增量为 4.22 万亿元，比 5 月多 2.67 万亿元，比上年同期少 9859 亿元。6 月末，广义货币（M2）余额 287.3 万亿元，同比增长 11.3%；社会融资规模存量为 365.45 万亿元，增长 9%。

6 月通胀继续下行，低于市场预期。中国 6 月 CPI 同比持平，环比下降 0.2%；PPI 同比下降 5.4%，环比下降 0.8%。当月猪肉价格同比下降 7.2%，降幅比 5 月扩大 4.0 个百分点。值得注意的是，PPI 同比已连续 9 个月处于通缩区间，且降幅连续 6 个月扩大。国家统计局指出，6 月份，受石油、煤炭等大宗商品价格继续回落及上年同期对比基数较高等因素影响，PPI 环比、同比均下降。

国务院总理李强主持召开平台企业座谈会。在认真听取大家发言后，李强指出，在全面建设社会主义现代化国家新征程上，平台经济大有可为。各级政府要着力营造公平竞争的市场环境，完善投资准入、新技术新业务安全评估等政策，健全透明、可预期的常态化监管制度，降低企业合规经营成本，促进行业良性发展。

中央全面深化改革委员会第二次会议召开。审议通过《关于建设更高水平开放型经济新体制促进构建新发展格局的意见》、《深化农村改革实施方案》、《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》、《关于高等学校、科研院所薪酬制度改革试点的意见》、《关于进一步深化石油天然气市场体系改革提升国家油气安全保障能力的实施意见》、《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》。

房地产“金融 16 条”迎来优化，房企存量融资展期等部分政策延期至 2024 年底。央行、国家金融监管总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，

将适用期限统一延长至 2024 年 12 月 31 日。各金融机构应按照文件要求切实抓好落实，因城施策支持刚性和改善性住房需求，保持房地产融资合理适度，加大保交楼金融支持，推动行业风险市场化出清，促进房地产市场平稳健康发展。

（二）海外宏观

初请失业金人数小幅下降。美国至 7 月 8 日当周初请失业金人数意外下降 1.2 万人至 23.7 万人，此前市场预期增至 25 万人。至 7 月 1 日当周续请失业金人数升至 173 万人。

美国通胀大幅降温，6 月 CPI 涨幅超预期回落。美国劳工统计局公布数据显示，美国 6 月 CPI 同比上涨 3%（预期 3.1%，前值 4%），连续 12 个月涨幅回落，且为 2021 年 3 月以来最小涨幅。环比来看，美国 6 月 CPI 上涨 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%。剔除波动性较大的食品和能源价格后，美国 6 月核心 CPI 同比上涨 4.8%，为 2021 年 11 月以来最小涨幅，预期 5.0%，前值 5.3%；6 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%。分析认为，尽管物价涨幅回落使市场和决策者担忧缓解，但由于通胀仍显著高于美联储 2% 的目标，美联储仍有可能在 7 月货币政策会议上加息。

欧洲央行会议纪要显示，欧洲央行可能需要在 7 月以后继续加息。以使通胀回到目标水平。委员们普遍同意，工资压力日益成为通胀的重要来源。

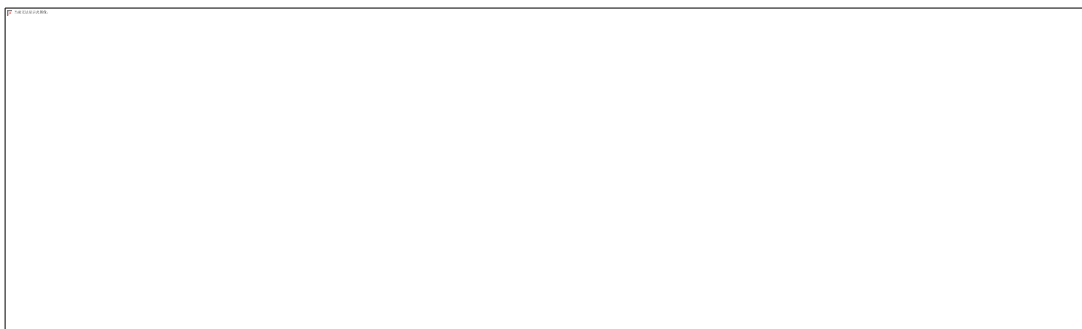
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

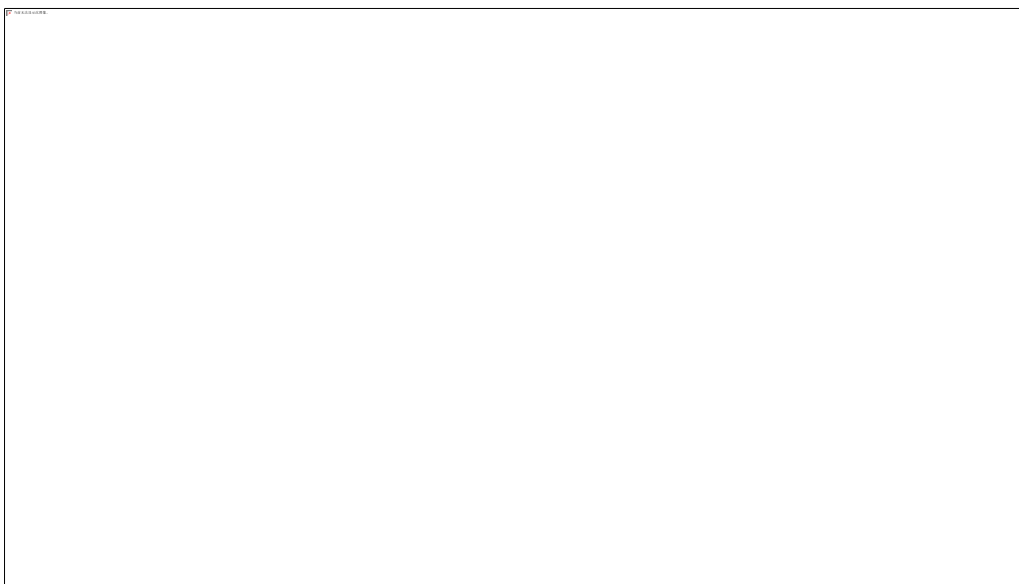
上周 A 股各宽基指数涨跌不一，风格上价值略占优。截至 7 月 14 日（上周五），中证 1000 上涨 1.29%，万得全 A 上涨 1.40%，创业板指上涨 2.53%，中证 500 上涨 1.16%，上证指数上涨 1.29%，科创 50 下跌 0.03%，上证 50 上涨 2.35%，沪深 300 上涨 1.92%，深证成指上涨 1.76%。从行业板块看，上周通信、计算机、传媒、综合金融、煤炭领涨，电力设备及新能源、消费者服务、汽车、家电、电力及公用事业领跌。上周大盘/小盘风格指数为 0.18，与前周持平，价值/成长风格指数为 0.53，相较前周略增，风格上以价值略占优。

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

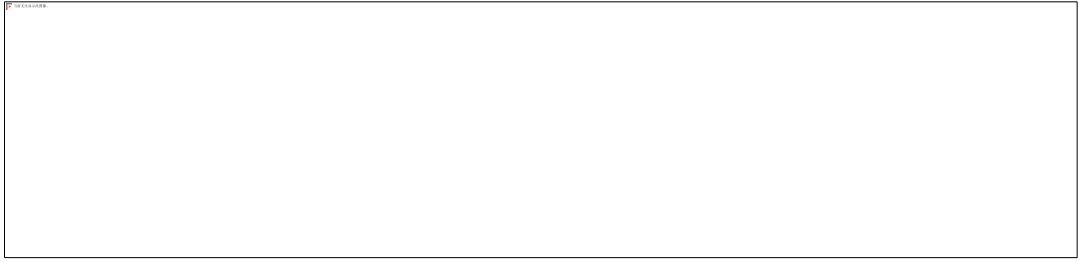


数据来源：Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

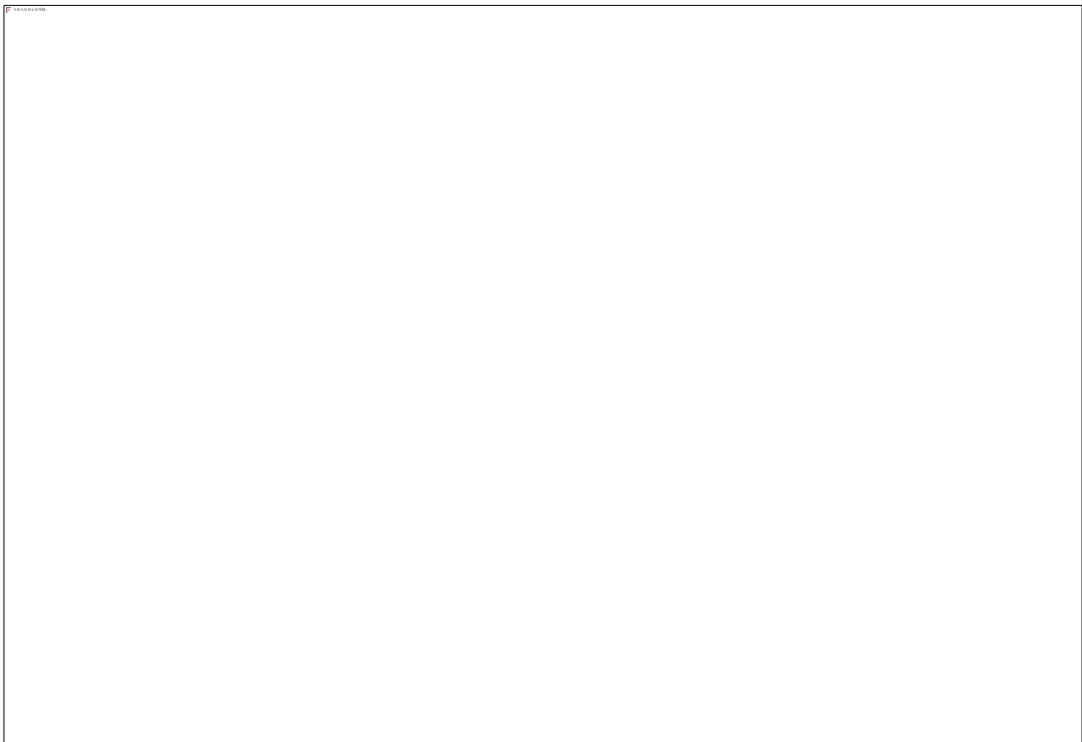
上周各宽基指数估值集体上行。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周计算机、电子、综合金融、食品饮料、通信估值领涨。当前综合金融、传媒、交通运输、电子、电力及公用事业板块估值处于历史较高水平；煤炭、电力设备及新能源、有色金属、通信、石油石化板块估值处于历史较低水平。

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）



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）



数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

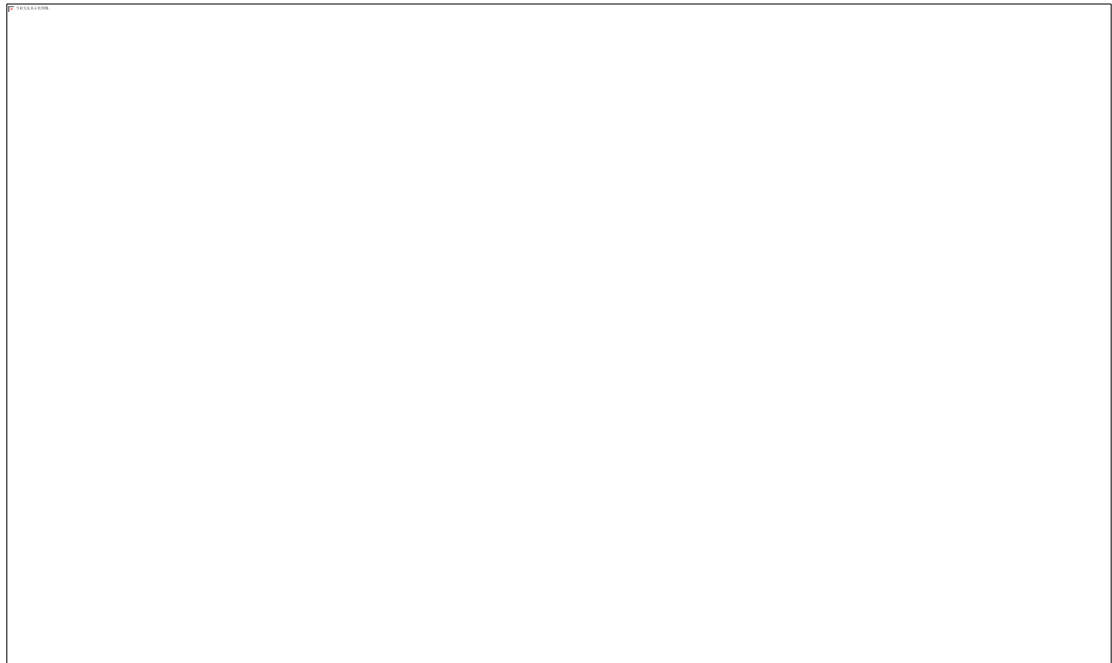
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，本周市场价量齐升，是一种较为良好的信号。从行业拥挤度的角度，机械，汽车行业的拥挤度较高。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.8%，处于历史 87%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



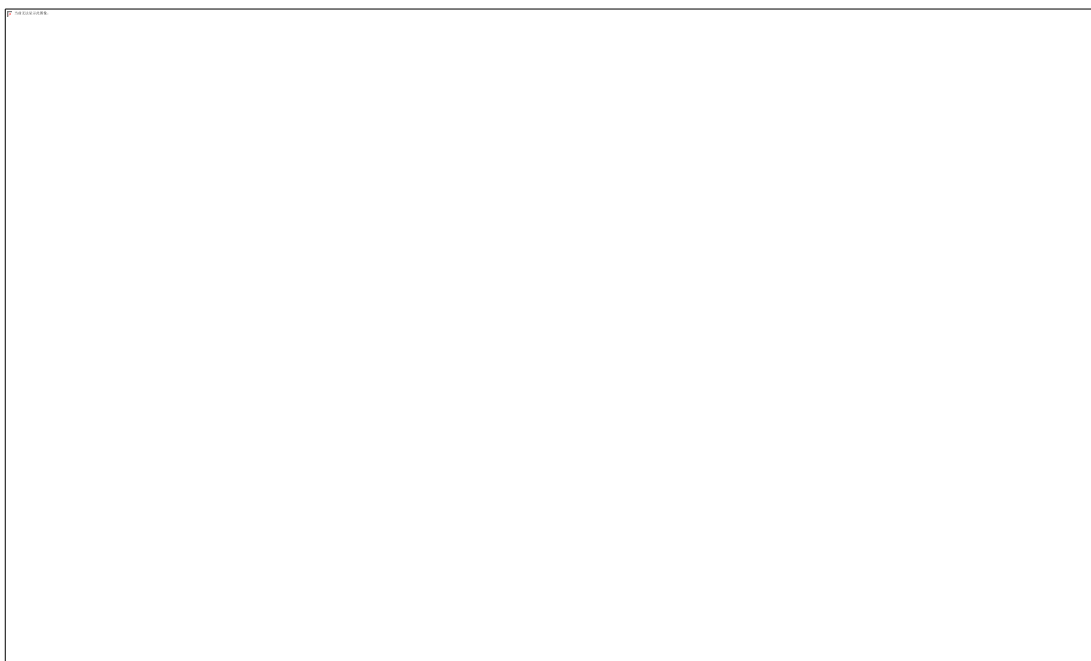
数据来源：Wind、鑫元基金

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

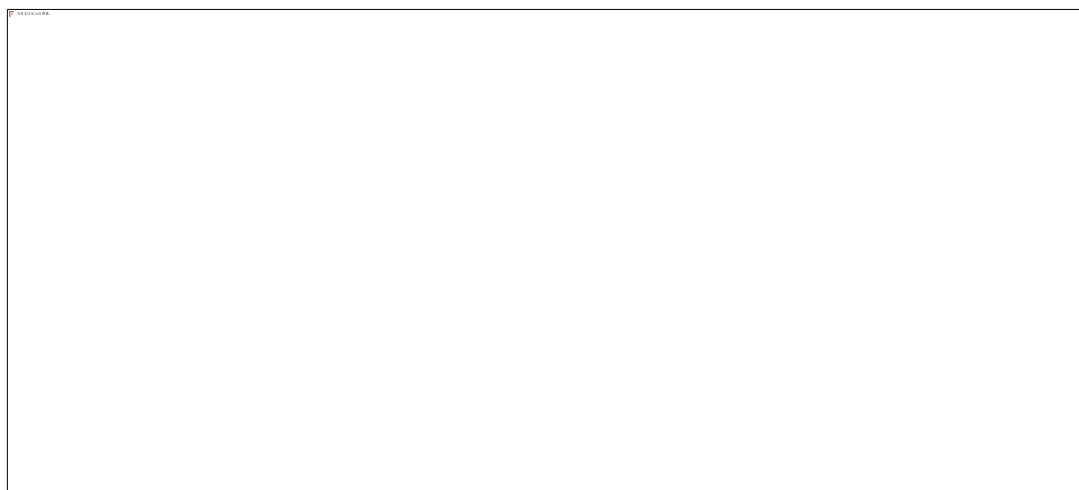


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

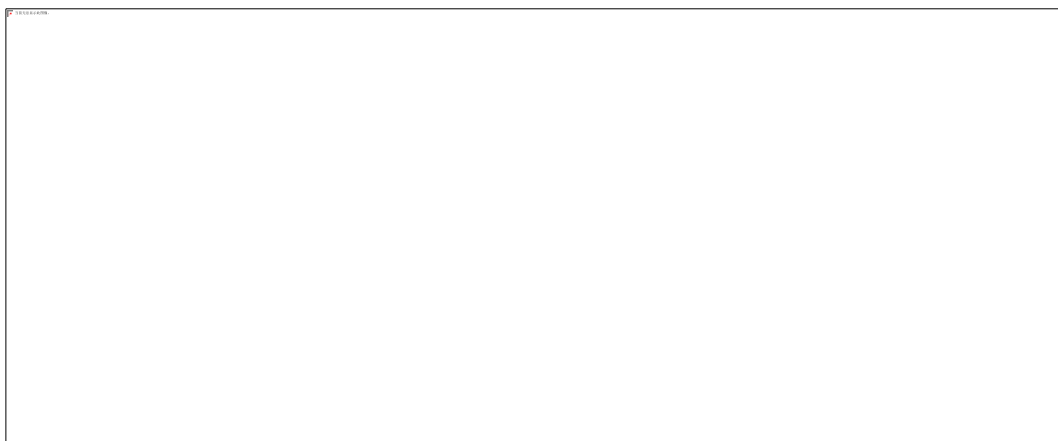
上周北向资金净流入 198.44 亿元，上上周净流出 91.60 亿元，最近一周北向资金由净流出转为净流入。上周增持金额排行靠前的行业是通信（↑ 7.38）、食品饮料（↑ 7.01）、电子（↑ 6.77）、非银行金融（↑ 6.14）、有色金属（↑ 5.86）；减持金额排名靠前的行业是传媒（↓ 7.45）、基础化工（↓ 5.09）、电新（↓ 4.97）、机械（↓ 4.54）、医药（↓ 3.74）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

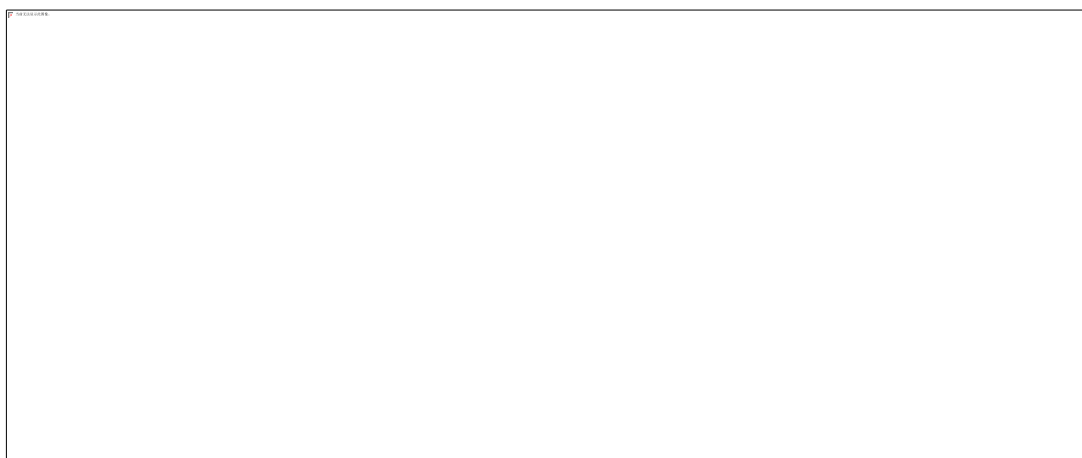
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

7月14日，两融资金占比为6.88%，7月7日为7.11%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至7月14日，上周融资净买入最大的五个行业为计算机、汽车、电新、医药、国防军工。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

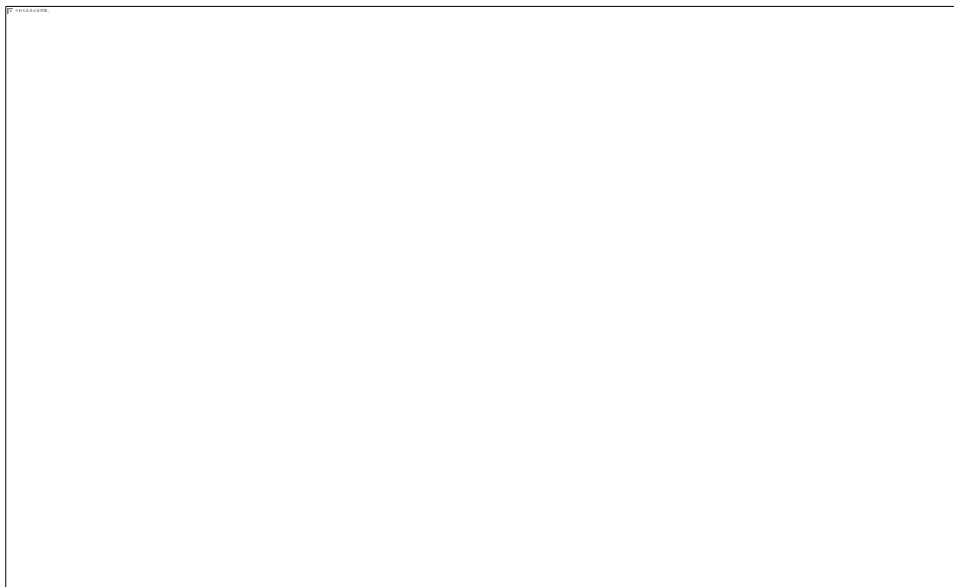


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普涨。美国股市方面，道指上涨 2.29%，标普 500 上涨 2.42%，纳指上涨 3.32%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 2.45%，德国 DAX 上涨 3.22%，法国 CAC40 上涨 3.69%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.01%，恒生指数上涨 5.71%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

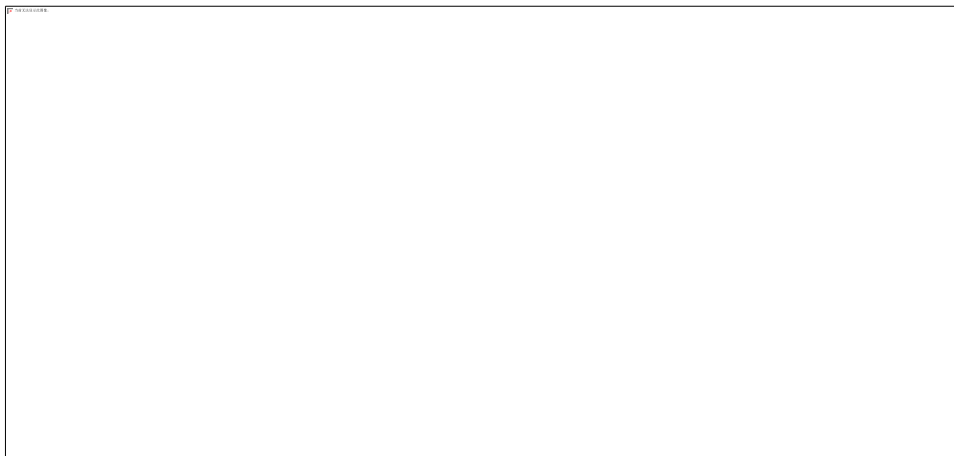


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 310 亿元 7 天逆回购操作，到期 130 亿元的 7 天逆回购，总体实现资金净投放 180 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

17 日为纳税申报截止日，18-19 日税期缴款，关注税期资金面波动情况。

政府债发行：本周国债计划发行 230 亿元，地方政府债发行 1915.6 亿元，整体净缴款-573.3 亿元。

表 1：7 月 17 日-7 月 21 日政府债发行缴款

单位：亿元

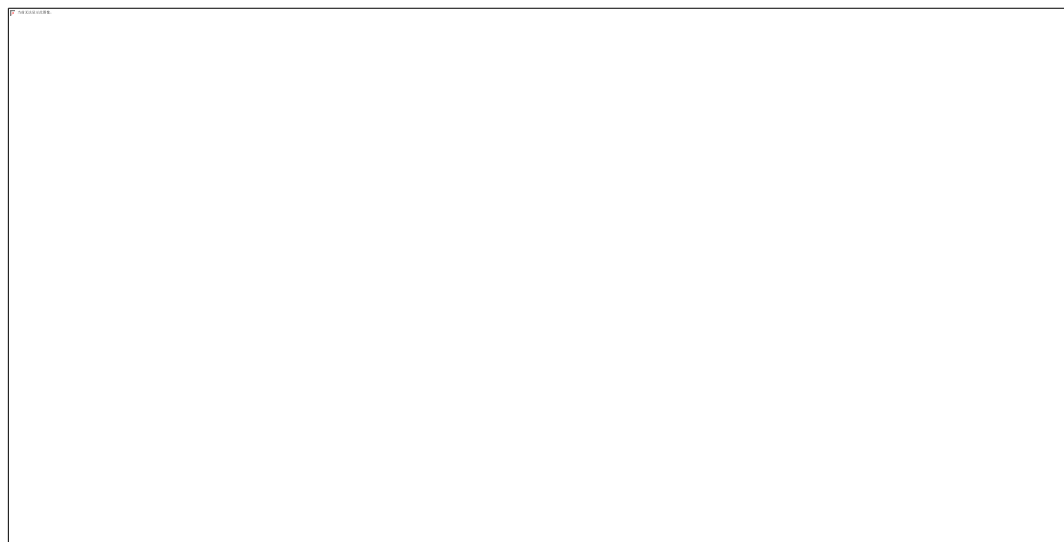
	7 月 17 日		7 月 18 日		7 月 19 日		7 月 20 日		7 月 21 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债

发行	0	0	0	333.3	1920	519.3	0	1063	230	0
到期	3258.8	294	0	53.7	0	395.6	0	405.2	0	20.0
缴款	1910	40.1	0	0	0	333.3	1920	519.3	0	1051.2
净缴款	-1602.7		-53.7		-62.3		114.2		1031.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：7月17-21日，同业存单到期量6004亿元。接下来两周将下降至4870亿元、3030亿元，整体而言，7月到期压力较小。进入8月初存单到期压力将再度上升。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：随着税期临近，上周资金利率趋于上行，DR001 从上周一的 1.12% 上行至上周五的 1.32%，R001 从上周一的 1.3% 上行至上周五的 1.46%，二者均值分别较前一周上行 16bp、14bp。7 天资金利率同样趋于上行，DR007 从上周一的 1.70% 上行至上周五的 1.82%，R007 从上周一的 1.89% 上行至上周五的 1.96%，DR007 均值较前一周上行 1bp，而 R007 均值反而较前一周下行 10bp。7 月 10-14 日，银行间质押式回购成交量平均值 8.45 万亿元，高于前一周的 8.24 万亿元，上周内每日成交量均在 8 万亿元以上，上周一和上周二一度突破 8.7 万亿元，隔夜成交量也在 7 万亿元以上，上周二一度突破 8 万亿元。

票据利率：上周继续受到票源供给及大行操作影响，前半周震荡下行，后半周震荡企稳后小幅回升。上周一，票源供给有所转弱，卖盘供给增速放缓，主要大行降价进场收票，引领买盘配置需求释放，票价震荡小降。上周二，一级市场供给回落，市场供需平稳，大行继续降价进场，卖盘趁机低价出票，供需相互博弈，票价有所下行，午后，随着卖盘供给力量回暖，情绪有所提振，票价震荡调整。上周三、上周四，票源供给回暖，卖盘出票力量相对较强，但主要大行持续进场配置，引领中小机构跟随，买盘收票情绪稳步释放，市场呈现供需两旺，票价整体震荡横盘。上周五，卖盘机构出票热情延续，大行进场收票，部分报价有

所上调，供需博弈下，票价小幅上涨。

(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	41.03	20.24	19.32	68.2
环比	-0.29	1.40	-1.76	-7.42
年初以来	10.32	-3.82	0.25	63.47
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	27.42	15.76	18.17	55.07
2016 年以来分位数	86.90%	80.01%	59.49%	57.64%

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 16 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	30.58	27.42	33.47	34.11	48.18
环比	-4.33	-3.58	-0.47	-3.17	-4.19
年初以来	-17.25	-24.8	-29.76	-19.72	-18.74
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	48.27	37.87	40.57	45.09	45.49
2016 年以来分位数	10.98%	18.13%	25.93%	14.21%	60.60%

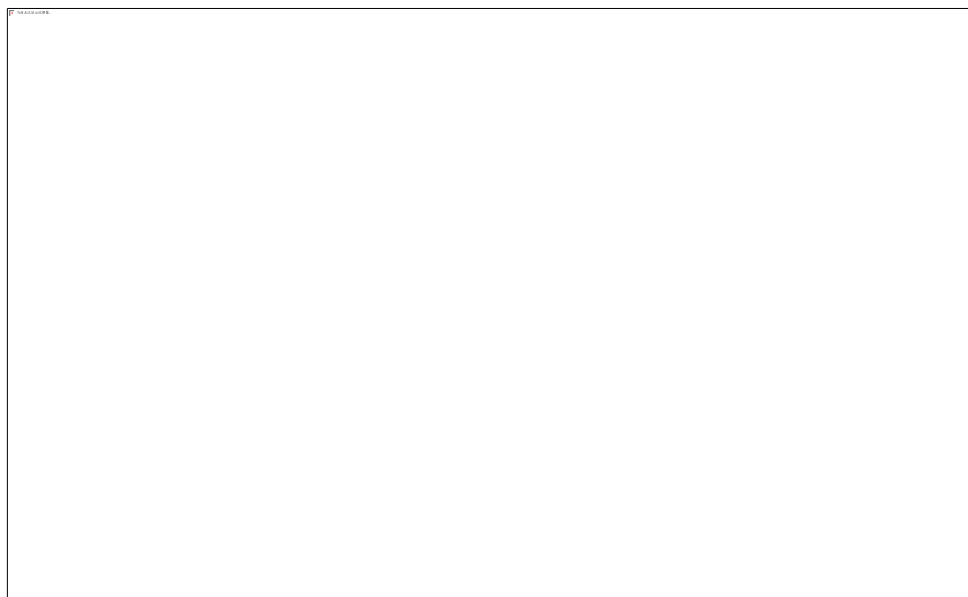
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率多数上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 1.06BP 至

1.8385，3 年期上行 0.77BP 至 2.2488，5 年期上行 2.17BP 至 2.4512，10 年期上行 0.41BP 至 2.6444。

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 4.33BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.58BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.47BP。

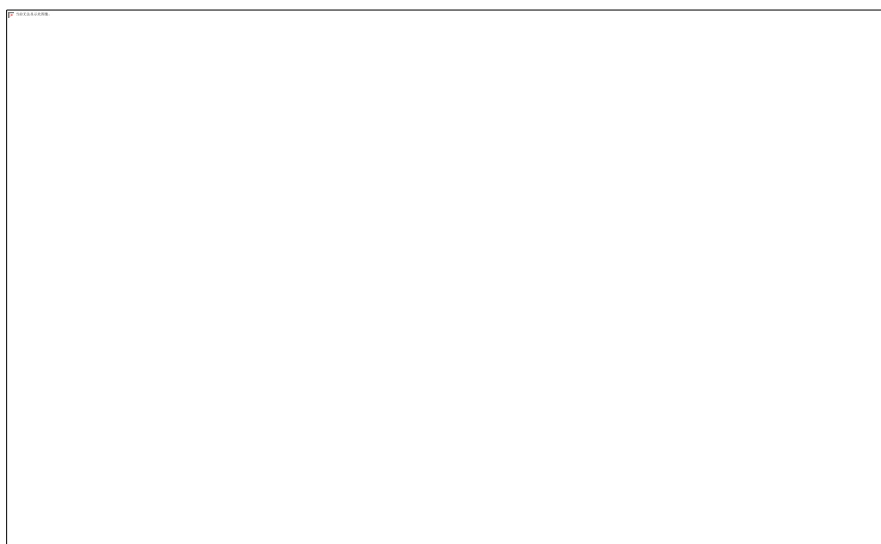
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周除 3M 外，美债其余各期限收益率集体下行。上周四公布的美国 6 月 CPI 数据同比上涨 3%，涨幅降至 21 年 3 月以来最低水平，上周五公布的美国 6 月 PPI 数据同比增速也从上月的 1.1%放缓至 0.1%，创 20 年 8 月以来新低。随着美国通胀走低和市场押注美联储加息将尽，美元指数和美债收益率双双下行。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 年期美债收益率下行 7BP，3 年期美债收益率下行 29BP，10 年期美债收益率下行 23BP。

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 2.21%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 1.02%，即期汇率升值 1.40%，离岸人民币汇率升值 1.03%。

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	99.9633	7.1318	7.1325	7.1579
对照日期	102.22543	7.2054	7.2336	7.2321
涨跌	-2.21%	1.02%	1.40%	1.03%

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，由于去年同期经济基数较高，上周公布的 6 月 CPI、PPI、M1、社融、出口等关键经济指标同比增速均有一定程度的下行，但从环比读数来看已有所企稳，显示宏观经济大概率已经到达阶段性底部，下半年或能够看到经济的企稳回升。经济回升动能或在以下两方面：第一，工业企业库存处于绝对低位带来的补库需求。工业企业产成品库存从去年 4 月开始下行，至今去库已持续一年有余，产成品库存同比增速也由去年 4 月的 20%下降至今年 5 月的 3.2%，低库存下企业对于需求的回升更加敏感，预期今年四季度将看到库存周期的见底

回升，带动社会总需求回暖。第二，PPI 同比增速回升带来的企业盈利改善。基数效应影响下，PPI 同比增速或将在下半年企稳回升，而工业企业利润增速与 PPI 同比增速具有较强的正相关性，PPI 的同比回升或将带动工业企业利润的回升，促使企业增加资本开支，带动经济有效修复。同时，6 月美国通胀低于预期，核心通胀有松动迹象，美元指数下行，人民币汇率趋稳，国内发展的外部压力有所减轻。

（二）权益市场展望和策略

A 股上周迎来一个反弹，虽然高频数据显示我国工业品价格持续回升，但需求端 30 大中城市商品房成交面积继续下行，基建和出口变化不大，价格端农产品价格整体下降，表明我国经济弱现实延续。人民币汇率从高位回落，带动北上资金明显回流。伴随市场成交额放量，市场情绪指标有所修复，当前处于相对中性水平，但沪深 300 期权隐含波动率处于极低水平且进一步下行，显示市场并没有进一步看好反弹的高度。我们偏向认为中期维度，A 股整体仍然处于估值便宜、向下风险不大，向上有空间的底部配置区域，库存周期见底将为 A 股带来向上的机会。短期来看，随着人民币汇率的企稳，市场恐慌情绪修复，北上资金有望重新净流入。但市场情绪的扭转仍然需要看到政策层面的超预期，继续关注稳增长政策预期的变化对权益市场的影响。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，近期观察到两个现象：（1）市场磨底过程中，短期行业轮动加速。（2）长期来看，新的主线正在形成过程中。回顾历史上主线的形成，需要两方面因素形成合力，一方面是产业周期的向上，另一方面是负债端资金层面稳定流入，形成估值提升和资金流入的正反馈。主线一旦形成，从收益层面来讲最优的策略就是集中偏配，抓住大的 beta。审视当前的情况，产业周期的形成有一些苗头，但是负债端还未稳定，所以仍然需要耐心等待。

（三）债券市场展望和策略

基本面延续羸弱、资金面延续宽松、政策端央行强调“应对超预期挑战 and 变化，仍然有充足的政策空间”，地产、财政政策重在托底，更着眼于长远；目前 10 年国债 2.64%附近，距 6 月降息后低点不足 5BP 空间，如果没有重大利好消息，突破前期低点的概率不大，中短端主要还是受资金面影响，目前总量相对宽松，但杠杆高启，资金分层现象延续，资金价格中枢想再大幅下行的空间亦有限。所以整体而言，预期市场短期内将以震荡为主，策略方面建议利率账户保持中性久期和仓位；信用债方面，建议坚持票息策略，同时兼顾组合流动性。

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。