



外需延续韧性 A 股触底反弹

——鑫元周观点（2024.7.8-2024.7.14）

一、核心观点

宏观方面，6 月国内通胀、外贸、金融数据陆续公布，外需强于内需格局延续；6 月美国通胀超预期回落，降息交易再起。6 月，国内通胀读数继续低位徘徊，CPI 同比 0.2%，较前值小幅下行，核心 CPI 同比 0.6%，持平前值，PPI 同比-0.8%，基数效应推动下增速有所回升。6 月，出口延续积极态势，美元计价出口同比 8.6%，较前值持续提升且高于市场预期。6 月，国内金融数据延续偏弱，社融、M1、M2 同比增速继续下行，金融“挤水分”效应使得金融数据与宏观经济的相关性减弱。海外方面，6 月美国通胀超预期回落，降息交易再起，目前市场已经充分计价 9 月美联储将降息 25BP，并预期今年还有两次降息。

权益市场方面，上周市场反弹，宽基指数普遍上行，短期市场风格有所切换。煤炭、纺织服装板块短期业绩下滑引发红利指数下跌破位，美国降息预期走强叠加电子、汽车中报业绩改善，成长板块显著反弹。7、8 月份是中报业绩披露期，在这期间业绩对股价的影响或较为明显，结构性机会应当在业绩表现较好的板块中寻找。短期来看权益市场见底企稳，但中长期的扰动因素仍存，维持权益市场区间震荡的判断。在地产周期和产能周期寻底过程中，总需求不足问题亟待解决，后续需要关注外需的持续性以及财政发力情况。

固收市场方面，通胀数据偏弱，金融数据仍然不强、“挤水分”影响持续，共同指向基本面弱修复态势，需求仍有提振空间。货币政策方面，央行公告称“将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作”，金融时报报道，LPR 或迎改进，基准锚可能由 MLF 转变为短端市场利率。市场流动性宽裕，随着税期的临近可能有小幅波动，但整体平稳宽松的局面或难改变。展望债市，基本面和流动性对债市的表现仍有支撑，但仍要关注货币当局对利率曲线的态度和操作，建议关注中短端性价比较高的个券，等待操作落地后的入场机会。

二、宏观动态

（一）国内宏观

6 月中国通胀数据延续低位运行。统计局数据显示，6 月消费市场供应总体充足，全国 CPI 同比上涨 0.2%，环比季节性下降 0.2%；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅与上月相同。此外，受国际大宗商品价格波动及国内部分工业品市场需求不足等因素影响，6 月 PPI 环比有所下降，由上月上涨 0.2% 转为下降 0.2%；同比下降 0.8%。1-6 月平均，全国 CPI 比上年同期上涨 0.1%，PPI 比上年同期下降 2.1%。

6 月外贸数据维持较强韧性。海关总署数据显示，上半年我国货物贸易进出口总值 21.17 万亿元，历史同期首次超过 21 万亿元，同比增长 6.1%。其中，出口 12.13 万亿元，增长 6.9%；进口 9.04 万亿元，增长 5.2%；贸易顺差 3.09 万亿元，扩大 12%。6 月当月，人民币计价出口同比增长 10.7%，前值增 11.20%；进口下降 0.6%，前值增 5.20%；贸易顺差 7037.3 亿元，前值 5864 亿元。

6 月金融数据受到金融“挤水分”影响持续偏弱。央行公布的金融数据显示，今年上半年，人民币贷款增加 13.27 万亿元，6 月末人民币贷款余额同比增长 8.8%；社会融资规模增量 18.1 万亿元，比上年同期少 3.45 万亿元，6 月末的社融存量同比增长 8.1%。此外，6 月末，M2 同比增长 6.2%，M1 同比下降 5%。

商务部、央行、金融监管总局、国家外汇局联合印发《关于加强商务和金融协同更大力度支持跨境贸易和投资高质量发展的意见》。《意见》围绕稳外贸、稳外资、深化“一带一路”经贸合作和对外投资合作等重点领域和促融资、防风险、优服务等关键环节，提出 5 方面 11 条政策措施。一是推动外贸质升量稳，优化外贸综合金融服务。二是促进外资稳量提质，加强外资金融服务保障。三是深化“一带一路”经贸合作和对外投资合作，完善多元化投融资服务。四是便利跨境贸易和投资发展，优化支付结算环境。五是做好跨境贸易、投资与金融风险防控，守牢安全底线。

国务院批复同意南京等 6 地调整实施有关规定，推动服务业扩大开放。国务院同意在沈阳、南京、杭州、武汉、广州、成都等 6 个服务业扩大开放综合试点城市暂时调整实施《民办非企业单位登记管理暂行条例》、《旅行社条例》、《娱乐场所管理条例》、《营业性演出管理条例》、《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》的有关规定。国务院将根据相关城市服务业扩大开放综合试点情况，适时对批复内容进行调整。

国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业界座谈会。李强强调，巩固和增强经济回

升向好态势，要坚持创新驱动发展，培育壮大新动能。要发挥企业主体作用，有针对性地加大政策支持，促进更多关键核心技术取得新突破。要改革不合理体制机制，更好调动各方面积极性主动性创造性，把全社会的创新活力充分激发出来，把各类创新资源组织好、运用好，持续释放巨大创新力量。

（二）海外宏观

美国 6 月 CPI 同比上升 3%，低于预期。美国 6 月 CPI 同比升 3%，回落至去年 6 月以来最低水平，预估升 3.1%，前值升 3.3%；环比降 0.1%，预估升 0.1%，前值持平。6 月核心 CPI 同比升 3.3%，低于预期升 3.4%和前值升 3.4%，为 2021 年 4 月以来的最低水平；环比升 0.1%，预期和前值均为升 0.2%，为自 2021 年 8 月以来的最小涨幅。分析认为，美国 6 月通胀全面降温，这将进一步提振美联储官员相信可以很快降息的信心。

美国上周初请失业金人数降幅超预期。美国截至 7 月 6 日当周初请失业金人数 22.2 万人，预期 23.6 万人，前值 23.8 万人；四周均值 23.35 万人，前值 23.85 万人。截至 6 月 29 日当周续请失业金人数 185.2 万人，预期 186 万人，前值 185.8 万人。

美联储主席鲍威尔：无需等到通胀降至 2%下方才降息。美联储主席鲍威尔参加国会听证会时表示，美联储无需等到通胀降至 2%下方了才降息。对于降息问题，脑海中并没有具体的通胀数值。在缩表问题上“还需努力”。美联储在资产负债表规模方面并没有具体的目标。美联储将根据经验找到合适的资产负债表水平。对通胀正在朝着 2%目标可持续地回落还没有足够的信心。所有通胀预期指标都处于 2%附近。

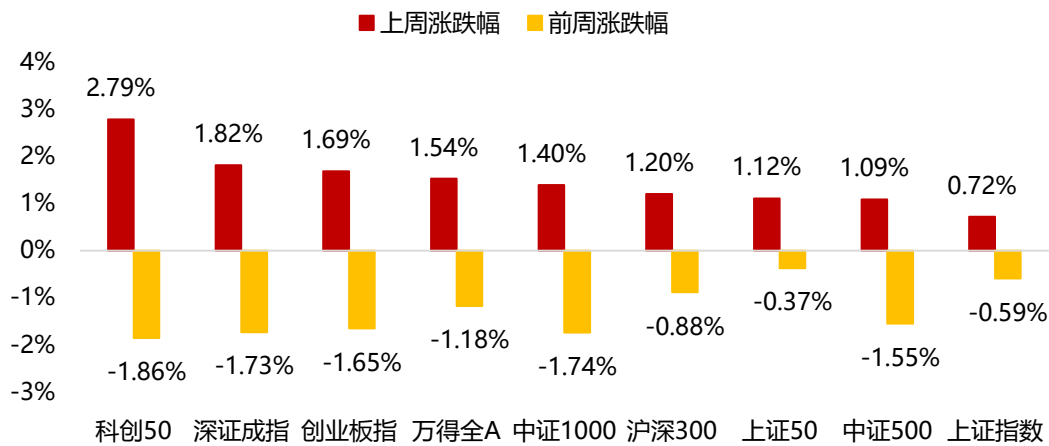
欧佩克将 2024 年全球经济增长预测从 2.9%下调至 2.8%。维持 2025 年全球经济增长预测为 2.9%；对美国 2024 年和 2025 年的经济增速预期分别为 2.2%和 1.9%，此前为 2.2%和 1.9%；将 2024 年欧元区经济增长预期从 0.5%上调至 0.7%，维持 2025 年欧元区经济增长预期为 1.2%。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数集体上涨。截至 7 月 12 日，科创 50 上涨 2.79%，深证成指上涨 1.82%，创业板指上涨 1.69%，涨幅居前。上证指数上涨 0.72%，中证 500 上涨 1.09%，上证 50 上涨 1.12%，涨幅较小。从行业板块看，上周电子、汽车、美容护理领涨，煤炭、传媒、农林牧渔领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/7/12	同比前周变化		历史以来	同比前周变化		10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	13.2	↑	0.08	29.0	↑	2.24	48.6%	58.3%	51.1%
深证成指	20.8	↑	0.35	35.2	↑	1.12	25.3%	13.9%	7.0%
上证 50	10.5	↑	0.12	44.3	↑	2.54	66.7%	69.0%	58.7%
沪深 300	11.9	↑	0.10	32.4	↑	3.96	41.8%	40.5%	37.7%
中证 500	21.0	↑	0.14	10.0	↑	1.03	14.2%	25.6%	25.0%
中证 1000	31.5	↑	0.41	20.4	↑	1.82	20.4%	31.4%	28.6%
创业板指	25.8	↑	0.38	0.9	↑	0.51	1.1%	2.0%	2.9%
科创 50	44.4	↑	1.00	43.5	↑	10.24	43.5%	43.5%	45.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2024/7/12	同比前周变化		历史以来	同比前周变化		10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
石油石化(中信)	13.0	↓	0.23	37.86 %	↓	1.38	37.9%	44.7%	65.3%
煤炭(中信)	12.1	↓	1.11	66.26 %	↓	5.79	66.3%	95.6%	94.0%
有色金属(中信)	22.2	↑	0.12	19.98 %	↑	0.12	20.0%	33.4%	48.9%
电力及公用事业(中信)	19.6	↓	0.09	29.76 %	↓	0.53	29.8%	17.1%	24.8%
钢铁(中信)	31.6	↓	0.21	65.48 %	↓	0.42	65.5%	83.2%	75.4%
基础化工(中信)	28.5	↑	0.39	34.70 %	↑	1.28	34.7%	62.3%	52.9%
建筑(中信)	8.2	↓	0.13	2.47%	↓	1.68	2.5%	3.8%	5.4%
建材(中信)	20.3	↑	0.02	53.23 %	↑	0.12	53.2%	80.4%	73.7%
轻工制造(中信)	22.8	↓	0.09	9.34%	↓	0.16	9.3%	16.8%	9.2%
机械(中信)	27.8	↑	0.41	2.43%	↑	0.47	2.4%	1.2%	1.8%
电力设备及新能源(中信)	24.0	↑	0.30	9.12%	↑	0.86	9.1%	16.4%	22.6%
国防军工(中信)	62.3	↑	0.66	29.07 %	↑	2.24	29.1%	31.8%	26.4%
汽车(中信)	26.7	↑	1.51	61.48 %	↑	5.60	61.5%	33.6%	7.0%
商贸零售(中信)	49.2	↓	0.10	67.58 %	↓	0.14	67.6%	50.7%	18.4%
消费者服务(中信)	35.2	↑	0.37	17.05 %	↑	0.27	17.0%	22.5%	1.3%
家电(中信)	14.1	↑	0.30	9.77%	↑	3.04	9.8%	9.3%	3.7%
纺织服装(中信)	19.6	↓	0.18	0.98%	↓	0.26	1.0%	1.8%	0.4%
医药(中信)	34.2	↑	0.06	11.66 %	↑	0.34	11.7%	20.5%	14.5%
食品饮料(中信)	20.7	↑	0.30	13.34 %	↑	0.45	13.3%	0.5%	0.7%
银行(中信)	5.6	↑	0.06	38.15 %	↑	1.20	38.2%	44.0%	64.3%
非银行金融(中信)	17.2	↑	0.28	47.38 %	↑	4.14	47.4%	63.9%	73.9%
交通运输(中信)	16.6	↓	0.23	9.99%	↓	1.77	10.0%	10.2%	10.4%
电子(中信)	63.2	↑	3.91	75.07 %	↑	9.07	75.1%	69.4%	64.2%

通信(中信)	21.5	↑	0.24	16.24%	↑	1.24	16.2%	29.1%	42.6%
计算机(中信)	82.7		0.00	52.14%	↓	0.06	52.1%	30.6%	20.1%
传媒(中信)	32.0	↓	1.09	4.85%	↓	2.09	4.9%	7.9%	0.1%
综合金融(中信)	26.1	↓	0.20	0.43%	↑	0.11	0.4%	0.4%	0.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

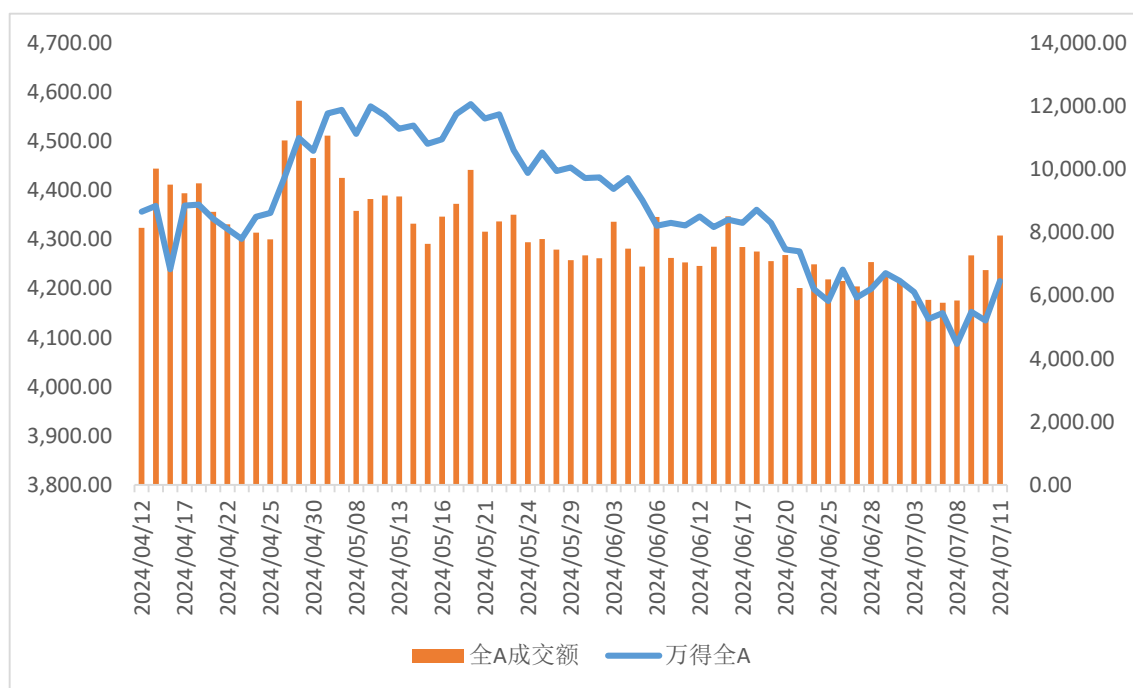
上周各宽基指数估值多数上涨，电子、汽车、国防军工、机械、基础化工估值上行较多。当前各主要宽基指数估值水平，全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周电子、汽车、国防军工、机械、基础化工估值上行最多，煤炭、传媒、交通运输、石油石化、钢铁估值下行最多。当前电子、商贸零售、煤炭、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；综合金融、纺织服装、机械、建筑、传媒板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全 A 换手率的角度看，上周市场放量上行。从行业拥挤度的角度，电子，汽车，机械的拥挤度较高。

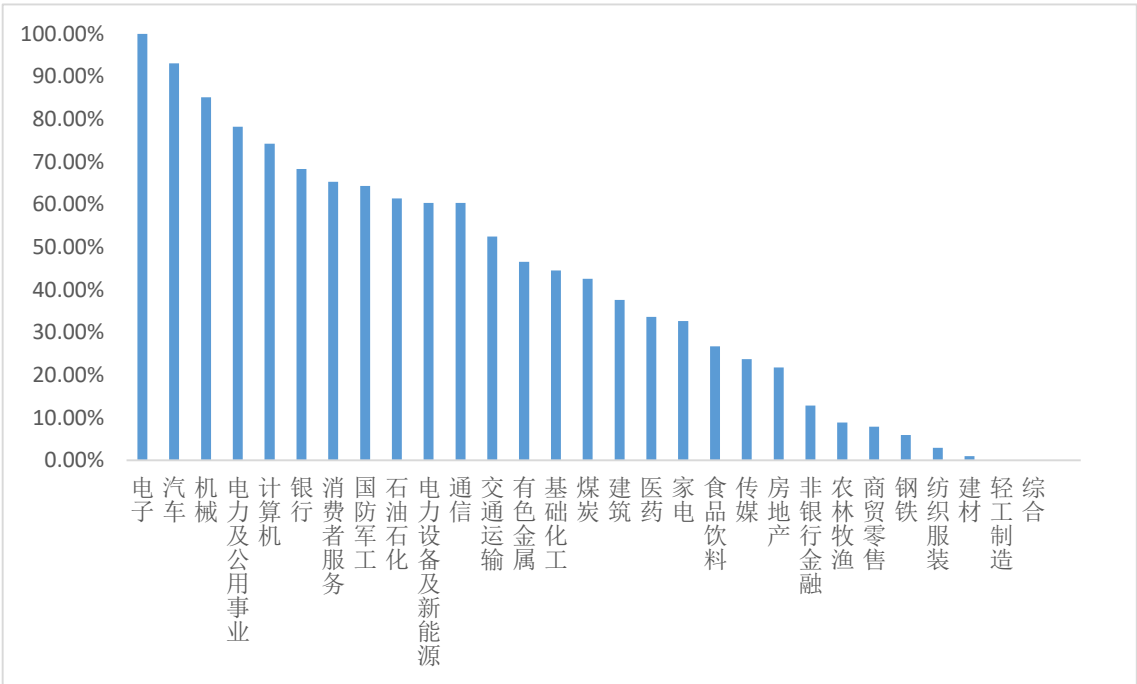
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.14%，处于历史 86.96%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图：全市场换手率



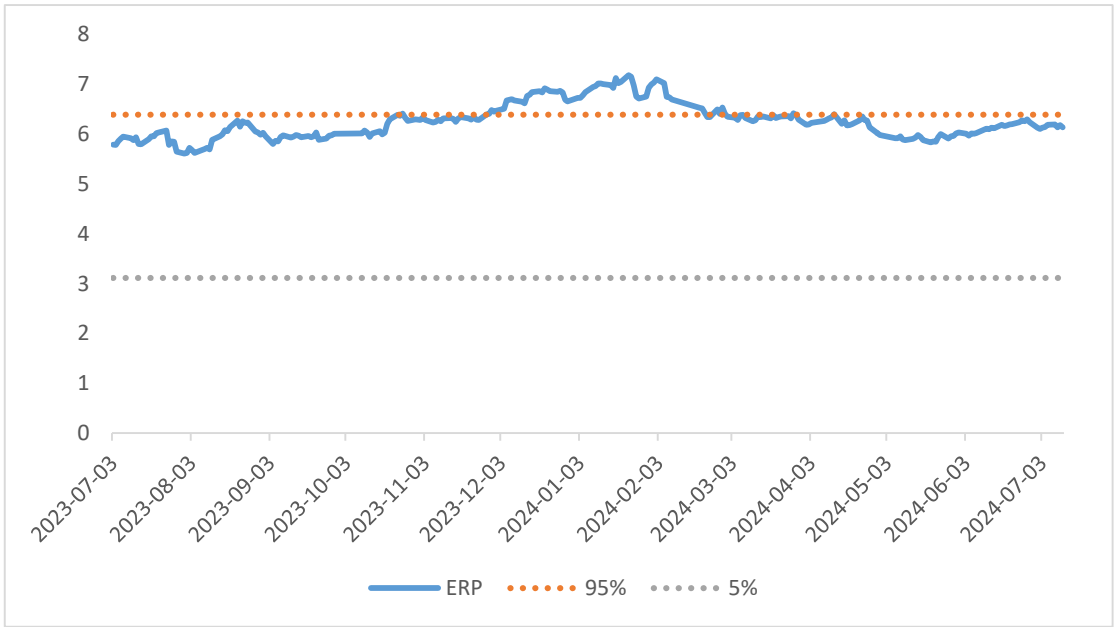
数据来源：Wind、鑫元基金

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债



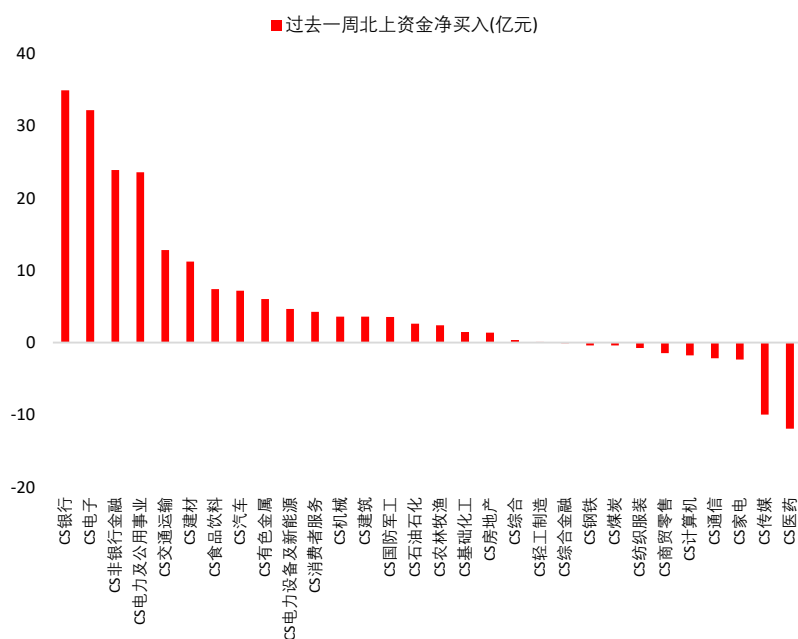
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 155.37 亿元，上上周净流出 126.07 亿元，最近一周北向资金持续

净流入。上周增持金额排行靠前的行业是**银行**（↑ 34.89）、**电子**（↑ 32.17）、**非银金融**（↑ 23.88）、**电力及公用事业**（↑ 23.54）、**交通运输**（↑ 12.78）；减持金额排名靠前的行业是**医药**（↓ 11.95）、**传媒**（↓ 9.98）、**家电**（↓ 2.38）、**通信**（↓ 2.19）、**计算机**（↓ 1.78）。

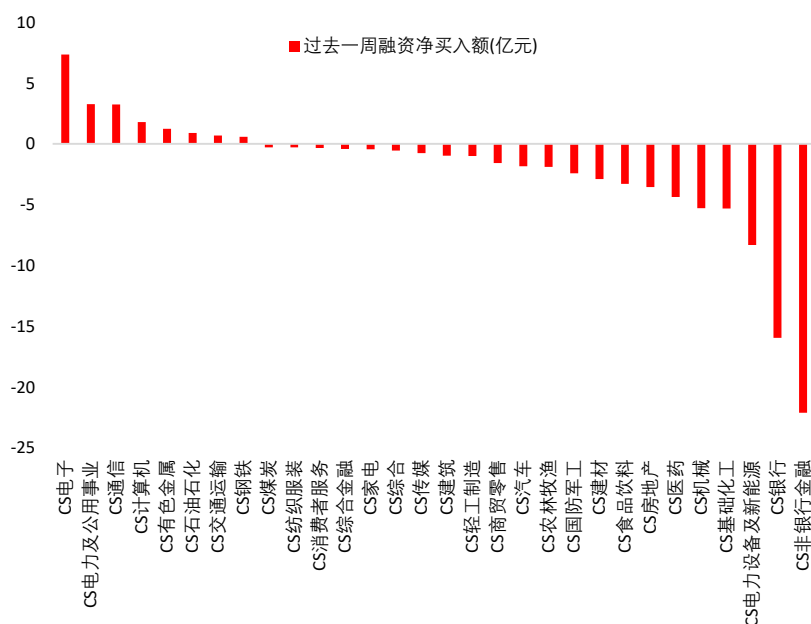
图：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

7月11日，两融资金占比为8.62%，6月28日为7.53%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至7月12日，上周融资净买入的前五行业为**电子**、**电力及公用事业**、**通信**、**计算机**、**有色金属**。

图：上周两融资金行业流向（亿元）

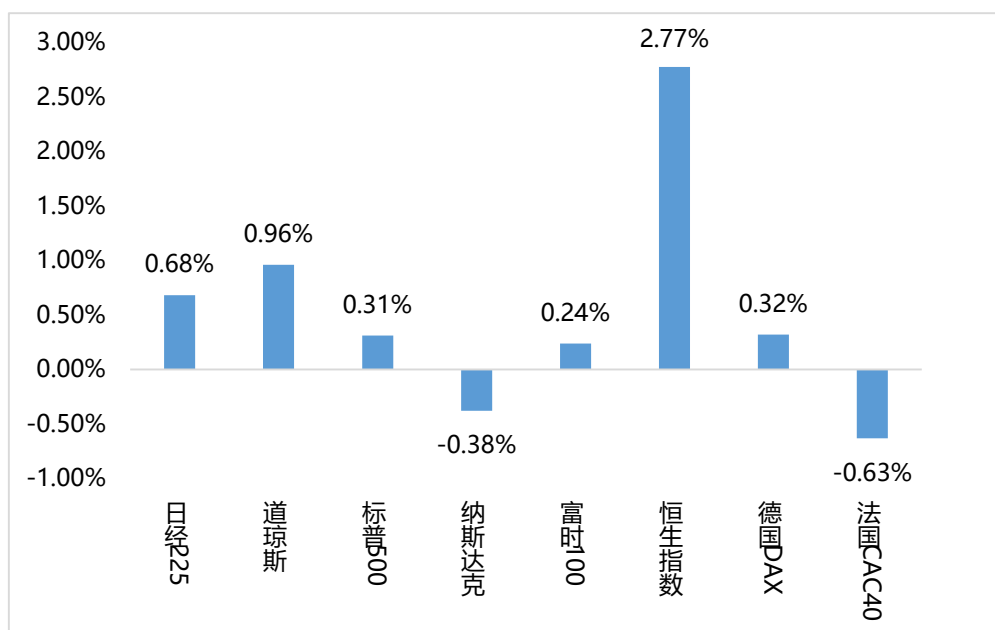


数据来源: Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市上涨。美国股市方面，道指上涨 0.96%，标普 500 上涨 0.31%，纳指下跌 0.38%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 0.32%，英国富时 100 上涨 0.24%，法国 CAC40 下跌 0.63%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.68%，恒生指数上涨 2.77%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

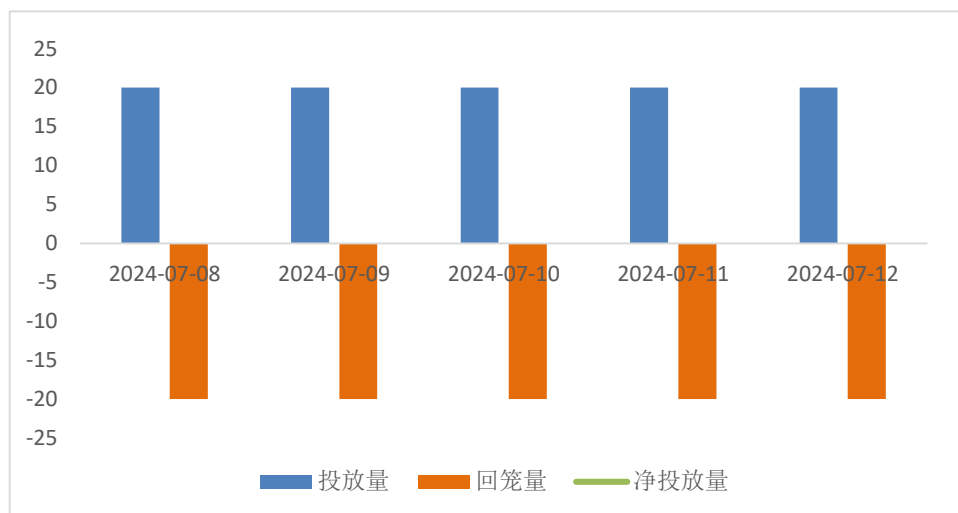


数据来源: Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 100 亿元 7 天逆回购操作，因有 100 亿元 7 天逆回购到期，实现零投放零回笼。

图：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 550 亿元，地方政府债计划发行 1129.7 元，整体净缴款 -1778.3 亿元。

图：7 月 15 日-7 月 19 日政府债发行缴款

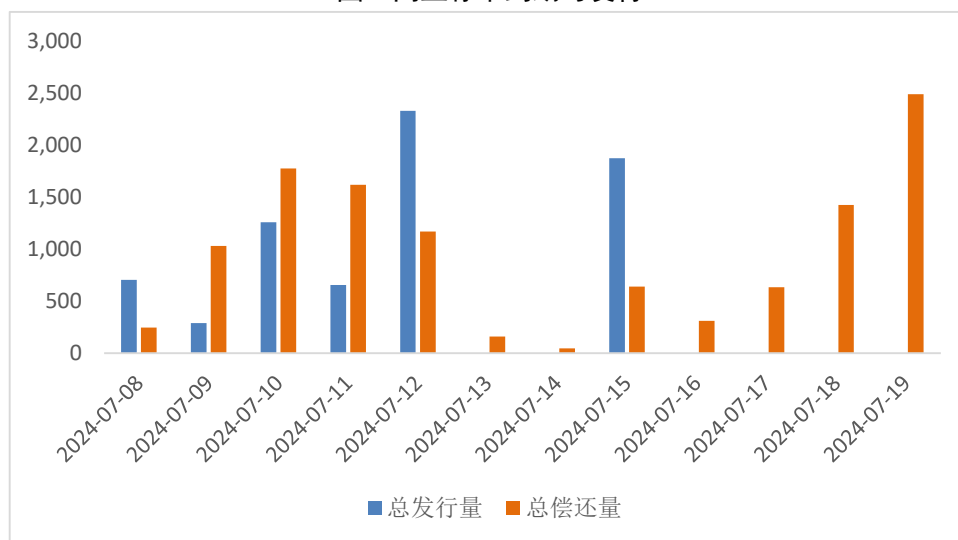
单位：亿元

	7 月 15 日		7 月 16 日		7 月 17 日		7 月 18 日		7 月 19 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	0	0	334.1	0	54.5	0	510.2	550	230.9
到期	0	366.5	0	0	0	288.8	0	123	0	140
缴款	1680.1	279.8	0	0	0	334.1	0	54.5	0	510.2
净缴款	1423.3		0		53.3		-68.5		370.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：上周到期 5712 亿元，略低于前一周的 6384 亿元，其后一周将进一步升至 7854 亿元，7 月下旬到期压力将有所缓解。

图：同业存单到期与发行



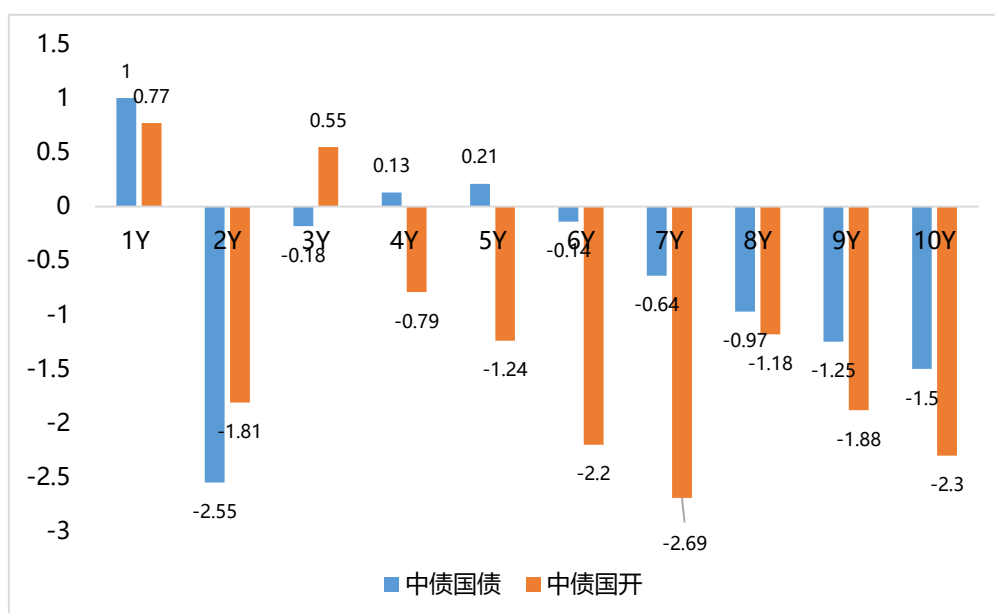
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：加权资金利率下行，但加权始终未突破 1.6%，或是临时正逆回购未开展的重要原因。上周二央行公告开展临时正逆回购后，DR001 从上周一的 1.75% 下行至 1.64-1.68%，R001 从 1.8% 下行至 1.7-1.74%，二者中枢分别下行 4bp、5bp。15 日纳税截止，16-17 日税期缴款，由于 7 月是缴税大月，资金波动可能有所上升。

票据利率：主要大行持续进场配置，标杆大行带头降价，收口主要以跨年票为主，买盘配置情绪整体较好，票源供给跌后逐步回升，卖盘趁机压价出票，供需相互博弈，跨年票价整体下行，年内票价跌后回升，区间震荡。

（三）债券市场

图 14：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表：中债国债期限利差

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	28.47	17.79	25.88	41.93
环比	-1.18	0.39	-1.71	0.09
年初以来	-2.24	-6.27	6.81	37.2
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	27.39	15.45	17.87	52.89
2016 年以来分位数	54.03%	68.40%	89.14%	33.33%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2024 年 7 月 14 日）

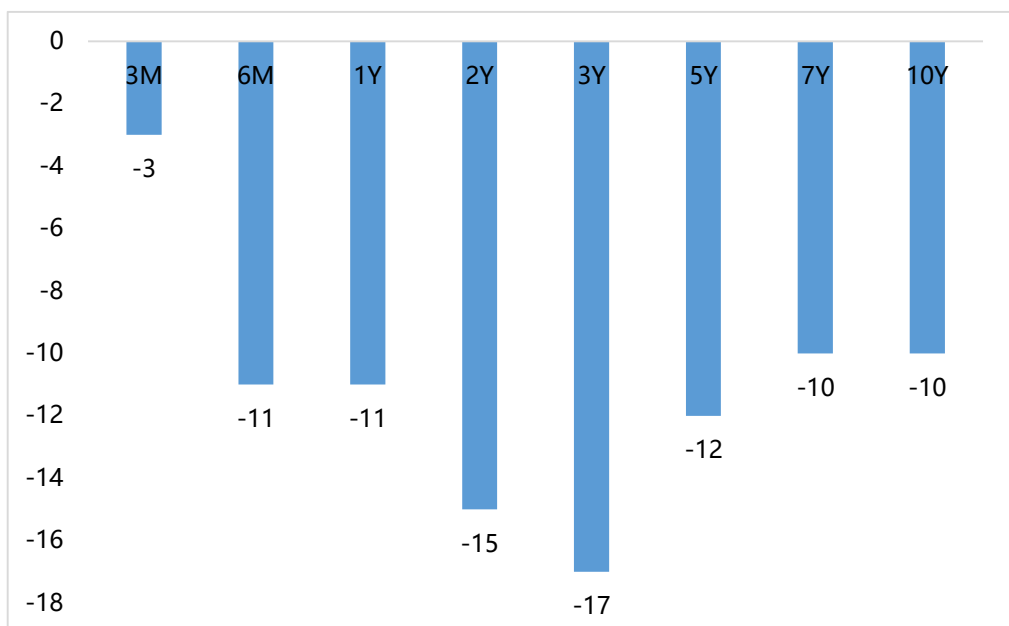
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	27.57	23.84	15.78	19.67	21.41
环比	-0.66	1.87	-0.89	1.77	-0.33
年初以来	-20.26	-28.38	-47.45	-34.16	-45.51
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.68	12.62
2016 年以来平均值	46.32	36.75	39.37	43.34	44.62
2016 年以来分位数	9.78%	12.97%	0.75%	1.83%	3.09%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国开和中债国债收益下行，长端下行较多。其中，中债国债 1 年期收益率上 1.00BP 至 1.539，3 年期下行 0.18 BP 至 1.8237，5 年期上 0.21 至 2.0016，10 年期下行 1.5 BP 至 2.2604。

票据信用利差长短端波动。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收紧 0.66 BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.87BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收紧 0.89BP。

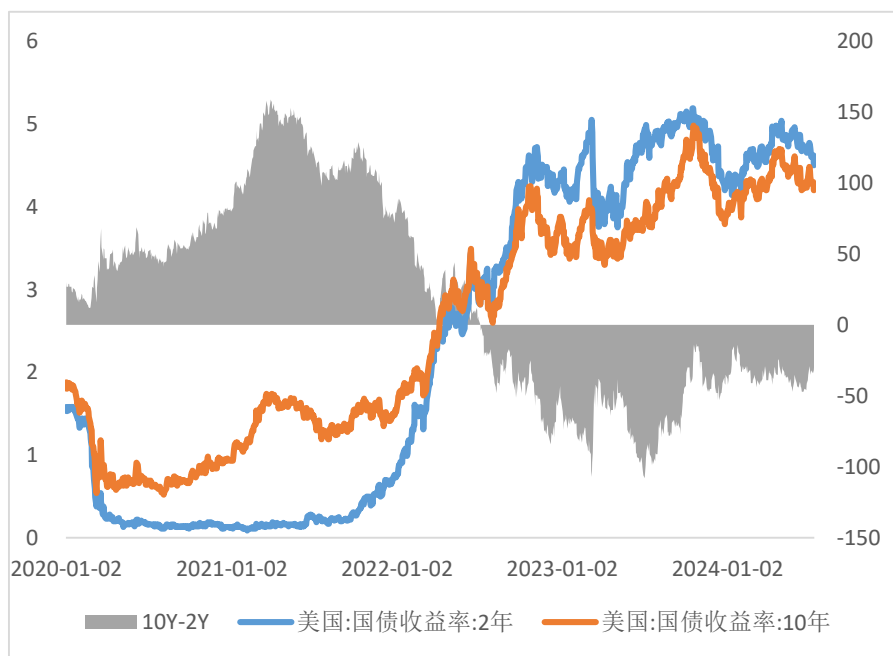
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源: Wind、鑫元基金

上周美债收益率下行。上周 10 年期美债收益率下行 10BP，10 年期国债收益率下行 1.5BP，中美利差倒挂程度有所收窄。全周来看，1 年期美债收益率下行 11BP，3 年期美债收益率下行 17BP，10 年期美债收益率下行 10BP。

图：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源: Wind、鑫元基金

(四) 外汇市场

上周美元指数下行，在岸人民币汇率升值，离岸人民币贬值。上周美元指数下降 0.40%，

在岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.04%，即期汇率升值 0.12%，离岸人民币汇率贬值 0.30%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币： 中间价	美元兑人民币：即期 汇率	美元兑人民币： 离岸
选定日期	104.4488	7.1315	7.2585	7.2677
对照日期	104.8689	7.1289	7.2674	7.2894
涨跌	-0.40%	-0.04%	0.12%	0.30%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

宏观方面，6月国内通胀、外贸、金融数据陆续公布，外需强于内需格局延续；6月美国通胀超预期回落，降息交易再起。6月，国内通胀读数继续低位徘徊，CPI同比0.2%，较前值小幅下行，非食品项价格的下跌是CPI回落的主要拖累因素；核心CPI同比0.6%，持平前值，环比-0.1%，弱于季节性，显示下游居民需求仍然偏弱；PPI同比-0.8%，基数效应推动下同比增速有所回升，但PPI环比仍为负值，显示工业品需求改善。6月，受全球PMI回升叠加半导体周期崛起的影响，国内出口延续积极态势，美元计价出口同比8.6%，增速较前值继续提升且高于市场预期，预计后续出口仍将维持韧性。6月，国内金融数据延续偏弱，社融、M1、M2同比增速继续下行，金融“挤水分”效应使得金融数据与宏观经济的相关性减弱。海外方面，6月美国通胀超预期回落，降息交易再起，目前市场已经充分计价9月美联储将降息25BP，并预期今年还有两次降息。受通胀读数偏弱影响，美债收益率随美元指数回落，黄金价格走高，美股风格有所切换，科技股下跌而小盘股受降息预期带动涨幅明显。

（二）权益市场展望和策略

上周市场反弹，宽基指数普遍上行，短期市场风格有所切换。煤炭、纺服板块短期业绩下滑引发红利指数下跌破位，美国降息预期走强叠加电子、汽车中报业绩改善，成长板块显著反弹。7、8月份是中报业绩披露期，在这期间业绩对股价的影响或较为明显，结构性机会应当在业绩表现较好的板块中寻找。短期来看权益市场见底企稳，但中长期的扰动因素仍存，维持权益市场区间震荡的判断。在地产周期和产能周期寻底过程中，总需求不足问题亟待解决，后续需要关注外需的持续性以及财政发力情况。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，通胀数据偏弱，CPI 同比上涨 0.2%，前值上涨 0.3%；PPI 同比降 0.8%，前值降 1.4%。金融数据仍然不强，“挤水分”影响持续，信贷方面，6 月份作为信贷大月，环比 5 月有所改善，但同比少增 9200 亿，企业、居民信贷需求较弱；社融同比少增 9283 亿，存量同比增速 8.1%，较上月下滑 0.3 个百分点，其中国债的发行是主要支撑；货币方面，M1 同比仍为负，但环比增长，禁止手工补息带来的存款搬家影响边际减弱。通胀和金融数据共同指向基本面延续弱修复，需求仍有提振空间。货币政策方面，央行公告称“将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作”，利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。金融时报报道，LPR 或迎改进，基准锚可能由 MLF 转变为短端市场利率。市场流动性方面，央行 OMO 维持低量操作，大行净融出升至 3.6 万亿水平，资金面整体宽裕，随着税期的临近可能有小幅波动，但整体平稳宽松的局面或将持续。展望债市，基本面和流动性对债市的表现仍有支撑，但仍要关注货币当局对利率曲线的态度和操作，建议关注中短端性价比较高的个券，等待操作落地后的入场机会。

风险提示：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。