

南华金融资产配置报告 寒冬已过

核心观点：

2 月经济基本面变化不大，制造业可能处在去年四季度以来的去库小周期末尾。两会制定的经济目标与政策基本符合预期，对市场的短期影响有限。股市已然告别寒冬，债市有过热迹象。随着生产旺季的开始，后续关注经济数据的表现以及政策落地的情况。

我们对股债的细分观点如下：

债券分项	观点/推荐	股指分项	观点/推荐
利率债	警惕行情到达临界点	股指趋势	震荡中等待动能入场
信用债	配置价值继续下降	风格&主题	红利指数&低市盈率指数
可转债	高 YTM 板块仍具防御性	衍生品策略	卖出跨式期权策略

南华研究院 金融资产研究组

徐晨曦 Z0001908
xuchengxi@nawaa.com

王 映 Z0016367
wangying@nawaa.com

电 话：
0571-81727107
0571-89727506

请务必阅读正文之后的免责条款部分



目录

章节

1. 经济预期未受提振.....	1
2. 债市：警惕过热	4
2.1 利率债：警惕行情到达临界点	4
2.2 信用债：配置价值继续下降	6
2.3 可转债：高 YTM 板块仍具防御性	7
3. 股指：预期回归现实	9
3.1 股指企稳回升，底部基本确定	9
3.2 定调基本符合预期，后续影响因素为何？	10
3.2.1 定调落地之后的转变	10
3.2.2 基本面运行情况	10
3.2.3 美联储政策预期	11
3.3 规模指数选择	12
3.4 衍生品交易策略	13

目录

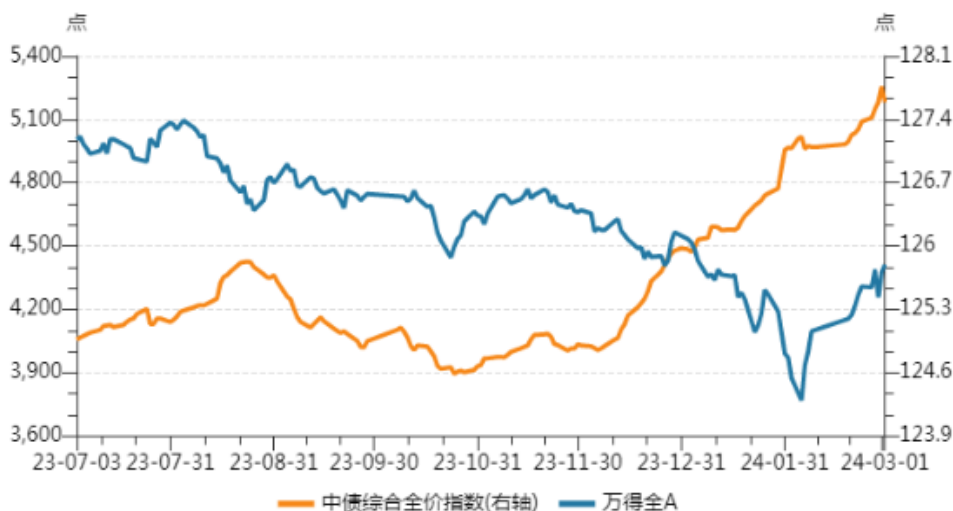
图表

图 1.1: 股票市场与债券市场走势.....	1
图 1.2: 制造业 PMI 分项指数	1
图 1.3: 30 大中城市商品房成交面积	2
表 1.1: 历年政府工作报告主要目标一览.....	2
图 1.4: 广义财政赤字	3
图 2.1: 国债收益率.....	4
图 2.2: 10 年国债与 1 年期同业存单利差	5
图 2.3: 资金利率	5
图 2.4: 国债利差	6
图 2.5: 1 年期城投债收益率	6
图 2.6: 3 年期城投债收益率	7
图 2.7: 中证转债指数走势	7
图 2.8: 行业月度表现	8
图 2.9: 行业估值水平	8
图 3.1: 规模指数 2 月表现.....	9
图 3.2: 沪深 300 历年季节性走势	11
表 3.1: 开年后全国建筑工地开复工情况.....	11
图 3.3: 美国联邦基金利率期货预测 2024 年底利率水平	12
图 3.4: 陆股通净流入 (亿元)	12
图 3.5: 股指期货强弱对比	13

1. 经济预期未受提振

2月以来股票市场开启反弹行情，与此同时债券市场牛市亦未停歇，两个市场出现了少见的同时大幅上涨态势。

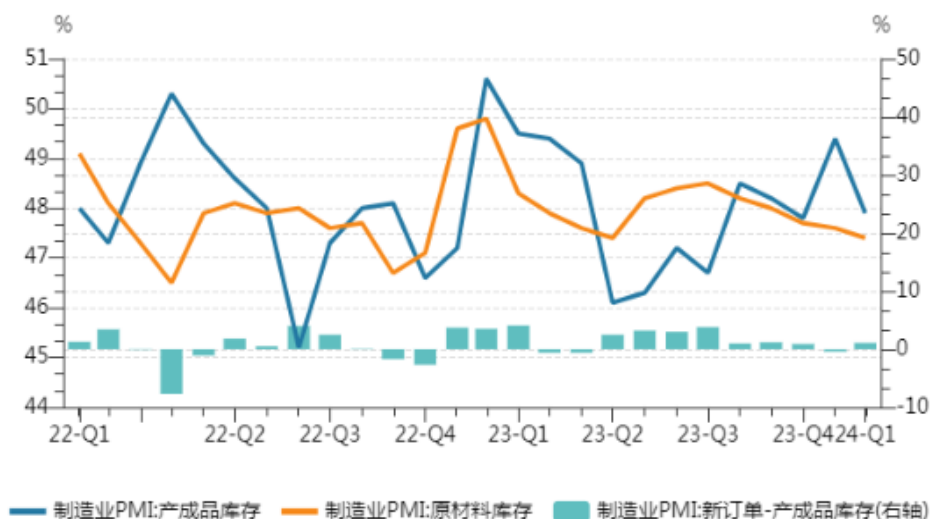
图 1.1：股票市场与债券市场走势



资料来源：Wind、南华研究

经济基本上变化不大。受春节因素影响，2月制造业PMI略回落。从库存角度来看，制造业可能处在去年四季度以来的去库小周期末尾，目前新订单较为平稳，而产成品库存下降较多，随着生产旺季的到来，3月之后或有补库需求。

图 1.2：制造业 PMI 分项指数

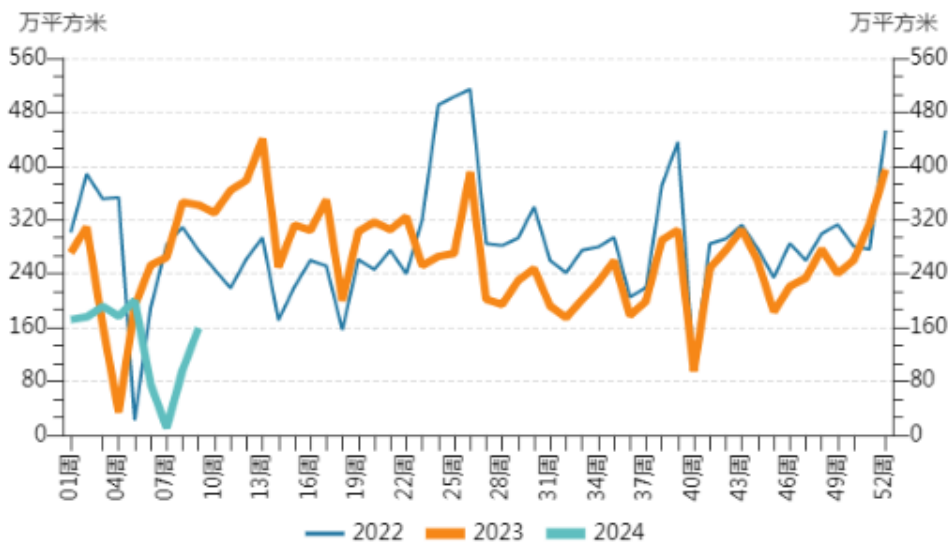


资料来源：Wind、南华研究

年初商品房销售未有好转迹象。从30大中城市高频数据来看，1-2月商品房成交面

积累计同比下跌51.9%。分城市能级来看，一线城市的下跌幅度仅略小于二、三线城市。一线城市放松限购政策后，市场期待的楼市小阳春行情可能难现，今年对于房地产市场的预期可能需要下调。

图 1.3：30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind、南华研究

表 1.1：历年政府工作报告主要目标一览

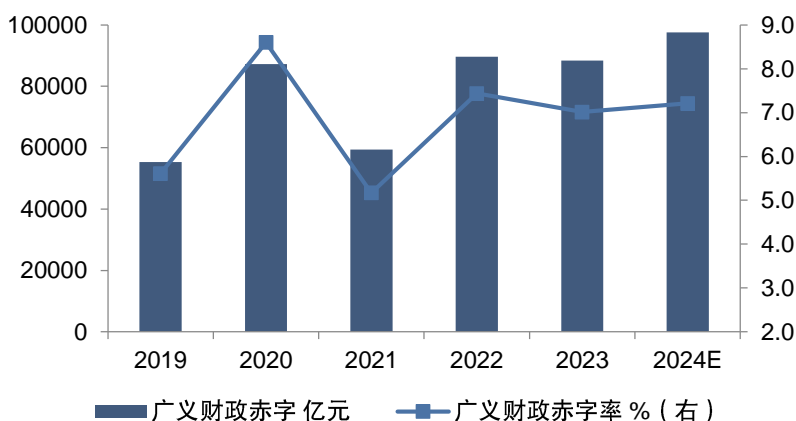
目标	2024 年	2023 年	2022 年
GDP 增速	5%左右	5%左右	5.5%左右
CPI 增速	3%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业	1200 万人以上	1200 万人左右	1100 万人以上
调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内
赤字率	3%	3%	2.8%左右
财政赤字规模	4.06 万亿	3.88 万亿（两会） 4.88 万亿（加特别国债）	3.37 万亿
特别国债	1 万亿（连续几年发行超长期特别国债）	1 万亿（10 月 24 日人大常委会会议审议通过）	无
专项债	3.9 万亿	3.8 万亿	3.65 万亿
首要工作目标	大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力	着力扩大国内需求	着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间

资料来源：南华研究根据新闻整理

3月5日，政府工作报告发布，今年的主要经济目标基本符合预期。实际GDP增速延

续了去年的目标，但在高基数的情况下，实际上今年的要求更高，5%的增速是一个积极进取的目标。物价方面，去年下半年CPI陷入通缩，今年需要扭转负增长的状况。财政政策方面，赤字率、赤字规模与专项债均未超预期，1万亿特别国债也在预期之内，连续几年发行超长期特别国债略超预期。加总赤字、新增地方专项债和特别国债作为广义赤字，合计8.96万亿元，再加上去年万亿特别国债的大部分将结转到今年使用，今年的广义赤字率有望比去年略升，财政支出力度加大，有助于实现经济增长目标。

图 1.4: 广义财政赤字



资料来源：Wind、南华研究

此外，不同于往年的扩大内需或者稳定经济大盘，今年政府工作报告提出的首要工作目标是加快发展新质生产力，明确指出了中国经济未来的发展方向，这是中国经济在面临内外部压力的情况下走向高质量发展的必然选择，但短期内新兴产业对经济的拉动作用可能有限。

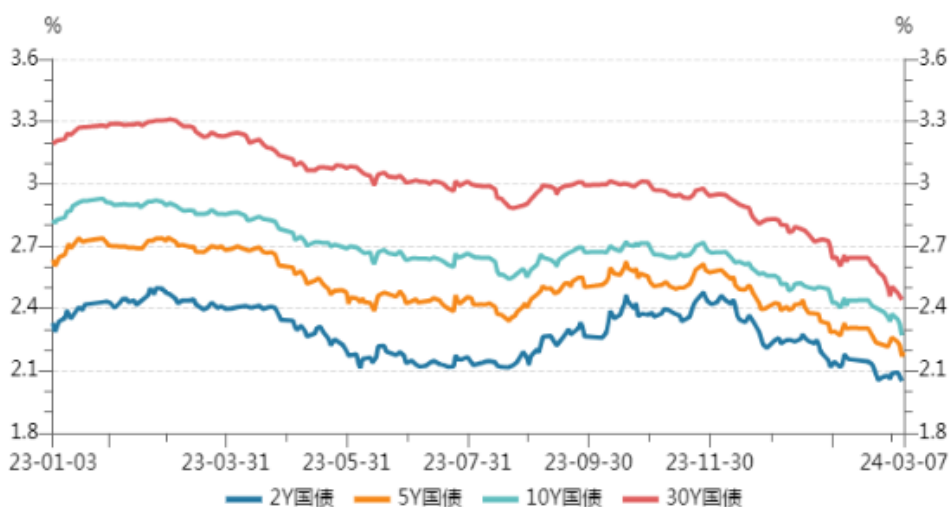
总体上，因经济目标超预期的亮点不多，两会对经济预期的提振不明显，还需关注后续政策实施的效果。

2. 债市：警惕过热

2.1 利率债：警惕行情到达临界点

2月以来，债券市场在基本面未有明显变化的背景下加速上涨，对股市的反弹不以为然。春节后，5年期LPR下调25bp，政策利率并未下调，降息预期仅得到部分兑现，但不妨碍市场继续憧憬年内会有更多降息。两会对于货币政策的表态并无新意，但市场依然受到鼓舞。国债收益率全面创新低，长债及超长债收益率更是创下历史新低。

图 2.1：国债收益率



资料来源：Wind、南华研究

利率下行趋势中，久期是获利利器。正因如此，长债与超长债受到疯狂追捧，连过去配置资金专属的30年国债都变成了交易型品种。目前10年国债收益率已跌破2.3%，这一水平暗含未来降息20bp的预期，行情已经远远走在了政策的前面。在没有明显利空的情况下，什么因素会制约行情的发展，或许机构资金成本是其中之一。目前10年国债收益率已经逼近国有大行1年期同业存单收益率。过去五年，10年国债收益率少有大幅低于这一利率的时候，皆因机构成本制约。尽管春节后资金利率有所回落，但如果央行公开市场操作不降息，资金利率将大概率围绕逆回购利率窄幅波动，存单利率缺乏大幅下行的基础。在此情形下，多头行情将越来越接近临界点。

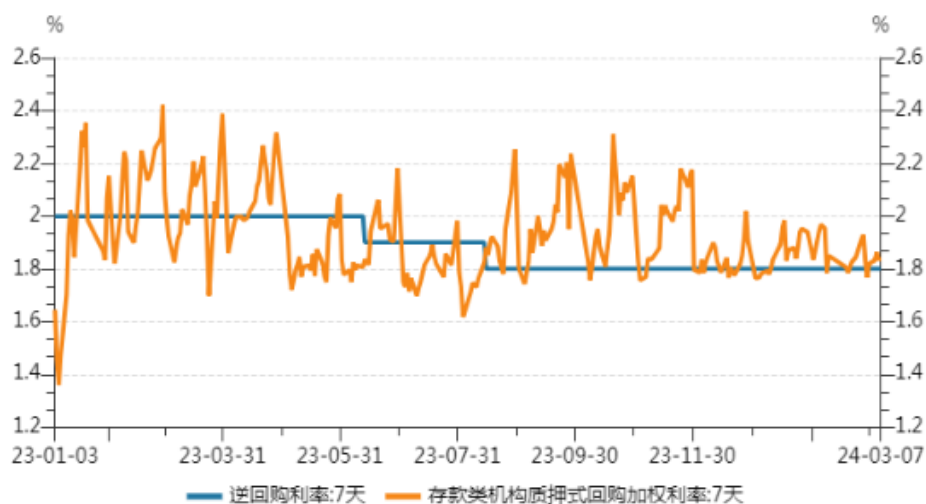
行情演绎到现在，短期政策利率是否下降已经不再重要，3月需关注经济数据是否超预期，任何微小的利空都可能引发市场调整，即便基本面依旧表现平平，市场也可能转入高位震荡，趋势投资者可暂时观望。近期，30年国债与10年国债利差的压缩更为极致，跨品种套利可考虑做陡30-10利差。

图 2.2: 10 年国债与 1 年期同业存单利差



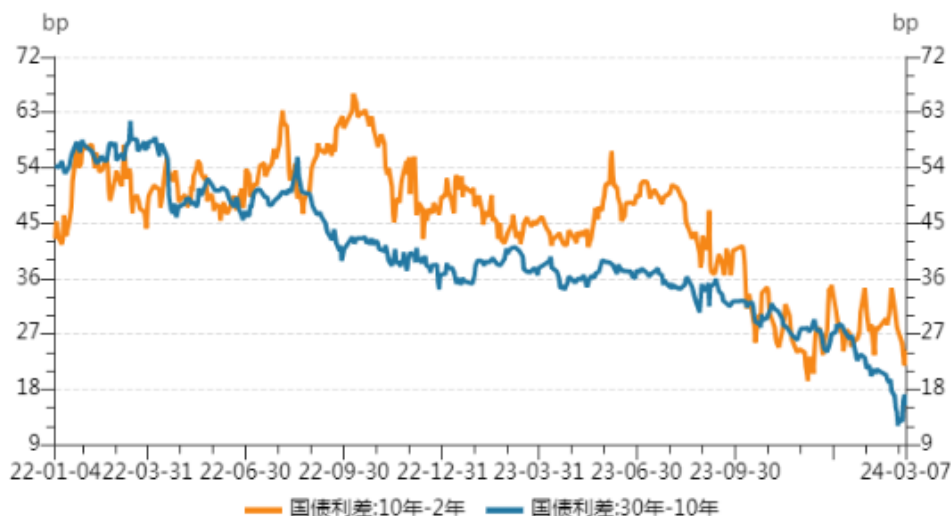
资料来源: Wind, 南华研究

图 2.3: 资金利率



资料来源: Wind, 南华研究

图 2.4：国债利差



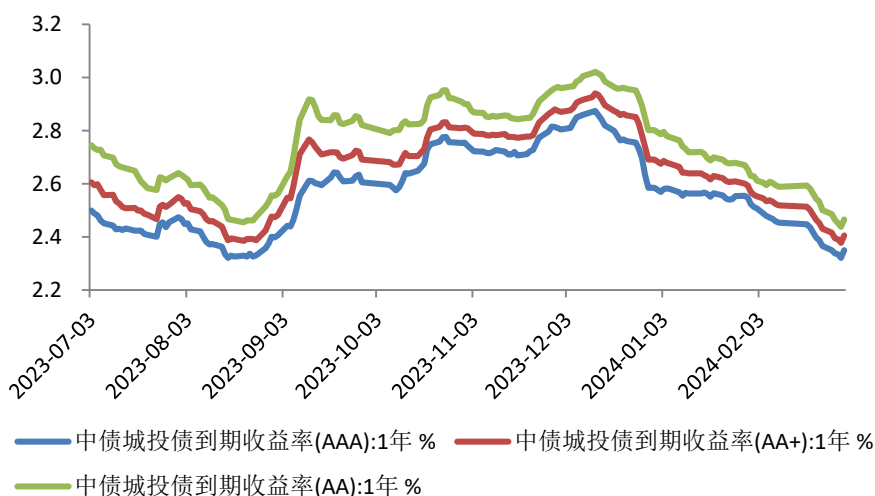
资料来源：Wind，南华研究

2.2 信用债：配置价值继续下降

2月信用债整体收益率跟随利率债继续下行，资产荒格局延续。3月若利率债展开调整，信用债将跟随调整。

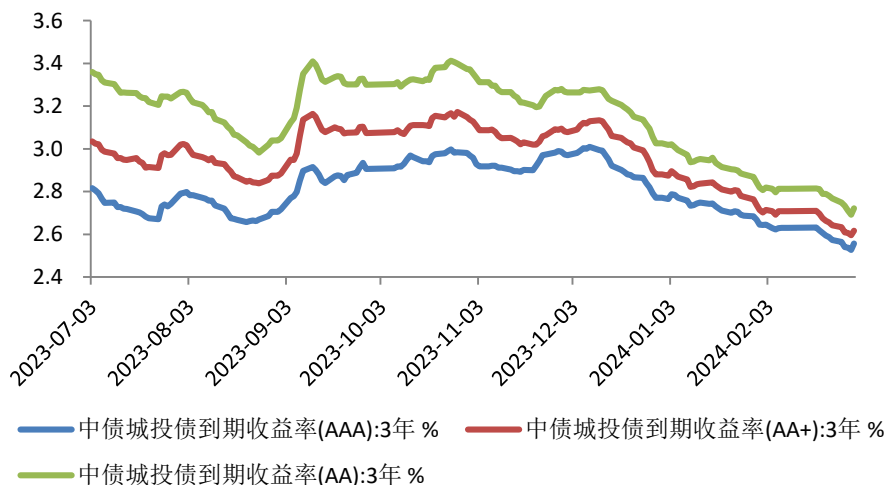
城投债方面，各期限、各评级的收益率已经全面低于去年低点。考虑到风险收益比，机构可能倾向于在经济发达省份做信用下沉。两会对于地方债务的政策延续去年四季度以来的态度，“坚决遏制新增隐性债务，有序化解存量隐性债务”。未来城投债将成为减量市场，逐渐稀缺。化债背景下，公开债信用风险不大，只需关注利率风险。

图 2.5：1 年期城投债收益率



资料来源：Wind、南华研究

图 2.6: 3 年期城投债收益率



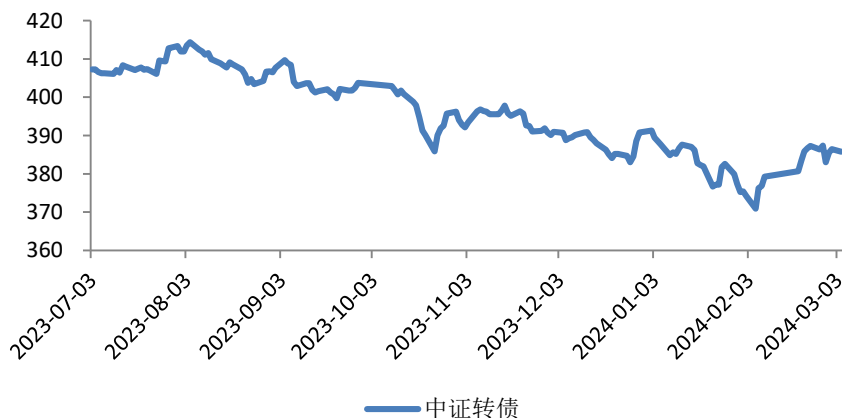
资料来源: Wind、南华研究

产业债方面重点关注地产债。1-2月销售情况有恶化的迹象，百强房企销售总额同比下降51.6%。未违约主体中，金地、龙湖、万科成交较为活跃。金地获得招行、交行共计68亿授信，短期无忧，债券价格趋稳。万科债近期价格大幅下跌，因传出与保险公司等借款人进行非标债务展期谈判的消息，结合其连续出售资产回笼资金的举措来看，年内偿债压力较大。龙湖近期无负面舆情，但债券价格受万科带来的情绪影响出现一定下跌。目前仅剩的几家未违约大型房企可能受到政策的格外呵护，参与地产债博弈需密切关注地方政府支持动向及融资进展。

2.3 可转债：高 YTM 板块仍具防御性

2月可转债跟随正股反弹，中证转债指数收于385.5，较上月末上涨2.73%。估值方面，随着转债及正股价格的反弹，全市场平均转股溢价率小幅下降至71.97%，平均纯债溢价率小幅上升至17.83%。

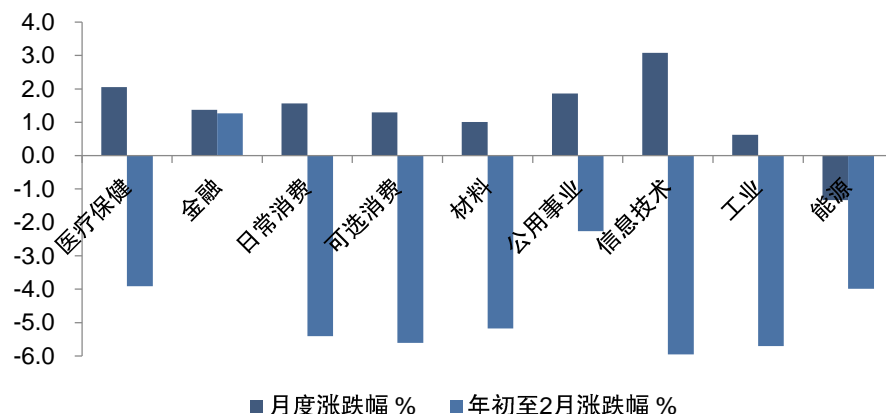
图 2.7: 中证转债指数走势



资料来源: Wind、南华研究

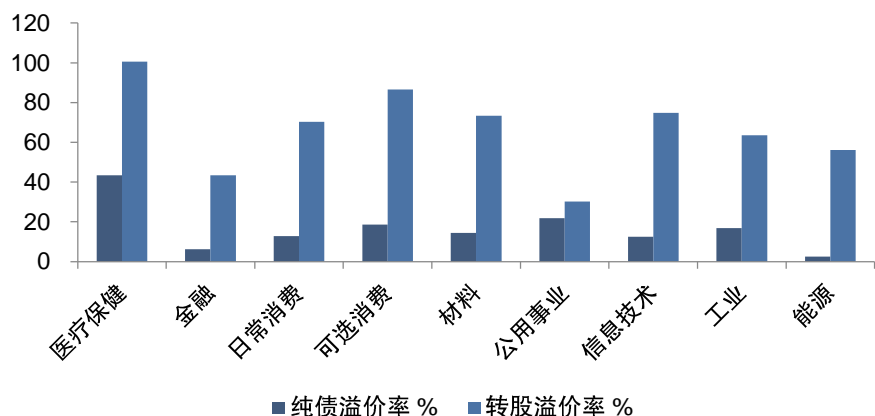
分行业看，板块多数上涨，其中信息技术涨幅最大，其次为医疗保健、公用事业，仅能源下跌。尽管2月普涨，但板块多数仍未收回年内跌幅。估值方面，医疗保健转股溢价率依旧最高，可选消费次之，公用事业、金融转股溢价率较低。医疗保健纯债溢价率最高，能源、金融纯债溢价率较低，且仍在10%以内。从估值角度来看，转债整体转股溢价率仍高，而医疗保健属于“双高”板块，性价比最差。

图 2.8: 行业月度表现



资料来源: Wind、南华研究

图 2.9: 行业估值水平



资料来源: Wind、南华研究

经过2月反弹后，市场短期或有调整。从防御角度来看，偏债转债仍有配置价值，但到期收益率大于3的转债明显减少，鉴于债券市场整体收益率持续下降，仍可精选个券持有。2月反弹行情中，以高股息和AI板块表现最为突出，转债相应品种可逢高减持。鉴于两会政府工作报告将发展新质生产力作为首要任务，对消费电子、半导体等品种可保持长期关注。

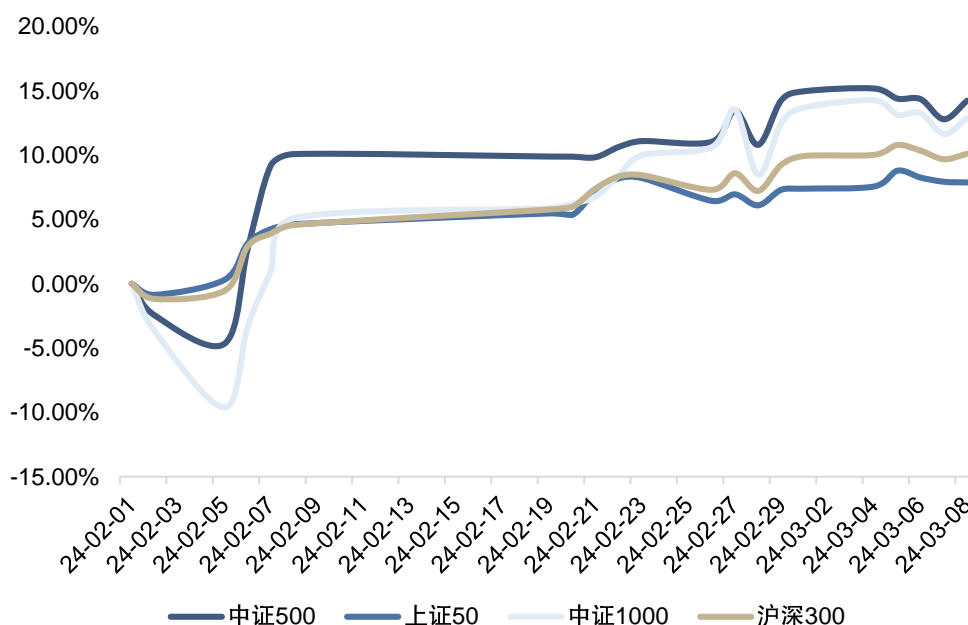
3. 股指：预期回归现实

3.1 股指企稳回升，底部基本确定

我们在二月的配置报告中提到，情绪面很重要。2月开始，随着我们在上一期配置报告中提到的利多支撑，尤其是护盘资金以及限制做空政策面调整影响下，以上证50为代表的大盘指数率先企稳，在宽基指数流向中小盘指数，对其形成支撑之后，A股全面企稳，春节前夕A股便进入触底回升行情。春节之后，一方面假期消费数据可观，另一方面公布的数据显示降息必要性仍在，股市延续上涨。2月20日LPR超预期降息25BP，叠加新质生产力以及“sora”热潮带来的结构性行情，尽管春节之后宽基指数成交额明显缩量，但内资交投活跃支撑股市持续回升，其中小盘指由于前期超跌以及本轮结构性行情支撑，涨幅较优。

以上证综指为例，上涨到3000点附近的120日均线压力位附近，多空博弈剧烈，由于缺乏明显上行动能，而在护盘资金以及政策支撑股市企稳意图明显的情况下，下方具备一定的隐形支撑，股指震荡盘整，直到临近两会，在偏乐观的预期之下股指震荡偏强运行，站上120均线。我们在二月配置报告中提到的需要警惕的两个预期差，其中降息预期已经平稳落地，两会对于2024年政府工作报告也已经揭露，与预期基本一致，在此背景下，股市缺乏方向性指引，或震荡修正后，盘整等待进一步信息指引。后续国内信息层面重点关注政策细节、落实情况以及经济实际运行情况，同时，在国内信息平淡的情况下，外围影响会相对明显。

图 3.1：规模指数 2 月以来表现



资料来源：Wind、南华研究

3.2 定调基本符合预期，后续影响因素为何？

结合此前降准、降息等政策落地后，股市的表现，我们可以发现，市场的定价速度较快，快速反映之后将进入新的信息影响周期当中。三月两会对于经济政策定调落地之后，两会信息延续或带来进一步政策预期以及结构性行情，但情绪没有明显转变的情况下，预计股市反弹动能有限。除此之外，在经济政策定调之后，市场对于国内基本面情况以及美国货币政策的敏感度预计将提升。

3.2.1 定调落地之后的转变

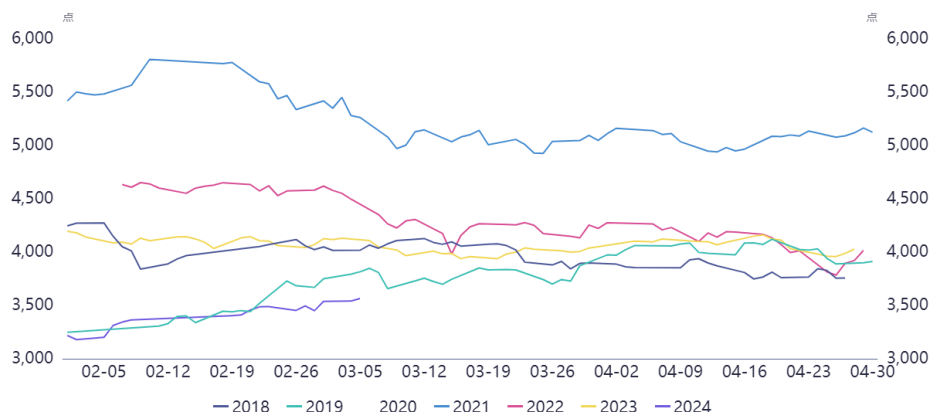
股市自2023年开始的弱势，主要是交易了较为悲观的经济预期，因而对于政策面的期待值较高，而两会介绍了2024年全年经济社会发展总体要求和政策取向、政府工作任务，对于经济定调以及政策导向，具有较高的指导意义。结合以上所提到的政府工作报告具体内容分析，由于整体对于经济、政策的定调基本符合预期，所以信息公布之后，股市表现的相对平淡，而由于定调没有过多的意外，短期股市走势将寻找新的预期引导信息，鉴于对于政策的期望值仍较高，后续需继续关注政策的具体发布以及实施情况。短期市场关注的重点在于降息、房地产调整政策等。在十四届全国人大二次会议经济主题记者会上，央行行长提到后续货币政策工具与空间充足，明确存款准备金率仍有下调空间，若相关政策提前调整，仍会对于A股行情产生较大冲击，不过3月落地概率较小。

除了趋势上的影响，两会后续对于产业的政策支撑将有助于结构性行情的崛起，例如政府工作报告中，对于科技创新和新质生产力描述的重要性提升，后续相关政策支撑落实或预期引导，将有助于科技相关行业形成结构性相对强势行情。

3.2.2 基本面运行情况

从历年股指三月份走势来看，由于处于年初经济预期形成的前期，若两会定调没有过多的超预期指导，股指走势经过短暂的消化后，大概率进入盘整等待政策预期转变或增量信息入场的行情。展望三月，增量信息之一就是国内经济数据的公布，三月中旬公布的经济金融数据以及年初新开工情况，将是促使经济预期转变的一个契机，尤其是在1月金融数据显示，企业债券等数据占据社融增量比例提升，反应企业支出意愿有所上涨，同时资金活性也有所好转的情况下，处于重要的观察期，若这一经济先行数据继续优化，那么经济预期将有好转的可能。另外，本次两会政府工作报告也重点提到了畅通货币政策传导，避免资金沉淀空转，若信贷工具进行调整，有助于增强资金活性，尽管短期数据上可能尚未显现，但有助于预期的改善。新开工情况由于今年的提振内需的重要性有所后移，预计短期数据层面并不会亮眼，从建筑业工地开复工情况来看，第三期开复工率低于往年季节性。同时政策面，以房地产为例，整体还是“稳”为主，从股市表现来看，市场也并未对其抱有太大的期待，房地产行业走势偏弱。整体而言，重点一是观察经济实际数据是否存在大幅偏离预期的情况，或政策对经济数据展望是否有明显转变。

图 3.2: 沪深 300 历年季节性走势



资料来源: Ifind、南华研究

注: 2020 年两会在 5 月召开, 季节性图标做隐形处理

表 3.1: 开年后全国建筑工地开复工情况

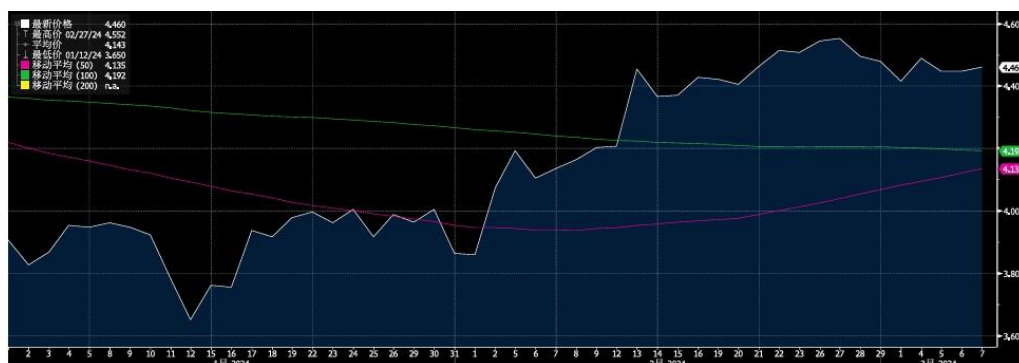
指标	开复工率 (%)				劳务上工率 (%)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
第一期 (正月初十)	17.5	27.3	10.5	13.0	23.5	25.7	14.7	15.5
第二期 (正月十七)	48.6	51.0	38.4	39.9	48.7	60.2	43.3	38.1
第三期 (正月二十四)	86.9	69.6	76.5	62.9	83.6	70.8	68.2	57.5
第四期 (二月初二)	93.8	80.4	86.1		96.9	81.2	83.9	

资料来源: 百年建筑、南华研究

3.2.3 美联储政策预期

增量信息二是美联储货币政策预期的变化。本轮美联储货币政策周期无论是加息还是降息, 预期转变都颇为曲折, 美联储FOMC会议的言论也倾向于表现的模棱两可, 但当美联储官员讲话或经济数据有重要方向引导转变时, 货币政策预期转变对于A股的影响还是较为显著的, 尤其是在内部信息相对平淡期。3月FOMC会议利率决议将于3月21日公布, 届时还将公布点阵图, 关注利率引导的变化, 目前市场对于2024年美联储降息的预期已经由年初的降息150BP左右下降至降息75BP左右, 也就是年底降至4.5%-4.75%, 关注点阵图预期的利率中枢变化以及与去年底点阵图变化的对比情况。若届时降息预期出现变化导致金融市场行情走势变化, 预计也将阶段性波及A股走势。

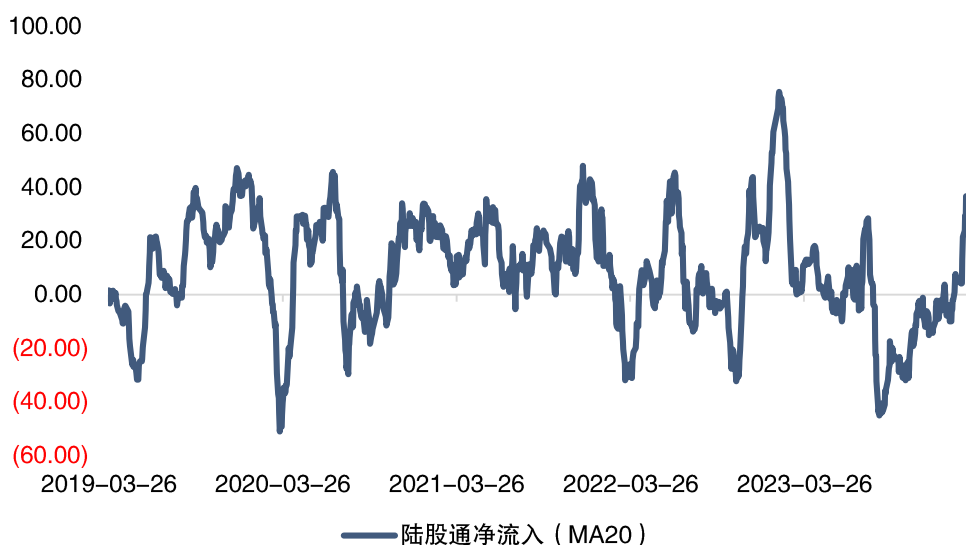
图 3.3：美国联邦基金利率期货预测 2024 年底利率水平



资料来源：Bloomberg、南华研究

不过在美联储降息基本确定的背景下，对于A股的影响表现为乐观影响强于悲观影响，即若降息预期小幅回落，股市压力有限，但若降息预期上涨，A股涨幅会相对可观。此前我们在报告中提到，北向资金是观察国内经济预期以及美联储货币政策的一个重要指标，从数据来看，目前北向资金已经明显拐头向上，反应增量信息预期层面整体偏乐观，因而以上所提到的两个可能的增量信息入场预计对于股市影响将呈现易涨难跌。

图 3.4：陆股通净流入（亿元）



资料来源：Wind、南华研究

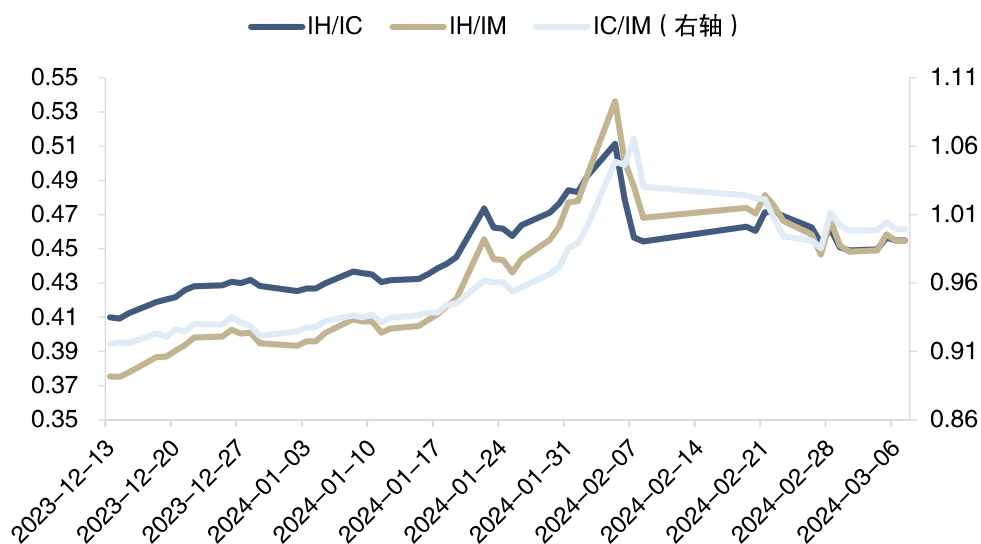
3.3 规模指数选择

春节之后，由于新质生产力概念以及“sora”热潮，叠加中小盘前期超跌反弹，中小盘指数走势强于大盘。两会之后，政策落地前，市场关于经济预期短期或不会有大的转变，若市场表现为结构性行情，则在以上提到两会提升科技创新以及新质生产力的情况下，科技相关行业或仍占据优势，基于此，若出现结构性行情中小盘指

数或表现较优。

除此之外，风格方面，由于缺乏信息的进一步指引，交易偏抵御性，因而高股息以及低估值股票会相对受青睐，进而使得红利指数以及低市盈率指数表现预计相对较优。

图 3.5：股指期货强弱对比



资料来源：Wind 南华研究

3.4 衍生品交易策略

根据以上分析，短期股指走势预计以震荡为主，期指层面，可结合结构性行情的演绎进行跨品种套利交易，以买入IM，卖出IH为主。需要随时关注结构性行情趋势以及市场对于经济预期的转变。

同时，由于我们预期股指将维持区间震荡，在期权市场可以采用做空波动率策略，如卖出跨式（宽跨式）期权策略，即卖出一份看涨期权，再卖出一份相同到期月份、相同（不同）行权价的看跌期权，主要风险在于标的指数出现较大的波动。

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

