

# 政策环境迎来边际改善，市场积极因素持续积累

——2024 年 1 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 1 月 29 日

### ○ 宏观经济环境

#### 海内外重要政策及事件：

央行表明要结合对物价趋势的判断，前瞻性把握好实际利率水平  
金融监管总局表示加快推进城市房地产融资协调机制落地见效  
证监会部署 2024 年工作强调以投资者为本  
红海危机持续冲击贸易供应链  
美国 12 月 CPI 涨幅超预期，美元大涨美债收益率拉升

**国内宏观经济：**宏观经济展现增长态势，总需求仍显不足

**国内金融数据：**居民贷款继续缓慢修复，央行预告降准定向降息

### ○ 市场表现回顾

**大类资产表现：**开年以来权益市场持续走弱、债券走强

**公募基金：**基金发行规模回升、股基表现不佳

**集合信托：**12 月集合信托发行规模明显增长

### ○ 配置建议：股票>债券>大宗商品

**权益市场：**市场整体估值已经处于较为极端状态

**债券市场：**没有出现明显利空债市的因素

**大宗商品：**红海危机有可能推升能源价格

**信托产品：**投资多品类信托实现资产配置布局

## 目 录

一、宏观经济环境 .....	1
1.海内外重要政策及事件.....	1
2.宏观经济展现增长态势，总需求仍显不足.....	2
3.居民贷款继续缓慢修复，央行预告降准定向降息.....	6
二、市场表现回顾 .....	7
1.大类资产表现：开年以来权益市场持续走弱、债券走强.....	7
2.公募基金发行及表现：基金发行规模回升、股基表现不佳.....	12
3.集合信托发行情况：12月集合信托发行规模明显增长.....	14
三、资产配置建议 .....	14
1.总体配置建议为：股票>债券>大宗商品 .....	14
2.信托产品配置.....	16

## 图表目录

图表 1：2023 年中国 GDP 增速 .....	2
图表 2：不同产业对 2023 年 GDP 贡献.....	2
图表 3：12 月工业增加值、社零、投资及出口同比数据（单位：%） .....	3
图表 4：2023 年 12 月房地产市场表现.....	4
图表 5：2023 年 12 月房地产投资 .....	4
图表 6：12 月制造业与非制造业 PMI 景气度.....	5
图表 7：12 月制造业 PMI 生产量、新订单及原材料库存.....	5
图表 8：2023 年 12 月 CPI、PPI 价格指数变动 .....	5
图表 9：2023 年 12 月份社融信贷数据 .....	6
图表 10：十年期国债收益率.....	7
图表 11：A 股市场主要指数涨跌幅 .....	8
图表 12：A 股市场各行业板块涨跌幅.....	8
图表 13：全球主要股票市场指数涨跌幅.....	8
图表 14：中债国债到期收益率.....	9

---

图表 15: 中债中短期票据到期收益率(AAA).....	10
图表 16: 债券市场主要指数涨跌幅.....	10
图表 17: 大宗商品与货币主要指数涨跌幅.....	11
图表 18: 上海黄金现货走势.....	12
图表 19: 公募基金月度发行规模及趋势.....	13
图表 20: 各类型公募基金成立规模.....	13
图表 21: 各类型公募基金表现.....	13
图表 22: 股债性价比模型.....	16
图表 23: 中证全指 PE 估值.....	16

## 一、宏观经济环境

### 1. 海内外重要政策及事件

央行表明要结合对物价趋势的判断，前瞻性把握好实际利率水平。1月24日，中国人民银行行长潘功胜在新闻发布会上表示，2024年，在总量方面，央行将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，使社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。央行也将在银行支持实体经济可持续和风险可控的前提下，完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，督促报价行提高报价质量；同时加强贷款利率监测与自律管理，防范企业部门资金空转和套利。

金融监管总局表示加快推进城市房地产融资协调机制落地见效。1月12日，住建部、金融监管总局曾联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》称，协调机制根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送；同时，对存在重大违法违规行为、逃废金融债务等问题的房地产开发企业和项目，要提示金融机构审慎开展授信。

证监会部署 2024 年工作强调以投资者为本。1月25日至26日，证监会2024年系统工作会议召开，分析资本市场形势。大力推动提升上市公司的可投性；加快构建中国特色估值体系，推动将市值纳入央企国企考核评价体系，研究从信息披露等角度加大对低估值上市公司的约束。从维护市场公平性出发，系统梳理评估资本市场关键制度安排，重点完善发行定价、量化交易、融券等监管规则，旗帜鲜明地体现优先保护投资者特别是中小投资者的合法权益。

红海危机持续冲击贸易供应链。自2023年11月中旬，盘踞也门西北部的胡塞武装屡袭商船、造成红海断航以来，红海地区的地缘紧张局势已持续两月有余。由于航企纷纷绕行好望角，进入红海的船舶流量大降，由此造成的运输延期、成本激增，也进一步扰动全球货物、能源和粮食供应链；但不断升级的国际应对手段，仍未起到迫使胡塞武装收手的效果。

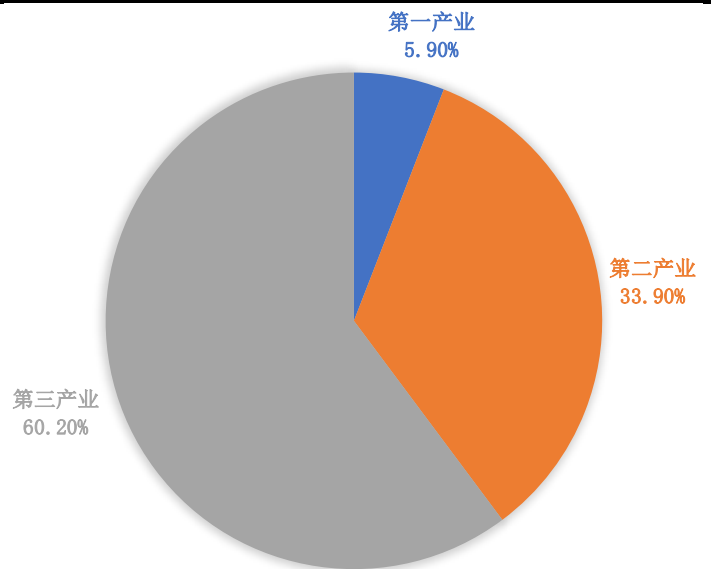
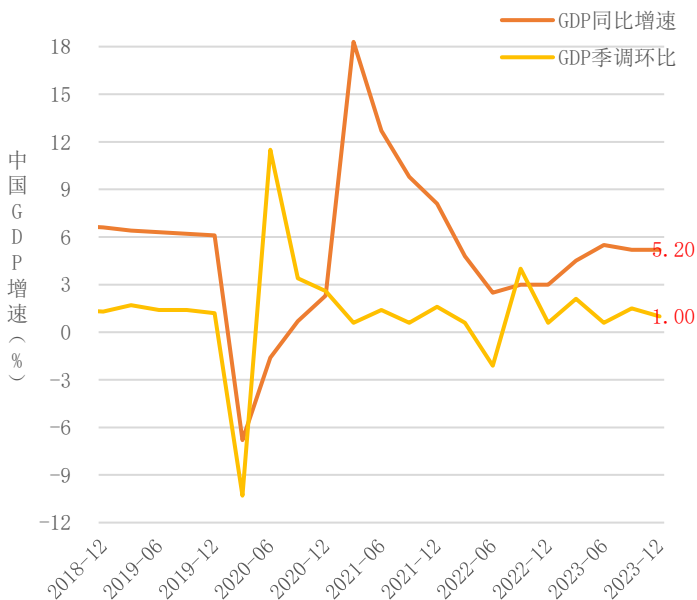
美国 12 月 CPI 涨幅超预期，美元大涨美债收益率拉升。2024 年 1 月 11 日，美国劳工部公布最新通胀数据显示，2023 年 12 月美国 CPI 同比上涨 3.4%，高于前值 3.1%，核心 CPI 同比上涨 3.9%，低于前值 4%。彭博数据显示，市场对二者的预期分别是 3.2%和 3.8%。数据公布之后，市场对美联储未来降息预期回落，美债收益率和美元指数显著拉升。

## 2.宏观经济展现增长态势，总需求仍显不足

2023 年中国 GDP 同比增长 5.2%，完成年初目标。从季度走势看，由于 2022 年同期低基数效应，市场对 2023 年中国经济恢复抱有较高期待，但恢复不及预期，二季度多项经济指标低于预期，三季度在稳增长政策加码的推动下，增长加速。2023 年一到四季度，GDP 同比分别增长 4.5%、6.3%、4.9%和 5.2%。从季调后环比来看，各季度增速分别为 2.1%、0.6%、1.5%和 1.0%，四季度增长势头略有放缓。

图表 1：2023 年中国 GDP 增速

图表 2：不同产业对 2023 年 GDP 贡献

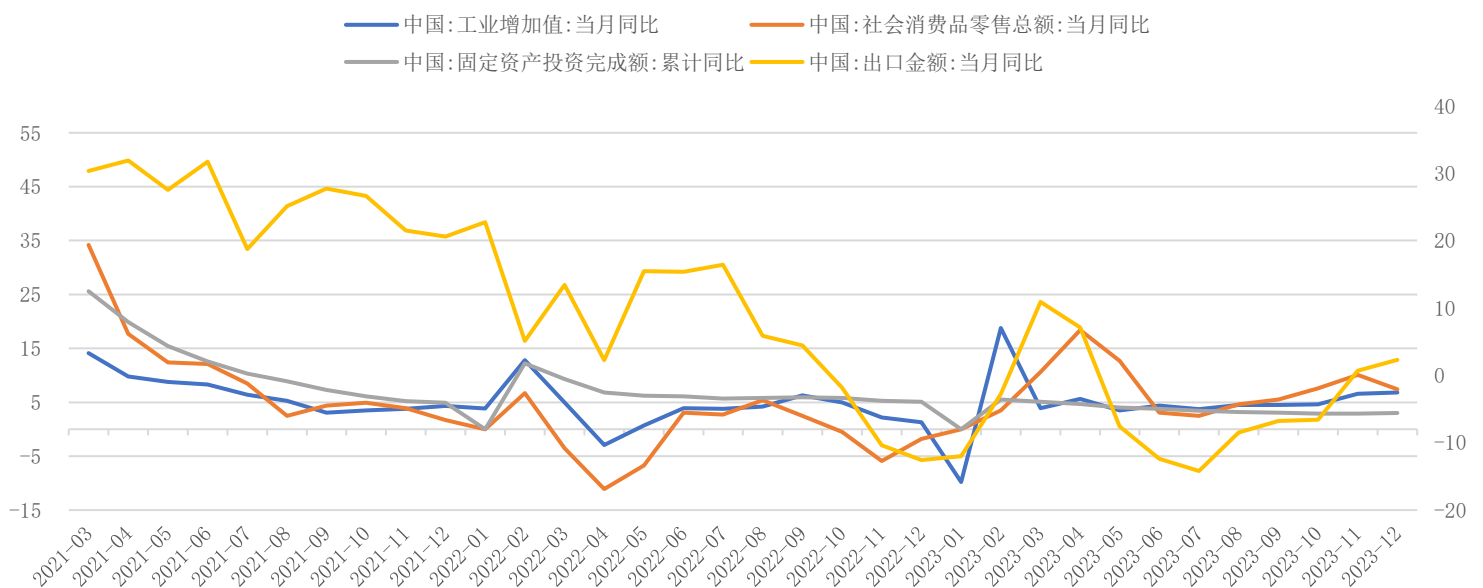


资料来源：Wind，百瑞信托

2023 年末经济指标分化，宏观上总需求不足、微观上信心不振。2023 年 12

月当月，生产端，规模以上工业增加值同比增速微升，需求端，社会消费品零售总额表现不及预期，投资增速超预期微升，地产投资仍是拖累。12月工业增加值当月同比 6.80%（11月 6.60%）、社会消费品零售总额当月同比 7.40%（11月 10.10%）、固定资产投资完成额累计同比 3.00%（11月 2.90%）、出口金额当月同比 2.30%（11月 0.70%）。

图表 3：12 月工业增加值、社零、投资及出口同比数据（单位：%）

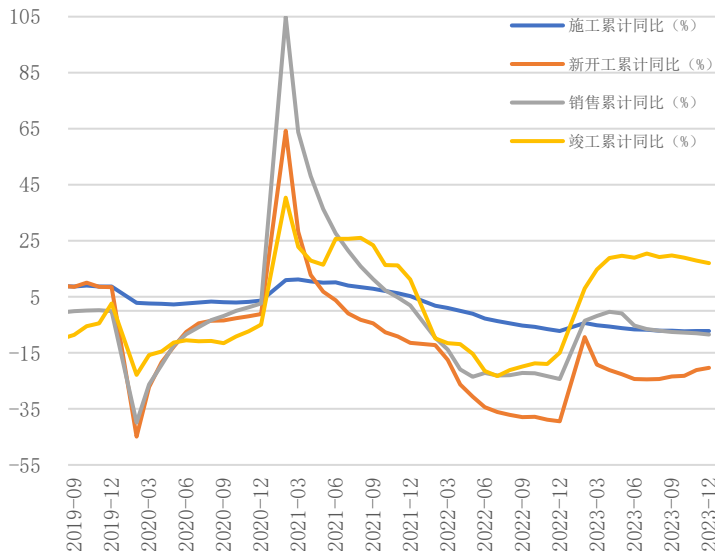


资料来源：Wind，百瑞信托

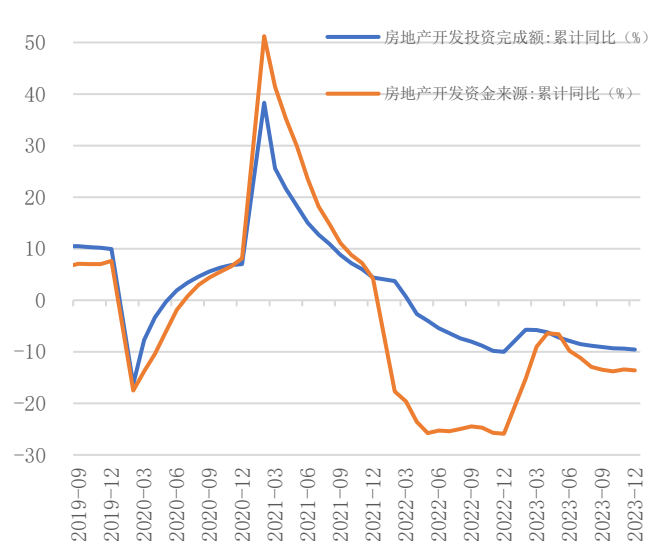
从房地产先行指标来看，12月仅商品房竣工面积同比增速有所加快；商品房销售、新开工、施工、投资完成额不同程度低于前值。1-12月房地产市场新开工面积累计同比下降 20.40%（11月-21.20%）；施工面积累计同比下降 7.20%（11月-7.20%）；销售面积累计同比下降 8.50%（11月-8.00%）；竣工面积累计同比增长 17.90%（11月 17.00%）。1-12月房地产开发投资资金来源累计同比下降 13.60%（11月-13.40%）；房地产开发投资完成额累计同比下降 9.60%（11月-9.40%）。反映行业景气度的房地产开发景气指数（国房景气指数）有所改善，11月录得 93.42，较 10月的历史低点回升 0.02 个百分点，结束连续六个月的下降趋势。与先行指标趋势一致，统计局公布的房地产开发景气指数再创历史新

低，在 2023 年 11 月小幅回升后，12 月降至 93.36，打破 10 月的最低纪录。

图表 4：2023 年 12 月房地产市场表现



图表 5：2023 年 12 月房地产投资

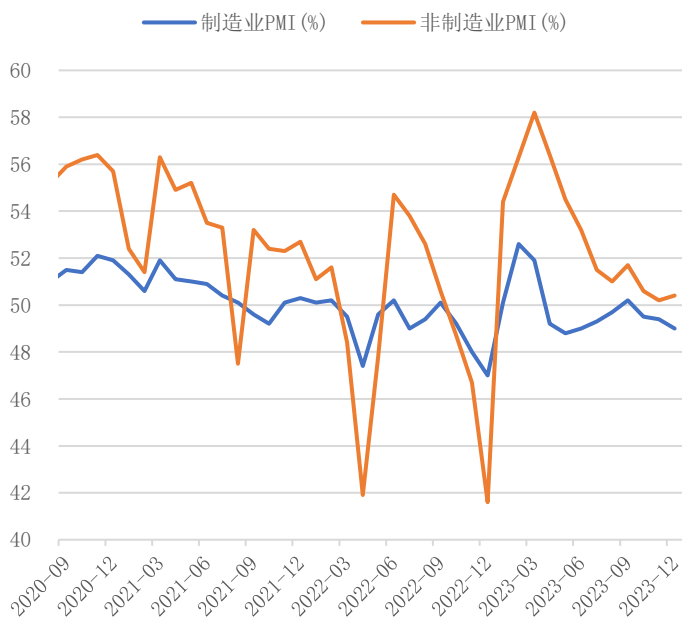


资料来源：Wind，百瑞信托

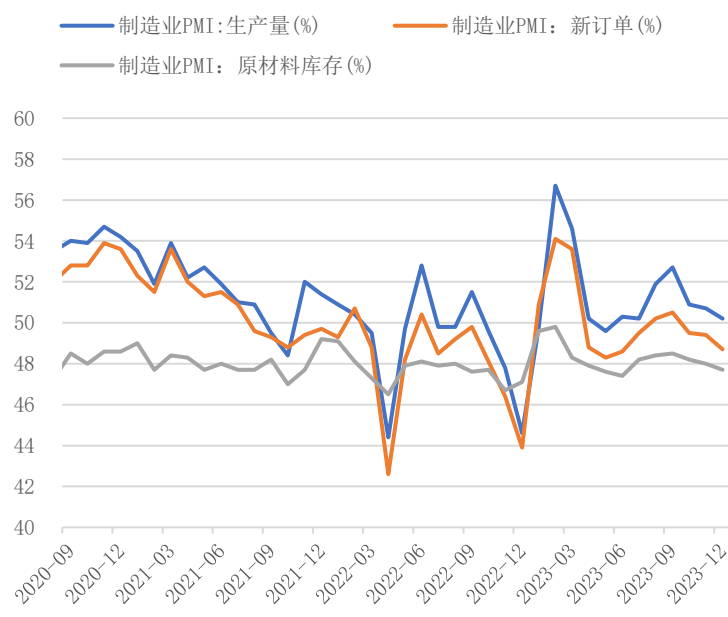
**12 月制造业 PMI 降至 49.0，非制造业扩张速度加快。**受部分基础原材料行业进入生产淡季叠加市场需求收缩等因素影响，2023 年 12 月制造业景气度下行至年内次低。2023 年 12 月制造业 PMI 录得 49.0，较 11 月下降 0.4 个百分点，与 6 月并列为 2023 年年内次低；非制造业 PMI 上升 0.2 个百分点至 50.4。主要受制造业 PMI 下跌的拖累，综合 PMI 产出指数微降 0.1 个百分点至 50.3，显示经济活动继续扩张但速度放缓。

**12 月 CPI 同比下降 0.3%，CPI、PPI 降幅均收窄。**2023 年 12 月 CPI 同比下降 0.3%，降幅比上月缩小 0.2 个百分点。其中，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，连续三月涨幅相同。当月 PPI 同比下降 2.7%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。寒潮带动食品价格降幅收窄，猪肉价格下降仍是 CPI 同比下降的主要因素，核心 CPI 连续三月稳定在 0.6；PPI 略低于预期，主要受国际油价继续下行、部分工业品需求不足等因素影响。

图表 6：12 月制造业与非制造业 PMI 景气度

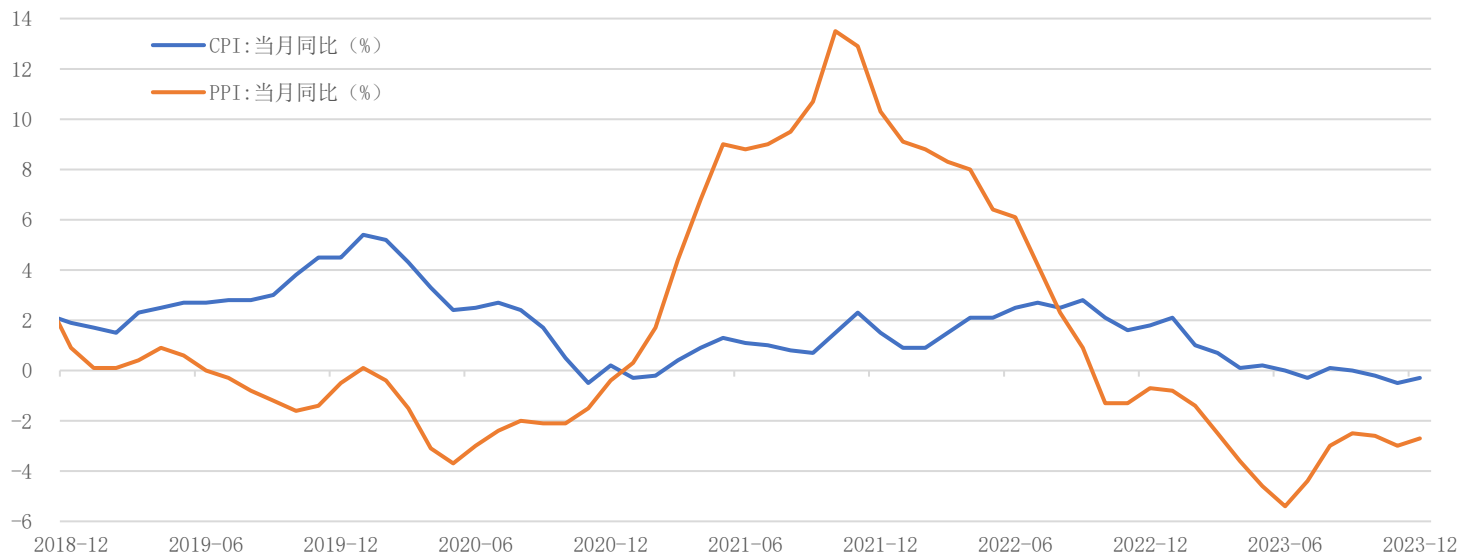


图表 7：12 月制造业 PMI 生产量、新订单及原材料库存



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 8：2023 年 12 月 CPI、PPI 价格指数变动



资料来源：Wind，百瑞信托

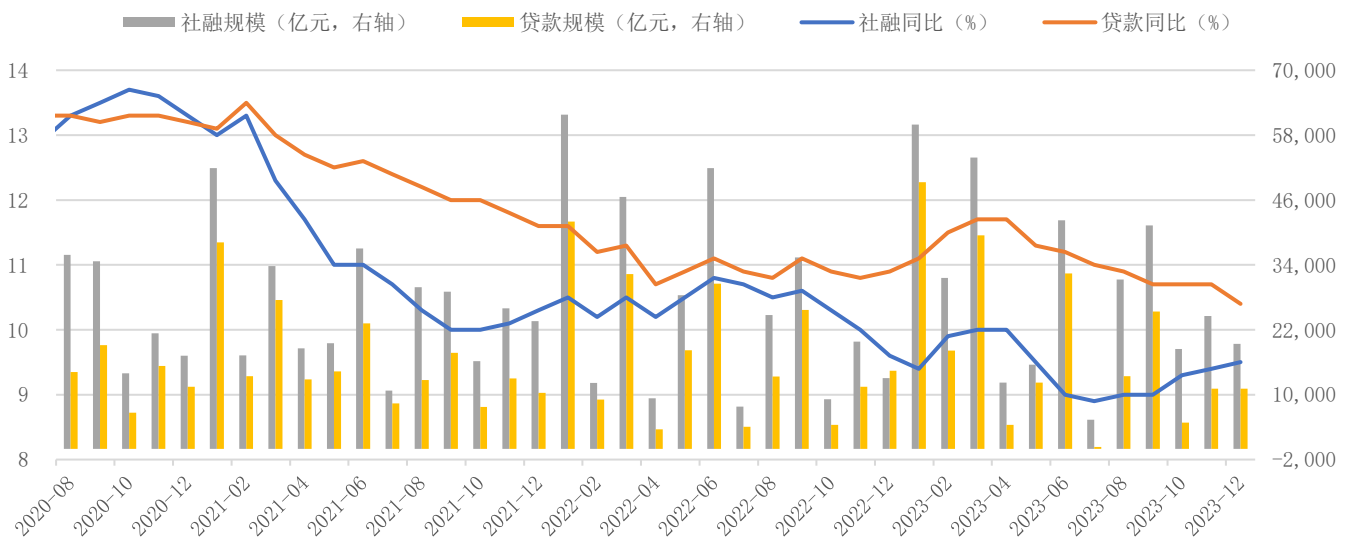
四季度经济同比加速、环比走弱，房地产拖累仍然较大，2024 年需要以财政政策 and 房地产政策为重点、提振预期和就业优先政策为核心促进经济恢复。



### 3.居民贷款继续缓慢修复，央行预告降准定向降息

在 2023 年四季度货币政策委员会提出的“引导信贷合理增长、均衡投放”要求下，2023 年最后一个月新增信贷规模以 1.17 万亿元收官，同比小幅少增。同时，政府融资放量继续支撑社融，12 月新增社融 1.94 万亿元。

图表 9：2023 年 12 月份社融信贷数据

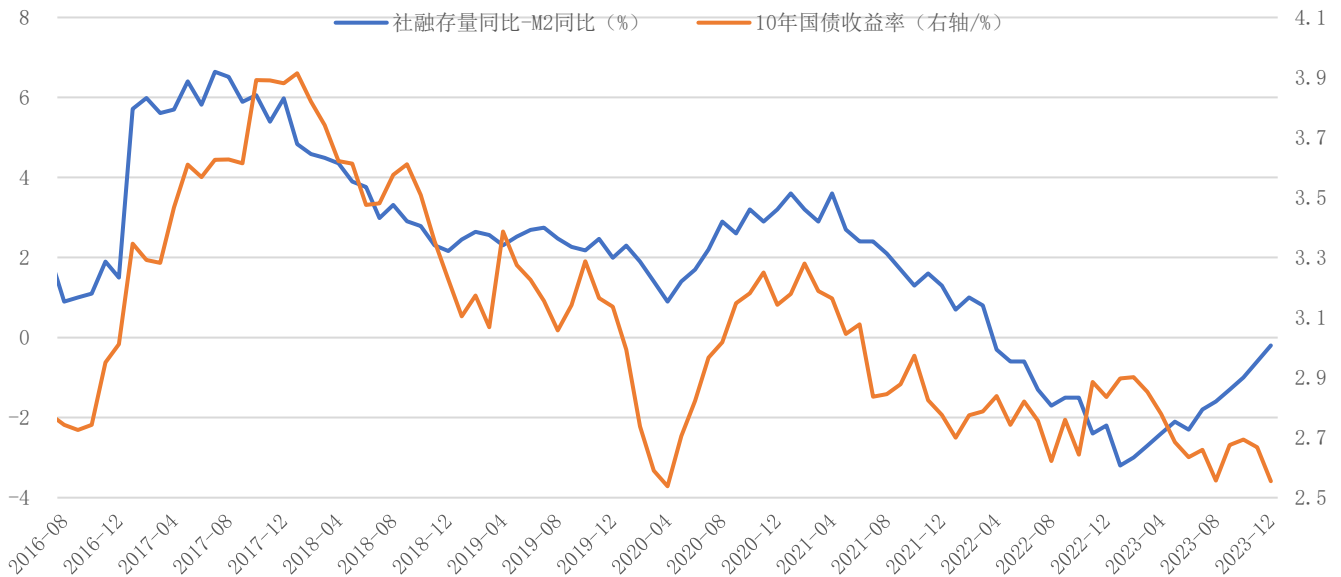


资料来源：Wind，百瑞信托

货币供应方面，2023 年 12 月末，广义货币（M2）余额同比增长 9.7%，增速继续环比下降 0.3 个百分点，同比则下降 1.9 个百分点。12 月末狭义货币（M1）余额同比增长 1.3%，同比下降 2.4 个百分点，环比持平，在 2023 年 5 月至 11 月间，M1 同比增速曾连续七个月下降。年末新增信贷连续同比少增，信贷需求不足导致货币创造能力下降。

央行预告春节前降准 0.5 个百分点，2 月 5 日起实施。1 月 24 日，中国人民银行宣布，2 月 5 日起金融机构存款准备金率将下降 0.5 个百分点，预计释放中长期流动性 1 万亿元。还将自 1 月 25 日起，下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。截至 2023 年 9 月末，支农支小再贷款、再贴现利率为 2%。受降准降息影响，10 年期国债收益率不断走低，截至 2024 年 1 月 26 日为 2.4994%。

图表 10：十年期国债收益率



资料来源：Wind，百瑞信托

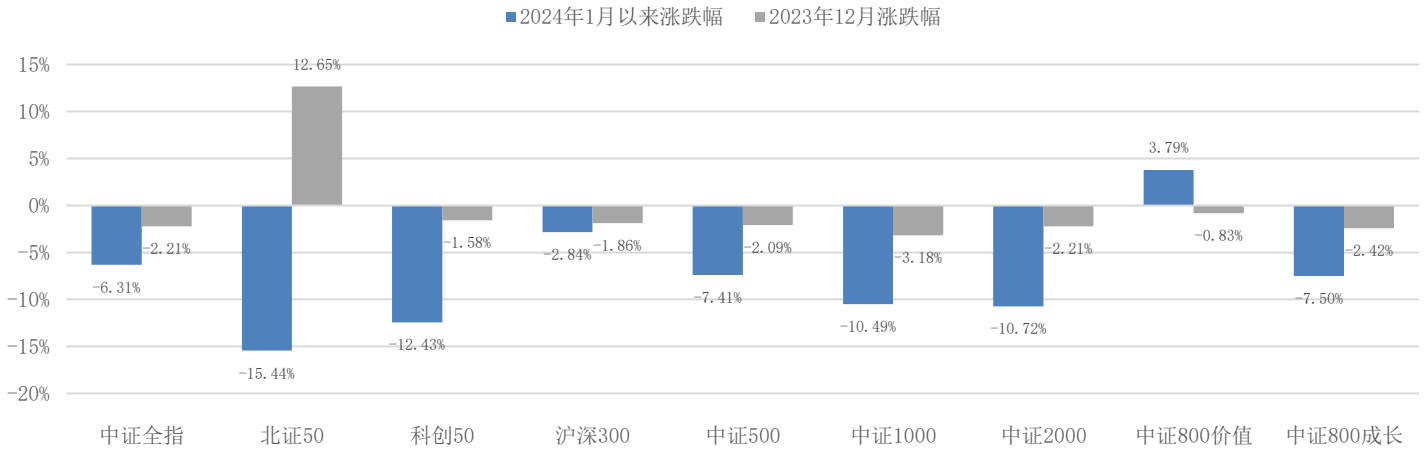
## 二、市场表现回顾

### 1. 大类资产表现：开年以来权益市场持续走弱、债券走强

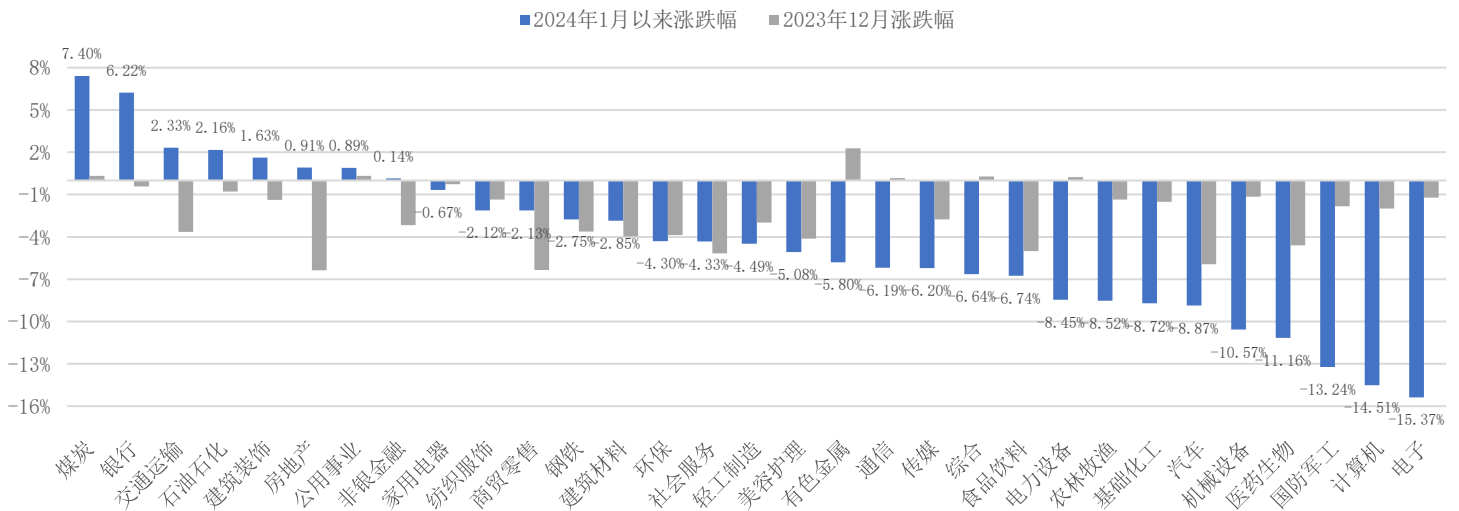
股票方面，2024年1月以来（截至1月26日）A股市场处于趋势性下跌行情中，各大指数不断创阶段新低，市场情绪非常低迷。大多投资者在等待确定性机会，场外资金处于观望状态，而场内持股者，又不断相互踩踏，恶性循环抛盘也让市场承压。沪指近期反弹至2900点关口附近，目前有一定的赚钱效应，如果可以扩散到科技板块，则有望持续反弹。行业板块来看，开年以来煤炭、银行以及交通运输表现较好，而电子、计算机和国防军工表现较差。

全球主要股票市场来看，日本股市2024年开年走势强劲，带动了国内相关QDII基金备受追捧，多只跨境ETF基金出现高溢价。2024年1月以来（截至1月26日），日经225指数上涨6.83%。

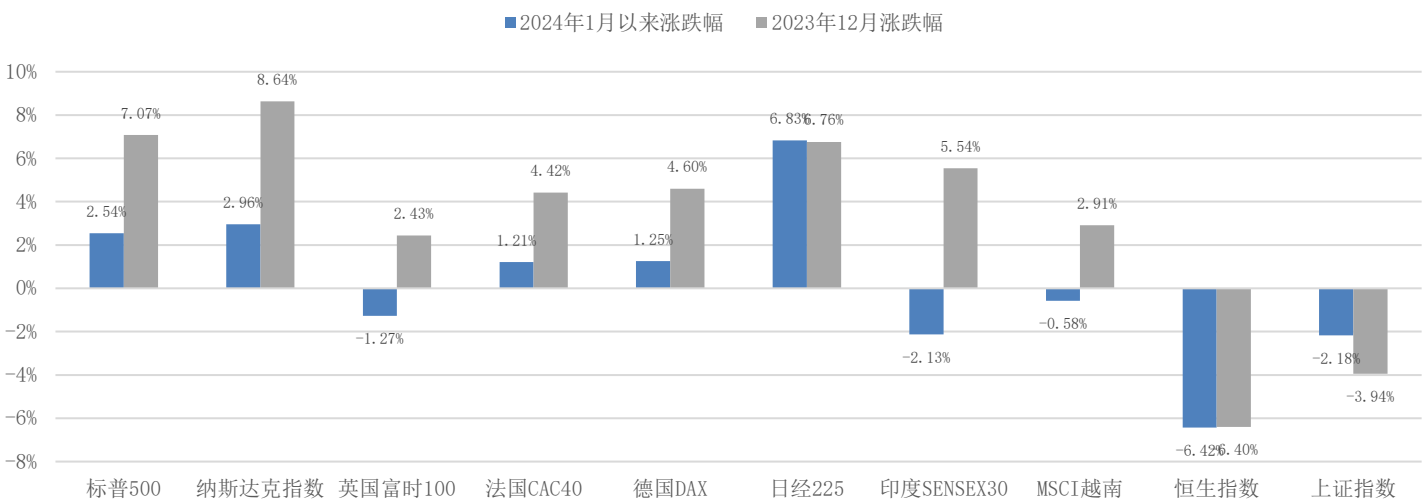
图表 11: A股市场主要指数涨跌幅



图表 12: A股市场各行业板块涨跌幅



图表 13: 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 1 月 26 日

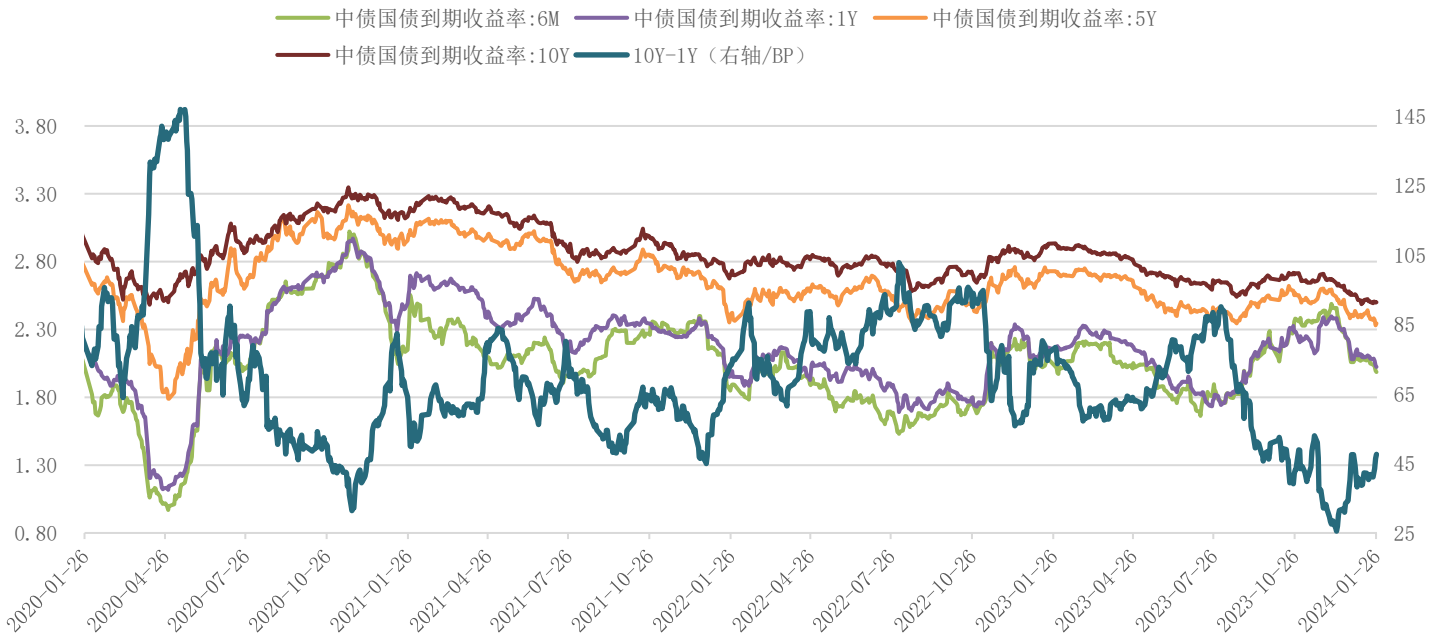
注: 采用申万一级行业分类

利率债方面，2024年1月以来（截至1月26日）不同期限中债国债到期收益率全面下行，各期限品种平均下降1.79bp；期限利差微扩。其中，6个月期品种下降7.35bp，1年期品种下降5.67bp，5年期品种下降5.60bp，10年期品种下降5.59bp。10年期减1年期的期限利差为47.65bp，较上月末微扩0.08bp。

信用债方面，2024年1月以来（截至1月26日）不同期限中债中短期票据到期收益率（AAA）全面下行，平均下降4.86bp，信用利差收窄。其中，6个月期品种下降0.08bp，1年期品种下降1.27bp，3年期品种下降6.09bp，5年期品种下降12.01bp。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47.26bp，较上月末收窄6.41bp。

债券指数方面，2024年1月以来（截至1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0.66%、0.76%、0.43%、0.48%、0.17%，中证转债指数下跌2.09%，总体来看开年以来债券市场除可转债外都表现不错。

图表 14：中债国债到期收益率



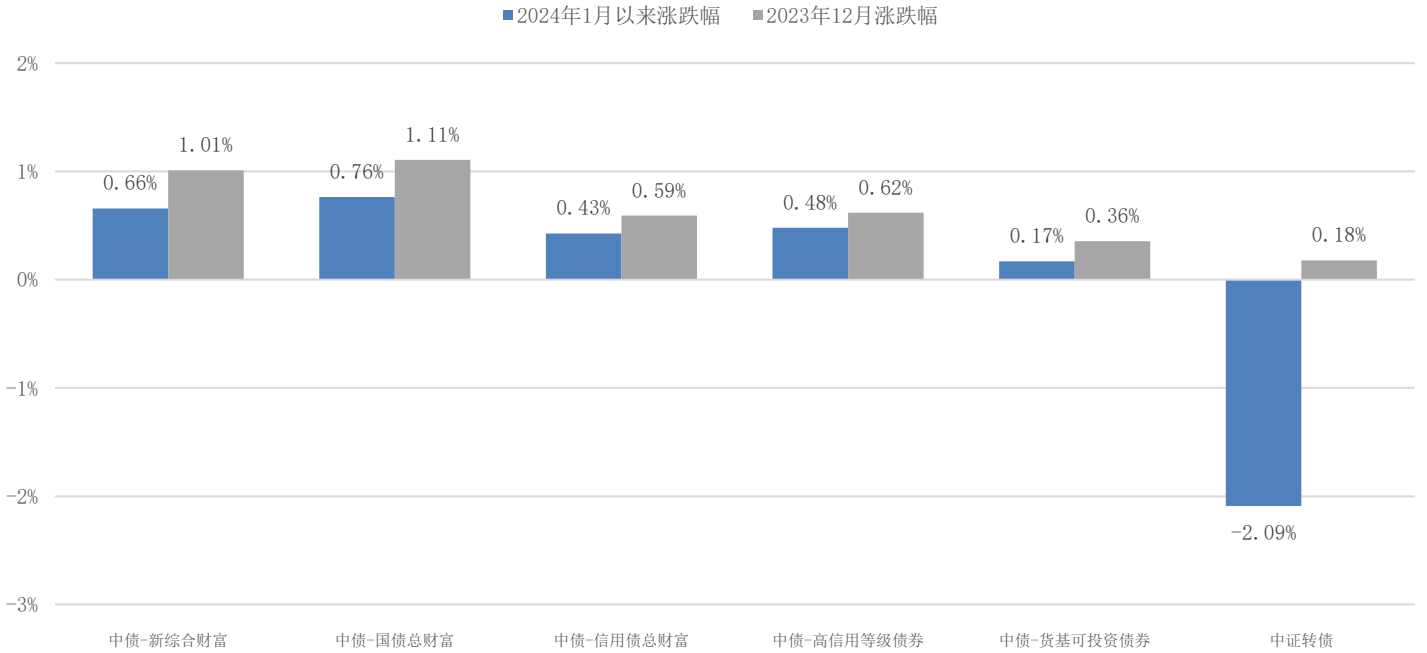
数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至2024年1月26日

图表 15: 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 1 月 26 日

图表 16: 债券市场主要指数涨跌幅

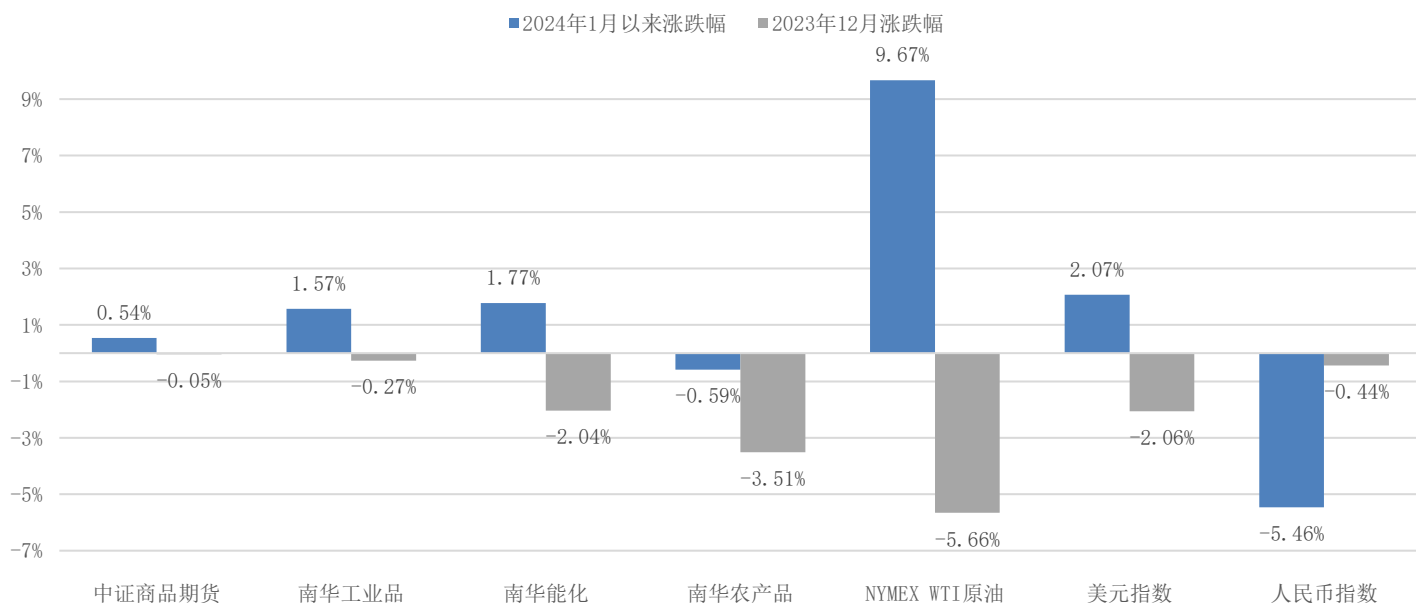


数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 1 月 26 日

商品方面，2024年1月以来（截至1月26日）WTI原油上涨9.67%，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上涨0.54%、上涨1.57%、上涨1.77%、下跌0.59%。胡塞武装首次袭击红海过境油轮，油价跳涨至两月来最高位，此次袭击可能引发油轮集体避行红海，从而加剧原油供应链中断的风险，或持续推高国际油价。

汇率方面，2024年1月以来（截至1月26日）美元指数录得2.07%涨幅，人民币指数录得5.46%跌幅。美国12月CPI涨幅超预期，数据公布之后，市场对美联储未来降息预期回落，美债收益率和美元指数显著拉升，整体通胀提速、核心通胀略有降温，市场对美联储2024年多次降息的乐观预期出现修正。

图表 17：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1月26日

黄金方面，2024年1月以来（截至1月26日）上海黄金现货录得0.07%跌幅，1月26日收盘于479.26元/克。作为黄金定价锚的美债实际收益率处于近20年的高位，在高利率影响下美国经济一旦走弱，让渡出降息的空间，实际利率下行，构成黄金价格上涨最直接及最明确的驱动。但是，黄金价格向上的过程

是曲折的，因为美国经济呈现出了很强的韧性。

图表 18：上海黄金现货走势



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 1 月 26 日

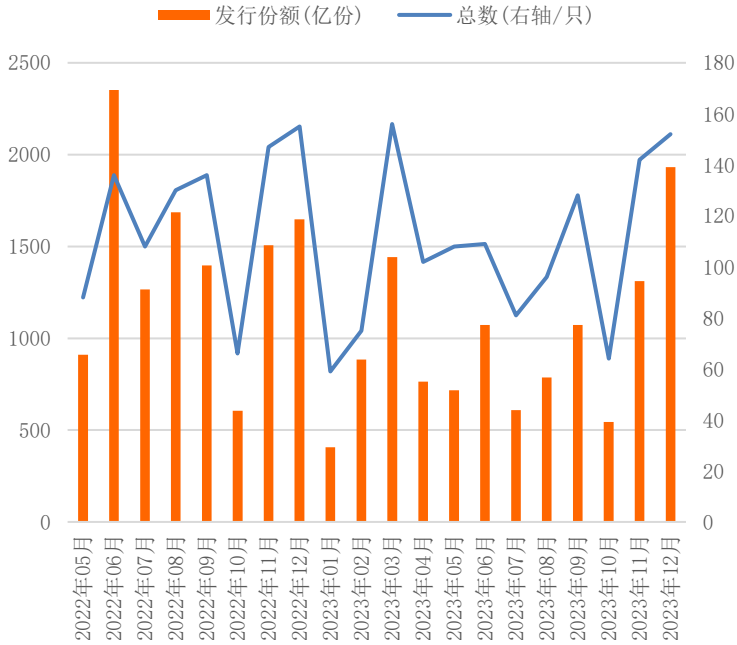
## 2.公募基金发行及表现：基金发行规模回升、股基表现不佳

2023 年 12 月，新成立基金 152 只，发行份额合计 1931.78 亿，与 11 月相比，新成立基金增加 10 只，发行份额合计增加 620.82 亿，12 月份基金成立规模较 11 月份提升较多。分类型来看，12 月份，股票型基金成立 46 只，发行份额合计 185.79 亿；混合型基金成立 40 只，发行份额合计 114.66 亿；债券型基金成立 55 只，发行份额合计 1610.89 亿；QDII 型基金成立 1 只，发行份额合计 2.07 亿；FOF 型基金成立 9 只，发行份额合计 8.37 亿。。

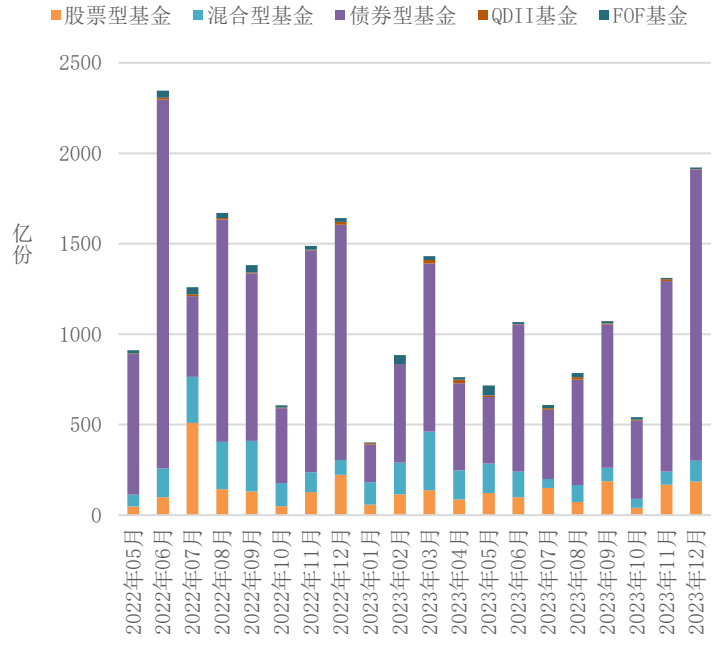
2024 年 1 月以来（截至 1 月 26 日）A 股市场持续走弱，偏权益类公募基金多数录得负收益，普通股票型基金下跌 8.96%，偏股混合型基金下跌 8.99%，灵活配置型基金下跌 6.70%，平衡混合型基金下跌 1.94%；偏债类基金大部分录得正收益，中长期纯债型基金上涨 0.33%，货币市场基金上涨 0.16%，混合债券型一级基金上涨 0.07%，混合债券型二级基金下跌 1.04%，偏债混合型基金下跌

1.32%。

图表 19：公募基金月度发行规模及趋势

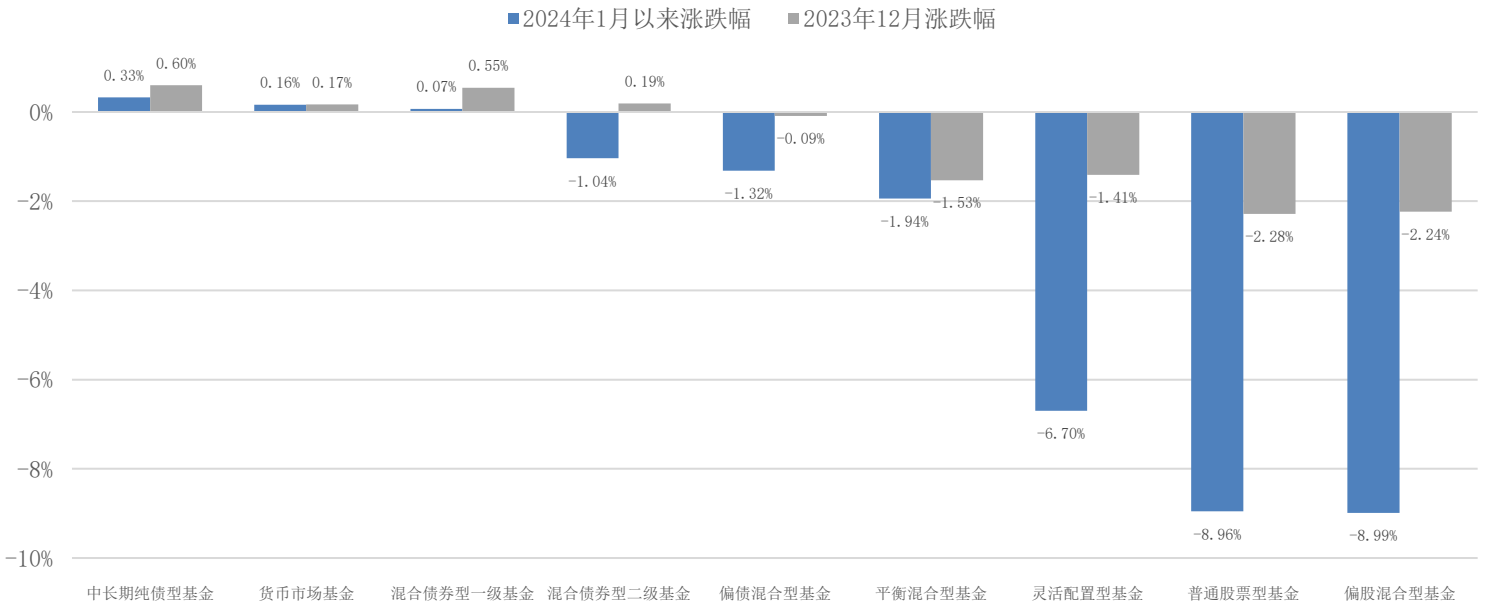


图表 20：各类型公募基金成立规模



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 21：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：12月集合信托发行规模明显增长

**12月集合信托发行规模明显增长。**根据用益信托网数据，12月共计发行集合信托发行规模1052亿元（前值843.07亿元），环比增加24.78%。

**投向房地产和基础产业环比增长较多。**从投向来看，2023年12月投向房地产、基础产业的信托发行规模均出现较大比例增长，投向金融业的规模占比仍最大，但环比下降较多。

**证券投资信托发行规模下降较多。**从投资方式来看，2023年12月证券投资类信托发行规模占比为8.26%，发行规模环比下降58.02%。证券投资信托中，依然以固收类为主。

## 三、资产配置建议

### 1.总体配置建议为：股票>债券>大宗商品

**权益市场方面**，市场在年初的一段时间处于重要的筑底阶段，近期市场出现快速急跌，主要原因是市场对资金面负循环的担心。**从历史上看**，因为资金和情绪造成的快速调整，往往是市场的最后一跌。**从市场估值角度来看**，近期的持续性下跌已让市场整体估值处于历史低位；市场各主要指数绝对值均创下新低，各指数之间的协调性已更趋于同步；**从宏观角度来看**，2023年7-8月份陆续出台的政策，已经为未来的市场做了政策铺垫，市场需要有消化的时间，目前看半年期的政策消化有望接近尾声。近几日市场上涨的主要动力，来自于投资者对平准基金的期望，对市值管理有望纳入央企负责人业绩考核的预期。此外，在经历较长时间下跌后，绝大多数板块估值较低，技术上也处于严重超跌状态。综合以上几点的判断，对2024年的行情谨慎乐观，预计权益市场将是结构性行情，高分红和安全边际较高的资产可能表现较好。

考虑经历调整后**市场整体估值已经处于较为极端状态**，中证全指市盈率TTM当前为15.39倍，处于历史16.05%分位点；沪深300指数2024年的预期市盈率仅为9.09倍，在全球主要市场指数中位于底部水平，历史及横向对比均具

备较强投资吸引力。后续关注稳增长政策发力及落地，我国市场发展空间大、潜力足、产业链在全球具备竞争优势，经历较长时间且幅度较大的调整后，对市场中期表现不必悲观。配置上，未来3-6个月建议关注景气回升与红利资产的攻守结合。

**债券市场方面**，从当前来看，还没有出现明显利空债市的因素，首先，基本面方面，近期陆续公布各地的GDP增长目标，略有下调趋势，经济内生动力不强。其次，资金面相对稳定，政府债的发行速度偏慢，资金影响不大。潜在的利空包括若春节后地方债发行提速，或对债市产生短期冲击，同时股债跷跷板效应，若股市变好可能也会产生一定干扰。整体而言，短期利空因素不大，期限利差和信用利差双低的局面可能会延续。十年期国债到期收益2.50%是目前市场普遍接受的合理价位，长端利率可能维持窄幅震荡。信用利差由于信用债供给下降的保护，短期走扩的概率也不大。

**大宗商品方面**，在全球各地央行通过加息来应对物价上涨的斗争之后，如果此次红海危机持续很长时间，通胀水平可能会再次上升。自俄乌冲突爆发以来，通过苏伊士运河的船只具有更大的战略意义，因为对俄罗斯的制裁使欧洲更加依赖来自中东地区的石油，而中东的布伦特原油供应量占到世界供应总量的三分之一。在美国主导的袭击导致原油价格突破每桶80美元的水平之后，油价在近期的上涨加剧了金融市场的担忧，红海混乱局面开始扰乱从咖啡到水果的产品运输，并可能使食品价格上涨放缓的势头停止，加剧全球食品供应脆弱性。

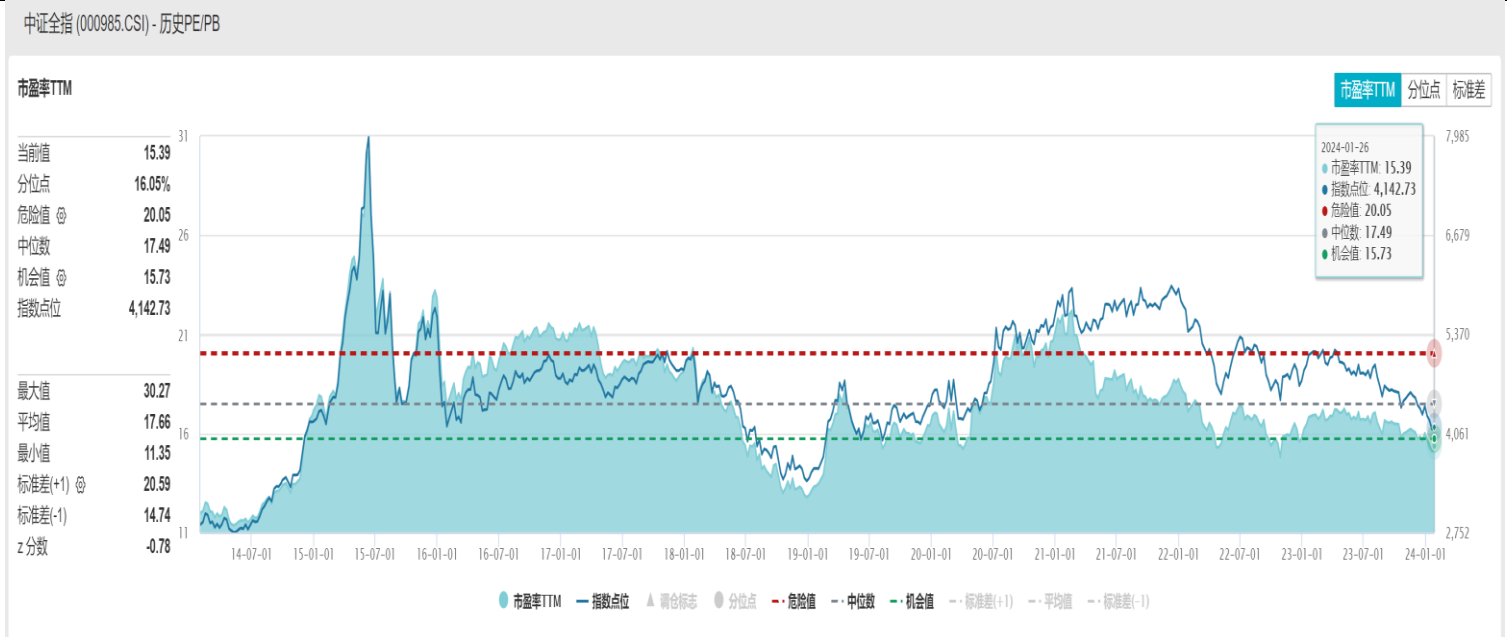
**从股债性价比的位置来看**，截至2024年1月26日，较上月来看股票性价比位置进一步提升，主要与开年以来股票市场震荡下行有关，整体从股债性价比的箱体结构来看处于偏高的水平，配置股票的预期收益较高，但即将接近箱体顶部要注意趋势反转的可能。

图表 22: 股债性价比模型



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

图表 23: 中证全指 PE 估值



数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间区间: 2014 年 1 月 30 日—2024 年 1 月 26 日

## 2. 信托产品配置

随着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，因此也与资本市场的走势关联性有所增强。可根据个人资产、风险偏好情况，合理进行投资配置，建议如下：

**一是**受近期央行降准降息以及一揽子化债方案等因素影响，固定收益类证券投资信托收益率逐步下行，但收益相对稳健，波动较小，对风险偏好较小的投资者具备吸引力。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固定收益类证券投资信托产品。

**二是**可适当配置 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。