

股市止跌企稳，或展开反弹行情

——鑫元周观点（2024. 2. 5-2024. 2. 18）

一、核心观点

宏观方面，物价或见底、融资“开门红”。受去年基数偏高以及当前需求偏弱影响，1月CPI继续探底。1月社融和信贷双双超预期，总量和结构同时改善。1月M1同比大幅回升至5.9%，为12个月以来最高。今年春节假日期间旅游消费热度持续上升，超出2019年同期水平，国内游/出境游/入境游同比均大幅增长，呈现出旅游渗透率提升、国内游复苏好于出境游、重视体验式消费等新特征。

海外方面，美国1月通胀数据全面超预期，需要警惕“二次通胀”风险，令美联储降息预期再度淡化。日本四季度GDP超预期萎缩，经济陷入技术性衰退，日央行结束负利率的不确定性增加。

权益市场方面，春节前最后一周权益市场止跌企稳，跌幅较大的中小市值品种出现反弹行情。对之前的观点进行回溯，观察市场下跌的流动性风险是否消除：1) 宏观原因。2023年下半年美元的实际利率上行，对于新兴市场造成了较大的流出压力，部分消耗了A股市场内部的流动性。2月以来强劲的经济数据和通胀数据发布，美国经济短期继续景气不着陆，港股表现来看顶住了海外宏观边际压力，可以认为海外宏观金融条件的变化暂不会对国内A股造成负面影响。2) 流动性风险的边际原因。在节前一周，机构重仓的成长行业出现了止跌盘整，一方面是超跌反弹需求；另一方面是资金换手，小市值因子得到修正，非机构资金杠杆率降低。3) 流动性风险何时结束：国内金融紧缩已在实质性改善，量化过度暴露因子的重新修正仍需要一些时间，沪深300指数守住，加快平准基金入市。

上述三点都得到一定程度实现，尽管过程仍有出乎意料的地方。在二月初，我们认为“飘风不终朝，骤雨不终日”，现在风雨初歇，市场完成了大部分的阶段性出清，A股的反弹已然展开。

固收市场方面，跨春节资金面平稳宽松，风险偏好回升，长债利率小幅反弹。通胀与金融数据公布，下游需求有一定程度改善。金融数据“开门红”，社融增量创单月新高，且结构有所改善。信贷超预期，居民贷款表现强劲，M2-M1剪刀差大幅收窄，后续金融数据的持

续性仍有待观察。央行发布四季度货政报告，更加强调结构以及存量的使用效率，并首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，要“推动社会综合融资成本稳中有降”。流动性大概率将继续维持平稳。展望债市，预计长债利率将维持震荡偏强的走势，关注权益市场表现对债市的影响。建议利率债账户保持中性久期和仓位，关注长债活跃券的交易机会。信用债方面，由于当前期限利差已非常平坦，建议关注短期性价比更高的票息资产。

二、宏观动态

（一）国内宏观

1月我国新增贷款4.92万亿元，社会融资规模增量创历史同期最高。央行发布统计数据显示，1月我国人民币贷款增加4.92万亿元，社会融资规模增量为6.5万亿元，均超出市场预期并创历史同期最高水平；M2同比增长8.7%，增速较前值9.7%有所回落。1月末社会融资规模存量为384.29万亿元，同比增长9.5%。1月贷款增长高于市场预期，反映出实体经济活力增强，能够持续提振信心，改善社会预期。M2增速回落受多种因素综合影响，阶段性扰动的特点较为明显。社融在上年同期高基数的基础上，继续保持同比多增，说明金融体系为实体经济提供资金支持的力度保持较高水平。

中国1月通胀数据出炉。1月全国居民消费价格（CPI）同比下降0.8%，环比上涨0.3%；工业生产者出厂价格（PPI）同比下降2.5%，环比下降0.2%。国家统计局指出，1月份，受节日效应影响居民消费需求持续增加，全国CPI环比上涨0.3%，连续两个月上涨；受上年同期春节错月对比基数较高影响，同比下降0.8%。受国际大宗商品价格波动、国内部分行业进入传统生产淡季等因素影响，全国PPI环比、同比下降，但降幅均收窄。

央行发布《2023年第四季度中国货币政策执行报告》。报告称，2024年中国经济有望进一步回升向好，投资继续加力，消费稳步改善，外贸韧性较强，预计物价总体呈温和回升态势。要始终保持货币政策稳健性，增强宏观政策取向一致性，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。《报告》明确下一阶段货币政策主要思路：一是保持融资和货币总量合理增长；二是充分发挥货币信贷政策导向作用；三是把握好利率、汇率内外均衡；四是不断深化金融改革和对外开放；五是积极稳妥防范化解金融风险。

证监会三方面进一步加强融券业务监管。一是暂停新增转融券规模，存量逐步了结；二是严禁证券公司向利用融券实施日内回转交易（变相T+0交易）的投资者提供融券；三是依法打击利用融券交易实施不当套利等违法违规行为。十余家公募基金接连公告，暂停新增转融通证券出借规模。

证监会主席易会满主持召开党委会议，部署维护资本市场稳定工作。会议提出，要加快推进上市公司调研走访工作，切实解决具体困难和问题，加大优质上市公司支持力度。严把上市公司入口关，加大退市力度，大力提升上市公司质量。要深入排查违法违规线索，依法严厉打击操纵市场、恶意做空、内幕交易、欺诈发行等重大违法行为。要鼓励和支持各类投资机构加大逆周期布局，引导更多中长期资金入市。要认真倾听广大投资者的声音，及时回应投资者关切，保护投资者合法权益。要积极会同有关方面以更大力度统筹抓好稳定市场各项措施的落实落地，稳预期、稳信心，坚决防范市场异常波动。

（二）海外宏观

美国两大通胀数据同超预期，降息预期受挫。美国 1 月未季调 CPI 同比上涨 3.1%，预期 2.9%，前值 3.4%；季调后 CPI 环比上涨 0.3%，预期及前值均为 0.2%；未季调核心 CPI 同比上涨 3.9%，预期 3.7%，前值 3.9%；核心 CPI 环比上涨 0.4%，预期及前值均为 0.3%。数据公布后，美国短期利率期货交易员押注美联储 6 月之前不会降息，互换市场定价美联储 2024 年降息不到 100 个基点。美国 1 月 PPI 同比上升 0.90%，预期升 0.60%，前值升 1%；环比上升 0.30%，创去年 8 月以来最大升幅，预期升 0.10%，前值下降 0.2%。1 月核心 PPI 同比上升 2%，预期升 1.60%，前值升 1.80%；环比上升 0.50%，预期升 0.10%，前值修正为持平。数据公布后，交易员预计美联储 5 月、6 月降息可能性下降。

美国至 2 月 10 日当周初请失业金人数为 21.2 万人，预期 22 万人，前值 21.8 万人。续请失业金人数为 189.5 万人，预期 188 万人，前值 186.5 万人。

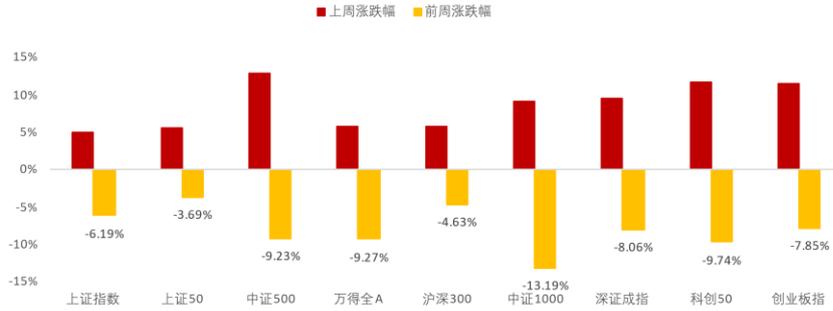
美联储博斯蒂克：美联储无需急于降息。美联储博斯蒂克表示，鉴于当前经济形势，美联储无需急于降息；强劲的经济支持美联储谨慎调整货币政策，将继续努力将通胀率压低至 2%。博斯蒂克预计，2024 年美联储将进行两次降息。

欧洲央行管委内格尔：历史表明过早降息更糟糕。欧洲央行管委内格尔表示，历史表明，过早放松货币政策比过晚放松货币政策更糟糕。他表示，从过去的经验来看，如果你过早地降低利率，通常会更痛苦，然后可能会进入另一个价格上涨的阶段，然后你不得不采取对策。从经济角度来看，这意味着价格最终会上涨。因此他敦促官员们在评估形势时保持耐心。

三、市场回顾

1、权益市场走势

图 1：节前一周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

春节前最后一周 A 股各宽基指数集体上涨。截至 2 月 8 日，中证 500 上涨 12.86%，科创 50 上涨 11.60%，创业板指上涨 11.38%，深证成指上涨 9.49%，涨幅靠前。从行业板块看，上周医药、国防军工、电子、电新、基础化工领涨，建筑、纺服领跌。

2、权益市场估值

图 2：节前一周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/2/8	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	12.3	↑ 0.51	16.8	↑ 5.78	25.1%	17.3%	14.0%
深证成指	19.4	↑ 1.60	30.5	↑ 3.67	22.3%	9.5%	1.5%
上证50	9.6	↑ 0.37	23.4	↑ 13.27	37.0%	27.9%	21.4%
沪深300	11.0	↑ 0.45	16.4	↑ 5.06	21.3%	10.1%	6.9%
中证500	20.8	↑ 2.29	9.4	↑ 9.68	13.4%	24.7%	23.9%
中证1000	30.1	↑ 2.41	13.9	↑ 5.71	13.9%	22.0%	14.8%
创业板指	25.5	↑ 2.59	0.5	↑ 0.57	0.6%	1.0%	1.6%
科创50	41.8	↑ 5.13	23.5	↑ 22.14	23.5%	23.5%	24.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：节前一周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2024/2/8	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)	11.1	↑ 0.33	17.19%	↑ 2.84	17.2%	30.5%	46.1%
煤炭(中信)	10.2	↑ 0.26	47.18%	↑ 5.35	47.2%	75.6%	74.5%
有色金属(中信)	15.6	↑ 1.01	6.12%	↑ 5.47	6.1%	10.5%	15.9%
电力及公用事业(中信)	19.3	↑ 0.27	27.44%	↑ 2.30	27.4%	13.5%	20.2%
钢铁(中信)	34.3	↑ 1.69	69.01%	↑ 1.05	69.0%	87.2%	80.7%
基础化工(中信)	23.8	↑ 1.34	23.26%	↑ 2.80	23.3%	43.0%	37.2%
建筑(中信)	8.5	↓ 0.02	6.67%	↓ 0.09	6.7%	8.2%	11.8%
建材(中信)	21.2	↑ 0.86	57.07%	↑ 2.33	57.1%	85.9%	80.8%
轻工制造(中信)	29.4	↑ 0.60	31.29%	↑ 2.56	31.3%	57.8%	41.9%
机械(中信)	27.1	↑ 1.19	1.85%	↑ 0.75	1.8%	0.7%	1.1%
电力设备及新能源(中信)	17.2	↑ 1.29	0.30%	↑ 0.30	0.3%	0.6%	0.8%
国防军工(中信)	50.8	↑ 4.38	8.25%	↑ 3.46	8.3%	0.7%	1.1%
汽车(中信)	26.3	↑ 1.71	61.48%	↑ 4.85	61.5%	32.3%	3.4%
家电(中信)	14.4	↑ 0.63	12.66%	↑ 5.95	12.7%	11.8%	6.5%
纺织服装(中信)	23.4	↑ 0.23	8.14%	↑ 0.59	8.1%	10.6%	1.5%
医药(中信)	35.8	↑ 3.36	19.83%	↑ 11.26	19.8%	31.3%	23.6%
食品饮料(中信)	25.7	↑ 1.61	22.62%	↑ 4.34	22.6%	7.3%	2.6%
银行(中信)	5.0	↑ 0.01	22.80%	↑ 0.38	22.8%	26.2%	39.6%
非银行金融(中信)	16.5	↑ 0.98	38.41%	↑ 11.23	38.4%	53.5%	65.8%
交通运输(中信)	18.9	↑ 0.67	28.87%	↑ 5.28	28.9%	30.5%	18.6%
电子(中信)	58.6	↑ 5.27	66.87%	↑ 15.83	66.9%	62.0%	56.1%
通信(中信)	19.8	↑ 0.26	9.99%	↑ 1.04	10.0%	18.5%	27.9%
计算机(中信)	66.8	↑ 3.99	38.45%	↑ 2.89	38.4%	15.7%	0.6%
传媒(中信)	76.7	↑ 1.01	74.32%	↑ 0.28	74.3%	50.3%	35.9%
综合金融(中信)	55.4	↑ 0.45	77.98%	↑ 0.35	78.0%	78.0%	76.0%

数据来源: Wind、鑫元基金

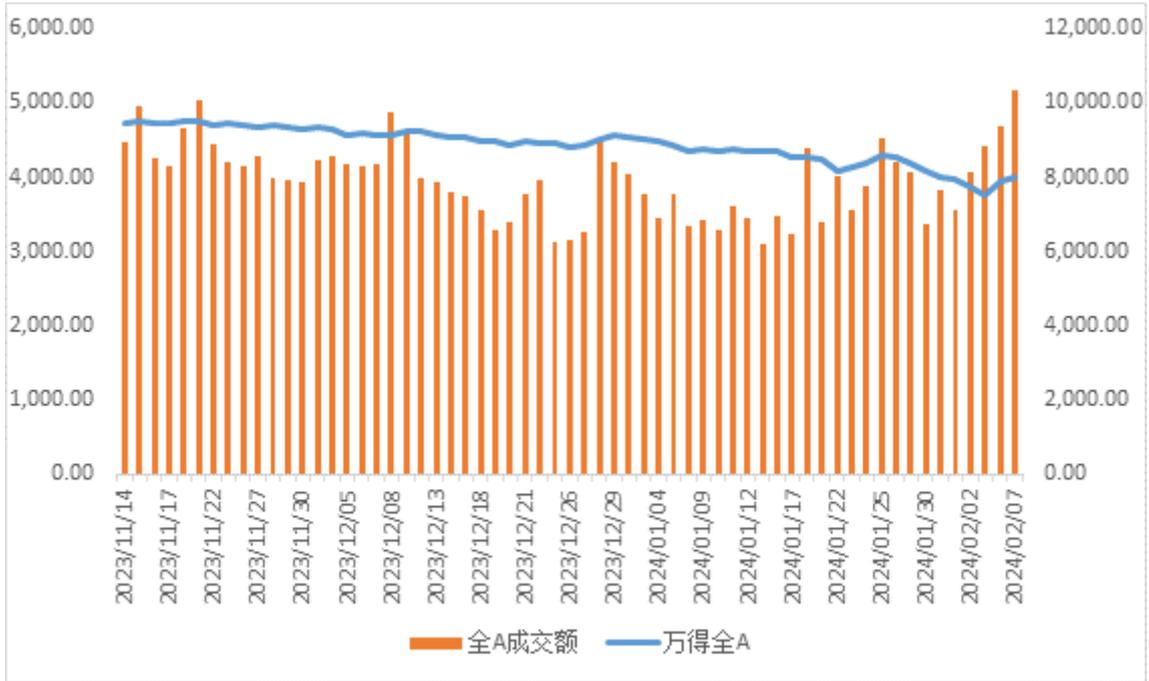
春节前最后一周各宽基指数估值多数上涨，科创 50、创业板指、中证 1000、中证 500 上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 40%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，春节前最后一周农林牧渔、电子、国防军工、计算机、医药上行最多，建筑下行最多。当前传媒、钢铁、电子、汽车、建材板块估值处于历史较高水平；电新、机械、有色金属、建筑、纺服板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

春节前最后一周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，节前最后一周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，消费者服务，传媒，纺织服装行业的拥挤度较高。

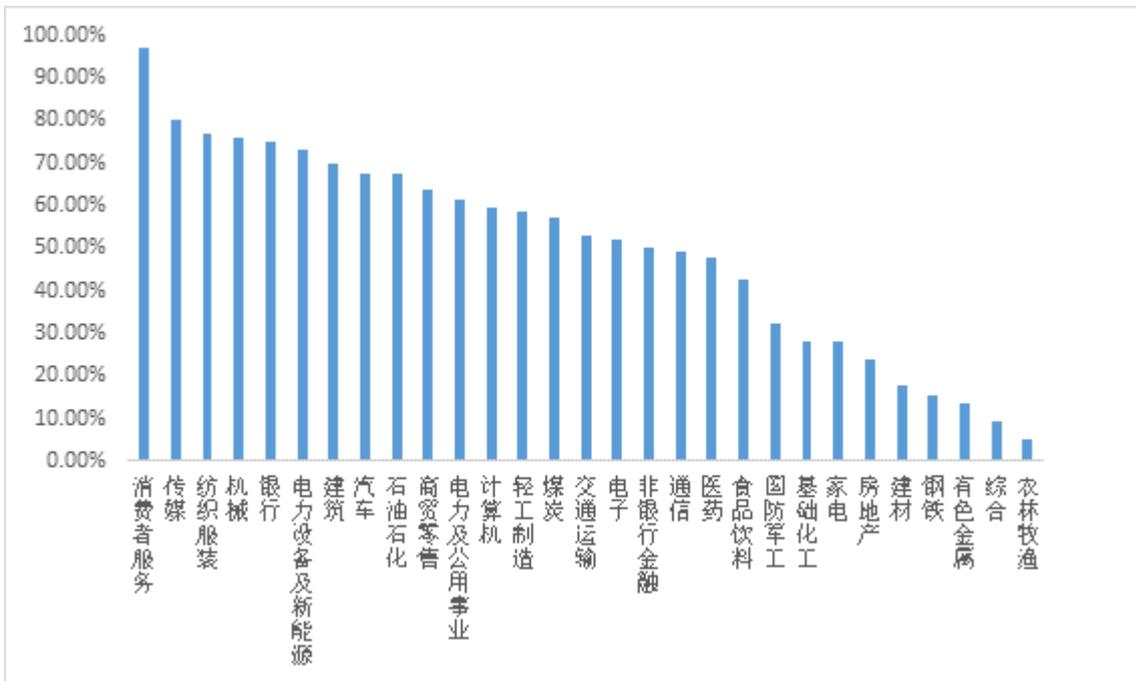
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.74%，处于历史 97.97% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



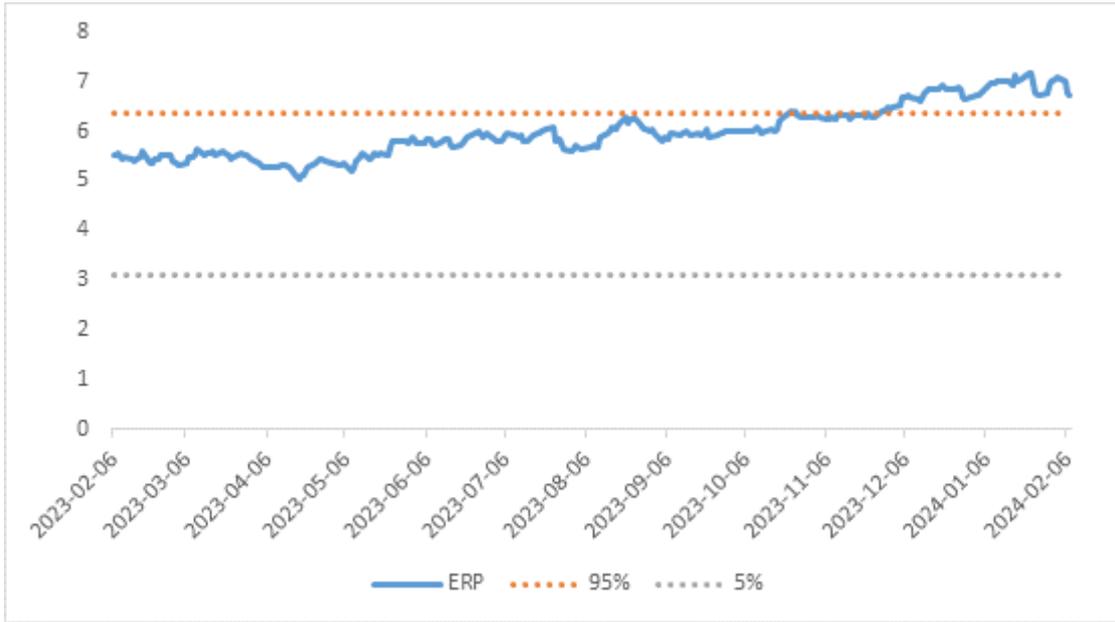
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

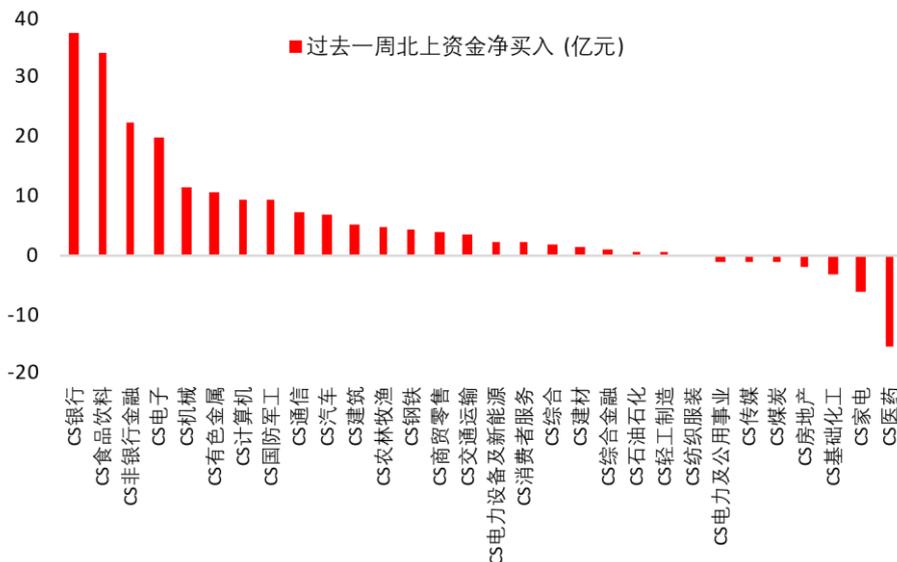


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

春节前最后一周北向资金净流入 160.82 亿元，节前两周净流入 99.38 亿元，北向资金净流入增加。春节前最后一周增持金额排行靠前的行业是**银行**（↑ 37.17）、**食品饮料**（↑ 34.16）、**非银金融**（↑ 22.41）、**电子**（↑ 19.92）、**机械**（↑ 11.52）；减持金额排名靠前的行业是**医药**（↓ 15.58）、**家电**（↓ 6.08）、**基础化工**（↓ 3.17）、**房地产**（↓ 2.08）、**煤炭**（↓ 1.45）。

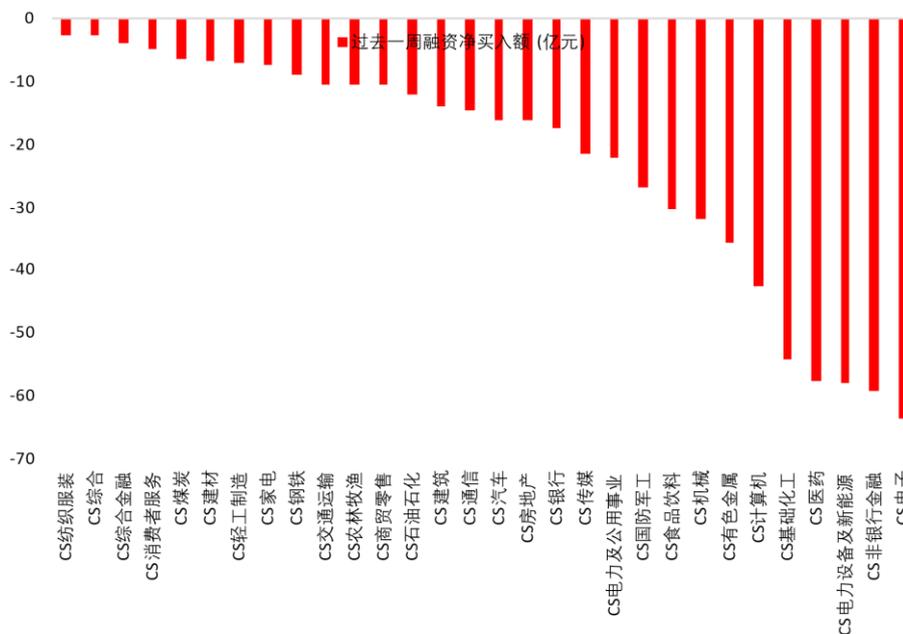
图 7：节前一周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

2月7日，两融资金占比为5.82%，2月2日为6.16%，反映出杠杆资金加仓意愿降低。截至2月8日，节前最后一周融资净买入最大的五个行业为纺织、综合、综合金融、消费者服务、煤炭。

图8：节前一周两融资金行业流向（万元）

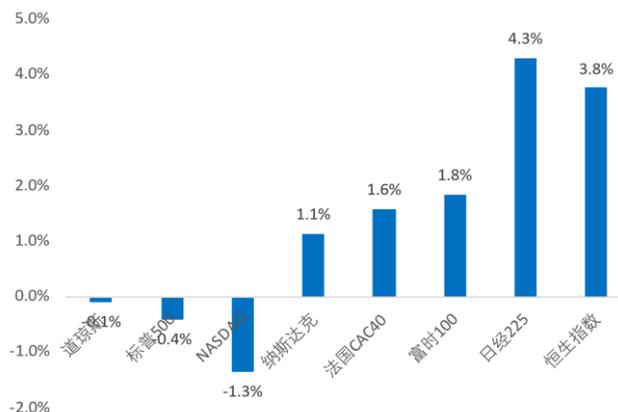


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

春节前最后一周海外股市涨跌不一。美国股市方面，道指下跌0.1%，标普500下跌0.4%，纳指下跌1.3%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.8%，德国DAX上涨1.13%，法国CAC40上涨1.6%；亚太股市方面，日经指数上涨4.3%，恒生指数上涨3.8%。

图9：节前一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：春节前最后一周央行进行 13160 亿元逆回购操作，因有 17330 亿元逆回购到期，实现净回笼 4170 亿元。

图 10：节前一周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：公开市场操作：春节前最后一周央行进行 13160 亿元逆回购操作，因有 17330 亿元逆回购到期，实现净回笼 4170 亿元。

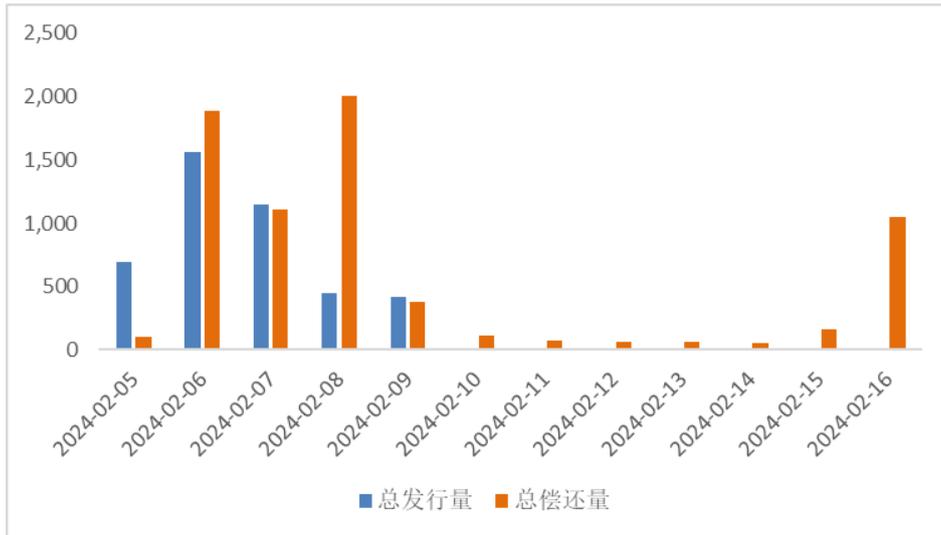
表 1：2 月 5 日-2 月 9 日政府债发行缴款

单位：亿元

	2 月 19 日		2 月 20 日		2 月 21 日		2 月 22 日		2 月 23 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	0	0	501.7	1980	0	0	0	501.7	1980
到期	801	0	0	0	199.2	801	0	0	0	199.2
缴款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
净缴款	-801		0		302.5		1938.7		0	

数据来源：Wind、鑫元基金

图 11：同业存单到期与发行



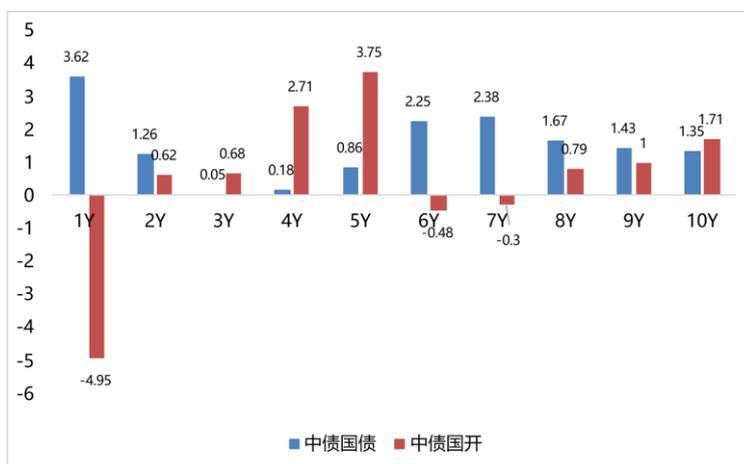
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：跨春节的资金维持较宽松状态。具体而言，DR001 利率上行 13.4bp 至 1.9%，DR007 上行 0.6bp 至 1.9%。银行间质押式回购成交额日均为 46291 亿元，相较 1 月 29 日-2 月 2 日减少 10451 亿元。

票据利率：春节前最后一周，周一农行抬价进场，买方价格抬升下，收票情绪有所收敛，票价低位下获利了结意愿增加，非银进场出票，票源仍在千亿级以上，出票供给有所补充。供需力量偏向卖方，票价呈震荡上涨行情。周二市场主要大行继续进场配置，使得 7 月价格暂时企稳，其他期限报价有所上调，买盘收票情绪有所收敛，卖盘继续出票。供需相互博弈下，票据利率震荡上行。午后，市场活跃度降低，各期限价格震荡调整，尾盘买方收口小幅释放，票价略有回调。周三周四，临近假期，市场交投较为清淡，标杆大行进场配置，买盘收票情绪平稳，卖盘继续出票，供需力量相较均衡，票据利率震荡略降。

(三) 债券市场

图 12：节前一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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	26.26	9.94	14.94	64.06
环比	-3.57	0.81	0.49	44.68
年初以来	-4.45	-14.12	-4.13	59.33
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	27.23	15.52	17.92	53.95
2016 年以来分位数	47.24%	16.68%	32.09%	55.12%

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（2024 年 2 月 2 日）

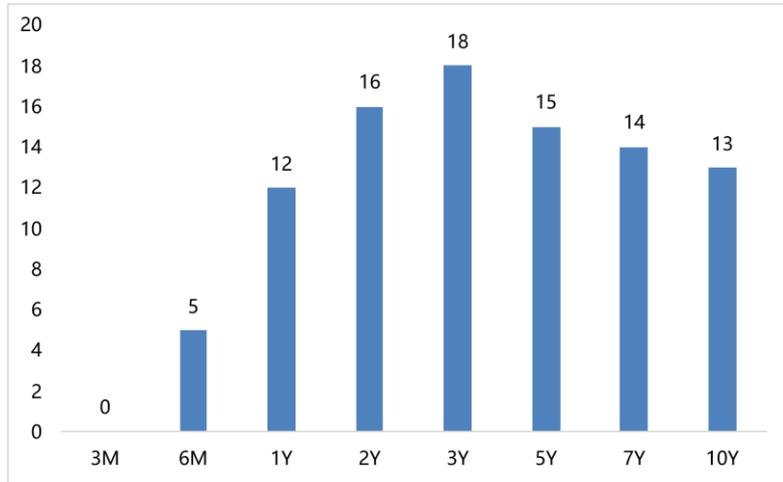
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	34.77	22.31	24.69	23.26	28.97
环比	0.90	-5.21	-1.65	-3.79	-6.25
年初以来	-13.06	-29.91	-38.54	-30.57	-37.95
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	47.00	37.39	40.21	44.37	45.44
2016 年以来分位数	24.66%	7.63%	6.89%	1.03%	7.97%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

春节前一周中债国开和中债国债收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 3.62BP 至 1.9265，3 年期上行 0.05BP 至 2.1891，5 年期上行 0.86BP 至 2.2885，10 年期上行 1.35BP 至 2.4379。

长期限高等级票据信用利差下行。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 0.90BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.21BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.65BP。

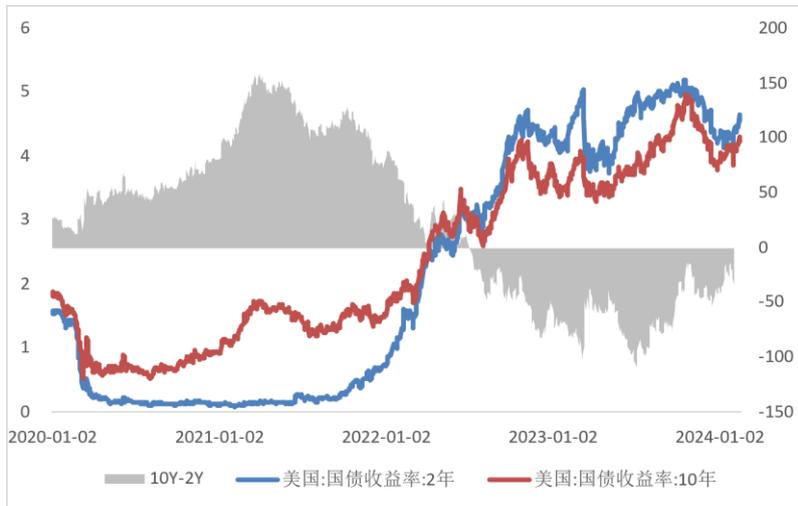
图 13: 节前一周美债各期限收益率涨跌幅 (BP)



数据来源: Wind、鑫元基金

春节前一周美债收益率上行。上周 10 年期美债收益率上行 13BP，10 年期国债收益率下行 1.35BP，中美利差倒挂程度有所扩大。全周来看，1 年期美债收益率上行 12BP，3 年期美债收益率上行 18BP，10 年期美债收益率上行 13BP。

图 14: 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

春节前一周美元指数上行，在岸人民币汇率升值，离岸人民币贬值。春节前一周美元指数上升 0.30%，在岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.04%，即期汇率升值 0.19%，离岸人民币汇率贬值 0.05%。

表 4: 节前一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	104.2766	7.1036	7.1927	7.2127
对照日期	103.9655	7.1006	7.1793	7.2161
涨跌	0.30%	-0.04%	-0.19%	0.05%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和节前一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

1月社融和信贷均超预期，M1同比大幅回升，能否持续至关重要。1月社融数据总量与结构均明显改善，居民信贷是亮点，M1同比大幅回升。金融数据“开门红”或说明经济内生动力正在修复，M1同比增速回升有望持续。今年春节假日期间旅游消费热度持续上升。居民旅游消费呈现新特征。从过去一年特别是本次春节各项数据看，疫情以来旅游渗透率或出现了明显提升。国内游表现明显好于出境游，出境游的恢复还有较大空间。三四线城市对电影票房的贡献提升，反映居民越来越重视体验式消费。

海外方面，美国通胀数据超预期。美国1月份CPI与核心CPI双双超预期，给美联储降息押注带来沉重打击。数据公布后，联邦基金交易员们基本放弃了3月份降息的想法，而5月降息也已不再是“铁板钉钉”。一个月以前，联邦基金交易员们预测美联储在3月降息的可能性高达70%，但目前已降至10%以下。英国和日本陷入技术性衰退。目前，市场预计英国央行最早可能在第二季度开始降息，利率下降将有助于英国经济走出衰退。与英国不同的是，日本央行尚未实质性地开启货币紧缩，过去三十年日本一直处于低通胀状态，这使得日本央行长期维持低利率、甚至负利率。如果日本经济增长受挫，不排除日央行会在结束宽松的决策上表现的更加谨慎。

（二）权益市场展望和策略

2月初，我们对造成本轮下跌的流动性风险进行了原因分析，并提出了可能终结下跌的策略方法。节前最后一周，市场终于止跌企稳，特别是之前跌幅较大的中小市值品种出现了久违的反弹行情。那么，有必要对之前分析的原因和策略方法做一回溯，看看导致市场下跌的流动性风险因素是否大部分得以消除，建议的策略方法是否得以实施。

1、流动性风险的宏观原因

1) 海外宏观金融条件：2023年下半年美元的实际利率上行，对于新兴市场造成了较大

的流出压力，部分消耗了 A 股市场内部的流动性。

2 月以来，强劲的经济数据和通胀数据发布，美国经济短期继续景气不着陆，之前担忧经济结构性问题而需要采取预防性降息的预期，基本上被完全修正。美债和美元重新回到去年 12 月中旬左右的位置。但是，从港股的表现来看，顶住了这次海外宏观金融条件变化带来边际压力，外资对于中国资产的总体预期暂时较为稳定。因此，可以认为海外宏观金融条件的变化暂不会对国内 A 股造成负面影响。

2) 国内宏观金融条件：从 6 月以来，金融维持紧缩条件，推动无风险利率持续下行，造成系统性风险偏好不断下降，对应权益的估值受到压制。

从固收市场的表现来看，国内金融条件在 12 月以来的改善，并未发生明显变化。但包括 1 月社融数据在内的改善，能否成为信用扩张周期的实质性拐点，依然不确定，毕竟 30 年超长债的收益率又再次下行了。

2、流动性风险的边际原因：1) 小市值因子在交易策略上过分暴露。同时量化基金强化了此类交易。机构卖出强宏观资产，买入成长行业，导致出现过度拥挤交易；市场波动率被压低，形成无系统性风险的情景，进一步推升过度拥挤交易和小市值因子的风险暴露。

2) 1 月以来市场资金快速卖出过度拥挤的成长行业和小市值，造成冲击，叠加外资因海外金融条件变化的重新流出，形成了市场大小共振下跌。

在节前一周，机构重仓的成长行业（半导体、电子、医药）出现了止跌盘整，一方面是短期较大跌幅后，出现了一定的超跌反弹需求；另一方面是市场其他资金与机构进行了换手。

其次，在赎回压力和交易约束下，指增量化降低了多头现货持仓，增加了股指期货的多单；高杠杆的量化基金，出现了从微盘股向中盘股的移仓；共同作用下中证 500 和中证 1000 的期货多头力量得到了增强，近远月合约之间的基差收窄；更多低杠杆中性基金因为基差收窄，转而增持指数重仓股，进一步推升中证相关指数。有关力量加大 500 和 1000ETF 的申购力度。小市值因子得到了修正。

同时，两市融资余额出现了快速下降，截至 2024 年 2 月 7 日，两融余额 14,438.33 亿，创 1 年以来的新低，占比也降至 A 股流通市值的 2.33%；反馈了非机构化资金的降杠杆。

3、流动性风险怎么结束？针对上述原因：1) 宏观原因：国内金融紧缩条件已经在实质性改善，这是重要的前提。2) 行业原因：成长类资产出现明显的波动降低和缩量盘整。量化

交易对于过度暴露因子的重新修正。这需要一些时间。3) 护住沪深 300 指数，同时在其他股指期货合约上做多。4) 加快平准基金入市。

综合前面的回溯，上述前三点，都得到了一定程度的实现，尽管过程仍有出乎意料的地方；平准基金的入市，预计也已在相关流程中了。

在二月初，我们认为“飘风不终朝，骤雨不终日”，现在风雨初歇，市场完成了大部分的阶段性出清，A 股的反弹已然展开。

(三) 债券市场展望和策略

降准执行、公开市场净回笼，跨春节资金面平稳宽松，权益市场上涨，风险偏好回升，长债利率小幅反弹。通胀与金融数据公布，剔除食品和能源的核心 CPI 高于同期值，显示下游需求有一定程度改善。1 月金融数据“开门红”，社融增量创单月新高，且结构有所改善。信贷超预期，其中票据融资、企业贷款形成拖累，但居民贷款表现强劲，企业、财政性存款多增、居民存款少增，M2-M1 剪刀差大幅收窄。随着假期效应、财政投放和地产政策的影响逐渐消退，后续金融数据的持续性仍有待观察。货币政策方面，央行发布四季度货政报告，淡化对信贷数量和增量的关注，更加强调结构以及存量的使用效率，并首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”；利率方面，继续强调要“推动社会综合融资成本稳中有降”，存贷款利率仍有下行空间。流动性层面，春节后现金将逐步回流，补充银行体系资金，在央行的呵护下，预计流动性将整体维持平稳。展望债市，预计长债利率将维持震荡偏强的走势，关注权益市场表现对债市的影响。建议利率债账户保持中性久期和仓位，关注长债活跃券的交易机会。信用债方面，由于当前期限利差已非常平坦，建议关注短期性价比更高的票息资产。

风险提示：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。