

大类资产每周观察

美尔雅期货大类资产周报 20231015

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



大类资产周评：美国通胀仍存韧性，国内货币数据结构性复苏



策略概述

- 1、美国9月通胀超预期表现，美债利率和美元指数止跌反弹，叠加中东巴以战局扰动，美债利率短期修复性回落后有望维持高位震荡，抑制风险资产价格反弹空间，关注本周美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部演说所透露的利率路径观点。
- 2、国内9月货币数据结构性复苏，居民端融资需求止跌反弹，企业端仍显疲弱，有望随后跟随复苏。短期货币供需有所偏紧，供应相对偏紧，需求政府融资维持高位，企业融资边际滑坡，资金价格小幅回落。地产新房和二手房销售持续改善，二手房表现亮眼，密切跟踪持续性，制造业产能利用率内需走弱外需向好，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

短期中东巴以战火扰动市场避险情绪，令贵金属和能源价格大幅反弹，给美国10月通胀带来韧性，美债利率预计保持高位震荡，风险资产价格阶段性反弹后仍面临调整压力。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。本周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；商品面临短期快速调整后有望震荡反弹，预计先扬后抑，建议反弹中性偏空配置，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、五债或多短空长套利，美国实际利率高位震荡，驱动贵金属走势宽幅波动，建议采取低买高卖思路操作黄金和白银。

- **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	短期中东巴以战火扰动市场避险情绪，令能源价格大幅反弹，给美国10月通胀带来韧性，美债利率预计高位震荡，风险资产价格阶段性反弹后面临调整压力，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，制造业产能利用率走势分化，信用脉冲指数指向10月经济加速复苏，权益类资产价格预计整体震荡偏多， 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，制造业产能利用率走势分化，信用脉冲指数指向10月经济加速复苏，短期货币供给中性，企业端融资滑坡，地产政策全面宽松，弱现实宽信用预期持续演绎，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	
商品	南华工业品	偏空	国内地产高频销售持续改善，制造业产能利用率走势分化，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	短期中东巴以战火扰动市场避险情绪，令贵金属和能源价格大幅反弹，给美国10月通胀带来韧性，美债利率预计高位震荡，贵金属价格阶段性反弹后面临调整压力，短期维持高位宽幅震荡观点，建议 高抛低吸参与白银、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	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾

➤ 过去一周大类资产表现：黄金领涨，大宗商品领跌

黄金>港股>欧美股市>美元指数>美债>国内债券>国内股市>大宗商品

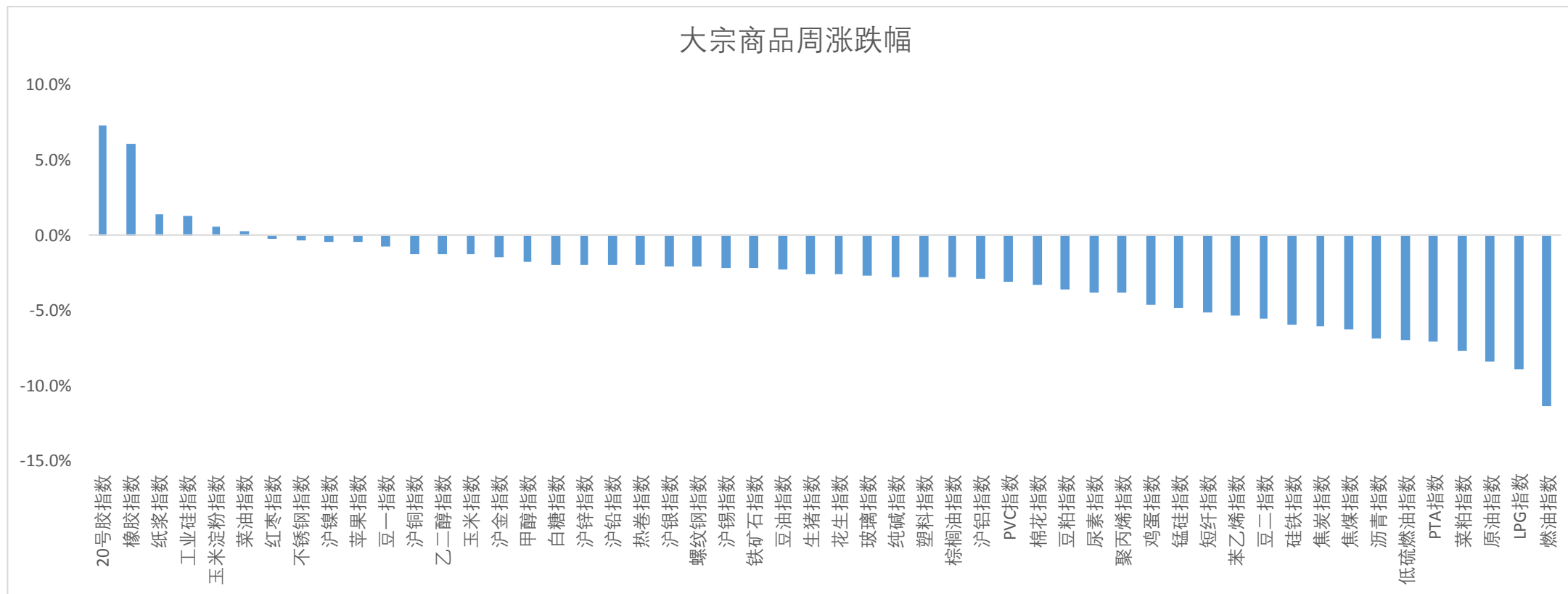
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	-0.72%	恒生中国企业	2.09%	南华商品	-1.01%	十债收益率(%)	↑ 0.0163
深证成指	-0.41%	恒生指数	2.54%	南华能化	0.05%	二债收益率(%)	↑ 0.0870
创业板指	-0.36%	恒生科技指数	1.20%	南华黑色	0.47%	期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0707
上证50	-0.72%	富时新兴市场指数	1.83%	南华有色金属	2.09%	DR007(%)	↓ -0.3525
沪深300	-0.71%	富时欧洲	1.19%	螺纹钢	-1.68%	美国十债收益率(%)	↑ 0.0400
科创50	0.44%	标普500	0.65%	生猪	0.09%	美国二债收益率(%)	↑ 0.0000
中证1000	0.05%	纳斯达克综指	0.01%	WTI原油	-5.39%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0400
中证500	-1.01%	道琼斯工业平均	1.56%	路透CRB商品指数	-3.26%	德国十债收益率(%)	↓ -0.1600
周期(风格.中信)	-0.64%	德国DAX	-0.89%	COMEX铜	-2.06%	COMEX黄金	↓ 2.78%
成长(风格.中信)	0.47%	日经225	1.39%	CBOT大豆	-1.63%	美元指数	↓ 0.39%

数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：**20号胶领涨，燃油领跌**

橡胶>纸浆>工业硅>淀粉>.....PTA>菜粕>原油>LPG>燃油

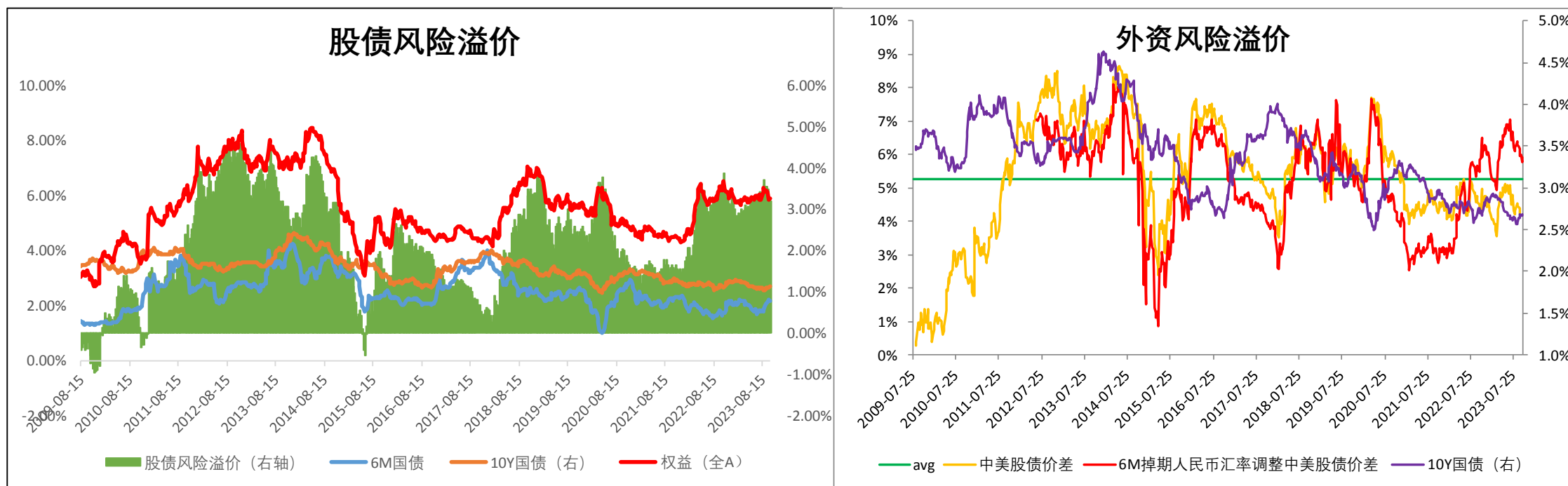


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

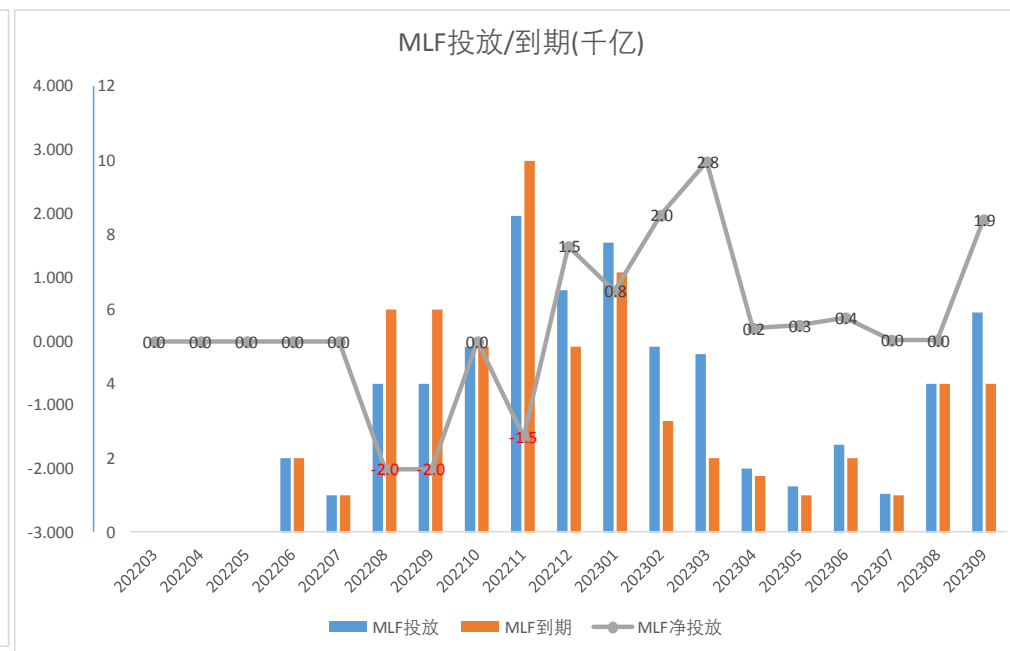
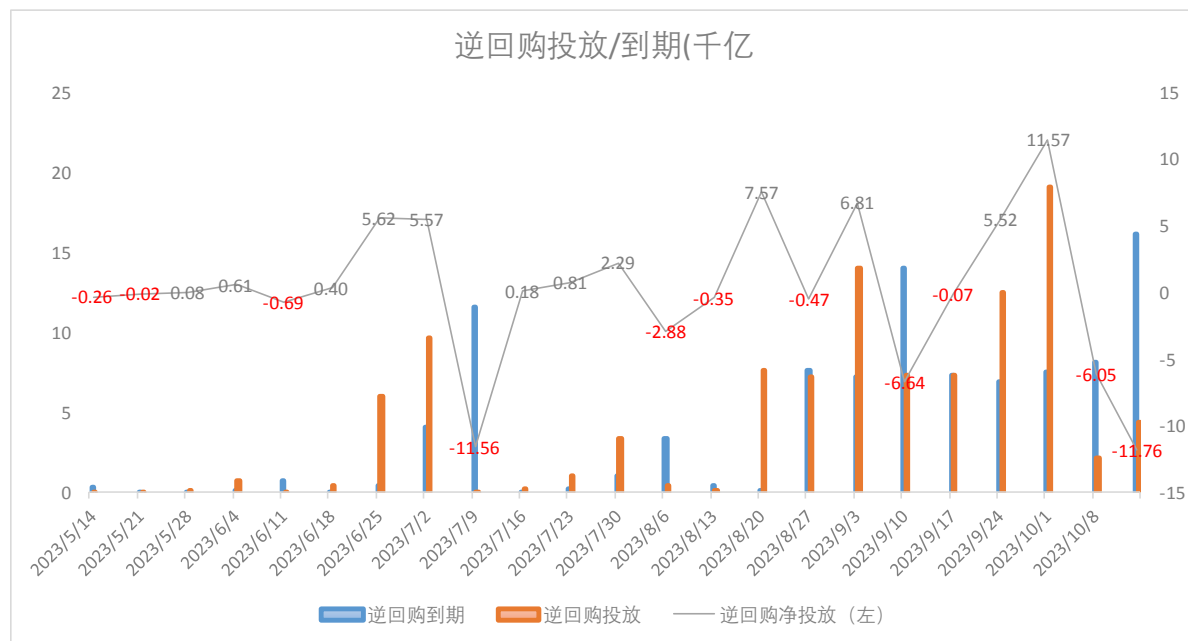
过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.21%**，与上周持平，位于**75.5%**分位点，外资风险溢价指数录得**5.91%**，较上周回落**0.07%**，位于**60.1%**分位点，外资吸引力持续回落。



货币供需分析——货币供应

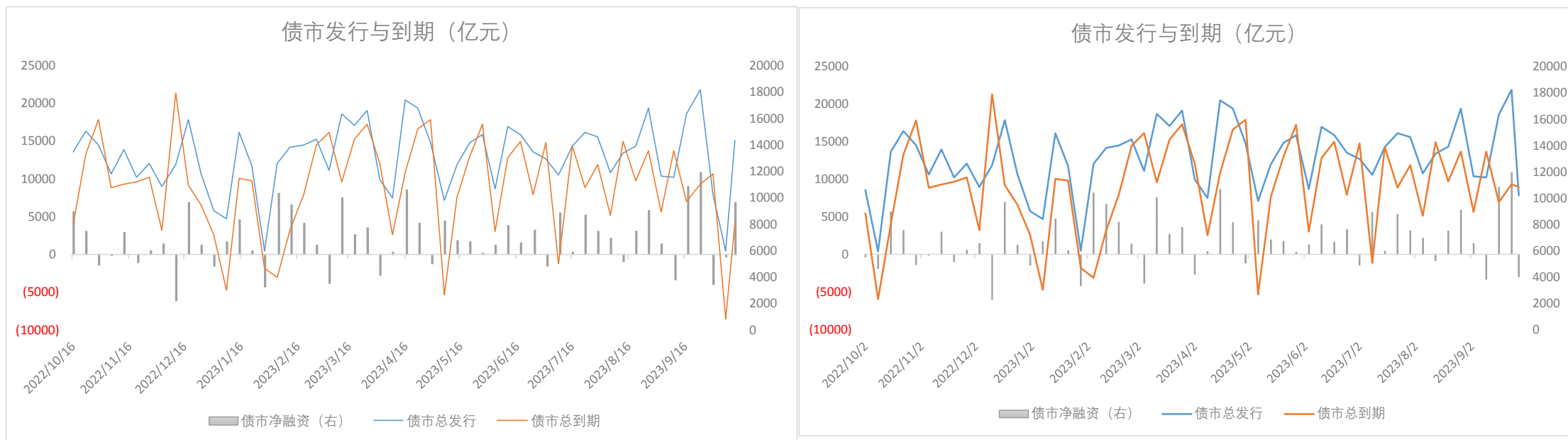
上周央行OMO逆回购到期16220亿元，逆回购投放4460亿元，货币净回笼11760亿元，货币供给季初回收，流动性整体小幅偏紧。同时，MLF在9月份投放5910亿，到期4000亿，持续超额续作，净投放1910亿，总体10月货币供应维持中性态势。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

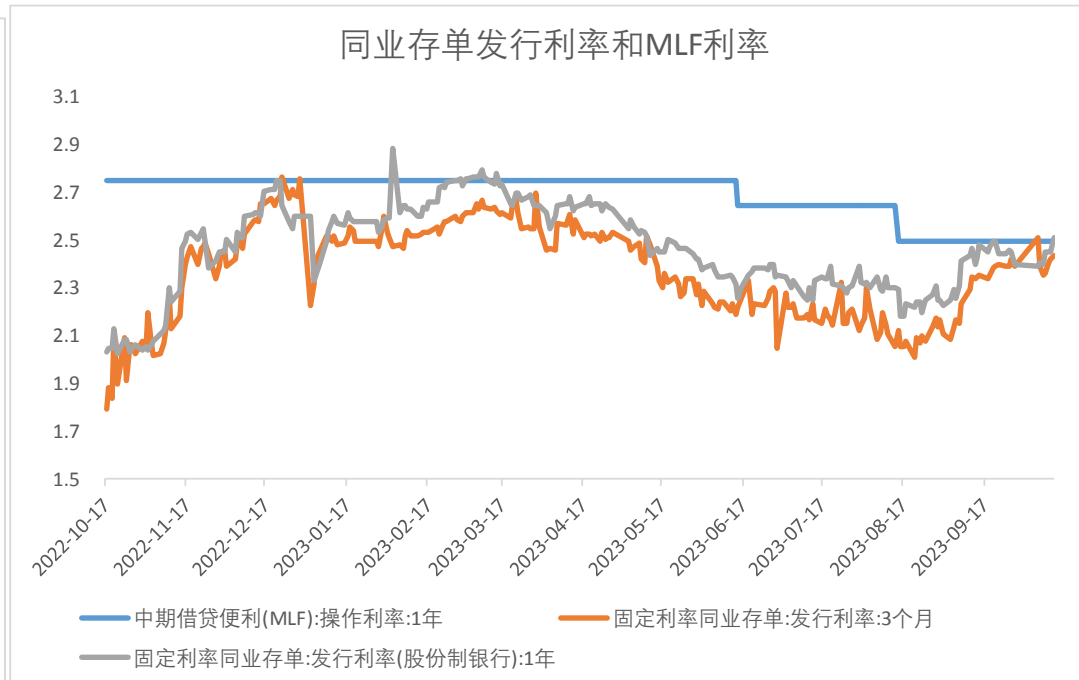
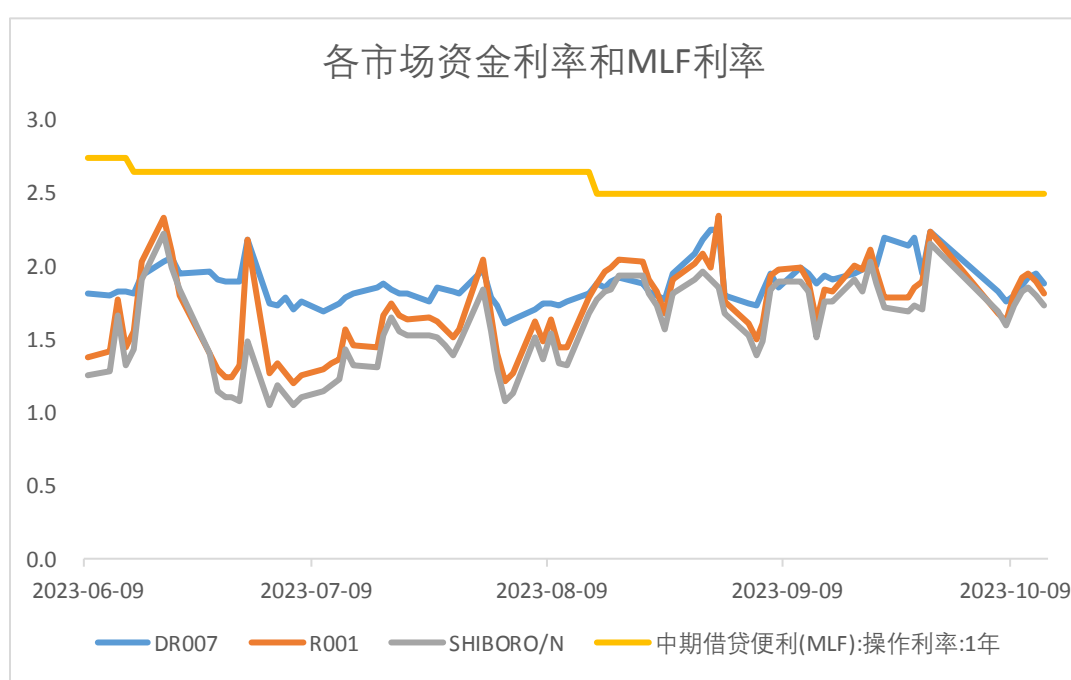
上周国债发行4060.7亿，到期628.2亿，货币净需求3432.5亿；地方债发行3059.5亿，到期491.9亿，货币净需求2567.6亿；其他债发行7949.5亿，到期6940.7亿，货币净需求1005.2亿；债市总发行15066.2亿，总到期8060.8亿，货币净需求7005.4亿，货币需求大幅提升，主要系国债和地方债融资发力，企业债务融资骤减。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

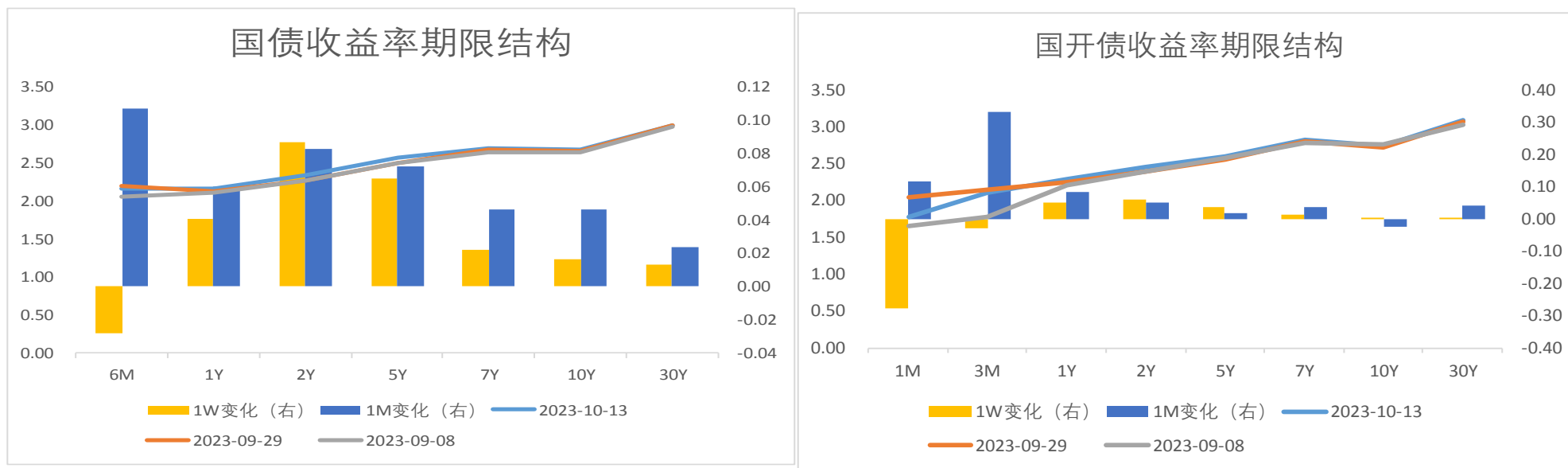
上周市场资金价格全面回落，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化-35.3bp、-42.8bp、-41.4bp至1.88%、1.81%、1.74%。同业存单发行利率反弹5.1bp，股份制银行发行的CD利率反弹11.2bp至2.51%，超过MLF 1年期利率水平（2.5%），实体真实总量需求大幅走强，系地方债密集发行驱动。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

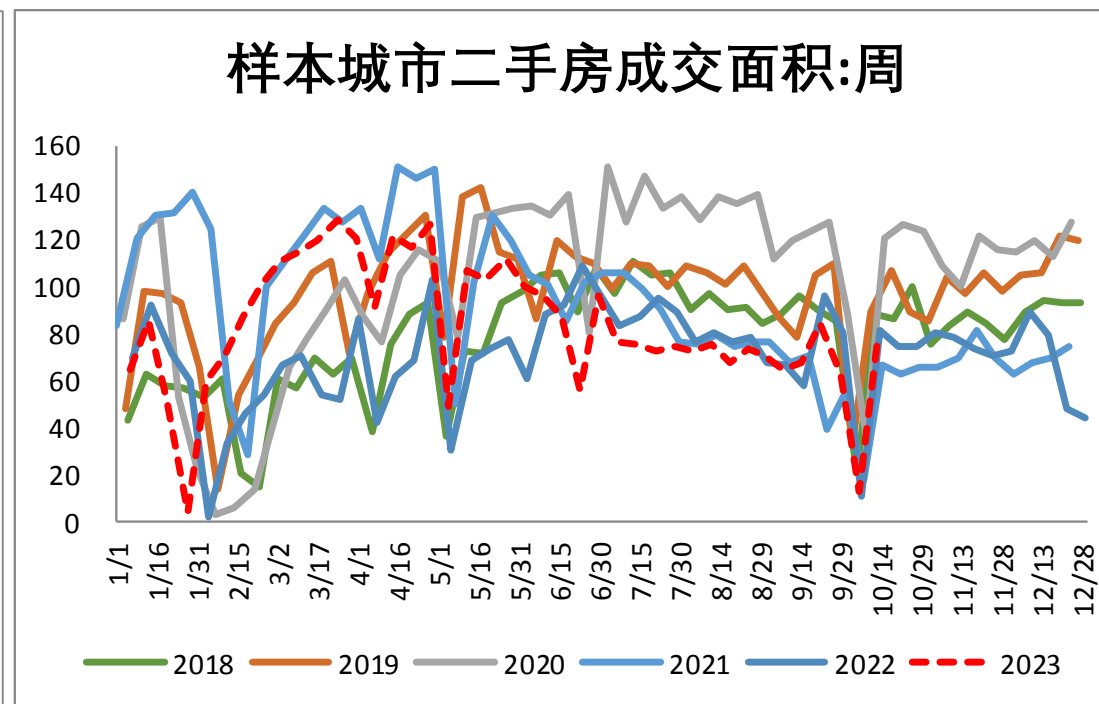
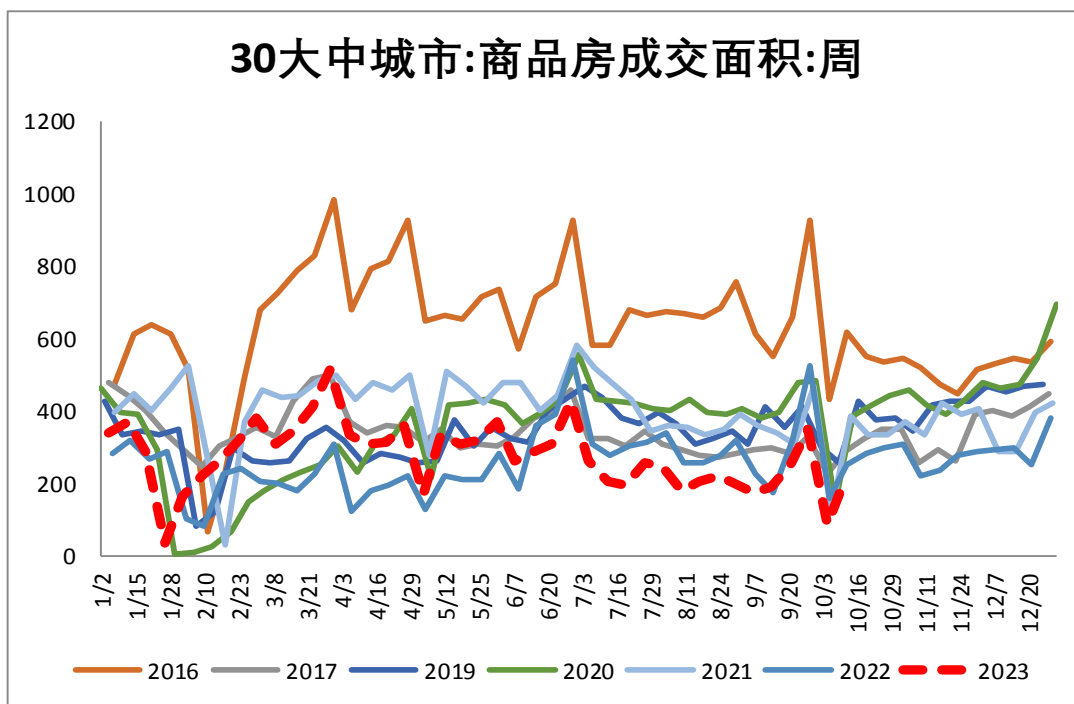
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周反弹1.6bp，5年期国债收益率反弹6.5bp，2年期国债收益率反弹8.7bp；10年期国开债收益率较前一周反弹0.7bp，5年期国开债收益率反弹3.9bp，2年期国开债收益率反弹6.2bp，整体来看，上周收益率期限结构整体大幅走平，受地方政府化债方案落实驱动短端利率反弹幅度较大，国债和国开债之间的信用利差缩小。



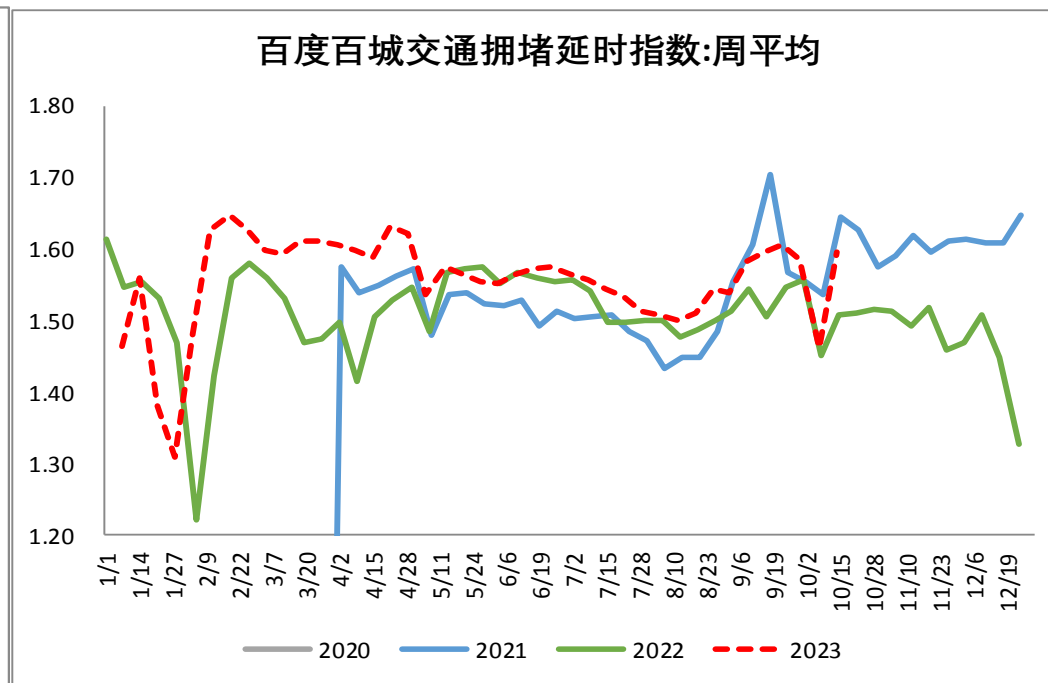
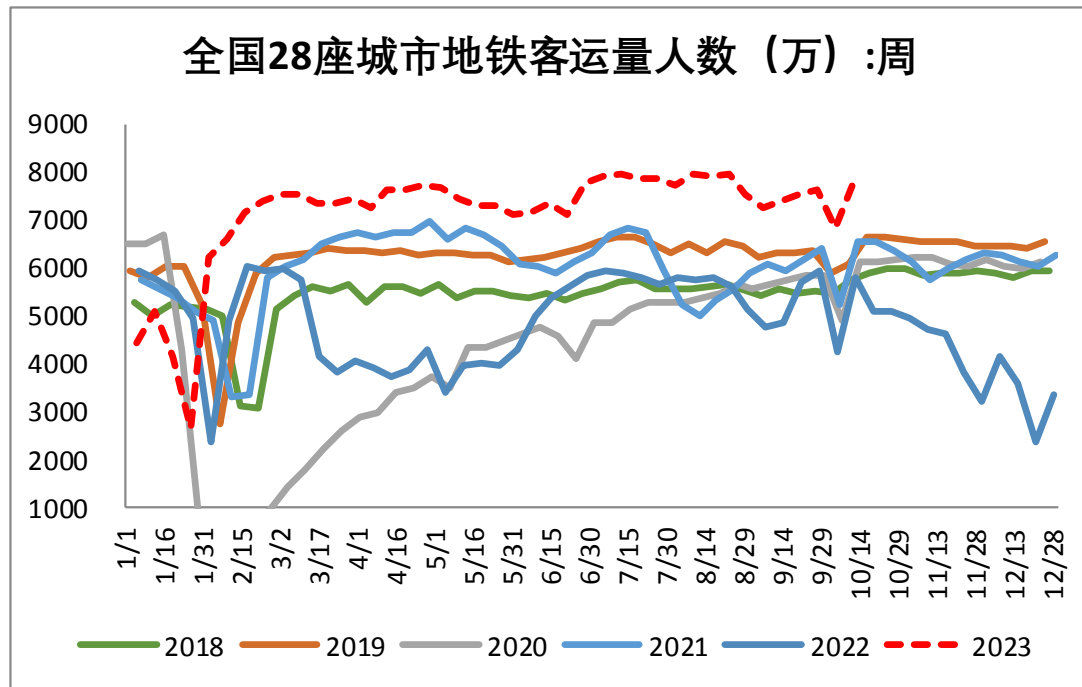
实体经济分析——地产需求

截止10月12日数据，30大中城市商品房周成交面积为208.2万平方米，环比节前348.5万平方米季节性回落，与疫情前的2019年同期相比下滑19.1%，位于近7年低位，趋势环比季节性改善；二手房销售大幅走强，较节前增加13.6%，10月地产高频销售在国庆长假后持续恢复，新房和二手房表现劈叉，系保交楼风险仍然令购房者担忧。



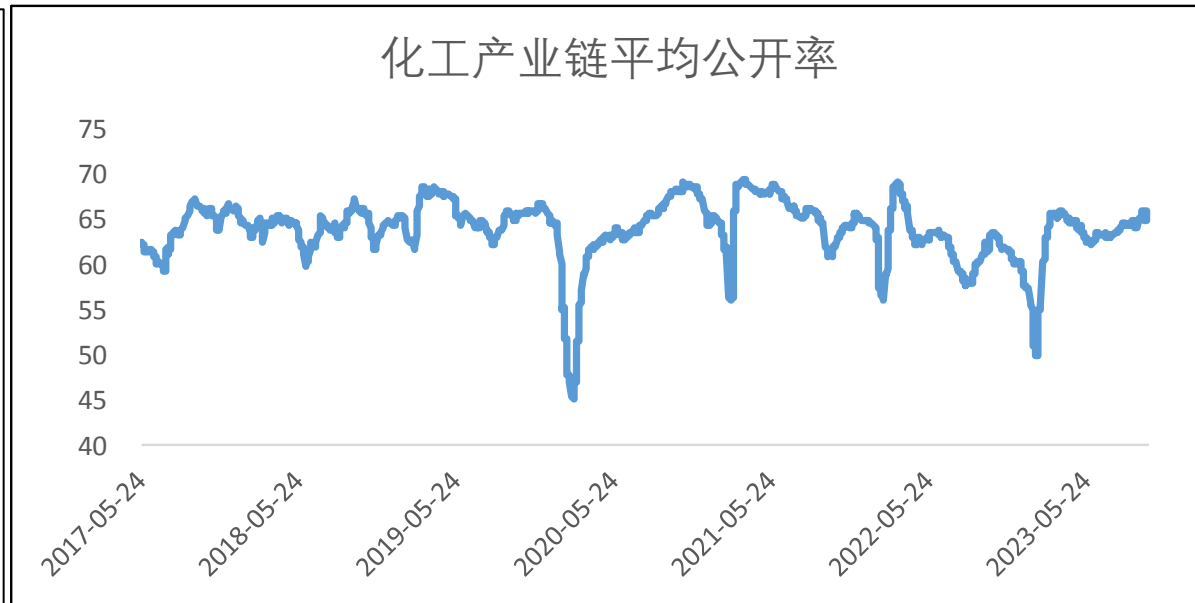
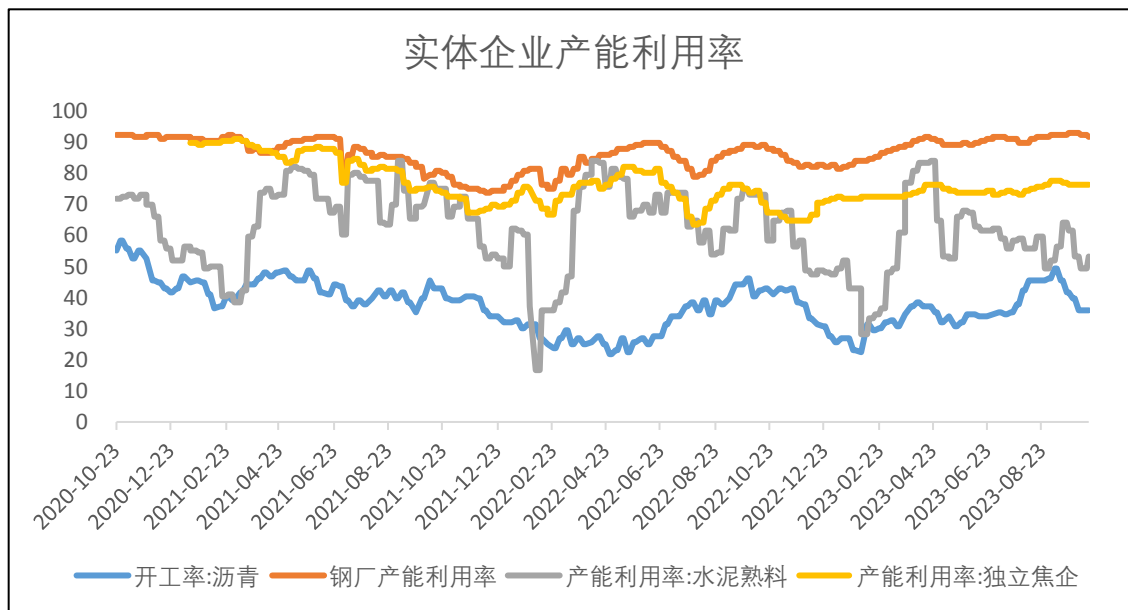
实体经济分析——服务业活动

截止10月13日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7747.6万人次，较去年同期增34.1%，较2021年同期增长18.7%，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，周度变化有所增强。



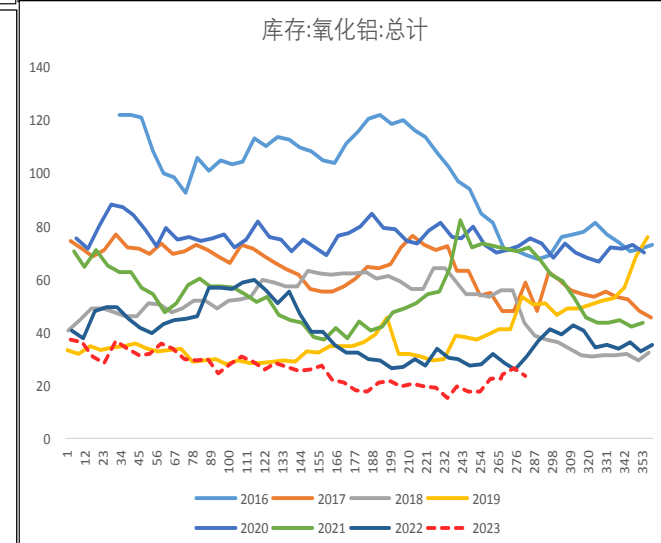
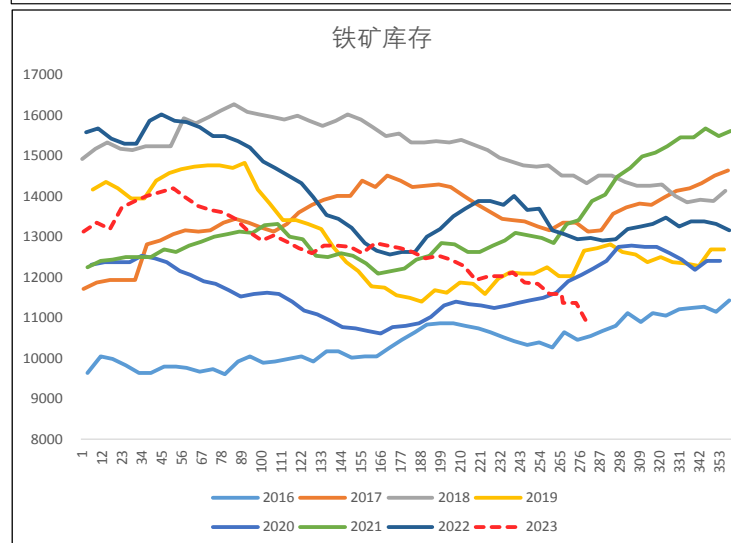
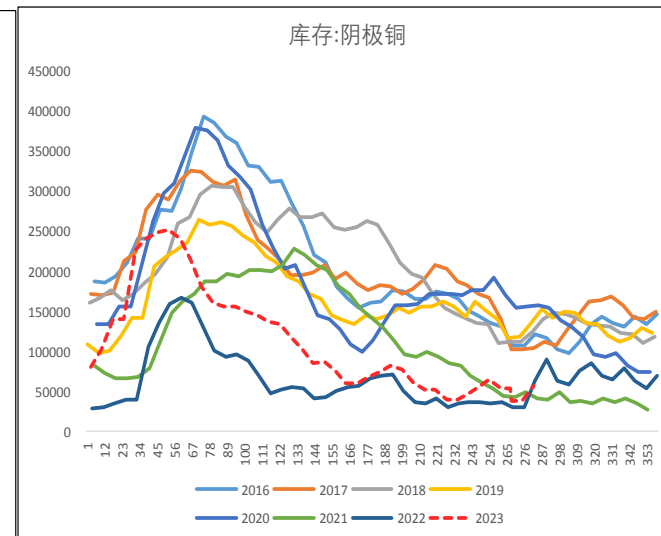
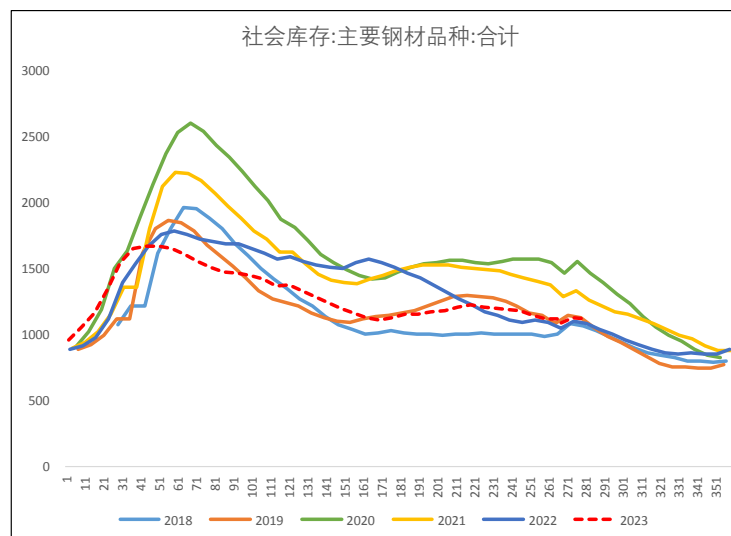
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率持续回落，钢厂产能利用率回落1.15%，沥青产能利用率持续回调4%，水泥熟料企业产能利用率回落0.04%，焦企产能利用率小幅反弹0.17%，地产基建相关制造业产能利用率走势全面回落，外需相关的化工产业链平均开工率较节前反弹0.05%，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。



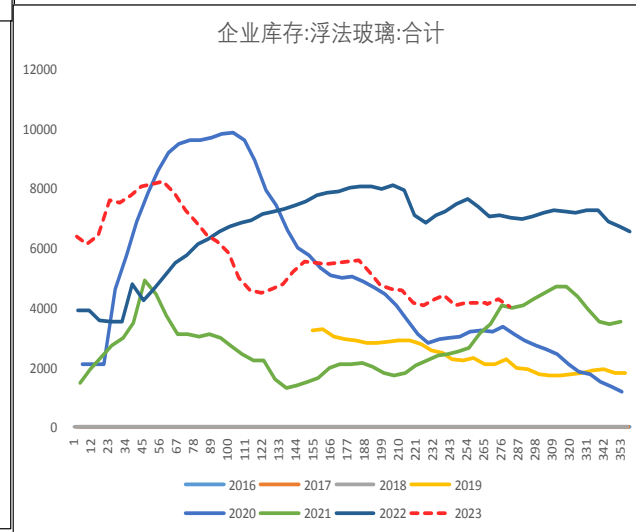
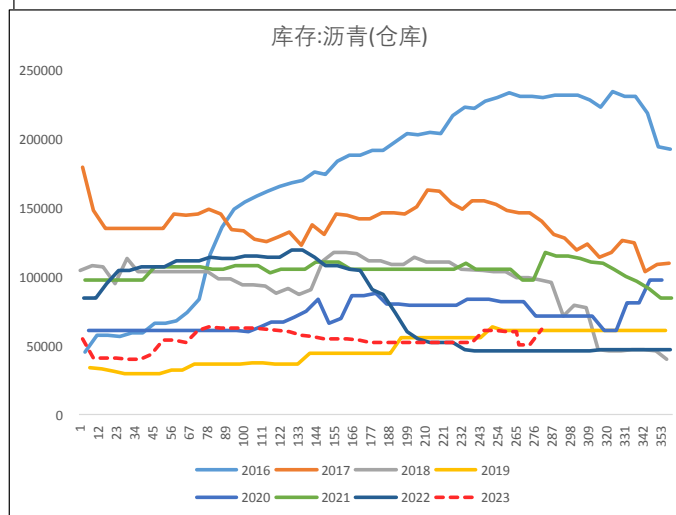
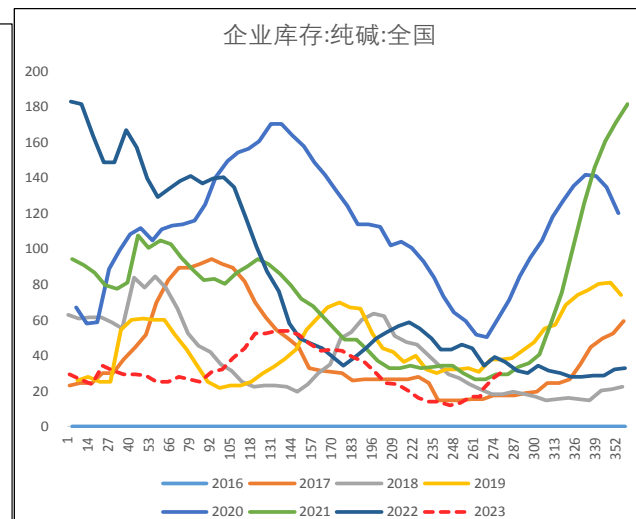
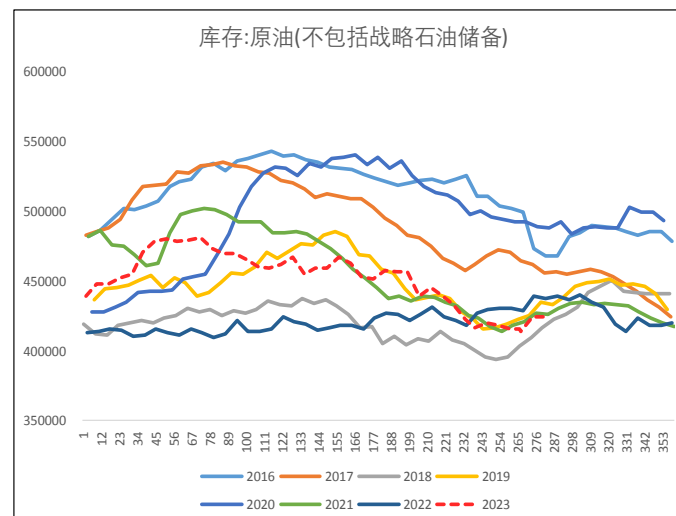
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材维持季节性降库周期，铁矿维持累库周期，铜、铝进入小幅累库周期。
- ✓ 钢材小幅降库，降库速度缓慢，铜库存季节性反弹，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，触及近六年低位。
- ✓ 氧化铝的库存处于近6年以来低位水平，上周库存小幅回落。



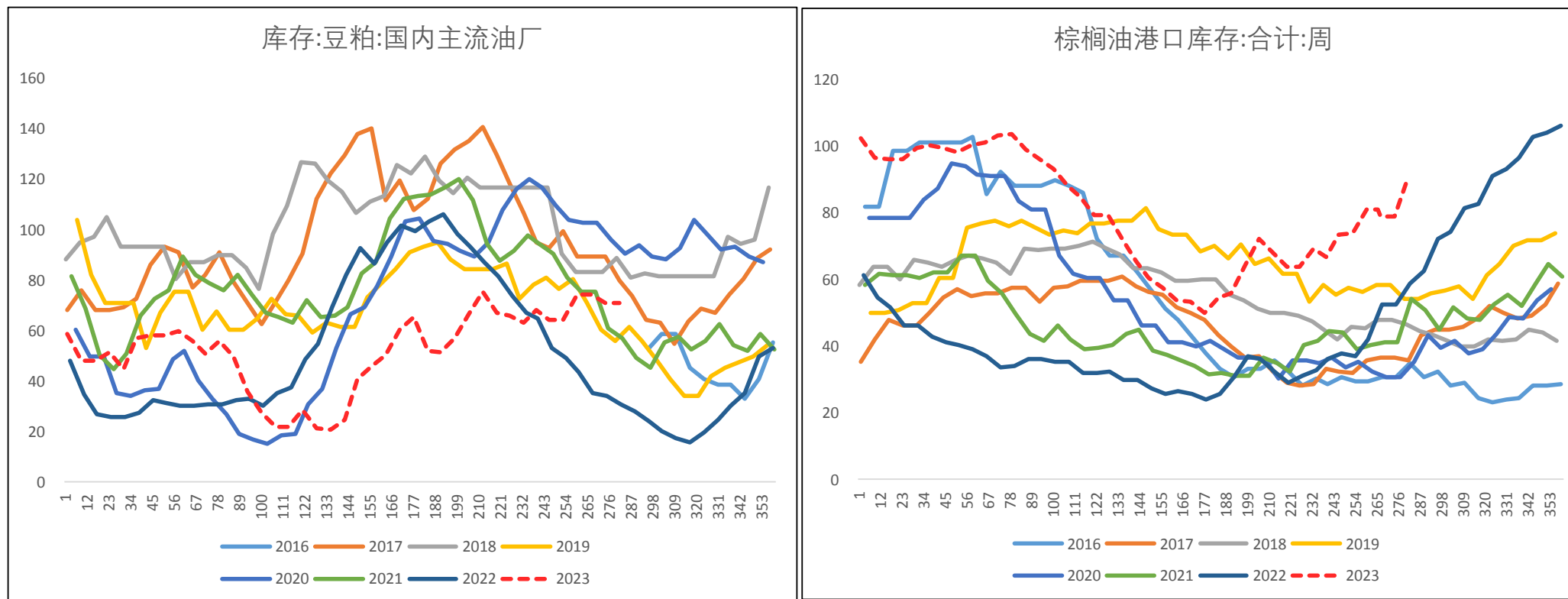
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存降至偏低水平附近，上周库存小幅反弹，位于**2018**年低位。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存小幅反弹，位于**2019**年水平
- ✓ 纯碱未来1-2个月进入季节性累库周期，上周库存大幅反弹，位于**2021**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

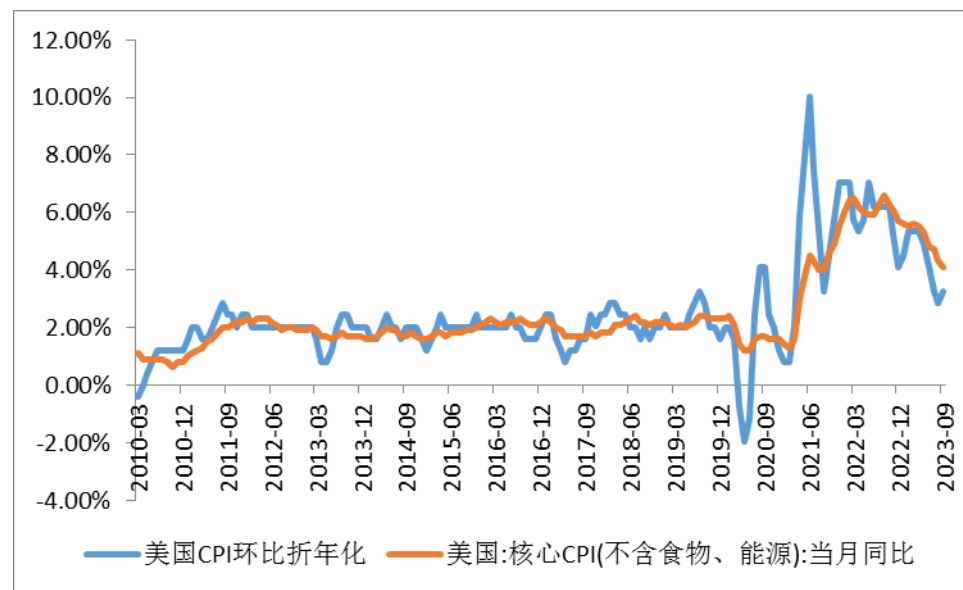
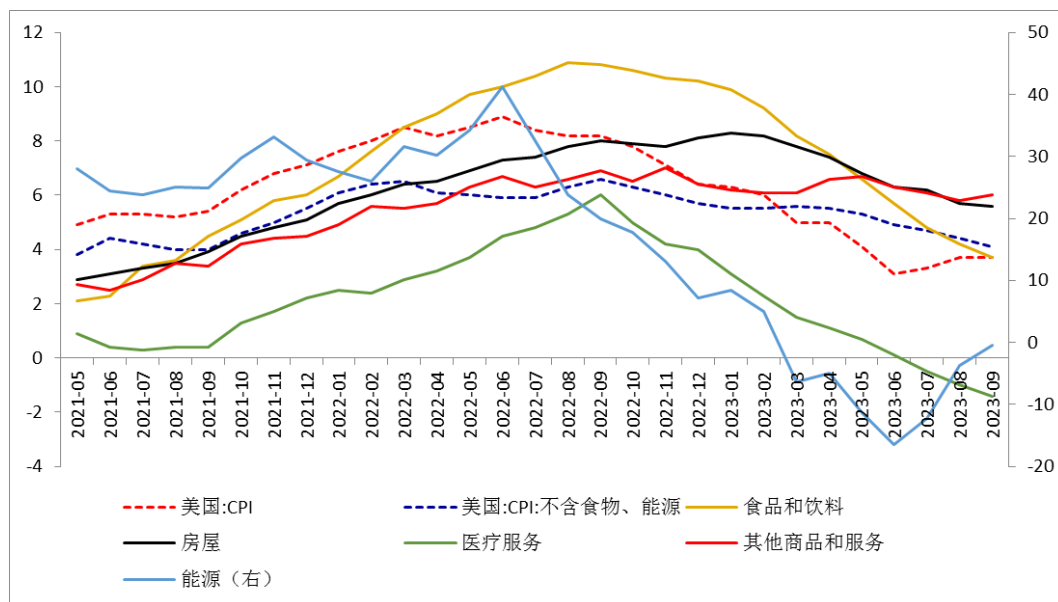
豆粕上周库存小幅回落，位于中性水平，未来1-2月开始季节性降库存周期，油脂库存季节性增加，上周库存大幅增加，远高于2016年以来高位，关注油脂价格持续调整风险，豆粕价格预计高位震荡为主。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

美国9月CPI同比增速录得3.7%，小幅超出市场预期值3.6%，和上月持平，核心CPI录得4.1%，符合市场预期，较上月回落0.2%，在能源价格的冲击下，美国通胀反弹连续两个月超预期表现，但核心通胀延续下降趋势之中。但是核心CPI的月度环比增速维持在0.3%，9月环比折年率止跌反弹，若10月仍然维持该增速，则有望进一步反弹至3.7%，年内美国通胀下行空间有限。总体来看，我们认为美国通胀在能源价格冲击的作用下开始表现出较强韧性，叠加就业市场需求旺盛，房租分项的物价下降速度非常缓慢，给美债利率维持高位带来利多支撑。

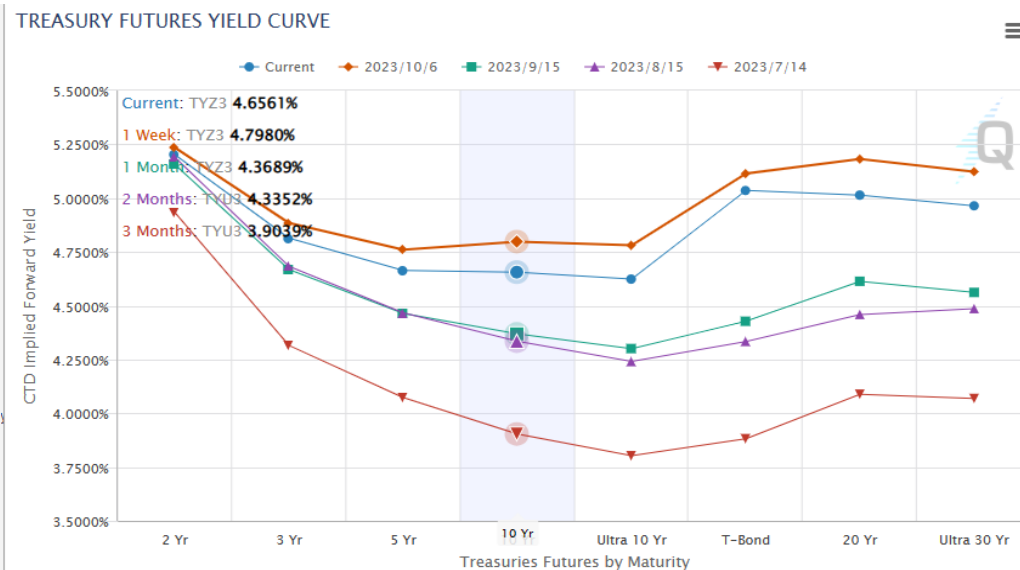


数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

在美国9月通胀超预期反弹的背景下，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，数据落地后预期11月暂停加息的概率大幅增加至93.8%，12月至明年5月暂停加息的概率也小幅抬升，6月后降息的概率也小幅提高。美国国债期货市场隐含的收益率曲线图小幅变陡峭，2年期国债收益率从上周5.23%小幅回落至5.2%，十年期国债收益率从4.8%回落至4.7%。

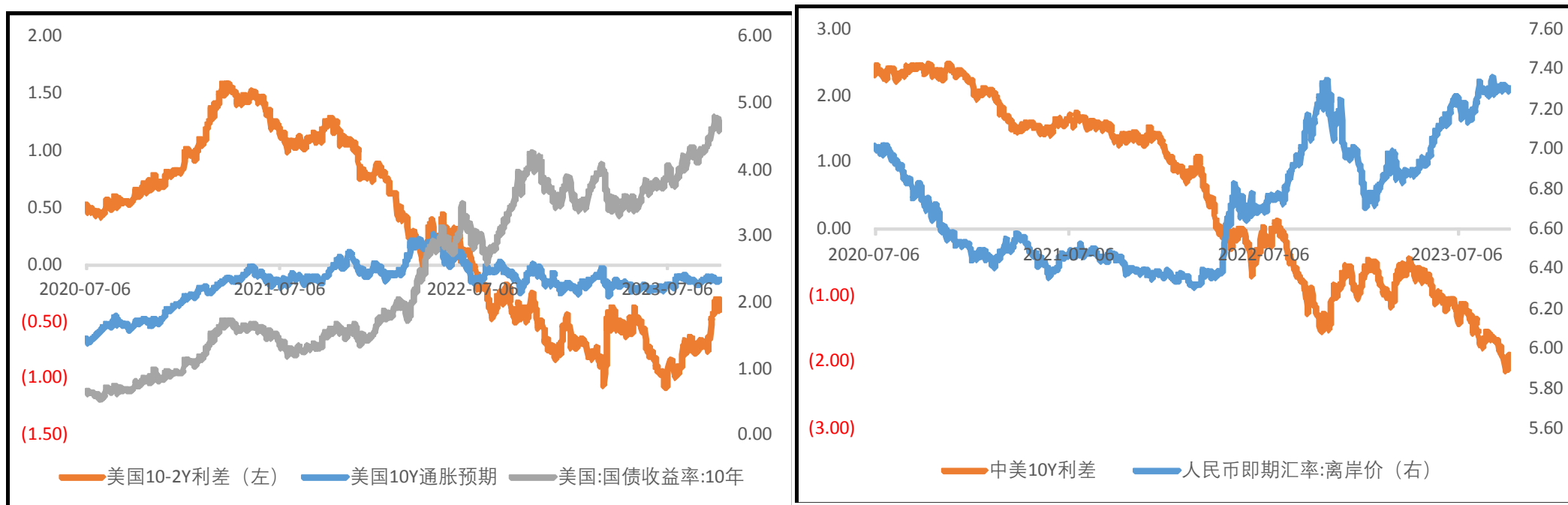
MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.8%	6.2%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.6%	28.8%	1.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	69.6%	28.8%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	59.8%	22.3%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	32.1%	46.4%	14.7%	0.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	17.6%	38.5%	32.3%	8.5%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	10.4%	28.4%	35.3%	20.0%	4.3%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	6.2%	20.1%	32.1%	27.0%	11.5%	2.1%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.4%	3.4%	12.9%	25.9%	29.7%	19.6%	7.0%	1.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.2%	9.3%	20.9%	28.2%	23.4%	11.8%	3.4%	0.5%	0.0%



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13日，美国十债利率节后回落15bp至4.63%，通胀预期反弹3bp，实际利率回落18bp至2.29%，驱动风险资产价格小幅反弹。美债10-2Y价差倒挂程度小幅扩大11bp在-41bp。中美利差倒挂程度缩窄17.3bp至-194.4bp，人民币变化不大，维持窄幅震荡。



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。



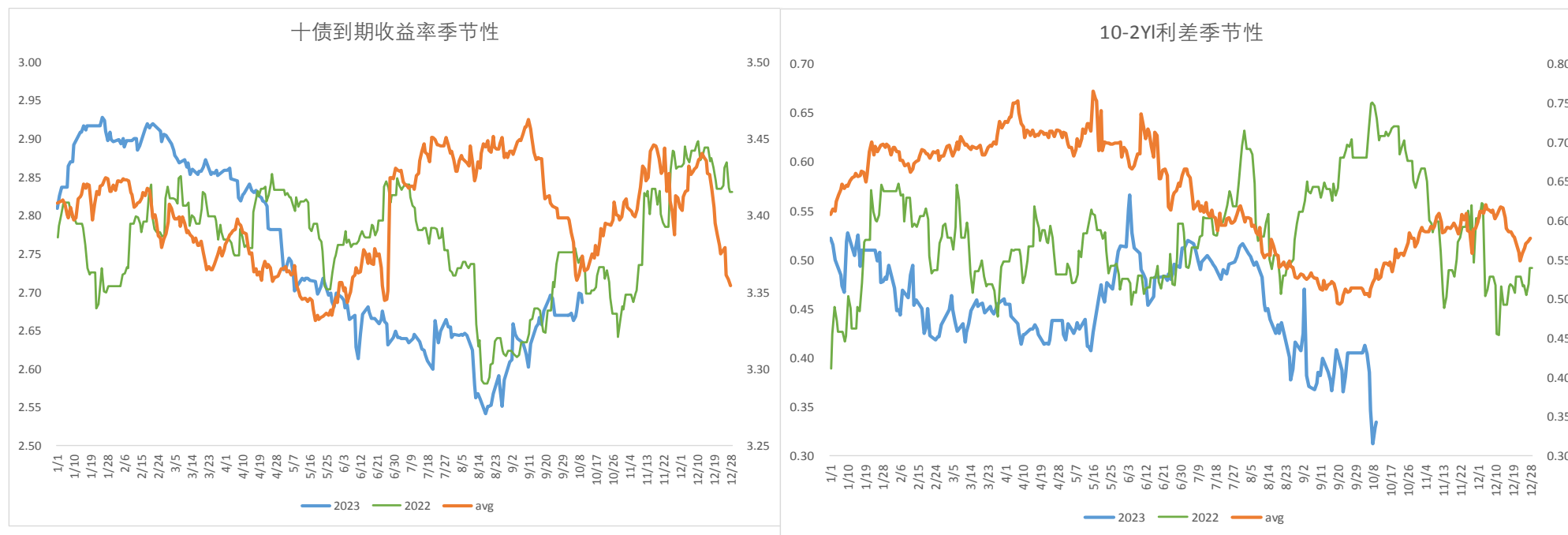
量化诊断——大宗商品

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。下周市场预计震荡，表现或先扬后抑，关注反弹持续做空的机会，农产品关注回调做多机会，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。随着三季末资金变得边际宽松和经济进一步复苏，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9月经济数据低于预期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**，在美联储鹰派加息和能源价格强势的背景下，工业品预计持续震荡走弱，关注反弹做空机会；COMEX黄金加权指数上周**周线级别信号空翻多**，在美国实际利率持续反弹和巴以战争扰动下，贵金属走势预计剧烈震荡，关注反弹1950-2000区间继续做空，急跌至1850-1900区间布局长线做多机会。



数据来源：iFind，美尔雅期货

宏观日历

关注中国9月实体经济数据，美国9月工业、零售和地产数据出炉



本周财经日历中，中国将公布9月实体经济数据，确认经济复苏成色，市场预期消费好转，工业产出回落。关注央行LPR利率的调整和MLF续作情况。

美国将公布9月工业、零售等数据，市场预期零售增速环比大幅回落。此外，重点关注美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部的演说。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2023-10-16	20:30	美国纽约联储制造业指数	美国	中	1.90	-1.50
2023-10-16	12:30	日本工业产出环比(%)	日本	中	-1.8	0.0
2023-10-17	22:00	美国NAHB房产市场指数	美国	低	45	
2023-10-17	21:15	美国产能利用率(%)	美国	低	79.7	79.6
2023-10-17	21:15	美国工业产出同比(%)	美国	中	0.25	
2023-10-17	21:15	美国工业产出环比(%)	美国	中	0.4	0.1
2023-10-17	20:30	美国核心零售销售环比(%)	美国	高	0.6	0.1
2023-10-17	20:30	美国零售销售环比(%)	美国	高	0.6	0.2
2023-10-17	02:00	美国政府预算(美元)	美国	中	89.3B	-78.6B
2023-10-17	17:00	欧元区ZEW经济景气指数	欧元区	中	-8.9	
2023-10-18	20:30	美国新屋开工年化总数(户)	美国	中	1.283M	1.405M
2023-10-18	20:30	美国营建许可总数(户)	美国	高	1.541M	1.450M
2023-10-18	17:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	5.2	4.3
2023-10-18	17:00	欧元区不包括能源和食品HICP同比(%)	欧元区	低	6.2	5.5
2023-10-18	10:00	中国GDP当季环比(%)	中国	高	0.8	1.0
2023-10-18	10:00	中国城镇固定资产投资累计同比(%)	中国	中	3.2	3.2
2023-10-18	10:00	中国规模以上工业增加值同比(%)	中国	高	4.5	4.3
2023-10-18	10:00	中国季度GDP同比(%)	中国	高	6.3	4.4
2023-10-18	10:00	中国GDP累计同比(%)	中国	中	5.5	
2023-10-18	10:00	中国规模以上工业增加值累计同比(%)	中国	中	3.9	
2023-10-18	10:00	中国社会消费品零售总额累计同比(%)	中国	低	6.98	
2023-10-18	10:00	中国社会消费品零售总额同比(%)	中国	低	4.6	4.5
2023-10-18	10:00	中国失业率	中国	高	5.2	
2023-10-19	22:00	美国成屋销售年化总数(户)	美国	高	4.04M	3.94M
2023-10-19	20:30	美国初请失业金人数	美国	高	209K	
2023-10-19	09:30	中国70个大中城市房价指数同比(%)	中国	低	-0.1	
2023-10-20	07:30	日本全国CPI同比(%)	日本	低	3.2	
2023-10-20	07:30	日本全国核心CPI同比(%)	日本	中	3.1	2.7
2023-10-20	09:15	中国央行贷款市场报价利率(LPR)	中国	高	3.45	

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