**国内处于政策真空期，市场维持区间震荡**

——鑫元周观点（2024.11.18-2024.11.24）

**一、核心观点**

**宏观方面，**近期国内处于政策真空期；10月广义财政支出与收入同比增速均有所改善；往后看，市场缺乏明确交易主线，关注中央经济工作会议以及专项债发行情况。海外方面，市场继续聚焦特朗普人事任命及政策预期；经济基本面喜忧参半，而联储官员表态偏鹰。往后看，随着特朗普内阁成员提名接近尾声，全球市场风险偏好有望有所修复，预计在美元指数震荡下行后，美债与美股等均可能开启较好的行情。

**权益市场方面**，总体判断市场处于宽幅震荡区间。短期风险偏好下行、市场行业轮动加速、以及全球非美资产的risk off，叠加的结果导致市场近期处于调整阶段。市场期望在海外政局的变化和演进的背景下，政策端能给予更多的刺激和对冲。就短期而言，出现超预期的可能性并不大。以双创为代表的科技类行业，仍处于高波动状态，需要进一步的缩量降波，科技短期有走弱的趋势。短期调整，不改中期向好。后期从量能角度，需要向10月中旬的水平靠拢；市场行业轮动的速度要降低，以更好地实现行业聚焦。

上周主要的大类资产边际变化来自于美元指数，这也是11月初以来我们从策略角度反复提醒的海外关键变量。截至本周五，美元指数盘中已经创出了2023年10月以来的新高。前高是2023年10月初，当时是美国通胀数据的高点，对应美十债的收益率水平在5%左右的历史高点。

美元指数创新高，通胀数据和美债却并未创出新高，反映美元强势的主因是美国经济强于其他非美发达国家的预期。美元指数近期反复突破前期高点，对于包括港股在内的全球非美风险资产，继续带来压力。

**固收市场方面**，上周资金面受税期走款以及地方债放量影响边际收敛，但后半周随着央行连续净投放有一定转松。债市方面，上周债市处在政策面及基本面真空期，在利率债发行净增量上行的背景下受消息面扰动较多，市场整体波动加大。但资金面整体均衡宽松，叠加上降准预期的升温，现券整体走强。全周来看，10年期国债收益率下行1.2bp至2.08%，30年期下行1.8bp至2.27%。上周信用债表现回暖，收益率有一定下行。在财政化债背景下中低等级表现较好，受中短端国开债收益率震荡影响，信用利差整体压缩且处于历史较低分位。

就债市而言，短期市场普遍担忧政府债券供给冲量带来的利率上行压力，但从历史数据看，在经济基本面尚未有明显改善且发债冲击本身并不构成持续性的情况下，债市收益率上行风险有限。同时随着临近年末，保险和理财的开门红开始，在降准预期的带动下，或有配置盘资金抢跑抄底。但考虑到12月临近中央经济工作会议容易再起政策炒作，以及短期供给冲击以及央行稳定汇率的诉求较强，预计债市难有趋势性行情，大概率维持宽幅振荡。

**二、宏观动态**

1. **国内宏观**

**一般公共预算收入增幅继续回升。**据财政部最新数据，1-10月，全国一般公共预算收入184981亿元，同比下降1.3%。10月当月，全国一般公共预算收入同比增长5.5%，其中税收收入同比增长1.8%，为年内首次正增长；证券交易印花税大幅增长1.53倍。

**国务院常务会议研究推动平台经济健康发展有关工作。**会议指出，要进一步加强对平台经济健康发展的统筹指导，加大政策支持力度，壮大工业互联网平台体系，强化平台经济领域数据要素供给，促进数据依法有序跨境流动，增强平台经济领域政策与宏观政策取向一致性。要规范市场竞争秩序，健全常态化监管制度。要健全线上消费投诉公示、消费后评价等制度。

**五部门介绍促进外贸稳定增长“组合拳”。**其中，商务部将会同相关部门制定出台拓展绿色贸易的专门政策文件，预期在明年适当时候出台。工信部将研究出台制造业数字化转型行动方案和推动人工智能赋能新型工业化行动方案。海关总署将继续支持保税维修、边民互市贸易创新发展。

**吴清：着力健全投资和融资相协调的资本市场功能。**证监会主席吴清表示，下一步将坚持以改革促发展、促稳定，着力健全投资和融资相协调的资本市场功能，加快形成支持科技创新的多层次市场体系和支持“长钱长投”的政策体系，抓紧健全强监管、防风险的制度机制，多举措强化投资者保护实效，不断提升市场的吸引力、竞争力和内在稳定性。将积极支持符合条件的境内企业赴境外上市，继续拓展与境外市场互联互通，深化债券市场对外开放，稳步扩大商品和金融期货市场对外开放。吴清透露，针对财务造假顽疾，今年前10个月查办相关案件658件，罚没款金额110亿元，超过去年全年。

1. **海外宏观**

**美国上周首次申领失业救济人数降至4月以来最低。**美国上周初请失业金人数下降6000人至21.3万人，降至4月以来的最低水平，市场预期为增至22万人。分析人士指出，这表明11月美国的就业增长可能会出现反弹，可能会直接决定美联储在12月是否再次降息。

**美联储官员“鹰声嘹亮”，降息前景的不确定性增强。**美联储古尔斯比表示，通货膨胀率正在下降到2%；劳动力市场接近稳定的充分就业；随着美联储接近利率的稳定水平，放缓降息步伐可能是明智之举。

**下一次加息会根据“逐步数据”来决定，日元表现是关键因素。**日本央行行长植田和男表示，央行将在下个月的利率审查之前仔细审查各种数据，并将“认真”考虑日元汇率波动对经济和物价展望的影响。

**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股各宽基指数悉数下跌。**截至11月22日，创业板下跌3.03%，中证500下跌2.94%，深证成指下跌2.89%，跌幅居前。从行业板块看，上周**社会服务、食品饮料、通信**领跌。

**2、权益市场估值**

图2：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2024/11/22** | **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 | 14.0 | ↓ 0.26 | 36.3 | ↓ 4.20 | 62.8% | 77.7% | 73.3% |
| 深证成指 | 25.4 | ↓ 0.76 | 53.3 | ↓ 4.78 | 50.2% | 55.1% | 41.2% |
| 上证50 | 10.3 | ↓ 0.22 | 41.0 | ↓ 5.26 | 61.2% | 62.7% | 53.1% |
| 沪深300 | 12.3 | ↓ 0.28 | 40.8 | ↓ 4.59 | 55.2% | 60.4% | 55.8% |
| 中证500 | 25.8 | ↓ 0.76 | 31.9 | ↓ 4.31 | 43.2% | 75.5% | 75.6% |
| 中证1000 | 39.5 | ↓ 0.62 | 53.6 | ↓ 1.99 | 53.6% | 76.6% | 77.7% |
| 创业板指 | 33.5 | ↓ 1.04 | 14.8 | ↓ 0.31 | 16.1% | 28.2% | 32.2% |
| 科创50 | 83.0 | ↓ 1.85 | 94.3 | ↓ 2.35 | 94.3% | 94.3% | 94.0% |

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）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **11/22** | **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) | 24.3 | ↓ 0.70 | 11.80% | ↓ 1.15 | 11.8% | 20.7% | 28.7% |
| 基础化工(申万) | 23.9 | ↓ 0.11 | 43.93% | ↓ 0.39 | 43.9% | 76.9% | 69.3% |
| 钢铁(申万) | 24.4 | ↓ 0.28 | 64.79% | ↓ 0.61 | 64.8% | 96.3% | 94.7% |
| 有色金属(申万) | 19.4 | ↓ 0.06 | 15.37% | ↓ 0.10 | 15.4% | 26.9% | 38.4% |
| 电子(申万) | 52.8 | ↓ 1.72 | 70.63% | ↓ 3.93 | 70.6% | 91.2% | 88.0% |
| 家用电器(申万) | 14.6 | ↓ 0.32 | 37.06% | ↓ 4.81 | 37.1% | 42.0% | 45.6% |
| 食品饮料(申万) | 20.6 | ↓ 0.88 | 15.35% | ↓ 2.16 | 15.4% | 4.6% | 6.6% |
| 纺织服饰(申万) | 19.1 | ↑ 0.01 | 5.70% | ↑ 0.10 | 5.7% | 9.5% | 11.5% |
| 轻工制造(申万) | 24.9 | ↓ 0.13 | 32.46% | ↓ 0.55 | 32.5% | 56.8% | 41.3% |
| 医药生物(申万) | 31.6 | ↓ 0.75 | 28.29% | ↓ 1.78 | 28.3% | 49.5% | 56.1% |
| 公用事业(申万) | 17.1 | ↓ 0.09 | 9.88% | ↓ 0.88 | 9.9% | 2.3% | 3.1% |
| 交通运输(申万) | 17.0 | ↓ 0.17 | 47.27% | ↓ 1.14 | 47.3% | 60.6% | 69.9% |
| 房地产(申万) | 40.5 | ↓ 0.34 | 99.47% | ↓ 0.18 | 99.5% | 99.1% | 98.7% |
| 商贸零售(申万) | 33.4 | ↑ 0.41 | 69.35% | ↑ 1.52 | 69.3% | 85.6% | 79.5% |
| 社会服务(申万) | 23.5 | ↓ 1.34 | 2.96% | ↓ 0.64 | 3.0% | 5.2% | 7.4% |
| 综合(申万) | 58.5 | ↑ 3.27 | 76.37% | ↑ 2.28 | 76.4% | 91.6% | 88.0% |
| 建筑材料(申万) | 25.1 | ↓ 0.53 | 72.15% | ↓ 0.85 | 72.1% | 98.8% | 98.7% |
| 建筑装饰(申万) | 9.9 | ↓ 0.17 | 37.32% | ↓ 3.77 | 37.3% | 60.1% | 73.8% |
| 电力设备(申万) | 32.5 | ↓ 0.56 | 32.46% | ↓ 2.21 | 32.5% | 55.9% | 46.7% |
| 国防军工(申万) | 68.4 | ↓ 1.98 | 57.41% | ↓ 2.55 | 57.4% | 82.8% | 83.7% |
| 计算机(申万) | 70.3 | ↓ 2.18 | 82.89% | ↓ 2.77 | 82.9% | 87.5% | 83.2% |
| 传媒(申万) | 38.3 | ↓ 0.82 | 48.94% | ↓ 3.35 | 48.9% | 74.9% | 70.2% |
| 通信(申万) | 31.6 | ↓ 1.26 | 18.71% | ↓ 3.42 | 18.7% | 31.4% | 44.2% |
| 银行(申万) | 5.5 | ↓ 0.06 | 31.60% | ↓ 0.88 | 31.6% | 35.3% | 50.4% |
| 非银金融(申万) | 16.8 | ↓ 0.63 | 56.06% | ↓ 8.79 | 56.1% | 75.3% | 82.1% |
| 汽车(申万) | 25.0 | ↓ 0.54 | 65.07% | ↓ 1.46 | 65.1% | 47.2% | 24.6% |
| 机械设备(申万) | 30.1 | ↓ 0.05 | 51.20% | ↓ 0.50 | 51.2% | 71.6% | 72.6% |
| 煤炭(申万) | 12.3 | ↓ 0.11 | 61.39% | ↓ 0.88 | 61.4% | 94.3% | 95.0% |
| 石油石化(申万) | 16.2 | ↓ 0.26 | 42.18% | ↓ 1.43 | 42.2% | 71.7% | 78.6% |
| 环保(申万) | 22.4 | ↓ 0.09 | 35.42% | ↓ 1.40 | 35.4% | 62.0% | 72.8% |
| 美容护理(申万) | 34.3 | ↓ 0.99 | 38.19% | ↓ 4.28 | 38.2% | 34.0% | 21.9% |

数据来源：Wind、鑫元基金

**上周各宽基指数悉数下跌，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**综合**估值上行最多。当前**房地产、计算机、综合、建筑材料、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、权益市场情绪**

上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全A换手率的角度看，上周市场缩量下行。从行业拥挤度的角度，计算机，电子，非银行金融的拥挤度较高。

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5.8%，处于历史75.86%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**

**11月22日，两融资金占比为4.12%，11月15日为4.42%，反映出杠杆资金加仓意愿降低。**截至11月22日，上周融资净买入的前三行业为**银行、非银金融、汽车**。

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，道指上涨1.96%，标普500上涨1.68%，纳指上涨1.73%；欧洲股市方面，德国DAX上涨0.58%，英国富时100上涨2.46%，法国CAC40下跌0.20%；亚太股市方面，日经225指数下跌0.93%，恒生指数下跌1.01%。

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18682亿元逆回购操作和1200亿元国库现金定存操作，因上周有18014亿元逆回购操作到期，上周累计实现净投放1868亿元。

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9412.57元，整体净缴款7332.5亿元。

表1：11月25日-11月29日政府债发行缴款

单位：亿元

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 11月25日 | | 11月26日 | | 11月27日 | | 11月28日 | | 11月29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 | 1249 | 0 | 1779.9 | 0 | 发行 | 0 | 1249 | 0 | 1779.9 |
| 到期 | 300 | 36.4 | 0 | 18.2 | 0 | 到期 | 300 | 36.4 | 0 | 18.2 |
| 缴款 | 500 | 1419.6 | 0 | 1339.1 | 0 | 缴款 | 500 | 1419.6 | 0 | 1339.1 |
| 净缴款 | 1583.2 | | 1220.9 | | 1765.9 | | 145.9 | | 2616.5 | | |

**同业存单发行：**本周到期4374亿元，低于前一周7091亿元，其后两周分别为2448亿元、3569亿元。

图7：同业存单到期与发行

**回购市场：**税期资金面维持宽松，资金分层现象变化不大。具体而言，DR001、R001波动不大，上周二分别小幅上升至1.49%、1.63%，而后下行至上周五的1.46%、1.61%，二者周均值分别较前一周下行0.5bp、3.1bp。DR007、R007上周一至上周三分别在1.73%和1.83%附近窄幅波动，上周五回落至1.65%、1.80%，二者周均值分别较上周下行1.5bp、4.2bp。

**票据利率：**在主要大行的配置节奏变换和票源供给逐步攀升的影响下，市场供需情绪由冷转暖，票据利率触底回调。前半周，标杆大行日内降价收票，短期收口延续释放，市场供不应求，票价连续下探，短期票价降价更为明显。后半周，大行配置节奏放缓，买盘情绪有所收敛，部分大行由收转出，卖盘出票积极，供需博弈下，票据利率跌后回暖。

**（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** | **9.68** | **25.59** | **38.01** | **28.32** |
| 环比 | 0.69 | 2.34 | -0.48 | 1.74 |
| 年初以来 | -11.3 | 14.52 | 22.49 | -2.08 |
| 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 | 27.05 | 15.60 | 18.48 | 51.78 |
| 2016年以来分位数 | 6.74% | 95.55% | 97.44% | 21.01% |

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** | **30.84** | **30.52** | **32.73** | **41.4** | **43.95** |
| 环比 | -1.42 | -1.70 | -1.23 | -0.73 | -1.70 |
| 年初以来 | -1.5 | -4.71 | -4.53 | 7.76 | -1.17 |
| 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 | 45.76 | 36.47 | 38.92 | 42.86 | 44.14 |
| 2016年以来分位数 | 17.20% | 32.24% | 28.60% | 48.90% | 48.54% |

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集体下行，中债国开收益率短端上行，长端下行。**其中，中债国债1年期收益率下行3.71BP至1.3504，3年期下行3.02BP至1.4472，5年期下行0.68BP至1.7031，10年期下行1.16BP至2.0832。

**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1.42BP，中债2年期AAA级中短期票据信用利差收窄1.70BP；中债3年期AAA级中短期票据信用利差收窄1.23BP。

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年期美债收益率下行2.0BP，10年期国债收益率下行1.16BP，中美利差倒挂程度减小。全周来看，1年期美债收益率上行8.0BP，3年期美债收益率上行5.0BP，10年期美债收益率下行2.0BP。

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0.76%，中间价升值0.76%，即期汇率下行0.20%，离岸人民币汇率贬值0.33%。

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 | 107.4911 | 7.1942 | 7.2452 | 7.2597 |
| 对照日期 | 106.6842 | 7.1992 | 7.231 | 7.2361 |
| 涨跌 | 0.76% | 0.07% | -0.20% | -0.33% |

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，近期国内处于政策真空期。10月广义财政支出与收入同比增速均有所改善。往后看，市场缺乏明确交易主线，关注中央经济工作会议以及专项债发行情况。海外方面，市场继续聚焦特朗普人事任命及政策预期；经济基本面喜忧参半，而联储官员表态偏鹰。往后看，随着特朗普人事任命进入尾声，预计市场风险偏好有所好转。**10月广义财政（一般公共预算+政府性基金）支出同比增速较9月的12.6%进一步提速至20.4%，同时，广义财政收入同比增速转正，税收收入改善及土地出让收入降幅收窄均有贡献。往后看，关注12月中央经济工作会议、再融资专项债发行情况，以及专项债支持收储政策细节披露。海外方面，市场聚焦特朗普人事任命及政策预期。贝森特被提名为美国财长，贸易方面，他支持对进口商品加征关税的计划；财政方面，他支持税制改革，包括降低企业所得税以鼓励企业扩张和创新，减轻小型企业的税收负担，以及对个税政策进行调整。贝森特近期提出了引人瞩目的“333方案”：到2028年将预算赤字降至GDP的3%、通过放松管制实现3%的GDP增长、每日增产300万桶石油或等量能源。他认为，实施这一方案将为美联储创造开启"适当宽松周期"的条件。联储官员近期表态偏鹰，芝加哥联储主席古尔斯比认为未来仍有必要降息，但支持放慢步伐。美国经济数据喜忧参半，11月16日当周首申失业金人数21.3万人，意外降至4月以来的最低水平，但受波音公司罢工和飓风等短期影响，11月9日当周续请失业金人数达190.8万人创三年来最高。11月份费城联储制造业活动总体疲软，商业指数从正10.3降至负5.5远低于预期。由于美国抵押贷款在前一个月下降，买房人趁机入市，导致美国10月成屋销售环比涨3.4%，创2月以来最大升幅，房价也创新高。往后看，随着特朗普内阁成员提名接近尾声，全球市场风险偏好有望有所修复，预计在美元指数震荡下行后，美债与美股等均可能开启较好的行情。

**（二）权益市场展望和策略**

权益市场总体判断市场处于宽幅震荡区间。短期风险偏好下行、市场行业轮动加速、以及全球非美资产的risk off，叠加的结果导致市场近期处于调整阶段。市场期望在海外政局的变化和演进的背景下，政策端能给予更多的刺激和对冲。就短期而言，出现超预期的可能性并不大。以双创为代表的科技类行业，仍处于高波动状态，需要进一步的缩量降波，科技短期有走弱的趋势。短期调整，不改中期向好。后期从量能角度，需要向10月中旬的水平靠拢；市场行业轮动的速度要降低，以更好地实现行业聚焦。

上周主要的大类资产边际变化来自于美元指数，这也是11月初以来我们从策略角度反复提醒的海外关键变量。截至上周五，美元指数盘中已经创出了2023年10月以来的新高。前高是2023年10月初，当时是美国通胀数据的高点，对应美十债的收益率水平在5%左右的历史高点。

美元指数创新高，通胀数据和美债却并未创出新高，反映美元强势的主因是美国经济强于其他非美发达国家的预期。美元指数近期反复突破前期高点，对于包括港股在内的全球非美风险资产，继续带来压力。

**（三）债券市场展望和策略**

大体而言，长端跟随国内信用周期摆动，而短端则更多受资金面影响。长端系统性翻转需要看到信用周期被实质性驱动，但目前这一条件并不具备。从基本面的数据看，10月社融总量偏弱，而M1和M2的回升只是对这一轮房地产成交量以及股市脉冲的验证。而从近期地产销售数据看，一线城市新房成交开始环比回落，而二手房的挂牌价尚未看到有反转迹象。

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。政策思路的转向，一是要看到供给侧的改革，特别是存量债务及产能的出清；二是财政支出的导向从投资转向消费补贴。国内本质上还是激励机制的问题，投资导向会导致产能过剩，产能过剩又会带动企业盈利下行，从而使得国内永远面对需求不足的问题。如果这两者没有改变，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，利率债依然推荐随跌随买，特别是供给冲击带来的机会。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，顺畅的行情不易走出。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，具体需要看到政策不确定性的落地。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。

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。