内需偏弱，权益调整与债市震荡

——鑫元周观点（2026.11.16-2026.11.22）

一、核心观点

宏观层面，10 月消费和投资偏弱，外需与电子制造仍有韧性。政府债托底社融，居民融资仍弱。个税拉动财政收入回升，基金支出转正，一般预算支出仍偏慢。国内债市方面，资金利率重回低位，政府债所得税调整担忧减轻，债基赎回压力边际缓解，市场情绪偏乐观。利率已回到前低附近，信用债基金赎回压力尚存，收益率或仍以震荡为主。海外方面，核心通胀连续超预期，美联储纪要偏鹰，12 月加息仍是基准情形。美股中期仍有基本面支撑，长端美债收益率下行空间或有限。

权益市场方面，海外三重利空叠加，恐慌在定价。SEC 审查英伟达潜在会计问题，市场从为“增长”付费转为对“增长的质量与会计”定价。郭明錤称谷歌削减 2027 年博通 TPU 8i 约 100 万颗（约 20%）、集中于高价 8i Max，是需求结构的分歧；12 月加息概率 96.4%，压住估值。标普连跌七日、单周－8.61%，VIX 收 35.89、盘中 40.03，恐慌已进入历史极端区间。

固定收益市场方面，上周债市的主线是赎回冲击的发酵与消退，叠加政府债利息免税预期扰动，收益率走出“先上后下”的宽幅震荡格局。上周初，点状信用风险事件引发的理财预防性赎回继续压制市场情绪，叠加“政府债利息所得税”调研传闻发酵，中长端承压明显。全周来看，10 年国债收益率较上周中枢有所下移，但过程波动剧烈；信用利差在上周初走扩后部分修复，中低等级、弱资质品种的修复进度明显滞后。资金面是本周行情转换的关键变量。央行延续“隔夜常态化+中期缩量回笼”的操作框架，但税期过后短端投放及时加码，资金面整体维持宽松，成为债市情绪修复的基础条件。基本面方面，10 月经济数据整体偏弱：规模以上工业增加值同比 4.8%，消费修复动能减弱，社融改善几乎完全由政府债融资贡献，私人部门融资需求继续走弱。LPR 连续第 18 个月持平，1 年期 3.0%、5 年期 3.5%，货币政策处于观察期，价格工具短期落地的概率不高。基本面对债市仍构成方向性支撑，但在本周并未成为定价主线。

二、宏观动态

（一）国内宏观

10月经济数据走弱，外需与高技术制造仍有支撑。11月16日，国家统计局公布10月数据。规模以上工业增加值同比增长4.8%，社会消费品零售总额同比增长0.4%，两项增速均较9月回落0.7个百分点。1—10月固定资产投资同比下降8.1%，制造业、地产和基建投资的当月降幅均扩大。10月工业出口交货值、高技术制造业增加值分别同比增长18.6%、17.6%，仍是生产端的主要支撑。

10月社融由政府债托底，信贷依然偏弱。据11月13日公布的数据，10月社融新增11511亿元，同比多增3333亿元，存量同比增长7.2%；政府债券融资同比多增7017亿元，剔除政府债后社融同比少增3684亿元。金融机构人民币贷款净减少1000亿元，其中住户贷款减少4300亿元，企业中长期贷款同比多增1300亿元。M1、M2分别同比增长4.4%、7.1%，M1回升部分受低基数及活期存款同比少减支撑。

10月财政收入回升，政府性基金支出转正。11月20日，财政部公布1—10月财政收支。10月一般公共预算收入同比增长3.4%，其中个人所得税同比增长89.5%，或受历史所得集中补税带动。一般公共预算支出同比增长0.5%，前10月完成全年预算的76.0%，低于近三年同期均值77.3%。政府性基金收入、支出分别同比增长9.5%、17.2%，基金支出回升主要由非土地相关支出带动，土地出让收入仍同比下降9.0%。

（二）海外宏观

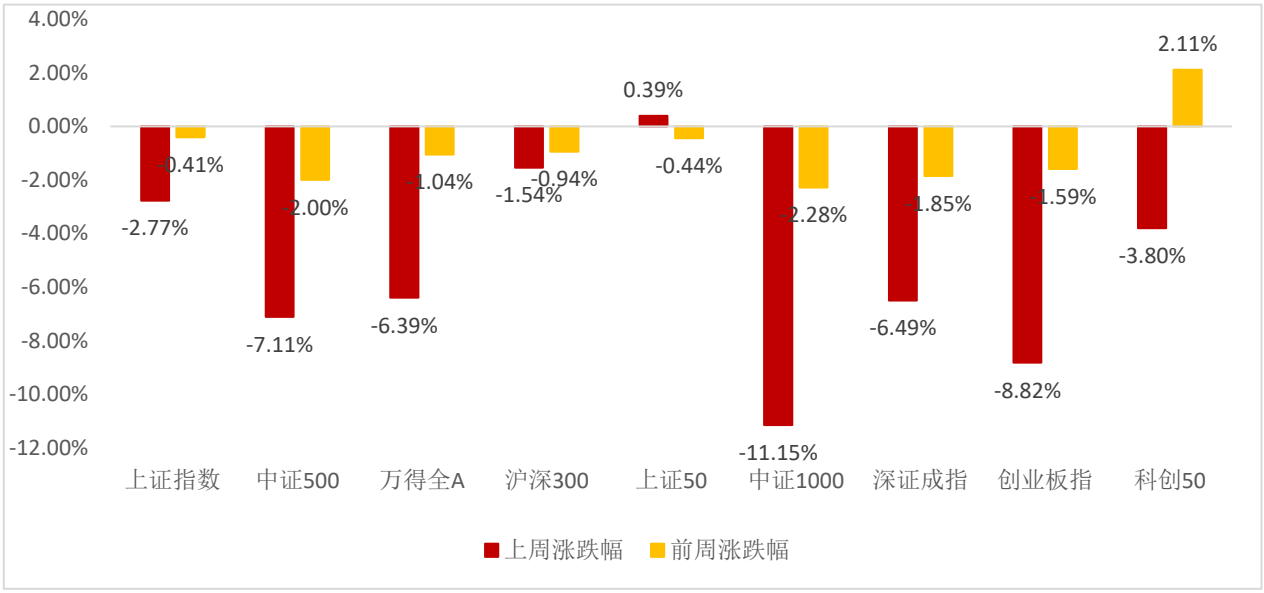
美联储10月会议纪要偏鹰。当地时间11月18日公布的纪要显示，10月会议维持利率不变。几乎所有与会者认为，若通胀和就业符合基准预期，未来数月进一步加息可能是合适的。纪要还提示AI融资的金融稳定风险。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数延续下跌。国内 10 月经济数据全面弱于预期，海外美联储 10 月议息会议纪要指向继续加息，美股调整剧烈，全球长久期成长类资产的压力向 A 股传导，上周 A 股延续下跌态势，跌幅随市值下沉急速放大。指数方面，中证 1000 下跌 11.15%，创业板指下跌 8.82%，中证 500 下跌 7.11%，万得全 A 下跌 6.39%。全 A 个股当周涨跌幅中位数为－5.07%。风格上只剩大盘价值（+3.53%）与金融地产（+1.20%）两个正收益方向，**银行以+3.16%领涨行业并带动工行、建行、中信银行等创历史新高；传媒（－15.25%）、机械设备（－11.92%）、通信（－11.75%）领跌。**

2、权益市场估值

图：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2026/11/20	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	15.6	↓0.25	46.7	↓4.21	75.3%	81.7%	76.2%
深证成指	23.2	↓1.45	41.5	↓9.60	30.4%	24.3%	18.2%
上证 50	12.0	↑0.34	63.8	↑5.92	92.0%	92.1%	89.7%
沪深 300	13.5	↑0.11	54.7	↑2.24	71.7%	72.3%	64.6%
中证 500	25.7	↓1.72	28.3	↓8.37	36.4%	57.5%	52.8%
中证 1000	33.8	↓4.05	23.3	↓17.52	23.3%	32.0%	27.7%
创业板指	25.1	↓2.43	1.3	↓2.96	1.5%	2.4%	3.1%
科创 50	90.6	↓2.95	66.7	↓2.61	66.7%	66.7%	65.7%

数据来源：Wind、鑫元基金

图：上周 A 股市场申万一级行业 PE（TTM）

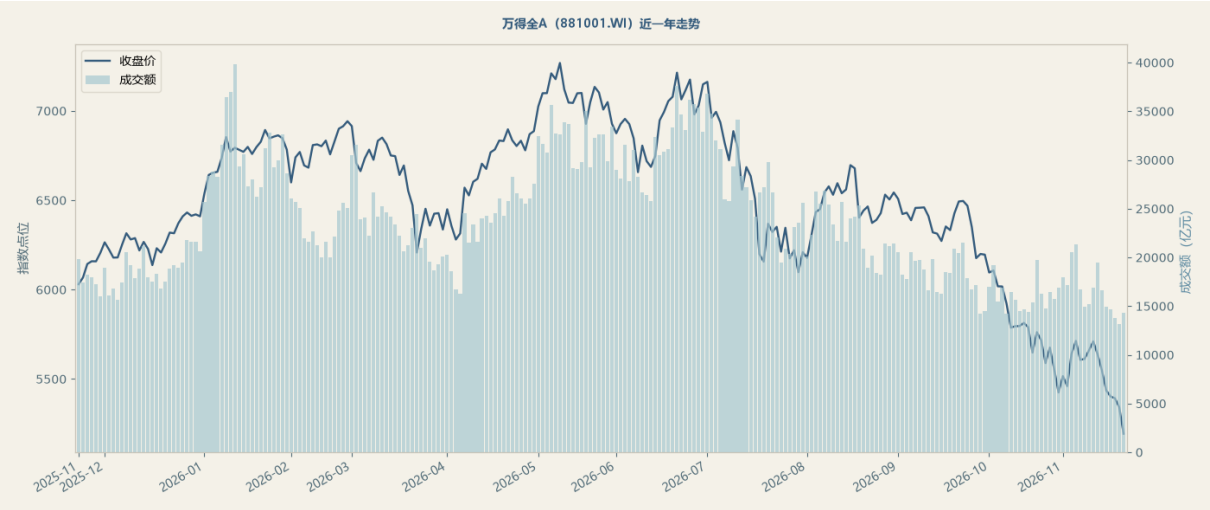
	2026/11/20	同比前周变化	历史以来	同比前周变化	10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
农林牧渔(申万)	84.4	↓4.01	90.31%	↓0.77	90.3%	87.7%	84.0%
基础化工(申万)	20.1	↓1.64	25.62%	↓6.88	25.6%	40.5%	30.9%
钢铁(申万)	33.3	↓1.10	71.56%	↓4.42	71.6%	90.8%	88.1%
有色金属(申万)	11.6	↓1.36	0.00%	↓0.30	0.0%	0.0%	0.0%
电子(申万)	34.5	↓3.51	17.94%	↓6.67	17.9%	28.2%	19.3%
家用电器(申万)	15.8	↑0.14	58.59%	↑1.43	58.6%	66.7%	71.0%
食品饮料(申万)	23.0	↑0.24	31.94%	↑0.48	31.9%	30.5%	37.3%
纺织服饰(申万)	22.4	↓2.24	26.72%	↓19.30	26.7%	35.4%	33.2%
轻工制造(申万)	30.4	↓3.12	53.70%	↓10.19	53.7%	80.4%	74.5%
医药生物(申万)	27.6	↓2.06	16.97%	↓4.40	17.0%	26.8%	29.8%
公用事业(申万)	24.8	↑0.06	78.45%	↑0.41	78.5%	83.7%	81.0%
交通运输(申万)	15.8	↑0.05	33.58%	↑0.52	33.6%	37.2%	45.2%
房地产(申万)	10.3	↓0.90	24.83%	↓6.47	24.8%	39.0%	30.6%
商贸零售(申万)	28.5	↓3.02	44.84%	↓9.49	44.8%	50.6%	36.0%
社会服务(申万)	36.7	↓3.43	23.25%	↓6.29	23.2%	31.4%	16.2%
综合(申万)	59.0	↓7.19	72.30%	↓5.85	72.3%	81.6%	76.1%
建筑材料(申万)	28.0	↓2.04	71.41%	↓4.79	71.4%	85.3%	80.9%
建筑装饰(申万)	13.9	↓0.73	71.71%	↓1.61	71.7%	93.2%	92.3%
电力设备(申万)	22.0	↓2.00	8.85%	↓3.33	8.8%	14.0%	17.2%
国防军工(申万)	46.7	↓5.83	2.68%	↓8.53	2.7%	3.3%	4.3%
计算机(申万)	50.0	↓5.27	23.47%	↓17.67	23.5%	22.2%	17.8%
传媒(申万)	32.8	↓5.90	26.33%	↓21.15	26.3%	41.1%	33.0%
通信(申万)	25.5	↓3.41	1.43%	↓6.38	1.4%	2.3%	2.9%
银行(申万)	6.9	↑0.21	79.69%	↑8.02	79.7%	84.8%	88.7%
非银金融(申万)	11.2	↑0.06	2.29%	↑0.13	2.3%	3.2%	4.1%
汽车(申万)	23.1	↓2.26	45.02%	↓14.65	45.0%	30.0%	9.1%
机械设备(申万)	30.8	↓4.11	48.27%	↓14.57	48.3%	61.0%	57.2%
煤炭(申万)	16.3	↑0.05	70.08%	↓0.05	70.1%	87.5%	83.8%
石油石化(申万)	13.8	↓0.05	16.50%	↓0.39	16.5%	26.0%	30.4%
环保(申万)	20.4	↓1.82	15.92%	↓15.08	15.9%	25.1%	28.9%
美容护理(申万)	25.0	↓1.55	3.42%	↓1.99	3.4%	0.4%	0.5%

数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数和各行业估值多数下行。从行业板块看，上周银行、食品饮料上行最多，传媒、国防军工、计算机下行最多。当前**农林牧渔**板块估值处于历史较高水平；**非银金融、通信、有色金属、电力设备、美容护理**板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

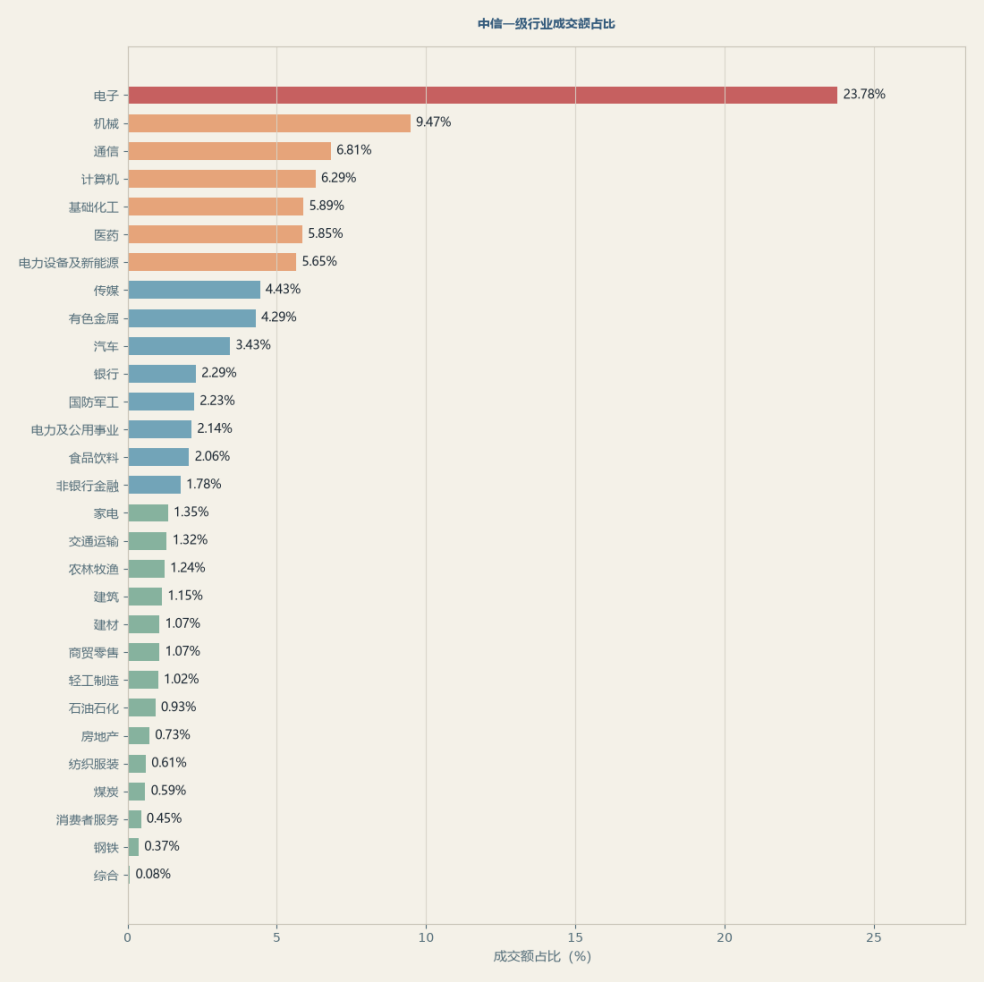
图：万得全 A（881001.WI）近一年价量走势



数据来源：Wind、鑫元基金

近一周万得全 A 指数震荡调整，累计下跌 6.39%。从成交额来看，市场交投活跃度有所回落，上周内日均成交额约 1.42 万亿元。截至 2026 年 11 月 20 日，万得全 A 收于 5194.02 点，近一年累计下跌 13.87%。

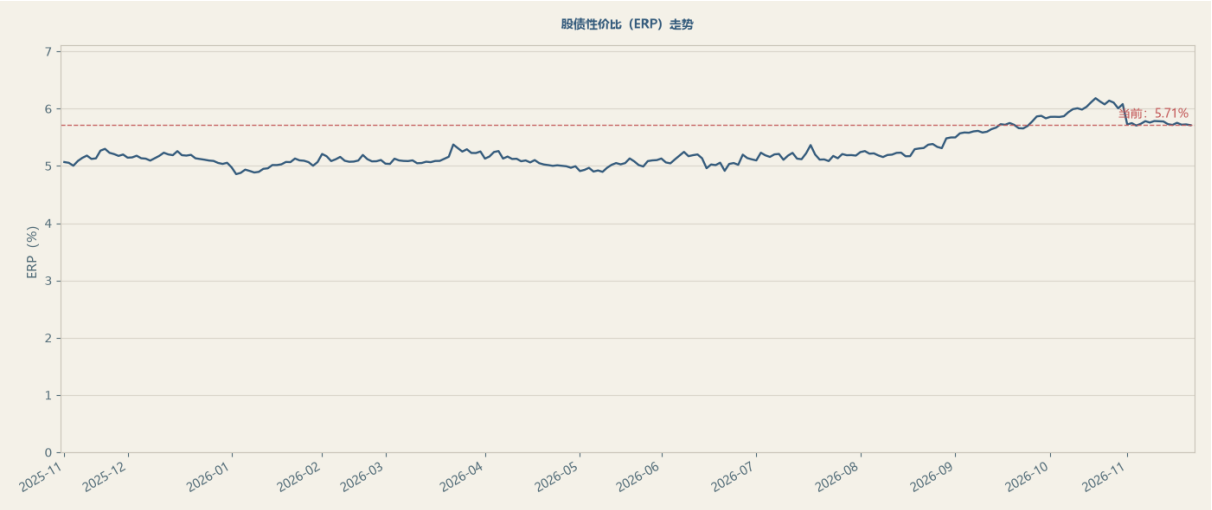
图：中信一级行业成交额



数据来源：Wind、鑫元基金

从行业成交额占比来看，电子行业以23.78%的占比位居首位，显著高于其他行业，显示资金高度集中。机械（9.47%）、通信（6.81%）、计算机（6.29%）和基础化工（5.89%）分列二至五位，成交额分布呈现明显的头部集中特征。

图：股债性价比（ERP）走势



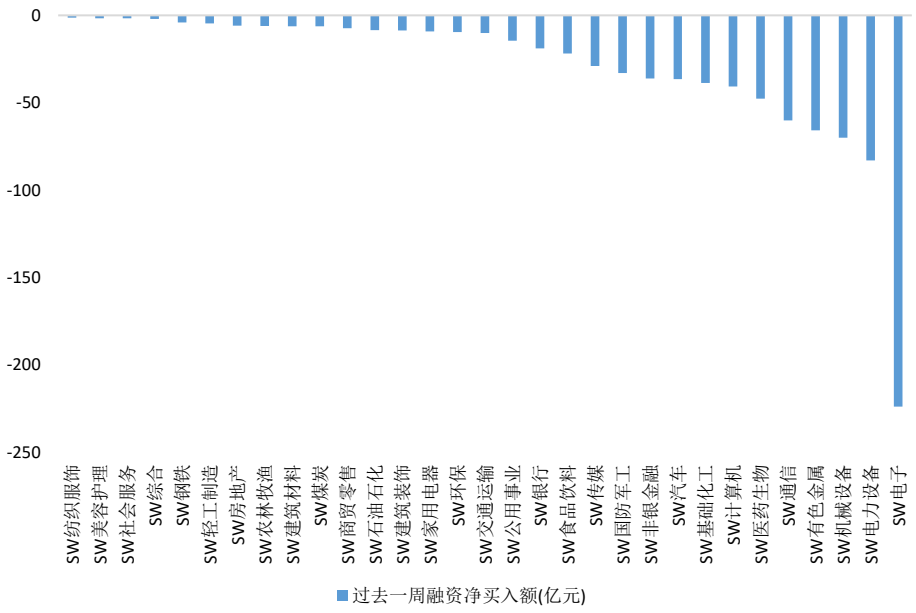
数据来源：Wind、鑫元基金

当前 ERP 值为 5.71%，处于 2016 年以来 75.00%的分位水平，权益资产相对于债券资产的性价比处于较高水平。从走势来看，ERP 近一年震荡抬升。

4、权益市场资金

11 月 20 日，融资买入额占 A 股成交额比例为 7.63%，较 11 月 13 日的 8.17%下行。截至 11 月 20 日，上周融资净卖出的前三行业为**电子、电力设备、机械设备。**

图：上周两融资金行业流向（亿元）

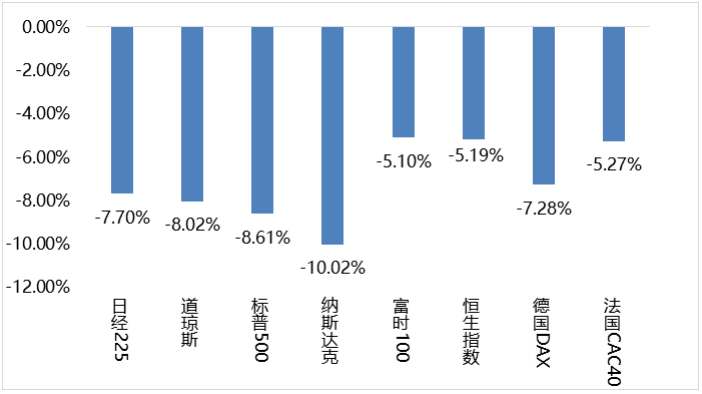


数据来源：Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外主要股指均下跌。美国股市方面，道琼斯下跌 8.02%，标普 500 下跌 8.61%，纳斯达克下跌 10.02%；欧洲股市方面，英国富时 100 下跌 5.10%，德国 DAX 下跌 7.28%，法国 CAC40 下跌 5.27%；亚洲股市方面，日经 225 下跌 7.70%，恒生指数下跌 5.19%。

图：上周海外主要指数涨跌

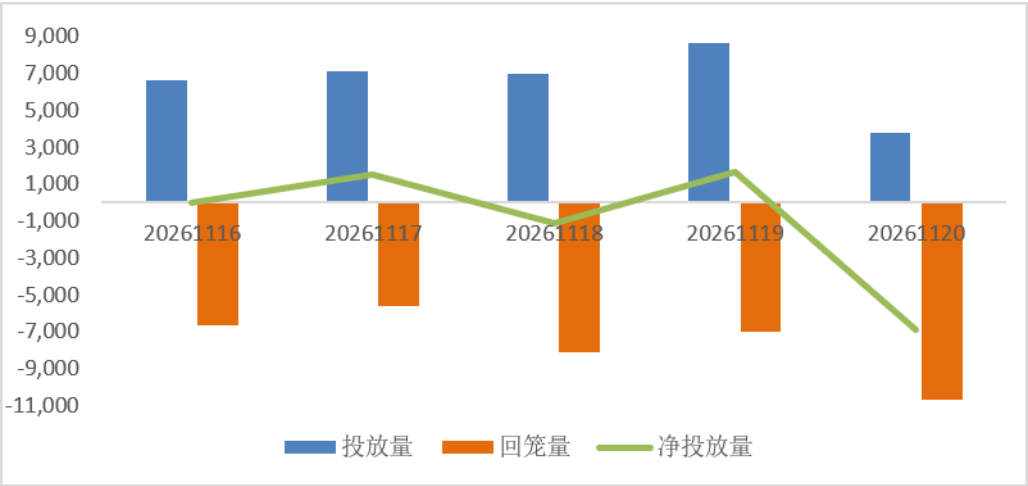


数据来源：Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上周央行进行 30212 亿元逆回购、1000 亿国库现金定存及 2000 亿买断式逆回购操作，因有 33057 亿元逆回购、2000 亿国库现金定存及 3000 亿买断式逆回购到期，整体上实现净回笼 4845 亿元。

图：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 2000 亿元，地方政府债计划发行 3392 亿元，整体净缴款 5600 亿元。

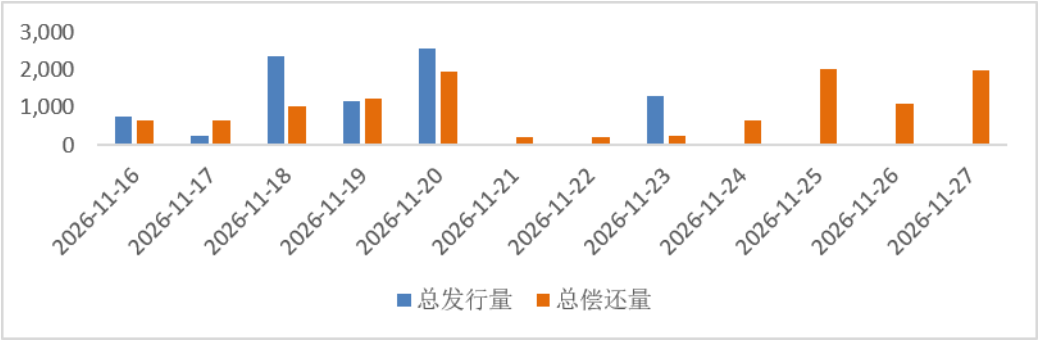
表：11 月 23-11 月 27 日政府债发行缴款

单位：亿元

	11 月 23 日		11 月 24 日		11 月 25 日		11 月 26 日		11 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	808	2000	561	0	455	0	698	0	869
到期	0	219	0	106	0	68	301	23	0	21
缴款	1450	365	0	808	2000	561	0	455	0	698
净缴款	1596		702		2493		132		677	

同业存单发行：本周（11 月 23-27 日）存单到期 6406 亿元，高于前一周的 5501 亿元。

图：同业存单到期与发行

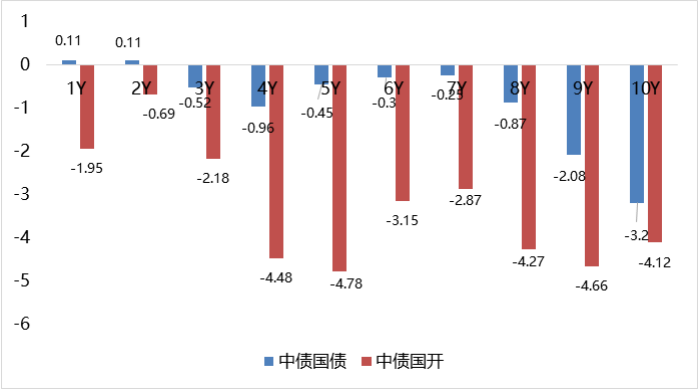


回购市场：上周资金面整体波动有限，税期结束后转松。上周一至上周三为税期，央行开展隔夜逆回购呵护资金面，叠加前一周周五开展的 7 天期逆回购，税期资金面整体较为平稳，R001、R007 分别运行于 1.36%—1.37%、1.41%—1.42%区间。上周四税期走款结束，央行净投放 1673 亿元，资金利率明显下行，R001、R007 分别降至 1.33%和 1.40%。上周五央行隔夜逆回购缩量，净回笼 6880 亿元，但资金面未明显收紧，仅 R001 小幅上行 0.9BP 至 1.34%。

票据利率：上周票据利率延续低位横盘，整体交投偏淡。供给方面，卖盘惜售情绪依旧浓厚，需求方面，大行维持 0.5%的利率收跨年票，中小型银行跟随入场，供需博弈下，利率在 0.5%的位置持续横盘。

（三）债券市场

图：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：中债国债期限利差（2026 年 11 月 22 日）

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	6.7	8.39	25.41	18.38
环比	-0.63	0.07	-2.75	-1.14
年初以来	2.12	-16.4	3.77	49.24
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	23.53	15.32	19.26	45.03
2016 年以来分位数	12.42%	11.50%	80.01%	17.93%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表：中债中短期票据信用利差（2026 年 11 月 22 日）

项目	AAA：1Y	AAA：2Y	AAA：3Y	AAA：4Y	AAA：5Y
信用利差	17.14	23.32	26.89	21.02	28.99
环比	-0.32	-4.54	-1.46	0.29	4.32
年初以来	0.53	7.62	7.48	-2.31	9.16
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	6.23	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	40.67	33.37	35.76	39.84	41.24
2016 年以来分位数	11.50%	24.40%	25.87%	8.89%	20.54%

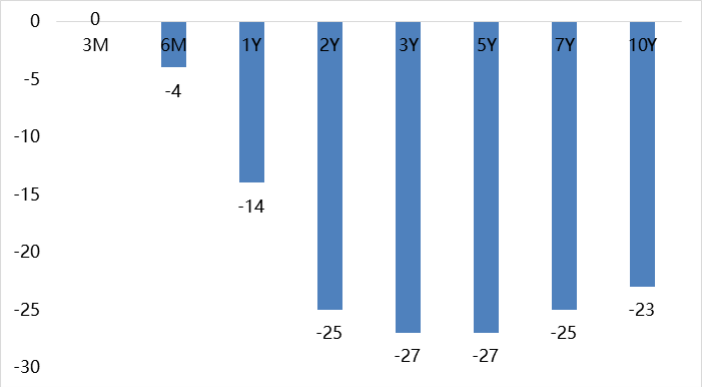
数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 至今

上周利率债各期限收益率涨跌不一。其中，中债国债 1 年期收益率上行 0.11BP 至 1.1753%，3 年期下行 0.52BP 至 1.2423%，5 年期下行 0.45BP 至 1.3262%，10 年期下行

3.20BP 至 1.5803%。

短期限高等级票据信用利差均收窄。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.32BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 4.54BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.46BP。

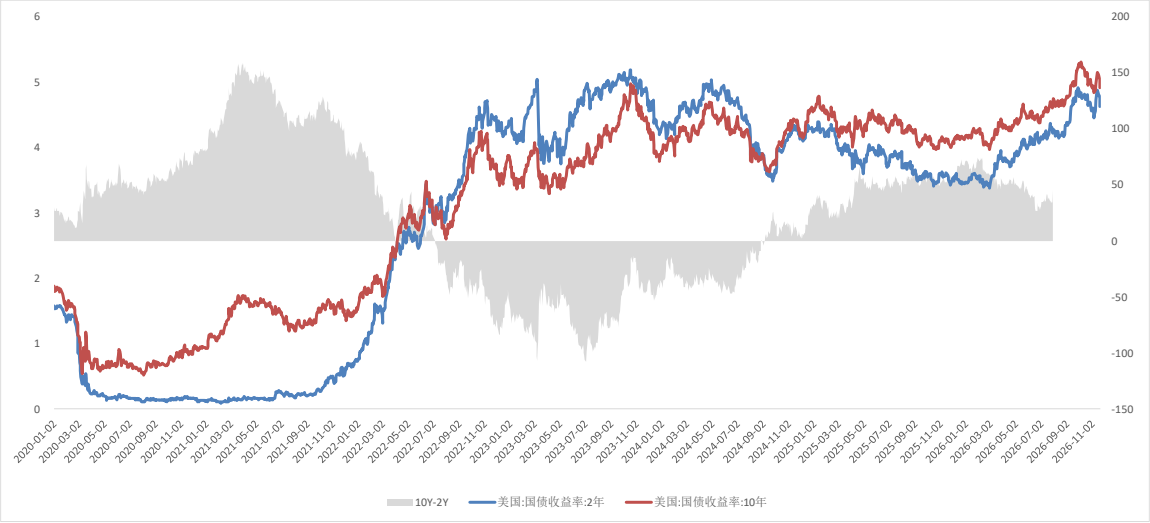
图：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债除 3 个月期收益率持平外，其余期限收益率均下跌。1 年期美债收益率下跌 14BP，3 年期美债收益率下跌 27BP，10 年期美债收益率下跌 23BP。

图：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

上周美元指数小幅上行，在岸和离岸人民币汇率涨跌互现。上周美元指数上涨 0.42%；人民币兑美元中间价升值 0.03%，即期汇率贬值 0.04%，离岸人民币汇率升值 0.00%。

表：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	103.8404	6.7131	6.6735	6.6748
对照日期	103.4109	6.7152	6.6707	6.6749
涨跌	0.42%	0.03%	-0.04%	0.00%

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

国内方面，10 月消费与投资偏弱，汽车和地产链需求仍承压，外需及电子制造业延续较高景气。社融回升主要依靠政府债，居民中长期贷款再度净减少，企业中长贷同比改善也有低基数和政策项目支撑，私人部门融资需求修复仍待观察。财政收入回升集中在个税，增值税和企业所得税基本持平。基金支出转正有助于缓解部分项目资金约束，但一般公共预算支出进度仍偏慢，土地收入约束仍在。年末重点观察专项债资金拨付和政策性金融工具配套融资能否带动施工与订单改善。权益方面，电子、高端制造和出口链仍有相对景气优势，基建与地产链的修复有待项目落地和盈利数据验证。国内债市方面，内需偏弱、居民信贷收缩继续为利率债提供配置支撑。政府性基金支出出现一定反弹，观察后续实物工作量形成速度。短期看，资金利率月初抬升后当前再度回到低点，市场政府债所得税调整担忧有所消化，债基赎回压力边际改善，债市情绪仍偏乐观；不过由于利率再度快速修复到前低附近，信用债基金赎回压力尚未完全解除，后续仍需持续关注央行流动性投放、机构赎回、资金波动等，收益率或仍以震荡为主。海外方面，美国 10 月 CPI 和核心 CPI 环比分别上涨 0.4%和 0.3%，均高于预期。核心 CPI 连续三个月超预期，核心商品与超核心服务价格同步走强。即使近期油价回落，前期高油价对商品和服务价格的二次传导仍可能延续。叠加美联储会议纪要释放的偏鹰信号，12 月加息仍是基准情形，幅度取决于后续通胀和就业信息。美股短期受紧缩预期及 AI 融资风险扰动，中期仍有经济韧性和 AI 产业趋势支撑，维持相对积极判断，关注 AI 资本开支回报和信用利差。美债方面，紧缩预期和经济韧性或限制长端收益率下行空间，后续财政谈判若带来更高赤字及发债供给，长端收益率仍有回升风险。

（二）权益市场展望和策略

海外三重利空叠加，市场恐慌情绪加剧。SEC 审查英伟达潜在会计问题，市场从为“增

长”付费转为对“增长的质量与会计”定价。郭明錤称谷歌削减 2027 年博通 TPU 8i 约 100 万颗（约 20%）、集中于高价 8i Max，是需求结构的分歧；12 月加息概率 96.4%，压住估值。标普连跌七日、单周－8.61%，VIX 收 35.89、盘中 40.03，恐慌已进入历史极端区间。

从美元、黄金和中国国债的表现来看，市场调整更多反映风险资产的流动性挤压。美元指数 103.32→103.75（+0.41%），在 12 月加息 96.4%的定价下只是温和走强，涨幅远小于 9 月那轮，说明本轮并非美元流动性收紧主导。

COMEX 黄金 3886.3→3515.4 美元（－9.55%），在 VIX 升至 36 的同时单周跌近一成、11 月 20 日单日－4.62%，这是典型的被动抛售：卖出最流动的盈利资产以补保证金，而不是避险需求消失。

中债 10 年期 1.6100%→1.5825%（－2.75bp），跟随美债下行、幅度更小，国内资金面平稳。三者合起来指向同一件事——风险资产的流动性挤压，而非货币层面的冲击，挤压过后修复也会更快。

从历史统计数据来看，极端市场波动后往往存在一定的反弹机会。三组常被引用的统计：VIX 升破 35 ——1990 年以来 17 次，其后 1 个月/3 个月中位数+5.7%/+10.4%、上涨概率 76.5%；VIX 单周升超 10 点后 5 个交易日反弹概率 68.8%、标普中位数+1.65%、纳指+3.09%；标普单周跌 8%一组受样本起点限制（自 1990 年、仅 10 次），1 个月/3 个月中位数+7.9%/+11.3%、3 个月胜率 66.7%。

此外，纳指/标普 500 相对 200 日均线偏离－10.11%/－5.97%，已跌破－1 倍标准差。

回到 A 股市场，上周小盘股跌幅明显超过权重股，市场去杠杆压力有所显现。上周小盘跌幅远超权重：中证 1000－11.15%、北证 50－13.29%、跌停 190 家，两融较 7 月底减少 3884 亿元，这是去杠杆与流动性挤压；美债 10 年期回落至 4.92%，反而解除了 138 期“站上 5.3%”的风险。本周初仍会承压，但跌幅与情绪已进入极值区，极易诱发快速反弹。策略上不追涨不杀跌：本周恐慌宣泄形成的极值点，是重要的加仓点；不能加，也不要卖。后续大幅反弹，需等待两个条件——外部负面进一步消化、主线真正形成。

（三）债券市场展望和策略

展望本周，债市的核心变量集中在 1 万亿元 MLF 到期如何续作上。当前 1 年期 MLF 中标利率大概率在 1.40%附近，市场对“量”的关切远大于“价”。若 MLF 缩量续作甚至延续中期回笼基调，将进一步强化央行对资金面“不缺不溢”的调控意图，短端下行空间受限，长端在缺乏增量利好的背景下也难以有效突破前低；若 MLF 等量或超额续作，则可能阶段性提

振多头情绪，10 年国债有机会再次测试 1.55%-1.56%一带的支撑。与此同时，下周还将公布 10 月工业企业利润数据，在 PPI 同比仍处高位、但中下游利润受成本挤压的格局下，利润修复的成色将影响市场对基本面边际变化的评估。

上周赎回压力已阶段性平息，但理财负债端的稳定性尚未完全恢复，信用利差处于极低水平意味着市场对负面信用事件的缓冲垫偏薄，任何新的点状风险都可能再次触发预防性赎回 10 年国债短期运行区间大概率在 1.55%—1.63%，30 年国债在 2.00%—2.08%。

策略方面，在当前“基本面无近忧、资金面有边界、信用面有尾部扰动”的组合下，策略上不宜对方向性资本利得做过高押注，以票息积累为核心，保持组合流动性是更稳妥的选择。利率债方面，久期维持中性水平，10 年国债在 1.58%以下进一步追涨的性价比有限，可等待 MLF 续作信号明朗后再做方向选择。若 MLF 续作偏积极且资金面确认转松，可适度参与 10Y—30Y 曲线压平交易；若 MLF 延续缩量，则以短端和 5—7 年高流动性品种作为底仓，规避超长端的止盈反转风险。信用债方面，继续以 3 年内高等级品种获取票息为主，中低等级和弱资质主体不宜因利差阶段性走扩而盲目下沉。负债稳定的账户可关注 5 年大行二级资本债在收益率 1.85%以上的配置价值，但整体信用久期不宜拉长。杠杆策略上，鉴于资金利率中枢仍略高于政策锚且央行对套利行为保持警惕，杠杆不宜过度，建议控制在合意水平以内，保留加仓空间以应对潜在的资金面波动。

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。