

# 一季度经济数据稳中有进，新“国九条”助力资本市场高质量发展

——2024年4月睿见月智

百瑞信托

战略发展部

博士后工作站

2024年4月25日

## 内容要点

### ○ 宏观经济环境

#### 海内外重要政策及事件：

货币政策方面，当前信贷需求跟以前相比有所转弱，未来货币政策还有空间  
财政政策方面，将及时启动超长期国债发行，支持央行逐步增加国债买卖  
海外方面，美国4月PMI全线下跌，制造业意外跌破荣枯线

国内宏观经济：一季度经济数据超预期，但内需仍显不足

国内金融数据：3月信贷数据持续走弱，M2-M1“剪刀差”保持高位

### ○ 市场表现回顾

大类资产表现：A股市场表现较弱、信用债收益率下行幅度较大

公募基金：4月以来平衡混合型基金录得0.70%涨幅

集合信托：3月标品信托产品发行规模409.43亿

### ○ 资产配置展望

债券市场行情有望延续，股票市场需把握结构性行情

## 目 录

一、宏观经济环境 .....	1
1.海内外重要政策及事件.....	1
2.一季度经济数据超预期，但内需仍显不足.....	2
3.3月信贷数据持续走弱，M2-M1“剪刀差”保持高位.....	3
二、市场表现回顾 .....	4
1.大类资产表现：A股市场表现较弱、信用债收益率下行幅度较大.....	4
2.公募基金表现：4月以来平衡混合型基金录得0.70%涨幅.....	10
3.集合信托发行情况：3月标品信托产品发行规模409.43亿.....	10
三、资产配置展望：债券市场行情有望延续，股票市场需把握结构性行情.....	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

货币政策方面，当前信贷需求跟以前相比有所转弱，未来货币政策还有空间。央行副行长、外管局局长朱鹤新表示，今年以来，前期做的一系列货币政策正在逐步发挥作用，未来货币政策还有空间，下一步将密切观察政策效果及经济恢复和目标实现情况，用好储备政策。央行货币政策司司长邹澜表示，目前广义货币（M2）已经超过 300 万亿元，当前信贷需求跟以前相比有所转弱，容易形成空转和资金沉淀，未来随着经济转型升级，有效融资需求恢复，社会预期改善，资金沉淀空转的现象也会缓解。央行会结合经济回升态势和经济转型形势继续密切观察，既要名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好的态势，也要充分考虑高质量发展的需要，避免削减结构调整的动能，防止利率过低导致内卷式竞争加剧和资金空转，这会造成物价进一步降低，相互形成不良循环。4 月 MLF 及 LPR 利率均未下调，原因可能是考虑至 2023 年末，银行业净息差跌破 1.7% 至 1.69%，已低于《合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）》中自律机制合意净息差 1.8%。

财政政策方面，将及时启动超长期国债发行，支持央行逐步增加国债买卖。财政部已经将 2024 年超长期特别国债支出纳入到 2024 年预算，同时扎实推进前期准备工作。将根据超长期国债项目分配情况，及时启动超长期特别国债发行工作。一季度发行规模小于往年，一方面是以往年度为应对疫情冲击，加大了年初发行规模，另一方面也与地方项目建设资金需求等相关。4 月份发行的电子式储蓄国债，“一债难求”核心是需求旺盛，供给相对不足，所以下一步要适当增加发行规模。财政部党组理论学习中心组发布文章指出完善基础货币投放和货币供应调控机制，支持在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖

海外方面，美国 4 月 PMI 全线下跌，制造业意外跌破荣枯线。重回萎缩区间，制造业活动今年以来首次出现收缩，服务业虽继续保持扩张，但扩张速度亦放缓至 5 个月以来最低，美国经济活动在持续数月的升温后出现降温迹象。

美国 3 月 CPI 数据显示美国通胀韧性较强，回到美联储 2% 的通胀目标并不容易。这可能让美联储继续推迟降息，美国高利率持续的时间再度延长。在美联储降息预期大幅缩水下，美元指数升高，非美货币普遍承压，其中亚洲货币承受压力最大。

## 2. 一季度经济数据超预期，但内需仍显不足

一季度 GDP 同比增长 5.3%，环比上升 1.6%，消费、出口数据不如预期。  
**投资环比加快：**1-3 月份，全国固定资产投资（不含农户）实现 10.00 万亿元，同比增长 4.5%；制造业同比 9.9%、基础设施投资同比 6.5%。3 月份固定资产环比增长 0.14%。主要是发改委完成了 2023 年全部 1 万亿元增发国债项目下达，增发国债资金已经落实到约 1.5 万个具体项目。  
**消费边际下降：**1-3 月份，社会消费品零售总额累计同比增长 4.7%；3 月同比增长 3.1%；从 2023 年 10 月以来消费同比出现持续下降。  
**进出口持续下滑：**1-3 月份，进出口总额以人民币计价累计同比增长 5%。以美元计，一季度进出口总额同比增长 1.5%；3 月出口总额同比下降 7.5%。

**3 月工业出现环比下降：**1-3 月份，规模以上工业增加值累计同比增长 6.1%，环比下降 0.08%；3 月规模以上工业增加值当月同比增长 4.5%。  
**房地产投资、新开工和销售仍维持大幅下行趋势：**一季度，全国房地产开发投资同比下降 9.5%；房屋施工面积同比下降 11.1%，新开工面积同比下降 27.8%；一季度新建商品房销售面积同比下降 19.4%。

**3 月 PMI 超预期，季节性因素比较大。**3 月 PMI 超预期：3 月中国制造业采购经理指数为 50.8%，较上月上升 1.7 个百分点，连续 5 个月运行在 50% 以下后，重回扩张区间。其中新订单指数 53.0，拉动 PMI 环比上升 1.2 个百分点。3 月非制造业商务活动指数为 53.0%，比上月上升 1.6 个百分点。在调查的 21 个行业中，有 15 个位于扩张区间，较上月增加 10 个，制造业景气面明显扩大。从历史来看，除了 2022 年之外，历年 3 月 PMI 均在荣枯线之上。

**3 月 CPI 同比涨幅收窄至 0.1%，PPI 同比降幅扩大至 2.8%。**3 月 CPI 环比

明显下降：受春节后消费需求季节性回落、食品和出行服务价格回落、市场供应总体充足等因素影响，3月CPI环比明显下降，同比涨幅回落；扣除食品和能源价格的核心CPI同比涨幅回落至0.6%，显示总需求仍然偏弱；国际油价上涨等因素带动PPI环比降幅收窄，但内需疲软导致煤炭、黑色金属等价格下跌，当月PPI同比降幅略有扩大。

总体来看，GDP同比增速5.3%超预期，但分项数据表现均较弱。一季度数据仅固定资产投资实现持续回升，消费、进出口、工业、地产及信贷数据均处于边际下滑；特别是消费、进出口在3月当月边际下行明显，总体来看，内需乏力、消费不足、地产不振，一季度GDP同比增长可能更多是季节性影响。后续仍要看特别国债对投资的带动作用，今年政府工作报告提出要连续发行1万亿元特别国债，但发行进度很慢；重点关注地方政府债券发行、特别国债发行等对固定资产投资的推动作用。

### 3.3 月信贷数据持续走弱，M2-M1“剪刀差”保持高位

3月新增人民币贷款、社融均同比少增。一季度人民币贷款增加9.46万亿元，比上年同期少1.14万亿元，但比2022年同期多增1.12万亿元；一季度社会融资规模增量累计12.93万亿元，比上年同期少增1.61万亿元，但比2022年同期多增0.88万亿元。

3月地产成交偏弱，持续对居民中长期贷款形成压制。克尔瑞数据显示，3月百强房企实现销售操盘金额3583亿元，环比有所改善，但仍处于历史同期较低水平，较去年同期减少45.8%，房地产“小阳春”成色不足。

由于央行平滑信贷投放的要求，3月新增人民币贷款同比少增，低于市场预期，企业中长期贷款下滑明显，企业信贷仍需政策支撑；地方政府专项债券发行进度偏慢，社融托底需要财政政策二季度发力提效。

货币供应方面，3月末广义货币（M2）余额304.8万亿元，同比增长8.3%。虽然春节假期影响消退，但是狭义货币（M1）余额68.58万亿元，同比增长1.1%，较上个月进一步下降0.1个百分点，再创1989年9月增速-0.83%以来的

新低，较去年同期增速下降 4 个百分点。M2-M1 “剪刀差” 保持在 7.2 个百分点的高位，显示经济活力不足，企业依然缺少存款活化的动机。不过 3 月企业存款同比少增 5330 亿元，这说明企业获取廉价贷款之后转存等“资金沉淀”问题略有缓解，贷款增速下行和企业存款少增，一定程度上显示资金空转压力下降。

## 二、市场表现回顾

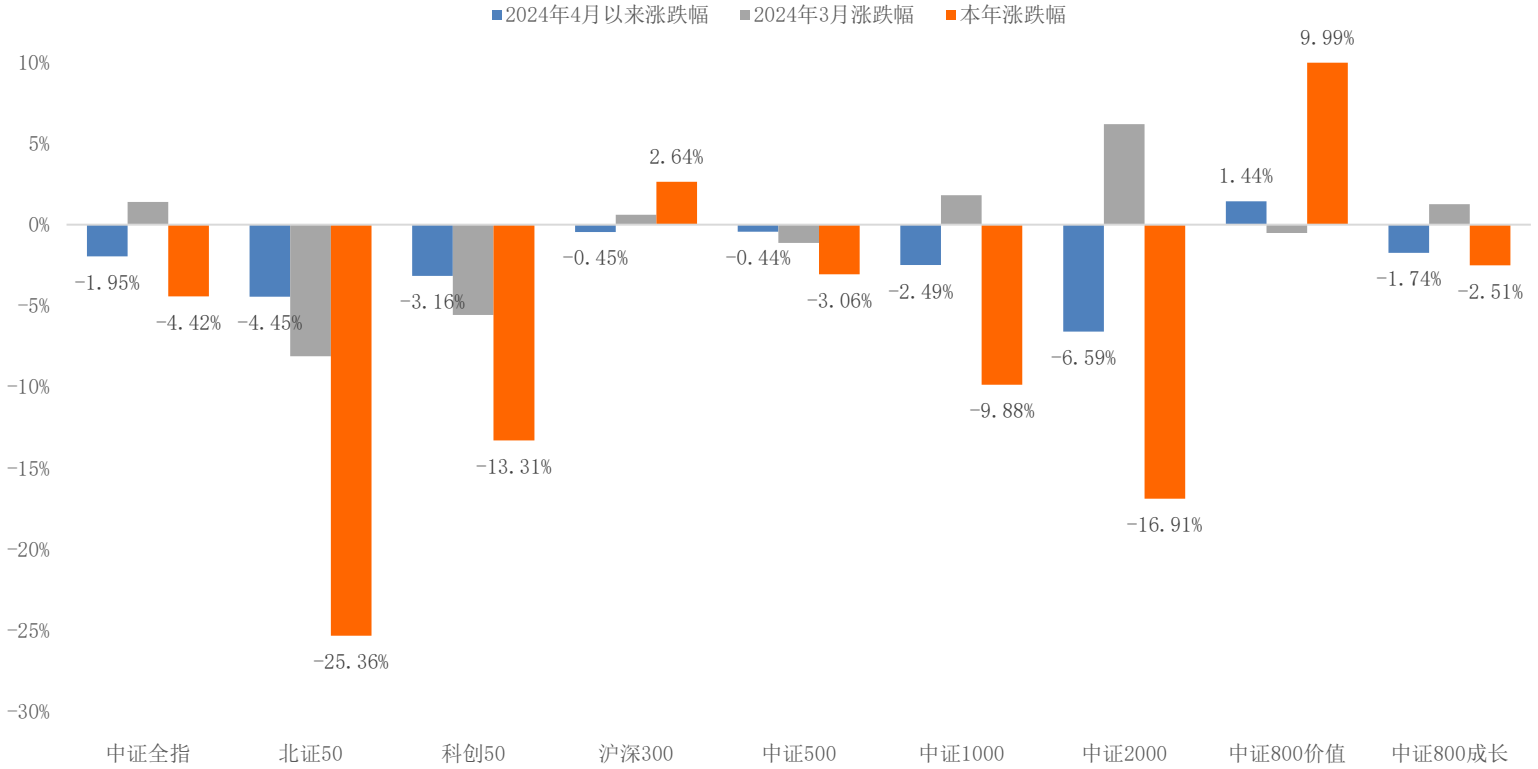
### 1. 大类资产表现：A 股市场表现较弱、信用债收益率下行幅度较大

**股票方面**，近期 A 股市场表现较弱，主要有几方面原因。第一，财报季业绩潮集中来袭，投资者担心越接近 4 月底，尚未披露年报的公司业绩出现变脸的情况会越来越多。第二，由于投资者的担忧情绪影响，市场成交量出现萎缩，开始形成连锁反应，量能越缩减、投资者交易倾向就越弱。第三，4 月历来是机构调仓换股的时候，一方面春节效应结束，另一方面重要会议政策开始落地，有望给相关赛道带来机会，因此，4 月热点不突出、轮动较快是正常表现。

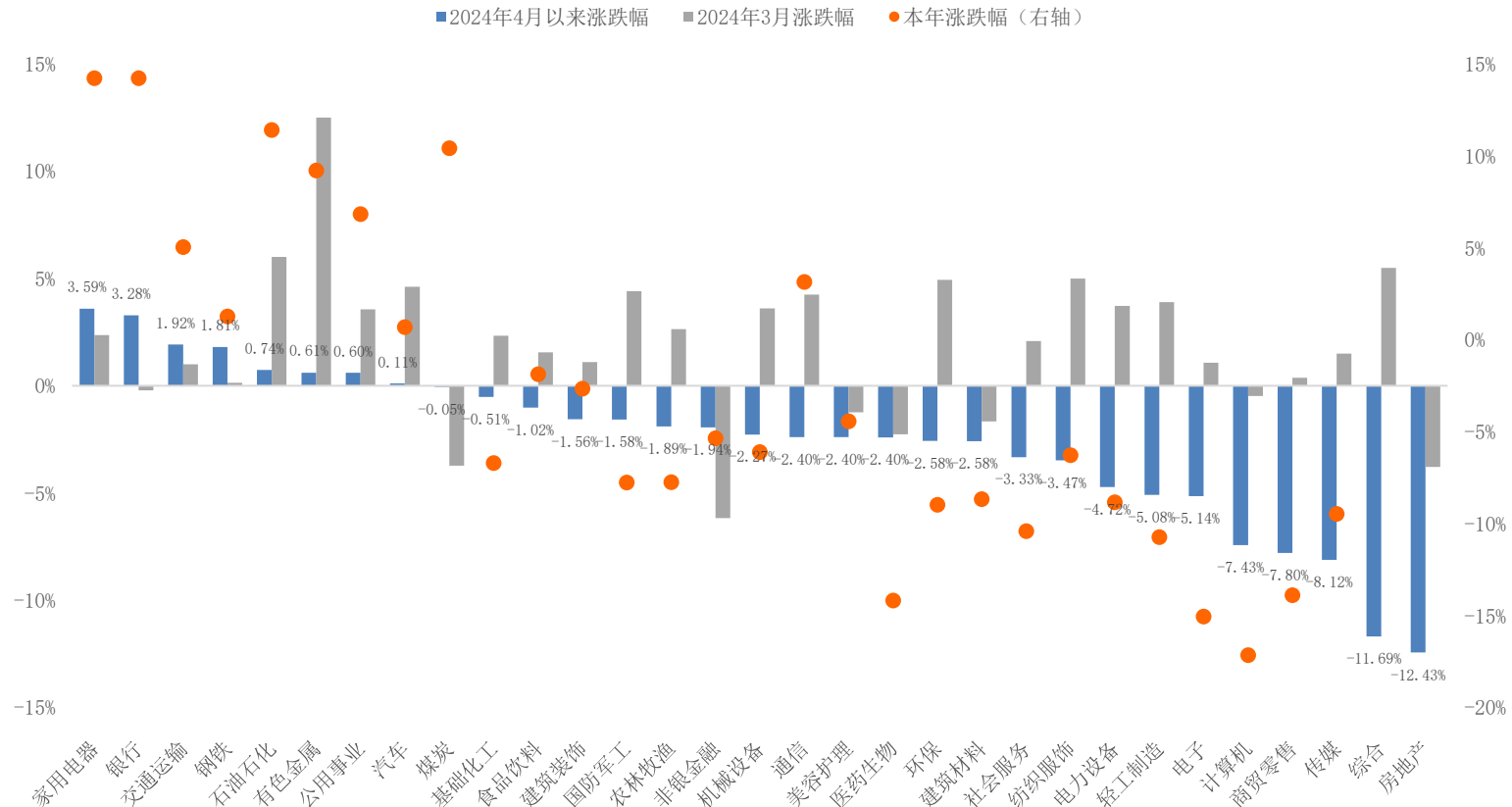
**行业版块方面**，4 月以来家用电器、银行以及交通运输行业表现较好，而房地产、综合和传媒行业表现较差。从风格来看，4 月份大盘价值风格表现占优，中证 800 价值指数上涨 1.44%。

**全球主要股票市场方面**，受中东紧张局势加剧、美联储官员鹰派发言等因素影响，欧美及亚太主要股指集体下跌。MSCI 越南、日经 225 以及纳斯达克指数 4 月份表现较差。2024 年 4 月以来（截至 4 月 24 日），MSCI 越南、日经 225 以及纳斯达克指数分别下跌 10.20%、4.73%、4.07%。

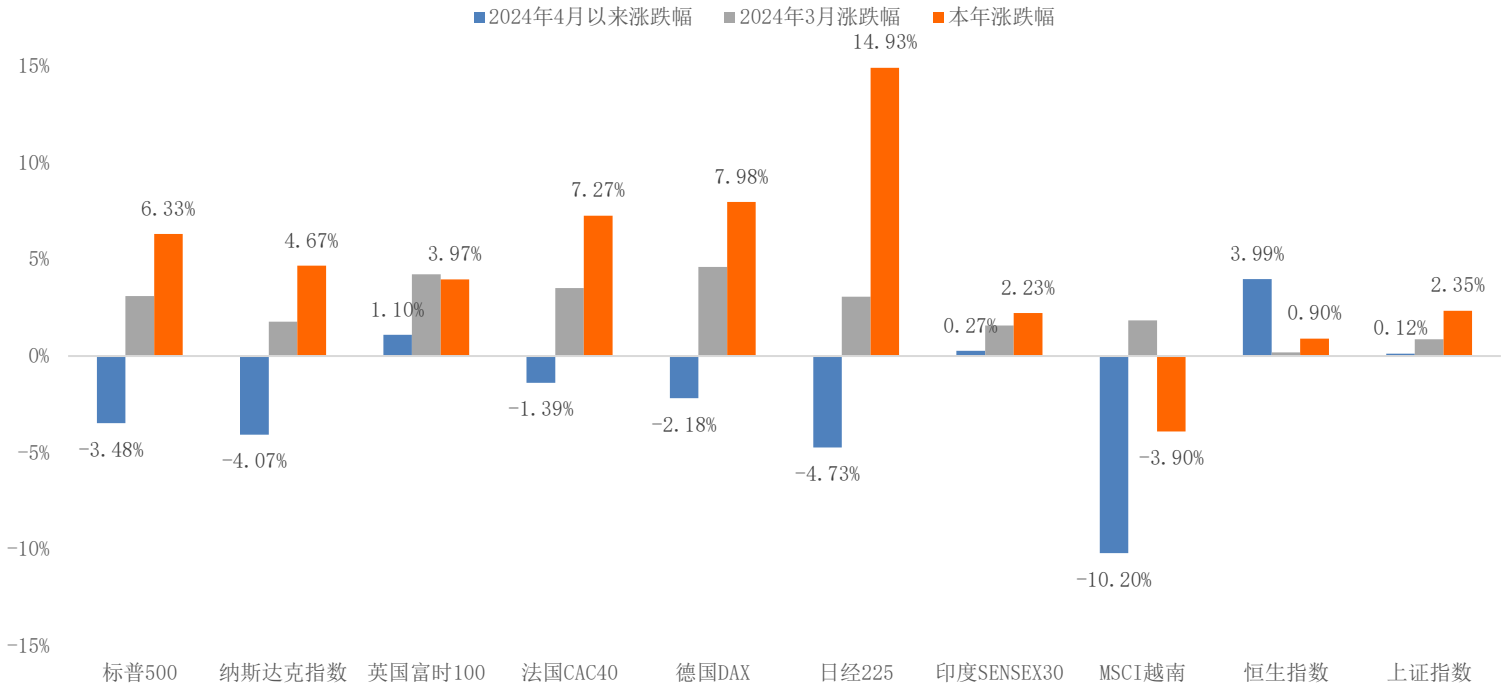
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



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 4 月 24 日

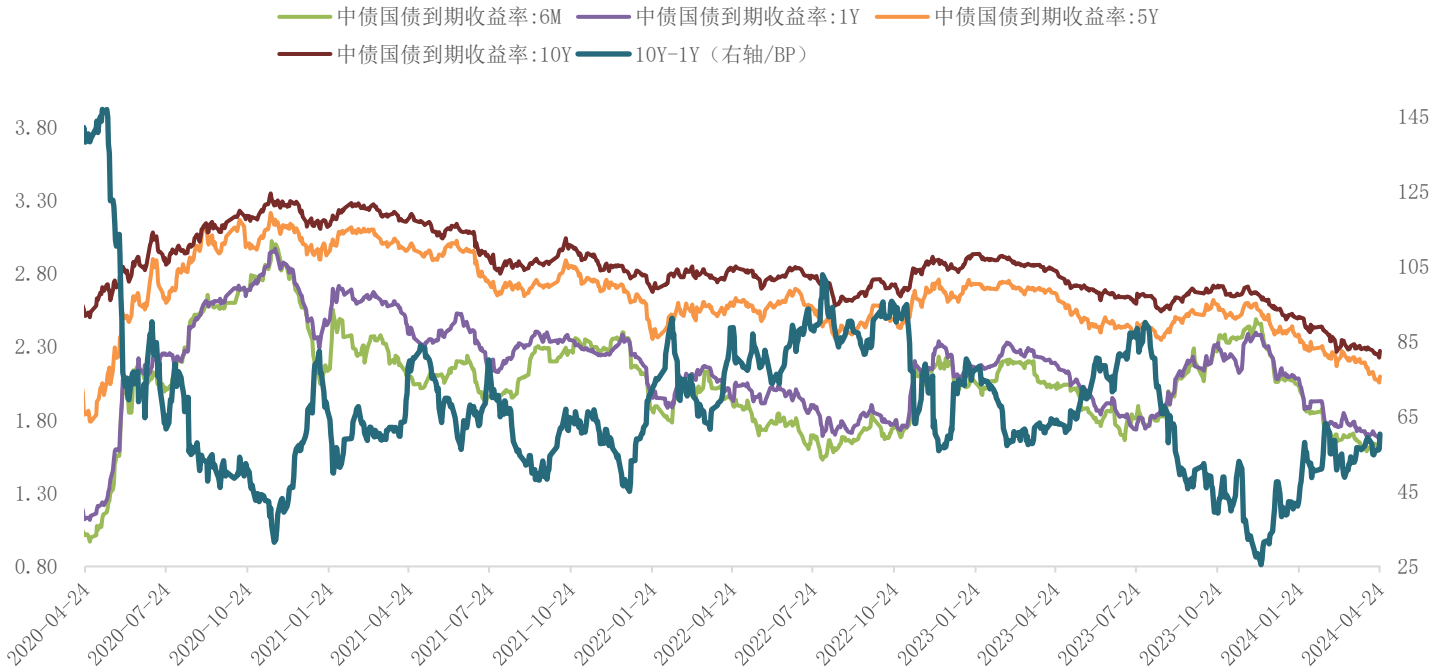
注: 采用申万一级行业分类

**利率债方面**, 2024 年 4 月以来 (截至 4 月 24 日) 中债国债到期收益率继续下行, 10 年期下行 3.55bp, 达到 2.2727%; 期限利差微阔。其中, 6 个月期品种上涨 1.36bp, 1 年期品种下降 7.29p, 5 年期品种下降 12.07bp, 10 年期品种下降 3.55bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 60.31bp, 较上月末微阔 3.74bp。

**信用债方面**, 2024 年 4 月以来 (截至 4 月 24 日) 长短期中债中短期票据到期收益率 (AAA) 大幅下行, 平均下行 24.71bp, 信用利差收窄。其中, 6 个月期品种下行 28.16bp, 1 年期品种下行 25.35bp, 3 年期品种下行 23.48bp, 5 年期品种下行 21.85bp。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 31.49bp, 较上月末收窄 9.78bp。

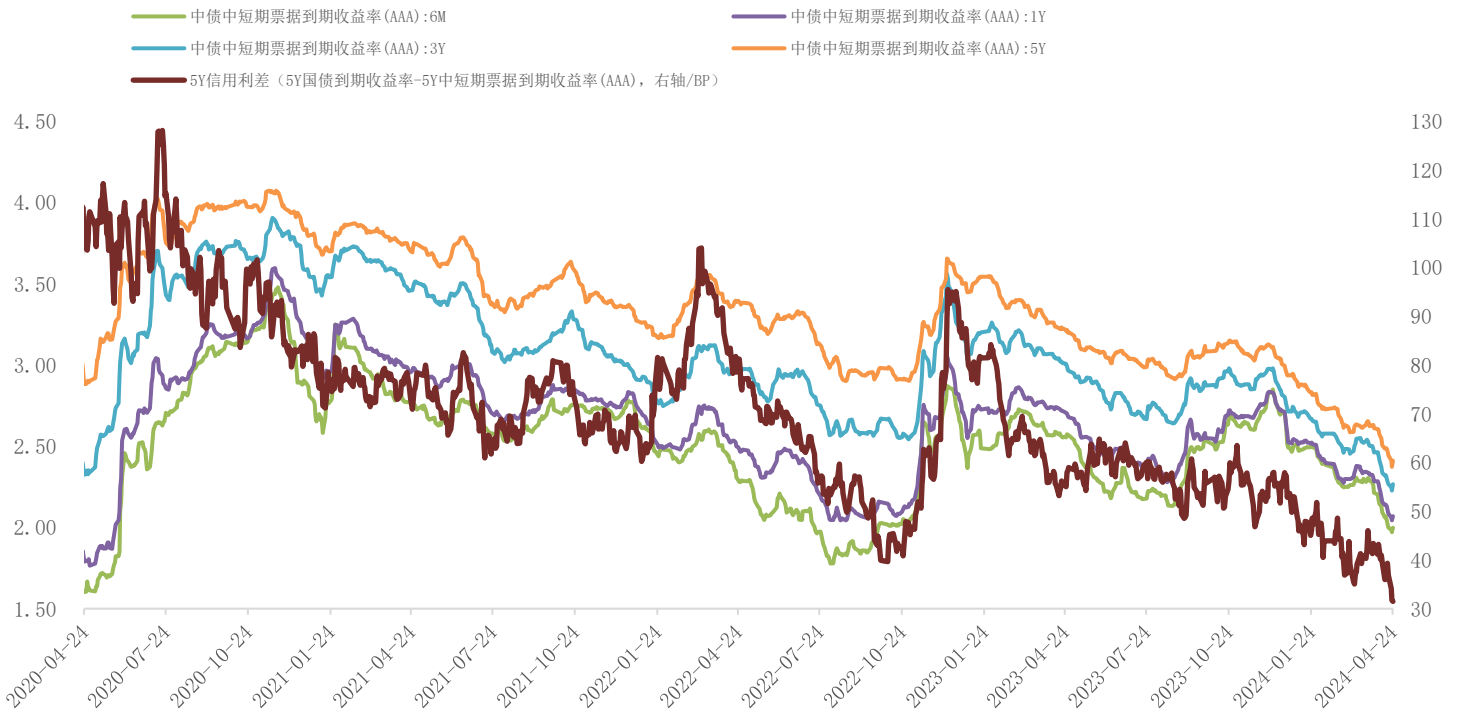


图表 4：中债国债到期收益率



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 4 月 24 日

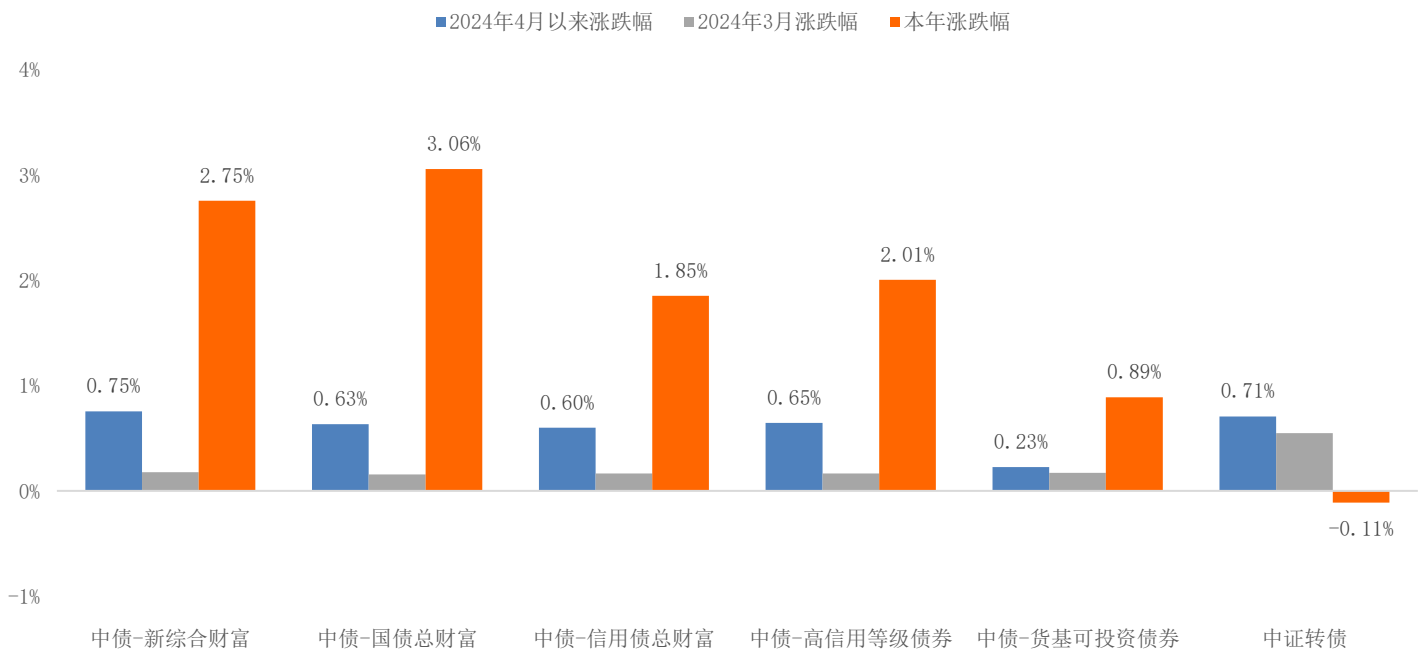
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 4 月 24 日

债券指数方面，2024年4月以来（截至4月24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0.75%、上涨0.63%、上涨0.60%、上涨0.65%、上涨0.23%，中证转债指数上涨0.71%。

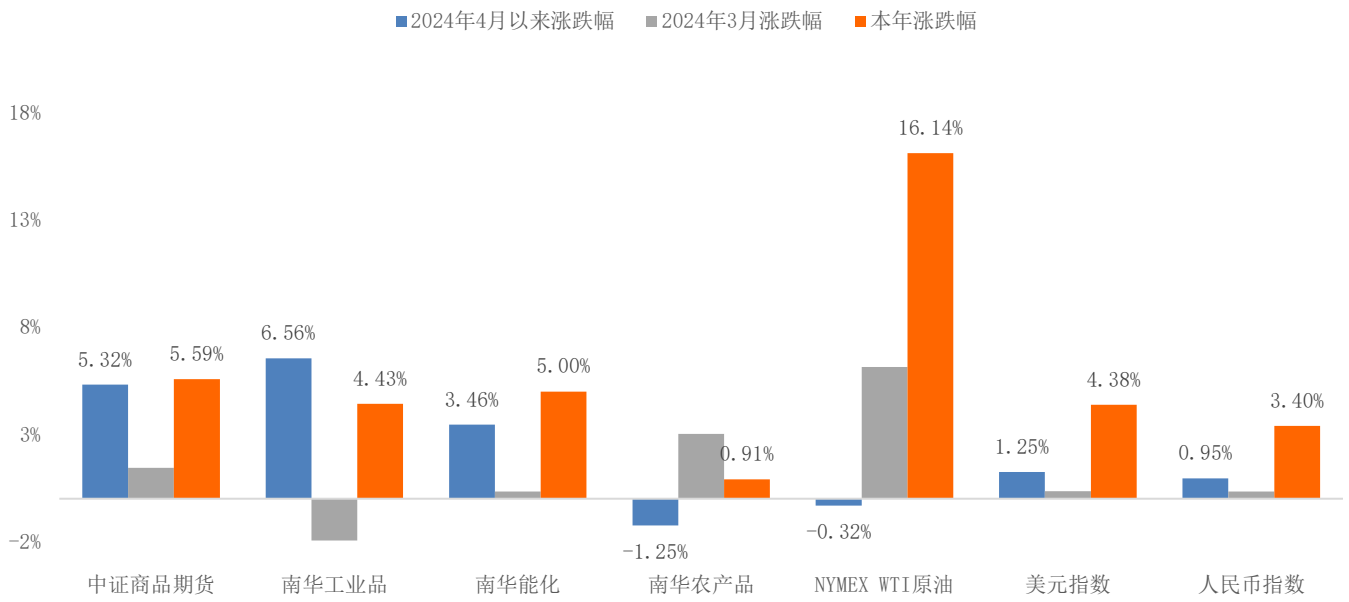
图表 6：债券市场主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至2024年4月24日

商品方面，2024年4月以来（截至4月24日）WTI原油下跌0.32%，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5.32%、上涨6.56%、上涨3.46%、下跌1.25%。汇率方面，2024年4月以来（截至4月24日）美元指数录得1.25%涨幅，人民币指数录得0.95%涨幅。黄金方面，2024年4月以来（截至4月24日）上海黄金现货录得3.94%涨幅，4月24日收盘于548.33元/克。海外“再通胀”预期升温，预计联储“非必要不降息”，从大类资产表现来看，近期美元、美债收益率走强，有色金属上涨，演绎的是再通胀逻辑，而黄金价格走强更多受益于地缘风险溢价。

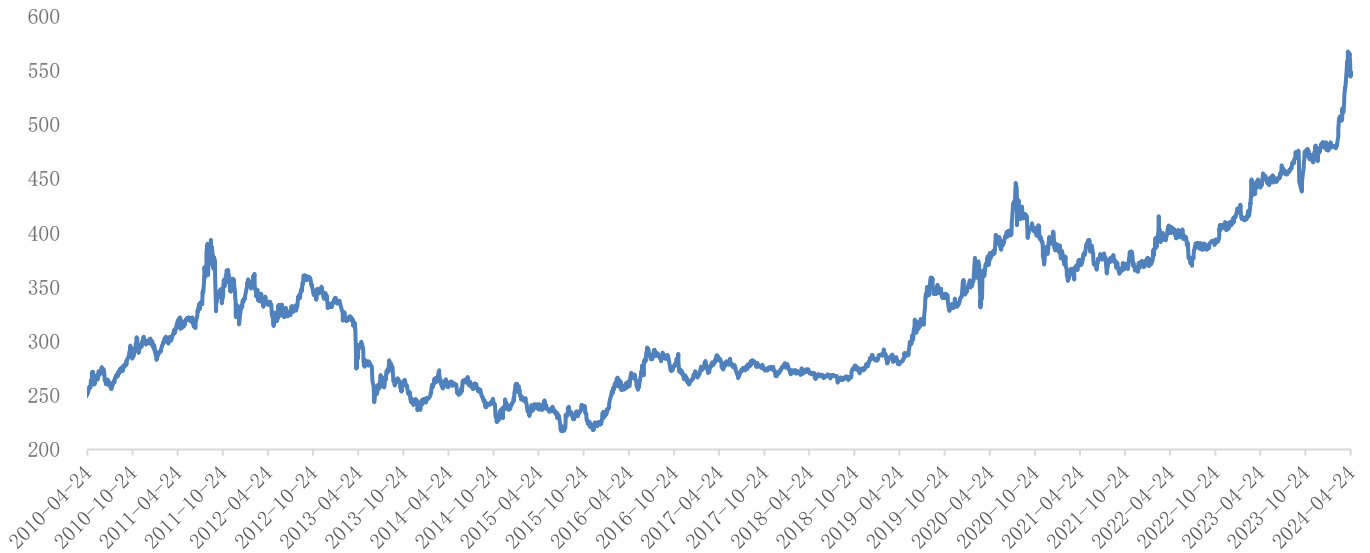
图表 7: 大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 4 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

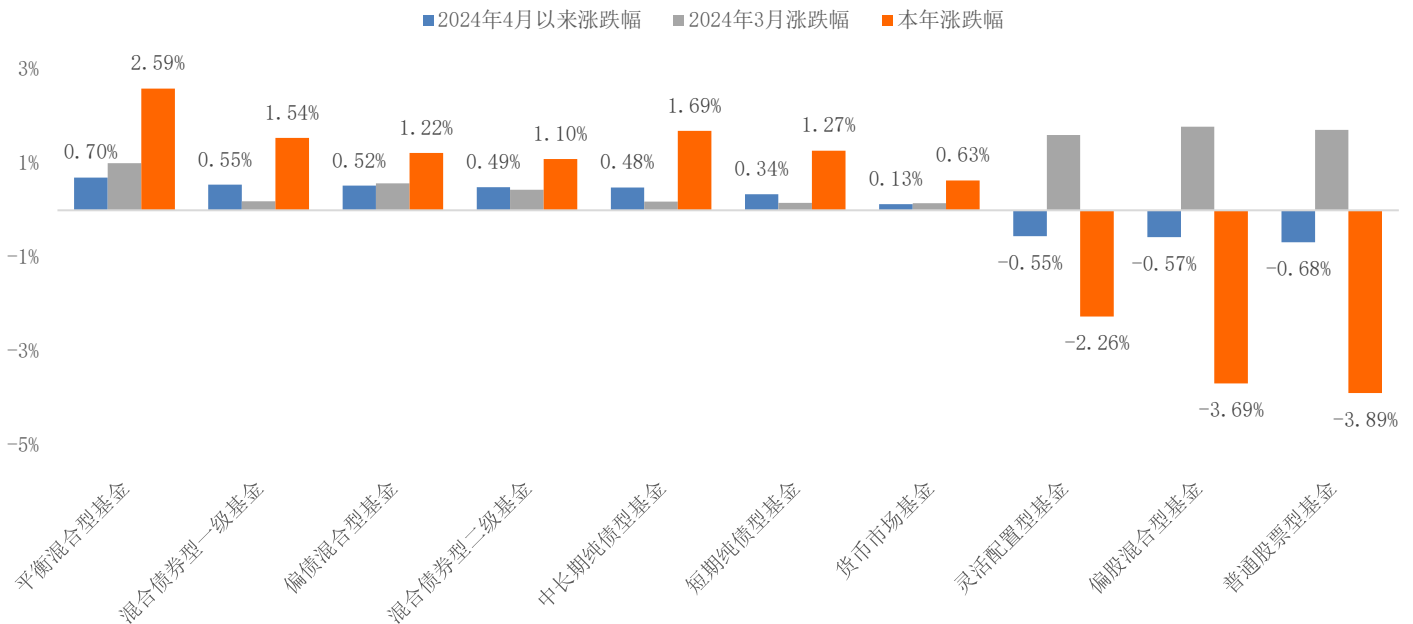


数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 4 月 24 日

## 2.公募基金表现：4月以来平衡混合型基金录得0.70%涨幅

2024年4月以来（截至4月24日）A股市场走势偏弱，权益类公募基金多数录得负收益，普通股票型基金下跌0.68%，偏股混合型基金下跌0.57%，灵活配置型基金下跌0.55%，平衡混合型基金上涨0.70%；偏债类基金大部分录得正收益，偏债混合型基金上涨0.52%，混合债券型二级基金上涨0.49%，混合债券型一级基金上涨0.55%，中长期纯债型基金上涨0.48%，短期纯债型基金上涨0.34%，货币市场基金上涨0.13%，货币市场基金上涨0.13%。

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4月24日

## 3.集合信托发行情况：3月标品信托产品发行规模409.43亿

用益信托网数据，2024年3月，标品信托产品发行规模为403.43亿元，较2月上升71.59%。按业务类型划分，配置类业务占比最高（62.29%），其次为固收类业务（33.25%）；按业务模式划分，TOF业务占比最高（52.48%），其次为纯债投资业务（26.12%）。

### 三、资产配置展望：债券市场行情有望延续，股票市场需把握结构性行情

债券方面，当前中国经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战，外部环境也更趋复杂严峻。央行货币政策委员会 2024 年第一季度例会表示，要精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。市场依旧认为利率有下降空间，甚至可能会有更加宽松的货币政策出台，短期债市反转的信号不明显。

权益方面，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。受中东紧张局势加剧、美联储官员鹰派发言等因素影响，亚太主要股指集体下跌。有色金属概念上涨，演绎的是再通胀逻辑，而黄金概念走强更多受益于地缘风险溢价，行情有望持续。新“国九条”，为推动资本市场高质量发展助力，同时也推动市场的投资风格从炒题材、炒概念转向了看业绩，一些没有业绩支撑的垃圾股将逐步被边缘化，业绩好的公司将会受到更多资金加持，价值投资、长期投资有望受益。