

宏观经济表现偏弱，期待有效政策破局

——鑫元周观点（2024.9.2-2024.9.8）

一、核心观点

宏观方面，预计8月经济数据整体偏弱。8月与7月同属暑期出行旺季，带动住宿餐饮和景区服务业相关活动均保持扩张，汽车销售增速小幅收窄，但8月社会零售总额基数抬升，预计社零低位震荡。8月工业增加值基数抬升，且制造业PMI生产指数回落至荣枯线以下，预计8月工业增加值增速有所回落。外贸方面，海外主要经济体制造业PMI指向外需整体进一步趋缓，8月出口增速可能边际放缓。固定资产投资方面，地产销售不强，基建投资受制于化债等因素，预计基建与地产或增速下行。价格方面，食品分项推动CPI同比回升；8月PMI主要原材料购进价格指数从49.9%降至43.2%，PMI出厂价格指数从46.3%进一步降至42%，预计8月PPI同比跌幅进一步扩大。海外宏观方面，8月美国新增非农就业较7月有所回升，但略低于预期，此外，失业率有所回落。8月非农数据喜忧参半，首次降息幅度留有悬念。

权益市场方面，上周A股走势差强人意，之前已经预计到指数的反弹幅度极为有限，主要机会集中在个股。上周五的杀跌依然让人感到市场筹码结构的薄弱、市场情绪的脆弱和市场趋势的羸弱。一方面受到海外carry trade 2.0的影响，另一方面市场资金高低切换后的持续亏损，在未来一段时间内可能出现情绪的宣泄。基于市场在反弹周期内的低迷表现，策略上建议降低仓位，重回高股息红利资产和政府端内需资产进行防守，努力争取相对收益。

固收市场方面，全周来看债市整体震荡偏强，10年期国债收益率下行3bp至2.14%，30年期下行6bp至2.31%。上周信用债收益率跟随利率债下行，幅度在3-8bp左右，1年期以及5年期信用利差均有一定收敛，信用利差整体处于历史较低分位。就债市而言，债市长期的主线逻辑依然是做多，主要驱动来自弱需求的矛盾积累以及政策面的持续保持谨慎，在缺乏有效政策破局的大环境下，无论是居民部门资产负债表的收缩，还是由此导致的内需的进一步疲软，都会在经济数据层面得到持续验证，从而进一步增强收益率的下行预期。策略方面，居民部门缩表状态下基本面矛盾的积累导致收益率下行是长期主线，但节奏层面易受到央行干预力度不断增加以及专项债发行加速影响，短期行情并不容易走出。后续重点关注美国降

息落地后央行的跟进以及宏观数据对弱基本面的验证。

二、宏观动态

（一）国内宏观

证监会发布《证监会系统离职人员入股拟上市企业监管规定（试行）》。新增三方面规定：一是拉长离职人员入股禁止期，将发行监管岗位或会管干部离职人员入股禁止期延长至10年，发行监管岗位或会管干部以外的离职人员，处级及以上离职人员入股禁止期从3年延长至5年，处级以下离职人员从2年延长至4年；二是扩大对离职人员从严监管的范围，将从严审核的范围从离职人员本人扩大至其父母、配偶、子女及其配偶；三是提出更高核查要求，中介机构要对离职人员投资背景、资金来源、价格公平性、清理真实性等做充分核查，证监会将对有关工作核查复核。

降准还有空间。央行货币政策司司长邹澜在国新办新闻发布会上表示，年初降准效果还在持续显现，目前金融机构的平均法定存款准备金率大约在7%，还有一定空间。利率方面，央行持续推动社会综合融资成本稳中有降，同时也要看到，受银行存款向资管产品分流、银行净息差收窄等因素影响，存贷款利率进一步下行还面临一定的约束。

国家主席习近平在中非合作论坛北京峰会开幕式上表示，未来3年，中方愿同非方开展中非携手推进现代化十大伙伴行动。中方愿主动单方面扩大市场开放，决定给予包括33个非洲国家在内的所有同中国建交的最不发达国家100%税目产品零关税待遇。中方愿在非洲实施30个基础设施联通项目，携手推进高质量共建“一带一路”。中国政府愿提供3600亿元人民币额度的资金支持，包括提供2100亿元人民币信贷资金额度和800亿元人民币各类援助、推动中国企业对非投资不少于700亿元人民币。

财政部、国家税务总局发布《关于企业改制重组及事业单位改制有关印花税政策的公告》，自2024年10月1日起执行至2027年12月31日。《公告》中提到了多种免税情况，对经国务院批准实施的重组项目中发生的债权转股权，债务人因债务转为资本而增加的实收资本（股本）、资本公积合计金额，免征印花税；对企业改制、合并、分立、破产清算以及事业单位改制书立的产权转移书据，免征印花税；对同一投资主体内部划转土地使用权、房屋等建筑物和构筑物所有权、股权书立的产权转移书据，免征印花税。

（二）海外宏观

美国8月非农就业人数增加14.2万人，低于预期的16万人。此外，6月非农新增就业人

数从 17.9 万人修正至 11.8 万人，7 月非农新增就业人数从 11.4 万人修正至 8.9 万人。两个月合计下修了 8.6 万新增就业人口。失业率降至 4.2%，符合预期，为连续四个月上升以来首次下降，前值为 4.3%。

美联储威廉姆斯称，准备开始降息进程。美联储政策在恢复价格稳定方面已取得成效，货币政策可以根据数据调整为更中性的立场；预计通胀将进一步降温，今年通胀率为 2.25%；就业市场降温，从过热状态回归至正常水平；长期预期失业率将在 3.75%左右稳定；美国今年 GDP 预计在 2%-2.5%之间，经济面临的风险包括全球增长放缓。

美国上周初请失业金人数下降，缓解就业市场恶化担忧。美国上周初请失业金人数 22.7 万，预期 23 万人，前值从 23.1 万人修正为 23.2 万人。

美国 8 月 ADP 就业人数增加 9.9 万人，不及预期。美国 8 月 ADP 就业人数增 9.9 万人，预期增 14.5 万人，前值从增 12.2 万人修正为增 11.1 万人。

美联储褐皮书显示美国经济活动持平或下降。美联储褐皮书显示，经济活动在三个地区略有增长，而报告经济活动持平或下降的地区数量从上个时期的五个增加至当前时期的九个；总体来看，最近报告期内价格适度上涨；各地区受访者普遍预计未来几个月经济活动将保持稳定或略有改善，尽管三个地区的受访者预期会出现轻微下降；各地区受访者普遍预计未来几个月价格和成本压力将稳定或进一步缓解；近期就业情况总体持平，略有上升。

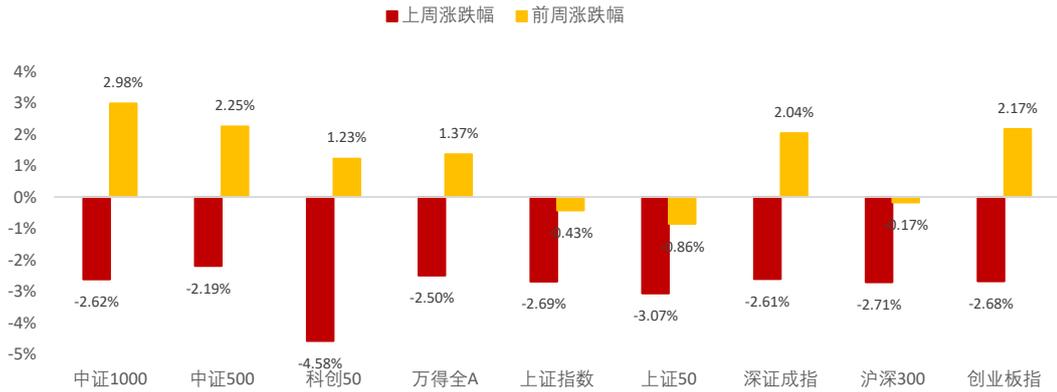
经济低迷，欧元区制造业 PMI 持续萎缩。欧元区 8 月制造业 PMI 终值 45.8，预期 45.6，初值 45.6，7 月终值 45.8。英国 8 月制造业 PMI 终值 52.5，预期 52.5，初值 52.5。德国 8 月制造业 PMI 终值 42.4，预期 42.1，初值 42.1，7 月终值 43.2。法国 8 月制造业 PMI 终值 43.9，预期 42.1，初值 42.1，7 月终值 44.0。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周A股各宽基指数普遍下跌。截至9月6日，科创50下跌4.58%，上证50下跌3.07%，沪深300下跌2.71%，跌幅居前。从行业板块看，上周汽车领涨，石油石化、电子、建筑领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/9/6	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	12.3	↓ 0.26	16.5	↓ 3.85	23.9%	15.9%	12.4%
深证成指	19.7	↓ 0.05	31.2	↓ 0.29	22.7%	10.7%	3.7%
上证 50	9.8	↓ 0.28	26.6	↓ 10.87	41.2%	34.9%	27.0%
沪深 300	11.0	↓ 0.24	16.9	↓ 3.20	21.4%	10.8%	7.8%
中证 500	19.8	↓ 0.11	5.3	↓ 0.59	7.3%	12.9%	9.2%
中证 1000	29.3	↓ 0.47	11.0	↓ 1.27	11.0%	16.8%	8.6%
创业板指	23.7	↓ 0.65	0.2	↓ 0.25	0.3%	0.5%	0.7%
科创 50	48.6	↑ 1.95	54.7	↑ 1.44	54.7%	54.7%	57.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2024/9/6	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
			来		数	数	数
石油石化(中信)	10.7	↓ 0.88	13.40%	↓ 12.87	13.4%	23.8%	34.3%
煤炭(中信)	11.7	↓ 0.44	63.42%	↓ 3.40	63.4%	93.2%	91.1%
有色金属(中信)	17.4	↓ 0.69	14.15%	↓ 0.87	14.2%	23.4%	33.9%
电力及公用事业(中信)	17.3	↓ 0.63	14.08%	↓ 3.76	14.1%	1.0%	1.4%
钢铁(中信)	28.6	↓ 0.55	60.77%	↓ 0.62	60.8%	78.7%	69.2%
基础化工(中信)	25.3	↓ 0.76	26.47%	↓ 1.99	26.5%	47.0%	36.4%
建筑(中信)	7.7	↓ 0.19	0.04%	↓ 0.07	0.0%	0.1%	0.1%
建材(中信)	23.6	↓ 0.17	68.52%	↓ 0.48	68.5%	95.4%	93.7%
轻工制造(中信)	21.3	0.00	5.48%	↑ 0.03	5.5%	9.7%	3.1%
机械(中信)	26.9	↓ 0.74	1.68%	↓ 1.37	1.7%	0.8%	1.2%
电力设备及新能源(中信)	29.6	↑ 4.77	18.70%	↑ 7.57	18.7%	33.2%	33.1%
国防军工(中信)	61.7	↓ 0.35	27.69%	↓ 1.05	27.7%	29.3%	24.2%
汽车(中信)	23.3	↑ 0.16	51.18%	↑ 0.52	51.2%	23.5%	0.8%
家电(中信)	13.0	↓ 0.25	1.86%	↓ 1.37	1.9%	3.2%	0.2%
纺织服装(中信)	18.8	↓ 0.09	1.00%	↓ 0.04	1.0%	1.8%	2.4%
医药(中信)	32.9	↓ 0.39	9.06%	↓ 1.16	9.1%	16.1%	10.1%
食品饮料(中信)	18.7	↓ 0.76	11.43%	↓ 0.77	11.4%	0.1%	0.1%
农林牧渔(中信)	58.2	↓ 13.08	61.92%	↓ 11.28	61.9%	67.9%	68.1%
银行(中信)	5.4	↓ 0.15	30.95%	↓ 4.43	30.9%	34.1%	49.3%
非银行金融(中信)	16.1	↑ 0.12	32.23%	↑ 1.38	32.2%	43.1%	52.2%
交通运输(中信)	16.0	↓ 0.26	4.66%	↓ 2.66	4.7%	4.3%	4.5%
电子(中信)	53.0	↓ 4.39	47.89%	↓ 13.11	47.9%	48.0%	39.0%
通信(中信)	19.4	↓ 0.53	7.52%	↓ 2.17	7.5%	13.3%	19.3%
计算机(中信)	74.7	↓ 1.86	44.66%	↓ 1.87	44.7%	21.5%	9.7%

传媒(中信)	36.4	↓	1.65	18.11%	↓	7.07	18.1%	23.6%	14.1%
综合金融(中信)	29.6	↑	0.54	19.15%	↑	1.89	19.1%	19.1%	20.6%

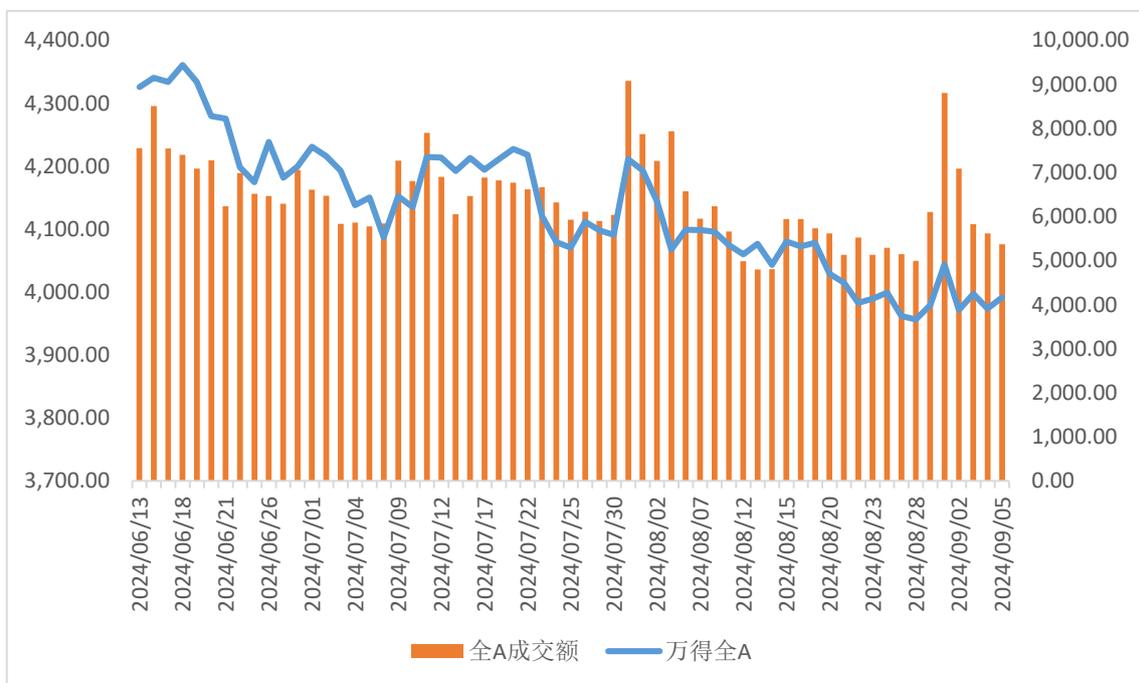
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值涨跌不一，电力设备及新能源、综合金融、汽车估值上行较多。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，上周电力设备及新能源、综合金融、汽车估值上行最多，农林牧渔、电子、计算机估值下行最多。当前农林牧渔、建材、煤炭、钢铁、电子板块估值处于历史较高水平；建筑、纺织服饰、机械、轻工制造、交通运输板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

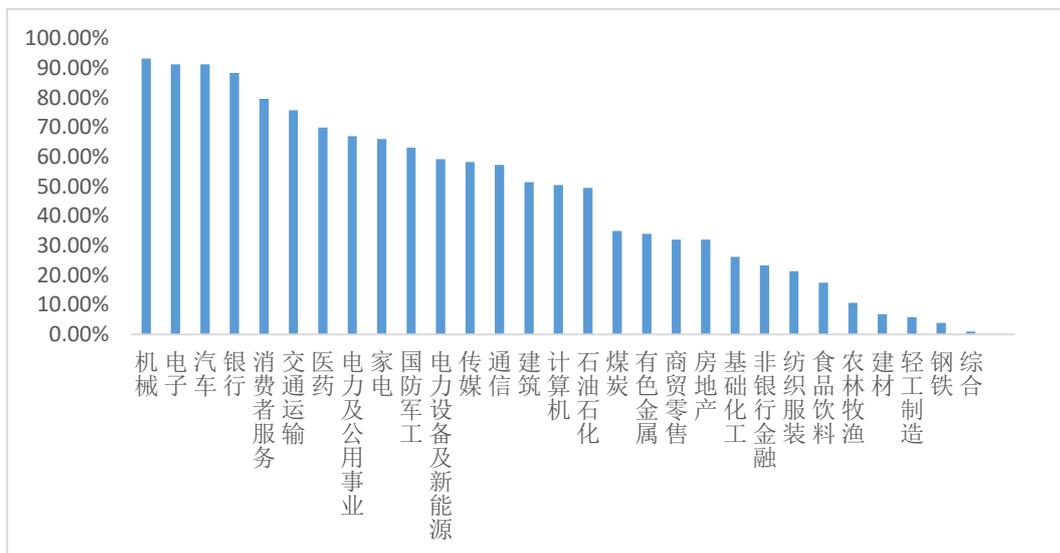
上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，机械，电子，汽车的拥挤度较高。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.89%，处于历史 98.96%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



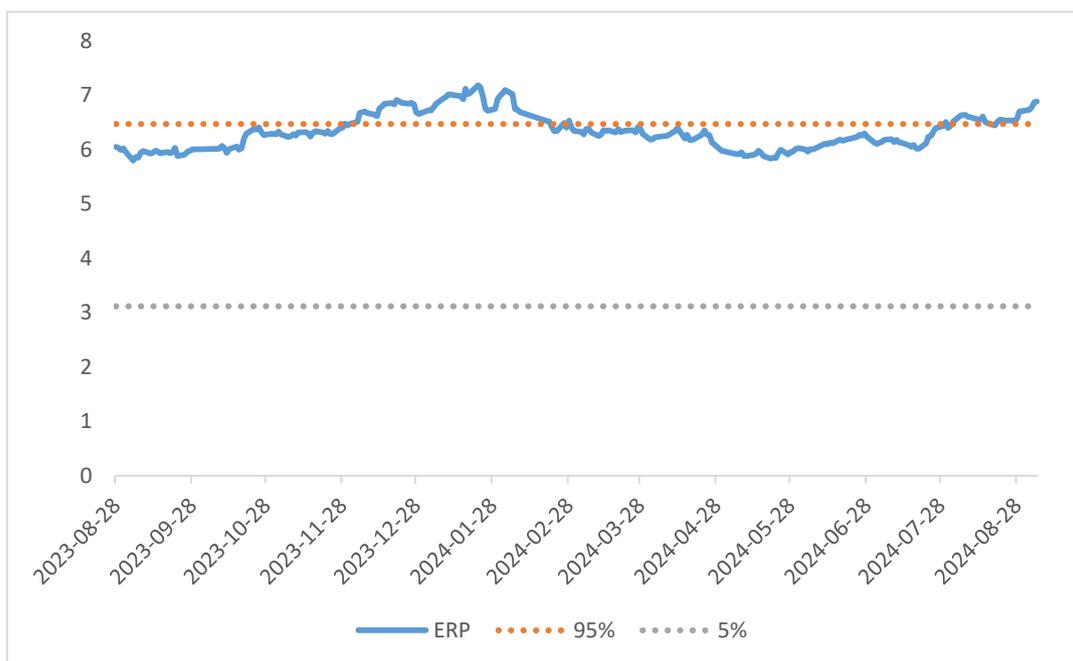
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

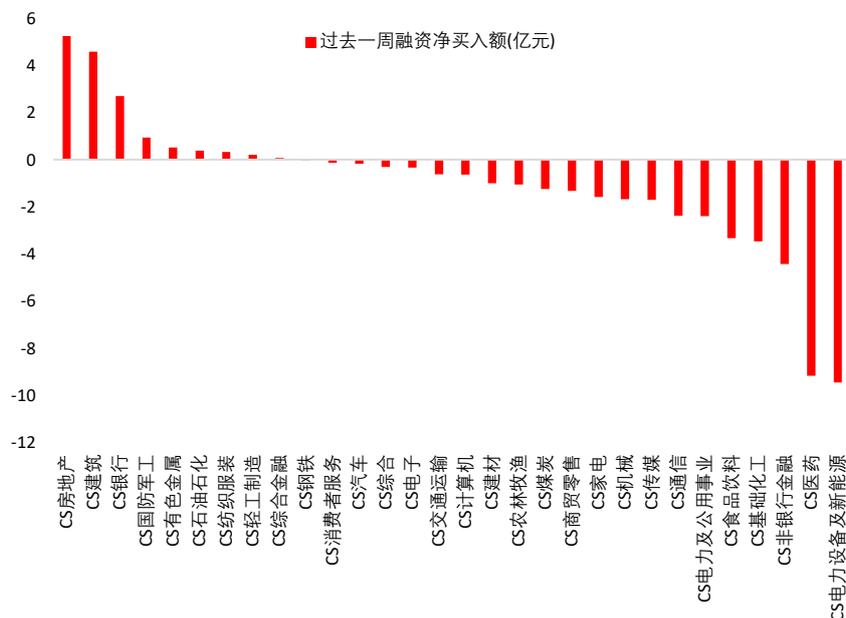


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

9月6日，两融资金占比为3.87%，8月30日为7.95%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至9月6日，上周融资净买入的前三行业为房地产、建筑、银行。

图 7：上周两融资金行业流向（亿元）

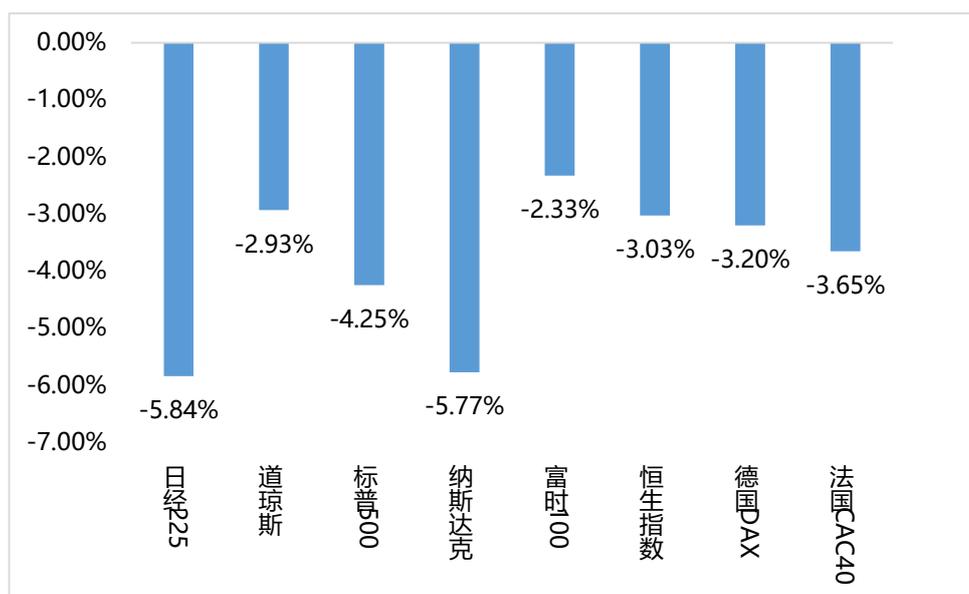


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍下跌。美国股市方面，道指下跌 2.93%，标普 500 下跌 4.25%，纳指下跌 5.77%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 3.20%，英国富时 100 下跌 2.33%，法国 CAC40 下跌 3.65%；亚太股市方面，日经 225 指数下跌 5.84%，恒生指数下跌 3.03%。

图 8：上周海外主要指数涨跌

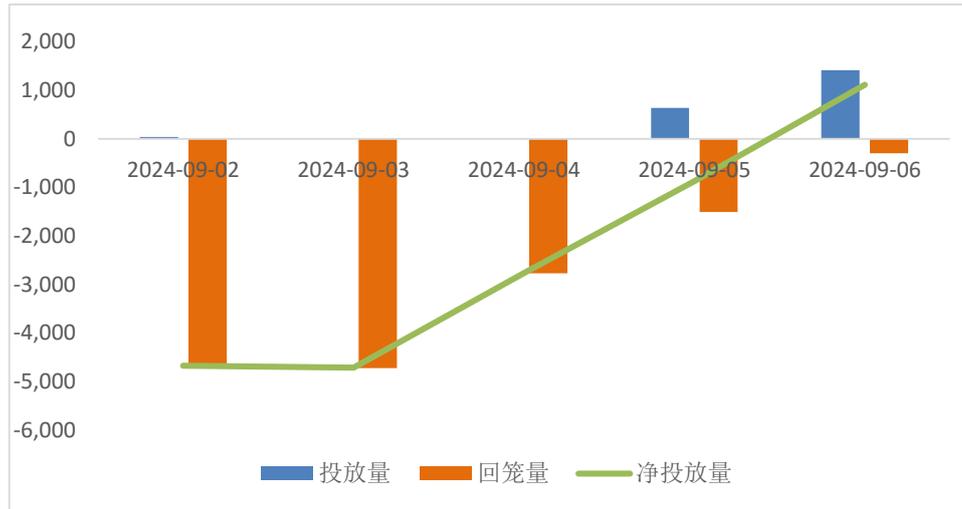


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 2102 亿元逆回购操作，因有 14018 亿元逆回购到期，实现净回笼 11916 亿元。

图 9：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 4480 亿元，地方政府债计划发行 2802.8 元，整体净缴款-5458.6 亿元。

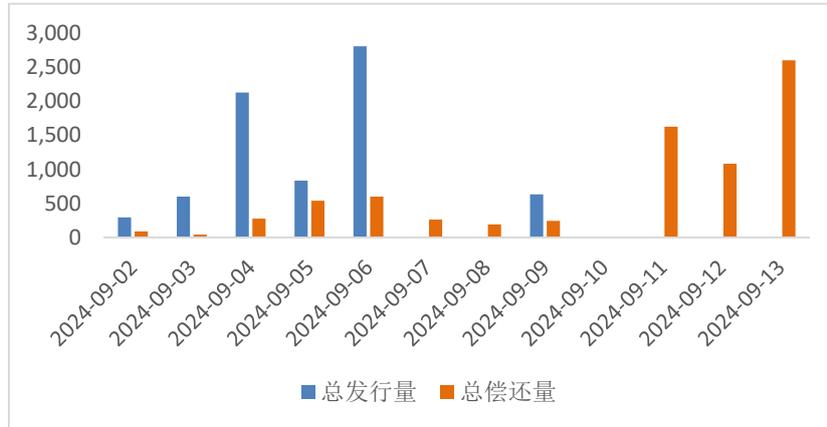
表 1：9 月 9 日-9 月 13 日政府债发行缴款

单位：亿元

	9 月 9 日		9 月 10 日		9 月 11 日		9 月 12 日		9 月 13 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	434.8	450	551.1	2740	0	0	0	1250	0
到期	0	244.8	710	0	0	62.8	400.7	0	0	0
缴款	1702.2	0	0	434.8	0	306.8	1370	0	0	0
净缴款	1457.4		-275.2		381.1		3302.9		592.4	

同业存单发行：本周到期 6016 亿元，大幅高于前一周的 1638 亿元，其后两周为 8862 亿元、6909 亿元。

图 10：同业存单到期与发行

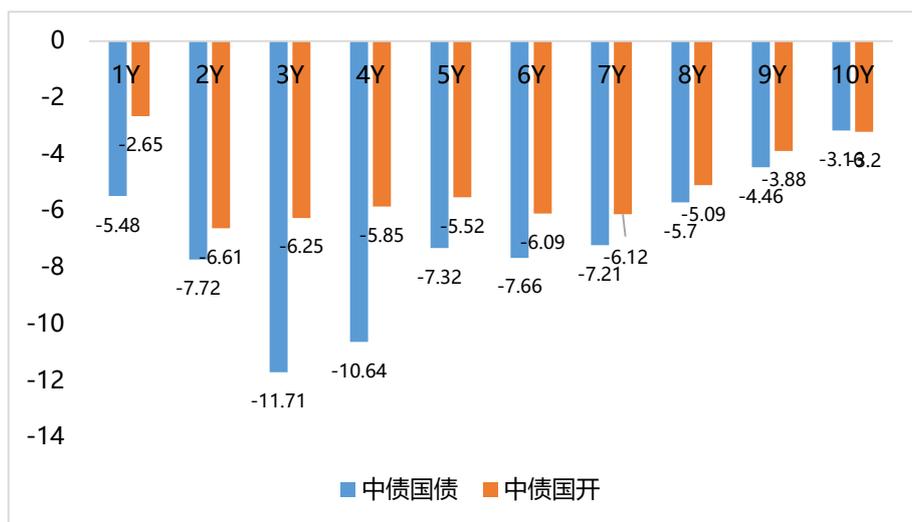


回购市场：跨月之后，资金面先松后紧。月初资金面受到8月末财政支出的支撑，不过随着1万亿+的逆回购持续回笼，从9月5日开始，资金面转为边际收敛。具体而言，9月2-4日，DR001在1.52-1.57%之间窄幅震荡，而后持续上行至6日的1.72%，R001从1.61-1.67%上行至1.83%。

票据利率：上周月初时点，票源供给重回低位，上周初主要大行降价进场收票，买盘情绪积极，托收票交易居多，市场整体供不应求，票据利率低开后震荡下行。上周后半周，随着一级市场供给破千，以及大行报价稳中有升，买盘意愿有所收敛，市场供过于求，票价跌后回暖。

(三) 债券市场

图 11：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	11.56	22.82	35.98	26.42
环比	-6.23	4.39	4.16	-6.20
年初以来	-9.42	11.75	20.46	-3.98
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	27.32	15.45	18.12	52.46
2016 年以来分位数	9.15%	91.68%	97.24%	18.61%

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

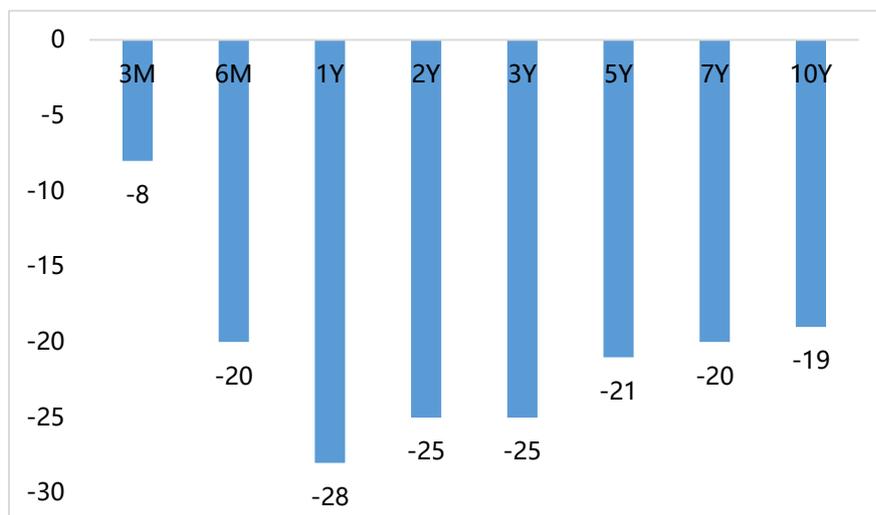
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	32.49	27.98	27.58	28.41	27.57
环比	-1.98	0.03	0.78	-0.32	-2.05
年初以来	0.15	-7.25	-9.68	-5.23	-17.55
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	46.01	36.49	39.00	42.92	44.22
2016 年以来分位数	21.28%	23.90%	14.80%	9.70%	10.25%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 5.48BP 至 1.4352，3 年期下行 11.71BP 至 1.5508，5 年期下行 7.32BP 至 1.7790，10 年期下行 3.16BP 至 2.1388。

长期限高等级票据信用利差小幅收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.98BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.03BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 0.78BP。

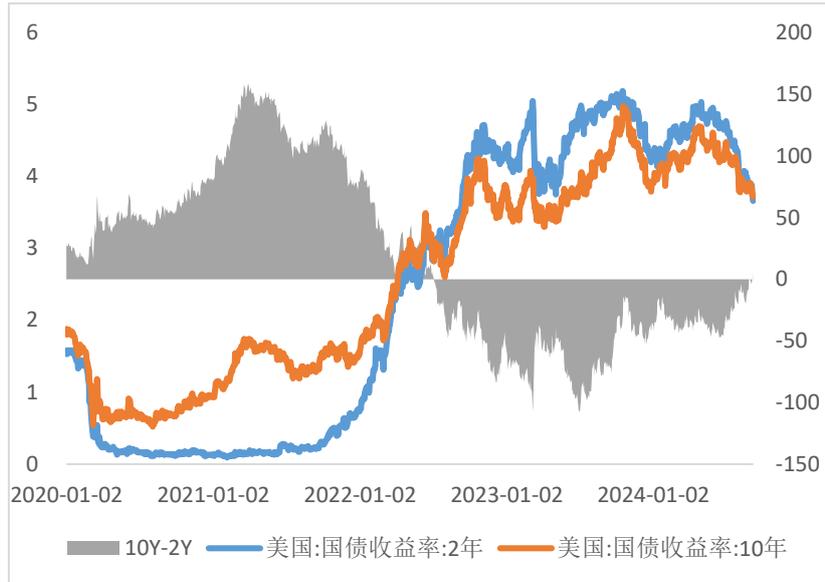
图 12：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率普遍下行。上周 10 年期美债收益率下行 19BP，10 年期国债收益率下行 3.16BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1 年期美债收益率下行 28BP，3 年期美债收益率下行 25BP，10 年期美债收益率下行 19BP。

图 13：10 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，离岸人民币汇率小幅贬值。上周美元指数下行 0.54%，中间价升值 0.28%，即期汇率与上周持平，离岸人民币汇率贬值 0.06%。

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	101.183	7.0925	7.0882	7.0944
对照日期	101.732	7.1124	7.0881	7.0904
涨跌	-0.54%	0.28%	0.00%	-0.06%

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

国内宏观方面，宏观经济转型存在阵痛，需求不足仍是主要矛盾。当前居民就业形势严峻，对未来收入预期较弱，居民倾向于通过提前偿还房贷等方式进行缩表；企业部门利润增速仍在筑底阶段，部分行业产能仍未出清，企业扩表意愿同样有限；虽然近期政府债发行有所提速，但中央政府加杠杆难以对冲在化债、地方财政歉收约束下的地方政府缩表。因此，

经济主体缩表的大背景下，短期内有效需求不足的情况难以明显改观，价格回升动力较弱。出口方面，由于中国劳动力、原材料、土地等价格维持低位，中国商品具有价格优势，出口短期仍有韧性；但长期面临美国关税政策的不确定性。

海外方面，从海外宏观基本面看，全球制造业周期进一步放缓，美国经济温和回落；就业疲软，通胀处于筑底阶段；预计美国短期实现软着陆。8月美国新增非农就业略强于预期，同时失业率持平于前值。预计四季度美国经济动能继续放缓，但短期不至于衰退；劳动力市场继续降温，但失业率断崖式上行的概率不大。3季度美国通胀环比保持温和状态，且4季度再通胀概率下降。总体看，美国经济走弱，但居民与企业资产负债表非常健康，经济在回落中保持了韧性。

（二）权益市场展望和策略

整体看，海外市场仍处在下有美联储保底（降息会有，但幅度取决于数据），上有分子衰退压力（美国经济着陆的进程并未停止）的震荡阶段。综合各项经济数据，美国经济下行的进程并未停止，但其经济韧性犹在。就当前的经济情况，不足以让美联储做出9月即开始大幅降息的判断。国内总量下行趋缓的判断不变，但需要关注出口驱动力放缓的迹象，以及托底政策力度边际低于预期的可能。

上周A股走势差强人意，虽然之前已经预计到指数的反弹幅度极为有限，主要机会集中在个股。但上周五的杀跌依然让人感到市场筹码结构的薄弱，市场情绪的脆弱和市场趋势的羸弱。一方面受到海外carry trade 2.0的影响，另一方面市场资金高低切换后的持续亏损，在未来一段时间内可能出现情绪的宣泄。基于市场在反弹周期内的低迷表现，策略上建议降低仓位，重回高股息红利资产和政府端内需资产进行防守，努力争取相对收益。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，上周国内数据处在真空期，市场关注点主要集中在本周集中披露的国内宏观数据，重点关注CPI、PPI、进出口以及金融数据。从方向上看，市场大概率会随着经济及金融数据进一步走弱而强化收益率下行预期，但短期可能依然会受到央行调控影响。近期央行也特别提到利率下调是存在约束的，主要是净息差快速下行带来的银行整体资产负债表以及资本充足率等问题。尽管央行也提及降准存在空间，但降准未必代表实质性宽松，最终还是要看利率是否发生变化。

展望来看，在缺乏有效政策破局的大环境下，无论是居民部门资产负债表的收缩，还是由此导致的内需的进一步疲软，都会在经济数据层面得到持续验证，从而进一步增强收益率

的下行预期。策略层面，居民部门缩表状态下基本面矛盾的积累导致收益率下行是长期主线，但央行干预以及专项债发行加速会影响短期交易节奏。短期看长债需观察央行态度，近期央行提及存贷款利率进一步下行还面临一定约束，预计短期行情受央行调控影响难以走出。因此交易盘建议保持一定底仓，等待右侧驱动信号后加仓，配置盘仍然建议逢调加仓。信用债方面，随着赎回未进一步发酵，信用债也企稳止跌。在国内资产荒以及不发生系统性金融风险的逻辑支撑下，预计信用债特别是城投债收益率将继续被压缩，此外也可以关注一些代替地方政府融资的产投主体，上述主体的利差仍有压缩空间。

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。