

# 经济增长诉求提升，稳增长政策力度将加强

——鑫元周观点（2023.12.04-2023.12.10）

## 一、核心观点

**宏观方面**，11月通胀和进出口数据发布，中央政治局会议召开。11月，CPI环比-0.5%，较前值回落0.4%；核心CPI环比-0.3%，较前值回落0.3%。CPI及核心CPI环比均低于季节性，显示内需仍然偏弱。11月，美元计价出口两年平均同比-4.3%，较前值回落0.9%；进口两年平均同比-5.7%，较前值回落5.9%。进出口环比均低于季节性，显示外需同步出现走弱。上周，12月中央政治局会议召开，会议指出明年经济工作要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，其中“以进促稳”为全新表述，显示明年经济增长诉求提升，预期各项稳增长政策力度将会加强。海外方面，11月美国非农数据表现超预期，显示美国劳动力市场依然较为强劲，市场对于明年美联储降息的预期有所退坡。

**权益市场方面**，中共中央政治局召开会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。国家统计局发布的11月CPI和PPI数据，同比和环比均出现下降。证监会主席易会满表示，将加强对股市交易行为、资金流向的监测，建立健全风险综合研判和预警机制。上周A股表现不佳，万得全A下跌2.02%，为近期较大单周跌幅，成交量环比有所提升。上周美元指数结束连续三周的下跌，小幅上涨，美国十年期国债继续小幅上行，海外流动性的改善态势并未明显变化，A股弱势还是源自于投资者较为悲观的经济预期。上周公布的CPI和PPI数据相对低迷，虽然受到国际油价回落等外部影响，但是依旧表明了当下国内经济活动恢复的进程还相对曲折。权益市场反映的是对未来经济的预期，是否有事件和信号出现扭转当下的经济预期将是A股投资中的关键变量。近期国家将接连召开的重大会议，对明年经济和金融进行全面部署，“稳中求进、以进促稳”表明“进”是政策主基调，我们认为我国宏观经济向好的趋势未变，后续政策的落地落实将有助于扭转市场对经济悲观的预期。

**固收市场方面**，上周进出口和通胀数据先后公布，低基数效应下出口同比由负转正，进口则受制于改善幅度有限和大宗商品价格下跌，同比再度回到负增长。通胀方面，CPI和PPI延续回落且不及预期，短期内通胀动能偏弱的格局或难以改变，财政与货币政策仍有发挥的空间。海外方面，11月美国就业市场表现略超预期，联储降息的预期路径或有修正，人民币汇率仍将

面临一定压力。债市方面，政府债的发行和商业银行的资产负债结构仍是市场的主要影响因素，关注本周 MLF 的到期续作情况。策略方面，建议利率债账户保持中性久期，结合资金面灵活控制杠杆，关注超跌反弹的交易机会；信用债账户密切关注年底负债端情况，以票息策略为主，可选取优质主体适当拉长久期。

## 二、宏观动态

### （一）国内宏观

中国 11 月份 CPI、PPI 有所下降。其中，CPI 同比、环比均下降 0.5%；PPI 同比下降 3%，环比下降 0.3%。1-11 月平均，中国 CPI 同比上涨 0.3%，PPI 同比下降 3.1%。国家统计局表示，受食品、能源价格波动下行等因素影响，11 月 CPI 有所下降；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅与 10 月相同，继续保持温和上涨。受国际油价回落、部分工业品市场需求偏弱等因素影响，11 月 PPI 环比由平转降，同比降幅扩大。

11 月进出口贸易同比增 1.2%，外贸稳中向好。据海关统计，今年 11 月份我国进出口总值 3.7 万亿元，同比增长 1.2%，连续两个月保持正增长。其中，出口 2.1 万亿元，增长 1.7%；进口 1.6 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 4908.2 亿元，扩大 5.5%。海关总署统计分析司司长吕大良表示，进入四季度，我国外贸发展的积极因素不断增多。根据中国海关贸易景气统计调查，出口、进口订单增加的企业占比均有提升，实现全年外贸促稳提质目标的基础更加坚实。

中共中央政治局召开会议，分析研究 2024 年经济工作。会议强调，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革。切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。

国务院印发《全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》。方案从 7 方面 80 条措施推进上海自贸试验区高水平制度型开放。《方案》提出，支持上海自贸试验区率先制定重要数据目录，探索建立合法安全便利的数据跨境流动机制；推动金融、电信等重点领域高水平开放，支持跨国公司设立资金管理中心；有序推进数字

人民币试点，探索数字人民币在贸易领域的应用场景；加快推进设立全国碳排放权交易机构，支持临港新片区加快氢能核心技术攻关；支持保险资金依托上海自贸试验区内有关交易所试点投资黄金等大宗商品；在风险可控前提下，审慎探索在临港新片区内放宽非居民并购贷款限制，扩大贷款适用场景。

财政部、人社部发布《全国社会保障基金境内投资管理办法（征求意见稿）》。适当优化调整全国社保基金投资范围，明确可投资国债、企业债、股票、股指期货等 11 类产品和工具；同时明确了各类产品和工具投资比例，其中股票类、股权类资产最大投资比例分别可达 40%和 30%，进一步提高了全国社保基金投资灵活度。《管理办法》还适度下调管理费率、托管费率上限。

财政部回应穆迪下调中国主权信用评级展望表示，对此感到失望。中国经济正在转向高质量发展，中国经济增长新动能正在发挥作用，中国有能力持续深化改革、应对风险挑战。穆迪对中国经济增长前景、财政可持续性等方面的担忧，是没有必要的。展望未来，中国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变，未来仍将是全球经济增长的重要引擎。我国防范化解地方政府债务风险的制度体系已经建立，地方政府违法违规无序举债的蔓延扩张态势得到初步遏制，地方政府债务处置工作取得积极成效。房地产市场下行给地方一般公共预算和政府性基金预算带来的影响是可控的、结构性的。另外，中诚信国际发布报告，维持中国主权信用等级 AA+g，评级展望为稳定。

## （二）海外宏观

美国上周初请失业金人数微升，就业市场降温趋势持续。美国上周初请失业金人数为 22 万人，预期 22.2 万人，前值自 21.8 万人修正至 21.9 万人；四周均值 22.075 万人，前值自 22 万人修正至 22.025 万人；至 11 月 25 日当周续请失业金人数 186.1 万人，预期 191 万人，前值自 192.7 万人修正至 192.5 万人。

美国 11 月非农就业人口增加 19.9 万人，高于预期的 18 万，也远高于前值 15 万。11 月失业率降至 3.7%，预期为持平于 3.9%。平均时薪环比增长 0.4%，为年内最高增速，超出预期的 0.3%；同比增速放缓至 4%，符合市场预期。数据公布后，美联储互换合约显示，美联储首次降息的预期推迟至明年 5 月。

美国“小非农”数据不及预期。美国 11 月 ADP 就业人数增 10.3 万人，预期增 13 万人，为连续第四个月不及预期，前值自增 11.3 万人修正至增 10.6 万人。11 月份薪资增长 5.6%，为 2021 年 9 月以来最低速度。

欧元区第三季度 GDP 终值同比持平。预期升 0.1%，修正值、初值均升 0.1%；环比降 0.1%，预期降 0.1%，修正值、初值均降 0.1%。第三季度季调后就业人数终值同比升 1.3%，预期升 1.4%，初值升 1.4%，二季度终值升 1.3%；环比升 0.2%，预期升 0.3%，初值升 0.3%，二季度终值升 0.2%。

欧洲央行鹰派官员改变立场，不支持进一步加息。欧洲央行执委会成员施纳贝尔表示，鉴于通胀显著回落，欧洲央行不应考虑进一步升息，决策者也不应在 2024 年年中之前提出激进的利率政策。

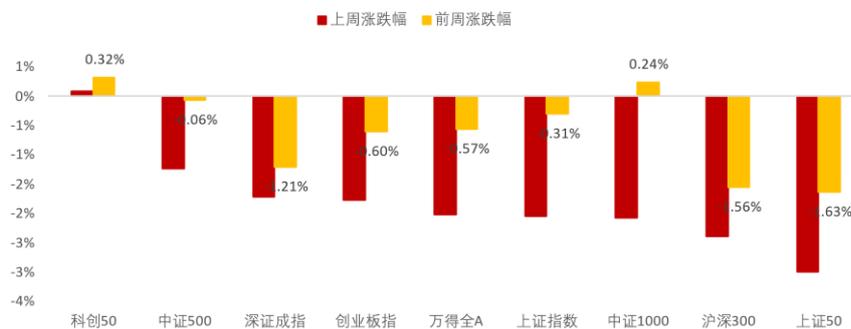
### 三、市场回顾

#### (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 12 月 8 日，上证 50 下跌 2.99%，沪深 300 下跌 2.40%，中证 1000 下跌 2.07%，上证指数下跌 2.05%，跌幅靠前。从行业板块看，上周**建筑、房地产、建材、通信**领涨，**医药、综合金融、综合、国防军工、煤炭**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，中证 1000、创业板指下行较多。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**计算机、传媒**上行最多，**国防军工、轻工制造、电子**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、银行、石油石化、机械、家电**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)

	2023/12/8	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	12.4	↓ 0.24	17.8	↓ 4.73	26.2%	19.2%	15.3%
深证成指	21.2	↓ 0.38	36.3	↓ 0.43	25.0%	11.9%	1.1%
上证50	9.4	↓ 0.27	17.5	↓ 10.69	27.5%	14.0%	11.9%
沪深300	10.7	↓ 0.24	13.5	↓ 1.99	17.8%	3.9%	1.2%
中证500	22.2	↓ 0.27	13.3	↓ 1.82	18.4%	34.6%	35.4%
中证1000	38.1	↓ 0.77	43.2	↓ 3.70	43.2%	64.4%	65.2%
创业板指	27.8	↓ 0.43	0.4	↓ 0.35	0.5%	0.9%	0.9%
科创50	44.9	↑ 0.28	43.0	↑ 1.25	43.0%	43.0%	45.3%

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)

	2023/12/8	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	↓ 0.19	7.20%	↓ 1.55	7.2%	13.5%	20.7%
煤炭(中信)	8.8	↓ 0.23	19.47%	↓ 2.79	19.5%	34.6%	44.9%
有色金属(中信)	16.5	↓ 0.13	9.48%	↓ 0.35	9.5%	16.5%	25.4%
电力及公用事业(中信)	19.8	↓ 0.08	31.61%	↓ 0.33	31.6%	18.5%	27.6%
钢铁(中信)	37.5	↓ 0.36	71.07%	↓ 0.46	71.1%	90.4%	85.2%
基础化工(中信)	27.7	↓ 0.62	30.84%	↓ 1.25	30.8%	57.8%	46.1%
建筑(中信)	8.9	↓ 0.28	10.50%	↓ 5.93	10.5%	13.9%	19.7%
建材(中信)	22.3	↓ 0.94	61.49%	↓ 3.46	61.5%	91.4%	87.9%
轻工制造(中信)	34.8	↓ 1.41	51.09%	↓ 5.65	51.1%	87.8%	81.2%
机械(中信)	31.7	↓ 1.04	7.43%	↓ 2.74	7.4%	5.2%	6.9%
电力设备及新能源(中信)	18.7	↓ 0.49	0.15%	↓ 0.12	0.2%	0.3%	0.4%
国防军工(中信)	60.6	↓ 2.22	22.68%	↓ 5.69	22.7%	20.3%	10.8%
汽车(中信)	31.3	↓ 1.08	66.17%	↓ 1.05	66.2%	37.7%	4.4%
家电(中信)	14.0	↓ 0.28	8.54%	↓ 1.97	8.5%	7.9%	0.8%
纺织服装(中信)	27.1	↓ 0.68	26.02%	↓ 5.23	26.0%	27.7%	20.5%
医药(中信)	42.0	↓ 1.01	62.30%	↓ 4.30	62.3%	61.4%	45.0%
食品饮料(中信)	27.1	↓ 0.89	26.05%	↓ 2.16	26.1%	7.6%	0.1%
银行(中信)	4.6	↓ 0.08	5.71%	↓ 5.73	5.7%	8.4%	12.9%
非银行金融(中信)	16.5	↓ 0.48	37.15%	↓ 5.54	37.1%	51.7%	63.8%
交通运输(中信)	18.9	↓ 0.19	27.70%	↓ 1.51	27.7%	28.4%	15.1%
电子(中信)	71.8	↓ 1.30	87.16%	↓ 1.66	87.2%	81.2%	76.5%
通信(中信)	19.6	↓ 0.13	8.62%	↓ 0.02	8.6%	16.2%	24.8%
计算机(中信)	90.0	↑ 1.11	56.25%	↑ 0.54	56.2%	34.2%	22.5%
传媒(中信)	101.1	↑ 1.99	83.11%	↑ 0.65	83.1%	63.4%	53.5%
综合金融(中信)	63.1	↓ 0.65	90.37%	↓ 0.58	90.4%	90.4%	89.4%

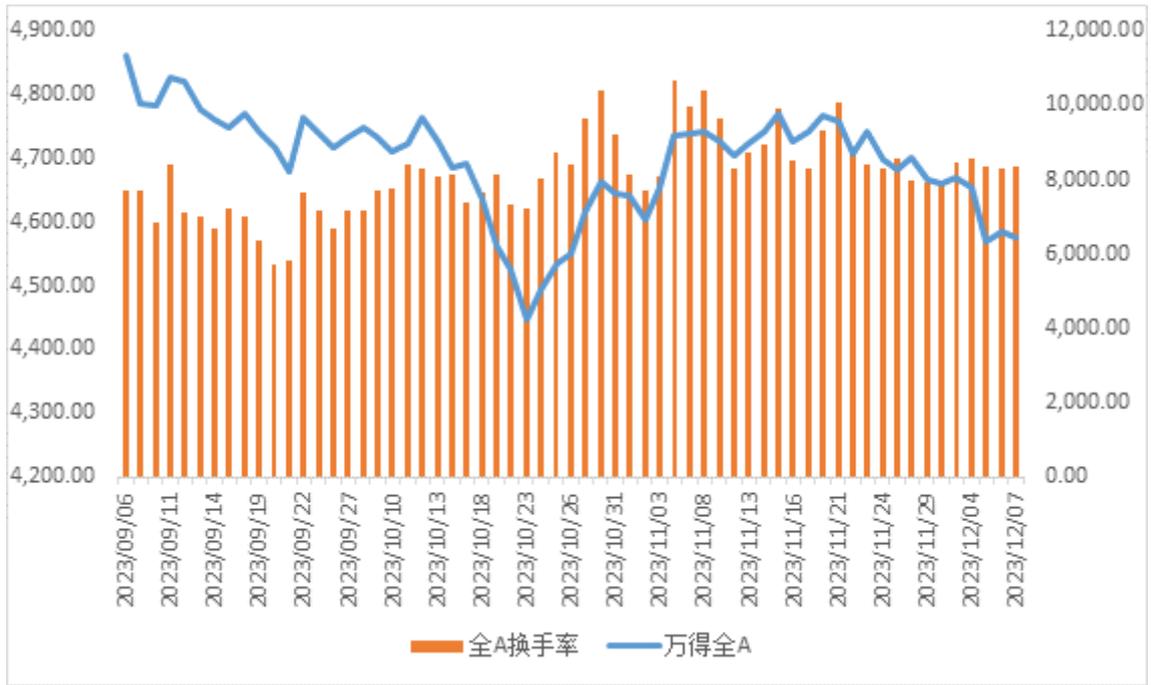
数据来源：Wind、鑫元基金

### 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。

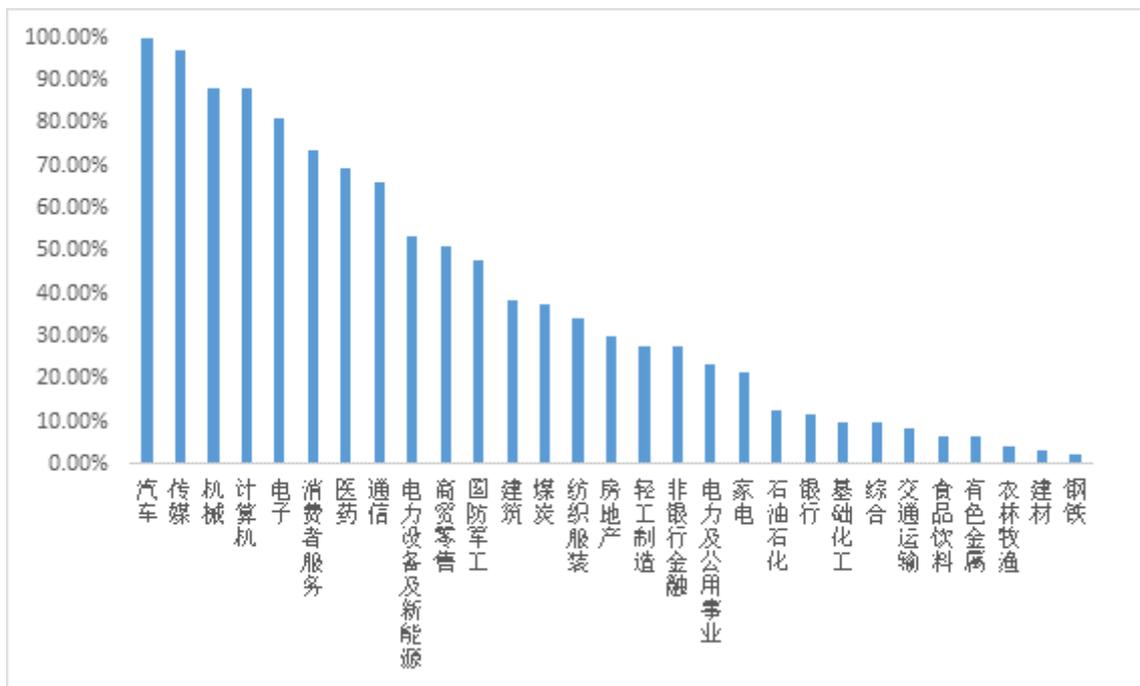
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.7%，处于历史 99% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



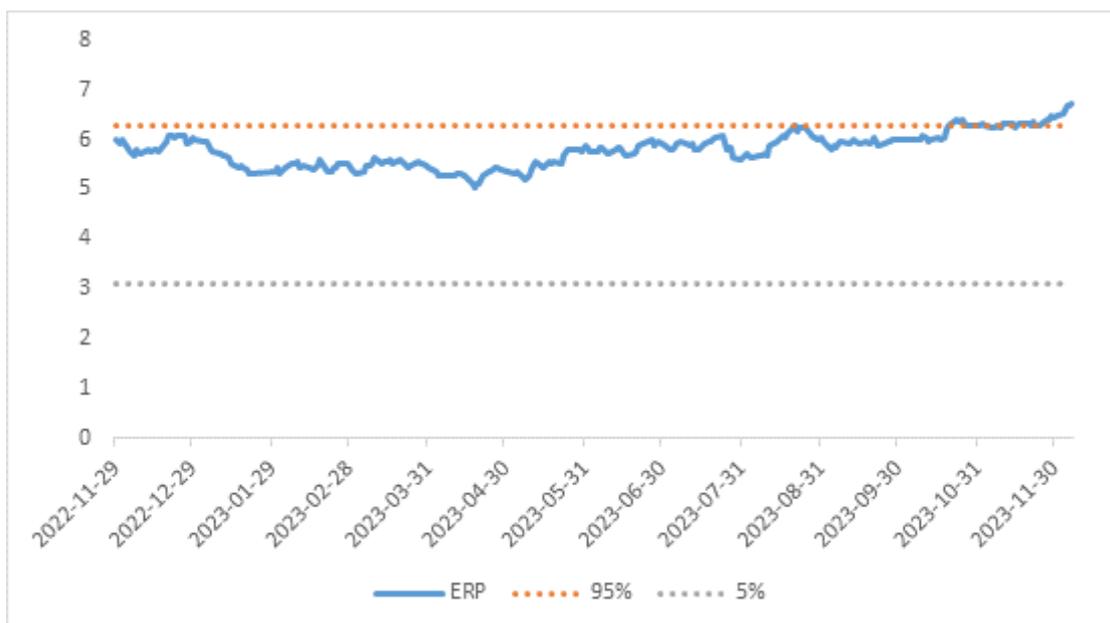
数据来源：Wind、鑫元基金

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

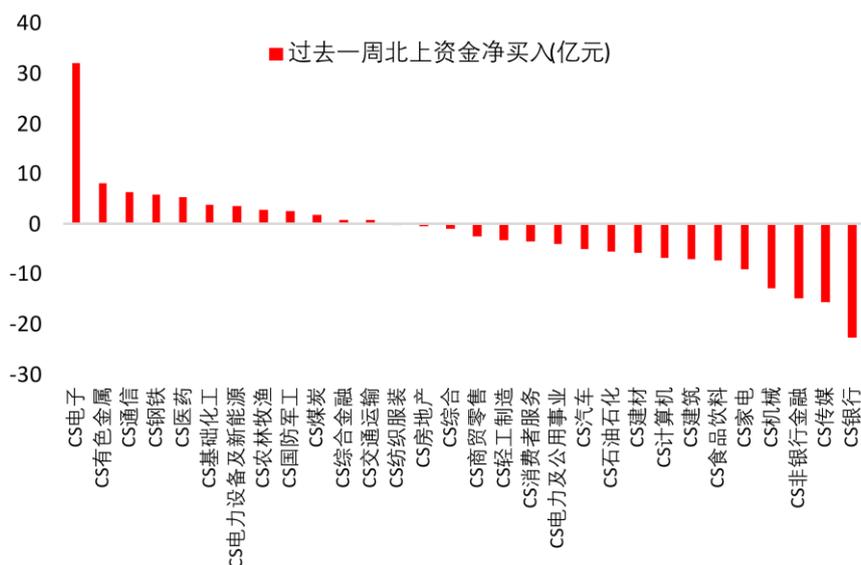


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

上周北向资金净流出 53.01 亿元，上上周净流入 21.86 亿元，由流入转流出。上周增持金额排行靠前的行业是电子（↑ 32.21）、有色金属（↑ 8.08）、通信（↑ 6.35）、钢铁（↑ 5.74）、医药（↑ 5.40）；减持金额排名靠前的行业是银行（↓ 22.80）、传媒（↓ 15.61）、非银行金融（↓ 14.79）、机械（↓ 12.75）、家电（↓ 9.05）。

图 7：上周北向资金行业流向（亿元）

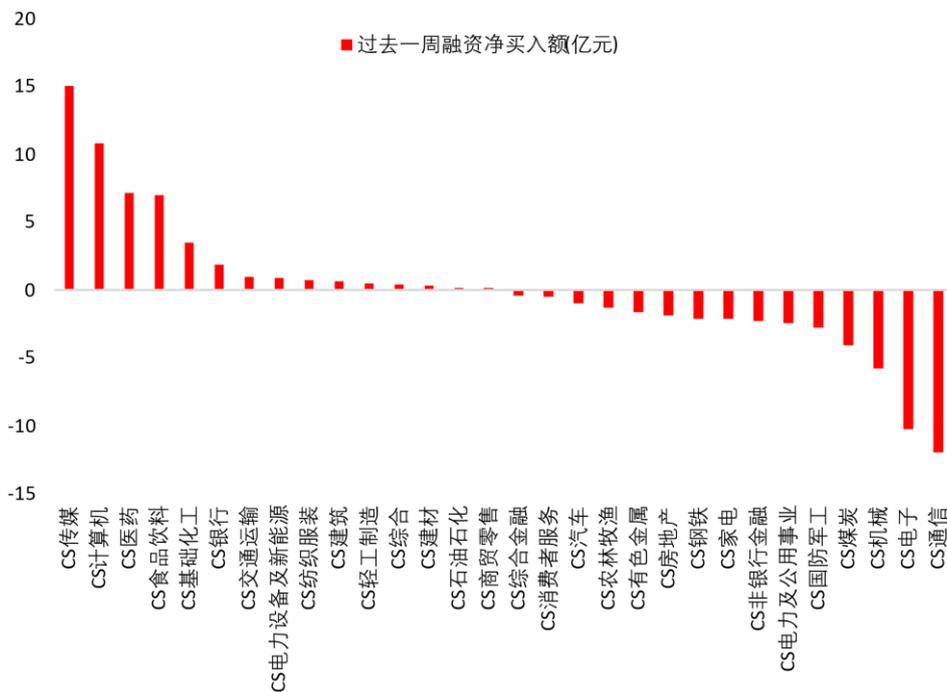


数据来源：Wind、鑫元基金

12月8日，两融资金占比为 7.84%，12月1日为 7.92%，反映出杠杆资金加仓意愿降低。截至 12月8日，上周融资净买入最大的五个行业为传媒、计算机、医药、食品饮料、基础化

工。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

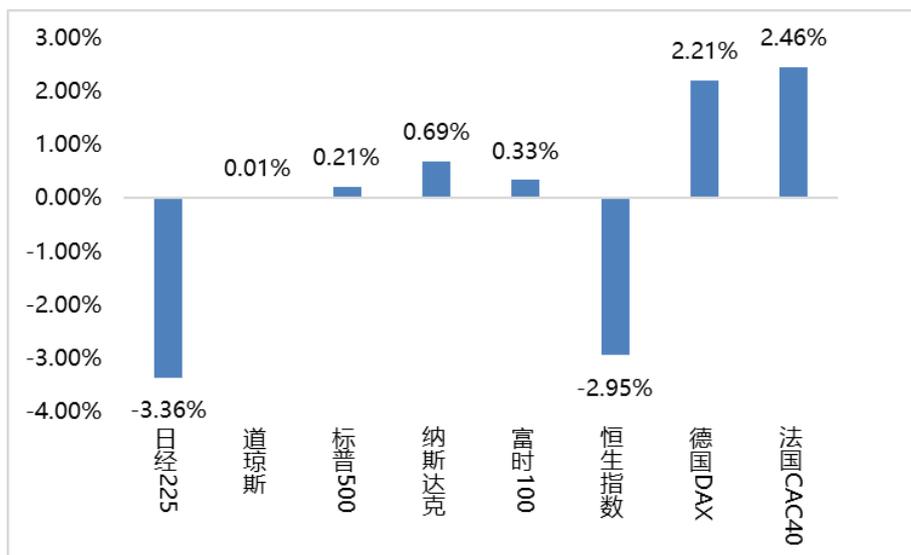


数据来源：Wind、鑫元基金

### 5、海外权益市场

上周欧美股市普涨，亚太股市多数下跌。美国股市方面，道指上涨 0.01%，标普 500 上涨 0.21%，纳指上涨 0.69%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.33%，德国 DAX 上涨 2.21%，法国 CAC40 上涨 2.46%；亚太股市方面，日经指数下跌 3.36%，恒生指数下跌 2.95%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

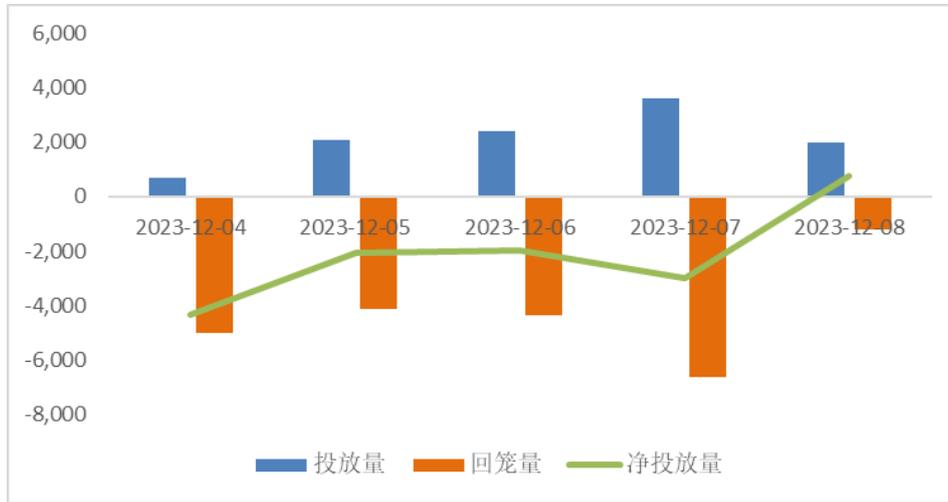


数据来源：Wind、鑫元基金

## （二）资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展了 10770 亿元逆回购操作，因有 21360 亿元逆回购到期，净回笼 10590 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：**上周国债发行 2530 亿元，地方政府债发行 311.9 亿元，整体净缴款 2401.6 亿元。

表 1：12 月 11 日-12 月 15 日政府债发行缴款

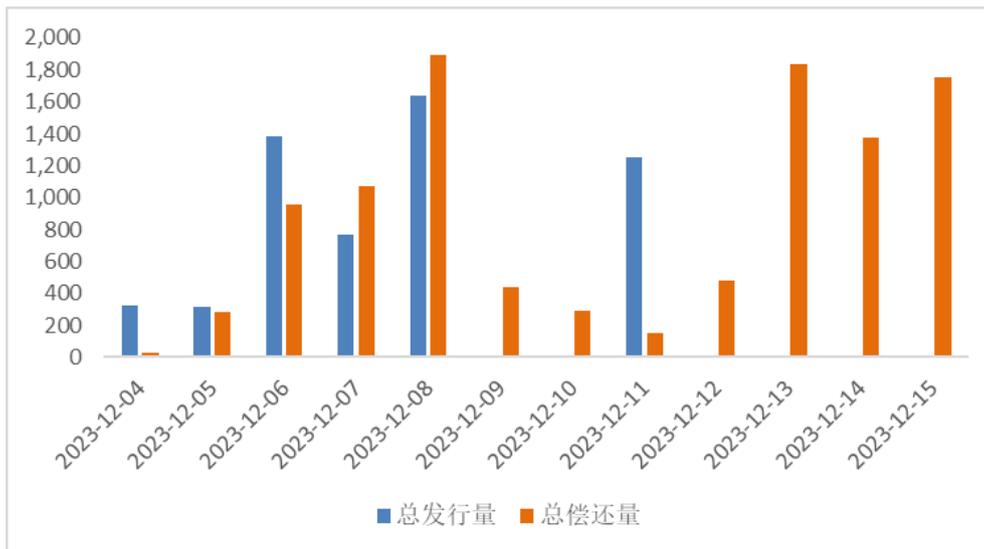
单位：亿元

	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	116.4	0	0	0	0	2300	80.6	230	115
到期	951.1	0	0	5.8	0	36	100	0	0	0
缴款	732.6	250	0	116.4	0	14.9	0	0	2300	80.6
净缴款	31.5		110.6		-21		-100		2380.6	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**12 月 4-8 日，同业存单发行 4365 亿元，净融资为 -39 亿元，前一周净融资为 -522 亿元。一级市场方面，短期限存单发行利率上行幅度较大，截止 12 月 8 日，1 个月期同业存单发行利率较上周五上行 24bp 至 2.79%，3 个月期上行 10bp 至 2.82%。

图 11：同业存单到期与发行



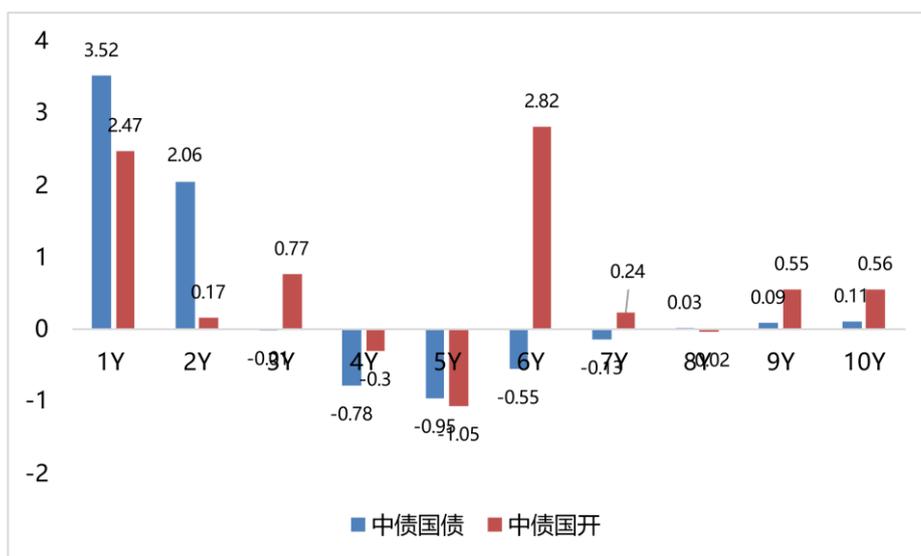
数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场：**12月上旬隔夜资金面维持宽松，但资金面分层现象仍然存在。上周隔夜利率整体维持低位震荡，DR001在1.6-1.7%之间波动，R001在1.7-1.8%之间波动，二者均值分别较前一周下行6bp、12bp。12月4-8日，银行体系日均净融出4.6万亿元，较前一周的4.5万亿元小幅上升，但周内来看，银行体系净融出逐日下滑，从上周一的4.9万亿元下滑至上周五的4.3万亿元。

**票据利率：**上周一季度票据利率低位震荡，二季度票据利率涨幅分化，其中4-5月利率上涨较快，6月利率略有回暖。上周大行的连续进场稳价或抬价收票，叠加企业贴现量的回暖，导致供需力量相互僵持，买盘市场机构整体偏谨慎，对足月票和一季度票有一定需求。供需博弈下，票价整体窄幅震荡。

### (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	<b>9.33</b>	<b>8.46</b>	<b>10.66</b>	<b>41.76</b>
环比	-3.53	-0.94	1.06	-13.98
年初以来	-21.38	-15.6	-8.41	37.03
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	27.42	15.65	18.04	54.74
2016 年以来分位数	6.49%	11.73%	15.35%	30.15%

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 09 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	31.03	38.43	39.83	39.1	46.3
环比	5.60	6.64	3.45	2.56	3.38
年初以来	-16.8	-13.79	-23.4	-14.73	-20.62
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	47.32	37.53	40.39	44.64	45.58
2016 年以来分位数	14.44%	54.71%	49.32%	34.73%	53.35%

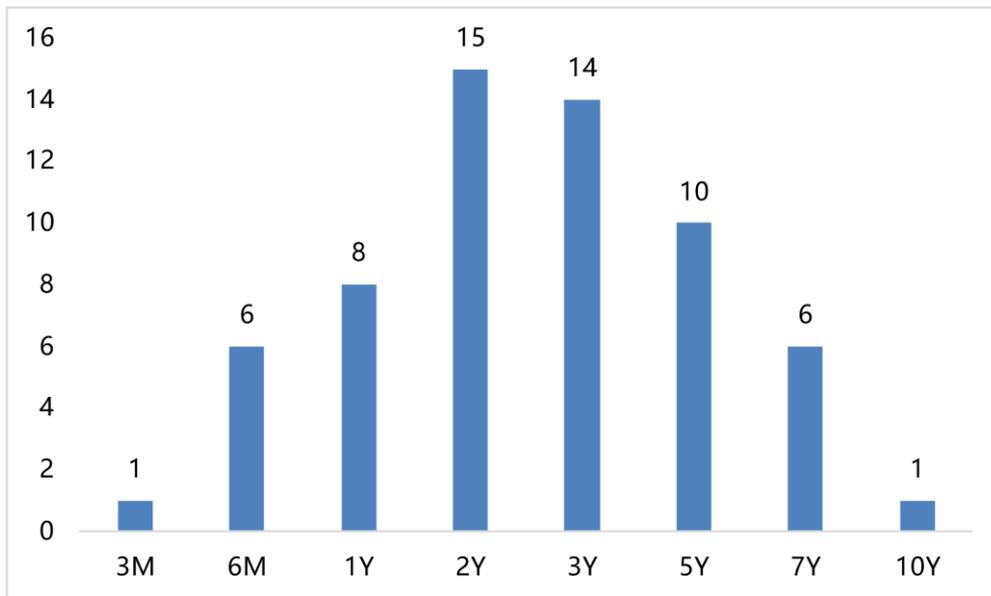
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上行 3.52BP 至 2.3791，3 年期下行 0.01BP 至 2.4375，5 年期下行 0.95BP 至 2.5570，10 年期上行 0.11BP 至 2.6636。

长时期高等级票据信用利差整体走扩。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.60BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 6.64BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 3.45BP。

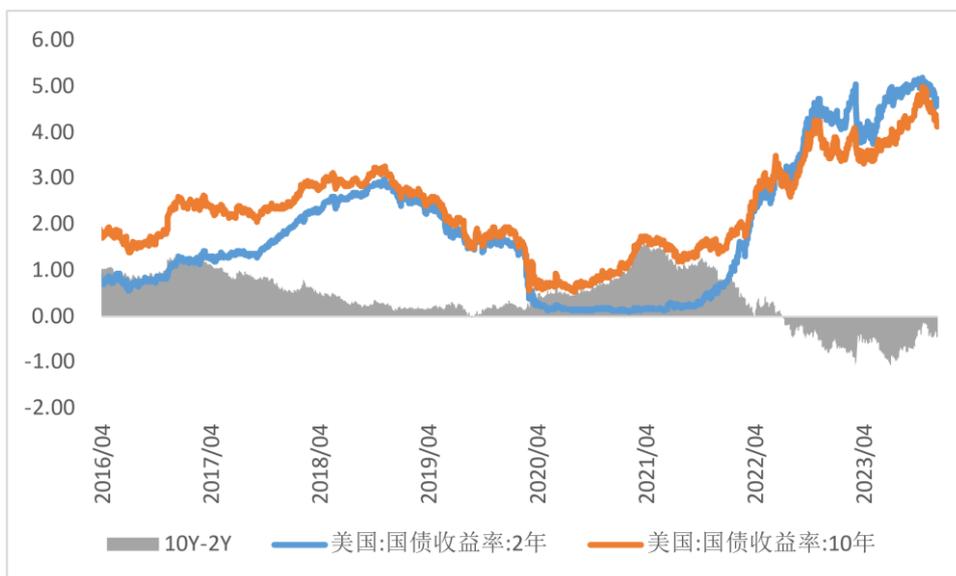
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率集体上行。上周一，因市场消化了鲍威尔的先前讲话并对利率和央行政策前景感到担忧，10年期美债收益率上涨。上周二受市场预期当周公布的美国就业数据将显示劳动力市场正在放缓的影响，美债收益率回吐了部分涨幅。上周三受美国私人部门ADP就业数据不及预期影响，投资者对联储已完成加息、明年降息的前景更有信心，美债收益率进一步下行。上周五超预期强劲的美国非农数据打击市场降息预期，美债跳水，两年期美债收益率创上月末以来新高，十年期美债收益率全周继续下降。上周10年期美债收益率上行1BP，10年期国债收益率上行0.11BP，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8BP，3年期美债收益率上行14BP，10年期美债收益率上行1BP。

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贬值。上周美元指数上涨 0.78%，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 0.29%，离岸人民币汇率贬值 0.86%。

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	103.998	7.1123	7.1607	7.1854
对照日期	103.1952	7.1104	7.14	7.1240
涨跌	0.78%	-0.03%	-0.29%	-0.86%

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，11月通胀和进出口数据发布，中央政治局会议召开。通胀数据方面，11月CPI环比-0.5%，较前值回落0.4%；核心CPI环比-0.3%，较前值回落0.3%。11月气温偏暖食品供应充足、国际油价下跌、双十一降价促销、假期结束出行需求退坡等各项因素共同作用下，通胀读数进一步回落。CPI及核心CPI环比均低于季节性，显示内需仍然偏弱。预期通胀读数短期仍将处于低位，明年3、4月通胀读数或开始回升。进出口数据方面，11月美元计价出口两年平均同比-4.3%，较前值回落0.9%；进口两年平均同比-5.7%，较前值回落5.9%。进出口环

比均低于季节性，显示外需同步出现走弱。上周，12月中央政治局会议召开，会议指出明年经济工作要坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”，其中“以进促稳”为全新表述，显示明年经济增长诉求提升，预期各项稳增长政策力度将会加强。海外方面，11月美国非农数据表现超预期，显示美国劳动力市场依然较为强劲，市场对于明年美联储降息的预期有所退坡。

## **（二）权益市场展望和策略**

海外方面，上周美国公布的多项就业数据显示就业市场强势，正面支持了美联储维持高利率的意愿，打击了市场的乐观预期。日本央行行长植田和男谈及退出负利率后的选项，并表示12月政策制定变得更具挑战性。国内方面，中共中央政治局召开会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。国家统计局发布的11月CPI和PPI数据，同比和环比均出现下降。证监会主席易会满表示，将加强对股市交易行为、资金流向的监测，建立健全风险综合研判和预警机制。上周A股表现不佳，万得全A下跌2.02%，为近期较大单周跌幅，成交量环比有所提升。上周美元指数结束连续三周的下跌，小幅上涨，美国十年期国债继续小幅上行，海外流动性的改善态势并未明显变化，A股弱势还是源自于投资者较为悲观的经济预期。上周公布的CPI和PPI数据相对低迷，虽然受到国际油价回落等外部影响，但是依旧表明了当下国内经济活动恢复的进程还相对曲折。权益市场反映的是对未来经济的预期，是否有事件和信号出现扭转当下的经济预期将是A股投资中的关键变量。近期国家将接连召开的重大会议，对明年经济和金融进行全面部署，“稳中求进、以进促稳”表明“进”是政策主基调，我们认为我国宏观经济向好的趋势未变，后续政策的落地落实将有助于扭转市场对经济悲观的预期。

## **（三）债券市场展望和策略**

上周进出口和通胀数据先后公布，出口在低基数效应下同比由负转正，进口方面，虽然同有低基数支撑，但受制于进口数量改善幅度有限和主要大宗商品价格下跌，进口同比再度回到负增长。通胀方面，CPI和PPI延续回落且不及预期反映国内需求仍然不足，未来通胀动能偏弱的格局或难以改变，财政与货币政策仍有发挥的空间。海外方面，11月美国就业市场表现仍然较好，新增非农就业人数略高于预期，失业率小幅下降，联储降息的预期路径或有修正，人民币汇率仍将面临一定压力。债市方面，临近年末，政府债的发行和商业银行的资产负债结构仍是市场的主要影响因素。同业存单利率高企，商业银行存单发行压力加大，关注下周MLF的到期续作情况。策略方面，建议利率债账户保持中性久期，结合资金面灵活控制杠杆，关注超跌反弹的交易机会；信用债账户密切关注年底负债端情况，以票息策略为主，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。