

政策释放积极信号，市场反弹有望延续

——2024年9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9月25日

○ 宏观经济环境

海内外重要政策及事件：

货币方面，央行推出系列货币政策支持房地产及资本市场高质量发展

财政方面，财政收入增长乏力，8月财政收入同比降幅扩大至2.8%

海外方面，美联储大幅降息50个基点，应对焦点从抑通胀转向稳就业

国内宏观经济：8月进出口超预期，投资、消费均走弱

国内金融数据：8月金融信贷增幅持续放缓，政府债券净融资依然是新增社融最大的支撑项

○ 市场表现回顾

大类资产表现：A股指数放量大涨、国债利率持续走低、信用利差

公募基金：9月以来偏债混合型基金表现相对占优，权益类基金先抑后扬

集合信托：8月标品信托产品发行规模467.10亿

○ 资产配置展望

新一轮货币政策打开债市空间，增量资金有望提振股票市场信心

目 录

一、宏观经济环境	1
1.海内外重要政策及事件.....	1
2. 8月进出口超预期，投资、消费均走弱.....	2
3. 8月金融信贷增幅持续放缓，政府债券净融资依然是新增社融最大的支撑项.....	3
二、市场表现回顾	4
1.大类资产表现：A股指数放量大涨、国债利率持续走低、信用利差.....	4
2.公募基金表现：9月以来偏债混合型基金表现相对占优，权益类基金先抑后扬.....	10
3.集合信托发行情况：8月标品信托产品发行规模467.10亿.....	10
三、资产配置展望：新一轮货币政策打开债市空间，增量资金有望提振股票市场信心.....	11

图表目录

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

一、宏观经济环境

1.海内外重要政策及事件

9月24日，国务院新闻办公室在北京举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问。政策层联合推出一系列刺激政策，有望推动四季度中国经济持续高质量发展。

货币政策方面，央行推出系列货币政策支持房地产及资本市场高质量发展。**第一**：降低存量房贷利率，统一房贷最低首付比例至15%。预计存量房贷利率平均下调50BP，惠及5000万户、1.5亿人口，减少家庭利息支出1500亿元；提高保障性住房再贷款政策央行出资的比例，全额提供低成本资金支持。**第二**：降准0.5个百分点，7天逆回购利率降0.2个百分点。年内视市场流动性，可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点；同时引导LPR和存款利率同步下行。**第三**：央行创设两项新工具支持回购和增持股票，首期额度合计8000亿元。创设证券、基金、保险公司互换便利，提升机构的资金获取能力和股票增持能力；创设股票回购增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。

财政政策方面，财政收入增长乏力，8月财政收入同比降幅扩大至2.8%。根据财政部9月20日公布的数据，8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2.8%，降幅较上月扩大0.9个百分点。其中，税收收入下降更快，同比下降5.2%，降幅扩大1.2个百分点；财政收入主要靠非税收入支撑，当月非税收入同比增长8.8%，但增速较上月回落5.7个百分点。消费税、个人所得税拖累8月税收收入，受地方多渠道盘活资产变现带动，非税收入较快增长；土地出让收入连续两月下跌超四成。财政部9月19日通报八起地方政府隐性债务问责的典型案例，包括一些地方政府在多家城投之间腾挪资金化债、违规向国企借款、要求银行长期垫款，一些公办学校和医院违规借贷融资等。

海外方面，美联储大幅降息50个基点，应对焦点从抑通胀转向稳就业。美

东时间 9 月 18 日，美联储在结束两天的议息会议之后宣布，将美国联邦基金利率目标区间下调 50 个基点至 4.75-5% 之间。9 月 20 日，日本央行决定将政策利率维持在 0.25% 不变，符合市场预期。此前，由于美联储在较长时间内维持高利率，而日本实施零利率政策，日美息差一直保持较大水平，日元也因此承压。

2.8 月进出口超预期，投资、消费均走弱

8 月出口仍然强势：最近 4 个月中国商品出口额增速保持了 7% 以上的水平。5 月至 8 月出口当月同比增速分别为 7.5%、8.6%、7.0%、8.7%。从主要品种来看，机电产品出口额与高新技术产品出口额继续加速。1-8 月中国机电产品出口额累计同比 6.5%（前值 5.6%），占出口额的比重为 59.1%；高新技术产品出口额累计同比 4.9%（前值 4.3%），占出口额比重为 24.1%。

8 月投资和消费持续回落：8 月份，社会消费品零售总额同比+2.1%（前值+2.7%）；1-8 月份累计同比+3.4%（前值+3.5%）。1-8 月份固定资产投资累计同比+3.4%（前值+3.6%）。**8 月房地产市场持续走弱：**8 月份，房地产投资、销售持续下行，1—8 月份，全国房地产开发投资同比-10.2%（前值-10.2%）；商品房销售面积累计同比-18.00%（前值-18.00%）；商品房待售面积累计同比+13.9%（前值+14.5%），一二三线城市二手住宅价格均在走弱。

8 月制造业 PMI 延续下行，供需双双走弱。8 月制造业信心持续下降，连续 4 个月低于临界值，8 月制造业 PMI 指数为 49.10（前值 49.40），连续 4 个月低于 50 线。从分项来看，生产指数为 49.80（前值 50.10），新订单指数为 48.90（前值 49.30），原材料库存为 47.60（前值 47.80），从业人员指数为 48.10（前值 48.30）。**服务业小幅走强，综合仍低于临界值：**8 月，非制造业商务活动指数为 50.30，（前值 50.20）。从分项来看，建筑业为 50.60（前值 51.20）；服务业为 50.20（前值 50.00）。铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间；资本市场服务、房地产、居民服务等行业商务活动指数低于临界点。

8 月 PPI 同比、环比均走弱，核心 CPI 走弱。8 月 CPI 正增长来自于食品

价格，8 月份，CPI 同比+0.6%（前值+0.5%）；食品价格+2.8%，非食品价格+0.2%；消费品价格+0.7%，服务价格+0.5%。1-8 月平均，CPI 累计同比+0.2%（前值+0.2%）。8 月核心 CPI 同比+0.3%（前值+0.4%）。8 月 PPI 出现回落，8 月份，PPI 同比-1.8%，环比-0.7%，前值-0.8%；1-8 月平均，PPI 同比-1.9%，前值-2.0%。中下游行业中，大部分行业价格仍在下探，飞机制造、工业机器人制造、计算机整机制造等行业价格表现较好。

总体来看，8 月经济数据全面走弱，通胀弱、PMI 信心不足；投资和消费持续走弱，地产大幅下行过程中，唯一的亮点仍然是出口。8 月制造业信心进一步降低，制造业各项指数均位于景气度以下，PMI 走弱趋势比较明显。

3. 8 月金融信贷增幅持续放缓，政府债券净融资依然是新增社融最大的支撑项

政府债券净融资依然是 8 月新增社融最大的支撑项，推动社融规模高于市场预期，但是新增信贷延续此前总量和结构双弱的特征，六成以上为票据融资。

2024 年 1-8 月人民币贷款增加 14.43 万亿元，比上年同期少 3 万亿元；社会融资规模增量累计为 21.9 万亿元，比上年同期少 3.32 万亿元。从单月数据看，8 月新增人民币贷款 9000 亿元，同比少增 4600 亿元；7 月社融增量为 3.03 万亿元，上年同期为 3.13 万亿元。

8 月新增信贷延续最近一段时间总量和结构双弱的特征，非金融企业和居民部门融资意愿进一步下降，票据融资占新增信贷总量超六成。分部门看，8 月住户贷款增加 1900 亿元，同比少增 2022 亿元。其中，短期贷款增加 716 亿元，同比少增 1604 亿元；中长期贷款增加 1200 亿元，同比少增 402 亿元。

货币供应方面，广义货币（M2）增速较为平稳，但是狭义货币（M1）增速继续下探，“M2-M1 剪刀差”扩大。8 月末 M2 同比增速持平于 7 月末的 6.3%，高于预测均值 6.2%；M1 同比下降 7.3%。近期 M1 增速持续下降就主要与治理手工补息、存款向理财分流、存款定期化等因素有关。从存款整体来看，近期存款总量仍保持增长，但活期存款尤其是企业活期存款出现一定分流。

二、市场表现回顾

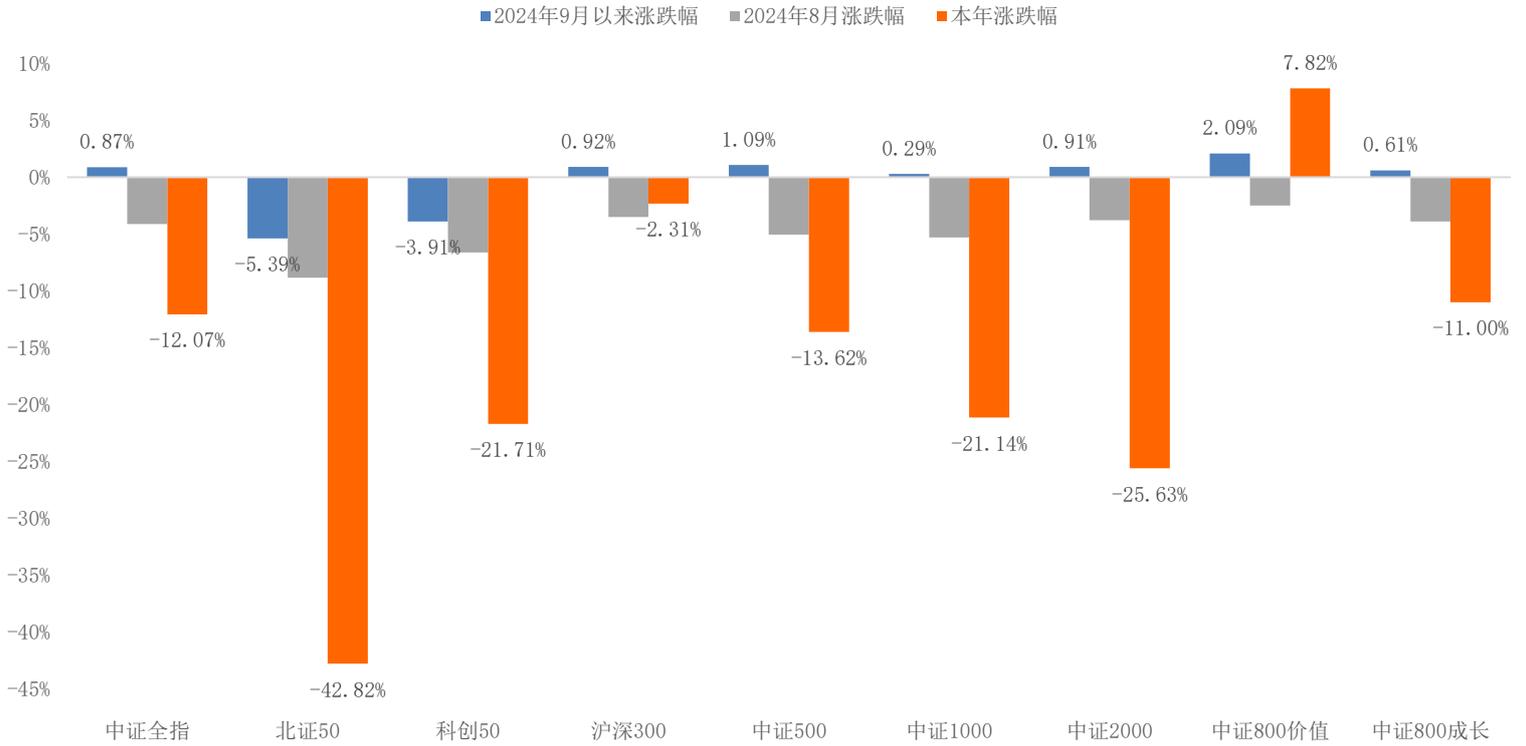
1. 大类资产表现：A 股指数放量大涨、国债利率持续走低、信用利差

A 股市场方面，9 月（截至 9 月 24 日，下同）以来 A 股市场主要指数先抑后扬，中证全指上涨 0.87%。9 月初市场处于震荡磨底阶段，市场持续缩量，投资者信心不足，情绪较为谨慎，市场波动较大是这一阶段的主要特征。9 月 24 日，一系列政策出台，刺激 A 股市场大涨。9 月 24 日上证综指大涨 4 个点一举收复 2850 点，全 A 成交量近万亿，放量大涨，年内 A 股双底构筑基本明确。基于当前双底形态构筑明确，市场投资者更应关注的问题是围绕短期反弹的空间、结构、持续性与节奏等。

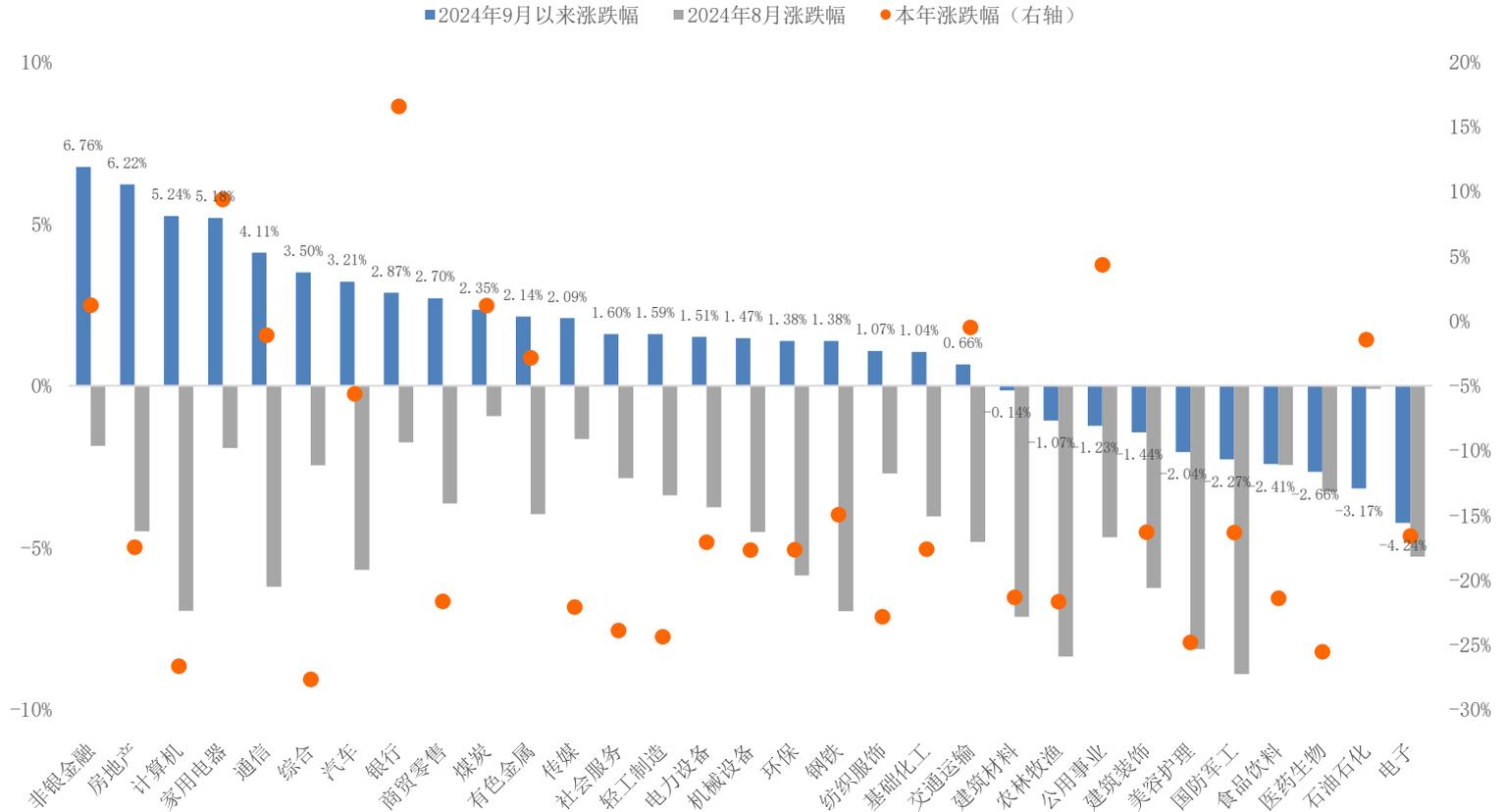
A 股行业风格方面，9 月以来非银金融、房地产以及计算机行业表现相对较好，而电子、石油石化和生物医药行业表现相对较差。从风格来看，9 月以来价值、成长风格都有所上涨，价值风格相对较好，中证 800 价值指数上涨 2.09%，中证 800 成长指数上涨 0.61%。降低房贷首付的力度较明显，会吸引刚需人群更积极考虑购买房产，但对于其他非刚需群体，或许仍然以观望甚至是出售为主。地产板块的部分标的已经出现了连续数日的上涨，实际上这也从侧面印证了政策层面的利好。

全球股票市场方面，9 月以来恒生指数、印度 SENSEX30 以及纳斯达克指数表现较好，分别上涨 5.62%、3.09%、2.04%。美联储降息，推动港股大涨，港股与美股联动性更强，对来自全球的资本更加敏感，因此也迎来走强行情。从另一个角度来看，港股大涨，可以理解为全球资本开始向新兴市场流动的预期增强。A 股成交量相对近期水平明显放量，资金出现流入迹象。从大的区间来看，A 股估值水平处于历史低位，且已经持续地量调整一段时间，具备的见底的条件，在美联储降息落地的背景下，市场有望展开反弹。

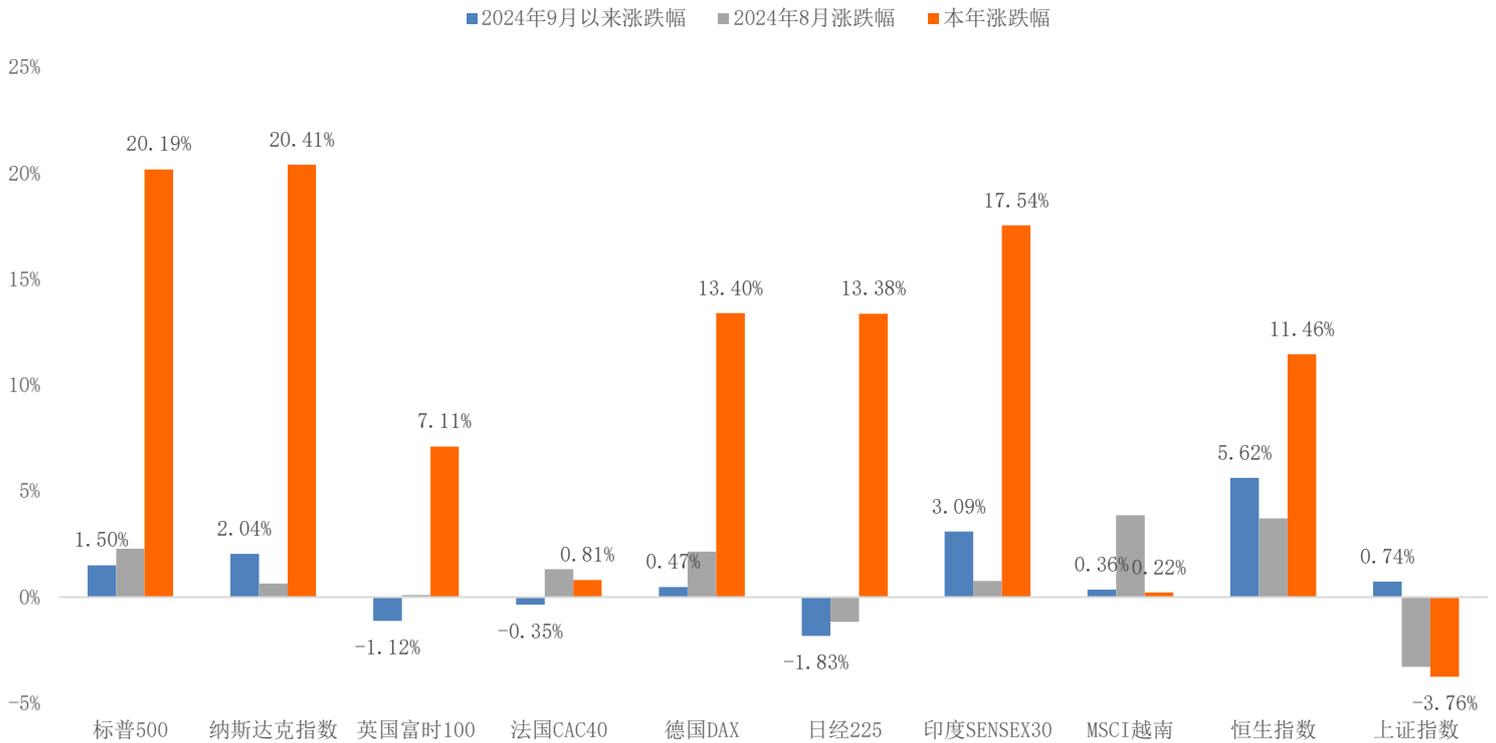
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



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

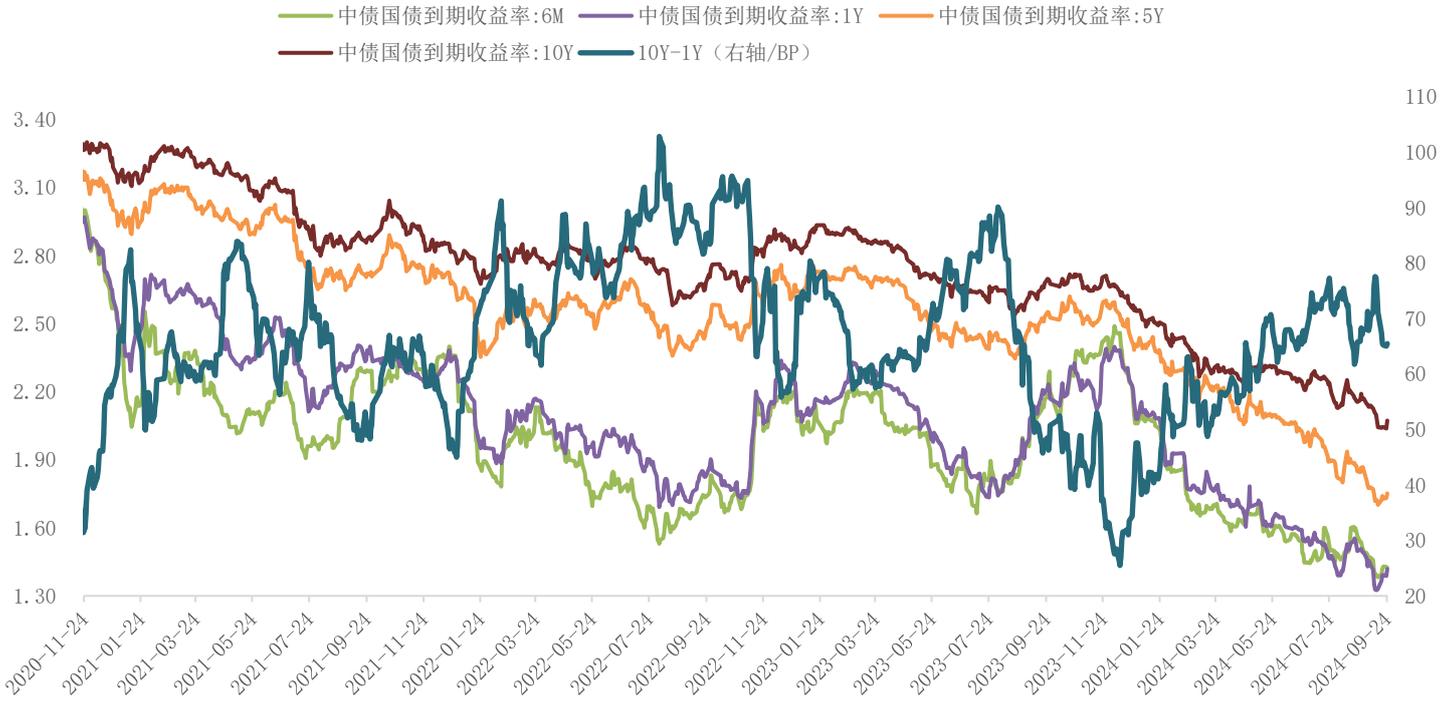


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 9 月 24 日 注：采用申万一级行业分类

利率债方面，9 月以来长短端国债利率持续走低，平均下行 11.23bp，10 年期中债国债到期收益率下行 9.76bp，为 2.0728%，期限利差收窄。其中，6 个月期品种下行 7.04bp，1 年期品种下行 7.21bp，5 年期品种下行 10.01bp，10 年期品种下行 9.76bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 65.49bp，较上月末收窄 2.55bp。

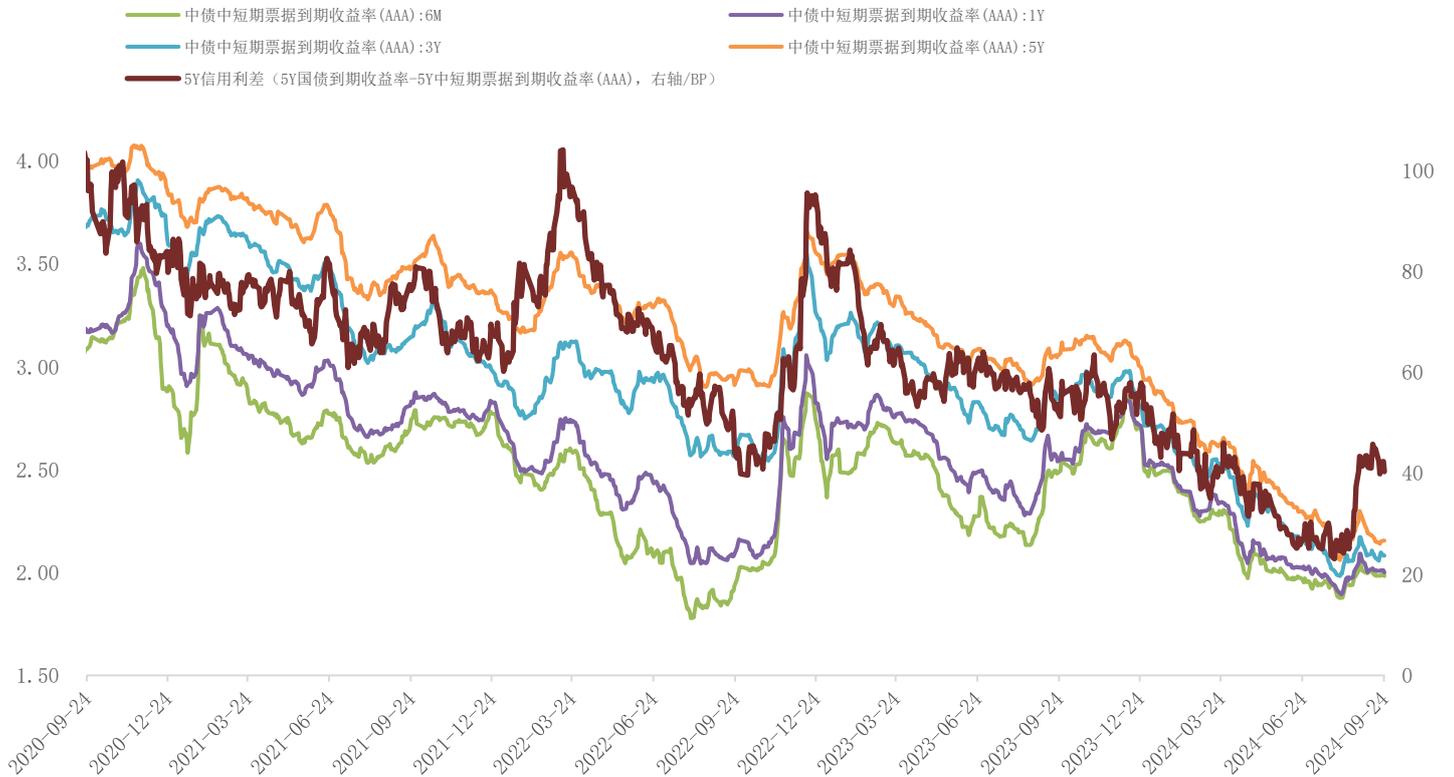
信用债方面，9 月以来长短期信用债中短期票据到期收益率（AAA）全面下行，平均下行 6.33bp，信用利差收窄。其中，6 个月期品种下行 2.70bp，1 年期品种下行 5.62bp，3 年期品种下行 5.92bp，5 年期品种下行 11.09bp。5 年期的信用利差（5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据到期收益率（AAA））为 40.30bp，较上月末收窄 1.08bp。

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 9 月 24 日

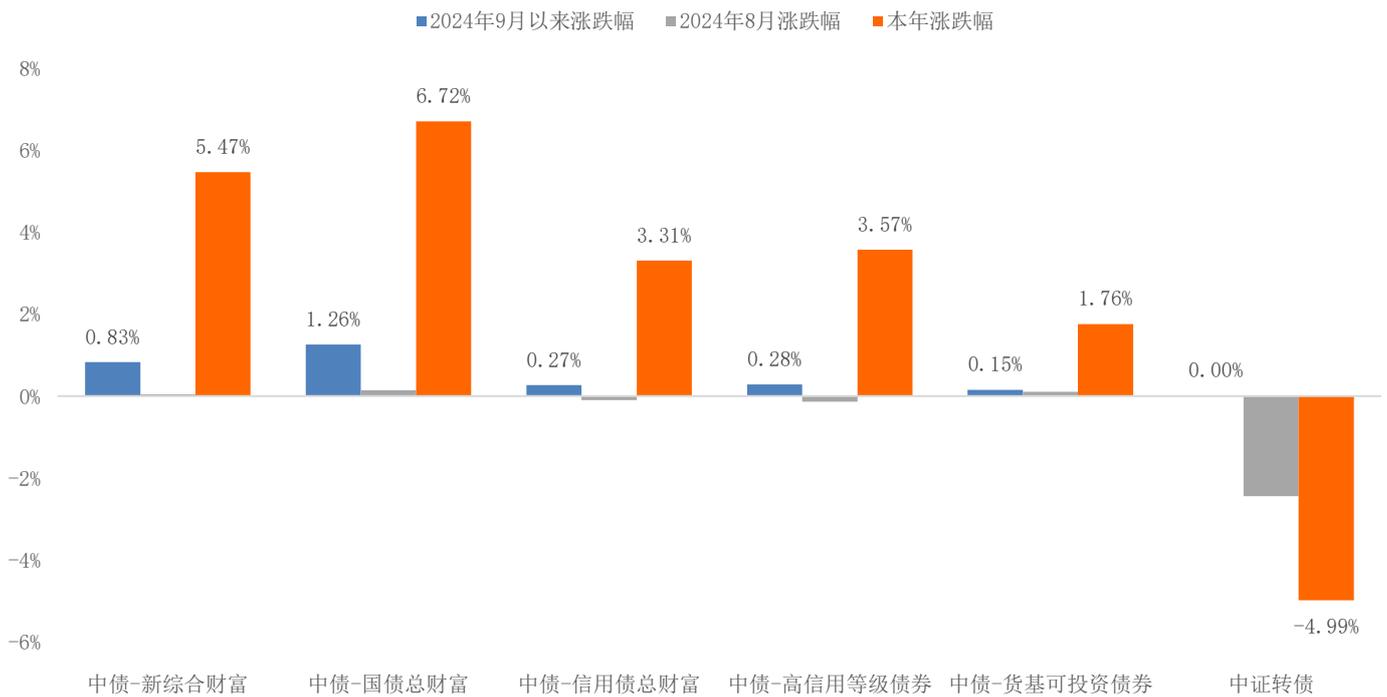
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 9 月 24 日

债券指数方面，9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0.83%、上涨1.26%、上涨0.27%、上涨0.28%、上涨0.15%。

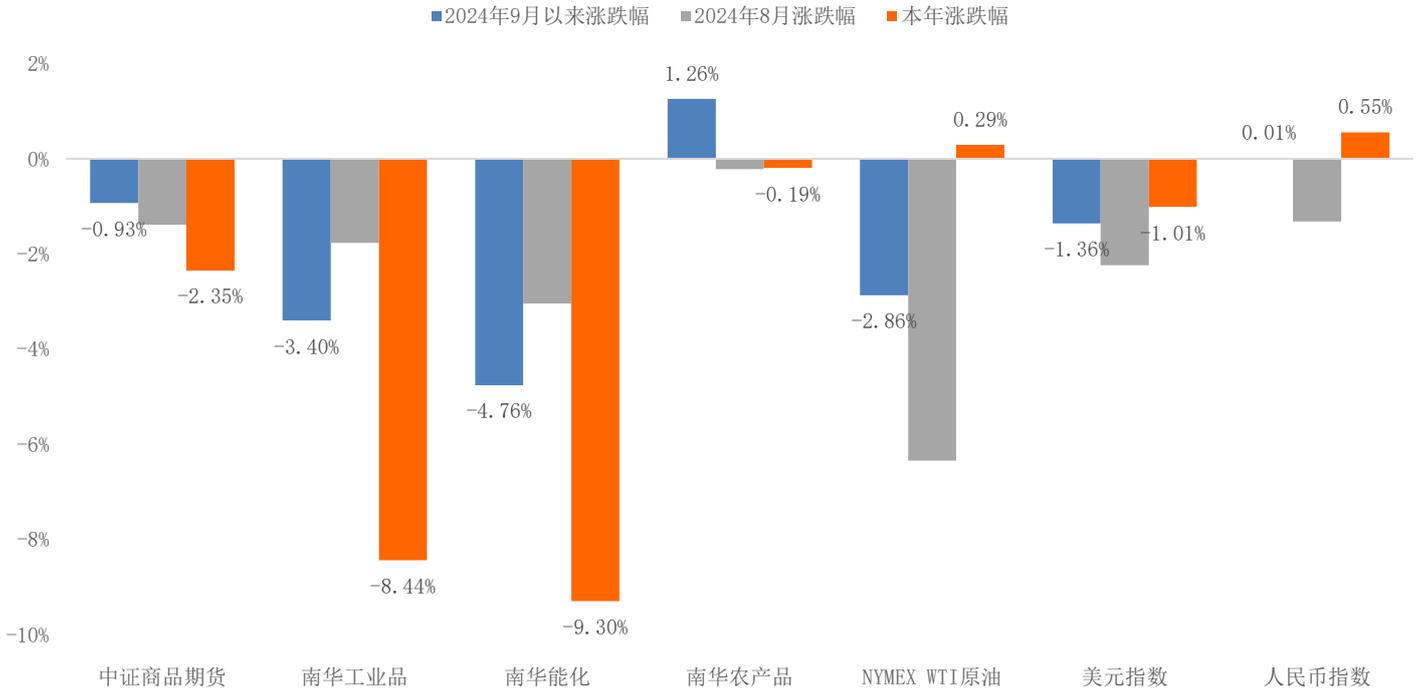
图表 6: 债券市场主要指数涨跌幅



数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 9 月 24 日

商品方面，9月以来 WTI 原油下跌 2.86%，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 0.93%、下跌 3.40%、下跌 4.76%、上涨 1.26%。汇率方面，9月以来美元指数录得跌幅 1.36%，人民币指数录得涨幅 0.01%。黄金方面，9月以来上海黄金现货录得涨幅 3.24%，9月24日收盘于 592.00 元/克。美联储 9月18日降息 50个基点，至此全球主要经济体均进入了降息周期，这极大地提振了全球的风险偏好。回归原油自身供需，最大的利好是原油库存依旧维持低位，尤其是美国 WTI 交割地库欣库存降至五年同期最低，也几乎是有记录以来的最低。

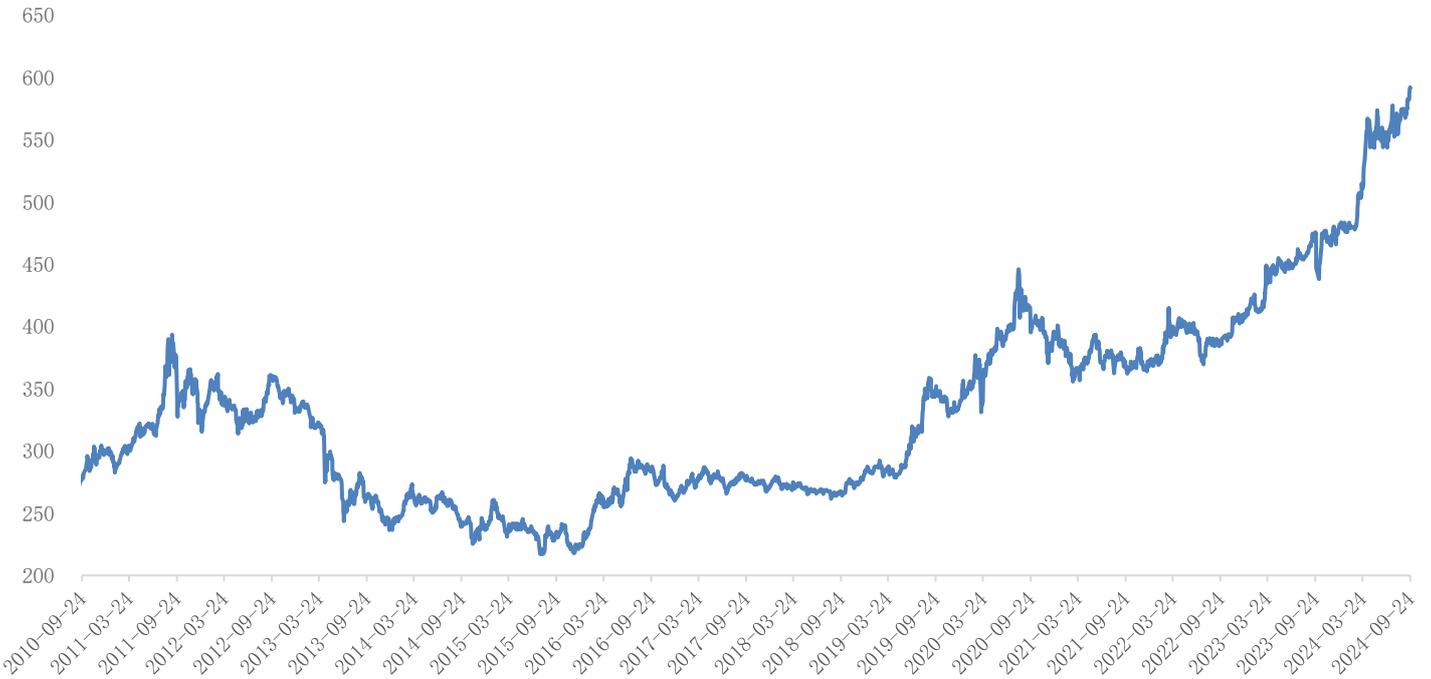
图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 9 月 24 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

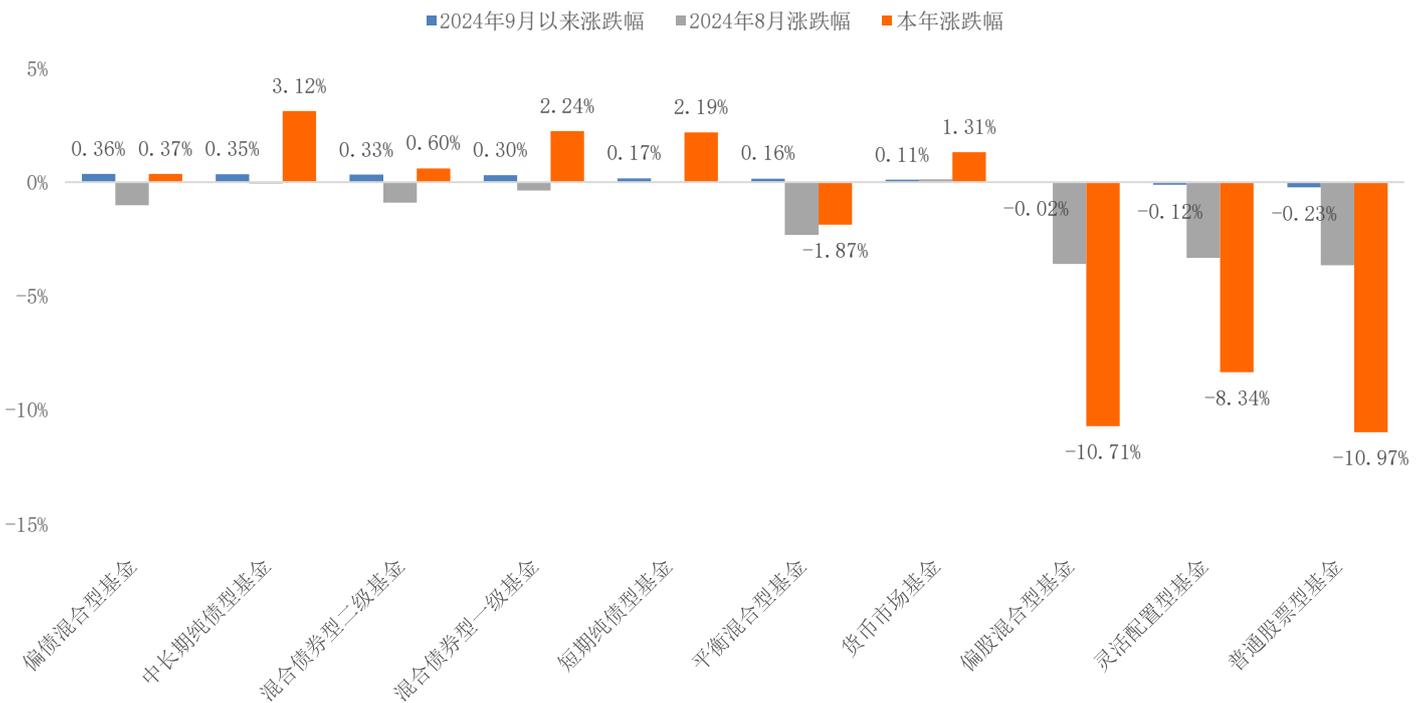


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 9 月 24 日

2.公募基金表现：9月以来偏债混合型基金表现相对占优，权益类基金先抑后扬

9月以来A股市场受政策驱动，先抑后扬，截至9月24日，普通股票型基金下跌0.23%，灵活配置型基金下跌0.12%，偏股混合型基金下跌0.02%，平衡混合型基金上涨0.16%；含权益的偏债类基金大部分录得正收益，偏债混合型基金上涨0.36%，混合债券型二级基金上涨0.33%，混合债券型一级基金上涨0.30%；9月债券市场正当走强，中长期纯债型基金上涨0.35%，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9月24日

3.集合信托发行情况：8月标品信托产品发行规模467.10亿

用益信托网数据，2024年8月，标品信托产品发行规模为467.10亿元，较7月下降42.65%。按投资业务类型划分，固收类业务占比最高（54.86%），其次

为配置类业务（42.84%）；按投资业务模式划分，纯债投资业务占比最高（51.06%），其次为 TOF 业务（31.96%）。

三、资产配置展望：新一轮货币政策打开债市空间，增量资金有望提振股票市场信心

债券方面，全球流动性拐点出现，货币政策较此前更加积极。本次降息降准同步公告且降息步幅比较大，达到了 20BP。对于接下来的货币政策也做了比较罕见的预期引导，如继续降准，股市、地产托底政策是否可以有增量，都做了延展。根据 9 月美联储议息会议，年内或还有 2 次合计 50BP 降息空间，国内货币政策继续降息也保留了一定的空间。因为降准带来的资金面利好，银行间的负债结构预计有所改善，前期调整的同业存单预计迎来修复。需求方面理财增量资金流入仍然维持在较高水平，同时信用利差有所修复，预计 10 月信用债有一定机会。

权益方面，9 月 A 股市场转为边际回升，反弹有望延续。9 月美国降息预期抬升，全球资金有望迎来再配置，或利好中国资产；结合当前经济及市场环境，稳增长稳预期政策有望进一步加码；中报业绩期结束，9 月进入业绩真空期，部分领域基本面压力阶段性释缓。9 月 24 日国新会明确释放积极的稳经济、稳市场、稳预期信号，带来投资者风险偏好的明显改善。直接受益于国新会精神的券商、保险可能短期较为强势；预期变化时期地产链和泛消费也有阶段性机会，但持续性需要关注后续基本面预期能否持续改善。