

# 中美关系有所缓和，市场信心持续修复

——鑫元周观点（2023.11.13-2023.11.18）

## 一、核心观点

**宏观方面**，习近平与拜登会晤，双方在中美关系指导原则、重点领域对话合作、军事安全、人文交流等领域达成重要共识，中美关系转向缓和。国内经济运行总体平稳，但恢复的基础仍有待夯实。当前经济回升基础有待进一步夯实，政策上可能会继续发力。货币政策上年内仍有降准降息的可能，财政上关注中央加杠杆后对居民以及企业融资需求的带动作用。

**权益市场方面**，国内市场基准利率继续向上，市场归因于税期影响，需要观察本周能否如期回落至 1.9%附近，体现更为积极的松。在全球宽松定价和国内流动性短端不松，国内业绩端也未能出现明显拐点性趋势的背景下，海外宽松交易带来的市场反弹并不流畅。地产下行和出口预期的不确定性，叠加 23 年上半年的高基数，依旧是影响市场出现指数级别上行的重要基本面因素。A 股指数最近二周的反复震荡，说明从基本面和流动性的角度都缺乏继续大幅向上的动力，短期或许面临回踩的压力。行业方面，超跌反弹完成之后，主题投资相对占优，但优势并不明显，市场在等待月内中央经济工作会议带来的边际影响，或是通过一定的宽幅震荡实现重新再平衡，以达成新的行业共识。

**固收市场方面**，上周美国通胀压力超预期缓解、美元指数下挫、人民币汇率走强；10 月经济数据除地产和固定资产投资外、社零和工增小幅超预期，但考虑基数效应后，经济复苏斜率有所放缓；央行平价超额续作 MLF，量上超预期，但是公告表述偏谨慎，降准预期有所降温，资金面延续均衡格局，受缴税影响，资金价格中枢小幅抬升；债市整体情绪尚可，延续震荡偏强格局，中短端好于长端，1-3 年下行 2bp 左右，长端、超长端上行 0.5bp 左右。目前 1 年国股 2.56%、10 年国债 2.65%，曲线极为平坦；短端来看，虽然 11 月资金面较 10 月明显改善，但是在央行内外均衡、加大对资金价格把控力的政策取向向下，资金价格下行空间也相对有限；长端虽然在经济弱复苏的背景下大幅上行概率不大，但是短端空间不打开的话、长端下行空间也相对有限，大概率维持高位震荡格局。策略上，建议采取中性久期、适度杠杆，考虑到银行负债端结构问题迟早要得到缓解，目前存单已具备一定性价比，可以增加关注。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

10 月份我国经济运行延续持续恢复向好态势。国家统计局公布数据显示，10 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.6%，环比加快 0.1 个百分点；社会消费品零售同比增 7.6%，环比加快 2.1 个百分点；服务业生产指数同比增长 7.7%，环比加快 0.8 个百分点；城镇调查失业率持平于 5%。1-10 月份，全国固定资产投资同比增长 2.9%，房地产开发投资下降 9.3%，商品房销售面积下降 7.8%。

**央行发布最新数据：贷款存款齐增长。**据央行初步统计，10 月份，人民币贷款增加 7384 亿元，同比多增 1058 亿元；M2 同比增长 10.3%，增速与上月末持平，比上年同期低 1.5 个百分点。10 月社会融资规模增量为 1.85 万亿元，比上年同期多 9108 亿元，其中，政府债券净融资 1.56 万亿元，同比多 1.28 万亿元。10 月末，社会融资规模存量为 374.17 万亿元，同比增长 9.3%。专家认为，考虑到 MLF 到期压力较大，以及地方政府债券放量发行造成流动性持续趋紧，年内再度降准的可能性较大。

**中国 10 月 70 城房价出炉。**新房和二手房价格环比下降城市分别有 56 个和 67 个，均比上月增加 2 个，其中二手房价下跌城市个数创新高，只有杭州、三亚两个城市上涨。各线城市房价环比全面下降，一线城市二手房价跌幅再次居前，北京跌幅 1.1%，位居并列第三。新房价格同比下降城市有 47 个，比 9 月增加 2 个；二手住宅同比下降城市有 67 个，个数与 9 月相同。

**央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。**会议强调，要落实好跨周期和逆周期调节的要求，着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长。要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷；支持房地产企业通过资本市场合理股权融资；加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。配合地方政府稳妥化解债务存量、严格控制新增；通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构。

**国家领导人同美国总统拜登举行中美元首会晤，就事关中美关系的战略性、全局性、方向性问题以及事关世界和平和发展的重大问题坦诚深入地交换了意见。**两国元首同意推动和加强中美各领域对话合作。外交部长王毅介绍，此次中美元首会晤达成 20 多项共识，其中包括：推进并启动在商业、经济、金融、出口管制等各领域的机制性磋商；启动续签《中美科

技合作协定》磋商，重启中美农业联委会；同意明年早些时候大幅增加两国间直航航班，鼓励扩大留学生规模，加强文化、体育、青年、工商界交流；建立人工智能政府间对话机制，等等。

亚太经合组织第三十次领导人非正式会议发表了《2023年亚太经合组织领导人旧金山宣言》。宣言强调，亚太经合组织必须利用技术和经济进步，继续释放本地区的巨大潜力和活力，促进经济增长，应对包括气候变化在内的所有环境挑战。

中国人民银行金融稳定局日前发表题为《有效防范化解金融风险牢牢守住不发生系统性风险的底线》的文章。文章指出，当前，我国金融风险整体收敛、总体可控。下一步，中国人民银行将全面加强金融监管，完善宏观审慎管理，强化系统性风险、影子银行和金融科技监测分析，健全具有硬约束的早期纠正机制，实现风险早识别、早预警、早暴露、早处置。

金融监管总局发布《信托公司监管评级与分级分类监管暂行办法》。办法设置公司治理、资本要求、风险管理、行为管理和业务转型五大评级模块，分别赋予20%、20%、20%、30%和10%的分值权重。评级结果分为6个级别，级别越高表明机构风险越大，越需要监管关注。

《办法》还对具有系统性影响的信托公司，进一步强化监管。对于监管评级良好，且具有系统性影响的信托公司，可优先试点创新类业务。

## （二）海外宏观

美国上周初请失业金人数为23.1万人，为8月19日当周以来新高。预期22万人，前值修正为21.8万人。至11月4日当周续请失业金人数为186.5万人，升至近两年来最高水平，预期184.7万人。

美国通胀超预期降温，美联储降息预期提前。美国劳工部报告显示，因能源价格大幅放缓，美国10月CPI同比升3.2%，为今年7月以来新低，低于预期的3.3%，前值升3.7%；核心CPI同比升4%，为2021年9月以来新低，预期为持平于4.1%。芝商所“美联储观察”显示，美联储12月维持利率不变的可能性接近100%，2024年首次降息的预期也进一步提前。

美国总统拜登签署一项短期拨款法案。用以维持联邦政府继续运转，避免部分机构因资金问题“停摆”。

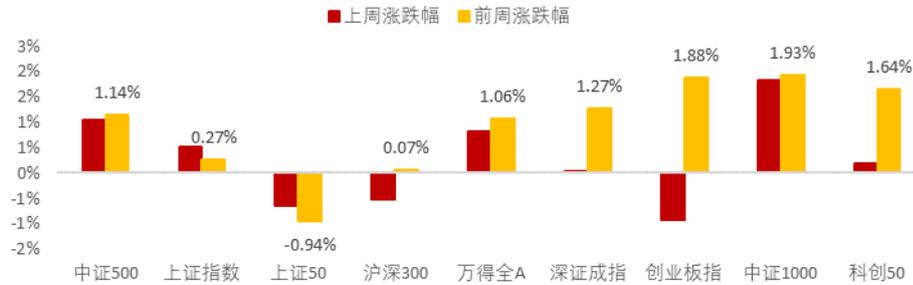
欧洲央行管委称讨论降息还为时过早，但市场已经押注明年降息100基点。欧洲央行管委内格尔表示，现在谈论降息还为时过早，甚至还不清楚欧洲央行是否达到峰值利率，因为目前在2.9%的CPI可能仍受到地缘政治冲击的影响。

### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数普遍上涨。截至 11 月 17 日，中证 1000 上涨 1.82%，中证 500 上涨 1.05%，万得全 A 上涨 0.82%，上证指数上涨 1.05%，涨幅靠前。从行业板块看，上周**电力及公用事业、传媒、机械、电子、计算机**领涨，**银行、煤炭、家电、非银行金融、有色金属**领跌。

##### 2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

|        | 2023/11/17 | 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       | ↑ 0.04 | 21.0 | ↑ 0.90 | 32.6%  | 30.5% | 25.0% |
| 深证成指   | 22.1       | 0.00   | 39.4 | ↓ 0.01 | 26.8%  | 14.6% | 3.3%  |
| 上证50   | 9.8        | ↓ 0.04 | 26.8 | ↓ 1.82 | 42.6%  | 36.6% | 27.5% |
| 沪深300  | 11.1       | ↓ 0.04 | 17.7 | ↓ 0.47 | 22.0%  | 9.8%  | 5.2%  |
| 中证500  | 22.7       | ↑ 0.23 | 15.3 | ↑ 1.23 | 21.2%  | 40.0% | 41.5% |
| 中证1000 | 39.2       | ↓ 0.13 | 47.4 | ↓ 0.52 | 47.4%  | 71.1% | 71.3% |
| 创业板指   | 29.1       | ↓ 0.28 | 2.1  | ↓ 0.39 | 2.6%   | 4.9%  | 1.9%  |
| 科创50   | 45.1       | ↑ 0.12 | 42.8 | ↑ 0.20 | 42.8%  | 42.8% | 45.1% |

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

|              | 2023/11/17 | 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)     | 9.9        | 0.00   | 7.32%  | ↓ 0.05 | 7.3%   | 13.8% | 21.3% |
| 煤炭(中信)       | 8.7        | ↓ 0.03 | 17.44% | ↓ 0.40 | 17.4%  | 31.2% | 41.4% |
| 有色金属(中信)     | 17.0       | ↑ 0.27 | 11.20% | ↑ 0.97 | 11.2%  | 19.6% | 30.3% |
| 电力及公用事业(中信)  | 19.8       | ↑ 0.06 | 30.83% | ↑ 0.29 | 30.8%  | 17.2% | 25.9% |
| 钢铁(中信)       | 37.6       | ↑ 0.84 | 71.30% | ↑ 0.36 | 71.3%  | 90.9% | 86.0% |
| 基础化工(中信)     | 28.9       | ↑ 0.24 | 34.10% | ↑ 0.94 | 34.1%  | 64.3% | 53.3% |
| 建筑(中信)       | 9.3        | ↑ 0.07 | 20.27% | ↑ 1.54 | 20.3%  | 28.8% | 38.3% |
| 建材(中信)       | 24.0       | ↓ 0.07 | 67.59% | ↓ 0.32 | 67.6%  | 96.7% | 95.4% |
| 轻工制造(中信)     | 37.1       | ↑ 0.25 | 59.65% | ↑ 0.43 | 59.7%  | 98.3% | 97.4% |
| 机械(中信)       | 33.2       | ↑ 0.60 | 11.95% | ↑ 2.29 | 11.9%  | 11.4% | 14.6% |
| 电力设备及新能源(中信) | 20.4       | ↓ 0.14 | 1.23%  | ↑ 0.04 | 1.2%   | 2.3%  | 3.6%  |
| 国防军工(中信)     | 65.1       | ↑ 1.52 | 35.92% | ↑ 4.99 | 35.9%  | 44.0% | 38.0% |
| 汽车(中信)       | 32.7       | ↑ 1.07 | 67.59% | ↑ 0.68 | 67.6%  | 39.5% | 6.6%  |
| 家电(中信)       | 14.6       | ↑ 0.03 | 12.83% | ↑ 0.67 | 12.8%  | 10.5% | 3.4%  |
| 纺织服装(中信)     | 27.8       | ↑ 0.34 | 31.41% | ↑ 2.84 | 31.4%  | 34.5% | 30.7% |
| 医药(中信)       | 42.1       | ↓ 1.41 | 62.66% | ↓ 5.10 | 62.7%  | 62.1% | 45.7% |
| 食品饮料(中信)     | 28.2       | ↓ 0.39 | 28.82% | ↓ 1.56 | 28.8%  | 9.7%  | 0.7%  |
| 银行(中信)       | 4.7        | ↓ 0.01 | 12.41% | ↓ 0.68 | 12.4%  | 14.2% | 22.0% |
| 非银行金融(中信)    | 17.6       | ↑ 0.21 | 51.48% | ↑ 2.83 | 51.5%  | 68.9% | 80.3% |
| 交通运输(中信)     | 18.8       | ↑ 0.06 | 27.21% | ↑ 0.57 | 27.2%  | 27.6% | 14.6% |
| 电子(中信)       | 76.0       | ↑ 0.42 | 93.26% | ↑ 0.13 | 93.3%  | 90.1% | 87.9% |
| 通信(中信)       | 19.5       | ↑ 0.02 | 7.86%  | ↑ 0.02 | 7.9%   | 14.8% | 22.9% |
| 计算机(中信)      | 91.4       | ↑ 3.54 | 56.57% | ↑ 1.13 | 56.6%  | 34.4% | 22.5% |
| 传媒(中信)       | 98.6       | ↑ 2.02 | 82.43% | ↑ 0.66 | 82.4%  | 61.9% | 51.1% |
| 综合金融(中信)     | 37.6       | ↑ 0.51 | 42.02% | ↑ 2.62 | 42.0%  | 42.0% | 41.0% |

数据来源：Wind、鑫元基金

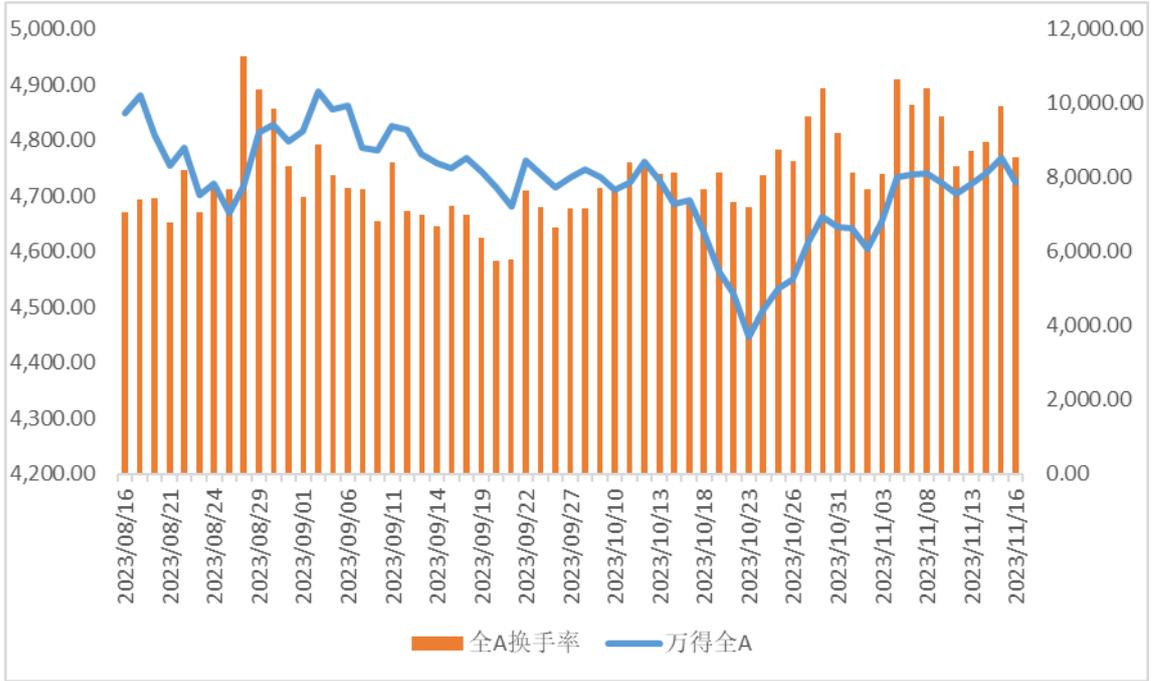
上周各宽基指数估值多数上涨，上证指数、中证 500、科创 50 上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周计算机、汽车、通信、国防军工、钢铁上行最多，食品饮料、电新、农林牧渔、银行、建材下行最多。当前电子、传媒、钢铁、建材、医药板块估值处于历史较高水平；电新、石油石化、通信、机械、有色金属板块估值处于历史较低水平。

### 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，上周市场放量滞涨。从行业拥挤度的角度，汽车，电子，传媒行业的拥挤度较高。

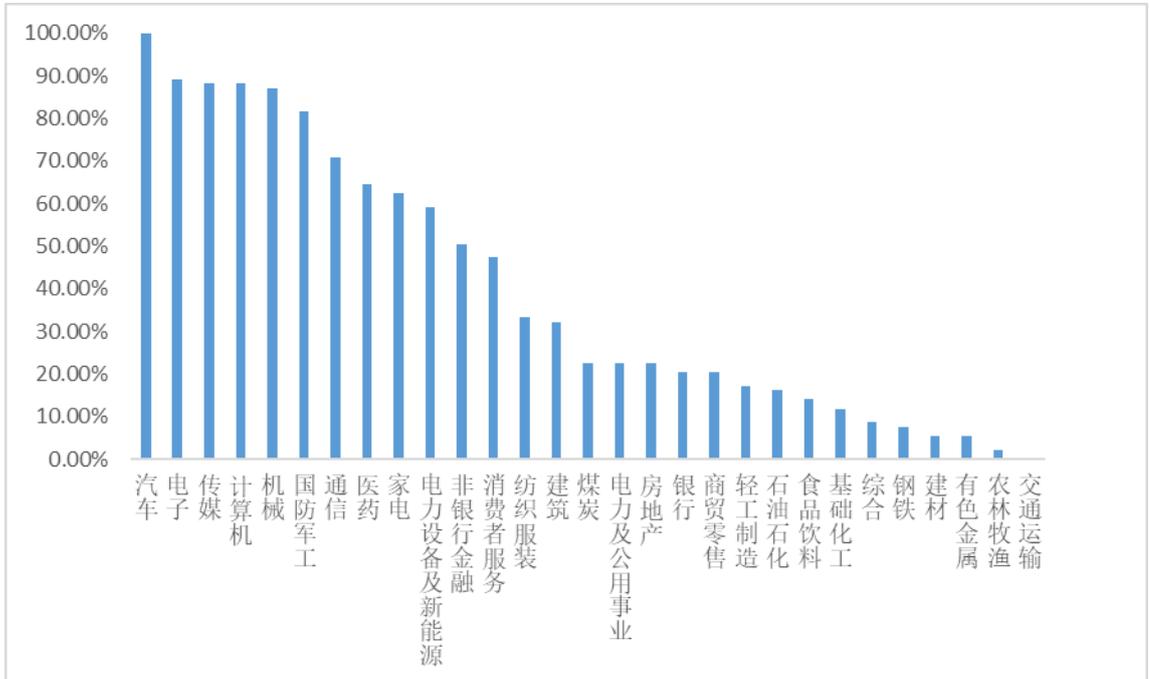
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.31%，处于历史 96%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图：全市场换手率



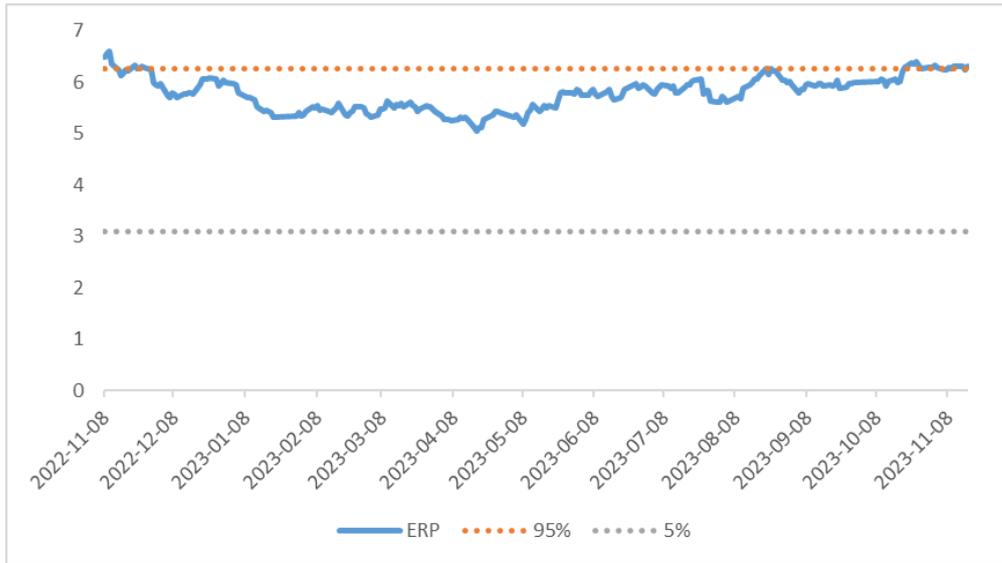
数据来源：Wind、鑫元基金

图：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

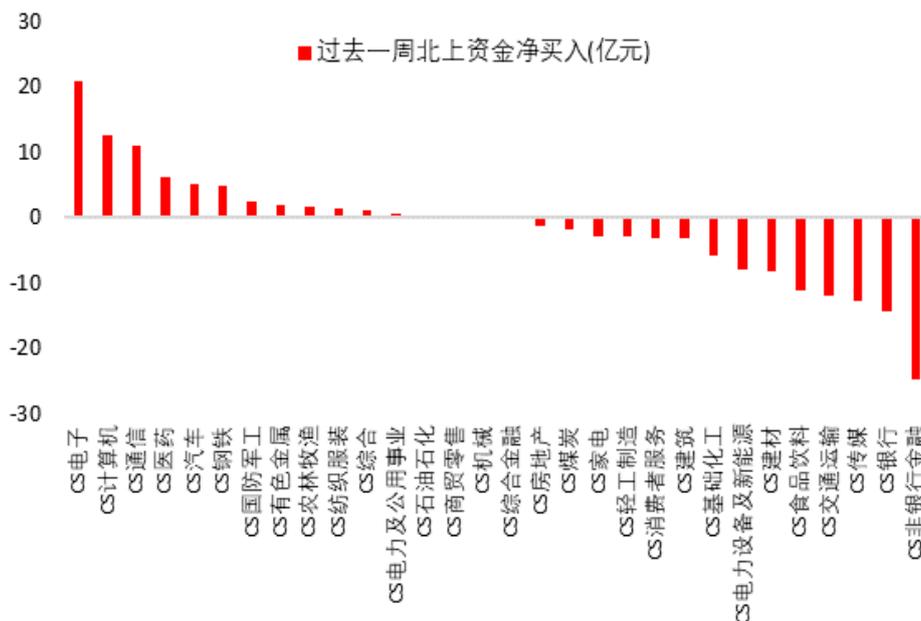


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

上周北向资金净流出 49.76 亿元，上上周净流出 79.52 亿元，最近一周北向资金净流出幅度减小。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 20.69）、计算机（↑ 12.34）、通信（↑ 10.81）、医药（↑ 6.14）、汽车（↑ 5.11）；减持金额排名靠前的行业是非银行金融（↓ 24.97）、银行（↓ 14.34）、传媒（↓ 12.96）、交通运输（↓ 12.11）、食品饮料（↓ 11.34）。

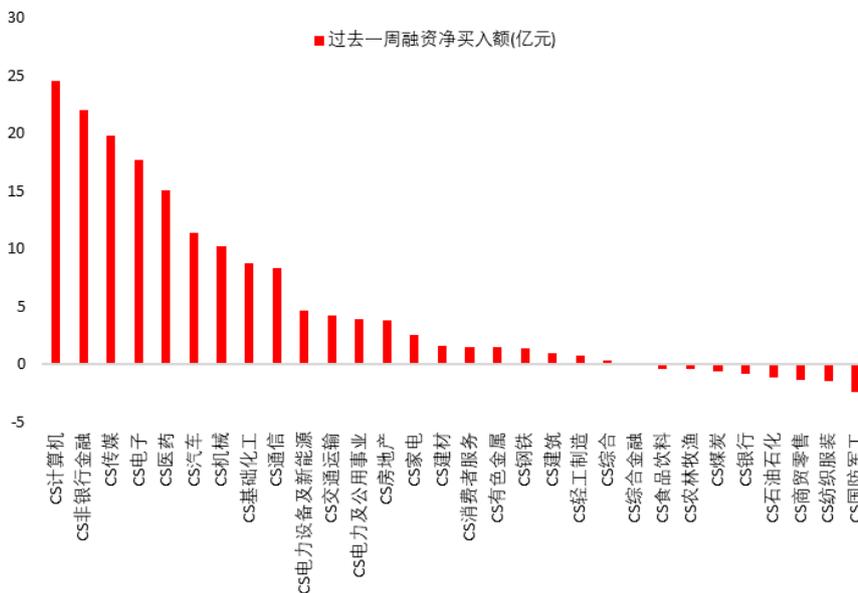
图：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

11月17日，两融资金占比为3.71%，11月10日为8.29%，反映出杠杆资金加仓意愿降低。截至11月17日，上周融资净买入最大的五个行业为计算机、非银行金融、传媒、电子、医药。

图：上周两融资金行业流向（万元）

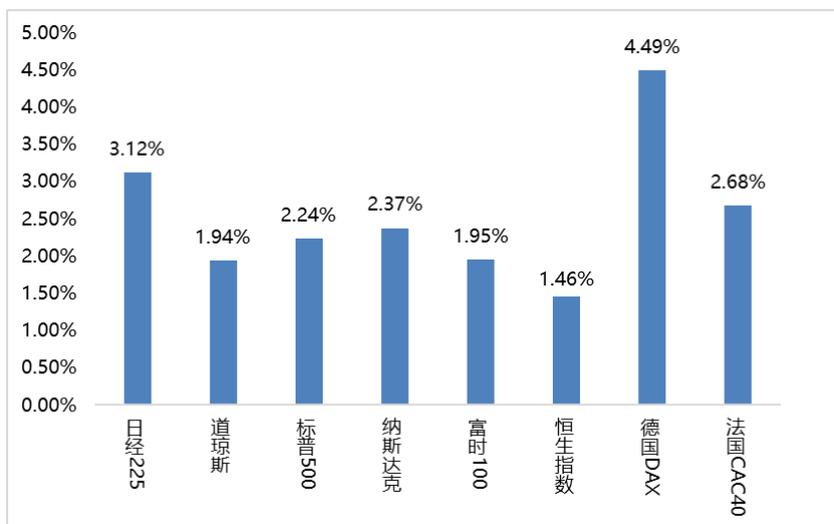


数据来源：Wind、鑫元基金

### 5、海外权益市场

上周海外股市集体上涨。美国股市方面，道指上涨1.94%，标普500上涨2.24%，纳指上涨2.37%；欧洲股市方面，英国富时100上涨1.95%，德国DAX上涨4.49%，法国CAC40上涨2.68%；亚太股市方面，日经指数上涨3.12%，恒生指数上涨1.46%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

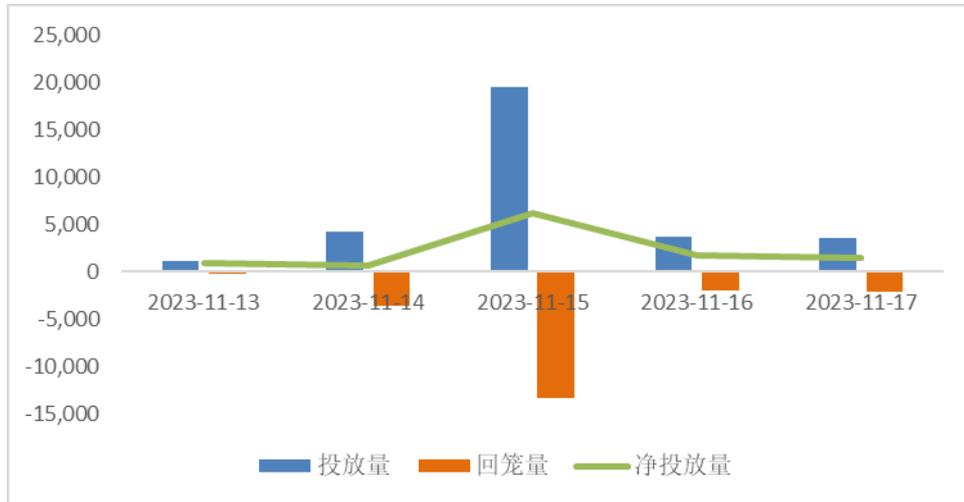


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行进行了 17610 亿元逆回购和 14500 亿元 MLF 操作，因有 12500 亿元逆回购和 8500 亿元 MLF 到期，实现净投放 11110 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：**本周国债发行 3450 亿元，地方政府债发行 2017.9 亿元，整体净缴款 4625.5 亿元。

表 1：11 月 20 日-11 月 24 日政府债发行缴款

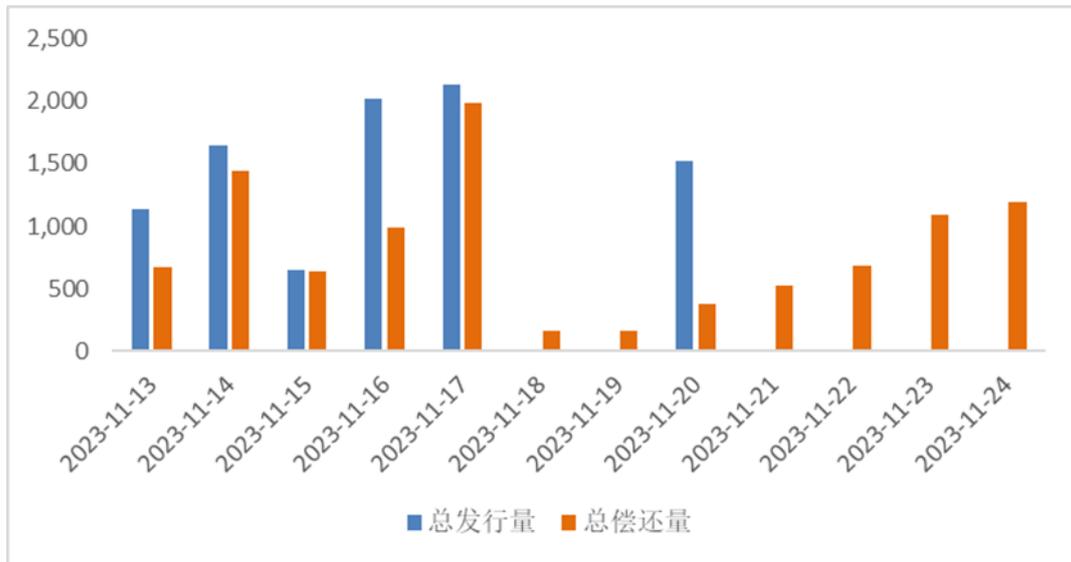
单位：亿元

|     | 11 月 20 日 |       | 11 月 21 日 |       | 11 月 22 日 |       | 11 月 23 日 |       | 11 月 24 日 |       |
|-----|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|     | 国债        | 地方债   |
| 发行  | 0         | 325.3 | 0         | 437.5 | 2300      | 0     | 0         | 502.8 | 1150      | 752.2 |
| 到期  | 301       | 51    | 0         | 82.2  | 0         | 32    | 0         | 78    | 0         | 0     |
| 缴款  | 1601.5    | 17.1  | 0         | 325.3 | 0         | 423.6 | 2300      | 0     | 0         | 502.8 |
| 净缴款 | 1266.3    |       | 243.1     |       | 391.6     |       | 2221.6    |       | 502.8     |       |

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**11 月 20-24 日同业存单将到期 4192 亿元，而后一周继续降至 3497 亿元，到期压力将有所缓解。但进入 12 月后，到期压力将再度上升，12 月前两周分别到期 4404 亿元、6315 亿元。

图 13：同业存单到期与发行



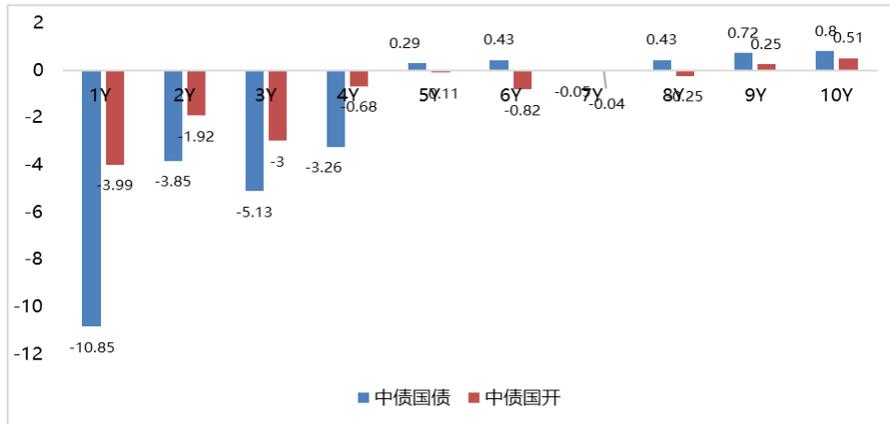
数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场：**税期资金面整体维持宽松，资金利率小幅上行。具体而言，上周一资金利率整体维持低位，上周二至上周五，资金利率因税期小幅上行（上周三纳税申报截止，上周四上周五走款），DR001 和 R001 分别上行至 1.9%、2.02%，而后维持窄幅震荡，全周均值较前一周分别上行 21bp、23bp。DR007 和 R007 上周二分别上行至 2.04%、2.25%，随后也维持窄幅震荡，全周均值较前一周分别上行 17bp、20bp。从资金供给端来看，上周受税期影响，每日银行体系净融出下滑至 3.8 万亿元左右，基本保持稳定，高于 9-10 月的 3.5 万亿元、2.6 万亿元，和 8 月税期较为相近。关注税期过后银行体系净融出的恢复情况。

**票据利率：**票据价格小幅变动，略有下行。上周一，一级市场票源供给持续高位，卖盘供给力量有所补充。机构出票热情不减，报价有所上行。主要大行抬价进场配置，买盘情绪平稳，供需博弈下，票价震荡小涨。上周二至上周五，主要大行农行、农发、中行等陆续进场配置二季度票，报价相较贴合市场，买盘机构收票情绪延续。受票源供给放量增长，卖盘出票力度不减。买盘主力多为国有大行和农商行，卖盘出口以股份行和城商行居多。供需相互博弈，票价震荡略降，4-5 月到期票延续每日降 1BP 态势，上周五尾盘票价小幅回调，2-3 月到期票降幅较大，其余期限票价小幅震荡。

### （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        | 26.31  | 12.06  | 14.66  | 40.57   |
| 环比          | 5.72   | 5.42   | 0.51   | -21.54  |
| 年初以来        | -4.4   | -12    | -4.41  | 35.84   |
| 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 | 27.52  | 15.70  | 18.09  | 55.00   |
| 2016 年以来分位数 | 46.25% | 23.83% | 28.40% | 28.90%  |

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 11 月 19 日）

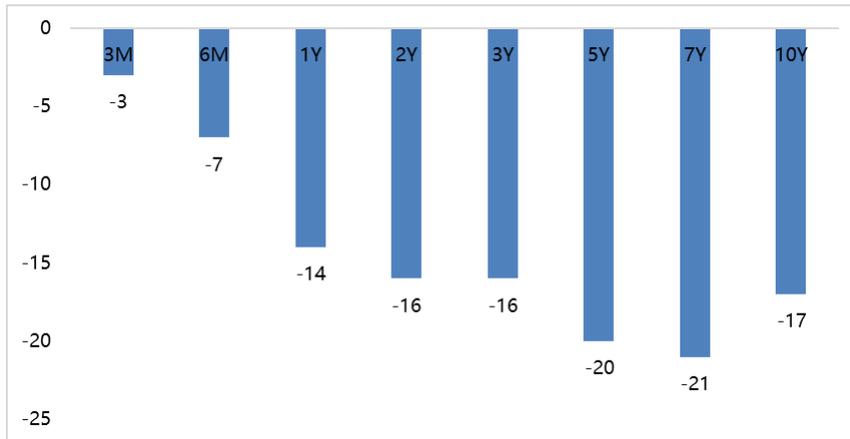
| 项目          | AAA: 1Y | AAA: 2Y | AAA: 3Y | AAA: 4Y | AAA: 5Y |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 信用利差        | 29.84   | 35.87   | 37.18   | 35.51   | 47.57   |
| 环比          | 3.22    | -0.44   | -0.18   | -2.00   | -1.23   |
| 年初以来        | -17.99  | -16.35  | -26.05  | -18.32  | -19.35  |
| 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 | 47.48   | 37.57   | 40.42   | 44.72   | 45.60   |
| 2016 年以来分位数 | 11.46%  | 46.04%  | 39.25%  | 19.42%  | 57.61%  |

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周除 5、6、8、9、10 年期国债以及 5、9、10 年期国开以外，中债国开和中债国债收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 10.85BP 至 2.1221，3 年期下行 5.13BP 至 2.3852，5 年期上行 0.29BP 至 2.5058，10 年期上行 0.8BP 至 2.6524。

长期限高等级票据信用利差短期放宽，长期收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差放宽 3.22BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.44BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.18BP。

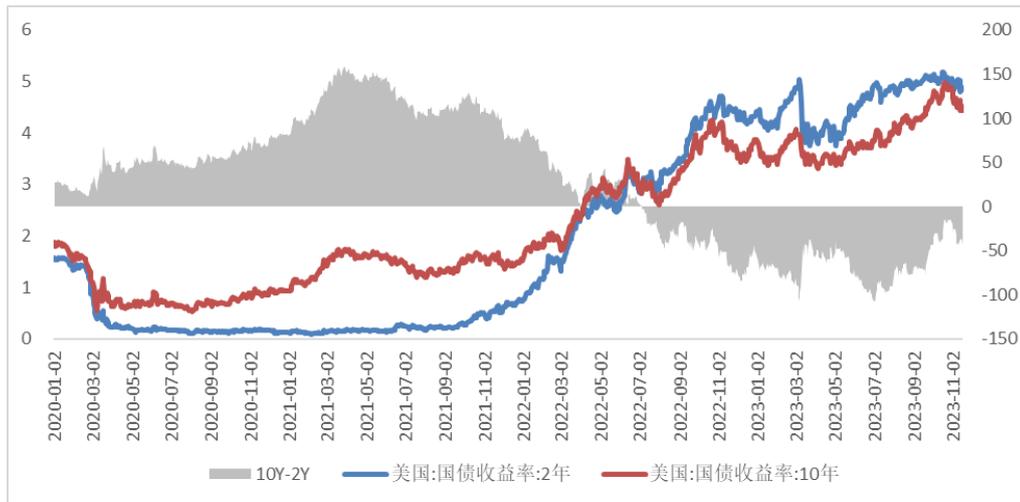
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体下行。上周 10 年期美债收益率下行 17BP，10 年期国债收益率上行 0.8BP，中美利差倒挂程度有所加深。全周来看，1 年期美债收益率下行 14BP，3 年期美债收益率下行 16BP，10 年期美债收益率下行 17BP。

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升值。上周美元指数下跌 1.88%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.06%，即期汇率升值 0.60%，离岸人民币汇率升值 1.23%。

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：<br>中间价 | 美元兑人民币：即期<br>汇率 | 美元兑人民币：<br>离岸 |
|------|----------|----------------|-----------------|---------------|
| 选定日期 | 103.8218 | 7.1728         | 7.2465          | 7.2176        |
| 对照日期 | 105.8102 | 7.1771         | 7.2906          | 7.3072        |
| 涨跌   | -1.88%   | 0.06%          | 0.60%           | 1.23%         |

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，国内经济运行总体平稳，但恢复的基础仍有待夯实。当前经济回升基础有待进一步夯实，政策上可能会继续发力。货币政策上年内仍有降准降息的可能，财政上关注中央加杠杆后对居民以及企业融资需求的带动作用。

10月美国CPI、核心CPI均低于预期通胀意外放缓。CPI数据公布后，市场再次交易“软着陆”预期，12月不加息的概率上升到了100%。往后看，加息周期大概率已结束，美债利率顶部位置确认，下行空间打开。对于国内资本市场来说，美债利率趋势性回落将有利于权益资产估值提升，此外，叠加近期中美关系阶段性缓和，国内权益市场预计将同步受到提振。

### （二）权益市场展望和策略

海外方面，上周主要美债收益率有所下行，是在反馈低于预期的通胀数据。稍微拉长一点维度来看，中长期的美债收益率仍然维持在一个区间内上下波动。市场对于降息的预期并没有新的边际变化。我们可以看到通胀数据下行，流动性改善；包括美国就业数据在内的经济数据有所回落，但反映在上市公司的基本面上并不明显，这在一定程度上是有利于美国权益市场指数的继续上行。全球宏观流动性开始向宽松状态过渡，有利于全球风险偏好的改善，因此从全球流动性的角度，其对于外资流出和人民币汇率的压力是在快速消退的。

国内市场，基准利率继续向上，市场归因于税期影响，需要观察本周能否如期回落至1.9%附近，体现更为积极的松。如果依然偏高，那么说明央行在流动性方面还不是预期的那么松。在国内短端流动性不松的背景下，权益市场的指数级别反弹可能会受到一些影响。在全球宽松定价和国内流动性短端不松，国内业绩端也未能出现明显拐点性趋势的背景下，海外宽松交易带来的市场反弹并不流畅。地产下行和出口预期的不确定性，叠加23年上半年的高基数，依旧是影响市场出现指数级别上行的重要基本面因素。

板块继续表现为轮动，上周计算机、汽车、传媒、钢铁和国防军工等涨幅位居前五位。跌幅靠前的行业包括食品饮料、电气设备、银行、采掘和建筑材料。A 股指数最近两周的反复震荡，说明了从基本面和流动性的角度都缺乏继续大幅向上的动力，短期或许面临回踩的压力。行业方面，超跌反弹完成之后，主题投资相对占优，但优势并不明显，市场在等待月内中央经济工作会议带来的边际影响，或是通过一定的宽幅震荡实现重新的再平衡，以达成新的行业共识。

### **（三）债券市场展望和策略**

基本面方面，10 月 PMI 数据、出口和通胀数据均有所回踩，显示经济内外部增长动能依旧不足，但从 10 月经济数据来看，除了地产和固定资产投资不及预期以外，工业增加值和社零数据表现相对尚可，当然考虑到去年低基数效应以及两年复合增速走弱，整体经济复苏的斜率有所走低，结合新增的 1 万亿财政增量政策、新房改对于地产投资端的支撑来看，8 月以来的经济弱复苏趋势并未改变，而且复苏的可持续性有一定增强，但向上弹性预计有限，经济弱复苏的格局短期内难以改变。

流动性方面，11 月资金面较 10 月有较为明显的改善，资金进一步大幅收紧的概率较低，但是资金价格进一步下行的空间亦不大；从 15 日的降准落空以及当日公开市场操作公告中未提及“充分满足了金融机构需求”，增加“适当供应中长期基础货币”来看，央行一方面有意在控制投放总量，并未按需投放，另一方面央行对于降准等总量政策仍偏谨慎，这意味着年内降准的概率降低，相对应，采用结构性货币政策工具的概率上升。

总结而言，目前 10 年国债 2.65%、1 年国股 2.56%，曲线极为平坦。短端来看，虽然 11 月资金面较 10 月有明显改善，但资金价格中枢在央行内外均衡、加大对资金价格把控力的政策取向下，下行空间也相对有限；长端虽然在经济弱复苏的背景下大幅上行概率不大，但是下行空间也相对有限，大概率维持高位震荡格局。

策略上，建议采取中性久期、适度杠杆，考虑到银行负债端结构问题迟早要得到缓解，目前存单已具备一定性价比，可以增加关注。

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。