

海外紧缩担忧再起

2023年09月24日

本周，A股先跌后涨，成交量一度创年内新低，市场情绪有所回升；债券在资金紧平衡的状态下，延续回调行情，同时股债“跷跷板”现象显著。

海外方面，三大央行货币政策会议唯一亮点是美联储最新点阵图显示，2024年政策利率维持在5%以上，超市场预期。美元走强，美债美股均下跌。

本周A股交易量一度再创年内新低，TMT板块反弹

本周市场先抑后扬。前四个交易日A股指数持续回落，市场连续缩量，成交量创年度新低，周五各大指数强劲反弹。其中上证指数、深证成指、创业板指本周分别上涨0.47%、0.34%、0.53%。

分板块看，科技板块先跌后涨，受华为全联接大会、Copilot发布等消息刺激下，通信及传媒板块涨幅较大，全周表现亮眼。非银金融板块前期调整较多，当前市场情绪略有好转，周五反弹力度就较大。本周美容护理板块跌幅靠前；美联储议息会议释放鹰派信号，美债收益率大幅上行导致有色金属板块价格承压，有色板块调整幅度较大。

本周资金维持紧平衡，债市整体情绪仍脆弱

本周资金仍维持紧平衡，虽然隔夜利率降至1.69%，但跨季需求推动7-21天资金利率大幅抬升。

在资金紧平衡、债券供给压力、地产政策不断调整的三重因素压制下，债市整体情绪仍然脆弱。周五，在广州地产政策调整、化债方案等消息刺激下，利率债全线回调，预计节前债市情绪难以反弹。当前短端利率调整幅度仍较大，10Y-1Y利差进一步压缩，短债相较于资金利率的差距也有所拉大。

本周海外紧缩担忧再起，风险资产回调

本周海外股市集体下杀，海外市场风险偏好再次回落，债汇市场围绕各国货币政策进行交易。

美联储9月fomc会议下调了今年的核心通胀预期，但上调了经济增长预测。最新点阵图显示直到2024年底，美联储仍会把政策利率维持在5%以上，超市场预期。美债全期限利率大幅上升，10Y美债利率冲破4.5%，风险资产明显回落。

非美方面，英国央行超预期暂停加息，且近期英国通胀和经济数据均超预期回落，英镑贬值明显。期待日央行在9月会议给出鹰派指引，但市场预期落空，日元继续贬值。

本周商品指数普遍回调，人民币汇率窄幅波动

海外紧缩担忧下，商品普遍回调。9月FOMC会议透露高利率水平维持更久的信息，铜等型的利率敏感性品种跌幅靠前。美联储指向软着陆目标或出现松动，黄金价格仍录得一定支撑，周度价格基本持平上周。

国内黑色方面，近期宏观利好政策逐步消化，市场情绪整体偏谨慎，终端去库幅度收敛，螺纹钢价格出现回落。

汇率方面，美元小幅走强，人民币窄幅震荡。当前离岸、在岸市场成交活跃度不高，人民币汇率周内横盘，围绕7.3窄幅波动。

下周关注：9月中国PMI

下周中国9月PMI公布，此前PMI已经连续三个月环比走高。

风险提示：地缘政治发展超预期；数据测算有误差；货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.超额流动性系列研究（一）：居民超额储蓄，规模几何？-2022/12/27
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅回温-2022/12/25
- 3.海外疫情系列研究（三）：疫情冲击波：达峰时间及后续影响-2022/12/24
- 4.日本央行上调YCC上限：日本央行转向，紧缩交易卷土重来？-2022/12/20
- 5.政策研究系列（二）：十年回顾：中央经济工作会议-2022/12/20

目录

1 大类资产价格表现	3
2 资金流动及机构行为	8
3 主要的高频经济指标	9
4 风险提示	11
插图目录	12

1 大类资产价格表现

本周（9月18日至9月22日，下同），央行逆回购操作12560亿，到期7040亿，净投放5520亿。

本周早期受税期影响，资金面偏紧，在央行持续的流动性呵护下，资金面由紧转松。本周DR001平均为1.98%，较上周上行，DR007平均为2.16%，较上周上行。

本周国内股市多数上涨，大盘价值风格涨幅靠前。

上证指数上涨0.47%，深证成指涨0.34%，创业板指数涨0.53%，科创50指数跌0.47%。

国证价值风格指数涨0.81%，成长风格指数跌0.06%；大盘指数涨0.95%，中盘指数跌0.32%，小盘指数涨0.02%。

行业方面，通信、非银、银行、家电行业涨幅靠前，国防军工、有色金属、电力及公用事业、消费者服务行业跌幅较大。

国内债券市场利率多数上行，信用利差收窄。

1年期国债利率上行6.5BP，5年期国债利率上行3.57BP，10年期国债利率上行3.76BP；国开1年期上行4.58BP，5年期上行2.15BP，10年期上行3.75BP。

国债期货价格小幅下跌。2年期国债期货本周收至101.15，较上周跌0.04%，5年期国债期货本周收至101.79，跌0.13%，10年期国债期货收至101.62，跌0.19%。

信用利差本周收窄。2年期企业债与国债利差为43.78BP，相比上周下降4.9BP；2年期城投与国债利差为49.43BP，相比上周下降2BP；2年期AAA地产债与国债利差为51.2BP，相比上周下降9.1BP；2年期AAA-钢铁债与国债利差为47.32BP，相比上周下降6.6BP。

本周美联储宣布9月暂停加息。

南华综合指数跌1.24%，工业品、农产品、金属、能化指数分别下跌0.93%、2.29%、1.26%、0.67%，贵金属指数上涨0.38%。

重要商品方面，WTI原油跌0.82%，螺纹钢跌1.29%，LME铜跌2.26%，伦敦黄金现货涨0.06%。

海外股市普遍下跌

纳斯达克指数领跌，录得跌幅3.62%，标普500指数、道琼斯指数分别下跌2.93%、1.89%；德国DAX指数、巴黎CAC40指数、日经225指数分别下跌2.12%、2.63%、3.37%。香港恒生指数上涨0.05%。

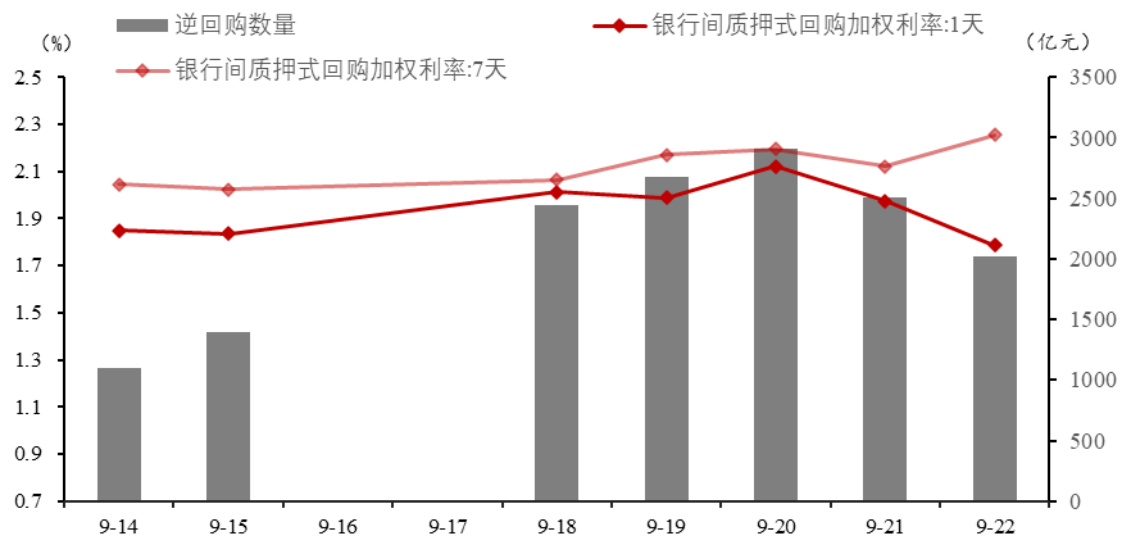
海外债券利率多数上行。

10年期美债利率上行11BP；10年期日债、德债、法债利率分别上行0.9BP、9.05BP、5.7BP，10年期英债利率下行9.05BP。

美元指数升值，非美货币多数贬值。

本周美元指数上行0.26%，欧元、英镑、日元、在岸人民币分别贬值0.03%、1.18%、0.36%、0.32%。商品货币方面，加元升值0.3%，澳元升值0.23%。

图 1：逆回购投放 vs 资金利率



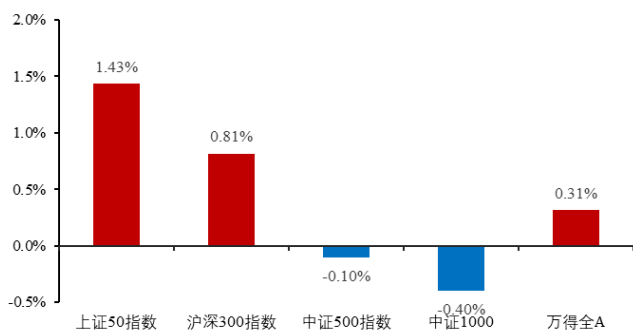
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 2：全球大类资产表现汇总

全球大类资产涨跌幅 (2023.09.18—2023.09.22)										
国内股票		国内债券及国债期货			商品		外汇		海外股指及国债	
上证指数	-0.47%	1年国债 (BPs)	↑ 6.50	黄金	0.06%	美元指数	0.26%	标普500	-2.93%	
深证指数	-0.34%	5年国债 (BPs)	↑ 3.57	WTI原油	-0.82%	在岸人民币	-0.32%	纳斯达克指数	-3.62%	
创业板指数	-0.53%	10年国债 (BPs)	↑ 3.76	LME铜现货	-2.26%	离岸人民币	-0.25%	道琼斯指数	-1.89%	
科创50指数	-0.47%	2年国开 (BPs)	↑ 2.92	上海螺纹钢	-1.18%	欧元	-0.03%	伦敦金融时报100指	-0.36%	
上证50	-1.43%	5年国开 (BPs)	↑ 2.15	南华工业品	-0.93%	英镑	-1.18%	巴黎CAC40指数	-2.63%	
沪深300	-0.81%	10年国开 (BPs)	↑ 3.75	南华农产品	-2.29%	日元	-0.36%	德国DAX指数	-2.12%	
中证500	-0.10%	TS	-0.04%	南华能化品	-0.67%	瑞郎	-1.04%	10年期美债 (BPs)	↑ 11.00	
中证1000	-0.40%	TF	-0.13%	南华综合指数	-1.24%	加元	0.30%	10年期德债 (BPs)	↑ 9.05	
万得全A	-0.31%	T	-0.19%	CRB综合指数	-0.13%	澳元	0.23%	10年期日债 (BPs)	↑ 0.90	

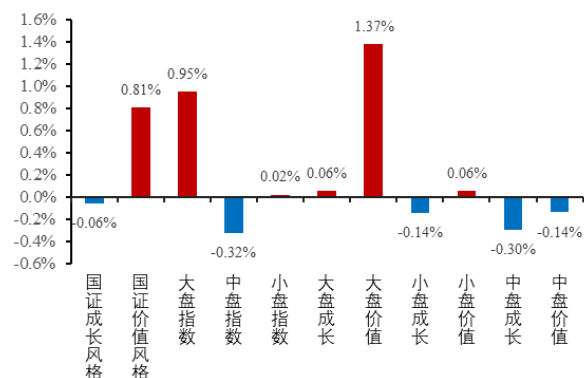
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 3: 今年 9 月 18 日至 9 月 22 日 A 股市场表现



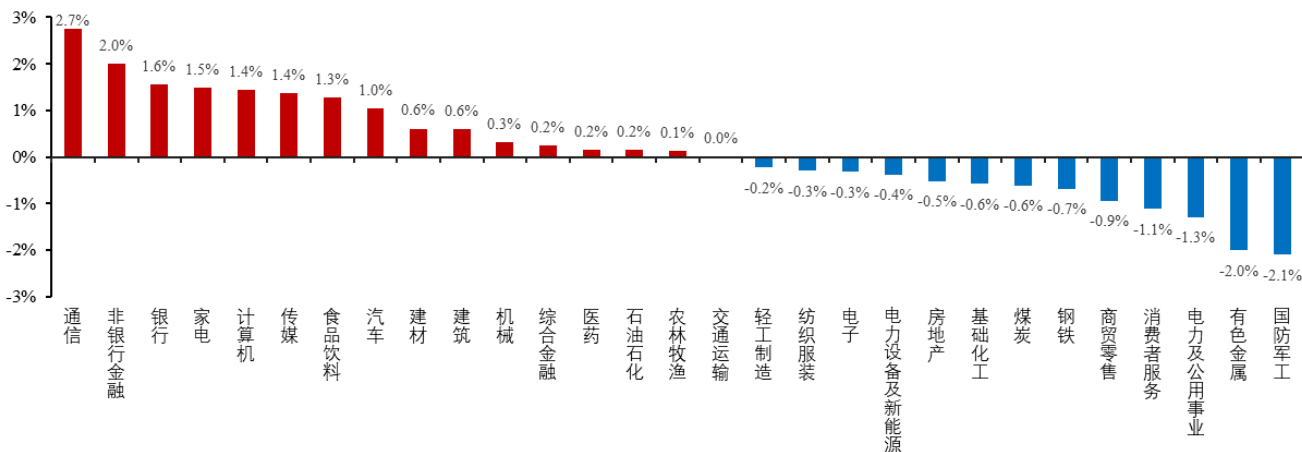
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 今年 9 月 18 日至 9 月 22 日 A 股风格表现



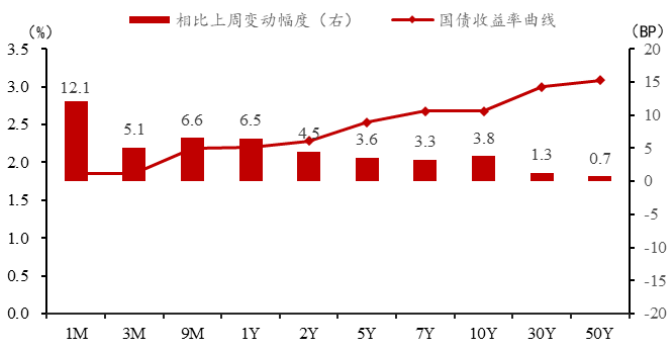
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 5: 通信、非银、银行、家电涨幅靠前, 国防军工、有色金属、电力及公用事业跌幅较大



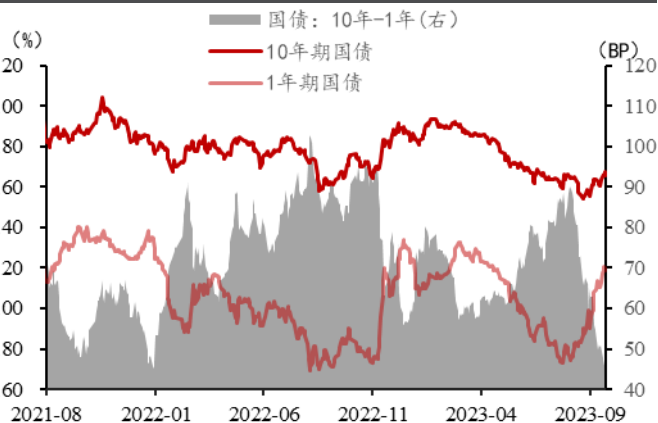
资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 中信 I 级行业分类, 涨跌幅取值区间 2023 年 9 月 18 日——2023 年 9 月 22 日

图 6: 本周国债利率多数上行



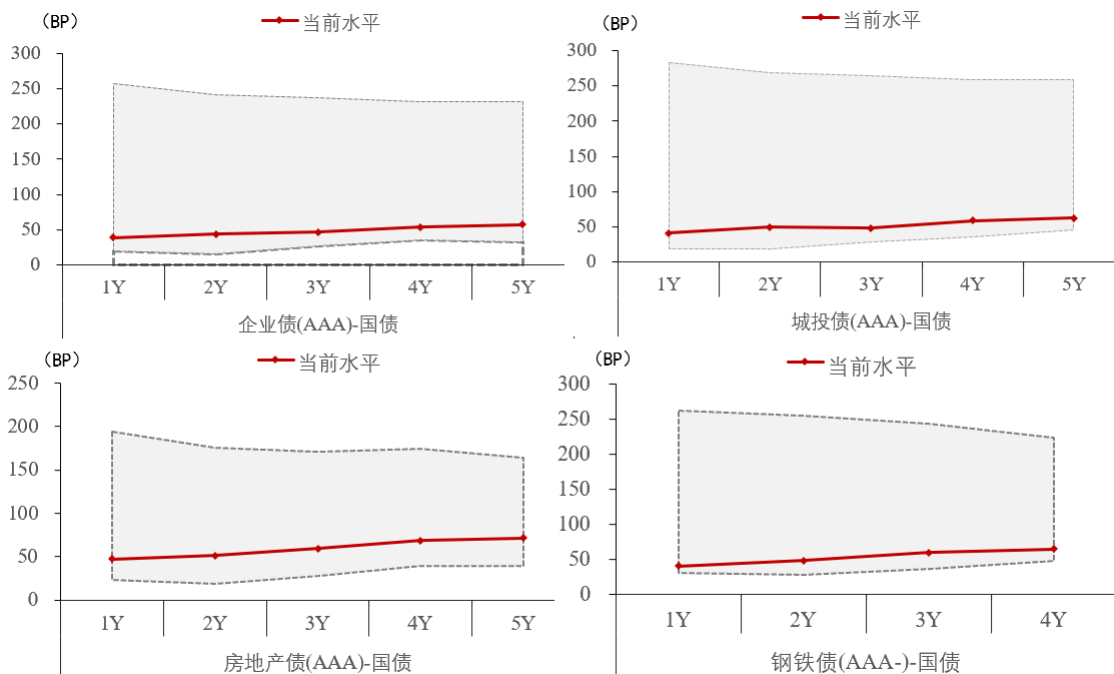
资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 涨跌幅取值区间 2023 年 9 月 18 日——2023 年 9 月 22 日

图 7: 本周期限利差有所收窄



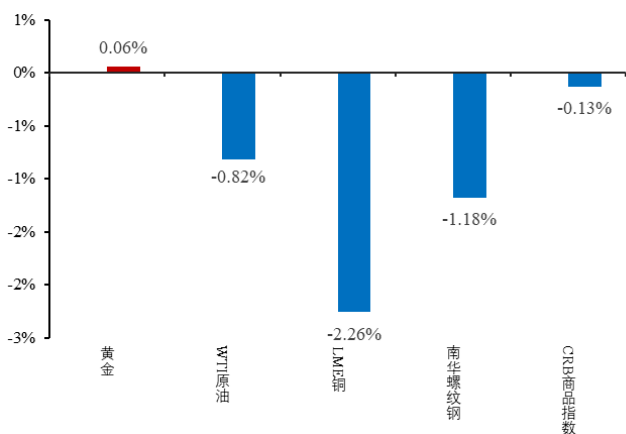
资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 截至 2023 年 9 月 22 日

图 8：信用利差收窄



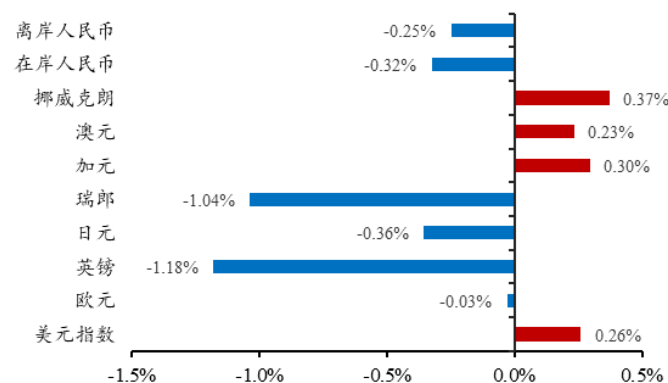
资料来源：wind，民生证券研究院；注：截至 2023 年 9 月 22 日，国债指对应期限的国债收益率

图 9：商品表现

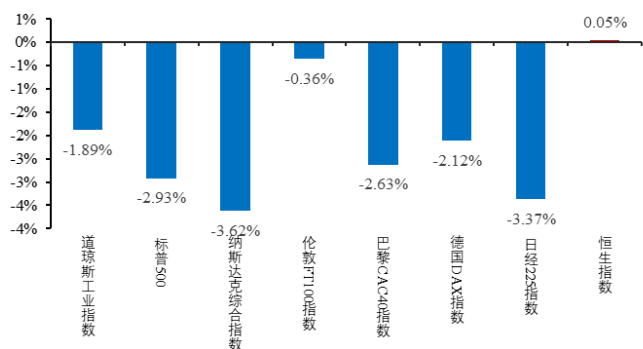


资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 9 月 18 日——2023 年 9 月 22 日

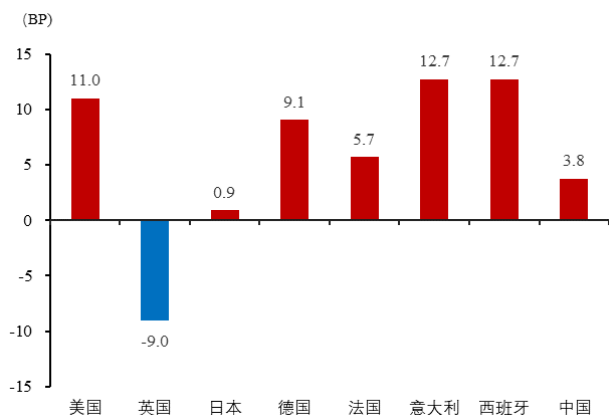
图 10：外汇表现



资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 9 月 18 日——2023 年 9 月 22 日

图 11：海外与中国香港地区主要股指本周涨跌幅


资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 9 月 18 日——2023 年 9 月 22 日

图 12：主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度


资料来源：wind，民生证券研究院；注：涨跌幅取值区间 2023 年 9 月 18 日——2023 年 9 月 22 日

2 资金流动及机构行为

本周 A 股市场日均成交金额为 6520.41 亿元，融资融券交易占比约 7.81%，北上资金小幅流入。

根据 wind 数据统计，本周新发基金金额（股票+混合型）为 18.68 亿元，相较于上周 41.95 亿元大幅下降。本周北向资金累计净买入 0.29 亿元。

银行间市场逆回购成交量较上周下降。

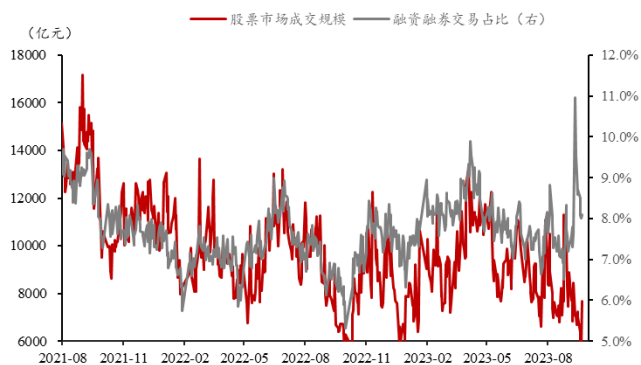
本周银行间逆回购量平均为 6.94 万亿元，相比上周 7.08 万亿下降。

本周银行间外汇市场即期询价成交规模较上周下降。

同业存单发行利率普遍上涨，1 年期国有银行同业存单发行利率为 2.44%，相比上周下降 3.13BP；1 年期城商行同业存单发行利率为 2.61%，相比上周上升 0.72BP；1 年期农商行同业存单发行利率为 2.74%，相比上周上行 14.5BP。

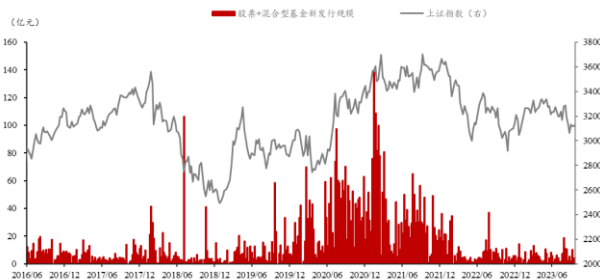
票据转贴利率上行，半年期国股票据转贴利率为 1.44%，比上周上行 9BP；半年期城商票据转贴利率为 1.57%，比上周上行 9BP。

图 13：股票市场成交规模及融资融券交易占比



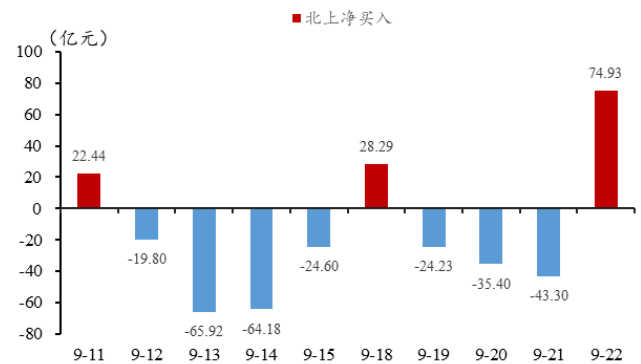
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：新基金发行情况



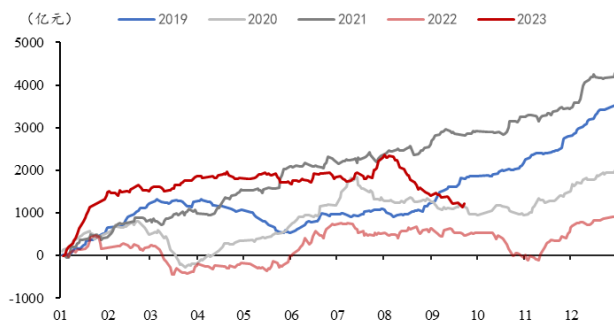
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：本周北上资金流入规模



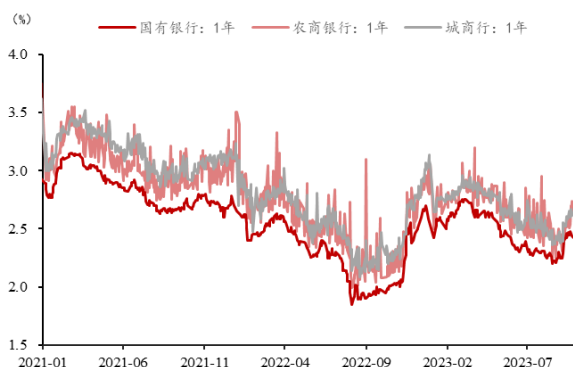
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：北上资金累计净买入金额



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17: 同业存单发行利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 18: 票据转贴利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 主要的高频经济指标

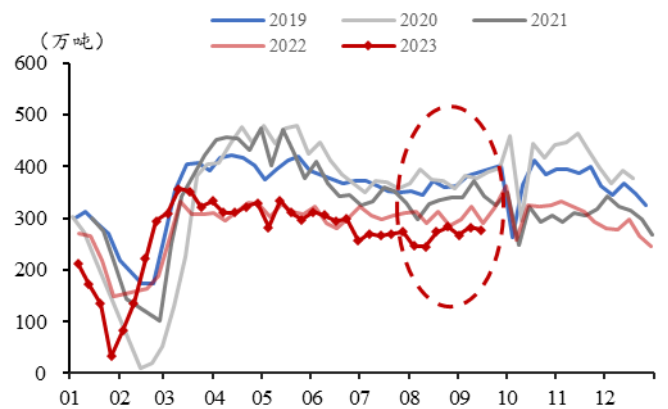
上周螺纹钢表观消费 277.27 万吨, 环比上上周减少 4.44 万吨, 低于 2022 年同期水平;

全国水泥价格指数 105.4, 较上周上行 0.4, 但仍弱于历史同期; 六大电厂日耗煤量 81.6 万吨, 较上周上升。

30 城商品房销售 7 日移动平均值录得 37.03 万平方米, 相较上周增加 8.63 万平方米, 低于 2022 年同期; 上周乘联会汽车当周日均销量录得 5.2 万辆, 高于去年同期水平。

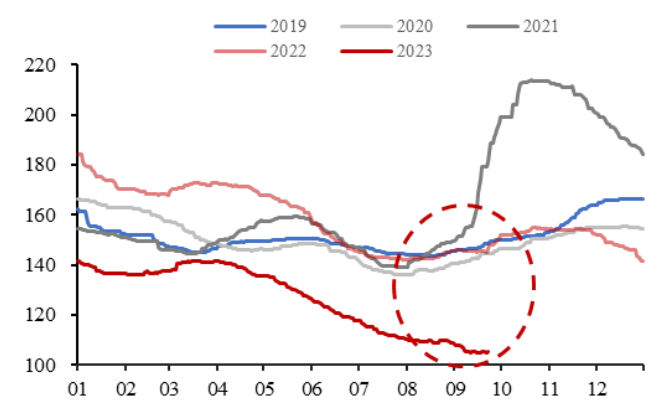
10 城地铁出行 7 日移动平均值录得 5717.57 万人次, 同比上升 30.65%。

图 19: 螺纹钢表观消费



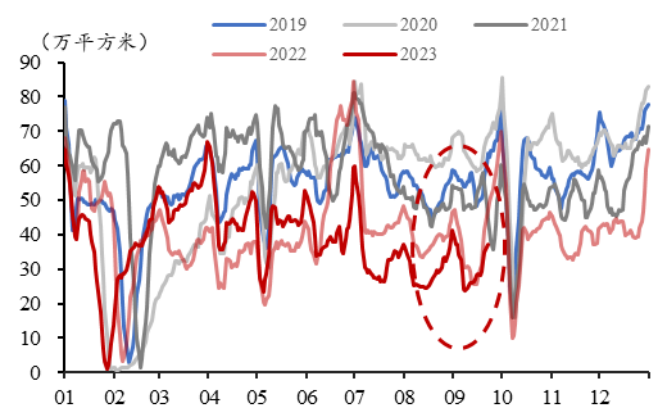
资料来源: iFind, 民生证券研究院

图 20: 全国水泥价格指数



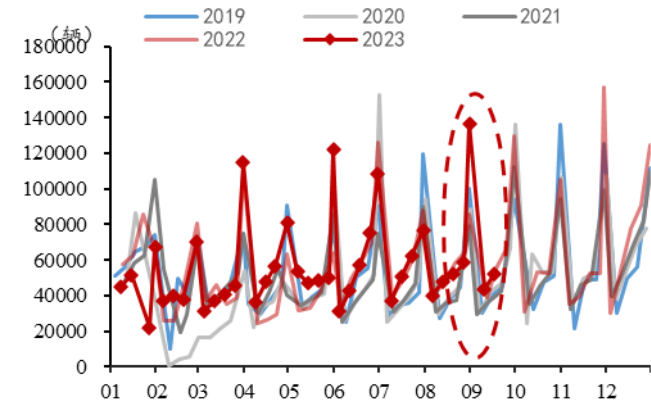
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 21: 30 城商品房成交 7 天移动平均



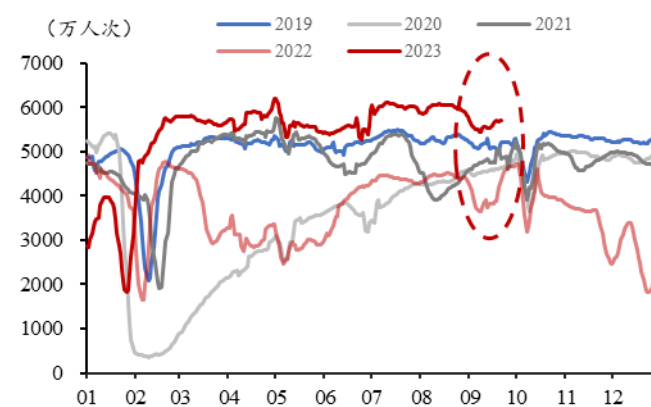
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 22: 乘联会汽车销售数据



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 23: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 10 城分别为北京、上海、广州、深圳、成都、南京、武汉、西安、郑州、长沙

图 24: 沿海六大电厂日耗



资料来源: iFind, 民生证券研究院; 注: 沿海六大电厂集团为: 浙电、上电、粤电、国电、大唐、华能

4 风险提示

1) **地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超过预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。

2) **数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对金融市场走向判断。

3) **货币政策超预期。**若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动极大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

插图目录

图 1: 逆回购投放 vs 资金利率.....	4
图 2: 全球大类资产表现汇总.....	4
图 3: 今年 9 月 18 日至 9 月 22 日 A 股市场表现.....	5
图 4: 今年 9 月 18 日至 9 月 22 日 A 股风格表现.....	5
图 5: 通信、非银、银行、家电涨幅靠前, 国防军工、有色金属、电力及公用事业跌幅较大.....	5
图 6: 本周国债利率多数上行.....	5
图 7: 本周期限利差有所收窄.....	5
图 8: 信用利差收窄.....	6
图 9: 商品表现.....	6
图 10: 外汇表现.....	6
图 11: 海外与中国香港地区主要股指本周涨跌幅.....	7
图 12: 主要经济体 10 年期国债收益率变动幅度.....	7
图 13: 股票市场成交规模及融资融券交易占比.....	8
图 14: 新基金发行情况.....	8
图 15: 本周北上资金流入规模.....	8
图 16: 北上资金累计净买入金额.....	8
图 17: 同业存单发行利率.....	9
图 18: 票据转贴利率.....	9
图 19: 螺纹钢表观消费.....	9
图 20: 全国水泥价格指数.....	9
图 21: 30 城商品房成交 7 天移动平均.....	10
图 22: 乘联会汽车销售数据.....	10
图 23: 全国 10 城地铁客运量 7 天移动平均.....	10
图 24: 沿海六大电厂日耗.....	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026