

2024 年 11 月 11 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：

- 1) **权益：**在经济出现复苏迹象，上上周 10 月 PMI 回到枯荣线以上，以及人大会议财政方案、美国大选、议息会议即将逐步落地，市场周一至周二逐渐明确主线，从此前题材股快速轮动向大盘成长切换。周三特朗普胜选后出口相关标的承压，深度内需如房地产板块占优，周四大消费、非银、房地产继续领涨，但周五人大新闻发布会即将落地，市场传言各种低规模的财政刺激计划，沪深 300 指数小幅回落，财政内需线相关板块，如房地产、非银、食品饮料等回落较多。
- 2) **固收：**①当周催化方面，月初资金面偏松，央行开启了类似于上半年打击手工补息的操作，对中短端利率有所带动。人大常委会会议周中未提特别国债，特朗普胜选增加周中财政力度博弈，利率波动增加，最终人大常委会落地方案未超预期，长端利率下行。②人大常委会落地后，11 月市场交易重心一是转向到明年财政政策力度，二是关注年内置换债发行规模对供给的影响。从 11 月 8 日蓝部长表态来看，明年财政政策取向向大概率较为积极，周五尾盘利率回调。年内供给的影响预计会得到央行降准等多工具投放的对冲。短期对债市观点偏中性。
- 3) **海外：**美国大选是海外全周交易主线，特朗普政府的税收优惠政策、放松金融监管以及保护主义倾向，整体有利于美股，推动美股全周上涨；减税在需求侧拉动，而关税推高供给成本，这一政策组合抬升通胀预期，美债利率上行，但美联储议息会议落地降息 25bp，对美债利率上行幅度有所对冲；短期对于减税政策拉动经济的预期对美元具有带动作用，美元指数上涨；大选落地后短期避险需求回落，美元指数在偏强的经济预期下短期走强对金价有压制作用。
- 4) **上周事件：**①10 月出口数据超预期，9 月暂时性台风因素消除后，外需保持平稳，但由于未来出口预期偏弱，所以对市场的影响有限。②人大常委会召开新闻发布会，确认 3 年 6 万亿地方新增债务限额，未超市场预期。③周末 10 月通胀数据不及预期，名义增长仍然受到价格拖累，但 CPI 核心同比回升，PPI 同比降幅扩大主要是生活资料层面下游耐用品在以旧换新、双十一提前等促销政策下以价换量带来，未来价格预期在需求逐步释放支撑下并不悲观。
- 5) **本周关注：**10 月金融数据、美国 10 月 CPI、10 月经济数据。
- 6) **风险提示：**基本面恢复不及预期。

## 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月出口数据高于预期 .....	4
2.2 人大常委会会议闭幕落地 .....	5
三、 当周关注 .....	7

## 图表目录

Figure 1 市场宏观变量周度回顾.....	3
Figure 2 出口金额同比增速对比.....	5
Figure 3 出口金额环比增速对比.....	5
Figure 4 明年财政空间博弈.....	7

## 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>在经济出现复苏迹象，上上周 10 月 PMI 回到枯荣线以上，以及人大会议财政方案、美国大选、议会会议即将逐步落地，市场周一至周二逐渐明确主线，从此前题材股快速轮动向大盘成长切换。周三特朗普胜选后出口相关标的承压，深度内需如房地产板块占优，周四大消费、非银、房地产继续领涨，但周五人大新闻发布会即将落地，市场传言各种低规模的财政刺激计划，沪深 300 指数小幅回落，财政内需线相关板块，如房地产、非银、食品饮料等回落较多。</p>
固收	<p>债市收益率整体下行。全周 T2412 上涨 0.29%，TL2412 上涨 0.63%，TF2412 上涨 0.16%。现券来看，10 年国债活跃券下行 1.25BP，30 年国债活跃券下行 4.5BP，10 年国开活跃券下行 0.7BP，5 年国开下行 0.25BP，3 年国开下行 0.5BP，1 年国开下行 4.5BP。</p>	<p>1) 当周催化方面，月初资金面偏松，央行开启了类似于上半年打击手工补息的操作，要求银行降低同业活期存款利率，这会显著地压低商业银行的负债成本，拓宽商业银行净息差，对中短端利率有所带动。人大常委会会议周中未提特别国债，特朗普胜选增加周中财政力度博弈，利率波动增加，最终人大常委会落地方案未超预期，长端利率下行。2) 人大常委会落地后，11 月市场交易重心一是转向到明年财政政策力度，二是关注年内置换债发行规模对供给的影响。从 11 月 8 日蓝部长表态来看，明年财政政策取向大概率较为积极，周五尾盘利率回调。年内供给的影响预计会得到央行降准等多工具投放的对冲。短期对债市观点偏中性。</p>
海外及其他	<p>道指涨 4.61%，标普 500 指数涨 4.66%，纳指涨 5.74%。美债方面，2 年期美债收益率上行 5.7bp 至 4.27%，10 年下行 0.4bp 至 4.31%。汇率方面，美元指数涨 0.6% 报 104.9521，离岸人民币兑美元跌 605 个基点报 7.199。大宗方面，美油期货涨 1.35%，COMEX 黄金期货跌 2.09%，LME 期铜跌 1.44%。</p>	<p>美国大选是海外全周交易主线，特朗普政府的税收优惠政策、放松金融监管以及保护主义倾向，整体有利于美股，推动美股全周上涨；减税在需求侧拉动，而关税推高供给成本，这一政策组合抬升通胀预期，美债利率上行，但美联储议息会议落地降息 25bp，对美债利率上行幅度有所对冲；短期对于减税政策拉动经济的预期对美元具有带动作用，美元指数上涨；大选落地后短期避险需求回落，美元指数在偏强的经济预期下短期走强对金价有压制作用。</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月出口数据高于预期

#### 事件：

中国10月出口（以美元计价）同比增长12.7%，前值增2.4%；进口下降2.3%，前值增0.3%；贸易顺差957.2亿美元，前值817.1亿美元。

今年前10个月我国进出口总值5.07万亿美元，同比增长3.7%。其中，出口2.93万亿美元，增长5.1%；进口2.14万亿美元，增长1.7%；贸易顺差7852.7亿美元，扩大15.8%。

#### 点评：

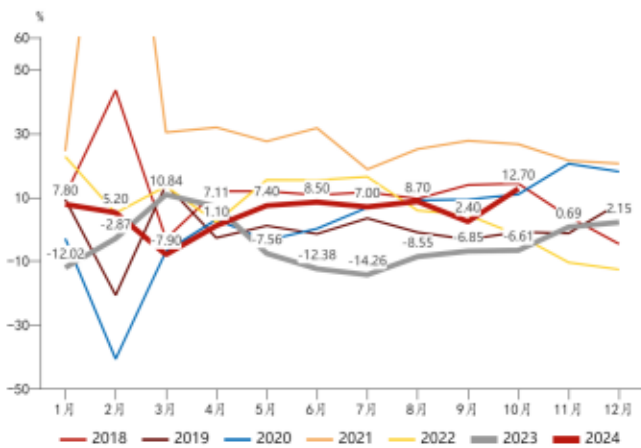
此前9月出口在基数抬升、台风扰动、欧元区经济偏弱等影响下，同比显著下滑6.3个百分点，环比-1.6%也显著低于季节性水平，而10月出口同比增长12.7%，较前值回升10.3个百分点，环比1.8%也明显高于季节性水平。

背后主要线索包括：

- 1) 10月同比增幅的大幅好转，有去年同期基数偏低的影响。23年10月出口环比-7.5%，低于5年环比均值-3.3%，基数的影响约在4.2个百分点。
- 2) 9月台风出现的频率较历史同期偏活跃的扰动因素，10月台风天气扰动影响淡化，有助于10月出口环比改善。
- 3) 外需边际有所改善，10月全球制造业景气回升至49.4，虽仍处收缩区间，但已结束了连续4个月的跌势。从主要出口地区来看，如果以10月同比与8月同比增速对比以排除台风影响，整体抬升4个百分点，对新兴市场改善较多，东盟改善6.8个百分点，美国改善3.2个百分点，9月特朗普胜选概率抬升，加征关税担忧下，抢出口或有贡献，但改善幅度低于整体出口抬升幅度，欧盟下滑0.7个百分点，主要受到欧盟经济不确定性抬升以及欧盟加征关税的影响。
- 4) 从产品端结构来看，相较8月劳动密集型产品改善9.1个百分点，细分产品通用机械、钢材改善较多，或与外需边际有所改善，制造业新订单指数止跌回升有关，玩具同比改善较多，或与圣诞订单赶运有关；机电产品依然维持高增，相较8月抬升1.8个百分点；汽车相较8月下滑28.8个百分点，可能受到欧盟对我国电动汽车加征关税措施影响。

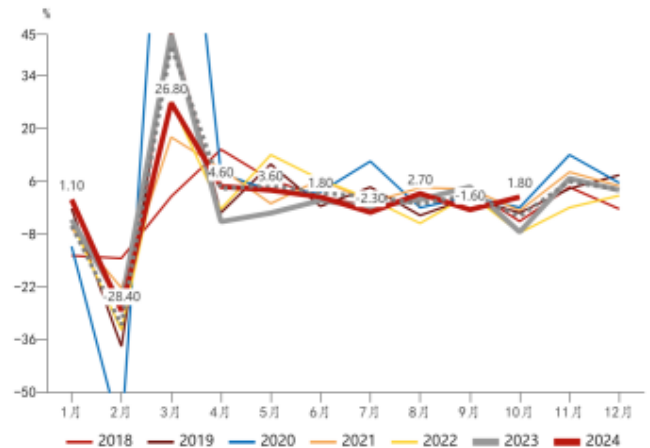
后续来看，10月的基数优势在11-12月基本消失，整体同比增速或有放缓，但在外需边际小幅改善、关税担忧带来的抢出口支撑叠加圣诞订单刚需支撑，四季度出口整体乐观，对四季度整体经济增速预计有所支撑。

Figure 2 出口金额同比增速对比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 出口金额环比增速对比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

## 2.2 人大常委会会议闭幕落地

### 事件:

十四届全国人大常委会第十二次会议闭幕。会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。议案提出,为贯彻落实党中央决策部署,在压实地方主体责任的基础上,建议增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。为便于操作、尽早发挥政策效用,新增债务限额全部安排为专项债务限额,一次报批,分三年实施。按此安排,2024 年末地方政府专项债务限额将由 29.52 万亿元增加到 35.52 万亿元。

### 点评:

人大常委会主要聚焦化债方案,化债方案整体未超市场预期,主要有以下三点:

- 1) 增加地方专项债务限额 6 万亿,通过特殊再融资专项债分三年发行,也就是从 24-26 年每年 2 万亿。
- 2) 每年新增专项债务额度中,24-28 年安排 8000 亿特殊新增专项债用于化债。24 年 1.2 万亿的化债额度中,8000 亿是以特殊新增专项债的方式落地,该项将 24 年这部分的措施对未来 4 年进行常态化安排。
- 3) 2 万亿元棚改隐债按原合同在 2029 年及以后到期偿还。该项不提供新增财政资源,但延后偿债压力。

从新闻发布会的口径来看,2023 年末,全国隐性债务余额为 14.3 万亿元,目前第四轮化债额度总量 12.1 万亿加上延后 2 万亿,覆盖程度相当。但如果剔除 23 年的化债额度 2.2 万亿,当前化债方案还有 2.4 万亿的缺口。

隐性债务置换后将大幅节约地方利息支出,五年累计可节约 6000 亿元



左右,另外也会减少隐性债务关联支出对财政收入的占用,给地方财政松绑,使得地方财政具备扩张基础,有利于财政向消费、地产、地方基建项目发力。

在人大会议召开前,市场对此还有几个关注点,一是对于本年财政收入预算缺口的弥补方案,二是特别国债补充核心资本规模,三是房地产方面专项债安排收储方案和房地产税方案。这三方面均未在人大常委会会议落地,新闻发布会上表示以上事项均在加快推进中。这是会议低于预期的方面。

对于预算缺口问题,人大会议未提及增发国债调整赤字,今年赤字率不改,预算缺口主要通过财政总账支撑实际支出强度。全年一般预算收入和政府性基金收入缺口预计约 2.6 万亿,今年的 2 万亿元特殊再融资债专项债发行额度和 4000 亿元的债务结存限额,相较于年初的财政预算而言都是额外的增量,合计达到 2.4 万亿元。发布会上也提到安排有关中央单位上缴一部分专项收益补充中央财政收入、盘活地方政府存量资源资产和加强国有资本收益管理、动用地方预算稳定调节基金等措施,来提供额外的财政资金。

特别国债补充核心资本规模方案待落地,发布会表示发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本等工作,正在加快推进中。预计年内落地概率仍然较高,该项为一次性方案,市场对此预期在 1 万亿水平。

专项债安排收储方案、房地产税收方案待落地。其中房地产税方案近期大概率落地,发布会表示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。而专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备,以及收购存量商品房用作保障性住房方面,财政部正在配合相关部门研究制定政策细则,推动加快落地。年内专项债待发额度不足 3000 亿,年内安排专项债收储资金额度有限,预计会安排使用 25 年新增专项债额度,市场对此也有 1 万亿水平的预期。

对于明年财政空间的表态方面,定调积极。财政部部长蓝佛安表示,结合明年经济社会发展目标,实施更加给力的财政政策。一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债券发行规模,拓宽投向领域,提高用作资本金的比例。三是继续发行超长期特别国债,支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是加大力度支持大规模设备更新,扩大消费品以旧换新的品种和规模。五是加大中央对地方转移支付规模,加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。

年底到明年年初财政空间的博弈主要有三个方面:一是明年赤字率的抬升幅度,二是明年新增专项债的规模,三是明年超长期特别国债发行规模。

Figure 4 明年财政空间博弈

分类	预期博弈
明年赤字率	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 目标赤字率或提升至 3.2%-3.5%，主要加在中央赤字，预计增加国债规模 2500 亿-6500 亿。</li> </ul>
新增专项债	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 特殊新增专项债 8000 亿用于化债。</li> <li>● 预计 1 万亿用于房地产收储。</li> <li>● 可能扩张使用范围到消费领域。</li> <li>● 新增额度较 24 年 3.9 万亿或进一步抬升。</li> </ul>
明年继续发行超长期特别国债	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 用于“两重”、“两新”等建设项目及人口消费等需求领域。</li> <li>● 预期 1.5-2 万亿，消费方面 1-1.5 万亿。</li> </ul>

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

### 三、当周关注

日期	事件
11月12日(周二)	中国 10 月 M2:同比(%): 前值 6.80, 预期 6.97 中国 10 月新增人民币贷款(亿元): 前值 15,900.00, 预期 6,092.86 中国 10 月 M1:同比(%): 前值-7.40, 预期-7.07 中国 10 月社会融资规模:当月值(亿元): 前值 37,634.00, 预期 14,385.71 中国 10 月社会融资规模存量:同比(%): 前值 8.00, 预期 6.77
11月13日(周三)	21:30 美国 10 月核心 CPI:季调:环比(%): 前值 0.30, 预期 0.30 21:30 美国 10 月 CPI:季调:环比(%): 前值 0.20, 预期 0.20
11月15日(周五)	10:00 中国 10 月固定资产投资:累计同比(%): 前值 3.40, 预期 3.46 10:00 中国 10 月社会消费品零售总额:当月同比(%): 前值 3.20, 预期 3.93 10:00 中国 10 月工业增加值:当月同比(%): 前值 5.40, 预期 5.61



### 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，任何机构和個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。