

# 国内边际修复，美联储或暂停加息

## ——大类资产周报（10.16）

本报告提及**本期指** 2023年10月2日-10月13日。

### ◆ 宏观数据与政策要闻

- ◆ 国内：9月制造业采购经理指数（PMI）为50.2，5月以来连续回升。非制造业商务活动指数为51.7，综合PMI产出指数为52.0，较上月均有改善。社融保持平稳增长，政府债券继续发力，居民长贷改善，实体贷款乏力。由于基数的走低和美国制造业的回暖，出口同比跌幅持续收窄。美国制造业周期目前可能已大致调整完毕，未来有望对我国制造业出口形成拉动。

海外：美联储公布9月议息会议纪要，其中有三点关键信息，第一，几乎所有与会者认为目前联邦基金利率水平（5.25%-5.5%）是合理的，大部分与会者认为应该再有一次加息，也有一些与会者认为进一步紧缩不再必要。第二，所有与会者认为货币政策需要在限制性水平保持一段时间，第三，美联储对经济增长和通胀降温的判断都偏乐观，最新经济数据支持美联储的判断。近日，多位美联储官员态度“转鸽”，市场认为11月不加息的概率达到92.9%，加息或接近尾声。

- ◆ 本月以来，围绕美国超预期的经济韧性和美联储官员转鸽的表态，10年期美债收益率先上后下，从最高4.89%回落至4.62%，美元指数波动中小幅上行，从我们追踪的主要指数来看，美股、港股普遍上涨，欧洲股市普跌，国内主要指数中仅科创50涨幅较高。汇率方面，在美元走强的背景下，人民币对美元中间价保持稳定。Wind商品指数收跌约2.87%，细分指数中除农副产品指数收涨8.19%外，其余指数均收跌。债券方面，在资金面较为紧张的背景下，1年期国债收益率走高约1bp，10年期国债收益率下降0.5bp，10年期限利差收窄1.5bp，3年期信用利差收窄1bp。

- ◆ 近期公布的9月的PMI、出口等数据有所改善，或与海外制造业周期企稳回升有关，9月居民长期贷款虽有好转，但30城商品房销售面积（7天移动平均）仍为近10年来最低，延续了走弱的态势，房地产销售表现如何有待进一步观察。预计9月经济数据大幅好于市场预期的可能性不高，总量的修复仍待时日。

**A股**：市场短期内仍处于磨底的时期。近期汇金公司增持银行股释放积极信号但并不意味着股市将快速走出市场底，最终还是要落实在经济数据的实际改善上。**中债**：节后资金面总体仍偏紧，但在出口、金融数据落地后，长债利率反而走出了下行趋势，目前长端利率处于三季度以来的最高点，9月经济数据可能延续好转，但大幅超市场预期的可能性并不高，随着基本面数据全部落地，不排除债市迎来利空出尽后的利好。

- ◆ **风险提示**：我们的基准假设是经济延续温和回升、房地产领域政策“只托不举”、美联储政策进入尾声、美国经济减速但可能软着陆。关注巴以冲突是否会带来原油供给的实际影响。

### 作者

潘宇昕 分析师  
资格证书：S0380521010004  
联系邮箱：panyx@wanhesec.com  
联系电话：(0755)82830333-128

### 相关报告

《宏观月报-国内经济仍在修复，美国通胀反弹》  
2023-09-19

《宏观月报-国内政策积极呵护，美国服务业回暖》  
2023-09-11

《宏观月报-如何理解7月的经济数据》  
2023-08-28

《宏观月报-如何理解7月的社融？》  
2023-08-14

## 正文目录

一、 本周宏观数据和政策解读 .....	3
二、 大类资产表现回顾 .....	4
(一) 一周概览 .....	4
(二) 股市 .....	5
(三) 债市 .....	5
(四) 大宗商品 .....	6
(五) 外汇 .....	7
(六) 房地产 .....	8
三、 大类资产展望 .....	8
四、 风险提示 .....	9

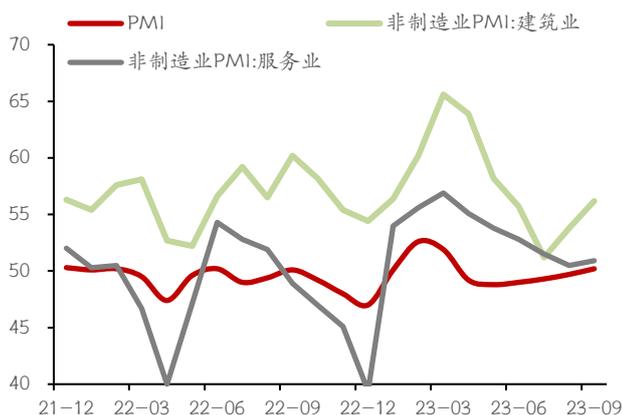
## 图表目录

图 1 PMI 指数 .....	3
图 2 PMI 分项指数 .....	3
图 3 出口 (%) .....	3
图 4 美国制造业 PMI 和库存同比 (%) .....	3
图 5 美国通胀情况 (%) .....	4
图 6 新增非农就业情况 (千人) .....	4
图 7 本期 A 股指数变化 (%) .....	5
图 8 本期全球重要指数涨跌幅 (%) .....	5
图 9 公开市场操作 (亿元) .....	5
图 10 资金利率 (%) .....	5
图 11 国债收益率 (%) .....	6
图 12 国债期限利差 (bp) .....	6
图 13 信用利差(bp) .....	6
图 14 美国国债收益率(%) .....	6
图 15 本期 Wind 商品期货指数 .....	6
图 16 生猪、原油期货今年以来累计涨幅 (%) .....	6
图 17 COMEX 黄金结算价格 (美元/盎司, 截至 10/12) .....	7
图 18 COMEX 铜结算价格 (美元/磅, 截至 10/12) .....	7
图 19 原油期货结算价 (美元/桶) .....	7
图 20 美国原油和石油产品库存(千桶) .....	7
图 21 美元指数 .....	7
图 22 本期人民币兑篮子货币涨跌幅 .....	7
图 23 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	8

## 一、本周宏观数据和政策解读

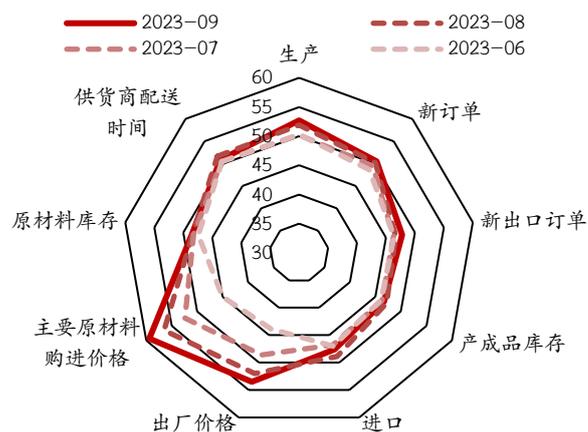
**制造业 PMI 重回荣枯线上。**9月制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.2, 5月以来连续回升。非制造业商务活动指数为 51.7, 综合 PMI 产出指数为 52.0, 较上月均有改善。从 PMI 主要构成来看, 生产、新订单维持温和扩张、原材料和产成品价格保持快速增长、原材料库存有所修复、产成品库存仍在收缩, 进口继续下滑。同时, 美国制造业 PMI 从 6 月触底以来开启了连续反弹, 9 月达到 49.0, 有望带动国内制造业需求以及出口的改善。

图 1 PMI 指数



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 2 PMI 分项指数

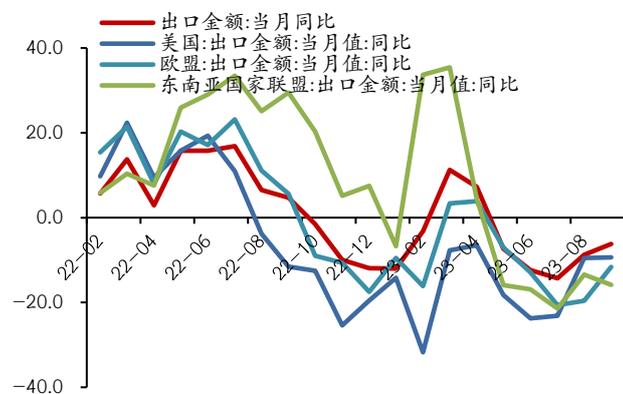


资料来源: Wind, 万和证券研究所

**社融保持平稳增长, 政府债券继续发力, 居民长贷改善, 实体贷款乏力。**9月新增社融 4.12 万亿元, 同比多增 5789 亿元, 其中政府债券是主要支撑, 同比多增 4416 亿。金融机构新增人民币贷款 2.31 万亿元, 同比少增 1600 亿, 其中, 新增居民户中长期贷款 5470 亿, 为今年第二高的值, 同比多增 2014 亿, 主要受房地产传统销售旺季带动; 新增企业中长期贷款 1.25 万亿, 同比少增 944 亿, 连续三月收缩。存量社融同比 9%, 持平前值。

**出口跌幅继续收敛。10月或将转正。**9月出口金额同比下降-6.2%, 由于基数的走低和美国制造业的回暖, 出口同比跌幅持续收窄。从美国 PMI 和库存来看, 制造业周期目前可能已大致调整完毕, 未来有望对我国制造业出口形成拉动。

图 3 出口 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 4 美国制造业 PMI 和库存同比 (%)

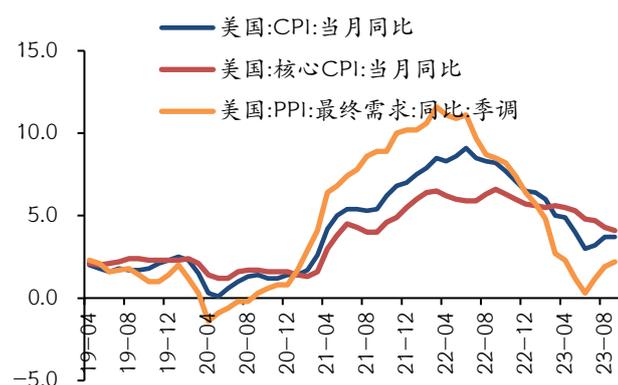


资料来源: Wind, 万和证券研究所

**美联储公布9月议息会议纪要<sup>1</sup>，加息接近尾声。**其中有三点关键信息，第一，几乎所有与会者认为目前联邦基金利率水平（5.25%–5.5%）是合理的，大部分与会者认为应该再有一次加息，也有一些与会者认为进一步紧缩不再必要。第二，所有与会者认为货币政策需要在限制性水平保持一段时间，同时也表示美联储未来将谨慎决策，全面地考虑经济数据的含义并注重风险平衡。第三，美联储对经济增长和通胀降温的判断都偏乐观，上调了2023–2024的GDP增速预期、下调了失业率预期，并认为通胀在2026年回落至2%。<sup>2</sup>最新经济数据支持美联储的判断——就业市场数据继续偏强，9月新增非农33.6万人，显著高于前值22.7万人，私人非农企业员工时薪同比4.15%，回落但保持韧性。通胀方面，9月CPI同比3.70%，与上月持平，环比0.40%，较上月下降0.2个百分点。核心CPI同比4.10%，较上月下降0.2个百分点，环比0.30%与上月持平，通胀整体处于回落趋势。

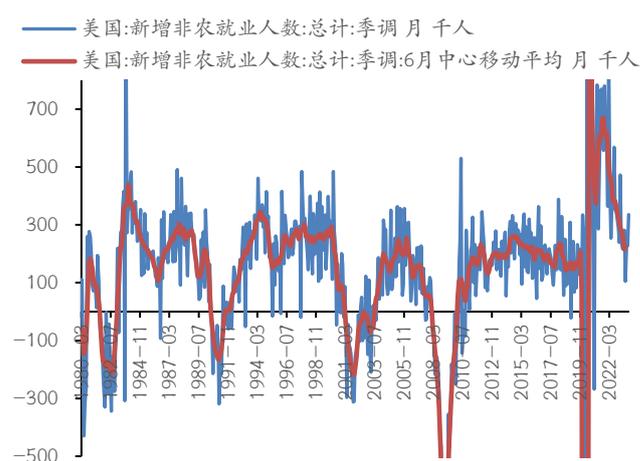
**近日，多位美联储官员态度“转鸽”。**10月9日拉斯联储主席洛根表示，如果长期利率因期限溢价上升而保持较高水平，那么进一步加息的必要性可能会降低。亚特兰大联储主席博斯蒂克的讲话：政策利率已经达到一个充分限制性的位置，足以将通胀压回2%。现在经济已经开始减速，还有许多效果仍有待显现，接下来几年还有很多商业贷款要进行再融资，将面对高很多的利率。随着现在供需关系开始平衡，不认为接下来还需要继续加息。费城联储主席哈克的讲话：保持利率稳定将让货币政策发挥作用。联邦基金利率现在是具有限制性的，只要利率保持不变，我们会稳步压低通胀，使市场更加平衡。加息的全部影响需要一段时间才能被感受到。美联储副主席杰斐逊表示，表示将会留意收益率上升对经济的抑制效应。美联储总体态度转向，CME的数据显示，市场认为11月不加息的概率达到92.9%。

图 5 美国通胀情况 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 6 新增非农就业情况 (千人)



资料来源：Wind，万和证券研究所

## 二、大类资产表现回顾

### (一) 一周概览

表 1 概览

大类资产	代码	名称	现价	9/25–9/29 上期涨跌幅	10/2–10/13 本期涨跌幅	1/1–10–13 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3088.10	-0.70	-0.72	-0.04
	399001.SZ	深证成指	10068.28	-0.68	-0.41	-8.60
	000905.SH	中证 500	5633.38	-0.14	-1.01	-3.94
	399006.SZ	创业板指	1996.60	-0.47	-0.36	-14.92

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20230920.pdf>

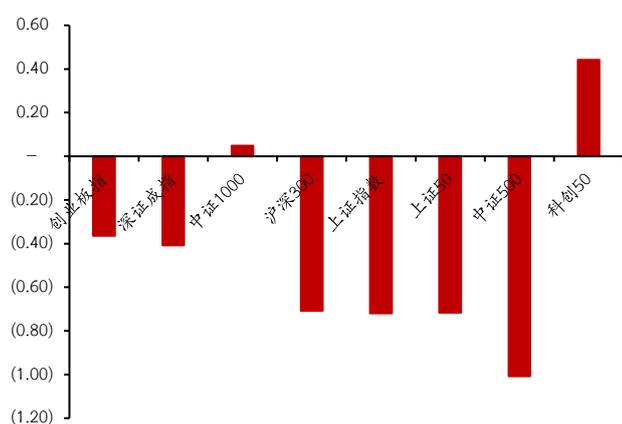
<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtbl20230920.pdf>

	000852.SH	中证 1000	6081.87	0.40	0.05	-3.18
	000300.SH	沪深 300	3663.41	-1.32	-0.71	-5.38
债券	CBA00301.CS	中债总财富指数	223.29	-0.01	0.05	3.23
	CBA00603.CS	中债公债	126.78	-0.06	0.02	1.42
	CBA01203.CS	中债金融债	126.77	-0.02	0.03	0.31
	CBA02703.CS	中债信用债	118.82	-0.03	0.07	1.62
	885009.WI	货币基金指数	1655.86	0.03	0.08	1.49
大宗商品	GC.CMX	COMEX 黄金	1945.90	-4.16	4.28	6.55
	SI.CMX	COMEX 白银	22.90	-6.10	1.98	-4.76
	HG.CMX	COMEX 铜	3.57	1.03	-4.48	-6.31
	CL.NYM	NYMEX 原油	87.72	0.82	-3.36	9.29
外汇	USDX.FX	美元指数	106.68	0.55	0.46	3.08
	USDCNY.IB	美元兑人民币	7.30	0.00	0.05	5.07
	EURCNY.IB	欧元兑人民币	7.69	-1.09	-0.07	4.56
	JPYCNY.IB	100 日元兑人民币	4.88	-0.61	-0.33	-7.21
港股	HSI	恒生指数	17813.45	-1.37	0.02	-9.95
	HSHK35	恒生香港 35	2300.14	-0.58	0.25	-14.95
	HSF	恒生金融类指数	30764.76	-1.11	2.60	-5.18
	HSCI	恒生综指	2674.85	-1.42	-0.27	-10.06
	HSHKMS	恒生科技	2320.31	-1.46	-1.02	-14.98
美股	DJI.GI	道琼斯工业指数	33670.29	-1.34	0.49	1.58
	IXIC.GI	纳斯达克指数	13407.23	0.06	1.42	28.10
	SPX.GI	标普 500	4327.78	-0.74	0.93	12.72

资料来源：Wind，万和证券研究所

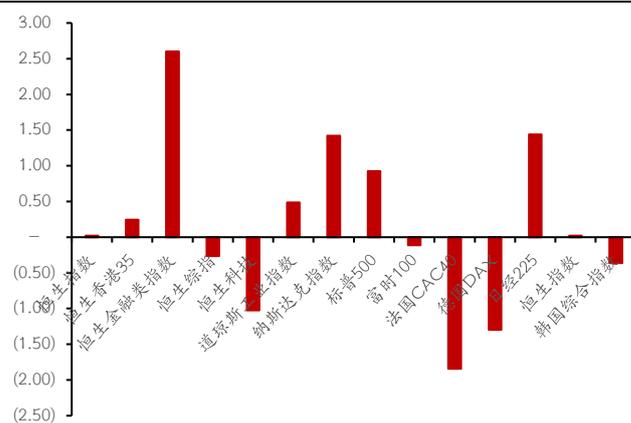
## (二) 股市

图 7 本期 A 股指数变化 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 8 本期全球重要指数涨跌幅 (%)

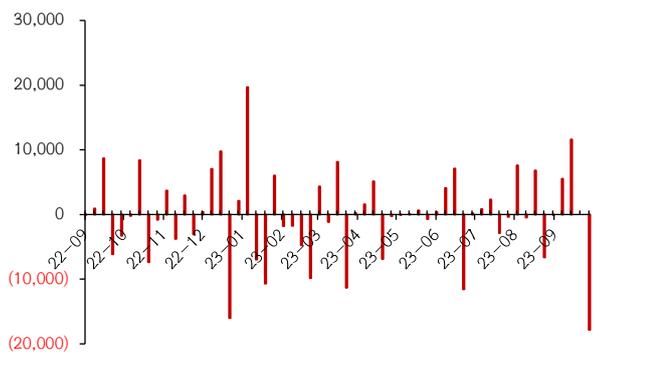


资料来源：Wind，万和证券研究所

## (三) 债市

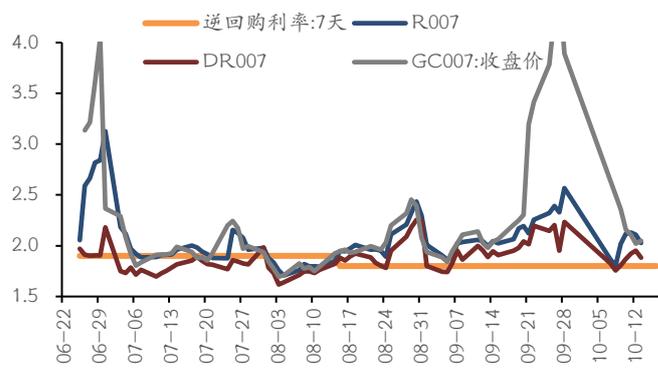
图 9 公开市场操作 (亿元)

图 10 资金利率 (%)



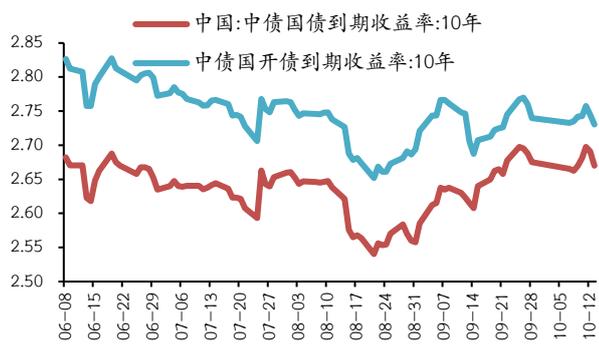
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 11 国债收益率 (%)



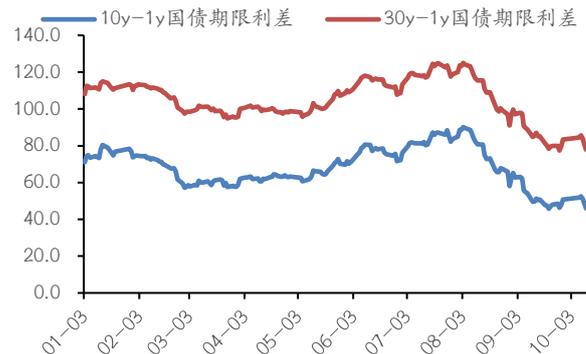
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 12 国债期限利差 (bp)



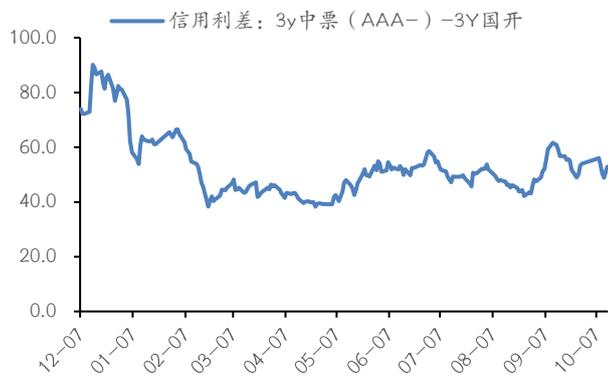
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 13 信用利差(bp)

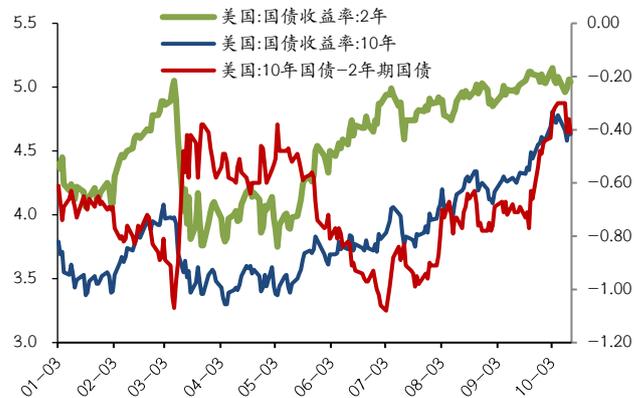


资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 14 美国国债收益率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

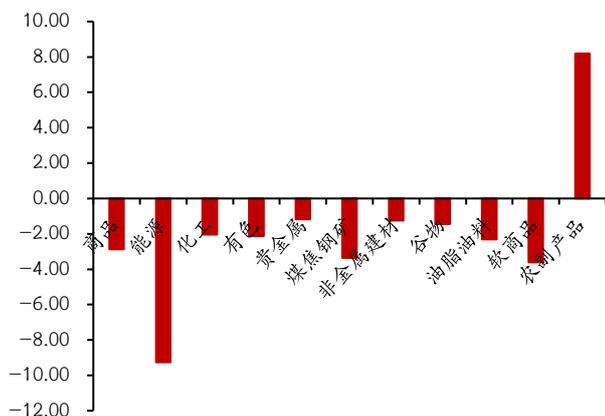


资料来源: Wind, 万和证券研究所

### (四) 大宗商品

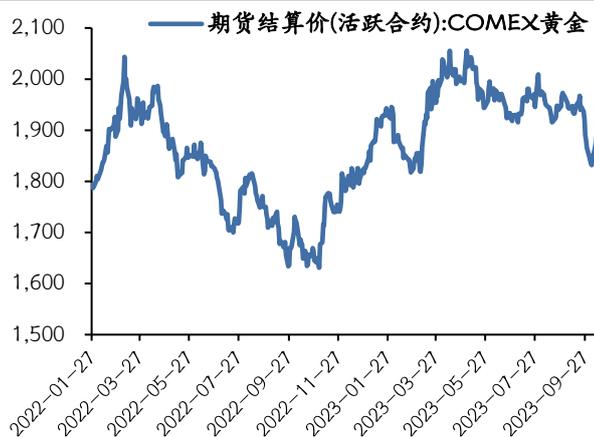
图 15 本期 Wind 商品期货指数

图 16 生猪、原油期货今年以来累计涨幅 (%)



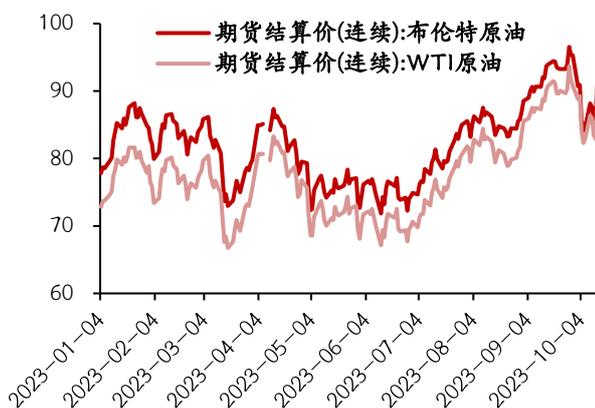
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 17 COMEX 黄金结算价格 (美元/盎司, 截至 10/12)



资料来源：Wind，万和证券研究所

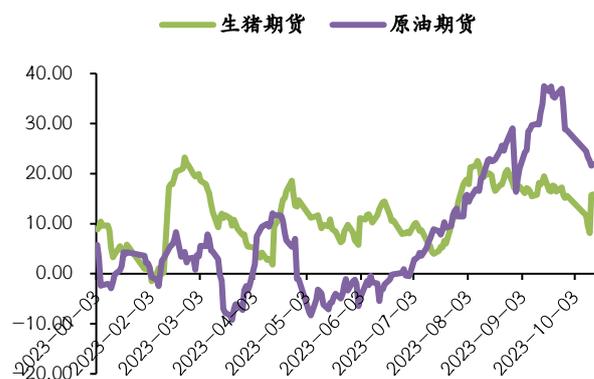
图 19 原油期货结算价 (美元/桶)



资料来源：Wind，万和证券研究所

## (五) 外汇

图 21 美元指数



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 18 COMEX 铜结算价格 (美元/磅, 截至 10/12)



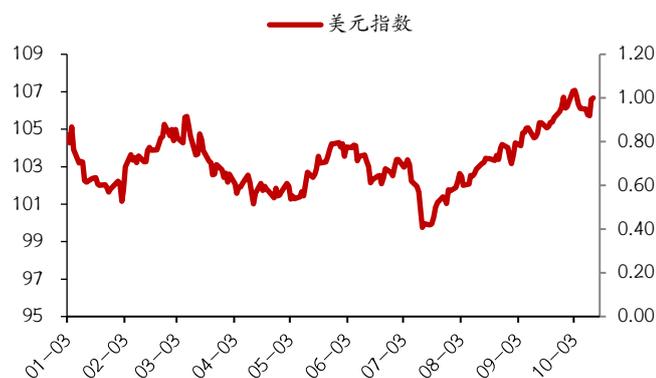
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 20 美国原油和石油产品库存(千桶)

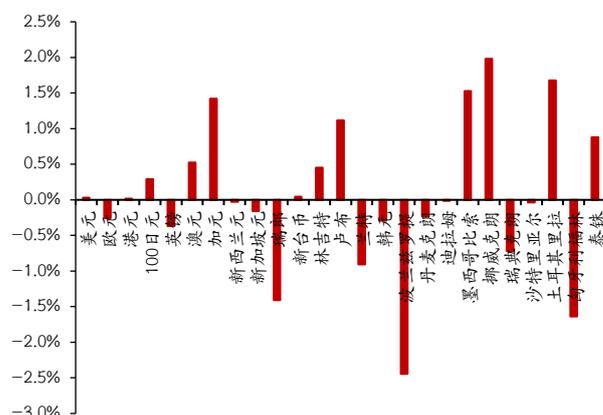


资料来源：Wind，万和证券研究所

图 22 本期人民币兑篮子货币涨跌幅



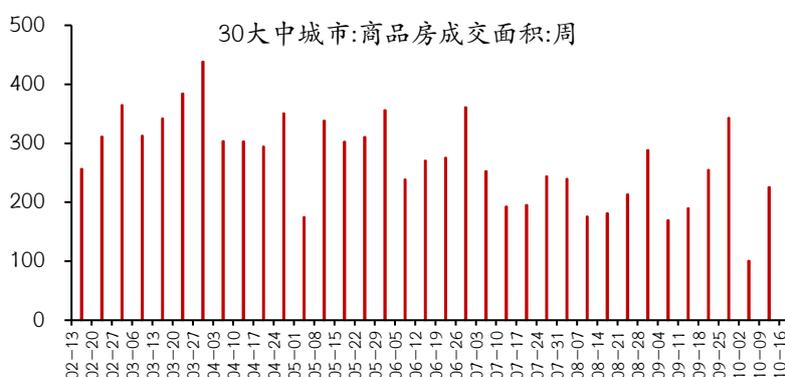
资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

## （六）房地产

图 23 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，万和证券研究所

## 三、大类资产展望

本月以来，围绕美国超预期的经济韧性和美联储官员转鸽的表态，10 年期美债收益率先上后下，从最高 4.89% 回落至 4.62%，美元指数波动中小幅上行，全球资产出现一定波动。从我们追踪的主要指数来看，美股、港股普遍上涨，欧洲股市普跌，国内主要指数中仅科创 50 涨幅较高。汇率方面，在美元走强的背景下，人民币对美元中间价保持稳定。Wind 商品指数收跌约 2.87%，细分指数中除农副产品指数收涨 8.19% 外，其余指数均收跌。债券方面，在资金面较为紧张背景下，1 年国债收益率走高约 1bp，10 年期限利差收窄 1.5bp，3 年期信用利差收窄 1bp。

近期公布的 9 月的 PMI、出口等数据有所改善，或与海外制造业周期企稳回升有关，9 月居民长期贷款虽有好转，但 30 城商品房销售面积（7 天移动平均）仍为近 10 年来最低，延续了走弱的态势，房地产销售表现如何有待进一步观察。预计 9 月经济数据大幅好于市场预期的可能性不高，总量的修复仍待时日。

- **A 股：**市场短期内仍处于磨底的时期。近期汇金公司增持银行股释放积极信号但并不意味着股市将快速走出市场底，最终还是要落实在经济数据的实际改善上。
- **中债：**节后资金面总体仍偏紧，但在出口、金融数据落地后，长债利率反而走出了下行趋势，目前长端利率处于三季度以来的最高点，9 月经济数据可能延续好转，但大幅超市场预期的可能性并不高，随着基本面数据全部落地，不排除债市迎来利空出尽后的利好。

## 四、风险提示

我们的基准假设是经济延续温和回升、房地产领域政策“只托不举”、美联储政策进入尾声、美国经济减速但可能软着陆。就地缘政治影响来看，关注巴以冲突是否会带来原油供给的实际影响

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

**分析师声明：**本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

**同步大市：**相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

**增持：**相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

**中性：**相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>