

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email: xuchi@zts.com.cn

分析师：张文宇

执业证书编号：S0740520120003

Email: zhangwy01@zts.com.cn

## 相关报告

- 1、《当美国大选遇见美联储降息周期，会发生什么？》2024-11-15
- 2、《“特朗普交易”落地具有哪些特征？》2024-11-10
- 3、《美债和美元为何也发生“劈叉”？》2024-11-04

## 报告摘要

### 一、人大常委会后财政政策或如何演绎？

上周五全国人大常委会落地，新闻发布会宣布全国人大常委会批准增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务。人大常委会对于市场期待的针对消费，地产等财政政策尚未有表述，本周市场整体冲高回落，地产板块跌幅较大。

特朗普再次当选，其大幅加征关税的预期或带来我国外资流出与出口板块承压，使得市场预期“内需”政策或成为未来主线；但另一方面，特朗普当选或使得国际地缘更加动荡。因此，当前兼顾“安全”与“效率”的整体政策框架在中期或将不断得到强化，市场所预期的政策“转向”短期或较难出现。

考虑到管理层对于经济增长中的“底线思维”日益重视，国内政策仍将持续发力，但方式主要是不断强化“预期管理”，而股市将成为最重要的抓手。就结构而言，与国家安全相关的军工、科技等亦将是增量政策真正的发力方向。

就本次人大常委会财政政策而言，3年6万亿“化债”是最重要的增量政策。这一大规模化债政策能够有效缓解地方政府债务压力，进而利好下游的央国企，特别是应收账款占比较高的，与地方政府合作密切的行业，如建筑、环保等行业。

就下一步财政政策而言，我们预计，明年赤字率适当上调至3.5。就方向而言，银行资本的注入，地产方面，契税环节的进一步降低，以及收储额度的进一步扩大（但依然要按市场化，政府自担亏损的原则）或是后续财政的主要政策方向。

### 二、人大常委会后市场或如何演绎？

通过复盘过去几轮政策预期与政策落地期间市场演绎，我们发现政策预告至政策正式落地周期，市场上涨可大致分为两个阶段：第一阶段，指数爆发期，往往在周度等较短时间维度，完成指数主体60%以上涨幅；第二阶段，结构性行情阶段，之后大部分时间将呈现“震荡爬坡”的“结构性行情”，快速轮动的特征。

归根到底，政策重心的阶段性的变化往往是应对当下较为突出的涉及“底线思维”的问题，而市场往往将这种变化视为是要进行财政大刺激。就市场短期节奏而言，政策预期将是最关键的变量。当这种预期后续落空后，往往形成市场较大幅度的波动。

就本轮行情后续走势而言，伴随人大常委会未能超预期，市场或有所调整。但是，考虑到12月政治局会议与中央经济工作会议在即，市场或逐步酝酿新一轮政策预期，故短期市场震荡，亦是布局机会。

### 三、投资建议

特朗普当选落地或使得部分黄金投机交易止盈，短期或存在一定的抛压。中长期来看，伴随特朗普当选带来的地缘动荡加深，美国长期通胀抬升，中长期金价中枢或抬升。

伴随人大常委会未能超预期，A股或有所调整。考虑到12月政治局会议与中央经济工作会议在即，市场或逐步酝酿新一轮政策预期，故短期市场震荡，亦是布局机会。本轮大规模化债政策能够有效缓解地方政府债务压力，进而利好下游央国企。其中，应收账款占比较高的，与地方政府合作密切的行业，如建筑、环保等行业或相对受益。

特朗普当选大幅加征关税预期或带来创业板，出口链业绩整体承压。但是，特朗普当选带来的美国制造业发展趋势下，关税对电力设备，交通运输设备，以及制造业上游的工程机械，工业母机等行业负面影响或有限。

- 风险提示：美国大选出现黑天鹅事件超跌，全球流动性超预期收紧，市场博弈的复杂性超预期，政策变化的节奏复杂性超预期等。

## 内容目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、人大常委会后财政政策或如何演绎？ .....         | 3  |
| 二、人大常委会后市场或如何演绎？ .....           | 5  |
| 三、投资建议 .....                     | 7  |
| 四、周度市场回顾及展望（11月11日-11月15日） ..... | 8  |
| 3.1 指数与行业表现 .....                | 9  |
| 3.2 情绪指标跟踪 .....                 | 10 |
| 3.3 估值指标跟踪 .....                 | 11 |
| 风险提示 .....                       | 12 |

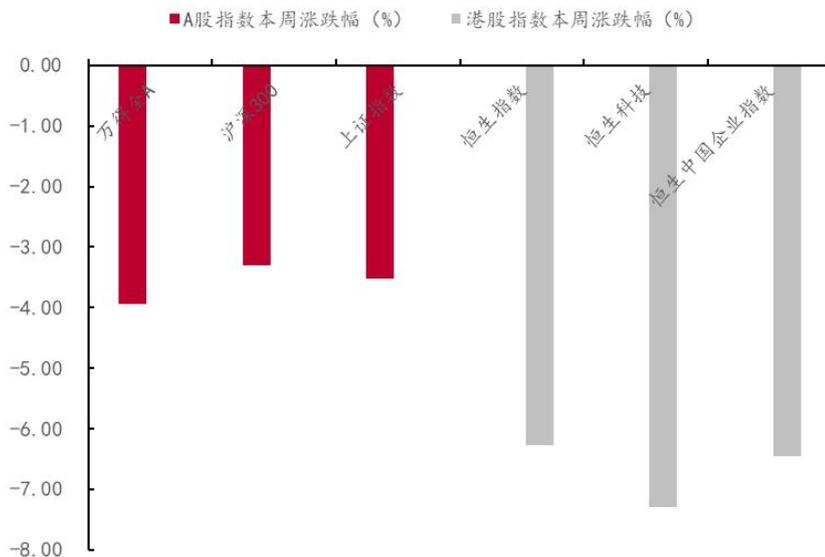
## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 本周 A 股/港股市场表现 .....           | 3  |
| 图表 2: 本周市场整体回调，内需板块表现较差 .....       | 4  |
| 图表 3: 环保、建筑等行业应收账款占比较大，且周转天数长 ..... | 5  |
| 图表 4: 2019 年“2 万亿”政策前后市场表现 .....    | 6  |
| 图表 5: 2020 年疫情放开政策前后市场表现 .....      | 6  |
| 图表 6: 2024 年中央汇金增持前后市场表现 .....      | 6  |
| 图表 7: 本周市场主要宽基指数涨跌 .....            | 8  |
| 图表 8: 本周市场风格指数涨跌 .....              | 8  |
| 图表 9: 本周领涨领跌行业 .....                | 8  |
| 图表 10: 本周主要宽基指数与大类行业指数涨跌 .....      | 9  |
| 图表 11: 本周中信一级行业涨跌 .....             | 9  |
| 图表 12: 万得全 A 换手率（%） .....           | 10 |
| 图表 13: 上证指数换手率（%） .....             | 10 |
| 图表 14: 深证成指换手率（%） .....             | 10 |
| 图表 15: 创业板指换手率（%） .....             | 10 |
| 图表 16: 融资余额变化 .....                 | 11 |
| 图表 17: 次新股指数 .....                  | 11 |
| 图表 18: 主要行业估值（PB） .....             | 11 |
| 图表 19: 主要行业估值（PE） .....             | 12 |

上周美国大选尘埃落定，海外大类资产大多呈现明显的“特朗普交易特征”。本周海外大类资产依然延续“特朗普交易”特征，美元指数持续攀升，最高触及 107 点；美债收益率维持高位，10 年期国债收益率达到 4.43%，20 年期国债收益率达到 4.70%；黄金由于短期交易盘止盈，处于回调阶段。

国内方面，上周五全国人大常委会落地，新闻发布会宣布全国人大常委会批准增加 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。人大常委会对于市场期待的针对消费，地产等财政政策尚未有表述，本周市场整体冲高回落，地产板块跌幅较大。

图表 1：本周 A 股/港股市场表现

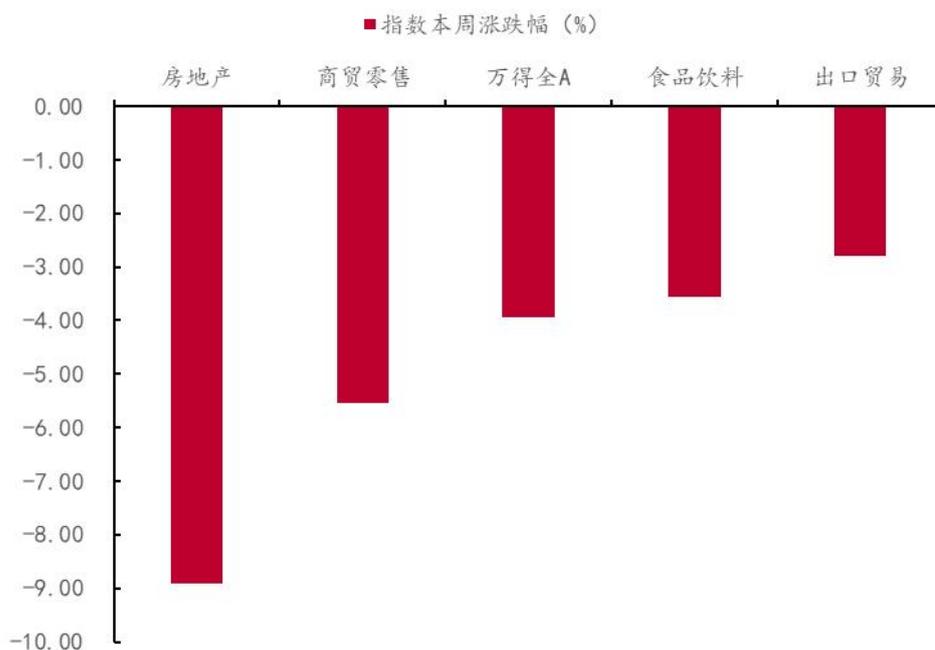


来源：WIND，中泰证券研究所

本周 A 股与港股走势出现明显分化，其中港股相对于 A 股明显偏弱。一方面，与 A 股投资者相比，海外投资者对于政策预期或更加悲观，使得港股表现相对较差。上周五新闻发布会结束后，海外中国资产出现明显下跌。另一方面，特朗普当选后，美元指数持续攀升，使得人民币贬值，带来人民币资产进一步走弱。

## 一、人大常委会后财政政策或如何演绎？

由于人大常委会尚未出现提振内需方面财政政策，本周地产，消费等与“内需”相关板块表现相对偏弱。特朗普再次当选，其大幅加征关税的预期或带来我国外资流出与出口板块承压，使得市场预期“内需”政策或成为未来主线；但另一方面，特朗普当选或使得国际地缘更加动荡。因此，当前兼顾“安全”与“效率”的整体政策框架在中期或将不断得到强化，市场所预期的政策“转向”短期或较难出现。

**图表 2：本周市场整体回调，内需板块表现较差**


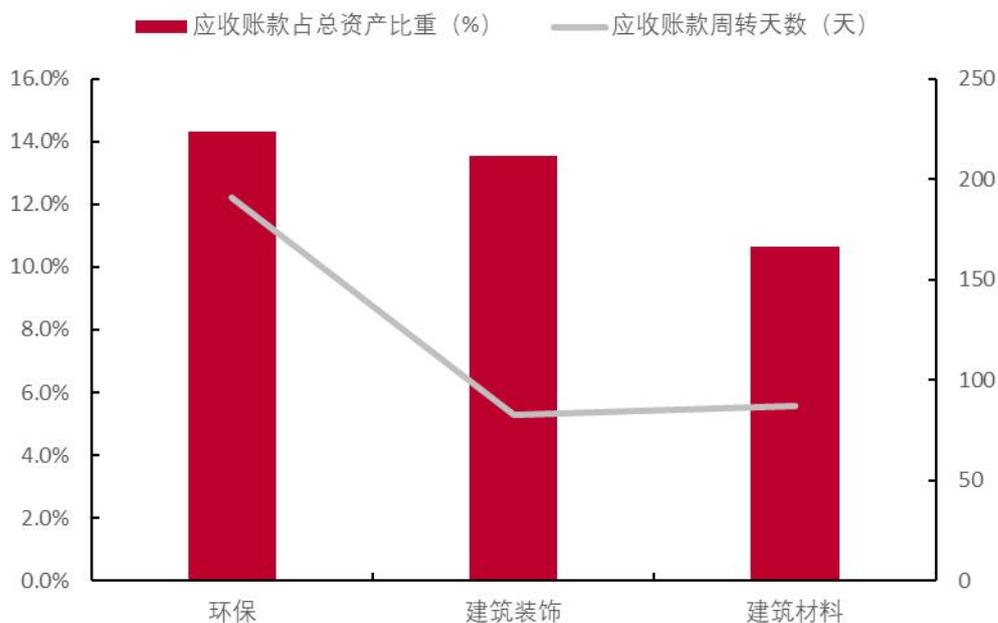
来源：WIND，中泰证券研究所

这意味着中期财政政策整体或保持定力，四大财政约束难以改变：1) 不搞大规模发钱的“福利主义”；2) 不大规模增加地方政府隐性债务；3) 严格约束新增项目的审计；4) 不搞 14-15 年式的“棚改货币化”。**财政政策本身后续持续发力的方向依然是防风险与国家安全密切相关的新质生产力。**

当然，考虑到管理层对于经济增长中的“底线思维”日益重视，在面对关税等外部风险日益增多的同时，国内政策仍将持续发力，但方式主要是不断强化“预期管理”，而股市将成为最重要的抓手。故尽管中期看经济与企业盈利等仍有压力，但股市却将呈现底部不断抬升的“复兴牛”特征。就结构而言，与国家安全相关的军工、科技等亦将是增量政策真正的发力方向。这也是为什么本次人大常委会的财政政策低于市场此前强消费刺激预期，而符合我们以化债为主的主因。这一“强政策预期，弱政策现实”的逻辑不仅适合于此前财政部发布会、本次人大常委会，亦将在后续中央经济工作会议、两会等会议。

就本次人大常委会财政政策而言，5 年 4 万亿专项债是去年已经宣布的存量政策，而 3 年 6 万亿“化债”是最重要的增量政策。这一大规模化债政策能够有效缓解地方政府债务压力，进而利好下游的央国企，特别是应收账款占比较高的，与地方政府合作密切的行业，如建筑、环保等行业。

**图表 3：环保、建筑等行业应收账款占比较大，且周转天数长**



来源：WIND，中泰证券研究所

就下一步财政政策而言，我们预计，明年赤字率适当上调至 3.5。就方向而言，银行资本金的注入，地产方面，契税环节的进一步降低，以及收储额度的进一步扩大（但依然要按市场化，政府自担亏损的原则）或是后续财政的主要政策方向。

## 二、人大常委会后市场或如何演绎？

9月政治局以来，市场涨势明显。我们参考历史上几次高层级政策重心阶段性的变化，如：18年底减税降费、22年底疫情放开，与年初高层级“救市”可发现，高层级政策最大特点是后续各个职能部门，各级部委都会全力跟进，密集推出一系列有“实效”的中级政策。因此，参考历史上以上几个阶段，往往将带来月度至季度级别的反弹。

通过复盘过去几轮政策预期与政策落地期间市场演绎，我们发现在政策预告至政策正式落地周期，市场上涨可大致分为两个阶段：第一阶段，指数爆发期，往往在周度等较短时间维度，完成指数主体 60% 的涨幅；第二阶段，结构性行情阶段，之后大部分时间将呈现“震荡爬坡”的“结构性行情”，快速轮动的特征。

图表4：2019年“2万亿”政策前后市场表现



来源：WIND，中泰证券研究所

图表5：2020年疫情放开政策前后市场表现



来源：WIND，中泰证券研究所

图表6：2024年中央汇金增持前后市场表现



来源：WIND，中泰证券研究所

归根到底，政策重心的阶段性的变化往往是应对当下较为突出的涉及“底线思维”的问题，而市场往往将这种变化视为是要进行财政大刺激。就市场短期节奏而言，政策预期将是最关键的变量。当这种预期后续落后后，往往形成市场较大幅度的波动。

就本轮行情后续走势而言，伴随人大常委会未能超预期，市场或有所调整。但是，考虑到12月政治局会议与中央经济工作会议在即，市场或逐步酝酿新一轮政策预期，故短期市场震荡，亦是布局机会。

### 三、投资建议

特朗普当选落地或使得部分黄金投机交易止盈，短期或存在一定的抛压。中长期来看，伴随特朗普当选带来的地缘动荡加深，美国长期通胀抬升，中长期金价中枢或抬升。

A股就后续走势而言，伴随人大常委会未能超预期，市场或有所调整。但是，考虑到12月政治局会议与中央经济工作会议在即，市场或逐步酝酿新一轮政策预期，故短期市场震荡，亦是布局机会。

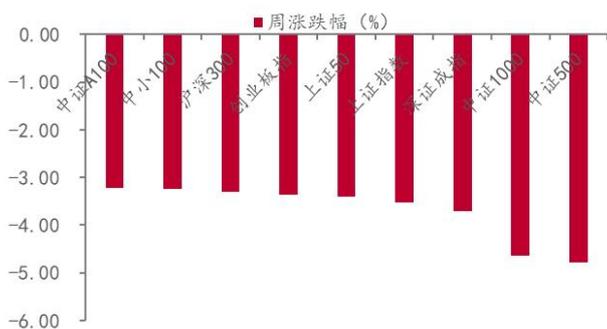
本轮大规模化债政策能够有效缓解地方政府债务压力，进而利好下游央国企。其中，应收账款占比较高的，与地方政府合作密切的行业，如建筑、环保等行业或相对受益。

特朗普当选大幅加征关税预期或带来创业板，出口链业绩整体承压。但是，结构方面或存在一定机会：特朗普当选带来的美国制造业发展趋势下，对我国电力设备，交通运输设备，以及制造业上游的工程机械，工业母机等需求或上升，关税对于此类行业负面影响或有限。

#### 四、周度市场回顾及展望（11月11日-11月15日）

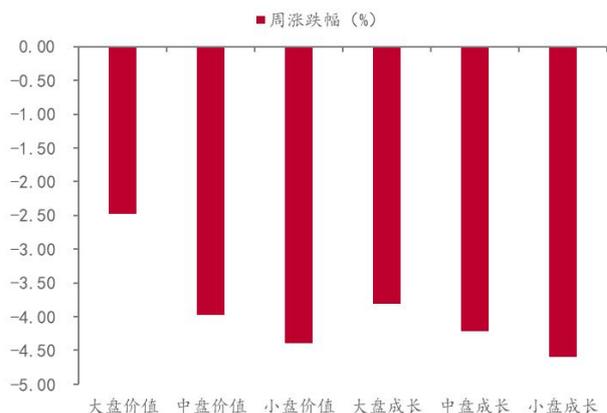
本周市场主要指数均下跌，中证500跌幅较大。三大指数中，上证综指下跌3.52%，深证成指下跌3.7%，创业板指下跌3.36%。本周大类行业大多下跌，其中金融指数、房地产指数下跌明显。活跃度方面，房地产，日常消费指数换手率回落明显。从风格表现来看，本周小盘成长板块跌幅较大。

图表7：本周市场主要宽基指数涨跌



来源：WIND，中泰证券研究所

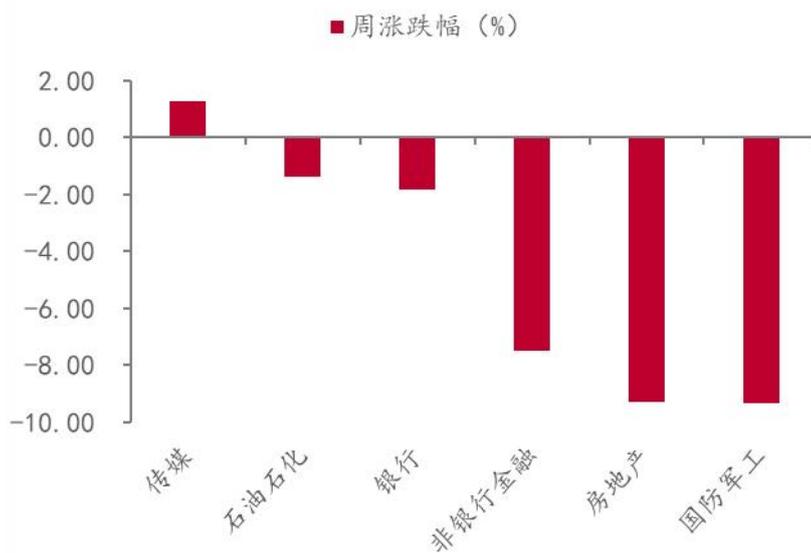
图表8：本周市场风格指数涨跌



来源：WIND，中泰证券研究所

本周中信一级行业大多下跌，其中国防军工、房地产、非银行金融跌幅较大。活跃度方面，本周一级行业活跃度大多回落，其中非银金融，综合金融，房地产回落相对明显。

图表9：本周领涨领跌行业



来源：WIND，中泰证券研究所

### 3.1 指数与行业表现

**宽基指数：**本周市场主要指数均下跌，中证 500 跌幅较大。活跃度方面，本周主要指数换手率大多回落，中证 500 回落明显。

**大类行业：**本周大类行业大多下跌，其中金融指数、房地产指数下跌明显。活跃度方面，房地产，日常消费指数换手率回落明显。

**一级行业：**本周中信一级行业大多下跌，其中国防军工、房地产、非银行金融跌幅较大。活跃度方面，本周一级行业活跃度大多回落，其中非银金融，综合金融，房地产回落相对明显。

**图表 10：本周主要宽基指数与大类行业指数涨跌**

|      |        | 周涨跌幅 (%) | 上周涨跌幅 (%) | 年初至今涨跌幅 (%) | 最近两周换手率 (%) |      | 换手率10年分位数 |
|------|--------|----------|-----------|-------------|-------------|------|-----------|
| 宽基指数 | 中证100  | -3.22    | 4.68      | 15.38       | 0.94        | 1.10 | 94%       |
|      | 中小100  | -3.25    | 5.22      | 10.26       | 2.45        | 2.75 | 89%       |
|      | 沪深300  | -3.29    | 5.50      | 15.67       | 0.83        | 0.99 | 89%       |
|      | 创业板指   | -3.36    | 9.32      | 18.62       | 4.14        | 4.73 | 94%       |
|      | 上证50   | -3.40    | 4.30      | 14.84       | 0.40        | 0.37 | 88%       |
|      | 上证指数   | -3.52    | 5.51      | 11.96       | 1.53        | 1.85 | 93%       |
|      | 深证成指   | -3.70    | 6.75      | 12.85       | 2.81        | 3.41 | 91%       |
|      | 中证1000 | -4.63    | 8.31      | 4.05        | 3.59        | 4.13 | 92%       |
|      | 中证500  | -4.79    | 6.70      | 9.12        | 2.45        | 3.27 | 89%       |
| 大类行业 | 电信服务指数 | 2.20     | 2.10      | 17.67       | 4.27        | 3.32 | 99%       |
|      | 可选消费指数 | -2.39    | 6.02      | 15.82       | 4.36        | 4.53 | 99%       |
|      | 日常消费指数 | -2.45    | 6.91      | -1.54       | 2.89        | 4.31 | 93%       |
|      | 能源指数   | -2.45    | 1.70      | 9.88        | 0.63        | 0.72 | 78%       |
|      | 公用事业指数 | -3.24    | 1.48      | 12.44       | 1.47        | 1.88 | 84%       |
|      | 医疗保健指数 | -3.88    | 6.53      | -8.04       | 3.25        | 3.04 | 95%       |
|      | 信息技术指数 | -3.91    | 10.50     | 15.59       | 5.79        | 6.01 | 99%       |
|      | 工业指数   | -4.36    | 7.20      | 13.32       | 2.61        | 3.20 | 93%       |
|      | 材料指数   | -4.41    | 5.81      | 5.01        | 2.56        | 3.24 | 87%       |
|      | 金融指数   | -4.98    | 6.87      | 36.45       | 0.80        | 1.23 | 90%       |
|      | 房地产指数  | -8.05    | 5.81      | 8.82        | 3.09        | 5.49 | 94%       |

来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 11：本周中信一级行业涨跌**

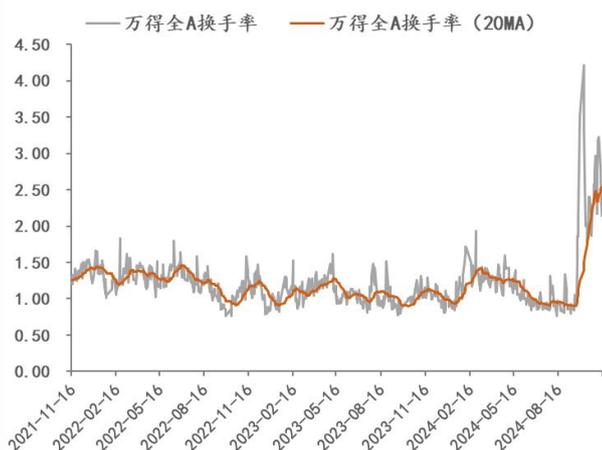
|         | 本周涨跌幅 (%) | 上周涨跌幅 (%) | 年初至今涨跌幅 (%) | 最近两周换手率 (%) |      | 换手率10年分位数 |
|---------|-----------|-----------|-------------|-------------|------|-----------|
| 传媒      | 1.27      | 7.53      | 6.20        | 5.42        | 4.77 | 99.2%     |
| 石油石化    | -1.40     | 3.11      | 9.12        | 0.47        | 0.52 | 85.1%     |
| 银行      | -1.84     | 1.38      | 32.56       | 0.30        | 0.30 | 86.7%     |
| 家电      | -1.95     | 2.46      | 30.48       | 3.76        | 4.76 | 96.0%     |
| 通信      | -2.37     | 6.79      | 27.72       | 4.71        | 3.99 | 97.9%     |
| 汽车      | -2.45     | 7.88      | 17.77       | 4.50        | 4.63 | 99.7%     |
| 消费者服务   | -2.87     | 6.94      | -2.43       | 5.66        | 6.84 | 99.0%     |
| 轻工制造    | -3.03     | 7.49      | -3.39       | 3.42        | 3.64 | 92.0%     |
| 电力及公用事业 | -3.25     | 1.99      | 12.12       | 1.47        | 1.63 | 84.3%     |
| 交通运输    | -3.31     | 5.00      | 17.31       | 1.54        | 1.81 | 92.0%     |
| 商贸零售    | -5.42     | 9.93      | -0.16       | 4.27        | 4.16 | 98.2%     |
| 建材      | -5.50     | 3.93      | -0.48       | 2.62        | 3.67 | 79.5%     |
| 有色金属    | -5.63     | 3.36      | 14.74       | 2.64        | 3.64 | 84.3%     |
| 钢铁      | -6.03     | 4.91      | 3.82        | 1.52        | 2.66 | 77.8%     |
| 综合      | -6.07     | 4.12      | -16.46      | 3.78        | 4.68 | 96.0%     |
| 农林牧渔    | -6.17     | 6.13      | -6.94       | 2.93        | 4.23 | 82.4%     |
| 综合金融    | -7.00     | 5.31      | 34.03       | 3.89        | 6.71 | 93.1%     |
| 非银行金融   | -7.52     | 12.05     | 39.29       | 2.37        | 4.14 | 90.2%     |
| 房地产     | -9.30     | 6.42      | 3.33        | 3.19        | 4.37 | 93.8%     |
| 国防军工    | -9.36     | 13.08     | 13.64       | 3.54        | 4.33 | 93.0%     |

来源：WIND，中泰证券研究所

### 3.2 情绪指标跟踪

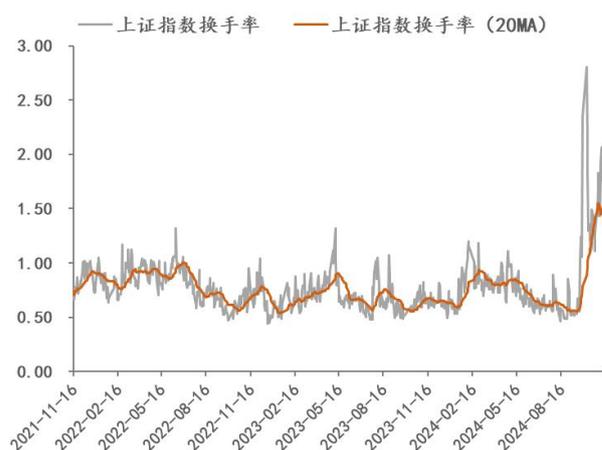
**全市场活跃度：**过去十年全A日均换手率区间大致为0.4%-3%，20日平滑后本周全A换手率较上周有所上升。截至11月15日，5日平均换手率达2.45%，处于十年分位的96.1%。创业板指换手率区间大致为1%-5%，20日平滑后创业板指换手率有所上升。截至11月15日，创业板5日平均换手率为4.14%，处于历史分位的93.7%。

图表 12: 万得全A 换手率 (%)



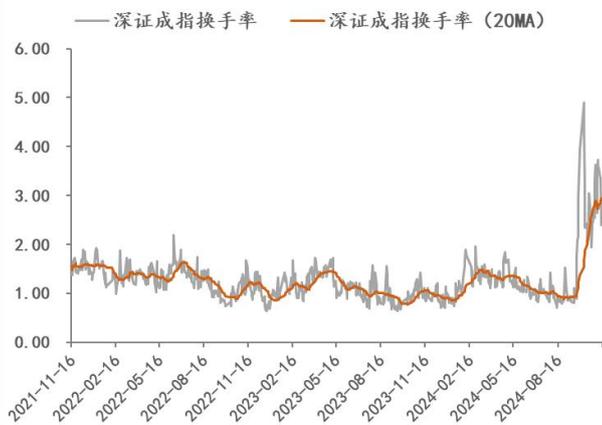
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 13: 上证指数换手率 (%)



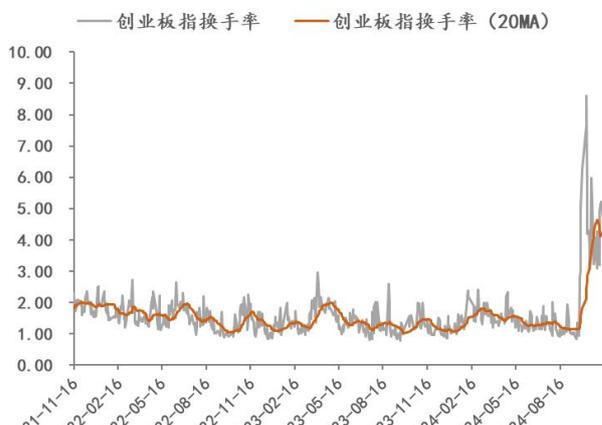
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 14: 深证成指换手率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 15: 创业板指换手率 (%)

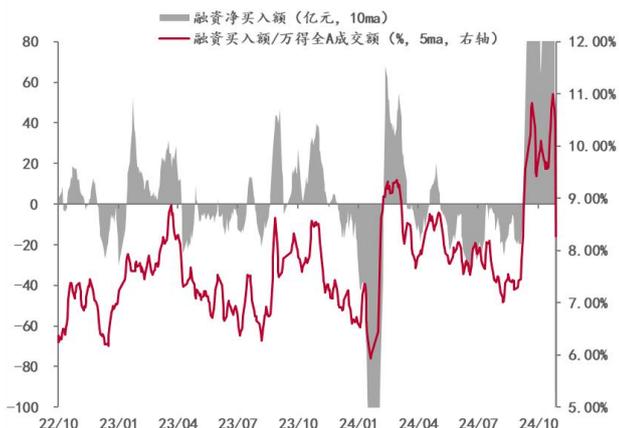


来源: WIND, 中泰证券研究所

**场内融资：**本周融资余额有所上升，截至11月14日，融资余额为18355.55亿元，较上周末上升590.95亿元，5日平滑后融资买入额占全市场成交额10.47%，较上周上升0.1%。

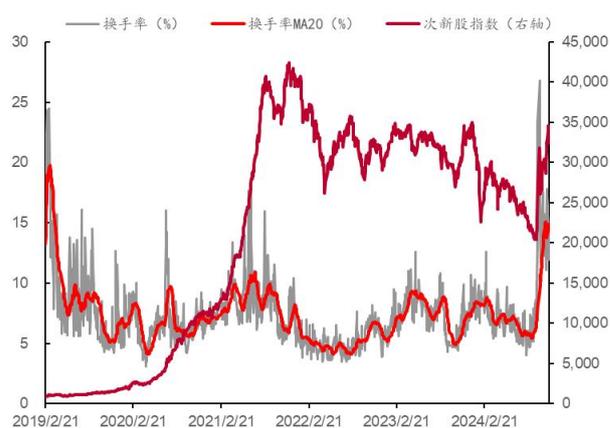
**次新股指标：**5日平滑后次新股指数换手率较上周下降1.11%，截至11月15日，次新股5日平均换手率达到14.38%，处于历史分位97.70%。

图表 16: 融资余额变化



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 17: 次新股指数



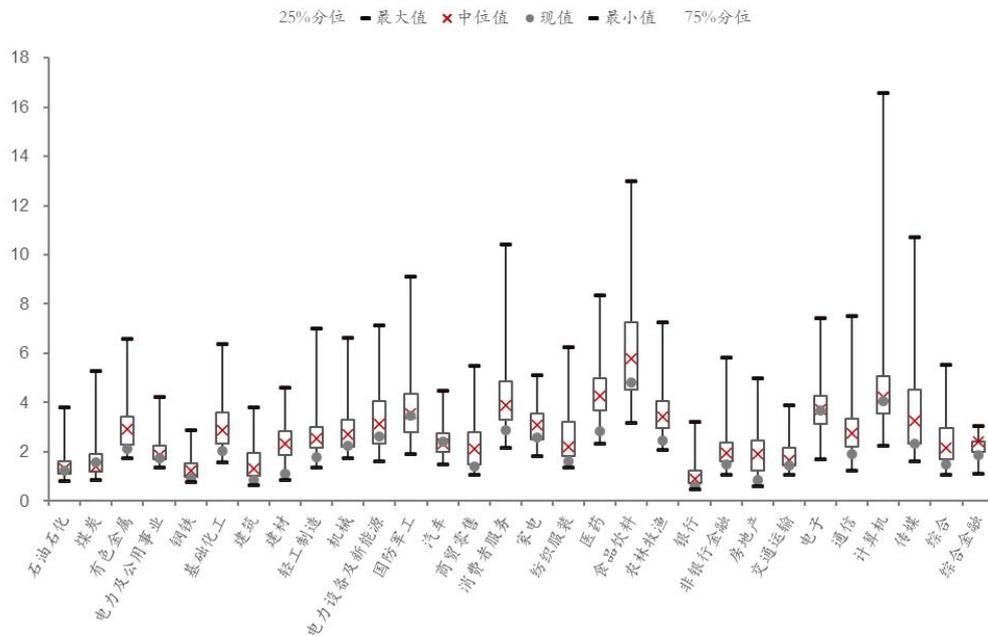
来源: WIND, 中泰证券研究所

### 3.3 估值指标跟踪

主要行业估值: PB 估值中煤炭, 汽车水平高于历史中位数;

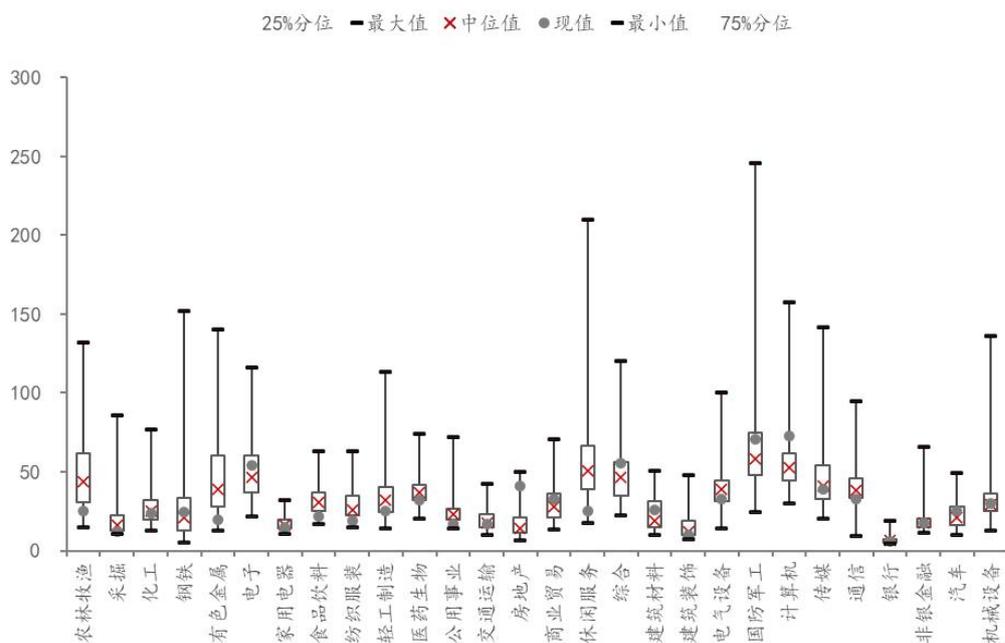
主要行业估值: PE 估值中钢铁, 电子, 房地产, 商业贸易, 建筑材料, 国防军工, 计算机, 非银金融, 汽车, 机械设备水平高于历史中位数。

图表 18: 主要行业估值 (PB)



来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 19: 主要行业估值 (PE)**



来源: WIND, 中泰证券研究所

### 风险提示

美国大选出现黑天鹅事件超跌, 全球流动性超预期收紧, 市场博弈的复杂性超预期, 政策变化的节奏复杂性超预期等。

**投资评级说明**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。