

# 全球流动性改善，经济内生动能有待进一步修复

——鑫元周观点（2023.12.11-2023.12.17）

## 一、核心观点

**宏观方面**，公布的11月经济数据，总体来看经济的内生动能有待进一步修复，其中消费有一定拖累，出口和地产这两大传统经济动能又尚未迎来趋势性好转。因此后续稳增长政策的诉求和必要性都较高。上周11至12日召开中央经济工作会议，系统部署明年经济工作，而较为重磅的地产政策则是京沪两地购房政策的相继放松，但后续仍然需要关注政策效力如何。海外方面，美联储释放降息信号，推动市场降息预期明显升温；美国11月零售超预期回升，凸显经济增长韧性；美国制造业PMI回落但服务业持续改善；欧元区PMI全面低于预期。12月欧央行议息会议偏鹰。

**权益市场方面**，中央经济工作会议要求明年坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，并提出重点做好九个方面的具体工作。统计局发布的11月金融和经济数据显示，国民经济整体回升向好，但房地产市场仍然处于调整之中。北京上海两地进一步优化地产政策，在首付、利率下限等方面进行了调整。上周A股高开低走，收跌0.96%，较前周跌幅有所收窄。上周国内外宏观变量较多，全球流动性在美联储意外放鸽之后进一步得到改善，美国十年期国债利率下行31BP，这对全球的权益市场带来分母端的支撑。从国内公布的M1数据来看，资金的活化程度还偏低，这也对应了近期A股弱势的现状。上周召开的中央经济工作会议对明年的工作进行了全面的部署，我们认为随着扩大内需政策的逐步落实见效，地产政策的持续优化，资金的活化程度将企稳回升，并助力权益市场的运行。诚然，近期市场情绪较为萎靡，上证指数跌破3000点，但是从历史上看现在市场机会大于风险。

**固收市场方面**，政府债的支撑下，社融增速基本符合预期。当前企业经营承压但未来预期偏弱，整体融资需求仍然不强。经济数据在低基数效应下，整体好于预期。MLF等价超量续作8000亿元，为历史最高净投放，央行表述“对冲政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币”。北京上海先后调整优化住房标准等政策，但需求端的回暖仍待观察。流动性方面，随着年末的逐渐临近，预计短端流动性进一步宽松的空间有限。美联储本轮加息大概率已经结束，人民币汇率压力继续减弱。总体来看，政府债的发行和年末市场的资金

面或是债券市场的主要影响因素，预计长端利率将维持震荡的走势。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 月国民经济延续回升向好态势，全年发展主要预期目标有望较好完成。**从生产端看，生产供给稳步回升。11 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%，比 10 月加快 2.0 个百分点。从需求端看，国内需求继续恢复。11 月社会消费品零售总额 42505 亿元，同比增长 10.1%，比 10 月加快 2.5 个百分点。投资方面，1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）460814 亿元，同比增长 2.9%。就业形势总体稳定，11 月全国城镇调查失业率为 5.0%，与 10 月持平。

**中国 11 月金融数据出炉。**中国 11 月人民币贷款增加 1.09 万亿元，同比少增 1368 亿元；前 11 月累计增加 21.58 万亿元，同比多增 1.55 万亿元。11 月社会融资规模增量为 2.45 万亿元，比上年同期多 4556 亿元；前 11 个月累计为 33.65 万亿元，比上年同期多 2.79 万亿元。11 月末，广义货币（M2）余额 291.2 万亿元，同比增长 10%。分析指出，今年前 11 个月贷款增量已超过去年全年，M2、社融等数据也显示出金融对实体经济的支持有力。

**中央经济工作会议 12 月 11 日至 12 日在北京举行，系统部署 2024 年经济工作。**会议要求，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，不断巩固稳中向好的基础。要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，加强政策工具创新和协调配合。要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估，强化政策统筹，确保同向发力、形成合力。

**北京、上海迎来多项楼市政策调整。**北京优化普通住房认定标准，首套房首付比例统一降至 30%，二套房首付比例最低为 40%；取消房价过快上行阶段时对房贷年限的从严管控，由目前最长 25 年恢复至 30 年。商业银行新发放房贷利率政策下限也将调整，12 月 15 日起新发放的商业性个人住房贷款将执行新的利率政策下限。上海自 12 月 15 日起调整普通住房标准、优化差别化住房信贷政策，其中，首套住房最低首付不低于 30%，二套最低首付不低于 40%。

**国务院国资委召开扩大会议学中央经济工作会议精神。**会议强调，要优化国有资本布局结构调整，大力发展战略性新兴产业和未来产业，深入实施国有企业改革深化提升行动，努力实

现含金量更高的稳增长，进一步提振市场信心、引领行业发展，坚决当好国民经济稳定器、压舱石。布局一批强牵引、利长远的重大项目，加快建设现代化产业体系，更好发挥国有经济战略支撑作用。

**证监会修订发布《上市公司股份回购规则》。**放宽现有“为维护公司价值及股东权益所必需”回购的条件，将触发条件之一“连续 20 个交易日内公司股票收盘价格跌幅累计达到 30%”调整为“累计达到 20%”，降低触发门槛。增设一项“为维护公司价值及股东权益所必需”回购条件，将“股票收盘价格低于最近一年最高收盘价格 50%”作为触发条件之一，增加回购便利。适度放宽上市公司回购基本条件，由“上市满一年”调整为“上市满六个月”，满足新上市公司回购需求。

**国务院办公厅印发《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》。**支持外贸企业拓展国内市场，组织开展外贸优品拓内销系列活动。支持内贸企业采用跨境电商、市场采购贸易等方式开拓国际市场。深化内外贸一体化试点，鼓励加大内外贸一体化相关改革创新力度。培育内外贸一体化企业，支持供应链核心企业带动上下游企业协同开拓国内国际市场。加大财政金融支持力度，落实有关财政支持政策，积极支持内外贸一体化发展。

## （二）海外宏观

**美国最新物价上涨符合市场预期，美联储今年加息可能性进一步降低。**美国劳工统计局发布数据显示，美国 11 月未季调 CPI 同比上升 3.1%，创 6 月以来新低，预期 3.1%，前值 3.2%；季调后 CPI 环比上升 0.1%，预期及前值均为持平；未季调核心 CPI 同比上升 4%，与预期及前值一致；核心 CPI 环比上升 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。美国 11 月实际收入环比上升 0.5%，前值降 0.1%。

**美国上周初请失业金人数为 20.2 万人。**预期 22 万人，前值自 22 万人修正至 22.1 万人；12 月 2 日当周续请失业金人数 187.6 万人，预期 188.7 万人，前值自 186.1 万人修正至 185.6 万人。

**美联储如市场所料，连续三次利率决议按兵不动。**FOMC 声明显示，将评估需要“任何”额外加息的程度；通胀在过去一年中“有所缓解”，但仍然居高不下。经济活动已从第三季度的强劲势头放缓。点阵图显示过半美联储官员预计明年至少降息三次，每次 25 个基点，近三成官员预计至少降四次。利率决议后，美元跳水，美股、美债、黄金拉升。

**美联储主席鲍威尔的表态大出市场意外。**美联储主席鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。同时美联储正在思考、讨论

何时降息合适；降息已开始进入视野。目前没有什么根据认为经济正在衰退；明年总会存在出现经济衰退的可能性；认为经济有可能避免衰退。没有人宣布抗通胀取得胜利，那还为时尚早；下一个问题是何时收回政策。

美联储票委威廉姆斯表示，目前并没有真正讨论降息。关注利率政策是否处于正确位置，不对利率走势进行猜测。经济和通胀仍然高度不确定，如有需要，美联储必须准备再次加息。

欧洲央行继续维持三大关键利率不变。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，符合市场预期。欧洲央行拟于 2024 年底停止紧急抗疫购债计划下再投资。欧洲央行预计，2023 年 GDP 增速为 0.6%，通胀率为 5.4%；2024 年 GDP 增速为 0.8%，通胀率为 2.7%。

日本央行认为，12 月份没有必要结束负利率，缺乏通胀可持续的证据。日本央行正在审查一项用于计算日本银行经常账户余额中宏观附加余额的基准比率。

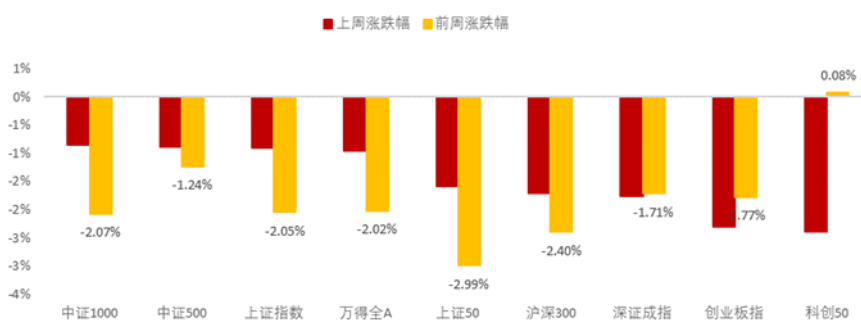
### 三、市场回顾

#### (一) 权益市场

##### 1、权益市场走势

上周 A 股各宽基指数集体下跌。截至 12 月 15 日，上周科创 50 下跌 2.39%，创业板指下跌 2.31%，跌幅靠前。从行业板块看，上周纺织服装、建筑、消费者服务、有色金属、传媒领涨，商贸零售、银行、非银行金融、石油石化、电子领跌。

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 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，上周传媒、纺织服装、轻

工制造、综合金融、建材上行最多，计算机、食品饮料、医药、钢铁、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、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)

	2023/12/15	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	12.3	↓ 0.10	16.9	↓ 1.16	25.1%	17.1%	13.0%
深证成指	20.6	↓ 0.59	34.4	↓ 1.19	23.8%	9.9%	0.0%
上证50	8.9	↓ 0.46	10.3	↓ 9.84	17.7%	5.1%	4.7%
沪深300	10.6	↓ 0.14	12.5	↓ 1.30	16.5%	2.1%	0.2%
中证500	21.9	↓ 0.26	12.2	↓ 1.43	17.0%	31.9%	32.5%
中证1000	35.6	↓ 2.53	28.3	↓ 14.86	28.3%	43.2%	39.5%
创业板指	27.3	↓ 0.56	0.1	↓ 0.38	0.1%	0.2%	0.2%
科创50	45.1	↑ 0.19	43.8	↑ 0.71	43.8%	43.8%	46.1%

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)

	2023/12/15	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)	9.7	↓ 0.24	6.42%	↓ 0.78	6.4%	12.0%	18.4%
煤炭(中信)	8.9	↑ 0.10	20.97%	↑ 1.49	21.0%	37.2%	46.9%
有色金属(中信)	16.2	↓ 0.31	8.31%	↓ 1.17	8.3%	14.5%	22.1%
电力及公用事业(中信)	20.0	↑ 0.13	32.16%	↑ 0.55	32.2%	19.0%	28.0%
钢铁(中信)	36.8	↓ 0.69	70.18%	↓ 0.89	70.2%	89.1%	83.3%
基础化工(中信)	27.5	↓ 0.26	30.55%	↓ 0.29	30.6%	57.2%	45.4%
建筑(中信)	8.9	↑ 0.04	11.13%	↑ 0.63	11.1%	15.0%	21.1%
建材(中信)	22.5	↑ 0.22	62.60%	↑ 1.11	62.6%	92.5%	89.0%
轻工制造(中信)	35.3	↑ 0.47	52.96%	↑ 1.87	53.0%	90.2%	85.0%
机械(中信)	31.7	0.00	7.46%	↑ 0.02	7.5%	5.2%	7.0%
电力设备及新能源(中信)	18.3	↓ 0.40	0.00%	↓ 0.15	0.0%	0.0%	0.0%
国防军工(中信)	60.5	↓ 0.05	22.60%	↓ 0.08	22.6%	20.1%	10.6%
汽车(中信)	31.1	↓ 0.20	65.93%	↓ 0.24	65.9%	37.4%	4.1%
家电(中信)	14.0	↓ 0.03	8.41%	↓ 0.13	8.4%	7.8%	0.7%
纺织服装(中信)	27.8	↑ 0.69	31.59%	↑ 5.57	31.6%	34.9%	31.4%
医药(中信)	41.2	↓ 0.80	58.05%	↓ 4.25	58.0%	60.1%	43.8%
食品饮料(中信)	25.9	↓ 1.18	22.56%	↓ 3.49	22.6%	6.2%	0.1%
银行(中信)	4.6	↓ 0.01	5.22%	↓ 0.49	5.2%	7.7%	11.8%
非银行金融(中信)	16.4	↓ 0.12	35.83%	↓ 1.31	35.8%	49.5%	61.8%
交通运输(中信)	18.7	↓ 0.15	26.27%	↓ 1.43	26.3%	25.9%	13.0%
电子(中信)	71.1	↓ 0.67	86.39%	↓ 0.78	86.4%	80.2%	75.2%
通信(中信)	19.5	↓ 0.04	8.49%	↓ 0.13	8.5%	15.9%	24.3%
计算机(中信)	88.1	↓ 1.83	55.41%	↓ 0.83	55.4%	33.1%	20.9%
传媒(中信)	104.1	↑ 2.94	84.14%	↑ 1.03	84.1%	65.6%	56.6%
综合金融(中信)	63.4	↑ 0.33	90.05%	↓ 0.32	90.1%	90.1%	89.1%

数据来源：Wind、鑫元基金

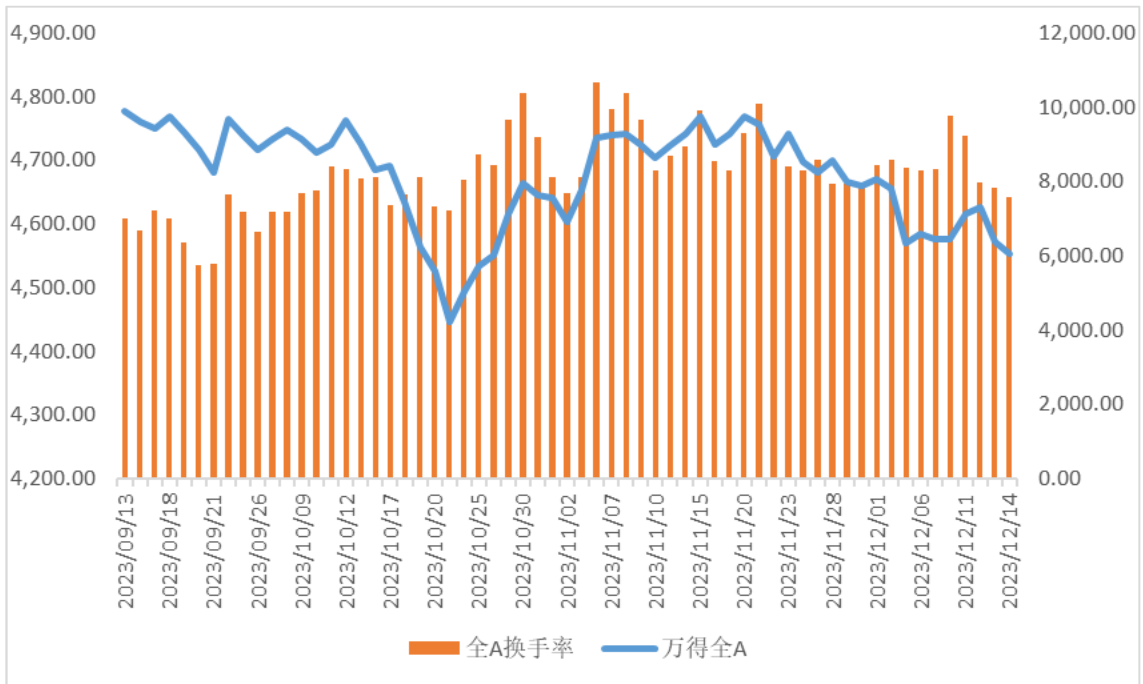
### 3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏空”。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 6.79%，处于历史 99.9%的

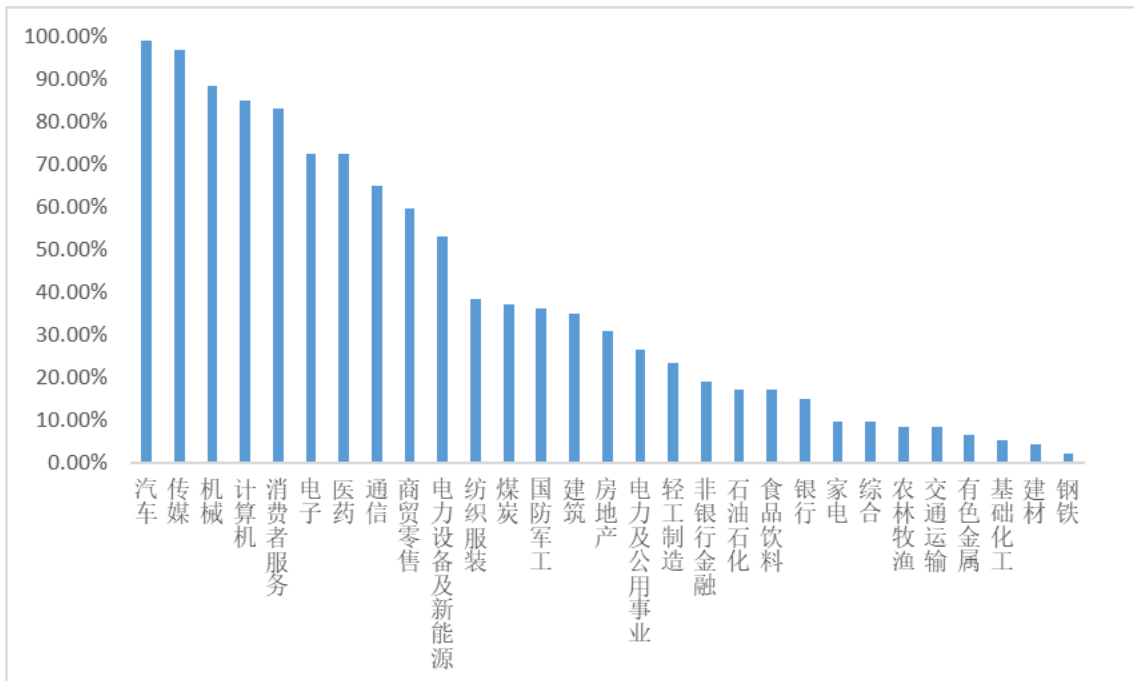
分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



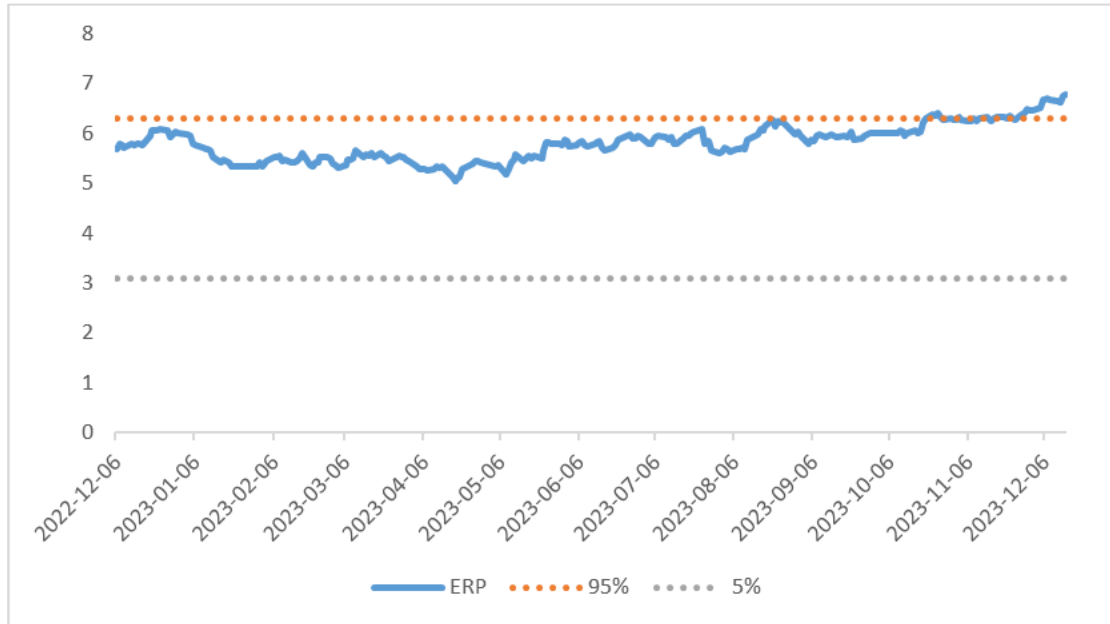
数据来源：Wind、鑫元基金

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

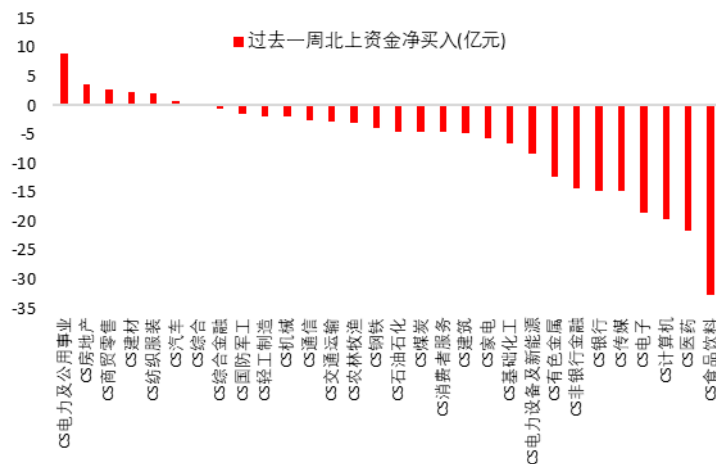


数据来源：Wind、鑫元基金

#### 4、权益市场资金

上周北向资金净流出 185.76 亿元，上上周净流出 57.87 亿元，最近一周北向资金净流出上升。上周增持金额排行靠前的行业是**电力及公用事业**（↑ 8.94）、**房地产**（↑ 3.61）、**商贸零售**（↑ 2.63）、**建材**（↑ 2.17）、**纺织服装**（↑ 1.94）；减持金额排名靠前的行业是**食品饮料**（↓ 32.77）、**医药**（↓ 21.56）、**计算机**（↓ 19.73）、**电子**（↓ 18.66）、**传媒**（↓ 14.83）。

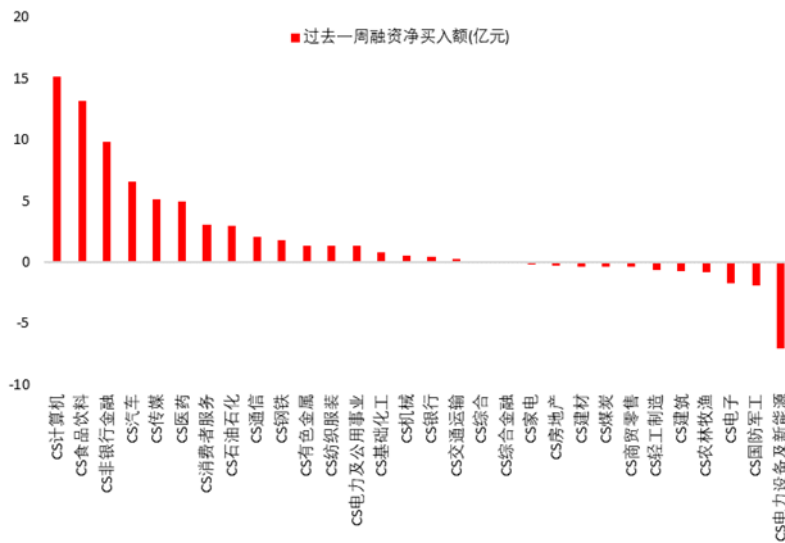
图 7：上周北向资金行业流向（亿元）



数据来源：Wind、鑫元基金

12月14日，两融资金占比为 8.16%，12月8日为 7.71%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至12月15日，上周融资净买入最大的五个行业为**计算机**、**食品饮料**、**非银行金融**、**汽车**、**传媒**。

图 8：上周两融资金行业流向（万元）

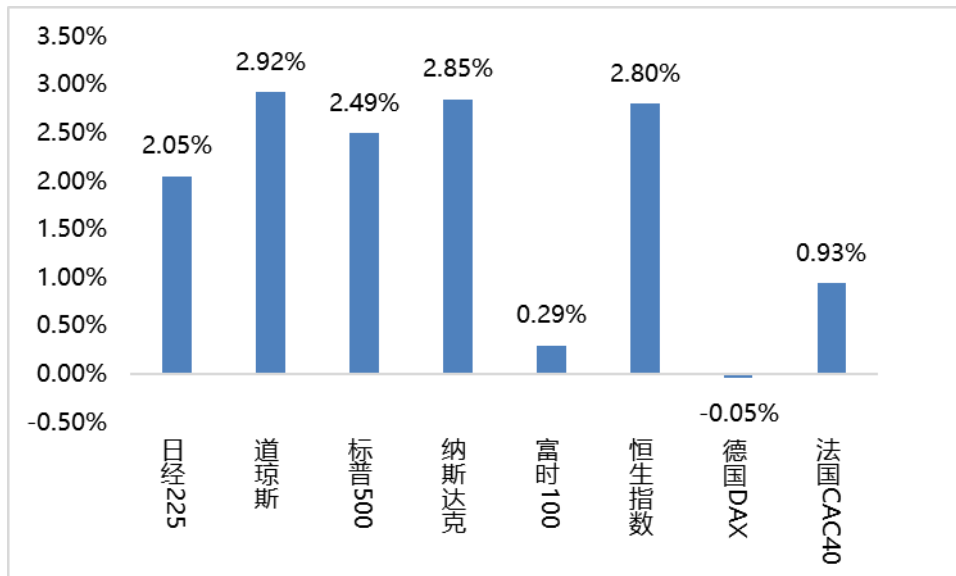


数据来源：Wind、鑫元基金

## 5、海外权益市场

上周除德国 DAX 指数外，海外各主要股指均上涨。美国股市方面，道指上涨 2.92%，标普 500 上涨 2.49%，纳指上涨 2.85%；欧洲股市方面，英国富时 100 上涨 0.29%，德国 DAX 下跌 0.05%，法国 CAC40 上涨 0.93%；亚太股市方面，日经指数上涨 2.05%，恒生指数上涨 2.80%。

图 9：上周海外主要指数涨跌



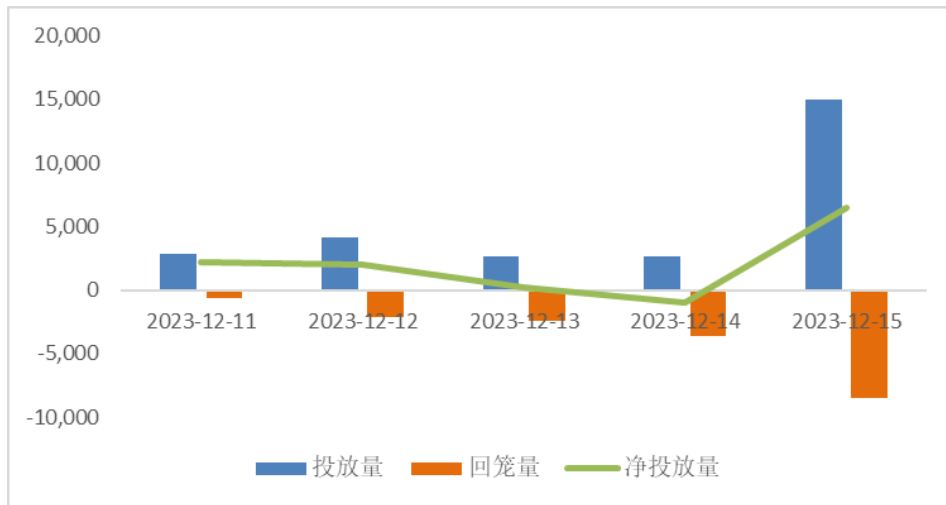
数据来源：Wind、鑫元基金

### (二) 资金市场

**公开市场操作：**上周央行开展了 12760 亿元逆回购操作和 14500 亿元 MLF 操作，因有 9270 亿元逆回购到期，净投放 9990 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 3970 亿元，地方政府债发行 287.6 亿元，整体净缴款 2689 亿元。

表 1：12 月 18 日-12 月 22 日政府债发行缴款

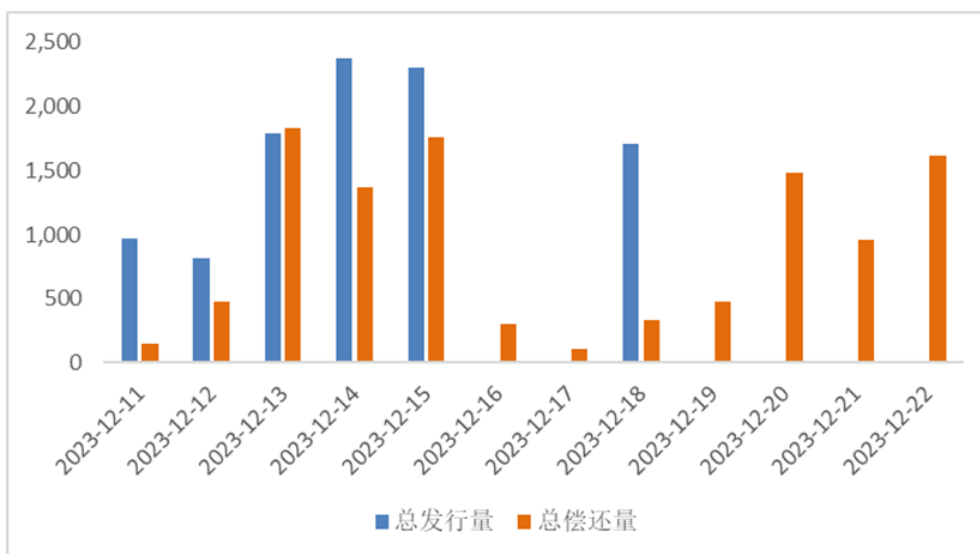
单位：亿元

	12 月 11 日		12 月 12 日		12 月 13 日		12 月 14 日		12 月 15 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	122.4	0	17.9	2300	100	0	47.3	1670	0
到期	400	286.4	0	0	0	0	0	60	0	7
缴款	739.9	115	0	122.4	0	17.9	2300	100	0	47.3
净缴款	168.4		122.4		-42.1		2393		47.3	

数据来源：Wind、鑫元基金

**同业存单发行：**12 月中下旬继续面临较大的同业存单到期压力，12 月 18-22 日同业存单到期 5275 亿元，之后一周到期 5369 亿元，跨年，同业存单到期压力将有所下降。

图 11：同业存单到期与发行



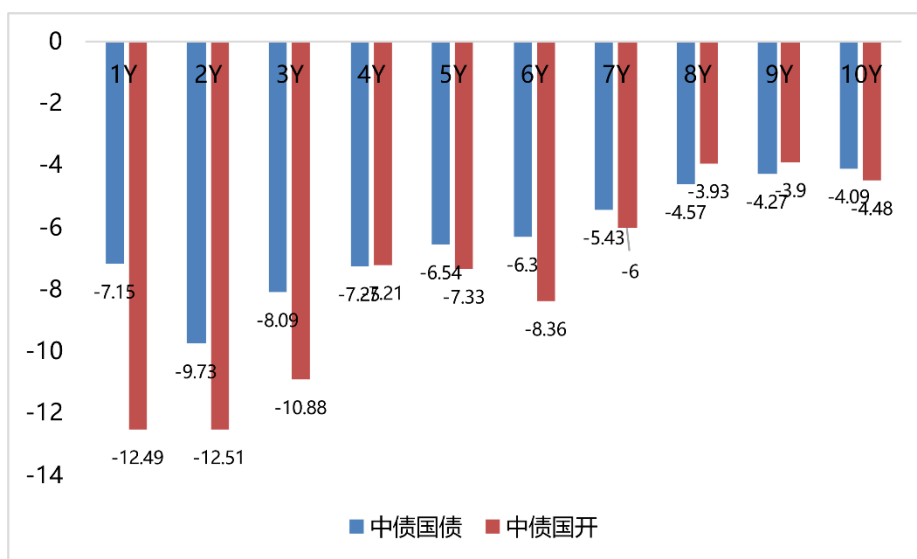
数据来源：Wind、鑫元基金

**回购市场：**上周进入税期准备期，资金面继续维持宽松，资金分层现象有所缓解。具体而言，DR001 基本在 1.6-1.7%之间波动，R001 在 1.7-1.9%之间波动，二者均值分别较前一周上行 1bp、2bp。12 月 11-15 日，银行体系日均净融出 4.7 万亿元，较前一周的 4.6 万亿元继续回升。周内来看，银行体系净融出持续回升，从上周一的 4.4 万亿元回升至上周五的 4.9 万亿元。

**票据利率：**上周一季度票据利率持续走低，二季度票据利率窄幅震荡。上周在大行持续稳价进场配置长期票据和票源供给不断提高下，二季度利率整体呈窄幅震荡走势，每日波动在 1-2bp 之间。一季度票据由于比较稀缺，加上中小城农商的需求逐步释放，主要以收一季度为主，导致 1-3 月利率逐步下行。

### (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	8.39	10.01	13.11	46.79
环比	-0.94	1.55	2.45	5.03
年初以来	-22.32	-14.05	-5.96	42.06
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	27.37	15.63	18.02	54.69
2016 年以来分位数	5.92%	16.32%	22.69%	35.59%

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 17 日）

项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	36.75	39.74	43.06	41.01	46.26
环比	5.72	1.31	3.23	1.91	-0.04
年初以来	-11.08	-12.48	-20.17	-12.82	-20.66
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	47.29	37.54	40.39	44.64	45.59
2016 年以来分位数	29.12%	58.38%	59.94%	42.32%	53.06%

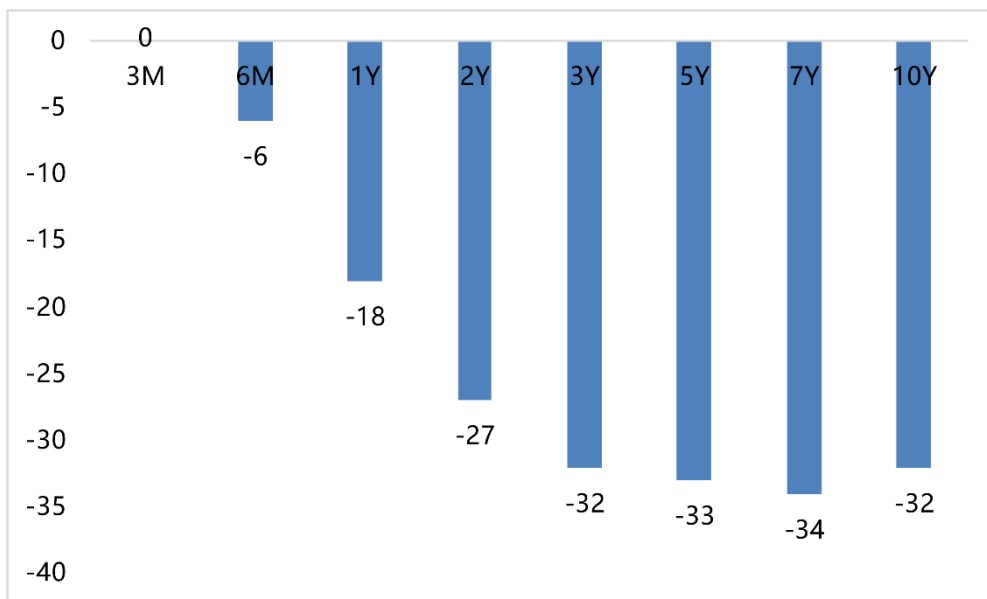
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周利率债各期限收益率集体下跌。其中，中债国债 1 年期收益率下行 7.15BP 至 2.3076，3 年期下行 8.09BP 至 2.3915，5 年期下行 6.54BP 至 2.4916，10 年期下行 4.09BP 至 2.6227。

长时期高等级票据信用利差多数走扩。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.72BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.31BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差

走阔 3.23BP。

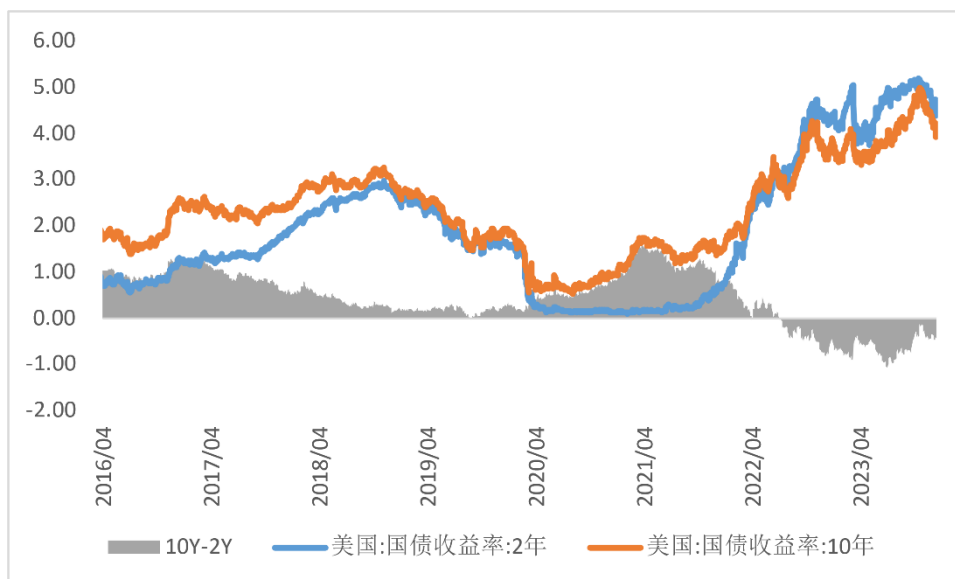
图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债各期限收益率多数下行。上周二，因公布的 CPI 数据强化了美联储将为降低通胀而保持高利率不变的看法，打击了明年联储降息押注，美债收益率刷新日高，对利率敏感的两年期美债收益率一度接近上周一所创的三周高位。随后，上周三公布的 11 月 PPI 与核心 PPI 同比增长均超预期放缓，分别创五个月来和将近三年来最低同比增速。美联储如市场所料保持利率不变，同时利率指引做出软化加息立场的改动，点阵图显示过半联储官员预计明年至少降息三次，联储的利率预期中位值也体现三次降息的预测。美联储的重磅决议和预测发布后，美债收益率大跳水，不但回吐上周二升幅，而且刷新多月低位，基准十年期美债收益率三个月来首次下探 4% 关口，对利率敏感的两年期美债收益率更是下探半年来低谷，日内一度降 30BP。上周 10 年期美债收益率下行 32BP，10 年期国债收益率下行 4.09BP，中美利差倒挂程度有所收敛。全周来看，1 年期美债收益率下行 18BP，3 年期美债收益率下行 32BP，10 年期美债收益率下行 32BP。

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，在岸和离岸人民币汇率升值。上周美元指数下跌 1.35%，在岸和离岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.23%，即期汇率升值 0.87%，离岸人民币汇率升值 0.71%。

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	102.5936	7.0957	7.0987	7.1346
对照日期	103.998	7.1123	7.1607	7.1854
涨跌	-1.35%	0.23%	0.87%	0.71%

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，整体来看，11 月经济数据显示经济动能走弱，但信号是正向的，特别是地产融资、新开工、施工初步呈现环比企稳特征，再叠加京沪地产政策的放松，逻辑上会产生一定的支撑力。12 月中央经济工作会议明确“以进促稳”、“先立后破”，产业升级的政策思路下会对明年经济起到较为稳定的作用。海外方面，美联储全面下调 2023-2025 年通胀预测，或为后续降息进一步铺垫；点阵图指示 2024 年降息 3 次。欧洲方面，欧央行 12 月会议表态偏鹰。12 月 14 日欧央行决议暂停加息，提前结束 PEPP 再投资，但拉加德表示本次会议没有讨论降息，

未来降息决策取决于经济数据。

## **(二) 权益市场展望和策略**

海外方面，上周各大主要央行纷纷就其货币政策进行表态。美联储决定维持利率不变。美联储的意外转鸽，释放正在讨论降息的信号，十年期美债利率大幅下行，美元相应大幅下跌。相较之下，欧洲央行在维持利率不变之下，依旧释放了鹰派论调。日本央行官员本周指出，本月没有必要急于退出负利率。国内方面，中央经济工作会议要求明年坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，并提出重点做好九个方面的具体工作。统计局发布的 11 月金融和经济数据显示，国民经济整体回升向好，但房地产市场仍然处于调整之中。北京上海两地进一步优化地产政策，在首付、利率下限等方面进行了调整。上周 A 股高开低走，收跌 0.96%，较上周跌幅有所收窄。上周国内外宏观变量较多，全球流动性在美联储意外放鸽之后进一步得到改善，美国十年期国债利率下行 31BP，这对全球的权益市场带来分母端的支撑。从国内公布的 M1 数据来看，资金的活化程度还偏低，这也对应了近期 A 股弱势的现状。上周召开的中央经济工作会议对明年的工作进行了全面的部署，我们认为随着扩大内需政策的逐步落实见效，地产政策的持续优化，资金的活化程度将企稳回升，并助力权益市场的运行。诚然，近期市场情绪较为萎靡，上证指数跌破 3000 点，但是从历史上看现在市场机会大于风险。

## **(三) 债券市场展望和策略**

上周经济金融数据公布，政府债的支撑下，社融增速基本符合预期，居民贷款改善有限，企业短贷多增但中长贷少增，显示当前企业经营承压但未来预期偏弱，整体融资需求仍然不强。经济数据在低基数效应下，整体好于预期，生产端上工业增加值、需求端上三大投资增速均较 10 月改善，社零增速也回升较多。货币政策方面，上周五 MLF 等价超量续作 8000 亿元，为历史最高净投放，央行表述“对冲政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币”，货币政策“灵活适度、精准有效”。地产政策层面，北京上海先后调整优化住房标准等政策，但需求端的回暖仍待观察。流动性方面，12 月税期影响有限，资金利率整体保持稳定，MLF 操作后 1Y 期国股存单回落至 2.60 水平附近，随着年末的逐渐临近，预计短端流动性进一步宽松的空间有限。海外方面，美联储议息会议继续暂停加息，本轮加息大概率已经结束，人民币汇率压力继续减弱。总体来看，政府债的发行和年末市场的资金面或是债券市场的主要影响因素，预计长端利率将维持震荡的走势。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。