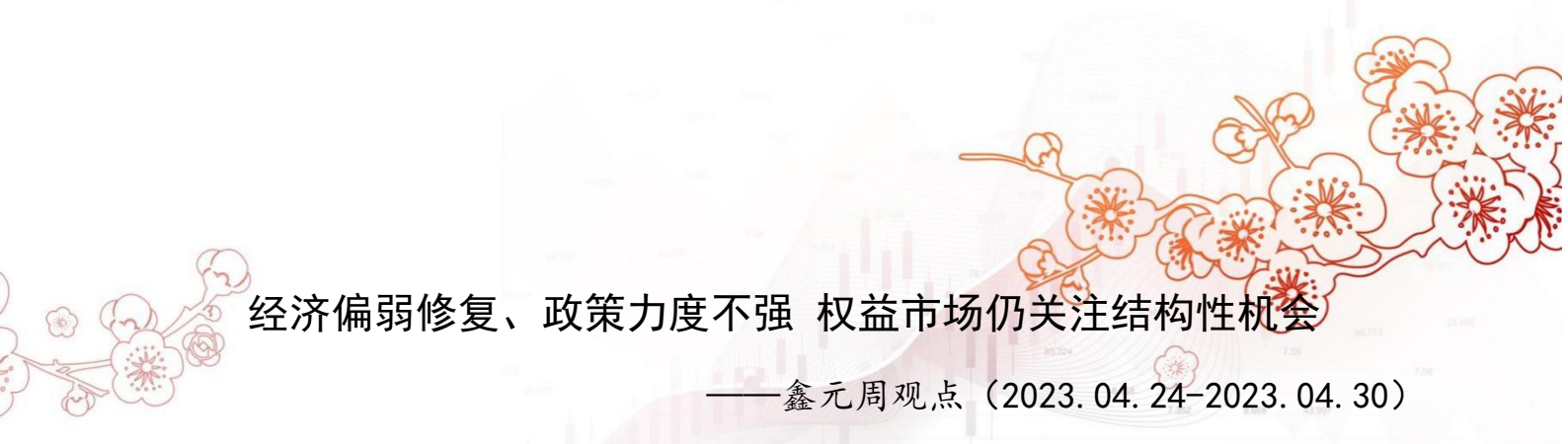




经济偏弱修复、政策力度不强 权益市场仍关注结构性机会

——鑫元周观点（2023.04.24-2023.04.30）

一、核心观点

宏观方面，4月官方制造业PMI录得49.2%，较前值回落2.7个百分点，落入荣枯线以下，显示当前经济在经过开年的快速修复后，动能有所减弱。4月中央政治局会议召开，会议指出开年经济增长好于预期，但内生动力还不强、需求仍然不足。在政策不为高增长搞强刺激的背景下，预期宏观经济仍将维持弱修复格局。海外方面，美国居民消费明显走弱，全美资产规模排名第十四的第一共和银行被摩根大通收购，美联储加息对经济金融的紧缩效应凸显，预期联储加息或已近尾声。

权益市场方面，上周A股先抑后扬，周一周二延续下跌，周三到周五顺畅上行，呈现深V走势。整体而言，当前宏观经济弱复苏状态下，分子端环比回升动能减弱，分母端流动性仍然宽松，但风险偏好始终偏低。展望后市，预计5月指数仍将处于震荡格局之中，向上突破需要看到经济内生动能的连续改善或者需求端的强刺激政策，关注5月高频经济数据以及宏观经济政策。央企改革和数字经济是全年主线，二季度消费复苏方向也值得关注。数字经济板块阶段性见顶，拥挤度消化，从一季报数据来看，计算机和传媒业绩及业绩兑现度明显优于通信和电子。消费板块，旅游出行、零售餐饮、医美等消费板块业绩明显修复且超预期比例高。医药板块，与线下场景相关的药店、医院业绩改善相对明显，中药、血制品、医疗设备景气度相对较高。

固收市场方面，中央政治局会议召开，增量稳增长政策落地概率较低，同时短期内宏观经济政策也没有转向的风险。4月制造业PMI结束连续3个月的扩张下滑至收缩区间，显示经济内生动力不强。资金层面，央行公开市场投放呵护资金面的力度不减。当前国债收益率与政策利率的利差已非常狭窄，预计债市短期内将延续窄幅震荡偏强的格局，建议利率债账户保持中性久期，适当博弈波段交易机会并及时止盈；信用债方面，建议以票息策略为主，选取高评级优质标的适度拉长久期。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，中国经济增长好于预期，但当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强、需求仍然不足。会议指出，要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系。巩固和扩大新能源汽车发展优势，重视通用人工智能发展。会议强调，恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。要把吸引外商投资放在更加重要的位置，稳住外贸外资基本盘。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。

4月PMI超季节性回落至荣枯线以下。国家统计局公布数据显示，中国4月制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI产出指数分别为49.2%、56.4%和54.4%，低于上月2.7、1.8和2.6个百分点，三大指数不同程度回落。制造业中，反映市场需求不足的企业比重为56.9%，较上月上升1.6个百分点，创36个月以来的新高。统计局表示，受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，4月制造业PMI降至临界点以下，景气水平环比回落。

一季度工业企业利润同比下降21.4%。中国一季度规模以上工业企业实现利润总额15167.4亿元，同比下降21.4%。其中，国有控股企业实现利润总额5892.4亿元，下降16.9%；私营企业实现利润总额3894.1亿元，下降23.0%。行业方面，一季度采矿业实现利润总额3604.5亿元，同比下降5.8%；制造业实现利润总额10207.6亿元，下降29.4%，其中汽车制造业利润增长9.1%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额1355.4亿元，增长33.2%。

我国全面实现不动产统一登记。自然资源部部长王广华在全国自然资源和不动产确权登记工作会议上宣布，我国全面实现不动产统一登记。这意味着经过十年努力，从分散到统一，从城市房屋到农村宅基地，从不动产到自然资源，覆盖所有国土空间，涵盖所有不动产物权的不动产统一登记制度全面建立。我国以民法典为统领，以《不动产登记暂行条例》为核心，以实施细则、操作规范、地方性法规等为配套支撑的不动产统一登记制度体系基本成型。

习近平同乌克兰总统泽连斯基通电话。习近平指出，乌克兰危机复杂演变，对国际形势产生重大影响。在乌克兰危机问题上，中方始终站在和平一边，核心立场就是劝和促谈。我相继提出了“四个应该”、“四个共同”和“三点思考”。希望各方从乌克兰危机中深刻反思，

通过对话，共同寻求欧洲长治久安之道。中方将坚持劝和促谈，为尽快止战停火、恢复和平作出自己的努力。中方将派中国政府欧亚事务特别代表赴乌克兰等国访问，就政治解决乌克兰危机同各方进行深入沟通。

《求是》杂志刊发国资委党委署名文章：为强国建设贡献国资央企力量。《求是》杂志刊发国资委党委署名文章称，国资央企要充分发挥科技创新骨干作用，从技术供给和需求牵引双向发力，紧盯重点产业链供应链“卡脖子”难题，集中力量开展原创性引领性科技攻关。充分发挥产业发展引领作用，加大新一代信息技术、人工智能、新能源、新材料、生物技术、绿色环保等产业投资力度，在集成电路、工业母机等领域加快补短锻长。充分发挥安全支撑保障作用，加强国防科技工业能力建设，推进重要能源、矿产资源国内勘探和增储上产，提升种子自主可控和粮源掌控能力，加大通信等新型基础设施建设投入力度，强化对主干电网、主干管网和国家水网等网络的布局。

（二）海外宏观

美国今年第一季度经济增长 1.1%，低于市场预期。数据显示，美国今年第一季度经济增长 1.1%，而去年第三季度和第四季度经济增速分别为 3.2%和 2.6%。具体来看，今年第一季度，占美国经济总量约 70%的个人消费支出增长 3.7%，是自 2021 年第二季度以来的最高值；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资增长 0.7%，增幅较前一季度明显收窄；住宅类固定资产投资下跌 4.2%，该数据已经连续 8 个季度下滑。此外，净出口拉动当季经济增长 0.11 个百分点；私人库存投资拖累当季经济增长 2.26 个百分点。

美国 4 月 ISM 制造业环比上升但连续六个月萎缩，Markit 制造业重回扩张。美国 4 月 ISM 制造业指数为 47.1，虽然较 3 月的低谷有所回升，且高于市场预期，但已连续六个月萎缩，持续萎缩时间创下 2009 年以来最长。同日稍早公布的标普全球数据显示，美国 4 月 Markit 制造业 PMI 终值 50.2，预期 50.4，初值 50.4。两个 PMI 数据都显示通胀有重燃态势。

美国 3 月 JOLTs 职位空缺 959 万人，为 2021 年 4 月以来新低。预期 977.5 万人，前值由 993.1 万人修正为 997.4 万人。美国劳工统计局表示，3 月新聘人数和离职总人数变化不大，分别为 610 万和 590 万；在离职人数中，辞职人数（390 万人）变化不大，而裁员和解雇人数（180 万人）有所增加。

欧元区 4 月 CPI 初值环比升 0.7%、同比升 7%，均符合预期。欧元区 4 月 CPI 初值环比升 0.7%，预期升 0.70%，前值升 0.90%；4 月 CPI 初值同比升 7%，预期升 7%，前值升 6.90%。欧元区 4 月核心 CPI 初值同比升 7.3%，前值升 7.5%；4 月核心 CPI 初值环比升 1%，前值升 1.2%。

日本央行决定继续维持当前超宽松货币政策。4月28日，日本央行结束了为期两天的货币政策会议，决定继续维持当前货币政策。将2023财年核心CPI预期涨幅从1.6%上调到1.8%。日本央行本次会议取消了利率前瞻指引，并决定用一年至一年半时间，对宽松货币政策展开全面评估。

摩根大通收购美国第一共和银行。5月1日，美国加利福尼亚州金融保护与创新部宣布接管第一共和银行，DFPI指定联邦存款保险公司作为第一共和银行的接管人。同日，摩根大通银行宣布，已从FDIC收购第一共和银行的绝大部分资产，并承担第一共和银行的所有存款和部分其他负债。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

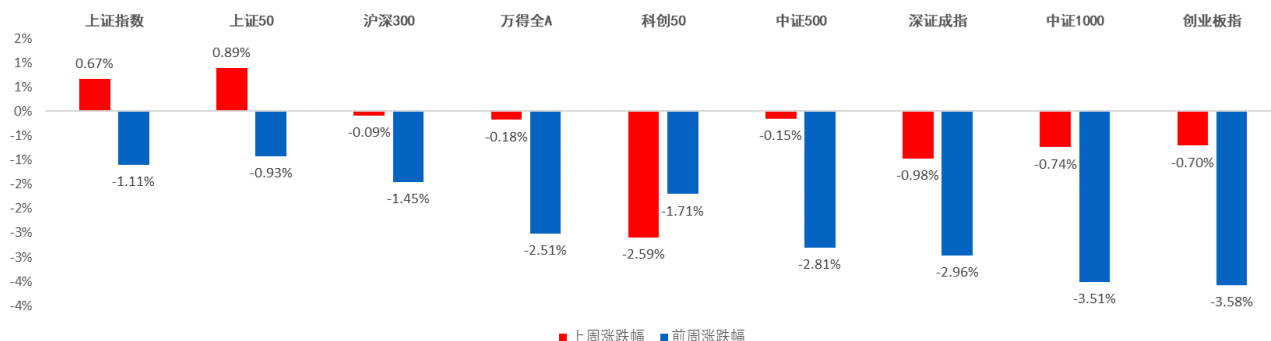
上周A股各宽基指数涨跌不一，风格上成长占优。截至4月28日（上周五），科创50跌幅达2.59%，深证成指跌幅达0.98%，中证1000跌幅达0.74%，跌幅靠前。从行业板块看，上周传媒、非银行金融、综合金融、建筑、纺织服装领涨，电子、计算机、有色金属、通信、基础化工领跌。上周大盘/小盘风格指数为0.18，较前周持平，价值/成长风格指数为0.55，较前周下行0.06，风格上以成长占优。

回顾4月A股市场表现，整体处在震荡格局之中，行业轮动延续。这种指数区间震荡、行业快速轮动、主题投资火热的市场特征反映出投资者风险偏好不高，对经济修复斜率及持续性存疑，近期偏弱的经济数据及上市公司一季报数据是对市场表现的事后验证。30个中信一级行业中，4月传媒、建筑、非银金融、石油石化、银行领涨，消费者服务、综合、基础化工、计算机、汽车领跌。北向资金净流出45.53亿元，流入前五的行业为电力设备、交通运输、机械设备、公用事业、石油石化，流出前五的行业为非银金融、电子、家电、银行、食品饮料。在交易拥挤度较高、涨幅较大的情况下，数字经济板块出现调整与分化，万得数字经济指数4月下跌4.54%，计算机、电子下跌，游戏和出版板块推动传媒强势上行，算力板块带动下通信表现较好。央企改革板块全月顺畅上行，万得中字头央企指数4月上漲7.61%。

国内方面，上周公布的3月工业企业利润数据和4月PMI都指向经济疫后补偿性回升结束，呈现分化式复苏，总需求不足。海外方面，美国2023年一季度实际GDP初值年化季度环比1.1%，低于前值2.6%及市场预期的1.9%，确认美国经济处于下行周期中，但是整体不差。5月3日美联储将召开本年度第三次议息会议，市场预期美联储将加息25bp，并预期这将是

美联储此轮紧缩周期的最后一次加息，2000 年以来历次暂停加息前，美联储仍然会保持相对鹰派的措辞。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

图 2：上周 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上行，中证 1000、中证 500 上行较多。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、计算机**等行业估值上行，**电力设备及新能源、电力及公用事业**等行业估值下行。当前传媒、交通运输、电力及公用事业、钢铁、计算机板块估值处于历史较高水平；电力设备及新能源、

有色金属、煤炭、通信、石油石化板块估值处于历史较低水平。

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2023/4/28	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	13.5	↑ 0.06	28.8	↑ 0.75	50.1%	62.3%	50.4%
深证成指	25.5	↓ 0.22	50.8	↓ 1.56	43.9%	44.1%	15.8%
上证50	10.0	↑ 0.05	32.9	↑ 1.73	51.9%	51.2%	36.3%
沪深300	12.2	↓ 0.12	34.4	↓ 3.31	46.2%	45.0%	33.6%
中证500	25.0	↑ 1.05	23.2	↑ 4.82	31.5%	62.3%	63.3%
中证1000	33.5	↑ 2.49	25.5	↑ 5.73	25.5%	41.9%	39.3%
创业板指	33.6	↑ 0.36	5.2	↑ 0.20	3.9%	7.8%	0.7%
科创50	45.8	↑ 0.23	35.4	↑ 0.90	35.4%	35.4%	37.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

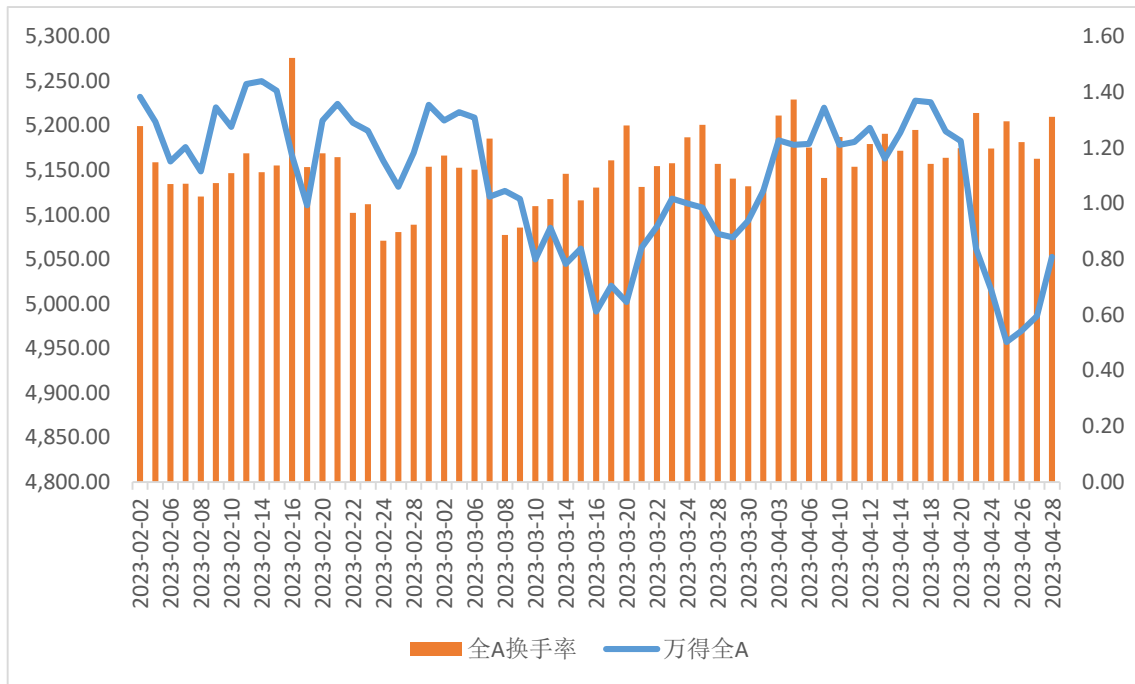
	2023/4/28	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10年分位数	5年分位数	3年分位数
石油石化(中信)	11.0	↑ 1.08	11.50%	↑ 3.89	11.5%	22.0%	36.1%
煤炭(中信)	6.5	↓ 0.17	1.42%	↓ 1.77	1.4%	2.7%	4.4%
有色金属(中信)	15.2	↓ 0.01	1.41%	↑ 0.08	1.4%	2.6%	4.2%
电力及公用事业(中信)	27.8	↓ 2.20	80.41%	↓ 7.37	80.4%	69.9%	54.2%
钢铁(中信)	41.8	↑ 13.11	75.90%	↑ 4.49	75.9%	100.0%	100.0%
基础化工(中信)	21.5	↑ 1.79	14.79%	↑ 5.34	14.8%	29.3%	27.6%
建筑(中信)	12.6	↑ 0.30	62.70%	↑ 0.85	62.7%	94.3%	100.0%
建材(中信)	22.7	↑ 3.44	64.85%	↑ 9.19	64.9%	99.7%	100.0%
轻工制造(中信)	31.6	↓ 0.80	38.60%	↓ 4.39	38.6%	74.2%	60.2%
机械(中信)	34.5	↓ 0.64	16.82%	↓ 2.36	16.8%	18.5%	19.7%
电力设备及新能源(中信)	23.8	↓ 2.52	0.61%	↓ 2.81	0.6%	1.2%	0.1%
国防军工(中信)	70.5	↑ 5.74	45.71%	↑ 10.62	45.7%	61.5%	55.4%
汽车(中信)	35.0	↓ 0.87	72.69%	↓ 0.80	72.7%	45.9%	11.3%
家电(中信)	16.3	↓ 0.28	30.03%	↓ 3.44	30.0%	23.8%	20.8%
纺织服装(中信)	28.5	↓ 0.88	37.14%	↓ 5.12	37.1%	42.6%	41.6%
医药(中信)	37.3	↑ 2.12	30.68%	↑ 13.86	30.7%	43.4%	33.5%
食品饮料(中信)	33.9	↓ 0.95	65.46%	↓ 1.60	65.5%	41.8%	7.0%
银行(中信)	4.9	↑ 0.04	16.42%	↑ 0.74	16.4%	15.2%	24.9%
非银行金融(中信)	16.5	↓ 1.03	37.79%	↓ 11.31	37.8%	54.5%	70.3%
交通运输(中信)	30.7	↓ 1.44	83.14%	↓ 1.88	83.1%	74.3%	57.8%
电子(中信)	59.4	↑ 3.58	72.94%	↑ 11.09	72.9%	71.8%	70.4%
通信(中信)	22.5	↓ 1.02	8.86%	↓ 0.43	8.9%	17.5%	28.8%
计算机(中信)	114.8	↑ 13.46	73.63%	↑ 9.99	73.6%	57.4%	42.6%
传媒(中信)	108.1	↑ 34.43	90.64%	↑ 10.37	90.6%	78.0%	72.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

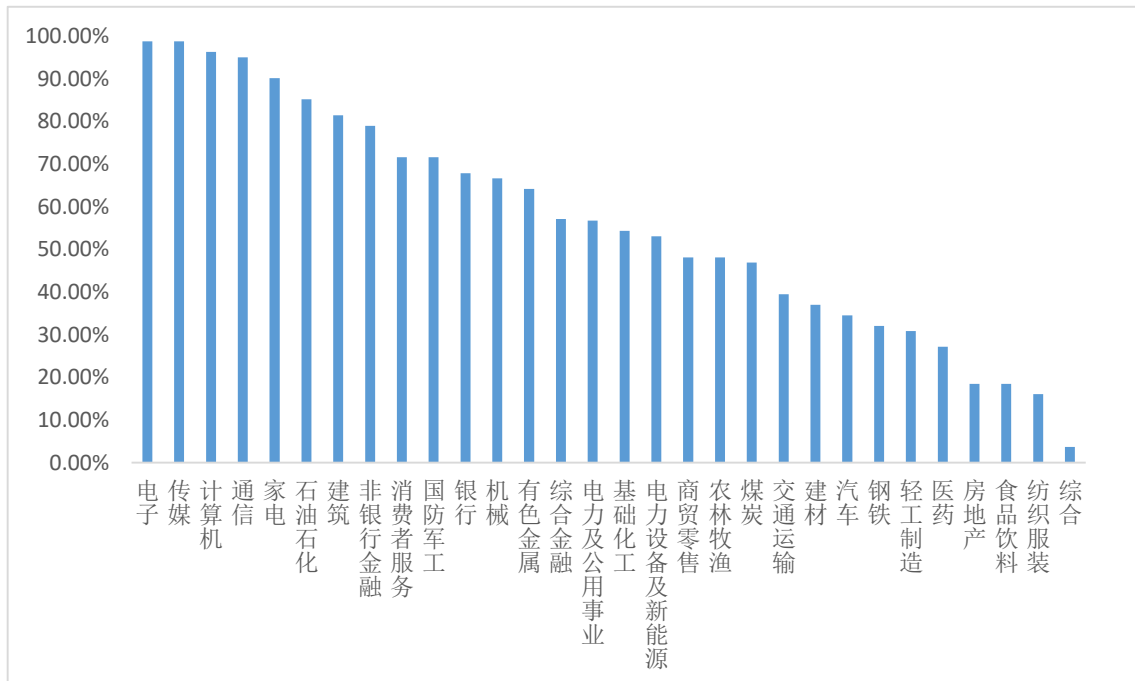
上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全 A 换手率的角度看，市场仍处于放量下跌与放量反弹的过程中，上行的状态并不健康。从行业拥挤度的角度，TMT 板块仍处于高拥挤度状态，电子，传媒，计算机，通信包揽一级行业拥挤度的前四名。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为 5.44%，处于历史 74%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是注意市场短期下行的风险。

图 5：全市场换手率



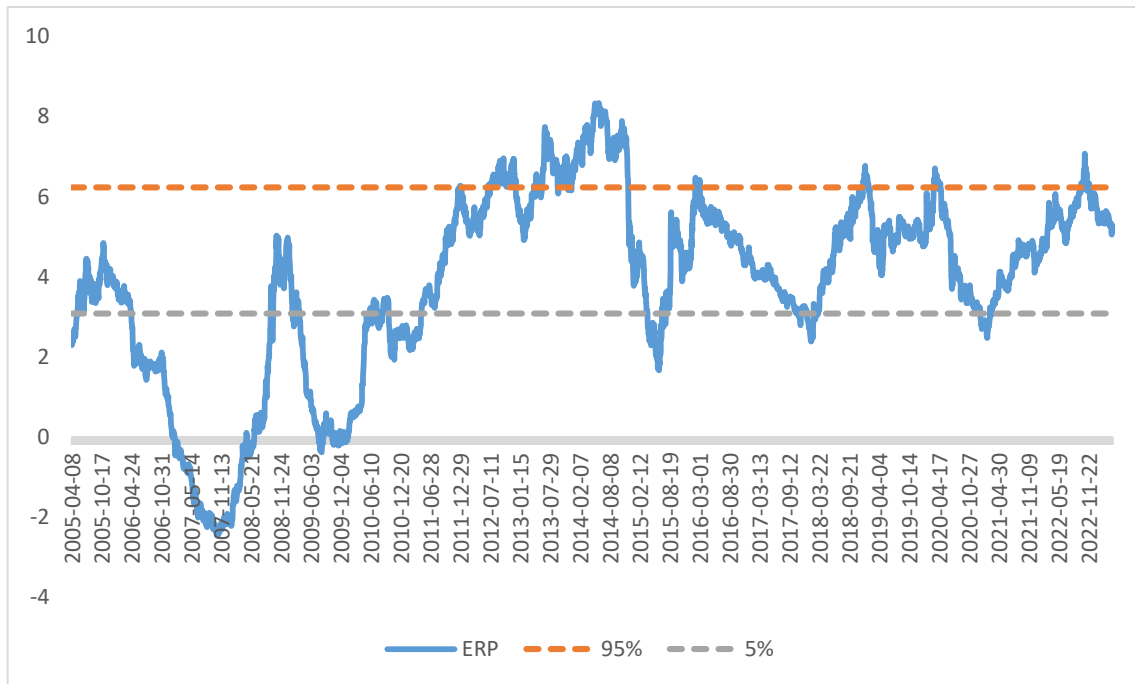
数据来源：Wind、鑫元基金

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

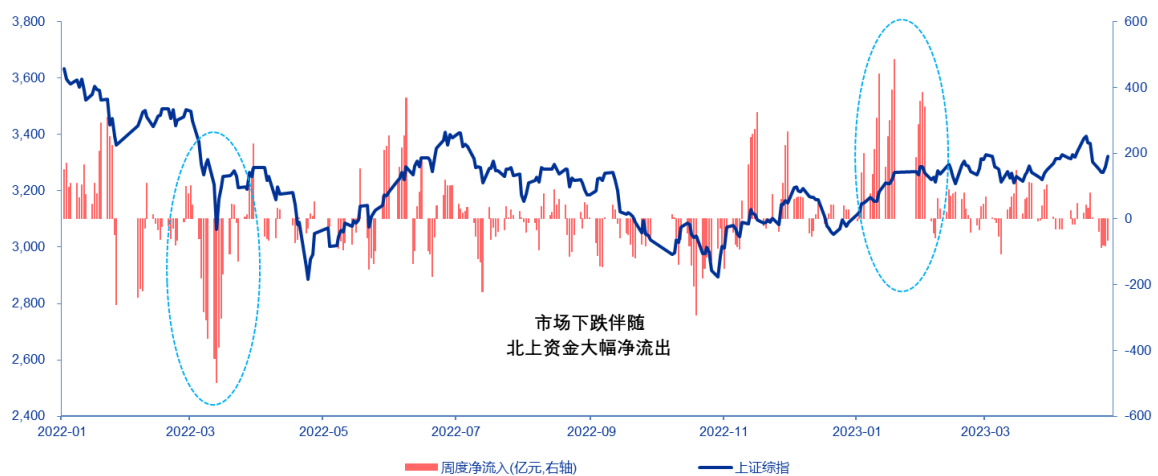


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

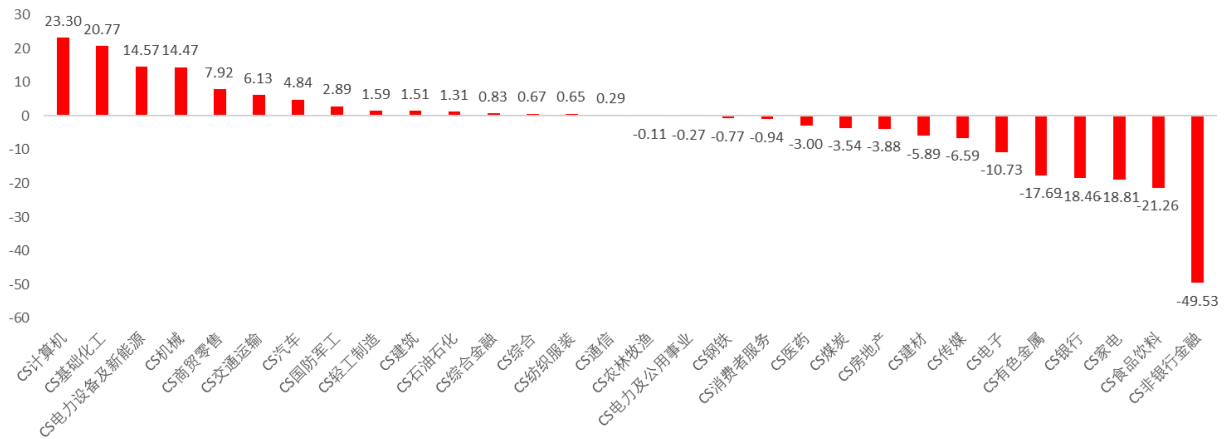
上周北向资金净流出 65.75 亿元，上上周净流入 3.38 亿元，最近一周北向资金由净流入转为净流出。上周增持金额排行靠前的行业是**计算机**（↑ 23.30）、**基础化工**（↑ 20.77）、**电力设备及新能源**（↑ 14.57）、**机械**（↑ 14.47）、**商贸零售**（↑ 7.92）；减持金额排名靠前的行业是**非银行金融**（↓ 49.53）、**食品饮料**（↓ 21.26）、**家电**（↓ 18.81）、**银行**（↓ 18.46）、**有色金属**（↓ 17.69）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

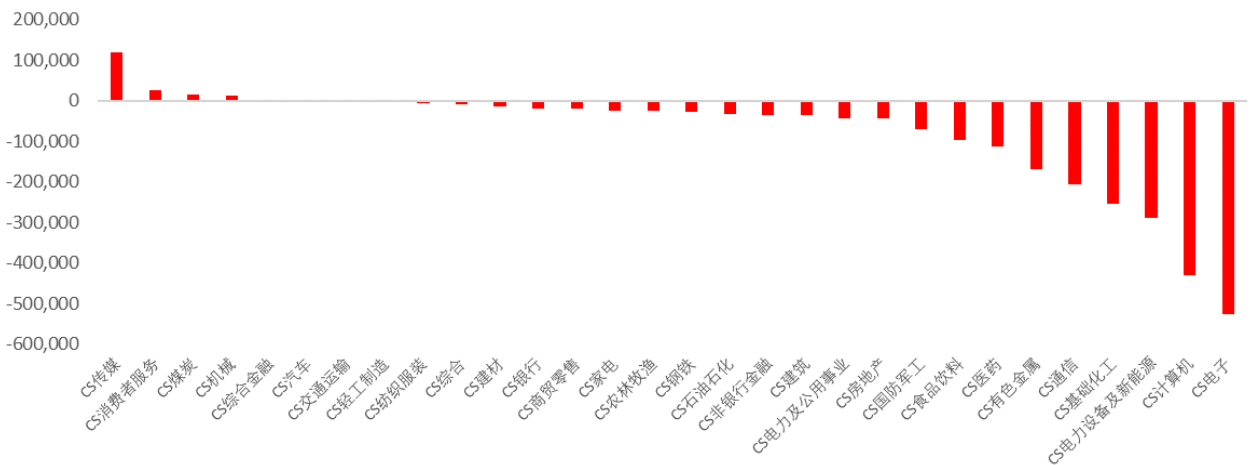
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

4月28日，两融资金占比为7.08%，4月21日（上周五）为7.90%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至4月28日，上周融资净买入最大的五个行业为传媒、消费者服务、煤炭、机械、综合金融。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

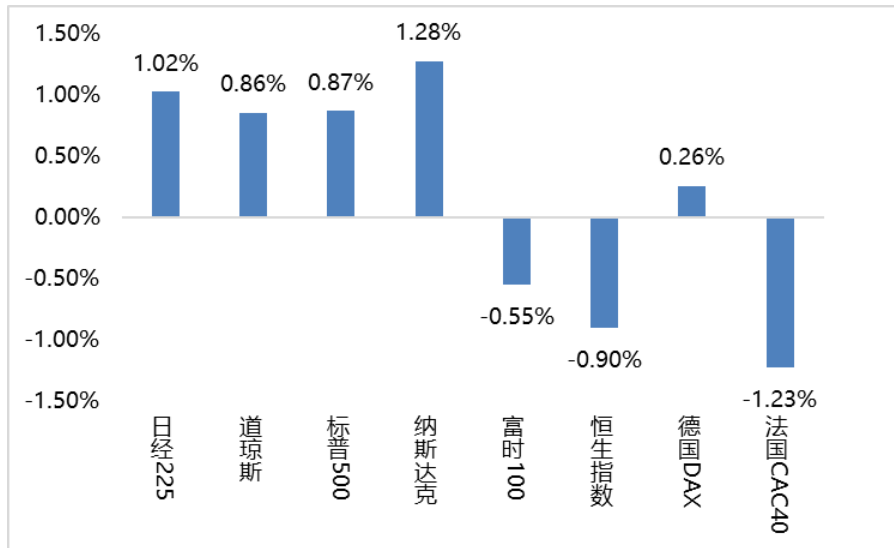


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指上涨0.86%，标普500上涨0.87%，纳指上涨1.28%；欧洲股市方面，英国富时100下跌0.55%，德国DAX上涨0.26%，法国CAC40下跌1.23%；亚太股市方面，日经指数上涨1.02%，恒生指数下跌0.90%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

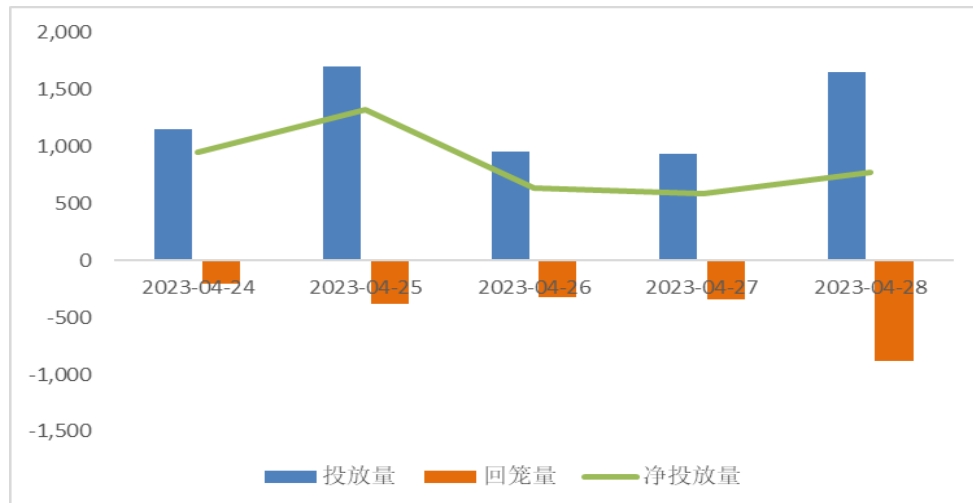


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 7270 亿元 7 天逆回购操作，到期 2120 亿元的 7 天逆回购，总体实现资金净投放 5150 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

预计 4 月末财政支出支撑 5 月上旬流动性。除此之外，本周逆回购到期 7270 亿元，其中 4 日到期规模达 5620 亿元。

政府债发行：上周国债发行 1640 亿；地方政府债发行 1166.8 亿，整体净缴款 417 亿元。本周国债计划发行 400 亿元，地方政府债无发行计划，整体净缴款 725.5 亿元。

表 1：5 月 4 日-5 月 6 日政府债发行缴款

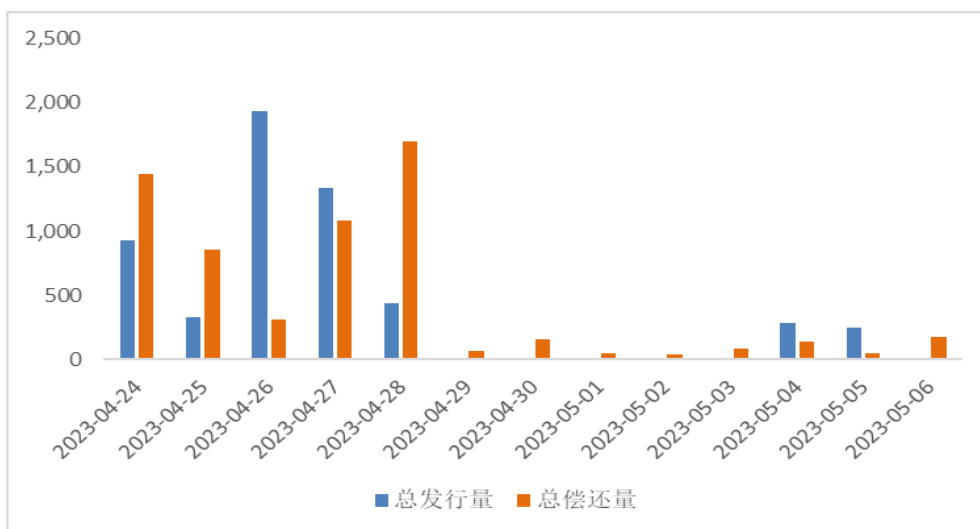
单位：亿元

	5 月 4 日		5 月 5 日		5 月 6 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	400	0	0	0
到期	0	458.9	0	0	0	0
缴款	0	1184.3	0	0	0	0
净缴款	725.5		0		0	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：4 月 23-28 日，同业存单发行 5240 亿元，较前一周的 7920 亿元有所回落，净融资转负，为-445 亿元。1 年期 AAA 同业存单收益率持续下行，周五下行至 2.59%，较前一周五下行 5bp。

图 13：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

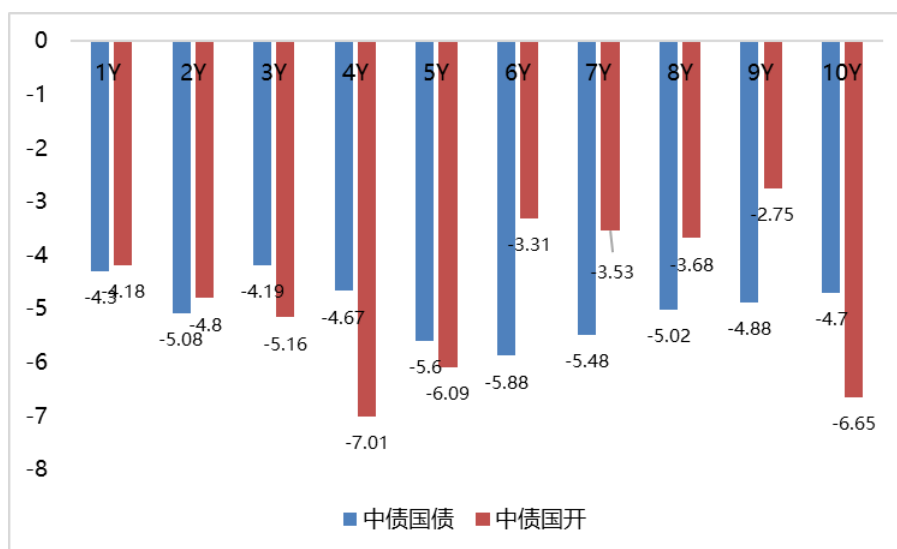
回购市场：跨月期间资金面整体宽松。周一至周四，资金利率整体波动下行。R001 下行 1.04%，周五（月末最后一天）反弹至 2.23%，平均值较前一周下行 54bp。R007 下行至周三而后转为上行，周五上行 2.37%，平均值较前一周小幅上行 11bp。4 月 24-28 日，银行间质押式回购成交量平均值 5.99 万亿元，前一周为 6.53 万亿元。周一至周四成交量均在 6 万亿元+，跨月当日成交量降至 3.64 万亿元。跨月最后两天，7 天成交量升至 1.06 万亿元、0.87 万亿元，分别占比 17%、24%。

票据利率：上周票价走势一波三折。周一受月末规模因素影响，市场看跌情绪继续蔓延，随着主要大行继续进场收票，买盘配置情绪稳步释放，卖盘趁机报低价出票，票价明显下行。周二市场情绪高开，卖盘机构纷纷压价出票，票据价格骤降，买盘收口依旧不足，卖盘出票力量强劲，供需博弈下，票价震荡回调；午后情绪依旧高涨，卖盘机构在博弈中逐渐让步，

票价大幅回升。周三市场情绪维持高位，随着一级市场票源供给大幅提升，卖盘供给力量维持强势，买盘报高价收票，票价延续上行。周四周五，本月交易接近尾声，部分机构进行最后的规模填补，买盘收口有所回暖，市场情绪走低，票价震荡下行。

（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	30.37	16.29	16.58	40.69
环比	0.11	-1.41	0.90	8.74
年初以来	-0.34	-7.77	-2.49	35.96
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	27.22	15.69	18.11	54.89
2016 年以来分位数	63.20%	54.42%	40.51%	29.77%

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 28 日）

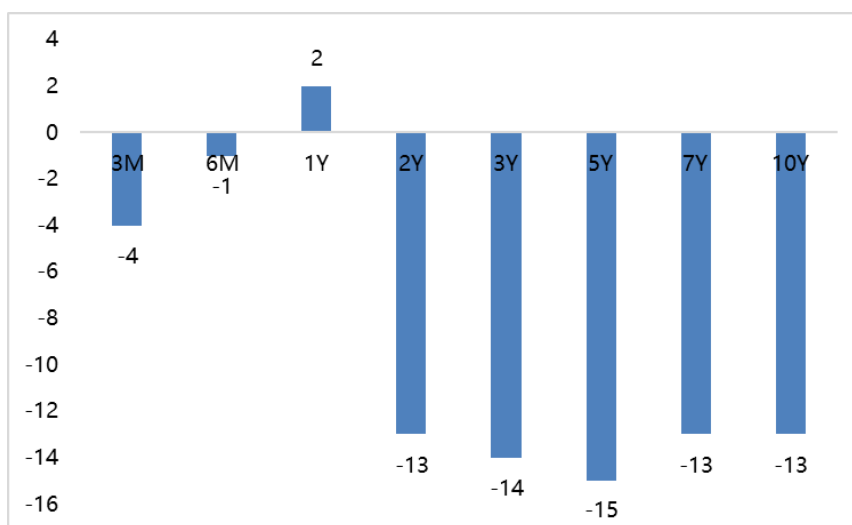
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	29.01	29.4	32.45	37.6	43.94
环比	0.40	-0.97	0.46	1.47	4.07
年初以来	-18.82	-22.82	-30.78	-16.23	-22.98
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	48.69	38.09	40.68	45.31	45.42
2016 年以来分位数	8.67%	23.50%	22.63%	25.95%	46.56%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率整体呈现下行态势。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4.30BP 至 2.1464，3 年期下行 4.19BP 至 2.4501，5 年期下行 5.60BP 至 2.6130，10 年期下行 4.70BP 至 2.7788。

高等级短久期信用利差走势分化。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.40BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.97BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.46BP。

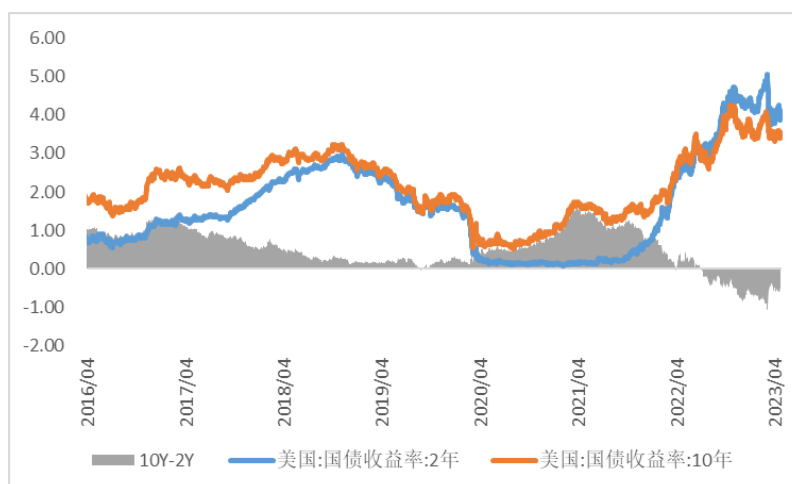
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率基本呈现下行态势。市场对美联储继续加息的押注有所下降，美债收益率下行。上周 10 年期美债收益率下行，10 年期国债收益率下行，中美利差倒挂有所收窄。全周来看，美债大部分期限收益率出现下行，10 年期美债收益率下行 13BP。

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

（四）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.05%，在岸和离岸人民币汇率贬值，中间价贬值 0.71%，即期汇率贬值 0.56%，离岸人民币汇率贬值 0.39%。

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 汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	101.6645	6.924	6.9284	6.9273
对照日期	101.7201	6.8752	6.8898	6.9005
涨跌	-0.05%	-0.71%	-0.56%	-0.39%

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，4 月官方制造业 PMI 公布，录得 49.2%，较前值环比回落 2.7 个百分点，落入荣枯线以下，显示宏观经济修复动能进一步趋缓。4 月 PMI 的回落有多方面的原因：首先是季节性因素，2016-2022 年间，4 月 PMI 环比平均下行 0.75%。其次是高基数因素，开年以来企业复工复产步伐较快，形成了较高的基数，4 月宏观经济由快速恢复转为平稳运行，环比高基数放大了 PMI 的下行幅度。最主要的原因仍在于下游需求修复步伐的偏缓，使得产成品库存走高，企业生产意愿有所减弱。4 月中央政治局会议召开，会议指出开年经济增长好于预期，但同时也指出当前经济内生动力还不强、需求仍然不足。在政策不为高增长搞强刺激的背景下，预期宏观经济仍将维持弱修复格局。海外方面，美国居民消费明显走弱，全美资产规模排名第 14 的第一共和银行被摩根大通收购，美联储加息对经济金融的紧缩效应凸显，预期联储加息或已近尾声。

（二）权益市场展望和策略

整体而言，当前宏观经济弱复苏状态下，分子端环比回升动能减弱，分母端流动性仍然宽松，但风险偏好始终偏低。展望后市，预计 5 月指数仍将处于震荡格局之中，向上突破需要看到经济内生动能的连续改善或者需求端的强刺激政策，关注 5 月高频及经济数据以及宏观经济政策。

4 月下旬的市场调整和一季报业绩数据提供了更加丰富的结构性机会。央企改革和数字经济是全年主线，二季度消费复苏方向会有所表现。数字经济板块阶段性见顶，拥挤度消化，

从一季报数据来看，计算机和传媒业绩及业绩兑现度明显优于通信和电子。消费板块，旅游出行、零售餐饮、医美等消费板块业绩明显修复且超预期比例高。医药板块，与线下场景相关的药店、医院业绩改善相对明显，中药、血制品、医疗设备景气度相对较高。

（三）债券市场展望和策略

中央政治局会议强调，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力”，增量稳增长政策落地概率较低，同时短期内宏观经济政策也没有转向的风险。4月制造业PMI结束连续3个月的扩张下滑至收缩区间，显示经济内生动力不强，供需两端初露疲态。资金层面，税期结束跨月资金面也延续转松，但央行公开市场投放呵护资金面的力度不减，5月初资金面大概率继续保持宽松态势。当前10Y国债收益率已经下破2.8%，与MLF利率非常接近，在经济复苏期继续向下突破的空间非常狭窄，预计债市短期内将延续窄幅震荡偏强的格局，建议利率债账户保持中性久期，适当博弈波段交易机会并及时止盈；信用债方面，上周信用利差短期仍保持小幅下行而中长期有所修复，建议以票息策略为主，选取高评级优质标的适度拉长久期。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

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。