

2024 年 11 月 04 日

——世纪证券研究所

分析师：陈江月

执业证书：S1030520060001

电话：0755-83199599-9055

邮箱：chenjy@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

核心观点：

- 权益：**①当前国内处于政策博弈与基本面效果验证期，加上海外美国大选等不确定因素增加，市场分歧增加，成交放量，风格和题材切换频繁，外媒 10 万亿财政刺激报导冲击过后，政策预期题材投机情绪回落。②国内方面，10 月 PMI 在工业淡季上升至扩张区间，主要是在新一轮稳增长政策带来的微观预期改善下，生产端超季节性的扩张带来，需求端略有好转，并未显示出超季节性水平，同时外需分项继续走弱，有赖于政策刺激进一步落地带动内需来完成本轮经济复苏的正向循环。③海外方面，上周美国经济就业数据显示韧性，美联储降息预期小幅下修，美债利率维持韧性。
- 固收：**①当周催化方面，税期尾声资金面宽松，央行公告当月开展 6 个月期买断式逆回购操作 5000 亿元，当日另一则公告显示国债净买入 2000 亿元。当月 MLF 单一工具 10 月缩量了 890 亿元，但综合多种货币政策工具来看，央行全月净投放中长期流动性超 6000 亿元，保持了较大的净投放力度。股市震荡整理期，股债跷跷板影响下，债市收益率整体下行。②当前影响较大的主要是年内和明年的政策空间，年内可博弈的空间并不大，假设年内落地增发 1-2 万亿政府债（地方债/国债/特别国债），配合前期预告降准的空间，资金面不会有太大风险。短期利率债可博弈反弹，11 月下旬转向明年政策空间博弈，建议久期中性。
- 海外：**①美国经济就业数据整体维持韧性中放缓趋势，降息预期小幅下修。美国 2024 年三季度实际 GDP 初值年化季环比 2.8%，略低于市场预期的 2.9%，核心 PCE 价格指数年化环比增 2.2%，略高于预期的 2.1%，低于前值 2.8%。10 月 ADP 就业数据超预期，非农就业数据低于预期但背后有天气和罢工影响因素，失业率大致持稳，薪资增速略超预期。②美国大选不确定性增加，选情变化影响下，特朗普交易参与者部分开始止盈，特朗普交易有逆转迹象，黄金连续上涨后开始调整，美元指数承压回调。
- 上周事件：**①10 月 PMI 重回扩张区间；②10 月美国非农就业数据影响较小。
- 本周关注：**11 月美国举行 2024 年总统大选、人大常委会召开会议、中国 10 月出口增速、美国 11 月美联储议息会议召开。
- 风险提示：**美国大选结果导致政治动荡、美联储超预期转鹰。

正文目录

一、 市场宏观变量回顾	3
二、 上周宏观事件分析	4
2.1 10月PMI重回扩张区间	4
2.2 10月美国非农就业数据影响较小	5
三、 当周关注	6

图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾.....	3
Figure 2 PMI 分项雷达图.....	5
Figure 3 PMI 大中小企业分化图.....	5
Figure 4 PMI 指数热力图.....	5

一、市场宏观变量回顾

Figure 1 市场宏观变量周度回顾

大类市场	市场复盘	市场分析
权益	<p>市场震荡下行，周均成交额 20885 亿元，环比放量。上证指数-0.84%，深证成指-1.55%，创业板指-5.14%，万得全 A-0.91%；沪深 300-1.68%，小市值指数-0.71%；恒生指数-0.41%，恒生科技指数-1.19%。板块上，房地产、钢铁、商贸零售表现靠前，国防军工、通信、医药生物表现靠后。风格上，价值好于成长、小盘好于大盘。</p>	<p>1) 当前国内处于政策博弈与基本面效果验证期，加上海外美国大选等不确定因素增加，市场分歧增加，成交放量，风格和题材切换频繁，外媒 10 万亿财政刺激报导冲击过后，政策预期题材投机情绪回落。2) 国内方面，10 月 PMI 在工业淡季上升至扩张区间，主要是在新一轮稳增长政策带来的微观预期改善下，生产端超季节性的扩张带来，需求端略有好转，并未显示出超季节性水平，同时外需分项继续走弱，有赖于政策刺激进一步落地带动内需来完成本轮经济复苏的正向循环。3) 海外方面，上周美国经济就业数据显示韧性，美联储降息预期小幅下修，美债利率维持韧性。</p>
固收	<p>债市收益率整体下行。全周 T2412 上涨 0.32%，TL2412 上涨 0.82%，TF2412 上涨 0.30%。现券来看，10 年国债活跃券下行 1.25BP，30 年国债活跃券下行 2.8BP，10 年国开活跃券下行 1.05BP，5 年国开下行 2.25BP，3 年国开下行 3.5BP，1 年国开下行 4.5BP。</p>	<p>1) 当周催化方面，税期尾声资金面宽松，央行公告当月开展 6 个月期买断式逆回购操作 5000 亿元，当日另一则公告显示国债净买入 2000 亿元。当月 MLF 单一工具 10 月缩量了 890 亿元，但综合多种货币政策工具来看，央行全月净投放中长期流动性超 6000 亿元，保持了较大的净投放力度。股市震荡整理期，股债翘翘板影响下，债市收益率整体下行。2) 当前影响较大的主要是年内和明年的政策空间，年内可博弈的空间并不大，假设年内落地增发 1-2 万亿政府债（地方债/国债/特别国债），配合前期预告降准的空间，资金面不会有太大风险。短期利率债可博弈反弹，11 月下旬转向明年政策空间博弈，建议久期中性。</p>
海外及其他	<p>道指跌 0.15%，标普 500 指数跌 1.37%，纳指跌 1.5%。美债方面，2 年期美债收益率上行 7bp 至 4.20%，10 年上行 11bp 至 4.38%。汇率方面，美元指数涨 0.01% 报 104.3228，离岸人民币兑美元跌 34 个基点报 7.1385。大宗方面，美油期货跌 3.41%，COMEX 黄金期货跌 0.32%，LME 期铜跌 0.66%。</p>	<p>1) 美国经济就业数据整体维持韧性中放缓趋势，降息预期小幅下修。美国 2024 年三季度实际 GDP 初值年化季环比 2.8%，略低于市场预期的 2.9%，核心 PCE 价格指数年化环比增 2.2%，略高于预期的 2.1%，低于前值 2.8%。10 月 ADP 就业数据超预期，非农就业数据低于预期但背后有天气和罢工影响因素，失业率大致持稳，薪资增速略超预期。2) 美国大选不确定性增加，选情变化影响下，特朗普交易参与者部分开始止盈，特朗普交易有逆转迹象，黄金连续上涨后开始调整，美元指数承压回调。</p>

资料来源：wind、世纪证券研究所

二、上周宏观事件分析

2.1 10月 PMI 重回扩张区间

事件：

中国 10 月制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.1, 环比上升 0.3 个百分点, 预期 49.5, 前值 49.8; 非制造业商务活动指数为 50.2, 上升 0.2 个百分点; 综合 PMI 产出指数为 50.8, 上升 0.4 个百分点, 表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所加快。

点评：

整体而言, 10 月 PMI 在工业淡季上升至扩张区间, 主要是在新一轮稳增长政策带来的微观预期改善下, 生产端超季节性的扩张带来, 需求端略有好转, 并未显示出超季节性水平, 同时外需分项继续走弱, 有赖于政策刺激进一步落地带动内需来完成本轮经济复苏的正向循环。

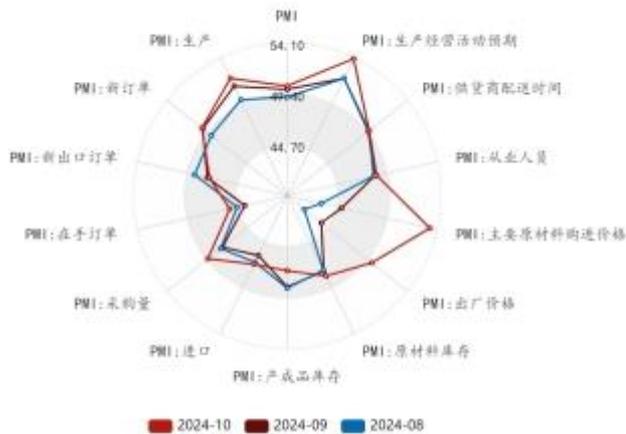
具体而言：

1) 生产在预期带动下走高, 需求端改善不显著。生产、生产经营活动预期、采购分项均有明显回升, 显示在政策驱动的微观预期改善下, 生产端超季节性扩张。需求端新订单小幅回升, 改善不显著, 外需分项环比继续走弱, 有季节性因素, 但从 10 月出口运价指数等高频数据来看, 外需基本面边际上连续两月有所弱化。

2) 价格指数回升, 一方面是在海外降息周期开启、经济预期回升等因素下国际大宗商品价格传导, 另一方面产成品库存指数下行, 原材料库存指数上升, 被动去库+主动补库也带动需求端对价格的拉动。叠加 10 月工业价格同比基数下降, 10 月 PPI 同比回升, 预计带动同期名义 GDP 好转。

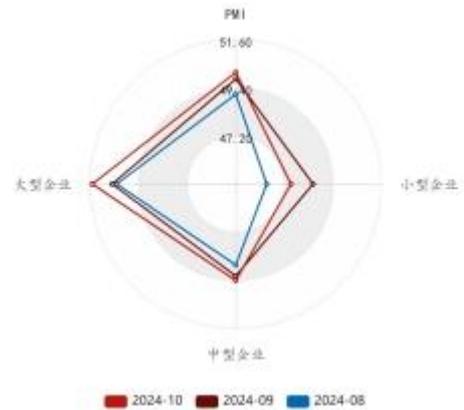
3) 非制造业方面, 建筑业 PMI 录得 50.4% (环比-0.3pct) 意外下行, 随着极端天气褪去、政策加码出台后不升反降, 预计政策细则落地和向实物工作量的传递仍需要一段时间, 不过新订单指数和业务活动预期已环比改善。服务业 PMI 录得 50.1% (环比+0.2pct), 环比回升至枯荣线以上, “十一长假”冲高居民出行热度, 带动服务业热度回升。

Figure 2 PMI 分项雷达图



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 PMI 大中小企业分化图



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 PMI 指数热力图

指标名称	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
制造业PMI	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	49.50	50.40	50.80	49.10	49.20
PMI:生产	52.00	51.20	49.80	50.10	50.60	50.80	52.90	52.20	49.80	51.30
PMI:新订单	50.00	49.90	48.90	49.30	49.50	49.60	51.10	53.00	49.00	49.00
PMI:新出口订单	47.30	47.50	48.70	48.50	48.30	48.30	50.60	51.30	46.30	47.20
PMI:采购量	49.30	47.60	47.80	48.80	48.10	49.30	50.50	52.70	48.00	49.20
PMI:产成品库存	46.90	48.40	48.50	47.80	48.30	46.50	47.30	48.90	47.90	49.40
PMI:原材料库存	48.20	47.70	47.60	47.80	47.60	47.80	48.10	48.10	47.40	47.60
PMI:主要原材料购进价格	53.40	45.10	43.20	49.90	51.70	56.90	54.00	50.50	50.10	50.40
PMI:出厂价格	49.90	44.00	42.00	46.30	47.90	50.40	49.10	47.40	48.10	47.00
PMI:从业人员	48.40	48.20	48.10	48.30	48.10	48.10	48.00	48.10	47.50	47.60
PMI:生产经营活动预期	54.00	52.00	52.00	53.10	54.40	54.30	55.20	55.60	54.20	54.00

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

2.2 10月美国非农就业数据影响较小

事件:

美国10月季调后非农就业人口新增1.2万,为2020年12月以来最小增幅,预期增11.3万,前值由增25.4万修正为增22.3万。美国10月平均每小时工资同比增4%,预期增4%,前值增4%,时薪环比增0.4%,略超预期0.3%。美国10月失业率4.1%,预期4.1%,前值4.1%。

点评:

10月美国非农数据低于预期,但数据公布后,美联储降息预期变化不大,海外美债利率上行、美股上涨,市场对非农数据定价有限,更多是定价企业财报超预期。

背后主要原因一是天气因素对非农数据影响较大,美联储理事沃勒曾提示预期飓风和罢工可能会使就业增长减少逾10万人;二是同期失业率维持稳

定,薪酬增速环比略超预期,ADP 就业人数较高,就业实际上仍然保持韧性。

三、当周关注

日期	事件
11月5日(周二)	11月美国举行2024年总统大选
11月4-8日(周一-周五)	人大常委会召开会议
11月7日(周四)	中国10月出口金额:当月同比(%):前值2.40,预期4.00
11月8日(周五)	03:00 美国11月美联储议息会议召开

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；	中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；	弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。
卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	

免责声明

世纪证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。