

- 一、 交银施罗德基金首席策略师马韬：
——权益市场展望及配置建议**

- 二、 交银施罗德基金固收分析师苏建文：
——债券市场展望及配置建议**



一、中国权益市场展望及配置建议：

- ◆ 2024 年二季度 A 股市场展望：与时间赛跑
- ◇ **2024 年一季度 A 股市场释放波动后轻装上阵，哑铃形结构再度凸显：**春节前后市场因雪球产品集中敲入、两融规模显著下滑以及量化策略交易结构失衡等原因出现流动性冲击，后在政策大力支持以及杠杆充分去化后出现反转，基本收复失地。波动释放后市场轻装上阵，主线重回 2023 年的大盘高分红板块和小盘高波动板块主导的哑铃形结构，具体表现为在宏观经济数据相对稳定的情况下，传统行业中的煤炭、家电、银行、石油石化、公用事业板块走势较强，而新兴行业中的通信、传媒、机械设备板块走势较强。以上走势说明市场主要演绎了流动性冲击之后的估值修复，板块走势仍是在体现经济增长温和、价格弹性不大、风险溢价较低、债券利率持续下滑等宏观因素组合。
- ◇ **2024 年经济结构继续优化，二季度出口和价格趋势向好：**当前中国经济结构仍在持续优化阶段，逐步消化此前对房地产投资等传统行业的过度依赖，形成以科技创新、可持续发展为主要动力的新经济结构。2024 年二季度两大宏观趋势的浮现将为经济转型保驾护航，一个趋势是全球贸易修复对出口导向制造业部门的拉动，发达国家经济周期拖尾、居民消费持续好于工业生产和企业投资带动国际商品贸易扩张，发展中国家在发达国家加息周期中韧性加强、全球制造业产能分布扩散带动人均收入增长和消费升级也转化为对中国商品的需求增加，2024 年初已能够观察到中国出口对发达国家和发展中国家均有所回升；另一个趋势是价格指数逐渐稳定，在 2023 年三季度末四季度初已观察到私人部门消费倾向逐步修复、过剩储蓄积累逐步放缓的基础上，2024 年二季度中国消费品价格指数和工业品价格指数都已进入企稳回升阶段，不仅提振名义增长和企业盈利，而且能够压低前期高企的实际利率，降低企业部门债务压力，促进私人部门储蓄更多转化为消费和投资，实现实体经济的正向良性循环。在全球整体劳动力供需偏紧、消费倾向偏高、中长期通胀预期面临上修的大

交银施罗德基金管理有限公司



环境下，应更多考虑国内价格趋势逐渐向海外靠拢的可能性，并基于此进行资产规划和行业配置。

- ◇ 2024 年二季度可重点关注出口链与原材料板块重估机会：在出口修复和价格中枢回升两大宏观趋势重新浮现的状态下，大类资产配置中应更加重视权益资产，权益资产内部行业配置上可考虑营收中出口占比较大的家电、轻工制造、机械设备、电子、纺织服装等行业，以及受益于整体经济体周转率上行的交通运输行业；价格上行对企业毛利贡献显著的石油石化、化工、有色金属、钢铁等行业。

二、中国债券市场展望及配置建议

- ◆ 展望 2024 年二季度，国内基本面复苏斜率和流动性的边际变化将成为影响债市的主要因素。考虑财政政策靠前发力，传统基建投资和“三大工程”逐步推进，预计经济同比增速或在二季度有所抬升，但消费和地产的反弹力度、海外经济放缓导致出口回落仍是潜在预期差。受基数效应影响，PPI 跌幅将持续收窄，年中或小幅转正，当前猪肉供给压力较大，预计 CPI 维持低位震荡，二季度国内通胀压力整体可控。政策方面，年初地方债发行节奏较慢，两会公布今年新增 1 万亿超长期特别国债发行，在 2 月 LPR 非对称下调后，货币政策更注重精准有效和宽信用效果，预计资金面保持平稳，但阶段性波动可能增大。对于债券市场，我们认为二季度或呈现震荡偏强的态势。
- ◆ (1) 首先，基本面方面，春节假期旅游总量数据表现较好，出行人流明显增加，国内需求逐步释放，1-2 月经济数据明显回暖，工业生产、制造业投资和基建投资均出现提速，但结构隐忧在于新房销售仍然偏弱，中长期消费和地产的复苏空间存在挑战，往后看二季度经济有望延续改善，但弹性有待确认。具体来看，春节前夕，一线城市不同程度放松限购，有助于释放改善型需求，节后地产市场表现分化，部分城市二手房销售明显反弹，但新房依然



承压，后续二手房成交热度能否传导至新房仍有待观察。预计房企拿地意愿保持弱复苏，二季度地产投资大概率延续低位震荡。出口方面，受益于外需回暖和低基数效应，年初出口增速回升较为明显，考虑当前美国库存已降至低位，对应我国出口环境有望修复，叠加国内制造业在成本和效率上仍具备较强的竞争力，预计二季度出口增速边际改善，但需要警惕美联储降息时点延后、海外经济增长减速导致出口回落的风险。受春节假期消费提振，1-2 月社零数据好于市场预期，往后看，近期政策推动大规模设备更新及消费品以旧换新，有助于释放耐用品消费和更新需求，服务消费受到旅游及商务差旅需求回升有望继续改善，预计二季度消费增速中枢小幅抬升，但空间和持续性需要关注居民部门的就业收入情况。1-2 月工业增加值和制造业投资数据表现亮眼，春节后受寒潮天气影响，居民返城务工进度偏慢，3 月开始生产逐步走强，预计二季度增速有望保持平稳，未来需关注经济内生修复对企业投资扩产意愿的刺激效果，以及增量支持政策。由于 2023 年底增发国债资金较为充裕，年初基建投资增速维持韧性。一季度专项债发行节奏较慢，预计后续施工落地进一步加快，基建仍然是托底经济的主要抓手，但受限于土地财政承压，同时多地强调加强债务管控，基建回升空间依然有限。综合来看，二季度宏观经济将呈现温和复苏，由于居民收入和地产周期改善较慢，经济大幅反弹甚至过热的可能性偏低。

- ◆ (2) 其次，通胀方面，一季度 CPI 增速由负转正，PPI 低位盘整，整体通胀数据表现较为温和。春节期间，部分地区雨雪天气影响供给，年初食品价格表现偏强，同时假期出行和文娱消费需求明显增加，服务业价格有所上涨，叠加春节错位效应，2 月 CPI 回升 1.5 个百分点至 0.7%。PPI 则主要受基数影响，从年初高点-2.5%跌幅小幅扩大至-2.7%，结构上，海外地缘政治摩擦带动原油价格上行，而国内定价的工业品价格表现较弱。展望二季度，考虑居民消费需求仍在释放，服务价格或延续回暖，但国内劳动力供给充足下，环比难有大幅度抬升；伴随天气转暖供给充足，食品价格大概率回落，此外在春节效应消退后，CPI 同比增速或再度转弱，预计二季度保持低位震荡。PPI 方面，考虑全球制造业周期见底，国际大宗



商品价格或企稳回升，由于国内地产呈弱复苏，黑色系商品价格或受到影响，综合来看，基数效应下，PPI 跌幅有望持续收窄，但向上弹性仍取决于内需改善的强度，同比转正或要等到年中时点。整体看二季度国内通胀压力仍然可控，涨价因素对货币政策的扰动有限。

- ◆ (3) 再次，从流动性来看，春节前央行通过降准、大规模逆回购操作补充资金缺口，银行间流动性均衡偏松，资金面整体表现平稳。随后 2 月 LPR 非对称调降，5 年期报价下调 25bp，幅度高于市场预期，有助于促进投资和消费、提振融资需求。往后看，两会提出今年发行 1 万亿超长特别国债，考虑项目入库审批需要流程，预计实际发行时点或在二季度末。综合来看，在基本面温和修复、通胀水平处于相对低位、地产投资回升缓慢的背景下，预计流动性环境仍将保持中性，DR007 将继续围绕政策利率波动，但在缴税、政府债发行等时点资金波动或有所抬升。广义流动性层面，年初金融数据波动较大，1 月实现信贷开门红后，2 月数据有所转弱，结构上企业中长贷仍是主要支撑，但居民信贷明显收缩，反映地产和消费需求改善较慢。后续政府债发行加快，有望带动社融增速回升，但在地产信贷需求实质改善之前，实体信用大幅扩张的概率偏低。同时，考虑央行强调平滑信贷节奏、盘活存量资金，预计二季度信贷增长较为温和，对资金面的扰动有限。
- ◆ (4) 最后，从政策层面看，两会政府工作报告设定 2024 年 GDP 增速目标 5%左右，要求多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策。预计二季度政策将继续发力，超长期特别国债、地方专项债发行提速并推动基建形成更多实物工作量。货币政策有可能仍将保持稳健偏松，助力实体经济需求改善。此外，4 月将召开政治局会议，需要关注政策最新部署，以及对市场风险偏好的影响。海外方面，近期美国经济温和增长，劳动力市场较为稳健但已出现降温迹象，叠加美联储表态偏鸽，市场普遍预期年内海外货币政策将转向宽松。展望二季度，预计在美国经济软着陆、通胀温和放缓的背景下，美联储或在年中开启降息，中美货币政策周期有望回归，对于人民币汇率和国内流动性整体偏利好，客观上也为国内货币政策打开操作空间。



◆ 配置建议:

◇ **把握交易性行情、合理利用杠杆、严控信用风险。**

◇ **把握交易性行情:** 如上分析, 我们预计 2024 年二季度债券市场在内需温和复苏、通胀水平处于相对低位、流动性保持宽松下, 或呈现震荡偏强的格局, 基本面修复的斜率对市场预期的影响较大, 建议根据预期差把握交易性机会。站在目前时点来看, 年初以来利率快速下行, 随后受供给担忧和止盈情绪的影响, 利率有所回调且波动加大, 但债市上涨趋势并未发生逆转。当前基本面处于筑底爬坡阶段, 在实体需求逐步回暖的过程中, 宽信用仍需要宽货币支持, 年初以来政策利率尚未调降, 预计在货币宽松周期中, 二季度央行仍有较高概率进行降息降准, 建议在短期调整中把握债券配置机会。展望中期, 如果内需复苏动力不足、信贷增速明显回落, 宽松预期或再度发酵, 债市仍有交易性行情。二季度债市的主要风险点在于政府债供给加码导致阶段性资金价格抬升, 可能的超预期机会在于经济复苏乏力后央行宽松政策对冲, 以及海外经济转弱驱动美联储提前降息。

◇ **合理利用杠杆:** 年初以来, 受益于央行降准、节后居民现金回流、专项债发行较慢等因素, 资金面均衡偏松, 展望二季度, 两会政府工作报告指出当前面临有效需求不足、部分行业产能过剩和社会预期偏弱等问题, 考虑稳增长诉求下、货币政策仍要积极有为, 预计流动性显著收紧的可能性不大。债券供给上, 今年新增专项债 3.9 万亿, 较上年小幅增加 1000 亿, 考虑一季度发行进度较慢, 后续节奏有望加快, 叠加超长期特别国债或在二季度开启发行, 预计整体政府债供给量有所抬升, 央行大概率会进行适度对冲, 加强与财政政策的协调配合。此外, 一季度公开市场操作利率保持不变, 由于 2 月 LPR 下调引导贷款利率下行, 有助于提振信贷需求, 短期政策利率调降的必要性不高, 但中期来看, 地产销售的反弹空间有限, 而存款定期化导致银行负债成本上行, 如果信贷明显回落或内需改善乏力, 政策放松有望进一步加码, 央行仍有概率采用总量型工具降低银行成本。同时, 年中临近美联储降息,

交银施罗德基金管理有限公司



人民币汇率预期平稳后，货币政策仍将以内为主，降息操作依然可期。整体来看，预计在促进宽信用过程中，流动性的主基调仍然是以稳为主，银行间流动性有望保持合理充裕，关注政府债发行高峰、缴税和月末时点资金面的波动，建议在保持组合流动性的前提下合理利用杠杆。

- ◇ **严控信用风险：**今年初以来，在部分中小银行存款利率下调、央行超预期降准、机构配置需求强劲的背景下，信用债收益率延续下行趋势，较年初大多下降超 20bp，低等级城投债甚至下行超 100BP，信用利差维持低位震荡。展望二季度，由于实体融资需求偏弱叠加城投债供给减少，预计机构配置力量有望支撑行情延续，在资金边际转松的预期下，信用利差存在继续小幅压缩的机会，但需密切关注未来利率债波动的影响。

交银施罗德基金首席策略师马韬、固收分析师苏建文

免责条款：

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。

