

中美或迎共振补库 权益市场积极因素增多

——鑫元周观点（2023.10.23-2023.10.29）

一、核心观点

宏观方面，国内企业经营加快改善，海外美国三季度经济增长超预期。统计局数据显示，9月工业企业营收同比增速1.2%，连续两月同比正增长，且增速有所加快，工业企业利润率提升，企业经营状况改善。9月工业企业产成品实际库存由降转升，显示当前库存周期正处于被动去库存向主动补库存切换的过程中。海外方面，美国三季度GDP初值4.9%，显著高于前值，超出市场预期，消费表现强劲，显示美国经济在高通胀和高利率环境下依然具有韧性。

权益市场方面，上周A股各指数集体上涨。央行在上上周五、上周一和上周二连续大规模释放流动性。对于权益市场，我们更关心市场利率何时能再回到政策性利率之下，结束偏紧的状态结束，重启宽松。国内短端流动性的变化依然是我们近期需要关注的重点。在流动性缓解、汇金入场和万亿国债增发等因素的刺激下，上周市场先抑后扬，除去采掘、银行和非银金融外，其他行业均有反弹，尤其之前超跌的新能源、食品饮料等行业在上周五反弹明显。四季度推荐的医药、电子和汽车等行业，继续表现出色。A股市场延续震荡筑底，筑底过程不会一蹴而就。需要注意的是，上周的反弹更多呈现出轮动形态，并没有形成较为一致的做多主线板块。另外，要关注本周可能召开的金融工作会议可能带来的边际变化。

固收市场方面，宏观层面，工业企业利润逐季改善，但同时地产销售、票据利率等高频数据未有明显好转，需求侧修复仍需较长时间。债市层面，国债增发落地，年内货币政策加码仍有空间。流动性层面，财政支出逐步加大，预计整体流动性缺口不大，但需要关注政府债集中发行带来的阶段性扰动。总体而言，债券的供给仍是近期市场面临的主要压力，预计收益率将维持高位震荡。策略方面，建议利率债账户保持中性久期和杠杆，关注超跌反弹的交易机会；信用债账户密切关注年末负债端情况，以短久期票息资产为主，可选取优质主体适当拉长久期。

二、宏观动态

（一）国内宏观

万亿国债增发，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。中央财政将在今年四季度

增发 2023 年国债 10000 亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3%提高到 3.8%左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。财政部表示，下一步将及时启动国债发行工作，确保如期完成国债发行任务。

中国 9 月规模以上工业企业利润同比增长 11.9%，连续两个月实现两位数增长。前三季度实现利润总额 54119.9 亿元，同比下降 9.0%；9 月单月利润同比增长 11.9%，连续两个月实现两位数增长。9 月，规模以上工业企业资产负债率为 57.6%，环比持平；工业企业产成品周转天数 20.0 天，处于历史同期较高位置；产成品库存同比 3.1%，较 7 月的 2.4%回升 0.7%

中共中央政治局召开会议，审议《关于进一步推动新时代东北全面振兴取得新突破若干政策措施的意见》。会议强调，牢牢把握高质量发展这个首要任务和构建新发展格局这个战略任务，统筹发展和安全，坚持加大支持力度和激发内生动力相结合，强化东北的战略支撑作用。要以科技创新推动产业创新，改造提升传统制造业，积极培育战略性新兴产业和未来产业，增强发展新动能。要加快发展风电、光电、核电等清洁能源，建设风光火核储一体化能源基地。

中美金融工作组 10 月 25 日以视频方式举行第一次会议。此次会议由中国人民银行和美国财政部副部级官员共同主持，国家金融监管总局、中国证监会以及美联储、美国证券交易委员会等相关金融监管部门参会。双方就两国货币和金融稳定、金融监管、可持续金融、反洗钱和反恐怖融资、全球金融治理等议题以及其他双方重点关切的问题进行了专业、务实、坦诚和建设性沟通。

美国总统拜登在白宫会见到访的中国外交部长王毅。王毅表示，此次访问目的就是同美方沟通，切实落实两国元首重要共识，在重返巴厘岛基础上，面向旧金山，推动中美关系止跌企稳，尽快回到健康稳定发展轨道。拜登阐述重视对华关系的立场，表示美方愿同中方保持沟通，共同应对全球性挑战。访问期间，王毅还同美国国务卿布林肯举行两轮会谈，同美国总统国家安全事务助理沙利文进行了战略沟通。

（二）海外宏观

美国第三季度经济增速创近两年新高。美国商务部公布初始估算数据显示，第三季度美国实际国内生产总值（GDP）按年率计算环比增长 4.9%，超出市场预期并创近两年来最快增速。第三季度个人消费支出（PCE）物价指数年化初值环比上升 2.9%，同比上升 3.4%；不包含食品和能源的核心 PCE 物价指数年化初值环比上升 2.4%，创 2021 年第一季度以来新低，同比上升 3.9%。第三季度实际个人消费支出初值环比上升 4%，创 2021 年第二季度以来新高。

美国上周初请失业金人数小幅上升 但仍处于历史低位。美国上周初请失业金人数为 21 万人，预期 20.8 万人，前值自 19.8 万人修正至 20 万人；10 月 14 日当周续请失业金人数 179 万人，预期 174 万人，前值自 173.4 万人修正至 172.7 万人。

美国 9 月核心 PCE 物价指数同比上升 3.7%，创 2021 年 5 月以来新低。预期 3.7%，前值 3.9%；环比上升 0.3%，符合预期，创 2023 年 5 月以来新高，前值 0.1%。美国 9 月个人支出环比上升 0.7%，预期 0.5%，前值 0.4%。

欧洲央行暂停加息。欧洲央行将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率分别维持在 4.5%、4%及 4.75%不变，为 2022 年 7 月以来首次停止加息。此前，欧洲央行已经连续十次加息，总计加息 450 个基点。

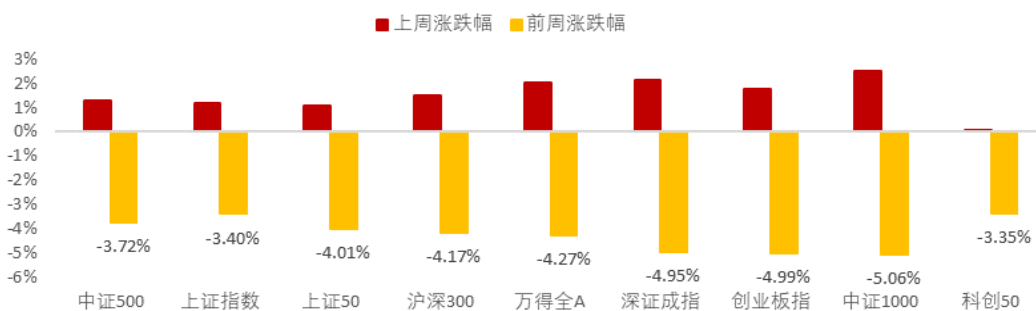
三、市场回顾

(一) 权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数集体上涨。截至 10 月 27 日，中证 1000 上涨 2.47%，深证成指上涨 2.09%，万得全 A 上涨 2.01%，创业板指上涨 1.74%，沪深 300 上涨 1.48%，涨幅靠前。从行业板块看，上周农林牧渔、汽车、医药、食品饮料、综合领涨，通信、煤炭、银行、石油化工、电力设备及新能源领跌。

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上涨，中证 1000、创业板指、深证成指上行较多。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，上周农林牧渔、电子、医药、汽车、军工上行最多，钢铁、传媒、交运、电力及公用事业、

纺织服装下行最多。当前传媒、电子、钢铁、汽车、消费者服务板块估值处于历史较高水平；电新、通信、机械、有色金属、煤炭板块估值处于历史较低水平。

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2023/10/27	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	12.7	↑ 0.03	20.1	↑ 0.76	30.7%	27.2%	22.2%
深证成指	21.6	↑ 0.62	37.7	↑ 1.11	25.9%	12.8%	1.1%
上证50	9.8	↑ 0.04	27.7	↑ 1.60	44.2%	39.4%	29.6%
沪深300	11.1	↑ 0.02	17.9	↑ 0.19	22.1%	9.8%	5.1%
中证500	22.3	↑ 0.06	13.6	↑ 0.47	18.9%	35.8%	36.8%
中证1000	37.2	↑ 1.26	39.7	↑ 9.08	39.7%	59.9%	61.1%
创业板指	28.5	↑ 0.79	1.0	↑ 1.05	1.2%	2.3%	0.7%
科创50	38.1	↑ 0.34	3.5	↑ 1.39	3.5%	3.5%	3.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2023/10/27	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)	10.8	↓ 0.25	12.56%	↓ 1.73	12.6%	23.8%	36.9%
煤炭(中信)	8.0	↑ 0.11	12.02%	↑ 1.00	12.0%	21.6%	32.2%
有色金属(中信)	16.4	↑ 0.72	9.39%	↑ 2.87	9.4%	16.5%	25.7%
电力及公用事业(中信)	21.0	↓ 1.75	37.17%	↓ 14.87	37.2%	23.8%	29.3%
钢铁(中信)	65.2	↓ 27.09	83.02%	↓ 8.93	83.0%	97.4%	96.0%
基础化工(中信)	25.9	↑ 1.04	28.64%	↑ 2.31	28.6%	54.3%	43.0%
建筑(中信)	9.3	↑ 0.24	18.57%	↑ 5.44	18.6%	26.6%	35.8%
建材(中信)	23.3	↑ 0.55	65.89%	↑ 1.62	65.9%	96.5%	95.1%
轻工制造(中信)	36.4	↑ 1.54	57.79%	↑ 6.06	57.8%	97.3%	95.8%
机械(中信)	32.1	↑ 0.53	8.45%	↑ 1.50	8.4%	6.2%	8.3%
电力设备及新能源(中信)	19.5	↑ 0.56	0.35%	↑ 0.35	0.3%	0.7%	1.0%
国防军工(中信)	61.0	↑ 1.60	23.57%	↑ 3.60	23.6%	21.8%	12.3%
汽车(中信)	35.4	↑ 1.75	71.36%	↑ 2.42	71.4%	45.7%	15.7%
家电(中信)	14.9	↑ 0.21	16.12%	↑ 1.83	16.1%	12.1%	4.2%
纺织服装(中信)	28.5	↓ 1.17	35.43%	↓ 6.81	35.4%	38.9%	36.1%
医药(中信)	39.5	↑ 1.83	47.64%	↑ 15.64	47.6%	53.1%	41.3%
食品饮料(中信)	28.4	↑ 0.66	29.88%	↑ 1.92	29.9%	10.4%	0.8%
银行(中信)	4.8	↓ 0.04	15.12%	↓ 1.16	15.1%	16.3%	25.3%
非银行金融(中信)	17.1	↑ 0.22	45.00%	↑ 2.94	45.0%	62.8%	75.3%
交通运输(中信)	22.6	↓ 2.27	49.07%	↓ 10.70	49.1%	51.2%	24.3%
电子(中信)	69.7	↑ 2.39	85.81%	↑ 2.78	85.8%	80.3%	75.7%
通信(中信)	19.5	↓ 0.96	7.64%	↓ 0.40	7.6%	14.5%	22.5%
计算机(中信)	86.6	↑ 0.82	54.88%	↑ 0.28	54.9%	32.0%	19.2%
传媒(中信)	111.1	↓ 3.37	86.26%	↓ 0.68	86.3%	68.8%	60.6%
综合金融(中信)	37.4	↑ 0.58	40.45%	↑ 2.82	40.5%	40.5%	39.6%

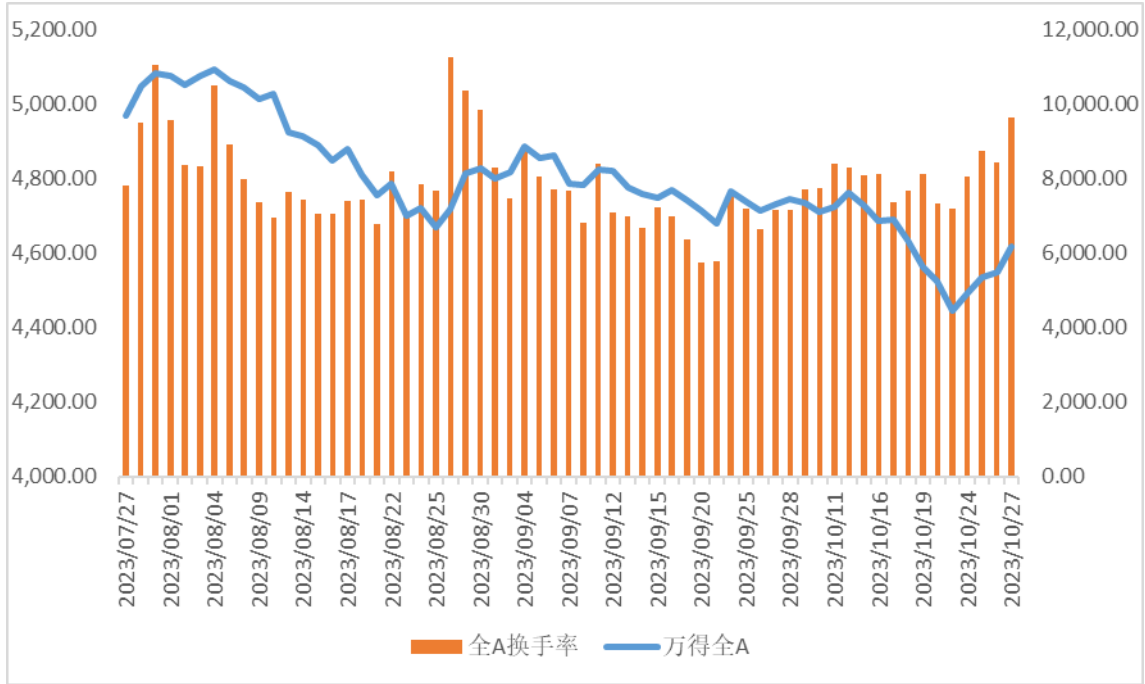
数据来源：Wind、鑫元基金

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场下跌企稳，是一种较为积极的信号。从行业拥挤度的角度，汽车，通信，计算机行业的拥挤度较高。

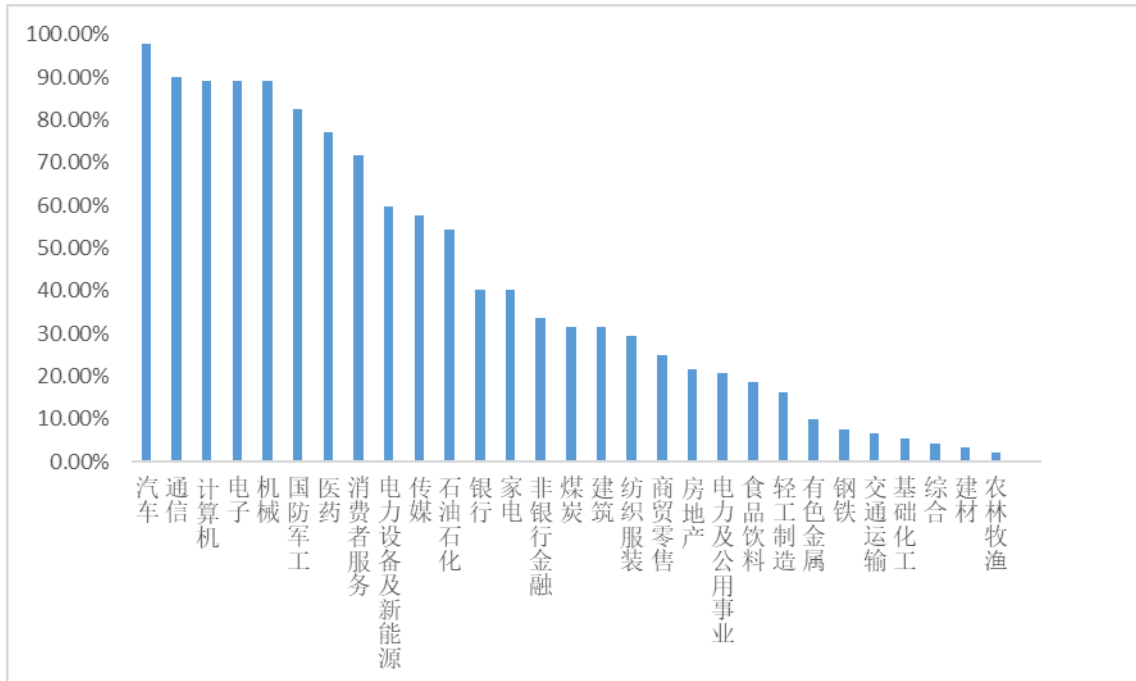
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.33%，处于历史 97% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



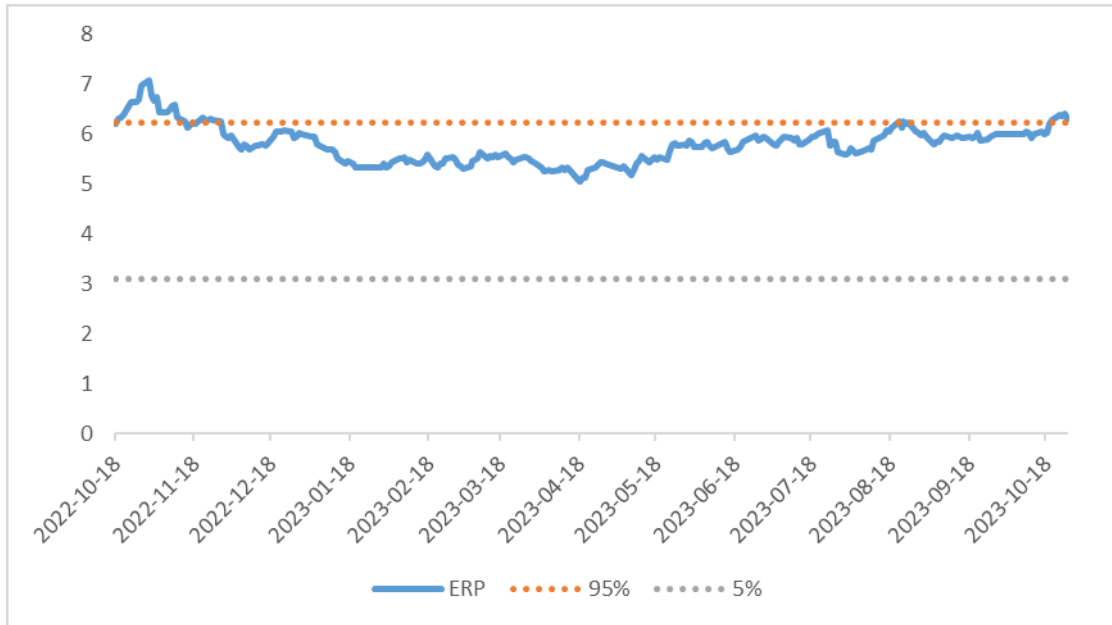
数据来源：Wind、鑫元基金

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

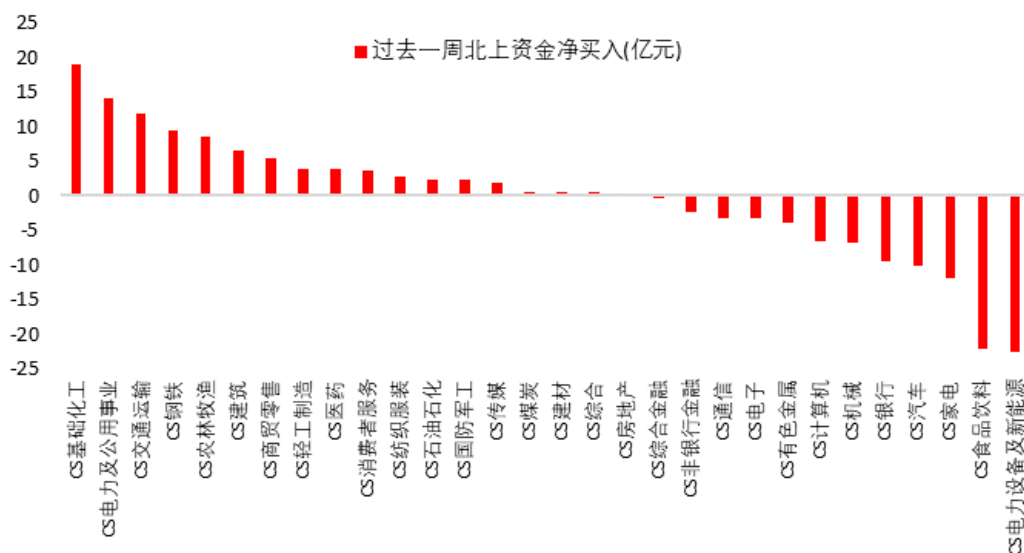


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 4.46 亿元，上上周净流出 240.46 亿元，最近一周北向资金净流出减少。上周增持金额排行靠前的行业是基础化工（↑ 19.01）、电力及公用事业（↑ 14.04）、交运（↑ 11.80）、钢铁（↑ 9.42）、农林牧渔（↑ 8.48）；减持金额排名靠前的行业是电新（↓ 22.57）、食品饮料（↓ 22.05）、家电（↓ 11.78）、汽车（↓ 10.09）、银行（↓ 9.41）。

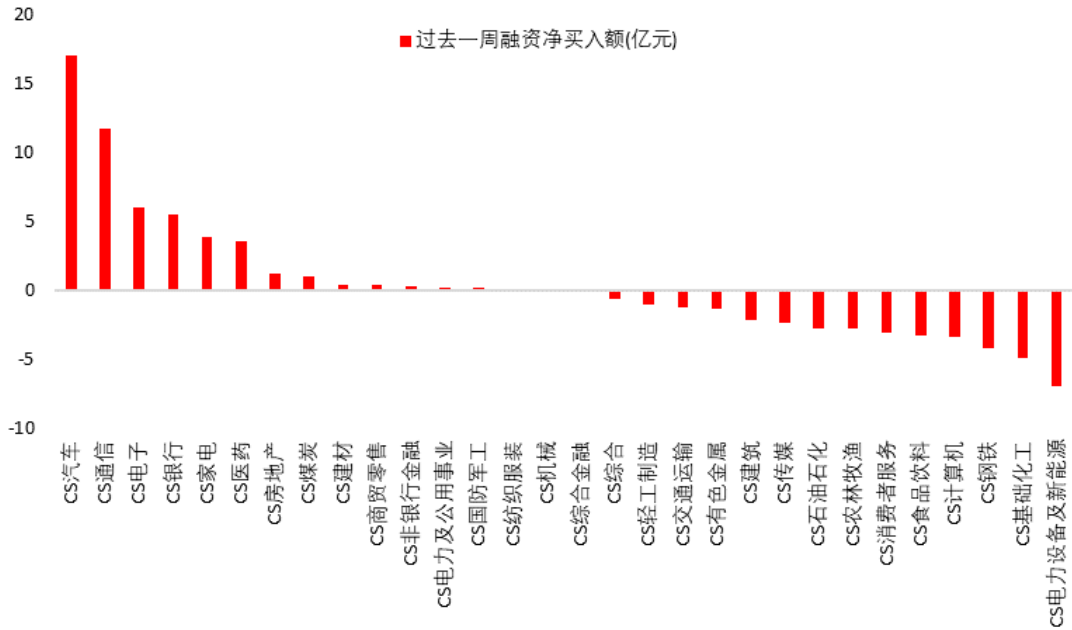
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

10月26日，两融资金占比为7.64%，10月20日为7.38%，反映出杠杆资金加仓意愿增加。截至10月27日，上周融资净买入最大的五个行业为汽车、通信、电子、银行、家电。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

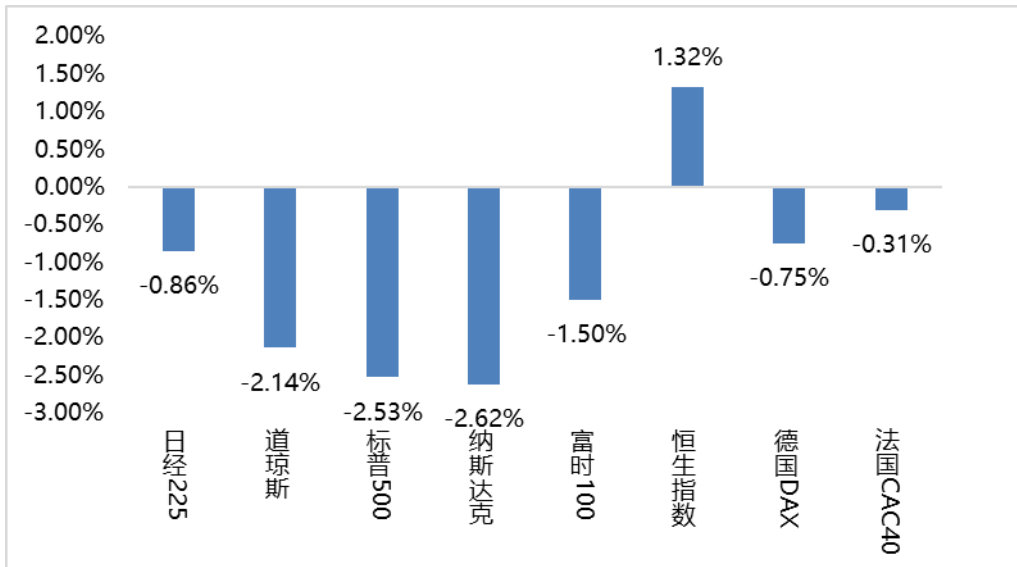


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍下跌。美国股市方面，道指下跌 2.14%，标普 500 下跌 2.53%，纳指下跌 2.62%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 1.50%，德国下跌 0.75%，法国下跌 0.31%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.86%，恒生指数上涨 1.32%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

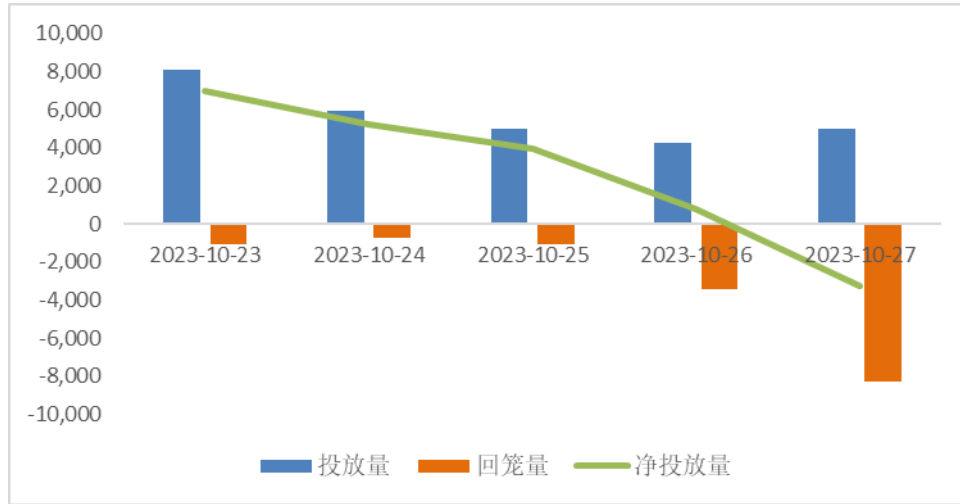


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 28240 亿元逆回购操作，因有 14540 亿元逆回购到期，本周实现净投放 13700 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



数据来源：Wind、鑫元基金

政府债发行：本周国债无发行计划，地方政府债发行 2161.8 亿元，整体净缴款 4116.5 亿元。

表 1：10 月 30 日-11 月 3 日政府债发行缴款

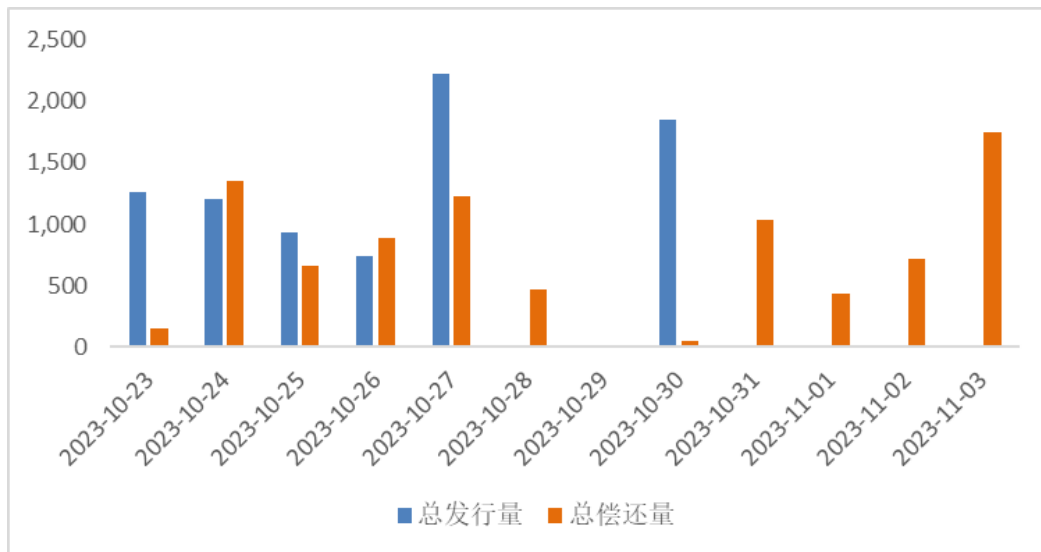
单位：亿元

	10 月 30 日		10 月 31 日		11 月 1 日		11 月 2 日		11 月 3 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	145.2	0	775.1	0	1241.5	0	0	0	0
到期	300.8	49	0	155.3	0	237.8	0	0	0	0
缴款	1902.2	1625	0	22.6	0	178.8	0	1268.9	0	1291
净缴款	2352.8		-10.1		537.3		1236.5		0	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：10 月 30 日-11 月 3 日，同业存单到期量升至 7862 亿元，到期压力将上升。

图 11：同业存单到期与发行



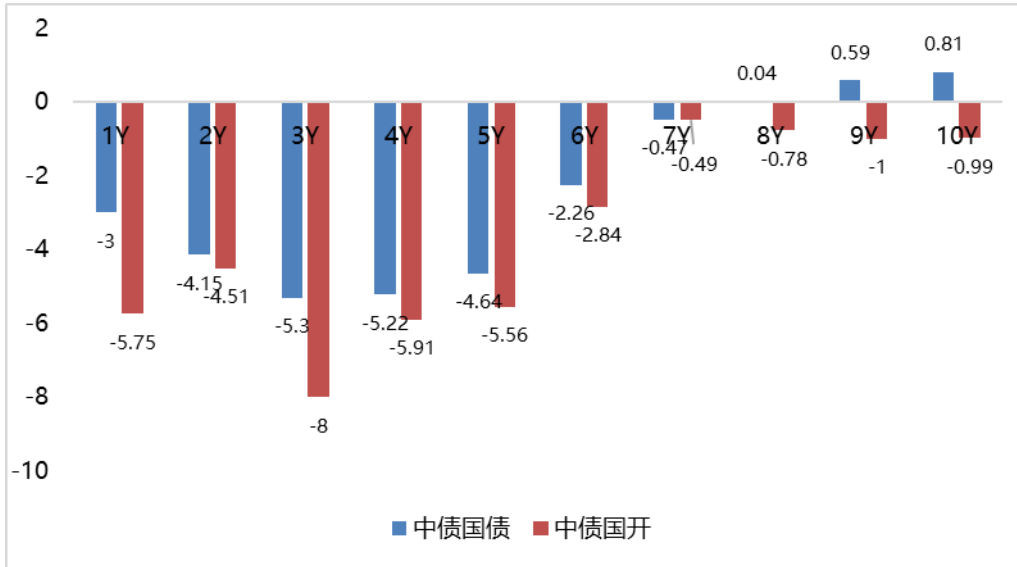
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：上周资金利率主要受到税期影响，资金利率先上后下。具体而言，上周一纳税申报截止，上周二三走款。从资金面来看，上周一上周二较为紧张，上周三开始明显缓解。上周一至上周三，DR001 基本在 1.93%-1.97%之间波动，而后下行，上周五回落至 1.59%，全周均值较前一周小幅下行 2bp。R001 也从 2.1%-2.5%回落至 1.7%附近，全周均值较前一周小幅上行 4bp。7 天资金利率整体高位震荡，DR007 多在 2.0%-2.1%之间波动，R007 在 2.4%-3.1%之间，全周均值分别较前一周上行 7bp、32bp，部分反映了跨月需求。周内变化来看，上周一至上周三质押式回购仍维持在 6 万亿元以下的低位，上周四开始回升至 6 万亿元以上。全周银行间质押式回购日均成交 5.91 万亿元，低于前一周的 7.02 万亿。回购余额来看，从上周一的 9.4 万亿元持续回升至上周五的 10.6 万亿元。

票据利率：受月末规模因素影响，票据利率前半周震荡调整，后半周跌后回调。上周一至上周三，税期截止及缴税走款，资金面维持紧平衡，机构资金成本偏高。标杆大行农行持续进场收票，部分报价持稳，买盘配置情绪平稳释放，卖盘趁机压价出票，市场活跃度一般，供需相互博弈，票价小幅震荡。上周四，月末规模因素显现，部分机构受加规模影响，释放收票需求，主要大行纷纷进场，供需博弈下，票价震荡下行。上周五早盘，市场情绪延续，农行一早降价收票，带动买盘情绪，票价明显下行，临近午盘，随着价格走低，卖盘获利了结意愿释放，市场情绪回暖，票价跌后回升。

(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（2023 年）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	16.73	10.38	16.15	30.95
环比	-2.30	0.66	5.45	61.61
年初以来	-13.98	-13.68	-2.92	26.22
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	27.56	15.75	18.12	55.07
2016 年以来分位数	16.50%	16.66%	37.66%	21.26%

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 29 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	30.78	33.59	43.14	41.85	53.14
环比	7.48	4.19	5.96	1.86	6.74
年初以来	-17.05	-18.63	-20.09	-11.98	-13.78
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	47.63	37.59	40.44	44.77	45.57
2016 年以来分位数	12.83%	39.29%	60.04%	45.02%	77.77%

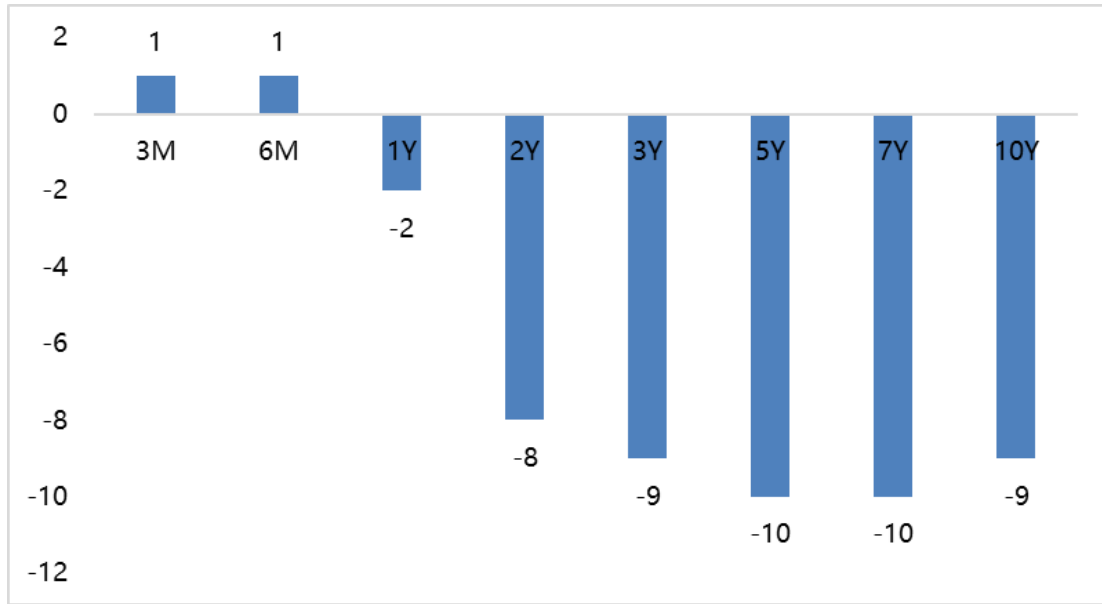
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率多数下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 3BP 至 2.2807，3 年期下行 5.3BP 至 2.448，5 年期下行 4.64BP 至 2.5518，10 年期上行 0.81BP 至 2.7133。

长时期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 7.48BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.19BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 5.96BP。

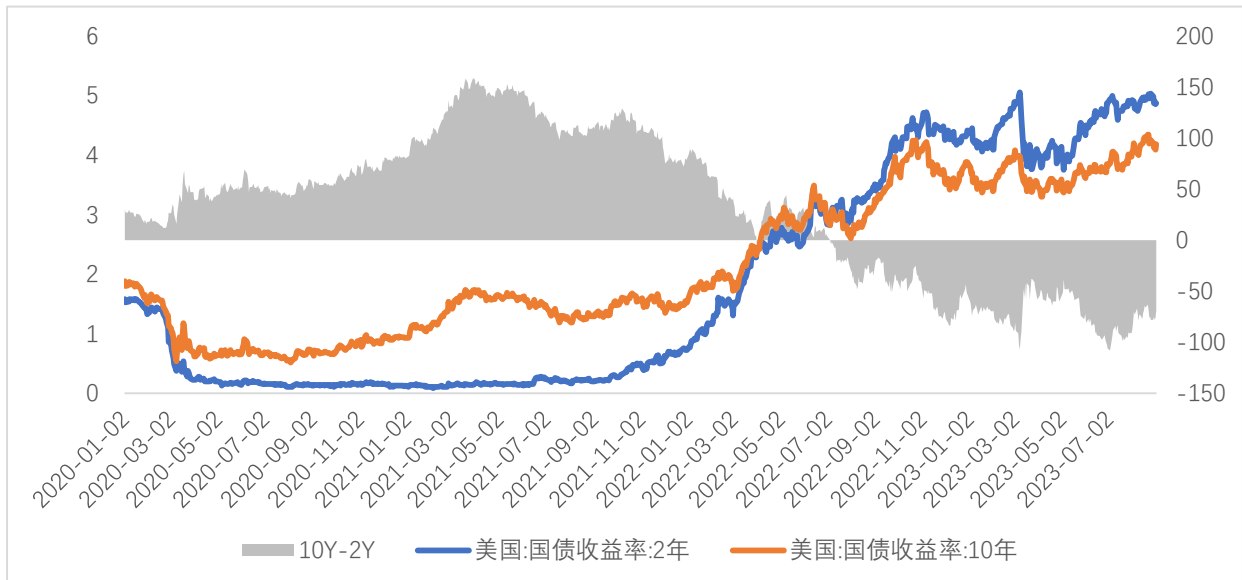
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 9BP，10 年期国债收益率上行 0.81BP，中美利差倒挂程度减少。全周来看，1 年期美债收益率下行 2BP，3 年期美债收益率下行 9BP，10 年期美债收益率下行 9BP。

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

上周美元指数上行，在岸和离岸人民币汇率小幅波动。上周美元指数上涨 0.40%，在岸和

离岸人民币汇率有所贬值，中间价升值 0.02%，即期汇率贬值 0.02%，离岸人民币汇率贬值 0.07%。

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	106.579	7.1782	7.3166	7.3337
对照日期	106.1554	7.1793	7.315	7.3286
涨跌	0.40%	0.02%	-0.02%	-0.07%

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，国内工业企业经营加快改善，海外美国三季度经济增长超预期。统计局公布数据显示，前三季度，全国规模以上工业企业实现利润总额 54119.9 亿元，同比下降 9.0%，降幅比前值收窄 2.7 个百分点。9 月份工业企业利润同比增长 12.1%，连续两个月实现两位数增长。近期部分工业品出厂价格持续回升，带动企业营收改善，而原材料为前期购入，价格相对较低，促进企业单位成本下降，盈利空间扩大。9 月，规模以上工业企业的资产负债率为 57.6%，环比持平。工业企业产成品周转天数 20.0 天，处于历史同期较高位置。产成品库存同比 3.1%，较 7 月的 2.4% 回升 0.7%，即使剔除价格因素后实际产成品库存增速也出现回升，显示当前库存周期正处于被动去库存向主动补库存推进的过程中。海外方面，美国三季度 GDP 初值 4.9%，显著高于前值，超出市场预期，消费表现强劲，显示美国经济在高通胀和高利率环境下依然有韧性。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，美国的加息预期和通胀预期都维持平稳，暂无显著的变化。谷歌和 Meta 未来的业绩指引出现了边际下行，部分反映了美国经济增长韧性背后的隐患，这样的情绪也是上周美债收益率冲高回落的重要原因。国内方面，央行在上上周五、上周一和上周二连续大规模释放流动性。对于权益市场，我们更关心市场利率何时能再回到政策性利率之下，结束偏紧的状态结束，重启宽松。国内短端流动性的变化依然是我们近期需要关注的重点。在流动性缓解、汇金入场和 1 万亿国债等因素的刺激下，上周市场先抑后扬，除去采掘、银行和非银金融外，其他行业均有反弹，尤其之前超跌的新能源、食品饮料等行业在上周五反弹明显。四季度行业推荐的医药、电子和汽车等行业，继续表现出色。A 股市场延续震荡筑底，筑底过程不会一蹴

而就。需要注意的是，上周的反弹更多呈现出轮动形态，并没有形成较为一致的做多主线板块。另外，要关注本周可能召开的金融工作会议可能带来的边际变化。

（三）债券市场展望和策略

宏观层面，工业企业利润逐季改善，但同时地产销售、票据利率等高频数据未有明显好转，需求侧修复仍需较长时间。债市层面，国债增发落地、财政赤字追加，上周虽有市场宽货币预期落空，但通常财政政策发力通常需要宽货币配合，预计年内货币政策加码仍有空间。流动性层面，上周资金面由紧转松，央行也开始在公开市场回笼资金，随着财政支出逐步加大，预计市场的整体流动性缺口不大，但需要关注政府债集中发行带来的阶段性扰动。近期银行存单发行需求较强，1Y期国股存单利率上行至2.60%水平，政府债发行提速和地方化债工作给银行体系带来了较大压力。总体而言，债券的供给仍是近期市场面临的主要压力，预计债券收益率将维持高位震荡。策略方面，建议利率债账户保持中性久期和杠杆，关注超跌反弹的交易机会；信用债账户密切关注年末负债端情况，以短久期票息资产为主，可选取优质主体适当拉长久期。

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。