A股市场突破下行，底部区域保持乐观

——鑫元周观点（2023.10.16-2023.10.20）

一、核心观点

宏观方面，上周人民币股债汇资产同步走弱；美债长端收益率飙升，国债短端收益率上行较多，中美长端利差扩大，短端利差收窄；美元指数下行，人民币持续贬值，巴以冲突推高金价、原油价格。

国内经济方面，3季度实际GDP同比回升至4.9%、环比增长从2季度的0.5%回升至1.3%。9月工业增加值同比增速持平于4.5%；社零名义同比从8月的4.6%上行至5.5%。9月固定资产投资同比从8月的1.8%上行至2.4%。上周钢铁减产去库存，而水泥、汽车、纺织生产强于9月同期；房地产开发投资跌幅小幅走阔，基建及制造业投资增速有所回升。国内地产销售同比弱修复，二三线城市拿地边际改善，线下经济活跃度提升。

权益市场方面，上周市场突破下行，主要宽基指数普遍跌幅较大，A股市场30个一级行业全部下跌。情绪指标方面，成交额下行，换手率边际回升，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，底部特征凸显。北向资金净流出240亿，北向资金近60日累计流出金额创历史新高。市场下跌主要原因是短期流动性挤兑和避险情绪。展望市场，**从传统的赔率指标、情绪指标来看，底部特征明显，但是当前国内外宏观充满分歧，缺乏市场共识。底部区域保持乐观，静待重大宏观变化。**短期轮动机会关注华为产业链的消费电子、电动车，困境反转的医药，以及稳定资本市场预期的中特估等板块。中长期重点关注出口链投资机会。

固收市场方面，9月经济数据全面改善，基本面筑底后继续向好，但居民消费能力及意愿恢复仍不及预期，国内经济的中长期矛盾仍在。总体而言，经济数据对债市的影响相对有限，当前债市的主要压力仍是政府债的超预期供给，以及税期资金面的冲击。预计债市收益率在短期内将维持高位震荡，策略方面，建议利率债账户保持中性久期，结合资金面适当控制杠杆，交易层面关注超跌反弹的机会；信用债账户坚持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

中国前三季度多项经济指标保持增长，国民经济持续恢复向好。具体来看，前三季度，全国固定资产投资为 37.50 万亿元，同比增长 3.1%；民间投资同比虽仍为负增长，但降幅比 1-8 月收窄 0.1 个百分点；社会消费品零售总额 342107 亿元，同比增长 6.8%；规模以上工业增加值增长 4.0%。9 月全国城镇调查失业率为 5.0%，环比下降 0.2 个百分点，连续 2 个月下降；前三季度全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。

受国务院委托，央行行长潘功胜在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上作国务院关于金融工作情况的报告。潘功胜表示，继续实施稳健的货币政策。稳健的货币政策更加精准有力，把握好逆周期和跨周期调节，保持货币信贷总量适度，节奏平稳。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，进一步疏通货币政策传导机制，增强金融支持实体经济力度的稳定性，切实支持扩大内需，增强发展动能，优化经济结构，促进经济金融良性循环。价格上，持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用，进一步推动金融机构降低实际贷款利率，降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。

十四届全国人大常委会第六次会议听取了执法检查组关于检查《中华人民共和国科学技术进步法》实施情况的报告。报告建议，加强顶层设计谋划，优化科技创新资源配置，健全新型举国体制，加快关键核心技术攻关，强化基础研究能力，夯实科技强国建设根基。

上市公司分红新规重磅出炉。证监会就上市公司现金分红规范性文件征求意见。本次现金分红规则修订主要思路是在坚持公司自治基础上，鼓励公司在章程中制定明确的分红政策，稳定投资者分红预期，对不分红、财务投资规模较大但分红比例不高的公司，通过强化披露要求督促分红；便利公司中期分红实施程序，鼓励公司增加现金分红频次；加强对异常高比例分红企业约束，引导合理分红。沪深交易所同步修订规范运作指引并公开征求意见，作出一些操作性规定。

证监会及相关机构发布一揽子公司债券（含企业债券）相关制度规则，将企业债券纳入公司债券管理体系。企业债券发行审核职责划转过渡期至 10 月 20 日结束。过渡期后沪深北交易所负责企业债券受理工作，同时取消企业债券原预约申报环节。中央国债登记结算有限责任公司自 10 月 20 日 17 时起，不再受理企业债券项目。在审核注册安排方面，交易所负责企业债券审核工作，并报证监会履行注册程序。

国务院办公厅印发《专利转化运用专项行动方案（2023-2025 年）》。到 2025 年，推动一

批高价值专利实现产业化。高校和科研机构专利产业化率明显提高，全国涉及专利技术合同成交额达到 8000 亿元。一批主攻硬科技、掌握好专利的企业成长壮大，重点产业领域知识产权竞争优势加速形成，备案认定的专利密集型产品产值超万亿元。

央行、金融监管总局发布《系统重要性保险公司评估办法》，将评估系统重要性金融机构范围从银行进一步拓展到保险领域。《办法》明确参评保险公司范围，包括我国资产规模排名前 10 位的保险集团公司、人身保险公司、财产保险公司和再保险公司，以及上一年度被认定为系统重要性保险公司的机构。

证监会发布《关于修改〈公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）〉第五十条的决定》。将公募 REITs 试点资产类型拓展至消费基础设施，自发布之日起施行。

第三届“一带一路”国际合作高峰论坛 10 月 18 日在北京开幕，中国宣布支持高质量共建“一带一路”八项行动。包括：一、构建“一带一路”立体互联互通网络。二、支持建设开放型世界经济。中方将创建“丝路电商”合作先行区，同更多国家商签自由贸易协定、投资保护协定。全面取消制造业领域外资准入限制措施。未来 5 年（2024-2028 年），中国货物贸易、服务贸易进出口额有望累计超过 32 万亿美元、5 万亿美元。三、开展务实合作。中方将统筹推进标志性工程和“小而美”民生项目。中国国家开发银行、中国进出口银行将各设立 3500 亿元人民币融资窗口，丝路基金新增资金 800 亿元人民币，以市场化、商业化方式支持共建“一带一路”项目。四、促进绿色发展。中方将持续深化绿色基建等领域合作。五、推动科技创新。中方将在本届论坛上提出全球人工智能治理倡议，愿同各国加强交流和对话，共同促进全球人工智能健康有序安全发展。六、支持民间交往。七、建设廉洁之路。八、完善“一带一路”国际合作机制。

国家金融监督管理总局修订发布了《非银行金融机构行政许可事项实施办法》，自 2023 年 11 月 10 日起施行。《办法》调整了机构设立和股东准入条件，落实业务分级管理规定，完善财务公司专项业务准入条件；进一步放宽境外机构入股金融资产管理公司的准入条件，允许境外非金融机构作为金融资产管理公司出资人，取消境外金融机构作为金融资产管理公司出资人的总资产要求。

（二）海外宏观

劳动力市场强劲，美国初请失业救济金人数创新低。美国上周初请失业金人数为 19.8 万人，预期 21.2 万人，前值自 20.9 万人修正至 21.1 万人；10 月 7 日当周续请失业金人数万人，预期 171 万人，前值自 170.2 万人修正至 170.5 万人。

美国房贷利率连升六周，按揭申请降至 28 年冰点。美国上周 MBA30 年期固定抵押贷款利率升至 7.7%；MBA 抵押贷款申请活动指数 166.9，为 1995 年 5 月以来最低水平；MBA 抵押贷款购买指数 129.8，MBA 抵押贷款再融资活动指数 347.6。

美联储褐皮书：美国经济前景稳定，物价涨幅有望放缓。自 9 月以来经济活动几乎没有变化，整体物价继续温和上涨；消费支出呈现不稳定态势，尤其是汽车和一般零售业；全国劳动力市场紧张程度继续缓解；几个地区报告称，预计未来价格大幅上涨的公司数量有所减少。

美联储主席鲍威尔表示：通胀仍然过高，美联储致力于将通胀可持续地降至 2%。要达到这一目标，可能需要一段时期低于趋势的经济增长，以及劳动力市场状况进一步疲软。鲍威尔没排除数据太好会进一步加息，但也强调风险和债市收益率上涨收紧了金融状况。此外，考虑到不确定性和风险，以及已经取得的进展，美联储正在谨慎行事。另外，鲍威尔还指出，债市收益率上升可能意味着无需更多加息。

巴以新一轮冲突已造成双方至少 5266 人死亡。以色列国防部长公布对加沙地带作战计划和目标，计划通过摧毁哈马斯军事力量，彻底消灭该组织，并在加沙地带建立一个新的“安全政权”。

日本央行行长植田和男表示，鉴于日本经济和物价前景高度不确定性，需要管理不断增加的利率风险。日本央行将于 12 月 4 日首次举行长期货币政策审查研讨会，主题是“非常规货币政策的影响和副作用”。

美国商务部发布对华半导体出口管制最终规则。中方对此强烈不满，坚决反对。中国商务部指出，美方应尽快取消对华半导体出口管制，为包括中国企业在内的各国企业营造公平、公正、可预期的营商环境。中方将采取一切必要措施，坚决维护自身正当权益。

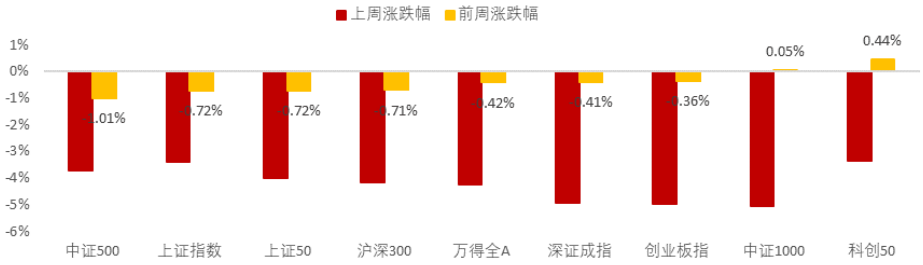
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数集体下跌。截至 10 月 20 日，中证 1000 跌幅达 5.06%，创业板指跌幅达 4.99%，深证成指跌幅达 4.95%，跌幅靠前。从行业板块看，上周所有板块均下跌，通信、医药、计算机、传媒、电子领跌。

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



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集体下跌，中证 1000、创业板指、科创 50 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，上周所有行业估值集体下行，**传媒、计算机、消费者服务、电子、钢铁**下行最多。当前**钢铁、传媒、电子、汽车、消费者服务**板块估值处于历史较高水平；**有色金属、机械、通信、煤炭、建筑**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）

	2023/10/20	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	12.6	↓	0.43	19.7	↓	10.19	30.0%	25.9%	21.0%
深证成指	21.0	↓	1.05	35.8	↓	1.49	24.7%	11.2%	0.2%
上证50	9.8	↓	0.35	26.7	↓	11.64	42.6%	36.5%	27.3%
沪深300	11.1	↓	0.41	17.6	↓	4.75	21.9%	9.5%	4.6%
中证500	22.2	↓	0.90	13.3	↓	4.35	18.4%	34.9%	35.9%
中证1000	35.9	↓	1.99	30.7	↓	11.96	30.7%	47.5%	45.4%
创业板指	27.7	↓	1.64	0.1	↓	2.14	0.2%	0.3%	0.0%
科创50	37.8	↓	1.42	2.1	↓	4.06	2.1%	2.1%	2.2%

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）

	2023/10/20	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)	11.0	↓ 0.18	14.29%	↓ 4.00	14.3%	26.2%	40.7%
煤炭(中信)	7.9	↓ 0.05	11.02%	↓ 0.35	11.0%	19.8%	29.7%
有色金属(中信)	15.7	↓ 0.63	6.53%	↓ 1.94	6.5%	11.5%	17.9%
电力及公用事业(中信)	22.8	↓ 0.70	52.04%	↓ 6.83	52.0%	41.0%	38.4%
钢铁(中信)	92.3	↓ 4.64	91.96%	↓ 0.77	92.0%	97.8%	96.6%
基础化工(中信)	24.8	↓ 0.97	26.33%	↓ 1.92	26.3%	50.0%	41.4%
建筑(中信)	9.0	↓ 0.30	13.13%	↓ 6.48	13.1%	18.1%	25.3%
建材(中信)	22.8	↓ 1.15	64.27%	↓ 3.47	64.3%	95.5%	93.5%
轻工制造(中信)	34.8	↓ 1.57	51.73%	↓ 6.09	51.7%	89.9%	84.3%
机械(中信)	31.6	↓ 1.64	6.95%	↓ 4.37	7.0%	4.3%	6.1%
电力设备及新能源(中信)	18.9	↓ 0.86	#VALUE!	N/A	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!
国防军工(中信)	59.4	↓ 2.38	19.96%	↓ 5.21	20.0%	15.5%	6.2%
汽车(中信)	33.6	↓ 0.73	68.93%	↓ 0.95	68.9%	41.1%	8.4%
家电(中信)	14.7	↓ 0.42	14.29%	↓ 3.84	14.3%	10.8%	2.8%
纺织服装(中信)	29.7	↓ 0.37	42.23%	↓ 2.32	42.2%	50.1%	50.1%
医药(中信)	37.7	↓ 2.84	32.00%	↓ 23.14	32.0%	41.7%	31.5%
食品饮料(中信)	27.8	↓ 1.63	27.96%	↓ 5.11	28.0%	9.1%	0.0%
银行(中信)	4.8	↓ 0.11	16.27%	↓ 3.03	16.3%	17.2%	26.8%
非银行金融(中信)	16.9	↓ 0.36	42.06%	↓ 4.83	42.1%	59.8%	73.5%
交通运输(中信)	24.9	↓ 0.83	59.77%	↓ 1.56	59.8%	58.7%	35.8%
电子(中信)	67.3	↓ 4.81	83.03%	↓ 5.26	83.0%	77.8%	73.2%
通信(中信)	20.4	↓ 0.78	8.04%	↓ 1.73	8.0%	15.3%	23.7%
计算机(中信)	85.8	↓ 5.88	54.60%	↓ 1.94	54.6%	31.6%	18.6%
传媒(中信)	114.4	↓ 7.00	86.94%	↓ 1.65	86.9%	70.1%	62.4%
综合金融(中信)	36.8	↓ 1.49	37.63%	↓ 5.80	37.6%	37.6%	36.6%

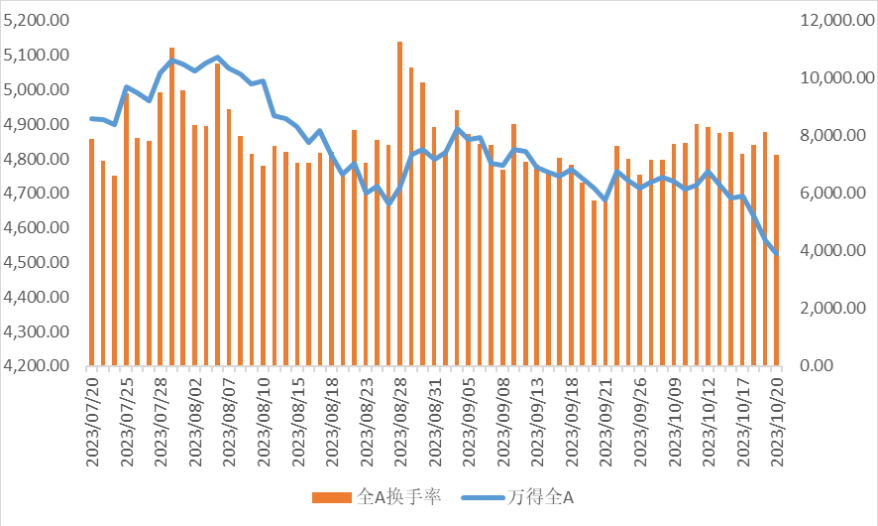
数据来源：Wind、鑫元基金

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，上周市场下跌放量，是一种较为糟糕的信号。从行业拥挤度的角度，汽车，机械，计算机行业的拥挤度较高。

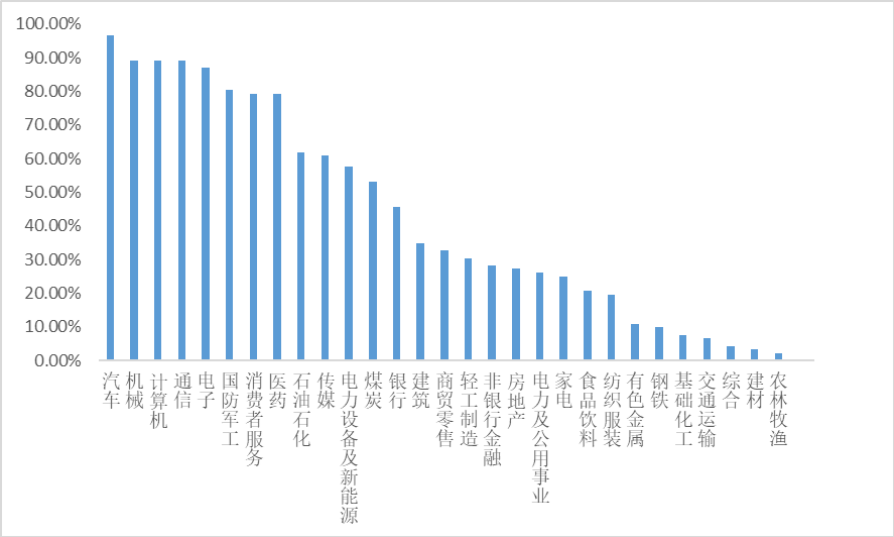
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.21%，处于历史 95%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 5：全市场换手率



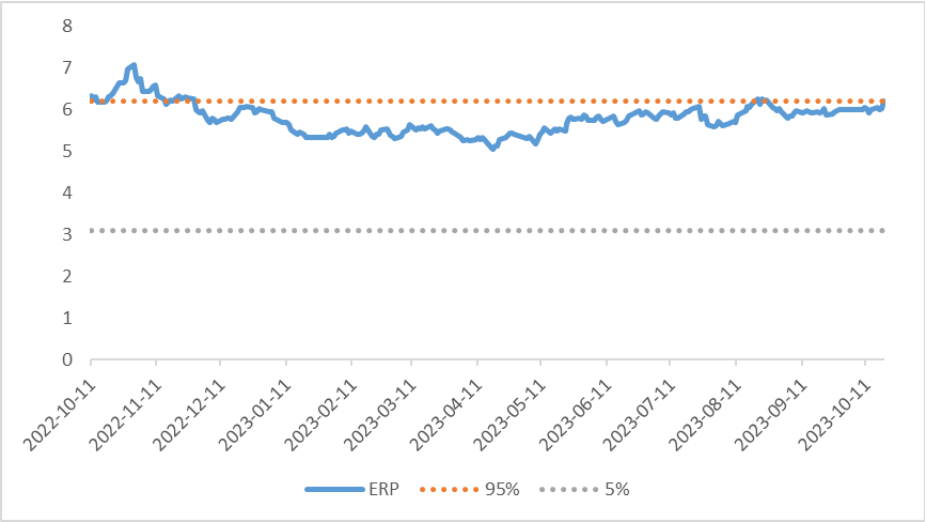
数据来源：Wind、鑫元基金

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

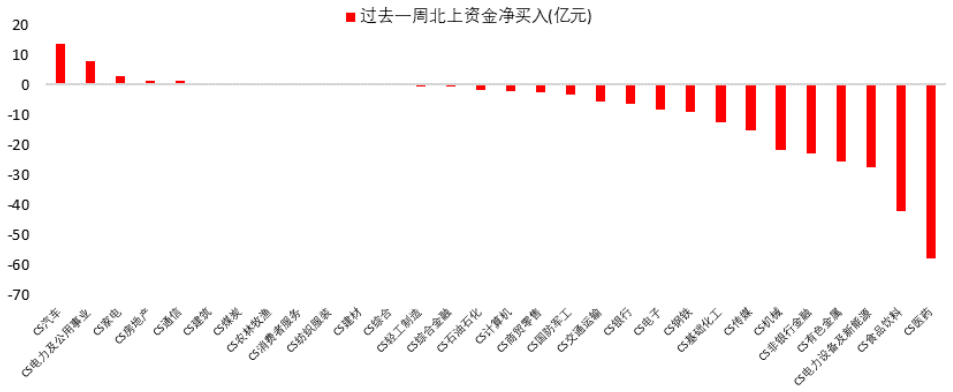


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 240.46 亿元，上上周净流出 131.44 亿元，最近一周北向资金净流出有所增加。上周增持金额排行靠前的行业是汽车（↑ 13.41）、电力及公用事业（↑ 17.78）、家电（↑ 7.89）、房地产（↑ 2.74）、通信（↑ 1.21）；减持金额排名靠前的行业是医药（↓ 57.82）、食品饮料（↓ 42.22）、电力设备及新能源（↓ 27.48）、有色金属（↓ 25.53）、食品饮料（↓ 22.76）。

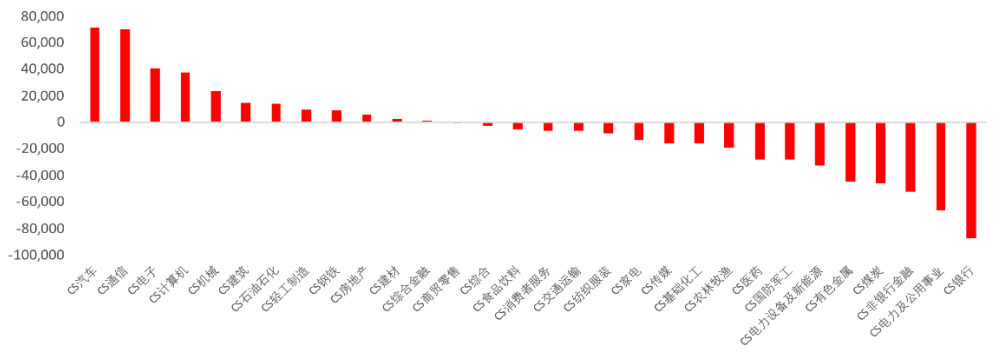
图 8：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

10 月 19 日，两融资金占比为 7.64%，10 月 13 日为 8.11%，反映出杠杆资金加仓意愿减小。截至 10 月 20 日，上周融资净买入最大的五个行业为**电子、医药、计算机、汽车、通信。**

图 10：上周两融资金行业流向（万元）

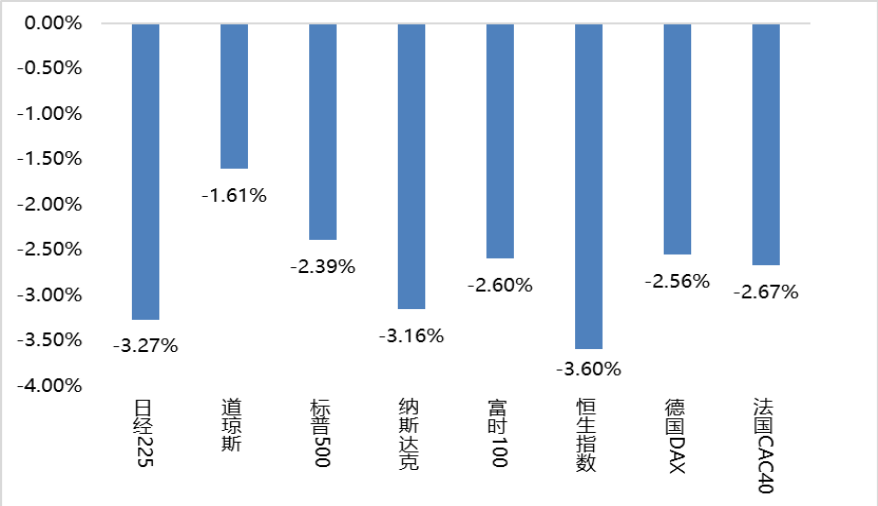


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市集体下跌。美国股市方面，道指下跌 1.61%，标普 500 下跌 2.39%，纳指下跌 3.16%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 2.60%，德国 DAX 下跌 2.56%，法国 CAC40 下跌 2.67；亚太股市方面，日经指数下跌 3.27%，恒生指数下跌 3.60%。

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 22430 亿元逆回购操作，因有 11660 亿元逆回购到期，上周实现净回笼 10770 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 3190 亿元，地方政府债发行 3154 亿元，整体净缴款 2146.9 亿元。

表 1：10 月 23 日-10 月 27 日政府债发行缴款

单位：亿元

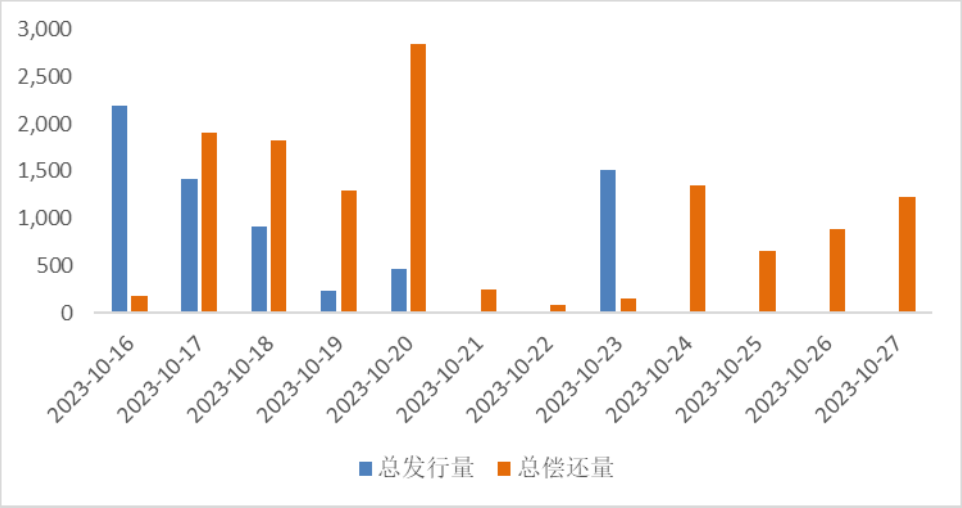
	10 月 23 日		10 月 24 日		10 月 25 日		10 月 26 日		10 月 27 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	22.6	2240	178.8	0	1268.9	0	1291	950	692.7
到期	3843.5	197.2	0	0	1922.5	262.2	0	156.8	0	0

缴款	1904.2	1625	0	22.6	2240	178.8	0	1268.9	0	1291
净缴款	-512.5		22.6		233.7		1112.3		1292	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：10 月 23-27 日，同业存单到期量从 8000 亿+的高位降至 4601 亿元，而后两周分别到期 4451 亿元、7862 亿元。

图 13：同业存单到期与发行



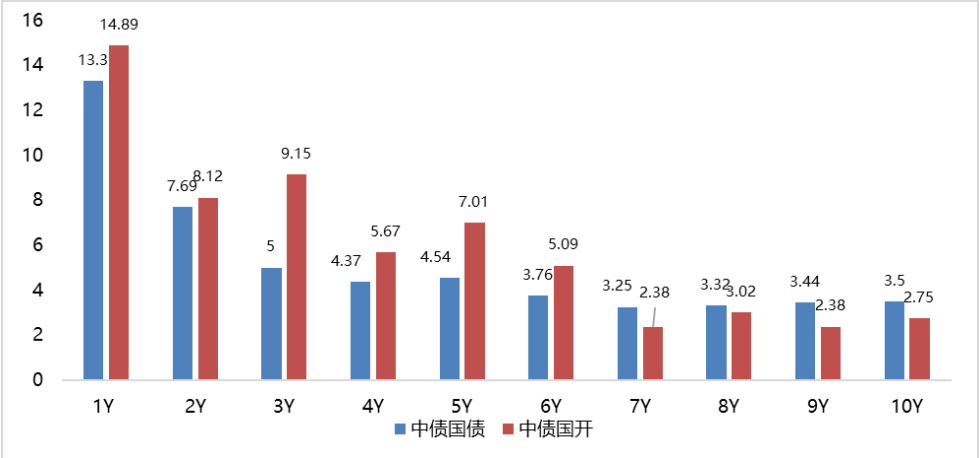
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：资金利率持续上行，具体而言，DR001 从上周一的 1.72%上行至 1.94%，R001 从上周一的 1.81%上行至 2.36%，二者均值分别较前一周上行 8bp、19bp。DR007 从上周一的 1.81%上行至上周五的 2.31%，高于 7 天逆回购利率 51bp，R007 则从上周一的 2.02%上行至上周五的 3.01%。当前资金利率水平已高于 9 月跨季时期，当时 R001 和 R007 分别在 2.2%和 2.5%左右。周内变化来看，上周一至上周三质押式回购仍维持在 7 万亿元以上的高位，上周四和上周五分别下滑至 6.7 万亿元和 5.8 万亿元。全周银行间质押式回购日均成交 7.02 万亿元，低于前一周的 7.23 万亿元。回购余额来看，从上周一的 10.9 万亿元持续下降至上周五的 9.6 万亿元。

票据利率：票据利率整体呈先跌后涨走势。主要原因为上周前半周的市场在大行的强势买入引导下，城农商机构也开始发力，随着买入力度不断增加，利率也不断下探，足月国股最低跌至 1.1%。上周后半周一级供给持续回暖，加之大行提价收票，看涨情绪较浓，促使卖盘情绪增加，各期限利率均有不同程度上行。

（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	**19.03**	**9.72**	**10.7**	**-30.66**
环比	-8.30	-0.46	-1.04	-94.98
年初以来	-11.68	-14.34	-8.37	-35.39
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	15.76	18.13	55.20
2016 年以来分位数	21.26%	14.19%	15.32%	4.10%

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 9 月 28 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	**23.3**	**29.4**	**37.18**	**39.99**	**46.4**
环比	-5.72	-1.27	-4.89	-2.81	-6.65
年初以来	-24.53	-22.82	-26.05	-13.84	-20.52
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	47.68	37.60	40.44	44.77	45.55
2016 年以来分位数	2.72%	24.74%	39.45%	37.70%	53.79%

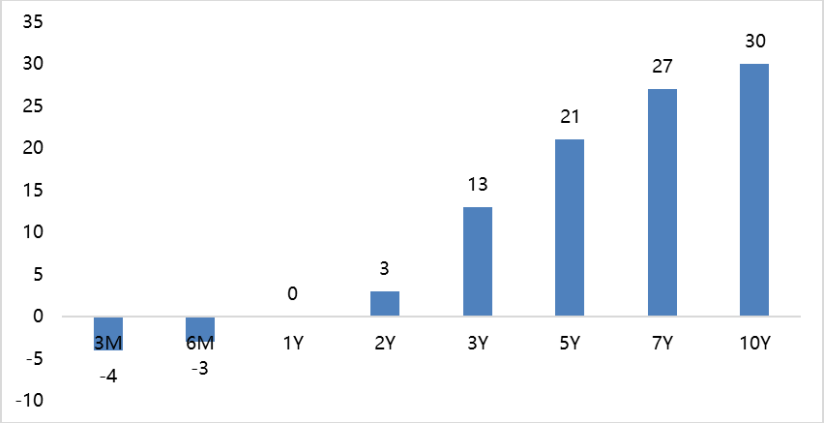
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国开和中债国债收益率集体上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 13.3BP 至 2.3107，3 年期上行 5BP 至 2.5010，5 年期上行 4.54BP 至 2.5982，10 年期上行 3.5BP 至 2.7052。

长期限高等级票据信用利差短期长期均收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.72BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.27BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票

据信用利差收窄 4.89BP。

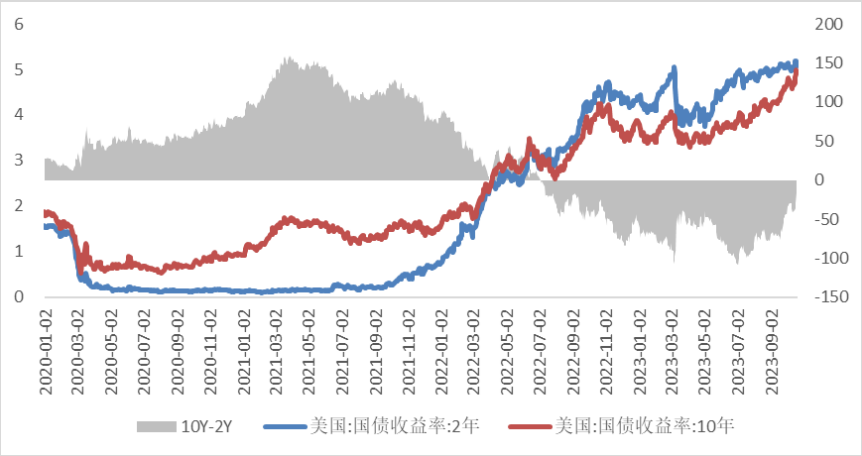
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周除 3 月期、6 月期和 1 年期外美债各期限收益率集体上行。上周 10 年期美债收益率上行 30BP，10 年期国债收益率上行 3.5BP，中美利差倒挂程度有所加深。全周来看，1 年期美债收益率上行 0BP，3 年期美债收益率上行 13BP，10 年期美债收益率上行 30BP。

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

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率贬值。上周美元指数下跌 0.49%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.03%，即期汇率贬值 0.15%，离岸人民币汇率贬值 0.22%。

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	106.1554	7.1793	7.315	7.3286
对照日期	106.6767	7.1775	7.304	7.3129
涨跌	-0.49%	-0.03%	-0.15%	-0.22%

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，国内经济，3 季度实际 GDP 同比回升至 4.9%、环比增长从 2 季度的 0.5%回升至 1.3%。9 月工业增加值同比增速持平于 4.5%；社零名义同比从 8 月的 4.6%上行至 5.5%。9 月固定资产投资同比从 8 月的 1.8%上行至 2.4%。上周钢铁减产去库存，而水泥、汽车、纺织生产强于 9 月同期；房地产开发投资跌幅小幅走阔，基建及制造业投资增速有所回升。国内地产销售同比弱修复，二三线城市拿地边际改善，线下经济活跃度提升。

分产业看，服务业动能对经济发挥了重要的支撑作用，同时工业生产出现积极变化。前三季度，第一产业拉动名义 GDP 增长 0.2 个百分点，第二产业拉动 0.4 个百分点，第三产业拉动 3.9 个百分点。单季度来看，三季度第二产业工业生产活动恢复加快，服务业经营活动持续好转但改善速度有所放缓。**从三季度的经济数据来看，经济整体延续恢复向好态势。**

（二）权益市场展望和策略

上周市场突破下行，主要宽基指数普遍跌幅较大；风格方面，价值好于成长，大盘略好于小盘。A 股市场 30 个一级行业全部下跌，跌幅 2%以内的行业包括煤炭、非银金融、综合金融、石油石化、纺织服装，偏红利、价值风格。情绪指标方面，成交额下行，换手率边际回升，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，底部特征凸显。北向资金近 60 日累计流出金额创历史新高，融资余额小幅上行。

市场下跌主要原因是短期流动性挤兑和避险情绪。8 月以来人民币贬值，汇率贬值导致资金流出压力大，货币市场融资成本趋势性上行，国内开始货币紧缩。巴以冲突升级造成市场进一步回避风险，黄金价格短期大幅上涨反映避险情绪升温，石油价格在地缘政治扰动下反弹，对通胀预期也有影响。如果美国经济不衰退，当下 10%的信用债是盈亏比很好的选择。

展望市场，**从传统的赔率指标、情绪指标来看，底部特征明显，但是当前国内外宏观充满分歧，缺乏市场共识。底部区域保持乐观，静待重大宏观变化。**短期轮动机会关注华为产业链的消费电子、电动车，困境反转的医药，以及稳定资本市场预期的中特估等板块。中长期重点关注出口链投资机会。

（三）债券市场展望和策略

上周市场资金面边际收紧，收益率曲线熊平。9 月经济数据全面改善，基本面筑底后继续向好，但居民消费能力及意愿恢复仍不及预期，国内经济的中长期矛盾仍在，同时海外不确定性也在逐渐增多，美国经济和通胀“不着陆”导致美债收益率高位波动，俄乌冲突延续，中东局势动荡。综合来看，短期内经济基本面或将继续改善，但上行斜率和高点可能较为有限。总体而言，经济数据对债市的影响相对有限，当前债市的主要压力仍是政府债的超预期供给，以及税期资金面的冲击。在近期特殊再融资债供给节奏偏快的背景下，市场对四季度特殊再融资债的供给量预期也从 1 万亿上修至 1.5 万亿此外，此外，近期银行支持地方化债的工作已经启动，除了对银行贷款进行展期降息外，通过贷款置换到期的城投债券及非标是另一大主要方式，银行可能被动面临信贷放量的局面，从而减少银行间市场资金的供给。预计债市收益率在短期内将维持高位震荡，策略方面，建议利率债账户保持中性久期，结合资金面适当控制杠杆，交易层面关注超跌反弹的机会；信用债账户坚持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。