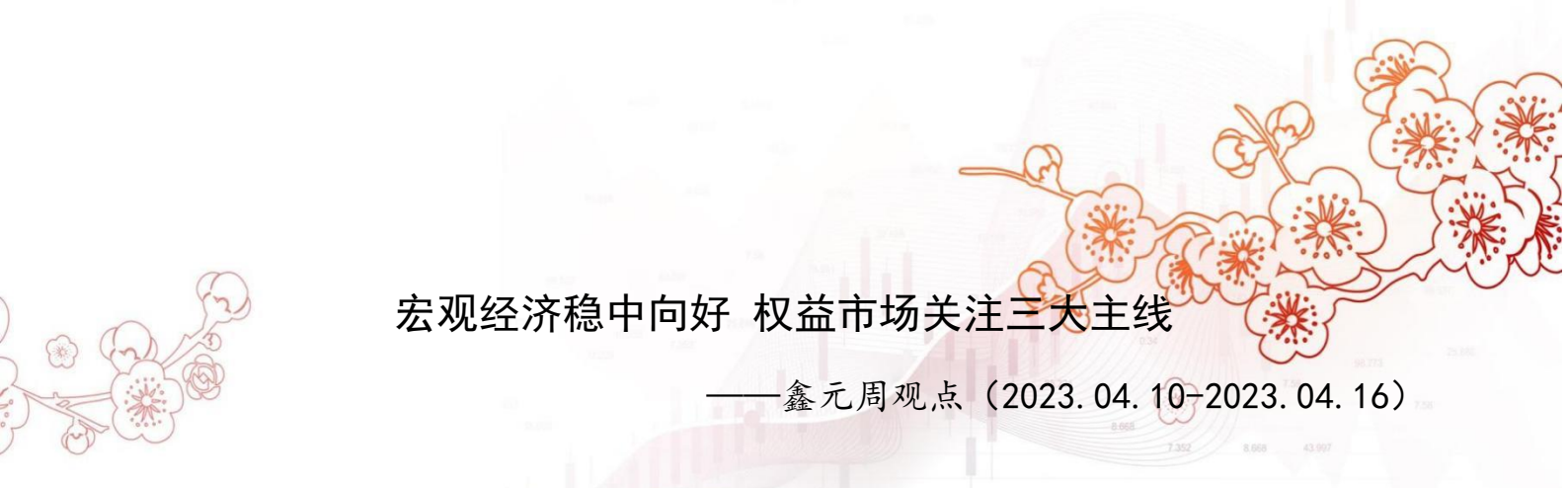




宏观经济稳中向好 权益市场关注三大主线

——鑫元周观点（2023.04.10-2023.04.16）

一、核心观点

宏观方面，国内经济运行总体平稳。上周经济数据集中公布，3月信贷数据持续强劲，不仅信贷总量同比多增，结构也有明显改善，居民中长期贷款同比重回正增长；3月出口数据显著超预期，录得双位数的正增长，显示国内出口依然具有韧性；3月CPI同比增速低于市场预期，显示内需仍有较大的修复空间。海外方面，美国3月通胀数据继续下行，但核心通胀依然粘性较强，预期美联储在5月大概率继续加息。

权益市场方面，上证指数来到年内高点位置，向上突破仍需重大催化因素，但结构性亮点较多。**持续推荐复苏和出行链、央企改革、数字经济三大主线**。数字经济板块短期涨幅较大，性价比有所降低，但是长期逻辑无法证伪，回调过程中可积极布局。复苏链（可选消费、家电家居、装修装饰）、出行链（航空机场、酒店餐饮、旅游和景区）短期有数据验证，或有阶段性机会，但弱复苏背景下可能弹性有限。低估值加政策催化，央企改革或为下阶段具备一定弹性的投资机会。

固收市场方面，经济修复程度还需要巩固，货币政策继续保持流动性合理充裕，短期收紧的风险较小同时加量的概率也较低，预计短期内债市将延续窄幅震荡偏强走势。建议利率债账户保持中性久期，结合资金价格灵活控制杠杆水平，适当博弈波段交易机会并及时止盈；信用债方面，由于短端信用利差持续压缩，可择优质标的适度拉长久期。

二、宏观动态

（一）国内宏观

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《加快构建新发展格局 把握未来发展主动权》。文章指出，加快构建新发展格局，要从两个维度来研究和布局：一是更有针对性地加快补上我国产业链供应链短板弱项，确保国民经济循环畅通；二是提升国内大循环内生动力和可靠性，提高国际竞争力，增强对国际循环的吸引力、推动力。文章指出，必须坚持问题导向和系统观

念，着力破除制约加快构建新发展格局的主要矛盾和问题，全面深化改革，推进实践创新、制度创新，不断扬优势、补短板、强弱项。第一，更好统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，增强国内大循环动力和可靠性。第二，加快科技自立自强步伐，解决外国“卡脖子”问题。第三，加快建设现代化产业体系，夯实新发展格局的产业基础。第四，全面推进城乡、区域协调发展，提高国内大循环的覆盖面。第五，进一步深化改革开放，增强国内外大循环动力和活力。

3月通胀低于预期，内需修复依然有较大空间。3月，中国居民消费价格（CPI）同比上涨0.7%，预期1.0%，前值1.0%。其中，城市上涨0.7%，农村上涨0.6%；食品价格上涨2.4%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.8%。工业生产者出厂价格（PPI）同比下降2.5%，预期下降2.3%，前值下降1.4%。**3月核心CPI在剔除基数和春节影响后，环比依然低于季节性，显示当前居民有效消费需求不足，后续内需修复依然有较大空间。**

3月金融数据超预期，居民中长贷显著改善。3月，我国社会融资规模增量为5.38万亿元，预期4.42万亿元，前值3.16万亿元；3月末社会融资规模存量为359.02万亿元，同比增长10%。3月新增人民币贷款3.89万亿元，预期3.09万亿元，前值1.81万亿元。3月末M2同比增长12.7%，预期11.9%，前值12.9%。**3月信贷持续向好，信贷总量同比多增，结构明显改善，特别是新增居民中长期贷款同比由负转正，显示居民对于地产信心有所恢复。**

3月出口数据大超市场预期，外贸韧性犹存。3月，美元计价，中国出口金额当月同比14.8%，较前值（-6.8%）上行21.6个百分点；中国进口金额当月同比-1.4%，较前值（-10.2%）上行8.8个百分点；贸易差额881.90亿美元。3月主要出口商品中，劳动力密集型商品出口增速强劲，与1-2月的疲弱表现形成鲜明对比。另外，前期出口表现较好的汽车产业链和钢铁出口依然维持强势。尽管3月出口具有脉冲性，但是随着欧美加息接近尾声，国内出口韧性犹存，对于出口的预期或可以在前期基础上偏乐观一些，全年出口或可维持正增长

央行一季度货币政策例会召开，货币政策或将向常态化回归。央行货币政策委员会召开2023年第一季度例会，会议指出：要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节；要进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配；要用好政策性开发性金融工具，重点发力和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。央行指出当前宏观经济向好，货币政策或向常态化回归。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究优化调整稳就业政策措施等问题。国务院总理主持召开国务院常务会议，要求在保持稳就业政策总体稳定的同时，有针对性优化调整阶

段性政策并加大薄弱环节支持力度，确保就业大局稳定。会议同时审议通过了《商用密码管理条例（修订草案）》，强调要督促平台企业依法履行用户密码保护责任，更好顺应数字经济快速发展趋势，建立健全商用密码科技创新促进机制。

（二）海外宏观

3月美国通胀持续回落，但核心通胀粘性较强。美国3月末季调CPI同比升5%，预期升5.2%，前值升6%；季调后CPI环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.4%；未季调核心CPI同比升5.6%，预期升5.6%，前值升5.5%；核心CPI环比升0.4%，预期升0.4%，前值升0.5%。美国3月CPI主要分项中，能源项与汽车项环比负增长、食品项环比零增长，是通胀下行的主要影响因素。3月美国通胀最大的正贡献项依旧为住房项，通胀主要黏性构成仍然为核心服务项。未来核心服务项通胀明显降温需待住房项通胀出现拐点以及美国劳动力市场进一步走弱。3月通胀数据公布后，市场预计美联储5月加息25个基点的概率提升。

美联储3月议息会议纪要指出银行业危机将造成经济温和衰退。美联储3月会议纪要显示，与会人员就硅谷银行关闭以及3月初金融市场的动荡可能带来的影响进行了讨论。纪要指出，美国银行业危机产生的后果可能会使美国经济在今年晚些时候陷入衰退。多位政策制定者曾考虑暂停加息，但最终同意收紧政策。

日本央行计划保持超宽松的货币政策。日本央行新任行长植田和男表示，预计全球经济将在经历一段时间的放缓后反弹，这将有助于保持日本工资水平的上涨，维持乐观的经济前景。日本央行计划保持超宽松的货币政策，目前在3%左右的通胀预计将在本财年下半年回落至2%以下。

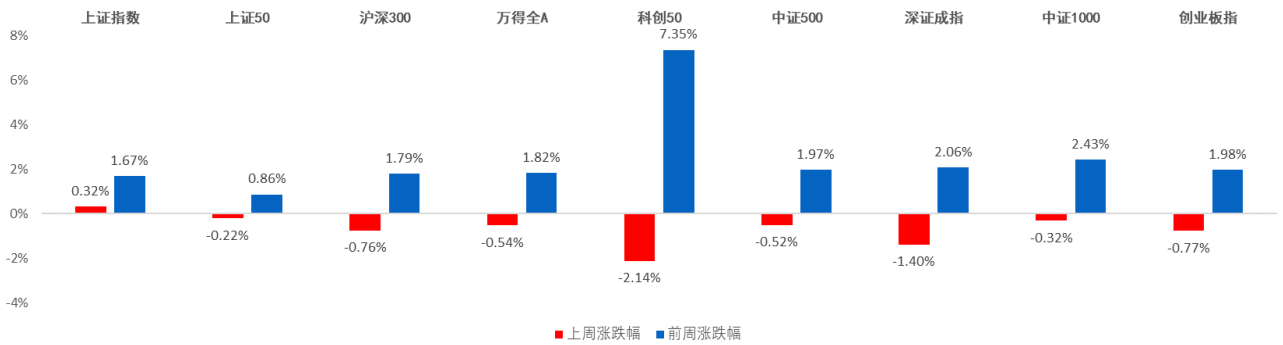
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周A股各宽基指数涨跌不一。截至4月14日（上周五），科创50跌幅达2.14%，深证成指跌幅达1.40%，创业板指跌幅达0.77%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**有色金属、建筑、石油石化、传媒、综合金融**领涨，**食品饮料、计算机、农林牧渔、轻工制造、通信**领跌。上周大盘/小盘风格指数为0.17，较前周持平，价值/成长风格指数为0.58，较前周持平。

图 1：A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

图 2：A 股市场风格走势



数据来源：Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

上周各宽基指数估值多数下行，科创 50、深证成指下行较多。当前各主要宽基指数估值水平大都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**传媒、有色金属**等行业估值上行，**计算机、国防军工**等行业估值下行。当前电力及公用事业、交通运输、传媒、汽车、钢铁板块估值处于历史较高水平；煤炭、有色金属、电力设备及新能源、石油石化、基础化工板块估值处于历史较低水平。

图 3：A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2023/4/14	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
上证指数	13.7	↑ 0.07	30.0	↑ 1.36	52.8%	66.7%	55.3%
深证成指	26.0	↓ 0.36	52.8	↓ 1.81	47.4%	50.7%	22.5%
上证50	9.9	↑ 0.10	29.1	↑ 3.26	47.1%	44.0%	32.5%
沪深300	12.3	↑ 0.01	36.6	↑ 0.45	49.9%	51.6%	38.5%
中证500	23.8	↓ 0.17	18.9	↓ 0.34	26.0%	51.7%	54.5%
中证1000	31.3	↓ 0.04	21.3	↓ 0.05	21.3%	35.7%	34.9%
创业板指	36.3	↓ 0.10	10.0	↓ 0.01	5.7%	11.3%	2.7%
科创50	45.9	↓ 0.76	35.4	↑ 0.03	35.4%	35.4%	37.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

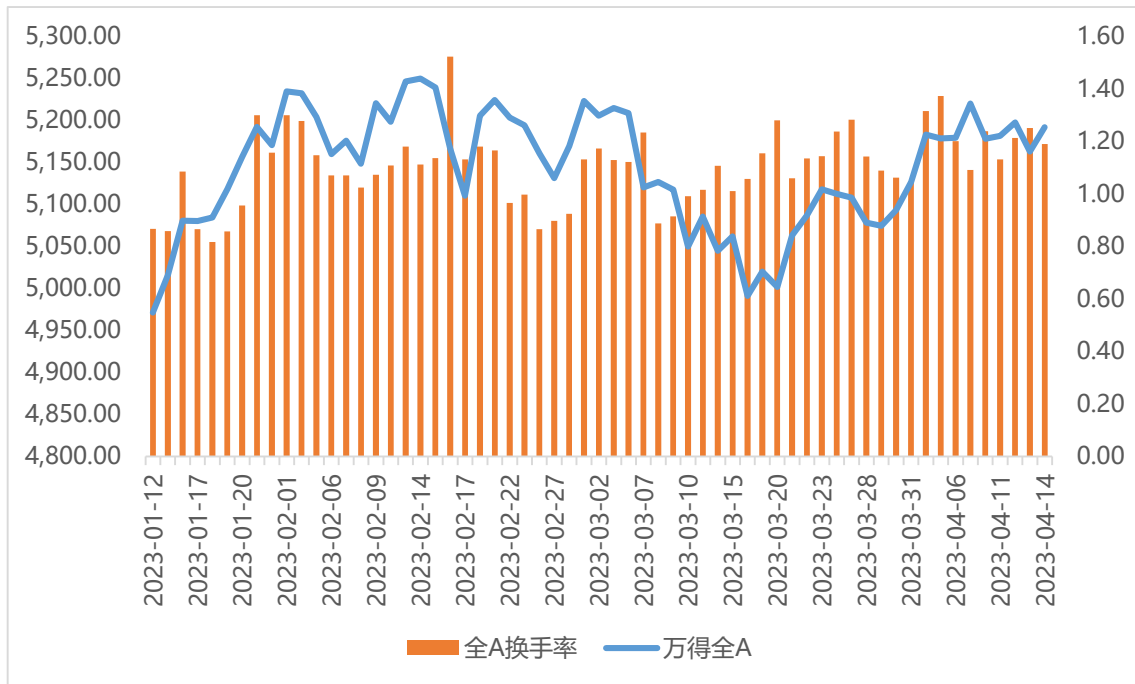
	2023/4/14	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	9.5	↑ 0.61	6.53%	↑ 1.99	6.5%	13.0%	21.4%
煤炭(中信)	6.5	↓ 0.02	1.34%	↑ 0.08	1.3%	2.5%	4.1%
有色金属(中信)	15.8	↑ 0.94	3.13%	↑ 2.87	3.1%	5.8%	9.5%
电力及公用事业(中信)	32.0	↑ 0.65	89.43%	↑ 0.27	89.4%	80.1%	67.2%
钢铁(中信)	24.9	↑ 0.57	67.78%	↑ 0.87	67.8%	97.6%	96.0%
基础化工(中信)	19.6	↓ 0.07	8.98%	↓ 0.02	9.0%	17.8%	17.1%
建筑(中信)	12.1	↑ 0.62	60.59%	↑ 5.07	60.6%	91.2%	99.1%
建材(中信)	19.4	↑ 0.16	55.90%	↑ 0.29	55.9%	97.2%	98.8%
轻工制造(中信)	31.4	↓ 2.07	38.07%	↓ 10.26	38.1%	74.0%	59.9%
机械(中信)	36.1	↓ 0.65	22.85%	↓ 3.28	22.8%	27.3%	28.2%
电力设备及新能源(中信)	28.1	↓ 0.40	6.41%	↓ 0.46	6.4%	12.7%	0.7%
国防军工(中信)	62.5	↓ 3.24	28.27%	↓ 9.54	28.3%	30.8%	22.2%
汽车(中信)	35.8	↓ 0.90	73.40%	↓ 0.80	73.4%	47.1%	12.8%
家电(中信)	16.2	↓ 0.53	27.87%	↓ 6.35	27.9%	21.1%	16.3%
纺织服装(中信)	29.0	↓ 0.77	39.21%	↓ 5.11	39.2%	46.3%	46.8%
医药(中信)	36.4	↑ 0.31	25.46%	↑ 1.91	25.5%	39.9%	31.0%
食品饮料(中信)	35.1	↓ 1.88	67.73%	↓ 6.56	67.7%	44.4%	9.2%
银行(中信)	4.7	↑ 0.10	13.89%	↑ 3.84	13.9%	14.8%	24.3%
非银行金融(中信)	17.6	↓ 0.10	49.69%	↓ 1.04	49.7%	67.0%	79.0%
交通运输(中信)	29.8	↑ 0.13	82.01%	↑ 0.45	82.0%	73.8%	56.8%
电子(中信)	55.1	↑ 0.54	59.85%	↑ 1.35	59.9%	64.6%	59.6%
通信(中信)	23.7	↓ 0.25	9.42%	↑ 0.02	9.4%	18.7%	30.9%
计算机(中信)	100.5	↓ 6.05	62.95%	↓ 3.85	63.0%	39.9%	25.7%
传媒(中信)	70.1	↑ 2.00	78.60%	↑ 0.77	78.6%	62.1%	48.2%
综合金融(中信)	38.4	↑ 0.63	49.76%	↑ 2.03	49.8%	49.8%	49.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

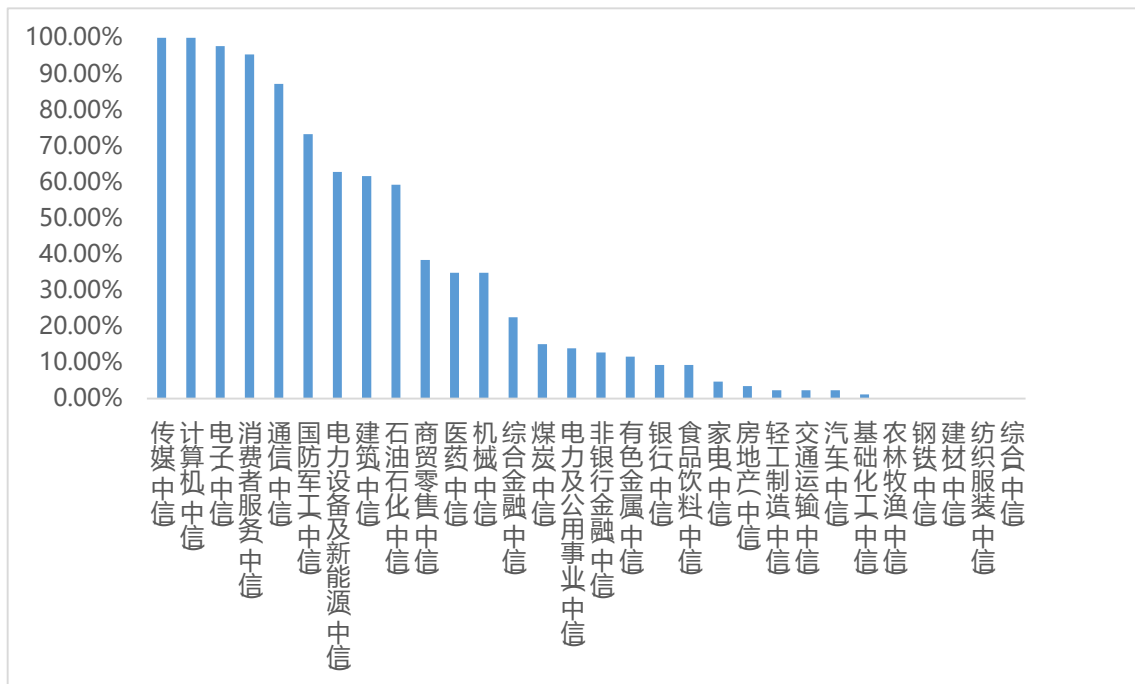
上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，短期价量齐升的状态是一个较好的信号。从行业拥挤度的角度看，目前 TMT 板块的热度仍在，同时消费者服务的关注度也获得提升。从股债性价比大周期的角度看，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.27%，处于历史 66%分位数，当前长期持有仍是好选择，但仍需对市场短期下行的风险保持警惕。

图 5：全市场换手率



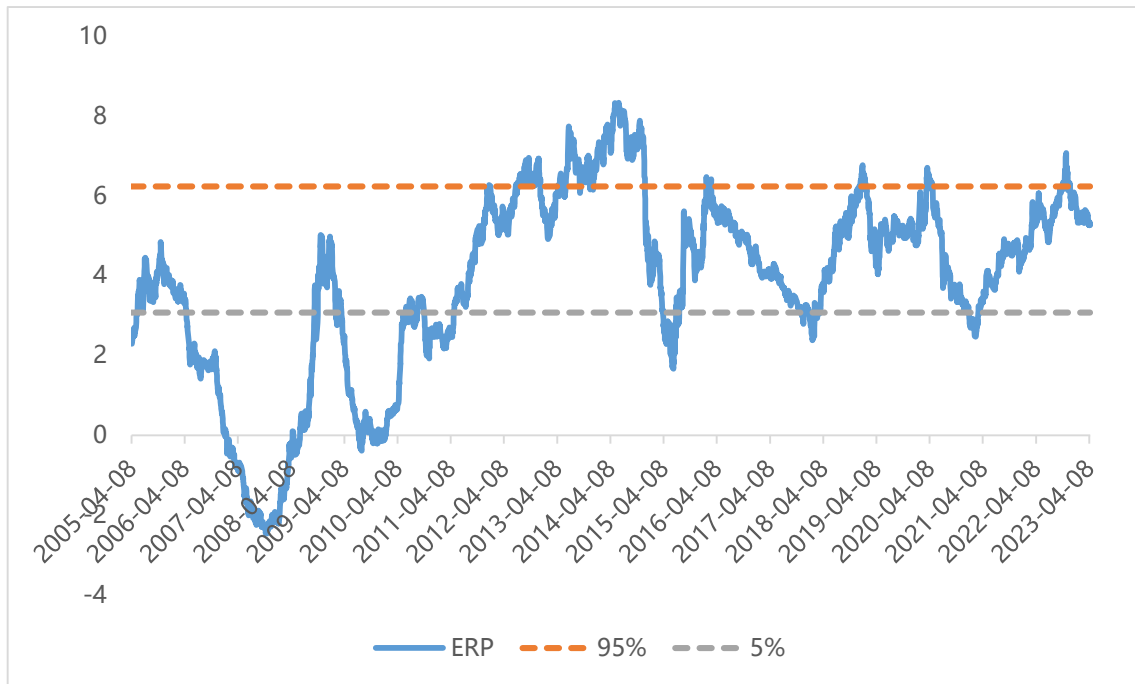
数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 7：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

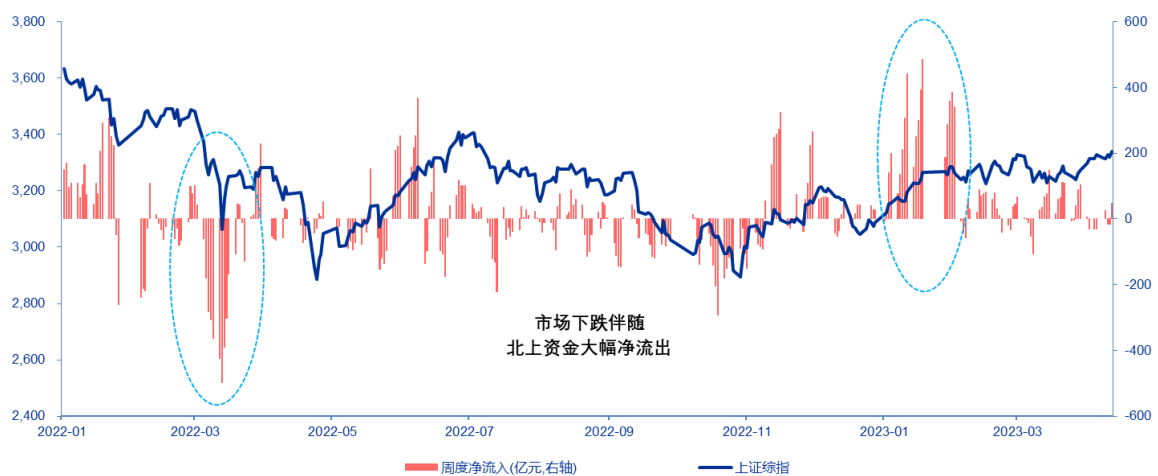


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

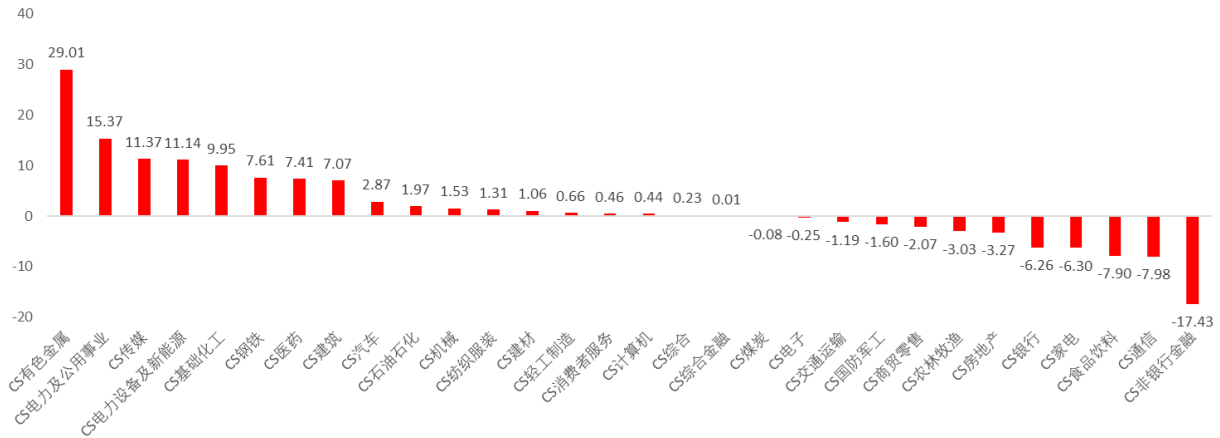
上周北向资金净流入 47.56 亿元，前周净流出 30.72 亿元，最近一周北向资金由净流出转为净流入。上周增持金额排行靠前的行业是**有色金属**（↑ 29.01）、**电力及公用事业**（↑ 15.37）、**传媒**（↑ 11.37）、**电力设备及新能源**（↑ 11.14）、**基础化工**（↑ 9.95）；减持金额排名靠前的行业是**非银行金融**（↓ 17.43）、**通信**（↓ 7.98）、**食品饮料**（↓ 7.90）、**家电**（↓ 6.30）、**银行**（↓ 6.26）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

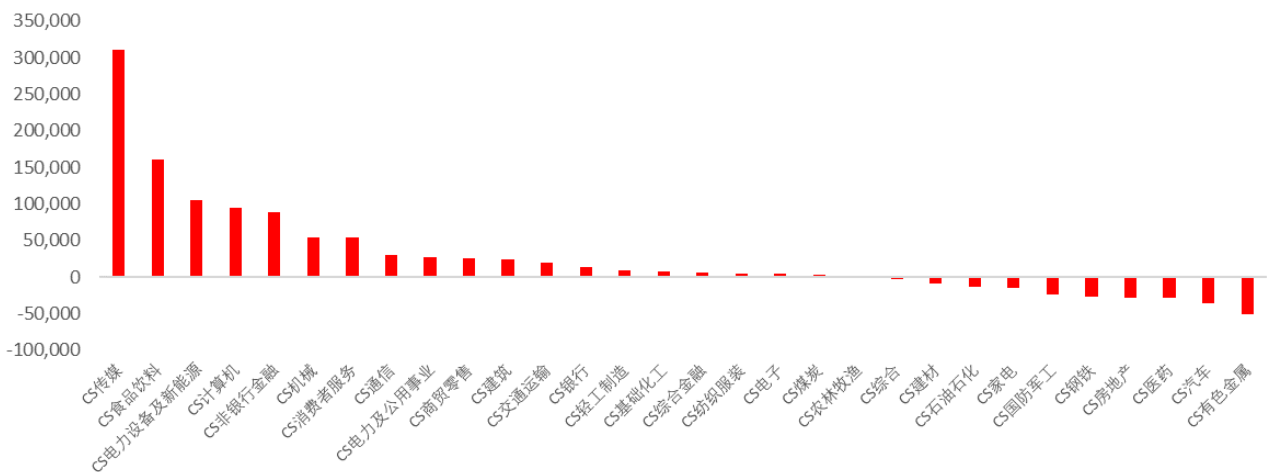
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

4月14日，两融资金占比为8.18%，4月7日为8.96%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至4月14日，上周融资净买入最大的五个行业为传媒、食品饮料、电力设备及新能源、计算机、非银行金融。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

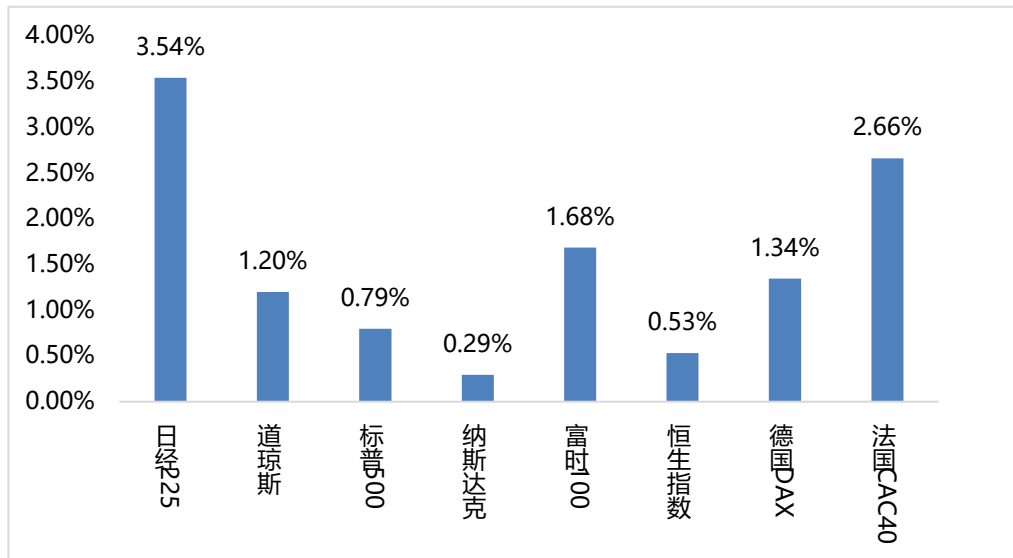


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普涨。美国股市方面，道指上涨1.20%，标普500上涨0.79%，纳指上涨0.29%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.68%，德国DAX上涨1.34%，法国CAC40上涨2.66%；亚太股市方面，日经指数上涨3.54%，恒生指数上涨0.53%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

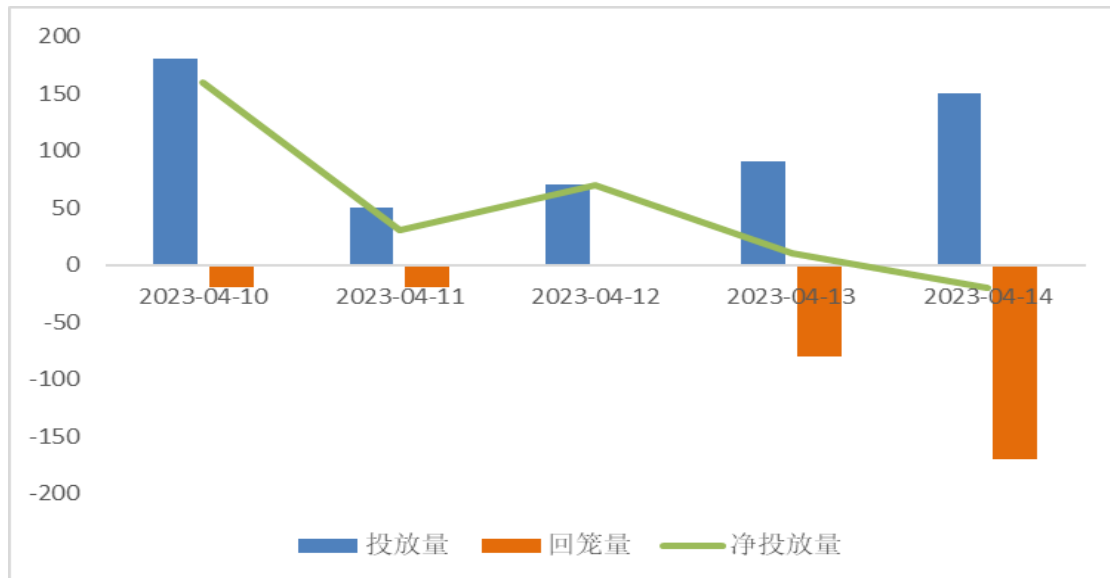


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 540 亿元 7 天逆回购操作，到期 290 亿的 7 天逆回购，总体实现资金净投放 250 亿元。银行间整体资金较为充裕，流动性分层现象有所缓解。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

本周 17 日为纳税申报截止日，18-19 日税期缴款，4 月是缴税大月，周五资金加权利率已经有上行趋势，预计本周受税期影响资金面波动加大。17 日有 1500 亿元 MLF 到期，需要关注其续作情况。

政府债发行：上周国债发行 840 亿，到期量 400 亿元；地方政府债发行 2419.8 亿，到期

量 861.5 亿元，整体净缴款 2211.5 亿元。本周国债计划发行 840 亿元，地方政府债计划发行 2419.8 亿元，整体净缴款 401 亿元。

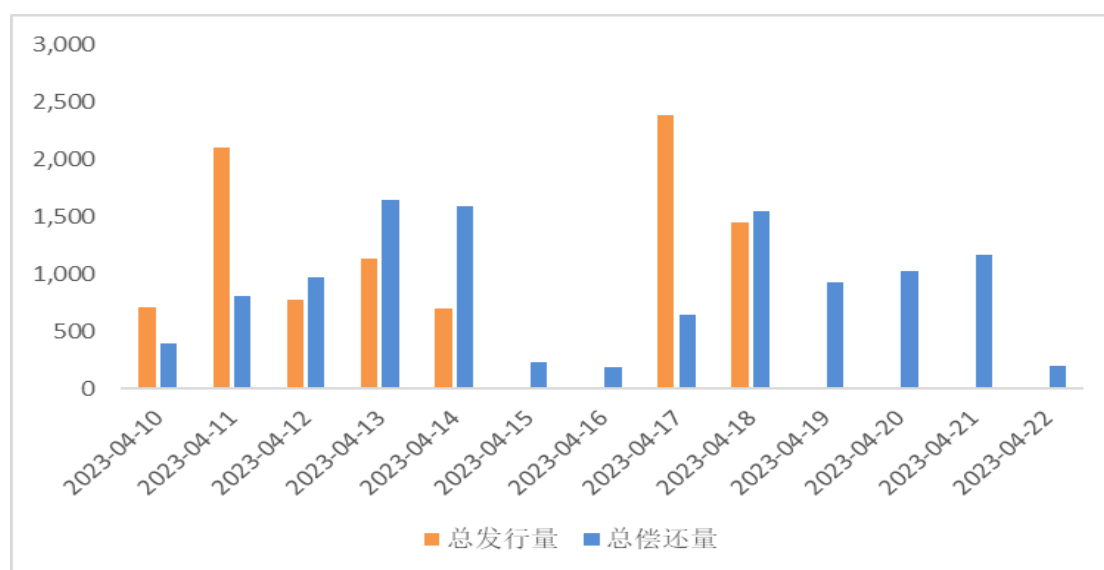
表 1：4 月 17 日-4 月 21 日政府债发行缴款

	4 月 17 日		4 月 18 日		4 月 19 日		4 月 20 日		4 月 21 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	国债	地方债	国债	地方债	国债
发行	0	58.1	0	727.2	1670	0	58.1	0	727.2	1670
到期	1310	412.7	0	273	1231.5	1310	412.7	0	273	1231.5
缴款	1471.3	423.8	0	58.1	0	1471.3	423.8	0	58.1	0
净缴款	172.4		-214.9		-749.3		1278.3		-85.5	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：上周同业存单共发行 7079 亿元，发行量较前一周大幅上升，到期量 5709 亿元，净融资为 1370 亿元。1y 期国股行存单发行利率小幅下行 2bp 至 2.62%。本周同业存单到期量 5719 亿元，到期压力和前一周基本持平。接下来三周同业存单到期量分别为 5719 亿元、584 亿元、5126 亿元，除五一假期当周外，其他两周到期量都在 5000 亿+。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

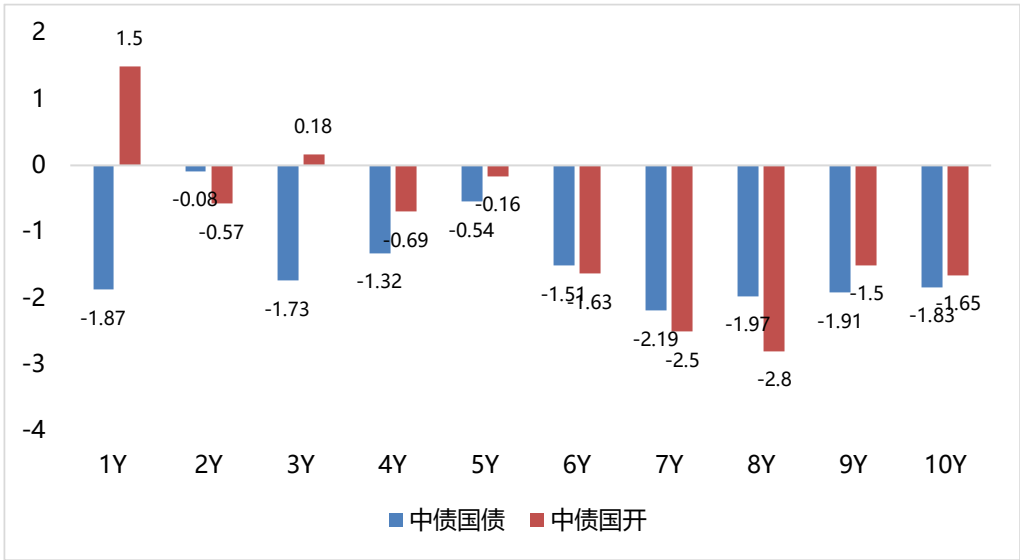
回购市场：资金利率整体窄幅波动，中枢小幅抬升。R001 在 1.48%-1.71%之间波动，平均值较前一周上行 11bp。R007 在 2.13%-2.22%之间波动，平均值较前一周下行 4bp。上周银行间质押式回购成交量平均值 7.27 万亿元，前一周为 7.53 万亿元，每日成交量都在 7 万亿元以上。全周回购余额均值为 10.6 万亿，低于前一周为 11.1 万亿元，周内回购余额在 10.3-10.7

万亿元之间小幅波动。周内银行体系净融出先升后降，上周三升至 4.4 万亿元，上周五回落至 4.2 万亿元，全周净融出均值为 4.3 万亿元，低于前一周的 4.6 万亿元。

票据利率：月初机构进场抢票，票价大幅下行。上周一至周二，部分大行和股份行进场收票，带动买盘机构进场配置，票价大幅下行至合理价位。上周四市场情绪有所回暖，买盘配置意愿稳步释放，市场供需两旺，票价整体震荡调整。上周五早盘，市场情绪延续，票价波幅不大。截至上周五，1M 票据利率上行 1bp 至 2.15%，3M 票据利率下行 3bp 至 2.22%，6M 票据利率下行 8bp 至 2.11%。

（三）债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	28.31	19.04	14.55	69.39
环比	0.14	1.19	-1.29	11.70
年初以来	-2.4	-5.02	-4.52	64.66
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	27.20	15.68	18.12	54.95
2016 年以来分位数	55.40%	74.11%	28.03%	58.86%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2023 年 4 月 14 日）

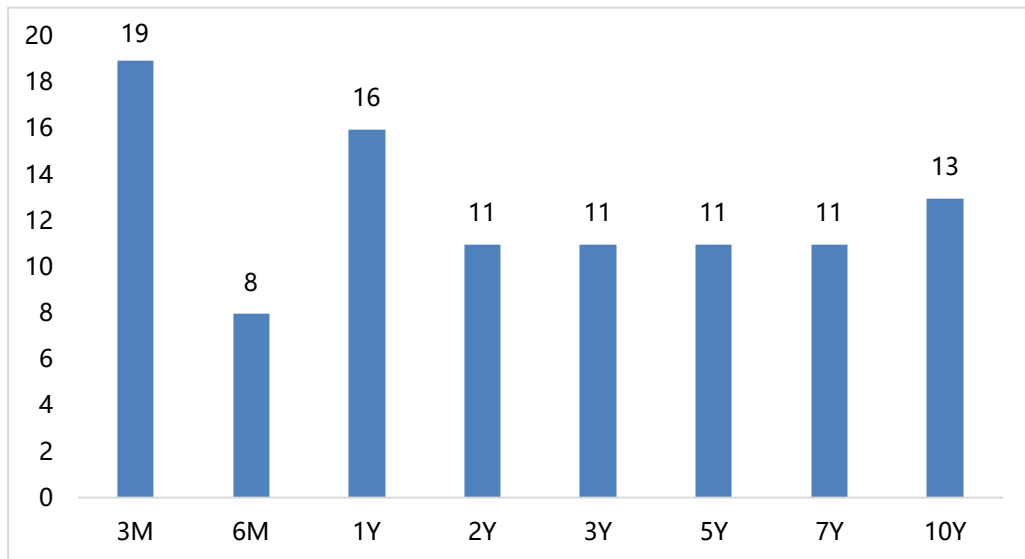
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	30.98	30.39	34.38	37.01	41.2
环比	-1.44	-3.43	-3.10	-2.13	-2.32
年初以来	-16.85	-21.83	-28.85	-16.82	-25.72
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.81	38.14	40.73	45.37	45.45
2016 年以来分位数	10.70%	25.73%	28.58%	23.59%	34.89%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率整体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 1.87BP 至 2.2091，3 年期下行 1.73BP 至 2.4922，5 年期下行 1.51BP 至 2.7601，10 年期下行 1.83BP 至 2.8281。

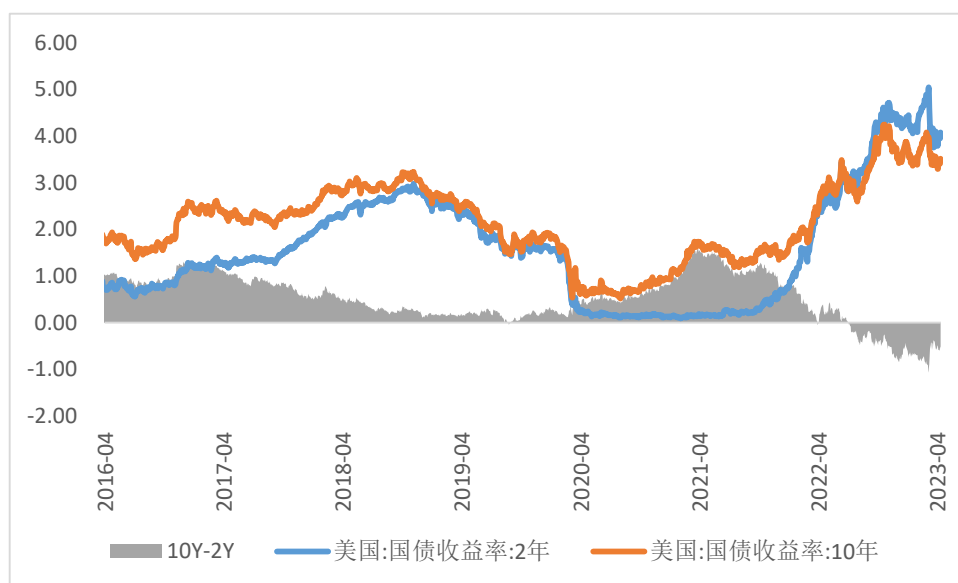
高等级短久期信用利差整体收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.44BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.43BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.10BP。

图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

图 16：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率上行。核心通胀粘性较强带动美债收益率上行。上周 10 年期美债收益率上行，10 年期中债收益率下行，中美利差倒挂程度加深。全周来看，美债各期限收益率上行，10 年期美债收益率上行 13BP。

（四）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.52%，在岸和离岸人民币汇率升值，中间价升值 0.34%，即期汇率升值 0.38%，离岸人民币汇率升值 0.06%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇	美元兑人民币：离岸
上周	101.5775	6.8606	6.8495	6.8720
前周	102.1053	6.8838	6.8754	6.8763
涨跌	-0.52%	0.34%	0.38%	0.06%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，国内基本面运行平稳，或已临近内生修复的高点。上周经济金融数据集中公布，3 月金融数据显示信贷持续向好，信贷总量持续多增，结构也有显著改善，居民短期和中长期贷款均同比多增，特别是居民中长贷的同比多增，与近期地产需求端的回暖相互印证。

上周公布的3月出口按美元计价同比增长14.8%，大幅超出市场预期，在海外经济不确定性增强的大背景下，出口的高增显得更为难能可贵。尽管3月出口可能存在前期积压需求集中释放带来的脉冲影响，但在去年同期基数不低的基础上仍能保持双位数的正增长，表明当前国内出口韧性仍然较强。

上周公布的3月CPI显著低于预期，核心CPI在剔除春节效应后位于历史低位，显示当前有效需求不足问题仍然存在。高频数据显示上周宏观经济修复步伐有所放缓，基本面或已临近内生修复的高点。海外方面，上周公布的3月美国通胀数据总体符合预期，但核心通胀依然粘性较强，美联储5月大概率继续加息25BP，5月以后或停止加息。

（二）权益市场展望和策略

上证指数来到年内高点位置，向上突破仍需重大催化因素，但结构性机会丰富。持续推荐复苏链、出行链、央企改革、数字经济。数字经济板块短期涨幅较大，性价比降低，但是长期逻辑无法证伪，短期业绩验证预期不高，且中期赚钱效应显著机构正在逐渐切换，回调过程中可积极布局。复苏链（可选消费、家电家居、装修装饰）、出行链（航空机场、酒店餐饮、旅游和景区）短期有数据验证，有阶段性机会，但弱复苏背景下可能弹性有限。**低估值加政策催化，央企改革或成为具备一定弹性的投资机会。**

（三）债券市场展望和策略

通胀数据偏弱引发市场对于“通缩”的担忧，金融和外贸数据超预期，但市场对于信贷投放的可持续性存疑，同时二季度出口仍然面临的较大的下滑压力，经济修复程度还需要巩固。一季度货政例会显示，央行对当前国内经济的修复较为乐观，预计货币政策将继续保持流动性合理充裕，短期收紧的风险较小同时加量的概率也较低。此外，易行长在央行行长会议上表示，国内通胀压力较低，房地产市场出现积极变化，预计全年GDP增速将达5%左右。

海外方面，美国CPI低于预期且就业市场已有降温迹象，联储加息周期渐进尾声，而日本央行新行长表示维持YCC暂不调整，人民币汇率将总体保持稳定。

资金方面，月初以来资金面保持宽松，后续将重点关注本月税期的扰动以及MLF续作情况。**整体来看，当前债市对基本面延续弱修复的定价已经比较充分，即将公布的一季度经济数据将至关重要，预计短期内债市仍将延续窄幅震荡偏强走势。**建议利率债账户保持中性久期，结合资金价格灵活控制杠杆水平，适当博弈波段交易机会并及时止盈；信用债方面，由于短端信用利差持续压缩，建议坚持票息策略，可在高评级优质标的范围内适度拉长久期。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。

本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。