

# 基本面复苏曲折，政策助力市场乐观

——鑫元周观点（2024.05.27-2024.05.31）

## 一、核心观点

**宏观方面**，5月PMI综合指数为49.5%（前值50.4%），受前期制造业增长较快形成较高基数和有效需求不足等因素影响，制造业景气水平有所回落。供需环比皆转弱，制造业整体落入收缩区间，部分有假期带来的工作日天数差异因素。新需求偏弱背景下，短期补库速度或有所放缓，出厂价格环比上升幅度低于原材料购进价格。房地产低位边际改善，基建待资金和项目进一步落地。五一假期消费推动服务业环比改善。

**权益市场方面**，国家主席习近平指出发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。金融监管总局表示要满足房地产项目合理融资需求，大力支持保障性住房等“三大工程”建设。上海、广州和深圳三座一线城市放松楼市政策。六大行拟向国家大基金三期出资1140亿元。上周A股震荡走势，万得全A收跌0.2%，上证指数微跌0.07%。全球股市自4月底以来均开启了明显的反弹，部分指数更是再创出历史新高。近两周全球市场集体回调，期间A股体现了一定韧性，一方面是因为A股经过3年调整处于全球“价值洼地”，另一方面，各类政策助力经济复苏和预期企稳给了市场较为明确的底部支撑。不过经济复苏不可一蹴而就，5月PMI重回荣枯线以下表明其曲折性。上周地产政策继续出台，进一步释放了相应的购房需求，但是销售数据仍属平淡。权益市场经过2月以来的上涨之后，悲观情绪的修复告一段落，下一步的向上动力来自于经济面的验证，这也解释了近两周以来震荡的走势。不过随着前期进度偏慢的专项债使用，财政将进一步给经济复苏助力，结合对外出口数据持续强劲，我们看好复苏的进程继续。相应的，A股将给予正面的回应，建议大家保持乐观。

**固收市场方面**，尽管上周上半周政府债缴款规模上升导致资金面有所收敛，但上周三后央行逆回购大幅净投放超过6000亿元，使得跨月资金面整体维持稳定，资金价格小幅上行。债券市场维持震荡格局，长端利率先下后上，整体好于短端，10年期国债收益率下行2bp至2.29%，1年期上行1bp左右至1.64%。上周非金融信用1年期上行2bp左右，3-5年下行约3bp，信用利差小幅波动，1年期略走扩1bp，3-5年收敛1-2bp。上周公布了国内4月工业企业利润以及5月制造业PMI数据，从市场的反馈来看整体并未超出市场预期，目前市场对国内复苏的方向

争议不大，对企业出口和出海定价较为充分，主要博弈点在于弹性，而这需要进一步观察宏观的内需政策及其带来的边际变化。就债市而言，目前交易长端收益率的逻辑依然在“经济因素决定的下行趋势”以及“央行预期管理带来的阶段性阻力”中反复交织，导致长端收益率短期难以形成突破，维持区间震荡走势。目前国内经济的主要矛盾在于需求不足，地产限制性政策的放松很难再驱动居民部门加杠杆，在实质性修复居民资产负债表的政策推出前预计长端收益率难以改变中长期下行趋势。策略方面，现阶段趋势行情很难流畅走出，但反转风险并不具备，调整后的配置依然是不错的选择。在债市抢跑较为严重的情况下，下一轮驱动长端利率突破区间震荡的因素可能需要跟踪一些信贷、地产等高频数据或海外货币政策放松带来的下行空间打开。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

**5月制造业PMI重返收缩区间，要高度重视需求不足导致的预期减弱。**国家统计局公布数据显示，5月份，制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI分别为49.5%、51.1%和51%，比上月下降0.9、0.1和0.7个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势。

**1-4月份全国规模以上工业企业利润增长4.3%。**国家统计局公布数据显示，4月份，全国规模以上工业企业利润由3月份同比下降3.5%转为增长4%，增速回升7.5个百分点，企业当月利润明显改善。1-4月份，规上工业企业利润同比增长4.3%，增速与1-3月份持平，继续保持平稳增长。

**国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》。**方案围绕能源、工业、建筑、交通、公共机构、用能设备等重点领域和重点行业，部署节能降碳十大行动。行动方案要求，2024年，单位GDP能源消耗和二氧化碳排放分别降低2.5%左右、3.9%左右，规模以上工业单位增加值能源消耗降低3.5%左右，非化石能源消费占比达到18.9%左右。2025年，非化石能源消费占比达到20%左右。

**中共中央政治局召开会议，审议《新时代推动中部地区加快崛起的若干政策措施》《防范化解金融风险问责规定(试行)》。**会议指出，要始终紧扣中部地区作为我国重要粮食生产基地、能源原材料基地、现代装备制造及高技术产业基地和综合交通运输枢纽的战略定位，着力推进各项重点任务，推动中部地区崛起取得新的重大突破。会议强调，要坚持严字当头，敢于较真碰硬，敢管敢严、真管真严，释放失责必问、问责必严的强烈信号，推动金融监管真正做到“长

牙带刺”、有棱有角，将严的基调、严的措施、严的氛围在金融领域树立起来并长期坚持下去。

**上海出台“沪九条”优化调整房地产市场政策。**上海市住建委等四部门联合印发《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，自5月28日起施行。根据通知，非沪籍购房所需社保或个税年限调整为3年；首套房首付比例最低20%，房贷利率下限为LPR-45BP；二套房首付比例最低35%，房贷利率下限为LPR-5BP；多子女家庭可增购1套房；非沪籍单身人士购房区域扩大至外环内二手住房，取消离异购房合并计算住房套数规定；首套房公积金贷款最高贷款额度调整为160万元，多子女最高可达192万元；对符合条件的“以旧换新”居民家庭给予适度补贴；探索通过国有平台公司等主体收购、趸租适配房源，优化住房保障供给。

## （二）海外宏观

**美国4月核心PCE环比上涨0.2%，略低于预期和前值0.3%，创年内新低。**4月核心PCE同比上涨2.8%，较前值持平，符合市场预期。4月消费支出意外下滑0.1%，预期为增长0.1%。芝商所美联储观察工具显示，美联储6月按兵不动的概率接近100%，9月开启降息的可能性也不到50%。

**欧元区5月CPI反弹，欧央行降息预期回落。**欧元区5月CPI初值同比由4月的2.4%加速至2.6%，超出市场预期的2.5%，为今年以来首次反弹，或促使欧洲央行谨慎考虑未来降息节奏，在7月份暂停降息，并在未来几个月放慢降息步伐的理由更加充分。5月核心CPI从2.7%反弹至2.9%，亦超出市场预期。

**美联储发布经济状况“褐皮书”。**“褐皮书”显示，全美的经济活动从4月初至5月中旬持续扩张，大多数地区报告经济活动略有增长，两个地区报告经济活动没有变化。劳动力市场总体而言，就业率小幅上升，八个地区报告就业率微增至适中，其余四个地区报告就业率没有变化。物价方面温和上涨。

**美联储威廉姆斯：最近在降低通胀方面进展不足。**有充分证据表明货币政策具有限制性；2024年PCE通胀将放缓至2.5%，2025年将接近2%；货币政策设置良好，推动美联储目标的达成；正在收到的数据表明经济增速放缓，但保持稳健；预计通胀将在2024年下半年恢复放缓；预计年底失业率将达到4%；预计今年经济增速为2%-2.5%。

**美国第一季度经济放缓。**美国第一季度实际GDP年化季率下修0.3个百分点至1.3%，明显低于2023年第四季度3.4%的增速，主要是因为个人消费支出下修0.5个百分点至2%。另外，一季度核心PCE物价指数小幅下修至3.6%。

**美国上周初请失业金人数升至21.9万，略高于预期。**美国上周初请失业金人数增加3000

人至 21.9 万人，略高于市场预期的 21.8 万人。截至 5 月 18 日当周续请失业金人数增加 4000 人至 179.1 万人，低于市场预期。

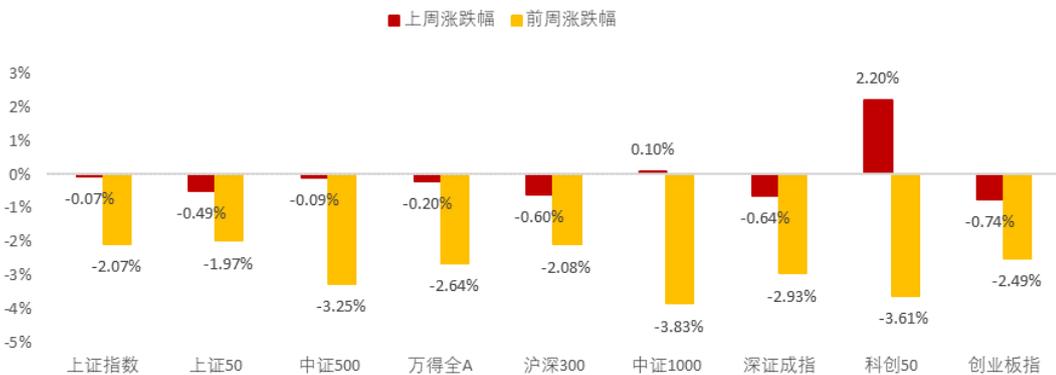
### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数多数下跌。截至 5 月 31 日，科创 50 上涨 2.20%，中证 1000 上涨 0.10%，涨幅居前，创业板指下跌 0.74%，深证成指下跌 0.64%，沪深 300 下跌 0.60%，跌幅居前。从行业板块看，上周**电子、国防军工、煤炭、汽车、有色金属**领涨，**房地产、建材、农林牧渔、轻工制造、建筑**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、商贸零售、轻工制造、消费者服务、食品饮料**估值下行较多。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**电子、国防军工、汽车、煤炭、石油石化**估值上行最多，**建材、商贸零售、轻工制造、消费者服务、食品饮料**估值下行最多。当前**煤炭、电子、钢铁、建材、汽车**板块估值处于历史较高水平；**机械、纺织服装、建筑、通信、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)

	2024/5/31	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	13.6	↑ 0.02	31.8	↑ 0.16	54.4%	67.8%	61.5%
深证成指	22.1	↓ 0.11	40.1	↓ 0.50	29.1%	19.9%	12.6%
上证50	10.5	↓ 0.01	43.1	↓ 0.30	64.9%	66.8%	56.6%
沪深300	12.0	↓ 0.01	34.2	↓ 0.38	44.9%	44.5%	41.1%
中证500	23.1	↓ 0.02	19.4	↓ 0.27	26.7%	48.2%	50.7%
中证1000	37.6	↑ 0.01	43.2	↑ 0.08	43.2%	62.9%	64.4%
创业板指	27.7	↓ 0.23	2.5	↓ 0.45	3.2%	5.7%	8.0%
科创50	43.7	↑ 1.09	36.9	↑ 8.29	36.9%	36.9%	38.6%

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)

	2024/5/31	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	↑ 0.20	35.75%	↑ 1.46	35.8%	42.1%	62.1%
煤炭(中信)	13.5	↑ 0.32	74.30%	↑ 1.95	74.3%	99.8%	99.7%
有色金属(中信)	23.0	↑ 0.12	19.50%	↑ 0.08	19.5%	32.9%	48.5%
电力及公用事业(中信)	19.2	↑ 0.13	26.22%	↑ 0.87	26.2%	13.0%	19.1%
钢铁(中信)	34.6	↓ 0.06	68.18%	↓ 0.16	68.2%	85.2%	78.1%
基础化工(中信)	31.4	↓ 0.23	40.25%	↓ 0.41	40.2%	71.6%	61.6%
建筑(中信)	8.8	↓ 0.17	9.79%	↓ 3.64	9.8%	13.1%	18.3%
建材(中信)	22.6	↓ 0.99	63.86%	↓ 3.94	63.9%	92.1%	88.7%
轻工制造(中信)	26.2	↓ 0.67	20.01%	↓ 2.76	20.0%	36.2%	24.7%
机械(中信)	30.2	↑ 0.04	5.36%	↑ 0.21	5.4%	3.8%	5.6%
电力设备及新能源(中信)	27.1	↑ 0.07	13.15%	↑ 0.09	13.1%	23.8%	24.5%
国防军工(中信)	67.0	↑ 1.70	43.70%	↑ 4.96	43.7%	56.9%	53.6%
汽车(中信)	26.5	↑ 0.57	60.56%	↑ 1.51	60.6%	31.7%	4.0%
家电(中信)	15.2	↓ 0.21	21.52%	↓ 2.62	21.5%	19.0%	15.2%
纺织服装(中信)	23.0	↑ 0.04	6.76%	↑ 0.25	6.8%	9.3%	1.0%
医药(中信)	37.8	↓ 0.35	32.54%	↓ 2.60	32.5%	41.3%	32.4%
食品饮料(中信)	23.5	↓ 0.55	17.00%	↓ 0.84	17.0%	2.9%	0.0%
银行(中信)	5.5	↓ 0.02	34.63%	↓ 0.62	34.6%	39.5%	58.3%
非银行金融(中信)	18.1	↓ 0.16	58.35%	↓ 1.21	58.4%	75.2%	83.5%
交通运输(中信)	17.2	↓ 0.03	15.24%	↓ 0.51	15.2%	15.3%	11.6%
电子(中信)	60.5	↑ 1.76	69.26%	↑ 3.26	69.3%	63.5%	57.9%
通信(中信)	20.3	↑ 0.18	10.47%	↑ 0.42	10.5%	18.9%	27.9%
计算机(中信)	88.6	↓ 0.21	56.48%	↓ 0.10	56.5%	36.5%	27.4%
传媒(中信)	36.5	↓ 0.46	16.03%	↓ 2.50	16.0%	19.1%	7.1%
综合金融(中信)	29.2	↓ 0.10	12.11%	↓ 0.18	12.1%	12.1%	13.1%

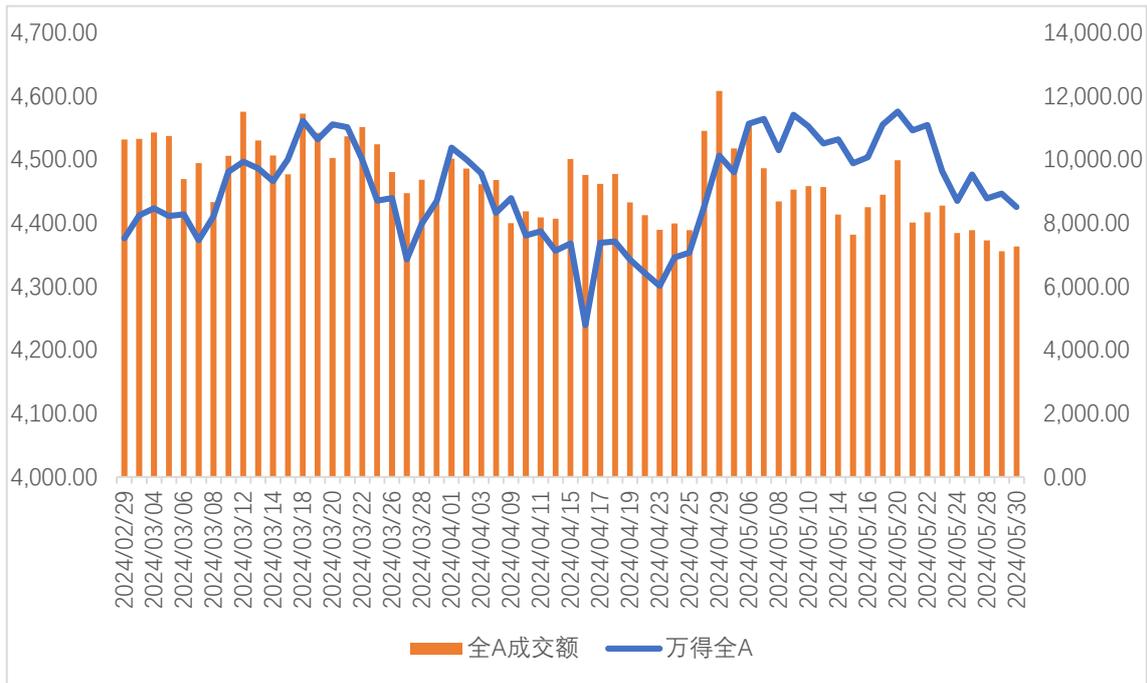
数据来源：Wind、鑫元基金

### 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，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，电力与公用事业，国防军工，机械的拥挤度较高。

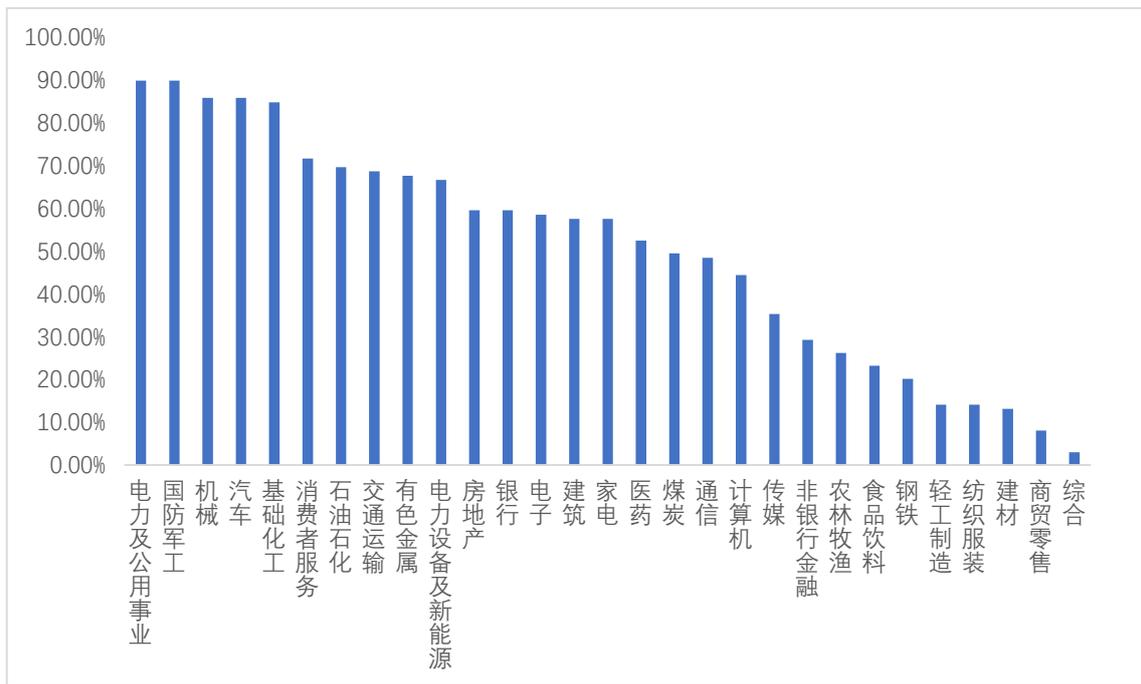
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.01%，处于历史 85.5% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



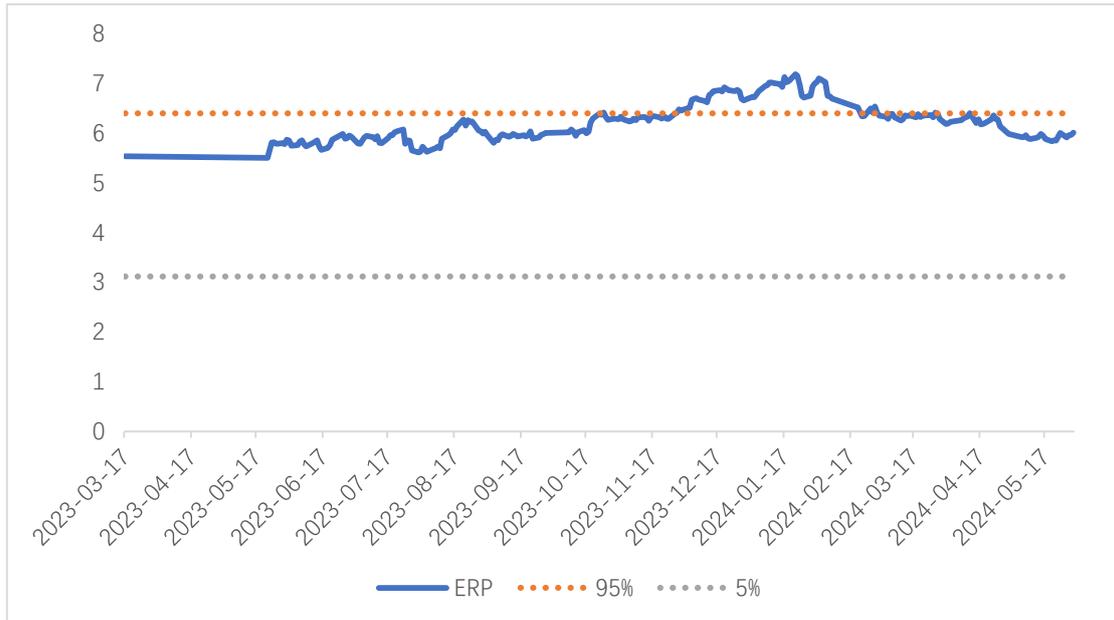
数据来源：Wind、鑫元基金

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

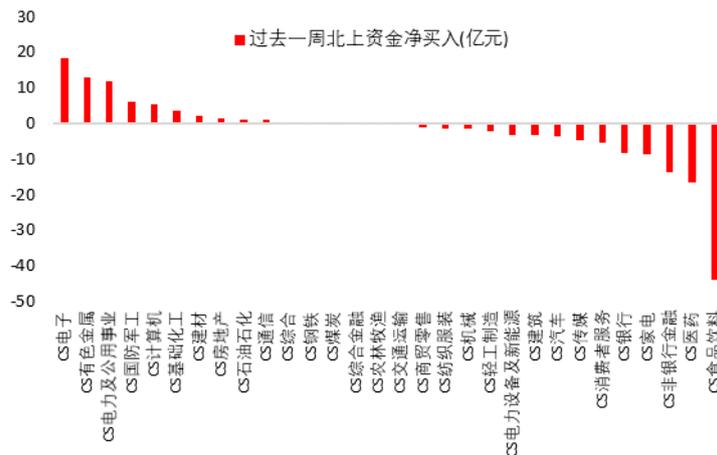


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

上周北向资金净流出 56.61 亿元，上上周净流入 8.35 亿元，最近一周北向资金由净流入转为净流出。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 18.09）、有色金属（↑ 12.83）、电力及公用事业（↑ 11.95）、国防军工（↑ 5.89）、计算机（↑ 5.14）；减持金额排名靠前的行业是食品饮料（↓ 44.02）、医药（↓ 16.71）、非银行金融（↓ 13.85）、家电（↓ 8.86）、银行（↓ 8.20）。

图 7：上周北向资金行业流向（亿元）

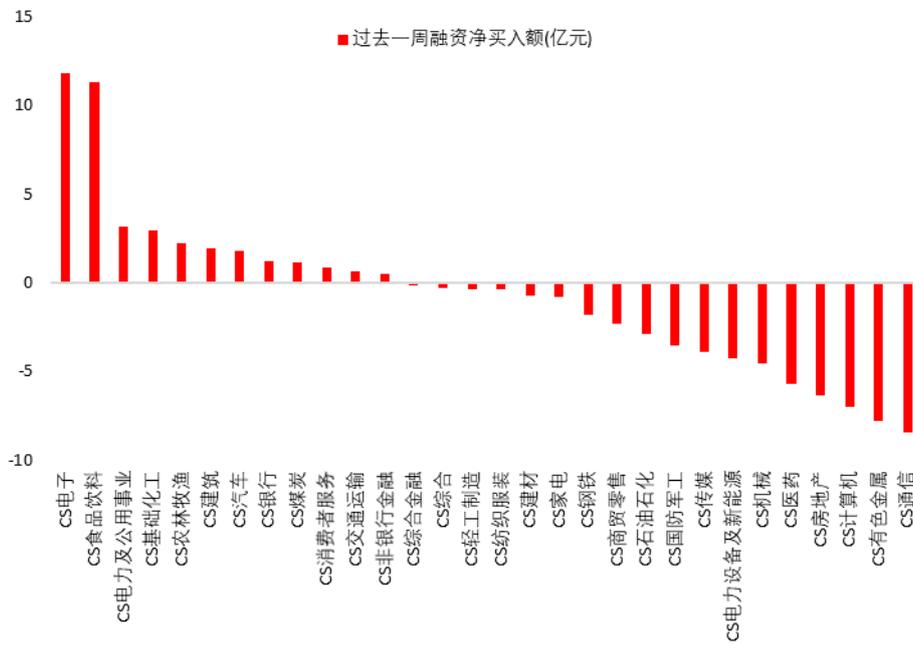


数据来源：Wind、鑫元基金

5月31日，两融资金占比为3.73%，5月24日为8.16%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至5月31日，上周融资净买入最大的五个行业为电子、食品饮料、电力及公用事业、基础

化工、农林牧渔。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

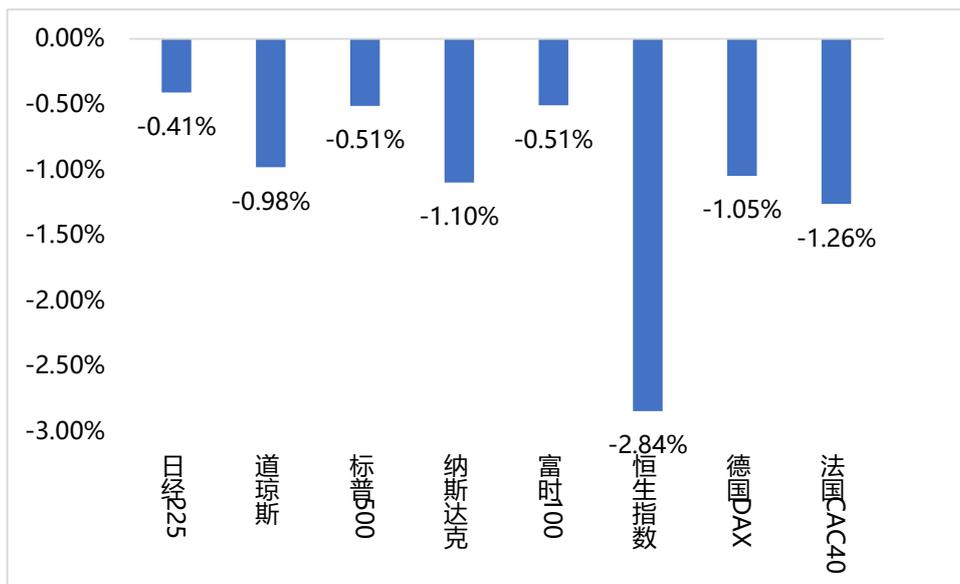


数据来源：Wind、鑫元基金

### 5、海外权益市场

上周海外各主要股指集体下跌。美国股市方面，道指下跌 0.98%，标普 500 下跌 0.51%，纳指下跌 1.10%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.51%，德国 DAX 下跌 1.05%，法国 CAC40 下跌 1.26%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.41%，恒生指数下跌 2.84%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

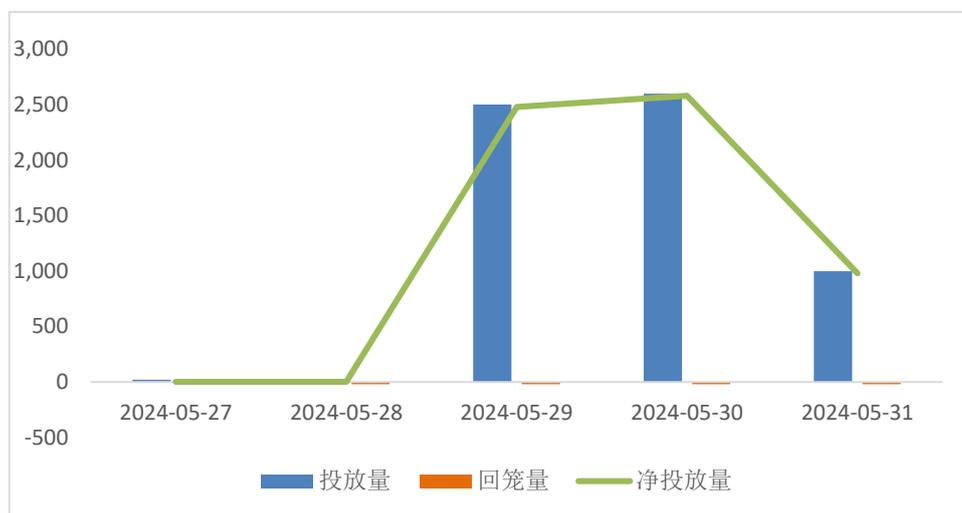


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行 6140 亿元逆回购操作，因有 100 亿元逆回购到期，实现净投放 6040 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 2110 亿元，地方政府债计划发行 426.3 亿元，整体净缴款 1709.7 亿元。

表 1：6 月 3 日-6 月 7 日政府债发行缴款

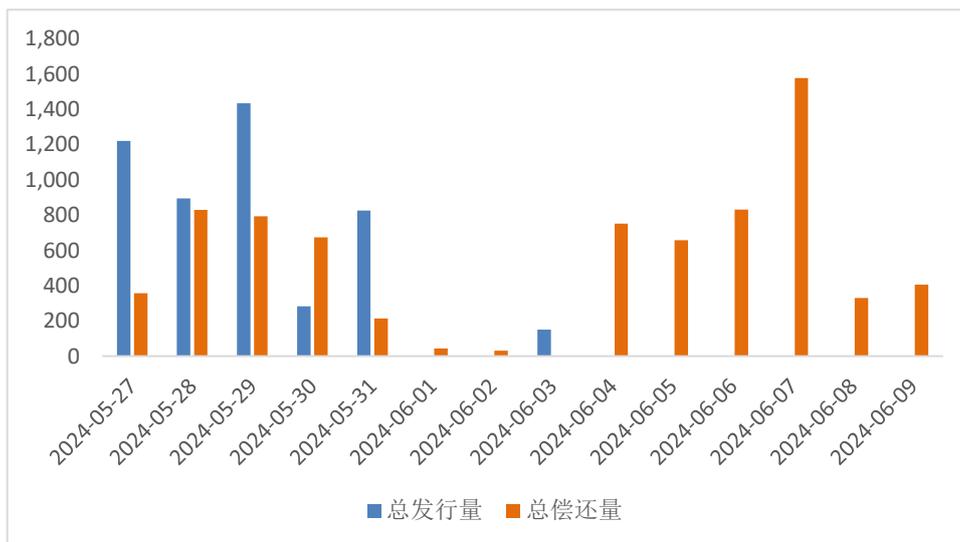
单位：亿元

	6 月 3 日		6 月 4 日		6 月 5 日		6 月 6 日		6 月 7 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	0	1360	0	0	426.4	750	0
到期	921.7	0	0	223.4	0	142	200.6	100	0	69
缴款	0	1580	0	0	0	0	1360	0	0	426.4
净缴款	658.3		-223.4		-142		1059.4		357.4	

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 3897 亿元、7313 亿元、6761 亿元和 8348 亿元。6 月初到期压力显著缓解，下一个到期高峰在 6 月中旬。

图 11：同业存单到期与发行



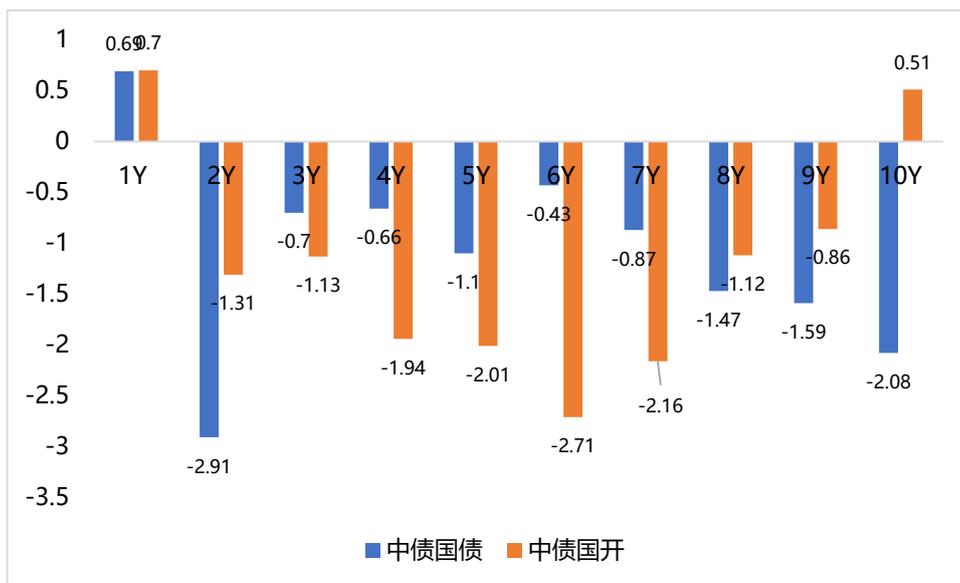
数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场：**跨月资金面整体宽松。为维护流动性合理充裕，跨月前三个交易日(29-31日)，央行逆回购分别投放 2500、2600、1000 亿元，累计净投放规模超 6000 亿，久违的大额净投放使得跨月资金面相对舒适。银行体系净融出继续低位震荡，日均融出 2.8 万亿元，较前一周略有下降，上周内基本在 2.6-3.1 万亿之间波动。

**票据利率：**上周票据利率，一方面在规模因素和大行降价收票影响下，票价小幅下降，另一方面，在票源供给稳步补充和大行活跃度逐步减弱的情况下，卖盘力量增强，票价明显回升，短期票价涨幅较大。6 月贴现到期量大，加之当且仅有 19 个工作日，正常补到期略有压力，部分机构或将选择提前发力。供需博弈下，票价预计震荡小降。

### (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	29.16	14.9	20.76	42.71
环比	-1.39	-0.40	-0.98	-6.34
年初以来	-1.55	-9.16	1.69	37.98
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	27.37	15.43	17.79	53.19
2016 年以来分位数	57.19%	46.84%	72.57%	34.03%

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 31 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	26.67	20.16	18.04	18.13	24.24
环比	1.10	1.12	-1.79	-2.23	-1.29
年初以来	-21.16	-32.06	-45.19	-35.7	-42.68
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	46.58	36.96	39.67	43.70	44.92
2016 年以来分位数	7.83%	4.46%	1.38%	0.43%	4.65%

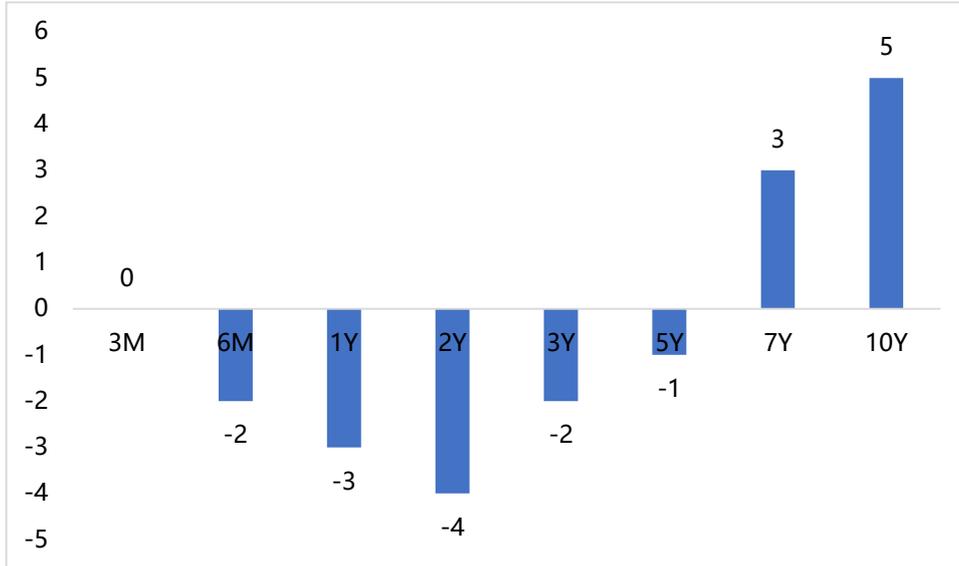
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率多数下行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.69BP 至 1.6444，3 年期下行 0.70BP 至 1.9360，5 年期下行 1.10BP 至 2.0850，10 年期下行 2.08BP 至 2.2926。

长期限高等级票据信用利差短端走扩，长端收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走扩 1.10BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走扩 1.12BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.79BP。

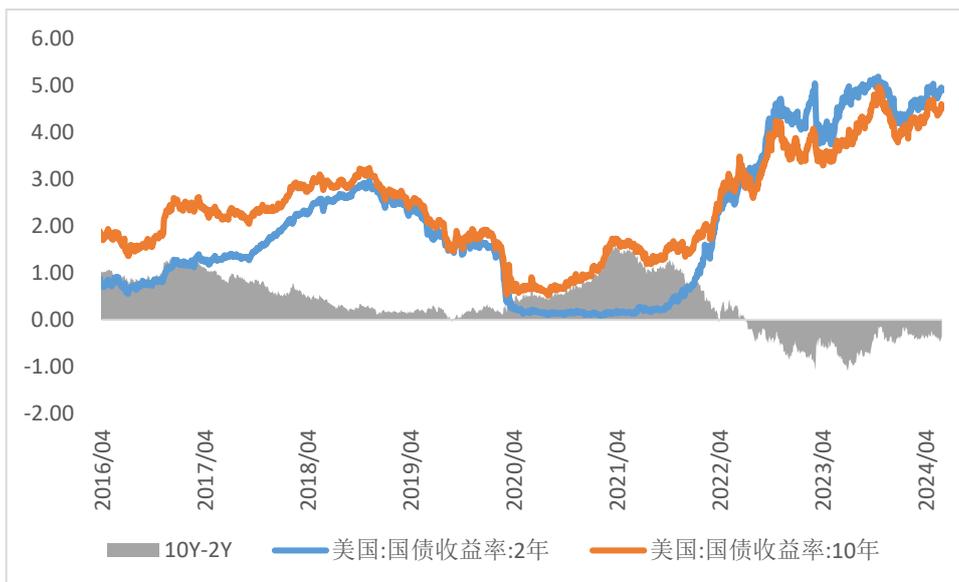
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率短端下行，长端上行。上周 10 年期美债收益率上行 5BP，10 年期国债收益率下行 2.08BP，中美利差倒挂程度有所走扩。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 2BP，10 年期美债收益率上行 5BP。

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。上周美元指数下跌 0.11%，人民币汇率中间价升值 0.02%，即期汇率升值 0.01%，离岸人民币汇率贬值 0.02%。

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	104.6318	7.1088	7.244	7.2632
对照日期	104.7421	7.1102	7.2447	7.2618
涨跌	-0.11%	0.02%	0.01%	-0.02%

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，虽然经济短期可能存在一定波动，但中期延续波动修复格局。政策层面将加快落实超长期特别国债，支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，并加快中央预算内投资下达和地方政府专项债券发行使用进度；地产新政和满足房地产项目合理融资需求的要求下地产销售、投资降幅可能放缓。今年 3 月以来制造业生产增速较需求偏快的趋势总体缓解，供需关系改善将进一步带来价格的恢复；产成品库存继续回落以及较低的库存水平有利于下一轮企业补库存行为的到来。

### （二）权益市场展望和策略

上周 A 股震荡走势，万得全 A 收跌 0.2%，上证指数微跌 0.07%。全球股市自 4 月底以来均开启了明显的反弹，部分指数更是再创出历史新高。近两周全球市场集体回调，期间 A 股体现了一定韧性，一方面是因为 A 股经过 3 年调整处于全球“价值洼地”，另一方面，各类政策助力经济复苏和预期企稳给了市场较为明确的底部支撑。不过经济复苏不可一蹴而就，5 月 PMI 重回荣枯线以下表明其曲折性。上周地产政策继续出台，进一步释放了相应的购房需求，但是销售数据仍属平淡。权益市场经过 2 月以来的上涨之后，悲观情绪的修复告一段落，下一步的向上动力来自于经济面的验证，这也解释了近两周以来震荡的走势。不过随着前期进度偏慢的专项债使用，财政将进一步给经济复苏助力，结合对外出口数据持续强劲，我们看好复苏的进程继续。相应的，A 股将给予正面的回应，建议大家保持乐观。

### （三）债券市场展望和策略

基本面方面，目前市场对国内复苏的趋势争议不大，对企业出口和出海定价较为充分，主

要博弈点在于弹性。基于国内经济的主要矛盾在于需求不足，市场交易长端的主要逻辑是“经济因素决定的下行趋势”的“弱现实”。但若下半年新旧政策合力，经济面临的积极因素增多，边际上“强预期”或形成对长端定价的扰动。考虑到国内有赤字率的约束以及国家对于高质量发展的诉求，博弈政策的右侧或许是合适的选择。流动性方面，目前货币政策的重心依然是降成本和推动通胀温和增长，在国内稳增长的目标下大概率会配合财政发力，营造宽松的流动性环境，保证长端利率处在比较合适的区间。后续一级发行节奏、债券的需求结构变动或是影响交易节奏的关键。

展望来看，短期内债市进入震荡区间，建议小仓位积极参与波段交易行情，中长期底仓则保持一定久期的前提下等待打破区间震荡因素的到来。信用债方面，在国内资产荒以及不发生系统性金融风险的逻辑支撑下，预计中短期的信用债特别是城投债收益率将继续被压缩，低评级将好于中高评级个券，若有供给冲击带来的短期调整反而是加仓的机会。

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。