



权益市场缩量调整 优质公司大浪淘沙

——鑫元周观点（2024. 06. 03-2024. 06. 09）

一、核心观点

宏观方面，国内进出口数据韧性较强；美国 5 月非农数据超预期；欧央行如期降息 25BP。

美元计价，5 月国内出口当月同比 7.6%，高于前值的 1.5%，高于万得一致预期的 6.4%。全球半导体周期回升大背景下，国内机电产品出口表现活跃，带动出口回升。预期全球制造业修复和海外补库周期切换的趋势仍将延续，后续出口依然有支撑。海外方面，美国 5 月新增非农数据超预期，薪资增速回升，显示美国就业市场吸纳就业能力较强。但从职位空缺数持续回落来看，美国就业市场仍处于降温过程中。欧央行 6 月会议决议降息 25BP，符合市场预期，但声明略显鹰派，欧元兑美元汇率不降反升。

权益市场方面，上周 A 股继续弱势，万得全 A 下跌 2.09%，上证指数下跌 1.15%，微盘股指数下跌超过 10%。日度成交量一度下行至 7000 亿以内，市场情绪进一步下行。上周五之前海外对美联储降息的乐观情绪在不断积累，10 年美债利率趋势性下行，海外股市积极回应。上周五非农大超预期之后，押注流动性持续性向好的交易戛然而止，美债大幅上行。不过，近期 A 股走势“以内为主”，受制于市场对于退市公司可能大幅增加的担忧，微盘股首当其冲遭到新一轮的抛售，加之小盘股票数目较多，将市场情绪引至冰点。我们认为，随着监管的进一步加实加深，A 股由“融资市”转化为“投资市”势在必行。回归基本面投资将是未来投资的应取之道，企业的内在治理、财务指标和分红能力等方面将是投资时最为重要的关注点。近期虽然市场波动加大，但是部分优质公司明显显示出了韧性，我们建议投资者在精选个股的前提下，多看少动，保持定力。

固收市场方面，月初资金面宽松，主要回购利率普遍下行，其中 DR007 加权平均利率持续走低且低于央行 1.8% 的逆回购操作利率，表明资金面自发性宽松的状态仍然维持。受益于资金面的宽松，债券收益率整体下行，其中短端幅度大于长端，10 年期国债收益率下行 1bp 至 2.28%，1 年期下行 4bp 左右至 1.60%。上周信用债收益率整体下行 3-6bp，信用利差多数小幅收敛。本周将公布 5 月份国内 CPI、PPI、社融等重要经济以及金融数据，伴随海外央行缓慢开启降息周期，若 5 月份的信贷数据不及预期，届时长端收益率能否突破央行预期管理的区间

下限是一个重要的博弈点。就债市而言，前期地产政策和特别国债发行落地的利空出尽叠加资金面的宽松使得债市依然保持了上涨态势，目前交易长端收益率的逻辑依然在“经济因素决定的下行趋势”以及“央行预期管理带来的阶段性阻力”中反复交织，导致长端收益率短期难以形成突破，维持区间震荡走势。策略方面，现阶段趋势行情很难流畅走出，但反转风险并不具备，调整后的配置依然是不错的选择。在债市抢跑较为严重的情况下，若5月份信贷数据不及预期，届时市场资金可能将再次博弈央行降息降准，驱动长端利率突破区间下限。

二、宏观动态

（一）国内宏观

5月财新中国制造业PMI升至51.7，为2022年7月以来最高。5月财新中国制造业PMI录得51.7，较4月上升0.3个百分点，为2022年7月以来最高，显示制造业生产经营活动扩张加速。生产指数升至2022年7月以来新高，新订单指数在扩张区间小幅下行，新出口订单指数明显放缓但仍位于临界点上方。

多地召开专题会议，谋划超长期特别国债项目申报，研究部署加快国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。第一批超长期特别国债项目已在5月份完成申报，第二批项目申报要求在6月中旬前完成。从支持领域来看，2024年“两重”建设主要支持8大方向、17个具体投向，以及推动大规模设备更新和消费品以旧换新。

前五个月我国货物贸易进出口增长6.3%，外贸向好势头继续巩固。据海关统计，今年前5个月，我国货物贸易进出口总值17.5万亿元，同比增长6.3%。其中，出口9.95万亿元，增长6.1%；进口7.55万亿元，增长6.4%。5月当月，进出口3.71万亿元，同比增长8.6%，增速比4月提高0.6个百分点。

国务院国资委印发《关于新时代中央企业高标准履行社会责任的指导意见》。意见提出，将ESG工作纳入社会责任工作统筹管理，推动控股上市公司加强高水平ESG信息披露，不断提高ESG治理能力和绩效水平，增强在资本市场的价值认同。运用对标管理、典型引领、专项考核、综合评价等方式，逐步建立健全国有企业功能价值评价体系。

（二）海外宏观

美国5月非农就业人口增加27.2万人，高于预期。美国5月非农就业人口增长27.2万人，远高于预期18.5万人，前值自17.5万人修正至16.5万人。失业率为4%，为两年多来首次升至该水平，预期持平于3.9%。平均时薪同比升4.1%，预期升3.9%。非农报告发布后，多数交易员当前押注美联储仅在12月降息一次。

欧洲央行正式开启降息周期。欧洲央行如期降息 25 个基点，将主要再融资利率下调至 4.25%，关键存款利率下调至 3.75%，为 2019 年 9 月以来首次降息，成为继加拿大后 G7 成员国中第二个降息的央行。欧洲央行表示，不对任何特定利率路径做预先承诺。欧洲央行同时上调 2024 年 GDP 和通胀预期，GDP 增长预期从之前的 0.6%上调至 0.9%，通胀预期由 2.3%上调至 2.5%。欧洲央行行长拉加德表示，不能说正在进入降息阶段，通胀仍然居高不下，预计将在明年下半年才能降至目标水平。

美国 5 月 ISM 制造业指数 48.7，连续第二个月下跌。此前市场预期将从前值 49.2 回升至 49.6，新订单指数下滑 3.7 个点至 45.4，为 2022 年 6 月以来最大跌幅。不过，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值 51.3，较初值 50.9 有所上调，这与 ISM 制造业 PMI 形成一定反差。

欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行距离战胜通胀还有很长的路要走，需要继续给经济增长踩刹车。只要有必要，利率就必须保持限制性，以确保价格的持久稳定。欧洲央行上周四将利率从纪录高位下调，但在近几周公布一系列令人失望的薪资和通胀数据后，欧洲央行没有承诺进一步降息。

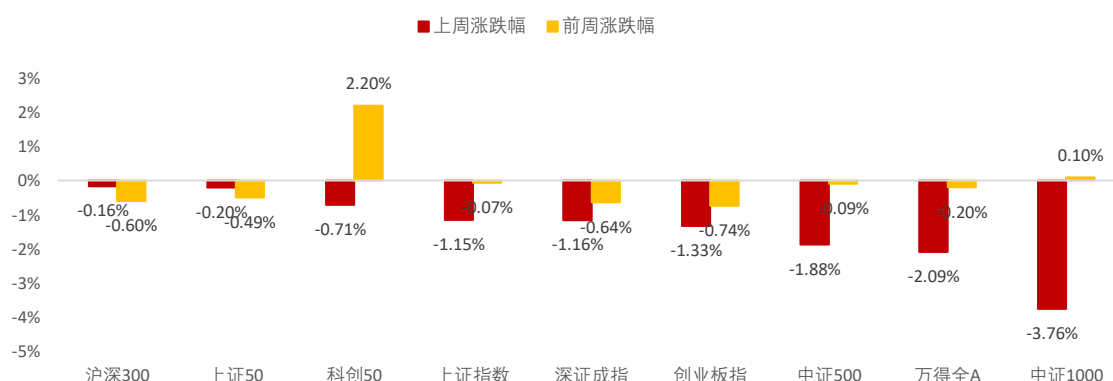
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数集体下跌。截至 6 月 7 日，沪深 300 下跌 0.16%，上证 50 下跌 0.20%，跌幅较小。中证 1000 下跌 3.76%，万得全 A 下跌 2.09%，中证 500 下跌 1.88%，跌幅居前。从行业板块看，上周电力及公用事业、交通运输领涨，综合、轻工制造、传媒、计算机、消费者服务领跌。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



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降低，计算机、商贸零售、传媒、轻工制造、消费者服务估值下行较多。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，上周电力及公用事业、交通运输、煤炭估值上行最多，计算机、商贸零售、传媒、轻工制造、消费者服务估值下行最多。当前商贸零售、煤炭、钢铁、电子、建材板块估值处于历史较高水平；机械、纺织服装、综合金融、建筑、传媒板块估值处于历史较低水平。

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/6/7	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	13.5	↓ 0.10	31.0	↓ 1.42	53.0%	65.8%	59.2%
深证成指	21.9	↓ 0.22	39.2	↓ 0.53	28.6%	19.0%	11.5%
上证 50	10.5	0.00	43.1	↓ 0.08	64.8%	66.7%	56.4%
沪深 300	12.0	↑ 0.02	34.6	↑ 0.65	45.5%	45.5%	41.8%
中证 500	22.7	↓ 0.40	17.5	↓ 2.36	24.3%	43.9%	46.8%
中证 1000	36.3	↓ 1.30	36.5	↓ 6.70	36.5%	54.2%	54.4%
创业板指	27.4	↓ 0.35	2.0	↓ 0.63	2.5%	4.6%	6.6%
科创 50	43.7	↓ 0.07	35.9	↓ 1.01	35.9%	35.9%	37.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2024/6/7	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)	12.5	↓ 0.11	34.97%	↓ 0.78	35.0%	41.5%	61.1%
煤炭(中信)	13.5	↑ 0.08	74.55%	↑ 0.24	74.5%	99.8%	99.7%
有色金属(中信)	22.5	↓ 0.51	19.43%	↓ 0.08	19.4%	32.7%	48.2%
电力及公用事业(中信)	19.7	↑ 0.50	30.87%	↑ 4.64	30.9%	18.5%	26.7%
钢铁(中信)	33.4	↓ 1.18	67.56%	↓ 0.61	67.6%	84.6%	77.4%
基础化工(中信)	30.2	↓ 1.20	38.38%	↓ 1.87	38.4%	69.3%	60.9%
建筑(中信)	8.7	↓ 0.12	7.88%	↓ 1.91	7.9%	10.0%	14.0%
建材(中信)	22.0	↓ 0.62	60.15%	↓ 3.71	60.2%	87.7%	83.3%
轻工制造(中信)	24.7	↓ 1.45	15.73%	↓ 4.29	15.7%	28.4%	18.7%
机械(中信)	29.1	↓ 1.17	3.37%	↓ 1.99	3.4%	1.7%	2.5%
电力设备及新能源(中信)	26.0	↓ 1.04	11.58%	↓ 1.56	11.6%	20.9%	24.0%
国防军工(中信)	65.9	↓ 1.05	40.65%	↓ 3.05	40.7%	51.7%	47.9%
汽车(中信)	26.0	↓ 0.47	59.16%	↓ 1.39	59.2%	30.1%	3.2%
商贸零售(中信)	55.5	↓ 2.06	76.81%	↓ 1.65	76.8%	58.8%	30.9%
消费者服务(中信)	38.2	↓ 1.31	19.95%	↓ 1.63	20.0%	26.2%	0.2%
家电(中信)	15.1	↓ 0.10	20.38%	↓ 1.14	20.4%	18.0%	14.0%
纺织服装(中信)	22.1	↓ 0.88	4.99%	↓ 1.77	5.0%	7.4%	0.1%
医药(中信)	37.1	↓ 0.63	28.63%	↓ 3.91	28.6%	38.4%	29.4%
食品饮料(中信)	23.0	↓ 0.57	16.02%	↓ 0.98	16.0%	1.5%	0.0%
银行(中信)	5.5	0.00	34.64%	↑ 0.01	34.6%	39.5%	58.2%
非银行金融(中信)	17.7	↓ 0.39	54.55%	↓ 3.81	54.5%	71.7%	81.7%
交通运输(中信)	17.5	↑ 0.32	18.62%	↑ 3.38	18.6%	18.5%	13.2%
电子(中信)	59.8	↓ 0.79	67.34%	↓ 1.92	67.3%	61.4%	55.4%
通信(中信)	20.2	↓ 0.10	10.23%	↓ 0.24	10.2%	18.5%	27.2%
计算机(中信)	84.8	↓ 3.75	53.85%	↓ 2.63	53.8%	32.9%	22.6%
传媒(中信)	34.8	↓ 1.70	9.58%	↓ 6.45	9.6%	13.7%	0.9%
综合金融(中信)	28.1	↓ 1.12	6.24%	↓ 5.86	6.2%	6.2%	6.8%

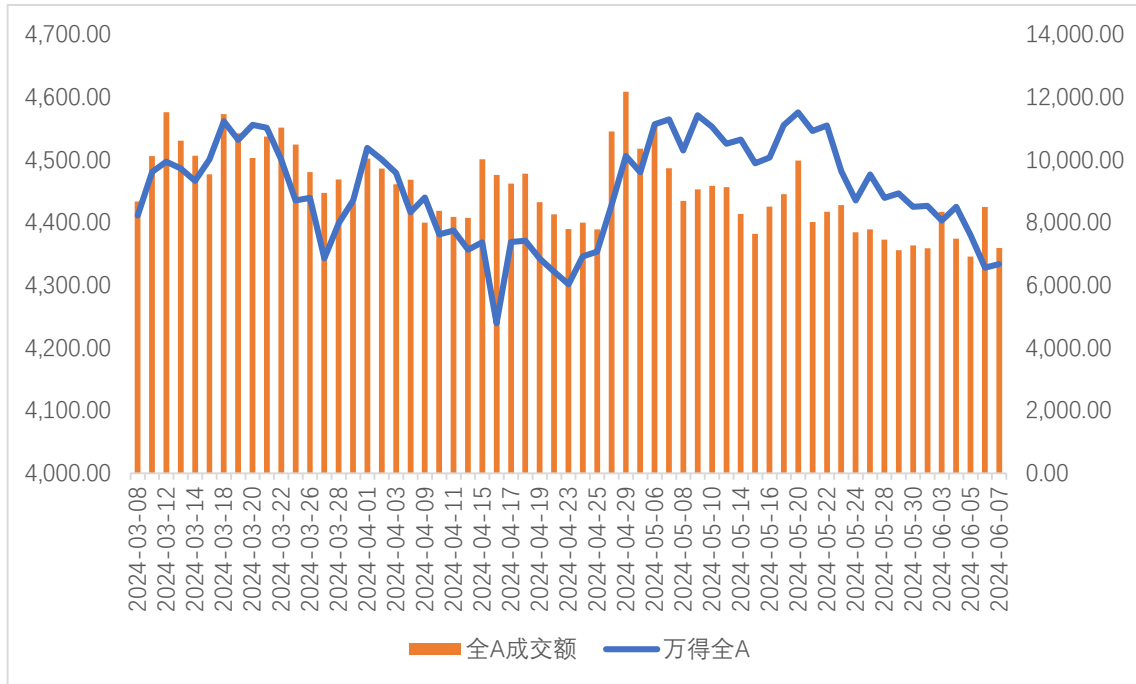
数据来源：Wind、鑫元基金

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，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，电力与公用事业，国防军工，机械的拥挤度较高。

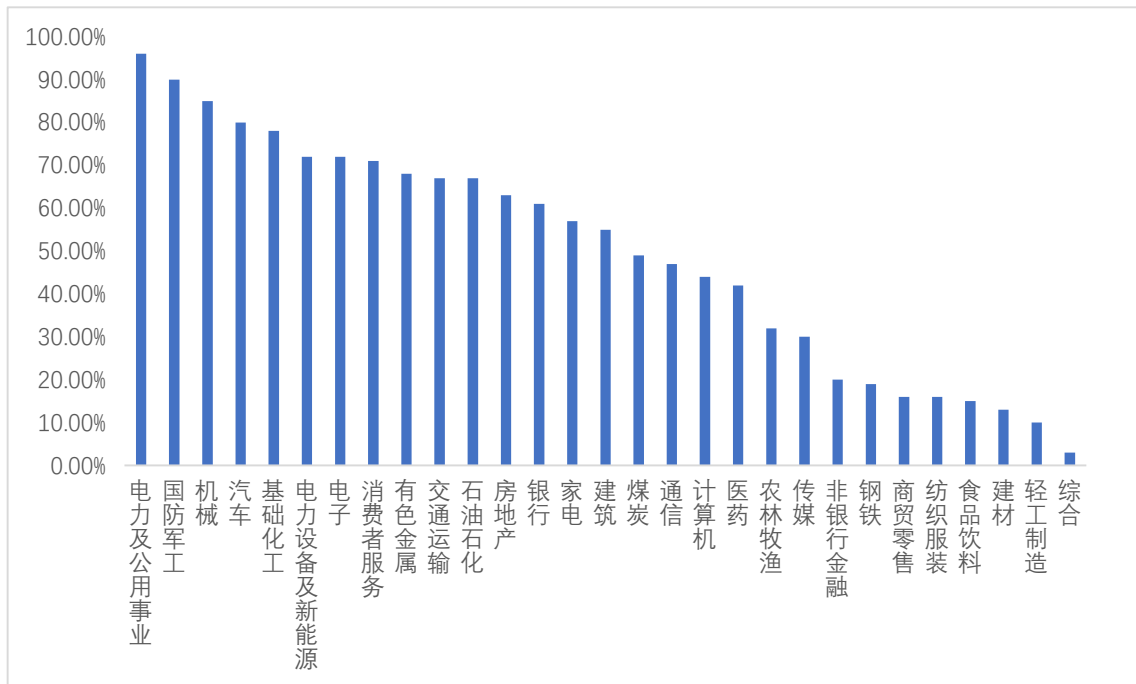
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.02%，处于历史 85.69% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



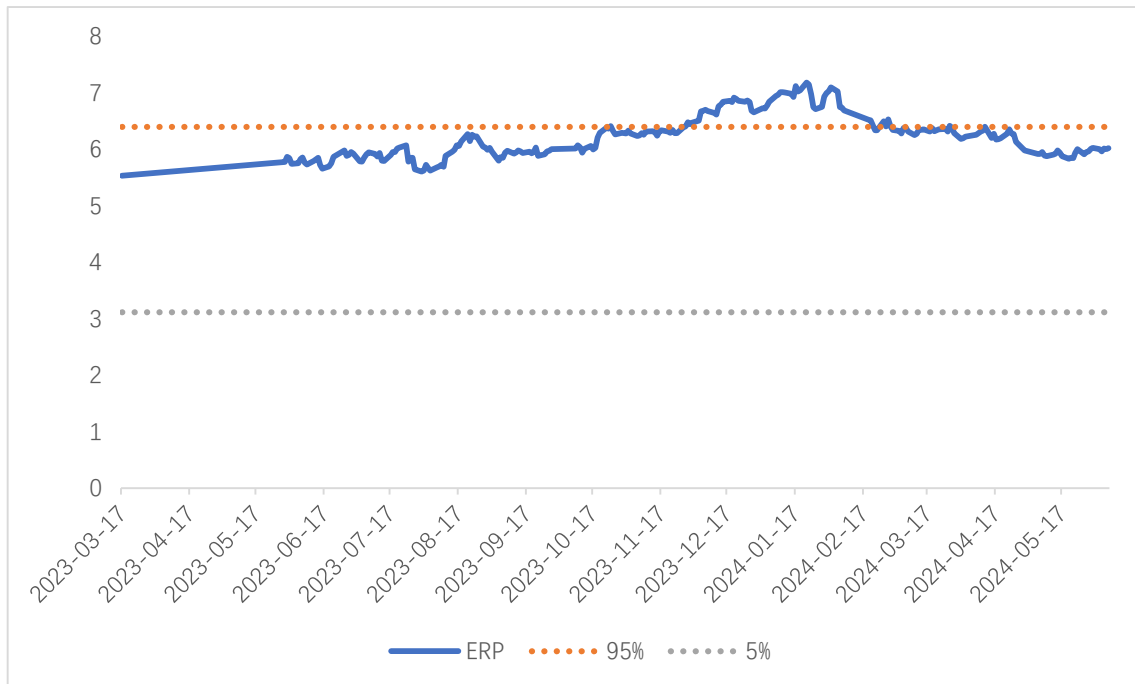
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

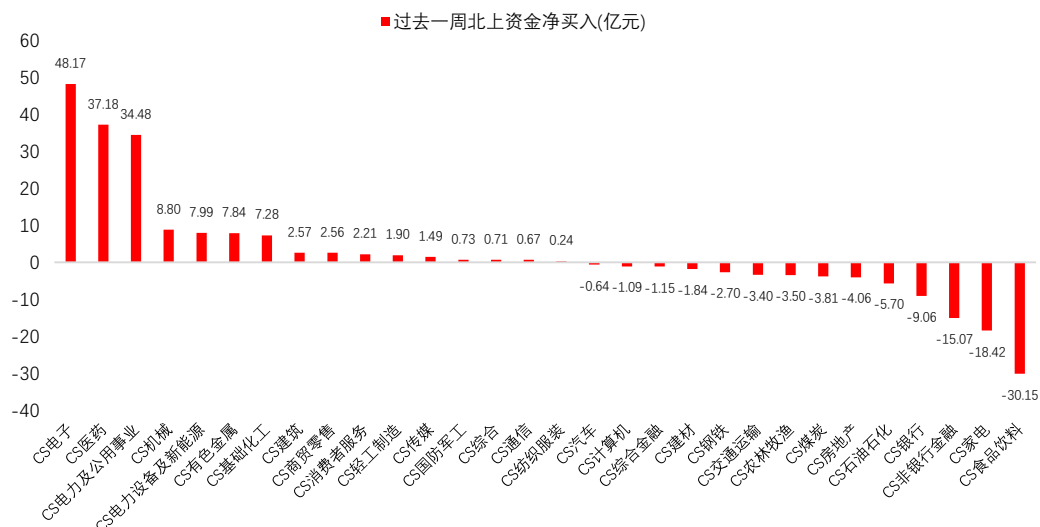


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 64.21 亿元，上上周净流出 56.61 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电子（↑ 48.17）、医药（↑ 37.18）、电力及公用事业（↑ 34.48）、机械（↑ 8.80）、电力设备及新能源（↑ 7.99）；减持金额排名靠前的行业是食品饮料（↓ 30.15）、家电（↓ 18.42）、非银行金融（↓ 15.07）、银行（↓ 9.06）、石油石化（↓ 5.70）。

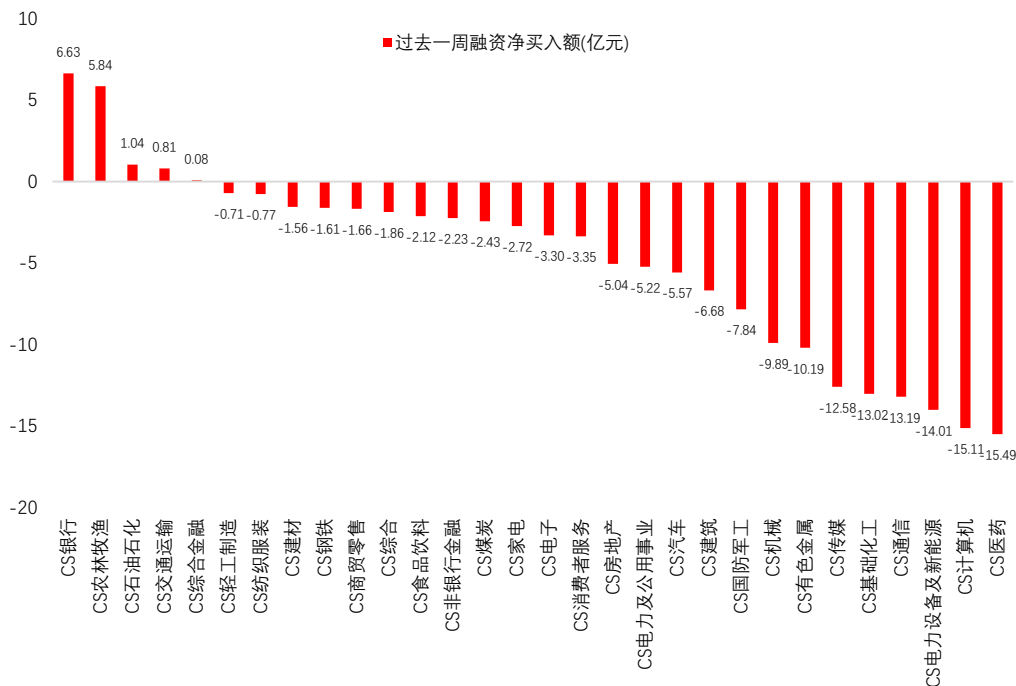
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月6日，两融资金占比为7.91%，5月31日为7.63%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至6月7日，上周融资净买入最大的五个行业为银行、农林牧渔、石油石化、交通运输、综合金融。

图8：上周两融资金行业流向（万元）

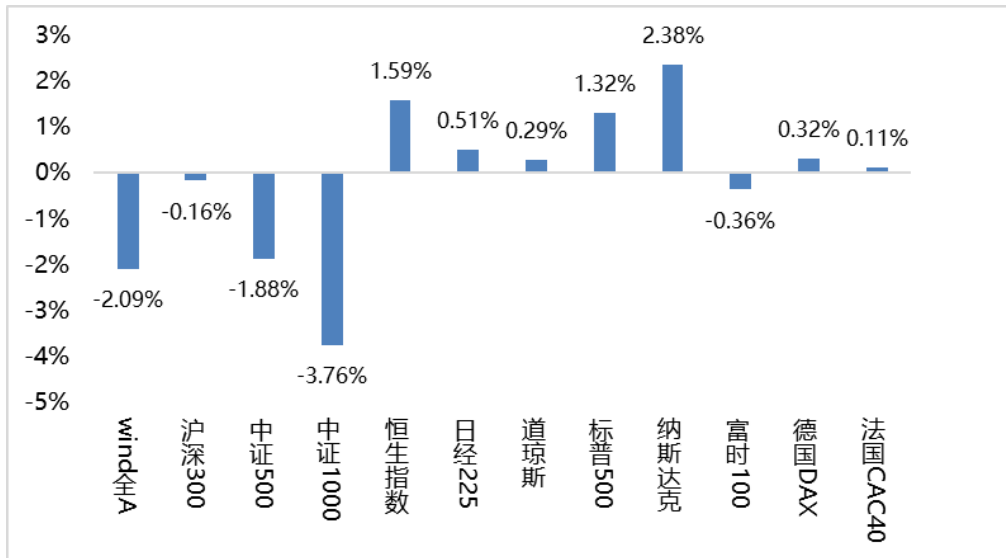


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外各主要股指涨跌不一。美国股市方面，道指上涨0.29%，标普500上涨1.32%，纳指上涨2.38%；欧洲股市方面，英国富时100下跌0.36%，德国DAX上涨0.32%，法国CAC40上涨0.11%；亚太股市方面，日经指数上涨0.51%，恒生指数上涨1.59%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

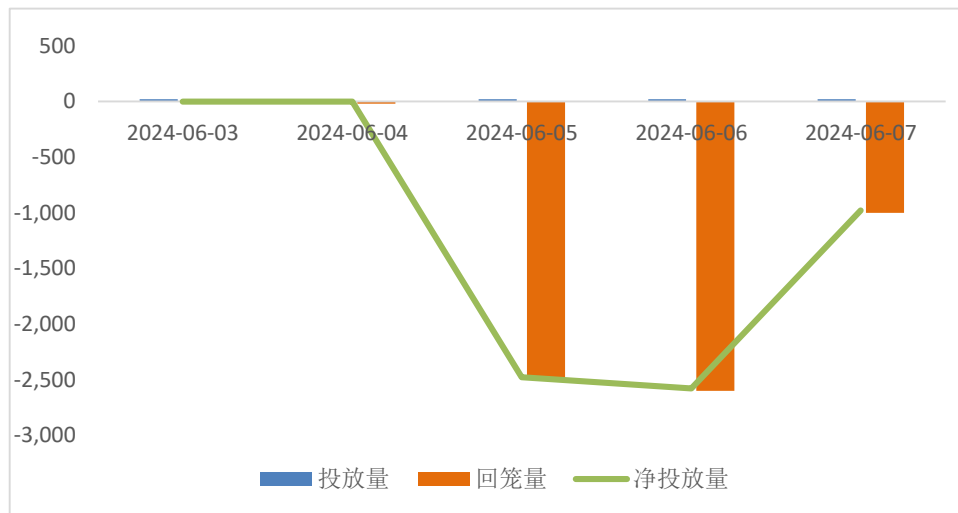


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 100 亿元 7 天期逆回购操作，因有 6140 亿元 7 天期逆回购到期，实现净回笼 6040 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 4990 亿元，地方政府债计划发行 530.5 亿元，整体净缴款 2127.8 亿元。

表 1：6 月 11 日-6 月 14 日政府债发行缴款

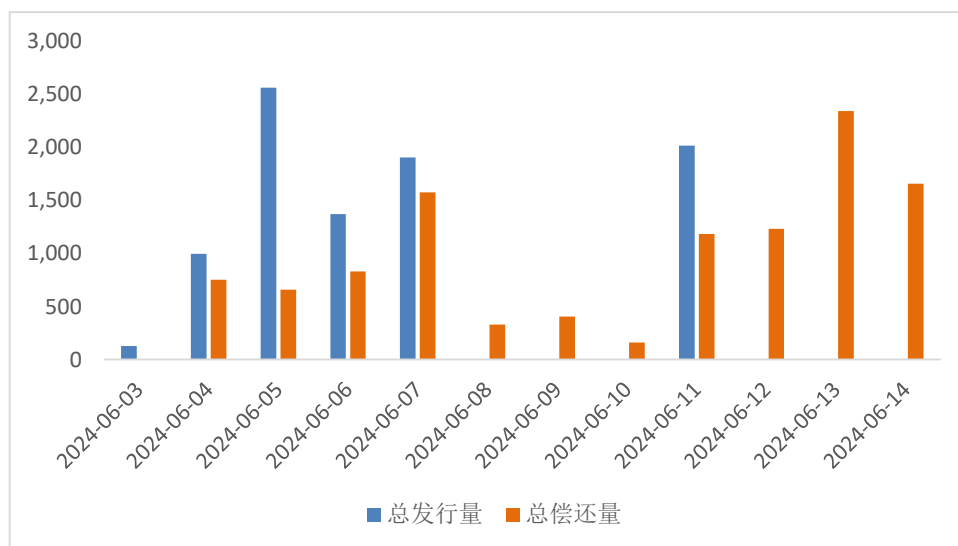
单位：亿元

	6 月 11 日		6 月 12 日		6 月 13 日		6 月 14 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	500	0	270	412.4	0	0	1710	118.1
到期	1060	386.8	0	158.4	0	462.3	0	88.5
缴款	1150	0	0	0	2780	412.4	0	0
净缴款	-355.5		-158.3		2730.1		-88.5	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：未来四周，同业存单分别到期 7313 亿元、6761 亿元、8348 亿元和 966 亿元。本周到期 7313 亿元，远高于前一周的 3897 亿元，未来三周到期压力明显上升。

图 11：同业存单到期与发行



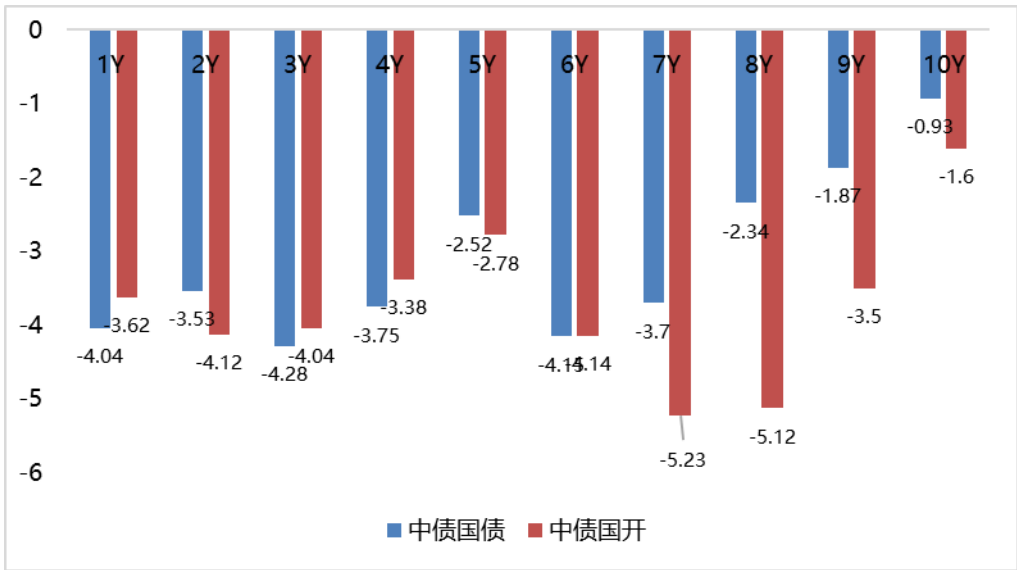
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：月初资金面明显转松，DR007 重回 7 天逆回购利率之下。上周 DR001 和 R001 分别从上周一的 1.73%下行至上周四的 1.66%，上周五回升至 1.73%，R001 类似，从 1.79%到 1.72%，再到 1.77%。银行体系净融出恢复至 3.5 万亿元以上，4 月下旬至 5 月基本都在 3 万亿元以下，除大行以外的其他银行（股份行等）融出也在恢复。

票据利率：上周周初，买盘情绪谨慎，票价小幅上行，但在大行进场配置短期票下，买盘收票需求被逐步带动，票据利率整体下行，趋势上长期票涨后回调，波幅在 5BP 左右，短期票价降幅相对较大。需求方面，从本月第一周企业开票量来看，票源供给整体乏力，叠加 6 月到期接近 3 万亿，补充到期压力较大，部分机构或逐步进场配置。

(三) 债券市场

图 12：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（2024 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	28.17	16.73	22.33	44.79
环比	0.73	0.86	2.69	12.47
年初以来	-2.54	-7.33	3.26	40.06
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	27.37	15.44	17.80	53.15
2016 年以来分位数	52.79%	60.46%	80.54%	36.03%

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（2024 年 05 月 31 日）

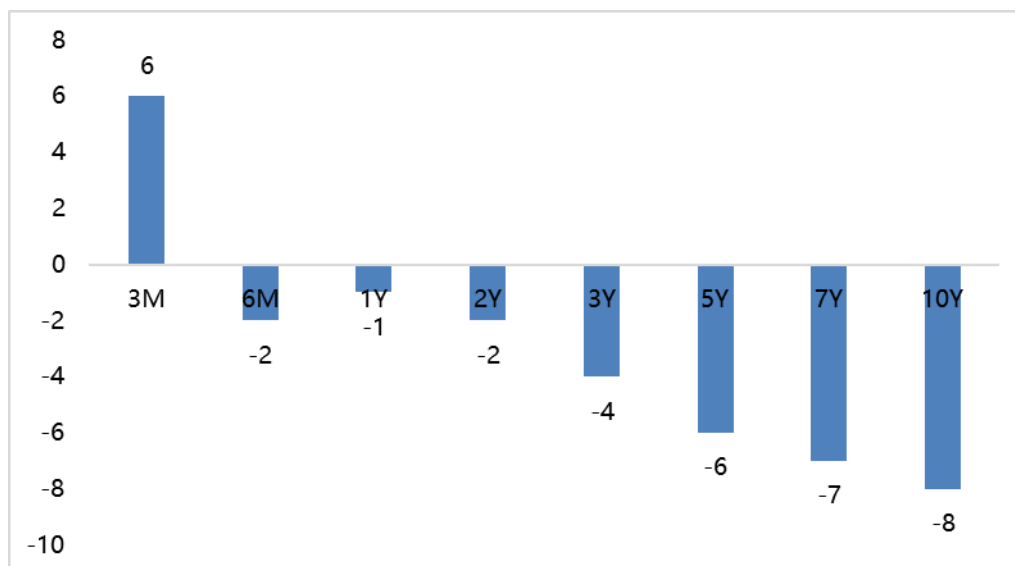
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	27.31	20.91	16.97	16.66	23.77
环比	1.33	2.52	-0.33	-0.50	0.30
年初以来	-20.52	-31.31	-46.26	-37.17	-43.15
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	1.41	0.48	-49.47
2016 年以来平均值	46.53	36.92	39.62	43.63	44.82
2016 年以来分位数	8.95%	5.78%	0.76%	0.19%	4.40%

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下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.04BP 至 1.604，3 年期下行 4.28BP 至 1.8932，5 年期下行 2.52BP 至 2.0598，10 年期下行 0.93BP 至 2.2833。

长周期高等级票据信用利差扩窄不一。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 1.33BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 2.52BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.33BP。

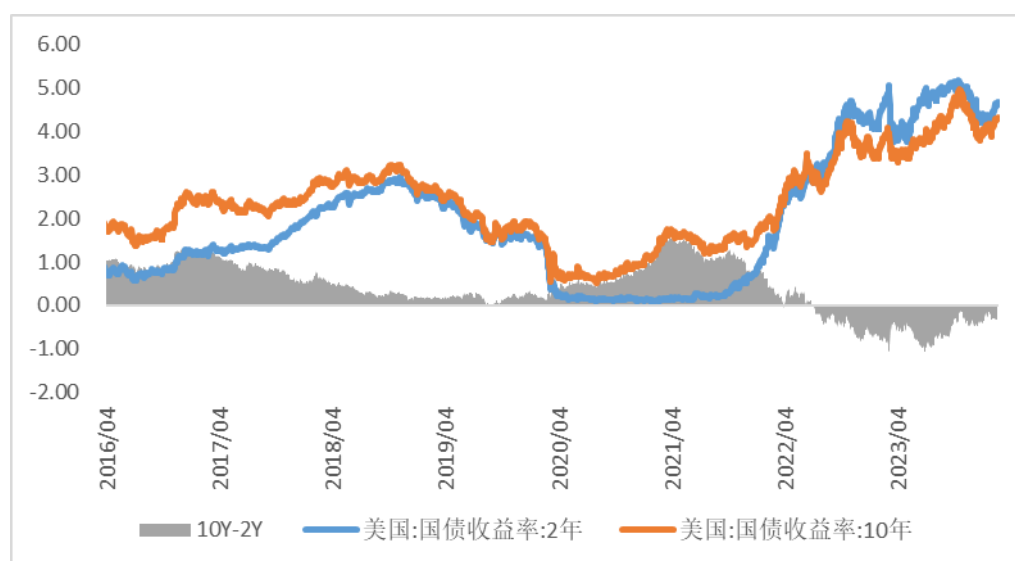
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率大多数下行。上周 10 年期美债收益率下行 8BP，10 年期国债收益率下行 0.93BP，中美利差倒挂程度有所走扩。全周来看，1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率下行 4BP，10 年期美债收益率上行 8BP。

图 14：10 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。上周美元指数下跌 0.11%，人民币汇率中间价升值 0.02%，即期汇率升值 0.01%，离岸人民币汇率贬值 0.02%。

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	104.9395	7.1106	7.2426	7.2632
对照日期	104.6318	7.1088	7.244	7.2632
涨跌	0.29%	-0.03%	0.02%	0.00%

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，国内外贸数据韧性凸显；美国 5 月非农小幅超预期；欧央行如期降息 25BP。美元计价，5 月国内出口当月同比 7.6%，高于前值的 1.5%，且高于万得一致预期的 6.4%；5 月国内进口当月同比 1.8%，万得一致预期 4.5%，前值 8.4%；贸易顺差 826.2 亿美元，较前值提升 102.7 亿美元。全球半导体周期回升的大背景下，国内机电产品出口表现活跃。全球制造业修复和海外补库周期切换的趋势延续，理论上来看后续出口仍有支撑，但下半年的美国大选为出口蒙上了不确定性。海外方面，美国 5 月新增非农 27.2 万人，高于市场预期的 18 万人，前值 16.5 万人，前 3 月月均新增 23.7 万人。5 月美国非农时薪同比增 4.1%，预期 3.9%，前值 4.0%，4 月时薪同比从 3.9%上修至 4%。美国非农数据小幅超预期，薪资增速回升，显示美国就业市场吸纳就业能力依然较强。但从职位空缺数来看，美国就业市场仍处于降温过程中。欧央行 6 月会议决议降息 25BP，符合市场预期，但声明略显鹰派，欧元兑美元汇率不降反升。

（二）权益市场展望和策略

上周 A 股继续弱势，万得全 A 下跌 2.09%，上证指数下跌 1.15%，微盘股指数下跌超过 10%。日度成交量一度下行至 7000 亿以内，市场情绪进一步下行。上周五之前海外对美联储降息的乐观情绪在不断积累，美十债利率趋势性下行，海外股市积极回应。上周五非农大超预期之后，押注流动性持续性向好的交易戛然而止，美债大幅上行。不过，近期 A 股走势“以内为主”，受制于市场对于退市公司可能大幅增加的担忧，微盘股首当其冲遭到新一轮的抛售，加之小盘股票数目较多，将市场情绪引至冰点。我们认为，随着监管的进一步加实加深，A 股由“融资

市”转化为“投资市”势在必行。回归基本面投资将是未来投资的应取之道，企业的内在治理、财务指标和分红能力等方面将是投资时最为重要的关注点。近期虽然市场波动加大，但是部分优质公司明显显示出了韧性，我们建议投资者在精选个股的前提下，多看少动，保持定力。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，目前市场对国内的普遍预期是生产强而需求弱。基于国内经济的主要矛盾在于需求不足，市场交易长端的主要逻辑是“经济因素决定的下行趋势”的“弱现实”。但若下半年新旧政策合力，经济面临的积极因素增多，边际上“强预期”或形成对长端定价的扰动。考虑到国内有赤字率的约束以及国家对于高质量发展的诉求，博弈政策的右侧或许是合适的选择。流动性方面，目前货币政策的重心依然是降成本和推动通胀温和增长，在国内稳增长的目标下大概率会配合财政发力，营造宽松的流动性环境，保证长端利率处在比较合适的区间。后续一级发行节奏、债券的需求结构变动或是影响交易节奏的关键。展望来看，短期内债市进入震荡区间，建议小仓位积极参与波段交易行情，中长期底仓则保持一定久期的前提下等待打破区间震荡因素的到来。信用债方面，在国内资产荒以及不发生系统性金融风险的逻辑支撑下，预计中短期期限的信用债特别是城投债收益率将继续被压缩，若有供给冲击带来的短期调整反而是加仓的机会。

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。