



煦风轻起 股债开门红

——鑫元周观点（2024. 2. 19-2024. 2. 25）

一、核心观点

宏观方面，LPR 利率调降，中央财经委和深改委会议相继召开，政策落地提速。节后第一周，消费需求趋于回落，而复工复产进度仍然偏慢。LPR 利率调降幅度超出市场预期，未来商业银行存款利率、央行政策利率等或将陆续调降。中央财经委员会第四次会议召开，强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，预计政策将有效促进投资和消费增长。中央全面深化改革委员会第四次会议召开，指出要增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力，预计土地资源流转将更加顺畅。后续两会、中央政治局会议、二十届三中全会等重磅会议将陆续召开，政策落地大概率提速，或将带动风险偏好回升，投资主线也将渐趋明朗化。

权益市场方面，海外宏观金融条件的短时趋紧暂不会对国内 A 股带来负面影响，而国内宏观流动性环境继续改善，对国内权益市场较为有利。值得关注的是，LPR 利率超预期调降之后，人民币兑美元的汇率保持稳定，并未出现贬值，反馈外资认为金融条件改善有利于经济总量的恢复。上周行业方面，春节期间海外人工智能在视频领域的突破性进展，以及英伟达超预期的财报，推升 AI 板块表现出色。目前来看，AI 硬件本身是较少可以持续的细分景气方向。光伏电新在外需逻辑的带动下，出现了一定的反弹，仍需观察库存周期和产能周期之间的匹配。市场整体判断方面，维持之前的判断，即“市场完成了大部分的阶段性出清，管理层更是给予了众多呵护，A 股的反弹已然展开”。后续市场的观察点可以放在 3 月两会可能的政策变化上。

固收市场方面，MLF 平价续作但 LPR 超预期降息，带动广谱利率下行，权益市场走强但对债市影响有限，多家银行陆续下调存款利率助推债市走强，曲线牛陡。节后复工复产进度整体偏慢。OMO 先净回笼，后净投放跨月流动性，资金面整体平稳，流动性分层有所加大。展望未来，债市正处于基本面数据真空期和两会召开前的窗口期，预计宽货币延续，资金面均衡偏松，“资产荒”的整体格局未变，短期内债券市场将保持震荡偏强的走势，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

中国 2 月 LPR 报价出炉，1 年期 LPR 报价持平于 3.45%，5 年期以上 LPR 下调 25 个基点至 3.95%，创历史最大降幅。此次贷款市场报价利率 LPR 下行，将有利于促投资、扩内需，有效支持经济延续回升向好势头。此次 5 年期以上 LPR 下调后，全国的房贷利率政策下限将调整至 3.75%。北京、上海等地多家银行宣布同步调整房贷利率。

国务院常务会议研究更大力度吸引和利用外资的政策举措，部署进一步做好防范化解地方债务风险工作。会议指出，要把稳外资作为做好今年经济工作的重要发力点，在扩大市场准入、优化公平竞争环境、畅通创新要素流动等方面加强服务保障。要强化配套政策支持，进一步推动一揽子化债方案落地见效；要强化源头治理，加快建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。

中央全面深化改革委员会第四次会议召开。会议强调要建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度，增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力。会议指出要紧扣制约科技与经济深度融合的突出问题，持续深化改革攻坚，加快建设全面创新的基础制度。要进一步提升基层应急管理能力和水平。会议审议通过《关于改革土地管理制度增强对优势地区高质量发展保障能力的意见》、《关于促进经济社会发展全面绿色转型的意见》等多项文件。

中央财经委员会第四次会议召开。会议研究了大规模设备更新和消费品以旧换新问题和有效降低全社会物流成本问题。会议强调，加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。物流是实体经济的“筋络”，联接生产和消费、内贸和外贸，必须有效降低全社会物流成本，增强产业核心竞争力，提高经济运行效率。会议指出，鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式，大力发展临空经济、临港经济。

住建部召开视频调度会议，推动城市房地产融资协调机制加快落地见效。会议要求，各商业银行要按照规程对“白名单”项目审查后放贷，对不予放贷的项目向金融监管部门报送“无法贷款的原因”，由城市政府及时协调解决。另外，要确保资金全部用于项目开发建设，严防资金被挪用于购地、偿还债务或其他投资。

证监会举行春节后首场发布会，释放多方面强监管信号。证监会介绍，没有 IPO 倒查 10 年的安排，但将大幅提高拟上市企业现场检查比例；将强化科技监管应用，提升举报奖励金额；更加聚焦欺诈发行、财务造假、违规占用担保、违规减持、擅自改变募集资金用途等违

法违规行为，密切盯防并严厉打击操纵市场、内幕交易等违法行为；紧盯上市公司滥用会计政策调节利润等恶劣行为。

（一）海外宏观

美国上周初请失业金人数降至 1 个月来新低，劳动力市场持续强劲。美国上周初请失业金人数为 20.1 万人，为 1 月 13 日当周以来的最低水平，预期为 21.8 万；至 2 月 10 日当周续请失业金人数 186.2 万人，预期 188.5 万人。

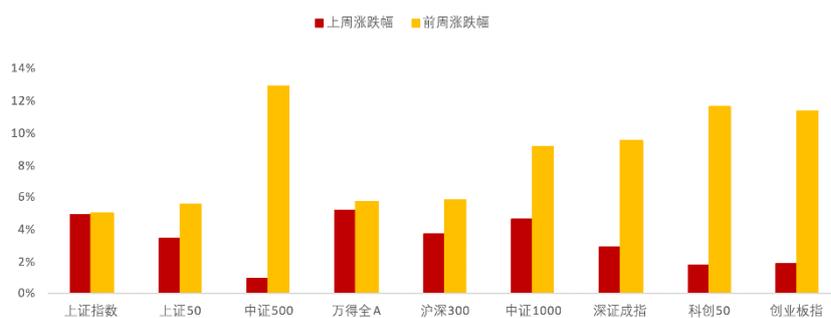
美联储会议纪要显示过早降息存在风险。美联储会议纪要显示，多数美联储官员认为，政策利率可能处于峰值，在更有信心通胀会达标前，不适合降息；大多数官员强调不确定高利率持续多久、强调以评估数据判断降通胀进展的重要性，两名官员指出长期紧缩带来经济下行风险。“新美联储通讯社”称，大多数联储官员担心的是过早降息和价格压力根深蒂固，而不是高利率保持过久。

欧洲央行官员认为过早降息带来的风险更大。欧洲央行发布 1 月货币政策会议纪要显示，欧央行管委会普遍认为现在讨论降息为时过早，过早降息比过度紧缩更加危险，如果经济活动比预期更强劲、工资增长加速或出现新的通胀压力，央行可能需要重新收紧政策。

三、市场回顾

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数集体上涨。截至 2 月 23 日，万得全 A 上涨 5.18%，上证指数上涨 4.85%，中证 1000 上涨 4.66%，沪深 300 上涨 3.71%，涨幅靠前。从行业板块看，上周**传媒、计算机、通信、综合金融**领涨。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/2/23	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	12.9	↑ 0.60	23.2	↑ 12.14	37.2%	39.0%	34.2%
深证成指	20.0	↑ 0.55	32.6	↑ 1.54	23.9%	11.1%	2.9%
上证50	10.1	↑ 0.44	35.2	↑ 17.31	54.3%	55.4%	45.2%
沪深300	11.4	↑ 0.49	22.8	↑ 6.69	28.0%	20.5%	18.7%
中证500	21.1	↑ 0.21	10.2	↑ 1.25	14.6%	27.0%	27.1%
中证1000	31.4	↑ 1.31	20.6	↑ 6.69	20.6%	32.4%	29.9%
创业板指	25.9	↑ 0.39	0.8	↑ 0.41	1.0%	1.8%	2.7%
科创50	41.8	↑ 0.03	23.7	↑ 0.18	23.7%	23.7%	24.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2024/2/23	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)	11.9	↑ 0.84	32.05%	↑ 14.87	32.1%	39.2%	59.2%
煤炭(中信)	11.1	↑ 0.82	57.27%	↑ 10.09	57.3%	88.5%	89.8%
有色金属(中信)	16.3	↑ 0.75	9.79%	↑ 3.67	9.8%	16.8%	25.3%
电力及公用事业(中信)	20.2	↑ 0.87	34.46%	↑ 7.02	34.5%	22.2%	31.8%
钢铁(中信)	35.3	↑ 1.07	69.32%	↑ 0.31	69.3%	87.6%	81.3%
基础化工(中信)	25.0	↑ 1.17	26.67%	↑ 3.42	26.7%	49.2%	39.9%
建筑(中信)	9.1	↑ 0.53	15.35%	↑ 8.68	15.3%	21.8%	29.9%
建材(中信)	21.8	↑ 0.58	59.10%	↑ 2.04	59.1%	87.8%	83.5%
轻工制造(中信)	31.5	↑ 2.15	35.89%	↑ 4.61	35.9%	64.5%	48.6%
机械(中信)	29.0	↑ 1.93	3.39%	↑ 1.54	3.4%	1.7%	2.5%
电力设备及新能源(中信)	17.8	↑ 0.56	0.53%	↑ 0.23	0.5%	1.0%	1.5%
国防军工(中信)	52.7	↑ 1.88	9.82%	↑ 1.56	9.8%	1.5%	2.2%
汽车(中信)	28.0	↑ 1.66	63.84%	↑ 2.37	63.8%	35.1%	5.0%
家电(中信)	14.7	↑ 0.31	16.55%	↑ 3.89	16.6%	15.6%	10.7%
纺织服装(中信)	24.5	↑ 1.03	13.54%	↑ 5.40	13.5%	17.6%	10.5%
医药(中信)	36.6	↑ 0.78	25.73%	↑ 5.91	25.7%	37.2%	28.3%
食品饮料(中信)	26.6	↑ 0.88	25.43%	↑ 2.82	25.4%	9.4%	4.5%
银行(中信)	5.3	↑ 0.32	28.82%	↑ 6.01	28.8%	32.1%	48.4%
非银行金融(中信)	17.0	↑ 0.46	43.94%	↑ 5.53	43.9%	61.7%	74.0%
交通运输(中信)	19.6	↑ 0.67	34.31%	↑ 5.44	34.3%	38.5%	23.2%
电子(中信)	61.0	↑ 2.40	71.03%	↑ 4.16	71.0%	65.3%	59.7%
通信(中信)	21.0	↑ 1.16	11.81%	↑ 1.82	11.8%	21.8%	32.9%
计算机(中信)	75.6	↑ 8.73	47.07%	↑ 8.62	47.1%	23.6%	11.2%
传媒(中信)	85.9	↑ 9.17	77.97%	↑ 3.65	78.0%	54.4%	41.7%
综合金融(中信)	60.0	↑ 4.64	85.61%	↑ 7.63	85.6%	85.6%	84.3%

数据来源：Wind、鑫元基金

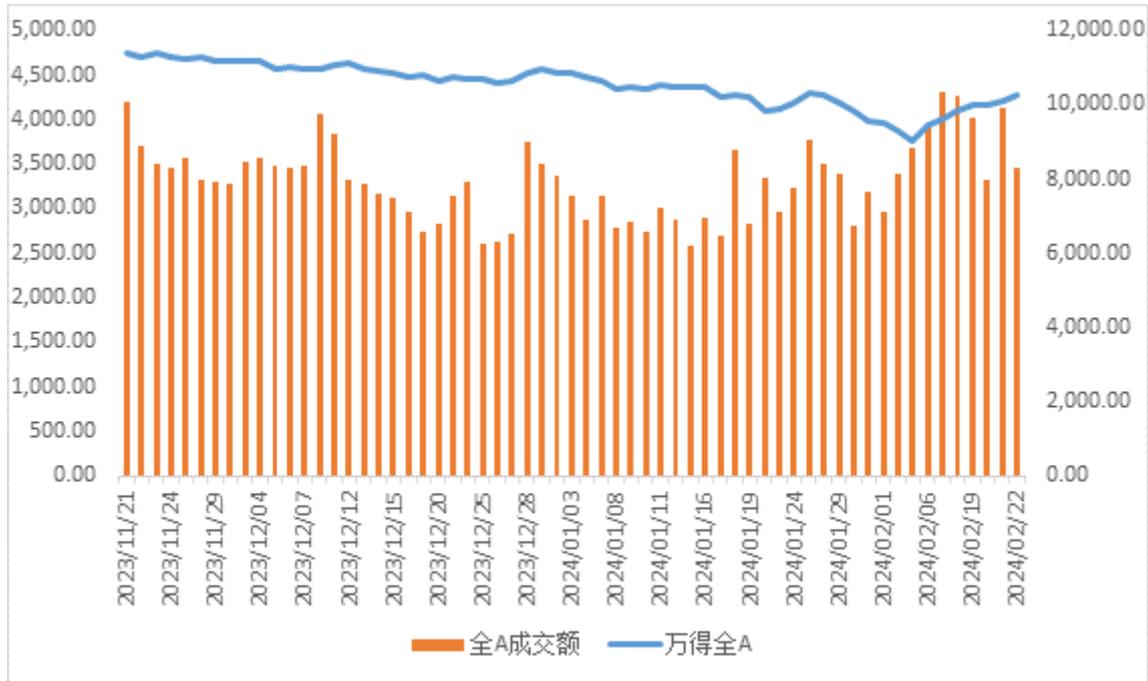
上周各宽基指数估值集体上涨，中证 1000、上证指数、深证成指、沪深 300 上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 40%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**传媒、计算机、综合金融、消费者服务、电子**上行最多。当前**综合金融、传媒、电子、钢铁、汽车**板块估值处于历史较高水平；**电新、机械、有色金属、国防军工、通信**板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，消费者服务，银行，传媒行业的拥挤度较高。

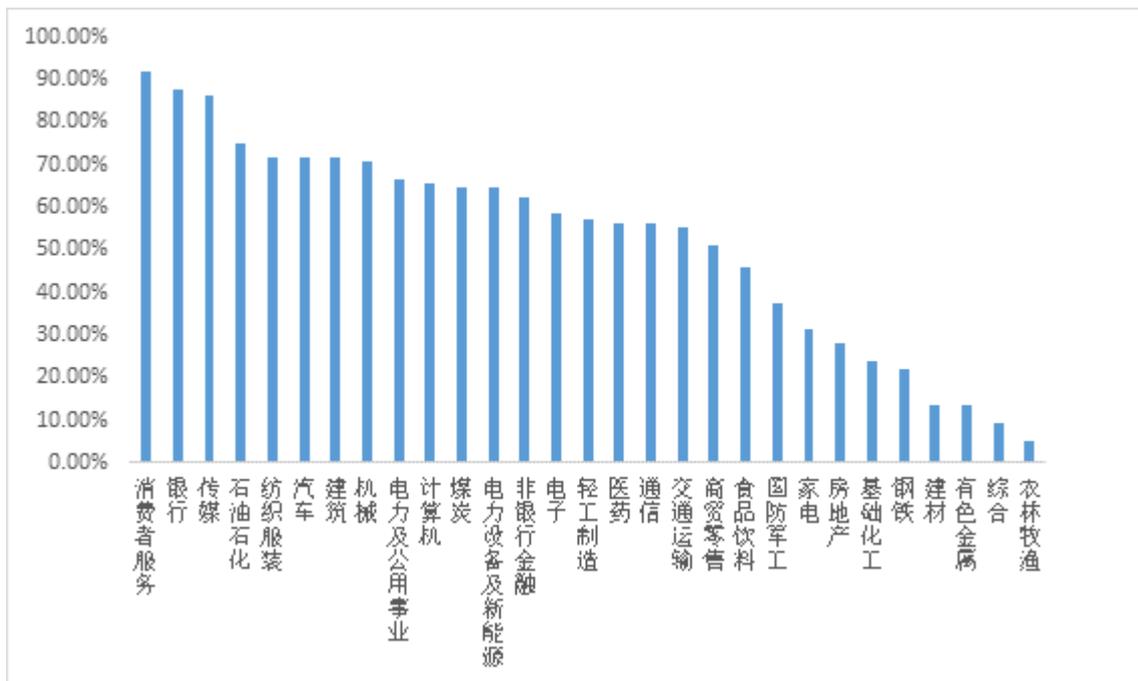
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.34%，处于历史 94%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



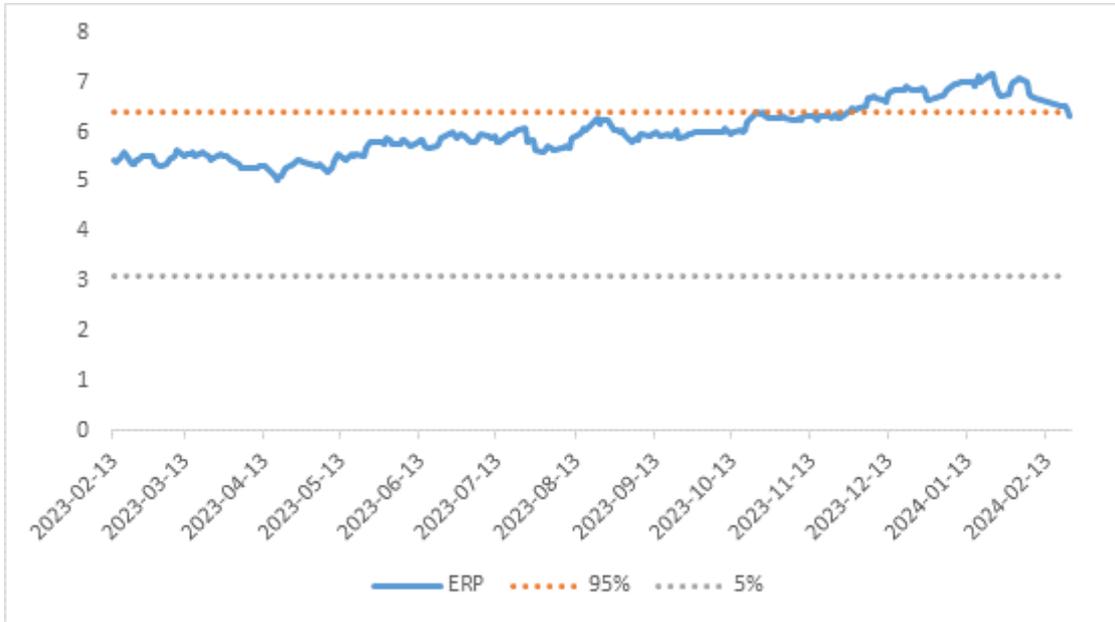
数据来源：Wind、鑫元基金

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

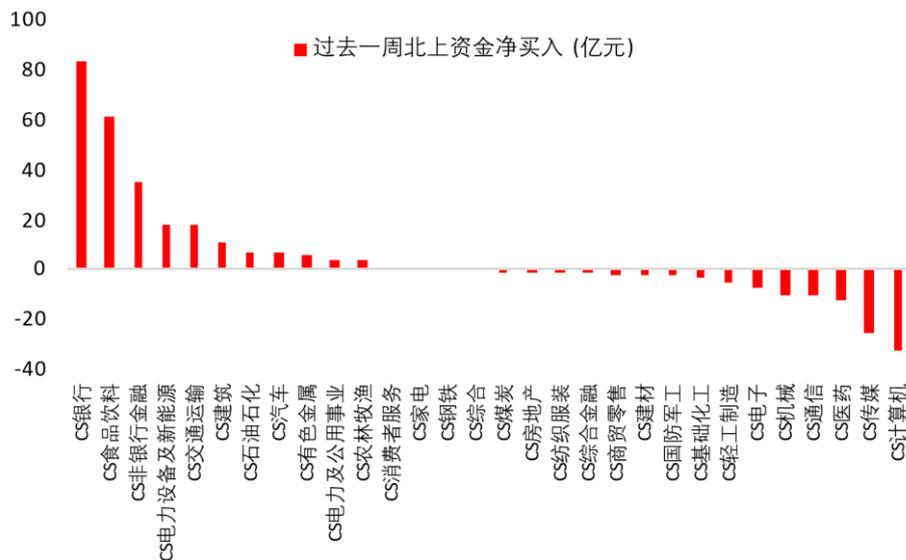


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 106.96 亿元，上上周净流入 160.82 亿元，最近一周北向资金净流入减少。上周增持金额排行靠前的行业是**银行**（↑ 83.48）、**食品饮料**（↑ 60.59）、**非银金融**（↑ 35.32）、**电新**（↑ 18.07）、**交通运输**（↑ 17.73）；减持金额排名靠前的行业是**计算机**（↓ 32.74）、**传媒**（↓ 25.64）、**医药**（↓ 12.17）、**通信**（↓ 10.7）、**机械**（↓ 10.2）。

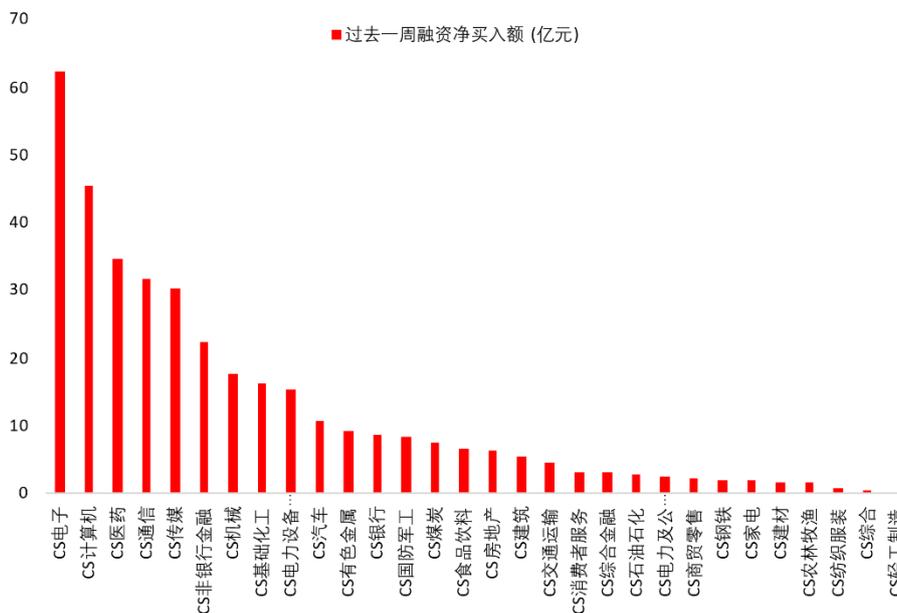
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

2月22日，两融资金占比为8.84%，2月8日为6.43%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至2月23日，上周融资净买入最大的五个行业为电子、计算机、医药、通信、传媒。

图8：上周两融资金行业流向（万元）

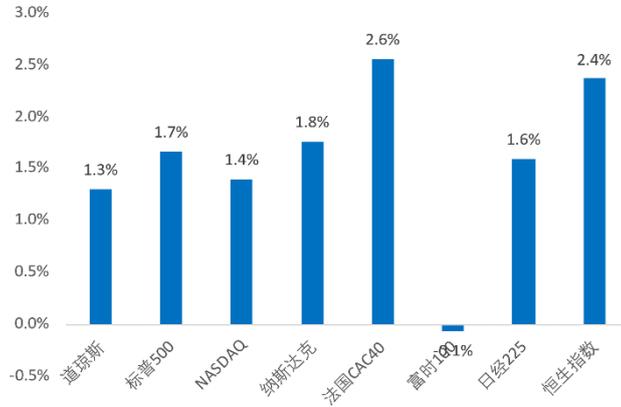


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍上涨。美国股市方面，道指上涨1.3%，标普500上涨1.7%，纳指上涨1.4%；欧洲股市方面，英国富时100下跌0.1%，法国CAC40上涨2.6%；亚太股市方面，日经指数上涨1.6%，恒生指数上涨2.4%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

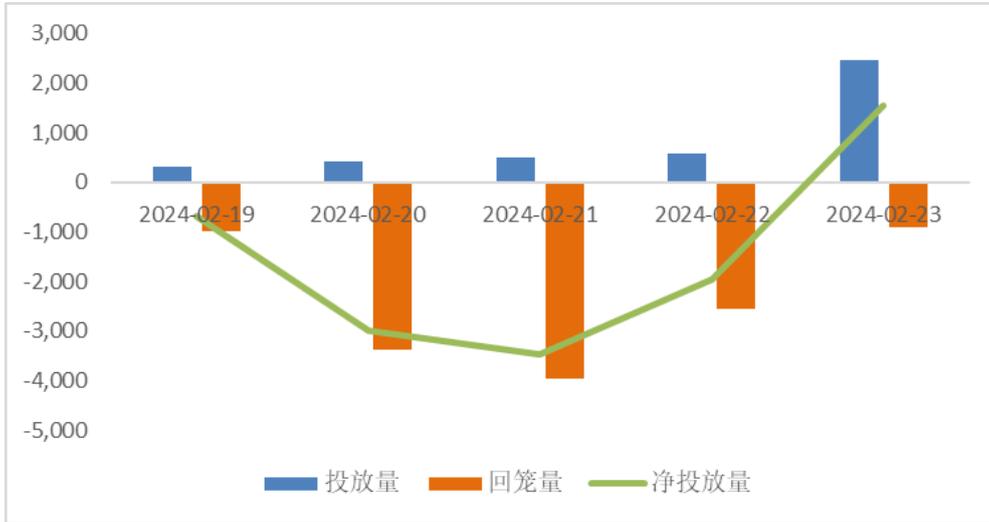


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 4270 亿元逆回购操作，因上周有 11820 亿元逆回购到期，上周实现净回笼 7550 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 300 亿元，地方政府债计划发行 2106.1 亿元，整体净缴款 2252.6 亿元。

表 1：2 月 26 日-3 月 1 日政府债发行缴款

单位：亿元

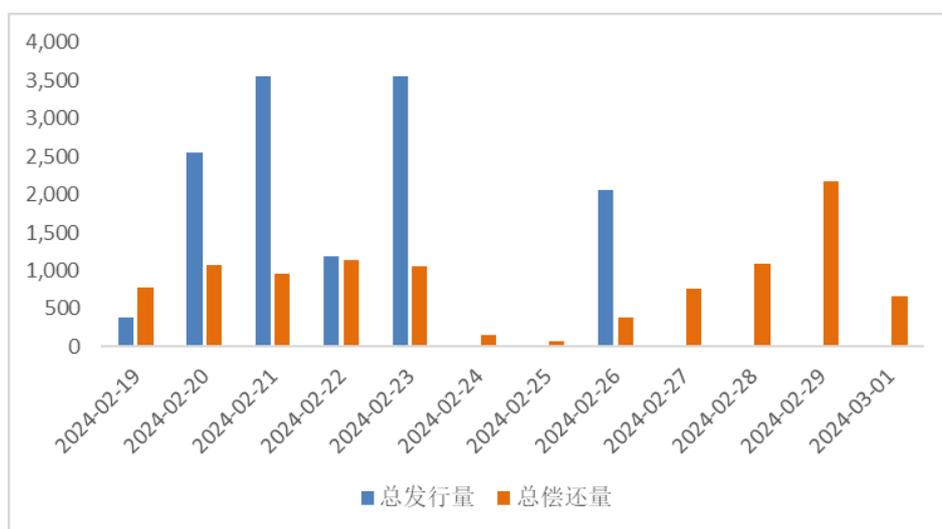
	2 月 26 日		2 月 27 日		2 月 28 日		2 月 29 日		3 月 1 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	国债	地方债	国债	地方债	国债
发行	0	122.5	0	812	0	0	122.5	0	812	0

到期	1450	258.3	0	149	0	1450	258.3	0	149	0
缴款	1240	0	0	122.5	0	1240	0	0	122.5	0
净缴款	631.7		-26.5		812		104.3		731	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：未来三周，同业存单分别到期 5304 亿元、5603 亿元和 9927 亿元。整体来看，三月上旬存单到期压力相对较大。

图 11：同业存单到期与发行



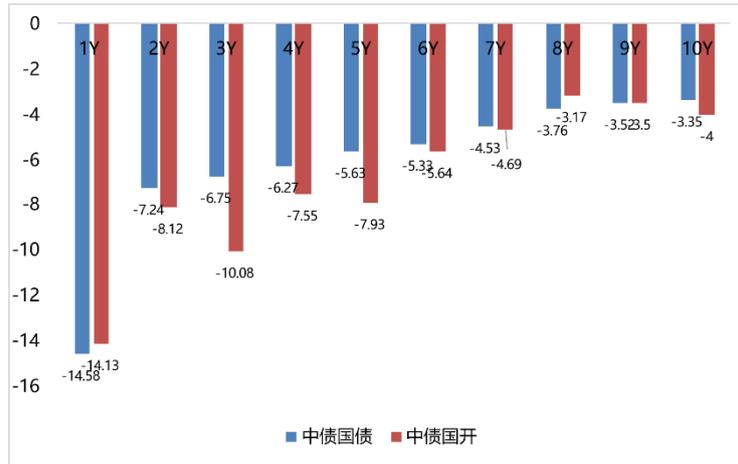
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：春节后资金面转松，DR001 基本在 1.6-1.8%之间波动，R001 在 1.6-1.9%区间，二者均值分别较节前一周下行 6bp、4bp。2 月 18-23 日，银行体系日均净融出 4.4 万亿元，高于前一周的 3.6 万亿元。周内来看，全周基本维持在 4.4 万亿元左右，高点为上周三，为 4.45 万亿元，随后震荡下降，上周五收至 4.35 万亿元。

票据利率：票据利率整体呈先涨后跌走势。在前半周虽然中小机构买入力度较大，但是在节前储备的交易盘在节后给市场带来的抛售，还有国有行和股份制行一直在积极出票，叠加农行高价收票，买盘收票情绪较低，导致市场整体供大于求，利率持续上行，直至上周五，随着利率的上行，非银机构进场配置，同时部分银行通过收票补规模，供需双方报价逐步走低，票据利率止涨转跌。

(三) 债券市场

图 12：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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	35.35	12.61	15.14	27.62
环比	7.83	1.12	2.28	-9.53
年初以来	4.64	-11.45	-3.93	22.89
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	27.24	15.51	17.91	53.92
2016 年以来分位数	75.38%	28.89%	33.50%	19.08%

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	42.04	26.29	31.09	26.72	34.38
环比	6.73	3.33	5.63	2.28	3.22
年初以来	-5.79	-25.93	-32.14	-27.11	-32.54
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	46.96	37.35	40.17	44.30	45.40
2016 年以来分位数	46.59%	15.69%	17.56%	3.33%	14.66%

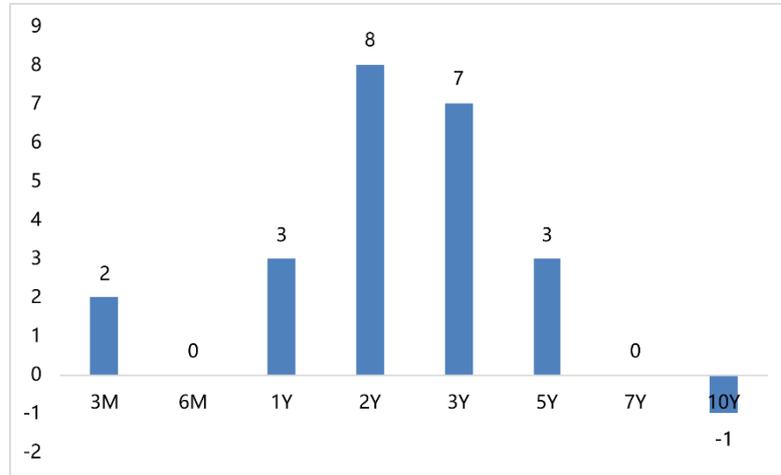
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国开和中债国债收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 14.58BP 至 1.7699，3 年期下行 6.75BP 至 2.1909，5 年期下行 5.63BP 至 2.2495，10 年期下行 3.35BP 至 2.4009。

长期高等级票据信用利差上行。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 6.73BP，

中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 3.33BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 5.63BP。

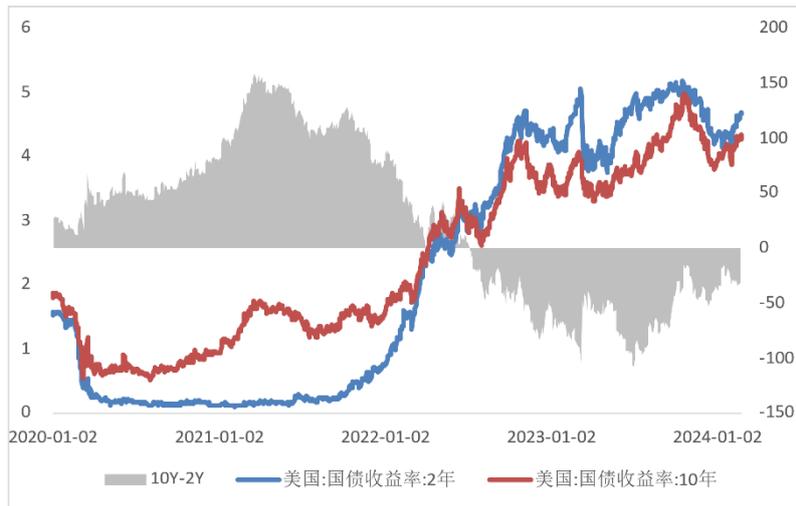
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率多数上行。上周 10 年期美债收益率下行 1BP，10 年期国债收益率下行 14.58BP，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 3BP，3 年期美债收益率上行 7BP，10 年期美债收益率下行 1BP。

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

上周美元指数下行，在岸人民币汇率升值，离岸人民币贬值。上周美元指数下降 0.27%，在岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.05%，即期汇率升值 0.01%，离岸人民币汇率贬值

0.08%。

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	103.9738	7.1064	7.1984	7.2057
对照日期	104.2525	7.1032	7.1976	7.2113
涨跌	-0.27%	-0.05%	-0.01%	0.08%

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，LPR 利率调降，中央财经委和深改委会议相继召开，政策落地提速。节后第一周，消费需求趋于回落，而复工复产进度仍然偏慢，工业品需求修复也相对较慢，显示经济基本面偏弱，依然需要政策予以呵护。上周 LPR 利率非对称调降，5 年期 LPR 利率调降 25BP，幅度超出市场预期。LPR 利率调降旨在进一步降低社会综合融资成本，推进居民和企业信用扩张。未来商业银行存款利率、央行政策利率等或将陆续调降，货币政策环境或将趋于宽松。上周中央财经委员会第四次会议召开，强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低全社会物流成本，预计政策将有效促进投资和消费增长，提升全社会有效需求。中央全面深化改革委员会第四次会议召开，指出要增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力，建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度。土地资源作为最重要的生产资源之一，以往跨区域流动存在较大阻碍，后续土地资源流动若更加顺畅，将会有效激发经济回升动力。上半年两会、中央政治局会议、二十届三中全会等重磅会议将陆续召开，政策落地大概率提速，或将带动风险偏好回升，投资主线也将渐趋明朗化。

（二）权益市场展望和策略

1、上周海外宏观没有新增的边际信息，基本保持平稳。美国经济维持景气，降息预期得到修正。根据上周周策的分析，降息预期基本修正到去年 12 月上中旬左右的位置，即美元指数在 104 附近，10 年美债收益率在 4.3%附近，展开震荡。我们维持上周的判断：海外宏观金融条件的短时趋紧暂不会对国内 A 股带来负面影响。

2、国内宏观流动性环境继续改善，LPR 超预期降息，带动短端利率下行。值得关注的是，LPR 超额下降之后，人民币兑美元的汇率保持稳定，并未出现贬值，反馈外资认为金融条件

改善有利于经济总量的恢复。我们还看到 30 年长债收益率再创新低，这一趋势性下行的变化或许要等到 3 月两会的政策观察点。

3、上周行业方面：春节期间海外人工智能在视频领域的突破性进展，以及英伟达超预期的财报，推升 AI 板块表现出色。目前来看，AI 硬件本身是较少可以持续的细分景气方向。

光伏电新在外需逻辑的带动下，出现了一定的反弹，仍需观察库存周期和产能周期之间的匹配。周期性行业在供给侧以及红利风格偏好的影响下，也出现了一定幅度的反弹。微盘股的反弹更多体现了超跌之后市场风偏的改善幅度。

市场整体判断方面，维持之前的判断，即“市场完成了大部分的阶段性出清，管理层更是给予了众多呵护，A 股的反弹已然展开”。后续市场的观察点可以放在 3 月两会可能的政策变化上。

（三）债券市场展望和策略

MLF 平价续作但 LPR 超预期降息，带动广谱利率下行，权益市场走强但对债市影响有限，多家银行陆续下调存款利率助推债市走强，曲线牛陡。宏观数据真空期，偏松的货币格局延续。高频数据方面，节后第一周复工复产进度整体偏慢，消费热度较假期趋于回落，同时受到大范围寒潮天气的影响，交通运输、投资施工均有限制，随着复工的加快、项目陆续开工，预计工业生产数据或将加快修复。流动性方面，OMO 先净回笼，后净投放跨月流动性，资金面整体平稳，但随着月末的临近，流动性分层有所加大。展望未来，债市正处于基本面数据真空期和两会召开前的窗口期，预计宽货币延续，资金面均衡偏松，“资产荒”的整体格局未变，短期内债券市场将保持震荡偏强的走势，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。