

# 宏观经济边际企稳，建议关注年末政策线索

——2024年11月睿见月智

## 内容要点

百瑞信托

战略发展部

博士后工作站

2024年11月28日

### ○ 宏观经济环境

#### 海内外重要政策及事件：

货币方面，央行发布三季度货币政策报告，坚定坚持支持性货币政策立场，加大货币政策调控强度

财政方面，全国人大常委会审议化债限额，地方置换债券密集发行

海外方面，特朗普二次当选总统，经济政策偏向美国国内，美联储年内第二次降息，后续降息速度不明朗

**国内宏观经济：**10月经济数据边际好转，出口环比出现逆季节性增长，消费延续回升态势

**国内金融数据：**10月信贷、社融偏弱走势，M1、M2增速大幅反弹

### ○ 市场表现回顾

**大类资产表现：**A股市场震荡调整、国债利率持续下行、信用利差略微收窄

**公募基金：**11月以来债券类基金表现较好

**集合信托：**10月标品信托产品发行规模663.61亿

### ○ 资产配置展望

债券市场近期关注供给扰动、长期看增量政策，股票市场整体震荡反复、预计阶段调整后随时有反弹的需求

## 目 录

|  |    |
|--|----|
| 一、宏观经济环境 .....   | 1  |
| 1. 海内外重要政策及事件.....   | 1  |
| 2. 10 月经济数据边际好转，出口环比出现逆季节性增长，消费延续回升态势.....                     | 2  |
| 3. 10 月信贷、社融偏弱走势，M1、M2 增速大幅反弹.....                             | 4  |
| 二、市场表现回顾 .....   | 5  |
| 1. 大类资产表现：A 股市场震荡调整、国债利率持续下行、信用利差略微收窄.....                     | 5  |
| 2. 公募基金表现：11 月以来债券类基金表现较好.....                                 | 11 |
| 3. 集合信托发行情况：10 月标品信托产品发行规模 663.61 亿.....                       | 11 |
| 三、资产配置展望：债券市场近期关注供给扰动、长期看增量政策，股票市场整体震荡反复、预计阶段调整后随时有反弹的需求 ..... | 12 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图表 1：A 股市场主要指数涨跌幅.....      | 6  |
| 图表 2：A 股市场各行业板块涨跌幅.....     | 6  |
| 图表 3：全球主要股票市场指数涨跌幅.....     | 7  |
| 图表 4：中债国债到期收益率.....         | 8  |
| 图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)..... | 8  |
| 图表 6：债券市场主要指数涨跌幅.....       | 9  |
| 图表 7：大宗商品与货币主要指数涨跌幅.....    | 10 |
| 图表 8：上海黄金现货走势.....          | 10 |
| 图表 9：各类型公募基金表现.....         | 11 |

## 一、宏观经济环境

### 1. 海内外重要政策及事件

货币政策方面，11月8日央行发布三季度货币政策报告，坚定坚持支持性货币政策立场，加大货币政策调控强度。**第一**，央行表示将加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。**第二**，在对宏观经济的判断上，三季度货币政策执行报告指出，当前外部环境的不确定性增多，世界增长动能总体放缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。但我国经济基本面坚实，市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变，要正视困难、坚定信心、积极应对。**第三**，对于下一阶段的货币政策，央行指出，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。**第四**，市场研究机构认为M1统计口径或将迎来调整，很可能纳入个人活期存款和非银行支付机构备付金。预计调整后的M1同比增速将高于当前口径，波动也会明显收敛，但M2-M1剪刀差仍处于历史较高水平，因此仍需提升资金活化程度，宽松的货币政策将继续为经济修复保驾护航。

财政政策方面，全国人大常委会审议化债限额，地方置换债券密集发行。人大常委会审议地方化债限额的消息透露出两个信息点：**第一**，确认增加的用于化债的限额是地方债限额而不是国债限额。10月12日财政部长提到“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”。如果增加国债限额，那么债务置换方式就会发生重大变化（以往都是利用地方债限额置换），地方政府的债务压力就会极大减轻。本次会议确定增加的是地方债限额，说明现阶段让地方承担化债主要责任仍是中央政府的目標。该做法有利于避免地方债务过度扩张。**第二**，调增赤字、增加特别国债限额也具备一定可能性。10月12日财政部提到“今年全国一般公共预算收入增速不及预期，但通过采取综合性措

施，可以实现收支平衡”，说明财政补缺口的确定性较强，但是否利用政府债来补仍不确定。如果发行政府债，利用结存限额还是调增的限额也有不确定性。10月12日财政部还提到“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”，因此本次会议也可能审议确定该政策。因此，从大的宏观逻辑来看，债券市场还是与货币政策及其后续取向高度相关。在9月下旬的政策转向中，货币宽松最先落地，考虑短期经济仍需宽松支持，随着政策将稳增长放在更重要的地位，后续货币政策继续加码放松的可能性也不能排除。综合看，扩大化债范围是确定方向，过去路径是地方政府发债进行化债，未来国债是否用来化债没有完全否定。12月预计发行8000亿元左右置换债券，从发行期限来看，本轮存量隐债置换债券的发行期限集中于长期、超长期品种。

**海外方面**，美国大选结束，特朗普二次当选总统，经济政策偏向美国国内；美联储年内第二次降息25个基点，9月降息50个基点，后续降息速度不明朗。在经济上特朗普的执政理念是奉行美国优先原则，往往对其他国家实施经济制裁和贸易战，经济增长和科技创新；对股市和债市的影响无法简单重复，回顾2018-2019年中美贸易摩擦期间，对股市开启震荡偏利空行情，无法简单复制贸易战对国内经济的影响。美联储主席鲍威尔表示，美联储可以更慢或更快地调整政策限制，正在努力在行动过快与行动过慢之间寻求平衡；美联储将继续采取逐次会议的方式做出决策。如果经济保持强劲，通胀未能回落至2%，则可以更缓慢地调整政策。本次美联储主席鲍威尔几乎没有就今后降息的速度和幅度给出指引。

## **2. 10月经济数据边际好转，出口环比出现逆季节性增长，消费延续回升态势**

**10月投资持平，消费延续回升态势。**10月，固定资产投资累计同比+3.4%，前值+3.4%。分项来看，制造业和基建投资加速，房地产开发投资持续走弱；制造业累计同比+9.3%，前值+9.2%；基建累计同比+9.35%，前值+9.26%；房地产开发投资累计同比-10.3%，前值-9.9%。10月，消费延续回升态势，社会消费

品零售总额同比超预期回升+4.8%，前值+3.2%。一是以旧换新政策持续发力，汽车、家电分项零售额表现强劲；二是今年“双十一”电商促销前置，活动较去年提前 6-10 天开始，10 月实物商品网上零售额累计同比升至 8.3%。

**房价和销售的改善还没有从一线城市扩散到全国，低能级城市的房价和销售压力仍然较大。** 房地产销售面积边际好转，10 月房地产销售面积累计同比-15.8%，前值-17.1%；住宅销售面积累计同比-17.7%，前值-19.2%。一线销售价格同比下跌，环比好转，10 月一线城市二手房价环比+0.4%，自 2023 年 9 月以来首次实现正增长，其中，北京二手房价环比+1%，上海环比+0.2%，深圳环比+0.7%，广州-0.4%。

**10 月出口环比出现逆季节性增长。** 10 月出口受 9 月订单回补影响，中国以美元计价出口同比+12.7%，以人民币计价出口同比+11.2%。10 月出口同比读数偏高，或包含 9 月回补订单，11 月已公布的 AIS 与港口集装箱吞吐量数据均指向出口同比明显回落。10 月进口回落，以美元计价进口同比-2.3%；以人民币计价进口同比-3.7%。主因国际大宗商品价格下滑影响。短期外需仍有支撑，中长期关注海外政经形势演变和贸易摩擦潜在风险。本期出口在积压订单释放和全球经济景气回升的双重驱动下，增速出现快速反弹。但从中长期来看，特朗普当选美国总统后的贸易收缩政策将对华贸易形成冲击。

**10 月制造业 PMI 重回景气区间。** 10 月 PMI 三大指数均回升，制造业 PMI 为 50.1%，环比+0.3%；非制造业商务活动指数为 50.2%，环比+0.2%；综合 PMI 产出指数为 50.8%，环比+0.4%。企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快，制造业和服务业景气水平从 8 月以来小幅回升。需求方面生产加快，新订单持平，中小企业信心不足；出口需求走弱，内需尚可制造业生产指数为 50.9%，环比+0.1%；新订单指数为 50.0%，环比+0.1%；制造业市场需求总体水平持平；大中小型企业 PMI 分别为 51.5%、49.4%和 47.5%，环比+0.9%、+0.2%和-1.0%；制造业新订单指数 50.0%，环比+0.1%；制造业新出口订单 47.3%，环比-0.2%。。

**10 月核心通胀环比由降转平，整体处于低水平。** 10 月通胀涨幅收窄，CPI 同比+0.3%，前值+0.4%；环比下降，同比涨幅收窄。读数回落主要受食品项拖

累，市场供给增加，猪肉、蔬菜等价格较上个月回落，加上能源价格下降拖累10月物价涨幅有所收窄。低物价整体反映国内处于需求追赶供给阶段，市场供给充足。10月核心通胀好转，核心CPI同比+0.2%，前值+0.1%，较前月回升0.1个百分点至0.2%，非食品项与核心CPI表现一致，环比读数较前月回升0.2个百分点至0.0%，二者绝对数值仍然均处于季节性最低水平。**10月PPI同比降幅扩大**，PPI同比-2.9%，前值-2.8%，环比下降，同比降幅小幅扩大。国内工业品市场需求偏弱，能源等商品价格回落影响。

**总体来看**，10月经济数据好转但是不能确认经济企稳，10月消费和投资指标进一步改善，反映国内一揽子逆周期政策效果显现，消费和内需复苏动能明显增强，一线城市房地产销售出现好转。当前仍然是消费、货币和基建发力推动，从通胀来看，内需仍然不足，经济动力不足。

### 3.10月信贷、社融偏弱走势，M1、M2增速大幅反弹

**10月信贷和社融持续偏弱**，1-10月，社会融资规模增量累计为27.06万亿元，比上年同期少4.13万亿元；10月单月社会融资规模增量1.4万亿元，前值为3.76万亿元。10月新增人民币贷款5000亿元，前值为1.6万亿，反映房贷需求的居民户中长期贷款仍然十分疲软；企业户中长期贷款10月份单月只有1700亿元，同比维持少增状态。企业债券净融资估算1015亿元，同比少增163亿元。社融仍然靠政府融资活动来支撑。

**货币增速反弹**，10月，M1同比-6.1%，前值-7.4%；M2同比+7.5%，前值+6.8%。M1数据代表实体经济短期活力，消费以旧换新叠加“双十一”提前的带动，以及地产销售的改善。M2则包含股市预期改善、央行对资本市场支持力度加大、财政支出加速的信息。

## 二、市场表现回顾

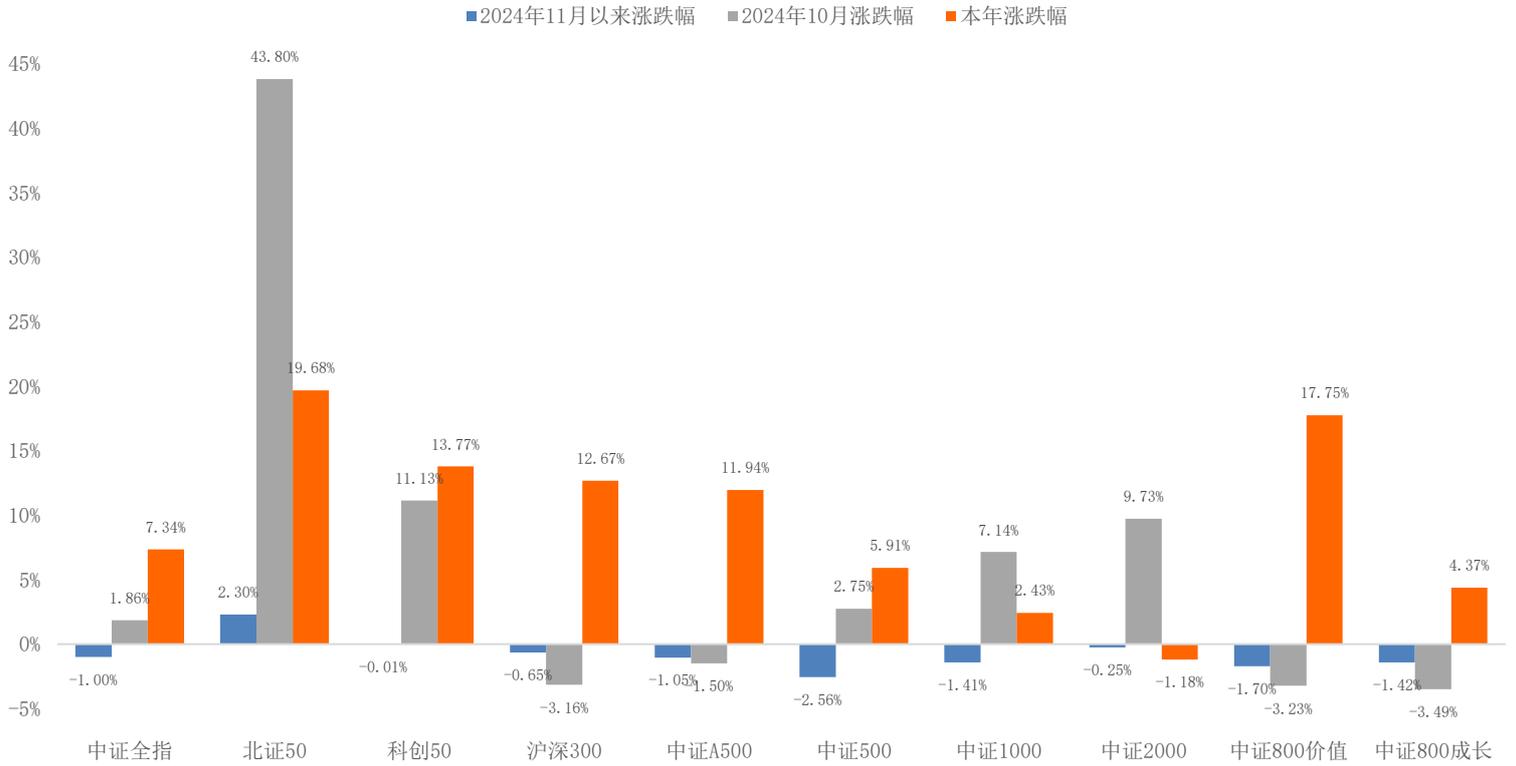
### 1. 大类资产表现：A 股市场震荡调整、国债利率持续下行、信用利差略微收窄

A 股市场方面，11 月（截至 11 月 22 日，下同）以来 A 股市场震荡调整，除北证 50 指数外，其他主要指数大部分收跌，中证全指下跌 1%。市场调整压力较大，核心原因还是来自市场自身，11 月以来热点十分活跃，连板股频出，市场活跃度非常高，短期累计了较大涨幅，技术调整压力较大。从全球来看，美国大选、美联储降息、人大常委会批准 10 万亿化债计划，三大重磅事件落地，投资者开始关注明年主线。市场开始聚焦更细的政策以及美国新一届政府的战略，这也是短期市场震荡的原因之一。整体来看，市场上涨趋势或许并没有结束，只不过是换挡，调整后还会重新活跃。

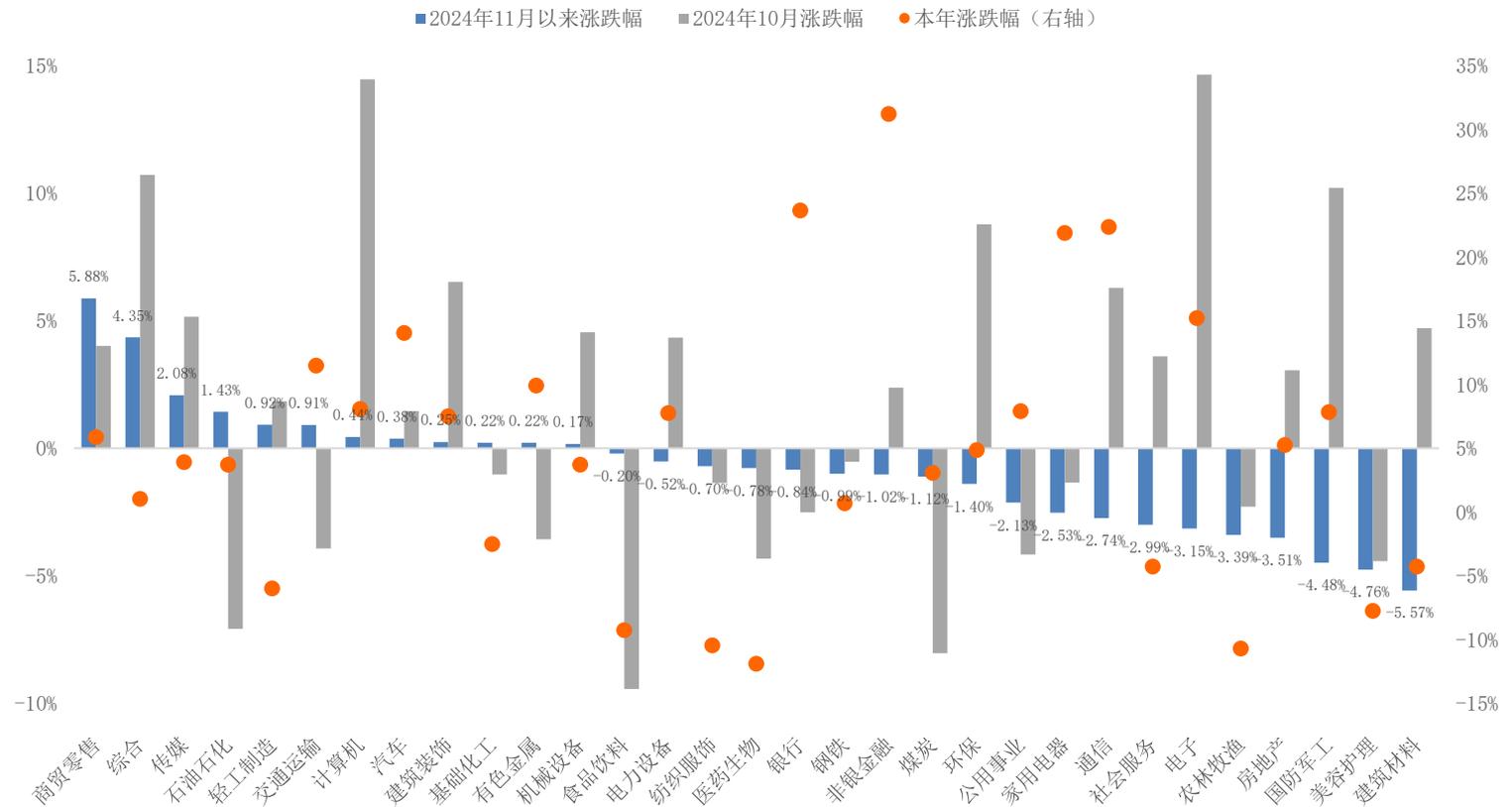
A 股行业风格方面，11 月以来商贸零售、综合以及传媒行业表现相对较好，而建筑材料、美容护理和国防军工行业表现相对较差。从风格来看，11 月以来价值、成长风格都有所下跌，成长风格相对占优，中证 800 价值指数下跌 1.70%，中证 800 成长指数下跌 1.42%。展望未来，随着美国大选尘埃落定，国内财政部的诸多提振经济的举措出炉，A 股市场会继续保持活跃。经济复苏预期、政策支持以及部分板块的良好表现等给市场带来提振。从板块轮动的角度看，可能有资金在不断寻找估值洼地和具有增长潜力的板块，应持续关注相应板块。

全球股票市场方面，11 月以来纳斯达克指数、标普 500 以及英国富时 100 指数表现较好，分别上涨 5.02%、4.63%、1.87%。近期市场对特朗普的经济政策预期导致美元走强。特朗普主张的一些政策，如放松监管、减税、贸易保护与供应链回流等，可能会刺激美国经济增长，致使美股近期走强。

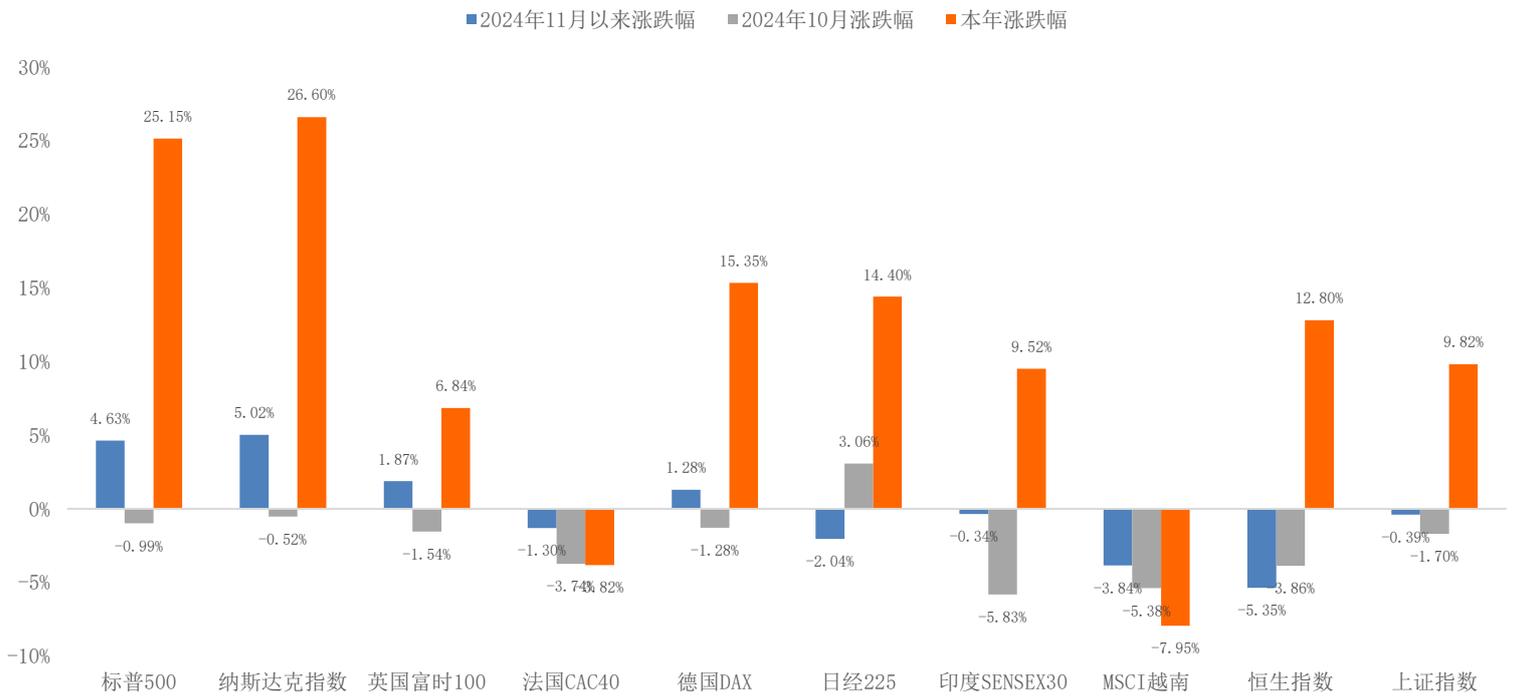
图表 1: A股市场主要指数涨跌幅



图表 2: A股市场各行业板块涨跌幅



图表 3：全球主要股票市场指数涨跌幅

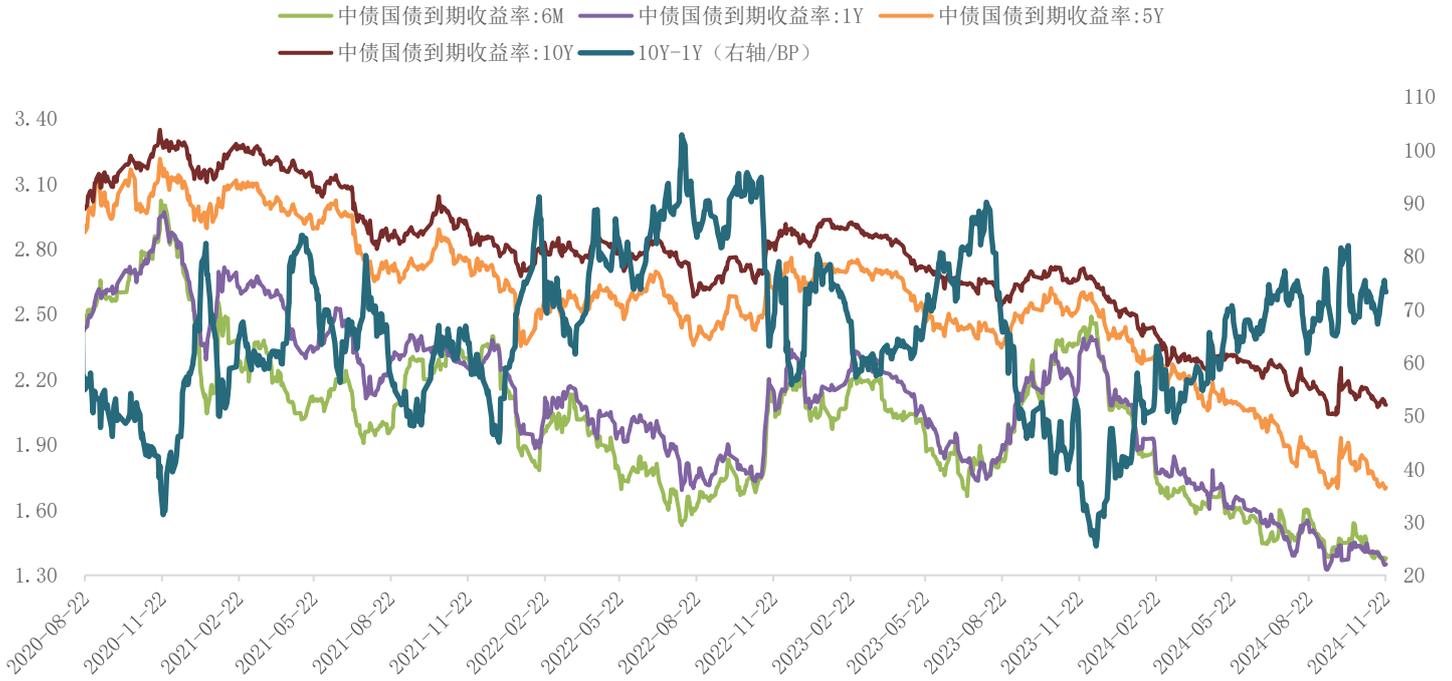


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 11 月 22 日 注：采用申万一级行业分类

**利率债方面**，11 月以来长短端国债利率持续下行，平均下行 7.10bp，10 年期中债国债到期收益率下行 6.44bp，为 2.0832%，期限利差微阔。其中，6 个月期品种下行 4.97bp，1 年期品种下行 7.56bp，5 年期品种下行 9.16bp，10 年期品种下行 6.44bp。10 年期减 1 年期的期限利差为 73.28bp，较上月末微阔 1.12bp。

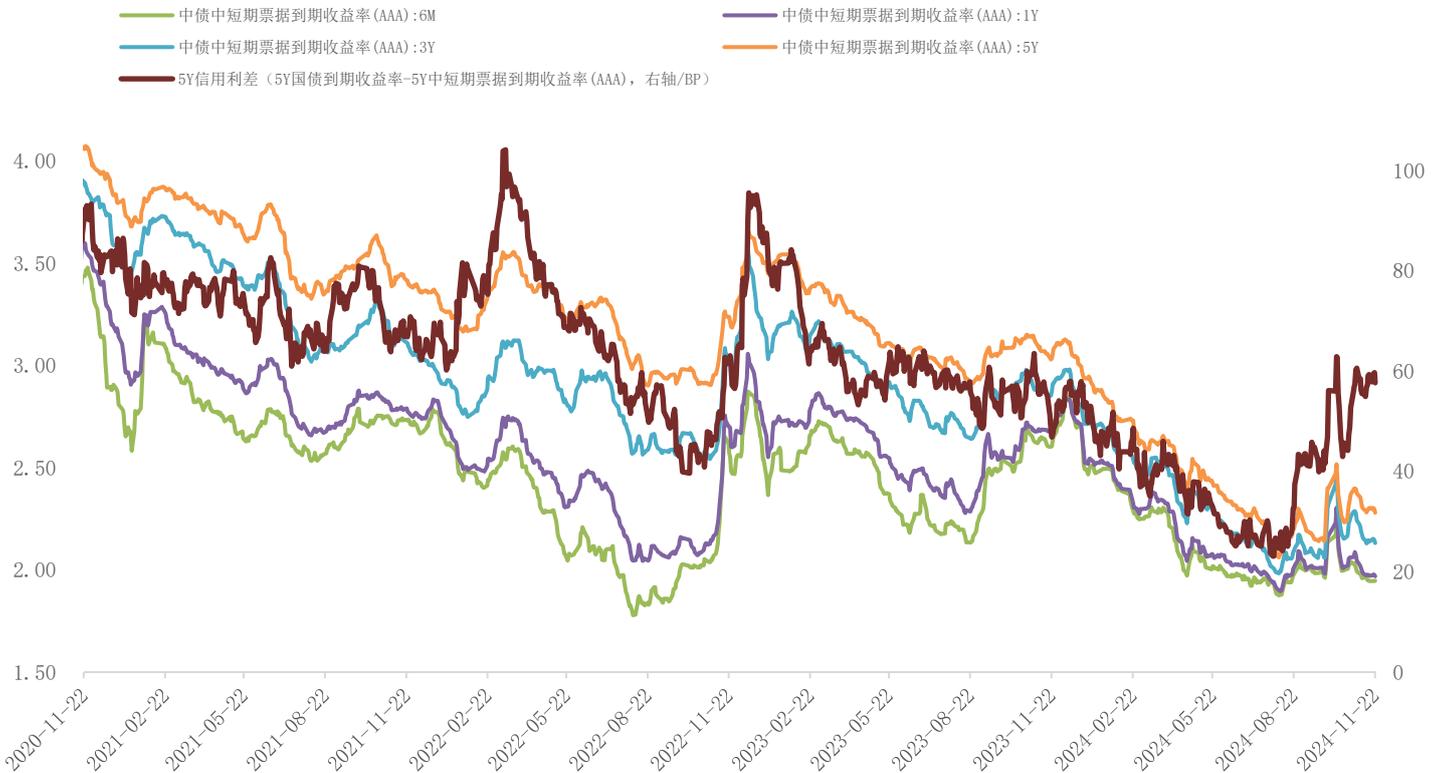
**信用债方面**，11 月以来长短期中债中短期票据到期收益率（AAA）持续下行，平均下行 10.90bp，信用利差持续收窄。其中，6 个月期品种下行 6.46bp，1 年期品种下行 10.58bp，3 年期品种下行 14.79bp，5 年期品种下行 11.76bp。5 年期的信用利差（5Y 国债到期收益率-5Y 中短期票据到期收益率（AAA））为 57.63bp，较上月末收窄 2.60bp。

图表 4：中债国债到期收益率



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 11 月 22 日

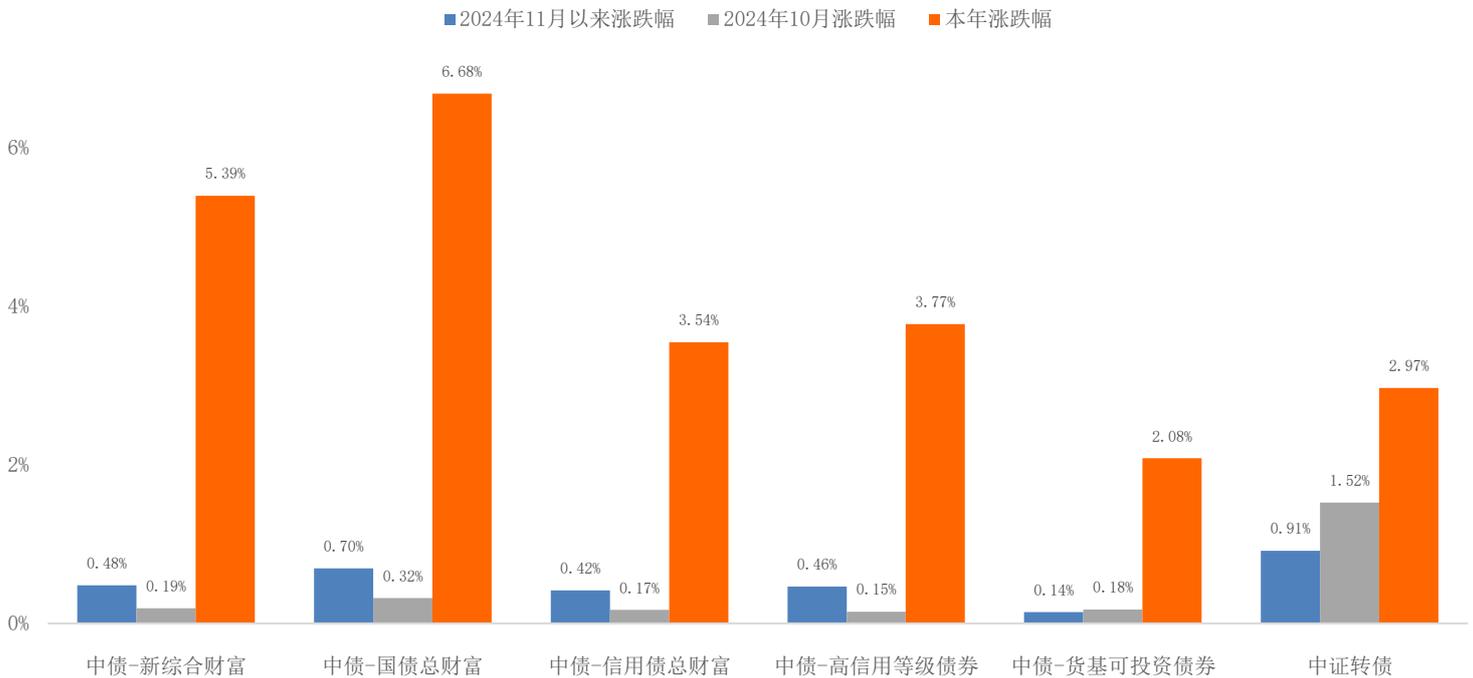
图表 5：中债中短期票据到期收益率(AAA)



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至 2024 年 11 月 22 日

债券指数方面，11月以来中债-新综合财富指数、中债-国债总财富指数、中债-信用债总财富指数、中债-高信用等级债券指数、中债-货基可投资债券指数分别上涨0.48%、上涨0.70%、上涨0.42%、上涨0.46%、上涨0.14%，中证可转债指数上涨0.91%。

图表 6：债券市场主要指数涨跌幅

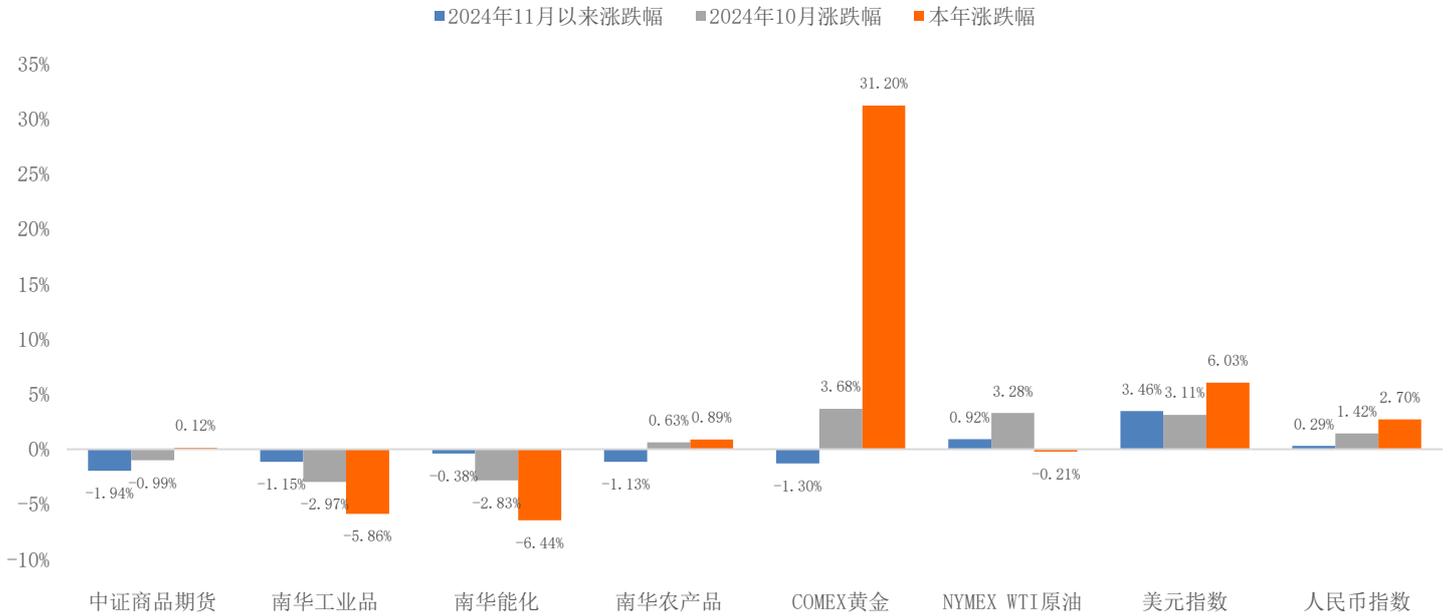


数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至2024年11月22日

商品方面，11月以来WTI原油上涨0.92%，中证商品期货指数、南华工业品指数、南华能化指数及南华农产品指数分别下跌1.94%、下跌1.15%、下跌0.38%、下跌1.13%。汇率方面，11月以来美元指数录得涨幅3.46%，人民币指数录得涨幅0.29%。黄金方面，11月以来COMEX黄金下跌1.30%，上海黄金现货录得跌幅1.59%，11月22日收盘于623.91元/克。黄金高位回落，加密货币集体走强，“特朗普交易”进一步强化，特朗普当选，其更高的关税主张将更长时间内维持美国的高通胀水平，带动美国国债收益率上升和美元走强，同时，美股也将受益于减税等政策，美股和美元等高收益资产将分流资金，黄金短期

或受到压制。

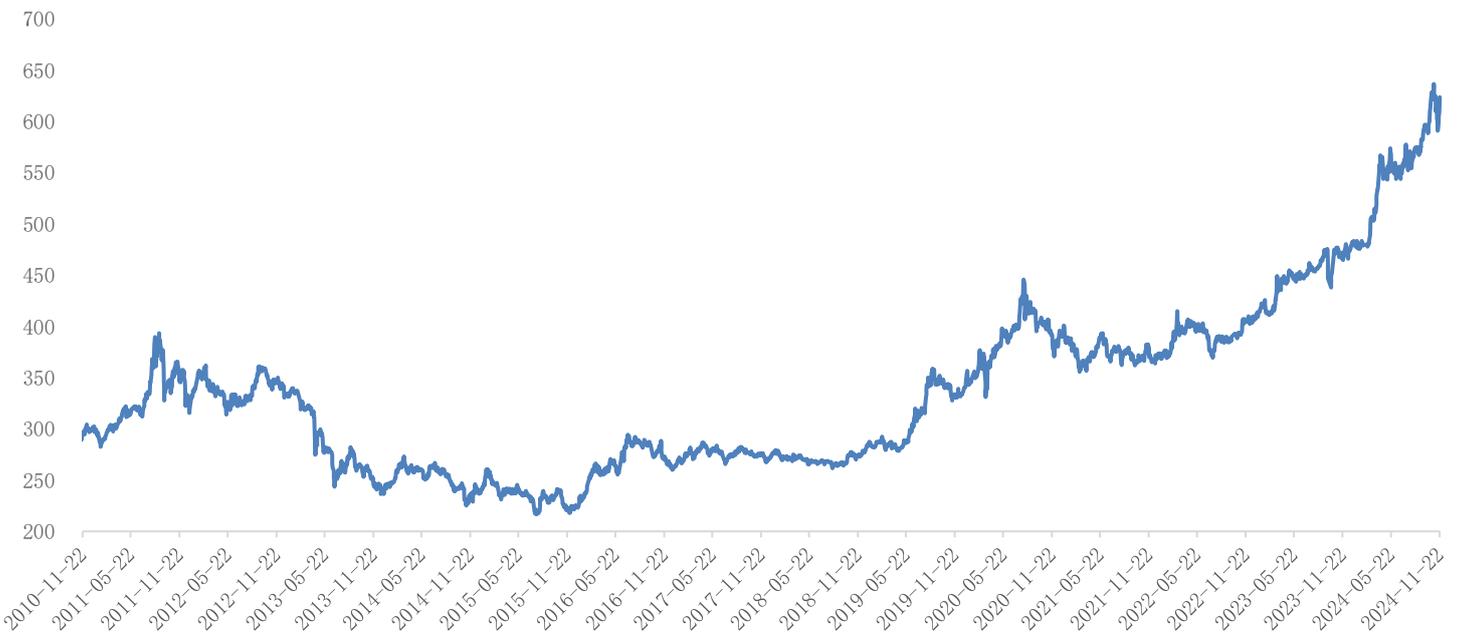
图表 7: 大宗商品与货币主要指数涨跌幅



数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 11 月 22 日

图表 8: 上海黄金现货走势

上海金交所黄金现货:收盘价: Au9999

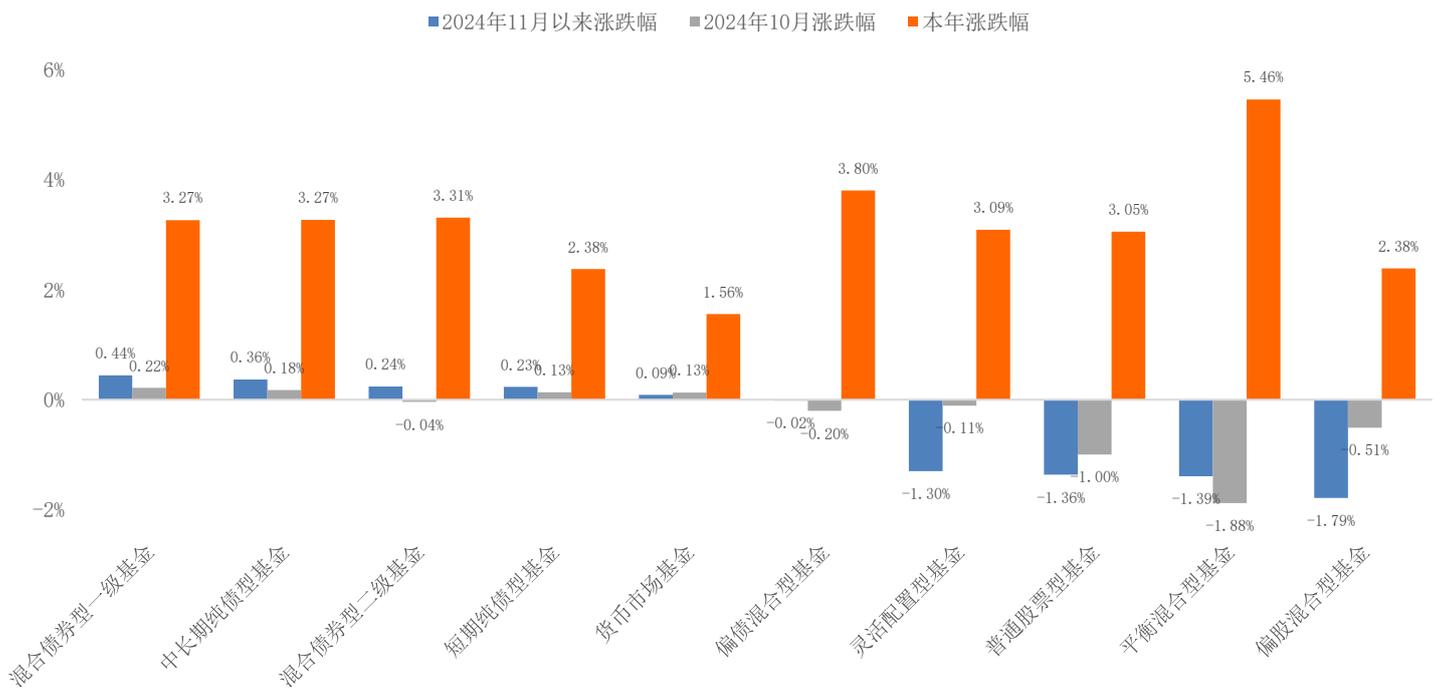


数据来源: Wind, 百瑞信托, 时间截至 2024 年 11 月 22 日

## 2. 公募基金表现：11月以来债券类基金表现较好

11月以来A股市场处于震荡调整行情，偏权益类基金大部分录得负收益。11月以来偏股混合型基金下跌1.79%，平衡混合型基金下跌1.39%，普通股票型基金下跌1.36%，灵活配置型基金下跌1.30%；含权益的偏债类基金部分录得负收益，偏债混合型基金下跌0.02%，混合债券型二级基金上涨0.24%，混合债券型一级基金上涨0.44%；11月债券市场走牛，中长期纯债型基金上涨0.36%，短期纯债型基金上涨0.23%，货币市场基金上涨0.09%。

图表9：各类型公募基金表现



数据来源：Wind，百瑞信托，时间截至2024年11月22日

## 3. 集合信托发行情况：10月标品信托产品发行规模663.61亿

用益信托网数据，2024年10月，标品信托产品发行规模为663.61亿元，较9月增长41.02%。按投资业务类型划分，固收类业务占比最高（67.96%），

其次为配置类业务（30.64%）；按投资业务模式划分，纯债投资业务占比最高（67.25%），其次为 TOF 业务（18.46%）。

### **三、资产配置展望：债券市场近期关注供给扰动、长期看增量政策，股票市场整体震荡反复、预计阶段调整后随时有反弹的需求**

**债券方面**，年内货币政策宽松确定性仍存，降准存在必要性但迫切性不高。短期来看，资金利率有望趋于企稳，央行或利用创新公开市场操作工具对冲到期压力，降准存在必要性但迫切性不高。长期看，财政发力的量和节奏或将成为市场关注点，对于宽信用的支撑力和经济复苏的拉动力将影响债市走势。持续关注 12 月的政治局会议及中央经济工作会议释放出的信号。在经济基本面确认企稳前，债市行情未尽，年内 10Y 国债收益率或在 2%-2.2% 区间震荡。从曲线上来看，后续在宽货币预期下，短债确定性或更高，但是考虑到当前曲线已经走陡，预计后续走陡空间或有限。

**权益方面**，市场近期走弱，源于短期的“内忧外患”。海外方面，美元指数走强，人民币贬值压力持续，此外，在地缘政治风险升温下，市场风险偏好回落。国内方面，政策效果以及基本面修复有待验证，当前市场处于大幅上行之后的震荡周期，情绪回落导致市场进入整理阶段。整体看，国内政策提振依旧，而市场流动性相对充裕，叠加年底仍有重要会议政策的预期刺激，市场整体震荡反复，预计阶段调整后随时有反弹的需求。虽然短期市场走弱，但仍然处于大级别上行行情演化过程之中。接下来，12 月中上旬举办的中央经济工作会议是一个重要节点，或有资金去博弈新的政策预期，不必过分悲观于短期的调整。