

经济景气水平回升 股市走向结构分化

——鑫元周观点（2024. 3. 25-2024. 3. 31）

一、核心观点

宏观方面，3月份，制造业PMI指数为50.8%，比上月上升1.7个百分点，在连续11个月运行在50%以下后回到扩张区间。制造业景气度主要来自于出口、稳定资产价格的政策、库存见底等，具有持续性。非制造业PMI指数为53%，较上月上升1.6个百分点。除季节性因素影响之外，更反映出我国经济景气水平回升。海外方面，全球制造业周期延续修复态势，各国增长动能普遍改善；2月美核心通胀超预期，3月欧元区通胀回落超预期。海外央行整体偏鸽，但市场降息预期回落，美欧长端利率下行，美元走强，美股上涨，黄金和油价上涨。

权益市场方面，上周全周来看市场调整，宽基指数中只有上证50上涨0.49%，其他都是下跌的。中证1000、创业板领跌，下跌幅度超过2.7%。换手率和成交额都有所下行，北向资金全周净买入53亿。风格层面，价值、红利风格表现居前，小盘成长风格下跌较多，中盘价值全周上涨1.74%，红利指数上涨0.52%，小盘成长风格下跌2.37%。行业层面，30个一级行业中7个上涨，石油石化、有色金属、家电、电力、银行领涨，传媒、计算机、电子、通信、非银金融领跌。行情归因来看，国内方面，前期强势的主题行情拥挤、AI龙头出现下跌，叠加2月国内工业企业利润数据反映部分行业已出现“增产不增收、增收不增利”现象，反弹走到这个位置，市场风险偏好有所降低。国外层面，美国通胀回落推动降息预期再起，叠加地缘政治事件反复带动贵金属和油等资源走强。资金层面，从ETF份额变化来看，股票型ETF连续三周份额净减少，上周净减少6亿份，降幅有所收窄。近一周宽基指数ETF份额减少31亿份，行业指数ETF份额增加21亿份，申购比较多的行业是金融和TMT。是否可以理解成国家队的买入力量在暂停或者减弱，机构投资者在止盈，行情从全面反弹走向结构分化？北向买入较多的行业是银行、有色、电子、食品饮料、通信，北向卖出较多的行业是医药、基础化工、传媒、煤炭、计算机。

固收市场方面，上周央行逐日加大公开市场投放力度，呵护之意明显，跨季资金供给充足，价格有所抬升，分层现象再现；财政部发布二季度国债发行计划，单期发行量提高，超

长期国债发行计划将另行安排，预计一级供给压力将从 4 月中下旬开始逐步显现；3 月官方 PMI52.7，制造业 PMI50.8、非制造业 PMI53，均高于临界点，表明基本面景气水平持续回升；周内债市多空双方围绕一线城市地产政策、汇率走势、国债发行计划、银行存款利率调降等事件和传言展开角逐，整体呈震荡偏强走势，收益率曲线略有下行，短端下行幅度大于长端。展望来看，目前 1 年国债 2.23%，10 年国债 2.33%，30 年国债 2.46%，离前低分别还有 2BP、7BP、7BP，空间有限，曲线依旧偏平，短期来看，在资金价格中枢难以下移、一级供给放量、基本面阶段改善的背景下，利率突破前低概率较小，整体可能维持震荡偏强走势，短期建议多看少动，如果地产政策出台或者供给等因素给市场带来一定波动，可以考虑逢高参与。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国 3 月官方制造业 PMI 为 50.8，重回扩张区间。3 月份，随着企业在春节过后加快复工复产，市场活跃度提升，制造业 PMI 升至 50.8%，比上月上升 1.7 个百分点，高于临界点，制造业景气回升；3 月，非制造业商务活动指数为 53.0%，比上月上升 1.6 个百分点，高于临界点，表明非制造业景气水平持续回升；综合 PMI 产出指数为 52.7%，比上月上升 1.8 个百分点。

1—2 月份全国规模以上工业企业利润增长 10.2%。国家统计局发布数据，1-2 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 9140.6 亿元，同比增长 10.2%，利润由上年全年下降 2.3% 转为正增长。分月看，规上工业企业当月利润自上年 8 月份以来同比持续增长。国家统计局表示，今年 1-2 月份延续恢复向好态势，工业企业效益起步平稳。超七成行业利润增长，制造业、电气水业增长较快；装备制造业、高技术制造业利润明显回升，新质生产力培育壮大；消费品制造业利润持续恢复，多数行业利润实现增长。

中共中央政治局召开会议，审议《关于二十届中央第二轮巡视情况的综合报告》。会议指出，要强化巡视整改监督，盯住重点人、重点事不放，逐一对账销号，建立整改问责机制，对敷衍整改、虚假整改的严肃追究责任。国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础。要统筹发展和安全，增强忧患意识，坚持底线思维，坚决防范化解风险，以高水平安全保障高质量发展。

国新办就近期生产、消费、进出口有关数据及政策情况举行发布会。商务部副部长郭婷婷表示，我国消费市场有望继续保持向好态势，将尽快出台支持跨境电商发展的实施意见；

鼓励和推动汽车、家电等消费品以旧换新，逐步提高新能源汽车、节能型汽车销售占比，促进家电消费向智能化、绿色化、低碳化方向发展；抓紧研究新一轮稳外贸政策措施，争取尽早出台实施、尽快落地见效。海关总署副署长王令浚表示，尽管当前外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，但我国外贸持续向好有基础、有条件，对实现全年外贸“质升量稳”有信心、有底气。工信部新闻发言人、总工程师赵志国表示，引导金融机构加大对制造业的资金投入，加快5G、千兆光网、算力等新型信息基础设施建设发展，进一步巩固提升信息通信业竞争优势和领先地位；加快发展新质生产力，前瞻布局人工智能、量子科技等未来产业；加快推动人工智能赋能制造业发展，新建一批国家制造业创新中心、试验验证平台。

国资委：加快打造原创技术策源地，推动一批重大标志性成果在中部地区加速转化应用落地。国务院国资委党委召开扩大会议指出，要进一步强化产业支撑作用，聚焦先进制造业、新能源汽车、人工智能等重点产业领域，结合中部地区禀赋特点，优先试点打造战略性新兴产业集群，围绕未来材料、未来信息、未来制造，加快培育和发展新质生产力；进一步加强科技创新引领，深化原创性引领性技术攻关，加快打造原创技术策源地，推动一批重大标志性成果在中部地区加速转化应用落地，更好促进中部地区产学研用深度融合。

央行行长潘功胜出席中国发展高层论坛时指出，中国经济保持回升向好态势，有能力实现全年5%左右的预期增长目标。今年以来，货币政策加大逆周期调节力度，政策效果持续显现，未来仍有充足的政策空间和丰富的工具储备；中国金融体系运行稳健，金融机构总体健康，风险抵御能力较强。房地产市场已出现一些积极信号，长期健康稳定发展具有坚实的基础，房地产市场波动对金融体系影响有限。中国政府的债务水平在国际上处于中游偏下水平，化解地方政府债务风险的相关政策正在逐步奏效。

国务院总理李强出席中国发展高层论坛2024年年会开幕式并发表主旨演讲。李强指出，中国将加大宏观政策调节力度，加强政策协同配合，确保同向发力、形成合力，着力扩大国内需求，推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新；加快构建现代化产业体系，坚持以科技创新推动产业创新，统筹推进传统产业升级、新兴产业壮大、未来产业培育，加快发展新质生产力。李强指出，今天的中国经济已与世界经济深度融合，将持续打造市场化、法治化、国际化一流营商环境，不断以更高水平的开放链接世界。

商务部等九部门联合印发《关于促进餐饮业高质量发展的指导意见》。近日，经国务院批准，商务部等九部门联合印发《关于促进餐饮业高质量发展的指导意见》。《指导意见》从提升餐饮服务品质、创新餐饮消费场景、增强餐饮业发展动能、弘扬优秀餐饮文化、促进

绿色发展、优化餐饮业营商环境、加强组织保障等七个方面，提出 22 项具体政策措施，将进一步强化质量安全监管，完善餐饮业标准体系，支持餐饮从业人员培训，创新夜间餐饮、休闲餐饮、文旅主题餐饮等消费场景，支持发展社区餐饮、老年助餐、地方特色餐饮、乡村休闲餐饮，培育一批知名餐饮品牌、美食集聚区、小吃产业集群、餐饮促消费平台，加快餐饮数字化赋能，扩大中餐国际交流合作，推动餐饮业实现高质量发展。

（二）海外宏观

美国经济韧性偏强，通胀或处于下行趋势中。美国截至 3 月 23 日当周初请失业金人数 21.0 万人，预期 21.2 万人，前值 21.0 万人。美国 2023 年第四季度实际 GDP 年化季率终值升 3.4%，预期升 3.2%，修正值升 3.2%，初值升 3.3%，三季度终值升 4.9%；消费者支出年化季率终值 3.3%，预期升 3.0%，修正值升 3.0%，初值升 2.8%，第三季度终值升 3.1%。

美联储主席鲍威尔重申，美联储并不急于降息。鲍威尔表示，美联储希望看到更多“向好”的通胀数据增强信心，将继续谨慎把握降息时机。鲍威尔预计通胀将继续在“颠簸的道路上”下降，否则可能更长时间维持高利率。劳动市场出乎意料的疲软可能会促使美联储出手响应，但他表示目前看不到经济衰退的可能性增加。

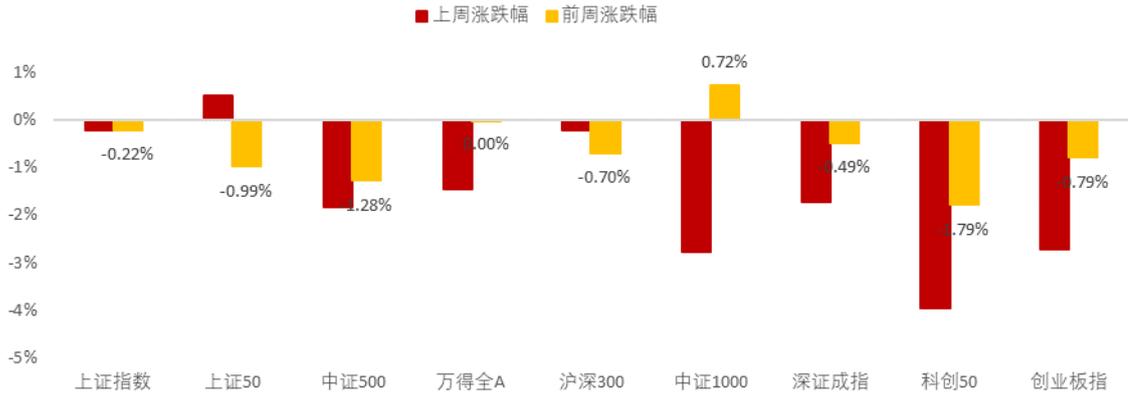
欧洲央行管委斯图纳拉斯：2024 年可能降息四次。欧洲央行管委斯图纳拉斯表示，如果通胀发展符合 3 月份的预测，并且若这一趋势持续到年底，认为今年欧洲央行将下调关键利率；今年降息四次、每次降息 25 个基点是可能的。

日本央行行长植田和男表示，如果长期利率大幅上升，将灵活地进行债券购买操作。日本中长期通胀趋势仍在向 2%迈进，暂时通过宽松的货币环境支持经济和物价很重要；将让市场决定收益率，但必要时会介入。

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 29 日，上涨的宽基指数仅有上证 50，上涨 0.49%。科创 50 下跌 3.96%，中证 1000 下跌 2.76%，创业板指下跌 2.73%，跌幅靠前。从行业板块看，上周石油石化、有色金属、家电、电力及公用事业、银行领涨，传媒、计算机、综合金融、电子、通信领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/3/29	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	↑ 0.02	26.4	↑ 0.59	43.9%	50.4%	43.5%
深证成指	21.2	↑ 0.08	37.0	↑ 0.58	26.8%	15.8%	7.9%
上证50	10.1	↑ 0.17	35.6	↑ 5.50	54.8%	56.3%	46.7%
沪深300	11.7	↑ 0.11	26.9	↑ 3.15	33.2%	27.8%	26.4%
中证500	21.6	↓ 0.13	12.0	↓ 0.78	16.8%	30.9%	31.9%
中证1000	32.6	↓ 0.84	22.6	↓ 2.40	22.6%	34.9%	32.3%
创业板指	27.3	↓ 0.71	1.5	↓ 0.94	1.9%	3.5%	5.2%
科创50	44.0	↓ 1.47	38.4	↓ 7.91	38.4%	38.4%	40.3%

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)

	2024/3/29	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)	13.3	↑ 0.84	38.65%	↑ 3.79	38.7%	45.9%	68.6%
煤炭(中信)	10.5	↑ 0.23	49.92%	↑ 3.28	49.9%	79.1%	78.2%
有色金属(中信)	19.8	↑ 2.42	16.49%	↑ 1.81	16.5%	28.1%	42.0%
电力及公用事业(中信)	20.4	↓ 0.05	35.48%	↓ 0.29	35.5%	23.5%	33.3%
钢铁(中信)	29.8	↓ 0.94	64.42%	↓ 0.85	64.4%	84.6%	77.0%
基础化工(中信)	25.8	↓ 0.07	28.48%	↓ 0.05	28.5%	52.2%	41.0%
建筑(中信)	9.1	↑ 0.01	15.92%	↑ 0.34	15.9%	22.7%	31.0%
建材(中信)	21.0	↓ 1.13	55.91%	↓ 5.33	55.9%	84.1%	78.4%
轻工制造(中信)	32.3	↑ 0.58	40.51%	↑ 3.06	40.5%	70.4%	56.7%
机械(中信)	31.5	↓ 0.08	8.35%	↓ 0.02	8.3%	7.2%	10.2%
电力设备及新能源(中信)	19.4	↓ 0.41	2.68%	↓ 0.30	2.7%	4.9%	7.3%
国防军工(中信)	58.6	↑ 1.95	20.13%	↑ 4.67	20.1%	16.2%	9.9%
汽车(中信)	29.5	↓ 1.61	65.00%	↓ 1.58	65.0%	37.5%	7.1%
家电(中信)	15.3	↑ 0.15	22.55%	↑ 1.68	22.5%	20.1%	16.5%
纺织服装(中信)	25.8	↑ 0.29	21.47%	↑ 1.75	21.5%	23.8%	17.1%
医药(中信)	37.7	↑ 0.38	31.98%	↑ 2.37	32.0%	41.0%	31.7%
食品饮料(中信)	27.0	↓ 0.01	27.21%	↓ 0.01	27.2%	11.1%	6.0%
银行(中信)	5.2	↑ 0.06	26.05%	↑ 1.07	26.1%	31.0%	46.3%
非银行金融(中信)	16.7	↑ 0.04	40.40%	↑ 0.60	40.4%	56.6%	69.1%
交通运输(中信)	17.8	↓ 1.35	20.39%	↓ 10.42	20.4%	19.2%	11.5%
电子(中信)	62.1	↓ 4.65	72.38%	↓ 8.72	72.4%	66.0%	60.1%
通信(中信)	21.4	↓ 0.14	13.94%	↓ 0.25	13.9%	25.5%	38.2%
计算机(中信)	84.5	↓ 5.01	53.86%	↓ 3.13	53.9%	32.4%	21.6%
传媒(中信)	76.0	↓ 5.69	73.62%	↓ 2.22	73.6%	49.5%	35.6%
综合金融(中信)	46.0	↓ 2.54	64.67%	↓ 3.81	64.7%	64.7%	62.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

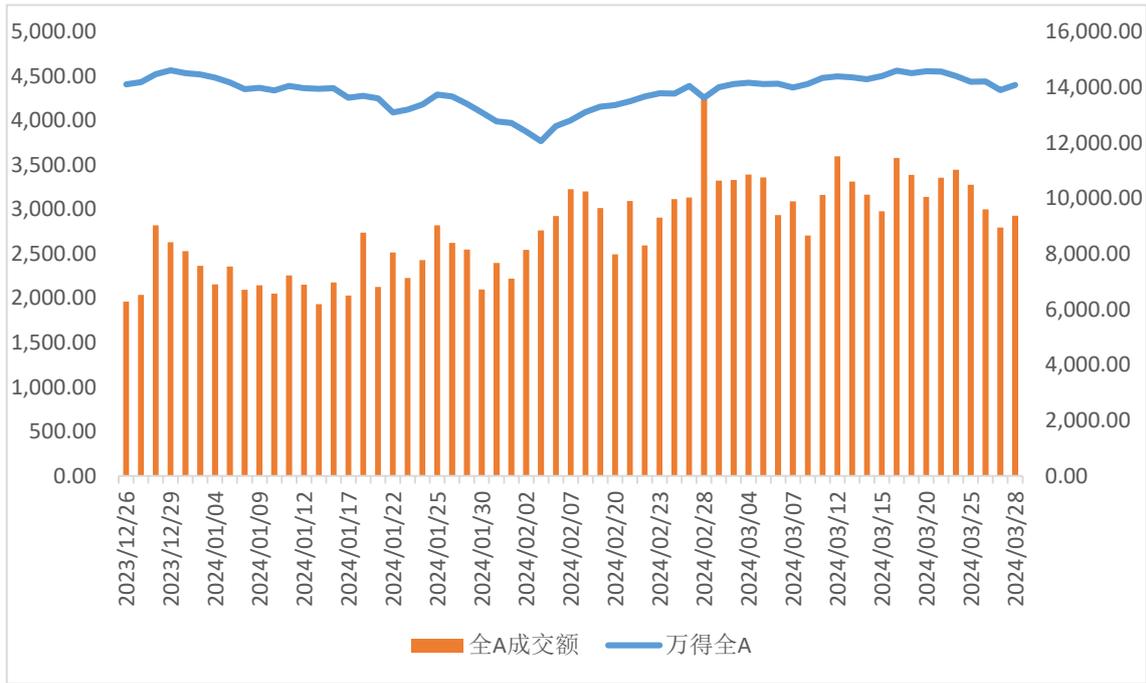
上周各宽基指数估值分化，有色金属、国防军工、石油石化估值上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周有色金属、国防军工、石油石化、轻工制造、医药估值上行最多，传媒、计算机、电子、综合金融、交通运输估值下行最多。当前传媒、电子、汽车、综合金融、钢铁板块估值处于历史较高水平；电新、机械、通信、建筑、有色金属板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，机械，传媒，计算机行业的拥挤度较高。

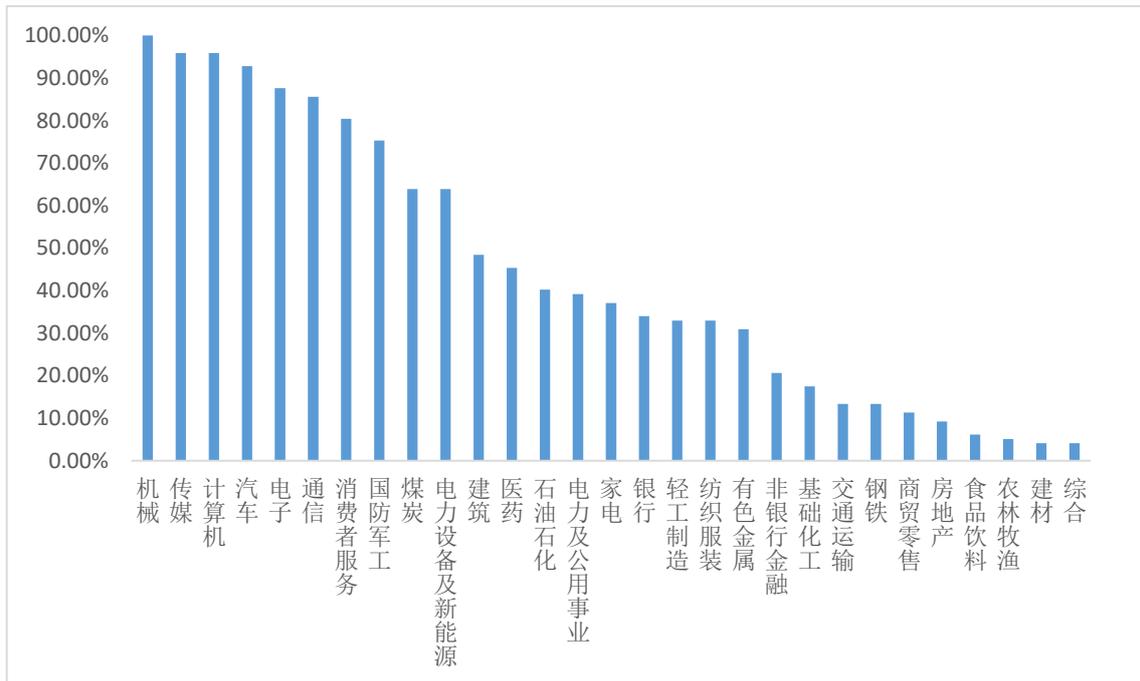
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.38%，处于历史 95%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



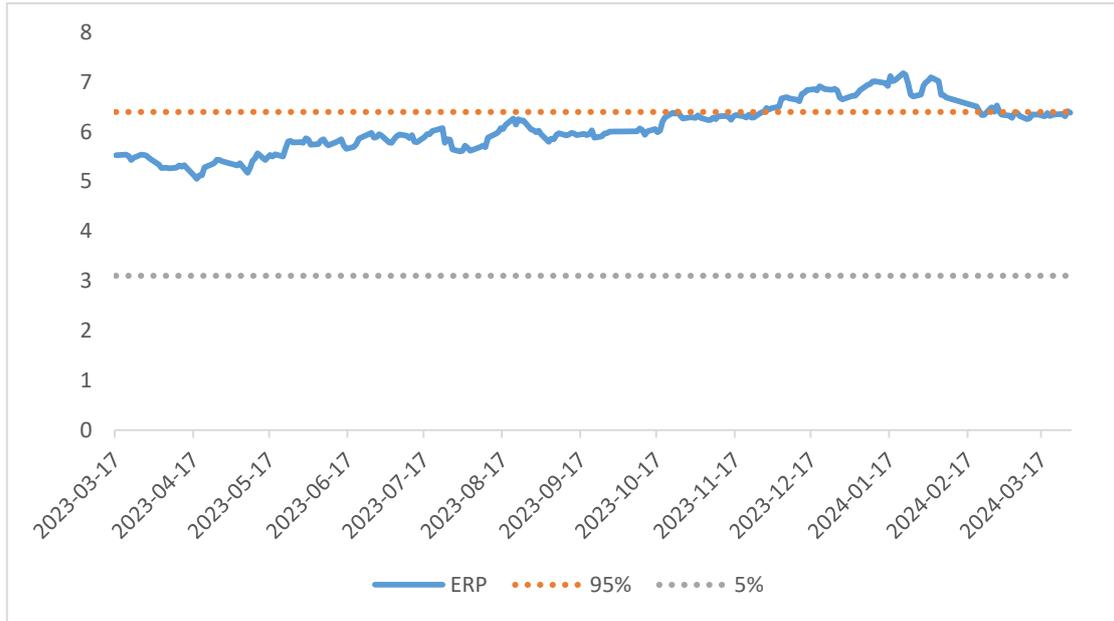
数据来源：Wind、鑫元基金

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

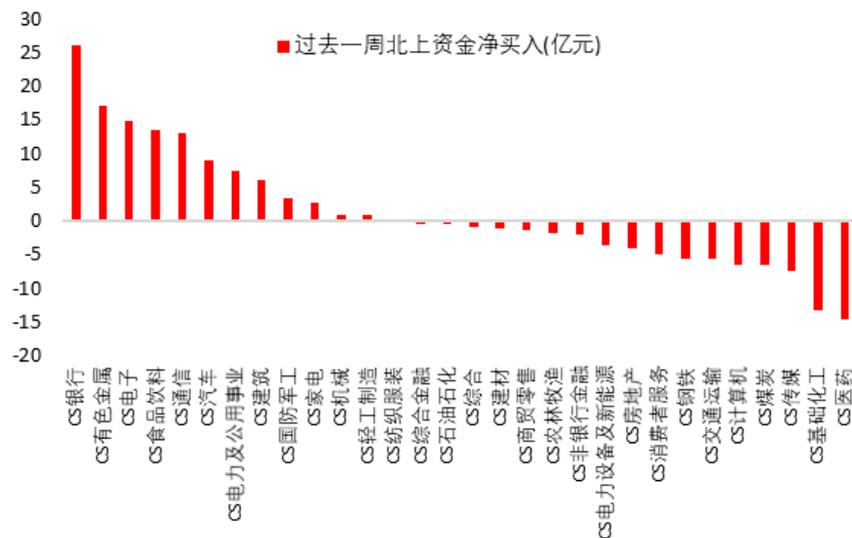


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 54 亿元，上上周净流出 78 亿元，最近一周北向资金净流出转净流入。上周增持金额排行靠前的行业是**银行**（↑ 26.08）、**有色金属**（↑ 17.01）、**电子**（↑ 14.71）、**食品饮料**（↑ 13.51）、**通信**（↑ 13.06）；减持金额排名靠前的行业是**医药**（↓ 14.56）、**基础化工**（↓ 13.26）、**传媒**（↓ 7.55）、**煤炭**（↓ 6.56）、**计算机**（↓ 6.52）。

图 7：上周北向资金行业流向（亿元）

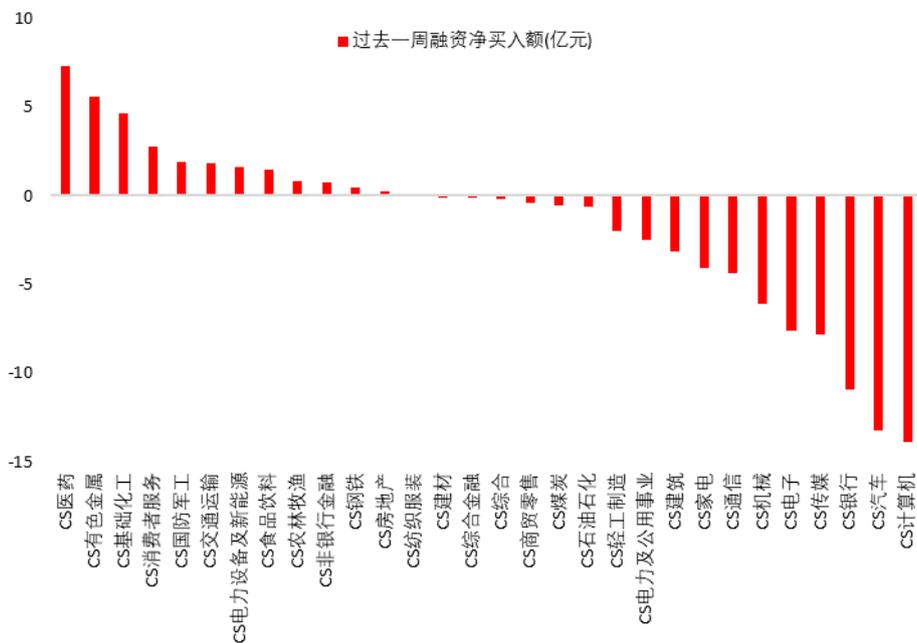


数据来源：Wind、鑫元基金

3月29日，两融资金占比为 2.28%，3月22日为 2.25%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。

截至3月29日，上周融资净买入最大的五个行业为医药、有色金属、基础化工、消费者服务、国防军工。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

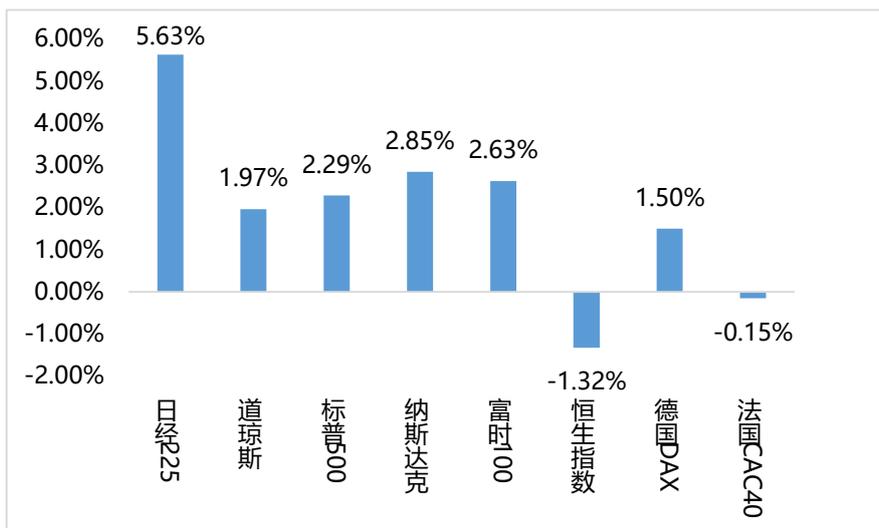


数据来源：Wind、鑫元基金

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

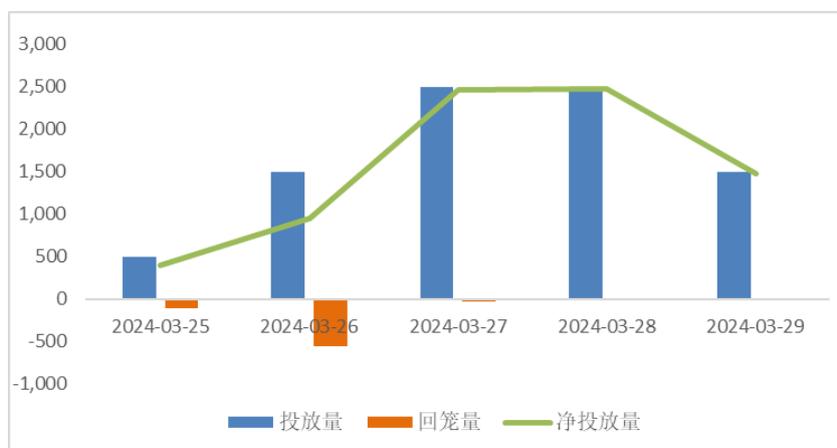


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 8500 亿元逆回购操作，有 220 亿元逆回购到期和 500 亿元国库现金到期，实现净投放 7780 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 2600 亿元，地方政府债计划发行 194 亿元，整体净缴款-869.4 亿元。

表 1：4 月 1 日-4 月 7 日政府债发行缴款

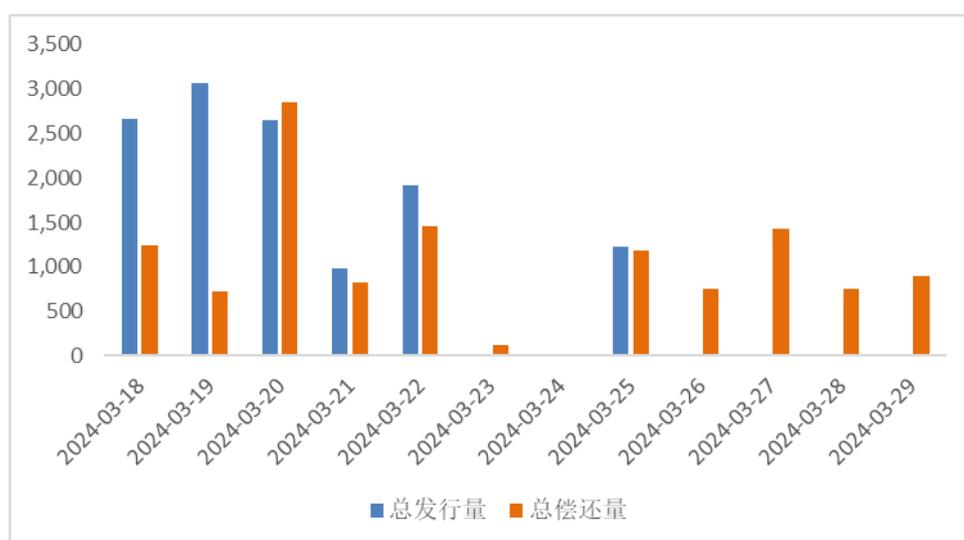
	4 月 1 日		4 月 2 日		4 月 3 日		4 月 7 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债

发行	0	0	0	194	2600	0	0	0
到期	235.3	1110	0	244.5	0	1.2	200	77.3
缴款	0	805.4	0	0	0	194	0	0
净缴款	-540.4		-244.5		192.8		-277.3	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：4月1-7日单周到期592亿元，较前一周的5171亿元大幅下降。未来四周，同业存单分别到期592亿元、5047亿元、8982亿元和8269亿元，短期内到期压力有所缓解。

图 11：同业存单到期与发行



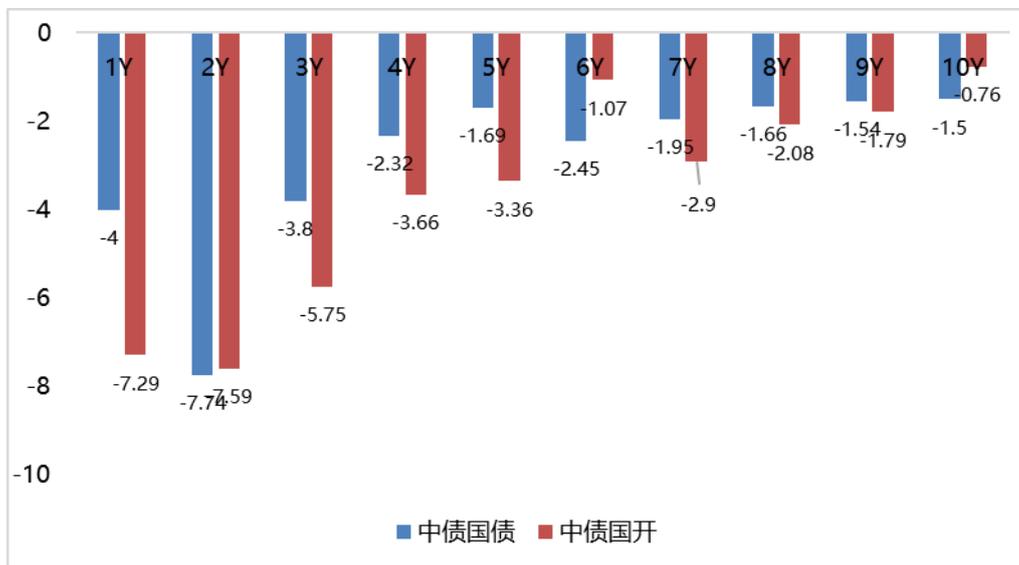
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：3月最后一周，隔夜利率保持相对稳定，R007上行幅度较大，资金分层再现。具体而言，上周DR001基本介于1.71-1.78%之间，均值反而较前一周下行2bp，R001在1.9%附近波动，跨季最后一天上行25bp左右至2.17%，均值较前一周上行7bp。3月25-29日，银行体系日均净融出4.7万亿元，高于前一周的4.0万亿元，其中上周四上周五两天回升至5万亿元以上。

票据利率：季末最后一周，一方面在补充贴现到期和信贷规模需求下，部分大行和中小行降价进场抢票，同时在普遍看跌4月票价的情况下，非银机构积极配置，另一方面，上周票源供给持续攀升，突破两千亿元关口。综合来看，上周票据利率先是降至1.90%后僵持不下，随着供给回暖票价小幅回升，最后一天在买盘发力下，市场供不应求，票价跌破1.70%。截止上周五收盘，各期限国股报价如下：4月1.70-1.80%，5月1.60-1.70%，6月1.70-1.75%，7月1.75-1.80%，8月1.70-1.80%，9月1.60-1.70%。

(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
期限利差	30.9	16.59	9.27	-51.87
环比	0.20	2.11	0.19	-74.77
年初以来	0.19	-7.47	-9.8	-56.6
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	15.47	17.80	53.52
2016 年以来分位数	64.58%	58.53%	13.28%	2.47%

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 29 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	48.6	35.23	32.87	33.51	35.58
环比	5.96	4.53	3.94	3.71	3.67

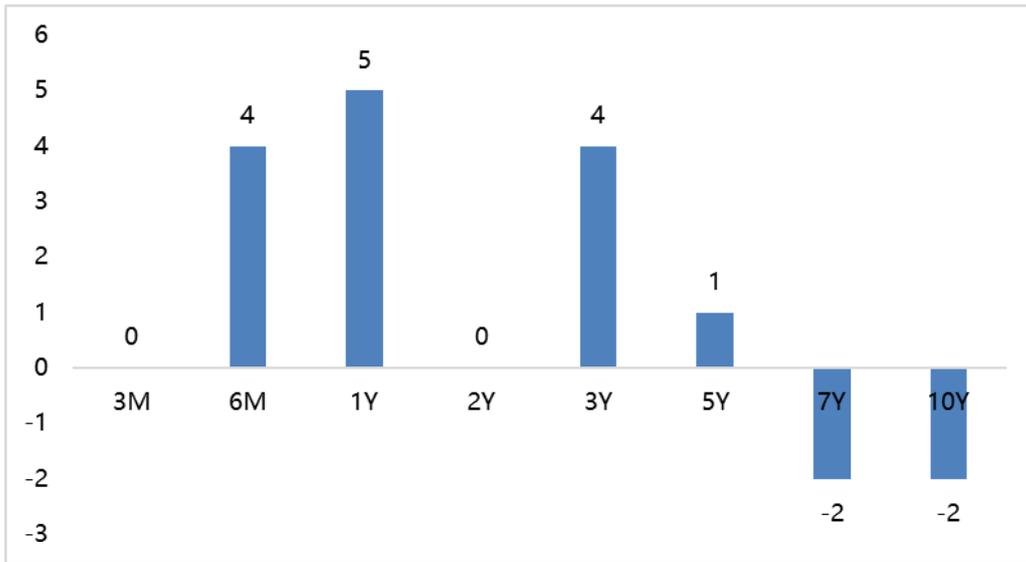
年初以来	0.77	-16.99	-30.36	-20.32	-31.34
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	46.95	37.24	40.02	44.10	45.24
2016 年以来分位数	60.80%	45.25%	25.24%	15.99%	18.36%

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和长端均下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 4BP 至 1.7225，3 年期下行 3.8BP 至 2.0315，5 年期下行 1.69BP 至 2.1974，10 年期下行 1.5BP 至 2.2901。

长时期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放宽 5.96BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 4.53BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 3.94BP。

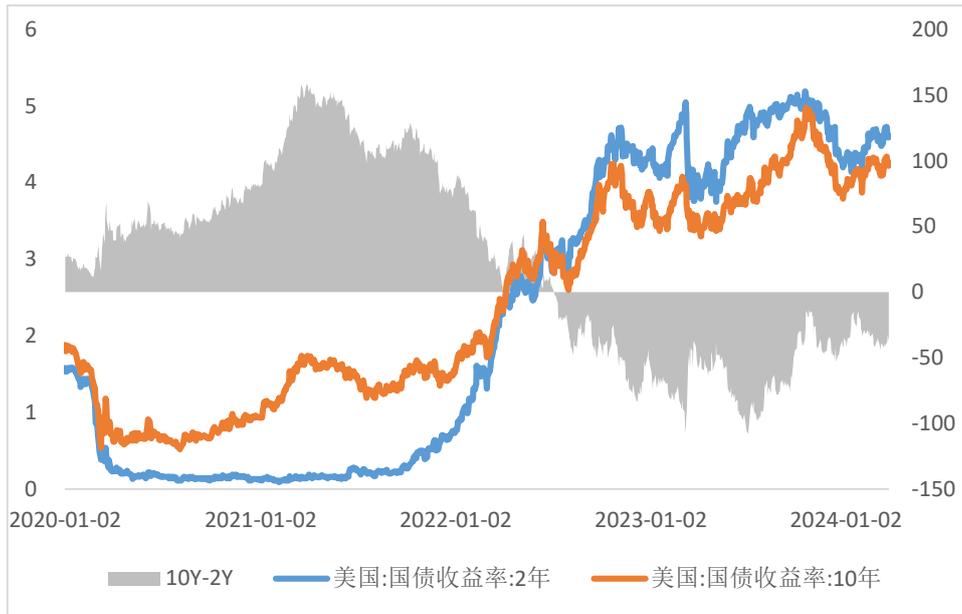
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体上行。上周 10 年期美债收益率下行 2BP，10 年期国债收益率下行 1.5BP，中美利差倒挂程度有所收窄。全周来看，1 年期美债收益率上行 5BP，3 年期美债收益率上行 3BP，10 年期美债收益率下行 2BP。

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 0.07%，在岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.08%，即期汇率升值 0.07%，离岸人民币汇率升值 0.26%。

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	104.507	7.095	7.2232	7.2575
对照日期	104.4332	7.1004	7.2283	7.2762
涨跌	0.07%	0.08%	0.07%	0.26%

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

当前 PPI 仍处于负值区间，“有效需求不足、部分行业产能过剩”的问题仍未解除，工业修复的动力仅集中在出口回升、局部库存回补、政策适度发力等主线上，修复范围相对局

限，斜率有限。因此还需要货币政策、财政政策，以及稳定资产价格措施继续加力。

海外方面，GDP 数据超预期上修主要源于消费者和政府支出以及商业投资的向上修正。不过，库存投资和出口的下修抵消了部分增加的数值。当下美国主要数据显示，通胀和就业韧性较强，后续仍需持续观察主要经济数据的变化情况。地产方面，今年以来，美国新屋销售和成屋销售数据持续分化，指向除供需因素影响之外，美联储维持高利率对居民端的压力仍不容忽视。不论是大选后新一轮刺激下的政府加杠杆，还是降息后居民在地产加杠杆，目前看都有较大可能，不过仍需一段时间才能开启，且力度有待观察。

（二）权益市场展望和策略

情绪指标自 3 月 21 日开始见顶回落，市场同步开启震荡调整，目前情绪指标处于 70%分位水平，万得全 A、沪深 300、上证 50 都在 20 日均线以下，调整可能还没走完。上周四上周五的反弹幅度很强，但是成交额在缩量，换手率也在下行，意味着投资者在 3050 位置态度偏谨慎，保持观望态度，等待市场选择方向。此外，近期上市公司年报与分红计划密集披露，具备竞争优势、经营稳健、现金流充足、资本开支减少的白马公司如果可以提升分红率，在低增长预期、高波动、低名义利率的环境下，公司的相对价值可能会进一步凸显。关注消费、传媒、电子、家居、电新等行业。目前概率较高股债双牛后续是经济继续走弱，新一轮货币宽松，债牛继续，权益资产盈利未见底，股市下跌或者震荡，间歇性出现股债双牛。短期有一些股债双牛的助推因素，比如上周引起市场波动较大的央行 QE 传闻，比如 3 月 PMI 回到荣枯线以上且超预期、超季节性走强，这些都有助于风险偏好继续维持在较高水平。但是 3 月 PMI 数据似乎和高频数据指向矛盾，有待进一步观察。从应对方法来看有两个思路，第一，经济走向如何需要时间去验证，这种情况下估值低的、现金回报率高的权益资产就类似期权，高股息、动态高股息风格具备配置价值；此外处于长周期底部的资产也值得关注，下跌多、估值低、ROE 有回归潜力的行业，如基础化工、电新、有色。第二，经济偏弱、情绪较好的环境中利好哪些方向？推测主题投资仍然会偏强，博弈性质的机会可以去 AI、低空经济、新质生产力里面去找。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，1-2 月经济数据、3 月 PMI 数据、以及近期的高频数据，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，4 月为缴税大月、一级发行可能逐步放量，但考虑到财政投放积极、信贷

需求难以大规模增加、非银加杠杆意愿有限以及央行呵护力度仍在，整体看流动性压力不大，但是在内外均衡、防空转需求下，资金价格中枢在短端政策利率调降前，难以明显下行。后续重点关注一级发行节奏、汇率走势。

展望来看，目前 1 年国股 2.23%，10 年国债 2.33%，30 年国债 2.46%，离前低分别还有 2BP、7BP、7BP，空间有限，曲线依旧偏平，短期来看，在资金价格中枢难以下移、一级供给放量、基本面阶段改善的背景下，利率突破前低概率较小，整体可能维持震荡偏强走势，短期建议多看少动，如果地产政策出台或者供给等因素给市场带来一定波动，可以考虑逢高参与。

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。