

权益市场呈现缩量轮动特征 左侧布局安全边际提升

——鑫元周观点（2023.10.09-2023.10.15）

一、核心观点

宏观方面，经济数据显示国内基本面改善，海外方面美国通胀小幅超预期。上周连续公布了9月通胀、进出口以及社融信贷数据，数据显示国内基本面小幅改善。9月PPI同比下降2.5%，降幅连续3个月收窄，或带动中上游企业利润改善。美元计价，9月出口同比-6.2%，较前值上行2.6%，高于市场预期。9月主要出口商品中，多数出口商品增速出现了好转迹象。9月社会融资规模增量为41200亿元，同比多增5789亿元，高于市场预期，居民中长贷多增明显，表明前期地产相关政策正落地见效。海外方面，上周公布的美国通胀数据小幅超出市场预期，显示美国核心服务通胀依然具有较强韧性，美联储货币紧缩政策或维持更长时间。

权益市场方面，A股成交额继续回升，但换手率仍然在持续下滑。情绪指标、超买超卖指标、涨停个股数呈现出底部回升态势。上周人民币汇率持稳，北向资金净流出131亿，流出规模有所减少。上周市场横盘震荡，短期轮动特征明显，且呈现一定超跌反弹的特征，医药率先反弹、新能源也有见底企稳迹象，电子、汽车、医药的上涨都有短期催化因素。当前市场似乎仍对经济复苏将信将疑，消费者服务、商贸零售、房地产及产业链领跌，反映出市场对假期数据不太满意，同时对未来的经济复苏前景仍然持有谨慎态度。短期来看，目前A股下行风险不大，但在关键宏观变量出现之前，预计市场仍会缺乏主线、呈现出轮动特征。结构性机会预计会出现在少数有短期催化的方向上，比如华为产业链催化下的电子、汽车，以及稳定资本市场政策催化下的中特估板块。中期预计维持震荡格局，核心原因一是国内经济复苏偏温和，二是美债收益率维持高位，三是机构重仓股仍然面临较大的筹码压力。基于此，中期价值、小盘风格有望延续，重点关注出口链投资机会。

固收市场方面，国内外需求呈现回升态势，社融数据好于预期，居民、企业部门贷款均有不错表现，金融体系资金淤积现象有所改善，实体经济生产、消费活跃度有所提升。后续金融数据的改善能否延续有待观察，同时宽地产、宽财政政策落地的效果也需验证。资金面方面，考虑到政府债发行和人民币汇率的压力，资金面难现过度充裕。当前债市的主要压力来自资金面以及政府债的发行节奏，短期内大概率维持高位震荡。策略方面，建议利率债账户适当控制

久期和杠杆，关注超跌反弹的交易机会；信用债账户以短久期票息资产为主，待政策得到逐步验证以及情绪充分释放后再积极配置。

二、宏观动态

（一）国内宏观

9月社融同比多增，居民信贷表现较好。9月人民币贷款增加2.31万亿元，同比少增1764亿元；M2同比10.3%，前值为10.6%；社会融资规模增量为4.12万亿元，同比多增5638亿元。从贷款结构来看，9月所展现出来的最明显的特征便是居民贷款的改善。9月居民贷款同比多增近2200亿元，其中居民中长期贷款同比多增超过2000亿元。央行有关负责人表示，预计四季度社会融资规模和信贷增长将继续保持平稳。货币政策应对超预期挑战和变化还有充足空间和储备，将继续做好逆周期调节。中美利差将逐步恢复至正常区间，人民币汇率保持基本稳定具有坚实基础。

9月CPI同比持平，PPI降幅收窄。国家统计局发布数据显示，9月份我国消费市场持续恢复，CPI同比持平，环比上涨0.2%，物价运行总体平稳。9月份PPI环比上涨0.4%，同比下降2.5%，降幅继续保持收窄。分析人士认为，四季度CPI有望稳定上行，PPI同比降幅有望进一步缩窄。货币政策将继续保持宽松，助力投资、消费进一步复苏。

9月中国进出口数据超预期改善。美元计价，9月出口金额当月同比-6.2%，较前值上行2.6个百分点；9月进口金额当月同比-6.2%，较前值上行1.1个百分点，出口和进口增速均高于预期。出口方面，9月以来欧美经济增速边际回暖，波罗的海干散货指数显著回升，美国ISM制造业PMI连续三个月反弹，多数行业库存开始回补，对我国出口起到支撑作用。进口方面，国内经济积极信号逐渐增多，生产改善，对于原料的需求增加，叠加价格因素退坡，进口表现同样改善。展望未来，随着出口低基数效应的显现以及欧美经济短期的企稳，四季度国内出口或将持续改善，年底出口增速有望回正。

国务院常务会议审议通过《关于加强低收入人口动态监测 做好分层分类社会救助工作的意见》《积极发展老年助餐服务行动方案》和《专利转化运用专项行动方案（2023-2025年）》。会议强调，推动专利转化运用，充分挖掘专利价值，大力发展专利密集型产业，是推动高质量发展一项战略任务。要从提升专利成果质量和加强政策激励两方面发力，更加注重从现实需求中凝练科研问题并进行攻关，建立健全有利于专利成果转化运用的制度安排和激励政策，着力打通专利转化运用的关键堵点，进一步优化市场服务、培育良好生态，加快创新成果向现实生

产力转化。

多个部委调整职责和机构编制。中共中央办公厅、国务院办公厅发布通知，调整工信部、生态环境部、国家卫健委和央行职责机构编制，调整中国社会科学院职责。央行主要职责调整方面，不再保留国务院金融稳定发展委员会及其办公室，将其职责划入中央金融委员会办公室；将对金融控股公司等金融集团日常监管职责，划入国家金融监管总局；将建立健全金融消费者保护基本制度职责，划入国家金融监管总局；宏观审慎管理局不再承担对金融控股公司等金融集团日常监管职责；将金融市场司承担的统筹互联网金融监管职责、拟订并组织实施宏观信贷指导政策中涉及房地产金融领域相关职责，划入宏观审慎管理局。

国务院主持召开经济形势专家和企业家座谈会。会议强调要更加注重有力有效实施宏观政策调控，进一步打好宏观政策组合拳，加强政策预研储备。更加注重转方式、调结构、增动能，坚定不移深化改革、扩大开放，加快培育高质量发展的新动能新优势。

证监会调整优化融券相关制度，阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借。融券端，将融券保证金比例由不得低于 50%上调至 80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至 100%。出借端，取消上市公司高管及核心员工通过参与战略配售设立的专项资产管理计划出借，适度限制其他战略投资者在上市初期的出借方式和比例。同时，沪深交易所也发出通知，进一步细化相关安排。证监会表示，将加大对各种不当套利行为的监管，扎紧扎牢制度篱笆，进一步加强监管执法，对各种违规行为，发现一起，查处一起，从严从重处罚。

（二）海外宏观

美国 9 月 CPI 小幅超预期。数据显示，美国 9 月未季调 CPI 同比上升 3.7%，预期 3.6%，前值 3.7%；季调后 CPI 环比升 0.4%，预期 0.3%，前值 0.6%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美国 9 月核心 CPI 同比上升 4.1%，符合预期，前值 4.3%；环比升 0.3%，与预期及前值一致。

美国上周初请失业金人数为 20.9 万人。预期 21 万人，前值从 20.7 万人修正为 20.9 万人。9 月 30 日当周续请失业金人数为 170.2 万人，预期 168 万人，前值从 166.4 万人修正为 167.2 万人。

美国 10 月密歇根大学消费者信心指数初值为 63。预期 67.2，前值 68.1；一年期通胀率预期为 3.8%，预期 3.2%，前值 3.2%。

美联储会议纪要显示：大多数美联储官员认为再加息一次是适当的。官员们一致认为，货币政策应该在一段时间内保持限制性，以推动通胀持续降温；绝大多数与会者继续认为经济

未来走势“高度不确定”；与会者表示通胀“不可接受的高”，需要更多证据来确信价格压力正在减弱；今年剩余时间的 GDP 增长将受到汽车工人罢工的影响；多位与会者指出，即使开始降息后，缩减资产负债表可能还会持续“一段时间”。

新一轮巴以大规模冲突仍在持续，双方伤亡人数已超 6000 人。多个飞往特拉维夫航班被暂停，中国多家旅行社近期赴以旅行团取消。出于对以色列安全局势担忧，英伟达取消原定于 10 月 15 日-16 日在特拉维夫举行的年度 AI 峰会线下会议。外交部发言人毛宁表示，中方高度关注近来巴以冲突持续升级，对冲突造成平民伤亡感到十分痛心，反对和谴责伤害平民的行为。当务之急是尽快停火，保护平民，防止局势升级。

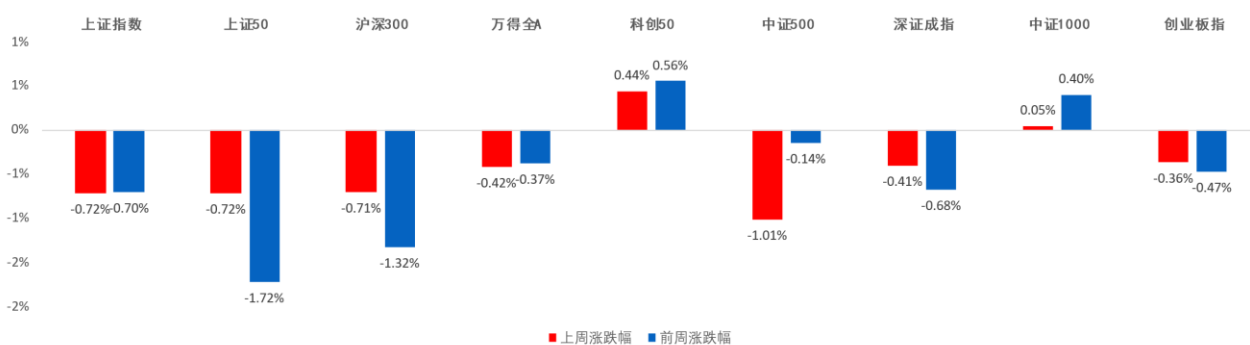
三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数跌多涨少，风格上成长略领先。截至 10 月 13 日（上周五），中证 500 跌幅达 1.01%，上证 50 跌幅达 0.72%，沪深 300 跌幅达 0.72%，上证指数跌幅达 0.71%，跌幅靠前。从行业板块看，上周电子、汽车、医药、通信、银行领涨，消费者服务、建筑、建材、商贸零售、房地产领跌。上周大盘/小盘风格指数为 0.19，与前周持平，价值/成长风格指数为 0.41，比前周降低，风格上成长略领先。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

图 2：上周 A 股市场风格走势



数据来源：Wind、鑫元基金

2、权益市场估值

上周各宽基指数估值跌多涨少，中证 500、深证成指、中证 1000 下行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周电子、汽车、医药等行业估值上行，消费者服务、传媒、农林牧渔等行业估值下行。当前钢铁、传媒、电子、汽车、建材板块估值处于历史较高水平；电力设备及新能源、有色金属、通信、机械、煤炭板块估值处于历史较低水平。

图 3：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2023/10/13	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	13.0	↓ 0.03	24.5	↓ 0.99	40.2%	44.0%	34.4%
深证成指	22.1	↓ 0.11	39.1	↓ 0.25	26.2%	13.5%	1.3%
上证50	10.1	↓ 0.02	35.2	↓ 0.77	54.2%	54.6%	41.4%
沪深300	11.5	0.00	22.3	↑ 0.03	26.7%	17.2%	12.2%
中证500	23.1	↓ 0.32	16.7	↓ 2.19	22.8%	43.3%	43.7%
中证1000	37.9	↓ 0.10	42.6	↓ 0.14	42.6%	64.2%	65.5%
创业板指	29.3	↓ 0.04	1.9	↑ 0.03	2.3%	4.4%	0.7%
科创50	39.2	↑ 0.22	6.1	↑ 1.50	6.1%	6.1%	6.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 4：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2023/10/13	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)	11.2	↓ 0.37	18.29%	↓ 6.90	18.3%	28.6%	44.5%
煤炭(中信)	8.0	↓ 0.10	11.38%	↓ 0.56	11.4%	20.5%	30.8%
有色金属(中信)	16.3	↓ 0.03	8.47%	↓ 0.06	8.5%	14.9%	23.3%
电力及公用事业(中信)	23.4	↓ 0.21	58.87%	↓ 1.75	58.9%	47.9%	40.4%
钢铁(中信)	96.9	↓ 1.06	92.72%	↓ 0.23	92.7%	98.3%	97.3%
基础化工(中信)	25.8	↓ 0.16	28.25%	↓ 0.17	28.2%	53.7%	42.2%
建筑(中信)	9.3	↓ 0.47	19.61%	↓ 8.11	19.6%	27.7%	37.0%
建材(中信)	23.9	↓ 0.97	67.74%	↓ 1.57	67.7%	97.6%	96.7%
轻工制造(中信)	36.4	↓ 1.24	57.82%	↓ 2.49	57.8%	97.4%	96.0%
机械(中信)	33.2	↓ 0.91	11.32%	↓ 4.08	11.3%	10.1%	12.5%
电力设备及新能源(中信)	19.8	↓ 0.50	0.04%	↓ 0.27	0.0%	0.1%	0.1%
国防军工(中信)	61.7	↓ 1.34	25.18%	↓ 4.03	25.2%	24.8%	15.6%
汽车(中信)	34.3	↑ 1.08	69.88%	↑ 1.19	69.9%	42.8%	10.7%
家电(中信)	15.1	↓ 0.30	18.13%	↓ 2.92	18.1%	13.3%	5.9%
纺织服装(中信)	30.0	↓ 0.77	44.55%	↓ 3.56	44.6%	53.8%	54.7%
医药(中信)	40.6	↑ 0.85	55.14%	↑ 5.70	55.1%	59.6%	43.7%
食品饮料(中信)	29.4	↓ 0.74	33.07%	↓ 4.20	33.1%	12.1%	0.6%
银行(中信)	4.9	↑ 0.14	19.30%	↑ 3.82	19.3%	20.3%	31.6%
非银行金融(中信)	17.2	↓ 0.06	46.89%	↓ 0.52	46.9%	64.4%	76.4%
交通运输(中信)	25.8	↓ 0.71	61.32%	↓ 5.07	61.3%	59.8%	37.3%
电子(中信)	72.2	↑ 3.16	88.29%	↑ 3.14	88.3%	82.9%	79.0%
通信(中信)	21.2	↑ 0.45	9.77%	↑ 1.23	9.8%	18.6%	29.0%
计算机(中信)	91.7	↓ 0.69	56.54%	↓ 0.23	56.5%	33.5%	20.9%
传媒(中信)	121.4	↓ 7.80	88.59%	↓ 0.98	88.6%	72.7%	66.1%
综合金融(中信)	38.3	↓ 0.40	43.44%	↓ 2.34	43.4%	43.4%	42.4%

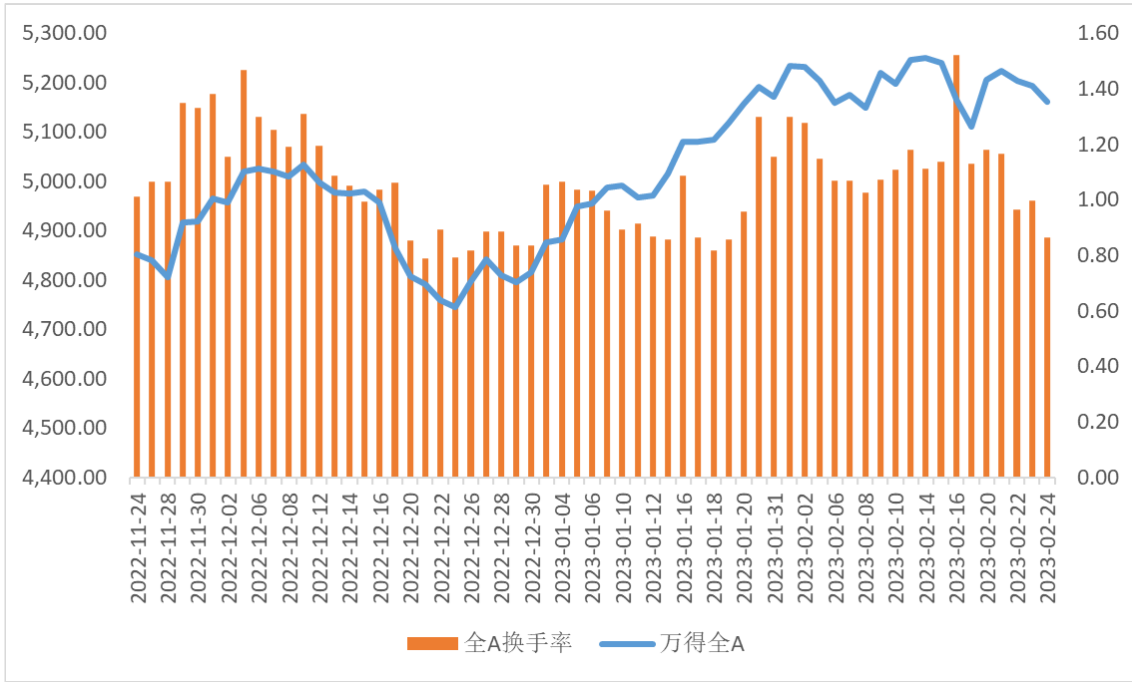
数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

目前量化模型的信号为“中性”，市场在经历了去年10月底以来的快速上涨后，已转向震荡调整的阶段。从全A换手率的角度看，上周下跌缩量，缩量比率已达到56%，说明左侧进场的安全边际开始增加。从行业拥挤度的角度，计算机行业拥挤度最高，且超过历史95%分位数；结合ChatGPT指数放量破位，后市计算机与传媒等行业很可能出现震荡回调行情。

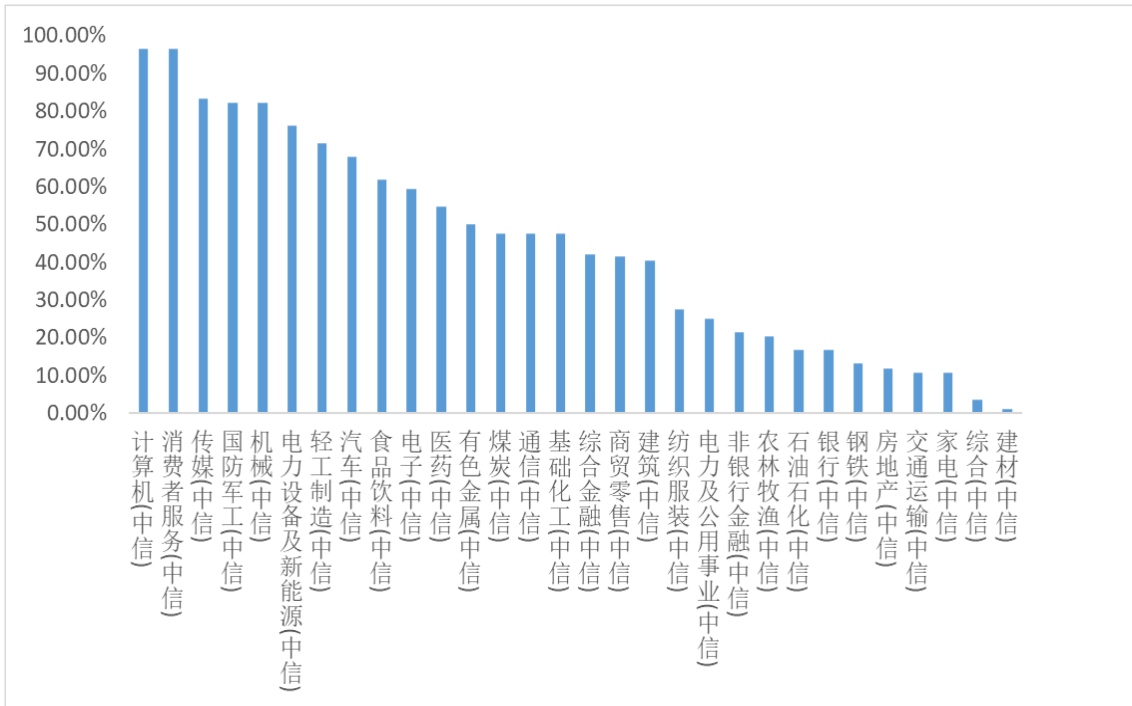
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价仍为5.51%，处于历史78%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择，但是要注意市场短期回调的风险。

图5：全市场换手率



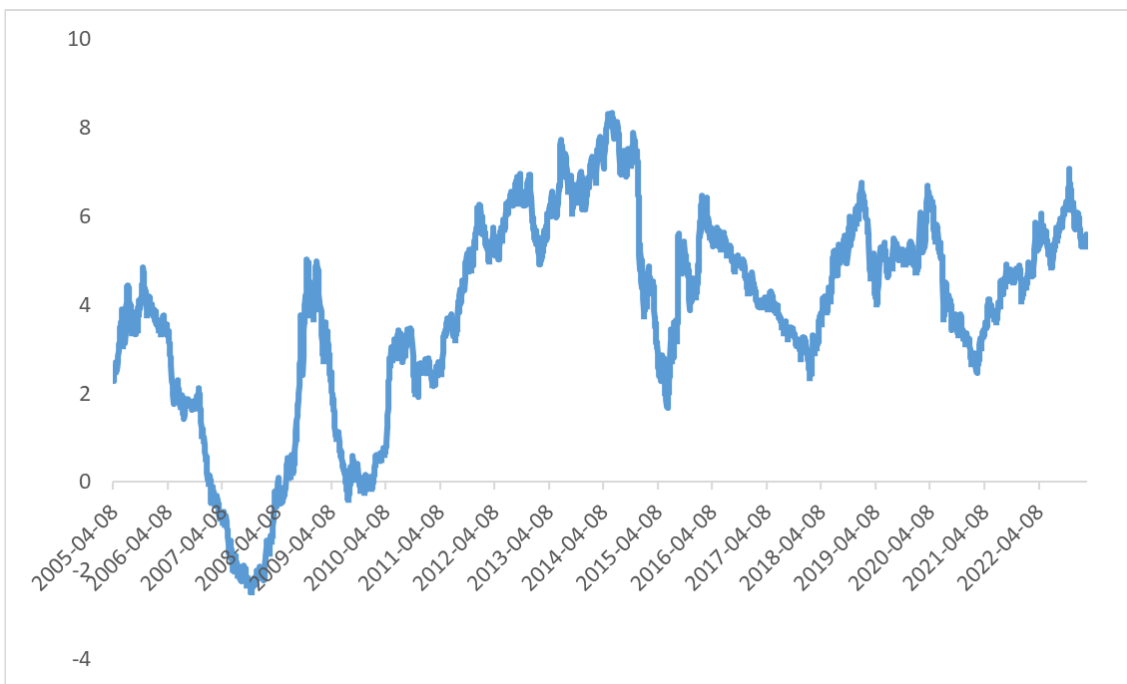
数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 7：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

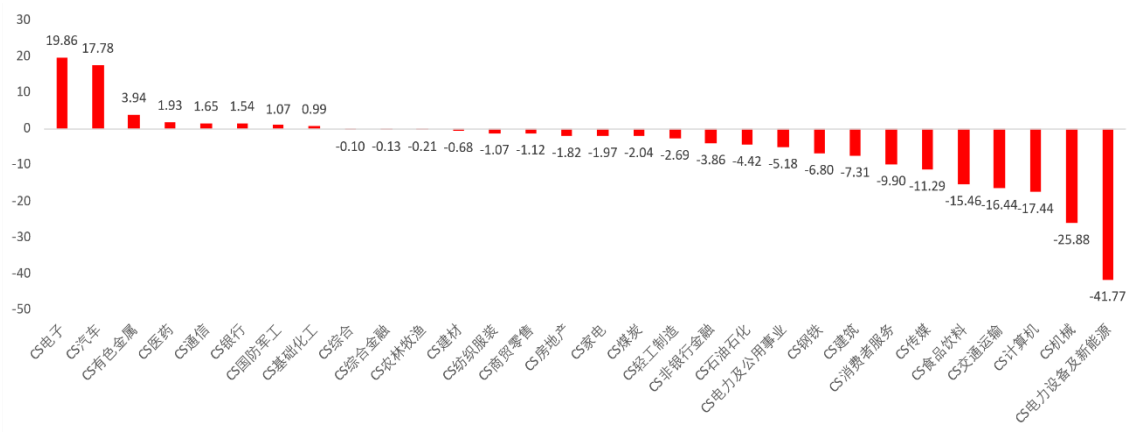
上周北向资金净流出 131.44 亿元，上上周净流出 175.27 亿元，最近一周北向资金净流出有所减少。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 19.86）、汽车（↑ 17.78）、有色金属（↑ 3.94）、医药（↑ 1.93）、通信（↑ 1.65）；减持金额排名靠前的行业是电力设备及新能源（↓ 41.77）、机械（↓ 25.88）、计算机（↓ 17.44）、交通运输（↓ 16.44）、食品饮料（↓ 15.46）。

图 8：北向资金周度净流入情况（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

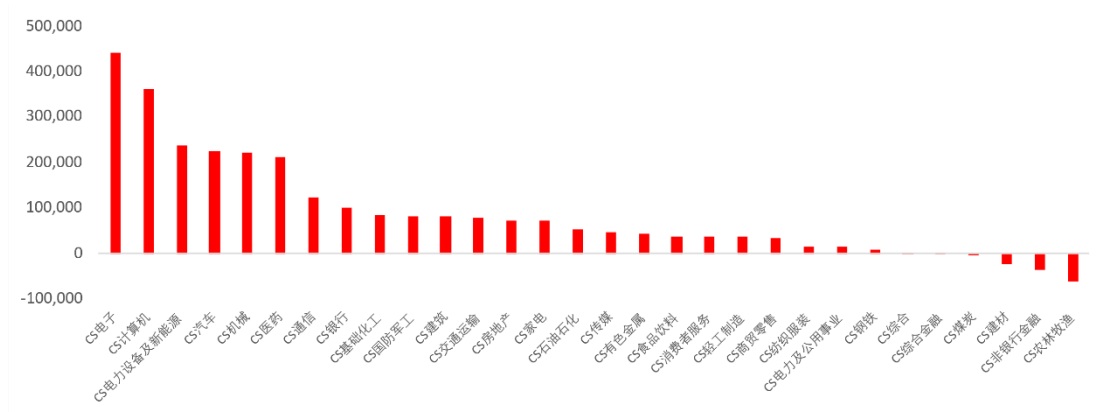
图 9：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

10月12日，两融资金占比为8.32%，9月28日为7.30%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至10月13日，上周融资净买入最大的五个行业为电子、计算机、电力设备及新能源、汽车、机械。

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

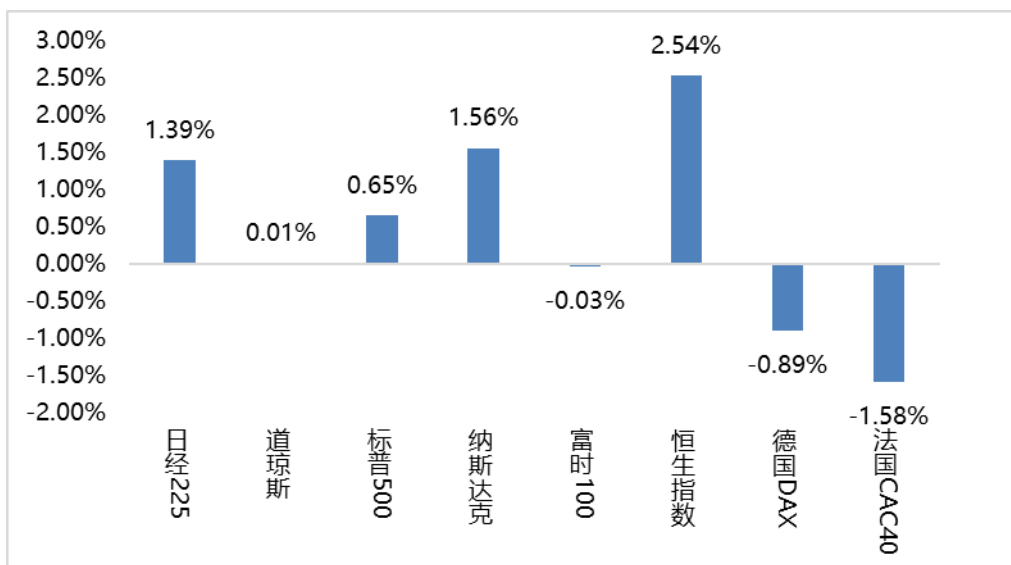


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市分化较大。美国股市方面，道指上涨0.01%，标普500上涨0.65%，纳指上涨1.56%；欧洲股市方面，英国富时100下跌0.03%，德国下跌0.89%，法国下跌1.58%；亚太股市方面，日经指数上涨1.39%，恒生指数上涨2.54%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

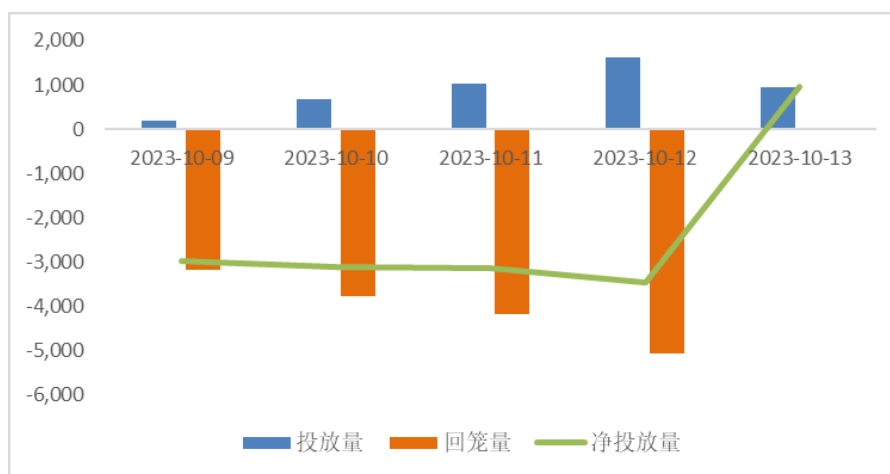


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 4460 亿元逆回购操作，因有 16220 亿元逆回购到期，本周实现净回笼 11760 亿元。

图 12：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债计划发行 3250 亿元，地方政府债发行 7829 亿元，整体净缴款 6792 亿元。

表 1：10 月 16 日-10 月 20 日政府债发行缴款

单位：亿元

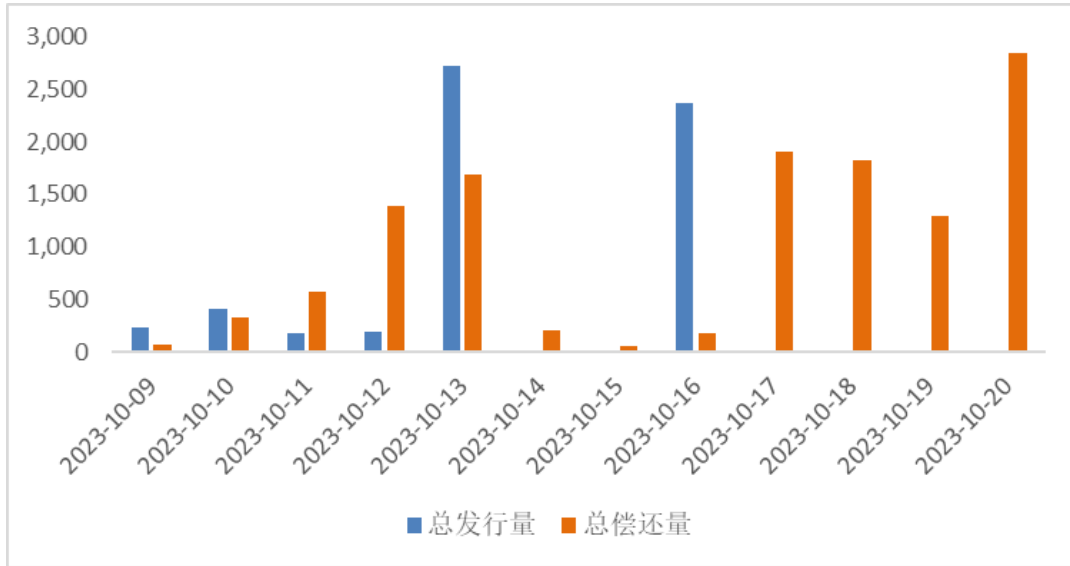
	10 月 16 日		10 月 17 日		10 月 18 日		10 月 19 日		10 月 20 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债

发行	0	1502.8	0	1202.9	2300	78.9	0	1924	950	1617.6
到期	300	1.5	0	10	1733.6	276	0	153	0	51.4
缴款	2330	0	0	198.8	0	34.1	2300	355.8	0	0
净缴款	1202.8		922.1		711.2		1568.3		2567.6	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：10月16-20日，同业存单到期8312亿元，接下来一周到期4783亿元，中旬将面临较大的到期压力。

图 13：同业存单到期与发行



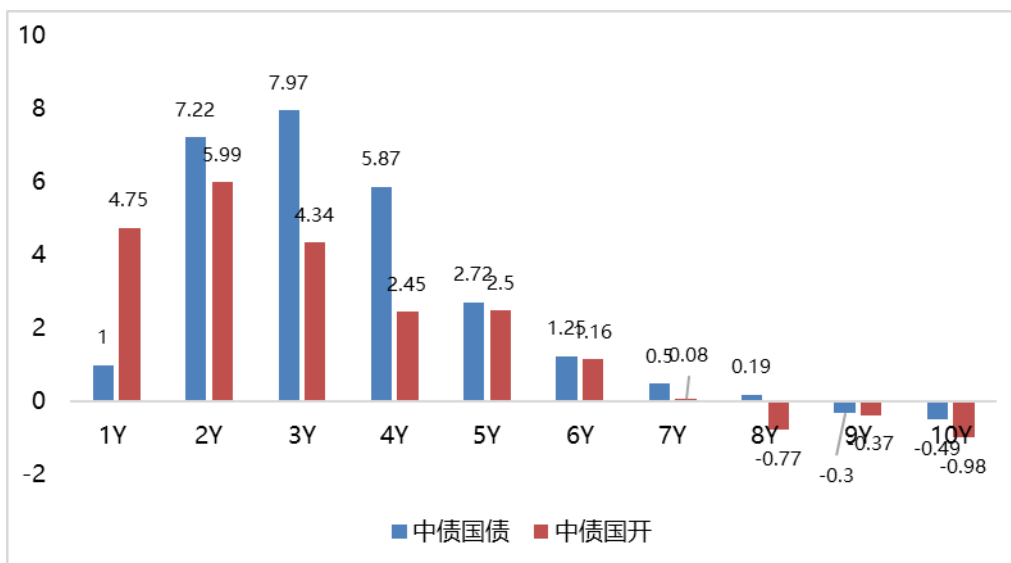
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：上周初资金面整体维持资金量足高价的局面。具体而言，9-11日资金利率波动上行，R001上行至2.13%，达到上周内最高点，上周四转为下行，上周五下行至2.03%。全周来看，银行间质押式回购日均成交量回复至7万亿以上，在跨月结束后明显提升，银行间回购余额稳定在11万亿以上。

票据利率：上周票据直、转贴利率整体下行，短期质押回购利率有所回落。国股6M直贴利率较节前最后一日下降38BP至1.37%，均签发量较节前一周减少58.3%至933.62亿元，日均贴现量较节前一周减少15.22%至954.81亿元。国股6M转贴利率较节前最后一天下降32BP至1.28%，国股3M转贴利率较节前最后一天下降165BP至0.55%，累计买断式转贴现交易量较节前一周增加约6617.08亿元至13558.31亿元。展望周一，一级市场签发量预计时点性小幅下滑，卖盘出票力量持稳，大行持续收票下，买盘配置意愿稳步释放，供需博弈下，预计跨年票利率低位震荡，年内票或震荡回暖。

(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（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	27.33	10.18	11.74	64.32
环比	6.97	-5.25	-3.21	53.63
年初以来	-3.38	-13.88	-7.33	59.59
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	27.59	15.78	18.15	55.25
2016 年以来分位数	48.84%	15.46%	17.82%	53.88%

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（2023 年 10 月 15 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	29.02	30.67	42.07	42.8	53.05
环比	-0.37	-2.13	-0.08	-0.85	1.73
年初以来	-18.81	-21.55	-21.16	-11.03	-13.87
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	13.59	12.62
2016 年以来平均值	47.75	37.63	40.45	44.79	45.55
2016 年以来分位数	9.40%	29.22%	56.29%	48.79%	77.56%

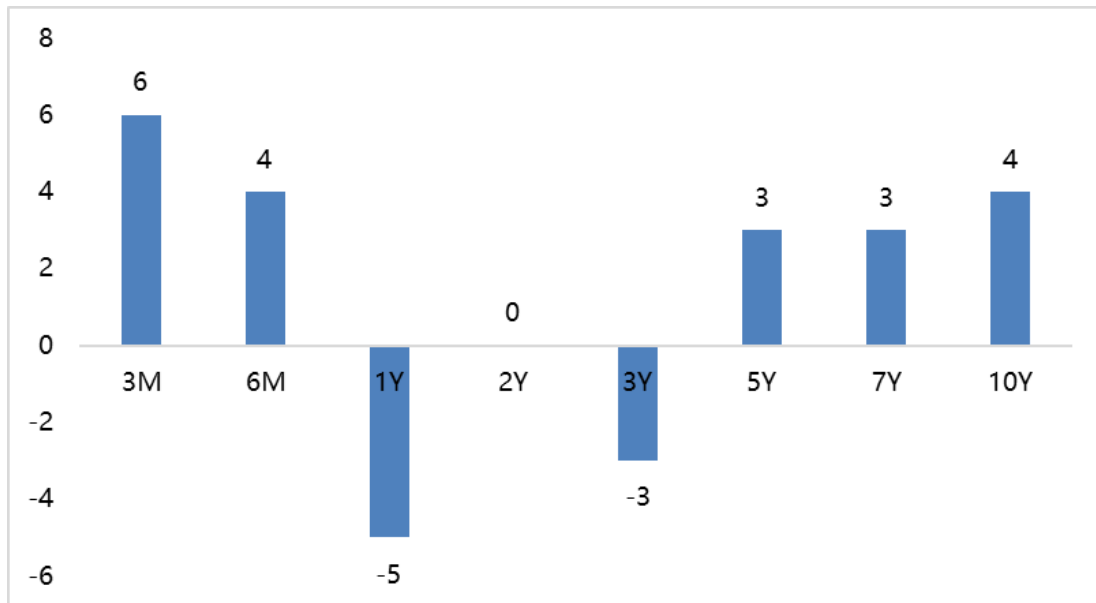
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 1BP 至 2.1777，3 年期上行 7.97BP 至 2.451，5 年期上行 2.72BP 至 2.5528，10 年期下行 0.49BP 至 2.6702。

长期限高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.37BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 2.13BP；中债 3 年期 AAA 级中短期

票据信用利差收窄 0.08BP。

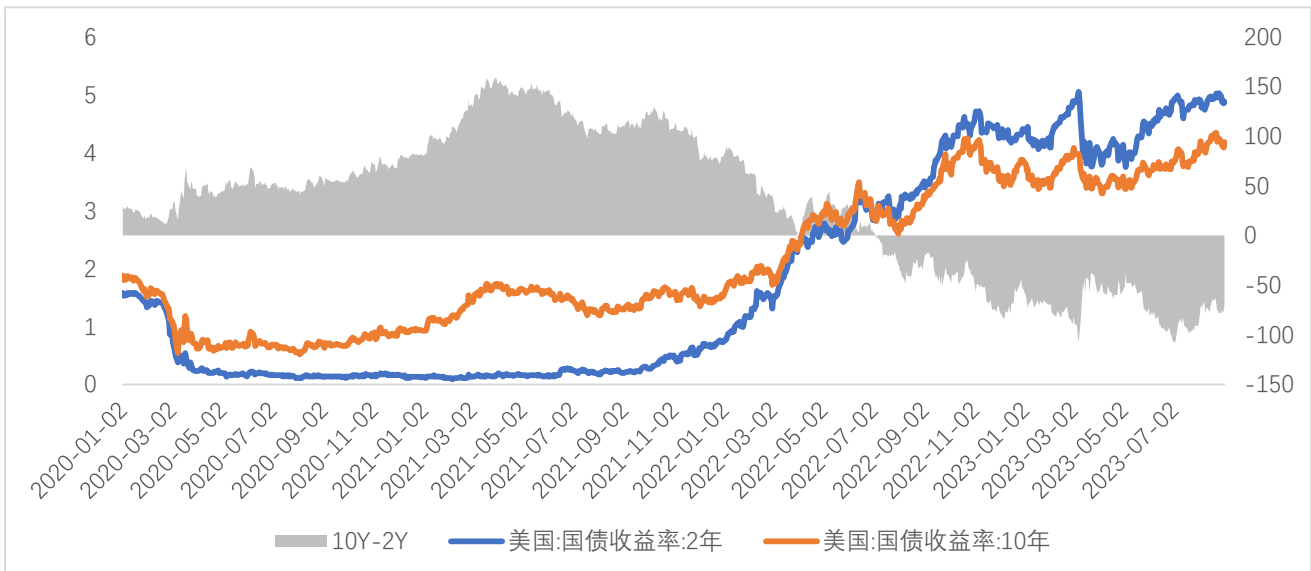
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上行。上周 10 年期美债收益率上行 4BP，10 年期国债收益率下行 0.49BP，中美利差倒挂程度增加。全周来看，1 年期美债收益率下行 5BP，3 年期美债收益率下行 3BP，10 年期美债收益率上行 4BP。

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，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数上涨 0.51%，在岸和离岸

人民币汇率有所贬值，中间价升值 0.03%，即期汇率贬值 0.05%，离岸人民币汇率贬值 0.25%。

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	106.6767	7.1775	7.304	7.3129
对照日期	106.1346	7.1798	7.3002	7.2948
涨跌	0.51%	0.03%	-0.05%	-0.25%

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，经济数据显示国内基本面改善，美国通胀小幅超预期。上周连续公布了 9 月通胀、进出口以及社融信贷数据，数据显示国内基本面小幅改善。9 月 PPI 同比下降 2.5%，降幅连续 3 个月收敛；PPI 环比上涨 0.4%，涨幅较 8 月有所扩大，PPI 读数的改善或将带动中上游工业企业盈利恢复。美元计价，9 月出口金额当月同比-6.2%，较前值上行 2.6 个百分点；9 月进口金额当月同比-6.2%，较前值上行 1.1 个百分点，出口和进口增速均高于预期。主要出口商品中，多数出口商品增速出现了好转迹象，汽车整车、汽车零配件、家用电器出口表现较优，医疗器械出口增幅由负转正，电脑、手机、钢材、服装、鞋靴出口增速降幅收窄明显。9 月社融新增 41200 亿元，同比多增 5789 亿元，高于市场预期。9 月居民贷款同比多增近 2200 亿元，其中居民中长期贷款同比多增超过 2000 亿元，表明前期地产相关政策正落地见效。海外方面，上周公布的美国通胀数据小幅超出市场预期，显示美国核心服务通胀依然具有较强韧性，美联储货币紧缩政策或维持更长时间。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，上周公布的美国通胀数据小幅超出市场预期，显示美国核心服务通胀依然具有较强韧性，美联储货币紧缩政策或维持更长时间。国内方面，证监会加强融券业务逆周期调节，提高融券保证金比例，增加做空的成本，在上市公司管理层和战略投资者变相做空和减持，此政策更多是象征性的，提振信心。市场情绪有所修复。A 股成交额继续回升，周内均值 8052 亿，但换手率仍然在持续下滑。从情绪指标、超买超卖指标、涨停个股数来看，当前都处于较低水平，且呈现出底部回升态势。美元兑人民币汇率高位震荡，北向资金净流出 131 亿，流出规模有所减少。上周市场横盘震荡，短期轮动特征明显，呈现出超跌反弹，医药已反弹、新能

源也有见底企稳迹象。电子、汽车、医药的上涨都有短期催化因素。市场仍然对经济复苏将信将疑，消费者服务、商贸零售、房地产及产业链领跌，反映出市场对假期数据不太满意，同时对未来的经济复苏前景仍然持有谨慎态度。短期来看，目前 A 股下行风险不大，但在关键宏观变量出现之前，预计市场仍会缺乏主线、呈现出轮动特征。结构性机会预计会出现在少数有短期催化的方向上，比如华为产业链催化下的电子、汽车；稳定资本市场政策催化下的中特估板块。中期维度来看，预计震荡的格局持续。核心原因，一是国内经济复苏偏温和，二是美债收益率维持高位，三是机构重仓股仍然面临较大的筹码压力。基于此，中期价值、小盘风格有望延续，重点关注出口链投资机会。

（三）债券市场展望和策略

上周债市收益率冲高回落，9 月份出口增速降幅和进口增速降幅双双收窄，国内外需求呈现回升态势，欧美等主要经济体仍有韧性。金融数据方面，社融数据好于预期，其中政府债仍是主要拉动项；在去年同期信贷超季节性高增的基础上，居民、企业部门贷款均有不错表现；企业存款少增、居民存款多增说明企业扩张投资意愿较弱，居民消费动能一般；“M2-M1”剪刀差收窄，金融体系资金淤积现象有所改善，实体经济生产、消费活跃度有所提升。后续金融数据的改善能否延续有待观察，同时宽地产、宽财政政策落地的效果也需跟踪。资金面方面，跨季后央行净回笼 1.78 万亿，资金利率中枢并未出现显著下行，考虑到政府债发行和人民币汇率的压力，资金面难现过度充裕。当前债市的主要压力来自资金面以及政府债的发行节奏，短期内大概率维持高位震荡。策略方面，建议利率债账户适当控制久期和杠杆，关注超跌反弹的交易机会；信用债账户以短久期票息资产为主，待政策得到逐步验证以及情绪充分释放后再积极配置。

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。