

市场流动性充裕，权益市场表现偏强

——鑫元周观点（2024.10.21-2024.10.27）

一、核心观点

宏观方面，工业企业利润增速依然偏弱。国家统计局数据显示，今年 1-9 月工业企业盈利增速从 0.5% 回落至 -3.5%，单月来看，9 月工业企业盈利增速较 8 月的 -17.8% 进一步下探至 -27.1%，量价拆分来看，利润率较 8 月的 5.6% 走弱至 4.7%，而工业企业收入增速从 8 月的 -0.9% 边际回升至 0%，显示需求仍偏弱，且 9 月 PPI 同比从 -1.8% 进一步回落至 -2.8%，对工业企业盈利形成拖累。海外方面，从博彩数据来看，特朗普领先优势上升。此外，在 7 个关键摇摆州中，特朗普均持续占据领先地位；9 月，美国耐用品新订单增速回落，核心资本品制造业新订单增速回升；美国房屋销售表现分化，其中，成屋销售环比回落，新房销售环比回升；10 月，美国 Markit 制造业与服务业 PMI 均有所回升；美国密歇根大学消费者信心指数小幅回升。

权益市场方面，上周市场表现偏强，高位震荡。整体上，宽基指数中北证 50、微盘股指数、中证 1000 表现靠前，而上证 50、沪深 300 和红利指数滞涨。小盘股和成长型股票表现优于大盘股和价值型股票，电新、轻工等行业领涨，银行、计算机等相对落后。资金流动方面，ETF 净赎回，融资净买入，北向资金交易活跃，尤其是 10 月前三周，融资净买入持续增加。基本面方面，9 月工业企业利润下滑，市场流动性充裕，但经济数据较差，这也导致政策预期上升。市场可能在政策预期和经济基本面的分歧中震荡。三季报显示，主动偏股基金减仓，被动指数基金持股比例上升，资金驱动特征明显。展望未来，市场或维持高位震荡，重点关注龙头个股的表现以及披露的三季报数据。

固收市场方面，上周央行投放积极，合计净投放 19571 亿，为 2023 年初以来单周净投放新高，税期缴款和跨月影响相对有限，资金价格整体稳定；上周债市主要围绕政策预期、风险偏好来回博弈，受权益市场偏强、人大常委会临近影响，整体呈震荡偏弱走势，股债跷跷板明显、超长端表现略逊于中短端，信用债也有所调整、长久期弱资质主体流动性堪忧；存单延续横盘走势，1 年国股保持在 1.95% 附近，在央行持续大额净投放以及受传言要降低银行

同业负债成本 10-20bp 影响，一级发行情绪有所好转；国债收益率上行。展望来看，上层改变通缩螺旋的决心毋庸置疑，债市短期可能仍面临权益市场偏强、政策预期、供给冲击等压力；短期操作上来看，久期较高的组合可择机降低久期、杠杆，信用组合建议提升组合流动性。但调整也意味着机会，毕竟宽松的货币政策环境预计将在一定时间内得以延续，另外政策效果也需要观察和验证，如果 10 年国债调整至 2.25%附近，可关注做多机会。

二、宏观动态

（一）国内宏观

1—9 月全国规模以上工业企业利润下降 3.5%。国家统计局 27 日公布数据显示，1—9 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 52281.6 亿元，同比下降 3.5%（按可比口径计算）。规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 17235.9 亿元，同比下降 6.5%；股份制企业实现利润总额 38872.3 亿元，下降 4.9%；外商及港澳台投资企业实现利润总额 13036.4 亿元，增长 1.5%；私营企业实现利润总额 14227.2 亿元，下降 0.6%。采矿业实现利润总额 8963.8 亿元，同比下降 10.7%；制造业实现利润总额 37325.0 亿元，下降 3.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 5992.9 亿元，增长 12.1%。

10 月 LPR 报价出炉，其中，1 年期 LPR 为 3.10%，5 年期以上 LPR 为 3.60%，均下降 25 个基点。这是今年以来 LPR 第三次下降，也是降幅最大的一次。市场专家表示，LPR 下降，将有利于促进社会融资成本进一步降低，居民房贷利息支出也将明显减少。同时，这也是央行利率政策传导机制有效运行的体现。年内 LPR 报价可能将保持稳定，2025 年或还有一定下调空间。

中美经济工作组举行第六次会议。10 月 25 日，中国财政部副部长廖岷在美国华盛顿出席世界银行/国际货币基金组织年会期间，与美国财政部副部长尚博共同主持召开中美经济工作组第六次会议。双方就两国宏观经济形势与政策，应对全球性挑战、包括共同合作帮助低收入国家应对流动性挑战，以及下步沟通安排等议题进行了深入、务实、建设性的沟通。中方重点宣介当前中国宏观经济形势及近期正在推出的一揽子增量政策，并就美对华加征关税、涉俄制裁等措施表达关切。会后，廖岷副部长与美财长耶伦进行礼节性会谈。

国家主席习近平在金砖国家领导人第十六次会晤上发表讲话。习近平指出，中方将建立金砖国家深海资源国际研究中心、金砖国家特殊经济区中国合作中心、金砖国家工业能力中国中心、金砖国家数字产业生态合作网络，推动金砖合作提质升级；中方愿发挥自身优势，同金砖国家拓展绿色产业、清洁能源以及绿色矿产合作，推动全产业链“绿色化”发展，充

实合作“含绿量”，提升发展“含金量”。

《党建研究》刊发国务院国资委党委署名文章称，加快培育壮大战略性新兴产业和未来产业。深入实施产业焕新行动和未来产业启航行动，围绕强化技术攻关、优化产业组织、集聚产业要素、培育产业生态、激发人才活力等关键着力点，强化与产业链上各类所有制企业协同合作，大力发展集成电路、高端装备、新一代信息技术、工业软件、人工智能、生物技术、新能源、新能源汽车、新材料等科技含量高、带动作用大的战略性新兴产业。

（二）海外宏观

美国至 10 月 19 日当周初请失业金人数 22.7 万人，创 2024 年 9 月 28 日当周以来新低。预期 24.2 万人，前值由 24.1 万人修正为 24.2 万人。美国至 10 月 19 日当周初请失业金人数四周均值 23.85 万人，前值由 23.625 万人修正为 23.65 万人。美国至 10 月 19 日当周续请失业金人数 189.7 万人，预期 187.5 万人，前值由 186.7 万人修正为 186.9 万人。

日本央行行长对美国前景谨慎乐观，警告市场仍不稳定。日本央行行长植田和男表示，对美国前景的乐观情绪似乎正在有所扩大，需要进一步审视对美国前景的乐观情绪是否能够持续。日本央行仍有能力花时间审视风险，近期日元贬值部分是由于对美国前景的乐观情绪所驱动的；在分析日元疲软对日本通胀的影响时，不仅要关注日元的波动，还要考虑推动这些波动的因素，例如市场对美国经济的看法。

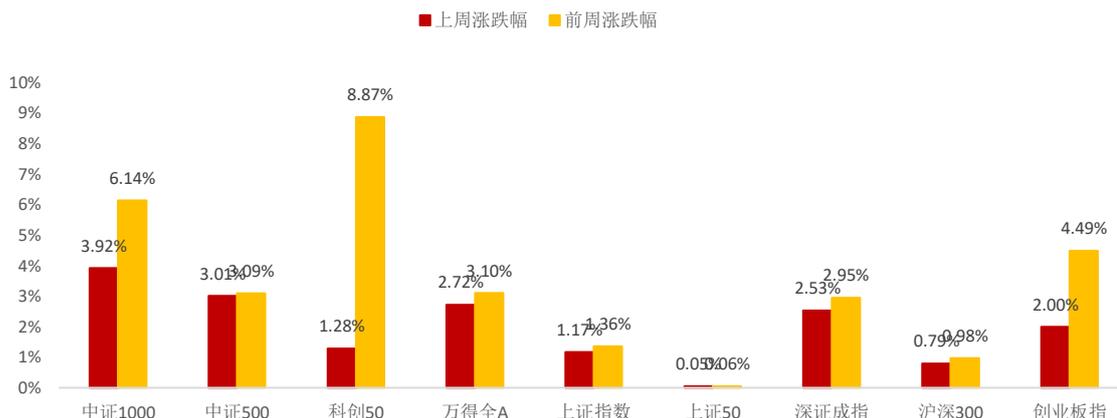
美联储褐皮书揭示大部分地区增长乏力，或为继续降息铺路。美联储褐皮书显示，总体来看，自九月初以来，几乎所有地区的经济活动变化不大，不过有两个地区报告适度增长。尽管不确定性依然较高，但受访者对长期前景的看法略显乐观。通货膨胀继续温和，据报告，大多数地区的销售价格以轻微或温和的速度增长。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数均上涨。截至 10 月 25 日，中证 1000 上涨 3.92%，中证 500 上涨 3.01%，万得全 A 上涨 2.72%，涨幅居前。从行业板块看，上周电力设备、综合、轻工制造领涨。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/10/25	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	14.4	↓ 0.02	39.7	↓ 0.30	69.0%	84.5%	79.8%
深证成指	25.1	↑ 0.29	52.1	↑ 1.58	48.0%	51.8%	37.9%
上证 50	10.9	↓ 0.28	50.4	↓ 4.43	76.3%	77.2%	68.2%
沪深 300	12.9	↓ 0.13	46.1	↓ 2.53	63.5%	69.8%	62.0%
中证 500	24.9	↑ 0.64	28.6	↑ 3.02	38.7%	68.1%	72.1%
中证 1000	38.2	↑ 1.20	47.9	↑ 5.53	47.9%	68.8%	70.9%
创业板指	32.4	↓ 0.83	13.0	↓ 0.99	14.8%	26.0%	29.2%
科创 50	71.7	↑ 0.49	74.1	↑ 0.43	74.1%	74.1%	74.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场申万一级行业 PE (TTM)

	2024/10/25	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)	39.5	↑ 1.50	46.38%	↑ 1.23	46.4%	56.9%	49.5%
基础化工(申万)	23.2	↑ 1.07	42.87%	↑ 3.53	42.9%	75.5%	67.8%

钢铁(申万)	20.2	↑	0.05	53.10%	↑	0.26	53.1%	86.3%	80.3%
有色金属(申万)	20.4	↑	0.46	16.97%	↑	0.66	17.0%	29.9%	42.8%
电子(申万)	55.5	↑	1.00	76.31%	↑	1.25	76.3%	96.5%	95.2%
家用电器(申万)	15.3	↑	0.34	46.83%	↑	4.36	46.8%	52.2%	56.8%
食品饮料(申万)	21.0	↑	0.45	16.15%	↑	0.84	16.2%	5.1%	7.3%
纺织服饰(申万)	18.3	↑	0.77	3.42%	↑	0.65	3.4%	6.0%	8.5%
轻工制造(申万)	22.6	↑	1.51	22.61%	↑	6.55	22.6%	39.8%	26.7%
医药生物(申万)	31.7	↑	0.91	28.53%	↑	1.99	28.5%	50.2%	57.0%
公用事业(申万)	17.1	↑	0.13	10.35%	↑	0.82	10.4%	2.8%	3.8%
交通运输(申万)	16.1	↑	0.30	41.84%	↑	2.98	41.8%	52.1%	68.0%
房地产(申万)	37.3	↑	1.08	99.89%	↑	0.04	99.9%	99.8%	99.7%
商贸零售(申万)	31.5	↑	1.57	63.62%	↑	5.34	63.6%	80.2%	71.6%
社会服务(申万)	23.2	↑	0.99	2.80%	↑	0.88	2.8%	4.9%	7.1%
综合(申万)	58.3	↑	4.44	76.38%	↑	3.91	76.4%	91.8%	88.3%
建筑材料(申万)	22.3	↑	0.95	67.84%	↑	1.09	67.8%	98.7%	99.9%
建筑装饰(申万)	9.5	↑	0.30	25.74%	↑	6.86	25.7%	42.2%	53.9%
电力设备(申万)	31.4	↑	2.60	27.39%	↑	5.44	27.4%	48.2%	43.7%
国防军工(申万)	64.8	↑	2.51	50.21%	↑	6.25	50.2%	74.8%	77.4%
计算机(申万)	65.3	↑	0.08	76.76%	↑	0.09	76.8%	79.2%	72.4%
传媒(申万)	35.9	↑	2.06	38.67%	↑	5.88	38.7%	63.7%	58.8%
通信(申万)	34.3	↑	1.03	28.79%	↑	5.14	28.8%	45.7%	61.5%
银行(申万)	5.7	↓	0.10	33.42%	↓	0.65	33.4%	37.1%	53.2%
非银金融(申万)	21.0	↓	0.06	84.91%	↓	0.06	84.9%	98.0%	99.7%
汽车(申万)	24.5	↑	0.84	62.61%	↑	5.04	62.6%	44.9%	20.9%
机械设备(申万)	29.9	↑	1.01	50.02%	↑	6.39	50.0%	69.9%	70.5%
煤炭(申万)	12.1	↑	0.04	59.99%	↑	0.36	60.0%	94.2%	95.3%
石油石化(申万)	14.9	↑	0.21	30.42%	↑	1.90	30.4%	53.6%	62.1%
环保(申万)	23.4	↑	1.23	46.70%	↑	13.69	46.7%	82.2%	92.3%
美容护理(申万)	33.2	↑	0.61	34.98%	↑	2.05	35.0%	32.0%	20.9%

数据来源：Wind、鑫元基金

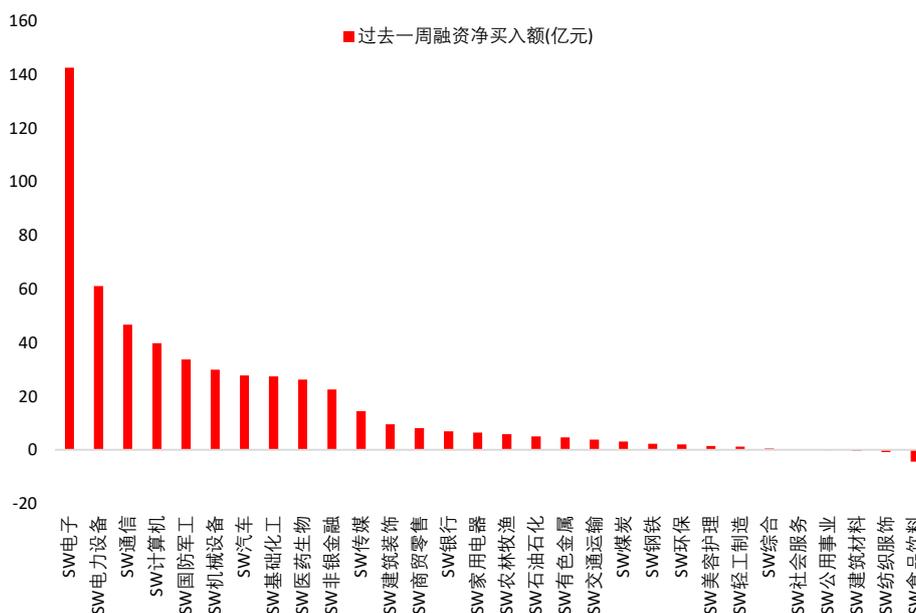
上周各宽基指数均上涨，各行业估值大多有所上行。当前各主要宽基指数估值水平，大多在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周**综合、电力设**

备、国防军工、传媒、商贸零售估值上行最多。当前房地产、非银金融、计算机、综合、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、食品饮料、有色金属板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场资金

10月24日，两融资金占比为9.32%，10月18日为10.57%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至10月25日，上周融资净买入的前三行业为电子、电力设备、通信。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

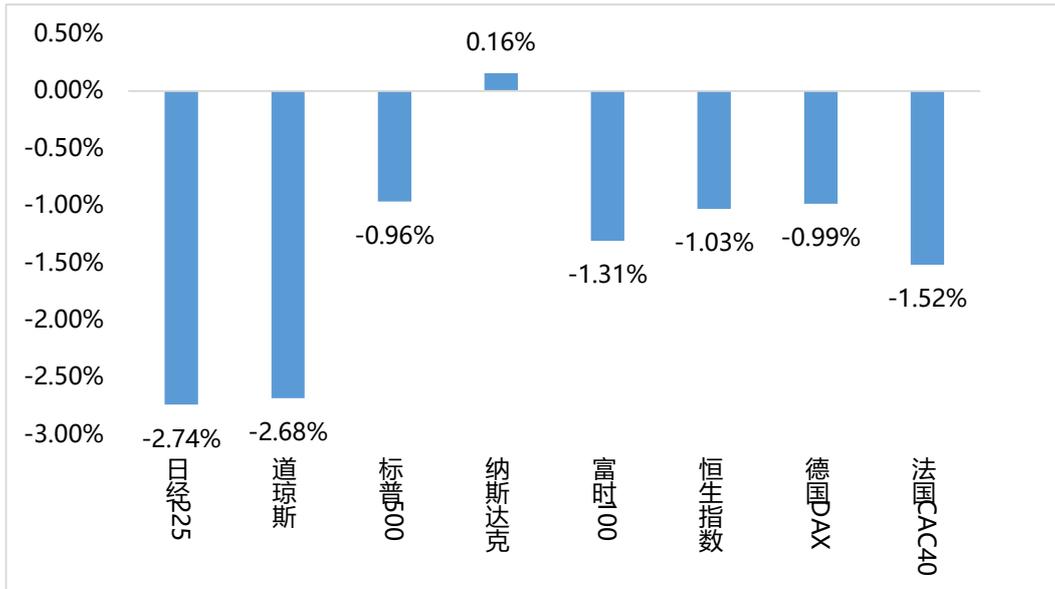


数据来源：Wind、鑫元基金

4、海外权益市场

上周海外股市普遍下跌。美国股市方面，道指下跌2.68%，标普500下跌0.96%，纳指上涨0.16%；欧洲股市方面，德国DAX下跌0.99%，英国富时100下跌1.31%，法国CAC40下跌1.52%；亚太股市方面，日经225指数下跌2.74%，恒生指数下跌1.03%。

图5：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：上周央行累计有 9712 亿元逆回购发行，因有 3469 亿元逆回购、1600 亿元国库现金管理和 7890 亿元 MLF 到期，实现净回笼 3247 亿元。

图 6：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债无发行计划，地方政府债计划发行 2505.9 元，整体净缴款 2007.1 亿元。

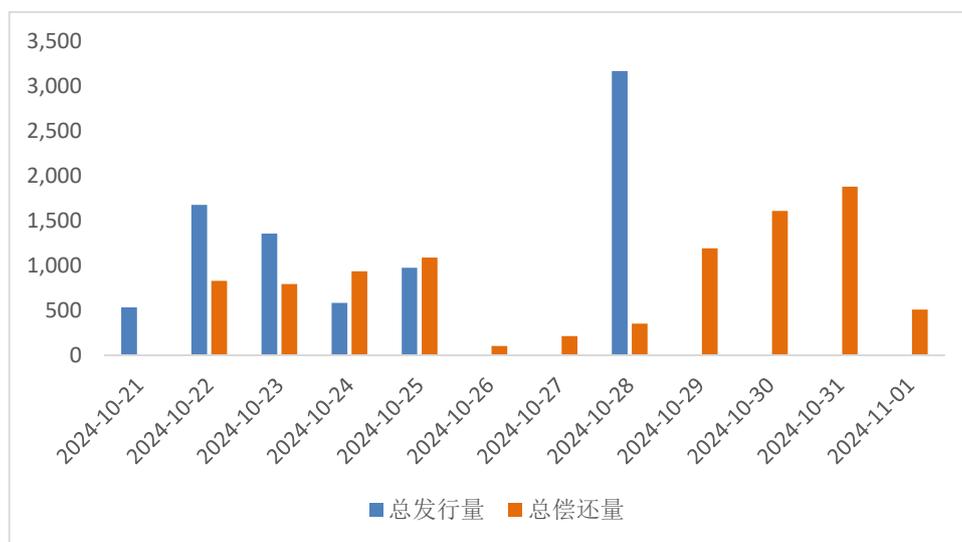
表 1：10 月 28 日-11 月 1 日政府债发行缴款

单位：亿元

	10月28日		10月29日		10月30日		10月31日		11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	702.2	0	523.2	0	289.9	0	660.6	0	330.1
到期	300	337.3	0	62.7	0	0	0	0	0	235.3
缴款	480	386.7	0	692.8	0	523.2	0	289.9	0	670
净缴款	129.2		630.1		523.2		289.9		434.7	

同业存单发行：本周到期 5862 亿元，高于前一周 3971 亿元，其后两周分别为 4516 亿元、5427 亿元。

图 7：同业存单到期与发行

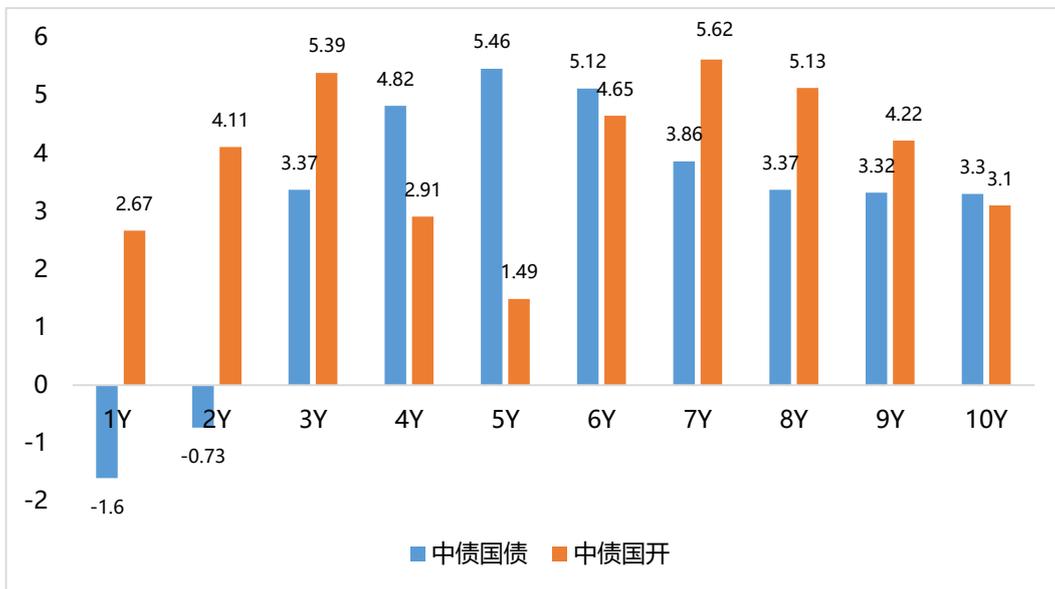


回购市场：10月21-25日，24日为税期截止日，25日税期缴款，且机构开始拆借7天资金跨月，不过资金利率整体波动不大。DR001、R001 从上周一的 1.48%、1.60%分别上行至上周四的 1.54%、1.67%，上周五下行至 1.51%、1.62%，二者周均值分别较前一周上行 8bp、7bp。7天资金利率方面，DR007、R007 从上周一的 1.63%、1.86%分别上行至上周三 1.64%、1.87%，上周四小幅下行后，上周五再度回升至 1.74%、1.95%，二者周均值分别上行 5bp、3bp

票据利率：供给方面，票源供给稳步向好，一级市场签发量日均在一千六百亿元附近，企业贴现融资同样活跃，日均在一千五百亿元附近，卖盘票源供给持续补充。买盘方面，主要大行收票积极，接连带价进场，买盘普遍对一季度票青睐，年内票及足月票的需求则相较一般，供需博弈下，上周一季度票价呈低位运行，足月及年内票价则震荡回暖，6M和3M期限价差有所走扩。上周五，市场情绪有所走低，买盘配置力度加大，卖盘趁机低价出票，票价整体下行。

(三) 债券市场

图 8：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

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	23.01	19.58	31.11	20.25
环比	4.97	2.09	-2.16	-10.59
年初以来	2.03	8.51	15.59	-10.15
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	27.18	15.53	18.32	51.99

2016 年以来分位数	34.80%	78.84%	93.75%	15.41%
-------------	--------	--------	--------	--------

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

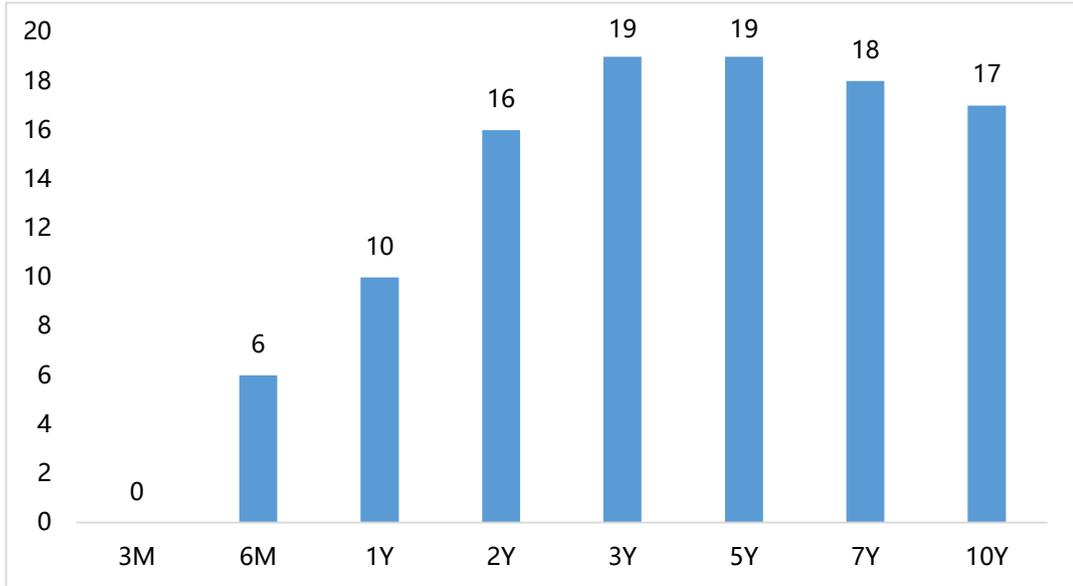
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	31.98	37.87	37.98	44.03	46.87
环比	2.09	4.67	5.40	8.34	12.34
年初以来	-0.36	2.64	0.72	10.39	1.75
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.87	36.48	38.95	42.85	44.12
2016 年以来分位数	20.21%	56.91%	48.03%	58.50%	59.90%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率分化分化。其中，中债国债 1 年期收益率下行 1.60BP 至 1.4169，3 年期上行 3.37BP 至 1.6470，5 年期上行 5.46BP 至 1.8428，10 年期上行 3.30BP 至 2.1539。

长期限高等级票据信用利差小幅走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.09BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 4.67BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 5.40BP。

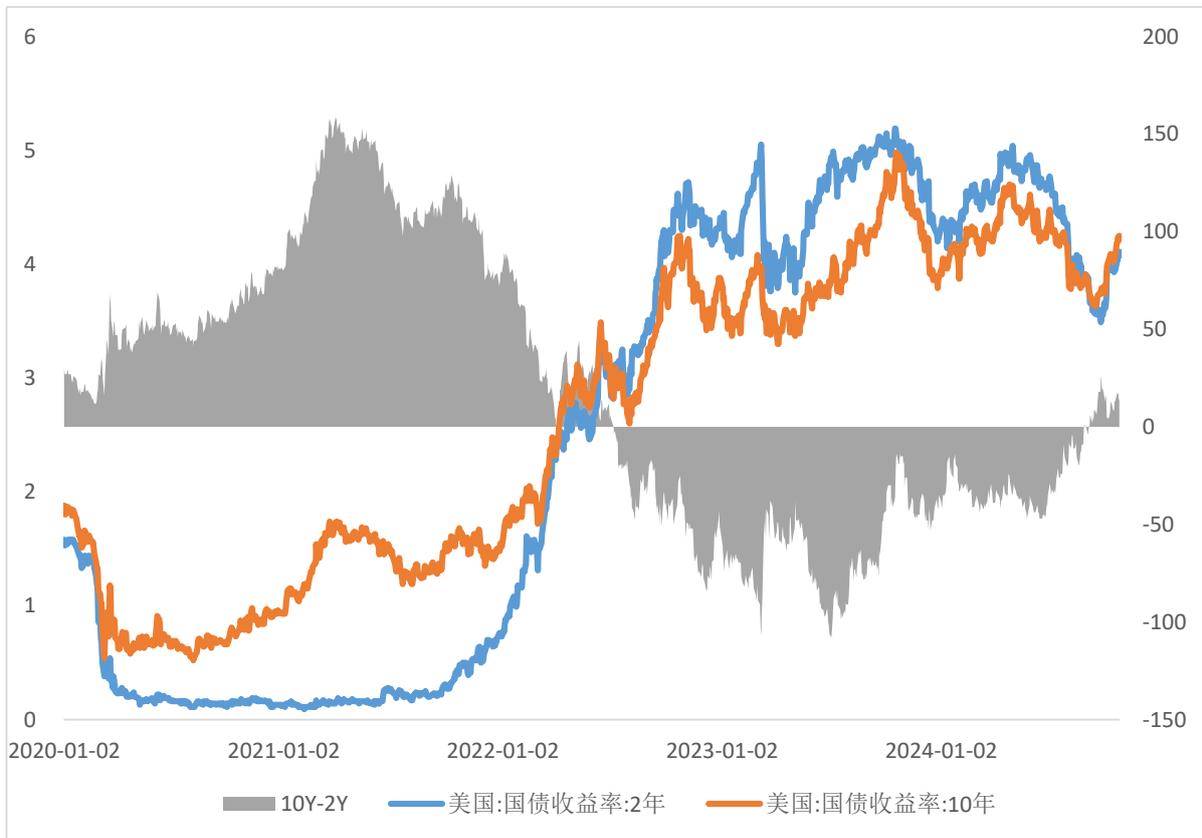
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率普遍上行。上周 10 年期美债收益率上行 17BP，10 年期国债收益率上行 3.3BP，中美利差倒挂程度增加。全周来看，1 年期美债收益率上行 10BP，3 年期美债收益率上行 19BP，10 年期美债收益率上行 17BP。

图 10：10 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，离岸人民币汇率小幅贬值。上周美元指数上行 0.83%，中间价升值 0.26%，即期汇率下行 0.26%，离岸人民币汇率贬值 0.24%。

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	104.3153	7.109	7.1219	7.1351
对照日期	103.4615	7.1274	7.1035	7.1181
涨跌	0.83%	0.26%	-0.26%	-0.24%

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

工业企业利润增速上行动力短期或来自生产方面，年底当月同比增速有望转正。生产方面，“两新”政策效果逐渐显现，9月工业生产已经有所加快，四季度有望保持较好生产态势。价格方面，9月PPI同比增速或是年内低点，四季度PPI同比降幅有望收窄，但年内预计仍处在负增长区间。利润率方面，去年8月至11月基数较高，今年12月利润率同比增速或将有明显好转，对工业企业利润增速形成支撑。

海外方面，市场大选前夕哈里斯相对于特朗普普选支持率继续收窄，“特朗普交易”继续，也助推美元走强、长端美债利率大幅走高，市场对2025年降息预期收缩；七大摇摆州中，特朗普支持率更高，但暂未形成压倒性优势，大选的不确定性下黄金、美元等避险类资产上涨，美股承压，同时美股VIX指数、美债MOVE指数走高显示股债波动性加强。展望看，下周多份就业数据可能影响经济韧性预期从而扰动市场，关注10月港口罢工和飓风对就业数据可能造成的影响；大选结果未决，市场高波动性特征或延续。

（一）权益市场展望和策略

上周市场偏强运行，高位震荡。结构方面，小盘优于大盘，成长好于价值。行业层面，电新、轻工、传媒、化工、纺织服装领涨，银行、计算机、非银、煤炭、钢铁表现靠后。资金层面，ETF净赎回，融资净买入，北向资金交易极度活跃。基本面方面，9月工业企业利润

数据进一步下滑，存货增速放缓，采矿业、中游装备制造业和下游消费品制造业利润增速加速下滑，主动去库延续。当下市场的巨量成交额下的窄幅震荡，可能就是在反映这二者之间的分歧。上周有部分公司三季报业绩大幅低于预期，但在市场整体偏强的情况下，短期不及预期带来的下跌很快被修复。

市场流动性充裕、交易活跃、基本面弱、估值修复充分，行情往三个方向演绎：（1）主题投资活跃，追求短期有催化、高确定性的机会，自主可控、低空经济、华为链等重点主题轮番表现。（2）短期上市公司业绩差是大概率事件，且面临年末机构止盈压力，因此避开基金重仓，寻找机构仓位轻、赔率尚可的方向，比如上周五收盘价创出新高的指数——北证 50、微盘股指数、万得可转债低价指数。（3）抢跑明年可能出现景气拐点的方向，如新能源、医药。

往后看，市场整体维持偏强运行，成交活跃，预计高位震荡格局延续，估值上如接近 10 月 8 日前高位置应该谨慎。从一些龙头个股去观察，10 月 8 日价格水平是极大的资金量加上极高的预期打出来的水平，而且基本是过去三年的股价高点，如果没有分子端的增量信息（比如确定性的业绩增长），短期很难突破前高。10 月最后一周三季报披露，按照惯例越晚披露的业绩差的可能性越大，11 月外部还面临美国降息、美国大选的不确定性，个股层面风险与机会并存。

（三）债券市场展望和策略

资金面来看，近期央行呵护力度明显，预计跨月影响有限。后续需要重点关注的是，银行存款利率和存量房贷利率同步调降以及风险偏好提升后，银行体系存款流失情况，如果届时存款流失严重，叠加如果有政府债增发的话，银行体系可能将再度面临长端负债匮乏的困境。

政策上来看，9 月 26 日政治局会议以来，国务院层面对于政策落实、执行情况关注频率明显增加，9 月 29 日、10 月 8 日李强总理先后召开国务院常务会议和经济形势专家和企业座谈会，研究部署一揽子增量政策的落实情况、并听取专家和企业对当前经济形势和下一步经济工作的意见建议；10 月 25 日再次主持召开国务院常务会议，强调要持续抓好一揽子增量政策的落地落实，及时评估和优化政策，加大逆周期调节力度，进一步提升宏观调控成效，同时更加注重政策和市场的互动，充分调动各方面积极性，更好激发增长动能。这足以表明上层逆转当前通缩螺旋被动局面的决心，以及对于当前经济运行状况的重视程度提到了前所未有的高度。

对于债市而言，短期可能仍旧面临权益市场偏强、政策预期、供给冲击等压力。但调整也意味着机会，毕竟宽松的货币政策环境预计将在一定时间内得以延续，另外政策效果也需要观察和验证，如果 10 年国债调整至 2.25%附近，可关注做多机会。短期操作上来看，久期较高的组合可择机降低久期、杠杆，信用组合建议提升组合流动性。

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。