

大类资产月报第5期

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
 lixinyue@gjzq.com.cn

10月展望：“变盘”的前夜？

9月以来，国内经济积极信号正在积累，但A股仍在“底部蓄势”。压制市场信心的“症结”、后续潜在的变化？本文分析，可供参考。

热点思考：10月展望，“变盘”的前夜？

一、9月海外市场变化？美债收益率快速上行，风险资产普遍承压

9月，美债收益率快速飙升对风险资产的压制，再度成为海外市场的主线逻辑。截至9月27日，2Y、10Y美债利率一度上破5.1%、4.6%，均刷新2007年以来的新高。海外股票市场多数调整，其中标普500、纳指9月分别下跌4.9%、5.8%。商品资产明显承压，其中贵金属尤为明显，COMEX黄金9月大跌4.7%至1847美元/盎司。

本轮美债收益率的攀升，主因供求关系恶化、通胀预期回升与交易行为扰动。第一，美债的供求关系继续恶化，9月一级市场的美债拍卖中，一级交易商被动承接的比例由35%升至50%。第二，油价上涨引发市场对通胀的担忧，美国5年通胀预期由2.33%升至2.51%。第三，交易端美债空头的快速增加，非商业空头持仓已增至历史99%的分位水平。

二、9月国内市场焦点？外部冲击叠加地产销售疲软，市场情绪再度走低

9月，国内市场情绪再度走低，股债汇均现调整。证监会“三箭齐发”推高的市场情绪在9月快速回落，9月20日A股成交额仅5740亿、创年内新低。低迷情绪下，A股震荡回调，上证指数、创业板指9月分别下跌0.3%、4.7%；人民币汇率两度跌破7.3的关口。债市收益率反弹，10Y中债利率上行12bp；商品市场震荡上行，南华指数上涨1.3%。地产销售乏力、叠加美债的外溢冲击，是股汇表现不佳的主因；债市收益率与商品价格回升背后，基本面驱动也相对有限。9月商品房成交面积仍处低位、沥青开工率也再度回落，疲软的数据引发市场担忧。债市调整主因政府债发行加速、季末流动性紧张等。商品涨价中，汇率与供给扰动是主导因素；汇率企稳后，9月下旬商品也再度走弱。

三、10月市场如何演绎？海外市场或维持高波动，国内的积极信号正在不断积累

海外市场，美债收益率或高位震荡，分母端压制下美股或维持高波动。14天10年期美债RSI一度走高至73.2，短期美债或有超卖之嫌；但美债期限利差倒挂仍有41bp，高位的短端利率也约束了美债利率下行空间。本轮美股大涨主由7大科技股推升，而当前7大科技股动态市盈率均处高位，加之分母端压制，美股或延续较高波动。

国内市场，经济的积极信号正不断积累，关注部分“低库存”品类库存回补带来的机会。8月工业企业利润当月同比17.2%，较7月大幅回升23.9个百分点；9月制造业PMI重返扩张区间、服务业PMI止跌回升，经济企稳向上的信号已更加明确。部分低库存行业或更早出现库存回补，经济底部已现、景气筑底改善的过程中有利资金风险偏好改善。

月度回顾：9月美债收益率继续攀升，全球风险资产延续承压（2023/09/01-2023/09/30）

股票市场：全球主要股指普遍下跌，美股领跌。发达国家股指中，纳斯达克指数、标普500、澳大利亚普通股指数、德国DAX和道琼斯工业指数分别下跌5.81%、4.87%、3.57%、3.51%和3.50%，仅英国富时100上涨2.27%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率全线上行。美国10Y国债收益率上行50bp至4.59%，德国10Y国债收益率下行36.00bp至2.87%；意大利、法国、日本和英国10Y国债收益率分别上行65.90bp、42.90bp、11.70bp和5.71bp。

外汇市场：美元指数走强，人民币兑美元贬值。英镑、日元、欧元、挪威克朗和加元兑美元分别贬值3.73%、2.57%、2.52%、0.64%和0.53%；在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.56%、0.28%至7.2983、7.2957。

商品市场：原油上涨，贵金属下跌，有色、黑色和农产品涨跌分化。9月沙特与俄罗斯加大原油减产力度，叠加美油库存告急，原油供给压力趋紧，油价涨幅明显；受美债收益率与美元指数持续走强的影响，贵金属或持续承压。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：10月展望，“变盘”的前夜？	5
一、9月海外市场变化？美债收益率快速上行，风险资产普遍承压	5
二、9月国内市场焦点？外部冲击叠加地产销售疲软，市场情绪再度走低	7
三、10月市场如何演绎？海外市场或维持高波动，国内的积极信号正在不断积累	9
二、大类资产高频跟踪（2023/09/01-2023/09/30）	12
（一）月度回顾：9月美债收益率继续攀升，全球风险资产延续承压	12
（二）权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	12
（三）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率全线上行	14
（四）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元贬值	15
（五）大宗商品市场追踪：原油上涨，贵金属、有色下跌，黑色和农产品涨跌分化	16
三、报告精选	18
（一）商品市场，缘何而强？	18
（二）美债期限溢价的上行压力有多大？	20
风险提示	22

图表目录

图表 1：近期，美债收益率创 2007 年以来新高	5
图表 2：9 月，全球股市多数回调	5
图表 3：美债利率压制下，贵金属价格明显回调	5
图表 4：美德利差支撑下，美元近期快速走强	5
图表 5：美债一级市场上交易商承接占比明显变高	6
图表 6：美国商业银行持续减持国债和机构债	6
图表 7：原油价格大涨推升市场的通胀预期	6
图表 8：美债期货市场非商业空头头寸激增	6
图表 9：9 月，原油价格整体延续反弹	6
图表 10：沙特是近期 OPEC 国家减产的主要贡献者	6
图表 11：库欣原油库存处于历史低位	7
图表 12：近期，原油投机性交易有所加剧	7
图表 13：9 月，A 股与人民币汇率表现仍较为弱势	7
图表 14：国内市场情绪再度走低	7
图表 15：9 月，国内国债收益率反弹	7
图表 16：9 月，大宗商品市场由强转弱	7
图表 17：高频数据显示，商品房销售尚待进一步跟踪	8
图表 18：9 月，沥青开工率再度下行	8
图表 19：9 月，北上资金延续净流出态势	8
图表 20：人民币汇率仍承压运行	8
图表 21：9 月，货币市场流动性边际收紧	9

图表 22: 9 月, 地方债发行明显加速.....	9
图表 23: 黄金的内外盘价差一度扩大至历史最高.....	9
图表 24: 6 月以来, 南华与彭博贵金属指数明显分化.....	9
图表 25: 从 RSI 来看, 美债或存超卖之嫌.....	9
图表 26: 美债期限利差仍处于历史相对低位.....	9
图表 27: 年初以来的美股上涨, 主由前 7 大科技股拉动.....	10
图表 28: 当前美国七大科技股估值多处于历史高位.....	10
图表 29: 8 月, 工业企业利润同比大幅转正.....	10
图表 30: 9 月, 制造业 PMI 重返扩张区间.....	10
图表 31: 9 月, 政府债券支撑社融超预期.....	10
图表 32: 近期, 稳地产政策持续推出.....	10
图表 33: 关注部分“低库存”品类的机遇.....	11
图表 34: 产成品库存已处低位, 而实际利率仍居高位.....	11
图表 35: 低库存行业中的修复线索.....	11
图表 36: 9 月大类资产涨跌情况.....	12
图表 37: 本月, 除英国外发达国家股指均下跌.....	13
图表 38: 本月, 新兴市场股指多数下跌.....	13
图表 39: 本月, 美股行业普遍下跌.....	13
图表 40: 本月, 欧元区行业多数下跌.....	13
图表 41: 本月, A 股市场全线下跌.....	13
图表 42: 本月, A 股行业多数下跌.....	13
图表 43: 本月, 恒生指数全线下跌.....	14
图表 44: 本月, 恒生行业全线下跌.....	14
图表 45: 本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行.....	14
图表 46: 本月, 美英德 10Y 收益率均上行.....	14
图表 47: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益全线上行.....	14
图表 48: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行.....	14
图表 49: 本月, 中国国债收益率全线上行.....	15
图表 50: 本月, 3 个月上行幅度超过 2 年期与 10 年期.....	15
图表 51: 本月, 美元指数上涨, 其他货币兑美元贬值.....	15
图表 52: 本月, 英镑、欧元兑美元均下跌.....	15
图表 53: 本月, 美元兑主要新兴市场多数上涨.....	15
图表 54: 土耳其里拉、雷亚尔和韩元贬值.....	15
图表 55: 本月, 美元兑人民币升值.....	16
图表 56: 本月, 人民币兑美元贬值.....	16
图表 57: 本月, 原油和黑色系焦煤价格涨幅较大.....	16
图表 58: WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....	17
图表 59: 本月, 焦煤价格大涨.....	17
图表 60: 本月, 铜价下跌铝价上涨.....	17
图表 61: 本月, 通胀预期上升.....	17
图表 62: 本月, 黄金、白银价格均下跌.....	17

图表 63: 本月, 10Y 美债实际收益率上行.....	17
图表 64: 南华商品各成分指数 5 月 31 以来均大涨.....	18
图表 65: 5 月 31 日以来, 南华商品的价格走势.....	18
图表 66: 6 月以来, 各成分指数对南华指数的拉动.....	18
图表 67: 原油、铁矿石、焦炭对南华综合指数拉动最大.....	18
图表 68: 近期, 人民币汇率出现较大幅度贬值.....	19
图表 69: 6 月以来, 南华与彭博有色金属指数明显分化.....	19
图表 70: 4 月集体减产, 沙特、俄罗斯近期频频减产.....	19
图表 71: 纯碱库存处于历史的极低水平.....	19
图表 72: 当下, 人民币离、在岸价差已明显收窄.....	19
图表 73: 4 季度原油价格的供需缺口或将有所收窄.....	19
图表 74: 国内经济基本面即将企稳改善.....	20
图表 75: 关注部分“低库存”品类的机遇.....	20
图表 76: 10 年美债利率的结构.....	20
图表 77: 长端利率的结构.....	20
图表 78: 10 年美债利率的结构.....	20
图表 79: 期限溢价是 10 年美债利率的拖累项.....	20
图表 80: 期限溢价与失业率.....	21
图表 81: 期限溢价与通货膨胀.....	21
图表 82: 期限溢价与货币政策不确定性.....	21
图表 83: 西方央行总资产.....	21
图表 84: 联邦政府债务和杠杆.....	22
图表 85: 联邦政府付息压力正在上行.....	22
图表 86: 美国商业银行持续减持国债和机构债.....	22
图表 87: 商业银行参与国债拍卖的意愿不高.....	22

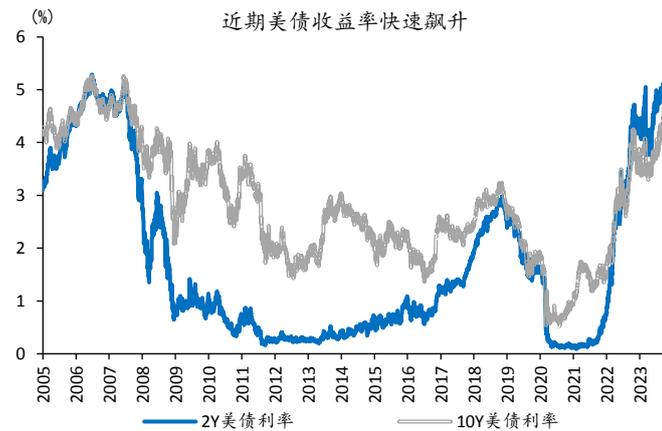
9月以来，国内经济积极信号正在积累，但A股仍在“底部蓄势”。压制市场信心的“症结”、后续潜在的变化？本文分析，可供参考。

一、热点思考：10月展望，“变盘”的前夜？

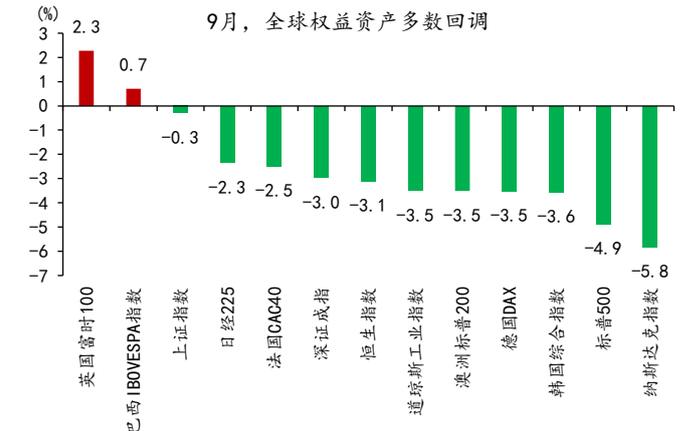
一、9月海外市场变化？美债收益率快速上行，风险资产普遍承压

9月美债收益率的飙升再度成为海外市场主线；美债压制下，风险资产普遍回调，美元指数快速上行。截至9月27日，2年期、10年期美债收益率一度上破5.1%、4.6%，均刷新了2007年以来的新高。海外股票市场多数调整，其中标普500、纳指9月分别下跌4.9%、5.8%；贵金属等商品资产也明显承压，COMEX金9月大跌4.7%至1847美元/盎司。同时，以美德利差为代表的美元利差走阔，也支撑了美元指数的快速上行。

图表1：近期，美债收益率创2007年以来新高



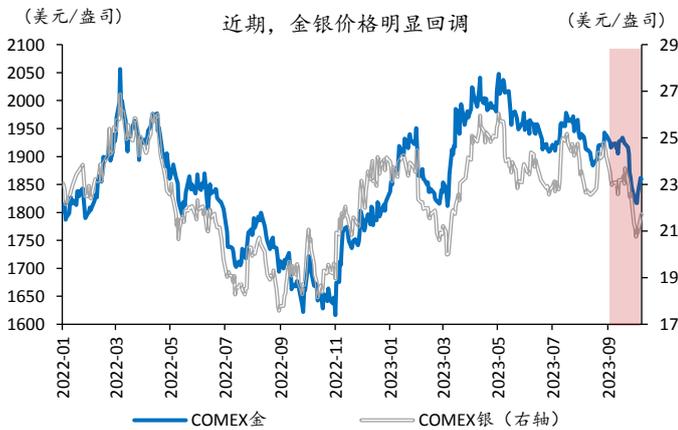
图表2：9月，全球股市多数回调



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表3：美债利率压制下，贵金属价格明显回调



图表4：美德利差支撑下，美元近期快速走强

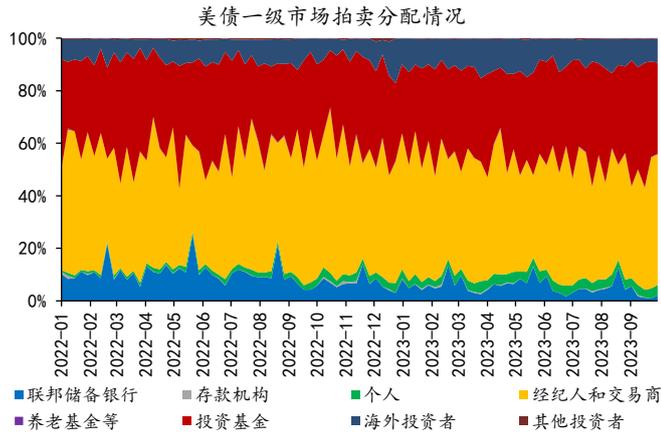


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

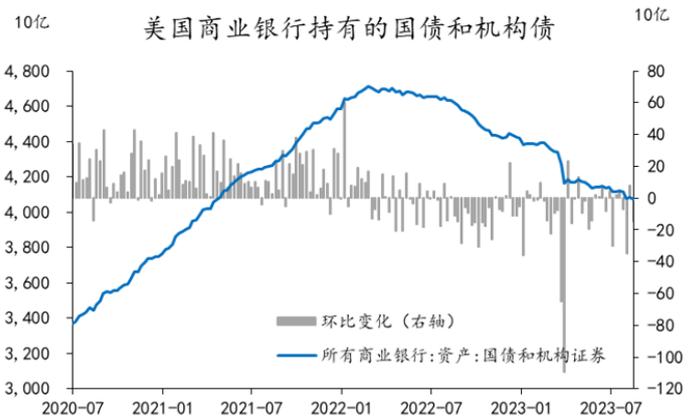
本轮美债收益率的攀升，主因供求关系恶化、通胀预期回升与交易行为扰动。第一，美债的供求关系继续恶化，9月一级市场的美债拍卖中，投资基金、海外投资者的需求均在减弱，一级交易商承接比例由35%升至50%。第二，原油价格上涨，再度推升了市场对通胀的担忧，美国未来5年通胀预期由2.33%升至2.51%。第三，交易端美债空头的快速增加，也增加了美债收益率的上行压力，美债非商业空头头寸9月大幅增加了4.3万张，非商业空头持仓数量处于历史99%的极高分位水平。

图表5: 美债一级市场上交易商承接占比明显变高



来源: USDT, 国金证券研究所

图表6: 美国商业银行持续减持国债和机构债



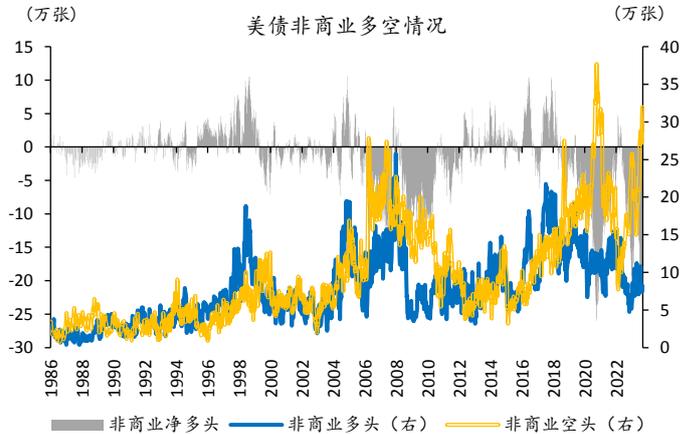
来源: Fed, 国金证券研究所

图表7: 原油价格大涨推升市场的通胀预期



来源: Wind, 国金证券研究所

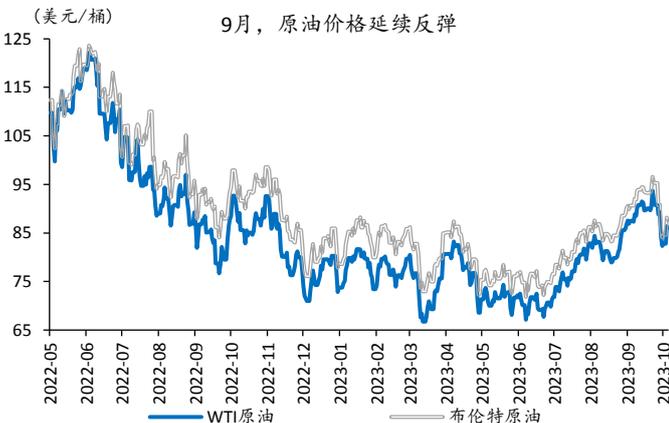
图表8: 美债期货市场非商业空头头寸激增



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

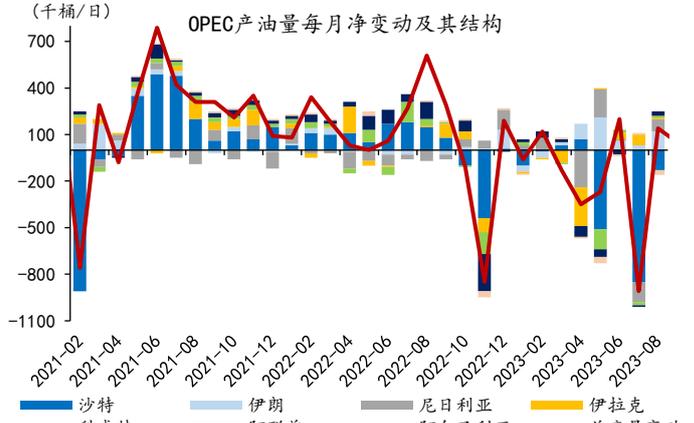
供给减产、叠加低库存下投机行为的扰动，9月上中旬原油价格快速上行，但在下旬也受到了美债利率的压制。9月美油、布油分别大涨 8.6%、9.7%，双双升破 90 美元/桶的关口。原油大涨的背后，供给收缩是主要推手；挺价意愿较强的沙特在 9 月宣布将 100 万桶/天的自愿减产维持至年底，超出市场预期。同时，截至 9 月 29 日，库欣原油库存仅 2209 万桶、处于历史低位，低库存下“多逼空”的投机行为也加剧了对原油价格的扰动。油价支撑下，能源业也成为了美股唯一的结构性亮点，9 月全月累计上涨 1.3%。

图表9: 9月，原油价格整体延续反弹



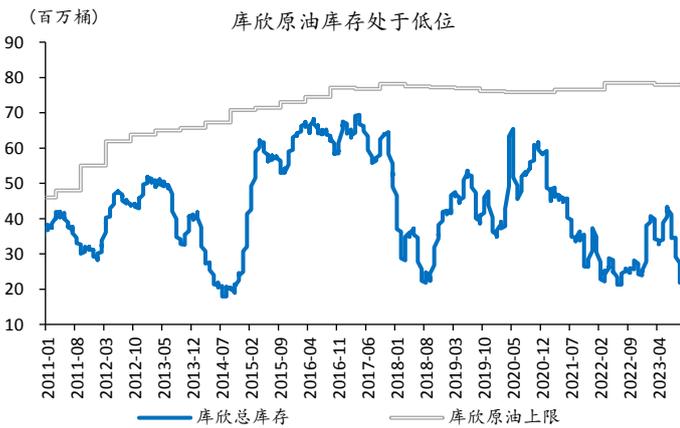
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 沙特是近期 OPEC 国家减产的主要贡献者



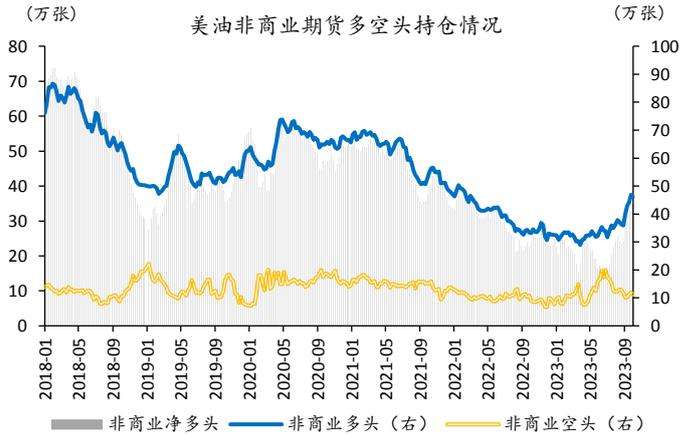
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 库欣原油库存处于历史低位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 近期, 原油投机性交易有所加剧



来源: Wind, 国金证券研究所

二、9月国内市场焦点? 外部冲击叠加地产销售疲软, 市场情绪再度走低

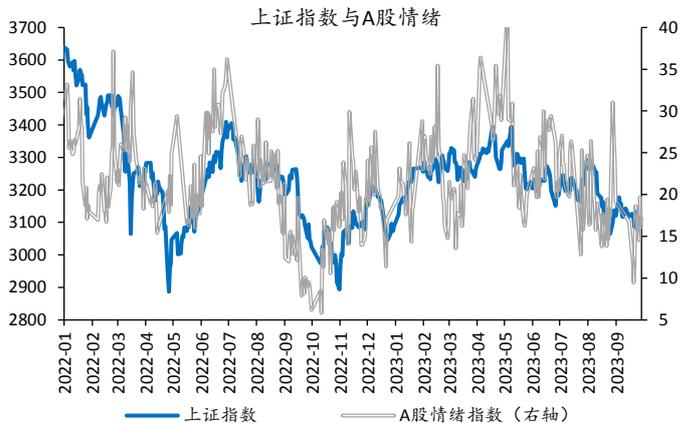
9月, 国内市场情绪再度走低, 股债汇均有调整; 仅商品市场行情延续, 但9月下旬也有回落。从A股情绪指数来看, 8月27日证监会“三箭齐发”后推高的市场情绪在9月快速回落, 一度由8月28日31的高位回落至9月20日9.5的低位, 当日万得全A成交额仅5740亿元、创年内新低。低迷的市场情绪下, A股震荡回调, 上证指数、创业板指9月分别下跌0.3%、4.7%; 人民币汇率两度跌破7.3的关口。债市收益率反弹, 2年期、10年期分别上行13bp、12bp; 商品市场震荡上行, 南华综合指数上涨1.3%。

图表13: 9月, A股与人民币汇率表现仍较为弱势



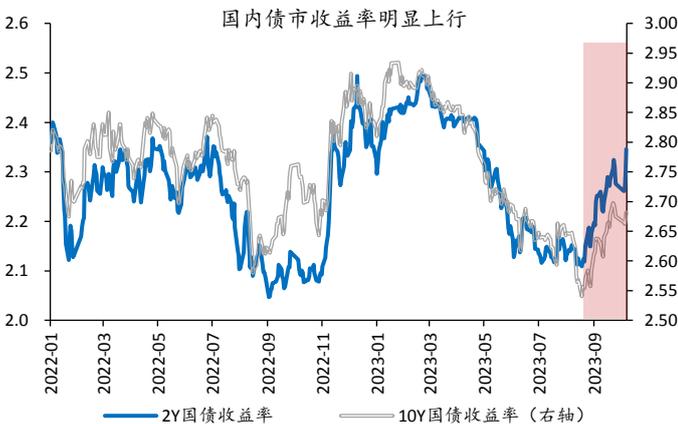
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 国内市场情绪再度走低



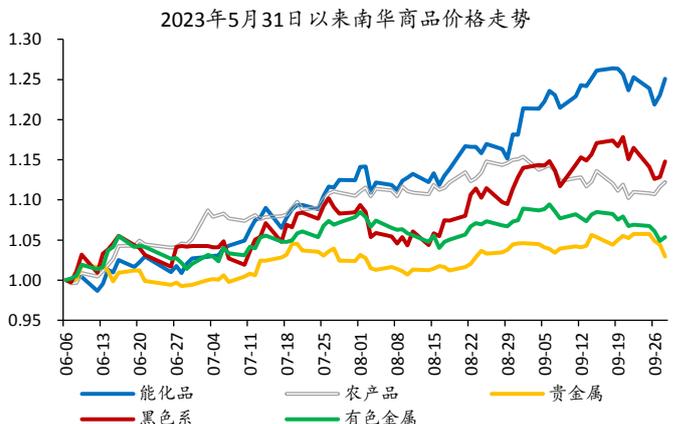
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 9月, 国内国债收益率反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

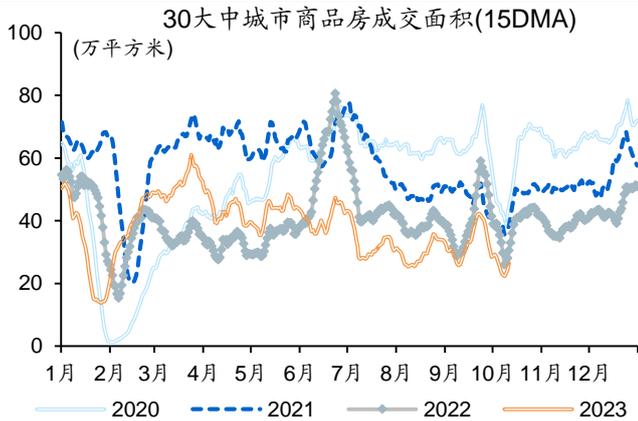
图表16: 9月, 大宗商品市场由强转弱



来源: Wind, 国金证券研究所

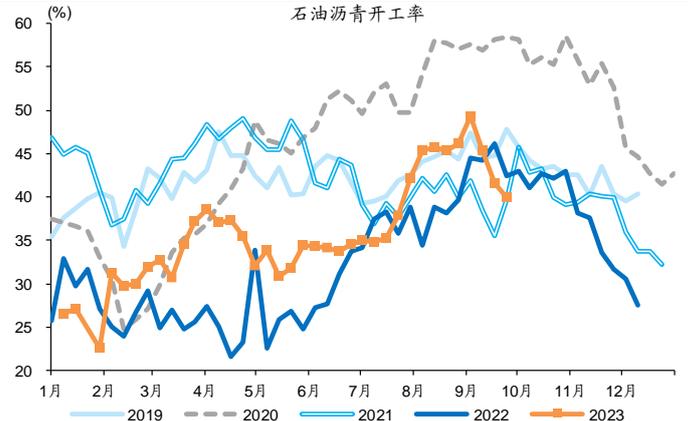
股汇两市，地产政策仍未见效是市场的主要担忧；同时外部美债、美元的走强也对权益资产、人民币汇率形成压制。一方面，地产销售数据回升乏力冲击了市场信心。从中原报价指数来看，9月1日认房不认贷全面落地后，业主的市场预期有所好转，但热度仅持续2周，新政后第三周起各城热度均开始下滑，截至第40周均回到新政前水平，各能级城市商品房成交面积仍处于过去5年的最低水平，沥青开工率也再度下行。另一方面，海外市场的普遍调整，对国内情绪也有冲击。北上资金延续了7、8月的流出趋势，9月仍再度外流375亿元；强势美元的压制下，人民币汇率也仍在承压运行。

图表17: 高频数据显示, 商品房销售尚待进一步跟踪



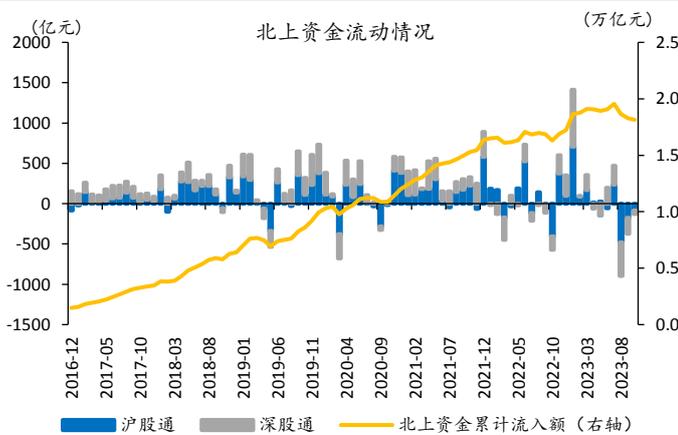
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 9月, 沥青开工率再度下行



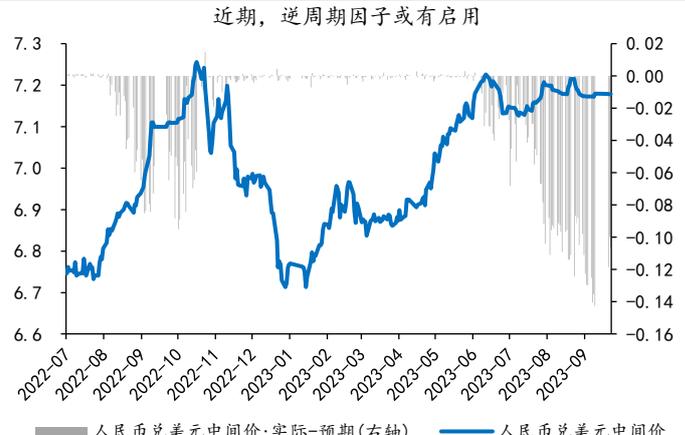
来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 9月, 北上资金延续净流出态势



来源: Wind, 国金证券研究所

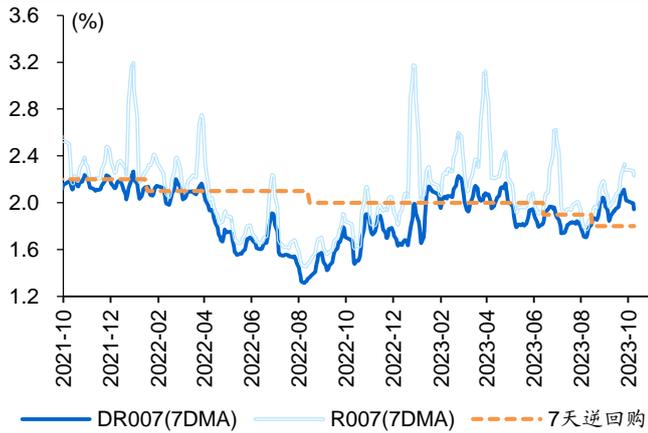
图表20: 人民币汇率仍承压运行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

债市收益率与商品价格回升的背后，来自基本面的驱动也相对有限。其中债市主因季末流动性紧张、政府债发行加速驱动社会融资增速反弹等。9月以来，地方债发行加速，国债供给放量；同时，季末流动性环境趋紧，DR007、R007均显著上行。而商品的涨价中，汇率与供给扰动仍是主导因素：一方面，人民币汇率贬值带来进口价格的被动抬升，同时黄金等商品在贬值预期下内外价差的走阔，进一步放大了汇率对价格的影响；另一方面，供给冲击下油价的上涨，也延续了对能化产业链的拉动。

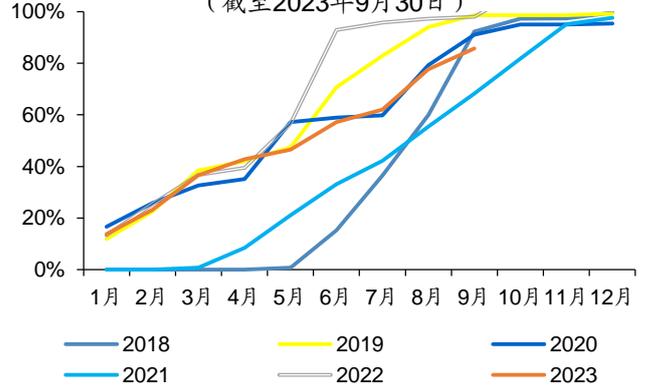
图表21: 9月, 货币市场流动性边际收紧



来源: Wind, 国金证券研究所

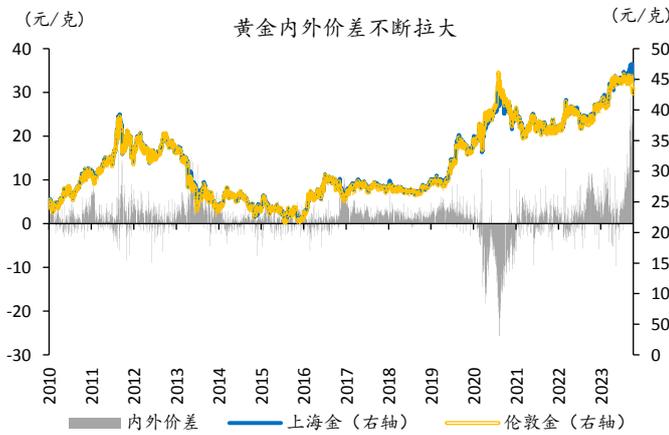
图表22: 9月, 地方债发行明显加速

地方债新券累计发行规模占新增额度比重
(截至2023年9月30日)



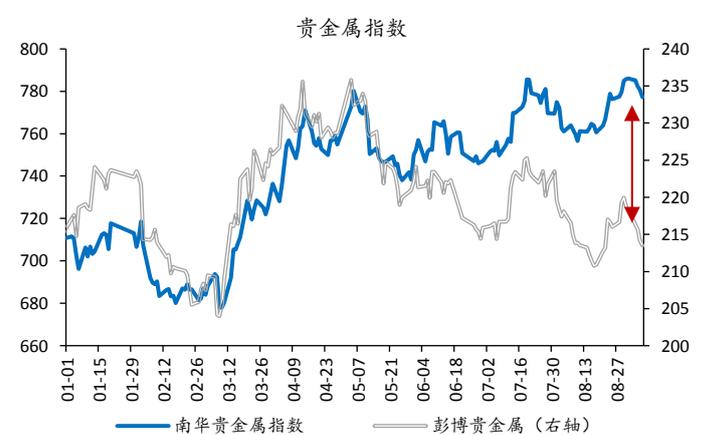
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 黄金的内外盘价差一度扩大至历史最高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 6月以来, 南华与彭博贵金属指数明显分化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三、10月市场如何演绎? 海外市场或维持高波动, 国内的积极信号正在不断积累

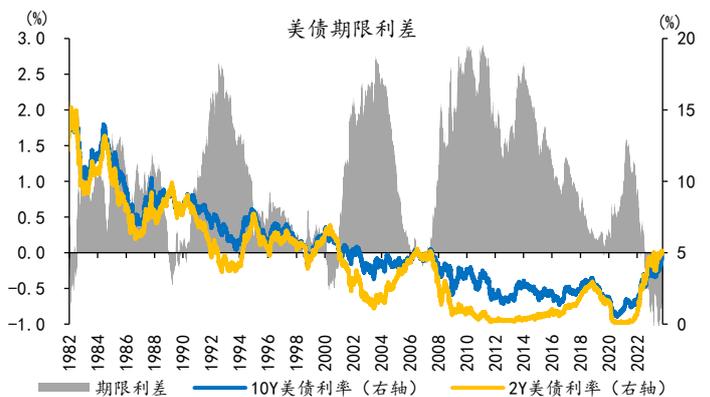
海外市场, 美债收益率或高位震荡, 分母端压制下美股或维持高波动。短期来看, 14 天 10 年期美债的相对强弱指数一度走高至 9 月 27 日的 73.2, 美债或有超卖之嫌。中期来看, 美债期限利差倒挂仍高达 41bp, 倒挂深度虽有下降、但仍处历史高位; 短端利率高居不下, 约束了美债利率的下行空间, 美债利率或将维持高位震荡。美股方面, 年初以来的美股大涨主由前 7 大科技股推升, 而当前 7 大科技巨头动态市盈率均处相对高位, 后续上行动能或将放缓; 分母端压制下, 美股或延续较高波动。

图表25: 从RSI来看, 美债或存超卖之嫌



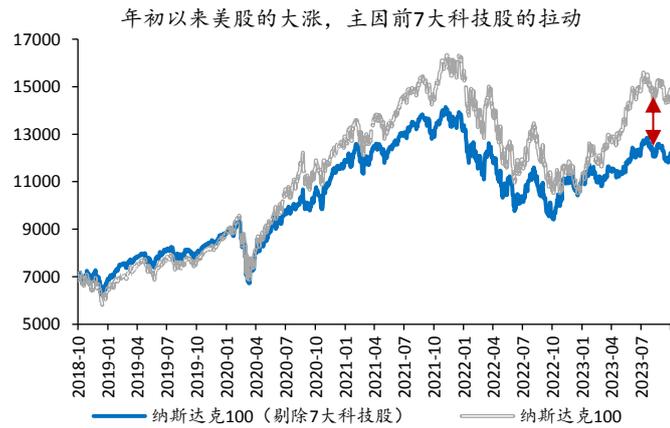
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 美债期限利差仍处于历史相对低位



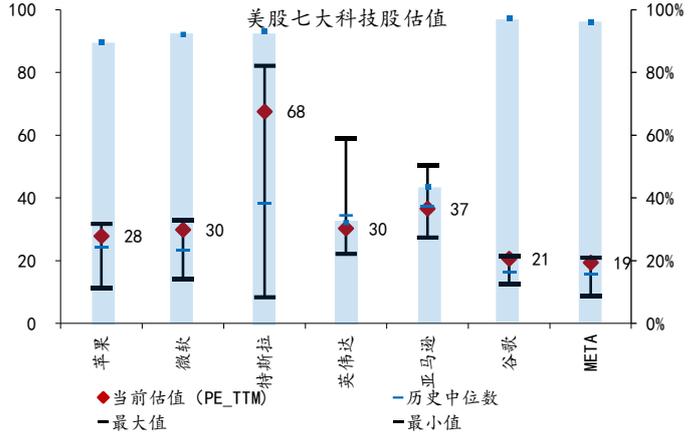
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 年初以来的美股上涨, 主由前7大科技股拉动



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 当前美国七大科技股估值多处于历史高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

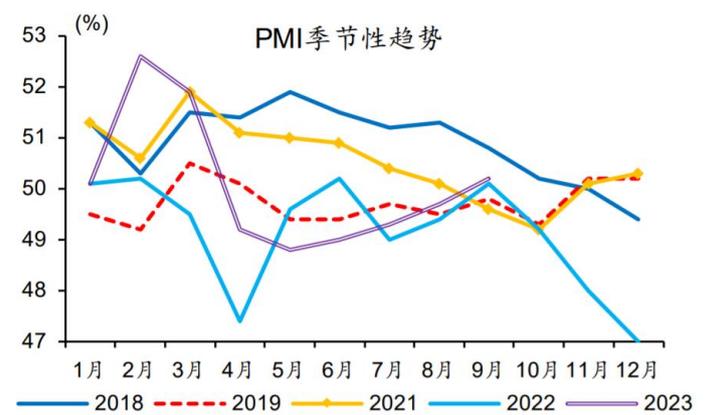
国内市场, 经济的积极信号正不断积累。经济方面, 8月工业企业利润当月同比由负转正至17.2%, 较7月大幅回升23.9个百分点, 拆分来看, 生产延续修复、价格拖累也进一步减弱; 9月制造业PMI重返扩张区间、服务业PMI止跌回升, 经济企稳向上信号已更加明确。政策方面, 9月起地产优化政策加速出台, 地方稳地产政策出台频次显著上升。CRIC统计数据显示, 三季度有133个省市218次放松房地产政策, 力度明显增强。前期地产销售疲软的催化下, 10月更多稳增长政策的加码或可期待, 这将为市场注入信心。

图表29: 8月, 工业企业利润同比大幅转正



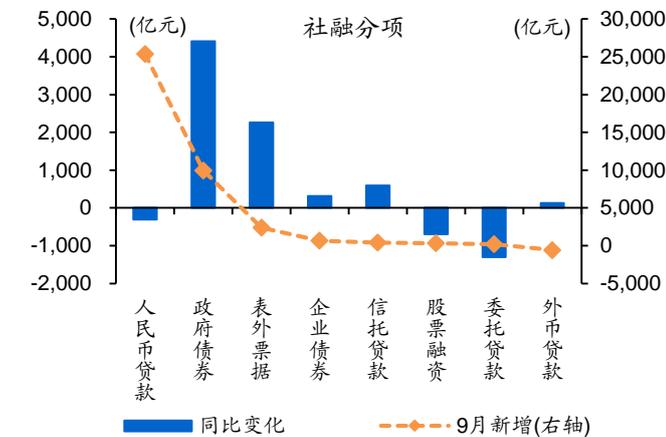
来源: 各部门网站, 国金证券研究所

图表30: 9月, 制造业PMI重返扩张区间



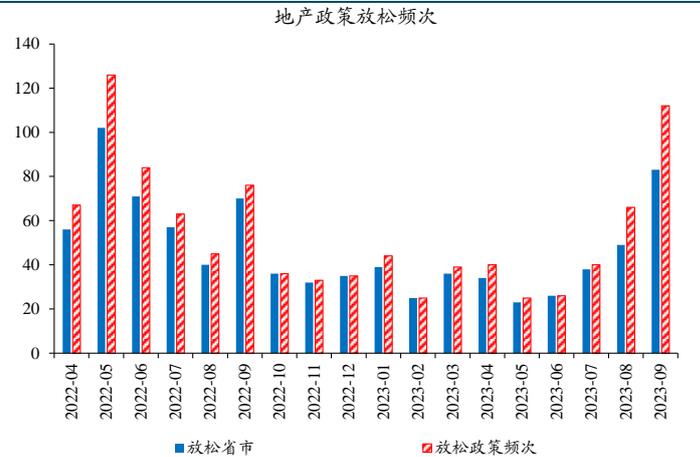
来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 9月, 政府债券支撑社融超预期



来源: Wind, 国金证券研究所

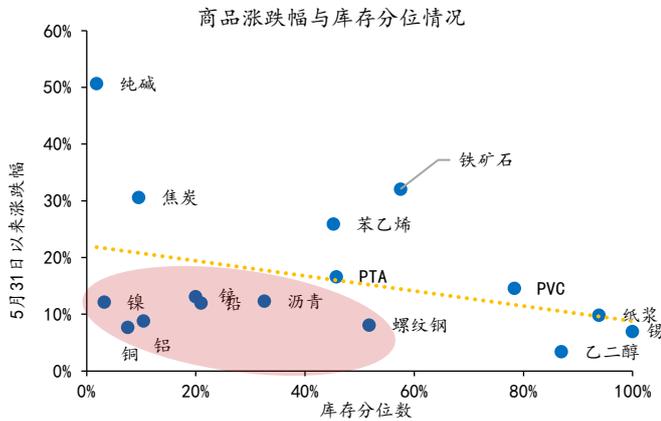
图表32: 近期, 稳地产政策持续推出



来源: CRIC, 国金证券研究所

结构上，关注部分“低库存”品类库存回补带来的机会。以产成品存货增速来计，本轮库存周期已持续 45 个月、超过历史平均的 39 个月。当前实际利率处于历史高位，已现拐头迹象，产成品库存回补或将开启。向后看，部分低库存行业或更早出现库存回补现象，可以关注受益于稳增长逻辑的金属制品、通用设备，以及景气赛道上游逻辑的电气机械、橡胶塑料等行业。中、美库存共振下，计算机通信、化学纤维等低库存行业也值得进一步跟踪。商品方面，低库存但前期相对滞涨的铜、铝等品类也值得关注。

图表33: 关注部分“低库存”品类的机遇



来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 产成品库存已处低位，而实际利率仍居高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 低库存行业中的修复线索

	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
	历史分位数(%)	2023-07	2023-06	2023-05	历史分位数(%)	2023-07	2023-06	2023-05
烟草	76	18.9	19.1	18	77.3	18.9	18.6	17.5
专用设备	57.3	12.6	12	13.2	57.2	12.6	12.5	13.6
文教文体娱	50	10.2	6.6	4.9	55.6	10.2	1.7	0.4
运输设备	53.9	8.9	9.4	4.1	49.5	8.9	9.3	3.8
有色加工	25.6	3.6	2.6	3.3	37.3	3.6	9.8	11.7
医药	33	9.5	11.3	9.7	31.7	9.5	11.3	9.9
电气机械	39.1	8.1	6.2	4.9	29.5	8.1	8.1	6.3
农副食品	21.3	2.2	5.4	6.2	27.1	2.2	7.5	6.7
仪器仪表	30.8	9	12.2	13.1	23.4	9	11.4	11.4
汽车	21.8	4.2	5.7	8.7	22.9	4.2	7	9.8
食品	12.6	3.5	6.8	11.2	22.1	3.5	8.1	12.1
皮革制鞋	13.9	2.1	2.8	3.4	21.7	2.1	0.5	1
木材	21.7	4.1	7.2	7.8	20.8	4.1	8.7	8.9
黑色加工	11.3	-6.9	-12.2	-11.2	20.8	-6.9	3.8	5.6
酒和饮料	20	4.3	6.8	7.4	20.4	4.3	5.7	6.3
纺织	13.4	0.5	1.7	0.9	19.5	0.5	6.4	5.2
非金属制品	6.9	3.2	5.3	8	18.9	3.2	11.7	14
化学纤维	6.5	-11.4	-13.2	-10.3	7.8	-11.4	-6.5	-6
橡胶和塑料	10.3	-0.4	0	0.1	7.3	-0.4	4.4	4.2
通用设备	10.8	3.1	2.6	2.1	7.2	3.1	3	2.5
家具	2.6	-0.5	-1.8	-1.7	6.9	-0.5	-2.1	-1.9
化学原料	1.3	-4.1	-0.5	6.1	6.7	-4.1	14.4	18.3
石油煤炭加工	2.6	-17.6	-15	-9.3	4.4	-17.6	5.1	5.8
造纸	4.3	-6.3	-1.3	0.2	3.9	-6.3	5.4	5.8
印刷复制	2.6	-1.8	-3.1	-4.6	3.3	-1.8	-2.8	-4.3
计算机通信	9.1	-0.4	0.7	-0.4	1.7	-0.4	2.7	1.3
服装服饰	0.8	-3.3	-3.7	-3.6	1.4	-3.3	-4.3	-4.6
金属制品	0.4	-4	-4.5	-4	0.4	-4	-0.2	0.3

来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1) 9 月，美债收益率快速飙升对风险资产的压制，再度成为海外市场的主线逻辑。本轮美债收益率的攀升，主因供求关系恶化、通胀预期回升与交易行为扰动。第一，美债的供求关系继续恶化，9 月一级市场的美债拍卖中，一级交易商被动承接的比例由 35% 升至 50%。第二，油价上涨引发市场对通胀的担忧，美国 5 年通胀预期由 2.33% 升至 2.51%。第三，交易端美债空头的快速增加，非商业空头持仓已增至历史 99% 的分位水平。

2) 9 月，国内市场情绪再度走低，股债汇均现调整；商品市场震荡上行。地产销售乏力下对基本面的担忧，是股汇表现不佳的主因；债市收益率与商品价格回升背后，基本面驱动也相对有限。9 月商品房成交面积仍处过去 5 年低位、沥青开工率也再度回落，疲软的

数据引发市场担忧。债市调整主因政府债发行加速、季末流动性紧张等。商品涨价中，汇率与供给扰动是主导因素；汇率企稳后，9月下旬商品也再度走弱。

3) 海外市场，美债收益率或高位震荡，分母端压制下美股或维持高波动。14天10年期美债RSI一度走高至73.2，短期美债或有超卖之嫌；但美债期限利差倒挂仍有41bp，高位的短端利率也约束了美债利率下行空间。本轮美股大涨主由7大科技股推升，而当前7大科技股动态市盈率均处高位，加之分母端压制，美股或延续较高波动。

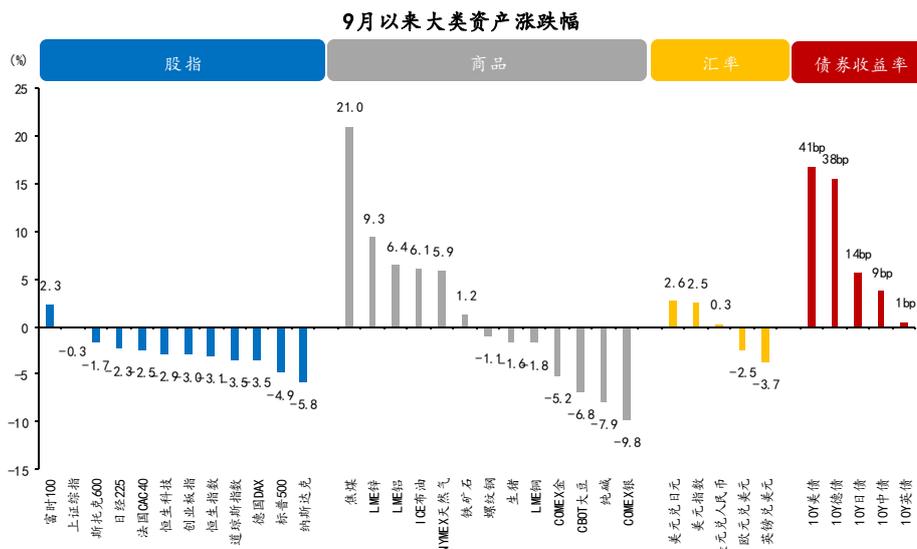
4) 国内市场，经济的积极信号正不断积累，关注部分“低库存”品类库存回补带来的机会。8月工业企业利润当月同比17.2%，较7月大幅回升23.9个百分点；9月制造业PMI重返扩张区间、服务业PMI止跌回升，经济企稳向上的信号已更加明确。部分低库存行业或更早出现库存回补，经济底部已现、景气筑底改善的过程中有利资金风险偏好改善。

二、大类资产高频跟踪（2023/09/01-2023/09/30）

（一）月度回顾：9月美债收益率继续攀升，全球风险资产延续承压

全球股市普遍下跌，10年期国债利率均上行，美元持续走强，商品涨跌不一。1) 股票市场：除英国外，发达国家股指下跌，美股领跌；A股各类宽基指数均下行，创业板指和万得全A分别下跌4.96%和1.09%；香港市场下行，恒生指数下跌3.11%。2) 债券市场：发达国家10年期国债收益率全线上行。3) 商品市场：大宗商品价格涨跌不一，原油上涨，贵金属、有色下跌，黑色和农产品涨跌分化。4) 汇率市场：英镑和欧元兑美元分别贬值3.73%和2.52%，在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.56%、0.28%至7.2983、7.2957。

图表36：9月大类资产涨跌情况

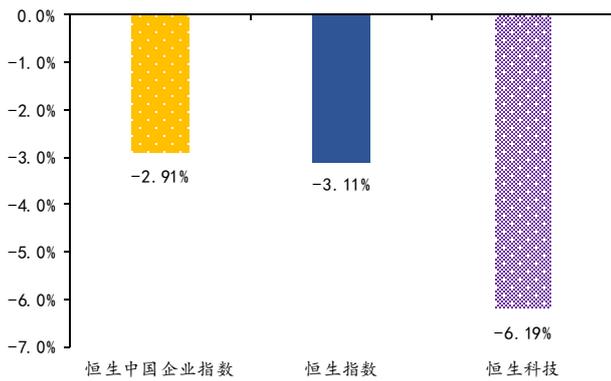


来源：Wind，国金证券研究所

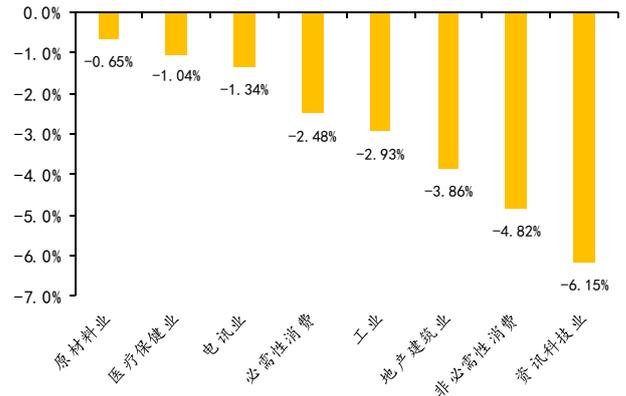
（二）权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌

除英国外发达国家股指均下跌，新兴市场股指多数下跌。纳斯达克指数、标普500指数和澳大利亚普通股指数领跌，分别下跌5.81%、4.87%和3.57%，仅英国富时指数上涨2.27%。伊斯坦布尔证交所全国30指数和巴西IBOVESPA指数分别上涨4.60%和0.71%，泰国SET指数、韩国综合指数和南非富时综指分别下跌6.04%、3.57%和3.43%。

图表43: 本月, 恒生指数全线下跌



图表44: 本月, 恒生行业全线下跌



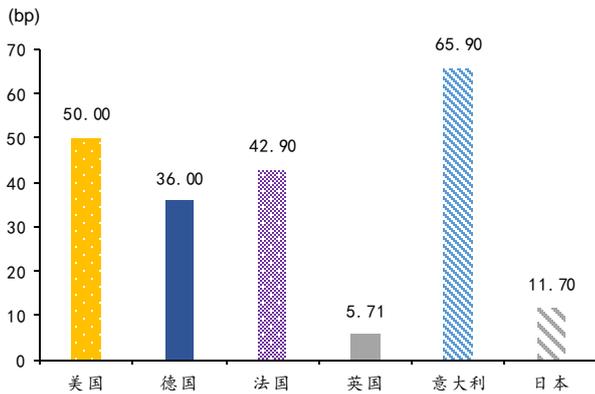
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

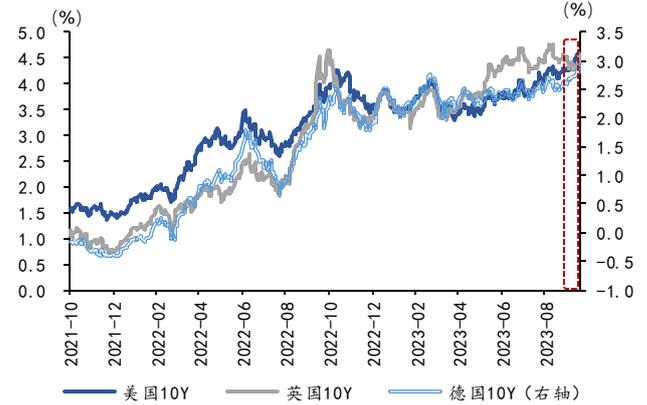
(三) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线上行

发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 50.00bp 至 4.59%，德国 10Y 国债收益率下行 36.00bp 至 2.87%；意大利、法国、日本和英国 10Y 国债收益率分别上行 65.90bp、42.90bp、11.70bp 和 5.71bp。

图表45: 本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行



图表46: 本月, 美英德 10Y 收益率均上行

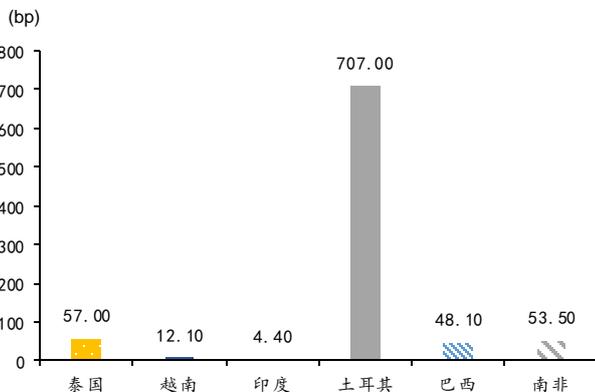


来源: Wind, 国金证券研究所

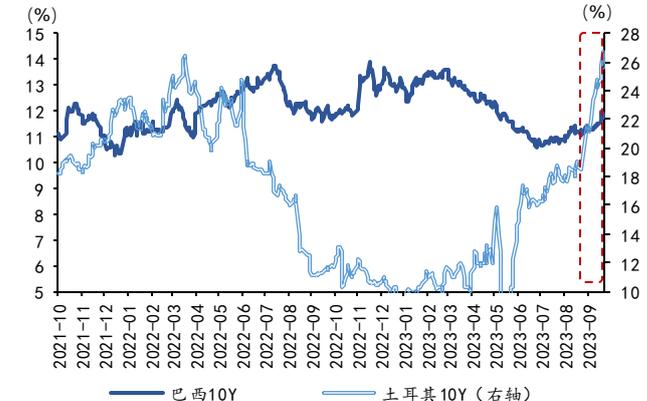
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率全线上行。土耳其 10Y 国债收益率上行 707bp 至 25.52%，泰国 10Y 国债收益率上行 57bp 至 3.17%；南非、巴西、越南和印度 10Y 国债收益率分别上行 53.50bp、48.10bp、12.10 和 4.40bp。

图表47: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益全线上行



图表48: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行

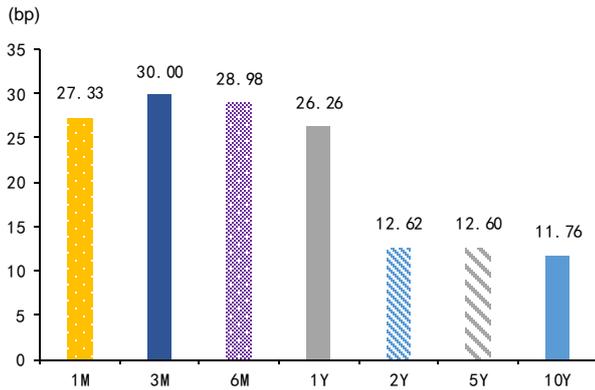


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

本月, 中国国债收益率短端上行幅度较大。3 个月期国债收益率上行 30bp 至 2.00%，2 年期国债收益率上行 12.62bp 至 2.28%，10 年期国债收益率上行 11.76bp 至 2.68%，期限利差收窄。1M、6M 分别上行 27.33bp、28.98bp；1Y、5Y 分别上行 26.26bp、12.60bp。

图表49: 本月, 中国国债收益率全线上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 本月, 3个月上行幅度超过2年期与10年期

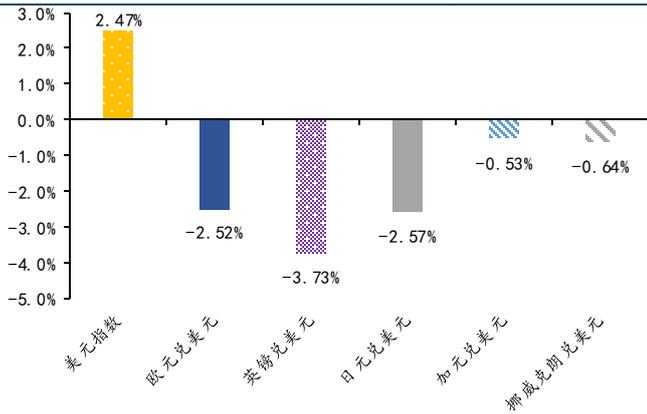


来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元贬值

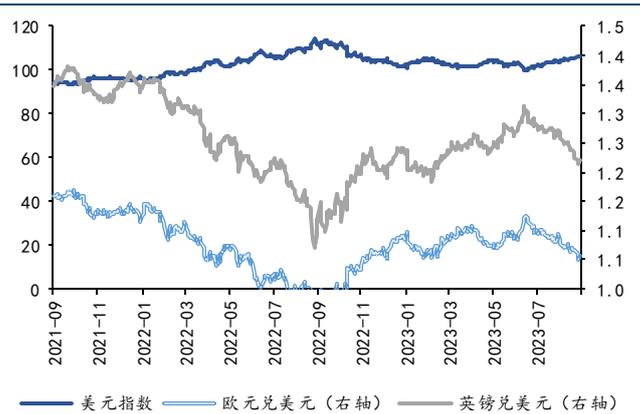
美元指数走强, 本月上涨 2.47%至 106.1919。英镑、日元、欧元、挪威克朗和加元兑美元分别贬值 3.73%、2.57%、2.52%、0.64%和 0.53%。美元兑主要新兴市场多数上涨, 土耳其里拉、韩元、印尼卢比、雷亚尔和菲律宾比索兑美元分别贬值 2.67%、2.07%、1.83%、1.55%和 0.05%。

图表51: 本月, 美元指数上涨, 其他货币兑美元贬值



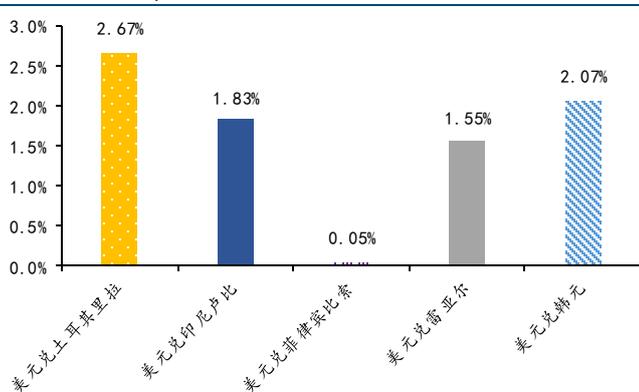
来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 本月, 英镑、欧元兑美元均下跌



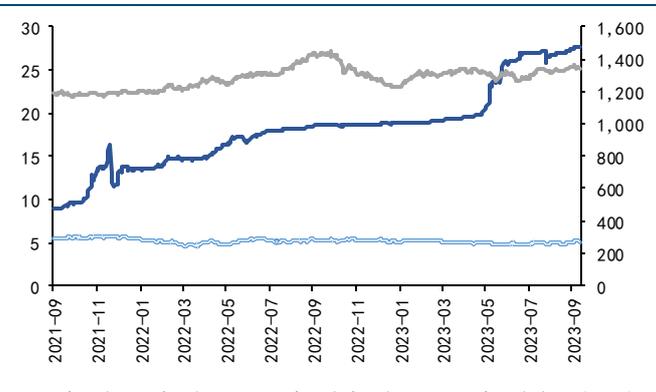
来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 本月, 美元兑主要新兴市场多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

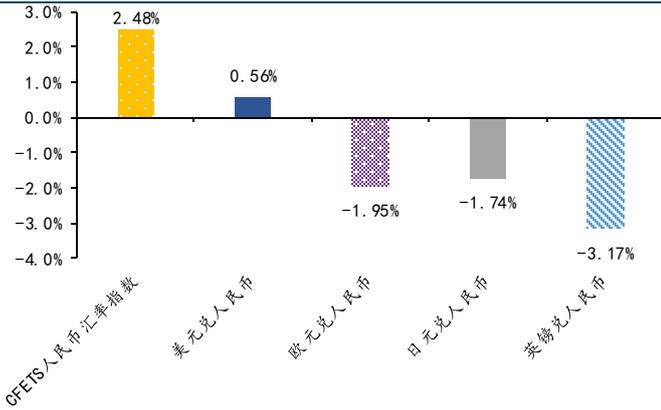
图表54: 土耳其里拉、雷亚尔和韩元贬值



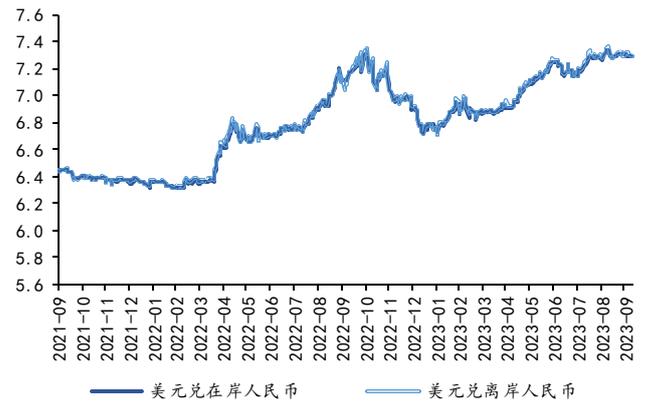
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 0.56%, 兑英镑、欧元和日元分别升值 3.17%、1.95%和 1.74%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 404bp 至 7.2983, 美元兑离岸人民币汇率上行 204bp 至 7.2957。

图表55: 本月, 美元兑人民币升值



图表56: 本月, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(五) 大宗商品市场追踪: 原油上涨, 贵金属、有色下跌, 黑色和农产品涨跌分化

原油上涨, 贵金属下跌, 有色、黑色和农产品涨跌分化。其中, 焦煤、布伦特原油和 LME 锌领涨, 分别上涨 13.09%、9.73%和 9.26%; 豆粕、COMEX 银和 LME 镍领跌, 跌幅分别为 11.30%、8.72%和 7.63%。9 月沙特与俄罗斯加大原油减产力度, 叠加美油库存告急, 供给趋紧, 油价涨幅明显; 受美债里拉与美元指数持续走强影响, 贵金属或持续承压。

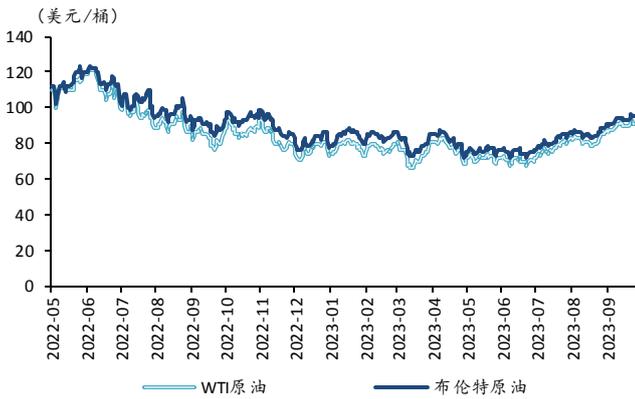
图表57: 本月, 原油和黑色系焦煤价格涨幅较大

类别	品种	2023年9月	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月
原油	WTI原油	8.56%	2.24%	15.80%	3.75%	-11.32%	1.47%
	布伦特原油	9.73%	1.52%	14.23%	3.08%	-8.65%	-0.29%
贵金属	COMEX黄金	-4.71%	-1.38%	2.92%	-2.70%	-1.37%	1.03%
	COMEX银	-8.72%	-1.11%	8.77%	-3.50%	-6.00%	3.81%
有色	LME铜	-1.18%	-3.34%	5.63%	2.00%	-6.27%	-3.90%
	LME铝	6.22%	-1.65%	4.62%	-3.60%	-5.17%	-1.39%
	LME镍	-7.63%	-7.19%	8.28%	-1.34%	-14.67%	3.22%
	LME锌	9.26%	-4.47%	6.95%	5.56%	-16.06%	-7.18%
黑色	焦煤	13.09%	18.58%	-18.44%	30.83%	-3.09%	-28.54%
	沥青	2.89%	-0.34%	1.58%	1.58%	1.16%	1.51%
	铁矿石	-0.27%	1.92%	4.05%	10.81%	-8.24%	-10.49%
	螺纹钢	0.19%	-3.56%	0.86%	16.12%	-10.86%	-12.93%
	生猪	2.10%	-5.34%	26.82%	-11.06%	4.87%	-3.88%
农产品	棉花	-0.39%	3.33%	5.24%	7.08%	-0.13%	7.09%
	豆粕	-11.30%	12.40%	14.40%	13.06%	-7.20%	4.07%
	豆油	-4.86%	9.03%	2.75%	13.40%	-11.64%	-4.55%

来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格上涨, 黑色价格涨跌分化。WTI 原油价格上涨 8.56%至 90.79 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 9.73%至 95.31 元/桶。焦煤价格大涨 13.09%至 1750 元/吨; 沥青和螺纹钢价格分别涨 2.89%至 3958 元/吨和 0.19%至 3615 元/吨, 铁矿石下跌 0.27%至 927 元/吨。

图表58: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

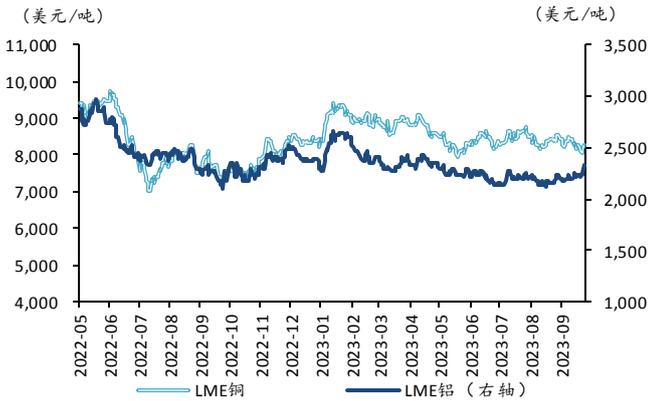
图表59: 本月, 焦煤价格大涨



来源: Wind, 国金证券研究所

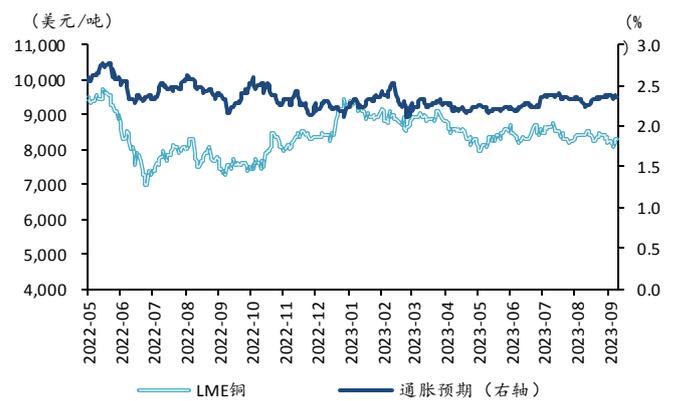
铜价格和贵金属价格下跌, 铝价格上涨。LME 铜下跌 1.18%至 8281 美元/吨, LME 铝上涨 6.22%至 2340 美元/吨。通胀预期从前值的 2.24%上升至 2.35%。COMEX 黄金下跌 4.71%至 1847.10 美元/盎司, COMEX 银下跌 8.72%至 22.34 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.85%升至 2.24%。

图表60: 本月, 铜价下跌铝价上涨



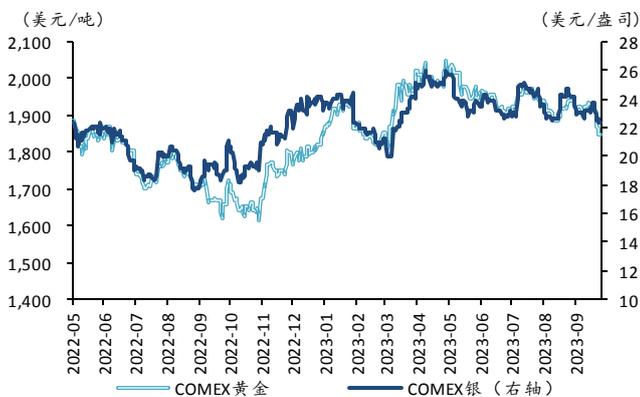
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 本月, 通胀预期上升



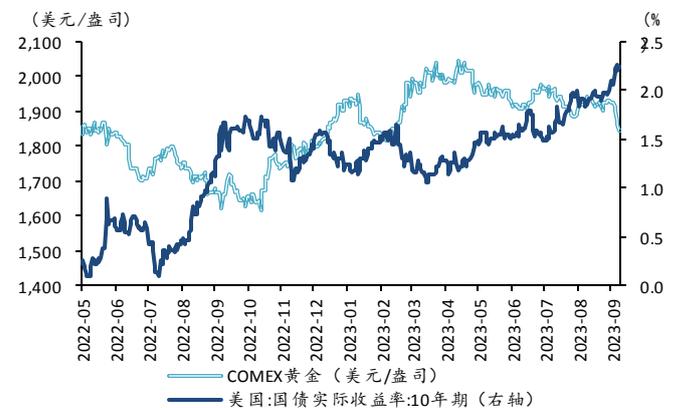
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 本月, 黄金、白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表63: 本月, 10Y 美债实际收益率上行



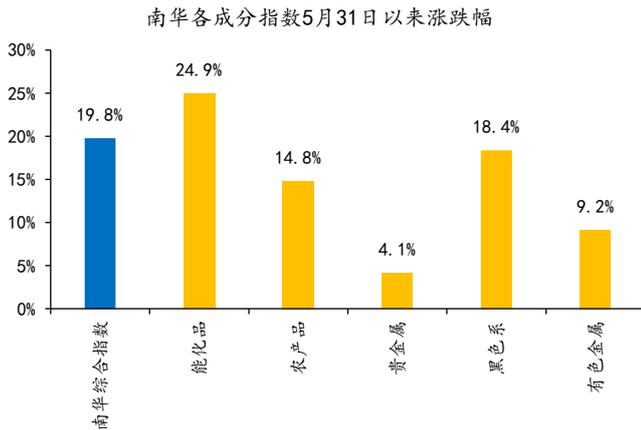
来源: Wind, 国金证券研究所

三、报告精选

(一) 商品市场，缘何而强？

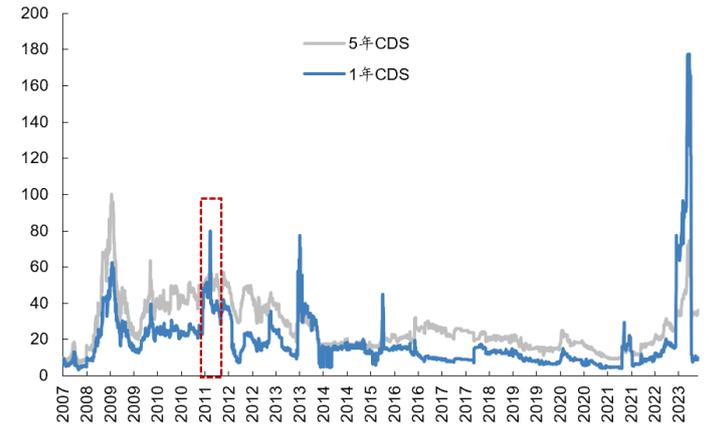
5月31日以来，国内外大宗商品双双走强，其中国内商品的表现更为突出。截至9月7日，彭博商品指数大涨8.4%，南华综合指数的涨幅更是高达19.8%。本轮上涨中经济基本面尚未明显改善，因而“股商”之间出现明显分歧。细分市场来看，能化品、黑色系在南华综合指数构成中较高的权重、叠加领先的涨幅，使其成为南华综合指数的主要拉动，分别拉动9.0%、4.6%；分品类来看，除生猪外，南华综合指数成分品悉数上涨，其中原油、铁矿石、焦炭、纯碱是主要拉动，分别拉动了3.4%、2.4%、1.5%、1.4%和1.0%。

图表64：南华商品各成分指数5月31日以来均大涨



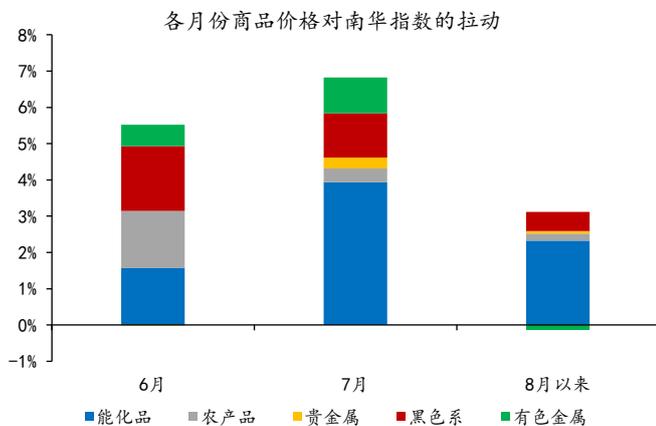
来源：Wind，国金证券研究所

图表65：5月31日以来，南华商品的价格走势



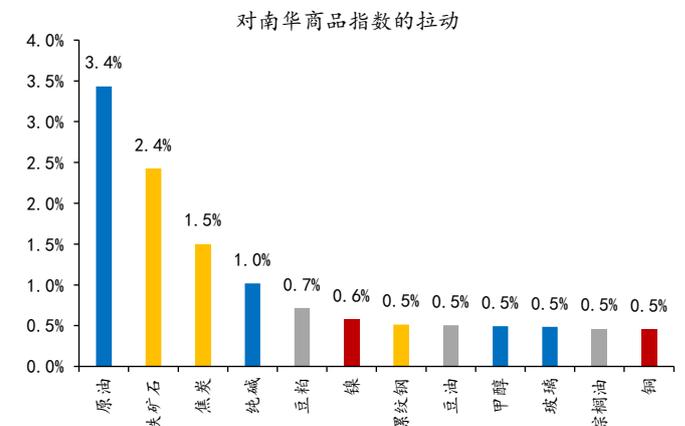
来源：Wind，国金证券研究所

图表66：6月以来，各成分指数对南华指数的拉动



来源：Wind，南华期货，国金证券研究所

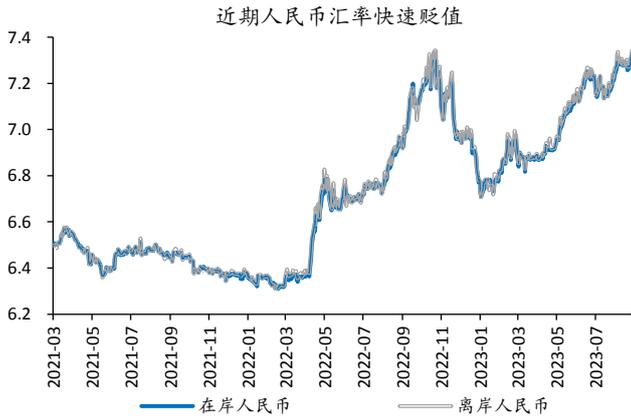
图表67：原油、铁矿石、焦炭对南华综合指数拉动最大



来源：Wind，南华期货，国金证券研究所

汇率贬值下进口价格的被动抬升、原油供给冲击和部分商品低库存放大供需面及交易面扰动是带动商品价格飙升的重要因素。第一，人民币贬值带动以海外交易所定价为主的有色金属和贵金属、以及进口依赖度高的品类内外盘价格分化；第二，OPEC 国家总产量大幅收缩促使原油供给收缩，油价大涨，原油带动能化产业链整体涨价；第三，出口需求回暖的拉动下，低库存商品价格得到明显提振。其中，纯碱库存历史分位数低至 1.8%，在高温和碱厂年检影响下，纯碱供给较 6 月下滑 30% 以上，叠加交易面的扰动，纯碱价格大幅震荡、一度涨超 60%（纯碱涨幅现已快速回落至 41.3%）。

图表68: 近期, 人民币汇率出现较大幅度贬值



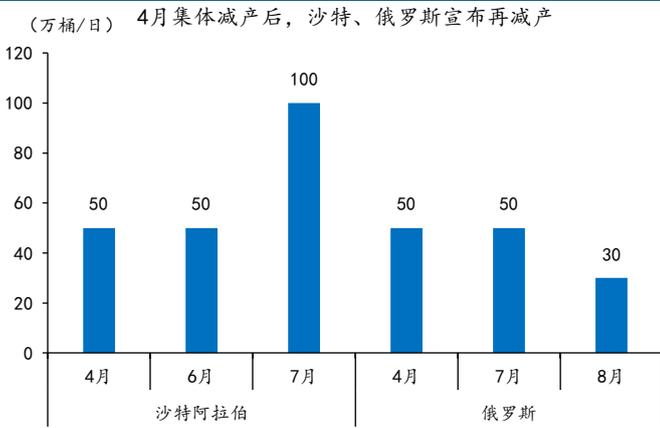
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表69: 6月以来, 南华与彭博有色金属指数明显分化



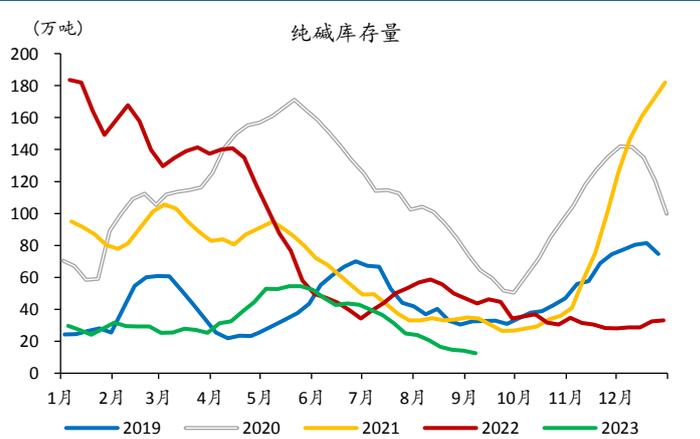
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表70: 4月集体减产后, 沙特、俄罗斯近期频频减产



来源: Bloomberg, EIA, 国金证券研究所

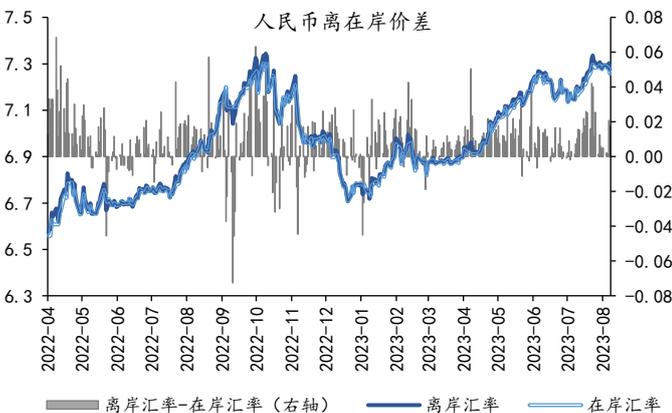
图表71: 纯碱库存处于历史的极低水平



来源: Wind, 国金证券研究所

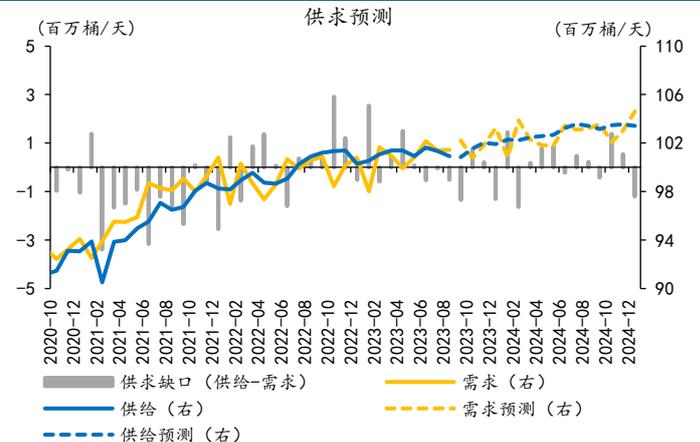
人民币贬值压力相对可控, 汇率对商品价格推升或将弱化; 部分品类前期供给与交易面扰动, 或也将陆续退坡。第一, 近期, 离在岸价差的收窄、3M 风险逆转因子的走低显示贬值压力已得到一定释放。第二, 四季度原油供给偏紧或将缓和; 随着年检的恢复, 纯碱等供给问题也将逐步消退。第三, 发改委、郑商所已开始关注铁矿石、纯碱等品类的异动。随着经济基本面逐步企稳、地产政策不断加码, 基本面改善或将成为部分商品后续的主要动能。铜、铝、螺纹钢、沥青等, 在历轮地产周期中均有较好市场表现, 叠加低库存的优势, 后续或有更大价格弹性。

图表72: 当下, 人民币离、在岸价差已明显收窄



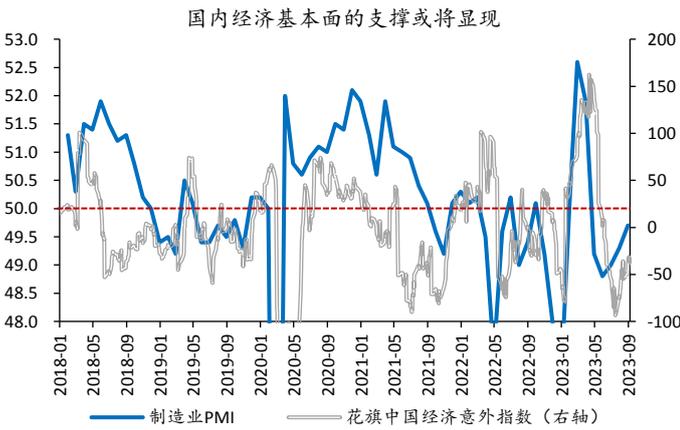
来源: Wind, 国金证券研究所

图表73: 4 季度原油价格的供需缺口或将有所收窄



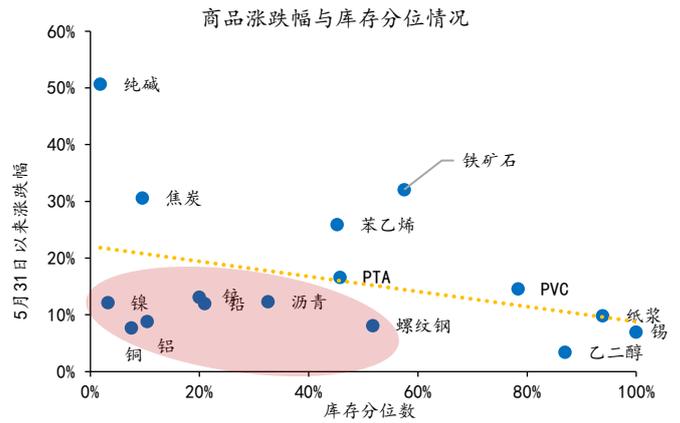
来源: EIA, 国金证券研究所

图表74: 国内经济基本面即将企稳改善



来源: Wind, 国金证券研究所

图表75: 关注部分“低库存”品类的机遇



来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 美债期限溢价的上行压力有多大?

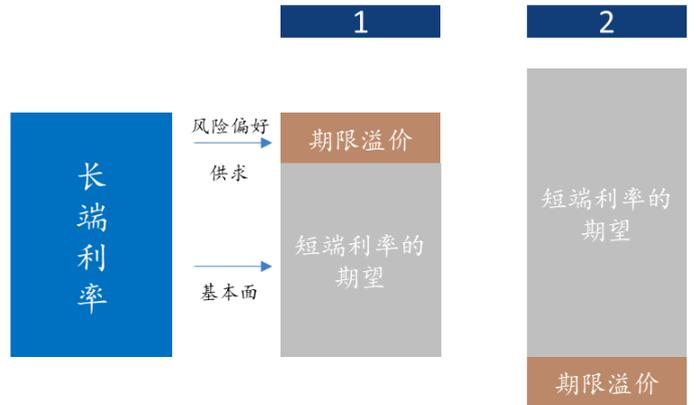
截止到9月22日, 1年期、10年期和30年期美债利率分别为5.5%、4.4%和4.5%。如果“期限利差倒挂指示经济衰退”的经验法则失效了, 那么期限利差将以何种方式回归常态: 再通胀压力引发长端利率上行, 还是等到美联储降息? 长端美债利率可拆解为两个部分: 未来名义短端利率的期望和期限溢价。所谓期限溢价, 是对投资者持有长期债券的风险的补偿。一般而言, 期限溢价为正, 但当持有长期债券“利大于弊”时, 投资者也可能接受一个负的期限溢价。截至目前, 期限溢价 (term premium) 目前仍是长端美债利率的拖累项 (-52bp)。关键问题是: 期限溢价是否会转正?

图表76: 10年美债利率的结构



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表77: 长端利率的结构



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表78: 10年美债利率的结构



图表79: 期限溢价是10年美债利率的拖累项



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

来源：美联储、Wind、国金证券研究所

期限溢价主要取决于风险偏好和特定期限债券的供求关系。风险溢价方面，经济周期、通货膨胀及美联储政策的不确定性都是关键因素。期限溢价具有明显的逆周期性，期限溢价与通货膨胀的长期趋势类似，期限溢价与投资者对未来经济运行的预期的分歧（如货币政策不确定性）呈正相关。国债供求方面，2008 年大危机之后，以美联储为代表的西方央行大幅扩表，使得全球流动性“过剩”，“制造”了安全资产的短缺。2015 年初以来，10 年美债期限溢价进入负值区间，则与欧央行、日央行扩表有直接关系。此外，以“巴塞尔 III”为代表的金融强监管及金融机构内部风控的加强都增加了安全资产的需求。

图表80：期限溢价与失业率

图表81：期限溢价与通货膨胀

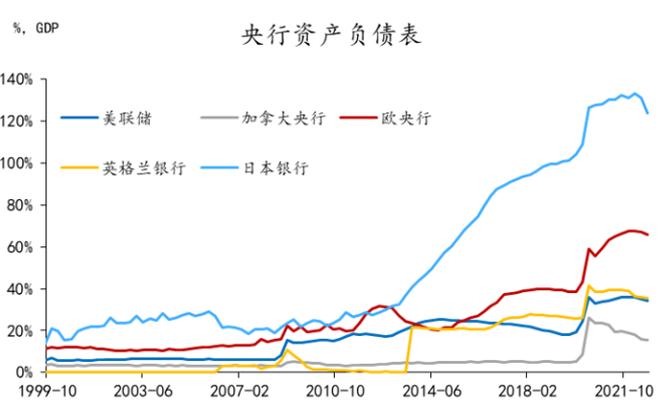
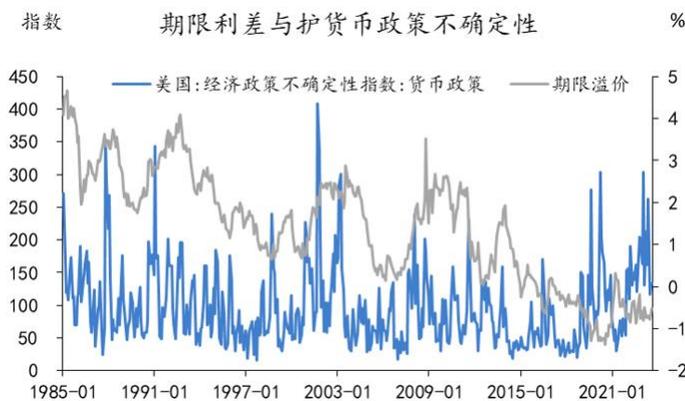


来源：美联储、Wind、国金证券研究所

来源：美联储、Wind、国金证券研究所

图表82：期限溢价与货币政策不确定性

图表83：西方央行总资产

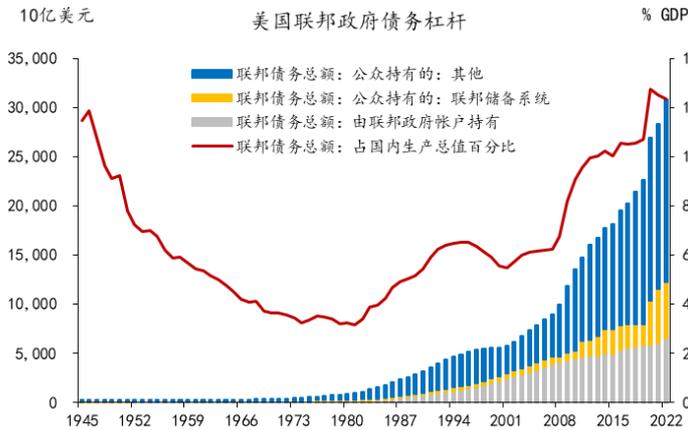


来源：美联储、Wind、国金证券研究所

来源：各国央行、Wind、国金证券研究所（更新到 2023 年 9 月）

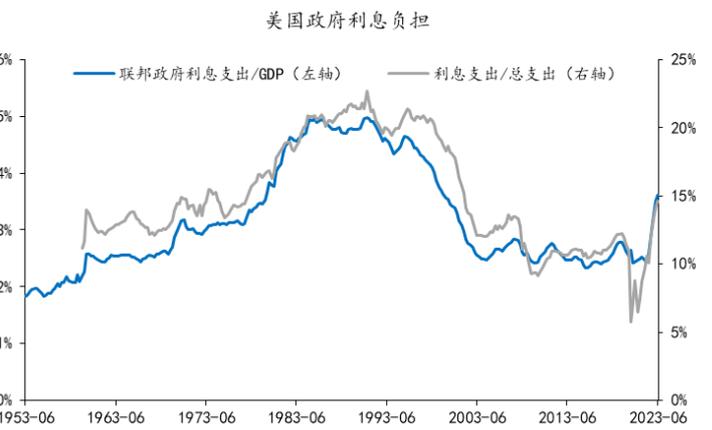
我们认为，在中期内，美债期限溢价趋于转正，成为长端美债利率的拉动项。风险溢价方面，通胀中枢的上行或波动率的提升在一定程度上已经成为市场共识，大概率增加经济和货币政策的不确定性（相比 2008 年以后长期零利率而言）。投资者要求的风险溢价也会相应提高。美债的供求关系也出现了系统性转变：供给方面，联邦政府赤字率的中枢或明显抬升；需求方面，在重回零利率之前，央行或难成为美债的边际购买者；在期限利差倒挂、收益率转负和股债相关性由负转正的背景下，机构投资者配置长端美债的需求趋于下行；逆全球化伴随着“去美元化”，海外配置美债的需求或也将趋于下行。

图表84: 联邦政府债务和杠杆



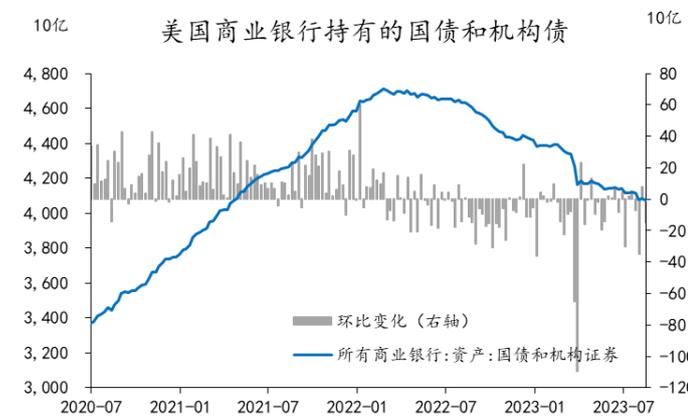
来源: 美国财政部、Wind、国金证券研究所

图表85: 联邦政府付息压力正在上行



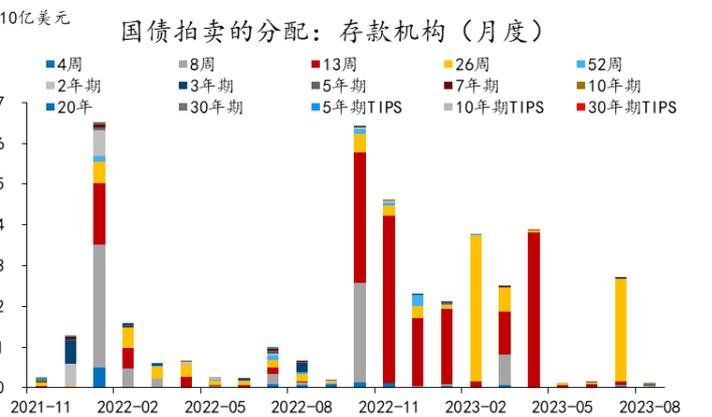
来源: 美国财政部、Wind、国金证券研究所

图表86: 美国商业银行持续减持国债和机构债



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表87: 商业银行参与国债拍卖的意愿不高



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806