文件帖 2026-11-03 07:10

来源：刨米机AI精选 | 先知股票数据源

--- 除了稳市工具，关键要看什么？20261102.pdf ---
总结
一、核心信号与当前定位
一个非常明确的信号基本上已经出来了，就是"政策底"。政策底出来之后，市场里会有一个确认的动作——政策底之后是市场底。市场底有时候与政策底重合，但大多数情况下是不同的。总体来讲，这是一个可以预期的修复窗口期，具体操作上边演边做。
二、今天的市场特征与政策利好
今天市场非常明显，是在定价一些政策利好，包括今天这个会议，以及国家队、国新诚通这些新增了一个千亿级的回购增持专项额度。这部分增持授信是增量授信，也是真金白银，我们也能看得到。还有其他方面的，比如隔夜回购等，这一系列工具。这些工具很重要，是"轻轻白往里边输送子弹"的前提。
三、互换便利操作（SFISF）
互换便利操作应该是比较明确的，但目前还没出来，要等招标之后才知道。首先要看这次申购机构的规模，应该在上一批规模之上——上次可能是20来家，这次可能有30来家。不过这是市场消息，不能算作一个已经验证的数据，后续大家可以跟踪。规模这次应该比上次高。如果这次量级超过1200亿、1500亿，那应该都算超预期了，大家可以查一下之前的规模。
因为这个消息是今天盘后出来的，开会的那些资金可能知道了，但场外资金可能不太清楚，所以今天这个阳线可能没有充分定价互换便利的操作。但是国新诚通这些新增授信，以及今天的会议，都是已经被定价的。所以市场后续理应还有修复的动能。
四、修复窗口的时间条件
这一阶段是一个修复窗口。除了政策问题，还有海外的一个变量——所谓的输入性风险。11月3号（美国中期选举），然后到12月，又是12月加息，这个窗口就在12月加息窗口之前，这段时间应该会相对稳定一些。所以这块，再加上实打实的政策利好和真金白银，在经过一个超跌之后，存在修复动能是符合预期的。
五、后续关键跟踪点
1、险资和固收加资金的卖出压力
还要看哪些主力。其中一块是9月之后卖出、对市场冲击非常明显的，就是险资和固收加，这部分资金到底出清没有、出清多少了、还有没有急迫的卖出需求。这才是"真金白银"的部分，他们是不是还继续卖，需要跟踪。要看他们的表态，但这块表态可能比较难看到，语气不要太高。反正这块的负

反馈闭环、复循环，我想也是没有结束的，所以对这块资金不要预期太高。

2、证金和汇金的动向

另外就是证金和汇金的问题。按照一些机构的预估，包括市场方面的预估，他们手里现在有钱，可能在ETF里有1800亿美元左右的资产。那么就要看这部分资金能不能有一个表态，能不能跟国新诚通这块形成一致性的方向，能不能跟宽基ETF这段时间的净流入形成一致性，或者进一步买宽基ETF，这个需要大家观察。也许会有一些口径上的表态，因为这个我们没法去猜。如果有的话，那修复的高度、预期，以及修复的性质可能会发生一些转变，而不是一个简单的、先看反弹的行情。首先给它定义为反弹，而后边市场往往比政策底还要低，可以先去这么预估。当然如果出现证金、汇金等比较超预期的表态和行为，那可能就往乐观的方向修正。

六、市场底的三个出清条件

市场底往往要满足几块出清：一是杠杆出清。

去杠杆现在到什么程度？上周其实有点去杠杆加速的迹象，以前比如融资余额每天200亿左右的减少，昨天大概去了400亿，这个数大家可以查一下，反正很明显的还是处在一个去杠杆的过程中。因为只有一天我记得稍微有个增长，然后第二天就早有反扑。

二是筹码出清，只能自下而上看那些抱团标的。比如今天盘面，那几块走得非常差，比平均涨幅要差得多，还是得出筹码、出清筹码的过程。这里边还有很大的存量杠杆，也在一个去杠杆的过程中。看这些出清，你自然而然看那些抱团标的就可以了。

七、海外加息的影响

刚才说了，海外加息的问题就是12月，12月10号左右，这块是不是还有加息。现在预计是12月继续加息的概率比较高。如果12月这块不加息，那么分母端还有很大的修正空间，这样修复的级别在时间上可能会扩展得比较多一些。所以12月这块，当然还要再观察一个月。

八、ETF份额跟踪

关于ETF这块，应该没什么太大问题，盘中老是脉冲式的。还有一天，应该是上周末，比如拿科创50来看，份额是在增长，但有一天它没有增长，说明一部分资金在一级市场申购，而没有在二级市场上买，你会看得非常直观。所以一方面要看宽基ETF的成交额、量能有没有放大，另一方面要看它的份额。这个我们边学边做，每天在做跟踪。

九、互换便利操作的机制与影响

关于互换便利操作，最好是等着一些数据进一步落实比较好。从申报到资金到位可能需要几天，所以还有一个后期效应。

这个操作的性质，就是"以券换券"，在不扩表的情况下、央行不出钱的情况下，机构可以加杠杆。就是质押，比如质押债券、股票、ETF，还有沪深300的成分股等，然后换入国债、央票，再在银行间进行回购融资，加杠杆换来的这部分

钱可以用在股票和ETF上。这其实是一个加杠杆的过程。所以今天盘面上反馈的就是券商，券商自营、做市这块，可能会因为这个加杠杆而受益，因为这个位置胜率比较高了，所以相对来说是利好券商，今天盘面反馈在这块。但是券商这块历来没有太高的持续性，所以要注意谨慎追涨，别盲目追涨。

还有一块就是双创，因为双创本身筹码拥挤度高、杠杆高，尤其是明晟（MSCI）等指数纳入相关的科创ETF，应该还是会有源源不断的流动性输入。所以大家可以多跟踪科创50的那几个宽基ETF。

十、方向选择与操作建议

其他方面，市场暂时来看，哪些方向更容易表现？就是阻力相对比较小的，也就是拥挤度相对低一些、杠杆低、机构少的这些偏主题方向。因为三季报过去了，处于一个业绩空档期，所以做主题、做题材相对来说好做一些。那几个方向我们在边学边做里也一直跟大家说了，大家看边学边做就行了。还有十月结束了，11月有一些相关的主题，这里边也存在一些机会，大家可以看一下。

十一、对互换便利规模的补充

这个问题简单吗？大概500来亿，所以这次反正是现在预期的话，可能在800亿以上，现在预期，我们这个数字只是一个预估，没有确认，因为要等招标之后才知道。迁移上应该就比较明显地超预期了。超预期的话，市场一定会反馈的。其他没什么了。因为政策底比较明确了，但是它很难一次性拉起来，或者说这种微型反转的概率是比较低的，它还是有一个波动的过程。那么在这个过程里边，适当做一些反应操作。

会议实录：

（一）核心信号：政策底与修复窗口

说一个非常明确的信号，基本上出来了吧，就是政策底这个信号。政策底出来之后，市场里会有一个确认的动作——政策底之后是市场底，那么市场底有时候跟政策底有可能是相同的，但是大多数都是不同的。但是总体来讲，这是一个修复的窗口，窗口期这个是可以预期的，是能看到的。具体呢，大家可以边演边做。然后这个是我们的微博，老面试盘。

今天我们来看一下，这里有个完善工具，当然具体还没出来。刚才我看了一下大家看到的这个，就是这个互换便利操作，互换便利操作这个应该是比较明确的了，一会儿我们来具体看一下。

（二）这段时间的特征与政策利好

我们先说一下这段时间的特征。首先，就像今天这种，今天这个市场应该是非常明显的，就是在定价一些政策性利好，包括一方面是今天这个会议，还有就是你像国家队、像国新诚通这些新增了一个千亿级的回购增持专项额度。这增持授信，这是增量授信，这部分也是真金白银，这个我们也能看得到。还有其他方面的，比如说隔夜你会狗换毛（隔夜回购）等等，就是这一系列的工具。

这些重不重要呢？肯定是重要，这是轻轻白往里边输送子弹的一个前提。其实还有一些，除了这些，包括这些工具的总量、具体的一些额度等等，这些有没有超预期，比如说像今天刚出来的这个互换便利，SFISF。

这个当然这是一个预期了，只是因为没有出，这个我们得等着招标之后才知道。首先来看的话，就是这次申购的一些机构的规模，这个应该在上一批的规模之上，上一次可能是20来家，这次可能有30来家，当然这个是市场的一些消息，我们现在不能说这是一个确认的数据，不是一个验证的数据，这个后续大家可以跟踪一下。规模这次应该比上次要高。然后就是这次申购的家数，机构申购家数应该比上次多，再一个就是这次的一个量级、规模，如果说超过1200亿、1500亿，这些应该都是超预期了，大家可以查一下之前的那些规模。

因为这个消息是在今天盘后出来的，咱们开会的那些资金可能知道了，但是场外这些可能不太清楚，所以说今天这个阳线可能没有充分定价这个互换便利的操作。但是对哪些定价了呢？就是刚才说的国新诚通这些新增的授信，还有今天的会议，都是在定价这些。所以市场后续理应还有修复的动能。

（三）修复窗口的时间条件

还有一点，就是这个修复窗口，我们这个阶段是一个修复窗口。刚才说的这个政策的问题，还有就是海外的这么一些变量，所谓的输入性风险。那么这个呢，11月3号，这个中期选举，然后到12月，是不是，然后又是12月加息，这个窗口就在12月加息窗口之前，这段时间应该说是相对会相对稳定一些。所以加上这块，再加上这个实打实的一些政策利好，还有真金白银，那应该在一个经过超跌之后，存在这种修复的动能是被预期的。我们说这个后边儿呢……

（四）关键跟踪：险资、固收加与证金汇金

还要看什么？因为这里边涉及到一些，你看国新诚通这些是没问题的，这些新增授信，包括他们增持的一些标的，大家可以查。那么还要看哪些呢？就是看哪些主力。其中一块，这是9月之后，这块卖出，对，是他们的卖出，对市场冲击非常明显的，这个是哪儿？是险资和固收加，那这部分资金到底出清没有、出清多少了？就还有没有这种急迫的卖出需求。然后呢，这不是有真金白银这本书嘛？他们是不是还继续卖？这个是需要跟踪的。或者要看他们的一些表态，当然这个表态我觉得可能比较难看到，这块就语气不要太高。反正这块的负反馈、这个闭环复循环，我想也是没有结束呢。所以对这块资金不要预期太高。

那另外就是证金和汇金，证金和汇金的问题，就说之前的行为是个什么行为，我们这个不多说，然后就是说按照一些机构，比如说，我一个一些机构的预估、预期，包括市场方面的预估，他手里有现在多少钱。当然这块有可能在ETF里边注入一些资产，可能在1800亿美元左右，就是手里边有钱。那么就要看这部分资金他们能不能有一个表态，跟国新诚通这

块能够形成一致性的方向，和这个宽基ETF这段时间净流入能够形成一个一致性，或者说进一步买宽基ETF，这个需要大家观察。也许会有一些表态，就是在口径上，因为这个我们没法去猜。

如果有的话，那这个修复的高度和预期，以及修复的性质可能就发生一些转变，而不是一个简单的，现在我们只能说先看一些反弹。首先给它定义个就是反弹，后边市场往往比这个政策底还要低，首先去这么去预估。当然如果出现这种证金、汇金等这些比较超预期的一些表态、一些行为，这个呢可能在往乐观的方向修正。

（五）市场底的出清条件

还有一块就是说这个市场底，它往往会有这么几块，就板着这么几块出清。一个是杠杆出清。那么去杠杆呢？现在是一个什么程度？上周其实有点去杠杆有点加速的迹象，以前是200亿，你比如说融资余额是每天200亿左右的一个减少，昨天大概去了多少？400亿吧。这个数据大家查一下吧，因为这个没来得及时间去给他验证，反正这个应该是很明显的一个还是在一个去杠杆的这么一个过程中。因为只有一天我记得那一天稍微融资余额稍微有一个增长，然后第二天就早有反扑，就是那天，那个国新诚通反弹那一天。

那筹码出清这块，那主要就是你只能说自下而上来看了，就是看那些抱团标的，大家都很清楚，比如现在今天的盘面，还是那几块，还是走得非常差，比平均的这个涨幅要差得多，那还是得出筹码、出清筹码的一个过程。当然这里边还有很大的一个存量的杠杆，也在一个去杠杆的过程，那这些需要看这些出清呢，你就自然而然看看这些抱团标的就可以了。

（六）海外加息

刚才说了，这个海外加息的问题，就是12月，12月10号左右，这块是不是还有加息。反正现在是加息的，预计是12月继续加息的这种概率是比较高的。如果12月这块它不加息，那这样的话，对分母端还有很大的一个修正。这样的话，这个修正的、修复的级别在时间上可能会扩展得比较多一些。所以说12月这块，那当然再观察一个月了。

（七）ETF份额

还有关于ETF这块，因为这块应该没什么太大问题，大家也能看得到，盘中老是脉冲式的这种。那还有一天呢，就是上周上周末，应该是上周末，不是上周四，上周上周末，就比如说拿科创50这些来看的话，份额是在增长，但是那个量能呢，有一天是它没有增长，说明一部分资金在一级市场申购，没有像在二级市场上买，你会看得非常直观。所以你这个要一方面是看这个宽基ETF的成交额，看它的量能有没有放大，还是说看它的份额。这个我们边学边做，我们每天在做跟踪。

大家可以看一下边学边做这几个信号，这个后边主要看这个筹码、杠杆出清，还有就是后边进行跟踪，12月加息，这个是不是加的问题。

（八）互换便利操作的性质
关于互换便利操作这块，因为这个最好是大家等着一些数据进一步在落实这比较好，这个我就不好跟大家说了，但是从申报到这个资金到位可能需要这么个几天，所以说这个呢，还有一个后期效应。这个便利操作，它不是说……它这个性质就是什么，就是以券换券，就是在不扩表的情况下，央行不出钱的情况下，那机构呢，它是加杠杆，基本上这么一个操作，就是质押这些，比如说债券、股票、ETF，还有这个沪深300的成分股等等，这些做一个质押，然后换入这个国债、央票，然后再进行在银行间进行一个回购融资，然后加杠杆的这部分钱用到哪儿，用在比如说可以用在股票和ETF上。这个呢，其实这是一个加杠杆的过程。所以说今天盘面上反馈的就是券商，你券商的话这块自营、做市这块，它可能会因为这个加杠杆，就是相应的来说，因为这个位置它的胜率比较高了，所以说这个是相对来说是利好券商，今天盘面反馈在这块。
但是券商这块呢，历来就是没有太高的这种持续性。所以说，这块呢，注意就是谨慎还是要谨慎追涨，别盲目追涨。当然还有一块就是双创这块，因为双创本身它这块是筹码拥挤度高的、杠杆高的，就是双创ETF，尤其是明晟指数纳入相关的科创ETF这块，应该还是会有源源不断的这么一个流动性输入的。所以说大家可以注意多跟踪科创50的那几个宽基ETF。
（九）方向选择
其他方面，就是关于市场暂时来看，就是哪些方向会更容易表现，也就是说阻力相对比较小的，就是拥挤度相对低一些的、杠杆低的、机构少的这些偏主题方向。因为三季报过去了，一个业绩空档期，所以说做主题、做题材相对来说好做一些。那几个方向，我们在边学边做也一直跟大家说了，大家可以看边学边做就行了。
还有就是这个十月结束了，11月有一些相关的主题，这里边也有一些存在一些机会，大家可以看一下。
（十）对规模的补充与操作建议
今天我们就说这么多啊。然后简单吗？大概500来亿，所以这次呢，反正是现在预期的话，可能在8个亿以上（800亿以上），现在预期，我们这个数字只是一个预估，没有确认，因为现在得等他招标之后才知道。迁移上应该就比较明显超预期了。超预期的话，市场一定会反馈的。其他没什么了。其他的不像这段时间，因为政策底比较明确了，但是他这块很难一次性就拉起来，或者说这种微型反转的概率是比较低的，它还是有一个波动的过程。那么在这个波动过程里边呢，适当地做一些反应操作。

--- 11月债市展望——周观点系列会议330期20261102.pdf ---
全文要点总结
一、珠海华发体系的基本情况 华发集团体系内共有8家发债主体，债券总规模合计1156亿元，其中华发集团648亿元、华发股份288亿元，其余主体规模零散。年内到期压力尚可（集

团59亿元、股份24亿元），但2027年集中到期压力较大（集团269亿元、股份192亿元）；集团另有4只境外人民币债，合计58.5亿元，最近偿付日在2027年12月。基本面拖累主要来自政府拖欠回款额度较大。

二、上周市场表现 上周（10月30日赎回冲击后）调整最明显的是华发集团（估值上行117BP）和华发股份（97BP），体系内九州控股、华发科技产业、华发综合发展、华发投控上行约30~60BP；珠海非华发体系国企中，大横琴、珠海港控股、格力集团分别上行19BP、18BP、13BP，存在错杀因素。全周中短票收益率普遍上行4~8BP、利差走扩3~7BP，银行二永债因流动性更好调整更明显（收益率上行5~10BP、利差走扩5~9BP）。周一到周四盘面基本稳定，周五赎回后地产、二永才开始大幅调整，其中5年期二永调整幅度更大，中高等级普信债受赎回冲击更明显。

三、城投区域分析 除广东省城投利差走扩10BP外，其他省份普遍仅走扩1~2BP；10月30日各省单日走扩4~5BP，广东与其他省份差异不大，说明这一轮城投调整主要源于周五赎回情绪，而非华发事件本身引发的兑付担忧。筛选外部2A及以上、存量债不低于10亿元、主体利差低于500BP的主体，上周

利差走扩10BP以上的共43家，其中珠海市10家；其余走扩较多的包括陕建股份、陕建控股、南山集团、招商蛇口、广州城建、山西建投等，多为地产和建工板块；城投走扩较多的有资阳、淄博博山区、齐鲁财金等，但整体受华发影响可控。

四、华发与永煤事件对比 永煤属超预期突发违约，账面现金虽超300亿元但偿债意愿受质疑，有逃废债嫌疑，冲击更强；华发自六七月份已进入3A高利差主体讨论名单，9月已有舆情铺垫，市场有所预期。永煤后续以利息优先、本金展期为主，展期规模至2021年6月中旬达60亿元，2023年10月起部分债券提前兑付；河南随后设立300亿元省属企业信用保障基金，区域信用环境逐步修复。事件后央行增加MLF投放，金融委会议强调流动性合理充裕、查处虚假信息披露、严惩逃废债。冲击幅度上，利率债（国债、国开）最大调整8~11BP，3年期3A中票最高32BP，3年期2A中票最高50BP；修复时间上，10年国债约20~23个交易日、10年国开债仅7个交易日，3年3A中票26个交易日，3年2A中票长达130个交易日，低等级信用调整更深、修复更慢，利率通常先于信用修复。

五、华发冲击的判断与关注点 华发为珠海市国企，但对珠海重要性更高（约占六成资产体量），且含相当部分城投业务，在化债收尾期出现大风险地方需考量；当前货币环境适度宽松，央行BSF等工具可缓解赎回负反馈，因此判断本轮冲击应小于永煤，但程度仍取决于政府表态。近期已有积极信号：华发集团兑付部分逾期信托产品、珠海市国资委财务总监赴集团任专职董事、华发投控出售资产盘活资金；上周五

财经发文提及珠海市成立工作专班协助债务展期降息，国资委主导加快资产出售纾困，并已向省里报告情况及初步化债计划。

六 、 操 作 建 议 赎回后一般遵循利率先企稳、信用债后修复的节奏，需关注地方政策到位情况、央行态度及流动性工具支持（11月初买断式逆回购、央行国债买卖规模、BSF是否启用等）。操作上先关注利率企稳信号，待信用风险边界清晰、赎回压力缓和后，把握信用债修复滞后的布局机会，重点选择基本面瑕疵小、受流动性冲击被动调整的个券，如珠海的大横琴、珠海港等被波及主体。
七 、 转 债 市 场 观 点 回顾两次典型回调：2020年底至2021年初的永煤事件（第一阶段为外部信用冲击，转债估值短暂调整后企稳修复；第二阶段为12月中旬鸿达兴业、2021年1月广汇等爆雷带动转债内部信用发酵，小规模、小余额、低评级、小市值及中低价转债跌幅最大）；2022年底理财赎回负反馈（第一阶段与利率走势高度匹配，第二阶段由权益不及预期引发，特征为普跌，结构上仅有少量高价高弹性转债回调偏多，评级、板块、余额、价格分布均无明显倾向）。两次均未形成"利率先企稳、转债后修复"的统一路径，都出现了转债估值的二次冲击。
本次回调结构上与2022年底高度相似，呈显著普跌特征，评级差异不大，价格上高弹性品种跌幅更大，余额偏小的跌幅略深，主因正股跌幅较大，机构资金流出为主。由于未来路径不清晰、转债估值短期超跌但中长期仍偏贵，此时不宜急于抬升组合锐度。参考2022年底触底反弹的经验，超跌反弹特征明显（触底后5日、20个交易日跌得越多反弹越多），建议重点关注跌至底部且出现一定幅度调整的个券。统计口径为转股溢价率5%以内且回调超2%、10%以内且回调超3%、15%以内且回调超4%的品种，其中表现较优的包括光伏板块的天23、金博、金奥，租赁类的温氏，锂电的锂科，医药的康泰转2等，在了解其下修预期和剩余期限后可适当重点跟踪。

会 议 实 录 ：
一 、 珠 海 华 发 体 系 的 基 本 情 况
政府回款方面，政府拖欠的额度可能也比较大，这两个主体构成了比较大的拖累，这是基本面的背景。从债券角度看，华发集团体系内所有发债主体大概有8家，债券总规模合计达到1156亿元。其中华发集团是最大的一家，主体648亿元，华发股份288亿元，其他一些主体零零星星几十亿元的体量。年内到期方面，集团和股份分别到期59亿元和24亿元，年内到期压力相对还可以，这些钱他们还是能够攒出来的，但再往2027年看，集中到期压力就比较大，集团2027年到期债券规模269亿元，股份是192亿元，这是往2027年去看。
另外，华发集团还有4只境外债，均是人民币债券，合计规模58.5亿元，这块境外债体量也比较大，但最近的偿付日到2027年12月，时间还比较久，这是它债券的情况。

上周整体债券调整幅度也比较明显。先看珠海市的主体，大概有二十二三家，其中有8家都是珠海华发集团体系内的，相对来讲受影响会比较大。上周整体来看，调整最多的还是华发集团，其次是华发股份。把这些主体的所有存量债计算一个估值收益率，做一个算术平均，大概算一下估值上行的幅

度：华发集团上周一整周估值上了117个BP，华发股份上了97个BP。另外，集团体系内的九州控股、华发科技产业、华发综合发展、华发投控，大概上行30~60个BP，估值也有一定的上行。除了珠海华发体系内的这些主体之外，珠海市其他非华发体系内的国企中调整比较多的是大横琴、珠海港控股，还有格力集团，这几家主体估值分别上行了19个BP、18个BP、13个BP。这些主体相对来讲是因为区域的原因，被珠海华发舆情连带影响，有一定错杀的因素在。

二、分板块与分区域的市场表现

市场表现从各个板块和区域展开分析，主要是考虑到10月30日赎回调整影响比较大。全周来看，中短票收益率普遍上行了4~8个BP，利差普遍走扩了3~7个BP；银行二永债因为流动性比较好，所以调整更加明显，收益率上行了5~10个BP，利差走扩了5~9个BP。

具体分城投、地产还有二永这几个板块来看赎回冲击的影响：分日期看，周一到周四大部分盘面看起来还是比较稳定的，只有城投在上周四估值稍微上行一到两个BP；地产和二永在上周一到周四没有太多表现，一直到周五出现赎回之后，才开始出现大幅调整，主要还是赎回冲击导致的这一波

市场调整，是流动性的因素。银行二永这边调整幅度更大一些，普遍都在8~10个BP的区间，尤其是5年期品种调整幅度更加明显。而普信债这一块，也就是城投和地产，更多还是中高等级受赎回冲击的影响更加明显，赎回一般出现时都是一些流动性比较好的品种率先出现调整，这是分板块来看。

城投这边也分区域做了分析。大家比较担心珠海华发的舆情向城投债传染，因为珠海华发这个主体虽然有一半业务是地产，但也有相当一部分是城投属性，市场对它的属性定义也有一定分歧。城投债分区域来看，上周周一到周四，除了广东省城投利差走扩10个BP之外，其他省份普遍只走扩1~2个BP，没有受到华发舆情发酵特别明显的影响。10月30日这一天，因为预防性赎回的原因，各省利差普遍单日走扩4~5个BP。从这一天来看，广东和其他省份单日利差走扩幅度并没有特别大的差异，所以也能看得出来，这一次城投债大幅调整，更多还是受周五赎回情绪的影响，而不是说华发事件本身引起的对城投兑付的普遍性担忧，不是这个因素。

三、主体筛选与重点个券

分主体看，有哪些主体上周调整幅度比较大，这种主体可能受华发影响比较明显，或者被错杀的机会比较大，是值得关注的。这里重点筛选了一些外部主体，评级在2A及以上，存量债规模不低于10亿元（有一定的折价空间），而且主体利差低于500BP（没有出险的主体）。这些主体中，上周主体利差走扩在10BP及以上的总共43家，其中珠海市有10家。除珠海市这10家之外，走扩比较多的包括陕建股份、陕建控股、

南山集团、招商蛇口、广州城建，还有山西建投，这几家主体存债规模上百亿元，而且主体利差也有明显走扩，多数还是地产和建工板块，地产和建工受影响会更明显一点。城投走扩到这个幅度的，其实有一些，比如资阳或者淄博博山区

的一些主体，还有齐鲁财金，都是相对来讲债券体量也不大的几个主体。多数城投受华发影响相对来讲还是比较可控的，这是上周整体的市场表现。

四、华发与永煤事件的对比

再说一下华发和永煤事件的对比，这也是上周大家普遍比较关注的，考虑华发会不会引起像2020年永煤那么大的赎回调整。

先简单回顾永煤当年的情况：2020年11月10日，永煤有一支超短融10亿元的规模，没办法足额兑付，这是明显超预期的。因为在暴雷之前3周它还完成了债券发行，另外这也是一个省属国企，大家知道它的基本面比较弱，但没想到它会真的出现债券实质性违约。从永煤的报表看，当时账面现金有300多亿元，当然这里面可能很多是受限的资金，所以市场对它整个偿债意愿是比较怀疑的，有一点逃废债的嫌疑，所以永煤事件引起的冲击会更加明显。

珠海华发这边，往前看，到六七月份当时大家在讨论3A主体高利差、3A主体能不能维持评级的时候，华发两家主体其实都已在名单内，当时已经有些机构比较担心它评级调整带来的冲击，也适当做了一些减仓。再往后到9月份，华发股份的一些舆情已经传出来了。作为一个地产企业，现在整个行业下行的情况下，确实经营会稍微吃力一点，所以整体华发还是有前期的铺垫，当然大家没有觉得像永煤这么突发，这是第一点。

后续处置方面，永煤的思路是部分债券选择先把利息付掉，本金去展期，有展期270天的，陆陆续续到2021年6月中旬，债券展期规模达到60亿元，然后再分散到后面两年陆续还掉。这是永煤企业这边债券展期兑付的方案。到2023年10月份，就开始把一些债券提前兑付，这个主体以后也不太能发债了。河南省这边，在出了永煤事件之后，也加强了省属企业的债务风险管控，并且发起了300亿元的省属企业信用保障基金，这个基金专门用来做一些紧急的债务兑付，所以对区域的信用环境有比较明显的修复，省属信用债发行逐渐开始有所回暖，到2021年初、2021年3月份开始。再往后，永煤的母公司豫能化之前一直给永煤做债券担保，包括一些资源协调等支持，这次永煤爆雷，豫能化也受到了比较大的影响，它本身经营也在逐渐弱化，整个融资能力在永煤出事之前其实已经有点困难。到2023年底，豫能化又开始重启债券发行，这个事基本上暂时告一段落。

另外，在违约事件发生之后，市场出现明显冲击之后，央也做了一些流动性投放的支持。在2020年11月份到12月份，央行增加了一些MLF的投放。同时，中央金融委会议上面也特意强调要保持流动性合理充裕，要查处一些虚假的信息披露，并且严厉处罚各种逃废债的行为，所以中央也做了一个表态，来稳定市场的预期。这是永煤事件大致的过程。

五、永煤事件后债市调整的幅度与修复节奏

重点看一下永煤事件出来后债市到底调整到什么程度。主要看利率债，还有3年期3A中票和3年期2A中票，就是高等级品

种和低等级品种的调整幅度。利率债就是国债和国开，大概调到8~11个BP左右，最大调整幅度也就调到8~11个BP；3年期的3A中票大概最高能调到32个BP；3年期的2A中票调到50个BP。也就是低等级的信用品种，明显调整幅度要更大。

调到最高幅度之后，往后看修复的时间：利率债方面，10年国债可能用了20~23个交易日，10年期国开债只用了7个交易日就已经修复完毕；信用这边修复时间明显要更长一点，3年期的3A中票用了26个交易日修复完毕，3年期的2A中票用了130个交易日才修复完毕。所以明显低等级信用调整幅度更深，而且修复耗时更长。但利率品种一般都是在信用品种之前率先修复，所以赎回一般都有这样的规律：利率明显要比信用修复得更快一些，信用有一个滞后性。

六、对华发事件的整体判断与后续关注

总结一下永煤和华发事件的对比。整体来看，对华发这个事件，更多的还是关注后续地方一些实质性支持措施的落地，还是要等地方政府的表态。华发现在的基本情况，如果只靠自身去做债务化解，压力就非常大，还是需要政府出面做一些资源协调，这是需要密切关注的。

另外，从主体定位以及当前市场环境来看，华发此时此刻已经和当时永煤有很大的差异。一是永煤的区域定位看似应该

更高一些，毕竟是省属企业，而华发只是珠海市的国企，但华发对整个珠海市来讲，6成的资产体量重要性应该会更高一些；而且华发从业务来看，不是一个纯产业类国企，还有相当一部分城投业务。在化债收尾期，一个有点城投性质的国企，它的债务如果出现大的舆情，对于化债任务来讲，地方也需要去做考量，这是从主体定位来讲。

二是从当前的流动性环境来看：永煤违约的时候，货币条件还处于疫情极度宽松之后回归常态化的过程，当时资金价格是在边际收敛的；但放到现在，整体货币政策还是适度宽松的，并且央行也做了一个BSF，就是支持解决赎回问题的新的工具，也能够缓解赎回还有抛售所带来的负反馈压力，所以现在的流动性框架明显有助于缓解冲击。

综上来看，华发这波对市场的冲击应该是会小于永煤冲击的，但具体能影响到什么程度，华发目前债券还没有出问题，还需要看政府的表态。今年可能没有问题，但往明年那么大的债券集中到期体量来看，如果没有政策支持的话，其实还是有一点点困难的。这是永煤和华发的对比。

七、事件后续发展与操作建议

展望后续事件发展，现在珠海华发这个事情还在发酵过程中，后续要关注政府表态和实质性支持措施。从上来看，陆陆续续已经有一些好消息传出来：比如华发集团已经兑付了一部分逾期的信托产品；珠海市国资委财务总监到华发集团去做专职董事的职务；华发集团下面的子公司华发投控也在

出售资产，去盘活一些资金。大概有一些动作。上周五财经发文也已经提到，珠海市成立了工作专班，专门来帮华发做债务贷款之类的展期降息事宜；另外珠海市国资委也在主导华发加快出售资产做纾困；珠海也向省里报告了情况以及初

步的化债计划。所以还得看省市两级怎么样做后面的沟通。再往后看，债市的修复过程一般来讲出现了赎回之后，就是利率先企稳、信用债修复这样的节奏，信用债的修复需要有一定的时间差。所以后续可以关注：一是地方政策什么时候能到位，一般只有看到一些实质性利好之后，市场情绪才能够企稳，这是第一点；二是央行的态度和流动性工具的支持情况，包括11月初关注买断式逆回购、央行国债买卖的规模，以及BSF是否会启用等等，这些都是后续可以密切关注的。操作上，先关注利率企稳的信号，等待信用风险边界逐步清晰、赎回压力缓和之后，就可以开始把握信用债修复相对滞后所带来的布局机会。重点关注基本面瑕疵比较小、受流动性冲击导致被动调整的一些个券。主体方面，像珠海市的大横琴、珠海港这些被波及影响比较大的主体，都可以关注后面合适的参与机会。
好，以上是本周的信用观点。接下来请转债的同事汇报一下转债的观点。
八、转债市场观点：两次典型回调的复盘
谢谢介绍，我这边是华商转债的分析师赵文清，后面由我来给各位领导汇报一下转债市场的观点。

转债这边，大家印象最深的应该还是从上周五延续到这周一的一轮转债估值超调。大家可能也看到了，是由华发引发的一些信用冲击带来的外部影响。这样的事情放在历史上，其实也有案例可以追寻，大家第一反应就是2020年底到2021年初的永煤，以及2022年底的理财赎回负反馈，这是最容易想到的。还有几个相对稍偏一点的，比如2021年的地产债，还有2024年6~8月的转债，因为股市不及预期带来的信用重估叠加结构踩踏。我们觉得比较纯粹的两个例子，一个是2021年的永煤，还有一个是2022年的理财赎回负反馈，后面还是以这两个回顾为主来做汇报。
先看第一部分，永煤那一次的回调。我们看下来大概分成两个阶段。第一阶段是在真正的永煤冲击，大概在11月10日到11月30日这段时间，国内收益率快速上行，信用利差快速走阔，转债估值经过一个快速调整之后，然后企稳修复。真正转债估值开始剧烈调整，反而是在2020年12月份之后，那就是我们说的二次冲击。第一次冲击其实跟这次很像，就一两天、三四天的反应；第二次冲击是等到12月中旬鸿达兴业爆雷了，2021年1月份广汇爆雷了，然后鸿达进一步释放风险，那时候带动着当时的鸿达，可能大家还有点印象，还有当时的一些蓝盾这些，带着一起调整了。也就是说，第一次是外部的信用冲击，真正由存在的信用冲击导致，第二次才是由转债内部的信用发酵导致的估值回调，所以可以更明确地把这分成两个阶段。
总体来看，有没有同步呢？比如说信用走扩结束了，是不是转债估值就不调了？利率上行结束了，可能就不调整了？没

有的。我们说一下它只在第一阶段最开始那么几天有同步，等到后面还是根据转债自身内部信用发酵的问题，来作为走势的主导因素。仓位这边并没有呈现特别明显的进退。我今

天拉了一下，公募、保险、年金、自营、券商资管等等，都是以买入为主的。这期间ETF虽然有净赎回，但那时候ETF才一个多亿的份额，放到市场是千分之几，跟现在占到十几完全不是一个概念。所以我们认为12月中旬之后的转债调整是比较明确的，排除掉了外部信用的扰动——那时候外部已经开始走向缓和，利差上开始缓慢收窄，机构这边也没有出现明显的净赎回，也不是资金面的影响，就可以把它摘清楚，它就是一个很纯粹的转债内部信用风险暴露带来的调整。这是定性。

那它有什么特征呢？特征大家也都知道，做过这些复盘的都知道，小票杀得特别凶，小规模、小余额、低评级、小市值的转债跌得最狠，然后中低价的转债跌得特别狠。第一阶段其实是没怎么跌的。我们这边录下来，第一阶段真正的永煤带来的冲击，调整是很有限的，那时候就金融板块真的跟着股票跌了一点，其他板块没有出现特别明显的回调，或者说没有出现特别明显的结构特征，第二阶段才出现了。

九、２０２２年理财赎回负反馈的复盘与本次比较

2022年的理财赎回负反馈，总结一句话，普跌是它最主要的特征。这一次反过来，它并没有太多事实上的一些信用风险暴露，无论是外部的还是内部的；利差也没有特别明显走扩，利率的走扩也很有限，而且利率其实差不多是在12月初就已经见底开始回落了。但那个阶段转债估值依然迎来了第二次回调。这次的两阶段回调也可以拆一下：第一阶段就是理财赎回负反馈导致的，在10月底到11月初这个阶段，这一段跟利率的走势是高度匹配的；第二阶段的主要因素不是信用，是权益。当权益一开始大家觉得防御优化了、经济要好了，就向上走；等到后面发现基金数据下来、不及预期之后，权益开始调整，这个时候权益的第二次调整才带动了转债估值的快速回调，但当时估值也不算太低。回调的结构特征上，第一阶段还好，幅度也不大；第二阶段真正权益带来下跌之后，才带来一轮更深的评价加权益的调整。结构上整体是普跌为主的，呈现了少量的高价转债回调相对偏多，这主要是高弹性的；评级上没有任何倾向，板块上也没有特别明显的倾向，甚至在转债的余额上、价格分布上也没有特别明显的倾向，就是普跌。

总结一下，这两次回调，我们总结下来没有形成一个特别统一的利率先企稳，或者利差先企稳，然后转债后修复的明确路径，没有；都出现了不同情况之下的转债估值二次冲击，分别是2021年的信用冲击，还有2022年的权益不及预期。

再总结一下这一次有什么不一样。这次我们观察到，至少从回调的结构上，是与2022年底高度相似的普跌。这次的普跌特别典型，30号在评级上没有明显特别大的差异；在整个价格分布上，确实呈现了一定的跟2022年底有点类似的特征，越是高弹性的跌得越多，就是强催化品种；然后在整个余额上，相对来说余额小一点的跌得相对深一点点，这个原因还是正股跌得太多了，我们这边也做一个图，主要是正股跌得多，带着整个一起往下走了。其他结构上也没有出现特别明

显的差异。
所以我们可以总结，这一次跟2022年底那一次都是以普跌的特征，比较类似于机构资金流出为主。那我们怎么去判断后面走势呢？结论比较清晰，我们也参考2022年：首先第一个，会不会有转债内生的信用风险暴露出现，导致第二次冲击，不确定；全市场现在是不是明确看企稳，不确定。所以我们觉得在未来路径不清晰的情况之下，这个位置特别着急地去做一轮锐度的抬升，风险可能偏高，我们觉得是的，尤其是在现在转债估值存在短期超跌、但中长期依然偏贵的矛盾之下，贸然去提高组合的热度是相对偏风险偏高的。
十、本次的操作方向
那怎么去寻找方向呢？我们这边拉下来，尤其是2022年底那一次触底之后的反弹，其实有特别明显的超跌反弹特征。触底之后的5天，跌得越多反弹得越多；触底之后的20个交易日就更明显，跌得越多反弹得明显更多。所以这一次可以重点关注跌到底部且出现不小幅度调整的那些债券，会带来特别好的风险收益比，这就是我们这一次的经验。
所以我们也重点挑了一下：转股溢价率在5个点以内、且近期回调超过2个点的；10个点以内的转股溢价率、回调超过3个点的；15个点以内的、回调超过4个点的，分别有哪些个券，我们做了一个统计。总结下来，这些个券还是出现了比较不错的一些超跌特征的，比如光伏的天23、金博、金奥，比如

租赁类的温氏，比如锂电的锂科，还有医药的康泰转2，这些。我们在了解清楚它们的下修预期以及剩余期限之后，可以适当做一些重点的关注。
以上就是我们这一次的汇报。感谢各位投资者的收听，那我们今天会议也就到此结束，谢谢。

--- 11月债市投资策略 - 债券周策略第62期20261102.pdf ---
11月债市投资策略——债券周策略第62期（2026年11月2日）
全文总结
一、市场回顾与调整原因：上周债市出现较大波动。调整源于两方面——监管对低利率的关注，以及交易盘一致做多（利率债基久期偏高、国债期货多空力量对比处于高位），叠加信用风险事件引发的赎回，前期积累的浮盈集中止盈。
二、中长期逻辑未变：货币政策保持宽松，政策利率降息落地后资金利率中枢有望进一步下移；基本面仍存部分压力（10月PMI小幅回落），利率难以出现拐点式上行。信用风险事件实质蔓延的可能性较低：债市资产荒依然存在，监管也会积极防范风险扩散。赎回后资金仍需回流债市，未来可能出现利率债偏强、信用债偏弱的分化，但整体债市机会仍不少。
三、利率节奏判断：11月债市偏震荡，10年国债利率预计在1.6%~1.65%区间；年底（12月）利率下行更容易，10年国债有望突破1.6%，但下行空间有限；30年国债有可能看到突破2.0%（30年与10年利差目前40BP出头，历史均值约35BP）。
四、组合与久期建议：从"短+超长"哑铃型转向均衡配置型组合，加入部分中长期债券。11月不建议久期拉得过高，调整

时可适度加久期做短期交易（如30年调整到2.0%~2.1%），下行3BP以上可适度止盈，止盈后久期回到中性；１１月底至１２月初可考虑加久期并长期持有，博弈跨年配置行情。

五、个券与品种选择：短端关注2年信用债、1年存单；中端关注7~8年利率债、5~6年二级资本债，性价比突出。超长债方面，30年活跃券交易反复，主观判断26特6有短期换主力券的可能；若规避换券不确定性，可关注30年国债老券（如25特6、25特2）和50年国债（26特3，新老券利差有望压缩至5BP左右）。底仓重点关注30年地方债，赔率与性价比均较好。
六、转债观点：转债与正股走势相关，科技主线与海外费半相关性逐年增强。经历约三个月调整后，估值逐步体现性价比，参考2022年经验，反弹幅度与持续时间均较可观。策略上维持均衡结构，关注制造业转型数据中心/AI方向、国产替代半导体，偏右侧交易；中波资产关注双低策略与小盘策略。个券关注福斯特（光伏胶膜龙头，PCB感光干膜放量）、金地（风电支撑、扩产定转子、布局液冷）、天润乳业（原奶价格拐点、估值处5年次低位）、巨身（几内亚铝土矿驳运业务环比大幅上升，弹性偏强）。

会议实录：
各位晚上好，欢迎参加国联民生固收、固收量化11月债市投资策略，债券周策略第62期。目前所有参会者均处于静音状态，下面开始播报声明。
根据证券期货投资者适当性管理办法，本次电话会议仅服务于国联民生证券研究所白名单客户。本次会议在任何情形下

都不构成对会议参加者的投资建议，相关人员应自主做出投资决策并自行承担投资风险。国联民生证券不对任何人因使用会议内容而引致的任何损失承担任何责任。未经国联民生证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式复制、刊载、转载、转发、引用本次会议内容，否则由此造成的一切后果及法律责任由该机构或个人承担，本公司保留追究其法律责任的权利。
感谢大家晚上参加国联民生固收举办的电话会议。本次电话会议主要跟大家分享我们关于11月债券策略的整体展望。因为我们也知道，上周整个市场出现了比较大的波动，大家担心赎回的负反馈现象后面还会不会重现，我们对此整体做一些分析和判断。
上周在赎回之前，我们会看到债券市场存在两个问题：第一个是大家熟知的，监管对于偿债利率的关心是比较明显的；第二个是从市场交易、多空力量的角度出发，确实发现交易盘是相对偏一致看好的。交易盘一致看好，可能会有很多数据做佐证，比如跟踪利率债基的平均久期水平，也是处于历史偏高的水平；同时我们也会跟踪国债期货的多空力量对比，在过去两周整体也属于偏高的水平。因为一旦这个指标处于偏高状态，就说明短时间期货价格想要进一步上涨，动能是明显减弱的。
这样的交易性一致做多现象，以及我们前面所说的监管关

注，本身就会催生债券市场出现一些小的调整或波动，再加上信用风险事件引发的赎回现象。过去几个月以来债券利率缓步下行，大家积累的浮盈比较多，止盈情绪在这样的时间窗口得到了集中释放。

虽然看到了导致市场调整的因素，但这个调整因素会始终存在吗？我们现在去看整个市场的基本逻辑，确实会发现：第一，货币政策面继续保持宽松，特别是在政策利率降息落地之后，整个资金利率的中枢还有进一步下行。当然幅度不会很大，比如隔夜后面如果维持在1.25左右，那七天资金是不是有可能比这个水平更松一点？这样的资金中枢下移，可能也会带动整条收益率曲线出现下移。这是第一点，政策面、资金面宽松的现象没有改变。第二点，基本面依然存在部分压力，比如最新的10月PMI数据也有小幅回落。

在这样的政策面和基本面环境下，利率是很难出现拐点式上行的。没有逻辑说仅仅依赖大家做一些交易性的操作，就能导致整个债市由牛转熊，这是不能的。

债市往后看，确实需要关注一个问题：信用风险本身会不会蔓延。比如最近这段时间，大家可能担心的是引发信用风险的主体后续的债务处理情况，后续也可能会蔓延到担心一些同样弱资质的其他品种。我们觉得情绪上会有一些扰动，但实质上不会有明显的影响。因为当前我们本身处于资产荒的状态：你的钱不投信用债，可能去投利率很低的利率债，但你不可能全部买这种利率很低的利率债，那你这个钱去哪里？你能投股票吗？股票波动也很大。所以当前市场环境下，债券的资产荒依然存在。再叠加无论是从央行还是其他监管部门的角度出发，我们预计都还是会积极去防范信用风险的蔓延或扩张。所以我们当前认为，信用风险事件很难出现蔓延的情况。

这样的话，就像今天可以看到的，二永债出现了一定的修复。未来包括二永债也好，包括一些高资质的普信债也好，我们觉得也都将陆续出现一些修复，只不过会有一个时滞，但利率下行的逻辑是没有改变的。

从赎回现象的角度，我们具体分析：大家可能也会觉得，好像还是有一些信用债的赎回。问题在于，你的信用债赎回之后，还是要去投资债券，可能会投一些更高等级的，也可能投利率债。对于整体债市来说，未来可能会出现一些分化：比如利率债继续表现好，信用债则可能偏弱一些，等过一两个月之后才能有进一步的修复或好转，确实是有可能的。但整体债市的机会依然是不少的。

从赎回现象的角度，我们整体对债市利率节奏基调的看法，跟过去几周和大家汇报的思路没有太大变化。我们依然认为，因为最近利率下行比较多，再叠加央行也比较关注利率低位的现象，之前我们看到的数据是交易盘已经一致做多了，虽然周五的止盈让做多现象有所缓解，但还有进一步止盈的空间。从这个维度出发，我们认为整个11月债市确实容易呈现震荡的表现，想要明显下行难度也有点大。

等到后续，比如12月，配置盘如果加大配置力度——为什么

这么说？因为我们确实发现，以保险为例，保险对于30年地方债的累积性买入在8月买入斜率确实有所提高，但到了九、

十月份买入斜率又下来了，整体二季度买入也不像之前七八月份那么积极，整体并没有配置盘一致做多的现象。但我们觉得到了年底：一是今年债券配置也差不多了，12月一级发行会比较少，同时大家又会预期明年债券发行会有一些下降，也就是说超长债可能会在12月酝酿一波资产荒式的交易。二是在年底对明年全年做展望时，可能会跟去年年底的结论有些相反：去年年底多数投资者是看好股票、看空债券，而今年年底这样的观点可能会有一些改变，债券的看法肯定要比之前乐观一些。

这样的话，债券年底的配置行情我们觉得有可能出现。考虑到多数人可能都会有预期，所以不排除在11月底大家会抢跑这个年底配置行情。但我们认为，年底12月左右这样的时间，利率下行的容易程度会更大一些。

在这样的环境下，未来利率节奏怎么判断呢？在11月，我们前面提示过整体债市是震荡的，比如10年国债利率处于1.6%~1.65%这样的区间震荡。而到年底，整个10年国债是有可能突破1.6%的，但突破1.6%之后下行空间也不会很大，可能最多就是在1.6%左右做震荡，即下行之后在1.6%左右震荡。而对于超长债来说，多数人都觉得空间会更大一些，因为第一票息高，第二本身期限利差也比较阔。目前30年跟10年的利差水平大概是40BP出头，考虑到参考2022年以来的平均状态，利差是在35BP左右。叠加起来，30年国债是有可能在今年看到突破2.0%这样的点位的。这是对于未来利率节奏和点位，我们目前的判断，以及对于赎回现象后续影响，我们目前的判断。

在目前这样的状态下，如果构建投资组合应该怎么考虑呢？原先大家买得比较多的是短加长的哑铃型结构。但考虑到现在央行降息已经落地，不排除后续资金水平可能会有一些宽松，带动整条曲线短暂变动，或者推动中长端这样一些品种出现小幅下行。第二，中长端品种也可能会在后续利率又下行、央行关注这时候，中长债的需求度可能会提高。所以我们建议，当前阶段尽量构建一个均衡配置型的组合，即在原先哑铃型的短加超长的基础之上，可以加上部分的中长期债券。

构建完均衡组合之后，久期选择应该怎么考虑呢？因为前面提到过，整个11月市场可能还是会偏震荡，以利率为主，利率为主的话可能会偏震荡一些。在这种环境下，我们不太建议把久期拉得特别高。但如果出现一些调整式的现象，其实可以做一些短期交易。比如上周五加上今天早盘，大家可能会看到整体超长债调得比较多。我们之前也提到过，如果30年调到2.0%~2.1%左右的时候，其实是可以考虑适度加久期的，但一定要注意，因为现在才11月初，正如我们前面提到的，后续整体处于震荡环境中，那加久期之后也不能长期拿，可能就是后面你买的债券下行3BP以上，可以结合盘面的情况适度做一些止盈，但一定要注意止盈之后久期还是中性

的。这是关于短期做交易、逢调买入的思路。
除此之外，什么时候可以长期拿呢？就是我们前面提到的，比如11月底去交易跨年配置行情，可以拿的时间稍微长一点。11月底、12月初可以考虑加久期并长期拿，这是我们目前调整久期的思路和想法。

现在的情况是，考虑当前的久期状态，因为前面提到过，无论如何都需要维持一个偏中性的久期状态。当前去维持这样的中性久期状态，其实就需要买一些长债或者超长债这些位置。对这些位置的择券思路，我们重点做一些总结和分析。
整体基调跟我上周给大家汇报的思路是一样的：比如短端拿一些两年的信用债、一年的存单；中端拿一些7~8年比较好的利率个券。这些个券中，上周提到的一些性价比好的，当前依然具有比较好的性价比，主要是一些7年的利率债，或者是5~6年的二级资本债，性价比都比较强。
另外就是超长债，超长债这个位置我们再强调一下，到底30年、50年和地方债这些维度要怎么去买。首先，针对30年、50年这个角度：因为30年活跃券交易上反复的现象比较明显，就是前段时间你可能会发现特6比较好，后面一段时间你就会发现特4比较好，目前特6和特4的利差是在一个BP左右波动。虽然我们自己做主观判断，我们还是认为在短暂的时间内，如果说要换券的话，特6是有可能换成下一个券的；但对于特4来说，要么年内换成特6，要么就是明年换成2621，相当于2621也好、特6也好、特4也好，他们各有优劣。因为现在主力券确实是特4，什么时候换成特6，大家不确定，有可能不换、有可能换；你如果不换，那明年要换成2621。也就是说整个30年，他们之间各券的转折会很快、会很随机，可能今天这个券好，过了年之后就是另一个券好。
所以我们建议，大家如果考虑30年的个券选择：第一，比如我们自己主观判断，还是坚定认为26特6有在短时间内换主力券的可能性，这个时候如果拿30年债券，可以考虑拿26特6。

除此之外，也可以基于一个纯粹赔率的角度，就是从三个券特6、特4和2621之间，如果某一个券利率水平明显偏高、赔率很好，到时候可以再去参与；如果大家的利差水平都很合适、没有太强的区别性，可以都不看。因为确实换券这个事脑洞比较大，可以都不看。那都不看买什么呢？那就是买30年的老券和50年的国债。
其中，对于30年老券来说，重点就是去挑一挑哪些老券利率水平会比较高。比如上上周可能是26特2利率比较高一些，上周可能是25特6利率比较高一些，但目前25特6还有一定的价值，包括老一点的25特2也值得关注。这是关于30年老券，就是去找一找利率水平相对偏高、明显超过流动性溢价的券。
关于50年国债，因为它的优势比较多：一个是26特3不会换券，因为它的代码就只有一个；第二，26特3流动性也还不错。之前26特3跟老一点的券、老一点的50年25特3做利差，利差是9个BP，这个利差明显比较高，所以它能压缩。能压缩的水平，因为我们认为50年保险的定价权是在慢慢减弱的，因为50年的配置价值那么强嘛，这样50年的新老券利差考虑

增值税利差的话应该是6~7左右。但26特3因为流动性好，所以我们再扣掉一部分流动性溢价，我们认为26特3跟25特3的合理利差可能是压缩到5BP左右。第二，因为确实50年只有这一个个券，而且存量规模不是很高，不排除它可能在利差压缩到合理水平，甚至压缩到更贵的状态，不排除。
也就是说，从整体超长债的角度出发，目前30年的国债老券和50年国债依然可以重点持有，如果想要规避换券的不确定

性，就重点关注这两个位置。
除了这两个个券的位置之外，我们也不能说整个组合里面拿超长债就只拿利率债，或者说持有价值没有那么强、可能会偏交易一点的个券，它们的交易点票息可能就不会那么高。
在这种环境下，组合里还是需要有一部分做交易、有一部分仓位做持仓。持有的这部分仓位，现在重点考虑30年的地方债。为什么呢？因为现在去看地方债的情况：目前10年地方债跟国债的利差大概是5BP左右，20年地方债大概是8BP，30年的话大概是3个BP。虽然利差不是很高，但只要30年国债有一定的下行机会，那30年的地方债肯定也会跟涨并同步小幅收窄利差，这是第一。第二，我们前面提到，对于配置盘来说，后续如果加大配置，可能30年地方债的买入需求也会增加。第三，需要看后续大家对于利息收所得税的预期情况，目前大家还不会交易这个点，但即使出来，对30年地方债老券还是一个偏利好的状态，因为配置盘可能在这种环境下会想配当前30年地方债老券。当然这一点如果出现了，到时候可以再去做一些详细的研究和分析。
从这个角度出发，30年地方债目前既有赔率，性价比也不错，所以我们建议在底仓这里可以重点关注30年地方债，性价比较强。这是超长债这一块具体的债券选择和品种选择的更新。
这是第一部分，我们对未来11月以及年内利率的展望判断，以及策略上的思考，以及对短期赎回现象的基本分析。

第二部分，是我们对11月策略的整体推荐，请我们的同事浩顿跟大家做分享。
各位领导，大家晚上好，以下给大家汇报一下我们11月转债还有个券的分析。从当前市场来看，转债走势跟正股比较相关。我们复盘这一轮的调整并做后续展望，能看到从长期来讲，国内科技主线跟海外费半的相关性是逐年增强的。我们可以算一个滚动相关系数：2024年基本不太相关，2025年相关性向上，2026年来看相关性更强，尤其在二季度。毕竟从9月开始这一轮是出现一定分化的，尤其国内市场的科技板块率先出现调整，9月海外还比较强，10月也迎来了一轮调整。所以这一轮我们看到，10月相关性又回落，9月国内的市场还是率先调整的。
我们看下来，至少受到海外包括一些云巨头财报的影响，包括AI带动产业出现一定的格局分化，部分主业出现了收缩，可能也导致他们现金流转弱，再加上资本支出比较大，所以大家是担心后续资本支出的增量，这是目前主线科技的一个症结。

我们当前认为，整个市场从资金面及估值面来看，是逐步体现出一定性价比的。首先，可能经历了大概三个月左右的调整，海外也经历了多轮调整。这一轮我们觉得可以去对比2022年的同类环境：2022年从年初到4月27日，呈现了大概3~4个月的调整，调整幅度我们这个表里也做了复盘，基本从2021年底的回撤，双创指数跌了近20%；这一轮如果我们以创

业板为例，到现在来看，其实也接近了35%~40%的幅度。所以基本来讲，时间还有空间来讲都比较充分。
我们现在很难说这个位置看一个特别强的反转、突破7月的高点，但无论是技术上的反弹，还是市场资金面带动的反弹，我们觉得可能性还是相对比较大。参考2022年的话，当时的反弹幅度也相对可观。从当时来看，从4月27日到7月中旬到8月初，整体反弹的持续周期在40~50天左右，反弹幅度双创基本在30个点。所以基本我们能看到，就算整个市场在年线以下进行回调，其实也会有一波不小的反弹。
当前来讲，可能就需要资金面、政策面、海外基本面各方面的支持。现在这个位置，我们觉得整个市场估值比较合理。这里面大家最近都关注一个指标，就是创业板的低估值。当每个票一个个拿出来看哪个贵、哪个便宜，有效性更高，但也不太可能一个个去逐个研究，所以我们以一个指数的相关估值来看。创业板，尤其中国的一些高端制造，其实这一轮的估值调整是比较充分的。现在创业板的PE动态市盈率，这个是比较客观的数字，没有任何预测性的成分，主要就是现在指数跟市场板块的估值去做分析。现在基本这个位置，创业板的动态市盈率基本回落到大概2024年"924"之前的一个位置，这是比较明显的。这个估值历史也出现过持续回调的过程，比如2021年到2024年创业板PE也是往下调，但我们觉得当时主要是新能源需求相对放缓，所以2023年、2024年很多新能源公司的财报确实出现了回落，也就意味着估值是领先于基本面去调整的。

这一轮的话，大家其实还是在定价。虽然我们看到可能季度层面的资本支出很难再有比较大的向上，但海外云巨头这种资本支出是逐季向上的。所以我们以三季度的季度资本支出外推2027年全年来看，走到全年，今年跟2026年比，可能也有20%~30%的增速向上。所以也就意味着，可能到2028年以前，整个行业的供给、供需包括订单面还是比较强的。所以虽然二季度回落，但从业绩增速来讲还在往上走。如果每个季度创业板的板块不断释放业绩，那我们看好的话，这个估值可能还会往下走；如果整个市场的市值不往上走，那这个估值有可能走到2024年年初的底部以下。所以我们觉得从这个角度来讲，大的背景还是估值呈现的现象。科创50来看相对还偏高，因为科50我们看PE，很多标的可能还不一定有特别强的利润，从PS的角度来讲，现在基本是在2025年二、三季度左右的一个位置。我们比较看好的是一些制造相关的标的。
这是正股的角度，我们觉得现在从幅度、时间、估值、资金面的角度，会有一些拐点，会有技术面的反弹。从估值角

度，其实转债这边我们觉得也是调得比较多的，甚至我们看到上周转债相比于正股、相比于宽基指数是有一定跑赢的。从估值角度可以分两个角度：第一个是按溢价率的走势，这个比较直观，基本溢价率现在是处于2025年大概7月，或者2025年9~10月的位置。为什么是8月？当时是比较高的，8月底杀了一波，所以现在基本就是起涨的一个位置。以前我们也跟一些投资者讨论过，什么时候这个不会再进转债，包括一些保险、包括一些偏绝对收益的资金聊下来，当时就是说

今年年初，比如今年大概四、五月的时候，大家聊如果我们回到2025年7月这个位置，我愿意再去配。那现在可能就接近这个位置了，因为确实也杀得比较狠。现在我们认为主要是正股这边的预期有修复，那转债这边的入市资金或者说有一些资金，看起来可能在逆势再加，所以这里面转债以小微盘为主的一些标的，是比较有机会的。
另外我们更严谨地按期权的隐含波动率去算，其实这一轮转债我们觉得也有性价比。因为首先我们看历史的隐含波动率，历史波动率来讲，在9月中下旬来看，其实是波动率有向上的，市场波动越来越大；转债这边，隐含波动率没有特别大的向上，所以也就意味着，我们按隐含波动率减去实际波动率的角度来看，转债的估值是比较有性价比的。
所以总的来说，我们认为转债的估值是更合理化了，主要看什么时候权益会反弹，那转债的弹性更强。这个我们也做了一个历史统计，就是股票和转债、股票和债券指数分别分四个情景去分析：基本来看，股票涨、转债涨的时候是很顺的，溢价率是很明显的弹性；股票涨、转债跌的话也还可以；股票跌、转债涨的话就主要以稳为主；当然股债双杀就比较凶。所以我们现在来看，基本处于第三个阶段，溢价率可能还没有特别强的动能，如果股票市场有技术性的反弹，那转债这一轮跟涨的动能还是比较强的。
我们其实对标2022年的4~7月也是类似的，当时估值是杀到了一个区间的底位，然后在中间的2~3个月里又反弹到了一个高位，所以当时反弹比较极端。但现在能不能扩大反弹，还是

存疑，但总的来说，我们觉得估值层面也可能有5%、6%的一个相比于正股的超额。
策略层面，我们现在有几个思路：第一个思路，主要还是维持一个比较均衡的结构，去等待主回归。高波资产方面，我们比较关注两个角度：一是制造业转型数据中心、转型AI的角度，里面可能包括精智达、鼎通、圣泉、强达这些转型的标的；二是国产替代，半导体国产替代，包括金海通、芯碁，以及龙图、伟测这些。这里面我们建议还是偏右侧的交易，因为现在看起来有些标的还是机构持仓的主要标的，筹码结构相对比较复杂，如果当市场比较顺地往上、右侧的话，可能比较有机会。另外就是中波的小盘，中波资产我们觉得一个是双低策略，还有就是小盘策略，可能在类似的情景里面有比较强的超额。我们比较观察，能看到中证2000什么时候会走强，其实基本可能像历史的背景面的话，中证2000机构持仓没那么强，所以是率先见底；当市场中证2000

走强的过程中，我们复盘了，无论转债估值上升还是下降、转债指数比创业板或者沪深300，都很容易有一个超额。中波资产主要基于小盘还有低估值两个因子去做择券。
第一波转债资产，其实也有一些说法，因为现在低波资产的特征可能逐步显现出来。第一个，因为现在债强股弱，带动了现在市场债性的转债偏多，我们最近盘点下来，就没有1的、然后YTM为正的转债有15~20个左右，尤其里面有一些光伏转债，像天能、通威、钧达这些，我们觉得他们肯定不想这么低的价格，但他现在确实转债的溢价比较低，所以YTM也会更高，如果以债性角度去看这些转债，我们觉得也是有一

定性价比。另外，很多业绩不错、又确实有防御属性的正股，再加上转债溢价不贵的标的，比如药房转债、天润转债、蓝晓转债，这里面也是比较好的、做大弹性的一些板块。有一些转债我们觉得债性转债有机会，因为现在整个转债估值有修复，债性债其实跟正股涨跌幅相关性比较弱，有一些债性转债可能股再跌、它价格也会有一些下跌，但跌的幅度越来越脱敏；但如果股票整个市场股票涨，那转债正股对于这些低价转债的驱动力可能也偏弱。但是这些低价转债，因为我们判断后面如果股票修复的话，肯定估值这边有一些修复，所以这些债券板块它就赚一个估值的钱，其实性价比也不弱，因为它跟股票大概率是脱敏的，它只赚了一个估值修复的钱。我们判断，估值修复如果正股这边有企稳或者反弹，还是会出现，所以债性转债的打法、这个资产也是比较多的。
这里我们主要关注以下策略，标的层面，现在可能大家对标的的关注度其实不是这么强，那我们把现在关注的一些标的跟大家做一个汇报。
第一个是福斯特。福斯特业绩这边我们觉得还是稳定的，因为他做光伏胶膜，其实受益于整个行业，光伏这个行业内卷了两三年了，福斯特作为胶膜龙头，其实竞争力还是有比较稳定性的。另外，PCB相关的干膜、感光干膜也逐年放量，公司产能也快速释放。按现在市场给的一致盈利预期，公司规模净利润大概今年可能在20倍左右的PE，然后17亿左右，明年可能就15倍左右的PE。转债剩余期限比较长，现在有两年

以上，价格现在可能也就120元左右，所以我们觉得作为一个平衡转债，是比较均衡的一个品种。
金地的话，我们觉得可能可以做一些弹性的品种。金地也即将进入下修，现在可能还没触发强赎。公司的话，我们预计可能很少强赎，它第一次触发就要走了。现在这个市场的话，我给大家汇报一个数据：10月以来大概有11个转债触发了强赎，没有一个转债是走的，当时9月、10月这个数的话在50%左右，8、9月这个数在50%左右，但10月调整以来没有打过转折。这个要提醒大家注意，所以当市场比较弱的时候，其实转债的强赎比例是明显减弱的。金地这边，我们看了预报确实也是同比环比都有向上，主要我们觉得一方面风电这边支撑，另外公司也在扩展自己的电机定转子的产能，这个产能可能后面也受益于汽车电机双电机车型渗透率的向上，

这是业绩端的贡献。另外，公司也在投液冷。液冷的话可能主要做一些像地冷，包括做其他这种零部件，公司无论是自己投两点多个亿，还是去控股程序精密（谐音），后续液冷这一块也会给公司一个额外的弹性。
绝对收益的标的，我们关注天 润 乳 业 。因为整个天润的话，其实我们看到整个合同奶价是出现了一个拐点。我们最近更新了最新的数据，10月中下旬整个原奶的价格是继7月以来持续往上走。虽然整个乳制品的消费量还是有一些阴跌，但像天润这种原奶牧场，它的供给图形是比较极致的。所以我们其实看到，天润无论是中报还是三季报，它的盈利还是持续往上走，今天的板块表现也比较好。最近我们看到食品饮料的需求，或者说食品饮料板块有往上修复，像茅台我们看到

一个新闻，也是修复了今年以来的跌幅。天润的话，其实这个转债我们觉得性价比也不弱，因为它是一个3年多的一个转债，相对来讲走的意愿还是没那么强。当然公司没有口径，但是我们做一个推论。这个转债是一个平衡偏股的转债，现在估值也处于这5年以来的一个次低位，所以它中报包括财报已经改善了，主要就是市场不给估值，那一旦整个消费、食品饮料有修复以后，我们觉得这个标的可能还会有不弱的表现。
最后一个是我们比较关注的巨 身 。巨身公司最近也出了三季报，也很不错，三季报它的新兴的在几内亚做驳运的业务环比大幅向上。公司主要是做国内的物流，还有做仓储，包括海外给有色的一些企业做运输，包括陆运和国运。公司主要在几内亚去出海，几内亚的铝土矿占整个全球1/3以上，也是中国最大的铝土矿进口来源。公司做这个国运业务，其实整个订单还有单价都比较好。公司也会逐步通过转债，包括各种方式去买船，后续只要运输比较强，那公司的业绩也会有一个中长期向上的趋势。公司现在市值还是比较低的，只有20多亿，所以整体来讲，弹性我们觉得还是偏强，转债也是上市不久的、还没进入转股，所以估值已经杀过一轮了，所以我们觉得还是会有不错的弹性。
以上是转债还有债券的汇报内容，谢谢大家。感谢大家参加本次会议，会议到此结束，祝大家生活愉快，谢谢。

--- 一周全球宏观复盘与资产展望20261101.pdf ---
总 结
1 、 本 周 全 球 宏 观 主 要 线 索 第一方面是美联储10月议息会议，整 体 上 是 一 个 略 微 转 鸽 的 暂 停 加 息 ， 维 持 利 率 不 变 。这样一个暂停加息符合市场预期，但如果考虑当前美国经济基本面和通胀数据保持比较不错的超预期状态，这 种 暂 停 加 息 的 操 作 整 体 上 跟 前 期 的 政 策 取 向 相 比 ， 还 是 比 较 偏 鸽 的 转 变 。第二是全球科技领域的资本层面情况，过去一周很多海外科技巨头财报发布，其 中 一 些 比 较 大 的 巨 头 关 键 财 务 指 标 不 及 预 期 ， 进 一 步 加 大 了 市 场 对 整 个 全 球 A I 投 资 预 期 的 担 忧 。第三是美国三季度经济增长数据公布后整体表现好于预期，显 示 美 国 经 济 基 本 面 当 前 整 体 上 还 是 处 于 一 个 韧 性 比 较 好 的 状 态 。国内层面，最 新 的 1 0 月 制 造 业 P M I 有 一 个 季 节 性 回

落，考虑到假期因素影响，这种回落整体上也在预期之内；
但即使考虑在预期之内的季节性回落，如果去看供需端因
素、价格端因素，11月份以来PMI的生产动能整体上来说并不
算特别强。
2、本周全球资本市场表现过去一周全球国内外的股市还是
在经历一个比较明显的回调压力。与此同时，债券市场在股
票市场有一定承压的基础之上，有比较明显的较好表现，尤
其是美债。但国内债券市场可能相对来说比较特殊，因为有
一些信用债相关舆情事件的扰动，可能对债券市场在上个周
五带来了一些不小的扰动或冲击。原油还是保持一个高波动
的状态，主要是中东层面，虽然美国在特朗普大选之前没有
对伊朗采取进一步比较激进的军事行动，但地区层面的冲突
还是不断，对原油基础设施带来一定影响，所以原油价格整
体上还是保持高波动状态。黄金方面，全球尤其是股票市场
的风险和波动加大之后，一些股票投资者为了应对股票下跌
之后保证金方面的压力，对黄金有整体性的卖出，所以黄金
在上一周其实已经跌到了一个比较低的位置，现在这个点位
可能也是上一次黄金回调时没有触及过的一个比较低点。总
的来说，过去一周全球资产相对来说还是风险资产承压比较
明显，债券市场在股债跷跷板效应之下有一些避险情绪抬升
和避险资金涌入，原油受伊朗局势扰动处于比较高波的状
态，黄金更多是受到权益投资者寻找资金补充保证金因素的
扰动，整体上还是一个有所抑制的状态。
3、下周需要关注的宏观事件下周一个是美国中期选举即将
正式拉开帷幕，11月3日是投票日。如果两党中任何一党表现
出比较明显的压倒性优势，可能到4号市场就会对投票结果做
一个比较明显的交易；如果两党选情比较焦灼，结果揭晓的
时间周期就会被拉长，可能要等一到两周。后面还有美国的
非农数据可能也会公布，因为之前美国基本面数据没有出现
比较大的承压表现，所以进入11月份，大家对于10月非农数
据会有一定程度的关注。此外，最近美国科技企业的财报数
据还是有比较大的波动和超预期的风险，这也是后续在三季
报时间窗口区需要留意的，过去一周财报层面相关消息并不
是特别好，未来一周这块形势怎么变化，是转好还是进一步
承压，都会对市场带来非常关键的影响。
4、观察全球股市和债市的三个关键因素从重要性角度由高
到低依次是：第一，海外AI整个基本面的兑现情况，之前大
家关注的是产业趋势，现在更多去关注基本面兑现的情况，
这是对全球市场可能带来比较明显影响的重要因素；第二，
美联储货币政策的变化，这也是对全球市场会带来影响的因
素。从这两个角度看，基本面数据的波动和不确定性还是比
较大；美联储加息这个事情，10月议息会议没有加息，导致
担忧有所缓解，美债前期也有一定程度下行。往后看，一方
面是大选在11月就会过去，另一方面美股也有明显承压，所
以到12月份还是会保持一个像市场预期的加息落地情景，因
此不能对美债在现在这个时间点就进入趋势性下行做过早定
价，可能还要再观察一到两个月；到明年，因加息预期转变

所推动的美债行情可能会更明确，利率下行预期的方向会更明确。
5、A股展望至少这两个因素在未来一两个月内不会特别明显、趋势性地反转，所以从中期角度我们一直在提醒全球AI投资情绪波动的风险。在这个背景下谈A股，最主要的影响因素还是看海外科技投资情绪会不会进一步波动，从而与A股发生共振。除此之外，A股还要考虑政策对股市稳定的相关部署，以及市场情绪自发博弈底部的情况。如果海外AI投资相关的市场行情和情绪没有这么波动，随着政策对股市托举力度加大，市场已跌了很多，如果后续还往下跌，市场情绪博弈反弹的因素也会更强。假如海外AI投资能稳住，后面市场再往下跌，一方面是博弈底部的资金情绪上升，一方面政策稳定股市预期、托举股市的举措力度可能也会更大，这些因素叠加到一起，对市场还是会起到明显的止跌甚至反弹的结果。但如果另一种情景，海外AI投资情绪在基本面数据扰动之下还是有比较大的波动，那从整个股市角度来说，还要去留意和警惕科技投资情绪会不会进一步松动，从而对市场带来进一步的冲击和挑战。
6、债券市场展望美债短期交易的主线主要在议息会议上美联储加息还是降息，或者说加息还是不加息。如果市场对加息预期打得过强，可能在某个月份美联储的加息预期又走弱了，美债的交易就会有一定回吐；10月份之后就是在这样一个交易逻辑和轨道上。进入11月份，之前市场一方面交易股市波动、债券避险情绪上升，另一方面确实在10月暂停加息之前，美债价格层面对这个事情做了比较充分的定价，现在有一定回吐，10年期美债从（高点）落下来已经落了大概40个BP左右，幅度相对来说还是比较大的。所以短期从一个月左右的交易维度看，美债进一步下行的空间可能不大了，甚至可能进入12月份时，市场会因为担心12月份加息的事情，还会有一些价格或者说收益率的反弹。但到明年，我们还是重申之前的观点，美债或者说美联储加息的预期可能会出现一定程度的反转，这对美债来说利率下行的空间会进一步打开。对于国内债券市场，第一是市场交易层面中期的交易逻辑还是觉得经济基本面相对来说比较弱，尤其是往明年去看，如果外需有一定程度的走弱，那么内需的托举和政策的发力可能会相对加强，市场往明年看在宏观政策加大发力、流动性、货币政策有一定宽松空间这几个方向上还是保持的。短期确实最近信用债市场的一些舆情引起了交易层面和情绪上的一些波动，但这种波动整体上还是比较短期的。总的来说现在几个因素：第一是经济基本面和未来政策宽松的预期；第二是权益资产的波动；第三是现在信用、地产领域有一些担忧之后，避险情绪也会对利率债有一定程度的支撑。从这三个角度来说，我们并不认为利率债会有一个比较系统性的冲击，经历过这个波动之后，无论从基本面还是交易环境上看，国内市场的利率都有一定程度的配置价值。
7、海外情况核心结论过去一周市场很恐慌，但中期选举之后会给市场一个交代，这是一个时间的判断。过去一周市场

的主要矛盾还是在很明显"缺钱"的问题上。复盘来看，随着财报季发布，那些能够创造现金流的生意或者说公司是被市场所接受的，反而那些现金流的能力下降的公司就会被抛售。很明显像谷歌的财报和亚马逊的财报，因为自身传统业务创造现金流的能力下降，跌幅比较大；同时像甲骨文，它的财报里提到未来所需要的融资其实不需要那么大，自身可以逐步覆盖现金流，市场是拥抱的。"缺钱"还可以看到一件事，就是本周初的时候Meta的股权融资超额认购来到5倍，这也是给"缺钱"趋势的一个反向例证，当时事实上也是大幅反弹。总而言之，过去市场非常关注"现金流"这个指标。

8、"缺钱"问题的深层拆解往深的来拆"缺钱"这个问题：一位固收经理评价Meta的融资行为时提到，单从资本成本的角度，Meta原本更希望能够通过举债来融资，而不是像本周早期那样增发新股，最终核心的理由是目前债券市场其实已经容纳不下这些CSP的大规模发债了，所以这是一个被迫选择股权融资的做法。截止到周五，这些云厂商的债权价格已经跌到历史低位，而且它的收益率已经明显高于普通投资级公司债，这反映的是市场容量的问题。从高收益债来看，最早是智能行情发展，就是CoreWeave那个2032年的无担保债权，利息到了15%；近期有些媒体报道，从银行端的情况看，面向这些新兴厂商的高收益债发行其实不再被接受，因为利息给得比较高；同时这些新兴厂商也逐渐认识到这个现实，比如Nscale也放弃了发行高收益债，而是向客户收取预付款。高收益债市场容不下的意思就是资金方给不了你一个很好的价格，同时比较差的价格发行方也接受不了，所以这两个市场都有压力。

9、数据中心延期问题还有一个跟融资高度相关的问题，就是数据中心建设延期的问题。最近一些海外权威媒体的调研提到，有一家比较大的对冲基金在做一笔新运投资时，发现一个条款，就是客户如果延期超过3个月就可以拒绝、就可以退出，因此这家对冲基金拒绝了数据中心的交易。这其实说明在目前的融资环境下，大的云厂商相比新兴厂商还是比较强势，如果你延期，那我就退出交易，一旦退出交易，融资就会变得困难。所以现在的问题就是"缺电"和"缺钱"这两个问题成为一个相互交织的负反馈情况，最终又升级为关于延期建设的问题。

10、总结判断总结来看，市场有两个矛盾，一个是缺钱，一个是缺电。这两个矛盾取决于什么？我认为最关键的事情就是中期选举。首先关于缺钱的问题，目前美联储的决议之前9月份就已经看出来是"以外定内"，中东的事情对油价的影响也会反过来作用于美联储的货币政策；而中东这个事情又是在中期选举的博弈窗口，要逼特朗普做妥协，所以又跟中选连起来。另外缺电的问题是关于审批的问题，现在海外科技主要交易的点在于德州和内华达州这两个州，会不会最后被民主党的候选人夺取州长，从而这些重要的数据中心建设的州权力易主，而民主党显然更加注重管制，这会导致很多土地、电力利益的联系，从而反过来影响融资的问题，所以这

是最关键的。因此我的判断是中期选举会有一个答案，但在中期选举之前可能还是要再观察。观察两个点：第一个点就是中选之后，特朗普会不会践行他的承诺、对伊朗进行新一轮打击，这个市场无法证伪，还在等待；第二个就是11月3号这一轮投票的结果最早可能会在当天出来，我们只需要关注德州的结果有没有统计出来，如果当天统计出来，结论大概就可以有一个比较大的认定。

会议实录：

尊敬的各位投资者，大家下午好，我是东财宏观首席分析师王笑笑。今天还是一样，由我跟我们的海外联系首席吴迪总一起，跟大家就过去一周全球宏观与资产的情况做一个整体的复盘和展望。我首先就全球宏观层面的主要线索和资本市场层面的表现做一个整体性的回顾和总结，并对后续的基本情况做一个简单的展望。

第一方面，我想汇报一下过去一周全球宏观层面的一些重要事件。

第一小点是美联储10月议息会议，整体上是一个略微转鸽的暂停加息，维持利率不变。这样一个暂停加息整体上还是符合市场预期。但如果我们考虑到当前美国的经济基本面和通胀数据，相对来说还是保持比较不错的超预期状态，那其实这种暂停加息的操作，整体上跟前期的政策取向相比，还是比较偏鸽的转变。

第二是全球科技领域内资本层面的一些情况。过去一周，我们看到了很多海外科技巨头财报的发布，其中尤其是一些比较大的巨头关键财务指标的不及预期，在之前市场就对整个全球AI投资预期有一些担忧的情况下，进一步加大了市场预期层面的担忧。

第三小点是我们看到美国三季度经济增长数据公布之后，整体表现是好于预期的，这个数据也显示美国基本面当前整体上还是处于一个韧性比较好的状态。

国内层面，我们看到最新的10月制造业PMI有一个季节性的回落，考虑到假期因素的影响，这种回落整体上来说也是在预期之内。但是，即使考虑在预期之内的这种季节性回落，如果我们去看供需端的因素、价格端的因素，现在整体上11月份以来PMI的生产动能并不算特别的强。这就是过去一周全球宏观层面主要发生的一些事情。

第二个方面，是过去一周全球资本市场的表现。

我们看到整体上全球国内外的股市还是在经历一个比较明显的回调压力。与此同时，债券市场是在股票市场有一定承压的基础之上，有比较明显的较好表现，尤其是对于美债来说。但是对于国内债券市场可能相对来说比较特殊，因为有一些信用债相关舆情事件的扰动，可能对债券市场在上个周五带来了一些不小的扰动或者冲击。

原油还是保持一个高波动的状态，主要是中东层面，虽然美国在特朗普大选之前没有对伊朗采取进一步相对比较激进的军事行动，但是地区层面的冲突还是不断，对原油基础设施带来一定影响。所以这个事情也导致在中期选举之前，虽然

之前市场担心的美国对伊朗的进一步军事行动到目前来看还没有特别明确的迹象，但是一些小扰动和摩擦还是在中东、在伊朗不断地持续，所以在这个背景之下，原油的价格整体上还是保持一个高波动的状态。
黄金方面，我觉得还是之前我们强调的那个逻辑，全球尤其是股票市场的风险和波动加大之后，一些股票投资者可能为了应对股票下跌之后保证金方面的压力，对黄金有一些整体性的卖出，所以引起黄金在上一周其实已经跌到了一个比较低的位置，现在这个点位可能也是上一次黄金回调时没有触及过的一个比较低点。
所以总的来说，过去一周全球资产相对来说还是风险资产承压比较明显，然后债券市场在股债跷跷板的效应之下，可能相对来说有一些避险情绪的抬升和避险资金的涌入，原油还是受伊朗局势的扰动，处于一个相对比较高波的状态，黄金可能更多是受到一些权益投资者寻找资金补充保证金这样一些因素的扰动，整体上来说还是一个有所抑制的状态。这就是过去一周全球资本市场整体的一个情况。
第三方面，我们汇报一下下一周后面可能需要关注的一些宏观事件。

总的来说，下周一个是美国的中期选举即将正式拉开帷幕，11月3号是投票日。如果整个民主党或者说两党里面一旦有任何一党有一个比较明显的压倒性优势，那可能到4号的时候，市场就会对这个投票结果做一个比较明显的交易。那如果两党选情相对来说比较焦灼，可能整个结果或者说谜底揭晓的时间周期就会被拉长，因为后面可能一些周的公布，包括一些选票最终落地的情况，可能还要等个一到两周的时间。最快的话在4号，如果任何一党表现出压倒性的优势，市场都会有一个快速的交易；如果比较焦灼，可能这个时间就会往后放一放。
然后后面还有像美国的非农数据可能也会公布，因为之前美国基本面的数据相对来说没有出现比较大的承压表现，所以进入到11月份，大家对于10月的非农数据可能也是会有一定程度的关注。此外，我觉得还是非常重要的一点，就是最近美国科技企业的财报数据相对来说还是有比较大的波动和超预期因素的风险，所以这也是后续在三季报这个时间窗口区，陆陆续续有一些科技企业公布财报之后，可能需要去留意的。因为过去一周实际上在财报层面，相关的消息并不是特别好，所以未来一周这块的形势到底会怎么变化，是公布的财报转好还是进一步承压，这个可能都会对市场带来非常关键的影响。
以上就是对过去一周全球宏观层面重要事件、资产层面整体表现，还有对未来一周需要关注的重点事情，我们先做一个整体性的汇报和梳理。

第二个大点，我想重点汇报一下之前我们一直在跟各位投资者汇报的，就是在现在这个形势之下，我们去观察全球的股市和全球的债市，有哪几个比较关键的因素，未来可能会是一个什么样的演绎方向，对于资产可能会带来一些什么样的

影响。
我觉得其实我们之前在前两次的会议中一直在持续强调，去透视、去研判这轮全球股票市场的波动，其实有三个比较关键的因素，这三个因素从重要性的角度，从高到低依次是：第一，海外AI整个基本面的兑现情况，所以注意，之前可能大家关注的是产业趋势，现在大家更多地去关注基本面兑现的情况，这是一个我觉得非常主要的、对全球市场可能带来比较明显影响的重要因素。第二，美联储货币政策的变化，这个可能也是对于全球市场会带来一些影响的因素。
如果从这两个角度去看，我觉得基本面的数据相对来说，大家现在也能够明显地感觉到，整个这种波动和不确定性还是比较大。那美联储降息或者加息这个事情，虽然说可能在10月份的议息会议中因为没有加息，导致大家的担忧有所缓解，或者说包括我们看到美债其实也是在前期有一定程度的下行；但是等10月份暂停加息落地之后，因为10月份确实一方面有大选的影响，一方面其实我们看到之前沃什也在讲话里提到了，现在可能海外市场科技的调整和波动，跟流动性的收缩也有一定的影响。那往后看，一方面是大选可能在11月就会过去，另外一方面现在股市，当然美股也是有明显承压的，所以这两个因素我觉得到12月份的话，整体上来说还是会保持一个像市场预期的、还是会有一个加息落地的这样一个情景。所以进入到12月份之后，从市场对于美债的交易来看，可能短期还是会去交易整个12月份的加息。所以从这个角度来看，我觉得不能对美债在现在这个时间点就会进入到一个趋势性下行做过早的定价，可能还要再观察个一个月到两个月，因为毕竟12月份还有一次加息。从现在市场预期来看，明年可能还会有一到（次），我觉得进入到明年之后，因为加息预期转变所推动的美债行情，可能相对来说会更明确一些，利率下行预期的方向可能会更明确。
那从这个角度去考虑的话，如果我们考虑现在全球股票市场，一方面是AI情绪的担忧，一方面是美联储加息预期的变化，至少这两个因素在未来一两个月内不会有特别明显的、趋势性的特别大的反转。所以从一个中期的角度来说，我们之前也一直在提醒这个全球AI投资情绪波动的风险。
在这个背景之下，我觉得如果去谈A股的话，A股最主要的影响因素还是看海外的科技投资情绪会不会进一步波动，从而与A股发生共振。那除了这个因素之外，可能A股我们还要去考虑，一个是现在的政策对于股市稳定的相关部署，一个是市场情绪自发去博弈底部的情况。如果说海外的AI投资相关的市场行情和情绪没有这么波动的话，那可能后续随着政策对于股市的托举力度加大，因为现在市场已经跌了很多了，如果后续市场还往下跌的话，那市场情绪去博弈反弹的这个因素也会更强一些。所以说假如海外的AI投资能稳住，那可能后面假如说市场再往下跌，一方面是博弈底部的资金情绪会上升，一方面可能政策进一步去稳定股市预期、去托举股市的相关举措力度也会更大一些。所以这些因素叠加到一起，对于市场来说，可能还是会起到一个明显的止跌甚至反

弹的这样一个结果。但是如果说另外一种情景，是海外的AI投资情绪在现在一些基本面数据的扰动之下还是有一个比较大的波动，那如果是这种情景的话，我觉得可能从整个股市的角度来说，确实还要在未来的一段时间去留意和警惕这个科技投资的情绪会不会进一步松动，从而对市场带来一个进一步的冲击和挑战。

所以这是我对于全球股市和A股层面后续形势做的一个简单展望。

然后后面我再简单汇报一下债市，因为刚刚美债也有简单的汇报。美债总的来说，我觉得短期交易的主线，主要是在议息会议的时候，美联储加息还是降息，或者说加息还是不加息。如果说市场对于加息预期打得太强，可能在某个月份的时候美联储的加息预期又走弱了，那这个美债的交易就会有一定的回吐，或者说回吐之前过强对于加息的预期的这样一个空间。所以10月份之后就是在这样一个交易的逻辑和轨道上。进入到11月份，我觉得毕竟美债其实如果说之前市场是在交易，一方面是一个股市的波动、债券的避险情绪上升，另一方面其实确实10月份暂停加息之前，美债价格层面对这个事情做了比较充分的定价。那现在有一定的回吐，回吐到现在，如果我们去看10年期美债，从5.3落下来已经落了大概有40个BP左右了，所以这个幅度相对来说还是比较大的。所以我们觉得短期从一个月左右的交易维度上来看，美债进一步下行的空间可能不大了，甚至可能这里面反而进入到12月份的时候，市场会因为担心说12月份加息的事情，可能还会有一些价格的反弹，就是收益率的反弹。但我觉得到明年，其实我们还是重申我们之前一直在强调的一个观点，到明年的话，美债或者说美联储加息的整个预期可能会出现一定程度的反转，那这对于美债来说，整个利率下行的空间相对来说会进一步打开。

那对于国内债券市场来说，我觉得有几个因素。第一是现在市场交易层面中期的交易逻辑还是觉得经济基本面相对来说可能比较弱，尤其是往明年去看的话，如果说外需有一定程度的走弱，那可能内需这一块的托举和政策的发力相对来说会有一定程度的加强，那其实市场往明年去看，在这一块可能还是有一个宏观政策加大发力，然后包括流动性、货币政策有一定宽松的空间，还是保持这个方向。当然短期的话，确实最近信用债市场的一些舆情可能也是引起了大家在交易层面或者情绪上的一些波动，那这种波动我们觉得整体上来说还是比较短期的。因为总的来说，我觉得现在几个因素：第一是经济基本面和整个对未来政策宽松的预期；第二个是权益资产的波动；第三个是现在确实像信用、地产领域可能有一些担忧之后，整个避险的情绪也会对于利率债这块有一定程度的支撑。所以从这三个角度来说，我们并不认为利率债可能会有一个比较系统性的冲击。经历过这个波动之后，整体上来说，无论是从基本面还是从交易环境上来看，可能利率，尤其是国内市场的利率，相对来说都是有一定程度的配置价值的。

以上就是我们这边对于整个宏观层面和市场层面做的整体性

汇报。然后后面的时间交给我们的海外联系首席吴迪总，请

他在海外科技和市场层面的一些情况做一个进一步的详细汇报。

大家好，我是东财海外宏观联系吴迪，我汇报一下海外的情况。核心的一个结论，我认为过去一周市场很恐慌，但是中期选举之后会给市场一个交代，所以这是一个时间的判断。

首先，过去一周市场的主要矛盾，我认为还是很明显在"缺钱"这个问题上。我做一个复盘，你很明显感受到，随着财报季的发布，那些能够创造现金流的生意或者说公司，是被市场所接受的；反而那些现金流的能力下降的公司，就会得到抛售。那很明显的就是比如说谷歌的财报和亚马逊的财报，因为它们自身传统业务创造现金流的能力下降，跌幅比较大；同时像甲骨文，它的财报里提到它未来所需要的融资其实不需要那么大，自身可以逐步去覆盖现金流，那么市场是拥抱的。

那么这个"缺钱"还可以看到一件事情，就是本周初的时候，Meta的股权融资的超额认购是来到了5倍，这其实也是给"缺钱"这个趋势的一个反向的例证，所以当时事实上也是大幅反弹。所以总而言之，过去市场就是在非常关注这个现金流这个指标上面。

那么往深的来拆这个"缺钱"的问题，我首先从这个（案例）说起来，就是一位固收经理去评价Meta的融资行为，他提到，如果单从资本成本的角度，那么Meta原本是更加希望能够通过举债来融资，而不是像本周早期的时候增发新股；那么最终核心的一个理由是什么？目前的债券市场其实已经容纳不下这些CSP的大规模发债了，所以这是一个被迫选择股权融资的一个做法。从截止到周五的时候，这些云厂商的债权价格已经跌到历史的一个低位，而且它的收益率已经明显高于普通投资级的一个公司债，这个是反映这个市场容量的问题。

那么从高收益债来看，最早就是智能行情的发展，就是CoreWeave那个2032年的无担保债权，它利息是到了15%。那么近期有些媒体报道，从银行端的情况来看，面向这些新兴厂商的高收益债的发行其实不再被接受，就是因为利息给得比较高；同时这些新兴厂商也逐渐认识到这个现实，比如说像Nscale，那么也是放弃了发行高收益债，而是向客户去收取这个预付款，这种形式。那么这个高收益债的市场容不下，就容不下的意思就是资金方给不了你一个很好的价格，同时这种比较差的价格发行方也接受不了，所以这两个市场就有点压力。

那么同时还有一个问题，就是也跟融资非常高度相关的，就是一个延期的问题，就是数据中心建设延期的一个问题。最近也是一些海外的权威媒体的一些调研，提到有一家比较大的对冲基金，在做一笔新运投资的时候，发现一个条款，就是它的客户如果延期超过3个月就可以拒绝、就可以退出。那么因此这样一家对冲基金是拒绝了这个数据中心的交易。那是什么意思呢？其实就是说在目前的这个融资环境下，大的

云厂商相比新兴厂商来说还是比较强势，那么如果你延期，那我就退出交易，那么如果一旦退出交易，那么融资就会变得困难。所以现在的问题就是缺电和缺钱这两个问题成为一个相互交织负反馈的这样一个情况。所以又是另外一个问题，就是关于延期建设的一个问题，最后升级了。

所以现在总结来看，我认为市场有两个矛盾，一个是缺钱，一个是缺电。那么这两个矛盾取决于什么呢？我认为最关键的事情就是中期选举。

首先关于缺钱的问题，目前其实美联储的这个决议，之前9月份就已经看出来了，就是"以外定内"，中东的这个事情对油价的影响，也会反过来作用于美联储的货币政策；然后中东这个事情，又是在中期选举的博弈窗口，要逼特朗普做妥协，所以又跟中选连起来。另外一个就是缺电的问题，就是关于审批的问题。现在海外科技主要交易的点在于，德州和内华达州这两个州会不会最后被民主党的候选人给夺取州长，从而这些重要的数据中心建设的这些州的权力易主，那么民主党显然是更加注重管制的，所以那会导致很多土地、包括电力利益的联系，从而反过来会影响融资的问题，所以这个是最关键的。

那么因此，这就是我为什么做这个判断：中期选举会有一个答案，但是在中期选举之前，可能还是要再观察，要再观察。那么观察两个点：第一个点就是中选之后，特朗普会不会践行他的承诺，然后对伊朗进行新一轮的打击，这个市场无法证伪，还在等待；第二个就是11月3号，这一轮是投票，这个投票的结果最早可能会在当天出来，我们只需要关注德州的结果有没有统计出来，如果在当天统计出来，其实结论大概就可以有一个认定、有一个比较大的认定。所以这是我一个总体的汇报。

以上是今天汇报的全部内容，感谢各位投资者参加，也欢迎各位投资者持续关注我们每周的这个会议，谢谢大家，再见。

--- 央行政策利率换锚落地对债市影响几何？20261102.pdf ---

总结

一、换锚事件与核心结论

10月30日，央行宣布从11月2日起，将主要政策利率从7天期逆回购1.40%，改为隔夜逆回购利率1.25%。换锚公告恰好出现在华发信用事件引发债市大跌的当天。它对利率水平的影响，更重要的是降低了流动性冲击的尾部风险。整体来看，这次赎回带来的调整，对配置盘反而是一个买入的机会。

二、换锚的三点影响

第一，有一定的"内降息"效果。1.25%与10月DR001月均1.28%的水平整体一致，但仍有释放一定宽松信号的作用。换锚主要是确认已有的资金价格：自10月中旬金融街论坛潘功胜行长提到"择机对政策利率进行换锚"以来，隔夜品种的操作频率和量都已超过7天期逆回购品种，实际上已处于"换锚ing"的形式；但从宣布"择机"到官宣落地，时点之快超出市场预期。这个时点也较为合适，刚好出现在华发信用事件、

流动性扰动的当天。
央行公告主要包含三项内容：一是每个工作日开展隔夜逆回购，利率固定为1.25%，成为主要政策利率；二是7天期逆回购改为固定数量、多重价位中标，主要在税期和月末使用；三是临时正逆回购等工具改为以隔夜利率为基点加减点，幅度不变，均为±25BP。这意味着资金利率的上下限整体下移15BP，也就是DR001的上下限从原来的1.15%~1.65%，变为1.0%~1.50%。这次调整将央行的操作期限与调控目标对齐——因为DR001的成交占比长期在90%左右，与央行过去主要操作7天期品种存在一定差异。

三、不是降息，且贷款利率暂不受影响
本次换锚存在一定的"内降息"效果，但不能等同于降息：实际利率下移幅度不到25BP，因为过去DR001一直略低于7天期政策利率，换锚之后更可能运行在1.25%附近、甚至略高于1.25%，所以资金价格的实际下行幅度可能小于数BP。而且10月DR001整体已在1.25%~1.3%之间运行，隔夜逆回购作为政策利率锚，主要是确认当前隔夜资金利率已有的位置。同时央行此前也提到，不希望市场对降息进行过度炒作：10月23日隔夜匿名资金价格报价一度上调至1.27%；10月MLF到期9000亿、只续做7000亿，相当于净回笼2000亿；监管也多次提示长端利率下行过快。此外，贷款利率暂时不受影响，LPR调整主要还是取决于政策利率是否下调。

四、对债券市场的影响
对债市，主要看对中长端利率的影响。截至10月25日，10年期国债一度运行在1.62%，我们认为已部分计入换锚预期；换锚正式落地后，中长债利率的运行空间有望打开，同时提升了10年期和30年期分别下破1.60%和2.0%的概率。短期看，10月最后一个交易日受流动性影响，中债利率债还是出现被动调整，我们认为需要珍惜这个配置窗口期。

五、10月30日下跌的成因与交易策略
10月最后一个交易日，30年国债利率一度上行4BP，国债期货TL跌0.95%，回吐近两周全部涨幅，由华发信用事件下纯债及固收+基金赎回的流动性扰动，驱动利率债止盈盘顺势兑现。债牛的运行趋势从今年3月下旬开始就基本确立。我们认为下一个可能出现的系统性调整点位，在10年期1.59%附近、也就是新低前后的水平；而30年期较2025年1月1.80%的前低还有接近30BP的空间，所以做多弹性明显更大、阻力明显更小。30年期以交易盘为主，10年期配置盘占比更重，因此央行对30年期的干预程度相对更为间接。我们维持"逢调整买入"的策略较优。
10月30日的下跌，是几个因素同时叠加的结果：
第一，华发风险外溢。担忧先在高收益美元债和地产债上爆雷，再经过城投债ETF赎回，波及国债、二级资本债等资质较好的品种。当日信用债ETF净流出约116.5亿元；从天天基金官方数据看，10月30日债基赎回程度可能是全年规模最大的一天。从TL期货多头减仓幅度看，全天减仓接近3.2万手，多头先平仓、然后跌破关键技术位，是下跌的直接推手。

第二，情绪层面，前期TL确实出现了一定交易拥挤。公募基金久期中位数升到3.5年附近，是近三年最高水平；信用利差也接近历史低位，整体安全垫比较薄。在前期权益市场偏弱、经济数据指向内需仍偏弱、融资需求不足，叠加央行持续释放中性偏宽松信号的背景下，中债利率整体易下难上。

而且拥挤度过高并非当前才出现，9月拥挤度就已经很高，但TL一直没有相应调整；这次顺势调整，反而对利空进行了一次较为集中的定价。
我们认为，这种流动性扰动一般表现为股债双低，持续时间不太可能超过三个交易日；冲击过后，二者都会出现超跌反弹，反弹之后股债会各自回到自身的定价逻辑和运行轨道。债券后面两三个交易日，可能就是未来两个月视角下较好的配置窗口。
六、华发事件与永煤事件、2022年赎回潮的对比
华发事件不同于永煤事件和2022年赎回潮，节点在于：
华发公开债没有出现明显违约，风险主要集中在区域和行业层面；
债基赎回更多是预防性的，理财子负债端总体较为稳定；
资金利率仍在下行，10月PMI数据为49.3%，生产和新订单指数都在收缩区间，指向基本面仍偏弱。
因此这次赎回潮可能带来波动，但影响会小于2022年年底——当时整个市场预期发生变化，一是全球公共卫生事件在国内放开，大家都认为经济会复苏，权益市场走了一波明显上行；二是地产"三支箭"推动等政策面加码提振，使债券走了一波下跌，出现了赎回潮的负反馈。

对比永煤事件，2020年永煤是出现了确定性违约，所以当前华发事件整体情况要稍好于永煤事件。
同时，央行此前推出了BNSF工具，核心正是为债市建立一道应急防火墙，体现在预期引导和机制补位层面，降低了抛售负反馈循环演变为系统性风险的概率。在赎回反馈循环启动时，BNSF可以向具有系统重要性的机构提供央行票据融资，让其有能力承接被赎回产品的资产，从而打断"越跌越赎、越赎越跌"的链条。
整体来看，这次赎回带来的波动，对利率债而言构成的是被动的止盈调整，很难形成持续的下跌趋势。从品种选择看，我们仍看好30年国债的配置价值：它相对于10年期的利差大概是45BP，回顾2024年下半年或2025年一季度，30年减10年的利差一度压缩到20BP以内、甚至10BP左右，所以30年当前的空间和配置价值还是很大的。

会议实录：
各位投资者朋友，大家早上好，欢迎来到国金宏观经济小班车。我是国金宏观的资配负责人李佩。今天我们来聊一聊央行的政策利率换锚对债市的影响。
10月30日，我们看到央行宣布从11月2日起，将主要政策利率从7天期逆回购1.40%，改为隔夜逆回购利率1.25%。换锚公告恰好出现在华发信用事件引发债市大跌的当天，它对利率

水平的影响，我认为更重要的是降低流动性冲击的尾部风险。整体来看，这次赎回带来的调整，对配置盘反而会是一个买入的机会。

我们认为本次换锚有三点影响。

第一点，它有一定的"内降息"效果。其实1.25%跟10月DR001月均1.28%的水平整体一致，但还是释放了一定的宽松信号。

换锚主要是确认已有的资金价格。其实从10月中旬金融街论坛潘功胜行长提到"择机对政策利率进行换锚"以来，隔夜品种的操作频率和量都已经超过了7天期逆回购品种，实际上已经是处于一个"换锚ing"的形式；但它从宣布"择机"到官宣落地的时点之快，还是超出了市场预期。我认为这个时点其实也是较为合适的，刚好出现在华发信用事件、这个流动性扰动的当天。

那么换锚主要调整了什么呢？央行的公告主要包含三项内容：第一，每个工作日开展隔夜逆回购，利率固定为1.25%，成为主要政策利率；第二，7天期逆回购改为固定数量、多重价位中标，主要在税期和月末使用；第三，临时正逆回购等工具改为以隔夜利率为基点加减点，加减点幅度不变，都是±25BP。这也意味着资金利率的上下限整体将下移15BP，也就是DR001的上下限，从原来的1.15%~1.65%，变为1.0%~1.50%。这次调整是将央行的操作期限与调控目标对齐，因为之前我们提到，DR001的成交占比长期在90%左右，与央行过去主要操作7天期品种存在一定的差异。

我认为这次换锚存在一定的"内降息"效果，但并不能等同于降息。因为具体来看，首先，它实际利率下移幅度是不到25BP的，因为过去DR001一直略低于7天期政策利率，换锚之后它更可能运行在1.25%附近、甚至略高于1.25%的水平，所以资金价格实际下行幅度可能会小于数BP。而且10月DR001整体已经处在1.25%~1.3%之间运行，所以隔夜逆回购品种作为一个政策利率锚，它主要是确认当前隔夜资金利率已有的位置。

第二，央行之前也提到，不希望让市场对降息进行过度的炒作，因为我们看到10月23日隔夜匿名资金价格报价一度上调至1.27%；同时10月MLF到期9000亿，只续做了7000亿，相当于净回笼2000亿；同时监管也多次提示长端利率下行过快。

第三，我们认为贷款利率暂时是不受影响的，LPR的调整主要还是取决于政策利率是否下调。

对债券市场的影响，我们主要看对中长端利率的影响。其实截至10月25日，10年期国债一度运行在1.62%，我们认为已经部分计入了换锚预期；但换锚正式落地之后，我们认为中长债利率的运行空间是有望打开的，同时也提升了10年期跟30年期分别下破1.60%跟2.0%的概率。短期我们看到，10月最后一个交易日，在流动性影响下，中债利率债还是出现被动调整，我们认为其实需要珍惜这个配置窗口期。

从10月最后一个交易日来看，30年国债利率一度上行4BP，国债期货TL跌0.95%，回吐近两周的全部涨幅，由华发信用事件下纯债及固收+基金赎回的流动性扰动，驱动利率债止盈盘顺

势兑现，形成传导链条式的交易。
我们此前也提到，债牛的运行趋势其实从今年3月下旬开始就基本确立了。我们认为下一个可能出现的系统性调整点位，是在10年期1.59%附近，也就是新低前后的水平。30年期较2025年1月1.80%的前低还有接近30BP的空间，所以它做多的弹性明显更大、阻力明显更小。包括30年期是以交易盘为主，而10年期是配置盘占比更重一些，所以央行对30年期的干预程度是相对更为间接的。我们认为还是维持"逢调整买入"的策略较优。
10月30日的下跌，其实是几个因素同时叠加的结果。刚才说到，第一个就是华发的风险外溢：首先担忧先在高收益美元债和地产债上爆雷，再经过城投债ETF赎回，波及国债、二级资本债等资质较好的品种。当日信用债ETF净流出约116.5亿元；其实我们也从天天基金的官方数据可以看到，10月30日债基赎回程度可能是全年规模最大的一天。从TL期货多头减仓幅度来看，全天减仓接近3.2万手，多头先平仓、然后跌破关键技术位，这是下跌的一个直接推手。
那么从情绪层面来看，其实前期TL确实出现了一定交易拥挤的态势：公募基金久期中位数升到3.5年附近，也是近三年最高水平；信用利差也接近历史低位，所以整体安全垫是比较薄的。我们知道在前期，权益市场偏弱运行，加上经济数据指向内需仍然偏弱、融资需求不足等等，叠加央行一直释放中性偏宽松的信号，叠加下来，中债利率整体是易下难上

的。而且拥挤度过高并不是当前才出现的事情，在9月当时拥挤度就已经很高了，但TL一直没有出现相应的调整；这次顺势调整，反而是对利空进行了一次较为集中的定价。
我认为它的流动性扰动，一般我们看到股债双低，持续时间不太可能超过三个交易日；然后冲击过后，二者都会出现一个超跌反弹；反弹之后，股债就会各自回到自身的定价逻辑和运行轨道。我认为债券后面两三个交易日，可能就是一个未来两个月视角下较好的配置窗口。
那么说到华发事件，它不同于永煤事件和2022年赎回潮的节点在于：第一，华发公开债没有出现明显的违约，它的风险主要集中在区域和行业层面；第二，债基赎回更多是预防性的，理财子负债端总体还是较为稳定的；第三，我们看到资金利率仍然是在下行的，包括10月PMI数据是49.3%，生产和新订单指数都在收缩区间，指向基本面仍然偏弱。所以这一次赎回潮可能会带来波动，但它的影响会小于2022年年底。
当时是整个市场预期发生了变化，因为当时由于全球公共卫生事件在国内放开，大家都认为经济就会复苏，当时权益市场也走了一波明显的上行，包括地产"三支箭"推动等等政策面加码提振，使得债券走了一波下跌，出现了一个赎回潮的负反馈。
那么对比永煤事件，当时2020年永煤是出现了确定性的违约，所以我们认为当前这个华发事件整体的情况是要稍好于永煤事件的。同时我们看到，央行其实之前推出了BNSF工

具，它的设立核心正好在于为债市建立一道应急的防火墙，

体现在预期引导和机制补位层面，降低了抛售负反馈循环演变为系统性风险的概率。在这种赎回反馈循环启动的时候，BNSF是可以向具有系统重要性的机构提供央行票据融资，让其有能力承接被赎回产品的资产，从而打断"越跌越赎、越赎越跌"的链条。

那整体来看，这次赎回带来的波动，我们认为对利率债而言，整体是构成一个被动的止盈调整，很难形成一个持续的下跌趋势。那么从品种的选择来看，我们还是看好30年国债的配置价值。它现在相对于10年期的利差大概是45BP，其实我们去回顾2024年下半年或2025年一季度，当时30年减10年的利差一度压缩到了20BP以内，甚至10BP左右，所以现在30年还是有很大配置价值的。

好的，感谢各位投资者。以上就是我们有关央行换锚对债市影响的一个解读汇总。谢谢。

--- 对话新周期第94期20261101.pdf ---

总结

1、铝：红利属性凸显，三季度业绩韧性强从三季报来看，铝的业绩呈现了比较强的韧性。三季度行业层面，铝价环比二季度下降500多块钱，同时成本出现抬升，在价格和成本的双重压力下，行业平均利润环比二季度下降6个点左右。但从个股层面看，虽然行业利润有所回落，核心铝企业的利润表现总体优于行业，且整体符合预期，个别公司如神火股份、天山铝业甚至出现超预期增长，天山环比增长15%左右。超预期的原因，一是这些公司成本属于行业最低分位线，二是其原料端、尤其是新疆地域企业的电价上涨相比国内综合电价上涨有滞后，即便把滞后期拉回，涨幅也比内陆地区少很多，相当于区域优势天生带来的成本压制。总体来看，三季报铝的业绩表现相对不错。

2、铝的供给与需求：弱预期与强现实铝价方面，随着三季度包括10月份价格往下走，整体呈现弱预期与强现实的情况。弱预期主要来自远期供给风险的压制，但现实层面需求表现、以及极端低库存下现货面临的压力，对铝价形成很强支撑。供给端，今年供给的"鬼故事"反复交易，但从3月中东减产、5月市场交易海外项目大量规划、7月交易部分项目不及预期，到10月慢慢交易部分中东项目复产，供给的悲观预期在逐步修复，带动铝价从年初两万六的高点回落到现在的两万三左右。目前中东经历极端停产后，之前停产差不多300万吨，现在只有巴黎、阿联酋呈现比较明显的复产节奏，受海峡限制，最快也要到明年一季度才能实现大规模复产，

所以整个二六年中东地区的减量可能仍接近200万吨量级。新增项目方面，像印尼泰景属于很超预期的项目，但即便在超预期之下，其60万吨项目也历经5个月才全线通电，泰运青山、哈利达的项目也明显受到电力配套限制。加上铝价跌到两万四之后，哈萨克斯坦的东方希望、新发等项目也没有进一步明确落地信号，尤其是在7月新的对外投资法出台之后，部分项目已出现明显延缓迹象。综合乐观测算，27到28年给到海外的增量也就是300万吨左右，新增产量也就是200万吨

左右量级，所以总体供给没有大家想象中那么夸张。加上国内仍受产能天花板很刚性的限制，今年下半年以来国家对铝企业产量的管控已从半年、季度性转为半个月或月度型，每半个月、月度就要上报一次产量，国内企业超产空间也非常小，且国内也没有合规产能增量。所以乐观测算27年全球供给增速差不多4个多点，28年供给增速相比27年还要往下走一个点以上。

3、铝的库存与价格展望从平衡表看，26年全球供需缺口接近200万吨，27、28年算下来会维持小幅过剩。但因全球库存已降到历史极低位置，对铝价支撑性非常强。只要铝价跌到两万三以下或接近两万三，下游去库就会非常快。目前国内铝锭加上铝棒库存已从年内最高点180万吨左右下降到现在的60多万吨，相当于今年国内出库已超过110万吨；海外库存也从年初50多万吨下降到23万吨附近，其中99%都是流通非常受限的俄铝库存。全球库存从10月中旬以来持续创历史新低，现在全球也就是80多万吨，折算到消费天数也就4天。即便11月份消费需求从旺季转向淡季，随着库存下降、进口呈现下降趋势，加上年底费率紧缺窗口期将至，我们觉得整体10

月份会维持不垒库甚至小幅去库的态势。这种情况下10月份沪铝价格韧性非常强。从现在升水看，海外升水还没有回归合理水平，日本现货还有200美金升水，美国还有500多美金升水。整体看，在内外价差、国内又没有增量的情况下，未来铝可能从贴水状态慢慢向升水状态去走，所以11、12月份铝价不要太悲观，可能还会在两万三以上，甚至现货真的缺的时候还会再涨一涨；但供给压力在这里，不会涨太多，跌的话也就是在两万三附近震荡。明年我们给到的铝价是维持国内两万到两万一左右的水平，即在下行压力比较大的情况下。

4、铝股：估值已充分反应，明确转向红利价值主线从股票来讲，股票其实是价格预期，对于两万一或者两万一的价格预期，股票已经进行反应。现在从估值看，按照两万多的铝价，基本上大家都定义的是10倍估值，这个估值打压已经比较彻底；如果按现在的铝价去测算，PE估值也就是6倍，像比较好的神火、天山也就5倍多，所以整个估值已经打得差不多，盈利端也相对比较干净，公司也相对比较安全。叠加铝的标的总体规划分红非常清晰，国央企这两年已经提到40%以上，民企也提到50%以上，部分优秀民企已提到60%多，甚至有极端的分到100%。整体因为国内铝的资本开支很少，加上国内铝价有韧性，我们觉得铝已经明确转向红利价值主线，从月度涨跌幅、20日涨跌幅能明显看到铝在有色中的相对收益非常好，这就是高股息给予的支撑，未来高股息的红利稀缺性价值应该还会持续凸显。因为如果按照现在市场偏向防御性资产去走，铝是比较好的一种资产，按两万的铝价测算，整个行业股息率还有5个点以上；如果按现价铝价测算，

整个行业股息率其实接近9个点，比较好的甚至有10个点以上。在这种防御性风险之下，我们觉得铝是一种配置机会。推荐标的上，第一是关注三季报出现业绩超预期的公司，主

要是神火股份跟天山铝业，它们的超预期不是一次性导致的，而是因为产业链极其丰厚以及区位优势带来的业绩超预期，持续性会更好；第二是股息率极高的，比如中国宏桥这种，护城河相对会高一点。

5、电力：三季报复盘与明年定价通胀预期电力这边分两块：一是公共事业行业三季报的整体复盘，二是强调在当前高煤价环境下，仍然比较看好明年定价通胀的预期。电力细分方向主要分火电、以红利为代表的水核、以及风光新能源三块。火电方面，因为去年年底签订的二六年火电电价相对比较低，当时市场对二六年煤价的判断也没有意识到今年由于海外事件冲击、国内安监事件升级，整体对火电而言今年确实是压力非常大的一年。从三季报表现看，尤其是三季度之后煤价一步步达到1000甚至1000往上，很多公司三季度火电表现压力非常大，出现大幅度同比回落，行业处在比较困难的阶段。对火电而言，我们排序会相对更靠前一些，因为行业在最困难阶段，可以去预期明年比较高的电价环境下，能否从整体盈利修复角度看到明年火电利润的反转。第二类是以水和核电为代表的稳健资产，我们看到了整体业绩的韧性。虽然客观上来水阶段性会有波动，比如雅砻江区域电价也有一些承压，今年确实不是最好的阶段，但从整体业绩表现看，一些水电公司韧性非常强。核电相对来讲预期更平稳，尤其是广核，今年年初像广西等一些省份新的核电定价机制出台，广核今年率先完成了盈利的整体修复。对于综合来讲，明年我们预期一方面是机制层面，会不会有相关的核电电价兜底政策进一步落地；除此之外，今年到现在煤价水平比较高，暗含着明年整体市场化交易电价整体是不是会有上行趋势，这不仅对火电，对核电、水电甚至新能源其实也都有催化。尤其像中核今年整体股价走势偏震荡，是不是明年整个市场会迎来更强的共识性判断，因为确实从核电主要这两家公司看，广核今年业绩修复程度比中核更高，中核明年从整体业绩修复潜力角度来讲相对会更大一些。所以对水核来讲，客观上行业有一定向下的情况出现，但整体而言，大家业绩基本都处在相对比较稳健的水平之下。

6、电力：新能源承压与灵活性资源对于新能源这一类资产，过去几年风光增速相对比较快，整体需求端全球用电增速相对来讲也没有太强支撑，导致新能源这一块不仅仅是三季度，从今年整体上半年以来，大家经营状况压力都比较大。当然双碳也是国家后续必须要坚持的重要发展方向。我们整体的判断是，可能从整个新能源行业来看，还是需要一些灵活性资源逐渐挖掘之后，包括像特高压、抽蓄、储能一步步有了比较规模化的释放之后，或许会对整个新能源电价出现反弹或支撑。如果明年火电电价涨，对新能源边际上客观会有催化，但确实只是一个边际上的影响。整体而言，我国电价的拐点核心可能还是要像刚才提到的灵活性资源释放之后，是不是整个从供需维度上能够发生根本性变化，从而对绿电公司的基本面进一步看到拐点。

7、电力：看好火电盈利反转从排序上讲，我们会把火电放得更靠前，也是基于基本面比较强的边际性预期。煤价现在

1000多，每天都可以看到变化，基本上还是维持在比较高的位置，它决定了很多省份的现货电价目前也维持在高位。比如最近珠三角以广东为代表的现货电价还都在四毛大几甚至五毛朝上，而去年的广东整体电价基本上就是地板价372，所以目前整体电价弹性非常大、空间非常大。江苏也是一样，长三角以江苏为代表，最近现货市场里火电电价平均水平也基本在4毛至4毛出头的位置。所以年底煤价坚挺，一定程度上也会带来第二年长期电价的修复。所以如果站在盈利反转角度，火电明年还是有比较强的电价走向通胀的逻辑支撑。进一步，最近市场确实逐渐在往这个方向平衡、切换。火电本身也是筹码结构非常好的细分，这几年整体定价一路下行，市场也不再交易这类资产，基本上像中报披露比较全一点的机构持仓，已经只有一个多点出头的水平。所以筹码结构好、明年基本面拐点有变化，长期而言，是不是还能进一步讨论火电中长期盈利修复收敛的可能性，从而在估值层面对火电有一个重塑的过程，我们觉得也是可以预期的。所以对于火电来讲，情绪、市场平衡，加上基本面盈利反转，加上中长期估值修复的可能性，我们确实还是比较看好这类资产。标的层面上，目前现阶段还是可以优先关注一些大的，像华能、华电，基本上也都很便宜，也没什么机构持仓；地方性公司可以等各省机制比较明确之后再做判断。除此之外，水核还是像中核、广核，包括水电里面的长电、川投，仍然看到了公司业绩整体层面穿越周期的韧性，所以这也是从增长性角度上我们一直持续看好的。

8、交运：三季报整体情况交运公司三季度整个利润同比增长6%左右，主要增量来源于航运，同比增加157亿；负向贡献主要是航空，减少了将近157亿；整体环比二季度大增，主要是行业利润大增，以及航空在低水平当中相比二季度整体扭亏。从行业看，航运板块增速最快，三季度整个板块同比翻倍增长；其次是快递行业，在反内卷之下，快递行业仍保持26%的整体增长；合资铁路增长，港口今年增了30亿，空际经理也增长11%，这三个增速相对较快，机场基本上持平小增。从下降角度看，航空因为高油价影响，全行业这几家公司只有6个亿的利润，同比下降96%；物流把快下降了24%，这里不包含快递；铁路下降1.5，高速公路微幅下降1.2，高速公路还是保持一定的韧性。所以从行业看，三季度最顶级的就是航运，其次比较快的是快递以及港口。

9、交运：航运与快递首先看航运，我们今年的关注点一直在看好各个场景上行的机遇，三个标应该说都验证了整个业绩，验证了我们这样的逻辑。油轮三季度是历史新高的例子，当然我们预计四季度弹性会更大幅度释放。因为油轮三季度50亿、同比300%的增长，招商轮船34个亿、同比200%以上的增速，我们认为四季度业绩按照目前情况看一定大幅超过三季度，甚至可能等于前三季度之和，还可能要更高。原因在于整个运价大幅攀升，三季度反映的是6到8月份的运力，而9月份之后到现在又进一步大幅攀升。往后面看，高额利差、绕行、船煤船过境等因素，一方面有驱动需求的动

力，另一方面消耗有效运力，使得整个运价快速攀升，而且我们观察一年期、三年期的期租实际上都有大幅增加，一年期甚至冲到将近30万美金的水平，三年期冲到13万。所以整个油轮是航运行业当中我们首先去推荐的。今年外贸运价继续攀升，以中远海控为例，三季度外贸航线单项收入实际同

比增长30%，单季度利润又到了172亿、同比增加80%以上，非常好的业绩表现。干散货的招商轮船、以及特团运输的中远海特，海伦发展三季度增速180%，海特147%的增长，亚洲恒运也全面大幅上行。快递在反内卷之下，江苏快递三季度仍保持着非常快速的增长，圆通39%增速，申通78%，韵达18%，增速很快。但我们认为这个盈利梯队实际上进一步分明了，圆通三季度保持14.5亿的利润，申通95.4（亿元），韵达是2.6亿，梯队差异或分成还是比较清晰的。从单票经率上看，圆通1毛7，申通7分，韵达4分钱，也是比较明显的差异体现。从公司层面看超预期的标的，按披露业绩之后第二天涨幅超过5%的标准来看，行业当中中远海特、锦江航运、中国物流披露业绩之后都是涨停，中远海控上涨7%，反映的就是市场对行业非常亮眼的业绩仍然有预期差、预期不足，所以才会涨停以及大涨。另外三季度妙可蓝多披露三季报之后也实现涨停，它三季度利润增速到了20%出头，验证了公司在半导体物流市场当中整个增速确认的订单收入结构和业绩释放能够匹配上。以及之前关注度相对低一些的高速公路，像山西高速、九江高速披露之后也都有大涨，高速公路板块也大涨了点8。我们认为这些公司更多是基于红利当中业绩变化以及股息利息变化所带来的上行，是超预期的一些标的。从整个利润高增长的角度看，我们界定单次利润大于一个亿、扣非利润同比增长超过30%，一共大概10个公司，其中航运占了7个，快递2个，防控两个。中远海控单季利润最高；从增速看有3倍增长的，像招商轮船、中远海控、中远海特的扣非增速；同比增长在50%到100%之间的有中控、中远海控、安通、招商轮船发展、申通，除了快递，都保底；在3到5倍之间的像圆通、上港、辽港。所以结合高增长和超预期来看，中远

海特、中国物流、中海通、香港集团可以说是既是增长又在整个市场表现上超预期。整体观点上，我们一直强调均衡配置，即周期打弹性加低控制，优选投资红利。还是三条线索：周期比较弹性当中，首先重点看好油轮；在第二执行系统中，建议关注核心标的一是东方物流、航空，加上需求端AI驱动带来的整个货品结构助力，也包括三季度公司在高位债情况下依旧实现小个位数同比增长、20%出头的增速，能够印证其所处的行业地位和竞争地位；以及包括两个标的，就是看半导体物流当中，公司PB仍然小于1。第三优选头部红利资产中，首先还是继续看港口，今年以来港口表现也都排在前面，主要是基于基本面的供应、超预期的出口情况，加上投资公司提供，主要来自全球贸易垄断情况下从船到港关键节点的海外战略价值的提升。同时对头部的高速公路以及京高铁，我们也要重点看好。

会议实录：

（一）铝：三季度业绩韧性与红利属性

各位同学大家下午好，我是华创教育吴一凡。欢迎收听我们周期组本周的电话会议。三季报新鲜出炉，我们也梳理一下三季报的一些看点和近期的观点。首先请我们金属的分析师李明娇，汇报一下关于铝的红利属性凸显的情况，孟娇这边先开始。

好的，谢谢吴老师。各位同事、学大家下午好，我是孟娇。
接下来我主要汇报铝这块三季度的情况。从三季报来看，整个铝的业绩呈现了比较强的韧性，加上铝价这块有低库存的支撑，包括红利的主线也慢慢在明确。从三季报的业绩梳理来看，行业层面，因为三季度铝价环比二季度下降了500多块钱，成本也出现抬升，在价格跟成本的双重压力之下，行业平均利润其实环比二季度是下降了6个点左右的。但是从个股层面我们会发现，虽然行业利润有所回落，但是核心铝企业的利润表现总体是优于行业的，而且整体都呈现符合预期的情况，甚至有的个别公司像神火股份、天山铝业，出现了超预期的增长。像天山，它是环比增加了15%左右，出现了一种超预期的上涨。那从这种超预期的归因来看，第一，出现超预期上涨的公司，它们的成本其实都属于行业成本最低的分位线；第二，从它们的成本端、原料端来看，作为新疆地域的企业，它的电价上涨其实相比整个国内综合电价上涨要有一个滞后，即便是把这个滞后期拉回之后，涨幅也会比内陆地区要少很多。所以这相当于是它所谓的区域优势，天生带来的一种对成本上涨的压制作用。总体从三季报来看，铝的业绩表现还是相对比较不错的。
但是从铝价来看，其实能明显感觉到随着三季度包括10月份价格也往下走了一点，整体行业呈现了一种弱预期跟强现实的情况。主要的弱预期就是来自于远期的供给风险的压制，但是从现实情况来看，我们看到需求的表现，包括一种非常极端的低库存的情况下，现货面临的一个比较大的压力。所以对于铝价来讲，它还是呈现了一个很强的支撑。首先从供给端来看，今年供给的这个"鬼故事"其实在反复复地进行交易，但是现在来看，这种供给很悲观的预期其实在逐步修复了。比如说从3月份开始，中东进行了一个减产，然后5月份市场开始交易海外项目规划非常多的量级出来了，在7月份开始去交易很多项目出现了不及预期，包括在10月份慢慢开始去交易有部分项目在中东地区的一个复产。所以供给的这个故事来回博弈，带动了铝价从年初的两万六的高点，回落到了现在的两万三左右的关口。那目前来看的话，整个中东其实经历了这种极端的停产后，之前的停产差不多是有300万吨左右。在经历这种极端停产之后，现在也就是巴黎还有阿联酋，呈现出比较明显的复产节奏。受到海峡的限制，其实很多企业乐观情况最快也要到明年的一季度才能够实行大规模的复产。所以整个二六年，我们可能看到中东地区的减量还是接近200万吨这个量级的。那从新增的项目来看，像印尼的泰景，这个属于是很超预期的一个项目，但是即便在这种超预期之下，它的这个60万吨的项目也是历经了5个月才进行

全线通电。包括泰运青山还有哈利达的项目，也明显受到了电力配套的限制。所以加上在铝价下跌到两万四之后，其实哈萨克斯坦的一些比如说东方希望、还有新发的这些项目，也没有进一步的明确落地信号。尤其是在7月份，我们那个新的对外投资法出台之后，部分的项目其实已经出现了明显的延缓迹象了。所以综合我们去乐观测算，27年到28年给到海外的增量其实也就是300万吨左右，新增的产量其实就是200万吨左右的一个量级。所以总体来看，这个供给没有像大家想象中的那么夸张。加上国内还是受到产能天花板的很刚性的限制，因为比较能看到明显的就是今年下半年以来，我们国家对于铝企业的产量的管控，已经从之前的半年、或者一个季度性，转为了半个月或者月度型的管控，你可能每半个

月、月度就要上报一次你的产量，所以它对于国内企业来讲，去超产的空间其实也非常小了，而且国内现在也没有一个合规的产能增量给到了。所以我们去乐观测算，27年全球的供给增速差不多是4个多点，28年的供给增速相比27年下的往下走一个点以上的。这是供给的角度来看，会发现没有像那么夸张。

那从平衡表来看的话，26年整个全球的供需其实缺口接近200万吨的，27年跟28年，的确我们算下来会维持一个小幅过剩。但是因为现在整个全球的库存已经降到历史一个极低的位置了，它对于铝价的支撑性其实非常强，包括现在的铝价能明显看到，只要大家跌到两万三以下的时候、或者接近两万三这个水平的时候，下游的去库就会非常快。那目前看，国内的铝锭加上铝棒的库存，其实已经从年内最高点180万吨左右，下降到了现在的也就是60多万吨，相当于今年国内的出库其实已经超过了110万吨。然后海外的库存其实也从年初的50多万吨，下降到了现在的23万吨附近，其中这99%都是来自于流通非常受限的俄铝的库存。整个全球的库存其实从10月中旬以来一直是在创历史新低，在持续创新低，现在整个全球也就是80多万吨的库存，那这个库存我们去折算到消费天数的话，它其实也就是4天。所以即便是11月份，因为现在大家会担心是不是消费需求要从旺季转向淡季的一个过程中了，那即便是这种有一个转换，而随着这个库存量的下降，包括进口现在还呈现一个下降的趋势，还有年底其实要到了我们费率紧缺的窗口期了，所以我们觉得整体10月份它会维持一个不垒库、甚至是说还会以小幅去库的态势。那在这种情况下，10月份的沪铝的价格其实它的韧性是非常非常

强。因为从现在升水来看的话，海外的升水还没有回归到合理的水平，像日本的现货还有200美金的一个升水，美国也有500多美金的一个升水。整体看，在这种内外还有一个价差、加上国内又没有增量的情况下，我们觉得未来铝可能会有一种贴水的状态慢慢向升水的状态去走，所以11月份、12月份我们觉得铝价不要太悲观，可能还会在这个两万三、甚至当现货真的缺的时候，因为现在的平衡表就是非常缺的，这个库存已经没有太多的空间给你再去消耗了，所以可能铝价还会再涨一涨，但是确实供给压力会在这里，它不会涨太多，

但是跌的话，我们觉得也就是在两万三附近去震荡了。那明年的话，我们给到的铝价是维持国内两万到两万一左右以上的这样一个水平，就是在下行压力比较大的这种情况下，这是对于价格的一个看法。
但是从股票来讲，因为股票它其实是价格的一个预期，其实对于两万或者两万一的这个价格的预期，股票已经进行一个反应了。因为我们现在从估值来看的话，按照两万多的铝价，基本上大家都定义的是10倍的一个估值，其实这个估值打压的已经是比较彻底了。那如果是按照现在的这个铝价去测算这个PE的估值的话，其实也就是6倍，然后像比较好一点的，比如说像神火还有天山这种的，它也就有5倍多。所以整个估值来讲，其实已经消耗、打得差不多了，盈利端也相对比较干净，就公司也相对比较安全一点。那叠加铝的这个标的，它总体的分红规划其实是非常非常清晰的。因为像国央企这两年已经提到了40%以上，像民企也提到了50%以上，那部分优秀的民企其实已经提到了60%多，甚至还有比较极端的是分到了百分之百的。那整体因为铝的国内的资本开支是很

少的，加上这个国内的铝价是有韧性的，这种情况下，我们觉得铝它其实已经明确的是转向这种红利价值的一个主线。因为从我们看月度的涨跌幅、股票的涨跌幅，或者是20日的涨跌幅，能明显看到铝它在有色中的相对收益其实非常好的，这就是高股息给予它的一个支撑。那我未来我们是觉得这个高股息的红利稀缺性价值，应该还会再持续地去凸显。因为如果按照现在整个市场偏向防御性资产去走的话，其实铝是一个比较好的资产，因为现在如果按照两万的铝价去测算的话，其实整个行业的股息率还是有5个点以上的；那如果是按照现价的铝价去测算，整个行业股息率其实是接近9个点，相对比较好的，而是有10个点以上的。所以对这种防御性风险之下，我们觉得铝是一种配置的机会。那从推荐的标的，其实我们比较建议关注一个就是三季报我们能看到出现业绩超预期的这些公司，主要就是神火股份跟天山铝业，因为它的超预期其实不是一次性导致的，它是因为它自身的产业链极其丰厚，以及它的区位优势给它带来的这种业绩的超预期，那这种它的持续性其实会更好一点。那第二就是股息率极其高的，比如说像中国宏桥这种股息率极其高的，它的护城河相对会高一点。以上就是我这边对于铝观点的一个看法，谢谢吴老师，也谢谢各位投资者。
（二）公用事业：电力三季报复盘与明年前景
好的，感谢孟娇。各位领导大家下午好，我是公共事业胡文浩。下面我来汇报一下电力这边的观点。还是分两块内容：
首先第一块，也是我们大概的整个公共事业行业三季报整体的复盘；然后第二块内容，我们再去强调一下，就是这个也

是今年整个基于高煤价的环境，然后我们现在仍然还是比较看好明年这个定价通胀的预期。
那首先从第一部分来看，基本上从电力的几类细分的不同方向，基本上是火电，然后以红利为代表的水核，还有就是风光新能源这三块内容。那火电的话，其实我们看到也是因为

整个去年年底的时候签订的二六年火电电价相对来讲还是比较低的，那当时的话，其实市场对于整个二六年煤价的判断也当时也没有说会意识到，像今年整体由于海外的这种事件的冲击，包括国内整个安监事件的这种升级，所以其实整体对于火电而言，今年确实是压力非常非常大的一年。那基本上从整体三季报的表现情况来看，尤其是确实也是三季度之后煤价相当于一步一步达到了1000甚至1000往上的水平，所以基本上很多公司确实也在整个三季度，火电尤其是对于火电来讲，这个表现压力还是非常大的，都看到了一个非常大幅度的同比回落，那这一块确实也是行业处在一个比较困难的阶段。那刚才其实我们也提到，就是对于火电而言的话，我们排序其实相对会更靠前一些。那确实也是因为行业在最困难的这么一个阶段，然后我们可以去预期明年比较高的电价环境，是不是能够从整体盈利修复的角度上能够看到明年火电利润的一个反转。那首先这个是对于火电而言，确实客观讲压力非常大。

那第二类的话，就是以水和核电为代表的稳健这一类资产。其实我们还是看到了整体大家业绩的一个韧性。虽然客观上确实比如说像水电来水阶段性的会有一些波动，包括像雅砻江这个区域电价也是有一些承压，因为过去、去年前年的时候，整体电价环境相对来讲有一些承压，所以其实可能对于公司来讲，那今年确实不是最好的阶段。但其实我们从整体的业绩表现上来看，对于一些水电公司其实韧性也是非常强的。那对于核电来讲，那就是更相对来讲更平稳的一个预期，尤其是我们看到广核，也是今年我们看到年初的时候，像广西等一些省份新的核电的定价机制出台，那广核可以说今年率先完成了盈利的整体修复。那当然了，对于综合来讲，明年我们预期一方面是整体机制层面，会不会有一些相关的核电电价兜底的政策能够进一步去落地；那除此之外，就是刚才我们也提到，今年可能到现在这个阶段，这个煤价水平比较高，那其实也暗含着明年整体市场化交易电价整体是不是会有上行的趋势。那这个其实不仅仅是对于火电，对于包括像核电、水电，甚至是新能源，其实实际上也都是有催化的。那所以尤其像中核今年整体股价走势也是偏震荡的这么一个现状。那是不是明年整个市场会迎来更强的共识性的一个判断，因为确实从核电的主要这两家公司，广核今年整体业绩的修复程度还是要比中核更高的，那中核的话，明年从整体的业绩修复的潜力角度上来讲，相对来讲会更大一些。所以对于水核来讲，客观上虽然行业有一定的这种向下的情况出现，但整体而言，大家这个业绩基本上还都是处在一个相对比较稳健的水平之下的。所以这个是对于偏稳健的水核这样的一类资产。

那对于新能源这一类资产的话，其实我们也看到，确实也是过去几年整个风光的增速相对比较快，那整体需求端，我们整体全球的用电增速相对来讲也没有太强的支撑。那就导致整个新能源这一块，其实当然不仅仅是三季度，就是从今年整体上半年以来，大家整体这个经营状况其实压力都比较

大。那当然了，双碳肯定也是我们国家必须要后续去坚持的这样一个重要的这种发展方向。那我们整体的判断的话，可能从整个新能源的行业上来看，还是需要一些灵活性资源发展、逐渐发掘之后，包括像特高压，包括像抽蓄，包括像储能一步一步有了一些比较规模化的释放之后，或许会对于整个新能源的电价出现一个反弹也好、或者支撑也好。当然刚才我们也提到，如果明年火电电价涨的话，对于新能源边际上客观会有催化，但确实它只是一个边际上的影响。那整体而言，我们国家电价的拐点核心可能还是要像刚才我们提到的灵活性资源释放之后，那是不是整个从供需的维度上能够发生根本性的变化，从而对于这个绿电的公司的基本面我们才能进一步去看到这个拐点。那基本上是我们对于整个三季报分级类资产、电力这边大概的这样一个复盘的情况。
那第二部分的话，刚才其实我们再去讲火电的时候也提到，目前来讲确实我们从整个排序上来讲，会把火电放得更靠前一些，那也是基于基本面比较强的这样的一个边际性的预期。这个煤价其实现在1000多，每天大家其实都可以看到这样的一个变化，基本上还是维持在比较高的位置，那同等它决定的，就是很多省份的这个现货电价，其实目前来讲也是维持在高位的。那比如说我们看最近这段时间来讲的话，像一些比较代表性的省份，比如像珠三角这个以广东为代表的，那基本上火电和现货电价还都在四毛大几，甚至在五毛朝上的这么一个水平上。那去年的广东的整体电价的话，基本上就是地板价372，如果不考虑这个返利的话。所以其实目前来讲，整体电价的一个弹性还是非常大，空间还是非常大

的。那包括其实江苏也是一样，像长三角这一块的话，以江苏为代表的，那基本上最近这段时间，整体现货市场里面火电的电价的一个平均的水平，也基本上在4毛至4毛出头的这个位置上。所以年底的时候煤价坚挺，其实一定程度上也会带来第二年这个长期电价的一个修复。所以其实如果我们站在盈利反转的一个角度上来看，那火电确实明年还是有比较强的这样的一个定价走向通胀的一个逻辑支撑的。那进一步，最近市场确实也是逐渐在往在平衡吧这样的一个方向上、市场再去做这样一个切换。那火电的话本身也是一个筹码结构非常好的这样细分，也是最近这几年整体定价一路下行，那市场其实也不再去交易这类资产了，基本上像我们看到中报披露比较全一点的机构持仓，基本上就已经只有一个多点出头的水平了。所以筹码结构好，明年基本面拐点有变化，那长期而言的话，是不是我们进一步的还能够去讨论这个火电中长期盈利修复收敛的这么一个可能性，是不是也从估值层面上，能够对于火电来讲有一个重塑的过程。那我们觉得其实也是可以预期的。所以其实对于火电来讲，情绪的、我们觉得市场的一个平衡，然后再加上基本面的一个盈利层面的反转，再加上中长期整个估值层面修复的这样一个可能性，所以我们确实还是比较看好火电这一类资产。那从标注层面上来看，目前现阶段，我们觉得还是可以优先去关注一些大的，像华能、华电，基本上也都很便宜，也没什么机构持仓；那地方性的这些公司的话，我们其实可以等各省

的这个机制比较明确之后，到时候可以再去做这样的一个判断。所以基本那这个是我们目前整体这样一个火电的一个观点。那除此之外，水核的话其实还是像中核、广核，包括水电里面的长电、川投，那仍然我们看到了它这个公司业绩整

体层面穿越周期的这种韧性，所以这个也是确实从增长性角度上来讲，我们一直持续去看好的。那以上就是我们这个电力这边的观点。

（三）交运：三季报与航运、快递

好的，各位同学，那我汇报一下交运这边的观点。从三季报的情况来看，整体上来看，整个交运公司三季度应该说整个的利润同比增长了6%。那主要的增量来源于航运，同比增加157亿；那负向的贡献，主要是航空，现在减少了将近157亿。那整体环比二季度，是有大增长，主要就是航运利润大增，以及航空在低水平当中整体是相比二季度整体是扭亏的。**

那从行业来看，航运板块增速是最快的，三季度整个板块同比是翻倍增长；那其次是在快递行业，在反内卷之下，快递行业仍然保持了26%的整体的增长；那合资铁路的增长，同期的港口今年增了30亿；那空际经理也增长了11%。那这是三个增速相对比较快，那机场基本上持平小增。那从这个下降的角度上，那航空因为高油价的这个影响，全行业这几家公司只有6个亿的利润，同比下降96%；那物流把快下降了24%，当这里不包含快递；那铁路下降1.5，高速公路那微幅下降1.2，那高速公路还是保持一定的韧性。那就是从这行业当中就可以看到，应该说在三季度，最高顶级的即就是航运，然后比较快的是快递以及港口。

那首先我们看看这个航运，因为我们今年的这个一直关注点就在我们看好各个场景上行的机遇，那三个标应该说都验证了，就整个业绩应该都验证了我们这样的一个逻辑。那油轮，三季度是历史新高的这个例子，当然我们预计四季度应该说这个弹性会更大幅度地释放。因为招商轮船三季度这个50亿、同比300%的增长，那招商轮船28个亿、同比200%以上的这样一个增速。那我们认为在四季度的这个业绩，按照目前情况来看，一定是大幅超过三季度，那甚至于可能等于前三季度之和，那这次这个它都可能还要更高。那这是这个目前的三季报的情况来看。然后它的原因就在于整个的运价大幅翻升，当然三季度因为大家按照整个解载的时间，基本上反映的是6到8月份的运力，而我们到9月份之后，应该说到现在为止，整个应该又进一步地大幅攀升了。那往后面看，我们认为包括高额的利差，包括了绕行，包括了这个船煤船的过境等等因素，那实际上一方面有驱动需求的动力，那另外一方面有消耗有效运力的作用，那不同使得整个运价快速攀升，而且我们观察一年期、三年期的期租，实际上都有大幅的增加。这一年期甚至都冲到了将近30万美金的这个水平，那三年期冲到13万。那所以整个的油轮，是航运行业当中我们首先去推荐的。那今年这个三季度，应该说外贸的运价继续攀升，那以中远海控为例的话，今年三季度外贸航线单项

收入实际上同比增长30%，所以它的利润单季度利润又到了172亿，同比增加了80%以上，所以非常好的这个业绩表现。那对于干散货的海洋发展、以及特团运输、中远海特，那海伦发展三季度增速180%，虽然海特147%的增长，亚洲恒运也是全面的业绩的大幅上行。那快递是在反内卷之下，应该说江苏快递在三季度仍然保持着非常快速的增长，那圆通39%增

速，申通78%，这个韵达18%，增速很快。但是我们认为这个盈利梯队实际上进一步地分明了，一是圆通的三季度保持14.5亿的这样一个利润，那申通95.4，韵达是2.6亿。我们看到这个梯队的差异、或者说分成还是比较清晰的。从单票经率上来看，圆通1毛7，申通7分，韵达4分钱，我觉得这个也是比较明显的差异体现出来。
那从这个行业上中我们能看到，从公司的层面上，从公司层面上，因此我们看超预期的标的，整理整个披露的业绩之后，那这个第二天涨幅超过5%的标准来看，那首先行业当中，中远海特、锦江航运、中国物流那披露的业绩之后交易都是涨停，那反映什么？反映包括这个中远海控7%的上涨，那我们也反映的就是市场对于行业非常亮眼的业绩，仍然是有预期差的，是预期不足的，所以才会这个涨停、以及中远海控大涨7%。那作为这样一个特征，那当然三季度当中，妙可蓝多披露的三季报之后，也实现了涨停，它三季度的利润增速到了20%出头，那验证了公司在半导体物流市场当中，它的整个增速确认的订单收入、确认的结构和业绩释放能够匹配上。那以及像之前关注相对低一些的高速公路，像山西高速、九江高速，这段披露之后也都是有大涨，那高速公路板块也大涨了点8。那这个公司我们认为更多是基于对于这个红利当中，它这个业绩变化、以及股息利息变化所带来的这个上行，所以就是超预期的一些标的的表现。那从整个利润高增长的这个角度上来看的话，当然我们是界定它的单次利润要大于一个亿，然后当然这个扣非的利润同比增长要超过30%，当然已经市值要在50以上，那我们看到这个一共大概10个公司，那这里面航运占了7个，那快递两个，防控两个，那

中远海控单季利润最高。那从增速上来看的话，有3倍增长的，就招商轮船、中远海控、中远海特的扣非增速；那同比增长在50到100之间的，有中控、中远海控、安通、招商轮船发展、申通，那也说这个除了快递，都保底、都保底。那以及在3到5倍之间，像圆通、上港、或者这个辽港，那所以在这个结合高增长和超预期的当中，我们看到中远海特、中国物流、中海通、香港集团，应该说是既是增长、又是整个市场表现超预期。那这是我们看到三季报的情况。
**那对于整个的观点上来说的话，我们一直在强调这个均衡配置，就周期打弹性加低控制，但优选投资红利，那么还是三条线索。那周期比较弹性当中，首先这个重点看好的就是油轮。那在第一执行系统当中，那我们建议关注整个的核心的标的一是像东方物流，那航空会，那加上在需求端，整个的AI驱动带来的整个货品结构的助力，那包括在三季度，那公司在高位债情况之下，依旧实现了小个位数的同比增速，

那20%出头的这样一个增速，我觉得能够印证整个所处的行业地位和竞争的这样一个地位。那以及包括这个两个，我们会看半导体物流当中，那公司PB仍然是小于1。那第三优选头部的红利资产当中，首先还是继续看港口。那我们就这个今年以来，当港口的整个的表现也都排在前面，那主要是基于基本面的供应，那超预期的这些个整体的这个出口的情况，那加上那投资公司提供，那主要是来自于那应该说在全球的贸易的垄断情况之下，从船到港，那关键节点的海外的战略价值上的提升。那同时对头部的高速公路，以及包括京高铁，我们要重点去看好。所以这是我们这边整体的这样一个汇报，那感谢各位同事的收听，我们整个周期团队今天汇报的

内容，下期再向各位汇报，谢谢大家。我是华创中小吴一凡，感谢大家参加本次会议。会议到此结束，祝大家生活愉快，再见。

--- 总量之声 - 再平衡中的配置线索20261102.pdf ---
总结
一、本次会议两项议题
本次"总量之声"围绕两项议题展开：一是宏观分析师分享"美国AI投资是否向消费全面扩散"；二是策略首席分析师汇报A股市场观点，即如何看待市场调整后的主题风格平衡。
二、美联储10月议息会议：三个值得关注的增量信息
上周召开的美联储10月议息会议基本符合预期、维持利率不变，但仍有几个值得关注的增量信息：
第一，对金融条件的评估为12月加息给出较强信号。会议继续未做任何前瞻指引，但强调本次维持利率不变是为了更好地积累信息、让通胀回归2%目标，并重新强调美联储2%的目标没有改变。市场从加息前景获得的最关键信息是：美联储称金融条件已变得"更紧"，但不愿、也不能称金融条件为"紧缩"（unwillingandunabletocallfinancialconditionstight）。这意味着两点：第一，加息有效；第二，加息肯定没完。一方面认可了9月加息的效果，另一方面10月按兵不动之后，12月美联储有较高概率按照自己的点阵图完成加息。我们整体倾向于，这轮加息周期差不多两到三次，可以让联邦基金利率升到AI拉动之后的中性利率水平之上。

第二，最关注的仍是AI，并给AI很强的权重。美联储想尝试营造一个叙事：一是AI大幅提升生产力，二是AI全面拉动美国经济上行。本次会议声明中对经济的描述从之前的"solid（稳健）"改为"strong（强劲）"，将经济增长增强主要归因于两点：一是消费有韧性，二是资本开支非常强。在AI投资浪潮之下，企业驱动的资本开支占GDP的比重处于历史上非常高的水平。沃勒认为这种高水平投资会逐步向其他领域扩散。我们觉得这是美联储在尝试把市场从一个K型的经济趋势，引导切换为一个符合加息、符合更高生产效率的更广泛的增长趋势。但结合GDP数据，我们仍更倾向于AI可以温和提升增长；如果说AI增长能达到前两轮技术革命的强度（互联网和信息技术革命约1995至2000年，二战后全方位技术革

命约1948至1972年），我们觉得难度还是比较大的。美国工业基础弱化、生产外包，造成薪资与就业相对偏弱，都是限制AI向更广泛领域扩散、全面拉动经济上升的原因。这也意味着在整个2027年，我们对美国GDP的展望并没有大幅上调投资和消费，反而倾向于出现一定的投资和消费基础放缓，这更有利于在2027年年中甚至下半年创造一个"加息周期完成、可能进入新的小幅降息周期"的市场预期——我们认为这是目前概率正在逐渐变高的一种情况。
关于AI，还有一个前瞻信息：11月16日共有5个研究小组，其中最受关注的是AI小组，名义上叫"生产力和就业小组"，将举行听证会，邀请大家讨论生产力在经济中长期的影响以及变革发生的速度，一般会提供更多AI对经济和生产力乐观拉动的证据，届时需关注会议的具体表现。

第三，会议结构调整。本次做了一个比较新的事情，把整个议息会议结构改了：从2027年秋季开始，将8次货币政策会议中的一次单独拿出来作为战略讨论。这种战略讨论不进行任何对联邦基金利率的投票，也不发表任何声明，具体公布什么材料也没讲，基本上是走一步看一步。这种所谓的战略会议，实质上削减了可以改变利率的会议次数：2027年是7次投票会议加一次战略讨论，到2028年会进一步削减为6次常规议息会议加两次战略讨论。整体看，美联储基本沿着此前承诺的改革路径逐渐前行，逐步削弱与市场沟通的次数，这也比较符合它"让美联储更安静、让市场自行判断"的经济框架。
三、美国三季度GDP：AI向消费扩散偏弱
美国三季度GDP环比折年率为3.4%，比预期要高。消费一如既往保持稳定，投资环比进一步大幅增强：一是设备投资确实非常强，二是二季度库存比较低，三季度出现比较显著的补库，导致投资整体非常强。拖累项主要来自进出口，因为美国这轮投资的特征是较强的制造业投资伴随较高的进口量，从而拖累整体进出口表现。
具体看，2026年三季度消费环比折年率差不多3.8%，基本上与前值持平；私人总投资方面，乍一看19.4%很吓人，但这主要受库存提振——在3.4个百分点的年化增长里，库存一下拉动了1.61个百分点，把库存剔除后其实没有那么高。政府支出方面，环比折年率相比二季度有所改善，原因也比较简单：主要是战略储备出售放缓，导致政府支出被动回升（因为战略储备出售本身要从政府支出里减掉）。

消费方面，为剔除库存波动，我们用三季度实际最终销售环比去看，显示消费和投资整体形成的总需求比较旺盛：实际最终销售环比折年率高达4.9%左右，同比大概3.3%，是比较强的状况。消费内部与二季度基本持平：耐用品环比折年大概2.3%，非耐用品大概3.4%，二者比上一季度有所弱化；但服务进一步增强，环比折年率约4.1%。分细项看，商品里非耐用品绝大部分增长主要由处方药驱动；耐用品里主要拉动项是比较常见的机动车及汽车零部件、家具和家庭设备。服务内部偏强的，还是非农里持续增加就业的部分，主要是医疗保健以及餐饮住宿。服务扩散主要集中在中低技能、偏难

以替代的行业，逐步稳定小幅增加，其他部分增长相对有限，对应薪资也会偏弱一点。

那三季度较好的消费，是否由美联储所说的"AI扩张最终拉动消费上升"带来？我们觉得AI扩张对三季度消费偏强、包括二季度消费强于预期，肯定是有帮助的；但目前AI向消费扩散的渠道主要是财富效应以及储蓄率的降低，而不是传统的科技革命周期——由投资拉动就业、就业提升薪资、薪资再反过来提升消费。从收入端考虑，美国三季度名义个人总收入增长净值约4.4%，扣掉通胀后不到1%，明显低于实际消费3.8%的扩张幅度。所以钱从哪儿来？如果不是个人总收入（包括薪资、转移支付等常见项），我们倾向于主要依赖三个途径：

第一，财富效应。虽然美国房地产市场涨幅近期比较停滞、部分城市房价下跌，但股市扩张非常强——上周五回撤之后，标普、纳指年内涨幅基本还在10%左右，这种财富效应一般会刺激居民消费。

第二，储蓄率持续弱化。个人储蓄率从今年年初大概5%以上，逐步降到9月底的3.8%，也就是有越来越多的人把储蓄拿出来消费。

第三，居民信贷。如果收入端有限制，在我预期财富增长的情况下，借款消费的动力也相对较强。

所以，一方面需要承认AI投资确实在通过财富效应和边际效率提升逐步向消费扩散；另一方面，相比前两轮技术革命（二战后技术革命、互联网信息革命），这轮的拉动肯定更弱。因为美国本身工业基础弱化是非常明显的点：工业产能扩张的速度比起前两轮，按季度同比看差距非常大。这轮面临的问题是，美国投资很强，但投资并没有在本土生产，没有强烈拉动制造业就业增长；制造业就业没有强力增长，就没有更多薪资增长，也就难以逐步向各类服务行业扩散，美国整体新增就业其实是一个放缓、而非提升的状况。美国这轮投资依赖进口、而非本土生产，所以对本土就业的正向拉动难度更大。

综合以上因素和数据对比：第一，这轮AI对美国经济、生产率和自然利率的拉动，肯定是正向积极的；第二，它相对比较温和，如果简单跟1995至2000年或1995至2006年这轮较好的生产率周期比较，力度明显偏弱。这也意味着，我们刚才提到的加息周期，从9月开始可能两到三次就是比较合适的幅度；如果油价持续超预期，可能达到四次，但我们倾向于加息周期在明年一季度应该就可以结束。后面美国包括美联储需要考虑的问题是：如果整个AI资本开支周期放缓、ETF下调、股市不能进一步支持财富效应，那么美联储是不是需要逐步考虑进入降息周期，防止过高利率在已经出现裂痕的融资模式里创造更大的风险和问题。

四、A股市场11月展望：震荡修复，均衡配置

总体结论：市场前期已经下沉得比较多，尤其是双创板块已有非常大幅度的估值调整；叠加市场情绪和信心目前仍偏弱，我们对11月的总体判断，加上政策托底以及估值的绝对

性价比，是震荡修复的过程。
估值方面，目前双创板块的估值基本上已经贴近去年8月份的水平，接近2024年"924"之前的位置。从这个时间节点看，从估值性价比看是非常不错的点。叠加政策托底、信心修复，11月整体判断是震荡修复的过程。
外部不确定性有以下几点：
第一，原油价格持续在高位，对通胀预期提升有助推，对美债收益率同样有助推，对市场是不利因素。
第二，美债收益率目前有些下行，但中期选举前后基本都处于美债收益率下行的政治周期当中；中期选举之后，美债收益率有可能还会攀升，对市场流动性形成一定压制。

第三，本周中期选举，从共和党视角看，整体还是想对油价、对通胀有所打压，对市场稍微有点有利。
综合来看，外围环境可以说是扰动大于利好，对全球资本市场、全球权益市场，我们认为都存在一个风险点。
回到国内，最大的预期是政策预期。今天可以看到央行、金融监管总局以及证监会两场会议，从流动性层面对市场有支撑，市场也给出正向反馈，这是很强的流动性层面预期。另外，政策预期也会看中长期，比如发改委曾提出的"六张网"建设，对宏观基本面有对冲作用，对市场同样有支撑。我们测算，整个"十五五"期间六张网的总投资规模可能在25万亿左右，今年是7万亿，明年可能也有将近6万亿的总盘子，对市场有非常强的支撑作用。
六张网要区分来看，把"三新网"和"三旧网"区分开：三新网是电网、通信网和算力网；三旧网是水网、物流网以及地下管网。三新网和三旧网投资逻辑不同：三旧网主要以债的形式对市场形成输出；三新网主要还是以国有资本带动社会资本重度参与，这两块逻辑不同。这是政策的总体预期。
宏观基本面和市场结构的变化上，不论短期还是中长期，我们整体仍看分化格局，未来同样如此。未来市场"长在心上"，长在新产业、新结构的层面，这是我们对于政策到基本面的阐释。
风格方面，从6月最后一周也可以充分体验到市场信心不足，双创板块整体已下跌40%多。主题风格上有一个切换：小盘转向大盘，成长股转向价值。这个轮动还在继续。后续尤其在成长价值的转换上，我们整体还是趋于均衡的配置策略。
具体操作层面，我们采用"杠铃"策略，分为两个层面：
一端是进攻方向：在前期超跌的板块中精选科技成长。三季报公布之后业绩还是非常亮丽的，从基本面出发，因为它跌得也很多、估值调整也比较到位，建议关注半导体、光通信、服务器等方向。另外，从流动性视角，还建议关注科技成长板块中创新药、CXO等有流动性加持的板块。
另一端是红利低波配置策略：比如金融，尤其是银行股（今天非银金融涨势不错，弹性也受到今天两场会议的触发，带动了整个金融板块、尤其是非银金融板块的涨幅），另外还有公用事业、煤炭等细分方向。
"杠铃"的"杠"，我们认为整体预期还是推荐"六张网"的配置

思路，即围绕电网、储能、电力配套、建材、工程机械等方向。
最后强调几点：一是四季度是厄尔尼诺现象高发期，可以关注价格上涨的一些农业板块上游。二是红利低波这块，建议关注红利属性比较强的，像消费里面的白酒、社服等细分方向，从流动性看，目前对这些板块还是有资金流入的趋势。总体判断：11月仍处于修复趋势中，可能不是一蹴而就，整体是震荡修复的过程，同时伴随主题风格切换——小转大、成长转均衡，再到价值的配置思路。具体配置上，结构上

是"杠铃"策略：一端进攻、一端防守，政策则是平衡这两端的中长期总体配置思路。

会议实录：
各位尊敬的投资者，大家晚上好，欢迎来到我们每周一晚上7点的银河"总量之声"。我是今天的会议主持人，中国银河证券策略分析师王雪莹。今天我们会有两项话题与大家分享：首先由宏观分析师于老师为我们做主题分享，关于"美国AI投资有向消费全面扩散吗"；然后由策略首席分析师杨超老师做对A股市场的观点汇报，即如何看待市场调整后的主题风格平衡。 首先有请于老师。
好的，谢谢雪莹的介绍。各位尊敬的投资者大家晚上好，我是银河证券的宏观海外分析师殷彤，很高兴在这里跟大家讨论一下上周可能比较重要的一些宏观事情和数据。首先，我们还是想先讲一下美联储这边。上周召开了10月份的美联储议息会议，基本上符合预期、维持利率不变。我们觉得这个会议还是有一些比较值得关注的增量信息的。
第一个需要关注的点，虽然它继续没有做任何的前瞻指引，但它对于金融条件的评估，我们觉得还是对于12月加息给出了一个比较强的信号。因为第一，它强调本次维持利率不变，是为了更好地积累信息，更好地让通胀回归美联储2%的目标，同时又重新强调了一次美联储2%的目标没有改变。但市场从这次会议、从加息前景的展望来看，获得的最关键信

息，就是它称金融条件已经变得更紧了，但是它不愿意、也不能称金融条件为紧缩——原话就是"unwillingandunable tocallfinancialconditionstight"。这个东西就意味着：第一，加息有效；第二，加息肯定没完。这是我想主要讨论的点。
所以它第一是认可了9月份加息的效果；第二，10月份按兵不动之后，12月份美联储其实是有比较高的概率，按照自己的点阵图去完成加息的。我们整体上倾向于，这轮加息周期差不多两到三次，可以让整个联邦基金利率升到AI拉动之后的中性利率水平之上，这也基本上符合我们目前的框架。
第二，在整个经济变量里面，它其实还是最关注AI，给了AI很强的一个权重，这也是我们后面需要讨论的点，即AI到底有没有向美国经济全面扩散。它目前是想尝试营造一个叙事：第一，AI在大幅度提升生产力；第二，AI在全面拉动美国经济上行。 我们一会儿也会讨论一下美国GDP的数据，去评估AI到底有没有向消费、包括其他更广泛的领域扩散。它

强调的点是：这次美联储的整个声明里，对经济的描述从之前的"solid（比较稳健）"改成了"strong（很强劲）"；经济增长增强的主要归因，一是消费有韧性，二是资本开支非常强。在整个AI投资浪潮之下，企业驱动的资本开支占GDP的比重，在历史上处于非常高的水平。然后沃勒认为，这种高水平投资会逐步向其他领域扩散。我们觉得，其实这是沃勒在尝试把市场引导从一个K型的经济趋势，切换为一个符合加息、符合更高生产效率的更广泛的增长趋势。他原话就是说，如果你现在想讲一个"前景增长只出现在少数领域"的故事，那么现在其实比前几个季度要难讲很多。但结合GDP来看，我们还是更倾向于AI可以温和地提升增长；但如果说你要讲AI的增长能达到前两轮技术革命的强度——比如互联网和信息技术革命大概是1995年到2000年这段时间，包括二战后那一轮全方位技术革命大概是在1948到1972年这段时间——一个非常强的增长，我们觉得难度还是比较大。因为美国工业技术弱化、整个生产外包，造成薪资与就业都相对偏弱，这些都是限制AI向更广泛领域扩散、全面拉动经济上升的原因。这也就意味着，在整个2027年，我们对美国GDP的展望并没有大幅上调投资和消费，反而倾向于出现一定的投资和消费基础放缓。这可能更有利于在2027年年中甚至下半年，去创造一个市场关于"整个加息周期完成、可能进行一个新的小幅降息周期"的预期，我们觉得这是目前概率正在逐渐变高的一种情况。

最后关于AI，我做一个预告：11月16日的时候，有5个研究小组，其中最受关注的肯定是AI小组，名义上叫"生产力和就业小组"，会举行一个听证会，邀请大家去讨论整个生产力在经济中长期的一些影响以及变革发生的速度。我们觉得，这可能一般会提供更多AI对经济和生产力乐观拉动的证据，但到时候要去看一下这个会议具体的表现。

第三点，这次它做了一个比较新的事情，就是把整个美联储会议结构改了：从2027年秋季开始，会把整个8次货币政策会议里面的一次单独拿出来，作为战略讨论。这个战略讨论第一不进行任何对联邦基金利率的投票，第二也不发表任何声明，具体公布什么材料也没讲，基本上就是走一步看一步。

所以这种所谓的战略会议，实质上就是削减了可以改变利率的会议次数。2027年是7次投票会议、7次能改利率的会议，加上一次战略讨论；到2028年就会再削减一下，改为6次常规议息会议，还有两次战略讨论。所以综合来看，沃勒基本上是沿着他之前承诺的改革路径逐渐前行。在这种基础上，它逐渐削弱美联储跟市场沟通的次数，这也比较符合他"让美联储更安静、让市场自行判断"的经济框架，我们觉得这也是这次会议里面比较值得关注的第三个重点。

接下来，我们通过上周公布的美国三季度GDP数据（一个比较强的数据），去看一下美国AI投资为什么我们说它向消费全面扩散还是一个偏弱的状态——尤其是对整个经济、包括可能对整个自然利率或者说实际增长的拉动，都是一个相对比较温和、可能没有办法媲美互联网技术革命时期的状态。

首先看美国三季度GDP，环比折年率是3.4%，比预期要高。消费一如既往保持了稳定；投资环比进一步大幅增强：第一是设备投资确实非常强，第二是因为二季度库存比较低，所以在三季度投资方面出现了一个比较显著的补库，导致投资整体是一个非常强的状态。拖累项主要来自进出口，因为美国这轮投资的特征是较强的制造业投资伴随着比较高的进口量，所以会拖累整体进出口的表现。

如果我们具体来看，2026年三季度消费环比折年率差不多3.8%，基本上跟前值持平。私人总投资方面，折年率就比较吓人了，乍一看是19.4%，但这主要是受到库存提振，如果把库存剔掉其实没有那么高，因为在整个3.4个百分点的年化增长里面，库存一下就拉动了1.61个百分点。所以如果把库存剔掉，投资是比较强，但还没有强到特别吓人的地步。政府这边，环比折年率相比二季度有所改善，改善的原因也比较简单，主要是战略储备出售的放缓，导致政府支出有一个被动的回升，因为战略储备出售之后本身是要从政府支出里减掉的，所以这次相比二季度出售放缓，会导致政府支出被动回升。大致是这样一个情况。

接下来再看消费。因为刚才讲库存波动比较大，我们也尝试把库存剔掉。如果用三季度的实际最终销售环比去看，也显示消费和投资整体形成的总需求是比较旺盛的。比如看real方向的最终销售，它的环比折年率高达4.9%左右，同比大概有3.3%，是一个比较强的状况。整个消费里面，也是跟二季度基本上持平：耐用品环比折年大概2.3%左右，非耐用品大概3.4%，这两个比上一个季度有所弱化；但服务进一步增强，差不多环比折年率到了4.1%这样的水平。如果我们去找一下细项，商品里面，处方药影响是比较大的，绝大部分非耐用品里面的增长主要是处方药驱动；耐用品里面，还是看到比较常见的机动车、汽车零部件，包括家具和家庭设备，主要是这两项的拉动。服务内部偏强的，还是持续在非农里面增加就业的部分，主要是医疗保健以及餐饮住宿这两项。目前来说，服务的扩散主要集中在中低技能的行业，也就是偏比较难以替代的行业在逐步、稳定地小幅增加，其他部分相对增长比较有限，对应薪资也会偏弱一点。

所以我们看一下，三季度比较好的消费，是否是由于美联储所讲的叙事——AI扩张最后拉动了消费上升？我们觉得AI扩张对三季度的消费偏强、包括可能对二季度消费强于预期的状况，肯定是有帮助的。但我们觉得它目前AI向消费扩散的渠道，主要是财富效应以及储蓄率的降低，不是传统的科技革命周期——由投资去拉动就业，就业进一步去提升薪资，最后薪资再反过来提升消费的情形。如果我们从收入端考虑，美国三季度名义个人总收入差不多净值也就4.4%左右，如果把通胀扣上就不到1%，明显低于实际消费3.8%的扩张幅度。所以钱是从哪儿来的呢？如果不是从个人总收入、包括整个薪资、转移支付等等这些比较常见的项，那我们就倾向于说，它主要是依赖于三个途径。

第一，就是整个财富效应。因为虽然美国房地产市场近期涨

幅比较停滞，部分城市还出现房价下跌，但整体上因为股市扩张还是非常强——上周五回撤之后，简单看，标普、纳指年内涨幅基本上还在10%左右——这种财富效应一般都会刺激居民消费。第二，我们看到储蓄率在持续弱化，个人储蓄率从今年年初差不多5%以上的水平，逐步降低到9月底的3.8%，也就是说，有越来越多的人把自己的储蓄拿出来去消费。第三，就是居民信贷，如果我自己收入端有限制，那么在我预期财富增长的情况下，我去借款消费的动力相对来说也是比较强的。

所以我们觉得从这个角度去看：一方面，需要承认AI投资确实在通过财富效应和边际效率的提升，逐步向消费扩散；另一方面，我们要讲，如果相比前两轮技术革命——第一轮是二战之后这轮技术革命，第二轮是互联网信息革命——相比之下，这轮的拉动肯定是更弱的。因为我们看到美国本身工业基础的弱化是一个很明显的点，美国整个工业产能扩张的速度比起前两轮，如果按季度同比去比，差距是非常大的。

所以这轮面临的问题就是：美国投资很强，但投资并没有在本土生产，没有强烈地去拉动制造业的就业增长；制造业就业没有强力增长之后，就没有更多的薪资增长，也就没有逐步向各类服务行业去扩散。美国整个现在的新增就业其实是一个放缓、而不是提升的状况。更多来说，美国这轮投资是依赖进口、而不是依赖在本土的生产，所以它对于整个本土就业的正向拉动，相对来说难度会更大一点。

所以综合以上因素，我们做一些数据对比也能看出：第一，这轮AI对于美国经济、包括对于生产率、自然利率的拉动，肯定是一个正向积极的；第二，我们觉得它相对比较温和，如果说简单跟1995到2000年、或者1995到2006年这一轮比较好的生产周期去做比较，其实它的力度明显是偏弱的。所以我们觉得，这也就意味着美联储——我们刚才提到加息周期——从9月份开始，可能两到三次就是一个比较合适的幅度；如果说油价持续超预期，可能达到四次，但我们倾向于说，加息周期在明年一季度应该就可以结束。后面美国包括美联储需要考虑的问题是：如果整个AI资本开支周期放缓、ETF下调，股市不能进一步支持财富效应的话，那美联储是不是需要逐步考虑进入到一个降息周期，防止过高的利率在已经出现裂痕的融资模式里，去创造更大的一些风险和问题。以上就是我本周的分享，谢谢大家。

好的，谢谢于老师的精彩分享。接下来有请策略首席分析师杨超老师，为我们分享A股市场的最新观点，有请杨老师。

尊敬的各位投资者大家晚上好。下面由我来给各位做一个整体的预期和判断——我们整个对于11月份资本市场的总体判断。

总体结论来看，市场在前期已经下沉得比较多，尤其是双创板块已有一个非常大幅度的估值调整；再加上整体的市场情绪和信心目前还是有一些偏弱，所以整体上我们对11月份的总体判断，加上政策托底以及估值的绝对性价比，是一个震荡修复的过程。

我们梳理了一下，目前双创板块的估值基本上已经贴近去年8月份的水平，已经像2024年"924"之前的位置。所以在这个时间节点，从估值性价比来看，是一个非常不错的点。另外就是刚才提到的政策托底、信心的修复，总体判断11月份是一个震荡修复的过程。

当然，我们也不可否认有很多不确定性，比如外部，我们梳理一下，整体上有以下几个可能比较强的不确定性：第一个，目前原油价格持续在高位，可以说是对通胀预期提升有助推，对美债收益率同样也有助推，整体对市场是不利的因素。第二个点，美债收益率目前有些下行，但中期选举前后，我们梳理一下，基本上都是处于美债收益率下行的政治周期当中；等中期选举之后，美债收益率有可能还会有一个攀升的预期，对市场流动性会形成一定的压制。第三个点，本周中期选举，大家可以看到，从市场环境看，站在共和党视角，整体还是想对油价、对通胀有所打压，这对市场稍微有点有利。综合来看，外围环境可以说是扰动大于利好，对全球资本市场、全球权益市场，我们认为都存在一个风险点。

那么回到国内，最大的预期是政策预期。因为今天大家可以看到，央行带着金融监管总局以及证监会两场会议，从流动性层面对市场有支撑，市场也有一个正向的反馈，这是我们可以说很强的一个流动性层面的预期。另外，政策预期我们也会看中长期，比如像发改委曾经提出的"六张网"建设，对于宏观基本面有对冲作用，对市场同样有支撑。而且我们测算了一下，整个"十五五"期间，六张网的总投资规模可能在25万亿左右，今年是7万亿，明年可能也有将近6万亿的总盘子，对市场还是有非常强的支撑作用。

六张网我们要区分来看，把"三新网"和"三旧网"给它区分开：三新网就是电网、通信网和算力网；三旧网是水网、物流网以及地下管网。三新网和三旧网的投资逻辑是不同的：三旧网主要以债的形式对市场形成输出；三新网主要还是与国有资本带动社会资本有重度的参与，这两块逻辑是不同的。这是政策的总体预期。

在宏观基本面和市场结构的变化上，我们不论短期还是中长期，整体还是看分化的格局，未来也同样如此，这也是从宏观基本面、还是从市场结构上，我们总体的判断。未来市场长在哪里？还是长在"新"上，长在新产业、新结构的层面，这是我们对于政策到基本面的阐释。

当然刚才也提到了我们整体市场信心的不足，从6月份最后一周大家也可以看到，也有一个充分的体验，双创板块整体已经下跌了40%多。那么在主题风格上其实有一个切换：整体上从小盘转向大盘股，成长股转向价值。目前这个轮动还在继续。我们认为后续尤其在成长价值的转换上，整体还是趋于均衡的配置策略，这给各位投资者提供一个建议。

具体在操作层面，我们采用的是"杠铃"策略。这里的"杠铃"是整体两个层面：在哑铃的两侧，一端是进攻的方向，就是前期超跌的一些板块，精选科技成长。整体上我们对后续

——因为三季报公布之后业绩还是非常亮丽的——这块我们还是从整个基本面出发来看，因为它跌得也很多了，现在估值调整也比较到位了。我们建议关注像半导体、光通信、服务器等方向。另外，在流动性视角之下，我们还建议关注科技成长板块里创新药、CXO等这些有流动性加持的板块。这是进攻的方向，哑铃的一端。
另一端，是整个红利低波的配置策略，比如像金融，尤其是银行股（今天大家可以看到，非银金融今天涨势还是不错的，弹性也是受到了今天这两场会议的触发，带动了其实整个金融板块、尤其是非银金融板块的涨幅）。另外，就是公用事业、煤炭等这些细分方向。
那么这是杠铃的两端。杠铃的"杠"，我们认为整体上的预期还是推荐"六张网"的配置思路，就是围绕电网、储能、电力配套、建材、工程机械等等这些方向。

最后我想强调一点，因为四季度是厄尔尼诺现象高发的一个季节，所以大家可以关注一下价格上涨的一些农业板块的上游。再补充一点，红利低波这块，我们建议大家关注红利属性比较强的，像消费里面的白酒、社服等等一些细分方向。从流动性看，目前对这些板块还是有一些流入的趋势。
总体我们判断，目前11月份还是处于一个修复的趋势上。当然这可能也不是一蹴而就的，整体上还是有一个震荡修复的过程；但这个过程也伴随着主题风格切换的过程，就是小转大、成长转均衡，再到价值的配置思路。我们在具体的配置上，结构上看是"杠铃"配置：一端是进攻，一端是防守；另外，政策是平衡这两端的一个中长期总体配置思路。以上就是我今天所有的汇报，感谢各位投资者的参与。谢谢。
好的，谢谢杨超老师的精彩分享。本期银河"总量之声"的内容就是以上内容，今天的会议到此结束，也谢谢两位老师的分享，也谢谢各位投资者的参会。

--- 宏观再定价：从K型分化到C型收敛20261102.pdf ---
总结
一、核心判断：从K型分化走向C型收敛
今年"K型分化"已是老生常谈，但关键在于明年会不会固化。
本报告的核心判断是：无论从外围基本面还是地缘角度，K型向C型收敛都在慢慢展开，而这一趋势在资产价格上已经先行显现。
二、大类资产全景：今年像2021年
从2020年以来的美银大类资产全景图看，今年最像2021年：
跑得最好的是大宗商品，垫底的是黄金。往后看，2022年的情景是全球风险厌恶、偏防御。加上美联储处于宽松停止（而非紧缩）的周期，线索上有相似之处。短期来看，大类资产仍应是一个偏防御的状态。
美国市场今年很乱：股债月度点位一会儿交易复苏、一会儿交易衰退，软着陆交易得并不多，最近呈现的是典型的衰退情景，能否走出、回到软着陆值得关注。
三、美国经济明年走向C型
判断美国经济明年是C型，核心在于：上端不可能再往上走

（企业财报已很明显），关键是下端这一撇能不能逐渐往回收。能看到一些好的迹象：就业仍比较有韧性，虽然AI有替代，但出清失业金人数等指标还不错；随着利率下行、按揭利率下行，房地产可能也会有一些修复。

资产价格的演绎也在从K型往C型收敛：今年美债很差、美股因产业驱动（叠加情绪、泡沫催化）走出一个K型；但最新的三季度财报、OpenAI收入不及预期之后，资产价格也开始往C型收敛，这应该不是一个昙花一现的现象，而是表明了一个趋势——利率到达拐点再往下走，对实体经济是有支撑的。股市虽有调整、目前看调整可能还没到位，但整体演绎对经济也是有一定收敛作用的。

如果像2022年那样持续、高强度的连续加息，经济肯定承受不住；目前判断加息不会超过三四次，整体比较可控。如果判断这不是紧缩周期、而只是宽松阶段的阶段性调整和放缓，那么风险整体可控。

四、中期选举：短期仍有一波冲击

短期最大风险还是中期选举。现在市场预期比较一致：众议院共和党保不住，参议院民主党概率在上升。不管丢掉一院还是两院，较大的结果是：丢掉众议院就可能被弹劾，一定会启动弹劾程序。弹劾不可能成功（需要绝对多数），但一旦启动，民主党就会给特朗普各种丑闻爆料。特朗普是比较在乎面子的总统，会试图转移视线、掩盖国内对他个人事务的再聚焦，这里面就有外部风险，加上油价在高位、通胀发酵，所以中期选举对市场可能还有一波冲击，没有完全消化。

美股核心还是短期要承担外部风险，长期仍在于本身盈利。

这波回调之后，随着加息告一段落，核心还是看盈利能力，估值肯定要有一定修复。美债利率短期虽不能完全确认见底，但上行空间不大；年内看，相对打开了利好增长的环境。基本可以确定短期存在从K型向C型收敛的趋势，持续多久还要观望，但这对美国是比较偏良性的结果。

五、中美博弈：脆弱平衡已成常态

中美博弈基本已经翻篇，未来一两年内、2028年大选之前，整体是建设性的战略稳定。放在博弈论框架看：蓝色字体是双方各自的杀手锏——中国选择稀土，美国选择前沿人工智能的模型、算力；红色字体是双方已经分道扬镳或脱钩——美国选择化石能源，中国要非化石能源。在分化脱钩又相互掣肘的博弈中，达成了一种脆弱平衡：避免了重大尾部风险，但不大可能出现持续、全面的缓和。这种博弈重塑了全球经济和安全，也映射到资本市场——今年美股、A股领涨和滞后的板块，大部分都在交易这种中美脆弱平衡。这一格局明年不大改变，除非中美有意外的突破。

六、中国经济：同样期待C型收敛

中国的K型与美国不同：更多依靠出口（韩国出口同比仍有接近20%，一时半会下不来，但高基数下必然放缓），投资端下行更明显（消费也是约束），这种K型不可持续。明年在投资和出口端肯定会出现C型趋势，关键是恢复的收敛程度。

为什么今年会出现极端K型？从投资看，核心是收入：今年财政端更看重收入达标，1-9月财政收入基本完成接近80%，全年肯定能圆满达标，但支出端可能要垫一垫，甚至95%的门槛还有一定难度。收入权重高于支出，必然映射到项目支出等方方面面。从政策信号看，稳增长、产业升级、风险防控三类中，今年更注重风险防控，这与回溯5年正处地方换届周期自洽。真正出现增量的是绿色和"六张网"，但不像传统产业能一蹴而就，落到支出项、投资项下仍有一些制约，不可能完全对冲新动能的起来，这就造成了K型分化的结果。
政策到了回应的阶段：每当IMF对中国经济增速作出调整，我们一般都会予以回应。10月IMF世界经济展望上调了2027年美国和欧洲的经济增速，但对中国有所下调，我们希望把这一局面逆转。从四季度开始，利率换锚、财政给了5500亿、也做了房贷贴息，去内需的政策在慢慢出台。下一个可观察时点是一月份——IMF对美欧和对中国的展望如何调整，可能决定是否有进一步增量政策出台，这个指标相对有效。
七、结构分化：出口的"好"也是隐忧
以江苏省为例：苏州、无锡得益于AI产业链相关出口，一骑绝尘；南京等偏传统制造的，出口在零附近，甚至还有转弱的可能。这个风险值得明年评估：好的地方都是资本密集型、相对出口，承压的是劳动密集型。如果K一直往上走，反而内需压力越来越大——资本密集型不太创造内需诉求，而劳动密集型通过就业对消费、增收有较大作用。所以这种分化局面必然要往回摆，否则内需下行最终也会影响出口。基建方面，今年比较注重收入、支出考核不那么严格，基建相对乏力；短期可能因资金到位有所起色，但明年全年还是要解决项目落地的问题。五中全会对正确政绩观的考核有一些微妙变化，可能有利于明年换届完成后出现一些新的起来因素，但还要逐步看。四季度到明年一季度，核心还是看资金到位后项目能不能起来。
消费的收敛比投资更难：投资可以毕其功于一役、传导过程短、很快起来；消费全国分化明显，很有钱的地方反而不大愿意消费。若从明年C型收敛的斜率看，投资要快于、优于消费。抓手方面：今年消费品以旧换新退坡比较明显，社会上有"寅吃卯粮"的争议，再指望以旧换新不太现实；好的一面是富裕省份在消费意愿上仍有一定空间，收入有支撑。核心可能需要借鉴发达经济体经验，在养老、生育这块明年或有进一步空间，通过财政贴息发力，但这属于长期的事，当下很难特别解渴。整体仍是缓慢修复、磨底的过程。在中国刺激消费，指望普惠式发钱，不是对症下药的良策。
房地产反而是值得期待的亮点：随着"828新模式"落地转向现房销售，过去高杠杆高周转已经翻篇；在民生导向模式下，需求端反而有空间可以打开。最新一轮贴息政策更多着眼二三四线，这些地方居民可能有更大的刚性需求可释放。往明年看，地产政策在新模式下需求端有更大空间；随着贴息、住房公积利率可能调整，如果说有超预期变量，房地产销售可能是一个亮点，尤其是二手房，相关交易机会也值得关注。从消费大篮子里，商品很难有大变化，但房地产住房消

费可能到了一个拐点。如果商品消费有所退坡，很容易把钱用来做进一步贴息，至少在房地产层面仍有一定杠杆效益。

财政后劲：说白了还是今年多收的钱如何在统筹维度内花好。但当前地方债务置换、清偿欠款、三保是第一位，这也是正确政绩观的要求；其他支出领域要避免科技"一哄而上"，可能更加细化统筹。财政发力从明年全年看很难立竿见影，但收入底部逐步实现财政转型、避免意外风险，防风险思路会更加明确。"六张网"是长期较好的抓手，但短期量有多大只能边走边看：当下算力还是不错的选择，但可能受制于设备约束；其他几张网规划写得比较好，短期有太大空间也要谨慎对待。整体方向是确立的。后面如果出口下来、内需其他引擎起不来，围绕房地产、城市更新还是要做更大文章，才能真正把投资的C型收敛、把出口相对巩固起来；单纯靠六张网，可持续性值得关注。

货币政策：回应IMF关切后，换锚之后利率现在在1.25%，宽松空间已经打开。未来在年末财政宽松之后，货币宽松空间逐步打开，可期待的可能不是总量性降准降息（因为不解决结构性问题的），而是房贷降利率或贴息方式、配合降利率，后面通过降存款利率稳定息差，再进行进一步结构性降息。到明年上半年，货币政策仍有进一步作为的空间，当下正处在这个周期的新开始，往半年看对市场是好事。

八、资本市场：新一轮稳市重在平衡

去年市场好，外围因素也很重要：美股处于降息周期未结束，同时AI产业趋势方兴未艾。对中美大国竞速而言，资本市场也呈现中美竞速逻辑。但今年最大问题是美股已高位回调，美国不像去年那样有明确的宽松周期、一路向上的态势，本身波动就大；这种情况下如果一味拉涨，也不贴合"924"以后的诉求。所以今年我们的波动相对比较大。现在的问题是科技板块超跌，对未来科技发展方方面面肯定有影响。这轮稳市和去年不是一个范式：外部因素重要，但更多是内部的再平衡。上一轮（"924"到去年、包括4月）更重在大盘指数上与美股互相提携；但上一轮忽视了结构上的韧性——三季度以来的超跌，映射的正是结构不平衡下的脆弱性。这一轮稳市更多是寻求平衡：稳市资金未必在前期绝对点位一定把它拖住，但在风格上更均衡，也是为了避免未来上涨缺乏筹码。当前进入了新一轮稳市阶段，从资金再平衡角度趋势已经确立；市场还会波动，但再押注单一赛道行情不太现实。

短期要有比较高的期待，还是要等美股这波调整的风险评估可控、外围企稳，确定性会更强。近期随着监管层发声，进一步下跌空间肯定不大，可能在震荡中逐步找到一个底部。更重要的是理解资金结构、板块上的再平衡效果，因为现在增量资金还在于稳市资金。

九、汇率：大国拐点式事件

汇率是今年一个非常重要的变量，可能是金融资产里最重要的变量。AI产业趋势带来的钱最终回流美国，对本国产业有多大的可持续支撑、风险安全上都要重新掂量。下半年看，

虽然美元很强，但这些国家的汇率贬值也慢慢收回来了。我们今年做得比较好的一点是：虽然股市后面出现一些风险问题，但汇率还是比较强的，印证了一个大国的趋势，是一个拐点式的事件。以往是美元强、人民币要弱，呈现镜像关系；未来则可能是美元强、人民币也不能弱，进入一个新阶段。

为什么美元强、人民币不能弱？这不是基本面的完全映射：如果人民币弱了，就可能像日本、韩国一样出现很多外流资金不可控，依附于AI产业趋势；而中美未来是要在前沿人工智能上进一步扳手腕的。这种情况下，强势人民币有利于科技竞争、有利于防止资本流出不可控，从战略上与金融强国一脉相承。今年人民币升得太多，导致一些企业外汇损失，一些劳动密集型出口地区受影响较大；但战略层面上，它避免了大规模资本流出，尤其在出口盈利方面，确保赚了美国的利润后不至于很快变相再支持美国发展。

判断：明年这一叙事不大改变。如果明年美元仍偏强（因为AI强，加上财政、通胀问题及其他经济体受能源冲击影响，很难说美元明年就是弱美元），人民币也一定是稳中偏强，虽然升值幅度可能不像今年这么大，但趋势基本确立。同时，只有对外部灰色地带、对"取之于民的钱"做比较好的统筹，汇率升值趋势才有支撑。人民币升值更多承载了实物资产元年、金融强国的诉求，且达到了目标。明年还是要观察整个汇率和资本市场从顶层战略层面的考量，而不单纯是线性外推。

十、投资展望

在全球经济和中国经济向C型收敛的趋势下做再平衡，仍有一些新的投资机会，至少体现在板块间：随着投资端逐渐企稳、消费向下的斜率慢慢收敛、房地产空间逐步打开，市场风格上也会有一些相应变化，值得明年关注。现在还没真正到年底，中期选举之后，包括国内中央经济工作会议召开，可能会更加明确一些线索。

会议实录：

这个宏观脉络上的梳理，因为今年K型分化已经是太阳底下没有新鲜事，可能听得耳朵都起茧了，这是一个过去时；那未来时会不会有变化，我觉得肯定非常重要。因为今年来看，K型分化对这个市场还是有比较明显的影响，各个经济体可能都受到一些影响，但明年是不是固化的影响呢？我们觉得还是值得做一些前瞻性的判断。这里我也用了美银的大类资产全景图，放了2020年以来的整个情况。仔细看有一点挺有意思：今年以来，2020年以来哪一年最像今年？我感觉应该是2021年，因为你看头部和尾部——跑得最好的、拔得头筹的都是大宗商品，垫底的都是黄金，客观来讲和2021年很像。从美股看，当然美股2021年比现在要好，最近美股有回调；从每个国家看，其实都非常相似。所以这一点，某种程度上存在一定的周期轮回，但当前一个比较新的变化就是AI。

但整体来讲，如果对标2021年，跟今年很像；如果我们往前看一步，2022年大家看到的是什么情景？从全球来讲是一个

风险厌恶、偏防御的状态。我觉得这一点在年末也值得警惕，因为客观来讲涨多了，不可能一直涨，树不可能涨到天上去。从现在来看，加上美联储的紧缩周期——其实现在还不能说紧缩，至少是一个宽松停止的周期。2021年当然是转向2022年3月份开始加息，那是一轮紧缩周期，但某种程度上，从这个线索上来讲，有一些相似的地方，值得思考。

所以现阶段，如果看这个全景图，从短期来讲肯定还是一个偏防御的状态；而且这个相似度不是最近一周，最近一两个月就已经看得很明显。这是从大类资产表现上可以有一些思考。

然后美国市场今年很乱，不多说了，从月度来看，股债一会儿交易复苏、一会儿交易其他，但软着陆今年其实没有太多交易；中间可能交易过衰退，最近就是一个典型的衰退情景，这个也要予以关注——能不能走出来、再回到软着陆，10月的情况只能拭目以待。整体来讲，它不像去年那么乱，主要还是一个战争的因素，以及美国国内通胀中与战争相关的因素。

这里想说的是：为什么我们判断美国经济明年是C型？还是特别值得琢磨的。第一个，上的一端肯定不大可能往上走，最近一些企业财报已经看得很明显；但核心问题在下的一端，这个K的下行的一撇能不能逐渐往回收？我觉得其实还是能够看到一些好的迹象。一方面，它的就业还是比较有韧性，虽然AI有替代，但整体来讲，出清失业金人数这些指标都还是不错；另外，随着利率下行，按揭利率下行以后，房地产可能也会有一些修复。

这里想说的一点是：从资产价格来讲，它的演绎也从一个K型往C型收敛，这是很有意思的现象。可能在宏观数据上要等一两个季度才能验证，但看资产价格——我专门做了一下，今年资产价格也是一个K型，因为美债很差，美股由于产业驱动（当然也有一些情绪、泡沫的催化）走出一个K；但从最新的美股三季度财报、OpenAI的经营收入不及预期以后，其实也看到它往C型收敛。我自己觉得这不是一个昙花一现的东西，应该也是表明了一个趋势。就是我刚才说的，如果利率到了一个拐点再往下走，实际上对实体经济是有支撑的。股市虽然有调整，我自己觉得目前来看调整还没有到位，但就演绎来讲，对经济也是有一定的收敛作用；当然如果出现过度调整，那肯定是另外一种情形。但我自己觉得短期有风险，但不是一个崩盘式的，我觉得目前也没有人有太大的担心。所以我想说的一点是，资产的C型收敛，其实已经预示了经济的C型收敛，是能够找到相似的脉络的，这是一点挺有意思的现象。

然后从整个情况来看，为什么我们看一个C型收敛？如果它是一个持续的加息，像2022年那种下半年开始的、连续高强度紧缩式的加息，经济肯定是要承受不住的。客观来讲，目前判断可能不会超过三四次，那么这里面还是比较可控的。如果说美股后面……本身来讲，利率下行对美股就是有作用的，像其他板块可能会有更深、更广的交易广度和深度；但

如果后面是连续的加息，那客观来讲影响比较大。所以如果我们判断这不是一个紧缩周期，而是一个宽松的阶段性的调整和放缓，那么风险整体是可控的。

当然短期来讲，为什么我刚才说这个回调还是有风险、没有到位？还是一个中期选举。中期选举这里面你现在很难给一个定论，但现在市场预期也比较一致：众议院肯定是共和党保不住了，参议院民主党的概率在上升。我想说，不管他丢一院还是丢两院，这里面可能比较大的一个结果是：从特朗普的角度来讲，丢掉众议院就可能会被弹劾，那就一定会启动弹劾程序——跟参议院有没有关系、民主党拿不拿下，没有绝对的关系。但第一个我们要客观看清楚，弹劾不可能成功，需要绝对多数，这不可能；但一旦启动弹劾，客观来讲，民主党就会给特朗普各种丑闻的爆料，而特朗普本身是一个比较在乎面子的总统，他是比较忌讳的。所以我自己觉得，一旦众议院失去以后，随着弹劾程序的启动，特朗普会试图转移一些视线，去掩盖这种国内的、对他个人事务的再聚焦。这里面其实就是有一些外部风险，因为油价在一个高位，所以包括通胀的发酵。所以我觉得中期选举来讲，虽然结果有不确定性，但对市场可能还有一波冲击，我觉得这个没有完全消化，这是我的一个判断。

那美股核心来讲，还是短期得承担一个短期的外部风险，但长期来讲还是在于它本身的盈利。这波回调之后，随着美联储加息告一段落、收尾，我觉得核心还是看它的盈利能力，估值肯定要有一定的修复。美债利率短期来讲，你自己判断，现在虽然不能完全确认见底，但我个人觉得上行的空间其实是不大的。然后短期来讲，未来还是通胀和整个财政的走势是不是还有二次影响；但阶段性来讲，年内来看，其实相对打开了利好增长的环境。所以这些我想说的是，从一个大的范围来看，基本上可以确定短期存在一个从K型向C型收敛的趋势，但能持续多久还要逐步观望，但这毕竟对美国是一个比较偏良性的结果。

还有一个就是关于中美博弈。我觉得这个基本上已经翻篇了，至少在未来一两年内、在2028年大选之前，整体是我们说的建设性的战略稳定。但这里我想说的一点是，你放在博弈论的框架里面去看，这种平衡也主导了市场的趋势。比如我这个矩阵里面所显示的：蓝色字体，实际上是双方各自去掣肘对方的杀手锏——我们选择了稀土，美国是前沿人工智能的这些模型、这些算力；但另一方面，红色的字体是双方已经开始有一定的分道扬镳或者脱钩了——美国选择的是化石能源，我们是要非化石能源。所以这是各走各的道路。但在这么一个过程中，在一个分化脱钩的缓慢过程中，同时又相互掣肘的博弈中，我们看到其实达成了一种脆弱的平衡。这种脆弱平衡就是我刚才说的，它避免了一些重大的尾部风险，但不大可能出现持续的、全面的缓和，这就是目前的情况。但这种博弈肯定对全球经济、全球安全等方方面面产生了重塑效应，也映射到了资本市场。

这里比如我们可以统计一下今年美股相对领涨和比较滞后的板块，你其实看到还是大部分在交易中美脆弱的平衡，在资

源和技术方面，虽然波动也比较大，但它映射了整个中美博弈对全球比较长期的影响。从A股来看，其实也是这样。我

刚才说了，我们可能在脱钩的一方面，短期选择不是油气这个资源——当然石油石化还是受到每一站之内影响——但整体来讲，确实还是体现了我们整个市场偏资源和技术的结构性行情。我觉得这在明年也不大会改变，除非中美有意外的突破，就是刚才说的蓝色字体；但短期我觉得还是处于一个你追我赶、不可能立刻见分晓的状态。所以这个大背景，相对来说也有利于从K型分化走向C型收敛。为什么呢？因为这种博弈状态，当一个弓拉得特别满的时候，它自然会往回缩，因为它不能承受拉得特别猛、就断掉了。所以我觉得这也是从地缘上支撑K型分化向C型收敛的一个叙事，值得密切关注。客观来讲，可能很长一段时间内，中美都是在资源和技术方面的一些博弈，在全球产业链重塑下，带来市场一些结构性、板块性的机会，细分领域也是在这两个大赛道上往里面去看，这是整个背景。
所以我想说的是，不管是从外围基本面还是从地缘上来讲，C型收敛我觉得是慢慢展开的。那么回到中国经济，其实我们也期待一个C型收敛。这里面在于我们之前的K型跟美国可能有一些不一样：我们更多的是依靠出口，出口现在还在一个高位，看韩国的出口现在还有同比接近20%，一时半会可能下不来，但在很高的基数下肯定有所放缓。而在于投资端，今年消费当然也是一个约束，但没有投资下行得这么明显，这呈现出一个明显的K型。这个可持续吗？很显然不可持续。如果明年还是这么一个情况，客观来讲，我觉得内需偏弱的风险会映射到方方面面，这肯定也是政策后面要去做一些回应的。所以从这一点来看，中国经济明年在投资和出口端肯定

会出现一个C型趋势，这是没有疑问的，关键是恢复的收敛程度怎么样，这是接下来要密切关注的。
那今年为什么会出现这种极端的K型分化？从投资和出口两个角度看。从投资来看，最核心的还是收入，就是今年可能在财政端更看重收入的达标；支出端相对来说并没有像收入端有那么强的诉求。所以我们看到1-9月份财政收入基本完成了接近80%，今年肯定能圆满达标；但对于支出来讲，可能还得垫一垫够一下，甚至我觉得目前来看，可能95%的门槛还是有一定难度的。所以收入比支出更高的权重，必然会映射到项目支出等方方面面都会受影响。本身来讲，收入客观来讲可能是为了未来更可持续性，很多钱可能不一定花到项目上，这能看到一个自然的结果；但我觉得还是有一些化债、清偿欠款的因素，所以这对投资产生的影响，就是出现了这么一个K型的结果。
另外一个，从政策信号来看，今年如果分成相关的三类——稳增长、产业升级和风险防控，我们看到结果是：今年更多的是注重风险防控，这个也比较自洽，因为回溯5年，现在是一个地方换届的周期。这里面能够看到，稳增长的更多在增量上，其实更多体现为"六张网"，但这个也不像过去那种传统产业能够一蹴而就；产业升级方面，绿色可能算一个，人

工智能算一个，但中央也说了要避免"一哄而上、一哄而起导致一哄而散"，更强调因地制宜，所以更多的是落在了风险防控的层面。这跟我们捕捉到的调研信号其实是一致的：真正出现增量的就是绿色和六张网，但如果落到支出项下、落到投资项下，还是有一些制约，不大可能完全对冲新动能的起来。所以就造成了这么一个K型分化的结果。当然这个结果也不用当成一个多大的事情，它肯定是在一个长期过程中慢慢要去改变的。但现在来讲，我觉得可能政策到了一个回应的阶段。

这里能够看到：每一次当IMF对中国经济增速有所调整的时候，其实我们是要予以回应的。当前又是处于这个阶段，这也是我们为什么比较看好明年向C型收敛的一个重要原因——对于外部的一些声音，我们还是要有回馈的，尤其是当我们看到国际货币基金组织在上调美欧经济增速、对中国经济增速有所下调的背景下，我们一般都做出了回应。在做出回应之后，能够看到我们的经济客观来讲不大可能再存在一个比较陡的斜率往下走了。最近10月份的IMF世界经济展望也是这样：他对2027年美国和欧洲的经济增速有所上调，但对我们是有所下调。这种客观来讲，映射到方方面面，肯定是我们希望能够把这个给逆转的，不然对整个汇率、方方面面资产价格也会有影响。所以能够看到，从四季度开始，利率也换了锚，财政也给了5500亿，也做了房贷的贴息，一些新的去内需的政策还在慢慢出台。所以这一点，我觉得还是可以观察下一个时点——一月份。1月份到底国际货币基金组织对美欧和对中国的展望会有一个边界上什么样的调整，这个可能也决定了我们是不是会有进一步增量政策的出台。我觉得这个指标相对比较有效，能够反映政策的响应。

这里面刚说的是整体K型偏下的一端；K型偏上的一端，为什么会收敛？倒不是说很快就不行了，但这个收敛还是比较明显。我举一个例子，江苏——江苏省出口非常好，在全国也是，我们把它归结为动能转化型、新动能在培育得比较好的区域；但能够看到它内部分化非常明显：苏州和无锡得益于AI产业链相关的出口，一骑绝尘、两骑绝尘；但也看到像南京这些偏传统制造的，出口就在零附近，甚至还有转弱的可能。这里想说的是，这个风险客观来讲也需要明年做一些评估：好的地方都是资本密集型、相对出口，现在承压的是劳动密集型。这就映射到，如果这个K一直往上走，那反而内需压力会越来越大。为什么呢？资本密集型其实不太创造内需诉求；相反，劳动密集型通过就业对消费、增收实际上有比较大的作用。所以目前这种分化局面，必然也要往回摆；如果不往回摆，内需下行最终也会对出口产生一定影响。所以通过出口往后看，它必须得面临一个再平衡；如果解决不了这个再平衡，经济结构的问题会更加凸显。

当然好的一面不多说了：能够看到产业链上方方面面有支撑，有一些全球能源转型的诉求、包括国防发展的诉求。但我们的结构性问题，今年已经凸显了。然后基建增速，刚才说了，今年可能比较注重收入、支出不那么严格考核，所以

基建今年相对还是比较乏力。短期可能会因资金到位有所起色，但从明年全年来看，我个人觉得还是要解决项目怎么落地的问题。最近比较好的一点是，五中全会对正确政绩观的考核有一些微妙变化，可能有利于明年换届完成之后出现一些新的起来因素，但这个可能也要逐步再看。所以边界上来讲，现在不大构成一个持续推动，短期当然有一定的折力。所以这些不多说了——四季度到明年一季度来讲，核心还是看资金到位以后项目能不能起来，目前可能会持续一两个季度，但往后看还是有一些问题。所以明年我们的C型收敛，客观来讲，投资可能不会特别顺畅，但趋势应该来讲已经慢慢开启了。

消费的问题，为什么我觉得消费的收敛可能比投资要难一些？客观来讲，这张图表明得比较清晰了：投资是可以毕其功于一役、很快降低传导过程、很快起来的；但消费的问题在于全国存在比较明显的分化，我们把它分成四个类型。能够看到，很有钱的地方其实不大愿意消费，这可能有文化等方方面面的因素，也可能因为地方更偏生产，导致人均GDP高但消费不行。所以这些东西客观来看，如果从明年往上C型收敛的斜率看，肯定是投资要快于、优于消费。消费的问题就在于明年的抓手在哪。

我们看到今年消费品以旧换新退坡比较明显，社会上也有些"寅吃卯粮"的争议。这里想说的是，如果再指望去做消费品的以旧换新，不太现实。但好的一点在什么呢？富裕的省份在消费意愿上还是有一定空间，消费能力作为一个基本盘，收入上还是有一定支撑。核心问题在于，可能我们需要借鉴一些发达经济体的经验。当然我自己觉得可能还是偏长期的，就是在养老、生育这块，明年可能会有进一步的空间，通过财政贴息的方式，这可能是明年消费发力的一个重点。但其实说白了，当下你要指望特别解渴也比较难。所以整体来讲，还是一个缓慢修复、磨底的过程。在中国刺激消费，如果指望普惠式发钱，我自己觉得不是对症下药的良策。

当然有一些其他变化我觉得还是可以值得期待的，就是房地产。随着"828新模式"落地、转向现房销售，过去高杠杆高周转已经翻篇了。现在房地产在民生导向的模式下，反而可以在需求端有一些空间可以打开。看到最新一轮的贴息政策，更多着眼点是往二三四线——这些地方居民可能有一定的更大刚性需求可以释放。所以我觉得，往明年看，地产政策在新模式下反而需求端有更大空间。随着贴息、包括后面住房公积利率可能会有调整，我觉得如果说有超预期的变量，房地产销售可能会是一个亮点，尤其是二手房；这里面相关的一些交易机会也特别值得关注。明年从消费的大篮子里，你很难看到商品这些有大的变化，但可能对于房地产、住房消费这一块，我觉得可能到了一个拐点、一个值得观望的阶段。我自己也觉得后续的地产政策还是有进一步加力的空间：尤其现在如果商品消费有所退坡，其实很容易把这个钱用来做进一步贴息，至少在房地产层面还是可以有一定杠杆

效益的。所以这一点值得关注。
财政的后劲，说白了还是今年多收的钱怎么样在统筹维度内比较好地花。但这里面有一个问题：当下还有地方的债务置换、清偿欠款、三保，这些肯定是第一位的，这也是正确政绩观的要求。在其他支出领域，我觉得现在可能要避免科技的"一哄而上"，那么可能会更加做一些细化的统筹。所以我想说，财政发力从明年全年来看，很难见到一个立竿见影的效果，但对收入底部逐步实现财政的转型，包括避免一些意外风险，我觉得现在肯定会做进一步统筹——因为它既然注重收入端了，那防风险的思路会更加明确。

另外一点就是"六张网"。六张网我刚才也说了，可能是一个长期比较好的抓手，但短期来讲，量有多大只能边走边看。我们也追踪了所谓的景气度，能够看到当下算力还是一个不错的选择，但可能受制于一些设备的约束；对于其他几张网，因为规划里面写得比较好，短期有太大空间，我自己觉得也要谨慎对待。但整体来讲，这个方向是确立的。所以我自己觉得，后面如果出口下来，或者内需其他的引擎起不来，可能围绕房地产、城市更新这一块，还是要有更大的文章，这样才真正能够把投资的C型收敛跟出口相对巩固起来。单纯靠六张网，客观来讲，可持续性还是值得关注。
然后货币政策。刚才说了，回应IMF的关切之后，我们看到已经有了一定的宽松空间打开：宣布换锚利率以后，现在在1.25%。这里面其实能够看到，未来在年末这一轮财政宽松之后，货币宽松的空间是逐步打开的。我们未来可以期待什么呢？我自己觉得可能倒不是总量性的降准降息，因为现在不解决经济的结构性问题；但对于一些房贷降利率或贴息的方式、配合降利率，后面通过降存款利率稳定息差，再进行进一步的结构性降息。那么到明年上半年，我觉得货币政策还是可以有进一步作为的空间，这值得关注。所以当下正处于这个周期的一个新的开始，客观来讲，往半年看，对市场是一个好事。
另外回到资本市场。我刚才也说了，如果要实现一个C型收敛，可能在财政、在支出、在项目、在货币政策上都得有一些调整，我们也看到一些调整现象在发生。虽然不是一蹴而就，但对当下市场来讲，最重要的可能是要缓解流动性的风

险。这里面其实看得比较清楚：去年为什么市场比较好？其实外围因素也是非常重要，因为美股处于一个降息周期没有结束，同时AI的产业趋势刚刚兴起、方兴未艾。所以我们看到，对我们中美大国竞速来讲，资本市场也呈现了一个中美竞速的逻辑。但今年的最大问题就是美股——当然最近还行——但已经高位回调了。我想说的是，今年美国实际上并不像去年那么有一个比较明确的宽松周期、所谓一路向上的态势，它本身波动就比较大。这种情况下，如果我们一味地去拉涨，大家可以看到，客观来讲也是不贴合"924"以后的整个诉求的。所以就看到了今年我们的波动相对来说比较大。
现在的问题就在于，我们的科技板块超跌了。这种情况对于未来科技发展方方面面肯定会受影响。所以这一轮，我自己

的理解是，今年的稳市和去年不是一个范式：刚才说了，外部起到比较重要的作用，但更多还是在内部的一个再平衡。就像我图里显示的：在上一轮，就是"924"到去年、包括4月，更重要的是在大盘指数上跟美国相对来说有一个互相提携的举措；但现在来讲，上一轮的稳市可能忽视了一点，就是结构上的韧性——因为从三季度以来，这种超跌映射的也是结构不平衡下的脆弱性，这个韧性的要求客观来讲还是有一定距离的。所以这一轮稳市，我的理解更多的是寻求一个平衡。我们看到这一轮从稳市资金来讲，未必在前期的一个绝对点位一定把它拖住，但在风格上更均衡，也是为了避免未来如果进一步上涨缺乏一定的筹码。所以客观来看，当前进入了一个新一轮稳市的阶段，从资金再平衡的角度来讲，这个趋势已经确立了。所以现阶段，我自己判断市场还会有波动，但从未来发展上来讲，你再去押注单一赛道的行情是不太现实的。这是从稳市风格上，应该来讲看到了一些新的变化。

所以短期来讲，如果市场要真正有比较高的期待，一个还是要等美股这波调整，基本上风险评估可控，或者说基本上过去，那么随着外围企稳，我们市场会有更强的确定性。但近期来讲，随着监管层的发声，下跌的进一步空间肯定不大了；近期我自己觉得，可能在震荡中逐步会找到一个底部。但还是从整个资金结构、包括板块上来讲，一定要理解这个再平衡的效果，因为现在增量资金还是在于稳市资金。

最后说一下汇率，其实我觉得这也是今年一个非常重要的变量，客观来讲可能是金融资产里面最重要的一个变量。为什么呢？AI产业趋势带来的钱最终还是会回流到美国，对于本国产业来讲，它有多大的可持续支撑性，从风险安全上来讲都要重新掂量。所以下半年看到，虽然美元很强，但这些国家的汇率贬值也慢慢收回来了。我们今年做得比较好的一点是：虽然股市今年后面出现了一些风险问题，但我们的汇率还是比较强的，这里面其实也印证了一个大国的趋势，我觉得是一个大的拐点式的事件。即以往是美元强、人民币要弱，是一个镜像关系；但未来可能是美元强、人民币也不能弱，进入到一个新的时代。

背后潜在的含义是什么？第一个，为什么美元强、人民币不能弱？它倒不是基本面的完全映射。实际上如果人民币弱了，我们就可能像日本、韩国一样，出现很多外流的资金不可控，依附于AI这种产业趋势。但对我们来讲，中美未来就像我刚才画的矩阵图，是试图在前沿人工智能上要进一步扳手腕的。这种情况下，强势的人民币有利于科技竞争，有利于防止资本流出的不可控，这与金融强国是一脉相承的。所以今年当然有一些问题：人民币升得太多了，导致一些企业外汇损失，一些劳动密集型的出口地区受到比较大影响。但整体来讲，从战略层面，它避免了大规模资本流出，尤其是在出口盈利方面——赚了美国的利润以后，至少还是确保这些利润不要很快地去变相支持美国的发展。

所以我自己的判断是，往明年来看，这个叙事不大改变。如

果明年美元还是一个偏强的周期（因为AI强，很难说因为财政或通胀问题，加上其他经济体目前受到能源冲击的影响，很难说美元明年就是个弱美元），那么在一个偏强的格局下，人民币也一定是一个稳中偏强的局面，虽然升值幅度可能不大像今年这么大，但这个趋势我觉得基本确立了。在这种趋势背景下，客观来讲我们应该能够看到，对于一些资金来讲会有一些防范风险的要求。今年看得也比较明白：只有对于外部灰色地带的一些"取之于民的钱"做比较好的统筹，汇率的升值趋势才有支撑。

所以这一点我想说的是，今年回头来看，人民币升值其实更多承载了实物资产元年、包括金融强国的诉求，客观来讲也达到了这个目标。我自己判断，明年来讲，我们还是要去观察整个汇率和资本市场从顶层战略层面的一些考量，而不单纯是线性外推，我觉得那样是有风险的。

另外，在一个全球经济和中国经济向C型收敛的趋势下做再平衡，我觉得还是有一些新的投资机会，至少在板块间：随着投资端逐渐企稳、消费向下的斜率慢慢收敛、房地产的一些空间逐步打开，市场风格上也会有一些相应的变化。这些都是值得明年去关注的。当然现在还没有真正到年底，我觉得可能等中期选举之后，包括国内中央经济工作会议召开，可能会更加明确一些线索，我们后面也会进一步去做相关线索的梳理和展望。

今天差不多半个多小时，也算是对明年做一个抛砖引玉，希望对各位有所帮助。

--- 宏观策略周论：市场如何见底？20261102.pdf ---

总结

一、本周议题

本周聚焦四个议题：一是市场如何见底，需要具备哪些条件，与"924"做何对比；二是美国中期选举及其影响；三是如何解读Anthropic的上市文件，以及美国大型科技股业绩透露的信息；四是油价新高下油气化工行业的前景与投资机会。

二、市场如何见底：与"924"的对比

大家一提到"底部"，第一印象往往想到2024年的"924"，原因有三：离我们足够近（两年前）、底部磨得比较久、见底后反弹剧烈（对恒科而言至少是一年的大幅上涨）。但首先要追问的是："924"到底是不是真正的底部？与现在可比吗？

关于港股与A股的领先关系，我们发现：港股真正的底部并不在"924"，而是在一月底，领先A股大约8至9个月。同时，在过去至少两轮周期中，港股的顶部也往往领先A股：2021年恒科2月见顶，创业板11月见顶；本轮恒科去年10月见顶，创业板今年6月底7月初见顶，同样领先8至9个月。港股既领先见顶、也领先见底，原因主要有两块：

第一，行业结构决定了港股对经济周期、尤其是居民信用周期的变化更为敏感。港股一堆互联网公司对利率、信用敏感，所以会先体现压力；A股延续更久靠的是结构，上一次靠新能源以及一部分半导体，这一次靠AI硬件、光模块等AI相关海外链算力硬件。看似港股先见顶，其实底层逻辑一致，

只是A股有更全、更多的结构性行情掩盖了其他部分的弱。
第二，港股作为离岸市场，更容易感受到海外的风吹草动，比如情绪变化、资金流向变化，外资仓位的变化与港股整体顶底非常契合；而A股资本账户相对封闭，流动性保护性更好。但更关键的还是第一点，即基本面上的领先。
关于港股见底的性质，如果看港股2024年的表现其实并不差，港股实际上是2024年年初就见底了，并非"924"。但这个见底根本不是基本面的见底，而是分红——大家去买高分红资产。为什么买高分红？因为大家对整体增长没什么预期，高分红本质上是固定回报类债券的收益。当时恒科也在大举提高股东回报、进行回购，回购和分红都是上市公司给股东提供收益，形成了全股东回报（Total Shareholder Return），所以这其实也是一种避险思维：EPS没有大幅上调，A股其实也是同期的分红交易，也不是基本面的底。只不过港股内部分红更大、股息率更高，且保险资金买港股分红不用在沪港通渠道交红利税，所以港股更有吸引力，因此这样一个底部不是基本面的底部，而是估值跌得很多、叠加分红独特吸引力带来的底部。
关于港股三年一轮的周期性，这并非过于规整的巧合，背后是信用周期、二级市场资金筹码、一级市场IPO供给、政策响应及响应速度传导到基本面的必然实质：市场降温后二级市场资金筹码先下降，但出清没那么快；随后一级市场逐渐出清（比如今年港股IPO太多、再融资太多，年底明年初还有一波大幅减持）；市场降温后政策也不会马上出大招（比如从2023年6月到2024年初一系列政策逐步出台，直到"924"将近大半年后才出全面性政策）；全面政策出台后再传导到基本面也需要时间。
关于当前走到哪一步：如果粗略只用时间来看，好像还需要一些摸底时间，但这个时间不固定。对比"924"的几个条件：
估值与盈利：盈利在下修，这是刚开始出现；估值接近但还没到"924"那么极致的位置。
仓位：接近了还差一点点。
回购：完全没可比性。港股回购较多本是互联网公司能涨的原因，但现在互联网公司要大举做资本开支——不做资本开支市场担心国产算力怎么办，做了又没有回购，两难。
IPO市场：现在还明显高过之前（2023、2024年已经冷却到什么位置），排队公司还比较多，加上今年底明年初还有一波解禁。
所以打个平手：二级市场因子快了，一级市场和回购慢一点。起到天平作用最大的反而是政策——"924"之前年初就已经有很多政策，包括增加股票回购，2月6日中央汇金宣布增加ETF增持范围，推动机构入市、增加回购；这些结合二级市场很低的估值、低迷的情绪和分红率，可以推动先建价格底。但要彻底扭转还是花了不少时间，直到"924"逼出大规模政策。

结论：在这个位置，短期不管是市场大跌、信用风险，还是10月PMI超季节性下跌，都增加了短期政策干预发力的概率；

但如果不是完全与基本面相应的政策，加上现在二级市场出
清、一级市场出清都不如"924"那么极致，有可能在局部产生
效果，但要彻底扭转颓势，还是在于居民部门实质信用周期
的改善，这需要财政发力。如果重现"924"那样的财政发力，
可以完全缩短磨底见底的时间，甚至不需要估值那么低。短
期可能还需要多一些耐心，明年二季度可能是一个比较有意
思的时间点：一是事件节点上明年下半年的因素，二是外围
美联储加息预期以及AI预期，如果这两块都不及预期会带来
反向压力，三是测算的居民部门信用脉冲领先消费大概两个
季度，到明年下半年可能会相应有一些契机。
三、美国中期选举
结论上，本次中期选举对市场的影响主要有三方面：美伊冲
突、未来潜在财政政策、AI监管政策。整体看，选举落地后
前期各种博弈可能告一段落，政策不确定性相对下降，对市
场而言反而是一次风险出清的契机。
选情上，博彩市场定价进一步偏向民主党。Polymarket数据
显示，民主党赢得众议院概率上升到95%，赢得参议院概率
72%，横扫两院概率71%，而几个月前还是相对小概率事件。
原因是生活成本高企和通胀是共和党选情承压的重要原因：
特朗普支持率已降到34%，创下两任任期内的新低；85%的登
记选民将经济列为非常重要的议题，84%将生活成本、可负担

性列为最重要议题之一；同时民主党选民期待改变，投票热
情高于共和党选民，可能进一步放大民主党优势。
若民主党至少拿下众议院甚至赢得参议院，影响通过以下渠
道体现：分裂的国会意味着未来两年立法主导权在两党之间
重新分配，制衡更明显；众议院掌握拨款、调查和弹劾发起
权，特朗普政府再提新议程会受更多阻碍；若走预算调解程
序也必须通过两院支持；若民主党进一步赢得参议院，人事
方面包括潜在美联储内部官员的任免等制衡也会加强。
美伊冲突方面，目前国会两院由共和党掌控，在军事行动上
整体与总统保持高度一致、持支持态度。若民主党获胜，对
潜在军事活动的支持会减弱、约束更强：一是财政支出方
面，五角大楼此前透露可能需要约800亿美元紧急拨款，民主
党参议院表示可能较难凑齐所需60票、不走冗长辩论路径；
特朗普此前要求通过预算调节法案塞入3500亿美元国防资
金，若民主党赢得众议院也会受更多阻碍。二是军事权利方
面，民主党多次在国会发起立法要求限制军事行为，若获胜
也会有所约束，共和党内部一些议员也可能将中选失败归咎
于军事政策从而加大约束。三是有弹劾的政治成本，有助于
避免冲突大幅升级。但值得警惕的是，新一任国会正式履职
前还有约两个月过渡期，理论上仍由旧有的共和党班子控
制，可能在此期间进一步采取行动，相关风险、市场波动风
险和油价冲高风险值得关注。
财政方面，共和党已在2025年借助预算调解程序通过了大美
丽法案，进一步推出新的、党派性的财政扩张法案概率不

大，更值得关注的是潜在债务上限约束：该法案把债务上限
提升到41.1万亿美元，但现在受债务上限约束的债务已超过

40万亿美元，余下空间不足1万亿美元。结合市场机构预测，可能在2027年年中美国联邦政府就会触及债务上限；触顶后虽可腾挪现金和资源维持一段时间，但也可能伴随两党博弈加剧，甚至有政府关门、市场波动加剧的风险。

AI方面，市场担忧民主党上台后是否会通过收缩性、控制性的联邦立法，使数据中心无法如期交付或使用。包括Brookings等报告显示，美国有不少民意反对AI：64%的美国人认为快速建设数据中心不见得是好事，超过七成担忧AI会推高生活成本、尤其是电费。这种反对情绪既有真实民意的成分，也有选举炒作。民意反对主要来自生活成本：对比2019年，现在美国电价上涨超过40%，在很多数据中心密集区域，批发电价甚至比2020年上涨超过200%；一些调查显示，如果数据公司或电力公司能补贴当地老百姓电价，对数据中心的反对意见就没那么强烈。但政客在选举前的极端化表态，更多有拉票考量。

整体看，即便反对AI的竞选者获胜，在国会层面也较难形成强烈共识、较难出台统一的联邦层面控制、暂停或反对AI的立法，因为很多国会议员认为暂停AI发展只会让其他国家在大国博弈中跑得更快；特朗普本人也长期支持AI、数据中心、科技发展。即便国会通过，也可能面临总统一票否决，除非高度共识、以2/3推翻否决。真正的风险可能在州和地方政府层面，比如当地数据中心项目落地进度、节奏，很多取决于州公用事业委员会、地方规划部门，这些潜在监管收紧

风险更多是区域性、分散性的，节奏也不见得快，可能不会对AI行业构成系统性威胁。

总结来看，对市场而言，选举落地后可能推动前期高度博弈下潜在政策不确定性趋于下降，很多风险能定价得更清楚，构成一定的风险出清契机。多方在选举前都希望把自身筹码价值最大化、把话说得更极端，但一旦选举落地、话语随之收敛，反而对未来的走势会更加清晰。

四、Anthropic上市文件与美股科技股业绩

Anthropic公布的招股说明书，是第一次能比较完整地从一家头部基础模型公司角度观察AI收入规模、算力成本与经营利润率之间的关系。

结论上：第一，AI模型的商业化能力已得到初步验证，但收入的高速增长能否支撑未来巨额的长期算力投入，仍是当下整个AI产业最关心的问题。

第一，收入增长已经开始转化为真正的经营利润。2025年公司全年收入46亿美元，但到今年上半年收入就达到163亿美元，同比增长43倍；更令人惊讶的是季度增速：今年一季度收入47亿美元，二季度增长到116亿美元，环比增速超过140%。这说明企业AI已不再停留在概念验证阶段，而是开始形成相当规模的真实付费需求。收入结构上，约80%收入来自按使用量计费的业务，即客户实际消耗多少token就支付相应费用，与传统软件依赖固定订阅席位的商业模式有很大不同。随着客户开始让AI处理软件开发、复杂推理、数据分析

以及长时间运行的agent任务，单个客户的使用量和付费金额

都有可能持续增长。客户数量上，截至今年9月底，公司拥有超过11900家在过去12个月贡献收入达到10万美元的客户，其中超过1900家贡献收入达到100万美元、约250家达到1000万美元；早期用户采用速度已超过ChatGPT推出后相同阶段的表现，表明AIagent应用正从专业软件开发者进一步向更广泛的知识工作者扩散。收入增长带来的规模效应已开始反映在利润表上：公司今年二季度首次实现GAAP口径下的经营利润，利润率约为8%，经营利润达到9.74亿美元，调整后经营利润达到22.35亿美元、利润率约19%；成本端，计算和基础设施费用相当于收入的比例，从2025年一季度的251%下降到二季度的48%，说明收入增长速度已明显超过算力基础设施费用的增长速度，类似OpenAI，开始展现出一定的杠杆。

第二，公司长期竞争力不只体现在模型能力上，还有算力效率、组织效率等方面。招股说明书明确提出，衡量计算效率的关键是每投入1美元算力能够产生多少智能能力和收入。为此，公司同时推进算法优化、推理效率提升以及多芯片计算架构：其Claude已能在AWS的Trainium、谷歌TPU、英伟达GPU以及AMDGPU四类芯片上运行，通过调度系统优化动态选择性价比更高的计算资源，这意味着公司完全不依赖单一芯片供应商，可以在不同硬件之间优化成本和性能。公司自身研发效率也在改变：截至今年9月，超过90%的代码库由Claude完成；过去一年公司收入增长远远超过员工数增长，每名员工对应的年收入显著提升，这与传统SaaS公司收入与员工投入成正比完全不同。如果模型能力提升能同时改善训练效率、推理成本以及企业内部研发效率，就有可能真正形成正向循环：更好的模型吸引更多客户，更多收入支持下一代模型研发，更高效率进一步改善盈利能力。

第三，值得市场与投资者警惕的地方，是算力采购具有长期刚性，但收入增长仍存在很大不确定性。招股说明书显示，公司通常要提前12至18个月采购计算资源；当新增算力集群正式交付并投入使用，相关费用就开始确认，但这些算力最终能创造多少收入还需等待客户需求释放。因此，未来即使收入持续增长，公司利润率也可能出现明显波动。此外，Anthropic也改变了过去完全依靠云厂商采购算力的方式，通过AnthropicDirect直接租赁部分AI芯片，并使用合作伙伴运营的专用数据中心，将设施和设备采购决策分开，目的是提高灵活性并优化成本；但这也意味着公司开始承担更多的设备租赁、长期付款以及基础设施相关融资业务。信息披露显示，公司对微软、谷歌、亚马逊分别存在450亿美元、1145亿美元和1100亿美元的最低采购承诺，同时通过Broadcom安排了约1600亿美元的设备融资租赁付款。由于合同性质不同，不能直接理解为不可取消的总负债数字，但足以说明公司正在成为一家需要持续投入大量资本的企业。这就产生了一个重要的期限错配：绝大部分收入仍来自客户实际使用量，而上游相当一部分算力支出已经通过多年合同提前锁定。如果未来企业AI需求持续高速增长，提前锁定的计算资源可以通过提高利用率不断摊薄成本；但如果需求放缓、或模型竞争导致token价格快速下降，已签订的长期采购合同就

可能对利润率和现金流造成明显压力。

这回答了三点：一是AI到底有没有实际商业需求——公司的收入增长、企业客户扩张以及经营利润改善，都证明了AI正在形成规模化的商业价值；二是AI模型有没有盈利能力或潜力——答案非常积极；三是抛出了更大的问题——这种商业化的收益能否持续覆盖整个AI行业正在投入的巨额资本。结合上周微软、谷歌、亚马逊的财报，可以看到公司业绩背后股价反应不太一样：微软云增速依然超预期，且释放出在2027财年仍然保持正现金流的承诺，同时保证基础设施投资，市场认为这是非常积极的信号；甲骨文也释放出类似信号，此前其经营现金流、自由现金流持续为负拖累股价下跌较多，上周管理层首次提出将在2027年底、2028年初使自由现金流为正，股价当天大涨10%。相反，亚马逊和谷歌由于释放出来的资本开支以及自由现金流压力比较大，投资者对其资本开支的持续性提出较大质疑，股价反应相对负面。所以结合Anthropic招股说明书和上周财报，我们认为市场在当前比较保守、风险偏好比较低的情况下，可能已经完成了从资本开支规模增速，转向财务数据可持续性、也就是自由现金流可持续性的关注。

五、油价与油气化工行业

近期市场对原油预期发生了中长周期的变化：今年上半年大家更多认为是一次性冲击，而到今天，认为这个周期的长度、深度以及高度都可能超市场预期。用期货曲线表达，今天的油价与今年3月初比较接近（基本都在110美元以上），但远期价格预期发生了非常大的变化：以2027年底将近18个月以后的价格看，今年3月份只有75美元，现在市场已经交易到85至90美元左右。这10美元的上涨，更多反映的是战争不会在短期之内快速缓解。真实情况是上下游之间已出现非常强烈的抵抗：上游原油供给在过去一段时间下滑了5%至10%，全球库存少了将近5亿桶以上，部分区域还出现成品油供应不足；但下游传导出现一定程度的滞后。

初步结论是，今年11月份到明年2至3月之间，应该是下游逐步向110至120美元传导的重要时间点。一旦这种传导实现，且能被下游接受一个新的高价平台，市场对油价、高能源价格或通胀预期都会产生一次性的"双修"，从而才能促进供需双方去解决现有能源形式的供给不足。

传导到什么地步？国内方面，原油报价看上去才100多美元，但实际上美轻质原油到中国市场的均价在111至140美元不等，主要原因是这两年运费涨幅非常大，尤其是9月下旬以来。从中国接到的货物主力如巴西油，运行周期将近60天，按今天的运费平均运价大概30美元每桶；大量买的中东油稍便宜，但运费也要将近20美元。离岸价可能才100美元，加上运费到中国就变成将近120美元左右。部分油种因品质差异（比如巴西油种含氮量较高）会提供一定折扣，但中枢平均已到120至130美元左右，尤其炼厂最喜欢的ESPO（俄罗斯石油），美金到岸价已将近140美元。这就导致炼厂11月以后的真实成本并不是大家看到的100美元，而是接近120至130美

元。

而产成品价格还没有完全传导。简单看炼厂利润：如果不含运费，表观上还有将近10至20美元每桶的表观利润；但去掉现在真实的20至30美元运费之后，平均利润接近于零甚至为负。接下来，特别是在11月中旬以后，炼厂会出现一定程度的检修或抵抗，通过减量的方法把价格传导给终端下游。历史上，山东地炼一旦盈利大幅下行，有可能降幅10%至15%左右。11月份的交付计划会慢慢出台，产量逐步收紧。那供给收紧后下游能否硬扛不涨价？现在的情况并不支持：库存实在太低。以最大宗下游品成品油看，库存水平基本处于历史新低：国内汽油库存大概在2200万吨左右，低于2024年的2800万吨水平将近20%，也低于去年同期。如果做一个测算，仅满足中国需求下降7%至7.5%，需要原油进口量大概在900万桶每日左右，但最近原油进口量大概在850至900万桶之间勉强晃动，有时还会跌破。所以炼厂降速本质上只是表观，根本原因还是因为没有原油，没有原油就面临没有足够的汽油和柴油，国内产成品库存会随炼厂开工率下降进一步收紧。10月中下旬以后，中国部分地区已出现一定程度的柴油供给紧张：以前大多数柴油至少有40%左右由大型物流企业直接使用，走直供不走批发站、加油站；现在直供资源大幅收紧，需要加油得去加油站，而在一些山东地炼或传统民营加油站加不到足够的柴油，得去三桶油的加油站加。要改变供应不足，出口这块不能减。因为国内成品油实际是亏钱的（亏10至20美元不等），炼厂靠出口保证积极性：国内约10%的成品油用于出口，用外部将近30至40美元的价差，乘10%相当于补贴中国下游消费者3至4美元左右，才勉强保住炼厂积极性。但问题是今年对中国出口来说，东南亚地区的

价差出现一定程度回落且速度较快，9月份单桶出口补贴中国下游消费者将近6美元，现在补贴力度大概只有3美元甚至更低，炼厂积极性会继续下降。所以我们认为，如果海峡不能维持相对通畅、流量在1400万桶以上，中国还是会面临一定程度的资源缺口，会逐步把一些市场化定价的成品油推到能包住运费的价格，也就是120美元左右。下游成品油涨价还没有结束。

除成品油外，化工品涨价也不可小视。以聚丙烯为例，"胳膊拧不过大腿"——供应的下修速度超过需求的减量。丙烯在过去4至10年都是中国相对强势的产品，产量占比大概占全球将近20%，也是全球增长最快的供给方。但现在中国丙烯价格已超出今年上半年高点：丙烯价格现在大概在11000元左右，今年上半年高点大概1万元。这个11000元的价格在历史上曾出现过，即上一轮2011年至2014年油价长期在110美元左右时就是这个价，现在的价格也已超过2011年至2017年的高点。丙烯涨价可能也没完全结束：供应出现多元化，另外两种增量最快的路径——PDH（丙烷制丙烯）和甲醇制丙烯目前还在亏损，导致丙烯减供还没有结束。现在丙烯基本能把原油110美元的价格传导下去，但还没把全部运费都传导下去。
后面会看到两个路线都往下走：油的路线，丙烯供应量会减

少，跟着炼厂走；气的路线，甲醇和PDH与气相关，也在往下走。
气的产业链问题也非常大。油的供给量已随着海峡通量逐步恢复，恢复到战前将近75%至80%；但气这块，比如伊朗，海峡里通量大概只恢复到50%左右，而且这50%也是最近才恢复的，再往后还不一定能保住。LNG天然气通量也非常糟糕，基本只有5%至10%左右的恢复量，太低，导致全球气产业链的定价涨幅甚至比油还高。这使下游石化产地在过去几年做了大量原料多元化（不只油制，还有很多与气相关的原料），所以两头都受到制约：油的制约更多是国内成品油定价机制的制约，气则是真没有，所以很难看到丙烯这类产品产量出现环比回升，甚至往前看2027年，产量比今年可能还会再下一个台阶。供给已同比下降15%左右，空间可能还有5个点左右下滑、下降20%，而下游可能没有这么大的需求下行力度，现在看非常艰难。
以丙烯最主要的终端PP（聚丙烯）为例，用于大多数塑料、食品包装，以及大量汽车和家电外壳。今年需求已经很差，包括汽车下降10%至20%、家电下降幅度也比较大，但即使如此，下游库存依然非常紧张，现在库存水平贴着底部。所以需求的真实下滑幅度可能也就是个位数，但供给的下滑幅度是双位数，现在都是以消耗产能库存为代价。随着时间延长，中下游库存耗尽，定价权会重新回到上游。这个定价周期最重要的就是今年四季度以及到明年旺季之前——今年旺季9月到10月已经把下游产业链库存耗干，如果今年四季度上游产量环比继续下降，下游的控制力和谈判力就基本非常微薄，重新回到成本定价。
综合看，原油价格中枢的上升已开始逐步从短期走向长期，从上游单方提价、金融资本加成，变成整个产业链逐步蔓延的过程。一旦下游接受了1.5万元左右的丙烯、180美元的柴油，反过来又会给上游更多提价空间，以及给上游石油勘探开发企业更强的远期信心；只有上游企业有了信心，才能再去进行除中东以外的原油再投资，市场才能逐步实现再平衡。所以价格上涨没有结束，同时变成一件更长周期的事情。
产业链里，我们比较喜欢的还是这些上游或石油替代型公司。这些公司现在股价大概pricein85至90美元左右的油价，港股6倍、A股大概7至8倍左右。我们相信这些公司的股息回报会非常丰厚：每多一年这样的高油价时期，给大家的现金流都在25%以上，也有8%至10%左右的无息回报，后面可能成为大家的避风港。

会议实录：
（一）本周议题与事件梳理
大家早上好。本周聚焦四个议题：第一，谈一谈市场如何见底，需要具备哪些条件，和"924"能做一个什么对比；第二，美国的中期选举，选情依然非常焦灼，谈一谈中期选举的影响；第三，怎么去解读Anthropic的上市文件，以及美国大型科技股业绩基本报得差不多了，透露出什么信息；第四，油

价新高下油气化工行业未来的前景，以及在这种环境下投资机会在哪里。
第一块先由我来向大家报告，主要从市场角度谈一个大家非常关注、也简单明了的话题——市场如何见底。

（二）美联储议息：完全符合预期
在讲"924"之前，我们先把上周发生的事件简单梳理一下，看它们到底有什么样的影响和变化。
从外到内先看外部。在市场大幅波动的情况下，美联储议息会议反而被掩盖了，大家都快忘记了，因为这个事本身也没啥影响，也完全符合预期。再加上三季度业绩、市场大幅波动影响更为明显，所以美联储议息自然引不起大家太多关注。这就是整体这一次议息给大家带来的信息，即完全符合预期，和市场之前的预期一致，也符合我们一直以来的想法：9月份美联储加息是非常有必要的，去重塑它的信誉。但这不意味着它要大幅、而且是连续地加息。目前来看，市场还期待大概在12月份和明年的4月份有两次加息，但这种预期变化很快。我们可以负责任地讲一句：在任何一个时间点，CME利率期货隐含的市场预期基本都是错的，它总会先行外推。
为什么我们觉得它没有必要连续且大幅地加息？原因有这么几块：
第一，传统需求不支持。本来美国就是一个科技强、消费相对弱的分化，只不过下面的消费没有那么差而已。随着AI不断挤占社会资源、不断获取大量融资，而且逼着美联储需要加息，就会不断挤占传统需求——通过利率、通过量等各个维度。上周我们讲AI什么时候从朋友变成敌人，讲的就是这么一个故事。总对总加在一起，跨越某个拐点以后，就像抛物线函数一样，它会变成负的，变成一种挤压和负的外部性。最简单的例子就是美国30年按揭利率7.5%，对大部分房地产都是没有办法承受的，所以美国地产应声回落、被高利率压制，也完全不意外。所以第一个，传统需求根本就不支持；如果不是有供给约束、不是有AI的强劲，美联储完全没有必要加息。
第二，通胀看似短期还比较高，但并不是大家想象的那么长久的约束。在高基数带动下，明年5月份、在95左右的油价中枢下（我不需要假设油降得很快），基本通胀就到2%了。
如果大家对AI的期待本来就不高、最近AI投资可能会降温，同时传统需求又弱、通胀又大幅回落，那为什么要大举加息呢？想不到太多理由让美联储大举激进加息。有人会说油价的影响就不管了吗？确实有短期上冲会影响到路径，比如最近有新闻说中期选举之后、最早可能在11月4日即本周三就可能重启对伊朗的战事，确实会带来重启，但拉长周期来看没有影响——虽然霍尔木兹海峡现在没有开放，但重赏之下必有勇夫，通过各种各样的渠道，海湾除伊朗以外的出口量都已经回到战前了，所以拉长来看反而没有影响，不改变我们整体的判断。
第三，AI本身。现在大家都很纠结，所以你看市场在这次三

季度业绩期，它在明显地惩罚那些资本开支很强、但现金流很弱的公司；相反，它奖励资本开支强、同时又承诺自由现金流保持为正的公司——也就是算这个账。所有问题还是连在大家对AI未来打开现在已知的编程业务的新叙事上。如果明年一季度、最晚到二季度什么都没有，市场的耐心肯定就没了，必然会大幅下调2028年的资本开支预期（2027年大家觉得都还好）。如果到时候大幅下调2028年资本开支预期，市场在这一块得到的增长和支撑也明显下行，甚至美联储应该降息才对。这块也是市场在观望的非常重要的因素，我们觉得明年上半年可能是一个关键节点。所以这三块合在一起，美联储这个事情就不具备大幅且持续加息的基础。那拐点到底在哪儿？重申上周的测算：就是在6%。6%可以理解成抛物线的拐点，在到6%之前，它的正外部性——AI的增长还能掩盖住其他的负外部性；过了6%，啪一下就下来了，这个时候美联储应该去降息来缓解增长压力。所以第一，现在还没到6%，还能够承受，它不完全是成本问题，是回报的问题；再往后，到了那个位置，利率反而应该降才对。

（三）美国GDP与科技股业绩

第二件事是美国GDP，数据大家简单看一下就行，还是很强。靠什么拉动？靠投资——投资里面不管是库存，还是信息设备的投资；还有就是进口，因为进口是GDP的减项，减得多代表需求强。不只投资，消费其实也不错。所以整体看，截至三季度，美国的增长依然比较强。它也告诉我们一个信息：AI投资对美国GDP占了比较大的份额，二季度占了1/3，三季度这个占比也不小，所以它还是牵一发而动全身的。

盈利方面，业绩期也报了大概60%，科技企业基本报完了，除了英伟达还没报。大家都期待三季度业绩来点惊喜，结果反而成了惊吓。原因在哪儿？如果看盈利增速，还是不错的，比如标普500增速还有30%，肯定不如二季度高，但也不差，是降速的；显然市场对这个要求更苛刻——去年10月份、2024年的时候都出现过，当市场没有前景、进入预期又比较多的时候，要求非常苛刻，你盈利好不行，哪个地方有一点点小瑕疵，它就开始卖。所以第一，增速在下降。第二个，盈利预期明显回落，也就是超预期的幅度，尤其是通信行业受到谷歌影响，整个通信板块拖累比较大。第三，自由现金流转负、进一步承受压力，资本开支增加——这个故事已经讲过很多遍了。待会儿科技组也会再讲一讲Anthropic和五大云厂商的业绩。总而言之，市场在更加挑剔地关注这一次的盈利，主要就体现在现金流这个问题上。

中国市场的业绩方面，A股报完了；港股本来就不太报季度业绩，除两地上市公司，比例很小，但基本可以看出一个端倪：整体业绩增长还是延续分化态势，而且面临一定压力，因为二季度增长很强。体现在整体盈利预测上，不管是A股和港股，三季度报业绩时开始出现下调——因为卖方分析师整体调整预测时，都要等公司管理层公布业绩之后。下调业绩从市场表现来讲是不太好的，因为出来一家公司大家就下调原来的业绩预期；再加上资金面筹码的出清还并没有完全那

么彻底，比如大家看到公募三季报里A股占比还是很多、科技仓位还是很多，港股倒是出得比较快。所以盈利下调尤其三季度出现拐点往下走，再加上仓位没有出清，解释了市场短期的压力，也就反过来亟待政策托底。

（四）市场如何见底：与"924"的对比

讲到这里就接到下一个话题：市场如何见底，需要具备什么样的条件。

最近一段时间市场波动不可谓不大：恒科早早地就已经跌回"924"了，最近科创、双创似乎也在步港股的后尘，从高点回撤45%，这个速度非常快。虽然没有完全回到"924"，那是因为2025年涨得多、2026年上半年涨得多，但如果按回调幅度来算年化表现，这个幅度是非常大的、非常快的，所以体感上痛苦的程度会更大。尤其是这一波确实让大家预料不到。从9月份以来，催化剂有两块：第一块肯定有资金的负反馈作用，因为美股是最近才开始动荡、三季度业绩最近才开始披露，大厂之前就开始不断下杀，是有资金还在调整仓位导致的问题；好巧不巧又碰到了业绩不及预期、业绩出一些问题，所以进一步加剧了最近市场表现的压力。但不管怎么说，跌到这个位置，市场都很关注什么时候能够见到底部。

回想起来，我们也在一再和大家传递这个信息：我们对市场表现并不完全意外。过去这一年以来，从去年底到今年初，我们一直给大家传递的信号是，对港股、至少是整体基准宽基指数持一个中性偏谨慎的看法，甚至在年初市场都非常乐观、非常亢奋的情形下，我们依然是顶住压力这么去看，回过头来也验证了我们这一观点。主要的原因其实也非常简单：你可以近似地把港股恒科理解为大号的消费，它反映的就是K型分化中比较弱的、甚至早已弱于"924"底部的居民部门信用脉冲。其实A股如果不是科技，扣掉科技以后，消费（因为消费代表的方向和恒科一样）也已经跌回去了，所以

这一点上没有太多意外。科技硬件的强掩盖了底层的疲弱，当最近一段时间科技也弱下来，这不就凸显出来了吗。

我在这里也列了从去年底到今年初容易误导、有迷惑性的诸多乐观趋势，我们都是并不认同的，甚至专门写报告分析过这些观点。举个例子，大家说人民币升值会带来外资流入，外资流入就推动港股市场上涨，人民币确实一直在升值，但港股为什么没有反应呢？这种根据利率、简单经验、相关性来推导的结论，很有误导性。这些我们觉得都是有些问题的。

到了这个位置，市场最关心的问题既然已经发生了，就是什么时候或者什么条件下是一个底部。我们可以用这张图重温一下过去两年的表现，尤其是"924"：为什么"924"成为一个大家心里默认、印象非常深刻的拐点？除了政策发力（当然政策发力是最主要的原因），主要就是整体的经济信用周期——不管是政府（红色线）还是私人部门（蓝色线），私人部门在大幅往上，直接推动了整体市场的修复，不光是科技。换句话说，信用周期要修复，尤其是现在依然偏弱的居

民部门的资产负债表。相反，今年以来，我们前面拆解过那个图，居民部门资产负债表不断收缩，就直接带来了相关板块、相关指数的下跌，尤其以恒科为代表。
沿着这个思路看，其实有一些往往被大家忽略掉的事实和有意思的小误区。比如说，港股真正的底部根本就不在"924"，它真正的见底是在一月底，领先A股大概8至9个月。这就引出另外一个很有意思的现象：过去至少两轮周期，港股的顶

部往往都是领先A股的。2021年它2月份恒科见顶，创业板11月见顶，大概领先八九个月；这次也差不多，去年10月份恒科见顶，创业板今年6月底7月初见顶，也领先8至9个月。它不光是顶部领先，底部也领先——刚才说的"924"那一波也是领先八九个月。这只是一个很有意思的巧合，还是有什么规律呢？
第三个，如果单看港股自己，大家经常开玩笑说"一次管三年、三年等一次"，它确实基本遵循"一年企稳、一年大牛、一年大跌、一年震荡"的规律。过去三年，比如2017年、2020至2021年初，以及2024至2025年，都是大牛，中间基本隔了3至4年，没有那么精准。这到底是"如有雷同"的巧合，还是内在隐含了什么必然的规律？我们找到这个规律，不就可以推演一下大概——虽然不可能严丝合缝精准到月到周，但必然有类似的规律在里面。所以这几个有意思的误区，其实可以帮我们识别底部的特征，以及如何见底所需要的条件。我们分三块简单看一看。
（五）港股为何领先A股及见底的性质
第一个，为什么港股总是领先A股见顶和见底？2021年就是，这一次也是。原因有这么几块：
第一块，先看顶部。行业结构决定了港股对经济周期、尤其是居民信用周期的变化更为敏感。比如2021年那个高点，当时资本无序扩张、互联网以及信用周期，那时候信用周期也回落了，地产三条红线，整体居民信用周期包括地产高点就

从那个时候开始。港股一堆互联网公司本来对利率、信用敏感，这一轮不也一样吗？10月份。所以这一块它会先体现出来压力。而A股为什么延续得更久一些？其实都是靠结构。上一次就是靠新能源，当然也有一部分半导体；这一次不也是AI的硬件，光模块等等这些AI相关的海外链算力硬件。所以它底层和港股那一部分已经弱了，这个和经济周期、居民信用脉冲是一样的；但A股有自己独特的、更全更多的结构性行情，这个结构性行情又足够强，掩盖掉了其他的弱。所以看似是港股先见顶，其实底层逻辑是一致的。
第二，港股作为离岸市场，本来就会更容易感受到海外的风吹草动，比如情绪的变化、资金流向的变化——大家看左边的风险溢价以及右边的资金流向，其实外资仓位的变化和港股整体的顶底是非常契合的。即便外面出现一定影响，比如美债利率，A股在相对封闭的资本账户里，流动性保护性要比港股好一些。所以第二个因素也有一个从资金面上的解释，但我觉得更关键的还是第一点，就在基本面上。
反过来看，为什么港股好像也领先见底？比如"924"，大家

都觉得这是低点、深入人心，其实港股根本就不是。如果看港股2024年的表现，一点都不差，整体在2024年不差、一点都不弱，应该涨了十多个点。所以港股实际上是2024年年初就见底了，根本就不是"924"。但如果扒开仔细看，就会发现它的见底根本不是基本面的见底，而是分红——大家去买高分红资产。为什么买高分红？还不就是因为大家对整体增长没什么预期？因为高分红本质上也是固定回报类债券的收益。如果是整体基本面的修复，肯定不应该买这些。

有人可能会反对说不对，你看媒体娱乐、互联网当时表现得都不错，恒科表现得也不错。这就提到点子上了：因为当时恒科在大举提高股东回报、在回购、buyback。回购和分红都是上市公司给股东提供收益，反而形成了一个所谓全股东回报（TotalShareholderReturn）。所以从这个角度，其实也是一种避险思维。大家可以看EPS，EPS没有大幅上调。A股其实也是类似的，A股也是同期的分红交易，也不是基本面的底。只不过港股内部结构分红更大、股息率更高，然后保险资金买港股的分红不用在沪港通渠道交红利税，所以港股更有吸引力，这就是前两年出现的迹象，加在一起就成为（估值）塌陷间的修复。所以这样一个底部不是基本面的底部，而是估值跌得很多、再加上分红独特吸引力带来的底部。这两张图展示了当年分红、回购：腾讯当时的回购，buyback yield搞到了快3%的比例。这样一个比例，可想而知对整体投资者的吸引力也相当大——你没有增长，我拿股东回报，这不也挺好吗？3个点也不差。所以这个看似的底部，反而是分红、是大家避险的操作。这样顶部底部我们就基本说清楚了，它底层逻辑是相通的，这次可能也不例外。

（六）港股三年一轮的周期性

第二个，港股为什么会呈现三年一轮的周期性？这个三年一轮确实好像有点过于规整的巧合，但实际不是。比如2017、2022、2024，你会发现这里面是信用周期、二级市场的资金筹码、一级市场的IPO供给、政策的响应，以及政策响应以后传导到基本面的速度这么一个必然的实质。

举个例子，市场开始降温以后，二级市场资金筹码是不是先下降？下降后出清没那么快——比如公募现在科技的筹码也没有完全降下来，外资也没有那么快；降下来以后，一级市场逐渐出清，比如今年对港股来讲最独特的一点就是IPO太多、再融资太多，年底明年初还有一波大幅减持，这块也需要时间，必然有实质才能缓慢降温，这个实质可能要长达一年甚至更多。市场降温以后，政策的反应也不会说一降温马上就出政策，出政策也不会一下就出大家期待的大招——其实你看"924"之前，从2023年6月到2024年年初，一系列各种政策就开始逐步地出，但直到"924"将近大半年之后才出了全面性的政策。全面性政策出了以后再传导到基本面，是不是也有一段时间呢？这些加在一起，虽然不是完全固定，就解释了为什么有这样三年一轮周期的特点，所以它不是完全的偶然。

（七）当前走到哪一步：条件对比

说了这些以后，最后给一个结论：既然有这么一个规律，A股领先港股见顶见底，然后也有一个3年的规律，那现在走到哪一步了？如果粗略只用时间来看，好像还需要点摸底的时间，但这个摸底时间不固定——比如我政策现在就大举发力，略掉中间的响应时间，略掉慢慢出小政策的时间，不就更快能使底部出清吗？所以这个底部磨底，你看2022年这一波、2023年这一波也比2018、2019要长很多，所以这一点上它是不固定的。我们也没必要刻舟求剑，而是要知道这背后的逻辑。

对比一下现在的几个条件：
第一，估值和盈利。盈利在下修，这是刚开始出现；估值接近但还没到，不是说必须到"924"那么极致的位置，但确实还没到。
第二，仓位。接近了还差一点点。
这两个我倒觉得不是必须要到那么极致的，但都处在相对低的区域了，所以姑且可以说估值差不多、没到那么极端，仓位还有一些距离、没到那么极端，但这两者下得是快的，这是正常的反应。
但关键没到的地方在哪儿？就是公司的回购。因为港股回购比较多，这也是当时互联网公司能涨的原因。但现在大家都知道互联网公司要大举做资本开支——不做资本开支市场会担心国产算力怎么办，做了资本开支又没有回购，也是两难。所以回购这一点完全没可比性。IPO市场也是，现在还明显高过之前，2023、2024年都已经冷却到什么位置了，现在还非常多，现在是不是顶部也不好说，还得看市场反应，因为排队公司还比较多；再加上解禁，明年底、今年底明年初还有一波。所以这几个条件是不具备的。
所以打个平手：二级市场因子快了，一级市场和回购稍微慢一点。最后起到天平作用最大的反而是政策。其实"924"之前年初就已经有很多政策了，包括周末大家关注的增加股票回购，2月6日中央汇金宣布增加ETF的增持范围，也推动机构入市、增加回购。所以它结合我刚才说的二级市场很低的估值、低迷的情绪和分红率，可以推动先建价格底，也就是分红这一块，它不是增长这一块。但你要彻底扭转，也花了不少时间，直到"924"逼出这种大规模的政策。
所以结论不就很显然了：这个位置下，短期不管是市场大跌、信用风险，还是10月份PMI超季节性下跌，都增加了短期政策干预发力的概率。但这个发力概率，如果它不是完全与基本面相应的政策，再加上现在二级市场出清、一级市场出清都不如"924"那么极致，有可能在局部产生一些效果，但你要彻底扭转这个颓势，还是那句话，就在于居民部门——大家看左边这张图，"924"这一波的效果就是居民部门实质的信用周期的改善。这个需要财政发力，也就是重现"924"。如果出现这种情形，它可以完全缩短见底的时间，甚至都不需要估值那么低，这才是关键。但短期可能我们还需要多一些耐心，或者关注这个变化。我们觉得明年二季度可能是一个比较有意思的时间点：一是整体的这个事件节点上明年下半年

的因素；二是外围——美联储的加息预期，还有AI的预期，
如果这两块都不及预期，它也会带来反向的压力；三是我们
测算的居民部门的信用脉冲领先消费大概两个季度，到明年
下半年可能会相应有一些契机。这是我们短期对市场的看
法。
最后也更新了每周都会更新的图：AI压力指数继续在走弱，
就不展开了。赔率胜率我们也做了一个更新，大家看一下现
在处在什么位置就好，不展开讲了，感兴趣可以截屏或看具
体信息，供大家参考，也是每周的固定节目。

以上这部分就是我汇报的主要内容，重点就是谈一个问题：
市场如何见底，希望对大家有所帮助。
（八）中期选举
第二块议题转向外围，请我们海外宏观组的肖杰文讲讲中期
选举到底会出现什么变化，也马上要开票了。
各位老师早上好，本周美国即将举行国会中期选举。从结论
上讲，我们认为本次中期选举对市场的影响主要有三方面：
一是美伊冲突方面，二是未来潜在财政政策方面，三是AI监
管政策方面。整体看，选举落地之后前期各种博弈可能告一
段落，政策不确定性相对之前有所下降，对市场而言反而是
一次风险出清的契机。
先看具体选情。最新选情上，博彩市场今天早上最新的定价
进一步偏向民主党。Polymarket数据显示，民主党赢得众议
院的概率现在上升到95%，也就是说共和党保住众议院的只是
5%的小概率事件；民主党赢得参议院的概率是72%，横扫同时
赢得两院的概率是71%。民主党横扫两院的情况，在几个月之
前还是相对小概率事件，如今也已经成为市场真正意义上主
要考虑的一个潜在重要选项。
为什么大家认为这次中选翻盘的概率这么大？生活成本高企
以及通胀是共和党选情承压很重要的一个原因。民调数据显
示，特朗普上台之后最新支持率已经降到34%，创下他两任任
期之内的新低，相较于拜登政府同期也要更低。选民对物价
持续感到不满，也是拖累他支持率以及整个共和党选情的核

心因素：85%的登记选民将经济列为非常重要的议题之一，
84%将生活成本、可负担性列为最重要议题之一。与此同
时，调研中也反馈了一个很有意思的现象：民主党选民期待
改变，所以投票热情要比共和党选民更高，从边际变化角度
也可能进一步放大本轮选举中民主党的选情优势。
如果民主党获得至少拿下众议院的控制权、甚至进一步赢得
参议院，影响可能通过以下几个渠道体现：
第一，分裂的国会意味着未来两年立法主导权将在两党之间
重新分配，用一句话概括就是"制衡"会更加明显。比如众议
院掌握拨款、调查和弹劾的发起权，一旦到了民主党控制之
下，特朗普政府想要再提出很多新议程就会受到更多阻碍；
另外，如果他想走预算调解程序，也必须通过两院支持，如
果民主党进一步赢得参议院，人事方面包括潜在美联储内部
一些官员的任免等，制衡也会进一步加强。
聚焦第一大块——潜在美伊冲突的影响。目前国会两院由共

和党掌控，在军事行动上整体跟总统保持高度一致，总体持支持态度。但如果中选之后民主党获胜，无论是掌控众议院还是横扫两院，对潜在军事活动进一步的支持都会减弱、约束反而会更强。一是财政支出方面，此前五角大楼透露可能需要差不多800亿美元的紧急拨款，但民主党参议院表示可能较难凑齐所需要的60票、不走filibuster（冗长辩论）这样一条路径；与此同时，特朗普之前也要求通过预算调节法案、塞入3500亿美元国防资金，如果民主党赢得众议院，这条预算调节法案也可能受到更多阻碍。二是在比较直接的军

事权利方面也有制衡，民主党多次在国会发起立法要求限制军事行为，但都受到共和党抵制，如果获胜也会有所约束；另外共和党内部一些议员也可能将中选失败归咎于军事政策，从而加大约束。第三，潜在有弹劾的政治成本，这种制衡也有助于避免冲突大幅升级。不过值得警惕的是，新一任国会正式履职之前还有差不多两个月的过渡期，过渡期之间理论上还是由旧有的共和党班子控制，理论上它可以在这段时期之内进一步采取行动。当然地缘问题不是一两个月就能解决的，但相关风险、或者说过渡期之内的市场波动风险、油价冲高风险，也值得关注。

财政方面，大的角度来讲，共和党已经在2025年把大美丽法案借助预算调解程序通过了，所以进一步再推出新的、党派性的财政扩张法案，我们目前觉得概率倒也不是很大。更加值得关注的是潜在债务上限约束：该法案把债务上限提升到41.1万亿美元，但现在整体美国受债务上限约束的债务已经超过40万亿，也就意味着余下空间不多、不足1万亿美元。结合一系列市场机构的预测，我们可能看到在2027年年中的时候，美国联邦政府就会触及债务上限；触顶之后虽然可以腾挪部分在手现金和资源维持更长时间，但也可能伴随两党博弈加剧，甚至有潜在政府关门、市场波动加剧的风险。

最后是AI方面，也是市场比较担忧的一方面。比如市场担忧民主党上来之后，会不会通过集约性、很收缩性的联邦立法，使数据中心没有办法如期交付或如期使用。包括Brookings等一系列报告、调研也显示，现在美国的民意来讲有很多是反对AI的：64%的美国人认为快速建设数据中心不见

得是好事，超过七成人担忧AI会推高生活成本，尤其是电费。这种AI反对情绪更多是选举炒作，还是反映真实民意？我们认为两者皆有，民意有真实成分，但政客在选举之前的表态或一些极端化表述，更多其实也有选举的考量。民意反对主要来自生活成本：对比2019年，现在美国电价基本上涨超过40%，在很多数据中心密集的区域，批发电价甚至比2020年上涨超过200%。也有一些调查显示，如果这些数据公司或电力公司能够补贴当地老百姓电价，其实对数据中心的反对意见没那么强烈，民众支持率也会上升。但现在很多政客的表态是出于拉票需要，要去攻击竞争对手。

从整体角度讲，即便反对AI的竞选者获胜，在国会层面也较难形成很强烈的共识，或者说较难以出台统一的联邦层面控制AI、暂停AI或反AI的立法，因为也有很多国会议员认为暂

停AI发展只会让其他国家从大国博弈角度跑得更快；另外特
朗普本人也长期支持AI、数据中心、科技发展。即便国会通
过了，也可能面临总统的一票否决权，除非真的是高度共
识、以2/3推翻否决，不然联邦层面这种普适性法案比较难落
地。真正的风险可能在州和地方政府层面：比如决定当地数
据中心项目落地进度、节奏等，很多取决于州的公用事业委
员会、地方规划部门等，这些潜在监管收紧风险更多是区域
性、分散性的，节奏也不见得很快，也可能不会对AI整个行
业构成系统性威胁。
所以总结来看，我们认为对市场而言，选举落地之后可能会
推动前期高度博弈之下潜在的政策不确定性趋于下降，很多
风险能定价得更清楚，构成一定的风险出清契机。多方在选

举之前都希望把自身筹码价值最大化、把很多话说得更极端
一点，但一旦选举落地，话语随之收敛，反而我们对未来走
势也会更加清晰一点，对市场也有一定的积极作用。我的汇
报就到这里，感谢各位老师时间。
多谢杰文从各个维度带来的梳理。中期选举还是一个非常重
要的变量，未必可能这一两天就产生影响，甚至像杰文说的
短期出清以后说不定大家担心的减少了一些，但它从中长
期、尤其是进入2027、2028年带来的一些实质性影响，还是
值得密切关注的，我们也会紧密追踪中期选举结果的变化，
再次感谢杰文。
（九）Anthropic上市文件与美股科技股业绩
下一个议题谈一谈科技。不管是Anthropic披露上市文件（16
号如果不出意外要上市），还是这些大的科技厂报的业绩引
发了市场剧烈动荡，怎么去理解这些问题，请我们科技组的
分析师陶冶给我们谈一谈最新的解读。
大家早上好。Anthropic上周公布了招股说明书。市场在过去
两年里围绕人工智能最大的争论，实际上就是科技公司投入
数千亿美元建设AI基础设施，最终能不能获得足够的投资回
报。而Anthropic此次披露的财务数据，可能也是我们第一次
能够比较完整地从一家头部基础模型公司的角度，观察AI收
入规模、算力成本以及经营利润率之间的关系，所以我也想
针对这个招股说明谈几点看法。

首先说结论：第一，AI模型的商业化能力已经得到初步验
证，但收入的高速增长能否支撑未来巨额长期的算力投入，
仍是当下整个AI产业最关心的问题。
第一，收入增长实际上已经开始转化为真正的经营利润。从
图表可以看到，2025年公司全年收入是46亿美元，但到今年
上半年收入就达到了163亿美元，同比增长43倍。更令人惊讶
的是季度增长速度：今年一季度收入47亿美元，二季度就增
长到116亿美元，环比增速超过140%。这个数字说明，企业AI
已经不再停留在概念验证阶段，而是开始形成相当规模的真
实付费需求。从收入结构看，公司约80%的收入来自按使用量
计费的业务，也就是客户实际消耗多少token就支付相应费
用，这与传统软件依赖固定订阅席位的商业模式有很大不
同。所以随着未来客户开始让AI处理软件开发、复杂推理、

数据分析以及长时间运行的agent任务，我们认为单个客户的使用量和付费金额都有可能持续增长。
这种变化也体现在企业客户数量上：截止今年9月底，招股说明书披露，公司拥有超过11900家在过去12个月贡献收入达到10万美元的客户，其中超过1900家贡献收入达到100万美元，约250家达到1000万美元。同时，它的早期用户采用速度已经超过了ChatGPT推出后相同阶段的表现，这背后表明，AI agent应用正在从专业软件开发者进一步向更广泛的知识工作者扩散。所以如果未来AI不仅能够回答问题，还能够独立执行工作，那么商业化的空间增长，我们认为将不仅来自用户渗透率的提升，更可能来自单个用户交给AI的工作量不断增加。

收入增长带来的规模效应已经开始反映在利润表上。我们也能够看到，公司今年二季度首次实现了GAAP口径下的经营利润，利润率约为8%，经营利润达到9.74亿美元，调整后经营利润达到22.35亿美元、利润率约为19%。成本端，另一个比较有用、值得关注的是公司在计算和基础设施费用上的变化：2025年一季度该费用相当于收入的251%，到今年二季度这一比例已经下降到48%。所以也能大幅度说明，公司的收入增长速度已经明显超过其花在算力基础设施费用上的增长速度，类似于OpenAI，开始展现出一定的杠杆。
第二，公司的长期竞争力，我们看到不只是模型的能力，还有算力效率、组织效率等方方面面的体现。首先，它在招股说明书明确地提出，衡量计算效率的关键是每投入1美元算力，能够产生多少智能能力和收入。为了实现这一目标，Anthropic实际上同时推进算法优化、推理效率提升以及多芯片计算架构。目前公司的Claude已经能够在包括AWS的Trainium、谷歌的TPU、英伟达的GPU以及AMD的GPU四类芯片上运行。公司通过调度系统的优化，动态选择性价比更高的计算资源。这背后意味着，公司实际上已经完全不依赖单一的芯片供应商，可以在不同硬件之间优化成本和性能。
第二，公司也在改变自身的研发效率。招股说明书披露了一个数据：截至今年9月份，公司实际上有超过90%的代码库是由Claude完成的。过去一年公司的收入增长远远超过了员工数的增长，那么也就对应着每名员工对应的年收入也出现了显著提升。这与传统软件公司完全不一样，因为传统的SaaS公司，它的收入是和员工的投入成一定规模的正比。所以我们认为，如果模型能力提升能够同时改善训练效率、推理成本以及企业内部研发效率，那么有可能真正形成一个正向循环：更好的模型吸引更多的客户，更多的收入支持下一代模型的研发开发，更高的效率进一步提升公司的盈利能力。
第三点，我们认为可能值得市场以及投资者警惕的地方，也就是算力采购具有长期的刚性，但是收入增长仍然存在很大的不确定性。因为招股说明书上解释到，公司通常要提前12至18个月来采购计算资源。当新增的算力集群正式交付并投入使用，相关的费用就开始确认，但这些算力最终能够创造多少收入，还需要等待客户需求的释放。所以未来即使收入

持续增长，公司的利润率也有可能出现明显的波动。
第二点，当前Anthropic也改变了过去完全依靠云厂商采购算力的方式，自身通过AnthropicDirect直接租赁部分的AI芯片，并使用合作伙伴运营的专用数据中心，将设施和设备采购决策分开，目的是提高灵活性并优化成本。但这也意味着公司实际上也开始承担更多的设备租赁、长期付款以及基础设施相关的融资业务。从招股说明书得到的披露信息，公司当前对微软、谷歌、亚马逊分别存在450亿美元、1145亿美元和1100亿美元的最低采购承诺；同时，它还通过Broadcom安排了约1600亿美元的设备融资租赁付款。因为合同性质不同，我们不能直接理解成为这是一个不可取消的总负债的数字，但实际上背后足以说明，公司正在成为一家需要持续投入大量资本的企业。

那么问题就是，当绝大部分的收入仍来自客户的实际使用量，而上游相当一部分的算力支出却已经通过多年的合同提前锁定，这就产生了一个非常重要的期限错配。如果未来企业AI的需求持续高速增长，那么提前锁定的计算资源实际上是通过提高利用率不断摊薄成本；但问题是，如果未来需求放缓，或者说模型竞争导致token价格快速下降，那么已经签订的长期采购合同，就有可能对利润率和现金造成明显的压力。
所以这个招股说明书对整个AI投资的启示，我觉得回答了两点：第一个就是AI到底有没有实际的商业需求——毫无疑问，公司的收入增长、企业客户的扩张以及经营利润的改善，都证明了AI正在形成规模化的商业价值。第二个问题就是AI模型有没有盈利的能力或者说潜力——这个招股说明书也回答了，答案是非常积极的。那么第三个就是抛出了一个更大的问题：这种商业化的收益能否持续覆盖整个AI行业正在投入的巨额资本？这也是这次最新的财务数据释放出来的一个明显信息。
上周刚刚结束了包括微软、谷歌、亚马逊的财报，可以看到公司业绩背后，股价的反应是不太一样的。微软云的增速依然是超预期，同时由于公司释放出来的承诺——在2027年、2028财年仍然保持正的现金流，同时保证公司的基础设施投资，市场认为这是一个非常积极的信号。同时上周甲骨文也释放出来类似的信号，因为在过去半年里，甲骨文一直受经营现金流也好、自由现金流也好持续为负的拖累，股价下跌也比较多；上周甲骨文管理层首次提出将会在2027年底、

2028年初使它的自由现金流为正，股价当天也是大涨了10%。
所以这两家实际上是上周市场反应比较积极的。相反，上周亚马逊和谷歌的业绩，由于释放出来的资本开支以及自由现金流压力比较大，投资者认为对它们整个资本开支的持续性提出了比较大的质疑，所以股价反应相对比较负面。所以通过Anthropic的招股说明书，以及上周的财报，我们认为市场在当前比较保守、风险偏好比较低的情况下，可能已经完成了从资本开支规模的增速，转向财务数据的可持续性，也就是说自由现金流可持续性的关注。这是我们今天给各位投资

者带来的汇报，谢谢。
感谢陶冶老师的解读。其实核心的意思，还是要看回报的问题，这个有点像去年四季度，大家也很纠结。那怎么解决这个问题呢？就是今年一季度证明了自己，至少在编程这个业务上给走通，这个才是关键。所以接下来还是要期待这些催化剂，来使市场真正看到能够兑现收益的部分。再次感谢。
（十）油价与油气化工行业
下一个议题，请我们油气化工组的首席严贝娜跟我们谈谈，
油价不断创新高，让下游的传导，包括整个行业板块，现在
怎么看待和投资策略。
谢谢凯文总。其实最近这段时间，我们发现整个市场对于原油的预期，发生了一个比较中长周期的变化。如果今年上半年更多表现为认为这是一次性的冲击，那么显然到了今天，大家认为这个周期的长度、深度以及它的高度都可能会超市场预期。如果我们用期货的曲线来表达，可以看其实今天的油价和今年3月初的油价其实是比较接近的，基本上都是在110美元以上；但是你会发现远期的价格预期发生了非常大的变化。假设我们以2027年底、将近18个月以后的价格去看，
在今年3月份其实这个价格只有75美元，但是现在市场已经交易到将近85至90美元左右。这10美元的上涨，其实更多反映的是战争不会在短期之内进行一个快速的缓解。
现在的真实情况，是出现了一种上下游之间已经非常强烈的抵抗。上游我们确实看到，在过去一段时间里，原油的供给下滑了5%至10%左右，整个全球的库存少了将近5亿桶以上，在部分区域还出现了成品油的供应不足；但是下游现在的传导方面，其实是出现了一定程度的滞后。
我们的初步结论是，在今年的11月份，然后到明年的2月份到3月份之间，应该是一个下游逐步向110美元到120美元去传导的重要时间点。一旦这种传导实现了，且能够被下游接受一个新的高价平台，那你就会发觉市场对于油价、对于高的能源价格、或者是通胀预期，都会产生一次性的双修。那么在这样的情况下，才能够促进现在真正的供需双方去解决现有的能源形式的供给不足。
现在的情况是传导到什么地步了？先看国内的情况。其实我们看得到的原油报价，现在看上去才100多美元，但实际上，我们美轻质油造价的这个中国市场的均价，在111美元到140美元不等。最主要的原因，就是这两年的运费，特别是从9月下旬以来的运费涨幅非常大。从中国接到的这种货物主力的像巴西油，它的运行周期大概有将近60天左右，以今天的运费来看，它的平均运价大概在30美元每桶；再加上我们比较大量现在买的中东油稍微便宜一点，但是你运费也要将近20美元。你再看离岸的价格可能才100美元，但是你加上运费之后，到中国就变成了将近中枢120美元左右。部分的油种可能会因为有一些品质的差异，比如说像巴西油种，它的含氮量会比较高，所以相对来说还会给你提供一定的折扣。但是中枢来看，其实平均已经到了120至130美元左右。尤其对于我们那些偏炼油型的炼厂，他们最喜欢的ESPO，也就是俄罗斯

石油，现在的美金到岸价已经将近140美元。这就导致了整个市场上真实的情况：我们炼厂的11月以后的成本并不是大家看到的100美元，而是已经接近120至130美元左右。
但是我们现在产成品的价格，我们自己的感觉是还并没有完全传导到这种情况。现在产成品大概传导到什么样的地步？用一个简单的看法，就是现在炼厂的利润是多少。现在的炼厂利润如果不含运费，表观上还有将近10美元到20美元一桶左右的表观利润；但是如果你要去掉现在真实的20至30美元的运费之后，实际上大家的平均利润接近于零，甚至是负的。所以接下来一段时间，我们认为特别是在11月中旬以后，炼厂会出现一定程度上的检修，或者是抵抗，通过把这种减量的方法，把这个价格传导给终端的下游。历史上来看，在山东地炼，一旦盈利出现比较大幅度的下行的时候，它是有可能降幅10%至15%左右的。接下来的一段时间里面，我们会看到11月份的交付计划会慢慢出台，然后产量会逐步收紧。

那大家也会说，如果供给收紧的话，那下游是不是就可以硬去抵抗、不把价格提上来呢？现在我们看到的情况其实并不支持这一点，最主要的问题是现在的库存实在是太低了。如果以原油最大宗的下游品，也就是成品油来看的话，现在的库存水平基本上是处于历史新低。这根红色的线可以看到，
现在大概国内的汽油库存水平大概在2200万吨左右，低于2024年的2800万吨的水平将近20%，同时也是低于去年的统计水平。如果我们做一个测算，如果只是满足中国需求一个下降7%至7.5%左右，看我们现在最少需要多少原油进口量，我们预估大概是在900万桶每日左右；但是最近这段时间的原油进口量，实际上大概就是在850至900之间勉强晃动，那么经常有的时候还会跌破这个数。所以我们觉得，炼厂的降速本质上只是一种表观，它最后面的根本原因还是因为你没有原油；因为你没有原油，那你就面临着没有足够的汽油和柴油，那国内的产成品的库存，就会随着炼厂开工率的下降，逐步进一步收紧。
在最近这段时间里面，尤其是在10月中下旬以后，其实中国的部分地区已经出现了一定程度上的柴油供给紧张。从表观上来说，大家可能也能看到，有一些出现了部分地区的柴油限供。现在讲一个我们真实调研的情况：以前大多数的柴油至少有40%左右实际上是由大型物流企业直接使用，这些消费者实际上他是不走批发站、不走加油站，更多走的是直供。现在整个直供的资源是大幅度被收紧了。如果你需要给你的拖拉机，或者是一些工矿类的设备去加油的话，你得去加油站加；而且，在像一些山东地炼或者是传统的民营加油站，

你是加不到足够的柴油的，你得要去三桶油的加油站去加。
所以我们已经看到了一些程度上的供应不足。
为了去改变现在的这种供应不足，其实能发现什么呢？至少有一点，我们会看到出口这块是不能减的。因为国内现在的成品油实际上是亏钱的，至少我们刚才说了要亏10至20美元不等。那么我是炼厂，用什么来保证它的积极性？实际上就

是出口。国内现在的资源大概有10%左右的成品油是用来出口的，那么用外部的将近30至40美元的价差，然后乘10%，也就是补贴了中国的下游消费者3至4美元左右不等，这样才勉强保住了炼厂的积极性。但是现在的问题是，今年尤其是对于中国出口来说，整个像东南亚地区的价差是出现了一定程度的回落，而且现在看上去回落速度还是比较快的。这就导致在9月份，单桶出口可以补贴中国的下游消费者将近6美元左右，现在的补贴力度其实大概只有3美元，甚至更低一点。这样下去，你的炼厂积极性会继续下降。

所以我们自己是觉得，如果这个海峡不能够维持一个相对比较通畅的、在1400万桶以上的流量的情况下，那么中国其实还是会面临一定程度上的资源缺口，那么会逐步地把一些市场化定价的成品油，推到能够把运费全都包住的价格，也就是120美元左右。所以我们觉得下游的成品价格的涨价还没有结束。

那么这是一条路线，还有一条路线，我们想说的是，除了成品油以外，化工品的涨价也是不可小视。以现在的化工品来看，我们会发现"胳膊拧不过大腿"，就是你的供应的下修速

度其实是超过你的需求的减量。我们拿几个比较具有典型性的产品去做例子。比如说现在的聚丙烯，丙烯其实在过去的4至10年里面，都是中国一个相对比较强势的产品，我们的产量大概全球占了将近20%左右，而且也是全球增长速度最快的一个供给方。但是现在却面临一个问题，就是中国的丙烯价格其实已经超出了今年上半年的高点。大家可以看到，丙烯价格现在大概已经在11000块钱左右，今年上半年的高点大概在1万块钱。这个11000块钱左右的价格在历史上曾经出现过，就是上一轮在2011年到2014年之间，油价长期在110美元左右的情况下，丙烯就是这个价。现在而且还有一个趋势，就是今天的价格也已经超过了2011年到2017年的一个高点价格。

现在这个情况，我们觉得可能丙烯的涨价也不能说完全就结束了。最主要的原因，是因为我们会发觉现在丙烯的供应出现了一定程度上的多元化，而且其他两种增量最快的路径，主要就是PDH（丙烷制丙烯），以及甲醇制丙烯，其实现在还处在亏损之中，那么就导致了这种所谓的丙烯的减供还没有结束。我们现在看到的情况是，丙烯基本上能够把原油的110美元价格传导下去，但是它还没有把全部的运费全部都传导下去。所以后面会出现两个路线都会往下走：油的路线，丙烯的供应量会减少，这是跟着炼厂走的；气的这条路线，像甲醇还有PDH，其实主要是与气相关的，也在往下走。

其实刚才大家可能更多提到的都是油这个产业链的问题，其实现在气的产业链的问题也非常大。今天我们看得到的是油的供给量已经逐步在海峡里的通量恢复到战前的将近75%至

80%左右。但是气这块，比如说像伊朗，它的供应量、海峡里的通量大概只是恢复到50%左右，而且这个50也是最近才回到的，如果再往后看，其实这个50还不一定能保得住。另外一条就是LNG，也就是天然气这一块，它现在的通量也非常糟

糕，基本上就是一个在5%至10%左右的恢复量，实在是太低了。所以就导致了全球气的整个产业链的定价，其实涨幅甚至比油还要更高。
就导致像我们这样的下游石化产地在过去的几年里面做了大量的原料多元化，我不仅是油制，我还有很多跟气相关的原料，所以这两头都受到制约。油的制约更多是国内成品油定价机制的制约，气是真没有，所以我们很难看到像丙烯这种产品，它的产量会出现一个环比的回升，甚至如果往前去看，就是看2027年的话，那么它的产量比今年可能还会再下一个台阶。那么你会发现，我的供给已经同比下降了15%左右，空间可能还有5个点左右的下滑，下降20%，那我下游是不是能够有这么大的需求下行力？现在看上去，其实是非常艰难的。
如果我们去看丙烯的最下游，像PP，就是它最重要的一项。我们大多数的塑料，每天吃的食物的包装，还有大量的汽车类型的和家电类型的外壳，其实都是用的这个产品。今年的需求已经很差了，包括汽车下降10%至20%，家电这类下降幅度比较大。但即使如此，你会发现下游的库存依然非常紧张，现在的库存水平就是贴着最底部来的。所以我们觉得这个需求，它的真实下滑幅度可能也就是个位数，但是你的供给的下滑幅度实际上是在双位数。现在都是以消耗产能库存

为代价，但是随着时间延长，中下游的库存耗尽，其实整个定价权会重新回到上游来。那么这个定价的周期，我们觉得最重要的就是今年的四季度以及到明年的旺季之前，因为今年旺季9月到10月已经把下游的产业链库存耗干了。如果说在今年的四季度，上游的产量在环比继续出现下降，那么在这种情况下，你会发现下游的控制力和谈判力基本上就非常微薄了，那就重新回到成本定价。
所以我们是相信这个状态，应该会向着我们想象的剧本去走，那就是价格还得再往上去走，那么你要把现在的气的价格上涨、运费全部传导到下游，也就是丙烯的价格可能还有20%的上涨空间。
所以综合上来说，我们是相信原油的价格中枢的上升，已经开始逐步变成了一场从短期走向长期，然后从上游一个人提价、金融资本加成，变成整个产业链逐步蔓延的一个过程。一旦整个下游接受了1.5万元左右的丙烯、180美元的柴油之后，那么反过来又会给上游更多的提价空间，以及给上游的企业、石油和勘探开发企业更强的远期信心。那么只有当上游的企业有了这个信心之后，它才能够再去进行除中东以外的原油的再投资，那么这个市场才能够逐步地实现一个再平衡。所以我们觉得价格上涨没有结束，同时变成一个更长时间久期的事情。
产业链里面，我们比较喜欢的公司，现在主力还是这些上游或者是石油替代型的公司。这些公司现在pricein的股价大概在85至90美元左右，而且我们说的pricing的话，就是港股

6倍，A股大概7至8倍左右。所以我们相信，这些公司的股息回报还是会非常丰厚，每多一年这样的高油价时期，那么它

们的现金流都是25%以上，也有8%至10%左右的无息回报。我们相信在后面可能会成为大家的一个避风港。
感谢贝娜给我们带来的分享。主要的逻辑，就是现在供给的趋势还没有体现出来，而且会进一步往下游传导，所以涨价的趋势是无可避免的。在这种情况下，考虑到下游涨价的趋势，它带来的预期股息率等，还是比较有价值、比较有吸引力，也请各位投资者对这块多做关注。其实这也和我们提到的高股息思路在一定程度上是契合的。因为时间关系，有一些个股和行业推荐的逻辑，我们不做进一步展开了，各位投资者感兴趣，可以和贝娜、和我们油气化工组做进一步的沟通和交流，再次感谢。