

假期消费好于预期 权益市场风险偏好不弱

——鑫元周观点（2024. 4. 1-2024. 4. 7）

一、核心观点

宏观方面，清明假期旅游出行量升价涨；一季度央行货币政策例会强调逆周期调节；美国 3 月非农就业续超预期；黄金现货价格再创历史新高。经文旅部数据中心测算，清明假期 3 天全国国内旅游出游人次按可比口径较 2019 年同期增长 11.5%；国内游客出游花费较 2019 年同期增长 12.7%，清明假期旅游出行量升价涨。一季度央行货币政策例会召开，会议单独突出“逆周期调节”，预示货币政策将继续发力。美国 3 月重磅非农数据公布，新增非农就业续超预期，显示美国劳动市场韧性较强，美联储多位官员表态偏鹰，为今年降息蒙上更多不确定性。再通胀交易、全球央行增持黄金、投机性需求等多重因素推动下，黄金价格再创历史新高。

权益市场方面，上周仅三个工作日，但市场波动比较大。宽基指数多数上涨，深证成指上涨 1.53%，创业板指上涨 1.22%，上证综指上涨 0.92%，沪深 300 上涨 0.86%，仅科创 50 下跌 0.78%。风格层面，微盘股指数上涨 2.74%，红利指数上涨 1.73%，大盘小盘表现基本相当，价值好于成长。上周的行情主要是在交易超预期的 PMI 数据、上行的商品价格和年报数据，主题投资暂时休整。展望后市，表观经济数据预计有所改善，在经济数据和政策驱动下，风险偏好不弱，但仍需注意人民币汇率压力，权益市场建议关注高 ROE、愿意分红或回购、有一定增速的低估值白马和业绩稳定、分红符合预期或超预期的高股息标的。

固收市场方面，PMI 表现较好，回升幅度超季节性，但地产仍处于筑底阶段，需持续关注新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新等政策影响。央行会议认为要保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配；推动企业融资和居民信贷成本稳中有降；同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。预计未来存贷款利率仍有下调空间，同时长债利率的快速下行也引起了央行的重视，预计收益率将恢复区间震荡态势。海外方面，美国非农数据大超预期，美联储降息的路径将继续对国内的宽货币政策形成掣肘。策略方面，预计债市大概率保持区间震荡偏强的

走势，建议利率债账户保持中性久期，在资金利率未打开下行空间前适当控制杠杆，关注长债活跃券的交易机会。信用债方面，建议以票息策略为主，继续挖掘短期性价比较高的资产，可选取优质主体适当拉长久期。

二、宏观动态

（一）国内宏观

央行货币政策委员会召开 2024 年第一季度例会召开。会议指出，精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。要加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，促进物价温和回升，保持物价在合理水平，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。做好五篇大文章，推动加快发展新质生产力。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，着力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。

《学习时报》刊发中央金融办、中央金融工委《奋力开拓中国特色金融发展之路》文章。文章指出，以稳妥有效风险防控守护金融安全。金融风险隐蔽性、突发性、传染性强，易引发社会风险、政治风险，必须时刻保持警惕，切实防范“黑天鹅”“灰犀牛”事件和蝴蝶效应。必须全面加强金融监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，实现监管全覆盖；推动金融监管“长牙带刺”、有棱有角，动真碰硬、严密有效；坚持管合法更要管非法，管行业就必须管风险，健全兜底监管机制；强化“对监管的监管”，压实监管责任。

国务院副总理何立峰与美国财长耶伦举行会谈。何立峰表示：“我们这次会面，主要任务就是要落实两国元首会晤和通话达成的重要共识，进一步深入讨论中美以及全球经济金融领域的重要问题，并且就中美经济关系中的一些重点关切做出妥善的回应。”

国家发改委主任郑栅洁主持召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作推进会议。会议指出，要进一步细化实化各领域目标任务，分类施策、有序推进，力争在重点领域和关键环节取得突破。做好回收循环利用，抓好产品设备报废、回收、再制造、资源化利用的全链条，推动大规模设备更新和消费品以旧换新形成闭环。加大中央投资等各类资金的支持力度，完善落实税收优惠，优化金融扶持，保障各项重点任务的落实。

中国自用汽车贷款最高发放比例可达 100%。央行、国家金融监督管理总局联合印发《关

于调整汽车贷款有关政策的通知》，明确金融机构在依法合规、风险可控前提下，根据借款人信用状况、还款能力等自主确定自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例。央行、原银监会 2017 年曾发文规定，自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例分别为 80%、85%。此次《通知》将这一比例调整为由金融机构自主确定，贷款最高发放比例可达到 100%，即按所购汽车价格全额发放。商用传统动力汽车、商用新能源汽车、二手车贷款最高发放比例保持 70%、75%、70%不变。同时，《通知》还鼓励金融机构结合新车、二手车、汽车以旧换新等细分场景，加强金融产品和服务创新，适当减免汽车以旧换新过程中提前结清贷款产生的违约金。

（二）海外宏观

美国 3 月非农就业报告大超市场预期。3 月季调后非农就业人口增 30.3 万人，为 2023 年 5 月以来最大增幅，预期增 20 万人，前值从增 27.5 万人修正为增 27.0 万人。美国 3 月失业率 3.8%，预期 3.9%，前值 3.9%。

美国 3 月份制造业活动意外扩张。为自 2022 年 9 月以来首次，因生产大幅反弹，需求走强，同时投入成本攀升。数据显示，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 上升 2.5 至 50.3。该指数止住了连续 16 个月萎缩的势头，超出市场预期。美国的采购和供应管理高管最近表达了乐观情绪。

美国截至 3 月 30 日当周初请失业金人数 22.1 万，为 1 月份以来的最高水平。预期 21.4 万，前值 21.0 万。截至 3 月 23 日当周续请失业金人数 179.1 万，预期 181.3 万，前值 181.9 万。

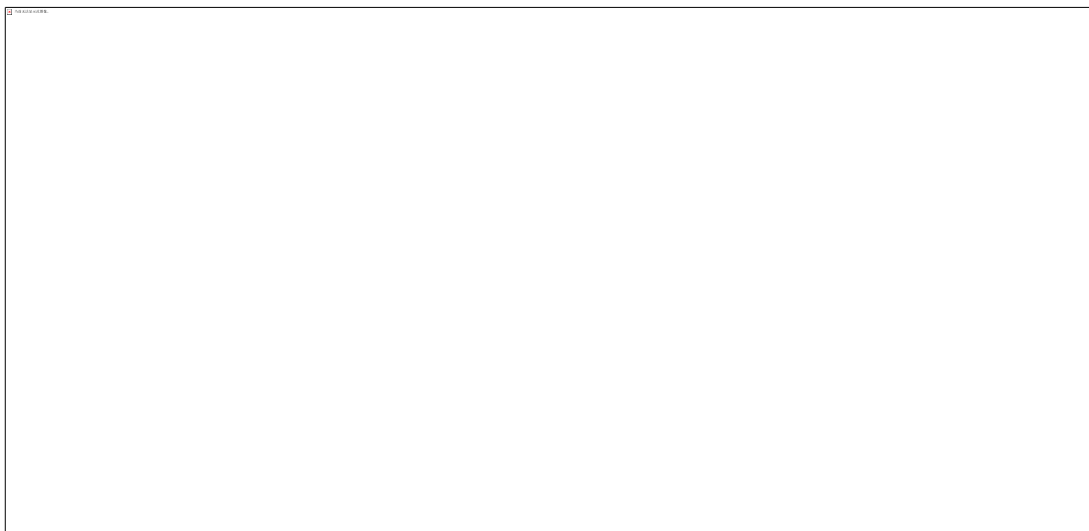
美联储主席鲍威尔：在对通胀有更多信心之前，不预期降息。最近的数据并没有实质性地改变整体形势；美联储有时间等待即将公布的数据指导其决策；如果经济按照央行的预期发展，大多数 FOMC 成员认为今年某个时点开始降低政策利率是合适的；为此，美联储仍需要更大的信心，确保通胀可持续地下降至 2%的目标水平。

日本央行行长植田和男表示，鉴于迄今为止的年度工资谈判结果，通胀上升趋势可能会逐渐加速。之所以决定结束超宽松是因为实现工资-通胀的良性循环的确定性已升至 75%，如果这一比例上升到 80%或 85%，那将是再次调整利率的一个因素。

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

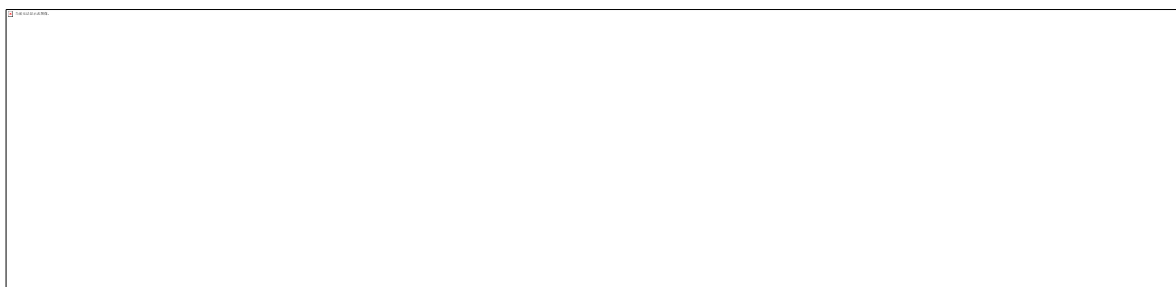


数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数多数上涨。截至 4 月 3 日，中证 500 上涨 1.67%，深证成指上涨 1.53%，创业板指上周 1.22% 涨幅居前。科创 50 下跌 0.78%，跌幅居前。从行业板块看，上周有色金属、基础化工、农林牧渔、石油石化、钢铁领涨，计算机、国防军工、通信、传媒、房地产领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)



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）



数据来源：Wind、鑫元基金

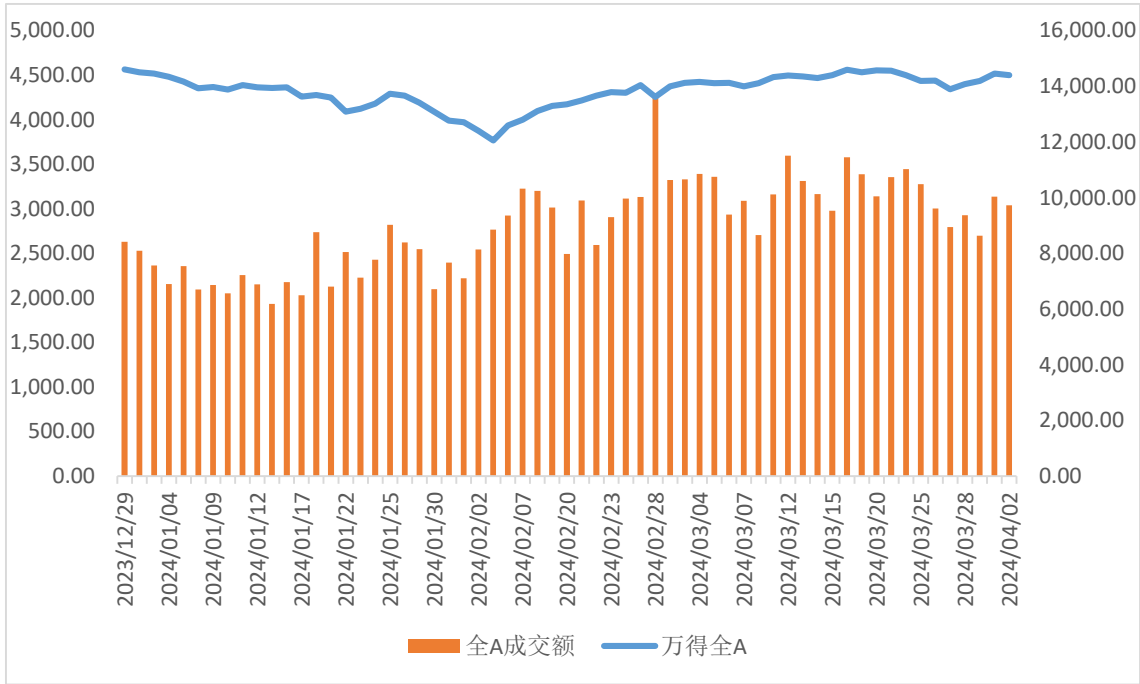
上周各宽基指数估值分化，中证 500、创业板指、深证成指估值上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周有色金属、钢铁、基础化工、轻工制造、汽车估值上行最多，计算机、传媒、建材、国防军工、食品饮料估值下行最多。当前传媒、电子、汽车、综合金融、钢铁板块估值处于历史较高水平；电新、机械、通信、建筑、有色金属板块估值处于历史较低水平。

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，汽车行业的拥挤度较高。

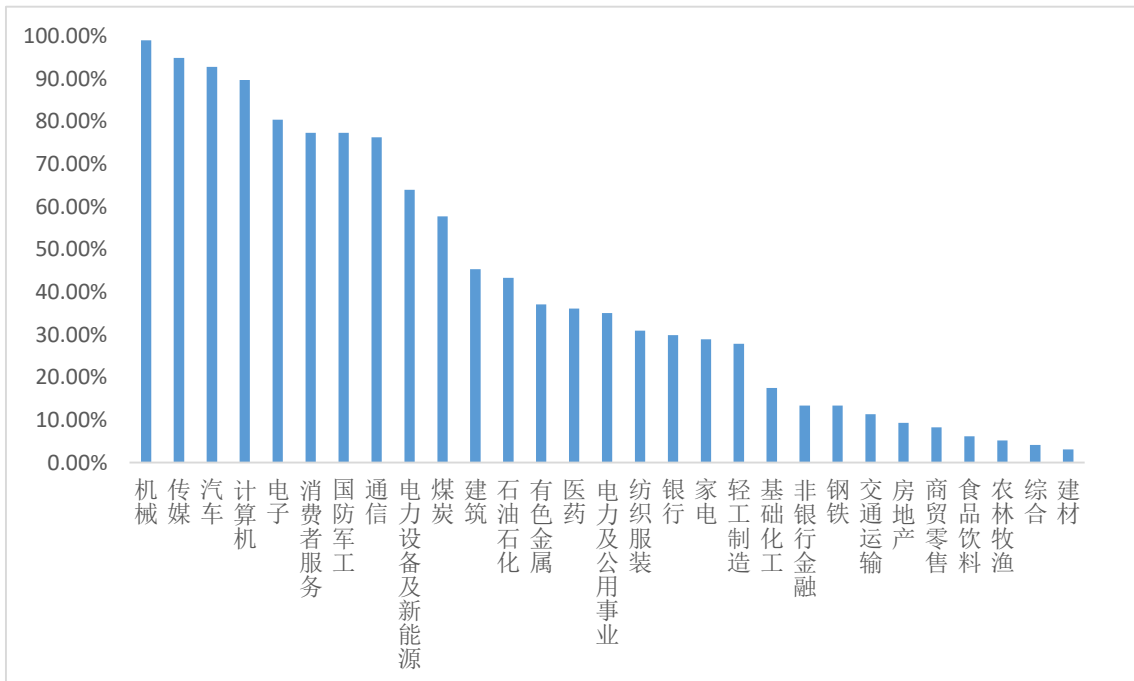
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.19%，处于历史 89%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



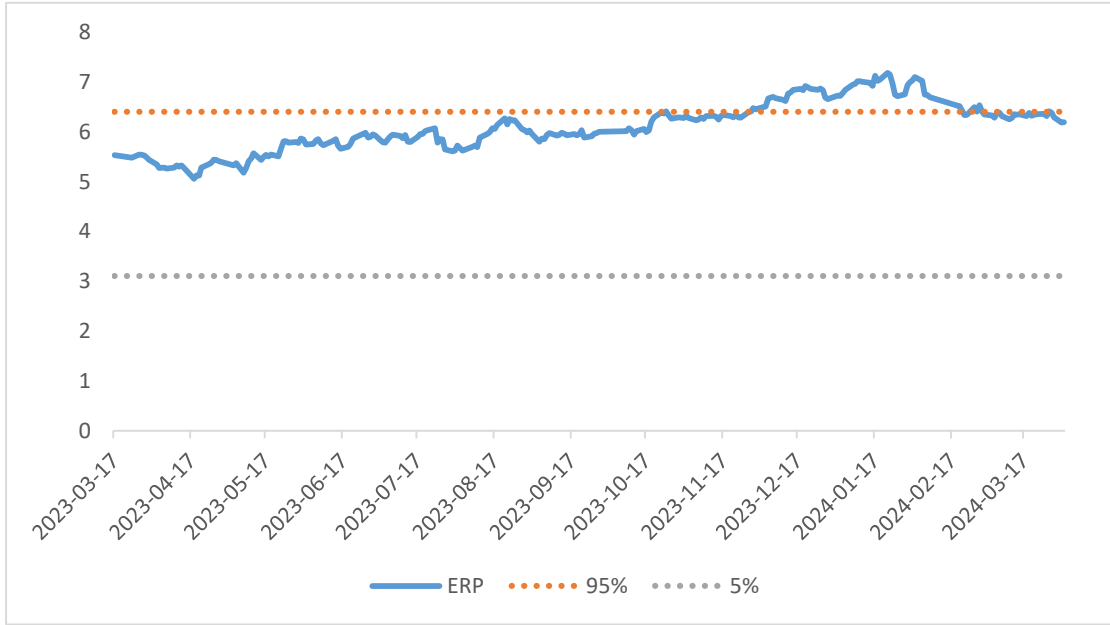
数据来源：Wind、鑫元基金

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

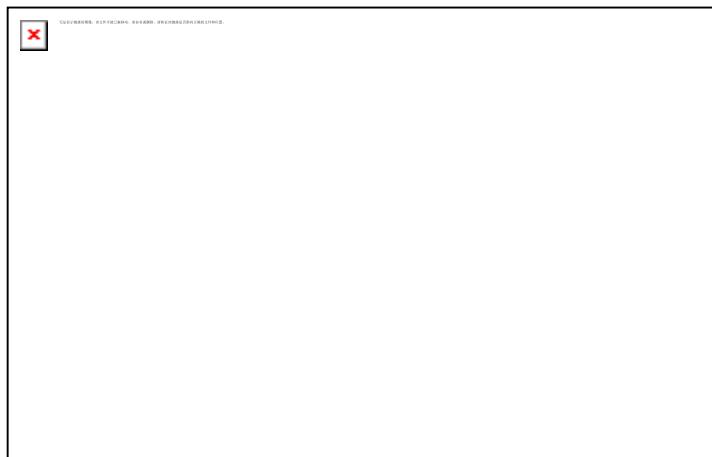


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 39 亿元，上上周净流入 54 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**电力设备及新能源**（↑ 10.05）、**基础化工**（↑ 8.41）、**电力及公用事业**（↑ 7.34）、**钢铁**（↑ 7.09）、**建筑**（↑ 6.14）；减持金额排名靠前的行业是**有色金属**（↓ 16.23）、**电子**（↓ 13.65）、**通信**（↓ 9.67）、**传媒**（↓ -5.63）、**汽车**（↓ 5.05）。

图 7：上周北向资金行业流向（亿元）

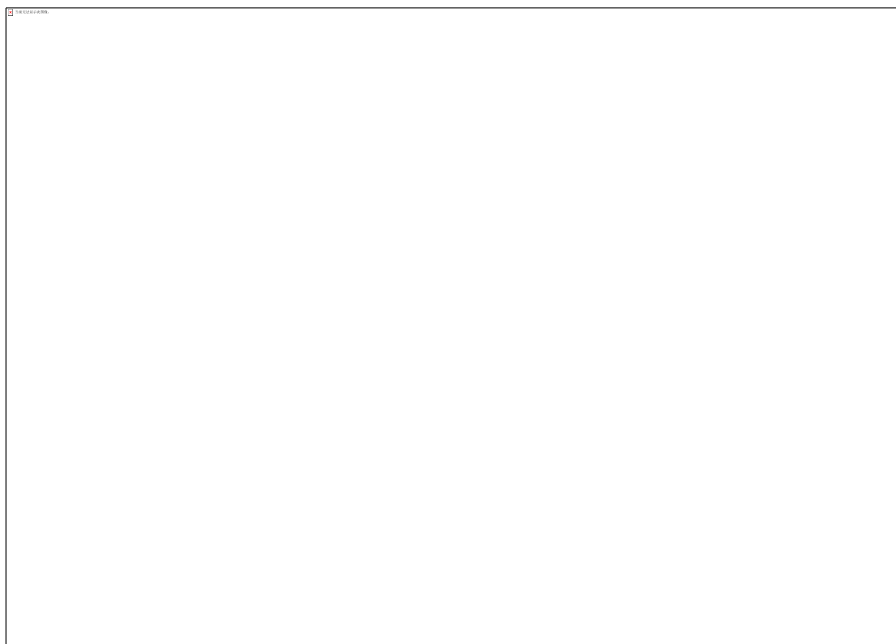


数据来源：Wind、鑫元基金

4 月 3 日，两融资金占比为 2.24%，3 月 29 日为 2.26%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至 4 月 3 日，上周融资净买入最大的五个行业为**有色金属**、**电子**、**国防军工**、**机械**、**电力**

及公用事业。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

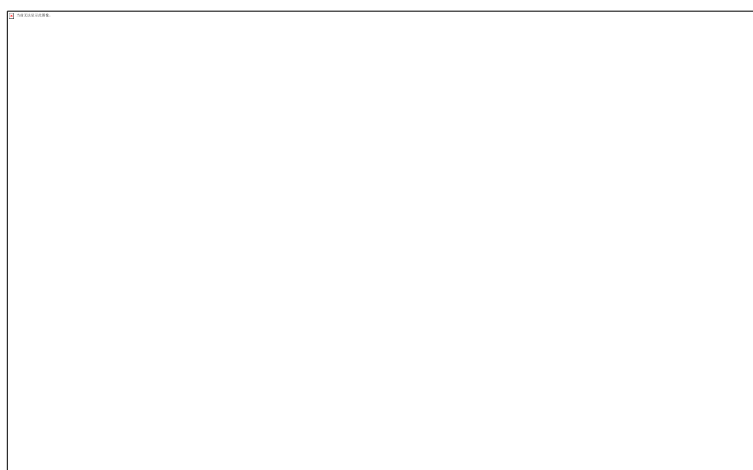


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市大多下跌。美国股市方面，道指下跌 2.27%，标普 500 下跌 0.95%，纳指下跌 0.80%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 1.72%，英国富时 100 下跌 0.52%，法国 CAC40 下跌 1.76%；亚太股市方面，日经指数下跌 3.41%，恒生指数上涨 1.10%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

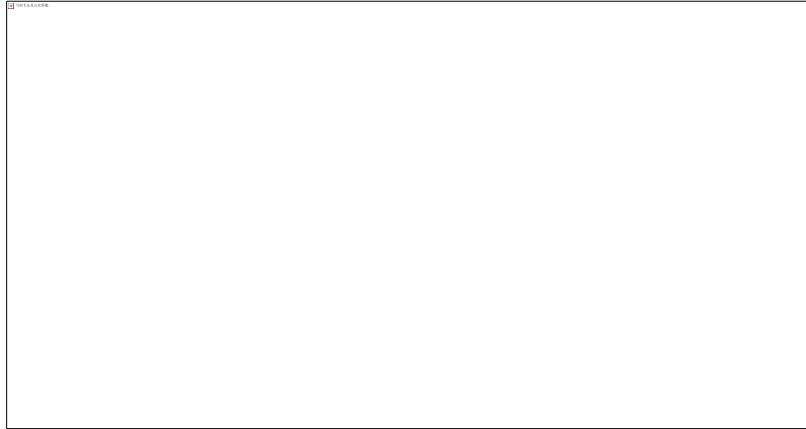


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 80 亿元逆回购操作，有 9300 亿元逆回购到期，上周实现净回笼 9220 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 2400 亿元，地方政府债计划发行 661.7 亿元，整体净缴款-732.5 亿元。

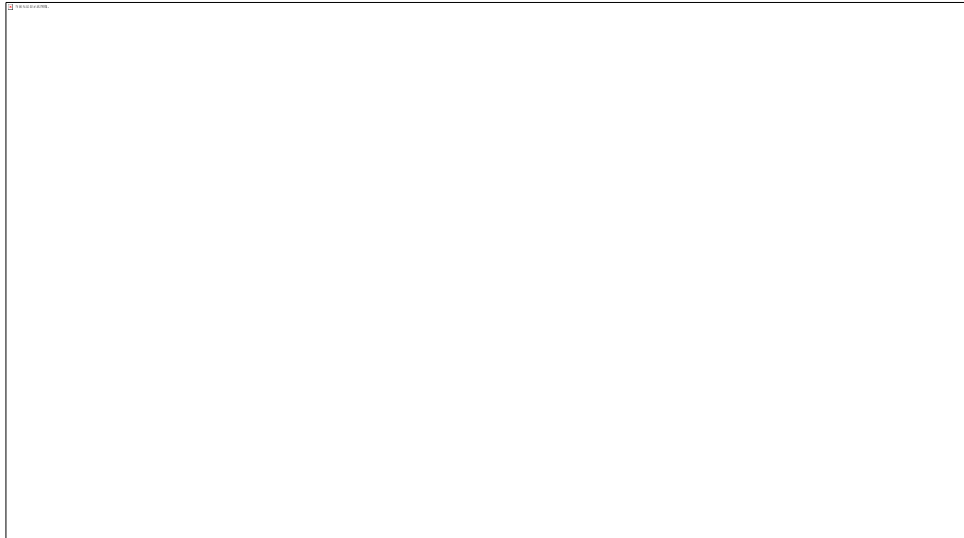
表 1：4 月 8 日-4 月 12 日政府债发行缴款

单位：亿元

	4 月 8 日		4 月 9 日		4 月 10 日		4 月 11 日		4 月 12 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	310.4	0	257.8	2400	0	0	93.4	0	0
到期	2881	0	0	0	541.6	409.5	3024.9	0	0	48.6
缴款	3105.4	6	0	310.4	0	257.8	2400	0	0	185.5
净缴款	230.4		310.4		-693.3		-624.9		44.8	

同业存单发行：4 月 7-12 日单周到期 5371 亿元，较前一周的 268 亿元大幅上升。未来四周，同业存单分别到期 5371 亿元、8982 亿元、8269 亿元和 1717 亿元，短期内到期相对可控，到期高峰将集中在 4 月中下旬，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



回购市场：4月第一周，隔夜利率和7天利率均明显下行，资金分层缓解。具体而言，上周DR001由1.72%下行至1.68%，R001由1.88%下行至1.70%，二者均值分别较前一周下行5bp、15bp。跨季后，银行体系净融出维持高位。4月1-3日，银行体系日均净融出4.8万亿元，高于前一周的4.7万亿元，其中周一和周二均在5万亿元左右，而周三由于非银拆借隔夜资金不能跨周日（调休），隔夜成交下降，使得资金供给降至4万亿元左右。

票据利率：上周一，早间开盘，市场买卖双方情绪高涨，市场交投活跃，长期票价稍有下降，随后交易盘进场卖票，市场利率小幅拉升。临近午间收盘，标杆大行低价进场配置中长期票据，价格稳中小降。午后市场情绪稍显低迷，买卖双方观望为主。上周二，早间市场情绪低开，价格延续昨日，标杆大行降价进场收票，带动各期限价格下行，卖盘机构压价出票，市场利率明显下行。下午，卖盘压价询出，收口观望情绪渐起，市场交投热情减淡。上周三，市场情绪延续低位，标杆大行日内降价进场配置，买盘抢票意愿向好，卖盘低价出票，市场交投活跃，票价整体下行。午后，市场活跃度有所下行，卖盘压价询出，收口观望情绪渐起，供需力量逐步平衡，票价呈低位震荡。

（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	32.03	14.69	9.4	30.52
环比	1.13	-1.90	0.13	82.39
年初以来	1.32	-9.37	-9.67	25.79
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	27.31	15.47	17.79	53.47
2016 年以来分位数	67.73%	44.90%	13.74%	22.21%

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 4 月 3 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	47.43	34.6	30.83	33.15	35.96
环比	-1.17	-0.63	-2.04	-0.36	0.38
年初以来	-0.4	-17.62	-32.4	-20.68	-30.96
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	40.01	44.09	45.23
2016 年以来分位数	58.64%	43.44%	17.76%	15.29%	19.06%

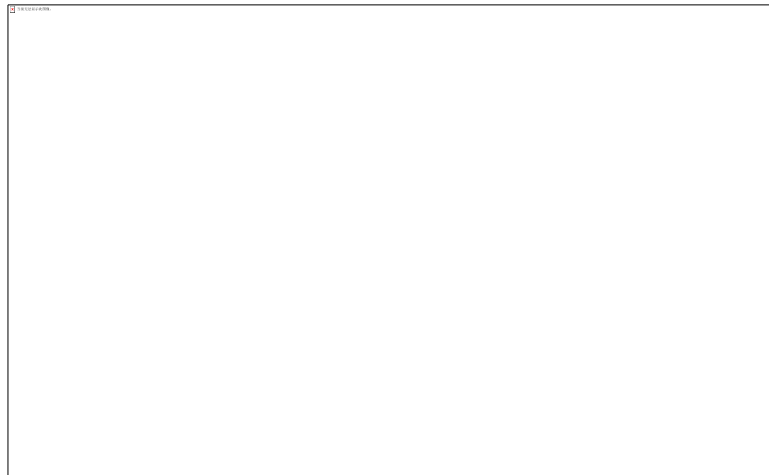
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率走势分化，中债国开收益率长端和短端均下行。其中，中债国债 1 年期收益率持平于 1.7225，3 年期上行 1.13BP 至 2.0428，5 年期下行 0.77BP 至 2.1897，10

年期下行 0.64BP 至 2.2837。

各期限高等级票据信用利差普遍收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.17BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.63BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.04BP。

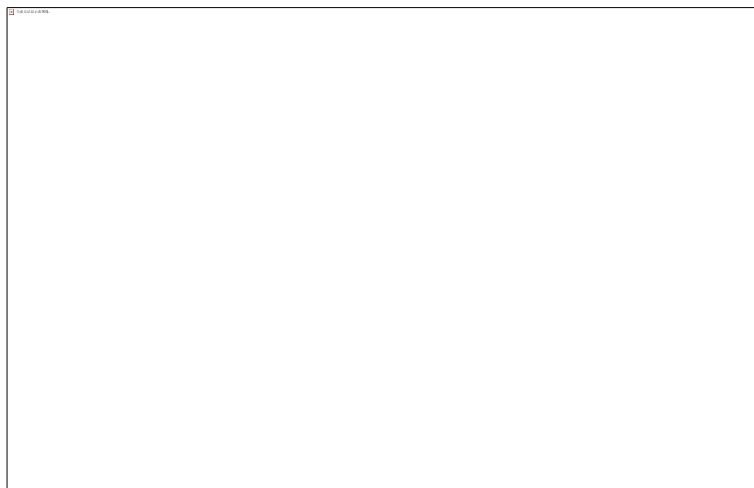
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率普遍上行。上周 10 年期美债收益率上行 19BP，10 年期国债收益率下行 0.64BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 2BP，3 年期美债收益率上行 14BP，10 年期美债收益率上行 19BP。

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，在岸人民币汇率贬值，离岸人民币升值。上周美元指数下降 0.20%，

在岸人民币汇率有所贬值，中间价基本持平，即期汇率贬值 0.17%，离岸人民币汇率升值 0.14%。

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	104.2968	7.0949	7.2356	7.2472
对照日期	104.507	7.095	7.2232	7.2575
涨跌	-0.20%	0.00%	-0.17%	0.14%

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，清明假期旅游出行量升价涨；一季度央行货币政策例会强调逆周期调节；美国 3 月非农就业续超预期；黄金现货价格再创历史新高。经文旅部数据中心测算，清明假期 3 天全国国内旅游出游 1.19 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 11.5%；国内游客出游花费 539.5 亿元，较 2019 年同期增长 12.7%，清明假期旅游出行量升价涨，国内居民消费能力和消费意愿持续改善。一季度央行货币政策例会召开，会议删除“跨周期调节”表述，单独突出“逆周期调节”，预示货币政策将继续发力，降准降息可期。美国 3 月重磅非农数据公布，新增非农就业续超预期，显示美国劳动市场韧性较强，美联储多位官员表态偏鹰，为今年降息蒙上更多不确定性。再通胀交易、全球央行增持黄金、投机性需求等多重因素推动下，黄金价格持续上行，COMEX 黄金期货收涨 1.76%，报 2349.1 美元/盎司，周涨 4.95%，再创历史新高。

（二）权益市场展望和策略

当前权益市场情绪指标怎么用？要先判断市场大的趋势，在大的趋势中情绪指标有短期择时的指示意义。从万得全 A 周线来看，反弹在布林轨中线遇到阻力，从月线来看，还在下行趋势中。沪深 300 格局好于万得全 A，周线布林轨已突破中线，月线 MACD 接近金叉。

节后 A 股面临的环境：有利因素——季调因素，表观经济数据预计有改善；经济数据和政策（央行例会更加积极的逆周期态度，设备更新再贷款等产业政策）驱动下，风险偏好不

弱；不利因素——美债收益率上行，人民币汇率有压力，降息预期再度延后；放假期间美股调整，港股高开低走。观察节后市场表现，看内部因素和外部因素哪个更强。

展望后市，权益市场建议关注以下方向：（1）高 ROE、愿意分红或回购、有一定增速的低估值白马，有一定顺周期属性，低估值和高分红构成安全边际，业绩和宏观经济景气度相关性强，看出口、地产和基建，很难去做准确的预测，但是有积极因素，比如全球制造业 PMI 的回暖，短期欧美库存低、进入补库周期的方向值得关注。（2）业绩稳定、分红符合预期或超预期的高股息标的，近期红利板块内部有分化，比如同样是煤炭行业中的高分红个股，走势差异也很大，个股能否符合预期或者超预期，在公司报表上有迹可循，此外，股息率 5%-6%是一个门槛值，股息率高于 6%以上的标的具有配置价值。

（三）债券市场展望和策略

PMI 表现较好，回升幅度超季节性，可能是春节后复工复产的影响在 3 月集中释放。其中建筑业 PMI 小幅抬升但斜率不强，地产仍处于筑底阶段，需持续关注新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新等政策的影响。央行一季度货政例会召开，会议认为要保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配；推动企业融资和居民信贷成本稳中有降；同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化；保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。预计未来存贷款利率仍有下调空间，同时长债利率的快速下行也引起了央行的重视，预计收益率将恢复区间震荡态势。海外方面，美国非农数据大超预期，劳动力市场供需仍较为紧张，经济增速仍有韧性，美联储降息的路径将继续对国内的宽货币政策形成掣肘。策略方面，预计债市大概率保持区间震荡偏强走势，建议利率债账户保持中性久期，在资金利率未打开下行空间前适当控制杠杆，关注长债活跃券的交易机会。信用债方面，建议以票息策略为主，继续挖掘短期性价比较高的资产，可选取优质主体适当拉长久期。

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。