

海外扰动消退，国内政策积极

——鑫元周观点（2024.11.4-2024.11.10）

一、核心观点

宏观方面，十四届全国人大常委会第12次会议闭幕，推出总量为10万亿元的化债方案；10月通胀数据低位运行，显示国内基本面仍待改善；特朗普赢得美国总统大选，全球金融市场波动加大；美联储如期降息25BP，后续降息路径面临不确定性。十四届全国人大常委会第12次会议闭幕，会议推出总规模为10万亿的化债方案，包括一次性增加6万亿元专项债限额，以及未来5年每年从专项债额度中安排8000亿元用于化债。10万亿化债力度较大，从官方公布的隐债规模来看，未来地方政府债务风险将基本得到释放。10月国内通胀数据低于预期，CPI同比0.3%，PPI同比-2.9%，均较前值回落0.1Pct，显示国内总需求不足问题仍在。美国大选落幕，特朗普最终赢得选举，金融市场“特朗普交易”再现，美元指数和美债收益率上行，美股上涨，比特币拉升，黄金承压，全球金融市场波动加大。11月美联储议息会议如期降息25BP，但会议对于通胀的关注程度回升，为后续美联储降息路径带来较大不确定性。

权益市场方面，在12月重要会议全面确定明年经济发展目标之前，市场的交易属性或更为突出。在新负债端的驱动下，博弈型交易的热情高涨，在强宏观属性行业和非强宏观品种之间来回波动。本周非强宏观品种将更为占优，更为看好军工、稀土、信创和卫星等行业。未来市场的交易逻辑将在中美竞争与合作中徐徐展开。海外大选超预期的点在于特朗普的获胜是大胜，大胜的结果是三权合一。全球资本市场定价美国的强权领导人会带领美国经济重回增长轨道，高增长与高通胀会并存一段时间。国内化债的数额和安排基本符合国内机构的一致预期，但低于海外机构的预期。央行三季度货币政策执行报告重提汇率的稳定性，考虑到人民币汇率压力对有力度降息的掣肘，短期大幅度持续宽松的可行性降低。

固收市场方面，上周央行合计净回笼13158亿，资金面整体延续宽松，上周五边际收敛，资金价格略有上行，分层现象延续；上周债市并未受权益市场风偏提升的影响，收益率整体震荡下行，上演“股债双牛”走势。上周美国大选落地，市场一度对国内刺激政策加码有所担忧，但人大常委会仅对化债规模有所超预期、并未涉及地产和消费等具体政策内容，整体

符合预期，债市反应相对平淡；受监管对同业存款定价的自律管理影响，存单需求增加，收益率下行明显，一年国股下行至 1.85%附近；全周来看，30 年国债 2400006 下行 4.1bp 至 2.275%，10 年国债 240011 下行 1bp 至 2.1125%。展望来看，化债思路已从之前的防风险已转变为强调防风险和促发展并重，只不过市场对于目前的财政刺激力度能否实现防风险下的促发展仍存疑虑，12 月的中央经济工作会议和明年 3 月的两会将是重要的政策窗口期，期间也是已有政策刺激效果的重要验证期，预计政策博弈和预期摇摆仍是市场的主旋律，基本面发生明显变化前，债市可能以震荡走势为主，如果由于供给压力等因素导致收益率上行，可适当逢高参与，但预计空间可能有限。

二、宏观动态

（一）国内宏观

10月国内通胀数据低位运行。中国 10 月 CPI 同比上涨 0.3%，预期涨 0.4%，前值涨 0.4%。中国 10 月 PPI 同比下降 2.9%，预期降 2.5%，前值降 2.8%。国家统计局称，10 月份，消费市场运行总体平稳，食品价格高位回落，加之汽油价格下行，CPI 环比下降 0.3%，同比上涨 0.3%；国际大宗商品价格总体波动下行，但在一揽子增量政策落地显效等因素带动下，国内部分工业品需求恢复，PPI 环比降幅明显收窄，同比降幅微扩。

10 月国内出口增速环比回升。据海关统计，前 10 个月我国货物贸易进出口总值 36.02 万亿元，同比增长 5.2%。其中，出口 20.8 万亿元，增长 6.7%；进口 15.22 万亿元，增长 3.2%；贸易顺差 5.58 万亿元，扩大 17.6%。10 月当月，中国出口同比增长 11.2%，进口下降 3.7%，贸易顺差 6791 亿元。

央行发布三季度货币政策执行报告，将继续呵护流动性合理充裕。央行表示，密切关注海外主要央行货币政策变化，灵活有效开展公开市场操作，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行。深入推进利率市场化改革，研究适当收窄利率走廊的宽度，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的传导关系。

十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕，推出 10 万亿化债方案。会议推出了 10 万亿化债方案，包括一次性增加 6 万亿元专项债限额，以及未来 5 年每年从专项债额度中安排 8000 亿元用于化债。

（二）海外宏观

美国共和党总统候选人特朗普宣布在 2024 年总统选举中获胜。受此消息影响，其间，全

球各类资产出现大幅波动。多家机构表示，美国大选结果对全球资产的影响是脉冲式的，后续还需要关注美联储降息动向，以及美国经济的后续走向和政策落地情况。花旗、摩根大通和高盛在内的美国银行股飙升，因为投资者押注特朗普将兑现降低税收和放松银行业监管的承诺。

美联储如期降息 25 个基点。决议声明表示就业和通胀目标所面临的风险“大致平衡”，但决议声明删除了关于“在抗通胀问题上获得信心”的表述。决议声明的部分调整引起一些人猜测，是否在暗示不排除 12 月暂停降息的可能。本次利率决议获得一致通过。决议公布后，美股波动不大，基本维持日内涨势。美元短线拉涨，日内跌幅收窄，美债收益率跌幅收窄，黄金短线小幅走高。

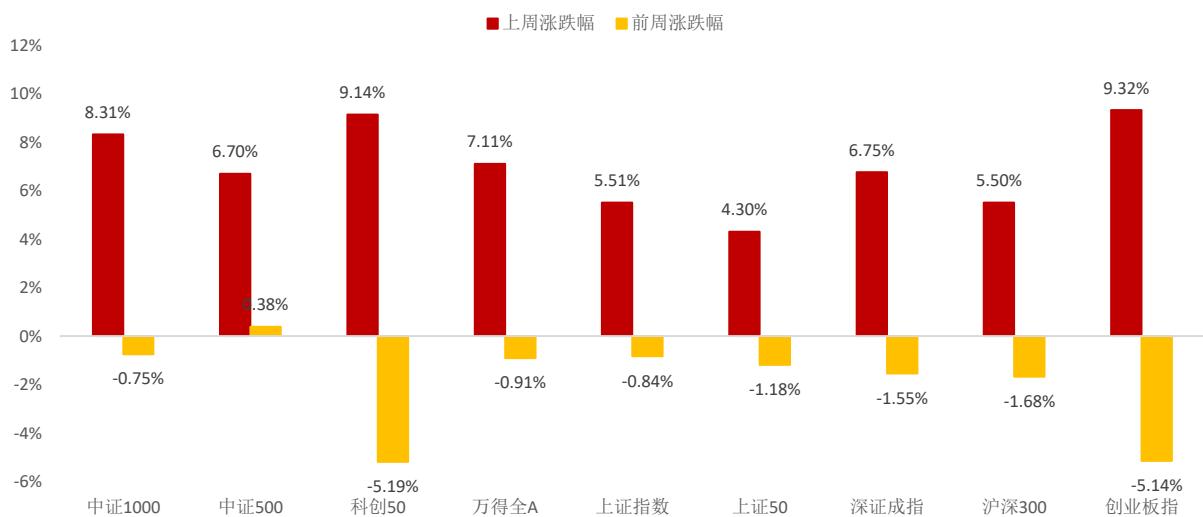
美联储主席鲍威尔表示，经济整体表现强劲。近期指标表明，经济稳健地扩张，消费者开支增速仍然保持韧性，供应条件改善，这已经支持经济。鲍威尔重申，美国通胀已经更加接近 2%，核心通胀仍然在某种程度上偏高。降息将有助于保持经济的强度。美联储将继续逐次会议地做决定。

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 股各宽基指数悉数上涨。截至 11 月 8 日，创业板指上涨 9.32%，科创 50 上涨 9.14%，中证 1000 上涨 8.31%，涨幅居前。从行业板块看，上周计算机、国防军工、非银金融领涨。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE (TTM)

	2024/11/8	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	14.8	↑ 0.70	42.0	↑ 8.83	72.3%	87.7%	83.1%
深证成指	27.2	↑ 1.68	59.8	↑ 9.80	60.8%	71.3%	59.3%
上证 50	10.8	↑ 0.31	48.3	↑ 7.62	72.7%	73.8%	64.1%
沪深 300	13.0	↑ 0.53	47.5	↑ 8.17	65.7%	71.1%	63.4%
中证 500	27.9	↑ 1.70	41.3	↑ 7.98	53.4%	88.2%	83.4%
中证 1000	41.8	↑ 3.05	59.4	↑ 9.21	59.4%	84.9%	83.3%
创业板指	35.7	↑ 3.16	18.2	↑ 2.62	17.7%	31.1%	34.4%
科创 50	88.6	↑ 7.24	98.9	↑ 5.39	98.9%	98.9%	98.8%

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)

	2024/11/8	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
农林牧渔(申万)	26.6	↑ 1.51	19.91%	↑ 6.71	19.9%	30.0%	31.9%
基础化工(申万)	24.9	↑ 1.30	46.75%	↑ 3.39	46.7%	82.0%	75.8%
钢铁(申万)	26.3	↑ 1.24	67.92%	↑ 1.22	67.9%	99.9%	99.9%
有色金属(申万)	20.7	↑ 0.72	17.35%	↑ 1.05	17.3%	30.5%	43.6%
电子(申万)	56.8	↑ 4.80	78.02%	↑ 8.98	78.0%	97.2%	96.2%
家用电器(申万)	15.1	↑ 0.33	44.59%	↑ 4.49	44.6%	50.0%	55.3%
食品饮料(申万)	22.3	↑ 1.48	18.76%	↑ 2.99	18.8%	7.3%	9.2%
纺织服饰(申万)	19.8	↑ 1.00	10.60%	↑ 6.23	10.6%	16.8%	18.8%
轻工制造(申万)	26.0	↑ 1.83	36.94%	↑ 7.51	36.9%	64.4%	49.5%
医药生物(申万)	33.6	↑ 2.00	32.70%	↑ 4.31	32.7%	57.2%	60.8%
公用事业(申万)	17.7	↑ 0.33	15.32%	↑ 2.79	15.3%	8.6%	11.9%
交通运输(申万)	17.7	↑ 0.88	51.66%	↑ 4.63	51.7%	67.7%	72.0%
房地产(申万)	44.8	↑ 2.87	99.96%	↓ 0.04	100.0%	99.9%	99.9%
商贸零售(申万)	34.9	↑ 3.29	72.83%	↑ 9.02	72.8%	87.8%	82.5%
社会服务(申万)	25.5	↑ 1.49	3.89%	↑ 0.77	3.9%	6.8%	9.2%
综合(申万)	56.3	↑ 2.84	75.48%	↑ 4.08	75.5%	90.6%	86.5%
建筑材料(申万)	27.0	↑ 0.94	76.06%	↑ 1.62	76.1%	99.9%	99.9%
建筑装饰(申万)	10.5	↑ 0.65	48.78%	↑ 12.75	48.8%	75.2%	84.6%
电力设备(申万)	34.0	↑ 2.00	37.28%	↑ 7.56	37.3%	62.7%	52.1%
国防军工(申万)	77.2	↑ 8.40	68.23%	↑ 9.86	68.2%	97.9%	97.0%
计算机(申万)	74.9	↑ 9.51	88.34%	↑ 11.54	88.3%	94.7%	92.5%
传媒(申万)	38.9	↑ 2.55	51.27%	↑ 10.67	51.3%	76.9%	72.3%
通信(申万)	33.5	↑ 2.13	25.14%	↑ 6.72	25.1%	40.7%	56.1%
银行(申万)	5.7	↑ 0.07	33.29%	↑ 0.47	33.3%	37.0%	52.9%
非银金融(申万)	18.9	↑ 2.04	76.20%	↑ 19.40	76.2%	90.4%	92.1%
汽车(申万)	26.1	↑ 1.77	68.67%	↑ 6.83	68.7%	52.0%	31.3%
机械设备(申万)	31.7	↑ 2.29	61.43%	↑ 14.55	61.4%	87.3%	90.0%
煤炭(申万)	12.8	↑ 0.24	65.96%	↑ 1.78	66.0%	99.0%	99.3%
石油石化(申万)	16.7	↑ 0.57	44.57%	↑ 2.56	44.6%	74.4%	81.0%
环保(申万)	23.6	↑ 1.47	47.93%	↑ 15.51	47.9%	84.2%	94.0%
美容护理(申万)	37.9	↑ 1.93	51.10%	↑ 5.98	51.1%	46.1%	26.9%

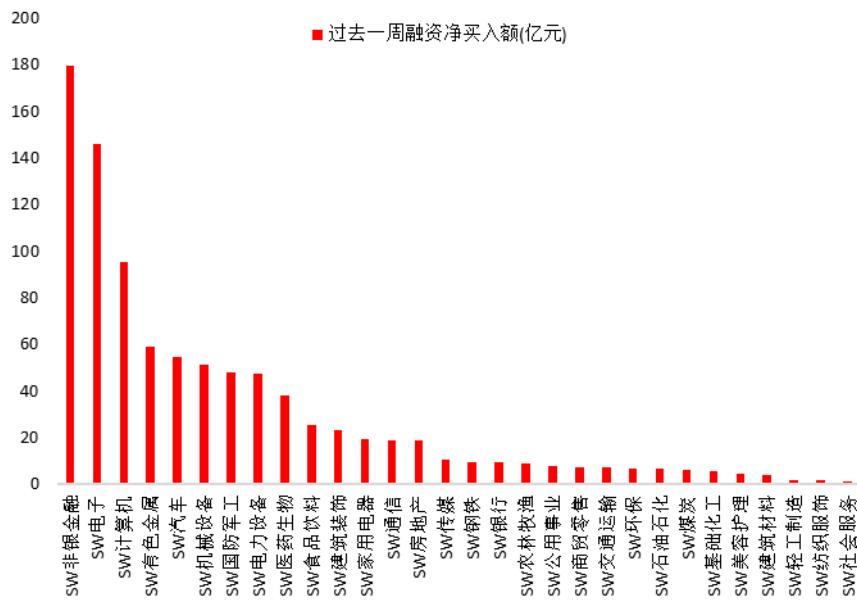
数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数多数下跌，各行业估值上下不一。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，上周计算机、国防军工、电子、商贸零售、房地产估值上行最多。当前房地产、计算机、电子、非银金融、建筑材料板块估值处于历史较高水平；社会服务、纺织服饰、公用事业、有色金属、食品饮料板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场资金

11月8日，两融资金占比为5.18%，11月1日为9.25%，反映出杠杆资金加仓意愿降低。截至11月8日，上周融资净买入的前三行业为非银金融、电子、计算机。

图4：上周两融资金行业流向（万元）

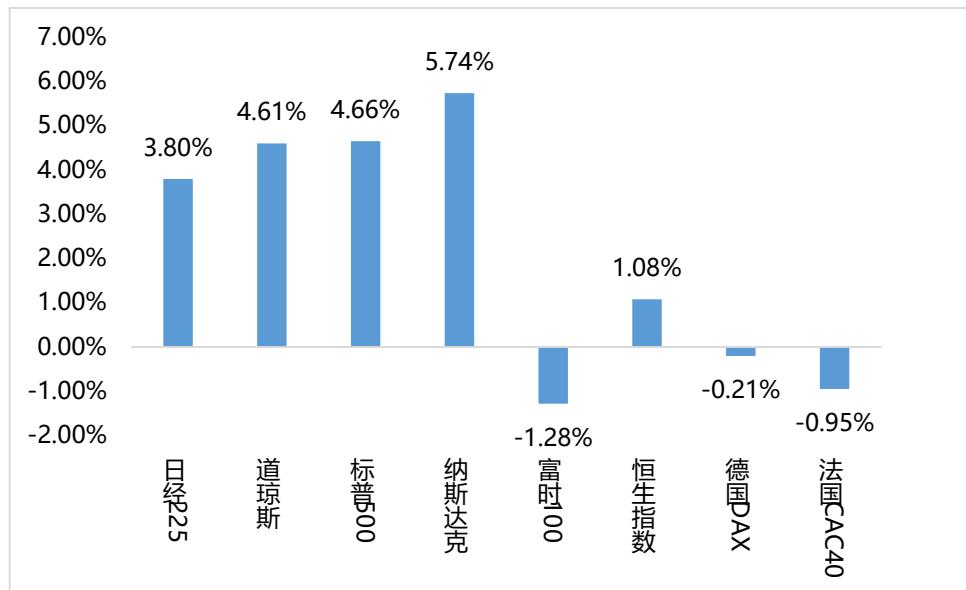


数据来源：Wind、鑫元基金

4、海外权益市场

上周美国股市、亚太股市上涨，欧洲股市下跌。美国股市方面，道指上涨4.61%，标普500上涨4.66%，纳指上涨5.74%；欧洲股市方面，英国富时100下跌1.28%，德国下跌0.12%，法国下跌0.95%；亚太股市方面，日经指数上涨3.44%，恒生指数上涨2.37%。

图5：上周海外主要指数涨跌

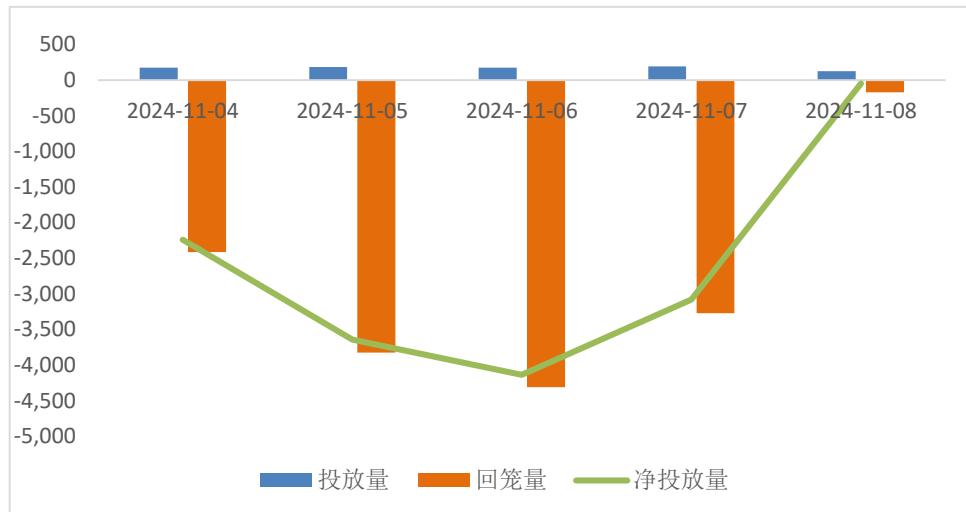


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行进行 843 亿元逆回购操作，因有 14001 亿元逆回购到期，实现净回笼 13158 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 2125.1 亿元，地方政府债计划发行 155.3 亿元，整体净缴款 628.6 亿元。

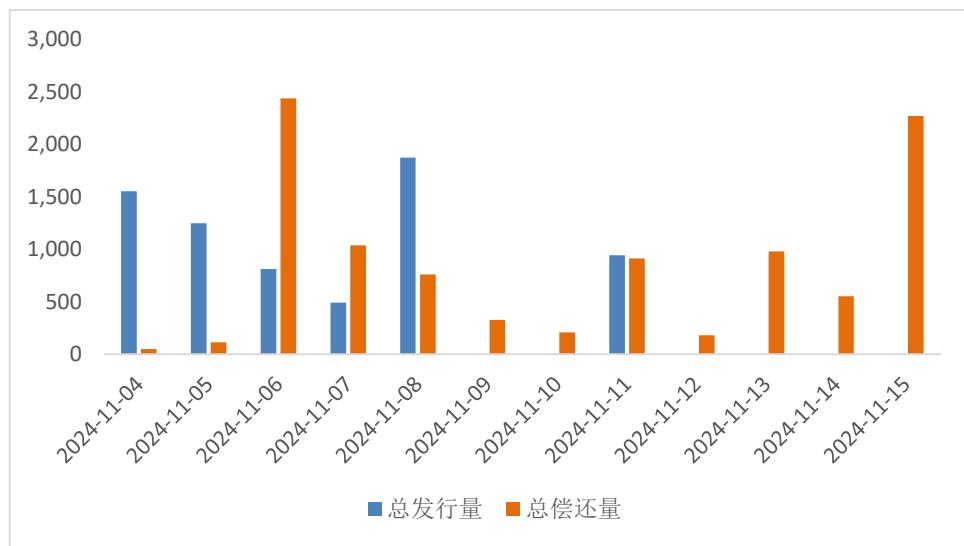
表 1：11月4日-11月10日政府债发行缴款

单位：亿元

	11月11日		11月12日		11月13日		11月14日		11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	425.1	0	0	107.4	0	47.9	1200	0	500	0
到期	891.3	87.6	0	0	0	7	0	65	0	18.9
缴款	300	43	0	0	0	107.4	0	47.9	1200	0
净缴款	-635.9		0		100.4		-17.1		1181.1	

同业存单发行：本周到期 5427 亿元，高于前一周 4516 亿元，其后两周分别为 7091 亿元、4374 亿元。

图 7：同业存单到期与发行

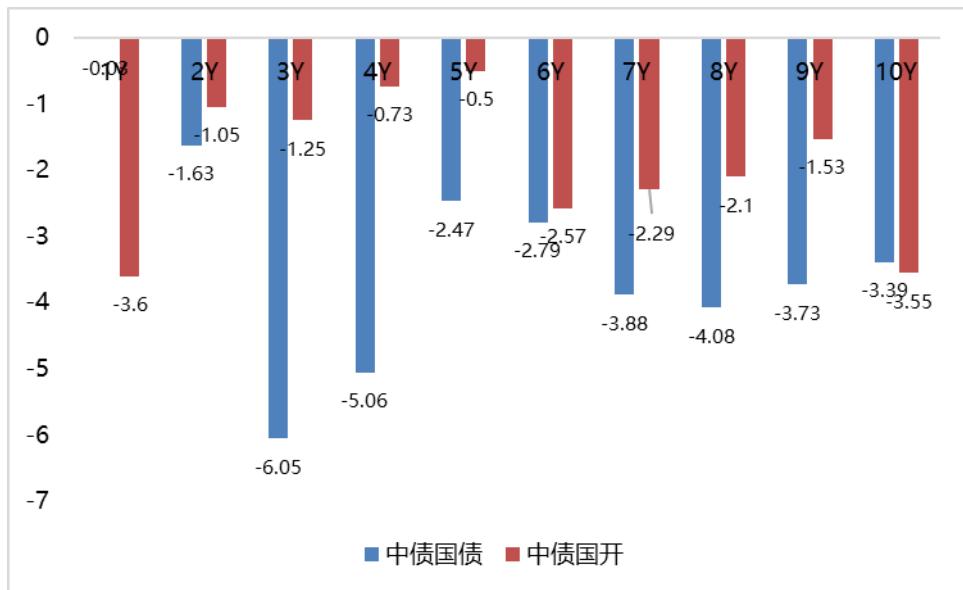


回购市场：资金面前半周均衡偏宽松，但随着央行在公开市场连续大量回笼逆回购资金，资金面宽松情绪逐渐收敛，上周五转为偏紧态势，各期限资金利率均有所上行。**DR001** 从上周一的 1.34% 小幅下行至上周四的 1.33%，上周五回升至 1.48%；**R001** 从上周一到上周三均维持在 1.47% 附近，呈现微幅下行，上周四转为上行，上周五回升至 1.61%，二者周均值均较前一周下行 4bp。

票据利率：受上月末票价大幅跳水影响，本月初买盘配置情绪提前释放，标杆大行积极降价抢票，而票据供给在月初增长乏力，卖盘供给相对不足，出口谨慎或低价出票，供需博弈下，上周初票价整体下行，1 月到期票再现 0 利率。随着票价走低，卖盘出票有所回暖，一级市场票据供给也逐步攀升，主要大行报价维持或上调，供需情绪低位回升，票价由跌转涨。上周五，在大行的又一轮降价下，买盘配置需求继续释放，卖盘趁机压价出票，买卖双方拉锯下，票价震荡小降。

(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

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	9.3	24.35	36.4	30.31
环比	-6.02	3.58	-0.92	-7.83
年初以来	-11.68	13.28	20.88	-0.09
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	27.12	15.56	18.40	51.90
2016年以来分位数	6.09%	94.41%	97.11%	22.87%

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	33.19	33.88	32.66	44.11	43.12
环比	-2.53	-6.84	-7.36	-6.48	-6.81
年初以来	0.85	-1.35	-4.6	10.47	-2
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	45.82	36.49	38.95	42.87	44.14
2016年以来分位数	23.36%	44.20%	28.55%	58.50%	45.38%

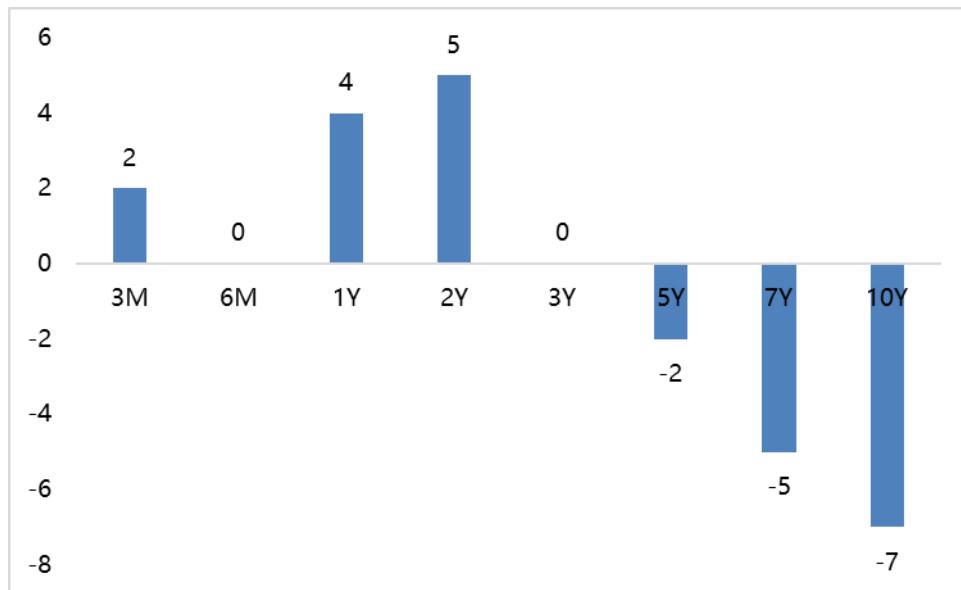
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

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

0.03BP 至 1.4062, 3 年期下行 6.05BP 至 1.4992, 5 年期下行 2.47BP 至 1.7427, 10 年期下行 3.39BP 至 2.1067。

长期限高等级票据信用利差走窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走窄 2.53BP, 中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走窄 6.84BP; 中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔窄 7.36BP。

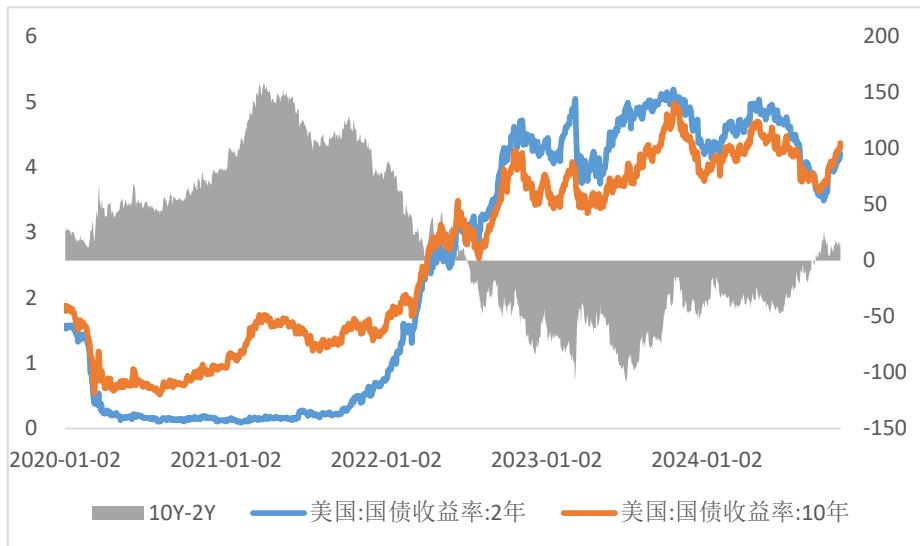
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅 (BP)



数据来源: Wind、鑫元基金

上周美债收益率整体下行。上周 10 年期美债收益率下行 7BP, 10 年期国债收益率下行 3.39BP, 中美利差倒挂程度减小。全周来看, 1 年期美债收益率上行 4BP, 3 年期美债收益率不变, 10 年期美债收益率下行 7BP。

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，在岸和离岸人民币汇率均贬值。上周美元指数下行 0.60%，在岸和离岸人民币汇率有所贬值，中间价贬值 0.42%，即期汇率贬值 0.56%，离岸人民币汇率贬值 0.85%。

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	104.9521	7.1433	7.1648	7.1990
对照日期	104.3228	7.1135	7.125	7.1385
涨跌	0.60%	-0.42%	-0.56%	-0.85%

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，十四届全国人大常委会第 12 次会议闭幕，会议推出总规模为 10 万亿元的化债方案；10 月通胀低位运行，国内基本面仍待改善；特朗普赢得美国总统大选，全球金融市场波动加大；美联储如期降 25BP，但后续降息路径不确定性加大。上周，十四届全国人大常委会第 12 次会议闭幕，会议推出总规模为 10 万亿的化债方案，包括一次性增加 6 万亿元专

项债限额，以及未来 5 年每年再从专项债额度中安排 8000 亿元用于化债。10 万亿化债力度超出市场预期，从官方公布的隐债规模来看，未来地方政府债务风险将基本得到释放，地方政府将摆脱债务包袱轻装上阵，这对于解决政府欠款、改善营商环境、保障基层运转、提高民生福祉、促进经济发展等都有积极作用。上周公布的 10 月国内通胀数据低于预期，其中 CPI 同比 0.3%，PPI 同比 -2.9%，均较前值回落 0.1Pct，显示国内总需求不足问题仍待解决。上周美国大选落幕，特朗普最终赢得选举，将就职美国第 47 任总统，金融市场“特朗普交易”再现，美元指数和美债收益率上行，多数非美货币承压，美股在大选不确定性消退后重新上涨，比特币拉升，黄金价格受到强势美元的压制。11 月美联储议息会议如期降息 25BP，但会议对于通胀的关注程度回升，为后续美联储降息带来较大不确定性。

（二）权益市场展望和策略

超级周终于结束了，谈不上惊心动魄，确也颇为跌宕起伏。可以说是尘埃落定，也可以认为加大了对于未来的期许。在 12 月重要会议全面确定明年经济发展目标之前，市场的交易属性或更为突出。在新负债端的驱动下，博弈型交易的热情高涨，在强宏观属性行业和非强宏观品种之间来回波动。本周非强宏观品种将更为占优，类似军工、稀土、信创和卫星等行业更为看好。未来市场的交易逻辑将中美的竞争与合作中徐徐展开。

海外大选超预期的点在于川普的获胜是大胜，大胜的结果是三权合一。全球资本市场定价美国的强权领导人，会带领美国经济重回增长轨道，高增长与高通胀会并存一段时间。国内化债的数额和安排基本符合国内机构的一致预期，但低于海外机构的预期。央行三季度货币政策执行报告重提汇率的稳定性，考虑到人民币汇率压力对有力度降息的掣肘，短期大幅度持续宽松的可行性降低；继续推进存款利率的下行，维护净息差，降低负债成本；强调了不为放贷而放贷。

（三）债券市场展望和策略

资金面来看，人大常委会已确定年内新增 2 万亿专项债用于隐债置换，加上年内已定未发的，11 月、12 月合计待发的规模接近 3 万亿，有一定供给压力，不过预计央行的对冲力度也有所加码。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，预计流动性的整体压力不大。

政策面来看，备受关注的财政刺激方案靴子落地，总体偏积极，一是规模可观，既有确定的“10 万亿+”规模，也有一定想象空间的待定规模，还有 2025 年财政将“更加给力”的

政策基调；另外化债思路已有所转变，从之前的防风险已转变为强调防风险和促发展并重；只不过市场对于目前的财政刺激力度能否实现防风险下的促发展仍存疑虑。

对于债市而言，人大常委会已确定年内新增 2 万亿专项债用于隐债置换，加上年内已定未发的，11 月、12 月合计待发的规模接近 3 万亿，有一定供给压力，不过预计央行的对冲力度也有所加码；人大常委会政策总体偏积极，一是规模可观，既有确定的“10 万亿+”化债规模，也有 2025 年财政将“更加给力”的政策基调，另外更为重要的是化债思路已有所转变，从之前的防风险已转变为强调防风险和促发展并重；只不过市场对于目前的财政刺激力度能否实现防风险下的促发展仍存疑虑；展望来看，12 月的中央经济工作会议和明年 3 月的两会将是重要的政策窗口期，期间也是已有政策刺激效果的重要验证期，预计政策博弈和预期摇摆仍是市场的主旋律，基本面发生明显变化前，债市可能以震荡走势为主；如果由于供给压力等因素导致收益率上行，可适当逢高参与，但预计空间可能有限。

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。