

宏观策略周报（2023.9.25）

寇宁

期货从业资格号：

F0262038

投资咨询从业证书

号：

Z0002132

张晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书

号：

Z0010567

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书

号：

Z0011885

报告制作时间：

2023年9月25日

审核人：肖利娜

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38号

核心逻辑

- 18日当周，受国内流动性持续收紧的影响，国债市场延续调整，股票市场在北向资金流出好转支撑下探底回升。9月欧美经济体景气延续回落，发达经济体央行暂停加息，缓解国内市场海外压力。随着前期稳增长政策的落地，楼市成交回暖，国内经济底部确认，利于国内市场企稳，沪指3000-3100一线形成市场底部概率有所提升，策略上，如再遇回踩机会可适当积极，国债利率在季末临近及后续专项债集中发行压力缓解下有望高位回落，操作上，维持逢低增配思路。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

配置建议与策略跟踪

- 配置建议

大类资产	周度配置	较上周变化	中长期比例
股票	20%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	20%	—	20%
商品	10%	—	15%
现金	35%	—	20%

- 周度策略跟踪



目 录

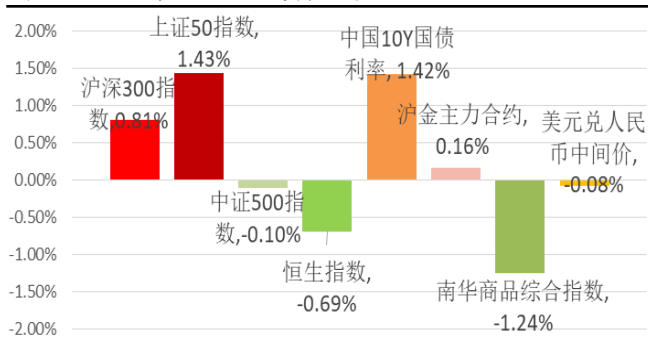
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	1
2.1 楼市销售回暖 车市热度持续.....	1
2.2 食品价格延续普降 节前猪价难改弱势.....	2
2.3 市场资金偏紧 贷款报价持平.....	3
2.4 欧美景气跌势不止，联储延续鹰派基调.....	3
3. 资产配置建议：.....	6
4. 本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	11

1. 大类资产表现比较

18日当周，国内股票指数类资产成交缩量，市场交投情绪偏低，周内先抑后扬，其中上证50指数周涨幅最为明显为1.43%。10年期国债收益率小幅回升，但中美利差倒挂程度进一步加深，叠加美元持续反弹给人民币带来的外部压力，情绪指标显示货币市场对人民币仍存贬值预期。在黑色产业和部分能源产品价格回调的带动下，南华商品综合指数周跌1.24%。

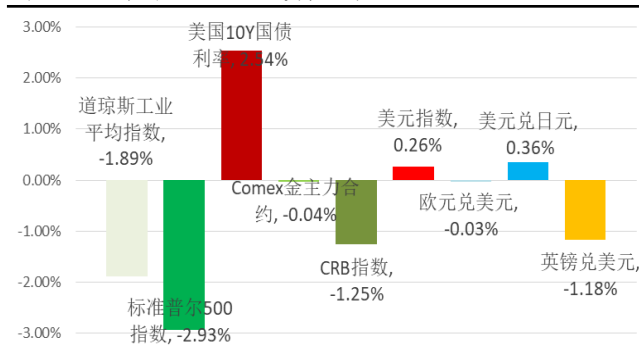
超级央行周落幕，美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%的水平不变，不过保留年内还会有一次加息的预期，鲍威尔新闻发布会讲话措辞释放“鹰派”信号，且经济展望中上调增长预期，提振美债收益率与美元指数上行，其中10年期国债收益率上涨2.54%至4.44%。市场在美联储强硬表态后陷入悲观，美股与大宗商品多数下跌。此外，英国央行也宣布暂停加息，下调经济增长前景，令英镑承压走弱，英镑兑美元汇率周跌1.18%。

图 1.1: 国内宏观大类资产周度表现



资料来源: wind, 博易大师, 一德宏观战略部

图 1.2: 海外宏观大类资产周度表现



资料来源: wind, 博易大师, 一德宏观战略部

2. 经济环境分析

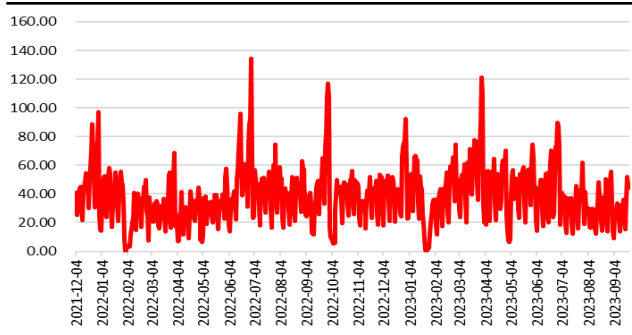
2.1 楼市销售回暖 车市热度持续

18日当周，全国247家钢厂高炉开工率回升0.4个百分点至84.47%，高于去年同期1.66个百分点。钢厂库存普遍回落，降幅加大，螺纹钢钢厂库存环比第六周下

降，钢材社会库存分化，建材库存延续 8 月中旬以来下降走势，板材库存短暂回落后重回增长，市场延续旺季特征，钢材产量增加同时，需求回暖推动下，钢材去库加快。

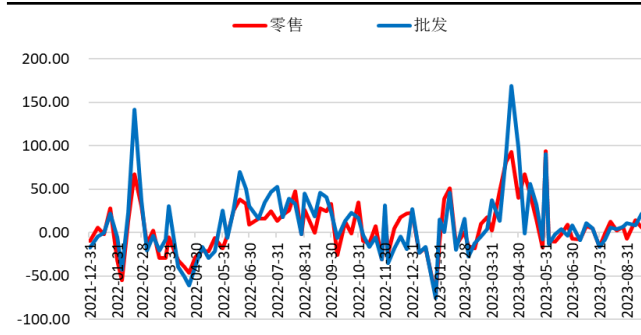
终端需求方面，18 日当周，30 大中城市商品房日均成交面积环比加速回升，当周日均成交面积周环比增长 39.78%，日均成交面积升至 7 月以来的较高水平。9 月中旬以来，全国多地放松限购政策，楼市成交出现明显回暖。9 月第 2 周，乘用车销售延续上涨，全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比分别增长 6.26%、21.91%，继日均零售量同比增长前一周创下半年后，批发量增长升至下半年以来新高，车市延续热度，据乘联会预计，企业季度末冲量在即叠加中秋国庆长假前购车需求提前释放，第三周车市日均零售预计 5.86 万，同比增长 7.0%。第四周中秋国庆长假来临，工作日与往年同期相比少，预计日均零售 12.76 万辆，同比-5.5%，9 月狭义乘用车零售销量预计 198.0 万辆，环比增长 3.1%，同比增长 3.0%。各地新一轮地方补贴与厂商三季度末冲量共发力，叠加中秋、国庆超长假期节日效应，9 月车市热度不减，但随着终端优惠持续加码，对价格敏感度较高的消费者再度产生观望情绪，出现延迟购车倾向。

图 2.1: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 乘用车销量当周同比增长 (%)

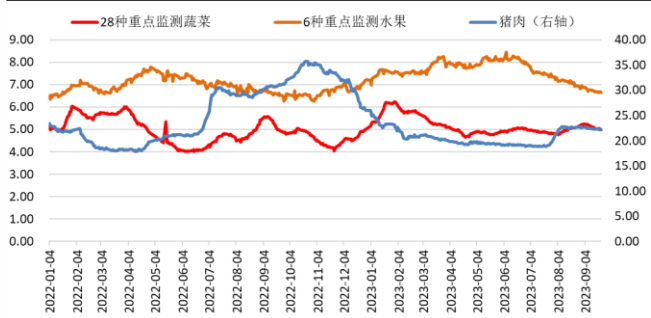


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 食品价格延续普降 节前猪价难改弱勢

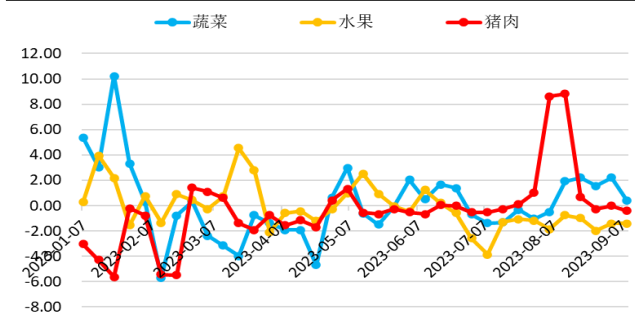
18 日当周，国内猪肉、果蔬价格日均价格环比延续普降，其中，猪肉价格环比下降 0.4%，降幅较前一周收窄，蔬菜价格环比下降 1.3%，水果价格环比下降 0.89%，降幅均小于前周。虽然正值猪肉传统需求旺季，加之中秋、国庆“双节”临近，但前期多数养殖端看涨“金九”，加大 9 月生猪出栏量，导致猪肉供给增速高于需求，致使猪肉价格持续走低。

图 2.3: 国内猪肉、果蔬平均批发价 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 猪肉、果蔬平均批发价周环比 (%)



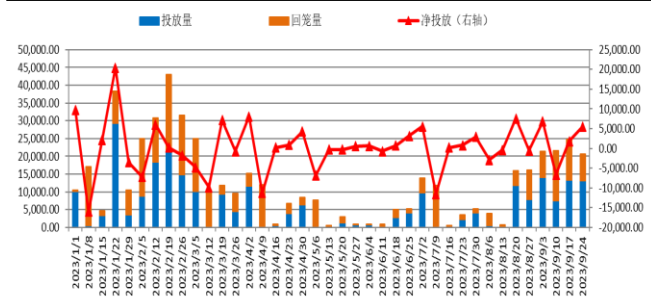
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 市场资金偏紧 贷款报价持平

18 日当周, 央行分别进行了 12560 亿元逆回购及 500 亿元国库现金定存发行投放, 当周分别有 7040 亿元逆回购及 500 亿元国库现金定存到期, 当周净投放 5520 亿元。银行市场资金面偏紧, 市场利率当周先升后降, 周均值走高, DR001、DR007 周均值环比分别上涨 12BP、10BP 至 1.88%、2.04%。

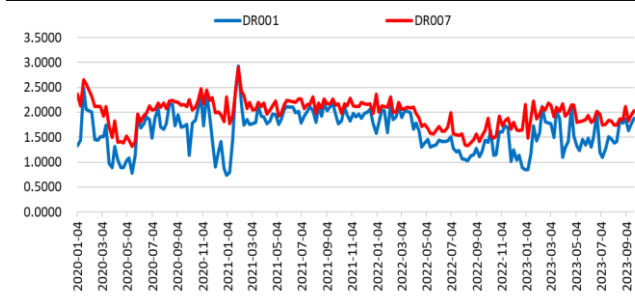
9 月 20 日, 中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布, 9 月贷款市场报价利率 (LPR) 为: 一年期 LPR 为 3.45%, 五年期 LPR 为 4.2%, 均维持不变, 由于 9 月 MLF 利率维持稳定, 市场普遍预期 LPR 将不做调整, 此次 LPR 保持不变符合市场预期。

图 2.5: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.4 欧美景气跌势不止, 联储延续鹰派基调

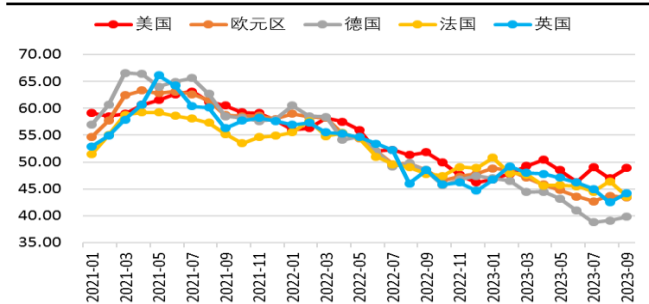
美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值 48.9, 创两个月新高, 高于预期的 48.2 及前值

请参阅最后一页的免责声明

47.9，美国9月Markit服务业PMI初值50.2，创今年1月以来最低，较前值回落0.8个百分点，低于预期的50.7，需求转弱对美国制造业及服务业均产生明显的拖累。受服务扩张放缓的拖累，美国9月Markit综合PMI初值50.1，创今年2月以来最低，美国私营部门经济活动出现普遍停滞。

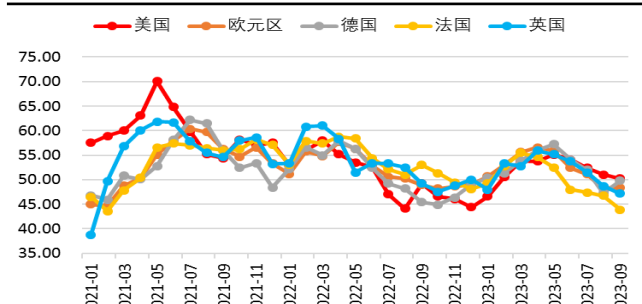
欧元区9月制造业PMI初值43.4不及预期，较前值下降0.3个百分点，制造业PMI已经连续15个月低于荣枯线，服务业PMI微升0.1个百分点至48.4，好于预期，两大主要经济体中，德国制造业PMI为39.8，略高于前值39.1，服务业PMI由47.3回升至49.8，景气衰退放缓，法国制造业PMI43.6、服务业PMI43.9，均大幅不及预期及前值，经济收缩加剧。英国9月制造业PMI反弹1.2个百分点至44.2，好于43的市场预期，但服务业PMI由上月的49.5回落至47.2，不及预期的49.2，9月，英国综合PMI为46.8，低于前值47.9及预期48.7，为2021年1月英国封锁以来的最大降幅，制造业反弹难以抵消服务业下滑对经济的拖累，英国经济衰退风险加剧。

图 2.7：欧美主要经济体制造业 PMI (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：欧美主要经济体服务业 PMI (%)

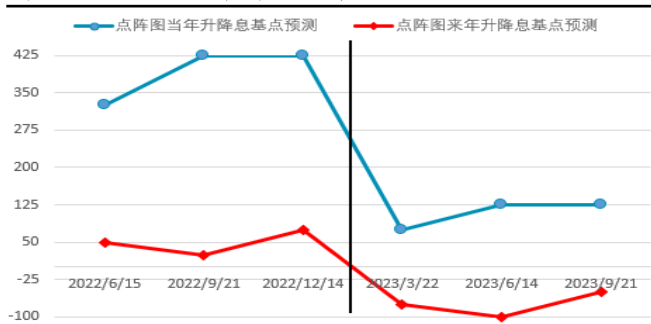


资料来源：wind，一德宏观战略部

美联储9月议息会议如期维持5.25-5.5%的利率目标区间不变，点阵图显示年内仍有一次加息，且对于2024年的降息次数预测由6月的4次缩减为2次，这表明当前利率水平仍可能进一步上调，且维持更长的时间，释放出美联储的鹰派立场，但年内完成剩余一次加息后就此终结加息动作顺理成章。对经济的看法上，美联储对经济增长由7月的“温和”改为“稳健”，对就业市场由“强劲”下修为“有所放缓”，从新闻发布会鲍威尔发言看，其对美国经济衰退仍有担心，但降通胀仍是主要目标，美联储最新经济展望进一步调升增速预期同时调降通胀预期，显示其对软着陆预期增强，而这取决于消费下滑程度与投资对冲韧性，以及财政支持投资模式下对抗通胀的副作用及财政赤字对货币政策的不确定扰动，随着劳动力市场的松动，消费下滑斜率将是

美联储政策的重要影响变量。议息会议后，市场预期一度接近完全贴合联储预测。美联储观察工具显示，对于美国政府将于四季度初面临关门窘境可能性的揣度使得市场对 11 月再度加息的押注维持谨慎，12 月及明年 1 月加息的预期反超 11 月，接近五成一线。此外，来年降息预期维持 3 次，略超 9 月点阵图委员们预期的 2 次水平，起始时点延迟至 7 月。

图 2.9 美联储点阵图变动情况



资料来源：美联储官网，一德宏观战略部

图 2.10: 美联储后续加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.7%	26.3%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.8%	38.4%	6.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.7%	38.8%	7.4%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	51.0%	33.1%	6.1%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	23.9%	44.8%	23.8%	4.0%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.3%	31.0%	37.7%	17.1%	2.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.5%	20.2%	34.2%	27.9%	10.2%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.3%	13.7%	28.0%	30.7%	18.0%	5.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	1.8%	8.6%	21.0%	29.4%	24.3%	11.6%	2.9%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.3%	6.5%	17.2%	26.8%	25.8%	15.5%	5.6%	1.1%	0.1%	0.0%

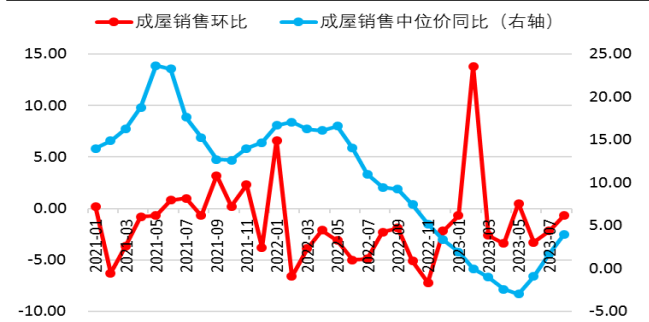
资料来源：CME，一德宏观战略部

美国 8 月成屋销售总数年化 404 万户，创七个月新低，不及预期的 410 万户，7 月前值为 407 万户。8 月成屋销售环比降幅由前值 2.2% 收窄至 0.7%，但远不及 0.7% 的市场预期，受按揭贷款利率上涨的影响，锁定低贷款利率的房主房屋出售意愿不足，成屋供给紧张在制约销售增长同时，推动房价上涨，8 月售出房屋的中位价为 40.71 万美元，同比上涨 3.9%。21 日，美国劳工部公布的上周美国首次申请失业救济人数意外未环比减少 2 万至 20.1 万，创七个月新低，暗示劳动力市场强韧强化美联储紧缩预期。

英国 8 月 CPI 同比增长 6.7%，较前值回落 0.1 个百分点，连续第三个月回落，不及 7% 的市场预期，CPI 跌至 18 个月来的最低水平；CPI 环比增长 0.3%，预期 0.70%，前值 -0.40%；核心 CPI 同比增长 6.2%，预期 6.8%，前值 6.9%。在油价上涨的背景下，英国通胀回落主要来自服务业价格大幅下降，其中酒店价格和机票价格的下跌是主要原因，反映了英国国内需求的走弱，通胀降温缓解了英央行加息的压力。在随后公布的英央行 9 月利率决议中，英央行意外宣布暂停加息，将关键利率维持在 5.25% 的 2008 年 2 月以来的最高水平，为英央行自 2021 年 12 月以来首次暂停加息，此前英央行已连续 14 次的加息，但同时，英央行重申将“在足够长的时间内保持足够的限制，以使通胀达到目标。如果通胀持续存在，需要进一步收紧货币政策”，为后续加息预

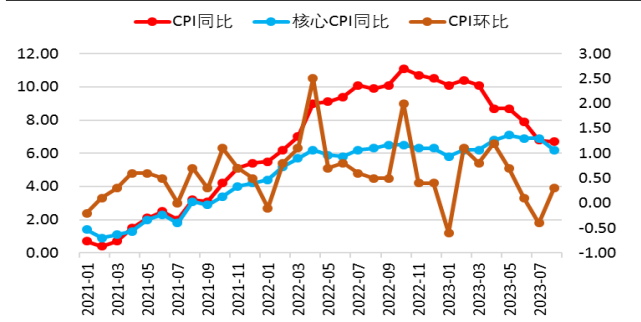
留空间。

图 2.11 美成屋销售环比及成屋销售中位价同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 英国 CPI (%)



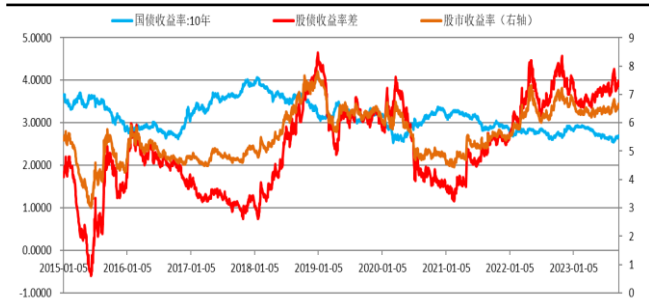
资料来源: wind, 一德宏观战略部

9月22日,日本央行公布最新货币政策决议,将关键短期利率维持在-0.1%不变,10年期日债目标收益率区间维持在±0.5%不变,符合预期。货币政策声明中,日央行重申将耐心地继续实施货币宽松政策,将继续实施旨在实现价格稳定目标的量化加质化货币宽松(QQE)政策、YCC政策,只要这是保持稳定的目标(通胀)所必需的,如有必要将毫不犹豫地加码刺激政策。尽管日央行维持了鸽派立场,但在日本通胀走高,维持YCC政策成本不断加大的背景下,日央行后市收紧的风险依旧较高。

3. 资产配置建议:

18日当周,国内市场风险情绪稳中弱势改善,股债收益率差、股债收益比分别由前一周的历史86.51%、85.61%的分位数水平微降至历史85.26%、84.23%的分位数水平。

图 3.1: 股债收益率差



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 股债收益比率



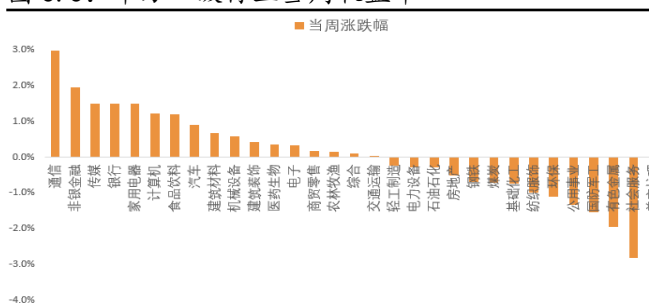
资料来源: wind, 一德宏观战略部

A股层面,18日当周指数探底回升,创业板一改近3周颓势反弹力度强于主板,机构风格连续2周强于游资。日均成交额连续3周萎缩,已连续13周低于万亿水平;

请参阅最后一页的免责声明

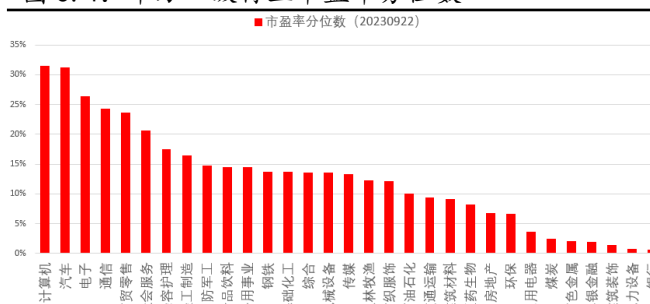
北向资金基本持平，个股赚钱效应明显回升。板块方面，通信、非银金融、传媒领涨，美容护理、社会服务、有色金属表现偏弱。海外权益市场风险偏好边际回落，持有成本两端同步走高，外部因素对 A 股仍形成制约。但随着人民币汇率逐步企稳，监管层呵护暖风频吹，北向资金持续流出情况有所好转，预计节前市场企稳概率提升。当然，这需要成交进一步回升以及北向持续回流予以辅助确认。总的来看，沪指 3000-3100 一线形成市场底部概率有所提升，如再遇回踩机会可适当积极。策略上，长假前夕持仓为主，如快速反弹至 3200 上方，也可锁定部分利润。

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



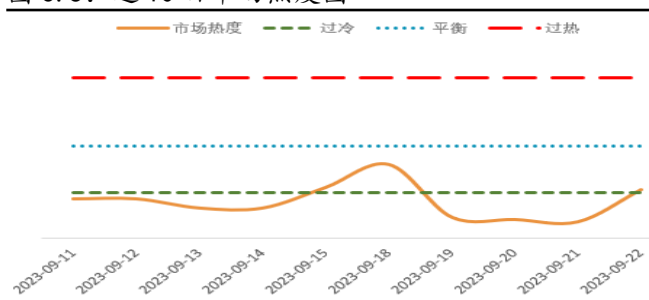
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



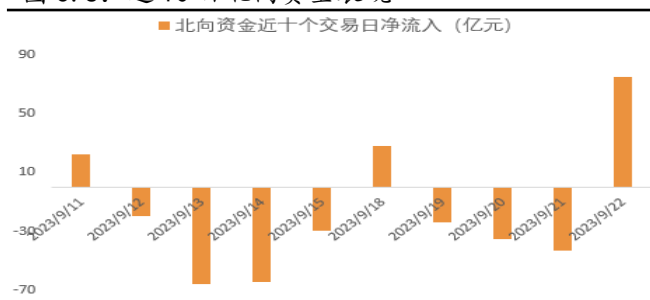
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

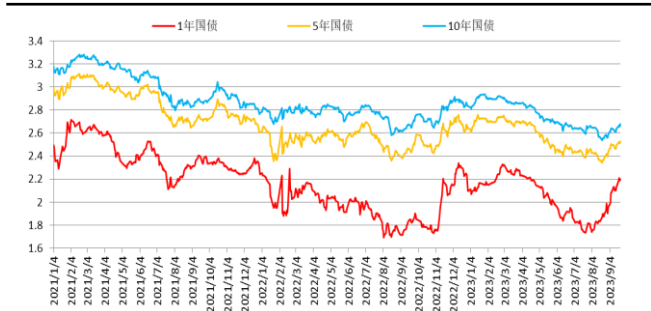
图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 一德宏观战略部

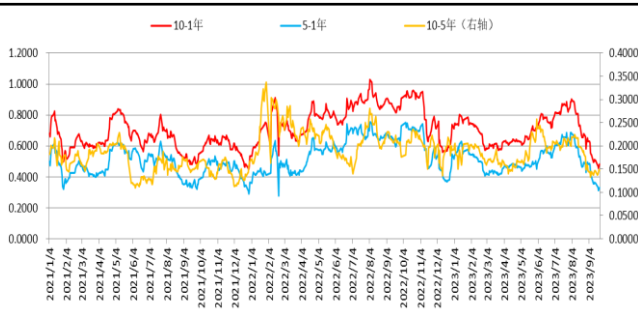
国债层面，18 日当周，受市场流动性总体偏紧的影响，国内债市延续收跌，走势上，前半周国债市场延续前一周周五的跌势，周三后企稳震荡，短端利率受短期资金面影响较大，长短端国债收益率差持续回落。9 月以来，由于专项债发行提速及跨季资金季节性紧张，市场流动性持续收紧，国债利率承压上行，但随着季末临近及后续专项债集中发行压力的缓解，国债利率有望高位回落，操作上，维持逢低增配思路。

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

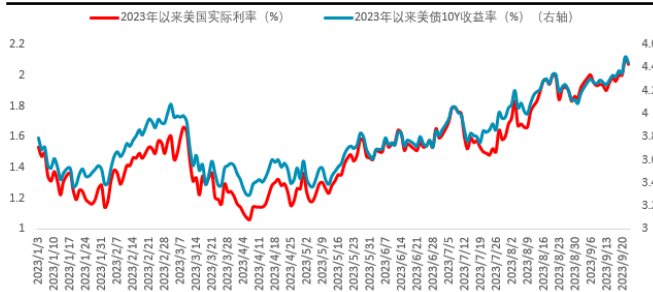
图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

黄金层面, 18 日当周, 内外价格分化情况有所缓解。外盘方面, 当周持有成本两端继续走强, 纽期金宽幅震荡基本收平。随着美、英、日央行议息会议相继落下帷幕, 在三家央行均按兵不动的情况下, 市场预期主要跟随基本面数据波动, 美国以其经济的“比较优势”使得利率汇率维持强于非美的态势, 但源于预期差收窄等因素, 黄金走势也未出现大幅回落, 但此前持续拉大的溢价明显回归, 预计后期一旦人民币汇率趋稳, 则有可能以外盘加速补涨的形式来修正溢价, 因此做多内盘需待安全边际出现。策略上, 国内长假前建议谨慎持仓为主, 等待低位配置机会。

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

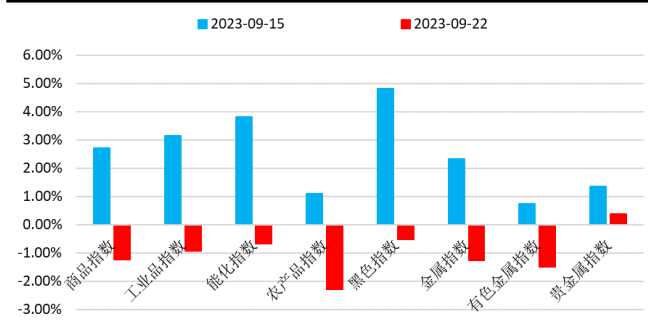
图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

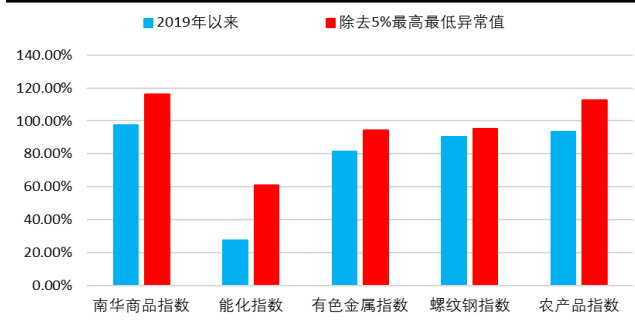
18 日当周, 南华商品指数出现回调, 农产品未能延续前周反弹, 领跌商品。工业品指数总体回落, 除贵金属指数收涨外, 主要工业品均出现回落, 其中, 能化、黑色指数强劲反弹后转跌, 波动幅度较大, 是工业品回落的主要拖累, 有色金属指数受美元上涨压制, 在工业品中表现依旧偏弱。截止 9 月 15 日当周, 南华商品期限溢价率显著回落, 南华商品指数对 CCPI 期限溢价率位于 2019 年以来历史 97.75%分位水平, 其中, 农产品、螺纹、有色指数分别位于 93.38%、90.57%、81.52%高分位水平, 能化指数位于 27.53%分位水平, 估值较低。

图 3.11: 南华指数周度涨跌 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.12: 南华商品期限溢价率分位数 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

4. 本周重要数据及事件关注:

重要财经数据与事件关注	
2023/09/25	德国 9 月 IFO 商业景气指数, 前值 85.7, 预测值 85
	欧洲央行行长拉加德在欧洲议会经济与货币事务委员会听证会发表介绍性声明
2023/09/26	2023 年 FOMC 票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利发表讲话
	美国 8 月营建许可年化总数修正值(万户), 前值 154.3
	美国 9 月谘商会消费者信心指数, 前值 106.1, 预测值 105.9
2023/09/27	美国 8 月季调后新屋销售年化总数(万户), 前值 71.4, 预测值 70
	日本央行公布 7 月货币政策会议纪要
	德国 10 月 Gfk 消费者信心指数, 前值-25.5
2023/09/28	美国 8 月耐用品订单月率初值(%), 前值-5.2, 预测值-1.6
	欧元区 9 月经济景气指数, 前值 93.3
	欧元区 9 月工业景气指数, 前值-10.3
	欧元区 9 月消费者信心指数终值, 前值-17.8
	德国 9 月 CPI 年率初值(%), 前值 6.1, 预测值 4.5
	美国第二季度实际 GDP 年化季率终值(%), 前值 2.1, 预测值 2.2
	美国第二季度核心 PCE 物价指数年化季率终值(%), 前值 3.7
	美国截至 9 月 23 日当周初请失业金人数(万), 前值 20.1
	美国 8 月季调后成屋签约销售指数月率(%), 前值 0.9
	2023 年 FOMC 票委、芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话
2023/09/29	欧元区 9 月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 前值 5.2, 预测值 4.6
	美国 8 月个人支出月率(%), 前值 0.8, 预测值 0.5
	美国 8 月 PCE 物价指数年率(%), 前值 3.3, 预测值 3.5
	美国 8 月核心 PCE 物价指数年率(%), 前值 4.2, 预测值 3.9

请参阅最后一页的免责声明

2023/09/29	美国 9 月芝加哥 PMI，前值 48.7，预测值 47.6
	美国 9 月密歇根大学消费者信心指数终值，前值 67.7，预测值 67.7
	欧洲央行行长拉加德发表讲话
	美联储主席鲍威尔将参加会议并回答现场观众和线上参与者的问题
	2024 年 FOMC 票委、里奇蒙德联储主席巴尔金就货币政策发表讲话
2023/09/30	中国 9 月官方制造业 PMI，前值 49.7
2023/10/01	中国 9 月财新制造业 PMI，前值 51
	中国 9 月财新服务业 PMI，前值 51.8

资料来源：汇通财经、华尔街见闻、一德宏观战略部

风险提示：


国内政策效果不及预期；国内经济恢复不及预期；美联储紧缩幅度超预期


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn