

# 重要政策窗口期临近，市场有望筑底回升

——2024年2月睿见月智

## 内容要点

百瑞信托

战略发展部

博士后工作站

2024年2月28日

### ○ 宏观经济环境

#### 海内外重要政策及事件：

中央财经委员会第四次会议召开，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题  
证监会召开系列座谈会，建议严把IPO准入关  
证监会建立健全量化交易监管安排，释放强监管信号  
2023年1万亿元增发国债资金已随项目分配完毕  
16个省份下调2024年经济增长目标，四省份上调目标  
1月非农就业人数大幅增加，美联储3月降息预期进一步降温  
日经指数新高后，资本市场更加关注日本经济基本面

**国内宏观经济：**春节消费文旅数据有温度，但国内需求仍相对偏弱

**国内金融数据：**企业贷款需求仍较弱，LPR下调力度超预期

### ○ 市场表现回顾

**大类资产表现：**A股主要指数强力反弹、债市延续牛市行情

**公募基金：**年初基金发行规模较小、2月股基表现强势

**集合信托：**1月资产管理信托产品发行规模1075亿

### ○ 配置建议：股票>债券=大宗商品

**权益市场：**当前市场估值仍处于历史偏底部位置，与全球市场比较处于明显偏低水平，纵向及横向对比均具备较好的投资吸引力

**债券市场：**短期资金面宽松债市或将延续牛市行情

**大宗商品：**年后需求进入恢复期，大宗商品价格有可能上行

**信托产品：**多资产信托产品的分散配置是投资者可以抵御市场风险的有效手段

## 目 录

一、宏观经济环境 .....	1
1.海内外重要政策及事件.....	1
2.春节消费文旅数据有温度，但国内需求仍相对偏弱.....	2
3.企业贷款需求仍较弱，LPR 下调力度超预期 .....	4
二、市场表现回顾 .....	6
1.大类资产表现：A 股主要指数强力反弹、债市延续牛市行情.....	6
2.公募基金发行及表现：年初基金发行规模较小、股基表现强势.....	11
3.集合信托发行情况：1 月资产管理信托产品发行规模 1075 亿 .....	12
三、资产配置建议 .....	13
1.总体配置建议为：股票>债券=大宗商品 .....	13
2.信托产品配置.....	15

## 图表目录

图表 1：1 月 CPI、PPI 价格指数变动 .....	3
图表 2：1 月制造业与非制造业 PMI 景气度.....	4
图表 3：1 月制造业 PMI 生产量、新订单及原材料库存.....	4
图表 4：1 月份社融信贷数据.....	5
图表 5：十年期国债收益率.....	5
图表 6：A 股市场主要指数涨跌幅 .....	6
图表 7：A 股市场各行业板块涨跌幅 .....	7
图表 8：全球主要股票市场指数涨跌幅.....	7
图表 9：中债国债到期收益率.....	8
图表 10：中债中短期票据到期收益率(AAA) .....	8
图表 11：债券市场主要指数涨跌幅.....	9
图表 12：大宗商品与货币主要指数涨跌幅.....	10
图表 13：上海黄金现货走势.....	10
图表 14：公募基金月度发行规模及趋势.....	11

---

图表 15: 各类型公募基金成立规模.....	11
图表 16: 各类型公募基金表现.....	12
图表 17: 股债性价比模型.....	13
图表 18: 中证全指 PE 估值 .....	14

## 一、宏观经济环境

### 1.海内外重要政策及事件

中央财经委员会第四次会议召开，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。此前中央经济工作会议已经提出，“推动大规模设备更新和消费品以旧换新，有效降低物流成本”。中央财经委员会再度提及，意味着相关政策有望加快落地。具体而言，本轮政策支持范围主要包括：一是，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造。二是，鼓励汽车家电等传统消费品以旧换新，坚持中央财政和地方政府联动。三是，推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。四是，降低全社会物流成本。

证监会召开系列座谈会，建议严把 IPO 准入关。2月18日至19日，春节假期后复工伊始，证监会召开系列座谈会，就加强资本市场监管、防范化解风险、推动资本市场高质量发展广泛听取各方面意见建议。建议严把 IPO 准入关，加强上市公司全过程监管，坚决出清不合格上市公司，从根本上提高上市公司质量，增加投资回报。坚持以投资者为本的理念，规范各类交易行为，提升制度公平性。发展壮大专业投资力量，推动更多中长期资金入市。坚持市场化法治化方向，坚定不移深化资本市场改革，扩大制度型开放，夯实资本市场高质量发展的制度基础。

证监会建立健全量化交易监管安排，释放强监管信号。交易所公告称，下一阶段沪深交易所将从制度端、准入端、交易端、信息端、机构端等综合施策，持续加强对量化交易特别是高频交易的监测分析，并按照内外资一致的原则，将北向投资者量化交易纳入报告范围。这是沪深交易所首次针对量化交易集中推出系列监管举措，体现出监管部门加强量化交易监管、维护市场稳定的决心。

2023年1万亿元增发国债资金已随项目分配完毕。财政部2月19日披露，根据增发国债项目实施工作机制确定的第三批项目，财政部发文提前通知地方增发国债项目预算1975亿元。龙年春节前，国家发改委于2月7日表示，已下

达增发国债第三批项目清单，涉及项目 2800 多个。2023 年四季度增发的 1 万亿元国债资金，先后分三批国债项目下达预算，目前资金已分配完毕。1 万亿元增发国债资金分三批项目分配完毕，超八成资金预算已在 2023 年内下达，为岁末年初基建投资提供资金支持。

**16 个省份下调 2024 年经济增长目标，四省份上调目标。**随着经济逐渐回归常态，地方对经济的预期也随之调整。全国 31 个省份近期均已召开 2024 年省级两会，超半数省份选择下调了 2024 年地区生产总值（GDP）增长目标。

**1 月非农就业人数大幅增加，美联储 3 月降息预期进一步降温。**2 月 2 日，美国劳工统计局公布的数据显示，今年 1 月美国非农就业人数大幅增加 35.3 万人，远高于 18.5 万的市场预期，并高于前值 33.3 万。去年 12 月和 11 月的新增就业人数也被上修。意外强劲的美国就业数据，令市场进一步冷却对美联储今年降息时点的预期。非农报告发布当天，10 年期美债收益率自前一天跌至年初以来的最低点之后，小幅上涨至 4.023%，截至 2024 年 2 月 26 日，10 年期美债收益率回升至 4.28%。

**日经指数新高后，资本市场更加关注日本经济基本面。**在企业盈利向好带动下，2 月 22 日，日经平均指数刷新了 1989 年 12 月创下的历史高位。在日本股市重回历史舞台同时，日本经济 2023 年四季度意外负增长，连续第二个季度 GDP 环比增速为负，陷入技术型衰退。日本股市与经济基本面之间出现背离。

## 2. 春节消费文旅数据有温度，但国内需求仍相对偏弱

**春节消费文旅数据有温度，但没有大超预期。**总结来看，2024 年春节包含“8+1”超长假期，消费如期录得旺季，但量的增长好于价的变化。

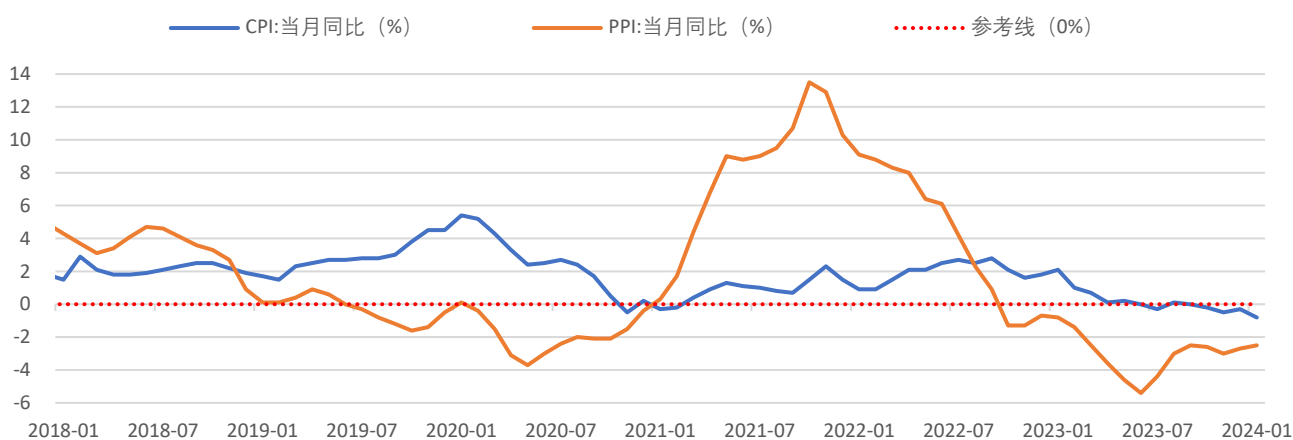
**春节出行需求高涨：**1 月 26 日-2 月 17 日（春运前 23 天）全社会跨区域人员流动量达到 54.02 亿人次，较 2023 年农历同期增加 15.8%，较 2019 年农历同期增加 14.4%。**春节假期零售方面：**多数省份企业销售额同比双位数增长，甚至超过疫情前水平，各省重点监测企业销售额同比 23 年增速：北京（+36.8%）、河南（+15.7%）。**春节期间地产成交显著低于往年：**春节期间 30 大中城市商品

房成交面积持续下降，与 2023 年相比，正月初四商品房成交面积同比减少 4.42 万平方米，成交面积显著低于往年农历同期。

春节过后，消费转入平季，增长提速的难度较大。一是节内消费在量价表现上已有明显差异，国内游客单价，票价、海南免税消费客单价表现偏弱，或意味着居民的消费力仍有瓶颈。二是中期压制消费走强的因素较多，包括人员向一线城市流动的热情下降、收入提升难度较大、可选消费意愿不强等。

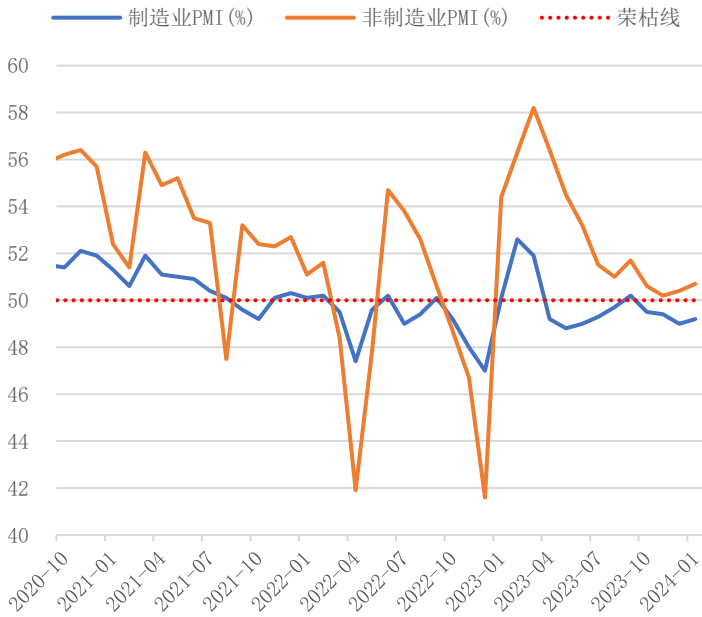
1 月 CPI 降幅扩大，制造业 PPI 仍处于收缩区间。全年来看，促通胀是全年市场的基本面主线，PPI 降幅略有回落（即 PPI 同比有回升）的背景下实际利率略有下降，但仍在相对高位；消费品通胀层面，受春节错位影响，1 月 CPI 同比下降 0.8%。每一次“上年 1 月、本年 2 月”的春节搭配都会带来当年 1 月物价同比增速的下跌，除 2024 年外，2015、2018、2021 也是这种情况。一般春节当月物价涨幅更大，2 月 CPI 预计会明显高于 1 月。但即使考虑春节错位，CPI 环比仍然弱于历史同期。春节落在 1 月的年份，1 月 CPI 环比平均为 1.05%；落在 2 月的年份，1 月 CPI 环比均值为 0.51%。即使考虑春节错位的因素，今年 1 月 CPI 环比 0.3% 也偏低，仅略高于 2015 年的 0.26%，而核心 CPI 环比则略好于季节性，与春节文旅消费数据相对应，目前经济运行的现状是制造产能相对过剩而服务需求相对较强。

图表 1：1 月 CPI、PPI 价格指数变动

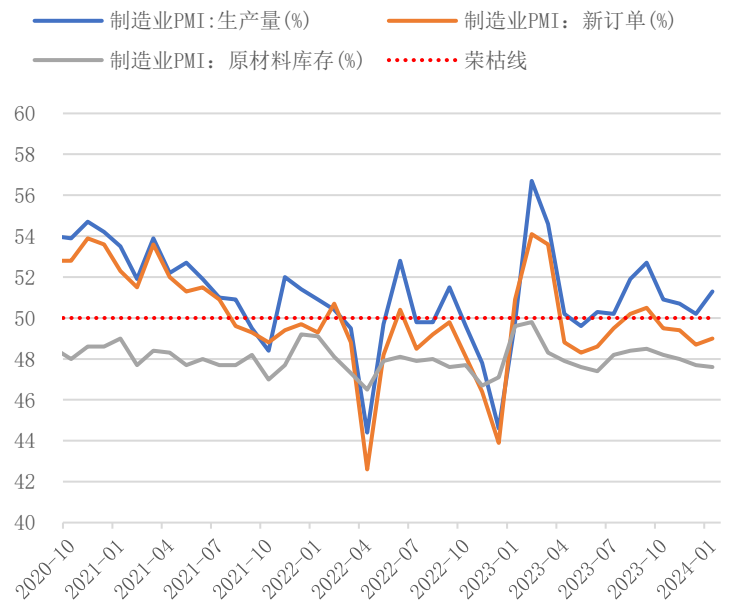


资料来源：Wind，百瑞信托

图表 2：1 月制造业与非制造业 PMI 景气度



图表 3：1 月制造业 PMI 生产量、新订单及原材料库存



资料来源：Wind，百瑞信托

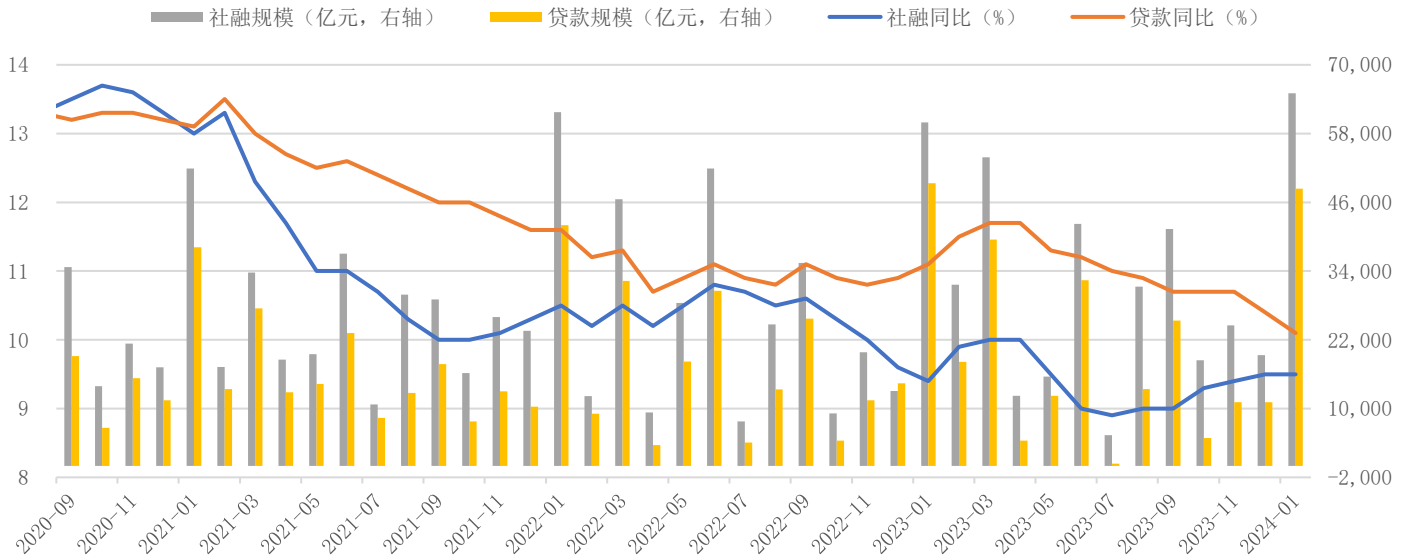
### 3.企业贷款需求仍较弱，LPR 下调力度超预期

**社融方面**，1 月社会融资新增规模 6.5 万亿元，同比多增 5061 亿元；同比增速 9.5%，与上月持平。从分项上来看，企业债券、表外融资构成主要贡献项。  
**信贷方面**，1 月新增信贷 4.92 万亿元，同比多增 162 亿元，其中居民短贷及中长期贷款是主要贡献项。1 月新增企业贷款 3.86 万亿元，同比少增 8200 亿元。  
**货币供应方面**，1 月“M2-M1”剪刀差大幅收窄，差值为 2021 年 5 月以来最低。春节效应带动 M1 环比走强，基本面修复偏慢下 M1 同比回升持续性仍待观察。

**2 月降准降息落地，LPR 下调力度超预期。**2 月 5 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），同时下调提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。2 月 MLF 未降，LPR 调降 5 年期 LPR 达 25bp，是 5 年期以上 LPR 的单次历史最大降幅：一是为地方融资平台债务置换留出空间，二是为“三大工程”的推进降低融资成本，

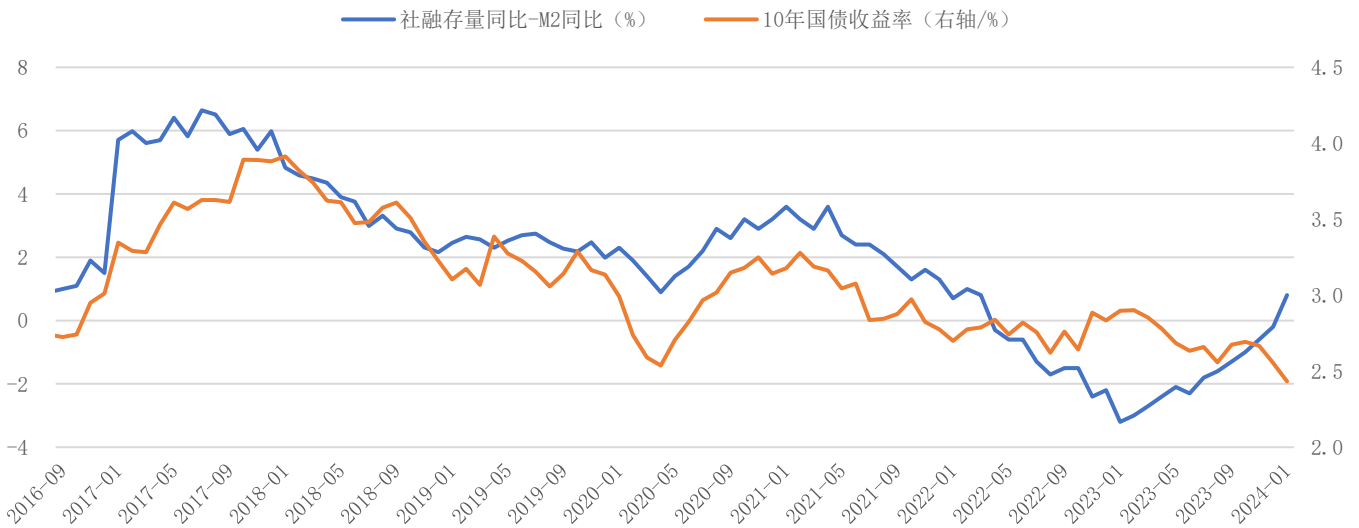
三是进一步扭转居民购房预期。

图表 4：1 月份社融信贷数据



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 5：十年期国债收益率



资料来源：Wind，百瑞信托



## 二、市场表现回顾

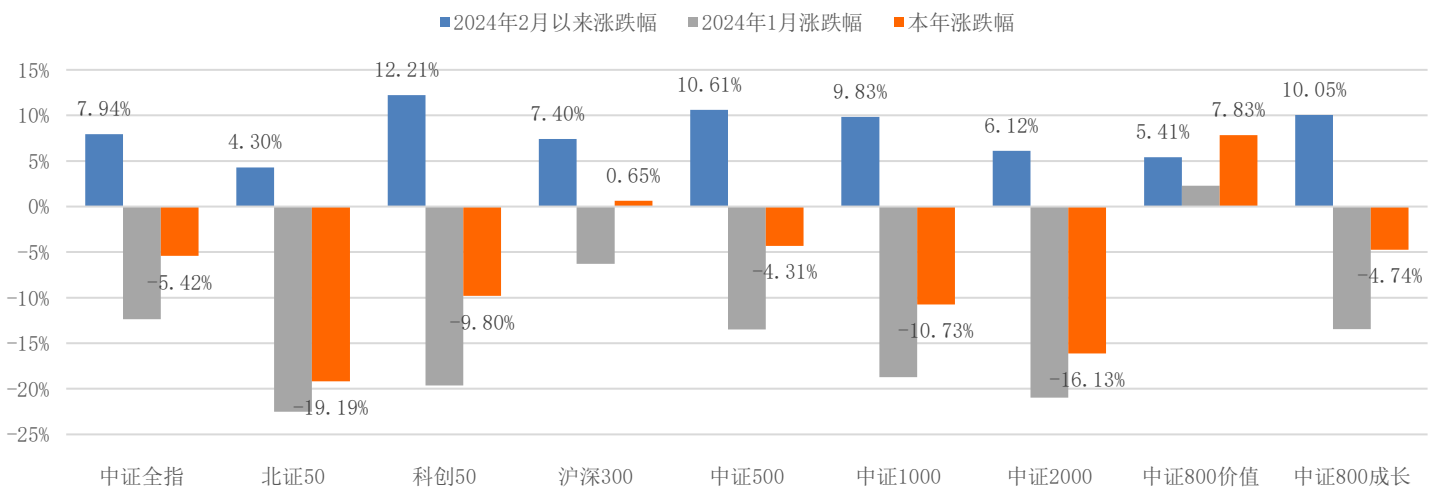
### 1. 大类资产表现：A股主要指数强力反弹、债市延续牛市行情

股票方面，2024年2月以来（截至2月26日）A股市场短期走强，有几方面原因：首先，中小盘个股风险释放，短期流动性压力缓解；其次，政策组合拳发力，减缓交易性因素给市场带来的影响，提振市场情绪。当前来看，随着短期流动性压力释放以及政策积极发力，在市场短期恐慌之后，主要指数迎来报复性反弹，市场情绪和信心得到提振，春节以及春季行情有望开启，但整体需要留意节奏。

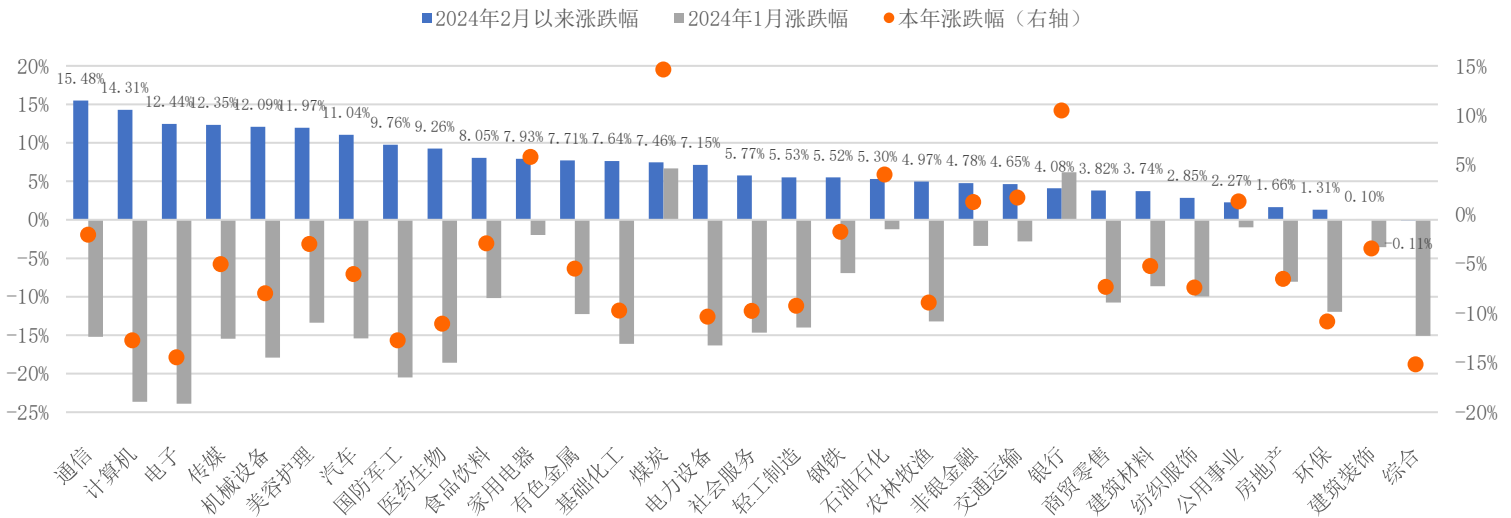
行业版块方面，2月以来通信、计算机以及电子行业表现较好，而综合、建筑装饰和环保行业表现较差。从风格来看，2月份成长风格表现占优，中证800成长指数上涨10.05%。

全球主要股票市场方面，美股、日股以及香港股市2月份表现较好。2024年2月以来（截至2月26日），日经225指数上涨8.12%，恒生指数上涨7.42%，标普500和纳斯达克指数分别上涨4.62%、5.36%。2月22日，日经平均指数刷新了1989年12月创下的历史高位。

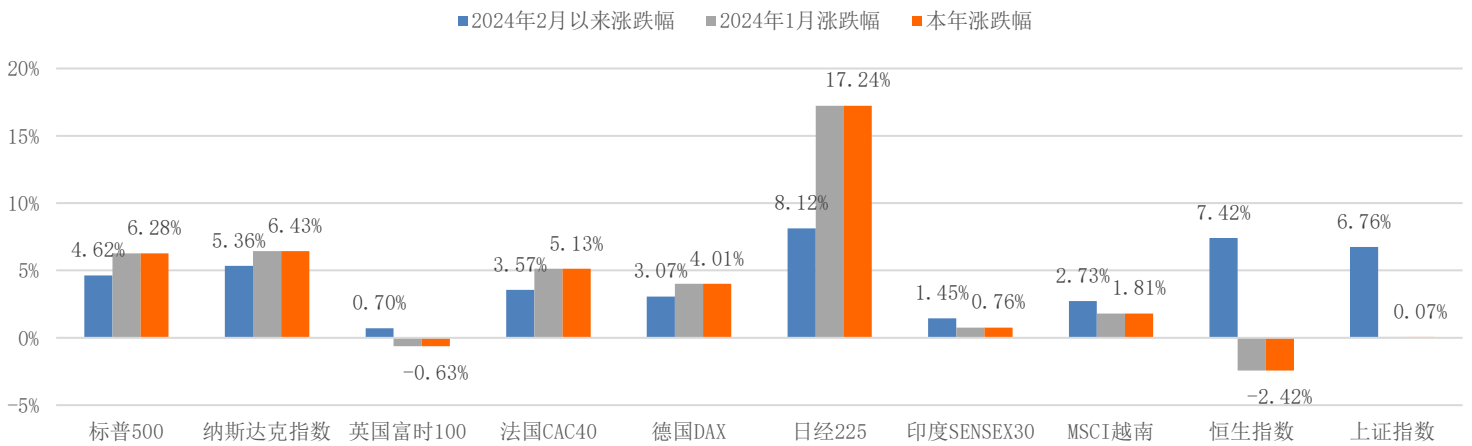
图表 6: A股市场主要指数涨跌幅



图表 7: A 股市场各行业板块涨跌幅



图表 8: 全球主要股票市场指数涨跌幅



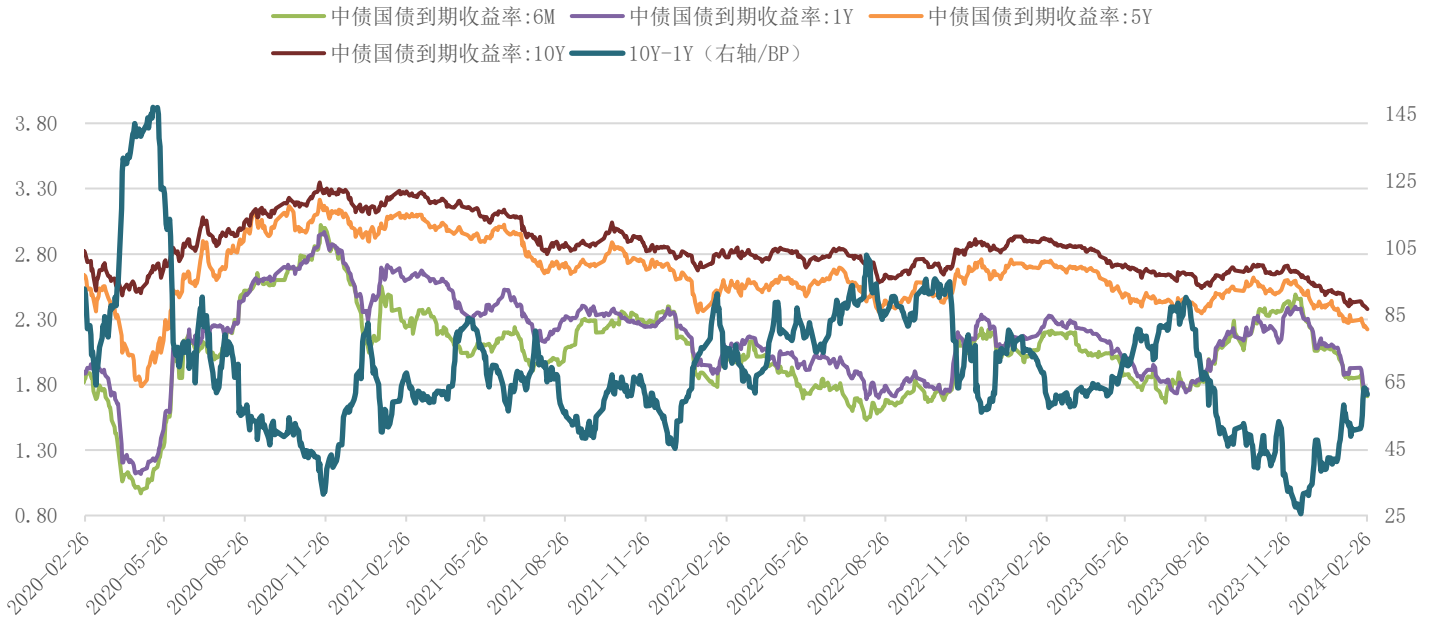
数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 2 月 26 日 注: 采用申万一级行业分类

利率债方面, 2024 年 2 月以来 (截至 2 月 26 日) 长短期国债到期收益率持续下行, 各期限品种平均下降 11.75bp; 期限利差持续走阔。其中, 6 个月期品种下降 15.77bp, 1 年期品种下降 11.32bp, 5 年期品种下降 6.28bp, 10 年期品种下降 5.41bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 61.19bp, 较上月末走扩 5.91bp。

信用债方面, 2024 年 2 月以来 (截至 2 月 26 日) 长短期国债中短期票据到期收益率 (AAA) 持续下行, 平均下降 13.19bp, 信用利差持续收窄。其中, 6 个月期品种下降 16.83bp, 1 年期品种下降 16.20bp, 3 年期品种下降 9.62bp, 5 年期品种下降 10.12bp。5 年期的信用利差 (5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据

到期收益率（AAA）为 44.39bp，较上月末收窄 3.84bp。

图表 9：中债国债到期收益率



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 2 月 26 日

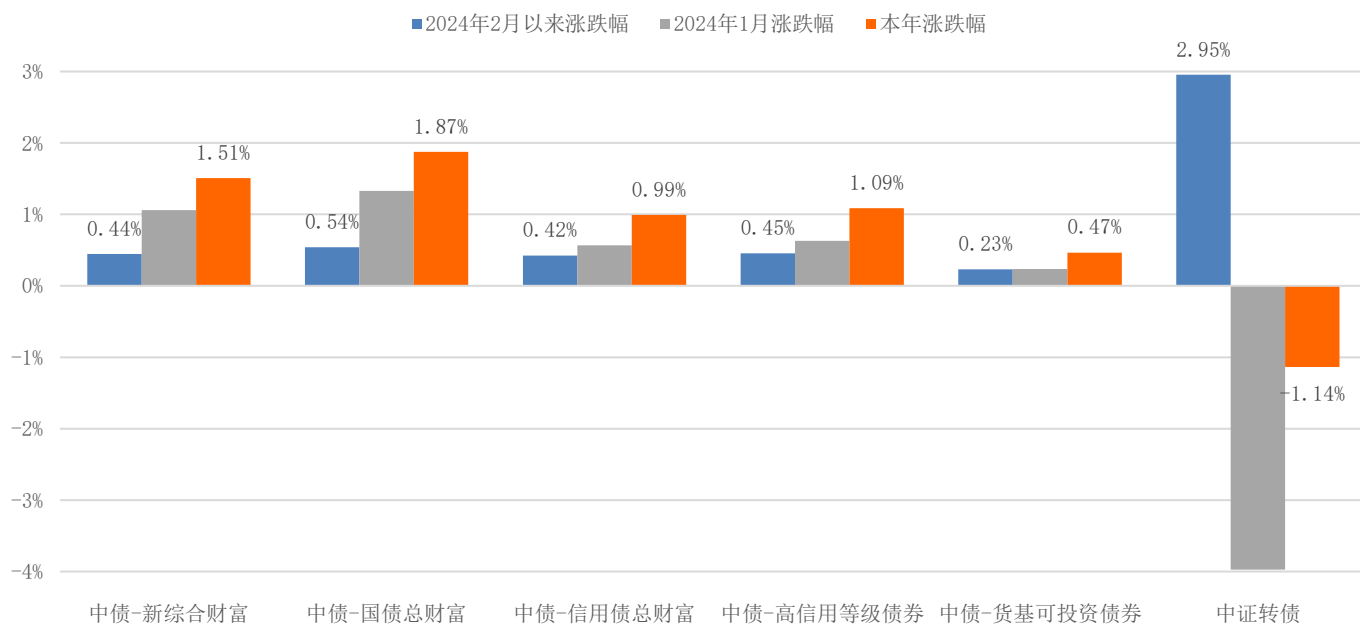
图表 10：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 2 月 26 日

债券指数方面，2024年2月以来（截至2月26日）中债-新综合财富指数、中债-国债总财富指数、中债-信用债总财富指数、中债-高信用等级债券指数、中债-货基可投债券指数分别上涨 0.44%、0.54%、0.42%、0.45%、0.23%，中证转债指数上涨 2.95%，得益于权益市场近期强势反弹，可转债指数表现优异。

图表 11：债券市场主要指数涨跌幅



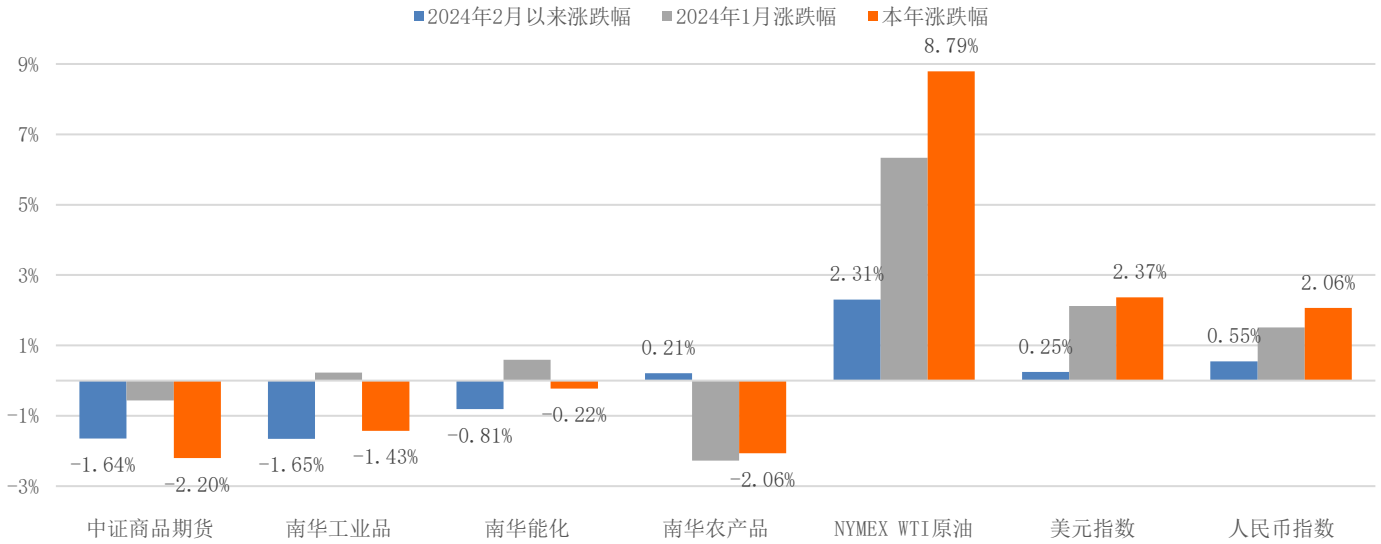
数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 2 月 26 日

商品方面，2024年2月以来（截至2月26日）WTI原油上涨 2.31%，中证商品期货指数、南华工业品指数、南华能化指数及南华农产品指数分别下跌 1.64%、下跌 1.65%、下跌 0.81%、上涨 0.21%。石油市场中，地缘不确定性持续、OPEC+继续减产、需求表现边际改善，共同驱动偏弱预期向仍较好的基本面进行修正。

汇率方面，2024年2月以来（截至2月26日）美元指数录得 0.25%涨幅，人民币指数录得 0.55%涨幅。黄金方面，2024年2月以来（截至2月26日）上海黄金现货录得 0.12%涨幅，2月26日收盘于 480.57 元/克。1月美国通胀数据超预期反弹，促使市场修正降息预期，10年期美债名义利率回升至 4.3%附近，CME 数据显示市场对于 3月 FOMC 会议降息的预期已基本打消，5月降息或也

不再“板上钉钉”，降息预期回调驱动黄金投机头寸离场。

图表 12：大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 2 月 26 日

图表 13：上海黄金现货走势

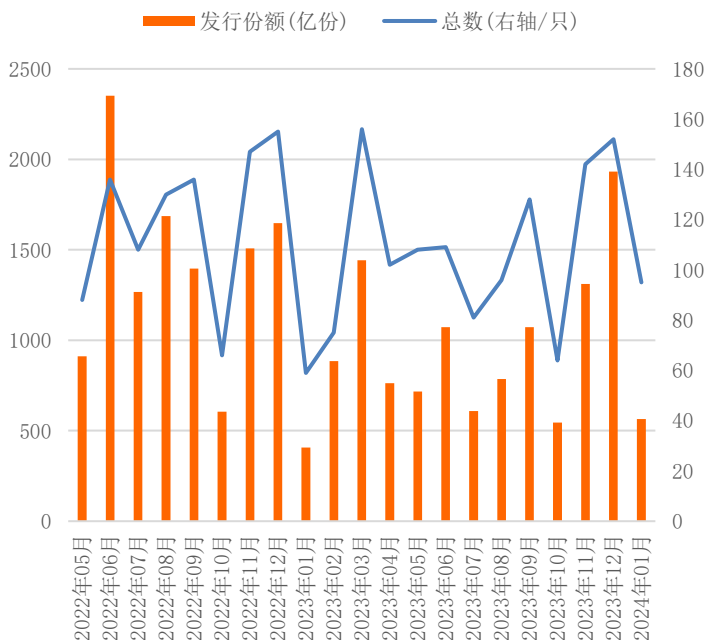


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 2 月 26 日

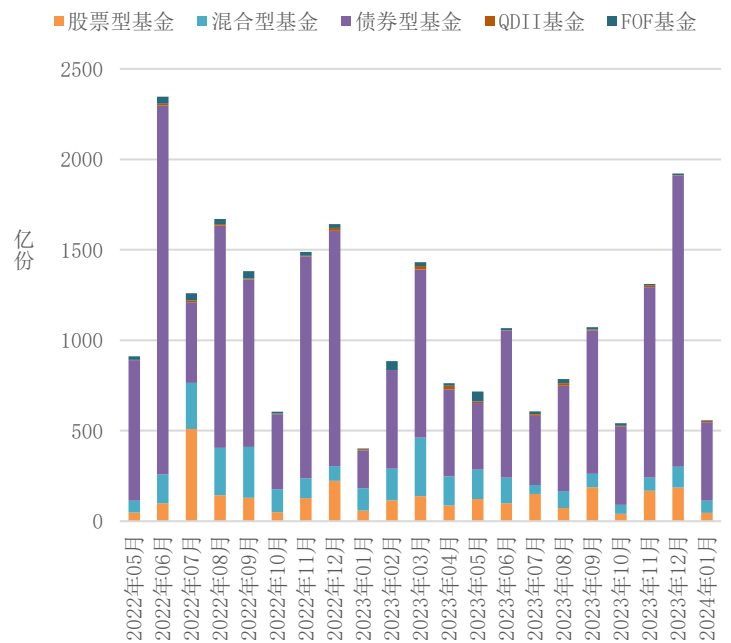
## 2.公募基金发行及表现：年初基金发行规模较小、股基表现强势

2024年1月，新成立基金95只，发行份额合计565.38亿，与2023年12月相比，新成立基金减少57只，发行份额合计减少1366.40亿，由于年初的季节性因素，基金发行规模较小。分类型来看，1月份，股票型基金成立33只，发行份额合计46.52亿；混合型基金成立27只，发行份额合计66.16亿；债券型基金成立27只，发行份额合计434.85亿；QDII型基金成立3只，发行份额合计5.67亿；FOF型基金成立3只，发行份额合计4.19亿。

图表 14：公募基金月度发行规模及趋势



图表 15：各类型公募基金成立规模

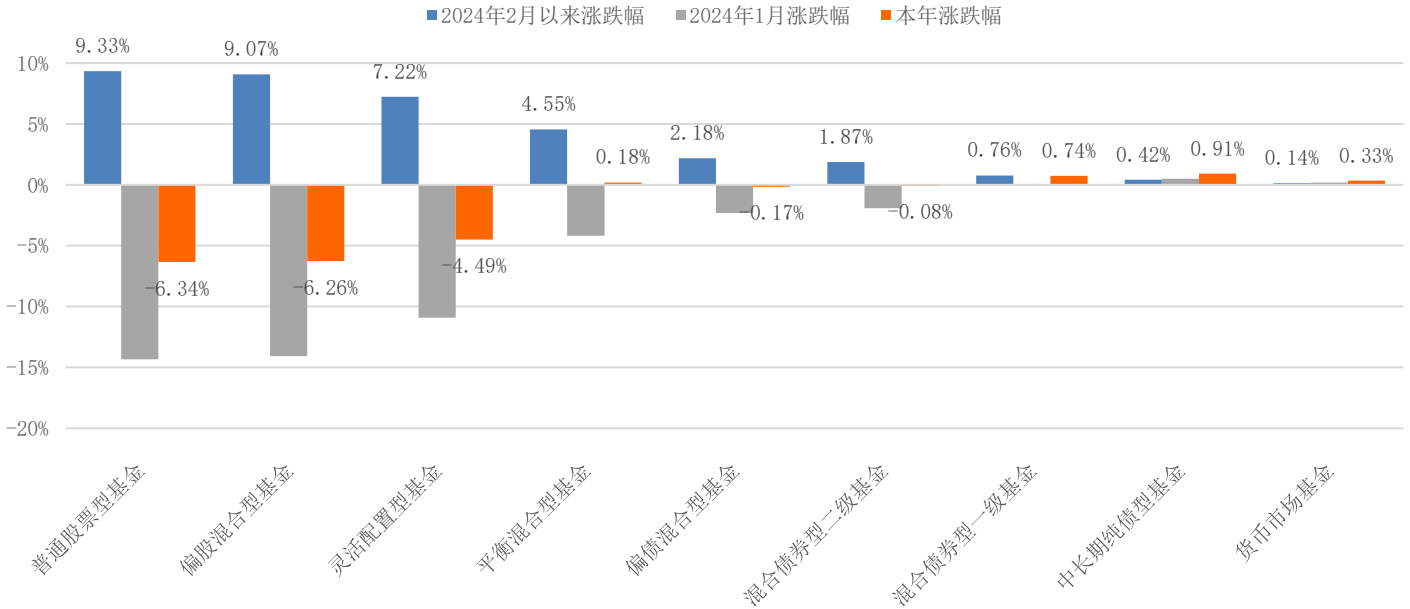


资料来源：Wind，百瑞信托

2024年2月以来（截至2月26日）A股市场强力反弹，偏权益类公募基金多数录得正收益，普通股票型基金上涨9.33%，偏股混合型基金上涨9.07%，灵活配置型基金上涨7.22%，平衡混合型基金上涨4.55%；偏债类基金大部分录得正收益，偏债混合型基金上涨2.18%，混合债券型二级基金上涨1.87%，混合债

券型一级基金上涨 0.76%，中长期纯债型基金上涨 0.42%，货币市场基金上涨 0.14%。

图表 16: 各类型公募基金表现



数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 1 月 26 日

### 3.集合信托发行情况: 1月资产管理信托产品发行规模 1075 亿

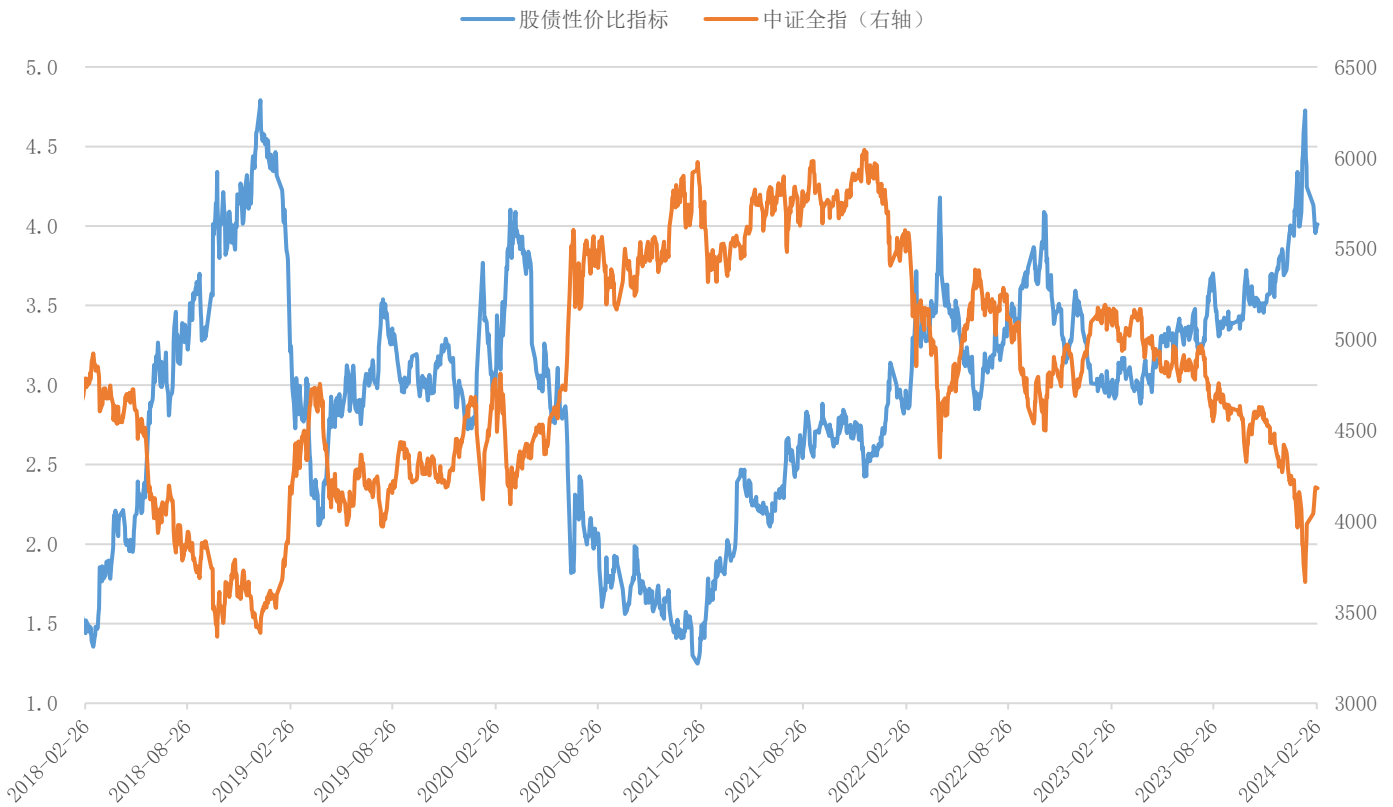
用益信托网数据, 2024 年 1 月资产管理信托产品发行规模为 1075 亿元。以非标产品为主, 非标产品占比为 66.43% (714 亿元), 标品信托占比 33.57% (361 亿元)。非标信托产品方面, 按投资领域划分, 基础产业占比最高 (75.16%), 其次为金融领域 (17.05%); 按细分领域划分, 水利、环境和公共设施管理业占比最高 (74.70%), 其次是个人消费贷、TOT (占比分别为 8.70%、7.82%)。标品信托产品方面, 按业务类型划分, 配置类业务占比最高 (64.2%), 其次为固收类业务 (32.22%); 按业务模式划分, TOF 业务占比最高 (49.67%), 其次为纯债投资业务 (29.95%)。

### 三、资产配置建议

#### 1. 总体配置建议为：股票>债券=大宗商品

从股债性价比的位置来看，截至 2024 年 2 月 26 日，较上月来看股票性价比位置有所回落，主要与近几周以来 A 股主要指数强反弹有关。股债比越大，意味着投资股票资产的性价比越高，当前来看，股债性价比指标已经处于历史高位，虽然市场的反转难以一蹴而就，春季行情能否一洗往日颓靡尚且难以精准预判，但综合来看可以确定的是，目前的 A 股的确处于一个相对“便宜”的位置。

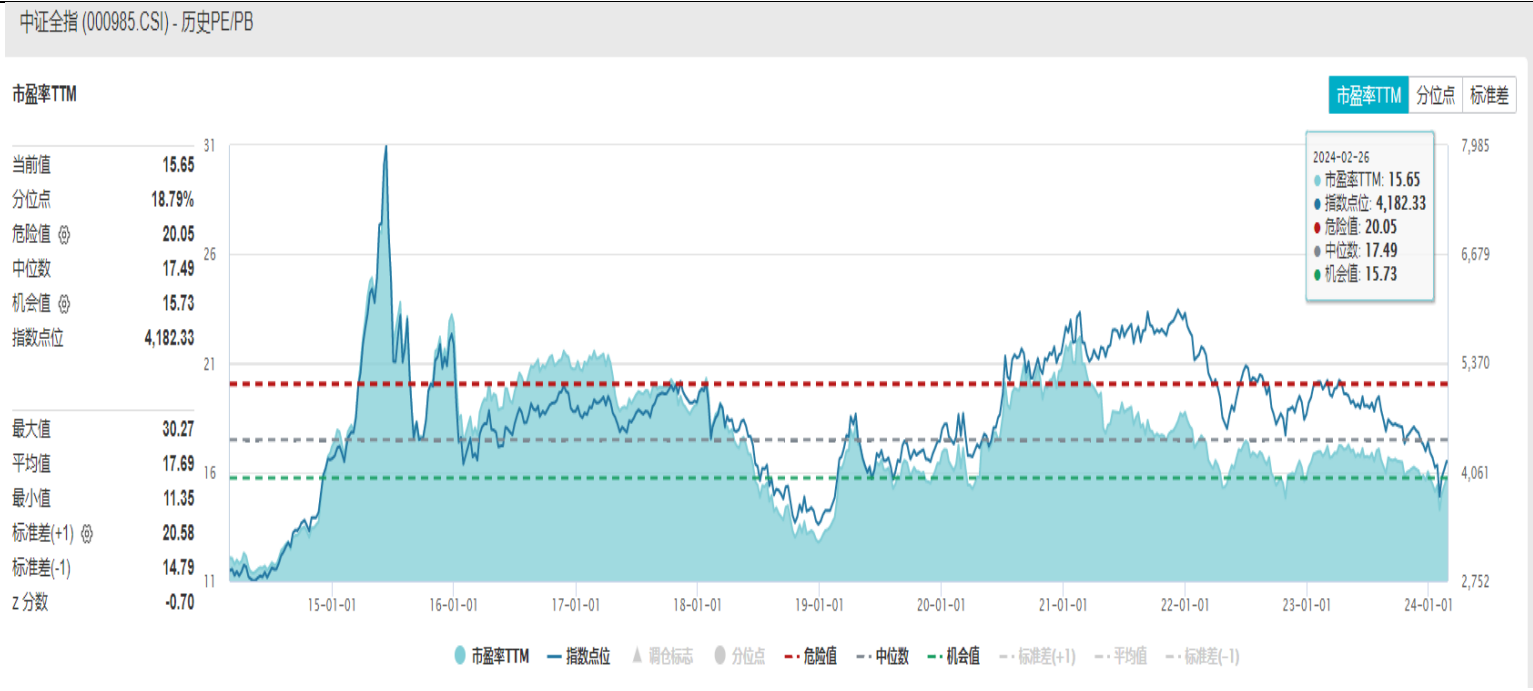
图表 17：股债性价比模型



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 2 月 26 日



图表 18：中证全指 PE 估值



数据来源：Wind，百瑞信托，时间区间：2014年2月28日—2024年2月26日

**权益市场方面**，指数重回整数关口上方，成交维持相对高位。近期国内稳增长、稳预期、稳市场政策举措积极出台并落地，部分领域改革预期抬升，受此影响春节后第一周 A 股实现“开门红”，上证指数连续八天上涨并重回 3000 点以上，单周上涨 4.8%。成交方面，投资者交易情绪继续改善，春节后日均成交金额超过 9000 亿元，北向资金单周净流入超过 100 亿元，是连续第四周净流入。**展望后市**，历史上资本市场在两会前后可能表现相对积极。从 2000 年以来的情况来看，两会期间 A 股市场大多呈现较积极的表现。其中涉及两会政策预期的板块或行业表现通常较为亮眼，今年结合目前市场环境，两会期间建议重点关注科技创新、国企改革、设备更新和消费品等相关领域。**后市来看**，当前市场估值仍处于历史偏底部位置，与全球市场比较处于明显偏低水平，纵向及横向对比均具备较好的投资吸引力。**主题及板块推荐**：**风格方面**，近期流动性环境改善后，小盘风格涨幅高于大盘，小盘风格短期仍有望占优，短期可关注小盘中业绩向好但被错杀的标的。**行业配置上**，年初至今调整较多且近期有科技进步预期驱动的 TMT 领域仍有望有相对表现，近期 Open AI 推出文生视频产

品 Sora：算力芯片龙头英伟达业绩超预期的映射之下，计算机、通信、电子板块有望继续活跃；高股息领域注意把握配置节奏。

**债券市场方面**，在春节消费、出行等数据均明显回暖下，10Y 国债利率依然延续 1 月下行走势，政策真空期内债市或回归资金面驱动行情，短期资金面宽松债市或将延续牛市行情，10Y 国债利率向下突破 2.4%。信用债仍然延续收益率大幅下行趋势。下一阶段需关注 3 月两会宽信用政策发力、债券供给放量等潜在因素引发债市调整的风险。**两会前后债市扰动或有所加大，但债市大方向尚未逆转**。近期 5Y LPR 大幅下调、专项债发行或加速、设备更新政策即将落地等显示稳增长政策边际加码，历史经验来看两会前债市由于忌惮政策也略倾向于边际上行，牛陡后短期债市波动可能有所加大。

**大宗商品方面**，节后国际原油行情震荡下行，一方面美联储释放鹰派信号，降息推迟预期打压市场信心；另一方面加沙停火谈判打压原油风险溢价；加之美国油气钻机总数增至 2023 年 8 月以来最高水平及 OPEC 减产的执行情况不乐观打压油价，多空因素共同影响，本周期内国际油价区间震荡下行为主。年前降准落地叠加 1 月社融数据强劲，宏观预期有所回暖，接下来市场将密切关注 3 月初“两会”的定调。另外，随着年后需求进入恢复期，实际需求的兑现情况或将成为黑色系的交易主线。预计在新发国债与 PSL 支持下，基建项目实物工作量或将逐步释放，叠加制造业生产和钢材出口动能的延续，高炉产量与铁矿石的消费或仍将有一定韧性。

## 2. 信托产品配置

随着市场利率持续下行，信用利差持续收窄，权益市场波动加剧，多资产的分散配置是投资者可以抵御市场风险的有效手段。随着信托业深入转型发展，信托资金投向结构持续调整，信托投向证券市场的规模和占比持续提升，证券类信托产品也不断丰富，丰富投资者配置工具箱。因此，可根据个人资产、风险偏好情况，合理进行投资配置，以分散风险、搏得收益，建议如下：

一是受近期降准降息等因素影响，债券类证券投资信托收益率虽有下行，

但收益相对稳健，具备吸引力。随着信托公司证券投资业务的发展，产品类型日益丰富，产品线布局逐渐完善，可根据自身流动性需求配置不同期限的债券证券投资信托产品。

二是可适当配置权益类 FOF 产品博取权益市场收益。FOF 类产品可帮助投资者捕捉权益市场收益，解决资产配置难题。产品仓位灵活，策略攻守兼备，在股市表现欠佳时可降低权益资产仓位，而在股市表现活跃时可通过股票型、混合型基金产品投资充分博取收益弹性。