

海外美联储意外放鹰，节前市场避险情绪升温

——大类资产跟踪周报 (09.18-09.22)

2023年09月25日

上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	1.28	-2.05	0.49
沪深300	0.25	-3.24	-4.22

王与碧

分析师

执业证书编号:S0530522120001
wangyubi@hncasing.com

相关报告

- 1 大类资产跟踪周报 (08.07-08.11): 市场扰动因素加剧, 底部区间建议保持耐心
2023-08-15
- 2 2023年第三季度大类资产配置 2023-08-15

核心摘要

- **权益市场: A股市场: 美元强势背景下, A股震荡调整。** 外资继续大幅流出, 由于缺乏增量资金, 外资主导下, A股市场情绪偏弱, 市场以震荡调整为主。周五市场在急剧缩量后, 在 AI 板块的带动下快速反弹。**港股市场: 海外宏观因素扰动下, 港股市场先跌后涨。****美国方面:** 美国 9 月如期维持政策利率区间不变, 但会后鲍威尔发言意外放鹰, 市场对降息时点预期延后, 市场风险偏好快速收敛。
- **债券市场: 上周利率普遍上行, 10Y 国债上行 3.76bp 至 2.67%。** 上周 9 月 LPR 报价维持未变, 符合市场预期。在资金面整体紧平衡、一级市场国债供给放量、股债跷跷板等多因素利空影响下, 债市出现小幅调整。往后看, 当前国内基本面数据阶段性触底迹象逐步明确, 但经济能否持续改善仍有待一段时间的数据验证, 短期债市快速调整的时间段已经过去, 利率债或维持震荡偏弱运行。
- **大宗商品: 上周大宗商品涨跌互现, NYMEX 天然气表现亮眼, 农产品继续承压。** 上周俄罗斯对部分燃料出口意外颁布禁令, 再次引发市场对俄罗斯方能源供给担忧, 带动天然气价格大幅上涨。黄金方面, 在美债及美元指数持续上行背景下, 金价震荡下行。整体而言, 我们认为由于美国经济韧性超预期, 降息时点进一步后移, 短期金价或仍将继续承压。
- **本周资产配置建议: 债券 > A 股 > 港股 > 大宗商品 > 美股;** 上周受外围避险情绪影响, 北向资金持续流出, 上半周 A 股市场继续缩量调整, 周五在 AI 板块带动下大幅反弹。港股方面, 在海外宏观因素扰动下, 港股市场先跌后涨。**A 股方面,** 在市场缺乏增量资金的背景下, 市场缺乏主线, 外资流向仍将影响市场, 当前外部宏观不确定性仍较高, 但内部政策托底意愿较强, A 股短期内或继续维持震荡市为主, 每轮风险事件冲击市场出现大幅回调后, 将是较好的抄底机会。中长期来看, A 股走势仍主要取决于我们内部经济复苏情况。当前市场已处于底部区间, 叠加政策托底力度较强, 股票机会大于风险, 市场有望继续修复。建议关注: 受益于政策加持、预期改善的地产、顺周期、大金融等板块; 流动性敏感的恒生科技、消费板块; 中长期符合高质量发展理念的电子、芯片等板块。**大宗方面,** 原油供给端偏紧叠加中国经济基本面改善预期下, 原油供需紧张的格局短期较难缓解。**国内债券,** 债市快速调整的时段或已过去, 利率债或进入偏弱震荡区间。
- **风险提示:** 政策落地不及预期、海外市场波动、宏观经济下行。

内容目录

1 核心观点（海外美联储意外放鹰，节前市场避险情绪升温）	3
2 大类资产周度跟踪（国内股市表现领跑全球资产）	3
3 股票（A股各大股指触底拉升，价值风格占优）	4
4 债券（债券收益率普遍上行，期限利差收敛）	5
5 大宗商品（大宗商品涨跌互现，天然气领涨）	6
6 高频数据跟踪（AH股溢价有所回落）	7
7 重点数据大事展望.....	8
7.1 国内 9 月 PMI 数据.....	8
7.2 美国 8 月 PCE 物价数据.....	8
7.3 日本公布经济措施纲要.....	8
8 风险提示.....	8

图表目录

图 1：申万一级行业上周涨跌幅（%）	5
图 2：成长、价值指数周度涨跌幅（%）	5
图 3：各期限国债到期收益率（%）	6
图 4：各期限国开债到期收益率（%）	6
图 5：利率债期限利差收敛（BP）	6
图 6：中美 10Y 国债利差（%）	6
图 7：恒生沪深港通 AH 股溢价（%）	7
图 8：金银比	7
图 9：金铜比	8
图 10：金油比	8
表 1：全球大类资产表现情况（%）	4
表 2：A 股指数	5
表 3：大宗商品走势情况（%）	6

1 核心观点（海外美联储意外放鹰，节前市场避险情绪升温）

权益市场：1) A股方面：8月宏观数据指向经济边际向好迹象逐步明确，短期内海外流动性环境仍是A股市场的扰动因素。国内方面，9月LPR报价维持不变，符合市场预期。上周美联储召开9月议息会议，会前全球投资者观望情绪浓厚，风险资产表现低迷。北向资金持续流出，外资主导背景下，A股市场情绪偏弱。会后鲍威尔意外放鹰，10年美债收益率再创新高。受此影响周四A股开盘继续走低，两市成交额急速萎缩至6000亿以下。在极致缩量后，在AI板块的带动下A股市场周五迎来长阳放量反弹，初步形成W型底部的趋势。整体来看，我们认为本周由于小长假临近，资金存在持币观望的可能性。但中长期来看，我们认为当下市场已处于底部区间，叠加政策托底力度较强，权益市场机会大于风险，市场有望继续修复。后续政策的持续性、有效性及地产销售数据变化仍是核心。建议关注：（1）政策组合拳落地过程中，市场预期改善所利好的地产、顺周期、大金融等相关板块；（2）外资反补流动性敏感的恒生科技、可选消费板块。（3）中长期高质量发展仍是核心发展理念，关注电子、芯片等成长板块。2) 港股方面：海外宏观因素扰动下，上周港股市场先跌后涨。3) 海外市场：美联储如期维持联邦基金利率不变，鲍威尔释放鹰派信号，高利率环境或持续更久。美国方面，美国9月议息会议如期将联邦基金利率的目标区间维持在5.25%—5.5%区间不变，但就未来加息进程等方面向市场传递出了超预期鹰派信号。整体来看，会议中保留了年内继续加息的余地，对于明年降息幅度有所下修，鲍威尔发言维持谨慎偏鹰态度。本次会议后，市场对首次降息的时间预期推迟至明年3季度。我们认为，短期由于降息预期降温，美债利率仍将维持高位运行。在此背景下，全球风险资产将持续承压，美股存在阶段调整压力，短期易跌难涨。日本方面，日本央行维持-0.1%的政策利率和YCC框架不变。

债券市场：上周利率普遍上行，10Y国债上行3.76bp至2.67%。上周9月LPR报价维持未变，符合市场预期。在资金面整体紧平衡、一级市场国债供给放量、股债跷跷板等多因素利空影响下，债市小幅调整。考虑到跨季资金需求旺盛，我们预计节前最后一周资金面仍将面临压力。往后看，当前国内基本面数据阶段性触底迹象逐步明确，但能否持续改善向上，仍有待一段时间的数据验证。短期债市快速调整的时间段已经过去，利率债或维持震荡偏弱运行。

大宗商品：上周大宗商品涨跌互现，NYMEX天然气表现亮眼，农产品继续承压。上周俄罗斯对部分燃料出口意外颁布禁令，再次引发市场对俄罗斯方能源供给担忧，带动天然气价格大幅上涨。黄金方面，在美债及美元指数继续上行背景下，金价震荡下行。整体而言，我们认为由于美国经济韧性超预期，降息时点进一步后移，短期金价或仍将继续承压。

2 大类资产周度跟踪（国内股市表现领跑全球资产）

上周（09.18-09.22）资产表现为：A股>债券>港股>大宗商品>美股。国内方面，上周公布9月LPR维持不变，符合市场预期。周内受海外避险情绪影响，北向资金持续

流出，A 股缩量调整。周五在 AI 板块的带动下，国内股市全线大幅拉升。海外方面：美联储如期维持政策利率水平不变，但会后鲍威尔的鹰派言论使得市场对高利率持续的时间预期延长，市场风险偏好迅速收敛。整体来看，上周国内股市表现整体较好。沪深 300 领涨其他类型资产，涨幅为 0.81%。紧随其后的为上证综指、伦敦金现和 ICE WTI 原油等，涨幅分别为 0.47%、0.06%和-0.01%。表现相对靠后的为纳斯达克指数、日经 225 和标普 500，涨跌幅分别-3.62%、-3.37%和-2.93%。另外，上周富时新兴市场表现-1.8%略优于发达市场-2.7%。

表 1：全球大类资产表现情况（%）

指数	近一周涨跌幅	近一月涨跌幅	今年以来涨跌幅
道琼斯工业指数	-1.89	-0.95	2.46
纳斯达克指数	-3.62	-2.18	26.23
标普 500	-2.93	-1.54	12.52
富时 100	-0.36	5.68	3.12
法国 CAC40	-2.63	-0.77	8.95
德国 DAX	-2.12	-0.94	10.58
日经 225	-3.37	1.71	24.17
恒生指数	-0.69	1.50	-8.72
沪深 300	0.81	-0.51	-3.43
上证综指	0.47	0.39	1.40
孟买 SENSEX30	-2.70	1.21	7.91
富时新加坡 STI	-2.31	1.42	-1.43
圣保罗 IBOVESPA 指数	-2.31	-0.13	9.06
美国 10 年期国债	-2.08	-0.32	-3.19
中国 10 年期国债	-0.21	-1.00	1.37
路透 CRB 商品指数	-1.25	4.38	2.97
伦敦金现	0.06	1.44	5.59
ICE WTI 原油	-0.01	11.70	10.58

资料来源：Wind，财信证券

今年以来，全球大类资产中，表现较为亮眼的为纳斯达克指数、日经 225、标普 500、德国 DAX 指数和 ICE WTI 原油，涨跌幅分别为 26.23%、24.17%、12.52%、10.58%和 10.58%。表现相对不佳的为恒生指数、沪深 300 和美国 10 年期国债期货，涨跌幅分别为-8.72%、-3.43%和-3.19%。

3 股票（A 股各大股指触底拉升，价值风格占优）

国内方面，市场在上半周急剧缩量调整后，周五在 AI 板块带动下快速反弹，A 股各大指数整体先弱后强。其中，上证 50、沪深 300 和创业板指表现相对靠前，周度涨跌幅分别 1.43%、0.81%和 0.53%；表现相对靠后的为科创 50、中证 1000 和中证 500，周度涨跌幅分别为-0.47%、-0.40%和-0.10%。

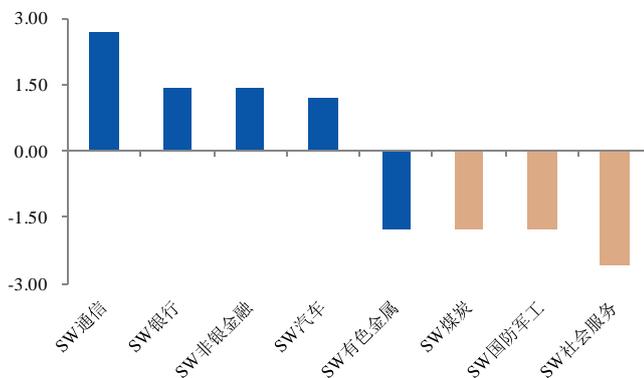
表 2：A 股指数

名称	周涨跌幅 (%)	年涨跌幅 (%)	上周五收盘价
上证指数	0.47	1.40	3132.43
深证成指	0.34	-7.60	10178.74
创业板指	0.53	-14.21	2013.34
中小综指	0.11	-5.30	10999.75
沪深 300	0.81	-3.43	3738.93
上证 50	1.43	-3.20	2550.98
中证 500	-0.10	-2.82	5698.82
中证 1000	-0.40	-3.61	6054.93
科创 50	-0.47	-8.02	882.88

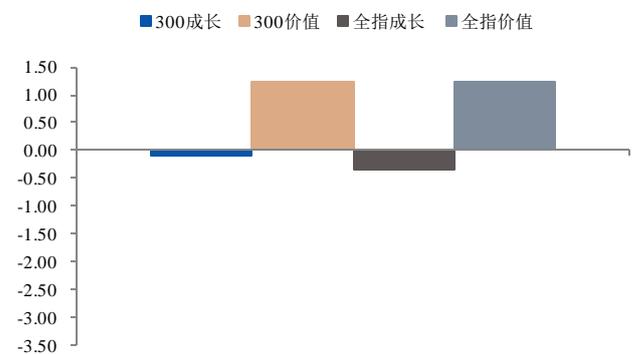
资料来源：iFind，财信证券

从规模来看，大盘指数表现优于小盘指数优于中盘指数，近一周涨跌幅分别 0.68%、0.56%和-0.59%；从风格来看，价值指数表现优于成长指数，300 价值和 300 成长近一周涨跌幅分别 1.23%和-0.33%。

从行业来看，上周申万一级行业涨跌参半，其中通信、大金融行业领涨。上周表现较好的为 SW 通信 2.68%、SW 银行 1.44%和 SW 非银金融 1.43%；跌幅排名前三分别是 SW 社会服务-2.58%、SW 国防军工-1.80%和 SW 煤炭-1.79%。

图 1：申万一级行业上周涨跌幅 (%)


资料来源：iFind，财信证券

图 2：成长、价值指数周度涨跌幅 (%)


资料来源：iFind，财信证券

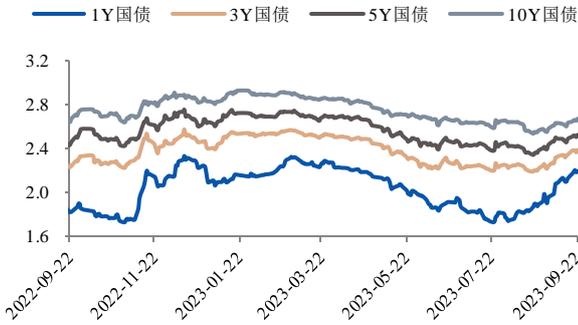
4 债券（债券收益率普遍上行，期限利差收敛）

长假临近，央行继续开展大额公开市场操作，市场流动性呈现紧平衡状态。从价格上看，上周货币市场利率有所下行，截至 9 月 22 日，R001 和 DR001 分别收于 1.79%和 1.69%。公开市场操作方面，截至 9 月 22 日，央行净投放短期流动性资金 5520 亿元。其中，逆回购到期 7040 亿元，投放 12560 亿元。

各期限的国债和国开债收益率普遍上行。截至 9 月 22 日，10 年期国债收益率上行 3.76bp 收于 2.67%，10 年期国开债收益率上行 3.75bp 至 2.75%。短端 1 年期国债利率上行 6.50bp 至 2.20%，1 年期国开债利率上行 4.58bp 至 2.28%。

利率债期限利差收敛，中美 10Y 国债利差小幅走扩。截至 9 月 22 日，10Y-1Y 国债利差收敛 2.74bp 至 47.99bp，10Y-1Y 国开债利差收敛 0.83p 至 46.12bp；中美利差收于-176.24BP，较上周走阔 7.24BP。

图 3：各期限国债到期收益率 (%)



资料来源：iFind，财信证券

图 4：各期限国开债到期收益率 (%)



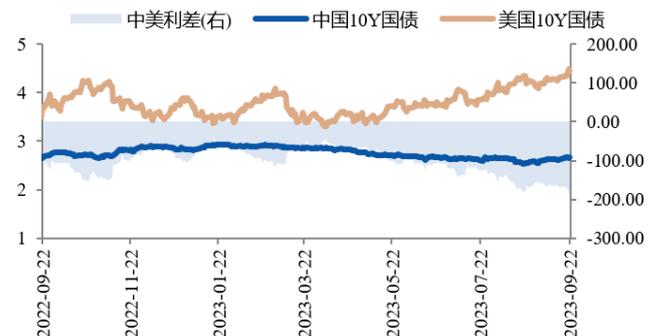
资料来源：iFind，财信证券

图 5：利率债期限利差收敛 (BP)



资料来源：iFind，财信证券

图 6：中美 10Y 国债利差 (%)



资料来源：iFind，财信证券

5 大宗商品（大宗商品涨跌互现，天然气领涨）

上周大宗商品涨跌互现，NYMEX 天然气表现亮眼，农产品继续承压。NYMEX 天然气、LME 铝和 DCE 焦煤领涨，涨跌幅分别为 9.2%、2.8%和 2.7%。上周俄罗斯对部分燃料出口意外颁布禁令，再次引发市场对俄罗斯方能源供给担忧，带动天然气价格大幅上涨。焦煤方面，近期安检力度加强导致供应端复产进度缓慢，叠加国内宏观经济数据边际好转，价格高位震荡。表现相对不佳的是 CBOT 小麦、CBOT 大豆和 LME 铜，涨跌幅分别为-4.1%、-3.4%和-2.5%。黄金方面，上周在美联储鹰派表态，欧元区 CPI 超预期回落、美国初请失业金人数继续回落等因素共振下，美债及美元指数继续上行，黄金价格震荡下跌。整体而言，我们认为由于美国经济韧性超预期，降息时点进一步后移，短期金价或仍将继续承压。

表 3：大宗商品走势情况 (%)

分类	名称	近一周收益	近一月收益	年初至今
----	----	-------	-------	------

贵金属	伦敦金现	0.1	1.4	5.6
	伦敦银现	2.3	0.7	-1.6
有色	LME 铜	-2.5	-2.0	-2.1
	LME 铝	2.8	3.4	-5.3
	LME 锌	1.4	9.6	-14.0
能源	ICE 布油	-1.6	10.0	7.6
	NYMEX 天然气	9.2	12.8	-35.5
	NYMEX WTI 原油	-0.5	13.4	12.5
黑色	SHFE 螺纹钢	-1.0	2.5	-7.5
	DCE 铁矿石	-0.2	10.6	1.9
	DCE 焦煤	2.7	27.4	-0.7
农产品	CBOT 大豆	-3.4	-3.8	-15.0
	CBOT 玉米	0.3	-0.4	-29.6
	CBOT 小麦	-4.1	-7.6	-26.8

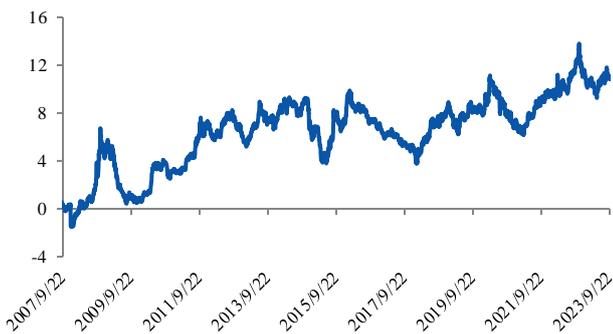
资料来源: Wind, 财信证券

6 高频数据跟踪 (AH 股溢价有所回落)

AH 股比价方面, 截至 9 月 22 日, 恒生沪深港通 AH 股溢价为 10.77%, 较上周有所回落, 高于 2006 年以来的中位数 6.68%, 处于±二倍标准差【-1.00%, 14.36%】区间。

股债比价方面, 截至 9 月 22 日, 万得全 A 风险溢价为 3.06%, 较上周有所回落, 且仍高于该指标上市以来的中位数 1.12%, 但处于±一倍标准差【-1.09%, 3.33%】区间; 标普 500 风险溢价指数为 1.59%, 低于该指标中上市以来的中位数 1.82%, 处于正负一倍标准差【0.76%, 2.88%】区间。

图 7: 恒生沪深港通 AH 股溢价 (%)



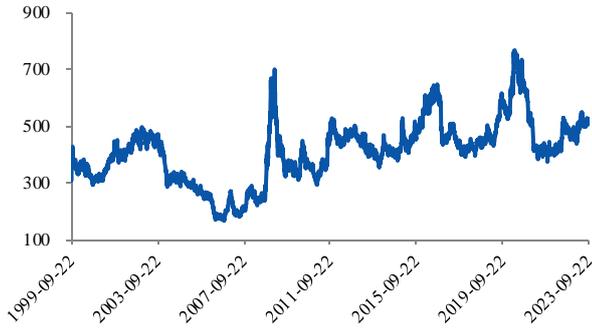
资料来源: Wind, 财信证券

图 8: 金银比



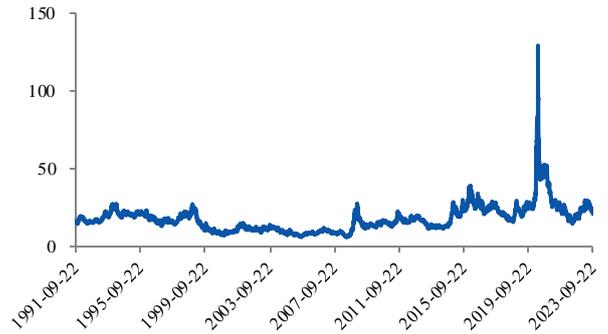
资料来源: Wind, 财信证券

图 9：金铜比



资料来源：Wind，财信证券

图 10：金油比



资料来源：Wind，财信证券

大宗商品比价方面，截至 9 月 22 日，金银比为 81.65，处于±一倍标准差【56.96，82.50】区间；金铜比为 526.50，较上周有所上升，处于±两倍标准差【203.38，633.06】区间，金油比为 21.53，较上周小幅上升，处于±一倍标准差【8.35，25.33】区间。

7 重点数据大事展望

7.1 国内 9 月 PMI 数据

9 月 30 日，国家统计局将公布 9 月 PMI 数据，稍早前统计局公布的数据显示，中国 8 月制造业 PMI 为 49.7，高于前值的 49.3。财新 PMI 数据将于 10 月 1 日公布。

新闻来源：财联社

7.2 美国 8 月 PCE 物价数据

9 月 29 日美国将公布 8 月 PCE 物价报告。鉴于能源价格持续飙升，整体 PCE 物价指数可能会升温，市场普遍预期 8 月 PCE 物价指数同比上涨 3.5%，较前值 3.3% 反弹。

新闻来源：财联社

7.3 日本公布经济措施纲要

日本首相岸田文雄近日在纽约出席联合国大会后的新闻发布会上表示，他将在本月初公布承诺的经济措施纲要，其中将包括应对通货膨胀和人口减少等问题的措施。

新闻来源：财联社

8 风险提示

政策落地不及预期、海外市场波动、宏观经济下行。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438