

宏观策略周报（2023.10.30）

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30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

- 23日当周，在国债增发财政发力的提振下，市场风险偏好改善，A股探低回升，长债利率震荡收涨。三季度以来，国内经济持续修复，但内生动能偏弱，抑制市场情绪。随着政策拐点的确立，市场情绪短期转向积极，但A股“市场底”尚需进一步确认。尽管年内国债增发对流动性形成压力，但在货币大概率宽松对冲的预期下，债市中枢预期平稳。本周进入跨月，市场资金面季节性偏紧，债市暂维持持仓，股市等待回调后的加仓机会，如快速反抽至3100附近可择机高抛部分仓位。海外地缘风险发酵下，沪金再创历史新高，当前价格入场盈亏比较低，策略建议逢高减仓。
- 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	10%	-10%	10%
商品	10%	—	15%
现金	45%	+10%	30%

- 周度策略跟踪



目 录

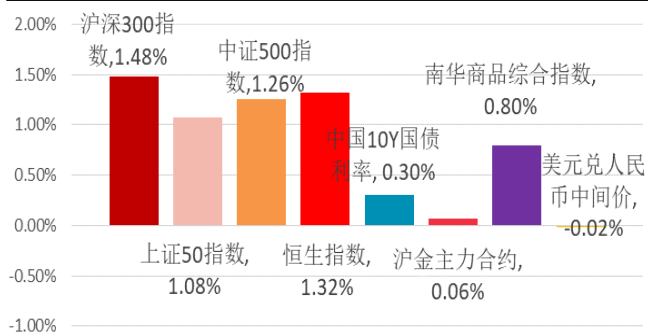
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	2
2.1 企业利润延续改善 地产成交加速.....	2
2.2 恐慌情绪升温 猪价仍在探低.....	3
2.3 资金投放持续加大 市场资金紧张缓解.....	4
2.4 美国经济超预期，避险情绪压制加息预期.....	4
2.5 增发万亿国债 宽财政定向发力.....	6
3. 资产配置建议：.....	7
4.本周重要数据及事件关注：.....	10
免责声明.....	12

1. 大类资产表现比较

23日当周，国内政策端继续发力，中央汇金增持交易型开放式指数基金（ETF），财政四季度增发一万亿国债并提高赤字率，此外，外交部长王毅在华盛顿会见美国国务卿布林肯，推动中美关系边际改善，利好因素积累提振市场信心，国内股票指数类资产呈现反弹，上涨幅度均超1%。主要受黑色、有色、贵金属等品种拉动影响，南华商品综合指数周涨0.8%。外汇市场表现整体持稳，监管层通过调节中间价体现对维持人民币汇率预期稳定的态度坚决，周内波幅收窄，人民币兑美元汇率短期高位区间震荡格局不变。

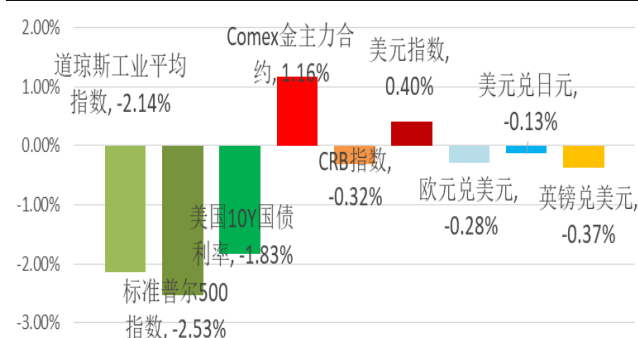
地缘政治风险继续推升市场避险情绪，提振贵金属延续上行，Comex金主力合约周涨1.16%创本轮反弹新高。美国三季度经济增速超预期，制造业与服务业PMI重回扩张区间，强化市场对美国经济软着陆预期，美债利率先扬后抑，维持高位震荡，美元指数保持相对强势。科技股面临压力，美股回调，道指与标普跌幅均超2%。美元的相对强势对非美货币依然构成明显的外部压力，其中英镑兑美元汇率周贬值0.37%，欧元兑美元贬值0.28%。本周将迎来超级央行周，美联储、英国央行和日本央行均将举行政策会议，市场普遍预计将维持当前利率水平不变。

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



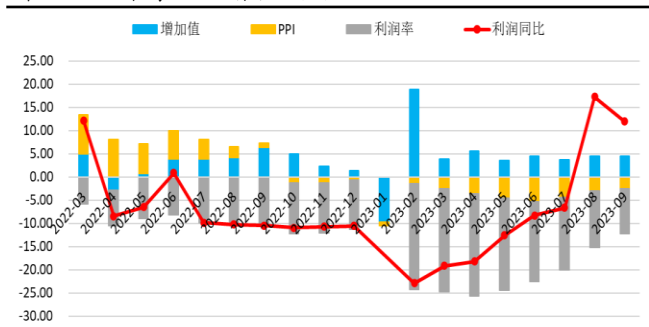
资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

2. 经济环境分析

2.1 企业利润延续改善 地产成交加速

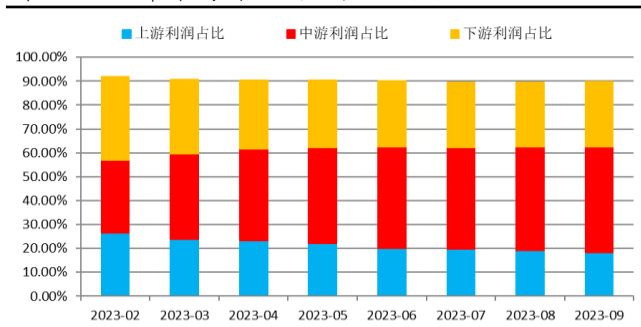
9月，规模以上工业企业利润在基数显著抬高的情况下同比维持11.9%的较高增长，累计同比降幅收窄至9%。从贡献因子看，利润率持续改善是企业利润回升的主要拉动，量价方面，工业品价格收窄部分推动了企业利润恢复，而工业增加值稳定增长对利润改善形成支撑。结构上，中游制造业利润继续领涨，化工、石油炼焦行业利润降幅较大。但边际变化上，中游行业延续年初以来的改善趋势，利润占比进一步提高，下游行业因酒饮料、造纸、纺织行业利率的改善占比回升，但仍低于疫情前的水平。库存方面，9月规模以上工业企业产成品存货同比增长3.1%，较前值2.4%有所回升，营收持续恢复下，工业企业库存逐步进入补库周期，但考虑到当前需求恢复偏弱，本轮补库的强度仍待需求改善成色的确认。

图 2.1：国内 GDP 增长 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：上中下游行业利润占比 (%)



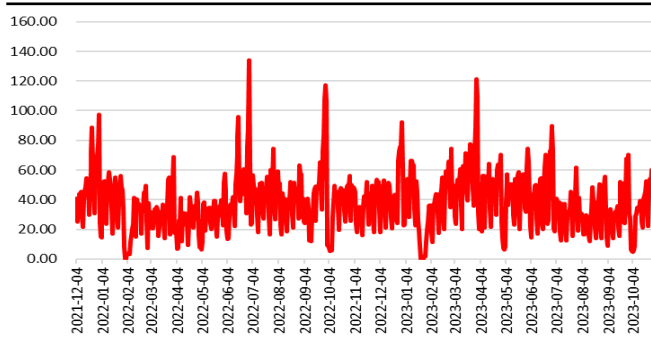
资料来源：wind，一德宏观战略部

23日当周，全国247家钢厂高炉开工率小幅回升0.15个百分点至82.49%，高于去年同期1.01个百分点。钢厂社会库存连续第二周全面回落，社会库存维持较高降幅，钢厂库存降幅收窄，产量增长下，钢材库存继续走低，下游需求维持改善。

终端需求方面，23日当周，30大中城市商品房日均成交面积环比加速增长，当周日均成交面积周环比增长26.18%，日均成交面积回升至下半年以来较高水平，至10月第四周，30大中城市商品房日均成交面积同比下降5.96%，降幅较9月显著收窄。

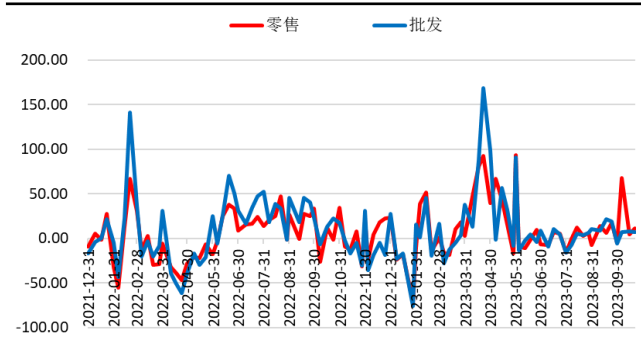
10月第三周，国内乘用车销售继续增长，全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比分别增长11.35%、6.79%，据乘联会，10月1日至22日，全国乘用车市场零售121.3万辆，同比增长19%，乘用车厂商批发121.2万辆，同比增长7%。乘联会分析指出，随着部分亮点车型推出，部分车企主动调整产品价格促销，对消费的拉动作用持续体现。同时，各地促消费政策持续不断，拉动消费效果稳定体现。10月各类消费开始理性复苏，有利于秋季车市持续向好。零售市场较强下，经销商的销售信心逐步恢复，厂商产销相对顺畅，厂商批发也逐步走强。近期燃油车市场逐步企稳，新上市车型增配降价也带动了产销和市场人气增长。四季度是完成全年目标的关键期，预计促销政策还会持续。

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: 乘用车销量当周同比增长 (%)

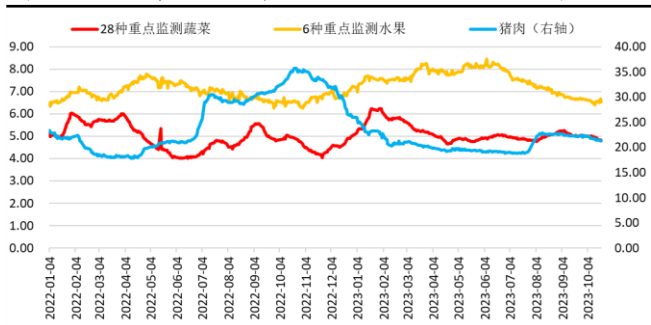


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 恐慌情绪升温 猪价仍在探低

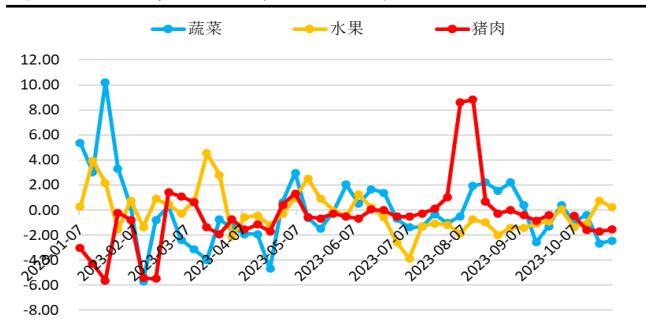
23日当周，国内主要食用农产品价格走势依旧低迷，其中，猪肉、蔬菜价格环比延续10月以来的回落走势，当周日均价格环比分别下降1.53%、2.44%，降幅较前一周小幅收窄，但仍维持较高降幅，水果价格环比上涨0.21%，涨幅较前一周收窄。受近期国内多地非洲猪瘟疫情抬头的影 响，市场恐慌情绪升温，生猪供应出现踩踏现象，猪价出现加速下跌。预计短期内，猪价仍可能继续探底，对国内通胀造成下行压力。

图 2.5: 国内猪肉、果蔬日均批发价 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 国内猪肉、果蔬日均周环比 (%)

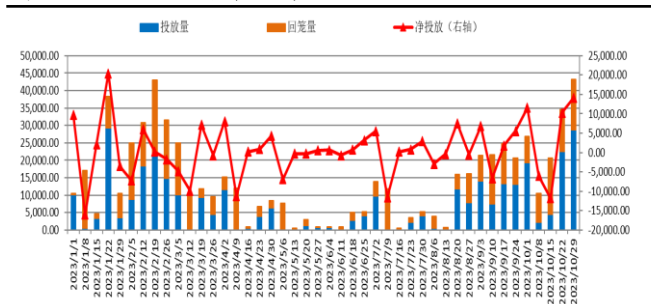


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 资金投放持续加大 市场资金紧张缓解

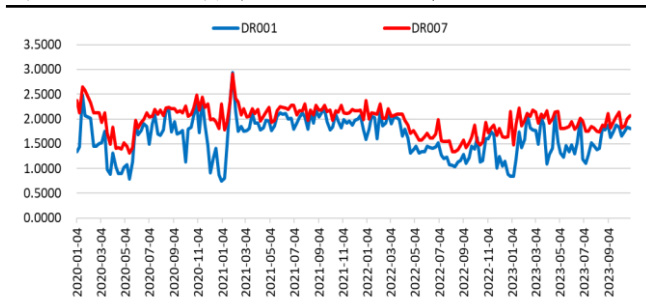
23日当周, 央行分别进行了28240亿元逆回购及500亿元国库现金定存投放, 当周有14540亿元逆回购到期, 当周净投放14200亿元。随着央行加大流动性投放对冲税期资金压力, 银行市场资金紧张有所缓解, DR001周均值环比回落2BP至1.81%, DR007周均值环比上涨7BP至2.07%。

图 2.7: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

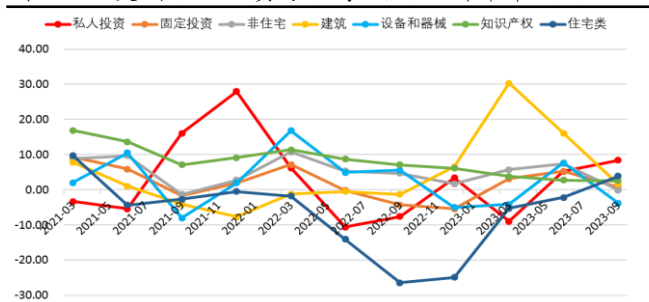
2.4 美国经济超预期, 避险情绪压制加息预期

美国2023年三季度实际GDP初值年化季环比4.9%, 高于前值的2.1%及市场预期的4.5%。分项指标中, 消费、投资涨幅均显著增大, 消费支出中的各分项增长全面加快, 但这主要反映了三季度收入对消费的支持, 而10月以来, 随着实际薪资增长的放缓, 消费持续高增长的概率较小。在利率高位下, 三季度投资的增长主要来自住宅投资的支撑, 非住宅投资增长转负高利率对投资的抑制有所显现, 在消费增长动力减弱预期下, 尽管三季度美国经济增长依旧强劲, 但四季度美国经济仍大概率出现回

请参阅最后一页的免责声明

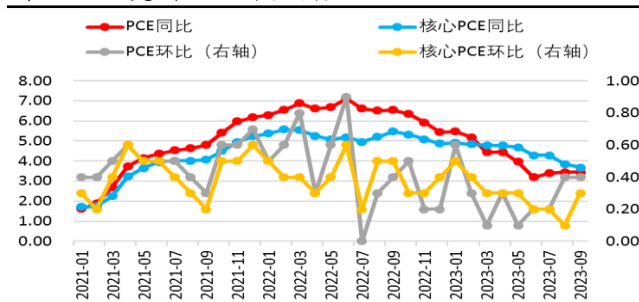
落。与此同时，同期发布的美国9月PCE同比增速由8月的3.9%回落至3.7%，创2021年5月以来新低；但在服务价格的支撑下，PCE环比增长0.3%，创四个月以来最大涨幅。考虑到9月个人收入环比增长0.3%低于PCE价格指数0.4%的增长，物价上涨对消费存在挤压，这进一步加重了消费未来出现回落的风险。

图 2.9：美国私人投资分项季调环比折年率（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：美国 PCE 价格指数（%）

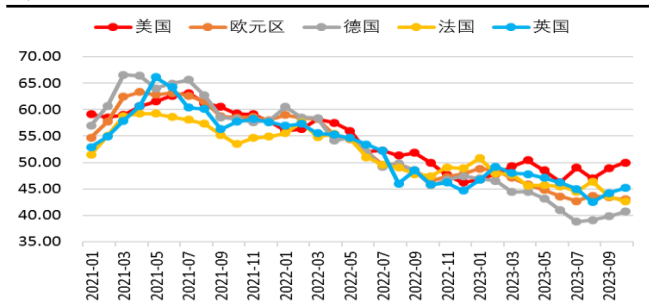


资料来源：wind，一德宏观战略部

美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值环比上涨 0.2 个百分点至 50，创六个月新高，好于预期的 49.5，服务业 PMI 初值为 50.9，创三个月新高，高于预期的 49.9，10 月 Markit 综合 PMI 初值 51，高于 50.2 的前值及 50 的预期，亦创三个月新高。分项指标显示，随着通胀压力的下降，制造业、服务业需求收缩放缓，行业产出双双创下三个月来最快增长，美国经济景气超预期扩张，缓解了对美国经济走弱的担忧。

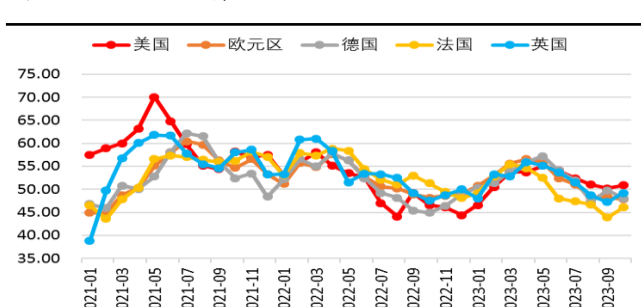
欧元区 10 月制造业 PMI 初值回落 0.4 个百分点至 43，不及预期的 43.7，创 2020 年 5 月以来的最低水平，连续第 16 个月位于收缩区间。服务业 PMI 初值从前值 48.7 降至 47.8，收缩程度进一步加大。欧元区综合 PMI 初值降至 46.5，为除疫情影响外，自 2013 年 3 月以来的最低水平，低于预期 47.4 和前值 47.2。核心国中，德国 10 月制造业 PMI 初值从前值 39.6 回升至 40.7，好于预期的 40.1，但服务业 PMI 初值 48，低于前值 50.3，不及预期的 50，服务转入收缩，综合 PMI 初值降至 45.8，不及预期的 46.6。法国制造业 PMI 初值从 44.2 下滑至 42.6，为 41 个月低点，但服务业 PMI 初值由前值 44.4 回升至 46.1，好于预期的 44，服务业收缩放缓，综合 PMI 初值 45.3，好于预期的 44.6 和前值 44.1。在欧央行激进加息及高通胀的压力下，欧元区需求加速下滑，受利率影响较大的制造业全面加速下滑，欧元区引领国德国制造业与服务业全面转入收缩，经济出现实质性衰退，加大欧元区经济技术性衰退风险。

图 2.11: 欧美制造业 PMI (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 欧美服务业 PMI (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

尽管上周公布的 10 月 Markit 制造业 PMI 初值以及 9 月 (核心) PCE 物价指数年率等数据均进一步强化美国经济“软着陆”的预期。但愈发紧张的地缘局势推动市场避险情绪升温, 加息预期维持低位徘徊。美联储观察工具显示, 11 月按兵不动板上钉钉, 12 月及明年 1 月加息概率维持不足三成定价。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, 起始时点仍为 6 月。

图 2.13: 美国 CEO 经济展望指数与 GDP 折年数同比



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 美联储后续加息预期 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	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%	0.1%	99.9%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	80.1%	19.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	71.8%	26.0%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	63.6%	21.7%	1.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	32.8%	47.2%	13.9%	1.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	18.6%	39.8%	31.0%	7.6%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	13.1%	32.6%	34.0%	15.5%	2.9%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.9%	8.1%	24.1%	33.4%	23.6%	8.5%	1.4%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.6%	14.0%	27.5%	29.7%	18.0%	5.8%	0.9%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.1%	9.3%	21.4%	28.7%	23.3%	11.3%	3.1%	0.4%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

欧央行 10 月会议维持三大主要利率不变, 利率声明中欧央行认为过去的加息继续有力地传导至融资条件, 将进一步抑制需求, 有助于降低通胀, 对未来的利率决策将继续靠数据对通胀前景的评估。此外, 欧洲央行首次在议息后的声明中指出, 欧央行的关键利率水平如果维持足够长的时间, 将对实现 2% 的通胀目标有很大贡献。在欧洲经济衰退风险增大的情况下, 10 月欧央行停止加息或预示本轮加息大概率结束。

2.5 增发万亿国债 宽财政定向发力

十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议。根据相关安排: 中央财政将在今年四季

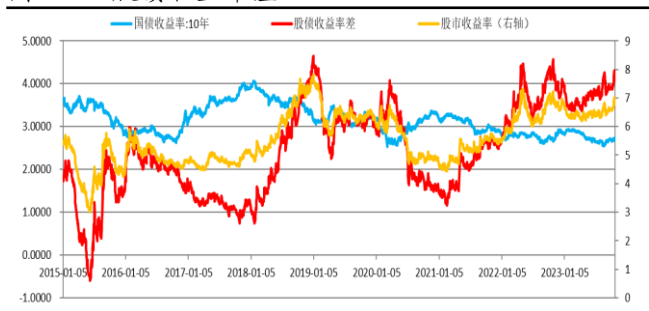
度增发 2023 年国债 10000 亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，发行的国债名义目的是“支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力，其中今年拟安排使用 5000 亿元，结转明年使用 5000 亿元。

在当前国内经济平稳修复，但内生动能偏弱的背景下，此次国债增发有利于稳定经济增长，提振市场预期。此次国债虽按一般国债发行，计入财政赤字，但作为特别国债管理，指定资金用途更多集中于水利设施，主因水利投资公益性较强，收入来源弱于交运，对专项债配套资金难度较大，本次万亿国债投向侧重水利领域，显示政策提供资金支持来缓解基建投资的结构性资金压力，拉动基建投资对冲地产投资下行压力，预计此次万亿国债将总体拉动基建投资增速 6.4 个百分点，拉动 GDP 约 1 个百分点。但考虑到债券从发行使用到形成实物工作量之间存在时滞，本次万亿国债对经济的拉动更多会在 2024 年体现，对年内需求的实质影响有限。

3. 资产配置建议：

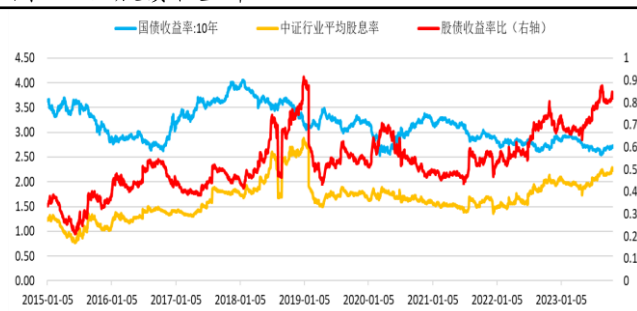
23 日当周，国内市场风险情绪显著回升，股债收益率差、股债收益比分别由前一周的历史 91.21%、87.95% 分位数水平上升落历史 89.17%、86.6% 的分位数水平。

图 3.1：股债收益率差



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.2：股债收益率比

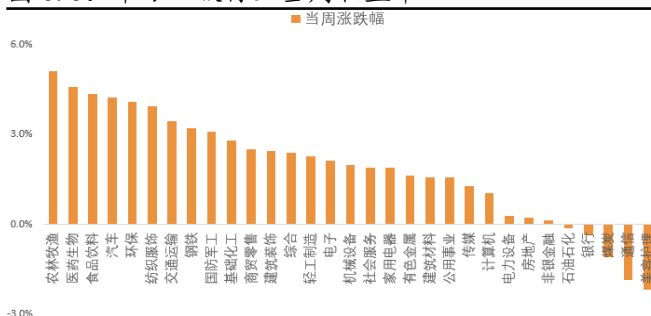


资料来源：wind，一德宏观战略部

A 股层面，23 日当周指数探底回升，创业板反弹力度强于创业板，机构风格总体强于游资。日均成交额开始放大，已连续 17 周低于万亿水平；北向资金连续 4 周流出，但额度有所收窄，个股赚钱效应显著回升。板块方面，农林牧渔、医药生物、食

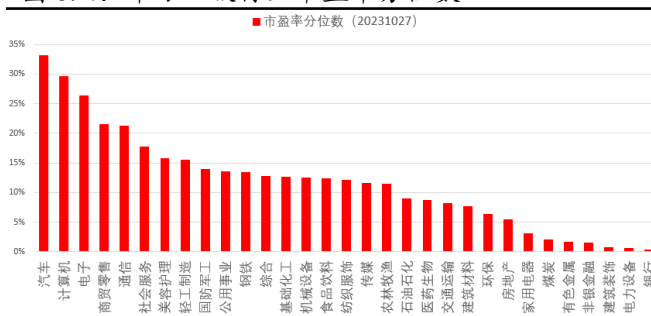
品饮料领涨，美容护理、通信、煤炭表现偏弱。海外市场避险情绪持续升温，风险偏好回落对 A 股存在一定压制。国内多维度利好政策频出，财政政策、大国博弈改善超出预期，市场情绪短期出现积极变化。技术上，指数企稳迹象明显，或将迎来日线级别反弹，“市场底”是否就此形成尚需进一步确认。但从更为宏观的角度来看，3000 点下方无疑为配置交易逢低进场的理想区域。策略上，持有为主，等待回调后的加仓机会，如快速反抽至 3100 附近也可择机高抛部分仓位。

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



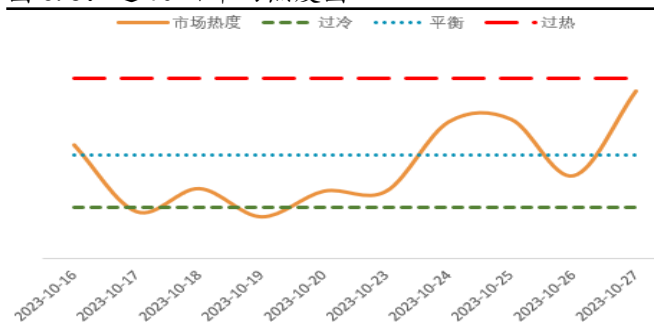
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



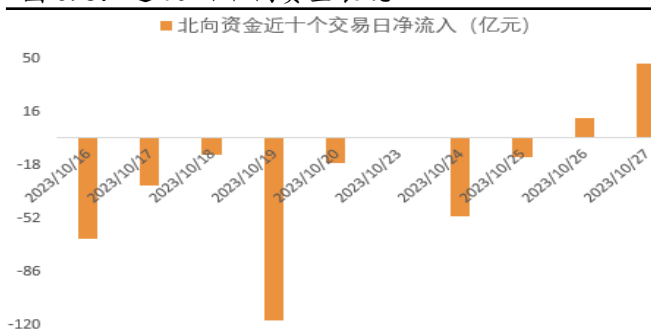
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

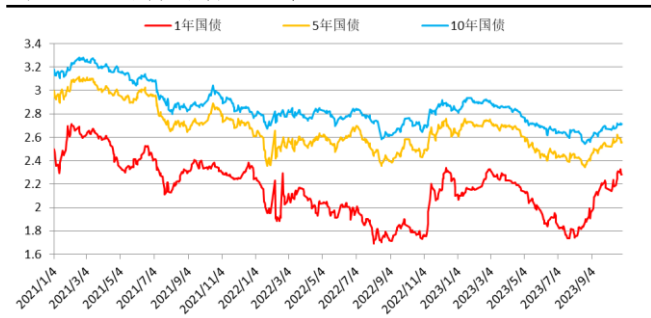
图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 一德宏观战略部

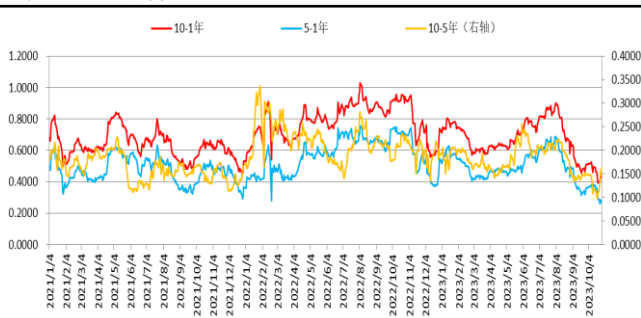
国债层面，23 日当周，国债市场走势分化，受国内流动性紧张缓解影响，短债利率走低，长债利率在万亿国债发行提升经济增长预期的压力下震荡收涨，长短期国债收益率差走阔。后市看，尽管年内国债增发对国债供给形成压力，但在经济弱势修复，通胀压力较小的背景下，通过宽货币配合国债发行的概率较大，债市中枢预期平稳。短期看，本周进入跨月，市场资金面季节性偏紧，债券或偏弱运行，操作上暂持仓观望。

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

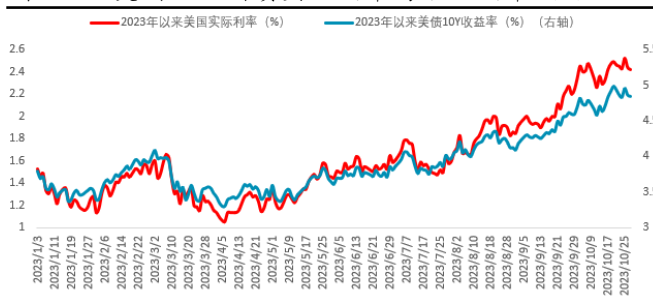
图 3.8：国债利差 (%)



资料来源：中债登网站，经作者整理

黄金层面，23日当周海外贵金属价格连续3周收涨，沪金再创历史新高。地缘因素仍然主导盘面。持有成本两端分化，美元反弹而利率端开始出现高位震荡。从最新消息来看，随着以军地面进攻落地，市场避险情绪渐入高潮，后续需关注冲突是否扩大化以及“反以”阵营的反制措施情况，特别是上述反制可能通过扰动油价从而对通胀预期产生阶段性影响，而上述向着政策预期反向运行的情形也势必将迎来联储更为鹰派的紧缩政策应对。预计短期金价有望第三次挑战历史高点，但当前价格入场盈亏比较低，特别需要防范消息面反复带来的冲高回落风险。策略上，持仓或逢高减仓为主。

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 (%)



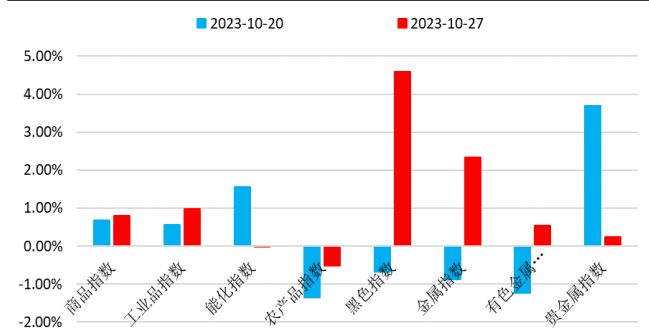
资料来源：wind，一德宏观战略部

23日当周，南华商品指数总体收涨，但商品表现分化，黑色指数在国内政策刺激下强劲反弹，能化、贵金属指数在巴以冲突缓解的影响下周中一度回落，拖累当周涨势明显减弱。截止10月20日当周，南华商品期限溢价率继续稳中回落，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史90.39%分位水平，其中，农产品、螺纹、有色指数分别位于82.76%、80.4%、73.84%的较高分位水平，能化指数位于23.6%

请参阅最后一页的免责声明

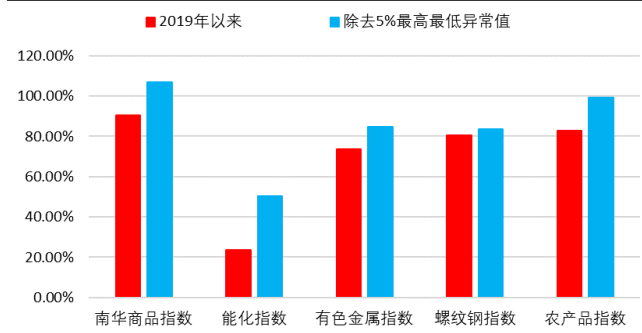
分位水平，估值较低。

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: 南华商品期现溢价率分位数 (%)



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	
2023/10/30	欧元区 10 月经济景气指数, 前值 93.3, 预测值 93.3
	欧元区 10 月工业景气指数, 前值-9
	欧元区 10 月消费者信心指数终值, 前值-17.9, 预测值-17.9
	德国 10 月 CPI 年率初值(%), 前值 4.5, 预测值 4.0
2023/10/31	中国 10 月官方制造业 PMI, 前值 50.2, 预测值 50.4
	日本央行公布利率决议和前景展望报告
	日本央行行长植田和男召开货币政策新闻发布会
	欧元区 10 月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 前值 4.3, 预测值 3.4
	欧元区第三季度季调后 GDP 年率初值(%), 前值 0.5, 预测值 0.2
	美国 10 月谘商会消费者信心指数, 前值 103, 预测值 100
2023/11/01	中国 10 月财新制造业 PMI, 前值 50.6, 预测值 50.8
	英国 10 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 45.2
	美国 10 月 ADP 就业人数变动(万), 前值 8.9, 预测值 13.5
	美国 10 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 50
	美国 10 月 ISM 制造业 PMI, 前值 49, 预测值 49
	美国 9 月 JOLTs 职位空缺(万), 前值 961
	美国截至 10 月 27 日当周 EIA 每周原油进口(万桶), 前值 53.9
	美联储公布利率决议, 预计维持当前利率水平不变
	美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会
	法国 10 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 42.6

请参阅最后一页的免责声明

2023/11/02	德国 10 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 40.7, 预测值 40.7
	欧元区 10 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 43, 预测值 43
	英国央行公布利率决议、会议纪要和货币政策报告
	美国截至 10 月 28 日当周初请失业金人数(万), 前值 21
	美国 9 月工厂订单月率(%), 前值 1.2, 预测值 1
2023/11/03	中国 10 月财新服务业 PMI, 前值 50.2
	英国 10 月 Markit 服务业 PMI 终值, 前值 49.2
	美国 10 月非农就业人口变动季调后(万), 前值 33.6, 预测值 17.2
	美国 10 月失业率(%), 前值 3.8, 预测值 3.8
	美国 10 月 ISM 非制造业 PMI, 前值 53.6

资料来源：汇通财经、华尔街见闻、一德宏观战略部

风险提示：


地缘政治冲突恶化；国内政策效果不及预期；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