大摩闭门会：二次探底，何为转机？20261026_原文

2026年10月26日 13:32

发言人 00:00
各位投资者朋友，大家上午好，欢迎回到大摩宏观策略谈。我是新强Robert。两个礼拜前了，Laura跟我和我们的同事们以大约在秋季为标题，分析了很多影响这个秋天金融市场变盘的原因。上个礼拜一是从香港是假期，我们暂停了一期，但这段时间我们都没闲着，我在澳大利亚出差，和达摩的美股，特别是一起去见客户开了一些会议。我的同事监理也在新加坡拜访了投资者。

发言人 00:38
这个期间全球金融市场和宏观叙事也经历了极其剧烈的暗流涌动。十年期的美债收益率逼近5%的心理大关，油价又飙升到117块钱美元一桶。而且距离影响地缘政治和美国国内AI政治的中期选举投票，只剩下不到两周的倒计时了。所以过去两周美股是大幅的震荡。

发言人 01:07
在国内三季度的GDP数据出炉，表面上仍然处于4.5%左右的目标底线范畴之内。但是股市也在过去两周是相对疲软的。所以大部分的全球投资者最近两年都在问我们同样的问题。就美国是否能够在接近5%这么高的无风险的利率之下，他的AI的投资产业能够独善其身吗？以及为什么中国交出了一个好像达标的GDP的成绩单，但金融市场的体感如此之低。所以今天我和我们的首席策略师罗A我们的经济学家监理和AI科技互联网行业的首席gary会围绕着这两个核心的矛盾，给大家继续做一次分析。第一就是美国AI融资现在出现的这些高利率的真实的杀伤力有多大，结合中期选举造成的一些AI的地方阻力，是否会对全球的经济和股市造成一些尾部风险。第二就是中国股票市场这个秋季出现的秋意凉的特点。

发言人 02:12
那么到底为什么跟4.5%左右的宏观数据出现了一些分化K型分化的局面，以及如何破局？我来抛砖引玉。首先还是回到当前对于美国AI融资的大辩论。当十年期的美债都接近5%，而且实际利率就剃掉通胀之后，美国的实际利率现在也高达接近2.7%了。这种情况之下，高利率是不是会刺破了大家担心的AI过度投资的一些热潮，造成明显的降温。

发言人 02:45
其实我们看到的情况是，美国金融市场没有去无视高利率，没有觉得大家能独善其身的。现在的高利率是在一些水底比较精准的择优录取淘汰率开拓者有点像。如果跟上一轮金融市场的大起大落，2008年之前比起来，现在比较像2005年的翻版。当时美国经济是靠着高赤字资本开支的狂潮，特别是在房地产方面的投资比较强，以及所谓的纸上的财富，就是房地产价格的上升。他把宏观的大盘持续撑了接近好两年。但是在05年的时候，已经有一些刺激信贷和底层的薄弱环节，率先出现了一些崩盘的迹象。也就是说当前美股的面临面临的美国的高利率，它不可能是完全没有冲击的。他的这种影响已经从目前最脆弱的环节开始发作了。

发言人 03:47
宏观总量上美国看起来还是坚挺的，比如说三季度的GDP，它是3.1%的增长。劳动力市场现在处于一个微量的微妙的均衡。虽然没有新增招人，但也不裁员。但支撑这个局面的三根支柱，正跟刚才我们讲到的05年有点像的。一个是靠美国政府庞大的财政赤字，第二是靠美国的富裕阶层的巨额的家庭财富效应。

发言人 04:13
就股市上涨引发的财富效应，以及目前的AI的大厂认为他们的资本开支可以对利率脱敏暂时脱敏。所以待会我们的AI方面的首席gary也会讲到，目前美股那边仅大厂的AI的资本开支一项，每个季度对美国GDP增长的直接贡献就会高达0.5到0.6个百分点1个季度。而且未来是不是能造成一定的生产力的潜在的跃升。这些是为什么大家觉得能够去承受，去容忍美国的实际利率上升的主要原因。这也是为什么当前美债的收益率，比如说两年和十年之间的曲线，它依然保持着大概有35个基点的正向的陡峭化，没有出现一般好像经济衰退之前大家看到的先行信号是深度的倒挂。也就是说美国的市场认为，只要它的增长预期和AI投资回报率跑的比它的资金的成本的上升要快。

发言人 05:16
高利率实际上是一种结果，是热度带来的结果，而不是刹车。哪怕现在今年12月以及明年3月了，美联储可能再次加息两次，它的终端利率可能上升到4.375%，就是联储联邦基金里市场也不觉得这服务于刹车。但这表面上宏观大盘还被称在这，如果大家看细节就不一样了。

发言人 05:43
美国的投资级别的债券市场，今年发行量是暴增了25%，创下了历史的极端值。但是目前已经出现了急剧的分化，在这个发行的内部AI的内部数据中心的地产商，现在已经遇到了高利率的迎头痛击。而且风险有点像那些从事芯片租赁方面的，融资开始转移了，比如说今年的数据中心的运营商，他们在发ABS以及cmbs方面，发行规模现在在萎缩了，借贷成本大幅上升了。同时，现在很多人从长周期的基建开始转向短周期的硬件租赁。所以有一个潜在规模已经高达5000亿美元的新的战场，就是所谓的芯片融资出现了。

发言人 06:30
但是我们也监测到市场上出现了这种，非常隐性的供应商的融资结构，更加复杂的特殊目的地。比如说SPV的这种融资，这个风险也是在上升的。比如说大家关注到的像部分的新型云厂商，我们叫new on cloud，他就面临着租约重签和合同违约的重大的隐患。这是还是AI内部。但如果跳出AI问题就更明显了。

发言人 06:56
高利率对美国的传统和弱资质部门的冲击已经是触目惊心了。比如说Laura后面肯定会提到的，我们美股的策略师和信贷分析师都发现那美股的小股票指数里面，多数三千的指数里面，超过一半的公司的股票，从今年6月份美股利率美国的利率上行以来，它都暴跌了20%以上。包括他的CCC3C级别的垃圾站的利差，从年初到现在是走宽了400个基点。代表了私募信代表性的上市的商业发展公司。这种BDC的股价也跌到了年内的谷底了。房地产的活动也出现了一些接近衰退水平的特征，在甭提离开美国之外，法国的主权债它的利差甚至走宽到了2012年欧债危机以来的最快水平。

发言人 07:49
这些总结在一起，表面上宏观还被称着是因为美国有大量的财政赤字，有资本开支的狂潮，以及有所谓的财富效应。这些高收入群体前期积累的股市上涨的效应，勉强把宏观大盘撑像2005年，这还撑了好两年。但是仔细看水下刺激信贷和底层的薄弱环节，已经率先的出现了一些崩盘的迹象。所以高利率它不是没有毒性的，只是它现在是从整个经济中，整个资本市场中最脆弱的环节开始发动。更何况现在会面临美国的中期选举。我想中期选举大家会关心谁可能赢，谁可能输。目前根据市场上的这些预测数据可以看到，共和党要守住两院概率是比较低的，可能低于10%。

发言人 08:38
民主党至少夺回一院，也就是说小赢，那么它的概率是高达90%。那民主党大营就是主党两院的概率甚至也有接近3分之2，也就是说3分之2的概率，民主党大于3分之1的概率左右民主党小赢，小赢的结果之后就是国会分裂了，出现了所谓的这种政策相互抵消的情况。但是不管这个选举的结果，有两件事是改变不了。一个就是白宫作为行政当局，它可以主导的对外的关税贸易审查、科技出口管制这块就会越来越严。比如说美国可能会塞入更严厉的对芯片，对大模型方面的一些出口限制条款。哪怕是中美双方接下来还有APEC和G20 2次的高层会晤。但我想双方中长期依然处于一个所谓的有管控的分歧，有管控的竞争阶段。比如中长期普通领域可能是有序竞争，敏感领域继续脱钩，这是双方的一个特点。非敏感领域的贸易也许能在免除会晤之后有所缓冲，但是像ai像半导体这方面的渐进的脱钩会沿着这个轨道延续下去。

发言人 09:51
第二个，中期选举之后，未必能改变的是中通的地缘政治和高油价这块的冲击。哪怕中期选举之后美伊出现某种形式的缓和，但是要等到中东的原油供给实质性的恢复，要等到2027年的深水期了。而且明年还有明年春天开始全球炼厂要检修。所以我们现在看到整个明年可能布伦特油价跌不了太多，预计保持在高位。所以这两块是中期人群很难改变的一些宏观风险。

发言人 10:22
而且中期选举能够改变的是什么？那就是美国的AI数据中心的落地的地方政治阻力。因为真正卡住美国数据中心的脖子的，我们过去分享过是地方上它是否能够并网的审批，是它的电价的大负荷的设计，是地方的水资源和税收的这方面的许可。这里面绝大部分的决定因素掌握在各个州的州长、州议会和公用事业委员会手里。我们对美国消费者的调研就揭示了，普通的美国老百姓现在是极度的反感数据中心在自己家乡建设的，担心抢水抢电推高居民电费。所以现在已经有三十多个州提交了限制法案。

发言人 11:04
所以11月份的中期选举之后，地方选举之后，有可能美国会切分成两个平行世界。有一部分州依然欢迎数据中心，但有越来越多的州抵制数据中心。它会给AI之间的落地节奏带来实质性的政治和物理的约束，对当前需要警惕的全球和美国经济和市场的连带尾部风险，一个当然就是油价继续冲上去。

发言人 11:28
美伊战争即使。某种意义上的缓解，但是带不来油价石油供应的利息恢复，这会带来一定的滞胀的风险。但是第二块更重要的是AI的投资热潮是不是冷却，特别是受刚才提到的地方上的政治阻力和高融资成本的影响。这块既对美股美国经济有影响，也对中国有影响。因为今年中国经济我们说一俊遮百丑。里面K型通话里面比较郡的一面是什么？那就是科技产品相关的出口占到了今年我们出口增长的接近一半。但是这是受益于全球AI投资如火如荼的引擎，如果这个引擎降温稀薄，也会加剧对中国经济的一些影响。

发言人 12:10
当然最近三季度的中国GDP好像勉强守住了4.5的目标区间。国庆节的前后也推出了一些对地方债，对房贷贴息的微调的政策。但是最近两周多市场确实是成交低迷，甚至有人把它称之为阿富汗底。后面我们的首席策略是罗拉会详细解释我们的视角破局的一些因素。但从宏观上来讲，资本市场可能还是关心的是名义GDP的增长，企业的盈利和政策的一致性。

发言人 12:45
现在由于表面上达到4.5的GDP增长，但是主要靠出口的贡献，进出口的贡献史无前例的强。但是实际的内需消费增长，后面监理也会讲到，三季度的体感相比二季度是走弱的。出口增速没有转化为国内的企业的利润和老百姓的收入。这里面一部分是其实油价一高，我们进口的这些能源和原材料的涨幅价格可能远远高于我们出口价格的上涨。这样会挤压了国内的制造业的增加值和利润率。第二是现在的出口的增速高度集中在部分的资本密集型行业，像AI的电子硬件、能源、新能源金属，少数高端的装备，他们上榜的是机器，不太需要雇人，所以对整体就业和工资溢出效应是比较有限的。

发言人 13:35
第三也是过去两个月，包括蔡志鹏博士跟我们一起分析到的，中国的老百姓部门依然在进行主动收缩的去杠杆。我们提到如果资产价格的下行不止住的话，去杠杆有时候越去越像陷入泥潭一样没有尽头。今年影响家庭消费的最主要的原因，就是中国的存量的家庭信贷在以1.5%的年度速度的萎缩。就大家都在还钱不敢花钱，这里面主要还是房价的调整，以及较为疲软的收入预期造成的提前还贷，以及做好预防性的储蓄的行为影响消费非归根结底的是通缩效应还没有打破。只有打破通缩，名义GDP回暖才是决定企业营收和微观体感的根本。

发言人 14:22
但第二块我想补充的就是包括罗拉在过去两个月也提示大家的是，投资者的另外一个症结或者心结是就是市场对一种不确定性不一致性的担忧。目前主要依靠外需，依靠先进制造业的出口，好像GDP能够保住4.5的目标底线。所以在可能从自上而下的视角，决策层认为现在处于实现科技升级产业安全的转型之路的过程当中，是逻辑自洽，是转型必由之路。缺乏出台大规模消费或者民生方面的支持政策的紧迫性。

发言人 15:06
但是一方面我们也看到了微观上和地方主体上形成了很多共振的紧缩效应，甚至在逼近临界点。比如说税收的到场，社保要按照实际工资工资的基数去严格的真假。这些加总起来可能相当于GDP1%到2%的隐性的顺周期的紧缩。这种顺周期的共振是否有可能造成一些合成泌物的风险？这是市场为什么在秋季感到秋意凉的原因之一。罗拉也会分析像信托的补税对港股市场的心态的影响。另一方面明年还有之前蔡博士提到的，地方政府的划债，明年基本上高峰期结束了，所以对地方的债务的这种还债力度会大幅的下降。叠加现在卖地收入依然是在萎缩的，地方政府明年的流动性的压力，拖欠款的清理依然会面临严峻的考验。

发言人 16:04
最后就是外需层面，除了刚才提到的美国的AI投资热潮的一些风险，中欧的贸易摩擦，现在新能源汽车可能只是一个开启。有可能在这个需求之后，工程机械、化工产品，其他的中间品等更广泛的一些行业会面临欧洲触动的一些贸易摩擦。所以这些是我们关注，为什么呢？市场认为现在有一些症结，就是不一致性或者是不确定性。在这种路径之下，未来怎么去打破僵局呢？我想有三个因素可以总结为三个亿，这三个一，第一个是出口export，目前的很多从容的心态还是建立在出口一枝独秀的基础上。但如果海外美国的AI投资明显的降温放缓，或者贸易壁垒大幅的升级，中国出口增长速度放慢了，外需这根顶梁柱有些风险，也许会看到更快更实质性的转向，推动支持内需，推动结构性改革。

发言人 17:06

第2.1块我们叫就业和社会反馈，就是employment。因为在两年半前我们创立的这个社会反馈系数，一直认为就业还是中国宏观政策的底线之一，如果接下来中小企业在社保成本的上升，名义增长相对疲软，利润出现双重挤压之下出现一些压力，不得不裁员。那社会面的反馈可能也会促使政策跟你聚焦内需，正如两年多前的9S1样。最后一个意义就是x market是股市自身的表现，因为在现在要实现2035年的远景的长征之中，科技帝国这个战略蓝图还是需要一个健康活跃的资本市场，给国内的科技企业，制造业升级提供直接融资。但如果A股和港股成交量渐渐的萎缩，影响到科技自立融资造血的功能，这也许也会推出更有力的稳定性的举措。

发言人 18:04
但是这里面有一个区分，如果仅仅是针对资本市场的本身，比如说官方资金的暂时的买入托底，这些毕竟还是相对来讲治标不治本，因为资本市场它是经济基本面的晴雨表，所以这个功夫要在场外，那就是还是要回到提振内需，支持消费且盈利改善上，才能大幅的打破目前的循环。这是我们从宏观层面看到的，以往到了这个时候就会交给lora来讲具体的投资建议。但是今天因为我们AI互联网科技的首席gary待会在中环会有参会，我先把时间交给他。来分析当前对中国内需消费的这种担忧，到底AI行业是否能一枝独秀。以及美国和中国最近都推出了一些针对中国AI先进大模型的，我们叫出口管制。这块对这个行业接下来的投资有什么影响？

发言人 19:00
谢谢谢谢Robin，我这边主要是分享几个点。第一个是最近美国对投资投资AI的一些担忧，对于中国这一边的AI有什么影响。第二个点就是刚才Robin提到的那些出口的管制，到底对我们中国这边的AI的整个产业链有没有特别一些负面的一些影响。然后最后一点，我们也看到最近就是恒生科技股价的表现比较差。那在这个投资的情绪比较差的情况之下，我们也有一些投资的建议，也可以跟大家分享一下。

发言人 19:40
首先跟刚才Robin提到的也是非常一致的，就是美国现在对AI有没有过度的投入，甚至是有一部分的数据中心有可能没办法最终落成，是相对比较担忧情绪比较高的。如果大家有追踪emas在X上面的一些post的话，今天他也特别研发了两个关于这一方面的一些数据中心的一些情post出来。那我们其实美国团队也看过一些AIKX在美国的投入，总结来说，其实我们所谓的high quality就是高质量的投资，占有AI的A开发总的体量大概有77%左右。

发言人 20:31
这一部分就是来自于所谓的美国的大家的云厂商hyper scale，里面有包括amazon、google、microsoft ta这几家公司的AI投入，我们觉得相对对融资的风险是比较低的，比较少的。因为主要是有比较大的一些现有业务的现金流去提供capex的支撑。这一部分的capex其实在美国占比有77%。

发言人 20:58
反过来说就是有机会带来融资的风险，就是剩下了22%。13里面有包括basics，就是must，也有包括一些所谓的new cloud投资。所以你能想象周深这一部分因为融资的风险大幅度减半，可能也是只是影响到美国AI开发的投资的10%到15%大概的一个体量。

发言人 21:27
当然我们也不会说这一部分是没有负面的影响，但是换过来我们中国这一边去看的话，情况就可能是更加我们需要担心的更加低了。因为绝大部分的capex可能是超过80%以上的开发区，都是来自于中国

的high per score，包括智杰、腾讯，阿里、百度这些公司。所以我们觉得这相对美国可能是一样的一个方向性的一个结果。但是可能那个比例再高更高一点。但是我们也不会说在融资方面是完全没有担忧的，因为我们只看只聊得到pex方面，就是投资ai开发是来自于云厂商。

发言人 22:15
但是当然我们在国内也有几家大模型公司。虽然他们不是投capex的一方，但是他们是胜利的客户，其中一个大的客户，那对他们来讲是每一年的apex需要大幅大量的算力，去做模型的训练跟模型的推理。这一些所谓的AI原生公司，绝大部分的AI的所谓的模型公司，其实是有融资的需求的。所以这一方面我们觉得后续资本市场，包括是股票市场跟在放债的市场，能不能够给到这些公司一个空间。可能是也是往后我们要看AI所谓的financing的风险，其中一环我们需要关注的。

发言人 23:05
然后第二讲到两周之前那个出口的先进，我们先讲一个。Conclusion，我们觉得其实对中国的AI生态影响是非常的低的。因为在出口的先进里面，有一些是中国政府是明确说了，不会影响到现有的一些海外或者是模型发展的一些业务的那两个点是最主要最最主要的就是包括跨境的API的销售，是不包含在这个出口的先机的。第二点是所有的开源模型，如果是现有的开源，这模型是不包括在这个出口的关先知里面。就算是之后要发布的开源模型，也是只是需要一个报备的一个状态，就几乎是一个自动的审批的一个过程，就能把那个开源模型发布出来。我们都知道其实中国的AI产业里面，绝大部分的前沿模型都是开源的那而且现在模型的绝大部分的收入都是来自于API的接入，包括国内，包括跨境。是如果是这两点是都不包含在所谓的出口的先进里面，我们觉得对中国的AI对产业的影响是相对比较少的那当然有一些有人会问到就是海外云厂商，如果是部署那些AI的模型有没有影响？我们也针对这一方面也做过一些调研，问过一些不同的公司。

发言人 24:48
简单来说也是跟刚才第二点差不多的一个情况，就是可能是需要一个报备的一个过程。如果是没有一些敏感数据是在本身那个开源模型里面的话，理论上也是一个几乎是自动审批的一个过程。所以就说是未来现在这一部分的收入相对比较少。但是可能是未来海外的云厂商去销售国中国模开源模型的收入，可能相当于将来的那个空间比较大的话，就算是这一环，我们也觉得影响是相对比较少的。然后最后就，关于无论是互联网公司，就是刚才提到的云厂商hiver schaller以及于那个模型公司，我们的投资建议我们现在的整个行业里面的首选还是阿里巴巴，因为包括之前提到AI capex的一些性的风险的话。我们觉得现有的云厂商如果是有现有业务的一个现金流流去支撑的话，是相对在其，市场情绪比较低的情况之下是比较有利的。

发言人 25:56
我们也看到最近美国的harper scale也在这一波AI的调整，那个阶段当中是有一个比较明显的all performance，所以我们觉得在中国这边，我们也相对首选比较看好都是阿里巴巴。而且舟山市在业务方面，我们现在做了很多第三个季度的所谓的preview，绝大部分的公司都要不是符合预期，要不是要收我们的盈利的预测。那阿里巴巴是少数一家公司，我们在做第三个季度的preview的时候是往上调。那我们的无论是电商跟云的收入的margin的一个预测，所以我们觉得基本面也是相对比较好的。然后后续我们也觉得有一些比较好的cats，包括11月份的业绩，我们觉得还是比我们PU有机会是能够一个B的rate的一个业绩。另外就是模型千万四，我们觉得也是近期非常快要发布的一个模型。所以在这一波的调整当中，我们是也是维持一个阿里巴巴首选的一个建议。

发言人 27:06
腾讯的话最近也是有比较大的一些调整，我们是三个月排在阿里巴巴后面，是可能是行业里面第二的一家公司。主要的观点就是因为投腾讯投资AI是相对比较落后的。在短期之内因为AI投资对盈利确实是有一些影响。那我们在第三季额度的那个preview也是稍微调低了。腾讯的盈利预测大概两个百分点，不多，但是也算是一个往下收盈利的一个预测。而且腾讯现在投入的AI可能是在投资回报上的方面，那个visibility没有阿里那么好的，因为阿里投入的是云跟mx就是模型这一方面的一些投入。我们觉得这两方面是相对比较好，特别是阿里的模型已经是在中国开源模型的前沿上面。

发言人 28:03
腾讯的话在投应用跟他在追赶一个模型的能力的方面，我们觉得要看到RI可能需要等大概可能是半年甚至一年以上的一个时间。所以在市场的情绪比较差的情情况之下，我们觉得可能需要盈利见底再回升，还是需要一些时间的。然后最后两家模型公司，我们觉得十月份也是非常重要的一个时间点。未来2到3个星期，十月底到11月初应该都是两家公司的大的模型的发布，包括mini max的M3 pro跟质朴的GLM6.0。现在看起来比较大概率是11月初，所以我们觉得这两家公司还是波动性会相对比较大的。

发言人 28:51
但是因为之前讲的那个原因，包括AI financial的一些担心，也包括大家就会担心AI的需求哦啊有没有之前想象的那么大。我们觉得这两家公司可能短期之内波动还算是比较大的。而且无论是mini MAX跟质谱在发了模型之后，也可能会有一些我们所谓的neglectest出现。对，mini max的话因为今年只融了大概20亿美金的，在七月份融了大概20亿美金，所以我们觉得公司可能在发模型之后会有一些基金的一些需求的。质谱的话就因为是之前IPU的解禁是在明年的一月份，所以在大概三个月之后，也会有一个比较艰难的一些liquidity的一些风险。所以因为以上的那些原因就算是啊这两家公司的调整是相对比较大的，我们也是建议现在的同学部署了，就可能是还是放在了一些happy scale上面，所以维持阿里巴巴作为我们的首选。

发言人 30:00
以上就是我在AI这一方面的风险，我现在先停在这里，把时间交给Robin或者是老软。好，谢谢gary。其实线上已经有几个针对你这块的问题了，但是特别具体的可能就线下，麻烦你多回答一下投资者朋友。好的，我就再像以往一样转回给罗A因为刚才分析到最近两三周秋意凉市场的表现相对比较疲软，甚至有人担心是二次探底。那这背后的原因是什么？接下来什么样的政策能够破局，特别是现在大家也关心所谓的国家队入场到底能起到多大的作用。那我们把时间交给罗A来分析，不管是美国的AI的投资的高利息的冲击，还是中国大家对这一块的市场的担忧，后面怎么化解？谢谢，谢谢饶斌总。

发言人 30:53
刚才提到的几个点都是目前市场非常集中，关注度特别高的一些点。上一期正好因为香港的假期的缘故，我们上周的宏观策略他没有做。但过去的这一个多礼拜，应该说是无论是港股和A股调整的幅度都是非常剧烈的。甚至乎在整个过程中，我们陆续收到了越来越多的投资人的问询。就是说是不是已经跌出价值来了，是不是已经跌成这个样子，已经是到了真正要抄底的时候了。所以今天刚好借这个机会，把我们整体的最近的一些观点汇总一下。而且我们刚好也在今天早上发布了一个比较详细的报告，探讨了一下最近调整，在微比较相对式微的宏观基本面的基础上，是什么导致了过去这一个多星期的巨幅调整，以及接下来是否已经到了抄底的机会。还有我们认为应该如何去布局，去接下来进入年底之前的这一两个月，是去试图能够有一个更好的全年的回报率。

发言人 31:58
首先第一点就是说过去这两个礼拜，尤其是上周，到底是什么原因促使了港股和A股这种比较巨幅的调整。当然我们说相对比较疲弱的宏观基本面，它一直是在背景里面作为一个强劲的背景音乐，也导致了我们认为很多相关的，比方说一些这种消费相关的板块，传统的基建板块，包括房地产等等一系列的，甚至一些比方说高贝塔的板块。我们在过去的两三个月的时间里，其实都建议大家逐步的做了一些减仓。但是如果说聚焦到上礼拜特别有什么具体的事件的话，我们想highlight两点，针对香港市场。

发言人 32:36
第一点就是10月22号的所谓的离岸信托补交税收的一个到期日。这个在过去的几个月中，我们已经多次跟大家提到了。就是说在七月份的时候，有一个新的规则出台。就是说离岸信托过去很多年相应的这样的一个缺失的税款，有一个90天的结款日，一定要在10月20号22号之前，把这种相对体量比较大的税负一次性缴清。那当然在10月22号之后，也不是说不可以再继续缴纳，但是就会面临一个相对比较高的一个惩罚性的一个罚款这样的一个情况。那在这样的一个前提下，10月22号本身它是促使在上周，也就是说这个截止日期的到期日的时候，会促成市场的一个倾销式的一个售出呢？理论上是不应该的。因为任何税款的缴纳，如果说要让这个现金足够到位去进行一个税款的缴纳的话，对手头的股票或者是其他任何资产的一个卖出，应该是在前期要早很长一段时间就已经做成了。

发言人 33:44
那为什么我们上周在10月22号看到市场的一个巨幅调整呢？我们也跟很多机构投资人交流过，包括本地的，包括区域性的，也包括全球性的很多机构投资人。我们了解到的发生的现状是什么呢？就是说二级。市场的很多机构投资人，其实对这样的一个CRS相关的离岸信托税款的缴纳。本身他对这个事件的一些具体细则，以及他所遵循的这个时间点的前后次序，并没有熟悉到一个非常精准的地步。所以在10月22号这样的一个到期日的消息，在大规模的在市场铺开的时候，有一些机构投资人确实是认为这样的一个事件，它会引起一轮大规模的一个股票所有的销售。那这样的情况下，有一些机构也采取了类似的一个避险式的一个仓位的调整，所以这是一个原因。

发言人 34:37
另外我们也了解到了，在10月21号，北京的国家监督总局，其实是对主流的电商的进行了一次集体的会议的一个一个研讨会。这里边的主要的议题是什么呢？是责令或者说是说或者说是建议，主要的这样的一个电商的这些厂家和企业，对自己所提供的产品服务都进行一个质量上的更高层次的一个提升。同时，对自己的一个质量检测的体系进行一个更为严格的这样的一个质检和提高的，这样的一个要求提出来。所以我们也了解到，就是在目前一个宏观环境相对比较低迷，然后总体需求比较的疲弱的一个状态下。如果进一步的在这些质检方面，或者说总体的一个市场自检、自查、自测，还有一个系统的一个改进方面，进一步的要求，其实是招致了一些机构投资人对这些电商企业的它的margin的进一步的担心。

发言人 35:43
我们当然是相信，监管部门和政策制定者提出的这些需求，从中长期来讲，肯定都是有利于市场的生态的一个健康有利的发展。但是在短期，我们确实不能够忽视从二级市场的投资人的角度来讲，对接下来已经看得见比较持续的这样的一个低迷的销售和需求。这种消费的状态在这个基础上是不是对电商行业的margin有进一步的侵蚀，也是招致了大家比较担心的这样的一个状态。

发言人 36:15

第三点，其实就是过去一段时间以来，我们一直提示大家所注意的风险。就是高企的全球的一个收益率。然后包括一个油价的不稳定，包括接下来的联储会议的对已经发生的这样的一个市场实际性的流动性的一个紧缩和对通胀的一个传导机制的一个如何他去认定，以及去接下来的走势。比如说接下来的这个fed的policy的一个走势的一个指引，再叠加11月初的中期选举，所有的这些其实对全球市场都有重大影响，尤其这里边的收益率，还有一系列的联储政策对香港市场我们强调过很多次，因为它直接影响港币和美元的一个联动汇率，导致对港币的这样的一个波动性的影响。再有一个就是香港市场本身作为一个资本流入流出限制非常少的一个市场的。它在全球的一个流动性产生大幅震荡的时候，往往它的这种体感的这种反应是最快的。就是说有资金在流动性收紧的时候，会大幅撤出，所以这些都影响到了香港市场的表现。

发言人 37:23
A股市场，我们之前也已经强调了，就是说A股市场在历史上很长一段时间它是有一个独美的机制。就是说因为国内的本身投资人的这个基本盘的一个粘性相对比较高，它其实和海外市场的联动性应该是比较低的。但是因为本轮A股市场它的行情更多是集中在一个人工智能主题和一个超级资本开支的这样全球联动的这样的一个主题。所以我们看到A股市场反而和美股的这些相对的高成长性的股票的联动性大幅的提升了。所以大家也看到，过去这段时间，那美股市场的波动性，尤其是在这些高成长性的股票，在人工智能相关的这些领域的股票，它的波动性是非常巨大的。所以A股这一部分股票市场的主题性投资，还有一部分的资金流入出受到相关的影响，我们觉得其实也并不奇怪。所以在这样的一个前提下，我们在九月初的时候已经提示了进一步的市场风险。

发言人 38:24
不知道大家还记不记得，我们在9月3号其实已经对中国市场，包括A股，包括港股，包括民生中国指数。我们对我们覆盖的所有的中国市场的指数，都做了一个目标价的下调。当时已经充分提示了流动性接下来要紧缩的风险，以及人工智能主题仍然是处在一个市场多空对决的这样的一个相对不确定性比较高的这样的一个状态下。

发言人 38:49
还有，我们当时也已经提示过了大家就是我们看到的一个越来越聚集越高的一个一个因子是什么呢？就是由今年年初未来，包括一系列的，对海外投资账户的一个监管的收紧，包括对刚才我们讲到的CRS的信托账户的一个税收的一个收收紧。然后包括甚至在9月1号推出的对外籍人士从中国企业分红的一个税收的正式征收等等。这一系列的当时我们专门列出来是作为一个越来越聚集的比较比集中度比较高的这样的一个风险因子跟大家讲。也就是说接下来一段时间，我们对无论是从资金流入流出的角度，还是从估值的压力的角度，包括基本面的一盈利的接下来的调整的方向，我们都认为在九月初对目标价进行一个下调，是非常，合理的。所以基本上这一段时间的市场的变化，应该说从方向上来是和我们的预期是比较一致的那当然我刚才也讲到了，因为最近调整的这个幅度如此巨大，大家确实说是不是真的已经跌着跌着价值就出现了，我们是不是已经开始抄底了？这个我们要看一下，就是说在历史的极值状态下，我们的中国市场到底它的估值在一个什么水平？往往就是说我们可以把它看作一个真正意义上的底部。

发言人 40:19
这里面我觉得两个数字大家可能要记住。一个就是说我们的这个离岸市场，一般我们是用民生中国指数来作为一个指代。然后等一下我会讲到A股市场，我们用沪深300指数做一个指代。

发言人 40:34
名胜中国指数在过去20年的一个交易历史里，基本上我们可以看到一个八倍的前瞻性市盈率，基本上是一个市场的底部。当然我们知道明晟中国指数在过去20年的这个交易历程里边，它的股指成分是发生了充分的变化的。比方说08年金融危机的时候的大盘的绝对地位比较高的这个股票，和现在2026年的我们的这个股指成分里面占比在最前面的一些股票，它其实已经发生了天翻覆地的变化。但是，非常有意思是，我们看2008年，包括2015年，然后包括比方说2020年，就是最开始一月份，疫情刚刚爆发的时候，然后包括2022年的，接近年底的那段时间。也就是说，疫情对经济的影响，造成了非常负面的，非常巨大的这样的一个一个后果的时候。然后包括2024年我们整体经济还是处在一个比较通缩的状态。而且当时全球对中国的企业的创新和研发能力也保持一个深度怀疑的。这个时候，在这几次，虽然这个名胜中国指数它的成分已经变化了很多次，但是基本上我们看到这个指数，它的估值跌到了一个八倍市盈率左右之后，都会出现一个比较明显的，而且是持续性比较好的反弹。

发言人 42:04
那现在我们的民生指数交易在什么位置呢？还是交易在十倍。所以我们是觉得是不是一定要等到8倍才进场，而不是的。我们不是完全从这种技术性或者是非常机械性的教条性的去对市场进行一个操作。但是我们觉得如果单看所谓的一个调整的幅度，一个目前的估值水平，那确实还要差不多有10%到15%的一个估值的一个下调空间。能够让我们说比方说跌到9倍以下，才让我们觉得更comfortable，更舒适的去去说我们这个估值已经在历史的一个相对比较低的位置了。

发言人 42:45
那说到A股，就是刚才讲我们沪深三百，沪深300也相应的在历史的过去20年的某几个时间点，他去hit到他去跌到一个他自己相对的一个交易区间的一个估值的一个下端。那这个对沪深三百来讲，这个估值的下端是在什么位置呢？它是在10到11倍的前瞻性市盈率这个位置。那目前确实从沪深300的角度来讲，也差不多也要还有10到15个百分点的一个进一步估值下调的空间。相对于历史的这样的一个极值的位置。所以对于纯粹追求极致的这样的一个深跌的底部的朋友们来讲，就是刚才我们讲到民生中国指数八倍的市盈率，沪深300指数10到11倍的市盈率，这两个数字我们建议大家就是记住。未来除非是说整个交易的我们的市场的组成的，或者是说全球的一个估值体系，风险溢价的体系发生了重大改变。

发言人 43:47
否则这两个数字经过我们过去十几二十年的一个对市场的一个持续的跟踪，相对来讲都还是比较有效的那第三点就是说是不是我们讲还得再跌10到15个percent，否则就不能进场了也不尽然也不尽然，因为我们刚才说我们从来分析市场不是一个机械性的和教条性的这样的一个，方式方法。那在目前的这样的一个市场状况下，我们相对来讲A股和港股，我们还是建议大家更多的去聚焦于A股。为什么这么讲呢？因为我们至少看到了一个比较积极的信号，就是我们认为国家队正式的。以一种更明确和更高调的方式向市场去沟通和交流。就是说我现在已经开始进场，我现在开始要真正意义上的去稳定市场的这样的一个状况，去更多的降低一个市场的波动。因为我们认为是国家队其实在过去的很长一段时间，对市场的一个参与，它是时有发生的。它不是说像一个按钮on and off，就是说或者我就操作，或者我就完全进入冬眠状态偃旗息鼓。不是这样的。他的操作是一个相对应该说是一个比较一个常态的这样的一个情况。

发言人 45:06
但是我们对历史上几次国家队高调进场的这个时间点的分析显示什么呢？就是说如果他的这种进场的这样的一个沟通方式和他所传递的这个信息是非常loud and clear，是除了本身他真金白银的对市场进行一

个这种稳定性的购买之外，他也通过希望喊话，通过这样的一个公开信息的一个传播，去达到一个稳定市场的这样目的。就是说这两种同时进行的话，往往在这样的一个信号发出之后的一两个月之内，我们可以看到A股会有一个明显的触底反弹的一个情况的发生。而且这种反弹的相对可持续性就比较长。最近一次最好的一个例子，应该就是2024年的七月底八月份的时候。后来大家可能还记得从924行情之后，A股真正进入了一个相对比较平稳的，相对一个比较小的，比较持续性很高的。然后一直到第二年，比方说的这个moment，然后一直持续到哪怕是今年上半年，我们至少在科技领域，在高科技和创新的领域，我们其实有很多的这种可投的机会。整体的大盘的指数也普遍处在一个相对比较好的一个上升的态势。

发言人 46:30
那我们这次为什么认定国家队现在已经开始在传递这样的一个比较响亮的而且比较高调的信号了呢？有几个事件，我们观测到第一点就是我们认为国家队他开始买入的市场的这个金额已经变得比较的比较的有规模了。我们的数据跟踪的数据显示，从10月9号到10月20号这样不到两周的时间。我们看到就是说我们大概大概可以去作为一个国家队购买的一个相对的一个指代的指标。它显示已经买了差不多150亿美金的这样一个量级。

发言人 47:14
我们知道在今年上半年，从一月下旬这个市场出现一些过热的迹象之后，一直到6月底。也就是说七月份全球的股市开始变得风雨飘摇。之前在差不多五个多月的时间里，我们看到国家队应该是卖了超过1500亿美金的这样的一个头村。那现在我们看到就是说在过去不到一个不到两个礼拜的时间内，我们国家队其实是买回了相对于他卖出的10分之1这样的一个体量。所以这个是一个非常好的开端。同时我们也看到，就是在他买回来的这些资金里，他的针对性的购买它的组成的比例发生了一个比较明显的变化。以前我们知道国家队在市场特别不稳定的时候，我们更相信他会去越去购买很多这种宽基的大盘指数，达到一个稳定市场的目的。目前的这种操作仍然在有序的进行。

发言人 48:11
但是我们同时也看到对这个科创板和对star fifty，就是科对这个科创50和创业板指数相关的这些etf的购买。本轮在我刚才讲到的150亿美金的这个比重的大幅上升，甚至达到了比方说30%到40%几的这样的一个比例。这在之前比方说24年那一轮的购买力，相对来讲是比较低的，差不多只有10%几的比例。这也和我们今年7月份之后，一直到目前的这个A股调整，更多的集中在科技和创新相关的这些领域，我觉得是有直接关系的。我们之前也多次讲过，就是国家对我们认为在一个漫长的投资过程中，相对于我们国家的发展战略的一个这种，应该说是一个契合度。慢慢的把更多的相应的资金投向这种主题性的这种etf的资金，我们觉得这个方向是比较明确的。所以本轮的这样的一个市场救助，我们也看到更多的资金投向相关的领域，我们觉得也是很这是第一点调查组。

发言人 49:16
然后第二点，我们也了解到10月15号，在北京一系列监管和政策制定者也分别向这种，准国家队的这种比方说一些，机构的基金，包括一些公司去进行了一个，鼓励大家去购买股票，去回购股票的这样的一个行动。同时也对这个保险公司去进行建议，建议什么呢？就是不要对目前这个有大幅损失的股票进行一个清仓，去进行一个计提。所以这些我们认为同时它你直接建议国家队去加速一个对市场稳定的购买，所以这些我们认为也是一个比较强烈的信号。这证明了不仅仅是国家队单一的行动。这是一个我们所讲的这种，信号非常明显的一个协同式的一个合作。

发言人 50:19
第三点就是吴清，证监会主席吴清先生，在10月19号，在这个十月份的金融街论坛上，他也明确的提出，稳定是目前市场的第一要务。所以我们觉得综合所有的这些信号，我们有理由相信国家队本轮的进场在目前这个时间点是更可持续的，它所能够带动的这个资金的体量和规模，相比比方说从七月份到9月份那一段时间，我们觉得应该是可持续性更长，调动的资金的体量可能规模更为巨大。所以在未来的一个月或者是1到2个月的时间点，我们更能看到市场触底反弹的这种可能性也更高一些。另外我们每周周五也发布我们大摩的一个独家的A股市场情绪指数。这个指数目前也已经跌到了我们认为市场接下来在一个月左右的时间，它会进入一个技术性反弹的这样的一个区间。所以这个应该也是对我们目前的一个判断的一个另外一个佐证。

发言人 51:26
当然就是说什么会导致这种A股和港股的一个表现的一个反转呢？刚才讲到了就是说A股和港股目前都受全球市场的一个影响。港股更多的是受到收益率和流动性的影响。A股更多的是受到投资人对人工智能这个投资主题的叙事的一个对错和可持续性的一个影响。所以相对来讲，港股这边如果我们能够看到通胀可控，然后联储对目前已经发生的实际性的一个流动性的紧缩给予一个高度的承认。就是说基本上对接下来的一个美联储的一个政策的一个走向，不会让大家去担忧有一个进一步过度紧缩的一个预期的话，相对来讲港股可能受益的这个机会会比A股更大一些。反过来，如果我们看到人工智能叙事的，尤其基于公司基本面，基于一系列的比方说关于这个credit一些危机的解除，如果有一个大幅的反转的话，A股相关的这种投资的一些主题和一些板块联动的可能性会更高一些。

发言人 52:39
再讲一下我们对新兴市场目前还是比较谨慎的。因为之前几周之前我和大家沟通过，就是说韩国在跌到一定程度之后，我们全球的韩国团队确实把他的这个评级进行了一个上调。但是基于现在刚才讲到的一个美元的强势，包括这个联储政策的不确定性，包括整体的FOMC，还有接下来的这个中期选举等等。他其实对韩国这样的一个高利贷市场目前影响非常巨大，所以短期现在还是不太建议大家去对韩国进行一个抄底。

发言人 53:17
整个新兴市场我们也觉得要等刚才讲的这几个标志性的市场扰动的事件结束之后。所以差不多大概率是在11月下旬之后，新兴市场总体可能会才会出现一个更好的一个介入的机会。这个时间点也和我们刚才讲就是说在未来的一个月左右的时间，很有可能比方说A股出现一个触底反弹的时间，相对来讲有一定的趋同性。但是我们讲到A股它自带基本盘，他有这个国家队的一个资金支持，这个是A股自己的一个独特的优越性。到时候我们还会根据到时候市场的一个总体的反馈和变化，再跟大家分析不同市场的一个配置的优劣。

发言人 54:02
最后讲到一点，就是上周我们对我们的focus list进行了一个调整。因为之前有很多投资人朋友们反馈，就是希望我们每一次在focus list有调整的时候，可以在宏观策略谈的这个平台上跟大家去及时的报备一下。因为很多朋友们也对我们的总体的我们这个model portfolio还是给予高度的评价。

发言人 54:24
所以上周我们做了一个什么呢？我们把宁德时代A股从我们的focus里拿出来。我们放了什么呢？我们放了港股的一个很经典的红利股，就是swear property。所以如果大家把我们过去几周或者是一两个月

在focus历史上的变化把它穿起来看的话，上周我们是加的swear property，是从红利稳定现金流的角度，然后拿掉了宁德时代。在几周前我们是把mini max大模型拿出来，我们放了恒瑞。在之前我们其实是把中国银行加入了我们的focus。所以大家可以看到，从9 9月份到现在接近十月份，过去这两个月中。

发言人 55:11
我们一脉相承的一个操作的这个方向，就是更多追求一个稳定的现金流，更多追求一个盈利盈利的确定性，同时降低对这个整体贝塔的一个敞口。所以目前我们还是建议大家去进行这样的一个操作。直到这个全球性刚才讲的很多的这样的不确定因素慢慢的尘埃落定之后，可能去重新take on risk会是更好的一个操作方式。

发言人 55:40
我今天的分享就到这里，先把时间交还给谢总，谢谢。好，谢谢罗尔。因为时隔两周，他也进行了非常全面充分的观点的全面的分析。接下来我们再把目光重新投向宏观。郑林监理我的同事会介绍一下他从新加坡出差，外资投资者关心的宏观的主要议题，以及刚才我们提到的未来打破僵局要看三个指标。因为最近市场也有小作文认为即将出台一系列财政金融的大规模刺激政策，甚至力度不亚于两年多前的9S，当然我们觉得这个有点空穴来风因为我们刚才看到的三个亿从出口到就业和社会反馈，再到股市自身表现，可能都没有在当前十月、11月会出台进一步的较大的刺激政策的这个基础。更多的当局可能在讨论明年，我们接下来把时间交给jelly来分析这些背后的因素。

发言人 56:43
好的，感谢罗斌总。我上个星期是跟我们的这边的工业分析师中山一起在新加坡路演。总体来说我们的体感是投资者的情绪是肉眼可见的在恶化的那一来当然就是因为九月底十月初出台的这些宏观托底政策，力度还是很温和的那二来也就像我刚刚提到的，全球的AI估值也正在受到挑战。投资者也担心说目前三驾马车当中唯一亮眼的出口，明年会不会风光不再。

发言人 57:15
同时很多跟出口密切相关的工业企业也会担心决策层，他会不会为了推动人民币国际化，减少贸易纠纷，会进一步的推动人民币快速升值，同时也扩大出口退税退坡的这个范围。这样的情绪上面，三季度GDP回到4.5到5%的这个目标下限，它反而是一个坏消息。因为意味着短期出台进一步宏观政策的迫切性其实是降低了。大家也在问，需要什么样的契机才能够推动更大程度的政策转向。

发言人 57:50
要回答这些问题，我们觉得首先还是要清一下当前经济运行到底是一个什么样的情况。三季度的这个是GDP增速从4.3%反弹到4.5，当然最大的推手还是外需。我们这边也是看到在亚洲投资大周期的带动下，过去两三个月出口的强势也已经是开始从进口密集型的AI意见板块开始更多的扩展到一些非科技的板块。所以这个也解释了为什么呢exports进出口它对GDP的贡献率其实在三季度是大幅提升的。从上半年的0.8个百分点1下子就跳到了1.8个百分点，所以这个是填补了投资大幅下滑对经济带来的拖累。但另一边我们要看到，出口对内需的传导是还是非常的有限的那它主要带动的还是产能过剩问题，没有那么大的AI相关投资，但这一块其实也就只占到制造业投资的5分之1，总投资的7% 8，拉动的作用是很有限的那另外一个推手是九月份开始才在预算加速执行，以及六张网额外的一些整财政支持，那也是给基建投资算是托了个底。这个也是解释为什么三季度GDP还是能够回到同比4.5。

发言人 59:12
四季度我们看到现在的tracking也是觉得它的同比万是能够维持在4.5到4.6的。因为一个是低基数，一个是政策还是会边际继续的发力。但另外一边我们也要看到，当前经济它还是处在一个深度的K型分化里面的。九月份设立数据是比市场想的强，从这个0.4%的同比回升到了1.1%。

发言人 59:37
但是他这个更多的还是因为中秋的假期为效应带来的反弹。如果我们留意到居民的贷款，季度的家庭部门人均支出，还有居民的储蓄率。那我们看到的画面还是老百姓是在降低非必要的消费，多存钱来争取早日还清，现在存量利率高达3%的按揭贷款。虽然九月底是出台了首次的全国性的按揭补贴，但是他也只是对你新造的首套房的按揭的前五年有效。而且这个补贴的范围就很窄，也只是低线城市。对于存量按揭利率还是在3%左右，所以现在居民去杠杆的一大诱因，他并没有得到解决。

发言人 01:00:23
第二个就是我们如果是看国内现在通胀最全面的指标，也就是三季度的这个GDP平均指数。它也显示现在所谓的通胀其实都只是集中在工业部门。PPI的分项数据也是帮我们看到，其实工业部门这边也是主要来自上游商品以及AI硬件的拉动。但是如果我们再回看GDP平减指数里面的分项服务业，它的通胀的增速其实是在下滑的那其实也进一步是印证了内需的疲弱，使得整体经济还是笼罩在一个准通缩的阴影下面。

发言人 01:00:57
所以上周市场的主要焦点其实还是在究竟接下来有没有更加大规模的政策刺激，然后有什么样的触发因素。当然上周五的时候大家都看到了那个小作文，就小作文说什么决策层可能会有等同于甚至超过924规模的政策转向，有降息降准，有什么发行的特别国债这些。但是我们也是觉得人类在出台这种规模的政策刺激，概率还是比较小的。因为现在的政策思路它还是以托底为主。年内的预算现在我们看还是有三成是没有用出去的，以及三季度的GDP的累计同比在4.6%。所以今年剩余的时间要达到全年目标的压力，其实还是相对是不是不算特别大的那这边我们也是有很多投资者朋友问到一个点，就是说其实今年的财政收入它不算差。如果我们看前九个月的税收同比，它甚至是达到6%，是远比预算的3%来的高的那为什么财政支出是远低于预算的那这边除了当然一些主观因素，别人就比如说觉得换届可能会影响到地方政府的积极性以外，我们觉得更重要的还是财政制约其实是比观看官方的这个财政数据是来的大的。

发言人 01:02:16
因为我们也要看这个政府的基金收入，那里面很大的是来自于政府的卖地收入。我们看到年初至今，其实政府的卖地收入，它同比已经是下跌了28%了。整体的政府基金收入其实也是跌了快两成的。这个是远远比预算里面觉得这个政府基金的收入可能会打平，然后卖地收入也不会大幅下跌的，这个预测是来的差的多的那这个再叠加当前高质量有稳定回报的这个基建项目，其实是不够的。都解释了为什么今年政府投资的这个节奏是明显偏慢的。那货币政策方面考虑到当前好项目不多，其实银行的流动性并不是说是很紧的，所以这样再降准的这个可能性也是相对的比较小。从维护银行净息差的角度出发，全面降息的可能性也是比较小的。

发言人 01:03:09
虽然说上周的金融街论坛上面，潘行长明确的提出了未来会择机将政策利率从七天内回购切换到隔夜逆回购。有一些市场人士也是将这个解读为变相降息。但是这边也要提出的就是今年6月以来，其实央行

它已经逐步的将隔夜的逆回购常态化了。所以这个变相降息其实也已经是在逐步发生中了。并不会说因为未来某一天央行宣布了政策利率会切换回这个隔夜的必回购，然后所有的市场利率就突然间有一个大幅的下大条。接下来当然我们还是更关注的就是有什么刺激政策大幅转向的一些处罚因素了。

发言人 01:03:54
那像刚刚罗斌总提到的，其实这边还是要看出口情况，民生反馈，还有资本市场的表现。这个更多的还是看明年。比如说像出口这边，我们当然基准假设是觉得未来三五年在全球投资的大周期带动下，外需将持续的结构性走强。但是假设说明年油价还是较高居不下，然后迫使美联储会连续的大幅加息。那高油价高利息是会打击到全球的AI投资需求的，也会使中国的出口意外走弱。这个可能会触发决策层推动更多的逆周期政策来刺激内需。

发言人 01:04:33
这边其实很多人也比较担心的，就是出口会受到人民币持续升值，以及出口退税退税的进一步退坡的影响。但相比而言，我们觉得这两个因素的影响可能是相对可控的那首先人民币方面，我们觉得不管是从宏观总通总通缩的这个基本面，还是从央行最近对人民币的表不太来看，继续大幅升值的可能性其实都不是特别高的那尤其是上周金融街论坛上面，潘行长其实也是再次强调了，汇率跟经常账户没有一个简单的线性关系。因为这边是忽略了很多其他的影响因素的，包括资本账户的这个利差。同时我们也看到人民币的这个一揽子汇率，其实现在也已经是相当接近它的历史高位了。所以我们认为进一步大幅升值可能性也是比较小的。所以我们还是看USDCNY今年年底6.65，然后明年年底到6.6。

发言人 01:05:32
第二个出口退税下调方面，我们觉得未来它的范围确实是有可能会进一步的扩大的。但是如果我们看一下过去这类政策出台的规律，也会发现今年政策它聚焦的还是产能过剩，而且目前已经有足够的出口竞争力，还有全球市场份额的产品。你比如说像这两年聚焦的新三样，以及一直以来都是会聚焦一些高污染有害健康的产品，比如说像电子烟这些。但一般来说政策出台的时间间隔都至少是一年。虽然说今年年头宣布了锂电池光伏的退税率下调，然后十月中又宣布了EV的退税率下调。但是我们如果看实际的生效时间，它其实也还是隔了一年的。所以我们觉得他的这个影响也还是比较渐进可控的那第二个就是到民生反馈方面，这边我们觉得就是除了要关注转通缩给就业工资持续带来的压力。

发言人 01:06:31
第二个其实要留意的一个灰犀牛，还是明年它可能会出现的一个地方政府流动性的进一步收紧。因为过去三年其实决策层每年是允许地方政府发2万亿人民币的这个置换债。这个计划今年就要收官了。之前bober也报道过说央行它可能会推出新的低利率的这种再贷款工具，来帮地方的融资平台去偿付债欠款，等于就是low offer。但是这个消息暂时还没有得到官方的证实。

发言人 01:07:02
如果说这个流动性缺口它不能够及时的补上的话，那就意味着地方短期内借新债还旧债的能力可能也是会受到限制的那就不得不用更多的财政本级的收入去偿还到期的债务。这个再叠加卖地收入，明年可能会继续的下跌。可能会导致用于就比如说公务员工资福利的支出，还有民生保障的钱都会受到一定的影响。如果因此导致更大程度的民生负反馈的话，那也不排除会触发更早的政策转向。

发言人 01:07:35



第三个也就是股市反馈了。当然六月以来我们看到A股也走跌不少，但毕竟目前绝对水平还是在3000点以上的那当然露娜总刚刚也是提到，就是过去两周也有越来越多的迹象显示，国家队也是再一次的入市托底。但是如果说A股还是出现了一个无序的暴跌，进而影响到市场对这种心智生产力的一个融资作用的话，那相信也是会引起上面更多的重视。

发言人 01:08:05
最后大家问的比较多的是，假设当前的政策路径不变，那中国是不是还有可能会走出通缩？会不会最后还是重现了日本失落的20年？对于这一点我们倒不是那么悲观，因为这边除了我们就之前已经多次分析过的中国的人均收入和生产率，还有比较大的后发追赶空间。资产泡沫程度也是远比当年日本小的，然后汇率也没有大幅的被动升值。

发言人 01:08:33
更重要的还是因为我们相信中国它自身的这个产业链的深度广度，会在聚生智能带动的下一代工业革命，工业5.0当中继续的抢占全球的市场份额。工业5.0的投资，我们相信它未来也是更多的是聚焦于升级现有的工厂，让生产更加的智能化，更高效，而不是简单的扩展。这边再叠加决策层持续的反内卷，降低过剩产能，还有就是出口结构性的支持。我们觉得整体工业产能利用率还是有望在未来的两三年逐步得到改善的那内需这边，我们还是相信一二线城市的房价是有望在明年年底的时候基本回稳。事实上今年一线城市的房价也已经是基本稳住了。对于大城市的中产来说，至少房价带来的负财富效应不会进一步的恶化。或许也能够编辑的改善当前居民主动加速去杠杆的这个趋势。

发言人 01:09:30
所以考虑到这两个因素叠加，我们还是相信中国从2028年开始，能够从现在这种准通缩的状态进入到比较稳定的一个低通胀的环境里面的。当然如果说没有更加大力度的结构性转型政策驱动，经济向消费再平衡的话，我们觉得通胀要回到2%到3%的健康状态还是非常有挑战的那我就先介绍这么多，接下来再把时间交还给王炳总，谢谢。好，谢谢经理。也是非常全面的解答了投资者的热门问题。今天不知不觉都1个小时多了，我想给大家描述的这些场景，不管是国家队的入场，对短期流动性的这些影响，以及长线来讲，建立也把时间线指向了2028年之后，随着生产率的进步以及一些政策可能在经历明年之后，包括我们提到的这个三个亿的框架进行一定的优化之后，带来的内需的好转，也留下了一些憧憬。那今天我们就介绍到这里，大家如果有相关的问题，也欢迎线下跟我们的分析师们加强交流，下周一再见。