

宏观策略周报（2023.10.16）

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10月16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

- 9日当周，受央行加大资金回笼，国内流动性趋紧的影响，国内股债资产总体走弱，9月公布的外贸，通胀及金融数据，显示外需回升但内需偏弱，海外市场避险情绪升温打压国内风险偏好。短期看，节后央行加大资金回笼，宽松基调不及预期，在本周公布主要经济数据可能走弱的预期下，A股实质性回暖尚需确认，预计沪指3000-3100一线形成市场底部概率依然较大，3100下方可适当积极。债券市场在基本面利好及资金面利空下，维持震荡概率较大，可暂持仓观望。
- 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

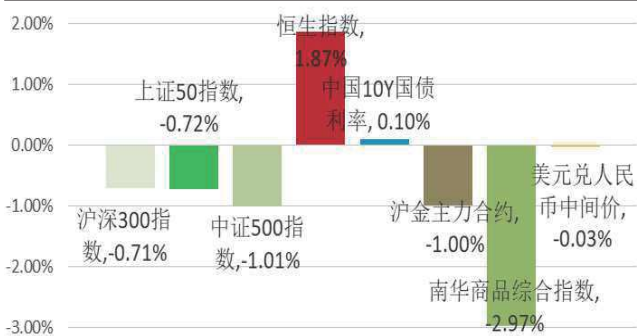
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	2
2.1 外需推动出口改善 地产销售弱势难改.....	2
2.2 需求低迷压制通胀预期 猪肉价格降幅扩大.....	3
2.3 企业信贷活力不足 央行大幅回笼流动性.....	4
2.4 核心商品价格大跌，联储加息预期回落.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4.本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	11

1. 大类资产表现比较

受央行加大资金回笼，国内流动性趋紧影响，假期后首个交易周股票指数类资产延续调整，其中中证 500 指数跌幅最大为 1.01%。此外 9 日当周公布的外贸、金融等经济数据显示，外需回升但内需偏弱，市场信心有待于进一步改善。再者，中东局势变化令金融市场避险情绪升温，打压国内风险偏好，受能化指数与黑色指数持续下挫影响，南华商品综合指数延续假期前的偏弱走势，且跌幅扩大至 2.97%。美国通胀放缓水平尚未达到美联储的既定目标，强化了市场对美联储延长高利率的政策预期，美元上涨给人民币带来明显的外部压力，加之中美利差倒挂程度加深引发资金套利，货币市场情绪指标显示对人民币仍有贬值预期，不过监管层通过调节中间价不断释放稳汇率信号，以防范汇率超调风险。

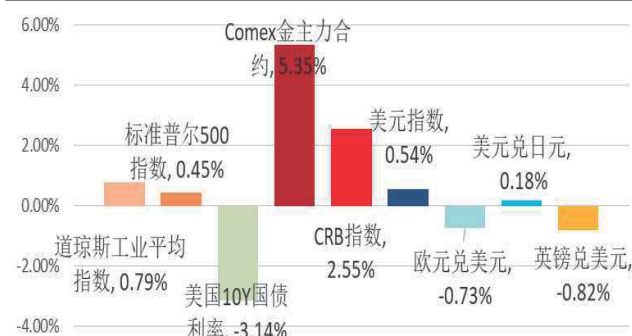
受地缘局势紧张推动，市场避险情绪升温，实际利率回落提振海外贵金属大幅上涨 5.35%。作为全球资产定价之锚的 10 年期国债收益率回落至 4.63%，CRB 指数、道指、标普 500 指数随之走升。美国 9 月通胀数据以及避险情绪共同提振美元指数周涨 0.54%，非美货币延续承压，油价冲击对欧央行再次加息构成风险，美欧花旗经济意外指数差值持续为正对欧元形成压力。

图 1.1：国内宏观大类资产表现



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



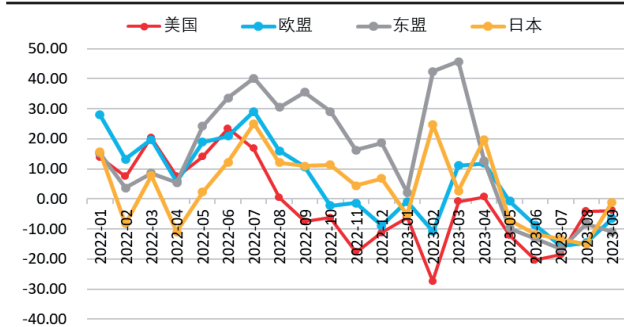
资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

2. 经济环境分析

2.1 外需推动出口改善 地产销售弱势难改

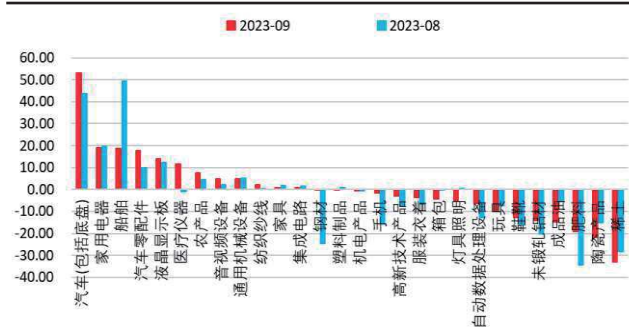
9月，我国出口同比降幅继续收窄至-6.2%，好于预期，外需好转是主要推动，下半年以来欧美主要发达经济体经济景气回暖，对应我国9月对美、欧出口改善。主要出口商品中，电子产品出口降幅显著收窄，劳动密集产品，汽车出口好于前月，暗含下半年以来出口回暖推动主要来自制造业需求推动，消费需求在圣诞季推动下改善较小，反映美国在超额储蓄消耗及实际工资增长持续下滑下，消费需求高位趋弱。进口同比9月降幅收窄主要受到价格的影响，主要进口商品看，在进口额进口加快同时，进口数量变动较小，内需实际修复动能不强。

图 2.1：我国对主要贸易伙伴出口当月同比 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：主要出口商品当月同比 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

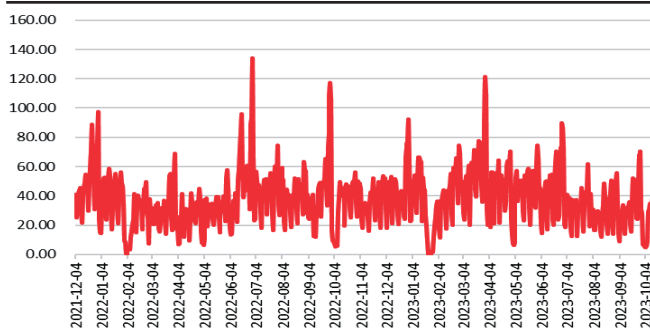
9日当周，全国247家钢厂高炉开工率回落1.21个百分点至82.2%，低于去年同期0.42个百分点，受钢厂盈利下滑的影响，9月底以来，高炉开工率持续三周回落，降幅连续扩大。钢厂社会库存节后反弹后再度回落，钢厂库存涨幅显著收窄，节后钢材需求不及预期，钢厂开工下滑下，钢材市场呈现供需双弱的格局。

终端需求方面，9日当周，30大中城市商品房日均成交面积环比季节性反弹，当周日均成交面积周环比增长262.51%，但日均成交面积绝对值仍为近一个月低位，10月前半月，30大中城市商品房日均成交面积同比下降37.47%，为年内最大降幅，地产刺激政策对地产销售拉动作用持续性不足。

9月第四周，乘用车销售增长高位回落，全国乘用车厂商日均零售、批发当周同

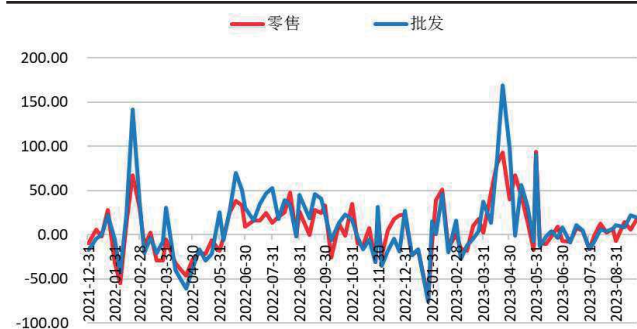
比分别由增长 17.85%、19.36% 转为下降 4.75%、5.94%。9 月广义乘用车市场零售销量同比上涨 4.7%，环比上涨 4.9%。乘联会表示，9 月环比涨幅是基于 6 到 8 月“淡季不淡”、持续高位增长基础之上，总体来说表现超强。乘联会预计，由于“十一”假期有两天前移到了 9 月，十月份的生产时间相对增加，加之去年十月的低基数，今年 10 月份有很大的增长特征，‘金九银十’完全可以实现。

图 2.3: 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 2.4: 乘用车销量当月同比增长 (%)

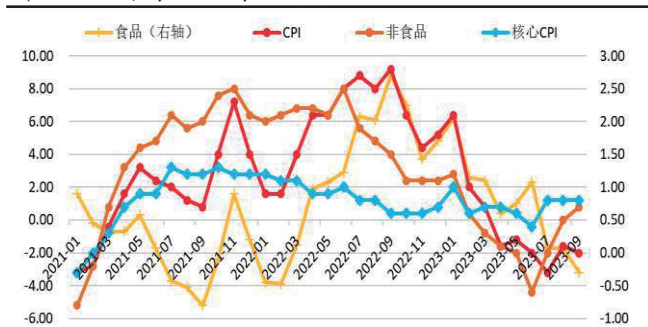


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 需求低迷压制通胀预期 猪肉价格降幅扩大

9 月国内 CPI 同比增长 0%，前值 0.1%，环比增长 0.2%，核心 CPI 环比增长 0.1%，同比增长 0.8%，与 7、8 月持平。9 月 CPI 同比回落，主要受到食品价格同比跌幅扩大的影响，其主要原因除高基数外，猪肉价格旺季表现偏弱亦造成主要拖累，旺季需求偏弱的背景下，生猪企业加大出栏，抑制猪肉价格涨幅，反映出当前通胀预期低迷。暑期旅游旺季结束与双节假期出游需求增加双重因素影响下，核心 CPI 维持稳定，考虑到 PPI 同比回升对消费成本形成一定推动，核心 CPI 持稳一定程度上体现终端需求依旧不强，消费修复仍需经济回升拉动收入改善的支持。9 月 PPI 环比增长 0.4%，同比降幅进一步收窄，其中，石油，煤炭等上游商品涨幅较大，是主要推动，具有较强的供给推动特征，下游生活资料稳中趋降，终端需求对商品拉动不强。

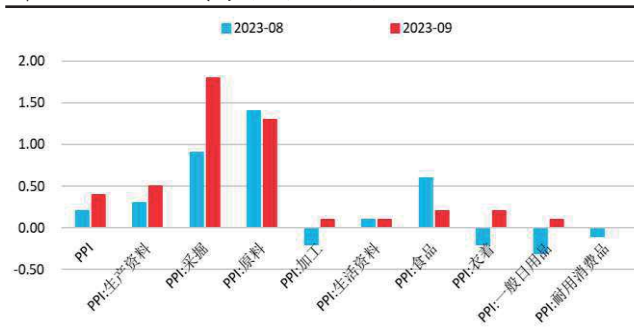
图 2.5: 国内 CPI 同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

9 日当周, 国内猪肉、果蔬价格日均价格延续第二周普降, 其中, 猪肉日均价格环比下降 1.58%, 降幅加大, 蔬菜、水果价格环比分别下降 0.37%、1.06%, 降幅较前一周收窄。

图 2.6: PPI 主要分项环比 (%)



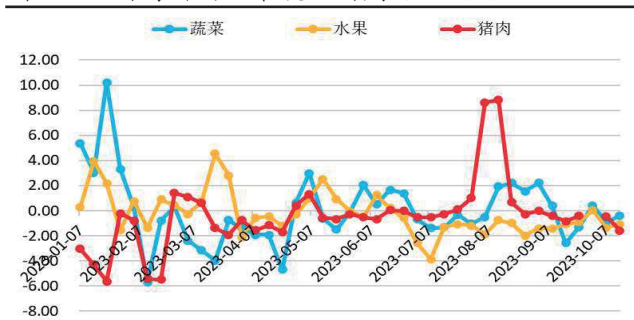
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.7: 国内猪肉、果蔬日均价格 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 国内猪肉、果蔬日均周环比 (%)

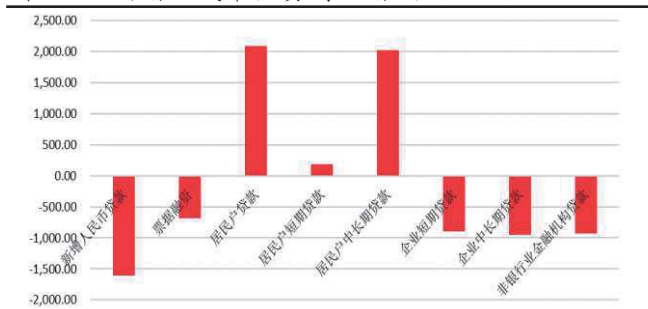


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 企业信贷活力不足 央行大幅回笼流动性

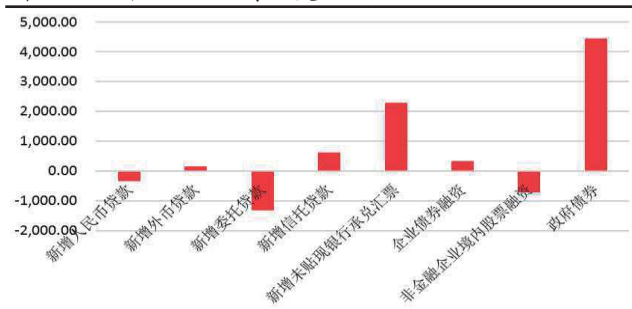
9 月, 国内新增人民币贷款 2.31 万亿, 同比少增 1764 亿元, 略低于预期。结构上, 居民贷款同比多增是主要支撑, 企业贷款同比少增, 信贷结构有所走弱。居民贷款中, 政策推动 9 月地产销售回暖下, 居民长贷同比多增 2014 亿元, 低基数下增幅较为明显, 但 10 月以来地产销售增长动力减弱, 信贷回暖持续性仍待观察。企业信贷同比全面走低主因基数抬高影响, 绝对量上强于季节性。9 月社会融资规模增量为 4.12 万亿, 高于预期, 同比多增 5638 亿元, 主要贡献来自政府债券因今年政府债发行节奏错位的影响大幅走高。此外, 分别受企业活期存款增长减少及财政存款增加的影响, M1, M2 同比增长双双下滑, 分别映射企业活力不足及财政存款同比增加, 财政发力不足。

图 2.9: 新增人民币信贷同比增减 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

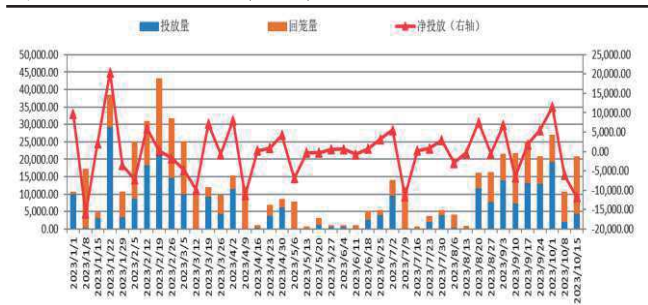
图 2.10: 社融规模同比变动 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

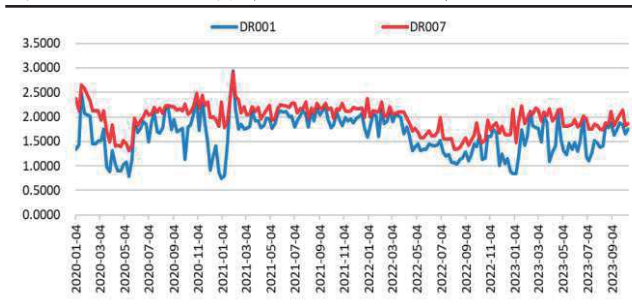
9日当周, 央行进行了4460亿元逆回购投放, 当周有16220亿元逆回购到期, 当周净回笼11760亿元。受央行大幅回笼流动性的影响, 银行市场资金面趋紧, DR001、DR007周均值分别上升10BP、4BP至1.76%、1.87%。

图 2.11: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

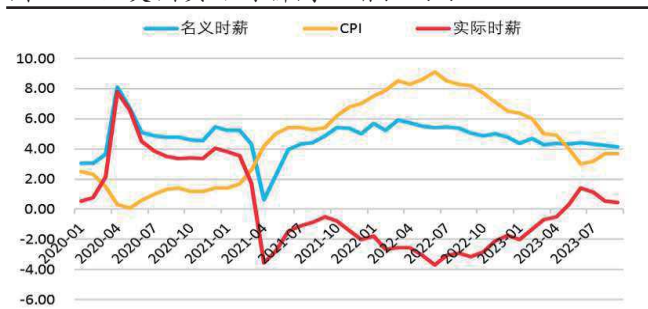
2.4 核心商品价格大跌, 联储加息预期回落

美国劳工统计局10月12日公布数据显示, 美国9月CPI同比持平于8月的3.7%, 略高于3.6%的市场预期, 环比增长由8月的0.6%放缓至0.4%, 高于市场0.3%的预期, 剔除食品和能源成本的核心CPI同比由8月的4.3%降至4.1%, 环比维持0.3%, 符合预期。9月CPI环比增长放缓, 主要受到能源价格支撑减弱的影响, 9月国际油价持续走高但CPI能源环比涨幅由5.6%收敛至1.5%, 对CPI环比拉动由0.4%下降至0.11%。受服务价格环比涨幅加大支撑核心CPI环比持稳, 医疗服务、教育通信、娱乐服务等服务业价格环比全面上涨, 美国服务业仍维持坚挺。但在食品价格维持稳定的情况下, CPI核心商品环比幅创下近一年半最大, 显示出在劳动力市场松动, 薪资增长放缓的

背景下，收入增长放缓对消费的压力开始显现，在 9 月非农平均时薪增长放缓的情况下，CPI 持稳使得实际薪资增长连续第三个月回落，尽管服务业坚挺仍对美国经济形成支撑，但随着收入压力的传导，商品及服务需求面临全面走弱的风险，对美国经济构成下行压力。

通胀数据短暂影响后，地缘因素冲击令美债避险资产属性凸显，加之此前美联储官员对此前持续走高的利率能否抵消加息展开讨论，内外因素共同作用驱动加息预期回落。美联储观察工具显示，市场对 11 月按兵不动基本形成共识，12 月及明年 1 月加息概率降至三成左右。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，起始时点为 6 月。

图 2.13: 美国实际时薪同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 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
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.8%	6.2%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.6%	28.8%	1.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.6%	28.8%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	59.8%	22.3%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	32.1%	46.4%	14.7%	0.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	17.6%	38.5%	32.3%	8.5%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	10.4%	28.4%	35.3%	20.0%	4.3%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	6.2%	20.1%	32.1%	27.0%	11.5%	2.1%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.4%	12.9%	25.9%	29.7%	19.6%	7.0%	1.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.2%	9.3%	20.9%	28.2%	23.4%	11.8%	3.4%	0.5%	0.0%

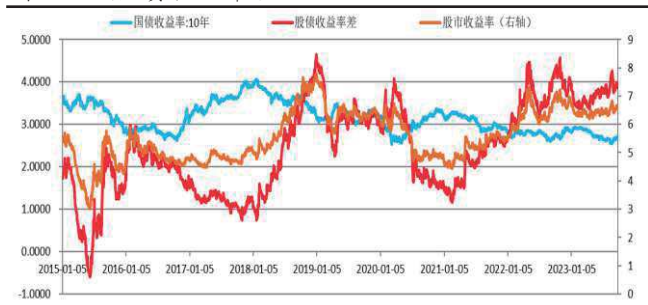
资料来源: wind, 一德宏观战略部

欧央行 9 月货币政策纪要显示，欧央行委员们认为未来几个月欧元区经济增长可能保持低迷，短期增长前景弱于预期，虽然总体通胀有所下降，但通胀预计仍将在长时间内维持在高水平，通胀率首次降至 2% 以下预计要等到 2025 年底。纪要强调，有初步迹象表明工资压力即将达到顶峰，但油价冲击仍对欧央行再次加息的构成风险。政策方面，会议认为一些指标显示只要维持足够长的时间，3.75% 至 4.00% 的存款便利利率也能使通胀率回到 2%，9 月加息是基于较大不确定性下的两难选择，后市能源价格将成为左右欧央行政策的主要因素。

3. 资产配置建议:

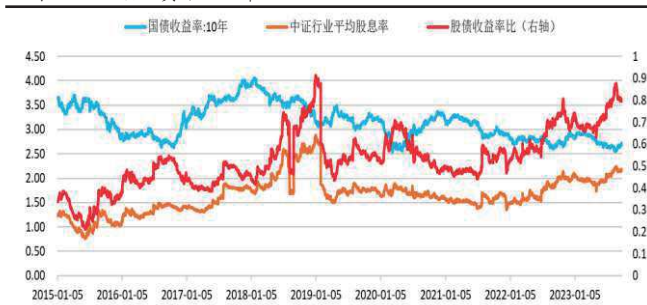
9 日当周，国内市场风险情绪再度转弱，股债收益率差与股债收益比分别由前一周的历史 85.26%、84.23% 分位数水平上升至历史 86.54%、85.73% 分位水平。

图 3.1: 股债收益率差



资料来源: wind, 一德宏观战略部

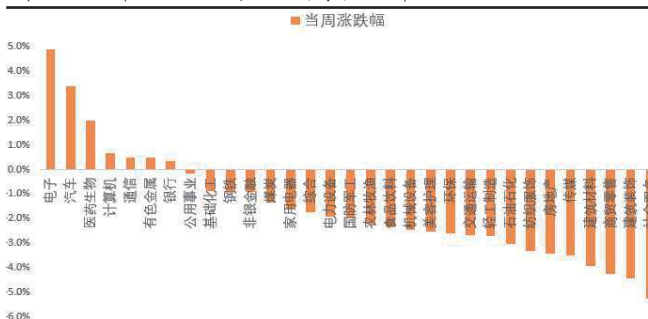
图 3.2: 股债收益率比



资料来源: wind, 一德宏观战略部

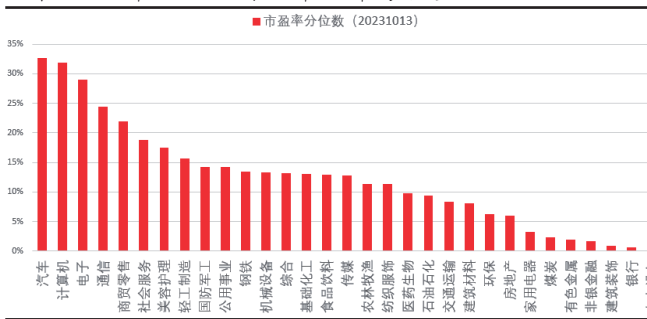
A 股层面, 9 日当周指数小幅下行, 创业板连续 3 周相对主板抗跌, 游资风格连续 2 周强于机构。日均成交额连续 2 周增加, 已连续 15 周低于万亿水平; 北向资金连续 2 周流出, 个股赚钱效应开始回落。板块方面, 电子、汽车、医药生物领涨, 社会服务、建筑装饰、商贸零售表现偏弱。海外市场避险情绪有所升温, 风险偏好回落对 A 股存在压制。但随着人民币汇率逐步企稳, 监管层呵护暖风频吹, 预计市场总体向下空间有限。当然, 实质性回暖尚需成交进一步回升以及北向持续回流予以辅助确认。总的来看, 沪指 3000-3100 一线形成市场底部概率依然较大, 3100 下方可适当积极。策略上, 低位加仓配置为主。

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



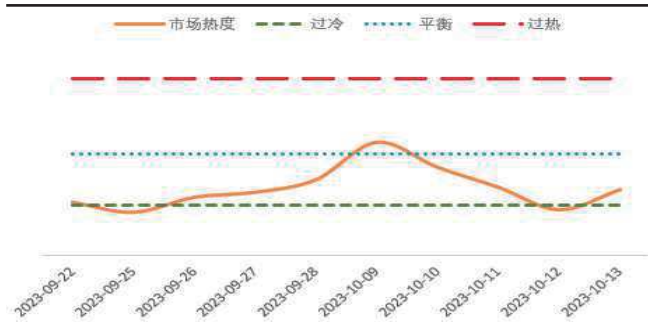
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



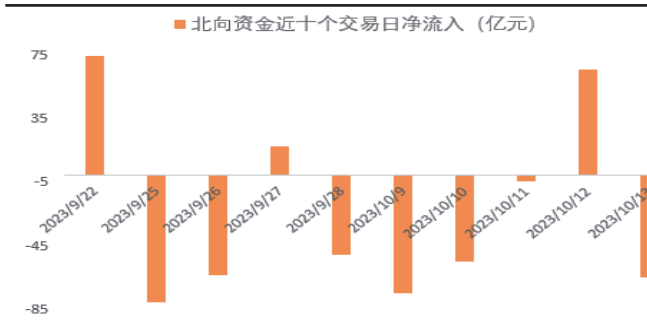
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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

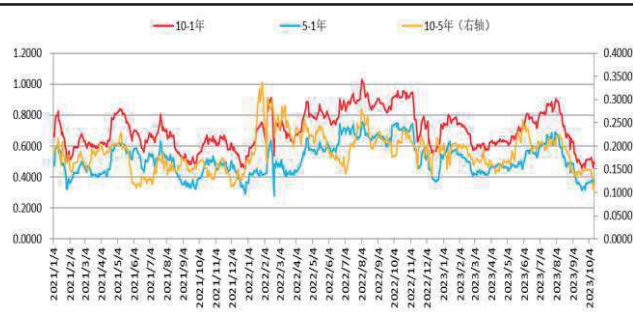
国债层面，9日当周，在市场资金面收紧的压力下，国债收益率周初一度走高，后期在地缘政治风险抬头及国内通胀数据走弱的支撑下见顶回落，至周末，短债利率较前周小幅上涨，长债利率收平与前周，周内总体呈现震荡走势。9月公布的外贸，通胀及金融数据，显示外需回升但内需偏弱，长债利率跟随经济数据回落表明当前市场驱动主要来自基本面，在下周公布主要经济数据走弱的预期下，长债利率仍有下行压力，但节后央行加大资金回笼，宽松基调不及预期，叠加税期临近，资金面对债市构成压力，多空交织下，预计债券市场在主要经济数据公布前维持震荡概率较大，可暂持仓观望。

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

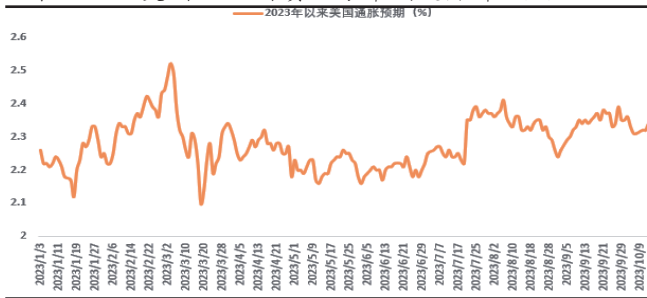
黄金层面，9日当周海外贵金属价格高开高走为主，主要受到地缘紧张局势推动。持有成本层面，避险情绪推动实际利率回落而美元持稳。当前，上述反弹行情能否持续有赖于危机后续发展，在美国宣布不直接“下场”情况下，处于当前发酵阶段冲突参与方是否继续增加以使得战争规模扩大化则可视为危机持续深化的判断标准之一，而一旦局势转为僵持或缓和，则参照俄乌战争先例，避险情绪退潮或令金价逐步回落。策略上，暂持上周入场头寸但短期不宜追高，如纽期金快速反弹至 2000 上方，也可兑现加仓仓位。

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

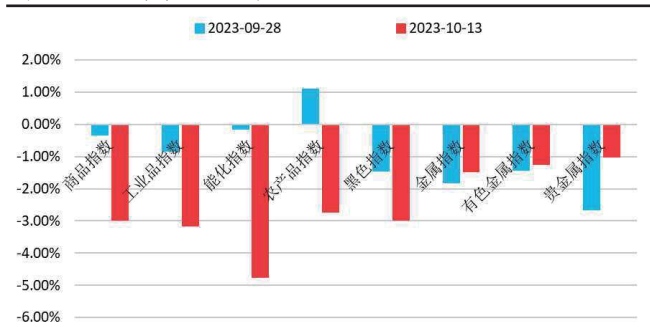
图 3.10：美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

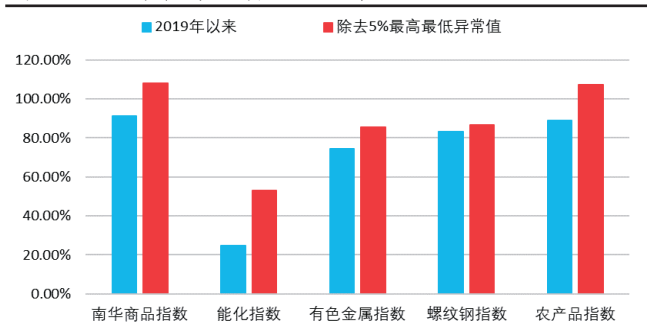
9 日当周，南华商品指数延续假期前的下跌，周度跌幅进一步加大，主要商品指数普跌。其中，受原油价格回落影响，能化指数降幅再度扩大，领跌商品，黑色指数延续跌幅进一步扩张，维持弱势，贵金属指数降幅收窄。截止 9 月 29 日当周，南华商品期限溢价率总体回落，工业品溢价普降，农产品溢价小幅上涨，其中，南华商品指数对 CCPI 期限溢价率位于 2019 年以来历史 91.15% 较高分位水平，其中，农产品、螺纹、有色指数分别位于 89.13%、90.44%、74.39% 高分位水平，能化指数位于 24.63% 分位水平，估值较低。

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	
2023/10/16	欧元区 8 月季调后贸易帐(亿欧元)，前值 29 2023 年 FOMC 票委、费城联储主席哈克就经济前景发表讲话
2023/10/17	欧元区 10 月 ZEW 经济景气指数，前值-8.9 德国 10 月 ZEW 经济景气指数，前值-11.4，预测值-10.8

	美国 9 月零售销售月率(%), 前值 0.6, 预测值 0.2
	美国 9 月工业产出月率(%), 前值 0.4, 预测值 0.1
	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在纽约经济俱乐部发表讲话
	2024 年 FOMC 票委、里奇蒙德联储主席巴尔金就经济前景发表讲话
2023/10/18	中国 1-9 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 3.2, 预测值 3.2
	中国 9 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 4.5, 预测值 4.3
	中国 9 月社会消费品零售总额年率(%), 前值 4.6, 预测值 4.5
	中国第三季度 GDP 年率-单季度(%), 前值 6.3, 预测值 4.4
	国新办就国民经济运行情况举行发布会
	欧元区 9 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 4.3, 预测值 4.3
2023/10/19	美国 9 月新屋开工年化月率(%), 前值-11.3, 预测值 8.5
	美联储理事沃勒就经济前景发表讲话
	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话
	美联储公布经济状况褐皮书
	2023 年 FOMC 票委、费城联储主席哈克就劳动力挑战发表讲话
	美联储理事丽莎·库克就美联储的使命发表讲话
	国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告
美国截至 10 月 14 日当周初请失业金人数(万), 前值 20.9	
2023/10/20	美国 9 月成屋销售年化总数(万户), 前值 404, 预测值 394
	中国 10 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.45, 预测值 3.45
	中国 10 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.20, 预测值 4.20
	2023 年 FOMC 票委、达拉斯联储主席洛根发表讲话
	日本央行行长植田和男发表讲话
	欧盟-美国峰会举行

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；美国经济韧性超预期，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