

# 一揽子增量政策持续兑现，有望进一步提振市场信心

——2024年10月睿见月智

## 内容要点

百瑞信托

战略发展部

博士后工作站

2024年10月30日

### ○ 宏观经济环境

#### 海内外重要政策及事件：

货币方面，央行9月24日提出的一系列货币政策正在逐步落地实施，效果显现  
财政方面，财政部表示将加大财政政策逆周期调节力度，有信心实现全年5%左右增长目标

海外方面，美国9月通胀回落慢于预期，失业加剧，11月降息步伐或有分歧

**国内宏观经济：**三季度经济总量同比增速下滑，基建投资同比加快、出口数据走弱

**国内金融数据：**9月社融增速持续下滑，货币增速扭转

### ○ 市场表现回顾

**大类资产表现：**A股市场高位震荡、长端国债利率震荡偏弱、短端信用债收益率持续下行

**公募基金：**10月以来灵活配置型基金表现较优

**集合信托：**9月标品信托产品发行规模470.57亿

### ○ 资产配置展望

债市仍在预期差博弈期、不确定性待落地，股票市场关注业绩边际改善板块

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 一、宏观经济环境 .....                                   | 1  |
| 1. 海内外重要政策及事件.....                               | 1  |
| 2. 三季度经济总量同比增速下滑，基建投资同比加快、出口数据走弱.....            | 2  |
| 3. 9月社融增速持续下滑，货币增速扭转.....                        | 4  |
| 二、市场表现回顾 .....                                   | 5  |
| 1. 大类资产表现：A股市场高位震荡、长端国债利率震荡偏弱、短端信用债收益率持续下行.....  | 5  |
| 2. 公募基金表现：10月以来灵活配置型基金表现较优.....                  | 11 |
| 3. 集合信托发行情况：9月标品信托产品发行规模470.57亿.....             | 11 |
| 三、资产配置展望：债市仍在预期差博弈期、不确定性待落地，股票市场关注业绩边际改善板块 ..... | 12 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图表 1：A股市场主要指数涨跌幅.....       | 6  |
| 图表 2：A股市场各行业板块涨跌幅.....      | 6  |
| 图表 3：全球主要股票市场指数涨跌幅.....     | 7  |
| 图表 4：中债国债到期收益率.....         | 8  |
| 图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)..... | 8  |
| 图表 6：债券市场主要指数涨跌幅.....       | 9  |
| 图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅.....    | 10 |
| 图表 8：上海黄金现货走势.....          | 10 |
| 图表 9：各类型公募基金表现.....         | 11 |

## 一、宏观经济环境

### 1. 海内外重要政策及事件

货币政策方面，央行 9 月 24 日提出的一系列货币政策正在逐步落地实施，效果显现。**第一**，2024 年 10 月 18 日，中国人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，向参与互换便利操作各方明确业务流程、操作要素、交易双方权利义务等内容。目前获准参与互换便利操作的证券、基金公司有 20 家，首批申请额度已超 2000 亿元。**第二**，2024 年 10 月 18 日，中国人民银行联合金融监管总局、中国证监会发布《关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》，激励引导金融机构向符合条件的上市公司和主要股东提供贷款，支持其回购和增持上市公司股票。再贷款年利率 1.75%，期限 1 年，可视情况展期；21 家金融机构自主决策是否发放贷款，合理确定贷款条件，自担风险，贷款利率原则上不超过 2.25%；贷款资金“专款专用，封闭运行”。**第三**，存量房贷利率预计平均降 0.5 个百分点，节省利息 1500 亿元。预计大部分存量房贷将在 10 月 25 日完成批量调整，部分中小银行完成调整的时间可能会略晚，总体预计会在 10 月 31 日前全部完成。**第四**，央行推出新工具买断式逆回购，期限不超过 1 年、每月操作一次。此举既丰富了央行自身操作工具，也可对市场发展买断式回购业务形成示范作用，缓解质押品冻结对金融机构整体流动性监管指标压力，持续提升银行间市场的流动性、安全性和国际化水平。

财政政策方面，财政部表示将加大财政政策逆周期调节力度，有信心实现全年 5% 左右增长目标。10 月 12 日，财政部召开新闻发布会，介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况，主要推出四大政策。**第一**，正面回应年内财政压力，提出中央财政有较大举债空间。发布会正面回应年内财政收支压力，提出“通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标”。缓解年内财政收支压力，本次发布会已公布的综合性措施包括安排地方政府债务结存限额 4000 亿元和指导地方依法依规使用预算稳定调节基

金等存量资金。**第二**，新一轮债务置换。针对地方隐性债务问题，发布会提到“即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”。2015年至2018年间，置换债发行规模超12万亿元。近年，在2023年7月政治局会议的“制定实施一揽子化债方案”指引下，2023年四季度全国28省市发行1.39万亿元特殊再融资债用于偿还存量债务。根据发布会指引，本次债务化解力度或超过往。**第三**，银行补充资本。发布会提出的“将发行特别国债用于补充国有大型商业银行核心一级资本”，过往亦有经验参考。1998年，为缓解国有四大行资本充足率较低等问题，财政部向四大行定向发行2700亿元特别国债，用于注资国有四大行。1999年，国务院批准下，财政部亦出资成立四大资产管理公司帮助商业银行系统性剥离不良贷款、恢复信用扩张功能。**第四**，支持土地市场修复。专项债券允许用于土地储备，调节土地供需，缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力。2021年起专项债券可用于租赁住房相关的土地储备项目，不安排一般房地产项目。本次发布会重启土储专项债的发行，但其目的更多是调节土地市场均衡，同时防范房地产风险。

**海外方面**，美国9月通胀回落慢于预期，失业加剧，11月降息步伐或有分歧。美国9月CPI同比上涨2.4%，低于前值2.5%，达2021年初以来的最低水平；环比增速为0.2%，与前值一致，但环比和同比增速均高于预期0.1个百分点。与此同时，剔除食品和能源价格的核心CPI在9月同比上涨3.3%，高于前值3.2%；环比增幅达0.3%，与前值一致，但同比和环比增速也都超出预期0.1个百分点。美国核心通胀已经连续两个月降速不及预期。在9月议息会议之前，美国每月新增非农就业岗位的3个月均值，已经从去年底的21.2万减半至11.6万。然而，在9月单月新增就业反弹至一年多来的最高水平25.4万、失业率降至4.1%后，这一均值又回升至18.6万。

## 2. 三季度经济总量同比增速下滑，基建投资同比加快、出口数据走弱

三季度经济总量同比增速继续下滑。三季度GDP当季同比继续下滑，三季

度 GDP 同比增长 4.6%，今年前三季度当季同比增长分别为 5.3%、4.7% 和 4.6%。1-9 月 GDP 累计同比增长 4.8%，年初预定全年增长目标 5%。前三季进出口和投资对 GDP 增速贡献率大幅上升。消费对 GDP 累计同比贡献率从 73.7% 下降到 49.9%；进出口对 GDP 累计同比贡献率从 14.5% 上升到 23.8%；投资对 GDP 累计同比贡献率从 11.8% 上升到 26.3%。

**基建投资同比加快、出口数据走弱。**1-9 月固定资产投资累计同比增长 3.4%，前值 3.4%。从分项看，制造业投资向上、基建投资明显加快、房地产投资小幅下滑。极端天气对工程施工影响消退，以及前期稳增长、稳楼市政策效应有所体现。分项看，制造业投资累计同比+9.2%，前值+9.1%；基础设施投资累计同比+9.26%，前值+7.87%；房地产投资累计同比-9.9%，前值-9.8%。**极端天气影响出口数据走弱。**9 月份，出口金额（以美元计）同比+2.4%，前值+8.7%，环比-1.6%。出口回落和 9 月份极端天气、9 月全球制造业 PMI 指数连续 3 个月位于荣枯线以下有关。9 月我国对主要贸易伙伴出口增速多出现较大幅度下调。其中，对美出口增速为 2.2%，较上月-2.7%，对欧盟、日本出口增速分别为 1.3%、-7.1%，分别较上月大幅下行 12.1、7.6 个百分点。

**工业生产加快、消费动能增强，地产维持弱势。**工业生产加快，9 月规模以上工业增加值同比+5.4%，前值+4.5%。此前扰动工业生产的极端天气因素消退，以及 7 月央行降息落地、财政安排 3000 亿超长期特别国债资金支持“两新”等政策效果持续释放。消费动能增强，9 月份社会消费品零售总额同比+3.2%，前值+2.1%。与耐用品以旧换新政策效果持续释放有关，另外，今年中秋假期全部落于 9 月，以及 9 月下旬以来一揽子稳增长政策出台，股市大涨，预期改善和财富效应也可能对月底消费起到一定刺激作用。房地产价格仍在下探，9 月份一二三线城市新建商品房价格同比-4.7%、-5.7% 和 -6.6%；二手价格仍在持续下探。房地产投资、销售和代售面积尚无改善。

**9 月制造业 PMI 边际好转。**9 月 PMI 指数显示生产加快，9 月份，制造业 PMI 为 49.8%（前值 49.1%）；非制造业商务活动为 50.0%（前值为 50.3%）；综合产出指数为 50.4%（前值为 50.1%）。大中小型企业 PMI 分别为 50.6%、49.2%

和 48.5%，比上月上升 0.2、0.5 和 2.1 个百分点。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数为 51.2%，比上月上升 1.4 个百分点，制造业企业生产活动有所加快。**建筑业景气度回升、服务业下行**，9 月份，建筑业商务活动指数为 50.7%，比上月上升 0.1 个百分点；服务业商务活动指数为 49.9%，比上月下降 0.3 个百分点。铁路运输、水上运输、房地产、文化体育娱乐等行业商务活动指数低于临界点。

**9 月通胀持续走弱，有效需求不足，PPI 降幅扩大。**9 月核心 CPI 较弱，9 月份，CPI 同比+0.4%，前值+0.6%，环比持平，同比涨幅回落主要受食品价格下跌影响，9 月食品价格+0.8%，涨幅比上月回落 2.6 个百分点，影响 CPI 环比上涨约 0.16 个百分点。9 月份，核心 CPI 同比+0.1%，前值+0.3%，扣除能源和食品，几乎进入紧缩阶段。有效需求不足，PPI 降幅扩大，9 月份，PPI 当月同比-2.8%，前值-1.8%，受国际大宗商品价格波动及国内市场有效需求不足等因素影响。

**总体来看**，9 月经济数据改善迹象显现，政策发力明显，投资、消费和工业增加值改善。后续政策层面发力可能性很大要保证第四季度增速在 5% 以上以完成今年的经济目标，就需要增量政策短期内高效落地。扩投资将是本轮“一揽子增量政策”的一个重要发力点，四季度固定资产投资增速将拐头向上，全年有望达到 4.0% 左右。

### 3. 9 月社融增速持续下滑，货币增速扭转

**社融增速持续下滑**，9 月社融存量同比+8.0%，前值+8.1%；人民币贷款存量同比+7.8%，前值+8.1%。9 月我国新增社融 3.76 万亿元（预期 3.52 万亿元），新增人民币贷款 1.59 万亿元（预期 1.75 万亿元）。结构上，信贷作为主要拖累、政府融资作为主要拉动的结构延续。相较去年同期，9 月社融少增 3722 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献 146.0%）、非标（贡献-34.8%）、直融（贡献-74.1%）、信贷（贡献-148.7%）。

货币增速扭转，9月 M2 同比增长 6.8%（预期 6.3%），M1 同比-7.4%。M1、M2 双双企稳指向银行体系 4 月以来的“挤水分”可能阶段性完成。

## 二、市场表现回顾

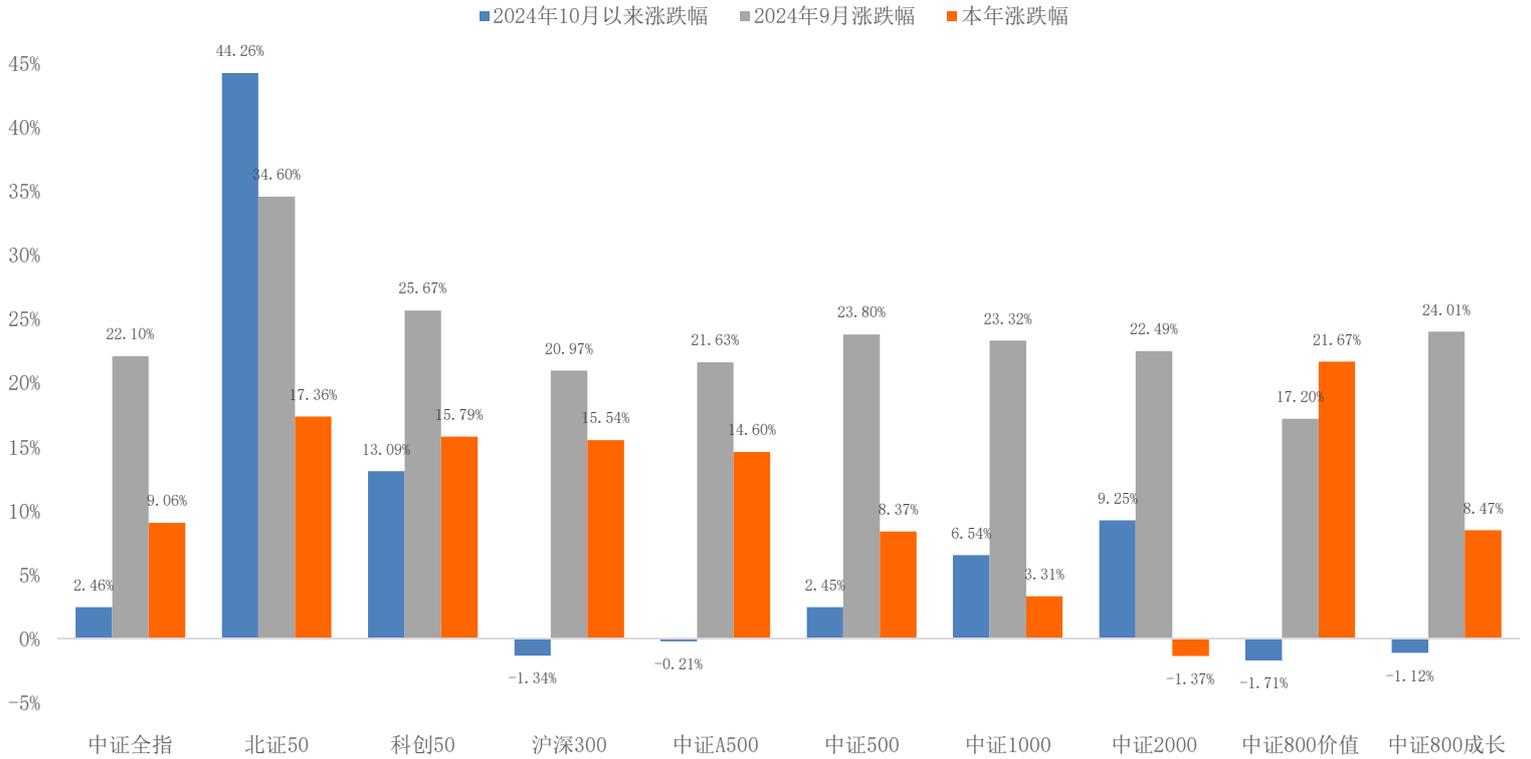
### 1. 大类资产表现：A 股市场高位震荡、长端国债利率震荡偏弱、短端信用债收益率持续下行

A 股市场方面，10 月（截至 10 月 28 日，下同）以来 A 股市场高位震荡，主要指数走势分化，中证全指上涨 2.46%。经历国庆节前后市场快速放量拉升之后，随着阶段获利资金出逃，以及市场对基本面和增量政策的期待，指数进入短期震荡整理区间。在震荡整理中，市场以结构性行情为主，新的增量资金观望居多，板块轮动或加快，而其中业绩以及景气度回升向好的板块往往会发力上攻。未来一段时间，市场依然会于存量资金博弈积极增量政策预期之间徘徊，而随着季报行情来临，业绩增幅明显的方向或迎来集中表现。

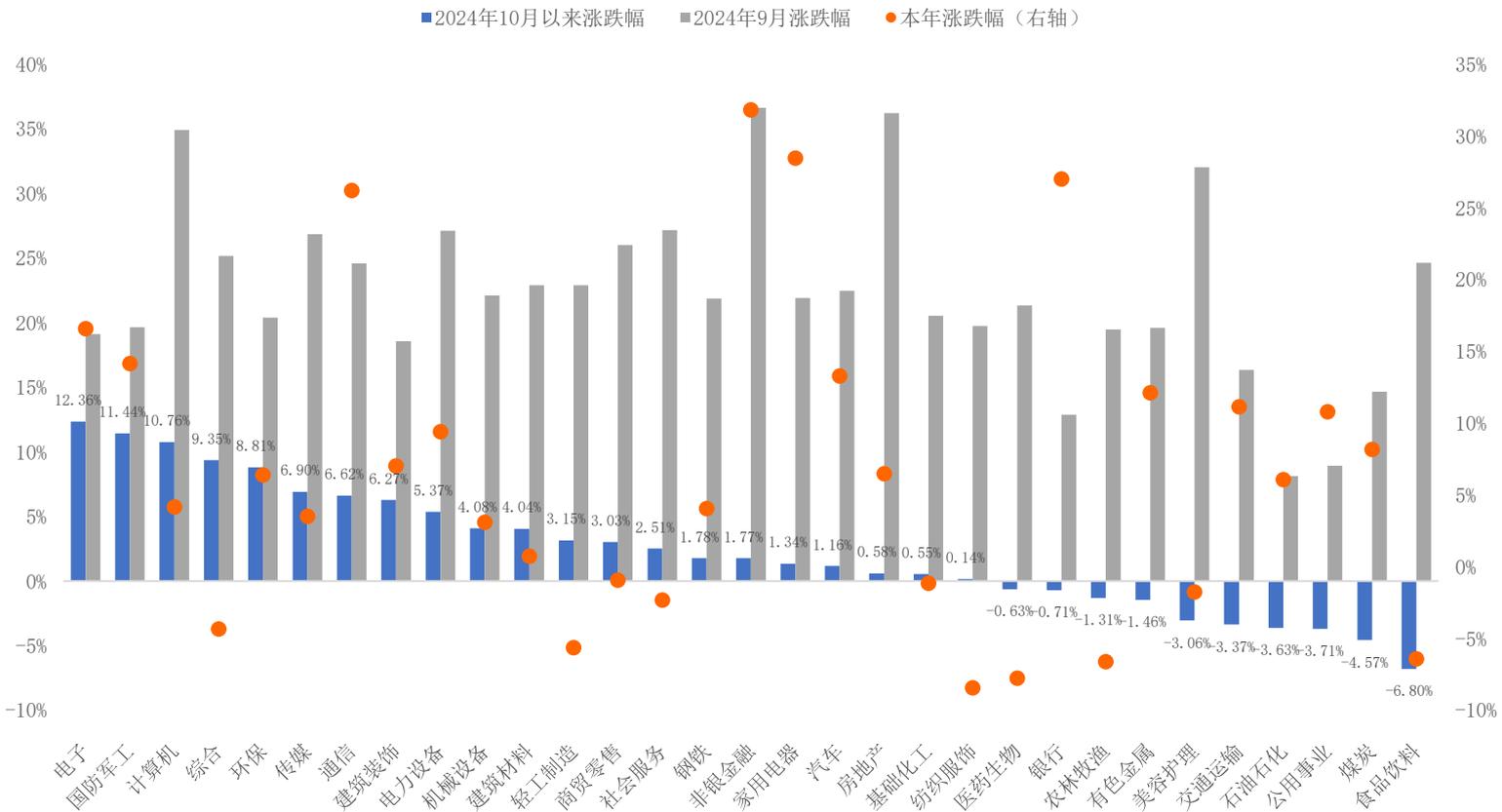
A 股行业风格方面，10 月以来电子、国防军工以及计算机行业表现相对较好，而食品饮料、煤炭和公用事业行业表现相对较差。从风格来看，10 月以来价值、成长风格都有所下跌，成长风格相对占优，中证 800 价值指数下跌 1.71%，中证 800 成长指数下跌 1.12%。从市场角度来看，市场震荡期间板块轮动较快，具备成长性的板块近期集中表现，超跌以及估值处于低位的军工板块迎来补涨。从基本面来看，随着行业复苏、估值消化以及库存出清，军工行业部分领域迎来估值和业绩提振，也得到资金青睐。整体来看，政策提振之下市场流动性释放，投资信心回升下，板块整体的修复有望延续，但普涨之后后期出现分化或是大势所趋。

全球股票市场方面，10 月以来纳斯达克指数、日经 225 以及德国 DAX 指数表现较好，分别上涨 2.08%、1.81%、1.07%。近期美股创新高，10 年期美债收益率回升，结合最近美国大选民调显示，特朗普的支持率迎头赶上哈里斯，市场或许认为特朗普交易再度回归。

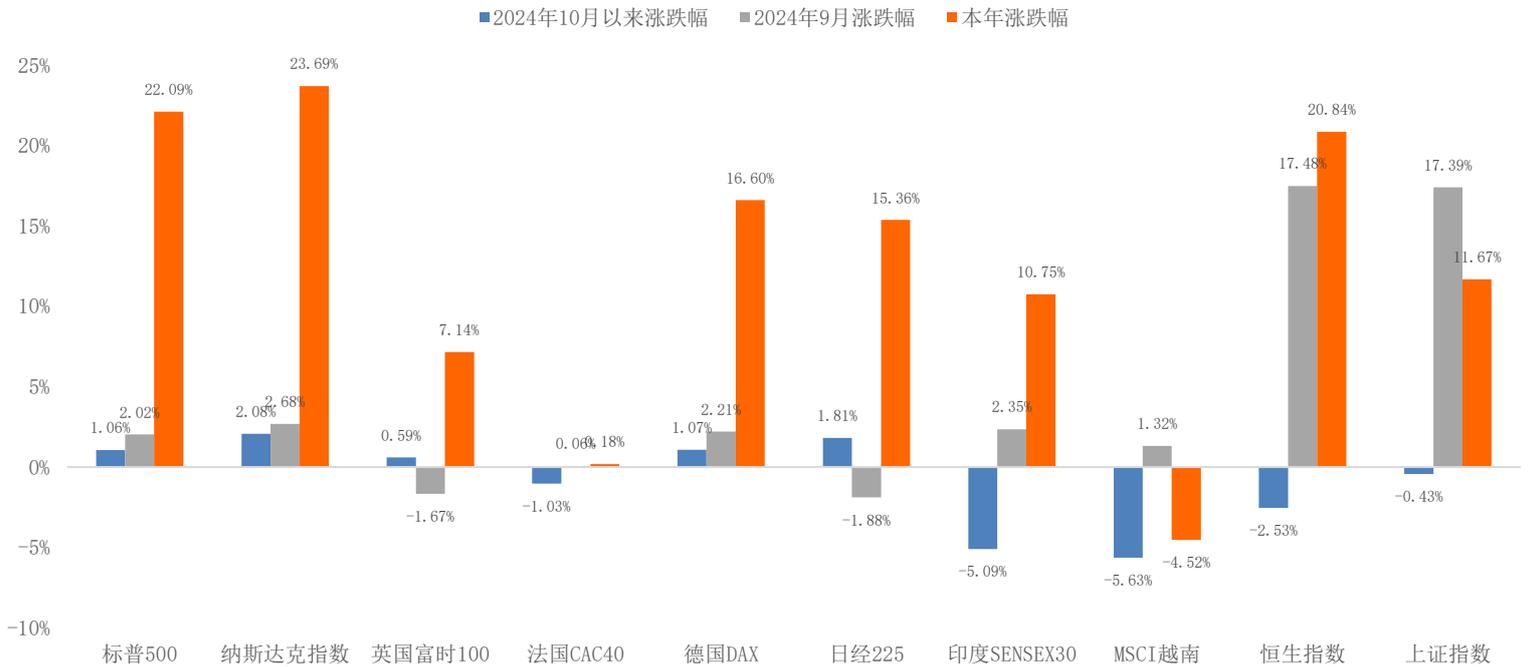
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



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 10 月 28 日 注：采用申万一级行业分类

**利率债方面**，10 月以来长短端国债利率处于震荡形势，平均上行 2.07bp，10 年期中债国债到期收益率上行 0.99bp，为 2.1617%，期限利差收窄。其中，6 个月期品种上行 3.04bp，1 年期品种上行 3.91bp，5 年期品种下行 0.52bp，10 年期品种上行 0.99bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 75.47bp，较上月末收窄 2.92bp。

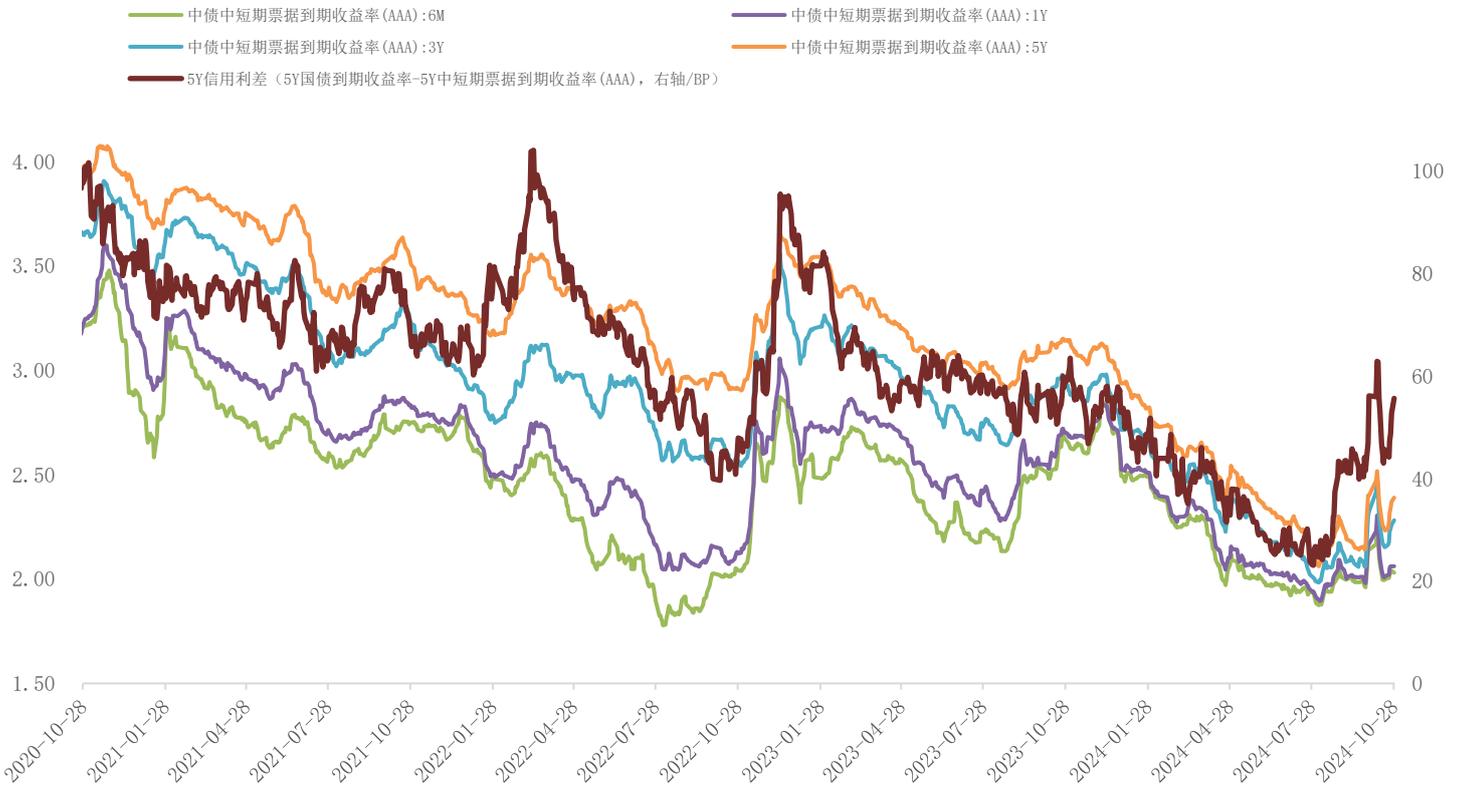
**信用债方面**，10 月以来长短期信用债中短期票据到期收益率（AAA）全面下行，平均下行 6.73bp，信用利差收窄。其中，6 个月期品种下行 11.02bp，1 年期品种下行 10.67bp，3 年期品种下行 4.2bp，5 年期品种下行 1.02bp。5 年期的信用利差（5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据到期收益率（AAA））为 55.64bp，较上月末收窄 0.50bp。

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 10 月 28 日

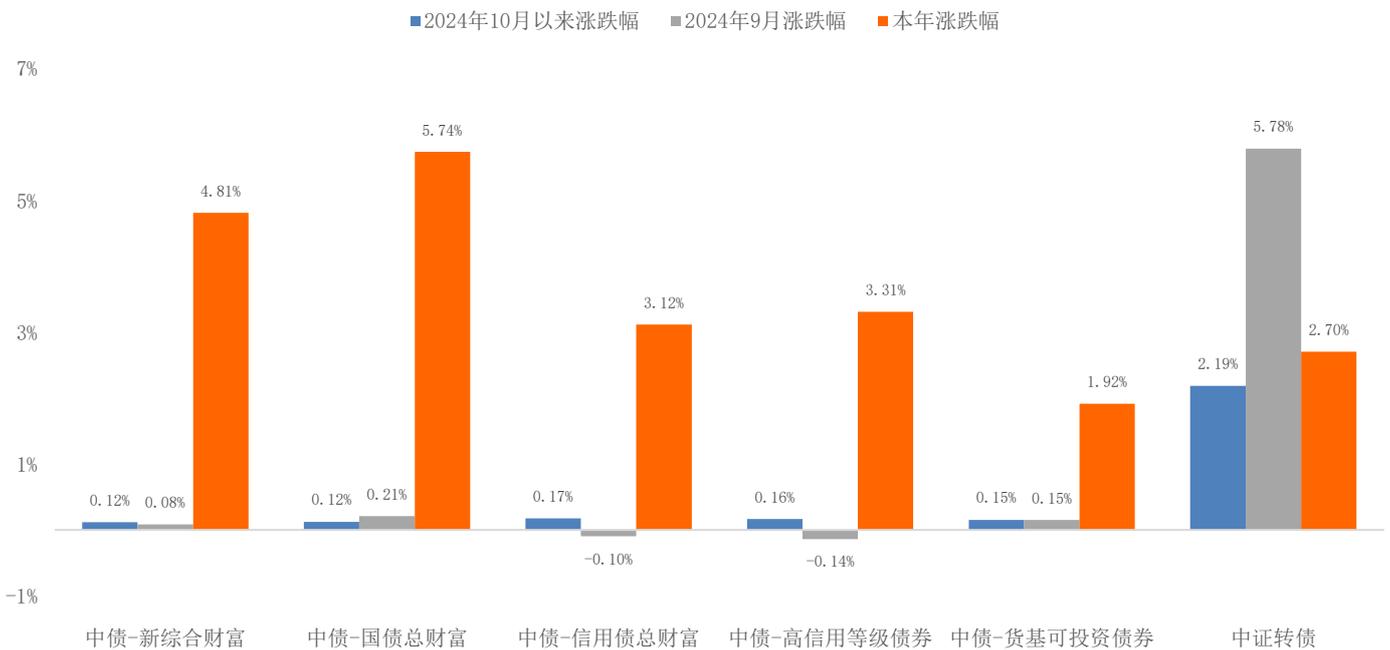
图表 5: 中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 10 月 28 日

债券指数方面，10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0.12%、上涨0.12%、上涨0.17%、上涨0.10%、上涨0.15%，中证可转债指数上涨2.19%。

图表 6: 债券市场主要指数涨跌幅

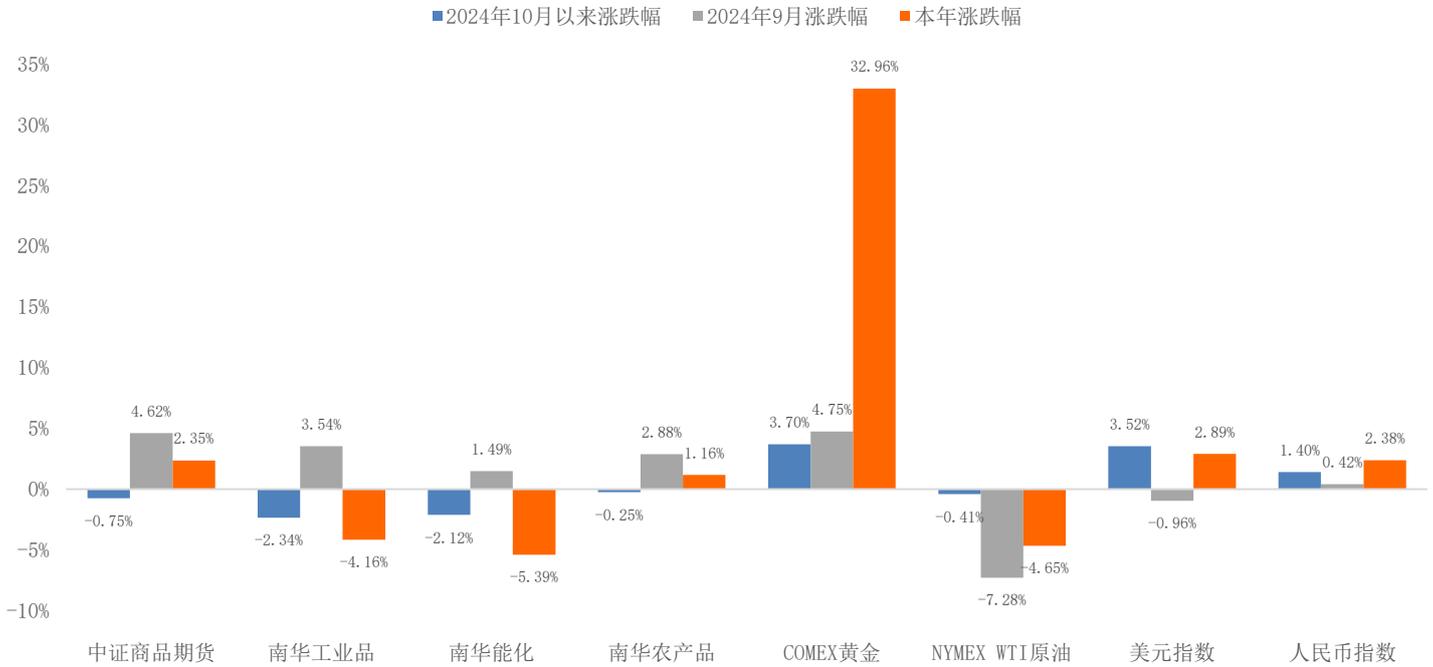


数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 10 月 28 日

商品方面，10月以来 WTI 原油下跌 0.41%，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下跌 0.75%、下跌 2.34%、下跌 2.12%、上涨 0.25%。汇率方面，10月以来美元指数录得涨幅 3.52%，人民币指数录得涨幅 1.40%。黄金方面，10月以来 COMEX 黄金上涨 3.70%，上海黄金现货录得涨幅 4.94%，10月28日收盘于 624.65 元/克。针对近期的一轮黄金快速上涨，除了归因于“特朗普交易”抬头，实际上，影响黄金走势的主要推手，还是黄金的定价基本面——即美国经济前景与通胀预期共同作用下的实际利率走势，展望未来几个月，国际金价还将继续在美国再通胀、美联储降息步伐、

美国大选以及地缘冲突等多个因素的共同作用下产生不确定性。

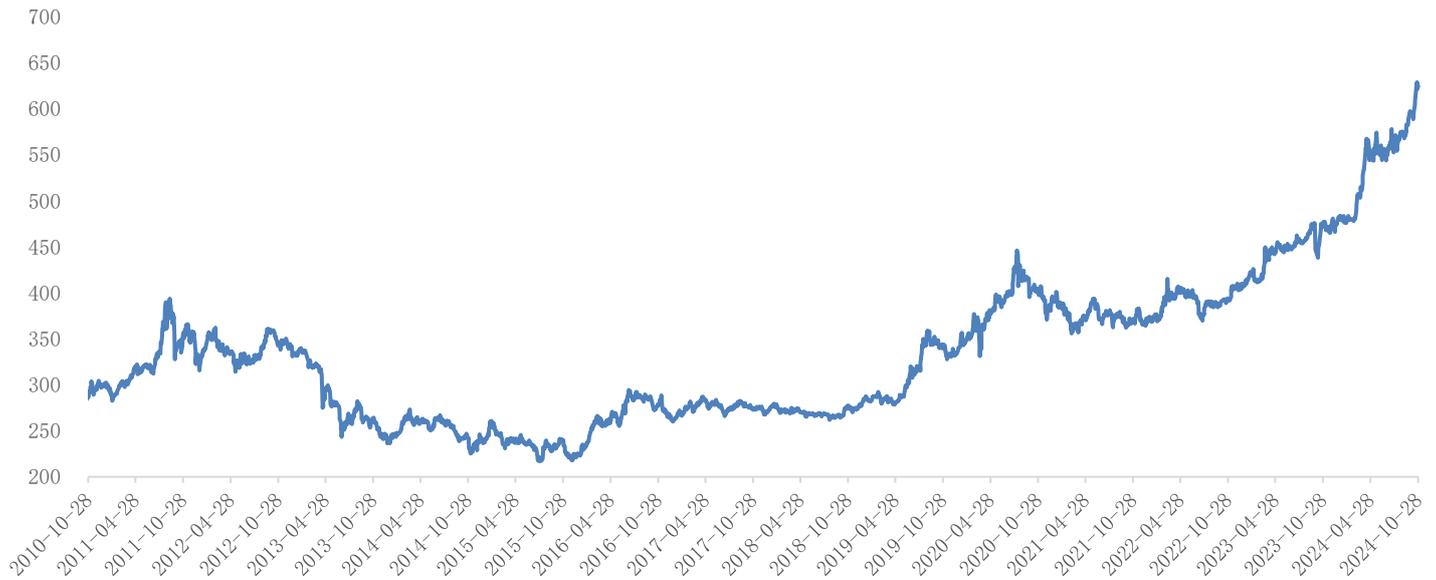
图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 10 月 28 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

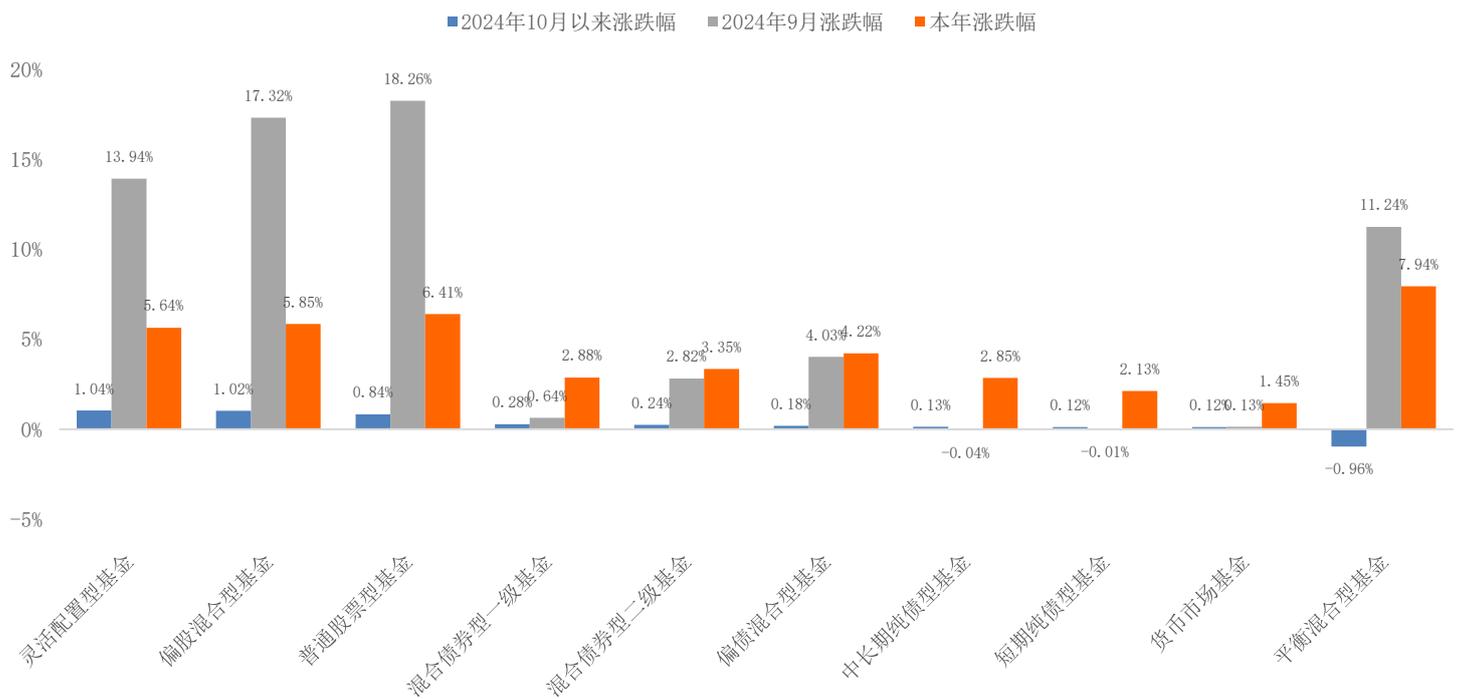


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 10 月 28 日

## 2. 公募基金表现：10月以来灵活配置型基金表现较优

10月以来A股市场处于高位震荡行情，偏权益类基金大部分录得正收益。截至10月28日，灵活配置型基金上涨1.04%，偏股混合型基金上涨1.02%，普通股票型基金上涨0.84%，平衡混合型基金下跌0.96%；含权益的偏债类基金大部分录得正收益，偏债混合型基金上涨0.18%，混合债券型二级基金上涨0.24%，混合债券型一级基金上涨0.28%；10月债券市场震荡调整，中长期纯债型基金上涨0.13%，短期纯债型基金上涨0.12%，货币市场基金上涨0.12%。

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10月28日

## 3. 集合信托发行情况：9月标品信托产品发行规模470.57亿

用益信托网数据，2024年9月，标品信托产品发行规模为470.57亿元，较8月增长0.74%。按投资业务类型划分，固收类业务占比最高（54.27%），其次

为配置类业务（44.51%）；按投资业务模式划分，纯债投资业务占比最高（50.69%），其次为 TOF 业务（28.99%）。

### 三、资产配置展望：债市仍在预期差博弈期、不确定性待落地， 股票市场关注业绩边际改善板块

债券方面，财政政策落地之前，由于投资者对于政策加码的期待，长端利率在政策落地前震荡偏弱的概率偏大。在短端利率和资金面维度，由于资金面始终并未跟随政策利率下调而明显宽松，虽然央行积极投放流动性、近期存款利率的下调等因素有利于资金整体保持偏宽松，但后续财政发力带来的政府债发行扰动可能会在年内使得投资者对于资金面的预期偏谨慎。后续接近年底，在投资者止盈以及对明年经济表现有所期待的情况下，长债利率可能会再度回归震荡表现。

权益方面，A 股震荡分化，资金博弈情绪明显，板块轮动特征延续，科技品种关注度仍高。9 月盈利增速仍在下降，主要受利润率大幅转弱的影响，反映经济低通胀压力仍在，重启“需求改善-价格回升”正循环的动力依旧不足。但对后续的经济无须悲观，其一要看到 9 月营收增速已经开始改善，其二 10 月全国高炉开工、螺纹钢、石油沥青等需求开始环比回升，说明景气度在回暖。10 月各部委一揽子增量政策落地，财政有望通过加强转移支付的收入再分配作用，激发国内消费潜能，总体应对四季度宏观经济保持乐观，扩内需或是政策重要发力方向。未来一段时间，市场依然会于存量资金博弈积极增量政策预期之间徘徊，而随着三季报行情来临，业绩增幅明显的方向或迎来集中表现。