

稳增长政策有望进一步加码，投资者信心或逐步增强

——2024年7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7月30日

○ 宏观经济环境

海内外重要政策及事件：

7月15日至18日，二十届三中全会在北京召开

货币政策方面，央行或主要控制短端利率，明确目标利率水平，改进贷款市场报价利率（LPR）形成机制

财政政策方面，三中全会提及优化央地共享税分享比例，规范个税经营、资本和财产所得税收政策

海外方面，美国6月通胀数据回落、美联储降息概率大增

国内宏观经济：二季度经济呈现供强需弱、外需强于内需的特征

国内金融数据：6月份社融增速继续回落，M1、M2同比延续下跌趋势

○ 市场表现回顾

大类资产表现：A股市场持续走弱、信用债收益率持续下行

公募基金：7月以来纯债型基金表现较好，权益类基金表现较弱

集合信托：6月标品信托产品发行规模373.66亿

○ 资产配置展望

基本面趋缓增加债券市场投资机会，股票市场建议关注红利板块投资机会

目 录

一、宏观经济环境	1
1.海内外重要政策及事件.....	1
2.二季度经济呈现供强需弱、外需强于内需的特征.....	2
3.6月份社融增速继续回落，M1、M2 同比延续下跌趋势	3
二、市场表现回顾	4
1.大类资产表现：A 股市场持续走弱、信用债收益率持续下行.....	4
2.公募基金表现：7 月以来纯债型基金表现较好，权益类基金表现较弱....	11
3.集合信托发行情况：6 月标品信托产品发行规模 373.66 亿.....	11
三、资产配置展望：基本面趋缓增加债券市场投资机会，股票市场建议关注红利板块投资机会	12

图表目录

图表 1：A 股市场主要指数涨跌幅.....	6
图表 2：A 股市场各行业板块涨跌幅.....	6
图表 3：全球主要股票市场指数涨跌幅.....	7
图表 4：中债国债到期收益率.....	8
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)	8
图表 6：债券市场主要指数涨跌幅.....	9
图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅.....	10
图表 8：上海黄金现货走势.....	10
图表 9：各类型公募基金表现.....	11

一、宏观经济环境

1.海内外重要政策及事件

7月15日至18日，中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议在北京召开。全会圆满完成了各项议程，审议通过了《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》。明确了进一步全面深化改革的总目标：**继续完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化**。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。

货币政策方面，中国货币政策调控框架将发生重要转型。**央行或主要控制短端利率，明确目标利率水平，改进贷款市场报价利率（LPR）形成机制**。7月以来，中国人民银行相隔一周接连出台两项货币政策工具创新，在7月1日宣布启动“央行借券”后，7月8日又宣布启动临时隔夜回购工具，正、逆回购利率分别为7天逆回购利率减点20BP和加点50BP，操作时间为下午4点至4点20分。7月22日，人民银行发布公告称，为优化公开市场操作机制，从即日起，公开市场7天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，时隔近一年，公开市场7天逆回购操作再次迎来降息，由此前的1.80%调整为1.70%。1年期和5年期以上LPR转为参考7天期逆回购利率同步降10BP，表明**LPR报价转向更多参考央行短期政策利率，MLF利率对LPR的参考作用在逐步减弱，由短及长的利率传导关系在逐步理顺**。

财政政策方面，三中全会提及优化央地共享税分享比例，规范个税经营、资本和财产所得税收政策。7月21日公布的《决定》全文中，财税体制改革与国家战略规划体系和政策统筹协调机制、金融体制改革、区域协调发展战略机制，共同组成“宏观经济治理体系”的重要内容。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例；适度加强中央事权，减少委托地方代行的中央财政事权，不得违规要求地方安

排配套资金，授予地方更多税收和非税收入管理权限。

海外方面，美国 6 月通胀数据回落、美联储降息概率大增。美国 6 月 CPI 与核心 CPI 超预期回落，或为美联储 9 月降息提供信心支持。根据美国劳工局 7 月 11 日公布的数据显示，美国 6 月 CPI 同比增长从上月的 3.3% 进一步回落至 3%，低于预期的 3.1%；6 月 CPI 环比增长从上月的 0% 下降至 -0.1%，低于预期 0.1%，实现 2020 年 5 月以来首次转负。美国 CPI 已经连续 3 个月保持下降趋势。根据芝加哥商品交易所联邦观察工具数据显示，6 月 CPI 数据发布后，市场认为 9 月开始降息的概率从 71.4% 大幅上升至 92.7%，11 月开始降息的概率从 85.1% 上升至 96.9%。

2. 二季度经济呈现供强需弱、外需强于内需的特征

实现全年 5% 的 GDP 增长目标，三四季度政策需持续发力。二季度 GDP 同比 4.7%，环比 0.7%。三个产业 GDP 同比分别为 3.6%、5.6%、4.2%，其中第三产业放缓较多，可能受到二季度极端天气影响了部分服务业经济活动。要达到全年 5% 的增长目标，未来两个季度 GDP 环比均需达到 1.4%，而历史数据来看，2020 年之后再未出现过连续两个季度平均如此之高的增长水平，下半年政策可能会持续发力。

出口、工业增加值同比增长超预期，消费较弱、地产投资无好转。6 月以美元计价的出口同比 8.6%，前值 7.6%，预期 7.44%；进口同比 -2.3%，前值 1.8%，预期 4.22%。出口表现出较强的韧性。结构上，对美国、欧盟、东盟出口同比分别为 6.6%、4.08%、15.02%，对东盟出口的增速放缓，对美欧增速提升，可能是由于美欧对中国部分产品加征关税而产生的出口前置效应。进口走弱，体现内需较弱。内外需差异导致贸易顺差进一步提升，6 月贸易差额 991 亿美元，为近 5 年历史同期最高。消费方面，6 月社零同比 2%，前值 3.7%，预期 3.99%。主要受到汽车零售和网购下滑影响。限额以上企业商品零售品类方面，仅有必选消费中的粮油、食品类和中西药品类表现较好，可选消费中的金银珠宝类表现较好。投资方面，1-6 月固定资产完成额累计同比 3.9%，前值 4%，

预期 3.88%。三大支柱中制造业投资虽有下滑但仍为增长主力，1-6 月累计同比 9.5%，主要受出口和设备更新改造政策拉动；**房地产投资增速依然较差**，累计同比增速-10.1%，517 新政后商品房销售面积与金额同比降幅有所收窄，但拿地和新开工仍在低位；基建（不含电力）累计同比增速较 5 月小幅下滑，期待财政资金投放和项目建设能够在下半年进一步加快。**规模以上工业增加值增速略有放缓，表现好于市场预期**。6 月规模以上工业增加值同比实际增长 5.3%，增速较 5 月下降 0.3 个百分点。从经季节调整后的环比增速看，6 月工业增加值环比上涨 0.42%，较上月加快 0.16 个百分点。

6 月 PMI 延续回落，CPI 同比增幅持缓，PPI 同比降幅有所收窄。6 月，制造业 PMI 为 49.5，环比持平；商务活动指数为 50.5，环比-0.6；综合产出指数 50.5，环比-0.5。**内需压力逐渐向生产端传导**。制造业整体维持在荣枯线以下，环比持平，6 月 PMI 指数中需求类指数均未出现改善，6 月新订单指数为 49.50，小幅下滑，连续 2 个月位于荣枯线以下；6 月新出口订单指数 48.3，与上月持平，连续 2 个月处于荣枯线以下，这在一定程度上反映了内外需求回升仍承压。6 月 CPI 同比+0.2%，环比-0.2%。核心 CPI 同比增+0.6%，环比-0.1%。**CPI 持续此前偏弱趋势，消费需求有待提振**。具体来看，食品降幅扩大是 CPI 同比放缓的主要因素：鸡蛋、牛羊禽肉价格同比继续下降；猪肉长期去化后价格回稳。非食品整体持稳，汽车等耐用消费品受“618”促销等影响，价格环比多数下行。6 月 PPI 同比-0.8%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点；环比-0.2%。**PPI 继续受国内部分工业品市场需求不足与大宗商品价格波动影响而下行**，运价等因素上涨对工业品价格影响不明显。装备制造业价格多数下行；消费品价格普遍上涨，电力、燃气产供均有所回落。

总体来看，二季度经济呈现供强需弱、外需强于内需的特征，下半年稳增长压力仍大，扩需求的政策力度仍需加大。

3.6 月份社融增速继续回落，M1、M2 同比延续下跌趋势

6 月社融增速继续下探。6 月新增社融规模约 3.3 万亿元，同比少增 9000 多

亿元。同比增长 8.1%（5 月为 8.4%），再创历史新低。**结构上，信贷偏弱，政府债券融资提速。**6 月社融口径信贷新增规模约 2.1 万亿元，较去年同期减少 1.1 万亿元，为 2021 年以来同期最低，是新增社融主要拖累所在；6 月政府债净融资规模约 0.85 万亿，较去年同期高 3000 多亿元；对社融有一定的支撑；其他分项中，表外委托信托贷款融资合计新增 747 亿元，同比多增 957 亿元，存在小幅支撑。**贷款增速回落。**居民、企业贷款同比均缩量，企业中长期贷款同比减少 6200 多亿元，加快收缩，企业融资需求依然不足。

货币供应方面，M1、M2 同比延续下跌趋势。6 月末，M1 同比下降 5%，M2 同比增长 6.2%，均较上月末回落 0.8 个百分点。原因在于，一是 6 月以来，监管叫停“手工补息”影响仍在延续，伴随协定、通知等对公“类活期”存款付息率下行，银行体系资产负债表虚增部分正逐步压降，存款利率下行和“挤水分”效应带来企业活期存款流失，引致 M1 增速下滑。二是近期银行存款向理财“搬家”规模较大，表内信用扩张向表外转移，对应存款派生节奏放缓，使得 M2 增速继续承压。“M1-M2 剪刀差”仍处低位，经济内生活力仍待巩固。

二、市场表现回顾

1. 大类资产表现：A 股市场持续走弱、信用债收益率持续下行

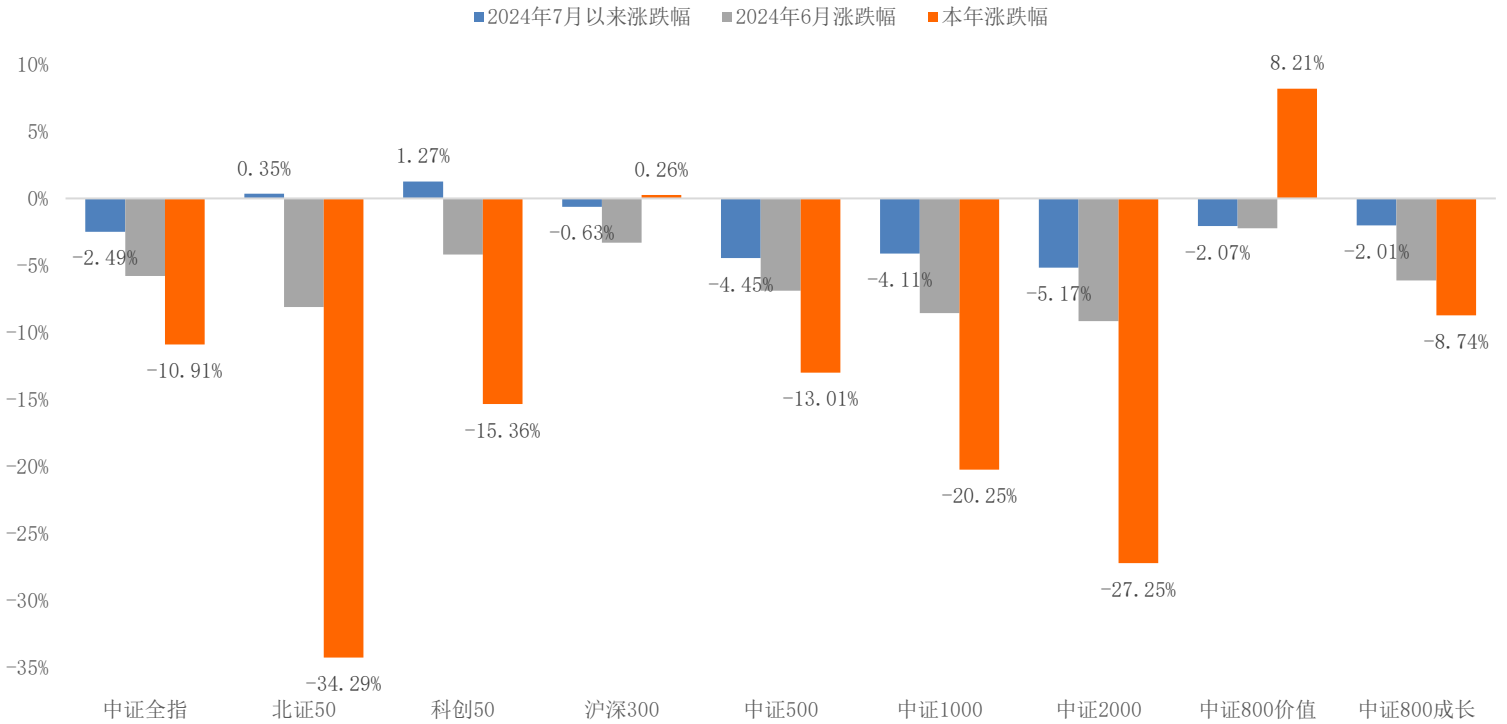
A 股市场方面，7 月（截至 7 月 23 日，下同）以来 A 股市场持续走弱，中证全指下跌 2.49%。从全球来看，市场交易逻辑也发生一些变化，黄金、比特币大涨，美股代表小盘科技股的罗素 2000 指数大涨，铜大跌，也会影响到国内市场。国内担心美国大选后，或再次面临更高的关税，进而对经济带来影响。其次，房地产筑底成功的信号尚未出现，科技板块或面临更大规模限制，进而影响快速发展的步伐。市场缺乏短期做多逻辑，也是调整的原因。

A 股行业风格方面，7 月以来非银金融、商贸零售以及银行行业表现较好，而煤炭、纺织服饰和轻工制造行业表现较差。从风格来看，7 月以来价值、成长风格都有所回落，中证 800 价值指数下跌 2.07%，中证 800 成长指数下跌 2.01%。三中全会公报进一步明确今后以科技引领经济成长的方向，推动科创企

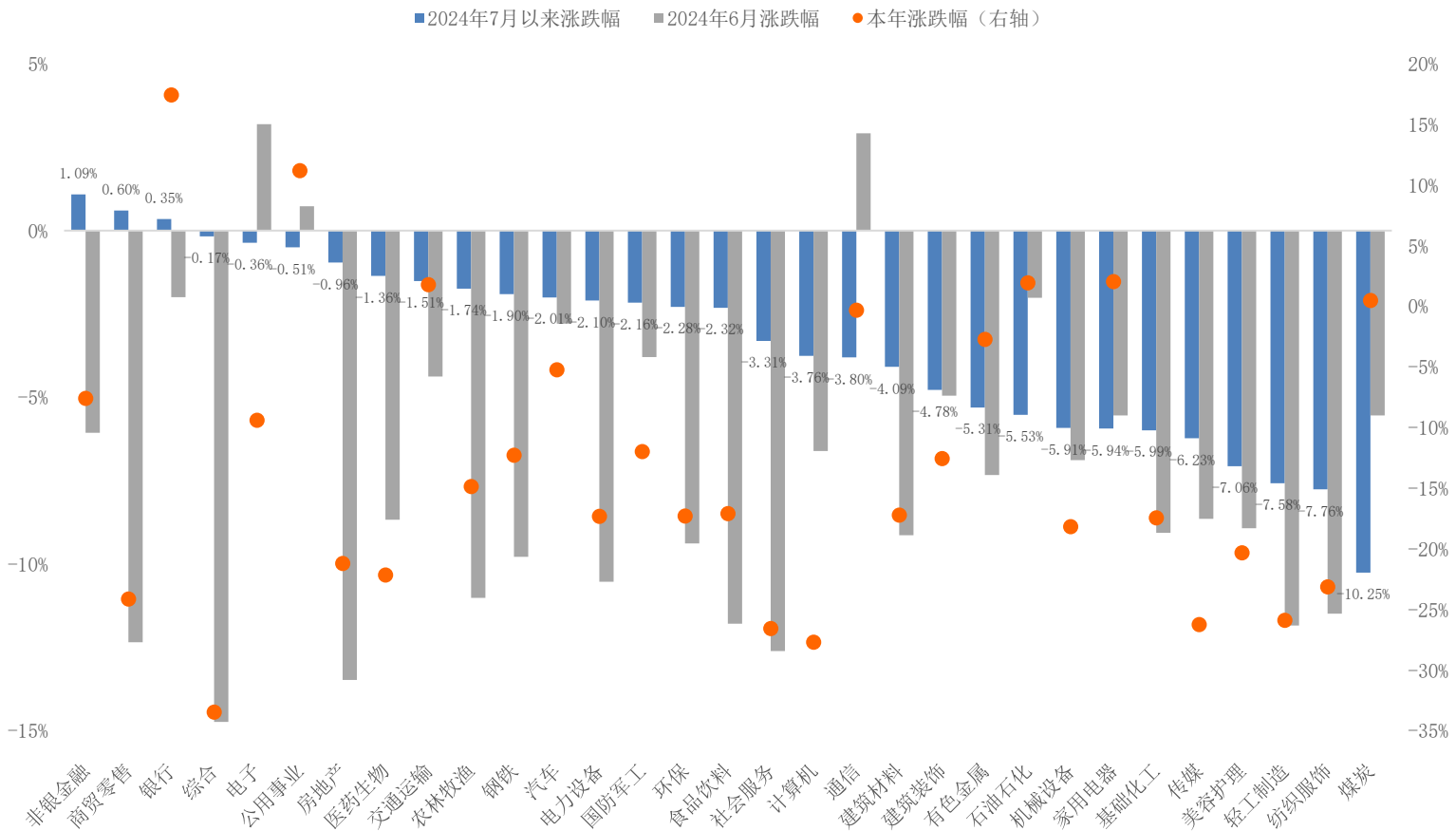
业的发展预期，预计未来市场板块会继续分化，具有研发创新优势的企业会得到资本的充分支持。

全球股票市场方面，7月以来德国 DAX 指数、印度 SENSEX30 以及标普 500 指数表现较好，分别上涨 1.77%、1.77%、1.74%。6月美国 CPI 数据显示美股交易的模式发生了变化，之前市场交易的是高通胀和高利率，由于科技巨头的定价能力非常强，高通胀对它们的盈利没有任何影响，与此同时，在高利率环境下，只有这些股票的价格上涨，才能抵消如此高的机会成本。接下来，市场交易的模式或许会发生变化，从高通胀变成了低通胀环境，同时高利率也开始下行，这个环境是有利于新兴市场、金银以及小盘股。

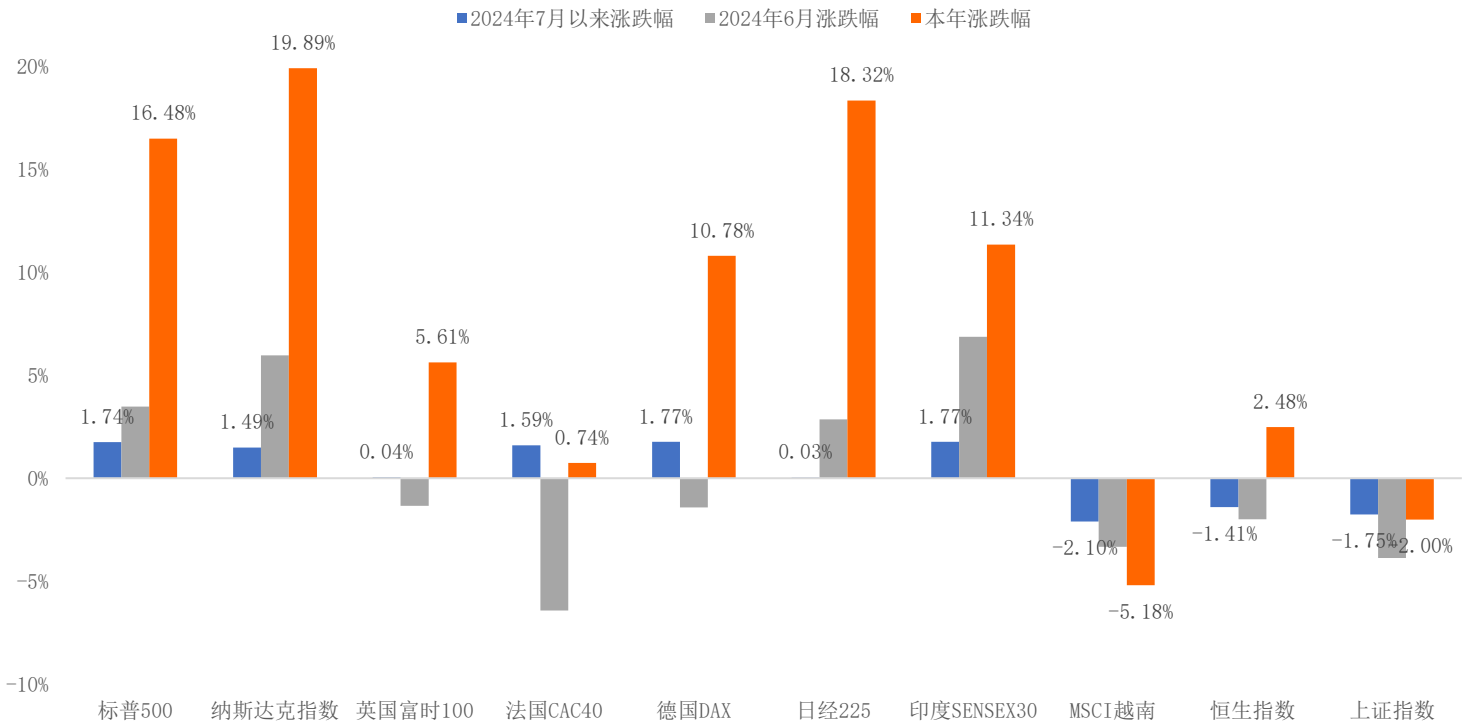
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



图表 2: A股市场各行业板块涨跌幅



图表 3：全球主要股票市场指数涨跌幅

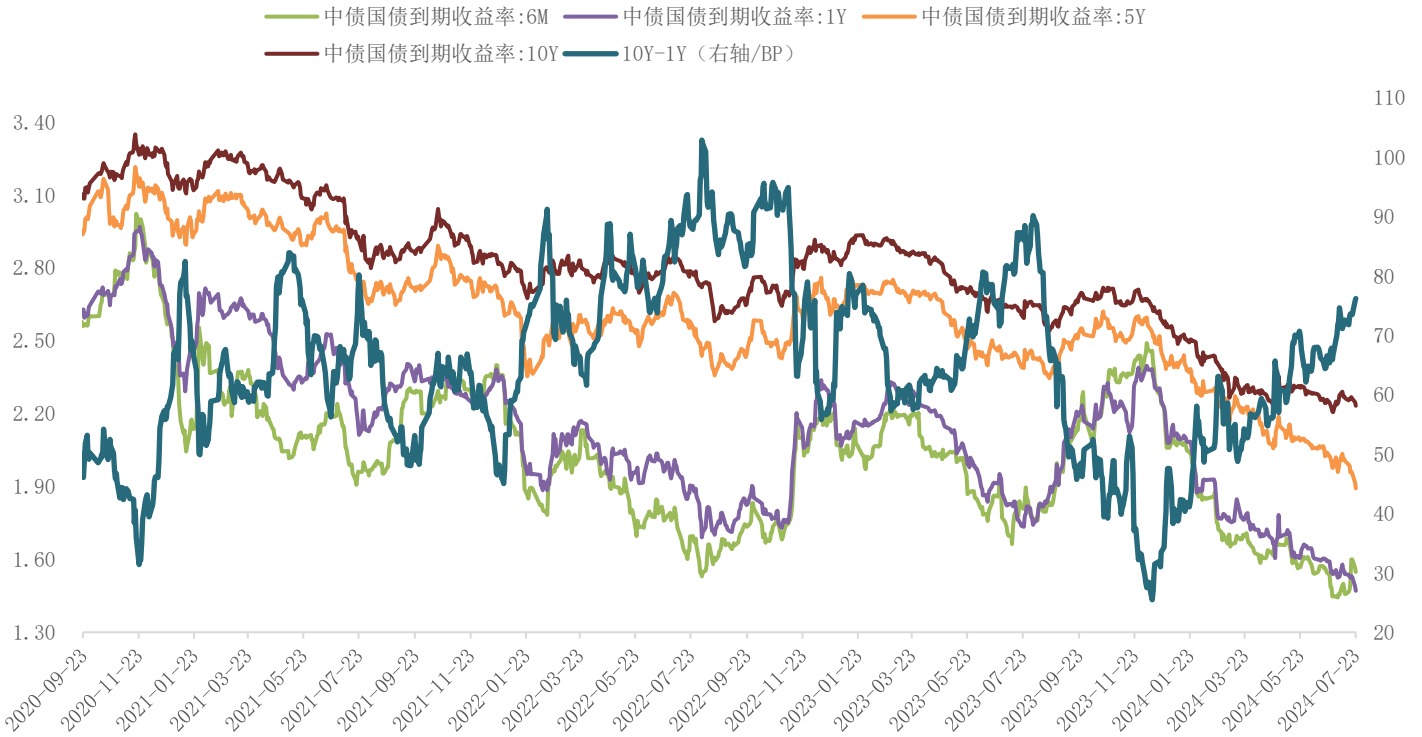


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 7 月 23 日 注：采用申万一级行业分类

利率债方面，7 月以来长短端国债利率走势分化，短端利率下降，长端利率上行，10 年期中债国债到期收益率上行 2.64bp，达到 2.2322%，期限利差走阔。其中，6 个月期品种上行 9.92bp，1 年期品种下降 6.85bp，5 年期品种下降 8.64bp，10 年期品种上行 2.64bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 76.17bp，较上月末走阔 9.49bp。

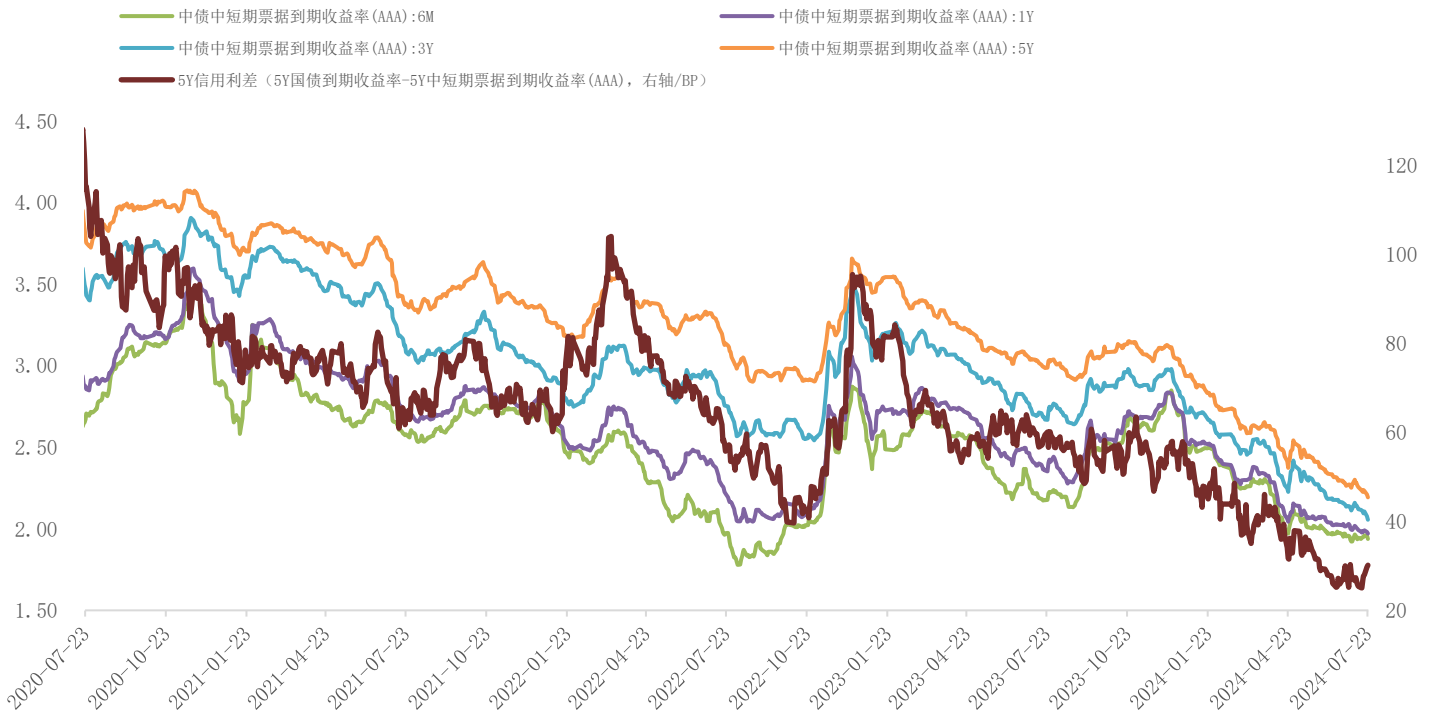
信用债方面，6 月以来长短期中债中短期票据到期收益率（AAA）持续下行，平均下行 5.30bp，信用利差微阔。其中，6 个月期品种下行 1.65bp，1 年期品种下行 4.46bp，3 年期品种下行 8.04bp，5 年期品种下行 7.03bp。5 年期的信用利差（5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据到期收益率（AAA））为 30.16bp，较上月末微阔 1.61bp。

图表 4：中债国债到期收益率



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 7 月 23 日

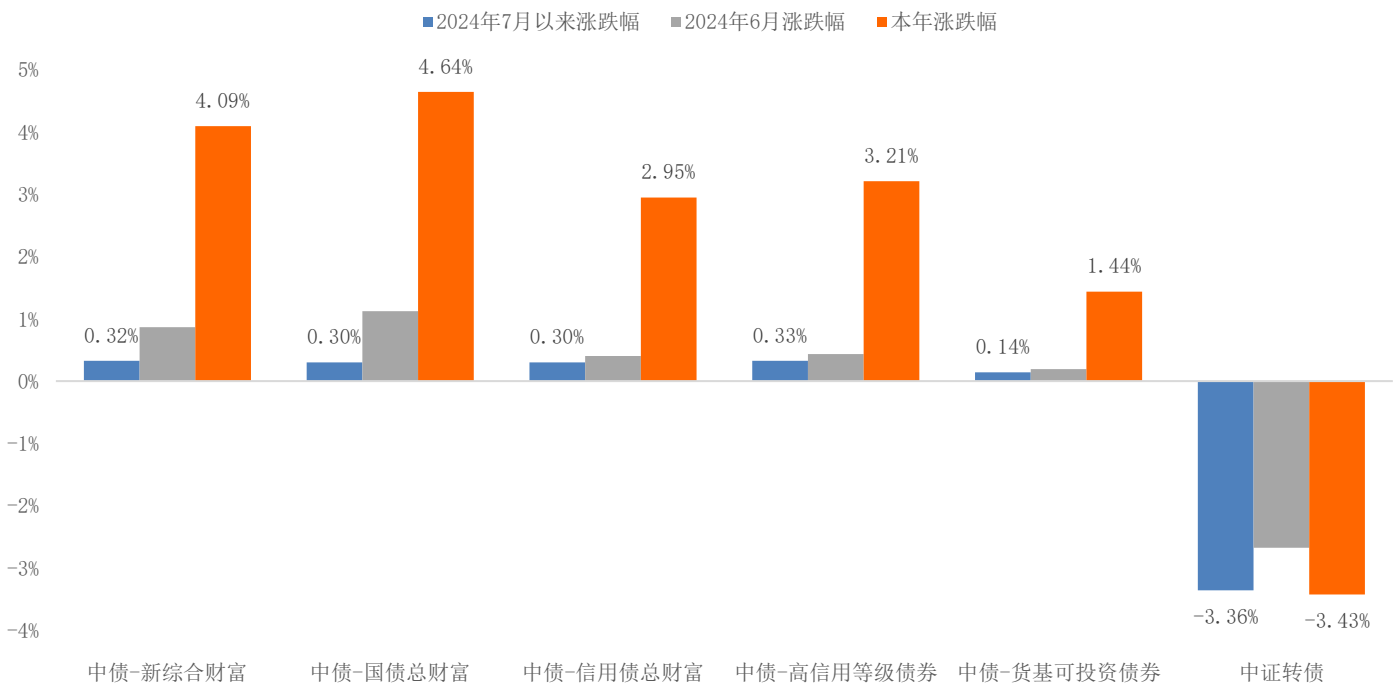
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 7 月 23 日

债券指数方面，7月以来中债-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 0.32%、上涨 0.30%、上涨 0.30%、上涨 0.33%、上涨 0.14%，中证转债指数下跌 3.36%。

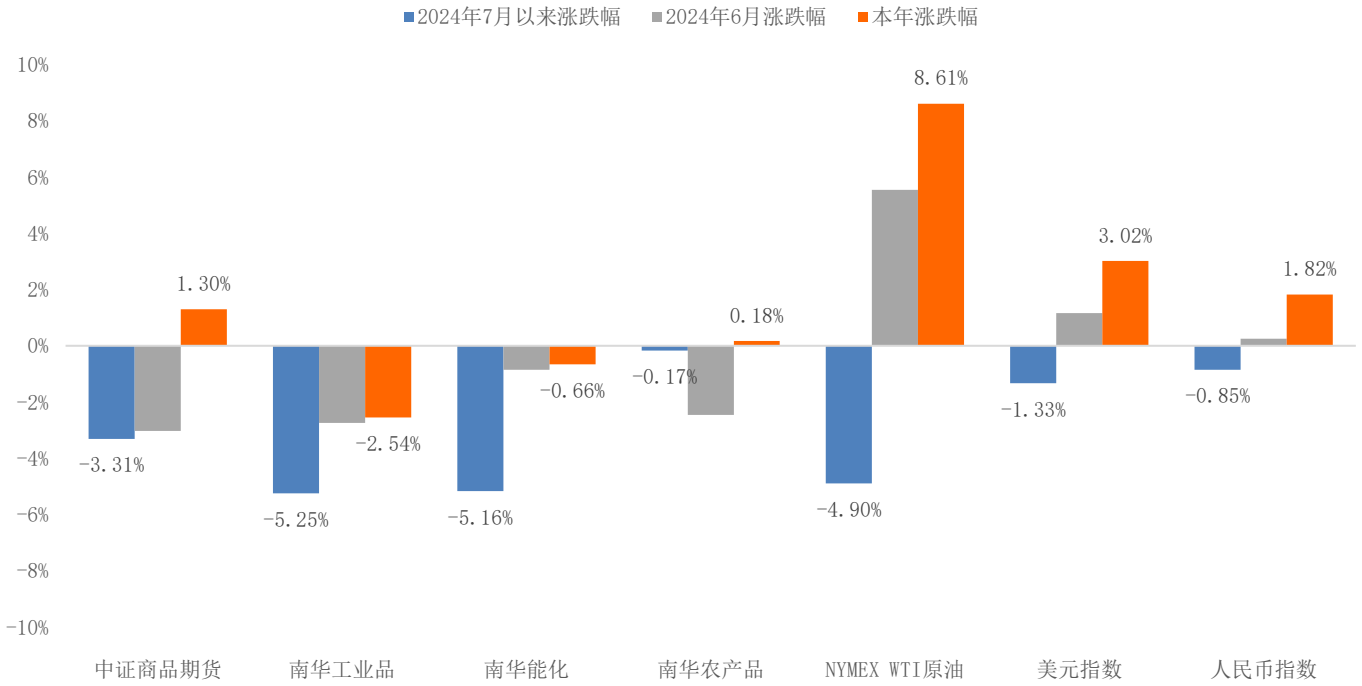
图表 6：债券市场主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 7 月 23 日

商品方面，7月以来 WTI 原油下跌 4.90%，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 3.31%、下跌 5.25%、下跌 5.16%、下跌 0.17%。汇率方面，7月以来美元指数录得跌幅 1.33%，人民币指数录得跌幅 0.85%。黄金方面，7月以来上海黄金现货录得涨幅 1.84%，7月23日收盘于 560.00 元/克。短期而言，在美联储降息落地前，降息预期交易对金价的支撑可能不会结束，但风险事件带来的避险溢价可能在短期发酵后面临出清风险。

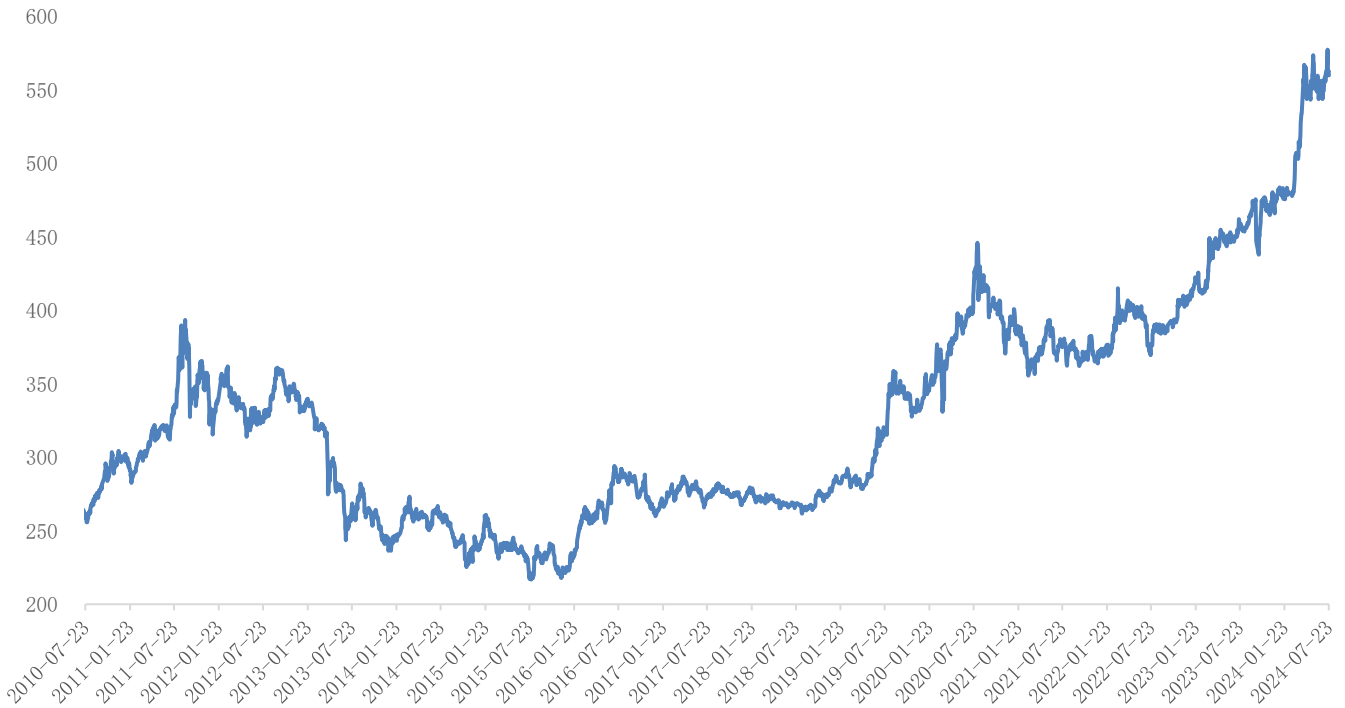
图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 7 月 23 日

图表 8：上海黄金现货走势

上海金交所黄金现货：收盘价：Au9999

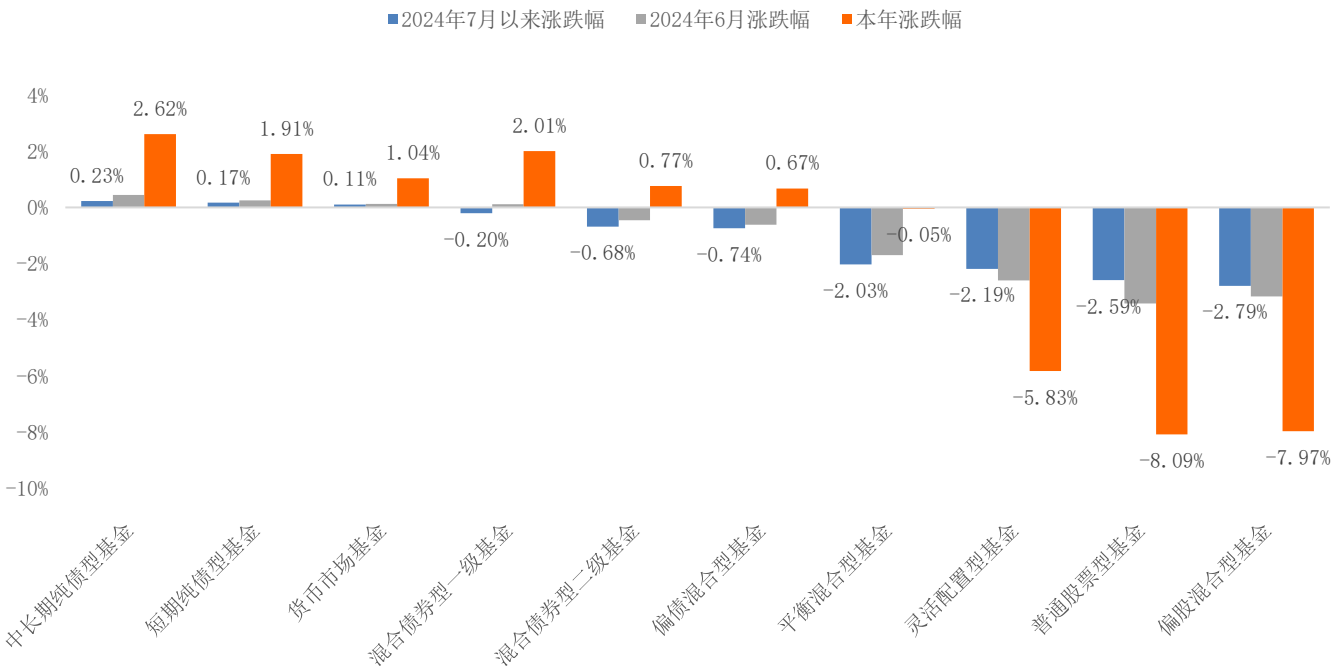


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 7 月 23 日

2.公募基金表现：7月以来纯债型基金表现较好，权益类基金表现较弱

7月以来A股市场持续走弱，权益类公募基金多数录得负收益，普通股票型基金下跌2.59%，平衡混合型基金下跌2.03%，偏股混合型基金下跌2.79%，灵活配置型基金下跌2.19%；含权益的偏债类基金大部分录得负收益，偏债混合型基金下跌0.74%，混合债券型二级基金下跌0.68%，混合债券型一级基金下跌0.20%；纯债型基金录得正收益，中长期纯债型基金上涨0.23%，短期纯债型基金上涨0.17%，货币市场基金上涨0.11%。

图表9：各类型公募基金表现



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至2024年7月23日

3.集合信托发行情况：6月标品信托产品发行规模373.66亿

用益信托网数据，2024年6月，标品信托产品发行规模为373.66亿元，较

5月下降 39.60%。按投资业务类型划分，配置类业务占比最高（62.92%），其次为固收类业务（35.02%）；按投资业务模式划分，TOF 业务占比最高（48.30%），其次为纯债投资业务（31.57%）。

三、资产配置展望：基本面趋缓增加债券市场投资机会，股票市场建议关注红利板块投资机会

债券方面，当前金融数据结构不佳体现实体融资需求仍弱；经济数据持续呈现出强供给、弱需求态势。结合三中全会提及要保证今年 5% 的经济增速目标，结合美联储降息预期增加，国内下半年货币政策空间进一步释放。但本月降息节奏调降顺序超出市场预期，打开了短期内长短端收益率向下空间，但由于央行利率走廊的限制，同日公告了阶段性减免 MLF 质押品，以此来释放中长期债券，表面央行控制长端利率意图仍强，且在其多项调控措施未落地前，市场多头情绪相对克制，短期长端利率大幅向下调整仍有约束。整体来看，在基本面增速趋缓与年内海外降息概率增加下，后续降准降息仍可期。

权益方面，近期 A 股市场信心不足，缺少主动做多的力量，场外资金观望情绪浓厚，场内抛压沉重。内资持续大幅卖出，一方面是对短期行情有分歧，另一方面，则是因为基金赎回压力大。整体来看，当前市场表现疲软，还是缺少信心下的存量博弈所导致。往后看，在当前市场环境下，投资者可能更倾向于寻找相对稳定的收益来源，而红利股以其稳定的股息支付能力和相对较低的估值成为了不错的选择。从长期来看，红利板块仍然具备较好的投资价值。红利类资产本身就具备“长债+股指期货”的属性，其股息率相较于无风险利率的高低决定了其投资价值。当前中证红利低波等指数的股息率仍处于历史较高水平，显示出较好的性价比。对于下半年的红利板块，预计机构仍会保持较高的投资热情。