



# 变局节点将至，静待大 选与政策定音



——2024年11月资产配置报告

**HWABAO SECURITIES** / 2024年11月4日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）

分析师：郝一凡（执业证书编号：S0890524080002）

分析师：刘芳（执业证书编号：S0890524100002）

销售服务电话：021-20515355

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

## 宏观主线梳理

### 美国经济维持强劲，美国大选结果对资产的影响上升

#### ➤ 美国经济维持强劲，年内降息空间保持在50BP

- ◆ 美国三季度GDP环比增速小幅回落，消费动能维持强劲；10月美国新增就业大幅回落，主要受到美国飓风“海伦”和“米尔顿”以及波音罢工事件的影响。
- ◆ 10月非农数据公布后，市场预期11月降息25个BP的概率接近100%，12月继续降息的概率为82.55%，年内降息空间为50BP。

#### ➤ 美国大选不确定性较高，不同结果将对资产价格产生不同影响

- ◆ 市场押注显示特朗普获选胜率相对较高，但特朗普整体支持率与哈里斯相差无几，双方在关键摇摆州的竞争同样激烈。
- ◆ 美债收益率及美元指数近期同时走强，11月初大选结果将决定该趋势是否能进一步加剧或出现反转。
- ◆ 若特朗普当选，A股出口贸易链将受到负面影响，这可能增加国内政策对消费和内循环的支持。
- ◆ 无论选举结果如何，美国大概率将继续对中国的高科技领域施压，可以继续关注于自主可控产业链相关概念。

海外宏观

### 政策步入发力周期，经济有望逐渐企稳修复

#### ➤ 政策步入持续发力周期

- ◆ 9月末以来，政策发力信号明确，财政部释放出较强的财政扩张信号，预计后续仍有较大的举债及赤字提升空间，在化债、地产救助、刺激消费等领域有望有更多政策措施陆续出台。市场预期得到有效提振。
- ◆ 后续重点关注11月人大常委会、12月政治局会议及中央经济工作会议部署。

#### ➤ 经济边际改善，后续有望在政策助力下逐步修复

- ◆ 随着政策发力，在广义基建、家电消费高增的带动下，9月经济边际改善，三季度GDP增速4.6%好于市场预期。
- ◆ 低通胀、企业盈利、外需回落、有效需求不足等压力仍存，后续仍需针对居民就业、收入、消费等领域的增量政策出台，提振有效需求，支撑经济持续改善

国内宏观

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ <b>A股阶段性震荡休整，静待政策面的“突破”：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>国内经济基本面：</b>政策发力带动生产端先行企稳修复，内需复苏仍待“需求侧”增量政策加码；</li> <li>◆ <b>资金面：</b>政策发力带动资金面保持活跃，短期成交活跃度维持高位；</li> <li>◆ <b>政策面：</b>政策在化债、地产等方面确定性较强，进一步催化动力需关注“需求侧”刺激；</li> <li>◆ <b>外部环境：</b>美国大选不确定性将落地，但若特朗普上台则短期仍有外需扰动。</li> </ul> <p>➤ <b>美国大选及政策变化决定下一阶段市场方向和结构：</b>估值快速修复后，行情取决于内外新变量落地。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>1) 内部核心关注内需相关政策增量：</b>是否在居民收入、消费方向出台超预期增量政策（居民收入、社保、医疗教育、消费刺激等内需领域5千亿规模增量）。目前来看政策集中于化债及地产领域的确定性更强，其他政策增量或需等待12月政治局会议及中央经济工作会议，11月末或迎来新一轮政策博弈机会。</li> <li>◆ <b>2) 外部关注美国大选结果：</b>若特朗普上台，则外部环境扰动增加，外需压力上升，内需刺激紧迫性提升；若哈里斯上台，外需预期改善，市场波动风险缓和。</li> </ul>	中性
行业/风格	<p>➤ <b>11月美国大选、国内政策不同场景下的配置思路：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>1) 特朗普当选、且内需政策超预期：</b>有望推动消费、科技自主可控的结构性机会，出口链相对承压，建议关注大消费、科技自主可控、高端制造方向的结构性机会为主。</li> <li>◆ <b>2) 特朗普当选、内需政策未超预期：</b>市场调整风险上升，风格或仍将聚焦于题材、高人气个股等流动性敏感方向，以及红利等防守方向。建议观望或防守为主，并等待11月末对年底会议进行博弈的机会。</li> <li>◆ <b>3) 哈里斯当选、内需政策未超预期：</b>出口链预期修复，市场风格或偏科技成长、题材、小盘结构性机会。</li> <li>◆ <b>4) 哈里斯当选、且内需政策超预期：</b>有望推动新一轮指数中枢上移，市场整体估值进一步提升，大消费、科技成长、宽基指数中枢上移。</li> <li>◆ <b>总体来看，</b>无论谁当选，科技、自主可控、高端制造、安全等领域确定性较高。建议重点关注<b>半导体、计算机、通信、军工、机器人、工业母机、高端制造</b>等行业和概念。</li> </ul>	美国大选、国内政策变化决定后市结构方向

大类资产配置观点		
资产类别	月度展望	中期展望（3个月）
A股	中性	相对乐观
港股	中性	相对乐观
利率债	中性	相对乐观
信用债	中性	中性
可转债	中性	相对乐观
美股	相对乐观	相对乐观
美债	相对乐观	相对乐观
美元	中性	中性
黄金	中性	相对乐观
原油	中性	中性

注：国际形势演变超预期，地缘风险；海外经济超预期变化；国内经济复苏不及预期，政策效果不及预期。

# 内容目录

**01 市场回顾**

**02 海外经济环境及政策影响**

**03 国内经济环境及政策影响**

**04 股债策略与市场结构特征**

**05 资产配置观点展望**



# 大类资产表现回顾：A股结构分化，黄金延续强势

## 2024年10月大类资产表现特征回顾：

- **A股小盘股上涨，大盘股回落，港股全线回落；海外市场除日股外悉数下跌；国内债市小幅上涨；黄金及美元表现强势。**
- **A股出现分化。**10月份，得益于政策连续发力，市场活跃度维持高位，小盘股表现较好。顺周期权重占比较高的大盘股表现较弱。
- **港股出现回调。**市场期待增量财政政策细节和规模的正式落地，国内政策预期出现一定波动，港股市场出现回调。
- **海外市场多数回落。**受到美国大选选举不确定性以及美联储降息预期回落的影响，海外股市多数回落。
- **黄金大幅上涨。**受到美国大选以及中东地缘政治风险带来的扰动，黄金在10月大幅上涨。
- **石油价格继续走高。**10月中东紧张局势未出现缓解的迹象，地缘政治担忧情绪再度升温，原油价格继续走高。
- **债市偏震荡。**10月中旬股市热度有所回落，理财、债基等产品赎回负反馈风险缓解。同时政策面相对平静，债市总体偏震荡。
- **美元指数上涨。**美国经济数据维持强劲，同时随着“特朗普交易”的热度上升，美元明显上涨。

资产类别		区间涨跌幅		
		2024年10月	2024年9月	2024年以来
A股	Wind全A	2.28	22.21	10.71
	上证指数	-1.70	17.39	10.25
	沪深300	-3.16	20.97	13.40
	中证500	2.75	23.80	8.69
	中证1000	7.14	23.32	3.90
	创业板指	-0.49	37.62	14.44
港股	恒生指数	-3.86	17.48	19.18
	恒生中国企业指数	-3.27	18.62	25.93
	恒生科技指数	-5.32	33.45	19.52
海外股市	标普500	-0.99	2.02	19.62
	纳斯达克指数	-0.52	2.68	20.54
	德国DAX	-1.28	2.21	13.88
	日经225	3.06	-1.88	16.79
	英国富时100	-1.54	-1.67	4.87
	法国CAC40	-3.74	0.06	-2.56
债券	中债总财富指数	0.19	0.08	4.89
	中债信用债指数	0.17	-0.10	3.11
	中证转债指数	1.52	5.78	2.04
商品	南华商品指数	-1.41	4.60	0.87
	ICE布油	1.95	-8.93	-5.02
	COMEX黄金	4.22	5.61	32.60
汇率	美元指数	3.11	-0.96	2.48
	美元兑人民币	1.43	-1.02	0.34

# A股行业风格回顾：10月小盘成长表现较好

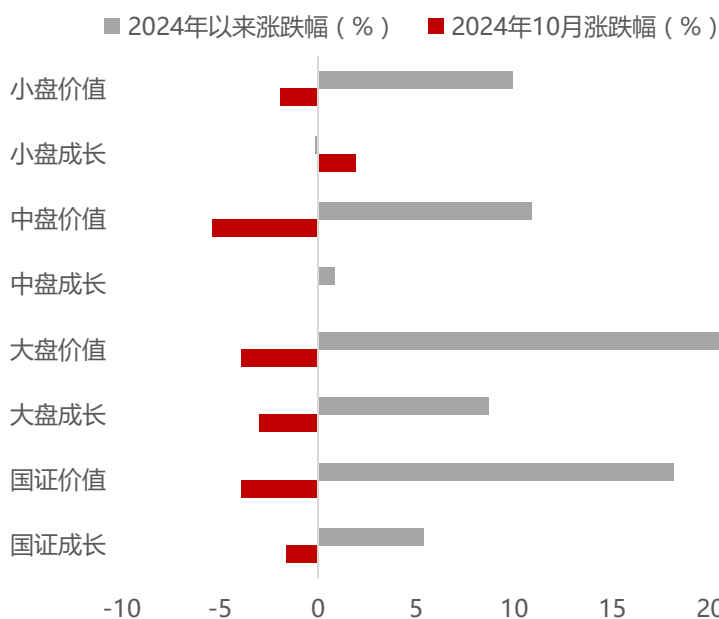
- 2024年10月市场风格出现分化，小盘成长风格表现较好。

10月，A股市场交易热情维持，市场风格出现分化，小盘成长表现较好。市场期待增量政策落地，顺周期板块表现一般。

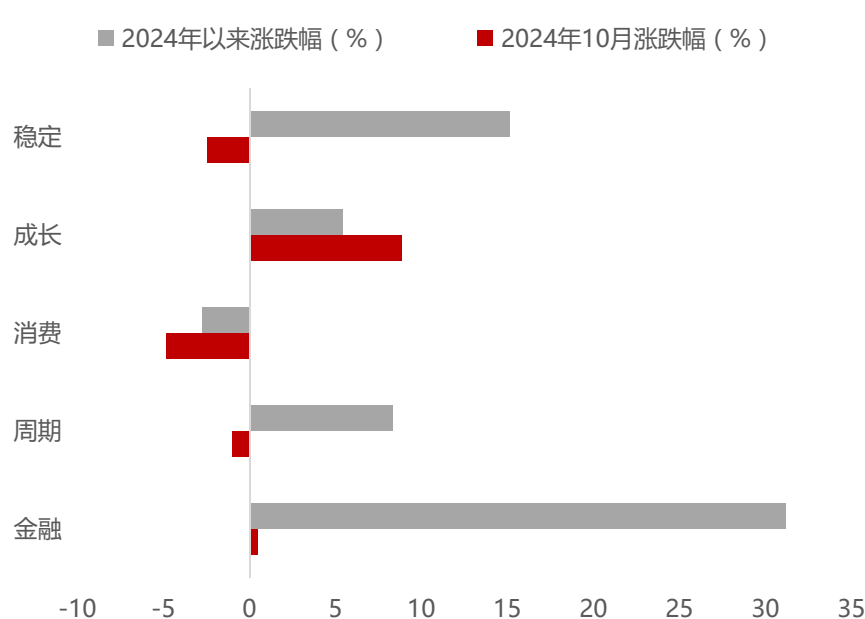
- 行业方面，2024年10月涨跌不一，TMT板块表现亮眼。

从具体行业来看，10月涨跌不一。得益于三季报业绩的积极影响，加之针对经济的增量政策尚未落地，与宏观经济关联度较低的TMT板块表现突出。

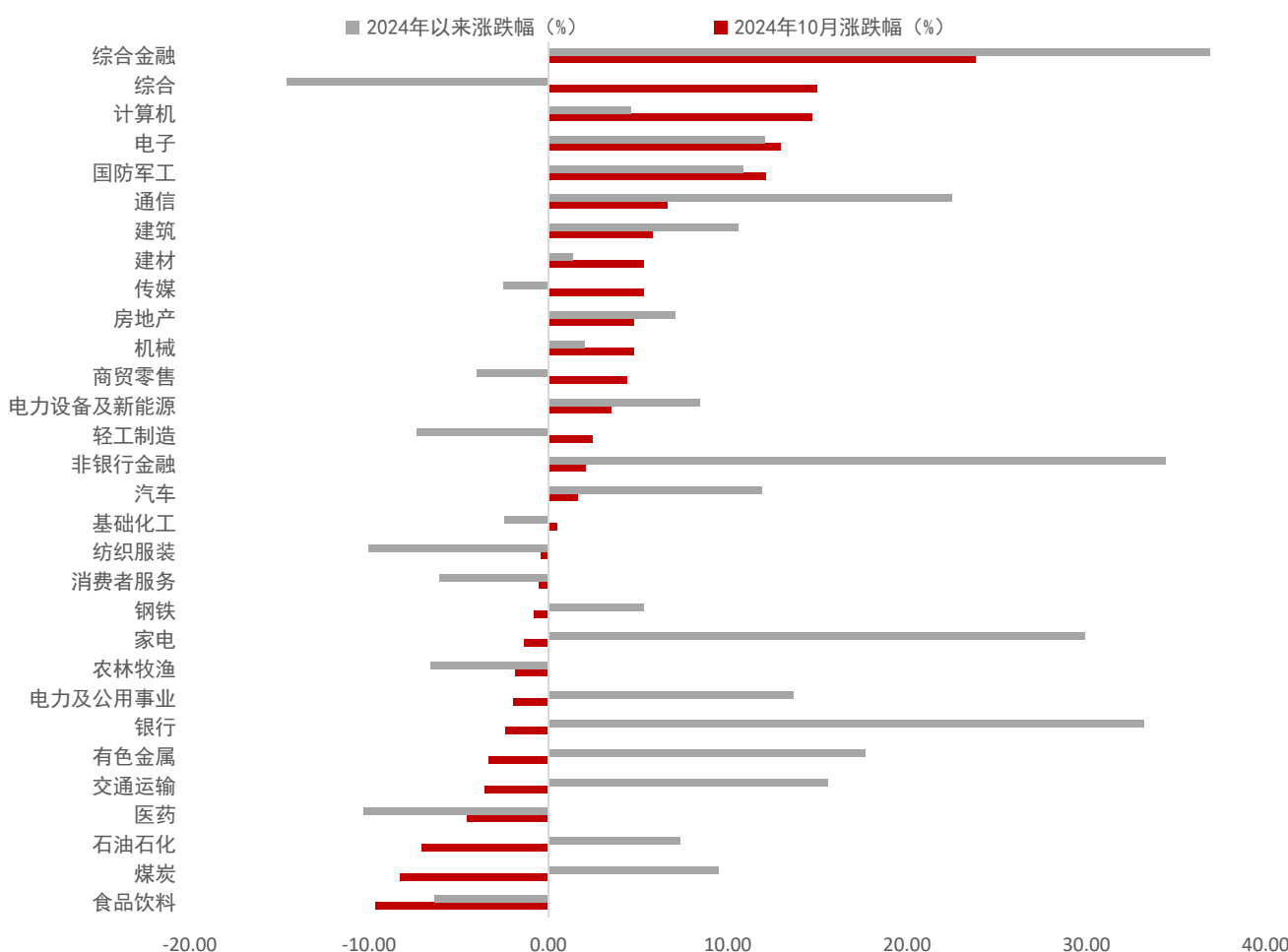
### 10月市场风格出现分化 (%)



### 10月成长风格上涨 (%)



### 10月行业涨跌不一，TMT板块表现亮眼 (%)



# 内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

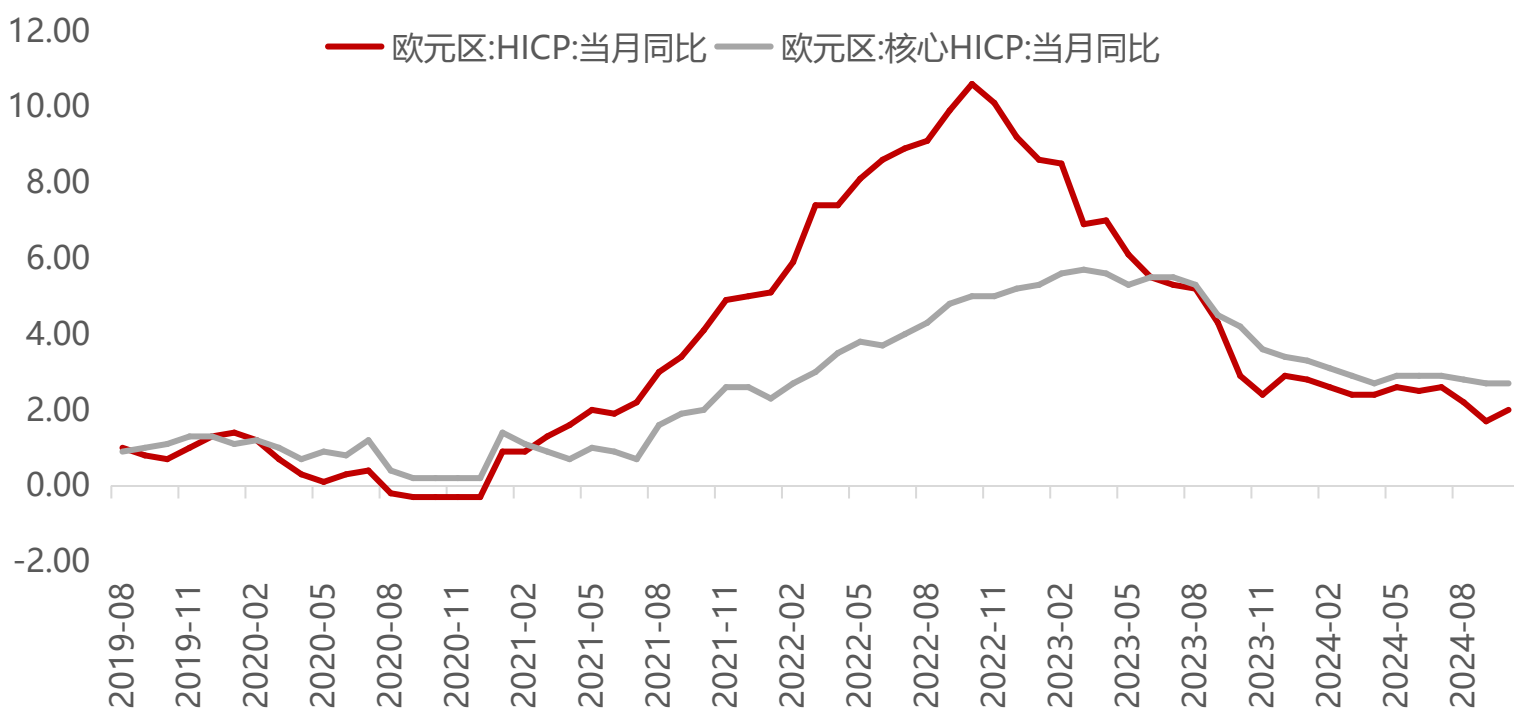
05 资产配置观点展望



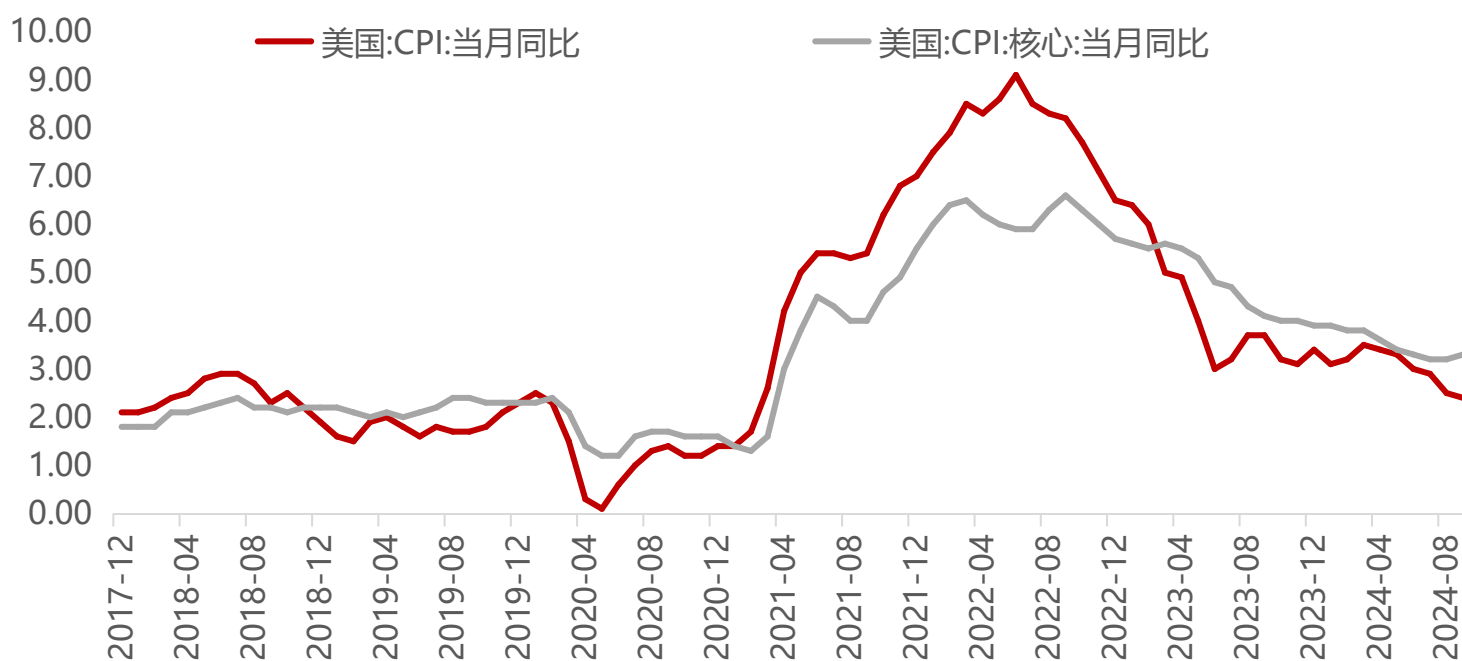
# 欧美通胀：欧洲通胀小幅反弹，美国通胀仍具韧性

- **欧元区10月通胀小幅反弹：**欧元区10月CPI初值同比+2%，前值+1.7%，市场预期1.9%；鉴于当前较为疲弱的经济前景，市场预期欧洲央行将在接下来的议息会议上连续降息。
- **美国通胀放缓，但核心通胀强于预期的同时衰退担忧缓和：**9月美国CPI同比+2.4%（预期+2.3%）；核心CPI同比+3.3%（预期+3.2%）。美国通胀与核心通胀均超出预期，显示通胀仍具韧性，美国经济衰退可能性明显下降，市场对美联储降息预期从11月降息50BP回落至25BP；对年内降息预期从100BP回落至50BP。

欧洲通胀小幅反弹 (%)



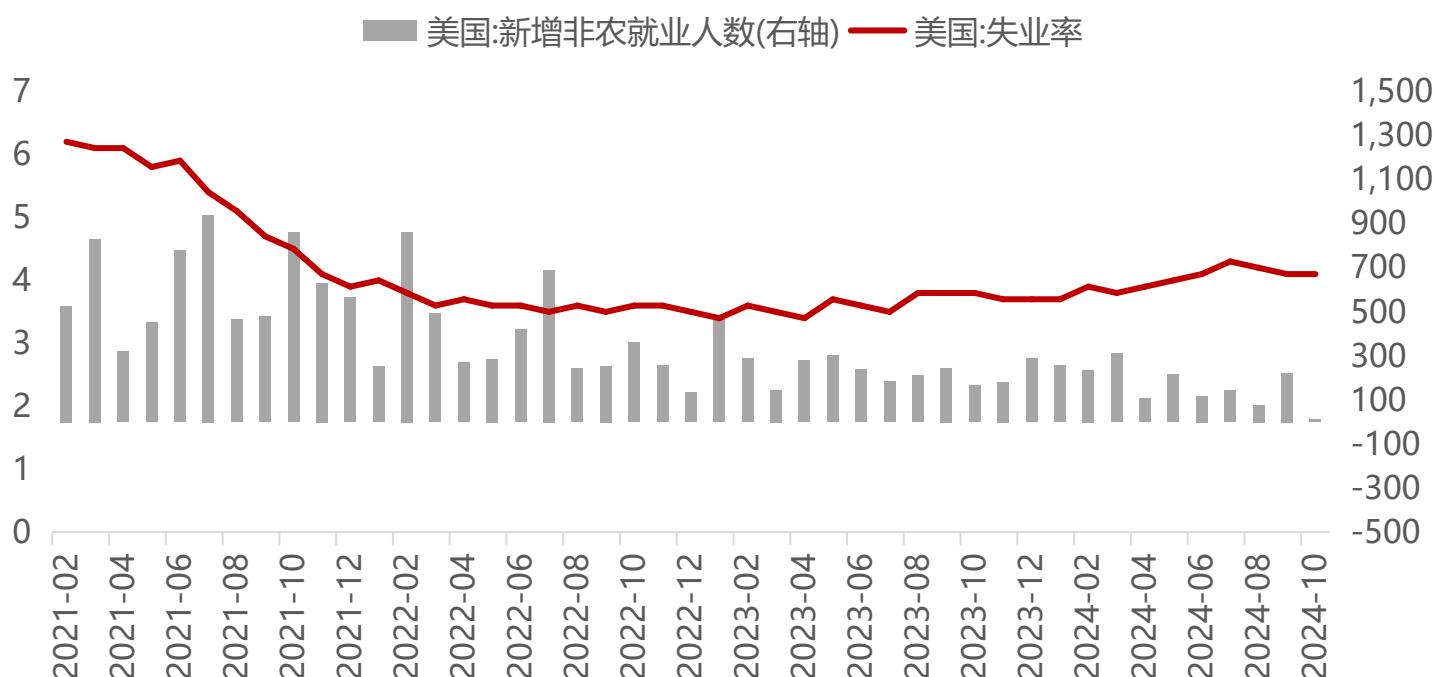
美国通胀放缓，但核心通胀强于预期 (%)



# 美国：经济维持强劲，年内大概率降息50BP

- **美国三季度GDP环比增速小幅回落，消费动能维持强劲：**2024年三季度GDP数据，三季度实际GDP年化季率初值+2.8%，预期+3.0%，前值+3.0%。个人消费支出环比折年率为+3.7%，高于预期的+3.3%，显示出美国消费动能仍然较强，美国衰退担忧缓解。
- **10月美国新增就业大幅回落，主要受到美国飓风“海伦”和“米尔顿”以及波音罢工事件的影响：**新增非农就业1.2万人，预期11.3万人；10月失业率4.1%，预期4.1%；平均时薪同比升4.0%，预期升4.0%。虽然新增非农大幅低于市场预期，但主要受到美国气候灾害和罢工事件等暂时性因素的影响，并且失业率并未抬升，显示美国劳动力市场仍然稳健。
- **10月新增非农数据大幅低于预期，暗示美联储年内将会继续降息：**CME Fedwatch工具显示，10月非农数据公布后，市场预期11月降息25个BP的概率接近100%，12月继续降息的概率为82.55%，年内降息空间为50BP。

## 10月非农数据大幅回落，失业率维持低位



## 市场定价美联储年内还将降息50BP

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.93%	1.07%
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	82.55%	17.45%	0.00%
2025/1/29	0.00%	0.00%	36.00%	64.00%	0.00%	0.00%
2025/3/19	0.00%	0.00%	98.00%	2.00%	0.00%	0.00%
2025/5/7	0.00%	41.24%	58.76%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/6/18	0.00%	93.13%	6.87%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/7/30	20.00%	80.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/9/17	44.90%	55.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/10/29	62.00%	38.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/12/10	76.76%	23.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

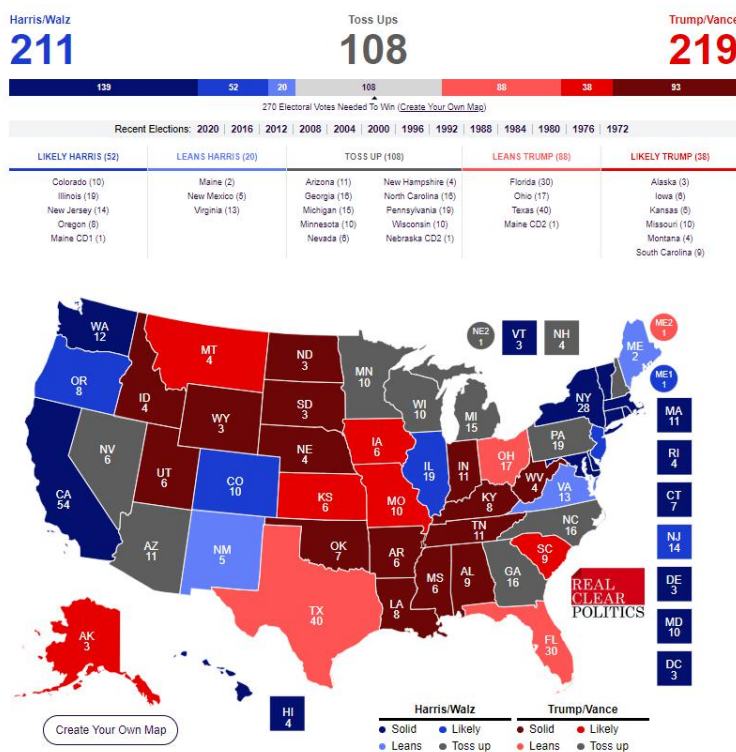
# 美国大选选情胶着，不确定性高企

- **市场押注显示特朗普获选胜率相对较高：**目前特朗普整体支持率与哈里斯相差无几，双方在关键摇摆州的竞争同样激烈。整体来看，特朗普在总支持率和选举人票方面小幅领先哈里斯，市场押注显示特朗普获选胜率相对较高。
- **近期特朗普领先优势回落，选情胶着，不确定性高企：**根据RealClearPolling的民调数据显示，特朗普大概率将获得219张选举人票，哈里斯大概率将获得211张选举人票，两者相差较小。剩下摇摆州的108张选举人票中，双方在密西根州、内华达州、宾夕法尼亚州、威斯康辛州这四个摇摆州（50张选举人票）的支持率差距均在1%以内，目前选情仍然胶着，仍不能断定最终赢家。

## 市场押注显示特朗普获选胜率相对较高



## 哈里斯及特朗普各自基于支持率推算的选举人票



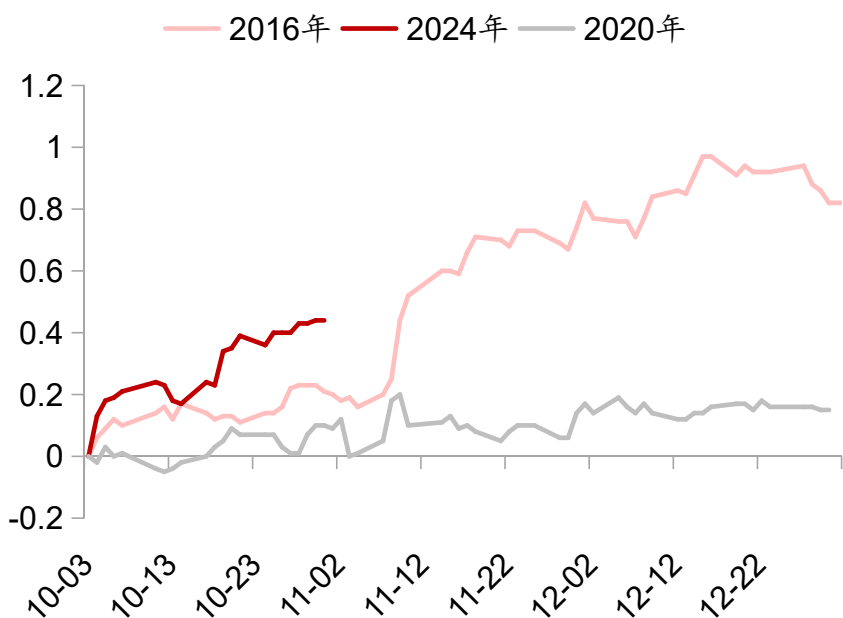
## 当前摇摆州的支持率差异

州名	选举人票	支持率差异	当前获得较高支持率的一方
亚利桑那	11	2.40%	特朗普
乔治亚	16	2.60%	特朗普
密西根	15	0.80%	哈里斯
内华达	6	0.90%	特朗普
北卡罗莱纳	16	1.40%	特朗普
宾夕法尼亚	19	0.30%	特朗普
威斯康辛	10	0.30%	哈里斯

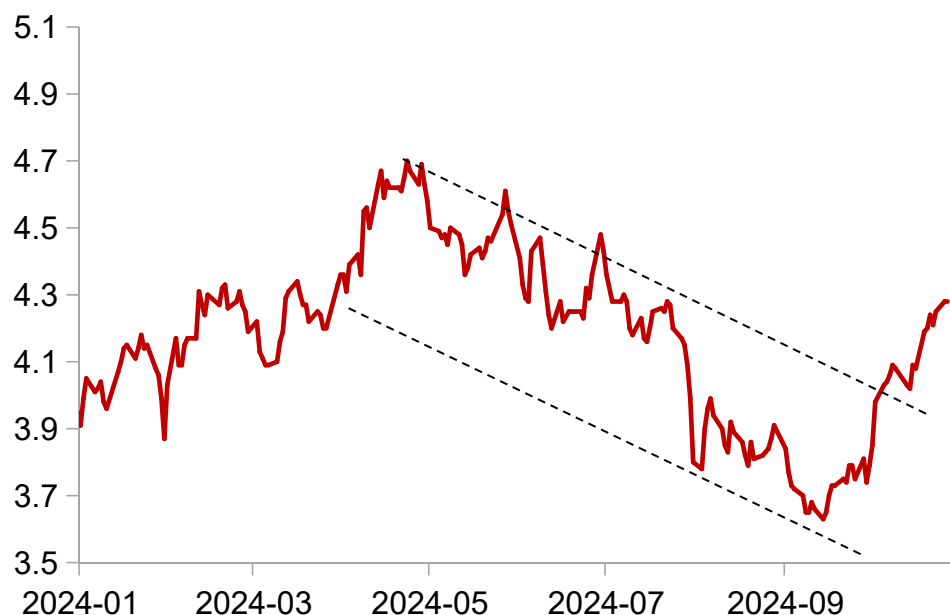
# 美国大选不同结果对美债、美元影响

- **美债收益率提升及美元指数走强，11月初大选结果将决定该趋势是否能进一步加剧或出现反转：**10月以来，美国经济数据维持强劲，加之“特朗普交易”升温，美债收益率提升、美元走强。
- **若特朗普当选，美债收益率和美元指数或仍有上行空间：**特朗普的执政主张主要体现为（对内减税+扩大转移支付+对外加税+限制移民），这意味着更高的通胀以及政治不确定性。若特朗普当选，参考2016年的情景，美债收益率和美元指数或仍有进一步的上涨空间。
- **若哈里斯当选，美债收益率将有所下降，美元指数则可能呈现疲软态势。**哈里斯的执政主张主要体现为（对富人增税+相对连贯的政策），这意味着通胀可能延续之前的轨迹。若哈里斯当选，美债收益率有望小幅回落，同时美元指数将会走弱。

### 10月初美债收益率持续上行

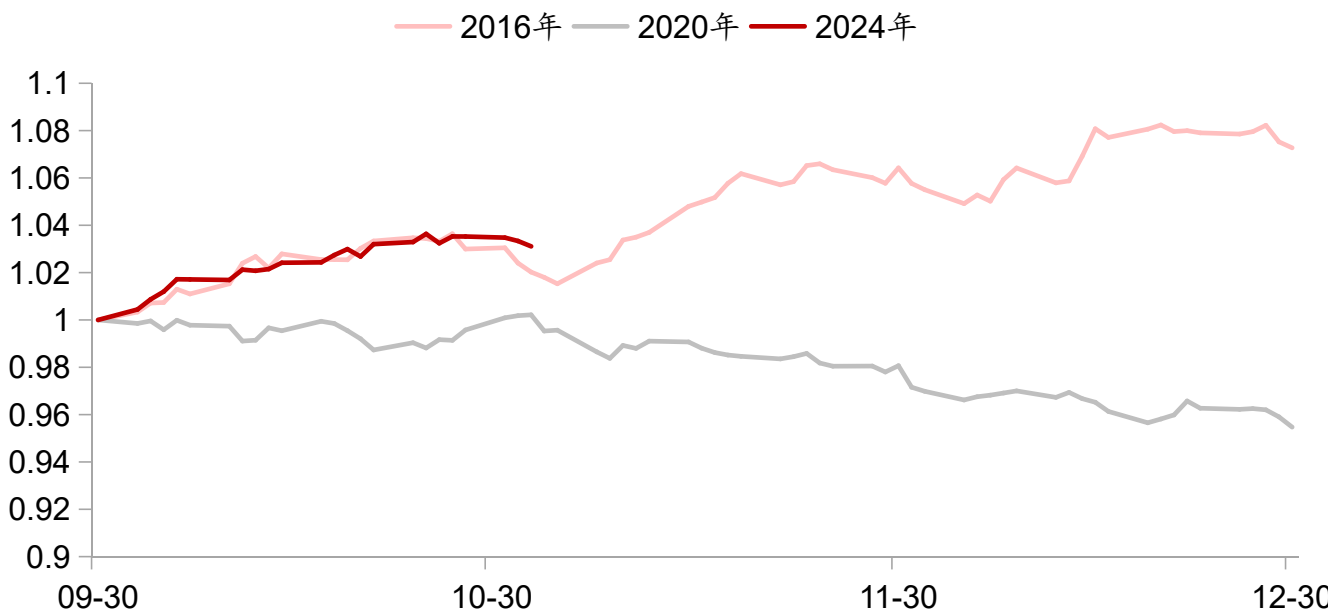


### 10月初美债收益率 (%) 突破了趋势线



注：为了方便显示将各大选年份10月3日的美债收益率标准化为0

### 10月美元持续走强

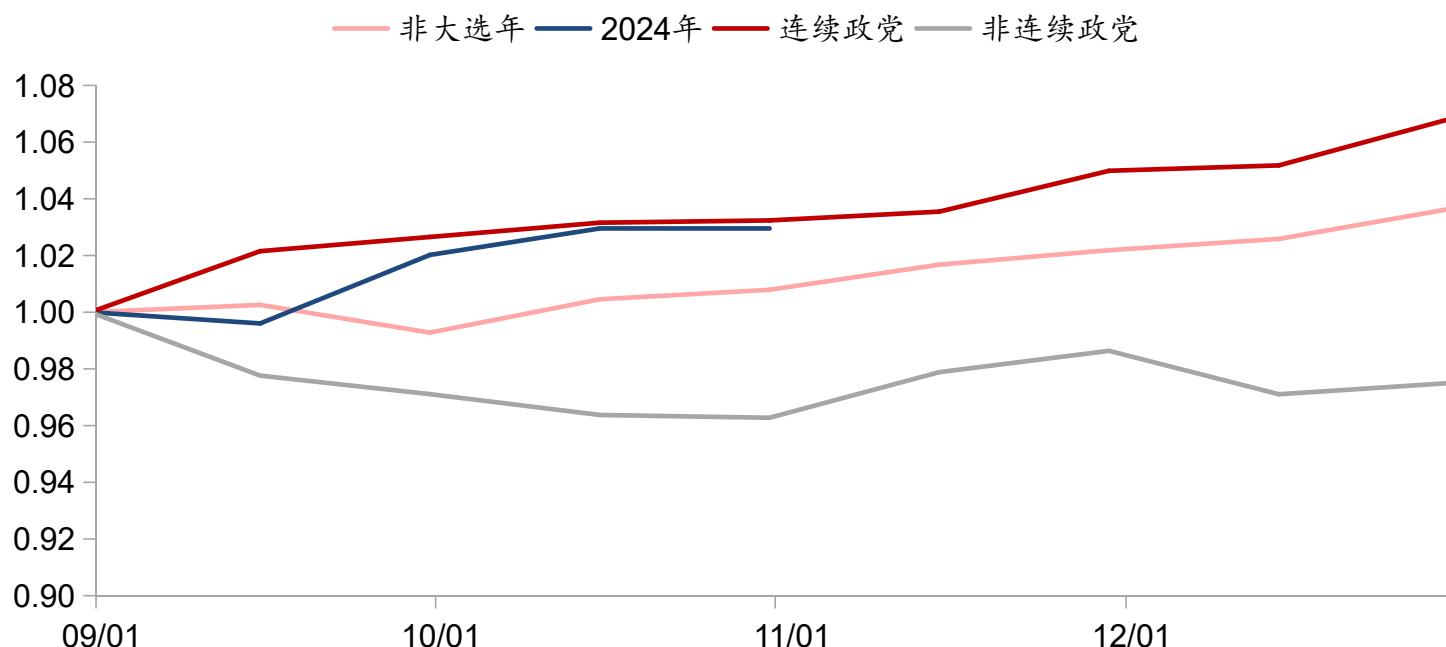


注：为了方便显示将各大选年份9月30日的数据标准化为1

# 美国大选不同结果对权益市场影响

- **无论选举结果如何，11月大选结果落地后美股通常表现良好。**历史上看，若执政党能够连任（哈里斯当选），此时政策更具稳定性和可预测性，美股在四季度整体表现更佳。无论选举结果如何，一旦大选尘埃落定，市场风险偏好修复下11月美股有望延续良好表现。
- **无论选举结果如何，均可关注国内自主可控产业链。**若哈里斯当选，其增加公司税的策略中期将对美股盈利产生不利影响，新能源板块相对更为受益。若特朗普当选，其增加关税的政策后期对A股出口贸易链将产生不利影响，这可能增加国内政策对消费和内循环的支持，以应对外部贸易变化。可能无论选举结果如何，美国大概率将继续对中国的高科技领域施压，这可能促使国内出台更多科技扶持政策进行对冲，从而利好于自主可控产业链的发展。

## 大选年11月美股均表现较好



注：为了方便显示将各年份8月31日的标准普尔500指数标准化为1

## 不同大选结果对资产的中长期影响

		特朗普	哈里斯
A股	整体	↓	→
	传统出口产业链	↓	↑
	中高端制造	↓	↓
	内循环及红利低波	↑	
	新能源	↓	→
大宗商品	黄金	↑	↓
	比特币	↑	
	原油	↓	

# 内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



# 国内经济：政策发力助经济边际改善

- 9月政策发力助经济边际改善，受政策发力影响，广义基建、家电消费9月增速大幅提升，带动投资、消费企稳改善。工业增加值回升或主因价格指标回落，出口下行压力有所加大。
- 需求：9月社会消费品零售总额同比增加3.2%，高于预期的2.7%；出口增速1.6%，明显回落，外需回落的压力上升。
- 投资：9月固定资产投资增速3.4%持平前值，地产、制造业、基建投资当月均企稳改善，其中广义基建当月增速大幅提升。
- 生产：9月工业增加值同比实际增长5.4%，较前值明显回升，价格因素变化为主要贡献，名义增长基本持平前值。

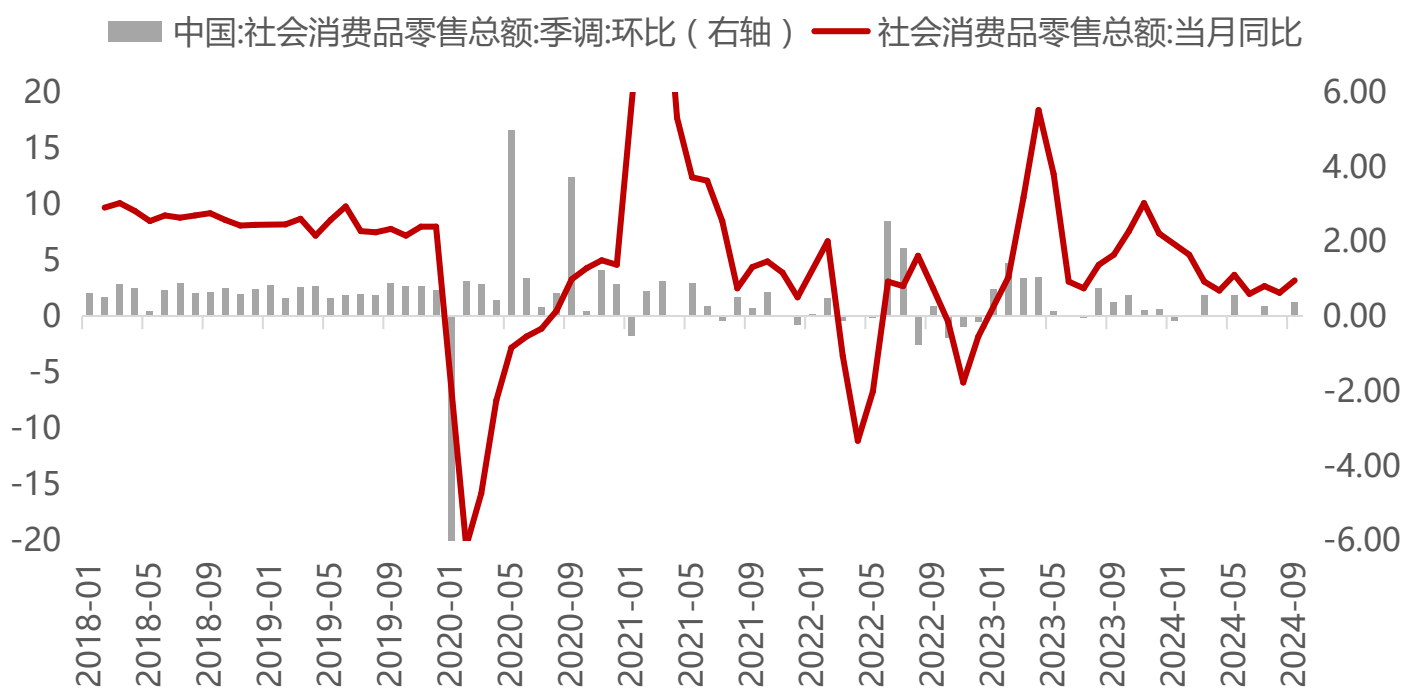
## 国内经济供需表现

	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2024年9月	5.4	5.1	-10.10	9.20	9.26	3.20	1.60
2024年8月	4.5	4.6	-10.20	9.10	7.87	2.10	8.40
2024年7月	5.10	4.8	-10.20	9.30	8.14	2.70	6.50
2024年6月	5.30	4.70	-10.10	9.50	7.70	2.00	10.70
2024年5月	5.60	4.80	-10.10	9.60	6.68	3.70	11.20
2024年4月	6.7	3.5	-9.80	9.70	7.78	2.30	5.10
2024年3月	4.5	5	-9.50	9.90	8.75	3.1	-3.80
2024年1-2月	7	5.8	-9.0	9.4	9.0	5.5	10.3
2023年12月	6.8	8.5	-9.6	6.5	8.2	7.4	3.8
2023年11月	6.6	9.3	-9.4	6.3	8.0	10.1	1.7
2023年10月	4.6	7.7	-9.3	6.2	8.3	7.6	-3.1
2023年9月	4.5	6.9	-9.1	6.2	8.6	5.5	-0.6
2023年8月	4.5	6.8	-8.8	5.9	9.0	4.6	-3.3
2023年7月	3.7	5.7	-8.5	5.7	9.4	2.5	-9.2
2023年6月	4.4	6.8	-7.9	6	10.2	3.1	-8.3
2023年5月	3.5	11.7	-7.2	6	10.1	12.7	-0.8
2023年4月	5.6	13.5	-6.2	6.4	9.8	18.4	16.8
2023年3月	3.9	9.2	-5.8	7	10.8	10.6	23.4
2023年1-2月	2.4	5.5	-5.7	8.1	12.2	3.5	0.9

# 需求端：政策发力助内需改善，外需压力明显提升

- **社零低位改善：**9月社零同比3.2%，高于预期的2.7%，在政策发力影响下有所改善，内需有望呈现企稳逐步改善走势。
- **可选消费回升，家电高增：**9月可选消费出现改善，家电受益于政策支持大幅回升至同比20.5%，开学季文化办公用品需求较好，可选消费整体扭转下行趋势，企稳改善。
- **外需回落压力加大。**9月出口（人民币计价）同比增速1.6%，低于前值和预期；从2024年两年复合增速来看，出口再度回落，结合欧美制造业景气度下行，韩国、越南等出口走弱来看，外需回落压力明显加大，且四季度压力不减。

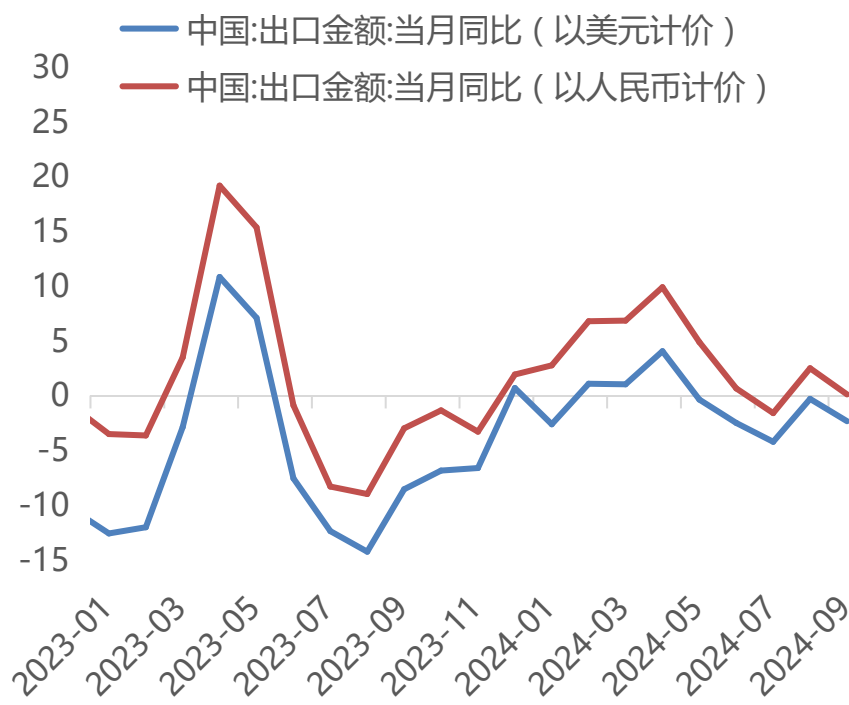
社零增速低位改善 (%)



9月可选消费改善，家电同环比高增 (%)

	2024年9月份同比增速	2024年9月份同比增速较前值变化
<b>必选消费</b>		
粮油、食品类	11.10	1.0
饮料类	-0.70	-3.4
烟酒类	-0.70	-3.8
服装鞋帽针纺织品类	-0.40	1.2
日用品类	3.00	1.7
中西医药品类	5.40	1.1
<b>可选消费 (地产相关)</b>		
家用电器和音像器材类	20.50	17.1
家具类	0.40	4.1
建筑及装潢材料类	-6.60	
<b>可选消费 (非地产相关)</b>		
化妆品类	-4.50	1.6
金银珠宝类	-7.80	4.2
文化办公用品类	10.00	11.9
通讯器材类	12.30	-2.5
石油及制品类	-4.40	-4.0
汽车类	0.40	7.7

9月出口明显回落 (%)

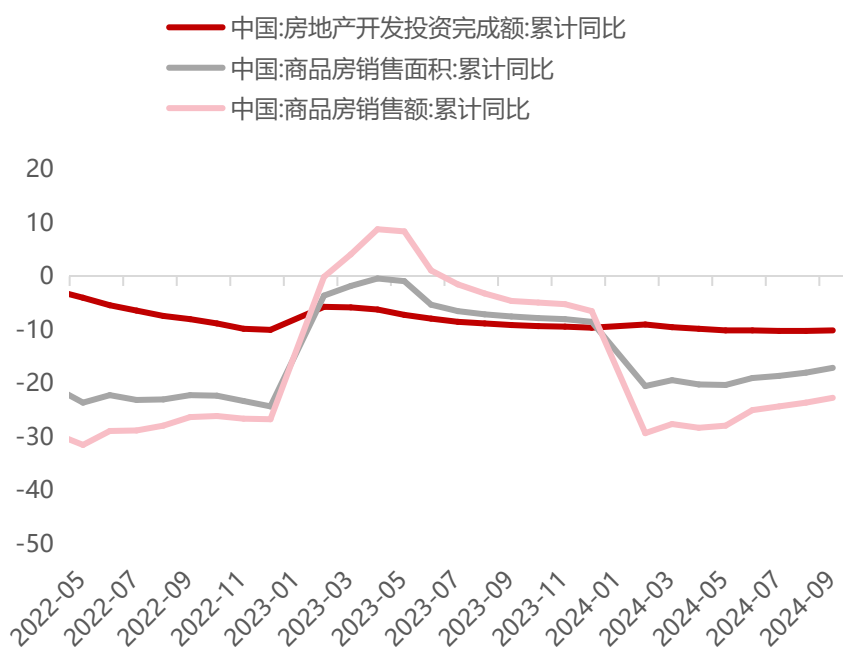


注：2024年为两年复合增速

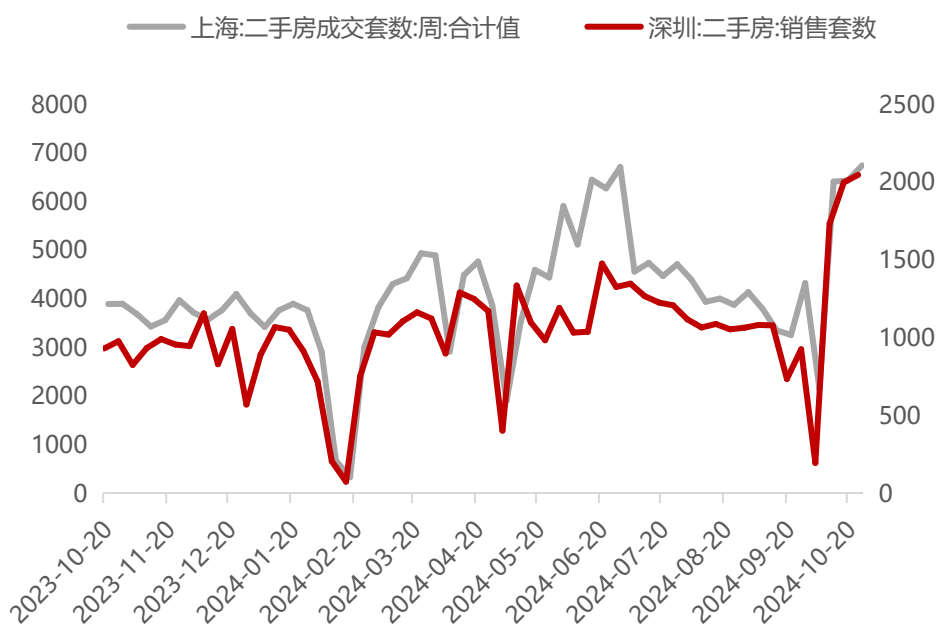
# 需求端：地产政策再度优化，一线城市热度上升

- **地产投资在低基数有所改善。**1-9月，房地产开发投资累计同比-10.10%，较前值（-10.2%）小幅回升。
- **高频数据显示，地产新房分化、一线城市二手房热度提升。**9月地产政策再度优化，沪深二手房成交大幅回升，一线城市二手房热度较高，30大中城市商品房成交面积同环比改善，但改善幅度稍逊于一线城市二手房。
- **地产政策仍在发力，后续或侧重政府购房、支持房地产企业。**购房政策再度优化后，在“房地产市场止跌回稳”的基调下，预计后续仍将有增量政策出台，或相对侧重于政府购房、土地回购、支持地产企业等领域。

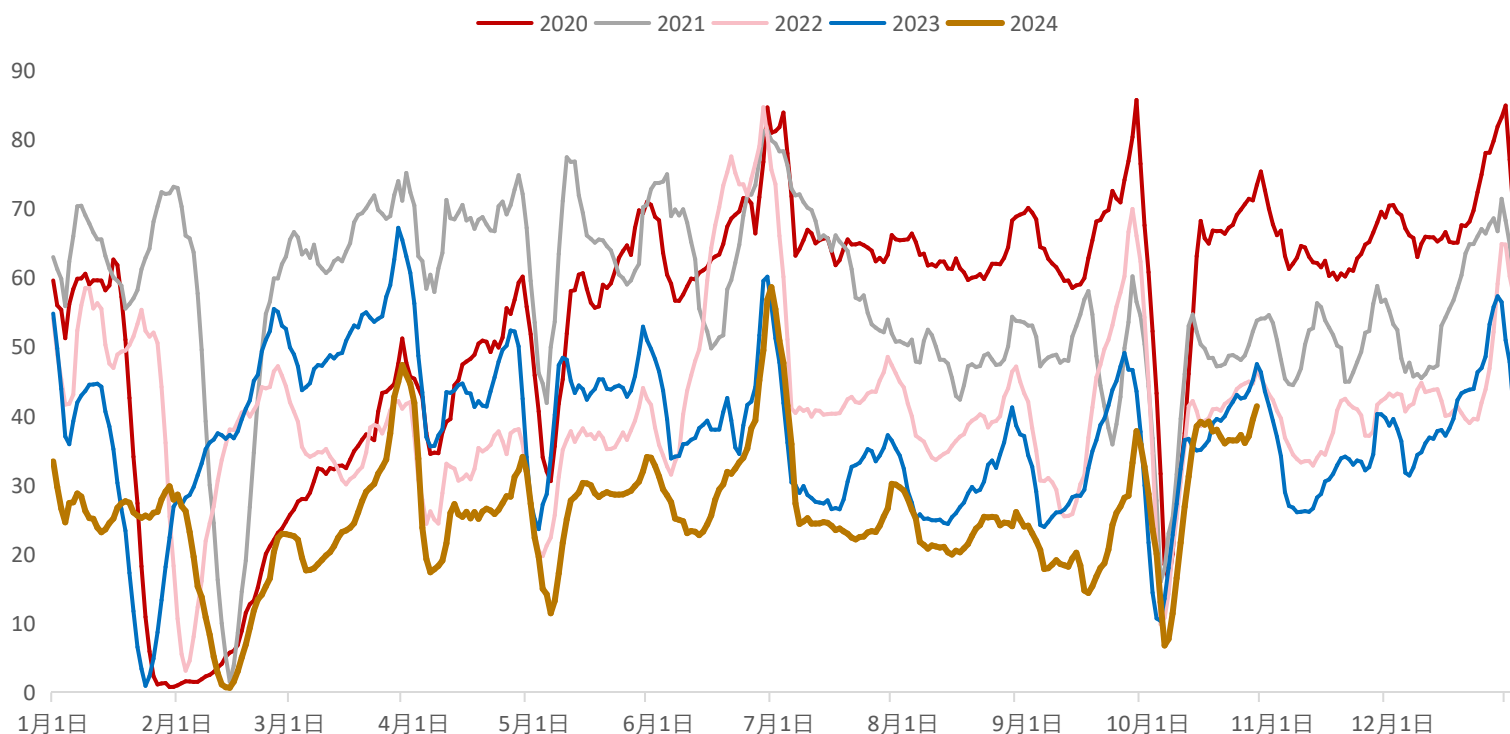
### 地产下行压力边际缓解 (%)



### 沪深二手房周度成交大幅上升 (套)



### 30大中城市商品房成交面积 (万平方米)

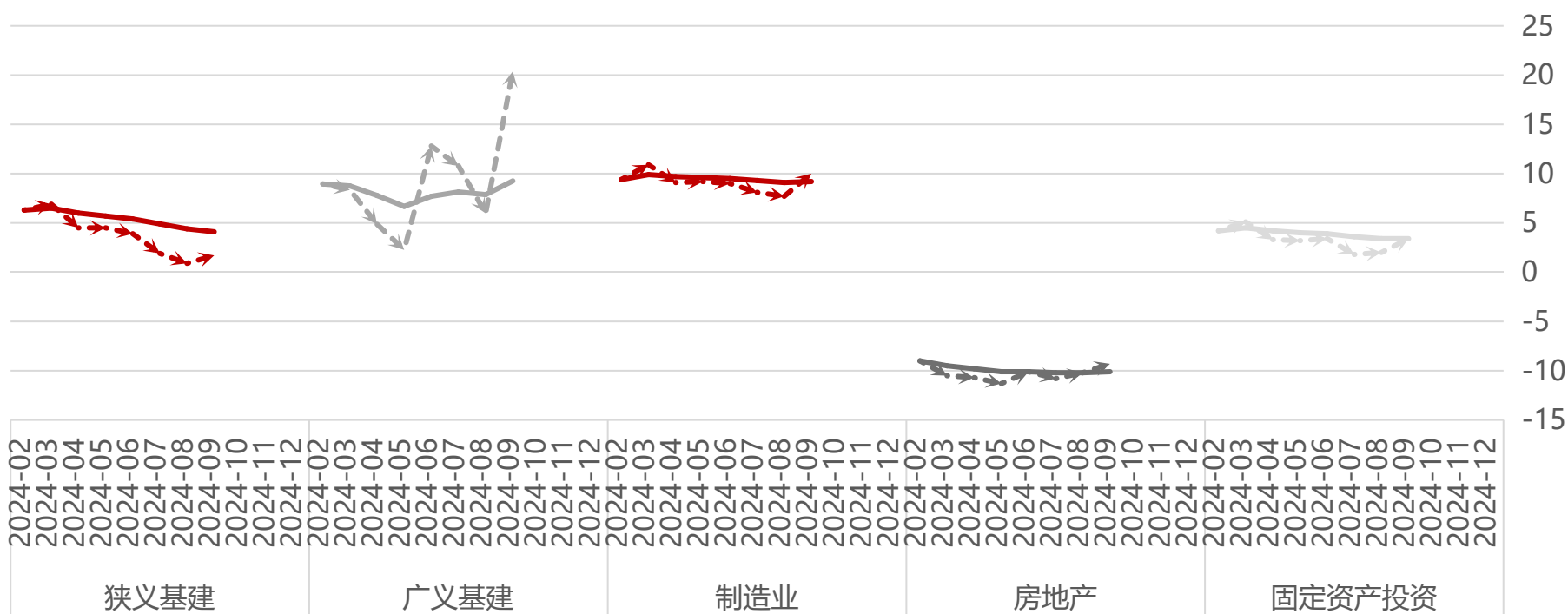


# 投资&生产端：广义基建发力，工增回升 主因价格因素

- 9月固定资产投资企稳改善，广义基建增速大幅提升：9月从当月同比来看，狭义基建、制造业、地产投资企稳改善，广义基建同比大幅提升，带动整体固定资产投资改善。
- 工业增加值回升，或主要受价格因素影响：9月工业增加值同比增速回升至5.4%，前值4.5%。但考虑到工业增加值为实际值，9月PPI同比较前值回落1%，因此9月工增回升或主因价格因素变化导致，名义值则总体持平。但在政策发力以及“两新”政策逐渐见效的趋势下，未来工业生产有望逐步企稳改善。

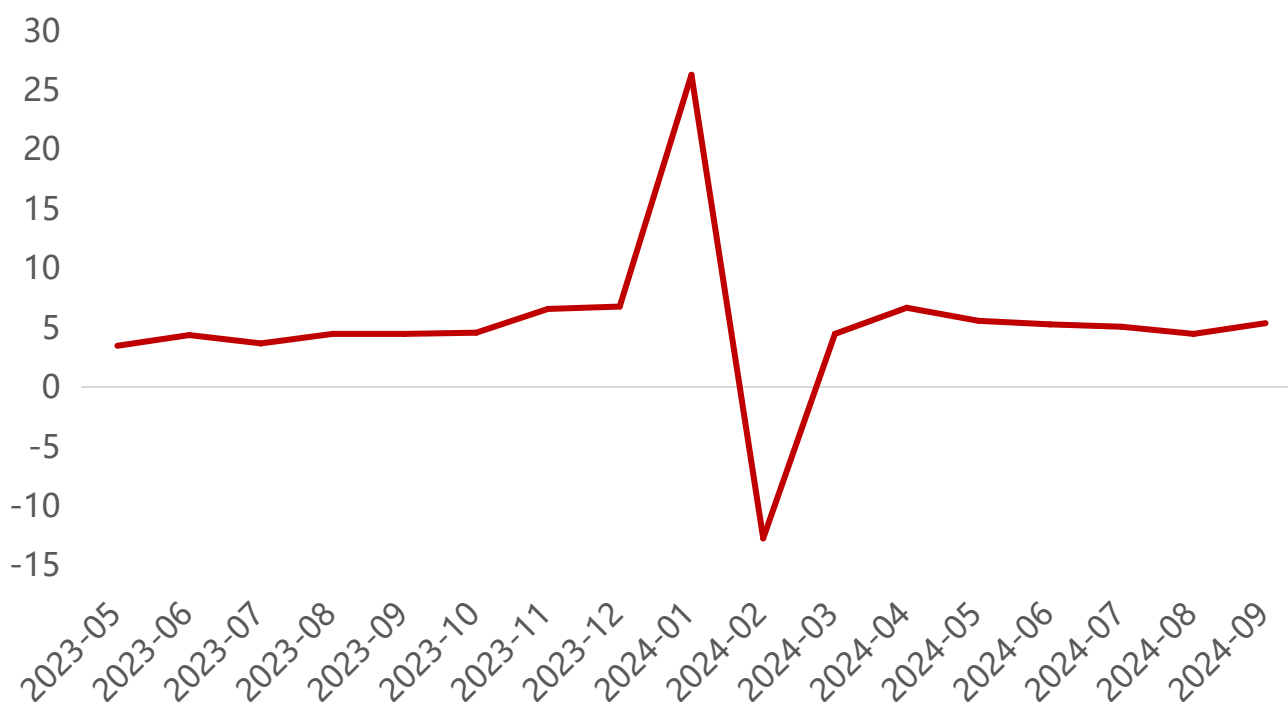
## 9月固定资产投资企稳，广义基建发力 (%)

固定资产投资及分项累计同比（实线）、当月同比（虚线）



## 9月工业增加值回升 (%)

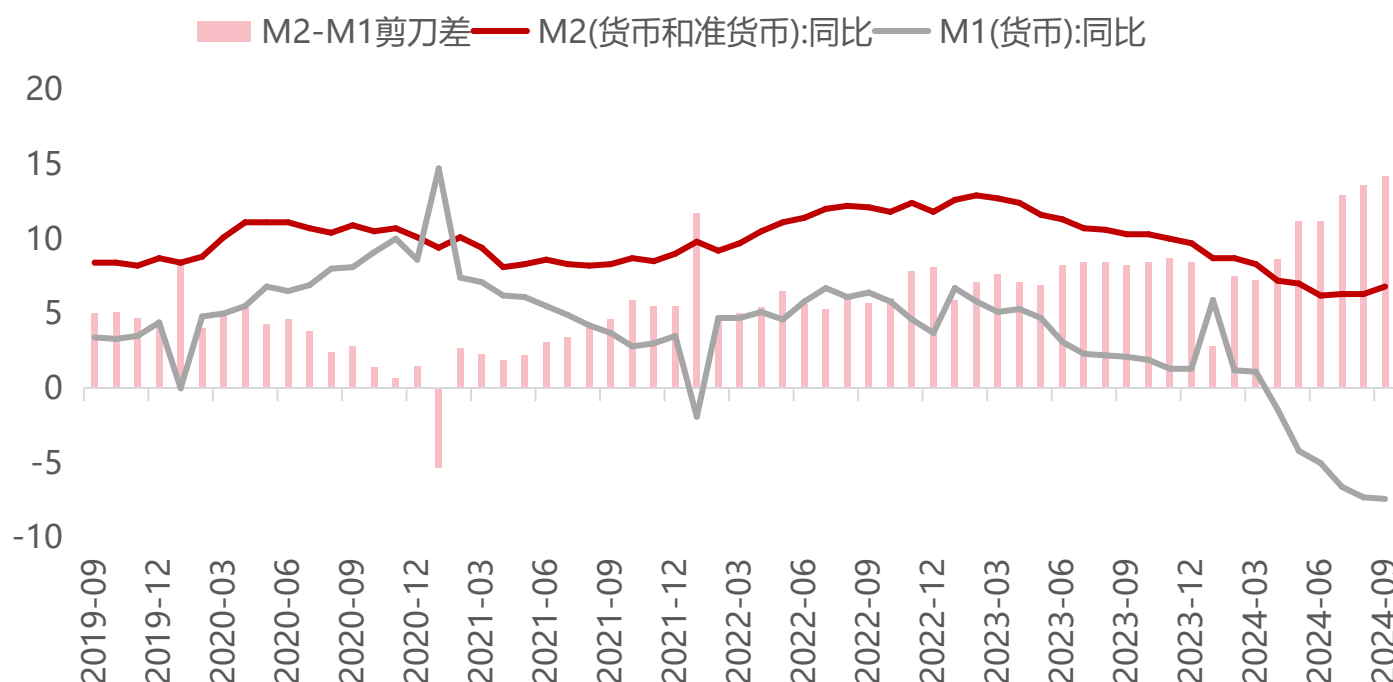
— 中国:规模以上工业增加值:当月同比



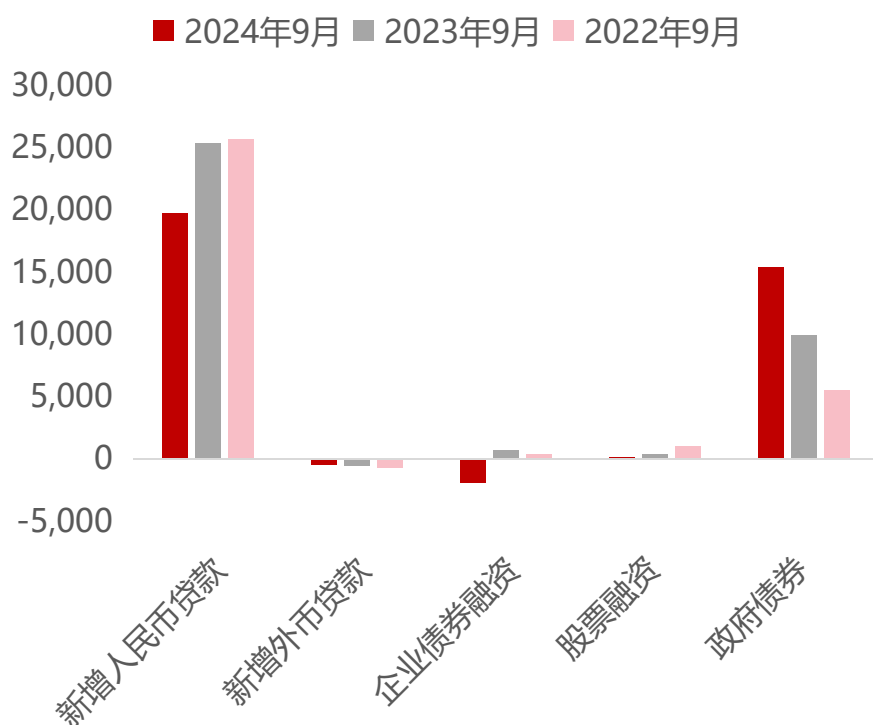
# 金融数据：居民、企业信贷需求待修复，政府融资支撑

- M1进一步走低，M2回升，M2-M1剪刀差扩大。**9月M1进一步回落至-7.4%（前值-7.3%），M2增速回升至6.8%（前值6.3%），M2-M1剪刀差走阔，一方面显示出当前企业资金流动活化情况较弱，另一方面政策发力带动利差资金回流存款、证券市场活跃等推动M2回升。
- 居民、企业信贷需求较弱，社融依赖政府债支撑。**9月社融同比8.0%（前值8.1%），但主要依靠政府债高增，从新增信贷来看，居民、企业信贷需求低于往年。当前金融数据显示出居民、企业信贷需求不足，主要依靠政府端发力担起经济增长重担。

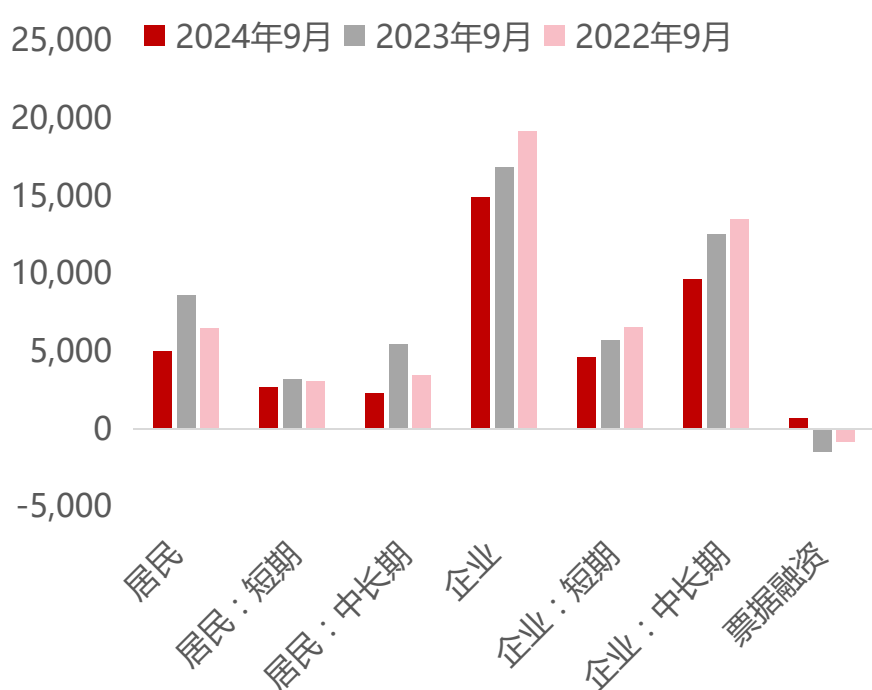
**M1进一步走低，M2-M1剪刀差扩大（%）**



**社融分项：政府债券融资为主要支撑（亿元）**



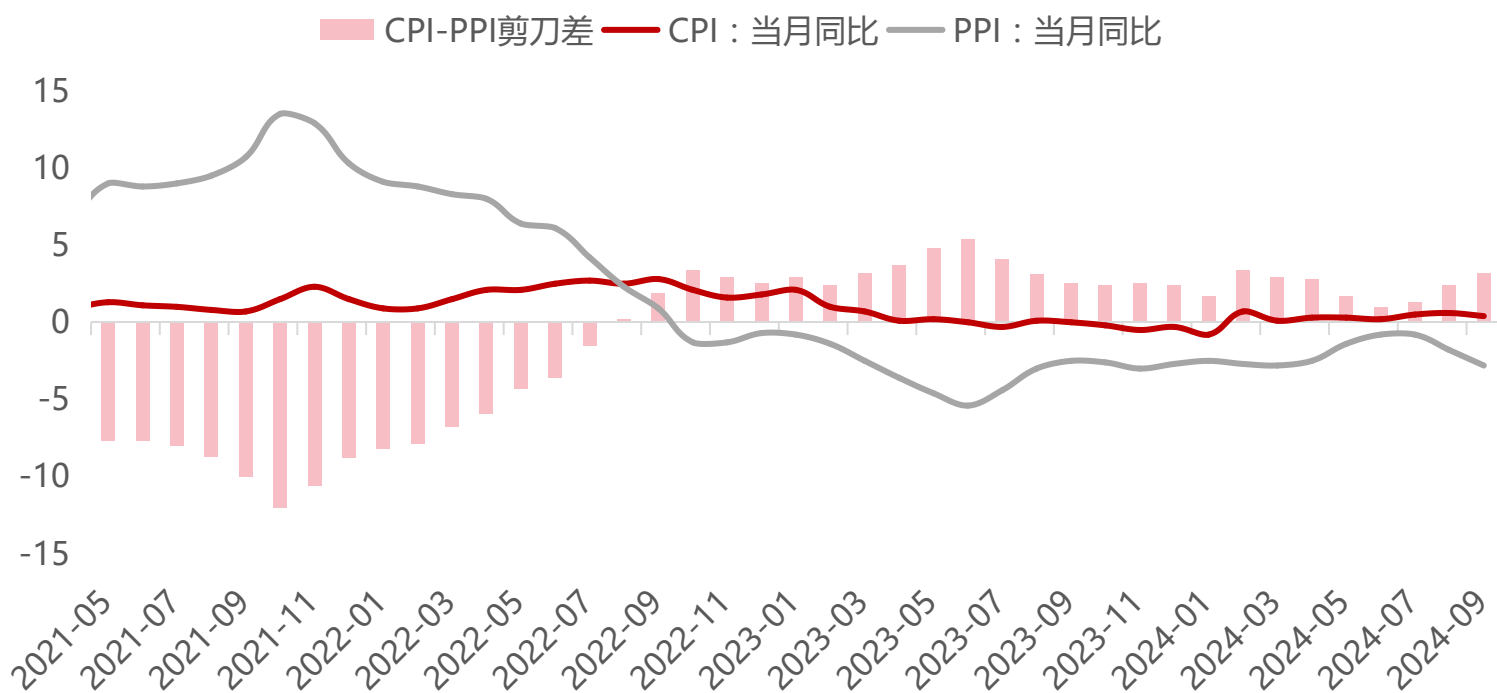
**新增贷款：居民、企业信贷需求仍明显低于往年（亿元）**



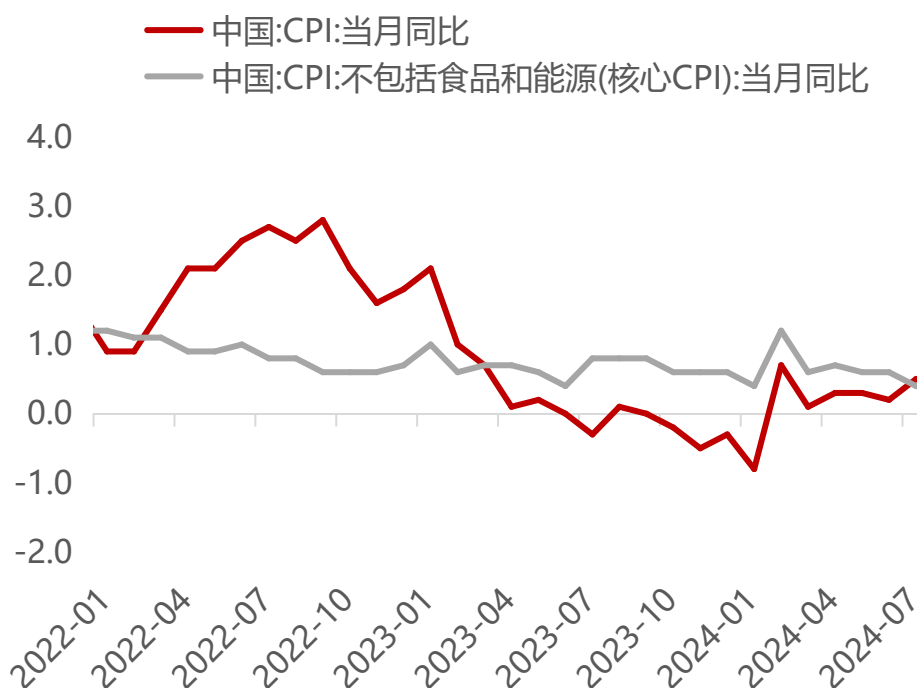
# 通胀前景：物价指数显示出低通胀压力较大

- **CPI不及预期，蔬菜、猪肉价格仍偏高，核心CPI走弱。**9月CPI回升至0.6%，蔬菜（同比22.9%）、猪肉（同比16.2%）价格仍然偏强，但核心商品、服务价格持续回落，核心CPI同比回落至0.1%，且环比转负。
- **PPI大幅回落，上游工业品价格明显转弱。**9月PPI大幅回落至-2.8%（前值-1.8%），显示工业品价格下行压力再度明显上升，其中上游工业品价格大幅回落，中下游则延续弱势。但在政策发力趋势下，部分大宗商品价格回升，PPI指数后续有望企稳并缓慢修复。

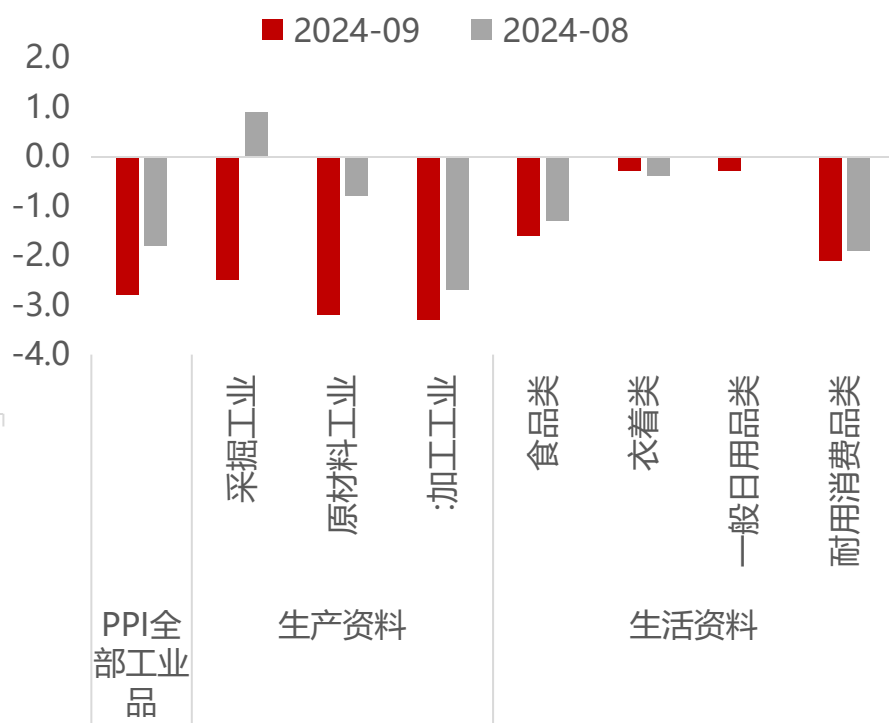
## CPI修复、PPI回落 (%)



## 核心CPI持续回落 (%)



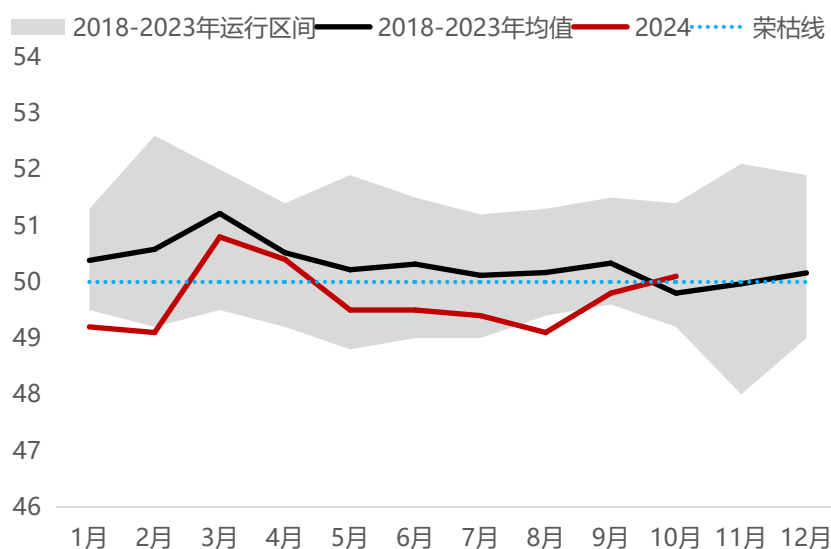
## PPI上游价格回落、中下游价格低迷 (%)



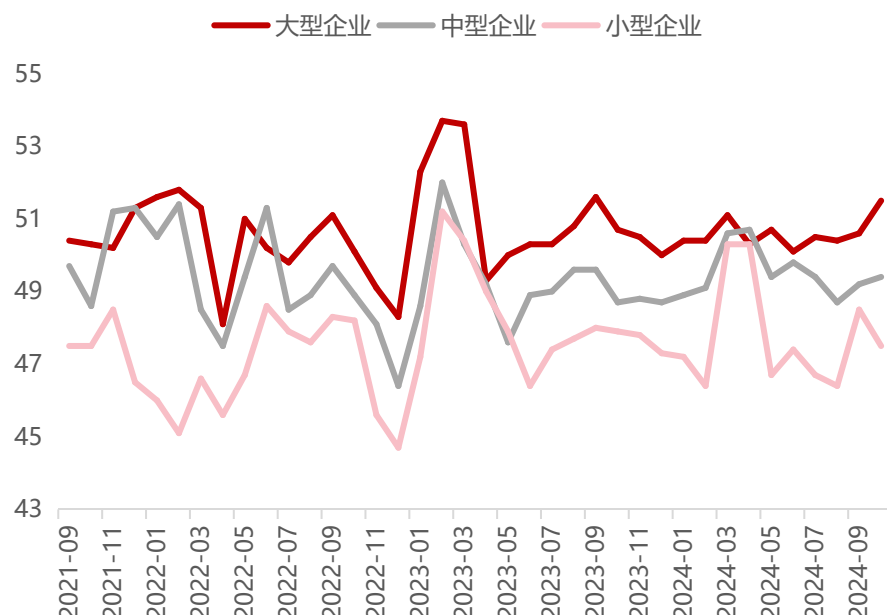
# PMI：重回扩张区间，生产修复快于需求

- **10月制造业、服务业PMI重回扩张区间。**10月制造业PMI回升至50.1（前值49.8）；服务业PMI为50.1（前值49.9），均重回扩张区间，其中制造业PMI是3月以来首次重回扩张区间。
- **制造业PMI强于季节性。**与过去5年（2018-2023）相比，10月制造业PMI强于季节性，显示出经济活力修复。
- **大小型企业分化。**10月大小型企业景气度明显分化，一方面政策发力推动资源品价格上涨，或助推大型企业盈利修复；另一方面，需求修复偏慢，且出口需求回落压力加大，出厂价格修复弱于成本价格，企业盈利压力增加，小型企业景气度回落。
- **政策发力，价格指数大幅回升，生产端先于需求端修复。**在政策发力影响下，价格指数较大幅回升，生产指数回升幅度大于新订单指数，生产端修复快于需求端。

## 制造业PMI强于季节性

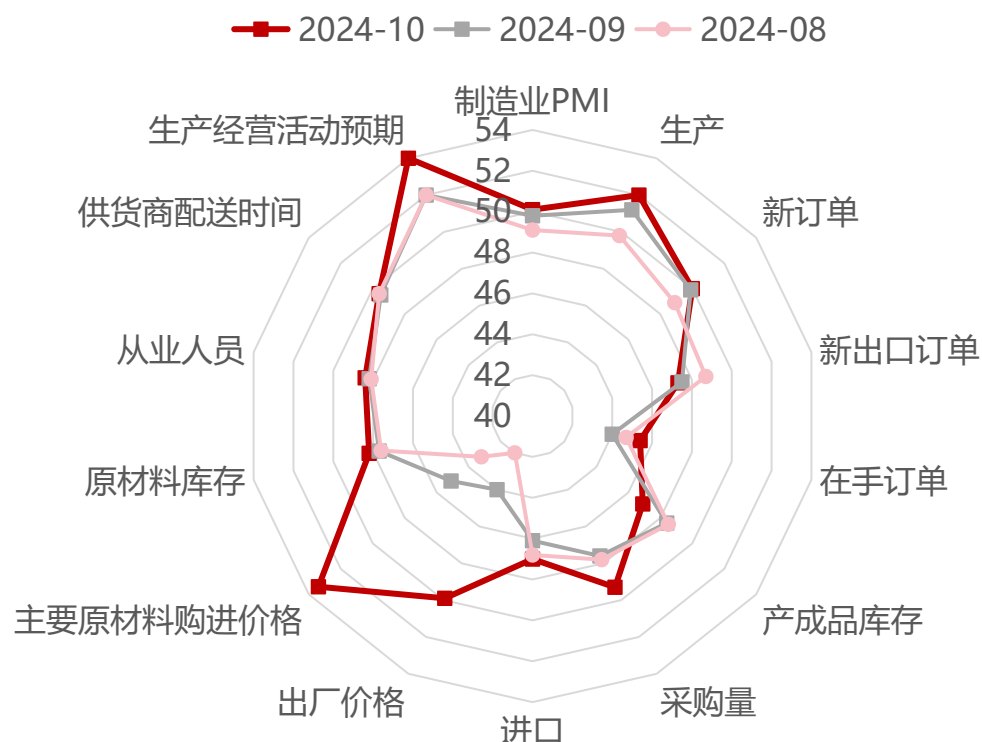


## 大型、小型企业分化



注：剔除2020年2月，2022年4月，2022年12月特殊时期显著异常值

## PMI分项：生产、价格指数回升



# 内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



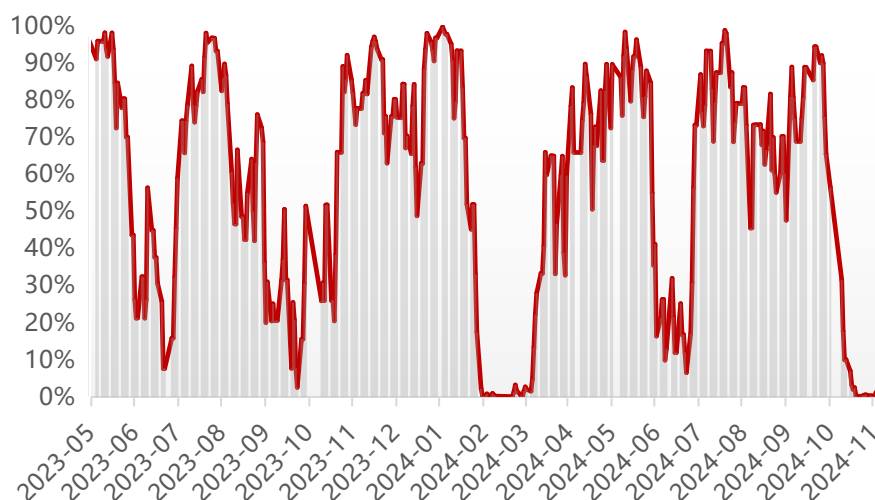
# A股交易结构：轮动速度明显放缓，行业间收益差迅速扩大

2024年10月，A股结构分化显著，由于市场整体风格集中在成长、题材领域，行业轮动明显放缓，行业间收益差异迅速扩大。

- ✓ 行业轮动：10月行业轮动速度显著减缓，维持在低位。
- ✓ 行业收益分布差：10月A股整体呈现震荡格局，但结构分化明显，行业间收益差异迅速扩大并保持在高位。
- ✓ 行业拥挤度：10月交易拥挤度明显提升的方向主要集中在：国防军工、非银金融、美容护理、计算机等方向。

## 行业轮动速度明显放缓

行业轮动指数



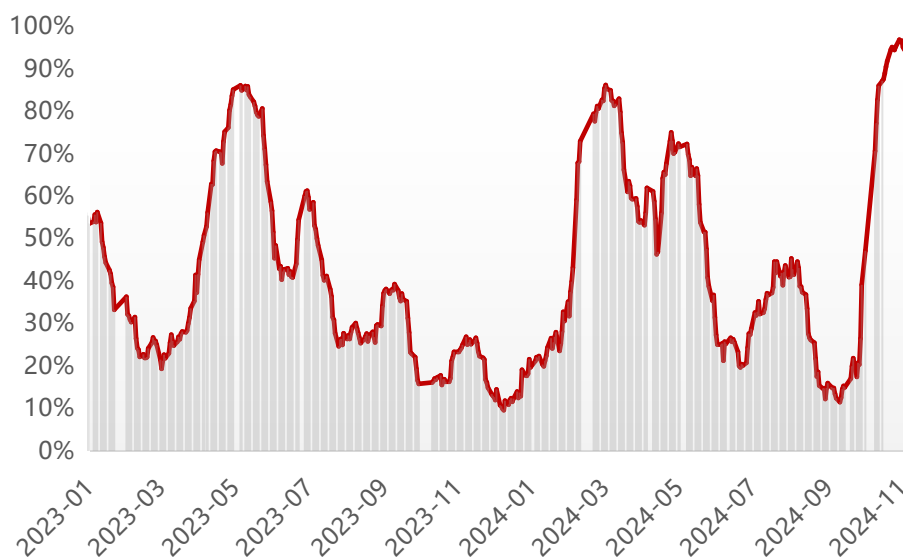
注：数值越高代表行业轮动速度越快

## 行业拥挤度变化

	行业拥挤度（近三年）	月度分位数变化
交通运输	0.29	-57.5%
银行	0.45	-51.7%
石油石化	0.06	-46.4%
汽车	0.41	-32.2%
公用事业	0.24	-29.0%
医药生物	0.06	-28.3%
纺织服装	0.05	-27.8%
食品饮料	0.02	-26.8%
有色金属	0.16	-24.3%
煤炭	0.18	-20.2%
社会服务	0.50	-19.3%
家用电器	0.83	-16.6%
商贸零售	0.54	-12.4%
机械设备	0.60	-11.2%
电力设备	0.51	-10.4%
基础化工	0.16	-6.8%
轻工制造	0.02	-3.0%
建筑材料	0.12	-2.7%
通信	0.66	-2.6%
农林牧渔	0.01	-0.7%
传媒	0.44	4.9%
环保	0.78	5.6%
房地产	0.49	5.7%
建筑装饰	0.66	8.1%
钢铁	0.35	9.8%
电子	0.91	10.4%
综合	0.19	13.6%
计算机	0.94	26.0%
美容护理	0.35	26.2%
非银金融	0.92	37.8%
国防军工	0.93	59.3%

## 行业间收益差异迅速扩大

行业间收益差异

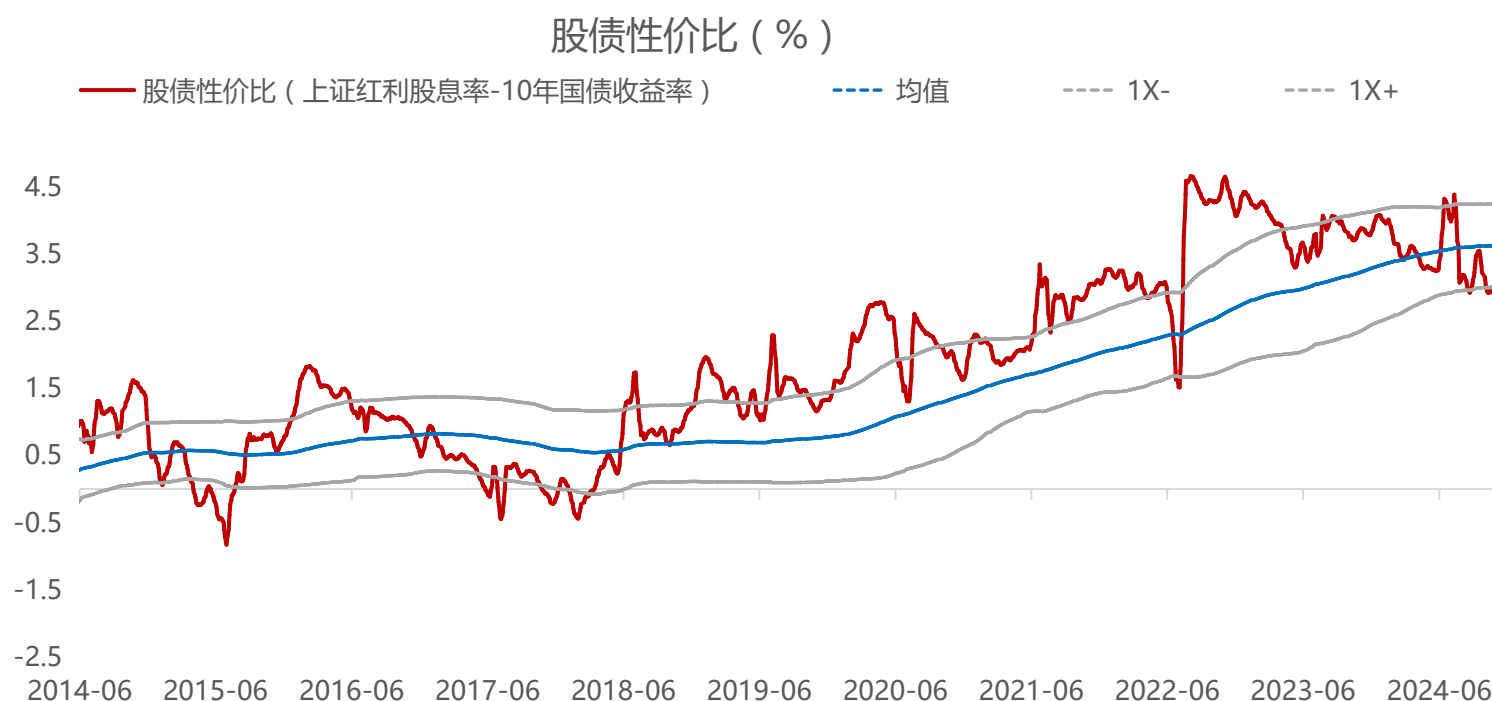


注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

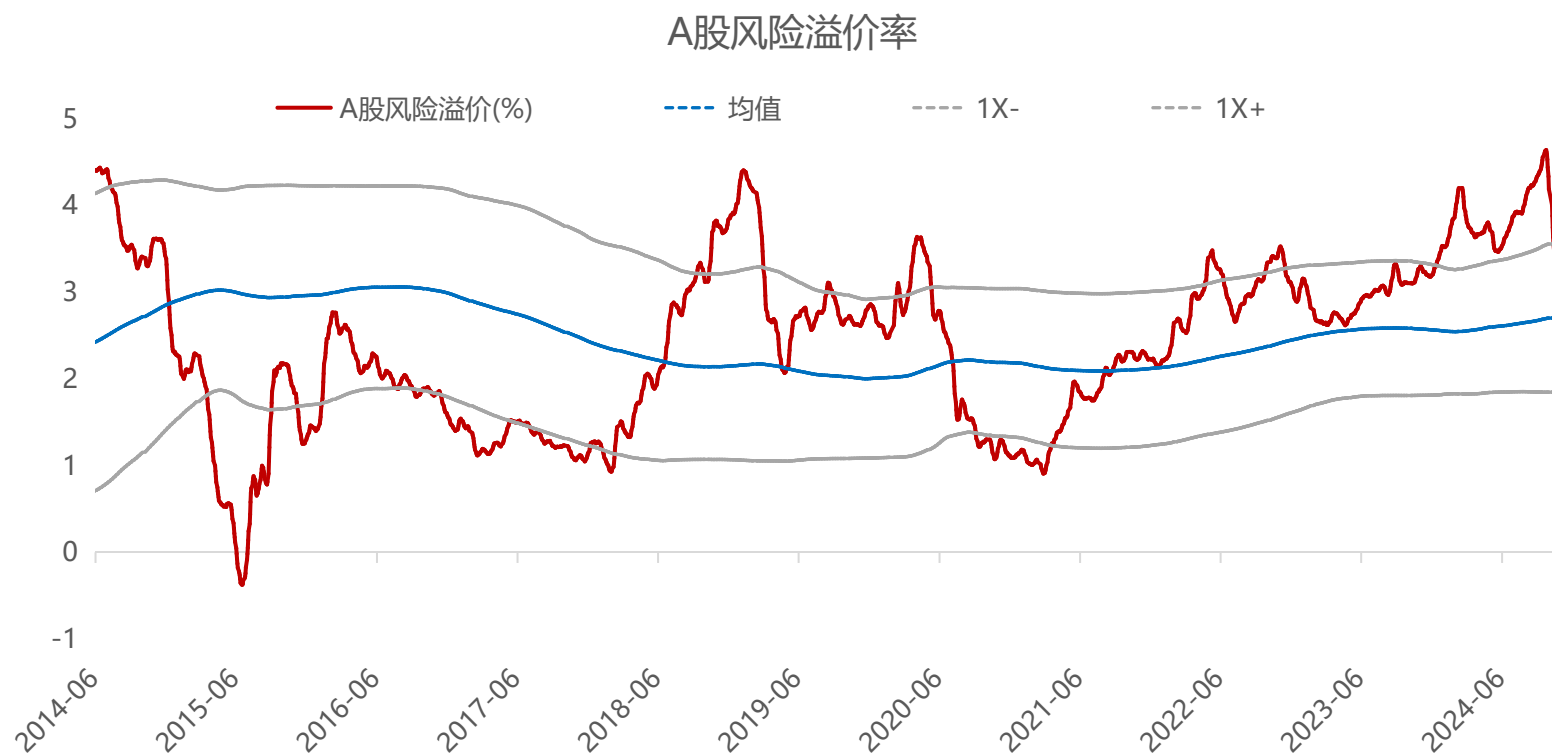
# 市场风险偏好：继续回升

- **上证红利股债性价比小幅下降：**10月末，受政策持续发力下市场预期变化影响，上证红利股息率 - 十年期国债收益率持续回落，为3.02（前值3.17），接近3年滚动负一倍标准差水平（3.00），上证红利的股债性价比有所下降。
- **A股风险溢价率持续下探，市场风险偏好继续回升：**截至10月31日，万得全A风险溢价率为3.31（前值4.19），9月创出本轮高点后10月持续回落，目前接近5年滚动正一倍标准差水平（3.57），市场整体风险偏好继续回升。

## 上证红利股债性价比小幅下降



## 风险溢价率创本轮新高后持续回落

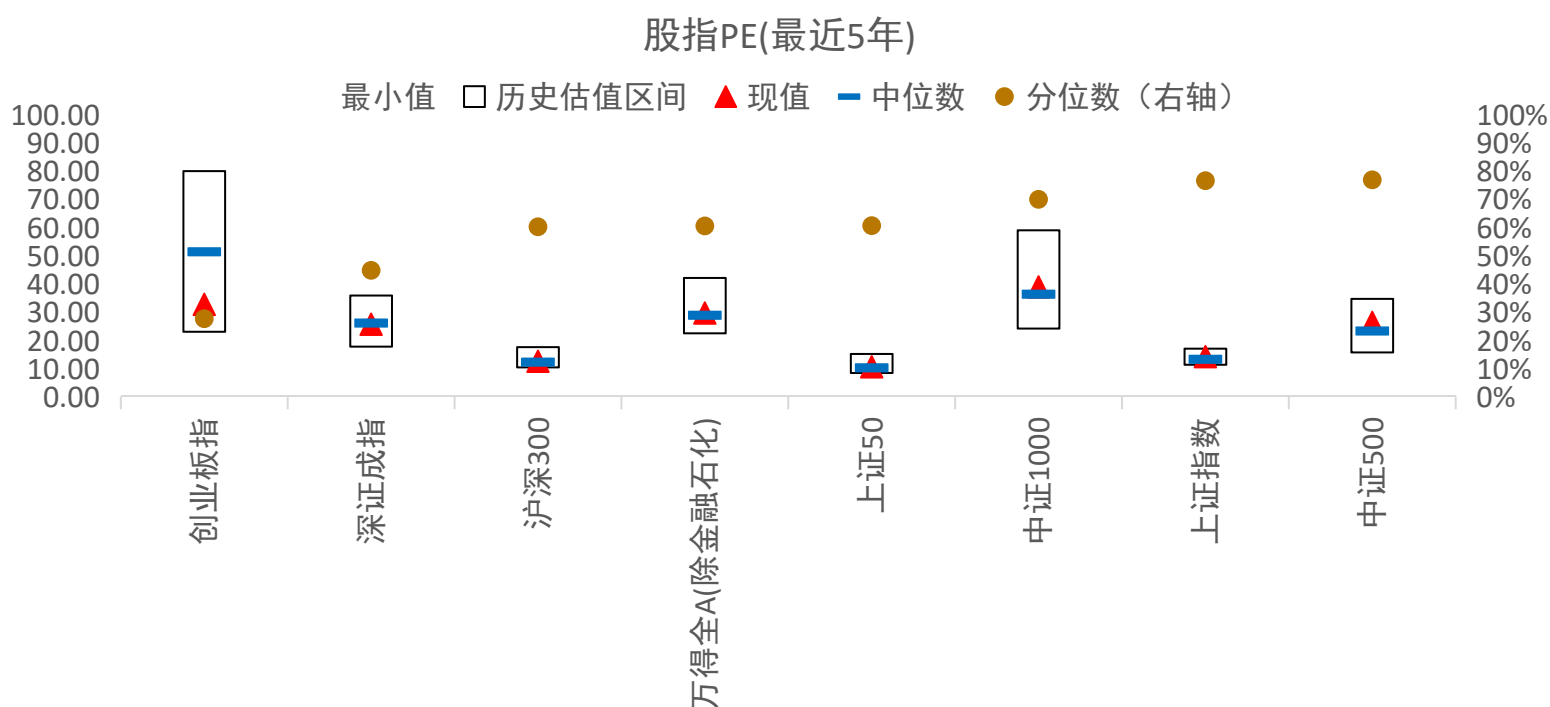


注：A股风险溢价=全部A股PE倒数 - 十年期国债收益率

# 股指估值水平：

- 2024年10月，跟踪的8个股指中，估值涨跌不一，其中，**中证1000、中证500、上证指数**处于至3/4以上区间，**创业板指、深证成指**处于**中位数以下区间**，**上证50、沪深300、万得全A（除金融、石油石化）**处于中位数区间以上。
- 跟踪PE的8个股指中，6个位于中位数以上区间，2个位于中位数以下区间。

注：股指标注绿色代表估值向下变化；股指标注红色代表估值向上变化；股指标注蓝色代表估值无明显变化。



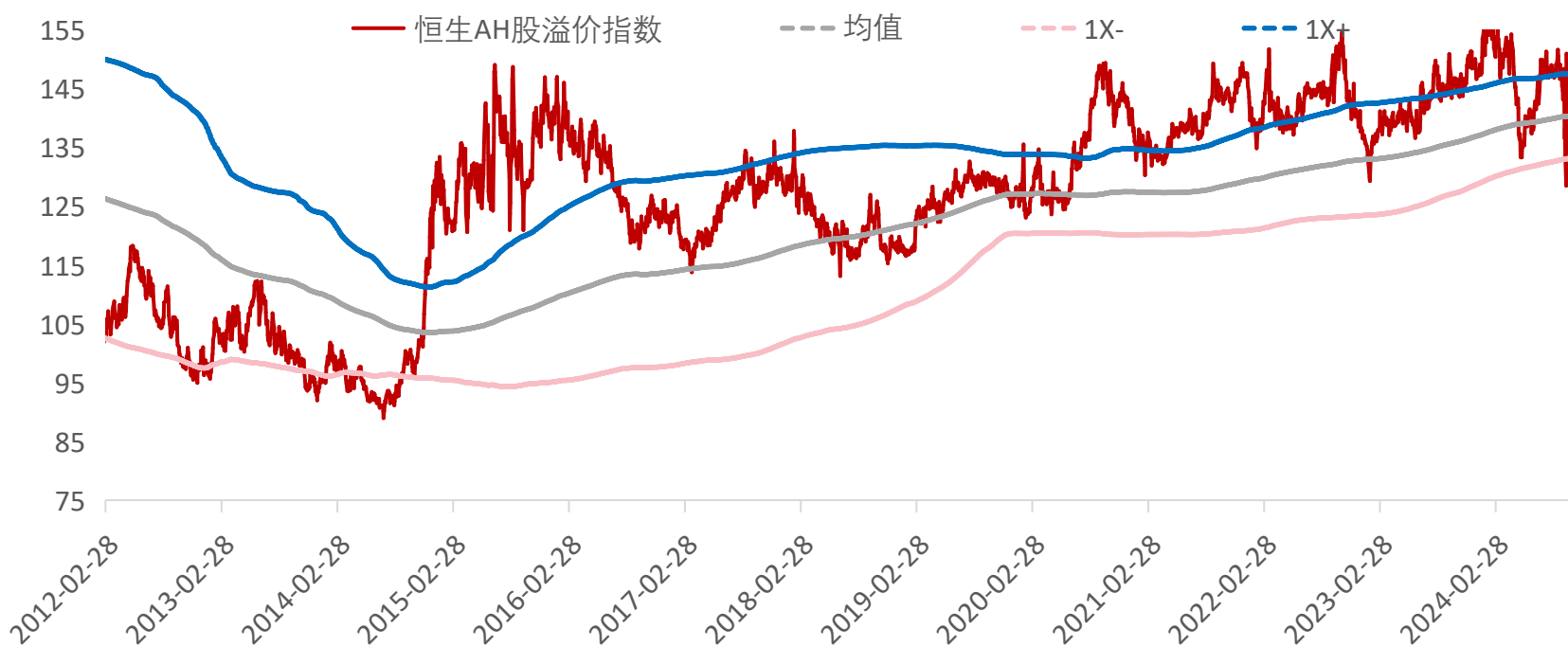
	上月涨跌幅 (%)	2024年涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	-0.49	14.44	33.11	29.37
深证成指	0.58	11.20	25.81	48.35
万得全A(除金融、石油石化)	2.70	7.55	29.88	63.82
沪深300	-3.16	13.40	12.39	59.16
中证500	2.75	8.69	26.44	78.63
中证1000	7.14	3.90	39.77	76.49
上证指数	-1.70	10.25	14.07	76.49
上证50	-4.44	13.20	10.37	58.75

注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。单位：%

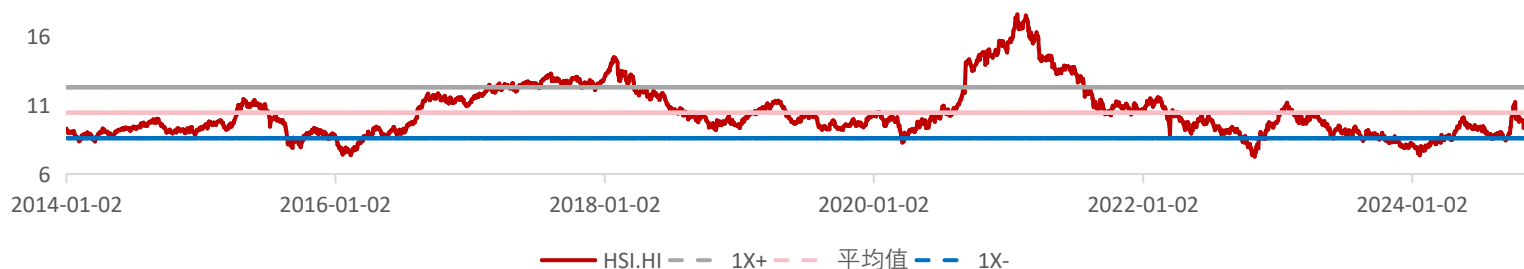
# 港股：AH股溢价率小幅回落，估值小幅修复

- 10月AH股溢价率小幅回落：
- 10月港股开市早于A股，市场上涨带动AH溢价快速收敛。后续AH溢价随A股开市快速回升至144.37，相比于前值148.36小幅回落，港股配置性价比仍然相对偏高。
- 港股估值小幅修复，配置性价比仍然偏高：
- 10月受到国内政策持续发力的影响，港股前期估值显著修复，后期市场对经济政策的预期出现波动，估值出现回落，目前整体位于历史均值下方，结合AH股溢价率来看，配置性价比仍然偏高。

### AH股溢价率小幅回落



### 恒生PE



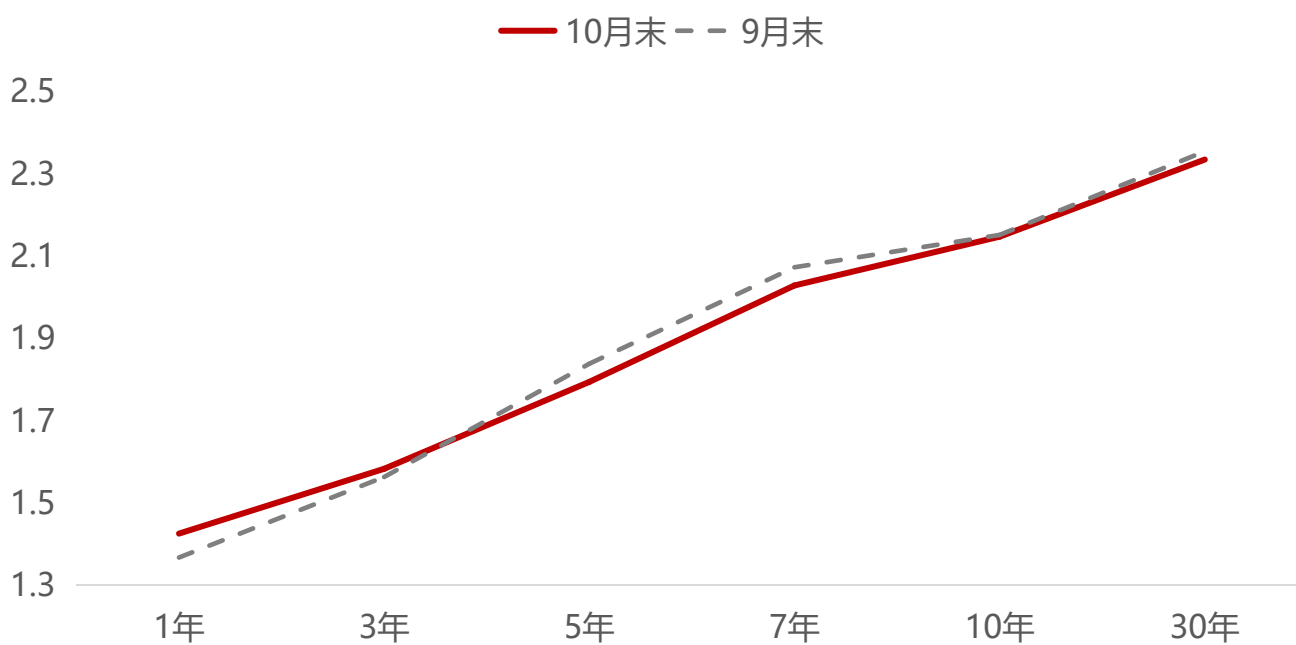
### 恒生PB



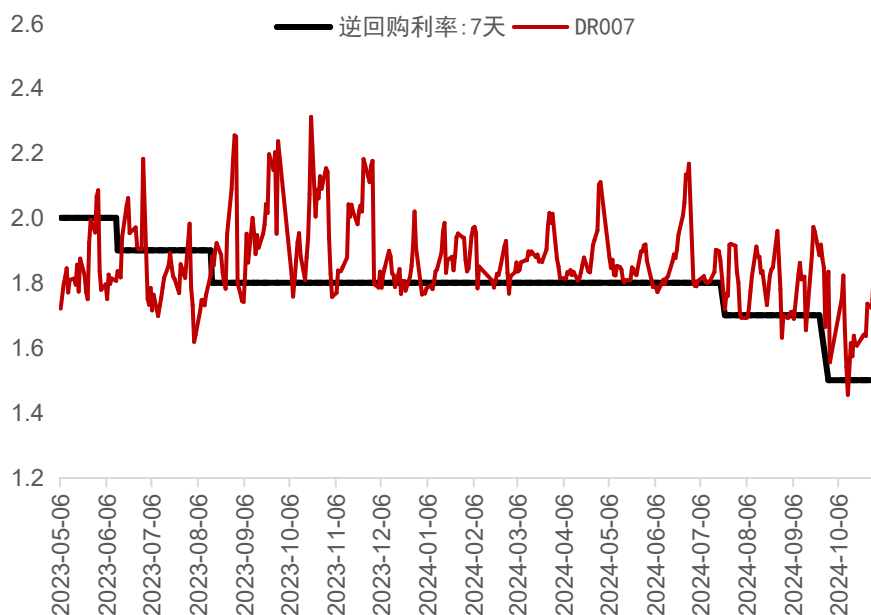
# 债市：窄幅震荡为主，静待政策面变化

- **10月政策面相对平静，LPR、存款利率下行，债市下行风险降低：**10月以来尚未有更多增量政策出台，主要以政策预期为主，债市进一步下行风险降低，且随着LPR、存款利率调降，债市情绪有所改善。
- **二次赎回风担忧制约利率下行空间：**当前仍处于政策发力阶段，部分负债端不够稳定的机构仍然担忧二次赎回风险，需预防潜在政策出台带来的流动性扰动，因此限制了利率下行空间，而信用债修复后信用利差再度回升或也反映出机构对流动性相对偏弱的资产积极性不高。
- **年末政策预期兑现或意味着短期扰动落地，中期看仍有布局机会：**当前经济低通胀、企业盈利压力加大的局面尚未实质性扭转，政策的制定、出台、见效或也需较长时间，央行也将释放充裕流动性对冲未来发债需求，因此预计在未来两个季度内，债市尚不具备转向熊市的基础，年末政策若无超预期的消费刺激或意味着扰动落地，债市中期仍有机会。

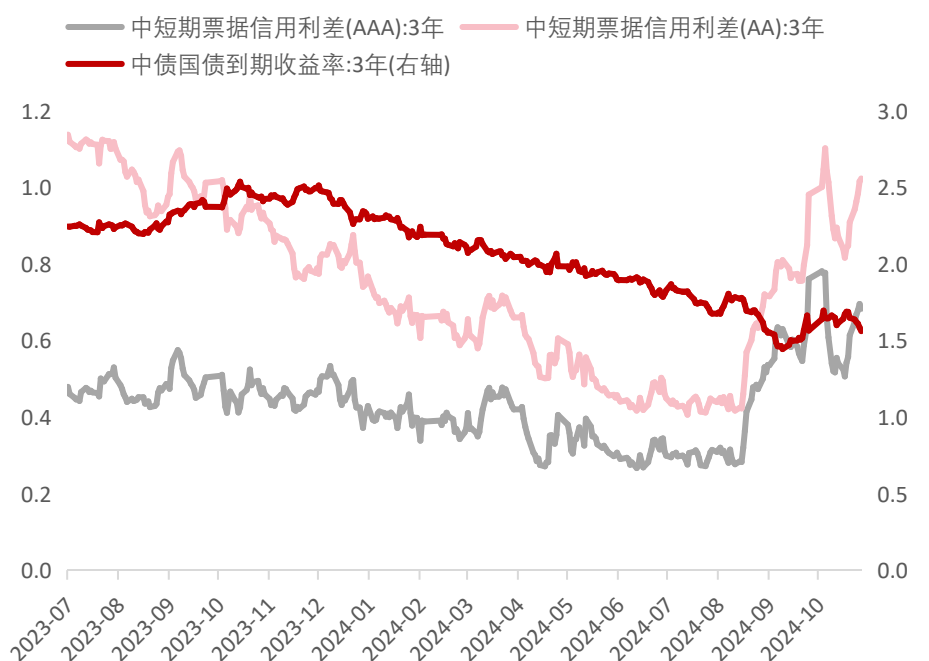
### 10月国债收益率曲线变化不显著 (%)



### 10月资金利率中枢跟随逆回购下移 (%)



### 信用利差先修复再走阔 (%)



# 内容目录

01 市场回顾

02 海外经济环境及政策影响

03 国内经济环境及政策影响

04 股债策略与市场结构特征

05 资产配置观点展望



谨慎    相对谨慎    中性    相对乐观    乐观

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
港股	<p><b>阶段性震荡休整，静待政策面的“突破”</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 市场修复后转向震荡休整，从流动性角度来看本轮港股弱于A股，因此后续港股的进一步上涨依赖于国内政策发力，尤其是内需领域的增量政策。</li> <li>➤ 美国经济韧性偏强，美联储降息预期有所降温，短期估值端利好相对有限。</li> <li>➤ 配置性价比近期弱于A股，短期震荡为主，观点中性。</li> </ul>	中性
美股	<p><b>美国大选不确定性即将落地，美股有望延续良好表现</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 美国经济保持强劲，短期内衰退风险较小，这为美股提供了一定的基本面支撑。</li> <li>➤ 近期美债收益率持续上行，从估值端对美股施加压力。后续随着降息政策逐步落地，美债收益率易下难上，利好于美股估值的修复。</li> <li>➤ 以历史经验看，美国大选11月初结果出炉后，市场有望依据新总统主线交易乐观情绪。</li> <li>➤ 无论选举结果如何，一旦大选尘埃落定，市场风险偏好修复下11月美股有望延续良好表现。</li> </ul>	相对乐观
美债	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 10月以来，美国经济数据维持强劲，加之“特朗普交易”升温，推动美债收益率上行，但市场或已充分定价。未来若预期落地或哈里斯当选，美债收益率易下难上。</li> <li>➤ 美联储渐进式降息，美债仍处慢牛趋势当中；且一旦美国经济发生衰退风险，则美联储有望快速降息，当前看美债中长期确定性较高。</li> <li>➤ 美债或重回慢牛趋势，观点相对乐观。</li> </ul>	相对乐观
美元	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 10月以来，美国经济数据维持强劲，加之“特朗普交易”升温，美元持续走强，若后续预期落地或哈里斯当选，美元短期内有望回落。</li> <li>➤ 由于欧洲经济、通胀仍然弱于美国，后续欧央行降息节奏也有望加快，美元指数难进一步下行。</li> <li>➤ 若特朗普当选人民币有调整风险，若哈里斯当选则人民币有望震荡偏强。</li> <li>➤ 美元指数短期或震荡为主，观点维持中性。</li> </ul>	中性

谨慎    相对谨慎    中性    相对乐观    乐观

资产类别		核心逻辑观点	配置建议
债券	利率债	<p><b>债市短期扰动因素尚存，中期仍偏积极</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>当前仍处于政策发力阶段，部分负债端不够稳定的机构仍然担忧二次赎回风险，需预防潜在政策出台带来的流动性扰动，因此限制了利率下行空间</li> <li>10月以来尚未有更多增量政策出台，经济低通胀、企业盈利压力较大的局面尚未实质性扭转，债市进一步下行风险降低，且随着LPR、存款利率调降，债市情绪有所改善</li> <li>年末政策若无超预期的消费刺激或意味着扰动落地，债市中期仍有机会</li> <li>债牛或尚未结束，短期扰动仍存，观点中性，政策落地或形成中期机会。</li> </ul>	中性
	信用债	<ul style="list-style-type: none"> <li>10月信用债修复后信用利差再度回升或也反映出机构对流动性相对偏弱的资产积极性不高。</li> <li>11月信用债波动或仍然偏大，12月政策预期落地或缓解信用债压力。</li> <li>短期空间有限，观点维持中性，以短久期、高评级为主。</li> </ul>	中性
	可转债	<ul style="list-style-type: none"> <li>由于权益市场或转向偏震荡阶段，可转债短期内机会相对有限</li> <li>但在政策发力阶段，后续权益市场或仍有机会，作为固收+配置可转债仍有配置价值</li> <li>权益市场或阶段性转向震荡，观点中性，但可转债配置价值仍在。</li> </ul>	中性
商品	黄金	<ul style="list-style-type: none"> <li>无论美国大选选举结果如何，美国政府财政赤字将维持高位，美国债务负担也会持续上升，美元信用贬值的长期逻辑依然有效。全球央行黄金储备需求仍然较强，是支撑金价的“稳定器”</li> <li>黄金处于慢牛市中，配置价值较高，短期价格走高后，建议待金价调整时积极定投。</li> </ul>	中性
	原油	<ul style="list-style-type: none"> <li>当前油价受需求预期影响持续走弱，但当前已处于区间偏低位置，进一步下行风险有所释放，短期或以低位区间震荡为主。</li> <li>原油价格或维持低位震荡格局，观点维持中性。</li> </ul>	中性

资产类别	核心逻辑观点	配置建议
A股大盘	<p>➤ <b>A股阶段性震荡休整，静待政策面的“突破”：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>国内经济基本面：</b>政策发力带动生产端先行企稳修复，内需复苏仍待“需求侧”增量政策加码；</li> <li>◆ <b>资金面：</b>政策发力带动资金面保持活跃，短期成交活跃度维持高位；</li> <li>◆ <b>政策面：</b>政策在化债、地产等方面确定性较强，进一步催化动力需关注“需求侧”刺激；</li> <li>◆ <b>外部环境：</b>美国大选不确定性将落地，但若特朗普上台则短期仍有外需扰动。</li> </ul> <p>➤ <b>美国大选及政策变化决定下一阶段市场方向和结构：</b>估值快速修复后，行情取决于内外新变量落地。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>1) 内部核心关注内需相关政策增量：</b>是否在居民收入、消费方向出台超预期增量政策（居民收入、社保、医疗教育、消费刺激等内需领域5千亿规模增量）。目前来看政策集中于化债及地产领域的确定性更强，其他政策增量或需等待12月政治局会议及中央经济工作会议，11月末或迎来新一轮政策博弈机会。</li> <li>◆ <b>2) 外部关注美国大选结果：</b>若特朗普上台，则外部环境扰动增加，外需压力上升，内需刺激紧迫性提升；若哈里斯上台，外需预期改善，市场波动风险缓和。</li> </ul>	中性
行业/风格	<p>➤ <b>11月美国大选、国内政策不同场景下的配置思路：</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ <b>1) 特朗普当选、且内需政策超预期：</b>有望推动消费、科技自主可控的结构性机会，出口链相对承压，建议关注大消费、科技自主可控、高端制造方向的结构性机会为主。</li> <li>◆ <b>2) 特朗普当选、内需政策未超预期：</b>市场调整风险上升，风格或仍将聚焦于题材、高人气个股等流动性敏感方向，以及红利等防守方向。建议观望或防守为主，并等待11月末对年底会议进行博弈的机会。</li> <li>◆ <b>3) 哈里斯当选、内需政策未超预期：</b>出口链预期修复，市场风格或偏科技成长、题材、小盘结构性机会。</li> <li>◆ <b>4) 哈里斯当选、且内需政策超预期：</b>有望推动新一轮指数中枢上移，市场整体估值进一步提升，大消费、科技成长、宽基指数中枢上移。</li> <li>◆ <b>总体来看，</b>无论谁当选，科技、自主可控、高端制造、安全等领域确定性较高。建议重点关注<b>半导体、计算机、通信、军工、机器人、工业母机、高端制造</b>等行业和概念。</li> </ul>	美国大选、国内政策变化决定后市结构方向

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美国经济、通胀数据反弹风险；
- 欧美经济衰退风险；
- 美国大选不确定性风险；
- 稳增长政策落地不及预期；
- 国内经济复苏不及预期。

## 分析师承诺：

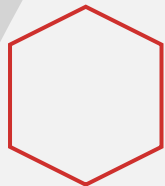
本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

## 适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



# 谢谢！

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



**华宝证券**  
HWABAO SECURITIES