



主线尚不清晰，市场仍在磨底

——2023年7月资产配置月报



HWABAO SECURITIES / 撰写日期：2023年7月11日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）
研究助理：郝一凡（执业证书编号：S0890122070027）
研究助理：何帅辰（执业证书编号：S0890122080046）

销售服务电话：021-20515355

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

✓ 宏观逻辑：

- 外部来看，一方面，欧美服务业、就业、通胀韧性强于预期的情况仍在延续，欧美高利率将维持“更久”，降息预期大大推迟，对资产估值分母端中期友好因素减退；另一方面，利率高位波动加大，高利率环境下金融领域风险，海外地缘风险等仍有可能发生。外部潜在扰动大于利好。
- 内部来看，股市已对“弱现实”有所计价，下行风险降低，但去库周期或长于预期：1) 居民消费力受到就业、收入预期制约；2) 地产周期下行；3) 库存绝对值水平偏高；4) 外需下行压力有所上升。需等待企业利润增速、存货周转周期、应收账款回款周期等指标持续改善的积极信号。
- 当前宏观政策定力较强，近期高层会议表态均指出，政策要保持战略定力，围绕高质量发展首要任务实施针对性措施。经济复苏长期向好，但若无“下猛药”式刺激，短期经济预期难以显著改善。中美关系短期有所缓和，相关风险有所降低。
- 利率持续下行后，市场在政策基调确定前观望情绪上升，利率短期偏震荡，但国内经济延续“弱现实”格局，且未来仍有降息可能，后续利率仍有下行空间。

✓ 资产配置观点：

- ✓ **股票：低配。**7月逐渐进入预期验证阶段，偏震荡格局，月末调整压力上升并关注调整后的反弹机会：经济底有待验证，仍需警惕复苏不及预期的扰动风险；欧美通胀压力不减，紧缩预期升温，外部扰动仍偏负面；国内仍有降息空间，估值端有潜在小幅利好空间；A股市场由于缺乏持续赚钱效应导致增量不足，资金面偏中性；政策基调将在月末政治局会议后明确，预计大概率保持定力，非“下猛药”式刺激，三季度经济数据显著改善并带动市场信心大幅回升的可能性不高，且会议前市场主线不够清晰，行业轮动较快，短期机会空间不大，临近会议市场观望情绪上升或带来调整压力，建议等待调整后的反弹机会。
- ✓ **债市：利率债：标配。**当前较高的股债性价比、后续缺乏趋势性宽松空间等因素或令利率下行速度放缓、波动增加，但经济修复斜率继续放缓，后续仍有进一步降息空间，且风险偏好仍然不高，资金配置需求较强对利率债带来支撑。短期波动或有所上升，维持标配。中期仍有上行空间，偏积极。
信用债：中高评级标配/低评级低配。“资产荒”环境下，优质信用债供给不足、刚性配置需求较高为中高评级信用债提供支撑，但信用利差收敛至合理区间，难以进一步降低。中高评级信用债建议标配。要警惕当前地方政府债务化解进程中部分地区低评级城投债务相关风险，充分考量配置期限及安全垫厚度。考虑到下半年地方债务化解进程加快，警惕低评级（AA-）信用债潜在风险，低评级信用债维持低配。
- ✓ **黄金：标配。**短期美元偏强对黄金产生一定压制，且今年内降息预期消除，黄金上行空间有所降低。中长期来看，黄金的趋势性机会或将延后至年末或明年，考虑到未来外部潜在的金融市场风险及地缘风险，以及汇率波动因素，以人民币计价的黄金仍然具备长期配置价值。维持标配，但适当警惕短期调整压力。
- ✓ **风险：国际形势演变超预期；美国金融风险/加息超预期；国内经济复苏不及预期。**

内容目录

- 01 市场回顾**
- 02 海外经济环境及政策影响**
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 市场结构与特征**
- 05 资产配置观点展望**
- 06 风险提示**



市场回顾：大类资产表现

2023年6月大类资产表现特征回顾：

- **全球股市继续分化，A股延续震荡走势，海外表现较为亮眼。原油价格反弹，黄金价格持续下行。**
- **A股整体延续震荡走势。**高频数据和官方公布的经济数据均体现出经济复苏基础仍不稳固。虽然政策预期博弈下，对A股有一定支撑，但信心相对偏弱，大盘整体延续震荡走势。
- **美联储暂停加息，美股走强，美元小幅走弱。**6月美联储宣布暂停加息，美元指数走弱。此外，人工智能热潮下，科技股保持高增长，带动美股继续走强。
- **多数美联储官员表态偏鹰，黄金继续承压。**鲍威尔等多位美联储官员均表示年内有两次加息是合理的，且高利率水平或将维持较长时间，使得黄金价格继续承压。
- **原油价格反弹。**石油库存大幅减少，加上欧佩克减产计划，盖过市场对于海外衰退的担忧，推动油价小幅反弹。
- **债市继续小幅上行。**在经济复苏斜率放缓背景下，叠加“资产荒”，债市吸引力较高。此外，央行降息后，市场对于进一步宽松政策出台的预期有所增强，带动债市继续小幅上涨。

资产类别		区间涨跌幅			
		2023年6月份	2023年5月份	2023年以来	2022年全年
A股	Wind全A	1.58	-3.31	3.06	-18.66
	上证指数	-0.08	-3.57	3.65	-15.13
	沪深300	1.16	-5.72	-0.75	-21.63
	中证500	-0.81	-3.10	2.29	-20.31
	中证1000	0.62	-2.40	5.10	-21.58
	创业板指	0.98	-5.65	-5.61	-29.37
港股	恒生指数	3.74	-8.35	-4.37	-15.46
	恒生中国企业指数	4.24	-8.04	-4.18	-18.59
	恒生科技指数	7.85	-7.04	-5.27	-27.19
海外股市	标普500	6.47	0.25	15.91	-19.44
	纳斯达克指数	6.59	5.80	31.73	-33.10
	德国DAX	3.09	-1.62	15.98	-12.35
	日经225	7.45	7.04	27.19	-9.37
	英国富时100	1.15	-5.39	1.07	0.91
	法国CAC40	4.25	-5.24	14.31	-9.50
债券	中债总财富指数	0.42	0.65	2.64	3.31
	中债信用债指数	0.28	0.51	2.73	2.52
	中证转债指数	0.87	-1.56	3.37	-10.02
商品	南华商品指数	7.67	-5.18	-3.49	19.66
	ICE布油	3.10	-8.59	-12.80	10.56
	COMEX黄金	-2.75	-1.37	4.96	-0.28
汇率	美元指数	-0.81	2.51	-0.11	7.84
	美元兑人民币	2.19	2.57	4.47	9.08

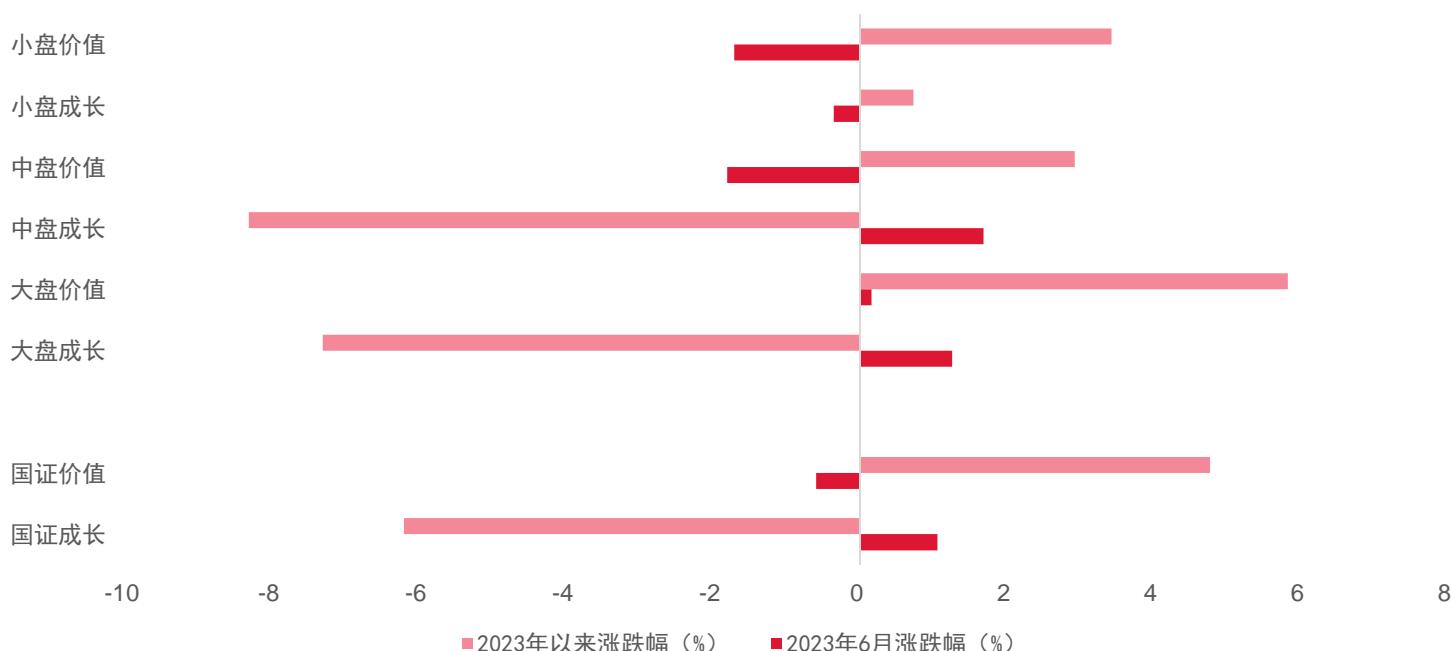
- 6月成长风格表现较优。

6月A股整体延续震荡走势。风格方面，成长风格表现优于价值风格。主要是因为TMT相关板块中通信和计算机板块的上涨，以及一系列利好政策刺激下，新能源板块出现反弹，共同带动成长风格走强。

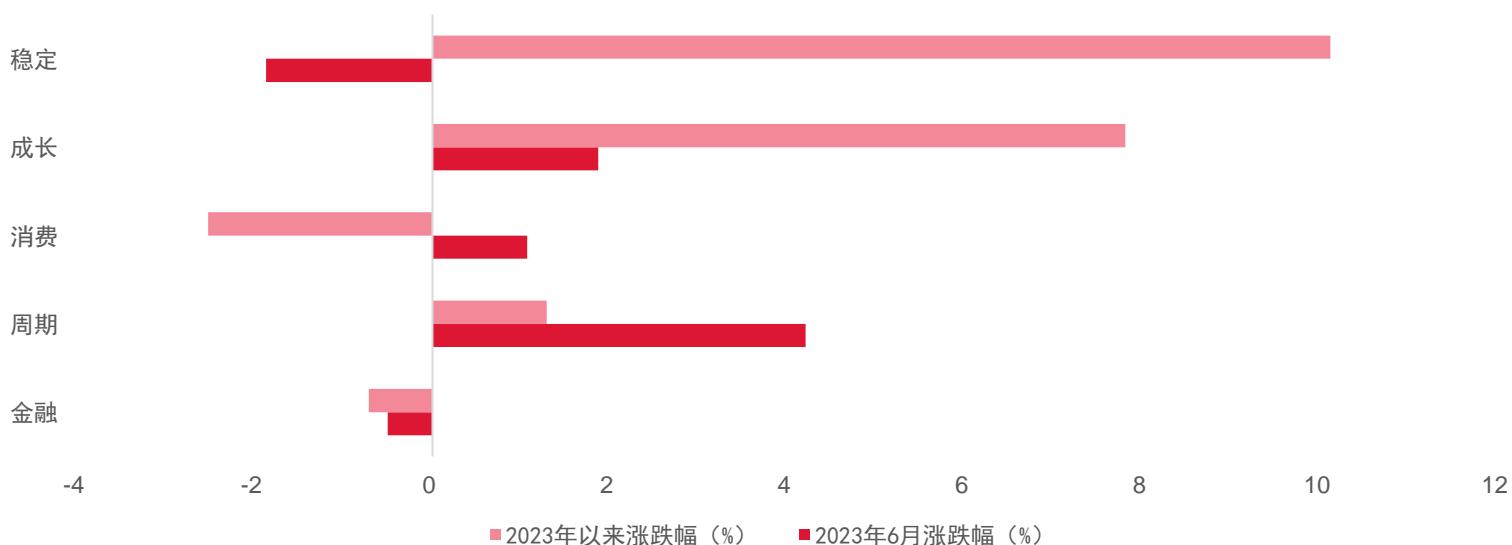
- 板块方面，6月周期、成长板块表现相对较优。

6月周期板块中，汽车、机械以及煤炭板块表现较为亮眼，使得周期板块表现相对较优。此外，通信、计算机以及新能源板块的上涨，带动成长板块走强。

6月成长表现优于价值



6月周期、成长板块表现较优



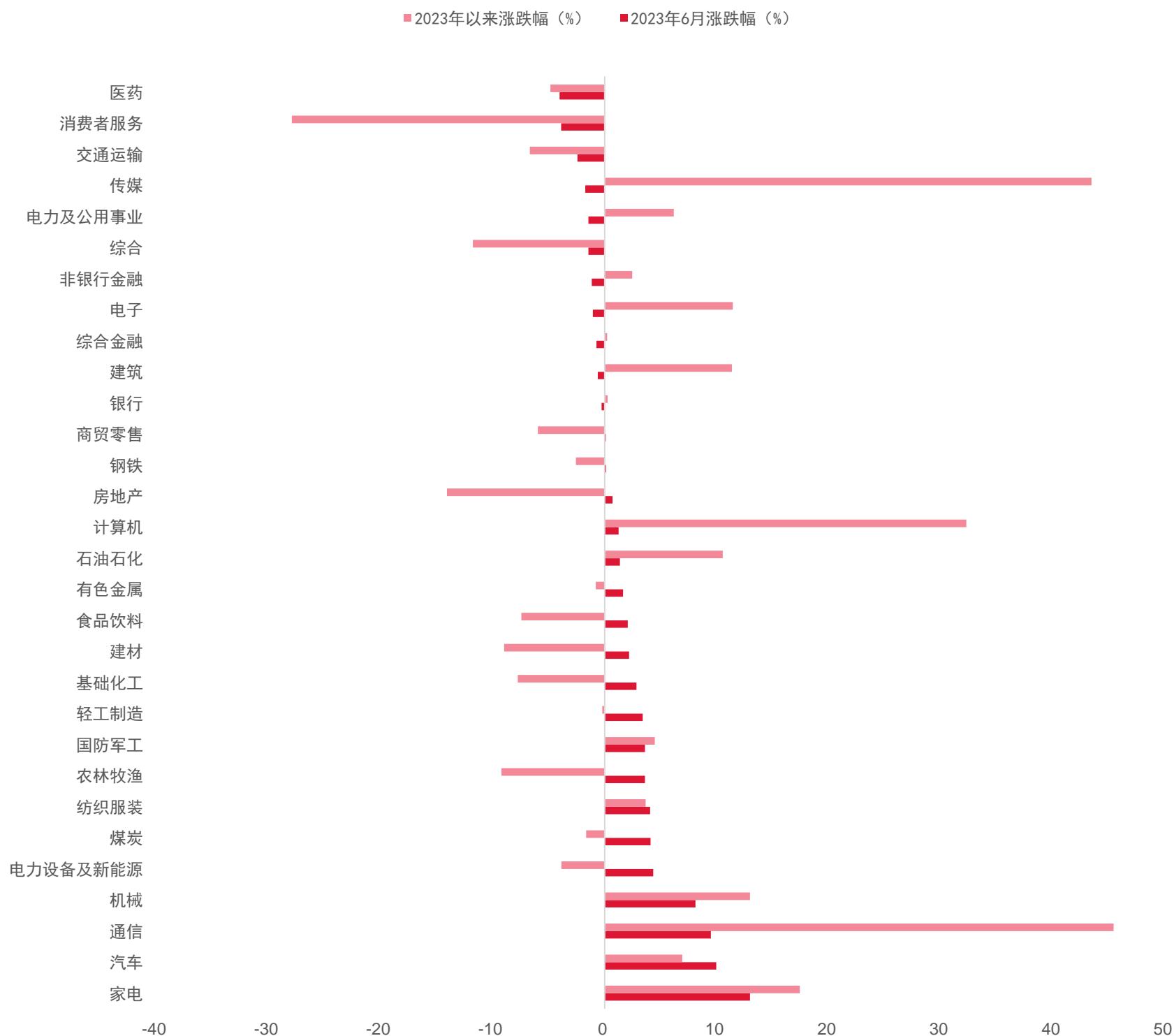
- 2023年6月，各板块涨跌不一，热点题材板块表现分化。

在经历了近一个月的调整后，部分资金再次回流热点题材板块，不过内部表现较为分化，其中TMT相关板块中通信和计算机板块上涨，但电子和传媒板块小幅下跌。除热点题材板块外，家电和汽车板块在利好政策支持下也出现了较为明显的上涨。

- 政策博弈下，部分前期跌幅较大的经济复苏板块小幅上涨。考虑到经济复苏基础仍不稳固，市场对于政策博弈预期有所升温，带动纺织服装、农林牧渔等经济复苏相关板块出现一定上涨。

2023年6月多数板块出现小幅上涨

不同行业2023年6月份以及2023年以来表现（中信一级行业分类）



- **6月信用利差先抑后扬**
- **利率债：**6月国债收益率先扬后抑，上半月在国内经济基本面偏弱的背景下，市场博弈政策，债市收益率继续走弱。但降息落地后，债市出现止盈行情，收益率回到降息前水平。总的来看，6月经济整体偏弱，债市仍呈向下趋势。
- **信用债方面，**6月信用利差先收窄后走阔，主要是上半月信用债收益率下行幅度大于利率债，导致信用利差收窄，下半月税期叠加跨半年影响，利率抬升，利率债和信用债收益率走势分化，信用利差走阔。

6月信用利差先抑后扬



商品回顾：商品价格表现较为分化

- 2023年6月，商品价格表现较为分化。
- 石油库存大幅减少，欧佩克+减产计划推动石油价格进一步反弹。然而随着欧美央行持续释放收紧信贷环境的信号，可能打压石油价格增长前景。
- 工业金属方面，多数工业金属价格上涨，其中铁矿石价格涨幅较大，主要是因为全国高炉产能利用率连续四周上升，铁矿石需求走强。
- 虽美联储6月暂停加息，但考虑到美国核心通胀短期内仍具较强韧性，美联储短期转向概率较低，再加上美联储官员鹰派表态，黄金和白银价格持续承压。

商品种类		2023年6月涨跌幅 (%)	2023年以来涨跌幅 (%)
能源化工	ICE布油	3.10	-12.80
	WTI原油	3.52	-12.17
	CZCE PTA	3.65	1.05
工业金属	DCE铁矿石	17.08	-3.80
	SHFE螺纹钢	7.92	-8.96
	SHFE热轧卷板	7.53	-7.52
	LME铜	2.85	-0.63
	LME铝	-4.01	-9.34
	LME锌	6.49	-19.44
	LME铅	3.75	-8.94
贵金属	COMEX黄金	-2.75	4.96
	COMEX白银	-3.06	-4.64
农产品	CBOT玉米	-6.36	-18.02
	CBOT大豆	19.85	2.53
	CBOT小麦	7.03	-19.70

内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 市场结构与特征

05 资产配置观点展望

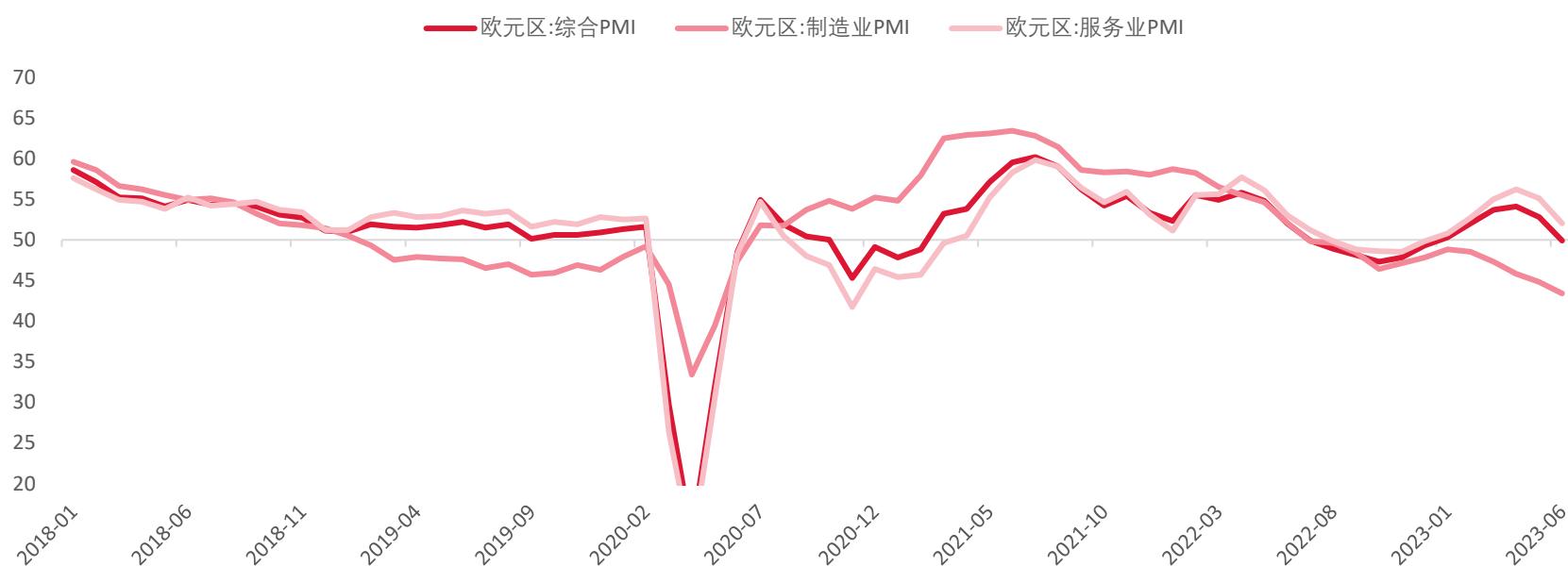
06 风险提示



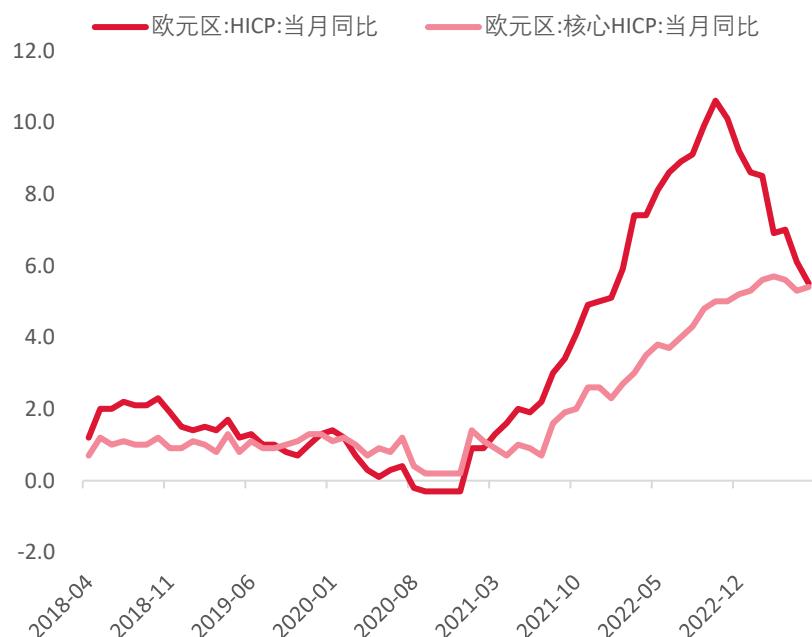
欧洲经济： 增长动能延续分化，扩张速度显著放缓

- **欧元区经济动能回落：**6月，欧元区制造业 PMI 43.4%，前值 44.8%，再创疫情后新低。服务业 PMI 52.0%，前值 55.1%，扩张速度明显放缓，导致综合 PMI 回落至 49.9%，时隔5个月再度落入收缩区间。
- **核心通胀依然顽固：**欧元区6月调和CPI在能源成本下滑的助推下继续超预期放缓至5.5%，但核心调和CPI依然顽固，同比增速反弹至5.4%，或意味着欧央行还将继续加息。
- **欧央行或将继续加息：**6月，欧央行继续加息 25bp 并传递出坚决控通胀的态度。欧央行行长拉加德在欧洲央行中央银行论坛上表示“面对更加持久的通胀，欧央行不太可能在近期宣布利率已经达到峰值”。
- **欧洲经济衰退风险上升：**2022年Q4和2023年Q1，欧元区GDP环比连续负增，陷入技术性衰退。叠加，6月综合PMI再度收缩，欧洲经济整体韧性相较于美国偏弱，因此，更高、更久的利率或将加大了经济陷入衰退的风险。

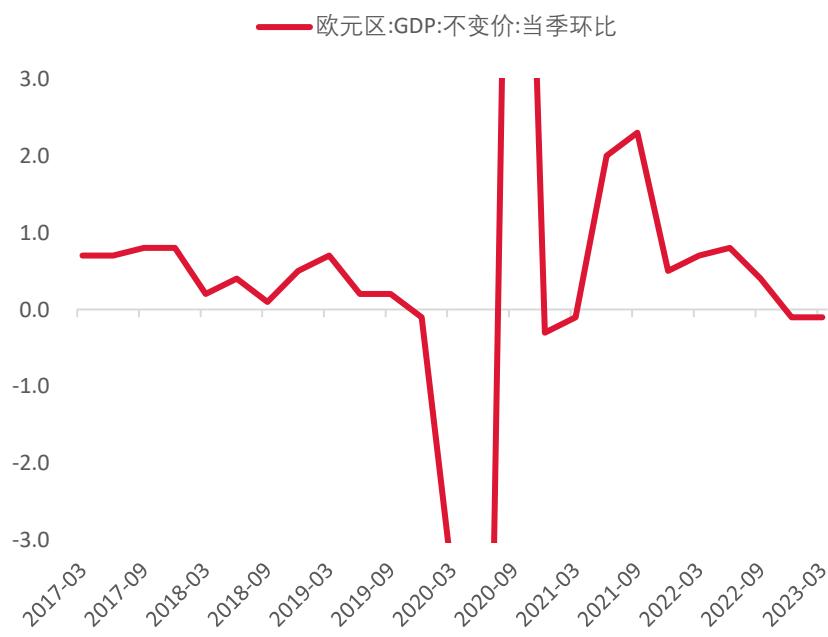
欧元区综合PMI再度收缩



核心通胀依然顽固



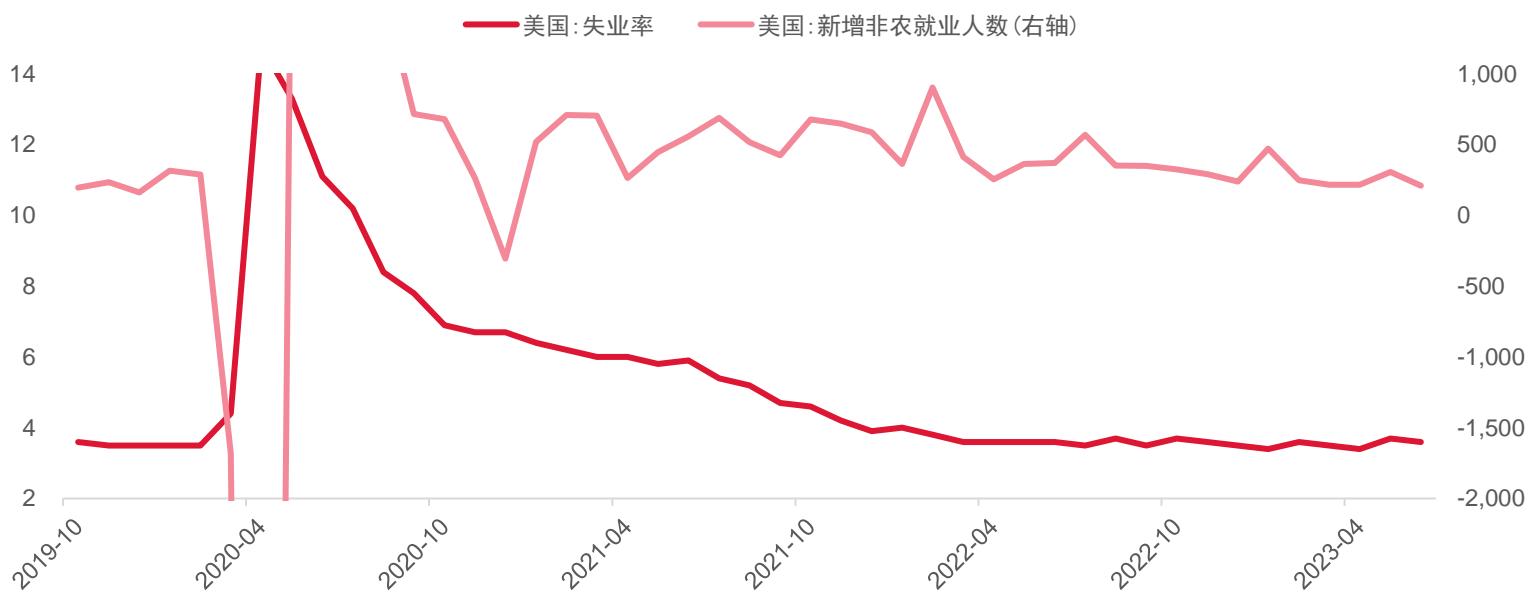
欧元区经济陷入技术性衰退



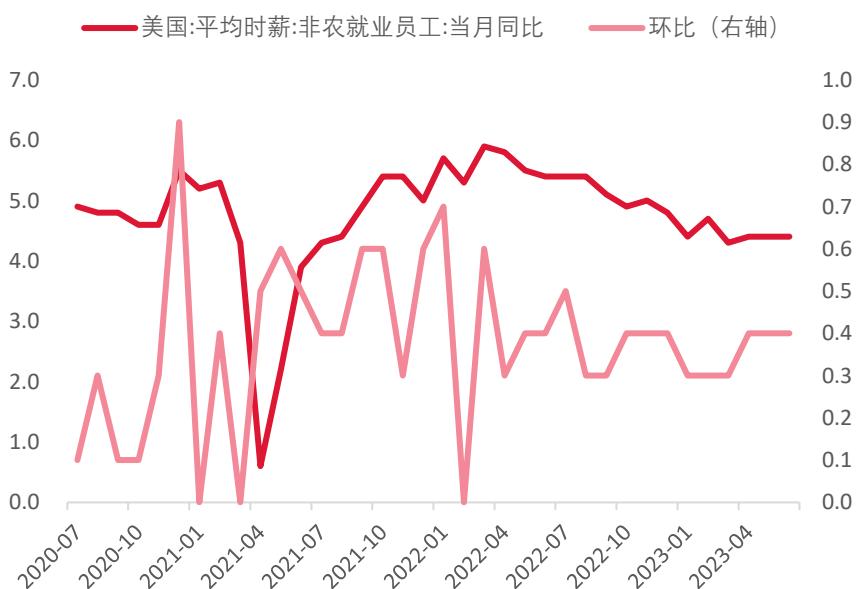
非农就业：供需缺口带动整体保持强劲

- **就业市场整体仍然强劲：**6月新增非农就业20.9万人，稍低于22.5万人的市场预期；同时美国4月和5月新增就业人数合计下修11万人。6月失业率从5月下降0.1个百分点至3.6%，与预期持平。6月平均时薪同比4.4%，预期4.2%，前值4.3%；环比增速为0.4%，预期0.3%，前值从0.3%上修至0.4%。虽然新增就业人数略低于预期，但且失业率处历史低位，薪资增速坚挺，显示出美国就业市场整体仍然强劲。
- **“薪资-物价”螺旋更具黏性：**劳动力供需缺口推动劳动力议价能力较强，相对坚挺的工资增速进而推动居民消费意愿及消费能力的不断提升，形成“薪资-物价”螺旋。因而美国的就业市场、服务业、核心通胀或在较长一段时间内保持韧性。
- **员工主动离职增加，薪资、通胀压力不减：**美国劳工部JOLTS报告显示，5月主动离职人数单月意外增加25万人，创2021年11月以来最大单月涨幅；且招聘人数也在增加，增幅10.7万人，达到620.8万人；当月裁员和解雇人数略有下降。主动离职人数增加反而显示出美国就业压力较小，更多员工或选择主动离职寻求更高薪职位，因此，职位空缺虽超预期下滑，但后续通胀压力难以下降。

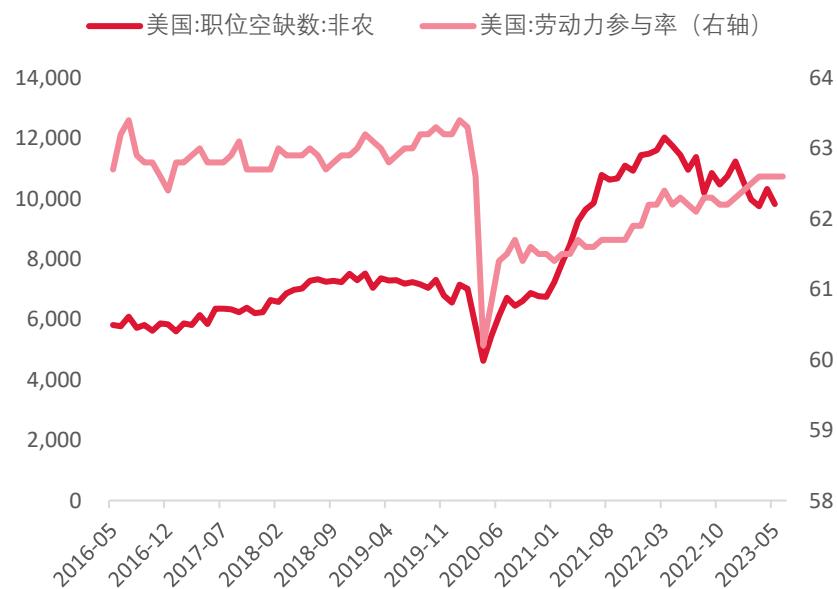
失业率仍处历史低位



薪资增速超预期上升



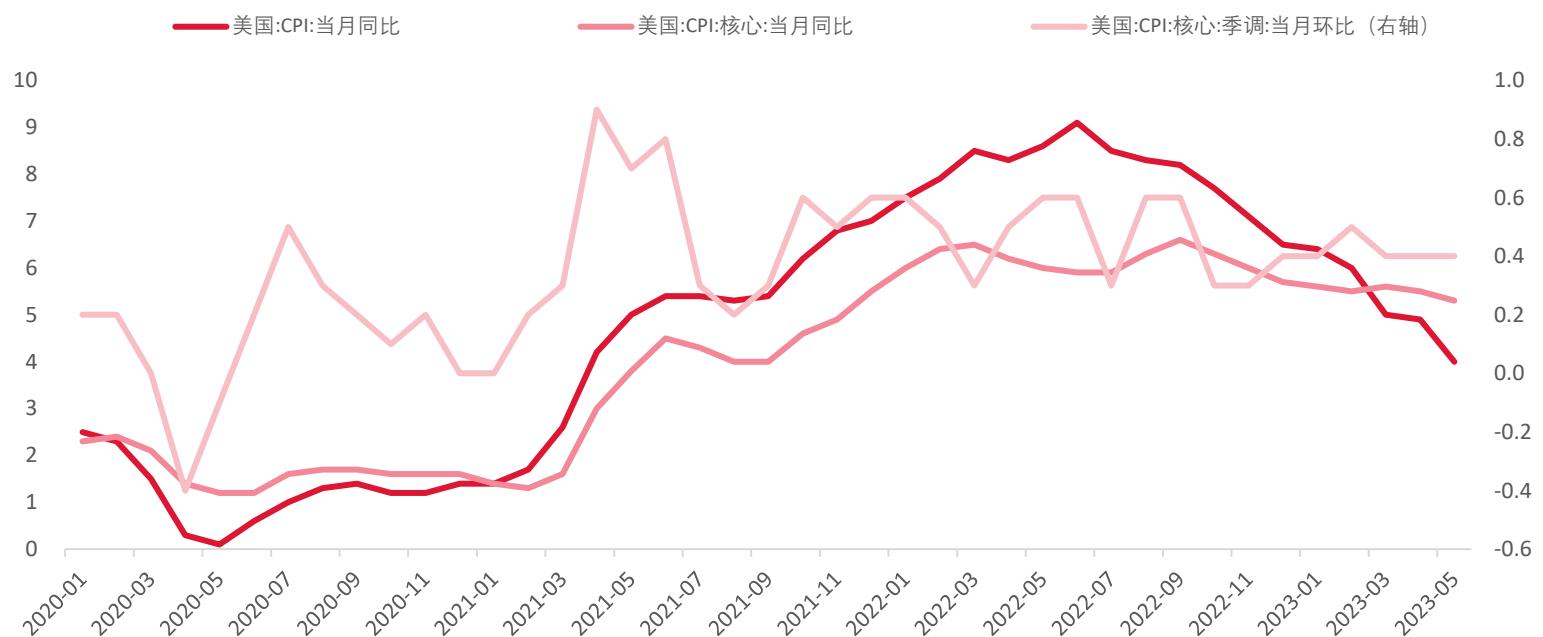
供需缺口依然较大



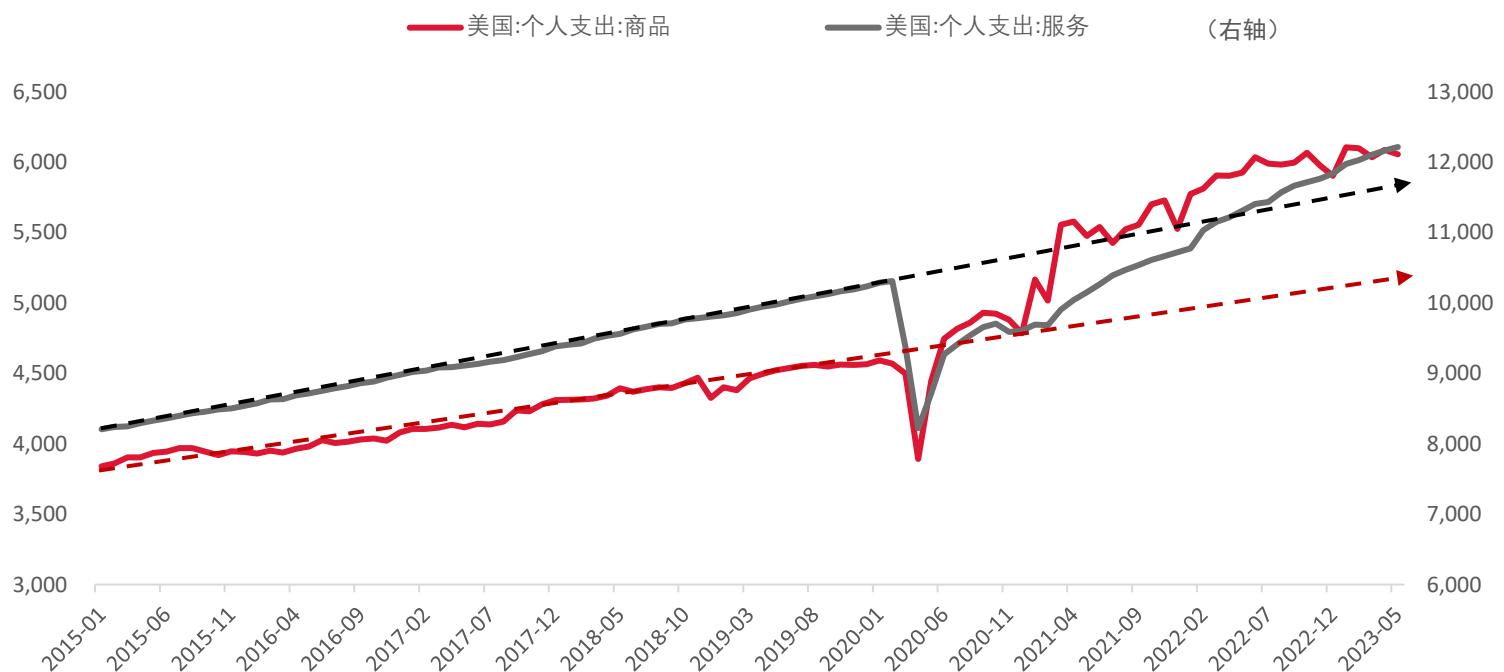
美国通胀：核心CPI下行路漫漫

- **通胀回落至目标区间仍有较远距离**：美国5月CPI同比上升4%，预期4.1%，前值4.9%，连续第11个月下降；但剔除波动较大的食品和能源的核心CPI同比上升5.3%，虽低于前值5.5%，但仍高于预期5.2%，下行速率明显偏慢，且距美联储2%的目标仍有较远距离。
- **核心通胀动能未现显著放缓趋势**：5月核心CPI环比上涨0.4%，连续5个月维持在此区间，显示出即使美联储在此阶段不断收紧货币，但未能显著压制住当前核心通胀的增长动能。
- **消费动能从商品转向服务**：“薪资-物价”螺旋的高通胀环境下，美国居民消费支出较疫情前大幅增加，但疫后商品消费已经显著超出长期趋势线，而过剩的消费能力仍处于从商品消费向服务消费转移的阶段，强劲的服务业消费需求导致核心CPI下行速度缓慢。

核心通胀距离目标较远



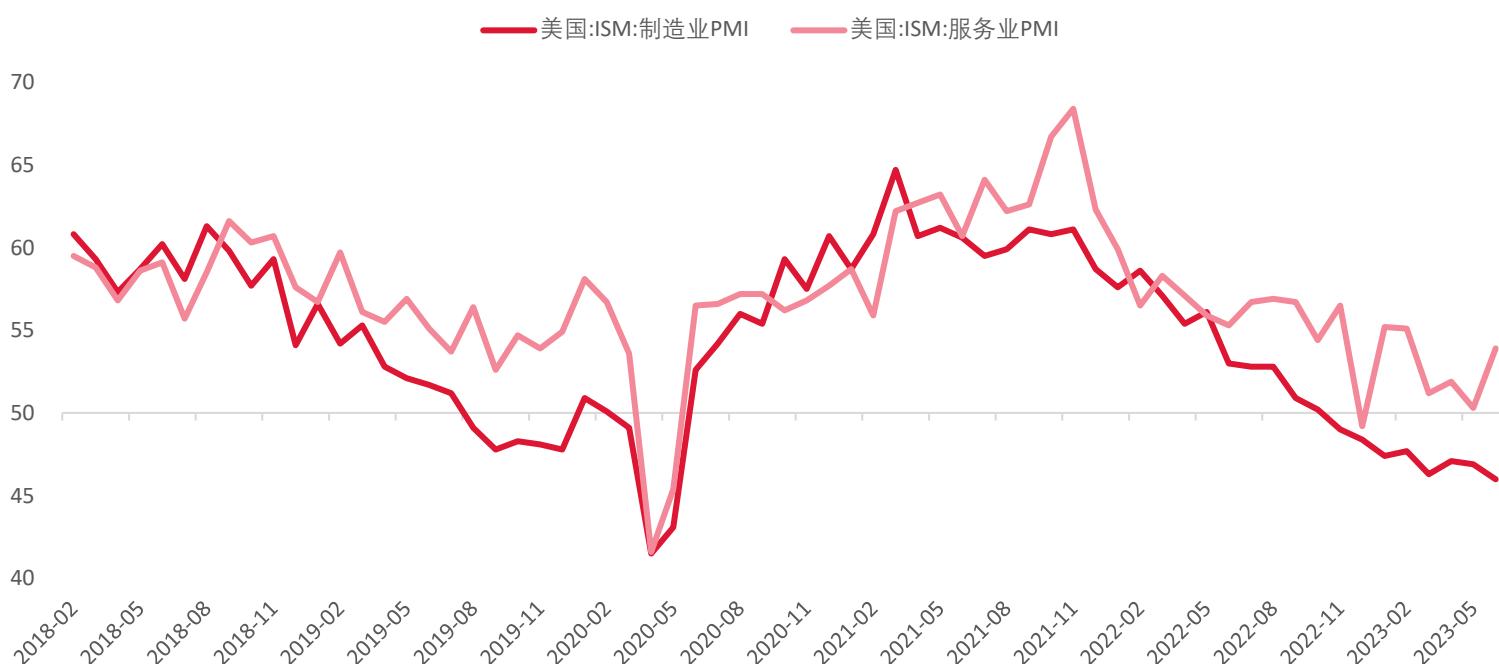
服务需求仍有空间



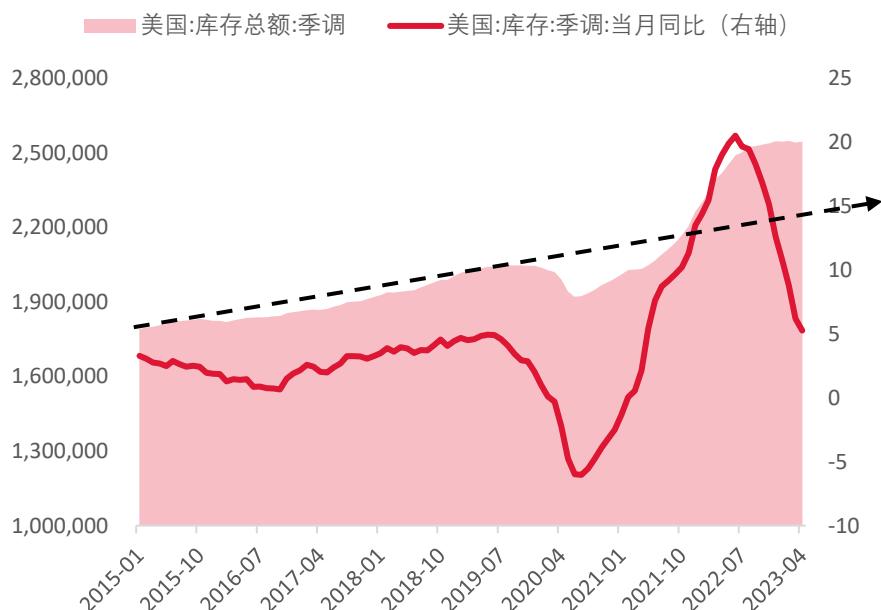
美国服务业与制造业分化加大， 或并非位于去库末期

- **制造业、服务业分化加大：**6月，美国ISM制造业PMI收缩至46%，前值46.9%，连续八个月陷入萎缩，并创下2020年5月以来新低。非制造业PMI 53.9%，前值50.3%，创四个月新高。服务业PMI比制造业PMI高出近8个点，分化程度进一步拉大。服务业的韧性也有助于抵消制造业萎缩的影响，让经济韧性更强。因此，此前市场对美国经济衰退的“误判”主因过度关注制造业收缩而忽略了服务业的强劲。
- **美国或并非位于去库存末期：**由于疫情后美国快速的补库（库存绝对值显著高于疫情前5年的趋势线），导致整体库存中枢的显著抬升。尽管，从2022年三季度以来，库存同比增速显示美国已经进入去库周期，但是由于较高的基数，库存同比数据的下降难以说明已进入去库存末期。此外，库存销售比依然处在上升进程中，也表明美国或并非位于去库存末期，短期很难见到制造业PMI重回扩张区间，也意味着我国外需仍将承压。

景气度分化加大



经济仍在去库阶段



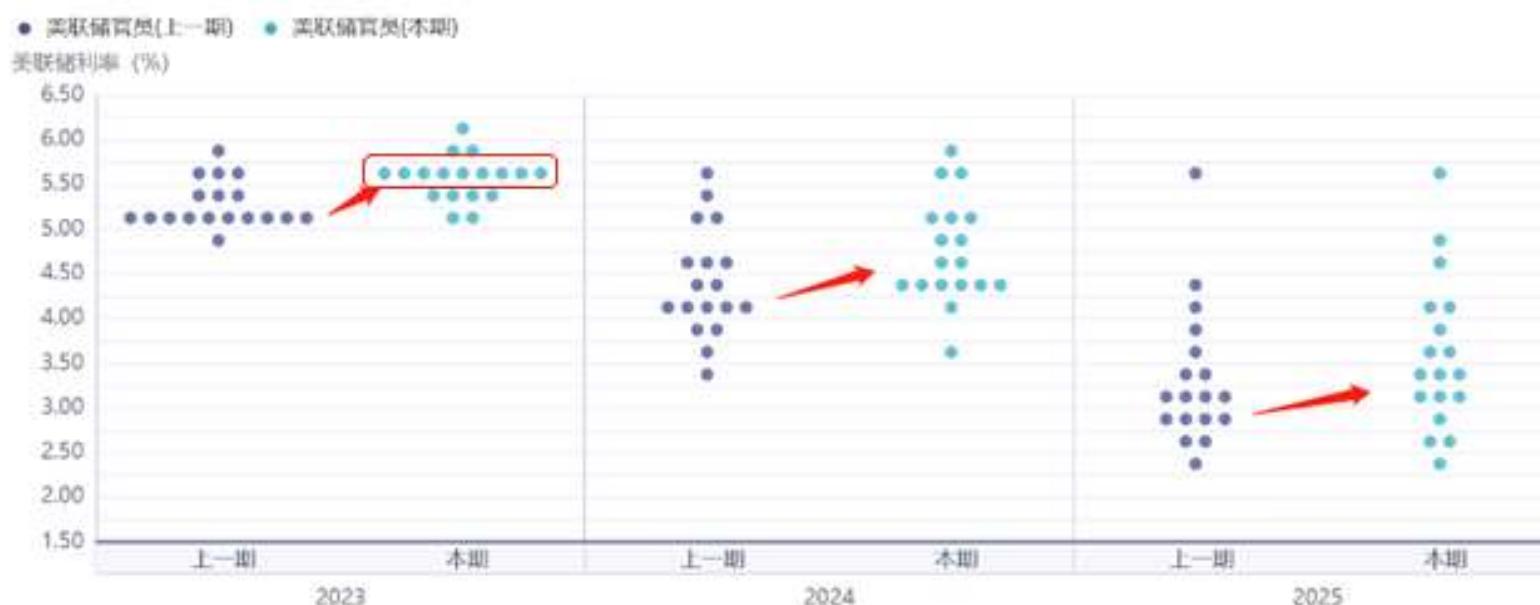
库销比仍在上行



更具韧性的经济，利率在高位维持更久

- 上调经济、通胀、利率中枢：**6月美联储如期暂停加息，但放鹰暗示还会再加两次。点阵图显示，美联储官员将利率峰值的预期中位值提高50个基点至5.6%，意味着至少两次加息25基点，将今年GDP增速预期上调至1%，下调失业率预期，上调核心PCE通胀预期。
- 美联储主席在欧洲央行研讨会上重申年内再加息两次的必要性。**我们认为，6月暂停加息后，美联储如愿获得了更长时间的数据观测期（银行业也通过了压力测试）以决定后续货币政策的走向，在核心CPI下行动能明显偏缓的大背景下，7月加息 25BP概率较大。同时，为了保持通胀预期继续回落，预计美联储大概率将继续维持鹰派表态。
- 预期差仍是后市最大不确定性扰动：**当前市场并未充分计价9月继续加息25bp，两者间的预期差仍会是扰动后续市场波动的不确定性因素，未来重点关注7、8月美国宏观经济数据，将会是影响加息预期变化的核心变量。

6月FOMC会议点阵图



7月10日CME利率预期

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	94.2%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	73.9%	21.7%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	58.7%	33.1%	4.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	13.3%	54.2%	28.1%	3.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	27.6%	45.0%	19.6%	2.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	16.3%	36.3%	32.3%	11.1%	1.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	15.7%	35.3%	32.5%	12.1%	1.8%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.8%	25.0%	34.0%	22.8%	7.2%	1.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.1%	21.5%	32.0%	25.2%	10.5%	2.3%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	6.0%	18.8%	30.0%	26.5%	13.3%	3.9%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.6%	4.7%	15.7%	27.4%	27.3%	16.5%	6.1%	1.4%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	2.9%	10.8%	22.1%	27.4%	21.4%	10.8%	3.5%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 市场结构与特征
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



国内经济： 经济基本面复苏动能偏弱，结构性问题凸显

- 生产端：2023年5月份规模以上工业增加值同比再度回落，增长3.5%。
- 需求端：房地产投资（继续探底，地产风险凸显）；基建投资（韧性较强，具有一定支撑）；制造业（主动去库阶段，增长继续放缓）；消费（节假日因素叠加低基数，消费增速维持较高水平）；外需（积压订单释放结束，出口再度走弱）。
- 服务业：2023年5月份，服务业生产指数同比增速回落1.8个百分点至11.7%，但仍具韧性，主要是去年同期基数较低，叠加端午假期以及暑期出行人数增多，对服务业需求偏高。

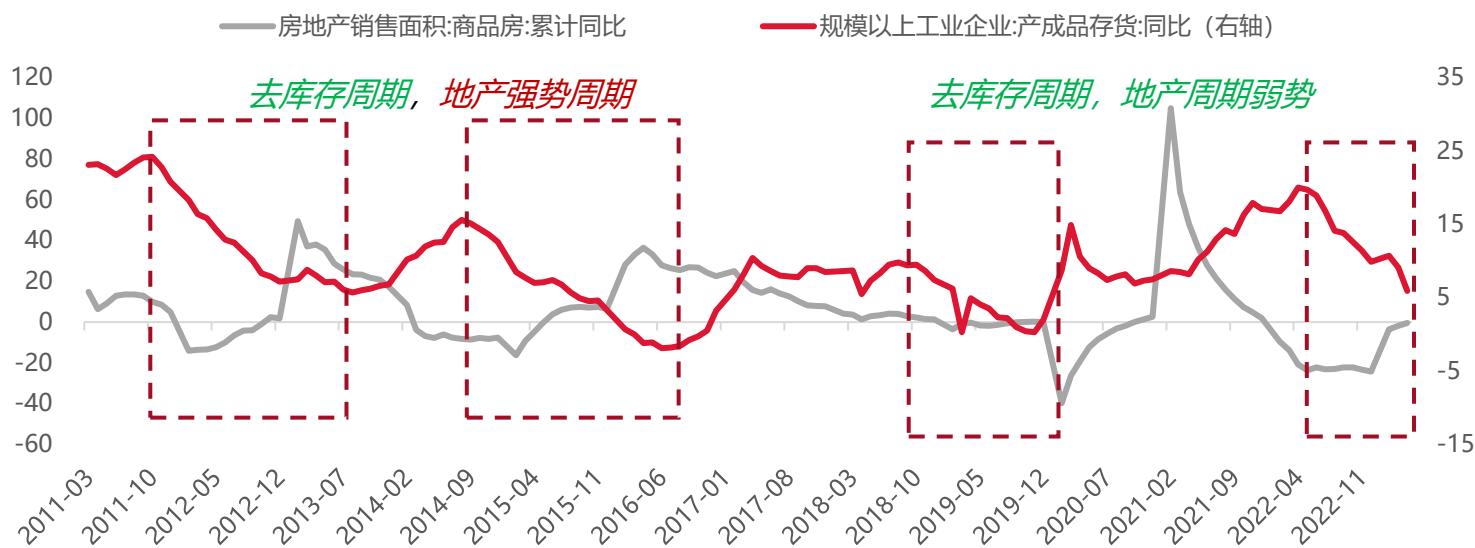
国内经济供需表现

两年平均增速	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2023年5月	3.5	11.7	-7.2	6	10.05	12.7	-0.8
2023年4月	5.6	13.5	-6.2	6.4	9.8	18.4	16.8
2023年3月	3.9	9.2	-5.8	7	10.82	10.6	23.42
2023年1-2月	2.4	5.5	-5.7	8.1	12.18	3.5	0.9
2022年12月	1.3	-0.8	-10	9.1	11.52	-1.8	-0.5
2022年11月	2.2	-1.9	-9.8	9.3	11.65	-5.9	0.7
2022年10月	5	0.1	-8.8	9.7	11.39	-0.5	7
2022年9月	6.3	1.3	-8	10.1	11.2	2.5	10.7
2022年8月	4.2	1.8	-7.4	10	10.37	5.4	11.8
2022年7月	3.8	0.6	-6.4	9.9	9.58	2.7	23.9
2022年6月	3.9	1.3	-5.4	10.4	9.25	3.1	22
2022年5月	0.7	-5.1	-4	10.6	8.16	-6.7	15.3
2022年4月	-2.9	-6.1	-2.7	12.2	8.26	-11.1	1.9
2022年3月	5	-0.9	0.7	15.6	10.5	-3.5	12.9
2022年1-2月	7.5	4.2	3.7	20.9	8.5	6.7	6.2
2021年12月	5.8	5.3	-3	11	1.6	3.9	19.5
2021年11月	5.4	5.6	3	11.2	-0.7	4.4	21.2
2021年10月	5.2	5.5	3.3	6.9	1.6	4.6	18.7
2021年9月	5	5.3	4	6.4	-0.7	3.8	18.4
2021年8月	5.4	4.4	5.9	6.1	-0.3	1.5	17
2021年7月	5.6	5.6	6.4	2.8	-1	3.6	12.9
2021年6月	6.5	6.5	7.2	6	3.5	4.9	15.1
2021年5月	6.6	6.2	9	3.6	3.9	4.5	11.1

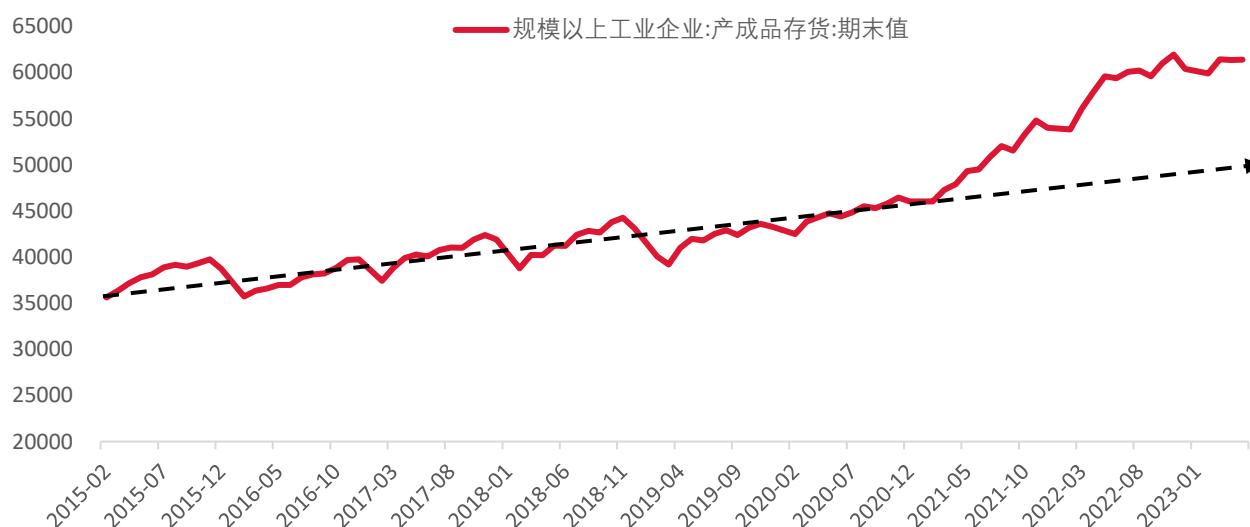
经济影响边际减弱，新的观察期的核心观测点有哪些？

- 二季度以来，我们一直提示经济进入观察期，关注内生动能（库存周期）、逆周期力量（地产基建周期），6月报告中明确观察结果：库存周期下行及逆周期力量减弱。市场对此审视、计价后，6月以来对经济数据偏弱的利空明显钝化。但观察期过后，迎来的或并非拐点，而是新的观察期。
- **观察一：库存周期节奏，及未来经济的形态——V型、U型、还是L型**
- 跳出历史经验框架看本轮库存周期的新变量：1) 库存绝对值较高，库销比处于历史分位数高位；2) 地产周期共振而非对冲；3) 产需“负缺口”在疫后有所扩大。意味着用历史经验简单线性推定容易再度误判经济拐点，但加入新变量的测算又缺乏历史数据佐证，因此对库存周期的判定，需要先看到企业利润增速的回正，价格、利润率、营业成本等多维数据的共振改善。以及后续地产周期能否企稳。
- 通过综合观察库存增速、存货周转天数、库销比等推测库存周期拐点的时间节点，即经济基本面的右侧拐点。

库存周期与地产周期共振走弱 (%)



库存绝对值水平远高于疫情前增长趋势



政策重心和效果仍是焦点

观察二：政策重心及后续政策对经济影响

- 从近期高层会议及表态来看，延续二十大以来“高质量发展首要任务”的思路，后续大概率保持定力。政策对经济的效果需要观察。
- 地方政府债务问题的处置是今年的重要任务之一。下半年或将召开金融工作会议，预计将明确地方化债的思路，并建立防范化解地方政府债务风险长效机制，约束未来地方财政投资力度。

时间

主要观点

2023年两会
政府工作报告

3月5日

完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，**实现质的有效提升和量的合理增长**。

《树牢正确政绩观》

5月16日
《人民日报》
7月6日
《求是》

文章强调了总书记在3月5日全国两会参加江苏代表团审议时的讲话：“新班子起来了，一定要注意啊，**不要有大干快上的冲动，也就是不能不按规定办事，急功近利、急于出成绩**。要把这种浮躁心理、急躁心态都压下来，扎扎实实、踏踏实实地搞现代化建设。”
“**任何时候我们都不能走那种急就章、竭泽而渔、唯gdp的道路**。这就是为什么要树牢新发展理念。树立正确的政绩观也就在这里，功成不必在我、功成必定有我。”

李强总理在达沃斯论坛讲话

6月27日

我们正在认真贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，努力实现高质量发展。我们将在扩大内需潜力、激发市场活力、推动城乡区域协调发展、加快发展方式绿色转型、推动高水平对外开放等方面，推出更多务实有效的举措。这些举措正在发挥效应，从今年来的情况看，中国经济回升向好的态势明显，一季度同比增长4.5%，预计二季度增速将快于一季度，全年有望实现5%左右的预期增长目标。

国务院关于2022年中央决算的报告

7月4日

督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量，逐步降低风险水平。督促地方强化预算约束和政府投资项目管理，**充分开展财政承受能力评估，量力而行开展项目建设，严禁建设形象工程、政绩工程以及脱离当地财力可能的项目**。对新增、少报漏报隐性债务和化债不实等问题及时查处、追责问责。

李强总理主持召开经济形势专家座谈会

7月6日

我们要**全面、辩证、长远地研判当前经济形势，进一步保持战略定力**，增强发展信心。要围绕稳增长、稳就业、防风险等，抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。**要围绕高质量发展首要任务**，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫。要建立健全政府与民营企业、外资企业等各类企业的常态化沟通交流机制，通过增强工作互动性来增强决策科学性。

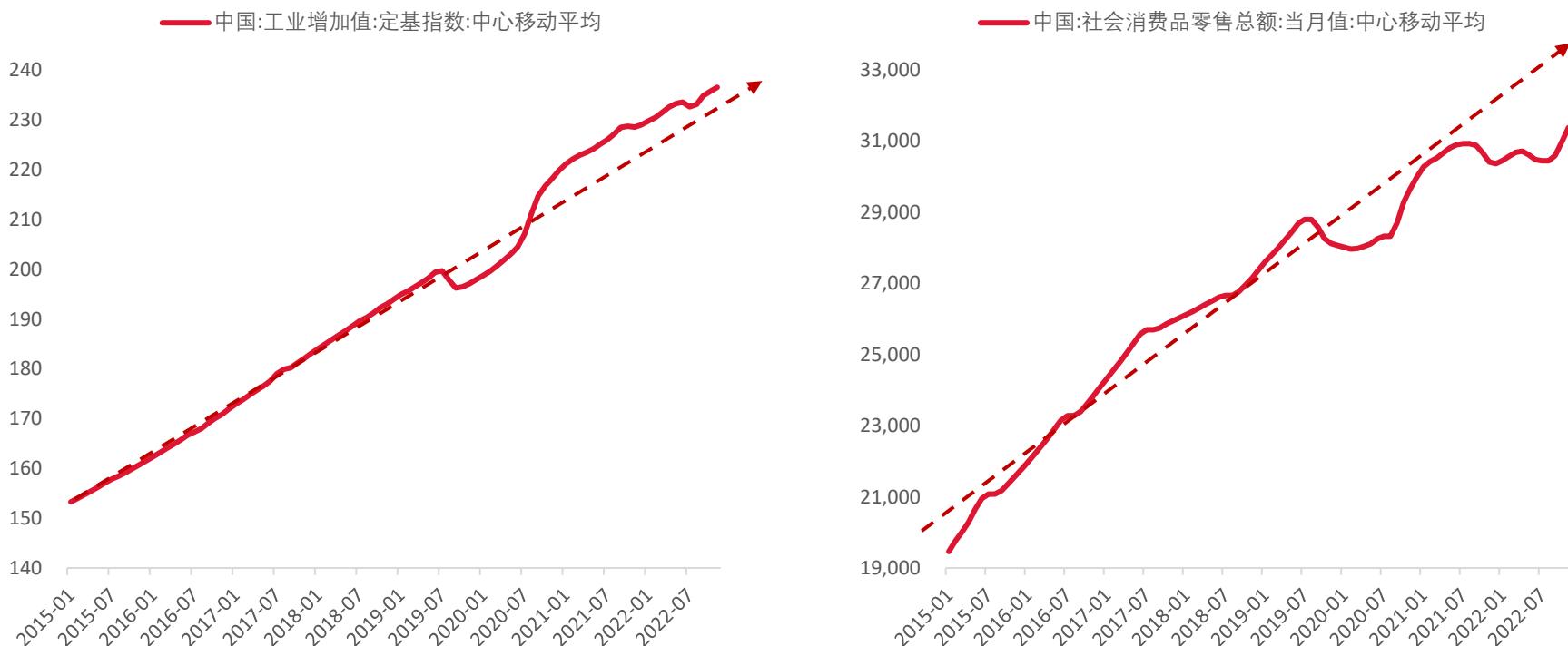
本轮去库周期或长于以往

- **库存增速有所回落，但去库周期难言见底：**企业通过一段时间的“以价换量”后，库存出现明显回落的迹象，但与以往去库周期不同的是：1) 库存绝对值较高；2) 剔除价格因素后，本轮实际库存同比仍处在相对高位；3) 地产周期弱势，因此去库周期或持续更长时间。
- **产需“负缺口”的制约：**从疫情前后的产需趋势对比来看，疫后工业产出高于疫情前的增长趋势线，但内需低于疫情前的增长趋势值线，产需的缺口有所扩大，显示出疫后复苏动力主要来自于外需强劲以及生产带动，而内需恢复较慢。当外需面临走弱的压力时，也将制约工业生产的恢复速率。

剔除价格因素后库存仍处相对高位 (%)



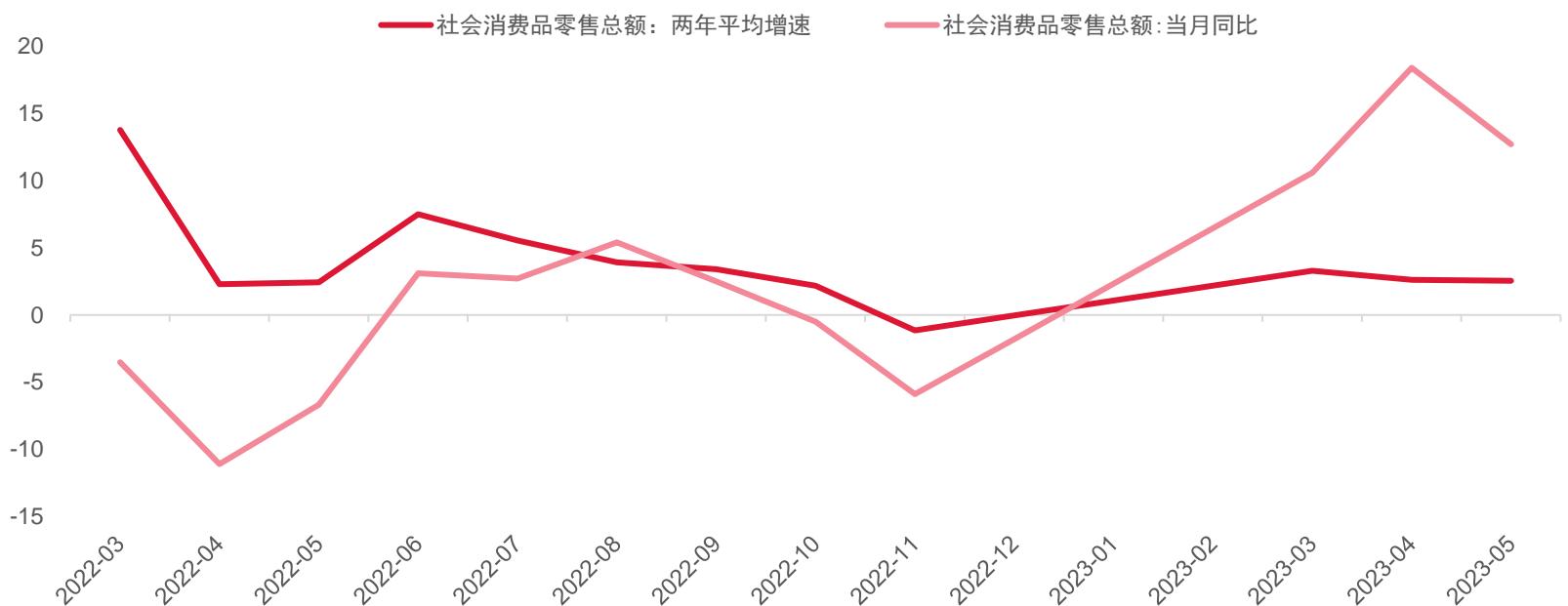
产需“负缺口”



消费复苏动能减弱，需关注极端天气影响

- 社零走弱，复苏斜率持续放缓：**5月份，社会消费品零售总额同比增长12.7%，再度弱于预期，且较上月继续回落5.7个百分点，两年平均增速也较4月小幅回落0.07个百分点至2.55%，消费复苏斜率继续放缓。结构上，可选消费相对较弱，从两年平均增速来看，非地产相关可选消费仅有通讯器材类、汽车类和石油及制品类表现较好，主要是因为近期手机等电子产品以及汽车降价所带来的一轮消费。而在地产需求总体偏弱的背景下，与地产相关可选消费继续走弱。
- 端午假期消费复苏放缓：**消费复苏动能减弱，从6月端午假期情况来看，旅游人次与收入两个维度的恢复程度有所分化，全国国内旅游出游人次已经达到2019年的112.8%，但国内旅游收入只恢复至2019年同期的94.9%。对比五一假期情况，端午假期居民出行意愿回落或因高温、多雨天气所致，人均支出恢复至疫情前的比例小幅降低，从五一的84.52%降至84.13%，体现出居民延续了消费力“打折”的情况。
- 厄尔尼诺现象影响：**今年出现厄尔尼诺现象，极端天气增多，高温、多雨等会抑制居民出行、消费意愿，干旱、洪涝也有造成经济损失的风险。

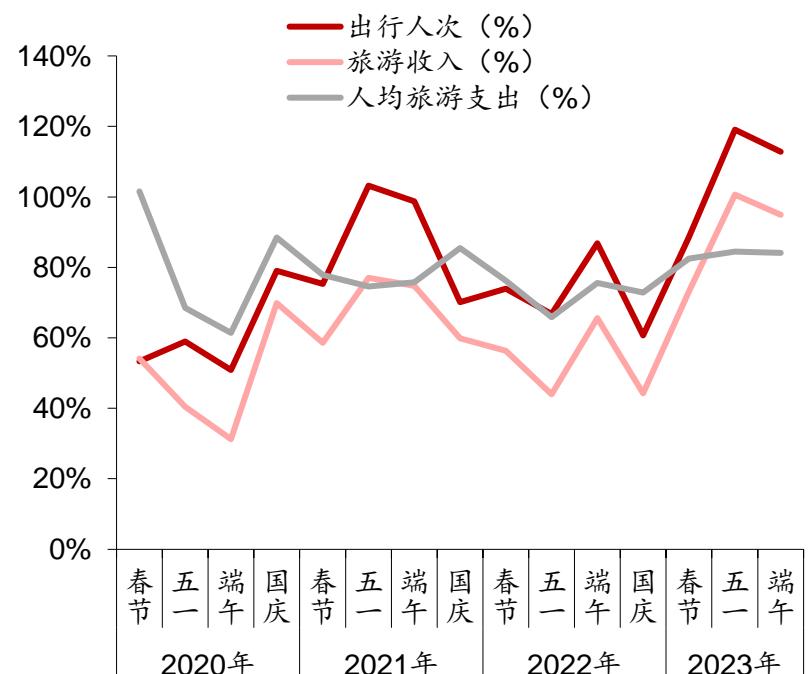
消费复苏斜率继续放缓 (%)



可选消费相对偏弱 (%)

	2023年4月份两年平均增速	2023年5月份两年平均增速	2023年5月份两年平均增速较4月份变化
必选消费			
粮油、食品类	7.4	6.6	-0.8
饮料类	0.9	2.1	1.2
烟酒类	5.6	7.3	1.7
服装鞋帽针纺织品类	1.0	-2.4	-3.4
日用品类	0.3	1.6	1.3
中西药品类	5.9	8.5	2.6
可选消费 (地产相关)			
家用电器和音像器材类	-2.1	-7.4	-5.3
家具类	-7.1	-7.2	-0.1
建筑及装潢材料类	-12.5	-14.0	-1.5
可选消费 (非地产相关)			
化妆品类	0.7	1.8	1.1
金银珠宝类	2.0	0.7	-1.3
文化办公用品类	-2.6	-0.4	2.2
通讯器材类	-2.9	11.3	14.2
石油及制品类	8.3	4.4	-3.9
汽车类	-0.9	3.2	4.1

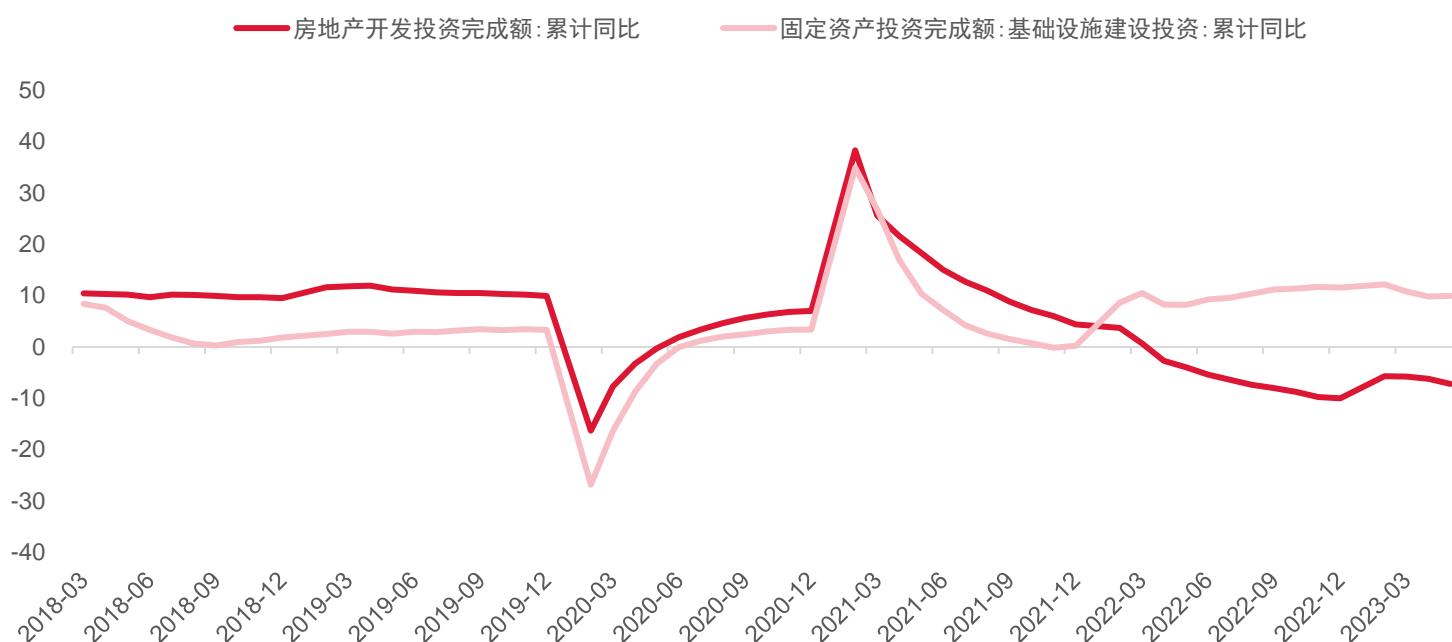
假期旅游恢复至疫情前比例 (%)



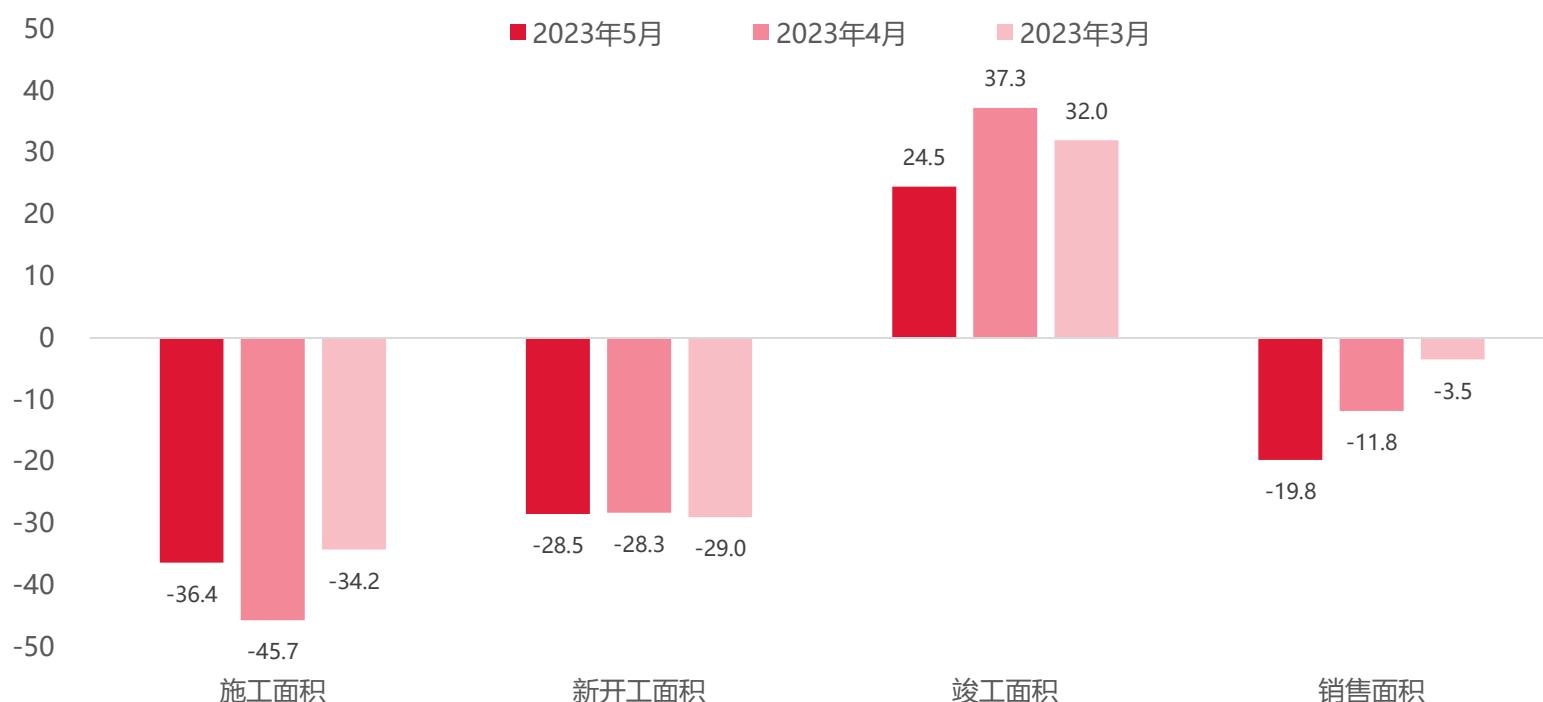
地产、基建投资增速继续放缓

- 基建投资增速放缓：**5月基建投资增速进一步放缓，主要是因为：1) 基建逆周期调节必要性减弱；2) 考虑到当前经济仍处于弱复苏过程，“逆周期调节”工具不宜过早强劲发力，需为后续稳增长预留一定空间；3) 前期财政支出力度较大，叠加财政收入偏弱，财政发力空间相对有限。
- 地产需求走弱：**需求端，由于居民对于未来收入预期偏弱，且对于地产信心不足，居民购房意愿减弱，根据央行二季度城镇储户调查显示，未来三个月准备增加“购房”支出的比例从17.5%降至16.2%。
- 地产投资下行压力上升：**“保交楼”政策下，地产竣工仍保持正增长，但已明显回落，当月同比增24.5%（前值37.3%）。房地产新开工当月同比增速（-28.5%）、施工面积累计同比增速（-36.4%）均延续负增长。随着竣工对投资的支撑继续降低，地产下行压力或将继续上升。

基建、地产投资增速均放缓（%）



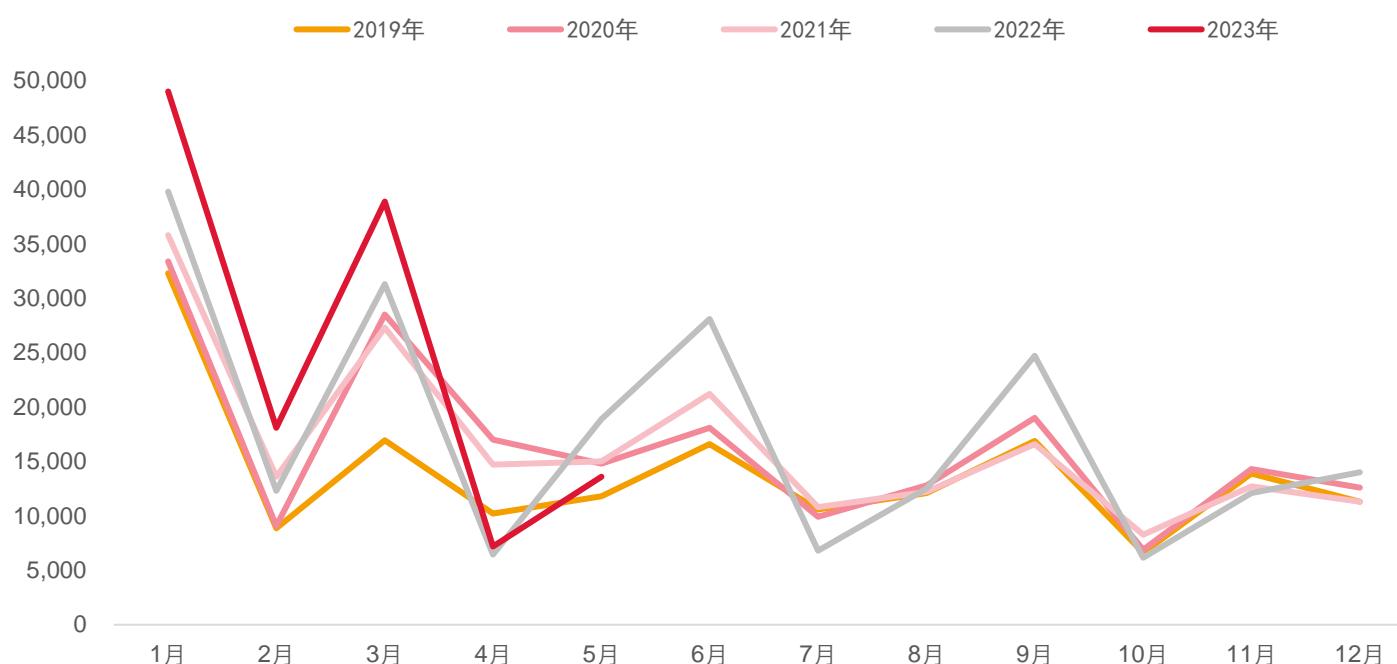
竣工面积高位回落，新开工和施工偏弱（当月同比，%）



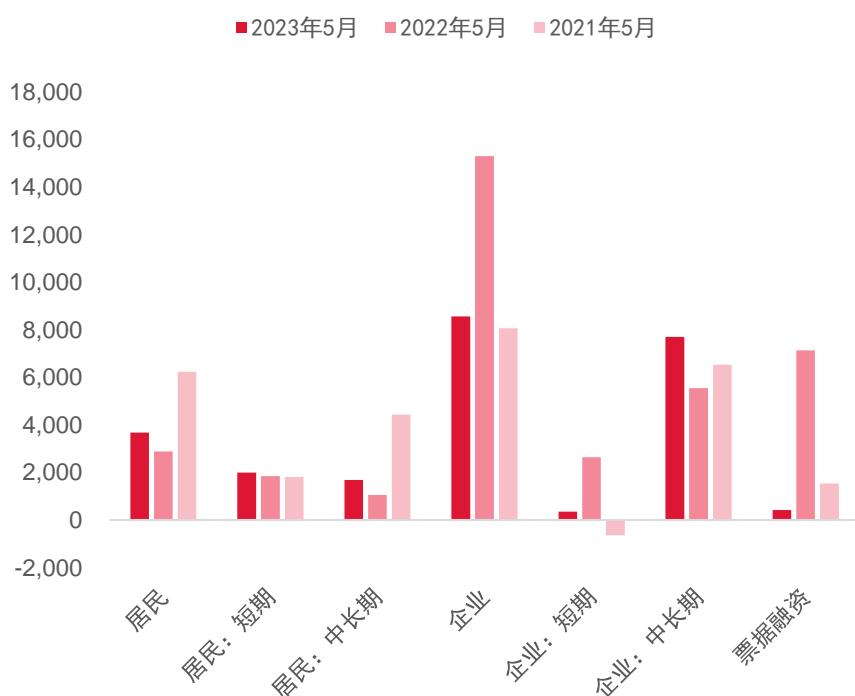
资金需求明显走弱，市场流动性宽裕

- **经济复苏偏弱背景下，信贷需求继续走弱：**5月份人民币贷款增加1.36万亿元，同比少增5418亿元。分部门看，住户贷款增加3672亿元，其中，短期贷款增加1988亿元，中长期贷款增加1684亿元；企（事）业单位贷款增加8558亿元，其中，短期贷款增加350亿元，中长期贷款增加7698亿元，票据融资增加420亿元；非银行业金融机构贷款增加604亿元。5月信贷数据结束了今年初以来持续同比多增的趋势，反映出目前基本面复苏运转的不畅。
- **市场流动性将维持在偏宽松水平：**经济仍处在弱复苏阶段，信贷需求相对偏弱，央行为了降低融资成本，呵护实体经济，宣布下调OMO、MLF、LPR利率各10BP。但此次降息并非市场期待的“下猛药”式的刺激政策，往后看，政策基调或更偏向于适度且具有针对性，总体保持定力，市场融资需求短期难以显著回升。因而，市场流动性也将维持在偏宽松水平。

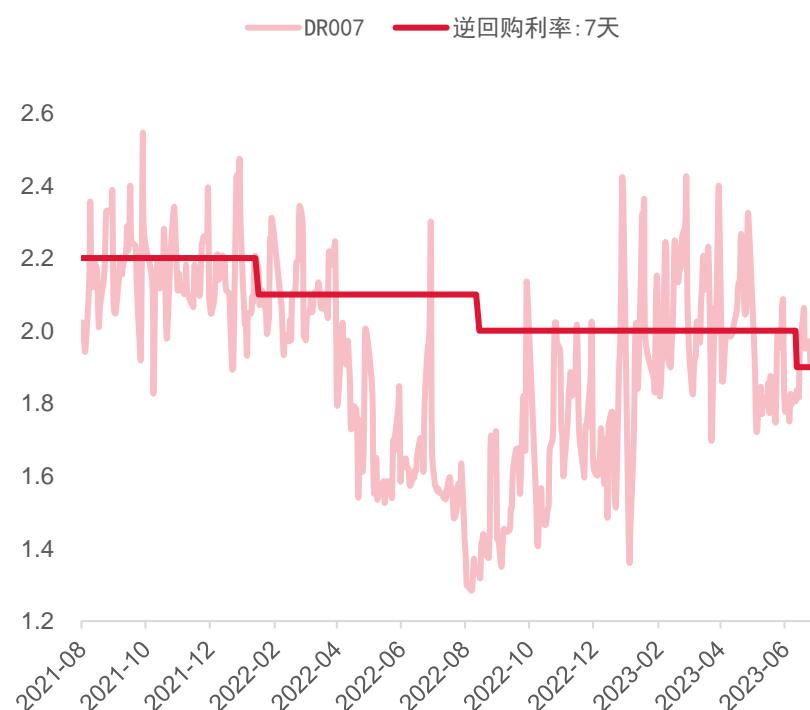
5月新增信贷处于历史相对低位（亿元）



5月企业端新增信贷走弱（亿元）



市场利率低于政策利率水平（%）



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 市场结构与特征**
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



6月市场情绪有所改善，但资金相对谨慎

- 6月份政策博弈预期升温，部分内资以及北向资金重新流入，但由于缺乏明确主线，且A股赚钱效应偏弱，多数资金仍保持谨慎。
 - ✓ 从两个整体指标来看：6月净融资买入额呈震荡走势；
 - ✓ 6月北向资金净流入规模开始回升；
- 在央行降息后，市场对于政策预期升温，部分外资重新回流A股市场，北向资金由负转正。

6月市场融资买入额呈震荡走势



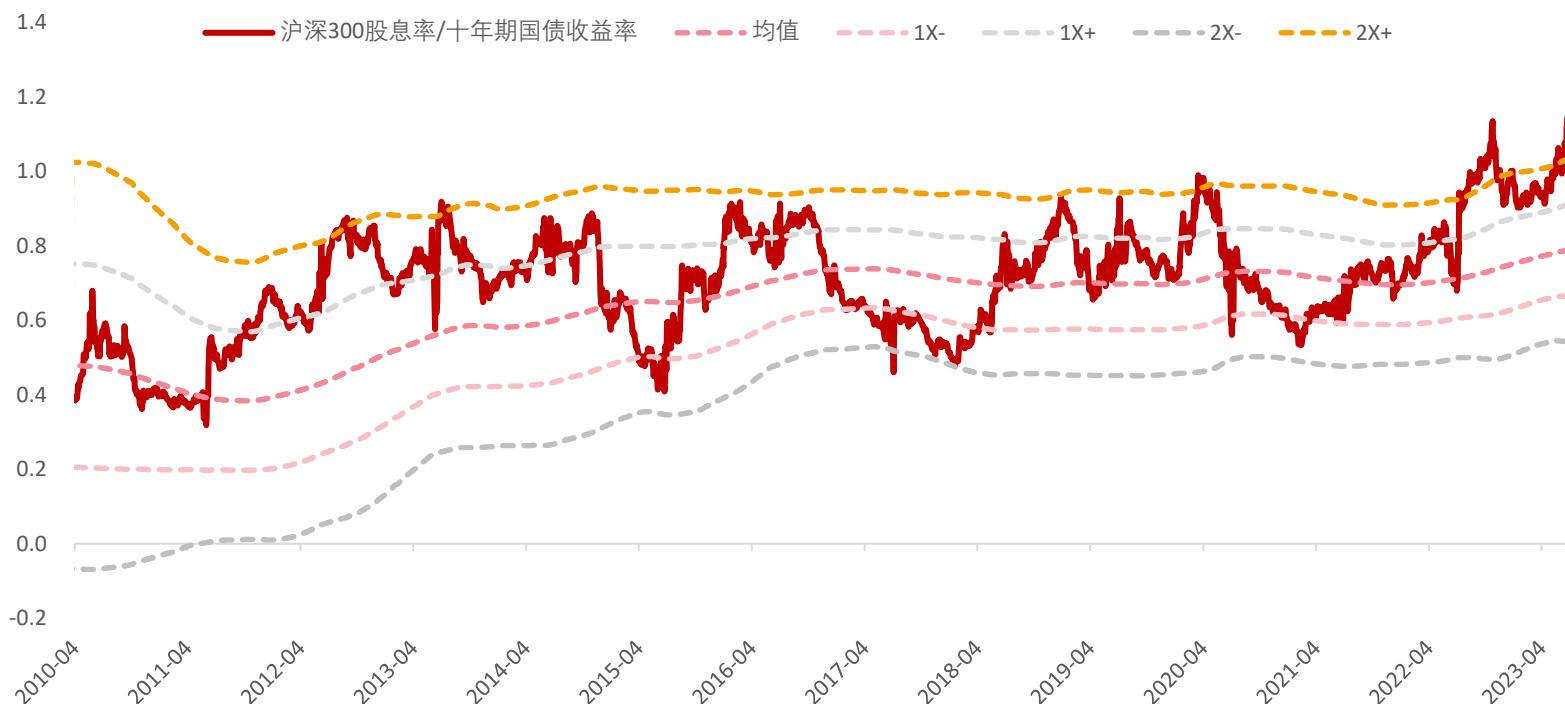
6月份北向资金有所回升



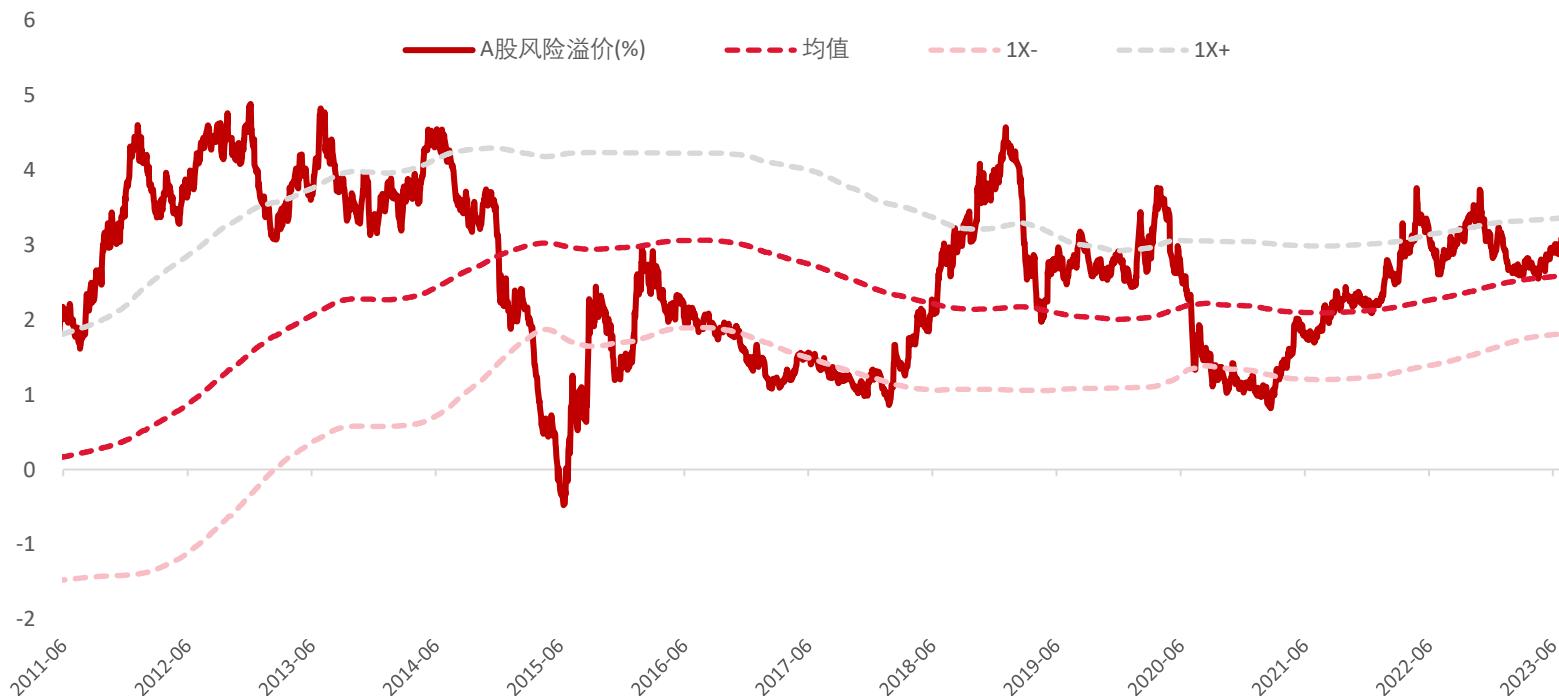
避险情绪升温，股债性价比继续高于正两倍标准差

- **股/债性价比高于正两倍标准差：**6月A股延续震荡偏弱态势，十年期国债收益率回落，沪深300性价比继续上升。截至6月底，沪深300股息率/十年期国债收益率1.14（前值1.05），已经高于2010年以来的正两倍标准差水平（1.04），沪深300性价比维持高位。
- **风险溢价继续上行：**6月市场情绪延续弱势，A股延续结构性行情，万得全A估值下行，十年期国债收益率回落，风险溢价率明显上行。6月万得全A风险溢价率为3.04（前值2.97），市场避险情绪继续升温。

沪深300性价比仍在高位



市场避险情绪继续升温



港股：估值偏低，外部扰动犹存

- 6月港股回升，AH股溢价率靠近均值水平。
- 在下跌两个月后，港股6月触底反弹，走势优于A股，AH股溢价率震荡下行，逐步靠近均值水平。
- 港股估值偏低，下行空间降低，但需关注外部扰动：
- 港股在经过一个月的反弹后，估值有所回升，但仍处在相对低位。往后看，互联网平台政策环境改善，下行空间降低，不过考虑到国内经济基本面复苏动力偏弱，美联储加息进程仍未结束，港股上行空间有限，且仍有波动风险，建议保持适当谨慎。

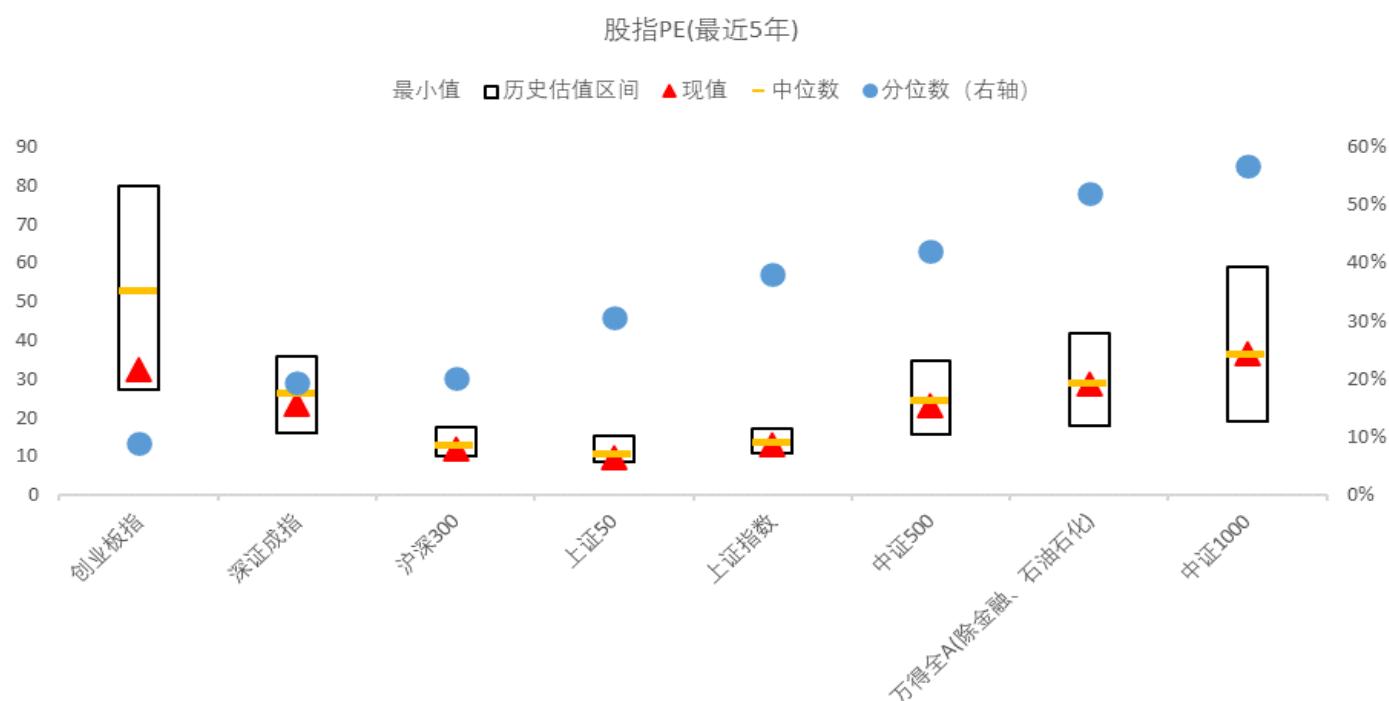
AH股溢价率小幅上行



股指估值PE：整体跌多涨少

- 6月，指数估值整体跌多涨少，跟踪的8个股指中，**中证1000、创业板指、上证50** 估值小幅上升，其中**中证1000**估值分位数上行至中位数以上区间。
- 中证500**估值跌幅最为显著，分位数出现跨档下行至中位数以下区间。**创业板指、深圳成指、上证指数**估值小幅下行，其中**深圳成指**估值分位数回落至下1/4分位数以下区间。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以下区间，其中3个处于下1/4分位数以下区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



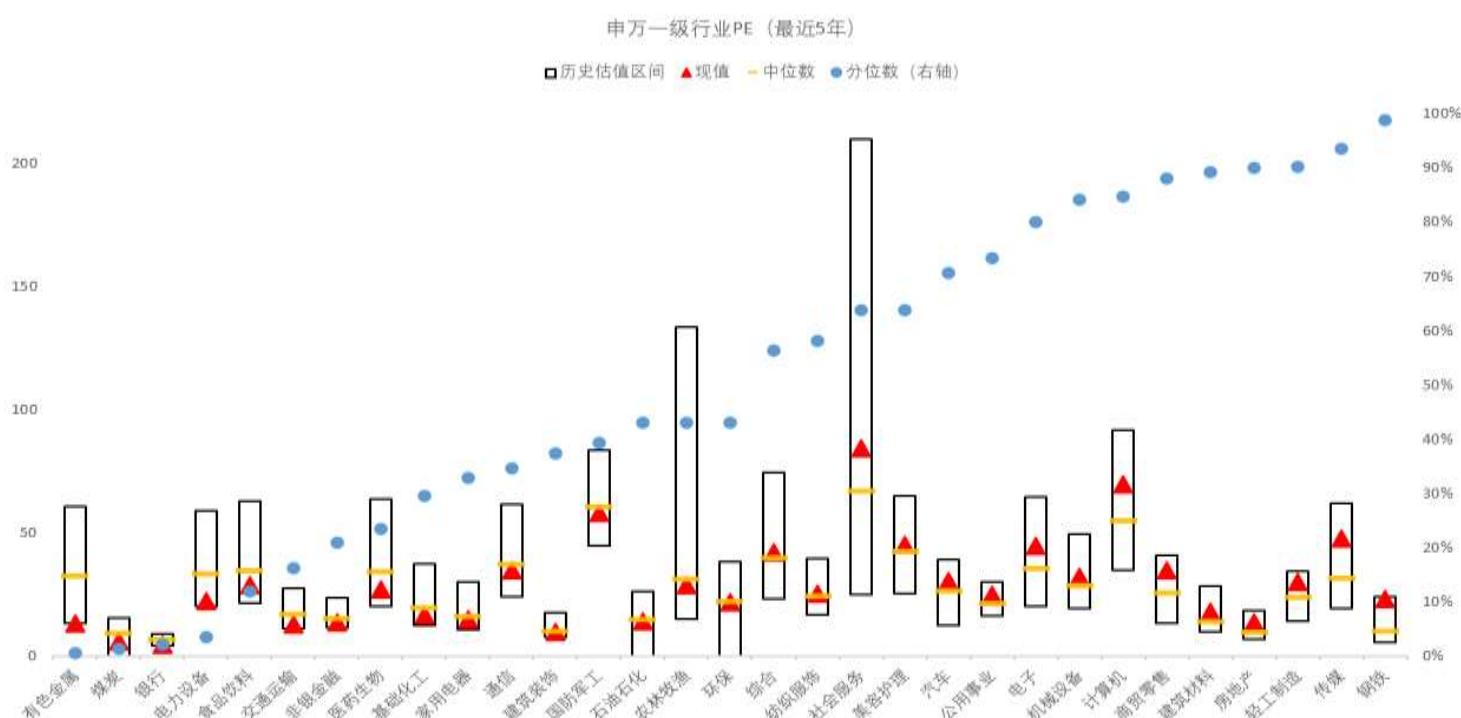
注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。

	上月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	0.98	-5.61	32.55	8.93
深证成指	2.16	0.10	23.37	19.29
沪深300	1.16	-0.75	11.68	20.23
上证50	-0.05	-5.43	9.66	30.56
上证指数	-0.08	3.65	12.94	38.14
中证500	-0.81	2.29	23.08	41.89
万得全A(除金融、石油石化)	1.91	3.27	28.65	52.03
中证1000	0.62	5.10	36.67	56.83

行业估值PE：走势分化

- 6月，行业估值走势分化、整体跌多涨少走势，其中**电子、家电、机械设备、汽车**行业估值涨幅最为显著。**军工、通信**等几个行业的估值均都出现明显上升。
- 非银金融**行业估值跌幅最为显著，估值百分位继续回落至下1/4分位数以下区间；**商贸零售、社会服务、医药生物**等几个行业的估值出现不同程度回落。
- 跟踪PE的23个行业中，**6个行业**处于下1/4分位数以下区间，**4个行业**位于上1/4分位数以上区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



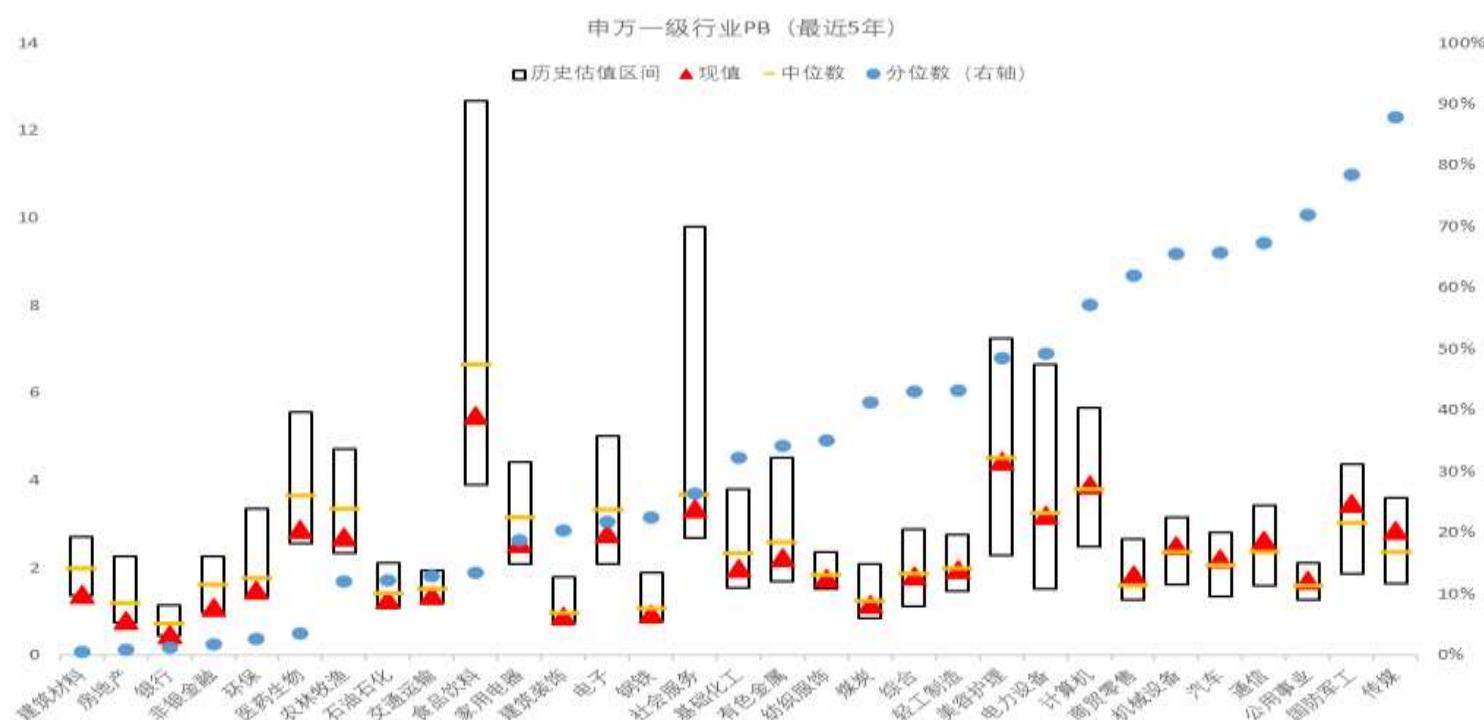
注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。

行业 (申万)	上月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)	PE	百分位
银行	-2.06	-2.84	4.68	2.18
电力设备	4.08	-3.50	22.11	3.53
食品饮料	0.55	-9.07	28.80	11.94
交通运输	-2.92	-7.87	12.76	16.44
非银金融	-2.09	0.50	13.86	21.21
医药生物	-4.50	-5.56	26.92	23.42
基础化工	2.55	-8.03	16.66	29.62
家用电器	11.25	13.29	14.83	33.07
通信	10.91	50.66	34.77	34.72
国防军工	4.04	6.76	58.16	39.41
环保	-0.44	1.21	21.85	43.20
纺织服装	2.99	3.30	25.19	58.33
社会服务	-0.41	-7.78	84.34	63.74
美容护理	-1.25	-13.61	44.95	63.78
汽车	8.89	5.89	30.40	70.80
公用事业	-1.37	6.76	24.91	73.54
电子	1.60	11.00	44.76	80.18
机械设备	7.36	13.44	32.06	84.16
计算机	0.25	27.57	69.69	84.83
商贸零售	-2.76	-23.44	34.63	88.14
建筑材料	1.01	-10.52	18.15	89.38
房地产	0.58	-14.29	13.88	90.17
轻工制造	3.19	-1.83	30.15	90.43

行业估值PB：多数上涨

- 相比PE，PB估值相对稳定性更高，随着股价变动基本都可以反映出来，其中：
- 6月，跟踪的8个行业中估值多数上涨，**农林牧渔、煤炭**估值涨幅明显，**有色金属、石油石化**估值小幅上行。
- **建筑装饰、钢铁**行业估值出现不同程度回落；**传媒**估值继续回落，但依然处在上1/4分位数以上区间。
- **当前观察PB的8个行业中，4个行业处于下1/4分位数以下区间，1个行业位于上1/4分位数以上区间。**

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。

行业（申万）	上月涨跌幅（%）	今年以来涨跌幅（%）	PB	百分位
农林牧渔	2.98	-8.79	2.69	12.35
石油石化	0.25	9.61	1.27	13.44
建筑装饰	1.95	10.13	0.89	22.26
钢铁	0.55	-2.71	0.94	23.09
有色金属	0.93	-1.32	2.22	34.61
煤炭	1.66	-3.74	1.17	42.53
综合	1.21	-9.47	1.81	43.99
传媒	1.48	35.32	2.86	88.18

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 市场结构与特征
- 05 资产配置观点展望**
- 06 风险提示



股债性价比达到2倍标准差是否意味着反转拐点？

- **下行风险和空间收敛：**弱复苏是当前的一致预期，股市上行空间不高，但股债性价比达到2倍标准差，估值具备较高性价比，尤其是电力设备、食品饮料、医药、金融等权重较大的板块估值均处于历史分位数的偏低区间，下行风险和空间明显收敛。
- **超跌反弹可能性大于反转可能性：**赚钱效应不佳、基本面仍待验证，市场对政策的预期从此前的“提前抢跑”到当前的“不见兔子不撒鹰”。因此，在“下猛药”式政策落地或经济数据有效改善前，交易逻辑或仍是超跌“反弹”而非“反转”。
- **7月市场交易特征展望：**由于全球宏观环境显著变化，基于历史经验的“归纳+线性推演”框架逐渐失灵，使得市场重新审视当前宏观惯性，乐观积极的情绪有所回落、风险偏好不高、短期博弈为主。特别是临近7月政治局会议，在经济和政策预期出现重要变化前，主线依然不够清晰，预计仍将呈现出快速轮动特征。



经济逻辑与FICC配置观点

规避 低配 标配 高配 超配



经济逻辑		<ul style="list-style-type: none"> 外部来看，一方面，欧美服务业、就业、通胀韧性强于预期的情况仍在延续，欧美高利率将维持“更久”，降息预期大大推迟，短期对资产估值分母端影响偏负面；另一方面，海外地缘问题、高利率环境下金融领域风险等仍有可能发生。外部潜在扰动大于利好。 内部来看，市场已对弱现实计价，但去库周期或长于预期：1) 居民消费力受到就业、收入预期制约；2) 地产周期下行；3) 库存绝对值水平偏高；4) 外需下行压力有所上升。需等待企业利润增速、存货周转周期、应收账款回款周期等指标持续改善的积极信号。 当前宏观政策定力较强，近期高层会议表态均指出，政策要保持战略定力，围绕高质量发展首要任务实施针对性措施。经济复苏长期向好，不过若无“下猛药”式刺激，短期经济预期难以显著改善。中美关系短期有所缓和，相关风险有所降低。 利率持续下行后，市场在政策基调确定前观望情绪上升，利率短期偏震荡，但国内经济延续“弱现实”格局，且未来仍有降息可能，后续利率仍有下行空间。 外部波动风险仍然不可忽视，国内相对平稳但复苏斜率放缓，股市上行空间受到制约。三季度海内外不确定性仍然不低，市场或仍处于高波动、缺乏主线的阶段，机会把握难度较大，对风险资产的投资需适当谨慎，趋势性不强的市场中建议关注网格交易机会。 	
资产类别		主要观点	配置建议
债券	利率债	当前较高的股债性价比、后续缺乏趋势性宽松空间等因素或令利率下行速度放缓、波动增加，但经济修复斜率继续放缓，后续仍有进一步降息空间，且风险偏好仍然不高，资金配置需求较强对利率债带来支撑。短期波动或有所上升，维持标配。中期仍有上行空间，偏积极。	<p>标配</p> <p>(中期偏积极)</p>
	信用债	“资产荒”环境下，优质信用债供给不足、刚性配置需求较高为中高评级信用债提供支撑，但信用利差收敛至合理区间，难以进一步降低。中高评级信用债建议标配。要警惕当前地方政府债务化解进程中部分地区低评级城投债务相关风险，充分考量配置期限及安全垫厚度。考虑到下半年地方债务化解进程加快，警惕低评级(AA-)信用债潜在风险，维持低配。	<p>中高评级标配</p> <p>低评级低配</p>
商品	黄金	短期美元偏强对黄金产生一定压制，且今年内降息预期消除，黄金上行空间有所降低。中长期来看，黄金的趋势性机会或将延后至年末或明年，考虑到未来外部潜在的金融市场风险及地缘风险，以及汇率波动因素，以人民币计价的黄金仍然具备长期配置价值。维持标配，但适当警惕短期调整压力。	<p>标配</p>
外汇	美元	美国经济、通胀韧性较强，加息进程尚未结束，且年内降息预期逐渐消退，美国利率水平或在更长时间维持高位。美元指数或震荡偏强，建议标配。人民币兑美元短期仍存一定压力，但随着监管稳汇率需求上升，双向波动加大，不建议过度博弈贬值。	<p>标配</p>

市场逻辑与A股策略

规避 低配 标配 高配 超配



<p>A股逻辑</p>	<p>✓ 2023年的A股市场我们从三个角度来观察，分别为经济基本面、政策面、资金面。</p> <p>基本面</p> <ul style="list-style-type: none"> 外部影响：美联储加息预期升温，年内降息预期消退，资产估值仍有压力，高息环境下外部不确定性较高。 内部影响：去库存尚未结束，经济复苏斜率放缓，政策相对有定力，需耐心等待去库存结束。 <p>政策面</p> <ul style="list-style-type: none"> 宏观政策：政治局会议将明确后续政策方向，大概率保持定力，更注重高质量发展，非强刺激。 地产政策：地产销售转弱，或有因城施策进一步放松，但总量政策难以发力，底线思维、“托而不举”。 <p>资金面</p> <ul style="list-style-type: none"> 流动性：宏观流动性环境相对充裕，但A股缺乏赚钱效应，依然以存量资金博弈为主。 利率：融资需求短期难大幅回升，流动性偏宽松，资金利率低于政策利率波动，未来仍有降息空间。 	
<p>资产类别</p>	<p>主要观点</p>	<p>配置建议</p>
<p>权益 A股</p>	<p>➤ 7月处于预期验证阶段，偏震荡格局，月末调整压力上升并关注调整后的反弹机会：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 国内经济复苏斜率放缓，经济底有待验证，仍需警惕复苏不及预期带来的扰动风险； ◆ 欧美通胀压力不减，紧缩预期升温，年内难以出现降息预期，外部扰动仍偏负面； ◆ 国内仍有进一步降息空间，估值端有潜在小幅利好空间； ◆ A股市场由于缺乏持续赚钱效应导致增量不足，主要以存量资金为主，资金面偏中性； ◆ 政策基调将在月末政治局会议后明确，预计大概率保持定力，围绕高质量发展出台针对性策略为主，而非“下猛药”式刺激，三季度经济数据显著改善并带动市场信心大幅回升的可能性不高，且会议前市场主线不够清晰，行业轮动较快，短期机会空间不大，临近会议市场观望情绪上升或带来调整压力，建议等待调整后的反弹机会。 <p>➤ 风格方面，先均衡轮动，后回归题材——</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 会议前市场主线不够清晰，偏均衡轮动，关注波段行情中高抛低吸的交易机会。 ◆ 会议后方向明确，场景一（概率较大）：政策保持定力，则回归结构性行情，题材、政策受益的部分板块以及中小盘成长占优；场景二：刺激力度较大，则顺周期板块带动大盘上行。 ◆ 行业、指数方面： <p>关注人工智能（年度主线）；机器人、自动驾驶（AI扩散及潜在政策支持）热电（高温天气）；新能源新技术领域、汽车零部件（景气度改善）；服务消费（暑期预期）等中期确定性较强的领域，以及纳斯达克。</p> <p>➤ 策略工具方面：</p> <p>在缺少趋势下主线的震荡行情中，赚钱效应整体偏弱，建议关注网格交易策略，以及个股筛选的指增策略。</p>	<p>低配</p> <p>（适宜网格交易策略，趋势性机会仍需等待）</p>

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美联储货币政策紧缩超预期强化；
- 欧美经济衰退风险；
- 海外高息环境下金融领域风险；
- 国内经济复苏不及预期。

风险提示及免责声明

分析师承诺：

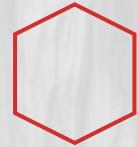
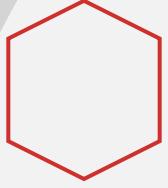
本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢!

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES