



三中全会举行，权益市场反弹

——鑫元周观点（2024. 7. 15-2024. 7. 21）

一、核心观点

宏观方面，三中全会 7 月 15 日至 18 日在北京举行，并审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。本次三中全会明确了进一步全面深化改革的总目标和具体部署，并提出高水平社会主义市场经济体制是中国式现代化的重要保障。

国家统计局发布 2024 年中国经济“半年报”，上半年中国国内生产总值（GDP）达到 61.7 万亿元，同比增长 5.0%，整体经济运行保持平稳。货物进出口总额同比增长 6.1%；国家外汇储备稳定在 3.2 万亿美元以上。国内需求持续恢复，社会消费品零售总额同比增长 3.7%。同时，中国经济结构持续优化，经济发展新动能加快成长。高技术产业投资同比增长 10.6%，快于全部投资 6.7 个百分点；规模以上高技术制造业增加值同比增长 8.7%。

权益市场方面，上周市场反弹，多数宽基指数上行，短期大盘成长风格延续强势表现，微盘和红利继续弱势。行业层面，30 个一级行业 12 个上涨，农林牧渔、食品饮料、国防军工、非银金融、电新领涨，轻工、纺织服装、有色、通信、基础化工领跌。资金方面，上周北向净流出 193 亿，再次转为大幅净流出。近一周少量净买入电子、非银、建材，净卖出银行、家电、汽车、通信、机械。股票 ETF 份额增加 122 亿份，主要净申购方向为沪深 300、中证 1000、上证 50、中证 500。多只宽基 ETF 成交额显著放量，如沪深 300、上证 50、中证 500、创业板、中证 1000。

固收市场方面，经济数据整体表现仍然偏弱，内需不足的问题仍然突出，尤其是居民消费需求仍待进一步提振，制造业投资高景气度但持续性有待验证。三中全会后短期内大规模财政刺激出台的可能性较小，媒体报道主管部门对多个地方法人银行进行债券投资情况的调研，市场担忧情绪有所提升。流动性层面，央行加码逆回购维稳税期资金面，资金价格明显抬升，预计税期结束后将回归平稳宽松局面。展望债市，当前市场对基本面修复的预期逐步固化，数据层面难有大幅超预期的改善或走弱，也难以驱动债市明显反弹或者大幅下行，三中全会对债市的增量信息有限，未来要继续关注央行可能开展的国债买卖操作，及其对收益率曲线的态度和管控，建议保持中性久期和仓位，等待央行操作落地后的交易机会。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国上半年经济成绩单出炉。国家统计局公布数据显示，2024 上半年我国 GDP 同比增长 5%，其中一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%。上半年，固定资产投资同比增长 3.9%，房地产开发投资下降 10.1%。6 月份，社会消费品零售总额同比增长 2%，规模以上工业增加值增长 5.3%。6 月城镇调查失业率为 5%。统计局新闻发言人表示，总的来看，二季度经济运行可以概括为“形有波动、势仍向好”，短期波动不会改变长期向好大势。

二十届三中全会于 7 月 15 日至 18 日在北京举行。全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。全会对进一步全面深化改革做出系统部署，强调构建高水平社会主义市场经济体制，健全推动经济高质量发展体制机制，构建支持全面创新体制机制，健全宏观经济治理体系，完善城乡融合发展体制机制，完善高水平对外开放体制机制。全会提出，必须更好发挥市场机制作用，创造更加公平、更有活力的市场环境，实现资源配置效率最优化和效益最大化，既“放得活”又“管得住”，更好维护市场秩序、弥补市场失灵。必须完善宏观调控制度体系，统筹推进财税、金融等重点领域改革，增强宏观政策取向一致性。

中共中央举行新闻发布会介绍《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。决定共提出 300 多项重要改革举措，都是涉及体制、机制、制度层面的内容，其中有的是对过去改革举措的完善和提升，有的是根据实践需要和试点探索新提出的改革举措。发布会介绍，要推进能源、铁路等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革；防止和纠正利用行政、刑事手段干预经济纠纷，对侵犯各种所有制经济产权和合法利益的行为实行同责同罪同罚；要研究同新业态相适应的税收制度；推动电信、互联网、教育、文化、医疗等领域有序扩大开放。我国新型城镇化仍在持续推进，房地产高质量发展还有相当大的空间。

国务院召开常务会议。会议研究加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施，决定统筹安排超长期特别国债资金，进一步推动大规模设备更新和消费品以旧换新。将支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域设备更新以及重点行业节能降碳和安全改造。加大汽车报废更新、家电产品以旧换新补贴力度。

国家发改委党组召开扩大会议，传达学习贯彻党的二十届三中全会精神。会议强调，在构建高水平社会主义市场经济体制、健全推动经济高质量发展体制机制、构建支持全面创新

体制机制、健全宏观经济治理体系等方面，以钉钉子精神狠抓改革落实，当好进一步全面深化改革的行动派、实干家，深入研究谋划改革突破口，细化工作安排，加大推进力度，加快工作进度，努力推动发展改革工作开创新局面、再上新台阶。

（二）海外宏观

美国上周首次申请失业金人数 24.3 万人超预期，创 5 月初以来最大增幅。美国上周初请失业金人数 24.3 万人，较前一周大幅增加 2 万人，创 5 月初以来最大增幅。至 7 月 6 日当周续请失业金人数 186.7 万人，创下 2021 年 11 月以来的最高水平。

欧洲央行维持三大关键利率不变，重申再次降息需要更多数据，且不预先承诺特定的利率路径。欧洲央行指出，内部物价压力仍然偏大，预计整体通胀在明年仍将高于目标水平。欧洲央行行长拉加德表示，9 月降息悬而未决，继续由数据决定，劳动力市场仍有惊人韧性。

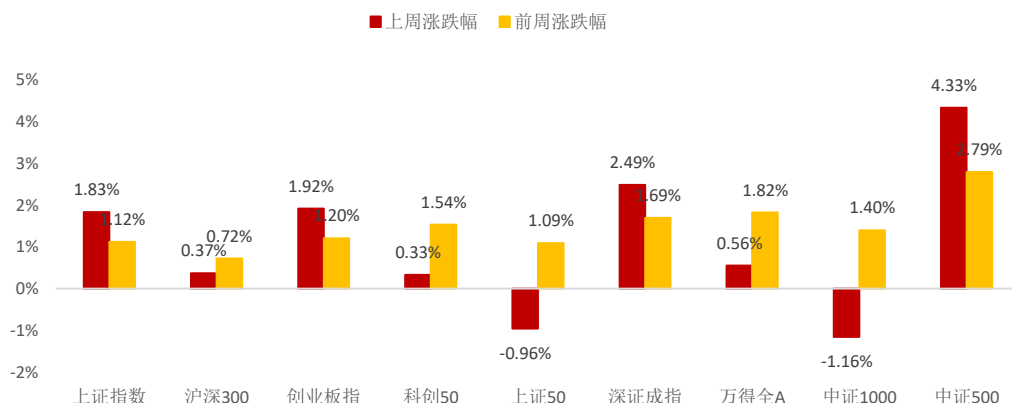
美联储发布经济状况褐皮书。据褐皮书显示，大多数地区的经济活动在近期保持了轻微到适度的增长速度，7 个地区报告经济活动有一定程度的增加，5 个地区表示经济活动持平或下降。由于即将到来的选举、国内政策、地缘政治冲突和通货膨胀的不确定性，预计未来六个月的经济增长将放缓。

交易员押注美联储将在 9 月首次降息。根据芝商所的美联储观察工具显示，美联储 9 月将降息 25 个基点的概率为 93.3%，降息 50 个基点概率为 6.7%。综合来看，交易员押注美联储将于 9 月降息概率达到 100%。美联储主席鲍威尔上周一称，不会等到通胀完全降至 2% 的目标水平才开始降息，因为紧缩政策存在滞后效应。

三、市场回顾

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 股各宽基指数整体上涨。截至 7 月 19 日，上证指数上涨 4.33%，沪深 300 上涨 2.49%，创业板指上涨 1.92%，涨幅居前。中证 500 下跌 1.16%，中证 1000 下跌 0.96%，跌幅居前。从行业板块看，上周农林牧渔、食品饮料、国防军工领涨，轻工制造、通信、纺织服饰领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/7/19	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	13.3	↑ 0.07	29.9	↑ 1.91	50.5%	61.5%	54.6%
深证成指	20.9	↑ 0.13	35.8	↑ 0.68	26.0%	15.1%	8.4%
上证 50	10.7	↑ 0.14	46.2	↑ 3.07	69.7%	71.4%	61.0%
沪深 300	12.1	↑ 0.17	35.8	↑ 5.58	47.4%	48.4%	45.4%
中证 500	20.8	↓ 0.25	9.0	↓ 1.55	12.7%	22.7%	21.1%
中证 1000	31.1	↓ 0.40	18.7	↓ 1.64	18.7%	28.9%	25.3%
创业板指	26.4	↑ 0.62	1.6	↑ 0.90	2.0%	3.6%	5.2%
科创 50	46.2	↑ 1.79	51.1	↑ 7.61	51.1%	51.1%	53.4%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2024/7/19	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)	12.7	↓ 0.36	36.24 %	↓ 1.63	36.2%	42.5%	62.0%
煤炭(中信)	12.2	↑ 0.12	66.90 %	↑ 0.64	66.9%	95.4%	93.7%

有色金属(中信)	21.5	↓	0.73	19.09 %	↓	0.89	19.1%	31.9%	46.6%
电力及公用事业(中信)	19.6	↑	0.03	29.96 %	↑	0.20	30.0%	17.4%	25.2%
钢铁(中信)	31.3	↓	0.36	64.43 %	↓	1.05	64.4%	82.1%	73.8%
基础化工(中信)	27.8	↓	0.73	32.39 %	↓	2.31	32.4%	58.0%	48.0%
建筑(中信)	8.1	↓	0.05	2.10%	↓	0.37	2.1%	3.4%	5.0%
建材(中信)	19.9	↓	0.47	51.61 %	↓	1.62	51.6%	79.1%	71.8%
轻工制造(中信)	22.0	↓	0.83	6.60%	↓	2.74	6.6%	11.8%	4.6%
机械(中信)	27.5	↓	0.30	2.29%	↓	0.15	2.3%	1.3%	1.9%
电力设备及新能源(中信)	24.3	↑	0.35	9.83%	↑	0.71	9.8%	17.6%	24.4%
国防军工(中信)	64.2	↑	1.89	35.47 %	↑	6.40	35.5%	42.6%	38.6%
汽车(中信)	26.3	↓	0.44	59.96 %	↓	1.53	60.0%	31.5%	5.1%
商贸零售(中信)	48.8	↓	0.45	66.50 %	↓	1.08	66.5%	50.1%	17.6%
消费者服务(中信)	36.9	↑	1.71	18.28 %	↑	1.24	18.3%	24.7%	2.0%
家电(中信)	13.8	↓	0.26	7.38%	↓	2.39	7.4%	7.5%	1.4%
纺织服装(中信)	18.9	↓	0.71	0.11%	↓	0.87	0.1%	0.2%	0.0%
医药(中信)	34.7	↑	0.52	13.42 %	↑	1.76	13.4%	22.9%	16.8%
食品饮料(中信)	21.4	↑	0.68	15.20 %	↑	1.86	15.2%	1.4%	1.9%
银行(中信)	5.6	↑	0.01	38.27 %	↑	0.11	38.3%	44.1%	64.3%
非银行金融(中信)	17.6	↑	0.42	53.25 %	↑	5.86	53.2%	70.0%	79.9%
交通运输(中信)	16.7	↑	0.13	11.43 %	↑	1.43	11.4%	12.0%	11.9%
电子(中信)	63.7	↑	0.59	76.21 %	↑	1.13	76.2%	71.0%	65.9%
通信(中信)	21.9	↑	0.37	17.34 %	↑	1.09	17.3%	31.1%	45.4%
计算机(中信)	81.1	↓	1.60	50.67 %	↓	1.47	50.7%	28.7%	18.4%
传媒(中信)	31.9	↓	0.12	4.80%	↓	0.05	4.8%	8.0%	0.6%
综合金融(中信)	26.0	↓	0.12	0.76%	↑	0.32	0.8%	0.8%	0.8%

数据来源：Wind、鑫元基金

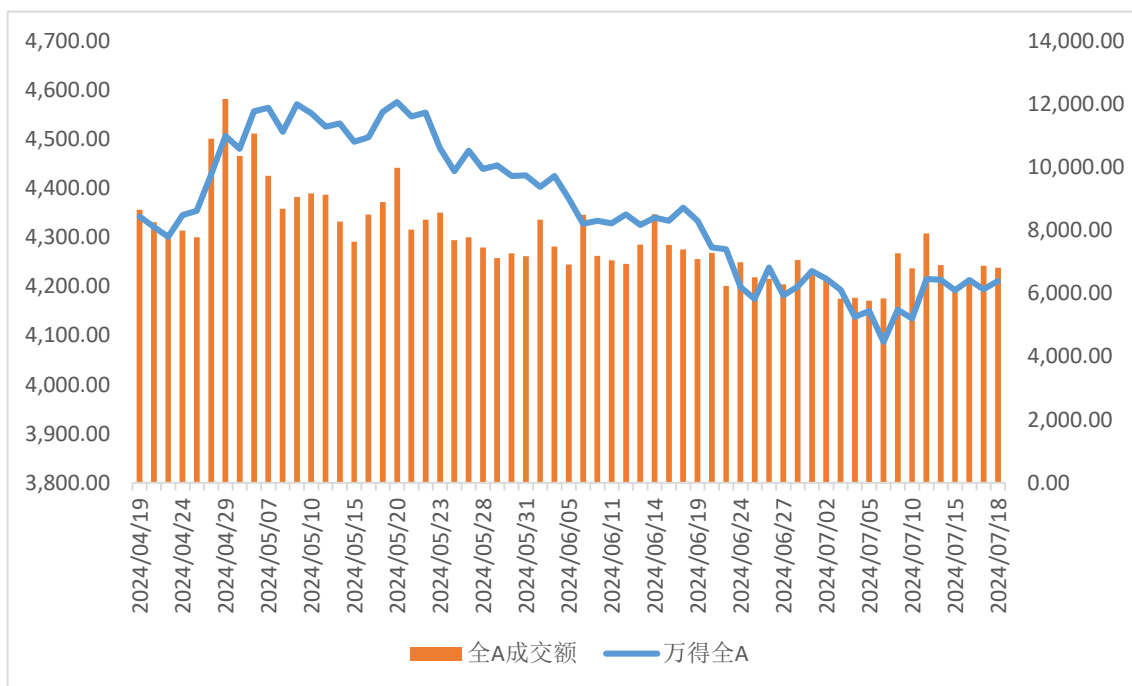
上周各宽基指数估值涨跌不一，国防军工、消费者服务、食品饮料、电子、医药估值上行较多。当前各主要宽基指数估值水平，普遍在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周国防军工、消费者服务、食品饮料、电子、医药估值上行最多，计算机、轻工制造、有色金属、基础化工、纺织服装估值下行最多。当前电子、煤炭、商贸零售、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；纺织服装、综合金融、建筑、机械、传媒板块估值处于历史较低水平。

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。

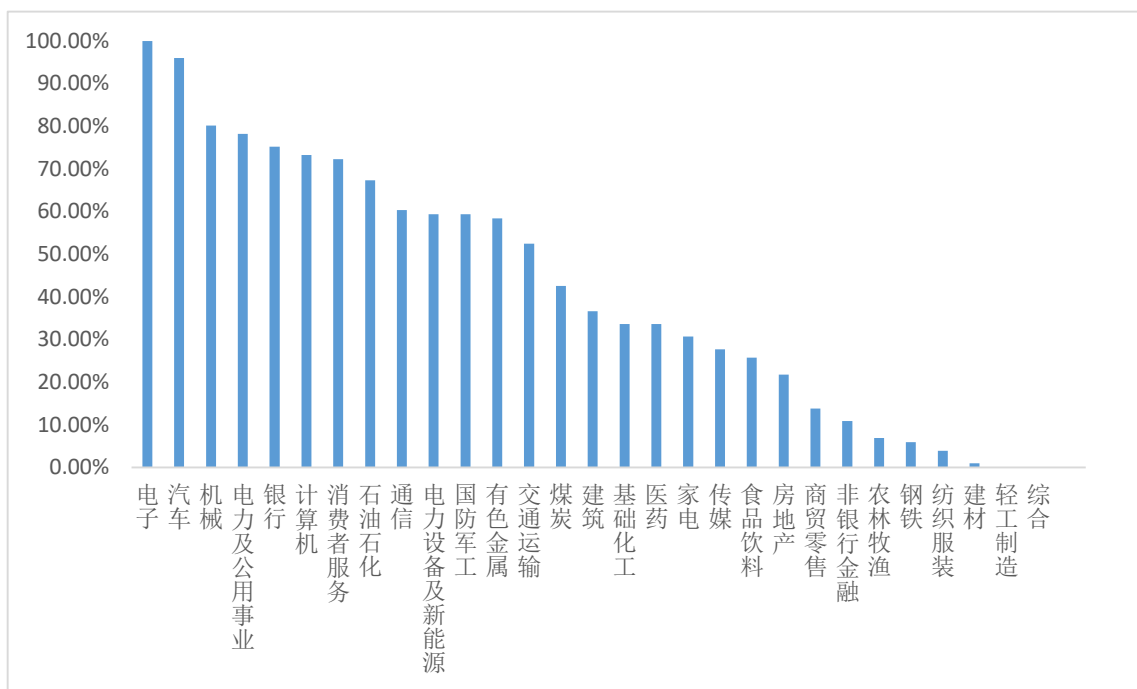
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.02%，处于历史 84.58%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图：全市场换手率



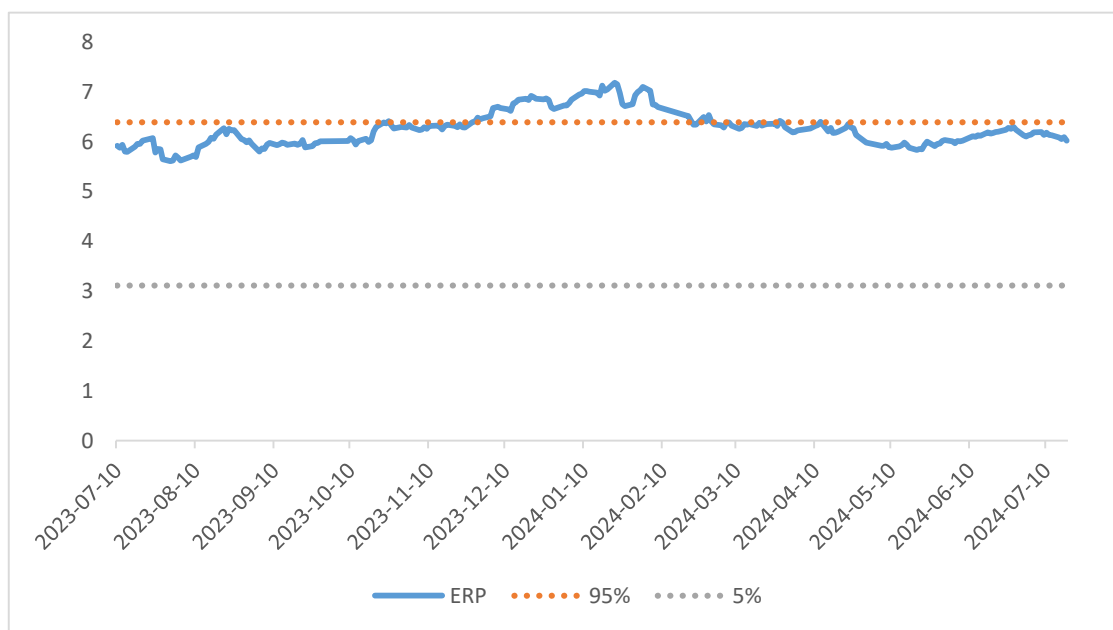
数据来源：Wind、鑫元基金

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



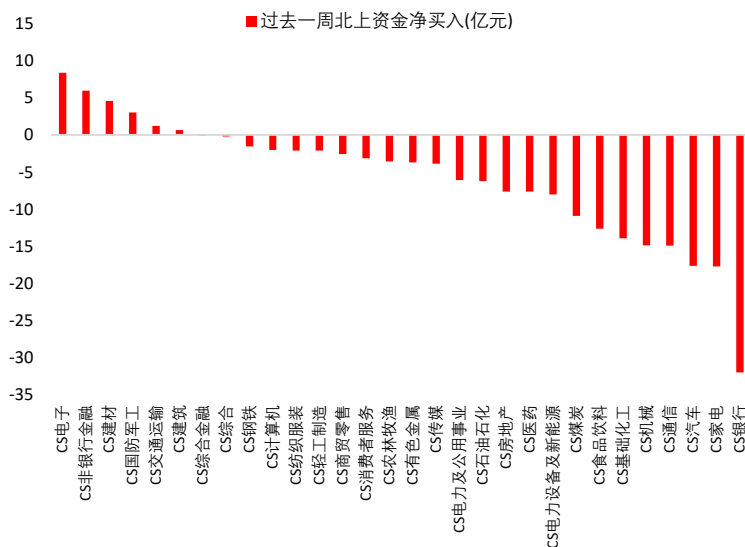
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 171.81 亿元，上上周净流入 155.37 亿元，最近一周北向资金持续净流出。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 8.36）、非银金融（↑ 5.95）、建材（↑

4.53)、国防军工(↑ 2.99)、交通运输(↑ 1.19); 减持金额排名靠前的行业是银行(↓ 31.97)、家电(↓ 17.73)、汽车(↓ 17.65)、通信(↓ 14.92)、机械(↓ 14.87)。

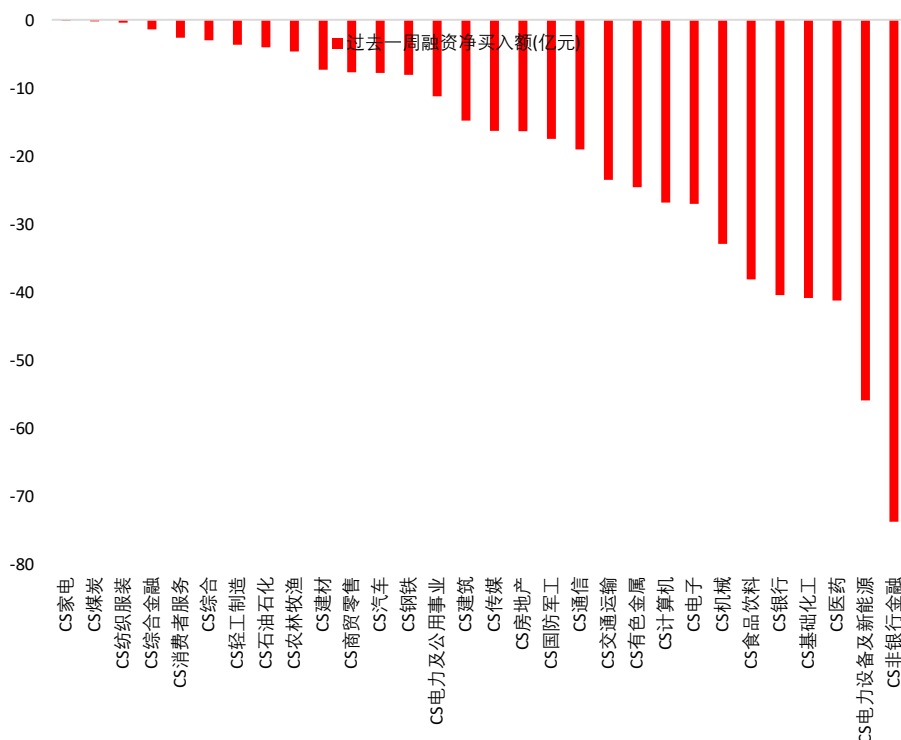
图：上周北向资金行业流向(亿元)



数据来源：Wind、鑫元基金

7月18日，两融资金占比为7.81%，7月12日为8.07%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至7月19日，上周融资净买入的前五行业为家电、煤炭、纺织服装、综合金融、消费者服务。

图：上周两融资金行业流向(亿元)

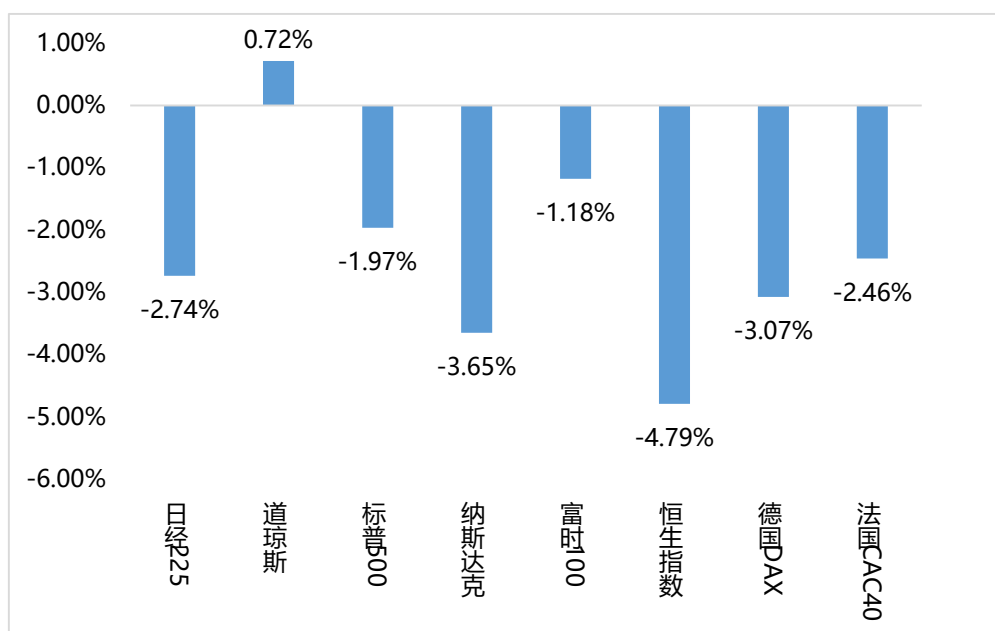


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市多数下跌，纳指深度回调。美国股市方面，道指上涨 0.96%，标普 500 下跌 1.97%，纳指下跌 3.65%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 3.07%，英国富时 100 下跌 1.18%，法国 CAC40 下跌 2.46%；亚太股市方面，日经指数下跌 2.74%，恒生指数上涨 4.79%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

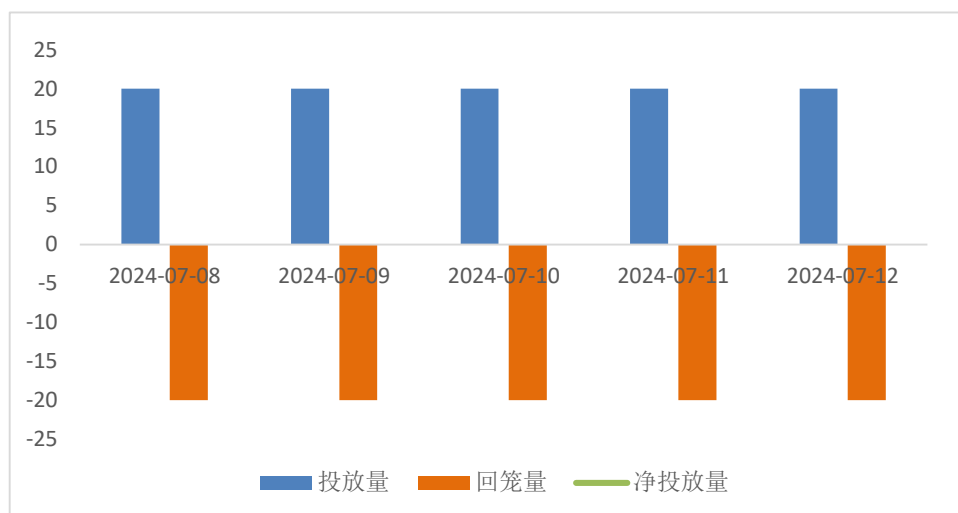


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 11830 亿元 7 天期逆回购操作、1000 亿元 MLF 操作和 700 亿元国库现金管理，因有 100 亿元 7 天期逆回购和 1030 亿元 MLF 操作到期，上周实现净投放 12400 亿元。

图：上周公开市场操作情况



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。

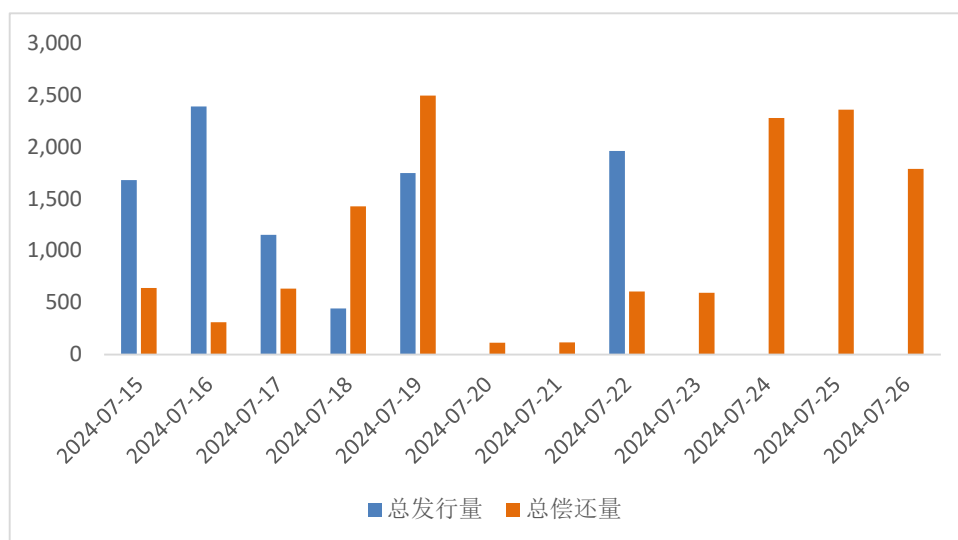
图：7月22日-7月26日政府债发行缴款

单位：亿元

	7月22日		7月23日		7月24日		7月25日		7月26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	2300	54.5	0	510.2	450	230.9
到期	800	501.2	0	6	0	313.3	3062	202.9	0	224.8
缴款	850	230.9	0	0	0	226.1	2300	0	0	1341.3
净缴款	-220.4		-6		-87.2		-964.9		1116.4	

同业存单发行：本周到期 7854 亿元，高于前一周的 5712 亿元，其一周将降至 2444 亿元，7 月末到期压力将有所缓解。

图：同业存单到期与发行

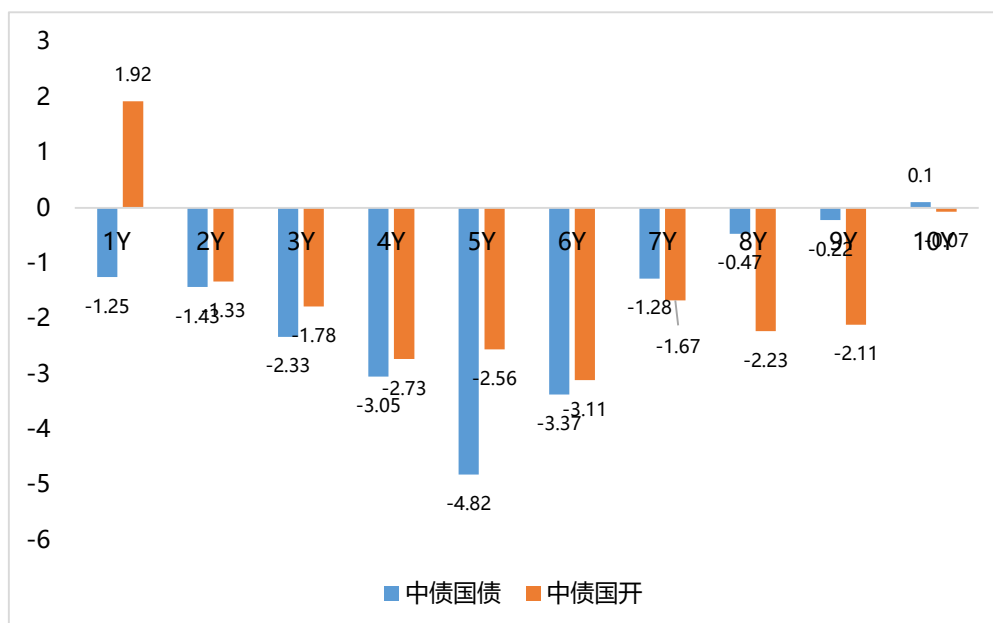


回购市场：税期资金利率明显上行，不过上行幅度并未超过季节性规律。上周内变化来看，上周二开始资金利率明显上行至上周四，上周五略微企稳。DR001 从上周一的 1.79%上行至 1.90-1.95%附近，R001 从 1.84%上行至 1.98-2.0%附近，上周五分别下行至 1.86%、1.91%。

票据利率：需求方面，上周标杆大行活跃度减弱，同时随着税期因素影响，融资成本抬升，买盘收口力量不占优势，但跨年 1 月收口情绪相对较好。供给方面，票源供给跌后小幅提振，整体维持千亿以上水平，卖盘出票情绪较为积极，但偏向压价出票，供需博弈下，上周票价整体小幅上行，但幅度有限。

(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 2：中债国债期限利差

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	27.39	15.3	30.8	36.06
环比	-1.08	-2.49	4.92	-6.52
年初以来	-3.32	-8.76	11.73	31.33
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	17.89	52.84
2016 年以来分位数	48.76%	49.14%	95.52%	27.28%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差（2024 年 7 月 14 日）

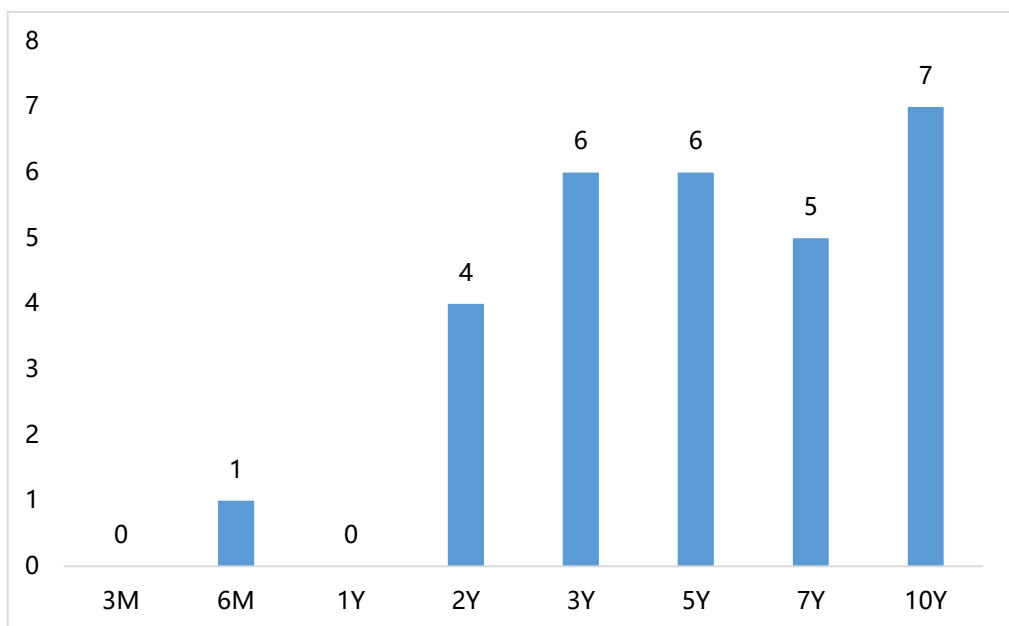
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	25.53	22.94	16.09	17.36	21.71
环比	-2.04	-0.90	0.31	-2.31	0.30
年初以来	-22.3	-29.28	-47.14	-36.47	-45.21
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.68	12.62
2016 年以来平均值	46.27	36.71	39.31	43.28	44.57
2016 年以来分位数	6.31%	10.88%	0.93%	0.93%	3.50%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 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。

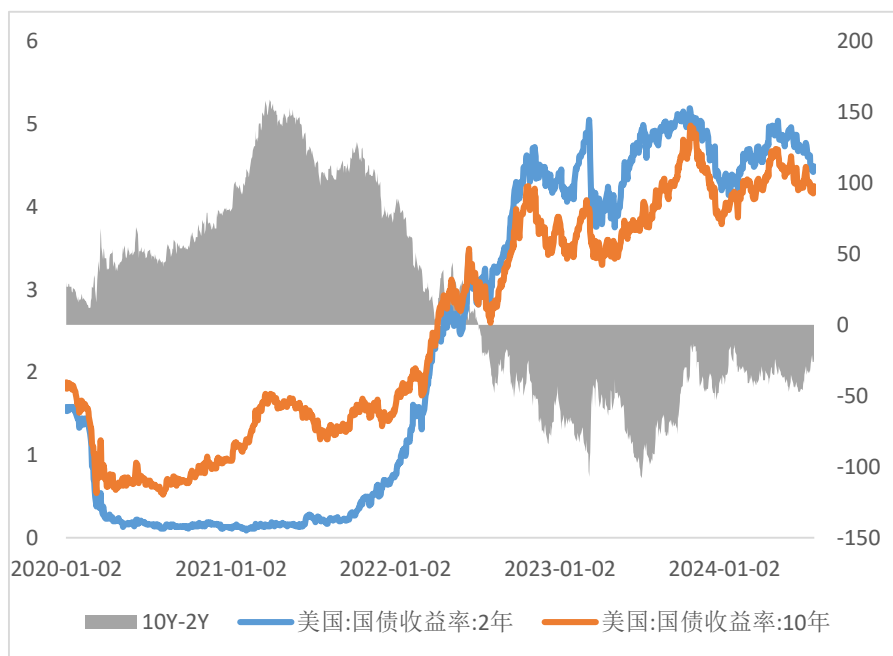
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率上行。上周 10 年期美债收益率上行 7BP，10 年期国债收益率上行 0.1BP，中美利差倒挂程度有所走阔。全周来看，1 年期美债收益率走平，3 年期美债收益率上行 6BP，10 年期美债收益率上行 7BP。

图 16：10 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

上周美元指数上行，在岸人民币汇率升值，离岸人民币升值。上周美元指数上涨 0.26%，

在岸人民币汇率升值，中间价走平，即期汇率升值 0.12%，离岸人民币汇率升值 0.18%。

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	104.3654	7.1315	7.2672	7.2857
对照日期	104.0997	7.1315	7.2585	7.2723
涨跌	0.26%	0.00%	-0.12%	-0.18%

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，展望后续，从三中全会公报内容看，会议延续了此前 2035 远景目标的提法，同时提出，到 2029 年完成《决定》提出的改革任务，意味着未来 5 年宏观政策围绕着市场经济、高质量发展、全面创新、城乡融合、对外开放等方面。结合公布的经济数据看，上半年实际 GDP 同比 5.0%，其中二季度 4.7%较一季度有所放慢，环比动能也相对偏弱。为实现全年目标，下半年稳增长政策可能会进一步加强。

海外方面，宏观面的不确定性之一来自美国大选结果及其对外部经济环境带来的影响。特朗普当选概率较大，其目前策略是美国优先、减少贸易逆差、保护本国产业和就业。市场则关注逆全球化的风险。

（二）权益市场展望和策略

1. 短期市场有所反弹，成长板块的反弹基于业绩催化，大市值走强基于买入资金力量。从三中全会公报表述来看，政策思路稳健。考虑 A 股整体盈利仍然承压，外部环境波动加大，且技术面来看当前位置上方筹码压力大，预计万得全 A 延续震荡走势。

2. 在短期形势不明朗的情况下，结构上几类抱团——高股息、资源品和科技成长——可能仍然占优，背后本质也是景气投资。高股息及资源品相关板块反映的是宏观下行环境中的盈利韧性，科技成长是美股 AI 行情的映射。但也要看到抱团瓦解的风险，高股息主要担忧现金流及分红的可持续性，资源品风险在于商品价格及中下游持续低迷的反噬作用，科技成长主要关注美股风险及估值风险。

3. 公募基金二季报披露完毕。主动权益基金主要加仓电子、通信、家电、军工，减仓食品饮料、计算机、纺织服饰、轻工制造。公募基金行业结构分化特征明显，电子、有色、汽

车、通信、公用事业配置比例处于 2010 年以来极高水平，医药生物、食品饮料、银行、计算机、传媒处于较低水平。考虑到主动权益基金难有增量资金，行业间的快速轮动和博弈特征可能仍会延续。

（三）债券市场展望和策略

经济数据公布，实际 GDP 同比 4.7%，低于市场预期的 5.1%和一季度的 5.3%，整体表现仍然偏弱。结构上看，内需不足的问题仍然突出，尤其是居民消费需求仍待进一步提振，工业生产增速边际放缓，基建投资增速大幅上行，地产景气度维持低位震荡，在设备更新改造政策和出口韧性的合力下，制造业投资高景气度但持续性有待验证。政策层面，三中全会要求全面深化改革，推动有效市场和有为政府更好结合，坚定不移实现全年经济社会发展目标，预计短期内大规模财政刺激出台的可能性较小。监管方面，媒体报道主管部门对多个地方法人银行进行债券投资情况的调研，市场担忧情绪有所提升。流动性层面，税期资金面有所收敛，央行加大逆回购投放后整体均衡，资金价格明显抬升，预计税期结束后将回归平稳宽松局面。展望债市，当前市场对基本面修复的预期逐步固化，数据层面难有大幅超预期的改善或走弱，也难以驱动债市明显反弹或者大幅下行，三中全会对债市的增量信息有限，未来要继续关注央行可能开展的国债买卖操作，及其对收益率曲线的态度和管控，建议保持中性久期和仓位，等待央行操作落地后的交易机会。

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。