

# 11月大类资产配置报告：政策持续落地 A股迎来投资机遇

2024年11月7日

资产配置

专题报告

分析师	林阳 电话：021-65465572 邮箱：liny@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
分析师	林瑾璐 电话：021-25102905 邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
分析师	张天丰 电话：021-25102914 邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520100001

## 主要观点：

**宏观分析：**经济基本面有望阶段性转暖。随着消费刺激政策的落地，四季度消费数据有望有所好转。当前财政政策集中于地方政府化债，可大大减缓地方政府财政压力，腾出经济发展的空间。财政部长也明确表示将发债速度提速，尽快形成实物工作量，四季度 GDP 回升是大概率事件。市场目前对后续宽松政策，特别是存量房贷利率调降，以及可能的年底特别国债发行有所预期。政策落地的时间点或是 A 股结构性机会的时间节点。这一点已被兑现。政策节奏上，后续有望有进一步的财政刺激政策落地。十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日在北京举行，是可以关注的时间节点。可以关注地方政府化债规模是否超预期，以及后续对经济增量发展的财政政策。11 月初，美国大选结果出炉，或引发市场震荡。最新民调显示，特朗普当选概率明显提升，美国资本市场特朗普交易再次升温。特朗普对内减税，对外加税的政策引发市场对再通胀的担忧。关注美国参议院两院选举，是否形成“红潮”。若两党能分别主导参议院，则政治稳定性或能保持。

**A 股策略：**A 股市场判断：目前处于牛市的第二阶段，强势震荡阶段。市场呈现强势震荡的走势，体现的是市场信心的持续恢复，市场活跃度维持在较好水平，指数层面维持强势震荡，没有持续性下跌的动力，从题材层面，板块良性轮动，以重组和科技为主线的行情，市场参与度较好，市场赚钱效应较好。尤其是重组在政策加持下，个股行情如火如荼，通过一二级市场联动，对提升市场资产质量有利好效应，同时产业方向上也以新质生产力为大方向，各地政府积极推进，深圳国资旗帜鲜明地做大胆资本，为市场提供了更好的信心，政策叠加资金面的不断改善，市场震荡格局有望延续。美国大选即将落地，人大会议随后召开，市场不确定性因素落地有利于行业稳定发展，无论两党谁胜出对市场来说都是消息落地，对市场短期影响较小，指数强势震荡格局不改。建议投资者对 A 股进行超配。

**债券市场：**整体来看，我们认为当前处于政策协调发力稳增长前期，信心不稳和实体需求不足仍是经济回稳的主要问题，客观要求利率处于低位水平。增量财政及其对经济拉动效果是当前主要关注点和分歧点，我们预计债市或区间震荡，对于政策思路改变已有一定预期，大幅回调概率已不大。策略上，更看好短端确定性机会，关注理财和公募债基金端复稳之下的同业存单配置价值和短久期信用品种修复机会。长端品种考虑震荡回调的配置机会，当前险资、农商行自营资金配置需求仍较高。预计 10Y 国债、30Y 国债收益率核心震荡区间大致落在 2.10%-2.20%、2.25%-2.35%。

**汇率：**美元自 9 月低点涨幅 3.6% 至 104.3。受此影响，人民币对美元汇率走贬至 7.13，但受我国货币财政政策转向影响，人民币对非美货币走强。

**美国市场：**建议维持美股仓位，密切关注资金流动性。三四季度为传统消费旺季，年内经济衰退风险不大。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕，年中传统震荡季美股表现较为强势，可以继续维持美股仓位。

**大宗商品。**黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌。阶段中国市场的铜库存、现货溢价及企业开工状态的变化可有效反应消费端的边际转暖。从流动性因素观察，美债收益率受美联储降息预期影响而明显回落，10 年期中美国债利差缩至约 170 个基点，利差收窄及汇差变动有助于提振融资铜贸易规模的扩张，从而带动中国铜显性消费规模的放大。

**投资建议：**随着政策超预期推出，A 股底部区域或以形成，建议超配 A 股，美股继续维持谨慎乐观看法，大宗商品有所分化，可关注黄金、铜。

**风险提示：**宏观政策低于预期；经济数据大幅波动；美国大选落地前后，特朗普的对外政策可能与当前政府有所不同；国内需求不足导致经济放缓。

## 目 录

1. 宏观经济 .....	5
2. 汇率及境外市场 .....	11
3. A股市场 .....	13
4. 债券市场 .....	14
5. 大宗商品 .....	16
6. 风险提示 .....	20

## 插图目录

图 1: 社零累计同比, 细分项 (%) .....	5
图 2: 固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比 (%), 细分项 .....	5
图 3: 固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比 (%) .....	6
图 4: 制造业投资完成额: 累计同比 (%) .....	6
图 5: 房地产投资完成额: 累计同比 (%) .....	6
图 6: 商品房销售额: 累计同比 (%) .....	6
图 7: 财政收入累计同比 (%) .....	6
图 8: 国债、地方政府债务环比新增量 (亿元) .....	6
图 9: 核心通胀继续下行 (%) .....	7
图 10: 可选消费环比收缩, 猪肉鲜菜主导通胀 (%) .....	7
图 11: PPI 同比加速下滑 (%) .....	7
图 12: PPI 分项环比 (%) .....	7
图 13: 国债利率下行, 短端稳定 (%) .....	7
图 14: 社融增量 (亿元) .....	7
图 15: 货币及融资存量同比 (%) .....	8
图 16: 美国制造业、服务业 PMI .....	10
图 17: 美国劳动力市场紧绷程度持续下降 (%) .....	10
图 18: 美国 CPI 同比落入正常区间 (%) .....	10
图 19: 美股 8 月后震荡走强 (2024 年 1 月 2 日=100) .....	11
图 20: 标普 500 与上限 .....	11
图 21: 美股 8 月后震荡 (2024 年 1 月 2 日=100) .....	12
图 22: 标普 500 (历年 1 月=1) .....	12
图 23: 美债利率走廊 (%) .....	12
图 24: 美十债模型 (%) .....	12
图 25: 政策利率及 LPR 点位变化 .....	14
图 26: DR007 与 R007 (%) .....	14
图 27: MLF 与同业存单发行利率 (%) 及利息差 (BP) .....	15
图 28: 1Y AAA 同业存单与 1Y 国债价差 (BP) .....	15
图 29: 大宗商品 2024 年 M1-M10 回报率 .....	16

图 30： 自 2024 年 9 月 FED 降息后大宗商品回报率（至 10 月 23 日） .....	16
图 31： 美联储资产负债表的扩表周期通常在降息周期开启之后 .....	17
图 32： 美联储隔夜逆回购协议创 2021 年最低后开始反弹.....	17
图 33： 美联储扩表周期对大宗商品价格有显著提振 .....	17
图 34： 库存周期变化对基钦周期的拟合 .....	18
图 35： 中国新订单指数与库存指数拟合 .....	18
图 36： 以金属型材为例：产成品库存降至近 12 年最低.....	18
图 37： 以铜为例：钢管原材料库存天数已降至 1.2 天 .....	18
图 38： 中国显性原材料库存可用天数筑顶结束显现去化 .....	18
图 39： 制造业新订单差额可有效反应内需状态.....	18

## 1. 宏观经济

### 9月经济数据回顾：月度数据出现积极变化

三季度GDP进一步回落，但市场对新的货币财政政策有所期待。三季度GDP同比4.6%，前值4.7%；前三季度累计同比4.8%，前值5%。三季度环比折年率有所回升，3.65%，前值2.83%。我国GDP季节性特征为前高后低，三季度环比回升或显示经济正在企稳回升。由于9月底宏观经济政策转向，三季度经济数据出炉并未引起市场波动。当前，市场注意力已从既有数据转向新的货币财政政策的有效性。从政策力度来看，年度GDP接近5%，完成预期的经济发展目标的可能性显著提升。

9月消费数据边际改善，刺激消费的措施开始见效。9月社会消费品零售总额同比回升，3.2%，前值2.1%；累计3.3%，前值3.4%，去年同期6.8%。细分项看，日用品和通讯器材类累计同比略有增加，餐饮业累计继续回落。与8月消费数据不同，9月消费中可选消费不再全部继续下滑，虽然服装、化妆品和珠宝类仍保持下跌趋势，但家用电器、文化办公用品以及汽车类累计同比有所提高。有关部门7月印发了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，安排3000亿元左右超长期特别国债支持“两新”政策的落实，各地也加快出台了一些细则，这些政策对9月份的消费产生了积极的推动作用。9月份，汽车类增长0.4%，这是在汽车零售已连续几个月下降，8月份下降7.3%的情况下，实现9月转正。家用电器和音像器材类9月增20.5%，比8月大幅加快17.1个百分点。文化办公用品类与家具类也由负转正。

9月固定资产投资增速触底企稳，累计同比3.4%，前值3.4%，去年同期3.1%。投资累计同比不再降速，与去年同期相比增幅继续扩大。其中，房地产投资略有好转，累计同比-9.9%，前值-9.8%；去年同期-7.8%，与去年增速差距有所收窄。从商品房销售来看，9月有明显好转，累计销售额-22.7%，前值-23.6%。制造业投资增速持续保持高位，9月累计同比9.2%，前值9.1%，去年同期为6.2%。出口方面，9月出口继续维持较高水平，累计同比6.2%；但进口下滑明显，累计同比4.1%，前值4.7%，贸易顺差持续扩张。

财政方面，9月财政收入略有转好，发债速度提升明显。一般公共预算收入累计同比-2.2%，前值-2.6%。其中，税收收入持续2个月略有转好，累计同比-5.3%，与上月持平。全国政府性基金收入略有转好，累计同比-20.2%，前值-21.1%。从发债方面看，政府融资速度有明显提升。8月，地方政府债务环比增1万亿元，国债增8288亿元，提速显著，预计将持续至年底。

图1：社零累计同比，细分项（%）

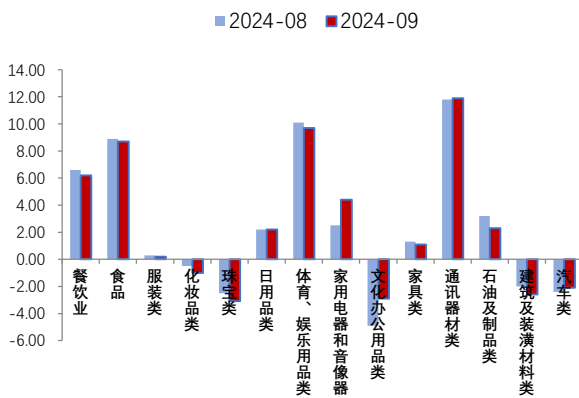
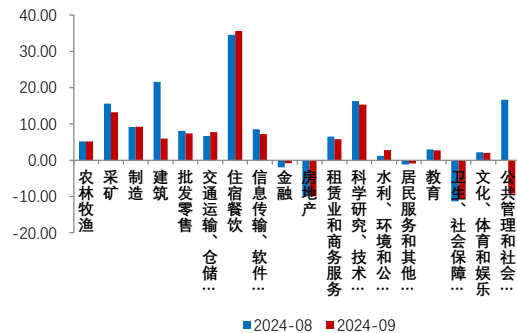
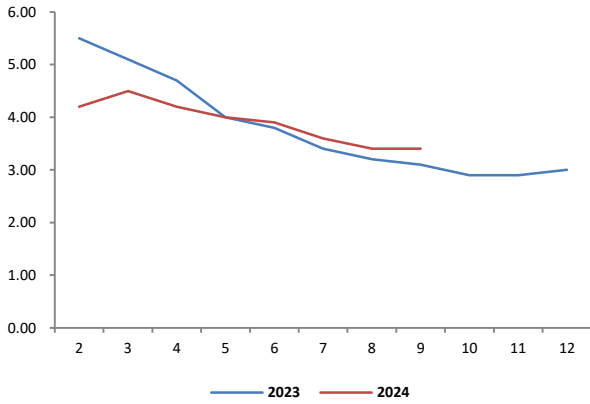


图2：固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比（%），细分项



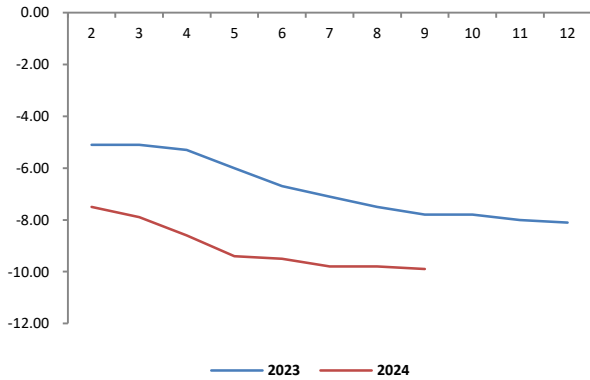
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：固定资产投资(不含农户)完成额:累计同比 (%)



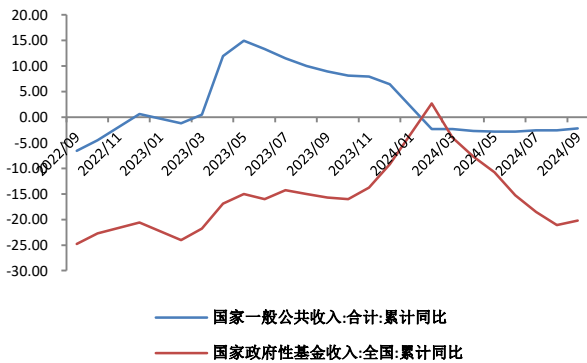
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：房地产投资完成额:累计同比 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

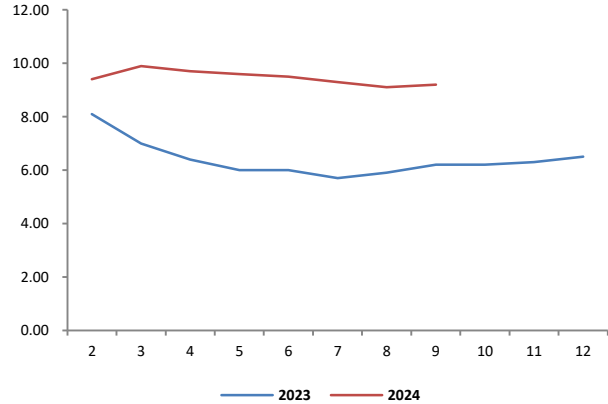
图7：财政收入累计同比 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

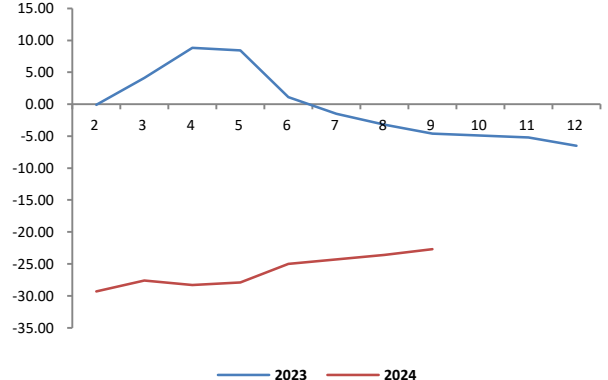
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：制造业投资完成额:累计同比 (%)



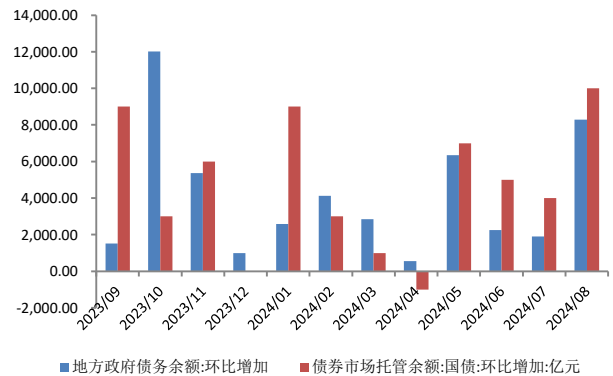
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：商品房销售额:累计同比 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

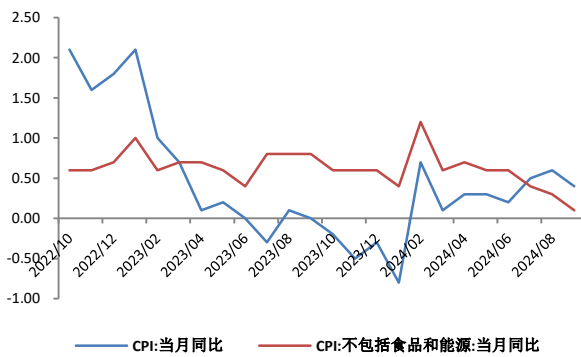
图8：国债、地方政府债务环比新增量 (亿元)



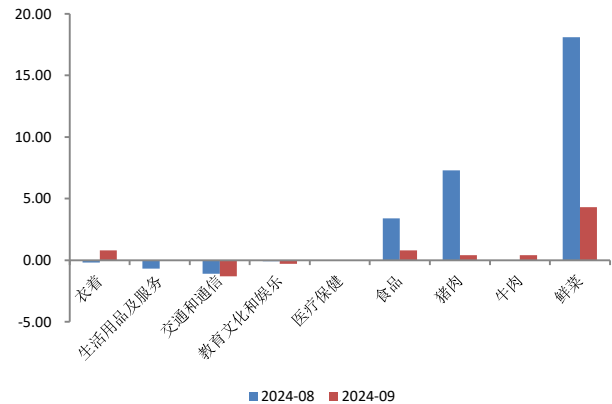
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

CPI 和 PPI 继续低迷。随着鲜菜、肉类价格显著回落，9 月 CPI 同比 0.4%，前值 0.6%，环比 0。核心 CPI 同比 0.3%，前值 0.3%，环比-0.1%，继续下探，显示需求不足。可选消费不再全面下降，如衣着、生活用品及服务环比回升，交通通信、教育和文化娱乐等继续下降。PPI 下滑速度明显加快，同比-2.8%，环比-0.6%。去年夏季的低基数效应消失，PPI 同比下滑加速属于预期范围内。从分项看，受宏观政策转向，基础商品期货价格均有明显回升，带动 PPI 分项环比减速均有所好转，后续生产资料价格有望止跌。

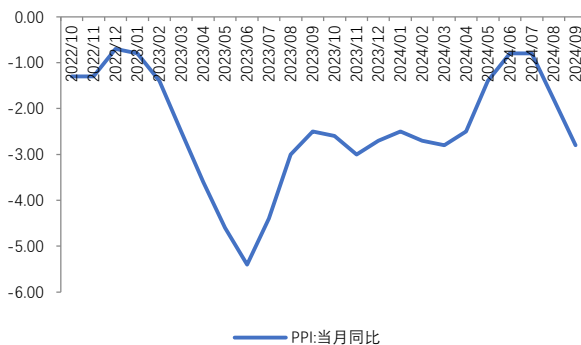
资金方面，9~10 月资金价格下降，M2 有明显好转，其余融资数据尚未。由于 9 月 24 日央行宣布降准降息，带动短端以及 LPR 均下降 20~30bp。9~10 月短期利率下降，R001 震荡区间从 1.6~2%下沉至 1.35~1.6%。国债利率相对平稳。9 月新增社会融资规模 3.7 万亿元，同比少增 3692 亿元，社融增速小幅回落至 8%。基础货币 M1 同比进一步下行至-7.4%，有止跌迹象；M2 明显好转，同比 6.8%。人民币贷款增速继续回落至 8.1%，其中居民贷款，短期贷款新增（2700 亿）略高于中长期（2300 亿），与去年同期相反；企业贷款中，票据融资新增显著下降，中长期贷款新增环比增长明显，与去年同期特征相似。

**图9：核心通胀继续下行（%）**


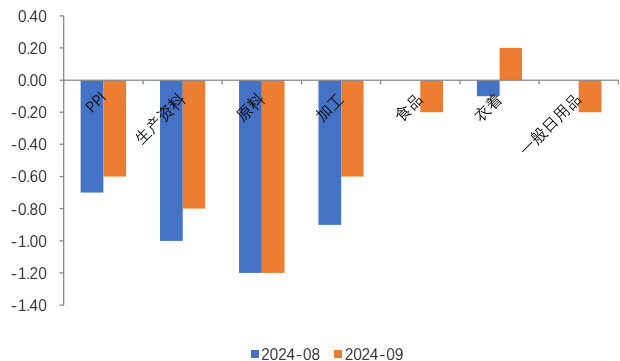
资料来源：美联储，东兴证券研究所

**图10：可选消费环比收缩，猪肉鲜菜主导通胀（%）**


资料来源：美联储，东兴证券研究所

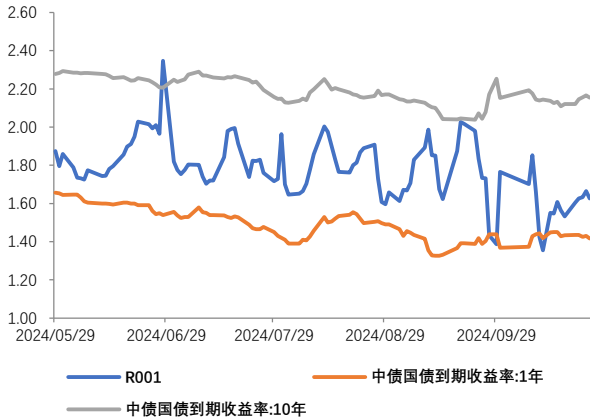
**图11：PPI 同比加速下滑（%）**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

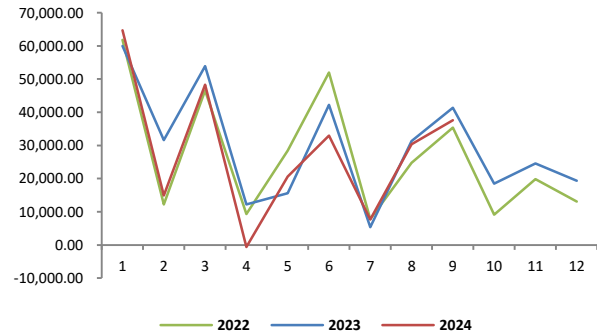
**图12：PPI 分项环比（%）**


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

**图13：国债利率下行，短端稳定（%）**
**图14：社融增量（亿元）**

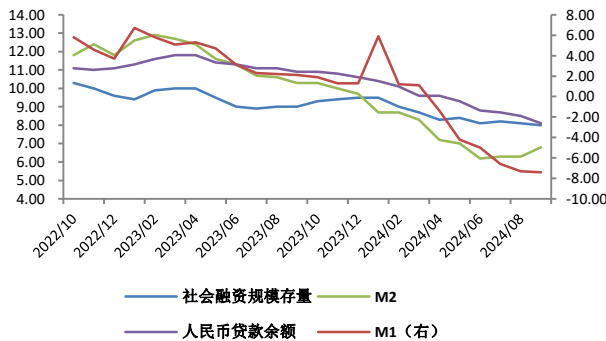


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：货币及融资存量同比（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 9~10月政策：宏观政策季调明显转向

政策方面，宏观政策基调明显转向，发债节奏提速明显。9月24日、9月26日以及10月12日从金融监管机构发布会、中共中央政治局会议、财政部门新闻发布会，货币财政政策频出，超出市场预期，对稳定经济、资本市场以及地方政府化债、房地产市场均有明确表态。

一、9月24日人民银行、金融监管总局和证监会发布组合拳，明确支持资本市场的稳定发展，引起市场热烈反响。

1) 降准降息，并明确年内还有可能再次降准。在9月26日中共中央政治局会议公告中，也提及还要有力度的降息，后续降准降息仍可期待。央行还明确提出要推动价格温和回升，而价格的有效回升依赖于需求侧的回暖，这表明宽松的货币政策有较为长期稳定的基础。

2) 人民银行创设新的融资工具，证券、基金、保险互换便利和回购增持再贷款，大超市场预期。两项工具首期合计8000亿，并明确表示可以有第二期甚至第三期。此次人民银行直接为股市提供增量资金的政策较为罕见，也打开了未来的相关政策可持续的空间，有助于降低市场的流动性风险。

3) 优化续贷政策，防止中小企业出现流动性问题，能有效切断金融的传染性。人民银行将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业贷款，符合条件的均可申请续贷支持，并将续贷政策阶段性扩大到中型



企业，期限暂定为3年。中小企业一直是面临融资难和融资可持续性问题的主要实体，在经济低迷时期，随时抽贷的风险使得一些运行良好的中小企业面临额外的不确定性风险。优化续贷政策，能有效降低金融的传染性，稳定中小企业资金链，进而有助于就业的稳定。

二、9月26日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。

**会议指出，有效落实存量政策，加力推出增量政策，努力完成全年经济社会发展目标任务。**9月中央政治局会议较少专门研究当前经济形势。从会议决议来看，今年宽松政策的力度有所加强，政策指向性比7月30日会议更为具体，经济政策有望持续发力。财政政策方面，要加大逆周期调节力度，保证必要的财政支出，发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用。1-7月国债与地方政府发债速度较慢，预期年内剩余月份有望加快债券发行，并落实为政府投资，助力完成今年经济发展目标。资本市场方面，会议强调，要努力提振资本市场，打通社保、保险、理财等资金入市堵点，大力引导中长期资金入市。支持上市公司并购重组等。今年GDP增速5%或可实现。

三、10月12日，国务院新闻办公室上午10时举行新闻发布会，主要集中于化债。

**第一步落地的财政政策主要针对有效降低实体经济和金融系统性风险。**蓝部长提出近期处于决策程序、即将落地的财政政策，通过较大增加债务额度和发行特别国债，分别针对地方政府债务、金融体系稳定、房地产市场止跌回稳，以及重点人群支持保障力度。1) 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务。2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。3) 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。4) 加大对重点群体的支持保障力度。这四项政策均为降低实体经济流动性以及系统性风险，聚焦当前债务问题突出的地方政府债务、地产债务、以及与其高度相关的金融体系的稳定性和可持续性。市场预期落地的时间节点为10月底人大通过以后。蓝部长明确提出，预计全国一般公共预算收入增速不及预期，但可以实现收支平衡，完成全年预算目标。增发国债正在加快使用，超长期特别国债也在陆续下达使用。财政部将督促地方切实用好各类债券资金，加快项目实施进度，根据实际需要及时拨付资金，尽快形成实物工作量，发挥对投资的拉动作用，四季度GDP增速有望回升。

**后续政策可能着重于经济增量发展，力度可期。**蓝部长特别强调，逆周期调节绝不仅仅是以上的四点，这四点是目前已经进入决策程序的政策，还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。具体的举债规模以及赤字提升需要人大审批，不能提前公布，但从发布会的整体风向来看，规模力度可期。

**后续政策关注规模、以及经济可持续增长方式。**本次新闻发布会虽未能公布财政政策的总规模，但中央化解地方政府债务的决心非常明确，宏观货币财政政策进程的先后主次分明。后续政策的倾斜方式和着重行业决定未来中长期可持续性发展路径。例如地方财政收支的可持续性，地方财政与地方经济增长的关系，可关注今明两年的财税体制改革。经济可持续增长方面，以过去为例，2000-2007年是以外贸为主线的经济增长模式，2008年以后是以地产、基建为主线，互联网为副线的经济增长模式等。在债务问题、以及地方财政收入稳定以后，经济增量的可持续发展主线值得关注。

海外基本面方面，美国9月数据打消市场对美联储继续大幅降息的预期，特朗普当选概率大幅提升。9月非农大超预期，核心通胀数据季节性回落结束。美国PMI继续分化，ISM和Markit制造业PMI均继续处于荣枯线以下，ISM略有上扬，但Markit继续向ISM向下靠拢。服务业继续加速扩张，奠定了美国经济暂不陷入衰退的基础。

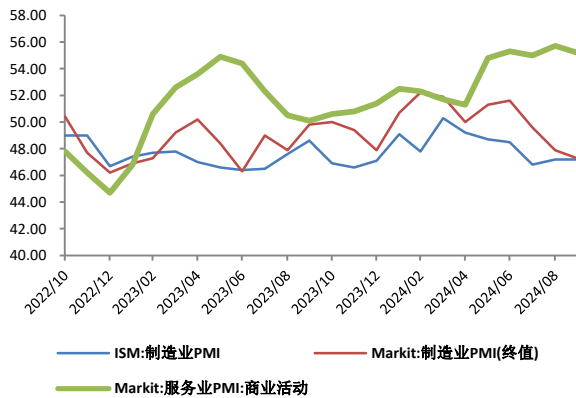
就业方面，美国9月季调后非农就业增25.4万，预期14万，前值从14.2万上修至15.9万。受餐饮行业就业大幅提高，以及医疗和地方政府就业持续支撑的影响，9月非农大幅超过预期，引发市场对经济再次过热，美联储降息

路径可能受到影响的担忧。

**季节性通胀回升较为良性。**9月CPI环比0.2%，预期0.1%；核心CPI环比0.3%，预期0.2%受大选及圣诞节影响，原油价格在年内剩余时间大概率保持低位，年内通胀整体水位平稳，即通胀整体趋势不会对年内降息节奏产生负面影响。在上月通胀点评中我们提到，核心通胀环比回升反而表明经济状态尚可。5~7月核心通胀环比回落有一定季节性因素，一般8月以后通胀均会有所回升，是经济健康的一种表现。

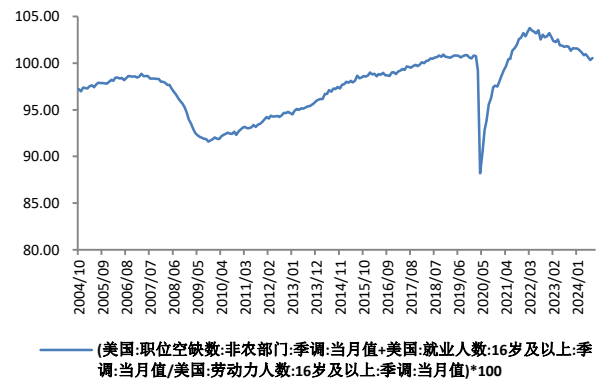
海外货币政策方面，市场不再预期美联储会继续大幅降息。美国GDP和通胀的季节性波动特征是年初我们认为降息的最佳时间窗口在3季度而不是4季度的主要原因。我们在3月点评年内降息节奏时曾提到，今年的降息窗口较窄。三四季度为消费旺季，降息过晚可能会遇到经济尚可但通胀回落放缓的不利降息的局面，这正是10月美国资本市场预期演绎的逻辑。

图16：美国制造业、服务业 PMI



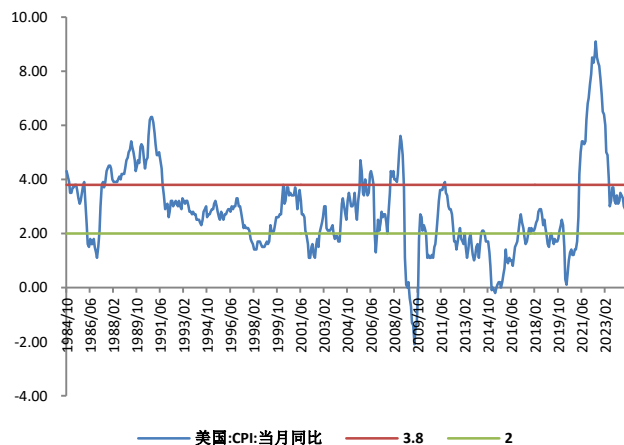
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图17：美国劳动力市场紧绷程度持续下降（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：美国 CPI 同比落入正常区间（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 11月展望

经济基本面有望阶段性转暖。随着消费刺激政策的落地，四季度消费数据有望有所好转。当前财政政策集中于地方政府化债，可大大减缓地方政府财政压力，腾出经济发展的空间。财政部长也明确表示将发债速度提速，尽快形成实物工作量，四季度GDP回升是大概率事件。

我们在上期报告中的展望中提到，市场目前对后续宽松政策，特别是存量房贷利率调降，以及可能的年底特别国债发行有所预期。政策落地的时间点或是 A 股结构性机会的时间节点。这一点已被兑现。政策节奏上，后续有望有进一步的财政刺激政策落地。十四届全国人大常委会第十二次会议 11 月 4 日至 8 日在北京举行，是可以关注的时间节点。可以关注地方政府化债规模是否超预期，以及后续对经济增量发展的财政政策。

11 月初，美国大选结果出炉，或引发市场震荡。最新民调显示，特朗普当选概率明显提升，美国资本市场特朗普交易再次升温。特朗普对内减税，对外加税的政策引发市场对再通胀的担忧。关注美国参议两院选举，是否形成“红潮”。若两党能分别主导参议两院，则政治稳定性或能保持。

## 2. 汇率及境外市场

由于 10 月初最新民调发生变化，特朗普在摇摆州民调上升，特朗普交易卷土重来。特朗普的政策基调为对内减税对外加税，鼓励制造业回流。另一方面，9 月非农数据大超预期，通胀回落略不及预期，市场对美联储未来降息幅度有所收敛，特别是 11 月降息预期从 50bp 转为 25bp。双重因素叠加，10 月美国资本市场走出股牛债熊，强势美元的局面。9~10 月 25 日，标普 500、纳斯达克、道琼斯工业指数以及罗素 2000 分别增 5%、8%、2.8% 以及 -0.02%，涨幅均高于上月并创下历史新高。美元自 9 月低点涨幅 3.6% 至 104.3。受此影响，人民币对美汇率走贬至 7.13，但受我国货币财政政策转向影响，人民币对非美货币走强。美元走强符合我们上月展望。

### 美股

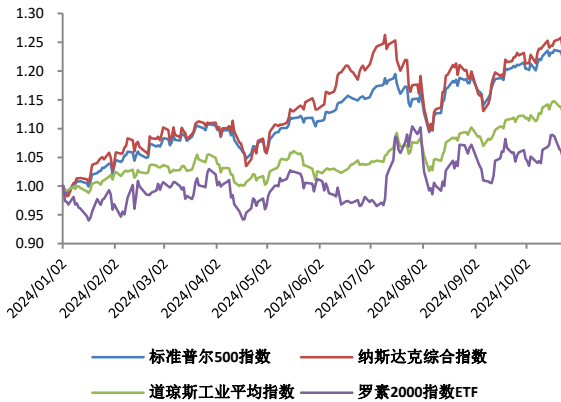
美国短期经济衰退风险不大，股市短期风险不大，当前属于传统震荡季。长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期，超出上限约 31%。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储进入降息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是因为目前尚没有货币政策导致的流动性问题。

建议维持美股仓位，密切关注资金流动性。三四季度为传统消费旺季，年内经济衰退风险不大。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕，年中传统震荡季美股表现较为强势，可以继续维持美股仓位。

短线仓位可在 11 月初大选落地后考虑。根据以往特朗普参选的大选年份的经验，11 月份大选结果落地前，股市较难给出方向性。但无论谁当选，美股均会选择短期上扬。

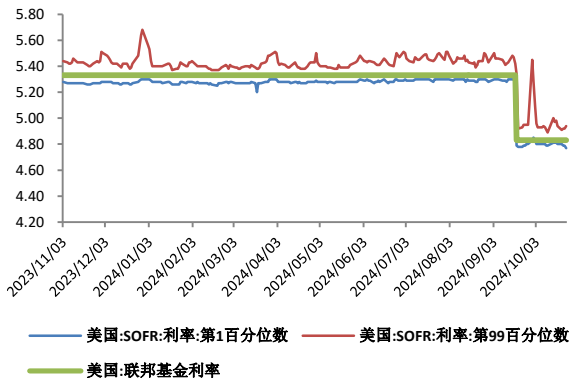
图19：美股 8 月后震荡走强（2024 年 1 月 2 日=100）

图20：标普 500 与上限



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图21: 美股8月后震荡 (2024年1月2日=100)

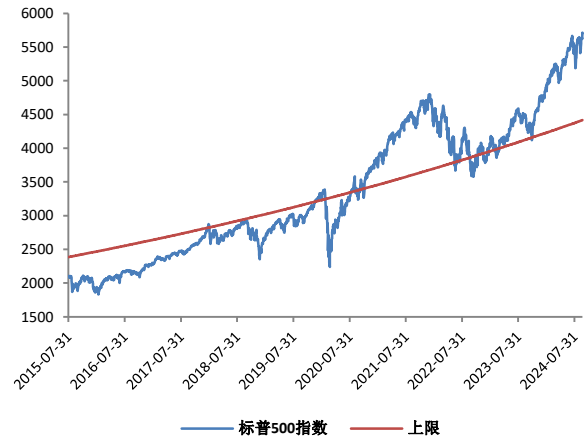


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

### 美债

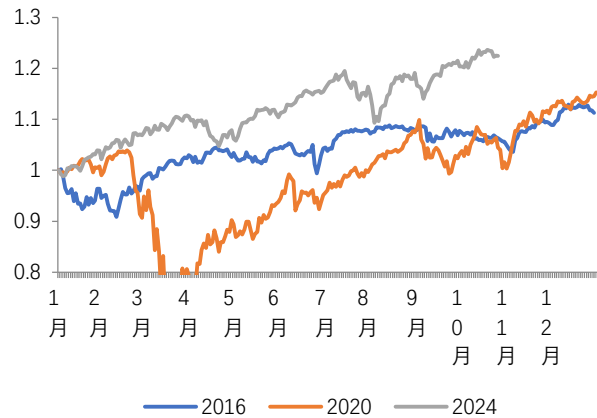
美国十年期国债利率下限维持 3.45~3.70%，上限 4.6~4.85%，大选落地后可能利率上升或有所缓解。由于过去两年 GDP 增速上修，我们模型的美十债利率下限随之上移 15bp 至 3.45~3.70%。在 1990 年以来的非衰退背景下的降息周期中（1995、1998、2019 年），美十债在首次降息当天利率不下跌的情况非常罕见。参照 1970 年代的利率期限特征，在通胀趋势性回落后，高通胀背景下的利率期限结构倒挂将得到修复。叠加衰退风险下降，不排除现在美国国债利率期限结构也重复这一过程。另一方面，美十债 10 月利率走高也有特朗普交易卷土重来的影响，由于属于预期交易，当大选落地后，即使是特朗普当选这一预期兑现，美十债可能短期内上升进程会有所缓解。预计 11 月美十债利率以震荡为主。

图23: 美债利率走廊 (%)



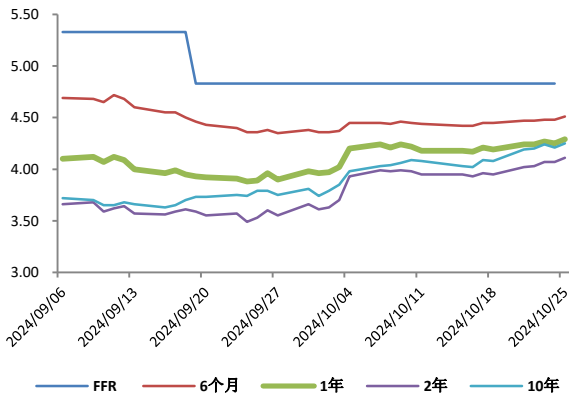
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图22: 标普 500 (历年1月=1)

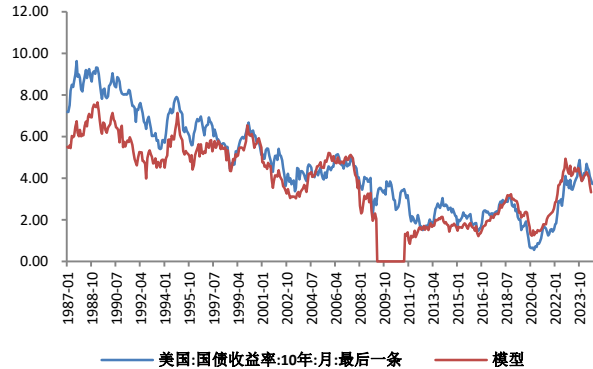


资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图24: 美十债模型 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

## 人民币

受美元走强影响，人民币对美走弱，对非美货币保持强势。10月25日，人民币对美汇率走贬至7.13。但由于我国货币财政政策转向，对经济预期有所好转，人民币对非美货币走强。考虑到11月5日美国大选揭晓，若特朗普当选，预计人民币对美元在11月先弱后强。

## 3. A股市场

**A股市场判断：**目前处于牛市的第二阶段，强势震荡阶段。市场呈现强势震荡的走势，体现的是市场信心的持续恢复，市场活跃度维持在较好水平，指数层面维持强势震荡，没有持续性下跌的动力，从题材层面，板块良性轮动，以重组和科技为主线的行情，市场参与度较好，市场赚钱效应较好。尤其是重组在政策加持下，个股行情如火如荼，通过一二级市场联动，对提升市场资产质量有利好效应，同时产业方向上也以新质生产力为大方向，各地政府积极推进，深圳国资旗帜鲜明地做大胆资本，为市场提供了更好的信心，政策叠加资金面的不断改善，市场震荡格局有望延续。美国大选即将落地，人大会议随后召开，市场不确定性因素落地有利于行业稳定发展，无论两党谁胜出对市场来说都是消息落地，对市场短期影响较小，指数强势震荡格局不改。建议投资者对A股进行超配。

聚焦市场主线，积极布局轮动热点，中大盘后期或占优。近期市场维持较好的量能水平，除了重组和科技之外，市场热点题材轮动明显，市场机会较多。在前期大科技持续走强之后，市场热点开始扩散，低位的光伏、锂电、军工、汽车、机器人、消费等热点轮番表现，市场在政策催化以及产业改善影响下，均有较好表现，在牛市第二阶段，资金切换频率和波动较大，给市场提供了较多的交易机会。

市场风格存在大小切换的可能。市场风格在大小盘之间切换，也是轮动的一部分，在经历了十月小盘股上涨之后，中大盘股在十一月可能会占优。从历史来看，大小盘存在跷跷板效应，在中小盘个股快速上涨之后，大盘蓝筹公司存在补涨需求，核心逻辑还是板块轮动，从估值提升到业绩提升，大盘股估值偏低，在中小盘涨幅较大情况下，大盘股有比价上的优势，从经济恢复来看，大盘股业绩持续性较好，业绩提升确定性更好，也是机构配置的主要方向，在牛市初期之后，中大盘风格会逐步占优。

资产配置。短期可以关注三类机会。首先，科技股行情将会反复演绎，核心主线可能贯穿整个行情，以半导体、信创、消费电子、机器人、新能源车为代表的大科技领域，是牛市的核心理念，应牢牢把握住核心公司的投资机会。其次，重组题材是本轮行情重要催化剂之一，国资平台的资产证券化和民营资本的一二级市场联动

将会层出不穷，将会极大改善绩差公司和传统产业的资产质量。再次，关注景气度反转的行业机会，以消费、医药、周期为代表的传统产业景气度有望在明年反转，从布局明年的角度出发，可以中期布局。

## 4. 债券市场

### 固收观点：关注存单配置和短端信用修复，增量财政博弈可择机配置长端

#### 债市调整基本结束，部分品种开启震荡修复行情

9.24 以来各债券品种大幅调整基本结束，部分品种开启震荡修复行情，主要原因是（1）近期股市冲高回调之下，理财和债基赎回压力明显减弱；（2）政策表态将化解地方隐性债务的重要性进一步提升、逆周期调节倾向“稳增长而非强刺激”，市场预期政策思路偏长期性和系统性，短期内债券供给冲击和基本面变化均较难支撑收益率大幅回调。10月8日-10月23日，中债10年、30年国债收益率下行4bp、2bp至2.16%、2.36%；中债1年AAA城投债收益率下行12bp至2.10%。

表 1：近两周债券市场主要品种收益率变动幅度一览表（单位:BP，10月8日-10月23日）

期间变化	3月	6月	9月	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	10年	30年
国债	2	3	5	5	5	5	-0	-7	-8	-6	-4	-2
非国开政金债	2	4	2	1	-3	-6	-8	-8	-7	-3	-4	
国开债	-2	1	-0	0	-0	-5	-5	-6	-8	-6	-5	
企业债 (AAA)	-17	-14	-15	-18	-16	-19	-16	-15	-14	-10	-11	
企业债 (AA+)	-17	-15	-17	-19	-18	-12	-9	-12	-9	-5	-5	
企业债 (AA)	-11	-10	-12	-13	-9	-6	-4	-8	-1	2	5	
城投 (AAA)	-11	-9	-12	-12	-11	-11	-6	-11	-10	-9	-12	
城投 (AA+)	-14	-12	-15	-17	-16	-15	-8	-14	-10	-7	-4	
城投 (AA)	-12	-10	-14	-19	-18	-18	-10	-16	-9	-6	5	
城投 (AA(2))	-12	-10	-14	-21	-17	-20	-7	-9	-0	3	14	
城投 (AA-)	-14	-12	-4	-11	-13	-17	5	10	1	4	10	
票据 (AAA+)	-12	-9	-9	-12	-10	-9	-12	-15	-14	-11	-11	
票据 (AAA)	-17	-14	-15	-18	-15	-19	-16	-15	-14	-10	-11	
票据 (AAA-)	-16	-14	-15	-16	-17	-17	-14	-15	-13	-8	-10	
票据 (AA+)	-17	-14	-15	-17	-16	-14	-11	-10	-9	-5	-5	
票据 (AA)	-12	-9	-11	-12	-10	-11	-4	-9	-2	2	5	

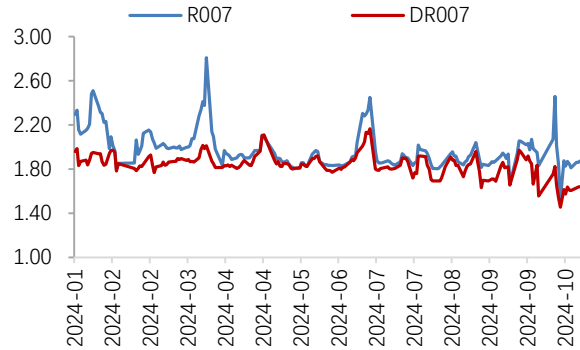
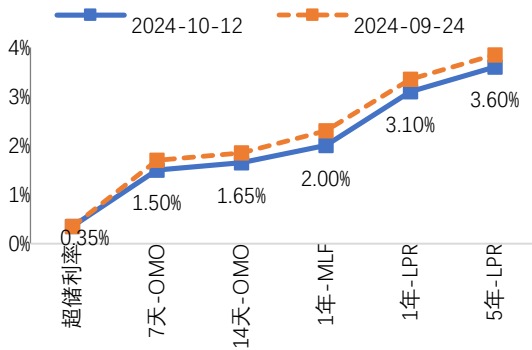
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

#### 货币政策持续宽松，资金面平稳偏松

国内货币政策在美联储开启降息的外部约束缓解之下，明确将把促进物价合理回升作为重要考量，更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用。近期央行OMO政策利率调降、以及大中型银行存款挂牌利率跟进下调、LPR报价大幅度下降均指向货币政策持续宽松立场。在此背景下，我们预计（1）年内虽有MLF大量到期、政府债加速提量发行的供给冲击，整体资金面仍有望平稳偏松；（2）在货币政策执行方面，或持续丰富货币政策工具箱，发挥好结构性货币政策工具作用，以及在公开市场操作中逐步增加国债买卖，增强与财政政策的协调配合。

图25：政策利率及LPR点位变化

图26：DR007与R007 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 财政政策是债市主要关注点，重心在于稳增长而非强刺激

财政政策定调积极、具体增量以及后续效果是债市主要关注点和分歧点。10月12日国新办发布会财政部介绍增量政策主要包括：（1）将综合施策、确保完成全年预算目标；（2）拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务；（3）将发行特别国债支持国有大行补充核心一级资本；（4）允许专项债券用于土地储备、收购存量房用作保障性住房。我们测算今年财政两本账缺口在2-3万亿，或通过增发国债、盘活存量可用债务限额、提高特定机构利润上缴等方式补充。此外，部长对于“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”、“近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”的提法，表明化解地方隐性债务工作在当前政策目标排序的重要性进一步提升，也打开了市场关于中央政府提升赤字的预期。总体来看，财政政策定调积极，重心在于化隐债、保民生、稳增长，而非强刺激。后续财政政策具体量级有待观察10月下旬人大常委会和年底中央经济工作会议。

### 核心观点：短端品种受益流动性，长端关注增量政策落地择机配置

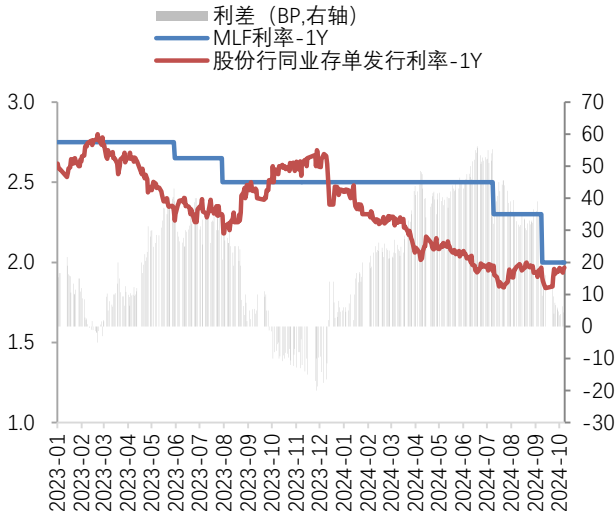
从基本面看，9月经济数据显示生产端有所修复，工业增加值同比较上月超预期回升0.9个百分点至5.4%，是在连续下滑4个月以后得首次止跌回升，工业产能利用率同步回升。但9月社融金融数据显示实体融资意愿不足，经济活性持续较弱，表现为社融增量主要依靠政府债和M1增速持续走低。需求端未有修复迹象，而经济回升持续性需要需求端跟进。

从政策面看，货币政策支持性立场明确，或通过多种方式呵护流动性，宽货币趋势确立；财政政策更侧重隐债化解、民生保障工作，政策思路偏审慎，定位偏长期性和系统性。

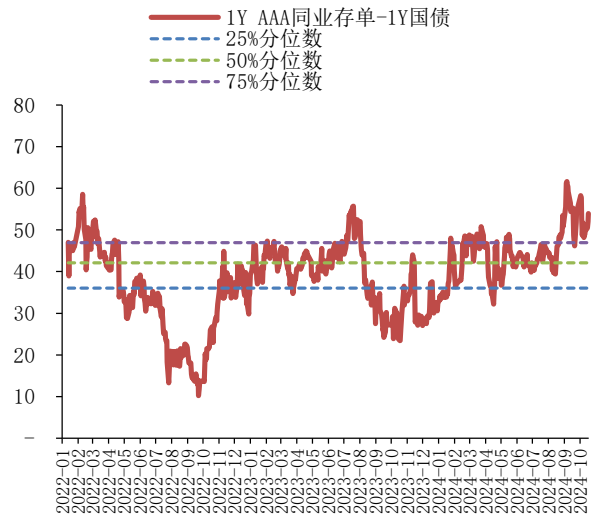
整体来看，我们认为当前处于政策协调发力稳增长前期，信心不稳和实体需求不足仍是经济回稳的主要问题，客观要求利率处于低位水平。增量财政及其对经济拉动效果是当前主要关注点和分歧点，我们预计债市或区间震荡，对于政策思路改变已有一定预期，大幅回调概率已不大。策略上，更看好短端确定性机会，关注理财和公募债基金资金端复稳之下的同业存单配置价值和短久期信用品种修复机会。长端品种考虑震荡回调的配置机会，当前险资、农商行自营资金配置需求仍较高。预计10Y国债、30Y国债收益率核心震荡区间大致落在2.10%-2.20%、2.25%-2.35%。

图27：MLF与同业存单发行利率（%）及利差（BP）

图28：1Y AAA 同业存单与1Y 国债价差（BP）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



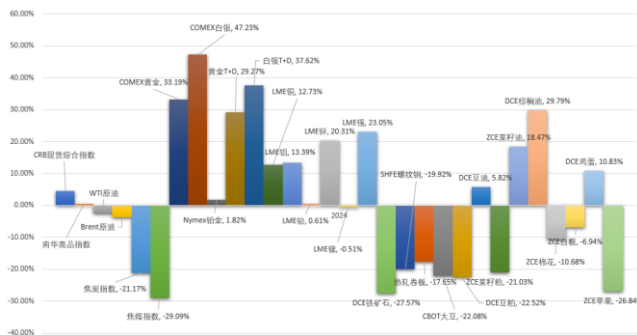
iFinD，东兴证券研究所

## 5. 大宗商品

### 后市展望：大宗库存重建或带来配置机会

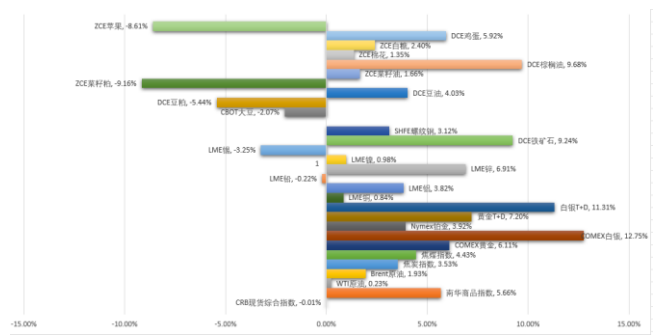
#### 大宗商品回报率

图29：大宗商品 2024 年 M1-M10 回报率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：自 2024 年 9 月 FED 降息后大宗商品回报率（至 10 月 23 日）



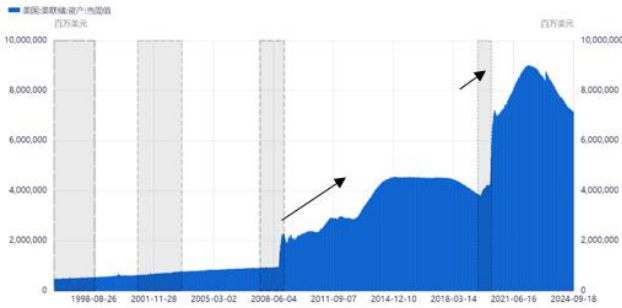
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

### 美联储降息周期有助提振大宗商品回报率

#### FED 资产负债表的变化：将逐渐由缩表切换至再扩表

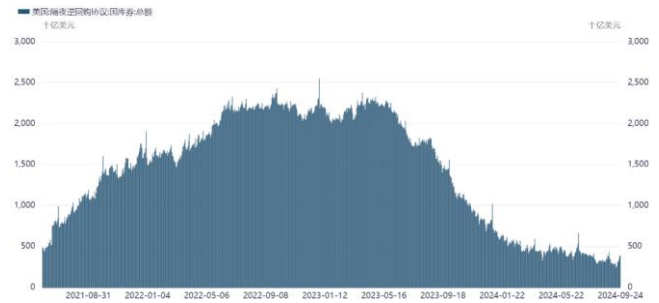


图31：美联储资产负债表的扩表周期通常在降息周期开启之后



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：美联储隔夜逆回购协议创 2021 年最低后开始反弹



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美联储降息周期开启意味着全球利率成本中枢的趋势性下移，而央行资产负债表的切换则意味着流动性溢出效应的扩散（由此前的持续性缩表切换至扩表）。

近两轮美联储利率调整政策：均伴随扩表行为展开。2008 及 2020 年 FED 的两轮降息均伴随着资产负债表的大幅扩张，其中 2008 年其资产负债表规模+143.7 至 2.29 万亿美元(+1.35 万亿美元)，2020 年则+110.2% 至 9.02 万亿美元(+4.73 万亿美元)。但另一方面，从 2022 年 4 月 FED 加息后，资产负债表也出现了比较猛烈的收缩。当前最新数据显示，2022 年本轮加息缩表以来，FED 资产负债表已经降幅超过 20%，去化 1.86 万亿美元，其中 2024 年内下降 1.39 万亿美元至 7.1 万亿，显示资产端及负债端出现的急速收缩，也暗示了后续具有较大的扩张空间。

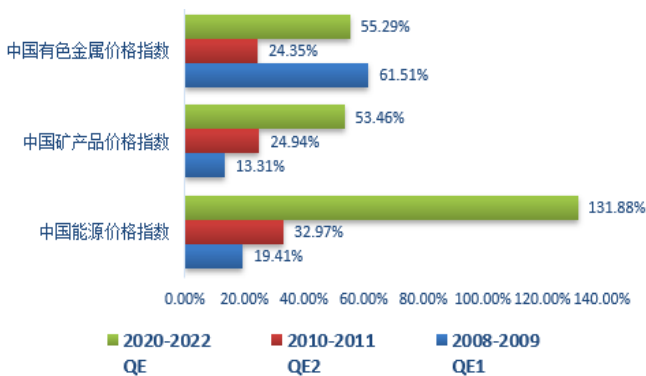
资产负债表转换的积极变化：

边际变化：每月计划缩减的美国国债规模上限从 600 亿美元降至 250 亿美元；

微观变化：美联储的隔夜逆回购协议 (RRP) 创 2021 年最低后开始反弹→金融系统中流动性开始逐渐充裕，这也是美联储降息后对金融市场流动性助推的有效印证，同时也暗示后期资产负债表可能出现的宽松。

前三轮 FED 扩表后对大宗商品价格指数的正向溢出效应

图33：美联储扩表周期对大宗商品价格有显著提振



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

FED 扩表后对大宗商品价格指数的溢出效应：

**2008-2009 年 QE1 时期**：后金融危机时期库存重建+流动性溢出推升金属定价→金属指数的相对回报率最高，达到 61.5%；

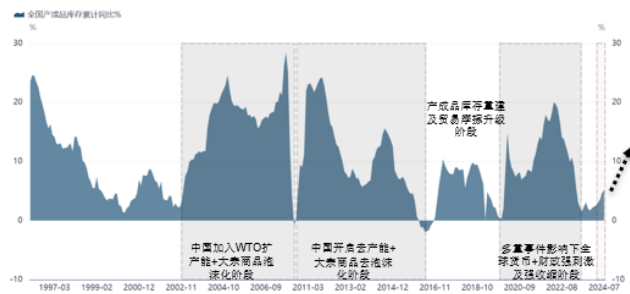
**2010-2011 年 QE2 时期**：流动性效应向上游资源品溢出，上游供给问题开始被关注→上游企业利润开始优化；

**2020-2022 年再 QE 时期**：库存周期切换叠加流动性助推令价格涨幅均显现强化，能源价格受地缘因素及产能去化因素影响而获得超额收益→能源指数涨幅超过 130%。

**2024 年以后新 QE 时期**：库存周期的切换仍将是行情推动的重点因素之一。

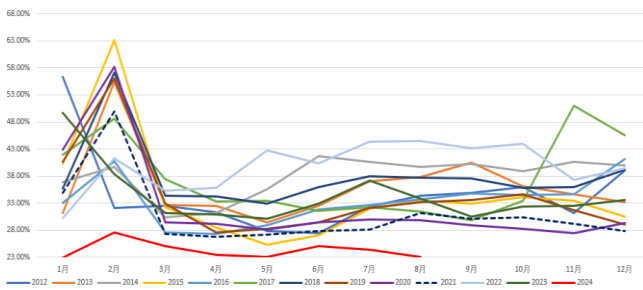
### 2024 年或开启新一轮基钦周期

图34：库存周期变化对基钦周期的拟合



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图36：以金属型材为例：产成品库存降至近 12 年最低



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

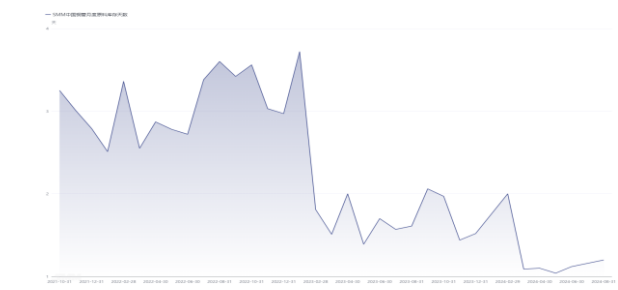
图38：中国显性原材料库存可用天数筑顶结束显现去化

图35：中国新订单指数与库存指数拟合



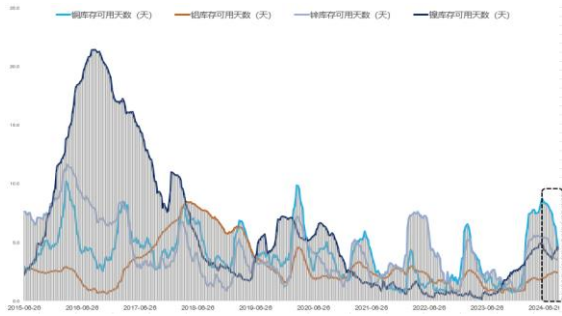
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图37：以铜为例：铜管原材料库存天数已降至 1.2 天

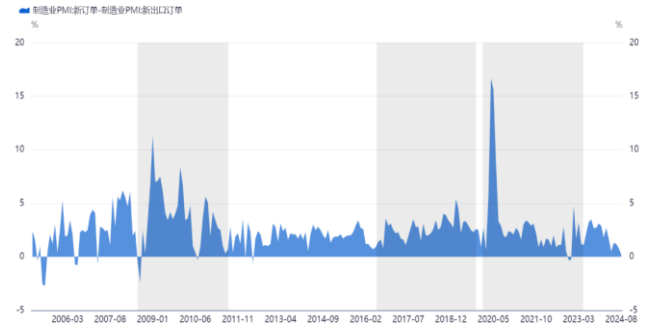


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图39：制造业新订单差额可有效反应内需状态



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

五轮库存周期后的新基钦周期待开启：从 2003 年 2023 年，中国已经经历了 5 轮库存周期的切换，但每轮库存周期的变化重点略有分化。如，

**2003-2007 年：**库存周期着重于中国加入 WTO，制造业扩产能下的主动补库存；

**2008-2011 年：**次贷危机爆发导致主动去库存，而后 QE+4 万亿刺激经济带来主动补库存（2009 年 Q3 开始出现典型的主动补库存特征，表现为行业营收、库存呈现双增长态势；

**2012-2015 年，**大宗商品去泡沫以及中国的去产能，行业营收和库存出现同步减少，经济进入到主动去库存阶段（2013M8-2014M8 出现近一年周期被动补库），直至 2016 年才进入重建阶段；

**2016-2019 年：**产成品库存重建及贸易摩擦升级，主动补库存后的被动去库存（出口需求减弱担忧令市场）；

**2020-2023 年：**公共卫生事件+地缘政治事件等多因素共振扰动，全球货币+财政经历了从强刺激至强收缩→由主动补库存至持续性的去库，其中 2022 年开始国内工业企业营收增速及库存双下降，进入主动去库存阶段；

**2024 年以后：**市场在低库存状态下进入被动补库存阶段，这也意味着前一轮的主动去库存周期已结束，即这一轮的存货周期已在尾声。随着全球刺激政策力度的加强，整个库存周期可能由被动去库存向主动补库存转变；

库存周期一旦抬头，意味着整个二级市场行业估值的优化。我们从最近期的 2020 年第二季度市场表现观察，在行业库存周期由被动去库向主动补库切换后，上证综指的估值水平由 11.75X→16.91X；金属板块的 PE 30.8X→58X。可以充分反映当前二级市场还是处于估值底，风险的计价在估值的变化中持续计入，板块配置的安全边际已有所提升。考虑到后期实际产能利用率可预期的提升及全球货币政策及刺激政策的回归，库存周期的切换会令周期行业的估值再度出现优化，这也意味着大宗商品配置价值的提升。

### 表 2 十月资产配置报告

配置品种	配置理由
黄金	黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌； 黄金传统金融市场定价层面：避险溢价、汇率平价、流动性溢价及通胀平价四大核心要素均在发酵。黄金在经过一段时间的高位盘整后或仍有上行空间。

铜 近阶段中国市场的铜库存、现货溢价及企业开工状态的变化可有效反应消费端的边际转暖。从流动性因素观察，美债收益率受美联储降息预期影响而明显回落，10年期中美国债利差缩至约170个基点，利差收窄及汇差变动有助于提振融资铜贸易规模的扩张，从而带动中国铜显性消费规模的放大。

铝 鉴于全球铝土矿供需紧张问题或仍持续，氧化铝及铝产品价格长期定价逻辑在产业链供给刚性化程度显现下仍易涨难跌，铝上游行业或维持高景气度，这有助于行业估值的提升及配置价值的显现。

原油 从历史数据观察，原油在降息周期内有较大上涨弹性，其实际表现取决于供求格局和地缘政治冲突的变化；当前中东局势的不断升级或带来事件性的交易机会，通过霍尔木兹海峡的石油运输可能产生扰动事件，支撑石油价格上涨。

大豆 大豆在降息周期中具有较高上涨概率，弱势美元定价下的需求稳定扩张及南北美天气因素扰动对大豆定价产生实质性影响。

资料来源：东兴证券研究所

## 6. 风险提示

宏观政策低于预期；经济数据大幅波动；美国大选落地前后，特朗普的对外政策可能与当前政府有所不同；国内需求不足导致经济放缓。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
策略普通报告	A股策略周报：强势震荡延续 积极布局轮动热点	2024-11-05
策略普通报告	十一月金股汇	2024-10-28
策略普通报告	A股策略周报：树立牛市思维 机会大于风险	2024-10-22
策略普通报告	A股策略周报：政策逐步落地，牛市进入强势震荡阶段	2024-10-15
策略快评报告	市场将会呈现三阶段上涨 目前仍为第一波	2024-10-08
策略普通报告	十月金股汇	2024-09-25
策略快评报告	政策加速落地 中期底部有望形成	2024-09-24
策略快评报告	美联储降息提升政策腾挪空间 四季度见底的概率显著增强	2024-09-23
策略普通报告	A股策略周报：4季度进入底部区域可能性加大	2024-09-12
策略普通报告	九月金股汇	2024-08-28

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

### 康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院985平台，上海浦江人才计划项目。2017年加入东兴证券研究所。

### 林瑾璐

剑桥大学金融与经济学硕士。曾任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，负责银行业研究。

### 张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：  
以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦23层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526