

市场扰动因素消退，外储减值压力升温

——鑫元周观点（2024.12.2-2024.12.8）

一、核心观点

宏观方面，12月7日，国家外汇管理局公布2024年11月末外汇储备规模数据。数据显示，截至2024年11月末，我国外汇储备规模为32659亿美元，较10月末上升48亿美元，升幅为0.15%，我国国际收支平衡压力相对可控。从结构来看，汇率对本月储备影响为负向拖累，美元指数上行，非美货币兑美元相对贬值，估值端对本月储备是正向影响，主要经济体国债收益率均有不同程度回落。

海外方面，11月新增非农就业22.7万人，较10月份初值（1.2万）快速修复，略高于市场预期的22万。9月、10月累计上修5.6万，幅度相对不小。结构上看，私人部门新增就业大部分修复，但零售业新增就业进一步减少，政府部门就业略有走弱。劳动参与率62.5%，低于市场预期的62.7%。11月新增非农就业与时薪增速虽超出预期，但失业率上行、劳动参与率下行让市场担忧就业内生需求走弱。

权益市场方面，市场处于宽幅震荡区间，整体波动率下降，大涨大跌的概率都较为有限。红利股的反弹主要受到国债收益率下行的配置型买入需求；科技类行业内部轮动加速，受到事件刺激的人型机器人和AI是短期资金集中流入的细分方向。新的哑铃正在形成。固收市场定价了国内分母环境的进一步宽松。财政政策方面，权益市场则反映了对于本周重要会议表态提高赤字率和财政加大发力的良好预期。

短期信用扩张需求的相对有限，造成机构偏好的基本面数据改善并不会那么快得以实现；新负债端对于其自身资产负债表收缩的焦虑需要缓解和对冲，也许这是两大类风格资产之间分叉的驱动因素。这样的分叉可能并不会因为超过历史均值就必然出现回归，可能需要市场其他的力量去打破它。另外，从量能角度出发：如果市场的成交额能突破且维持在2万亿，易吸引到更多的增量资金，推动市场继续反弹。

海外AI行业应用端的发展如火如荼，OpenAI的每月200美元ChatGPT Pro版本的推出，让使用者重新审视自身的产品挖掘更多高附加值的功能和应用场景。海外AI应用端企业对于

国内的映射，依旧有结构性机会。国债收益率下行，推动红利品种的配置型需求。

上周美国的就业数据符合预期，维持 12 月美联储降息 25BP 的判断；加上随着 Trump 对于其内阁任命的结束，Trump 交易短期退潮，美元指数和美债收益率震荡下行。维持“短期海外分母端的变化不大，对国内资产价格影响较小”的判断。

固收市场方面，上周利率在突破关键点位后进入历史“真空期”，各机构在年底债市抢跑情绪的带动下继续开启抢券行情。但当前处于会议窗口期，多数机构仍较为谨慎，交易盘争夺激烈，换手率较高。具体来看，上周一 10 年期国债收益率在周末利好下催动下快速走低并一举下破 2.0%，在短暂争夺后年末抢配资金推动收益率继续下行至 1.975%。上周二市场主要关注监管态度，收益率短暂回升至 2.0%。但随着市场传闻的证伪，资金在上周三加速抢配并带动收益率日内下行超 3BP。上周四上午止盈情绪较浓，但下午多头再次推动收益率突破 1.95%。上周五市场开始担忧会议影响，现券整体于低位偏弱震荡，午后显著回调。流动性方面，上周在自律机制影响下同业存单利率一度下行 20BP，1 年期国股存单利率最低报在 1.65%。但资金面月初罕见偏紧，DR001 加权利率一度升至 1.5% 上方。主要原因一方面是央行上周持续回笼资金，但更重要的是近期地方债缴款压力大银行间杠杆率中枢持续抬升，叠加债牛行情异常突出，市场对于融入资金的诉求或也在边际上升。

全周来看，2 年期、5 年期、10 年期国债收益率分别下行 5bp、5bp、7bp 且突破历史低位，信用债则在机构抢配带动下延续回暖，各等级收益率均下行明显。在财政化债背景下中低等级表现较好，信用利差继续收缩且接近历史低位。就债市而言，随着短期利空出尽而长期逻辑又难以证伪，债市在资金面整体较为宽松的环境下呈现单边走强行情，其中主要的动力来自基金、券商等交易型机构投资者的抢筹热情以及市场在突破 2% 的关键点位时过于顺畅。但当前债市可能面临短期“过热”压力，考虑到 12 月临近中央经济工作会议容易再起政策炒作以及监管层对于利率单边快速下行的态度，继续向下或有反复。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国人民银行：明年 1 月起启用新修订的狭义货币（M1）统计口径。中国人民银行决定修订狭义货币（M1）统计口径，纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，并从 2025 年 1 月启用，2 月上旬将首次向社会公布。央行行长潘功胜表示，明年将继续坚持支持性的货币政策立场和政策取向，综合运用多种货币政策工具，加大逆周期调控力度。发挥好结构性货币政策工具作用，重点加强对科技创新、绿色金融、消费金融等领域的支持力度，促进房

地产市场和资本市场平稳发展。积极推动货币政策框架改革，强化利率政策执行和传导，丰富货币政策工具箱。

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》。《意见》部署十一项重点任务，推动城市基础设施数字化改造。《意见》提出，深入推进“5G+车联网”发展，逐步稳妥推广应用辅助驾驶、自动驾驶。开展数字家庭建设，加快构建跨终端共享的统一操作系统生态。

新华述评：未来的货币政策将继续加大逆周期调控力度 不断提升支持实体经济的精准性、有效性。新华社发表文章指出，立足当下和未来，如何让货币政策更好促进稳增长？中国人民银行已经释放出鲜明信号：将把促进物价合理回升作为重要考量，更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用；会持续丰富货币政策工具箱，发挥好结构性货币政策工具作用，在公开市场操作中逐步增加国债买卖；提升金融机构的自主理性定价能力，进一步提升货币政策的传导效率。未来的货币政策将继续加大逆周期调控力度，不断提升支持实体经济的精准性、有效性，为经济稳定增长、结构优化调整创造良好的货币金融环境。

（二）海外宏观

美国 11 月非农就业人数增加 22.7 万人，高于市场预期。美国 11 月非农新增就业 22.7 万人，预期 22 万人，前值自 1.2 万人修正至 3.6 万人；11 月失业率为 4.2%，超出预期和上个月的 4.1%。平均时薪同比和环比增速分别为 4%和 0.4%，均超出预期。数据发布后，交易员押注美联储 12 月降息的可能性从报告发布前不足 70%上升至 85%。

美国上周初请失业金人数小幅增加，就业市场依旧稳健。美国上周初请失业金人数由升至 22.4 万人，创一个月新高，高于预期的 21.5 万人，前值修正为 21.5 万人。前一周续请失业金人数减少 2.5 万人至 187.1 万人，前值修正为 189.6 万人。

韩国六大在野党提交弹劾尹锡悦议案。韩国总统尹锡悦“闪电”发布和解除戒严引发轩然大波，六大在野党向国会提交尹锡悦弹劾案，计划在 6 至 7 日之间进行表决。戒严风波引发韩国金融市场“巨震”，上周三韩国综指收盘跌 1.44%，创业板科斯达克指数跌 1.98%，外资净减持 4090 亿韩元；韩元对美元汇率跌创逾两年新低。韩国央行宣布暂时扩大回购协议交易适用范围，以增加短期流动性。韩国财政部长崔相穆承诺，将采取一切可能的措施稳定金融市场，包括无限量注入流动性。韩国金融监管部门已经准备好随时向股市稳定基金拨出 10 万亿韩元。韩国央行行长李昌镛称，不认为政治动荡会迫使央行进一步降息。

鲍威尔：经济强劲让货币政策可以更谨慎，暂不评估关税影响。美联储主席鲍威尔表示，

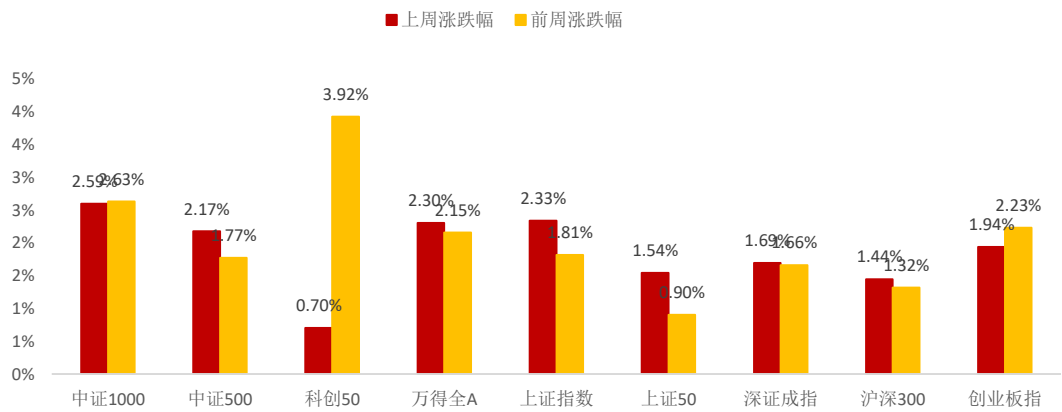
经济增长比 9 月美联储首次降息时预期的强劲，通胀略有上升，美联储在寻找中性利率水平时可以在降息方面更谨慎点；现在判断特朗普关税等政策对经济和利率前景的影响为时过早；并且排除了特朗普上台后出现所谓“影子美联储主席”的可能性。

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 12 月 6 日，中证 1000 上涨 2.59%，中证 500 上涨 2.17%，上证指数上涨 2.33%，涨幅居前。从行业板块看，上周**钢铁、煤炭、机械设备**领涨。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	12/6/2024	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	14.6	↑ 0.34	41.4	↑ 4.44	71.3%	86.9%	82.7%
深证成指	26.3	↑ 0.42	56.6	↑ 2.54	55.8%	64.1%	50.3%
上证 50	10.7	↑ 0.21	46.4	↑ 5.29	69.4%	71.3%	61.6%
沪深 300	12.7	↑ 0.24	45.2	↑ 3.72	61.9%	68.4%	61.4%
中证 500	26.9	↑ 0.57	37.0	↑ 3.15	48.8%	84.1%	79.7%
中证 1000	41.7	↑ 1.04	59.6	↑ 2.72	59.6%	84.8%	83.3%
创业板指	35.0	↑ 0.66	16.8	↑ 0.57	17.2%	30.0%	34.3%
科创 50	86.7	↑ 0.47	97.7	↑ 0.51	97.7%	97.7%	97.6%

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）

	12/6/2024	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)	25.2	↑	0.19	14.35%	↑	1.03	14.4%	24.3%	31.3%
基础化工(申万)	24.7	↑	0.50	46.58%	↑	1.46	46.6%	81.3%	75.0%
钢铁(申万)	28.6	↑	1.51	68.77%	↑	0.30	68.8%	100.0%	100.0%
有色金属(申万)	19.6	↑	0.25	15.89%	↑	0.53	15.9%	27.8%	39.5%
电子(申万)	55.0	↑	0.96	75.67%	↑	1.85	75.7%	95.5%	93.8%
家用电器(申万)	15.1	↑	0.44	44.86%	↑	6.41	44.9%	50.4%	55.8%
食品饮料(申万)	21.2	↑	0.04	16.86%	↑	0.16	16.9%	6.1%	8.6%
纺织服饰(申万)	20.9	↑	0.41	18.44%	↑	2.73	18.4%	29.1%	31.7%
轻工制造(申万)	26.5	↑	0.40	39.16%	↑	1.28	39.2%	67.8%	54.2%
医药生物(申万)	33.1	↑	0.54	31.96%	↑	1.26	32.0%	55.8%	59.6%
公用事业(申万)	17.7	↑	0.66	15.96%	↑	6.16	16.0%	9.7%	13.5%
交通运输(申万)	17.5	↑	0.41	50.79%	↑	2.90	50.8%	66.3%	71.8%
房地产(申万)	43.1	↑	1.38	99.72%	↑	0.07	99.7%	99.5%	99.3%
商贸零售(申万)	37.2	↑	1.26	80.07%	↑	4.34	80.1%	93.1%	90.2%
社会服务(申万)	25.8	↑	1.12	4.70%	↑	0.87	4.7%	8.2%	10.9%
综合(申万)	63.8	↑	3.01	79.61%	↑	1.74	79.6%	96.2%	94.6%
建筑材料(申万)	26.4	↑	0.48	75.09%	↑	1.29	75.1%	99.4%	99.3%
建筑装饰(申万)	10.5	↑	0.46	48.51%	↑	9.41	48.5%	74.8%	84.4%
电力设备(申万)	33.2	↑	0.10	35.16%	↑	0.40	35.2%	59.9%	49.8%
国防军工(申万)	70.8	↑	0.95	60.68%	↑	1.25	60.7%	87.2%	88.1%
计算机(申万)	74.9	↑	1.89	88.21%	↑	1.81	88.2%	94.4%	92.2%
传媒(申万)	42.2	↑	2.06	57.72%	↑	3.54	57.7%	84.9%	82.2%
通信(申万)	32.5	↑	0.62	21.30%	↑	1.68	21.3%	34.7%	48.3%
银行(申万)	5.7	↑	0.13	34.14%	↑	1.24	34.1%	38.3%	54.5%
非银金融(申万)	17.8	↑	0.53	68.40%	↑	6.51	68.4%	83.8%	85.9%
汽车(申万)	25.9	↑	0.88	67.81%	↑	2.69	67.8%	51.1%	30.4%
机械设备(申万)	32.8	↑	1.67	65.30%	↑	8.00	65.3%	93.2%	95.9%
煤炭(申万)	12.9	↑	0.66	66.73%	↑	5.42	66.7%	99.2%	99.7%
石油石化(申万)	16.6	↑	0.33	44.73%	↑	1.87	44.7%	74.5%	81.0%
环保(申万)	23.5	↑	0.75	47.91%	↑	7.16	47.9%	83.7%	93.4%
美容护理(申万)	36.1	↑	0.44	45.77%	↑	1.61	45.8%	40.2%	24.4%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周各宽基指数悉数上涨，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**传媒**估值上行最多。当前**房地产、计算机、综合、商贸零售、电子**板块估值处于历史较高水平；**社会服务、公用事业、农林牧渔、有色金属、公用事业**板块估值处于历史较低水平。

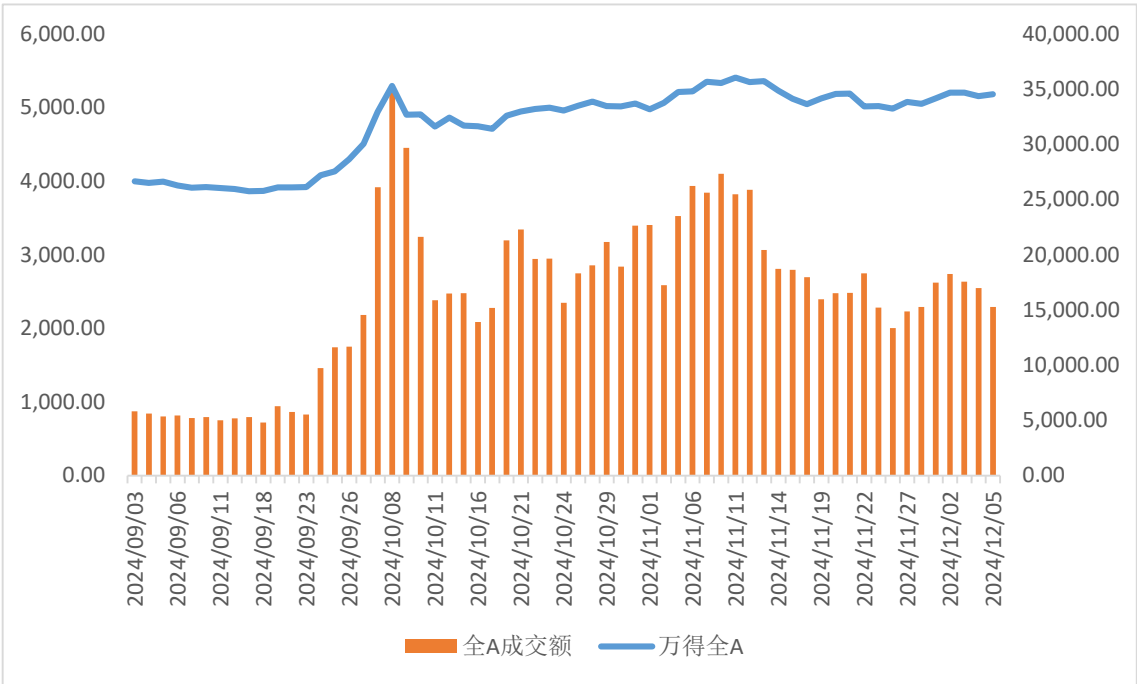
3、权益市场情绪

上周量化模型的信号为“中性偏多”。从全 A 换手率的角度看，上周市场缩量震荡。从行业拥挤度的角度，计算机，机械，电子的拥挤度较高。

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 5.99%，处于历史 81.96%

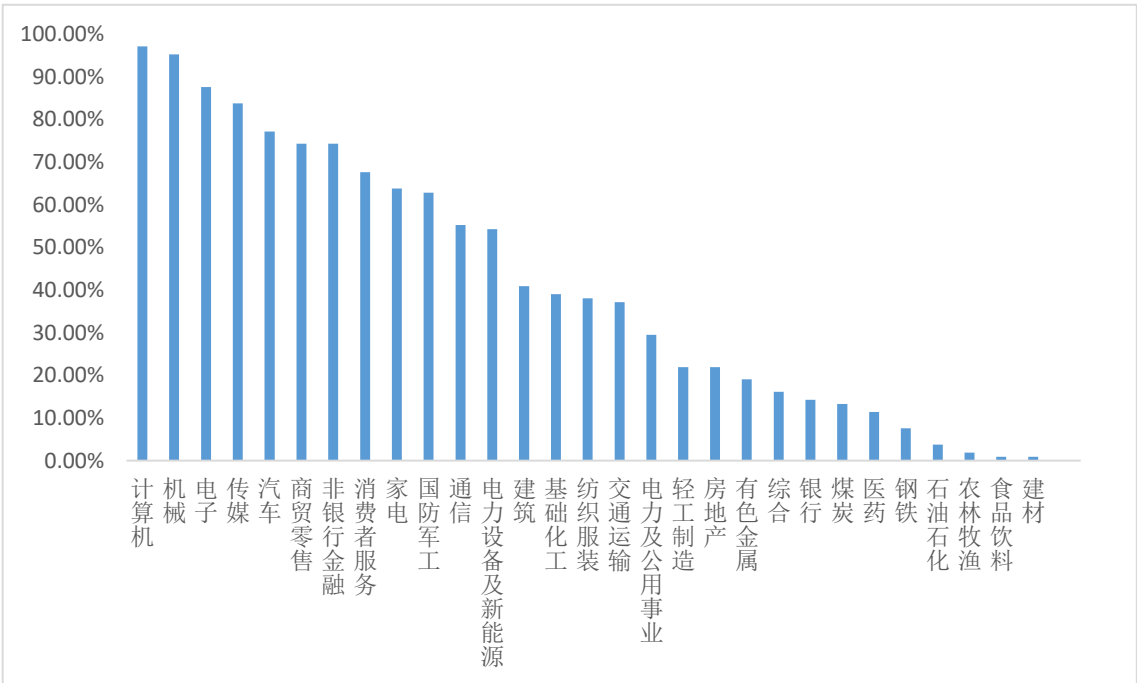
的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



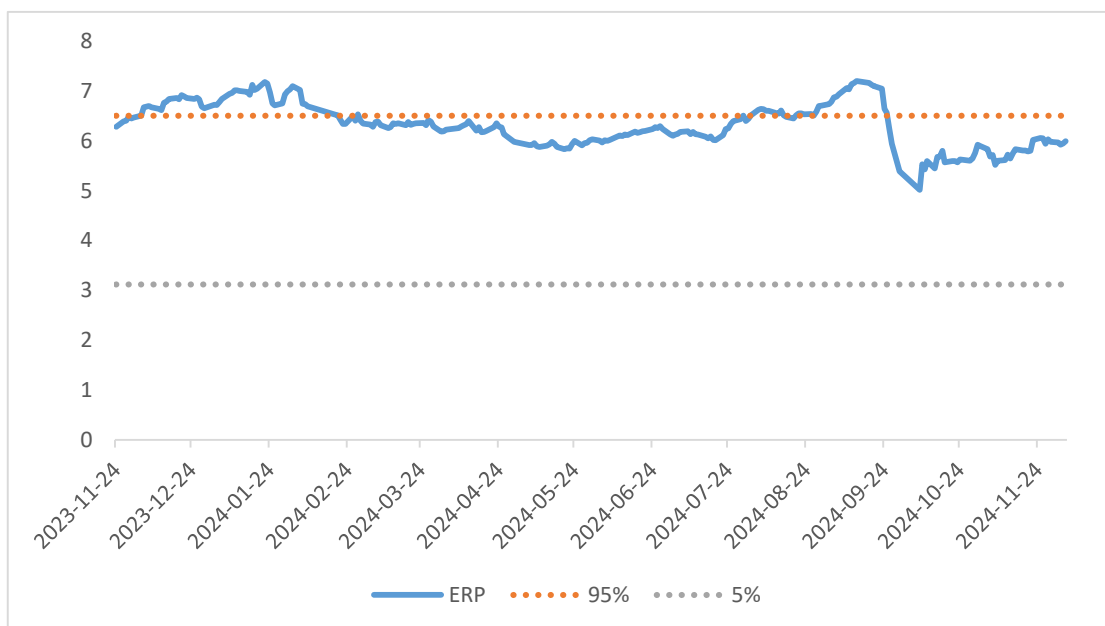
数据来源：Wind、鑫元基金

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

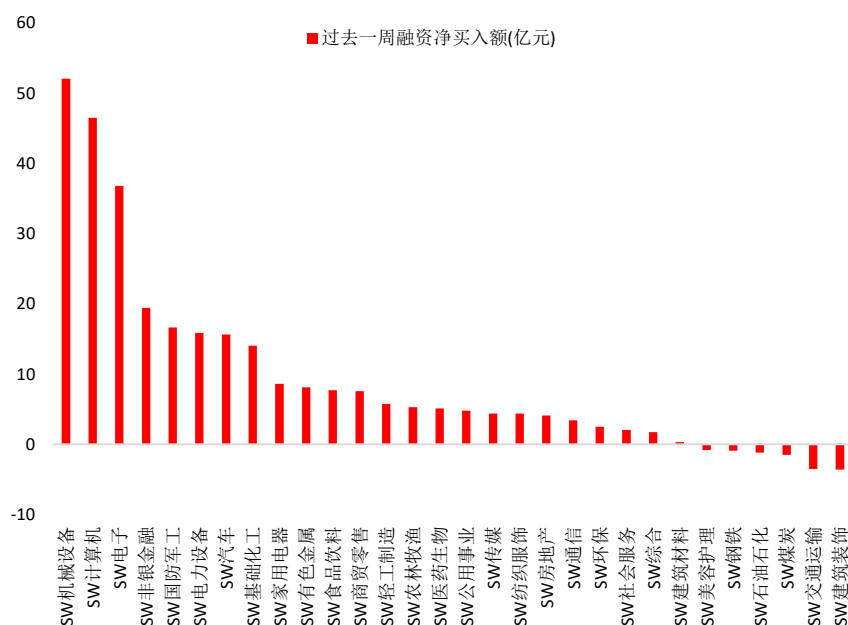


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

12月6日，两融资金占比为4.23%，11月29日为9.72%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。截至12月6日，上周融资净买入的前三行业为机械设备、计算机、电子。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）



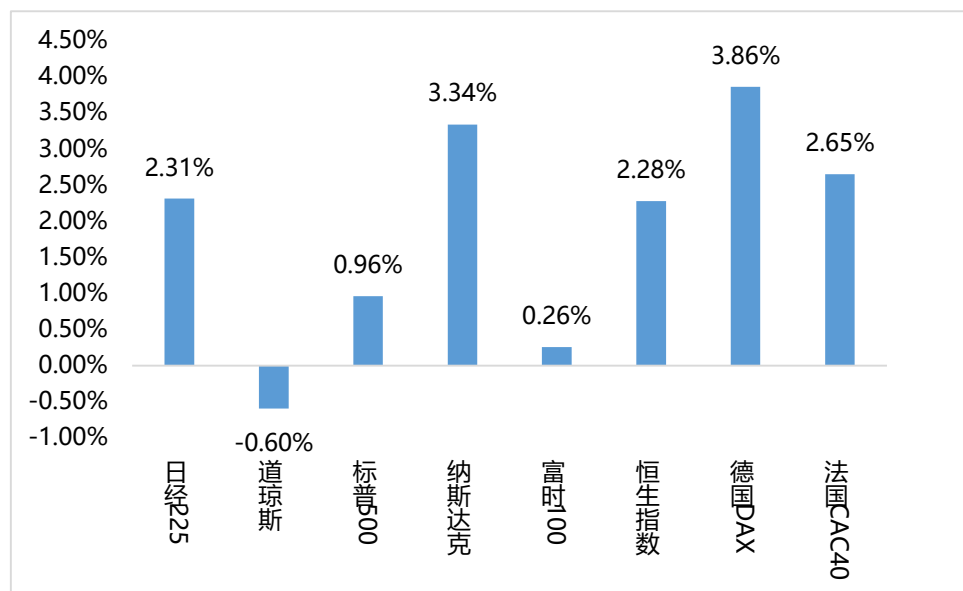
数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍上涨。美国股市方面，道指下跌0.60%，标普500上涨0.96%，纳指上

涨 3.34%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 3.86%，英国富时 100 上涨 0.26%，法国 CAC40 下跌 2.65%；亚太股市方面，日经 225 指数上涨 2.31%，恒生指数上涨 2.28%。

图 5：上周海外主要指数涨跌

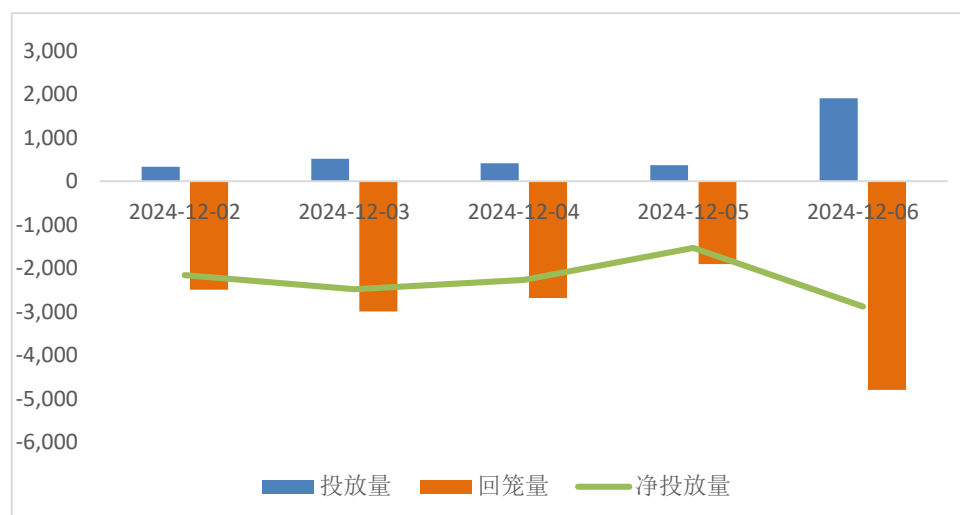


数据来源：Wind、鑫元基金

(二) 资金市场

公开市场操作：上周央行共开展 3541 亿元逆回购操作，因有 14862 亿元逆回购，整体实现净回笼 11321 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 2400 亿元，地方政府债计划发行 4587 元，整体净缴款 6996.1 元。

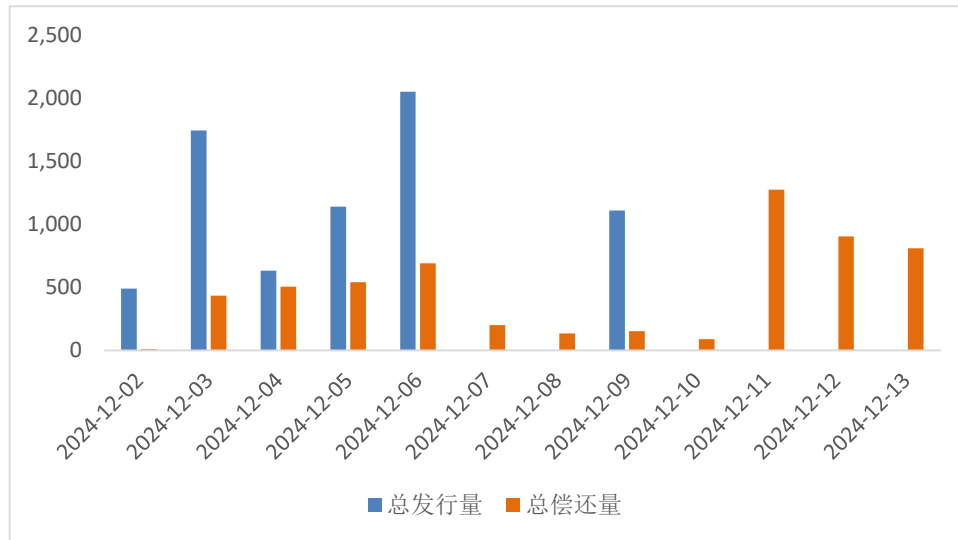
表 1：12 月 9 日-12 月 13 日政府债发行缴款

单位：亿元

	12 月 9 日		12 月 10 日		12 月 11 日		12 月 12 日		12 月 13 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	1154.3	0	1789.4	1450	1285.7	0	357.6	950	0
到期	450	89	300	14	0	3	0	21	0	0.8
缴款	560	1277	0	1154.3	0	1789.4	1450	1285.7	0	357.6
净缴款	1298		840.2		1786.4		2714.7		356.8	

同业存单发行：下周到期 3569 亿元，高于前一周 2448 亿元，其后两周分别为 7152 亿元、7127 亿元。

图 7：同业存单到期与发行



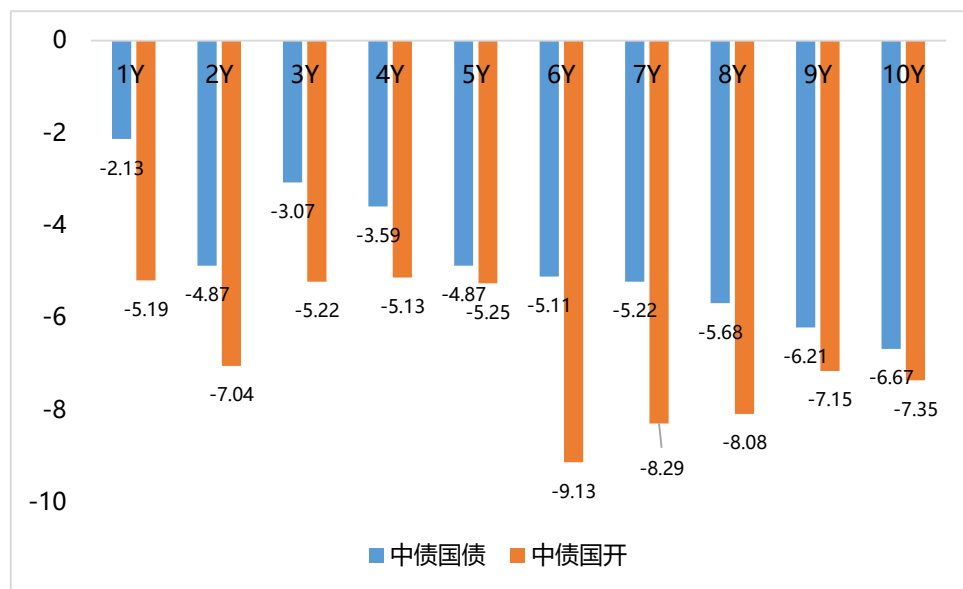
回购市场：月初资金利率缓步抬升。12 月 2-6 日，DR001、R001 从上周一的 1.41%、1.53%上行至上周五的 1.49%、1.65%，二者周均值都较前一周上行 4bp。DR007 从上周一的 1.61%上行至上周四的 1.72%，上周五下行至 1.66%，R007 从上周一的 1.73%上行至上周五的 1.84%。不过相较于上周跨月，二者周均值分别下行 8bp、4bp。资金分层现象略微加大，R007 和 DR007 利差周内维持在 10-18bp，前一周利差则在 7-15bp。

票据利率：月初时点，供给方面，票源供给量在跌落千亿水平后迅速攀升，为卖盘出票提供支撑。主要大行农行、农发、建行、工行等陆续进场提前配置，买盘收票情绪稳步释放，在具体的票据期限选择上，除了月初的托收交易外，银行机构主要青睐一季度和足月票，但市场票源较少，因而票价整体低位。而股份行和非银机构出 4-5 月票较多，导致该期限票卖

盘堆积，票价整体呈现震荡回暖的趋势。

（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

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	3.5	22.76	34.28	11.23
环比	-0.94	-1.80	-1.80	-11.75
年初以来	-17.48	11.69	18.76	-19.17
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	26.95	15.64	18.56	51.64
2016 年以来分位数	2.64%	90.34%	95.35%	11.53%

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

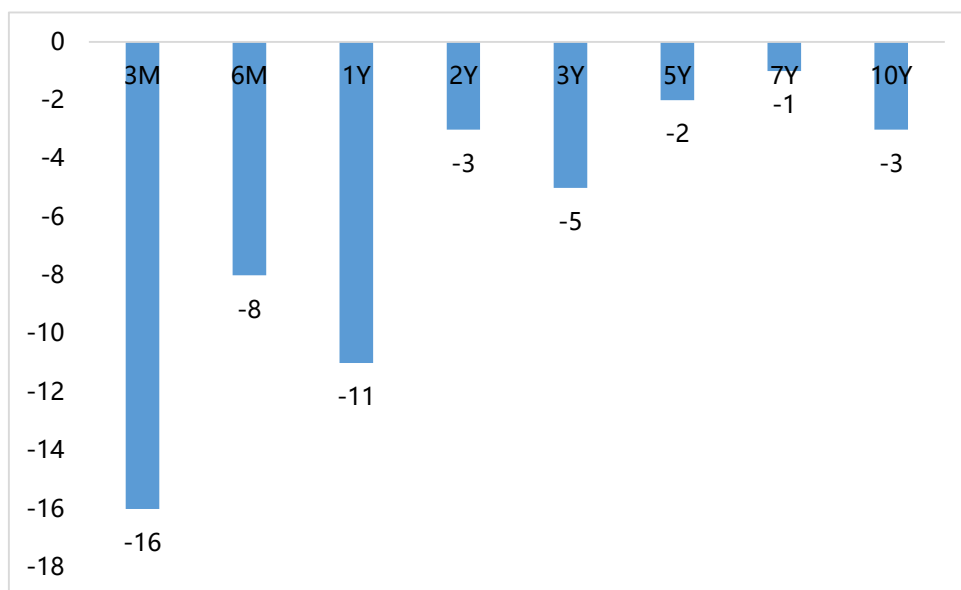
中债中短期票据信用利差					
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	25.56	23.5	26.25	33.93	35.6
环比	-6.35	-4.28	-5.72	-7.00	-6.16
年初以来	-6.78	-11.73	-11.01	0.29	-9.52
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.68	36.42	38.88	42.85	44.12
2016 年以来分位数	6.12%	12.83%	12.29%	21.73%	22.57%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率集体下行。其中，中债国债 1 年期收益率下行 2.13BP 至 1.3485，3 年期下行 3.07BP 至 1.3835，5 年期下行 4.87BP 至 1.6111，10 年期下行 6.67BP 至 1.9539。

长期限高等级票据信用利差收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 6.35BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.28BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 5.72BP。

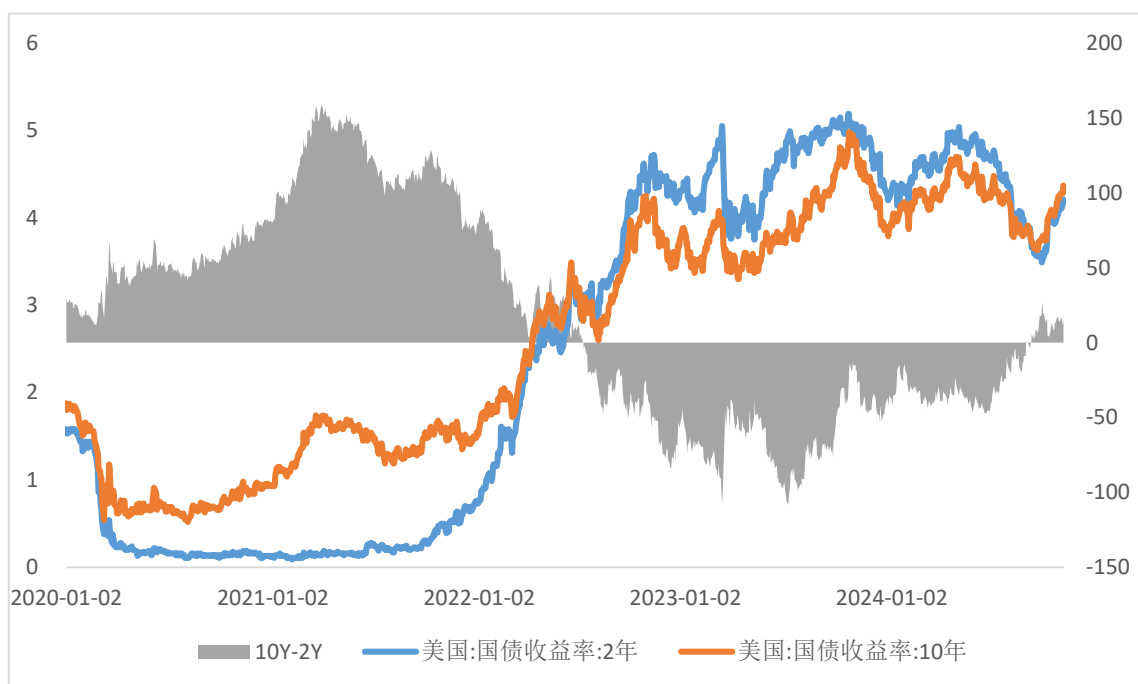
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率普遍下行。上周 10 年期美债收益率下行 3.0BP，10 年期国债收益率下行 6.67BP，中美利差倒挂程度增大。全周来看，1 年期美债收益率下行 11.0BP，3 年期美债收益率下行 5.0BP，10 年期美债收益率下行 3.0BP。

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 0.18%，中间价升值 0.04%，即期汇率下行 0.35%，离岸人民币汇率贬值 0.49%。

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	105.9702	7.1848	7.2582	7.2839
对照日期	105.7761	7.1877	7.2332	7.2482
涨跌	0.18%	0.04%	-0.35%	-0.49%

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，外储方面，预计短期估值因素导致外储减值的压力仍可能升温，交易因素可能导致外储增加。虽然短期特朗普交易出现回撤，美债收益率有所回落，但在 12 月 6 日公布的 11 月非农小幅超预期后，市场或认为扰动因素减少，经济放缓更具确定性，对 12 月暂停降息的预期有所降温，美债收益率可能再度短期冲高，导致我国外储减值。考虑到前期美元

指数大幅走强，人民币汇率贬值较缓，在这一轮强美元走势中，人民币汇率表现出一定韧性。我们认为这种韧性主要来自国内政策加力带动预期转强。且年底将至，外贸商结汇需求或持续释放，有望继续对人民币汇率起到支撑作用。

海外方面，12月降息预期在非农就业超预期后出现上行，但并未完全定价12月降息，仍存一丝悬念，等待CPI数据给予更多指引。目前市场预测12月CPI可能出现小幅反弹。

（二）权益市场展望和策略

市场处于宽幅震荡区间，整体波动率下降，大涨大跌的概率都较为有限。红利股的反弹主要受到国债收益率下行的配置型买入需求；科技类行业内部轮动加速，受到事件刺激的人型机器人和AI是短期资金集中流入的细分方向。新的哑铃正在形成。固收市场定价了国内分母环境的进一步宽松。财政政策方面，权益市场则反映了对于本周重要会议表态提高赤字率和财政加大发力的良好预期。

短期信用扩张需求的相对有限，造成机构偏好的基本面数据改善并不会那么快得以实现；新负债端对于其自身资产负债表收缩的焦虑需要缓解和对冲，也许这是两大类风格资产之间分叉的驱动因素。这样的分叉可能并不会因为超过历史均值就必然出现回归，可能需要市场其他的力量去打破它。另外，从量能角度出发：如果市场的成交额能突破且维持在2万亿，易吸引到更多的增量资金，推动市场继续反弹。

海外AI行业应用端的发展如火如荼，OpenAI的每月200美元ChatGPT Pro版本的推出，让使用者重新审视自身的产品挖掘更多高附加值的功能和应用场景。海外AI应用端企业对于国内的映射，依旧有结构性机会。国债收益率下行，推动红利品种的配置型需求。

上周美国的就业数据符合预期，维持12月美联储降息25BP的判断；加上随着Trump对于其内阁任命的结束，Trump交易短期退潮，美元指数和美债收益率震荡下行。维持“短期海外分母端的变化不大，对国内资产价格影响较小”的判断。

（三）债券市场展望和策略

国内债市收益率长端跟随国内信用周期摆动，而短端则更多受资金面影响。长端系统性反转需要看到私人部门信用周期被实质性驱动，但目前这一条件并不具备。从基本面数据看，目前基本面超预期回升主要依靠9月一揽子政策所驱动的地产成交改善、消费品以旧换新的社零脉冲以及基于川普上台后部分领域的抢出口行为。但考虑到反应长期需求的信贷数据偏弱以及产能过剩环境下需求的短暂脉冲难以形成企业长期利润，经济指标改善的持续性是存疑的。

展望来看，924 新政更多的是政策态度的转向而并非政策思路的转向，下一个重要的观察节点是 12 月的中央经济工作会议，如果政策思路依然是投资导向，明年国内信用周期的持续性驱动还是比较困难，长周期债市依然是看多。策略层面，明年川普加关税相对确定，内需是主要提振经济的对冲手段，尤其是居民端的政策比较关键。若财政政策以化债为重点，预计对经济的刺激有限，在货币政策宽松助力下债市的利率中枢有进一步下行的空间。交易层面，随着利率顺畅突破历史低点，国内利率已基本无锚点可循，但如果市场后续以日本作为历史锚点，这种状态下债市下行根本没有锚点，短端利率下行可倒逼长端利率下行，资产收益下行可倒逼负债收益下行。因此后续市场行情更取决于政策及监管层的表态，交易节奏的把握可能更为重要，趋势性的行情可能需要等到政策不确定性的落地，但不确定的是在此之前收益率会下行多少幅度，负债端稳定的完全可以继续配置。随着非银同业存款利率纳入自律管理，短端的行情在降准降息的背景下会更流畅，长端则面临政策层面的相机抉择。从 12 月中央经济工作会议至明年两会期间都会是政策博弈期，若政策思路未看到明显转向，长期看多思路不变，Q2 开始国内验证需求会面临较大的现实压力。

信用债方面，目前政策层对城投的支持力度已相对明确，在地方化债的大背景下，城投融资政策难有大幅放松，而城投退平台后重新进入债券市场又短期不易，预计城投的供给增量有限。在债市走牛陡的预期下，供需可能都会向中短端集中。在风控允许以及负债端稳定的范畴下，3 年以内城投依然值得参与下沉，特别关注一些包含产业利润的平台型企业，它们依旧是地方政府重要的融资平台。

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。