

PMI 出现企稳迹象，关注美国大选和财政落地

——鑫元周观点（2024.10.28-2024.11.03）

一、核心观点

国内宏观方面，政策加力支持预期改善，PMI 数据显示经济出现企稳迹象，关注财政政策落地情况。海外宏观方面，飓风和罢工影响下，10 月美国新增非农显著不及预期，但失业率保持基本不变，特朗普胜选概率出现回落，关注美国大选结果和 11 月美联储议息会议。10 月制造业 PMI 回升至 50.1%，再度站到荣枯线上，主要是政策预期带动生产活动更快修复；服务业 PMI 回升至 50.1%，重回扩张，主要是国庆假期对消费性服务业拉动明显。往前看，资本市场进入政策力度验证期，关注 11 月 4 日-8 日召开的人大常委会是否出台调增赤字、增发特别国债等政策，以及对未来支持地方化债和通过“两新”等刺激经济的总体力度。海外方面，飓风和罢工影响下，美国 10 月季调后非农就业人口新增 1.2 万人，大幅不及预期（+10 万人）；博彩网站 Polymarket 显示特朗普支持率 55%左右，较一周前显著回落；关注美国大选结果和 11 月美联储议息会议。

权益市场方面，本周市场将进入变盘时间，海外大选结果带来的扰动也将显性化。继续做好上周的策略要点：一是细心观察国内外各大类资产的市场高频信号，二是准备好仓位，耐心等待开牌后的投资机会。我们将根据宏观基本面的边际变化，及时做出新的策略调整。10 月策略上重点推荐的科技行业（全市场极少数的绝对收益方向）将进入分化阶段，宏观基本面暂未给出新的线索。但不必悲观，在日均成交量维持在不低于 1.5 万亿的背景下，市场大概率会出现一个具备真实叙事逻辑，足够估值提升空间，且有政策鼓励的资产端主线。需要注意的是：目前海外大选出现了新的变数，本周可能未必会有确定性的选举结果，要防范是否会导致全球资本市场出现高的波动。

固收市场方面，上周资金面延续宽松，跨月影响极其有限，资金价格有所下行，分层现象略有缓解；上周受资金面持续宽松和央行首次开展 5000 亿买断式逆回购操作、权益市场边际走弱、对政策预期持续钝化等影响，债市情绪有所回暖、收益率整体震荡下行，中短端表现略超长端，信用债情绪也有所好转、但整体表现逊于利率债；存单打破横盘走势，一级发

行情绪持续好转。展望后市，政策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；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，可关注配置机会。短期操作上来看，本周政策即将落地，市场将有一定波动，如收益率上冲，可考虑适度参与波段交易。

二、宏观动态

（一）国内宏观

一揽子增量政策显效，中国官方制造业 PMI 时隔 5 个月重回荣枯线之上。10 月份制造业 PMI 为 50.1%，环比升 0.3 个百分点，连续两个月上升，且在连续 5 个月运行在 50% 以下后回到景气区间；非制造业 PMI 为 50.2%，环比升 0.2 个百分点，连续 5 个月稳定在 50% 左右，显示非制造业经营活动继续保持扩张；综合 PMI 为 50.8，环比升 0.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快。

11 月 1 日出版的第 21 期《求是》杂志发表习近平总书记的重要文章《促进高质量充分就业》。文章指出，要着力解决结构性就业矛盾。人力资源供需不匹配，是当前我国就业领域面临的主要矛盾。解决这一矛盾，关键在于加快塑造素质优良、总量充裕、结构优化、分布合理的现代化人力资源；要完善重点群体就业支持政策。坚持把高校毕业生等青年群体就业作为重中之重，多措并举促进农民工就业，稳定脱贫人口务工规模和务工收入。

国家发改委主任郑栅洁在《求是》发表题为《加快经济社会发展全面绿色转型》文章。文章指出，加快完善绿色转型支持政策，构建有利于绿色转型的财税、金融、投资、价格政策体系和市场化机制，完善绿色低碳标准体系。

央行决定从 10 月 28 日起启用公开市场买断式逆回购操作工具。操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过 1 年，采用固定数量、利率招标、多重价位中标，回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。这也是今年以来继临时正逆回购、国债买卖后，央行再次推出新货币政策工具。

国务院办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》。文件从强化生育服务支持，加强育幼服务体系建设，强化教育、住房、就业等支持措施，营造生育友好社会氛围等 4 方面提出 13 条具体举措，营造全社会尊重生育、支持生育的良好氛围，有效降低生育、养育、教育成本。

（二）海外宏观

美国“非农”数据大幅低于预期，初请失业金人数亦低于预期。美国10月季调后非农就业人口新增1.2万，为2020年12月以来最小增幅，预期增11.3万，前值由增25.4万修正为增22.3万。美国10月平均每小时工资同比增4%，预期增4%，前值增4%。美国上周初请失业金人数为21.6万人，预期23万人，前值从22.7万人修正为22.8万人。

日本央行将利率维持在0.25%不变，符合市场预期。日本央行表示，鉴于实际利率处于非常低的水平，如果经济和物价走势符合其预测，日本央行将继续提高政策利率。日本央行对2024-2026财年实际GDP增速预期中值分别为0.6%、1.1%、1.0%，7月份预期分别为0.6%、1.0%、1.0%；对2024-2026财年核心CPI预期中值分别为2.5%、1.9%、1.9%，7月份预期为2.5%、2.1%、1.9%。

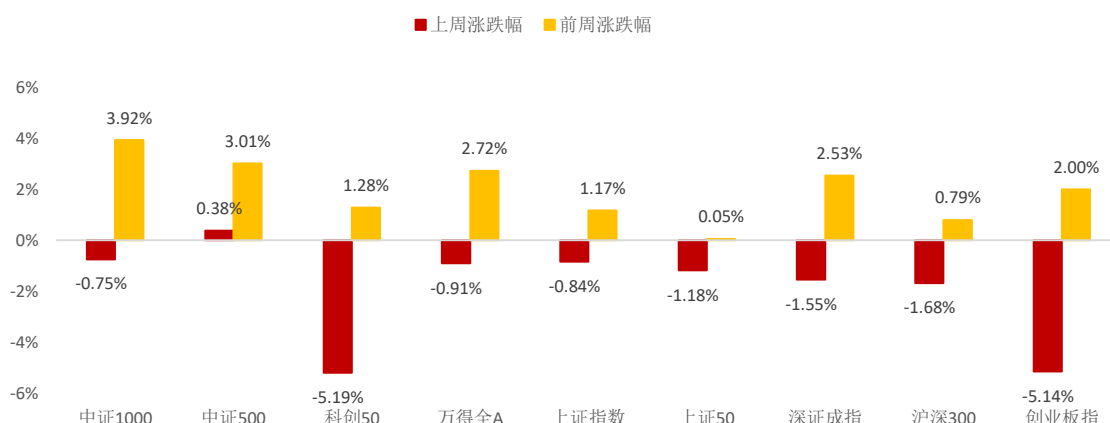
欧盟委员会发布消息称结束了反补贴调查，决定对从中国进口的电动汽车（BEV）征收为期五年的最终反补贴税。据悉，将对被抽样的中国出口生产商征收以下反补贴税：比亚迪17.0%，吉利18.8%，上汽集团35.3%。其他合作公司将被征收20.7%的关税。在提出个别审查请求后，特斯拉将被征收7.8%的关税。所有其他不合作的公司将被征收35.3%的关税。2024年7月4日对从中国进口的电动汽车征收的临时关税将不予征收。

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 股各宽基指数多数下跌。科创 50 下跌 5.19%，创业板指下跌 5.14%，沪深 300 下跌 1.68%，跌幅居前。从行业板块看，国防军工、通信、医药生物领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/11/1	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	14.1	↓ 0.34	36.6	↓ 5.54	63.5%	78.8%	74.5%
深证成指	25.5	↑ 0.47	53.8	↑ 2.99	51.0%	56.5%	42.5%
上证 50	10.5	↓ 0.47	43.6	↓ 11.21	65.1%	66.9%	57.3%
沪深 300	12.4	↓ 0.42	42.2	↓ 6.02	57.5%	63.4%	58.3%
中证 500	26.2	↑ 1.31	33.6	↑ 6.69	45.4%	79.4%	77.2%
中证 1000	38.7	↑ 0.54	50.2	↑ 2.32	50.2%	72.1%	74.0%
创业板指	32.6	↑ 0.14	13.3	↑ 0.29	15.1%	26.5%	29.8%
科创 50	83.8	↑ 11.03	96.3	↑ 20.61	96.3%	96.3%	96.2%

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）

	2024/11/1	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
农林牧渔(申万)	25.1	↓ 14.45	13.20%	↓ 33.18	13.2%	22.7%	30.2%
基础化工(申万)	23.5	↑ 0.32	43.36%	↑ 0.49	43.4%	76.2%	68.4%
钢铁(申万)	25.1	↑ 4.91	66.69%	↑ 13.59	66.7%	98.9%	98.5%
有色金属(申万)	20.0	↓ 0.44	16.30%	↓ 0.67	16.3%	28.7%	41.0%
电子(申万)	52.0	↓ 3.54	69.04%	↓ 7.27	69.0%	90.4%	87.1%
家用电器(申万)	14.8	↓ 0.50	40.11%	↓ 6.72	40.1%	45.6%	50.4%
食品饮料(申万)	20.8	↓ 0.18	15.77%	↓ 0.38	15.8%	4.9%	7.1%
纺织服饰(申万)	18.8	↑ 0.45	4.37%	↑ 0.95	4.4%	7.5%	10.0%
轻工制造(申万)	24.2	↑ 1.55	29.43%	↑ 6.83	29.4%	51.7%	36.1%
医药生物(申万)	31.6	↓ 0.13	28.39%	↓ 0.14	28.4%	49.9%	56.8%
公用事业(申万)	17.4	↑ 0.24	12.53%	↑ 2.18	12.5%	5.1%	7.1%
交通运输(申万)	16.8	↑ 0.78	47.03%	↑ 5.18	47.0%	60.5%	70.5%
房地产(申万)	41.9	↑ 4.61	100.00%	↑ 0.11	100.0%	100.0%	100.0%
商贸零售(申万)	31.6	↑ 0.14	63.81%	↑ 0.19	63.8%	80.1%	71.6%

社会服务(申万)	24.0	↑	0.78	3.12%	↑	0.31	3.1%	5.5%	7.8%
综合(申万)	53.5	↓	4.83	71.40%	↓	4.98	71.4%	86.7%	81.0%
建筑材料(申万)	26.1	↑	3.77	74.44%	↑	6.61	74.4%	99.8%	100.0%
建筑装饰(申万)	9.9	↑	0.40	36.04%	↑	10.29	36.0%	58.4%	72.5%
电力设备(申万)	32.0	↑	0.53	29.72%	↑	2.32	29.7%	52.0%	45.0%
国防军工(申万)	68.8	↑	3.94	58.37%	↑	8.16	58.4%	84.5%	85.7%
计算机(申万)	65.4	↑	0.10	76.80%	↑	0.04	76.8%	79.2%	72.4%
传媒(申万)	36.3	↑	0.37	40.60%	↑	1.93	40.6%	66.3%	62.0%
通信(申万)	31.4	↓	2.86	18.42%	↓	10.37	18.4%	31.0%	44.2%
银行(申万)	5.6	↓	0.12	32.81%	↓	0.61	32.8%	36.6%	52.4%
非银金融(申万)	16.9	↓	4.11	56.80%	↓	28.11	56.8%	76.5%	83.2%
汽车(申万)	24.4	↓	0.08	61.84%	↓	0.77	61.8%	44.5%	20.5%
机械设备(申万)	29.4	↓	0.52	46.88%	↓	3.13	46.9%	64.9%	63.7%
煤炭(申万)	12.6	↑	0.47	64.18%	↑	4.20	64.2%	97.8%	98.3%
石油石化(申万)	16.1	↑	1.17	42.01%	↑	11.60	42.0%	71.8%	79.0%
环保(申万)	22.1	↓	1.27	32.42%	↓	14.28	32.4%	57.0%	68.4%
美容护理(申万)	36.0	↑	2.80	45.12%	↑	10.13	45.1%	39.2%	23.6%

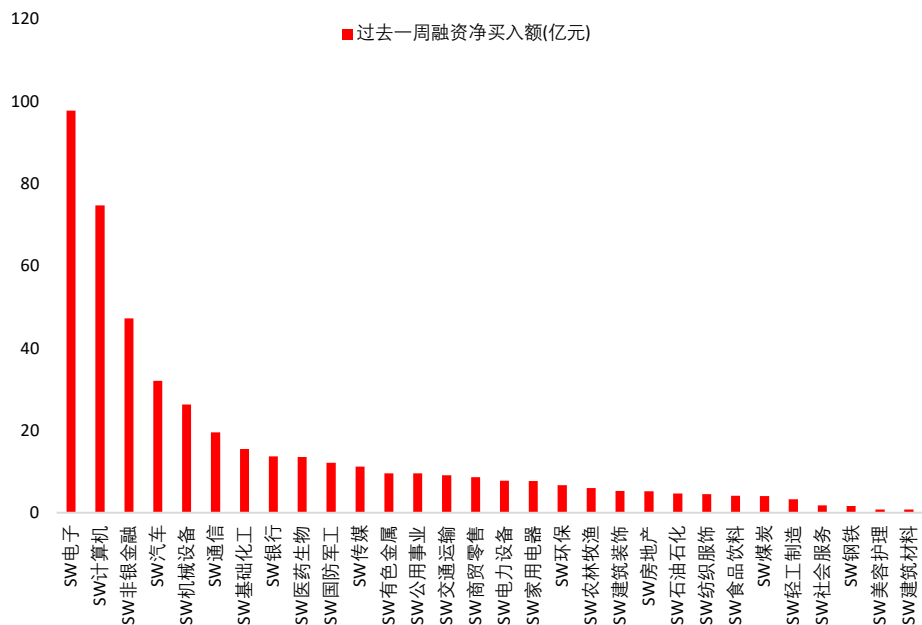
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数估值多数下跌，各行业估值上下不一。从行业板块看，上周**钢铁、房地产、国防军工、建筑材料、美容护理**估值上行最多。当前**房地产、计算机、建筑材料、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、农林牧渔、食品饮料**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场资金

10月31日，两融资金占比为9.96%，10月25日为9.92%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至11月1日，上周融资净买入的前三行业为**电子、计算机、非银金融**。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）

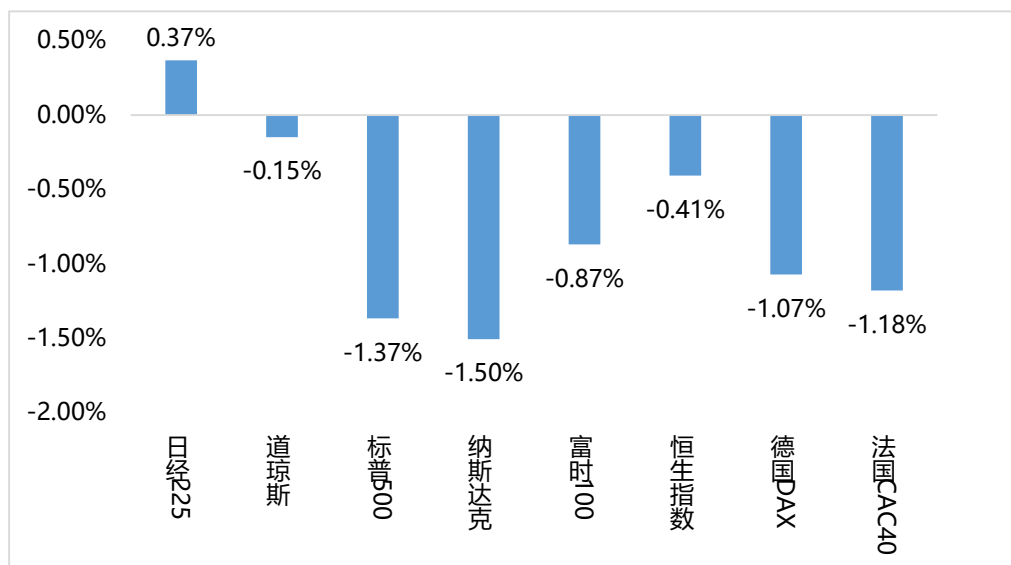


数据来源：Wind、鑫元基金

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 0.15%，标普 500 下跌 1.37%，纳指下跌 1.50%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 1.07%，英国富时 100 下跌 0.87%，法国 CAC40 下跌 1.18%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 0.37%，恒生指数下跌 0.41%。

图 5：上周海外主要指数涨跌



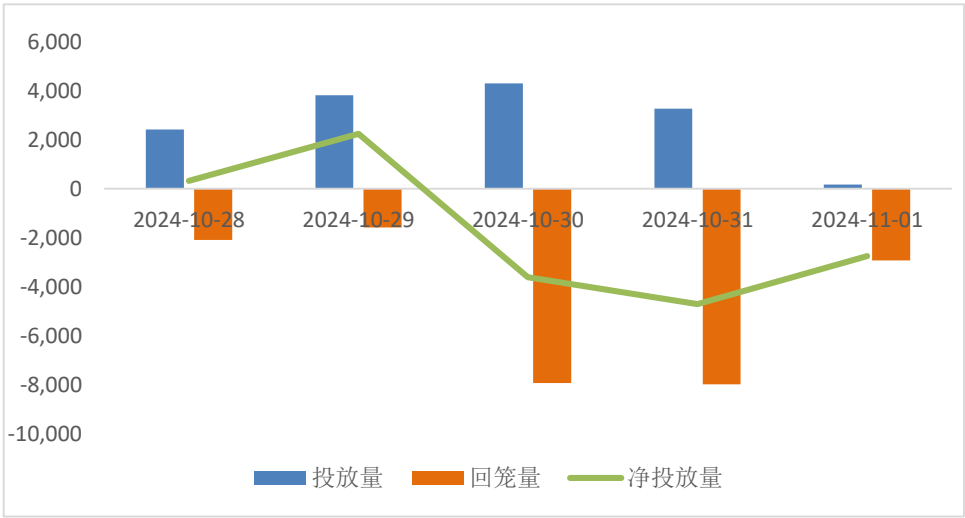
数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 14001 亿元逆回购，因有 22515 亿元逆回购到期，实现净

回笼 8514 亿元。

图 6：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 1850 亿元，地方政府债计划发行 117 元，整体净缴款 550.6 亿元。

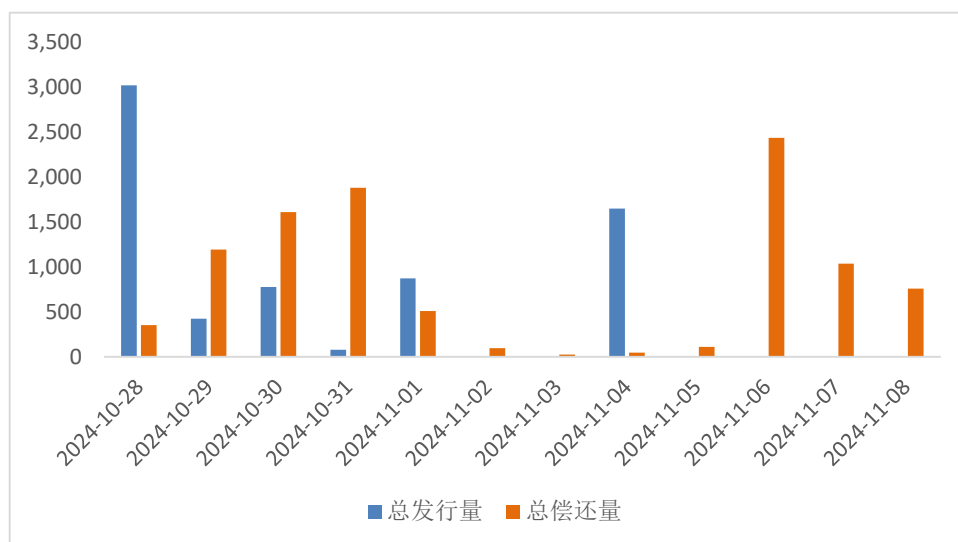
表 1：11 月 4 日-11 月 8 日政府债发行缴款

单位：亿元

	11 月 4 日		11 月 5 日		11 月 6 日		11 月 7 日		11 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	0	0	0	1550	44	0	30	300	43
到期	300	258.9	0	4.7	0	54.8	550	31.6	0	203.7
缴款	0	0	0	0	0	0	1550	44	0	30
净缴款	-228.9		-5		-54.8		1012.4		-173.1	

同业存单发行：本周到期 4516 亿元，高于前一周 5862 亿元，其最后一周为 5427 亿元。

图 7：同业存单到期与发行

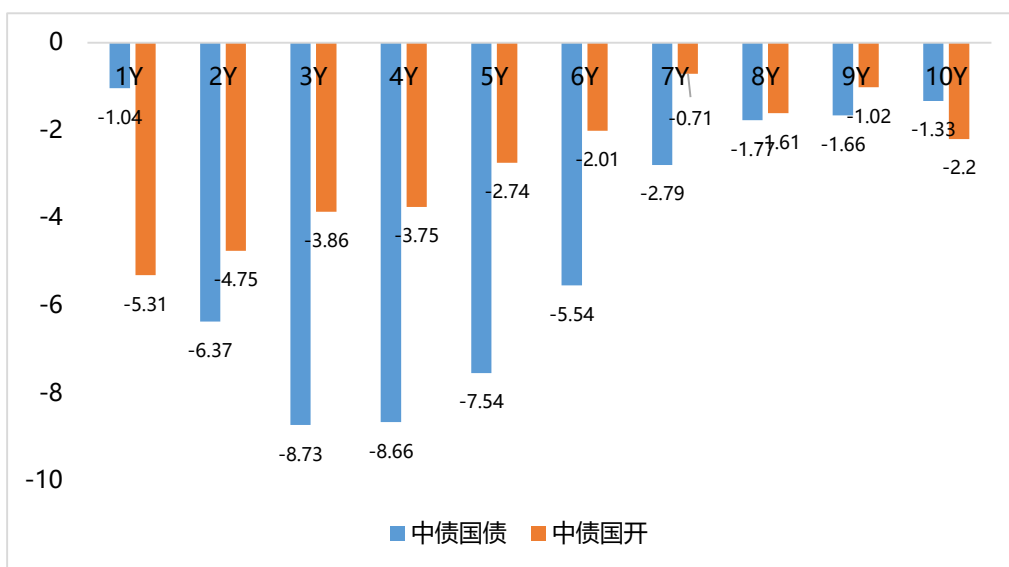


回购市场：跨月整体均衡偏宽松。10月30日附近央行开展买断式回购释放资金5000亿，再加上或有的结构性货币政策工具使用，10月前后银行体系中长期流动性补充较为充足，跨月资金面波动较小，资金利率有所下行。DR001下行17BP至1.34%，DR007下行18.5BP至1.55%，R001下行14.9BP至1.48%，R007下行19.2BP至1.76%。

票据利率：跨月时点，月末规模因素占据主导，在大行的报价影响下，市场供需情绪逐步走低，银行机构进场抢票补充剩余规模，而出口则乘势低价出票，叠加票源供给增速放缓，贴承比维持0.7附近，市场持续供不应求，票据下行明显，甚至再现0利率。月初，市场交投回归一般，托收票交易居多，主要大行高价收票，卖盘谨慎出票，市场价格逐步得到修复，整体呈高开震荡的走势。

（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	15.32	20.77	37.32	38.14
环比	-7.69	1.19	6.21	17.89
年初以来	-5.66	9.7	21.8	7.74
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	27.16	15.54	18.36	51.94
2016 年以来分位数	14.20%	84.76%	97.51%	31.83%

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	35.72	40.72	40.02	50.59	49.93
环比	3.74	2.85	2.04	6.56	3.06
年初以来	3.38	5.49	2.76	16.95	4.81
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	45.85	36.49	38.96	42.86	44.14
2016 年以来分位数	30.65%	64.83%	54.16%	72.29%	70.61%

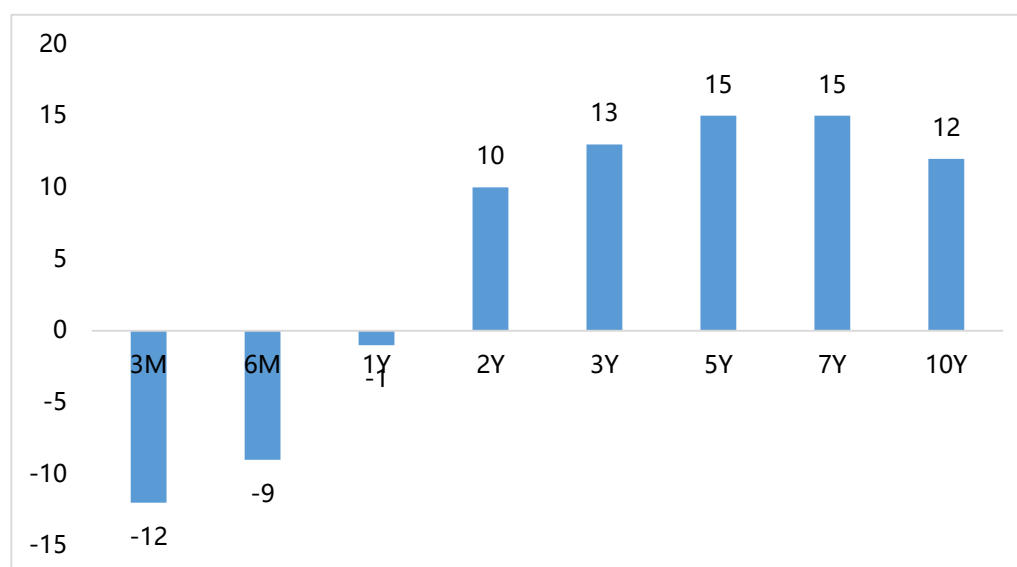
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周中债国债收益率和中债国开收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行

1.04BP 至 1.3675，3 年期下行 8.73BP 至 1.5121，5 年期下行 7.54BP 至 1.7128，10 年期下行 1.33BP 至 2.1266。

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 3.74BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.85BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 2.04BP。

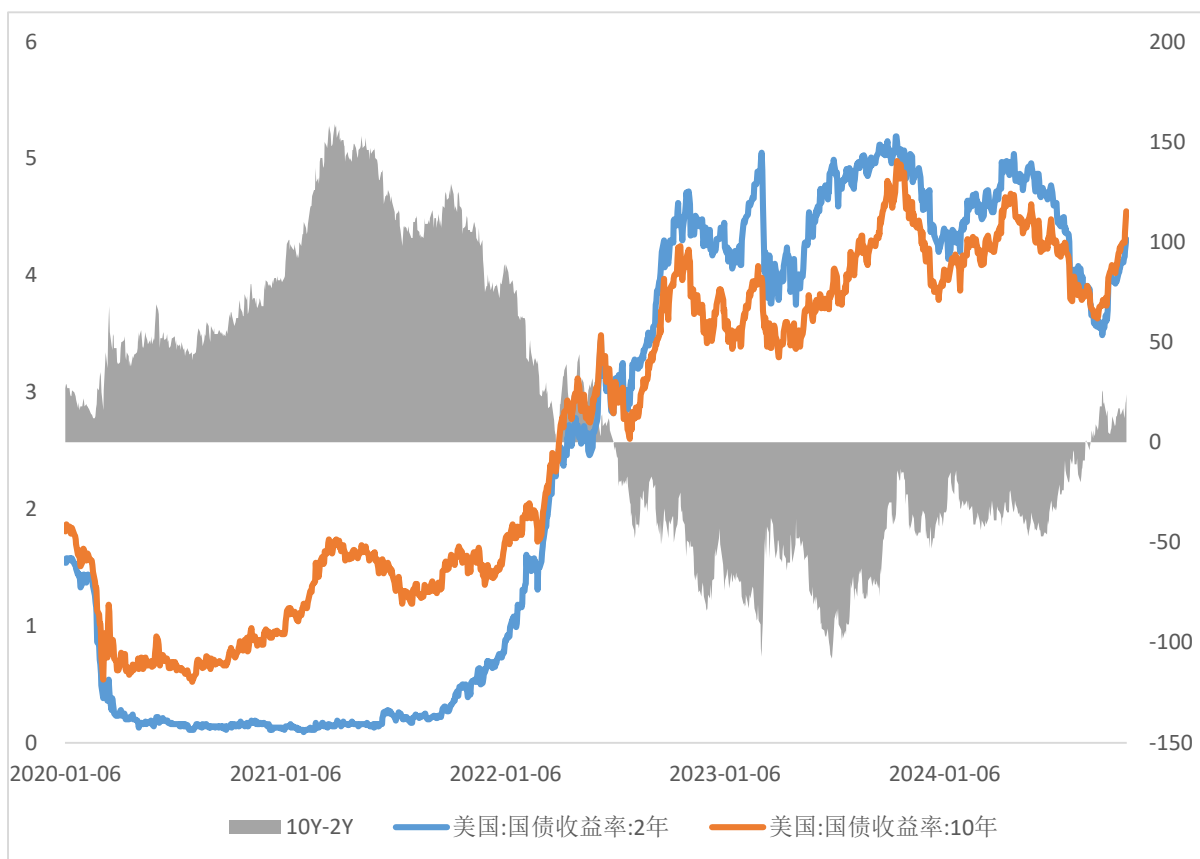
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 12BP，10 年期国债收益率下行 1.33BP，中美利差倒挂程度增加。全周来看，1 年期美债收益率下行 1BP，3 年期美债收益率上行 13BP，10 年期美债收益率上行 12BP。

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 0.01%，中间价贬值 0.06%，即期汇率下行 0.04%，离岸人民币汇率贬值 0.05%。

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	104.3228	7.1135	7.125	7.1385
对照日期	104.3153	7.109	7.1219	7.1351
涨跌	0.01%	-0.06%	-0.04%	-0.05%

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

国内宏观方面，政策加力支持预期改善，PMI 数据显示经济出现企稳迹象，关注财政政策落地情况。海外宏观方面，飓风和罢工影响下，10 月美国新增非农显著不及预期，但失业

率保持基本不变，特朗普支持率出现边际回落；关注美国大选结果和 11 月美联储议息会议。10 月制造业 PMI 回升至 50.1%，再度站到荣枯线上，主要是政策预期带动生产活动更快修复，“两新”支持政策对汽车、通信电子等行业的拉动也得到体现。服务业 PMI 回升至 50.1%，重回扩张。国庆假期对消费性服务业拉动明显，与居民旅游出行相关的铁路运输、航空运输、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均升至 55.0% 以上较高景气区间。往前看，资本市场进入政策力度验证期，关注 11 月 4 日-8 日召开的人大常委会是否出台调增赤字、增发特别国债等政策，以及对未来支持地方化债和通过“两新”等刺激经济的总体力度。海外宏观方面，飓风和罢工影响下，美国 10 月季调后非农就业人口新增 1.2 万人，大幅不及预期（+10 万人）；10 月失业率 4.1%，持平于前值，低于一致预期（4.2%）。博彩网站 Polymarket 显示特朗普胜率 55% 左右，较一周前显著回落，特朗普交易发生反转，海外资产价格走势动荡；关注美国大选结果和 11 月美联储议息会议。

（二）权益市场展望和策略

本周市场将进入变盘时间，海外大选结果带来的扰动也将显性化。继续做好上周的策略要点：一是细心观察国内外各大类资产的市场高频信号，二是准备好仓位，耐心等待开牌后的投资机会。我们将根据宏观基本面的边际变化，及时做出新的策略调整。

10 月策略上重点推荐的科技行业（全市场极少数的绝对收益方向）将进入分化阶段，宏观基本面暂未给出新的线索。但不必悲观，在日均成交量维持在不低于 1.5 万亿美元的背景下，市场大概率会出现一个具备真实叙事逻辑，足够估值提升空间，且有政策鼓励的资产端主线。

需要注意的是：目前海外大选出现了新的变数，下周可能未必会有确定性的选举结果，要防范是否会导致全球资本市场出现高的波动。

（三）债券市场展望和策略

资金面来看，本周重点关注人大常委会公布的年内新增政府债发行额度。展望来看，经济转型和化债关键期，宽松的货币政策预计将在相当一段时间内得以延续，从最近央行的投放情况以及新创设的买断式回购工具来看，央行的呵护意愿是比较强的，改善银行负债情况的相关准备也是相对充足的，年内还剩两个月预计政府债供给量将不小，对流动性有一定扰动，不过央行对冲力度和配合度上预计要强于以往，预计流动性的整体压力不大。

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、执行情况的关注频率明显增加，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，本周政策即将落地，市场将有一定波动，如收益率上冲，可考虑适度参与波段交易。

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。