

金融市场分析周报

(2023.06.12-2023.06.16)

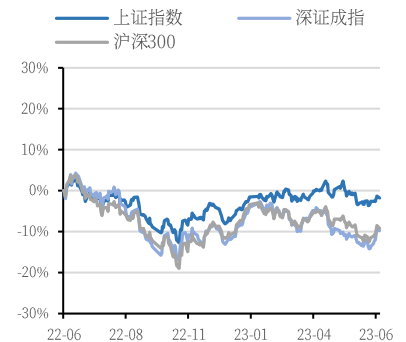
报告摘要

- 金融数据：**经济复苏前景弱化下，居民和企业短期融资需求不足，新增信贷和社融均不及预期。疫情缓和后，融资需求在一季度集中释放后继续承压，新增人民币贷款与新增社融均不及市场预期。5月新增人民币贷款同比少增 5300 亿元，新增社会融资规模同比少增 1.3 万亿。拖累信贷新增的主要是居民贷款和企业票据融资，主要支撑仍来自企业中长期贷款，而社融新增的主要拖累项是人民币贷款、企业债券和政府债券。
- 经济数据：**需求整体不足，叠加基数抬升，5月各项经济指标同比继续走弱，政策宽松预期增强。5月工业增加值、消费、投资等主要经济增长指标同比增速出现不同程度回落，但季调后环比数据多数改善，表明经济持续修复但基础不牢固。驱动经济的“三驾马车”中，消费仍最强，其次是投资，出口最弱，与疫情期间表现正好相反，基数效应影响明显。经济恢复不及预期下，政策边际放松成为市场共识，近期部分利率下调是未来政策放松的开端。
- 资金面分析：**税期叠加跨半年临近，央行仅小幅增量投放，资金价格有所上行；下周资金面面临压力仍大，关注央行公开市场操作情况。本周央行公开市场共有 100 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购和 2370 亿元 MLF 操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 770 亿元。税期叠加跨半年临近，央行仅小幅增量投放，资金价格有所上行。下周一缴税走款持续，叠加下周一 14d 资金开始跨半年，资金面面临的压力可能进一步增大。本周央行增量投放较小，但下周存在 500 亿元国库现金定存到期，一定程度上增加了资金回笼量。此外下周政府债融资额略高于本周，也对资

主要数据

| | |
|-------|------------|
| 上证指数 | 3255.8057 |
| 沪深300 | 3930.9079 |
| 深证成指 | 11274.0491 |

主要指数走势图



作者

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

相关研究报告

流动性外紧内松格局进一步分化 —2023-06-18
经济动能继续走弱，期待政策发力下的否极泰来 —2023-06-16
美联储暂停加息，经济预测显鹰派 —2023-06-15

金面存在影响。整体来看，下周资金面面临的冲击不见，关注央行公开市场投放情况。

- **利率债：**本周 OMO 超预期下调 10bp，金融数据不及预期，利率大幅下行接近 2.6% 后止盈反弹，回到 2.7% 附近。目前利率低位，止盈情绪明显，经济数据继续较弱情况下，政策+小作文主导市场，不排除会有超预期刺激政策，此位置易上难下，将还有继续上行带来的交易性机会。信贷、社融整体较弱，但不必过分担忧。1) 信贷分项目看，企业贷款减少，中长期尚可；居民虽多增，但绝对值较低，能够底线地产低迷现状：其中非金融企业贷款新增 8558 亿元，同比少增 6742 亿元。居民贷款新增 3672 亿元，同比多增 784 亿元。2) 社融同比增速下滑至 10% 以下，政府债券少增 5011 亿为主要拖累项，但和去年和今年专项债发行节奏有关，预计三季度政府债的发行将带动社融走高；企业债券融资多减 2541 亿，和财报季有关，债券供给量较小，此项目 6 月后也会有明显好转。社融方面不必过分担忧。本周 OMO 降息超预期。自从 3 月以来，后疫情脉冲已过，经济数据持续低于预期，国内需求较弱，海外衰退导致出口疲软，内外均有压力。此次降息，主要为市场传递积极信号，下降幅度较小，对经济增长效果有限，后续需要关注宽信用传导。银行间杠杆加高，本周利多出尽，止盈盘周四周五止盈，利率重回 2.7% 附近。经济数据持续较弱的情况下，政策端将带领市场，本周关于消费刺激以及特别国债小作文再次出现，不排除会有超预期刺激政策，此位置易上难下，将还有继续上行带来的交易性机会。
- **权益市场：**需求持续修复趋势确定，短期内消费板块有望迎来小幅反弹。北上资金本周合计流入 143.91 亿元。上证指数最终报收 3273.33 点。同期深证成指上涨 4.75%，创业板指上涨 5.93%，从盘面走势来看，超跌成长股反弹幅度更大。国内政策预期增强及中美关系阶段性改善，内外因素合力支撑 A 股反弹。当前 PPI 增速或已接近触底，市场或将进入三季度主动补库预期交易。同时当前市场整体估值偏低，行业估值呈分化态势。截至 6 月 16 日，同花顺沪深全 A 市盈率为 14.38 倍，处于 2014 年以来历史百分位的 23.96%；31 个申万一级行业中，只 10 个行业估值处于中位数之上，显示市场整体估值偏低。需求持续

修复趋势确定，短期内消费板块有望在 618 购物节催化下迎来小幅反弹，建议关注食品饮料、医药生物、家用电器等行业。

- **美元指数分析：美国 5 月份 CPI 超预期回落，FOMC 会议维持利率不变，美元指数本周走弱。**本周前半周美元指数整体呈现震荡下行趋势。本周二公布的美国 5 月份 CPI 数据回落速度超市场预期，一定程度上减轻了市场对于美联储本周持续加息的担忧，数据公布后当日美元指数有所回落。本周四美国 6 月份 FOMC 会议决议公布，美联储本月暂停加息，但美联储主席鲍威尔同时称，几乎所有委员认为进一步加息是适宜的，6 月份暂停加息不代表加息周期结束，今年预计不会降息。鲍威尔发言鸽中带鹰，美元指数暂时回落后一度反弹，而后再次转为下行。

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

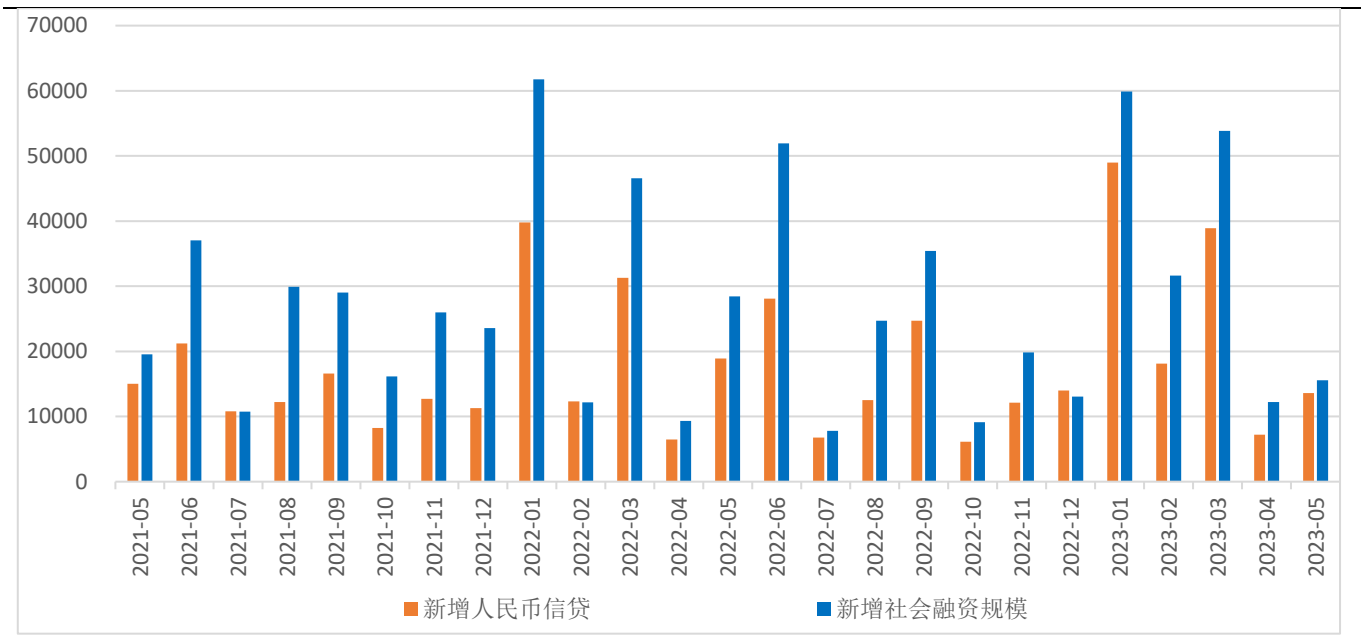
| | |
|---|----|
| 一、 本周重点经济 | 5 |
| 1.1 经济复苏前景弱化下，居民和企业短期融资需求不足，新增信贷和社融均不及预期..... | 5 |
| 1.2 需求整体不足，叠加基数抬升，5月各项经济指标同比继续走弱，政策宽松预期增强..... | 7 |
| 1.3 一周要闻..... | 10 |
| 二、 固定收益市场分析 | 11 |
| 2.1 资金面分析：税期叠加跨半年临近，央行仅小幅增量投放，资金价格有所上行；下周资金面面临压力仍大，关注央行公开市场操作情况 | 11 |
| 2.2 利率债走势分析：央行本周税期投放资金，OMO、MLF 降息，金融数据不如预期，利率债现券全周走 V，下行后上行，止盈情绪明显，利率债全周小幅下行..... | 13 |
| 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..... | 15 |
| 三、 主要资产价格分析 | 16 |
| 3.1 权益市场分析：需求持续修复趋势确定，短期内消费板块有望迎来小幅反弹..... | 16 |
| 3.2 美元指数分析：美国 5 月份 CPI 超预期回落，FOMC 会议维持利率不变，美元指数本周走弱..... | 18 |

一、 本周重点经济

1.1 经济复苏前景弱化下，居民和企业短期融资需求不足，新增信贷和社融均不及预期

疫情缓和后，融资需求在一季度集中释放后继续承压，新增人民币贷款与新增社融均不及市场预期。数据表现上，5月新增人民币贷款1.36万亿，同比少增5300亿元，弱于市场预期；新增社会融资规模1.56万亿，较去年同期少增1.3万亿，也低于市场预期。增速上，信贷余额同比增速从4月的11.8%下降到5月的11.4%，社融同比增速从4月的10%下降到5月的9.5%，M2同比增速则从4月的12.4%下降到5月的11.6%。

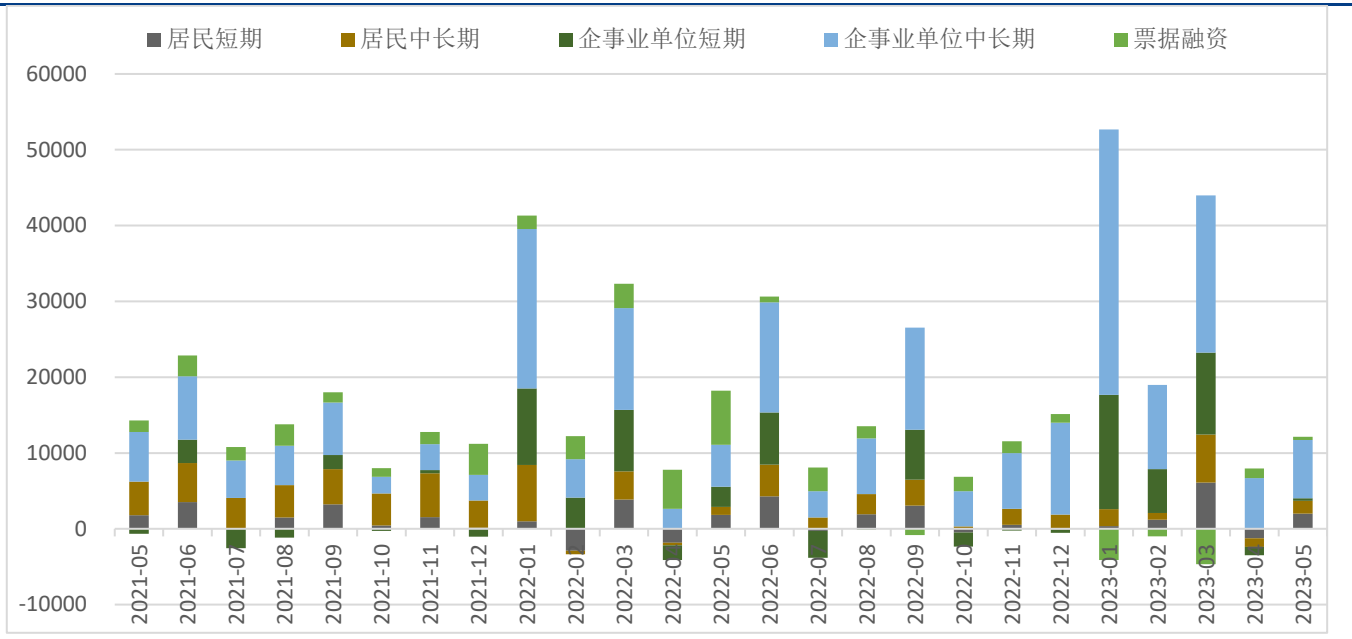
图1：5月新增信贷和社会融资规模均不及市场预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

信贷走弱主要由企业短期贷款和票据融资拖累，支撑主要来自企业中长期贷款。5月，企（事）业单位贷款增加8558亿元，其中中长期贷款增加7698亿元，同比多增2147亿元；相比之下，企业短期贷款增加350亿元，同比少增2292亿元；票据融资增加420亿元，同比少增6709亿元。票据融资相比较弱，主因是5月票据利率总体偏低，反映信贷需求相对偏弱，而中长期贷款增速呈现出相对好的韧性，或主要源自对制造业、基础设施等重点领域的信贷投放支持仍在持续。不过居民部门的信贷修复仍然较为疲软，5月住户贷款增加3672亿元，其中短期贷款增加1988亿元，同比多增148亿元；中长期贷款增加1684亿元，同比多增637亿元。在“五一”假期推动下，服务消费尚处景气区间，但当前地产销售有所放缓，居民消费信心和购房意愿仍需进一步稳固。

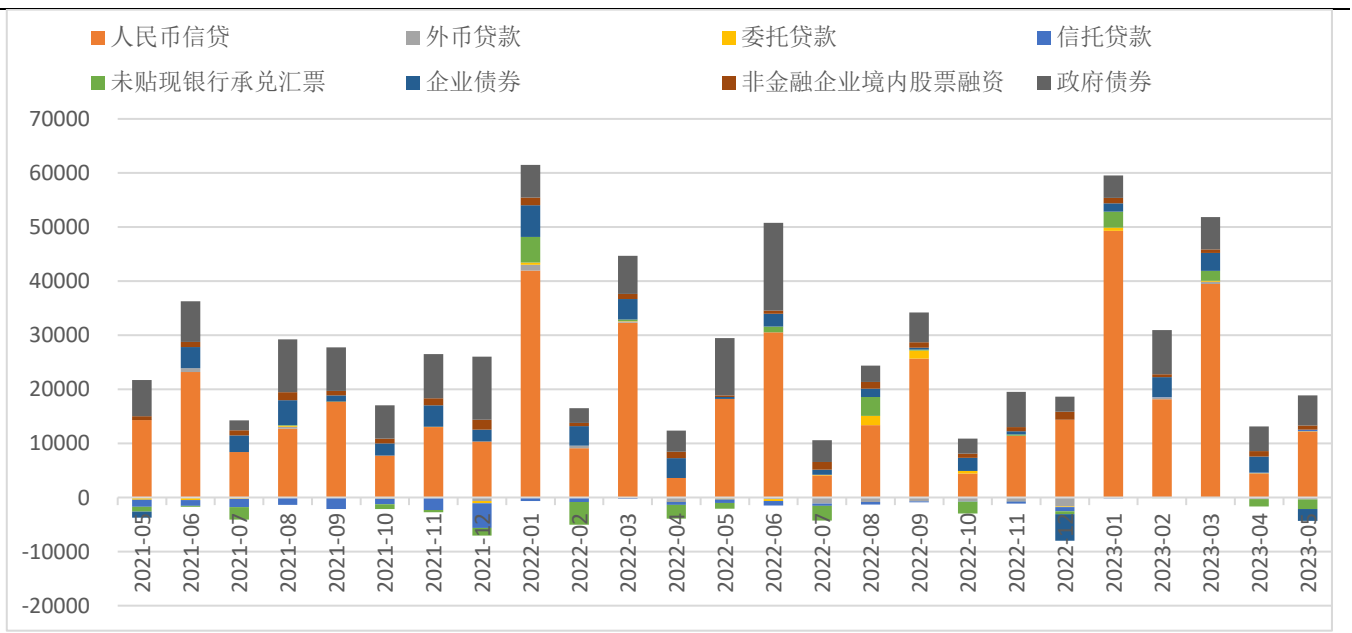
图2：5月企业短期贷款和票据融资较弱，支撑主要来自企业中长期贷款（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

受新增人民币贷款和企业债券融资拖累，社融数据明显承压。结构看，5月社融口径下的新增人民币贷款新增1.22万亿，同比少增6030亿元。除了人民币贷款，拖累社融的主要是企业债券，5月净融资减少2175亿元，同比少增2541亿元，主因是随着贷款利率走低，贷款成本逐渐低于企业发债成本，驱动企业从债券融资转向传统信贷融资。政府债券虽然为净融资5571亿元，但也同比少5011亿元，这一部分原因是基数效应的影响，另一部分是6月底前要求新增专项债券额度基本发行完毕，因此5月和6月发行量较大，预计后续专项债券发行进度将减慢。后续看社融，由于短期财政发力有限、微观主体内生动能趋缓，叠加基数效应，社融或将迎来显著的下行期。

图3：受信贷和企业债券融资拖累，新增社融明显承压（亿元）

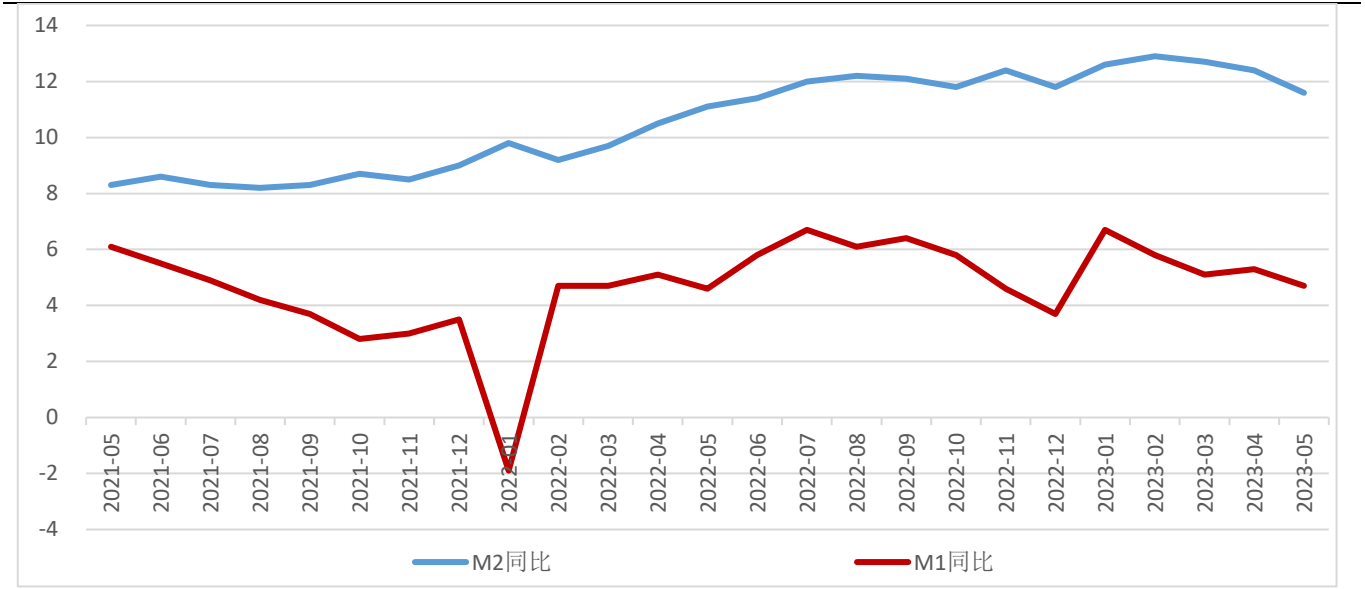


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

货币供给量上，M1和M2继续下行，但两者差拉大，反应了实体需求仍不足。5月，狭义货币供给量（M1）

同比增长 5.3%，较上月下降 0.6 个百分点；广义货币供给量（M2）同比增长 11.6%，增速比上月末低 0.8 个百分点。在基数抬升、存款利率下调、居民储蓄意愿下降的背景下，M2 同比增速预计会继续下行，但考虑到当前居民储蓄仍在高位，流动性水平相对充裕，M2 下行速度相对缓慢。

图 4：2 月 M1、M2 同比增速双双下行（%）

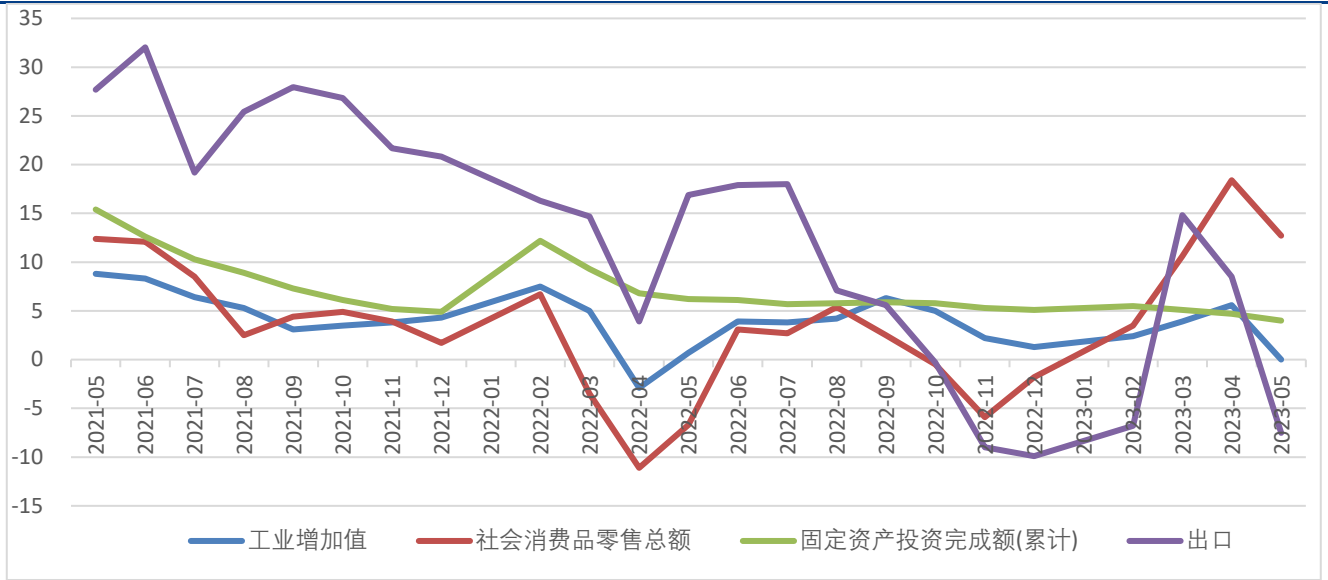


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 需求整体不足，叠加基数抬升，5 月各项经济指标同比继续走弱，政策宽松预期增强

由于去年同期疫情好转导致基数抬升，叠加需求整体不足，5 月中国主要经济增长指标同比增速回落，但季调后环比改善，表明经济持续修复，但基础仍不牢固。数据表现上，5 月主要经济增长指标全线回落，工业增加值、社会消费品零售总额同比增速分别下滑 2.1 个、5.7 个百分点至 3.5%、12.7%，1-5 月固定资产投资累计同比增长 4%，增速放缓 0.7 个百分点，出口同比时隔两个月再度转负，增速下行 16 个百分点至 -7.5%，以上经济数据均低于市场预期。

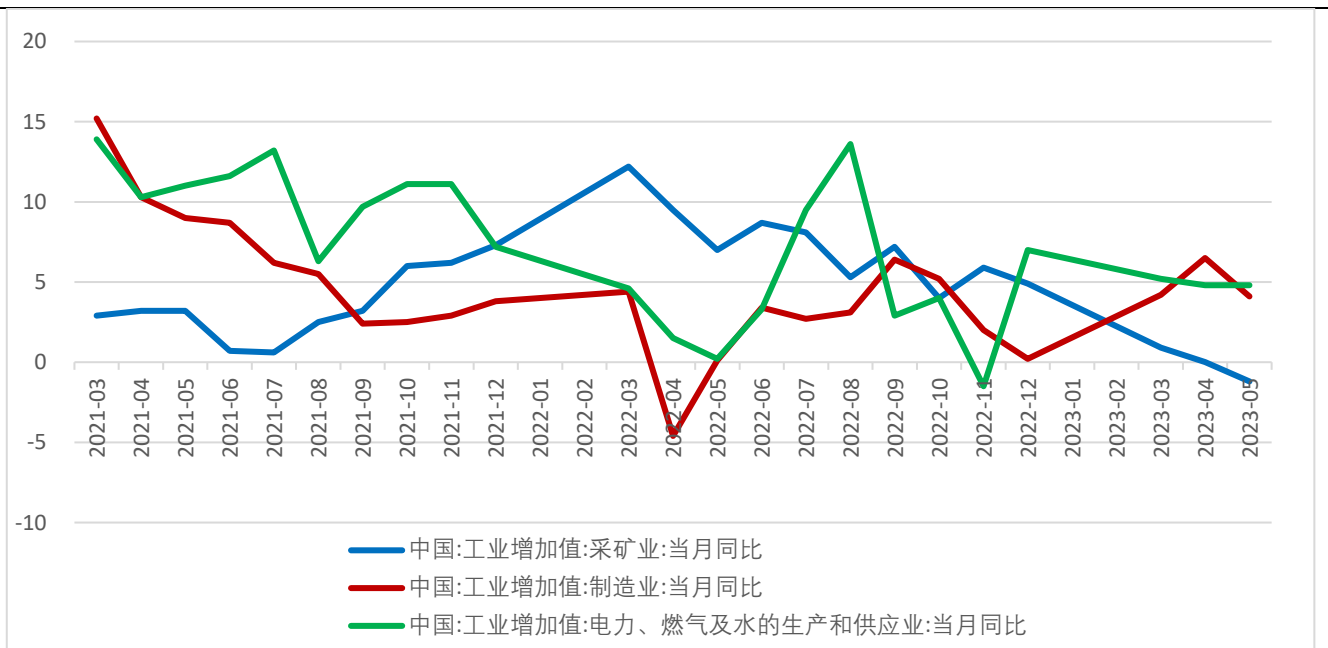
图 5：基数抬升叠加需求不足，5 月经济数据均低于预期（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

工业生产端受制于需求端不足, 工业增加值同比增速回落, 低于市场预期。5 月规模以上工业增加值同比增长 3.5%, 较 4 月回落 2.1 个百分点; 环比看, 工业增加值增长 0.63%, 高于 4 月 0.97 个百分点, 由负转正, 工业生产有边际改善迹象。从三大门类看, 5 月电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 4.8%, 增速与上月持平; 采矿业同比下降 1.2%, 低于上月 1.2 个百分点; 制造业同比增速回落 2.4 个百分点至 4.1%。从主要工业行业看, 5 月汽车制造业增加值同比增速回落 20.8 个百分点至 23.8%; 计算机、通信和其他电子设备制造业增加值与上月持平, 增速回落 1.8 个百分点; 医药制造业增加值同比下降 4.4%, 已连续六个月同比下降。从主要工业产品看, 5 月汽车产量同比增长 17.3%, 低于前值 42.5 个百分点; 发电量同比增长 5.6%, 较上月回升 0.5 个百分点。

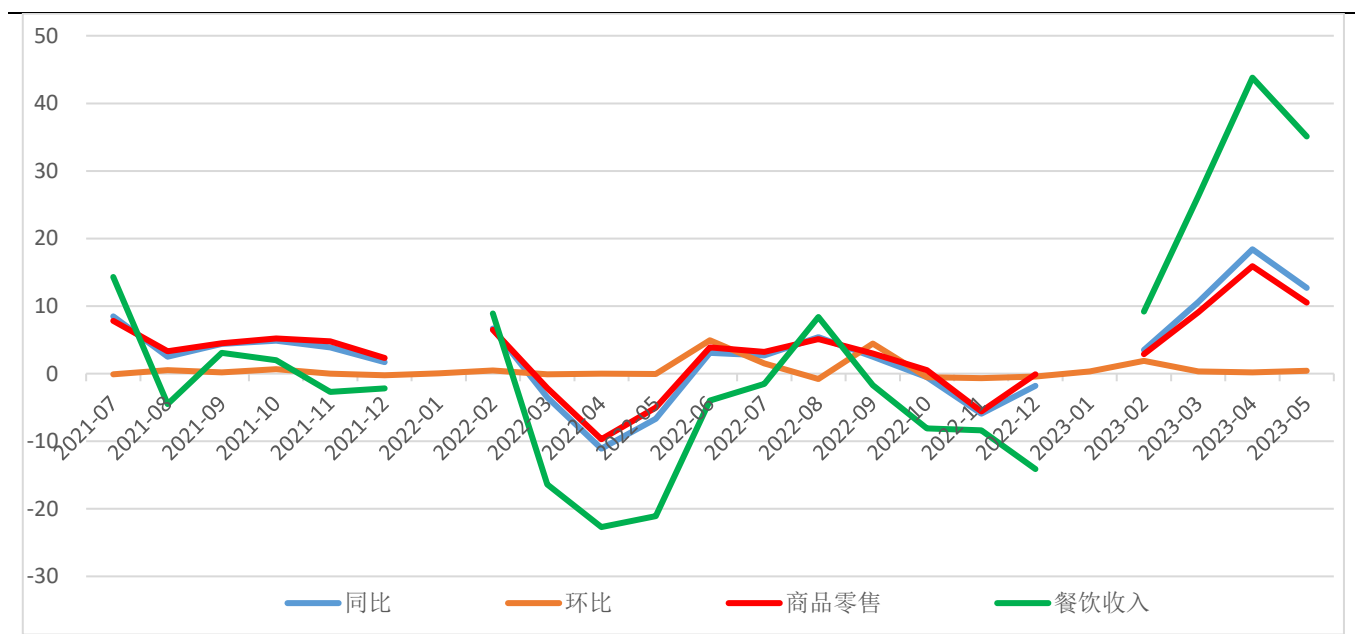
图 6: 5 月电力等行业同比增长高于总体性增速, 采矿业、制造业增速均下降 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

受需求低迷影响, 社会消费品零售总额同比增速回落。数据上, 5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%,

增速较4月回落5.7个百分点；环比看，消费增长0.42%，高于4月0.22个百分点，在五一假期的推动下消费边际好转。分消费类型看，5月商品零售同比增长10.5%，低于4月5.4个百分点；餐饮收入涨幅收窄8.7个百分点至35.1%。从主要消费商品类型看，必需品消费有所分化，5月粮油食品类消费同比下降0.7%，中西医药品消费增速加快3.4个百分点至7.1%；可选消费中，化妆品类、金银珠宝类消费同比分别增长11.7%、24.4%，但低于4月12.6个、20.3个百分点；与出行相关的服装鞋帽同比增速回落14.8个百分点至17.6%，油价下跌叠加基数走高，石油及制品类消费增速下行9.4个百分点至4.1%；耐用消费品中，通讯器材类消费明显上升，5月同比涨幅走阔12.8个百分点至27.4%，汽车消费增速回落13.8个百分点至24.2%，仍明显高于总体增速。

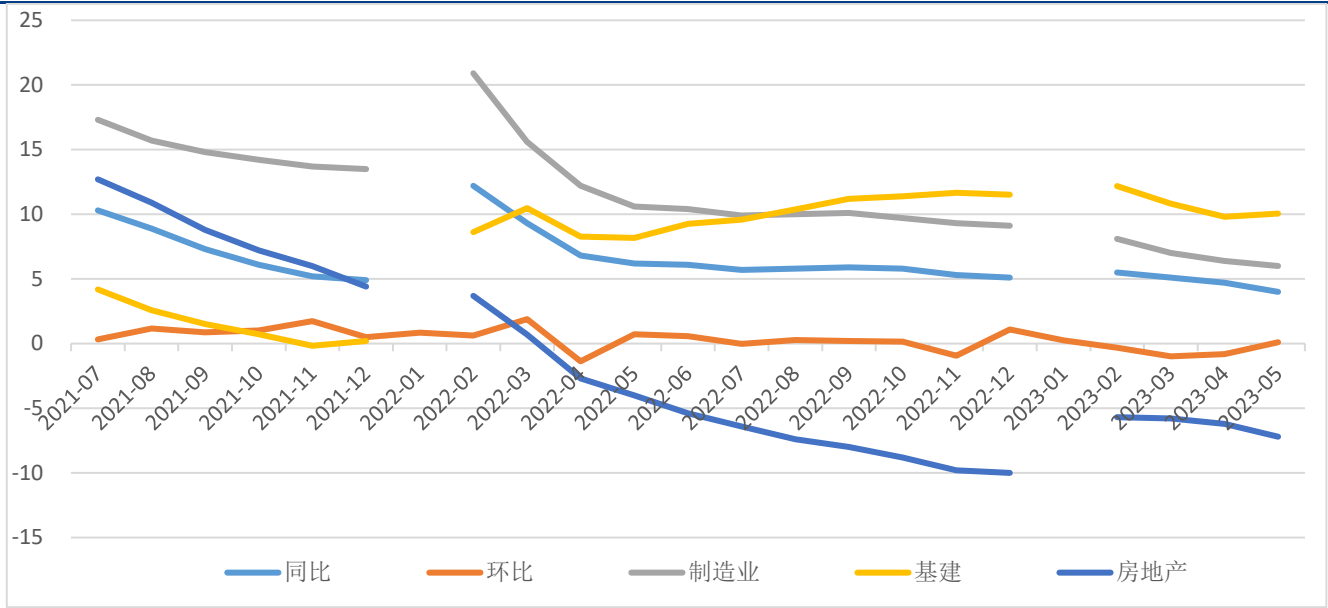
图7：5月商品零售和餐饮收入同比增速均下滑（%）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

由于基建和制造业投资增速放缓、房地产开发投资降幅扩大，固定资产投资同比增速放缓。数据上，1-5月累计，全国固定资产投资同比增长4%，增速较1-4月放缓0.7个百分点。三大投资增速均呈放缓态势，1-5月累计，作为稳增长主要抓手的基建投资仍然增长最快，同比增长7.5%，增速较1-4月放缓1个百分点；受出口回落、利润下滑的拖累，制造业投资同比增长6%，增速较1-4月放缓0.4个百分点；房地产开发投资仍然是投资的拖累项，同比下降7.2%，降幅较1-4月扩大1个百分点，连续三个月降幅扩大。

房地产各先行指标下滑也反映当前楼市仍较疲弱。5月商品房销售面积同比下降19.7%，降幅较4月扩大7.9个百分点；销售额同比由增转降，下降4.8%，表明前两个月销售额改善或主要由价格带动；房地产开发企业到位资金同比也由增转降，下降9.1%；商品房竣工面积同比继续较快增长24.5%，但增速较4月回落12.7个百分点；商品房新开工面积同比降幅较4月略微扩大至28.5%，表明房企信心不足。

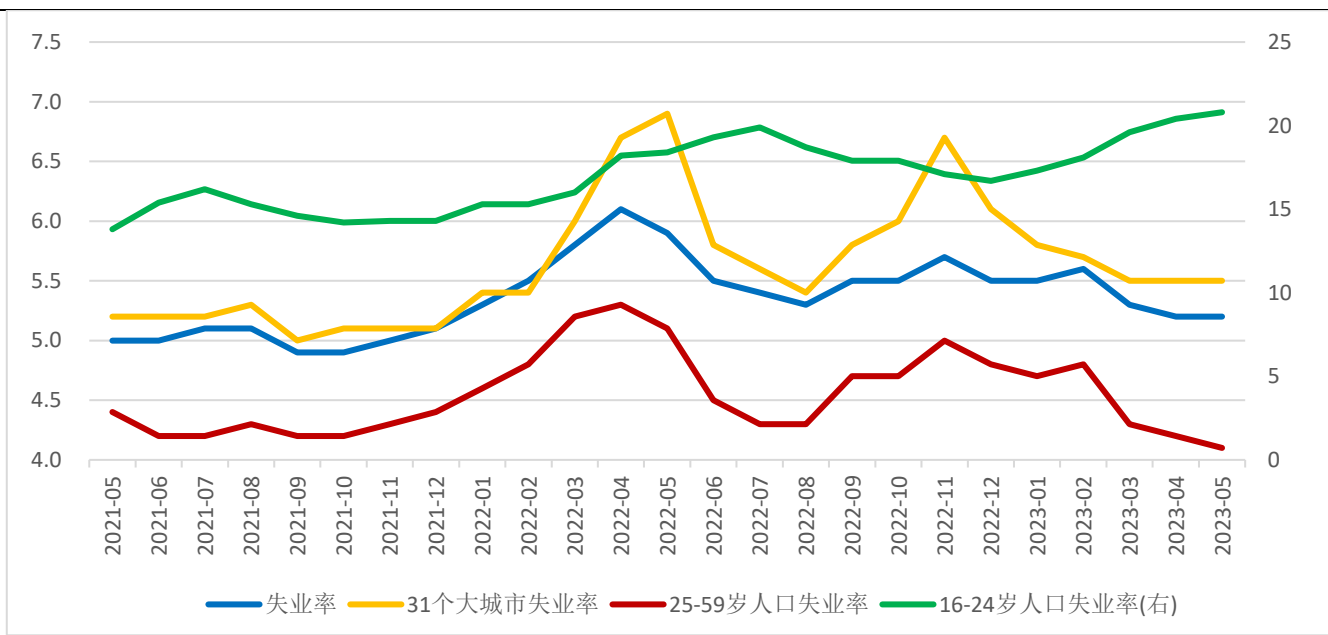
图8：1-5月基建和制造业投资累计增速放缓，房地产开发投资降幅扩大（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

国内经济保持修复态势, 使得就业形势总体稳定, 但青年失业率继续创新高。数据上, 5月全国城镇调查失业率为 5.2%, 与上月持平。大城市就业形势保持稳定, 31 个大城市调查失业率为 5.5%, 连续三个月保持在这一水平。分年龄段看, 主要劳动年龄人口即 25-59 岁劳动力调查失业率在 5 月为 4.1%, 低于 4 月 0.1 个百分点, 但 16-24 岁青年调查失业率为 20.8%, 较 4 月进一步攀升 0.4 个百分点, 连续两月创 2018 年有统计以来新高。

图 9: 5 月整体失业率保持稳定, 但青年失业率再创新高 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 一周要闻

1) 本周美联储 6 月份 FOMC 会议决议公布, 美联储如期宣布暂停加息, 止步此前的连续十次加息纪录。但在会后发言中美联储主席鲍威尔释放了鹰派信号, 6 月份利率维持不动不代表本次加息周期的结束, 同时点阵图

和经济展望中暗示,年内还有两次加息且各加息 25 个基点,市场原本认为 7 月或 9 月是本轮周期最后一次加息。此外,美联储利率掉期不再押注美联储将在 2023 年降息。利率决议公布后,美股短线下挫,美元指数、美债收益率双双走高,现货黄金跌破 1950 美元关口。

2) 本周国内 5 月份经济数据公布,去年同期 4 月份经济受疫情影响严重,本月基数走高下,5 月生产需求等宏观经济的主要指标同比增速均有所回落,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。数据显示,我国 5 月规模以上工业增加值同比增长 3.5%,社会消费品零售总额增长 12.7%。1-5 月份,固定资产投资同比增长 4%,房地产开发投资下降 7.2%。5 月全国城镇调查失业率持平于 5.2%,其中 16-24 岁劳动力调查失业率为 20.8%,青年失业率居高不下。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期叠加跨半年临近，央行仅小幅增量投放，资金价格有所上行；下周资金面面临压力仍大，关注央行公开市场操作情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 770 亿元

本周央行公开市场共有 100 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期,本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购和 2370 亿元 MLF 操作,因此本周央行公开市场全口径净投放 770 亿元。下周央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期,其中周一至周三均到期 20 亿元,因周四和下周五为端午假期,因此 440 亿元逆回购顺延到周日到期。此外,6 月 20 日还将有 500 亿元国库现金定存到期。

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 | 20 | 20 |
| 7 天 | 20 | 20 | 20 | 20 | 420 |
| 14 天 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MLF (投放) 365D | 0 | 0 | 0 | 2370 | 0 |
| MLF (回笼) 365D | 0 | 0 | 0 | 2000 | 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 | 0 | 0 | 0 | 370 | 400 |

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:税期叠加跨半年临近,央行仅小幅增量投放,资金价格有所上行。本周四缴税走款,本周一央行未见增量投放,本周一开始资金面有所转紧,本周二央行意外逆回购降息续作,受此影响,本周三资金价格有所回落。本周后半周税期开始,叠加半年降至,央行未见明显增量投放,资金价格一度上行。本周五银行间回购

利率R001加权平均升至2.0418%，R007加权平均升至2.0416%；交易所回购利率GC001加权平均升至2.1720%，GC007 加权平均降至 2.1570%。

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 | 1.4245 | 1.7784 | 1.4493 | 1.5561 | 2.0418 |
| | R007 | 1.9388 | 2.0044 | 1.9466 | 1.9129 | 2.0416 |
| | R014 | 2.0198 | 2.0556 | 1.9857 | 2.0217 | 2.0572 |
| | R021 | 2.2346 | 2.2728 | 2.2766 | 2.3064 | 2.3592 |
| | R1M | 2.2621 | 2.4001 | 2.3987 | 2.3162 | 2.2763 |
| 上交所协议回购 | 206001 | 3.5300 | 3.8090 | 3.5320 | 3.8220 | |
| | 206007 | 3.3280 | 3.0650 | 3.1460 | 2.9740 | 3.5060 |
| | 206014 | 4.3100 | 3.6760 | 3.8210 | 3.4040 | 3.5870 |
| | 206021 | 4.8400 | 4.5200 | 3.9870 | 4.0840 | 4.1920 |
| | 206030 | 6.0360 | 5.4820 | 5.0860 | 5.4900 | 5.7750 |
| 利率互换定盘：1Y | FR007 | 2.0490 | 2.0248 | 2.0254 | 2.0461 | 2.0862 |

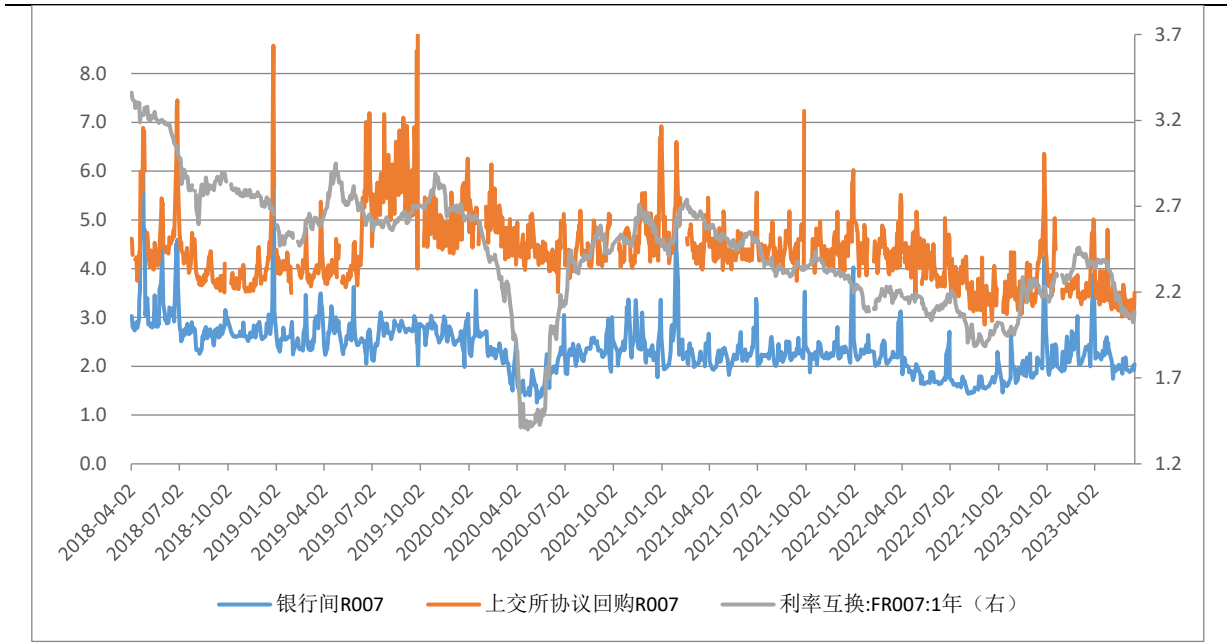
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：下周资金面面临压力仍大，关注央行公开市场操作情况

近日中国人民银行行长易纲赴上海发言指出，人民银行将继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。整体来看，央行再提跨周期调节，说明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，资金面快速转向的可能性相对较小。但随央行降息，宽信用推进可能加快，关注资金面转向可能。

下周一缴税走款持续，叠加下周一 14d 资金开始跨半年，资金面面临的压力可能进一步增大。本周央行增量投放较小，但下周存在 500 亿元国库现金定存到期，一定程度上增加了资金回笼量。此外下周政府债融资额略高于本周，也对资金面存在影响。整体来看，下周资金面面临的冲击不减，关注央行公开市场投放情况。

图 10: 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: 央行本周税期投放资金, OMO、MLF 降息, 金融数据不如预期, 利率债现券全周走 V, 下行后上行, 止盈情绪明显, 利率债全周小幅下行

1) 利率债走势复盘: 央行本周税期投放资金, OMO、MLF 降息, 金融数据不如预期, 利率债现券全周走 V, 下行后上行, 止盈情绪明显, 利率债全周小幅下行

周一, 央行开展 20 亿元逆回购操作, 中标利率 2.0%。当日 20 亿元逆回购到期, 因此当日完全对冲到期量。跨月后资金面宽松, 利率债现券表现好于期货, 期货走势较弱, 临近中午下跌, 水下震荡, 现券全日小幅震荡, 日终小幅下行, 金融数据仍未发布;

周二, 央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作, 中标利率 1.9%, 上次为 2.0%。今日 20 亿元逆回购到期。今日 7 天 OMO 利率超预期下调 10bp, 利率债全线下行, 晚间发布金融数据整体不及预期, 日终长端下行超 4bp。

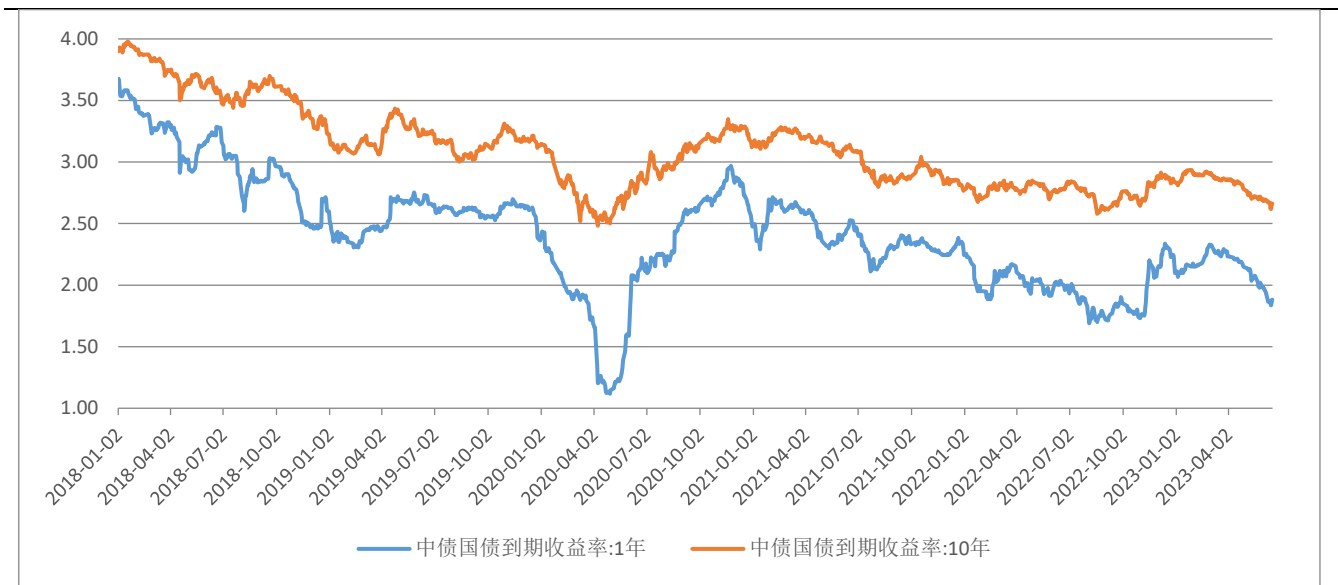
周三, 央行开展 20 亿元逆回购操作, 中标利率 1.9%。当日 20 亿元逆回购到期, 因此当日完全对冲到期量。今日上午利率债小幅下行, 后受止盈+小作文影响, 转向上, 日终小幅下行;

周四, 央行开展开展 2370 亿元 1 年期中期借贷便利 (MLF) 操作和 20 亿元 7 天期公开市场逆回购操作, 中标利率分别为 1.90%、2.65%, 上次分别为 1.90%、2.75%。今日 20 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期。MLF 如预期下调, 利多出尽, 同时关于政策小作文频出, 机构止盈, 利率债持续上行, 日终长端上行 4bp 以上;

周五, 央行开展 420 亿元 7 天期逆回购操作, 中标利率 1.9%。Wind 数据显示, 当日 20 亿元逆回购到期, 因此单日净投放 400 亿元; 本周央行公开市场共有 100 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期, 本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购和 2370 亿元 MLF 操作, 因此本周央行公开市场全口径净投放 770 亿元。今日继续止盈盘砸盘, t 持续低迷, 下午跳水, 但现券晚间有所收敛, 日终上行 1.75-2.2bp。

本周国债活跃券换券，230004 换为 230012，由 2.6875% 累计下行 1.75bp 至 2.6700%，10 年国开活跃券 230205 由 2.8550% 累计下行 0.5bp 至 2.8500%。

图 11：10 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：本周 OMO 超预期下调 10bp，金融数据不及预期，利率大幅下行接近 2.6% 后止盈反弹，回到 2.7% 附近。目前利率低位，止盈情绪明显，经济数据继续较弱情况下，政策+小作文主导市场，不排除会有超预期刺激政策，此位置易上难下，将还有继续上行带来的交易性机会

金融数据：新增人民币贷款 13600 亿元，Wind 一致预期 14500 亿元，前值 7188 亿元。社会融资规模 15600 亿元，Wind 一致预期 19900 亿元，前值 12171 亿元。M2 同比 11.6%，Wind 一致预期 12.1%，前值 12.4%；M1 同比 4.7%，前值 5.3%；M0 同比 9.6%。信贷、社融整体较弱，但不必过分担忧。1) 信贷分项目看，企业贷款减少，中长期尚可；居民虽多增，但绝对值较低，能够底线地产低迷现状：其中非金融企业贷款新增 8558 亿元，同比少增 6742 亿元。居民贷款新增 3672 亿元，同比多增 784 亿元。2) 社融同比增速下滑至 10% 以下，政府债券少增 5011 亿为主要拖累项，但和去年和今年专项债发行节奏有关，预计三季度政府债的发行将带动社融走高；企业债券融资多减 2541 亿，和财报季有关，债券供给量较小，此项目 6 月后也会有明显好转。社融方面不必过分担忧。

本周 OMO 降息超预期，市场主要围绕 MLF 降息进行判断，央行先行一步降低 OMO 利率。后续 MLF 及 LPR 降低为预期中，且降息幅度相同。自从 3 月以来，后疫情脉冲已过，经济数据持续低于预期，国内需求较弱，海外衰退导致出口疲软，内外均有压力。此次降息，主要为市场传递积极信号，下降幅度较小，对经济增长效果有限，后续需要关注宽信用传导。银行间杠杆加高，本周利多出尽，止盈盘周四周五止盈，利率重回 2.7% 附近。经济数据持续较弱的情况下，政策端将带领市场，本周关于消费刺激以及特别国债小作文再次出现，不排除会有超预期刺激政策，此位置易上难下，将还有继续上行带来的交易性机会。

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-1,679.70 亿元，发行总额达 5,464.40 亿元，平均发行利率为 2.2154%，到期量为 7,144.10 亿元。存单融资额环比回落，持续为负。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 14.41bp 报 2.1041%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 2.15bp 报 2.0972%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 8.71bp 报 2.1514%，9M 存单平均发行利率较上周下行 3.12bp 报 2.2867%。

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 3,458.72 亿元，环比增加 961.44 亿元，偿还量约 2,279.71 亿元，净融资额约 1,179.01 亿元，环比增加 632.03 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上行 1.85bp，3 年期各评级信用债收益率下行 0.06~上行 2.91bp，5 年期各评级信用债收益率下行 0.60BP~上行 1.51bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

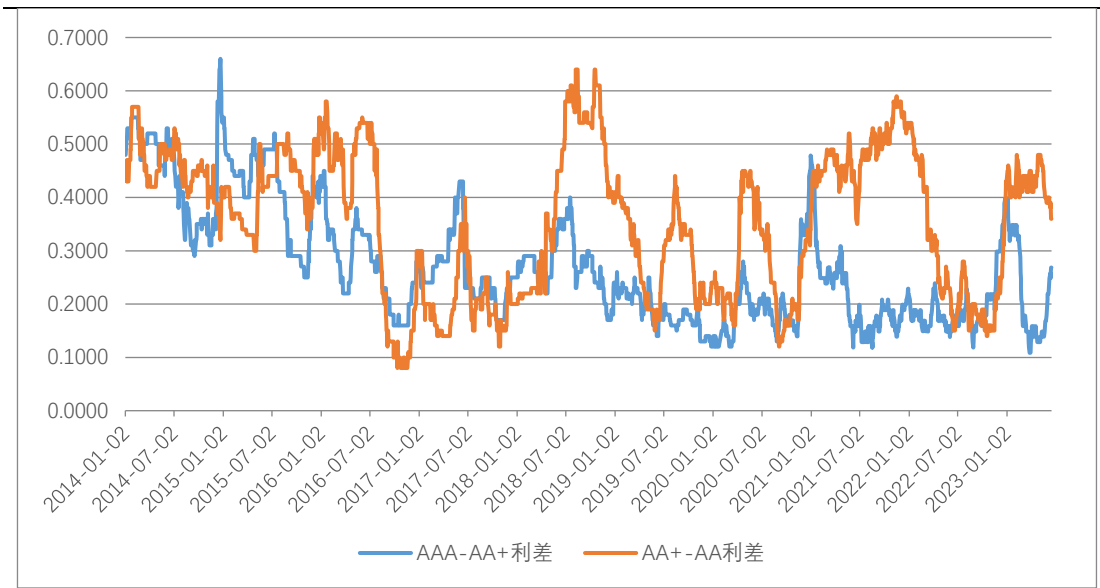
| 信用债种类 | 当前利率 (%) | 2013 年以来分位数 (%) | 较上周变动 (BP) |
|--------------|----------|-----------------|------------|
| 信用债(AAA):1 年 | 2.4514 | 6.80% | 1.85 |
| 信用债(AAA):3 年 | 2.7798 | 5.00% | 0.90 |
| 信用债(AAA):5 年 | 3.0410 | 3.30% | -0.49 |
| 信用债(AA+):1 年 | 2.5492 | 6.50% | 1.85 |
| 信用债(AA+):3 年 | 3.0483 | 6.50% | 2.91 |
| 信用债(AA+):5 年 | 3.3543 | 5.30% | 1.51 |
| 信用债(AA):1 年 | 2.6292 | 6.30% | 1.85 |
| 信用债(AA):3 年 | 3.4083 | 10.60% | -0.09 |
| 信用债(AA):5 年 | 3.7343 | 5.30% | -0.60 |

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 0.95bp、扩大 1.06bp、缩小 1.94bp，5Y-3Y 利差分别缩小 1.39bp、1.40bp、0.51bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 27bp，较上周扩大 2bp，AA 与 AA+之间的利差为 36bp，较上周缩小 3bp。

图 12: 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: 需求持续修复趋势确定, 短期内消费板块有望迎来小幅反弹

1) 权益市场走势复盘: 国内政策预期增强及中美关系阶段性改善, 内外因素合力支撑 A 股反弹

上证综指最终报收 3273.33 点, 同期深证成指上涨 4.75%, 创业板指上涨 5.93%, 从盘面走势来看, 超跌成长股反弹幅度更大。量能方面, 沪指在本周的五天中成交量呈上行状态。上证指数成交量 206.63 亿, 深证成指成交量 298.18 亿。

北上资金, 本周合计流入 143.91 亿元, 且出现连续北向净买入超百亿元, 创 2 月 9 日以来的新高。上证 50 上涨 2.24%, 沪深 300 上涨 3.30%, 中证 500 上涨 2.30%, 创业板 50 上涨 7.21%, 国证 2000 上涨 2.61%。

本周五个交易日, 30 个中信一级行业中有 27 个上涨, 3 个下跌, 其中家食品饮料、汽车、电力设备及新能源领涨 7.82%、6.56%、6.40%; 电力及公用事业、银行领跌 2.58%、2.12%。市场三大指数均强势上行, 其中深证成指日线七连阳。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:

本周 A 股市场的反弹反映出投资者风险偏好的企稳, 同时 5 月经济数据公布, 虽然环比有所改善, 但整体依然偏弱。央行降息、国常会强调研究推动经济持续回升向好的一批政策措施均反应出政策方面释放的积极信号; 布林肯访华使市场对中美关系阶段性改善的预期也有所提升, 在各种因素加持下 A 股在本周小幅反弹。

海外方面，美联储6月暂缓加息符合市场预期，但根据会议上公布的最新经济预测和点阵图显示，美联储鹰派程度有较大的提升，暂停加息只是意味着放缓加息的节奏，7月份加息的可能性仍然存在，但判断9月后再度加息为时尚早，同样年内降息可能性不大，年底或可逐步打开对于明年的降息预期。

当前市场整体估值偏低，行业估值呈分化态势。截至6月16日，同花顺沪深全A市盈率为14.38倍，处于2014年以来历史百分位的23.96%；31个申万一级行业中，只10个行业估值处于中位数之上，显示市场整体估值偏低。在利好政策带动下，人工智能链与汽车链表现活跃。TMT主题市场当前热度维持高位，截至6月16日，TMT指数成交金额占万得全A的44.58%，交易拥挤度位于近五年历史百分位的98.42%。其中计算机、传媒行业估值所处2014至今的历史百分位也较高，达65.55%、58.23%。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。汽车行业当前估值处于2014年以来历史百分位达全行业最高，录得73.38%。政策发力和内外需求拉动共同推动汽车板块估值升高。政策方面，商务部将于6月至12月组织开展汽车促消费活动。中国汽车工业协会、中国汽车流通协会统计分析，5月汽车企业出口38.9万辆，同比增长58.7%；全国二手车市场交易量149.68万辆，同比增长25.95%。当前经济温和复苏，大金融、周期板块估值较低。

需求持续修复趋势确定，短期内消费板块有望在618购物节催化下迎来小幅反弹。3月至今经济数据偏弱，市场对于有效消费的意愿有所担忧，白酒企业经历年初信心回升带来的阶段性上涨后震荡下跌。进入6月，市场对稳增长政策进一步落地预期抬升，前期较悲观的预期回摆，白酒板块开启震荡上行。消费相关企业经营环境较去年明显改善，渠道及终端信心企稳，营收下行风险较低，盈利目标完成确定性较高；此外，6月16日发改委表示将抓紧出台关于恢复和扩大消费的政策文件，预计消费一揽子政策有望落地。“618”购物节抬高居民消费热情，大消费板块有望上涨。今年互联网电商平台更注重性价比和用户体验，电商平台对消费者与商家的两头让利，有助于此次“618”的消费需求充分释放。预计短期内消费相关领域有望进一步反弹。近五年6月18日后5个交易日，31个申万一级行业中共17个行业上涨，大消费板块涨幅靠前。食品饮料、医药生物、家用电器、汽车、美容护理等行业平均涨幅分别超同花顺沪深全A平均涨幅0.29%、0.29%、0.12%、0.04%、0.04%。近五

年6月18日后5个交易日平均涨幅高于同花顺沪深全A的行业中，医药生物、环保、食品饮料、电子、家用电器、美容护理截至6.16交易拥挤度处于近五年历史百分位低于50%，可关注投资机会。

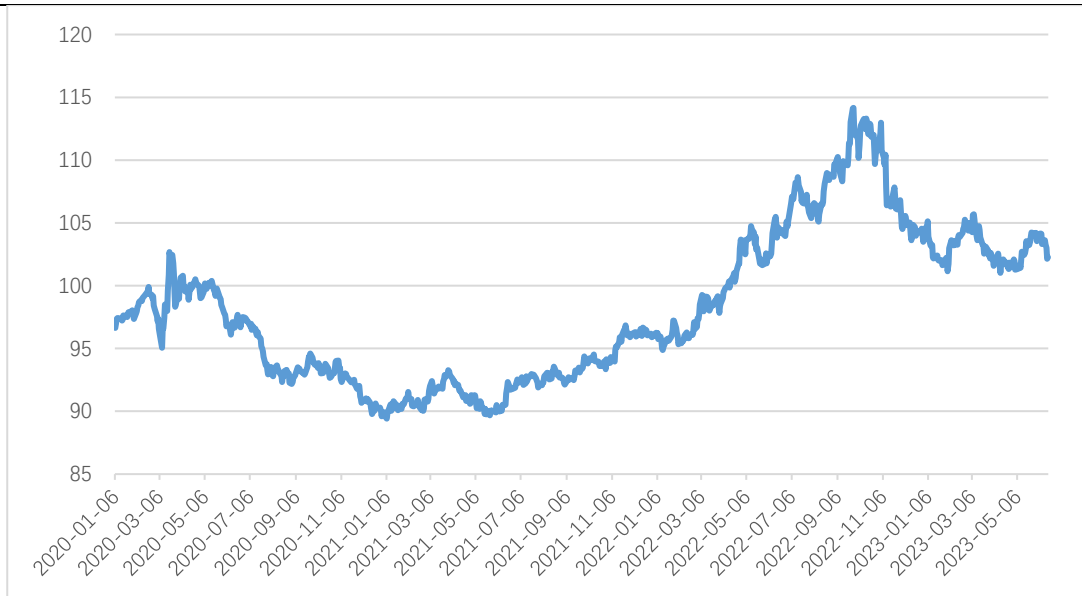
短期内消费板块有望在618购物节催化下迎来小幅反弹，建议关注食品饮料、医药生物、家用电器等。TMT板块处于梳理分歧寻找产业主线阶段，建议关注数字基础设施及数据资源体系相关估值修复弹性较大国企。通信龙头在两大主题交集下趋势共振，仍有提升空间。光通信产业链供需两端持续改善，当下或为布局良机。大安全方向我们继续重点看好国防军工板块，短期内建议重点关注航空产业链及军工电子。

3.2 美元指数分析：美国5月份CPI超预期回落，FOMC会议维持利率不变，美元指数本周走弱

本周美元指数报102.2833，较上周下跌1.3442。本周前半周美元指数整体呈现震荡下行趋势。本周二公布的美国5月份CPI数据回落速度超市场预期，一定程度上减轻了市场对于美联储本周持续加息的担忧，数据公布后当日美元指数有所回落。本周四美国6月份FOMC会议决议公布，美联储本月暂停加息，但美联储主席鲍威尔同时称，几乎所有委员认为进一步加息是适宜的，6月份暂停加息不代表加息周期结束，今年预计不会降息。鲍威尔发言鸽中带鹰，美元指数暂时回落后一度反弹，而后再次转为下行。

本周美联储虽然暂定加息，但会后发言鸽中带鹰，未来会议仍存加息可能，但另一方面，美联储在加息周期往往更加注重预期管理，实际操作上可能相较公开发言更偏鸽派。结合近期点阵图来看，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 13: 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