

## 金融市场分析周报

(2023.06.26-2023.06.30)

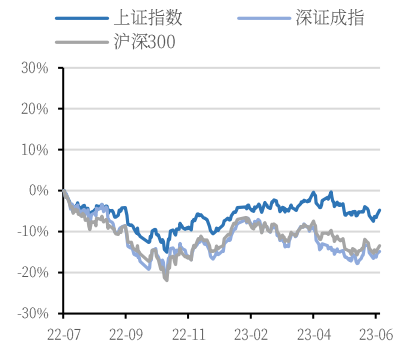
### 报告摘要

- 工业企业利润：**受制造业拉动，工业生产有所恢复，企业利润同比降幅进一步收窄。制造业拉动工业生产继续恢复，叠加基数较低，企业利润同比降幅继续收窄，边际上有改善迹象。三大行业中，采矿业利润增速继续下降，制造业利润降幅减少，电力等行业利润增速加快，是工业利润的最主要拉动项，同时数据显示民企和外企的利润改善程度好于国企，或表明经济正在筑底，后续有加快复苏可能。
- PMI：**制造业生产端改善明显，需求端也已过最坏阶段，但非制造业复苏放慢，经济整体动能仍不足。6月制造业PMI为49，较5月回升0.2个百分点，仍处于萎缩区间，但非制造业PMI为53.2，低于5月1.3个百分点，两者一升一降，表明企业生产延续扩张态势，但动能放缓。制造业生产在连续三个月收缩后再次进入扩张区间，同时需求下降速度放慢，这都是经济即将改善的前兆。总体供需仍弱，导致大宗价格继续下行，价格指数仍低，库存整体仍在下降。随着逆周期调节政策逐渐出台，经济或逐渐走出低谷，下半年回暖概率较大。
- 资金面分析：**跨半年期间资金面一度收紧，资金价格上行；随跨半年结束，财政走款持续，预计资金面紧张程度将有所缓解。本周央行公开市场共有4160亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了9730亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净投放5570亿元。本周跨半年，资金价格季节性上行，一方面近期回购成交量处于高位，另一方面本次跨半年资金面收紧程度相较往年仍处于正常范畴。本周央行增大逆回购投放，对资金面提供支持，增大了下周逆回购到期量。但另一方面下周政府债融资额有所回落，一定程度对资金面紧张有所缓解。同时

### 主要数据

上证指数	3243.975
沪深300	3892.8821
深证成指	11091.5629

### 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: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	

### 相关研究报告

- PMI 数据显示 6 月经济动能仍然较弱 —2023-07-02
- 安之若素,否极泰来——2023 年宏观策略中期展望 —2023-06-30
- 金融市场分析周报 —2023-06-21

下周财政支出走款继续，6月份往往为财政支出大月，财政资金回流下资金市场有望得到补充。整体来看，随跨半年结束，对于资金面最大的影响减弱，预计资金面紧张程度将明显缓解。

- **利率债：端午节前 LPR 下调 10bp，完全跟随 OMO 及 MLF，未超预期。**端午数据一般，1-5月企业利润降幅收窄，PMI 在汽车拉动下小幅抬升，但制造业仍在荣枯线下。最近两周波动幅度极小，目前市场围绕“强刺激”政策小作文交易，经济弱复苏形式不改，长端利率经过前期下探 V 回后，底部特征明显，此位置没有太大的交易空间。LPR 下调未超预期，跟随 OMO-MLF 幅度，2022 年 5 月及 8 月 LPR 5 年期超调，1 年期弱调。LPR 调降后银行资产端价格下降，为维持净息差负债端-存款有望进一步下调，大行将首先调整。根据同程灯塔专业版数据，虽然游客数量较 2019 年增加，但消费意愿差，人次消费较 2019 年回落。整体看端午数据较弱，内需仍旧不足。1~5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元，同比下降 18.8%，降幅比 1~4 月份收窄 1.8 个百分点。41 个工业大类行业中，14 个行业利润总额同比增长，1 个行业持平，24 个行业下降，2 个行业（黑色金属冶炼和压延加工业）由盈转亏。PMI 49.0%，比上月上升 0.2 个百分点；非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 53.2%和 52.3%，比上月下降 1.3 和 0.6 个百分点。制造业：分类指数看，生产指数扩张，制造业生产活动加速，新订单指数上升，原材料、从业人员继续下降，但除生产指数，其余均在荣枯线下。分行业看，21 个行业中有 12 个环比上升，比上月增加 4 个，制造业景气水平总体有所改善。非制造业：自 3 月高点以来连续下滑。服务业和建筑业较上个月均下滑，但仍处于扩张期间。总体看，非制造业脉冲已过，地产链恢复不如预期，制造业修复持续性存疑。综合看，LPR 未超预期下调 15bp，仅跟随 OMO-MLF 下调 10bp，一方面缓解市场对于宽信用的强预期，另一方面净息差考核未来将引导存款利率下调带来比价效应。经济弱复苏形势不改，端午数据一般，居民消费意愿较弱，劳动节及端午节客单价均低于 2019 年水平，内需仍需刺激。目前市场关注 7 月会议，市

场围绕政策是否会强刺激进行博弈。目前利率债在 2.6-2.7% 区间震荡，OMO 降息后迅速下探后反弹，下行难度较大。

- **权益市场：需求持续修复趋势确定，下半年外部流动性及国内复苏节奏有望改善，往后看随着稳地产政策发力，相关行业有望企稳回升，消费板块及拥挤度较低的板块或迎来反弹。**北上资金 6 月 19 日-6 月 30 日共 8 个交易日合计流出 88.27 亿元。上证综指最终报收 3202.06 点，同期深证成指下跌 2.48%，创业板指下跌 2.43%，分行业来看，6 月 19 日-6 月 30 日共 8 个交易日中，30 个中信一级行业中有 10 个上涨，20 个下跌，其中国防军工、机械、电力及公共事业领涨 5.34%、4.39%、2.34%；传媒、消费者服务、计算机领跌 10.49%、9.89%、6.90%。在近期主动偏股型公募产品阶段性调仓后，短期内主题投资表现或较稳定，市场焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散。除了前期受市场关注度较高的行业外，公用事业、美容护理、汽车等不仅一季报表现较好全年也有望录得较高盈利增速；钢铁，电子，轻工制造，房地产，国防军工，纺织服饰等行业虽一季报表现欠佳但全年有望实现逆境反转。
- **美元指数分析：美联储主席鲍威尔于欧洲央行论坛发表鹰派言论，美元指数本周上行。**本周美元指数前半周维持平缓，后半周有所上行。本周三美联储主席鲍威尔于欧洲央行中央银行论坛发表鹰派言论，称美联储对抗通胀仍未停止，预计货币政策仍将收紧，多数官员支持进一步加息。受此影响，当日美元指数明显上行。此外本周多项美国经济数据公布，整体来看喜忧参半，但其中较为重要的美国 6 月份芝加哥 PMI 数据明显不及市场预期，一定程度促使美元指数回落。

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

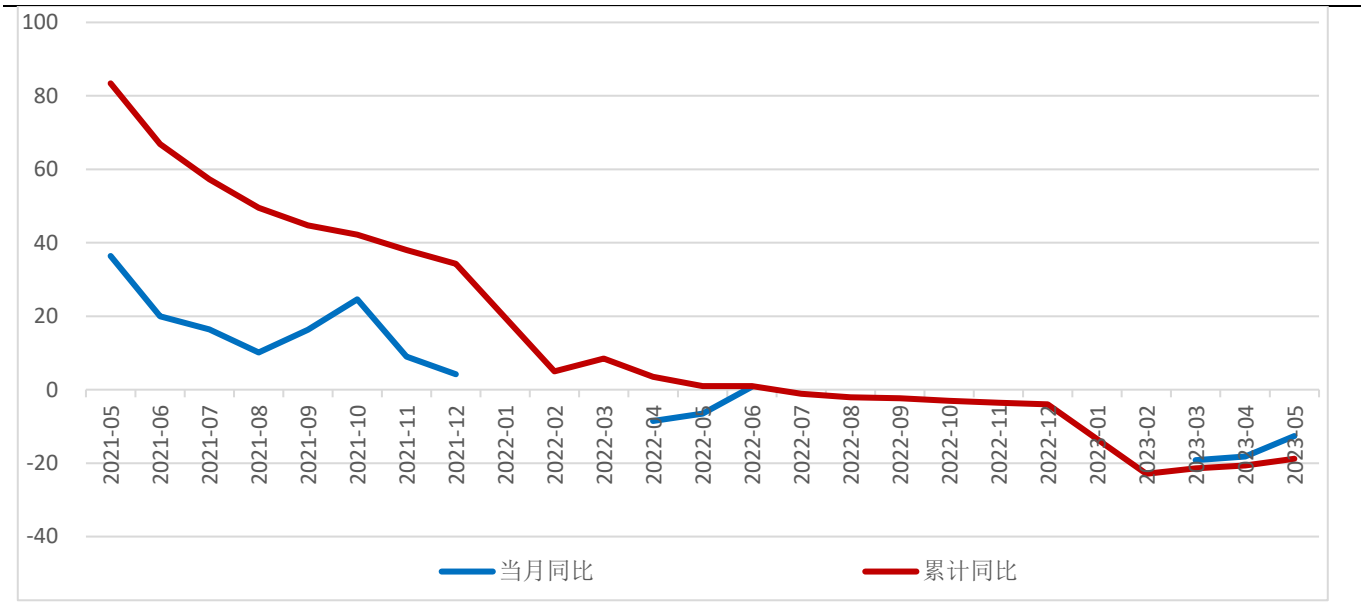
一、 本周重点经济 .....	6
1.1 受制造业拉动，工业生产有所恢复，企业利润同比降幅进一步收窄 .....	6
1.2 制造业生产端改善明显，需求端也已过最坏阶段，但非制造业复苏 放慢，经济整体动能仍不足 .....	7
1.3 一周要闻 .....	9
二、 固定收益市场分析 .....	9
2.1 资金面分析：跨半年期间，资金面一度收紧，资金价格上行；随跨 半年结束，财政走款持续，预计资金面紧张程度将有所缓解.....	10
2.2 利率债走势分析：央行近两周跨季投放资金，LPR 跟随 OMO 及 MLF 同步调整未超预期，端午数据一般，1-5 月工业企业利润收窄，最 近两周小幅震荡下行 .....	12
2.3 存单信用债分析：存单融资额转负、信用债融资额减少；二级市场 信用债收益率整体下行.....	14
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，下半年外部流动性及国内 复苏节奏有望改善，消费板块及拥挤度较低的板块有望迎来反弹.....	16
3.2 美元指数分析：美联储主席鲍威尔于欧洲央行论坛发表鹰派言论， 美元指数本周上行.....	18

## 一、 本周重点经济

### 1.1 受制造业拉动，工业生产有所恢复，企业利润同比降幅进一步收窄

制造业拉动工业生产继续恢复，叠加基数较低，企业利润同比降幅继续收窄，边际上有改善迹象。数据上看，1-5月累计，全国规模以上工业企业利润总额累计同比下降18.8%，降幅较1-4月收窄1.8个百分点，5月当月同比下降12.6%，降幅较4月收窄5.6个百分点，说明工业企业利润有改善的预期。

图1：前5月工业企业利润同比降幅继续收窄（%）

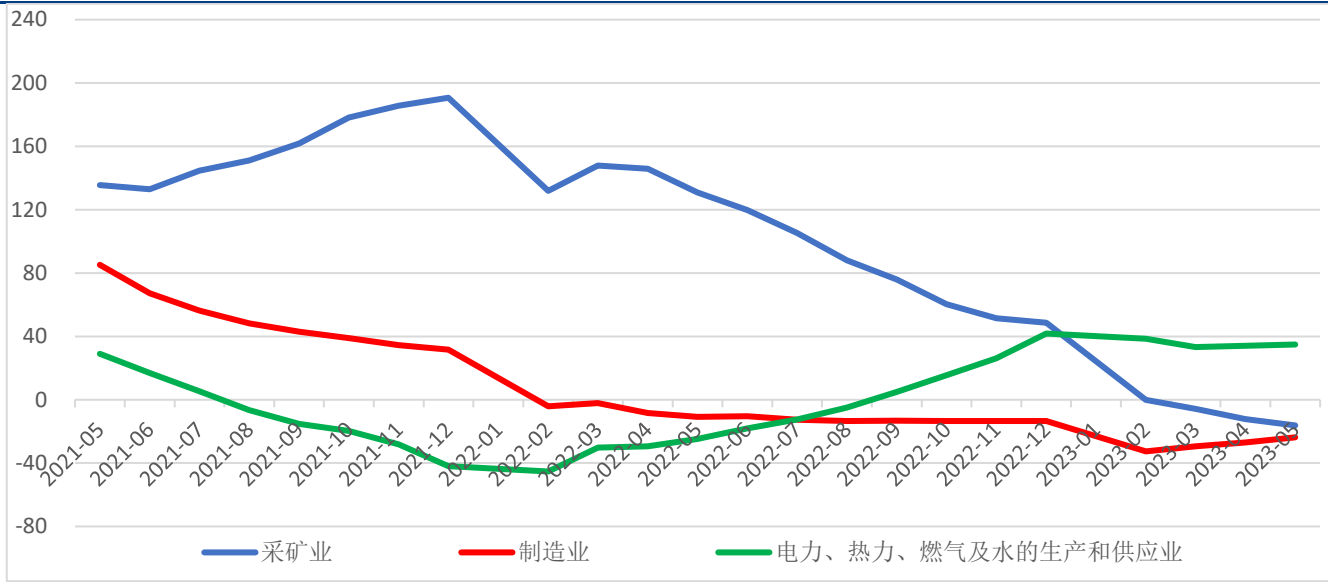


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

制造业利润出现改善，电力等行业利润增速加快为主要支撑。从三大工业行业看，1-5月，价格回落导致采矿业利润总额同比降幅扩大3.9个百分点至16.2%，其中石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业累计同比降幅分别扩大3.9个、4.1个百分点至9.9%、18.7%。制造业利润改善，1-5月同比降幅收窄3.3个百分点至23.7%，主要行业中，装备制造业利润同比增长15.2%，较4月放缓14.6个百分点，是工业利润贡献最大的行业板块；受汽车特别是新能源汽车销售增长加快支撑，汽车制造业利润增长1.02倍；光伏设备、锂离子电池等新能源产品带动电气机械行业利润增长27.3%，增速回落10.2个百分点；消费需求不断恢复，消费品制造业利润降幅收窄17.1个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比降幅收窄4个百分点至49.2%。1-5月电力、热力及水的生产和供应业利润同比增长34.8%，增速加快0.7个百分点，为工业利润的最主要支撑，其中随着迎峰度夏电力保供深入推进，发电量持续增长，5月电力行业利润增长40.7%，但较4月回落4.6个百分点。

不同所有制企业利润均有改善，且外企、私企改善幅度大于国企。1-5月累计，国有控股企业利润总额同比降幅收窄0.2个百分点至17.7%，外商及港澳台商投资企业、私营企业同比降幅分别收窄2.6个、1.2个百分点至13.6%、21.3%。

图2：1-5月，制造业利润同比改善，电力、热力及水的生产和供应业利润增速加快（%）

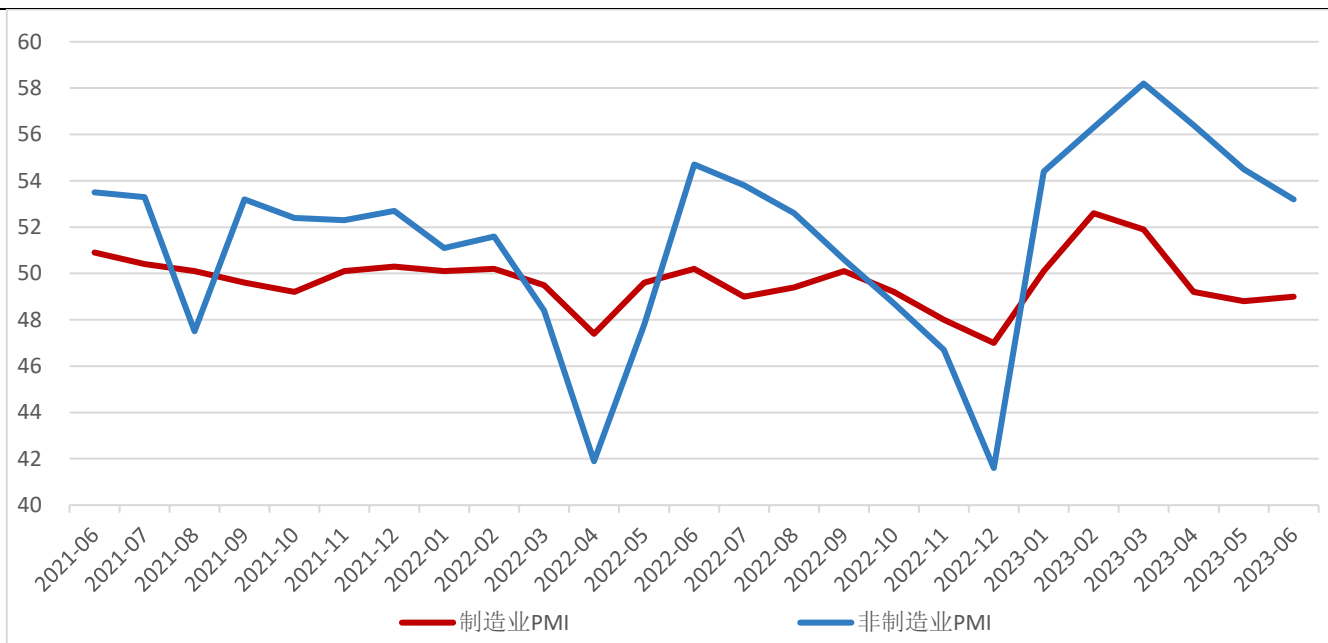


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

## 1.2 制造业生产端改善明显, 需求端也已过最坏阶段, 但非制造业复苏放慢, 经济整体动能仍不足

制造业生产端率先恢复, 需求也有一定改善, 使得制造业 PMI 在收缩区间小幅回升, 但服务业商务活动指数继续回落, 复苏放缓。数据上看, 6月制造业采购经理指数 (PMI) 为 49, 较 5 月回升 0.2 个百分点, 但连续三个月处于收缩区间内; 非制造业商务活动指数为 53.2, 低于 5 月 1.3 个百分点; 综合 PMI 产出指数下降 0.6 个百分点至 52.3, 表明企业生产延续扩张态势, 但动能放缓。

图 3: 6 月制造业放缓速度减慢, 但非制造业复苏速度放慢 (%)



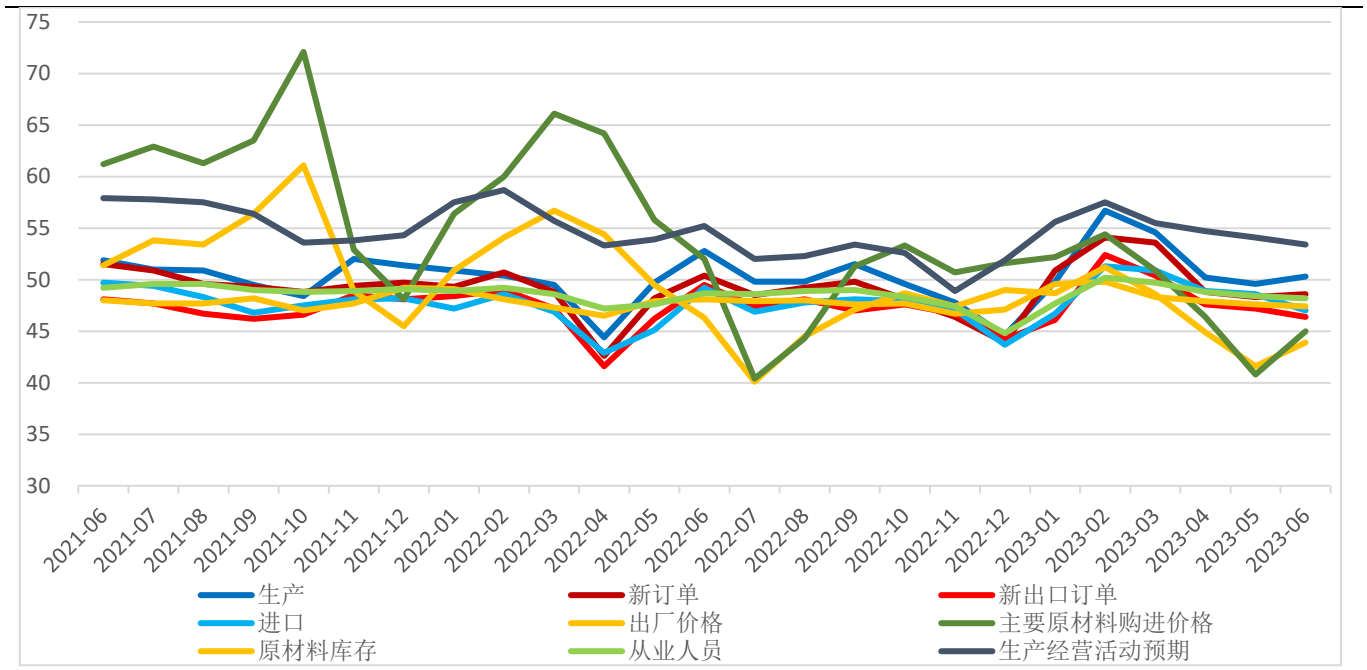
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

制造业生产端优先复苏但供需仍弱, 尤其是外需, 同时价格指数继续下行, 库存仍在去化中。从制造业 PMI 各分项指数看, 供给恢复扩张, 需求边际改善, 6 月生产指数回升 0.7 个百分点至 50.3, 重回扩张区间, 新订单



指数上升 0.3 个百分点至 48.6，但由于全球经济仍疲弱，新出口订单指数下降 0.8 个百分点至 46.4。供需均弱导致 6 月从业人员指数下降 0.2 个百分点至 48.2，连续四个月低于临界点。价格方面，由于近期部分大宗商品价格继续下行，6 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别上升 4.2 个、2.3 个百分点至 45 和 43.9。库存方面，6 月原材料库存指数从上月的 40.8 升至 45，表明去库存的速度已经下降，或从主动去库存转向被动去库存阶段。预期方面，6 月制造业生产经营活动预期指数下降 0.7 个百分点至 53.4，降至年内低点，反映企业仍对行业前景保持乐观但程度有所下降。

**图 4：6 月多数制造业指数仍处于萎缩区间但部分指数已出现改善（%）**

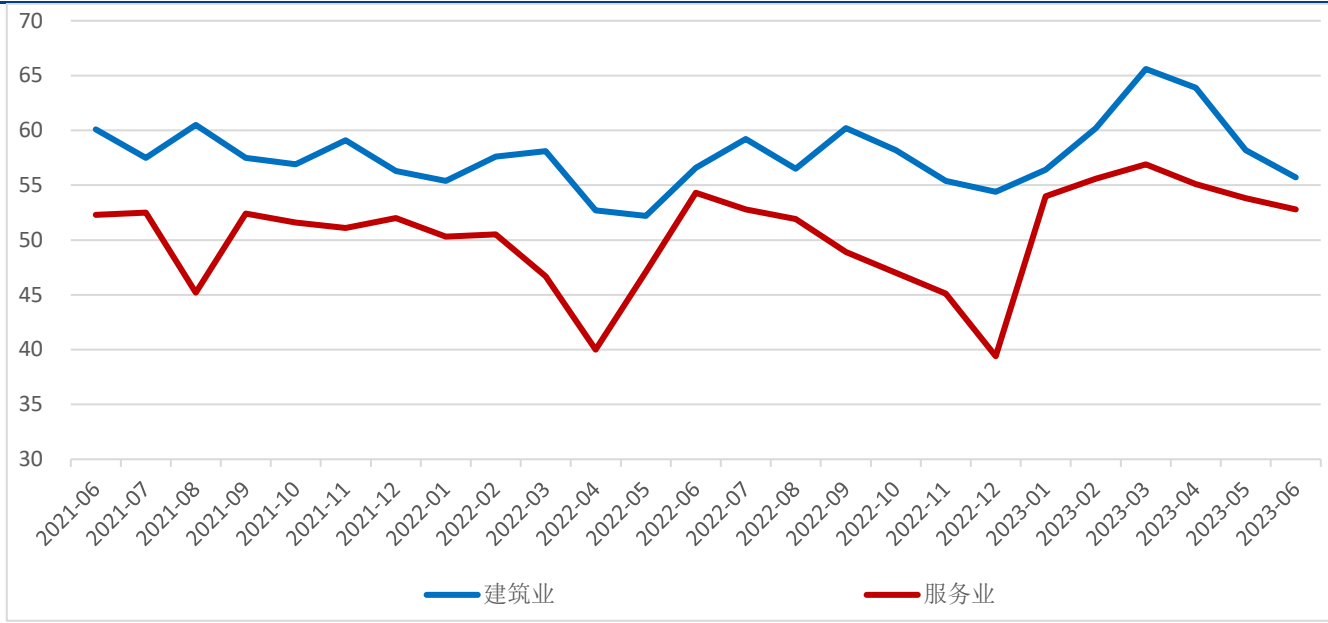


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

**服务业（非制造业）修复速度放缓，但整体情况仍好于制造业。**6 月服务业商务活动指数为 52.8，较 5 月下降 1 个百分点，航空运输、邮政快递、电信广播电视等行业商务活动指数均位于 60 以上高位景气区间，但批发、房地产、居民服务等行业商务活动指数低于临界点。建筑业持续呈扩张态势，6 月建筑业商务活动指数为 55.7，低于上月 2.5 个百分点，其中土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为 64.3 和 53.9，上升 2.6 个和 2.2 个百分点，表明土木工程建筑业产需扩张加快。

**图 5：6 月服务业和建筑业仍在扩张区间但复苏放缓（%）**





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) 本周五统计局公布了中国 6 月份 PMI 数据。中国 6 月官方制造业 PMI 为 49.0%，环比上升 0.2 个百分点，持续位于临界点以下，但收缩程度有所放缓；官方非制造业 PMI 为 53.2%，环比下降 1.3 个百分点，仍高于临界点；综合 PMI 产出指数为 52.3%，同样较上个月有所回落，整体来看我国企业生产经营活动总体延续扩张态势。

2) 本周三央行货币政策委员会召开二季度例会。会议指出，要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

3) 美欧英日四大央行行长齐聚欧洲央行中央银行论坛。美联储主席鲍威尔会上表示，美联储尚未完成抗通胀工作，预计货币政策将进一步收紧；在点阵图上，多数美联储官员支持今年再加息两次。鲍威尔称不排除连续加息可能性，预计到 2025 年美国核心通胀率将回落到 2%。欧洲央行行长拉加德表示，如果基准情景保持不变，很可能在 7 月加息；目前不考虑暂停加息，不考虑改变通胀目标。英国央行行长贝利指出，英国经济表现出更强的韧性，将采取必要措施以实现通胀目标。日本央行行长植田和男表示，如果对通胀预测第二部分变得相当确定，那将是重新考虑政策变化的充分理由。

## 二、 固定收益市场分析

## 2.1 资金面分析: 跨半年期间, 资金面一度收紧, 资金价格上行; 随跨半年结束, 财政走款持续, 预计资金面紧张程度将有所缓解

### 1) 央行的公开市场操作: 本周央行公开市场全口径净投放 5570 亿元

本周央行公开市场共有 4160 亿元逆回购到期, 本周央行公开市场累计进行了 9730 亿元逆回购操作, 因此本周央行公开市场净投放 5570 亿元。下周央行公开市场将有 11690 亿元逆回购到期, 其中周一至周五分别到期 4400 亿元、2190 亿元、2140 亿元、1930 亿元、1030 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	890	1820	1450	0	0
7 天	2440	2190	2140	1930	1030
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	1550	370	690	1930	1030

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:** 跨半年期间, 资金面一度收紧, 资金价格上行。本周为跨半年前一周, 7d 资金开始跨半年, 资金面整体收紧, 资金价格一路上行。本周一起 7d 资金价格明显上行, 并随半年临近, 呈现逐步走高态势, 相应月内资金价格相对平稳, 隔夜资金价格前半周仍维持较低水平, 仅在周四周五出现明显上升。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.1844%, R007 加权平均升至 3.1273%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 4.1600%,

GC007 加权平均降至 2.4190%。

表 2：本周货币市场利率 (%)

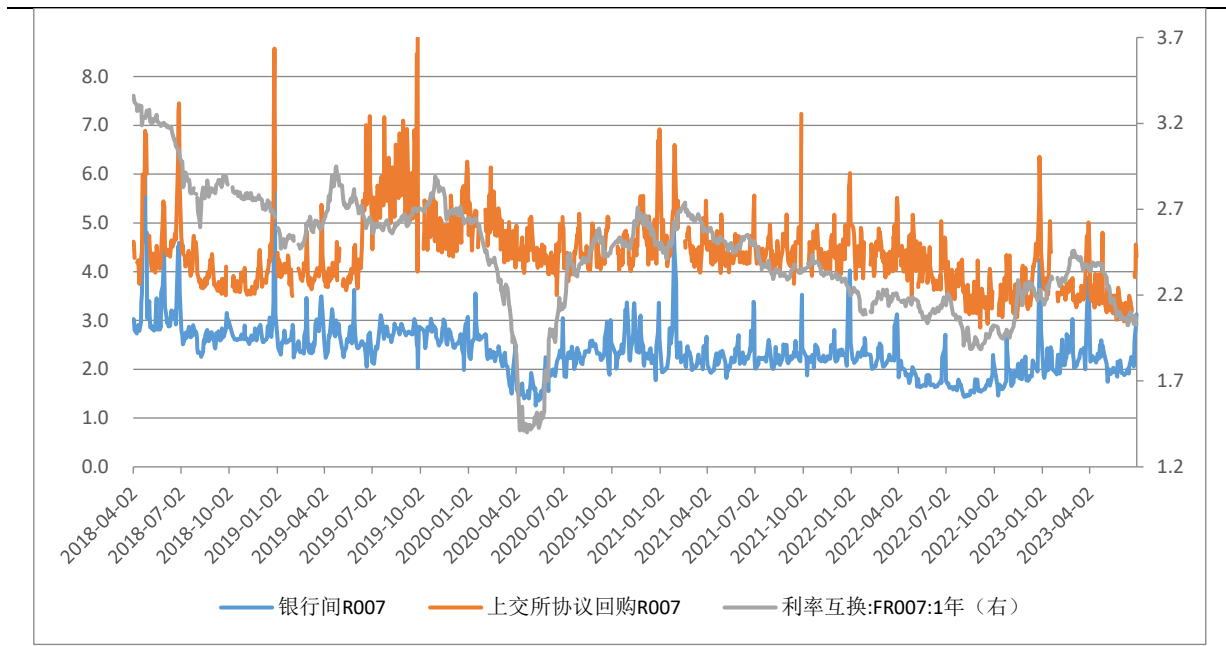
市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.2931	1.2497	1.2455	1.3276	2.1844
	R007	2.5900	2.6653	2.8188	2.8424	3.1273
	R014	2.6427	2.6755	2.8804	2.8914	2.4466
	R021	2.6049	2.7738	2.7344	3.0314	2.3556
	R1M	2.5193	2.6389	2.6545	3.1165	2.6263
上交所协议回购	206001	3.7450	3.6080	3.7040	4.2910	
	206007	3.9510	3.8900	4.0110	4.5610	4.3080
	206014	4.2820	4.4260	4.2270	4.9690	5.6090
	206021	5.1890	5.3200	5.2970	6.0830	6.8960
	206030	5.1740	5.2170	5.1320	5.0110	5.3160
利率互换定盘：1Y	FR007	2.0702	2.0799	2.0701	2.0658	2.0245

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：随跨半年结束，预计资金面紧张程度将明显缓解

近日中国人民银行货币政策委员会 2023 年第二季度例会召开，会上指出我国稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。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。

本周跨半年，资金价格季节性上行，一方面近期回购成交量处于高位，另一方面本次跨半年资金面收紧程度相较往年仍处于正常范畴。本周央行增大逆回购投放，对资金面提供支持，一定程度增大了下周逆回购到期量。但另一方面下周政府债融资额有所回落，一定程度对资金面紧张有所缓解。同时下周财政支出走款继续，6 月份往往为财政支出大月，财政资金回流下资金市场有望得到补充。整体来看，随跨半年结束，对于资金面最大的影响减弱，预计资金面紧张程度将明显缓解。

**图 6：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：央行近两周跨季投放资金，LPR 跟随 OMO 及 MLF 同步调整未超预期，端午数据一般，1-5 月工业企业利润收窄，最近两周小幅震荡下行

1) 利率债走势复盘：央行近两周跨季投放资金，LPR 跟随 OMO 及 MLF 同步调整未超预期，端午数据一般，1-5 月工业企业利润收窄，最近两周小幅震荡下行

6 月 19 日，央行开展 890 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 870 亿元。流动性整体较为紧张，今日行情主要围绕布林肯访华，早间一致认为此次低于预期，但随着晚间习总书记会见布林肯，预期翻转，现券上行幅度加大，短端由于资金面影响上行幅度大于长端，长端上行 3bp，短的上行 4.5-6bp；

6 月 20 日，央行开展 21820 亿元逆回购操作，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 1800 亿元。LPR 均降 10bp，预期中，减少市场对宽信用传导的担忧，利率债今日结束跌势，现券日终下行 1bp。

6 月 21 日，央行开展 1450 亿元逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1430 亿元。LPR 下调未超市场预期，股市走弱，节前消息面一般，利率债小幅下行，长端下行 0.25bp；

6 月 26 日，央行开展 2440 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。今日 890 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1550 亿元。期货表现好于现货，现券震荡，长端小幅上行；

6 月 27 日，央行开展 2190 亿元逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 1820 亿元逆回购到期，因此单日净投放 370 亿元。今日现货表现好于期货，关于地产小作文再次出现，但影响有限，现券仅小幅波动，长端接近平收；

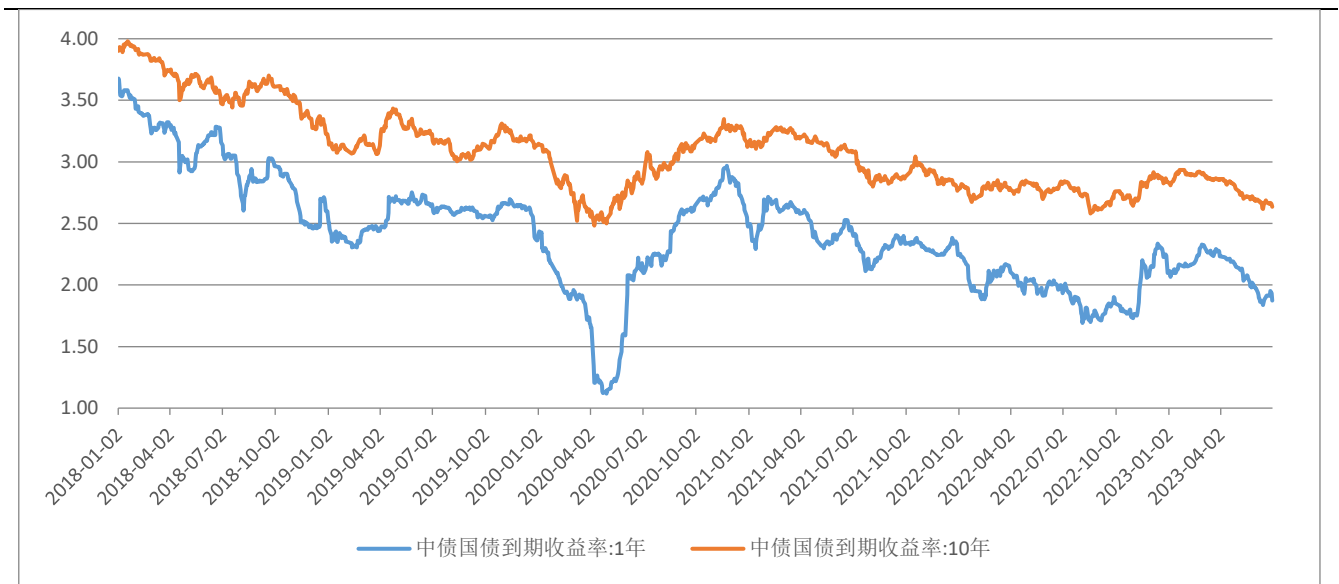
6月28日，央行开展2140亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%。当日1450亿元逆回购到期，因此单日净投放690亿元。早间发布1-5月工业企业利润数据，较1-4月降幅收窄，利率小幅下行，全日小幅震荡，日终长端仅小幅下行0.05-0.25bp；

6月29日，央行开展1930亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%。当日无逆回购到期，因此单日净投放1930亿元。临近7月会议，针对经济刺激的小作文较多，市场整体偏紧张，但t强势拉升，现券跟随，日终期货微涨，利率债现券小幅下行，短端表现好于长端，长端下行0.5bp；

6月30日，央行开展开展了1030亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%。当日无逆回购到期，因此单日净投放1030亿元；本周央行公开市场共有4160亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了9730亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净投放5570亿元。午后发布PMI数据，继续弱复苏，

本周活跃券10年国债活跃券230012由2.6700%累计下行3.25bp至2.6375%，10年国开活跃券230205由2.8500%累计下行2.0bp至2.8300%。

**图 7：10 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：最近两周端午节前 LPR 下调 10bp，完全跟随 OMO 及 MLF，未超预期。端午数据一般，1-5 月企业利润降幅收窄，PMI 在汽车拉动下小幅抬升，但制造业仍在荣枯线下。最近两周波动幅度极小，目前市场围绕“强刺激”政策小作文交易，经济弱复苏形式不改，长端利率经过前期下探 V 回后，底部特征明显，此位置没有太大的交易空间

**LPR:** LPR 下调未超预期，跟随 OMO-MLF 幅度，2022 年 5 月及 8 月 LPR 5 年期超调，1 年期弱调。LPR 调降后银行资产端价格下降，为维持净息差负债端-存款有望进一步下调，大行将首先调整。存款下调此前也有过分析，存款下调是结果，对债市影响有限，利好及利多均有，利好体现在比价效应，利空体现在负债端的流失。

**端午数据:** 根据同程灯塔专业版数据，端午国内旅游人次同比增长 32.3% (1.06 亿人次)，恢复至 2019 年同期的 112.8%，较五一假期低约 6 个百分点，国内旅游收入同比增长 44.5% (373.10 亿元)，恢复至 2019 年同期的 94.9%；平均每人消费 351.98 元，较 2019 年下降 14.11%。虽然游客数量较 2019 年增加，但消费意

愿差，人次消费较 2019 年回落。同时，长距离旅游降温，全国铁路、公路、水路、民航发送旅客比 2019 年同期下降 22.8%，以中短途客流为主，高铁动车、公路客运和自驾游为主。今年端午档票房较好（9.1 亿），超过 2019 年（7.85 亿）成为仅次于 2018 年（9.12 亿）的端午档，但和上映影片关系较大，无持续性。整体看端午数据较弱，内需仍旧不足。

**1-5 月工业企业利润：**1~5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 26688.9 亿元，同比下降 18.8%，降幅比 1~4 月份收窄 1.8 个百分点。41 个工业大类行业中，14 个行业（电力、热力生产和供应业利润总额同比增长 45.9%，电气机械和器材制造业增长 29.2%，汽车制造业增长 24.3%，通用设备制造业增长 23.4%）利润总额同比增长，1 个行业持平，24 个行业下降（计算机、通信和其他电子设备制造业下降 49.2%，化学原料和化学制品制造业下降 52.4%，有色金属冶炼和压延加工业下降 53.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业下降 92.8%），2 个行业（黑色金属冶炼和压延加工业）由盈转亏。

**PMI：**制造业采购经理指数为 49.0%，比上月上升 0.2 个百分点；非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 53.2%和 52.3%，比上月下降 1.3 和 0.6 个百分点。制造业：分类指数看，生产指数扩张，制造业生产活动加速，新订单指数上升，原材料、从业人员继续下降，但除生产指数，其余均在荣枯线下。分行业看，21 个行业中有 12 个环比上升，比上月增加 4 个，制造业景气水平总体有所改善。非制造业：自 3 月高点以来连续下滑。服务业和建筑业较上个月均下滑，但仍处于扩张期间。总体看，非制造业脉冲已过，地产链恢复不如预期，制造业修复持续性存疑。

综合看，LPR 未超预期下调 15bp，仅跟随 OMO-MLF 下调 10bp，一方面缓解市场对于宽信用的强预期，另一方面净息差考核未来将引导存款利率下调带来比价效应。经济弱复苏形势不改，端午数据一般，居民消费意愿较弱，劳动节及端午节客单价均低于 2019 年水平，内需仍需刺激。目前市场关注 7 月会议，市场围绕政策是否会强刺激进行博弈。目前利率债在 2.6-2.7%区间震荡，OMO 降息后迅速下探后反弹，下行难度较大。

## 2.3 存单信用债分析：存单融资额转负、信用债融资额减少；二级市场信用债收益率整体下行

### 1) 一级市场发行：存单融资额转负、信用债融资额减少

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为-110.40 亿元，发行总额达 5,729.10 亿元，平均发行利率为 2.3267%，到期量为 5,839.50 亿元。半年末存单融资额环比回落，由正转负。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 10.10bp 报 2.1545%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 11.97bp 报 2.0500%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 15.06bp 报 2.3891%，9M 存单平均发行利率较上周上行 12.87bp 报 2.4809%。

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 2,802.78 亿元，环比增加 107.99 亿元，偿还量约 2,830.87 亿元，净融资额约-28.09 亿元，环比减少 95.23 亿元。



## 2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1年期各评级信用债收益率下行 2.11bp，3年期各评级信用债收益率下行 0.661~4.61bp，5年期各评级信用债收益率下行 1.229BP~2.29bp。

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	2.4696	7.30%	-2.12
信用债(AAA):3 年	2.7814	5.00%	-4.61
信用债(AAA):5 年	3.0647	3.70%	-2.29
信用债(AA+):1 年	2.5674	6.80%	-2.11
信用债(AA+):3 年	3.0398	6.20%	-3.61
信用债(AA+):5 年	3.3780	6.00%	-1.29
信用债(AA):1 年	2.6474	6.80%	-2.11
信用债(AA):3 年	3.4198	10.90%	-0.61
信用债(AA):5 年	3.7580	6.10%	-1.38

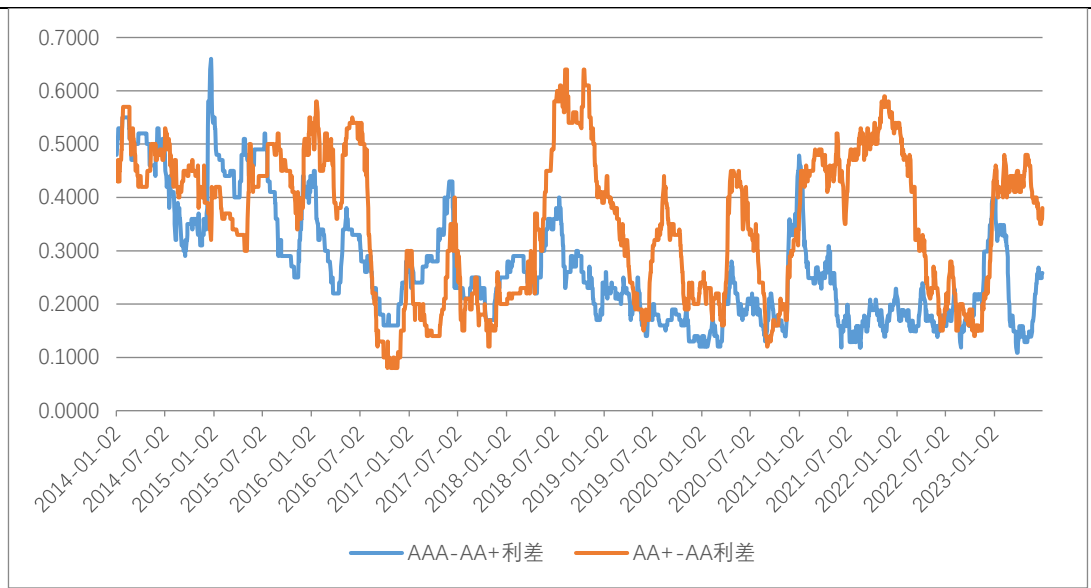
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别缩小 2.49bp、缩小 1.50bp、扩大 1.50bp，5Y-3Y 利差分别扩大 2.23bp、扩大 2.23bp、缩小 0.777bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 26bp，较上周扩大 1bp，AA 与 AA+之间的利差为 38bp，较上周扩大 3bp。



图 8：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，下半年外部流动性及国内复苏节奏有望改善，消费板块及拥挤度较低的板块有望迎来反弹

1) 权益市场走势复盘：端午假期消费数据弱复苏叠加当前汇率隐含市场对内外环境过于悲观的预期，内外因素合力导致 A 股整体回调

上证综指最终报收 3202.06 点，同期深证成指下跌 2.48%，创业板指下跌 2.43%，市场情绪方面，沪指在成交量上呈下行状态。上证指数成交量 31,085.47 亿，深证成指成交量 45,989.05 亿。

北上资金，本周合计流出 88.27 亿元，上证 50 下跌 4.18%，沪深 300 下跌 3.05%，中证 500 下跌 2.43%，创业板 50 下跌 2.80%，国证 2000 下跌 0.83%。

6 月 19 日-6 月 21 日及 6 月 26 日至 6 月 30 日共 8 个交易日中，30 个中信一级行业中有 10 个上涨，20 个下跌，其中国防军工、机械、电力及公共事业领涨 5.34%、4.39%、2.34%；传媒、消费者服务、计算机领跌 10.49%、9.89%、6.90%。端午假期消费弱复苏，大消费板块估值出现回调，但往后看随着稳地产政策发力，相关行业有望企稳回升，消费板块或迎来反弹。同时，当前汇率隐含市场对内外环境过于悲观的预期，短期情绪宣泄后或将修复。

2) 权益市场展望：

6 月 19 日至 6 月 30 日，端午小长假期间，全球地缘局势出现的新变化、中美关系改善、美国货币政策的变化、端午节假日出行及消费指数的公布等外部不确定因素的出现，造成短期 A 股市场出现回调。但综合来看

考虑当前估值、资金行为等指标显示 A 股仍处于历史偏底部时期，中国经济增长预期是当前 A 股市场主要矛盾且稳增长政策已开始发力，后续重点关注落实力度及节奏，当前市场机会仍大于风险。

在经济增长预期略弱且景气板块相对稀缺的背景下，成长领域可能继续占优，部分消费和制造的行业前期计入了较多的悲观预期，叠加近期政策利好预期强化且临近业绩底部，修复弹性有望相对较大。

近期主动偏股型公募产品向 TMT、中特估等主题方向已进行调仓动作。TMT 方面，2 月 27 日至 4 月 12 日和 5 月 16 日至 6 月 19 日 TMT 指数出现两轮行情。第一轮行情中，自 2 月 27 日中共中央、国务院《数字中国建设整体布局规划》落地，截至 4 月 12 日的该轮峰值，Wind TMT 指数上涨 15.12%。主动偏股型公募基金中跑输 Wind TMT 指数 5 个百分点、10 个百分点、20 个百分点的占比分别为 93.83%、93.52%、92.59%。第二轮行情中，市场自 5 月 16 日低点至 6 月 19 日最高点，Wind TMT 指数上涨 12.95%，主动偏股型基金跑输 Wind TMT 指数 5 个百分点、10 个百分点、20 个百分点的占比降至 92.28%、89.81%、87.96%，业绩相较第一轮有所上升，反映出主动偏股型公募基金已向 TMT 板块进行调仓。中特估方面，中特估的第一轮行情为 2 月 17 日至 3 月 17 日，Wind 中特估指数上涨 15.29%。全部主动偏股型基金均跑输 Wind 中特估指数 5 个百分点、10 个百分点、20 个百分点均达到 100%。第二轮行情自 4 月 11 日至 5 月 8 日最高点，Wind 中特估指数上涨 10.31%，主动偏股型基金跑输 Wind 中特估指数 5 个百分点、10 个百分点、20 个百分点的占比下降至 98.77%、98.77%、98.15%。业绩相较第一轮有所上升，反映出主动偏股型公募基金有向中特估板块调仓的动作。在基金阶段性调仓后，短期内主题投资表现或较稳定，市场焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散。

端午假期消费弱复苏，大消费板块估值出现回调。6 月 24 日文旅部发布数据显示，2023 年端午节假期，全国国内旅游出游同比增长 32.3%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 112.8%，低于五一期间的 119.09%；实现国内旅游收入同比增长 44.5%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 94.9%，低于五一期间的 100.66%。端午假期后大消费板块出现估值回调。端午假期后第一个交易日相较于端午假期前最后一个交易日，商贸零售、社会服务、食品饮料、房地产、轻工制造、美容护理、纺织服饰、家用电器、汽车、医药生物的行业整体市盈

率分别回调 -3.05%、-2.19%、-2.03%、-1.79%、-1.41%、-1.13%、-1.09%、-0.99%、-0.93%、-0.89%。往后看随着稳地产政策发力，相关行业有望企稳回升，消费板块或迎来反弹。

当前汇率隐含市场对内外环境过于悲观的预期，短期情绪宣泄后或将修复。海外方面，在 6 月 28 日欧洲央行举办的央行论坛上，多家发达国家央行行长表示可能继续收紧货币政策，美联储主席鲍威尔强调今年将有更多的紧缩政策，讲话结束后 CME 联邦观察工具显示市场对未来加息预期抬升。当地时间 6 月 29 日美国商务部公布数据将 2023 年第一季度美国实际国内生产总值按年率计算增长较此前修正值上调 0.7 个百分点至 2%，经济韧性或可支撑进一步加息，数据公布后 CME 联邦观察工具显示市场对 7 月、9 月加息预期再度抬升。我们认为市场对于后续美联储加息情况仍在博弈中，本周鹰声落地后短期悲观预期内已得到一定宣泄。美国财部长耶伦 7 月初或将访问中国与中国财政部官员会谈，中美关系有望改善，利好市场风险偏好。国内方面，5 月全国规模以上工业企业利润同比连续三个月收窄。由于 5 月工业企业营业收入同比增速较前值出现下滑，PPI 也继续下探，“量”、“价”拖累下利润端改善或受益于减税降费政策。6 月经济先行指标制造业 PMI 回升，扭转连续三个月的下降趋势。我们认为往后看随稳增长政策持续发力，三季度工业企业有望企稳向好，当前经济不确定性明显好于去年，人民币汇率在短期情绪宣泄后有望企稳。

在基金阶段性调仓后，短期内主题投资表现或较稳定，市场焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散。除了前期受市场关注度较高的行业外，公用事业、美容护理、汽车等不仅一季报表现较好全年也有望录得较高盈利增速；钢铁，电子，轻工制造，房地产，国防军工，纺织服饰等行业虽一季报表现欠佳但全年有望实现逆境反转。

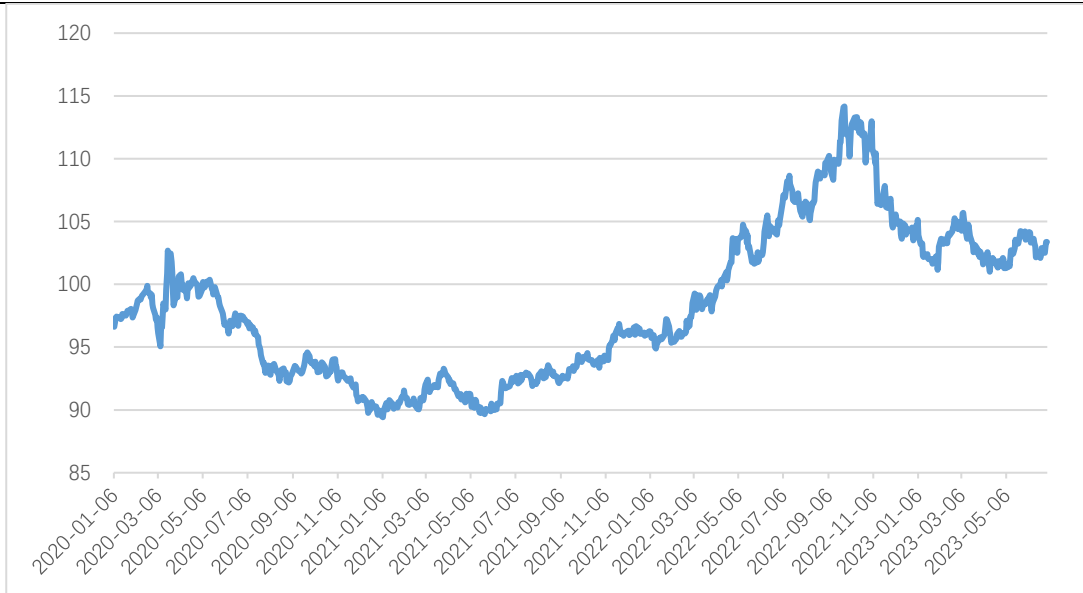
### 3.2 美元指数分析：美联储主席鲍威尔于欧洲央行论坛发表鹰派言论，美元指数本周上行

本周美元指数报 103.3788，较上周上涨 0.4971。本周美元指数前半周维持平缓，后半周有所上行。本周三美联储主席鲍威尔于欧洲央行中央银行论坛发表鹰派言论，称美联储对抗通胀仍未停止，预计货币政策仍将收紧，多数官员支持进一步加息。受此影响，当日美元指数明显上行。此外本周多项美国经济数据公布，整体来看喜忧参半，但其中较为重要的美国 6 月份芝加哥 PMI 数据明显不及市场预期，一定程度促使美元指数回落。

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 9：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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@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