

外部拐点将至，债强股弱格局延续——7月大类资产

2024年8月7日

主要内容:

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

李席丰

lixif@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

请务必阅读正文之后的免责声明

一、表现回顾：债券表现强于股票，黄金价格再创新高

7月国内大类资产收益上“债券>股票>商品”。债券里10年期国债利率下降6BP至2.15%，曲线形态继续呈现牛陡特征，中债国债指数收益高于中债信用债指数收益，3年期中短期票据信用利差和等级利差均收窄，中债城投收益率整体继续下行，偏长期低等级城投收益率下行幅度更大；A股主要指数多数继续下跌，风格由价值转为成长；商品里南华综合指数继续下跌。国际市场，美股走势分化，COMEX黄金调整后继续上涨，布伦特原油由涨转跌。

二、市场分析：央行降息打开债券利率进一步下行空间

(1) 宏观基本面：6月经济环比继续走弱，呈现出外热内冷、生产强于需求的结构特点，整体看基本面没有明显改善，其中房地产投资低位徘徊，消费表现低迷，出口景气度较高，经济主要靠外需和制造业投资支撑；GDP平减指数连续五个季度为负值，通胀水平偏低；金融信贷数据持续“挤水分”，M1和M2增速再创历史新低；制造业景气度在7月小幅下滑，连续三个月处在收缩区间。专项债发行进度偏慢，特别国债加大对“两新”支持力度，并提高设备更新贷款贴息比例。货币政策再度发力，调降OMO、LPR等政策利率，新设临时正逆回购工具，适当减免MLF参与机构的质押品。(2) 债市：7月银行间流动性平衡偏松，10年期国债利率主要是在“资产荒”、降息、存款利率下调等多重因素影响下震荡下行。(3) 股票：7月，股市延续回调，上半年表现强势的资源品行业补跌，高股息抱团方向出现松动。(4) 商品：7月，COMEX黄金价格主要在美国降息预期升高、“特朗普交易”等因素的影响下震荡抬升，原油价格主要受宏观需求回落、地缘冲突等影响震荡下跌。

三、展望和策略：债券做多情绪强，股市谨慎观望

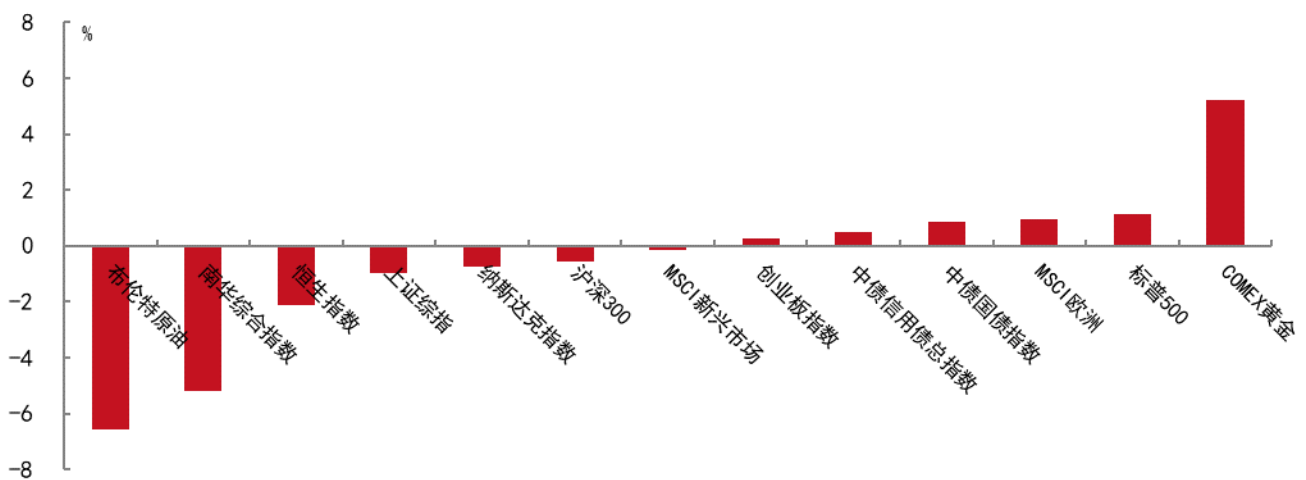
(1) 经济基本面上：地产需求再度下降，国内经济环比延续偏弱走势，低基数下同比增速有支撑，海外经济放缓下增长压力可能会增大。财政政策上保持积极，专项债和特别国债发力提速，深化财税体制改革，增加地方财权和中央事权。货币政策上加大逆周期调节力度，延续偏宽松状态。(2) 债券：策略上，基本面弱修复和“资产荒”下债市估计延续震荡偏强走势，长期看多债市，关注央行调控和机构配置行为。(3) 股票：策略上，宜多看少动，控制仓位保持谨慎，增加多元化配置。(4) 商品：美国经济和通胀持续降温，降息预期提升，降息前黄金仍有上涨动力，长期看多黄金。OPEC+推动减产，地缘冲突延续，但主要经济体需求走弱，布伦特原油价格预计将保持区间震荡走势。

一、大类资产表现回顾：国内债券表现再度强于股票，黄金价格再创历史新高

1. 大类资产收益对比

7月国内大类资产收益上呈现“债券>股票>商品”的格局。债券里中债国债指数收益高于中债信用债指数收益，单月分别录得0.87%和0.48%的收益；A股多数指数收跌，其中上证综指下跌0.97%，创业板指数微涨0.28%，沪深300下跌0.57%，港股恒生指数单月下跌2.11%；商品里南华综合指数继续下跌，单月跌幅5.19%；国际市场，美股走势分化，其中标普500上涨1.13%，纳斯达克指数下跌0.75%；国际主要的大宗商品继续走势分化，其中COMEX黄金价格上涨5.21%，月内创历史新高，布伦特原油单月下跌6.58%。

图1 7月国内大类资产中“债券>股票>商品”



数据来源：Wind 中证鹏元整理

2. 债券市场表现回顾

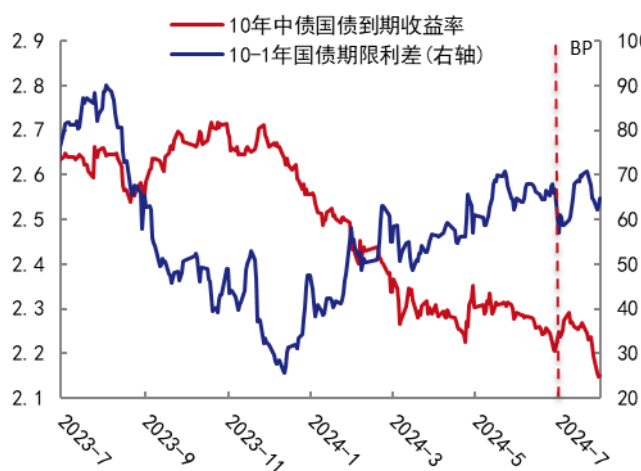
10年期国债利率下降6BP至2.15%，曲线形态继续呈现牛陡特征，中债10年期国债指数表现相对较好。7月，10年期国债到期收益率先上后下，单月下降6BP，在[2.15, 2.29]区间波动，月度均值2.24%，较前一个月下降2BP；10年期国债和1年期国债的期限利差单月上升6BP，在[69, 77]区间波动，月度均值73BP，较前一月上升7BP，国债短端下行幅度高于长端，曲线形态继续呈现牛陡特征。收益回报上，7月份中债10年期国债指数在5大债券指数中表现最好，收益率为1.03%，其次是中债总指数，收益率为0.81%，中债短融总指数表现最差，单月收益率为0.21%。

3年期中短期票据信用利差和等级利差均收窄。7月，3年期中短期票据AAA、AA+、AA信用利差分别为29BP、38BP和43BP，分别较前一月分别收窄5BP、6BP和6BP，信用利差历史分位数分别为0.9%、0.6%、0.5%，分位数小幅下降。从3年期中短期票据等级利差走势看，各等级利差由持平转为收窄，AA+/AAA等级利差为9BP，较上个月下降1BP，AA/AAA等级利差为14BP，较上个月下降1BP。

中债城投收益率整体继续下行，偏长期低等级城投收益率下行幅度更大。7月份，城投债收益率表现上，请务必阅读正文之后的免责声明

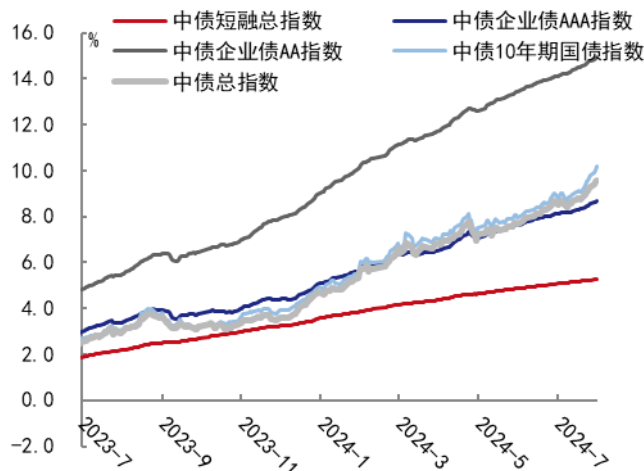
AAA、AA+、AA 和 AA-级 1 年期中债城投债收益率分别收于 1.94%、1.98%、2.03%和 2.13%，较前一月变化-9BP、-10BP、-10BP 和-13BP；AAA、AA+、AA 和 AA-级 3 年期中债城投债收益率分别变化 2.06%、2.09%、2.14%和 2.41%，较前一月变化-13BP、-15BP、-15BP 和-20BP；AAA、AA+、AA 和 AA-级 5 年期中债城投债收益率分别变化 2.13%、2.17%、2.21%和 2.84%，较前一月变化-15BP、-17BP、-19BP 和-40BP。从收益率历史分位来看，上述期限中 AAA、AA+、AA 等级城投到期收益率所处的历史分位较上月继续下降，分位数在 0%至 0.8%区间；上述期限 AA-等级城投收益率历史分位数均为 0%，收益率为历史极低位置。

图 2 7 月 10 年期国债到期收益率先上后下



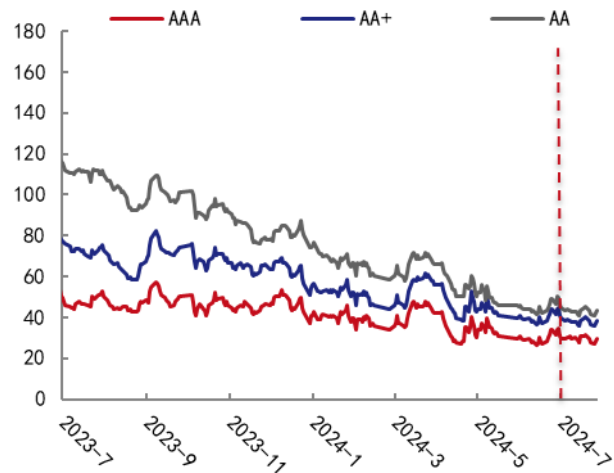
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 3 7 月中债 10 年期国债指数表现较好



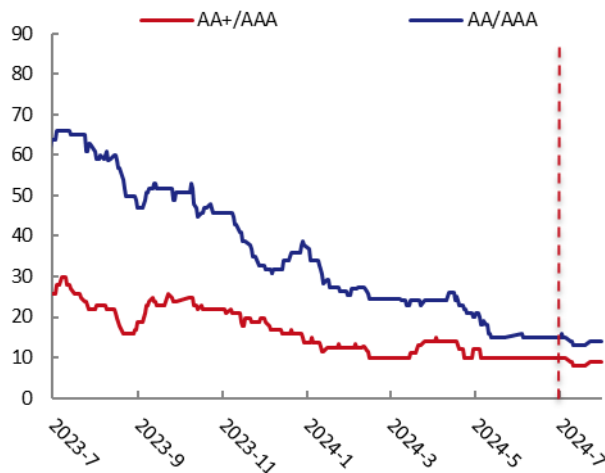
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 4 3 年期中短期票据中高等级信用利差收窄



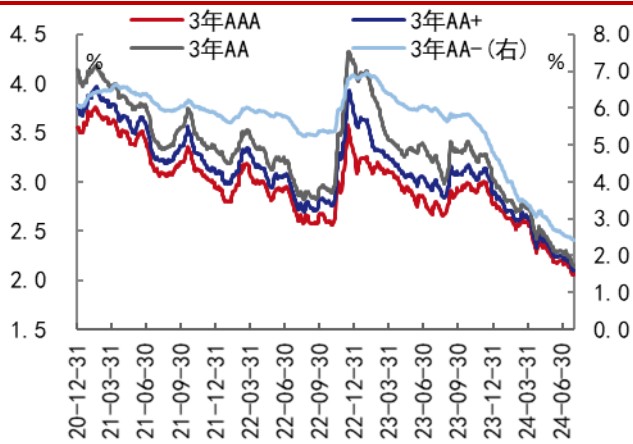
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 5 3 年期中短期票据等级利差收窄



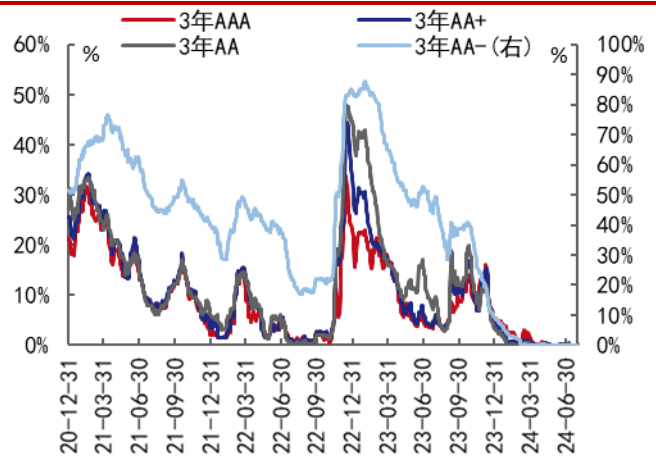
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 6 3 年期中债城投到期收益率整体下行



数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 7 3 年期中债城投到期收益率分位数下降



数据来源: Wind 中证鹏元整理

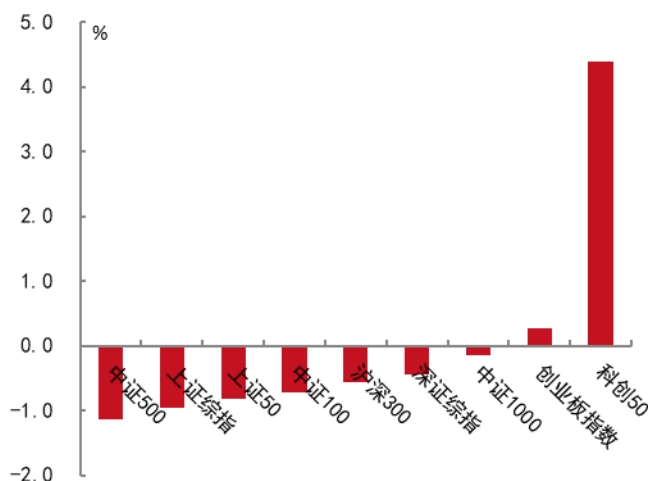
3. 股票市场表现回顾

7 月, A 股主要指数多数继续下跌。上证综指、深证综指、创业板指三大指数分别下跌 0.97%、下跌 0.45%、上涨 0.28%。9 个指数中, 科创 50 表现最好, 其次是创业板指数, 而中证 500 收益靠后, 跌幅为 1.14%。

市场风格上, 风格由价值转为成长。7 月, 多数风格收益为负, 成长风格相对抗跌, 其中 6 月领跌的小盘成长本月跌幅最小, 中盘价值跌幅最大。

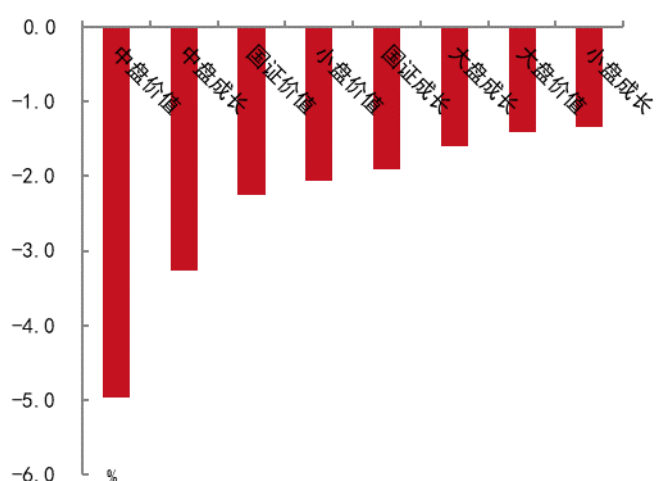
申万一级跌多涨少, 上半年涨幅靠前的煤炭、石油、有色金属等资源品板块本月跌幅较大。7 月, 31 个申万一级行业中 18 个下跌、13 个上涨, 其中综合、非银金融、商贸零售领涨, 分别上涨 7.47%、5.65%、5.00%; 煤炭、纺织服饰和石油石化行业领跌, 跌幅分别为 10.86%、5.84%、5.58%。

图 8 7 月主要股票指数多数下跌



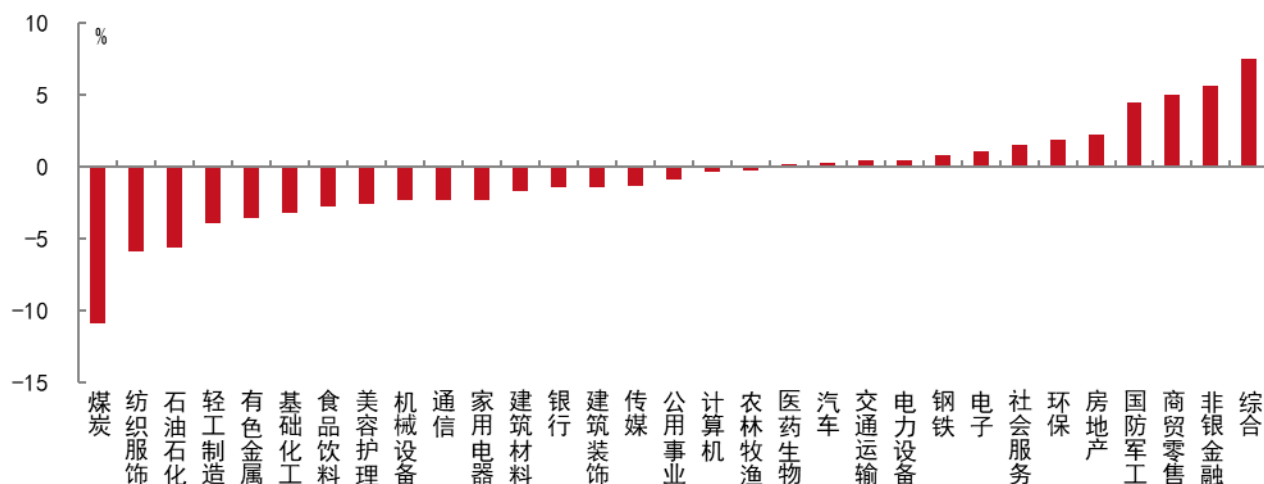
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 9 7 月风格由价值转为成长



数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 10 7 月申万一级行业跌多涨少，上半年涨幅靠前的煤炭、石油、有色金属等板块跌幅较大



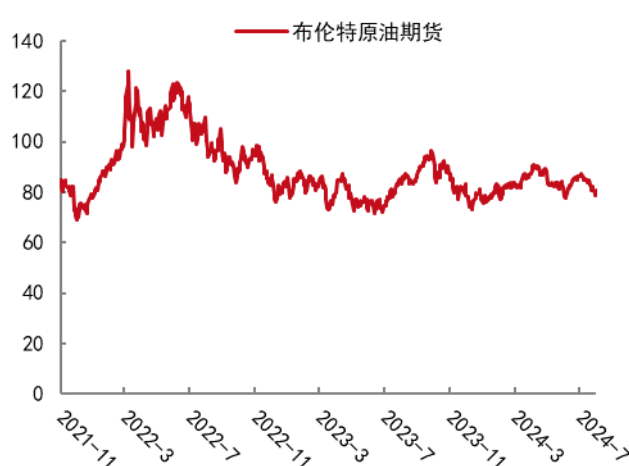
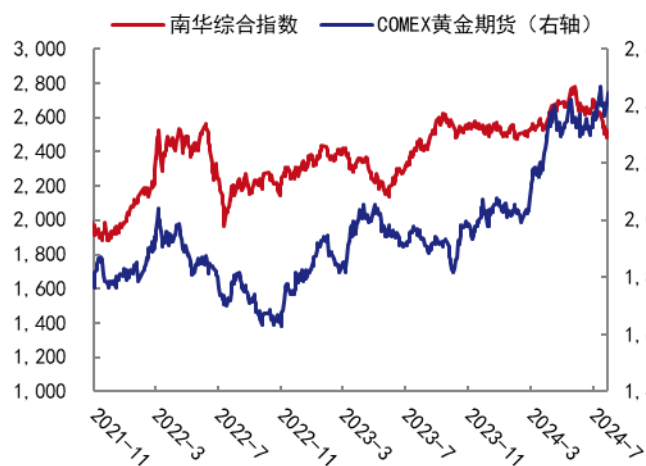
数据来源: Wind 中证鹏元整理

4. 商品市场表现回顾

国内南华综合指数、国际原油下跌，黄金价格由跌转涨。7 月，南华综合指数高位继续回落，跌幅 5.19%，收于 2510.83 点。国际商品中，COMEX 黄金期货和布伦特原油出现分化。7 月，COMEX 黄金期货价格环比上升 121 美元/盎司，环比涨幅为 5.21%，上月微跌 0.03%；布伦特原油价格下降 5.69 美元/每桶，环比下跌 6.58%，上个月环比上涨 5.87%。

图 11 南华综合指数继续下跌，COMEX 黄金上涨

图 12 布伦特原油由涨转跌



数据来源: Wind 中证鹏元整理

数据来源: Wind 中证鹏元整理

二、市场分析：央行降息打开债券利率进一步下行空间，股市中期调整未结束

1. 宏观经济和政策分析

(1) 经济基本面

请务必阅读正文之后的免责声明

6月经济环比继续走弱，呈现出外热内冷、生产强于需求的结构特点，整体看基本面没有明显改善，其中房地产投资低位徘徊，是投资端回落主要拖累，基建投资低位回升，制造业表现相对强劲，消费表现低迷，出口景气度较高，经济主要靠外需和制造业投资支撑；GDP平减指数连续五个季度为负值，通胀水平偏低；金融信贷数据虽然有“挤水分”原因，但是M1和M2增速再创历史新低，显示居民消费和企业扩表意愿偏弱；制造业景气度在7月小幅下滑，连续三个月处在收缩区间，价格端也再度回落。具体分项如下：

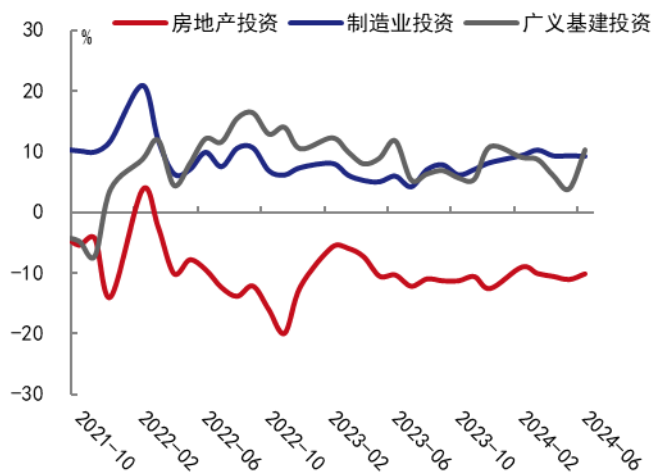
1) 经济增长：消费表现低迷，出口景气度较高，投资增速继续回落，其中房地产投资低位徘徊。投资端，6月广义基建投资当月同比10.2%，较5月增速回升6.4个百分点；制造业投资当月同比为9.3%，较5月增速下降0.1个百分点；房地产投资当月同比为-10.1%，较5月增速上升0.9个百分点；总体上6月固定资产投资累计同比增速下降0.1个百分点至3.9%，同期民间固定资产投资增速只有0.1%。消费端，6月社零总额同比增长2.0%，较5月增速下降1.7个百分点，两年平均增速2.5%，较4月和5月两年平均增速分别下降7.5和5.6个百分点。6月社会消费品零售总额季调环比-0.12%，近1年来首度转负，且显著弱于季节性（0.89%）。出口方面，6月出口同比增速回升1.0个百分点至8.6%，两年平增速回落至-2.5%，6月贸易顺差990.50亿美元，创34年来单月最高水平，同比增长42.4%。

2) 通胀水平：CPI同比回落，PPI同比继续修复，GDP平减指数连续五个季度为负值。6月CPI同比上涨0.2%，较上月回落0.1pct；CPI环比-0.2%，略弱于季节性（-0.16%），低于前一月环比（-0.1%）。分项来看，6月CPI内部分化小幅扩大，其中食品项同比-2.1%，较上月下降0.1pct，非食品项同比0.8%，持平上月，食品项和非食品项同比差距扩大。剔除食品和能源后，6月核心CPI同比上涨0.6%，持平上月；环比-0.1%，弱于季节性（0.0%），高于前一月环比（-0.2%）。CPI食品项环比继续强于季节性，猪价是主要支撑；非食品项中交通通信、教育文娱等均弱于季节性，居民商品和服务需求均偏弱。6月，PPI同比-0.8%，较上月上升0.6pct，持平于wind预期（-0.8%）；PPI环比由上月0.2%转为-0.2%，再度转负，且弱于季节性（-0.1%）。分行业看，国际定价的原油、有色金属延续上月走势，国内定价的煤炭季节性上涨，与地产基建密切相关的黑色金属环比走弱，新能源行业继续以价换量。综合来看，PPI同比降幅收窄主要受到基数走低的影响，环比转跌反映部分工业品市场需求不足。GDP平减指数二季度为-0.7%，连续五个季度为负值。

3) 金融信贷：社融信贷继续“挤水分”，M1和M2增速继续创历史新低，社融增速同创历史新低。6月社会融资规模增量为32,999亿元，同比少增9,266亿元，社融存量同比增速为8.1%，创历史新低，较上月下降0.3个百分点，主要受到信贷分项的拖累。具体来看，表内融资弱，社融口径人民币信贷新增21,927亿元，同比少增10,486亿元；政府债券新增8,476亿元，同比多增3,105亿元，政府债发行继续放量。6月人民币贷款新增21,300亿元，同比少增9,200亿元；房地产刺激政策效果边际递减，居民端信贷仍较弱，请务必阅读正文之后的免责声明

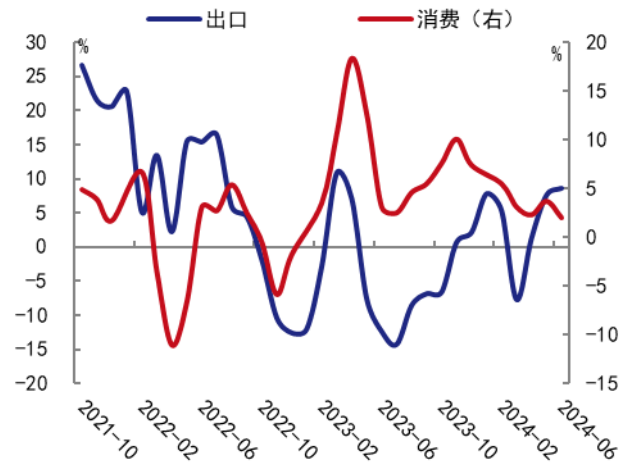
加杠杆和消费意愿不够，居民端贷款新增 5,709 亿元，同比少增 3,930 亿元，其中居民中长贷新增 3,202 亿元，同比少增 1,428 亿元；企业端贷款新增 16,300 亿元，同比少增 6,503 亿元，其中企业中长贷新增 9,700 亿元，同比少增 6,233 亿元，企业票据减少 393 亿元，同比少减 428 亿元，“防空转”要求下企业票据融资“冲量”需求下降。6 月 M2 同比增长 6.2%，较上月下降 0.8 个百分点，货币供应量继续下滑；M1 同比增速为-5.0%，比上月末 0.8 个百分点。金融数据继续“挤水分”，M1 和 M2 均继续创历史新低，主要受到存款搬家、禁止“手工补息”和考核口径调整等因素影响。总的来看，6 月社融数据主要受到政府债发行的支撑，信贷数据在居民消费和企业扩表意愿偏弱下继续同比少增，反映实体融资需求有待强化。

图 13 房地产投资低位徘徊，基建增速明显回升



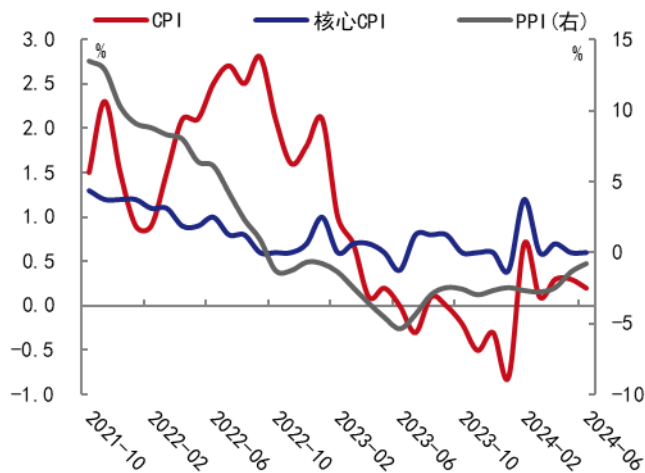
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 14 消费低迷，出口景气度较高



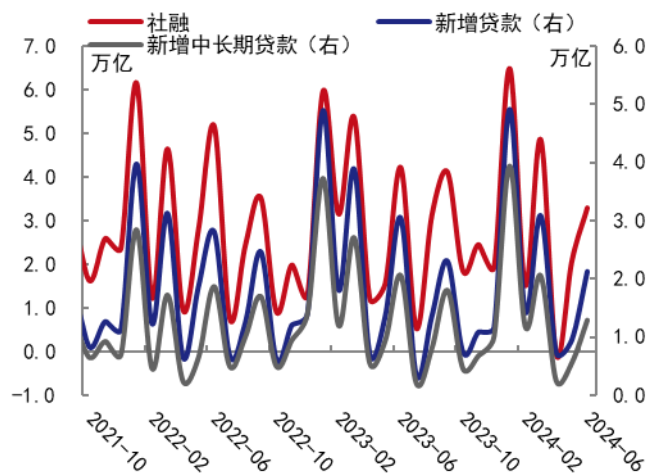
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 15 CPI 同比增速回落，PPI 同比继续回升



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 16 社融和信贷同比均少增

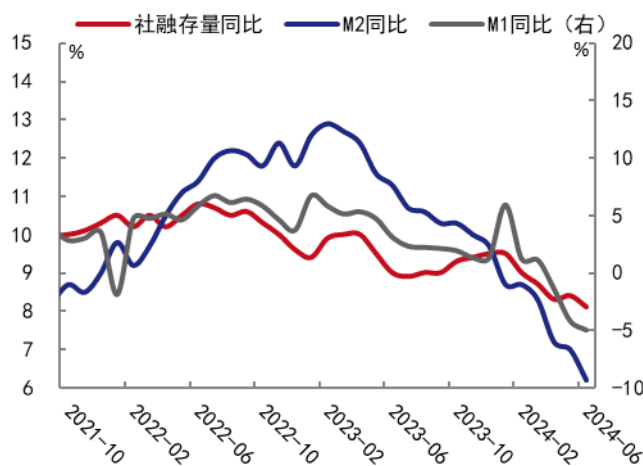


数据来源：Wind 中证鹏元整理

4) 景气度：7 月制造业 PMI 小幅下滑，连续三月处在收缩区间。7 月制造业 PMI 为 49.4%，较上个月

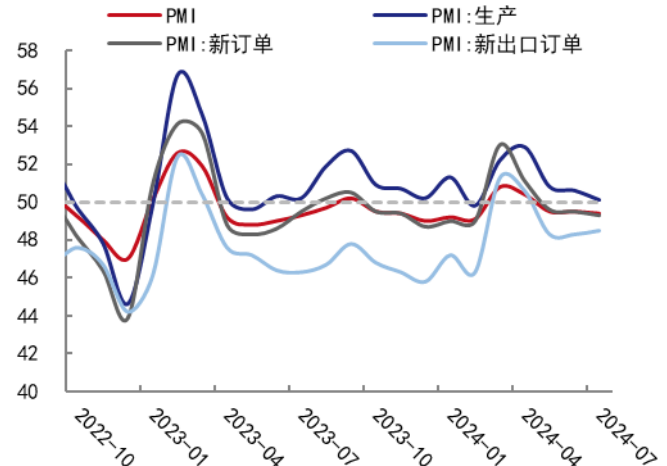
回落 0.1 个百分点，继续处在收缩区间。分项来看，供给端方面，7 月 PMI 生产指数为 50.1%，较上月回落 0.5 个百分点，降幅环比增大；需求端方面，PMI 新订单指数和新出口订单指数分别为 49.3%和 48.5%，较上月分别回落 0.2 个百分点、上升 0.2 个百分点。价格端，PMI 主要原材料购进价格和 PMI 出厂价格指数分别为 49.9%、46.3%，较上月分别回落 1.8 个百分点和 1.6 个百分点。从数据上看，制造业景气度小幅下滑，上半年偏强的生产端在需求端作用下继续放缓，内需延续前期回落走势，价格端继续下行，7 月 PPI 环比回升动能再度走弱。

图 17 M1 和 M2 增速继续创历史新低



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 18 制造业 PMI 连续 3 月处在收缩区间



数据来源：Wind 中证鹏元整理

(2) 宏观政策

财政政策，专项债发行进度偏慢，特别国债加大对“两新”支持力度，并提高设备更新贷款贴息比例。

专项债方面，7 月专项债发行 2,815 亿元，较 5 月 4,383 亿元和 6 月 3,327 均出现放缓，1-7 月累计发行进度为 45.5%，远低于去年同期进度（65.7%），而且近期专项债更多用于存量化债，用于增量项目的资金有所减少；增发国债方面，发改委 7 月表示 2023 年增发国债 1.5 万个项目已全部开工建设；特别国债按照计划发行，对市场冲击有限，并安排 3000 亿元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，其中提高设备更新贷款财政贴息比例，中央财政贴息从 1 个百分点提高到 1.5 个百分点。整体来看，在落实前期存量政策的基础上，财政政策力度环比有所提高。财政收支上，1-6 月全国一般公共预算收入同比下降 2.8%，降幅持平，其中税收收入同比下降 5.6%，跌幅扩大 0.5 个百分点；全国一般公共预算支出同比增长 2.0%，回落 1.4 个百分点，支出力度放缓；1-6 月全国政府性基金预算收入和国有土地使用权出让收入同比跌幅均超 15%。财政收入同比下滑，尤其是税收和土地出让收入，制约财政支出力度。

货币政策再度发力，调降 OMO、LPR 等政策利率，新设临时正逆回购工具，适当减免 MLF 参与机构的质押品。月初，在多次提示长债风险后，央行决定于近期开展国债借入操作，并新设临时正逆回购工

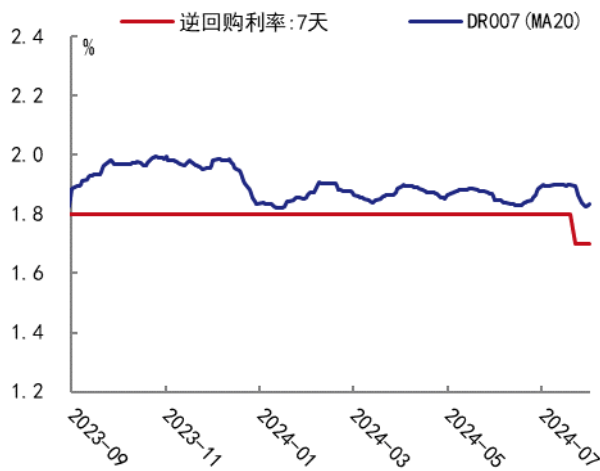
请务必阅读正文之后的免责声明

具，丰富货币政策工具箱。三中全会后，央行进一步加强逆周期调节，在7月22日将公开市场7天期逆回购操作调整为固定利率、数量招标，同时下调7天期逆回购利率10BP，同日1年期和5年期LPR以及隔夜、7天、1个月SLF利率也下调10BP，25日下调1年期MLF利率20BP。本次政策利率的调整顺序，意味着央行将继续强化7天期逆回购利率作为政策利率的定位，ML中期政策利率的地位明显弱化。此外，央行适当减免中期借贷便利（MLF）操作的质押品，以增加可交易债券规模，缓解债市供求压力。

（3）市场流动性

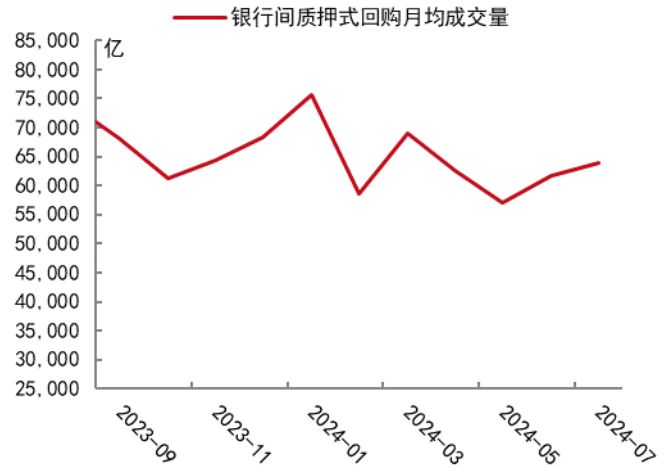
央行降息并罕见进行月内二次MLF操作，逆回购操作规模“有零有整”，流动性调控更加精准，单月公开市场净投放8096.6亿元。7月央行连续10个交易日保持20亿元7天的地量逆回购投放，和4-6月的操作比较类似；中旬，平价投放1000亿元MLF，MLF利率去年8月调降后连续11个月保持不变，并结束地量公开市场回购，最高单日放量至近七千亿元；下旬，央行22日调降OMO、LPR等政策利率10BP，25日将MLF中标利率从2.5%降低到2.3%，并投放2000亿元，罕见进行月内二次MLF操作。后续为应对跨月需求，增大逆回购投放额度，同时逆回购操作规模“有零有整”，对流动性的调控更加精准。整体来看，7月央行公开市场投放29572.6亿逆回购、3000亿MLF、700亿元国库现金定存，当月有23446亿元逆回购、1030亿MLF和700亿元国库现金定存到期，因此7月公开市场净投放8096.6亿元。

图 19 7月货币市场资金利率中枢下行



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 20 7月银行间质押式回购成交额继续回升



数据来源：Wind 中证鹏元整理

银行间流动性平衡偏松，7天资金利率中枢略高于政策利率，银行间质押式回购成交量环比继续上升。

上旬，央行整体净回笼资金，不过资金整体平衡，DR007在1.8%附近；中旬，央行加大逆回购投放，缴税走款等因素对资金扰动有限，7天资金利率中枢在1.8%-1.9%区间。下旬，央行降息后流动性偏宽松，资金利率明显下降，DR007来到1.70%附近，月底边际收敛，公开投放加大下机构总体平稳跨月。7月，资金利率中枢小幅下降，其中DR001在[1.64,1.94]区间运行，月度均值1.75%，较上月下降6BP；DR007在[1.72, 1.92]

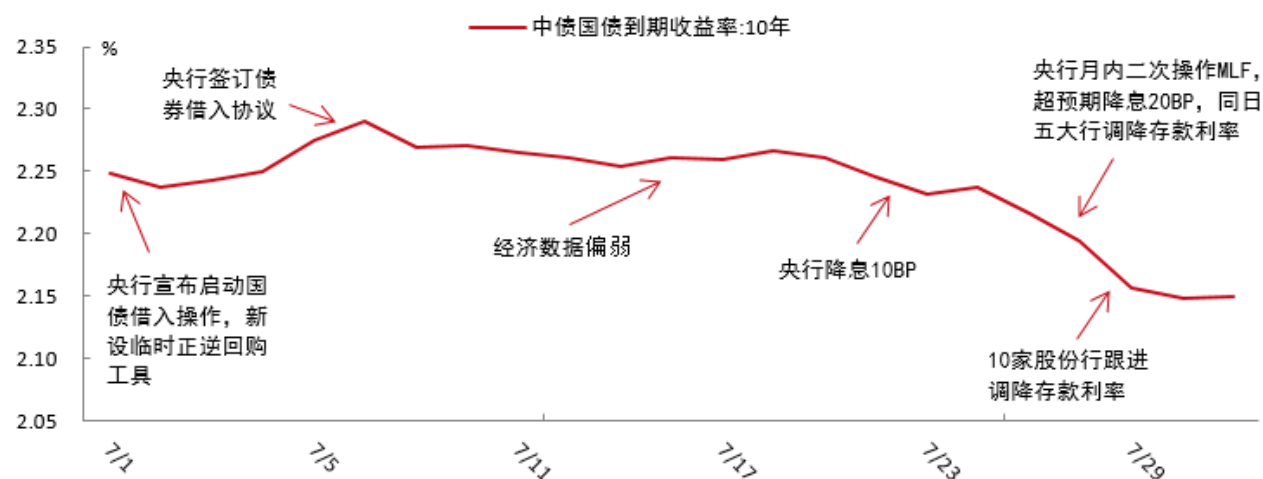
请务必阅读正文之后的免责声明

区间波动，月度均值 1.83%，较上月下降 7BP，比公开市场 7 天逆回购利率高 13BP。银行间质押式回购日均成交量环比上升 3.8%，为 6.40 万亿。

2. 债券市场分析

7 月，10 年期国债利率主要在“资产荒”、降息、存款利率下调等多重因素影响下震荡下行。上月，跨月后资金面整体平稳，在多次提示长债风险后，央行决定开展国债借入操作，并视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，债券利率明显上行；中旬，金融数据显示实体融资需求偏弱，通胀数据低位徘徊，二季度经济数据弱于预期，大会期间市场情绪偏谨慎，债券利率窄幅震荡；下旬，央行开启降息，释放货币政策宽松信号，后续央行月内二次操作 MLF，超预期降息 20BP，同日五大行调降存款利率，随后 10 家股份行跟进调降存款利率，叠加 7 月 PMI 数据连续处在收缩区间等因素，债市持续走强，10 年期国债利率先后跌破 2.2% 和 2.15% 的关键点位。整体来看，三中全会后央行降息进一步打开债券利率下行空间，债市延续偏强状态。

图 21 10 年期国债收益率震荡下行



数据来源：Wind 中证鹏元整理

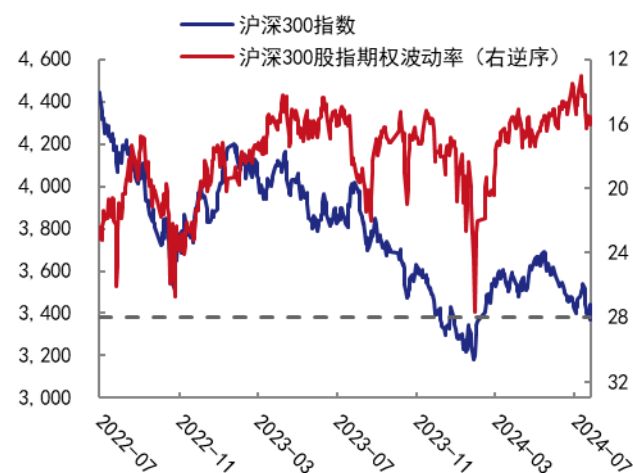
3. 股票市场分析

7 月，股市延续回调，上半年表现强势的资源品行业补跌，高股息抱团方向出现松动。在 5 月下旬见顶后，指数延续震荡下跌的走势，缺乏赚钱效应下增量资金有限，主题轮动加快，回调趋势明确后市场交投情绪逐步降温，限制卖出和限制量化等导致成交量进一步下滑，单日成交额多次跌破 6000 亿元。三中全会期间，国家队护盘下沪深 300 指数录得 9 连阳，但未改变大盘中长期趋势。整体来看，上半年表现强势的资源品行业（煤炭、石油、有色金属）出现补跌，以中字头为核心的高股息极致抱团出现松动，抱团资金的外溢和监管对量化以及转融通的限制提升游资的参与热情，题材炒作明显回暖。7 月，A 股交易活跃度连续 4 个月下降，两市单日平均成交额为 6,517 亿元，环比下降 9.5%；北上资金在 2-5 月净流入后，6 月和 7 月

请务必阅读正文之后的免责声明

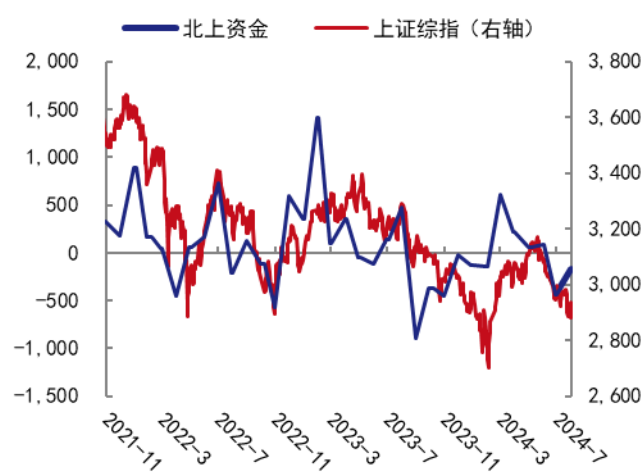
月分别净流出 444.45 亿元、166.30 亿元。

图 22 沪深 300 指数期权波动率偏低



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 23 北上资金连续 2 月净流出



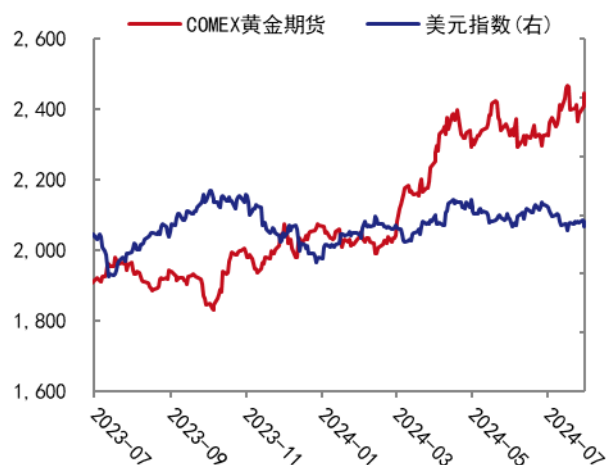
数据来源：Wind 中证鹏元整理

4. 商品市场分析

7 月，COMEX 黄金价格主要在美国降息预期升高、“特朗普交易”等因素的影响下震荡抬升。上中旬，美国公布的 PMI、就业、通胀等数据基本都走弱，其中 6 月 ISM 制造业和服务业指数均跌破荣枯线，6 月失业率意外升到 4.1%，4-5 月非农数据出现下修，中旬公布的 CPI 数据连续两个月超预期回落，共同推动降息预期升温。在经济、通胀持续降温下，美联储表态偏鸽，美联储主席表示“如果等通胀降至 2% 才开始降息，将会等待太久”，意味着美联储逐步为降息做准备。降息预期不断提升，叠加“特朗普交易”，黄金价格也持续走高，在 6 月调整后本月再度创下历史新高。下旬，美国二季度 GDP 超预期，市场乐观的情绪有所降温，金价有所回调。月底，美联储议息会议将近，市场交易降息预期，金价有所上涨。7 月底，COMEX 黄金非商业净多头持仓 24.66 万张，环比增加 0.04 万张，涨幅 0.2%；SPDR 黄金 ETF 持有量为 846.05 吨，环比增加 17.0 吨，环比增加 2.1%，显示市场 7 月对黄金价格偏多。

7 月，原油价格主要受宏观需求回落、地缘冲突等影响震荡下跌。上旬，美国就业数据明显走弱，叠加中美 PMI 数据均回落，市场对需求端担忧增多，原油价格震荡走弱；中旬，特朗普遇刺后当选概率显著提升，市场根据他的政策倾向来进行交易，其中预期其当选后刺激美国油气行业扩产，原油价格继续下跌，持续到下旬。月底，哈马斯领导人在伊朗遇袭身亡，中东地缘冲突再度升级，布伦特原油重回 80 美元/每桶上方。

图 24 7 月黄金价格震荡上涨



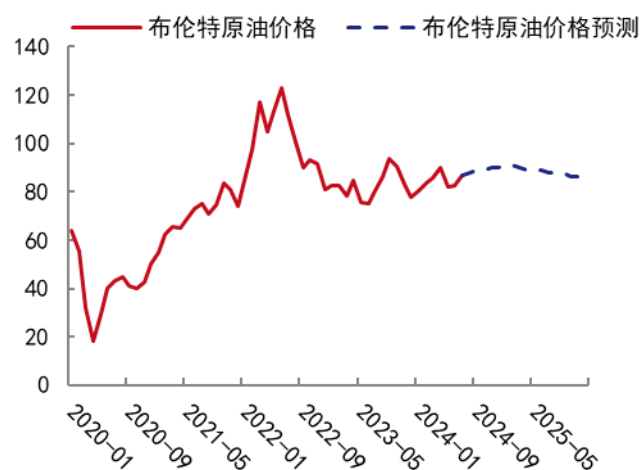
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 25 市场对黄金价格偏多



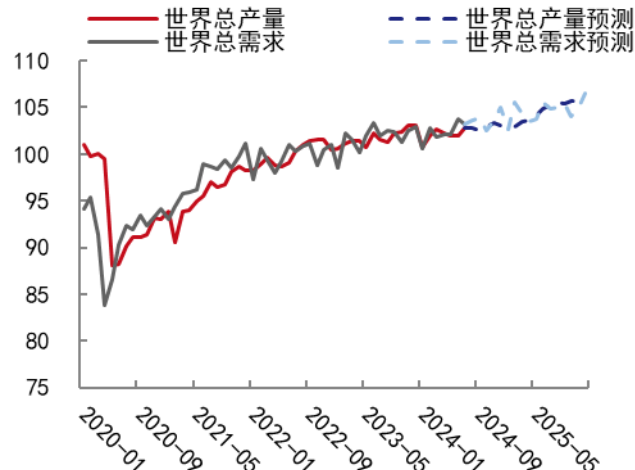
数据来源: Wind 中证鹏元整理

图 26 布伦特原油价格和 EIA 价格预测



数据来源: EIA 中证鹏元整理

图 27 世界原油产量需求和 EIA 预测



数据来源: EIA 中证鹏元整理

三、市场展望和投资策略：债券做多情绪强，股市谨慎观望，商品里长期看多黄金

1. 宏观形势

基本上，地产需求再度下降，国内经济环比延续偏弱走势，低基数下同比增速有支撑，海外经济放缓下增长压力可能会增大。投资端，7 月百城新房成交面积环比下降近 30%，组合政策的边际效用显著减少，楼市复苏动能较弱，建筑用钢、螺纹钢等房建指标也走弱，因此房地产投资同比增速预计还将处在低位徘徊；对于制造业投资，制造业 PMI 连续三月处在收缩区间，制造业 PMI 生产指数也再度下行，不过设备更新政策逐步落地，叠加基数走低的影响，制造业投资预计同比仍将保持较高增速；基建投资方面，专项债累计发行进度偏慢，建筑业 PMI 下降 1.2 个百分点至 51.2%，高频数据石油沥青装置开工率仍在低位，但请务必阅读正文之后的免责声明

环比小幅回升，在基数显著走低下可能持平或者小幅回升；消费端，铁路发送旅客数、航班数等显示暑期出游热情较高，将带动服务消费，商品消费中乘用车销售量同比降幅收窄，社零总额可能小幅反弹。出口端，需求上欧美等海外发达国家制造业 PMI 有所回落，对出口的支撑减弱，出口环比承压。房地产方面，虽然 5.17 地产政策“组合拳”短期对房地产销售有提振作用，但是总体效果不及市场预期，而且政策效果在 7 月显著减弱，地产需求再度下滑。海外经济放缓的迹象日益增多，上半年支撑经济的外需可能会下降，下半年经济增长压力预计会增大，需要增量的稳增长政策进行托举。

财政政策上保持积极，专项债和特别国债发力提速，深化财税体制改革，增加地方财权和中央事权。今年一季度 GDP 取得开门红，但是二季度经济环比走弱，GDP 同比增长 4.7%，较一季度下滑 0.6 个百分点，经济增长动能趋弱，下行压力有所加大。在三中全会和本次政治局会议“坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”的目标下，有必要将稳增长放在更重要的位置。7 月政治局会议要求“宏观政策要持续用力、更加给力”、“加快全面落实已确定的政策举措，及早储备并适时推出一批增量政策举措”等等，在财政政策上要求“要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债”，后续财政政策将继续保持积极，通过专项债和特别国债两个抓手来推动稳增长。另外，三中全会高度重视财税体制改革，要求“建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系”，主要是通过增加地方的财权，将部分事权转移给中央。增加地方财权方面，将拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限，比如推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例等等，等待后续各部门细化政策的发布。

货币政策上加大逆周期调节力度，延续偏宽松状态。央行前期多次提示长端利率风险，制约偏长期债券利率的下行空间，7 月底降息意味着货币政策将延续偏宽松的状态，央行通过二级市场买卖国债等操作来调控收益率曲线的可能性降低。政策基调上，7 月底政治局会议要求“加强逆周期调节”，货币政策上要“综合运用多种货币政策工具”，来加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降，总体来看货币政策还在宽松周期。在经历 7 月降息后，未来仍存降息降准的空间。一方面是政策定调积极；另一方面，目前实际利率偏高，限制实体融资需求，降息的必要性仍较高。此外，美国较大概率在下半年开启降息，为我国政策利率下调打开空间，提升未来降息的概率。

2. 债券市场

策略上，基本面弱修复和“资产荒”下债市估计延续震荡偏强走势，长期看多债市，关注央行调控和机构配置行为。从基本面看，经济在结构上延续分化态势，虽然出口景气度较高，但是地产销售、价格水平、社融信贷等数据较差，需求不足的问题还在，房地产逆周期下基本面难以有明显改善，因此没有转向的基本面还将继续支撑债市。流动性上，在房地产低迷、经济修复基础不牢固、一揽子化债等背景下，降

准降息的空间仍然存在，尤其是特别国债和专项债发行提速后需要货币政策协同配合；另一方面二季度增长不及预期，汇率贬值压力的缓解也打开国内货币政策空间，叠加政治局会议要求“加大逆周期调节力度”，央行预计将继续保持偏宽松的流动性。另外，存款利率下调后“存款搬家”预计将增加理财规模，提升债基份额，债市需求也会扩大，对债市偏利多。从点位上，10年期国债利率在2.1-2.2%的低点附近，基本面弱修复和“资产荒”下债市估计延续震荡偏强走势。长期来看，国内经济增速中枢将继续下移，银行端息差压力较大，企业端和地方政府债务付息负担较重，叠加地方存量债务高企，金融体系需要继续保持低利率的状态，还存在着存款利率和政策利率下调的必要性。因此10年期国债调整5-10BP时仍是较好的配置机会，长期看多债市。近期传闻央行对农商行买债进行窗口指导，而大行继续卖债，对债市形成扰动，关注央行调控和机构配置行为。

3. 股票市场

宏观上，经济整体疲弱，宏观政策定调积极，但政策力度和效果待观察，资本市场政策继续改善市场生态，外部拐点将至，美国大概在9月开始降息。国内除了制造业和出口有较高景气度，基建、房地产、消费等分项表现较弱，通胀、社融和地方债等问题让经济承压和预期低迷，供需矛盾也依旧明显，总体来看需求修复缓慢，二季度经济环比走弱，7月经济延续偏弱走势。政策端，三中全会和政治局会议定调积极，但是政策力度和效果有待观察，资本市场上对财务造假进行严格规范，继续改善市场生态，业绩差、ST股等有退市风险的个股股价下行压力较大。外围方面，欧洲和加拿大6月开始降息，美联储保持数据依赖型的决策模式，而数据层面，美国经济出现更多放缓迹象，7月非农数据和失业数据引发市场对美国经济衰退的恐慌，基本确定9月开始降息，年内降息幅度还是市场博弈点。另外，巴以冲突、红海事件、领导人选举等地缘政治活动增加海外不确定性，需要关注其对市场情绪的扰动。

策略上，指数弱勢震蕩，仍宜多看少动，控制仓位保持谨慎，增加多元化配置。基本面来看，经济没有明显好转，当前经济下行压力有所增大，长期问题难以解决，叠加地缘政治等不确定性，A股上涨动力偏弱。因此基本面修复对股票盈利端的提振作用估计有限，同时市场风险偏好较低，观望情绪加重下市场流动性较差。在2月超跌反弹后，外资继续流入的速度有所放缓并开始流出，国内资金对经济和市场的预期不高，进场动能较弱，市场主要是结构性行情，缺乏明确主题时板块轮动加快。从指数形态上，延续7月份判断，C浪下跌时上证指数跌破2800的概率较大。7月中旬三中全会附近的护盘资金会延缓指数下跌的速度，同时推迟指数见底的时间，因此中期调整估计要到8月份或以后，期间指数弱勢震蕩，宜多看少动，控制仓位保持谨慎。配置上，一方面可降低A股的仓位，关注少数题材炒作的交易机会；另一方面，增加多元化配置，关注其他国家处在牛市中的股票市场，可以采用初期末仓配置+回调时增加配置的方法，

其中美股 7 月中下旬开始的下跌属于牛市回调，在市场恐慌时宜增加定投。

4. 商品市场

美国经济和通胀持续降温，降息预期提升，降息前黄金仍有上涨动力，长期看多黄金。首先，PMI、就业等数据显示美国经济出现放缓，通胀数据也持续下行，美联储表态偏鸽；7 月非农数据大幅不及预期，为近三年半新低，失业数据意外达到 4.3% 的近三年新高，市场进入“衰退交易”，基本确定 9 月将进行降息，恐慌情绪蔓延下交易员一度押注年内降息幅度超 110 基点。另外，目前地缘政治冲突正在延续，而 2024 年是全球大选年份，地缘政治的不确定性增加，不过俄乌冲突呈现出常态化趋势，中东各方也保持相对克制，地缘冲突相对年初有所降温，黄金资产避险属性的价值有所降低。最后，美国债务规模和赤字均创新高，美元信用风险上升，部分国家为减少对美元的依赖并追求资产多元化，持续购买黄金，黄金的货币属性也是推动其价格上涨的重要原因。在快速上涨后，央行购金的速度有所放缓，其中我国央行在 18 个月增持黄金后连续三月暂停增持，不过世界黄金协会的调查显示 81% 的受访央行预计全球央行的黄金持有量将在未来 12 个月增加。今年黄金前期主要的支撑因素——央行购金速度出现放缓，对黄金偏利空，但是美国降息时点比较确定，降息前黄金仍有上涨动能。不过市场基本定价 9 月降息，需要警惕回调风险。黄金具备长线配置价值，短期可能高位震荡，长期仍看多。

OPEC+推动减产，地缘冲突延续，但主要经济体需求走弱，布伦特原油价格预计将保持区间震荡走势。

原油供给方面，重要产油国稳油价意愿高，OPEC+同意将此前的减产协议延长至 2025 年底，必要时不增产，而美国原油产能提升缓慢。需求上，美国经济放缓，中国内需不足，两大主要经济体需求偏弱，不过夏季出行旺季可能会提振原油需求。库存上，根据 EIA 数据，截至 7 月 26 日的一周，美国商业原油库存为 4.33 亿桶，较上月减少 1500 万桶。另外，地缘因素是影响近期原油价格的重要因素，其中市场对俄乌冲突逐渐“脱敏”，而巴以之间比较克制，但是以色列和黎巴嫩冲突升级，伊朗在哈马斯领导人遇袭后表示将报复以色列，中东形势有升级的趋势，关注地缘形势的后续发展。如果地缘因素出现明显缓和，原油价格继续回归基本面交易。整体来看，布伦特原油价格预计将区间震荡，可能主要在 70 美元/每桶-95 美元/每桶的区间波动。原油价格不确定性高，需要根据主要产油国减产力度、地缘冲突等因素调整预期。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼

邮编：518040

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层

邮编：100022

电话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室

邮编：200120

总机：021-51035670

传真：021-51035670

湖南

地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603

邮编：410000

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室

邮编：210000

电话：025-87781291

传真：025-87781295

四川

地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号

邮编：610000

电话：028-89102569

山东

地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室

邮编：

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

陕西

地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室

电话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室

电话：+852 36158343

传真：+852 35966140