制造业景气持续扩张 A股交易情绪显著回升

——鑫元周观点（2024.11.25-2024.12.01）

一、核心观点

**宏观方面，国内官方制造业PMI连续3个月环比回升；市场利率自律定价机制进一步规范商业银行存款定价行为；海外方面，美国当选总统特朗普表示将对墨西哥、加拿大、中国加征关税；获提名美国财政部长的贝森特表示减税将是优先事项；美联储最青睐的通胀指标反弹。**11月官方制造业PMI录得50.3%，位于景气扩张区间，且连续三个月环比回升，显示宏观经济在政策带动下出现改善迹象，后续仍需关注基本面改善的持续性。市场利率自律定价机制倡议将非银同业活期存款利率纳入自律管理，并在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”，未来存款利率或进一步下行，缓解商业银行负债端成本压力。海外方面，美国当选总统特朗普表示将对产自墨西哥和加拿大的商品征收25%的关税，并对来自中国的商品加征10%的关税，全球贸易“关税阴云”笼罩。获得美国财政部长提名的贝森特表示，兑现减税承诺将是新一届政府的优先事项，同时关税、减支、维持美元作为世界储备货币的地位也将是工作重点。美联储最青睐的通胀指标反弹，11月美国核心PCE物价指数同比升2.8%，为今年4月以来最大升幅，显示美国通胀问题尚显顽固，或对特朗普关税政策带来掣肘。

**权益市场方面**，当前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。市场短期交易点可以从量能出发，如果量能降到一定水平，则容易吸引增量资金，触发交易机会。量能上升之后，大的机会需要市场行业轮动速度的下降，以实现行业聚焦，从而形成趋势性的上涨。我们相信未来中长期的市场交易逻辑，将主要存在于中美之间的竞争与合作之中。本周海外主要大类资产的边际变化依然来自于美元指数。美元指数盘中创出2023年10月以来的新高后拐头向下。向下的原因一方面是特朗普交易的退潮，特别是最近财政部长的任命，市场认为新的财政部长更倾向于削减赤字，打压通胀，可能短期影响财政开支和经济增长前景；另一方面源于非美货币的相对波动，日本政府进一步增长工资增速的政策，促使日元升值。日元转强，一定程度上抑制了美元的上涨。

**固收市场方面**，随着前期集中供给利空出尽，在降准预期、同业存款利率定价机制消息情绪的带动下，上周债市持续演绎机构抢跑行情，市场积极抢配债券，做多情绪较浓，带动债券收益率快速下行至关键点位。全周来看，2年期、5年期、10年期、30年期国债收益率分别下行2.2bp、4.3bp、6.2bp、6.2bp，其中10年期及30年期均接近前期低位。上周信用债在机构抢配带动下表现延续回暖，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再次接近前期历史低位。就债市而言，短期市场普遍担忧的政府债券供给冲量带来的利率上行压力已基本落地，本周开始，随着地方债供给压力缓解以及月初资金面宽松，叠加上降准预期，预计债市做多动能仍然较强。但考虑到12月临近中央经济工作会议容易再起政策炒作，以及收益率逼近历史低位，向下突破或有反复。

二、宏观动态

1. **国内宏观**

**中国11月官方制造业PMI为50.3，连续三个月环比回升。**中国11月官方制造业PMI为50.3，前值50.1。中国11月官方非制造业PMI为50，前值50.2；综合PMI为50.8，前值50.8。国家统计局表示，11月份，我国经济景气水平总体保持稳定扩张。随着一系列存量政策和增量政策持续协同发力，制造业PMI在景气区间上行，升至50.3%，扩张步伐有所加快；非制造业商务活动指数为50.0%，比上月下降0.2个百分点，位于临界点；综合PMI产出指数为50.8%，与上月持平，表明我国企业生产经营活动总体继续扩张。分析认为，制造业市场活跃度有所增强，不过市场价格出现波动，要进一步加强增量政策效果，特别要加强政府公共产品投资对企业订单的有效带动。

**市场利率定价自律机制工作会议在京召开。**会议强调，要强化利率政策执行，规范金融机构定价行为。严格遵守自律约定，存款利率不得违规手工补息，贷款利率要符合风险定价原则。利率自律机制倡议，将非银同业活期存款利率纳入自律管理，并在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”。

**数字贸易改革迎顶层设计。**中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于数字贸易改革创新发展的意见》，主要目标是：到2029年，可数字化交付的服务贸易规模稳中有增，占我国服务贸易总额的比重提高到45%以上；到2035年，可数字化交付的服务贸易规模占我国服务贸易总额的比重提高到50%以上。

**上证50、科创50等系列指数进行定期调样，12月16日起生效。**上交所与中证指数公司决定调整上证50、科创50、上证180等指数样本，其中上证50指数更换5只样本，调入赛力斯、寒武纪等。中证指数公司宣布调整沪深300、中证500、中证1000等指数样本，其中沪深300指数更换16只样本，调入赛力斯、百利天恒等；中证500指数更换50只样本，调入龙芯中科、拓荆科技等。上述调整将于12月13日收市后生效。

1. **海外宏观**

**美联储最青睐通胀指标反弹。**美国商务部数据显示，美国10月核心PCE物价指数同比升2.8%，为今年4月以来最大升幅，符合市场预期，前值为2.7%。环比则持平于0.3%，符合市场预期。10月实际个人消费支出环比上涨0.1%，前值为上涨0.4%。另外，美国上周初请失业金人数小幅下降至21.3万人，前一周续请失业金数则意外升至3年来最高。

**拉加德：加征关税可能推高通胀，提议多买美国货避免贸易战。**欧洲央行行长拉加德表示，美国和欧洲之间的贸易战可能会在短期内推高通胀，并敦促欧洲领导人在关税问题上与特朗普政府进行合作，购买更多美国制造的产品。

**美国当选总统特朗普称将对所有中国进口商品加征10%的关税。**中国驻美国大使馆发言人表示，中美经贸合作本质上是互利的，没有人会在贸易战或关税战中获胜。特朗普还表示，将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收25%关税。加拿大各省省长要求总理特鲁多在特朗普就任前召开紧急会议，讨论加美关系。墨西哥总统辛鲍姆表示，她已致函特朗普，敦促双方开展对话与合作。

**美联储公布11月会议纪要：支持谨慎降息。**美联储11月会议纪要显示，美联储官员对通胀正在缓解、劳动力市场强劲表示了信心，从而允许进一步降息，但只会是以渐进的方式降息。部分官员看到，暂停或加快降息的选项取决于经济数据。一些官员表示，如果通胀居高不下，美联储可能暂停宽松政策，并将政策利率维持在限制性水平。一些官员表示，如果劳动力市场疲软或经济活动步履蹒跚，宽松政策可能会加速。美联储官员考虑下调逆回购利率，使其与基准利率区间下限相符。

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29日，科创50上涨3.92%，中证1000上涨2.63%，创业板指上涨2.23%，涨幅居前。从行业板块看，上周纺织服饰、商贸零售、轻工制造领涨。

**2、权益市场估值**

图2：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **2024/11/29** | **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 | 14.3 |  ↑ 0.25 | 38.6 |  ↑ 4.07 | 66.9% | 81.9% | 77.1% |
| 深证成指 | 25.9 |  ↑ 0.45 | 55.0 |  ↑ 2.97 | 53.2% | 60.2% | 46.2% |
| 上证50 | 10.4 |  ↑ 0.12 | 43.1 |  ↑ 2.92 | 64.1% | 65.6% | 56.0% |
| 沪深300 | 12.5 |  ↑ 0.16 | 42.8 |  ↑ 3.00 | 58.2% | 64.0% | 58.6% |
| 中证500 | 26.3 |  ↑ 0.49 | 34.0 |  ↑ 2.45 | 45.7% | 79.4% | 76.5% |
| 中证1000 | 40.7 |  ↑ 1.17 | 56.9 |  ↑ 3.30 | 56.9% | 81.1% | 80.6% |
| 创业板指 | 34.3 |  ↑ 0.85 | 15.9 |  ↑ 0.46 | 16.6% | 29.0% | 33.1% |
| 科创50 | 86.2 |  ↑ 3.19 | 97.1 |  ↑ 2.88 | 97.1% | 97.1% | 97.0% |

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）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **11/29** | **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) | 25.0 |  ↑ 0.77 | 13.32% |  ↑ 1.53 | 13.3% | 22.8% | 30.3% |
| 基础化工(申万) | 24.2 |  ↑ 0.34 | 45.11% |  ↑ 1.19 | 45.1% | 78.9% | 71.8% |
| 钢铁(申万) | 27.1 |  ↑ 2.70 | 68.47% |  ↑ 3.68 | 68.5% | 100.0% | 100.0% |
| 有色金属(申万) | 19.3 |  ↓ 0.09 | 15.36% |  ↓ 0.01 | 15.4% | 26.9% | 38.3% |
| 电子(申万) | 54.1 |  ↑ 1.30 | 73.81% |  ↑ 3.18 | 73.8% | 94.0% | 91.9% |
| 家用电器(申万) | 14.7 |  ↑ 0.08 | 38.45% |  ↑ 1.39 | 38.5% | 43.7% | 48.0% |
| 食品饮料(申万) | 21.1 |  ↑ 0.52 | 16.70% |  ↑ 1.34 | 16.7% | 5.8% | 8.2% |
| 纺织服饰(申万) | 20.5 |  ↑ 1.40 | 15.71% |  ↑ 10.01 | 15.7% | 25.1% | 28.6% |
| 轻工制造(申万) | 26.1 |  ↑ 1.26 | 37.87% |  ↑ 5.41 | 37.9% | 65.7% | 51.4% |
| 医药生物(申万) | 32.5 |  ↑ 0.94 | 30.70% |  ↑ 2.41 | 30.7% | 53.7% | 58.4% |
| 公用事业(申万) | 17.0 |  ↓ 0.02 | 9.81% |  ↓ 0.07 | 9.8% | 2.3% | 3.1% |
| 交通运输(申万) | 17.1 |  ↑ 0.11 | 47.89% |  ↑ 0.62 | 47.9% | 61.7% | 70.1% |
| 房地产(申万) | 41.7 |  ↑ 1.24 | 99.65% |  ↑ 0.18 | 99.6% | 99.4% | 99.1% |
| 商贸零售(申万) | 35.9 |  ↑ 2.52 | 75.73% |  ↑ 6.38 | 75.7% | 89.8% | 85.4% |
| 社会服务(申万) | 24.6 |  ↑ 1.09 | 3.83% |  ↑ 0.87 | 3.8% | 6.7% | 9.5% |
| 综合(申万) | 60.8 |  ↑ 2.37 | 77.87% |  ↑ 1.50 | 77.9% | 93.9% | 91.3% |
| 建筑材料(申万) | 25.9 |  ↑ 0.84 | 73.80% |  ↑ 1.65 | 73.8% | 99.1% | 99.1% |
| 建筑装饰(申万) | 10.0 |  ↑ 0.08 | 39.10% |  ↑ 1.78 | 39.1% | 62.3% | 75.8% |
| 电力设备(申万) | 33.1 |  ↑ 0.55 | 34.76% |  ↑ 2.30 | 34.8% | 59.3% | 49.1% |
| 国防军工(申万) | 69.8 |  ↑ 1.38 | 59.44% |  ↑ 2.03 | 59.4% | 85.4% | 86.4% |
| 计算机(申万) | 73.0 |  ↑ 2.75 | 86.40% |  ↑ 3.51 | 86.4% | 92.3% | 89.5% |
| 传媒(申万) | 40.1 |  ↑ 1.77 | 54.18% |  ↑ 5.24 | 54.2% | 79.9% | 76.3% |
| 通信(申万) | 31.8 |  ↑ 0.26 | 19.61% |  ↑ 0.90 | 19.6% | 32.5% | 45.6% |
| 银行(申万) | 5.6 |  ↑ 0.10 | 32.90% |  ↑ 1.30 | 32.9% | 36.7% | 52.3% |
| 非银金融(申万) | 17.3 |  ↑ 0.43 | 61.90% |  ↑ 5.84 | 61.9% | 80.1% | 83.8% |
| 汽车(申万) | 25.0 |  ↑ 0.03 | 65.11% |  ↑ 0.04 | 65.1% | 47.3% | 24.9% |
| 机械设备(申万) | 31.1 |  ↑ 0.97 | 57.29% |  ↑ 6.10 | 57.3% | 80.2% | 81.6% |
| 煤炭(申万) | 12.3 |  ↓ 0.01 | 61.30% |  ↓ 0.09 | 61.3% | 94.2% | 94.8% |
| 石油石化(申万) | 16.3 |  ↑ 0.11 | 42.86% |  ↑ 0.68 | 42.9% | 72.4% | 79.0% |
| 环保(申万) | 22.8 |  ↑ 0.43 | 40.75% |  ↑ 5.34 | 40.8% | 71.3% | 81.7% |
| 美容护理(申万) | 35.7 |  ↑ 1.44 | 44.17% |  ↑ 5.98 | 44.2% | 38.0% | 23.6% |

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**计算机**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、纺织服饰**板块估值处于历史较低水平。

**3、权益市场资金**

**11月29日，两融资金占比为4.36%，11月15日为4.12%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。**截至11月29日，上周融资净买入的前三行业为**计算机、传媒、机械设备**。

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**

**上周海外股市普遍上涨**。美国股市方面，道指上涨1.39%，标普500上涨1.06%，纳指上涨1.13%；欧洲股市方面，德国DAX上涨1.57%，英国富时100上涨0.31%，法国CAC40下跌0.27%；亚太股市方面，日经225指数下跌0.20%，恒生指数上涨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：**上周央行开展14862亿元逆回购操作和9000亿元1年期MLF操作，因有18682亿元逆回购到期，整体上实现净投放5180亿元。

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1010亿元，地方政府债计划发行4504.7元，整体净缴款7043.8元。

表1：12月2日-12月6日政府债发行缴款

 单位：亿元

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 12月2日 | 12月3日 | 12月4日 | 12月5日 | 12月6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 | 1543.2 | 0 | 56 | 450 | 235.8 | 0 | 1392.8 | 560 | 1277 |
| 到期 | 300 | 63.2 | 0 | 1 | 0 | 0 | 200 | 0 | 0 | 0 |
| 缴款 | 500 | 3629 | 0 | 1545.2 | 0 | 56 | 450 | 235.8 | 0 | 1392.8 |
| 净缴款 | 3565.1 | 1544.2 | 56 | 485.8 | 1392.8 |

**同业存单发行：**本周到期2448亿元，低于前一周4374亿元，其后两周分别为3569亿元、7152亿元。

图7：同业存单到期与发行

**回购市场：**跨月资金面明显转松。11月25-29日， DR001、R001从上周一的1.47%、1.61%下行至上周五的1.32%、1.46%，二者周均值分别较前一周下行9bp、10bp。DR007、R007分别从上周一的1.77%、1.88%下行至上周五的1.64%、1.79%，二者周均值分别较上周下行2bp、0.2bp。

**票据利率：**临近月末，随着票源供给的不断补充，银行补充贴现到期无忧，前半周头雁大行活跃度一般，部分大行转收为出，卖盘出口堆积，市场整体供过于求，票据利率呈现上涨趋势，创下11月新高，足月国股票价一度突破0.83%。后半周，主要大行进场降价配置足月票，短期票出口延续积极，供需博弈下，足月国股票价有所回调，短期票价涨后回落。

**（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** | **4.44** | **24.56** | **36.08** | **22.98** |
| 环比 | -5.24  | -1.03  | -1.93  | -5.34  |
| 年初以来 | -16.54 | 13.49 | 20.56 | -7.42 |
| 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 | 27.00 | 15.62 | 18.52 | 51.71 |
| 2016年以来分位数 | 2.87% | 94.31% | 96.64% | 17.16% |

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** | **31.91** | **27.78** | **31.97** | **40.93** | **41.76** |
| 环比 | 1.07  | -2.74  | -0.76  | -0.47  | -2.19  |
| 年初以来 | -0.43 | -7.45 | -5.29 | 7.29 | -3.36 |
| 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 | 45.72 | 36.45 | 38.90 | 42.86 | 44.13 |
| 2016年以来分位数 | 20.12% | 22.54% | 25.49% | 46.77% | 39.92% |

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分化。**其中，中债国债1年期收益率上行1.94BP至1.3698，3年期下行3.3BP至1.4142，5年期下行4.33BP至1.6598，10年期下行6.26BP至2.0206。

**长期限高等级票据信用利差分化。**中债1年期AAA级中短期票据信用利差走阔1.07BP，中债2年期AAA级中短期票据信用利差收窄2.74BP；中债3年期AAA级中短期票据信用利差收窄0.76BP。

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23BP，10年期国债收益率下行6.26BP，中美利差倒挂程度减少。全周来看，1年期美债收益率下行12BP，3年期美债收益率下22BP，10年期美债收益率下行23BP。

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**

**上周美元指数下行，离岸人民币汇率小幅升值。**上周美元指数下行1.60%，中间价升值0.09%，即期汇率上行0.17%，离岸人民币汇率升值0.16%。

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 | 105.7761 | 7.1877 | 7.2332 | 7.2482 |
| 对照日期 | 107.4911 | 7.1942 | 7.2452 | 7.2597 |
| 涨跌 | -1.60% | 0.09% | 0.17% | 0.16% |

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，官方制造业PMI连续3个月环比回升；市场利率自律定价机制进一步规范商业银行存款定价行为；海外方面，美国当选总统特朗普表示将对墨西哥、加拿大、中国加征关税；获提名美国财政部长的贝森特表示减税将是优先事项；美联储最青睐的通胀指标反弹。**11月官方制造业PMI录得50.3%，位于景气扩张区间，且连续三个月环比回升，显示宏观经济在政策带动下出现边际改善。但数据显示当前通胀读数改善乏力，11月CPI、PPI等关键指标或仍位于低位，后续需要关注基本面改善的持续性。市场利率自律定价机制倡议将非银同业活期存款利率纳入自律管理，并在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”，未来存款利率或进一步下行，缓解商业银行负债端成本压力。海外方面，美国当选总统特朗普表示将对产自墨西哥和加拿大的商品征收25%的关税，并对来自中国的商品加征10%的关税，全球贸易被“关税阴云”笼罩。获得美国财政部长提名的贝森特表示，兑现减税承诺将是新一届政府的优先事项，同时关税、减支、维持美元作为世界储备货币的地位也将是工作重点。美联储最青睐的通胀指标反弹，11月美国核心PCE物价指数同比升2.8%，为今年4月以来最大升幅，显示美国通胀问题尚显顽固，或对特朗普关税政策带来掣肘。

**（二）权益市场展望和策略**

总体判断：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。上证50，沪深300和恒生指数维持震荡；以双创为代表的科技类行业，仍处于高波动状态，正在逐渐降波。市场依然期望在海外政局变化和地缘冲突演进的背景下，未来几周能在政策端给予更多的刺激和对冲。是否会如市场所愿，我们拭目以待？市场短期的交易点，可以从我们上周提及的量能角度出发：如果量能降低到一定水平，易吸引增量资金，促发一定的交易机会。量能上升之后，大的机会需要市场行业轮动速度的下降，以实现行业聚焦，从而形成趋势性的上涨。我们相信未来中长期的市场交易逻辑，将主要存在于中美之间的竞争与合作之中。

上周海外主要大类资产的边际变化依然来自于美元指数。美元指数盘中已经创出了2023年10月以来的新高后，拐头向下。向下的原因：一方面是Trump交易的退潮，特别是最近财政部长的任命，市场认为新的财政部长更倾向于削减赤字，打压通胀，可能短期影响财政开支和经济增长前景；另一方面源于非美货币的相对波动，日本政府进一步增长工资增速的政策，促使日元升值。日元转强，一定程度上抑制了美元的上涨。

从债券市场的反馈来看，国内分母环境进一步宽松，除30年国债期货外，其余期限的国债期货指数均创出新高。财政政策方面，市场预期未来几周的重要会议会提高赤字率，加大财政发力的力度。当前，货币政策对市场的影响，要强于财政政策，即分母的作用要大于分子。

**（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。11月的PMI数据延续改善在逻辑上对债市有一定压力，但考虑到目前债市的博弈重心在12月的中央经济工作会议的定调，预计影响有限。

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，随着利率逼近前低，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，建议在此之前要反着想反着做。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，至于地产信用还需再等等。

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。