

2024年11月10日

三大事件靴子落地，关注基本面的兑现

——宏观双周报（20241028-20241108）

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

投资要点

- **核心观点：**近两周内，国内10月部分经济数据先后公布，PMI反映预期回升，但通胀水平以及进口增速均维持低位，反映出政策的累积效应仍待兑现。美国大选、美联储议息会议、国内化债规模，这三大重要事件也接连落地，市场不确定性逐渐消除，定价或重归基本面。特朗普上任后，关税政策或使外需存在不确定性，凸显内需政策加码的重要性。而其上任前，美联储降息路径仍然较为明确，国内货币宽松依然在窗口期。展望来看，10万亿元的化债规模或基本消除债务风险，预计央行将配合增加流动性投放，同时价格水平回升的重要性也得到强化，货币财政将形成合力，近期需关注首批化债规模的安排和经济数据改善情况。
- **大力度化债除风险。**人大常委会会议闭幕，新闻发布会上公布了化解地方政府债风险的具体政策及内容。二项专项债措施合计消化隐性负债10万亿元。从化债的节奏上来看，呈现为先快后缓，反映出了短期为应对经济下行压力，逆周期力度相对更大。不过在化债的过程中，也强调不新增隐性债务作为“铁的纪律”，反映出积极政策下，仍需保持纪律性，有利于维持财政的长期健康。从影响上来看，有利于释放地方财力约束空间，地方政府或有更大动力多举措推进惠民生、促消费、稳投资等举措。除此之外，中央加杠杆仍有空间，我们认为2025年有望突破常规年份3%赤字率的约束，具备明显的上调空间。
- **房地产政策或加快落实。**发布会上，财政部部长蓝佛安提到的税收政策，有望推动降低新房二手房的交易成本，专项债支持收储有望增加房地产去库的力度。此前11月1日，住建部公布了10月新房网签成交量自去年6月以来首次转正，同比0.9%。
- **通胀有结构性亮点，但价格水平整体仍处低位。**10月，CPI当月同比0.3%，前值0.4%，PPI当月同比-2.9%，前值-2.8%，总体反映内需仍然不足。不过拆分结构来看，CPI受短期食品回落的拖累影响较大，核心CPI有企稳的迹象；PPI受生活资料拖累较大，或受双十一周期拉长以及降价促销的影响，下游需求企稳通常也会慢于中上游，生产资料环比上涨。央行2024年三季度货币政策报告对于价格回升的重要性有所加强，报告提到，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。财政化债规模已确定，后续稳增长的措施有望加速落实，价格回升的确定性依然较强，关注点可能主要在于斜率。
- **美国大选落幕，特朗普当选或加大外需不确定性。**除了特朗普胜选外，共和党有较大可能拿下参众两院，将使其任期内政策推行的难度降低。政策主张中，关税、移民、减税是核心，而最先落地的可能就是移民政策。对美国来说，特朗普的政策主张有望维持美国经济韧性的同时，也将带来两大隐患。一是通胀压力可能会明显上升；二是财政赤字可能会明显扩大，并不利于美元体系的稳定。对于中国来说，首当其冲的将是外需受到影响。虽然10月出口增速进一步提升至12.7%，不过背后有受到台风影响消退，以及基数回落的影响。9-10月结合来看出口略有回落，但仍有韧性。关税政策的年内影响可能仍相对有限，但或对明年出口形成扰动，凸显内需回升支撑经济的重要性。
- **美联储如期降息，但隐含通胀担忧。**当地时间11月7日，美联储降息25bps，基本符合市场预期。但会议声明中的措辞调整，或隐含了美联储对于通胀前景并不明朗的预期。从美国三季度GDP以及10月非农的表现情况来看，仍在软着陆的范畴内。由于特朗普宣誓

就职至其主张政策的落实仍有一定时间，短期来看美联储可能延续此前的降息节奏，但明年下半年或存较大不确定性。对国内来说，货币政策宽松依然在窗口期。

- **不确定性因素落地后，A股定价或重回国内基本面。**近两周，A股震荡上行。近10个交易日，上证指数上涨4.62%，同期创业板指上涨3.69%，科创50指数上涨3.47%。A股的分化仍在延续，受政策驱动，行业景气度在底部的相关行业反弹明显。美国大选这一靴子落地后，A股情绪上明显好转，而周五前市场博弈财政化债的规模。后续来看，仍需关注增量政策的累积效应在基本面上的反映。
- **风险提示：地缘政治风险；政策落地不及预期的风险。**

正文目录

1. 大力度化债除风险.....	5
2. 价格水平仍在低位.....	5
3. 美国大选落幕，特朗普当选或加大外需不确定性.....	6
4. 美联储如期降息，但隐含通胀担忧.....	7
5. 不确定性因素落地后，A股定价或重回国内基本面.....	7
6. 下周关注.....	8
7. 风险提示.....	8

图表目录

图 1 地方政府专项债发行进度，%	5
图 2 30 大中城市商品房销售面积周同比，%	5
图 3 CPI 当月同比，%	6
图 4 CPI 环比季节性规律，%	6
图 5 CPI 食品环比季节性规律，%	6
图 6 PPI 当月同比翘尾因素及新涨价因素，%	6
图 7 美国 CPI 及核心 CPI 当月同比，%	7
图 8 美国密歇根大学通胀预期，%	7
图 9 申万一级行业周涨跌幅（2024/10/28-2024/11/8）	8

1. 大力度化债除风险

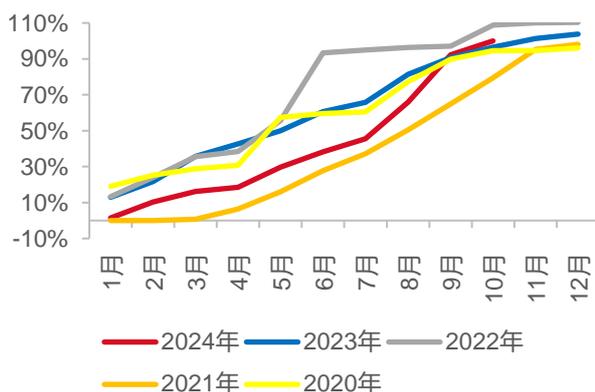
大力度化债除风险。11月8日，财政部部长蓝佛安在人大常委会办公厅新闻发布会上公布了化解地方政府债风险的具体政策及内容。二项专项债措施合计消化隐性负债10万亿元，一是增加6万亿元地方政府债务限额一次报批，分三年实施；二是从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。此外，明确2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。三项政策合计将使2028年之前地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元。从化债的节奏上来看，呈现为先快后缓，反映出了短期为应对经济下行压力，逆周期力度相对更大。同时考虑到化债后，地方政府债利率明显低于隐性债务利率，据财政部估算，五年可累计节约6000元利息支出。不过在化债的过程中，也强调不新增隐性债务作为“铁的纪律”，反映出积极政策下，仍需保持纪律性，有利于维持财政的长期健康。从影响上来看，有利于释放地方财力约束空间，地方政府或有更大动力多措并举推进惠民生、促消费、稳投资等举措。

除此之外，中央加杠杆仍有空间。除了化解地方政府债以外，财政部部长蓝佛安继10月国新办发布会后，再次提及中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。从赤字率来看，我们认为2025年有望突破常规年份3%赤字率的约束，具备明显的上调空间。

房地产政策或加快落实。蓝佛安提到，支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出；专项债支持收储的细则也在研究制定。前者有望推动降低新房二手房的交易成本，后者有望增加房地产去库的力度，总体均有利于房地产市场的企稳回升。此前11月1日，住建部公布了10月新房及二手房网签数据，新房网签成交量自去年6月以来首次转正，同比0.9%。10月当月，30大中城市商品房成交面积当月同比降幅大幅收窄至-3.79%，前值为-32.43%。

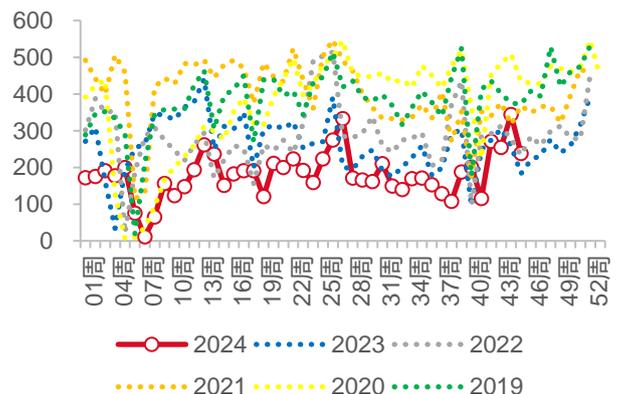
总的来看，化债作为财政接下来最主要的任务之一，或基本消除债务风险，有效解决地方政府财力约束这一拖累经济增长的核心约束之一，预计央行将配合增加流动性投放，货币财政将形成合力，体现增强宏观政策取向的一致性。

图1 地方政府专项债发行进度，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 30大中城市商品房销售面积周同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 价格水平仍在低位

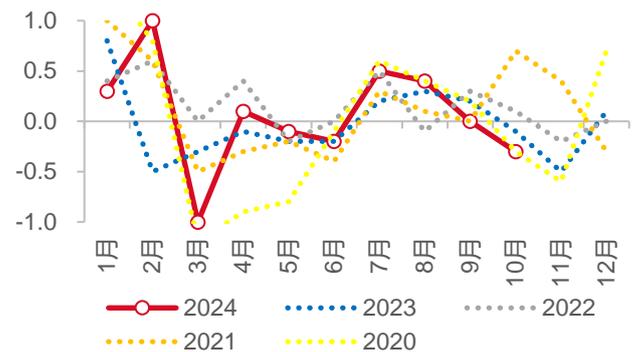
通胀有结构性亮点，但价格水平整体仍处低位。10月，CPI当月同比0.3%，前值0.4%，PPI当月同比-2.9%，前值-2.8%。价格水平依然处于低位，总体反映内需仍然不足。不过拆分结构来看，CPI受食品回落的拖累影响较大，而这一因素相对偏短期，核心CPI

有企稳的迹象；PPI 受生活资料拖累较大，或受双十一周期拉长以及降价促销的影响，下游需求企稳通常也会慢于中上游，而生产资料本月结束了连续四个月的下跌趋势。

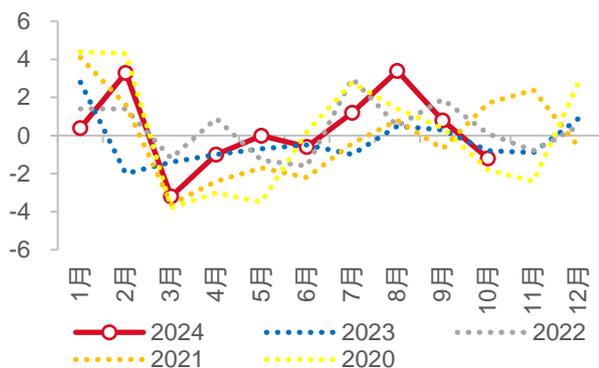
11月5日，央行行长潘功胜在人大常委会会议上作金融工作情况报告时提到，央行将坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策逆周期调节力度。央行2024年三季度货币政策报告的整体基调基本延续了9月24日国新办新闻发布会以及9月26日政治局会议的精神。对于价格回升的重要性有所加强，报告提到，把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。财政化债规模已确定，后续稳增长的措施有望加速落实，价格回升的确定性依然较强，关注点可能主要在于斜率。

图3 CPI 当月同比，%

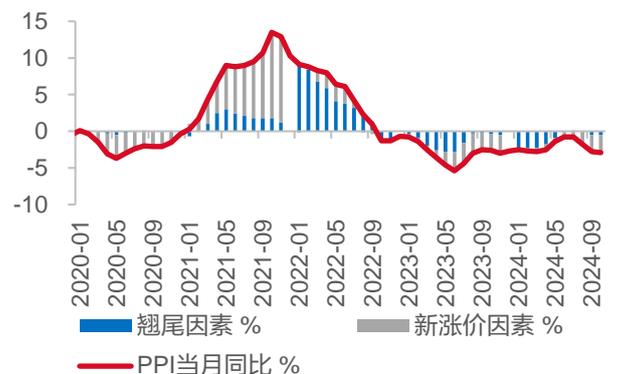

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图4 CPI 环比季节性规律，%


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图5 CPI 食品环比季节性规律，%


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图6 PPI 当月同比翘尾因素及新涨价因素，%


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.美国大选落幕，特朗普当选或加大外需不确定性

特朗普赢得美国大选。11月6日，特朗普在美国大选中获得超过270张选举人票，成功二次入驻白宫，共和党也赢得参议院多数席位。截至北京时间10日19点，据CNN数据，共和党也已赢得参议院中的213个席位，仅需再赢得5个席位，即可赢得众议院多数席位。若共和党顺利拿下参众两院，将使特朗普任期内政策推行的难度降低。特朗普的政策主张中，关税、移民、减税是核心，而最先落地的可能就是移民政策。

美国经济或将维持韧性，但同时也将带来隐患。对美国来说，特朗普的政策主张有望维持美国经济韧性的同时，也将带来两大隐患。一是通胀压力可能会明显上升，加征关税总体抬升美国进口价格，移民政策减少劳动力供给，服务业价格可能易上难下，使通胀黏性更强，减税政策本身也会推升通胀。二是财政赤字可能会明显扩大，关税增加的财政

收入难以抵消减税减少的财政收入，同时通胀压力意味着美债利率可能难以回到以前的中枢水平，长期的高利率水平会加大财政付息压力，并不利于美元体系的稳定。

国内或将进一步加大扩内需举措来应对外需压力。对于中国来说，首当其冲的将是外需受到影响。虽然 10 月出口增速进一步提升至 12.7%，不过背后有受到台风影响消退，以及基数回落的影响。9-10 月结合来看出口仍然维持此前的趋势，反映为略有回落，但仍有韧性。特朗普当选新任美国总统，年内影响可能仍相对有限，但其关税政策或对明年出口形成扰动。若外需回落，或凸显内需回升支撑经济的重要性。

4.美联储如期降息，但隐含通胀担忧

当地时间 11 月 7 日，美联储降息 25bps，下调联邦基金利率的目标区间至 4.50%-4.75%。基本符合市场预期。本次会议声明虽然总体上相较于 9 月变化不大，删除了实现通胀目标中的“进一步”进展，“对通胀率可持续迈向 2% 变得更有信心”，但考虑到以上措辞为 9 月会议新增内容，或隐含了美联储对于通胀前景并不明朗的预期。不过在新闻发布会上，鲍威尔表示，继续对通过调整政策立场，通胀将持续下降至 2% 保持信心，对市场进行了一定安抚。

目前美国经济仍在软着陆的范畴内。从美国三季度 GDP 以及 10 月非农的表现情况来看，仍在软着陆的范畴内。个人消费以及设备投资支撑美国三季度 GDP 环比折年率仅较前值小幅回落，而失业率也脱离了萨姆规则的临界区间，非农就业受到短期影响的概率较大。

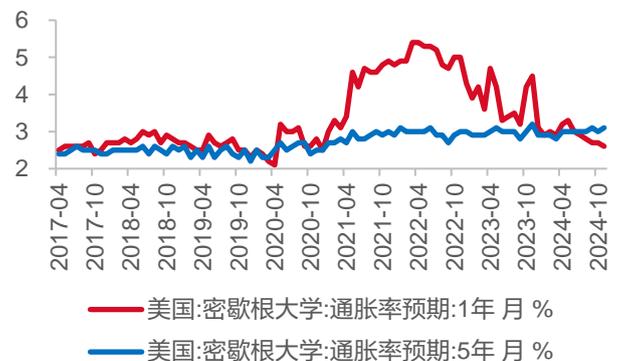
由于特朗普宣誓就职至其主张政策的落实仍有一定时间，短期来看美联储可能延续此前的降息节奏，但明年下半年或存较大不确定性。对国内来说，货币政策宽松依然在窗口期。

图7 美国 CPI 及核心 CPI 当月同比，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 美国密歇根大学通胀预期，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

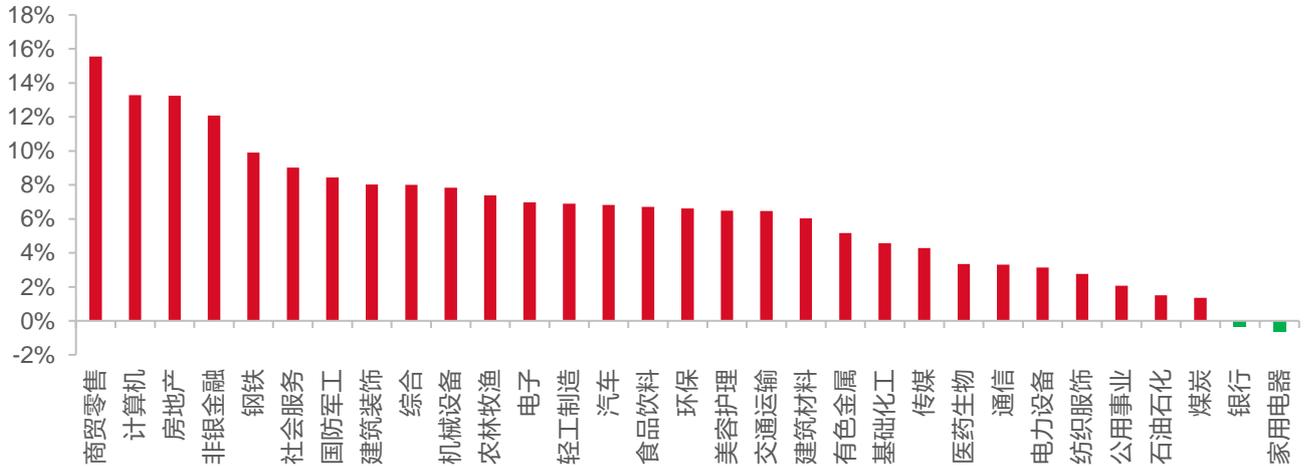
5.不确定性因素落地后，A 股定价或重回国内基本面

近两周，A 股震荡上行。近 10 个交易日，上证指数上涨 4.62%，同期创业板指上涨 3.69%，科创 50 指数上涨 3.47%。A 股的分化仍在延续，受政策驱动，行业景气度在底部的相关行业反弹明显。美国大选这一靴子落地后，A 股情绪上明显好转，而周五前市场博弈财政化债的规模。根据 Wind 热门概念指数分类，近两周涨幅居前的概念板块分别是最小市值（32.03%）、炒股软件（24.46%）、海南自贸港（21.70%）、稀土永磁（19.57%）、水产（17.35%）。后续来看，仍需关注增量政策的累积效应在基本面上的兑现。

A 股各行业上涨居多。10月28日-11月8日，申万31个一级行业中有29个行业上涨。其中，商贸零售（15.55%）、计算机（13.29%）、房地产（13.25%）、非银金融（12.09%）、钢铁（9.89%）涨幅居前；家用电器（-0.63%）、银行（-0.32%）。

融资余额增加。10月28日-11月8日，融资余额累计增加1219.03亿元。

图9 申万一级行业周涨跌幅（2024/10/28-2024/11/8）



资料来源：Wind，东海证券研究所

6.下周关注

- 1) 国内10月金融数据；
- 2) 国内10月经济数据；
- 3) 美国10月CPI；
- 4) 日本2024年三季度GDP。

7.风险提示

- 1) 地缘政治风险，导致原油价格大幅上涨的风险，进而影响美国再通胀压力，降息时间点再推后可能扩大中美息差压力。
- 2) 政策落地不及预期的风险，影响投资以及消费的复苏，导致国内经济恢复速度整体偏慢。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089