

类别

宏观市场月报

日期

2023年10月10日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwenxin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongbin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)

021-60635568

wangtianle@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F03107564



中国经济增长动能呈现企稳迹象

近期研究报告

《宏观专题-美国经济在软着陆之前需经历小型滞涨》2023. 8. 17

《宏观专题-美国扩张财政与紧缩货币的正反馈循环》2023. 7. 24

《宏观专题-站在紧缩十字路口的美联储该何去何从》2023. 6. 15

《贵金属专题-本轮黄金牛市的驱动力与运行特征》2023. 5. 22

《宏观专题-美国债务违约风险再次浮现》2023. 5. 12

《宏观专题-美国银行业危机短期缓解但隐患继续累积》2023. 4. 28

观点摘要

- 疫后经济重新开放以及疫情阻碍因素消除之后，2023 年一季度中国经济超预期恢复；但二季度起国际地缘政治风险和中美博弈白热化、国内房地产市场疲弱和债务压力等中长期负面因素逐步浮现，中国经济增长动能开始减弱，尤其是民间部门支出意愿持续低迷。6 月份起决策层陆续推出新一轮经济刺激措施，包括降息降准、刺激房地产消费、提振居民消费意愿和民企投资信心、改善市场投资环境、处理地方政府债务风险等。高频数据显示中国经济悲观情绪得到一定程度的缓和，经济增长动能有低位回升迹象，但中长期负面因素仍将继续施加压力，意味着经济刺激措施对于稳增长仍有必要。
- 中国经济增长动能在新一轮经济刺激措施支持下呈现企稳回升迹象，国内股市和大宗商品因此获得支撑，但中长期结构性因素抑制下中国经济也难有显著回升；经济与通胀韧性使得美联储有底气在更长时间内保持政策利率在更高水平以尽可能抑制通胀风险，美联储政策利率 Higher for Longer 以及经济动能减弱对美股的压力也将传递到其他股市。预计 10 月份中国股市底部震荡提防美股调整的情绪传染效应，中国商品冲高回落关注上游成本推升与下游接受度之间的分歧，中国国债在配置需求显现之前或需经历一场小型抛售，其引发因素包括经济增长动能回升和通缩风险减退。建议继续超配原油、标配债券和黄金而低配股票和货币。

目录

一、2023 年迄今宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 中国经济增长动能初步企稳	- 4 -
2.2 美国经济经历小型滞涨	- 7 -
2.3 美联储政策利率路径预期上移	- 11 -
三、资产市场分析	- 13 -
四、中期资产配置	- 16 -

一、2023 年迄今宏观市场回顾

疫后经济重新开放以及疫情阻碍因素消除之后，2023 年一季度中国经济超预期恢复；但二季度起国际地缘政治风险和中美博弈白热化、国内房地产市场疲弱和债务压力等中长期负面因素逐步浮现，中国经济增长动能开始减弱，尤其是民间部门支出意愿持续低迷。6 月份起决策层陆续推出新一轮经济刺激措施，包括降息降准、刺激房地产消费、提振居民消费意愿和民企投资信心、改善市场环境、处理地方政府债务风险等。高频数据显示中国经济悲观情绪得到一定程度的缓和，经济增长动能有低位回升迹象，但中长期负面因素仍将继续施加压力，意味着经济刺激措施对于稳增长仍有必要。

2022 年 10 月份至 2023 年上半年美国通胀压力在基数效应、美联储紧缩、乌克兰危机冲击缓和等因素影响下持续减轻，美联储加息步伐也持续放缓甚至一度释放出大量短期流动性应对银行业危机，通胀压力的减轻以及货币金融条件的改善使得美国经济就业在美联储紧缩背景下呈现出较强韧性。但经济就业韧性以及大宗商品供应受限也使得 7 月份以来融资利率与通胀压力同步走高，美联储政策利率路径预期因此持续上移，并在 9 月份因融资利率的突破上行而重新施压美国股市，美国实体经济与金融市场同样受到汽车行业工人联合会罢工以及美国政府关门停摆等短期事件的影响。

二、宏观环境评述

2.1 中国经济增长动能初步企稳

9 月份中国官方制造业 PMI 环比回升 0.5 个百分点至 50.2%，为连续四个月回升且为 4 月份以来首次位于荣枯分界线上；服务业 PMI 环比回升 0.4 个百分点，为 4 月份以来首次环比回升；综合 PMI 环比回升 0.7 个百分点至 52%，因建筑业 PMI 回升幅度更大。总体上看在 6 月份以来新一轮经济刺激措施的支持下，中国经济增长动能有企稳回升迹象但力度仍然偏弱，调查结果显示本月反映行业竞争加剧、原材料成本高和资金紧张的制造业企业占比均比上月有所上升。我们判断在中长期制约因素与短期刺激政策的共同影响下，中国经济继续处于弱复苏格局，经济增长动能震荡回升但难有优越表现，后续观察房地产市场、地方债务问题以及中美地缘政治风险的处理进展。

9 月份制造业 PMI 具有如下特点：1、产需两端继续改善，生产指数和新订单指数分别为 52.7%和 50.5%，比上月上升 0.8 和 0.3 个百分点；企业加大采购力度，采购量指数为 50.7%，比上月上升 0.2 个百分点，连续两个月保持扩张；2、价格

指数连续回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 59.4%和 53.5%，比上月上升 2.9 和 1.5 个百分点，均为年内高点；3、预期指数保持稳定，生产经营活动预期指数为 55.5%，与上月基本持平，持续位于较高景气区间，企业对市场预期总体保持乐观。服务业方面，水上运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量增长较快。

图1：中国官方PMI

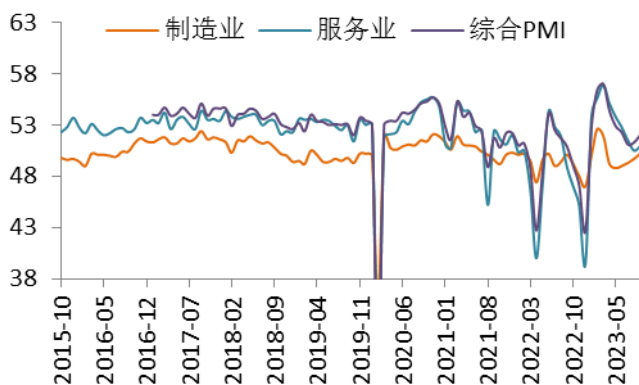
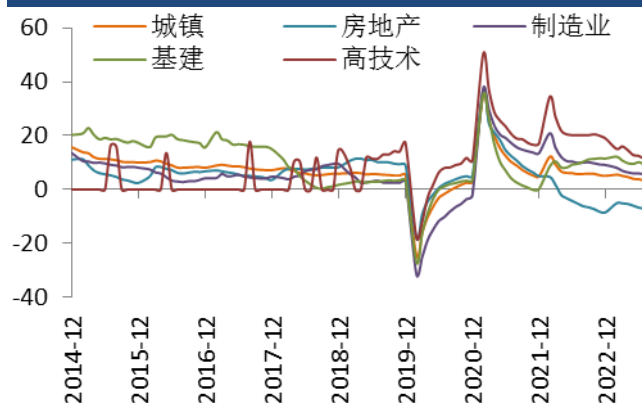


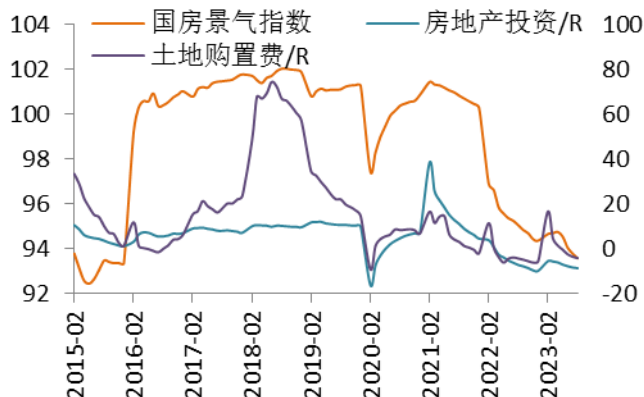
图2：中国投资增速



1-8 月份中国城镇固定资产投资累计同比增长 3.2%，增速较 1-7 月份回落 0.2 个百分点，其中制造业投资累计同比增长 5.9%，增速较 1-7 月份加快 0.2 个百分点，为 2022 年 10 月份以来首次出现；基础设施建设投资累计同比增长 9%，增速较 1-7 月份回落 0.4 个百分点，延续年内震荡回落走势，说明财政支持对稳增长刺激力度因债务压力而有所减弱；房地产投资累计同比萎缩 7.5%，萎缩程度较 1-7 月份扩大 0.4 个百分点，说明房地产市场探底过程尚未结束。房地产市场风险暴露导致银行收缩房地产行业贷款，房地产开发商进而减少土地购置；1-8 月份房地产开发资金来源中的国内贷款累积同比萎缩 12.8%，萎缩程度较 1-7 月份扩大 1.3 个百分点；土地购置费累积同比萎缩 4.3%，萎缩程度较 1-7 月份扩大 0.6 个百分点。

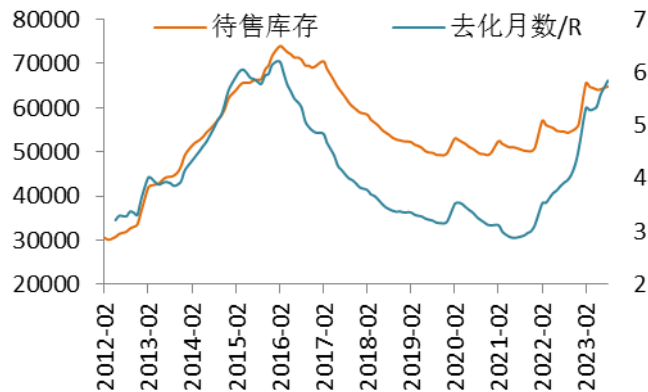
8 月份国房景气指数录得 93.56，为连续四个月回落且为 2016 年以来最低值。1-8 月份房地产销售面积累计同比萎缩 7.1%，萎缩程度较 1-7 月份扩大 0.6 个百分点；新开工面积累计同比萎缩 24.4%，萎缩程度较 1-7 月份小幅收窄 0.1 个百分点。8 月末商品房待售面积 64795 万平方米，以 12 个月滚动销售计算的去化月数上升到 5.85，待售面积与去化月数均接近 2016 年初水平，说明房地产市场库存压力依然较大，而且新房通常位于大中城市的远郊，因此其需求不如市区或近郊的二手房。百城房价指数环比涨跌城市个数基本持平于 7 月份，全国范围内房价仍存调整压力。

图3：中国房地产市场



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

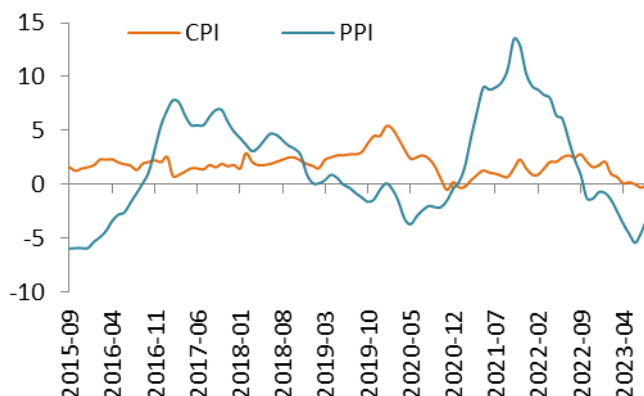
图4：百城房价环比变动城市数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

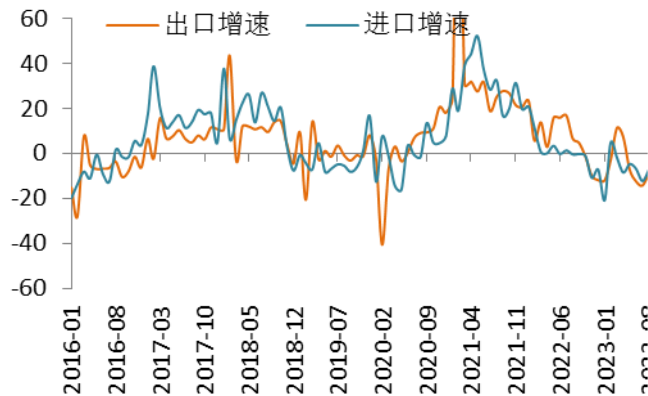
8月份中国CPI同比增长0.1%，增速较7月份回升0.4个百分点；从环比看8月份CPI上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。食品价格环比由上月下降1.0%转为上涨0.5%，影响CPI上涨约0.10个百分点；受部分地区极端天气影响调运、养殖户压栏惜售及中央储备猪肉收储支撑市场信心等因素影响，猪肉价格由上月持平转为上涨11.4%；夏季蛋鸡产蛋率下降，加之临近开学及中秋消费需求有所增加，鸡蛋价格由上月下降0.9%转为上涨8.3%。非食品价格环比上涨0.2%，涨幅比上月回落0.3个百分点，影响CPI上涨约0.17个百分点；受国际原油价格波动影响，国内汽油价格上涨4.9%；受暑期出行影响，宾馆住宿和旅游价格分别上涨1.8%和1.4%。8月份CPI同比增速的回升，一方面得益于翘尾效应的增强，另一方面得益于农产品特别是肉蛋价格的回升，但核心CPI环比增速保持低位运行，显示消费动能依然不足。

图5：中国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国外贸增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

8月份中国PPI同比萎缩3%，萎缩程度较7月份收窄1.4个百分点；从环比看8月份PPI由上月下降0.2%转为上涨0.2%，为5个月以来首次出现环比上涨。分行业看，受国际原油价格上行影响，国内石油和天然气开采业价格上涨5.6%，

石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.4%；金属相关行业需求有所改善，有色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.4%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 0.1%。煤炭需求季节性减弱，煤炭开采和洗选业价格下降 0.8%。另外，农副食品加工业价格上涨 1.3%，新能源车整车制造价格上涨 0.8%，电力热力生产和供应业价格上涨 0.2%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 0.4%。在 8 月份 3% 的 PPI 同比降幅中，上年价格变动的翘尾影响约为 -0.3 个百分点，今年价格变动的的影响约为 -2.7 个百分点。

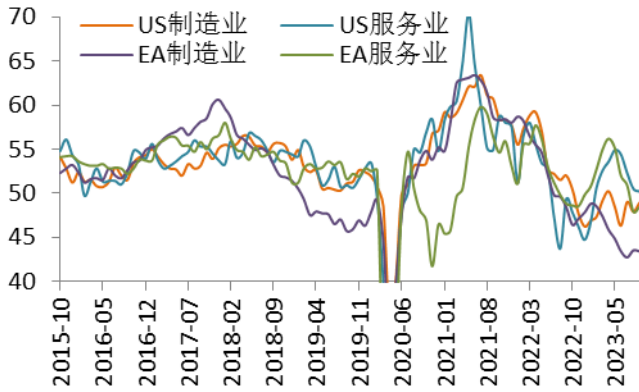
以美元计中国 8 月份出口同比萎缩 8.8%，萎缩程度较 7 月份收窄 5.7 个百分点，大部分归于基数效应的减弱；进口同比萎缩 7.3%，萎缩程度较 7 月份收窄 5.1 个百分点；当月贸易盈余 683 亿美元，为年内次低值。分区域来看，8 月份中国对美国、东南亚出口环比增速转正，但对欧盟出口环比延续下滑。向前看中国出口降幅有望继续收窄，特别是四季度基数效应明显减弱后，月度出口同比增速有望回正，但年度累计增速大概率继续处于负值区间。

2.2 美国经济经历小型滞涨

2023 年上半年美国经济韧性来自于扩张性财政政策以及通胀压力缓解，美国私人部门支出意愿好转、居民部门消费稳健、房地产市场 B 浪反弹、企业部门投资火热，经济与通胀韧性使得美联储政策利率路径预期持续上移。但随着美联储收紧货币政策的累积滞后效应逐步起效，以及银行业危机导致的信贷条件收紧，多方面数据显示美国经济增长韧性正在减弱；强劲内需对美国核心通胀的支撑也有所削弱，虽然供应受限推升大宗商品价格以及房地产价格二次上涨的滞后效应使得美国整体通胀压力回升，近期美国汽车行业工人罢工或延长美国经济滞涨的时间。

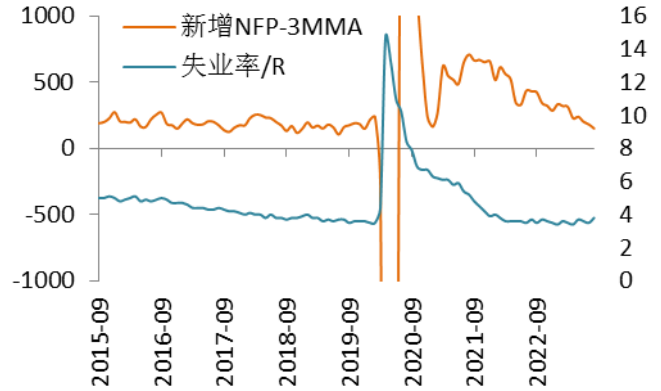
经济景气方面，9 月份美国 Markit 制造业 PMI 初值从 8 月份的 47.9% 上升到 48.9% 但服务业 PMI 初值从 8 月份的 50.5% 回落到 50.2%，总体而言制造业 PMI 低位企稳但继续位于萎缩区间，服务业扩张速度则自 6 月份以来持续放缓；PMI 数据显示美国三季度经济增长动能有所放缓，主要原因是通胀压力触底回升以及融资利率显著反弹抑制居民消费、企业投资和房地产市场。9 月份欧元区 Markit 制造业 PMI 初值从 8 月份的 43.5% 小幅放缓至 43.4%，而服务业 PMI 初值从 8 月份的 47.9% 回升至 48.7%，综合 PMI 回升至 47.1% 但仍为连续第四个月低于荣枯分界线；欧元区 Markit 制造业和服务业 PMI 均低于美国，说明欧元区在央行大幅紧缩下的经济韧性不如美国，这会对后续央行货币政策以及利率汇率产生影响。

图7：美欧Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美国非农就业与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

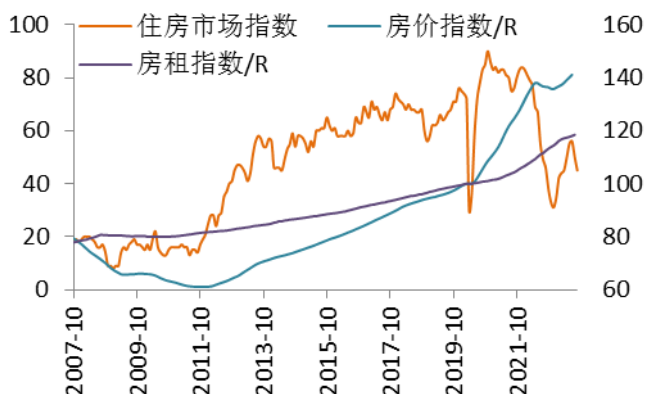
就业市场方面,美国8月份新增非农就业18.7万,前两个月数据也向下修正,3个月移动平均值下降至15万;2023年前七个月新增非农就业均较初值向下修正,平均每月下修5.1万,说明上半年美国就业市场紧张状况存在一定程度的系统性高估现象,或是统计方法调整所致。分行业看,制造建筑业和金融信息业就业在经过一季度的疲软后有企稳迹象,意味着美国部分行业正逐步适应高利率状态;休闲酒店业新增就业显著减少,说明随着经济疫后重新开放的持续推进,受疫情影响最大的部门就业基本上恢复到正常水平;核心服务业新增就业平稳回落,但仍高于美国上一轮库存周期下行阶段的平均水平。我们认为2023年下半年美国月度新增非农就业水平有望继续回落到15-18万区间内。

8月份美国失业率从上月的3.5%上升至3.8%,初步突破2022年3月份以来美国失业率的震荡区间,主要是就业市场偏紧劳动者议价能力较高以及低收入群体超额储蓄逐渐消耗使得劳动力涌入就业市场所致;8月份就业参与率上升到62.8%,距离疫情前水平仅有0.5个百分点的差距;薪资增速也有缓慢下降,但要提防近期美国汽车行业工人罢工对薪资的政治影响。截止7月份美国劳动力供需缺口为298.6万人,较高峰期的605.4万有明显下降,但仍略高于正常年份的±200万区间;我们认为美国就业市场逐步正常化但仍存在结构性紧俏现象,就业供需形势以及雇员薪资增速远未达到主动拉低通胀的程度,就业市场不构成美联储政策利率变动的条件。

房地产市场方面,2023年上半年美国NAHB住房市场指数企稳回升,主要得益于居民部门资产负债表稳健、居民收入稳健增长、股票市场反弹带来的财富效应以及房地产价格和房贷利率的小幅回落。但下半年以来,由于房地产价格二次上涨以及抵押贷款利率超越2022年高位使得住房购买力指数再次显著回落,8月份之后AI炒作热潮降温以及美联储政策利率路径预期上行打压股票价格,2023

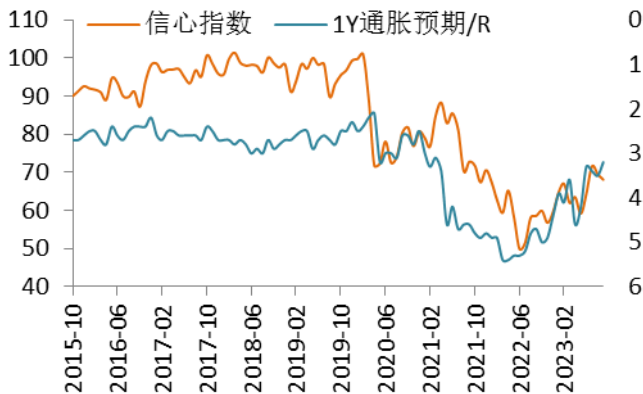
年上半年美股反弹带来的财富效应转为逆财富效应，美国房地产市场 B 浪反弹戛然而止，9 月份美国 NAHB 住房市场指数连续第二个月下降至 45。但稳健的居民部门资产负债表状况对美国房地产市场的支持继续存在，B 浪反弹结束只是表明房地产市场建造销售热度下降，并不意味着房地产价格会出现显著下跌；实际上 8 月份房地美房价指数录得 283.01，同比涨幅达到 4%，自 2020 年 5 月份以来的累积涨幅更是达到 42.1%；由于同期内房租涨幅仅有 18.5%，房地产价格坚挺以及二次上涨必然为房租价格提供持续上涨动能。

图9：美国房地产市场



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国消费者信心指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

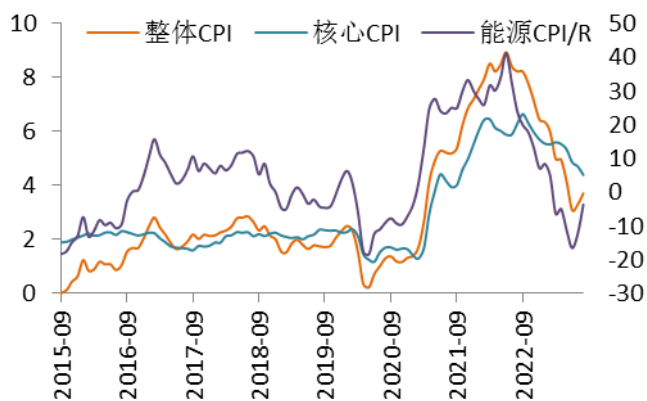
在居民消费方面，2023 年 4 月份至 7 月份美国零售销售显著回暖，背后驱动力是居民部门超额储蓄、劳动薪资收入稳健以及通胀压力缓解，密歇根大学消费者调查数据显示消费者信心与通胀预期之间存在较高的正相关性，2022 年下半年以来消费者信心的回升以及居民消费的回暖与通胀压力缓解密不可分。虽然 9 月份密歇根大学消费者一年期和五年期通胀预期均有所回落，部分反映对美联储坚定紧缩对抗通胀的决心，但 9 月份消费者信心指数仍然连续第二个月回落。我们预计随着居民部门超额储蓄逐渐消耗、劳动薪资增速平稳回落，2023 年下半年美国居民消费将重新走弱；由于旺盛的居民消费是 2023 年上半年美国经济超预期表现的重要原因之一，居民消费预期走弱将推动美国经济软着陆。

虽然我们预计 2023 年下半年美国经济增长动能走弱，但来自前一阶段经济增长动能回升对物价的推动作用，以及供应收紧对能源食品价格的拉升作用，大概率使得 2023 年下半年美国通胀压力企稳回升。首先是 2023 年上半年房地产价格企稳回升再创新高对于房租以及其他服务业价格的推升作用将持续体现。从 2020 年 5 月份到 2023 年 8 月份房地产价格累积上涨 42.1%，与此同时房租 CPI 仅上涨 18.5%。鉴于房租涨幅远低于房价涨幅且房租相对于房价有约半年的滞后期，我们预计 2023 年上半年房价的二次上涨将在 2023 年下半年推动房租加速上升。另外

我们也关注目前美国汽车工人罢工情况，工人联合会要求四年 40% 的薪资涨幅得到现任总统拜登与前总统特朗普的支持，最终薪资涨幅应该在汽车厂商目前报价 20% 与工会要求的 40% 之间，汽车行业工会的成功案例将迅速激励其他行业工会，从而持续为美国通胀提供压力。

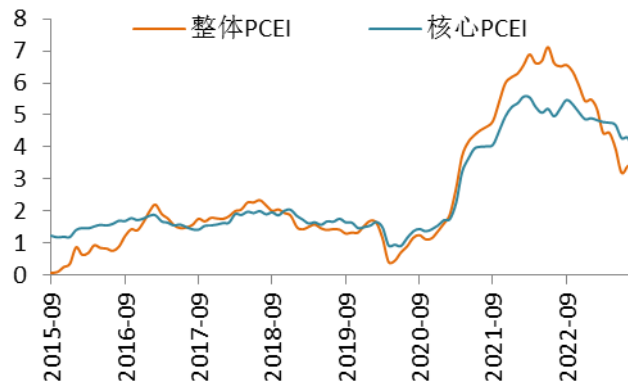
其二是 OPEC+ 减产限产、美国页岩油产量触顶、美国回补战略储备原油以及厄尔尼诺天气状况推动国际原油市场从供过于求向供不应求转变，2023 年 7 月份以来国际原油价格显著回升。2022 年四季度以来 OPEC+ 两次实施集体减产限产，7 月初沙特与俄罗斯宣布自愿额外减产（8 月初再次宣布延长自愿额外减产时限）；与此同时油价上涨对石油开采投资激励有限，7 月份至 9 月份美国活跃钻井减少 51 口或 7.5%，恐将影响美国原油后期供给。在产量下降推动供需关系转变的同时，厄尔尼诺天气现象通过供应约束（恶劣天气影响原油生产）以及需求扩张（极端温度增加能源需求），可能进一步恶化原油市场供需缺口。2023 年 3 月份至今美国商业原油库存减少 64 百万桶，远高于过去五年平均的 19 百万桶。由于欧美整体通胀与能源价格关系密切，原油市场供需格局向供不应求转变、国际原油价格显著反弹以及基数效应减弱将推高美国整体 CPI 增速。

图11：美国CPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国PCE物价增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美国 8 月份整体 CPI 同比增长 3.7%，增速较 7 月份回升 0.5 个百分点；核心 CPI 同比增长 4.3%，增速较 7 月份回落 0.4 个百分点。8 月份通胀回升主要来自于能源价格的推动，8 月份能源价格环比上涨 5.6%，核心 CPI 环比上涨 0.3%，共同使得整体 CPI 环比上涨 0.6%，为 2022 年 7 月份以来最大值。由于能源在国民生活中的基础性作用，能源价格的回升对其他商品与服务业价格也有推动作用，例如 8 月份机票价格环比反弹 4.9%。另外核心通胀中的住房 CPI 环比增长 0.31%，剔除住房的核心服务 CPI 环比增长 0.53%，均处于较高水平，说明内在通胀压力仍然不低。尽管 CPI 有较为明显回升，但 8 月份整体个人消费支出 PCE 物价指数

同比增速仅从7月份的3.4%上升到3.5%，核心PCE物价指数同比增速则是从7月份的4.3%继续回落到3.9%，这也使得市场进一步确信美联储本轮加息周期已经结束。

2.3 美联储政策利率路径预期上移

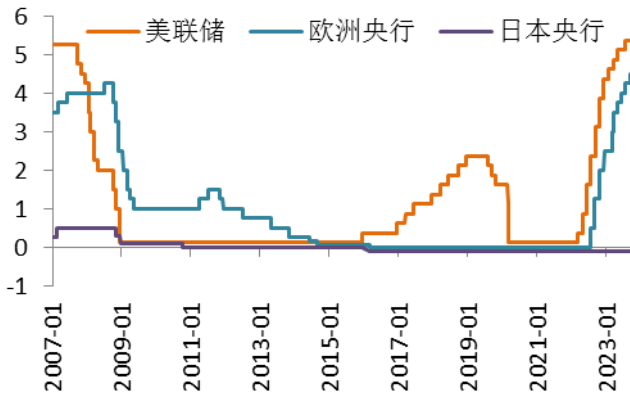
9月14日欧洲央行议息会议宣布加息25BP，为欧洲央行连续第十次加息，市场原本预期欧洲央行此次会议按兵不动。欧洲央行再融资利率上升到4.5%，存款便利利率和边际贷款利率分别为4%和4.75%；同时欧洲央行下调欧元区2023年至2025年的经济增速并上调2023年至2024年的通胀增速；此外欧洲央行紧急抗疫购债计划PEPP的再投资计划将持续到2024年底，尽管2022年7月份以来欧洲央行QE账户已经缩水24.4%。欧洲央行在利率说明中提到，根据目前的评估，关键利率已经达到了能够在足够长的时间内维持的水平，将为通胀及时回归目标作出重大贡献，数据将会决定政策限制性的程度和期限。欧洲央行行长拉加德在新闻发布会上表示，通胀率在长时间内保持了过高的水平，为确保通胀回归2%目标，利率可能还没达到峰值；但市场普遍预期欧洲央行本轮加息周期已经结束，继续加息的概率仅有30%，欧洲股市因此获得支持，欧元兑美元汇率则回落到1.064，并推动美元指数突破105关口。

9月21日美联储议息会议决定维持政策利率不变，符合市场主流预期，会议声明与8月底美联储主席鲍威尔在Jackson Hole会议上的表态基本类似。但正如我们提醒的那样，美联储对经济增长预期和政策利率路径预期的上调引发市场剧烈波动，美债10年期利率突破4.4%关口，美元指数在105上方偏强运行，标普500指数跳空低开，伦敦黄金跌破1900美元/盎司支撑水平。美联储将美国2023年经济增长预期从6月份会议的1%上调到2.1%，意味着美联储认为2023年下半年经济增长动能与上半年基本一致，2024年经济增长预期则从1.1%上调至1.5%，以反映美联储对美国经济软着陆的前瞻判断。2023年底失业率预期从6月份会议的4.1%下调至3.8%，2024年底和2025年底失业率预期均下调0.4个百分点；强劲的劳动力市场意味着薪资与物价螺旋式上升的风险始终存在，美联储在软着陆期间的降息空间因此受限；但美国8月份失业率已经上升到3.8%，年底之前若继续上升到4%实属正常事件。

在利率点阵图中，美联储维持2023年底政策利率中值预期于5.625%不变（较目前水平有25BP加息空间），更是把2024年底和2025年底政策利率中值预期分别提升50BP，2024年降息空间因此减少至50BP（在2023年Q4继续加息25BP的基础上），政策利率路径预期整体上调，意味着美联储坚持政策利率Higher for

Longer 的严厉立场，这也成为压倒金融市场的最后一根稻草。但由于近期美国汽车工人罢工、美国政府关门停摆风险上升以及经济就业数据表现一般等因素，联邦基金利率期货市场价格显示投资者继续预期美联储本轮加息周期已经结束，2024 年美联储将从 7 月底会议起降息 75BP。

图13：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美联储经济通胀利率预期

Variable	Median ¹				
	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
June projection	1.0	1.1	1.8		1.8
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0
June projection	4.1	4.5	4.5		4.0
PCE inflation	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0
June projection	3.2	2.5	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.6	2.3	2.0	
June projection	3.9	2.6	2.2		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
June projection	5.6	4.6	3.4		2.5

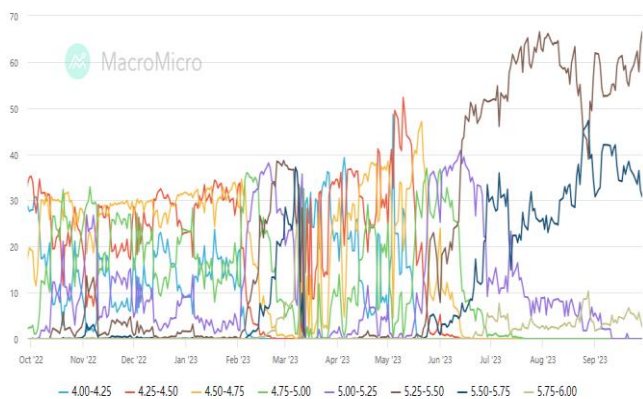
数据来源：Fed，建信期货研究发展部

我们认为美联储货币政策已经进入限制性区间，2023 年下半年美国经济增长动能将因美联储紧缩货币政策累积滞后效应的继续起效、银行信贷条件的收紧以及房地产市场 B 浪反弹的结束而再次走弱；但美国政府积极财政政策、地缘政治因素推动的产业链重组、居民部门的稳健资产负债状况和超额储蓄，将继续为美国经济提供底部支撑，而房地产价格显著回升带来核心服务业价格压力、厄尔尼诺与供应收紧推高能源食品价格、就业市场结构性紧俏带来薪资-物价螺旋式上升风险，2023 年下半年美国整体通胀压力趋于上升且核心通胀缓解速度放缓，美国经济将再次进入滞胀格局。这种情况下美联储政策利率将在更高水平保持更长时间，目前市场正在重新定价这一可能性，风险资产与避险资产可能同时承压下行，关注美股显著调整对其他金融市场的情绪传染效应。

9 月 11 日日本央行行长植田和男在接受媒体采访时表示，如果日本央行在判断结束负利率之后，日本仍能实现通胀目标，则日本央行可能会结束负利率政策；日本央行年底前可能会有足够信息判断薪资是否会继续上升，这是决定是否结束超宽松政策的关键因素。这表明日本央行有可能在年底之前逐步边际收紧货币政策，日本 10 年期国债利率跃升至 0.72%，为 2013 年 10 月份以来最高值。但 9 月 22 日日本央行议息会议宣布继续实行超宽松货币政策，将短期利率维持在负 0.1% 的水平，并通过购买长期国债使长期利率维持在零左右。日本央行行长植田和男也表示，日本经济已进入实现工资与物价良性循环的关键阶段但不确定性仍然很高，实现 2% 的通胀率和工资增长的目标还没有出现，需要在目前的收益率曲线控

制框架下耐心地继续实施宽松货币政策。虽然日本国债市场继续预期日本央行将收紧货币政策，但日本对美元汇率因美元强势和利差因素承受贬值压力，9月末日元兑美元汇率接近150关口；日本前最高外汇官员神原英姿表示，如果美日升破150，日本政府可能再度介入外汇市场。

图15：市场对2023年底美联储政策利率预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：人民币对美元汇率干预程度



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于国内外货币政策差异以及国债利差扩大，8月份以来人民币汇率经受较大贬值压力，中国央行通过下调外汇存款保证金率、收紧香港市场人民币流动性、限制大额跨境投资资金流出、限制黄金进口以及口头干预等方式抑制人民币贬值预期；但经济恢复动能偏弱要求央行继续维持甚至进一步放松货币政策，这势必会加大人民币汇率贬值预期，因此8月份以来央行干预程度保持在较高水平。9月11日全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开，会议强调金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。9月14日中国央行决定于9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%，此次降准显示决策层加大宏观调控力度提振经济的决心。

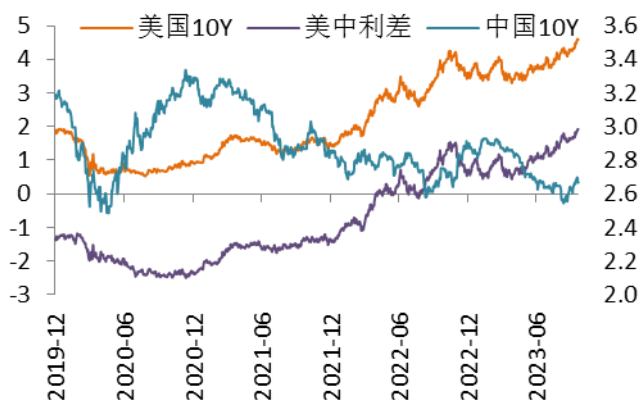
三、资产市场分析

2022年11月份至2023年4月上旬，通胀压力减轻吸引资金进入债市，美联储紧缩引发美国经济衰退预期，银行业危机爆发后衰退预期达到高峰，美国10年期国债利率从4.3%回调到3.3%；随后经济数据证实美国经济在扩张性财政政策的支持下极具韧性，美联储政策利率路径预期持续回升，美联储在释放短期流动性维稳市场后加快收缩资产负债表，通胀压力下日本央行边际收紧货币政策减少海外需求，在经济基本面、货币流动性与市场供需结构多重利空因素影响下美债

10年期利率突破上行至4.6%。我们判断美国经济软着陆需要在美国经济经历小型滞胀以及美联储在一段时间内维持限制性货币政策立场之后才会到来，在供需结构恶化、货币流动性收紧与经济基本面利多之前美债利率或先扬后抑，2024年美联储温和降息期间美债10年期利率有机会下降至3.5%附近，关注4.5-5%之间美债中期做多机会。

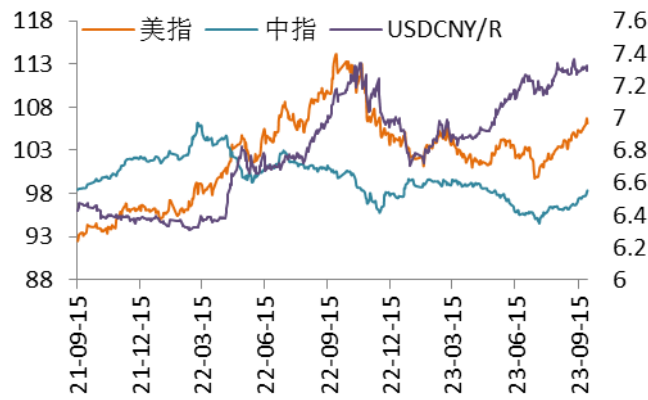
2022年9月至2023年8月经济刺激措施以及疫后经济复苏预期将中国10年期国债收益率从2.58%推升至2.93%，而国内外积压需求释放之后结构性负面因素引发的经济悲观预期推动国债收益率曲线整体下行，8月中旬10年期国债利率回落到2.54%，低于2022年最低点但略高于2020年最低点2.49%；但中国经济增长动能在6月份开始陆续推出的新一轮经济刺激措施支持下有企稳回升迹象，到9月底10年期国债利率回升至2.7%附近。我们认为中国经济疫后复苏最强劲时点已经过去，但中美博弈背景下决策层也会推出各种措施以维持经济增速在合理水平，预计下半年中国10年期国债利率核心波动中枢为2.6-2.75%，关注经济刺激政策以及经济复苏力度。

图17：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022年9月下旬至2023年7月中旬，美欧通胀压力差异使得欧洲央行在紧缩道路上快速追赶美联储，利差因素使得7月中旬美元指数跌破100关口；但经济数据显示美国经济在央行紧缩货币政策压力下的韧性好于欧元区，而且下半年美国通胀压力回升使得美联储不得不坚持Higher for Longer的严厉立场，同时日本央行在通胀压力下的货币政策调整落后于市场预期，因此7月下旬以来美元指数持续回升到107附近。我们判断美联储政策利率Higher for Longer以及美欧经济基本面差异短期继续利多美元汇率，但日本央行调整货币政策以及日本央行的汇率干预风险中期内利空美元汇率；短期内美元指数或继续偏强运行甚至测试109关口，但中期利空因素正在累积。2024年美元指数或再次跌破100关口并

下探至 95-98 支撑区间。虽然中国经济增长动能在系列刺激政策支持下已经有所企稳，但地缘政治风险引发的资金外流以及人民币贬值压力继续存在，中国央行需维持人民币汇率干预政策，预计短期内人民币兑美元汇率继续偏弱运行，但人民币汇率指数大概率企稳回升。

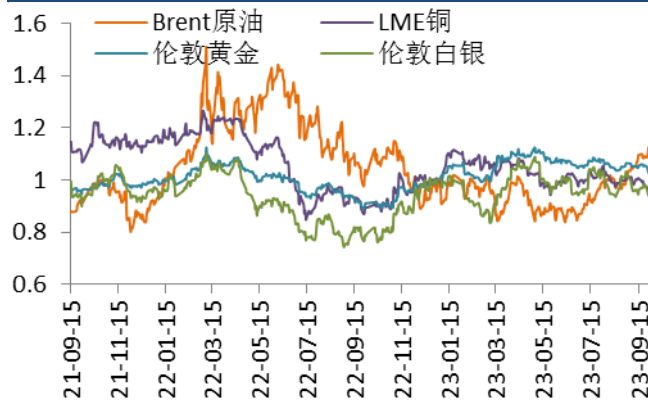
2023 年初至 2 月上旬中外股市在中国经济疫后复苏预期和美联储放缓紧缩预期影响下联袂反弹，2 月中旬至 3 月中旬受美欧银行业危机影响而偏弱调整；3 月下旬至 7 月份欧美股市在通胀压力缓解以及 AI 热潮兴起等因素影响下持续走强，陆港股市持续受到国内外中长期负面因素以及经济复苏动能减弱的抑制而走弱；8 月份以来欧美股市受美联储政策利率路径预期上移和美债利率显著上升影响而偏弱调整，中美利差扩大以及外资流出持续困扰陆港股市，但政策暖意推动陆港股市止跌企稳，1-9 月份美国标普 500 指数和欧洲 STOXX600 指数分别上涨 12% 和 5.6% 而中国万得全 A 指数和香港恒生指数分别下跌 1.4% 和 12.2%。我们判断在欧美央行仍在紧缩进程的情况下中国经济难有显著复苏动能，经济过度悲观情绪减退与外资继续外流多空因素作用下中国股市大概率底部震荡；而美联储政策利率 Higher for Longer 以及经济动能减弱或在秋冬之交推动美股出现较大幅度调整，届时包括中国股市在内的全球股市也将受到风险偏好的情绪传染影响。但在环球股市新一轮调整过后，美联储降息预期的加强以及中国刺激政策的起效将推动环球股市联袂回升。

图19：中美欧股票指数 (2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：国际重点商品 (2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美联储放缓加息步伐、中国经济疫后复苏预期以及美元指数偏弱调整，在 2022 年四季度到 2023 年 1 月份一度支撑商品价格反弹；但在国内外积压需求释放之后，地缘政治风险和高债务压力下的中国经济重返弱复苏格局，2023 年 2 月份至 5 月份工业商品价格持续调整；6 月份以来供应受限、中国经济刺激预期以及厄尔尼诺天气状况推动工农业商品反弹，与此同时贵金属在美联储降息预期减

退的影响下陷入调整。展望下半年，发达经济体货币政策整体处于限制性立场，全球货币流动性和制造业需求可能进一步走弱；再加上美联储 Higher for Longer 以及海外避险需求导致的美元汇率强势，大概率会使得包括贵金属在内的大宗商品在反弹后再次下跌。而在美联储停止加息进程并最终开启温和降息周期之后，贵金属将引领大宗商品出现一次中级反弹，工业商品关注中美库存周期启动情况，农产品和能源关注厄尔尼诺天气状况演化过程。

四、中期资产配置

中国经济增长动能在新一轮经济刺激措施支持下呈现企稳回升迹象，国内股市和大宗商品因此获得支撑，但中长期结构性因素抑制下中国经济也难有显著回升；经济与通胀韧性使得美联储有底气在更长时间内保持政策利率在更高水平以尽可能抑制通胀风险，美联储政策利率 Higher for Longer 以及经济动能减弱对美股的压力也将传递到其他股市。预计 10 月份中国股市底部震荡提防美股调整的情绪传染效应，中国商品冲高回落关注上游成本推升与下游接受度之间的分歧，中国国债在配置需求显现之前或需经历一场小型抛售，其引发因素包括经济增长动能回升和通缩风险减退。建议继续超配原油、标配债券和黄金而低配股票和货币。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	标配	中国经济增长动能难以显著回升，利率债避险需求继续存在；
	信用债	低配	信用利差处于较低水平，经济复苏不平衡，留意特定行业信用风险；
股票	价值股	标配	经济增长动能呈现企稳回升迹象，价值股基本面改善；
	成长股	低配	全球经济增长动能趋缓与资金外流持续，成长股缺乏业绩支撑；
商品	原油	超配	OPEC+持续减产限产，中国经济刺激以及厄尔尼诺天气状况使得国际原油市场供不应求；
	黄金	标配	美国美债利率高位运行不利于黄金的配置需求，但美联储持续紧缩与人民币汇率贬值也提振黄金的避险需求；
主要风险因素			中国经济刺激，美联储紧缩步伐，中美地缘政治风险

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
 电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路 438 号 1306 室（电梯 16 层 F 单元）
 电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
 电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
 电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
 电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街 88 号 28 层 2807 号、2808 号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
 邮编：200120 全国客服电话：400-90-95533
 邮箱：service@ccb.ccbfutures.com 网址：http://www.ccbfutures.com