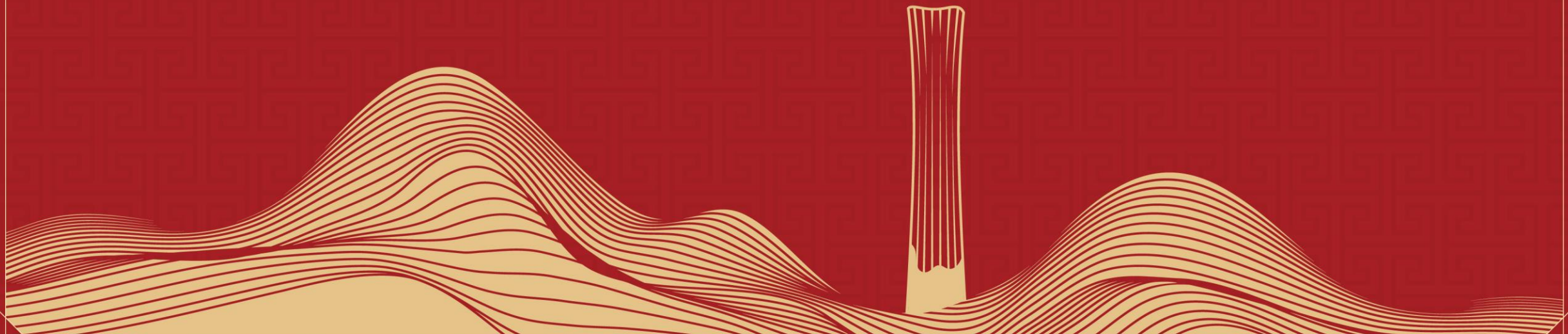


2023年中期策略报告



一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

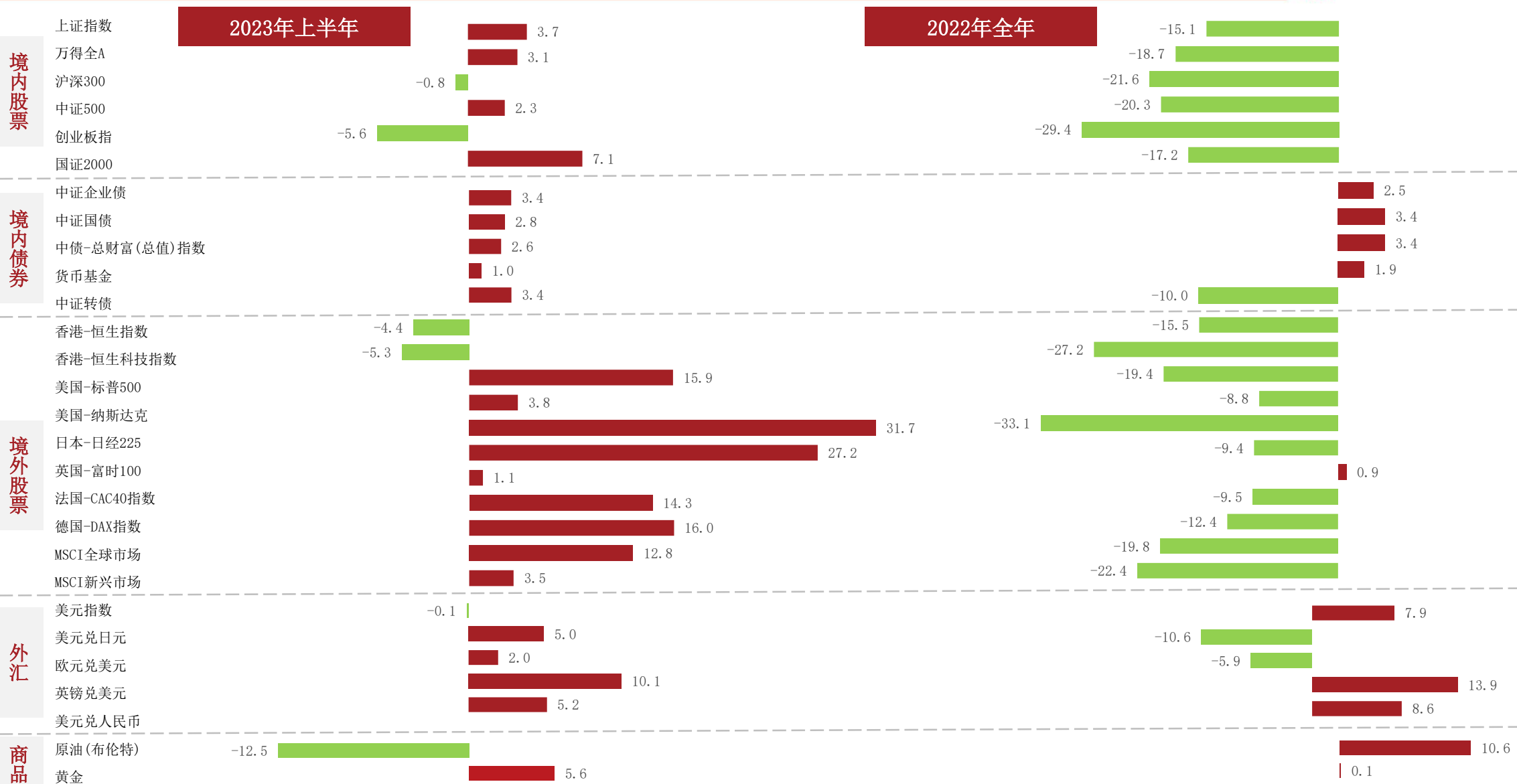
3、商品市场

4、外汇市场

5、私募股权

四、总结

回顾——上半年全球大类资产表现：收复上年度跌幅



回顾——大类资产历年表现：花无百日红

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
创业板 82.73	沪深300 51.66	创业板 84.41	原油 50.65	沪深300 21.78	中证国债 8.64	创业板 43.79	创业板 64.96	原油 50.46	原油 10.56	黄金 5.56
中证500 16.89	中证500 39.01	中证500 43.12	黄金 8.66	原油 17.25	货币基金 3.75	沪深300 36.07	沪深300 27.21	中证500 15.58	中证国债 3.36	中证国债 2.84
货币基金 3.95	创业板 12.83	中证国债 7.87	货币基金 2.61	黄金 13.32	黄金 -1.88	中证500 26.38	黄金 24.85	创业板 12.02	货币基金 1.87	中证500 2.29
原油 -0.19	中证国债 11.07	沪深300 5.58	中证国债 2.55	货币基金 3.84	原油 -19.02	原油 22.73	中证500 20.87	中证国债 5.97	黄金 0.08	货币基金 1.00
中证国债 -2.81	货币基金 4.60	货币基金 3.62	沪深300 -11.28	中证500 -0.20	沪深300 -25.31	黄金 18.63	中证国债 2.63	货币基金 2.28	中证500 -20.31	沪深300 -0.75
沪深300 -7.65	黄金 -1.59	黄金 -10.44	中证500 -17.78	中证国债 -1.87	创业板 -28.65	中证国债 4.33	货币基金 2.13	黄金 -3.41	沪深300 -21.63	创业板 -5.61
黄金 -27.86	原油 -47.24	原油 -34.74	创业板 -27.71	创业板 -10.67	中证500 -33.32	货币基金 2.66	原油 -21.64	沪深300 -5.20	创业板 -29.37	原油 -12.48

数据来源: Wind, 截至日期: 2023年6月30日

回顾——2023年上半年什么策略在赚钱？

策略类型		2023年上半年涨跌幅	2023年上半年最大回撤
公募策略			
普通股票型	0.02%	0.02%	-8.26%
偏股混合型	-1.48%	-1.48%	-9.34%
偏债混合型	1.19%	1.19%	-1.39%
中长期纯债	2.11%	2.11%	-0.06%
混合债券型一级	2.49%	2.49%	-0.12%
混合债券型二级	1.82%	1.82%	-1.00%
可转债	3.36%	3.36%	-5.02%
QDII股票型	8.99%	8.99%	-7.71%
私募策略			
股票多头	0.99%	0.99%	-4.98%
指数增强	2.87%	4.95%	-4.43%
市场中性	4.95%	2.87%	-1.22%
CTA趋势	-1.49%	-1.49%	-3.61%
套利策略	1.30%	1.30%	-1.50%
宏观策略	-2.54%	-2.54%	-5.66%
债券策略	2.51%	2.51%	-0.14%

数据来源: Wind, 朝阳永续, 截至日期: 2023年6月30日

展望——大类资产观点：股票资产性价比更高

资产类别	观点	逻辑
大类资产比较	股优于债	股债性价比处在历史高位，股票资产性价比更高
股票（A+H）	乐观	估值抬升空间相对有限，行情取决于企业盈利能否恢复增长。历史上，A股eps要实现上行周期，消费和出口必须有一个能起来。
短债	中性偏乐观	尽管短端债券利率前期也大幅下行，但相对中长端利率而言，性价比相对要好。
中长期债	悲观	长久期债券对悲观预期隐含较为明显，利率处在历史低位，性价比不如短债
黄金	中性	黄金底部大概率已经看到，年内可能在1700-2000区间震荡明年，主要看美联储是否有降息的可能。
人民币	中性	出口增速下行趋势尚未结束，人民币短期仍然承压，关键看8月份以后出口增速能否企稳以及美中债券利差能否收敛。
美股	中性	宏观经济、政策利率对美股科技板块的分母端扰动将持续减弱，分子端业绩料成为市场下半年交易主线

展望——策略观点：股票占优，稳健客户可配市场中性及固收增强

股票多头、指数增强占优，较稳健客户可配市场中性及固收增强，多策略可按客户资产配置需求进行配置，CTA策略作为客户资产组合分散风险的卫星策略进行配置。

策略类别	观点	逻辑
股票多头	中性偏乐观	股票资产整体性价比占优，下半年行业分化或有所收敛，利于多头产品集中的行业赛道向均值回归
指数增强	乐观	股票市场缺乏趋势性的行业及风格主线，但托底意愿强烈，指数下跌空间不大，增强策略有增强安全垫，较股票多头超额收益更为确定。
市场中性	中性偏乐观	市场成交保持相对活跃，量化策略市场规模稳定，主要期指对冲成本处于历史偏低水平，较为适宜中性策略建仓及配置
CTA策略	中性	商品市场截面波动率、流动性处于历史低位，基本面未见明显反转，CTA规模有所缩减但仍处于相对高位。当前宜坚持持有并维持观察，等待趋势逐步形成。
宏观策略	中性	当前各大类资产前景展望不一，股票资产占优，多策略产品总体收益有限。
固收增强	中性偏乐观	债券部分票息可对冲潜在资本损失，增强部分由于股票资产整体占优具有较大向上弹性
纯债策略	中性	温和复苏遭遇挑战，利率上行风险不大，下行空间有限，预计维持震荡，票息策略占优

一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

3、商品市场

4、外汇市场

5、私募股权

四、总结

国内经济回顾——三驾马车略显疲态，市场信心有待重建

■ GDP

二季度，中国GDP同比增长6.3%，较一季度增长0.8%，依然得益于2022年低基数。此前预期过高，略低于预期。

■ 进出口

2023年6月，我国出口金额以美元计同比下降12.4%，上半年累计同比下降3.2%。值得关注的是对美国出口下降17.9%，对俄罗斯出口增长78.1%，而进口方面对日本、韩国、中国台湾下滑较为严重。

■ 消费

2023年6月，中国社会消费品零售总额同比增长3.1%，环比增长0.23%，疫后脉冲式反弹趋于平静。

■ 投资

2023年6月，全国固定资产投资同比增长3.80%。国企投资加速，民企投资放缓；基建(含电力)投资累计同比10.7%，制造业投资累计同比6%，房地产投资累计同比-7.9%。地产情绪依然偏冷。

■ PMI

2023年6月，中国官方制造业PMI为49%，较上月略有好转。非制造业PMI为53.2%，有所回落。

国内经济回顾——中国通胀无需担忧，人口增速持续回落

■ 通胀

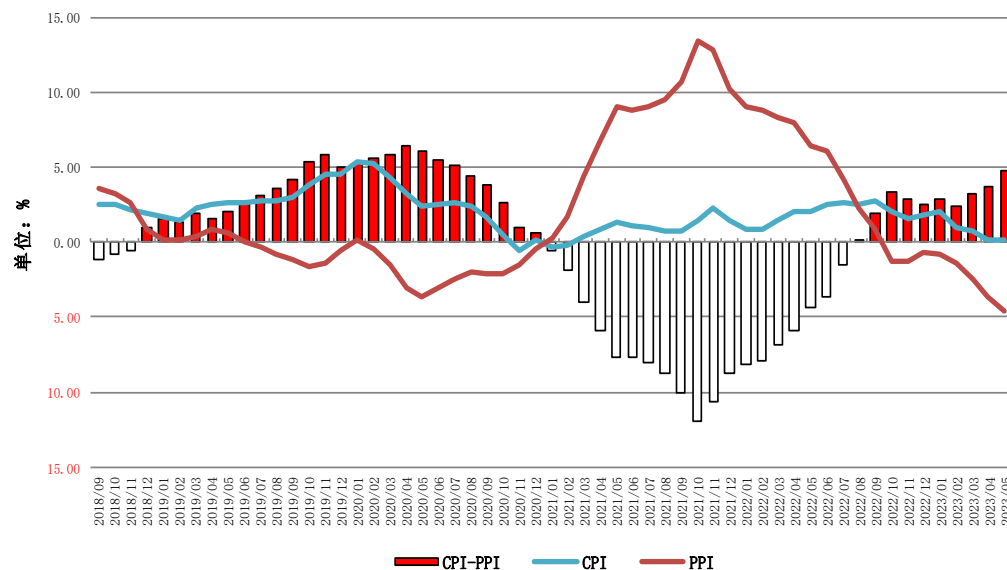
2023年6月，中国CPI同比持平，环比下降0.2%，PPI环比下降0.8%。中国无通胀之虞。

■ 就业

中国6月城镇调查失业率为5.2%，与上月持平，但16-24岁青年失业率持续攀升，达到21.3%。

■ 人口

2022年中国人口出生率降至0.68%，死亡率提升至0.73%，人口自然增长率落入负值。2023年以来建档孕妇数量大幅减少，预计今年出生人数不足800万。另外需要关注，中国自2022年起已经进入人口退休高峰，社保及养老压力增大。



数据来源: Wind

一、上半年重要政策

■ 宏观政策方向层面

上半年国内政策层面无重大变化，5533、三保三稳、房住不炒

■ 央行动态方面

保持战略定力，上半年降息1次10BPs，5年LPR 4.20%。保险下调利率至3.0%，银行存款利率下调5-15个基点。

■ 贸易政策上

中国开始针对美国最大的存储芯片制造商美光科技进行制裁，禁止用于重要的信息基础设施；

同时，开始限制重要的半导体材料“镓”和“锗”的出口。

二、下半年重点关注会议

- 7月中央政治局会议——大兴调研之后的首次重大研判
- 全国金融工作会议——5年一次的金融系统最高规格会议
- 十二届三中全会——往往涉及重大改革
- 12月中央政治局会议及中央经济工作会议

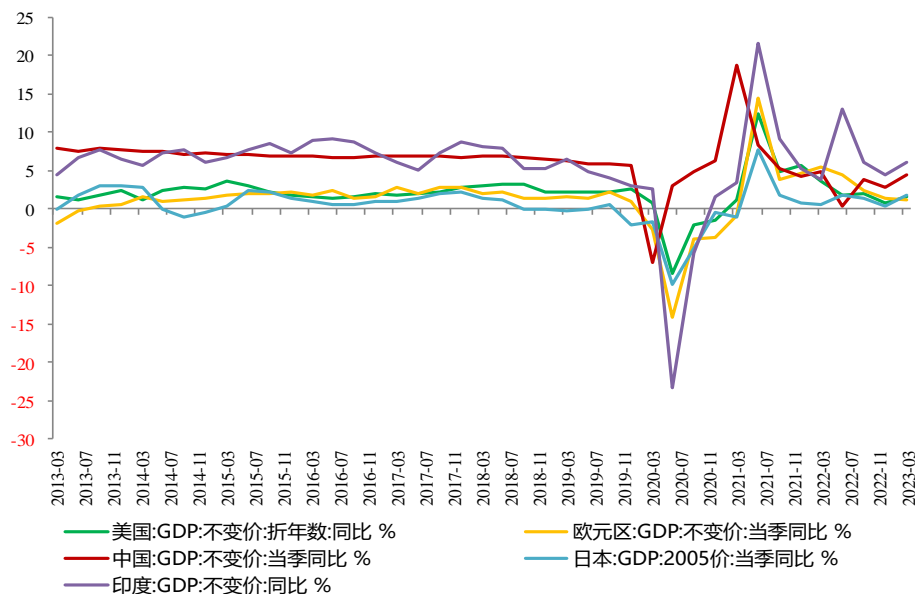
全球经济回顾——GDP低基数修复，全球出口持续承压

■ GDP

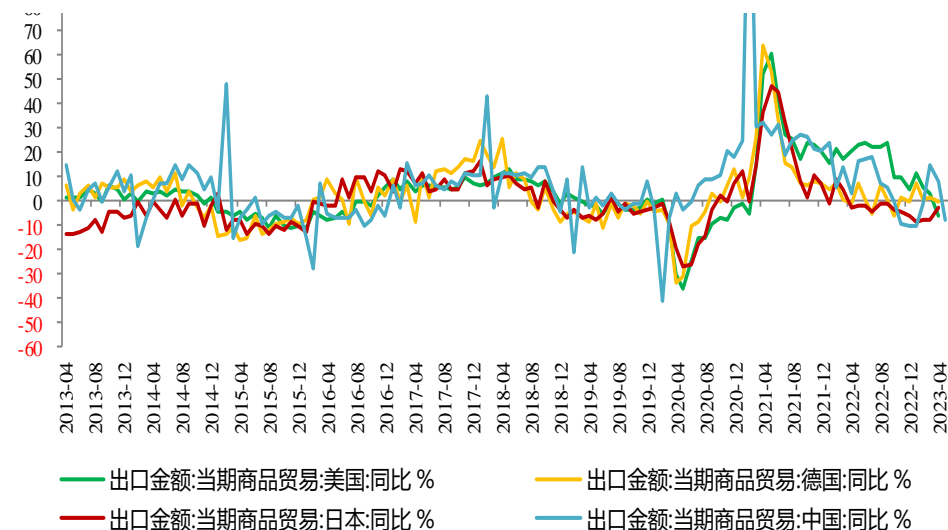
2023年一季度，美国GDP同比增长1.62%，较上季上升0.74个百分点；中国GDP同比增长4.5%，较上季度增长1.6个百分点；日本GDP同比增长1.90%，较上季度上升1.50个百分点；欧元区GDP同比增长1.20%，较上季度下降0.30个百分点；印度GDP同比增长6.06%，较上季度上升1.60个百分点。全球经济同比增速出现修复。

■ 出口

WTO对全球当期商品贸易以美元统计显示，2023年4月份，美国、德国、日本出口金额同比增速分别为-6.42%、-0.34%、-2.82%。美国5月出口下降3.15%；全球主要经济体贸易增速放缓。世界最大消费国美国5月进口同比下降6.82%。



数据来源: Wind



数据来源: Wind

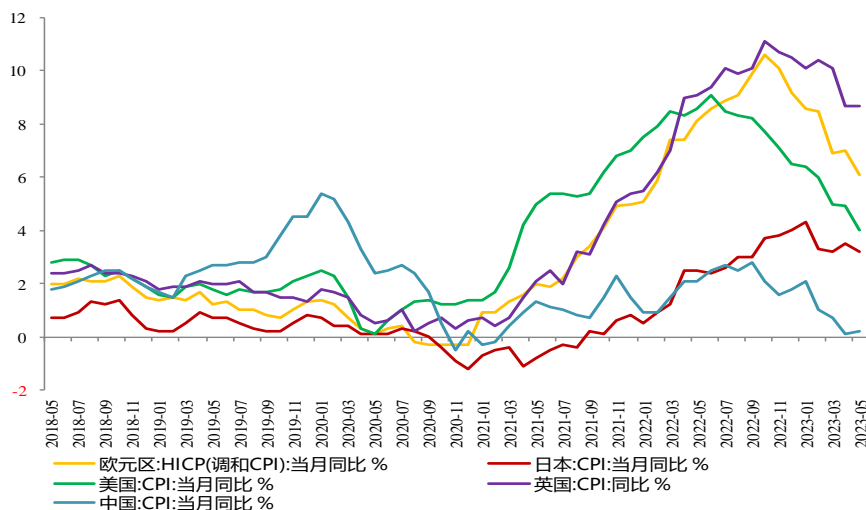
全球经济回顾——全球通胀持续回落，联储加息步伐放缓

■ CPI

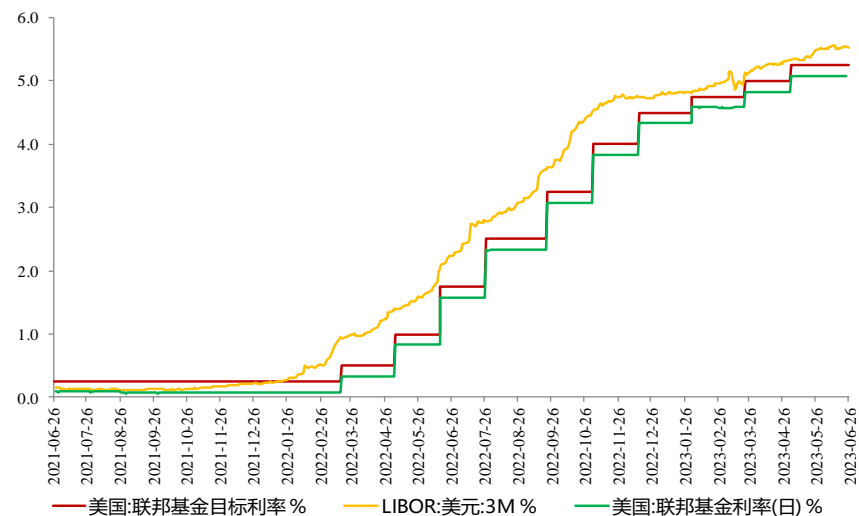
2022年下半年开始各国通胀出现拐点，陆续回落。2023年6月，美国CPI上涨3.00%，较上月下降1%；美国通胀较去年高位回落，仍有一定粘性。

■ 利率

美联储从2022年3月起开始加息周期，联邦基金利率上限从0.25%提高到6月的5.25%。但今年以来受经济衰退担忧和银行业流动性风波影响，加息幅度明显放缓。



数据来源: Wind



数据来源: Wind

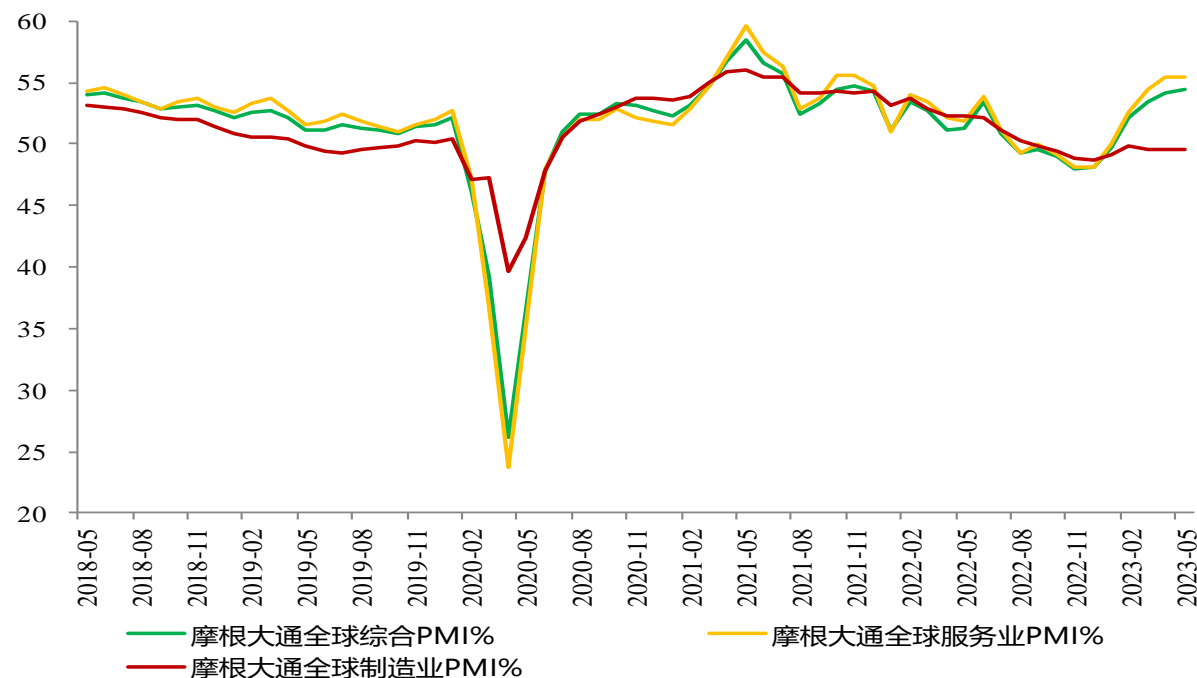
全球经济回顾——服务业信心回升，制造业勉强企稳

■ PMI

2023年5月，摩根大通全球综合PMI指数为54.40%，较上月上升0.20个百分点；摩根大通全球制造业PMI为49.60%，较上月持平；摩根大通全球服务业PMI为55.50%，较上月上升0.10个百分点。

6月，美国制造业和非制造业PMI分别为46%和53.9%

上半年，全球信心有所回升，主要靠服务业拉动，制造业信心勉强企稳。



数据来源: Wind

■ 硅谷银行事件

3月硅谷银行事件冲击基本平息，但如果利率持续维持高位，仍会对金融机构财务健康产生影响。

■ 美国政府债务上限

6月美国国会通过预算法案，暂缓债务上限生效至2025年初。

■ 美国美联储加息

首要目标为控制通胀，上半年加息3次，75BPs，目前联邦基金利率上限定在5.25%。

■ 中美贸易摩擦

美国对中国企业的实体清单继续扩大，包括：新兴技术（新能源、航空航天、生物医药）、网络安全和人工智能（含半导体）、军事和国防、人权和外交四大方面。基本涵盖了中国制造强国战略中强调的“十大领域”。

■ 全球气候

6月初全球平均气温创下有记录以来的新高，世界气象组织确认，厄尔尼诺现象时隔七年后再度降临，可能突破2016年极端高温纪录。持续高温可能会带来用电缺口，同时加剧北方干旱和南方洪涝风险，影响农产品产量。

下半年国内经济研判——动能转换，政策可期

- **经济：** 受益于政策发力、疫情达峰、2022年的低基数，2023年我国GDP大概率可以达到5%以上。
- **消费：** 疫后消费脉冲消散，收入增长预期弱，预计消费不会有很大起色。核心在于如何增加人们稳定增长的收入预期，不强化人们的减薪或失业预期。
- **出口：** 全球经济衰退的大趋势下，出口不应报以过多期待。
- **投资：** 传统地产投资疲软，需寻找新基建投资方向。如投资清洁能源发电、算力机房等高投入产业链，降低能源成本及算力成本。
- **地产：** 20-50岁核心置业人群比例逐年下降，叠加“房住不炒”基调，需求不足。因此，2023年房地产价格大涨可能性不大。投资房地产应更多立足自身刚需，关注使用价值。
- **产业：** 以地产为代表的旧动能独木难支。以先进制造、数字经济、新能源等为代表的新动能将成为中国发展的下一级火箭。
- **政策：** 依然认为货币政策尤其是利率政策是重点，有利于地方（城投）化债，压低资金成本，时间换空间。但此举可能会使人民币汇率贬值，不利于人民币国际化进程。目前降息的掣肘仍为美联储未开始降息。财政政策应立足长远，重心从边际效用递减的传统基建投资向新动能投资转移。

下半年全球经济研判——衰退边缘试探，加息强弩之末

- **俄乌冲突：**短期没有看到结束迹象，大概率持续进行，在难民、能源、粮食等方面继续扰动全球经济。
- **中美关系：**贸易战、科技战对双方带来的痛苦陆续显现，有利益交换空间，有战术缓和机会。但两国核心利益仍存在冲突，不会全面脱钩，但也不具备大幅改善的基础。
- **美国经济：**我们1月提到，作为世界经济的火车头，美国在持续加息之下，经济大概率滞后反馈，3月硅谷银行风波印证我们的观点。今年美国上半年经济数据存在不少矛盾，但整体表现出韧性，或与Chat GPT带来的人工智能产业链火热有关。
- **美联储加息：**美联储的核心观测指标是通胀。硅谷银行冰山一角，持续高利率会使更多冰山浮出水面。美国政府暂时取消债务上限，后续发债需要低利率环境支撑。依然倾向于认为加息已是强弩之末，市场预期美联储7月大概率仍有一次25BPs加息。
- **日本经济：**2023年上半年日本股票涨势迅猛，主要原因包括：日本无外汇管制、政策较为稳定可预期，日股低估值高分红类固收、美国银行危机导致资金流出进入日本股市避险。随着日本通胀增速加快，后续日本央行可能退出YCC政策，日本经济是否有足够支撑，有待观察。

关注风险点：企业财报受损，气候变化风险

- **美联储持续加息：**虽然加息放缓，但如果通胀保持粘性，美联储可能继续加息。 ➡
- **新冠病毒变异：**RNA病毒变异速度快，仍需警惕流感、猴痘等病毒影响。 ↓
- **企业财报受损：**经济增速放缓，企业利润受损，放开后预期回落，损伤年度报表。 ↑
- **地缘政治冲突：**俄乌冲突外溢，台海局势紧张。 ➡
- **国内滞胀：**如刺激政策带来滞胀，宽松政策可能受到约束。 ↓
- **气候变化：**厄尔尼诺现象加剧，高温、洪涝灾害可能会影响电力、粮食缺口。 (NEW)

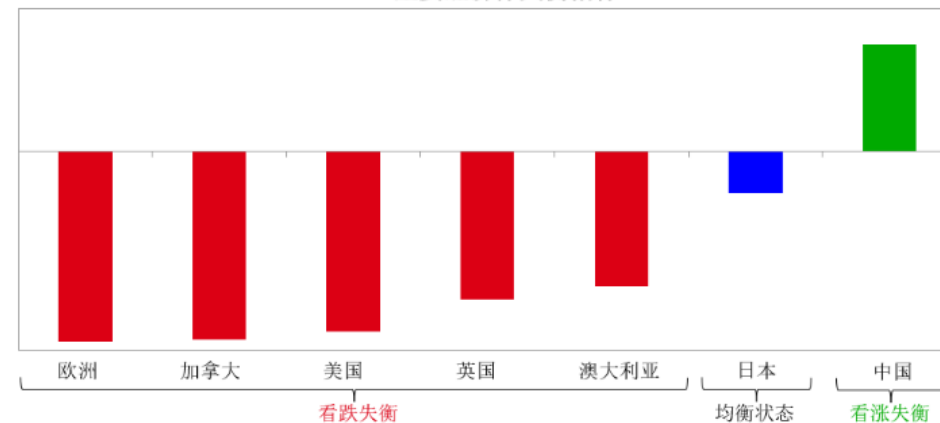
迭代认知，立足长远，无需悲观

- 2022年末，市场受疫控放开等政策影响，情绪**极为高涨**，认为2023年中国经济会有超强复苏。
- 2023年4月，市场受到国内弱基本面数据影响，情绪**极度悲观**，甚至有人认为中国也会像日本一样失去20年。
- 上述变化是典型的“**可得性偏差**”，在不确定的环境中，**抓住最新的方向性信息进行线性外推**。
- 从长期趋势上看，**中国仍处在上升周期**，只是**增速在放缓**。
- 从中期趋势上看，**中国与日本不同**，一是**军事外交独立**，二是**资源储量充足**，三是**产业链较为完备**，四是**人口基数大劳动力成本依然较低**，五是在**尖端科技方面虽然仍与美国存在差距**，但依然在**全面追赶**。因此**贸易限制短期会有负面影响**，但**中期只会加速国产替代的发展**。
- 从短期来看，**美联储加息已是强弩之末**，**国内货币政策尤其是利率政策依然保持着战略定力**，仍有空间。



数据来源：Wind

主要经济体失衡指标



数据来源：桥水中国

一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

3、商品市场

4、外汇市场

5、私募股权

四、总结

全球股市回顾——全球股市普遍上涨，中国股市承压

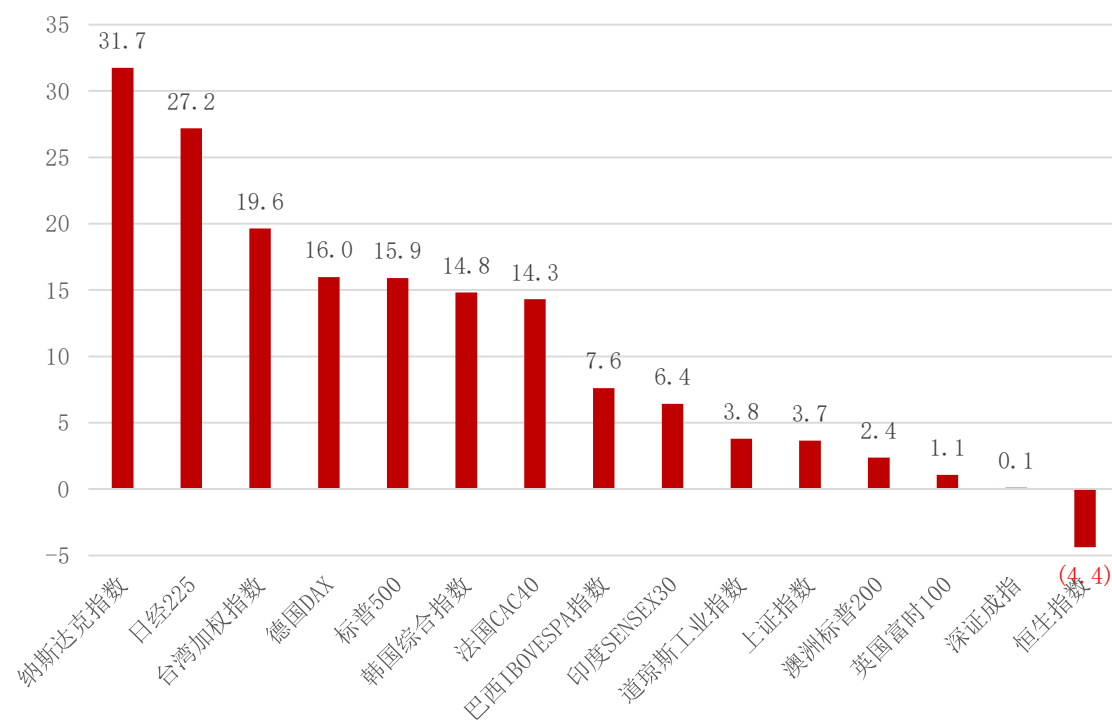
■ 2023年上半年，资金在动荡的市场环境中追求确定性，受益于业绩支撑和AI产业的**美股科技龙头**，以及逐渐摆脱通缩阴影的**高分红日股**领涨全球市场。**港股**成为全球主要市场中唯一收跌的权益资产。

■ 考虑到上半年美元兑人民币升值近4.5%，美股同A股的涨跌幅差距进一步扩大，A股同港股几近抹平。

上半年中国股市主要指数表现

指数	收盘价	涨跌幅 (%) ↓
中证1000	6,602.04	5.10
上证指数	3,202.06	3.65
中证500	5,998.73	2.29
深证成指	11,026.59	0.10
沪深300	3,842.45	-0.75
恒生中国企业指数	6,424.88	-4.18
恒生指数	18,916.43	-4.37
恒生科技	3,911.31	-5.27
创业板指	2,215.00	-5.61

上半年全球主要指数表现 (%)

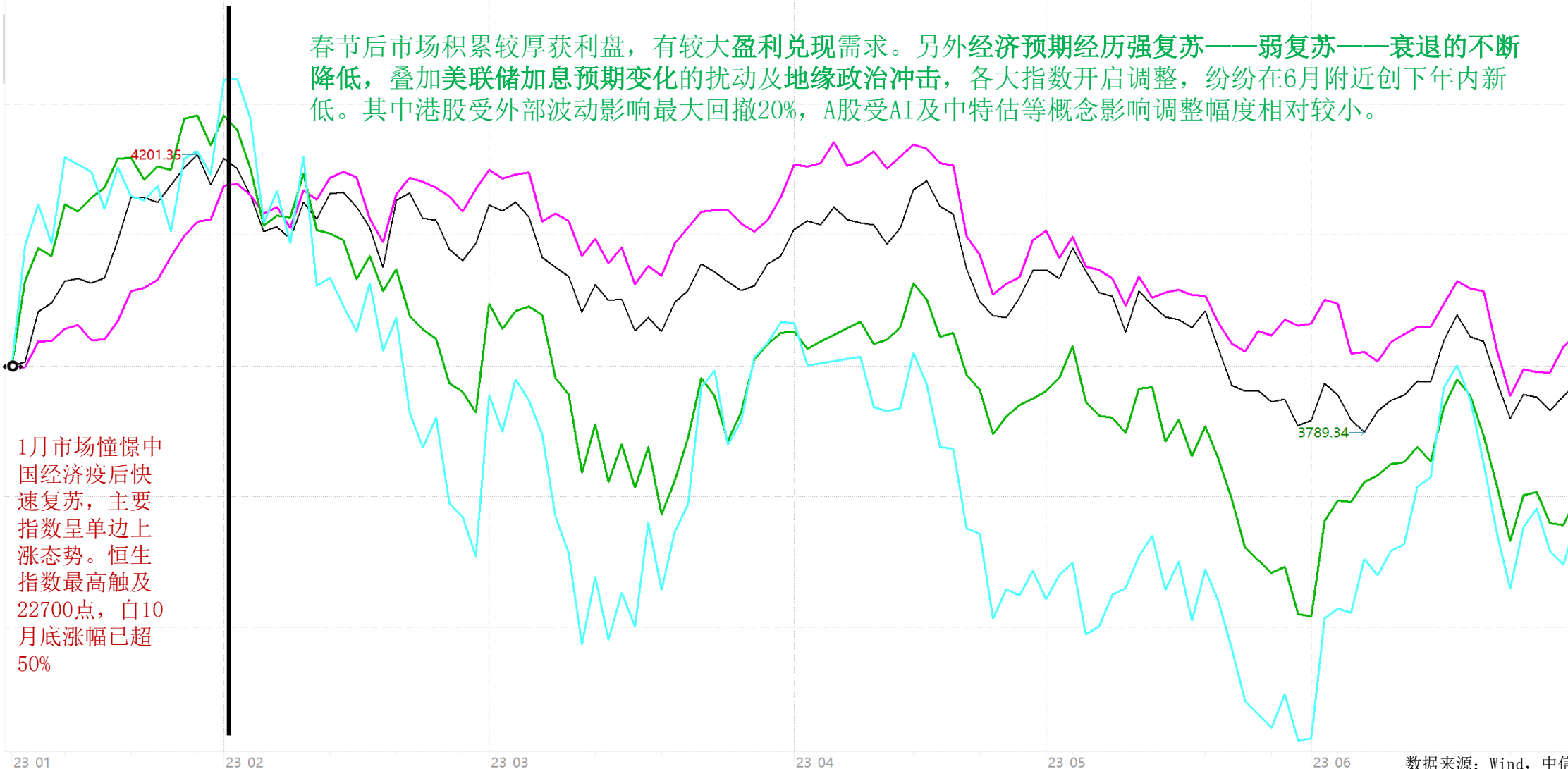


中国股市回顾——市场处于弱平衡状态

000300.SH(沪深300) | 000905.SH(中证500) | HSI.HI(恒生指数) | HSTECH.HI(恒生科技)

2023/01/03-2023/07/03

春节后市场积累较厚获利盘，有较大盈利兑现需求。另外经济预期经历强复苏——弱复苏——衰退的不断降低，叠加美联储加息预期变化的扰动及地缘政治冲击，各大指数开启调整，纷纷在6月附近创下年内新低。其中港股受外部波动影响最大回撤20%，A股受AI及中特估等概念影响调整幅度相对较小。

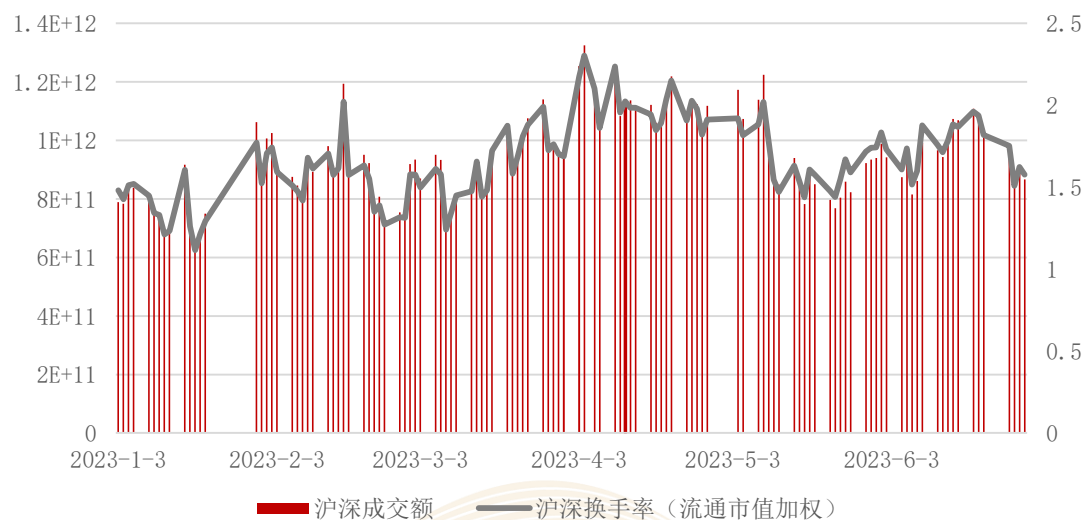


中国股市回顾——市场活跃度不减

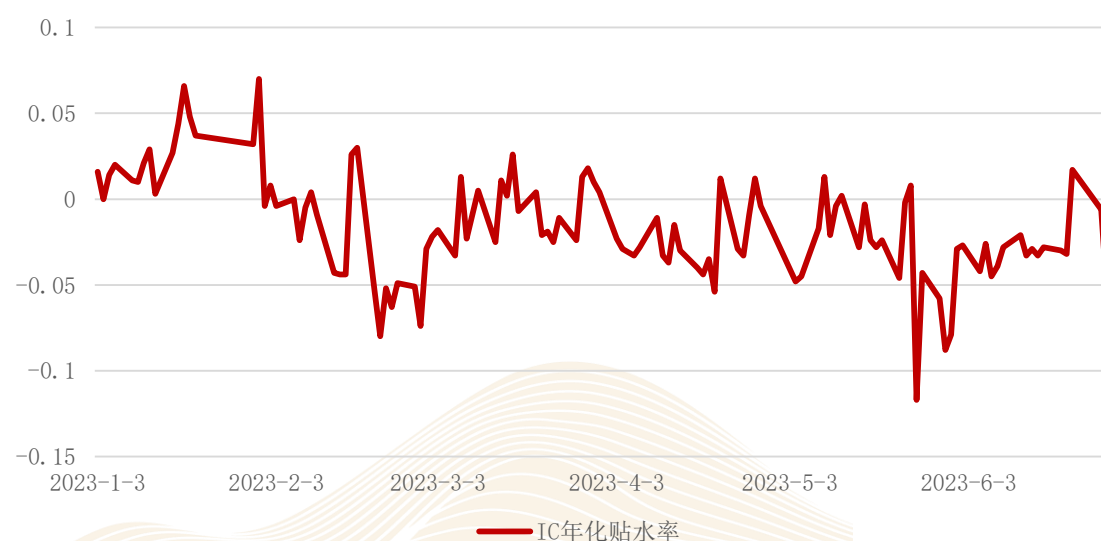
■ A股上半年日均成交量先后经历复苏预期改善后快速攀升，及2季度弱复苏后震荡下跌，平均日均成交额约9428亿左右。

■ 股指期货方面，各大指数基差上半年均呈现震荡态势，由年初略微升水逐步转为贴水并维持震荡，反映出大盘整体虽年初受政策预期提振有所回暖，但仍处于震荡徘徊的状态。

A股成交量及换手情况



股指期货贴水率IC（年化-次月合约）



数据来源：Wind

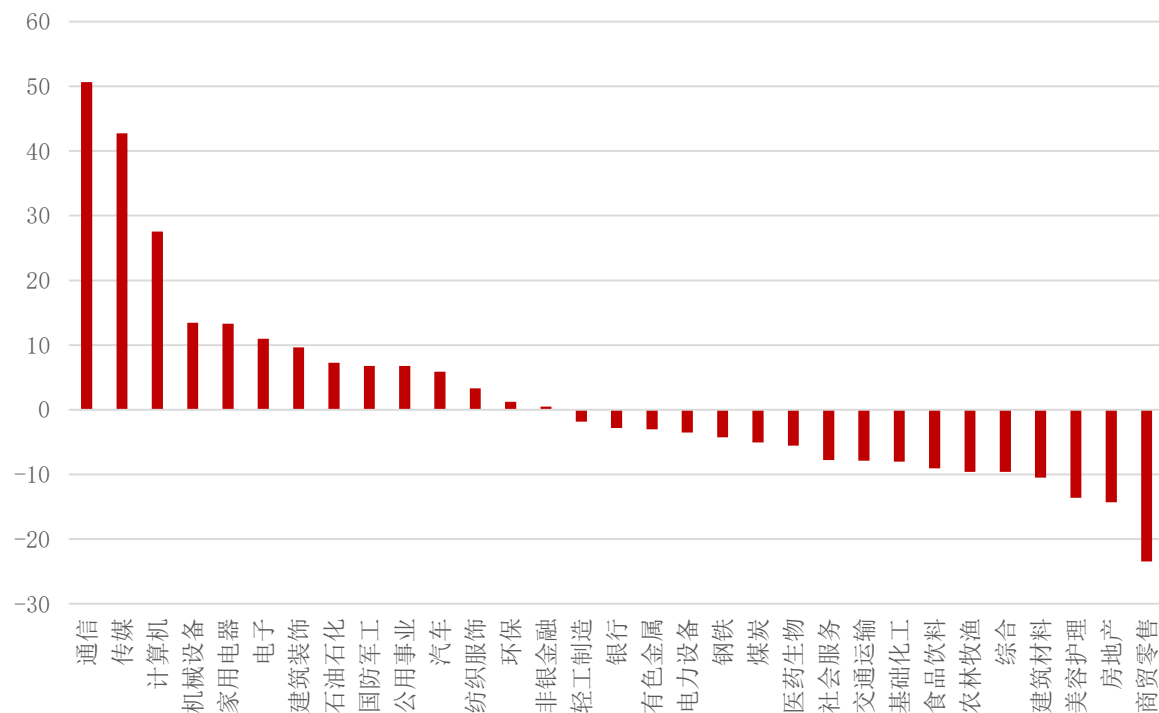
数据来源：Wind

中国股市回顾——主题交易、机构博弈较极致

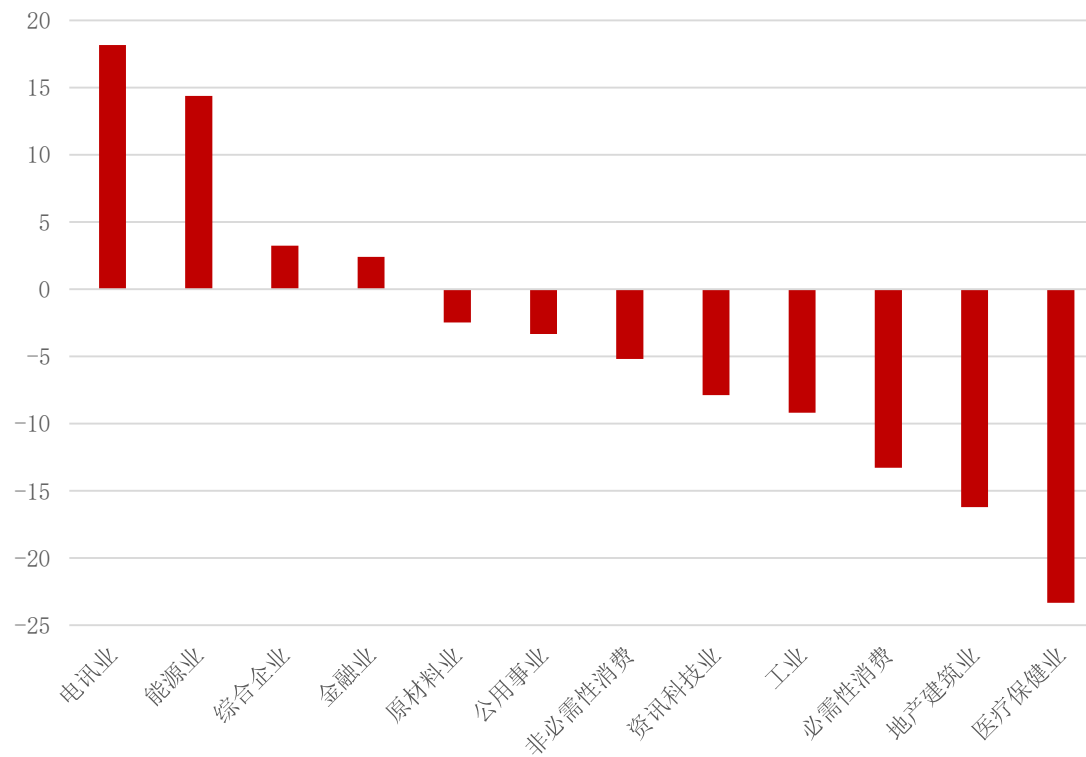
■行业极度分化，市场要么追捧具备颠覆性想象空间的极致成长——AI产业，要么追捧极致价值——“中字头”国企，恰恰反映了经济复苏预期落空后对极致确定性的追求。

■消费、医药、互联网等传统核心资产以及金融、地产等与经济总量密切相关的行业表现低迷。

申万一级行业表现 (%)



恒生综合行业表现 (%)

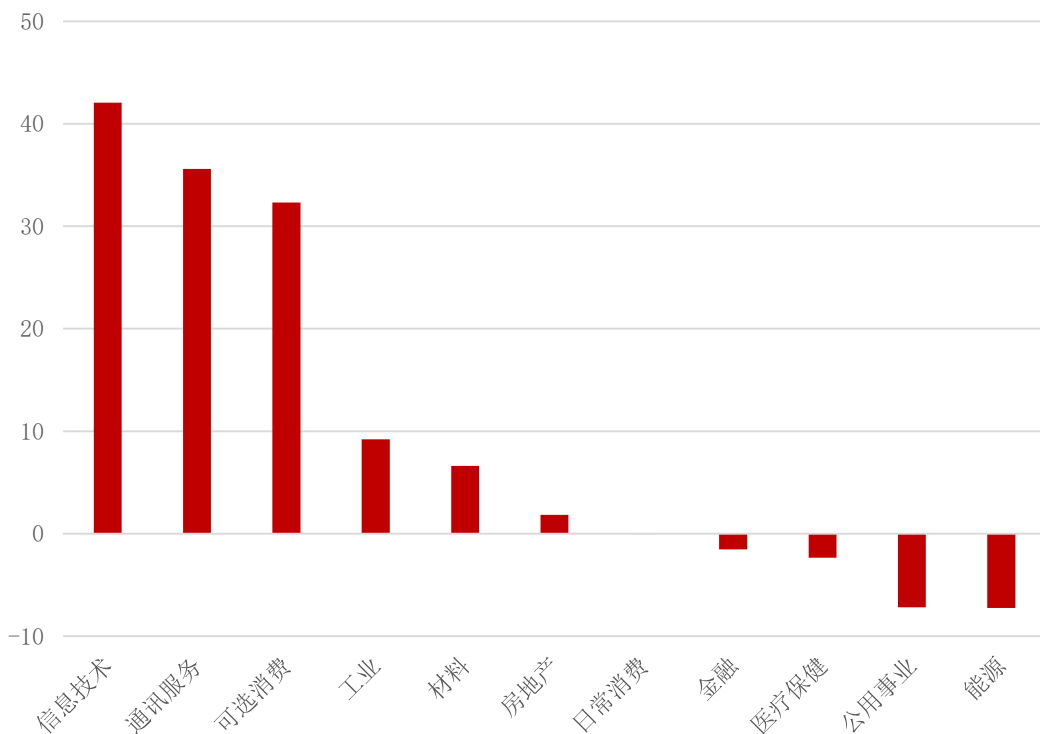


美股回顾——基本面及AI驱动科技板块上行

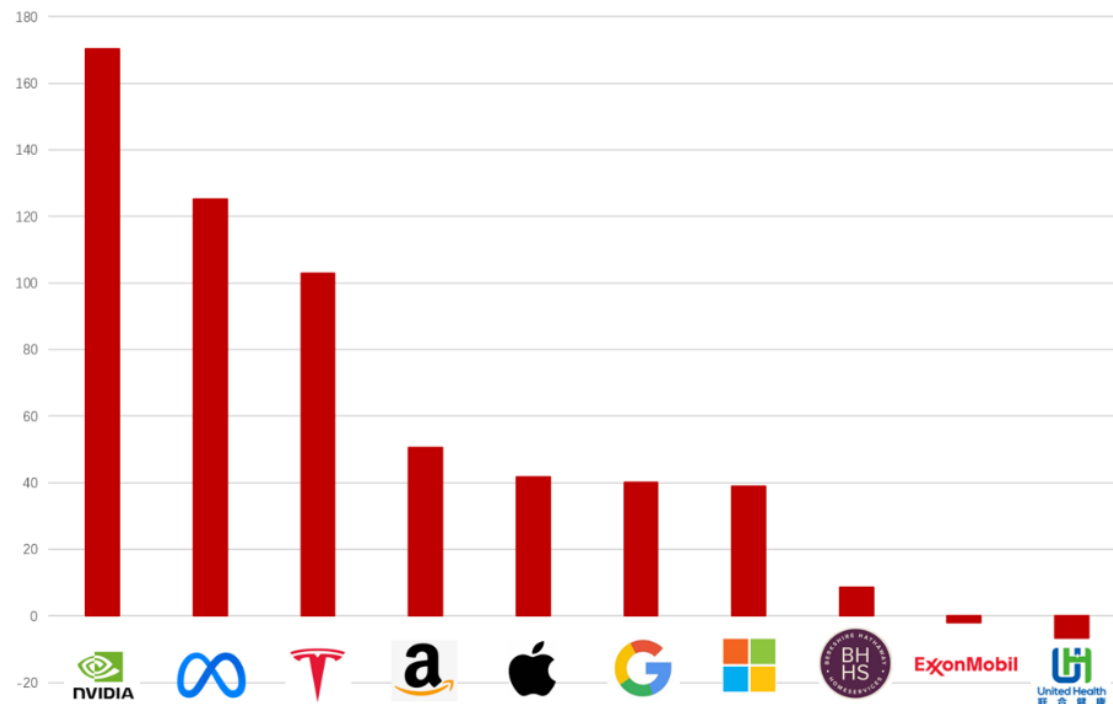
■ 美股表现同样分化，纳指上涨31.7%，创40年来最大上半年涨幅，英伟达、META及特斯拉成功翻倍，而道指仅涨3.8%。七大科技公司贡献标普500约30%的市值与40%的交易量。

■ 今年美股科技板块强劲的表现除AI拉动之外，也与北美经济具备韧性、大公司相对占优的基本面，以及相对积极的股东回报政策相关。

标普500行业表现 (%)



美国前十大市值公司今年以来涨跌幅 (%)，截至6/12



数据来源: Wind

基金回顾——AI、游戏主题为基金最强赛道

■ 公募偏股混合型基金上半年跌1.48%。动漫游戏、通信、大数据等行业ETF表现抢眼，诺德新生活涨75%为表现最好的主动管理偏股型基金。广发全球精选人民币重仓美股科技巨头为表现最好QDII基金。表现靠后基金多为港股、中概主题基金及医药旅游行业ETF。汇添富香港优势精选重仓港股创新药表现最差。

■ 私募股票多头上半年涨1%。指数增强策略涨近3%，为表现最好的权益类产品策略，符合我们此前一季度判断。

序号	前10名公募基金	收益率	Wind二级分类
1	华夏中证动漫游戏ETF	93.3	被动指数型基金
2	华泰柏瑞中证动漫游戏ETF	90.9	被动指数型基金
3	国泰中证动漫游戏ETF	90.8	被动指数型基金
4	诺德新生活A	75.1	偏股混合型基金
5	东吴移动互联A	71.6	灵活配置型基金
6	国泰中证沪港深动漫游戏ETF	70.8	被动指数型基金
7	东吴新趋势价值线	66.4	灵活配置型基金
8	银华体育文化A	64.2	灵活配置型基金
9	国泰中证全指通信设备ETF	58.9	被动指数型基金
10	招商优势企业A	57.5	灵活配置型基金

序号	后10名公募基金	收益率	Wind二级分类
1	汇添富香港优势精选C	-31.1	国际(QDII)混合型基金
2	华安大中华升级C	-27.7	国际(QDII)股票型基金
3	大摩沪港深精选A	-27.3	偏股混合型基金
4	汇添富香港优势精选A	-25.1	国际(QDII)混合型基金
5	华泰柏瑞远见智选A	-23.9	偏股混合型基金
6	华泰柏瑞成长智选A	-23.8	偏股混合型基金
7	华安沪港深优选	-23.7	偏股混合型基金
8	华泰柏瑞基本面智选A	-23.4	偏股混合型基金
9	创金合信港股通成长C	-23.2	普通股票型基金
10	大摩基础行业	-23.2	灵活配置型基金

数据来源：Wind；单位：%

策略

- 从大周期上以托底思维为主导，坚持低位布局，维持股票资产的超配比重，静待预期边际改善对上行趋势的催化。
- 上半年极致的行业分化或在下半年有所收敛。产品上以指数化投资及均衡风格产品为主要布局方向。专业投资者应保持组合进攻性，对于高弹性的主观股票类产品保持标准配置比重。

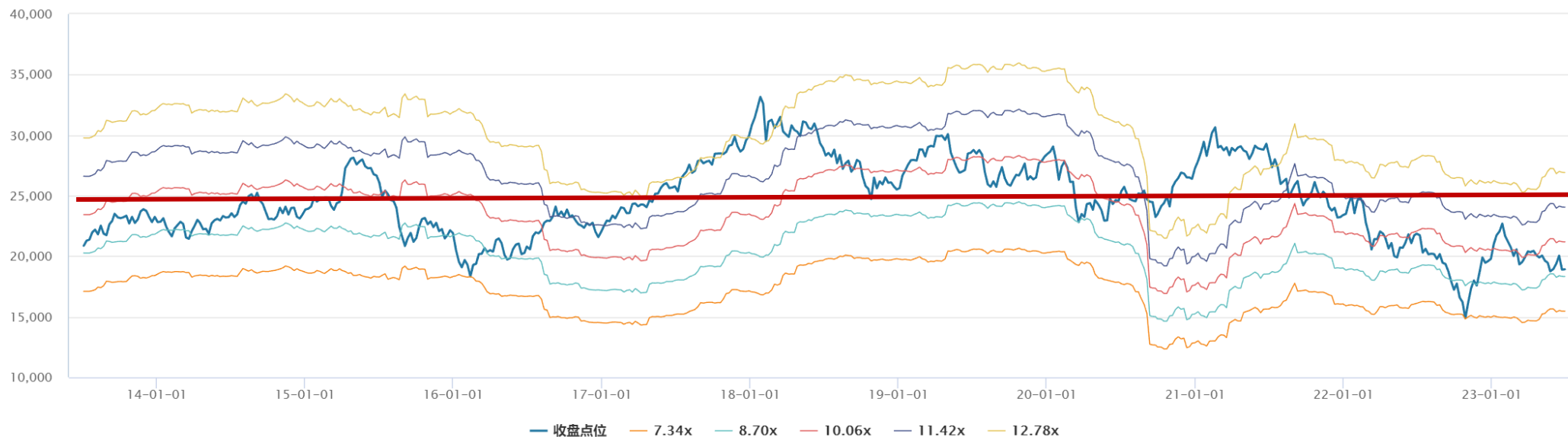
行业

- 科技板块中，预计AI相关的算力、应用维持高景气，但业绩或将在下半年才能逐步兑现，中报业绩较好的细分领域预计主要为经济复苏带来的传统主营业务需求转暖的领域，包括运营商、通信设备、信创、半导体设备，还有部分出口导向的消费电子。
- 预计消费行业中报业绩增速在大类行业中领先，盈利较好的板块包括明显受益于节假日出行回补的出行链（机场、酒店、景区、餐饮），内需修复、出口库存持续去化的家电、家居、品牌服饰，以及前期相对冷门的纯内需品种，例如啤酒、黄金珠宝、零食。
- 制造和周期板块中，在商品价格、工业企业利润整体承压的背景下，预计上游资源品盈利较好的主要为油气、火电，中游制造中报预期较强的集中在新能源，包括光伏一体化、辅材，电力设备，部分销量领先的新能源车及其供应商。

港股展望——底部确定性高，尾部风险有限

- 港股作为离岸中国资产的代表，上半年表现低于预期，核心还是对中国经济基本面及地缘政治的担忧。
- 当前价格已计入较多悲观预期，政策托底意愿依然强烈，再度回到去年10月低位可能性很小，底部配置性价比依然很高。
- 何时重回上行趋势需要中国经济基本面回暖及美联储终端利率的进一步明确。此时应坚持“哑铃”配置，一方面高分红国企，一方面对互联网、医药、地产等超跌行业逢低吸纳，静待行业修复与周期轮动。

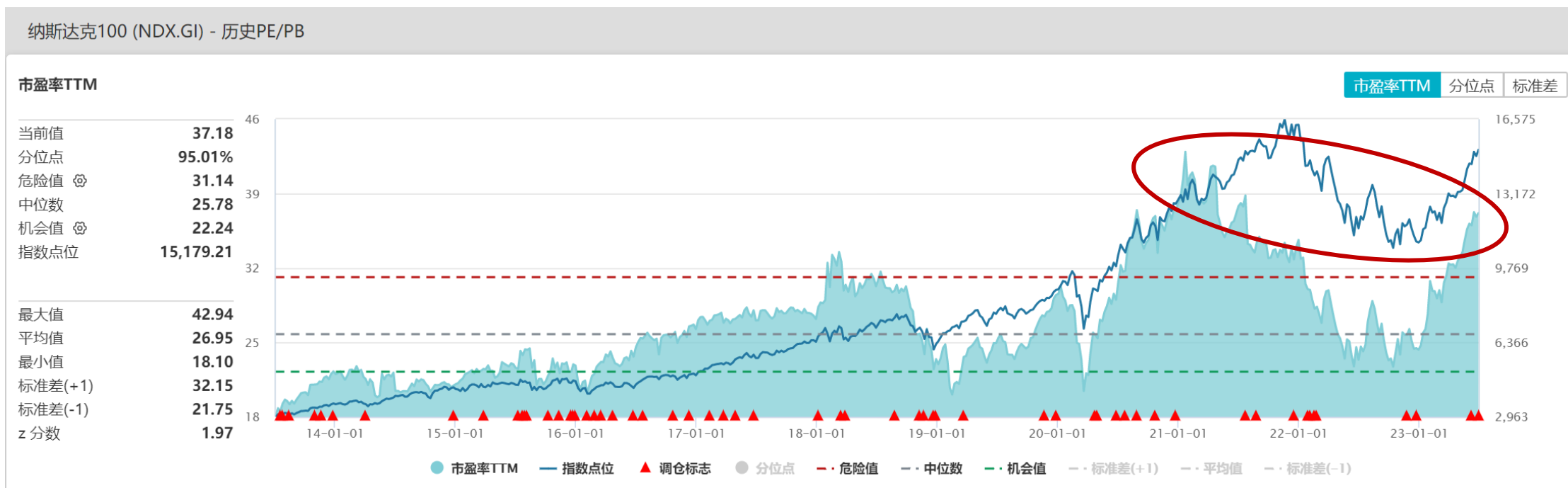
恒生指数 (HSI.HI) - PE/PB Bands



美股展望——科技股的业绩为行情演绎的关键

■ 美股科技巨头估值接近近10年的新高，但降息并未充分预期使估值收缩的可能性也较小，因此宏观经济、政策利率对美股科技板块的分母端扰动将持续减弱，分子端业绩料成为市场下半年交易主线。专业投资者宜保持对美股的标准配置比重。

- 云计算&软件SaaS：下半年增速回温为大概率事件，首选云巨头、基础软件。
- 互联网：处于业绩持续改善通道，中期关注AI带来的业绩端改善可能。
- 半导体&硬件：产业谷底基本过去，短期关注AI、存储芯片、PC半导体等。



结论

市场底部明确，机会大于风险
坚持低位布局，静待利好催化

风险提示

中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

此内容仅对中信银行客户披露，请勿外传。本报告的信息均来源于我行认为可靠的公开资料以及所涉机构授权使用或提供的信息，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，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担保。市场有风险，投资须谨慎。如有疑问，详询您的理财经理或贵宾服务专线10105558。

一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

3、商品市场

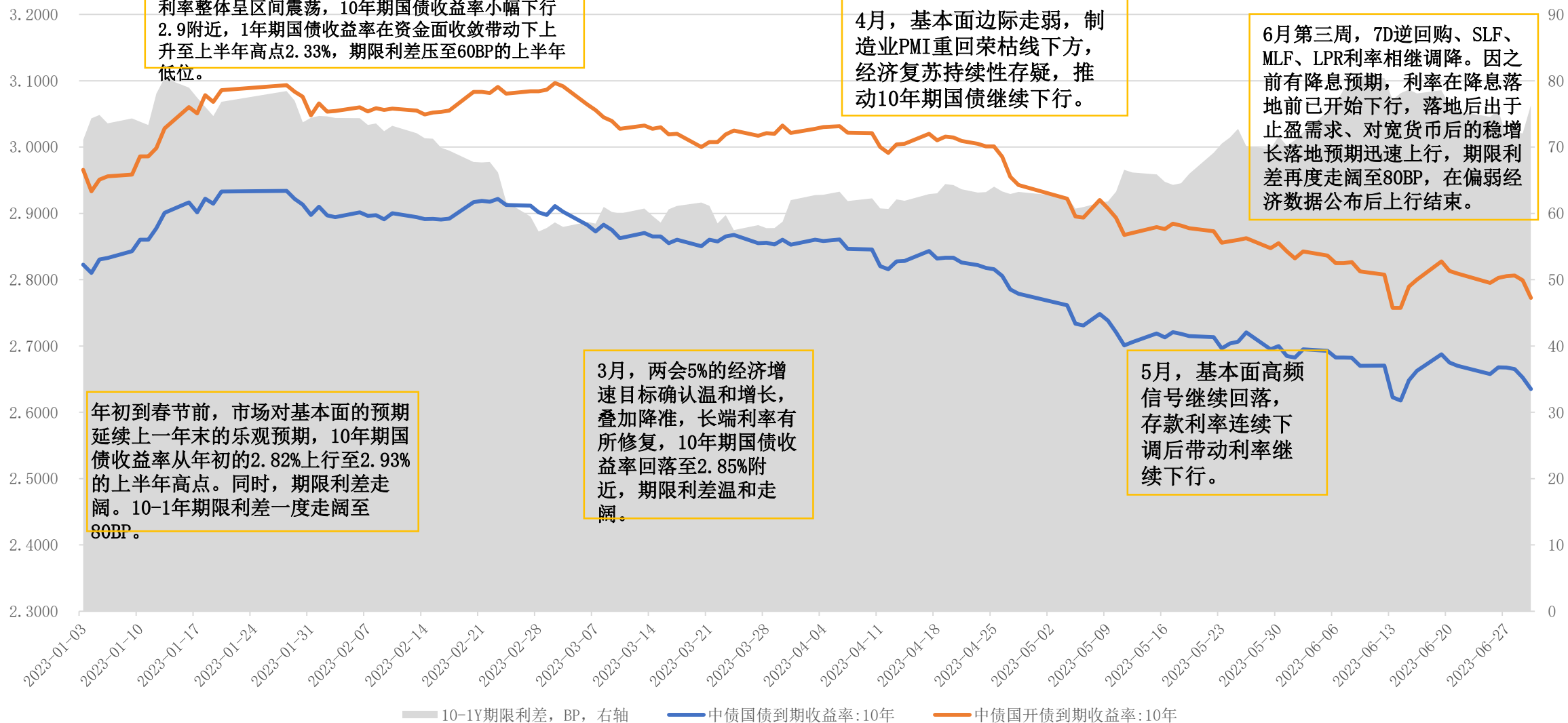
4、外汇市场

5、私募股权

四、总结

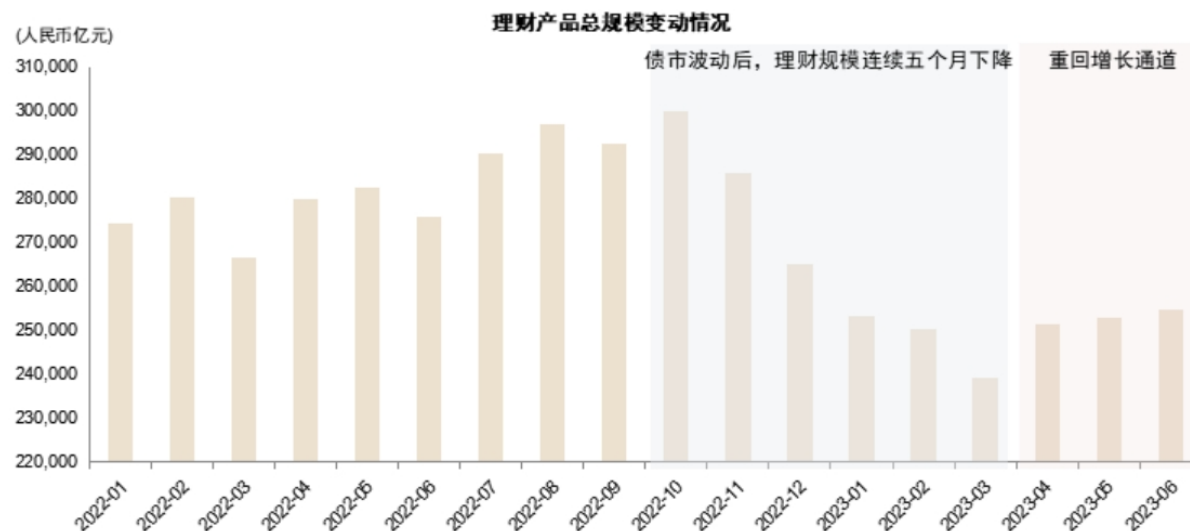
债市回顾——收益率波动下行

2023年上半年利率走势



债市回顾——规模伴随市场修复，降准降息相继落地

- **债券市场迎来牛市。**去年11-12月超调叠加上半年经济修复节奏不及预期导致债券市场迎来持续修复行情，在6月降息落地前修复保持流畅，利率债、各等级各期限信用债利差均显著下行。
- **理财规模恢复。**债市波动后，今年4月理财规模重回增长通道。
- **降准、降息相继落地。**央行分别于3月、6月调降存款准备金、7D逆回购、SLF、MLF、LPR利率。货币政策先行落地护航经济复苏。



图源：中金公司

债市回顾——纯债表现优于含权产品

- 固收类理财产品上半年收益1.76%。
- 债券型基金指数上半年收益2.08%，含权益基金指数收益低于纯债基金指数，中长期收益高于短期纯债基金收益。
- 债券基金里今年上半年排名前十的主动管理基金全部为可转债基金或转债仓位较高的混合债券型一级基金。表现靠后基金多为有权益仓位的混合债券型二级基金。
- 上半年私募债券策略产品收益中位数3%，高于理财及公募基金收益。

公募基金指数	上半年收益%
万得短期纯债型基金指数	1.8777
万得中长期纯债型基金指数	2.1076
万得债券型基金指数	2.0752
万得混合债券型二级基金指数	1.8171
万得偏债混合型基金指数	1.1883

理财类型	上半年收益%
现金管理理财	1.05
纯固收理财	1.89
固收类理财	1.76
混合类理财	1.64

序号	前10名产品名称	收益率%	投资类型
1	工银可转债	18.6892	可转换债券型基金
2	天弘稳利A	10.8255	混合债券型一级基金
3	天弘稳利B	10.5995	混合债券型一级基金
4	融通可转债A	9.6699	可转换债券型基金
5	新华双利A	9.6344	混合债券型二级基金
6	融通可转债C	9.4511	可转换债券型基金
7	新华双利C	9.4202	混合债券型二级基金
8	南方昌元可转债A	9.3363	可转换债券型基金
9	财通资管中债1-3年国开行C	9.0945	被动指数型债券基金
10	南方昌元可转债C	9.0650	可转换债券型基金

序号	后10名产品名称	收益率%	投资类型
1	华宸未来稳健添盈C	-3.6967	混合债券型二级基金
2	华宸未来稳健添盈A	-3.4946	混合债券型二级基金
3	工银添慧C	-2.9999	混合债券型二级基金
4	工银添慧A	-2.8050	混合债券型二级基金
5	民生加银家盈6个月持有期C	-2.7980	混合债券型二级基金
6	平安添裕C	-2.7817	混合债券型二级基金
7	湘财鑫享C	-2.7000	混合债券型二级基金
8	金鹰添盈纯债C	-2.6879	中长期纯债型基金
9	民生加银家盈6个月持有期A	-2.6303	混合债券型二级基金
10	湘财鑫享A	-2.6200	混合债券型二级基金

注：私募债券策略收益数据来源于中信建投证券，理财产品收益来源于中金公司，公募基金数据来源于wind

债市回顾——稳健政策助力逆周期调节，资金面先紧后松

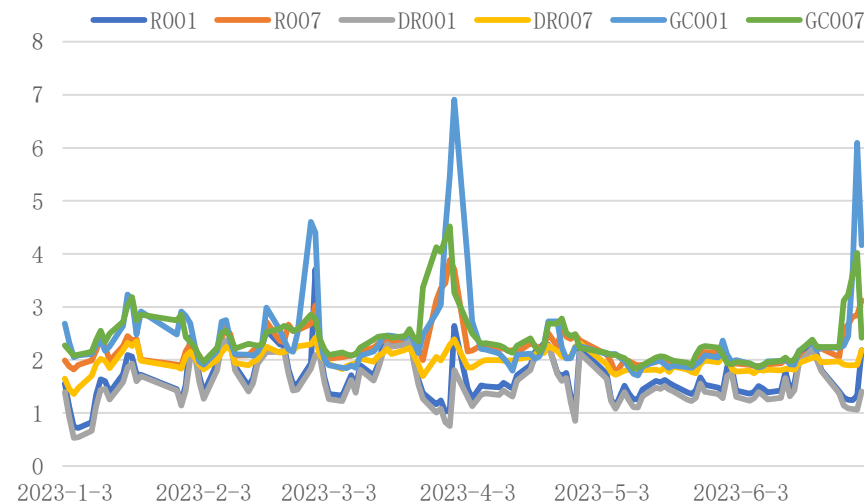
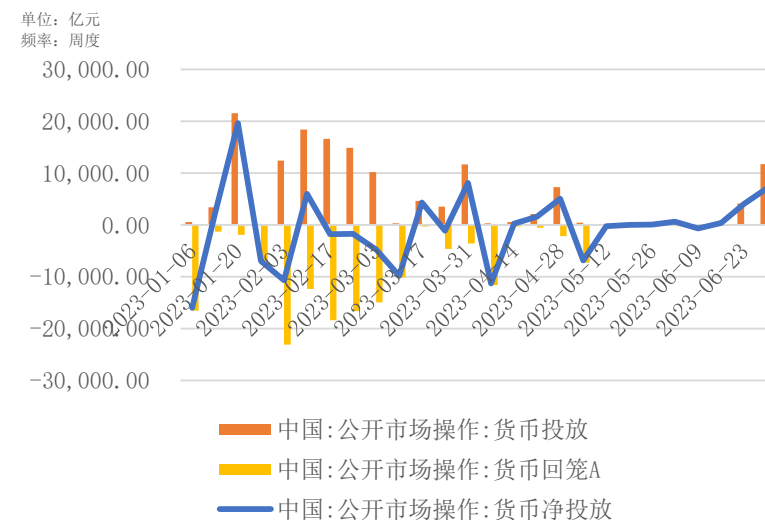
■ 货币政策及公开市场操作回顾

货币政策表述方面，央行货币政策执行报告中新增“总量适度，节奏平稳”、“保持利率水平合理适度”等表述。并将继续健全“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制。首次提出“完善央行政策利率体系”，持续发挥贷款市场报价利率改革效能，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，保持利率水平合理适度。

从数量型工具看，央行3月进行了一次降准；6月调降政策利率。截至6月30日，公开市场逆回购累计投放14.6万亿元，累计回收15.9万亿元，净回笼1.25万亿元；MLF累计净投放6040亿元。

■ 资金面宽松，利率处于低位

2023年资金面均衡，利率中枢在二季度较一季度有所下行，波动降低，交易量在波动中有所上升。



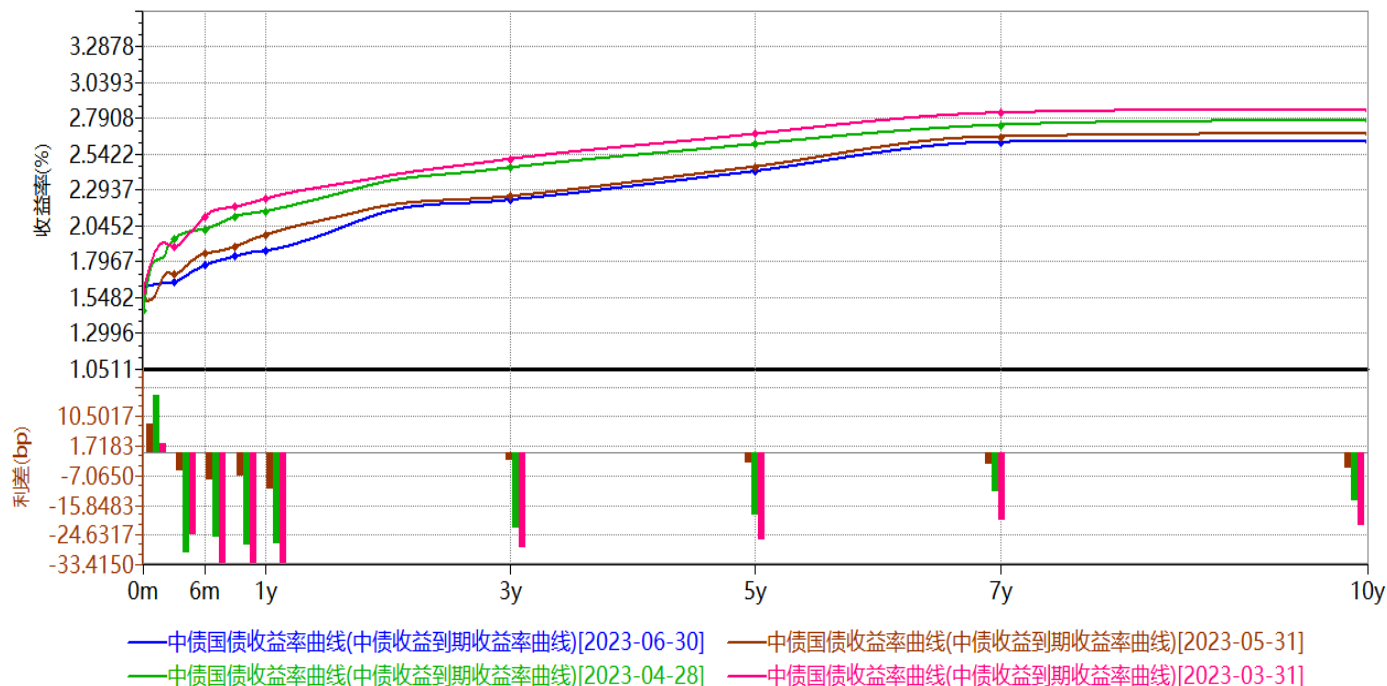
债市回顾——期限结构陡峭下行，利率品种利差收窄

■ 期限结构呈现偏陡峭下行

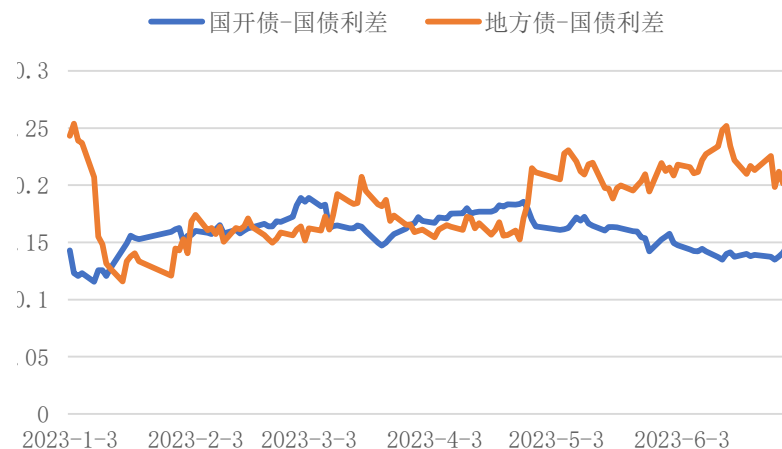
上半年收益率曲线先上后下，在2月末触达阶段性高点，二季度持续下行，短端下行幅度大于长端，结构上呈现陡峭化走势。

■ 品种利差有所收窄

上半年年国开债-国债利差先升后降，接近去年低位。地方债-国债利差在一季度收窄的基础上有所上行，但长期看处于历史较低位置。



2023年利率债品种利差情况

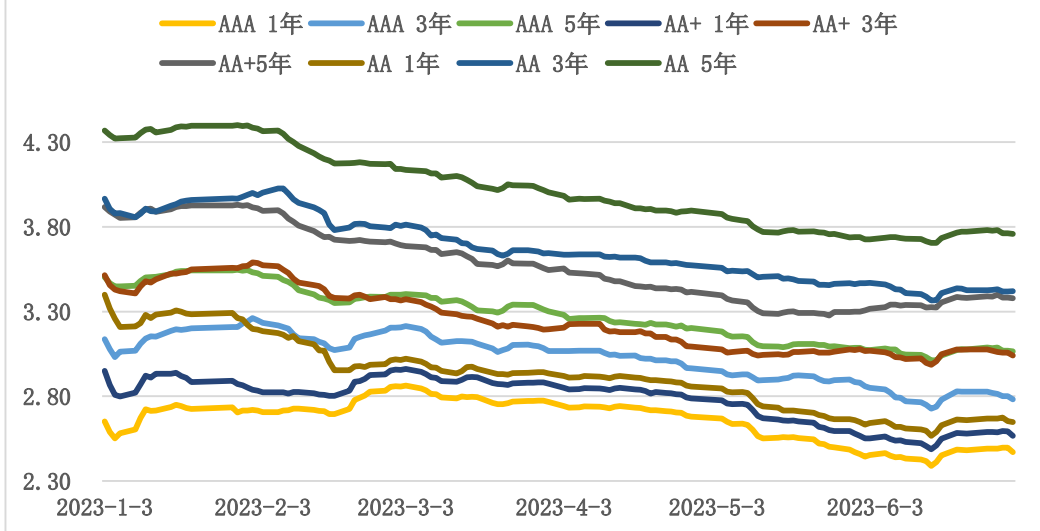


数据来源:Wind

债市回顾——各等级、各期限信用债迎来修复行情

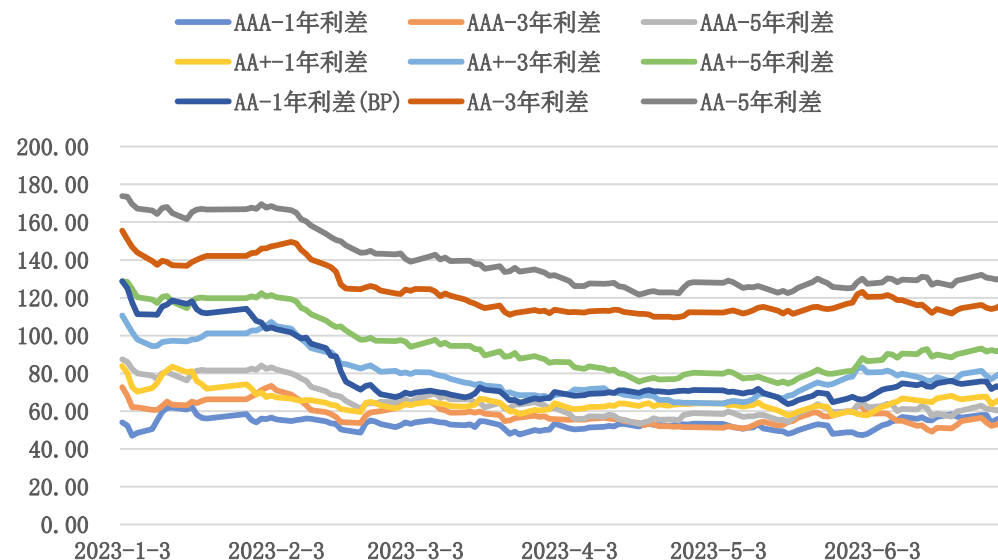
- 上半年信用债市场逐步走出赎回潮的影响，形成了较为流畅的修复行情。高等级短久期、高等级长久期、低等级短久期信用债利差依次下行。
- 信用债到期收益率、信用利差各等级、各期限普遍呈波动下行。6月降息落地后到期收益率短暂上行但因基本面数据不及预期等原因未形成趋势。信用债利差2月份经历幅度较大下行后变化不大。
- 评级利差呈现出高评级、短期限之间先下行，随后轮到低评级、长期限下行的态势。进入5月后，AAA和AA+的3年、5年利差出现了小幅的上行。体现出市场对高等级、短久期的强烈偏好。
- 期限利差在经历2月的快速压缩后呈现震荡，5月份以后出现小幅度的上行。

信用债到期收益率走势 (%)



利差以同期限国债收益率为基准

信用债利差走势 (BP)

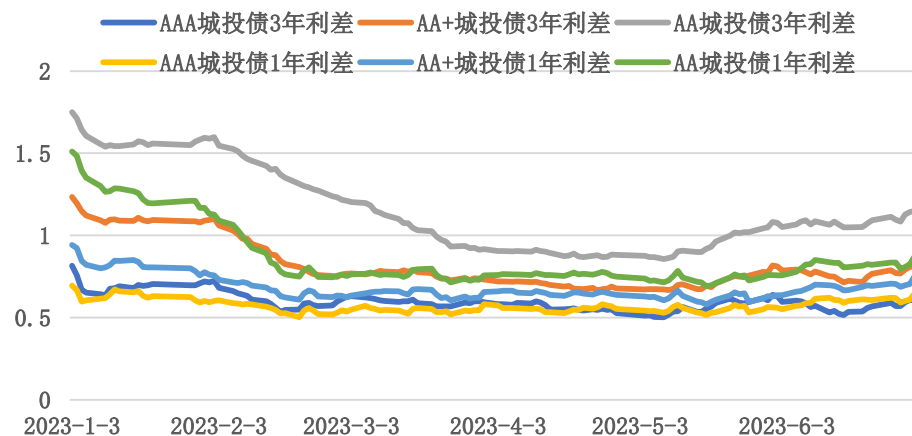


利差以同期限国债收益率为基准

债市回顾——行业利差下行居多

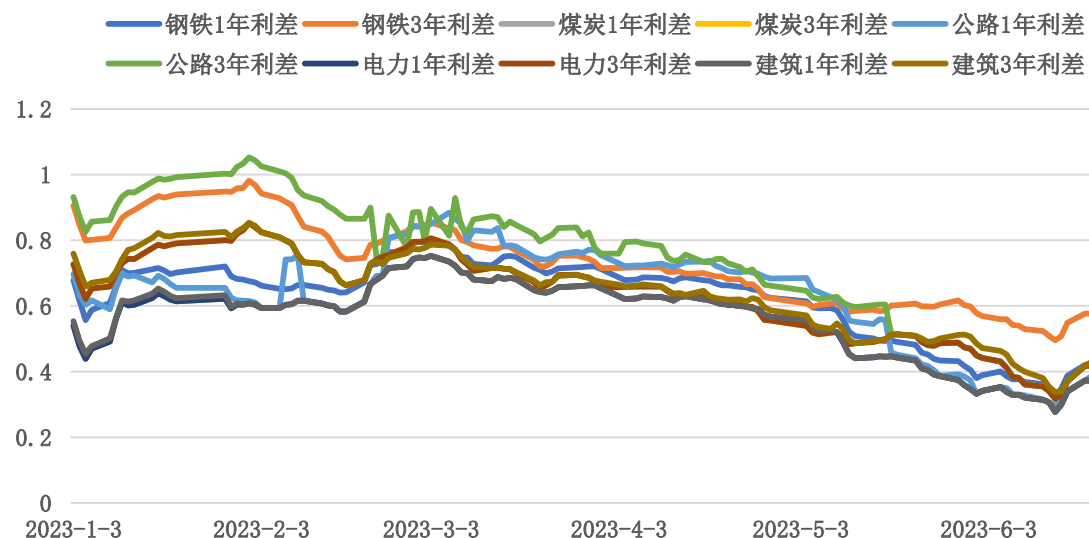
- 行业利差下行居多。城投、地产利差进入5月后下行乏力，部分品种利差抬升。二永债和周期行业在降息前下行趋势比较流畅。
- 二级资本债和银行永续收益率先上后下，进入3月后窄幅波动。
- 高等级短久期城投债利差低位震荡，中低评级、中长久期城投利差压缩明显。进入4月后各等级、期限间利差差距不足50bp, 5月以后差距逐渐走阔且整体波动抬升。
- 地产板块波动幅度较去年明显降低，进入3月以后波幅进一步收窄，5月份后有所上行。
- 产业债各评级信用利差整体呈下行趋势。各行业高评级、短期限信用利差所处分位数已处于较低水平，低评级或者长期限债券信用利差所处分位数仍较高。3年期煤炭债下行明显缓慢。

城投债利差 (%)



利差以同期限国债收益率为基准

各行业利差 (%)



利差以同期限国债收益率为基准

■ 境内债违约及展期情况

境内债市场，2023年上半年新增违约主体仅5家，违约债券数量和规模均较去年同期明显减少，违约率下降，但与2022年类似，违约主体仍以民企和房地产企业为主。违约类型均为展期。

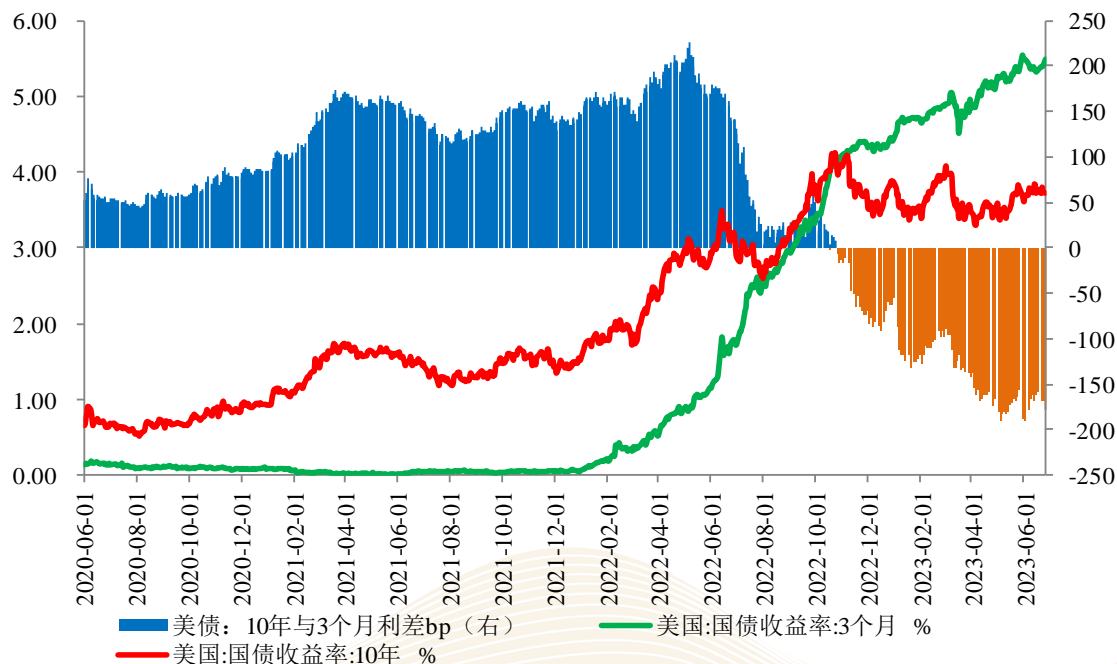
境外债市场，2023年上半年，共有5只债项违约，均为房地产相关公司，且部分主体海外债违约超过一次。地产债方面，2023年上半年信用风险仍集中在民营房企。从地产债到期压力来看，今年7-9月和明年3-4月为房企偿债高峰，在外部融资渠道较难打开、销售弱回暖的情况下，房企仍面临较大的兑付压力，仍面临债券展期或违约的压力。

城投方面，虽然目前仍没有债券实质违约，但其他负面信用风险事件如商票逾期、非标违约、技术性违约仍时有发生，给市场带来一定扰动。上半年的相关信用风险事件较2022年同期有所增加，主要集中在债务压力较大的区域，如贵州、山东、云南等，但总体仍在市场预期之内。

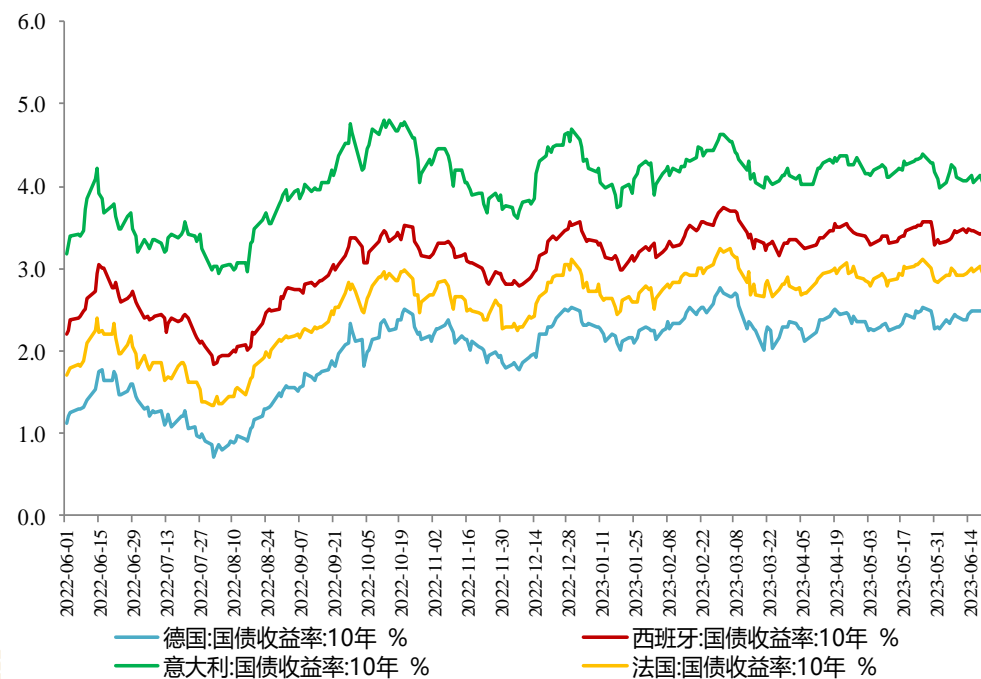
金融债方面，债务违约风险收敛、金融风险总体可控。

债市回顾——美债一波三折，收益率倒挂加剧

- **美国：**经济预期和加息预期反复，收益率倒挂加剧。年初经济放缓、加息预期回落，美债收益率震荡下行。2-3月，经济景气度回升推动加息预期升温，美债收益率上行。3-4月，通胀压力有所缓解，银行业危机引发避险情绪，带动收益率下行至3.3%的年内低点。二季度以来，随着银行业危机缓解，市场风险情绪回升，经济数据表现强劲叠加美联储鹰派发言，同时，美国债务上限谈判扰动市场，多重因素叠加，导致收益率震荡上行。
- **欧洲：**欧洲通胀维持韧性形势下，欧央行维持鹰派，根据欧央行行长表态，除非发生重大变化，欧央行将在7月继续加息。由于通胀水平仍维持高位，在连续加息情况下欧元区国债收益率维持震荡并未显著提升。但期限利差水平已严重倒挂。



美国国债收益率利率 数据来源wind



欧元区主要国家十年期国债利率 数据来源wind

债市展望——关注增量政策及基本面反应

- **基本面：**基本面由“强预期+弱现实”逐渐过渡为“预期边际变弱+经济环比走弱”。消费方面5月社零数据增速下滑，居民消费能力提升和消费意愿增强还有空间；投资、工业增加值、制造业投资、地产投资指标读数均弱于市场预期；海外需求下行的背景下出口持续承压。PMI持续低于荣枯线，CPI持续低位。在宏观经济偏弱情况下，市场等待进一步增量政策落地。
- **政策面：**货币政策先行发力。6月13日，央行率先进一步放松，下调公开市场逆回购操作利率10bp至1.9%。伴随着“宽货币”落地，市场开始转向期待后续“宽信用”政策，尤其是对财政政策发力的预期有所提高。重点关注后续国常会、政治局会议等政策部署，以及政策表态的变化。地产政策关注需求端放松的可能性。
- **资金面：**稳增长背景下资金面整体易松难紧，市场利率围绕政策利率波动。
- **估值：**吸引力偏低。十年期国债接近去年低点。高等级、短久期信用利差处于低位。和股市、海外债市相比性价比不佳。
- **供需：**供给端，利率债供给压力不大，三季度地方债或集中发行，四季度或为国债供给高峰，信用债融资成本已低于贷款，下半年信用债供给将有所恢复。需求端，上半年牛市带来的收益-规模正反馈逐渐显现，4月开始理财规模回升，配置需求提升；信贷价格战背后，中小银行债券配置需求提升。关注资本新规对部分品种如3M以上同业存单、商业银行债、银行二级资本债等的影响。

■ 配置建议：

整体上，下半年基本面难出现经济过热，货币政策在宽松通道上，理财规模恢复机构配置压力略大，债券市场虽然获利难度高于上半年，但大幅转向可能性不大。考虑到有政策预期及政策可能逐步出台的情况下，债市难免反复震荡、利率阶段性短暂上行。

■ 总体建议坚持票息策略，兼顾久期。

阶段性调整后择机关注波段机会。

提升高流动性资产比重。

■ **银行资本债：**二永债信用利差估值分位数中等，可关注高等级品种交易机会，四季度关注资本新规冲击。

■ **地产债：**融资环境未得到根本修复，需求端修复转弱，关注次优国企配置价值，波动容忍度大可关注优质、稳健民企反转机会。

■ **城投债：**规避弱区域。经过上半年修复中高等级、中短久期利差已压缩至低位。在挖掘上可关注短久期中等资质品种。

结论

修复行情接近尾声，市场进入振荡阶段
逆转基础尚未形成，获利难度有所上升

风险提示

经济复苏超预期；货币政策超预期调整；流动性超预期调整；超预期信用风险事件；海外金融行业风险超预期蔓延

此内容仅对中信银行客户披露，请勿外传。本报告的信息均来源于我行认为可靠的公开资料以及所涉机构授权使用或提供的信息，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，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担保。市场有风险，投资须谨慎。如有疑问，详询您的理财经理或贵宾服务专线10105558。

一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

3、商品市场

4、外汇市场

5、私募股权

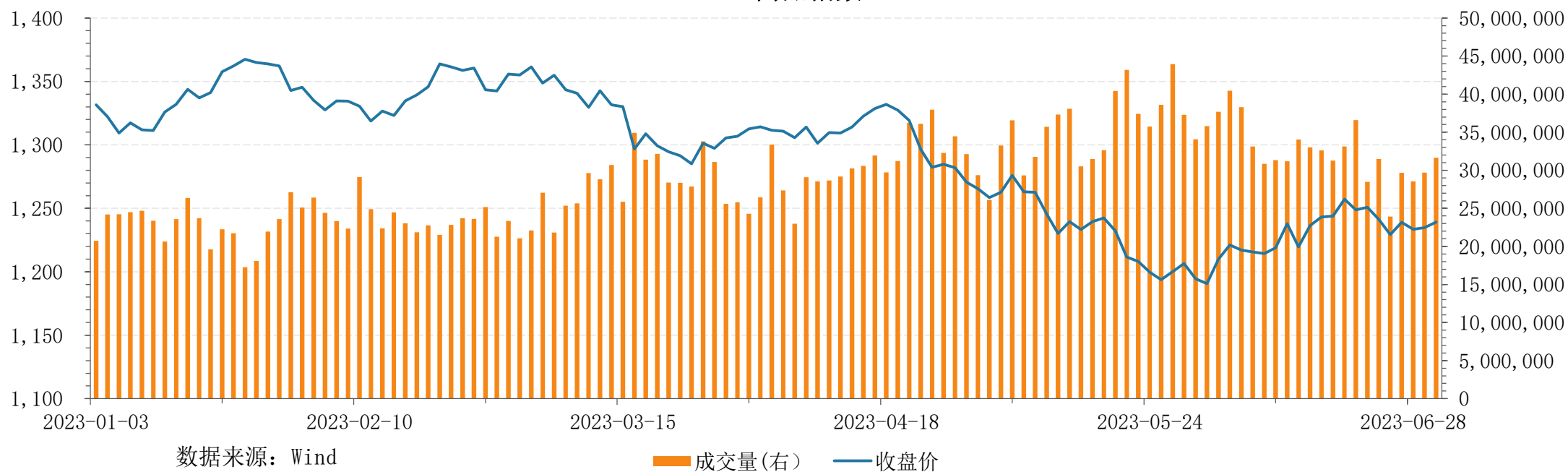
四、总结

商品市场回顾——海内外经济周期错位，上半年延续宽幅震荡

2023年上半年商品市场延续宽幅震荡，反转频现，未形成较长期趋势，整体分为三个阶段：

- 阶段一：年初至3月中旬，春节前，在疫情阴霾扫除后市场对经济复苏预期较为充分，节后随着返工复产延后而出现了短暂的调整，但随着地产销售数据向好、PMI超预期、社融超预期等宏观指标改善向好，在黑色系为首的板块带领下商品市场回到复苏预期主线。
- 阶段二：3月中旬至5月末，步入二季度后，政策力度有所放缓，在内外需双弱的格局下，经济复苏呈现一定疲态，各项宏观指标走弱，叠加海外风险事件的催化，贵金属持续走强，其他大宗商品整体走弱。
- 阶段三：6月，在悲观情绪不断酝酿积累之后，市场逐渐形成对强政策预期的共识，叠加央行适时降息，商品市场迎来一波整体普涨的行情，部分品种反弹强势，市场整体的波动水平进一步提升。

WIND商品指数

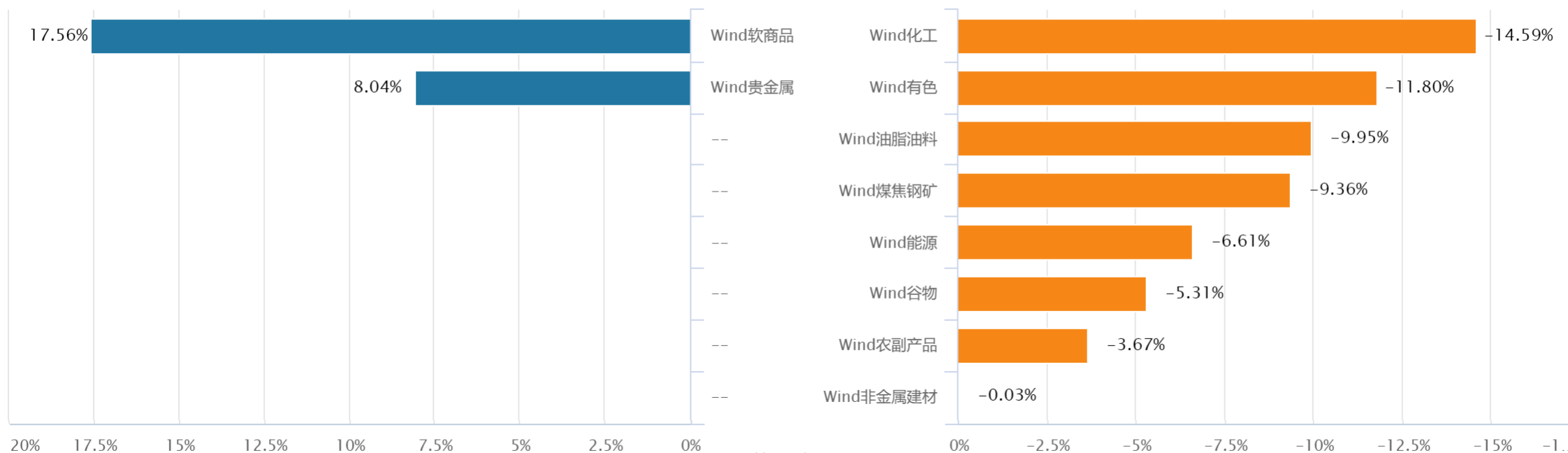


商品市场回顾——经济衰退现实延续，大部分商品价格承压

主要商品板块表现分化明显，大部分板块由于经济弱复苏出现下跌：

- **软商品**：受益于年初国内复苏预期及2季度消费场景恢复效应，软商品中白糖及棉花需求端持续改善，带来整体板块上半年表现强劲。
- **贵金属**：上半年欧美为抑制通胀大幅加息，导致整体经济陷入停滞和衰退，叠加硅谷银行等金融风险事件，避险情绪升温及资产保值需求的增加，导致贵金属板块在黄金带动下所有上涨。
- **有色金属**：年初受到国内复苏预期影响价格短暂有所抬升，但伴随后续经济数据及需求不及预期的弱现实，以镍、工业硅为代表的新能源产业链金属下跌较多，导致整体有色金属板块表现疲软。
- **化工&黑色**：同样受到国内上半年复苏不及预期的影响，地产相关政策没有如期兑现和新开工数据大幅不及预期，叠加新能源产业链需求端变化，光伏、电池组件价格大幅下跌，黑色及化工相关品种均出现不同程度下跌，其中化工领跌上半年商品各大板块。

2023-01-01 至 2023-06-30 涨:2 平:0 跌:8 收益率:-7.48%



数据来源：Wind

黄金——投机性“抢跑”减弱，预期修复转入震荡

- 1季度，黄金价格整体呈现N字型走势，主要受到 1 月降息预期驱动的投机交易“抢跑”、2月预期修正后的价格回归，再到3 月银行业风险事件触发的避险行情，金价历经两次趋势性拐点。
- 2季度，伴随降息预期开始得到修正，投机性交易驱动减弱，多头开始出清，黄金价格在1800-2000美元区间持续震荡。



数据来源：彭博、中金研究

原油——弱需求压制价格，缩供给提供支撑

- 1季度，伴随国内政策刺激及经济复苏预期先强后弱的演进，叠加美联储强势加息打压通胀，原油价格在整体需求放缓的背景下先涨后跌。
- 2季度，俄乌冲突对供给端影响逐渐弱化，供给端的不确定性逐渐消弭，伴随OPEC4月初执行减产协议、原油价格底部区域在供给端获得一定支撑，整体价格在4月出现一定幅度反弹。虽然在欧美各国加息导致的需求端疲软影响下原油价格短期内仍在底部徘徊震荡，但伴随供需两侧的变数基本尘埃落定，供给侧的收缩叠加需求端的复苏将支撑原油价格在未来有所回暖。



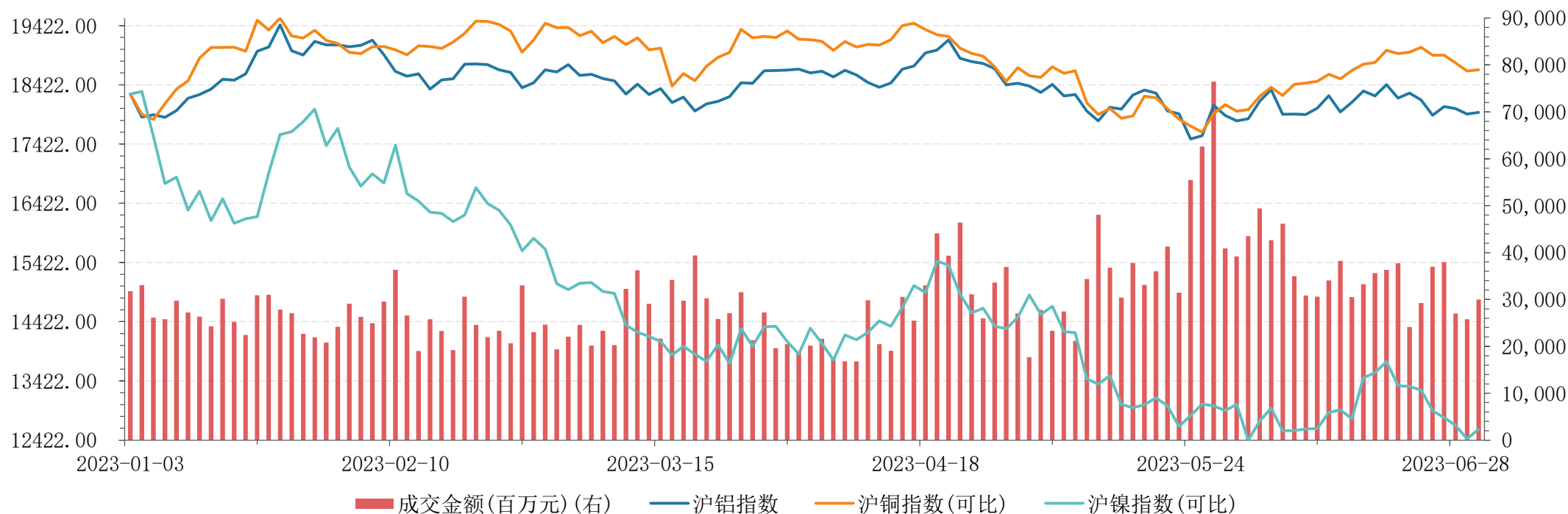
英国布伦特原油现货价格日指数，数据来源：中金、Wind

有色金属——产业链需求不足，价格底部震荡持续承压

上半年有色金属价格波动整体围绕海外经济衰退、国内弱复苏现实导致的需求减少背景展开，整体表现以下跌和底部震荡为主。

- 传统工业金属：如铜、铝在需求降低、叠加疫情后供给逐步恢复的背景下价格持续承压，上半年均在底部持续震荡，未见明显回暖迹象；
- 新兴制造业金属：在去年新能源产业链强需求预期刺激下，工业镍产能大幅增加，但今年以来需求端的减弱使得供给端积压了较多过剩产能，叠加地产产业链恢复不及预期，不锈钢等钢材的镍需求也未能如期恢复，镍的价格伴随相关工业品价格下跌出现较大下跌。

沪铝、沪铜、沪镍上半年可比走势



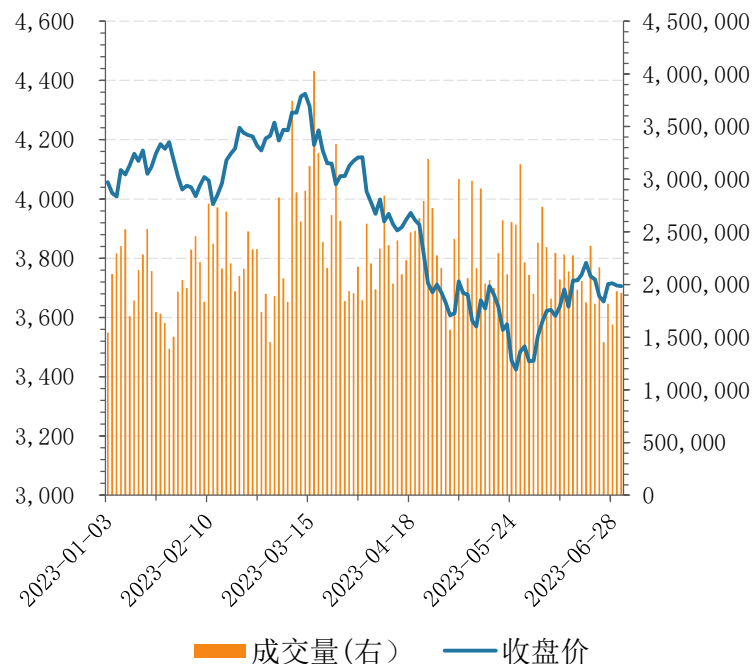
数据来源: Wind

黑色——地产销售不及预期，黑色回吐年初涨幅

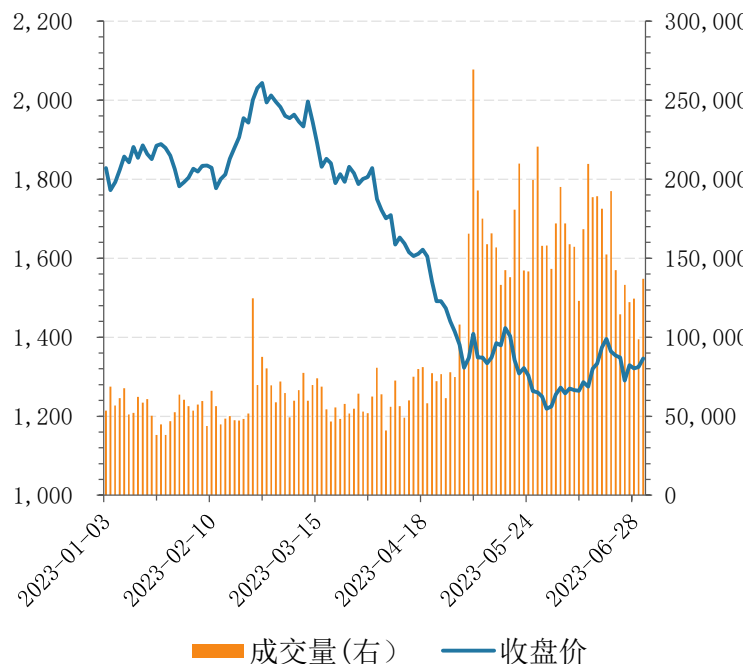
黑色上半年整体价格走势与房地产产业链开工情况及经济复苏情况相关性较大：

- 1季度，国内房地产整体探底企稳，虽然销售的恢复并不明显，但受到国内地产政策年初相继出台及对未来预期改善的影响，螺纹钢、焦煤、焦炭均有不同程度上涨。
- 2季度，随着国内宏观经济指标的相继发布、地产开工量等数据大幅不及预期，虽然竣工端稳步回升，但销售端需求疲软，国内对于经济复苏预期出现较大回落，导致黑色板块各品种自3月末开始出现持续下跌，主要品种螺纹钢、焦煤、焦炭回吐1季度涨幅并在5月后于底部持续震荡。

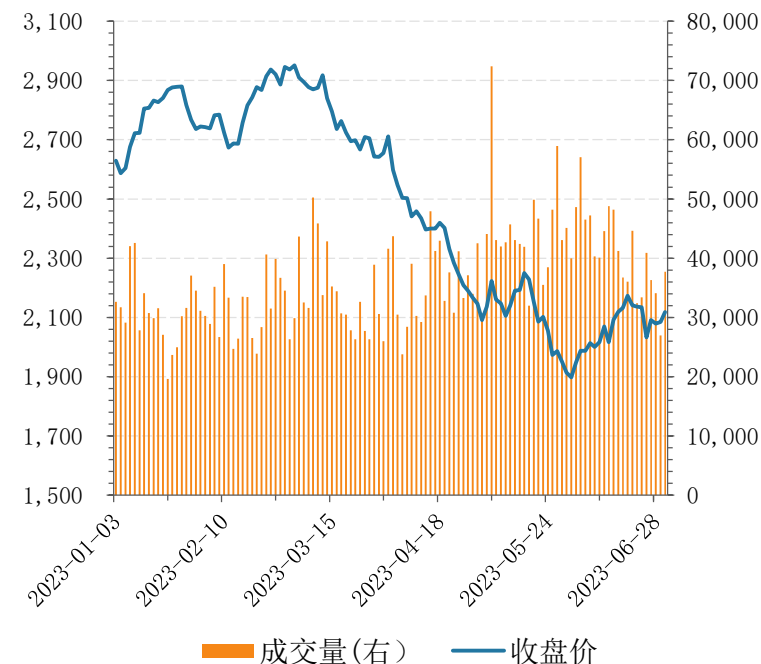
螺纹钢指数



焦煤指数



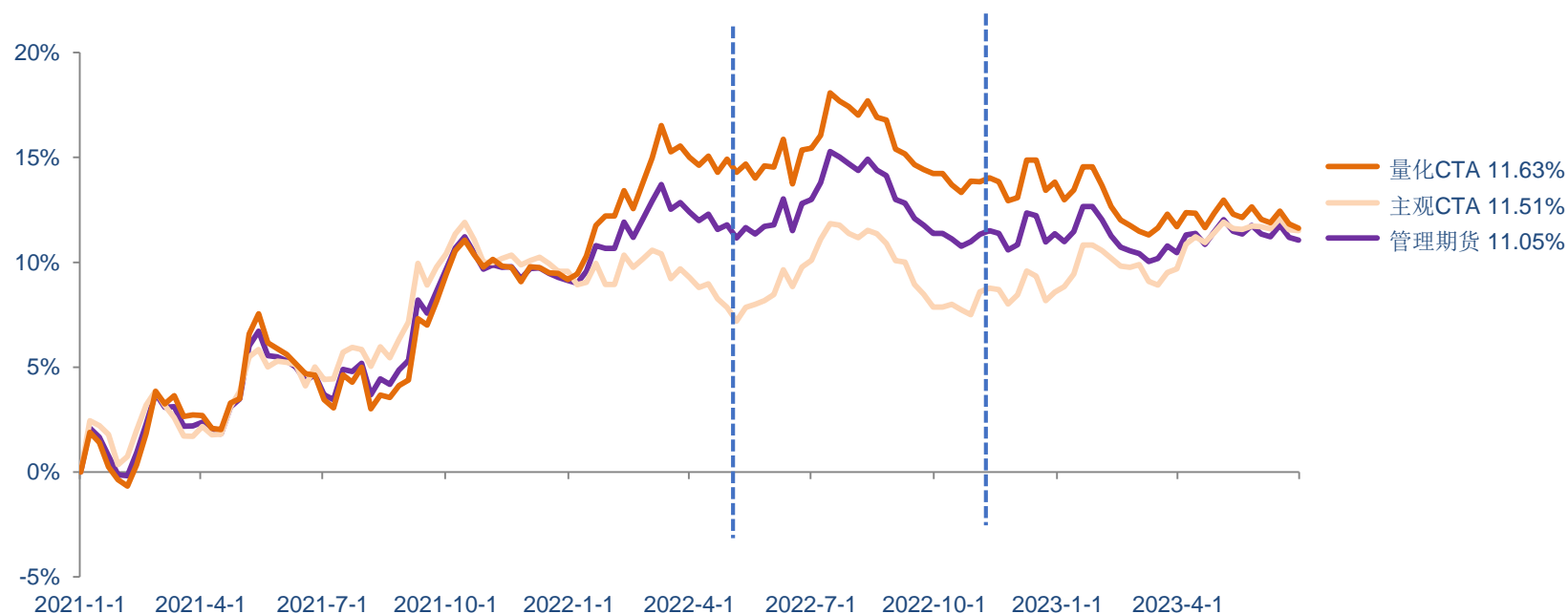
焦炭指数



商品类策略回顾——业绩有所企稳，主观反弹先于量化

商品市场自2022年7月以来持续震荡回调，导致CTA类策略出现连续下跌。今年以来市场预期有所稳定，成交活跃度有所增加，主观与量化CTA策略亦出现不同程度修复，但由于基本面未明显改善，上半年主要以个别板块结构性行情为主，主观CTA反弹优于量化CTA策略。长期业绩表现与量化CTA策略有所收窄趋于一致。

策略类型	2023年上半年 (%)	2022年 (%)	2021年 (%)	2020年 (%)	2019年 (%)	2018年 (%)
管理期货	-0.35	2.99	7.54	23.85	9.46	5.76
主观CTA	1.93	1.36	6.84	18.32	7.02	1.43
量化CTA	-1.06	3.63	7.64	25.95	10.07	8.32



数据来源：私募排排、中信证券

商品市场展望——关注预期修正与供给侧主动调节带来的需求变化

国内经济弱现实延续，关注预期边际改善提振整体需求。海外重点关注联储议息周期及避险情绪变化

■ 海外

当前时点美联储已暂缓加息，预计下半年高通胀将进一步缓和，商品价格变化重回基本面供需主导，同时由于经济衰退带来的市场敏感度加剧，可关注短期突发事件带来的避险品种如贵金属等的配置机会。

■ 国内

预计下半年商品市场价格变化将回归基本面改善逻辑，经济复苏节奏将对预期形成较大修复，可关注短期相关是否有相关政策刺激落地带来的需求边际改善。

供需错配延续，持续关注“需求”端边际改善与“供给”端主动调节过程中的基本面改善与价格筑底

■ 需求端

海外货币政策紧缩带来的经济衰退影响仍将在下半年延续，美联储不会很快降息的预期将导致海外需求延续偏弱局面；国内当前需求弱现实已在大部分商品价格中充分price in，下半年市场对于需求边际改善及政策刺激的预期或将成为商品市场回暖的关键，可重点关注货币、地产、及新能源消费制造等相关政策的落地及变化。

■ 供给端

俄乌地缘冲突的常尾化叠加疫情影响消退，市场对于供给端的极端风险预期有所缓解，商品价格波动更多回归到基于远端预期的供给端主动调节上，市场对于远端的过剩或短缺预期可能会驱动即期供给侧进行反向调整，进而支撑或压制近端的价格表现或利润。

■ 贵金属板块

短期来看，美联储实际利率预期见顶，下半年黄金价格将在上半年快速攀升后的区间内震荡波动；长期来看，经济衰退压力下的降息预期叠加供给端产量收缩，黄金可能在中长期迎来新一轮配置机会。

■ 能源板块

当前时点全球经济衰退，需求疲软仍是原油价格承压主要原因，伴随地缘政治冲突影响弱化，预期原油等品种下半年波动较上半年将有所减小，并有望伴随主要产油国供给收缩和需求复苏提升价格中枢。

■ 黑色板块

当前黑色原材料价格受经济弱复苏、地产产业链修复情况不及预期影响，需求端持续疲软，预计下半年板块整体仍处于调整观望，需关注相关刺激政策出台及预期改善的情况。

■ 量化类CTA策略

上半年商品市场伴随年初强复苏预期及3月后弱复苏现实的反转，商品市场出现了短期连续性下跌和触底反弹的趋势性行情，成交活跃度有所增加，给量化CTA策略创造了阶段性获利机会，整体表现有所企稳。从周期角度来看，商品市场未来继续震荡横盘的可能性较小，在波动进一步加大的背景下无论是继续下行还是反弹仍需关注基本面及政策落地情况所带来的供需矛盾改善，建议保持对CTA策略产品的标配，布局后市拐点，并利用CTA策略与其他大类资产低相关性的特征，分散单一资产风险。

结论

上半年：经济下行叠加弱复苏现实，品种分化加剧

下半年：宏观温和复苏，基本面供需调节成为关键

风险提示

需求修复不及预期，供需矛盾延续；海内外宏观流动性超预期收紧；突发地缘政治冲突等黑天鹅事件

此内容仅对中信银行客户披露，请勿外传。本报告的信息均来源于我行认为可靠的公开资料以及所涉机构授权使用或提供的信息，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，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担保。市场有风险，投资须谨慎。如有疑问，详询您的理财经理或贵宾服务专线10105558。

一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

3、商品市场

4、外汇市场

5、私募股权

四、总结

美元指数-利率上限或将不远 美元走势承压

■ 2023年上半年美元走势回顾

衡量美元兑一篮子六种主要货币的美元指数在2023年上半年在101-106区间内，**宽幅波动**，二季度以来交易区间收窄，上半年美元指数累计下跌0.11%。

■ 美联储议息会议

2月，3月和5月，均加息25bp。

6月，本轮加息周期以来，首次暂停加息。

■ 影响美联储未来政策的重要因素

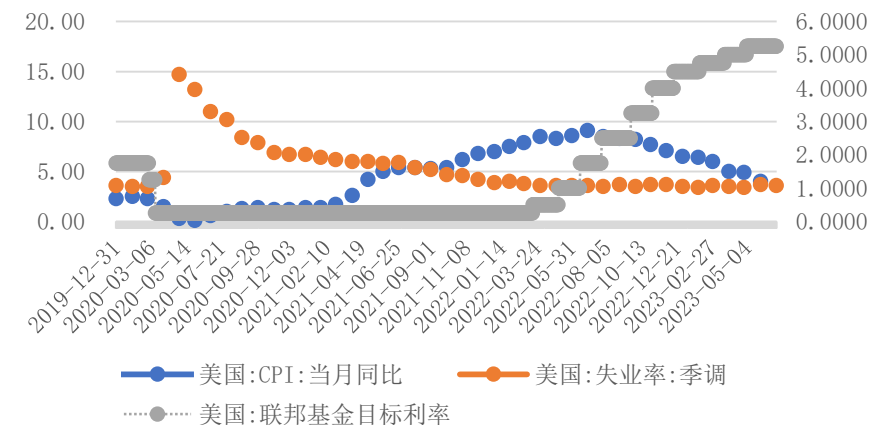
通胀，6月美国CPI已经回落至3%，加息效果逐步显现，但薪资增速将继续产生粘性。

就业，6月美国失业率继续维持在3.6%水平的低位，劳动力市场降温，同样体现出韧性。

稳定，审慎性已经成为美联储制定后续的货币政策的重要考虑因素。

■ 展望

市场对于美联储未来货币政策的预期以及**重新定价**的过程料将继续影响美元走势，图表显示，美元指数今年上半年整体呈现宽幅震荡，但交易区间逐步收窄，并且交易重心有所下移，美元指数下半年可能会继续维持区间波动，并且走弱概率较大。



美元兑人民币-均衡区间水平双向波动

■ 2023年上半年人民币走势回顾

第一阶段-人民币升值：年初-1月中旬，1月在北向资金大幅流入以及春节前结汇需求增大的背景下，推升人民币汇率走升，最低6.6896。

第二阶段-人民币回落：1月下旬-3月初，主要宏观经济数据较少，同时受到美元反弹影响，人民币回落，最高6.9782。

第三阶段-人民币持续整理：3月初-5月初，长期经济基本面向好的预期以及结汇需求支撑人民币汇率区间波动，6.83-6.93的区间内波动。

第四阶段-人民币下行：5月初-6月末，国内经济复苏预期差以及美元指数走高，对人民币短期走势带来一定压力，回落至7.26水平。

上半年来看，美元兑人民币上涨3106点，涨幅4.47%。

■ 重要会议

5月19日，中国外汇市场指导委员会召开2023年第一次会议，并指出“下一阶段，人民银行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落”。

7月，中央行货币政策委员会2023年第二季度例会指出，深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。



■ 展望

短期来看，美元兑人民币料将继续维持区间波动，中长期看，国内经济复苏逐步体现，将在基本上对后市人民币走势构成支持，下半年美元兑人民币有望继续保持在均衡区间水平双向波动，并且交易区间略向下倾斜。

欧元、英镑有望继续震荡上行，日元仍面临下行风险

■ 欧元、英镑、日元走势回顾

欧元兑美元上半年整体呈现区间波动，交易重心逐步上移。上半年累计上涨209点，涨幅1.95%。

英镑兑美元整体震荡上行，并在2季度贡献大部分涨幅。上半年累计上涨600点，涨幅4.96%。

美元兑日元在二季度以来单边震荡走高，上半年累计上涨1319点，涨幅10.5%。

■ 上半年各央行货币政策动向

欧洲央行，2月、3月两次将三大关键利率上调50bp，5月、6月两次加息幅度均下调至25bp。

英国央行，2月加息50个基点，3月、5月分别加息25个基点，6月超预期将加息幅度再度上调至50个基点。

日本央行，在上半年的4次议息会议上，日本央行均维持利率水平不变。

■ 展望

欧元兑美元，周K线图显示，今年以来欧元兑美元仍运行在2月末低位所形成的略向上倾斜的宽幅通道之中。欧洲央行的加息预期短期内仍将提振欧元走势，下半年欧元有望继续震荡上行。

英镑兑美元，后续英国经济前景、以及通胀的回落程度将进一步影响英国央行未来的货币政策，进而也将对英镑走势构成重要影响，下半年英镑仍面临上行风险。

美元兑日元，市场对于日本央行未来的货币政策的预期仍有不确定性，而息差因素将继续成为影响日元走势的重要因素。日元下行风险仍然较大。



结论

美联储加息接近尾声美元低位震荡
国内经济基本面支撑人民币保持均衡

风险提示

各国货币政策转向进程超预期

此内容仅对中信银行客户披露，请勿外传。本报告的信息均来源于我行认为可靠的公开资料以及所涉机构授权使用或提供的信息，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，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担保。市场有风险，投资须谨慎。如有疑问，详询您的理财经理或贵宾服务专线10105558。

一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

3、商品市场

4、外汇市场

5、私募股权

四、总结

私募股权市场回顾——IPO市场活跃度稳步提升

■ 上市整体情况

2023年上半年，中企境内外上市218家，同比上升13.5%。首发融资额约合人民币2238.95亿元，同比下降29.1%，其中A股首发融资额2069.03亿元，境外融资额169.92亿元。

A股：上半年共有173家企业上市，同比上升2.4%，正式迈入全面注册制时代

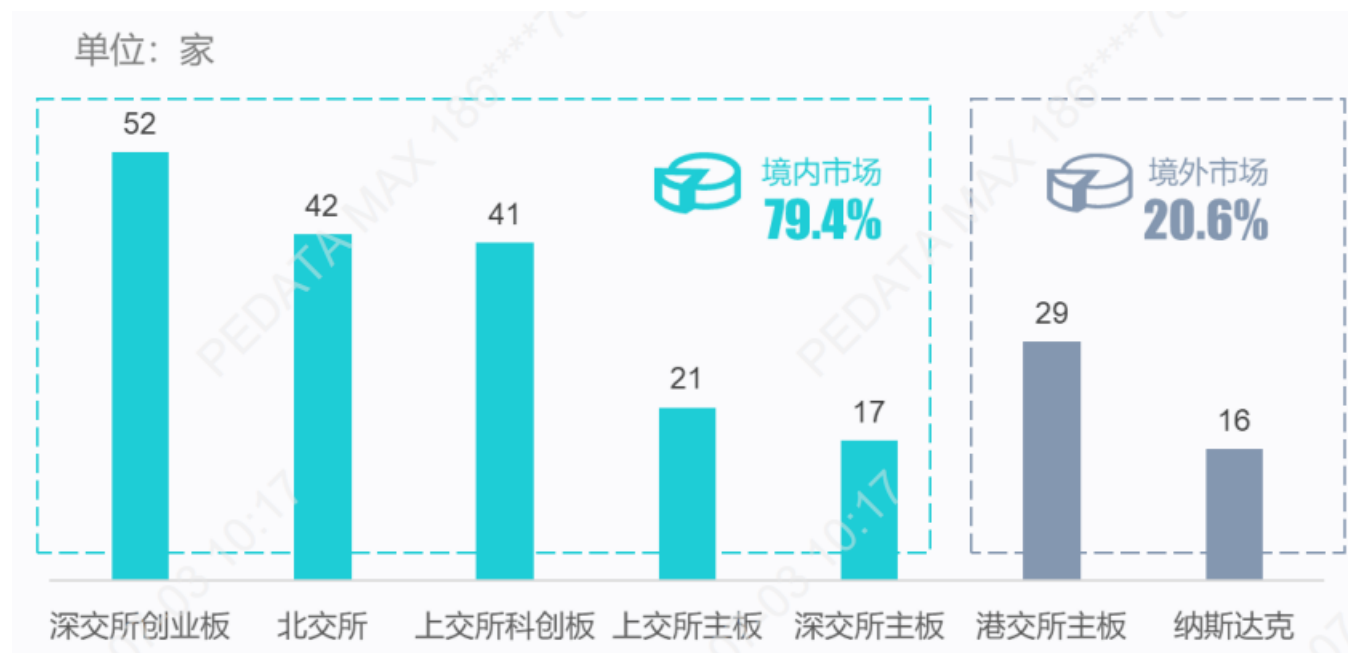
美股：上市中概股16家，数量恢复至2020年中期水平，渠道逐渐通畅

港股：上市中企29家，同比上升45.0%

■ A股结构分布

创业板52家上市，北交所和科创板分别有42家和41家。A股多层次资本市场建设有序推进，北交所已成为继“双创”板块之后又一承载中企IPO的活跃板块。

科创板募资规模达853.35亿元居于首位，其中晶合集成、中芯集成分别募资99.60亿元、96.27亿元，是上半年全市场首发融资规模最大的两起案例。创业板次之，金额648.44亿元。沪深主板490.33亿元。北交所76.92亿元。



私募股权市场回顾——资本市场持续服务高端制造

■ 行业分布

2023年上半年，超6成IPO企业集中在机械设备、半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、化工原料及加工、IT五大行业，融资规模合计71.8%。

中芯集成、晶合集成成为国内头部晶圆代工企业，阿特斯为国内最早一批光伏组件厂商。



2023H1境内外上市中企首发融资额TOP10

企业名称	上市市场	类型	总部	行业	上市时间	首发融资额 (¥亿)	6.30市值 (¥亿)
晶合集成	上交所科创板	A股	安徽	半导体及电子设备	2023/5/5	99.60	376.95
中芯集成	上交所科创板	A股	浙江	半导体及电子设备	2023/5/10	96.27	395.33
陕西能源	深交所主板	A股	陕西	能源及矿产	2023/4/10	72.00	396.00
阿特斯	上交所科创板	A股	江苏	半导体及电子设备	2023/6/9	60.06	675.96
珍酒李渡	港交所主板	港股	北京	食品&饮料	2023/4/27	46.81	229.19
湖南裕能	深交所创业板	A股	湖南	化工原料及加工	2023/2/9	45.00	311.53
苏能股份	上交所主板	A股	江苏	能源及矿产	2023/3/29	42.57	423.67
云天励飞	上交所科创板	A股	广东	IT	2023/4/4	38.99	223.73
格力博	深交所创业板	A股	江苏	机械制造	2023/2/8	37.50	117.60
智翔金泰	上交所科创板	A股	重庆	生物技术/医疗健康	2023/6/20	34.73	105.46

私募股权市场回顾——VC/PE渗透率超6成

■ 2023年上半年，收获5个及以上IPO的VCPE机构共9家，提前布局专精特新方向的机构开始进入收获期。排名前五位的机构有：深创投15个、毅达资本9个、中芯聚源8个、元禾璞华6个、中金资本5个。

机构简称	被投资企业IPO数量(家)	账面金额(发行价, ¥亿)	账面金额(6.30价, ¥亿)	案例
深创投	15	[40,50)	[50,100)	中芯集成, 中科飞测, 长青科技, 亿道信息, 一诺威, 明阳电气, 龙迅股份, 来凯医药, 科瑞思, 康乐卫士, 晶升股份, 华丰科技, 泓淋电力, 北森控股, 百果园集团
毅达资本	9	<5	[5,10)	英方软件, 易实精密, 亚华电子, 维天运通, 宿迁联盛, 荣旗科技, 纳睿雷达, 朗坤环境, 晶升股份
中芯聚源	8	[30,40)	[40,50)	中芯集成, 中科飞测, 裕太微, 芯动联科, 南芯科技, 晶升股份, 金海通, 华海诚科
元禾璞华	6	[5,10)	[5,10)	裕太微, 南芯科技, 美芯晟, 晶升股份, 慧智微, 安凯微
中金资本	5	[10,20)	[20,30)	裕太微, 小机器人, 科笛, 百果园集团, 阿特斯
哈勃投资	5	[10,20)	[20,30)	中科飞测, 裕太微, 美芯晟, 华海诚科, 华丰科技
温氏投资	5	[10,20)	[10,20)	溯联股份, 南王科技, 美利信, 国科军工, 登康口腔
小米长江产业基金	5	[10,20)	[10,20)	裕太微, 南芯科技, 禾赛, 德尔玛, 安凯微
盛宇投资	5	<5	<5	美芯晟, 晶升股份, 慧智微, 华曙高科, 华海诚科

■ 2023年上半年，**中企上市市场VC/PE渗透率为63.8%**。境内方面，A股整体VC/PE渗透率为67.6%，科创板和创业板分别为90.2%和76.9%，北交所和上交所主板未超过50%。

2018-2023H1 VC/PE支持的IPO渗透率走势



私募股权市场回顾——A股平均账面回报为4倍

- 2023年上半年，境内外市场的平均发行账面回报水平逐渐接近。A股平均账面回报水平为4.58倍，相比2022年略有下滑。贡献度较高的有裕太微和南芯科技，均为科创板上市公司。境外市场平均账面回报水平为4.20倍，美股量子之歌贡献较大。
- A股市场中，科创板平均账面回报为5.11倍最高，北交所的最低为1.73倍。

2017-2023H1 VC/PE支持上市中企境内外账面回报倍数

(按发行价计算)



2023H1 VC/PE支持上市中企账面回报倍数 (按上市市场)

上市市场	上市交易所	平均账面回报倍数 (发行日)	平均账面回报倍数 (上市首日)	平均账面回报倍数 (20交易日)	平均账面回报倍数 (6月30日)
境内市场	上海证券交易所科创板	5.11	7.40	6.80	6.61
	深圳证券交易所创业板	4.23	5.06	4.95	4.60
	上海证券交易所主板	4.05	4.99	4.93	4.71
	深圳证券交易所主板	2.89	4.58	4.47	4.45
	北京证券交易所	1.73	2.89	3.00	4.52
	平均	4.58	6.35	5.96	5.81
境外市场	纳斯达克证券交易所	14.09	14.28	14.16	9.91
	香港证券交易所主板	2.95	2.93	2.78	2.58
	平均	4.20	4.20	4.06	3.40
平均	4.49	5.83	5.50	5.23	

■ 新股破发不再少见

截至7月3日，59只已经破发，破发率高达34.10%。全面注册制下，主板的新股发行正式突破23倍市盈率红线，与科创板、创业板一样询价定价。体现注册制要求下的“市场化定价”，A股新股发行市场的定价将更客观理性，整体估值更贴合市场。

对投资者而言，标志“打新”不再是无风险投资。“打新”难度提升，新股上市首日破发概率提升，并不是所有新股都值得申购。

■ 港交所“双柜台模式”正式启动

6月19日，港交所推出“港币-人民币双柜台模式”及双柜台庄家机制。双柜台模式正式落地意味着，同一只上市公司股票可以用港币计价也可以用人民币计价。已获批的双柜台模式的证券有24只，包括：腾讯控股、中国移动等。

■ 北交所、港交所签合作备忘录，“北+H”两地上市安排“落地”

京、港两所将推出“北+H”两地上市安排，在北交所或者港交所上市的公司，满足对方交易所规定的，可提交申请进行上市。

结论

A股各板块定位清晰，IPO整体稳中有进
上市公司质量提升，投资回报趋于理性

风险提示

中美科技、贸易和金融领域摩擦加剧；国内政策及经济复苏进度不及预期；海内外宏观流动性超预期收紧；俄乌冲突进一步升级。

此内容仅对中信银行客户披露，请勿外传。本报告的信息均来源于我行认为可靠的公开资料以及所涉机构授权使用或提供的信息，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，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担保。市场有风险，投资需谨慎。如有疑问，详询您的理财经理或贵宾服务专线10105558。

一、资产回顾与配置观点总概

二、宏观经济回顾与展望

三、大类资产回顾与展望

1、股票市场

2、债券市场

3、商品市场

4、外汇市场

5、私募股权

四、总结

四、总结：股债性价比处在历史高位，股票资产性价比更高

资产类别	乐观	中性偏乐观	中性	中性偏悲观	悲观
股票 (A+H)	●				
短债		●			
中长期债					●
黄金			●		
人民币			●		
美股			●		

策略类别	乐观	中性偏乐观	中性	中性偏悲观	悲观
股票多头		●			
指数增强	●				
市场中性		●			
CTA策略			●		
宏观策略			●		
固收增强		●			
纯债策略			●		

本报告的信息均来源于我行认为可靠的公开资料以及所涉机构授权使用或提供的信息，本公司力求报告内容和引用资料和数据的主观与公正，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担保。市场有风险，投资须谨慎。如有疑问，详询您的理财经理或贵宾服务专线10105558。