

宏观经济呈弱修复态势，市场依然具备积极因素

——鑫元周观点（2023. 11. 27-2023. 12. 1）

一、核心观点

宏观方面，11月PMI数据环比走低压制股市情绪，A股呈震荡下跌；债市在资金边际转松的加持下，做多情绪高。国内内需方面，上周房地交易分化，房市方面，30大中城商品房成交面积同比降幅收窄，地市方面，100城土地成交面积同比大幅下降至-78.9%，创5年同期新低。消费方面，11月最后一周乘用车零售量同比下降至11%，电影消费回暖。国内生产端，基建延续季节性放缓趋势。最近两周石油沥青装置开工率先升后降，平均值较上两周环比回升，磨机运转率、水泥发运率有所回落。工业生产端，汽车轮胎开工有所回升。最近两周化工链开工升降分化；汽车轮胎开工率有所回升，高炉焦炉开工率升降分化。海外方面，美国第三季度GDP数据较大幅度上修，但美联储褐皮书显示最近几周经济活动已经明显放缓，上周四公布的10月个人消费支出与个人收入环比增速回落，PCE物价指数同比超预期回落，多位美联储官员发表鸽派言论，市场在对12月加息结束和明年开启降息的乐观预期暂时占主导。但美联储主席鲍威尔发言偏鹰。欧洲方面，上周公布的多国11月CPI增速均出现明显下行，投资者对明年降息的预期进一步增强，欧洲主要股指亦同步反弹。

权益市场方面，上周A股震荡下行，成交额继续萎缩。十年美债利率自10月下旬以来进入了下行趋势通道，受益于此，全球权益市场10月底开始反弹，A股前期反弹的主要因素亦是得益于分母端压制的减轻。近期A股整体上重新进入调整走势，结构上大小盘的分化愈发明显，体现在以微盘股指数为代表的小盘公司屡创新高，以上证50为代表的大盘公司再探低点。这一方面反应了国内经济活动回升向好的基础仍需巩固，11月PMI数据也能印证；另一方面反映了市场投资者信心的缺失。不过，市场依然具备积极因素，12月份人民币汇率仍有升值的空间，美债重回上行趋势仍有较大难度，临近上证3000点仍有托底力量，重要会议对明年经济金融的部署仍有期待的空间，我们认为A股现在的下行保护较强。A股的进一步上行需要国内经济和全球流动性的共振，在全球流动性转好的当下，我们还需要耐心等待经济的继续复苏。

固收市场方面，上周跨月前最后一周，机构对跨月资金面普遍较为谨慎，大部分早早跨

月，除了 11 月 30 日当日资金面超预期宽松以外，其他跨月资金整体偏贵；一级存单发行压力依旧；三季度货币政策执行报告整体偏中性，货币政策仍在宽松区间，但是央行对于总量工具偏谨慎，更加注重汇率的超调风险、货币政策的传导、存量资金的利用效率、以及和财政政策的配合；11 月官方制造业 PMI 数据再度小幅走弱，凸显需求不足，有进一步加大稳增长力度诉求；受资金面影响，短端品种收益率先上后下，周内小幅下行，长端整体震荡略有下行，目前一年国股 2.63%，10 年国债 2.68%，曲线极为平坦；展望未来，资金面矛盾仍没有得到根本缓解，资金中枢大概率易上难下，稳增长政策有再度发力诉求，基本面失速风险小，但是在地产顺周期属性缺失、经济转型期、及地方债务风险化解期，经济向上修复的弹性亦有限，长端大概率维持高位震荡格局；接下来需重点关注 12 月召开的中央经济工作会议以及年底银行负债端、资产端摆布动向。策略上，信用票息策略或继续占优，临近年底，建议多看少动，同时兼顾组合流动性，如果有配置需求的话，可以关注 3M 左右的存单。

二、宏观动态

（一）国内宏观

11 月制造业 PMI 与上月基本持平，非制造业 PMI 处于扩张区间。国家统计局公布数据显示，11 月份，我国制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 产出指数分别为 49.4%、50.2%和 50.4%，比 10 月下降 0.1、0.4 和 0.3 个百分点，我国经济景气水平稳中有缓，回升向好基础仍需巩固。调查结果显示，制造业企业中反映市场需求不足的企业占比超六成，市场需求不足仍是当前制造业恢复发展面临的首要困难。

国家统计局公布数据显示，10 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 2.7%，连续 3 个月实现正增长。1-10 月份，全国规模以上工业企业利润同比下降 7.8%，降幅较 1-9 月份收窄 1.2 个百分点，今年 3 月份以来利润降幅逐月收窄。

国务院常务会议研究明确关于加快内外贸一体化发展的若干措施。会议强调，加快调整完善国内相关规则、规制、管理、标准等，推进内外贸产品同线同标同质。切实打通阻碍内外贸一体化的关键堵点，助力企业在国内国际两个市场顺畅切换。会议听取生物育种产业化有关情况汇报，强调要进一步细化完善相关措施，在严格监管、严控风险前提下，稳慎有序推进相关工作。

央行发布 2023 年第三季度中国货币政策执行报告。央行公布三季度货币政策执行报告表示，要更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。支持金融

机构统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动。坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化。健全金融稳定保障体系，推动金融稳定法尽快出台。报告认为，我国经济将继续向常态化运行轨道回归，预计全年 5%左右的增长目标能够顺利实现。物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平。

中国央行行长潘功胜：下一步要合理把握利率水平，推动实体经济融资成本稳中有降。央行行长潘功胜表示，中国人民银行制定和执行货币政策，必须平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系，始终保持稳健性，管好货币总闸门，守护好老百姓的钱袋子，为稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡营造良好的货币金融环境。一是更加注重跨周期和逆周期调节，保持货币信贷总量和社会融资规模合理增长。二是加强与财政、监管等政策的协调配合，持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。三是合理把握利率水平，推动实体经济融资成本稳中有降。四是统筹内外均衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

中央金融委员会办公室、中央金融工作委员会《求是》发文。文章表示，必须全面加强金融监管，切实解决监管“宽松软”问题，努力做到监管一贯到底、一严到底、一查到底，让金融监管真正“长牙带刺”。必须有效防范化解金融风险，有力有效强化重点领域、重点行业、关键环节、关键岗位的风险管控，猛药祛疴治已病，抓早抓小治未病，持续完善金融风险监测、识别、预警、处置体制机制，强化风险源头管控。

第 23 期《求是》杂志将发表国家领导人重要文章《切实加强耕地保护 抓好盐碱地综合改造利用》。文章提出加强耕地保护的总体思路 and 关键举措，强调守住耕地这个命根子，必须有几个关键实招。一是压实耕地保护责任。二是全力提升耕地质量。三是改革完善耕地占补平衡制度。四是调动农民和地方政府保护耕地、种粮抓粮积极性。

支持民营经济 25 条具体举措重磅发布。央行、发改委等八部门联合发布通知，提出支持民营经济的 25 条具体举措，明确金融服务民营企业目标和重点，强调要从民营企业融资需求特点出发，着力畅通信贷、债券、股权等多元化融资渠道。要综合运用货币政策工具、财政奖补和保险保障等措施，提升金融机构服务民营经济的积极性。

（二）海外宏观

美国通胀持续降温，或进一步强化市场降息预期。美国商务部发布数据，美国 10 月核心 PCE 物价指数同比增速放缓至 3.5%，创 2021 年 4 月以来最低水平，符合市场预期，前值为 3.7%。个人收入同比增 4.5%，为 2022 年 12 月以来最低水平；支出同比增 5.3%，创 2021 年 2

月以来最低。另外，美国上周初请失业金人数升至 21.8 万人；至 11 月 18 日当周续请失业金人数升至 192.7 万人，创约两年来最高水平，表明美国劳动力市场正在降温。

美联储主席鲍威尔给华尔街的降息预期泼冷水，称美联储决策者将谨慎行事，因为紧缩不足和紧缩过度的风险正变得更加均衡。虽然政策利率目标处于不错的限制性区间，但现在就判断何时可能降息为时尚早。如果情况变得适宜，会进一步收紧政策。

美联储褐皮书：总体而言，经济活动自上次报告以来有所放缓。四个地区报告温和增长，两个地区报告经济状况持平或略有下降，六个地区报告经济活动略有下降。未来 6 至 12 个月的经济前景预期在报告期内有所减弱。

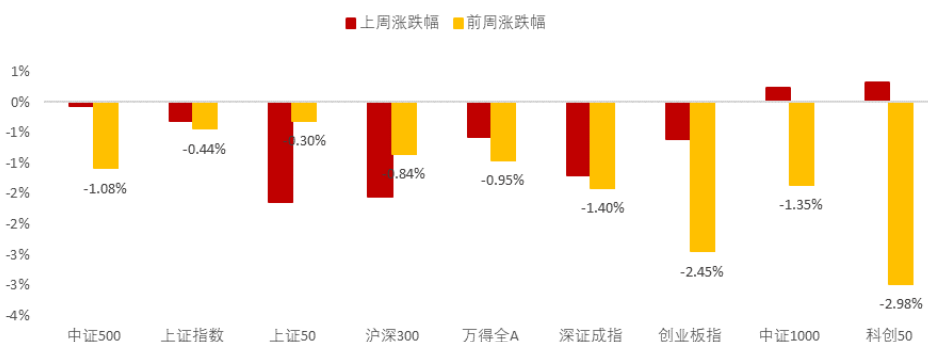
第 36 届欧佩克+部长级会议结束，欧佩克+成员国们各自宣布在明年一季度期间“自愿”减产。总规模合计 219.3 万桶/日，其中沙特和俄罗斯分别减产 100 万桶和 50 万桶。其余国家的具体每日减产规模为：伊拉克 22 万桶、阿联酋 16.3 万桶、科威特 13.5 万桶、哈萨克斯坦 8.2 万桶、阿尔及利亚 5.1 万桶和阿曼 4.2 万桶。欧佩克公告显示，第 37 届会议定于明年 6 月 1 日举行；巴西将于明年 1 月加入欧佩克+。

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 股各宽基指数普遍下跌。截至 12 月 1 日，一周科创 50 上涨 0.32%，中证 1000 上涨 0.24%，涨幅靠前。从行业板块看，上周综合金融、计算机、传媒、汽车、通信领涨，国

防军工、建材、轻工制造、电子、电力设备及新能源领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2023/12/1	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	↓ 0.02	20.2	↓ 0.67	31.0%	27.8%	22.9%
深证成指	21.6	↓ 0.30	37.3	↓ 0.66	25.4%	12.3%	1.0%
上证50	9.7	↓ 0.11	24.2	↓ 4.55	38.2%	29.3%	20.8%
沪深300	10.9	↓ 0.12	15.5	↓ 1.77	19.8%	7.0%	2.0%
中证500	22.5	↑ 0.02	14.6	↑ 0.15	20.3%	38.1%	39.1%
中证1000	38.9	↑ 0.15	46.8	↑ 0.66	46.8%	70.1%	70.8%
创业板指	28.2	↓ 0.20	0.7	↓ 0.23	0.8%	1.6%	0.9%
科创50	44.6	↑ 0.54	41.8	↑ 3.80	41.8%	41.8%	44.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE (TTM)

	2023/12/1	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)	10.1	↑ 0.07	8.75%	↑ 0.68	8.8%	16.4%	25.3%
煤炭(中信)	9.0	↑ 0.20	22.27%	↑ 2.35	22.3%	39.6%	48.9%
有色金属(中信)	16.6	↓ 0.06	9.83%	↓ 0.14	9.8%	17.2%	26.4%
电力及公用事业(中信)	19.9	↑ 0.24	31.94%	↑ 1.75	31.9%	18.7%	27.6%
钢铁(中信)	37.9	↑ 0.23	71.53%	↑ 0.31	71.5%	91.1%	86.4%
基础化工(中信)	28.4	↓ 0.11	32.09%	↓ 0.33	32.1%	60.3%	48.8%
建筑(中信)	9.2	↓ 0.13	16.43%	↓ 2.76	16.4%	23.1%	31.0%
建材(中信)	23.2	↓ 0.88	64.95%	↓ 2.97	65.0%	94.4%	91.9%
轻工制造(中信)	36.2	↓ 0.78	56.74%	↓ 2.72	56.7%	95.2%	92.6%
机械(中信)	32.8	↑ 0.21	10.17%	↑ 0.67	10.2%	9.0%	11.5%
电力设备及新能源(中信)	19.2	↓ 0.56	0.27%	↓ 0.23	0.3%	0.5%	0.8%
国防军工(中信)	62.8	↓ 0.89	28.37%	↓ 2.90	28.4%	30.6%	22.2%
汽车(中信)	32.3	↑ 0.51	67.22%	↑ 0.41	67.2%	39.2%	6.5%
家电(中信)	14.3	↓ 0.26	10.52%	↓ 1.87	10.5%	8.7%	1.6%
纺织服装(中信)	27.8	↑ 0.07	31.25%	↑ 0.63	31.2%	34.3%	30.5%
医药(中信)	43.1	↑ 0.32	66.60%	↑ 1.03	66.6%	64.2%	48.7%
食品饮料(中信)	28.0	↓ 0.47	28.21%	↓ 1.71	28.2%	9.4%	0.4%
银行(中信)	4.7	↓ 0.04	11.44%	↓ 2.25	11.4%	13.4%	20.6%
非银行金融(中信)	17.0	↓ 0.35	42.69%	↓ 5.04	42.7%	60.2%	72.4%
交通运输(中信)	19.1	↑ 0.07	29.21%	↑ 0.48	29.2%	30.8%	16.7%
电子(中信)	73.1	↓ 0.58	88.83%	↓ 1.36	88.8%	83.3%	78.9%
通信(中信)	19.7	↑ 0.40	8.64%	↑ 1.14	8.6%	16.2%	24.9%
计算机(中信)	88.9	↑ 1.38	55.70%	↑ 0.66	55.7%	33.3%	21.2%
传媒(中信)	99.1	↑ 0.68	82.46%	↑ 0.32	82.5%	62.0%	51.4%
综合金融(中信)	63.7	↑ 25.03	90.96%	↑ 42.84	91.0%	91.0%	90.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

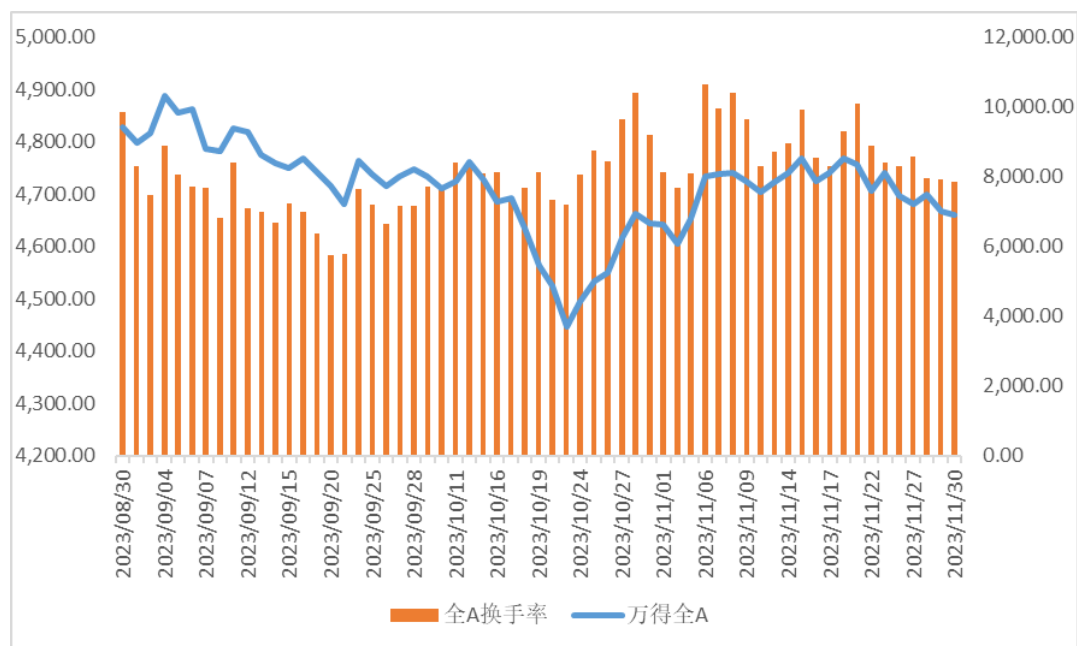
上周各宽基指数估值多数下跌，科创 50、中证 1000、中证 500 上行较多。当前各主要宽基指数估值水平全都在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周煤炭、通信、传媒、计算机、电子上行最多，房地产、建材、电力设备及新能源、银行、综合金融下行最多。当前综合金融、电子、传媒、钢铁、汽车板块估值处于历史较高水平；电新、通信、石油石化、有色金属、机械板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全A换手率的角度看，上周市场放量下跌。从行业拥挤度的角度，汽车，传媒，机械行业的拥挤度较高。

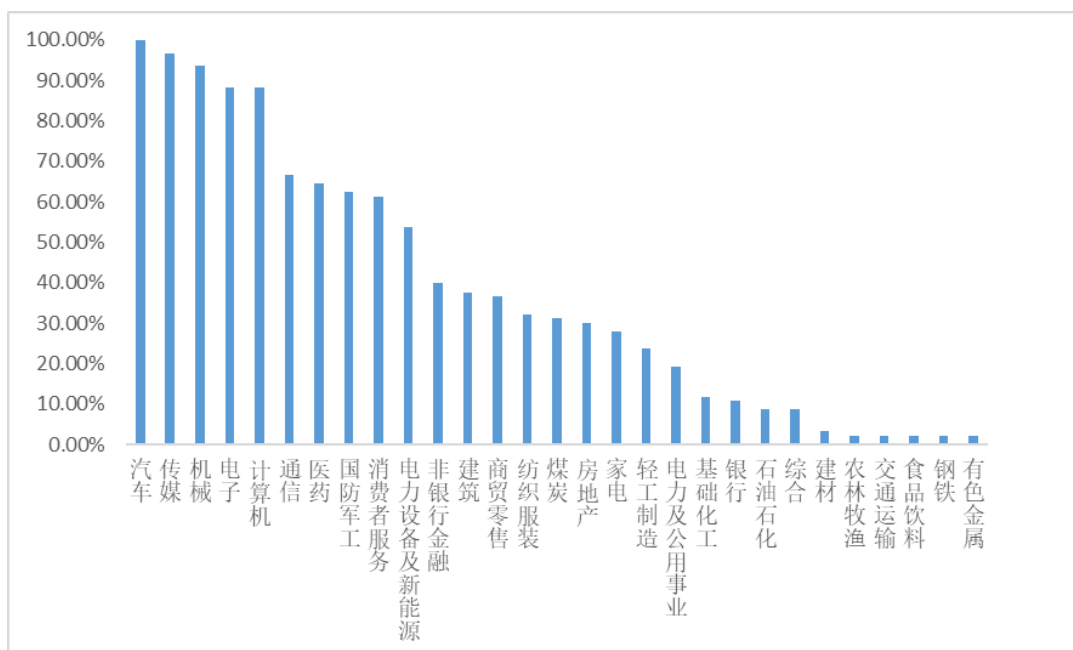
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.45%，处于历史 98%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图：全市场换手率



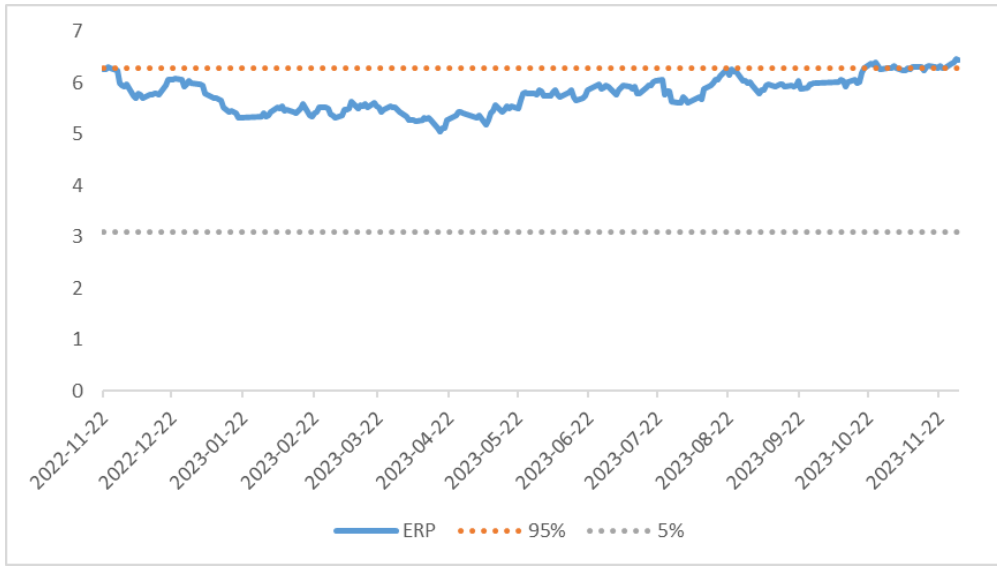
数据来源：Wind、鑫元基金

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

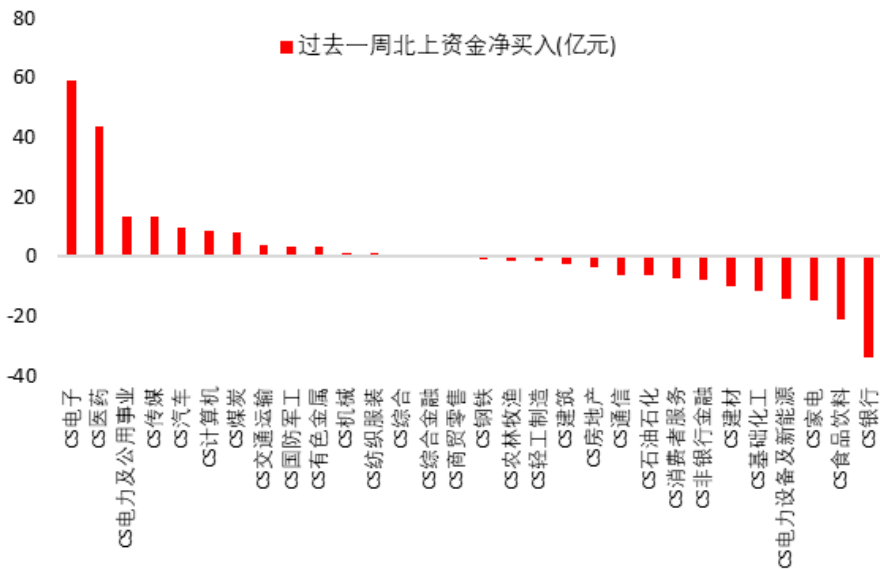


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

上周北向资金净流入 16.08 亿元，上上周净流出 31.61 亿元，最近一周北向资金净流出转为净流入。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 59.25）、医药（↑ 43.39）、电力及公用事业（↑ 13.55）、传媒（↑ 13.22）、汽车（↑ 9.39）；减持金额排名靠前的行业是银行（↓ 34.25）、食品饮料（↓ 21.35）、家电（↓ 14.90）、电力设备及新能源（↓ 14.58）、基础化工（↓ 11.62）。

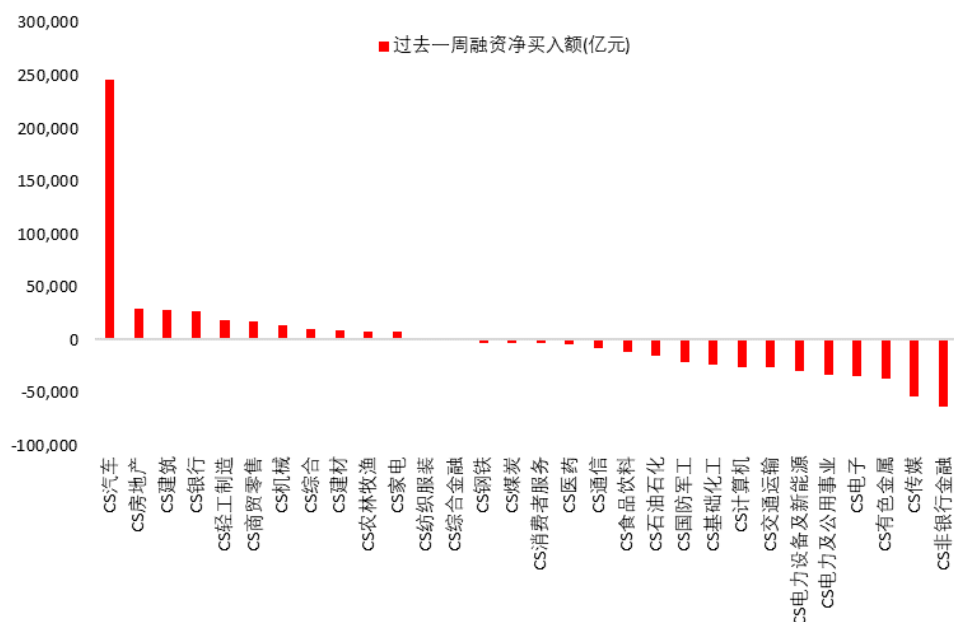
图：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

12月1日，两融资金占比为6.48%，11月24日为7.50%，反映出杠杆资金加仓意愿降低。截至12月1日，上周融资净买入最大的五个行业为汽车、房地产、建筑、银行、轻工制造。

图：上周两融资金行业流向（万元）

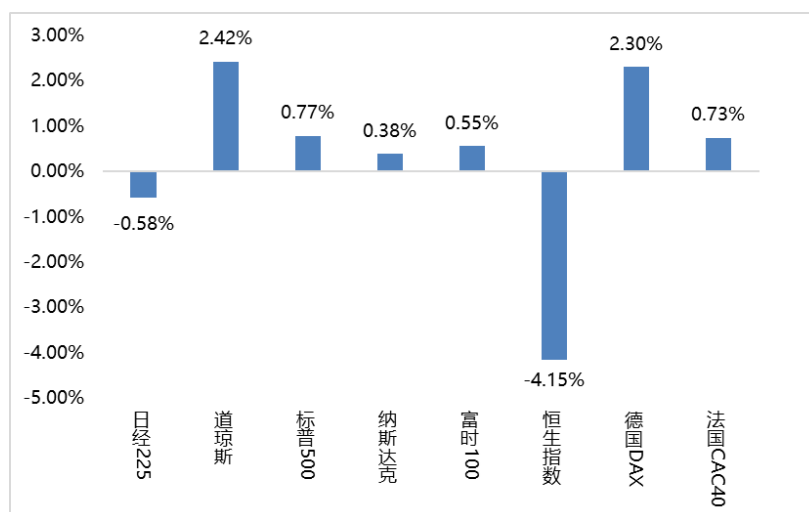


数据来源：Wind、鑫元基金

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2.42%，标普500上涨0.77%，纳指上涨0.38%；欧洲股市方面，英国富时100上涨0.55%，德国DAX上涨2.30%，法国CAC40上涨0.73%；亚太股市方面，日经指数下跌0.58%，恒生指数下跌4.15%。

图 11：上周海外主要指数涨跌

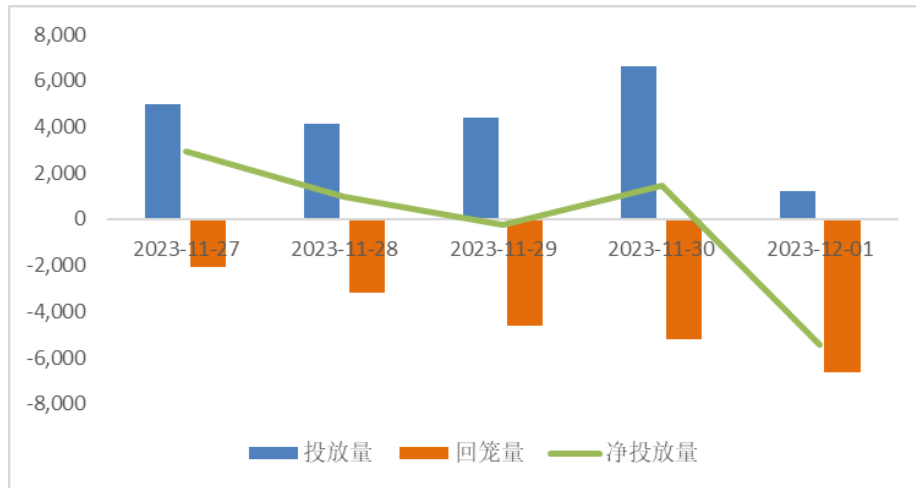


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行开展 21360 亿元逆回购操作，同时有 21670 亿元逆回购到期，因此实现净回笼 310 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 1380 亿元，地方政府债发行 1036.4 亿元，整体净缴款 2424.2 亿元。

表 1：12 月 4 日-12 月 8 日政府债发行缴款

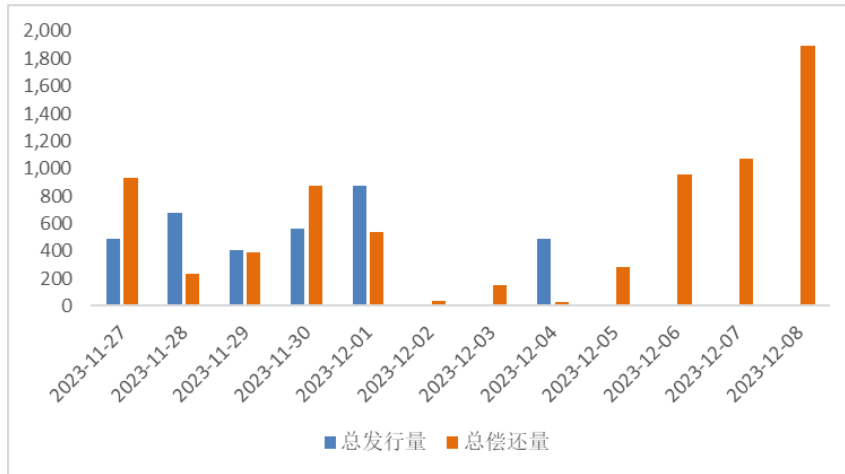
单位：亿元

	12 月 4 日		12 月 5 日		12 月 6 日		12 月 7 日		12 月 8 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	55.6	0	228.5	1150	0	0	752.3	230	752.3
到期	301	301.4	0	47.6	0	36.5	100	53.9	0	0
缴款	1021.7	69.9	0	57.1	0	228.5	1150	118.4	0	737.4
净缴款	489.3		9.5		191.9		996.1		737.4	

数据来源：Wind、鑫元基金

同业存单发行：12 月同业存单总到期量为 2.26 万亿元，低于 11 月的 2.43 万亿元，但高于 9 月的 2.11 万亿元、10 月的 1.89 万亿元。月内来看，每周分别到期 4404 亿元、6315 亿元、5275 亿元和 5673 亿元，中旬开始到期压力上升。

图 13：同业存单到期与发行



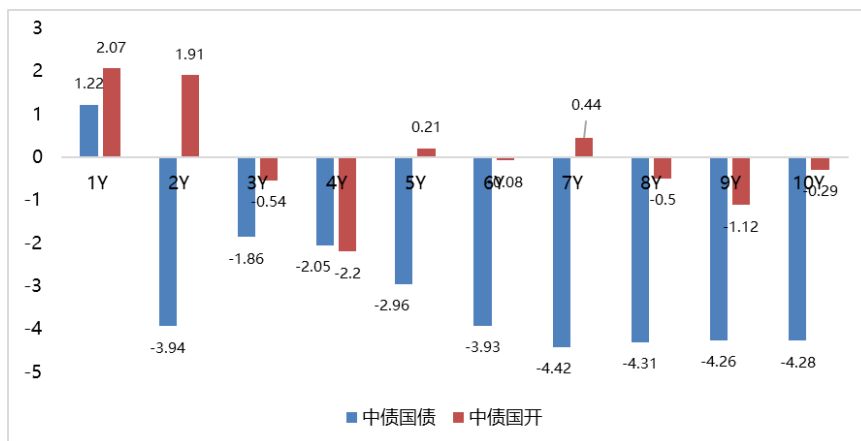
数据来源：Wind、鑫元基金

回购市场：机构提前跨月，资金面整体宽松，资金分层现象仍然存在。R007 在可跨月当天即上行至 2.9% 的高位，随后连续三天维持在 3.0% 以上，全周均值较前一周上行 45bp，而 DR007 则基本在 2.1-2.2% 左右波动，全周均值较前一周小幅上行 3bp。由于机构提前借 7 天资金跨月，隔夜利率整体维持平稳，DR001 基本在 1.6-1.9% 之间波动，R001 除月末多在 1.7-1.9%（仅跨月当天上行至 2.5%，跨月后回落至 1.7%），二者均值分别较前一周下行 17bp、9bp。资金分层现象仍然存在，R007 和 DR007 利差一度上行至 116bp，仅低于 3 月末。

票据利率：上周票据利率整体呈先涨后跌走势。周初，大行由收转出，市场掀起了出票热潮，买盘方面仅有中小机构作为支撑，市场整体供过于求，叠加一级供给持续上量，利率上行。后半周在大行跳水式收票的带动下，买盘收票情绪回暖，供需博弈下，票据利率震荡走低。

（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	12.86	9.4	9.6	55.74
环比	-3.08	-1.10	-1.32	78.73
年初以来	-17.85	-14.66	-9.47	51.01
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	27.46	15.67	18.06	54.76
2016 年以来分位数	10.80%	13.82%	13.47%	44.35%

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 12 月 3 日）

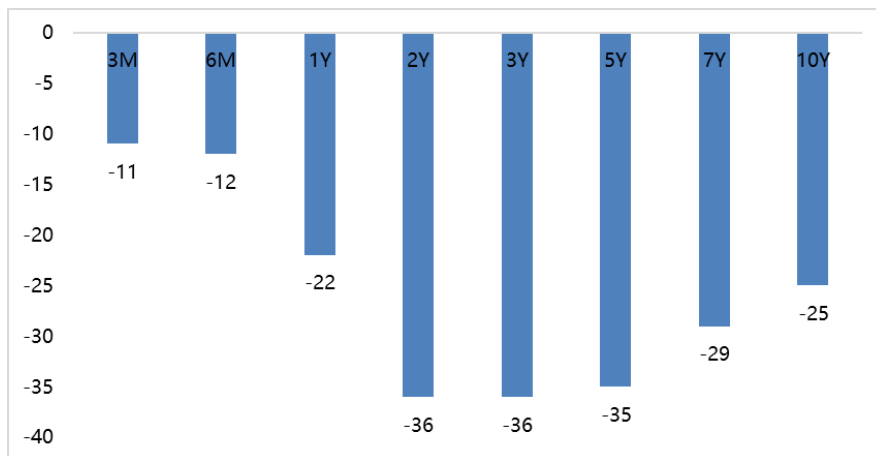
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	25.43	31.79	36.38	36.54	42.92
环比	1.46	2.58	2.98	2.80	1.89
年初以来	-22.4	-20.43	-26.85	-17.29	-24
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	13.59	12.62
2016 年以来平均值	47.37	37.54	40.39	44.67	45.59
2016 年以来分位数	5.10%	33.75%	36.93%	24.27%	39.51%

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 1 年期国债以及 1、2、5、7 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 年期收益率上行 1.22BP 至 2.3439，3 年期下行 1.86BP 至 2.4725，5 年期上行 0.29BP 至 2.5058，10 年期下行 4.28BP 至 2.6625。

长期限高等级票据信用利差有所走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.46BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.58BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.98BP。

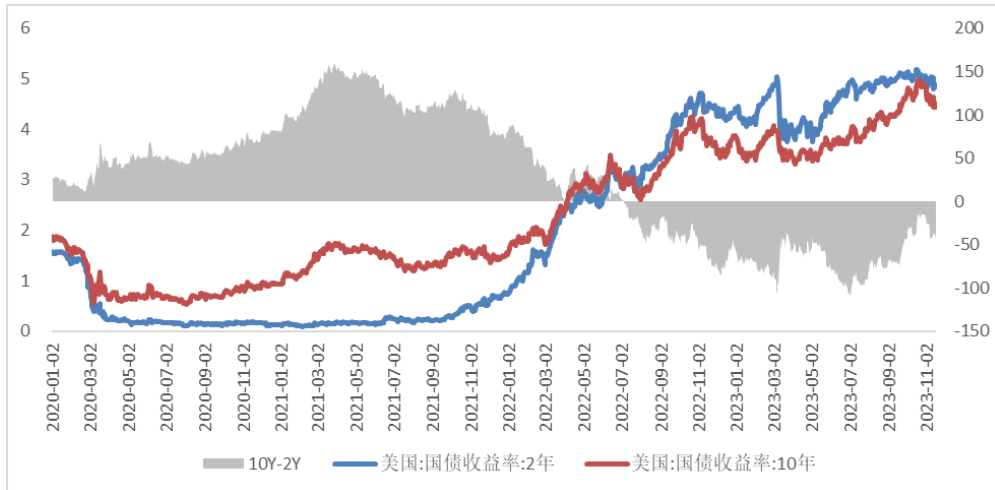
图 15：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 25BP，10 年期国债收益率下行 4.28BP，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 22BP，3 年期美债收益率下行 36BP，10 年期美债收益率下行 25BP。

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 0.23%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.07%，即期汇率升值 0.18%，离岸人民币汇率升值 0.34%。

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	103.1952	7.1104	7.14	7.1240
对照日期	103.4359	7.1151	7.1529	7.1483
涨跌	-0.23%	0.07%	0.18%	0.34%

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，当前工业企业内生动力有待增强，盈利增速虽有所修复但压力仍存，库存周期弱补库偏振荡，工业稳增长的持续性仍需要国内基建等需求侧政策加力。

海外方面，鲍威尔在最新公开讲话中维持了超市场预期强硬鹰派立场，主要源于其对

美国劳动力市场较市场更乐观的分析，以及对近期通胀下行趋势可持续性的更大程度的疑虑。这可能意味着美联储在 12 月中的会议上仍有一定概率会进行加息。欧元区 11 月核心通胀延续了过去一年的加速回落态势，显示欧元区本轮与美联储节奏类似的货币紧缩过程可能带来了更大程度的需求收缩效果。

(二) 权益市场展望和策略

海外方面，美国上周公布多项数据，其中美国三季度 GDP 增速超预期，创下近两年最快增速；10 月核心 PCE 物价指数为 2021 年 4 月以来新低。上周多位美联储官员发表了较为温和的言论，继续助推了市场的降息预期。美联储主席鲍威尔发表讲话，称政策利率“已进入限制性区间”，但现在猜测政策何时放松以及货币政策限制性是否已经足够还“为时过早”。欧洲方面，欧元区通胀放缓。受助于周初美元回落和对美联储已经完成加息的预期，现货黄金上周大幅拉升。

国内方面，11 月的制造业采购经理指数（PMI）和非制造业商务活动指数均低于上月。中国人民银行等八部门联合印发通知强调，要优化民营企业债务融资工具注册机制，充分发挥民营企业债券融资支持工具作用，扩大民营企业债券融资规模。上交所组织召开了沪市房企座谈会，旨在进一步支持和推动沪市房企通过融资和并购重组等方式，提升质量，化解风险。中国国新控股有限责任公司发布公告称，旗下国新投资有限公司今日增持中证国新央企科技类指数基金，并将在未来继续增持。

上周 A 股震荡下行，成交额继续萎缩。十年美债利率自 10 月下旬以来进入了下行趋势通道，受益于此，全球权益市场 10 月底开始反弹，A 股前期反弹的主要因素亦是得益于分母端压制的减轻。近期 A 股整体上重新进入调整走势，结构上大小盘的分化愈发明显，体现在以微盘股指数为代表的小盘公司屡创新高，以上证 50 为代表的大盘公司再探低点。这一方面反应了国内经济活动回升向好的基础仍需巩固，11 月 PMI 数据也能印证；另一方面反应了市场投资者信心的缺失。不过，市场依然具备积极因素，12 月份人民币汇率仍有升值的空间，美债重回上行趋势仍有较大难度，临近上证 3000 点仍有托底力量，重要会议对明年经济金融的部署仍有期待的空间，我们认为 A 股现在的下行保护较强。A 股的进一步上行需要国内经济和全球流动性的共振，在全球流动性转好的当下，我们还需要耐心等待经济的继续复苏。

(三) 债券市场展望和策略

基本面方面，11 月 PMI 数据再度小幅走弱，凸显总需求不足矛盾，有进一步加大稳增长力度诉求，结合新增的 1 万亿财政增量政策、新房改、城中村改造、平急两用工程等对于投

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的增强。但是在地产顺周期属性缺失、经济转型期、及地方债务风险化解期，经济向上修复的弹性有限，弱复苏的格局短期内难以改变。

流动性方面，11 月资金面已较 10 月明显改善，进一步收紧的概率较低；但是在央行内外均衡、加大对资金价格把控力的政策取向下，资金价格下行空间也相对有限。即将到来的 12 月为本年度的收官月，近期监管要求平滑信贷投放节奏，同时要增加对部分房企的信贷投放，可见在年底信贷投放压力增加、一级存单发行压力依旧、不少政府债待发、公开市场存量规模较大等影响下，如果央行投放不及预期的话，资金面依旧面临不小的压力。

总结而言，目前 10 年国债 2.68%、1 年国股 2.63%，曲线极为平坦，存单早已突破了前期高点、且难以看到改善迹象，2-3 年的利率也逼近前期高点。展望来看的话，市场的主线依旧在于资金面、一级存单供给以及稳增长政策：资金面 12 月依旧面临信贷投放前置、政府债供给、银行跨年指标、央行对于资金价格控制力加强等压力，资金价格中枢更偏向于易上难下，短端和政策利率相比已具备不错的性价比，但是短期内还是难以看到大的下行空间；长端依旧面临经济仍在弱修复轨道、稳增长预期抬头以及曲线平坦化加剧等压力，虽然向上空间不大，但是下行空间也有限。接下来需要重点关注 12 月召开的中央经济工作会议以及年底银行负债端、资产端摆布动向。

策略上，信用票息策略或继续占优，临近年底，建议多看少动，同时兼顾组合流动性，如果有配置需求的话，可以关注 3M 左右的存单。

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。