



不平静的海外市场，对股债市场意味着什么

——金融期货节后展望

一德期权部

2023年10月8日



期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

目录

CONTENTS

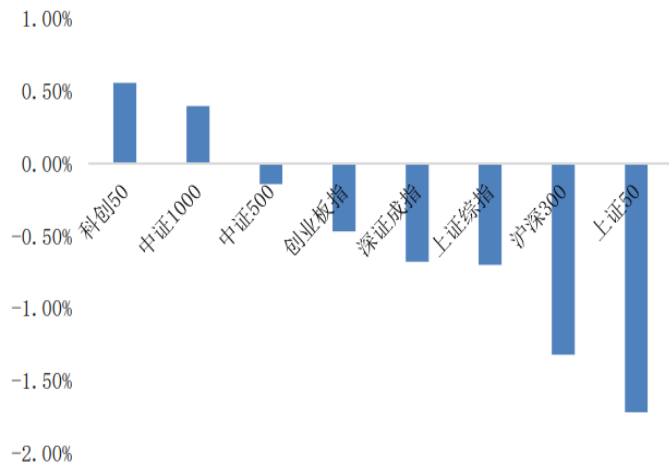
- 01 假期国际市场走势及消息面概述
- 02 期债：柳暗花明又一村
- 03 期指：谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

01

假期国际市场走势及消息面概述

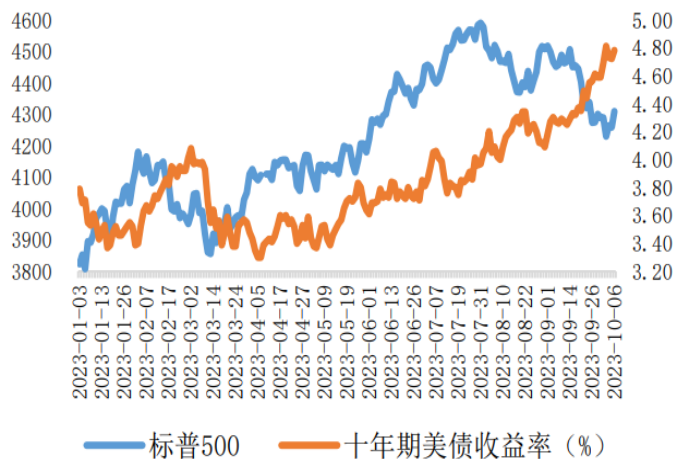
国际市场走势

图 1：节前最后一周 A 股主要指数涨跌幅统计



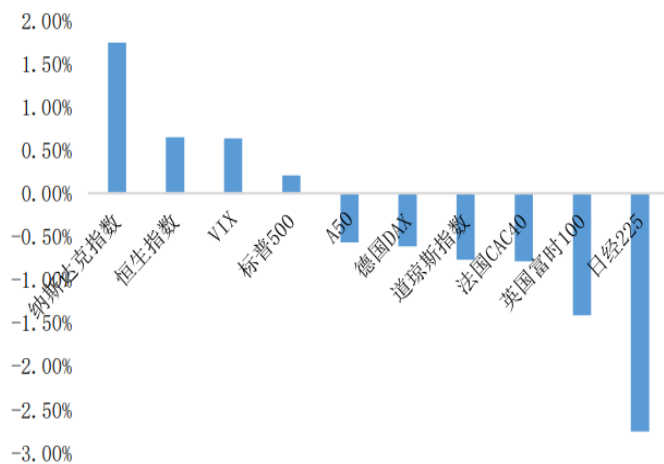
资料来源：wind，一德期货

图 3：标普 500 与十年期美债收益率



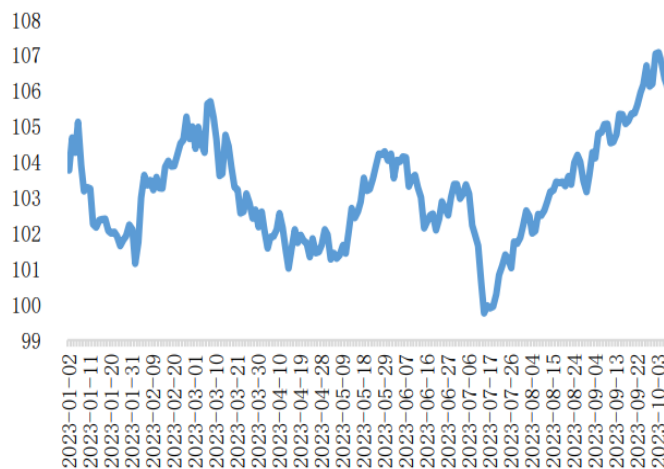
资料来源：wind，一德期货

图 2：双节假期期间国际市场主要指数涨跌幅统计



资料来源：wind，一德期货

图 4：美元指数



资料来源：wind，一德期货

双节假期前最后一周，A股市场呈现窄幅振荡态势，科创50、中证1000等偏科技成长性的指数表现明显强于沪深300、上证50等价值类的大指数。双节假期期间，国际股票市场并不平静，主要指数涨少跌多。其中美股三大指数、港股恒生指数、A50股指期货均呈现先抑后扬态势。截至10月6日收盘，道琼斯指数、标普500、纳斯达克指数、恒生指数、A50在假期期间6个交易日内的累计涨跌幅分别为-0.77%、0.20%、1.74%、0.65%和-0.57%。十年期美债收益率的飙升和美元指数的冲高，是导致国际股票市场波动的主要因素。

重点消息回顾及影响

表：双节期间重点消息回顾及其对股债市场影响

日期	事件和数据	对A股影响	对A债影响
2023/9/28	深圳市住房建设局、人民银行深圳市分行、金融监管总局深圳监管局：深圳从9月29日起调整优化个人住房贷款利率下限，首套房商贷利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减10个基点，二套房商贷利率下限调整为不低于LPR加30个基点。	中性偏多	中性
2023/9/30	距离最后期限仅剩几小时的情况下，美国国会通过临时拨款法案避免联邦政府“停摆”，将政府资金延长至11月17日，但两党仍在削减开支等问题上存分歧，政府关门危机仍未解除。	中性	中性
2023/9/30	统计局9月官方制造业PMI为50.2%，环比回升0.5%，时隔6个月重回扩张区间，显示经济的底部企稳。9月非制造业PMI环比回升0.7%至51.7%，出口拉动明显。	偏多	中性偏空
2023/10/6	2023年9月29日至10月5日，30大中城市商品房成交同比下降42.8%、远低于过往同期水平，或指向地产政策仍待起效；全国代表城市二手房成交同样走弱、同比减少21.2%。	偏空	偏多
2023/10/6	文旅部：中秋节国庆节假期国内旅游出游8.26亿人次，实现收入7534.3亿元。	中性	中性
2023/10/6	9月，美国非农就业人数录得增加33.6万，较预期的17万大幅增长，远高于8月的18.7万个。10年期美债收益率已经上行至4.8%之上。	偏空	偏多
2023/10/7	据沪深交易所公众号，沪深交易所相关负责人表示节后A股延长交易时间、并在部分股票上试行T+0交易传闻不实。	中性	——
2023/10/7	巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）7日宣布对以色列采取代号“阿克萨洪水”的军事行动。	中性偏空	中性偏多

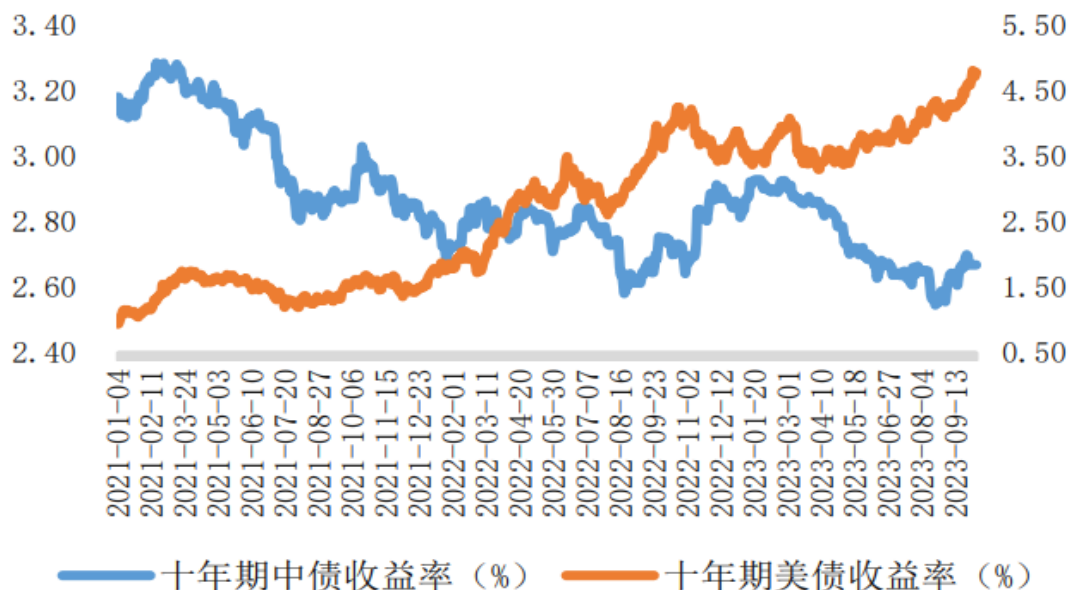
资料来源：一德期货整理

02

期债：柳暗花明又一村

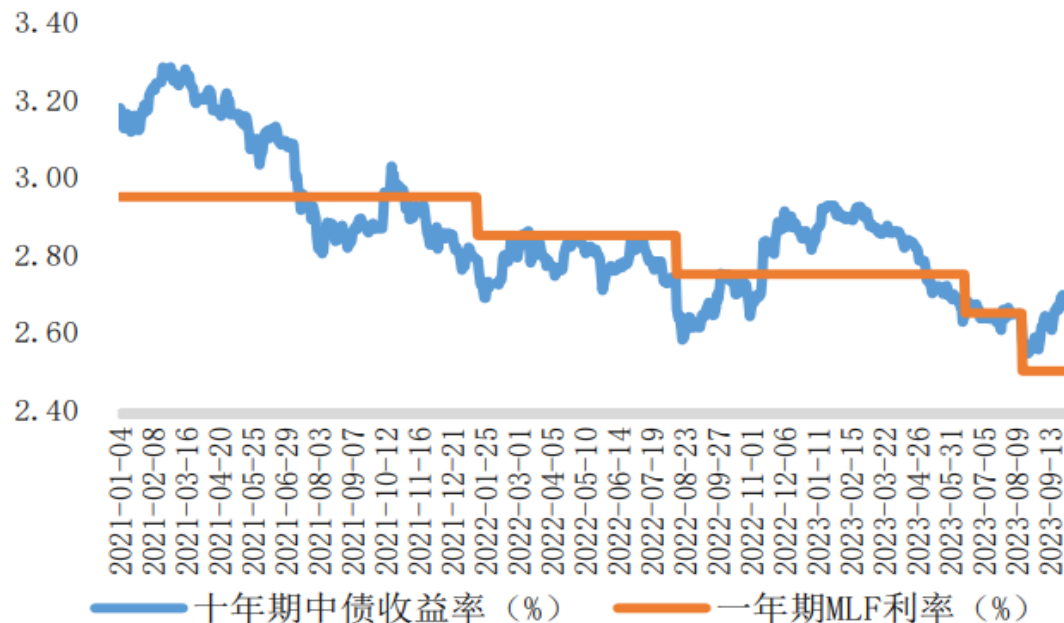
国债期货——柳暗花明又一村

图 5：十年期中债收益率与十年期美债收益率



资料来源：wind，一德期货

图 6：十年期中债收益率与一年期 MLF 利率



资料来源：wind，一德期货

关注焦点：当前美债对国内资产价格影响是否会重现8月-9月行情？问题再度回归到稳汇率还是稳流动性为短期目标。 目前国内基本面略强但利差倒挂还在加深，因此汇率贬值压力不减，需要密切的关注银行间流动性变化。如果政策选择稳汇率为主，会丧失对海外流动性紧缩的缓冲，国债估值也将承压。如果政策以稳流动性为主，债市仍有走强空间，目前看全球除美国外的多数经济体都不具有金融条件继续收缩的能力，那么稳汇率意义还大吗？换个角度看，汇率贬值可能对国内经济修复和产业竞争力提升都有帮助。目前处于国内经济修复向上，但海外金融环境紧缩尚未结束过程，因此外部环境对于风险资产的冲击不容忽视。

国债期货——柳暗花明又一村

驱动因素：美债收益率进一步上行施压全球股市和大宗商品，市场风险偏好回落利好国债，但美债收益率上行依然限制外资配债（外资持仓占比影响有限）。考虑当前央行无收紧货币信号，债市不必悲观。国内方面，9月制造业PMI回升符合预期，宏观面修复债市已有预期。假期期间高频数据喜忧参半，尽管旅游收入和出行人数表现亮眼，但十一期间商品房销售力度不强，10月社零消费有支撑，但地产仍有待观察。8月底开启调整持续1个月，其中蕴含了基本面、供需面、中美关系阶段缓和的三方面因素。节后资金面季节性转松，利好债市。后续地方再融资债发行大概率有流动性配合，四季报测算利率债供需压力基本持平去年同期，流动性预期不悲观。

估值分析：节前市场已经对于10月国内经济边际修复计价（一系列政策出台后，被动去库到主动去库，9月制造业PMI回升至50.2%，10月大概率继续回升），十年国债利率上冲最高至2.69%（2.7%关口未破）。节前最后一个交易日期货盘面多头增仓拉涨。从绝对估值上看，目前十年国债收益率已经高于政策利率17BP，具有一定配置价值。

后市推演：节后在风偏回落、资金面转松和估值支撑下，期债大概率延续上涨。短期上行目标位先看6月降息前。中期看，8月底到9月初的政策组合拳效果可能到10月底或11月初得到数据验证和市场共识，稳增长政策进一步加码乏力情况下，基本面成色会更加鲜明，维持国债季报《柳暗花明又一村》的观点，四季度债市将再度迎来一波上涨。推动这一轮上涨的资金或来源于提前布局2024年仓位的机构。简言之，只要货币政策不收紧，债市不宜看空，以逢低做多为主。

风险点：资金面收紧、通胀预期升温、经济修复速度加快

03

期指：谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

股指期货——谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

股指期货研究框架

自上而下

自下而上，审视股票市场微观流动性

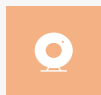
(内资：偏股型基金)

(外资：北上资金)



分子端：企业盈利

宏观经济&行业结构



分母端：流动性

国内外流动性边际变化



分母端：风险偏好

国内外政策面边际变化
地缘政治等

趋势性机会：A股盈利拐点

底线思维：内因是关键 (2017)

结构性机会：指数间盈利差

景气度决定资金投向 (2021)

国内不同货币和信用背景下的

投资组合：2018宽货币紧信用

“以大为美”，2013紧货币宽

信用“成长占优”

美联储货币政策取向、美元流

动性和美债收益率（全球资产

定价之锚）对A股趋势和风格的

影响

国内外政策面变化、重大事件、

地缘政治

内外盘联动性

趋势层面：通过北上资金、港

股或人民币汇率传导

结构层面：同行业间非系统性

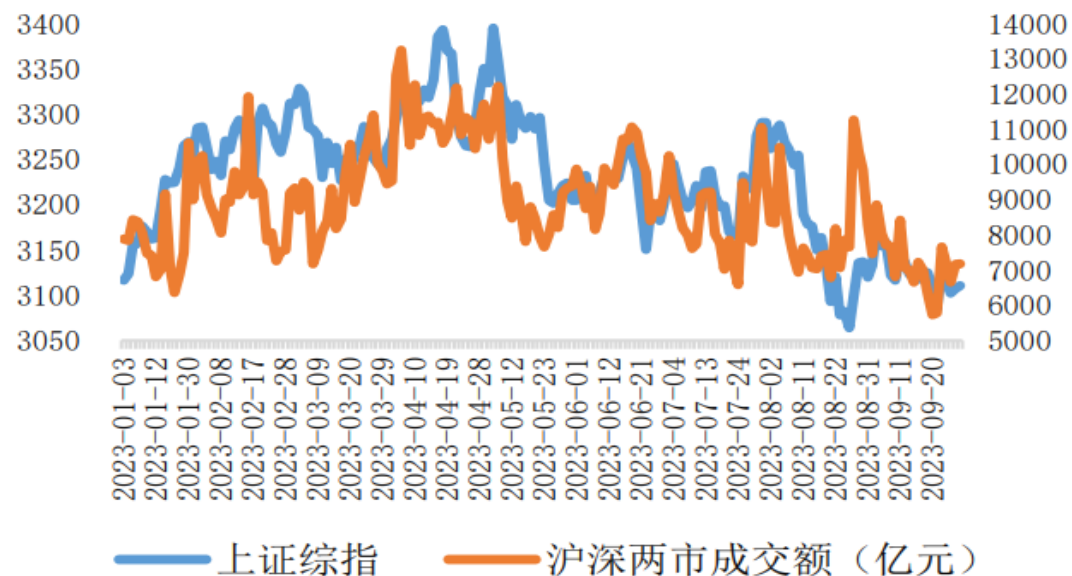
风险传播



驱动分析：从基本面角度来看，国内经济复苏的进度和美联储货币政策的取向依然是决定A股市场运行趋势的关键。

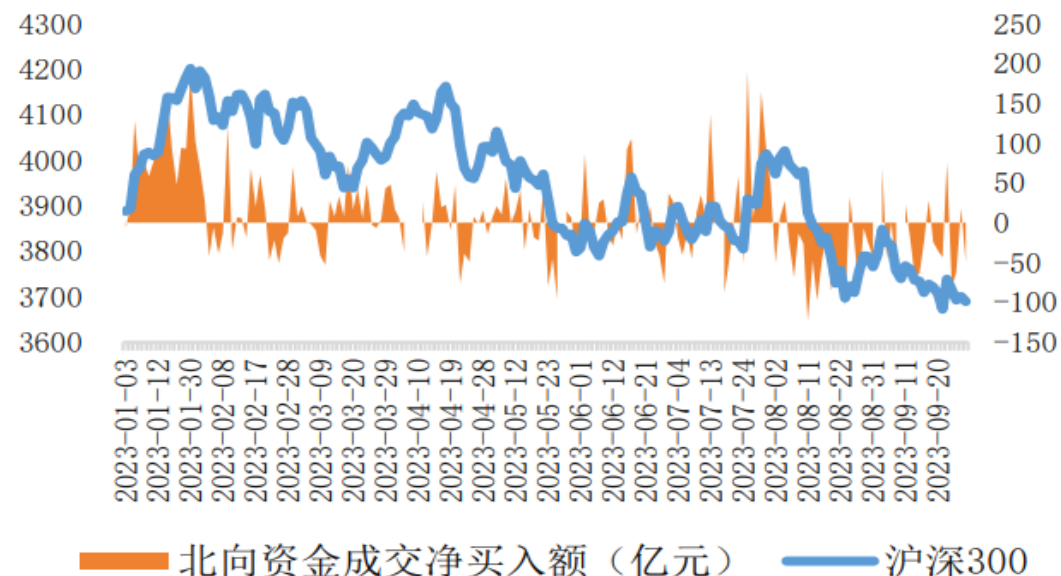
股指期货——谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

图 7：沪深 300 与两市成交额



资料来源：wind，一德期货

图 8：沪深 300 与北向资金



资料来源：wind，一德期货

2023 年三季度期间，政策面针对经济、房地产、资本市场等领域频繁发力，但 A 股市场表现却不尽如人意。盘面与政策面之所以出现背离，一方面在于投资者在经历一年多的调整后，情绪过度谨慎。体现为对利好反应不敏感，而对短期利空因素则进行了过度定价。而当政策累积效果逐渐显现、国内经济基本面出现显著性改善之时，市场谨慎情绪则会出现快速扭转，例如 2018 年下半年。另一方面，伴随着沪深两市成交额的不断收缩（9 月两市成交额绝大多数交易日处于 7000 亿左右甚至以下），北向资金对 A 股的边际影响被被动放大。在国内经济增速放缓、美联储持续鹰派表态等因素的影响下，北向资金出现大幅外流（8 月成交净卖出 896.83 亿元、创单月流出历史新高，9 月成交净卖出 374.6 亿元）从资金层面上对 A 股市场形成压制。

股指期货——谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

✓ 国内消息面：

9月制造业PMI为50.2%，环比回升0.5%，时隔6个月重回扩张区间；非制造业PMI环比回升0.7%至51.7%。

10月6日文旅部消息显示，2023年中秋节、国庆节假期8天，国内旅游出游人数按可比口径较2019年增长4.1%；实现国内旅游收入按可比口径较2019年增长1.5%。

2023年9月29日至10月5日，30大中城市商品房成交同比下降42.8%、远低于过往同期水平，全国代表城市二手房成交同样走弱、同比减少21.2%，表明地产端仍有压力。

✓ 海外消息面：

持续走高的美债收益率和不断升级的地缘政治因素对市场的风险偏好形成压制，但目前来看前者对股票市场的影响似乎更大。从9月议息会议所传递的信号来看，降息周期的开启可能需要更长的时间，幅度也可能会低于市场预期，除非美国市场出现系统性风险或者经济陷入较为严重的衰退。“Not higher, but much longer”——这才是掣肘美股和全球流动性的关键。

尽管上周五国际主要股指均出现反弹，但我们认为不宜因此而掉以轻心。在国内经济尚未全面企稳复苏、美联储鹰派信号未改、中美政策周期错位的背景下，预计四季度初北向资金仍有流出压力，A股资金层面挑战仍存。

股指期货——谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

后市推演：目前我们面对的状况是，国内经济底部企稳、温和回升；海外除地缘政治因素外，美债高利率究竟要持续多久是当下市场关注的焦点，这从假期期间原油、纳指等强势资产出现剧烈调整就可见一斑。

从节前A股的走势来看，稳增长政策加持但市场谨慎情绪不改，存量（甚至减量）博弈效应明显。即使假期期间海外市场并未出现剧烈波动，温和回升的国内经济也很难让节后A股迎来趋势性上涨行情。从这个角度来看，如果节后开盘A股市场因美债收益率和美元流动性问题出现补跌，反而是好事，它有利于加速市场的出清，避免了以时间换空间的窘境。

操作上，考虑到稳增长信号和政策呵护，预计上证综指在3031点（2022年12月低点）至3053点（2023年8月低点）之间存在较强支撑，一旦跌破可择机短多博取短线反抽收益。但在国内经济和美元流动性出现明显改善之前，指数还将呈现振荡反复的状态，不建议大量布局多单。

下行风险：稳增长政策弱于预期、国内经济和盈利超预期回落、监管政策强于预期、地缘政治不确定性、中美关系波动、美联储政策超预期收紧、通胀比预期更有粘性、外围市场风险（流动性冲击）等。

资料撰写与审核

撰写人：陈畅

期货从业资格号：F3019342

投资咨询从业证书号：Z0013351

撰写人：刘晓艺

期货从业资格号：F3012593

投资咨询从业证书号：Z0012930

审核人：周猛

期货从业资格号：F0284358

投资咨询从业证书号：Z0010569

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