

金融市场分析周报

(2023.05.29-2023.06.02)

报告摘要

- PMI:** 积累需求在一季度集中释放后开始减弱，叠加外海经济放缓导致出口需求疲软，经济景气度明显回落，制造业连续处于萎缩区间。国内经济及需求在一季度快速反弹后快速回落，经济复苏不及市场预期，导致制造业 PMI 指数连续回落，连续两个月处于收缩区间，但非制造业 PMI 在扩张区间小幅下降，表明服务业延续恢复性增长。制造业供需两端均变弱，其中需求端明显弱于生产端，表明经济的回落根本上是由需求疲软所导致，也影响到价格和库存的回落。非制造业的服务业和建筑业尽管仍保持在较高景气区间，但恢复动力有所减弱，可见未来经济保持合理增长，仍需要宽松政策的护航。
- 资金面分析:** 跨月期间央行小幅增量投放，资金面维持平稳；月初冲击资金面的因素有所减小。本周央行公开市场共有 180 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 790 亿元逆回购操作，因此本周净投放 610 亿元。跨月期间央行小幅增量投放，资金面维持平稳。本周虽临跨月，但资金面仍维持平衡，下周月初，冲击资金面的因素有所减小，预计资金面出现明显波动的可能性有限。月初政府债融资额有所上行，可能对资金面有所影响。而本次跨月央行逆回购投放较少，下周逆回购到期有限，对资金面冲击不大。
- 利率债:** 上周末发布工业企业利润，本周发布 PMI，经济弱复苏形式不改，在 5 月地产数据继续低迷情况下，地产政策小作文再次爆出并引导市场，现券涨幅有限，目前若有超预期政策落地，情绪端将引导利率上行，但在弱现实情况下，上行空间有限，带来交易性机会。2023 年 1-4 月，规模以上工业企业利润同比下降 20.6%，降幅较 1-3 月略微收窄 0.8 个百分点。去年 4 月由于上海封控开始，基数较低，刨除低

主要数据

上证指数	3230.0686
沪深 300	3861.8337
深证成指	10998.0749

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

期待增量稳增长政策出台 —2023-06-05
经济动能继续走弱，进一步稳增长政策出台必要性提升 —2023-06-02
金融市场分析周报 —2023-05-31

基数印务，工业企业营收利润均不及预期。国企民企利润分化：1-4 月国企利润达到民企利润的 1.45 倍，“国民”利润分化程度达到过去 10 年的高位。民营经济对经济贡献较大，税收、投资、技术成果、就业贡献均占比较高。民营经济需要受到重视。制造业采购经理指数（PMI）48.8%，比上月下降 0.4 个百分点；非制造业商务活动指数为 54.5%，比上月下降 1.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 52.9，比上月下降 1.5 个百分点。制造业：内需不足，海外进入衰退阶段，外需同样萎靡，大宗商品价格下行。非制造业：虽在荣枯线上但回落，建筑商业活动 58.2，服务业商务活动 53.8，均有所回落，出行链继续拉动经济，部分服务业高于 60。4,5 月 PMI 全面回调，需求没有好转，企业在盈利能力减弱情况下主动去库存。非制造业脉冲后虽回落但仍旧高景气度，但拉动经济能力不强。财新 PMI 表现尚可，样本不同，财新包含企业数量少，规模小，但中采的中小企业分项同样环比走弱，荣枯线下，表明并非中小企业表现好。具体原因可能是财新中小企业多为下游企业，PPI 目前下行幅度大于 CPI。综合来看，经济数据表现较弱，5 月地产数据表现一般，新房销量与 4 月持平但二手房下降，但二手房挂牌量增加，价格下降，周五传出楼市政策小作文，现市场对楼市较为悲观，政策对市场的刺激将主导楼市下一步走势，进而拉动投资及经济，但从去年三支箭情况看，政策对地产目前影响较小，这也是周五 t 跳水后小幅拉回的原因。政策端的力量对债市影响不容忽视，但在弱现实情况下，上行空间有限，带来交易性机会。

- **权益市场：A 股仍处于投资机遇期。**北上资金本周合计流入 50.21 亿元。上证综指最终报收 3230.07 点。目前复苏为主线，风格更均衡。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体跌大于涨。从目前看，市场情绪不乐观，在宏观经济基本面向好，资金流动性宽松，投资者期待春季行情的多重利好支持下，股市反弹空间大。外部流动性及国内复苏节奏拐点或将至，存量博弈僵局或将被打破，A 股有望开启上行周期。经济弱复苏背景下规模以上工业企业或已逐渐企稳。截至 5 月 31 日，万得全 A 指数基本已将年初至今累计涨幅全部回吐，主题投资表现仍相对较

强。5月前期 TMT 板块热度降温，月末在海外产业映射及国内政策利好刺激下小幅回升。

- **美元指数分析：美联储褐皮书显示美国近期就业和通胀放缓，本周五美国 5 月份非农数据超预期，美元指数本周先下后上。**本周美联储最新一期褐皮书显示，随就业和通胀略有放缓，美国经济近几周显示出降温迹象，褐皮书同时显示，部分官员认为在 6 月份暂停加息是合适的。本周部分美联储官员发言 6 月份存在跳过加息的可能，但这并不代表加息停止，如果通胀开始以出乎意料的速度下降，那么美联储可能会降息。受此影响，市场部分交易员认为美联储可能 6 月份暂停加息，而在 7 月份重新开始，受此影响本周美元指数有所下行。本周五公布的美国 5 月份非农就业数据大幅超预期，但同时失业率也出现上行，本周五美元指数有所反弹，一周仍录得下跌。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

正文目录

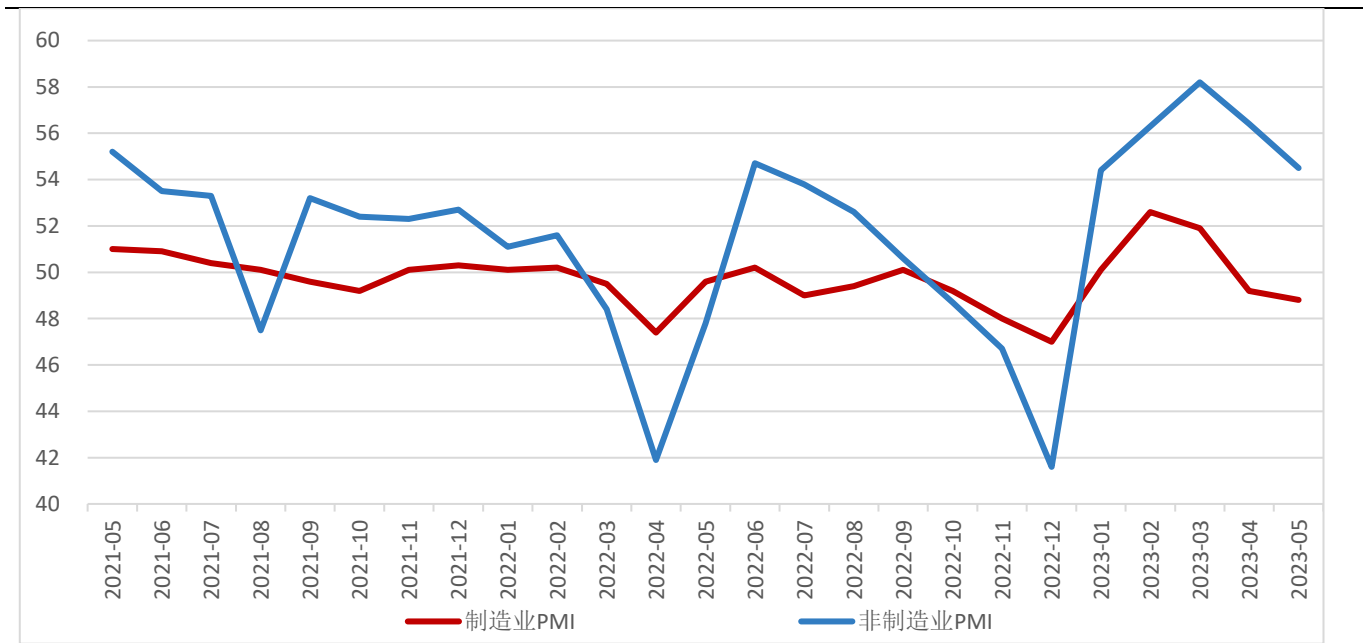
一、 本周重点经济	5
1.1 积累需求在一季度集中释放后开始减弱，叠加外海经济放缓导致出口需求疲软，经济景气度明显回落，制造业连续处于萎缩区间	5
1.2 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：跨月期间央行小幅增量投放，资金面维持平稳；月初冲击资金面的因素有所减小	7
2.2 利率债走势分析：央行本周投放资金，工业企业利润继续下降，PMI 低于预期，利率债小幅震荡走 V，全周小幅下行	9
2.3 存单信用债分析：存单融资额持续为负、信用债融资额回升；二级市场信用债收益率涨跌不一	11
三、 主要资产价格分析	12
3.1 权益市场分析： 拐点将至，A 股有望开启上行周期	12
3.2 美元指数分析：美联储褐皮书显示美国近期就业和通胀放缓，本周五美国 5 月份非农数据超预期，美元指数本周先下后上	14

一、 本周重点经济

1.1 积累需求在一季度集中释放后开始减弱，叠加外海经济放缓导致出口需求疲软，经济景气度明显回落，制造业连续处于萎缩区间

国内经济及需求在一季度快速反弹后快速回落，经济复苏不及市场预期，导致制造业 PMI 指数连续回落，连续两个月处于收缩区间，但非制造业 PMI 在扩张区间小幅下降，表明服务业延续恢复性增长。数据表现上，5 月制造业采购经理指数（PMI）为 48.8，比上月下降 0.4 个百分点，连续两月低于荣枯线；非制造业商务活动指数为 54.5，低于上月 1.9 个百分点；两大指数双双回落，导致综合 PMI 产出指数下降 1.5 个百分点至 52.9，尽管仍处于景气区间，但整体企业生产经营活动已经放缓。

图 1：5 月制造业和非制造业 PMI 双双回落，制造业 PMI 连续处于萎缩区间（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

由于国内外需求整体疲软，导致供需两端均弱，制造业 PMI 分项指数多数出现回落。整体看，5 月制造业生产指数、新订单指数分别为 49.6 和 48.3，分别较上月下降 0.6 个、0.5 个百分点，其中生产指数 2 月以来首次跌至荣枯线以下，代表需求方的新订单指数连续两月位于收缩区间，且需求端明显弱于生产端。外需方面，由于全球经济复苏放缓，5 月新出口订单指数在收缩区间继续下降至 47.2，低于上月 0.4 个百分点。制造业产需两端均放缓，也拖累就业市场，5 月从业人员指数为 48.4，较上月下降 0.4 个百分点，连续三月位于收缩区间。

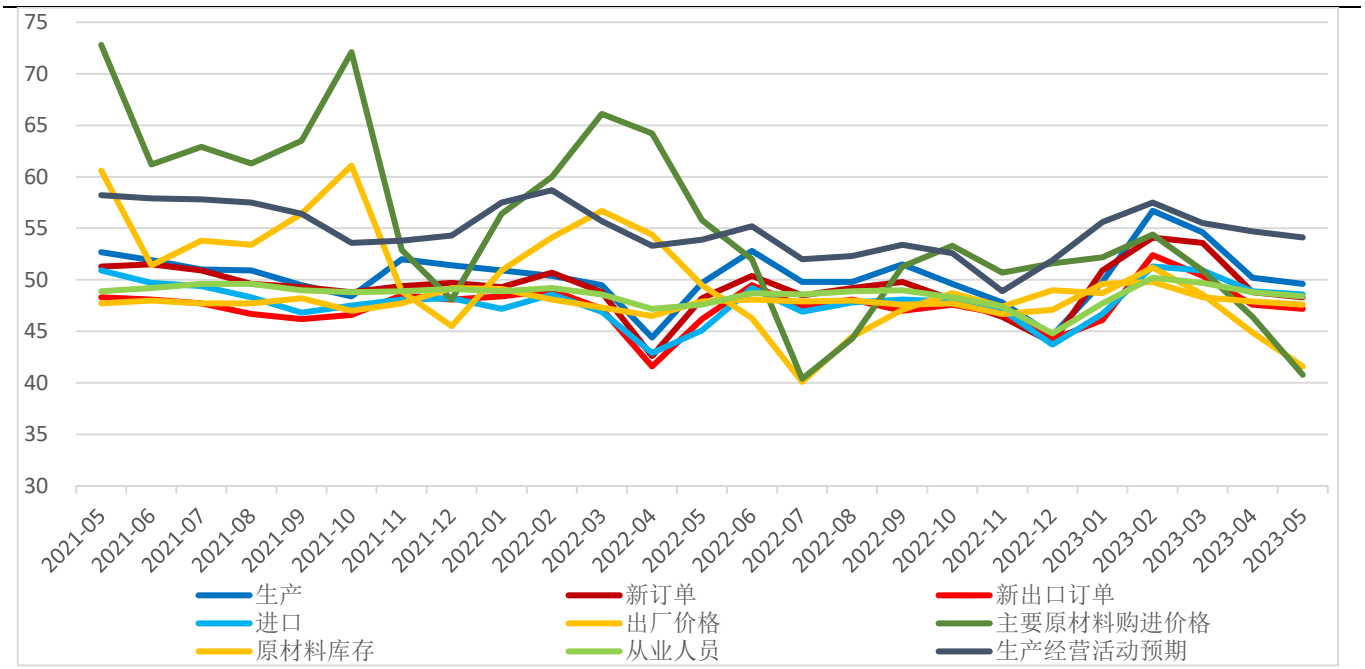
价格方面，受近期部分大宗商品价格持续下行、市场需求偏弱等因素影响，5 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 40.8 和 41.6，大幅低于上月 5.6 个和 3.3 个百分点，主要行业看，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业价格指数均低于 31。

库存方面，5 月产成品库存和原材料库存两个指数分别为 48.9、47.6，分别低于上月 0.5 个和 0.3 个百分点，表明目前经济仍在去库存阶段，根据历史经验，更大概率已经进入被动去库存阶段。

预期方面，5 月生产经营活动预期指数为 54.1，较上月下降 0.6 个百分点，表明企业对近期行业发展仍保持

乐观态度。此外在所有的制造业 PMI 分项指数中，只有供应商配送时间指数较上月回升，提升 0.2 个百分点至 50.5，表明物流和供应链状况持续改善。

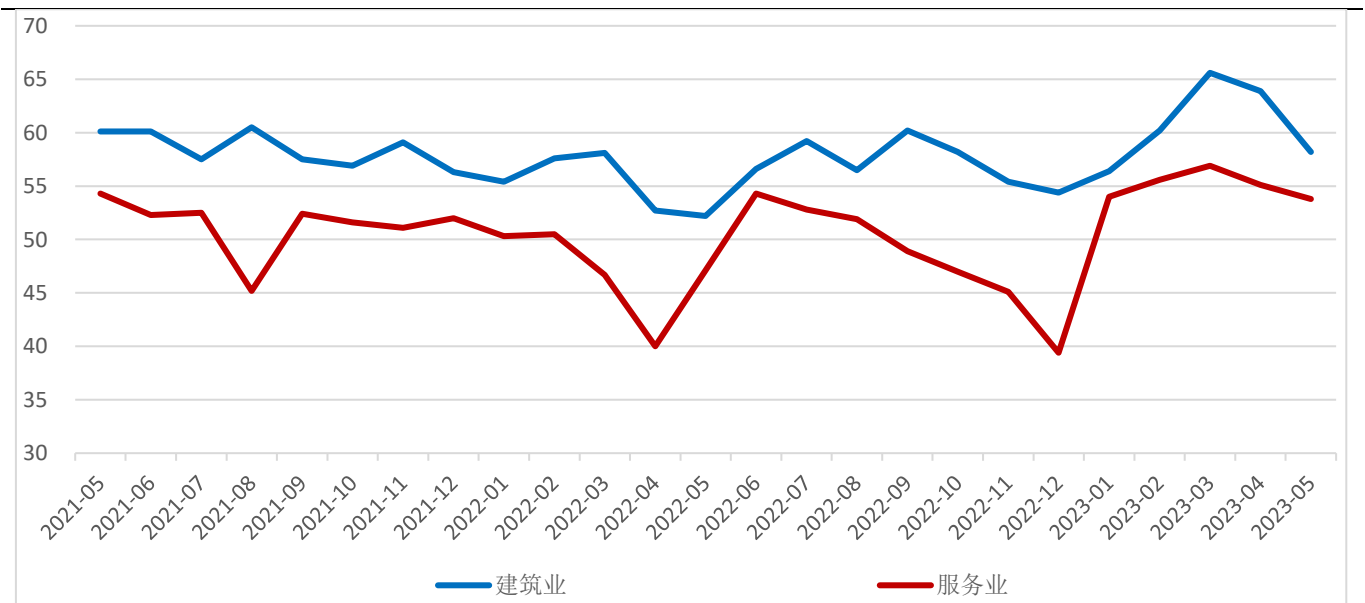
图 2：5 月大多数制造业 PMI 分项指数均回落，供需两端均弱（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

尽管服务业仍保持较快恢复态势，但增速也在放缓，建筑业则保持在高景气区间。受消费需求加快恢复等因素带动，2-4 月服务业商务活动指数连续三月位于较高景气区间，但 5 月该指数为 53.8，低于上月 1.3 个百分点，表明也受到需求回落的拖累。从主要行业看，受“五一”节日效应带动，旅游出行、线下消费等较为活跃，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于 55 以上较高景气区间，但资本市场服务、房地产等行业则位于收缩区间，行业景气水平下降。受主要工程项目有序推进拉动，建筑业继续保持较快增长，5 月建筑业商务活动指数从高位回调至 58.2，较上月下降 5.7 个百分点，仍位于较高景气区间。

图 3：5 月尽管服务业和建筑业指数均回落，但仍保持在较高景气区间（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 一周要闻

1) 本周国内 5 月份 PMI 数据公布，其中中国 5 月官方制造业 PMI 为 48.8%，环比下降 0.4 个百分点，持续两个月位于荣枯线以下，PMI 主要分项均有所下行；非制造业 PMI 为 54.5%，下降 1.9 个百分点，有所回落但仍位于荣枯线以上；受制造业及非制造业 PMI 双双回落影响，综合 PMI 产出指数为 52.9%，下降 1.5 个百分点。

2) 美国 5 月份非农就业数据大超预期。美国 5 月新增非农就业 33.9 万人，创今年 1 月以来最大增幅，远超预期值 19 万人，前值也大幅上修至 29.4 万人。5 月失业率为 3.7%，创 2022 年 10 月以来新高，预期为小幅上升至 3.5%。数据发布后，美元指数有所反弹，市场押注美联储 6 月维持利率不变，7 月加息预期有所上升。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨月期间央行小幅增量投放，资金面维持平稳；月初冲击资金面的因素有所减小

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 610 亿元

本周央行公开市场共有 180 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 790 亿元逆回购操作，因此本周净投放 610 亿元。下周央行公开市场将有 790 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 250 亿元、370 亿元、130 亿元、20 亿元、20 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	20	20	20	70	50
7 天	250	370	130	20	20
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	230	350	110	-50	-30

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：跨月期间央行小幅增量投放，资金面维持平稳。本周跨月，资金价格季节性上涨，但资金面仍维持平衡宽松。随本周四跨月结束，资金价格整体性回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.4216%，

R007加权平均降至 1.9319%;交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.9980%, GC007 加权平均升至 1.9600%。

表 2: 本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.4778	1.4186	1.8789	1.8505	1.4216
	R007	2.1378	2.1849	2.0880	1.9286	1.9319
	R014	2.1605	2.1225	2.1507	2.1528	2.0665
	R021	2.5054	3.4610	4.3762	1.8896	2.0808
	R1M	2.7426	2.5305	2.7084	1.9630	2.0468
上交所协议回购	206001	3.7660	3.4830	4.1160	3.6910	
	206007	3.4010	3.1080	3.2450	3.0420	3.3480
	206014	4.4410	4.1540	4.4680	4.6620	4.8620
	206021	4.7110	5.2920	5.9170	4.9600	4.7020
	206030	5.4770	4.9430	5.8330	5.4060	5.4140
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.1010	2.0926	2.0850	2.0597	2.0722

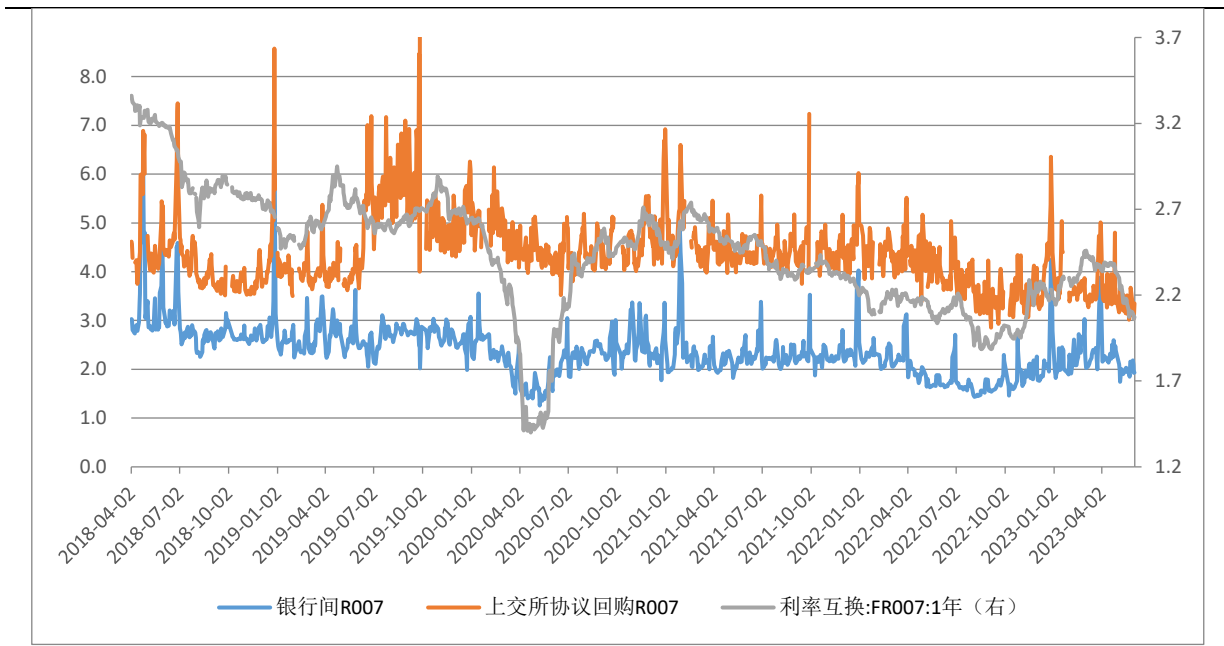
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 月初冲击资金面的因素有所减小

央行发布第一季度中国货币政策执行报告表示, 下一阶段, 稳健的货币政策要精准有力, 总量适度, 节奏平稳, 搞好跨周期调节, 保持流动性合理充裕。要进一步疏通货币政策传导机制, 保持流动性合理充裕, 保持信贷合理增长、节奏平稳。整体来看, 经济复苏阶段政策支持仍不可缺席, 预计未来货币政策主要方向仍为宽信用。

本周虽临跨月, 但资金面仍维持平衡, 下周月初, 冲击资金面的因素有所减小, 预计资金面出现明显波动的可能性有限。月初政府债融资额有所上行, 可能对资金面有所影响。而本次跨月央行逆回购投放较少, 下周逆回购到期有限, 对资金面冲击不大。

图 4：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行本周投放资金，工业企业利润继续下降，PMI 低于预期，利率债小幅震荡走 V，全周小幅下行

1) 利率债走势复盘：央行本周投放资金，工业企业利润继续下降，PMI 低于预期，利率债小幅震荡走 V，全周小幅下行

周一，央行开展 250 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 230 亿元。平稳跨月，受周末工业企业利润数据影响，利率债现券走强，整体下行，长端下行 1-1.4bp；

周二，央行开展 370 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 350 亿元。今日利率债小幅波动，股债翘板效应明显，下午收益率上行，短端表现好于长端，长端上行 0.5-1bp。

周三，央行开展 130 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 110 亿元。PMI 数据低迷，利率债走强，短端好于长端，长端下行 1.15-1.4bp；

周四，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 70 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 50 亿元。利率债方面，虽受财新 PMI 影响，期货较为强势，日终回落但 V 回，现券 5y 下行幅度较大，长端国开小幅上行，国债小幅下行 0.4bp；

周五，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 50 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 30 亿元；本周央行公开市场共有 180 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 790 亿元逆回购操作，因此本周净投放 610 亿元。关于限购的地产小作文再次出现，股市地产大涨，利率债 t 在尾盘跳水，现券虽跟随，但上行幅度尚可，t 临收盘稍有回升，现券长端上行 2bp。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.7190% 累计下行 0.4bp 至 2.7150%，10 年国开活跃券 220220 由

2.8840%累计下行 0.65bp 至 2.8750%。

图 5: 10 年期国债收益率 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 利率债展望: 上周末发布工业企业利润, 本周发布 PMI, 经济弱复苏形式不改, 在 5 月地产数据继续低迷情况下, 地产政策小作文再次爆出并引导市场, 现券涨幅有限, 目前若有超预期政策落地, 情绪端将引导利率上行, 但在弱现实情况下, 上行空间有限, 带来交易性机会。

工业企业利润: 2023 年 1-4 月, 规模以上工业企业利润同比下降 20.6%, 降幅较 1-3 月略微收窄 0.8 个百分点。去年 4 月由于上海封控开始, 基数较低, 刨除低基数印务, 工业企业营收利润均不及预期。1、结构: 上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业、公用事业分别为 38.6%、24.1%、28.2%、9.1%, 分别较前值变动了 0.8、1.6、-2.6、0.2 个百分点。中游设备制造持续改善。2、继续拆分: 利润增速来看, 4 月上游多数行业利润增速回升, 但高权重的煤炭采选、油气开采拖累较重; 受益于疫情低基数, 中游设备制恢复全面向好, 仅计算机通信设备有所拖累; 下游消费制造景气走弱, 仅茶酒饮料、烟草、汽车制造 3 个行业利润总额正增长, 汽车制造继续强势。3、国企民企利润分化: 1-4 月国企利润达到民企利润的 1.45 倍, “国民”利润分化程度达到过去 10 年的高位。民营经济对经济贡献较大, 税收、投资、技术成果、就业贡献均占比较高。民营经济需要受到重视。

PMI: 制造业采购经理指数 (PMI) 48.8%, 比上月下降 0.4 个百分点; 非制造业商务活动指数为 54.5, 比上月下降 1.9 个百分点; 综合 PMI 产出指数为 52.9, 比上月下降 1.5 个百分点。制造业: 内需不足, 海外进入衰退阶段, 外需同样萎靡, 大宗商品价格下行, 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别较前值下行 3.3 和 5.6 个百分点。非制造业: 虽在荣枯线上但回落, 建筑商业活动 58.2, 服务业商务活动 53.8, 均有所回落, 出行链继续拉动经济, 部分服务业高于 60。4,5 月 PMI 全面回调, 需求没有好转, 企业在盈利能力减弱情况下主动去库存。非制造业脉冲后虽回落但仍旧高景气度, 但拉动经济能力不强。财新 PMI 表现尚可, 样本不同, 财新包含企业数量少, 规模小, 但中采的中小企业分项同样环比走弱, 荣枯线下, 表明并非是中小企业表现好。具体原因可能是财新中小企业多为下游企业, PPI 目前下行幅度大于 CPI。

综合来看，经济数据表现较弱，5月地产数据表现一般，新房销量与4月持平但二手房下降，但二手房挂牌量增加，价格下降，周五传出楼市政策小作文，现市场对楼市较为悲观，政策对市场的刺激将主导楼市下一步走势，进而拉动投资及经济，但从去年三支箭情况看，政策对地产目前影响较小，这也是周五跳水后小幅拉回的原因。政策端的力量对债市影响不容忽视，但在弱现实情况下，上行空间有限，带来交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单融资额持续为负、信用债融资额回升；二级市场信用债收益率涨跌不一

1) 一级市场发行：存单融资额持续为负、信用债融资额回升

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为-972.60亿元，发行总额达2,495.30亿元，平均发行利率为2.3782%，到期量为3,467.90亿元。存单融资额环比回升，但持续为负。

1M期存单平均发行利率较上周下行0.88bp报2.0000%，3M期存单平均发行利率较上周上行2.84bp报2.1945%，6M期存单平均发行利率较上周上行2.42bp报2.3232%，9M存单平均发行利率较上周下行0.36bp报2.3857%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约2,193.61亿元，环比减少441.21亿元，偿还量约1,810.00亿元，净融资额约383.61亿元，环比增加223.73亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率涨跌不一

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率多数下行，1年期各评级信用债收益率下行2.45~4.45bp，3年期各评级信用债收益率上行0.51~下行4.48bp，5年期各评级信用债收益率上行1.86~下行3.93bp。

表3：信用债各期限收益率水平

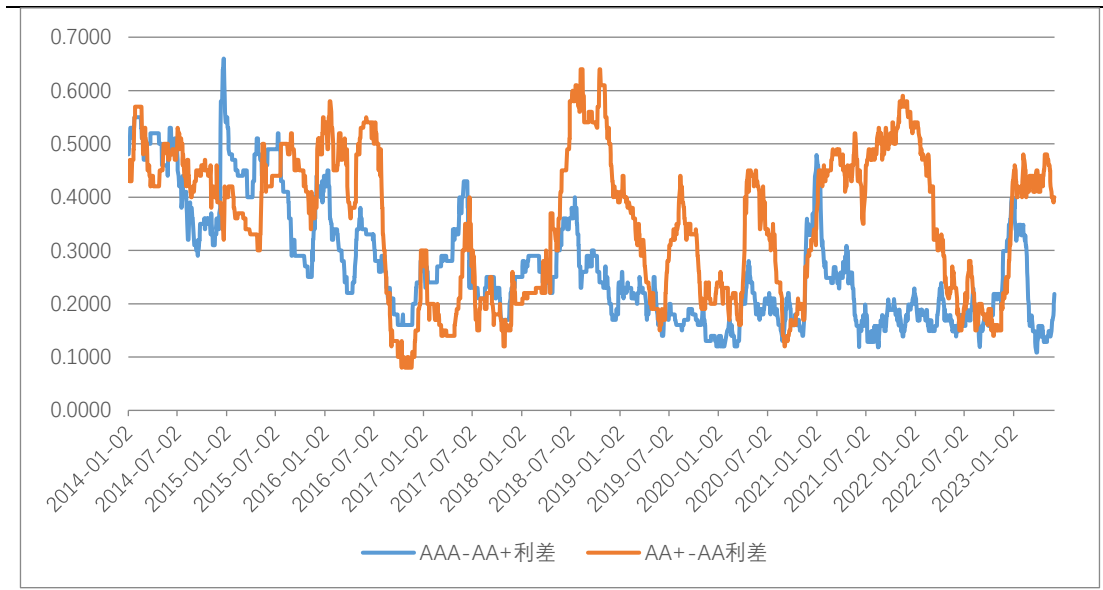
信用债种类	当前利率 (%)	2013年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1年	2.4534	6.60%	-4.45
信用债(AAA):3年	2.8508	5.70%	-4.48
信用债(AAA):5年	3.0737	3.60%	-2.14
信用债(AA+):1年	2.5512	6.20%	-4.45
信用债(AA+):3年	3.0692	7.20%	0.51
信用债(AA+):5年	3.3170	4.20%	1.86
信用债(AA):1年	2.6412	6.20%	-2.45
信用债(AA):3年	3.4692	12.00%	0.51
信用债(AA):5年	3.7270	5.00%	-3.93

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别缩小 0.03bp、扩大 4.96bp、扩大 2.69bp，5Y-3Y 利差分别扩大 2.34bp、扩大 1.35bp、缩小 4.44bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 22bp，较上周扩大 5bp，AA 与 AA+之间的利差为 40bp，较上周缩持平。

图 6：各评级信用利差变动 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：拐点将至，A 股有望开启上行周期

1) 权益市场走势复盘：复苏为主线，风格更均衡

上证综指最终报收 3230.07 点，较上周略有回落。同期深证成指上涨 0.81%，创业板指上涨 0.18%。量能方面，沪指在本周的五天中成交量呈下行状态。上证指数成交量 7.58 亿，深证成指成交量 20.06 亿。

北上资金，本周合计流入 50.21 亿元。上证 50 下跌 0.63%，沪深 300 上涨 0.28%，中证 500 上涨 1.16%，创业板 50 下跌 0.28%，国证 2000 上涨 1.30%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中有 18 个上涨，12 个下跌，其中传媒、计算机、通信领 9.67%、7.19%、6.42%；煤炭、医药领跌 2.48%、2.04%。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体跌大于涨。从目前看，在宏观经济基本面向好，资金流动性宽松，投资者期待夏季行情的多重利好支持下，股市反弹空间大。

2) 权益市场展望:

外部流动性及国内复苏节奏拐点或将至，存量博弈僵局或将被打破，A股有望开启上行周期。外部环境方面，美国债务危机解除，市场风险偏好有望改善。市场对6月14日停止加息的预期抬升，北向资金有望持续流入带来流动性改善。内部经济方面，4月中旬至今资金利率中枢呈下行趋势，反映经济活动活跃度或出现回调。往后看，货币政策具备操作空间。基金发行端走弱，基金发行份额已降至历史低点，偏股型基金发行份额有望回升。从历史数据统计显示，偏股型基金单月发行金额和基金重仓股指数走势相关性较高，未来发行份额向上有望带动市场整体上行。

经济弱复苏背景下规模以上工业企业或已逐渐企稳。5月原材料库存和采购量PMI虽呈下行趋势，但规模以上工业企业或已逐渐企稳。2023年4月规模以上工业企业营业收入累计同比由前值的-0.50翻正为0.50，反映出大型工业企业或已逐渐步入被动去库区间。国家统计局5月27日公布的数据显示1-4月份全国规模以上工业企业实现利润总额同比降幅较Q1有所缩窄，显示4月规模以上工业企业效益有所恢复。

截至5月31日，万得全A指数基本已将年初至今累计涨幅全部回吐，主题投资表现仍相对较强。随经济数据探底，五月各宽基指数均出现回调。31个申万一级行业中仅五个行业上涨，中特估相关的公用事业涨幅第一，上涨行业中TMT板块占据三席。地产链相关行业继续下跌，跌幅整体较上月有所减弱。短期内具有后地产属性的轻工制造、家用电器等消费领域或继续处于行业周期摩底阶段。往后看，市场或在中特估与TMT两大主题交集方向寻找机会。

5月前期TMT板块热度降温，月末在海外产业映射及国内政策利好刺激下小幅回升。从市场表现来看，截至5月最后一个交易日，计算机、通信、传媒、电子板块均经历超额收益调整。TMT板块内部分化，其中计算机、电子板块调整时间较长，申万一级行业以及5个二级行业调整均超30个交易日。计算机板块受行业新政策落地带动，超额收益调整能否趋稳需要观望AI产业更迭能否有效转化为业绩。电子板块半导体已达周期拐点，自2022年下半年以来量价齐跌导致行业景气度下降或将得到改善。而通信、传媒板块经历了13-25交易日的调整，主题回暖或将带来转机。通信板块，龙头运营商受数字经济与中特估两大主题趋势共振，技术迭代带动光通信产业链活跃。AI赋能传媒板块，实现应用落地，从供给端降本增效、从需求端改善用户体验，为传媒市场带来新机遇。此新一轮TMT板块触底回升是受2月27日中共中央、国务院印发的《数字中国建设整

体布局规划》搭建顶层框架布局数字经济为实体经济赋能政策刺激。本轮 5 月底的快速抬升受英伟达第一季度财报披露，生成式 AI 算力突破，超级计算机 GH-200 开始投产，国家 AI 创新联合体成立等利好消息刺激。产业革新叠加行业利好政策带动 TMT 板块市场预期的再度回升。ChatGPT 点爆的人工智能热能否规避泡沫破裂风险由主题投资向成长、价值投资平稳过渡，仍依赖于能否可持续演绎的产业逻辑。完备的顶层架构设计下高新技术密集区域利好政策推动，助力科技成果转化以及商业化应用持续落地，或将给予 TMT 板块进一步成长发展的空间。

外部流动性及国内复苏节奏拐点或降至，建议先在数字经济与中国特色估值体系利好交集处寻找机会。

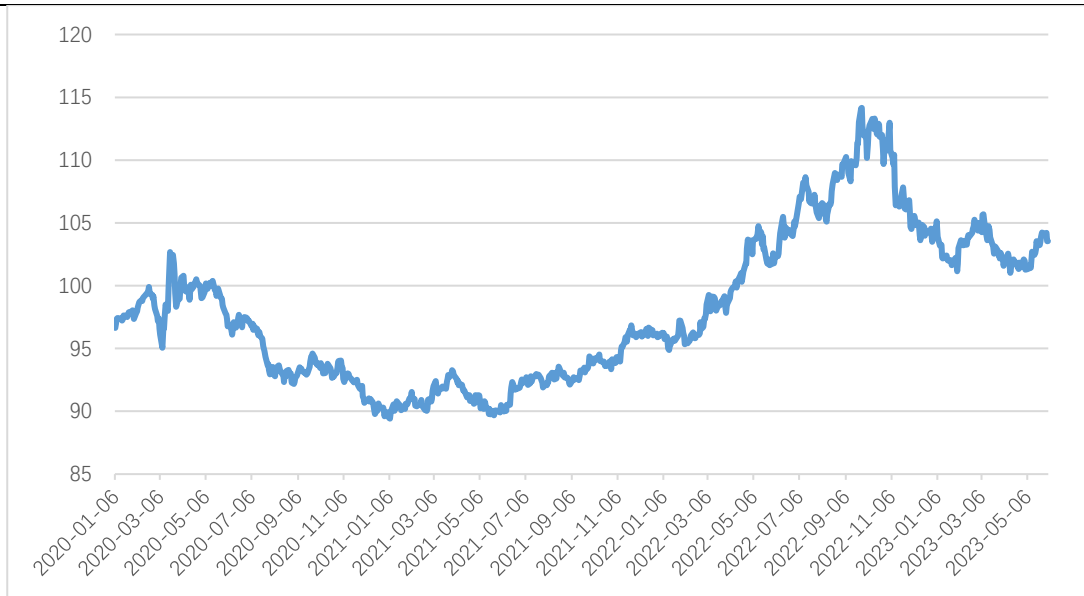
TMT 板块处于梳理分歧寻找产业主线阶段，建议关注数字基础设施及数据资源体系相关估值修复弹性较大国企。通信龙头在两大主题交集下趋势共振，仍有提升空间。光通信产业链供需两端持续改善，当下或为布局良机。大安全方向我们继续重点看好国防军工板块，短期内建议重点关注航海方向。

3.2 美元指数分析：美联储褐皮书显示美国近期就业和通胀放缓，本周五美国 5 月份非农数据超预期，美元指数本周先下后上

本周美元指数报 103.5515，较上周下跌 0.6619。本周美联储最新一期褐皮书显示，随就业和通胀略有放缓，美国经济近几周显示出降温迹象，褐皮书同时显示，部分官员认为在 6 月份暂停加息是合适的。本周部分美联储官员发言 6 月份存在跳过加息的可能，但这并不代表加息停止，如果通胀开始以出乎意料的速度下降，那么美联储可能会降息。受此影响，市场部分交易员认为美联储可能 6 月份暂停加息，而在 7 月份重新开始，受此影响本周美元指数有所下行。本周五公布的美国 5 月份非农就业数据大幅超预期，但同时失业率也出现上行，本周五美元指数有所反弹，一周仍录得下跌。

近期 FOMC 会议决议上美联储对于未来加息的表述有所改变，结合点阵图来看，本次美国加息周期可能已经接近高点，未来持续加息的可能性明显减小。但同时虽然美国部分宏观数据指向下行，但通胀仍远高于 2% 的情况下，预计美联储仍将维持利率在高位一段时间。长期来看，虽然近期美国经济整体仍存有韧性，但衰退势头也逐步明显，银行业风险持续累积，预计未来随美国经济下行压力逐步增大，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 7: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

风险提示: 货币政策超预期收紧, 信用风险集中爆发

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637