

制造业 PMI 表现偏弱，等待下半年政策加码

——鑫元周观点（2024. 6. 24-2024. 6. 30）

一、核心观点

宏观方面，6 月 27 日，国家统计局发布，1-5 月全国规模以上工业企业实现利润总额 27543.8 亿元，同比增长 3.4%。5 月受生产减速等因素影响，规模以上工业利润同比增速有所回落。5 月 PMI 大幅回落 0.9 至 49.5，剔除工作日变动影响后实际表现整体弱于季节性。6 月 PMI 表现弱于往年同期，制造业景气仍然偏弱。海外方面，上周进行的总统大选首场辩论中，特朗普与拜登的发言内容均符合各自的一贯主张，但双方在场上的表现均不及预期。拜登在表达流畅度和清晰度上存在口齿不清、发言卡壳的情况，特朗普则在关键问题屡屡避重就轻，没有进行正面回答。

权益市场方面，上周市场震荡下行，宽基指数普遍下跌。市场整体成交额和换手率都下行至历史低位，上周五成交额 7057 亿，略有反弹。从指数运行情况来看，红利、大盘价值相关指数震荡企稳，下方有资金托底，但上方也有止盈盘压制。小盘、微盘指数上周一下跌后反弹，整体波动剧烈。创业板、科创板下跌创新低。资金方面，上周北向净流出 117 亿，值得关注的是上周五大幅净流入 49 亿。近一周主要增持有色，大幅减持食品饮料、家电、电子、医药、基础化工。股票 ETF 份额显著增加，上周增加 250 亿份，主要方向是沪深 300、科创 50 等规模指数 ETF。市场处于震荡下跌阶段，等待 7 月的三中全会。市场普跌后机会增加，商业模式、隐含回报、短期业绩三重考量，轮动策略重视短期业绩及盈亏比，持有策略重视投资久期、商业模式（警惕高负债、高资本密集度、低盈利质量）和隐含回报。

固收市场方面，全周央行累计进行了 3520 亿元净投放，但资金面受跨季因素影响有所收敛，资金价格明显上行，DR007 上行 22bp 至 2.16%，R007 上行 41bp 至 2.45%。上周利率债发行量环比走低，净增量环比走高，收益率受权益市场风险偏好下降影响整体下行，其中 10 年期国债收益率下行 5bp 至 2.21%，30 年国债收益率下行 5bp 至 2.43%。上周非金融信用债一级发行量小幅回落且净增量转负。二级市场方面，信用债收益率整体小幅下行，但受同期限国开债整体下行表现好于信用债影响，信用利差被动走扩。从历史分位数来看，目前各评级和

期限信用利差多数处于历史极低分位。上周债市更多受到权益市场以及商品市场的全面回调带来的情绪驱动，以及在缺少央行预期管理的前提下，使得收益率进一步下行。而引导权益市场以及商品市场回调的，正是目前国内需求不及预期以及外部出口预期走弱带来的基本面担忧，也即目前债市的主线依然是基本面引导的收益率下行，流动性的扰动更多只影响阶段性情绪。就债市而言，6月债市走强的主要驱动来自弱需求的矛盾积累以及政策面的持续保持谨慎，在缺乏有效政策破局的大环境下，无论是居民部门资产负债表的收缩，还是由此导致的内需的进一步疲软，都会在经济数据层面得到持续验证，从而进一步增强收益率的下行预期。策略方面，居民部门缩表状态下基本面矛盾的积累导致收益率下行是长期主线，央行干预以及降息落空主要是短期干扰，市场受到央行预期管理影响的调整压力更多的是加仓机会而非深度调整的风险。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国6月官方制造业PMI为49.5%，非制造业PMI为50.5%。国家统计局表示，生产指数为50.6%，下降0.2个百分点，高于临界点，制造业企业生产继续保持扩张；新订单指数49.5%，微降0.1个百分点，制造业市场需求仍显不足；受近期部分大宗商品价格下降和市场需求不足等因素影响，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为51.7%和47.9%，下降5.2和2.5个百分点。6月份非制造业商务活动指数比上月下降0.6个百分点，高于临界点，非制造业继续保持扩张。分行业看，建筑业商务活动指数为52.3，比上月下降2.1个百分点；服务业商务活动指数为50.2，比上月下降0.3个百分点。从行业看，航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于55.0以上较高景气区间；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低于临界点。

1-5月份全国规模以上工业企业利润同比增长3.4%，延续年初以来的增长态势。受投资收益增速回落等短期因素影响，规上工业企业利润增速比1-4月份回落0.9个百分点，但从营业收入扣减营业成本计算的毛利润角度看，企业毛利润增速比1-4月份加快0.8个百分点，连续两个月加快，工业企业效益基本面持续改善。

中共中央政治局召开会议。会议听取了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》稿在党内外一定范围征求意见的情况报告，决定根据这次会议讨论的意见进行修改后将文件稿提请二十届三中全会审议。会议强调，到二〇三五年，全面建成高水平

社会主义市场经济体制，中国特色社会主义制度更加完善，基本实现国家治理体系和治理能力现代化，基本实现社会主义现代化，为到本世纪中叶全面建成社会主义现代化强国奠定坚实基础。

央行等七部门联合印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》。方案提出，为各类创新主体的科技创新活动提供全链条全生命周期金融服务。全面加强金融服务专业能力建设，建立科技型企业债券发行绿色通道，强化股票、新三板、

央行货币政策委员会召开 2024 年第二季度例会。会议指出，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，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。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险。有效落实好存续的各类结构性货币政策工具，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款；加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。

国新办举行国务院政策例行吹风会，介绍《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》有关情况。国家发改委表示，将出台配套措施，形成支持创业投资高质量发展的综合性体系；引导保险资金等长期资金投资创业投资；引导各类资本摒弃“急功近利、快进快出、挣快钱”的浮躁心态，坚持做长期投资、战略投资、价值投资、责任投资；要加大对投资原创性引领性科技创新等新赛道的创业投资机构政策支持力度。国家金融监管总局表示，将研究提高保险资金投资创业投资基金集中度比例上限；高度重视实体经济特别是民营、小微科创企业的融资诉求，正研究论证工作方案。证监会表示，正在开展私募股权创投基金实物分配股票试点，并将继续保持境外上市渠道的畅通。国务院国资委表示，将在放宽规模限制等方面给予央企创投基金更大支持。

北京市住建委等四部门联合发布稳楼市新政。其中提出，调整住房商贷最低首付比例和利率下限，首套房最低首付比例从 30%调整至 20%，5 年期以上首套房贷利率下限调整为 3.5%；调整住房公积金房贷最低首付比例；支持多子女家庭改善性住房需求；提高购买绿色建筑、装配式建筑或者超低能耗建筑的住房公积金贷款额度，最高至 160 万元；组织开展住房“以旧换新”活动等政策措施。新政自 2024 年 6 月 27 日起施行。

中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在全国科技大会、国家科学技术奖励大会、两院院士大会上讲话。习近平表示，扎实推动科技创新和产业创新深度融合，助力发

展新质生产力。要聚焦现代化产业体系建设的重点领域和薄弱环节，针对集成电路、工业母机、基础软件、先进材料、科研仪器、核心种源等瓶颈制约，加大技术研发力度，为确保重要产业链供应链自主安全可控提供科技支撑。

国家发改委等五部门联合印发《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》的通知。

《措施》提到，鼓励限购城市放宽车辆购买限制，增发购车指标；通过中央财政和地方政府联动，安排资金支持符合条件的老旧汽车报废更新；鼓励有条件的地方支持汽车置换更新；拓展智能机器人在清洁、娱乐休闲、养老助残护理、教育培训等方面功能，探索开发基于人工智能大模型的人形机器人；加快制定完善预制菜、乳制品产业相关标准；研发融合数字孪生、脑机交互等技术的医疗装备和健康用品；支持新能源汽车、绿色智能家电等下乡。

（二）海外宏观

美国上周初请失业金人数为 23.3 万，低于预期。美国上周初请失业金人数为 23.3 万人，预期 23.6 万人，前值自 23.8 万人修正至 23.9 万人；四周均值 23.6 万人，前值自 23.275 万人修正至 23.3 万人；至 6 月 15 日当周续请失业金人数 183.9 万人，预期 182.4 万人，前值自 182.8 万人修正至 182.1 万人。

美国 5 月核心 PCE 物价指数同比增长 2.6%，符合市场预期。美国 5 月核心 PCE 物价指数同比升 2.6%，预期升 2.6%，前值升 2.8%；环比升 0.1%，预期升 0.1%，前值升 0.2%。

国际货币基金组织：将 2024 年美国实际 GDP 增速预测从 4 月份的 2.7%下调至 2.6%。预计美国 PCE 通胀率将在 2025 年中期回归到 2%的目标水平；美联储应至少等到 2024 年底才降低政策利率；事实证明，美国经济强劲、充满活力，能够适应不断变化的全球环境，超出预期。

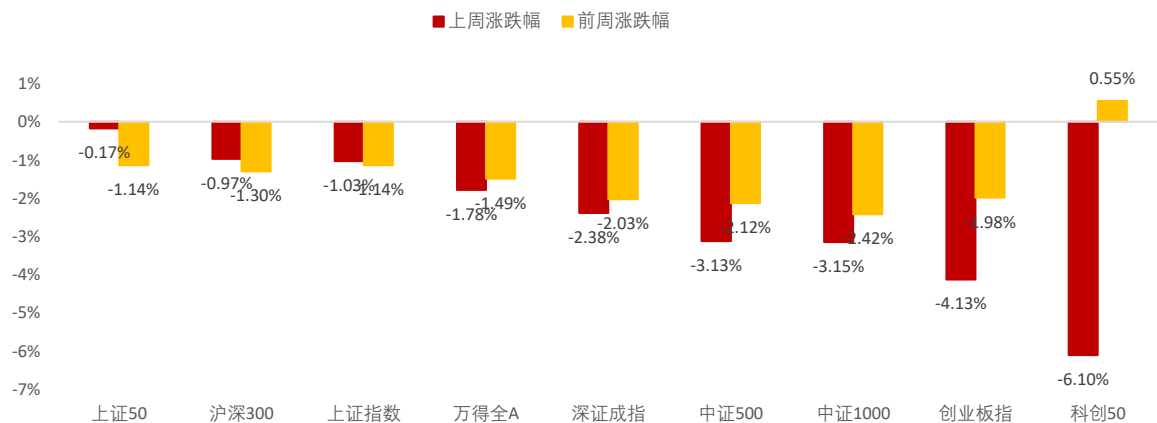
美联储理事鲍曼表示，美联储尚未达到可以考虑降息的时机。如果通胀走向 2%，可能会考虑降息，通胀应该随着当前美联储政策的制定而缓解，货币政策目前是紧缩的，如果通胀没有减缓，本人仍愿意再次加息，在权衡未来美联储利率变化时美联储仍保持“谨慎”，宽松的金融条件可能推高通胀，通胀上行风险仍然存在。

三、市场回顾

（一）权益市场

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 股各宽基指数集体下跌。截至 6 月 28 日，上证 50 下跌 0.17%、沪深 300 下跌 0.97%、上证指数下跌 1.03%，跌幅较小。科创 50 下跌 6.10%，创业板指下跌 4.13%，中证 1000 下跌 3.15%，跌幅居前。从行业板块看，上周银行、石油石化、电力及公用事业领涨，房地产、计算机、非银行金融、医药、电力设备及新能源领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/6/28	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	13.2	↓0.06	28.3	↓1.49	47.3%	56.2%	48.7%
深证成指	20.8	↓0.48	35.1	↓1.95	25.1%	13.5%	6.3%
上证 50	10.4	↑0.14	42.3	↑3.68	63.6%	66.1%	55.9%
沪深 300	11.8	↑0.02	30.6	↑0.88	38.8%	36.5%	33.7%
中证 500	21.2	↓0.67	10.4	↓3.90	14.7%	26.4%	26.1%
中证 1000	31.6	↓1.03	20.4	↓2.17	20.4%	31.6%	28.8%
创业板指	25.9	↓1.07	0.9	↓0.81	1.1%	2.0%	2.9%
科创 50	44.1	↓2.75	39.4	↓12.20	39.4%	39.4%	41.2%

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）

	2024/6/28	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)	13.0	↑	0.35	37.86%	↑	1.79	37.9%	44.7%	65.5%
煤炭(中信)	13.1	↓	0.28	71.38%	↓	2.10	71.4%	97.8%	96.8%
有色金属(中信)	21.5	↓	0.18	19.16%	↑	0.04	19.2%	32.2%	47.2%

电力及公用事业(中信)	19.4	↑	0.19	28.30%	↑	2.54	28.3%	15.4%	22.3%
钢铁(中信)	31.2	↓	0.59	64.64%	↓	1.19	64.6%	82.7%	74.6%
基础化工(中信)	28.5	↓	0.81	34.72%	↓	2.15	34.7%	62.5%	53.1%
建筑(中信)	8.4	↓	0.14	5.29%	↓	1.87	5.3%	6.0%	8.5%
建材(中信)	20.4	↓	0.66	53.36%	↓	2.22	53.4%	80.6%	74.0%
轻工制造(中信)	23.1	↓	0.56	10.25%	↓	1.37	10.2%	18.4%	11.0%
机械(中信)	28.3	↓	0.48	2.70%	↓	0.37	2.7%	1.4%	2.0%
电力设备及新能源(中信)	24.4	↓	0.76	9.45%	↓	0.64	9.4%	17.0%	23.6%
国防军工(中信)	63.9	↓	0.57	34.54%	↓	1.56	34.5%	41.0%	36.7%
汽车(中信)	25.9	↓	0.64	58.50%	↓	2.15	58.5%	29.5%	2.8%
商贸零售(中信)	48.7	↓	2.92	66.42%	↓	4.46	66.4%	50.1%	17.0%
消费者服务(中信)	34.5	↓	1.00	16.14%	↓	0.67	16.1%	21.2%	0.0%
家电(中信)	14.3	↓	0.34	11.56%	↓	3.49	11.6%	10.7%	5.5%
纺织服装(中信)	20.3	↓	0.98	2.22%	↓	1.21	2.2%	4.0%	0.0%
医药(中信)	34.6	↓	1.28	12.29%	↓	7.51	12.3%	21.3%	14.8%
食品饮料(中信)	20.8	↓	0.35	13.31%	↓	0.76	13.3%	0.0%	0.0%
银行(中信)	5.5	↑	0.15	36.00%	↑	3.77	36.0%	41.7%	61.2%
非银行金融(中信)	17.2	↓	0.55	47.52%	↓	7.32	47.5%	64.1%	74.1%
交通运输(中信)	16.8	↓	0.11	11.63%	↓	0.72	11.6%	12.1%	11.4%
电子(中信)	61.3	↓	1.97	71.08%	↓	4.08	71.1%	65.1%	59.6%
通信(中信)	21.3	↑	0.55	15.13%	↑	2.79	15.1%	27.2%	39.9%
计算机(中信)	85.3	↓	3.26	53.90%	↓	2.58	53.9%	33.1%	22.9%
传媒(中信)	33.3	↓	0.40	7.26%	↓	0.37	7.3%	11.9%	0.4%
综合金融(中信)	26.6	↓	0.47	0.22%	↓	0.88	0.2%	0.2%	0.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值多数下跌，计算机、商贸零售、电子、医药、消费者服务估值下行较多。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，上周通信、石油石化、电力及公用事业、银行估值上行最多，计算机、商贸零售、电子、医药、消费者服务估值下行最多。当前煤炭、电子、商贸零售、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；综合金融、纺织服装、机械、建筑、传媒板块估值处于历史较低水平。

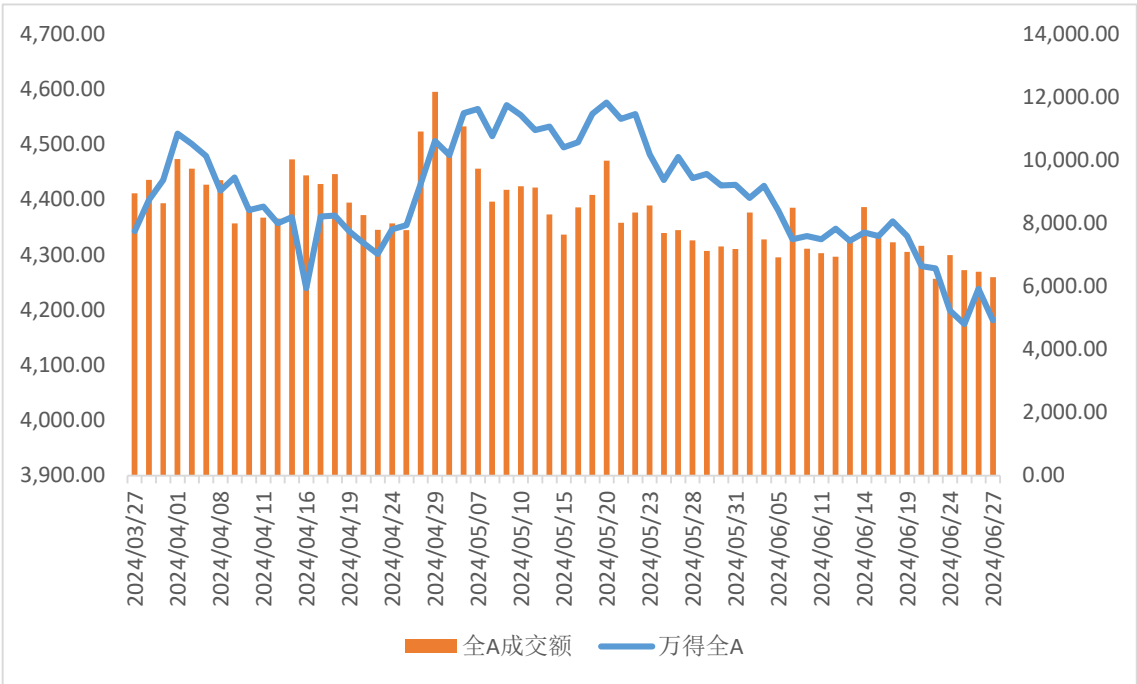
3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏空”。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，电子，电力与公用事业，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 6.26%，处于历史 90.34%的

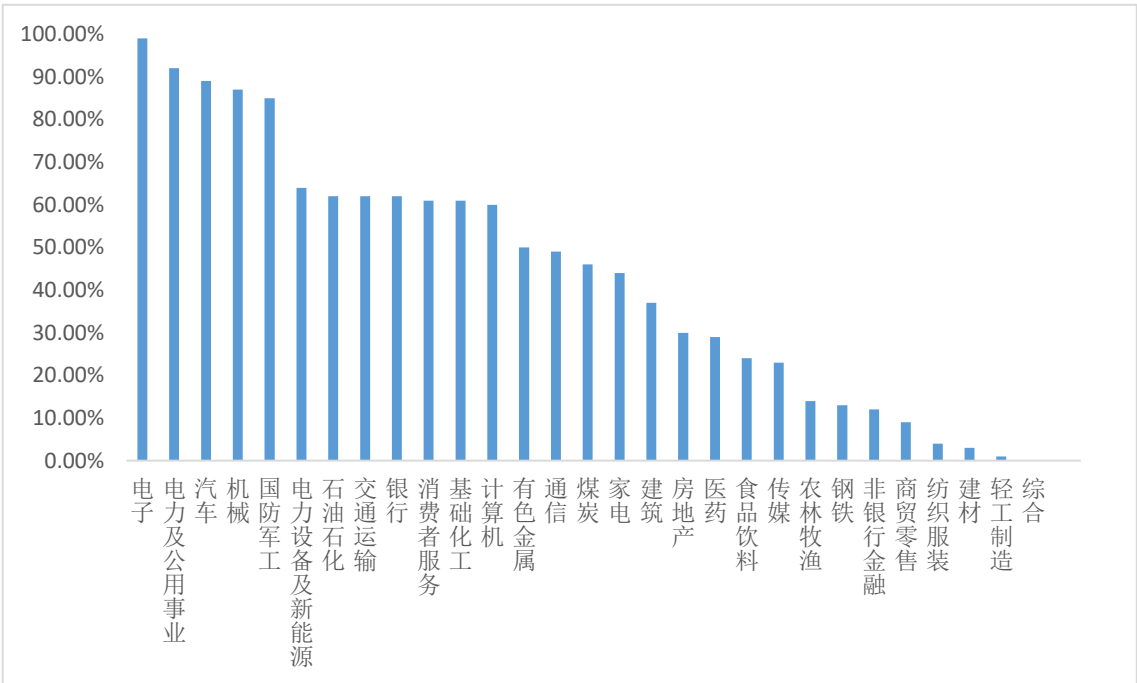
分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



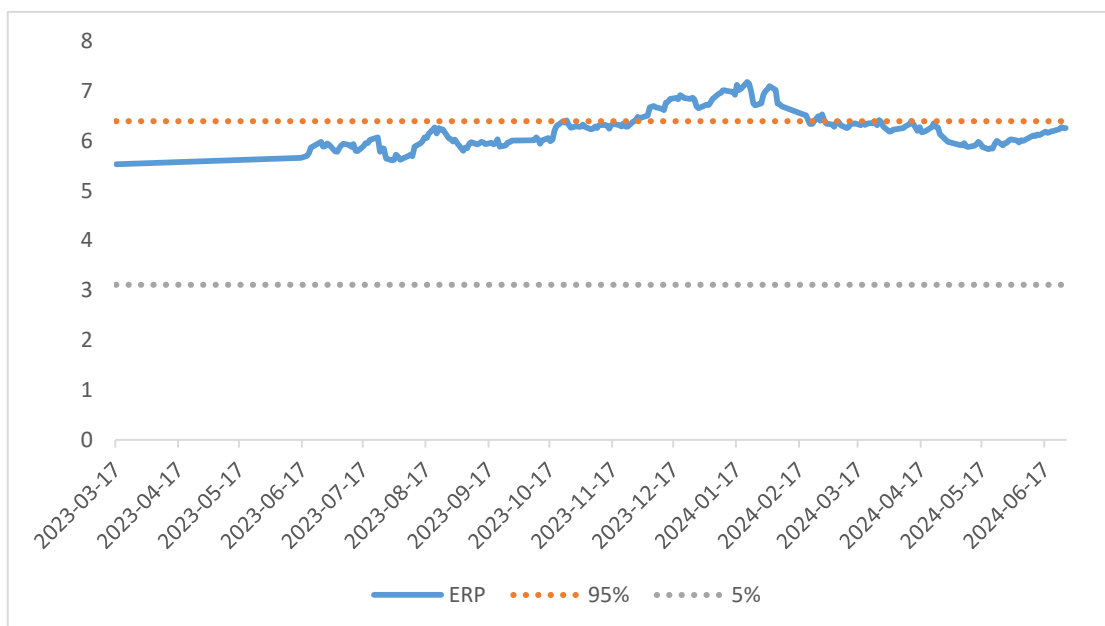
数据来源：Wind、鑫元基金

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

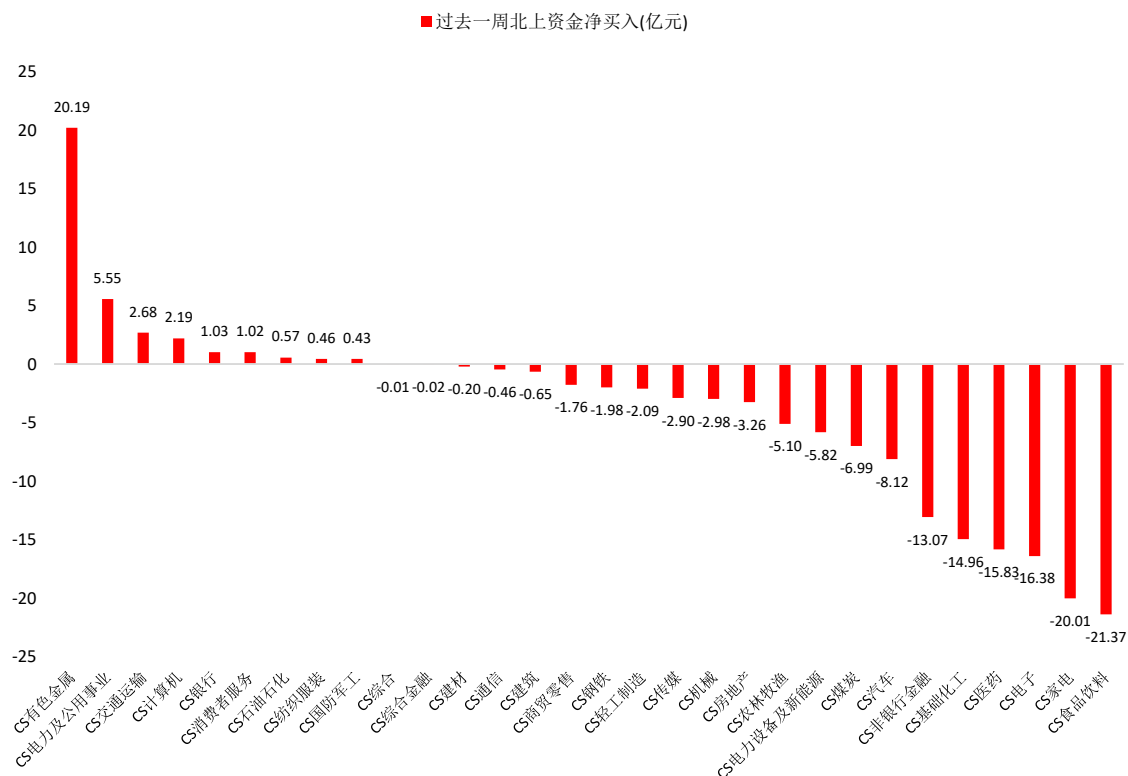


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 117.62 亿元，上上周净流出 161.15 亿元，最近一周北向资金持续净流出。上周增持金额排行靠前的行业是**有色金属**（↑ 20.19）、**电力及公用事业**（↑ 5.55）、**交通运输**（↑ 2.68）、**计算机**（↑ 2.19）、**银行**（↑ 1.03）；减持金额排名靠前的行业是**食品饮料**（↓ 21.37）、**家电**（↓ 20.01）、**电子**（↓ 16.38）、**医药**（↓ 15.83）、**基础化工**（↓ 14.96）。

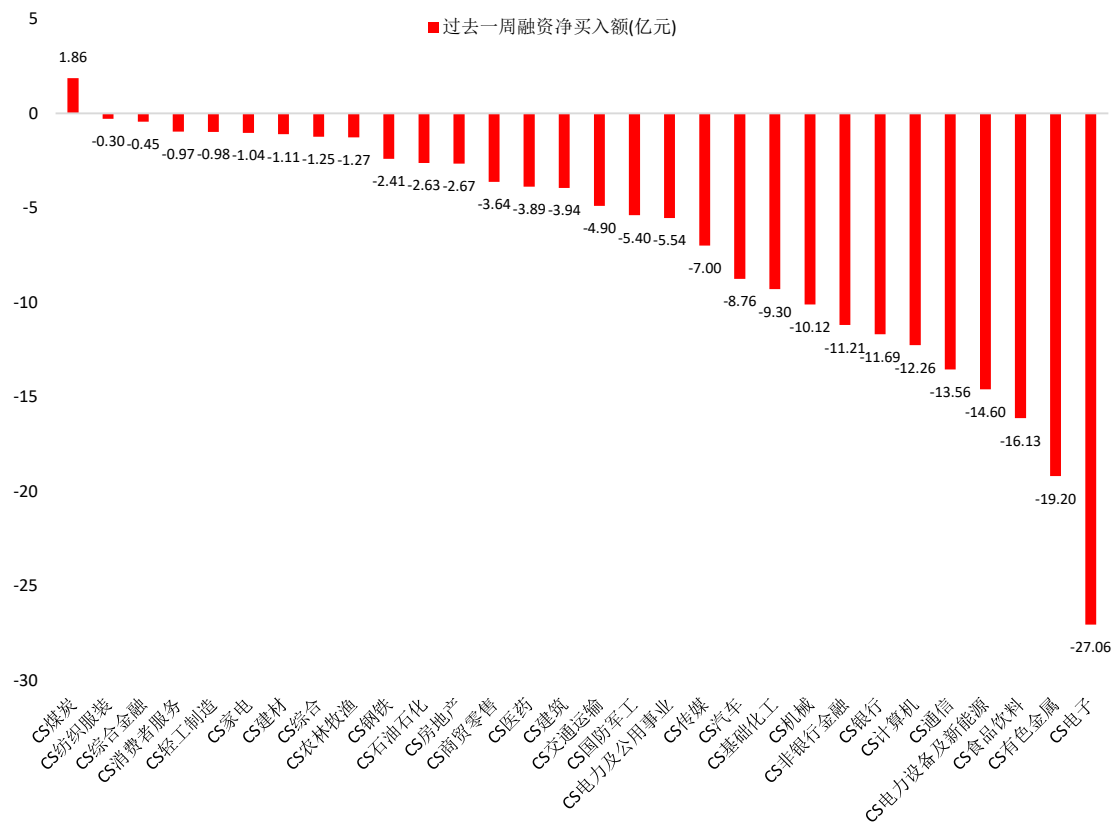
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

6月27日，两融资金占比为7.27%，6月21日为7.57%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至6月28日，上周融资净买入的行业仅为煤炭。

图8：上周两融资金行业流向（万元）

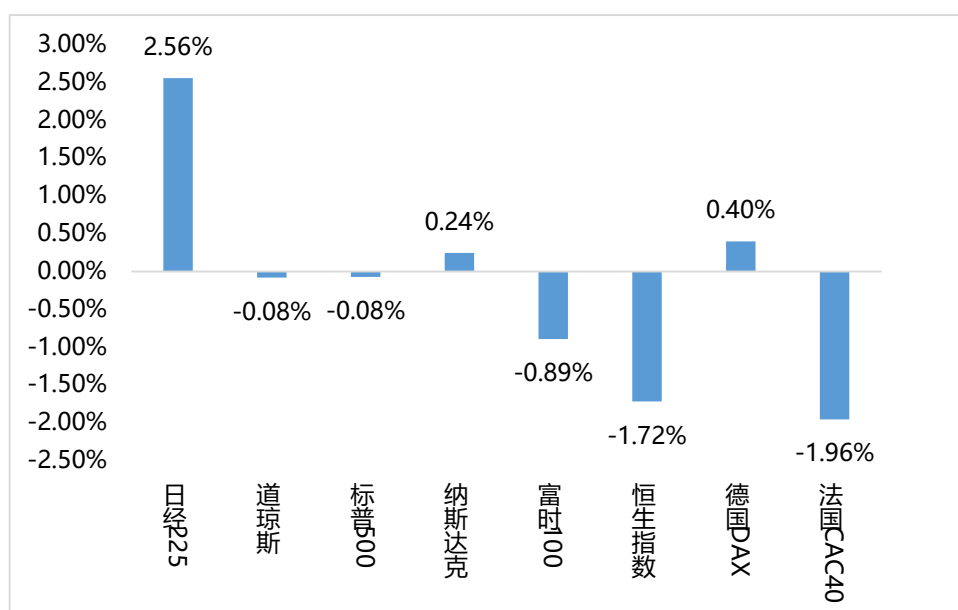


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市有涨有跌。美国股市方面，道指下跌 0.08%，标普 500 下跌 0.08%，纳指上涨 0.24%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 0.40%，英国富时 100 下跌 0.89%，法国 CAC40 下跌 1.96%；亚太股市方面，日经指数上涨 2.56%，恒生指数下跌 1.72%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

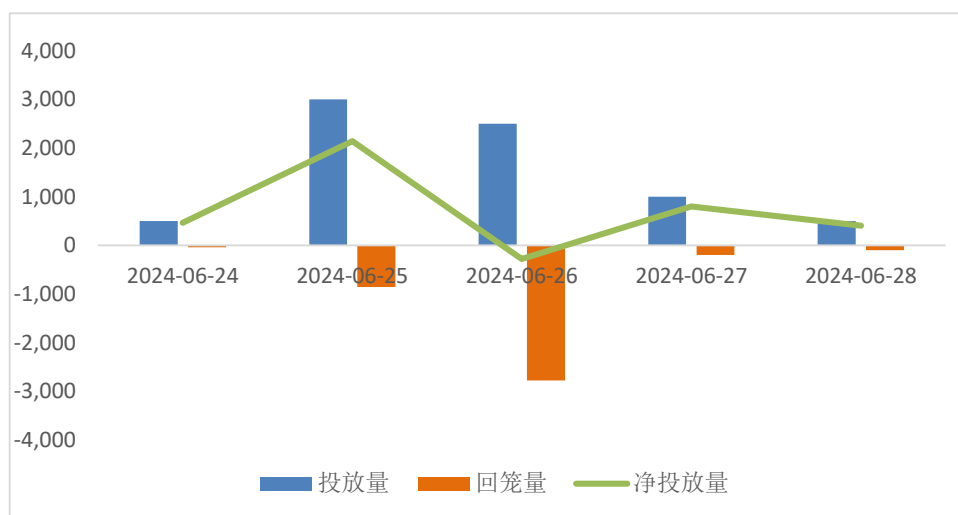


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 7500 亿元逆回购操作，因有 3980 亿元逆回购到期，实现净投放 3520 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 1510 亿元，地方政府债计划发行 819.7 元，整体净缴款 -1171.3 亿元。

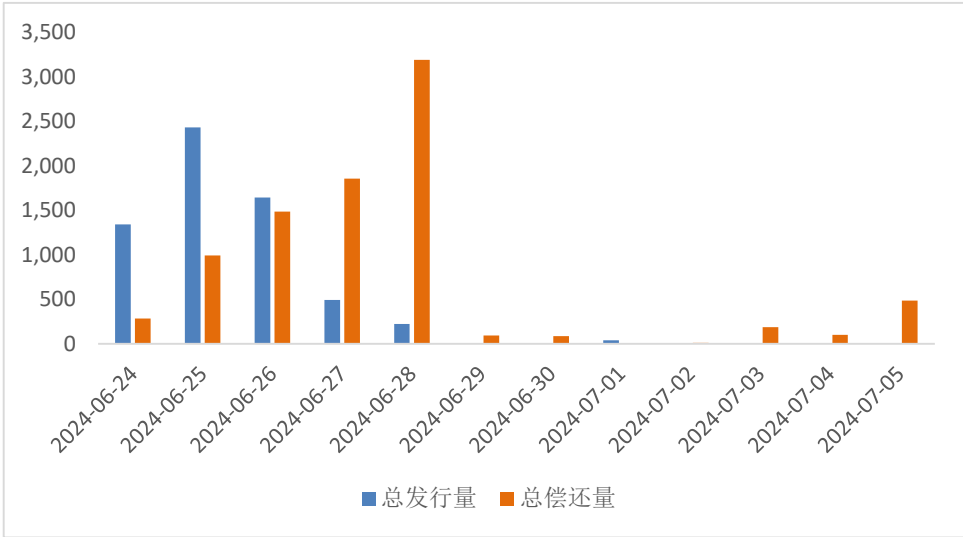
表 1：7 月 1 日-7 月 5 日政府债发行缴款

单位：亿元

	7 月 1 日		7 月 2 日		7 月 3 日		7 月 4 日		7 月 5 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	107.4	0	198.8	930	283.6	0	182.8	580	47
到期	0	955.3	0	0	0	0	201.4	5.3	0	438.6
缴款	0	1009.2	0	107.4	0	198.8	930	283.6	0	182.8
净缴款	113.8		107.4		198.8		1007		-255.7	

同业存单发行：下周到期 966 亿元，明显低于前一周的 8348 亿元。其后三周，同业存单分别到期 6384 亿元、5712 亿元和 7854 亿元。

图 11：同业存单到期与发行

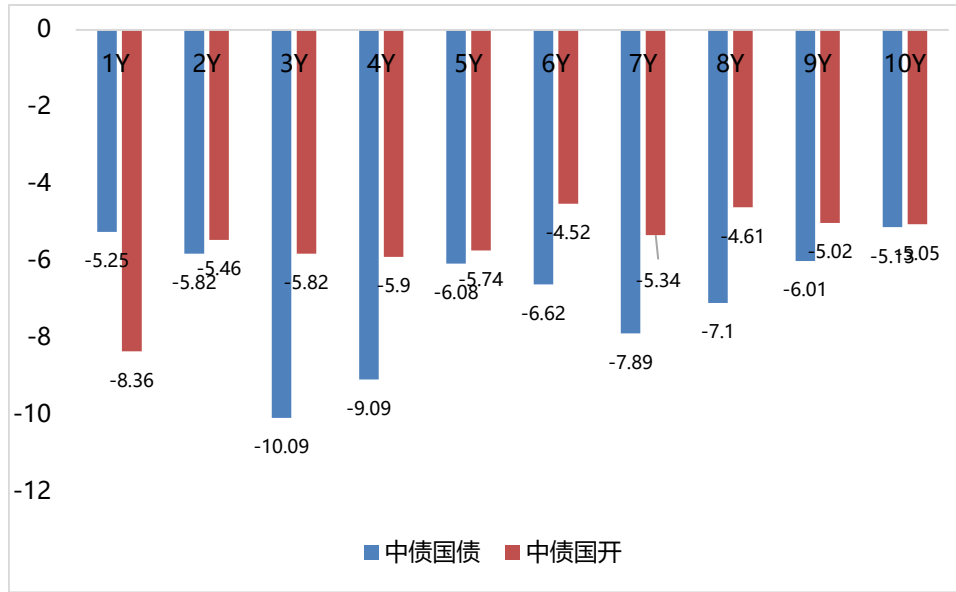


回购市场：跨季资金面整体均衡偏紧，资金分层再现。具体而言，上周 DR001 从上周一的 1.98% 震荡下行至上周五的 1.91%，但中枢较前一周上行 7bp，R001 从 2.02% 上行至 2.35%，中枢较前一周上行 14bp。银行体系日内净融出规模上升至 3.3 万亿元，日均净融出较前一周略微上升至 3.0 万亿元，大行日均净融出从 2.9 万亿元降至 2.4 万亿元。

票据利率：6 月最后一周，一方面票源供给不断攀升，突破历史高位，卖盘出票不断补充，另一方面，月末规模因素反复发力，标杆大行降价带动市场情绪，部分中小行进场填补剩余空缺规模，买盘力量强势。在供需力量不断角逐下，票据利率上周内的波动幅度扩大。

（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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	25.7	18.22	22.76	-24.34
环比	-4.84	4.01	0.95	-45.85
年初以来	-5.01	-5.84	3.69	-29.07
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	27.38	15.43	17.82	53.10
2016年以来分位数	43.65%	70.74%	82.17%	4.80%

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

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	32.16	22.43	19.64	19.67	23.72
环比	7.42	2.87	2.93	4.77	2.34
年初以来	-15.67	-29.79	-43.59	-34.16	-43.2
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	12.68	12.62
2016年以来平均值	46.44	36.85	39.52	43.51	44.78
2016年以来分位数	19.29%	9.60%	3.43%	1.60%	4.80%

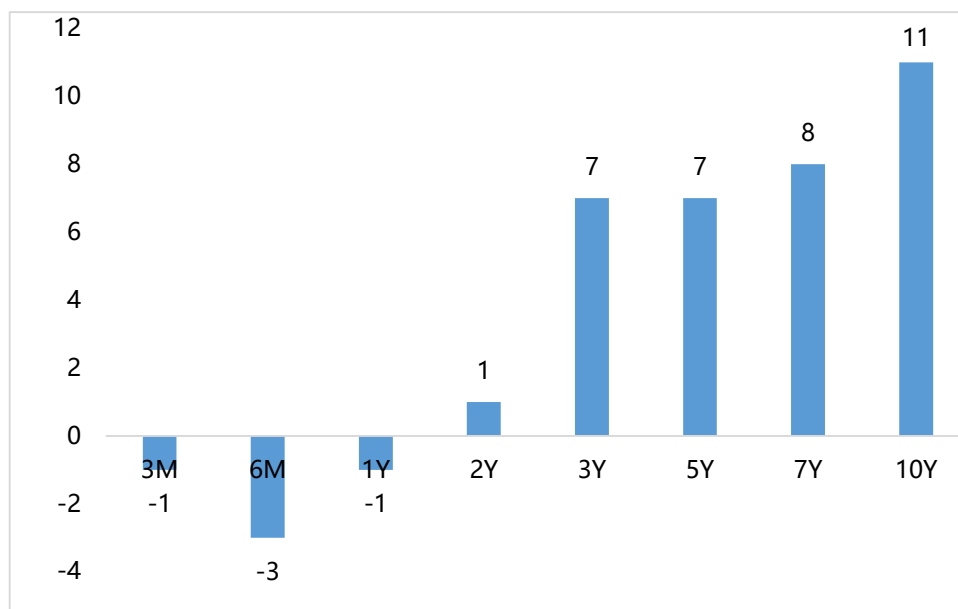
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率整体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 5.25BP 至 1.5390，3 年期下行 10.09BP 至 1.7960，5 年期下行 6.08BP 至 1.9782，10 年期下

行 5.13BP 至 2.2058。

长期限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 7.42BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.87BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.93BP。

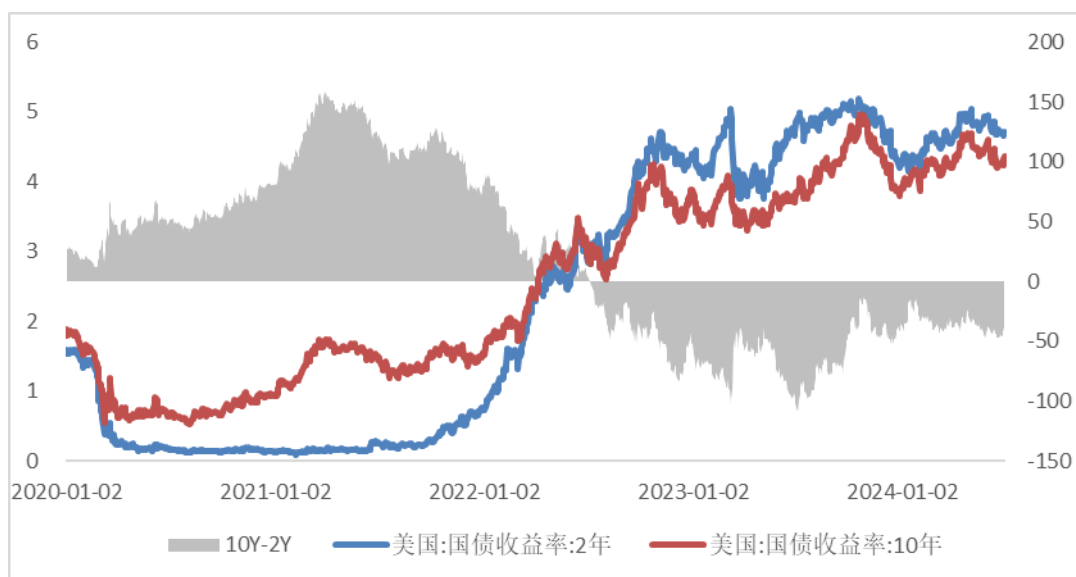
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体上行。上周 10 年期美债收益率上行 11BP，10 年期国债收益率下行 5.13BP，中美利差倒挂程度有所扩大。全周来看，1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率上行 7BP，10 年期美债收益率上行 11BP。

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，在岸和离岸人民币汇率均贬值。上周美元指数上行 0.02%，在岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.10%，即期汇率贬值 0.06%，离岸人民币汇率贬值 0.12%。

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	105.8427	7.1268	7.2659	7.2996
对照日期	105.8251	7.1196	7.2613	7.2905
涨跌	0.02%	-0.10%	-0.06%	-0.12%

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

展望后续，政策加码仍是下半年宏观的最重要主线，尤其是需要疏通经济传导、而非单纯刺激经济变量的政策。内部在经济动能切换、结构转型的过程中，主动选择降低宏观经济对地产的依赖度，“去地产化”仍在持续导致经济出现一系列“阵痛”，中央强调战略定力，在经济运行基本实现了“去地产化”之后，在大体可控的状态下，不搞大水漫灌的“强针猛药”，主要采取固本培元的“中医理疗”。

海外方面，7月15日、8月19日当周，共和党、民主党将进行党内代表大会，关注民主党是否会临阵换帅。如若后续仍是特朗普与拜登对决，则需关注在9、10月的3场总统辩论赛上，拜登的精神与身体状况。特朗普对于减少税收带来的财政赤字扩大、加征关税带来的输入性通胀、限制移民带来的劳动力补充放缓等问题仍未给出明确的解决方案。如若特朗普成功当选总统，这些政策未来或成为美国二次通胀风险的重要驱动因素。

（二）权益市场展望和策略

市场处于震荡下跌阶段，如无增量信息，可能沿着有抵抗的回落方向演绎，等待7月三中全会。技术面上，万得全A颈线已破。乐观情形短期反弹，在4000-4200区间震荡；悲观情形连续阴跌，挑战2月低点。

地产周期、产能周期处于下行阶段，企业部门和居民部门不具备加杠杆的条件，能否避免经济-企业盈利-股市的趋势下行关键看外生需求边际变化，包括：1）出口，观测出口订单及贸易政策；2）政府发债能否加速，债务融资能否带动支出增长。

对于长期问题的担忧在短期股价上可能会演绎极致。2014年5月、2018年12月、2024年2月，万得300除金融市盈率TTM分别为13、14.3、15.5，对应盈利收益率（1/PE）分别为7.7%、7.0%、6.5%，目前市盈率为17.6，盈利收益率5.7%。与历史极值比，当下估值不算低，如果短期盈利继续下修，估值还有进一步压缩的空间。

大盘价值风格资金面有支撑，业绩波动小且预期充分，相对占优。当前时点，受制于需求不足、供给过剩、技术瓶颈等因素，一些高增速板块景气暂时上行并不能带来更高的终值及稳定可预期的股东回报，因此股价呈现持续下行或者高波动特征。而一些供给受限、需求韧性、有政策支持的板块，如金融、上游、部分强壁垒的制造及消费相关行业，其景气的阶段性回落并不意味着终值或者股东回报的大幅下降，因此股价有韧性，资金持续流入。

市场普跌后机会增加。商业模式、隐含回报、短期业绩三重考量。轮动策略重视短期业绩及盈亏比，持有策略重视投资久期、商业模式（警惕高负债、高资本密集度、低盈利质量）和隐含回报。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，基于国内经济的主要矛盾在于需求不足，外需可能是下半年市场重点关注的需求线索。但无论是外部制造业在四季度周期见顶可能带来的出口走弱，还是今年美国大选带来的贸易摩擦升级，都可能会引导国内经济预期的进一步下滑。而实质性降息层面，国内宽货币空间打开难度不低。一方面今年美国赤字预算率已经进一步上调，下半年若财政发

力带动经济韧性延续，则不利于联储降息，对应到国内的宽货币空间则难以打开，另一方面，国内经济疲软亦会带动人民币贬值压力进一步加剧，导致境内流动性存在边际收敛的风险。

展望来看，在缺乏有效政策破局的大环境下，无论是居民部门资产负债表的收缩，还是由此导致的内需的进一步疲软，都会在经济数据层面得到持续验证，从而进一步增强收益率的下行预期。策略层面，居民部门缩表状态下基本面矛盾的积累导致收益率下行是长期主线，央行干预以及降息落空主要是短期干扰，市场受到央行预期管理影响的调整压力更多的是加仓机会而非深度调整的风险。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，预计中短期限的信用债特别是城投债收益率将继续被压缩，若有供给冲击带来的短期调整反而是加仓的机会，此外近期也可以关注一些代替地方政府融资的产投主体，上述主体的利差仍有压缩空间。

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。