

# 内外宏观基本面欠佳，建议防御性策略为主

撰写分析师：

霍柔安（股指）

执业资格号：F3073006

投资咨询号：Z0016229

电话：17695606206

E-mail：huorouan@xhqh.net.cn

审核人：李明玉

## 要点

### ● 股指期货：

近期人民币汇率的走弱叠加海内外宏观基本面不佳的背景下，美债上限问题悬而未决，昆明城投债兑付可能出现问题的消息引发市场的担忧，虽然后续辟谣了但是对市场并没有起到很明显提振作用，传言其实一定程度上解释了政府投放的天量货币去哪儿了，地方政府需要借新还旧，并不能完全转化为实物工作量，后续需要继续观察政策意向和力度，降准可能会比降息更能提振经济增长。美国债务上限问题目前已取得积极进展，周日最新消息称已经达成协议，后续等待参议院以及众议院的表决。市场预期会在 6 月 5 日之前达成一致。且根据历史经验来看，债务上限上调后依然会给资产价格带来持续性影响，比如美国主权评级的下调，所以出发美股及美债利率下跌，避险货币及黄金上行，美股的下挫可能会给 A 股带来一定的冲击。美联储官员表明 6 月降息暂停或者跳过加息而非停止，所以压降了美联储 6 月的加息预期，但年内降息预期减弱，态度偏向鹰派，预计加息目标上调空间不大，但目前来看，6 月中旬之前，国内市场依然可能会受到海外风险偏好的影响。月末公布的 PMI 数据显示，新一月的经济依然处于荣枯线以下且较上个月进一步下滑，在价格水平及内外部需求均保持疲弱的情况之下，需要进一步通过有效政策扩大内需，从而助推企业进一步加速去库存，有利于稳住价格，保就业、稳汇率，进而形成需求复苏的正向循环，目前仍未见相关增量政策。今年以来甚至 2022 年以来，市场风格的切换较此前的速度出现明显加快，去年可能一两个月轮动一次，今年可能是两三天就要轮动一次，更多的是存量资金高低位切换带来的结构化行情，近期病例数据的反弹、部分城投债突发事件、人民币汇率波动和美国债务上限谈判不确定性等因素，也令投资者谨慎情绪升温。增量资金入场意愿不足，投资者风险偏好回落，资金层面上也对大指数形成压力，所以短期这种存量博弈状况没被打破，风险偏好也没有明显回升的时候，市场预计不会出现趋势化行情，会继续快速轮动，TMT 虽然是长期发展的主线，但是其内部也存在分化，而且交易拥挤度过高导致仍然在波动，所以短期也需要谨慎对待，预计市场整体还是会呈现弱势震荡的行情。短期内，市场依然倾向于以防御性策略为主，A 股虽已处于估值较低状态，未来存在较大估值修复空间，但上涨预计也将更多表现为震荡形式。

撰写日期：2023 年 6 月 1 日

## 一、市场回顾

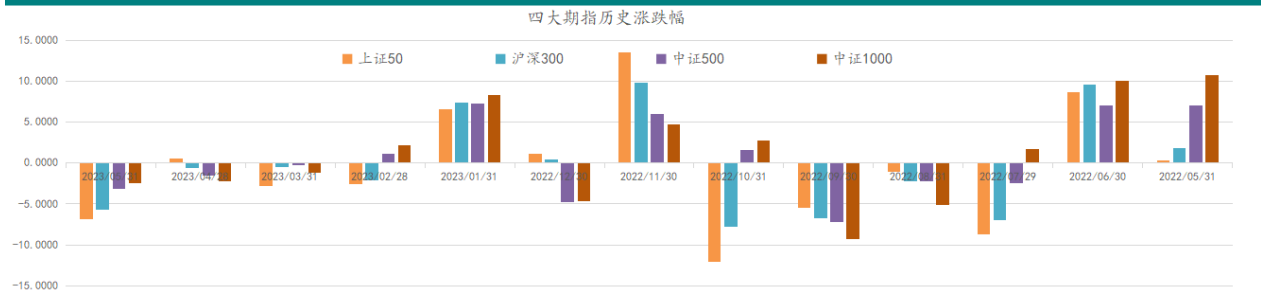
5月整月，市场冲击箱体上沿失败连续下行，两市成交额从万亿以上回落，经济弱复苏、内外需双降的大背景叠加美国债务上限问题和政策预期不断落空，人民币汇率持续走弱，避险情绪升温北向资金大幅流出，内外利空因素共振导致市场出现单边下调。上月的强势主要来自于存量资金而不是增量资金，吸收科创板和创业板的流动性，本质是高低位切换。当前无论是走经济复苏低估值逻辑的银行、中特估，还是走政策支持逻辑的人工智能数字经济，其实都存在内部分化的问题，A股主要在这两类板块间相互轮动，都不存在绝对优势。从行业 and 结构来看，增量资金不足，人民币汇率波动，从资金层面上对大指数形成压力，五月四大期指的表现分化，小指数相对抗跌，主要是受到TMT产业链的活跃表现支撑，可以看到公共事业、电子、通信等行业逆市收涨，但是TMT虽然是长期发展的主线，但是其内部也存在分化，而且交易拥挤度过高导致仍然在波动，所以短期也需要谨慎对待，预计市场整体还是会呈现弱势震荡的行情。短期内，市场依然倾向于以防御性策略为主。

图 1. 5 月市场行情单边下行



资料来源：同花顺 注：数据截止于5月31日

图 2 小盘成长风格活跃带动小指数表现较好



资料来源：同花顺 注：数据截止于5月31日

图3 TMT、AIGC 相关板块表现居前



资料来源：同花顺 注：数据截止于5月31日

## 二、经济基本面分析

海外宏观方面，本月美联储比较关注的几个点，其一就是债务上限问题，美国财政部长耶伦警告说，如果国会不尽早采取行动提高债务上限，美国可能最早于6月1日出现债务违约，但如果再次把上限提高的话，政府无法承受这么高的利率。截止至月末，美国两党对债务上限协议的通过仍在继续表决，但是根据历史经验来看，债务上限带来的问题是持续性的，结合历史上2011年债务上限危机的例子来看，资产价格主要交易的是避险，且避险行情在债务上限上调后仍有“余波”，部分来自美国主权评级下调影响。避险交易触发美股与美债利率下跌、避险货币与黄金上涨。另一个是流动性收紧的影响，债务上限危机解决后，预计财政部将加大短债发行，带来美国财政部一般账户余额的上升。由于美联储对市场的净流动性投放等于总资产减去一般账户余额与逆回购，这意味着在假定美联储总量不变的情况下，当一般账户余额大幅抬升，存在银行准备金大幅流出的风险。也就是有导致银行准备金流失的风险，即银行主体本身或银行体系负债端的客户作为购买美国国债的主要投资者。在这种情况下，美联储向市场投放的净流动性或将降低，流动性收紧导致资产价格承压。其二就是美联储加息预期的问题，美国那边联储官员表示6月降息可能只是暂停或跳过加息而不是停止，压降了6月的加息预期，但年内降息预期基本全部消除，目前美国加息预期定价已经非常接近鹰派美联储，上调的空间应该不大。其三中美关系的变化，5月随着外长对话等一系列高层活动的推进，中美关系边际略有缓和。展望下半年，在G20峰会和联合国气候变化大会等多边外交机制下，中美关系有望在高层会晤的推动和应对气候变化、网络安全、全球治理等议题的对话和协商中呈现出边际缓和的趋势。不过，临近年底，在两党党内提名人员确定后，竞选人在涉华议题上的言论或增大中美关系的边际扰动，叠加中国台湾地区在2024年1月初将举行的所谓“领导人”大选，届时需持续关注中美关系的边际变化。可能会受到影响的行业可能有一些所谓影响到美国国家

安全的行业，比如半导体、人工智能、创新药及医疗器械、计算机软件、平台型企业等等，这些行业也大多数是数字经济相关，是我国产业链韧性提升的重要方面，目前关注的还主要是科技领域。还有就是涉及到大宗商品的，可能会由于一些涉及到新疆、西藏港台的一些问题，会集中在纺织服装、轻工业、外贸以及部分大宗商品领域，来达到产业链迁移和竞争的目的，需要关注一下，但是目前俩看由于中美双方并不互相依赖，所以影响大概率有限。美国籍欧元区的 PMI 数据显示当下欧美两大经济体的制造业普遍持续收缩，但强劲的服务业却令通胀降速放缓，同样也支撑经济呈现一定韧性，也导致主要央行在高通胀和衰退风险之间进退维谷，考虑到服务业和制造业在经济中的占比问题，欧洲经济大概率要先于美国经济陷入衰退了，这也在一定程度上继续支撑美元维持强势。

图 4 美债收益率倒挂

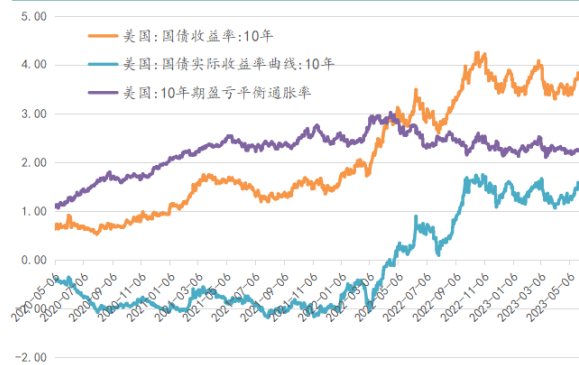
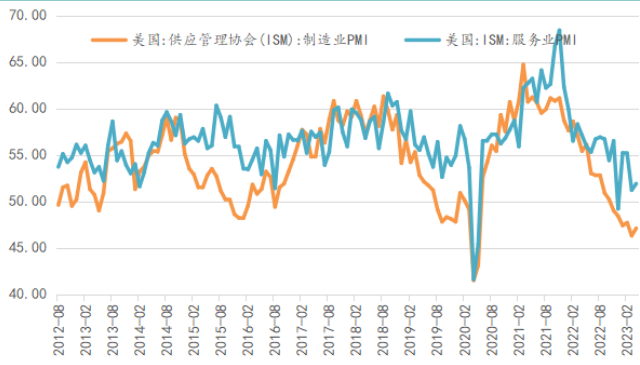


图 5 PMI 数据显示美国经济衰退风险



资料来源：同花顺，新湖研究所

图 6 美国非农数据稍有企稳

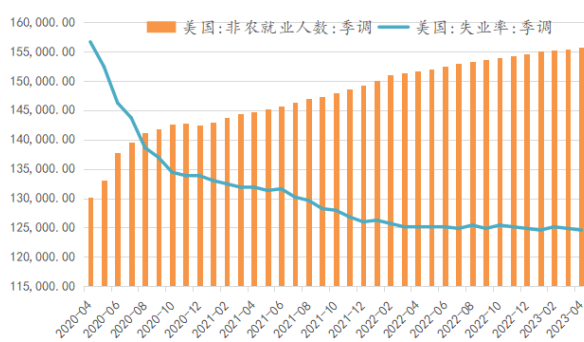
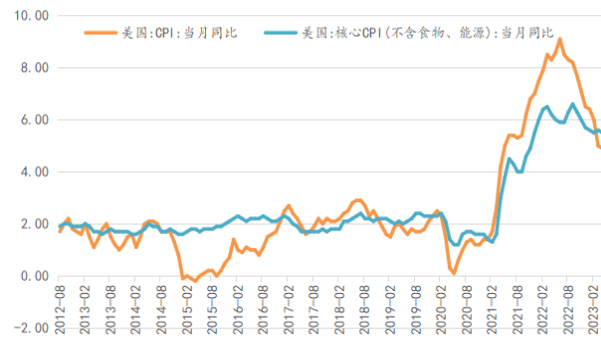


图 7 美国通胀数据回落斜率放缓



资料来源：同花顺，新湖研究所

图 8 欧元区 PMI 数据

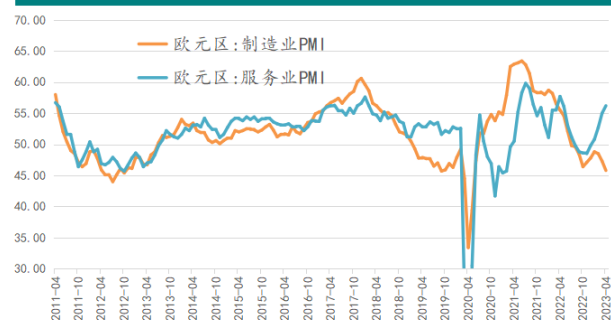
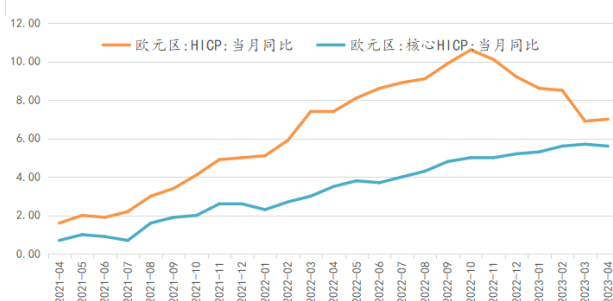


图 9 欧元区核心通胀居高不下



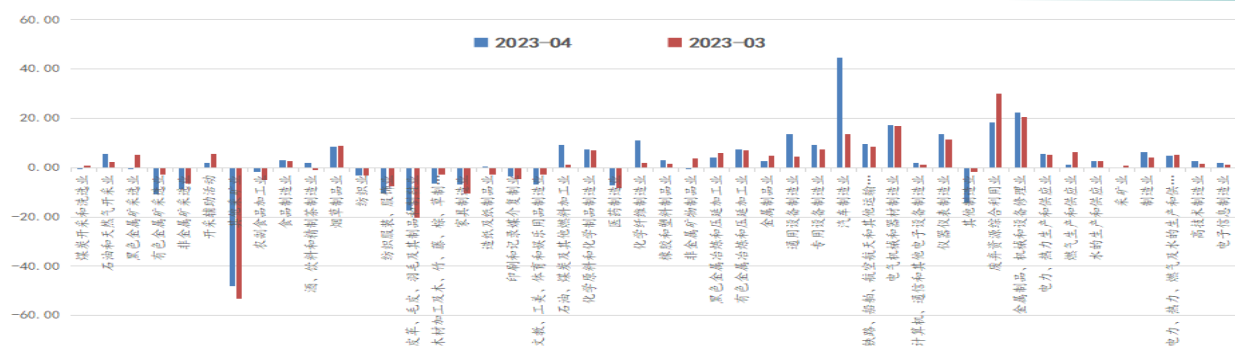
资料来源：同花顺，新湖研究所

国内方面，其实根据之前的 PMI、出口、物价等数据中已经可以发现一些蛛丝马迹，就是这个 4 月份的经济修复的速度开始放缓，所以市场对于这个经济数据的反应比较钝化。但可以根据经济数据的分项数据来看一下经济放缓的全貌。从分项数据来看，只有消费和工业增加值的增速提高，固定资产投资的三个分项均出现下行。

工业生产方面，工业生产的明显回落主要源于当前需求端复苏的缓慢，特别是地产链需求端的疲软以及商品消费被服务消费基础的拖累，而供给端的改革则是由于工业部门处于主动去库存的周期，对工业生产和中下游商品价格形成抑制。有史以来，工业增加值环比的两次转负只发生在疫情严重时期，2020 年 1-2 月以及 2022 年 11 月，由于全国大范围的生产受限，而今年 4 月是第三次，在年初的疫情防控优化以及地方拼经济的需求之下，产能集中释放，而随后经济内生动力不强，内外需同时回落，企业销售不畅，进而导致工业生产表现大幅弱于季节性。分行业大类来看，在剔除基数效应的影响下，制造业表现最弱。从行业角度来看，具有出口竞争力的优势产业以及新基建相关的行业表现较好，比如电力投资、光伏电池、新能源汽车等，其余行业均保持持平和下降，比如汽车、消费电子、制造业相关的工业机器人、金属切削机床等，主要是由于内外需双紧、销售不畅导致的，部分企业都存在产能过剩，主动去库存的情况。

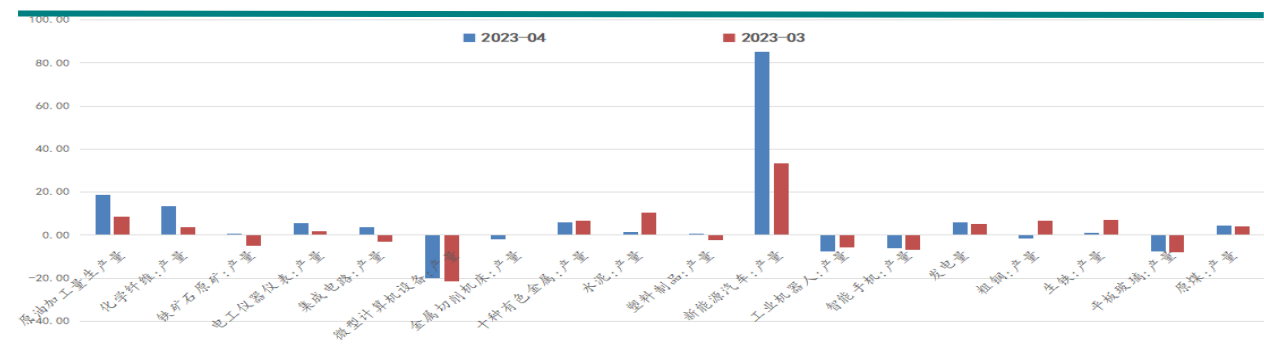


图 10 .工业增加值分行业增速



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

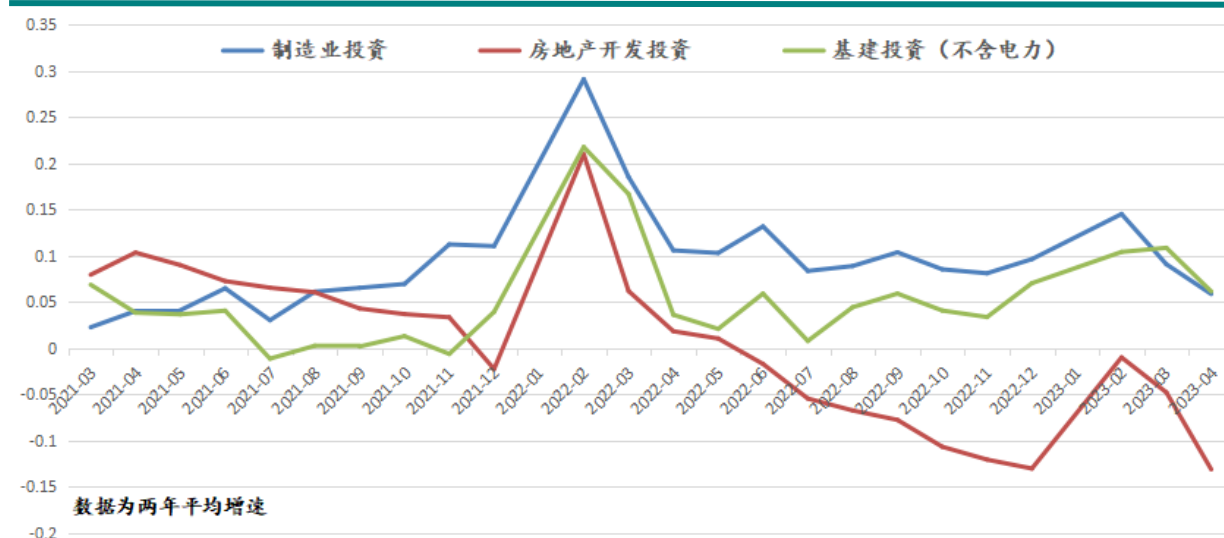
图 11. 主要工业品产业增速



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

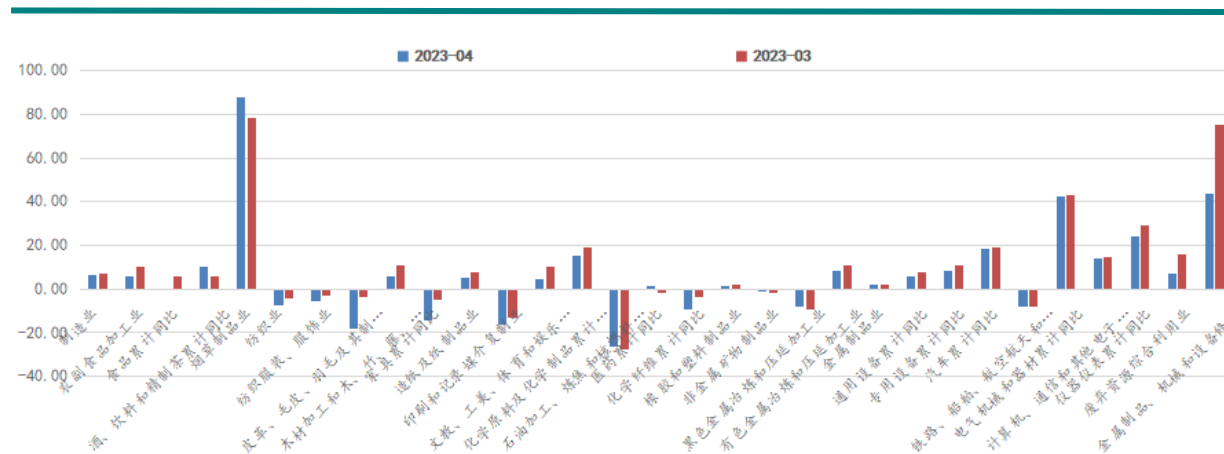
再来看固定资产投资方面，4月份投资单三大分项的回落都比较明显。2023年1-4月制造业投资同比增长6.4%，较一季度放缓0.6个百分点。制造业投资方面的弱势主要来自于疫情带来的持续性影响叠加海外需求收缩趋势下的出口回落，导致内外需共同下滑导致企业订单来源不够信心不足，产能利用率处于低位，叠加企业能力偏弱进一步影响了企业资本开支能力，企业步入去库存周期，扩产投资的意愿不强。所以目前来看，只有部分优势产业仍然维持着高增速，比如化学原料及化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、电气机械、汽车制造业等等，而其余重点行业则普遍下滑，比如纺织业、金属制品业、通用设备制造业等。

图 12. 投资三大项出现明显下滑



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

图 13. 制造业投资分项变化



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

房地产方面，再来看房地产方面，一季度地产的回暖主要是收到积压需求集中释放的影响，4 月需求释放的差不多了，行业恢复节奏开始放缓，需求端来看，消费恢复力度不足，导致销售回款-拿地-开工-交付-销售回款的良性循环不畅通，所以房企流动性依然偏紧，且虽然去年拖累地产下行的三个因素有两个已经基本消失，但是在人口增速下滑和房住不炒的政策下，房企对于未来的预期也偏向谨慎，供给端来看，新开工、施工面积累计增速继续下滑，土地成交地域分化度搞，大城市的景气度更好，表现分化，并没有整体修复。而基建方面的增速小幅回落可能是由于天气影响，考虑到央行在一季度货币政策执行报告中的表态，持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资，今年以来银行投向基建的配套融资也显著增加，所以后续

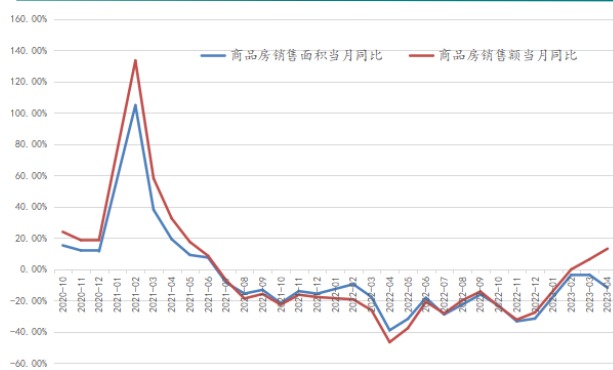
预计仍将有配套的金融工具对基建投资形成支撑作用，进而带动民间投资。

图 14. 房地产开发施工及新开工数据继续下滑



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

图 15. 房地产销售面积维持在负区间



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

图 16. 30 大中城市商品房月均面积低于季节性

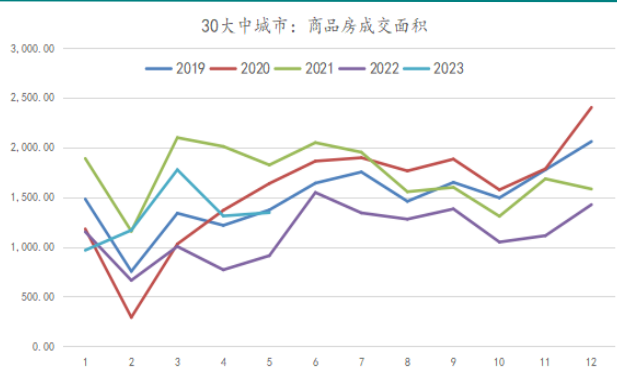
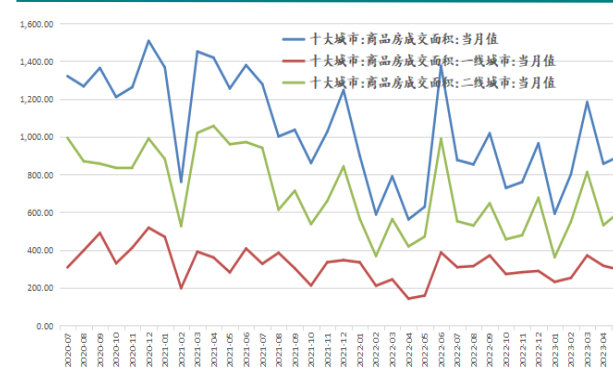
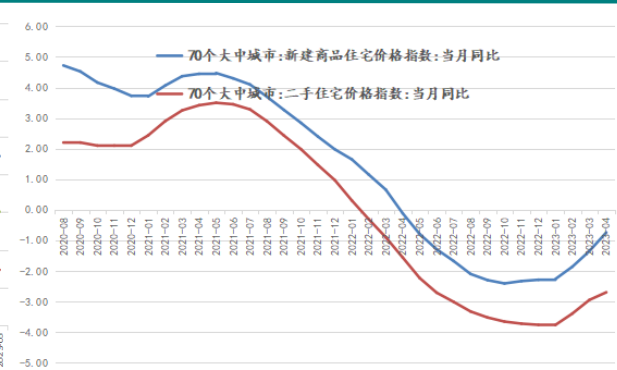


图 17. 商品房成交面积一二线城市表现分化



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

图 18. 房价市场预期平稳回升

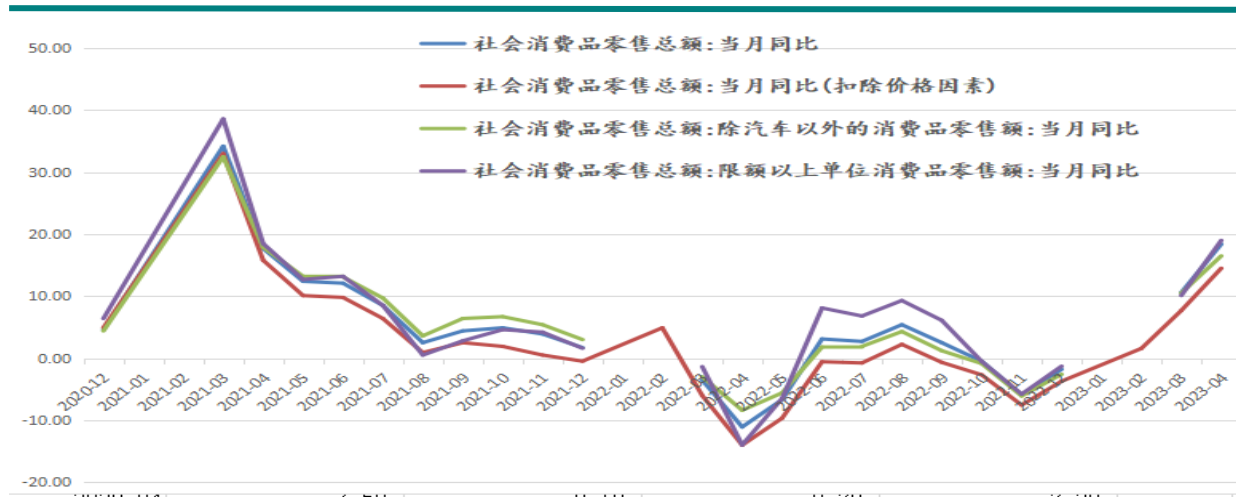


消费方面，在劳动节小长假的节日效应带动之下，居民出行半径进一步扩大，体感也有感觉，无论是客运量还是拥堵指数都创下近五年以来的新高，带动服务业消费明显提升，服务业生产指数也出现同比例增长，尤其是住宿、批发零售之类的。详细分析消费结构可以发现，当前居民的消费仍然以必需品、娱乐用品为主，比如粮油食品、烟酒等，对耐用品比如汽车以及地产下游商品，建筑装潢材料、家用电器等耐用品的增速普遍出现下滑，



这就意味着当前居民的恐慌情绪仍没有完全消散，4月的劳动失业率创历史新高，企业招聘明显下降，多行业企业都采取缩招裁员的行动，在就业和收入预期没有充分稳定的情况下，居民消费意愿和消费信心依旧低迷。虽然五一的出游人次和旅游收入都超过了疫情前2019年水平，但人均支出却只恢复到了2019年的84.5%，愿意出行但不愿意花更多的钱，也说明居民对于支出消费还是比较谨慎。

图 19. 社会零售品销售总额继续回升



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

图 20. 社零分项数据图

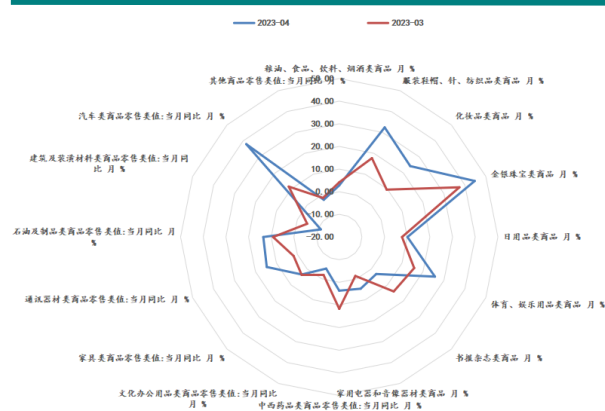
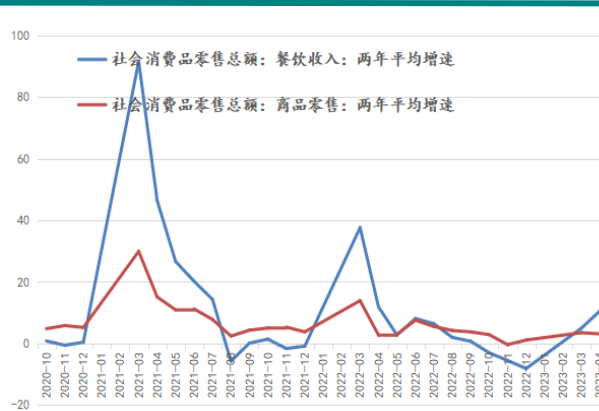


图 21. 餐饮收入分项显著回升



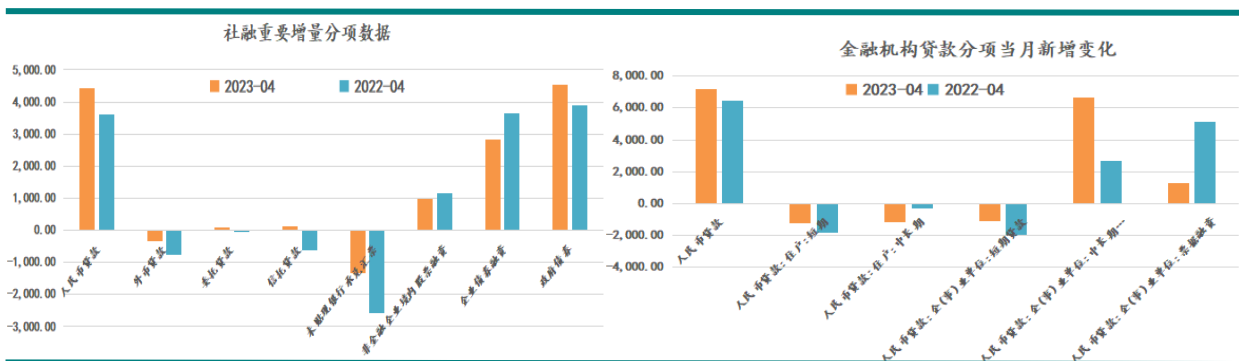
资料来源：同花顺、新湖期货研究所

金融数据方面，虽然乍一看社融和信贷较去年都有所增加，乍一看，社融和信贷都比去年多增了，似乎数据还可以，但我们要注意到去年因疫情等因素，4月的信贷和社融增量都是超季节性低的，而今年仅是同比略增，所以数据其实并不好。一季度银行追求“开门红”，再加上3月末业绩考核压力，银行会把部分项目储备提前挪到3月进行投放，4月历来是信贷投放小月，今年一季度信贷投放速度明显较快。恢复性增长动能消退，经济

景气度有所回落，实体内生性融资需求减弱。今年又面临着外需回落，内需回升不稳固的情景，目前大部分行业都在主动去库。居民虽然也在消费，但是消费的来源更愿意来源于储蓄而不是借钱，未来就业和收入预期不稳定时，自然也就不愿意背上负债，这反映出居民消费信心不足。企业中长期贷款保持增长，政策驱动力仍然较强。（委托贷款、信托贷款）压降力度减轻、基建持续扩张，地产保交楼仍在推进共同带动了表外融资需求。“M2-M1”的剪刀差（7.1%）仍旧位于历史高位，资金活化效率低。一是因为本轮地产修复中，二手房销售景气度高，房款在居民部门之间流动，而居民又把房款存入银行。二是因为内需恢复动力不足，企业和居民的信心尚未完全恢复，消费和投资的动力不强。

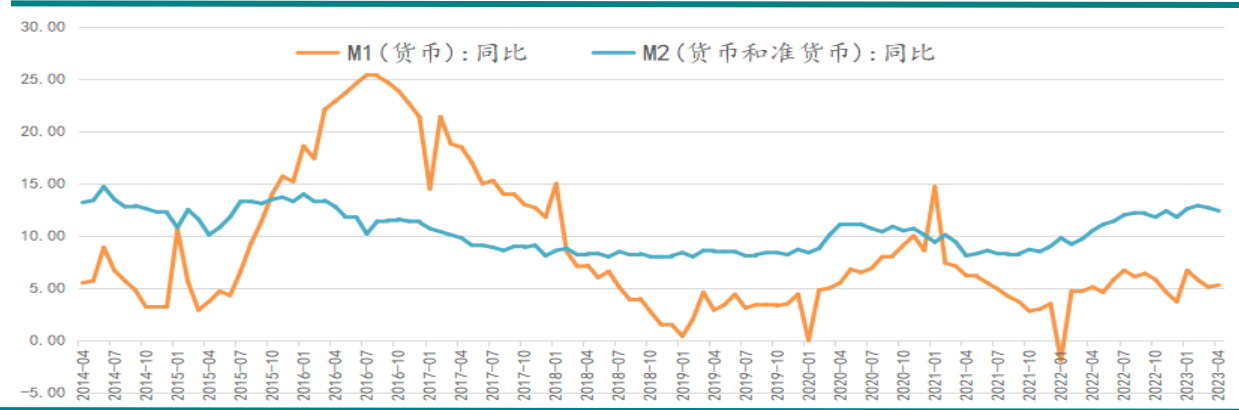
图 22 社融分项数据

图 23. 金融机构贷款分项变化



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

图 24 M1 VS M2



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

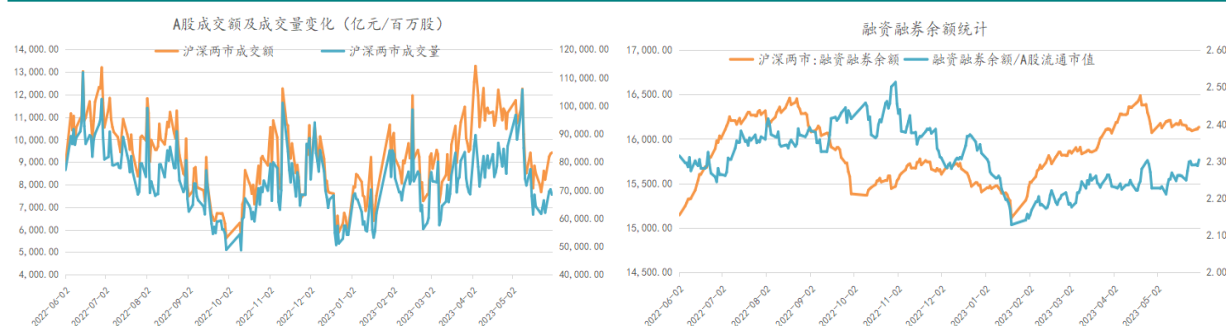
### 三、流动性及估值情况

本月 LPR 及 MLF 操作利率继续保持着连续 8 个月的持平，意味着央行将继续实施稳健略宽松的货币政策，而进一步的增量宽松政策空间有限。考虑到降息作为逆周期调节的重要总量型政策工具，其所代表的信号意义往往较强，会再出现重大冲击是使用，而当前

宏观经济和地产的回暖复苏态势确立，降息的紧迫性和必要性不强，经济面临的内需不足的问题需要结构性货币政策工具与财政和产业等政策合力推进。且考虑到当前银行的净息差达到了有历史记录以来的最低点，所以一定程度上削弱了银行下调LPR加点的意愿与动机，短期内实体经济融资成本大幅反弹的可能性不大，毕竟4月以来多家银行下调存款利率，能够起到一部分的降成本的效果，推动成本稳中有降。未来的降息与否关键在于经济运行情况，如果出现较大的经济下行和稳就业压力，不排除采用降息来稳增长的可能。

图 25. 两市成交额月末有所回落

图 26. A股两融余额



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

而从行业估值来看，五月的市场风格出现了明显变化，在TMT、AIGC等热点板块的带动下，小盘、成长风格在下半月明显占优。从各行业估值来看也可以看出，5月绝大部分行业的市盈率均有所下行，仅电子、计算机、社会服务、通信、公共事业等行业板块的市盈率较上月有所上行，也表明在当前经济复苏斜率放缓的大背景下，部分大金融、顺周期行业的表现有所下滑，存量资金高低位切换为主，资金依然集中在前期的热点板块，但波动较大，轮动偏快。

图 27. 当前各行业估值水平

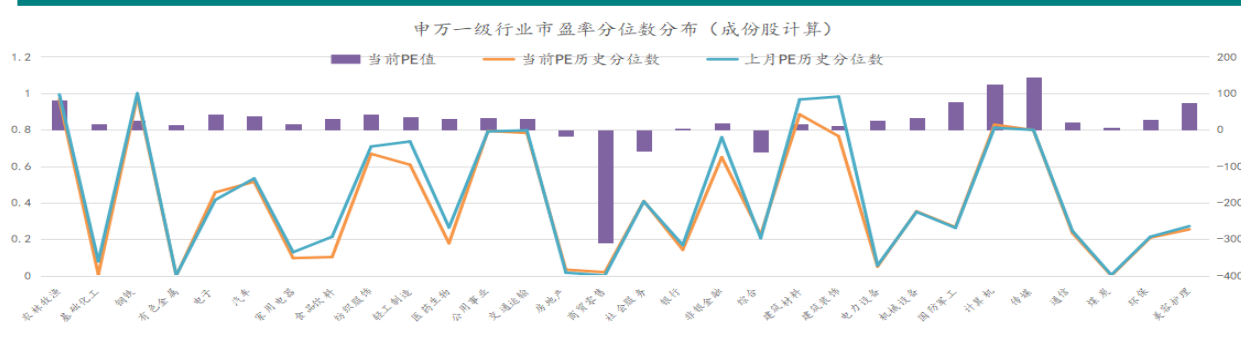
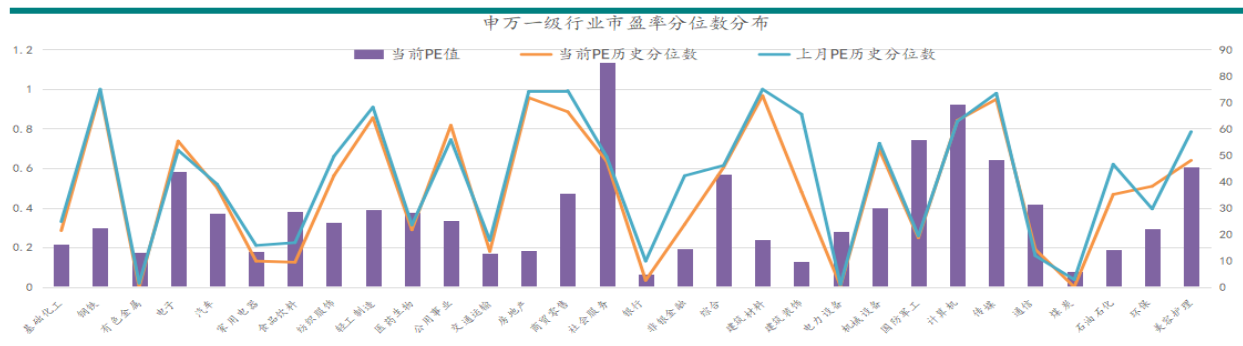


图 28. 当前各行业估值水平



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

图 29. 大小盘、成长价值比价

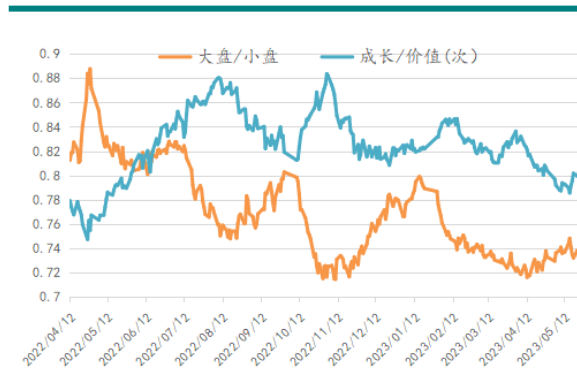
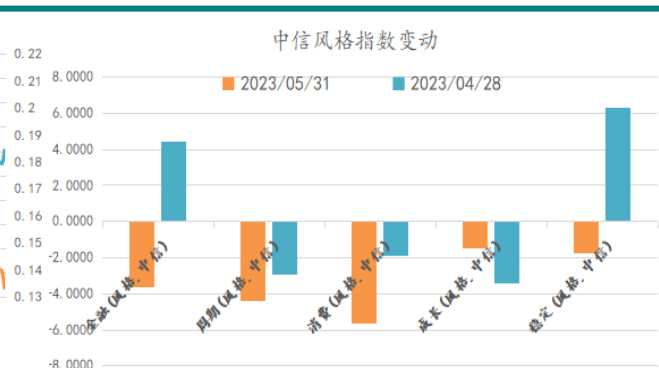


图 30. 中信风格指数变动



资料来源：同花顺、新湖期货研究所

#### 四、后市展望

近期人民币汇率的走弱叠加海内外宏观基本面不佳的背景下，美债上限问题悬而未决，昆明城投债兑付可能出现问题的消息引发市场的担忧，虽然后续辟谣了但是对市场并没有起到很明显提振作用，传言其实一定程度上解释了政府投放的天量货币去哪儿了，地方政府需要借新还旧，并不能完全转化为实物工作量，后续需要继续观察政策意向和力度，降准可能会比降息更能提振经济增长。美国债务上限问题目前已取得积极进展，周日最新消息称已经达成协议，后续等待参议院以及众议院的表决。市场预期会在 6 月 5 日之前达成一致。且根据历史经验来看，债务上限上调后依然会给资产价格带来持续性影响，比如美国主权评级的下调，所以出发美股及美债利率下跌，避险货币及黄金上行，美股的下挫可能会给 A 股带来一定的冲击。美联储官员表明 6 月降息暂停或者跳过加息而非停止，所以压降了美联储 6 月的加息预期，但年内降息预期减弱，态度偏向鹰派，预计加息目标上调空间不大，但目前来看，6 月中旬之前，国内市场依然可能会受到海外风险偏好的影响。月末公布的 PMI 数据显示，新一月的经济依然处于荣枯线以下且较上个月进一步下滑，在价格水平及内外部需求均保持疲弱的情况之下，需要进一步通过有效政策扩大内需，从而助推企业进一步加速去库存，有利于稳住价格，保就业、稳汇率，进而形成需求复苏的正向循环，目前仍未见相关增量政策。今年以来甚至 2022 年以来，市场风格的切换较此前的

速度出现明显加快，去年可能一两个月轮动一次，今年可能是两三天就要轮动一次，更多的是存量资金高低位切换带来的结构化行情，近期病例数据的反弹、部分城投债突发事件、人民币汇率波动和美国债务上限谈判不确定性等因素，也令投资者谨慎情绪升温。增量资金入场意愿不足，投资者风险偏好回落，资金层面上也对大指数形成压力，所以短期这种存量博弈状况没被打破，风险偏好也没有明显回升的时候，市场预计不会出现趋势化行情，会继续快速轮动，TMT 虽然是长期发展的主线，但是其内部也存在分化，而且交易拥挤度过高导致仍然在波动，所以短期也需要谨慎对待，预计市场整体还是会呈现弱势震荡的行情。短期内，市场依然倾向于以防御性策略为主，A 股虽已处于估值较低状态，未来存在较大估值修复空间，但上涨预计也将更多表现为震荡形式。

### 免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。