**中央经济工作会议基调积极，机构抢跑债市交易跨年行情**

——鑫元周观点（2024.12.09-2024.12.15）

**一、核心观点**

**宏观方面，**上周召开中央政治局会议和中央经济工作会议，12月中央政治局会议延续了9月末宏观政策转向以来一贯积极的政策总基调，指出“加强超常规逆周期调节”、“稳住楼市股市”及“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”等。中央经济工作会议总体在具体政策细节方面较中央政治局会议更加深入和细化，政策有亮点、有方向、有力度，对提振宏观经济和金融市场信心具有积极作用。经济数据方面，11月食品价格超季节性下降拖累CPI，PPI环比由降转涨；11月出口增速回落 进口继续降温；11月社融增速企稳，化债扰动信贷增速。海外宏观方面，11月美国CPI通胀数据符合预期，预计本月继续降息。

**权益市场方面**，总体判断：市场处于宽幅震荡区间，持续大涨或大跌的概率都较为有限。12月重要会议明确了货币政策进一步宽松的总基调，国内分母宽松的交易逻辑将继续领引市场走势，大市值与中小市值资产之间的分叉并不会因为超过历史均值就必然出现回归，短期中小市值品种或更具交易弹性。海外AI行业应用端发展如火如荼，OpenAI持续12天的发布会，从品类、功能和使用便捷性等角度，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应用方向持续扩散，开始进入新的扩张阶段，值得重视。预计人工智能、消费新业态和机器人等领域的短期交易性机会较为集中。。

**固收市场方面**，上周债市开启“疯牛”行情，12月两大重要会议双双落地确认宽货币预期，机构继续抢跑交易跨年行情，利率顺畅下行。全周来看，2年期、10年期、30年期国债收益率较上上周五分别下行14bp、18bp、15bp再创年内新低，曲线进一步下移。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，但利率债收益率下行幅度更大导致信用利差被动走扩5-10bp。就债市而言，短期利空落地叠加货币宽松预期带动债市呈现单边走强行情，其中主要的动力来自机构投资者的抢筹热情以及市场在突破关键点位时过于顺畅。当前债市可能面临短期“过热”压力，10年国债下破1.8%关键点位，与7天OMO的利差压缩至30BP左右，处在历史较低分位水平，已提前反应了部分降息预期。

**二、宏观动态**

1. **国内宏观**

**中国11月金融数据重磅出炉。**央行数据显示，11月末，M2余额同比增长7.1%，M1余额同比下降3.7%。前11个月，人民币贷款增加17.1万亿元；社会融资规模增量累计为29.4万亿元，比上年同期少4.24万亿元。据央行初步统计，11月新发放企业贷款加权平均利率3.45%，新发放个人住房贷款利率为3.08%，均处于历史低位。

**前11月进出口数据保持平稳。**据海关统计，今年前11个月我国货物贸易进出口总值39.79万亿元，同比增长4.9%。其中，出口23.04万亿元，增长6.7%；进口16.75万亿元，增长2.4%；贸易顺差6.29万亿元。11月当月，中国出口同比增5.8%，进口降4.7%，贸易顺差6928亿元。

**中央经济工作会议12月11日至12日在北京举行。**会议要求，明年要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，兜牢基层“三保”底线。要实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，保持流动性充裕。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。

**中共中央政治局召开会议，分析研究2025年经济工作。**会议认为，今年经济运行总体平稳、稳中有进，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。会议强调，做好明年经济工作，要实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。

**央行等九部门联合印发《关于金融支持中国式养老事业，服务银发经济高质量发展的指导意见》。**《意见》明确，到2028年，养老金融体系基本建立；到2035年，各类养老金融政策效果充分显现。《意见》提出，加强特定养老储蓄、商业保险年金、养老理财、养老目标基金等多元化金融产品创新，满足不同风险偏好人群的个性化养老需求。

1. **海外宏观**

**通胀担忧再升温，美国11月PPI环比增速创6月以来最大涨幅。**美国11月PPI同比升3.0%，预期升2.6%，前值从升2.4%修正为升2.6%；环比升0.4%，预期升0.2%，前值从升0.2%修正为升0.3%。核心PPI同比升3.4%，预期升3.2%，前值从升3.1%修正为升3.4%；环比升0.2%，预期升0.2%，前值从持平修正为升0.3%。

**美国上周首次申请失业救济人数 24.2万人，高于预期。**美国上周初请失业金人数24.2万人，预期22.0万人，前值从22.4万人修正为22.5万人。

**美国11月未季调核心CPI年率3.3%，符合市场预期。**美国11月未季调CPI同比升2.7%，预期升2.7%，前值升2.6%；季调后CPI环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.2%。未季调核心CPI同比升3.3%，预期升3.3%，前值升3.3%；季调后核心CPI环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.3%。

**欧洲央行将三大关键利率均下调25个基点。**这也是欧洲央行在今年6月宣布降息后，年内第四次降息。根据欧洲央行公布的最新利率决议，存款机制利率降为3.0%，主要再融资利率降为3.15%，边际借贷利率降为3.40%。

**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13日，中证1000上涨0.08%，中证500上涨0.15%，涨幅居前。从行业板块看，上周传媒、社会服务、纺织服饰领涨。

**2、权益市场估值**

图2：上周A股市场宽基指数PE（TTM）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **12/15/2024** | **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 | ↓ 0.05 | 41.1 | ↓ 0.46 | 70.9% | 86.3% | 81.8% |
| 深证成指 | 26.1 | ↓ 0.16 | 55.9 | ↓ 1.06 | 54.7% | 62.5% | 48.6% |
| 上证50 | 10.6 | ↓ 0.05 | 45.6 | ↓ 1.35 | 68.0% | 69.9% | 60.4% |
| 沪深300 | 12.7 | ↓ 0.08 | 44.3 | ↓ 1.37 | 60.5% | 66.8% | 60.5% |
| 中证500 | 26.9 | ↑ 0.02 | 37.2 | ↑ 0.09 | 48.9% | 84.2% | 79.6% |
| 中证1000 | 41.7 | ↑ 0.01 | 59.5 | ↓ 0.04 | 59.5% | 84.7% | 83.1% |
| 创业板指 | 34.6 | ↓ 0.37 | 16.2 | ↓ 0.45 | 16.7% | 29.1% | 33.2% |
| 科创50 | 84.0 | ↓ 2.63 | 94.7 | ↓ 2.99 | 94.7% | 94.7% | 94.4% |

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）

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | **12/15/2024** | **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) | 24.3 | ↓ 0.92 | 11.91% | ↓ 2.44 | 11.9% | 20.7% | 28.6% |
| 基础化工(申万) | 24.7 | ↑ 0.01 | 46.60% | ↑ 0.02 | 46.6% | 81.3% | 74.9% |
| 钢铁(申万) | 28.3 | ↓ 0.27 | 68.58% | ↓ 0.19 | 68.6% | 99.7% | 99.6% |
| 有色金属(申万) | 19.5 | ↓ 0.10 | 15.66% | ↓ 0.24 | 15.7% | 27.3% | 38.8% |
| 电子(申万) | 55.1 | ↑ 0.10 | 75.71% | ↑ 0.04 | 75.7% | 95.4% | 93.7% |
| 家用电器(申万) | 15.3 | ↑ 0.17 | 47.29% | ↑ 2.43 | 47.3% | 52.9% | 57.7% |
| 食品饮料(申万) | 21.6 | ↑ 0.43 | 18.28% | ↑ 1.42 | 18.3% | 7.2% | 10.0% |
| 纺织服饰(申万) | 21.8 | ↑ 0.89 | 23.56% | ↑ 5.12 | 23.6% | 35.4% | 36.0% |
| 轻工制造(申万) | 27.5 | ↑ 1.02 | 43.80% | ↑ 4.64 | 43.8% | 74.4% | 63.6% |
| 医药生物(申万) | 32.8 | ↓ 0.31 | 31.14% | ↓ 0.83 | 31.1% | 54.3% | 58.3% |
| 公用事业(申万) | 17.6 | ↓ 0.05 | 15.43% | ↓ 0.54 | 15.4% | 9.1% | 12.6% |
| 交通运输(申万) | 17.5 | ↓ 0.02 | 50.54% | ↓ 0.25 | 50.5% | 65.9% | 71.3% |
| 房地产(申万) | 42.0 | ↓ 1.06 | 99.44% | ↓ 0.28 | 99.4% | 99.0% | 98.6% |
| 商贸零售(申万) | 39.7 | ↑ 2.49 | 84.43% | ↑ 4.36 | 84.4% | 98.5% | 97.9% |
| 社会服务(申万) | 26.8 | ↑ 1.07 | 6.71% | ↑ 2.01 | 6.7% | 11.7% | 12.1% |
| 综合(申万) | 64.0 | ↑ 0.19 | 79.70% | ↑ 0.09 | 79.7% | 96.2% | 94.6% |
| 建筑材料(申万) | 26.7 | ↑ 0.32 | 75.80% | ↑ 0.71 | 75.8% | 99.6% | 99.5% |
| 建筑装饰(申万) | 10.4 | ↓ 0.10 | 46.29% | ↓ 2.22 | 46.3% | 71.4% | 82.1% |
| 电力设备(申万) | 32.5 | ↓ 0.71 | 31.91% | ↓ 3.25 | 31.9% | 54.8% | 45.7% |
| 国防军工(申万) | 70.5 | ↓ 0.31 | 60.11% | ↓ 0.58 | 60.1% | 86.2% | 87.2% |
| 计算机(申万) | 73.8 | ↓ 1.09 | 87.16% | ↓ 1.05 | 87.2% | 92.9% | 90.2% |
| 传媒(申万) | 44.0 | ↑ 1.83 | 59.86% | ↑ 2.14 | 59.9% | 87.8% | 85.2% |
| 通信(申万) | 33.1 | ↑ 0.63 | 23.75% | ↑ 2.45 | 23.7% | 38.2% | 52.5% |
| 银行(申万) | 5.7 | ↓ 0.03 | 33.92% | ↓ 0.22 | 33.9% | 37.9% | 53.9% |
| 非银金融(申万) | 17.4 | ↓ 0.41 | 63.63% | ↓ 4.78 | 63.6% | 80.7% | 83.4% |
| 汽车(申万) | 26.0 | ↑ 0.17 | 68.30% | ↑ 0.49 | 68.3% | 51.7% | 31.4% |
| 机械设备(申万) | 32.5 | ↓ 0.27 | 64.29% | ↓ 1.01 | 64.3% | 91.4% | 93.9% |
| 煤炭(申万) | 12.8 | ↓ 0.13 | 65.75% | ↓ 0.98 | 65.7% | 98.4% | 98.6% |
| 石油石化(申万) | 16.5 | ↓ 0.11 | 44.04% | ↓ 0.69 | 44.0% | 73.6% | 79.9% |
| 环保(申万) | 23.2 | ↓ 0.29 | 45.64% | ↓ 2.27 | 45.6% | 79.6% | 89.1% |
| 美容护理(申万) | 37.0 | ↑ 0.90 | 48.63% | ↑ 2.86 | 48.6% | 43.7% | 26.3% |

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**商贸零售**估值上行最多。当前**房地产、计算机、综合、商贸零售、建筑材料**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、食品饮料**板块估值处于历史较低水平。

**3、权益市场资金**

**12月13日，两融资金占比为9.29%，12月6日为9.48%，反映出杠杆资金加仓意愿下降。**截至12月13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

**4、海外权益市场**

**上周海外股市分化**。美国股市方面，道指下跌1.82%，标普500下跌0.64%，纳指上涨0.34%；欧洲股市方面，德国DAX上涨0.10%，英国富时100下跌0.10%，法国CAC40下跌0.23%；亚太股市方面，日经225指数上涨0.97%，恒生指数上涨0.53%。

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5385亿元逆回购操作，因有3541亿元逆回购到期，累计实现净投放1844亿元。

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400亿元，地方政府债计划发行357.8元，整体净缴款322元。

表1：12月16日-12月20日政府债发行缴款

单位：亿元

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 12月16日 | | 12月17日 | | 12月18日 | | 12月19日 | | 12月20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 | 0 | 0 | 400 | 248 | 0 | 109.8 | 0 | 0 |
| 到期 | 0 | 0 | 0 | 207.7 | 982.4 | 0 | 200.7 | 0 | 0 | 0 |
| 缴款 | 955 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 400 | 248 | 0 | 109.8 |
| 净缴款 | 955 | | -207.7 | | -982.4 | | 447.3 | | 109.8 | |

**同业存单发行：**本周到期7152亿元，高于前一周3569亿元，其后两周分别为7127亿元、536亿元。

图7：同业存单到期与发行

**回购市场：**12月9-13日， DR001、R001从上周一的1.52%、1.69%下行至上周五的1.42%、1.63%，上周五单日分别下行7.9bp、5.0bp，不过二者周均值分别较前一周上行7bp、12bp。DR007从上周一的1.78%上行至上周二的1.82%，上周五下行至1.69%，R007从上周一的1.87%上行至上周二的1.93%，上周五震荡下行至1.91%，二者周均值均上行11bp。

**票据利率：**一级市场签发量持续向好，一路突破两千亿元关口，企业融资贴现需求同步释放，卖盘票源供给充足。上周前半周主要大行农行、农发、建行等陆续抬价进场收票，中小行谨慎观望，择机高价收票，叠加政治局会议、中央经济会议召开释放了“更加积极有为”的鲜明信号，一定程度上提振市场信心，买盘情绪收敛。上周后半周，标杆大行带头降价收票，买盘机构跟随进场，卖盘出票转而谨慎，供需博弈下，票据利率涨后回调。

**（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** | **9.2** | **18.51** | **34.18** | **-13.32** |
| 环比 | 5.70 | -4.25 | -0.10 | -24.55 |
| 年初以来 | -11.78 | 7.44 | 18.66 | -43.72 |
| 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 | 26.90 | 15.64 | 18.59 | 51.51 |
| 2016年以来分位数 | 6.60% | 71.14% | 95.18% | 5.89% |

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** | **31.54** | **30.9** | **32.91** | **44.23** | **43.61** |
| 环比 | 5.98 | 7.40 | 6.66 | 10.30 | 8.01 |
| 年初以来 | -0.8 | -4.33 | -4.35 | 10.59 | -1.51 |
| 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 | 45.65 | 36.40 | 38.86 | 42.84 | 44.12 |
| 2016年以来分位数 | 19.05% | 34.52% | 29.93% | 59.32% | 47.41% |

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下行。**其中，中债国债1年期收益率下行19.03BP至1.1582，3年期下行13.33BP至1.2502，5年期下行17.58BP至1.4353，10年期下行17.68BP至1.7771。

**长期限高等级票据信用利差走阔。**中债1年期AAA级中短期票据信用利差走阔5.98BP，中债2年期AAA级中短期票据信用利差走阔7.40BP；中债3年期AAA级中短期票据信用利差走阔6.66BP。

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

**上周美债收益率分化。**上周10年期美债收益率上行25BP，10年期国债收益率下行17.68BP，中美利差倒挂程度增加。全周来看，1年期美债收益率上行5BP，3年期美债收益率上行16BP，10年期美债收益率上行25BP。

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升值。**上周美元指数上行0.92%，中间价贬值0.04%，即期汇率下行0.29%，离岸人民币汇率升值0.06%。

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 | 106.9428 | 7.1876 | 7.2795 | 7.2795 |
| 对照日期 | 105.9702 | 7.1848 | 7.2582 | 7.2839 |
| 涨跌 | 0.92% | -0.04% | -0.29% | 0.06% |

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，上周召开中央政治局会议和中央经济工作会议，12月中央政治局会议延续了9月末宏观政策转向以来一贯积极的政策总基调。中央经济工作会议总体在具体政策细节方面较中央政治局会议更加深入和细化，政策有亮点、有方向、有力度，对提振宏观经济和金融市场信心具有积极作用。经济数据方面，11月食品价格超季节性下降拖累CPI，PPI环比由降转涨；11月出口增速回落 进口继续降温；11月社融增速企稳，化债扰动信贷增速。海外宏观方面，11月美国CPI通胀数据符合预期，预计本月继续降息。**

中央政治局会议指出，“要实施更加积极有为的宏观政策”、“稳住楼市股市”、“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”、“加强超常规逆周期调节”、“大力提振消费”。中央经济工作会议进一步深化政策落地的具体细节。对于如何宽财政，会议指出要“提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用”；对于如何宽货币，会议指出要“时降准降息，保持流动性充裕”；对于如何提振消费，会议指出要“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”。

经济数据方面，11月份，受气温偏高及出行需求回落等因素影响，全国CPI环比降幅扩大至-0.6%，同比涨幅收窄至0.2%。11月份，一系列存量政策和增量政策协同发力，国内工业品需求有所恢复，PPI环比由降转涨至0.1%，同比降幅收窄至2.5%。11月出口不及预期，美元计价，中国出口金额当月同比+6.7%，较前值（+12.7%）下行6.0个百分点，低于Wind一致预期的8.7%，主要是海外需求处于温和降温通道。11月进口延续承压态势，进口金额当月同比-3.9%，较前值（-2.3%）下行1.3个百分点，低于Wind一致预期的+0.6%，国内有效需求不足依然是进口同比读数不及预期的主要原因。11月新增社会融资规模23357亿元，低于Wind预期的28967亿元；新增人民币贷款5800亿元，低于Wind预期9208亿元。对公贷款延续同比少增，除了企业需求和盈利制约，也有化债置换的因素；社融中非标、债券均同比多增，一定程度上对冲信贷拖累。M2同比7.1%，Wind预期7.4%，前值7.5%；M1同比-3.7%，前值-6.1%。11月M1同比-3.7%，降幅较10月继续收窄，连续第二个月反弹。一方面反映了前期财政资金投放、地产政策持续放松下，经济活跃度有所回暖。另一方面是11月置换债的快速发行改善了企业资产负债表。

海外宏观方面，美国11月CPI环比0.3%，持平于一致预期，但高于前值（+0.2%）；同比2.7%，符合一致预期(+2.7%)，但强于前值（+2.6%）。核心CPI环比0.3%，持平于一致预期和前值；同比3.3%，持平一致预期和前值。由于符合预期的通胀数据不会对降息形成明显掣肘，叠加近期失业结构有所恶化，联储在本月继续降息25bp的概率较大，预计截至明年年中，联储至少有75bp降息空间。

**（二）权益市场展望和策略**

总体判断：市场处于宽幅震荡区间，持续大涨或大跌的概率都较为有限。12月重要会议明确了货币政策进一步宽松的总基调，在分母宽松的逻辑下，中小市值品种的短期交易弹性或将优于大市值品种的表现。预计人工智能、消费新业态和机器人等领域的短期交易性机会较为集中。

总体来看，上周两场重要会议给予的政策方向明确、力度前所未有，对提振宏观经济和金融市场信心具有积极作用。中央经济工作会议具体提出要实施“更加积极的财政政策”、“适度宽松的货币政策”、“着力提振内需”、“稳住楼市股市”等措施。按照过往的惯例，12月的会议是确定明年经济工作的基调，明确经济工作的指导框架，并不涉及具体的数字，这也为明年经济政策应对各类不确定性，留出了较为充裕的腾挪空间。

权益市场部分资金之前的预期过高，短期博弈政策过后，带来了一定幅度的震荡。我们认为货币政策进一步明确了明年的宽松基调：虽然汇率的掣肘依然存在，但适度宽松的提法是一个重大的变化。可以看到国债收益率持续下行，10年期收益率跌破1.8%，30年期收益率迫近2%，债市对于分母宽松的反馈是如此的迅速和清晰。国内分母宽松的交易逻辑将继续领引市场走势，大市值与中小市值资产之间的分叉并不会因为超过历史均值就必然出现回归，短期中小市值品种或更具交易弹性。

海外AI行业应用端发展如火如荼，OpenAI持续12天的发布会，从品类、功能和使用便捷性等角度，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应用方向持续扩散，开始进入新的扩张阶段，值得重视。

由于圣诞节假期临近，美国的经济数据平稳，以及Trump Trade的持续降温，海外短期暂无新增变化。市场预期明年特朗普就职之后的新政落地，会推动美国经济强劲复苏，反馈在美元、美债和美股。维持短期海外宏观变化不大，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，特别是上周五披露的11月份总体偏弱的金融数据验证了我们的这一观点。

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，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。后续如果政策思路依然是投资导向，或者对消费的提振局限于以旧换新，明年国内信用周期的持续性驱动还是比较困难，债市依然是看多。从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。策略层面，货币政策适度宽松表现在流动性充裕，预计年末即将降准，此外降息也是明年关税落地前的优先选择，在货币政策宽松助力下债市的利率中枢仍然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，我们依然认为国内利率无需考虑锚点，这也是目前市场的一致预期。如果市场先定价宽货币再定价宽信用，那么在降息周期结束或实质驱动宽信用的政策推出前，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。目前一方面12月份重要的会议已经落地，政策的短期扰动已经消退，另一方面央行在三季度货政报告里删除了关注长债收益率的表述，短期的干预也可控。因此我们继续维持上周的判断，债市多头不轻易下车，短期调整回撤可控，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月底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。随着理财估值整改、正偏离释放后，理财收益率可能会出现短期上行，从而会吸引资金流入，叠加今年底明年初理财开门红，规模或继续维持增长，带动信用利差继续压缩。在风控允许以及负债端稳定的范畴下，短期限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。