

国内经济平稳运行，美联储鹰派降息引发市场波动

——鑫元周观点（2024.12.16-2024.12.22）

一、核心观点

宏观方面，数据显示 11 月国内宏观经济运行平稳，财政支出进度加快；海外方面，美联储如期降息，但点阵图大幅调低明年降息预期，鹰派姿态引发全球金融市场波动。统计局数据显示，11 月国内工业增加值同比增长 5.4%，社会消费品零售总额同比增长 3%，1-11 月固定资产投资累计同比增长 3.3%。数据显示国内宏观经济运行平稳，全年经济社会发展目标有望顺利实现。财政部数据显示，11 月国内财政支出进度加快，基建支出及民生保障支出明显提速。海外方面，美联储 12 月议息会议如期降息 25BP，将联邦基金利率的目标区间从 4.5% 至 4.75% 降至 4.25% 至 4.5%，但点阵图显示美联储官员们大幅调低了明年降息预期，鹰派姿态使得美元指数和美债收益率明显上行，美股、黄金跳水，非美货币汇率承压。

权益市场方面，当前市场依旧处于宽幅震荡区间，持续大涨或大跌的概率都较为有限。货币政策进一步宽松的总基调得到明确之后，分母宽松是现阶段的主要交易逻辑。人工智能、消费新业态和机器人等领域的短期主题交易将带来更多的弹性，国内以字节跳动为核心的 AI 应用主题持续扩散，豆包主题带来的投资机会从应用端到硬件端全面开花。短期需要关注市场成交量的变化，市场量能如果持续低于 1.5 万亿元以下，可能会加速中小市值向大市值的风格切换，并带来一定的高波动风险。上周美联储议息会议结果符合预期，但联储对于经济的关注点发生了变化，从更关注就业的宽货币信号转向更关注通胀的偏紧缩信号。随着降息预期的下调，美元指数突破前高，对美股带来一定压力。

固收市场方面，上周债市波动加大，上周一至上周五演绎过山车行情。“适度宽松”的货币政策下，市场普遍预期明年政策利率有望下调 40-50BP，抢跑交易及回调买入策略受到机构追捧，10 年国债收益率一度突破 1.70% 关口，10 年及以下期限债券与银行间市场回购利率普遍倒挂。当前市场投机气氛浓厚，即便在资金趋紧阻力下出现小幅回调，仍然不改机构对后市预期。目前债券利率下行速度过快，需要注意后续监管是否会有新的动作制约下行速度。对于有大量持仓的，可以适当部分减仓，等待后面更好的机会买入。对于持仓不足

的，建议突破关键点位后右侧追多，或者等调整阶段再介入。

二、宏观动态

（一）国内宏观

中国经济11月份“成绩单”出炉，国民经济稳步回升。国家统计局公布数据显示，11月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.4%，社会消费品零售总额增长 3.0%，全国服务业生产指数增长 6.1%。1-11 月份，全国固定资产投资同比增长 3.3%，其中房地产开发投资下降 10.4%。11 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，与上月持平。

11 月财政收支进度加快。11 月全国一般公共预算收入 14029 亿元，同比增长 11%。具体来看，税收收入和非税收入增速均有抬升，税收收入同比+5.30%，较上月提升 3.54pct，非税收入同比+40.38%，较上月提升 0.77pct。11 月一般公共预算支出 23588 亿元，同比增长 3.8%。11 月一般财政支出占全年比重为 8.3%，好于季节性（近三年同期均值为 8.1%）。

中央农村工作会议在京召开。国家主席习近平指出，做好 2025 年“三农”工作，要进一步深化农村改革，全面推进乡村振兴；要严守耕地红线，高质量推进高标准农田建设，确保粮食和重要农产品稳产保供；要积极发展乡村富民产业，提高农业综合效益，壮大县域经济，拓宽农民增收渠道，持续巩固拓展脱贫攻坚成果，坚决守住不发生规模性返贫致贫底线；要扎实推进乡村建设，繁荣乡村文化，推进移风易俗，建设宜居宜业和美乡村。

央企上市公司市值管理新规出台。国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》。其中提出，中央企业要支持控股上市公司围绕提高主业竞争优势、增强科技创新能力、促进产业升级实施并购重组；指导控股上市公司从完善公司治理、规范实施股权激励等方面加大市场化改革力度；督促控股上市公司全面提高信息披露质量，完善 ESG 管理体系，切实维护企业形象和品牌声誉；指导控股上市公司多途径多形式强化投资者沟通，增进市场认同；引导控股上市公司牢固树立投资者回报意识，增加现金分红频次、优化现金分红节奏、提高现金分红比例；推动中央企业和控股上市公司建立常态化股票回购增持机制，规范减持行为，积极解决控股上市公司长期破净问题。

中美金融工作组举行第七次会议。双方就中美经济金融形势与货币政策、金融稳定与监管、国际金融治理、证券与资本市场、反洗钱与反恐怖融资，以及其他双方关心的金融政策议题进行了专业、务实、坦诚和建设性的沟通。

（二）海外宏观

美国初请失业金人数下降幅度大于预期。美国上周初请失业金人数下降 2.2 万人至 22 万

人，低于预期的 23 万人。前一周续请失业金人数下降 5000 人至 187.4 万人。

被视为美联储主席鲍威尔“鸽派盟友”的旧金山联储主席戴利罕见释放鹰派信号。美联储的内部分歧似乎正在加大。当前华尔街担忧的是，如果特朗普新政府的政策引发通胀压力，美联储将放慢取消限制性政策的步伐，甚至在某些情况下可能加息。

美国总统拜登签署了一项防止政府“停摆”的应急拨款法案。这一最新法案将继续为美国政府提供运转资金直至明年 3 月，从而避免联邦政府部分机构在美国东部时间 21 日 0 时之后陷入“停摆”。据悉，最新的法案与 19 日未能通过的法案几乎相同，但删除了有关债务上限的部分。它留下了三个主要部分：政府支出的短期延长、数十亿美元的救灾资金和对农民的额外援助。

美联储宣布降息 25 个基点，明年或放缓降息步伐。美联储如期降息 25 个基点，将联邦基金利率的目标区间从 4.5%至 4.75%降至 4.25%至 4.5%。最新出炉的点阵图显示，美联储官员们大幅上调未来政策利率目标区间的中位数，对明年和后年的通胀预期也显著上调。美联储主席鲍威尔表示，不再紧缩的政策会让美联储进一步调整利率时更加谨慎，决议声明意味着，美联储处于或接近放慢降息节奏、或暂停降息步伐。美联储决议公布后，美元和美债收益率直线拉升，美股、黄金跳水。

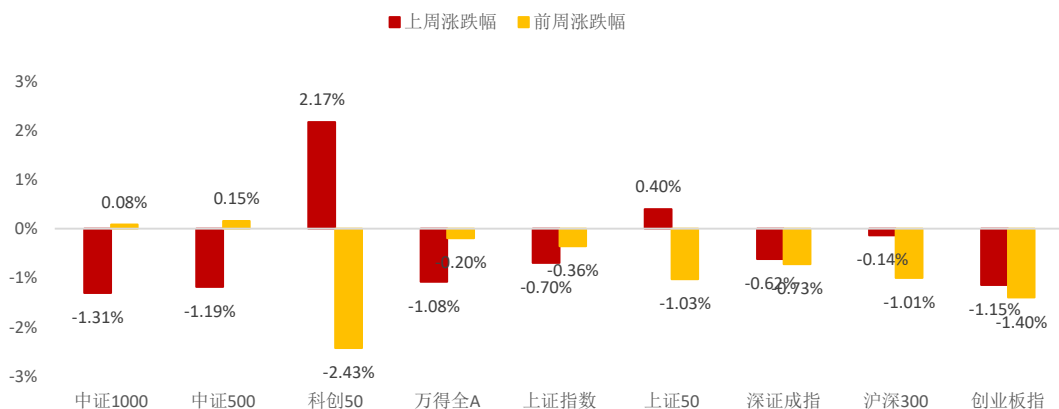
日本央行将政策利率维持在 0.25%不变，连续第三次暂停加息。日本央行行长植田和男表示，经济、通胀仍有较高的不确定性，希望在进一步加息前看到更多确定性，将评估明年“春斗”和特朗普政策对通胀的影响。

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股各宽基指数普遍下跌。截至12月20日，科创50上涨2.17%，上证50上涨0.4%，涨幅居前。从行业板块看，上周**通信、电子、银行**领涨。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	12/22/2024	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	14.5	↓ 0.05	40.8	↓ 0.61	70.3%	85.5%	80.9%
深证成指	25.4	↓ 0.75	53.0	↓ 5.10	49.6%	53.9%	40.1%
上证 50	10.9	↑ 0.27	49.9	↑ 7.12	75.1%	76.2%	67.3%
沪深 300	12.7	↑ 0.07	45.1	↑ 1.17	61.7%	68.1%	61.1%
中证 500	28.4	↑ 1.52	43.9	↑ 7.19	56.1%	89.6%	85.3%
中证 1000	38.2	↓ 3.53	47.5	↓ 12.09	47.5%	67.6%	69.1%
创业板指	34.3	↓ 0.30	16.0	↓ 0.03	16.7%	29.0%	33.1%
科创 50	86.5	↑ 2.47	97.3	↑ 2.59	97.3%	97.3%	97.1%

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）

	12/22/2024	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)	23.4	↓ 0.89	10.70%	↓ 1.21	10.7%	18.6%	26.4%
基础化工(申万)	24.1	↓ 0.55	44.74%	↓ 1.86	44.7%	77.9%	70.6%
钢铁(申万)	27.5	↓ 0.79	68.22%	↓ 0.36	68.2%	99.1%	98.8%
有色金属(申万)	18.9	↓ 0.59	14.27%	↓ 1.39	14.3%	24.8%	35.3%
电子(申万)	57.1	↑ 2.02	78.64%	↑ 2.93	78.6%	97.4%	96.5%
家用电器(申万)	15.2	↓ 0.13	45.47%	↓ 1.81	45.5%	50.9%	56.2%
食品饮料(申万)	21.1	↓ 0.49	16.63%	↓ 1.66	16.6%	5.8%	8.2%
纺织服装(申万)	21.1	↓ 0.69	19.41%	↓ 4.15	19.4%	30.2%	32.8%
轻工制造(申万)	26.1	↓ 1.48	37.45%	↓ 6.35	37.4%	64.7%	50.3%
医药生物(申万)	32.1	↓ 0.69	29.34%	↓ 1.80	29.3%	51.1%	57.0%

公用事业(申万)	17.6	↓	0.09	14.39%	↓	1.04	14.4%	7.8%	10.8%
交通运输(申万)	17.1	↓	0.39	47.66%	↓	2.89	47.7%	61.1%	69.2%
房地产(申万)	40.0	↓	2.02	98.81%	↓	0.63	98.8%	97.9%	97.1%
商贸零售(申万)	37.8	↓	1.84	81.22%	↓	3.21	81.2%	94.3%	92.0%
社会服务(申万)	25.6	↓	1.19	4.69%	↓	2.02	4.7%	8.2%	10.8%
综合(申万)	60.9	↓	3.15	77.57%	↓	2.13	77.6%	93.2%	90.4%
建筑材料(申万)	25.4	↓	1.28	72.31%	↓	3.49	72.3%	97.8%	97.2%
建筑装饰(申万)	10.2	↓	0.21	42.10%	↓	4.19	42.1%	65.8%	78.0%
电力设备(申万)	31.8	↓	0.68	28.64%	↓	3.27	28.6%	49.8%	43.1%
国防军工(申万)	69.9	↓	0.58	59.41%	↓	0.70	59.4%	85.1%	85.9%
计算机(申万)	73.4	↓	0.41	86.61%	↓	0.55	86.6%	92.2%	89.3%
传媒(申万)	42.3	↓	1.74	57.76%	↓	2.10	57.8%	84.8%	82.1%
通信(申万)	34.5	↑	1.38	30.51%	↑	6.76	30.5%	48.0%	63.6%
银行(申万)	5.8	↑	0.05	34.28%	↑	0.36	34.3%	38.5%	54.7%
非银金融(申万)	17.1	↓	0.29	59.56%	↓	4.06	59.6%	78.2%	82.5%
汽车(申万)	25.8	↓	0.26	67.13%	↓	1.17	67.1%	50.1%	29.2%
机械设备(申万)	31.8	↓	0.74	61.80%	↓	2.49	61.8%	87.5%	89.8%
煤炭(申万)	12.4	↓	0.40	62.12%	↓	3.63	62.1%	94.4%	94.7%
石油石化(申万)	16.3	↓	0.27	42.24%	↓	1.81	42.2%	71.2%	77.6%
环保(申万)	22.6	↓	0.59	39.44%	↓	6.20	39.4%	68.7%	79.1%
美容护理(申万)	35.9	↓	1.17	44.70%	↓	3.93	44.7%	38.8%	24.2%

数据来源：Wind、鑫元基金

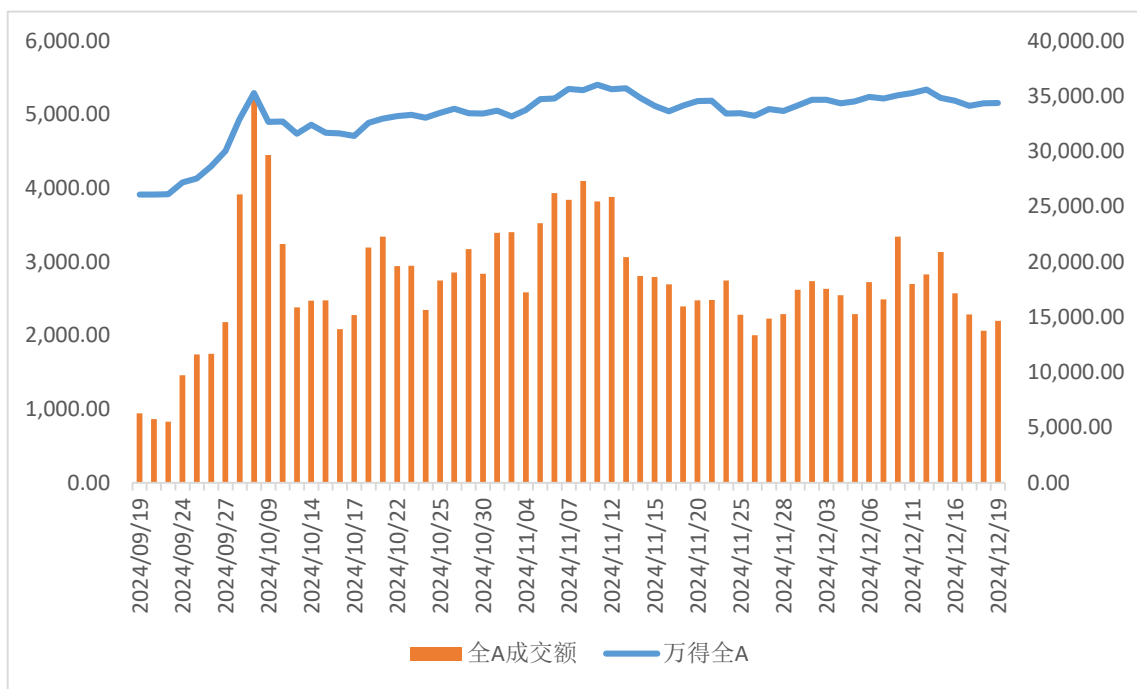
上周各宽基指数悉数上涨，各行业估值上下不一。当前各主要宽基指数估值水平，较多在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行业板块看，上周电子估值上行最多。当前房地产、计算机、商贸零售、电子、综合板块估值处于历史较高水平；社会服务、农林牧渔、有色金属、公用事业、食品饮料板块估值处于历史较低水平。

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，机械，计算机，传媒的拥挤度较高。

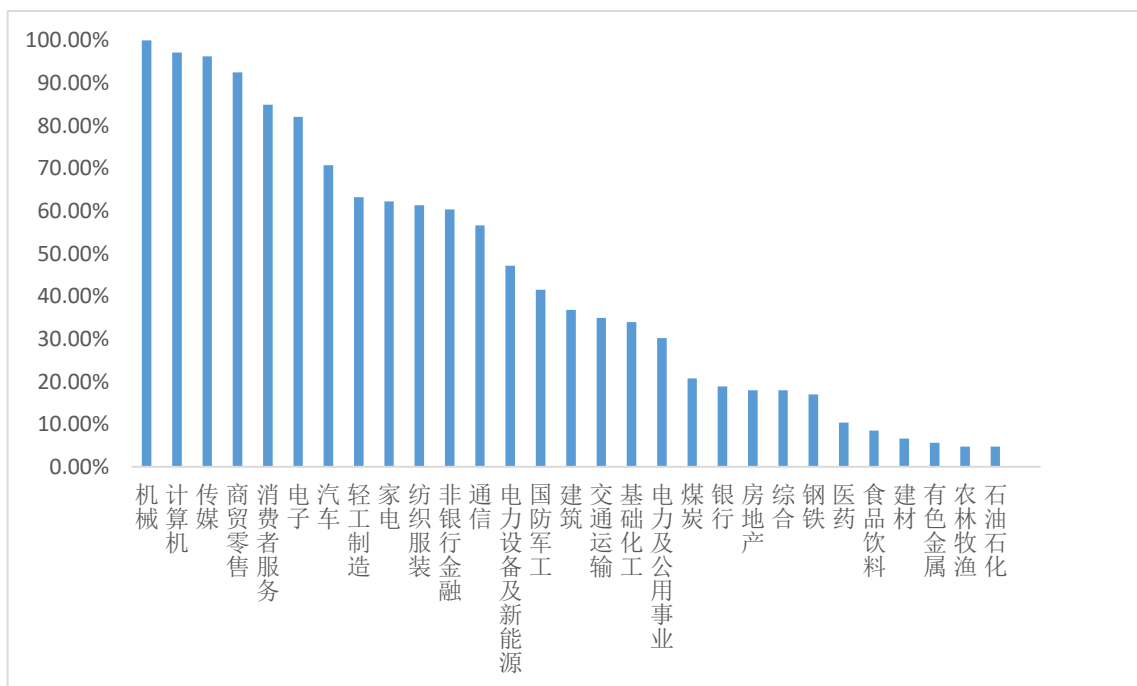
从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 6.08%，处于历史 84.24% 的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场成交金额



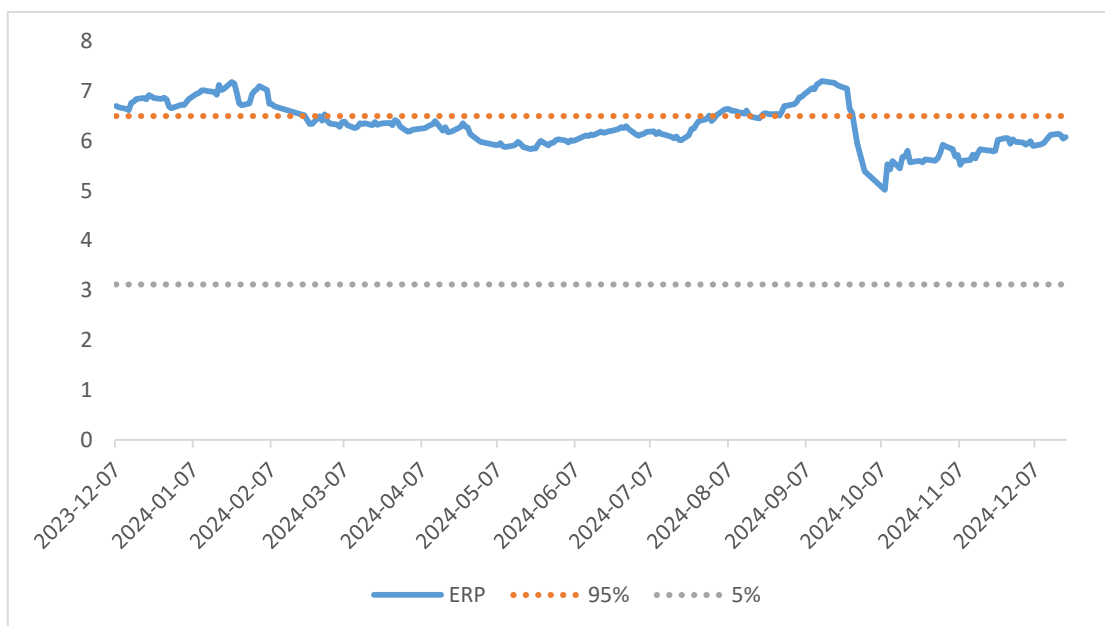
数据来源：Wind、鑫元基金

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

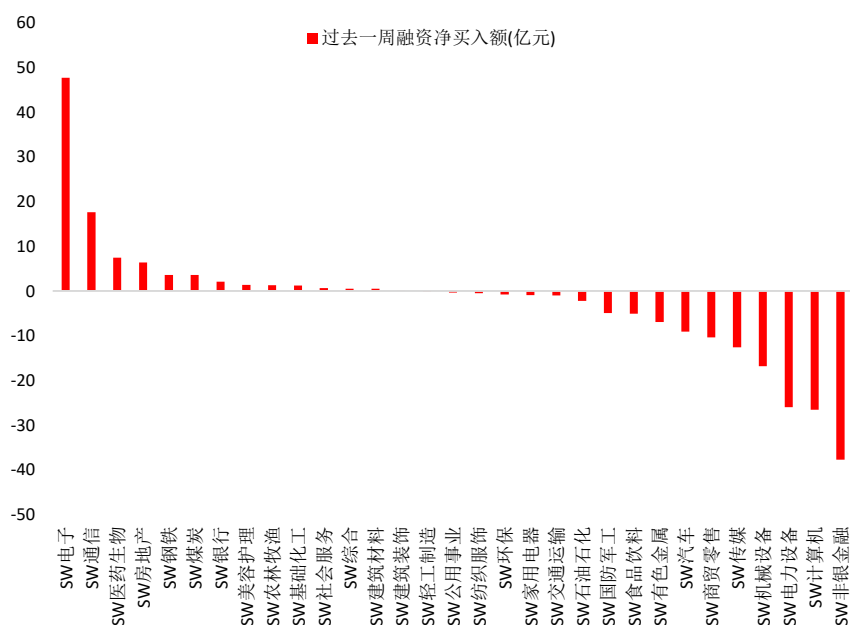


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

12月20日，两融资金占比为9.12%，12月13日为8.35%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至12月20日，上周融资净买入的前三行业为机械设备、传媒、计算机。

图4：上周两融资金行业流向（亿元）



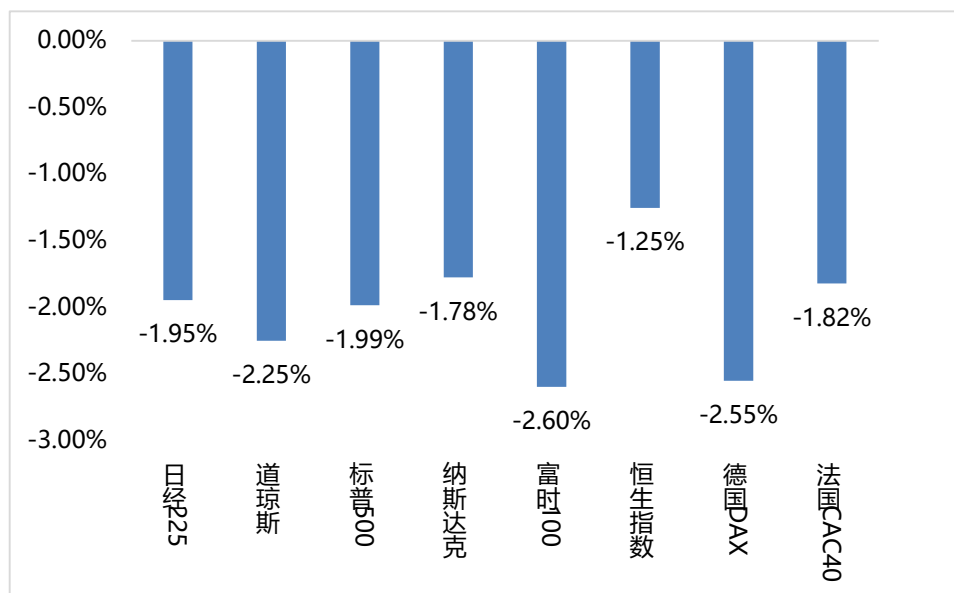
数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍下跌。美国股市方面，道指下跌2.25%，标普500下跌1.99%，纳指下

跌 1.78%；欧洲股市方面，德国 DAX 下跌 2.55%，英国富时 100 下跌 2.60%，法国 CAC40 下跌 1.82%；亚太股市方面，日经 225 指数下跌 1.95%，恒生指数下跌 1.25%。

图 5：上周海外主要指数涨跌

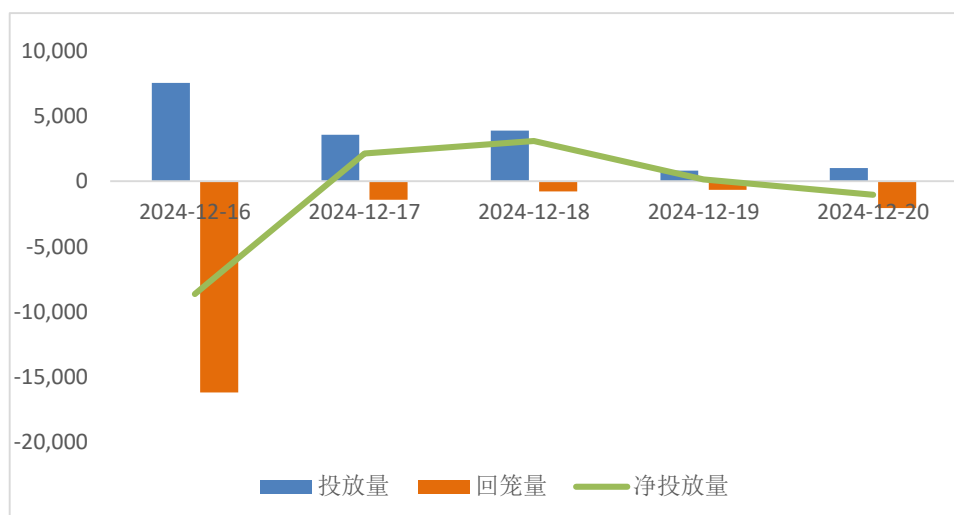


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行共进行 16783 亿元逆回购，因有 5385 亿元逆回购、1200 亿元国库现金定存和 14500 亿元 MLF 到期，实现净回笼 4302 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 1300 亿元，地方政府债计划发行 89.9 元，整体净缴款-2060.5 元。

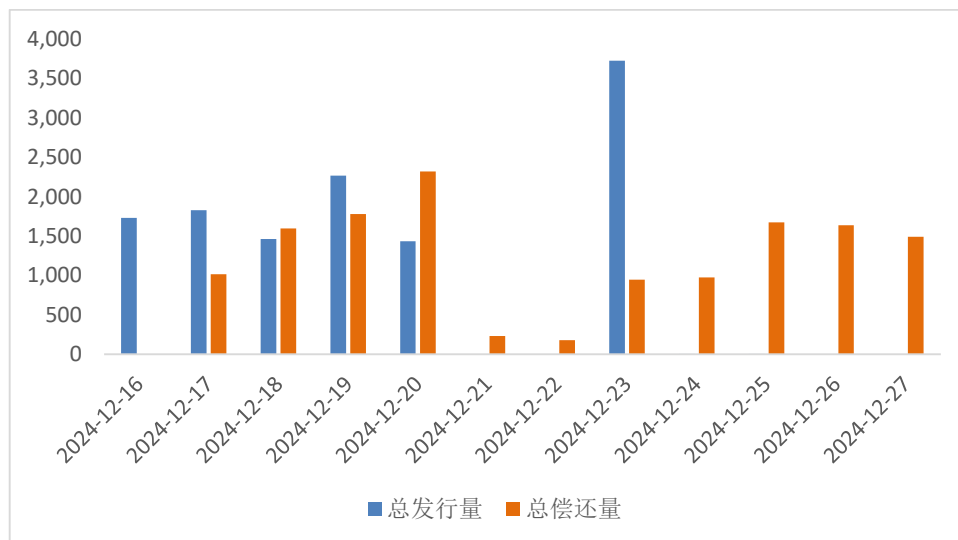
表 1：12 月 23 日-12 月 27 日政府债发行缴款

单位：亿元

	12 月 23 日		12 月 24 日		12 月 25 日		12 月 26 日		12 月 27 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	1300	89.9	0	0	0	0	0	0
到期	1062.2	0	0	0	2330	0	200.7	0	0	58.2
缴款	0	0	0	0	1300	89.9	0	0	0	0
净缴款	-1062.2		0		-940.1		0		-58.2	

同业存单发行：下周到期 7127 亿元，略低于前一周 7152 亿元，其后两周分别为 536 亿元、3426 亿元。

图 7：同业存单到期与发行

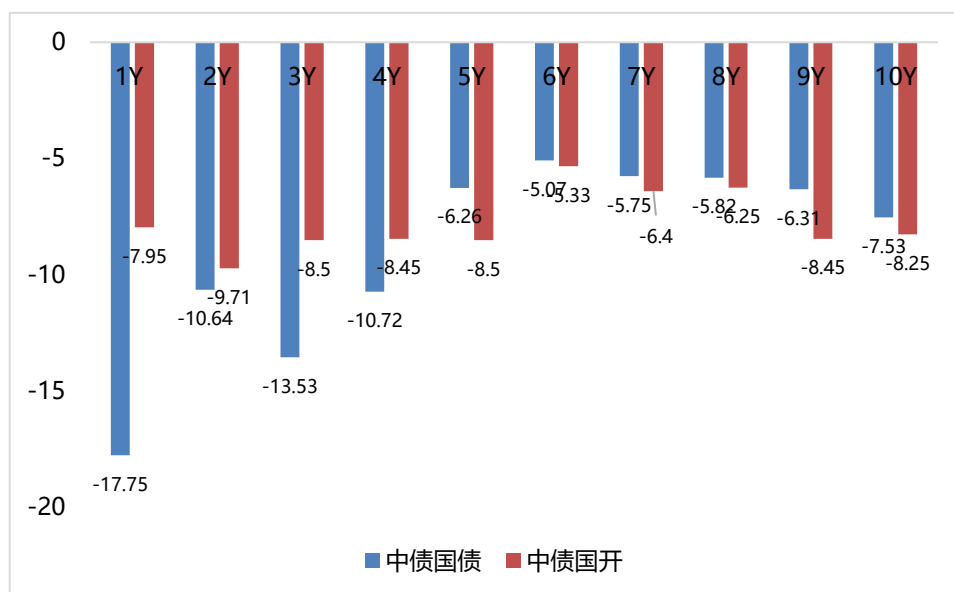


回购市场：12 月 16-20 日，DR001、R001 从上周一的 1.44%、1.72%上行至上周二的 1.45%、1.75%，上周五下行至 1.42%、1.54%，二者周均值均分别下行 6bp、2bp。DR007、R007 从上周一的 1.82%、1.95%上行至上周二的 1.86%、2.10%，上周五下行至 1.57%、1.75%，二者周均值均分别上行 0.3bp、1bp。上周三开始，14 天资金可以支持跨年，R014 上行至 2.13%，而后持续下行至 2.05%。

票据利率：一级市场票源供给逐步攀升至两千亿元水平，卖盘出票力量得以补充，但是在标杆大行不断降价收票下，买盘情绪被带动，中小机构跟随大行报价收票，卖盘见机压价出票，最终票据利率在大行的报价附近震荡，上周票价整体小幅下行。

（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

中债国债期限利差				
项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	13.42	25.78	32.91	-5.08
环比	4.22	7.27	-1.27	8.24
年初以来	-7.56	14.71	17.39	-35.48
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	26.87	15.66	18.62	51.35
2016 年以来分位数	13.22%	95.99%	94.21%	7.48%

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	38.06	40.54	39.84	48.84	50.1
环比	6.52	9.64	6.93	4.61	6.49
年初以来	5.72	5.31	2.58	15.2	4.98
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	45.62	36.40	38.85	42.84	44.12
2016 年以来分位数	39.39%	64.89%	54.43%	69.56%	71.61%

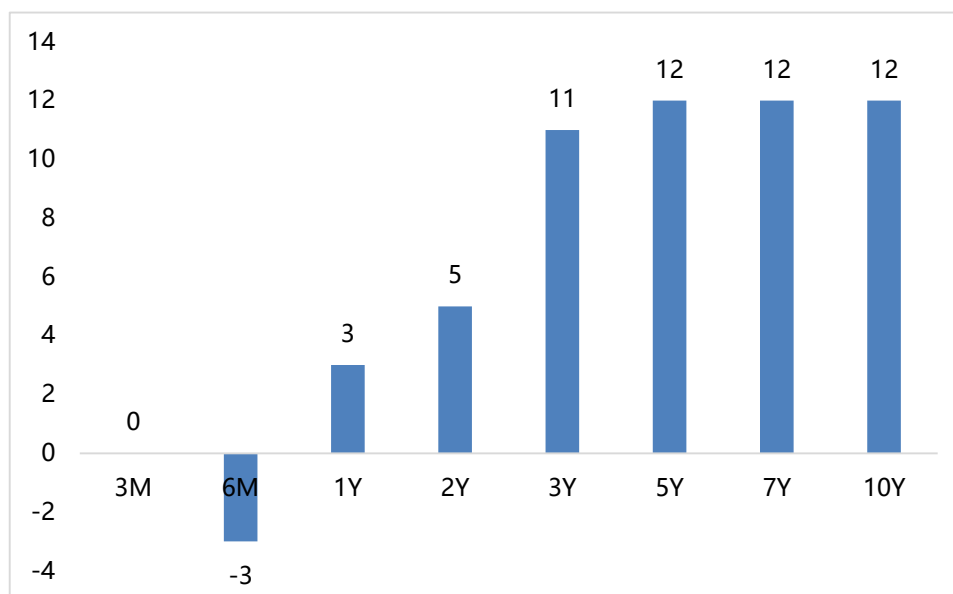
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

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 17.75BP 至

0.9807，3 年期下行 13.53BP 至 1.1149，5 年期下行 6.26BP 至 1.3727，10 年期下行 7.53BP 至 1.7018。

长期限高等级票据信用利差走宽。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差走宽 6.52BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差走宽 9.64BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走宽 6.93BP。

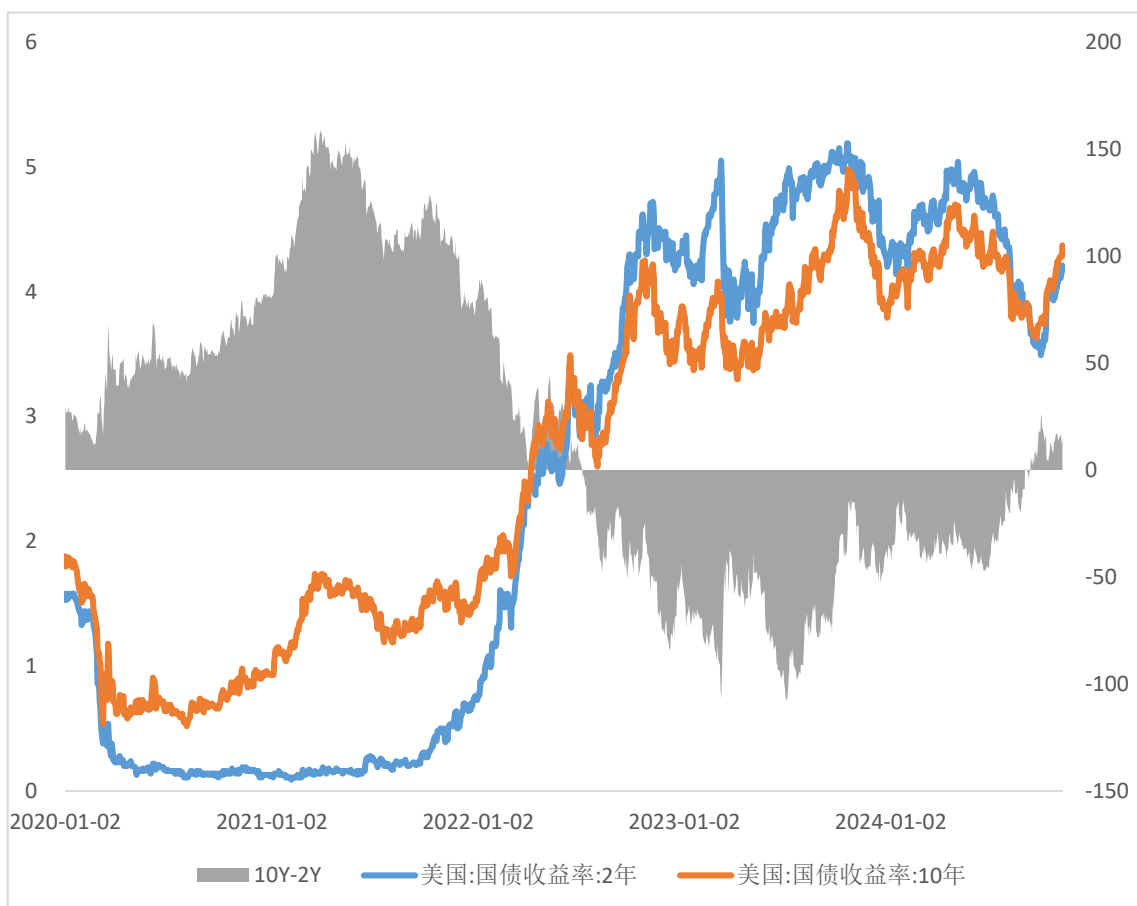
图 9：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



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 12.0BP，10 年期国债收益率下行 7.53BP，中美利差倒挂程度增大。全周来看，1 年期美债收益率上行 3.0BP，3 年期美债收益率上行 11.0BP，10 年期美债收益率上行 12.0BP。

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 0.84%，中间价贬值 0.03%，即期汇率下行 0.26%，离岸人民币汇率贬值 0.18%。

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	107.8408	7.1901	7.2985	7.2926
对照日期	106.9428	7.1876	7.2795	7.2795
涨跌	0.84%	-0.03%	-0.26%	-0.18%

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，数据显示 11 月国内宏观经济运行平稳，财政支出进度加快；海外方面，美联储如期降息，但点阵图大幅调低明年降息预期，鹰派姿态引发全球金融市场波动。上周国家统计局发布 11 月国内经济数据。其中，11 月工业增加值同比增长 5.4%，社会消费品零售总额同比增长 3%，1-11 月固定资产投资累计同比增长 3.3%，全国城镇调查失业率为 5.0%，与上月持平。数据显示国内宏观经济运行总体平稳，政策加力下全年经济社会发展目标有望顺利实现。财政部数据显示，11 月国内财政收入修复明显，财政支出进度加快，基建支出及民生保障支出明显提速。11 月财政收入同比增长 10%，财政收入完成度 6.3%，为历史同期较高水平。财政支出同比增长 3.7%，财政支出进度 8.3%，高于历史同期水平。海外方面，美联储 12 月议息会议如期降息 25BP，将联邦基金利率的目标区间从 4.5%至 4.75%降至 4.25%至 4.5%，但点阵图显示美联储官员们大幅调低了明年降息预期，并且在经济展望中调高了明年及后年的增长预期和通胀预期，鹰派姿态使得美元指数和美债收益率明显上行，美股、黄金跳水，非美货币汇率承压。

（二）权益市场展望和策略

市场依旧处于宽幅震荡区间，持续大涨或大跌的概率都较为有限。货币政策进一步宽松的总基调得到明确之后，分母宽松是现阶段的主要交易逻辑。以人工智能、消费新业态和机器人等领域的短期主题交易将带来更多的弹性。需要观察市场量能如果持续低于 1.5 万亿元以下，可能会加速中小市值向大市值的风格切换，并带来一定的高波动风险。

上周美联储议息会议结果符合预期，但美联储对于经济的关注点发生了变化：美联储从更关注就业的宽货币信号转向更关注通胀的偏紧缩信号；鲍威尔的表态和点阵图整体指向未来的降息可能更慢、更少和更谨慎。同时，美联储上修了 GDP 的预测：2024 年从 2.0%上修至 2.5%，2025 年从 2.0%上修至 2.1%。

反馈到大类资产上，可以看到美债利率曲线更加陡峭化，长端美债定价更多的经济增长，10 年美债收益率正在接近年内最高点。随着降息预期的下调，增长目标的上调，美元指数突破前高，正处于强势区间，不要试图去猜测美元的顶在哪里。美股的调整在于分母变差，但其中仍有分子变强的个股，目前看纳指的调整位大致在 18000-19000 的位置。

目前市场成长风格占优，红利资产取决于与债券的比价效应。OpenAI 持续 12 天的发布会，从品类、功能和便捷性等角度，不断更新应用场景和挖掘更多高附加值的功能。国内以字节跳动为核心的 AI 应用主题持续扩散，豆包主题带来的投资机会从应用端到硬件端，全面开花。

（三）债券市场展望和策略

从宏观基本面数据看，目前短期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。考虑到企业的长期投资需求显著增加并非经济复苏初期的表现，往往都是几轮正向传导后，才使得生产投资端扩大规模。因此目前需要看到更多更长时间频率的经济数据改善。但在更多数据揭晓前，不宜对经济过于悲观，一些积极的因素也是需要持续关注的。12 月份中央经济工作会议通稿以及政治局会议定调看，提振消费、扩大内需已经排在第一的优先顺序，后续需进一步等待政策细节落地。

微观交易策略层面，货币政策适度宽松表现在流动性充裕，距离年末仅 6 个工作日，降准必要性有，但时间紧迫性也受影响。市场交易层面，当前行情更多关注并且计价的是降息操作，对于降准落地对市场的影响有限。需要关注元旦后是否会有相关的降息操作落地。目前债券利率的快速下行，也需要注意后续监管是否会有新的动作，制约下行速度。对于有大量持仓的，可以适当部分减仓，等待后面更好的机会买入。对于持仓不足的，建议突破关键点位后右侧追多，或者等调整阶段，再介入。

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。