

财政托底信号明确，市场估值修复显现

——鑫元周观点（2024.10.8-2024.10.13）

一、核心观点

宏观方面，9月通胀数据显示当前国内基本面仍然偏弱，但财政部新闻发布会表态积极，财政扩张托底经济信号明确；海外方面美国9月通胀数据超预期，显示美国经济韧性较强。9月国内CPI同比0.4%，低于市场预期，其中核心CPI环比-0.1%，低于历史同期水平，显示居民核心消费品需求仍然偏弱。9月PPI同比-2.8%，连续24个月录得负值，显示下游工业品需求不足，企业盈利或仍处于筑底阶段。但上周六财政部新闻发布会总体较为积极，财政扩张托底经济信号明确，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方隐债、发行特别国债补充国有大行资本金、财政发力支持地产止跌回稳等政策预期将对宏观经济带来积极影响。海外方面，美国9月CPI同比2.4%，超出市场预期，其中核心CPI环比0.3%，显示美国经济韧性较强。

权益市场方面，节后A股冲高回落，成交额逐日缩量。周末财政部新闻发布会表述积极、态度诚恳，具体增量财政刺激规模仍在流程之中，显示了对城投、地产、金融三大领域兜底尾部风险的决心，对权益市场影响偏积极。估值角度去观测，A股估值已修复至合理水平。当前A股核心宽基指数以及港股估值相比美国、日本仍然低估，但和欧洲及东南亚市场估值水平相当。对比发现，从PE-TTM视角来看，港股多数行业龙头股的PE-TTM和PB估值均处于为七大市场中的低位水平，而A股已有部分行业龙头股估值得到充分修复。估值偏高的行业包括航空、半导体、软件、信息技术服务等，如果要进一步上行，需要看到盈利预期的上修，并且还要谨防短期业绩不及预期的大幅回调。估值偏低的行业包括建筑与工程、商业银行、家庭耐用消费品、金属非金属与采矿等，和地产、消费、经济景气度相关性更强，上周末财政部的一揽子政策对这些行业构成情绪上的利好，估值的修复需要看到高频数据转好。

固收市场方面，国庆假期后权益市场高开低走，债券市场经历了剧烈波动后逐步企稳。高频数据方面，节后复工节奏偏慢，需求增量暂不明显。宏观政策方面，央行与财政部联合工作组召开首次正式会议，将继续加强政策协同，为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境。财政部的新闻发布会上表态较为积极，财政托底扩张信号明确，财政增量政策可期。流动性

方面，上周央行公开市场净回笼 13482 亿元，回购价格先上后下，随着权益市场逐步走稳、赎回压力减轻，流动性料将维持平稳宽松。展望后市，权益市场表现提振投资者风险偏好，并可能吸引资金向权益市场回流，压制债市看多情绪；同时稳增长政策或将逐步发力，带动基本面预期逐步修复。建议持续关注组合负债端情况，资产配置方面以中短久期利率债或中高等级信用债为主，保持组合流动性。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国 9 月 CPI 同比上涨 0.4%，环比持平。国家统计局 10 月 13 日发布数据显示，2024 年 9 月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.4%。其中，城市上涨 0.4%，农村上涨 0.6%；食品价格上涨 3.3%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格上涨 0.5%，服务价格上涨 0.2%。1-9 月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨 0.3%。

中国 9 月 PPI 同比下降 2.8%，环比下降 0.6%。国家统计局 10 月 13 日公布数据显示，2024 年 9 月，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 2.8%，环比下降 0.6%；工业生产者购进价格同比下降 2.2%，环比下降 0.8%。1—9 月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.1%。

一揽子增量财政政策举措即将推出。财政部部长蓝佛安介绍，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措，其中主要包括：加力支持地方化解政府债务风险，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务；叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；加大对重点群体的支持保障力度。蓝佛安强调，已宣布的政策是已经进入决策程序的，还有更多政策正在研究中，比如中央政府在提升举债和赤字还有较大空间。另外，已初步形成深化财税体制改革的实施方案，拟在今明两年集中推出一批改革举措。

期货市场迎来重磅综合性文件。证监会等七个部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》发布，系统全面部署 8 个方面 17 项政策措施。《意见》提出，要加强对各类交易行为的穿透式监管，研究对交易行为趋同账户实施有效监管；强化高频交易全过程监管，取消对高频交易的手续费减收。坚决抑制过度投机炒作，严防企业违规使用信贷资金从事大宗商品期货投机交易；从严查处操纵市场、内幕交易等违法违规行为，从严从快查办期货市场大要案件。丰富股指期货期权交易品种，稳妥有序推动商业银行参与国债期货交

易试点，研究股指期货、国债期货纳入特定品种对外开放。

我国首个支持资本市场的货币政策工具落地。央行正式决定创设“证券、基金、保险公司互换便利”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从央行换入国债、央行票据等高信用等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。

（二）海外宏观

美国9月CPI涨幅超预期，通胀下降进程停滞。美国劳工部公布数据显示，美国9月CPI同比上涨2.4%，较前值2.5%有所放缓，为2021年2月以来最低水平，但超出预期值2.3%。核心CPI同比上涨3.3%，为6月以来新高，预期为持平于3.2%。9月CPI环比上涨0.2%，核心CPI环比上涨0.3%，均超出市场预期。交易员押注，美联储11月降息25基点的可能性高于80%。

美国9月PPI同比上升1.8%，高于市场预期。美国9月PPI同比升1.8%，预期升1.6%，前值上修为1.9%；环比持平，预期升0.1%，前值升0.2%。核心PPI同比升2.8%，预期升2.7%，前值上修为2.6%；环比升0.2%，预期升0.2%，前值升0.3%。

美单周失业救济申请人数跃升至25.8万：远高于预期，劳动力市场或已疲软。美国上周初请失业金人数大幅增加3.3万人至25.8万人，远高于预期的23万人，创2023年8月初以来的最高。前一周续请失业金人数增加4.2万人，达到186.1万人。

美联储9月会议纪要显示，绝大多数成员支持将利率下调50个基点。部分与会者指出，在7月份的会议上，有合理的理由进行25个基点的降息。部分与会者表示，他们更倾向于在九月份的会议上降息25个基点，另有少数与会者表示他们可能会支持这一举措。所有官员均支持在九月份会议上降息；降息50个基点，预计将使利率与经济“更好地保持一致”。部分与会者表示，降息25个基点可能意味着更可预测的正常化路径。官员们一致认为，会议通过的更大幅度的降息不应被视为对经济前景感到担忧的信号，也不应被视为美联储准备迅速降息的信号。

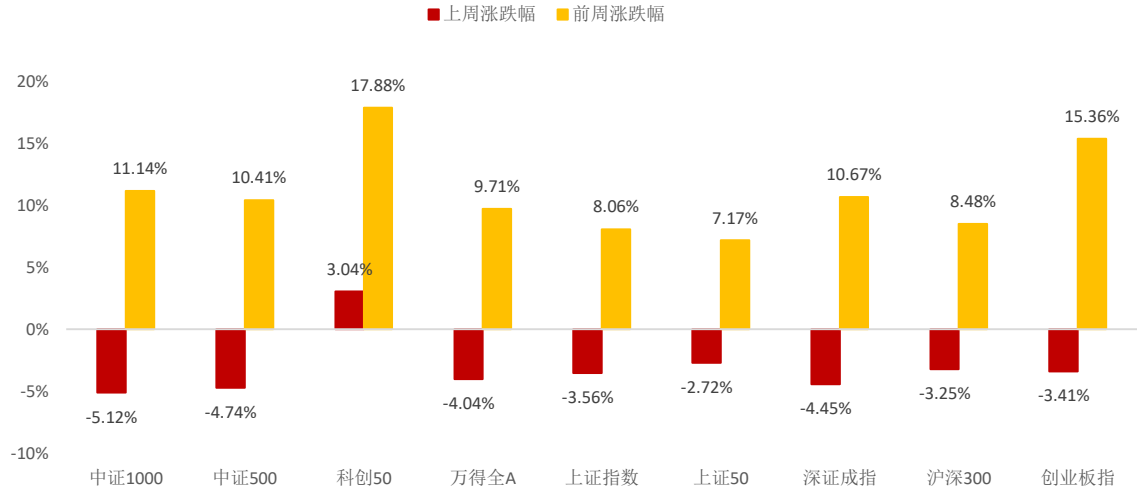
欧洲央行会议纪要：对进一步放松政策持谨慎立场。欧洲央行会议纪要显示，欧洲央行决策者在上月会议上似乎对通胀下降感到满意，但鉴于仍然面临压力，他们主张逐步放松政策。纪要显示，欧洲央行对增长前景的担忧加剧，同时对通胀在明年回归2%的目标更具信心。

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 股各宽基指数多数下跌。截至 10 月 11 日，除科创 50 上涨 3.04% 其余下跌，中证 1000 下跌 5.12%，中证 500 下跌 4.74%，深证成指下跌 4.45%，跌幅居前。从行业板块看，上周 **社会服务、传媒、房地产** 领跌。

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/10/11	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	14.3	↓ 0.42	38.5	↓ 4.48	67.0%	82.6%	78.2%
深证成指	24.2	↓ 1.20	49.6	↓ 6.41	43.5%	44.7%	32.5%
上证 50	11.2	↓ 0.21	53.0	↓ 2.00	80.4%	82.2%	74.8%
沪深 300	12.9	↓ 0.34	46.7	↓ 6.93	64.5%	70.4%	62.6%
中证 500	23.7	↓ 1.22	23.6	↓ 5.87	32.5%	57.4%	62.2%
中证 1000	34.9	↓ 2.02	31.0	↓ 11.11	31.0%	45.8%	44.1%
创业板指	31.9	↓ 1.28	11.9	↓ 1.87	13.7%	24.2%	26.6%
科创 50	65.5	↑ 2.55	68.8	↑ 1.85	68.8%	68.8%	70.6%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

	2024/10/11	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
农林牧渔(申万)	38.0	↓ 3.11	45.02%	↓ 3.56	45.0%	55.1%	48.6%
基础化工(申万)	22.0	↓ 1.50	39.00%	↓ 3.98	39.0%	68.8%	62.1%

钢铁(申万)	19.8	↓	0.89	51.85%	↓	2.28	51.9%	85.1%	78.6%
有色金属(申万)	19.6	↓	1.30	15.64%	↓	1.29	15.6%	27.6%	39.7%
电子(申万)	49.8	↑	0.02	64.59%	↓	0.02	64.6%	87.5%	83.5%
家用电器(申万)	14.9	↓	0.33	41.60%	↓	4.03	41.6%	47.6%	53.2%
食品饮料(申万)	21.2	↓	1.71	16.42%	↓	3.07	16.4%	4.8%	7.0%
纺织服饰(申万)	17.4	↓	1.20	2.58%	↓	0.65	2.6%	4.6%	6.5%
轻工制造(申万)	20.7	↓	1.53	13.93%	↓	6.19	13.9%	24.6%	12.8%
医药生物(申万)	30.5	↓	1.91	25.80%	↓	3.97	25.8%	45.5%	53.3%
公用事业(申万)	17.1	↓	0.86	10.20%	↓	7.00	10.2%	2.4%	3.3%
交通运输(申万)	15.7	↓	1.12	38.49%	↓	8.27	38.5%	47.2%	63.6%
房地产(申万)	35.2	↓	3.07	99.86%	↓	0.14	99.9%	99.7%	99.6%
商贸零售(申万)	30.0	↓	2.02	58.93%	↓	5.75	58.9%	74.0%	62.6%
社会服务(申万)	21.3	↓	2.01	0.80%	↓	1.59	0.8%	1.4%	2.0%
综合(申万)	53.5	↓	2.64	71.64%	↓	3.59	71.6%	87.4%	81.9%
建筑材料(申万)	20.8	↓	1.38	65.80%	↓	1.73	65.8%	97.7%	99.2%
建筑装饰(申万)	8.9	↓	0.22	12.35%	↓	4.76	12.3%	21.8%	30.6%
电力设备(申万)	28.3	↓	1.61	20.80%	↓	3.11	20.8%	36.7%	37.1%
国防军工(申万)	57.9	↓	1.48	33.24%	↓	3.52	33.2%	50.9%	59.9%
计算机(申万)	59.3	↓	0.81	62.28%	↓	3.46	62.3%	65.8%	57.5%
传媒(申万)	31.6	↓	2.95	27.47%	↓	6.19	27.5%	48.4%	45.4%
通信(申万)	31.6	↓	0.61	18.91%	↓	1.58	18.9%	31.9%	45.3%
银行(申万)	5.7	↓	0.03	33.29%	↓	0.14	33.3%	37.0%	53.3%
非银金融(申万)	20.5	↓	0.13	82.92%	↓	0.72	82.9%	97.4%	99.5%
汽车(申万)	23.4	↓	1.12	55.41%	↓	7.24	55.4%	40.1%	13.8%
机械设备(申万)	27.8	↓	1.49	33.59%	↓	12.95	33.6%	44.3%	39.3%
煤炭(申万)	12.2	↓	0.74	60.50%	↓	5.68	60.5%	94.6%	95.8%
石油石化(申万)	15.0	↓	0.59	31.27%	↓	6.02	31.3%	55.2%	63.6%
环保(申万)	21.3	↓	0.98	25.99%	↓	9.25	26.0%	45.9%	57.5%
美容护理(申万)	32.4	↓	2.82	32.21%	↓	9.86	32.2%	29.7%	19.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

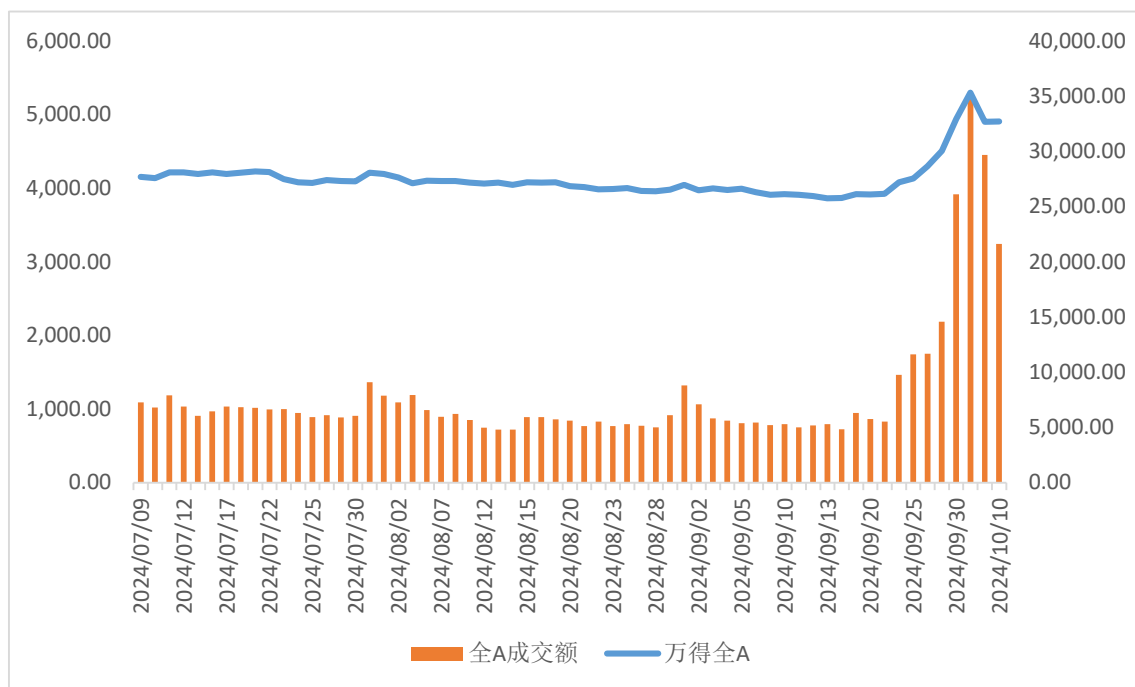
上周各宽基指数除科创 50 外均下跌，除电子行业外各行业估值均有所下行。当前各主要宽基指数估值水平，大多在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周电子估值有所上行。当前房地产、非银金融、综合、建筑材料、电子板块估值处于历史较高水平；社会服务、纺织服饰、公用事业、建筑装饰、轻工制造板块估值处于历史较低水平。

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，上周市场放量大涨。从行业拥挤度的角度，非银行金融，电子，计算机的拥挤度较高。

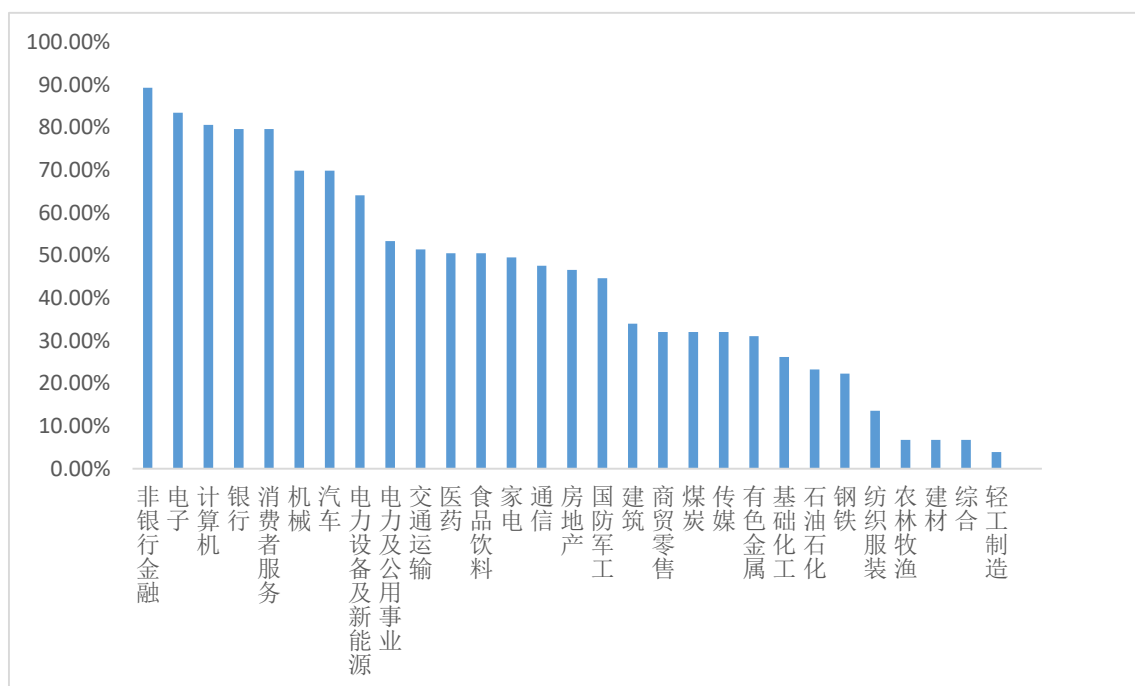
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 5.43%，处于历史 62.36%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



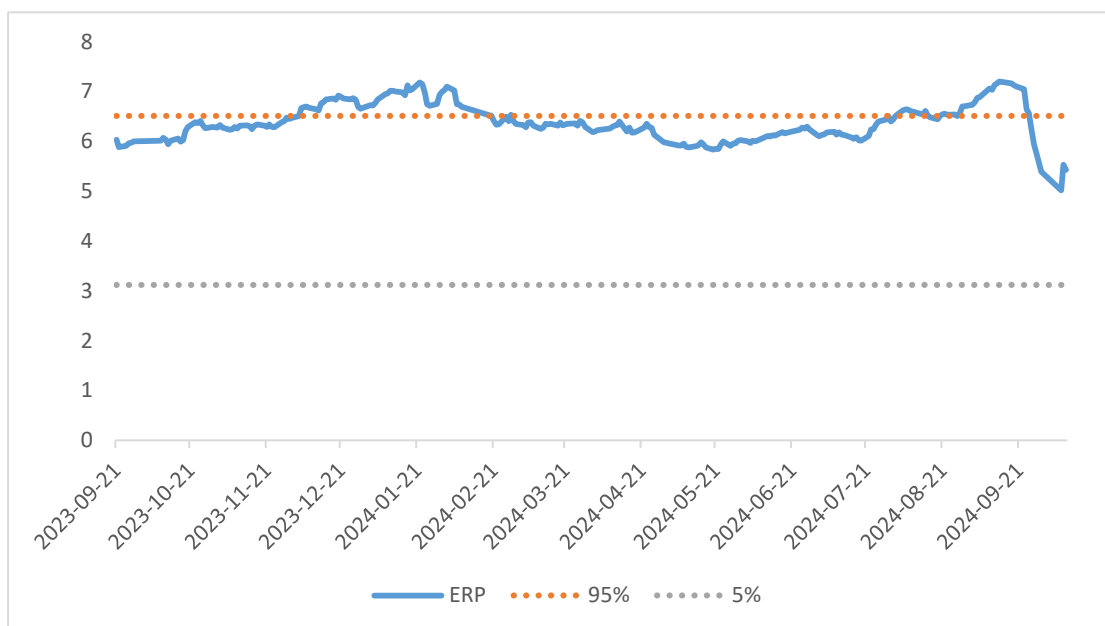
数据来源：Wind、鑫元基金

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

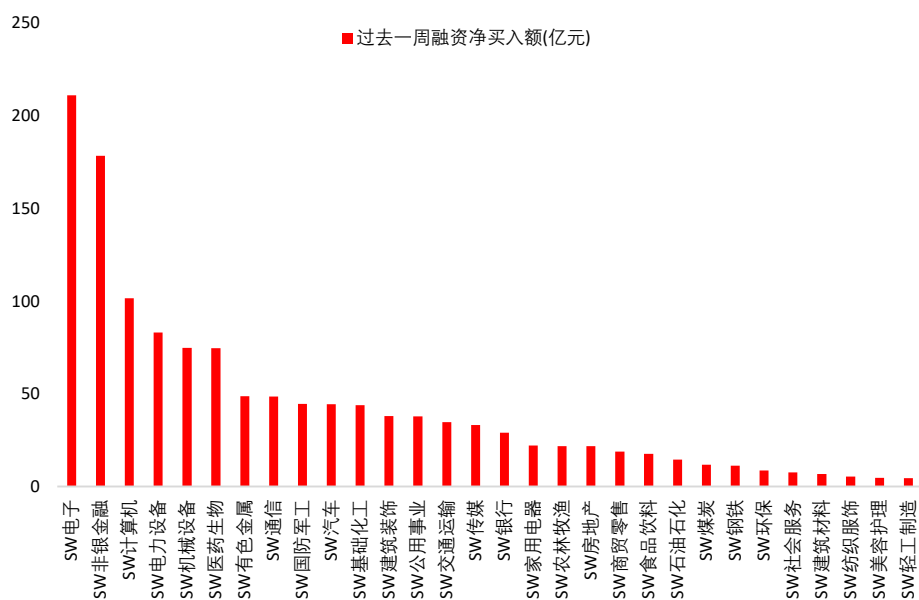


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

10月10日，两融资金占比为9.77%，9月27日为10.43%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至10月11日，上周融资净买入的前三行业为电子、非银金融、计算机。

图8：上周两融资金行业流向（万元）

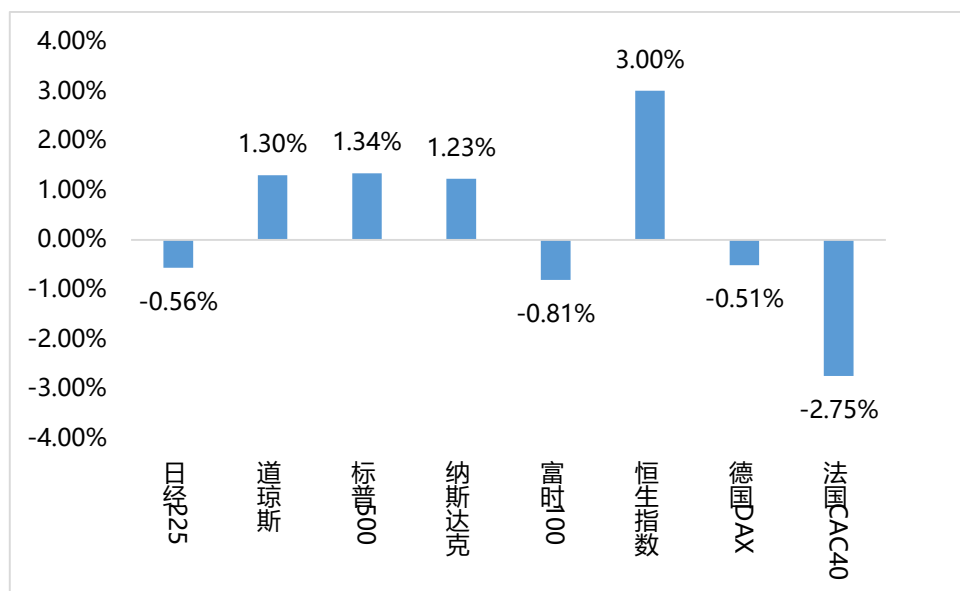


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市指数分化。美国股市方面，道指上涨 1.30%，标普 500 上涨 1.34%，纳指上涨 1.23%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 0.51%，英国富时 100 下跌 0.81%，法国 CAC40 下跌 2.75%；亚太股市方面，日经指数下跌 0.56%，恒生指数上涨 3.00%。

图 9：上周海外主要指数涨跌

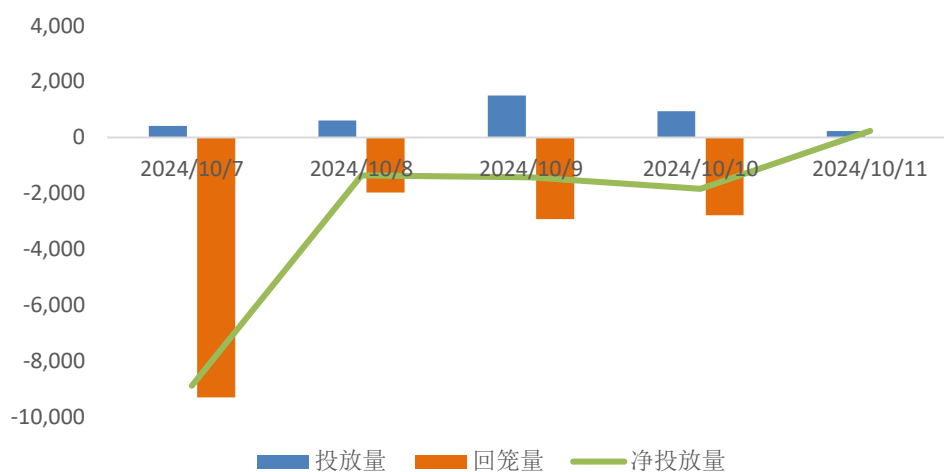


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行计操作逆回购投放 3469 亿元，逆回购到期 16951 亿元，净回笼 13482 亿元。

图 10：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 2890 亿元，地方政府债计划发行 677.2 元，整体净缴款 675.7 亿元。

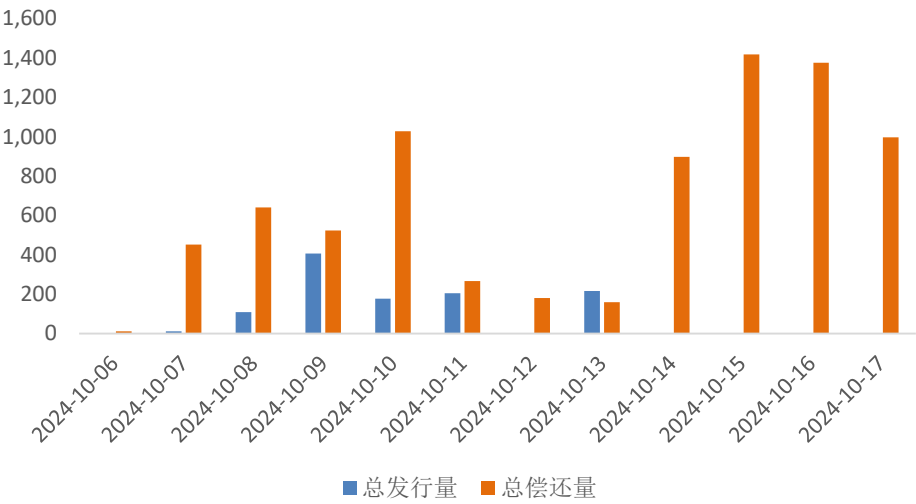
表 1：10 月 14 日-10 月 18 日政府债发行缴款

单位：亿元

	10 月 14 日		10 月 15 日		10 月 16 日		10 月 17 日		10 月 18 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	2190	25.6	0	174.1	300	0	0	151.3	400	200.3
到期	300	145.5	0	49.5	0	0	2223.4	0	0	28
缴款	500	0	2190	25.6	0	174.1	300	0	0	151.3
净缴款	50.5		2166.1		174.1		-1923.4		98.3	

同业存单发行：本周到期 3499 亿元，低于前一周 9444 亿元，其后将降至 5025 亿元,存单到期压力进一步减少。

图 11：同业存单到期与发行



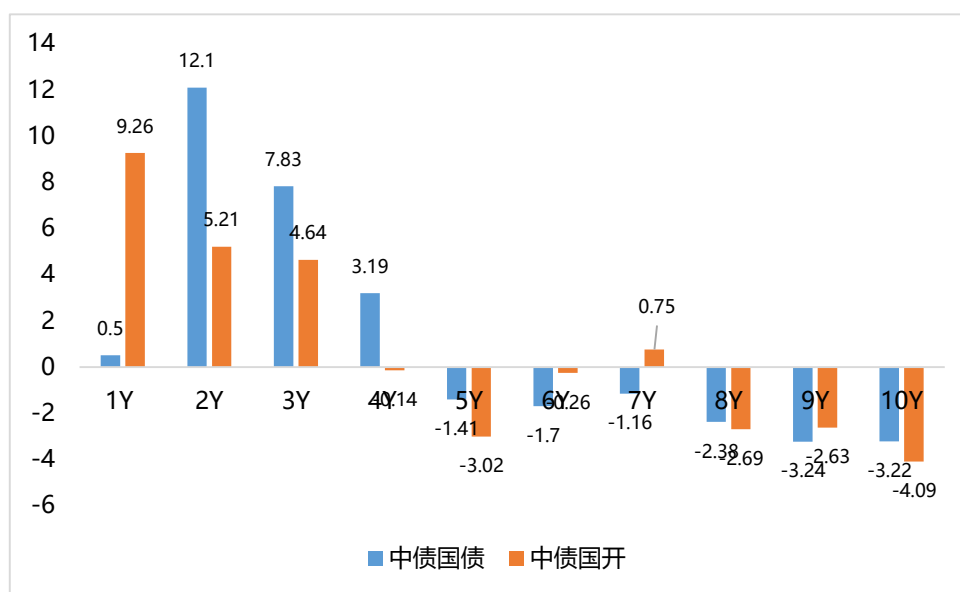
回购市场：资金价格回落，但流动性分层继续加深。R001 收于 1.42%（前值 1.77%），DR001 收于 1.39%（前值 1.52%）。R007 收于 1.85%（前值 1.83%），DR007 收于 1.54%（前值 1.56%）。大行的融出呈不断上行趋势，银行间机构杠杆在周初受到赎回影响，上行较为明显，带动资金面收紧，流动性分层加深。但上周后半周随着大行融出增加及赎回力度减弱，资金

面重回宽松。

票据利率：上周二早盘部分大行进场配置，报价下调，带动买盘配置情绪释放，卖盘乘势低价出票或观望，供给力量回落。午盘过后，市场稍显冷清，票价小幅上涨。上周三足月双国于 0.9%附近开盘，农行建行等一早进场收跨年一季度，且两次降价收，使一季度价格下行，足月双国 0.9%附近徘徊横盘波动。上周四早盘，农行、建行、工行继续进场配置，大行降价带动买盘配置情绪，部分中小机构也跟随入场，跨年票价小幅下行。临近午盘，随着票价低位以及票源供给补充，卖盘出票有所回暖，供需力量趋于均衡，票价窄幅震荡。上周五早盘大行继续降价收票，买盘紧跟大行脚步，一季度票交投活跃，票价下行，其中 3 月双国博弈最为激烈，足月双国总体窄幅震荡。

（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

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	20.03	17.39	32.21	29.3
环比	7.33	-9.24	-1.81	10.73
年初以来	-0.95	6.32	16.69	-1.1
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	27.21	15.52	18.25	52.10

2016 年以来分位数	25.27%	64.89%	95.26%	21.49%
-------------	--------	--------	--------	--------

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

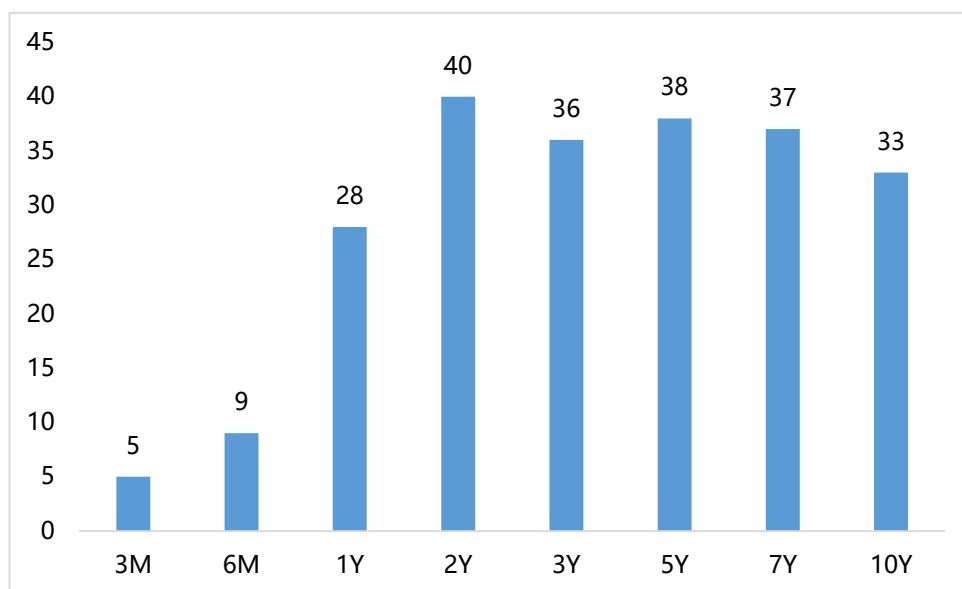
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	40.14	46.75	44.94	47.5	47.94
环比	1.03	9.90	10.18	13.65	13.35
年初以来	7.8	11.52	7.68	13.86	2.82
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.95	36.49	38.97	42.87	44.15
2016 年以来分位数	43.76%	81.01%	69.58%	66.35%	63.25%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率短期上行、长期下行。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.5BP 至 1.4429，3 年期上行 7.83BP 至 1.6432，5 年期下行 1.41BP 至 1.8171，10 年期下行 3.22BP 至 2.1392。

长期限高等级票据信用利差走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.03BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 9.90BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 10.18BP。

图 13：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

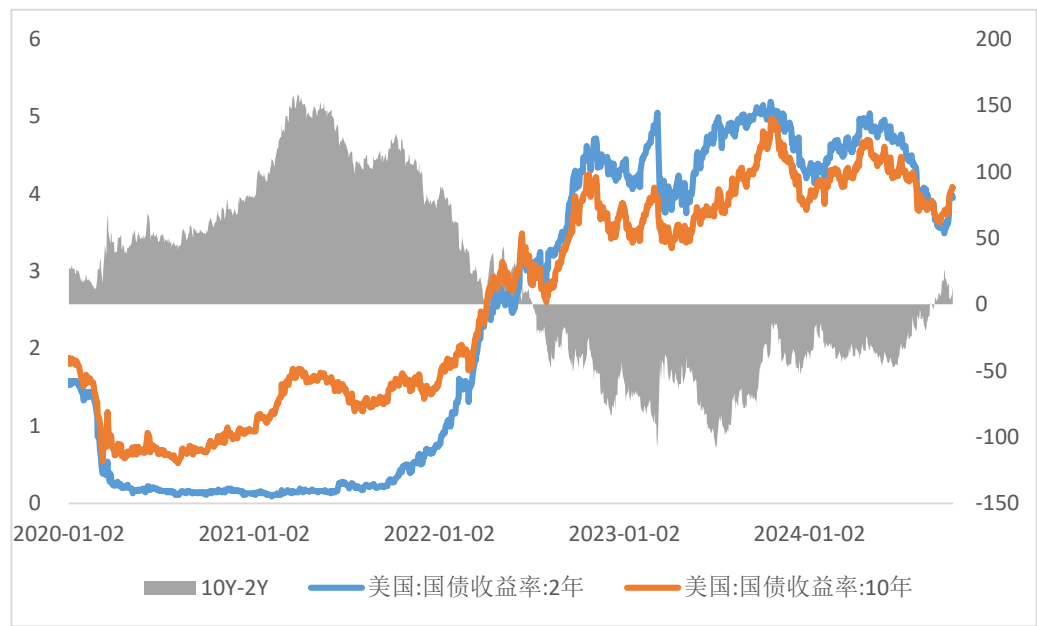


数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体上行。上周 10 年期美债收益率上行 33BP，10 年期国债收益率下行 3.22BP，中美利差倒挂程度走阔。全周来看，1 年期美债收益率上行 28BP，3 年期美债收益率

上行 36BP，10 年期美债收益率上行 33BP。

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均贬值。上周美元指数上行 2.50%，在岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.90%，即期汇率贬值 0.74%，离岸人民币汇率贬值 1.28%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

美元和人民币汇率				
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	102.9254	7.0731	7.0676	7.0704
对照日期	100.4199	7.0101	7.016	6.9814
涨跌	2.50%	-0.90%	-0.74%	-1.28%

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，9 月通胀数据显示当前国内基本面仍然偏弱，但财政部新闻发布会表态积极，财政扩张托底经济信号明确；海外方面美国 9 月通胀数据超预期，显示美国经济韧性较

强。9月国内CPI同比0.4%，低于市场预期，受到9月台风等极端天气的影响，鲜菜鲜果等价格高位上涨，是CPI的主要拉动项。剔除食品和能源的核心CPI环比为-0.1%，显著弱于季节性，显示消费品物价下行压力仍然较大，居民内生消费动能偏弱。9月PPI同比-2.8%，较前值回落1个百分点，PPI同比增速连续24个月同比负增长。与PPI同比增速走势较为一致的企业利润数据预期依然承压，三季度上市公司业绩或仍处于筑底阶段。上周六财政部举行国新办新闻发布会，发布会内容较为积极，财政扩张托底经济信号明确。一次性增加较大规模债务限额置换地方隐债、发行特别国债补充国有大行资本金、财政发力支持地产止跌回稳等政策预期将对宏观经济带来积极影响，也将对市场情绪起到提振作用。海外方面，美国9月CPI同比2.4%，超出市场预期，其中核心CPI环比0.3%，显示美国经济韧性较强。由于前期9月非农数据超预期已引发市场调整，故通胀数据公布后市场反应不大，整体小幅波动。

（二）权益市场展望和策略

市场急涨急跌，一方面，上方套牢盘有抛售压力，另一方面场外资金有补仓需求，预计未来一段时间市场以震荡为主，若放量上涨是止盈机会。10月下旬三季报披露，9月CPI、PPI同比均转弱，个股层面风险与机会并存。

短期来看，央行互换便利利好高股息(煤炭、家用电器、银行)，财政化债 + 刺激地产利好建筑装饰(财政化债 + 高股息 + 破净央企市值管理的交集)和房地产开发(房地产有效托底的政策导向不断增强，后续效果不佳可预期政策再加码)。长期因素关注全球库存周期，目前中、美库存周期均处于较低位置，向上空间大于向下空间。

（三）债券市场展望和策略

国庆假期后权益市场高开低走，债券市场经历了前期剧烈波动后逐步企稳，利率债收益率震荡回落，而信用债在赎回压力的影响下收益率先上后下。高频数据方面，节后复工节奏偏慢，需求增量暂不明显，二手房成交边际改善而新房成交延续弱势。宏观政策方面，央行与财政部联合工作组召开首次正式会议，落实中央金融工作会议“丰富货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”的要求，未来将继续加强政策协同，为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境。随后在12日上午举办的新闻发布会，财政部表态较为积极，财政托底扩张信号明确，财政增量政策可期。流动性方面，上周央行公开市场净回笼13482亿元，回购价格先上后下，资金面回归平稳但利率中枢仍显著高于政策利率。本周将有7890亿MLF、1600亿国库现金定存和3469亿逆回购到期，随着权益市场逐步走稳、赎回压力减轻，流动性料将维持平稳宽松。展望债市，权益市场表现提振投资者风险偏好，并可能吸引资金

向权益市场回流，压制债市看多情绪；同时稳增长政策或将逐步发力，带动基本面预期逐步修复。建议持续关注组合负债端情况，资产配置方面以中短久期利率债或中高等级信用债为主，保持组合流动性。

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。