

信贷需求不足凸显政策宽松必要性，权益或可更多考虑内需品种机会

——鑫元周观点（2024.05.06-2024.05.12）

一、核心观点

宏观方面，4月新增信贷仅7300亿，低基数下同比仅微幅多增112亿。新增信贷疲弱，居民信贷跌幅加深，企业中长贷同比少增，短期融资勉强支撑。社融时隔18年再现负增长并创新低，政府和企业债券发行罕见同步阻滞凸显地方债务风险加快化解的决心，表外汇票大幅减少抵消企业短期融资。信用收缩大幅拖累M2同比增速至有数据以来新低。4月M2同比增速再度快速下滑1.1个百分点至7.2%，已经降至自1997年有数据以来最低水平。海外方面，美国初请失业金人数录得23.1万，大超预期21.5万，创下2023年8月以来最高水平。

权益市场方面，本轮各地方对于地产的响应政策明显快于预期。出口数据继续超预期，国内出口的比较优势依旧存在，特别是在以量换价的情况下，外需的批发端继续补库存。出口生产的扩大，以及国内设备更新的补贴，都在加大企业的资本开支。对于可贸易部门的资本开支补贴，会有利于全要素生产率的提升。因此，对应的国内顺周期品种、外需独立景气的品种会阶段性占优，将继续表现为结构化的市场机会。在海外和国内都转宽松逻辑的背景下，上周市场展开轮动性修复，在修复接近完成之后，策略的重点继续放在分子端的结构性景气上。我们建议短期从哑铃策略的两头，部分向中间哑铃杆的内需品种转移。配置的方向可以考虑：顺周期的内需性行业（银行、保险、机械、化工），港股（金融、科技），部分地产开发商；另外可以继续持有外需有独立景气逻辑（家电、电力设备）的哑铃头品种，人工智能算力的核心品种因为风格变化出现了一定的调整，也可继续加仓。

固收市场方面，上周债市主要受股债跷跷板、地产政策放松、超长债供给节奏、降息降准预期等影响，整体呈弱势震荡格局，周内一年国股收平于2.1%、10年国债上行1BP至2.31%、30年国债上行5BP至2.57%，曲线小幅走陡；4月出口同比再度转正，延续开年以来的景气趋势，一方面得益于基数较低，另一方主要受益于外需韧性和价格拖累弱化；4月物价略有温和改善，但整体延续低位震荡格局，凸显总需求依旧不足，供需依旧不匹配；一季度货币政策执行报告整体延续4.30政治局会议、一季度货币政策例会的“灵活适度、精准有效”的总基调，但也有不少增量信息，尤其是对于物价处于低位的根本原因、信贷增长与高质量发展的关系、

当前长期国债收益率水平等核心问题作了详细阐述；4月社融自2005年10月后首次转负数，信贷需求虽同比多增，但是主要由票据融资支持，总结来看，实体部门、居民部门实际融资需求羸弱，政府部门融资节奏缓慢，另一面，规范手工贴息等高息揽储行为对数据亦有一定影响。总结而言，总需求不足仍是核心矛盾，货币政策、财政政策仍需加力，但不是以往的大水漫灌式加力；虽然短期内债市依旧面临经济接力修复、一级供给集中释放、风险偏好再平衡等压力，但经济转型期、化债期、地产库存消化期，经济向上弹性预计有限，利率大幅向上风险有限；如果后续收益率由于上述三大压力等原因有所上行，反而是一个不错的配置窗口。

二、宏观动态

（一）国内宏观

2024年4月份CPI同比涨幅稳中有升，PPI同比降幅收窄。国家统计局发布数据显示，4月份，我国CPI同比上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，且高于市场预期；环比则由降转涨，上涨0.1%。PPI同比下降2.5%，降幅收窄；环比下降0.2%，弱于市场预期，生产资料和生活资料的环比均为下降。机构分析认为，CPI的回暖表现受到了旅游等服务消费和能源价格的支撑，预计二、三季度CPI仍将保持在0.3%-1%区间。PPI表现则受到基数效应拖累，预计PPI有望在年末或明年一季度走出负区间。

前4个月我国人民币贷款增加10.19万亿元。据央行初步统计，今年前4个月中国社会融资规模增量累计为12.73万亿元，比上年同期少3.04万亿元。今年前四个月中国人民币贷款增加10.19万亿元。4月末，M2同比增长7.2%。4月末社会融资规模存量为389.93万亿元，同比增长8.3%。市场专家普遍表示，当月贷款总量“小月不小”，信贷结构持续优化，利率水平维持低位，人民币汇率在合理均衡水平上也保持基本稳定。

中国4月进出口数据转正，超出市场预期。按美元计价，4月中国出口增长1.5%，进口增长8.4%，贸易顺差723.5亿美元。按人民币计价，中国4月出口2.08万亿元，增长5.1%；进口1.56万亿元，增长12.2%；贸易顺差5134.5亿元。

国家主席习近平同法国总统马克龙、欧盟委员会主席冯德莱恩举行中法欧领导人三方会晤。会晤时指出，中欧双方应该坚持伙伴定位，坚持对话合作，深化战略沟通，增进战略互信，凝聚战略共识，开展战略协作，推动中欧关系稳定健康发展，为世界和平和发展不断作出新的贡献。双方要筹办好新一次中欧领导人会晤以及战略、经贸、绿色、数字高层对话，打造稳定互信的产业链供应链伙伴关系。

央行发布《2024年第一季度中国货币政策执行报告》。报告称，稳健的货币政策要灵活适

度、精准有效。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，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。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。持续深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

国家金融监管总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》。未来5年，银行业保险业多层次、广覆盖、多样化、可持续的“五篇大文章”服务体系基本形成。银行保险机构要建立健全科学合理的绩效考核制度，适当提升“五篇大文章”相关业务在内部绩效考核中占比。银行保险机构要严格按照风险可控、商业可持续原则开展业务，避免一哄而上、过度授信。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数为23.1万人，创去年8月26日当周以来新高。预期21.5万人，前值20.8万人；四周均值21.5万人，前值21万人。截至4月27日当周，美国持续申领失业金人数178.5万，预期178.5万人，前值177.4万人。

欧央行会议纪要显示一些官员认为4月降息是合适的。欧洲央行4月货币政策会议纪要显示，委员们普遍认为，需要进一步证据，才能获得足够信心相信通胀正稳步回到欧洲央行目标水平；普遍同意物价数据和中期路径相符；绝大多数成员同意将利率保持不变，几名成员认为已满足降息条件。

美联储票委讲话。美联储博斯蒂克表示，尽管时间不确定，仍然认为美联储今年将进行一次降息。美联储理事鲍曼指出，美国经济有持续的动能，需要在更长一段时间保持政策稳定。美联储洛根称，现在考虑降息为时尚早，需要在政策上保持灵活性。美联储卡什卡利表示，再次加息的门槛很高，但不能排除这种可能性。如果通胀数据允许，美联储将保持利率稳定。

日本央行公布4月25日至26日货币政策会议纪要。会议纪要显示，如果经济活动和物价前景得以实现，基础通胀上升，日本央行将调整货币宽松程度，同时预计宽松的金融环境将暂时维持。

三、市场回顾

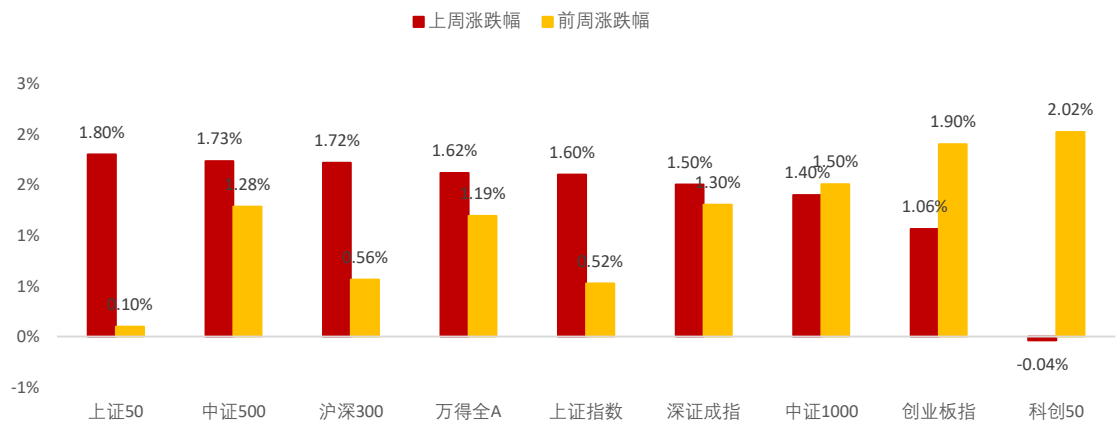
（一）权益市场

1、权益市场走势

上周A股各宽基指数除科创50外均为上涨。截至5月10日，上证50上涨1.8%，中证500

上涨 1.73%，沪深 300 上证 1.72%，涨幅居前。仅有科创 50 下跌，跌幅 0.04%。从行业板块看，上周农林牧渔、国防军工、房地产、有色金属、煤炭领涨，计算机、通信、传媒、综合金融、消费者服务领跌。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

上周各宽基指数估值均上行，国防军工、基础化工、医药、有色金属、轻工制造估值上行较多。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，上周国防军工、基础化工、医药、有色金属、轻工制造估值上行最多，计算机、传媒、通信、消费者服务、综合金融估值下行最多。当前商贸零售、钢铁、计算机、电子、汽车板块估值处于历史较高水平；建筑、纺织服装、电力设备及新能源、通信、食品饮料板块估值处于历史较低水平。

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/5/10	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	13.8	↑ 0.21	33.9	↑ 3.55	59.0%	74.2%	68.9%
深证成指	22.9	↑ 0.38	43.0	↑ 1.12	32.1%	25.0%	17.7%
上证50	10.6	↑ 0.10	44.3	↑ 1.65	67.0%	69.2%	58.2%
沪深300	12.2	↑ 0.14	37.7	↑ 4.12	50.7%	53.5%	49.1%
中证500	24.1	↑ 0.46	24.0	↑ 2.42	32.7%	59.5%	64.2%
中证1000	39.1	↑ 0.68	49.5	↑ 2.57	49.5%	72.6%	73.7%
创业板指	28.9	↑ 0.33	4.8	↑ 0.88	6.0%	10.9%	11.8%
科创50	45.0	↑ 1.23	46.1	↑ 8.85	46.1%	46.1%	48.3%

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）

	2024/5/10	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)	12.6	↓ 0.12	35.71%	↓ 0.62	35.7%	41.9%	62.2%
煤炭(中信)	13.1	↑ 0.51	72.33%	↑ 1.69	72.3%	99.8%	99.7%
有色金属(中信)	24.0	↑ 0.98	19.98%	↑ 0.44	20.0%	33.8%	49.9%
电力及公用事业(中信)	19.0	↑ 0.30	24.34%	↑ 2.10	24.3%	11.2%	16.5%
钢铁(中信)	35.8	↑ 0.42	70.03%	↑ 0.44	70.0%	87.9%	82.1%
基础化工(中信)	33.2	↑ 1.23	41.99%	↑ 0.70	42.0%	74.5%	63.6%
建筑(中信)	8.9	↑ 0.17	12.11%	↑ 3.01	12.1%	16.6%	23.1%
建材(中信)	23.8	↑ 0.83	68.28%	↑ 2.83	68.3%	96.1%	94.6%
轻工制造(中信)	27.7	↑ 0.96	25.33%	↑ 3.13	25.3%	46.0%	31.0%
机械(中信)	31.5	↑ 0.78	9.12%	↑ 2.94	9.1%	8.7%	12.2%
电力设备及新能源(中信)	27.8	↑ 0.69	14.40%	↑ 1.31	14.4%	26.2%	25.1%
国防军工(中信)	68.6	↑ 3.25	46.42%	↑ 7.09	46.4%	61.3%	58.6%
汽车(中信)	27.4	↑ 0.11	62.44%	↑ 0.29	62.4%	33.6%	5.0%
家电(中信)	16.3	↑ 0.50	34.31%	↑ 6.48	34.3%	33.5%	35.9%
纺织服装(中信)	23.3	↑ 0.18	7.87%	↑ 0.69	7.9%	10.2%	1.4%
医药(中信)	40.6	↑ 1.05	55.61%	↑ 7.63	55.6%	60.1%	46.6%
食品饮料(中信)	25.0	↑ 0.48	19.94%	↑ 1.37	19.9%	5.0%	1.2%
银行(中信)	5.4	↑ 0.02	33.95%	↑ 0.51	34.0%	38.8%	57.5%
非银行金融(中信)	18.6	↑ 0.33	61.82%	↑ 1.85	61.8%	79.7%	86.3%
交通运输(中信)	17.2	↑ 0.53	15.36%	↑ 4.26	15.4%	15.4%	11.6%
电子(中信)	60.6	↑ 0.55	69.42%	↑ 1.24	69.4%	63.6%	58.0%
通信(中信)	20.6	↓ 0.33	11.04%	↓ 1.35	11.0%	20.1%	29.8%
计算机(中信)	92.3	↓ 2.87	58.68%	↓ 1.03	58.7%	39.5%	31.5%
传媒(中信)	38.4	↓ 0.66	23.34%	↓ 0.77	23.3%	25.3%	11.9%
综合金融(中信)	30.8	↓ 0.29	14.71%	↓ 0.54	14.7%	14.7%	15.6%

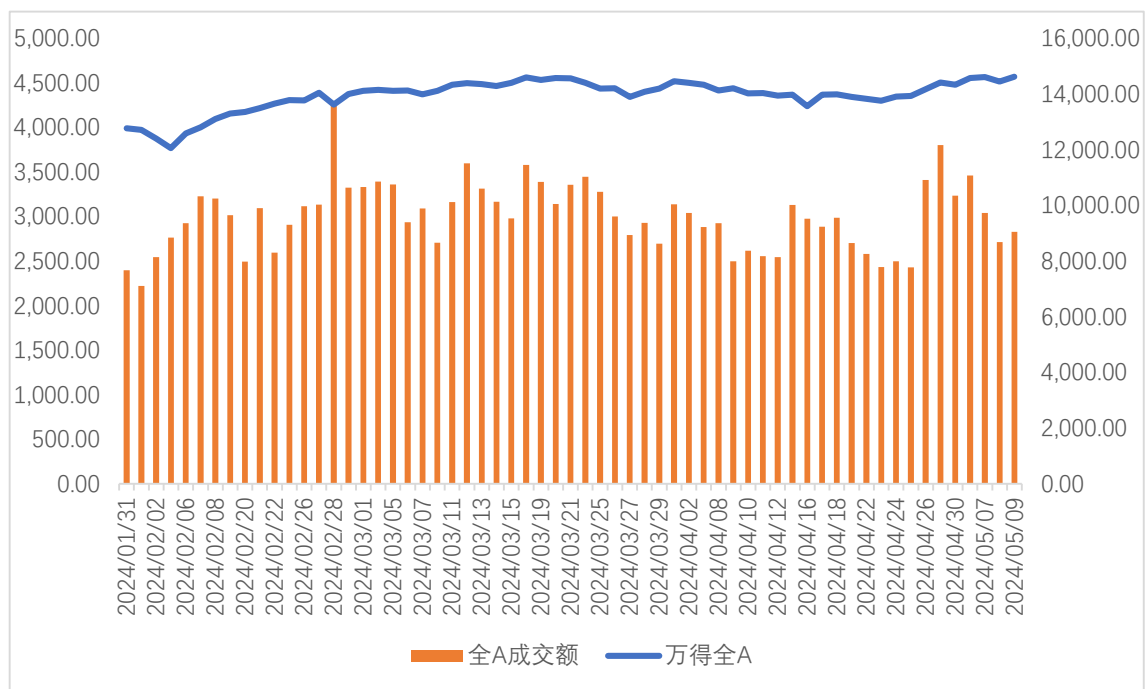
数据来源：Wind、鑫元基金

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，机械，汽车，国防军工的拥挤度较高。

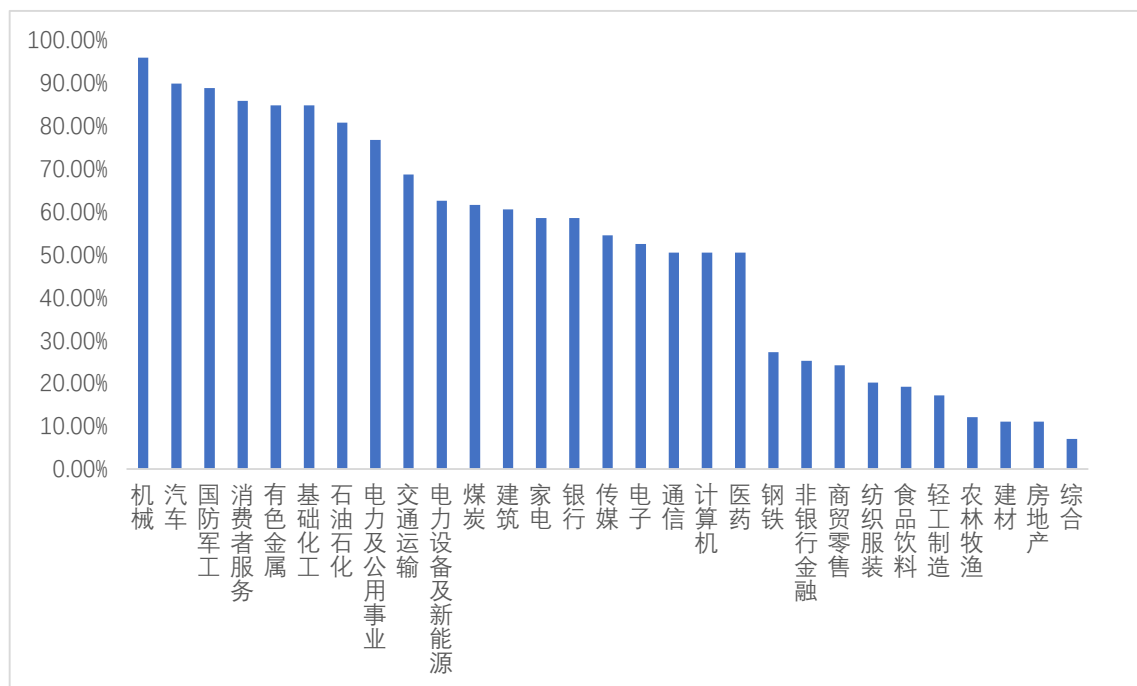
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为5.89%，处于历史81.98%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图4：全市场换手率



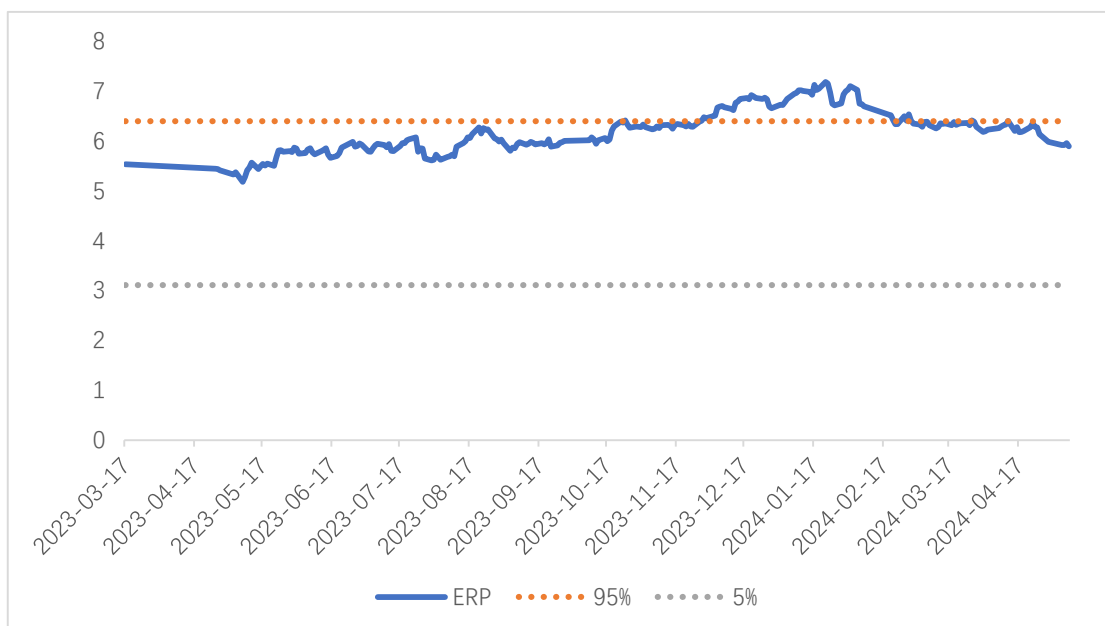
数据来源：Wind、鑫元基金

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

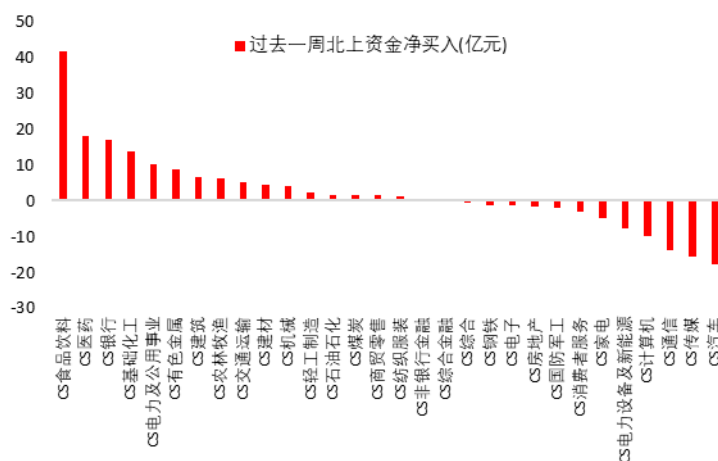


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 48.42 亿元，上上周净流入 22.76 亿元，最近一周北向资金净流入增加。上周增持金额排行靠前的行业是食品饮料(↑ 41.64)、医药(↑ 18.13)、银行(↑ 16.92)、基础化工(↑ 13.8)、电力及公用事业(↑ 10.26)；减持金额排名靠前的行业是汽车(↓ 17.82)、传媒(↓ 15.64)、通信(↓ 13.78)、计算机(↓ 9.76)、电新(↓ 7.62)。

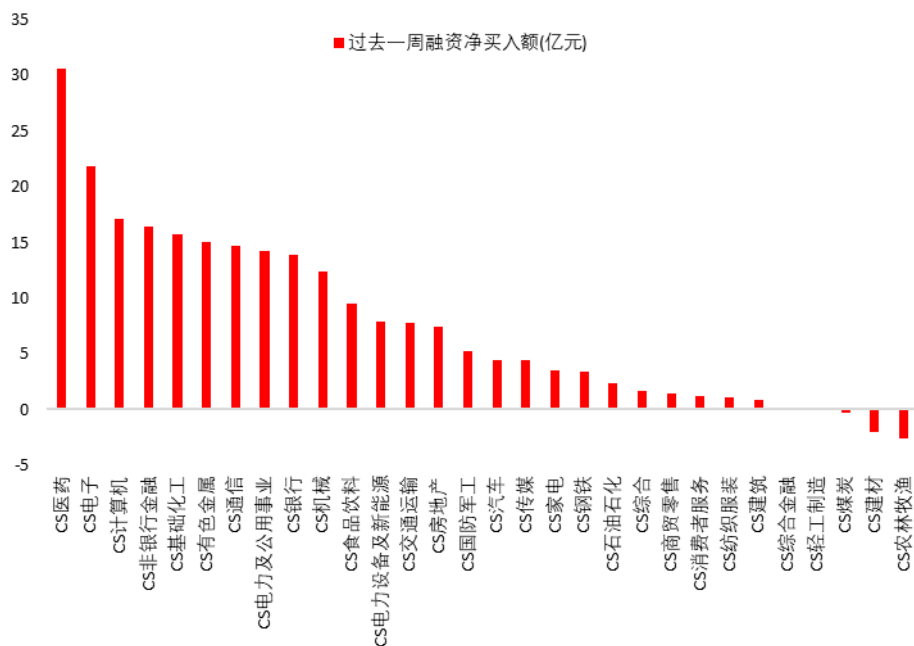
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

5月9日，两融资金占比为2.17%，4月30日为2.17%，杠杆资金加仓意愿持平。截至5月10日，上周融资净买入最大的五个行业为医药、电子、计算机、非银金融、基础化工。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

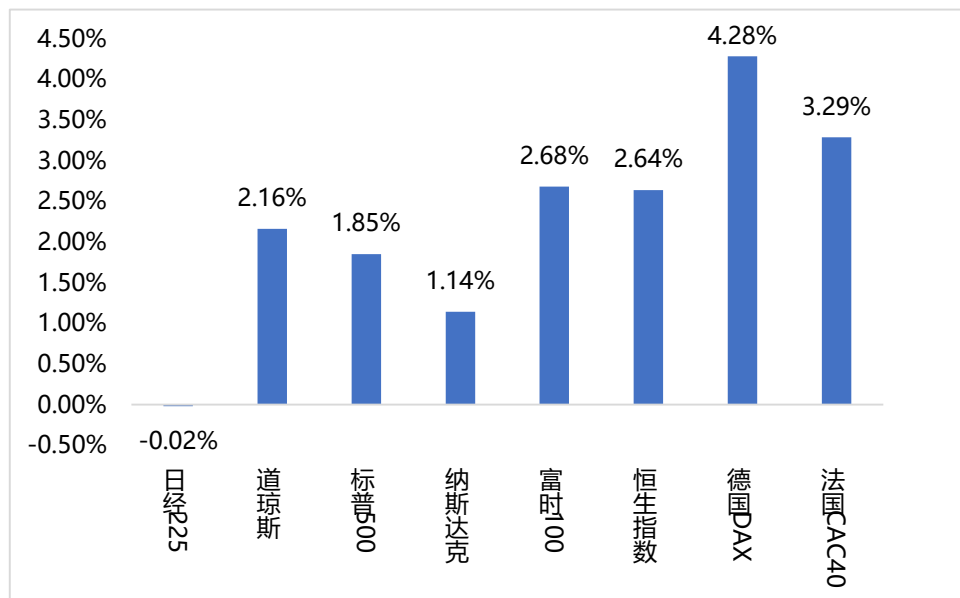


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外各主要股指多数上行。美国股市方面，道指上涨 2.16%，标普 500 上涨 1.85%，纳指上涨 1.14%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 2.68%，德国 DAX 上涨 4.28%，法国 CAC40 上涨 3.29%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.02%，恒生指数上涨 2.64%。

图 9：上周海外主要指数涨跌



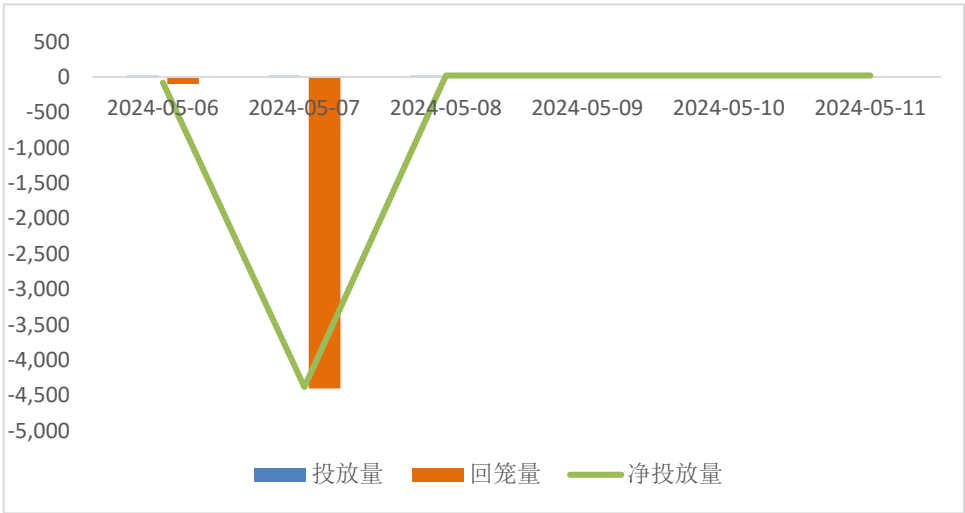
数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 120 亿元逆回购，因有 4500 亿元逆回购到期，实现净回笼

4380 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 2270 亿元，地方政府债计划发行 415.3 亿元，整体净缴款 1627.4 亿元。

表 1：5 月 13 日-5 月 17 日政府债发行缴款

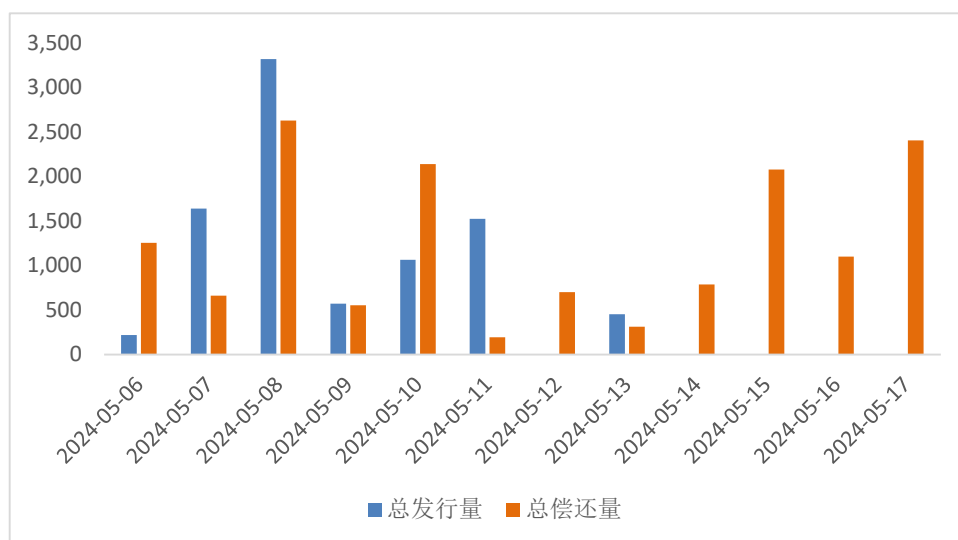
单位：亿元

	5 月 13 日		5 月 14 日		5 月 15 日		5 月 16 日		5 月 17 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	2270	140.4	0	192.3	0	82.6	0	0
到期	800.4	347.8	0	0	0	63	300	129.8	0	243.8
缴款	600	227	0	0	2270	140.4	0	192.3	0	82.6
净缴款	-321.3		0		2347.4		-237.5		-161.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：未来四周，同业存单分别到期 7383 亿元、6546 亿元、3211 亿元和 3897 亿元。下一周到期 7383 亿元，仍在相对高位，5 月中旬之后到期压力将有显著缓解。

图 11：同业存单到期与发行



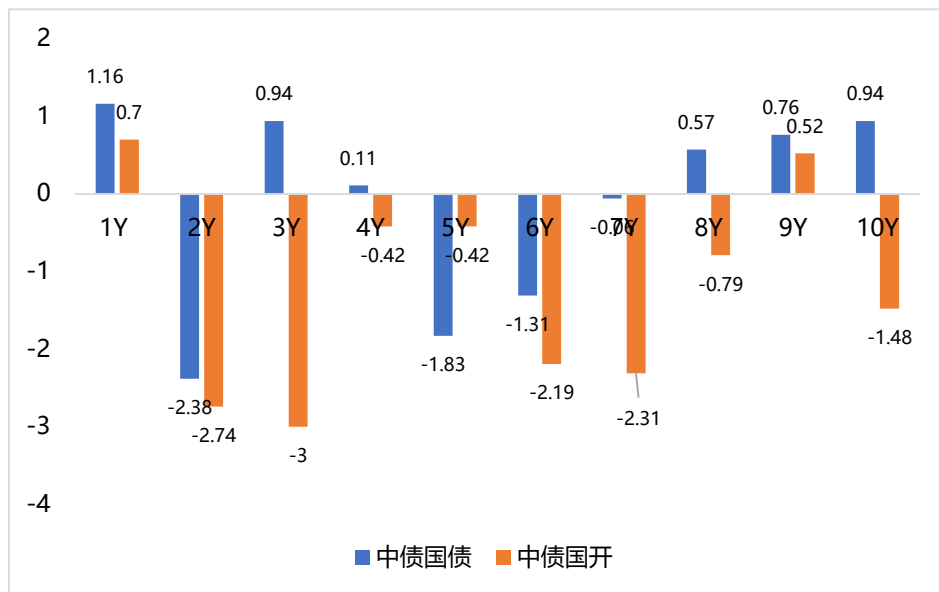
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：5月第一周，受益于4月底的财政支出，资金利率均转为下行。R001由1.85%下行至1.74%，R007由1.94%下行至1.87%，均值分别较前一周下行12bp、20bp。银行体系净融出从4月初的5万亿以上下降至4月末的1.6万亿元，5月初小幅回升至2-3万亿，整体处于相对低位。

票据利率：上周先是在市场对本月的看跌预期下，买盘降价收票，卖盘压价出票，票据利率快速下行。但在一级市场票源供给大幅增长和大行带头抬价收票下，票据利率逐步回调。展望上周，供给方面，近日市场签发量维持高位，票源供给相对较好，为卖盘出票提供支撑。需求方面，大行持续进场收票，带动买盘需求平稳释放。央行公布社融数据不及预期，可能拉低市场情绪。供需博弈下，本周票价易跌难涨。

（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（2024 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	28.86	13.71	18.21	44.48
环比	-0.22	-2.77	2.77	23.19
年初以来	-1.85	-10.35	-0.86	39.75
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	27.34	15.44	17.77	53.26
2016 年以来分位数	56.24%	37.30%	54.09%	35.63%

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 05 月 10 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	20.36	23.06	23.37	21.29	28.03
环比	-5.14	-3.43	-2.60	-4.11	-5.99
年初以来	-27.47	-29.16	-39.86	-32.54	-38.89
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	46.74	37.08	39.82	43.87	45.06
2016 年以来分位数	1.05%	9.80%	6.12%	1.10%	7.60%

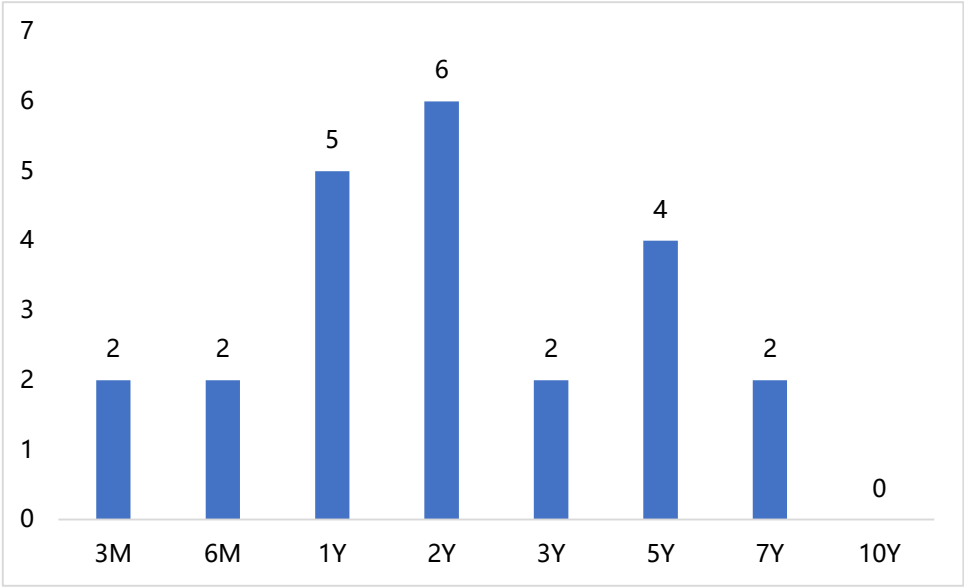
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上 1.16BP 至 1.7044，3 年期上行 0.94BP 至 1.993，5 年期下行 1.83BP 至 2.1301，10 年期上行 0.94BP 至 2.3122。

长期限高等级票据信用利差集体收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.14BP，

中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.43BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.60BP。

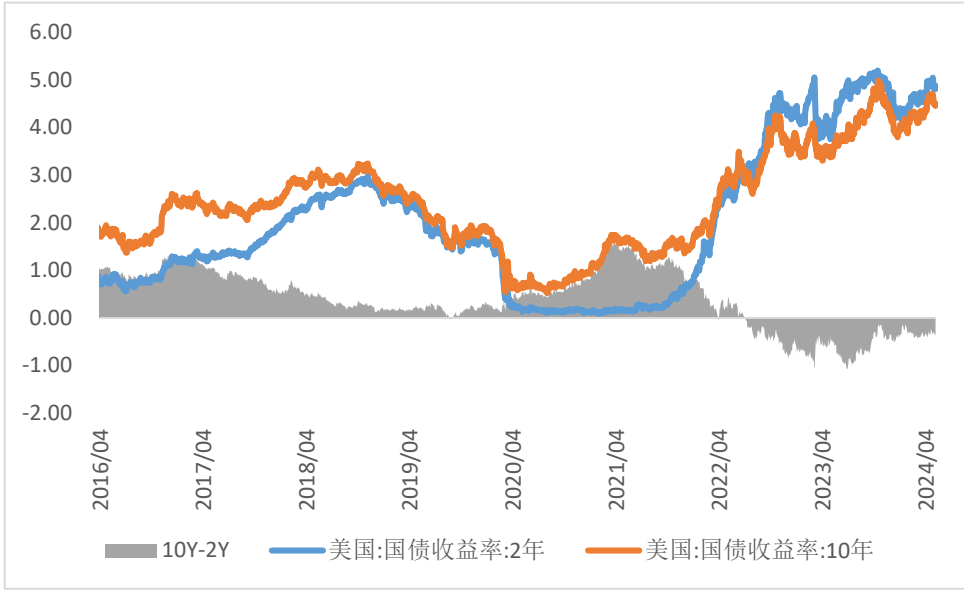
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率多数上行。上周 10 年期美债收益率收平，10 年期国债收益率上行 0.94BP，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 2BP，10 年期美债收益率收平。

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，在岸人民币汇率升值，离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.23%，在岸人民币汇率有所升值，离岸人民币汇率有所贬值，中间价升值 0.07%，即期汇率升值 0.23%，离岸人民币汇率贬值 0.60%。

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	105.3277	7.1011	7.2246	7.2344
对照日期	105.0851	7.1063	7.2416	7.1916
涨跌	0.23%	0.07%	0.23%	-0.60%

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

4 月份数据显示，实体信贷需求不足再次得到印证，政府债券发行待提速，居民和企业行为趋于谨慎，导致社会融资规模存量和贷款余额增速未改下行趋势。在经济转型背景下，货币供应量 M2 作为货币中介目标将逐渐成为历史，利率将取而代之。政策宽松必要性仍强，尤其是财政政策力度需加大，货币政策预计降准先行，降息仍有必要，但时间点延后概率偏大。

（二）权益市场展望和策略

上周杭州等地的地产放松力度超预期，一定程度预示着上海等一线城市的放松在即。本轮各地方对于地产的响应政策明显快于预期。出口数据继续超预期，国内出口的比较优势依旧存在，特别是在以量换价的情况下，外需的批发端继续补库存。出口生产的扩大，以及国内设备更新的补贴，都在加大企业的资本开支。对于可贸易部门的资本开支补贴，会有利于全要素生产率的提升。因此，对应的国内顺周期品种、外需独立景气的品种会阶段性占优，将继续表现为结构化的市场机会。在海外和国内都转宽松逻辑的背景下，上周市场展开轮动性修复，在修复接近完成之后，策略的重点继续放在分子端的结构性景气上。展望后市，我们建议短期从哑铃策略的两头，部分向中间哑铃杆的内需品种转移。配置的方向可以考虑：顺周期的内需性行业（银行、保险、机械、化工），港股（金融、科技），部分地产开发商；另外可以继续持有外需有独立景气逻辑（家电、电力设备）的哑铃头品种，人工智能算力的核心品种因为风格变化出现了一定的调整，也可继续加仓。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，4月出口同比再度转正，延续开年以来的景气趋势，一方面得益于基数较低，另一方主要受益于外需韧性和价格拖累弱化；4月物价略有温和改善，但整体延续低位震荡，凸显总需求依旧不足，供需依旧不匹配；好在本次政治局会议及时指出了有效需求不足、企业经营压力较大、重点领域风险仍存、外部压力增加等关键问题；会议同时要求乘势而上、避免前紧后松，可见后续降准、降息依旧可期，财政力度需要再上一个台阶；地产政策方面，“三大工程”和“融资协调机制”有所弱化，转而要求统筹消化存量房和优化增量住房。后续需重点关注地产政策究竟如何落地。

流动性方面，近期人行融出规模持续下降至3万亿下方，叠加央行多次提示长端利率风险，一度让市场有所担忧，但央行及时超预期净投放近4400亿，稳定市场之意明显，预计后续流动性整体压力不大，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，总需求不足仍是核心矛盾，货币政策、财政政策仍需加力，但不是以往的大水漫灌式加力；虽然短期内债市依旧面临经济接力修复、一级供给集中释放、风险偏好再平衡等压力，但经济转型期、化债期、地产库存消化期，经济向上弹性预计有限，利率大幅向上风险有限；如果后续收益率由于上述三大压力等原因有所上行，反而是一个不错的配置窗口。

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。