

政策预期持续升温，市场修复仍未结束

——2024年5月睿见月智

百瑞信托

战略发展部

博士后工作站

2024年5月30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，加大支持经济，理顺贷款利率和债券收益率的关系

财政政策方面，超长期特别国债发行启动，市场认购热情高涨

517地产新政，央行发布下调贷款利率、首付比例和再贷款工具等多项政策

海外方面，美联储纪要显示高利率政策恐持续更久

国内宏观经济：4月投资和消费下滑较大，地产仍在深度调整

国内金融数据：4月新增贷款同比净减少，社融存量增速持续放缓

○ 市场表现回顾

大类资产表现：A股市场震荡走弱、信用债收益率持续下行

公募基金：5月以来混合债券型基金表现较好

集合信托：4月标品信托产品发行规模542.06亿

○ 资产配置展望

债券收益率或持续下行，股票市场出口产业链配置价值更高

目 录

| | |
|--|----|
| 一、宏观经济环境 | 1 |
| 1.海内外重要政策及事件..... | 1 |
| 2.4月投资和消费下滑较大，地产仍在深度调整..... | 2 |
| 3.4月新增贷款同比净减少，社融存量增速持续放缓..... | 3 |
| 二、市场表现回顾 | 4 |
| 1.大类资产表现：A股市场震荡走弱、信用债收益率持续下行..... | 4 |
| 2.公募基金表现：5月以来混合债券型基金表现较好..... | 10 |
| 3.集合信托发行情况：4月标品信托产品发行规模 542.06 亿..... | 10 |
| 三、资产配置展望：债券收益率或持续下行，股票市场出口产业链配置价值更高..... | 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，加大支持经济，理顺贷款利率和债券收益率的关系。2024年第一季度货币政策执行报告显示出货币政策的一些边际变化，更加强调支持经济。本期报告在货币政策总体思路方面，延续“强化逆周期和跨周期调节”表述，除此之外，新增强调“加大对实体经济的支持力度”，货币政策对支撑经济有更加积极的定调。在下阶段货币政策安排部分，强调督促金融机构理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，在债券收益率处于低位的当前，可能反映货币政策对实体端利率下行，加大支持经济的考虑和诉求。

财政政策方面，超长期特别国债发行启动，市场认购热情高涨。受到资产投资收益率普遍下行、“资产荒”等因素影响，包括 20、30 年期国债在内的长期债券受到市场欢迎。4 月财政收入同比下降 3.7%，土地出让收入降幅扩大。4 月经济持续恢复，但投资、消费等部分指标超预期回落，房地产下行仍未见底。在此背景下，当月全国财政收入、土地出让收入同比降幅继续扩大。

517 地产新政，央行发布下调贷款利率、首付比例和再贷款工具等多项政策，深化房地产去库存。5 月 17 日，政治局委员何立峰在全国切实做好保交房工作视频会议讲话以及央行发布 517 地产新政内容：一是取消全国商业性个人住房贷款利率下限，二是下调个人住房公积金贷款利率 25BP，三是分别下调首套房及二套房的首付比例至 15%和 25%，四是针对已建成未出售商品房，设立 3000 亿元保障性住房再贷款工具用于支持地方国企收购已建成未出售商品房用作保障性住房。短期来看，稳定预期，提振市场情绪，减缓地产下行斜率；长期来看，未改善房地产供需结构，难以扭转地产下滑趋势；展望未来，若该政策执行效果不佳，政府有望进一步加强支持力度，但本质仍需提升居民收入预期。

海外方面，美联储纪要显示高利率政策恐持续更久。5 月 22 日，美联储发布了 4 月 30 日—5 月 1 日的议息会议纪要。纪要显示，在美国通胀数据连续三

个月未达预期后，美联储官员认为，利率需保持在高位的时间将比先前预料的更长久。5月11日，美国5月密歇根大学消费者调查报告出炉。美国5月消费者信心指数意外骤降至67.4，创下6个月以来新低。美联储重视的消费者通胀预期走高，对未来一年的通胀预期攀从4月的3.2%升至3.5%。美国经济可能面临滞胀的风险上升。

2.4 月投资和消费下滑较大，地产仍在深度调整

投资、消费下滑较大，出口累计同比持平。投资环比加快：4月份固定资产投资同比-0.03%；1-4月固定资产投资同比+4.2%。基础设施投资同比+6.0%，电力、热力、燃气及水生产同比+26.2%。**房地产仍在深度调整：**新房方面，4月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比-0.6%，降幅比上月扩大0.5个百分点；同比-2.5%。二手房方面，4月份，一线城市二手住宅销售价格环比-1.1%，降幅比上月扩大0.4个百分点；同比-8.5%。二、三线城市二手住宅销售价格环比均下降0.9%，降幅均比上月扩大0.4个百分点。1-4月新建商品房销售面积同比下降20.2%。**消费同比增幅持续下降：**4月份，社会消费品零售总额同比+2.3%，环比-0.8%；1-4月累计同比+4.1%，环比-0.6%。4月全国乘用车市场零售同比-5.7%，环比-9.4%。今年以来全国乘用车累计零售同比增长8.0%。**工业生产继续加快：**4月份，规上工业增加值至同比+6.7%，环比+0.97%。1-4月份规模以上工业增加值同比+6.3%。41个大类行业中有36个行业增加值保持同比增长。

出口累计同比持平，对东盟出口维持高增长。4月份出口同比+1.5%，再度转正。1-4月累计同比+1.5%，与上个月持平。4月份进口金额同比+8.4%，再度回正。1-4月份进口累计同比+3.2%。从我国的主要出口贸易伙伴来看，东盟、中国香港对出口继续起支撑作用，美国、欧盟、日本仍有拖累。2024年1-4月，东盟对出口继续起到明显支撑作用，累计同比+6.3%，相比前值回升2.2个百分点；中国香港累计同比+11.0%，维持较高增速；发达国家需求尚未修复，2024年4月份，美、日、欧元区制造业PMI仍处在枯荣线以下，对我国出口可能形

成一定制约。

4月制造业 PMI 环比回落幅度较大，除季节性因素之外，还因4月南方超强降水。4月 PMI 指数保持扩张区间：4月份，制造业采购经理指数 PMI、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.4%、51.2%和 51.7%，环比-0.4、-1.8和-1.0个百分点，三大指数继续保持在扩张区间，我国经济景气水平总体延续扩张。**生产指数加快：**生产指数为 52.9%，环比+0.7 个百分点，制造业企业生产扩张有所加快。**需求端边际下滑：**新订单指数为 51.1%，环比-1.9 个百分点，仍位于扩张区间；新出口订单指数为 50.6%，环比-0.7 个百分点。

4月通胀同比略有恢复，煤钢仍在降价。4月份 CPI 同比+0.3%；1-4月平均 CPI 同比+0.1%。分项来看，4月份食品供应充裕同比-2.70%；非食品受小长假出行影响，机票、旅游住宿等合计影响 CPI 环比上涨 0.12 个百分点；受国际金价和油价上行影响，国内金饰品和汽油价格分别+8.7%和+3.0%，合计影响 CPI 环比+0.15%。4月份 PPI 同比-2.5%；1-4月同比-2.7%。分项来看，国际原油、有色金属价格带动石油及相关行业价格上涨，但电煤需求季节性回落（同比-3.0%）、钢材价格仍下降（同比-2.5%），新能源整车制造、计算机通信和其他电子设备价格仍在下降。

总体来看，4月份主要经济指标表现较弱，内需依旧乏力。可以看到4月投资和消费在加速下滑，一线地产销售价格仍在深度调整，乘用车消费大幅下滑，居民资产负债表受损严重，严重拖累消费。另一方面从工业数据来看，生产仍在扩张，在内需不足背景下，未来或有过剩可能。

3.4月新增贷款同比净减少，社融存量增速持续放缓

新增贷款同比净减少、社融存量增速持续放缓。4月份社会融资规模当月值为-1987亿元，是2005年以来再次出现负增长；从分项来看，主要是居民短贷（-3518亿元）、居民长贷（-1666亿元）、政府债券（-984亿元）、未贴现承兑汇票（-4486亿元）。社融存量同比+8.3%。手工贴息减少了银行存款，并进一步减少了银行发放贷款的能力。

4月金融数据低于市场预期，除了投资与消费需求继续疲弱等挑战，数据核算方法的优化也对货币信贷数据形成一定扰动，但长期将有利于金融高质量发展。

货币供应方面，M1 同比负增长，4月 M1 同比增速-1.4%，是 2002 年以来第二次单月增速转负；M2 同比增速+7.2%，环比-1.1 个百分点，为 2002 年以来历史最低增速，主要受政府债发行节奏偏慢、贷款增量偏低、派生存款规模减少等影响。

二、市场表现回顾

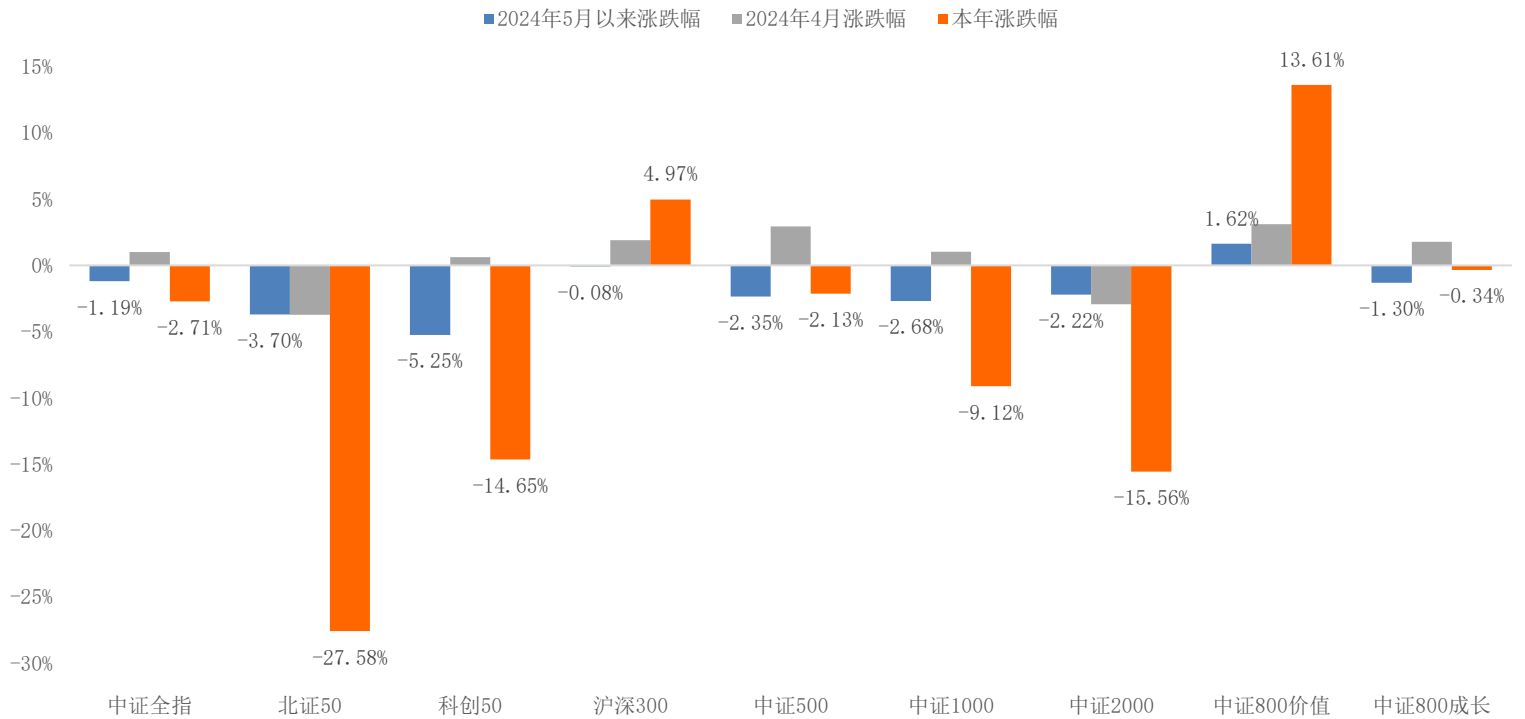
1. 大类资产表现：A 股市场震荡走弱、信用债收益率持续下行

A 股市场方面，5 月（截至 5 月 24 日，下同）以来 A 股市场震荡走弱，中证全指下跌 1.19%。近期美联储纪要公布，虽然减弱降息预期，但并没有严重超出市场的判断，而亚太地区在经济存在结构性压力的同时，出现地缘政治动荡加剧市场脆弱性。大盘短期剧烈震荡，表明新资金入场炒作主题意愿较强，部分海外资金存在抄底意愿，选择高股息率品种与新质生产力方向。但无论哪个赛道，资金更关注有业绩落地的行业，预计市场短期震荡后成长赛道将打开上行空间。

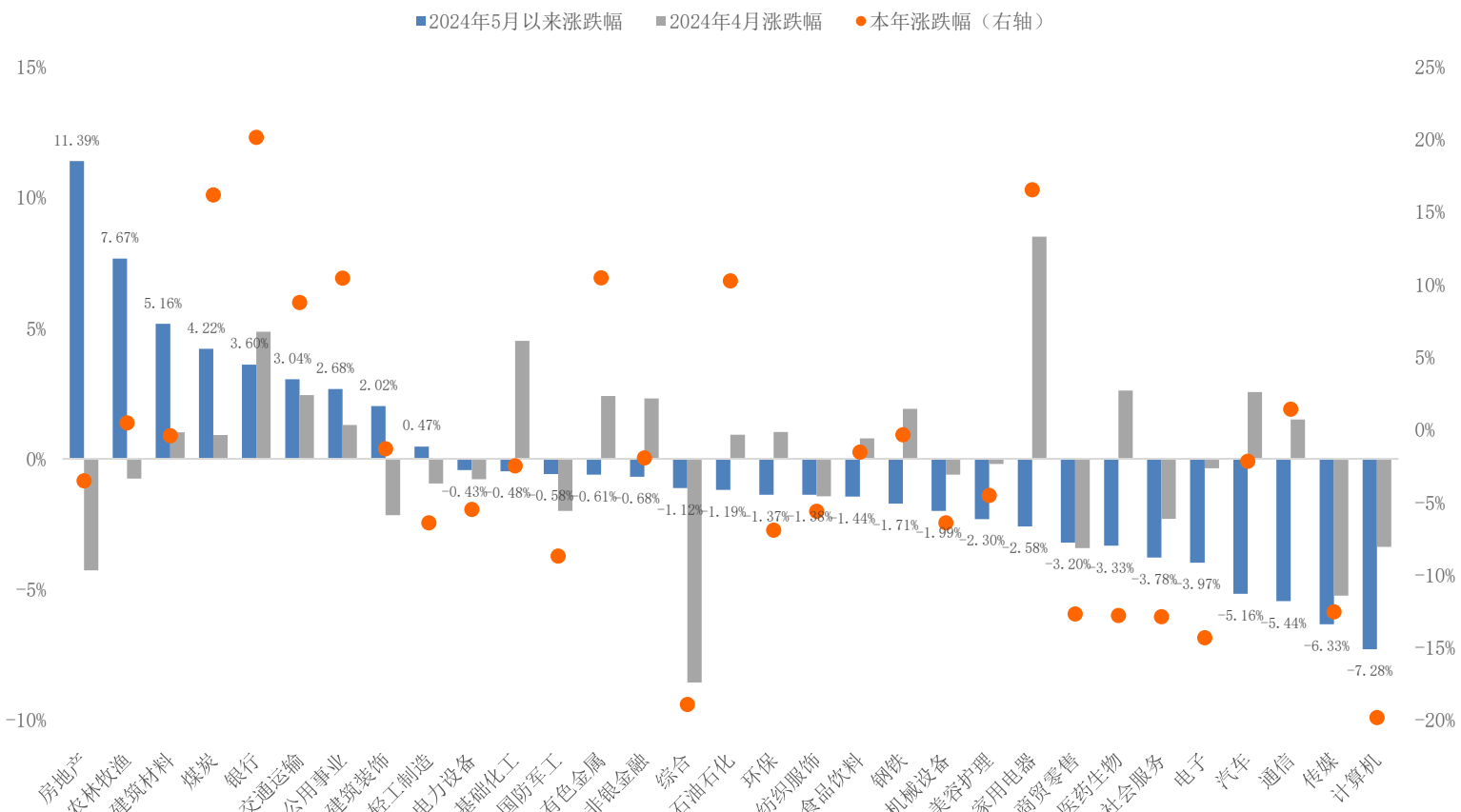
A 股行业风格方面，5 月以来房地产、农林牧渔以及建筑材料行业表现较好，而计算机、传媒和通信行业表现较差。从风格来看，5 月以来大盘价值风格表现占优，中证 800 价值指数上涨 1.62%。近期地产板块持续走强，主要受房产收储相关消息刺激，以及楼市利好政策频发。政府推出更加重磅的房地产行业政策，对房地产板块的预期产生积极影响，但需求端低迷仍然是关键制约因素，如果需求端复苏不力，对于房地产市场整体性的反转会是阻力

全球股票市场方面，5 月以来纳斯达克指数、标普 500 指数以及恒生指数表现较好，分别上涨 8.07%、5.34%、4.76%。港股近期大涨，更多的是资本回流对港股的带动，表明在外围市场以及降息预期变动下，资本选择更安全、更适合投资的市场意愿较为明显。

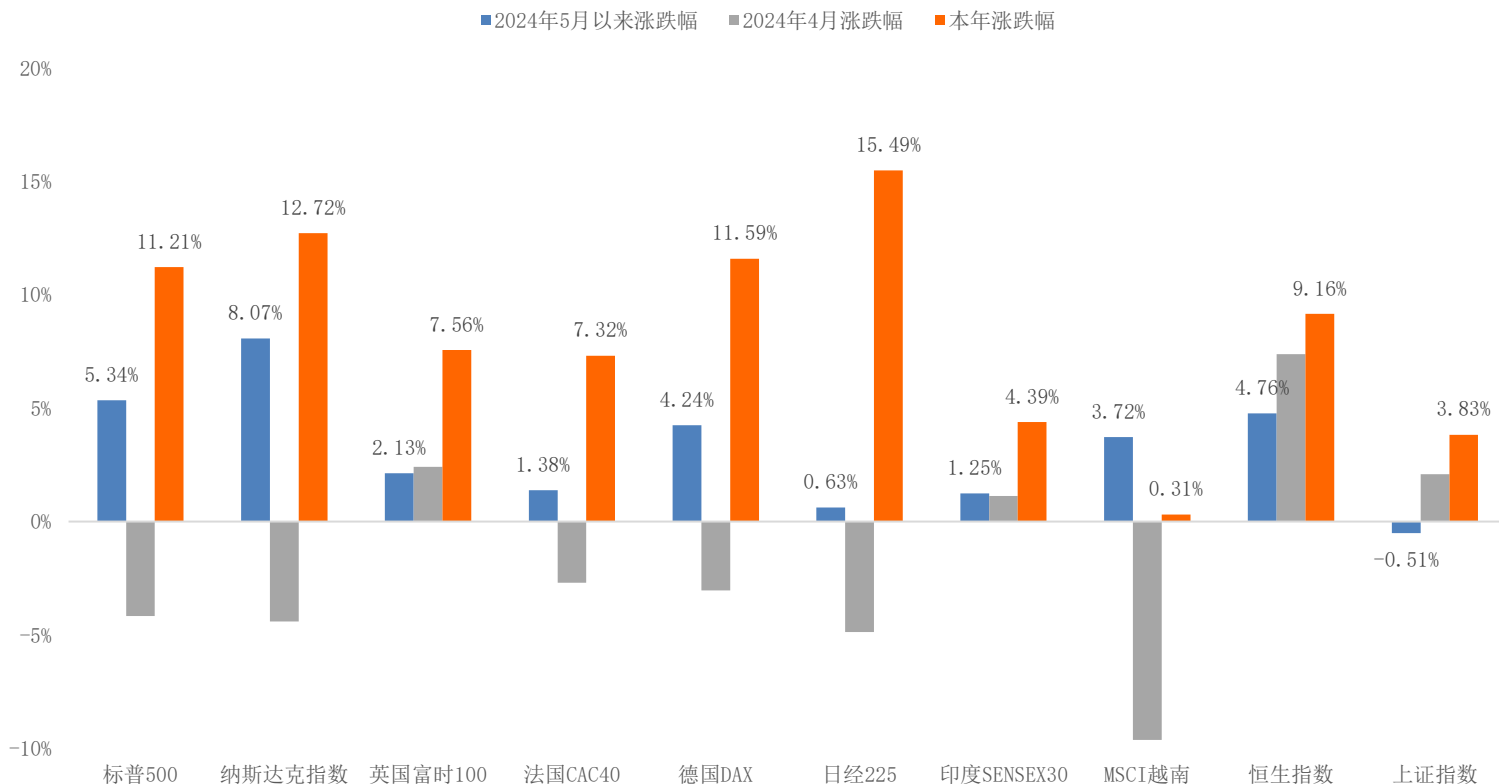
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



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

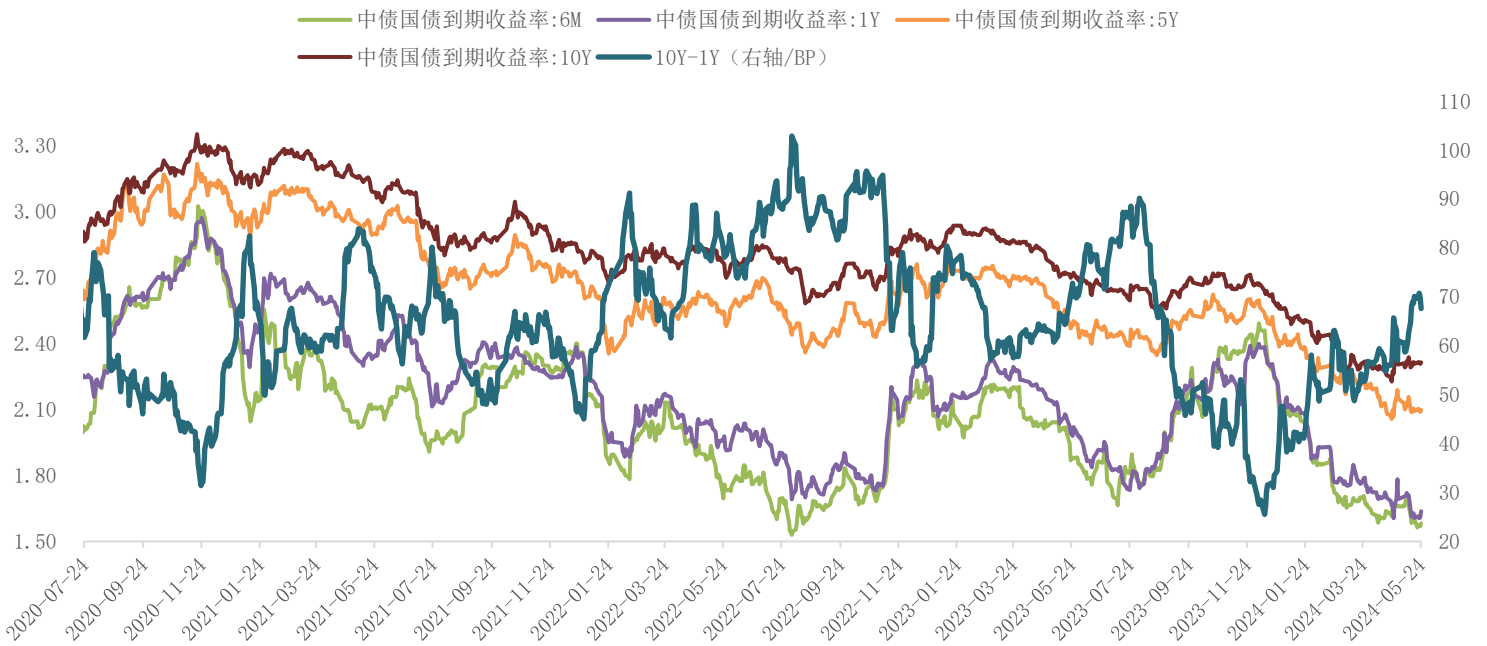


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 5 月 24 日 注：采用申万一级行业分类

利率债方面，5 月以来短端国债利率持续下行，长端国债利率微涨，10 年期中债国债到期收益率上行 1.06bp，达到 2.3134%，期限利差走阔。其中，6 个月期品种下降 7.73bp，1 年期品种下降 5.53p，5 年期品种下降 5.24bp，10 年期品种上涨 1.06bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 67.59bp，较上月末走阔 6.59bp。

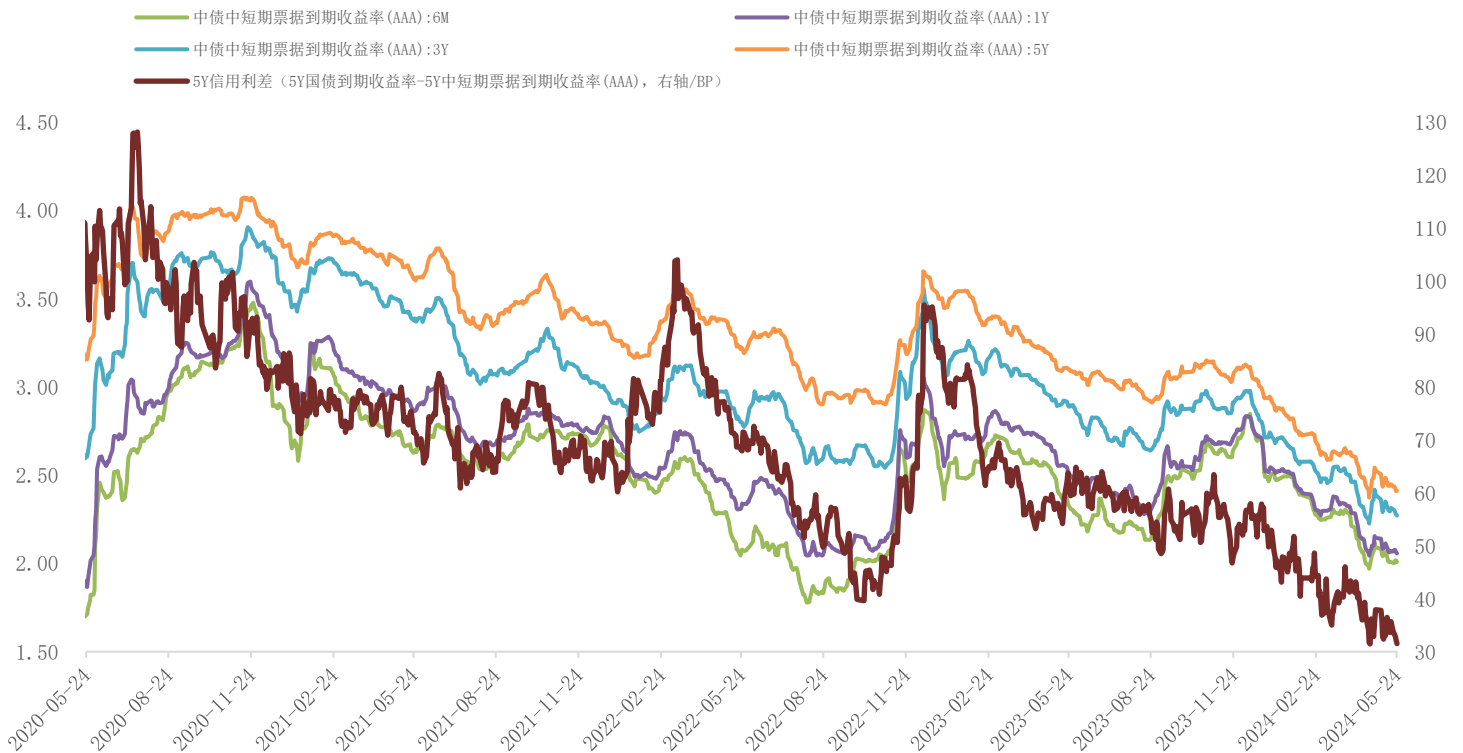
信用债方面，5 月以来长短期中债中短期票据到期收益率（AAA）持续下行，平均下行 10.04bp，信用利差持续收窄。其中，6 个月期品种下行 8.12bp，1 年期品种下行 8.71bp，3 年期品种下行 11.72bp，5 年期品种下行 11.61bp。5 年期的信用利差（5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据到期收益率（AAA））为 31.54bp，较上月末收窄 6.37bp。

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 5 月 24 日

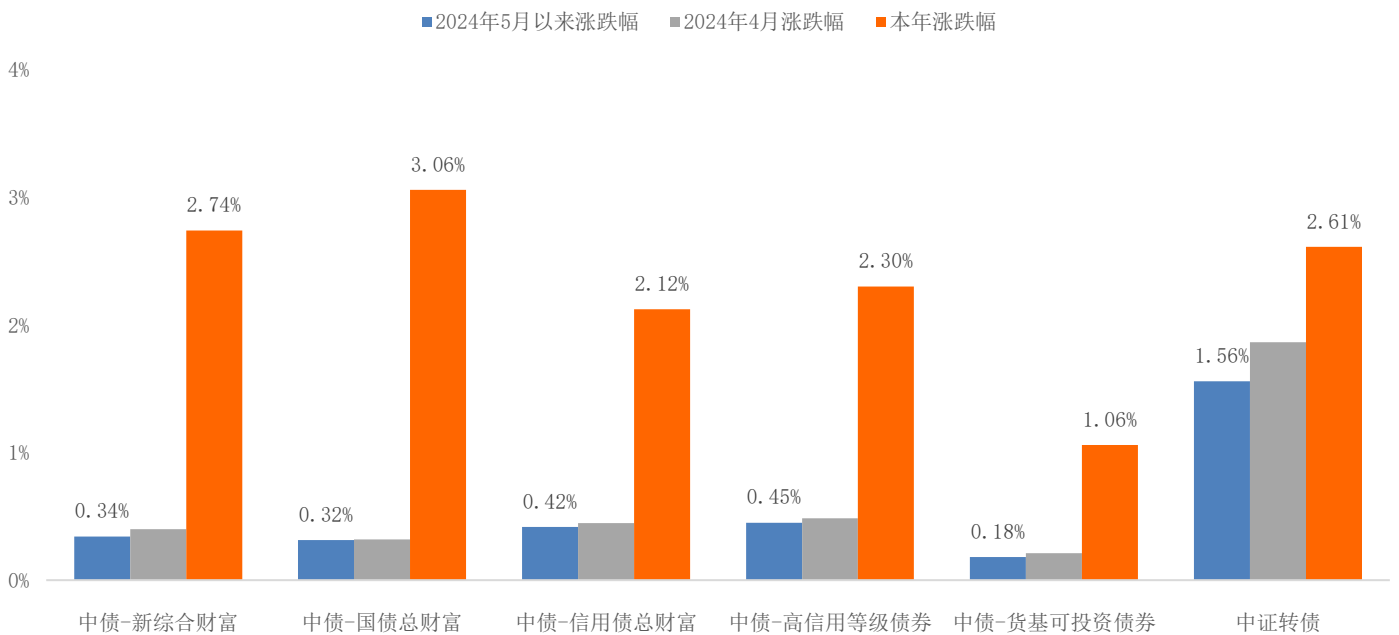
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 5 月 24 日

债券指数方面，5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0.34%、上涨0.32%、上涨0.42%、上涨0.45%、上涨0.18%，中证转债指数上涨1.56%。

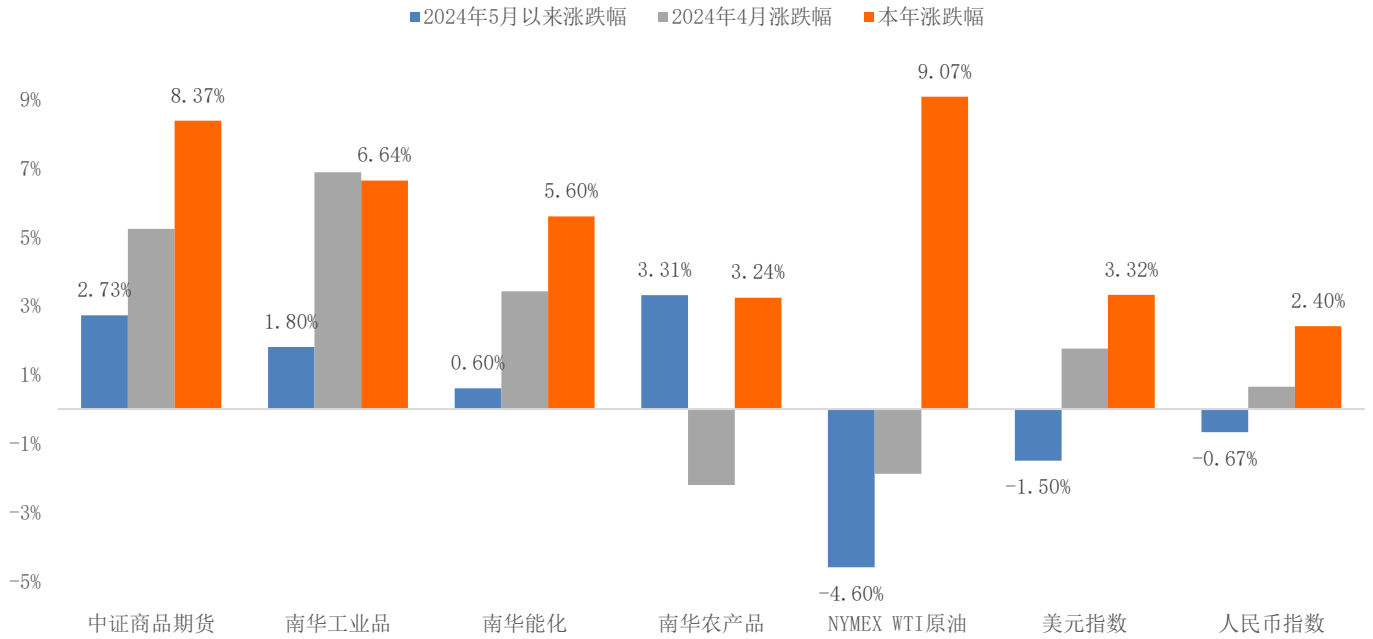
图表 6：债券市场主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 5 月 24 日

商品方面，5月以来WTI原油下跌4.60%，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2.73%、上涨1.80%、上涨0.60%、上涨3.31%。汇率方面，5月以来美元指数录得跌幅1.50%，人民币指数录得跌幅0.67%。黄金方面，5月以来上海黄金现货录得涨幅1.03%，5月24日收盘于551.43元/克。5月以来，国内地产政策松绑、美国降息预期升温，成为大宗商品涨价的催化剂，黑色系、有色金属、贵金属价格普遍上涨。向前看，全球制造业周期复苏引发的需求预期转变，是本轮大宗商品涨价的核心逻辑，未来持续性较强。预计下半年美联储降息仍是大概率事件，有色、黄金价格下跌更多是预期抢跑后的回调，长期趋势仍然向上。

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 5 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

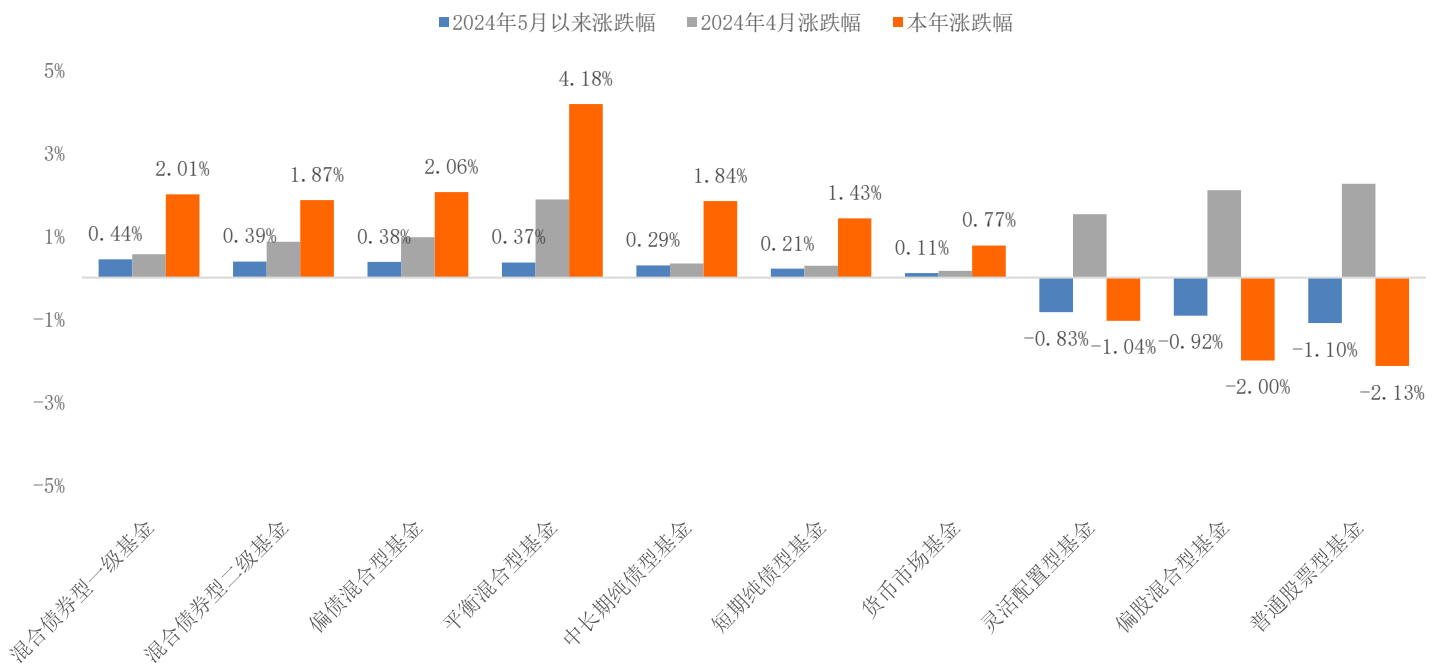


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 5 月 24 日

2.公募基金表现：5月以来混合债券型基金表现较好

5月以来A股市场震荡偏弱，权益类公募基金多数录得负收益，普通股票型基金下跌1.10%，偏股混合型基金下跌0.92%，灵活配置型基金下跌0.83%，平衡混合型基金上涨0.37%；偏债类基金大部分录得正收益，偏债混合型基金上涨0.38%，混合债券型二级基金上涨0.39%，混合债券型一级基金上涨0.44%，中长期纯债型基金上涨0.29%，短期纯债型基金上涨0.21%，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5月24日

3.集合信托发行情况：4月标品信托产品发行规模542.06亿

用益信托网数据，2024年4月，标品信托产品发行规模为542.06亿元，较3月增长32.39%。按投资业务类型划分，固收类业务占比最高（52.65%），其次

为配置类业务（46.07%）；按投资业务模式划分，纯债投资业务占比最高（51.01%），其次为 TOF 业务（37.24%）。

三、资产配置展望：债券收益率或持续下行，股票市场出口产业链配置价值更高

债券方面，5 月特别国债、517 地产新政等政策没有对债券市场产生太大影响，利率债和信用债整体呈现收益率小幅下行趋势。截至 2024 年 5 月末，大部分 3 年期信用债收益率下行至 2.4-2.6%，5 年期信用债收益率下行至 2.8%。整体来看，近期一系列政策需要时间产生效果，债券收益率近期仍然会维持小幅下行趋势。

权益方面，近期 A 股市场阶段性调整并不意味着 2 月以来的修复行情结束，历经调整后主要指数有望重拾升势。目前市场估值虽有修复，但沪深 300 指数前向市盈率也仅为 11 倍，距离历史均值（过去十年均值在 13 倍左右）尚有距离，且一季度过后盈利预期的边际修复也有助于后市指数表现。配置方面，建议积极布局 A 股市场投资机会，行业方面注重空间和时间的“两端”。A 股市场在地产端积极政策推动下，风险情绪预计改善，行业角度外需较好背景下出口链行业和全球定价资源品仍有配置机会，重视下游终端产成品，以及可选消费品。