

宏观经济数据有所改善，市场震荡期待修复行情

——2024年3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3月28日

○ 宏观经济环境

海内外重要政策及事件：

货币政策方面，央行反复重申货币政策宽松预期，降准降息预期概率较大
财政政策方面，城投存量债务置换进程加快，继续压降融资平台数量和债务
海外方面，美联储2024或将降息三次，美股大涨黄金刷新历史新高

国内宏观经济：1-2月固定资产投资恢复偏慢，工业修复较好

国内金融数据：2月金融数据略显低迷

○ 市场表现回顾

大类资产表现：A股市场整体呈现结构性行情、国债收益率继续下行

公募基金：3月以来普通股票型基金录得1.70%涨幅

集合信托：2月资产管理信托产品发行规模775.77亿

○ 配置建议：债券>股票>大宗商品

权益市场：大盘缺少系统性的结构行情，资金始终在板块间轮动

债券市场：城投债发行仍然不足，配置压力仍大

大宗商品：黑色反弹动力或有限，仍持续关注有色和贵金属多头机会

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
2.1-2月固定资产投资恢复偏慢，工业修复较好	2
3.2月金融数据略显低迷.....	3
二、市场表现回顾	3
1.大类资产表现：A股市场整体呈现结构性行情、国债收益率继续下行.....	3
2.公募基金表现：3月以来普通股票型基金录得1.70%涨幅.....	10
3.集合信托发行情况：2月资产管理信托产品发行规模775.77亿.....	10
三、资产配置建议	11
1.总体配置建议为：债券>股票>=大宗商品	11
2.信托产品配置.....	13

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.....	5
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
图表 10：股债性价比模型.....	11
图表 11：中证全指 PE 估值	12

一、宏观经济环境

1.海内外重要政策及事件

货币政策方面，央行反复重申货币政策宽松预期，降准降息预期概率较大。3月22日，人民银行副行长宣昌能在国务院新闻发布会上表示货币政策仍有降准降息空间，下一阶段，我国货币政策有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，还将设立科技创新和技术改造再贷款。3月25日，央行行长潘功胜出席中国发展高层论坛并发表讲话，今年货币政策已加大逆周期调节力度，未来仍有政策空间和工具储备。中国人民银行将灵活适度实施稳健货币政策，强化逆周期调节，助力经济持续向好。中国金融体系稳健运行，金融机构健康，风险抵御能力强。房地产市场出现积极信号，长期稳定发展基础坚实。政府债务水平在国际上居中下游，地方政府债务风险政策逐步见效。

财政政策方面，城投存量债务置换进程加快，继续压降融资平台数量和债务。部分区域存量债务化解进程加快，宁夏、洛阳落地银行贷款置换存量债券和非标债务：（1）3月15日，中国银行宁夏分行、农业银行宁夏分行组成银团，用低息长期贷款置换银川公交公司1支3.68亿元非标债务；3月20日，国开行宁夏分行通过银行贷款置换银川城发集团2支债券和4支非标债务合计22.46亿元。（2）洛阳工行近期推动落地25.8亿元银行贷款置换洛阳龙门旅游公司的非标债务，以龙门旅游景区收费权做抵押。3月22日，李强在国务院防范化解地方债务风险工作视频会议上强调进一步强化责任意识和系统观念持续推进地方债务风险防范化解工作。化债工作既是攻坚战，更是持久战。加快化债方案推进实施。要下更大力气化解融资平台债务风险，强化配套政策支持，加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型统筹抓好化债和发展，在高质量发展中推进债务风险化解。要以化债为契机倒逼发展方式转型，在改革创新上迈出更大步伐，在化解债务风险中找到新的发展路径。经济大省要挑起大梁，为稳定全国经济作出更大贡献。

海外方面，美联储 2024 或将降息三次，美股大涨黄金刷新历史新高。美联储 3 月议息会议决定维持 5.25%-5.5% 的政策利率不变，同时美联储点阵图显示 2024 年将会降息三次。不过，美联储大幅上调了 2024 年 GDP 增速预期，同时减少了 2025 年和 2026 年降息幅度预期。历时八年日本央行结束负利率，3 月 19 日，日本央行对货币政策做出重大调整，宣布结束负利率、取消 YCC、停止购买交易所交易基金（ETF）和房地产投资信托（J-REITs）。这标志着日本央行结束了 2016 年以来实施的极度宽松的货币政策，转向常态的宽松货币政策。然而，未来日本央行在货币政策正常化上究竟能走多远，目前还有待进一步观察。

2.1-2 月固定资产投资恢复偏慢，工业修复较好

1-2 月消费数据偏强，社会消费品零售总额达到 8.13 万亿，创下历史同期新高，同比增加 0.42 万亿、同比增速达到 5.5%。主因节假日带来的消费效应。**1-2 月固定资产投资表现一般**，固定资产投资同比增速达到 4.2%，绝对值减少 0.28 万亿。**工业修复较好**：1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。生产与投资端的持续相对不错。

1-2 月进出口数据大超市场预期，以美元计 1-2 月中国出口同比增 7.1%；进口 4028.5 亿美元，同比增长 3.5%；贸易顺差同比扩大 20.5%。当月进出口总额同比增长 5.5%。从出口对象看，与东盟贸易总值同比增长 8.1%；对美贸易总值同比增长 3.7%；对韩国贸易总值同比增长 2.9%。从主要出口产品来看，前 2 个月，我国出口机电产品 2.22 万亿元，增长 11.8%，占出口总值的 59.1%。欧美库存周期转向补库初见端倪。近来以外贸作为经济支柱的越南和韩国等国家出口增速显著改善。

2 月 CPI 转正、PPI 持续下行，2 月居民消费价格指数 CPI 同比上涨 0.7%，环比上涨 1.0%，核心 CPI 同比上涨 1.2%；工业生产者出厂价格 PPI 同比下降 2.7%，环比下降 0.2%。从具体分项指标来看：（1）食品价格同比下降 0.9%，降幅较上月收窄 5 个百分点，其中猪肉价格同比涨 0.2%，为 10 个月以来首次转

涨；（2）春节期间出行和文娱消费需求大幅增加，非食品同比涨幅扩大 0.7 个百分点至 1.1%。PPI 降幅走扩，30 个公布 PPI 的行业：工业生产者行业中价格下降的行业数量从 16 个增加至 20 个。

房地产投资、开工和销售降幅仍然较大：（1）今年前两个月，房地产开发投资完成额达到 1.18 万亿，同比减少 0.19 万亿、同比下降 9%，降幅依然保持在高位。（2）房屋新开工和竣工面积同比分别下滑 29.7%和 20.2%。其中，0.94 亿平方米的房屋新开工面积创 2005 年以来新低。（3）商品房销售面积与销售额同比分别大幅下滑 20.5%和 29.3%。

3.2 月金融数据略显低迷

金融数据总量欠佳，2月末社会融资规模存量同比增长9.0%（上月为9.5%），人民币各项贷款余额同比增长9.7%（上月为10.1%）；M1、M2 同比增速分别为 1.20%、8.70%，M1 增速为近 25 个月新低。

当前经济修复斜率仍然较缓，也是市场对于债市看多的主要原因。央行公布的最新金融数据显示，1 月信贷超预期“开门红”后，叠加春节错位干扰，2 月新增信贷和社融均不及上年同期，2 月人民币贷款新增 1.45 万亿元，同比少增 3600 亿元。同时，“M2 与 M1 剪刀差”走阔，或意味着实体经济的投资和消费意愿不高，资金活跃度欠佳。

二、市场表现回顾

1. 大类资产表现：A 股市场整体呈现结构性行情、国债收益率继续下行

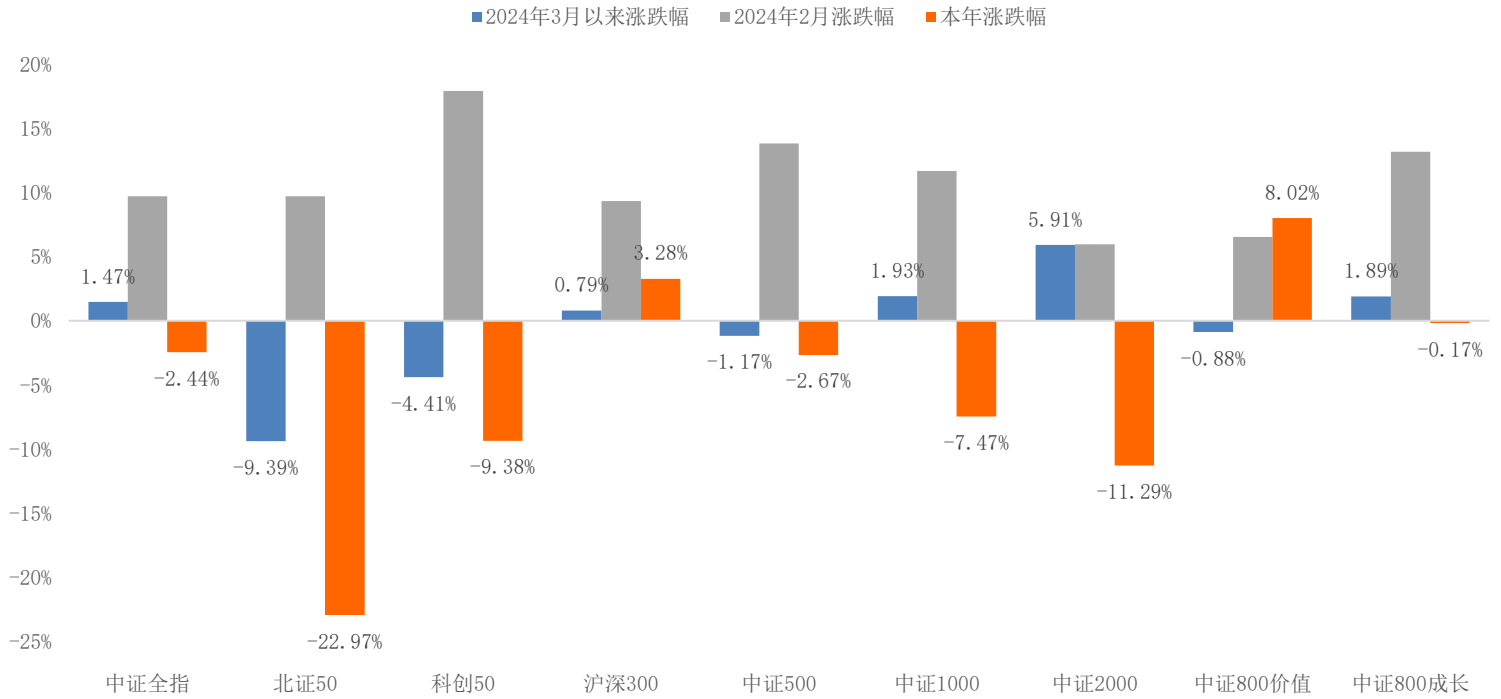
股票方面，近期市场整体呈现结构性行情，板块轮动和风格切换较为频繁，在于市场持续横盘调整后，资金面呈现出一定分歧，特别是题材板块分化加剧。在美联储维持利率不变的背景下，美国经济降温的预期减弱，叠加日本央行升息等因素，刺激资金进一步外流。目前大盘缺少系统性的结构行情，资金始终

在板块间轮动，不足以推动指数向上突破关键点位。

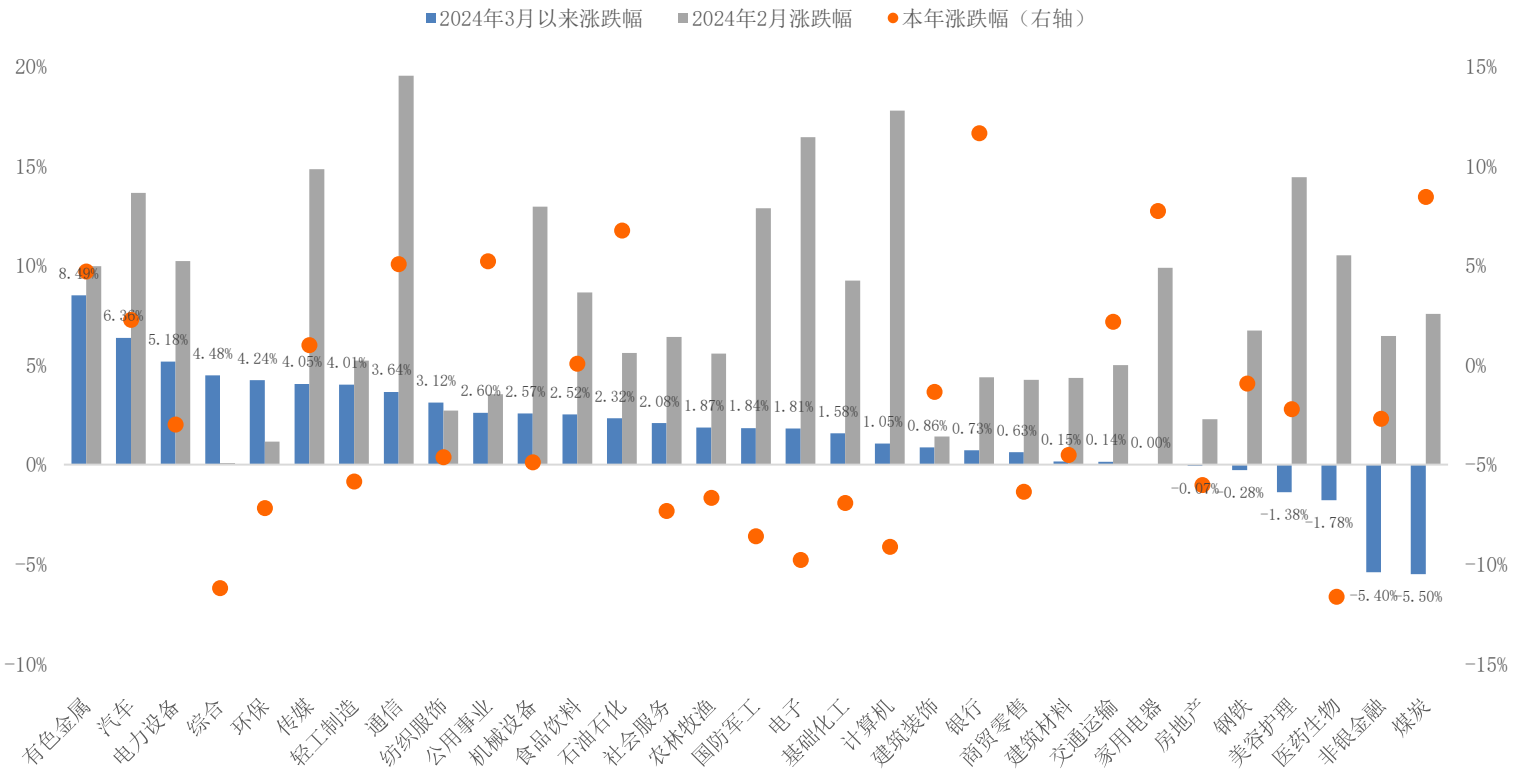
行业版块方面，3月以来有色金属、汽车以及电力设备行业表现较好，而煤炭、非银金融和医药生物行业表现较差。从风格来看，3月份成长风格表现占优，中证 800 成长指数上涨 1.89%。

全球主要股票市场方面，德国 DAX、英国富时 100 以及法国 CAC40 指数 3 月份表现较好。2024 年 3 月以来（截至 3 月 26 日），德国 DAX 指数上涨 3.99%，英国富时 100 指数上涨 3.94%，法国 CAC40 指数上涨 3.25%。

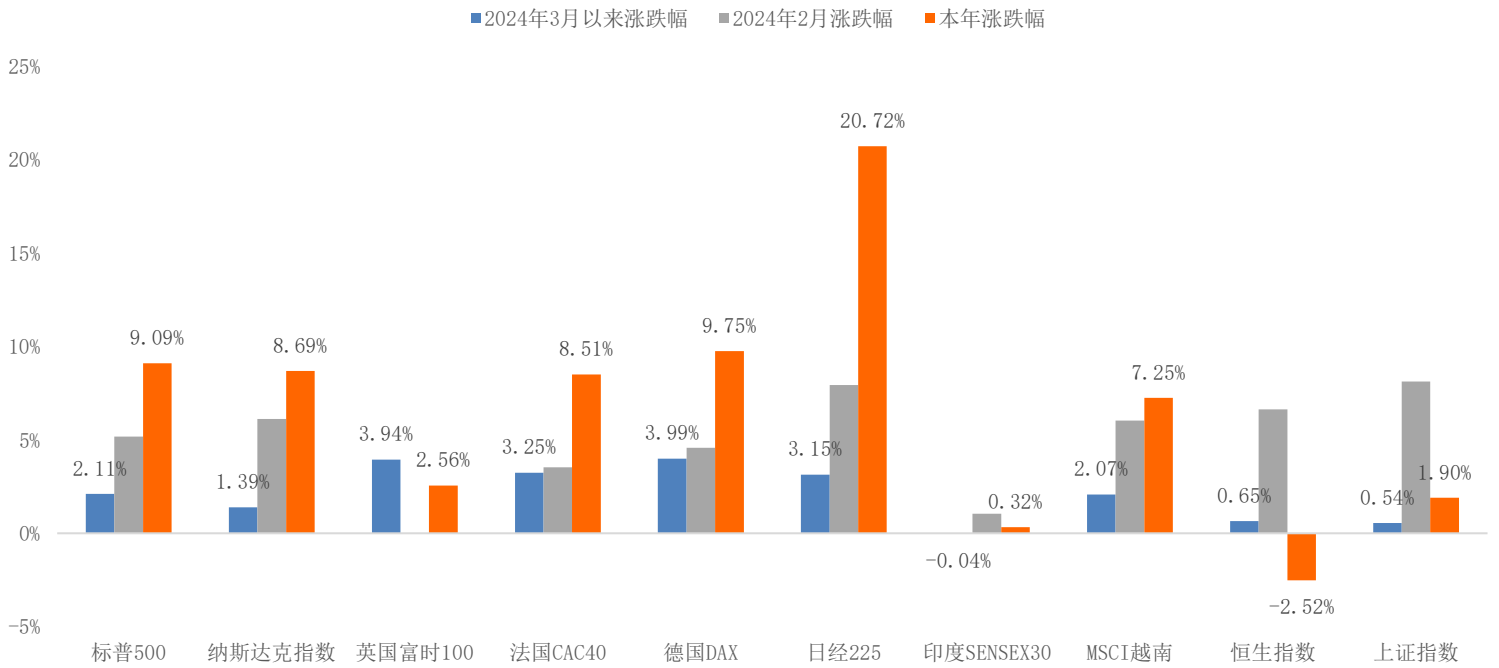
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



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

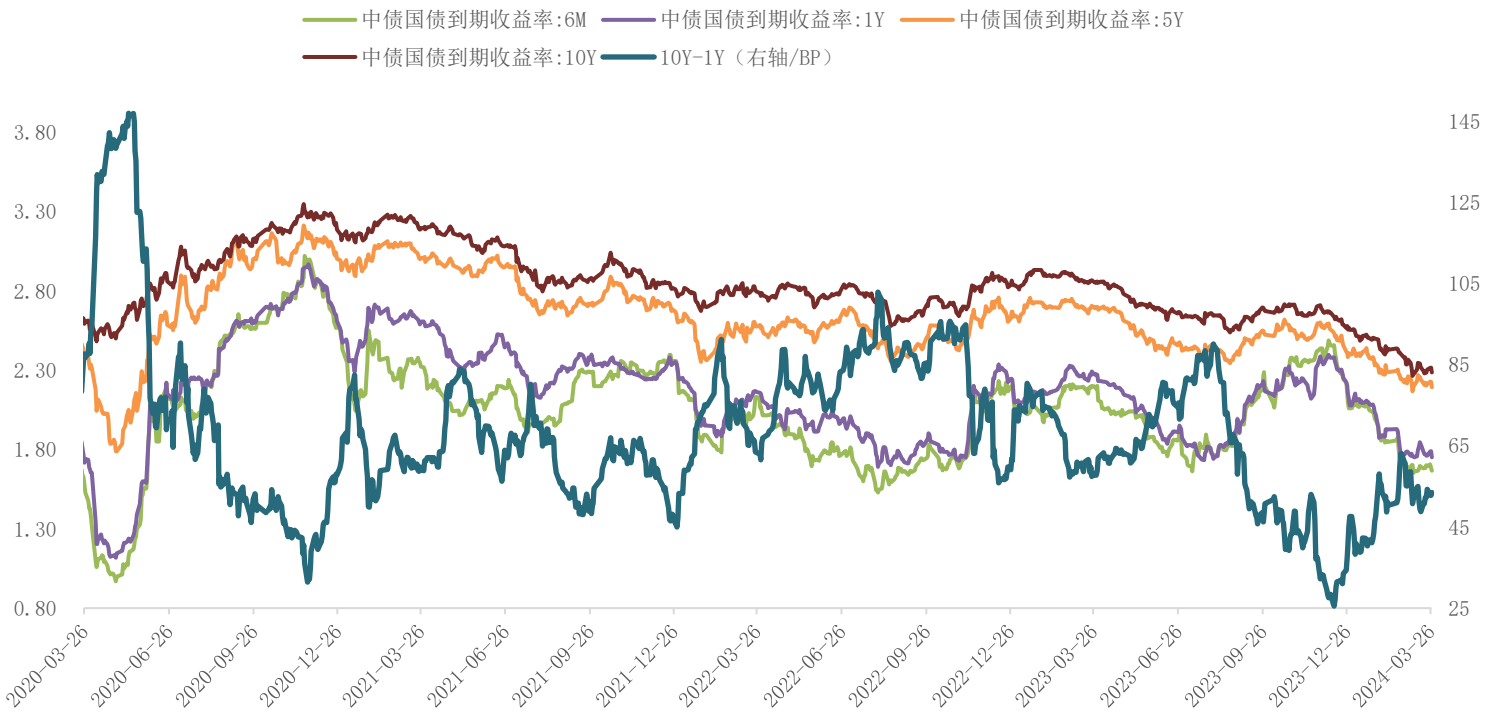


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 3 月 26 日 注：采用申万一级行业分类

利率债方面，2024 年 3 月以来（截至 3 月 26 日）长短期国债到期收益率持续下行，10 年期下行 4.99bp；期限利差略微收窄。其中，6 个月期品种下降 2.6bp，1 年期品种下降 3.46p，5 年期品种下降 2.30bp，10 年期品种下降 4.99bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 53.51bp，较上月末收窄 1.53bp。

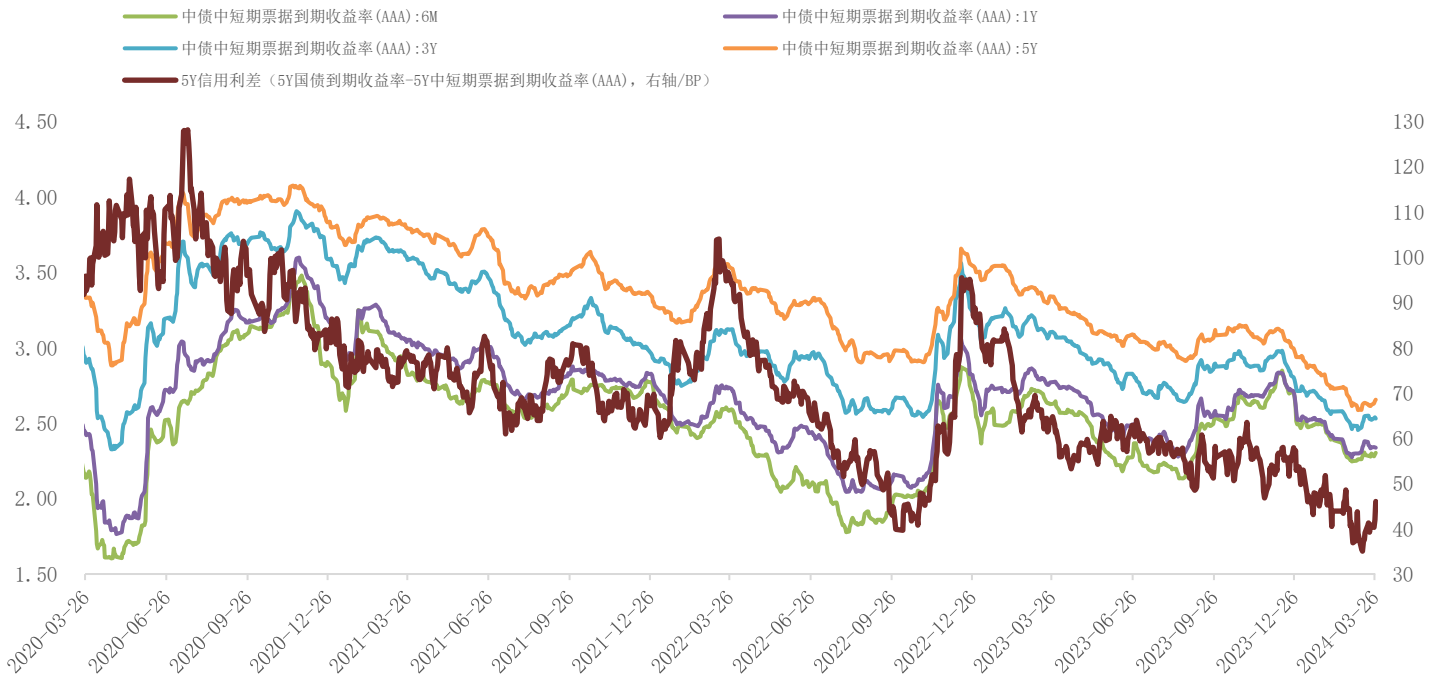
信用债方面，2024 年 3 月以来（截至 3 月 26 日）长短期国债中短期票据到期收益率（AAA）略微上行，平均上行 5.87bp，信用利差走阔。其中，6 个月期品种上行 5.75bp，1 年期品种上行 6.46bp，3 年期品种上行 7.15bp，5 年期品种上行 4.13bp。5 年期的信用利差（5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据到期收益率（AAA））为 46.02bp，较上月末走阔 6.43bp。

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 3 月 26 日

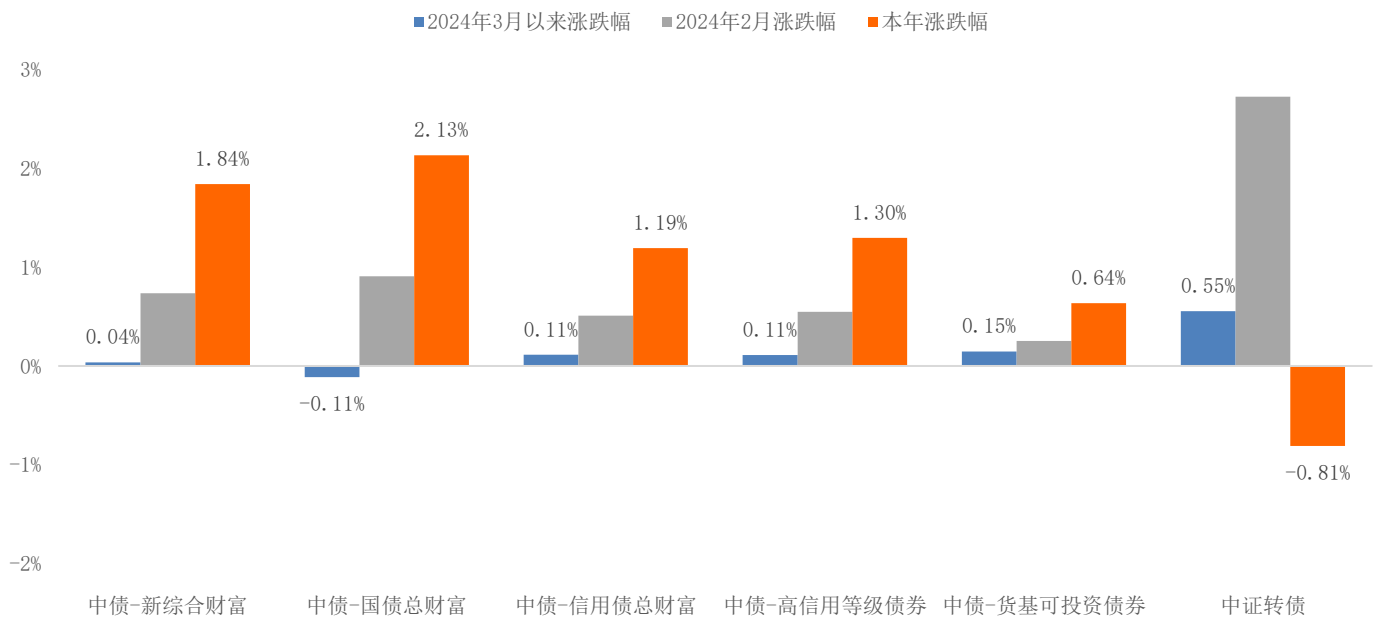
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 3 月 26 日

债券指数方面，2024年3月以来（截至3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0.04%、下跌0.11%、上涨0.11%、上涨0.11%、上涨0.15%，中证转债指数上涨0.55%。

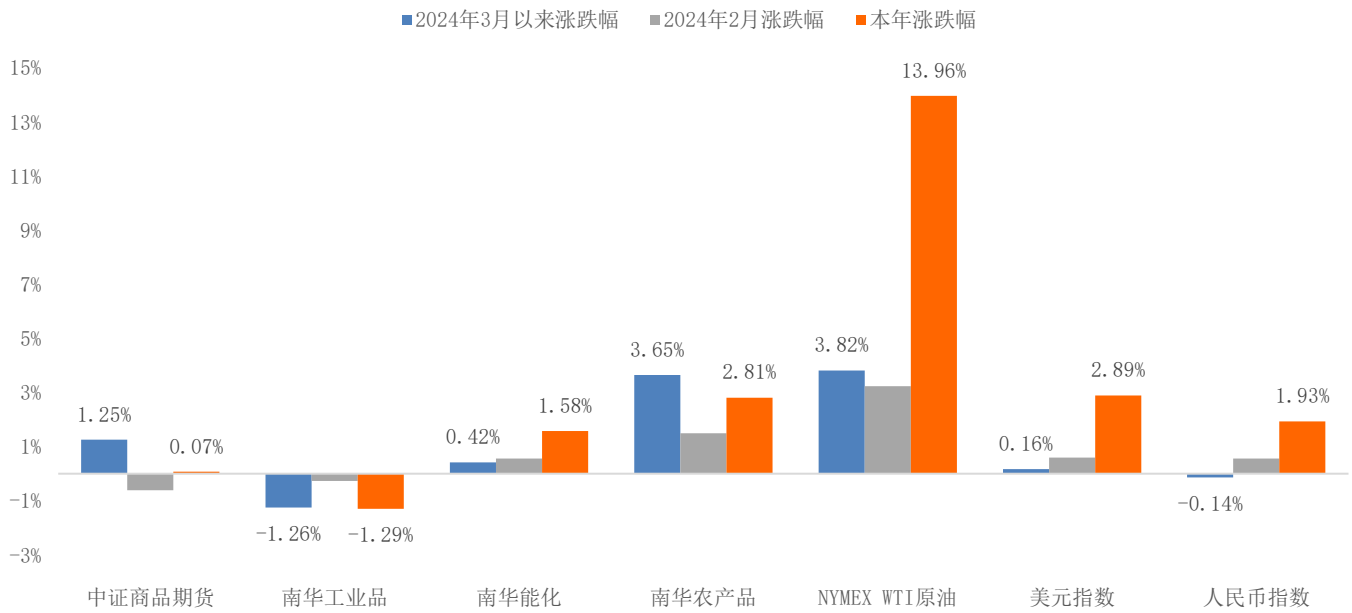
图表 6：债券市场主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至2024年3月26日

商品方面，2024年3月以来（截至3月26日）WTI原油上涨3.82%，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1.251.64%、下跌1.26%、上涨0.42%、上涨3.65%。汇率方面，2024年3月以来（截至3月26日）美元指数录得0.16%涨幅，人民币指数录得0.14%跌幅。黄金方面，2024年3月以来（截至3月26日）上海黄金现货录得6.56%涨幅，3月26日收盘于512.52元/克。3月6日，美联储主席鲍威尔在众议院出席半年度货币政策听证会。会上，鲍威尔重申，在政策制定者确信他们已经赢得与通胀的斗争之前，美联储不会急于降息。当前黄金涨幅相较基本面可能存在超涨，而市场对美联储降息预期也可能有些过于乐观。

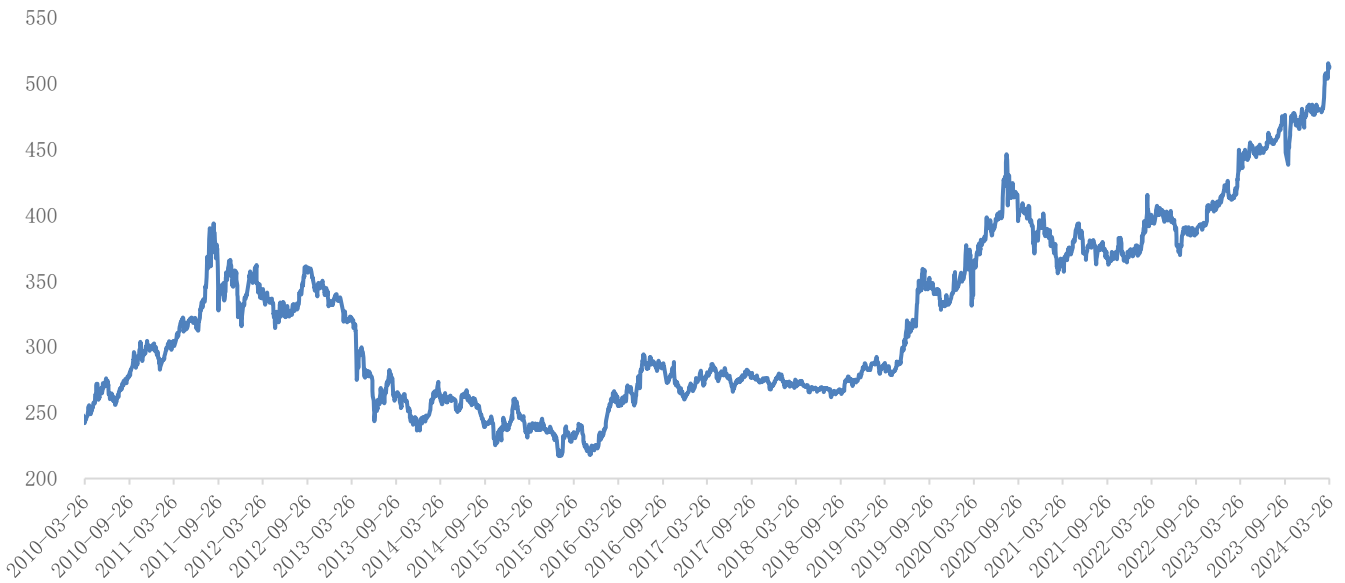
图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 3 月 26 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

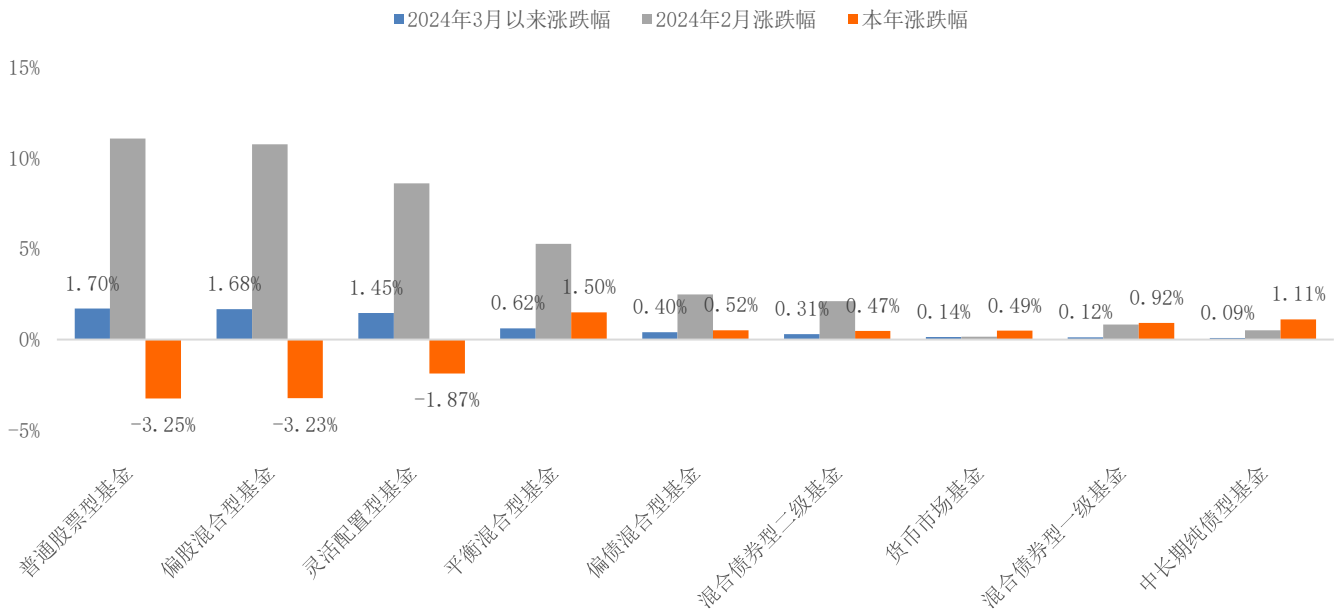


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 3 月 26 日

2.公募基金表现：3月以来普通股票型基金录得1.70%涨幅

2024年3月以来（截至3月26日）A股市场偏震荡市，但是权益类公募基金多数录得正收益，普通股票型基金上涨1.70%，偏股混合型基金上涨1.68%，灵活配置型基金上涨1.45%，平衡混合型基金上涨0.62%；偏债类基金也大部分录得正收益，偏债混合型基金上涨0.40%，混合债券型二级基金上涨0.31%，混合债券型一级基金上涨0.12%，中长期纯债型基金上涨0.09%，货币市场基金上涨0.14%。

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3月26日

3.集合信托发行情况：2月资产管理信托产品发行规模775.77亿

用益信托网数据，2024年2月，资产管理信托产品发行规模为775.77亿元，较1月下月下滑27.86%。以非标产品为主，非标产品占比为69.24%（537.15亿元），标品信托占比30.76%（238.61亿元）。按投资领域划分，基础产业占比最高，但较上月下滑明显，其次为工商企业按细分领域划分，占比最高的为水利、环境

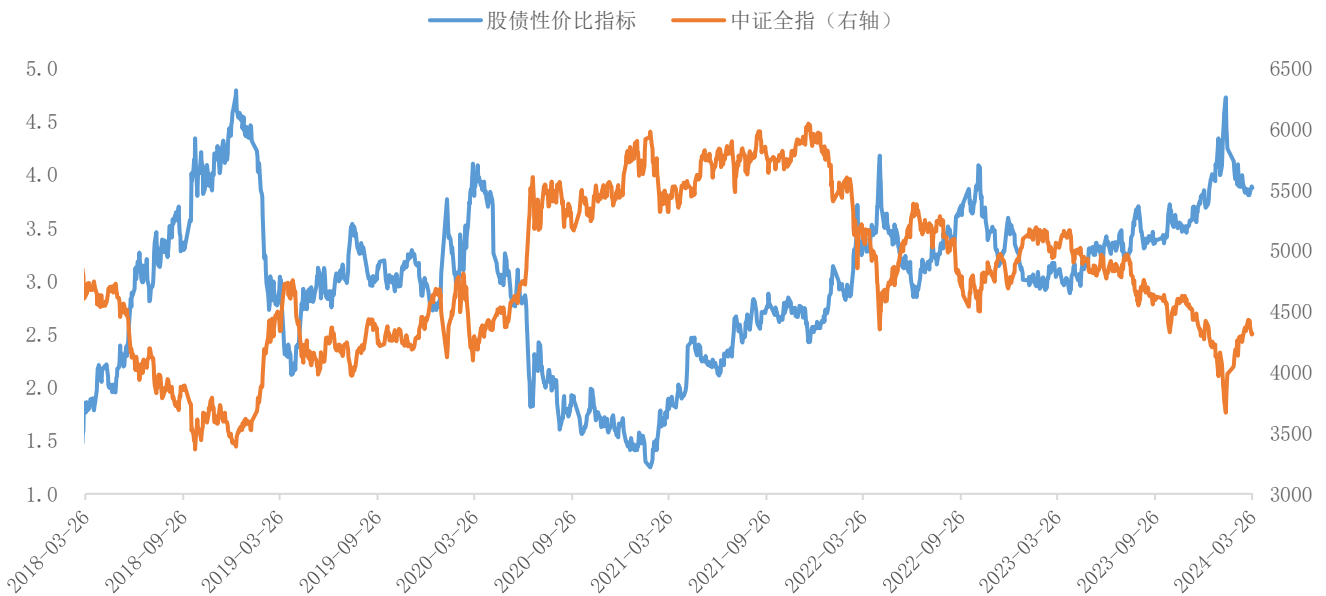
和公共设施管理业占比最高（62.58%），租赁和服务业（16.65%）。按业务类型划分，配置类业务占比最高（58.87%），其次为固收类业务（39.67%）。按业务模式划分，TOF 业务占比最高（43.13%），其次为纯债投资业务（32.55%）。

三、资产配置建议

1. 总体配置建议为：债券>股票>=大宗商品

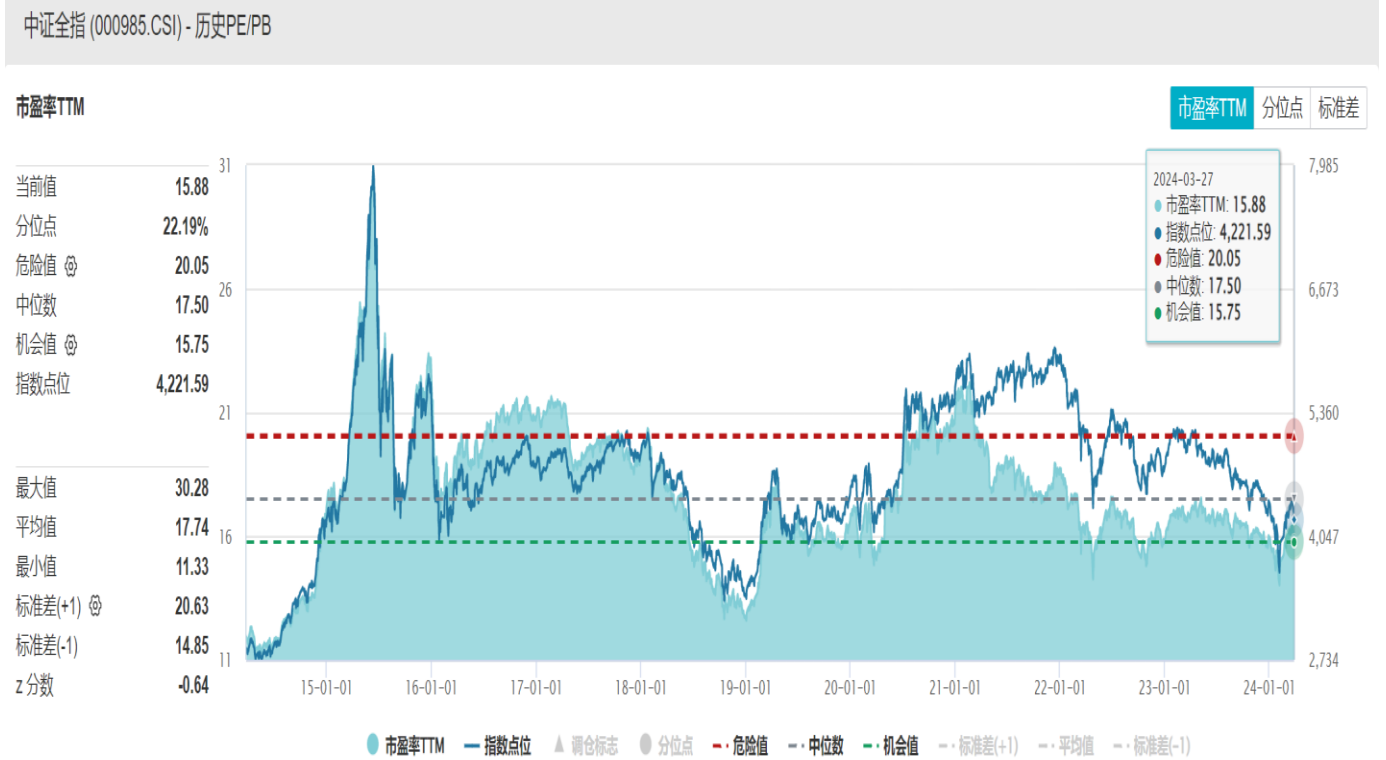
从股债性价比的位置来看，截至 2024 年 3 月 26 日，较上月来看股票性价比位置有所回落，主要与近几周以来 A 股震荡，债市走牛有关。股债比越大，意味着投资股票资产的性价比越高，当前来看，股债性价比指标有所回落，国债收益率持续走低，短期反转的可能性也不大，因此配置债券性价比更高。

图表 10：股债性价比模型



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 3 月 26 日

图表 11：中证全指 PE 估值



数据来源：Wind，百瑞信托，时间区间：2014年3月27日—2024年3月27日

债券方面，3月利率债和信用债整体延续了收益率下行趋势，3月下旬以来债券市场进入了短期震荡阶段，主要受到房地产政策持续优化以及人民币汇率波动影响。目前信用债收益率基本稳定，债券配置方面压力较1-2月有所降低。但预期央行会进一步实施降准降息，城投债发行仍然不足，配置压力仍大。

权益方面，3月市场整体呈现结构性行情，板块轮动和风格切换较为频繁，在于市场持续横盘调整后，资金面呈现出一定分歧，特别是题材板块分化加剧。近期在美联储维持利率不变的背景下，美国经济降温的预期减弱，叠加日本央行升息等因素，刺激资金进一步外流。目前大盘缺少系统性的结构行情，资金始终在板块间轮动，不足以推动指数向上突破关键点位。

大宗商品方面，黑色反弹动力或有限，仍持续关注有色和贵金属多头机会。近期铜价与贵金属价格回落，我们认为后续多头机会将在宏观趋势下持续持续，只是短期看，美国CPI和PPI数据因能源价格维持高位，而经济数据转暖，服

务业通胀尚未形成回落趋势，使得短期盘整，但后续我们仍然继续看多，铜、黄金、白银，而后续宏观带动商品的驱动核心，是原油价格回落，服务业通胀回落带来降息预期升温。

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等宏观因素影响，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。