

期货研究报告

金融研究

宏观月报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

聚焦内外政策变数

报告日期：

2024年11月3日

报告内容摘要：

◆国内：经济有回升迹象，但更多还是落在生产端，内需疲弱局面未改。在政策预期下，经营预期受到提振。从高频数据来看，一线城市地产表现强劲，但持续性仍需观察。二、三线城市中，二线城市仍有上升势头，但三线城市已经趋于平静。关注一线城市乐观情绪能否向下带动。不考虑收入端的话，财政发力的资金来源主要来自五个方面；分别是赤字、特别国债、新增专项债、地方债债务限额空间和国债债务限额空间。前三者取决于政府举债意愿，后两者在2024年年初时预计还有2.26万亿元。

◆国外：“软着陆”叙事仍在持续，与我们判断一致，当前美国经济最大的支撑力量来自于消费和政府开支。预期美国经济仍在下行阶段，只是过程比较颠簸，预期来回摇摆。大选结果预计在北京时间6日中午揭晓，当前特朗普有优势，但变数依然较大。从政策倾向来看，我们认为特朗普上台后的降税政策将更多地促进美国经济增长，对于美元以及美债利率将是好事。当然尽管特朗普支持传统能源，原油供给增加可能压制通胀，但经济内核的提升才更可能是通胀的推手，加之贸易战不断，特朗普上台后，再通胀风险可能加大。对于黄金来说，既有压制因素，如美元、美债利率的回升，也有提振因素，如再通胀、避险情绪等。考虑到特朗普交易已有所计价，若哈里斯上调，则反转交易预期盛行。

◆大类资产走势展望

股	上行期末结束，短期或有回调
债	长牛仍在，或震荡偏强
汇	有回升机会
大宗商品	或保持震荡

◆风险提示：国内高频数据超预期走弱，美国经济超预期走强

目录

一、 国内：等待政策	3
(一) 先行指标有所好转	3
(二) 财政空间有多少？	5
二、 美国经济韧性凸显，等待大选尘埃落定	6
(一) 重返“软着陆”	6
(二) 等待大选尘埃落定	7
三、 大类资产走势展望	9
(一) 股：或有回调	9
(二) 债：长牛仍在，或震荡偏强	9
(三) 人民币：有回升机会	10
(四) 商品：或保持震荡	10

表目录

表 1: 经济基本面仍处于下滑状态.....	3
表 2: 债务限额空间计算（万亿元）.....	5
表 3: 特朗普与哈里斯政策对比（简版）.....	8

图目录

图 1: 官方 PMI 回升 (%).....	3
图 2: 制造业 PMI 回升贡献拆解.....	3
图 3: 出口中，数量因素贡献度下降，价格因素回升 (%).....	4
图 4: 出口价格指数当月同比基本与 PPI 同步.....	4
图 5: 一线城市成交量到达季节性高位 (7DMA).....	4
图 6: 二线城市成交量上升 (7DMA).....	4
图 7: 三线城市成交量依然季节性偏低 (7DMA).....	4
图 8: 一线城市挂牌价指数略有回升.....	4
图 9: 二线城市挂牌价指数仍在下跌.....	5
图 10: 三线城市挂牌价指数仍在下跌.....	5
图 11: 美国三季度 GDP 依然强劲.....	6
图 12: 转移支付增速上升 (%).....	6
图 13: 消费支出依然稳健 (%).....	6
图 14: 求人倍数已经略低于 (%).....	7
图 15: 新增非农就业人数震荡走低 (千人).....	7
图 16: 主动离职率不断降低 (%).....	7
图 17: 亚特兰大联储薪资增长指数继续下降.....	7
图 18: 民调中特朗普领先，但领先幅度略有下降.....	8
图 19: 博彩中特朗普领先幅度大幅缩小.....	8
图 20: 主要摇摆州特朗普整体领先优势仍在.....	8
图 21: 部分摇摆州民调中哈里斯反超.....	8
图 22: 10 月国债收益率涨跌互现.....	10

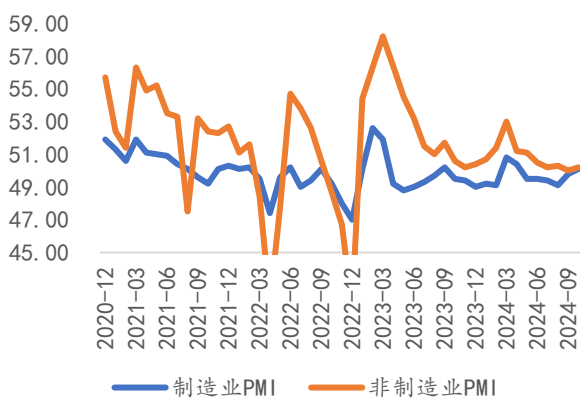
一、国内：等待政策

(一) 先行指标有所好转

我们之前一直提到9月的数据不重要，在政策推出后，市场主要验证的是政策的效果，也就是10月的数据。目前最早的PMI数据已出台，整体来看，确实有回升迹象。

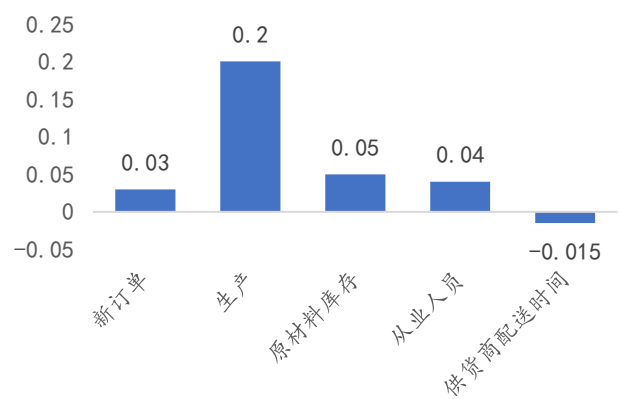
制造业PMI从9月49.8%回升至50.1%。经过对其贡献拆解，我们发现主要贡献力量还是在于生产端。新订单指数虽有回升，但反映需求不足的企业占比仍超过60%，需求端对企业生产经营活动的制约依然很严重。价格端回升力度很大，特别是原材料端，导致企业成本端压力其实在加大。随着新一轮的政策发力，生产经营活动预期指数提升幅度较大，说明信心确实受到了提振。未来生产端数据可能继续维持较好的局面，但更要关注需求端是否跟进，不然容易重蹈覆辙。

图 1：官方 PMI 回升 (%)



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 2：制造业 PMI 回升贡献拆解



资料来源：Wind 信达期货研究所

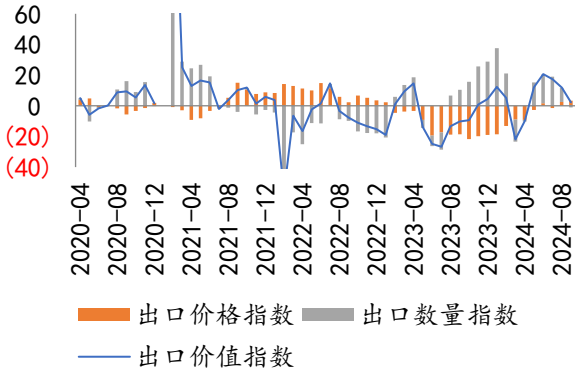
非制造业方面，PMI有回升，但整体仍处历史低位。结合制造业整体来看，10月价格回升，预计对应PPI的明显回升。随着政策的出台，经营预期都受到提振，现实依然疲弱，只是趋势上呈现反转迹象。

表 1：经济基本面仍处于下滑状态

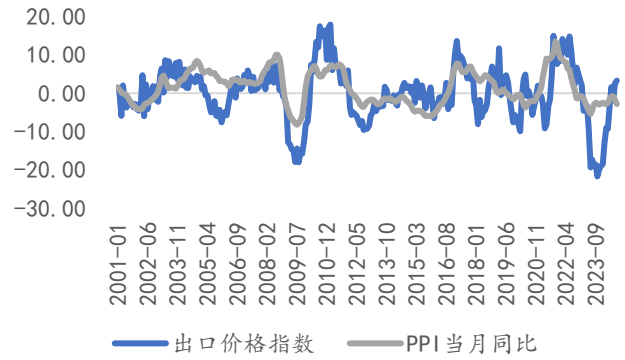
名称	2024年10月	2024年9月	变化	分位数水平
非制造业PMI (商务活动)	50.2	50.0	0.2	4.20%
新订单	47.2	44.2	3	8.90%
新出口订单	50.0	47.0	3	57.70%
在手订单	43.7	42.2	1.5	27.60%
存货	45.7	45.1	0.6	13.10%
投入品价格	50.6	48.2	2.4	17.80%
销售价格	48.5	46.1	2.4	19.70%
从业人员	45.8	44.7	1.1	3.70%
供货商配送时间	51.2	50.2	1	24.40%
业务活动预期	56.1	54.4	1.7	4.20%

资料来源：Wind 信达期货研究所

外需方面，非制造业的新出口订单回升较为明显，制造业新出口订单继续下滑。目前出口形势确实较前期有所弱化，本月价格分项因素回升有助于出口总额的增加，帮助出口整体企稳。

图 3: 出口中, 数量因素贡献度下降, 价格因素回升 (%)


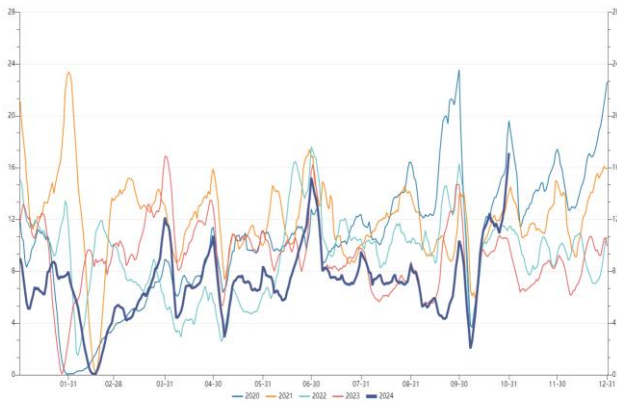
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 4: 出口价格指数当月同比基本与 PPI 同步


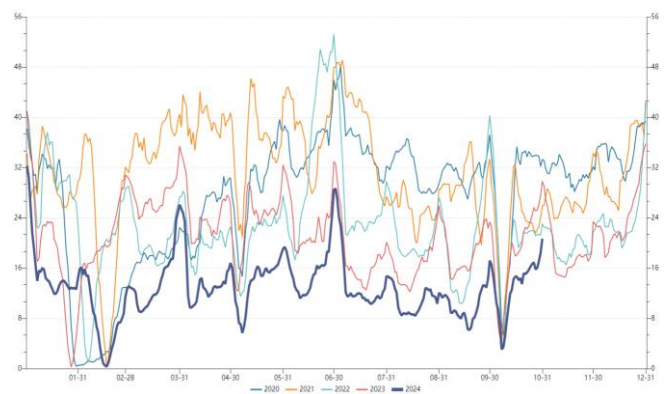
资料来源: Wind 信达期货研究所

高频数据方面, 我们重点观察房地产。目前, 表现最好的一线城市呈现量升价缓跌的状态, 商品房成交面积 (7 天移动平均值) 处于 2020 年以来次高水平, 二手房挂牌价指数也开始出现回升。二线城市成交面积 (7 天移动平均值) 也在回升, 但仍处于季节性低位, 需观察持续性。三线城市在情绪冲击下, 曾有一波上升势头, 但现在已明显回落。二、三线城市二手房挂牌价依然处于下跌状态。

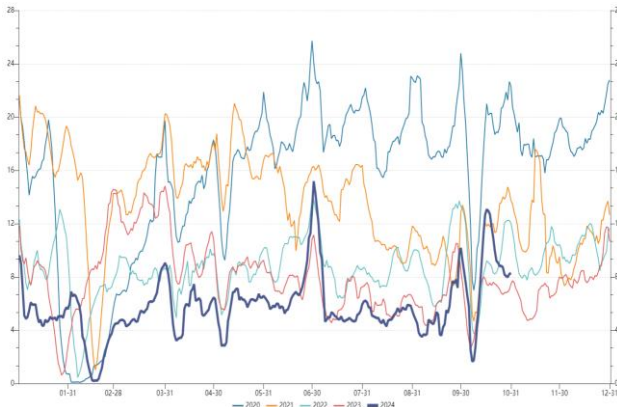
整体来看, 一线城市表现已高于 517 新政, 但持续性仍需观察。二、三线城市中, 二线城市仍有上升势头, 但三线城市已经趋于平静。关注一线城市乐观情绪能否向下带动。

图 5: 一线城市成交量到达季节性高位 (7DMA)


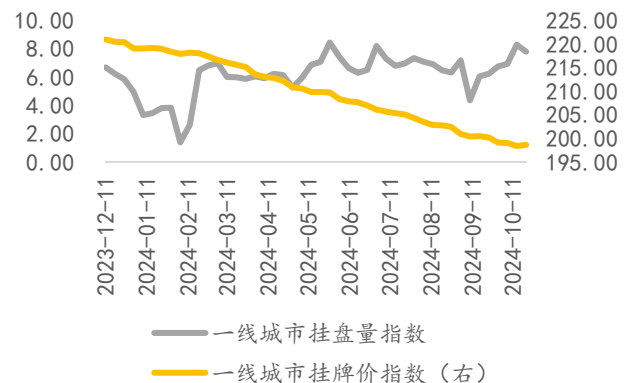
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 6: 二线城市成交量上升 (7DMA)


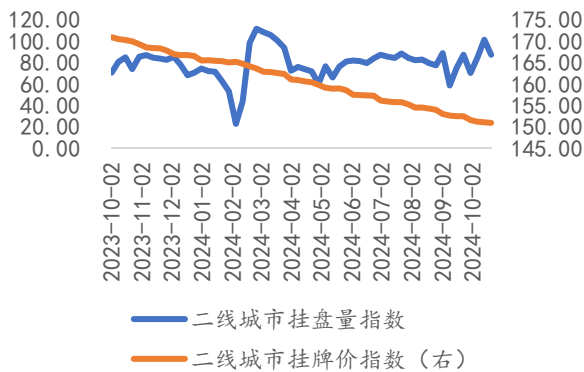
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 7: 三线城市成交量依然季节性偏低 (7DMA)


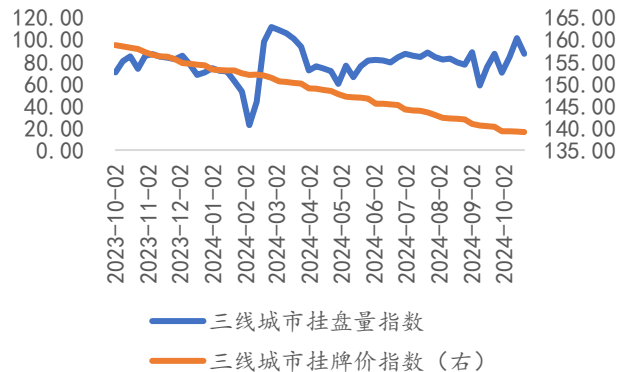
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 8: 一线城市挂牌价指数略有回升


资料来源: Wind 信达期货研究所

图 9：二线城市挂牌价指数仍在下跌


资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10：三线城市挂牌价指数仍在下跌


资料来源：Wind 信达期货研究所

(二) 财政空间有多少？

不考虑收入端的话，财政发力的资金源主要来自五个方面：分别是赤字、特别国债、新增专项债、地方债债务限额空间和国债债务限额空间。赤字包含中央财政赤字和地方财政赤字，即包含一般国债和地方政府一般债。

赤字其实考验的是政府愿意将其提高至什么水平，假如愿意从 3% 提高至 3.5%，则释放约 7400 亿资金。今年两会已明确从今年开始将连续几年发行超长期特别国债，至于规模其实仍有待上层考量。新增专项债是给予地方政府的举债能力。这一切其实都归结于政府负债率可以到多少，地方政府负债率可以到多少。

华西证券对财政的理论空间进行了畅想。根据 1991 年《马斯特里赫特条约》，政府负债率，即政府债务余额/现价 GDP 不超过 60%。2023 年底，我国中央和地方政府显性债务率已达到 56.1%，到 2024 年年底，这一数字很可能超过 60%。假如政府负债率从 60% 提高到 80%，则将带来约 13 万亿美元的举债空间。地方政府债务率从 150% 提高至 180%，则将带来约 8 万亿美元的举债空间。

债务限额是已经批准过的债务额度，理论上说在空间范围内可以想出就出，就像财政部在新闻发布会上直接宣布向地方下达 4000 亿的债务限额。经测算，这部分空间在 2024 年年初时预计还有 2.26 万亿元。

表 2：债务限额空间计算（万亿元）

	国债余额	国债限额	国债限额空间	地方债余额	地方债限额	地方债限额空间	全部限额空间
2017 年	13.48	14.14	0.66	16.47	18.82	2.35	3.01
2018 年	14.96	15.69	0.73	18.39	21.00	2.61	3.34
2019 年	16.80	17.52	0.72	21.31	24.08	2.77	3.49
2020 年	20.89	21.30	0.41	25.66	28.81	3.15	3.56
2021 年	23.27	24.05	0.78	30.47	33.28	2.81	3.59
2022 年	25.87	26.70	0.83	35.06	37.65	2.59	3.42
2023 年	30.03	30.86	0.83	40.74	42.17	1.43	2.26

资料来源：Wind 信达期货研究所

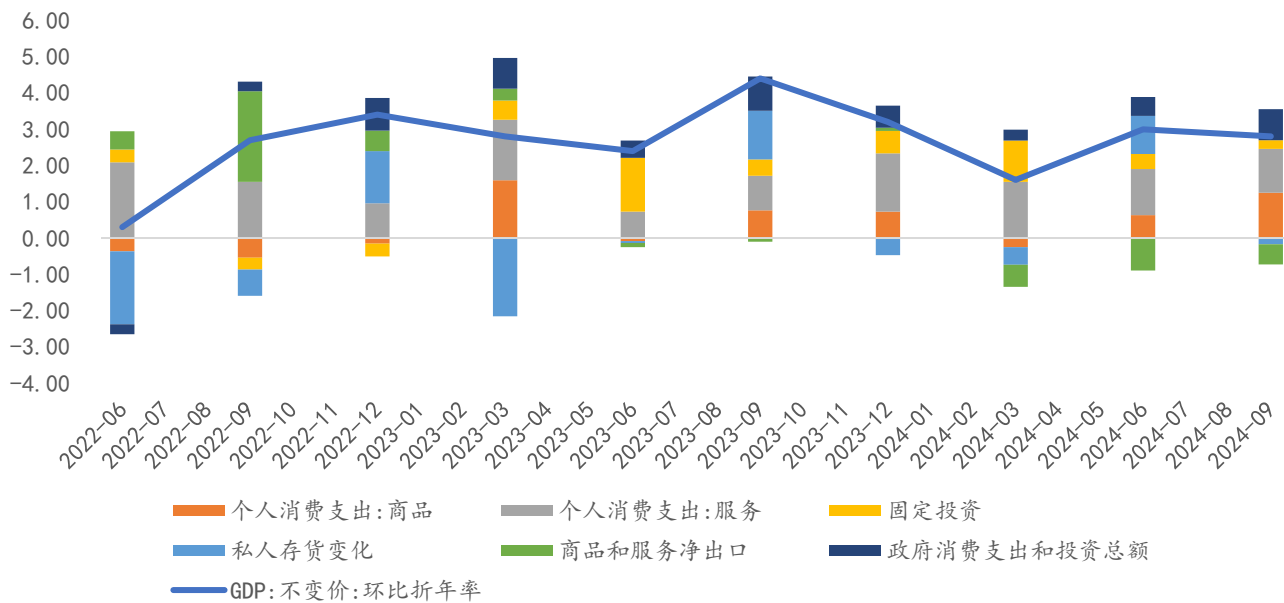
二、美国经济韧性凸显，等待大选尘埃落定

(一) 重返“软着陆”

我们一直强调美国经济“软着陆”的叙事。尽管前期市场对美国经济信心弱化，但随着 10 月非农再次超预期，“软着陆”甚至“不着陆”的叙事重启。从我们角度来看，消费以及财政支撑依然是美国经济最大的底气。

三季度 GDP 环比折年率为 2.8%，其中，个人消费支出贡献 2.46%，政府消费支出和投资贡献达到 0.85%，二者合计高达 3.31%。

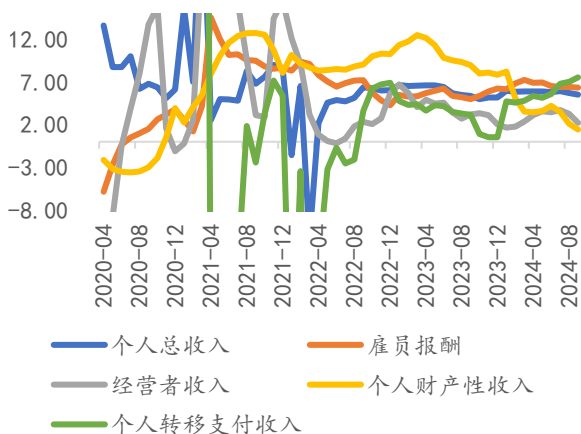
图 11: 美国三季度 GDP 依然强劲



资料来源: Wind 信达期货研究所

从收入来看，雇员报酬收入增速一直处于缓慢下降趋势，经营者收入、个人财产性收入均如此，只有个人转移收入增速快速上升，导致总收入下滑趋势也较为缓慢。增量收入缓慢下滑，存量收入——家庭资产净值依然处于上升趋势，有力地支撑了消费增速。

图 12: 转移支付增速上升 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

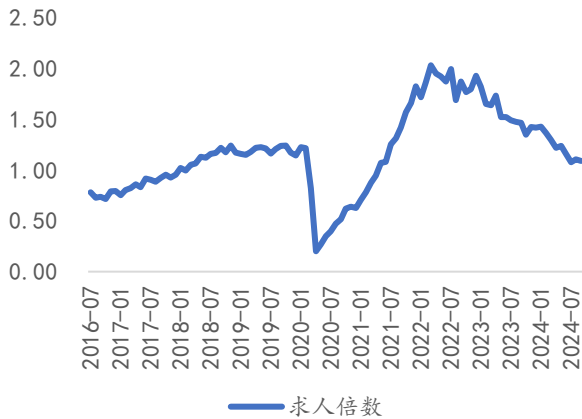
图 13: 消费支出依然稳健 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

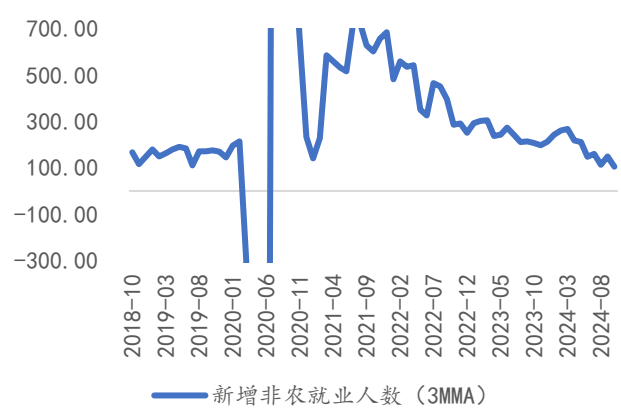
但同时，我们看到收入增速其实处于下滑中。就业市场也在缓慢下行。10月非农受飓风和罢工影响出现了异常值。即使抛开10月数据，新增非农就业人数（3MMA）也依然处于下行通道。就业市场的职位空缺数不断走低，求人倍数已低于2019年水平，求职者话语权下降，主动离职率降低。

图 14: 求人倍数已经略低于 (%)



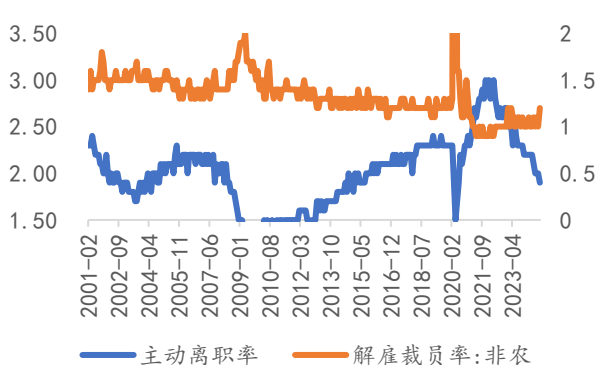
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 15: 新增非农就业人数震荡走低 (千人)



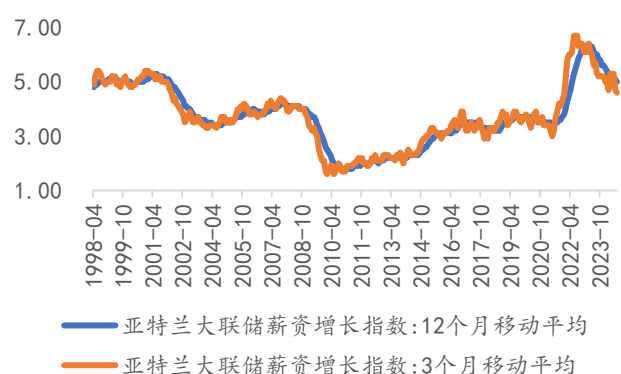
资料来源: Wind 信达期货研究所

图 16: 主动离职率不断降低 (%)



资料来源: Wind 信达期货研究所

图 17: 亚特兰大联储薪资增长指数继续下降

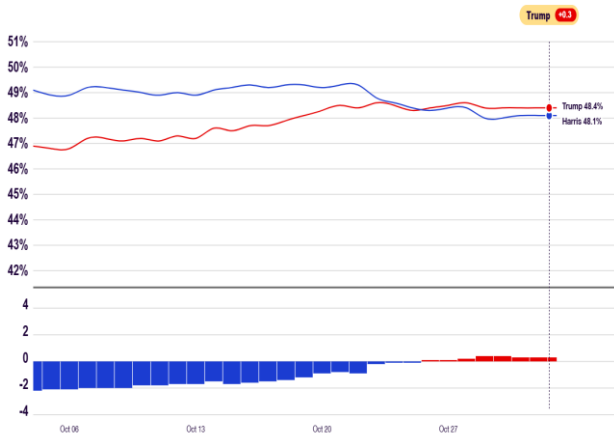


资料来源: Wind 信达期货研究所

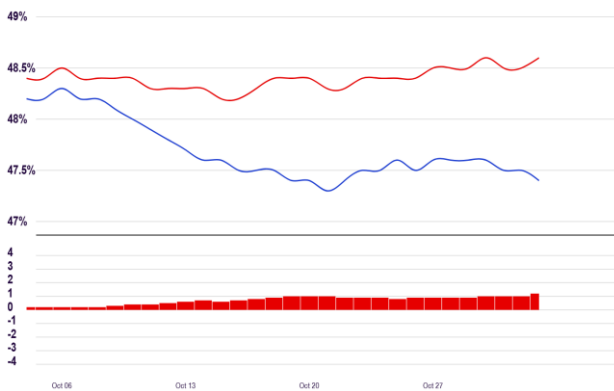
因此，我们的基准情形仍然是美国经济依然在震荡下行中，只是过程比较颠簸，未来下限也会比较高，即软着陆场景。

(二) 等待大选尘埃落定

受飓风救灾不力影响，民主党哈里斯支持率下降，特朗普交易盛行，美元、美债利率大幅上升。但近期情况似乎有变，特朗普的领先优势有所缩小，博彩中，特朗普胜率从最高 67% 降至 55%，尽管主要摇摆州民调中特朗普优势仍在扩大，但在部分摇摆州中其民调支持率被哈里斯反超。因此，最后谁能入主白宫仍存在很大不确定性。

图 18: 民调中特朗普领先, 但领先幅度略有下降


资料来源: RCP 信达期货研究所

图 20: 主要摇摆州特朗普整体领先优势仍在


资料来源: RCP 信达期货研究所

图 19: 博彩中特朗普领先幅度大幅缩小


资料来源: Polymarket 信达期货研究所

图 21: 部分摇摆州民调中哈里斯反超

RCP AVERAGE	DATE	TRUMP (P)	HARRIS (D)	SPREAD
Top Battlegrounds	11/3	48.6	47.4	Trump +1.2
Arizona	十一月 3rd	49.1	46.4	Trump +2.7
Nevada	十一月 3rd	48.8	47.1	Trump +1.7
Wisconsin	十一月 3rd	48.2	48.5	Harris +0.3
Michigan	十一月 3rd	47.6	48.2	Harris +0.6
Pennsylvania	十一月 3rd	48.2	47.8	Trump +0.4
North Carolina	十一月 3rd	49.1	47.4	Trump +1.7
Georgia	十一月 3rd	49.3	46.7	Trump +2.6

资料来源: RCP 信达期货研究所

今年美国大选投票日为 11 月 5 日, 但考虑到计票时间, 一般当日半夜左右基本可以确定结构, 北京时间则为 6 日中午左右。2020 年因为疫情原因, 很多州都允许选票晚于大选日寄到, 导致结果确认时间过长。今年除内华达州外, 其余摇摆州不再对晚于大选日送达的邮寄选票继续计票, 因此, 我们预计 6 日中午基本能确定结果。

从政策倾向来看, 我们认为特朗普上台后的降税政策将更多地促进美国经济增长, 对于美元以及美债利率将是好事。当然尽管特朗普支持传统能源, 原油供给增加可能压制通胀, 但经济内核的提升才更可能是通胀的推手, 加之贸易战不断, 特朗普上台后, 再通胀风险可能加大。对于黄金来说, 既有压制因素, 如美元、美债利率的回升, 也有提振因素, 如再通胀、避险情绪等。

假如共和党横扫, 那么上述一切发生的概率将增加, 毕竟财税权力更多还是掌握在国会手中。但假如特朗普上台, 民主党拿下众议院, 那么特朗普更多可能是挥舞关税大旗, 阻止移民入境, 财税方面的事情会出现更多波折。

对于人民币来说, 只要特朗普的关税问题发酵, 人民币贬值的压力就会加大。但同时我们也要注意, 当前关税带来的贬值压力已不如 2018 年, 美国国内通胀压力也明显比 2018 年大, 关税问题可能面临来自现实的考验。

考虑到目前特朗普交易已有所体现, 假如哈里斯上台的话, 那么特朗普交易将反转, 但假如特朗普胜选的话, 美元以及美债利率仍有向上脉冲空间。

表 3: 特朗普与哈里斯政策对比 (简版)

特朗普	哈里斯
-----	-----

税收	公司税率希望降至 20%（商业圆桌会议）甚至 15%（彭博社采访） 减税优惠集中在高收入人群	将公司税率从目前的 21%提高到 28%。 针对富人征税，中低收入人群减税。
通胀	反对支持电动汽车发展，回归传统能源	推动美国历史上第一个禁止食品和日用品价格欺诈的联邦法案； 加大对哄抬物价的惩罚力度，尤其是日用品、汽油等生活必需品。
移民	增加 1 万名边境巡逻人员。	
贸易	对进口到美国的商品普遍征收 10% 的关税，对从中国进口的产品征收 60% 的关税。 对不使用美元的国家的产品征收 100% 的关税。	
总结	较现有政策变化较大，有利于经济增长，也有可能促进二次通胀	大部分延续拜登时期政策
资产影响	提振美元和美债利率；利好美股	

资料来源：公开信息 信达期货研究所

三、大类资产走势展望

(一) 股：或有回调

10 月股市在经历大涨大跌后，目前落在 3275 一线。弱现实强预期持续，甚至在小作文催化下，市场对财政的预期愈发浓厚。人大常委会即将于 11 月 4 日至 11 月 8 日召开会议，假如政策低于预期，不排除市场阶段性趋弱的可能性。

外围美国大选也即将出结果。假如特朗普上台，关税预期或对股市造成影响；假如哈里斯上台，则局势跟当前差不多，预计对股市影响不大。

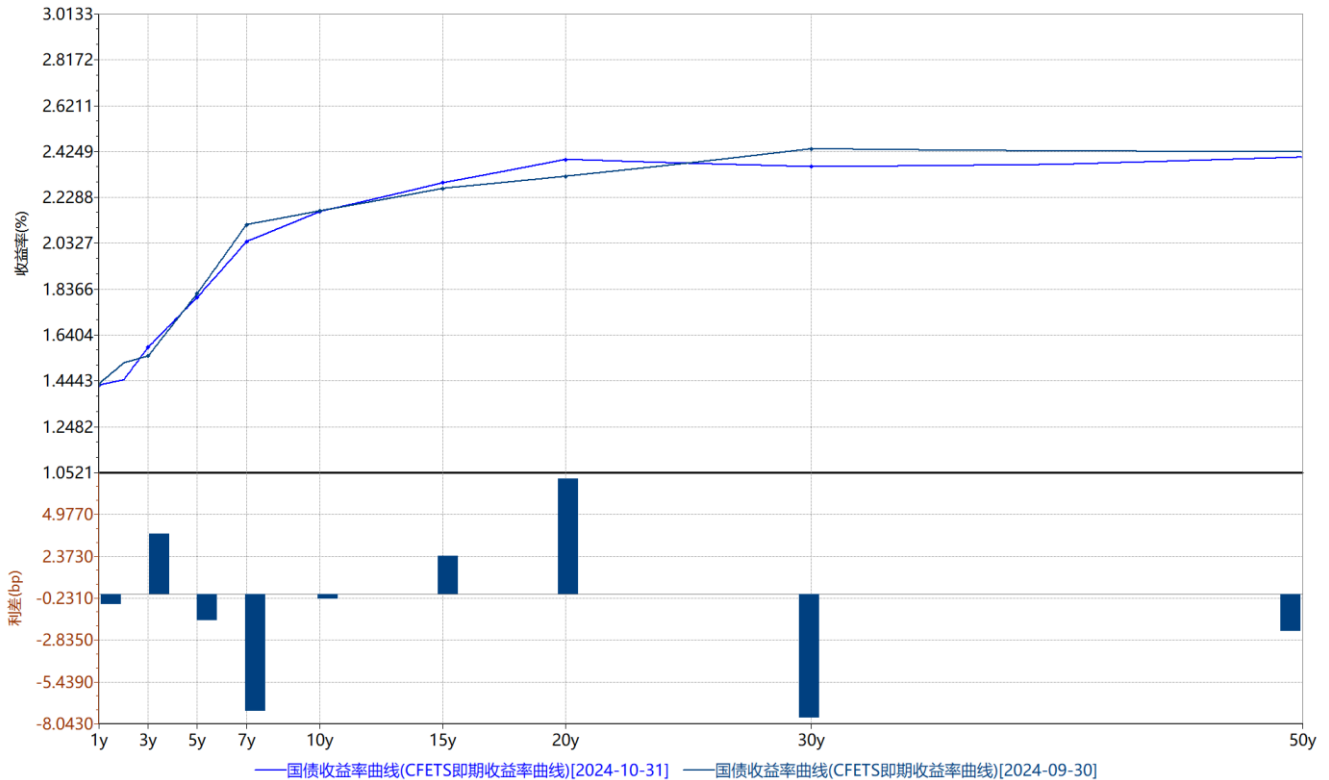
从政策方向来看，房地产和地方政府化债均有涉及，但消费方向着墨甚少，并不利于整体经济的企稳。从 PMI 回升的主推力量来看，生产依然在挑大量，内需仍待回暖。但即使 11 月会议不如预期，12 月还有中央政治局会议和中央经济工作会议，政策预期仍在。从以往政策效果来看，政策效果验证期一般至少要 3 个月，因此，整体来看，强预期还能继续上演，股市大方向仍是向上，但 11 月或有回调。

(二) 债：长牛仍在，或震荡偏强

目前债市的基本面确实没有政策出来前那么好，但也不是那么糟糕。最大的底气依然来源于弱现实。弱现实一时仍难以改变下，资金面仍将偏宽松，对于债市依然友好。

目前央行已连续三个月买入国债，本月又推出买断式逆回购，加之之前宣布的证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）等，整体来看，央行货币政策有较大变化，主要特征在于央行货币投放方式改变，参与市场的程度加深。

10 月股债跷跷板效应加剧，存款回表现象突出。加之税期扰动，小作文影响下未来供给预期提升，债市涨跌互现。展望 11 月，我们认为资金面将保持较为宽松状态，但政策仍可能带来扰动，导致债市保持震荡偏强状态。

图 22: 10 月国债收益率涨跌互现


资料来源: Wind 信达期货研究所

(三) 人民币：有回升机会

人民币目前主要还是看海外，即美元指数走向。假如特朗普上台，美元或仍有上冲动力，但鉴于美国经济目前已处于下行趋势中，可能外部带来的压力相对有限，即美元指数在 104 一线上行的空间已经没有那么大了，待特朗普交易结束或有回升机会。

结合市场信息来看，为了提振即期人民币汇率，大行在掉期市场有所行动，因此贬值压力有，但也有支撑因素在。人民币拉长时间看很可能处于一个宽幅震荡的状态，即在 6.95-7.3 区间内。

(四) 商品：或保持震荡

从宏观角度来看，商品端的利好出现在政策带来的宏观情绪提振，以及专项债等资金形成实物工作量拉动商品需求。但弱现实难改恐怕需求拉动也较为有限。11 月商品整体或保持震荡态势。

需要强调的是，我们认为同为风险资产，权益类相对占优。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 6家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
 石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App