

市场整体情绪较为谨慎，期待更多积极信号助力信心回稳

——2024年8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8月28日

○ 宏观经济环境

海内外重要政策及事件：

货币方面，8月9日央行发布二季度货币政策报告，传递三大信号，指向央行对当前利率下行过快明显担忧

财政方面，土地出让收入再创2022年7月以来最大单月降幅

海外方面，美联储纪要显示9月降息是合适的，日本仍可能继续加息、日本股市承压

国内宏观经济：7月工业、地产和投资均下滑，出口增速略有回落、外需转弱信号出现

国内金融数据：7月金融数据出现贷款净减少，显示居民还贷意愿强烈，企业贷款需求不足

○ 市场表现回顾

大类资产表现：A股指数持续调整、期限利差收窄、信用债收益率上行

公募基金：8月以来短期纯债型基金表现相对占优，权益类基金持续走弱

集合信托：7月标品信托产品发行规模814.54亿

○ 资产配置展望

年内可能还会有利率再度下行的机会，红利板块经历调整后再度迎来配置机遇

目 录

一、宏观经济环境	1
1.海内外重要政策及事件.....	1
2.7月工业、地产和投资均下滑，出口增速略有回落、外需转弱信号出现..	2
3. 7月金融数据出现贷款净减少，显示居民还贷意愿强烈，企业贷款需求不足.....	4
二、市场表现回顾	5
1.大类资产表现：A股指数持续调整、期限利差收窄、信用债收益率上行..	5
2.公募基金表现：8月以来短期纯债型基金表现相对占优，权益类基金持续走弱.....	11
3.集合信托发行情况：7月标品信托产品发行规模814.54亿.....	12
三、资产配置展望：年内可能还会有利率再度下行的机会，红利板块经历调整后再度迎来配置机遇	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30日，中共中央政治局会议强调逆周期调节加力。一是对经济增长形势判断更为谨慎，但完成全年经济社会发展目标决心坚定。二是逆周期调节加力，三季度关注财政节奏提速的可能性。三是持续推进地产、地方债务风险防范化解，银行资产质量压力整体可控。

货币政策方面，8月9日央行发布二季度货币政策报告，传递三大信号，指向央行对当前利率下行过快明显担忧。**信号 1**：央行对全球经济担忧有所升温，认为“全球经济增长动能偏弱、不同地区增长继续呈现分化态势”；对国内经济更为担忧，“经济稳定运行仍面临一些挑战”，“国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛”等方面。

信号 2：货币政策定调基本延续7月30日政治局会议、8月2日央行下半年工作会议等的表述，包括“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效；增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节”等。**信号 3**：防风险方面，新增“防范利率风险”，并表示“对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试”。央行在专栏4《资管产品净值机制对公众投资者的影响》中也指出“部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产，主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险”，指向央行对当前利率下行过快明显担忧。

财政政策方面，土地出让收入再创2022年7月以来最大单月降幅。根据财政部8月26日公布的数据，7月全国一般公共预算收入即狭义口径的财政收入同比下降1.9%，降幅较上月收窄0.7个百分点。财政收入增长主要仍靠非税收入支撑，当月非税收入同比高增14.6%，增速放缓1.9个百分点；税收收入则下降4%，降幅收窄4.6个百分点。作为地方财力的重要来源，土地出让收入不计入一般公共预算，而是纳入政府性基金预算管理。根据财政部数据计算，7月国有土地使用权出让收入同比下降40.3%，降幅较上月扩大5个百分点，连续两月创2022年7月以来最大单月降幅。财政部称，后几个月随着宏观政策落地见

效，经济回升向好态势不断巩固，再加上减税缓税等特殊因素影响逐步消退，将对财政收入增长形成支撑。

海外方面，美联储纪要显示 9 月降息是合适的，日本仍可能继续加息、日本股市承压。日本央行行长植田和男 8 月 23 日在日本国会听证会上表示，日本央行的基本立场没有改变，如果确信经济和通胀发展符合预期，日本央行将继续加息。当天晚上，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行会议上发言称，美联储政策转变的时点已到，坚定了市场美联储很快降息的预期。当地时间 8 月 21 日，美联储公布 7 月 30—31 日的会议纪要显示，绝大多数与会者认为，如果数据继续大体符合预期，在 9 月降息是合适的。

2.7 月工业、地产和投资均下滑，出口增速略有回落、外需转弱信号出现

7 月出口增速略有回落、进口增速转正，外需转弱信号出现。7 月对东盟、日本出口增速下滑：7 月出口金额（以美元计）同比+7.0%，6 月同比+8.6%。7 月我国整体出口额同比增速略有下行，主要受对东盟、日本出口增速下滑影响。7 月摩根大通全球制造业 PMI 指数降至 49.7%，结束了此前连续 6 月的扩张状态，后期我国出口增速可能会趋势性回落。**7 月进口同比增幅较快：**以美元计价，7 月进口额同比+7.2%，6 月同比-2.3%。7 月进口额同比增速明显反弹，表现超出预期，主要受上年同期基数走低以及当月工作日比去年同期多 2 个拉动。1-7 月出口增速比进口增速高出 1.2 个百分点，出口强、进口弱，受房地产行业持续调整影响，国内消费、投资需求还有待进一步提振。

7 月投资持续回落，消费增长从低位有所反弹。7 月投资持续回落，地产投资加速下滑：1-7 月固定资产投资累计同比+3.6%（前值+3.9%），今年 3 月以来固投累计同比从 4.5% 下降到 3.6%。从分项来看，房地产开发投资造成的负增长仍无法消除，制造业投资边际下滑，基础设施投资回升，但仍无法抵消上述问题。1-7 月制造业累计同比+9.3%（前值+9.5%）；房地产开发投资累计同比-10.2%（前值-10.1%）；基础设施投资累计同比+8.14%（前值+7.7%）。**7 月消费**

反弹微弱：1-7月社会消费品零售总额累计同比+3.5%（前值+3.7%），延续下滑趋势；7月社会消费品零售总额同比+2.7%（前值+2.0%）。7月当月同比下滑的品类包括金银珠宝（-10.4%）、服装（-5.2%）、化妆品（-6.1%）；增长为娱乐用品（+10.7%）、通讯器材类（+12.7%）。

7月工业低位徘徊、房地产持续恶化。**工业增加值低位徘徊：**1-7月规模以上工业增加值累计同比+5.9%（前值+6.0%）；7月规模以上工业增加值同比+5.1%（前值+5.3%）。7月份，41个大类行业中有33个行业增加值保持同比增长。7月份，规模以上工业619种产品中，有367种产品产量同比增长。**房地产销售下降、库存增长、价格降幅扩大：**1-7月商品房销售面积累计同比-18.6%（前值-19%）；待售面积累计同比+14.5%（前值+15.2%）；新建商品房销售价格指数当月同比降幅扩大，一线城市-4.2%（前值-3.7%），二线城市-4.8%（前值-4.5%），三线城市-5.8%（前值-5.4%）。

7月制造业 PMI 连续 3 个月低于临界值。**制造业 PMI 连续低于临界值：**7月制造业 PMI 49.4%，（环比-0.1个百分点），连续3个月低于临界值。建筑业、服务业景气度也降至低位。非制造业 PMI 为 50.2%（环比-0.3个百分点），综合 PMI 为 50.2%（环比-0.3个百分点）。**制造业新订单指数为 49.3%，环比下行 0.2 个百分点。**7月 PMI 生产指数较上月回落 0.5 个百分点，生产分项加速回落，这是拖累7月制造业 PMI 回落的主要原因。**服务业新订单指数为 46.7%，环比下行 0.4 个百分点。**从行业看，与居民出行和消费相关的铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量增长较快；零售、资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均低于 47.0%，景气度偏弱。

7月核心 CPI 仍然不强，PPI 继续磨底。**季节性因素导致 CPI 同比环比增速均有一定程度上升：**7月 CPI 同比+0.5%，前值为+0.2%；环比+0.5%，环比由负转正，季节性因素表现为食品价格环比提升明显，猪肉 CPI 当月同比+20.4%、畜肉类+4.9%；服务价格受到暑期出游影响环比提升明显，交通工具用燃料当月同比+5.1%。但核心 CPI（不包括食品和能源）同比+0.4%，前值为

+0.6%。1-7月，CPI 累计同比+0.2%，环比+0.1%；核心 CPI+0.6%，环比-0.1%。

PPI 继续磨底：7月 PPI 同比-0.8%，与前值持平；1-7月 PPI 累计同比-2.0%，收窄 0.1%。PPI 指数结构分化较为明显，上游采掘和原材料价格提升较快，但中下游工业品（加工品）出厂价格仍然有待提升。

总体来看，制造业 PMI 和非制造业 PMI 均在下滑，制造业连续 3 个月位于临界值以下，新订单指数收缩，国内需求走弱。从 CPI 来看，季节性因素稍大，核心 CPI 还没有好转；出口方面主要关注全球需求变化。从经济数据来看，7 月工业、地产和投资均下滑，主要经济变量表现均较差。

3. 7 月金融数据出现贷款净减少，显示居民还贷意愿强烈，企业贷款需求不足

社融规模仍然靠政府债支撑：1-7 月社会融资规模存量累计同比+8.2%（前值+8.1%）；7 月新增社融 7708 亿元，同比多增 2342 亿元。政府债的支撑依然明显，7 月政府债券融资新增 6911 亿元，同比多增 2802 亿元，自 5 月起对社融的支撑延续至今。

新增人民币贷款净减少：7 月新增人民币贷款-808 亿元；负增长说明实体经济融资需求不足，反映内需相对偏弱。同时，7 月本为信贷小月，绝对增长规模本就相对较小，对比 5、6、7 月同期平均新增 1.44 万亿元、2.44 万亿元、6230 亿元。

M2 增速一年半以来首次回升，M1 增速继续回落。7 月 M2 同比 6.3%，前值 6.2%，M1 同比-6.6%，前值-5.0%。M1 显示经济活力持续走弱，现金净减少持续影响消费、投资等行为。

二、市场表现回顾

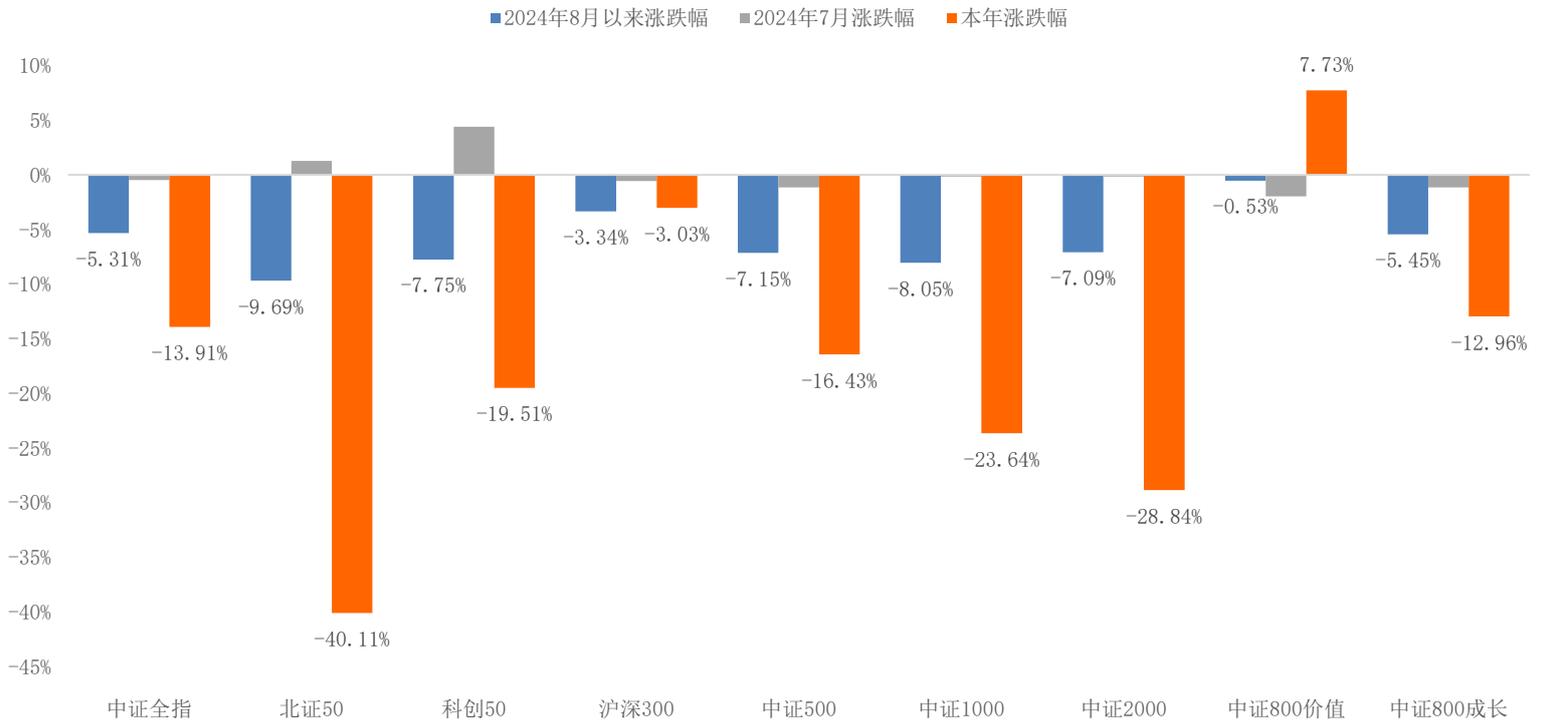
1. 大类资产表现：A 股指数持续调整、期限利差收窄、信用债收益率上行

A 股市场方面，8 月（截至 8 月 23 日，下同）以来 A 股市场主要指数持续走低，中证全指下跌 5.31%。目前来看内外因都有，从外因来看，全球都在交易美联储降息，从综合汇率来看，美元指数持续走低，全球资本在逃离美元。人民币也处于升值状态，但是相对于欧元、英镑的升值幅度，差距较大，全球资本并没有选择流向中国市场。此外，A 股市场还没有赚钱的示范效应，目前持续出现的抛盘，很有可能是部分基金由于持续下跌带来的被动减仓，这是短期市场面临的较大问题，单纯依靠宽基指数流入提供的流动性很难对冲。

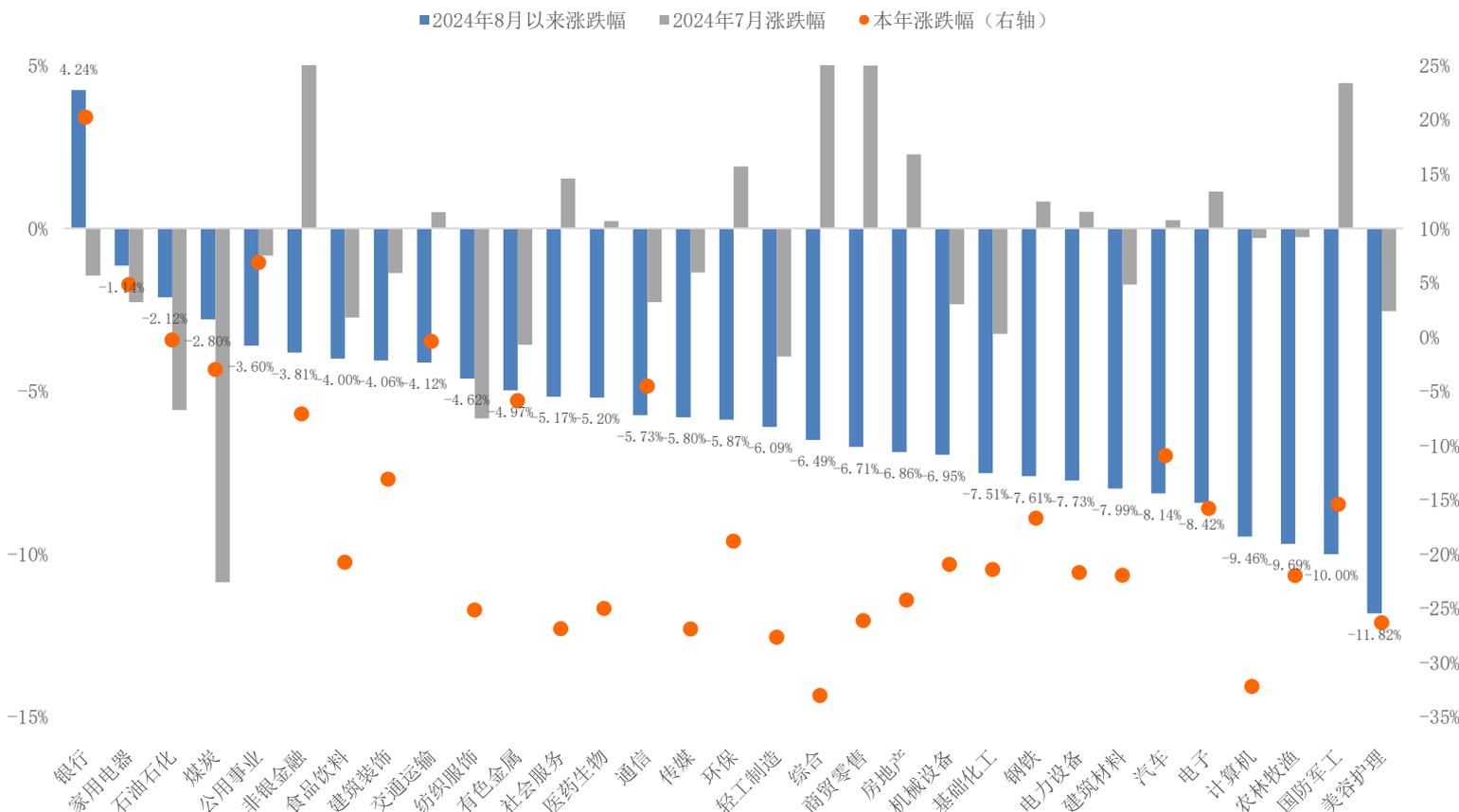
A 股行业风格方面，8 月以来银行、家用电器以及石油石化行业表现相对较好，而美容护理、国防军工和农林牧渔行业表现相对较差。从风格来看，8 月以来价值、成长风格都有所回落，价值风格相对较好，中证 800 价值指数下跌 0.53%，中证 800 成长指数下跌 5.45%。银行股作为能够提供稳健分红的高股息品种，在当前市场环境下具有较强的吸引力，尤其是在投资者风险偏好降低的背景下，高股息股票成为了资金的避风港。

全球股票市场方面，8 月以来 MSCI 越南指数、标普 500 以及纳斯达克指数表现较好，分别上涨 3.64%、2.03%、1.58%。近期全球市场波动较为剧烈。美联储降息确定性较大，美股“七巨头”赛道十分拥挤；日本央行进退两难，此前宣布加息引起动荡，若不加息日元贬值将带来输入型通胀；中国宏观基本面较为稳健，后续预计将有较多政策出台。所以投资者都在观望等待，虽然市场逻辑较为确定，但时机仍存在不确定性。

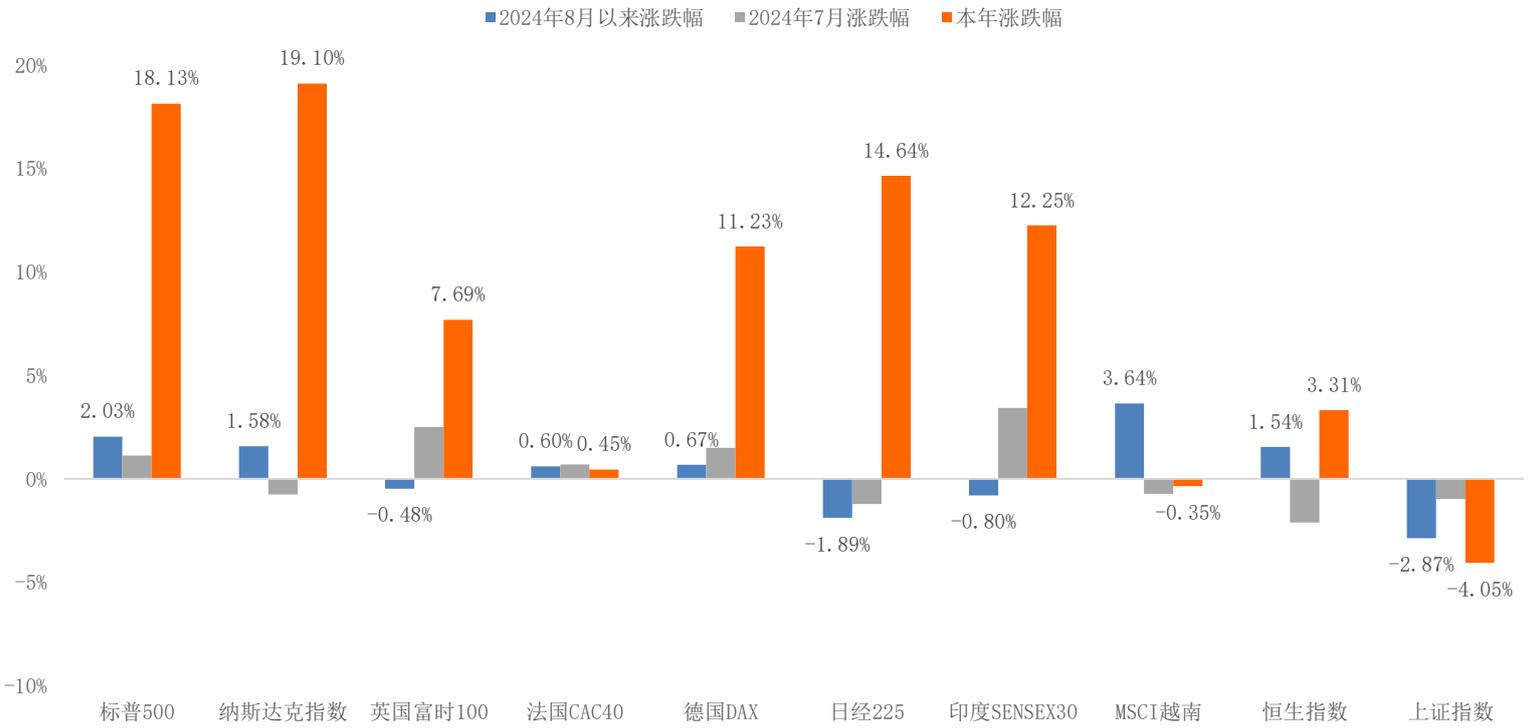
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



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

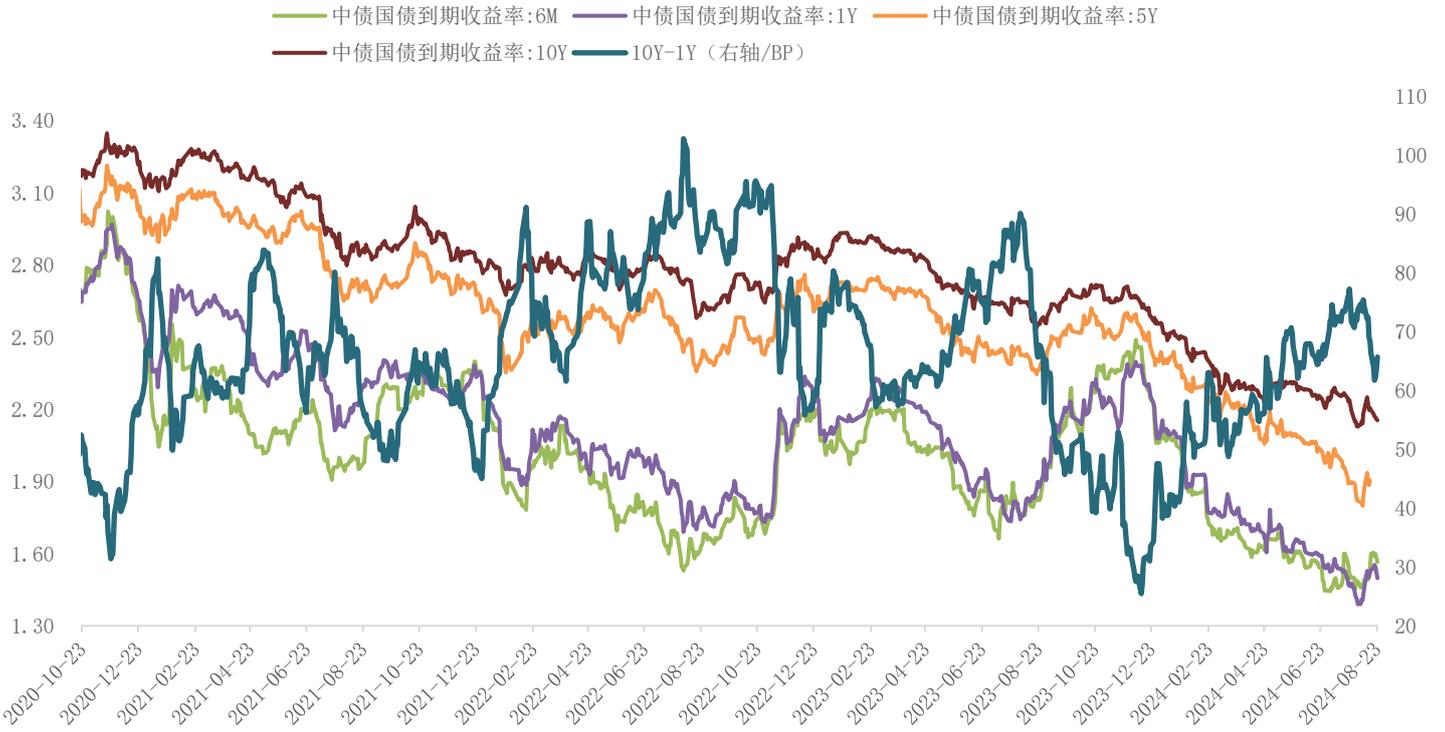


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 8 月 23 日 注：采用申万一级行业分类

利率债方面，8 月以来长短端国债利率走势分化，短端利率上升，长端利率维持稳定，10 年期中债国债到期收益率上行 0.53bp，为 2.1547%，期限利差收窄。其中，6 个月期品种上行 7.49bp，1 年期品种上行 7.72bp，5 年期品种下行 0.03bp，10 年期品种上行 0.53bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 65.74bp，较上月末收窄 7.19bp。

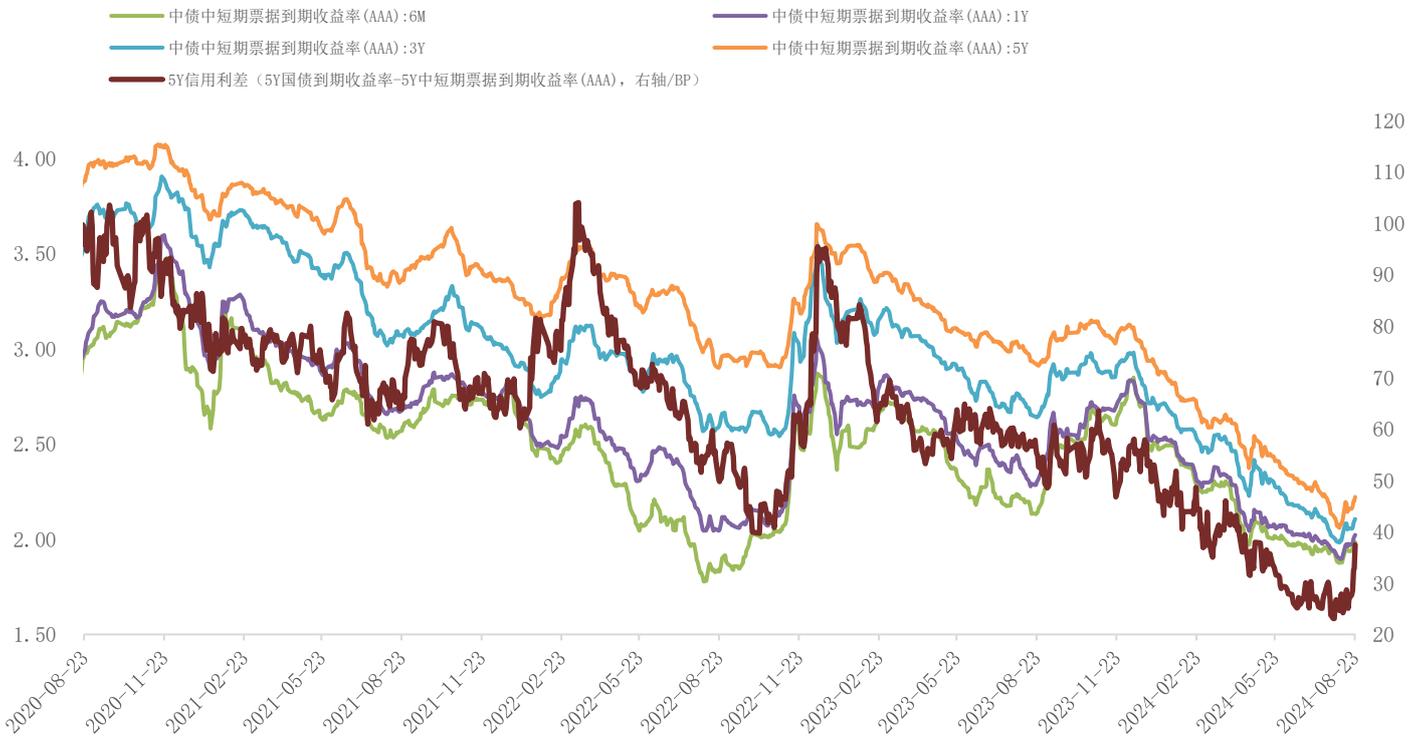
信用债方面，8 月以来长短期中债中短期票据到期收益率（AAA）全面上行，平均上行 9.45bp，信用利差走阔。其中，6 个月期品种上行 6.88bp，1 年期品种上行 9.11bp，3 年期品种上行 10.55bp，5 年期品种上行 11.27bp。5 年期的信用利差（5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据到期收益率（AAA））为 37.42bp，较上月末微阔 11.30bp。

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 8 月 23 日

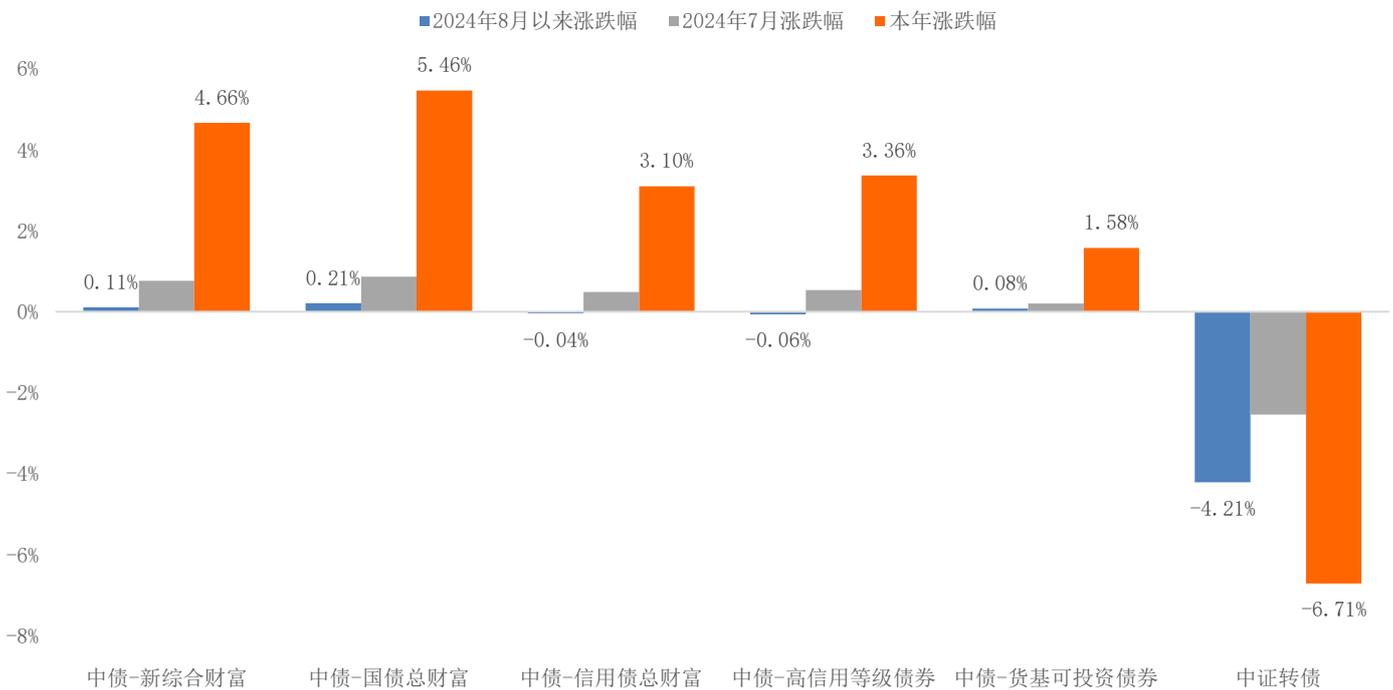
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 8 月 23 日

债券指数方面，8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0.11%、上涨0.21%、下跌0.04%、下跌0.06%、上涨0.08%，中证转债指数下跌4.21%。

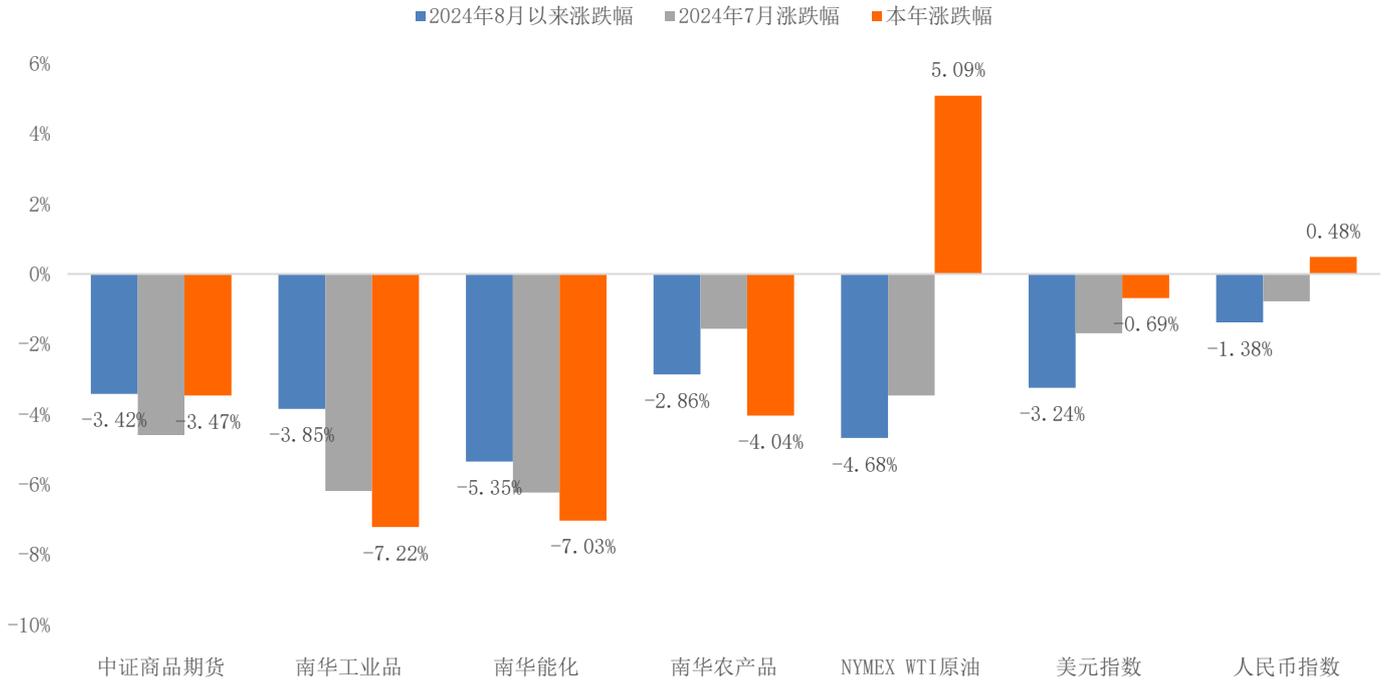
图表 6：债券市场主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至2024年8月23日

商品方面，8月以来 WTI 原油下跌 4.68%，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 3.42%、下跌 3.85%、下跌 5.35%、下跌 2.86%。汇率方面，8月以来美元指数录得跌幅 3.24%，人民币指数录得跌幅 1.38%。黄金方面，8月以来上海黄金现货录得涨幅 1.48%，8月23日收盘于 571.58 元/克。8月23日召开的 Jackson Hole 会议或成为美联储暗示后续货币政策重要节点的窗口，近期宏观数据对于商品价格的影响或被放大，而在宏观预期反复的过程中，供需基本面提供的锚点更显重要。美国宏观数据改善，软着陆预期增强伴随9月降息幅度预期收窄，有色、能源价格企稳。

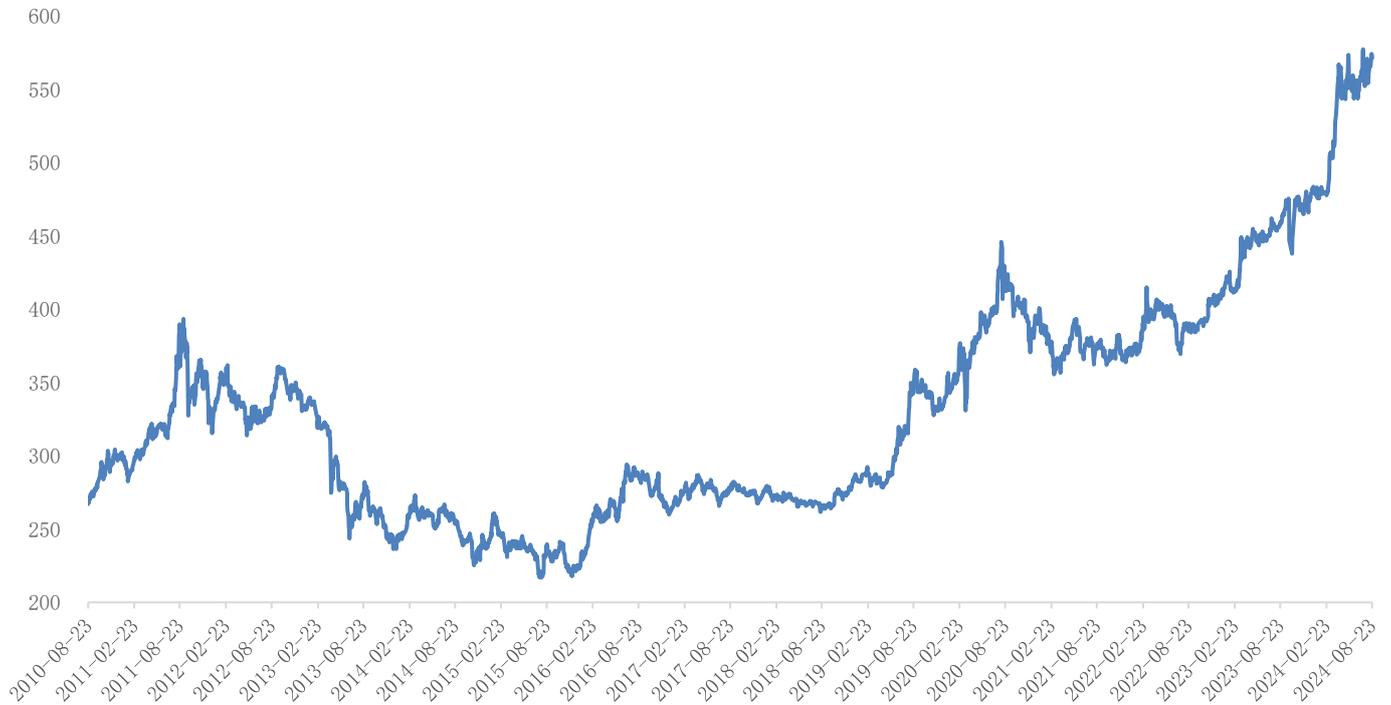
图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 8 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

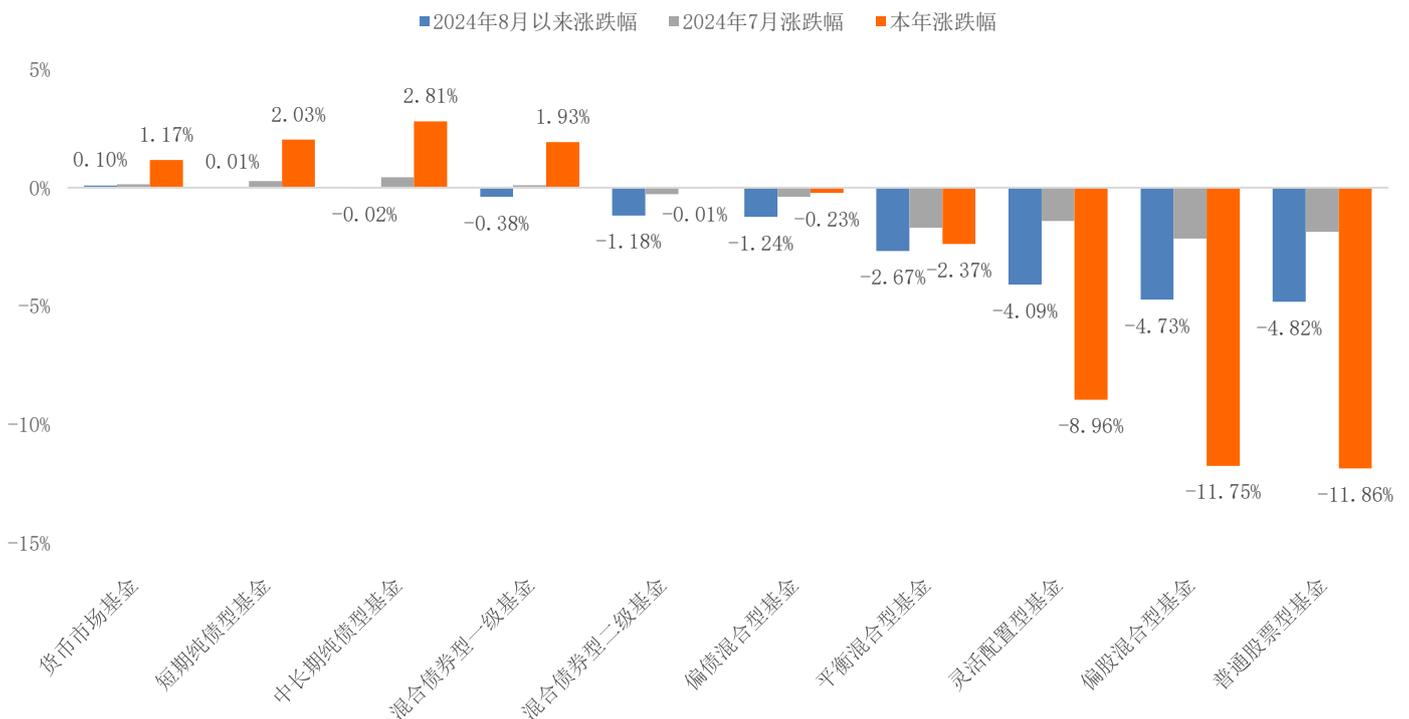


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 8 月 23 日

2.公募基金表现：8月以来短期纯债型基金表现相对占优，权益类基金持续走弱

8月以来A股市场持续调整，权益类公募基金多数录得负收益，普通股票型基金下跌4.82%，偏股混合型基金下跌4.73%，灵活配置型基金下跌4.09%，平衡混合型基金下跌2.67%；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1.24%，混合债券型二级基金下跌1.18%，混合债券型一级基金下跌0.38%；8月债券市场波动变大，中长期纯债型基金下跌0.02%，短期纯债型基金上涨0.01%，货币市场基金上涨0.10%。

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8月23日

3.集合信托发行情况：7月标品信托产品发行规模 814.54 亿

用益信托网数据，2024年7月，标品信托产品发行规模为814.54亿元，较6月上漲117.99%。按投资业务类型划分，配置类业务占比最高（53.48%），其次为固收类业务（45.69%）；按投资业务模式划分，纯债投资业务占比最高（44.32%），其次为TOF业务（41.13%）。

三、资产配置展望：年内可能还会有利率再度下行的机会，红利板块经历调整后再度迎来配置机遇

债券方面，从长端利率来说，在基本面和政策依然保持稳定的情况下，利率容易出现下行。但当前监管对于债市风险和高久期现象依然关注，因此整体利率预计继续保持震荡状态运行。随着近期信用债情绪的走弱，整体信用利差出现回升，中短端信用债的配置价值进一步提升；但是长端信用债由于久期偏高、信用利差更低、流动性也不佳等特点，当前性价比不强。**整体来说，年内可能还会有利率再度下行的机会，但需要等国内货币政策宽松空间进一步打开。**

权益方面，A股市场方面，情绪底一直没有出现，市场无量也是导致指数压力的原因，8月以来成交和指数相关性有所提高，在有效政策不出现的情境下，预计A股无量震荡仍会持续，**红利板块对冲经济压力同时受出口影响低，仍是比较推荐配置的方向，政策相关行情博弈难度较大。**对于港股和海外市场，过去一段时间波动较大的套息交易复盘来看，过去主要是资产端带动负债端出现问题，目前暂时不存在讲“套息交易逆转”的语境，从对全球权益资产有影响的部分看，7月底8月初才出现且目前已经基本恢复，往后看也不认为能够影响权益资产的套息交易逆转会因为美日利差收窄出现，换言之如若出现逆转，大概率仍是资产端的问题，而不太可能由利差收窄造成。