



地产金融政策密集落地，顺周期资产表现出色

——鑫元周观点（2024. 05. 13-2024. 05. 19）

一、核心观点

宏观方面，4 月经济数据延续平稳态势；住建部、央行等部门密集优化地产金融政策；4 月美国通胀小幅不及预期。上周，统计局公布 4 月国民经济运行情况。数据显示 4 月经济延续平稳态势，生产端表现强劲，但消费端和投资端有所回落，供需不匹配问题仍然存在。上周，住建部、央行等部门密集优化地产金融政策，首套和二套个人住房最低首付比例调整为不低于 15% 和 25%，取消全国层面个人住房贷款利率下限，下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25%，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构支持地方国有企业收购已建成未出售商品房。上周，美国 4 月通胀小幅不及预期，4 月零售销售同样低于预期，显示美国经济和通胀均有所降温。

权益市场方面，上周出台的去库存等相关地产政策是 4 月底政治局会议要求的落地，其本身并不太超预期。超预期的是出政策的速度，去库存、降首付、取消个人住房贷款利率下限、降低公积金利率等多箭齐发。各项政策涉及了房地产的供需两个方面，将有助于稳定商品房的价格，时滞下行趋势，修复资产价格预期。上周我们建议了“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。上周上述方面表现出色，银行、保险、港股金融和地产等领涨市场。短期来看，国内包括地产和金融在内的顺周期品种将会持续得到市场资金的青睐，仍有上涨的动力，继续建议配置。此外，外需独立景气品种在经过上周后半周的调整之后，也有望企稳，展开反弹。市场指数预计会有较好的表现，行业层面上则继续呈现为结构化的市场机会。

固收市场方面，上周债市主要受地产新政密集出台、4 月经济数据发布、超长债一级首发等影响，整体呈震荡格局，短端强于长端，周内一年国股下行 1BP 至 2.09%、10 年国债下行 0.4BP 至 2.306%、30 年国债下行 0.3BP 至 2.567%，10-1 年利差小幅走扩；4 月工业生产环比调升、同比回到高位区间，消费边际走弱，固投环比季调转负，经济延续生产强、内需弱的特征，且分化有所加剧，供需“剪刀差”明显走扩；何立峰强调，要深刻认识房地产工作的人民

性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作；住建部、央行等部门密集优化地产金融政策，首套和二套个人住房最低首付比例调整为不低于 15%和 25%，取消全国层面个人住房贷款利率下限，下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25%，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构支持地方国有企业收购已建成未出售商品房。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，地产新政效果仍需观察；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

中国 4 月份经济数据出炉。部分指标受到假日错月、上年同期基数较高等因素影响，同比增速有所放缓，但是工业、进出口增速加快，就业物价总体改善，企业预期保持在景气区间。4 月份，规模以上工业增加值增长 6.7%，比上月加快 2.2 个百分点；社会消费品零售总额增长 2.3%；服务业生产指数同比增长 3.5%；城镇调查失业率为 5.0%，比上月下降 0.2 个百分点。1-4 月份，固定资产投资增长 4.2%；房地产开发投资下降 9.8%。

国家主席习近平同俄罗斯总统普京举行会谈，并共同见证签署经贸、自然保护、检验检疫、媒体等领域多项双边合作文件。中俄联合发布声明提出，加快制定并于 2024 年批准新版《中俄投资合作规划纲要》；共同推进中俄两国企业落实大型能源项目；探讨以一揽子方式开展核燃料循环前端和共建核电站合作；提升双边贸易、融资和其他经济活动中的本币份额；实施符合中俄共同利益的国家航天计划大项目；推动共建“一带一路”与欧亚经济联盟建设对接合作。

国家发改委党组在《求是》杂志撰文。文章明确未来推动落实经济体制改革的七大重点任务，包括完善落实“两个毫不动摇”的体制机制、构建高标准市场体系、打通新质生产力发展的堵点难点、建设更高水平开放型经济新体制、加大民生领域改革力度、健全全面绿色转型体制机制、加强经济安全能力保障。

全国切实做好保交房工作视频会议在京召开。国务院副总理何立峰强调，打好商品住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作。何立峰指出，要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。相关地方政府应

从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。

央行打出优化住房金融政策组合拳，还有一波楼市重磅政策将发布。央行宣布下调住房贷款最低首付比例 5 个百分点，首套房贷最低首付降至 15%，二套房最低首付降至 25%，取消全国层面首套房和二套房贷款利率政策下限，并下调公积金贷款利率 0.25 个百分点。同时，央行拟设立保障性住房再贷款，规模 3000 亿元，可带动银行贷款 5000 亿元。另外，住建部将会同金融监管总局等出台城市商品住房项目保交房攻坚战工作方案，《关于进一步发挥城市房地产融资协调机制作用 满足房地产项目合理融资需求的通知》也将于近期发布；自然资源部则准备出台妥善处置闲置土地、盘活存量土地的政策措施。

美国宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口的电动汽车、锂电池、光伏电池等产品的加征关税。此次加征关税集中在七个行业，分布是钢铁和铝，半导体，电动汽车，锂离子电池、电池零部件和关键矿物，太阳能电池、港口起重机和医疗产品，关税提升至 25%到 100%。

（二）海外宏观

美国 4 月 CPI 同比增长 3.4%，符合市场预期。前值为 3.5%；环比增长 0.3%，预期和前值均为 0.4%。4 月核心 CPI 同比降至 3.6%，为 2021 年 4 月以来最低；核心 CPI 环比增速从 3 月份的 0.4%下降至 0.3%，为 6 个月来首次下降，符合市场预期。市场预期美联储将从 9 月份开始降息，但零售数据不及预期可能成为隐患。数据显示，美国 4 月零售销售环比意外持平，此前市场预期为增长 0.4%，前值则由 0.7%修正为 0.6%。

美国上周初请失业金人数小幅走低，劳动力市场依然紧张。美国上周初请失业金人数减少 1 万人至 22.2 万，略高于市场预期。截至 5 月 4 日当周的持续申领人数升至 179.4 万。

美联储主席重申不太可能加息。美联储主席鲍威尔表示，美联储需要保持耐心，等待更多证据表明高利率正在抑制通胀，因此需要在更长时间内保持利率在高位。鲍威尔重申，美联储的下一步行动不太可能是加息，美联储更有可能将政策利率维持在现有水平。

欧洲央行执委施纳贝尔称，对 6 月降息持开放态度，7 月降息似乎没有必要。欧洲央行管委瓦斯勒：6 月是降息的合适时机，对之后的行动持开放态度。欧洲央行管委霍尔茨曼：过早降息可能重新引发通胀风险。

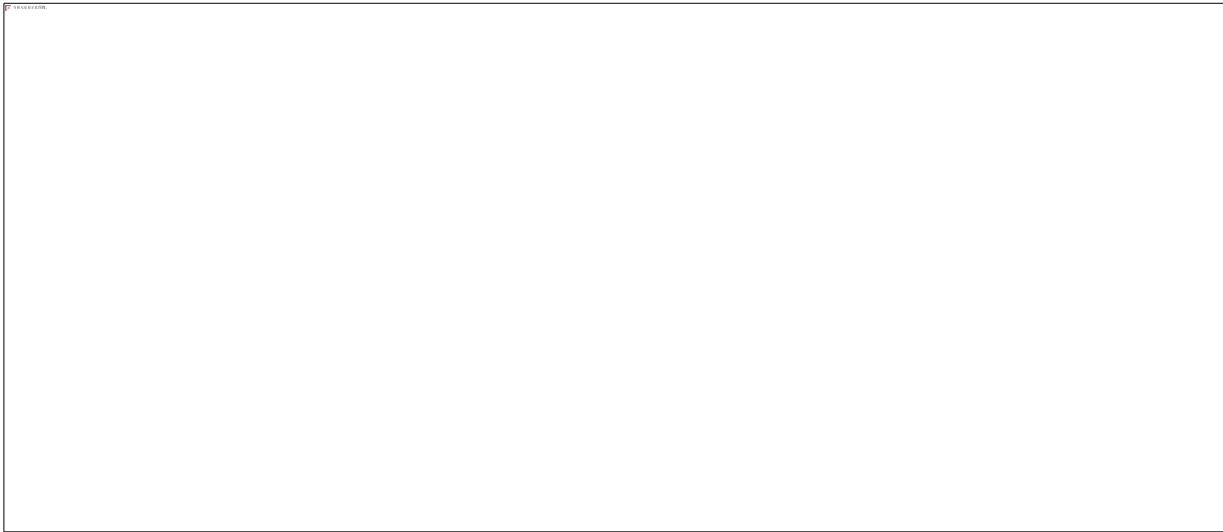
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数涨跌不一。截至 5 月 17 日,上证 50 上涨 0.62%,沪深 300 上涨 0.32%,万得全 A 上涨 0.06%,涨幅居前,科创 50 下跌 1.66%,中证 500 下跌 0.79%,创业板指下跌 0.70%,跌幅居前。从行业板块看,上周**房地产、建材、建筑、银行、轻工制造**领涨,**煤炭、医药、电力设备及新能源、综合、机械**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上下不一,建材、轻工制造、消费者服务、计算机、商贸零售估值上行较多。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**建材、轻工制造、消费者服务、计算机、商贸零售**估值上行最多,**医药、国防军工、电力设备及新能源、机械、通信**估值下行最多。当前**煤炭、建材、钢铁、电子、非银行金融**板块估值处于历史较高水平;**机械、纺织服装、通信、电力设备及新能源、综合金融**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）

	2024/5/17	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	↓ 0.02	33.7	↓ 0.44	58.5%	73.8%	68.4%
深证成指	22.8	↓ 0.05	42.9	↓ 0.17	32.0%	24.7%	17.8%
上证50	10.6	↑ 0.05	45.0	↑ 1.07	68.0%	70.0%	58.9%
沪深300	12.2	↑ 0.01	37.9	↑ 0.24	51.0%	53.8%	49.5%
中证500	23.9	↓ 0.19	23.2	↓ 0.87	31.8%	57.8%	62.6%
中证1000	39.1	↑ 0.04	49.7	↑ 0.19	49.7%	72.8%	74.0%
创业板指	28.7	↓ 0.16	4.6	↓ 0.27	5.8%	10.4%	11.6%
科创50	44.2	↓ 0.76	40.5	↓ 5.51	40.5%	40.5%	42.5%

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）

	2024/5/17	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)	12.4	↓ 0.22	34.24%	↓ 1.47	34.2%	40.6%	60.1%
煤炭(中信)	12.8	↓ 0.32	71.10%	↓ 1.23	71.1%	99.1%	98.8%
有色金属(中信)	23.7	↓ 0.26	19.98%	0.00	20.0%	33.8%	49.8%
电力及公用事业(中信)	18.9	↓ 0.15	23.22%	↓ 1.11	23.2%	10.8%	15.9%
钢铁(中信)	35.8	↓ 0.06	70.00%	↓ 0.02	70.0%	87.8%	82.0%
基础化工(中信)	32.9	↓ 0.30	41.84%	↓ 0.15	41.8%	74.1%	63.1%
建筑(中信)	9.2	↑ 0.29	20.31%	↑ 8.20	20.3%	29.4%	39.2%
建材(中信)	24.8	↑ 0.98	70.70%	↑ 2.42	70.7%	98.3%	97.5%
轻工制造(中信)	28.5	↑ 0.81	27.72%	↑ 2.39	27.7%	50.3%	35.2%
机械(中信)	31.1	↓ 0.42	7.34%	↓ 1.79	7.3%	6.2%	8.9%
电力设备及新能源(中信)	27.3	↓ 0.50	13.34%	↓ 1.06	13.3%	24.2%	24.9%
国防军工(中信)	67.9	↓ 0.70	45.01%	↓ 1.41	45.0%	59.3%	56.1%
汽车(中信)	27.1	↓ 0.31	61.70%	↓ 0.74	61.7%	32.7%	4.2%
家电(中信)	16.0	↓ 0.24	30.63%	↓ 3.68	30.6%	29.3%	29.8%
纺织服装(中信)	23.7	↑ 0.36	9.36%	↑ 1.50	9.4%	12.1%	3.6%
医药(中信)	39.6	↓ 0.91	48.99%	↓ 6.63	49.0%	54.2%	43.8%
食品饮料(中信)	24.8	↓ 0.17	19.61%	↓ 0.33	19.6%	5.1%	1.6%
银行(中信)	5.5	↑ 0.09	35.61%	↑ 1.65	35.6%	41.1%	60.9%
非银行金融(中信)	18.9	↑ 0.27	63.18%	↑ 1.36	63.2%	80.9%	87.2%
交通运输(中信)	17.4	↑ 0.15	17.08%	↑ 1.72	17.1%	17.1%	12.0%
电子(中信)	60.7	↑ 0.11	69.85%	↑ 0.42	69.8%	64.0%	58.5%
通信(中信)	20.3	↓ 0.34	10.43%	↓ 0.61	10.4%	18.9%	28.0%
计算机(中信)	92.9	↑ 0.59	58.98%	↑ 0.30	59.0%	40.1%	32.4%
传媒(中信)	38.3	↓ 0.09	23.19%	↓ 0.14	23.2%	25.0%	11.6%
综合金融(中信)	30.8	↑ 0.03	15.19%	↑ 0.48	15.2%	15.2%	16.1%

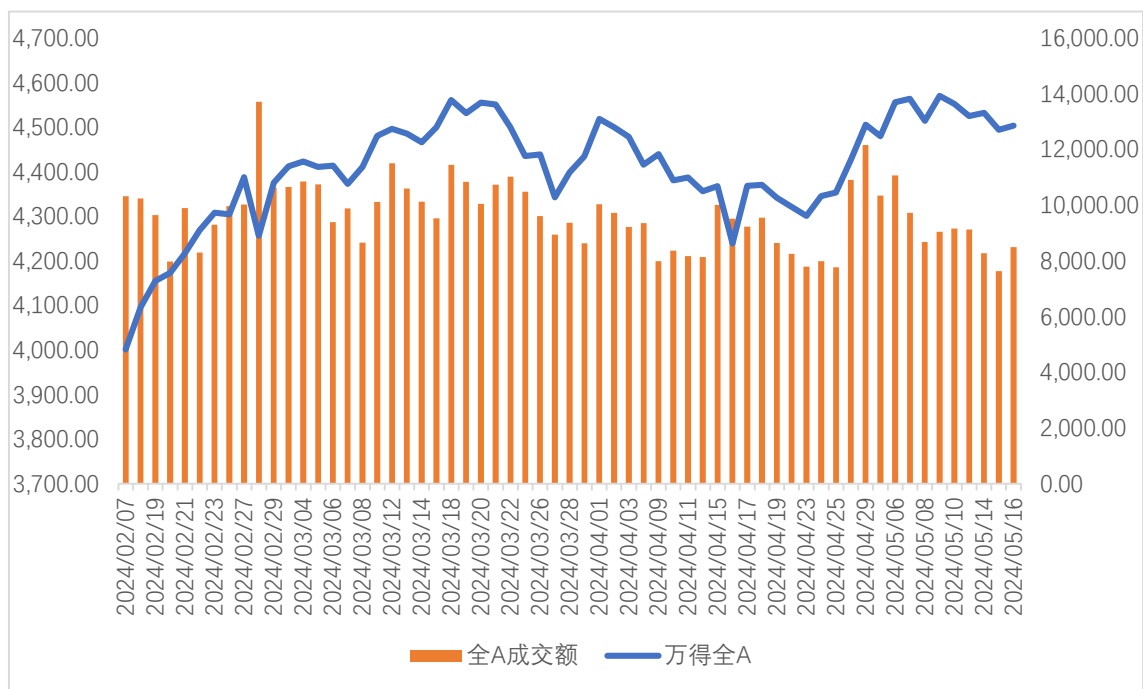
数据来源：Wind、鑫元基金

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，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，机械，国防军工，汽车的拥挤度较高。

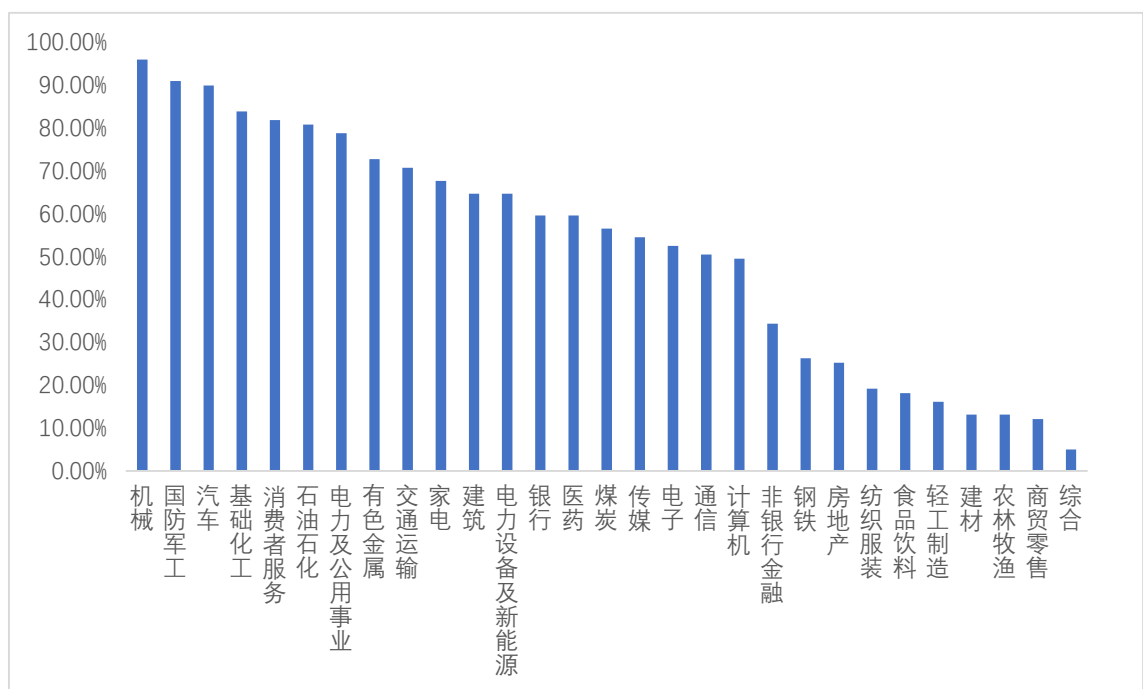
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.94%，处于历史 83.31% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



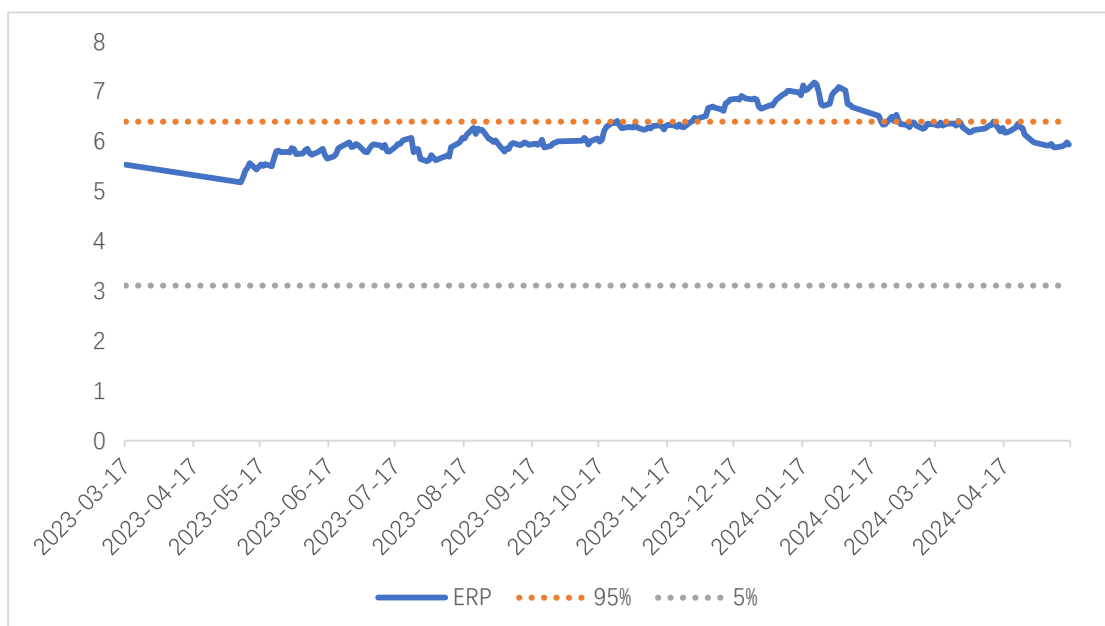
数据来源：Wind、鑫元基金

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

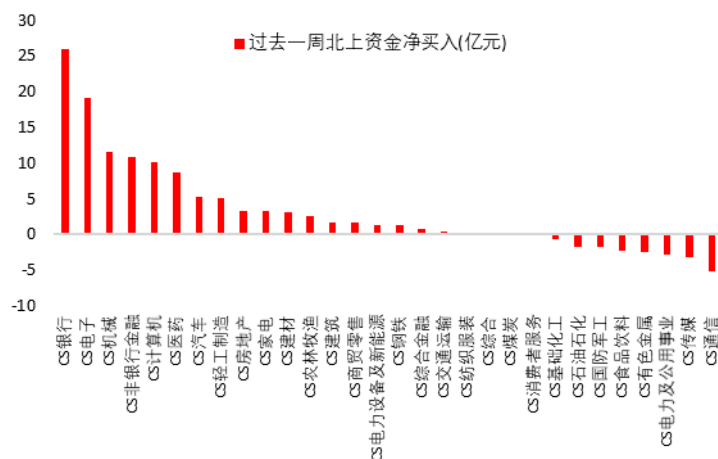


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 87.62 亿元，上上周净流入 48.42 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**银行**（↑ 25.83）、**电子**（↑ 19.05）、**机械**（↑ 11.52）、**非银行金融**（↑ 10.73）、**计算机**（↑ 10.02）；减持金额排名靠前的行业是**通信**（↓ 5.25）、**传媒**（↓ 3.13）、**电力及公用事业**（↓ 2.78）、**有色金属**（↓ 2.49）、**食品饮料**（↓ 2.27）。

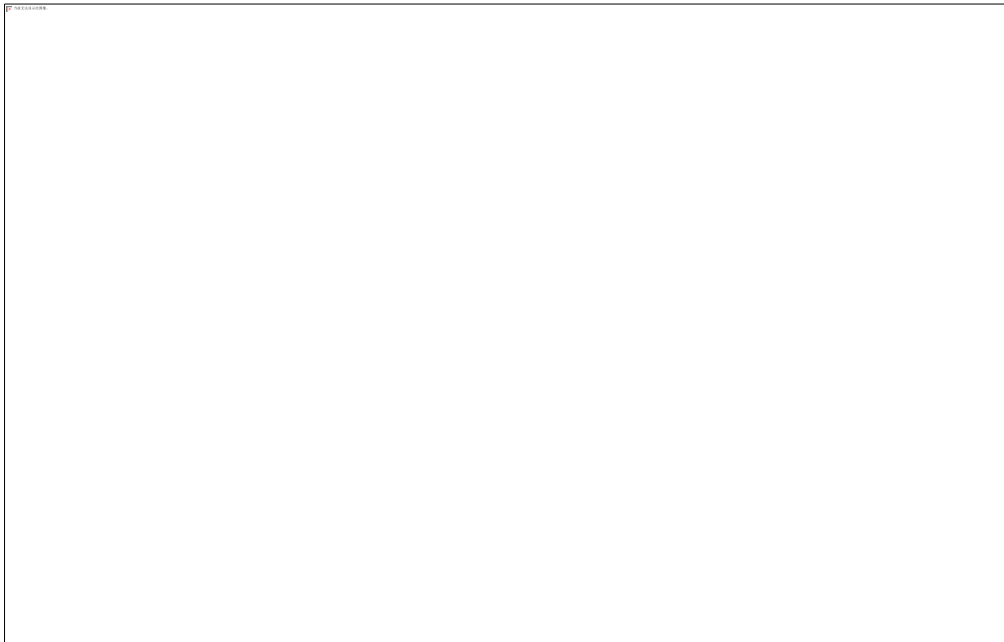
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

5月17日，两融资金占比为 8.37%，5月10日为 4.33%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至5月17日，上周融资净买入最大的五个行业为**食品饮料**、**有色金属**、**汽车**、**电力及公用事业**、**医药**。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

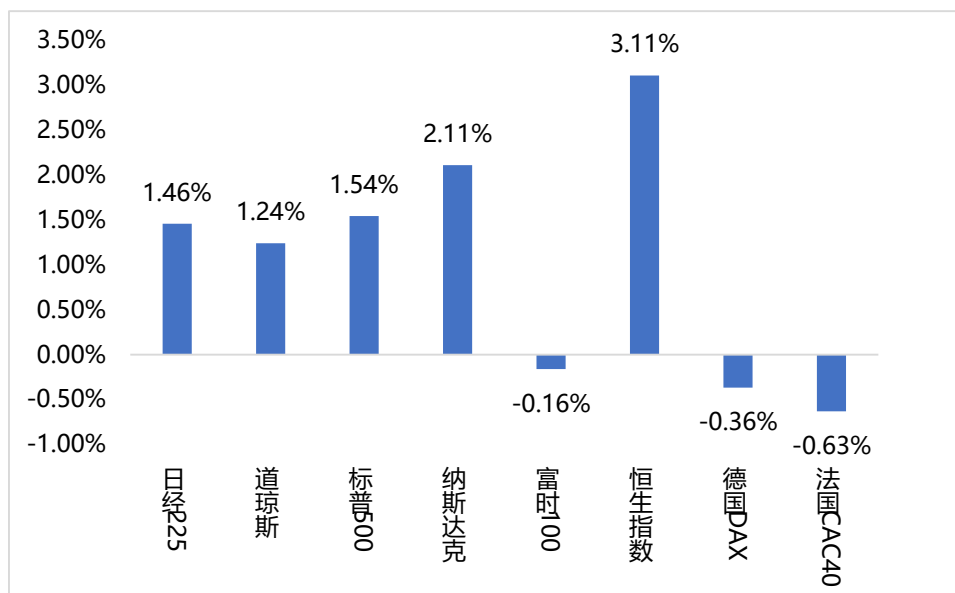


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外各主要股指，欧洲下行，其余各地上行。美国股市方面，道指上涨 1.24%，标普 500 上涨 1.54%，纳指上涨 2.11%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.16%，德国 DAX 下跌 0.36%，法国 CAC40 下跌 0.63%；亚太股市方面，日经指数上涨 1.46%，恒生指数上涨 3.11%。

图 9：上周海外主要指数涨跌



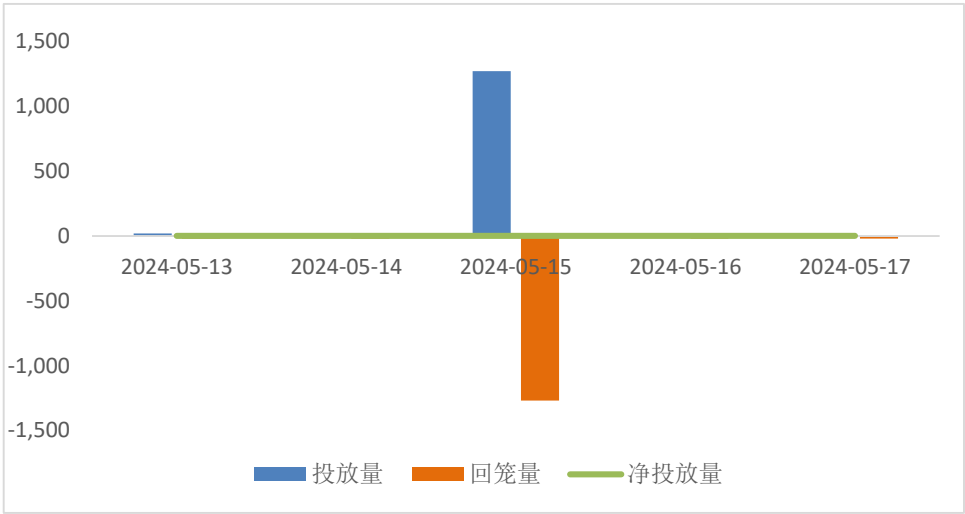
数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展 100 亿元逆回购操作和 1250 亿元 1 年期 MLF 操作，因本有

100 亿元逆回购和 1250 亿元 1 年期 MLF 到期，实现零投放零回笼。

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 4180 亿元，地方政府债计划发行 1154 亿元，整体净缴款 2034.6 亿元。

表 1：5 月 20 日-5 月 24 日政府债发行缴款

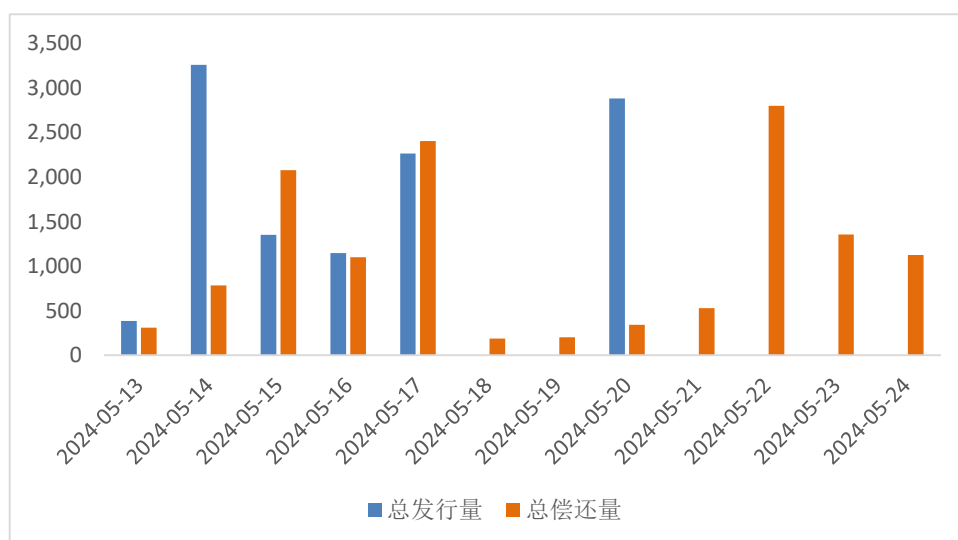
单位：亿元

	5 月 20 日		5 月 21 日		5 月 22 日		5 月 23 日		5 月 24 日	
	地方债	国债	地方债	国债	地方债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	100	0	284.7	2420	0	0	320.3	1760	449
到期	800.5	354.4	0	265.3	0	103.5	0	318.9	0	226.8
缴款	700	279	0	60	0	284.7	2420	0	0	360.3
净缴款	-175.9		-205.3		181.2		2101.1		133.5	

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 6546 亿元、3211 亿元、3897 亿元和 7313 亿元。本周到期 6546 亿元，较前两周的 7000 亿+有所下滑。

图 11：同业存单到期与发行



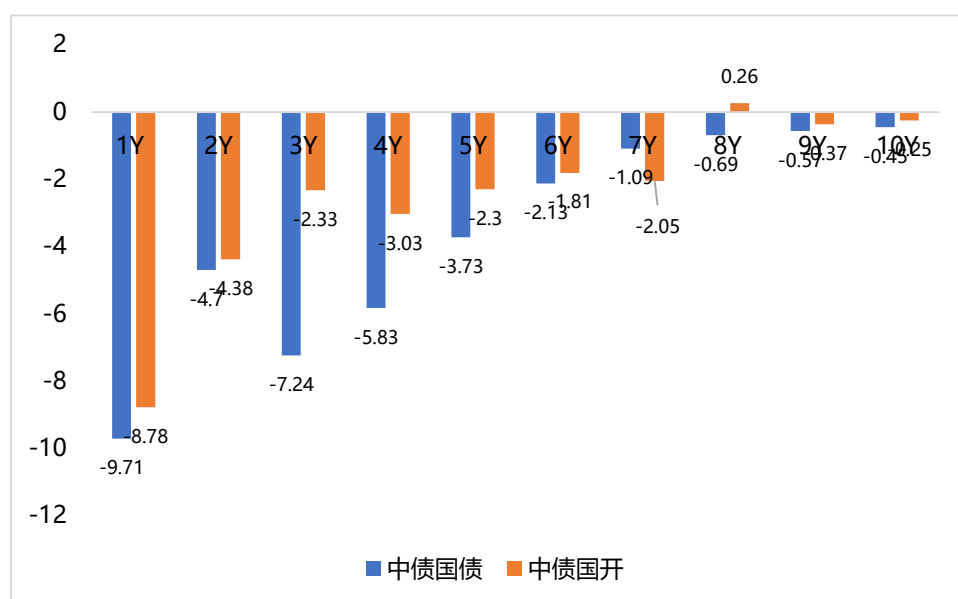
数据来源: Wind、鑫元基金

回购市场: 资金面整体宽松, 资金分层基本消失。DR001 从上周一的 1.78% 持续下行至 1.71%, R001 从 1.82% 下行至 1.75%, 二者中枢均较前一周下行 2bp。银行体系净融出继续低位震荡, 日均融出 2.96 万亿元, 与前一周基本持平, 周内基本在 2.8-3 万亿之间波动。

票据利率: 上周票据利率呈现长稳短降的走势, 短期票供不应求, 二三季度票则降幅较大。供给方面, 一级市场签发量维持高位, 日均承兑金额接近 1600 亿元水平, 票源供给充足。需求方面, 上周一周二, 受转贴市场和 market 情绪影响下, 直贴行多数下调报价, 买盘配置需求稳步释放, 票价有所下行。上周三周五, 买盘配置意愿温和, 直贴行报价基本维持, 票据利率震荡调整。

(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	31.33	17.22	21.49	50.37
环比	2.47	3.51	3.28	5.89
年初以来	0.62	-6.84	2.42	45.64
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	27.36	15.43	17.78	53.24
2016 年以来分位数	65.76%	64.09%	76.59%	42.25%

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 19 日）

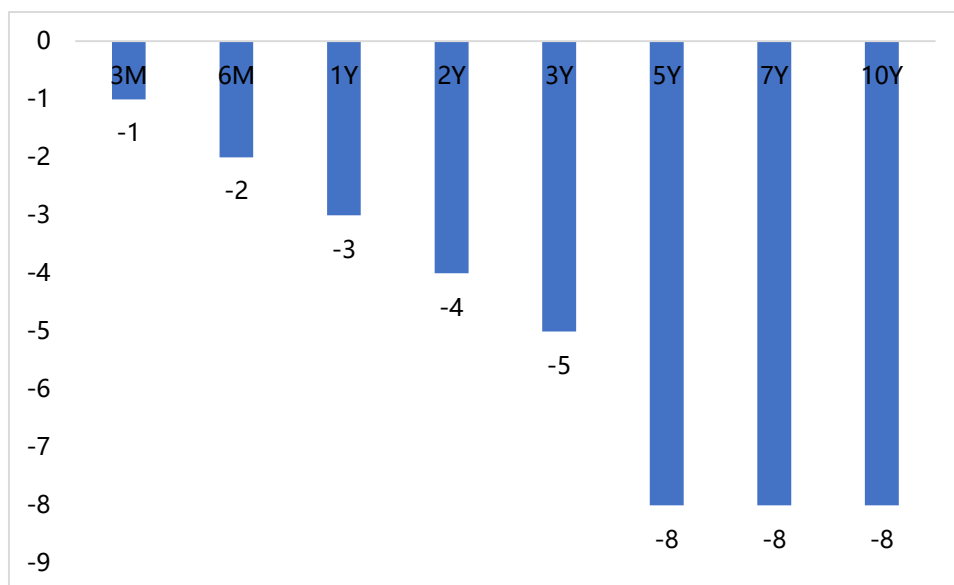
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	25.93	22.17	24.03	24.34	28.95
环比	5.57	-0.89	0.66	3.05	0.92
年初以来	-21.9	-30.05	-39.2	-29.49	-37.97
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	46.67	37.04	39.77	43.81	45.02
2016 年以来分位数	6.53%	7.96%	7.20%	3.00%	8.39%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率多数下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 9.71BP 至 1.6073，3 年期下行 7.24BP 至 1.9206，5 年期下行 3.73BP 至 2.0928，10 年期下行 0.45BP 至 2.3077。

长期限高等级票据信用利差多数走扩。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 5.57BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.89BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 0.66BP。

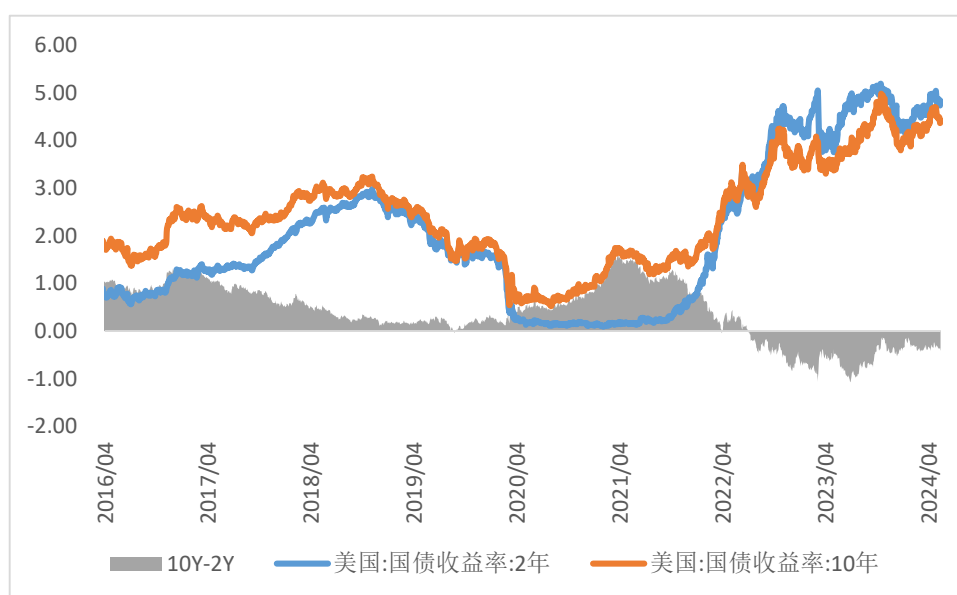
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 8BP，10 年期国债收益率下行 0.45BP，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 3BP，3 年期美债收益率下行 5BP，10 年期美债收益率下行 8BP。

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，人民币汇率升值。上周美元指数下跌 0.79%，人民币汇率有所升值，中间价贬值 0.05%，即期汇率升值 0.01%，离岸人民币汇率升值 0.01%。

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	104.4932	7.1045	7.2242	7.2337
对照日期	105.3277	7.1011	7.2246	7.2344
涨跌	-0.79%	-0.05%	0.01%	0.01%

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，4 月经济数据延续平稳态势；住建部、央行等部门密集优化地产金融政策；4 月美国通胀小幅不及预期。上周，统计局公布 4 月国民经济运行情况。数据显示 4 月经济延续平稳修复态势，生产端表现强劲，工业增加值数据超出市场预期，但消费和投资均有所回落，地产投资继续下行，供需不匹配问题仍然较为突出。上周，住建部、央行等部门密集优化地产金融政策，首套和二套个人住房最低首付比例调整为不低于 15% 和 25%，取消全国层面个人住房贷款利率下限，下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25%，央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构支持地方国有企业收购已建成未出售商品房，支持地方按需回购开发商手中的闲置土地，用于保障性住房建设。上周，美国 4 月通胀小幅不及预期，4 月零售销售同样低于预期，显示美国经济和通胀均有所降温。上周，美国拜登政府出台针对中国部分出口商品的关税惩罚措施，包括新能源汽车、光伏、动力电池等，总体影响较为有限。

（二）权益市场展望和策略

上周出台的去库存等相关地产政策是 4 月底政治局会议要求的落地，其本身并不太超预期。超预期的是出政策的速度，去库存、降首付、取消个人住房贷款利率下限、降低公积金利率等多箭齐发。各项政策涉及了房地产的供需两个方面，将有助于稳定商品房的价格，时滞下行趋势，修复资产价格预期。上周我们建议了“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。上周上述方面表现出色，银行、保险、港股金融和地产等领涨市场。短期来看，国内包括地产和金融在内的顺周期品种将会持续得到市场资金的青睐，仍有上涨的动力，继续建议配置。此外，外需独立景气品种在经过上周后半周的调整之后，也有望企稳，展开反弹。市场指数预计会有较好的表现，行业层面上则继续呈现为结构化的市场机会。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，4月工业生产环比调升、同比回到高位区间，消费边际走弱，固投环比季调转负，经济延续生产强、内需弱的特征，且分化有所加剧，供需“剪刀差”明显走扩；地产政策方面，何立峰强调，要深刻认识房地产工作的人民性、政治性，继续坚持因城施策，打好商品房住房烂尾风险处置攻坚战，扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作，住建部、央行等部门密集优化地产金融政策，首套和二套个人住房最低首付比例调整为不低于15%和25%，取消全国层面个人住房贷款利率下限，下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25%，央行设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构支持地方国有企业收购已建成未出售商品房。但目前收入预期仍弱、房价仍处于下降通道，上述地产政策效果仍需观察。

流动性方面，近期大行融出规模持续下降至3万亿下方，“手工补息”、“通知存款”等高息揽储行为受到限制后，部分存款搬家至银行理财和基金，非银流动性极其宽松，在一定程度上弥补了资金缺口，资金价格中枢略有下行，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。后续重点关注理财端收益水平下行节奏、一级发行节奏。

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，地产新政效果仍需观察；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。