

大类资产每月观察

美尔雅期货大类资产月报 202310

研究员：蒲祖林

投资咨询证号：Z0017203

Email: puzl@mfc.com.cn





C 目 录

CONTENTS

1

主要观点

2

行情回顾

3

基本面分析

4

量化诊断



大类资产月评：美国利率阶段触顶，国内经济持续复苏



策略概述

- 1、受美国就业市场数据扰动和美联储9月鹰派议息指引的影响，美债利率突破新高后加速上行，长短端价差倒挂程度大幅缩窄，通胀预期未显著变化，长端实际利率大幅上行驱动风险资产价格纷纷下挫。短期美债利率和美元指数有超买回调的机会，风险资产价格有望利空出尽后超跌反弹。
- 2、国内各地房地产政策陆续宽松后地产消费、长假居民消费、制造业PMI等显著改善，经济处于阶段性见底回升的趋势之中。短期货币供需有所偏紧，供应相对偏紧，需求维持高位，资金价格持续反弹。地产新房和二手房销售持续改善，但仍未有超预期表现，密切跟踪持续性，制造业产能利用率内外需共振向好，信用脉冲指数指向10月实体经济有望加速复苏至年内高点。

● 投资要点

美联储鹰派议息推动美十债利率短期迅速上涨80bp至4.89%后，风险资产价格均已悉数大幅调整，令通胀保持韧性的能源价格也大幅回落，预计10月美国通胀有望边际回落，金融市场的恐慌情绪有望得以修复，美债利率预计阶段性见顶，市场风险偏好或得以改善。中期来看，随着高利率和深度倒挂收益率曲线的长时间冲击，海外宏观制造业需求下行给利率敏感部门企业盈利带来巨大压力；国内位于被动去库存周期末期，能否进入主动补库周期仍需观察，宽松货币传导至实体滞后效应开始体现，叠加政策密集出台兜底支撑，实体经济二次复苏持续推进，市场风险偏好有望逐步好转。10月大类资产配置方面建议回调做多风险资产（股票）反弹做空避险资产（国债）进行配置，权益风格预计周期表现占优；商品面临高位调整风险，建议中性偏空配置，关注空工业品和多农产品、多地产链条空外需的套利机会；利率整体偏震荡偏空，建议反弹空十债、五债或多二债、五债和空十债、三十债套利，美国实际利率高位回落驱动贵金属反弹，建议急跌做多黄金和白银。

- **风险提示** 美国通胀扰动、国内实体经济恢复不及预期、国内稳增长政策落实低于预期、中美冲突、俄乌地缘冲突

策略建议

大类资产	品种	策略观点	核心逻辑
权益	上证50/沪深300	偏多	美联储鹰派议息推动美十债利率短期迅速上涨80bp至4.89%后，风险资产价格均已悉数大幅调整，令通胀保持韧性的能源价格也大幅回落，预计10月美国通胀有望边际回落，美债利率预计阶段性见顶，市场风险偏好或得以改善，外资风险溢价指数处于中性偏高水平，国内股市配置价值一般。国内地产高频销售持续改善，制造业产能利用率持续反弹，信用脉冲指数指向10月经济加速复苏，叠加地产全面宽松、长假消费表现亮眼，权益类资产价格预计整体偏多， 可配置股指期货IF、IH多单，风格方向周期占优。
	中证1000/中证500	震荡偏多	
	成长	震荡偏多	
	周期	偏多	
债券	10债到期收益率	震荡偏多	国内地产高频销售持续改善，制造业产能利用率持续反弹，信用脉冲指数指向10月经济加速复苏，短期货币供给中性，债务融资需求强劲，地产政策全面宽松、长假消费表现亮眼，宽信用预计持续演绎，预计债市高位震荡偏空， 可择机高位进行国债期货十债空单配置，或多二空十套利配置。
	10-2Y价差	震荡偏多	
	美10债到期收益率	震荡调整	
商品	南华工业品	偏空	国内地产高频销售持续改善，制造业产能利用率持续反弹，制造业位于被动去库存周期末期，9月PMI确认这一逻辑，能否进入主动补库周期面临不确定性，地产政策全面宽松，考虑到商品市场开始交易远期预期，叠加外需持续承压， 预计大宗商品价格在当前位置震荡偏空，建议反弹空外需工业品，回调多地产链条，或多农产品空工业品进行配置。
	南华农产品	震荡反弹	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	震荡反弹	美联储鹰派议息推动美十债利率短期迅速上涨80bp至4.89%后，贵金属价格均已大幅调整，令通胀保持韧性的能源价格也大幅回落，预计10月美国通胀有望边际回落，美债利率预计阶段性见顶，给贵金属带来短期利多驱动，中期维持高位宽幅震荡观点，建议 急跌做多白银、黄金 。国内经济二次复苏缓慢推进，美元兑人民币短期预计震荡。
	美元指数	震荡调整	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾

➤ 过去一月大类资产表现：原油领涨，港股领跌

原油>美元指数>大宗商品>国内债券>国内股市>美债>黄金>欧美股市>港股

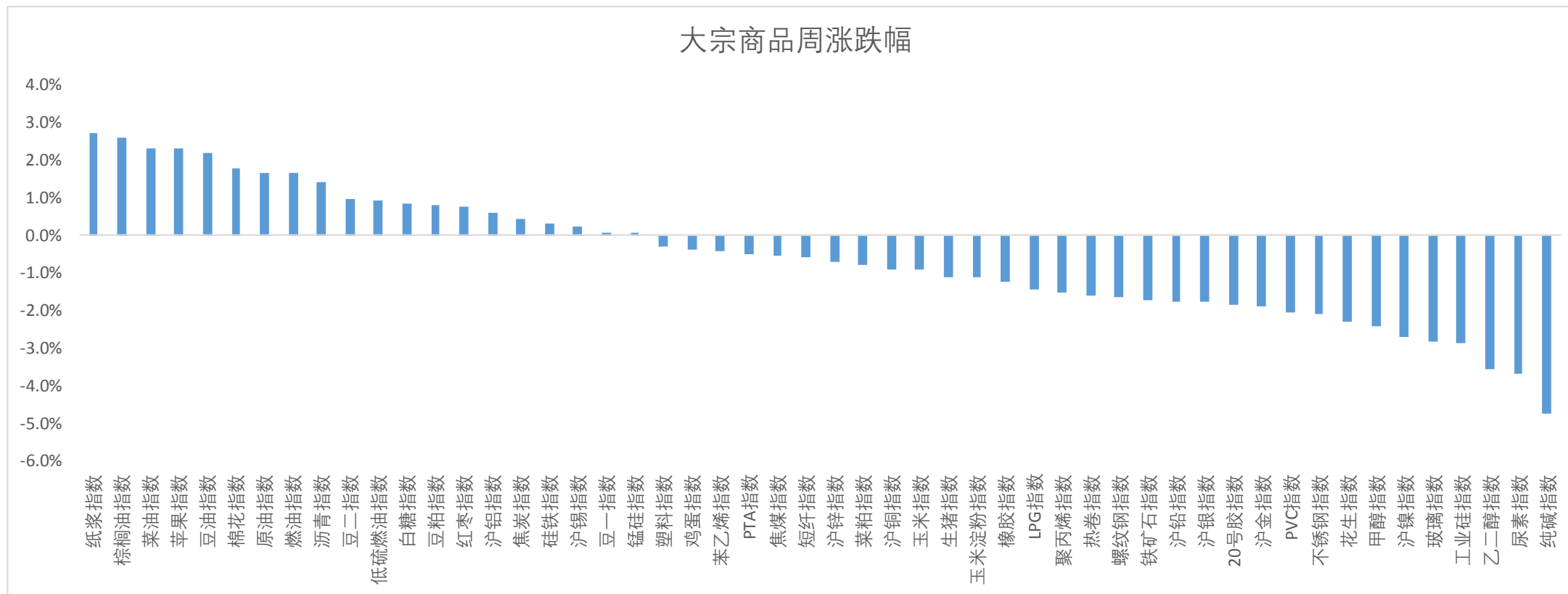
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	-0.30%	恒生中国企业	-5.40%	南华商品	-0.85%	十债收益率(%)	↑ 0.1187
深证成指	-2.96%	恒生指数	-5.49%	南华能化	-0.42%	二债收益率(%)	↑ 0.1023
创业板指	-4.69%	恒生科技指数	-9.95%	南华黑色	-3.11%	期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0164
上证50	-0.13%	富时新兴市场指数	-2.70%	南华有色金属	-5.40%	DR007(%)	↓ -0.0182
沪深300	-2.01%	富时欧洲	-1.97%	螺纹钢	-0.62%	美国十债收益率(%)	↑ 0.4700
科创50	-5.81%	标普500	-4.61%	生猪	-1.81%	美国二债收益率(%)	↑ 0.1400
中证1000	-0.42%	纳斯达克综指	-3.04%	WTI原油	11.24%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.3300
中证500	-0.85%	道琼斯工业平均	-5.94%	路透CRB商品指数	2.10%	德国十债收益率(%)	↑ 0.3800
周期(风格.中信)	0.81%	德国DAX	-3.91%	COMEX铜	-3.33%	COMEX黄金	↓ -4.50%
成长(风格.中信)	-3.11%	日经225	-2.29%	CBOT大豆	-6.08%	美元指数	↓ 2.97%

数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：纸浆领涨，纯碱领跌

纸浆>棕榈油>菜油>苹果>.....玻璃>工业硅>乙二醇>尿素>纯碱

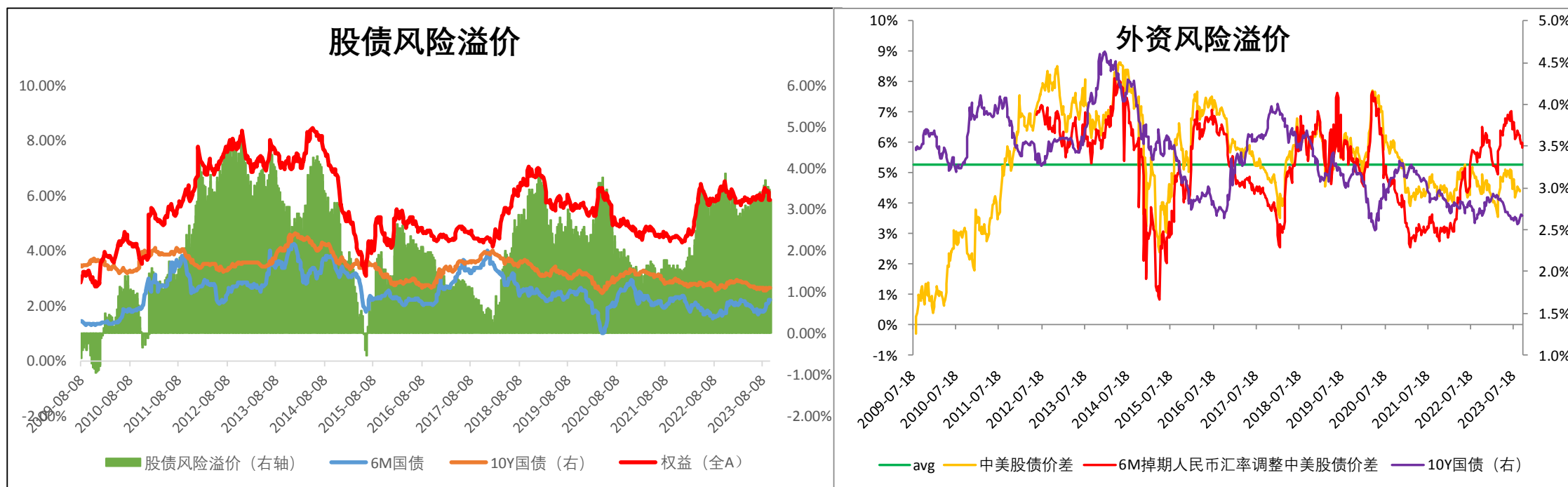


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

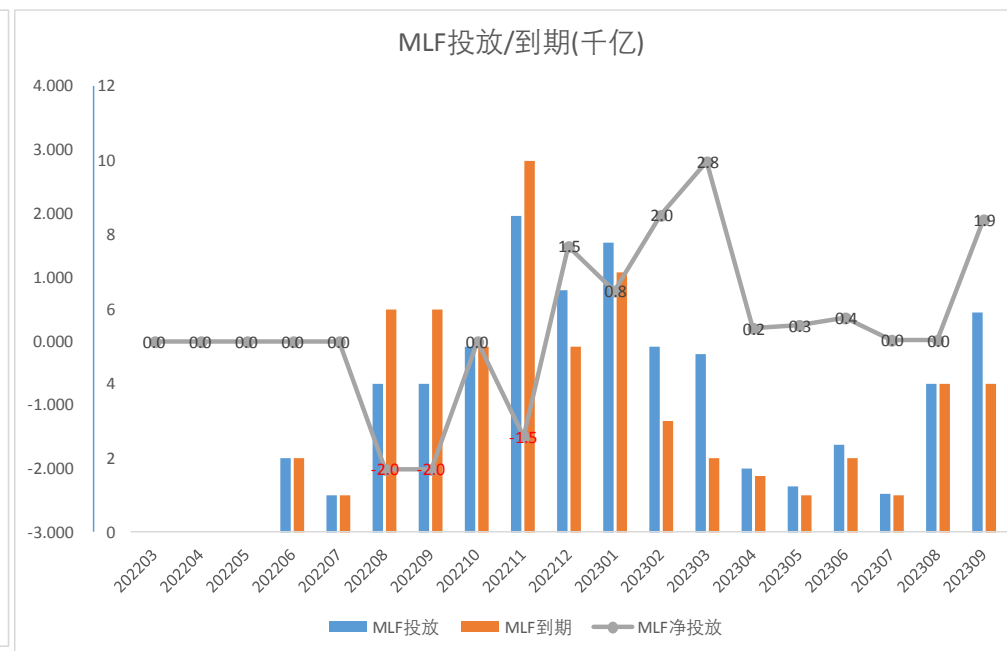
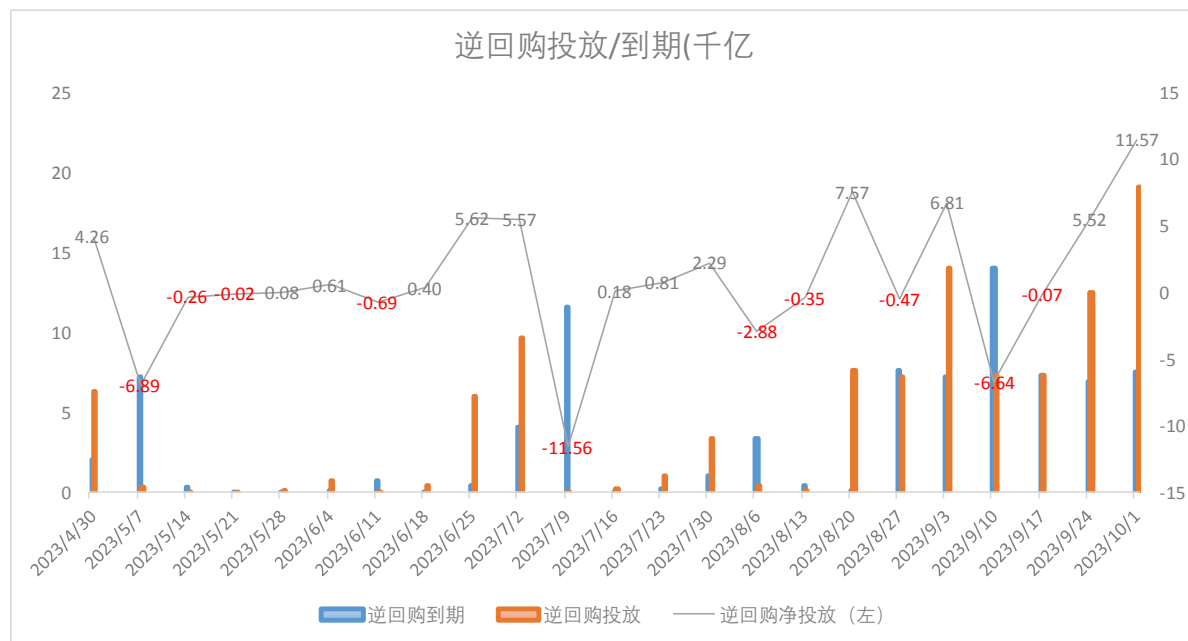
过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.21%**，较上周回落**0.28%**，位于**75.6%**分位点，外资风险溢价指数录得**5.85%**，较上周回落**0.11%**，位于**57.6%**分位点，外资吸引力持续回落。



货币供需分析——货币供应

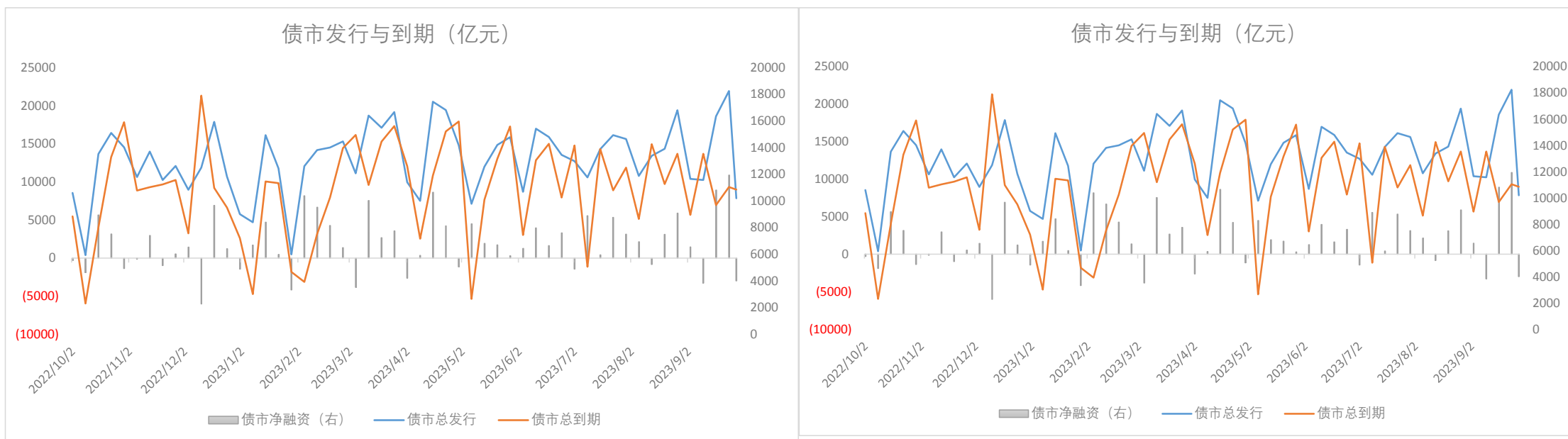
上周央行OMO逆回购到期7660亿元，逆回购投放19230亿元，货币净投放11570亿元，货币供给季末维持宽松。同时，MLF在9月份投放5910亿，到期4000亿，持续超额续作，净投放1910亿，总体9月货币供应维持中性偏宽松态势。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

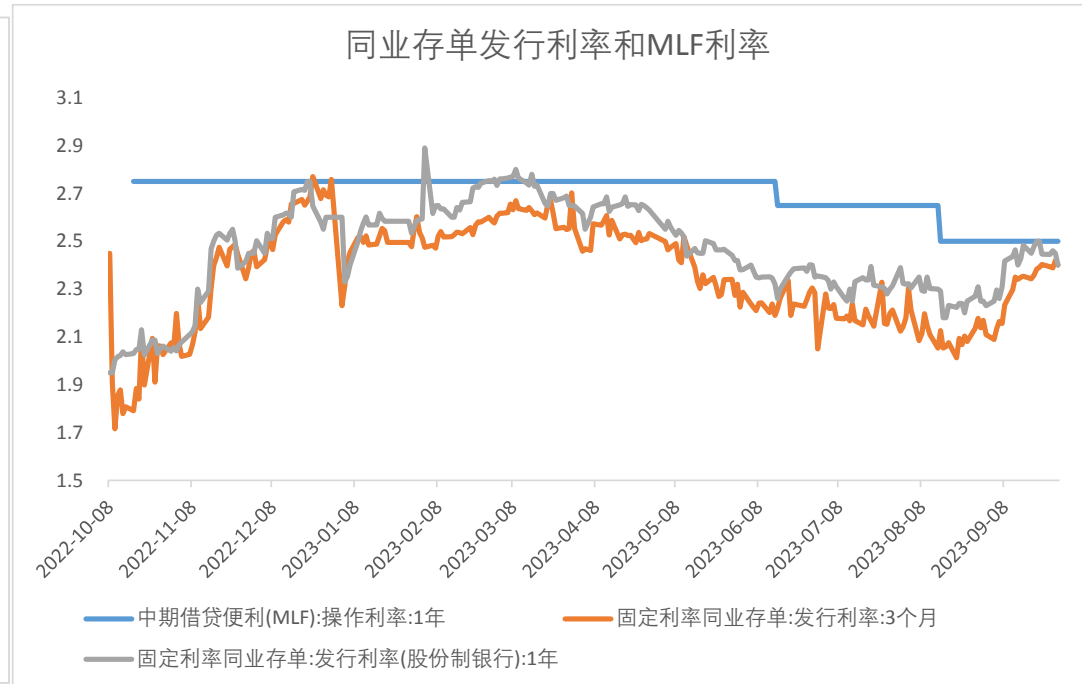
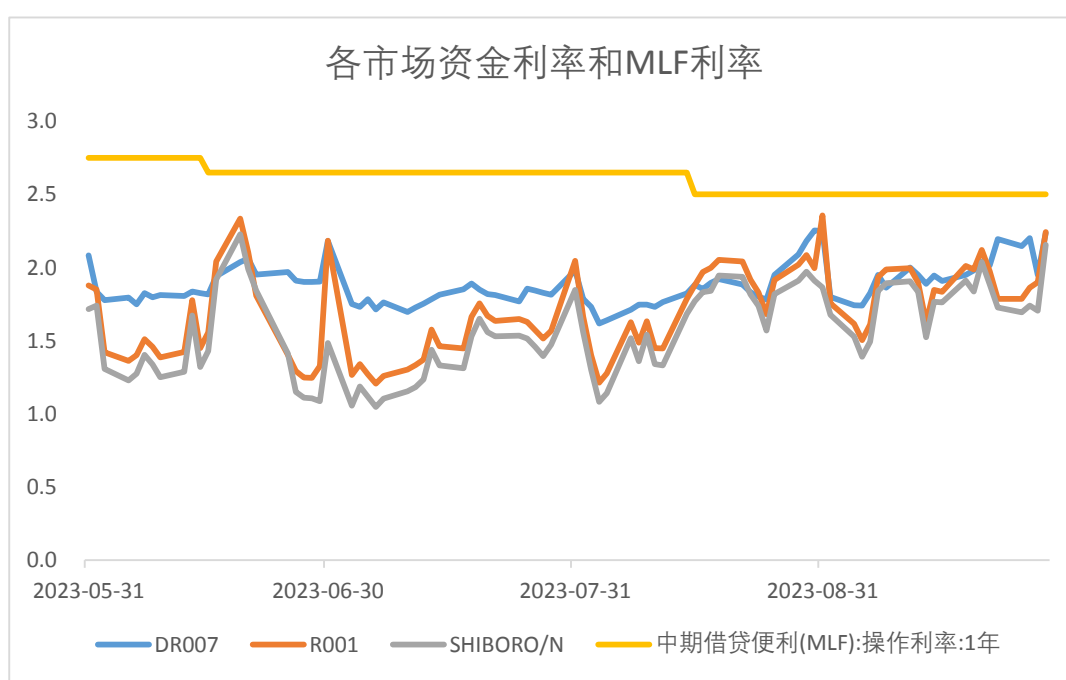
上周国债发行0亿，到期0亿，货币净需求0亿；地方债发行2029亿，到期1955.5亿，货币净需求73.5亿；其他债发行5816.8亿，到期8893.7亿，货币净供应3076.9亿；债市总发行7845.8亿，总到期10849.2亿，货币净供应3033.5亿，货币供需季末效应宽松，整体资金供给为主。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

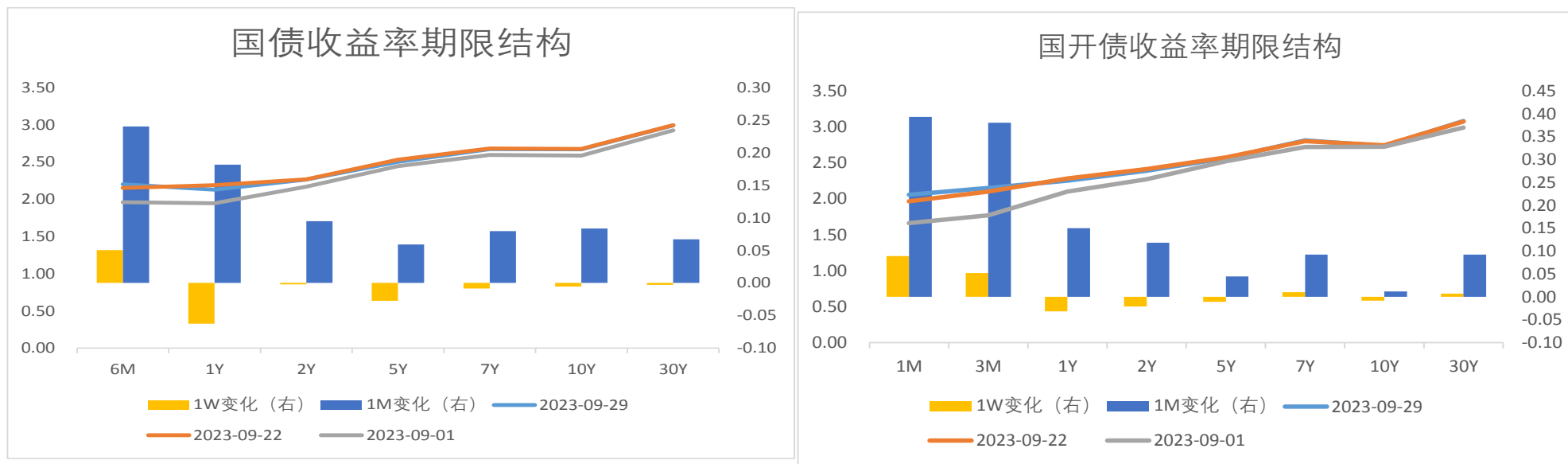
上周市场资金价格全面反弹，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化22.1bp、26.8bp、27.1bp至2.24%、2.24%、2.16%。同业存单发行利率回落0.3bp，股份制银行发行的CD利率回落4.6bp至2.4%，触及MLF 1年期利率水平（2.5%）后持续回落，实体真实总量需求边际减弱。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

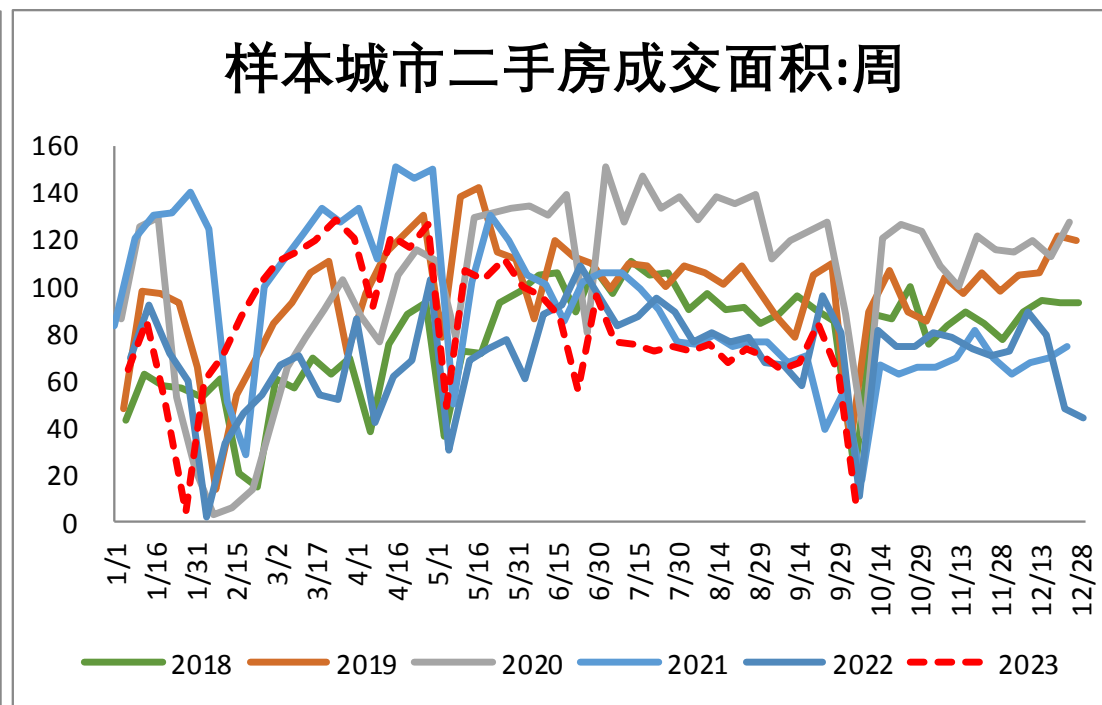
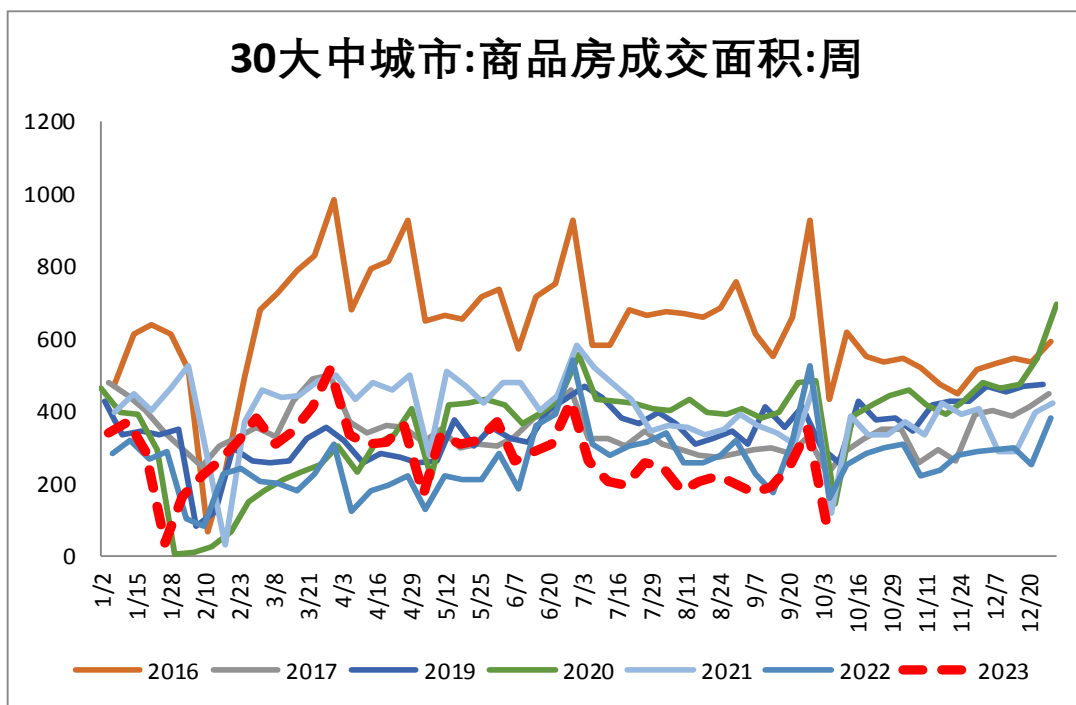
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周回落0.6bp，5年期国债收益率回落2.7bp，2年期国债收益率回落0.2bp；10年期国开债收益率较前一周回落0.8bp，5年期国开债收益率回落1.1bp，2年期国开债收益率回落2.1bp，整体来看，上周收益率期限结构整体大幅走陡，受季末超额货币投放驱动短端利率回落幅度较大，国债和国开债之间的信用利差变化不大。



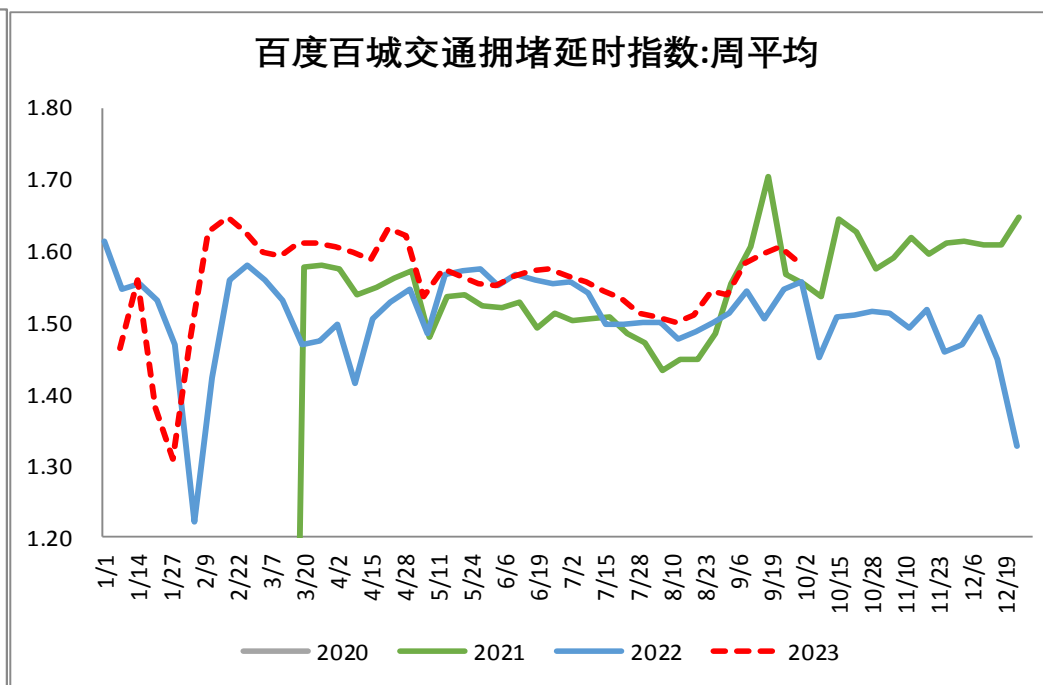
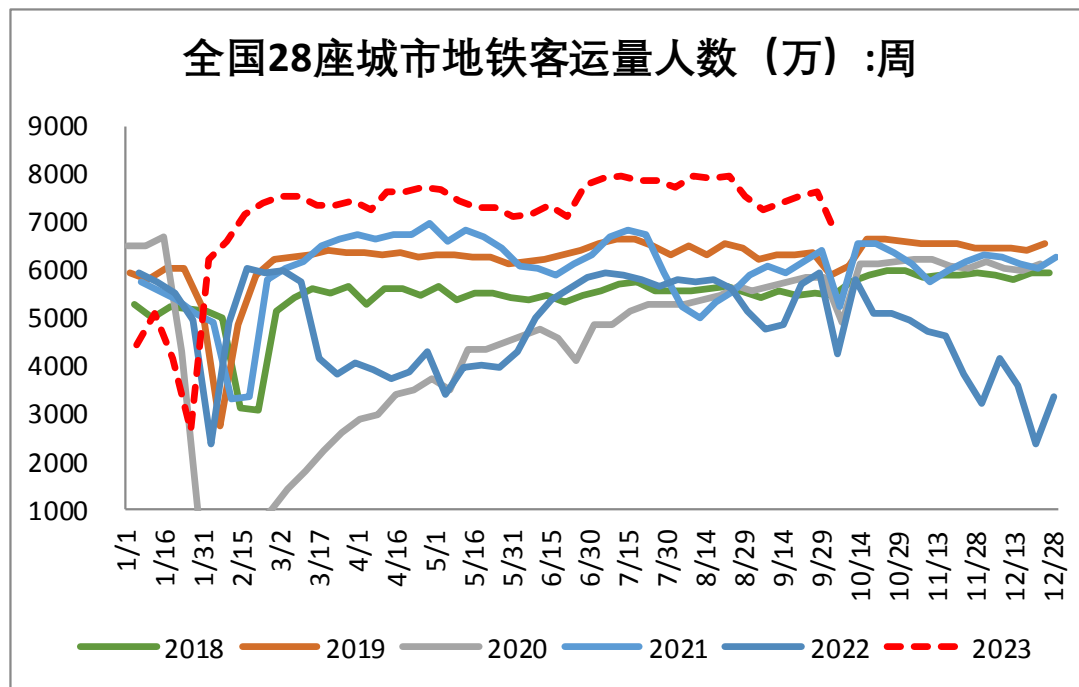
实体经济分析——地产需求

截止9月28日数据，30大中城市商品房周成交面积为348.5万平方米，环比上周250.8万平方米季节性反弹38.9%，与疫情前的2019年同期相比下滑15.1%，位于近7年低位，趋势环比大幅改善；二手房销售走弱，较上周减少24.9%，9月地产高频销售走势新房和二手房大幅改善，并且扭转此前加速下滑的趋势，系各地相继放开限购后支撑刚需和改善性需求，10月第一周长假期间再度超预期下滑。



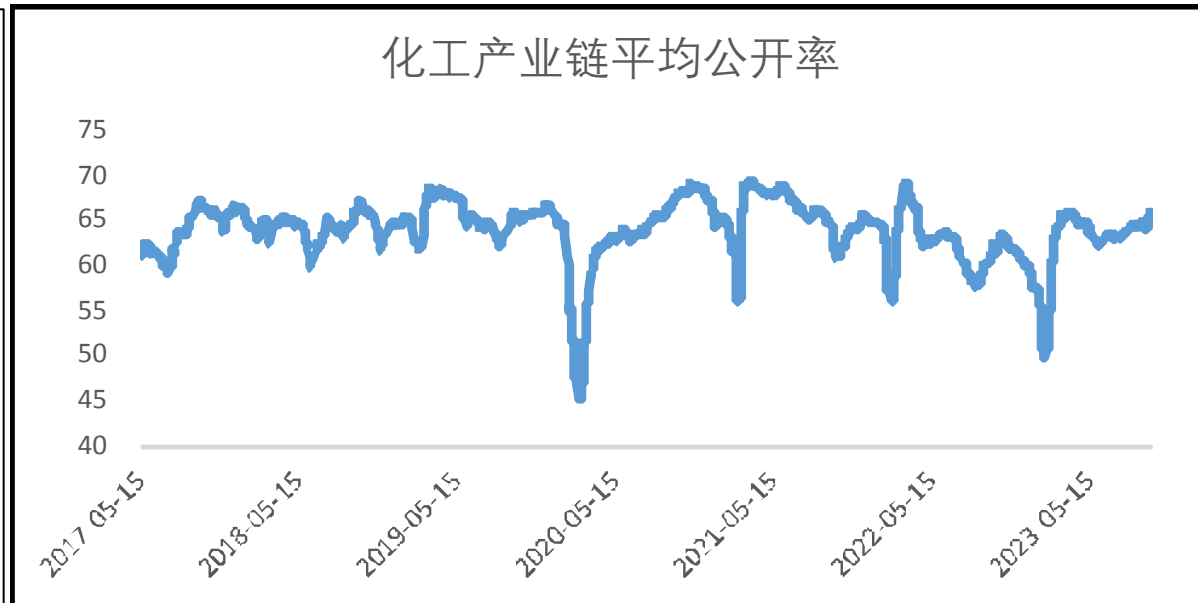
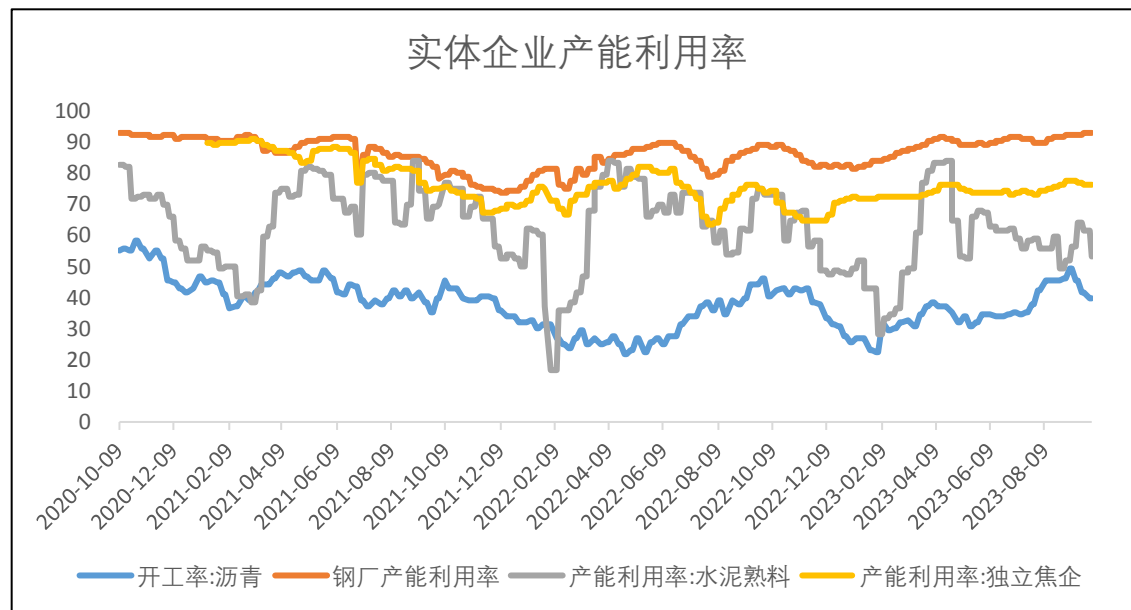
实体经济分析——服务业活动

截止9月29日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7636.5万人次，较去年同期增28.6%，较2021年同期增长19.5%，服务业经济活动维持高位，周度环比季节性走强。百城交通拥堵延时指数较上周持续季节性反弹，位于近三年高位水平，综合来看，服务业经济活动脉冲复苏减弱，趋于自然增长水平，周度变化不显著，国庆长假第一周人流量季节性小幅下滑。



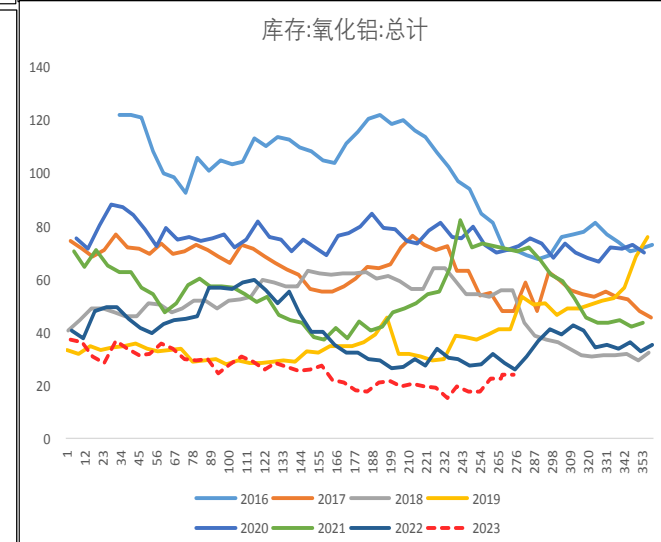
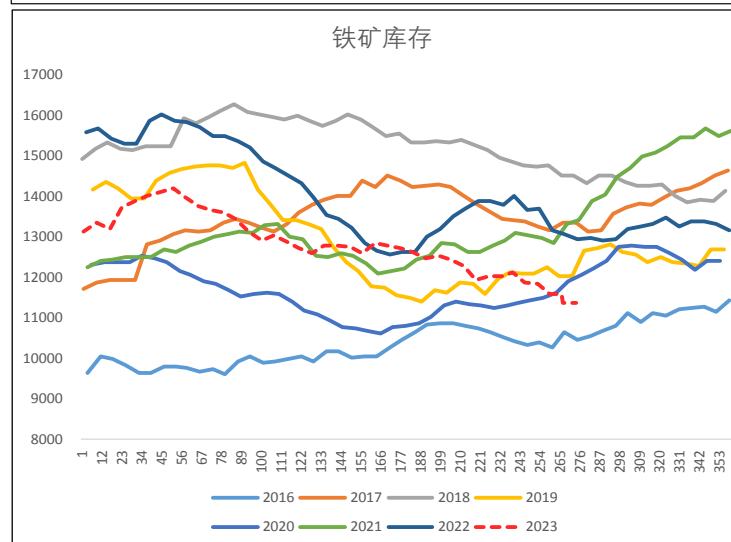
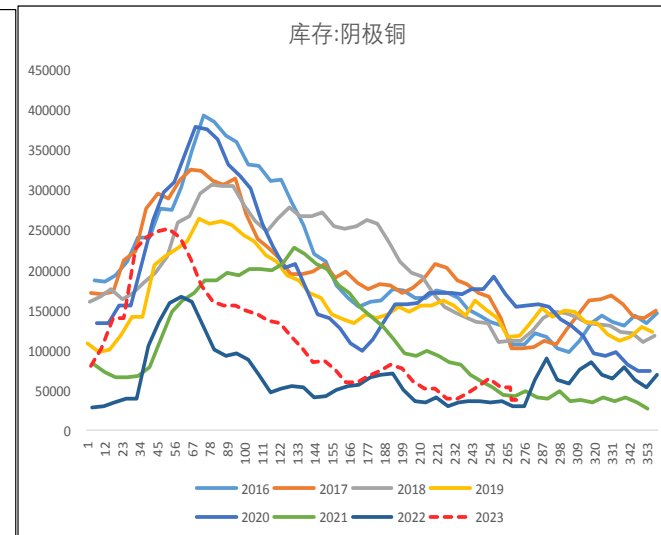
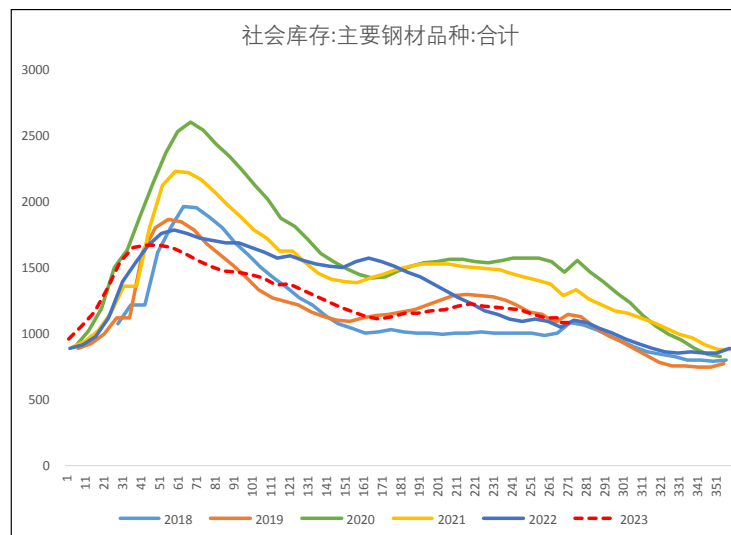
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率持续回落，钢厂产能利用率反弹0.05%，沥青产能利用率持续回调1.6%，水泥熟料企业产能利用率大幅回落8.1%，焦企产能利用率小幅回落0.37%，地产基建相关制造业产能利用率走势全面回落，或与长假效应有关，外需相关的化工产业链平均开工率较上周反弹0.69%，处于持续上升趋势之中，综合来看，制造业内需边际走弱，外需持续改善。



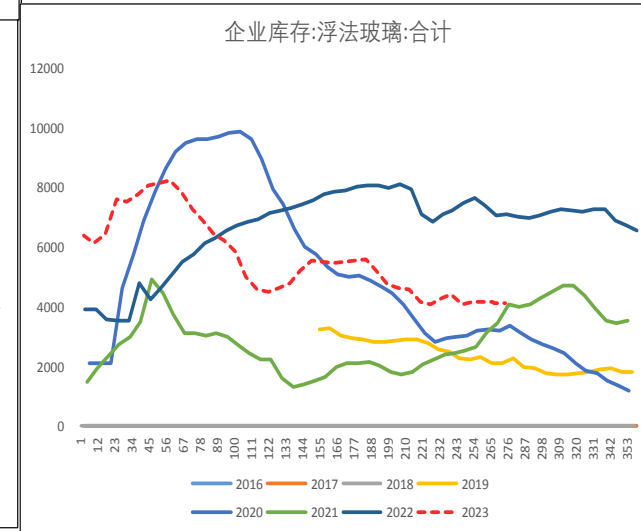
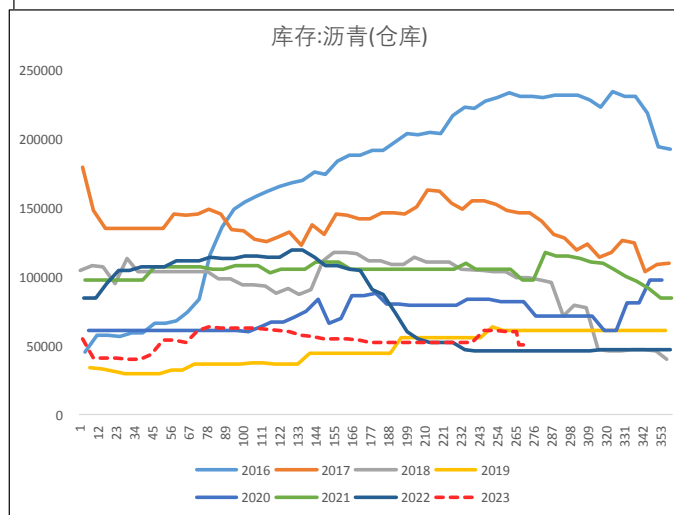
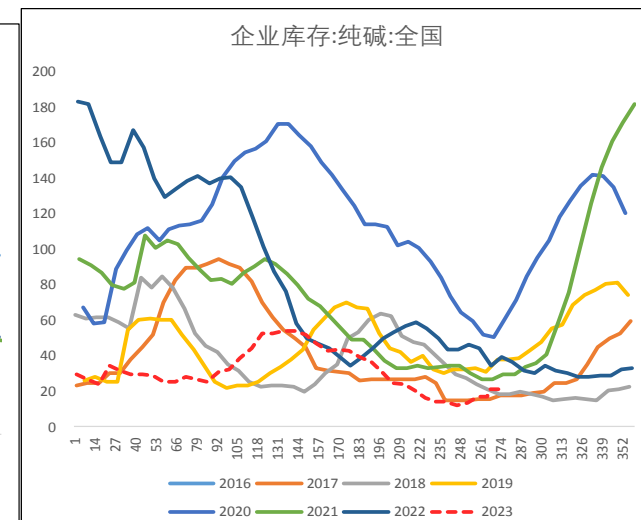
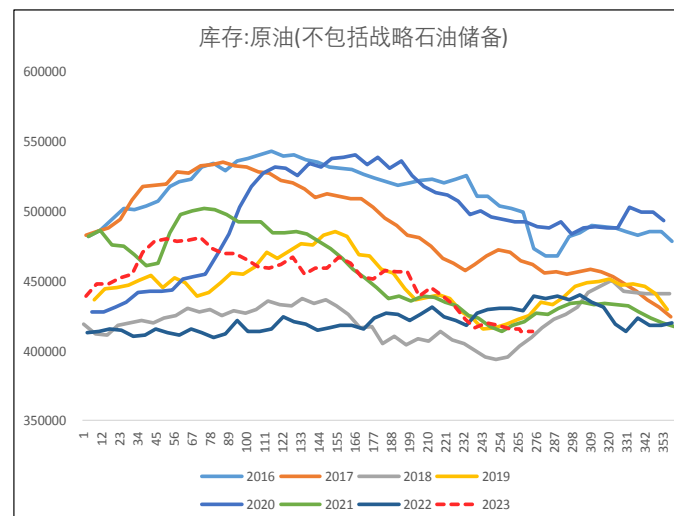
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材、铜、铝进入季节性降库周期，铁矿维持累库周期。
- ✓ 钢材小幅降库，降库速度缓慢，铜库存再次下降，位于2021年水平。
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存进一步下降，位于近五年低位。
- ✓ 氧化铝的库存处于近6年以来低位水平，上周库存小幅反弹。



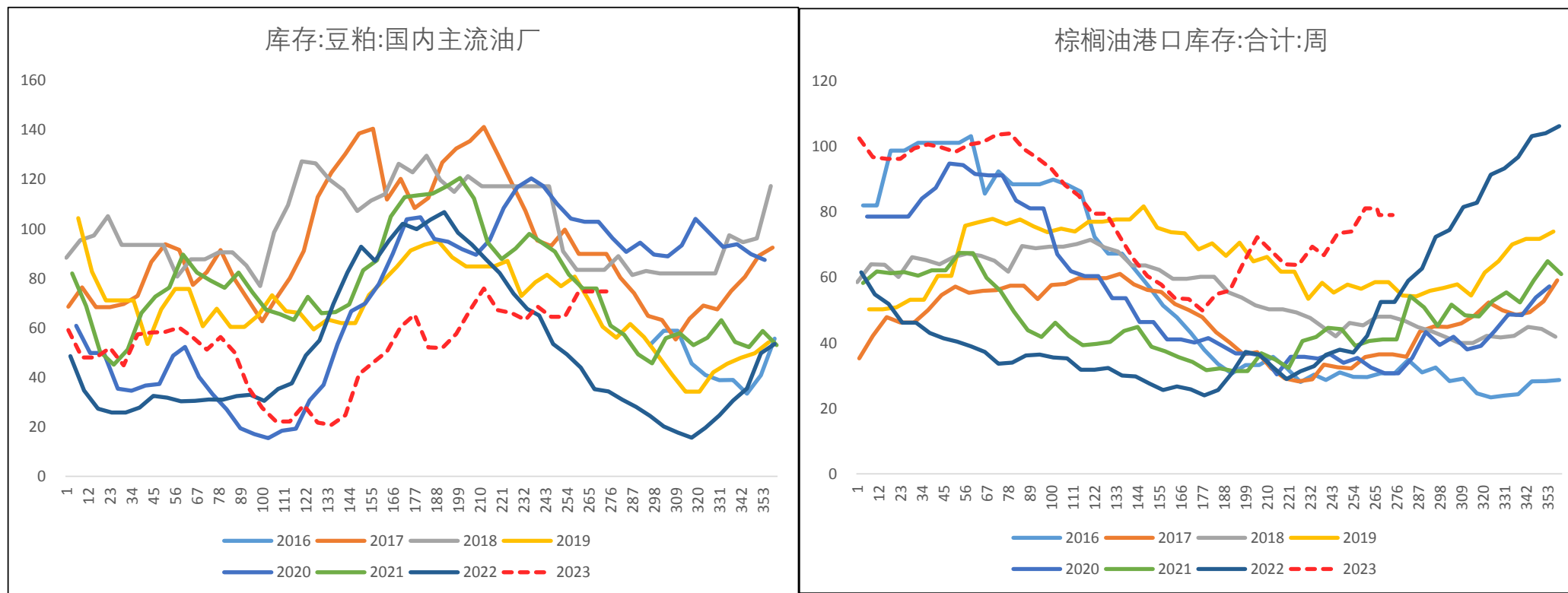
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存降至偏低水平附近，上周库存持续下降，触及**2018**年低位。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存小幅回落，位于**2019**年水平
- ✓ 纯碱未来**1-2**个月进入季节性累库周期，上周库存小幅反弹，位于**2018**年低位，驱动纯碱价格震荡调整。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存小幅下降，纯碱价格下行带动玻璃价格调整。



大宗商品分析——农产品库存

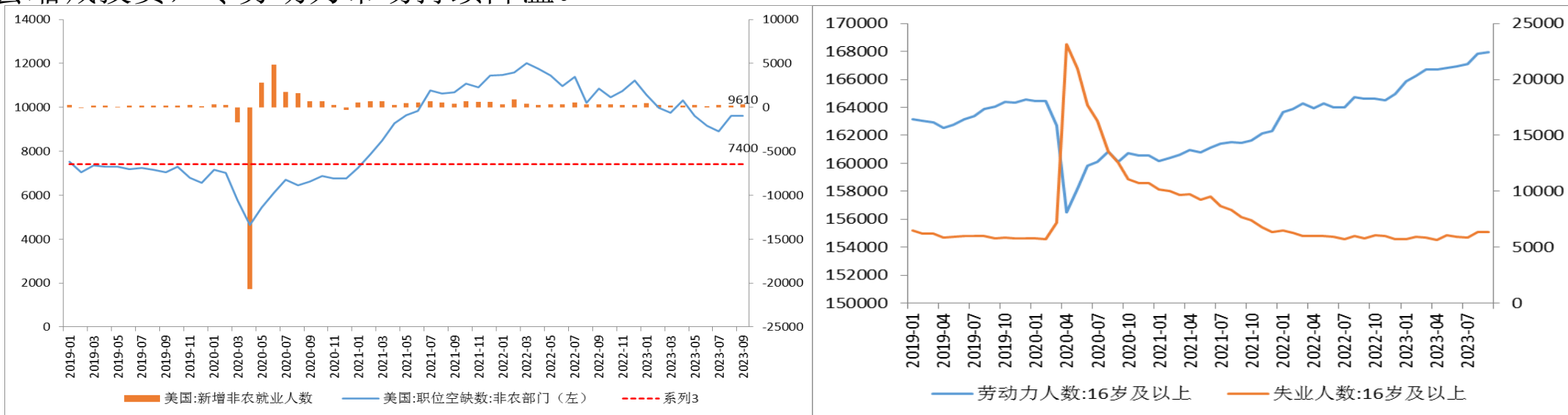
豆粕上周库存持平，位于中性水平，未来1-2月开始季节性降库存周期，油脂库存季节性增加，上周库存小幅回落，位于2016年以来高位，关注油脂价格持续调整风险，豆粕价格预计高位震荡为主。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

美国9月劳工数据扰动市场情绪，新增非农就业人数33.6万，高于市场预期值17万和前值22.7万，而此前小非农ADP就业人数录得8.9万，大幅低于市场预期值15万和前值18万，数据之间持续存在背离现象。其中，劳动力人数增加9万，再创历史新高，薪资增速较上月下滑0.1%至4.2%，连续两个月下降。此外，8月职位空缺数大幅增加69万，劳动力供需缺口连续三个月缩窄后首次扩大。总体来看，我们认为美国劳动力市场仍有韧性，工人罢工事件导致数据剧烈波动，驱动美债利率在恐慌情绪下加速攀升，中期来看，企业部门低息到期后的高利率融资冲击下，势必会缩减投资，令劳动力市场持续降温。

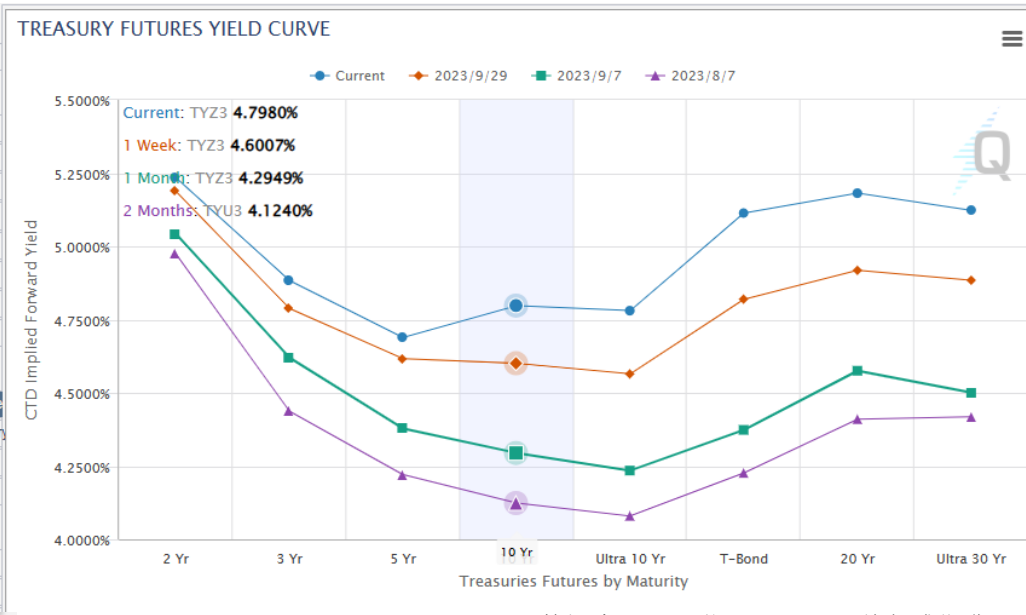


数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

在美债利率恐慌式上涨的背景下，市场对美联储利率路径的预期并未发生显著变化，根据CME的FedWatch工具显示，年内再加息一次的概率与一周前相比未显著变化，仍然维持小概率预期，并且市场预期美联储的高利率将长时间维持，直至明年6月后才开始降息。美国国债期货市场隐含的收益率曲线图显示一致，短端利率抬升有限，但长端利率大幅抬升，收益率曲线倒挂程度显著收窄，2年期国债收益率从上周5.19%反弹至5.24%，十年期国债收益率从4.6%反弹至4.8%，表明市场对于长期通胀的韧性开始定价。

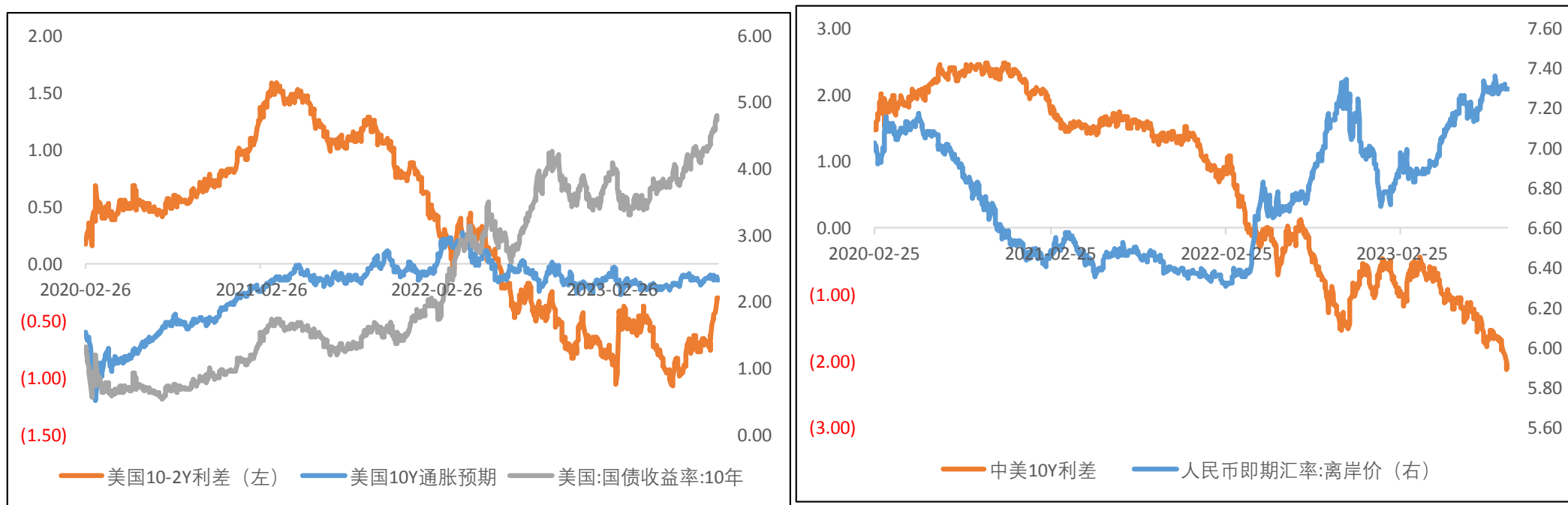
MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.9%	27.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.6%	36.7%	5.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	56.7%	35.5%	5.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.2%	52.5%	29.5%	4.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	27.3%	44.2%	20.4%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	14.9%	34.8%	33.7%	12.6%	1.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.1%	25.6%	34.2%	22.4%	6.7%	0.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.2%	12.0%	24.4%	29.0%	20.6%	8.5%	1.8%	0.2%
2024/12/18	0.2%	2.1%	8.7%	19.7%	27.2%	23.8%	13.1%	4.3%	0.8%	0.1%



数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

截至10月6日，美国十债利率反弹34bp至4.78%，创出2007年以来新高，通胀预期回落6bp，实际利率反弹40bp至2.47%，驱动风险资产价格大幅调整。美债10-2Y价差倒挂程度上周大幅缩窄36bp在-30bp。中美利差倒挂程度进一步加深34.6bp至-211bp，人民币小幅贬值，离岸人民币贬值0.13%。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

量化诊断——权益

根据季节性规律分析，6月份开始经济处于全年由弱转强阶段，量化模型诊断股市10月将开启季节性上涨行情，上周市场震荡筑底，下周关注回调中线做多机会。风格方面，在利率震荡反弹的背景下，整体风格预计周期占优。



量化诊断——大宗商品

根据季节性规律分析，大宗商品工业品8-9月高位震荡两个月后有望进入10-11月下行周期，农产品将步入季节性反弹阶段，预计整体维持震荡分化。下周市场预计工业品在假期外盘带动下大幅低开，关注反弹持续做空的机会，农产品关注低开后做多机会，短期预计震荡筑底。



量化诊断——利率

根据季节性规律分析，利率8-9月震荡反弹后，10月利率将短期震荡回落，10-2Y利差将季节性上涨，收益率曲线进一步陡峭化。随着三季度末资金变得宽松和经济加速复苏，短端利率下行概率较大，长端仍面临宽信用带来的上行风险，关注回调积极做多10-2Y价差、反弹做空十债和三十债、回调做多二债和五债的机会



数据来源：iFind，美尔雅期货

量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，代表全市场概况的深圳成指数跌破2022年上海疫情时期的低点后再次收回，面临三重底支撑，**量化模型信号上周维持看多**，短期预计筑底反弹，关注回调做多机会；**十债加权指数周线级别信号维持看空**，短期十债在国内地产脉冲效应走弱的情况下，有望小幅反弹，整体判断国债为中期震荡偏空，建议反弹做空。



量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，文华商品指数上周**周线级别信号维持看空**，在美联储鹰派加息背景下，工业品节后预计大幅跳空低开，关注反弹做空机会；COMEX黄金加权指数上周**周线级别信号维持看空**，在美国实际利率持续反弹的背景下贵金属大幅调整，短期有望超跌反弹，关注反弹1880-1910区间继续做空，急跌至1750-1800区间布局长线做多机会。



数据来源：iFind，美尔雅期货

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为美尔雅期货研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



谢谢观看