

# 宏观经济平稳开局 权益市场交易活跃

——鑫元周观点（2024. 3. 18-2024. 3. 24）

## 一、核心观点

**宏观方面**，国内 1-2 月经济数据超预期，海外超级央行周搅动市场。上周公布的国内 1-2 月各项经济数据普遍超预期，宏观经济取得开门红，但考虑到无法完全剔除春节错位对 1-2 月经济数据造成的影响，对于经济恢复力度的判断仍待后续数据予以验证。上周超级央行周，日本作为全球最后一个仍然实施负利率的国家，于上周完全退出负利率政策并结束 YCC 曲线控制；美联储维持利率不变，但声明近期或将缩减 QT 规模；瑞士法郎作为美元指数构成货币之一，瑞士央行意外降息导致美元指数强势上行，非美货币多数贬值，亚太地区货币贬值较为明显，权益市场承压。

**权益市场方面**，上周 A 股结束连续上涨，进入盘整。上证指数微跌 0.22%，止步周线 5 连阳。随着指数的反弹，市场交易持续活跃，投资者风险偏好持续修复，资本市场改革持续深化。近期北向资金大幅流入，结构性机会不断显现，投资者的信心得到明显增强，但近期积累的获利盘也给行情的进一步上行带来了阻力。在人民币汇率突然打破前期震荡区间走弱的影响下，上周五权益市场出现了较为明显的调整。海外各大央行纷纷对货币政策进行了调整或者吹风，造成了全球外汇市场的扰动，美元意外走强影响了人民币的汇率。我们认为，海外的扰动可能会带来对 A 股短期的影响，但是国内经济复苏的进程不会被这些扰动所打断，资本市场制度的改革同样不会受此影响，所以市场对经济基本面预期边际改善将会持续，在此背景下结构性机会仍将继续显现。

**固收市场方面**，上周央行再度开启 20 亿“地量”公开市场操作，资金面呈均衡格局，资金价格略有抬升；1-2 月，工业增加值、社零、固定资产投资、地产投资均好于预期，加上之前的出口数据，均显示经济在好转趋势中，只不过地产投资、销售低位未有显著改变；国新办发布会，央行副行长表示，法定存款准备金率仍有下降空间，正加强监测资金空转问题，将密切关注企业贷款转存和转借等情况；国常会提出进一步优化房地产政策，系统谋划相关支持政策。周内多、空双方围绕超长期国债发行方式、汇率走势、监管重申降准有空间、监

管窗口指导公募债基杠杆上限等事件和传言展开拉锯式角逐，债市整体呈现震荡格局。展望来看，目前1年国股2.25%，10年国债2.335%，30年国债2.485%，利率水平依旧偏低，曲线依旧偏平，市场短暂调整后，情绪有所好转，后续债市短期仍面临资金价格中枢难以下移、一级供给放量、基本面阶段改善、风险偏好底部回升等压力。策略上，建议多看少动，并保持组合流动性。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**中国 1-2 月经济运行起步平稳，为全年发展奠定了较好基础。**从生产看，工业生产有所加快。1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 7%，比上年 12 月份加快 0.2 个百分点。从需求看，市场销售继续恢复。1-2 月份，社会消费品零售总额 81307 亿元，同比增长 5.5%。投资增速回升，1-2 月份，全国固定资产投资同比增长 4.2%，比上年全年加快 1.2 个百分点。就业形势总体稳定，1-2 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。2 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点，比上年同月下降 0.3 个百分点。

**中国 1-2 月财政收入延续增长、支出靠前发力。**财政部数据显示，1-2 月，全国一般公共预算收入 44585 亿元，同比下降 2.3%；一般公共预算支出 43624 亿元，增长 6.7%。其中，证券交易印花税 150 亿元，下降 46.8%；国有土地使用权出让收入 5625 亿元，与去年同期持平。1-2 月财政收入增速降幅收窄，财政支出进度加快。

**国务院办公厅印发《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》，提出 5 方面 24 条措施。**一是扩大市场准入，提高外商投资自由化水平。合理缩减外商投资准入负面清单，开展放宽科技创新领域外商投资准入试点，扩大银行保险领域外资金融机构准入，拓展外资金融机构参与国内债券市场业务范围，深入实施合格境外有限合伙人境内投资试点。二是加大政策力度，提升对外商投资吸引力。扩大鼓励外商投资产业目录和外资项目清单，落实税收支持政策，加大金融支持力度，强化用能保障，支持中西部和东北地区承接产业转移。三是优化公平竞争环境，做好外商投资企业服务。四是畅通创新要素流动，促进内外资企业创新合作。五是完善国内规制，更好对接国际高标准经贸规则。

**国新办就近期投资、财政、金融有关数据及政策情况举行发布会。**央行副行长宣昌能表示，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间；正加强监测资金空转问题，将密切关注企业贷款转存和转借等情况。国家发改委副主任刘苏

社表示，正在研究起草民营经济促进法，将加快中央预算类投资计划的下达进度，适当扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金的范围。财政部副部长廖岷表示，中国政府的负债水平是适度的，将引导政府性融资担保机构加大对劳动密集型企业的倾斜，不断完善外商投资权益保护机制，缩减外商投资准入负面清单。

**财政部等三部门印发《划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理暂行办法》。**《办法》规定，中央层面现金收益由全国社会保障基金理事会（以下简称社保基金会）进行投资运营，地方层面将不低于上年底累计现金收益的 50%，委托给社保基金会进行投资运营；对投资管理机构的考核应当体现鼓励长期投资（3 年以上）的导向；社保基金会持有的现金收益可以进行投资的范围，包括银行存款、利率类产品、信用类产品、股票类产品、对划转企业及其控股企业的增资，以及股权投资。

**国务院总理李强主持召开国务院常务会议。**会议研究统筹融资信用服务平台建设、提升中小微企业融资便利水平的举措，听取关于优化房地产政策、促进房地产市场平稳健康发展有关情况的汇报，审议通过《国际邮轮在中华人民共和国港口靠港补给的规定（草案）》。会议指出，要加强融资信用服务平台的统一规划、优化整合和信息共享，并与现有征信体系等做好衔接；要以推进平台建设为契机，加快完善数据的权属、安全、交易等基础制度，夯实数据开发开放和流通使用的制度基础。要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效；加快完善“市场+保障”的住房供应体系改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。要充分发挥我国市场空间大、制造实力强等优势，积极发展邮轮经济等新增长点，及时优化完善配套制度和服务体系。

## **（二）海外宏观**

**美联储如期按兵不动，将联邦基金利率维持在 5.25%至 5.5%之间不变。**美联储重申，将等到对通胀更有信心再降息。委员们一致同意此次的利率决定；将贴现利率维持在 5.5%不变；将继续以同样的速度减持国债和住房抵押贷款支持证券。美联储将今年的 GDP 增长预期由 1.4%大幅上调至 2.1%。此外，点阵图显示，官员们仍预计今年降息三次，缩减 2025 年降息预期。利率决议后，美元、美债收益率快速走低，美股、黄金拉升。

**日本央行时隔 17 年再度加息，结束持续 8 年的负利率政策，为全球最后一个放弃负利率政策的主要经济体。**日本央行宣布加息 10 个基点，将政策利率从-0.1%至 0 上调至 0%-0.1%；

取消国债收益率曲线控制（YCC）政策，一年后将停止购买商业票据及公司债；停购日股 ETF 及房地产投资信托基金（REITs）。日本央行行长植田和男表示，将在一段时间内维持宽松的政策立场；加息步伐取决于经济和通胀；预计存款和贷款利率不会大幅上升。

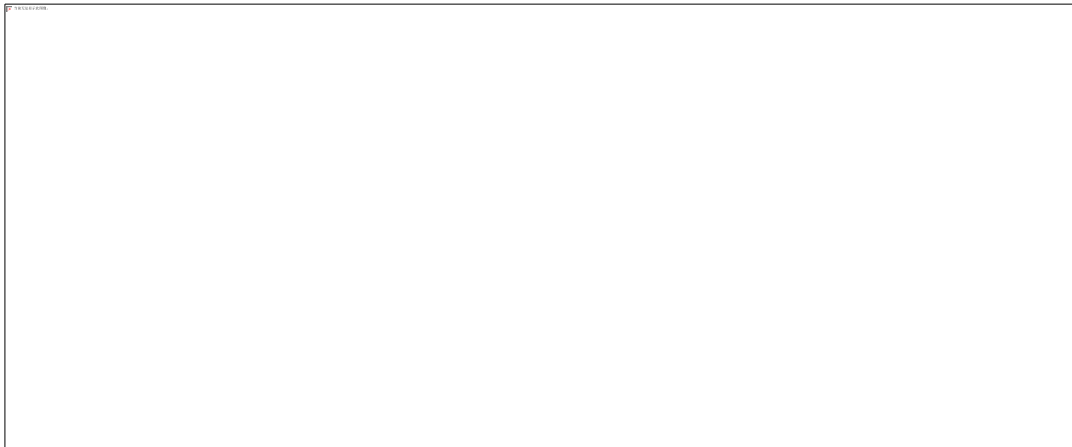
**美国上周初请失业金人数徘徊历史低位，劳动力市场仍具弹性。**美国截至 3 月 16 日当周初请失业金人数 21.0 万人，预期 21.5 万人，前值 20.9 万人；四周均值 21.125 万人，预期 21.5 万人，前值 20.8 万人。截至 3 月 9 日当周续请失业金人数 180.7 万人，预期 182.0 万人，前值 181.1 万人。

**美国 3 月制造业 PMI 创近两年新高，服务业低迷，通胀压力急速攀升。**美国 3 月标普全球制造业 PMI 初值 52.5，预期 51.7，2 月终值 52.2，初值 51.5；服务业 PMI 初值 51.7，预期 52.0，2 月终值 52.3，初值 51.3；综合 PMI 初值 52.2，预期 52.2，2 月终值 52.5，初值 51.4。

### 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 股各宽基指数多数下跌。截至 3 月 22 日，上涨的宽基指数仅有中证 1000，上涨 0.72%。科创 50 下跌 1.79%，中证 500 下跌 1.28%，上证 50 下跌 0.99%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**传媒、农林牧渔、计算机、电子、国防军工**领涨，**建材、医药、家电、有色金属、非银金融**领跌。

## 2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/3/22	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	13.1	↑ 0.04	26.2	↑ 1.49	43.3%	49.3%	42.3%
深证成指	21.1	↓ 0.08	36.6	↓ 0.54	26.2%	14.9%	6.8%
上证50	9.9	↑ 0.03	31.3	↑ 1.54	49.3%	48.4%	40.6%
沪深300	11.5	↑ 0.02	24.5	↑ 0.65	30.0%	23.9%	22.5%
中证500	21.8	↓ 0.18	12.6	↓ 1.12	17.6%	32.3%	33.7%
中证1000	33.5	↑ 0.15	25.0	↑ 0.34	25.0%	38.6%	35.0%
创业板指	28.0	↓ 0.20	2.3	↓ 0.23	2.9%	5.3%	6.8%
科创50	45.5	↓ 1.00	46.3	↓ 2.29	46.3%	46.3%	48.6%

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）

	2024/3/22	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)	12.5	↑ 0.27	34.86%	↑ 1.23	34.9%	41.8%	62.6%
煤炭(中信)	10.2	↓ 0.18	46.64%	↓ 2.65	46.6%	74.2%	72.6%
有色金属(中信)	17.4	↓ 0.28	14.68%	↓ 0.43	14.7%	25.1%	37.5%
电力及公用事业(中信)	20.4	↓ 0.03	35.77%	↓ 0.14	35.8%	23.6%	33.3%
钢铁(中信)	30.7	↓ 5.13	65.27%	↓ 4.41	65.3%	85.1%	77.7%
基础化工(中信)	25.9	↓ 0.58	28.53%	↓ 1.18	28.5%	52.3%	41.1%
建筑(中信)	9.1	↓ 0.02	15.57%	↓ 0.81	15.6%	22.1%	30.3%
建材(中信)	22.2	↑ 1.02	61.24%	↑ 4.71	61.2%	89.9%	86.3%
轻工制造(中信)	31.8	↓ 0.03	37.45%	↓ 0.22	37.5%	66.2%	50.9%
机械(中信)	31.6	↓ 0.18	8.36%	↓ 0.95	8.4%	7.3%	10.3%
电力设备及新能源(中信)	19.8	↓ 0.12	2.99%	↓ 0.16	3.0%	5.5%	8.2%
国防军工(中信)	56.7	0.00	15.46%	↑ 0.01	15.5%	8.2%	6.5%
汽车(中信)	31.1	↑ 0.16	66.58%	↓ 0.01	66.6%	39.8%	9.8%
家电(中信)	15.2	↓ 0.34	20.87%	↓ 3.78	20.9%	18.6%	14.7%
纺织服装(中信)	25.5	↓ 0.50	19.72%	↓ 2.88	19.7%	22.0%	15.6%
医药(中信)	37.3	↓ 1.06	29.61%	↓ 7.13	29.6%	39.4%	29.7%
食品饮料(中信)	27.0	↓ 0.19	27.22%	↓ 0.84	27.2%	11.1%	5.9%
银行(中信)	5.1	↑ 0.02	24.98%	↑ 0.48	25.0%	29.7%	44.4%
非银行金融(中信)	16.7	↑ 0.25	39.81%	↑ 2.73	39.8%	55.5%	67.8%
交通运输(中信)	19.1	↓ 0.09	30.81%	↓ 0.81	30.8%	33.5%	21.2%
电子(中信)	66.7	↑ 0.86	81.11%	↑ 1.87	81.1%	75.3%	70.2%
通信(中信)	21.6	↑ 0.60	14.19%	↑ 1.99	14.2%	26.0%	39.0%
计算机(中信)	89.5	↑ 4.04	56.98%	↑ 2.33	57.0%	36.7%	27.1%
传媒(中信)	81.7	↑ 5.76	75.84%	↑ 2.07	75.8%	52.4%	39.3%
综合金融(中信)	48.5	↓ 3.57	68.48%	↓ 4.21	68.5%	68.5%	65.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

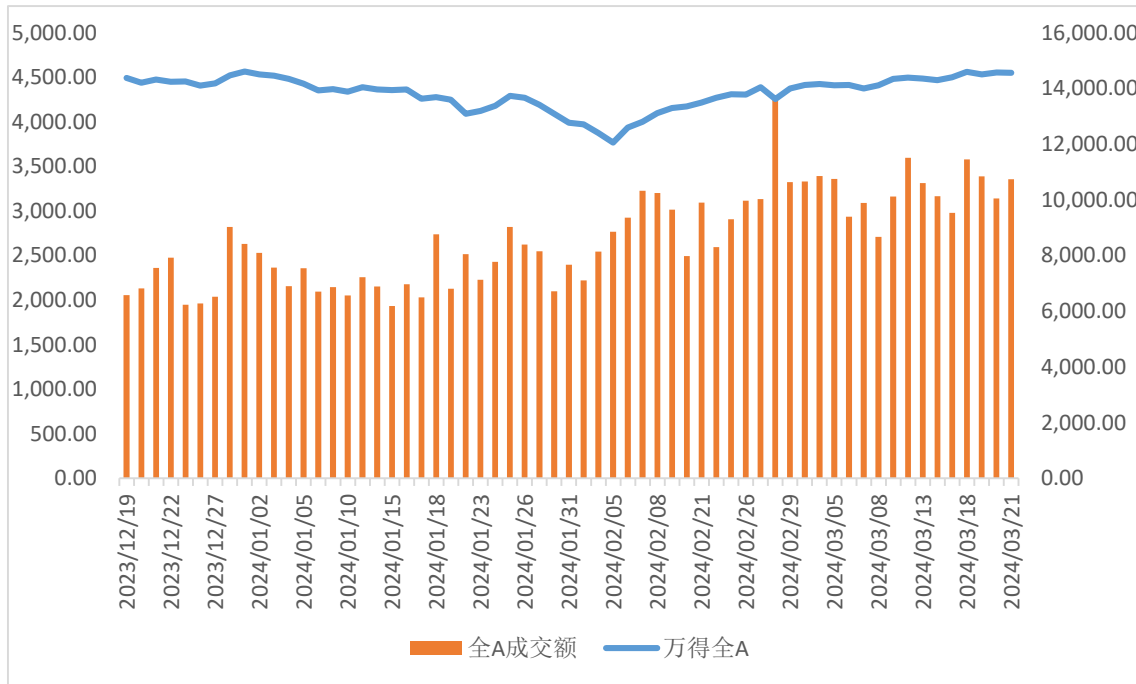
上周各宽基指数估值分化，传媒、计算机、建材估值上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周传媒、计算机、建材、电子、通信估值上行最多，钢铁、综合金融、医药、消费者服务、基础化工估值下行最多。当前电子、传媒、综合金融、汽车、钢铁板块估值处于历史较高水平；电新、机械、通信、有色金属、国防军工板块估值处于历史较低水平。

### 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，上周市场放量震荡。从行业拥挤度的角度，机械，传媒，汽车行业的拥挤度较高。

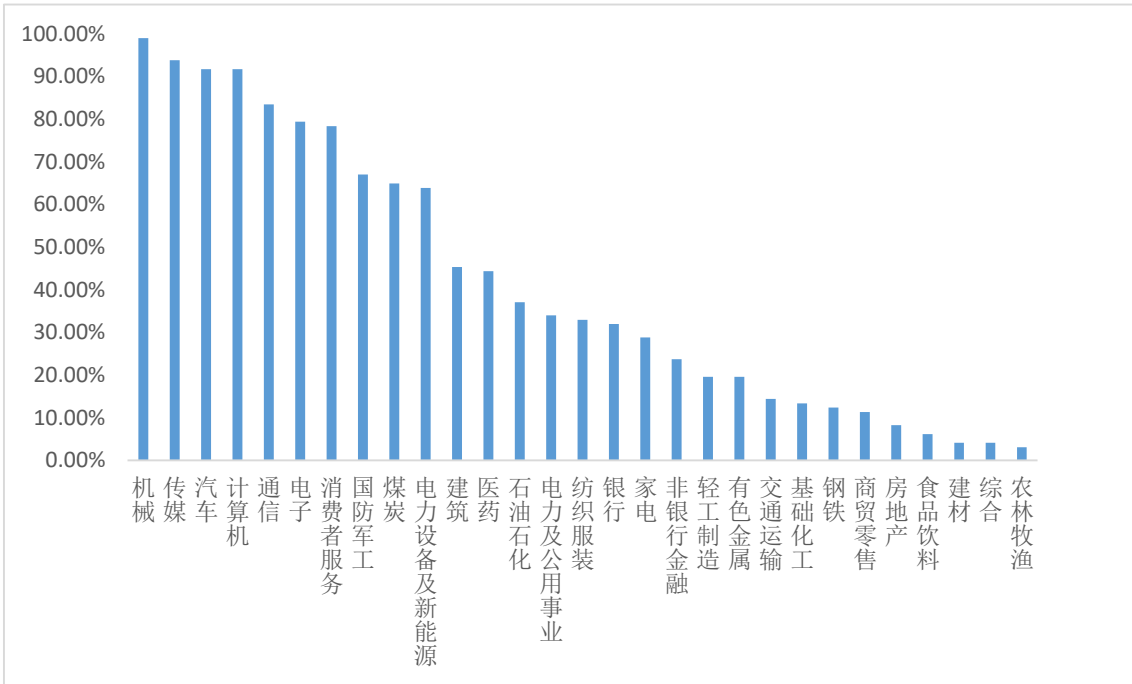
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.34%，处于历史 94%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



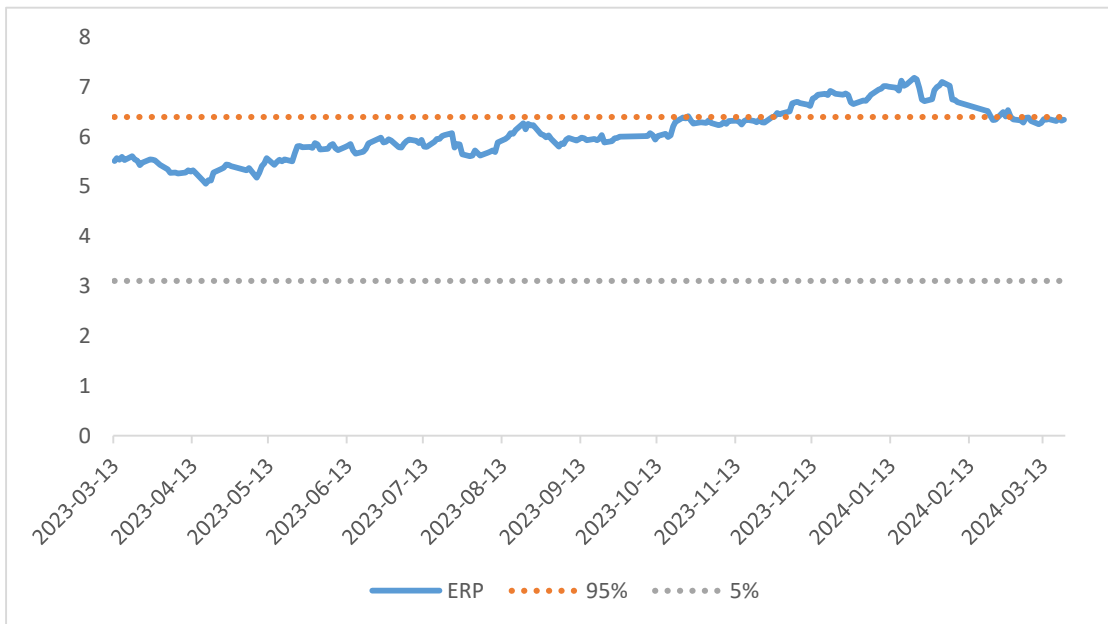
数据来源：Wind、鑫元基金

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



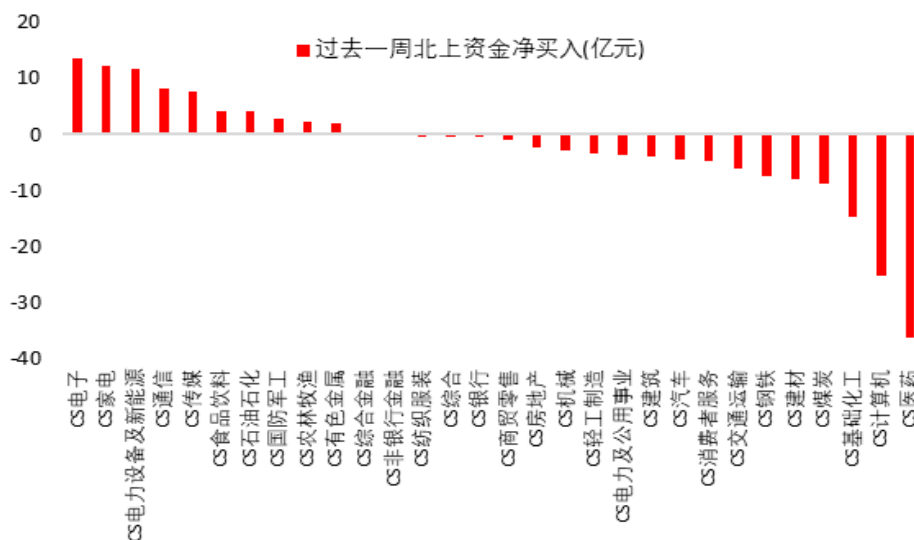
数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

上周北向资金净流出 78 亿元，上上周净流入 328 亿元，最近一周北向资金净流入转净流出。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 13.54）、家电（↑ 12.23）、电新（↑ 11.62）、通信（↑ 8.04）、传媒（↑ 7.61）；减持金额排名靠前的行业是医药（↓ 36.07）、计算机

(↓ 25.26)、**基础化工** (↓ 14.82)、**煤炭** (↓ 8.74)。

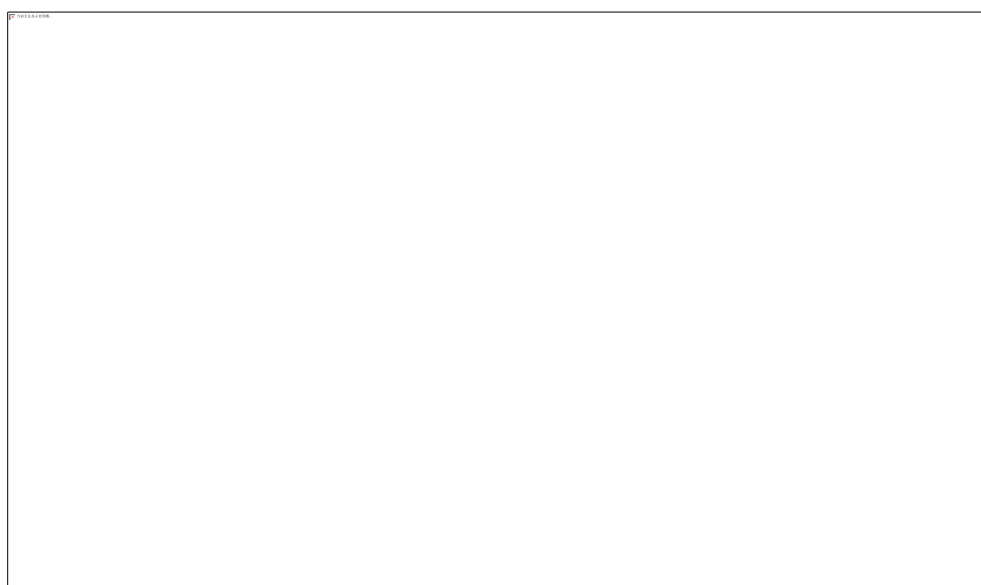
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

3月21日，两融资金占比为2.23%，3月15日为2.21%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至3月22日，上周融资净买入最大的五个行业为医药、计算机、电子、汽车、有色金属。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）



数据来源：Wind、鑫元基金

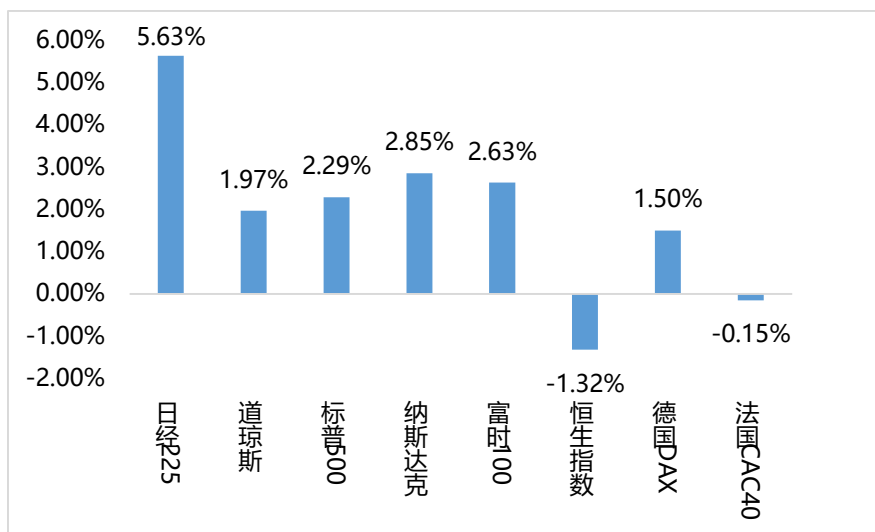
## 5、海外权益市场

上周海外股市大多上涨。美国股市方面，道指上涨 1.97%，标普 500 上涨 2.29%，纳指上涨 2.85%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 1.5%，英国富时 100 上涨 2.63%，法国 CAC40 下跌



0.15%；亚太股市方面，日经指数上涨 5.63%，恒生指数下跌 1.32%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

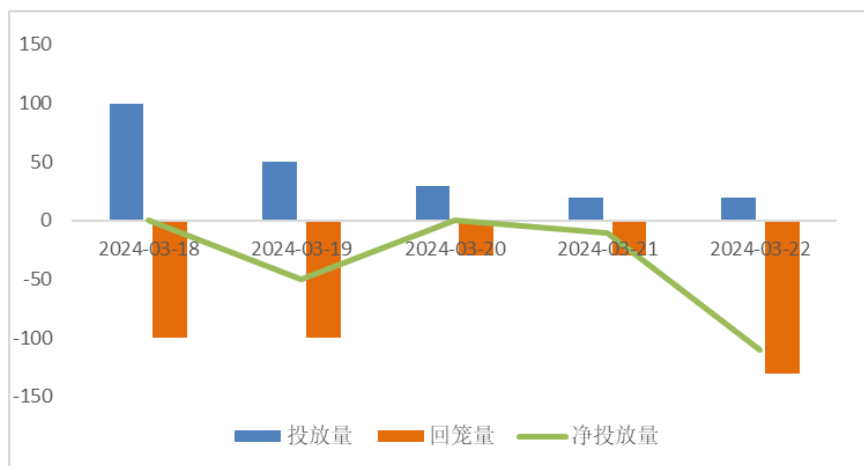


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 220 亿元逆回购操作，有 390 亿元逆回购到期，本现净回笼 170 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：**本周国债无发行计划，地方政府债计划发行 2251.9 亿元，整体净缴款 535.2 亿元。

表 1：3 月 25 日-3 月 29 日政府债发行缴款

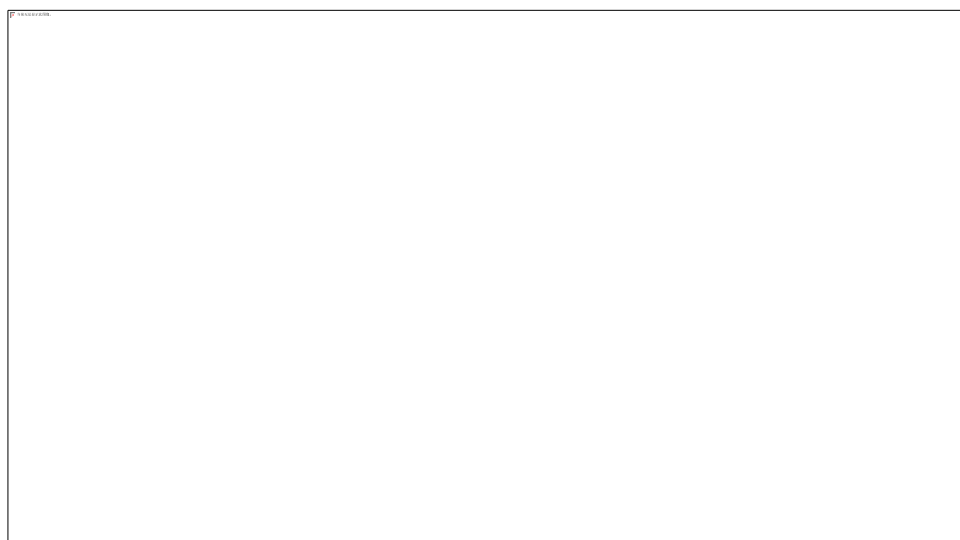
单位：亿元

	3月25日		3月26日		3月27日		3月28日		3月29日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	168	0	355.6	0	1079.6	0	58.2	0	590.6
到期	1456	502.2	0	20	0	69.5	200	171.9	0	296.5
缴款	1590	53.2	0	1042.1	0	430.2	0	0	0	185.5
净缴款	-368.2		148		286.1		707.7		-238.3	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**3月25-29日单周到期5171亿元，较前一周的7215亿元继续下滑。未来四周，同业存单分别到期333亿元、5306亿元、8982亿元和8018亿元，短期内到期压力有所缓解，下一个到期高峰在4月中旬，连续两周到期量都在8000亿元以上。

图 11：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

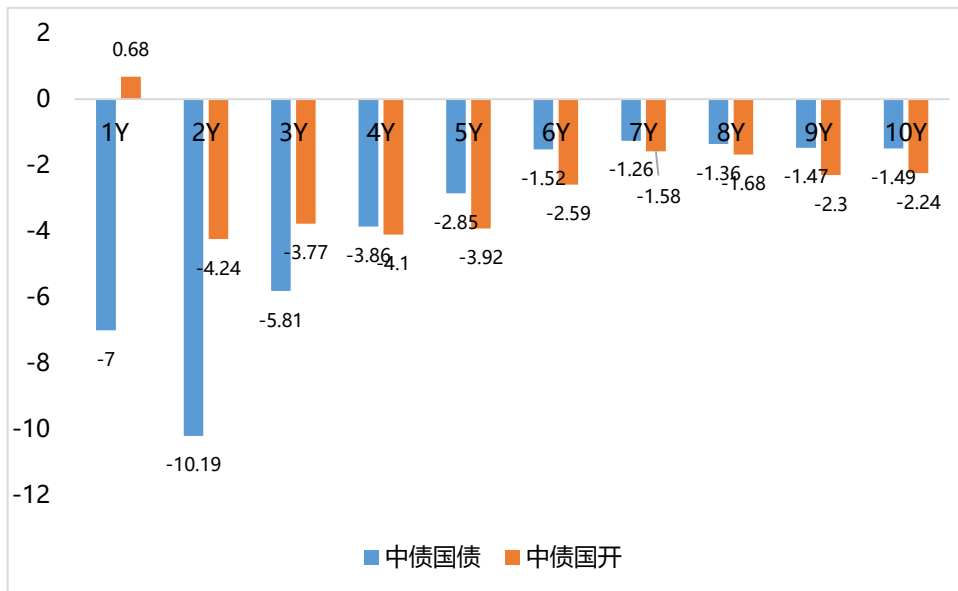
**回购市场：**税期资金面维持稳定，资金利率窄幅波动。具体而言，DR001 介于 1.75-1.77%，R001 介于 1.85-1.91%，周均值较前一周分别小幅上行 2bp、4bp。税期过后，银行体系净融出回升至 4 万亿以上。3 月 18-22 日，银行体系日均净融出 4.0 万亿元，与前一周基本持平。周内来看，上周一和上周二的税期是融出低点，银行体系净融出在 4 万亿以下，跨过税期后逐步回升至 4 万亿以上，上周五升至 4.1 万亿。

**票据利率：**买方收票情绪稳步释放，票据利率缓步走低。上周一，市场情绪较高，卖盘出票意愿不减，买方需求稳步释放，长期收口较多。供需相互博弈下，足月票价震荡调整，

僵持在 2.0-2.01%之间，而短期票价有所上行。上周二，随着票价上涨，买盘情绪升温，部分机构长期收票情绪增加，卖盘则谨慎观望，市场呈现供不应求的情况，票据利率震荡下行。上周三，早盘大行进场配置，带动买盘情绪，足月票仍较抢手，票价降至 1.95%，午后，随着买盘逐步离场，足月票价小幅回调至 1.96%。上周四，早盘伊始，买盘积极进场报价收票，足月票收口增多，票价快速下行至 1.94%附近。随着卖盘趁机压价出票，足月票价再度下行至 1.91-1.92%附近。午后，卖盘出口逐步增多，票价回弹至 1.93-1.94%。上周五，市场交投情绪延续，卖盘延续前日积极出票，票价略有回暖。

### (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

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
<b>期限利差</b>	<b>30.7</b>	<b>14.48</b>	<b>9.08</b>	<b>22.9</b>
环比	1.19	2.96	1.36	-11.40
年初以来	-0.01	-9.58	-9.99	18.17
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	27.30	15.48	17.82	53.68
2016 年以来分位数	63.87%	43.42%	12.87%	16.37%

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 3 月 22 日）

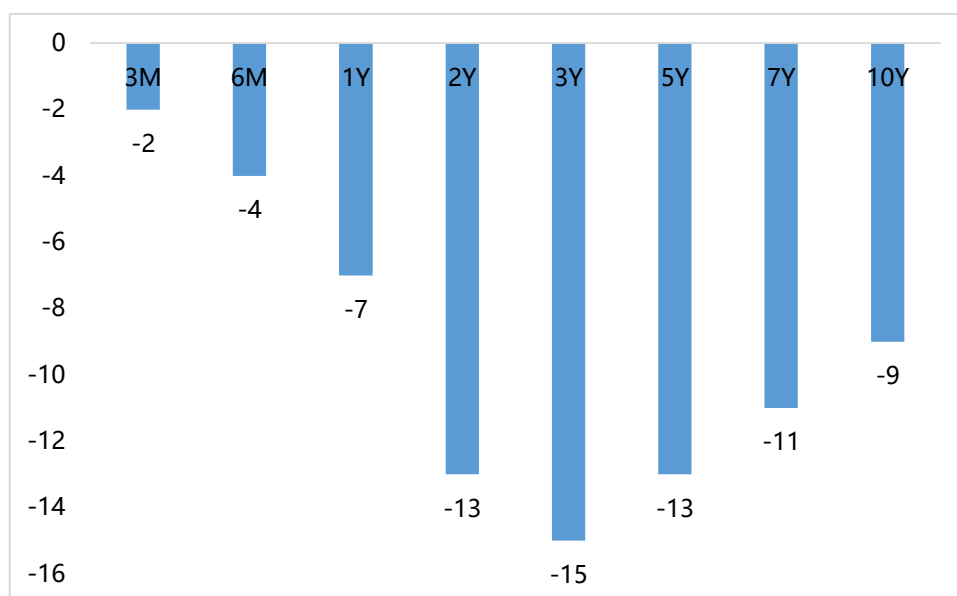
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	42.64	30.7	28.93	29.8	31.91
环比	-4.63	-0.05	1.24	4.09	2.61
年初以来	-5.19	-21.52	-34.3	-24.03	-35.01
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	46.96	37.25	40.04	44.13	45.27
2016 年以来分位数	47.64%	30.50%	13.55%	8.21%	11.22%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率短端和长端均下行，中债国开收益率短端上行、长端下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 7BP 至 1.7625，3 年期下行 5.81BP 至 2.0695，5 年期下行 2.85BP 至 2.2143，10 年期下行 1.49BP 至 2.3051。

长期限高等级票据信用利差分化。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.63BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.05BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 1.24BP。

图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

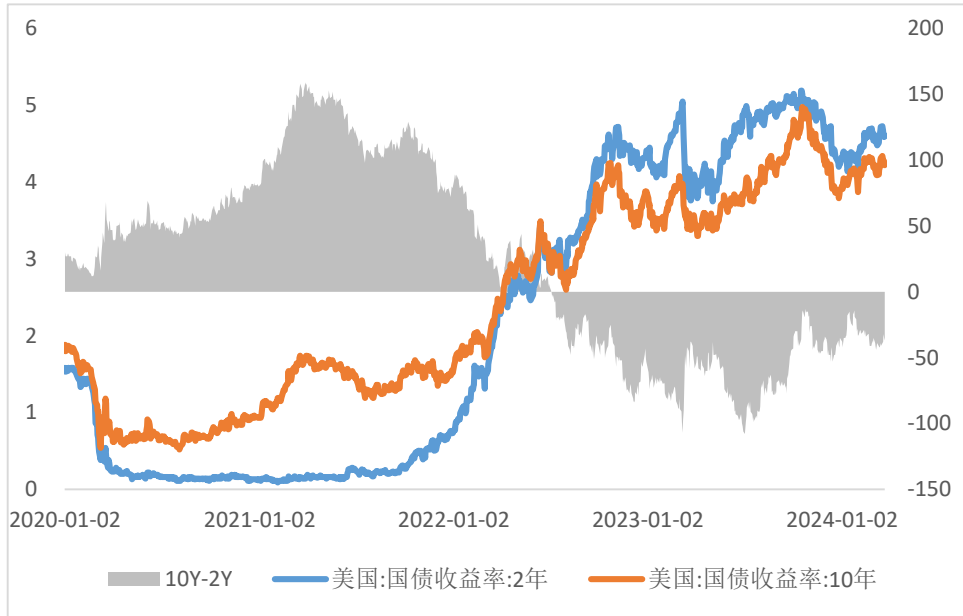


数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率下行。上周 10 年期美债收益率下行 9BP，10 年期国债收益率下行 1.49BP，中美利差倒挂程度有所收窄。全周来看，1 年期美债收益率下行 7BP，3 年期美债收益率下行

15BP，10 年期美债收益率下行 9BP。

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

上周美元指数上行，在岸人民币汇率贬值，离岸人民币贬值。上周美元指数上升 0.95%，在岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.04%，即期汇率贬值 0.44%，离岸人民币汇率贬值 0.97%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
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	104.4332	7.1004	7.2283	7.2762
对照日期	103.4531	7.0975	7.1965	7.2064
涨跌	0.95%	-0.04%	-0.44%	-0.97%

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 1-2 月经济数据超预期，海外超级央行周搅动市场。国内方面，上周公布的 1-2 月各项经济数据普遍超预期，宏观经济取得开门红。1-2 月，工业增加值同比增长 7%，社会消费品零售总额同比增长 5.5%，全社会固定资产投资总额同比增长 4.2%，均超市场预期。其中，制造业投资同比增长 9.4%，较前值的 6.5%明显改善。1-2 月经济数据亮眼，但考虑到无法完全剔除春节错位对 1-2 月经济数据造成的影响，因此对于经济恢复程度和速度的判断仍待后续数据予以验证。上周超级央行周，各国央行货币政策搅动市场。日本作为全球最后一个实施负利率的国家，于上周完全退出负利率政策并结束 YCC 曲线控制，由于前期市场对此预期较为充分，日本突出负利率并未对市场造成过多扰动。美联储维持利率不变，增量信息较为有限。瑞士央行意外降息，导致美元指数强势上行，非美货币多数贬值，亚太地区货币贬值较为明显，人民币汇率贬值超 400 个基点，带动权益市场下行。

## （二）权益市场展望和策略

国际方面，全球多家央行作出最新的货币政策决定：美联储主席鲍威尔整体偏鸽派，日本央行自 2007 年以来首次加息，长达 8 年的负利率时代正式终结，瑞士央行意外降息，加上美国经济强劲增长，美元指数上行突破 104。国内方面，国常会召开并指出要进一步优化房地产政策，系统谋划相关支持政策。人民币汇率出现下行，突破了此前维持近两个月的盘整区间，跌破 7.2 关口。上周 A 股结束连续上涨，进入盘整。上证指数微跌 0.22%，止步周线 5 连阳。随着指数的反弹，市场交易持续活跃，投资者风险偏好持续修复，资本市场改革持续深化，近期北向资金大幅流入，在这过程中结构性机会不断显现，投资者的信心得到了明显的增强，同时近期积累的获利盘也给行情的进一步上行带来了阻力。上周在人民币突然打破前期震荡区间走弱的带动下，上周五出现了近期较为明显的调整。海外各大央行纷纷对货币政策进行了调整或者吹风，造成了全球外汇市场的扰动，美元意外走强影响了人民币的汇率。我们认为，海外的扰动可能会带来对 A 股短期的影响，但是国内经济复苏的进程不会被这些扰动所打断，资本市场制度的改革同样不会受此影响，所以市场对经济基本面预期边际改善将会持续，在此背景下结构性机仍将继续显现。

## （三）债券市场展望和策略

基本面方面，1-2 月经济数据出炉，工业增加值、社零、固定资产投资、地产投资均好于预期，制造业改善明显，加上之前的出口数据，均显示经济在好转趋势中，只不过，地产

投资、销售低位未有显著改变，这也可能是债市对于基本面利多数据选择忽视的重要原因。在地产缺失以及化债的大背景下，基本面恢复的成色有待进一步观察。

流动性方面，政府债发行将逐步放量，是央行呵护力度的重要观察窗口，本周央行再度重启“地量操作”，表明央行对于短端利率水平仍比较在意，后续在内外均衡、防空转需求压力下，预计资金面大概率易紧难松，需重点关注资金分层现象是否再起。

展望来看，目前1年国股2.25%，10年国债2.335%，30年国债2.485%，利率水平依旧偏低，曲线依旧偏平，市场短暂调整后，情绪有所好转，后续债市短期仍面临资金价格中枢难以下移、一级供给放量、基本面阶段改善、风险偏好底部回升等压力。策略上，建议多看少动，并保持组合流动性。

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。