

# 经济弱现实与政策强预期 ——10月大类资产

2024年11月8日  
宏观策略分析

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部  
李席丰  
lixif@cspengyuan.com



## 主要内容：

### 一、表现回顾：债券表现平稳，股市剧烈分化

10月国内大类资产收益上“债券>商品>股票”。债券里10年期国债利率持平于2.15%，中债国债指数收益再次高于中债信用债指数收益，3年期中短期票据信用利差涨跌不一，等级利差走阔，中债城投收益率涨跌互现，低等级偏长端城投收益率上行；商品里南华综合指数由涨转跌，单月跌幅1.41%；A股主要指数分化，成长和小盘风格表现较好；国际市场，美股多月连涨后微跌，COMEX黄金价格再创历史新高，布伦特原油价格小幅上涨。

### 二、市场分析：市场围绕政策预期博弈，股债区间震荡

(1) 宏观基本面：9月经济继续分化，多项数据底部回升，基本面下行压力有所缓解，其中房地产投资降幅收窄，广义基建投资大幅上升，制造业保持较高景气，消费在低位小幅反弹，出口增速回落；CPI和PPI同比均回落，核心CPI同比接近零值，通胀水平偏低；金融信贷数据同比少增，M1增速再创历史新低，居民消费和企业扩表意愿偏弱；10月制造业PMI重回扩张区间，生产端和内需边际回暖。财政政策上继续落实前期存量政策，专项债基本完成发行，财政支出力度放缓。货币政策上首次落地支持股票市场的结构性货币政策工具，启用买断式逆回购操作工具。(2) 债市：跨季后银行间流动性平衡偏松，10年期国债利率主要在偏弱基本面、股市波动和财政政策预期博弈等多重因素影响下窄幅震荡。(3) 股票：10月，A股各板块剧烈分化，题材炒作热情高涨。(4) 商品：10月，COMEX黄金价格主要在美国降息预期、地缘冲突升级等因素的影响下震荡上涨；原油价格主要受中东地缘冲突降温、“特朗普交易”等影响下冲高回落。

### 三、展望和策略：债券短中长多，股市谨慎乐观

(1) 经济基本面：国内经济局部企稳，政策发力下四季度可能环比回暖。财政政策上保持积极，重点围绕稳增长、扩内需、化风险，近期陆续推出增量政策。货币政策上加大逆周期调节力度，提高货币政策调控精准性。(2) 债市：债市估计短期保持区间震荡走势，长期看多债市。(3) 股票：策略上，保持

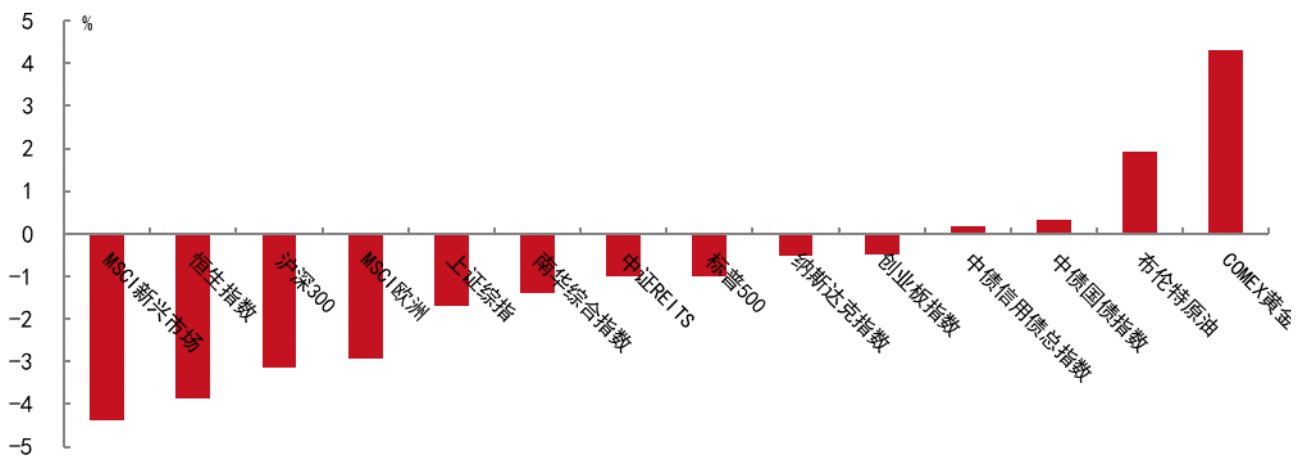
谨慎乐观，结构性行情里重视题材和个股，同时保持多元化配置。(4) 商品：美联储降息预期收敛，黄金逢低做多，长期仍看好。主要经济体需求偏弱，特朗普当选后原油供给预期上升，布伦特原油价格预计将偏弱震荡。

## 一、大类资产表现回顾：债券表现平稳，股市剧烈分化，黄金价格再创历史新高

### （一）大类资产收益对比

10月国内大类资产收益上呈现“债券>商品>股票”的格局。债券里中债国债指数收益再次高于中债信用债指数收益，单月分别录得0.32%和0.17%的收益；商品里南华综合指数由涨转跌，单月跌幅1.41%；A股主要指数分化，其中上证综指下跌1.70%，创业板指数下跌0.49%，沪深300下跌3.16%，港股恒生指数单月下跌3.86%；国际市场，美股在多月连涨后小幅下跌，其中标普500下跌0.99%，纳斯达克指数下跌0.52%；国际主要的大宗商品继续走势分化，其中COMEX黄金价格上涨4.31%，再创历史新高，布伦特原油单月上涨1.94%。

图1 10月国内大类资产中“债券>商品>股票”



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### （二）债券市场表现回顾

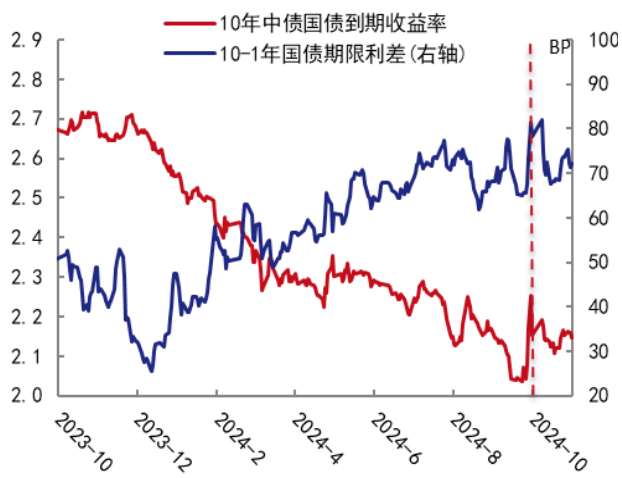
10年期国债利率持平于2.15%，中债10年期国债指数继续表现相对较好。10月，10年期国债到期收益率窄幅震荡，月末收益率和上月底持平，在[2.11, 2.19]区间波动，月度均值2.15%，较前一个月上升4BP；10年期国债和1年期国债的期限利差单月下降6BP，在[68, 82]区间波动，月度均值72BP，较前一月上升1BP，国债短端上行幅度高于长端。收益回报上，10月份中债10年期国债指数在5大债券指数中表现最好，收益率为0.36%，其次是中债总指数，收益率为0.27%，中债企业债AA指数表现最差，单月收益率为0.12%。

3年期中短期票据信用利差涨跌互现，等级利差走阔。10月，3年期中短期票据AAA、AA+、AA信用利差分别为69BP、83BP和101BP，分别较前一月分别收窄7BP、收窄4BP和扩大3BP，信用利差历史分位数分别为35.9%、29.9%、16.5%，分位数涨跌互现。从3年期中短期票据等级利差走势看，各等级利差

扩大，AA+/AAA 等级利差为 14BP，较上个月扩大 3BP，AA/AAA 等级利差为 32BP，较上个月上升 10BP。

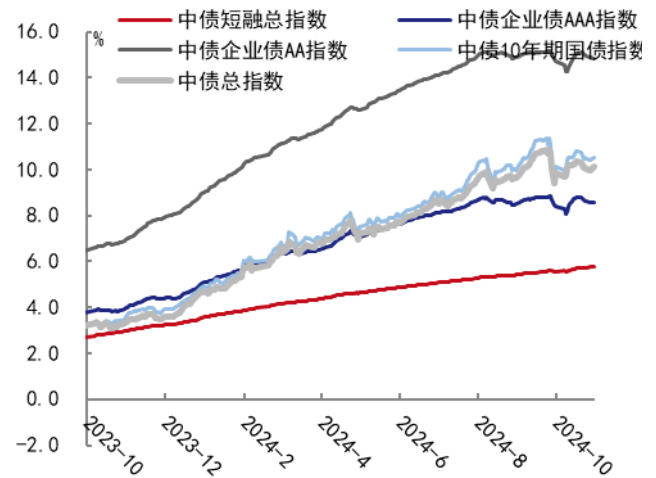
中债城投收益率涨跌互现，低等级偏长端城投收益率上行。10 月城投债收益率表现上，AAA、AA+、AA 和 AA-级 1 年期中债城投债收益率分别收于 2.11%、2.18%、2.3%和 2.77%，较前一月变化-7BP、-8BP、-5BP 和 16BP；AAA、AA+、AA 和 AA-级 3 年期城投债收益率分别变化 2.3%、2.37%、2.47%和 3.01%，较前一月变化-2BP、-3BP、-5BP 和 5BP；AAA、AA+、AA 和 AA-级 5 年期城投债收益率分别变化 2.44%、2.53%、2.67%和 3.74%，较前一月变化 6BP、4BP、6BP 和 36BP。从收益率历史分位来看，上述期限中 AAA、AA+、AA 等级城投到期收益率所处的历史分位较上月涨跌互现，分位数在 3.2%至 5.9%区间；AA-等级城投收益率历史分位数在 3.3%至 5.3%区间，其中 1 年期 AA-级历史分位数最高，为 5.3%。

图 2 10 月 10 年期国债到期收益率窄幅震荡



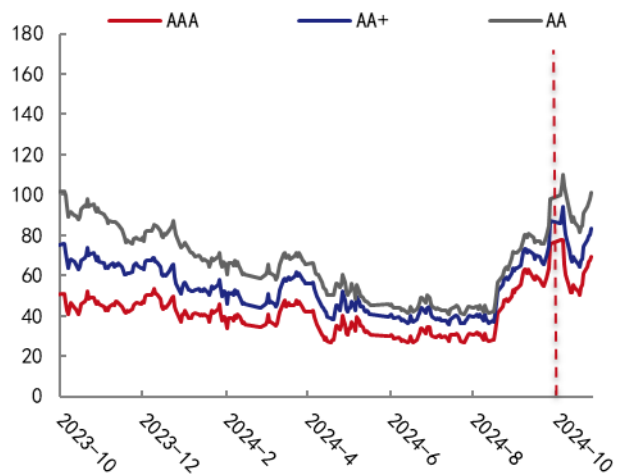
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 10 月中债 10 年期国债指数表现较好



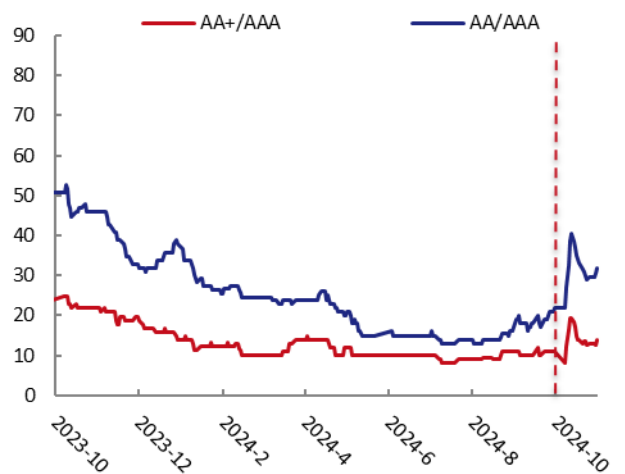
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 3 年期中债城投到期收益率涨跌互现



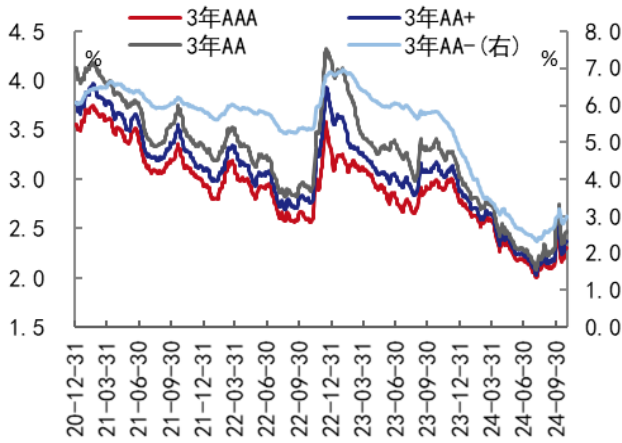
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 3 年期中短期票据等级利差先上后下



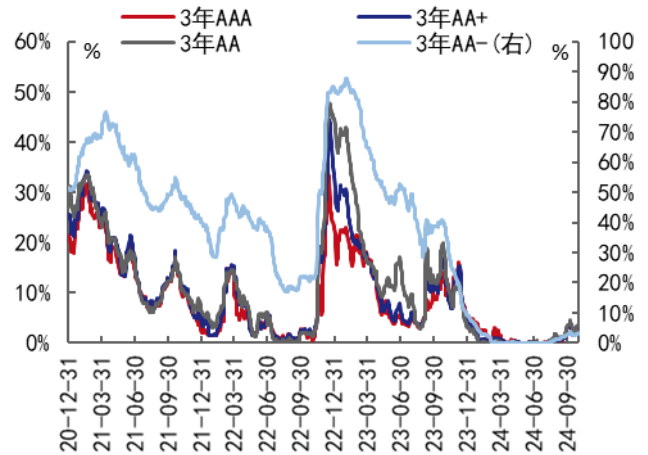
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 10月10年期国债到期收益率窄幅震荡



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图7 3年期中债城投到期收益率分位数涨跌互现



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

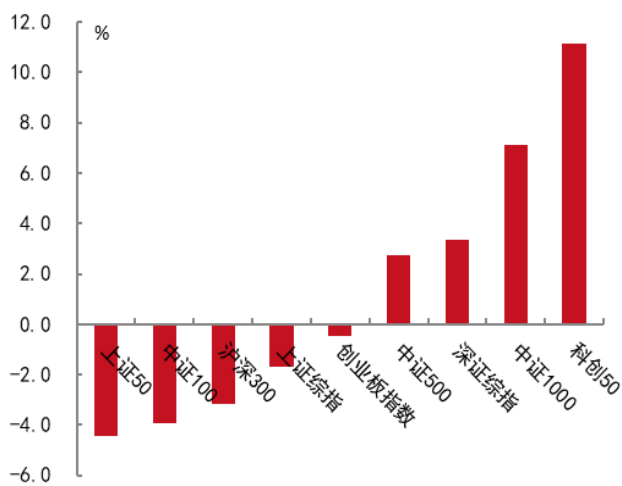
### (三) 股票市场表现回顾

10月, A股主要指数分化, 科创50领涨。上证综指、深证综指、创业板指三大指数分别下跌1.70%、上涨3.34%、下跌0.49%。9个指数中, 科创50涨幅最高, 其次是中证1000, 而上证50收益靠后。

市场风格上, 成长风格再次优于价值风格, 小盘优于大盘。10月, 多数风格收益为负, 小盘成长和大盘成长收益最高, 分别上涨1.92%和0.01%, 中盘价值和大盘价值收益靠后。

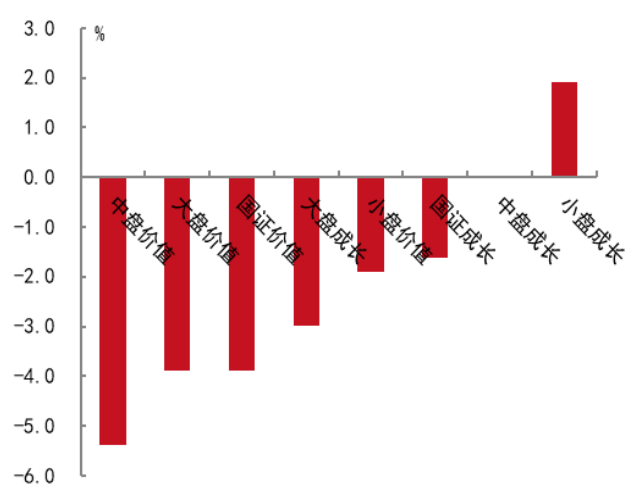
申万一级行业涨多跌少, TMT和军工板块涨幅靠前。10月, 31个申万一级行业有17个上涨、14个下跌, 其中电子、计算机、综合涨幅前三, 分别上涨14.65%、14.46%、10.72%; 食品饮料、煤炭和石油石化行业跌幅靠前, 跌幅分别为9.44%、8.04%、7.08%。

图8 10月主要股票指数明显分化



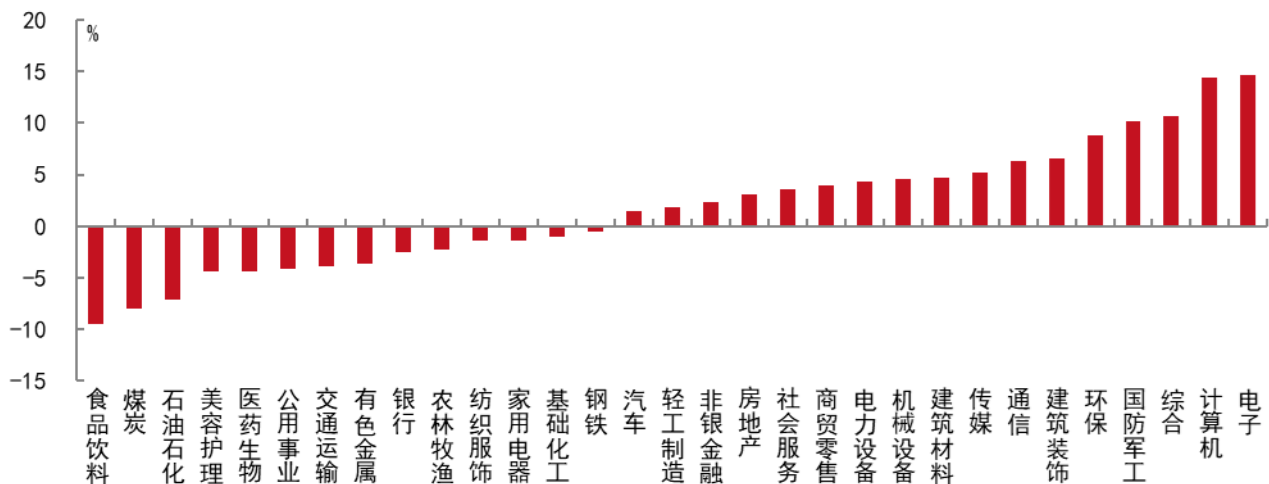
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图9 10月成长风格继续表现较好



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 10 9 月 31 个行业均上涨，10 月申万一级行业涨多跌少

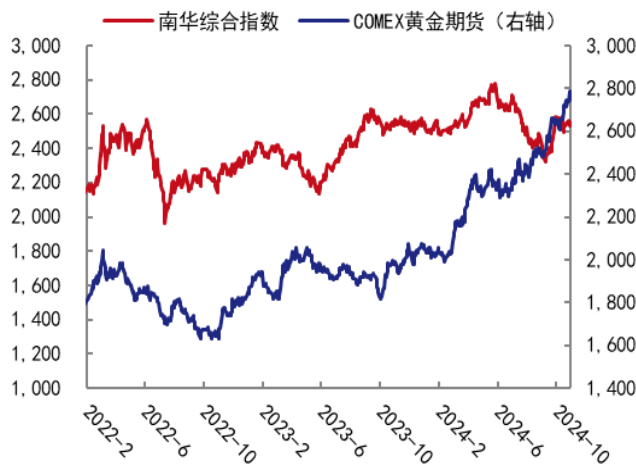


资料来源：Wind，中证鹏元整理

#### (四) 商品市场表现回顾

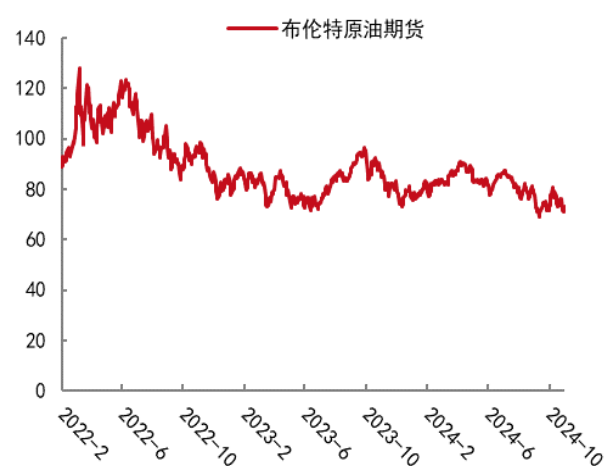
国内南华综合指数下跌，国际黄金和原油走强。10 月，南华综合指数高位由涨转跌，涨幅 1.41%，收于 2550.29 点。国际商品中，COMEX 黄金期货和布伦特原油均环比上涨。10 月，COMEX 黄金期货价格环比上升 114 美元/盎司，环比涨幅为 4.31%，涨幅收窄 1.09pct；布伦特原油价格上升 1.39 美元/每桶，环比上涨 1.94%，前一月环比下跌 8.92%。

图 11 南华综合指数下跌，COMEX 黄金继续上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 12 布伦特原油小幅反弹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 二、市场分析：财政政策预期博弈激烈，股债均迎来震荡行情

### (一) 宏观经济和政策分析

#### 1、经济基本面



9月经济继续分化，多项数据底部回升，基本面下行压力有所缓解，其中房地产投资降幅收窄，广义基建投资大幅上升，制造业保持较高景气，消费在低位小幅反弹，出口增速回落；CPI和PPI同比均回落，核心CPI同比接近零值，通胀水平偏低；金融信贷数据同比少增，M1增速再创历史新低，居民消费和企业扩表意愿偏弱；10月制造业PMI再度回升，重回扩张区间。具体分项如下：

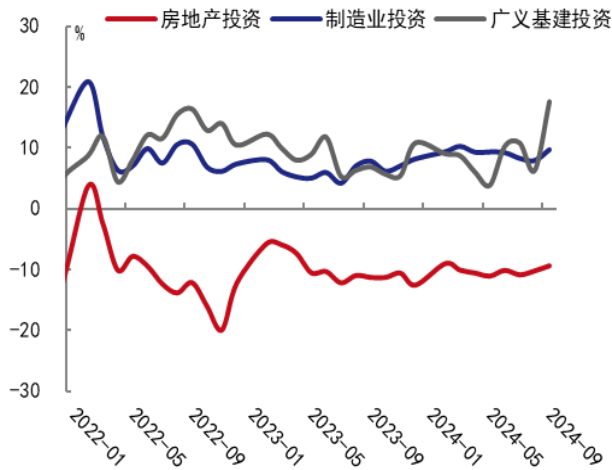
**1) 经济增长：投资增速企稳，消费边际回暖，出口增速再度回落，其中房地产投资低位徘徊。**投资端，9月广义基建投资当月同比17.2%，较8月增速上升11.3pct，狭义基建当月同比2.2%，较8月上升1.0pct；制造业投资当月同比为9.7%，较8月增速上升1.8pct；房地产投资当月同比为-9.4%，较8月增速上升0.8pct；总体上9月固定资产累计同比增速持平于3.4%，同期民间固定资产投资增速同样持平，为-0.2%。消费端，9月社零总额同比增长3.2%，较8月增速上升1.1pct，两年平均增速4.3%，较8月两年平均增速回升1.0pct。9月社会消费品零售总额季调环比0.39%，继续显著弱于季节性（1.12%）。出口方面，9月出口同比增速下降6.3pct至2.4%，两年平增速降至-2.3%，9月贸易顺差817.11亿美元，同比增长8.8%。

**2) 通胀水平：CPI和PPI同比均回落，核心CPI同比接近零值，反映实体需求仍偏弱。**9月CPI同比增速较上月下降0.2pct，低于wind市场预期（0.7%）；CPI环比0.0%，弱于季节性（0.3%），低于前一月环比（0.4%）。分项来看，9月CPI内部分化再度扩大，其中食品项同比3.3%，近1年来新高，较上月上升0.5pct，非食品项同比-0.2%，较上月下降0.4pct。剔除食品和能源后，9月核心CPI同比上涨0.1%，较上月下降0.2pct，处在近3年最低水平；环比-0.1%，弱于季节性（0.1%），高于前一月环比（-0.2%）。CPI绝大多数分项弱于季节性，服务消费需求不强。9月，PPI同比-2.8%，低于wind预期（-2.5%），较前值下降1.0pct；PPI环比-0.6%，较上月上升0.1pct，且弱于季节性（0.3%）。分行业看，国际定价的原油价格回落，有色金属边际回暖，与国内地产基建密切相关的黑色金属环比降幅较大，煤炭、非金属等主要工业品多数下跌。综合来看，PPI同比重回年内最低点，降幅明显扩大，主要受到工业品市场需求不足、部分国际大宗商品价格下行、基数走高等因素的影响。

**3) 金融信贷：社融信贷再次同比少增，M1增速继续创历史新低。**9月社会融资规模增量为37,634亿元，同比少增3,692亿元，社融存量同比增速为8.0%，比上月下降0.1pct，主要受到信贷、企业债等分项的拖累。具体来看，表内融资弱，社融口径人民币信贷新增19,742亿元，同比少增5,627亿元；企业债券减少1,926亿元，同比多减2,576亿元；政府债券新增15,357亿元，同比多增5,437亿元，政府债发行速度继续加快。9月人民币贷款新增15,900亿元，同比少增7,200亿元；居民端信贷仍较弱，加杠杆和消费意愿不够，居民端贷款新增5,000亿元，同比少增3,585亿元，其中居民中长贷新增2,300亿元，同比少增3,170亿元；企业端贷款新增14,900亿元，同比少增1,934亿元，其中企业中长贷新增9,600亿元，同比少增2,944亿元，企业票据新增686亿元，同比多增2,186亿元，企业票据融资“冲量”需求居高不下。9月M2同比增长6.8%，较上月上升0.5pct；M1同比增速为-7.4%，比上月末下降0.1pct，M1同比再创新低。总的来看，

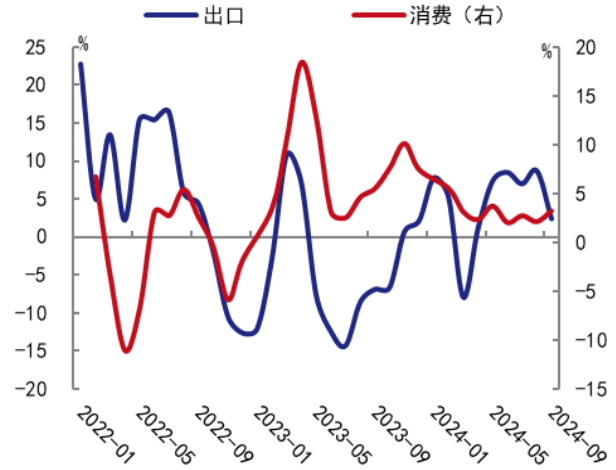
9月社融数据主要由政府债拉动,但是信贷和企业债融资拖累下同比少增;信贷数据虽然有票据融资“冲量”,但居民和企业信贷需求同比继续少增,带动信贷整体偏弱,反映实体融资需求仍旧有待强化。

图 13 房地产投资低位徘徊,广义基建增速回升



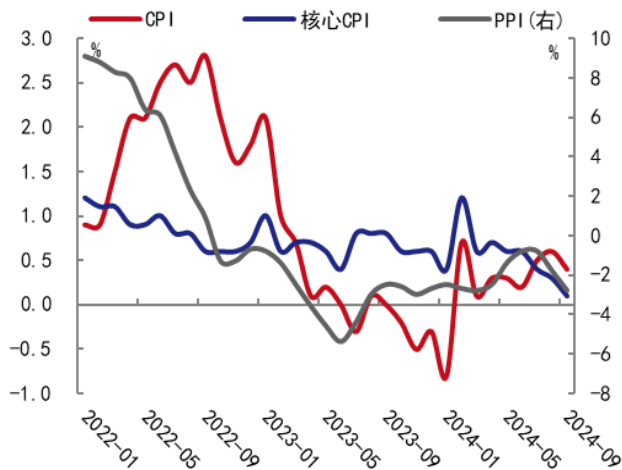
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 14 消费低位小幅回升,出口增速回落



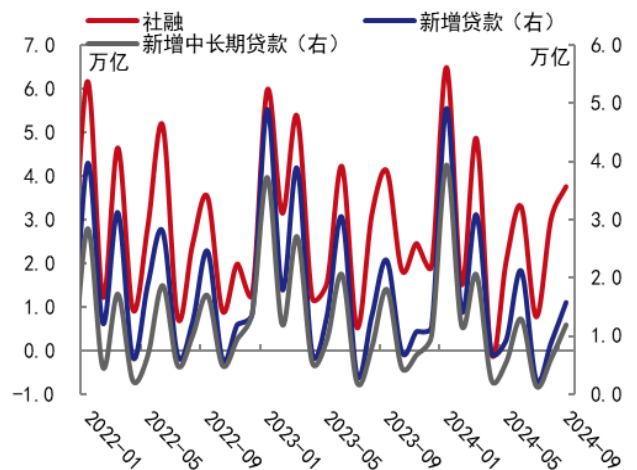
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 15 CPI 和 PPI 同比均下降



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 16 社融和信贷同比均少增

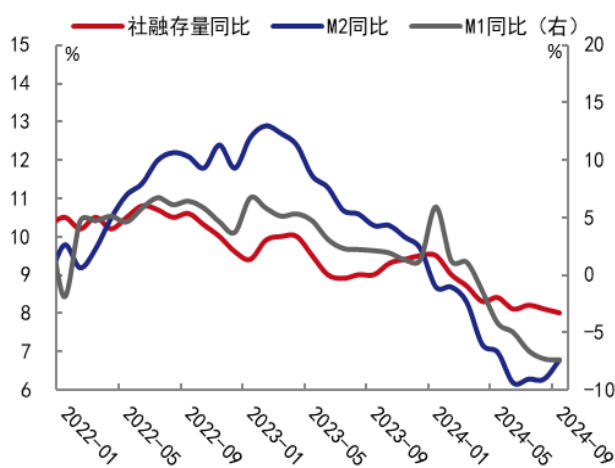


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**4) 景气度: 10月制造业 PMI 重回扩张区间, 生产端和内需边际回暖。**10月制造业 PMI 为 50.1%, 较上个月上升 0.3pct, 在连续 5 个月处在收缩区间后重回扩张区间。分项来看, 供给端方面, 10月 PMI 生产指数为 52.0%, 较上月上升 0.8pct, 保持在扩张区间; 需求端方面, PMI 新订单指数和新出口订单指数分别为 50.0%和 47.3%, 较上月分别上升 0.1pct、回落 0.2pct。价格端, PMI 主要原材料购进价格和 PMI 出厂价格指数分别为 53.4%、49.9%, 较上月分别上升 8.3pct 和 5.9pct。从数据上看, 制造业景气度再度回升, 生产端和内需边际回暖, 9月 24 日以来的政策组合拳有部分效果, 但是外需景气度仍有所下滑; 价格端有所上升, 但是对于工业企业, 成本端涨幅高于产品端, 后续盈利还会承压。

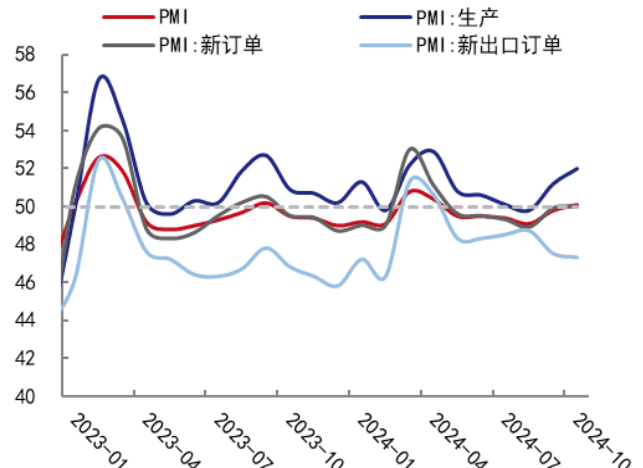


图 17 M1 增速继续创历史新低



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 18 制造业 PMI 重回扩张区间



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 2、宏观政策

财政政策上继续落实前期存量政策，专项债基本完成发行，财政支出力度放缓。专项债方面，10月专项债发行 2,971 亿元，1-10 月累计发行进度为 99.9%，在三季度加速发行后 10 月完成剩余专项债额度的发行；特别国债方面，3000 亿元超长期特别国债资金已经全部下达，加速推进大规模设备更新和消费品以旧换新。整体来看，10 月继续落实前期存量政策，增量政策有限。财政收支上，1-9 月全国一般公共预算收入 163,059 亿元，同比下降 2.2%，降幅小幅收窄 0.4pct，其中税收收入同比下降 5.3%；全国一般公共预算支出 201,779 亿元，同比增长 2.0%，支出强度整体放缓。1-9 月全国政府性基金预算收入和国有土地使用权出让收入同比分别下跌 20.2%和 24.6%，跌幅均超 20%。财政收入同比下滑，尤其是土地出让收入跌幅明显扩大，制约财政支出力度。

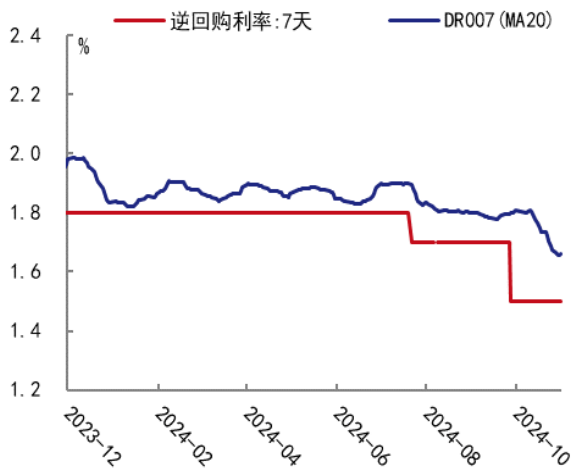
货币政策上首次落地支持股票市场的结构性货币政策工具，启用买断式逆回购操作工具。10 月，央行首次落地证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款这两项结构性货币政策工具，以支持资本市场平稳发展。10 月 31 日，央行官网新增“公开市场买断式逆回购业务公告”栏目，当月央行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 5000 亿元买断式逆回购操作。央行在现有工具基础上推出买断式逆回购，预计将覆盖 3 个月、6 个月等期限，增强 1 年以内的流动性跨期调节能力，进一步提升流动性管理的精细化水平。央行选择此时推出新工具，也有望更好对冲年底前 MLF 的集中到期。同时，央行为加大货币政策逆周期调节力度，维护银行体系流动性合理充裕，10 月继续开展了公开市场国债买卖操作，全月净买入债券面值为 2000 亿元。综合多种货币政策工具看，央行 10 月净投放中长期流动性超过 6000 亿元，保持了较大的净投放力度。

## 3、市场流动性

央行缩量平价续作 MLF，单月公开市场净回笼 3185 亿元。上半月央行公开市场多日保持百亿操作，

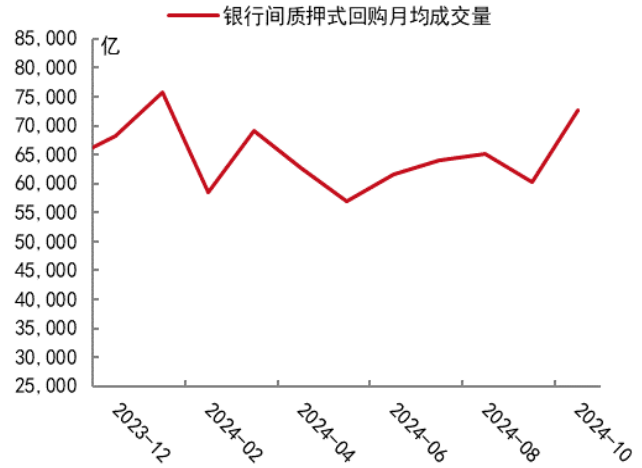
16日放量至六千亿附近，下旬最高单日放量至近八千亿元，缩量平价续作MLF，后续资金边际宽松。整体来看，10月央行公开市场投放49758亿逆回购、7000亿MLF，当月有49953亿元逆回购、7890亿MLF到期、1600亿元国库现金定存到期以及500亿元互换便利央票发行，因此10月公开市场净回笼3185亿元。

图 19 10月货币市场资金利率中枢下降



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 20 10月银行间质押式回购成交额显著回升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

银行间流动性平衡偏松，7天资金利率中枢高于政策利率，银行间质押式回购成交量环比大幅上升。上旬，央行整体净回笼资金，不过跨季后资金整体宽松；中旬，随着缴税走款、专项债发行加快、MLF操作时间延后等因素下资金有所收紧，7天资金利率从1.45%升到1.6%附近。下旬，央行公开投放加大下资金先紧后松，月底DR007来到1.7%附近，机构总体平稳跨月。10月，资金利率中枢跟随政策利率下降，其中DR001在[1.32,1.65]区间运行，月度均值1.46%，较上月下降22BP；DR007在[1.45,1.82]区间波动，月度均值1.66%，较上月下降14BP，比公开市场7天逆回购利率高16BP。银行间质押式回购日均成交量环比上升20.4%，为7.26万亿。

## (二) 债券市场分析

10月，10年期国债利率主要在偏弱基本面、股市波动和财政政策预期博弈等多重因素影响下窄幅震荡。上旬，股市首日高开后随机回落，并逐步降温，节前的理财赎回压力也跟随减轻，叠加市场对财政预期降低，债券利率也出现回落；中旬，资金面延续偏松态势，通胀、出口等数据偏弱，三季度GDP总体符合预期，政策上住建部17日发言未超预期，债市偏强震荡；下旬，22日证券、基金、保险公司互换便利首次落地后，股市逐步走强，同时债市博弈增量财政政策力度，情绪偏谨慎，债券利率逐步上行。月底，央行维护下资金偏宽松，债市小幅修复。

图 21 10 年期国债收益率窄幅震荡

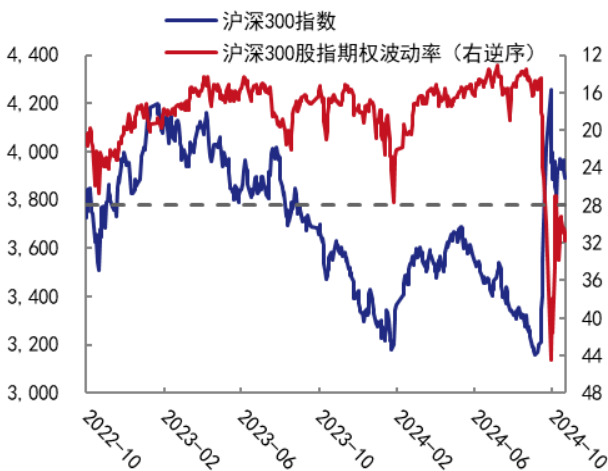


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### (三) 股票市场分析

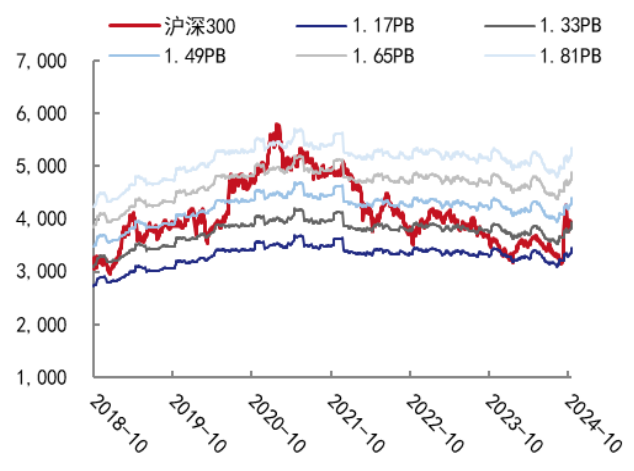
10 月, A 股各板块剧烈分化, 题材炒作热情高涨。在情绪推动下, 国庆后首日 A 股接近涨停开盘, 日内巨幅震荡, 最后创业板指大涨超 17%, 创历史单日最大涨幅, 当日两市成交额超 3.45 万亿元, 同样创历史新高。后续在财政政策预期下降、获利资金兑现等因素下指数出现多日回调, 18 日央行设立互换便利后指数逐步企稳, 市场进入题材炒作阶段。虽然上证指数窄幅震荡, 但是板块分化明显, 科技板块全面领涨, 业绩差、市值小、机构持仓少的股票反而更受青睐, 多只高标人气股被疯狂炒作, 而顺周期的食品饮料、上半年表现较好的资源品行业跌幅靠前。10 月, A 股交易活跃度大幅上升, 两市单日平均成交额为 19,803 亿元, 环比增加 1.5 倍。

图 22 沪深 300 指数期权波动率触及峰值



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 23 指数估值在低位回升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

#### （四）商品市场分析

10月，COMEX黄金价格主要在美国降息预期、地缘冲突升级等因素的影响下震荡上涨，再创历史新高。月初，虽然伊以冲突升级，但是美国非农数据超出预期，同时失业率下降，就业市场的强劲降低市场对美联储降息的预期，黄金价格承压；随后美国CPI和PPI数据显示核心通胀仍有粘性，不过通胀整体在放缓，叠加中东局势延续、朝鲜半岛局势升级，同时“特朗普交易”下市场对美国财政可持续性的担忧增加，黄金价格持续上涨。虽然美国零售销售等数据超出预期，美联储降息预期反复，但是黄金价格延续上涨态势，COMEX黄金期货月中再次创历史新高。10月底，COMEX黄金非商业净多头持仓27.87万张，环比减少3.67万张，跌幅11.6%；SPDR黄金ETF持有量为891.79吨，环比增加19.85吨，环比增加2.3%，显示市场10月对黄金价格多空分化。

10月，原油价格主要受中东地缘冲突降温、“特朗普交易”等影响下冲高回落。上旬，伊朗和以色列冲突升级后，市场对原油供给的担忧增加，原油价格多日上涨。中旬，美国协调双方的谈判，冲突有所降温。后续以色列袭击伊朗军事设施，但是并没有波及伊朗核设施和油气设施，石油供应中断风险出现缓解，叠加“特朗普交易”对原油的利空影响，原油价格震荡回落，布伦特原油一度跌破70美元/桶的位置。

图 24 10月黄金价格继续上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 25 市场对黄金价格多空分化



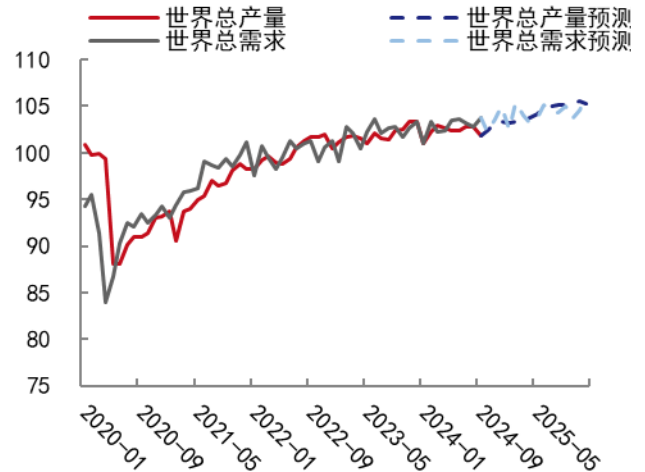
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 26 布伦特原油价格和 EIA 价格预测



数据来源: EIA 中证鹏元整理

图 27 世界原油产量需求和 EIA 预测



数据来源: EIA 中证鹏元整理

### 三、市场展望和投资策略：债券短中长多，股市谨慎乐观，长期看多黄金

#### (一) 宏观形势

基本上，国内经济局部企稳，政策发力下四季度可能环比回暖，关注增量政策的效果。投资端，9月底政策组合拳后房地产销售在10月有所回暖，白名单扩围、保交楼加速下房地产投资跌幅可能小幅收窄，但整体预计还将处在低位徘徊；对于制造业投资，制造业PMI重回扩张区间，叠加设备更新政策继续发挥效果，制造业投资预计同比将仍将保持较高增速；基建投资方面，专项债10月完成剩余发行，建筑业PMI下降0.3pct至50.4%，不过建筑业新订单指数回升，广义基建和狭义基建预计继续分化，广义基建增速可能还在高位；消费端，国庆7天黄金假期叠加以消费品旧换新政策发力，汽车、家电等产品的销售继续好转，社零数据预计环比回升。出口端，需求上10月美欧制造业PMI有所回升，国内制造业PMI新出口订单环比下降，但是9月两次台风影响下出口需求顺延至10月以及美国大选前“抢出口”的存在，10月出口增速出现回升。9月底政策发生明显的积极变化，10月经济数据预计边际回暖。在稳房地产政策、两新政策和专项债发力等因素影响下，四季度GDP同比增速可能出现回升，关注增量政策的效果和持续性。

财政政策上保持积极，重点围绕稳增长、扩内需、化风险，近期陆续推出增量政策。今年二季度和三季度经济环比走弱，经济增长动能回落，实现当年经济增长目标的难度加大。9月政治局会议罕见讨论经济问题，并表示“当前经济运行出现一些新的情况和问题”，要求“正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感”、“干字当头、众志成城”，政策刺激的必要性上升。目前货币政策降息降准落地，财政政策主要是落实前期存量政策，在“努力完成全年经济社会发展目标任务”的目标下，需要财政政策推出增量刺激政策。财政政策将重点围绕稳增长、扩内需、化风险，陆续推出增量政策，比如增加债务额度来加



力支持化解地方债务风险，发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，运用地方政府专项债券、专项资金等工具支持推动房地产市场止跌回稳，以及加大对重点群体的支持保障力度。

**货币政策上加大逆周期调节力度，提高货币政策调控精准性。**政策基调上，9月政治局会议要求“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，货币政策上要“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”，来努力完成全年经济社会发展目标任务；央行三季度例会延续“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”、“加大货币政策调控力度”的表述，央行行长10月金融街论坛也表示“及时加强逆周期调节”、“出台有针对性的政策予以应对”，总体来看货币政策还在宽松周期。在经历9月国内降息降准后，央行行长表示“年内可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5pct”。另外，美联储进入降息周期，为我国政策利率下调打开空间。在公开市场上，人民银行每日连续开展7天期逆回购操作外，还通过买断式逆回购操作、国债买入操作额外释放中长期资金，来保持短、中、长各期限流动性合理充裕，体现了坚持支持性货币政策的立场。上述工具投放的流动性在今年年底和明年春节前将继续发挥作用，预计届时资金面将保持平稳偏松的态势。

## （二）债券市场

**策略上，债市估计短期保持区间震荡走势，长期看多债市。**从基本面看，经济数据整体小幅修复，政策发力下增长压力有所缓解，但是价格水平、社融信贷等数据仍较差，房地产逆周期下经济整体偏弱，因此基本面整体还将继续支撑债市，但是支撑作用可能有所减弱。流动性上，在房地产低迷、经济修复基础不牢固、一揽子化债等背景下，降准降息的空间仍然存在，央行也表示年内继续降准，预计流动性整体偏宽松。长期来看，国内经济增速中枢将继续下移，银行端息差压力较大，企业端和地方政府债务付息负担较重，叠加地方存量债务高企，金融体系需要继续保持低利率的状态，还存在着存款利率和政策利率下调的必要性。另外，特朗普时代2.0下我国可能将面对更加严峻的外部环境，经济基本面继续承压，长债利率中枢预计将继续下行，财政逆周期发力下债市会有供给扰动。因此多空交织下，10年期国债短期主要在2.0%-2.2%的区间保持震荡走势，在区间顶部或者调整10BP时仍是较好的配置机会，长期仍看多债市。

## （三）股票市场

**宏观上，国内经济低位修复，宏观政策保持积极，但政策力度和效果待观察，海外宏观不确定性下降。**国内基本面边际有所修复，不过短期并未实质性好转。政策端，9月下旬宏观政策发生积极变化，政策组合拳下市场情绪得到明显提振。外围方面，市场重点关注美联储降息、美国大选和地缘冲突的变化。一方面，美联储在2022年3月加息周期以来今年9月正式开启降息周期，11月再度降息，在数据依赖型的决策模式下，后续降息幅度还是市场博弈点。另一方面，美国大选落幕，海外宏观不确定性短期下降。当选的特朗普对内倾向于通过减税和增加政府支出等扩张性财政政策实施短期经济刺激，导致政府财政赤字和债务规模扩大，对外倾向于加征进口关税。这可能使我国在出口和汇率方面承受更大压力，继而强化国内宽财政预



期、弱化宽货币预期，而且特朗普奉行的贸易保护主义和单边行动主义可能带来更多制裁，不仅增加我国汇率贬值的压力，同时影响市场的风险偏好。此外，中东冲突、俄乌等地缘政治活动还在持续，需要关注其对市场情绪的扰动。

**策略上，保持谨慎乐观，结构性行情里重视题材和个股，同时保持多元化配置。**目前政策端积极托底，稳增长的决心较高，基本面下行压力有所缓解。在决策层对资本市场的重视度明显提升并且创设两大货币政策工具后，市场信心和情绪明显提振，成交活跃。在经济弱现实与政策强预期下，市场容易出现题材炒作行情，普涨后指数可能延续区间震荡、底部逐步抬高的趋势。配置上，一方面保持中期偏多头思维，更加重视题材和个股，具体可以多关注涉及自主可控的科技板块和并购重组板块，同时跟踪 A 股市场情绪和成交量的变化，在两市成交额高于 1.5 万亿时保持牛市思维，低于 1.5 万亿时建议减仓防守。另一方面，增加多元化配置，关注处在其他国家处在牛市中的股票市场，可以采用初期末仓配置+回调时增加配置的方法，其中美股仍然处于慢牛走势中，跌幅大时宜逐步增加定投。

#### （四）商品市场

**美联储降息预期收敛，黄金逢低做多，长期仍看好。**首先，美国零售销售等数据显示美国经济虽然放缓，但是仍具韧性；10 月非农数据受到飓风等因素的影响而低于预期，不过失业率保持不变，尤其是特朗普带来的再通胀预期，市场的降息预期有所收敛。另外，中东和朝鲜半岛局势近期有所升级，地缘不确定性增加，黄金资产避险属性的价值仍较高。最后，美国债务规模和赤字均创新高，尤其是特朗普主张更为积极的财政政策，推升美元信用风险，部分国家为减少对美元的依赖并追求资产多元化，持续购买黄金，黄金的货币属性也是推动其价格上涨的重要原因。其中，我国央行在 18 个月增持黄金后连续六月暂停增持，不过世界黄金协会的调查显示 81% 的受访央行预计全球央行的黄金持有量将在未来 12 个月增加。黄金价格在“特朗普交易”下出现短线回调，但是美国降息周期、美元信用风险上升和地缘冲突等因素下，黄金价格预计还有继续上涨的空间。黄金具备长线配置价值，短期逢低做多，长期仍看好。

**主要经济体需求偏弱，特朗普当选后原油供给预期上升，布伦特原油价格预计将偏弱震荡。**原油供给方面，OPEC+ 将原定于 12 月份的增产计划推迟一个月，美国原油产能在缓慢提升。在特朗普当选后，地缘风险溢价预计将下降，而且特朗普倾向于支持传统能源的开采，减少对外能源依赖，倾向于低油价来控制通胀，因此美国或将增加本国原油开采或者施压产油国增产，对油价整体偏利空。需求上，美国经济小幅放缓，中国内需不足，两大主要经济体需求偏弱，全球经济整体回落带动原油需求下降。库存上，根据 EIA 数据，截至 10 月 25 日的一周，美国商业原油库存为 4.26 亿桶，较上月增加 900 万桶，美国库存小幅上行。另外，地缘因素是影响近期原油价格的重要因素，其中以色列和伊朗冲突还在持续，关注地缘形势的后续发展。如果地缘因素出现明显缓和，原油价格继续回归基本面交易。整体来看，全球需求回落和特朗普当选下

布伦特原油价格中枢有所降低，可能主要在 65 美元/每桶-85 美元/每桶的区间波动。原油价格不确定性高，需要根据主要产油国减产力度、地缘冲突等因素调整预期。

## 免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

**深圳** 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040  
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

**北京** 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022  
电话：010-66216006 传真：010-66212002

**上海** 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120  
总机：021-51035670 传真：021-51035670

**湖南** 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**江苏** 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019  
电话：025-87781291 传真：025-87781295

**四川** 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号  
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

**山东** 地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室  
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

**陕西** 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室  
电话：029-88626679 传真：029-88626679

**香港** 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼  
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140