

国内基本面改善仍缺弹性，做好防守等待市场机会

——鑫元周观点（2024. 9. 9-2024. 9. 15）

一、核心观点

宏观方面，8 月国内通胀、外贸、金融、社零、工增等经济数据陆续出炉，数据显示国内基本面改善仍然缺乏弹性；8 月美国通胀继续降温，核心通胀仍有粘性，9 月美联储降息基本确定；受降息预期带动，国际金价再创历史新高。上周，国内 8 月经济数据陆续出炉，多项数据弱于市场预期，国内基本面恢复仍显乏力。周初公布的 8 月通胀读数低位徘徊，PPI 同比增速录得-1.8%，工业品价格仍处于收缩区间。随后公布的外贸数据呈现分化态势，出口同比 8.7%，显示外需仍有韧性，但进口同比快速回落至 0.5%，显示内需仍然偏弱。周五公布的金融数据总体偏弱，社融及信贷同比少增，M1 同比增速回落至-7.3%。周末公布的 8 月经济数据中，社零、工增、固投同比增速均有回落，失业率小幅上升。上周，美国 8 月通胀数据公布，数据显示美国核心通胀虽小幅超预期，但整体通胀水平持续降温。受降息预期带动，国际金价再创历史新高。

权益市场方面，美国的通胀数据显示其通胀还有粘性，证实了美国经济的不同部门之间处于不同周期，加大了其软着陆的概率。相对于非美国家，美国经济将保持相对的强势，美国经济大幅衰退的预期消失，导致 carry trade 的主要动因随之消失。因此，我们看到美国三大股指普遍反弹，美债收益率下行，全球资本重回美元资产。人大常委会未出台增量财政政策，目前市场预期财政刺激在年内发生的概率有限。海外非美国家衰退对于出口的压力，内需政策托底的力度难超预期，国内总量下行趋缓的预期有所动摇。上周走势偏弱的原因主要源于非美经济体衰退带来外需压力增大，内需政策托底力度难超预期。国内的交易逻辑预计暂时回到之前的“分子下行、分母托底”逻辑。建议继续做好防守，等待分子下行趋缓的新预期。

固收市场方面，全周央行累计净投放 6743 亿元，其中逆回购操作 8845 亿元，到期 2102 亿元。资金面整体转暖，隔夜利率有一定下行。上周债市主要围绕风险偏好减弱以及宽松预期展开，前三天曲线陡峭下行，周五在经历周四的震荡后再度走强，其中长端及超长端下行

幅度较大。全周来看债市下行明显，其中 10 年期国债收益率下行 7bp 至 2.07%，30 年期下行 9bp 至 2.22%，其余各期限均有一定幅度下行。上周信用债收益率并未跟随利率债下行，信用利差有一定走扩但利差整体依然处于历史较低分位。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。上周金融数据、经济数据等反映经济环比走弱趋势仍未逆转，表明债市基本面逻辑基础依然坚实。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。从交易层面考虑，基于续作特别国债的一级发行价，2.17%可能是短期央行干预 10 年期的顶部，长期看债市做多的思路不变，只是 10 年期国债再度逼近关键点位 2.1%的情况下再追的性价比可能并不高。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国 8 月经济数据出炉。国家统计局公布数据显示，8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.5%，社会消费品零售总额增长 2.1%，全国服务业生产指数增长 4.6%。1-8 月份，全国固定资产投资同比增长 3.4%，其中房地产开发投资下降 10.2%。8 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，比上月上升 0.1 个百分点。

中国 8 月金融数据出炉。据央行统计，8 月末，M2 余额同比增长 6.3%，M1 余额同比下降 7.3%。今年前 8 个月，人民币贷款增加 14.43 万亿元；社会融资规模增量累计为 21.9 万亿元，比上年同期少 3.32 万亿元。8 月末社会融资规模存量为 398.56 万亿元，同比增长 8.1%。8 月社会融资规模和人民币贷款增速都在 8%以上，比上半年名义 GDP 增速高约 4 个百分点。央行表示，下一步将加大调控力度，着手推出一些增量政策举措，进一步降低企业融资和居民信贷成本，保持流动性合理充裕。

十四届全国人大常委会第十一次会议在京举行，会议审议了国务院关于提请审议关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定草案的议案。专家表示，延迟退休是为了积极应对人口老龄化推出的重大改革，有助于我国人力资源的充分利用。据预测，2035 年左右，我国 60 岁及以上老年人将突破 4 亿，占比超过 30%，进入重度老龄化阶段。到 2050 年前后，我国老年人口规模和比重将达到峰值。

（二）海外宏观

美国 8 月 CPI 同比上涨 2.5%，连续 5 个月下降。美国 8 月 CPI 同比上涨 2.5%，较前值 2.9% 明显下降，为连续第五个月放缓，并创 2021 年 2 月以来最低水平，环比上涨 0.2%，持平预期和前值。核心 CPI 同比上涨 3.2%，较前值持平，此前已经连续四个月放缓，环比上涨 0.3%，略高于预期和前值的 0.2%，为四个月来最大涨幅。核心通胀的粘性超出市场预期，美联储下周降息 50 基点的预期大幅降温。

美国消费者信心指数升至四个月高位。美国 9 月密歇根大学消费者信心指数从 8 月的 67.9 升至 69，创四个月新高，高于预期值 68.5。一年期短期通胀预期 2.7%，连续第四个月下降，降至 2020 年 12 月以来新低。

美国上周首次申请失业救济人数 23 万人，高于预期。美国上周初请失业金人数 23 万人，三周以来首次回升，预期为持平于 22.7 万人。至 8 月 31 日当周续请失业金人数为 185 万人，小幅增加 0.5 万人。

欧洲央行非对称降息，下调今后三年 GDP 增长预期。欧洲央行公布最新利率决议，将关键存款利率下调 25 个基点，主要再融资和边际贷款利率均下调 60 个基点，符合市场预期。欧洲央行不承诺未来会继续降息，并警告称下半年通胀可能再次反弹。同时，欧洲央行全面下调今后三年的经济增长预期，整体通胀预期保持不变。

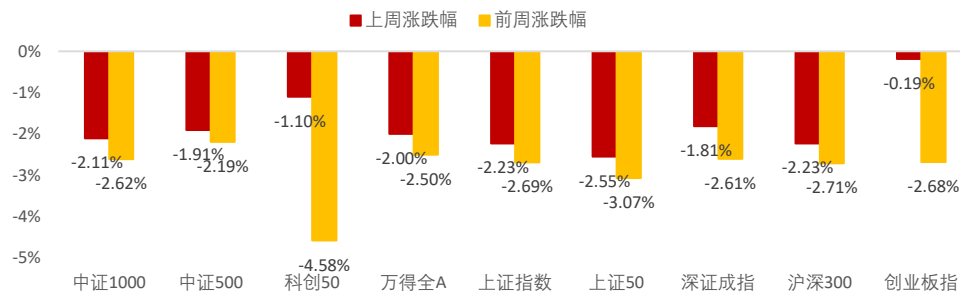
美国大幅上调对华产品关税。美国贸易代表办公室称，自 9 月 27 日起，中国制造的电动汽车的关税税率将上调至 100%，太阳能电池的关税税率将上调至 50%，电动汽车电池、关键矿产、钢铁、铝、口罩和岸边集装箱起重机的关税税率将上调至 25%，而包括半导体芯片在内的其他产品的关税上调也将在未来两年内生效。

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 股各宽基指数普遍下跌。截至 9 月 13 日，上证 50 下跌 2.55%，上证指数下跌 2.23%，沪深 300 下跌 2.23%，跌幅居前。从行业板块看，上周通信、计算机领涨，食品饮料、消费者服务、交通运输领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/9/13	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	12.0	↓ 0.26	14.3	↓ 3.05	20.9%	10.6%	6.7%
深证成指	19.3	↓ 0.41	29.7	↓ 1.54	21.2%	8.9%	1.8%
上证 50	9.5	↓ 0.23	20.6	↓ 9.21	32.0%	21.3%	16.0%
沪深 300	10.8	↓ 0.24	14.2	↓ 2.79	18.6%	6.8%	4.5%
中证 500	19.4	↓ 0.42	4.4	↓ 1.30	6.0%	10.6%	7.1%
中证 1000	28.7	↓ 0.56	9.3	↓ 1.72	9.3%	14.2%	5.0%
创业板指	23.6	↓ 0.11	0.2	0.00	0.3%	0.5%	0.7%
科创 50	48.0	↓ 0.66	54.1	↓ 0.59	54.1%	54.1%	56.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2024/9/13	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)	10.4	↓ 0.30	11.23%	↓ 2.17	11.2%	19.9%	28.7%
煤炭(中信)	11.4	↓ 0.30	59.84%	↓ 3.58	59.8%	88.5%	86.0%
有色金属(中信)	17.1	↓ 0.26	13.63%	↓ 0.52	13.6%	22.5%	32.5%
电力及公用事业(中信)	16.7	↓ 0.57	13.16%	↓ 0.92	13.2%	0.4%	0.5%
钢铁(中信)	27.7	↓ 0.87	59.62%	↓ 1.15	59.6%	78.5%	68.9%
基础化工(中信)	24.8	↓ 0.53	24.81%	↓ 1.66	24.8%	44.0%	34.6%
建材(中信)	23.1	↓ 0.54	66.14%	↓ 2.37	66.1%	93.1%	90.4%
轻工制造(中信)	20.9	↓ 0.42	4.76%	↓ 0.72	4.8%	8.4%	1.5%
机械(中信)	26.4	↓ 0.43	1.32%	↓ 0.36	1.3%	0.4%	0.6%
电力设备及新能源(中信)	29.6	↓ 0.04	18.73%	↑ 0.04	18.7%	33.2%	33.1%
国防军工(中信)	60.7	↓ 1.05	24.92%	↓ 2.77	24.9%	24.5%	18.5%
汽车(中信)	23.0	↓ 0.35	49.59%	↓ 1.59	49.6%	22.0%	0.4%
家电(中信)	12.9	↓ 0.08	1.57%	↓ 0.29	1.6%	2.8%	0.4%

纺织服装(中信)	18.4	↓	0.38	0.21%	↓	0.79	0.2%	0.4%	0.5%
医药(中信)	32.2	↓	0.79	7.94%	↓	1.12	7.9%	14.1%	8.1%
食品饮料(中信)	17.7	↓	1.05	8.15%	↓	3.27	8.2%	0.0%	0.0%
农林牧渔(中信)	56.7	↓	1.51	60.54%	↓	1.38	60.5%	67.3%	67.7%
银行(中信)	5.2	↓	0.12	26.81%	↓	4.13	26.8%	30.3%	43.7%
非银行金融(中信)	15.9	↓	0.13	30.96%	↓	1.27	31.0%	41.0%	50.1%
交通运输(中信)	15.4	↓	0.58	1.79%	↓	2.87	1.8%	0.9%	1.0%
电子(中信)	51.7	↓	1.30	43.76%	↓	4.13	43.8%	46.0%	38.2%
通信(中信)	19.2	↓	0.12	7.33%	↓	0.19	7.3%	13.0%	18.7%
计算机(中信)	75.2	↑	0.52	45.19%	↑	0.53	45.2%	22.5%	11.2%
传媒(中信)	35.7	↓	0.75	14.66%	↓	3.45	14.7%	20.5%	10.6%
综合金融(中信)	29.2	↓	0.39	18.12%	↓	1.03	18.1%	18.1%	19.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

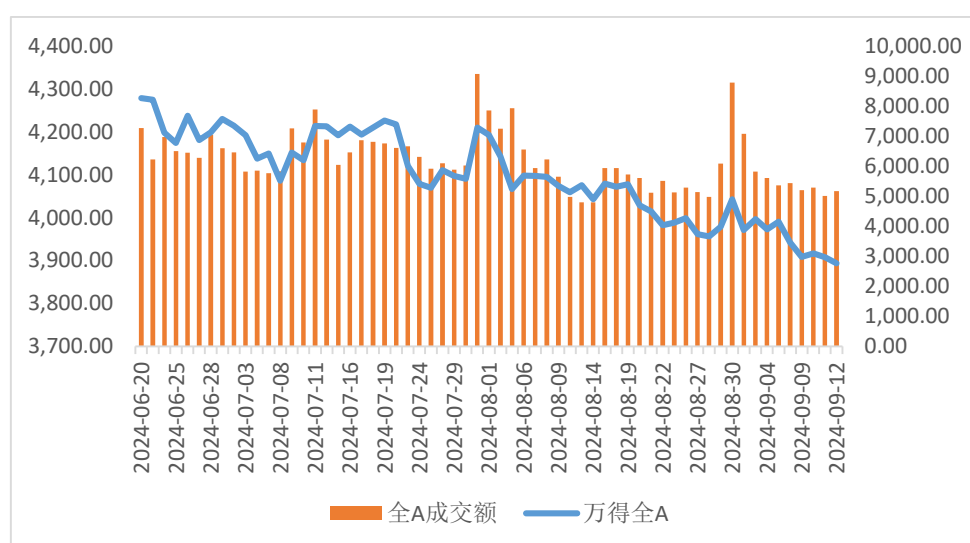
上周各宽基指数估值普遍下跌，计算机估值有所上行。当前各主要宽基指数估值水平，普遍在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**计算机**估值上行最多，**农林牧渔、电子、食品饮料、国防军工**估值下行最多。当前**农林牧渔、建材、煤炭、钢铁、电子**板块估值处于历史较高水平；**纺织服饰、机械、轻工制造、交通运输**板块估值处于历史较低水平。

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，银行，机械，电子的拥挤度较高。

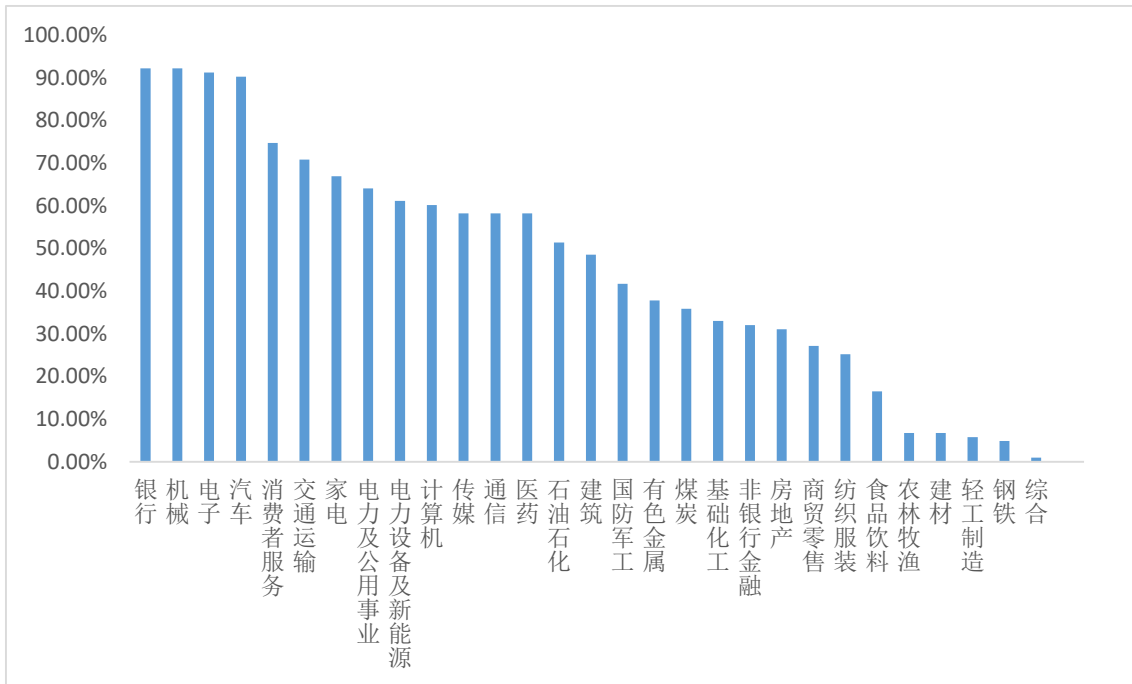
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 7.16%，处于历史 99.95%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



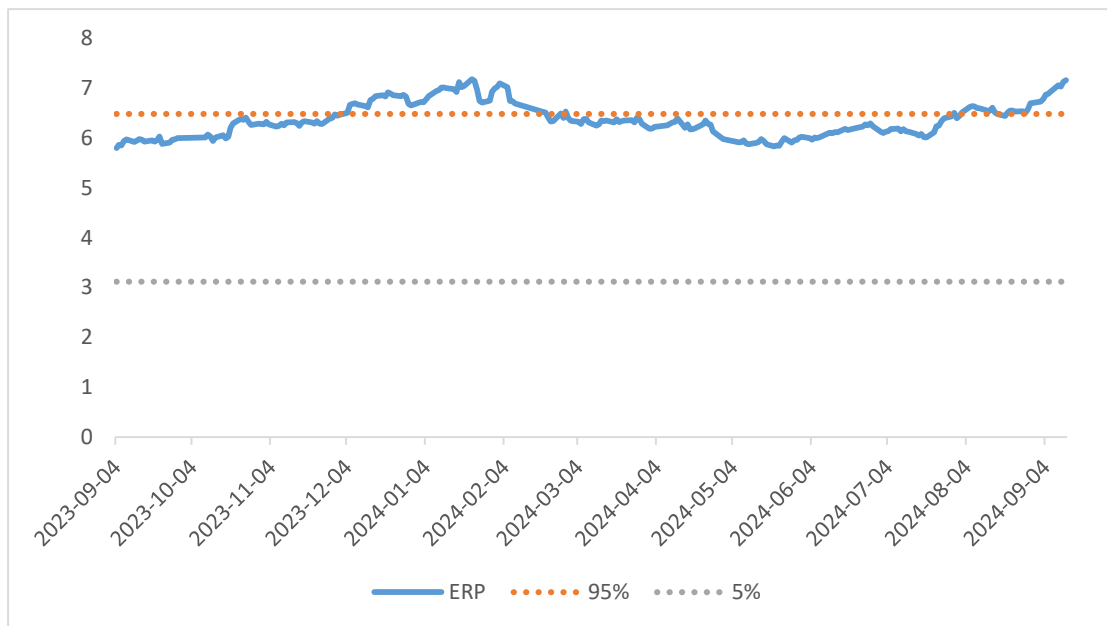
数据来源：Wind、鑫元基金

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

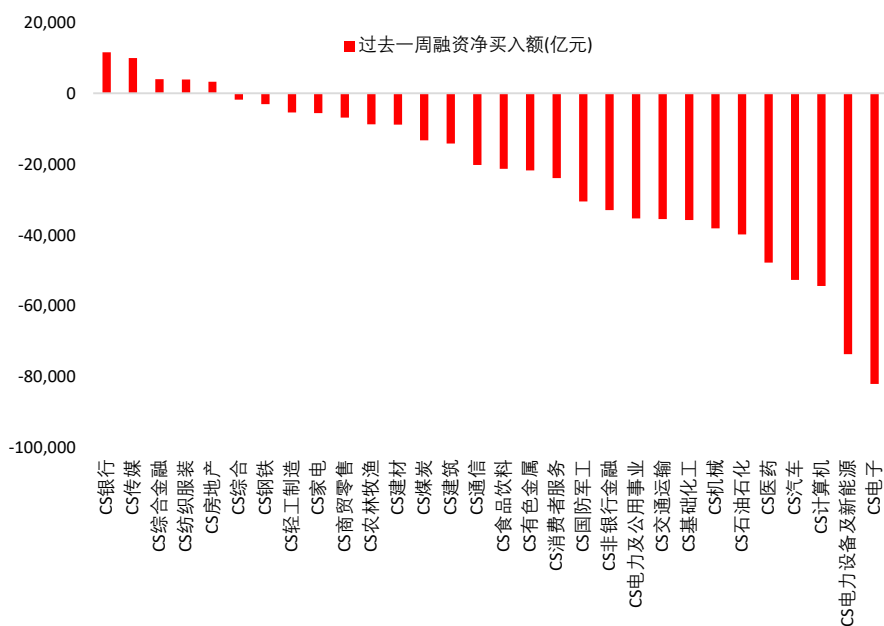


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

9月13日，两融资金占比为7.48%，9月6日（上上周五）为7.63%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至9月13日，上周融资净买入的前三行业为银行、传媒、综合金融。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

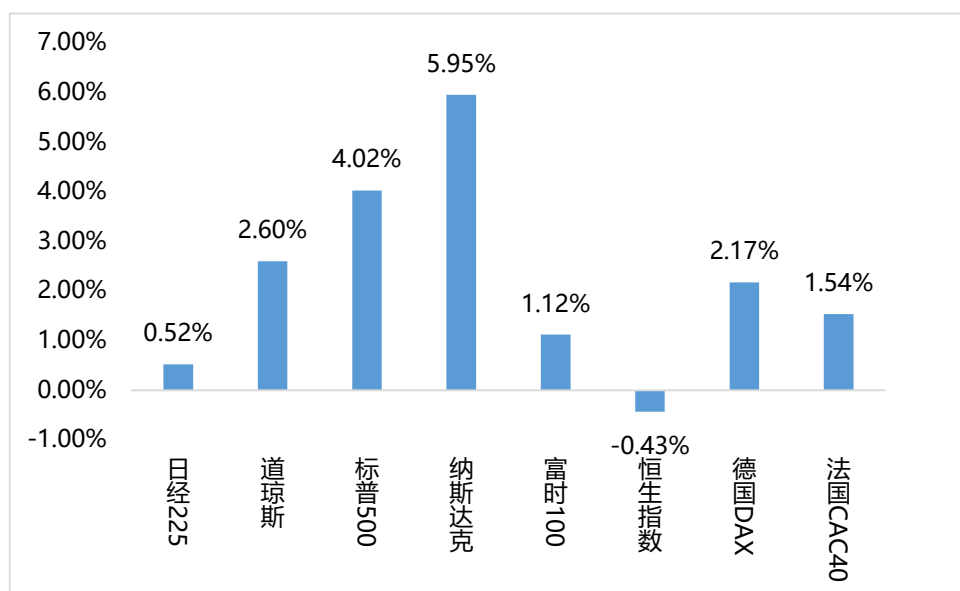


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨 2.60%，标普 500 上涨 4.02%，纳指上涨 5.95%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 2.17%，英国富时 100 上涨 1.12%，法国 CAC40 上涨 1.54%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.52%，恒生指数下跌 0.43%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

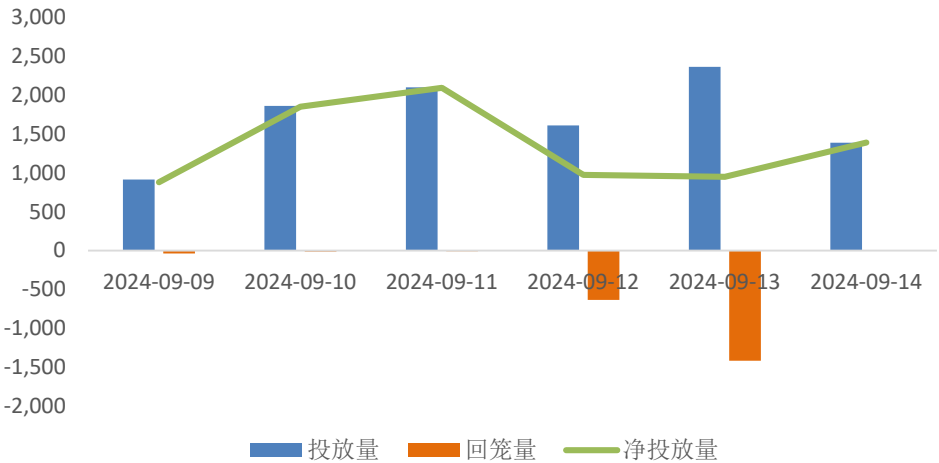


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 10232 亿元 7 天期逆回购操作，因有 2102 亿元 7 天期逆回购到期，实现净投放 8130 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 1100 亿元，地方政府债计划发行 2389.9 元，整体净缴款-598.8 亿元。

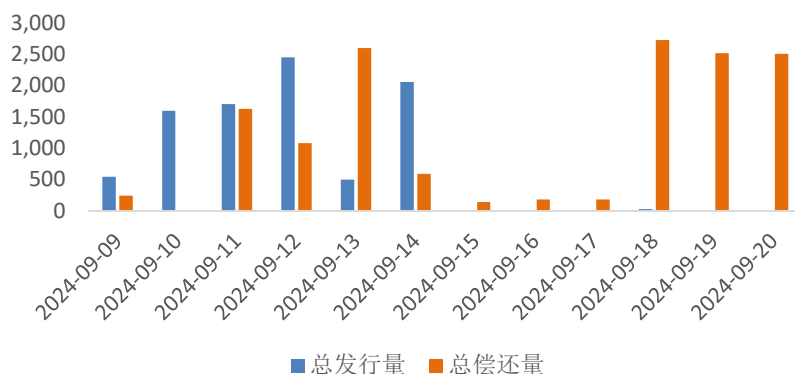
表 1：9 月 18 日-9 月 20 日政府债发行缴款

单位：亿元

	9 月 18 日		9 月 19 日		9 月 20 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	453.5	0	1667	1100	269.4
到期	3060.3	115.2	90	0	29.3	170
缴款	1590	173.2	0	463.5	0	1657
净缴款	-1402.3		373.6		1627.6	

同业存单发行：本周到期 8270 亿元，高于前一周 6608 亿元，其后两周将降至 6909 亿元、804 亿元。

图 11：同业存单到期与发行

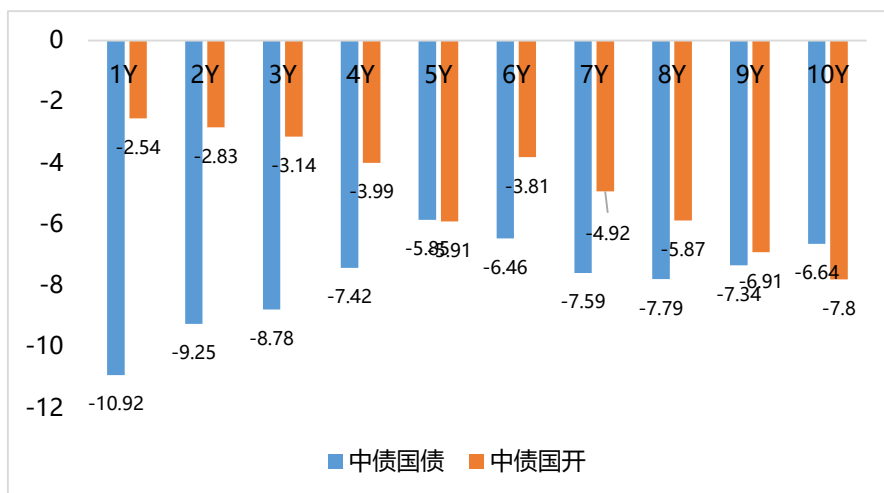


回购市场：资金面先紧后松，隔夜利率回到逆回购利率下方。9月9-13日，DR001从周一的1.80%上行至周二的1.94%，而后转为下行，周五下行至1.66%，R001从周一的1.89%上行至1.99%，周五回落至1.67%，均回落至逆回购利率1.7%以下，二者中枢分别较前一周上行20bp、15bp。7天资金利率相对波动较小，DR007从1.83%小幅上行至1.86%，周五回落至1.82%，R007则从1.92%小幅震荡上行至1.93%，二者均值分别较前一周上行13bp、7bp。

票据利率：上周一，市场情绪低位，买方收票需求增加，卖盘出票略有不足下，票价小幅下降。上周二至周三，随着票源供给开始提振，卖盘出票有所支撑，票价小幅上涨。上周四至周六，随着足月票票价接近1附近水平，买方收口增加，且农行增收年内票并降价进场，带动买方需求释放，票价小幅下降。上周六午后，买方收票动力减弱，市场情绪转变下，票价有所回暖。

（三）债券市场

图 12：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

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	13.7	25.75	35.19	13.75
环比	2.14	2.93	-0.79	-12.67
年初以来	-7.28	14.68	19.67	-16.65
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	27.29	15.47	18.16	52.38
2016 年以来分位数	12.15%	96.10%	96.84%	12.20%

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

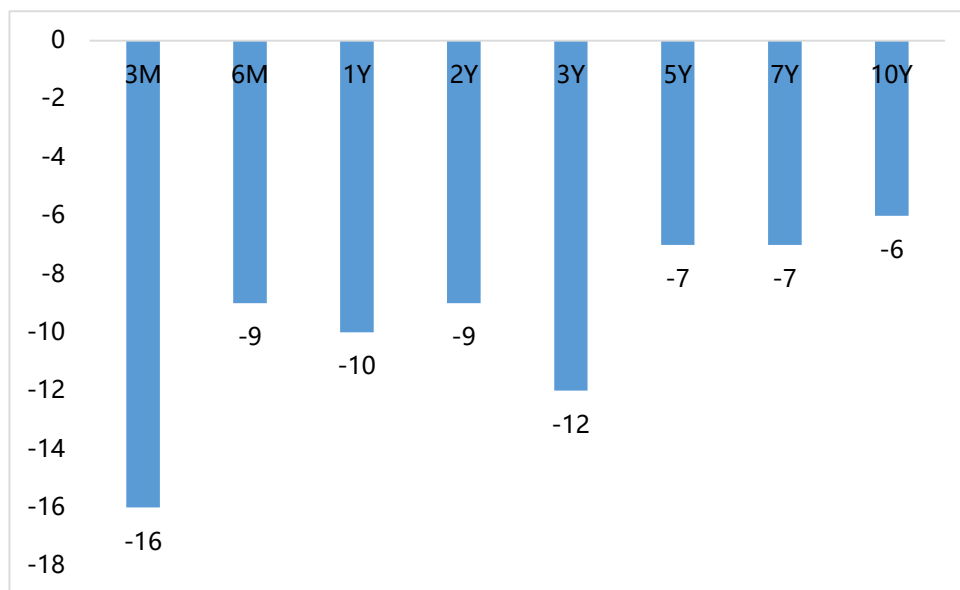
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	35.03	31.63	29.74	32.62	30.45
环比	2.54	3.65	2.16	4.21	2.88
年初以来	2.69	-3.6	-7.52	-1.02	-14.67
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.99	36.47	38.98	42.89	44.19
2016 年以来分位数	28.70%	37.60%	19.17%	18.29%	13.43%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率整体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 10.92BP 至 1.3260，3 年期下行 8.78BP 至 1.4630，5 年期下行 5.85BP 至 1.7205，10 年期下行 6.64BP 至 2.0724。

长期限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.54BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 3.65BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.16BP。

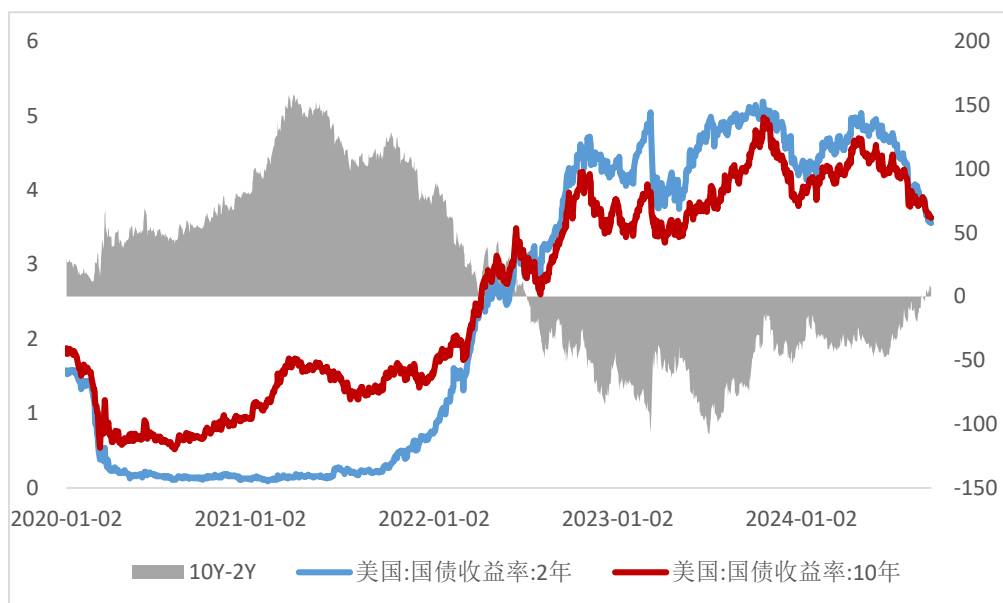
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体下行。上周 10 年期美债收益率下行 6BP，10 年期国债收益率下行 6.64BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率下行 10BP，3 年期美债收益率下行 12BP，10 年期美债收益率下行 6BP。

图 14：10 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，在岸和离岸人民币汇率均贬值。上周美元指数下行 0.07%，在岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.15%，即期汇率贬值 0.09%，离岸人民币汇率贬值 0.09%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
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	101.111	7.103	7.0943	7.1009
对照日期	101.183	7.0925	7.0882	7.0944
涨跌	-0.07%	-0.15%	-0.09%	-0.09%

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，8月国内通胀、外贸、金融、社零、工增等经济数据陆续出炉，数据显示国内基本面改善仍然缺乏弹性；8月美国通胀继续降温，9月美联储降息基本确定；受降息预期带动，国际金价再创历史新高。上周，国内8月经济数据陆续出炉，多项数据弱于市场预期，国内基本面恢复仍显乏力。周初公布的8月通胀读数继续低位徘徊，CPI同比读数受食品价格上涨的影响小幅回升至0.6%，但PPI同比增速较前值显著下行1%，录得-1.8%，工业品价格仍处于收缩区间，反映下游工业生产需求偏弱。随后公布的外贸数据呈现分化态势，出口同比8.7%，显示外需仍有韧性，但进口同比快速回落至0.5%，显示内需仍然偏弱。周五公布的金融数据总体偏弱，社融及信贷同比少增，M1同比增速回落至-7.3%，显示企业信心不足。周末公布的8月经济数据中，社零、工增、固投同比增速均有回落，失业率小幅上升。上周，美国8月通胀数据公布，数据显示美国核心通胀虽小幅超预期，但整体通胀水平持续降温。受降息预期带动，国际金价再创历史新高。

（二）权益市场展望和策略

美国的通胀数据，显示其通胀还有粘性，证实了美国经济的不同部门之间处于不同周期带来的对冲，加大了其软着陆的概率。相对于非美国国家，美国经济将保持相对的强势，美国经济大幅衰退的预期消失，导致 carry trade 的主要动因随之消失。因此，我们看到美国三大股指普遍反弹，美债收益率下行，全球资本重回美元资产。

国内的降息空间，各方纷纷解读，依旧没有定论，需要更高层级的介入。人大没有做财政刺激的预案，目前市场预期财政端刺激在年内发生的概率有限。海外非美国国家衰退对于出

口的压力，内需政策托底的力度难超预期，国内总量下行趋缓的预期有所动摇。

上上周策略建议“降低仓位，重回防守，努力争取相对收益”。上周走势偏弱的原因主要源于非美经济体衰退带来外需压力增大，内需政策托底力度难超预期。国内的交易逻辑预计暂时回到之前的“分子下行、分母托底”逻辑。建议继续做好防守，等待分子下行趋缓的新预期。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，上周五公布的 8 月金融数据整体符合市场预期。社融在总量维度依旧依靠票据冲量，而结构层面政府融资是唯一的支撑项，私人部门则延续躺平的状态，整体与此前公布的 8 月制造业 PMI 和地产成交的趋弱相符。此外 M1 增速继续处在回落区间，考虑到 4 月份以来手工补息整改接近完成，相关影响已经减弱，M1 当前的低迷更多反映的是内需的疲弱。政策层面 10 月份的政治局会议是下一个窗口期，但从上周长端市场的交易结果来看，无论是存量贷款利率调降还是国债增发的政策预期仅造成情绪上的扰动，在无法跳出现有政策框架下，预计对市场影响有限。

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，基于续作特别国债的一级发行价，2.17%可能是短期央行干预 10 年期的顶部，但随着 10 年期国债再度逼近关键点位 2.1%，再追的性价比可能并不高。长期看债市做多的思路不变，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，支撑长期逻辑的依然是国内资产荒以及不发生系统性金融风险的监管红线，预计信用债特别是城投债收益率将继续被压缩。但短期理财规模可能受 9 月底回表影响，在收益率和利差偏低的情况下市场波动可能会加大，尤其是对于流动性偏弱的品种。所以可以提升信用债组合的流动性，中短端收益率回调之后可以适度配置。对于超长期的产业债，尤其是流动性较弱和信用资质相对偏弱的主体适度降低其久期。

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。