

人民币汇率升值但短端流动性依然偏紧 对待市场仍需一定耐心

——鑫元周观点（2023.11.20-2023.11.26）

一、核心观点

宏观方面，美元指数走弱，人民币汇率压力减轻，国内政策空间加大。10月美国新增非农就业不及预期，失业率上升，薪资增速放缓，叠加随后公布的10月通胀数据低于市场预期，投资者押注美联储加息周期结束，降息周期提前到来。同时，美国总统拜登签署临时拨款法案，将政府停摆风险延后至明年初，美国财政部公布的美债融资计划亦低于市场预期。受上述因素影响，美债收益率回落至4.5%以下，美元指数随之下行，人民币重回升值轨道。人民币汇率压力的减轻为国内打开了政策空间，未来国内流动性预期将得到改善。

权益市场方面，国内短端流动性保持偏紧，加上又要面临国债续发和跨月时点，短期内的流动性依旧不乐观，权益市场出现调整。除了地产政策刺激带来的板块行情，其他涨幅靠前的行业更偏防守，前期活跃的科技类行业出现明显调整走势。市场的部分活跃资金转向市值更小的北交所。如果短期流动性未能得到改善，经济政策也没有较大的边际变化下，市场预计维持弱势震荡的格局。热闹还是很热闹，市场不乏热点；但对于规模资金来说，难有趋势性的行业机会。反弹本身的曲折性将进一步被市场所接受，继续耐心等待近期可能召开的中央经济工作会议带来的新变化。

固收市场方面，上周央行保持适量净投放，资金供给充足，但资金价格中枢进一步小幅抬升；一级存单发行压力有增无减；监管再提防资金空转；深圳地产放松、传言监管要求商业银行向50家名单内房企提供无抵押贷款；资金价格偏贵、一级存单发行压力和宽信用预期形成共振，债市调整明显，曲线熊平。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，资金价格大概率易上难下；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；同时也要警惕如果资金价格、存单一级发行等银行负债端问题持续得不到缓解的话，对于市场心态将是一大考验。策略上，建议采取中性以下久期，适当兼顾组合流动性。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院常务会议审议通过《空气质量持续改善行动计划》和《非银行支付机构监督管理条例》。会议强调，要加快推动产业、能源、交通等绿色低碳转型，着力构建绿色低碳循环经济体系。要严把支付机构准入关，严防利用支付平台从事非法集资、电信网络诈骗等违法犯罪活动。

国务院批复同意《支持北京深化国家服务业扩大开放综合示范区建设工作方案》。在北京取消信息服务业务、互联网接入服务业务等增值电信业务外资股比限制，研究适时进一步扩大增值电信业务开放。探索支持保险资产管理公司在账户独立、风险隔离前提下，向境外发行合理规模的人民币计价的资产管理产品。允许境外符合条件的个人从事证券投资咨询、期货交易咨询业务。适度放宽对北交所上市企业贷款融资担保要求。研究并适时推出交易型开放式指数基金（ETF）。

十四届全国人大常委会第六次会议审议了央行行长潘功胜受国务院委托作的关于金融工作情况的报告，并提出具体意见和建议。包括更加精准有力实施稳健的货币政策，强化金融支持实体经济能力，高度重视防范化解金融领域风险隐患，深化金融业改革开放。有建议提出，加大对“保交楼”的金融支持力度，支持房地产企业合理融资需求，降低其信用违约的风险，缓解居民购置期房的恐慌预期；一些大型房企发生债务违约，不仅应当查找企业本身经营、管理的问题，也应当查找相关金融机构是否存在内部管理不到位、甚至腐败的问题。

国务院领导人、中央金融委员会主任主持召开中央金融委员会会议，审议通过推动金融高质量发展相关重点任务分工方案。会议强调，要着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，在保持货币政策稳健性的基础上，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，抓紧研究出台具体政策和工作举措。要全面加强金融监管，压紧压实金融风险处置责任。

我国发布共建“一带一路”未来十年发展展望，正式提出未来十年共建“一带一路”的发展思路、原则理念、发展目标和重点领域。重点领域主要有6个方，即：政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通以及健康、绿色、数字、创新等新领域合作。

政策齐发力纾困房企。金融管理部门将积极支持稳妥防范化解大型房企风险，共同做好房地产企业合理融资支持和融资监管，支持规范经营的民营房企持续发展。积极发挥“央地合作”增信模式作用，促进解决民营房企发债难问题。同时，做好房地产股债融资监管，规范募集资

金使用。坚持“一司一策”化解大型房企债券违约风险，继续应对上市房企集中退市问题，确保“退得下、退得稳”。从严查处上市房企、发债房企财务造假、虚假信息披露及相关中介机构未履职尽责等违法违规行为。

（二）海外宏观

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.4，创 3 个月新低。美国 11 月 Markit 制造业 PMI 预期 49.8，前值 50。服务业 PMI 初值为 50.8，创 4 个月新高，预期 50.4，前值 50.6。综合 PMI 初值 50.7，预期 50.4，10 月前值为 50.7。

美国至 11 月 18 日当周初请失业金人数为 20.9 万，为 10 月 14 日当周以来新低。当周初请失业金人数预期 22.6 万，前值为 23.1 万。至 11 月 11 日当周续请失业金人数为 184 万，预期 187.5 万，前值为 186.5 万。

欧元区 11 月制造业 PMI 初值 43.8，创 6 个月新高。欧元区 11 月制造业 PMI 预期 43.4，前值 43.1；服务业 PMI 初值 48.2，预期 48.1，前值 47.8；综合 PMI 初值 47.1，预期 46.8，前值 46.5。

美联储会议纪要显示，所有决策者一致认为适合一段时间保持限制性货币政策，直到通胀显然朝目标大幅下降为止。若收到的信息暗示实现通胀目标的进展不够，适合进一步收紧货币。决策者仍认为有通胀上行和经济下行的风险。相比前次，本次纪要提到的通胀上行风险新增地缘政治紧张局势，经济下行风险新增信贷环境收紧的影响超预期、全球油市可能受干扰。

欧洲央行 10 月货币政策会议纪要显示，委员们认为经济前景比 9 月更加不确定，不排除再次加息可能性。欧洲央行管委温施表示，个人基本预测是不需要再加息，但可以等到明年春天再做决定。

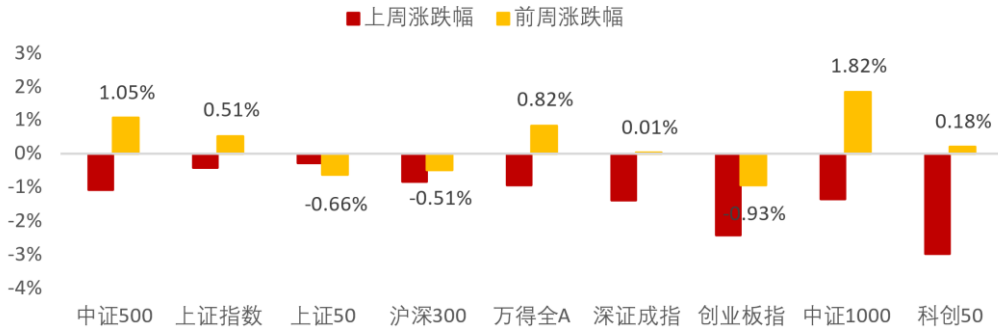
三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数普遍下跌。截至 11 月 24 日，科创 50 下跌 2.98%，创业板指下跌 2.45%，深证成指下跌 1.40%，中证 1000 下跌 1.35%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**传媒、计算机、通信、煤炭、房地产**领涨，**食品饮料、石油石化、钢铁、有色金属、银行**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多数下跌，科创 50、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，上周综合金融、医药、食品饮料上行最多，计算机、电子、国防军工下行最多。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、通信、石油石化、机械、有色金属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)

	2023/11/24	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	20.6	↓ 0.95	31.7%	29.0%	23.7%
深证成指	21.9	↓ 0.28	38.4	↓ 0.71	26.1%	13.5%	1.9%
上证50	9.8	↑ 0.01	27.0	↑ 0.21	42.8%	37.0%	27.9%
沪深300	11.1	↓ 0.05	17.1	↓ 0.39	21.6%	9.2%	4.5%
中证500	22.5	↓ 0.20	14.5	↓ 1.12	20.1%	37.8%	38.8%
中证1000	38.7	↓ 0.42	46.2	↓ 1.23	46.2%	69.2%	70.0%
创业板指	28.4	↓ 0.68	0.9	↓ 1.50	1.1%	2.0%	0.7%
科创50	44.1	↓ 0.98	38.0	↓ 4.78	38.0%	38.0%	40.0%

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)

	2023/11/24	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)	10.0	↑ 0.08	8.08%	↑ 0.76	8.1%	15.2%	23.4%
煤炭(中信)	8.8	↑ 0.17	19.92%	↑ 2.48	19.9%	35.5%	46.2%
有色金属(中信)	16.7	↓ 0.33	9.98%	↓ 1.22	10.0%	17.4%	26.9%
电力及公用事业(中信)	19.7	↓ 0.10	30.19%	↓ 0.64	30.2%	16.3%	24.6%
钢铁(中信)	37.6	↑ 0.02	71.22%	↓ 0.08	71.2%	90.7%	85.7%
基础化工(中信)	28.5	↓ 0.44	32.42%	↓ 1.68	32.4%	61.0%	49.7%
建筑(中信)	9.3	↓ 0.05	19.19%	↓ 1.08	19.2%	27.1%	36.2%
建材(中信)	24.1	↑ 0.12	67.92%	↑ 0.33	67.9%	96.9%	95.7%
轻工制造(中信)	37.0	↓ 0.07	59.46%	↓ 0.19	59.5%	98.0%	96.9%
机械(中信)	32.6	↓ 0.66	9.50%	↓ 2.45	9.5%	8.0%	10.1%
电力设备及新能源(中信)	19.8	↓ 0.59	0.50%	↓ 0.73	0.5%	0.9%	1.4%
国防军工(中信)	63.7	↓ 1.38	31.27%	↓ 4.65	31.3%	35.7%	28.3%
汽车(中信)	31.8	↓ 0.85	66.81%	↓ 0.78	66.8%	38.6%	5.4%
家电(中信)	14.5	↓ 0.03	12.38%	↓ 0.45	12.4%	10.0%	2.9%
纺织服装(中信)	27.7	↓ 0.10	30.62%	↓ 0.79	30.6%	33.5%	29.2%
医药(中信)	42.7	↑ 0.68	65.58%	↑ 2.92	65.6%	63.5%	47.6%
食品饮料(中信)	28.5	↑ 0.30	29.92%	↑ 1.10	29.9%	10.7%	1.6%
银行(中信)	4.7	↑ 0.02	13.69%	↑ 1.28	13.7%	15.7%	24.2%
非银行金融(中信)	17.3	↓ 0.27	47.73%	↓ 3.75	47.7%	64.7%	75.5%
交通运输(中信)	19.0	↑ 0.20	28.73%	↑ 1.52	28.7%	30.0%	16.3%
电子(中信)	73.7	↓ 2.35	90.19%	↓ 3.06	90.2%	85.2%	81.6%
通信(中信)	19.3	↓ 0.17	7.50%	↓ 0.36	7.5%	14.1%	21.7%
计算机(中信)	87.5	↓ 3.93	55.04%	↓ 1.53	55.0%	32.4%	19.7%
传媒(中信)	98.5	↓ 0.13	82.14%	↓ 0.29	82.1%	61.4%	50.4%
综合金融(中信)	38.7	↑ 1.11	48.11%	↑ 6.10	48.1%	48.1%	46.9%

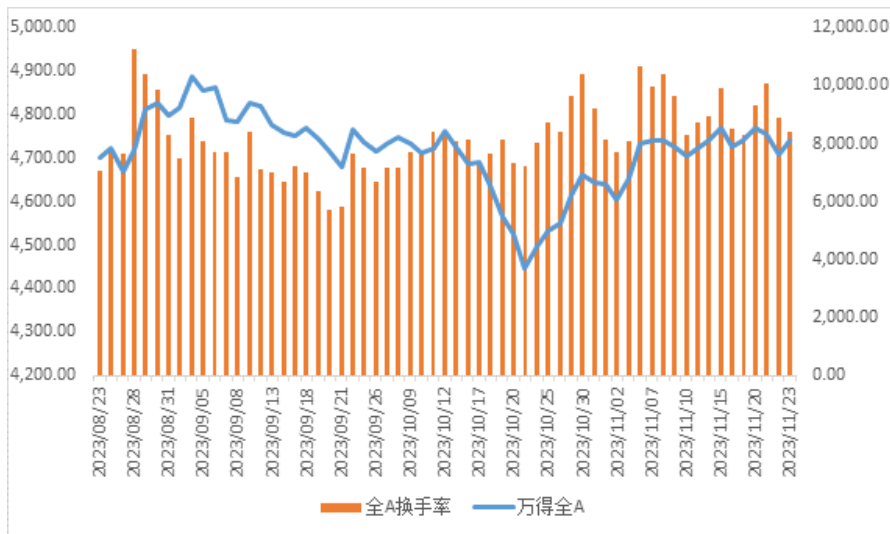
数据来源：Wind、鑫元基金

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，上周市场放量震荡。从行业拥挤度的角度，汽车，传媒，机械行业的拥挤度较高。

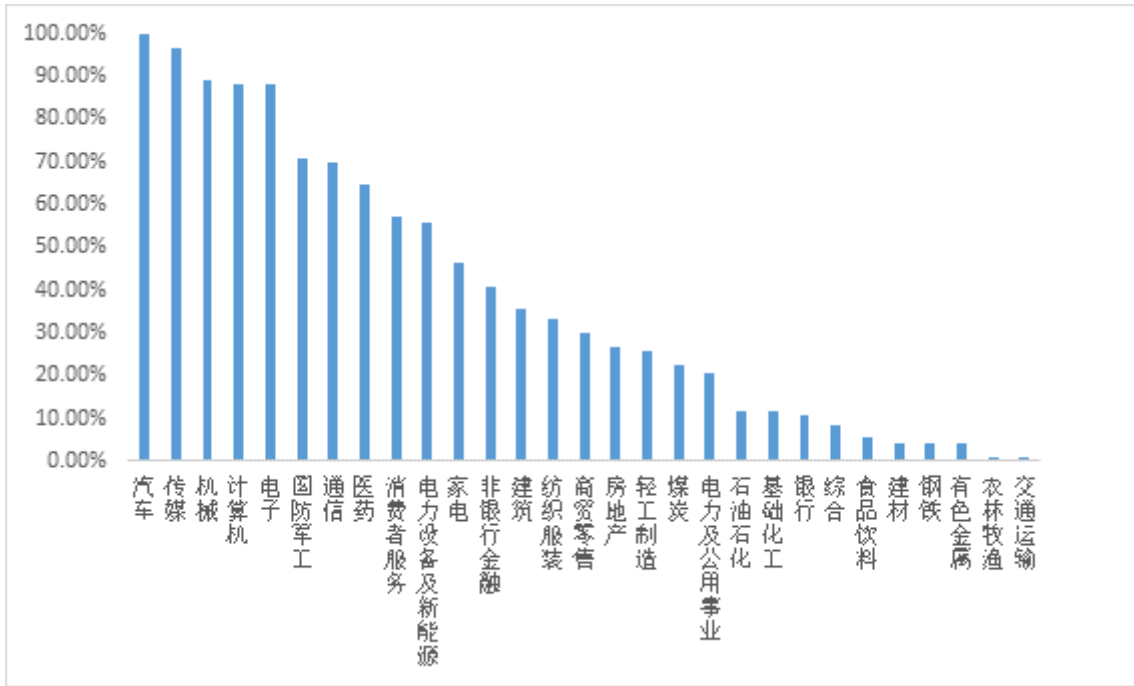
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.29%，处于历史 96%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



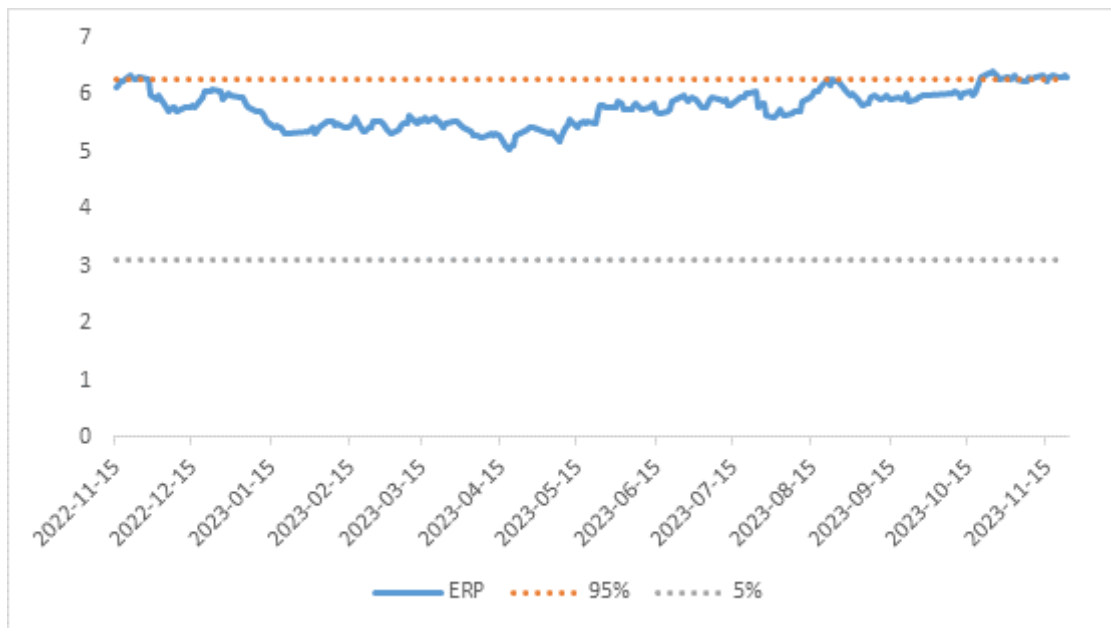
数据来源：Wind、鑫元基金

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



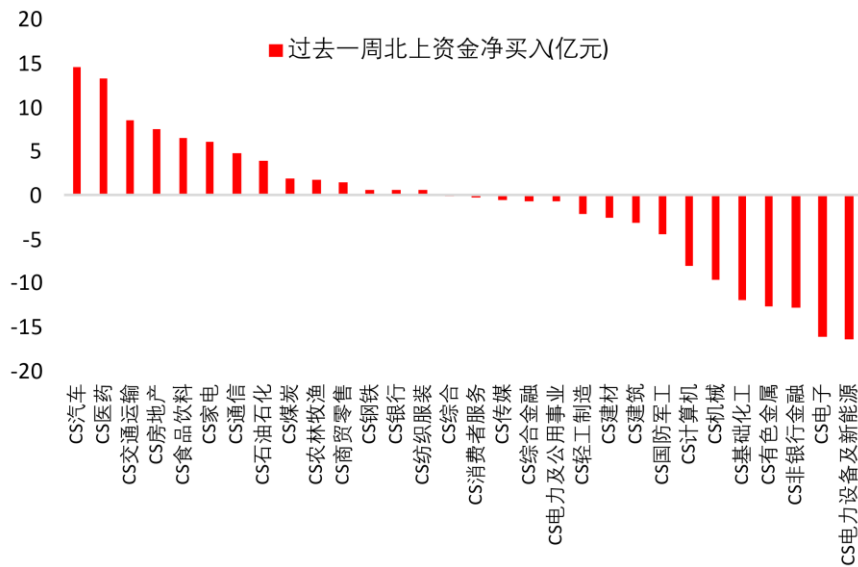
数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流出 20.20 亿元，上上周净流出 45.65 亿元，延续流出态势。上周增持金额排行靠前的行业是汽车（↑ 14.64）、医药（↑ 13.30）、交通运输（↑ 8.53）、房地产（↑ 7.54）、食品饮料（↑ 6.53）；减持金额排名靠前的行业是电新（↓ 16.47）、电子（↓ 16.14）、

非银行金融（↓ 12.76）、有色金属（↓ 12.63）、基础化工（↓ 11.86）。

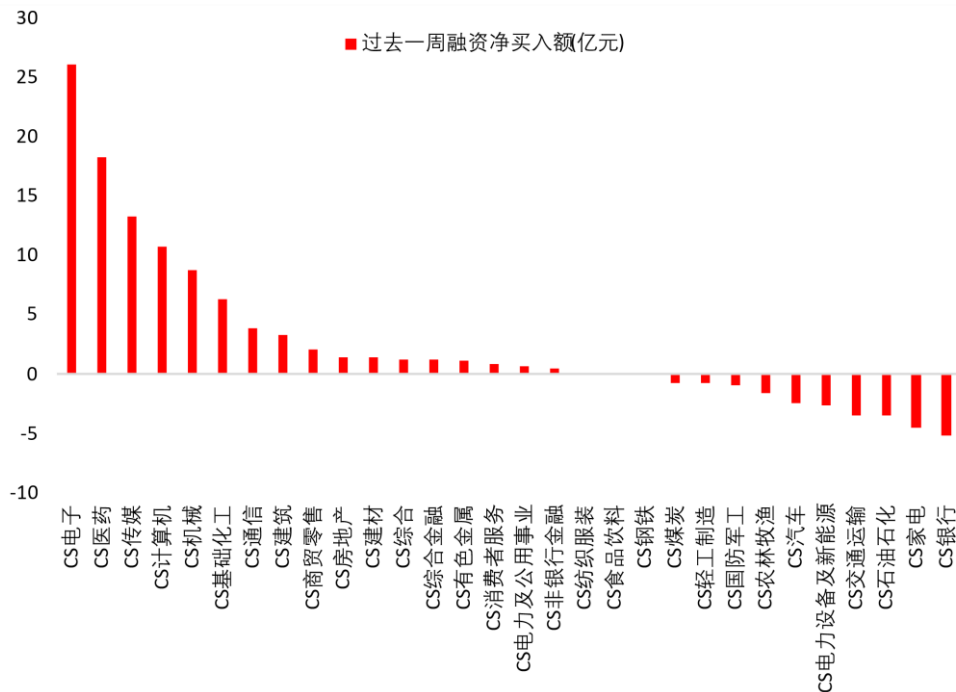
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

11月24日，两融资金占比为8.14%，11月17日为8.53%，反映出杠杆资金加仓意愿降低。截至11月24日，上周融资净买入最大的五个行业为电子、医药、传媒、计算机、机械。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）



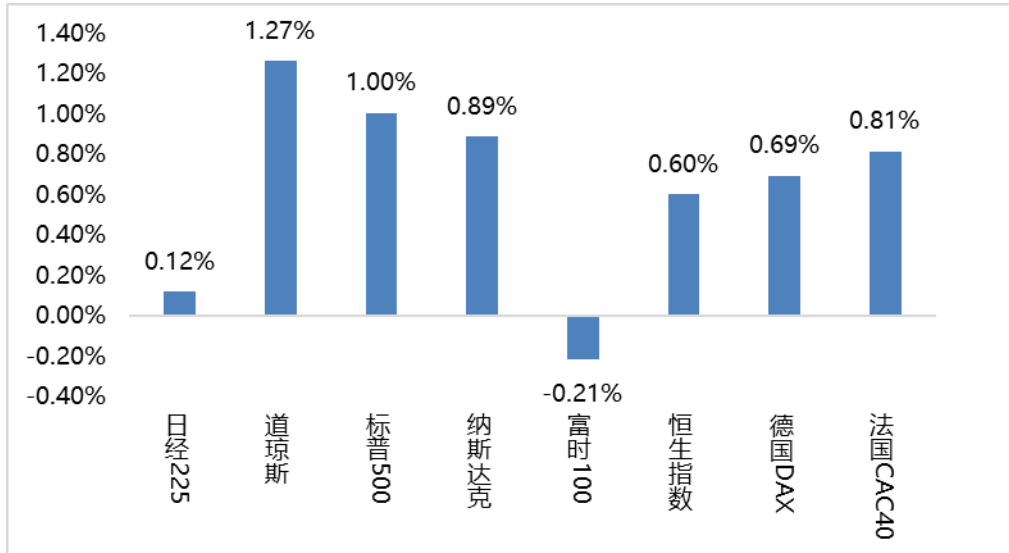
数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍上涨。美国股市方面，道指上涨1.27%，标普500上涨1.00%，纳指上

涨 0.89%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 0.21%，德国上涨 0.69%，法国上涨 0.81%；亚太股市方面，日经指数上涨 0.12%，恒生指数上涨 0.60%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

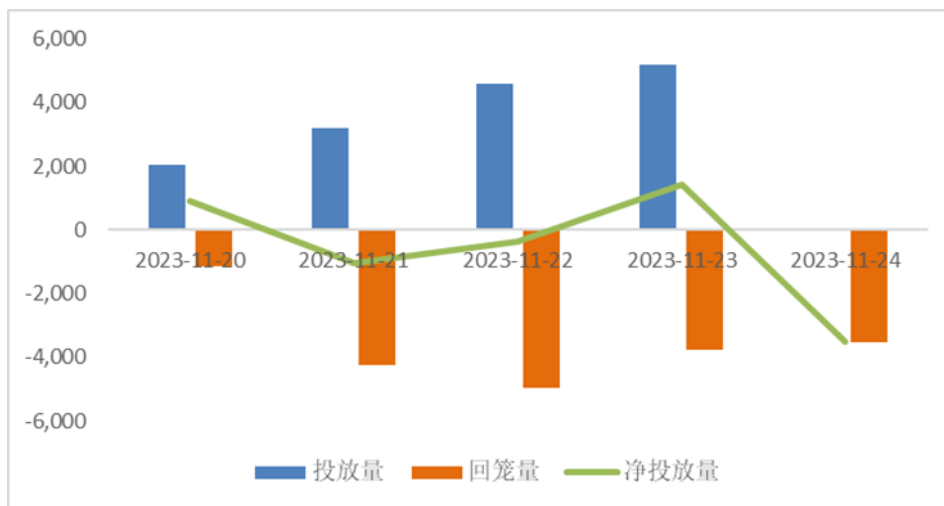


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行开展了 21670 亿元逆回购操作，因有 17610 亿元逆回购到期，净投放 4060 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：本周国债发行 520 亿元，地方政府债发行 698.4 亿元，整体净缴款 2763.7 亿元。

表 1：11 月 27 日-12 月 1 日政府债发行缴款

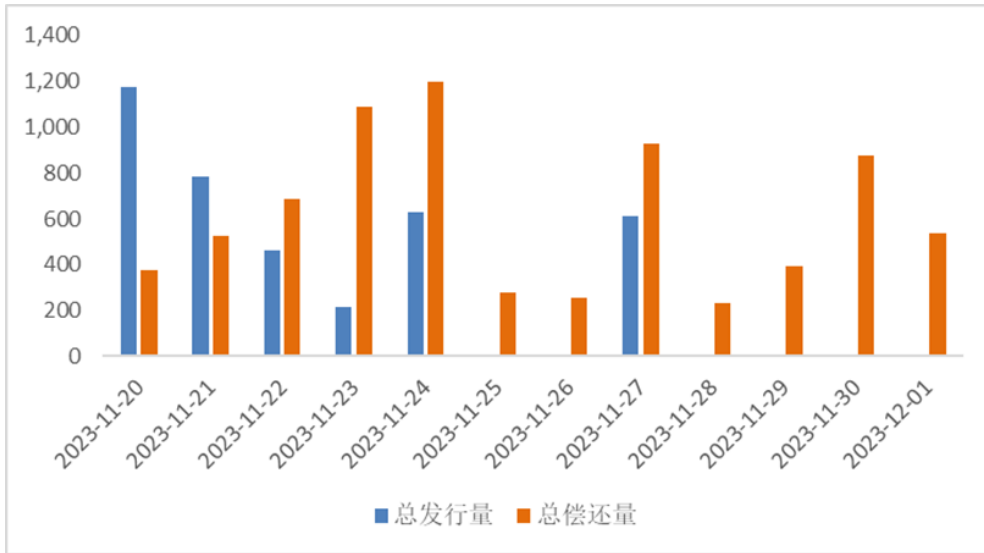
单位：亿元

	11 月 27 日		11 月 28 日		11 月 29 日		11 月 30 日		12 月 1 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	39.3	0	374	2300	110.4	0	104.8	520	68.9
到期	541	0	0	82.2	0	32	0	2.8	0	42.6
缴款	1950	763.7	0	39.3	0	374	2300	118.4	0	104.8
净缴款	2172.7		39.3		374		115.6		62.2	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：11 月 27 日-12 月 1 日同业存单将到期 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 月前三周分别到期 4404 亿元、6315 亿元和 5275 亿元。

图 11：同业存单到期与发行



数据来源：Wind、鑫元基金

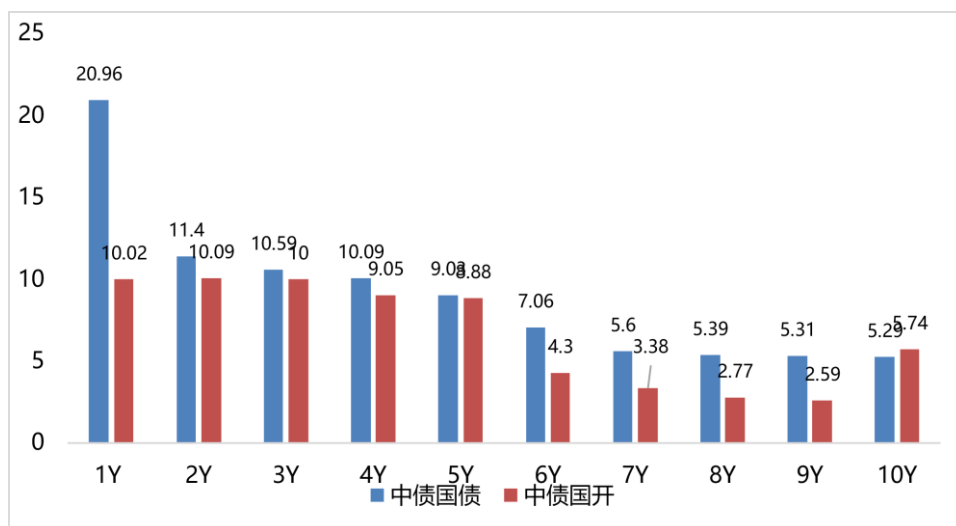
回购市场：税期过后，资金面并未如期转松，资金利率反而上行。具体来看，隔夜资金利率维持税期时高位震荡状态，DR001 在 1.8-1.9%之间小幅波动，R001 在 1.9-2.0%之间波动，二者全周均值均较前一周上行 2bp。7 天资金利率在上周一至上周四维持窄幅波动，上周五由于可以拆借 7 天资金跨月而有所上行，DR007 和 R007 分别上行至 2.18%、2.94%，二者全周均值分别较前一周上行 5bp、18bp。资金分层现象再度加剧，R007 和 DR007 利差从税期的 20bp 左右上行至上周五的 75bp。周内来看，上周一至上周三基本在 3.9 万亿元左右波动，上周五升至 4.1 万亿元。增量供给主要由大行贡献，大行净融出从 3.8 万亿元左右恢复至 4 万亿元左右。

票据利率：上周票据利率整体呈震荡上行走势。主要原因为上周一级供给持续上量，同时

在上上周五座谈会中央行对商业银行信贷投放节奏进行了指导，鼓励银行信贷前移，使今年最后两个月信贷增量保持平稳，导致上周买盘观望情绪较浓，并且上周标杆大行放缓收票节奏，部分大行报价上调，整体来看供给力量较强于需求力量，票据利率震荡上行。

（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	15.94	10.5	10.92	-22.99
环比	-10.37	-1.56	-3.74	-63.56
年初以来	-14.77	-13.56	-8.15	-27.72
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	27.50	15.68	18.08	54.94
2016 年以来分位数	14.92%	17.70%	15.78%	4.96%

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 26 日）

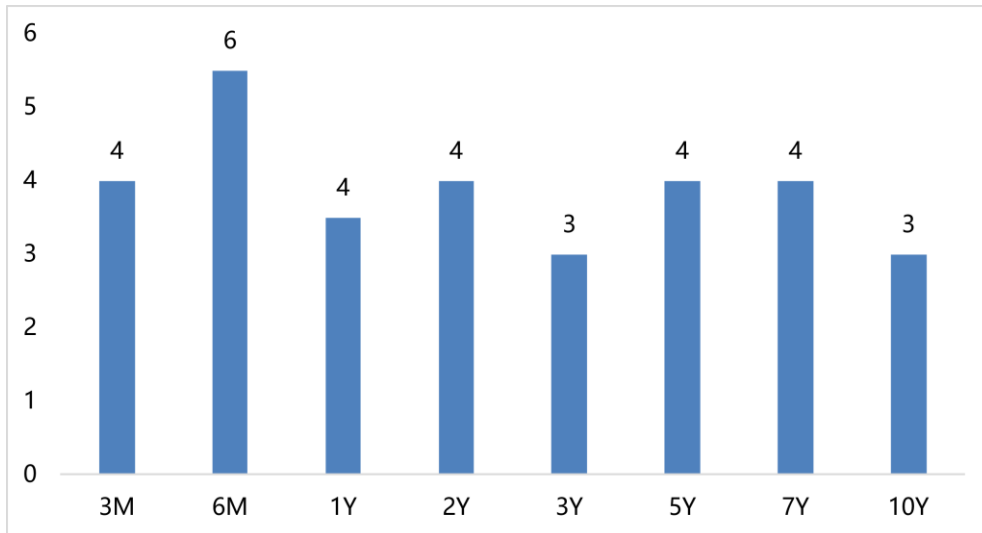
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	23.97	29.21	33.4	33.74	41.03
环比	-5.87	-6.66	-3.78	-1.77	-6.54
年初以来	-23.86	-23.01	-29.83	-20.09	-25.89
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	47.43	37.55	40.41	44.69	45.59
2016 年以来分位数	3.64%	24.03%	25.44%	14.57%	31.92%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债收益率上行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 20.96BP 至 2.3317，3 年期上行 11.4BP 至 2.4563，5 年期上行 9.03BP 至 2.5961，10 年期下行 5.29BP 至 2.7053。

长时期高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.87BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 6.66BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 3.78BP。

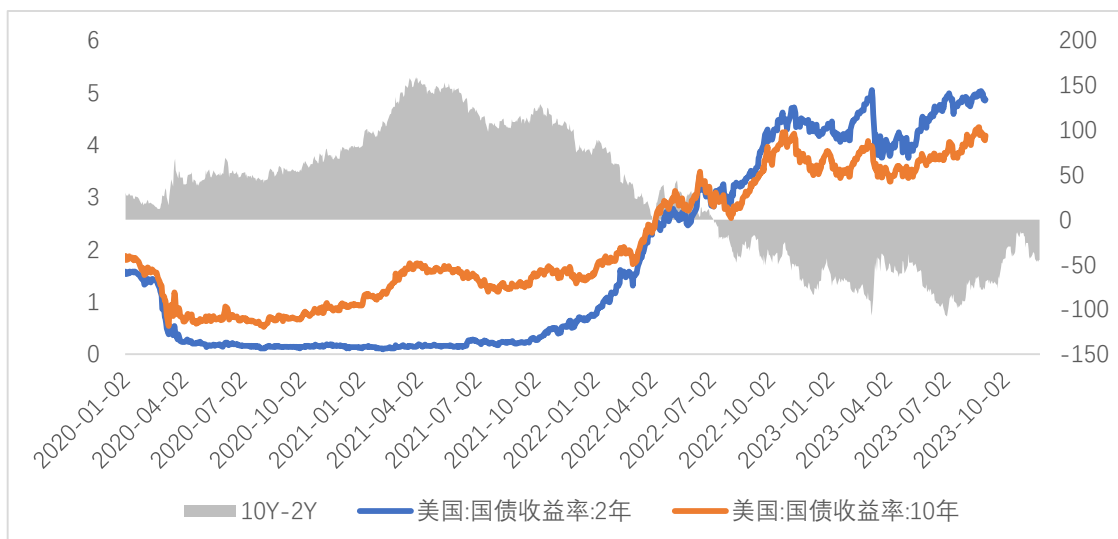
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上行。上周 10 年期美债收益率上行 3BP，10 年期国债收益率上行 5.29BP，中美利差倒挂程度收窄。全周来看，1 年期美债收益率上行 4BP，3 年期美债收益率上行 3BP，10 年期美债收益率上行 3BP。

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

上周美元指数下行，在岸人民币、离岸人民币均升值。上周美元指数下跌 0.37%，在岸人民币、离岸人民币均升值，中间价升值 0.80%，即期汇率升值 1.29%，离岸人民币汇率升值 0.96%。

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	103.4359	7.1151	7.1529	7.1483
对照日期	103.8218	7.1728	7.2465	7.2176
涨跌	-0.37%	0.80%	1.29%	0.96%

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，美元指数走弱，人民币汇率压力减轻，国内政策空间加大。10 月美国新增非农数据不及预期，失业率上升，薪资增速放缓，叠加通胀数据低于市场预期，居民消费疲态初显，投资者押注美联储加息周期结束，同时降息周期或将提前到来。11 月中旬，美国总统拜登签署临时拨款法案，将政府停摆风险延后至明年初，美国财政困局短期有所缓解。今年四季度美国财政部计划净发行美债 7760 亿美元，明年一季度计划净发行美债 8160 亿美元，美国财政部公布的美债融资计划低于市场预期。受上述因素影响，美债收益率回落至 4.5% 以下，美元指数跟随下行，人民币汇率重回升值通道，由此前的 7.3 左右最高升值至 7.13 左右。人民币汇率压力的减轻为国内打开了政策空间，后续降准降息等总量货币政策落地概率加大，国内流动性预期将得到改善。

（二）权益市场展望和策略

海外方面，美国经济数据喜忧参半，市场逐渐开始接受美国经济衰退的曲折性，对过于宽松的预期进行了修正，对应到资产市场，即美债收益率再次出现大幅快速下跌的概率降低。美债收益率和美元指数维持震荡走势，也将有利于缓解人民币汇率的贬值压力。国内方面，国内短端流动性保持偏紧，加上又要面临国债续发和跨月时点，短期内的流动性依旧不乐观，权益市场出现调整也就并不那么意外了。上周周初短暂冲高后震荡下行，多数板块表现低迷。上周表现前五的行业包括房地产、农林牧渔、医药生物、煤炭和食品饮料。跌幅靠前的行业包括电力、电力设备、计算机、国防军工和有色金属。除了地产政策刺激带来的板块行情，其他涨幅

靠前的行业更偏防守，前期活跃的科技类行业出现明显调整走势。市场的部分活跃资金转向市值更小的北交所。如果短期流动性未能得到改善，经济政策也没有较大的边际变化下，市场预期维持弱势震荡的格局。热闹还是很热闹，市场不乏热点；但对于规模资金来说，难有趋势性的行业机会。反弹本身的曲折性将进一步被市场所接受，继续耐心近期可能召开的中央经济工作会议带来的新变化。

（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、城中村改造等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2.71%、1年国股2.62%，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，资金价格大概率易上难下；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；同时也要警惕如果资金价格、存单一级发行等银行负债端问题持续得不到缓解的话，对于市场心态将是一大考验。**策略上，建议采取中性以下久期，适当兼顾组合流动性。**

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。