宏观政策态度积极，中长期市场共识凝聚

——鑫元周观点（2024.4.15-2024.4.21）

一、核心观点

宏观方面，上周出口高频指标同比持续回升，地产成交降幅有所走阔，汽车销售同比走弱。4 月至今国际原油、黄金和铜价上行，国际运价受地缘政治影响上涨，但国内水泥及农产品价格整体回落。1 季度实际 GDP 增长 5.3%，名义 GDP 增长 4.2%，居民人均可支配收入同比名义增长 6.2%。3 月工业增加值/社零增长从 1-2 月的 7%/5.5% 回撤至 4.5%/3.1%，城镇固定资产投资增速从 4.2%加速至 4.8%。海外方面，美国零售消费韧性较强，地产数据超预期回落；日本通胀不及预期，核心机械订单增长超预期。联储和日央行官员表态偏鹰，欧央行释放降息信号。以色列和伊朗冲突加剧推高大宗商品价格，并拖累美股等风险资产。

权益市场方面，上周市场波动和分化大，无论从宽基指数还是行业层面，都反映了国九条的影响，市场对大市值、高分红、高盈利质量公司的长期确定性共识进一步提升。大盘股强势，小盘和成长下跌，行业间分化剧烈。政策方面，进一步对国九条“打补丁”，信贷资源、资本市场大力支持新动能领域，支持具有核心关键技术、市场潜力大、科创属性突出的优质未盈利科技型公司，政策态度十分积极。近期 A 股在全球权益资产中表现偏强，主要由于估值低、增长预期低以及资金低配，同时周期制造、稳定板块推动了 A 股指数的上涨。展望后市，小市值股票亏钱效应的负反馈仍在进行之中，同时业绩披露期临近尾声市场波动会加大，谨慎看待 4 月下旬行情。**美股回调对 A 股喜欢映射逻辑的板块影响较大，主要是科技、医药板块，尤其要关注科技板块抱团股的调整风险。红利指数绝对点位已经到长周期区间的高点，关注短期调整风险。中长期市场共识越来越凝聚，以沪深 300、中证红利为代表的低估值、大市值、高分红、高盈利质量的核心资产是机构抱团的主要方向，辅以出口高景气、短期高确定性机会和新质生产力长期、高赔率结构性机会。**

固收市场方面，经济数据公布但债市反应钝化，市场供给信息扰动，收益率曲线走平。一季度 GDP 高于市场预期，但受通胀影响，名义增速不高。未来项目新开工加速，以及设备更新等政策落地或对内需提供支撑，需关注基本面修复的持续性。发改委“加快推动超长期

特别国债等举措落地”；央行表示“未来货币政策还有空间”，同时也要“防止利率过低导致内卷式竞争加剧”。MLF 平价缩量 700 亿元续作，本月税期影响有限，市场流动性持续宽裕，资金利率变化不大。**展望后市，政府债和政金债的供给仍是未来市场面临的主要压力，但短期内对冲击可能有限，机构配置需求不弱，预计债市将维持震荡偏强走势，建议利率债账户保持中性久期，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，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

中国 2024 年第一季度国民经济实现良好开局。据国家统计局初步核算，一季度国内生产总值（GDP）296299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%，环比增长 1.6%；全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%；服务业增加值增长 5.0%，现代服务业较快增长；社会消费品零售总额 120327 亿元，增长 4.7%；全国固定资产投资（不含农户）100042 亿元，增长 4.5%；就业形势总体稳定，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，同比下降 0.3 个百分点；全国居民人均可支配收入 11539 元，同比名义增长 6.2%，扣除价格因素实际增长 6.2%。

央行召开 2024 年金融稳定工作会议。会议指出，我国金融体系总体稳健，金融风险总体收敛。2023 年银行、保险、证券业金融机构主要经营和监管指标均处于合理区间。随着中国宏观经济持续回升向好，中国金融体系稳健运行有更加坚实的基础和支撑。要持续有效防控化解重点领域风险，有力有序有效处置存量风险，进一步健全具有硬约束的风险早期纠正机制，遏制增量风险。要持续完善风险处置机制，强化金融稳定保障体系，构建防范化解金融风险长效机制，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施，助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。一是放宽沪深港通下股票 ETF 合资格产品范围。二是将 REITs 纳入沪深港通，拟总体参照两地股票和 ETF 互联互通制度安排，将内地和香港合资格的 REITs 纳入沪深港通标的，进一步丰富沪深港通交易品种。三是支持人民币股票交易柜台纳入港股通。四是优化基金互认安排，拟推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，更好满足两地投资者多元化投资需求。五是支持内地行业龙头企业赴香港上市。

国新办就宏观经济形势和政策举行新闻发布会。国家发改委副主任刘苏社在发布会上表

示，将加大宏观政策实施力度，全力巩固和增强经济回升向好态势，推动高质量完成全年经济社会发展目标任务。发布会要点包括：加大宏观政策实施力度，发挥好积极财政政策和稳健货币政策作用；已经研究起草支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案；进一步加快计划下达、加强计划执行，持续提高中央预算内资金使用效益；尽快形成最终的准备项目清单，督促地方加快债券发行使用；加快推进民营经济促进法立法进程；消费有望保持平稳升级、稳步向好的发展态势。

国新办就2024年一季度金融运行和外汇收支情况举行发布会。央行副行长朱鹤新表示，未来货币政策还有空间，将密切观察政策效果及经济恢复、目标实现情况，择机用好储备工具。发布会要点还包括：相关部门将加强对资金空转监测，完善管理考核机制；央行根据物价变化与走势将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好态势；央行坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；境外机构投资境内债券有望延续稳定增长态势。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数维持低位，支持美联储推迟降息。美国上周初请失业金人数为21.2万人，预期21.5万人，前值自21.1万人修正至21.2万人；4月6日当周续请失业金人数181.2万人，预期181万人，前值自181.7万人修正至181万人。

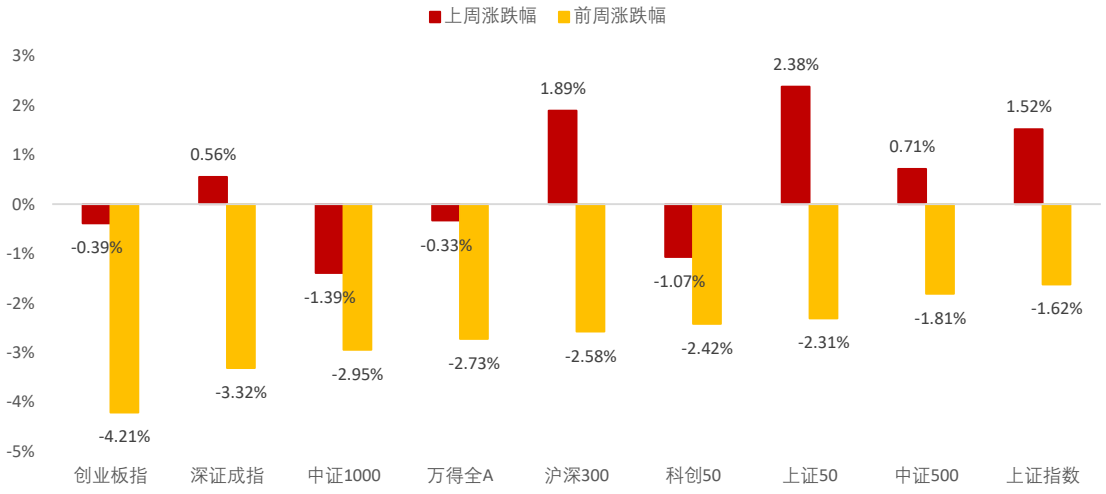
美联储褐皮书：经济略有扩张，物价基本稳定。美联储褐皮书表示，自2月下旬以来，美国经济“略有扩张”，企业报告称，转嫁更高成本的难度更大。消费者支出总体上几乎没有增长，但各地区和支出类别的报告却参差不齐；总体而言，接触对象对经济前景持谨慎乐观态度；平均而言，价格涨幅温和，与上次报告的涨幅大致相同；整体就业略有增长；预计通胀将以缓慢的速度保持稳定；少数地区制造商认为近期通胀存在上行风险。

美联储主席鲍威尔态度转变暗示顽固通胀可能令央行推迟降息。美联储主席鲍威尔表示，最近的通胀数据表明，央行可能需要更长的时间才能获得降息所需的信心。鲍威尔指出，在经历了去年年底的快速下滑后，在通胀方面缺乏进一步的进展。他说，如果价格压力持续存在，只要有需要，美联储可以保持利率稳定。他表示，鉴于劳动力市场的强劲和迄今为止通胀的进展，让限制性政策有更多时间发挥作用，让数据和不断变化的前景指引美联储将是合适的。

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 股各宽基指数涨跌不一。截至 4 月 19 日，上证 50 涨 2.38%，沪深 300 涨 1.89%，涨幅居前，中证 1000 下跌 1.39%，科创 50 跌幅 1.07%，跌幅居前。从行业板块看，上周家电、银行、建筑、非银行金融、煤炭领涨，消费者服务、商贸零售、传媒、轻工制造领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/4/19	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	13.3	↑	0.27	29.3	↑	9.12	49.7%	60.5%	53.5%
深证成指	20.7	↑	0.03	35.1	↑	0.06	25.1%	13.0%	5.2%
上证 50	10.3	↑	0.35	41.6	↑	10.21	63.0%	66.0%	56.1%
沪深 300	11.8	↑	0.31	30.3	↑	9.44	38.5%	36.0%	33.3%
中证 500	22.0	↑	0.44	14.0	↑	3.01	19.5%	35.7%	37.7%
中证 1000	31.6	↓	0.33	20.4	↓	0.39	20.4%	31.9%	29.2%
创业板指	26.2	↓	0.18	0.9	↓	0.08	1.1%	2.0%	3.0%
科创 50	42.3	↓	0.22	26.4	↓	1.29	26.4%	26.4%	27.7%

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）

	2024/4/19	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)	13.9	↑ 0.58	42.03%	↑	3.08	42.0%	48.7%	72.5%
煤炭(中信)	11.7	↑ 0.74	64.94%	↑	8.75	64.9%	97.8%	97.8%
有色金属(中信)	21.1	↓ 0.24	18.60%	↓	0.20	18.6%	31.6%	47.0%
电力及公用事业(中信)	20.4	↓ 0.54	35.68%	↓	3.60	35.7%	23.7%	33.3%
钢铁(中信)	31.9	↑ 0.43	67.08%	↑	0.73	67.1%	85.5%	78.4%
基础化工(中信)	26.8	↓ 0.09	30.60%	↓	0.09	30.6%	55.8%	45.2%
建筑(中信)	9.0	↑ 0.22	13.65%	↑	4.29	13.6%	19.0%	26.2%
建材(中信)	20.5	↑ 0.49	54.38%	↑	1.16	54.4%	83.0%	77.2%
轻工制造(中信)	30.0	↓ 2.43	32.27%	↓	8.68	32.3%	58.4%	42.5%
机械(中信)	31.1	↓ 0.06	6.82%	↓	0.35	6.8%	5.3%	7.7%
电力设备及新能源(中信)	19.2	↓ 0.19	2.56%	↓	0.15	2.6%	4.7%	6.9%
国防军工(中信)	57.2	↑ 1.72	16.77%	↑	4.17	16.8%	10.7%	8.3%
汽车(中信)	29.1	↓ 0.83	64.28%	↓	0.94	64.3%	36.5%	6.1%

家电(中信)	16.1	↑ 0.81	31.94%	↑	9.05	31.9%	30.4%	31.4%
纺织服装(中信)	25.6	↓ 0.15	20.33%	↓	0.74	20.3%	22.7%	16.5%
医药(中信)	35.3	↓ 1.50	16.47%	↓	10.36	16.5%	27.1%	20.1%
食品饮料(中信)	25.1	↑ 0.33	20.18%	↑	1.00	20.2%	5.1%	1.1%
银行(中信)	5.5	↑ 0.26	34.61%	↑	7.27	34.6%	39.6%	58.9%
非银行金融(中信)	16.3	↑ 0.67	36.02%	↑	7.85	36.0%	49.3%	60.7%
交通运输(中信)	18.2	↑ 0.44	23.48%	↑	3.30	23.5%	22.4%	13.0%
电子(中信)	55.3	↓ 4.20	55.12%	↓	12.22	55.1%	54.7%	45.9%
通信(中信)	21.2	↑ 0.62	13.28%	↑	2.50	13.3%	24.2%	36.1%
计算机(中信)	78.1	↓ 0.65	48.44%	↓	0.68	48.4%	25.8%	14.8%
传媒(中信)	66.7	↓ 5.45	68.49%	↓	2.69	68.5%	46.1%	31.1%
综合金融(中信)	65.0	↑ 20.39	92.72%	↑	32.02	92.7%	92.7%	92.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值分化，中证 1000、科创 50 估值下行较多，中证 500、上证 50 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，上周综合金融、国防军工、家电估值上行最多，电子、传媒、轻工估值下行最多。当前综合金融、传媒、煤炭、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；电力

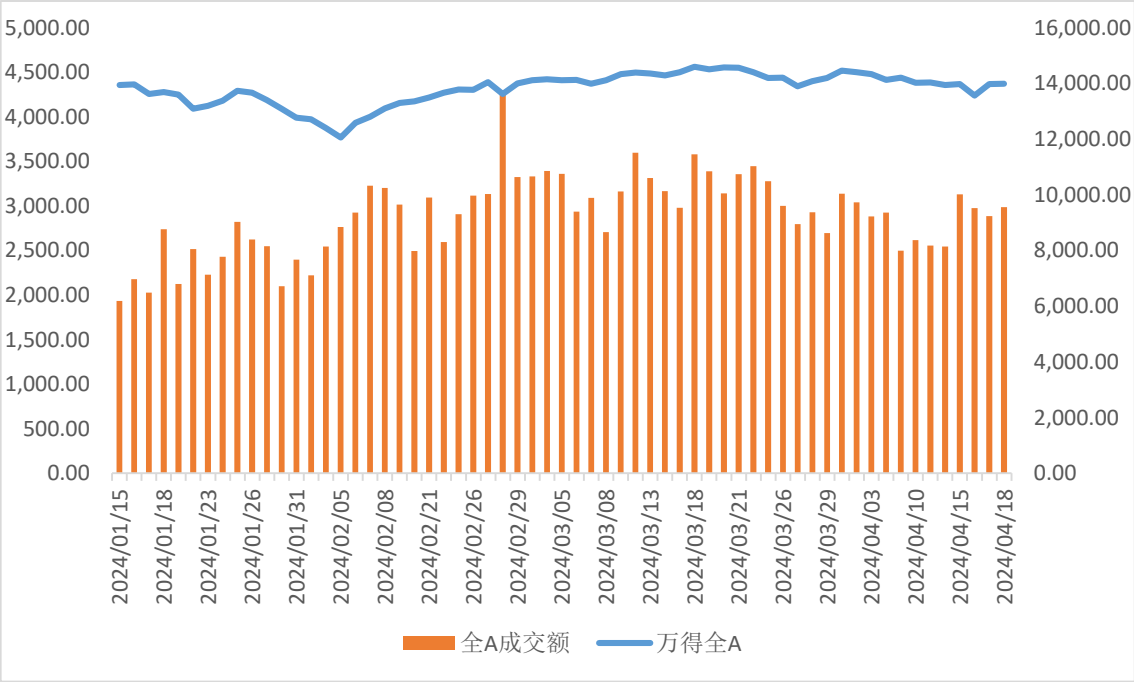
设备及新能源、机械、建筑、通信、医药板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，机械，汽车，传媒行业的拥挤度较高。

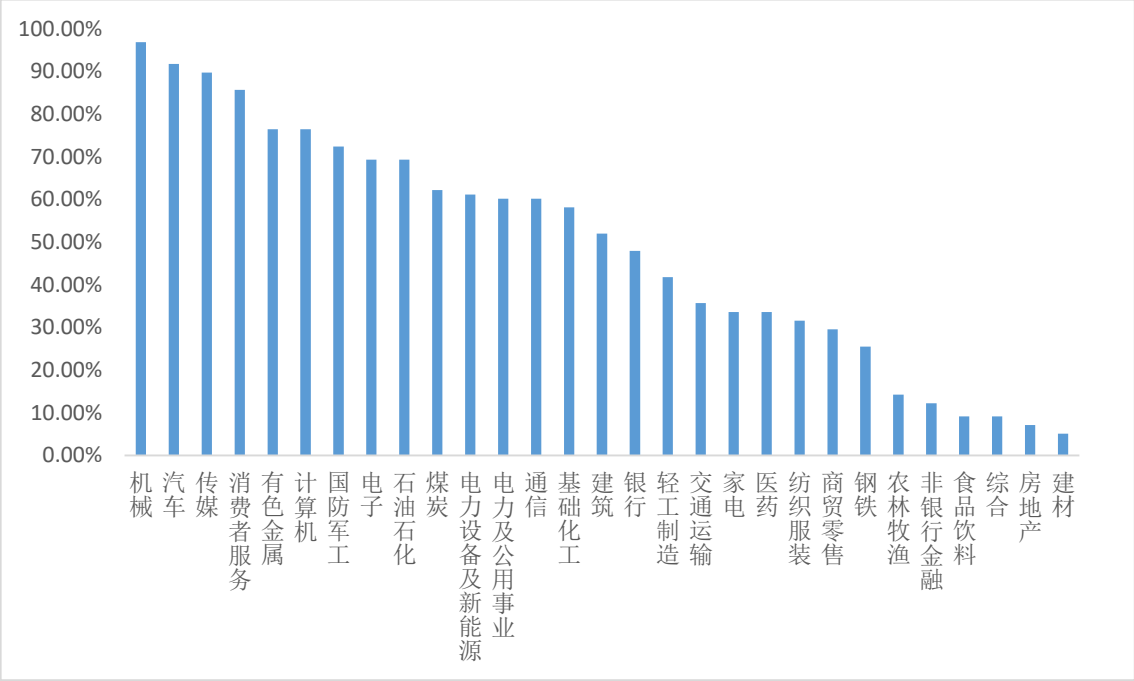
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.18%，处于历史 89%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



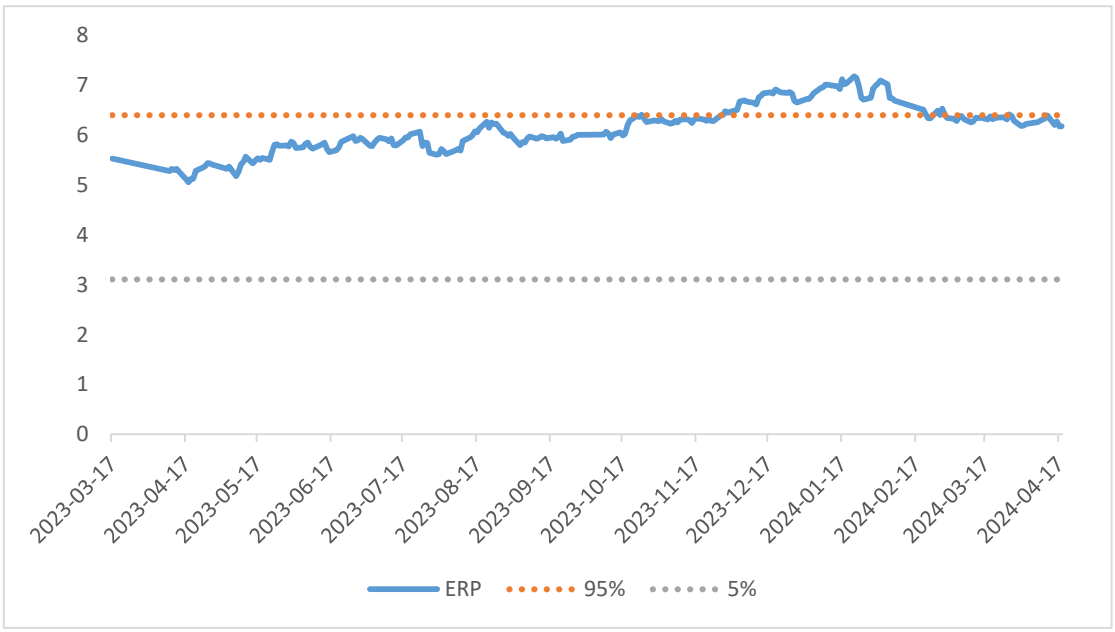
数据来源：Wind、鑫元基金

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



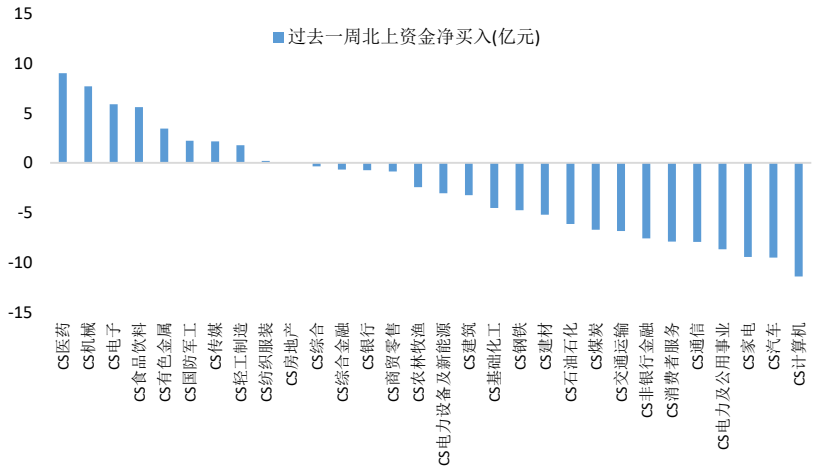
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 66.9 亿元，上上周净流出 114.68 亿元，最近一周北向资金继续净流出。上周增持金额排行靠前的行业是医药（↑9.01）、机械（↑ 7.70）、电子（↑5.91）、

食品饮料（↑5.61）、有色金属（↑ 3.43）；减持金额排名靠前的行业是计算机（↓ 11.45）、汽车（↓9.53）、家电（↓9.47）、电力及公用事业（↓8.69）、通信（↓7.96）。

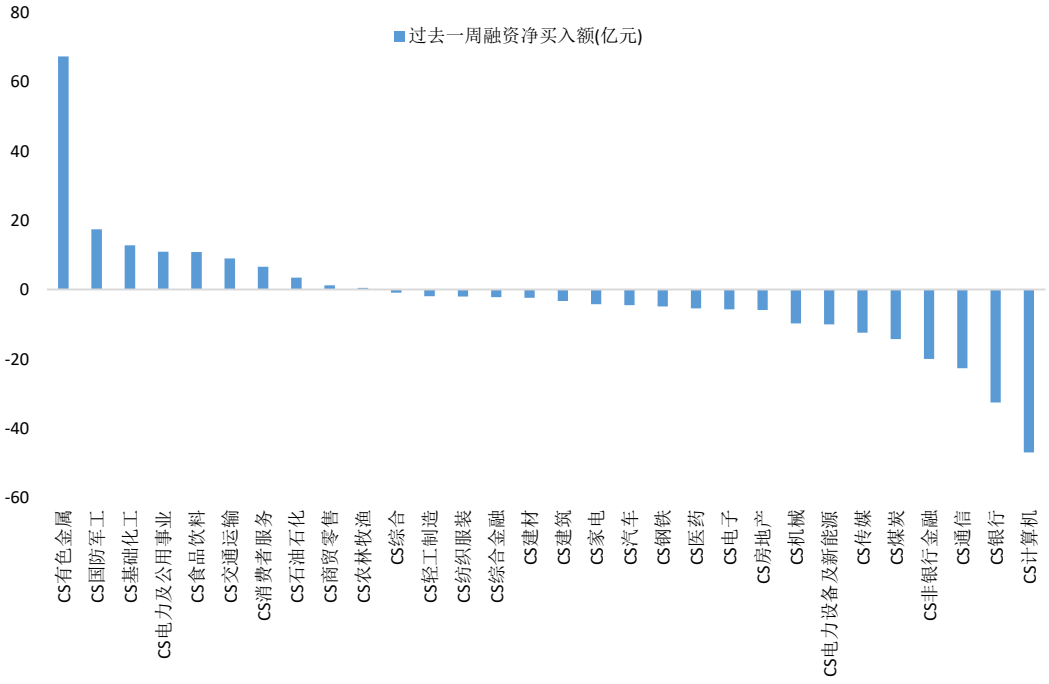
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

4 月 19 日，两融资金占比为 2.25%，4 月 12 日为 2.27%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至 4 月 19 日，上周融资净买入最大的五个行业为**有色金属、国防军工、基础化工、电力及公共事业、食品饮料。**

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

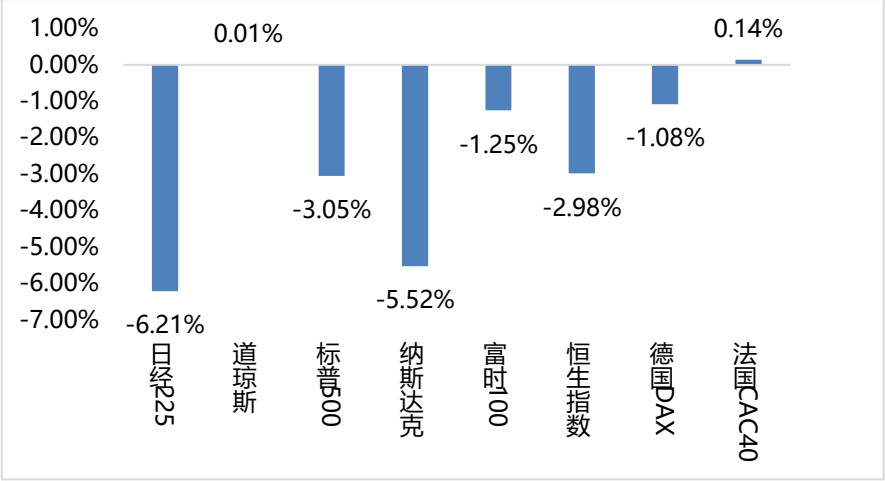


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市大多下跌。美国股市方面，道指上涨 0.01%，标普 500 下跌 3.05%，纳指下跌 5.52%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 1.08%，英国富时 100 下跌 1.25%，法国 CAC40 上涨 0.14%；亚太股市方面，日经指数下跌 6.21%，恒生指数下跌 2.98%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

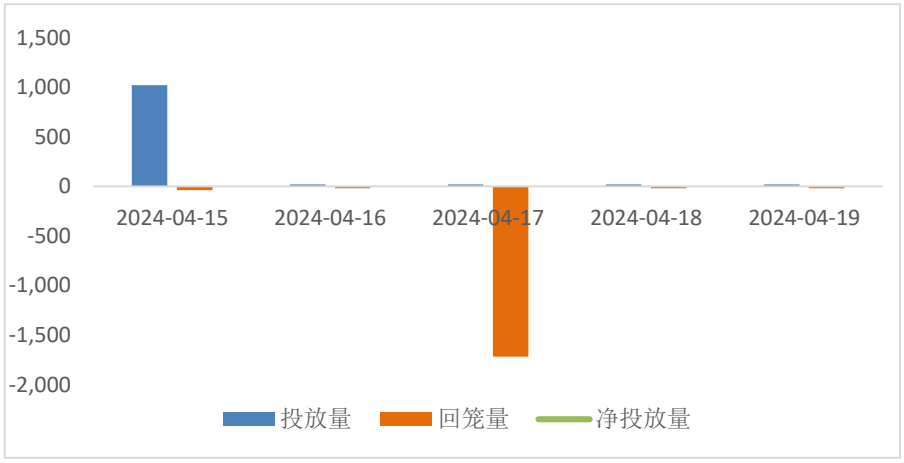


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 100 亿元逆回购操作和 1000 亿元 MLF 操作，因本周有 120 亿元逆回购和 1700 亿元 MLF 到期，本周实现净回笼 720 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 1250 亿元，地方政府债计划发行 724.8 亿元，整体净缴

款-1010.5 亿元。

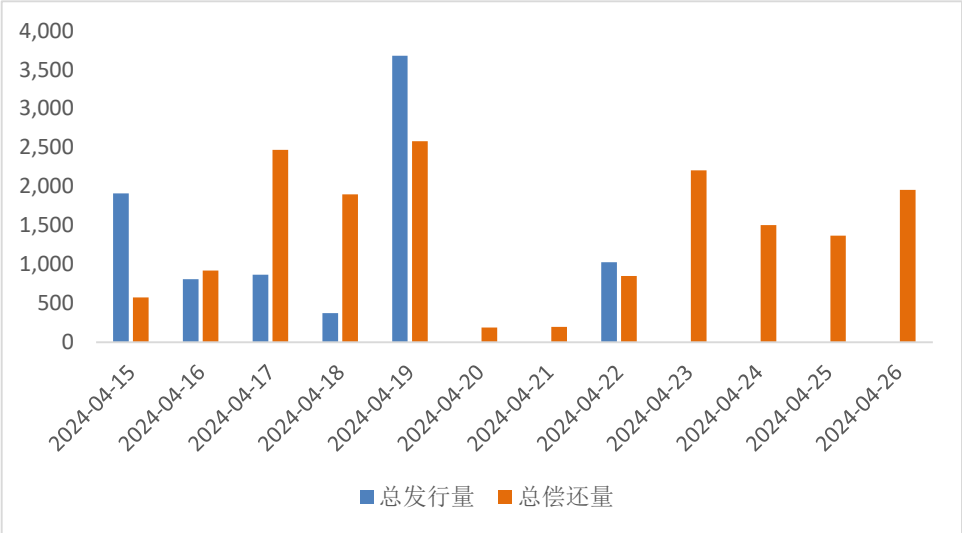
表 1：4 月 22 日-4 月 26 日政府债发行缴款

单位：亿元

	4 月 22 日		4 月 23 日		4 月 24 日		4 月 25 日		4 月 26 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	0	0	98.5	1250	0	0	539.3	0	87
到期	1474.9	10	0	0	0	193.8	2324.2	0	0	108.3
缴款	1000	112.9	0	0	0	98.5	1250	0	0	539.3
净缴款	-272		0		-95.3		-1074.2		431	

同业存单发行：未来四周，同业存单分别到期 8269 亿元、1717 亿元、7370 亿元和 7577 亿元，下周面临的到期压力仍相对较大，维持在 8000 亿元以上，而后到期压力将大幅缓解。

图 11：同业存单到期与发行

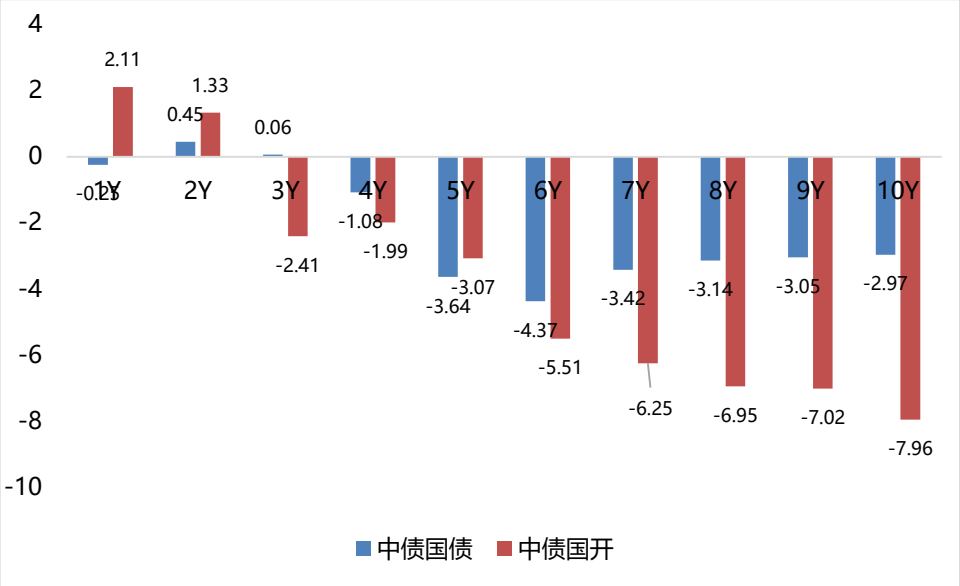


回购市场：上周税期，资金利率维持平稳，资金分层持续缓解。具体而言，DR001 由 1.71%上行至 1.80%，R001 由 1.79%上行至 1.87%，二者均值分别较前一周小幅上行 3bp、1bp。资金供需方面，上周银行资金供给量有所下降。4 月 15-19 日，银行体系日均净融出低于前一周，日内资金供给在 3.7-4.2 万亿元左右，税期两天均在 4 万亿以下。

票据利率：票据利率整体呈现跌后回暖的趋势。国股 6M 票据利率较上周五下降 6BP 至 1.48%，国股 3M 票据利率较上周五下降 3BP 至 1.55%。上周一，开盘市场延续低位运行，随着标杆大行日内降价入场，带动买盘配置需求释放，卖盘继续低价出票，市场交投活跃度上行，各期限国股票据利率皆有小幅下行。上周二，标杆大行日内降价 2BP 收票，大行和农商行积极收票，卖盘趁机压价，票价下行明显。午后，部分大行继续收票，带动票价小幅下行。上周三至上周四的行情相较类似，早盘在标杆大行的降价带动下，市场情绪低位运行，卖盘谨慎压价出票，票价略有下行。尾盘票据利率有所回暖。上周五，市场情绪高开，卖盘出票积极，而买盘则在大行抬价收票的影响下有所收敛，市场一度供过于求，票据利率震荡上涨。

（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	**29.98**	**8.24**	**17.85**	**35.27**
环比	0.31	-3.70	0.67	-4.45
年初以来	-0.73	-15.82	-1.22	30.54
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	27.33	15.45	17.77	53.38
2016 年以来分位数	60.97%	10.83%	51.73%	26.23%

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 19 日）

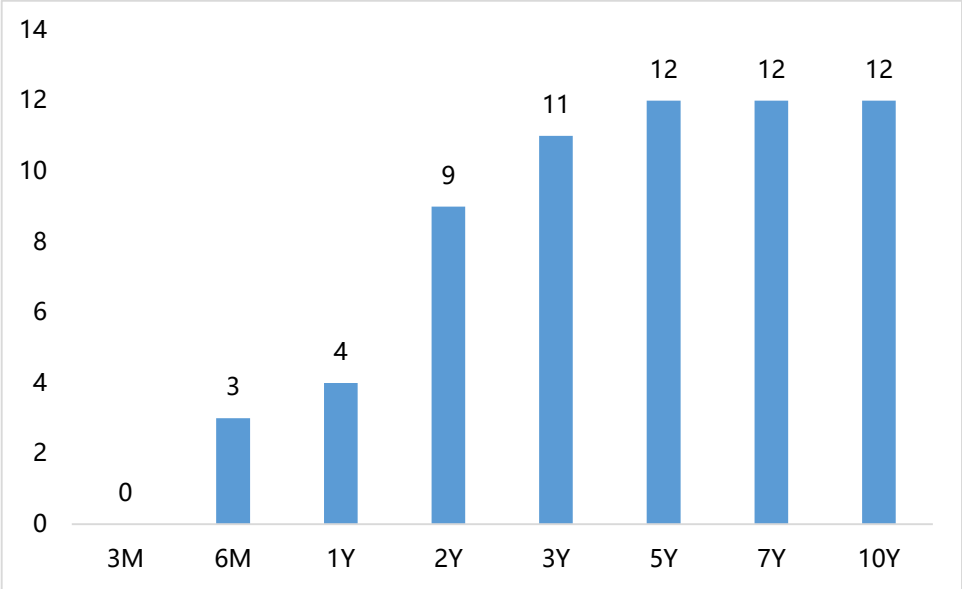
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	**25.25**	**18**	**20.13**	**24.77**	**30.68**
环比	-9.13	-9.32	-4.41	-7.51	-3.09
年初以来	-22.58	-34.22	-43.1	-29.06	-36.24
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	46.89	37.18	39.93	44.01	45.17
2016 年以来分位数	4.62%	2.02%	2.60%	2.45%	9.87%

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 0.25BP 至 1.6933，3 年期上行 0.06BP 至 1.9931，5 年期下行 3.64BP 至 2.0755，10 年期下行 2.97BP 至 2.2540。

长期限高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 9.13BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 9.32BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.41BP。

图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

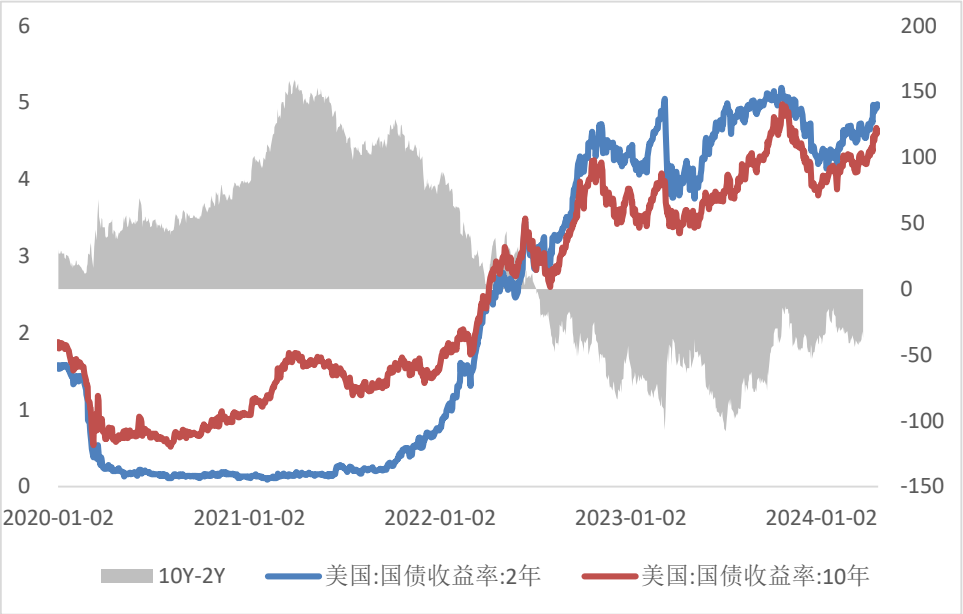


数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率上行。上周 10 年期美债收益率上行 12BP，10 年期国债收益率下行

2.97BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 4BP，3 年期美债收益率上行 11BP，10 年期美债收益率上行 12BP。

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，离岸人民币升值。上周美元指数上升 0.09%，在岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.11%，即期汇率贬值 0.04%，离岸人民币汇率升值 0.23%。

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	106.1149	7.1046	7.2401	7.2509
对照日期	106.0228	7.0967	7.2375	7.2673
涨跌	0.09%	-0.11%	-0.04%	0.23%

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，内需不足背景下迫切需要财政扩张工具，国际地缘存在较大不确定性。展望2-4 季度，受人口结构、产业布局、房价收入比等长期因素的影响，房地产市场调整或将持续，而在内需增长动能仍显不足的背景下，补库存阶段启动的时点也可能有所推迟，一季度强劲高增的广义基建投资、制造业投资维持在当前较高的增长区间内就变得尤为重要，而地方债务风险加快化解的背景下，一些地区的传统基建投资增速可能趋势性下行，迫切需要中央政府财政扩张工具以有力支撑广义基建和制造业有效投资需求。海外方面，中东地缘事件继续演绎，市场波动较大。继伊朗回击以色列后，上周五以色列再度反击，市场一度再次出现避险行情，但也再次重归平静。以当前信息评估，双方均有意缓和，但又必须有所回应，同时在部分关键地区仍有核心利益冲突，因此中期存在较大不确定性。

（二）权益市场展望和策略

近期 A 股在全球权益资产中表现偏强，主要由于估值低、增长预期低以及资金低配，同时周期制造、稳定板块推动了A股指数的上涨。展望后市，情绪指标55%分位水平，处于中性水平。宽基指数中上证 50、上证指数格局偏强，关注本周能否突破上行。小市值股票亏钱效应的负反馈仍在进行之中，同时业绩披露期临近尾声市场波动会加大，谨慎看待 4 月下旬行情。美股回调对 A 股喜欢映射逻辑的板块影响较大，主要是科技、医药板块，尤其要关注科技板块抱团股的调整风险。**红利指数绝对点位已经到长周期区间的高点，关注短期调整风险。目前股息率 5.44%，仍处于历史 71%分位水平。中长期市场共识越来越凝聚，以沪深 300、中证红利为代表的低估值、大市值、高分红、高盈利质量的核心资产是机构抱团的主要方向，辅以出口高景气、短期高确定性机会和新质生产力长期、高赔率结构性机会。**

（三）债券市场展望和策略

经济数据公布但债市反应钝化，市场供给信息扰动，收益率曲线走平。一季度 GDP 同比增长 5.3%，高于市场预期，但受通胀影响，名义增速不高。结构上，工业生产、制造业投资偏强，消费动能放缓，未来项目新开工加速，以及设备更新等政策落地或对内需提供支撑，需关注基本面修复的持续性。发改委“加快推动超长期特别国债等举措落地”；央行表示“未来货币政策还有空间”，同时也要“防止利率过低导致内卷式竞争加剧”。MLF 平价缩量 700 亿

元续作，本月税期影响有限，市场流动性持续宽裕，资金利率变化不大。**展望后市，政府债和政金债的供给仍是未来市场面临的主要压力，但短期内对冲击可能有限，机构配置需求不弱，预计债市将维持震荡偏强走势，建议利率债账户保持中性久期，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，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。