



光期研究

2023年四季度 大类资产配置策略报告

宏观金融组

2023年10月8日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

1. 海外宏观：四季度海外经济仍将面临高基准利率下的宏观需求收紧

(1) 美国经济韧性使得货币政策调整短期内难以实现。美国9月ISM制造业上升至49，虽然仍位于萎缩区间，但收缩程度为近一年来最低，显著好于预期，较8月前值进一步改善。美国9月Markit制造业PMI终值49.8，也好于预期48.9。就业数据也表明美国经济韧性较强，市场对于年内加息的预期有所走强。

(2) 欧元区通胀回落速度放缓，服务业PMI指数仍相对强劲，但就业市场相对疲软，制造业PMI仍处于荣枯线以下，欧元区经济增长或再度放缓。但我们预计欧央行将继续维持限制性利率水平，预防通胀反弹风险。

(3) 日本经济处于温和复苏过程，日央行表示为进一步达成稳定通胀目标，并不会排除对YCC政策边际调整的可能。

2. 大类资产配置方面，海外关注防范突发风险，国内盯紧房地产市场的复苏情况。全球大类资产市场交易逻辑主线或继续围绕美联储加息预期持续摇摆，美债与美元指数保持坚挺，风险资产价格仍面临下行的压力。四季度美元大类资产配置顺序：美元>大宗>股票>债券。四季度人民币大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>货币。

(1) 股市方面，四季度美联储加息预期仍存在不确定性，高利率环境下，全球权益类资产价格或将继续承压。国内方面，虽然海外需求将继续受到信贷收紧影响，但得益于三季度国内产业激励政策密集出台，四季度国内房地产产业支撑下的经济复苏表现值得期待，宽松货币政策下的权益市场表现或出现反弹。

(2) 债市方面，四季度海外流动性收紧态势较难扭转，高基准利率环境下，美债收益率仍有上行的可能。国内方面，四季度将保持货币流动性环境保持宽松，随着信贷投放强化、地方债发行节奏加速等因素，预计四季度中国10年期国债收益率将回归下行。汇率方面，美元流动性收紧继续支撑美元价格，其他主要货币兑美元呈现边际走弱。国内方面，预计四季度央行将继续维持人民币稳定。

(3) 大宗商品方面，四季度海外仍将维持货币紧缩环境，信贷收紧将影响宏观需求，预计商品价格走势仍偏弱。国内方面，盯紧房地产市场的复苏情况，宽货币刺激下的经济复苏或使得国内大宗商品价格迎来反弹。

大类资产配置策略

图表1：大类资产2023年三季度涨跌幅

权益类	三季度涨跌幅（单位，%）	债权类	三季度涨跌幅（单位，bp）	美元/日元	3.41%
MSCI 世界领先	-3.81%	美国1年期	0.06	瑞郎/美元	-2.09%
MSCI 世界	-3.83%	美国2年期	0.16	美元/人民币	-0.64%
MSCI 发达国家	-4.78%	美国5年期	0.47	美元/离岸人民币	0.37%
MSCI 新兴市场	-3.71%	美国10年期	0.78	大宗商品	三季度涨跌幅（单位，%）
纳斯达克	0.73%	美国10-2yr	0.62	COMEX黄金	-3.34%
标普500	0.26%	中国10年期	0.04	伦敦金现价	-3.80%
道琼斯工业指数	0.69%	中美利差	-1.91	伦敦银现价	-2.60%
德国DAX	-3.08%	德国10年期	0.42	WTI期货（NYMEX）	25.10%
法国CAC40	-2.44%	英国10年期	0.00	布伦特期货（ICE）	24.10%
富时100	-0.13%	日本10年期	0.16	TTF天然气期货（CME）	6.10%
日经225	-1.45%	外汇	三季度涨跌幅（单位，%）	LME铜	-0.50%
恒生指数	-4.80%	美元指数	3.17%	LME铝	8.70%
沪深300	-4.29%	美元/澳元	3.56%	LME锡	-11.20%
上证50	-0.18%	欧元/美元	-3.22%	CBOT玉米	-15.10%
中证500	-5.18%	英镑/美元	-3.97%	CBOT小麦	-16.10%
中证1000	-6.62%	美元/加元	1.79%	CBOT棉花	4.70%

资料来源：Bloomberg, WIND, iFinD, 光大期货研究所

备注：三季度数据统计周期为7月1日-9月30日期间

目录

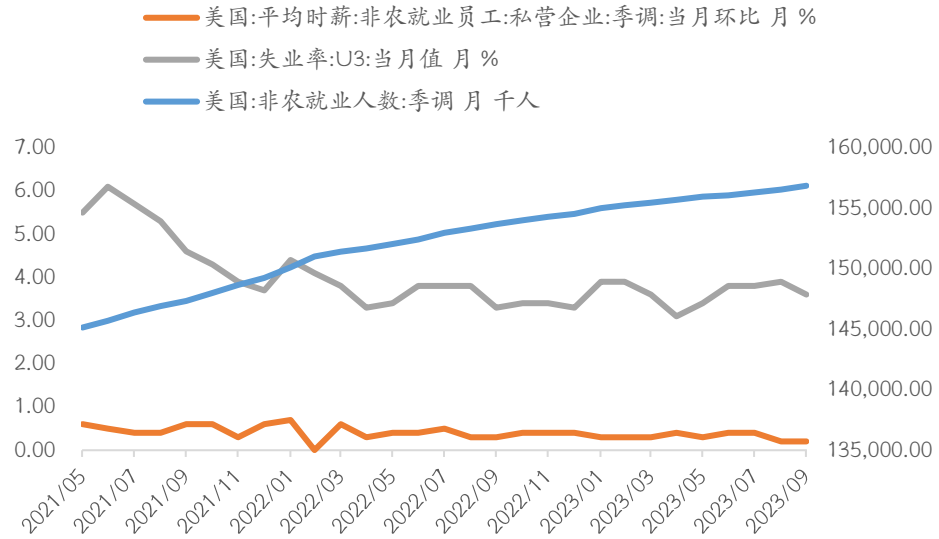
- 1、海外宏观解读与走势分析
- 2、资产表现回顾与未来展望
- 3、分析观点总结与风险提示

目录

1、海外宏观解读与走势分析

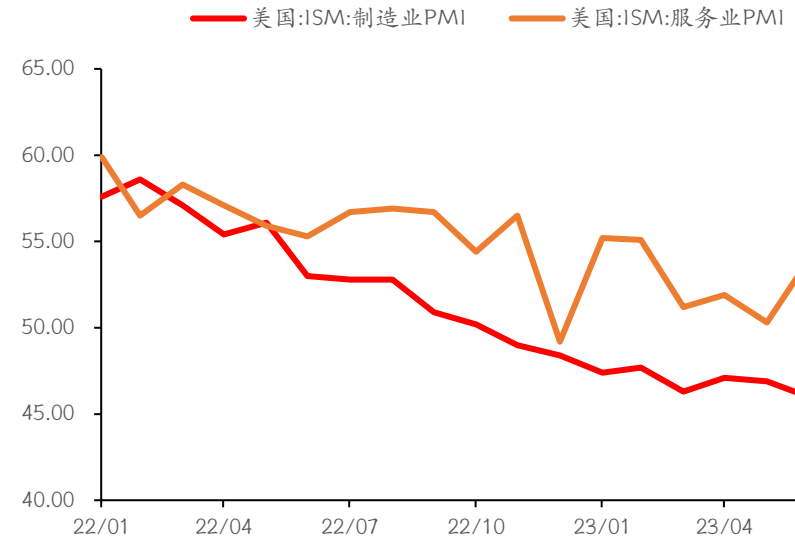
1.1 美国经济韧性好于预期，三季度制造业PMI收缩程度逐步收窄

图表2：当前美国就业增长仍然保持强劲（单位：% ， % ， 千人）



资料来源：WIND, 光大期货研究所

图表3：美国9月ISM制造业上升至49（单位：点）

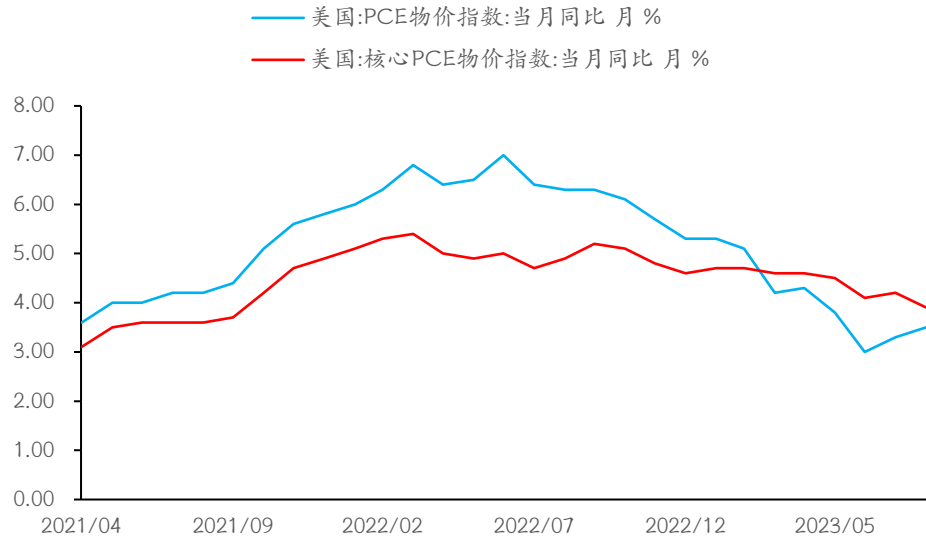


资料来源：WIND, 光大期货研究所

- **美国就业市场依旧保持强劲。**9月美国非农新增就业人数依然超出市场预期，9月新增33.6万人，此前两个月的数据累计大幅上修近12万，进一步打消了此前市场对于美联储货币政策转向的预期。
- **三季度美国制造业PMI收缩程度逐步收窄。**美国9月ISM制造业上升至49，虽然仍位于萎缩区间，但收缩程度为近一年来最低，显著好于预期，较8月前置进一步改善。美国9月Markit制造业PMI终值49.8，也好于预期48.9。数据表明美国经济韧性较强，市场对于年内加息的预期有所走强。

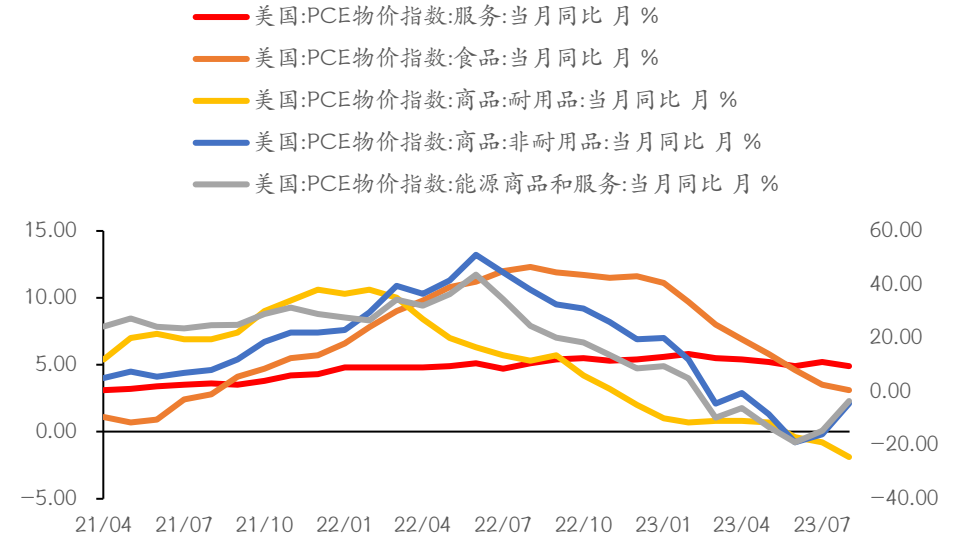
1.2 美国8月PCE通胀低于预期，实际个人消费支出有所放缓

图表4：受国际能源价格影响，美国PCE物价指数小幅反弹（单位：%）



资料来源：WIND, 光大期货研究所

图表5：核心服务PCE价格指数走弱（单位：%）

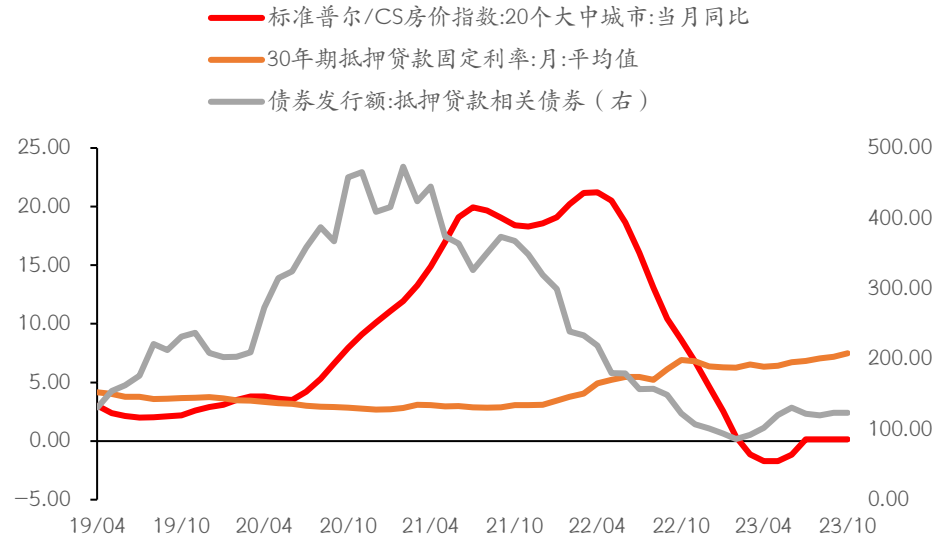


资料来源：WIND, 光大期货研究所

- 美国8月PCE通胀低于预期，实际个人消费支出有所放缓。8月PCE价格环比较7月上行至0.4%，低于市场预期的0.5%；8月PCE同比增长3.5%，与预期一致；核心PCE价格环比增长0.1%，低于预期和前值的0.2%。从分项来看，油价回升推高能源环比增速，食品分项持平，核心商品分项改善，核心服务普遍放缓。另外，8月实际个人消费支出环比0.1%，高于预期的0%，但远低于7月的0.6%有所放缓。
- 美国三季度通胀仍维持稳定下降中，预计四季度将进一步改善，但降幅或逐步收窄。至2023年底，美国一年期通胀率预期或略高于3%水平。

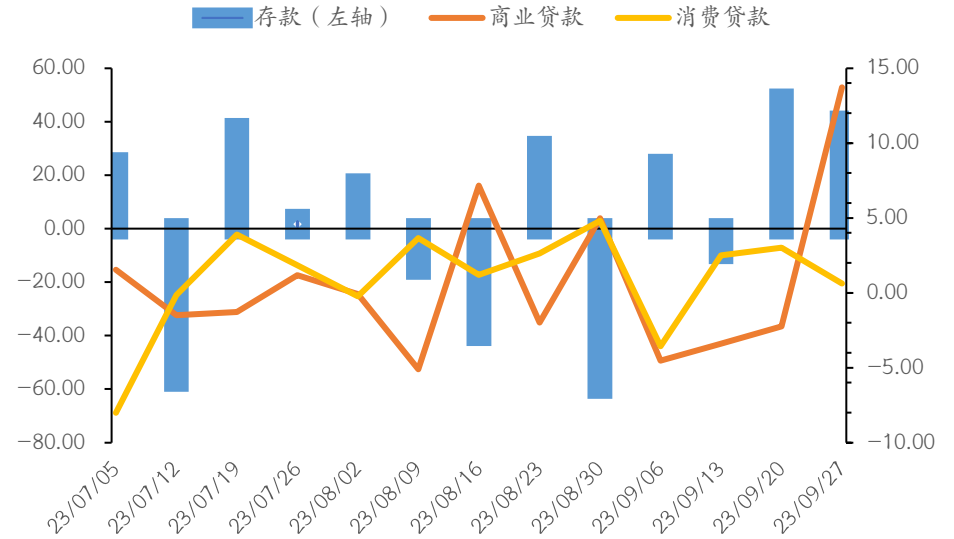
1.3 美国房地产景气有所回暖，商业银行流动性风险仍然存在

图表6：美国房地产景气有所回暖（单位：%、十亿美元）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表7：美国商业银行存款和贷款情况（单位：十亿美元）

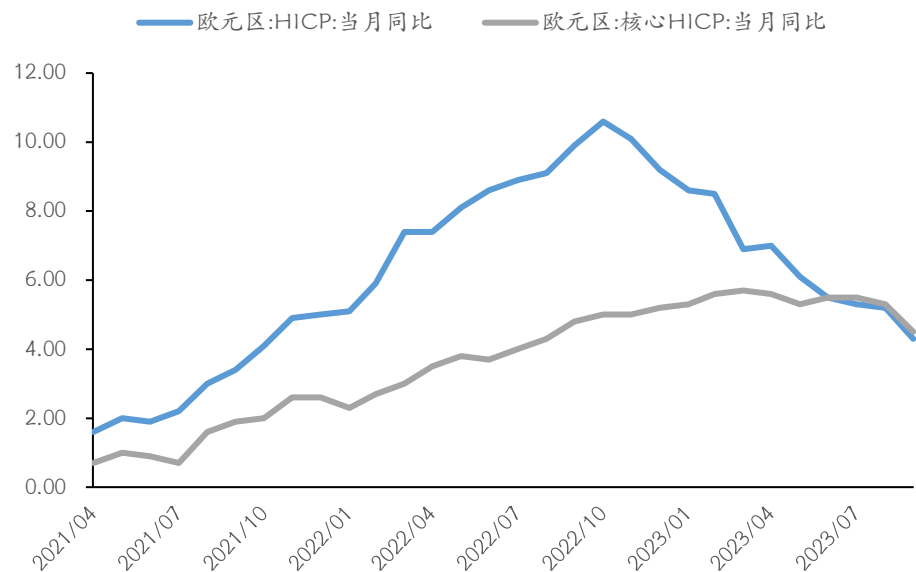


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- ▶ 三季度美国房地产市场似乎出现回暖迹象，但新屋与成屋在房价和销量表现背离，这种异常现象表明住宅市场在表观上的回暖是由房源供给结构性短缺而非购房需求旺盛所致，其内在逻辑是在利率快速大幅上行环境中卖房后换房的意愿低，部分购房刚需由成屋市场转移到新屋市场，因此美国房地产市场的表现是否能延续至四季度需要谨慎看待。
- ▶ 另外，美联储加息预期对于商业银行流动性反复扰动。根据美联储公布的商业银行资产负债表显示，三季度多数时间中，美国商业银行存款仍有大量流失，大量资金的流失将极大地削弱了商业银行应对流动性风险的能力，并且银行放贷能力也明显受到了高基准利率的限制，商业银行仍存在流动性风险的可能。

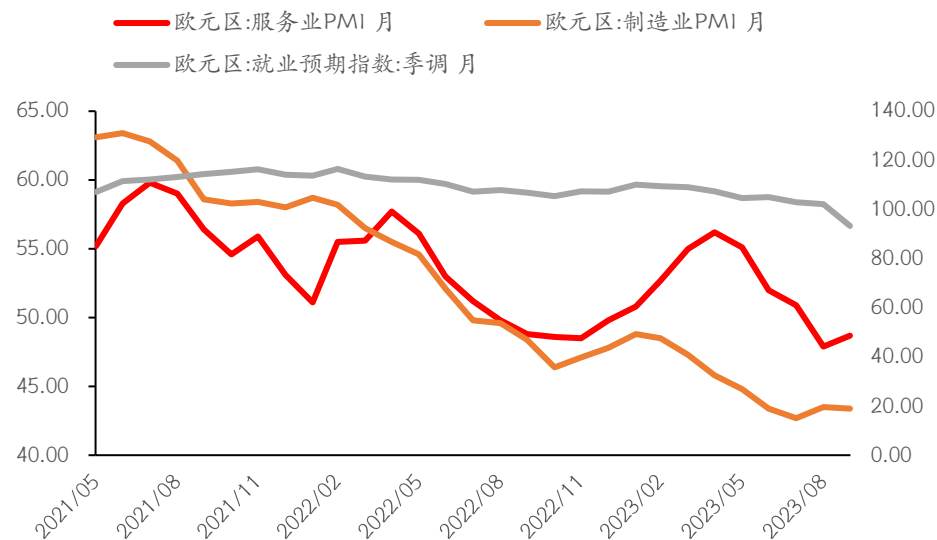
1.4 欧盟下调2023年经济增长预期

图表8：欧元区通胀回落速度有所放缓（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表9：服务业PMI存在韧性，但制造业PMI与就业依旧疲软（单位：点）

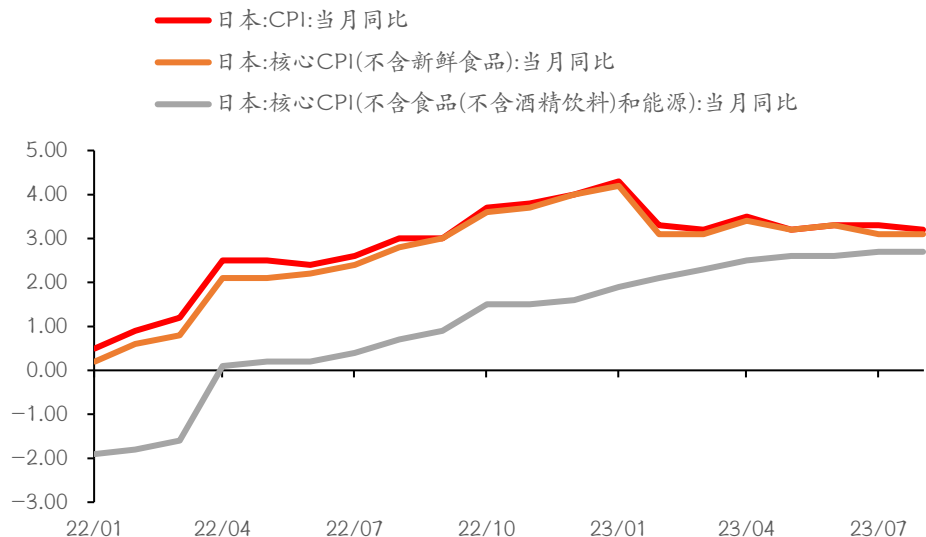


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- ▶ 欧元区通胀回落速度放缓，服务业PMI指数仍相对强劲，但就业市场相对疲软，制造业PMI仍处于荣枯线以下，欧元区经济增长或再度放缓。
- ▶ 欧盟2023年夏季经济展望报告，决定下调欧盟和欧元区今明两年经济增长预期。报告显示，欧盟委员会将欧盟2023年经济增长预期从春季展望报告预测的1.0%下调至0.8%，2024年经济增长预期从1.7%下调至1.4%；将欧元区2023年经济增长预期从1.1%下调至0.8%，2024年从1.6%下调至1.3%。高利率环境下的信贷收紧，近期能源价格带来的通胀反弹压力，以及就业市场的疲软是欧盟下调经济增长预期的主要原因。

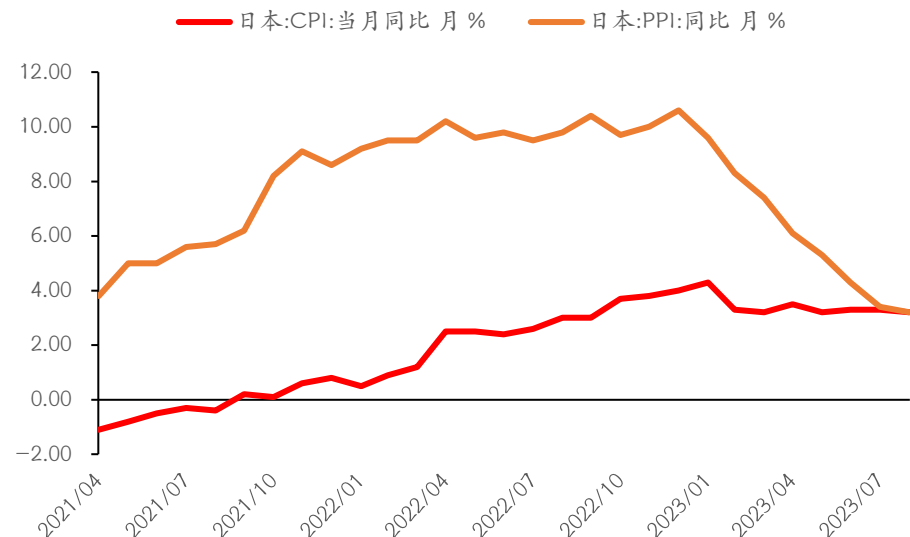
1.5 三季度日本通胀水平保持稳定

图表10：日本通胀水平保持稳定（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表11：日本PPI和日本CPI剪刀差完全收敛（单位：%）

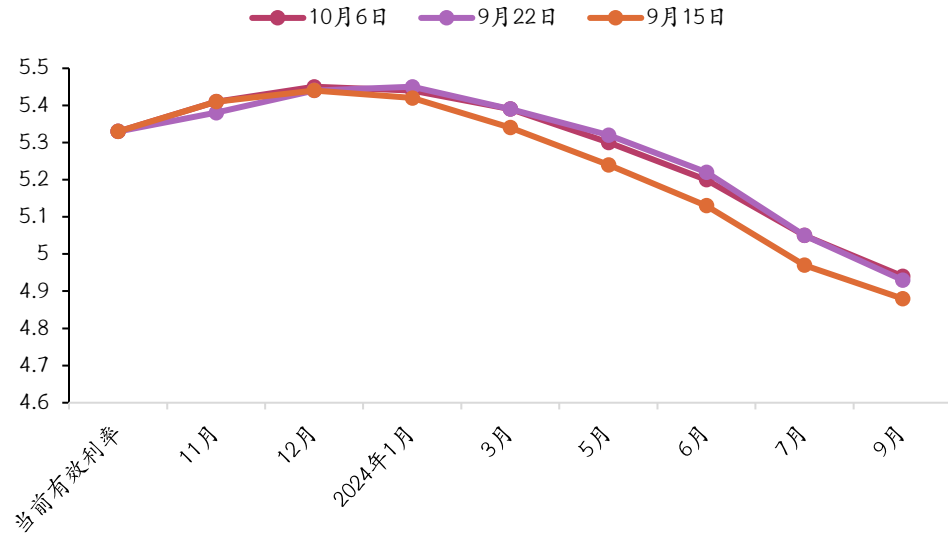


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- ▶ **三季度日本通胀水平保持稳定。**三季度日本核心CPI（剔除新鲜食品价格）同比增速稳定持续位于3.2%附近，核心CPI同比增速持续超过3%，而超核心CPI同比增速也维持在2.6%水平，并未因国际能源价格上涨而出现通胀超预期反弹。另外，日本PPI和日本CPI剪刀差完全收敛，表明日本逐渐接近实现价格稳定目标，而且伴随PPI增速进一步下行，供应因素对CPI的推动作用更为弱化，日本通胀大幅上升的空间有限。总的来看，日本经济处于温和复苏过程，日央行表示为进一步达成稳定通胀目标，并不会排除对YCC政策边际调整的可能。

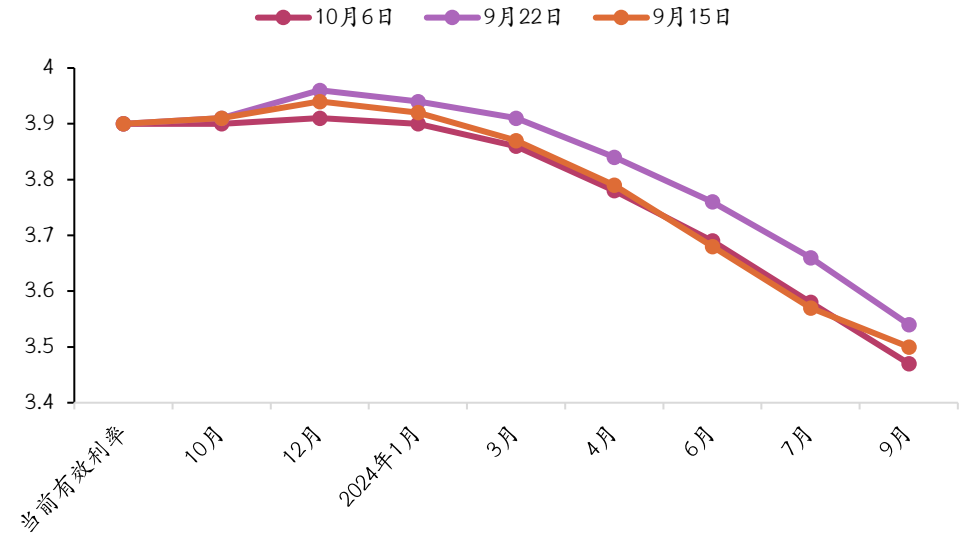
1.6 美欧未来利率预期

图表12：美联储利率预期（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表13：欧央行利率预期（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

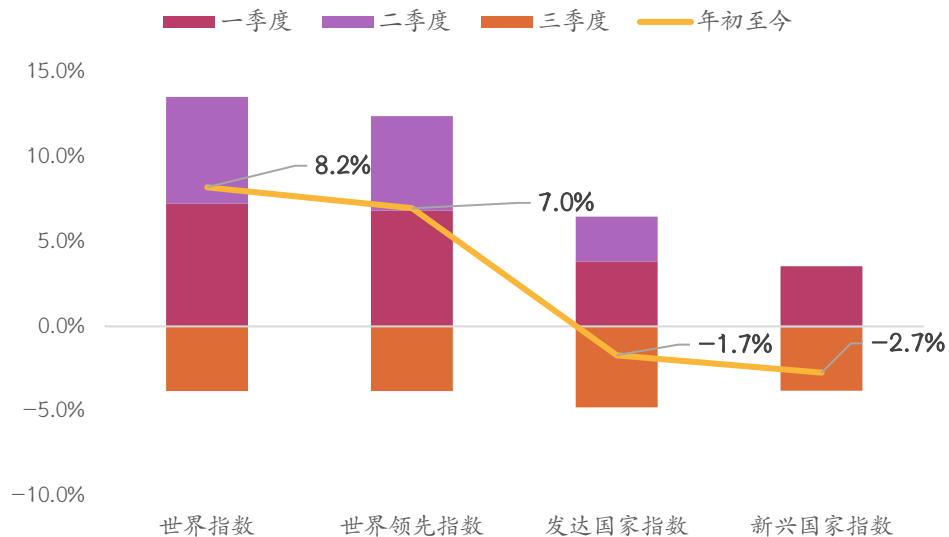
- 美国经济保有韧性，美联储年内或再度加息。当前美国劳动力市场仍然强劲，经济增站状况良好，且通胀压力仍未达到目标的2%，预计四季度美联储或仍继续维持鹰派立场，年内再度加息25bps的概率仍然存在，且降息的时间点或进一步延后。
- 欧央行重申将保持紧缩以控制通胀，并表示利率已接近限制水平。彭博WIRP数据显示，欧央行10月加息25bp的概率略仅维持在10%左右，近期整体利率曲线变化不大，再度加息的信号或取决于通胀是否超预期反弹情。

目录

2、资产表现回顾与未来展望

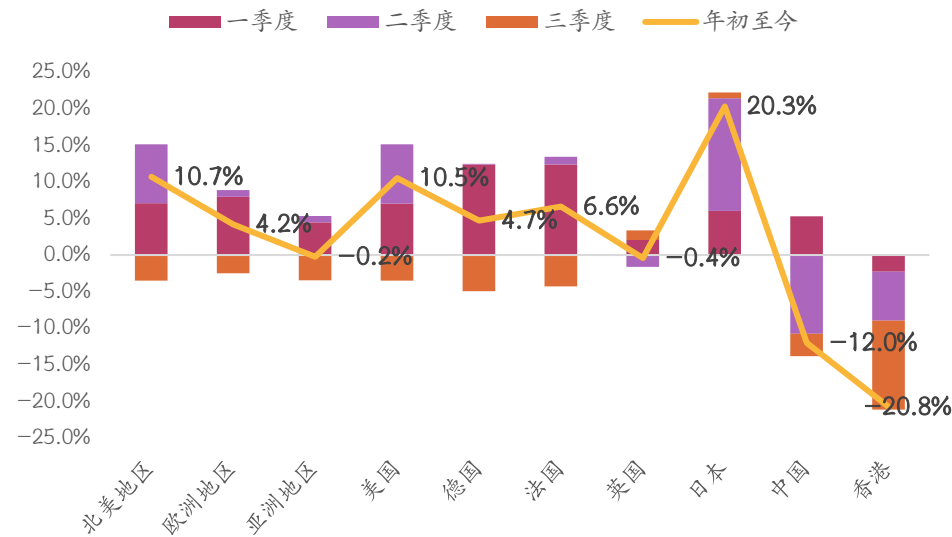
2.1 全球权益类资产：美元指数和美债收益率主导三季度权益资产价格走势

图表14：MSCI 全球指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表15：MSCI 区域指数涨跌幅（单位：%）

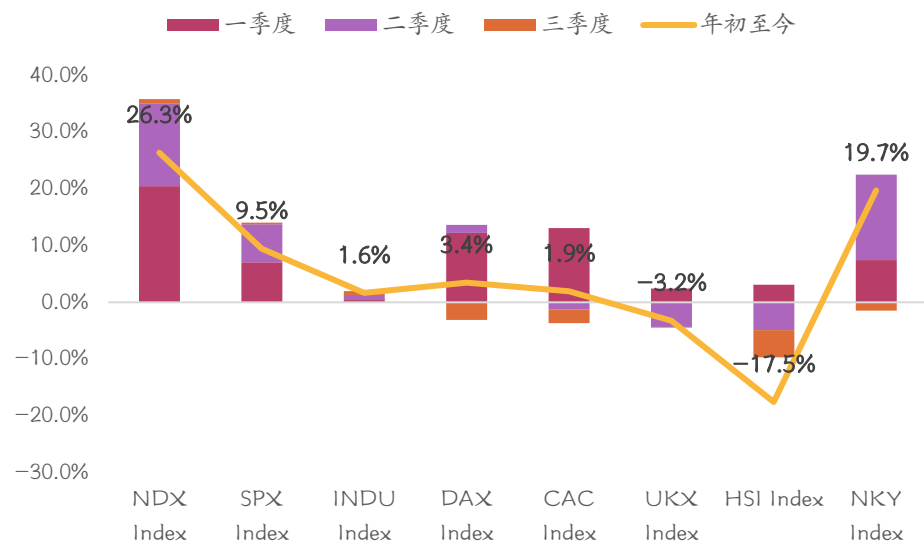


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **美元指数和美债收益率主导三季度权益资产价格走势。**与2023年上半年全球风险偏好回升，全球权益类资产呈现回暖的态势不同，三季度权益类资产主要表现为在美元指数走强和美债收益率上行环境下的“紧缩交易”的特征，全球主要指数三季度表现普遍承压。从MSCI指数具体来看，北美、欧洲和日韩股市回调幅度较小。MSCI新兴市场指数、中国指数和香港指数表现则相对较弱，国内主要股指和恒生指数在三季度延续上半年的回落态势。

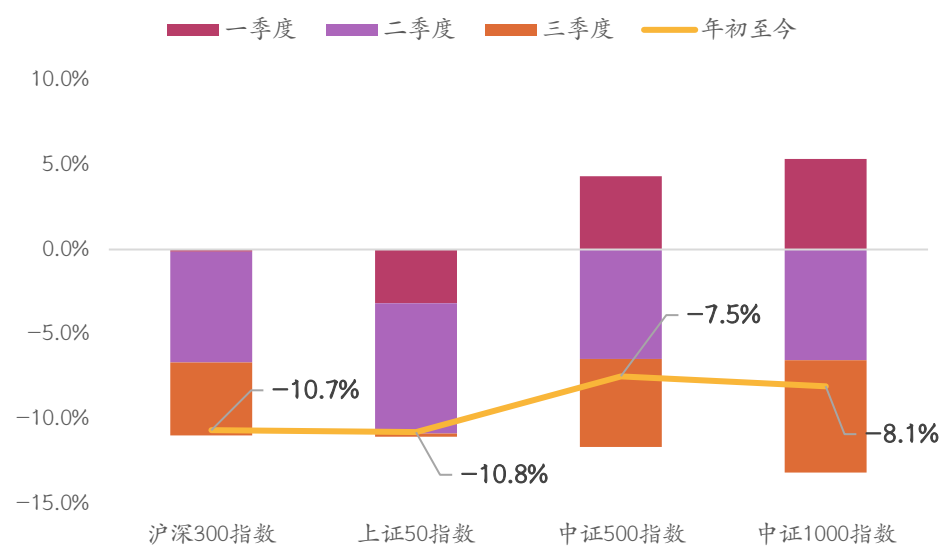
2.1 四季度高利率环境下，权益市场仍将承压

图表16：海（境）外股指表现（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表17：国内股指表现（单位：%）

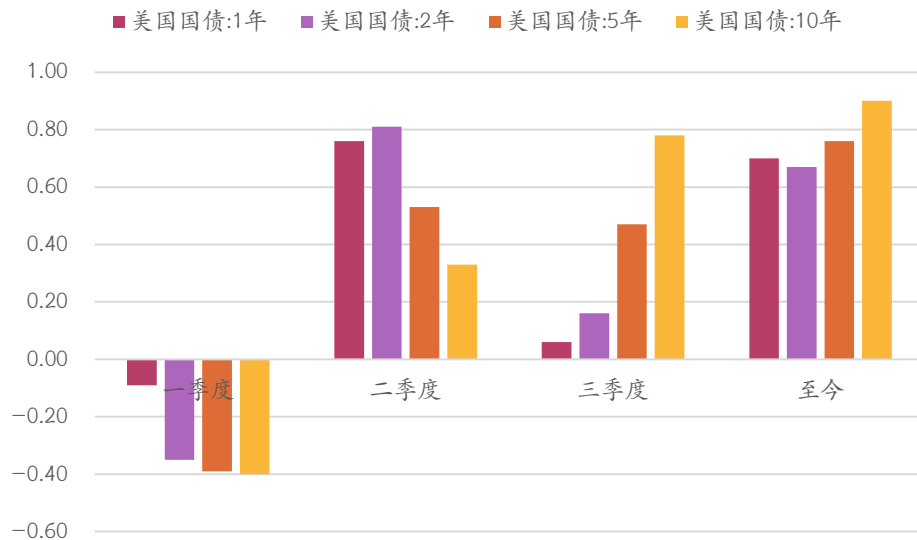


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 我们预计在全球经济增速下行压力加强以及欧美央行进一步收缩流动性的经济基本面不变的情况下，海外权益市场面临更高更久的信贷收紧压力，权益市场表现将继续承压。
- 国内方面，虽然海外需求将继续受到信贷收紧影响，但得益于三季度国内产业激励政策密集出台，四季度国内房地产业支撑下的经济复苏表现值得期待，宽松货币政策下的权益市场表现或出现反弹。

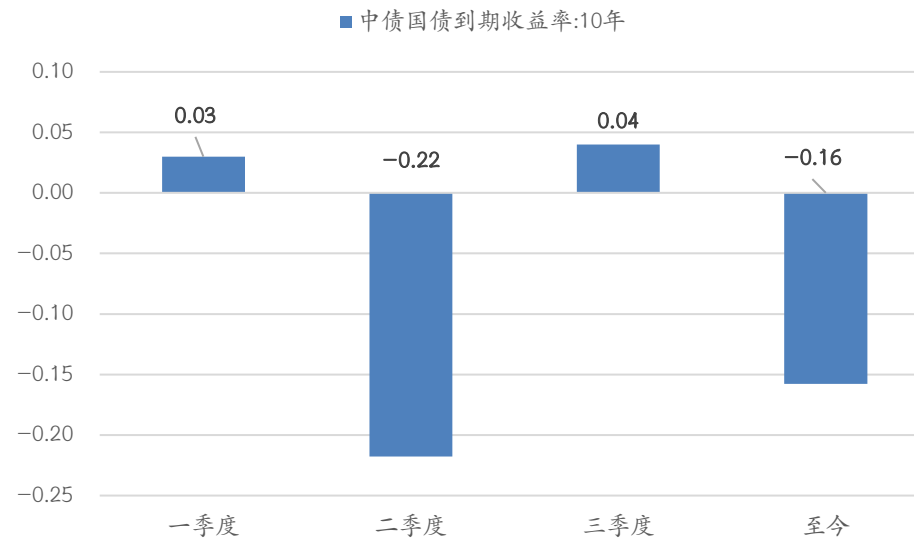
2.2 全球利率类资产：三季度美国国债收益曲线逐步趋平

图表18：美债各期限收益率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表19：中国国债十年期YTM收益率变化（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 随着三季度美国财政部超预期发债，国债供给增加显著影响美国长期国债价格，长端利率快速上行，三季度美国国债整体收益曲线逐步趋平。
- 国内方面，三季度我国资金面流动性有所收紧，在央行增加大额逆回购及降准的共同作用下，资金面整体保持紧平衡，十年期国债收益率平均水平为2.63%，市场利率围绕政策利率上下波动，处于政策合意水平。

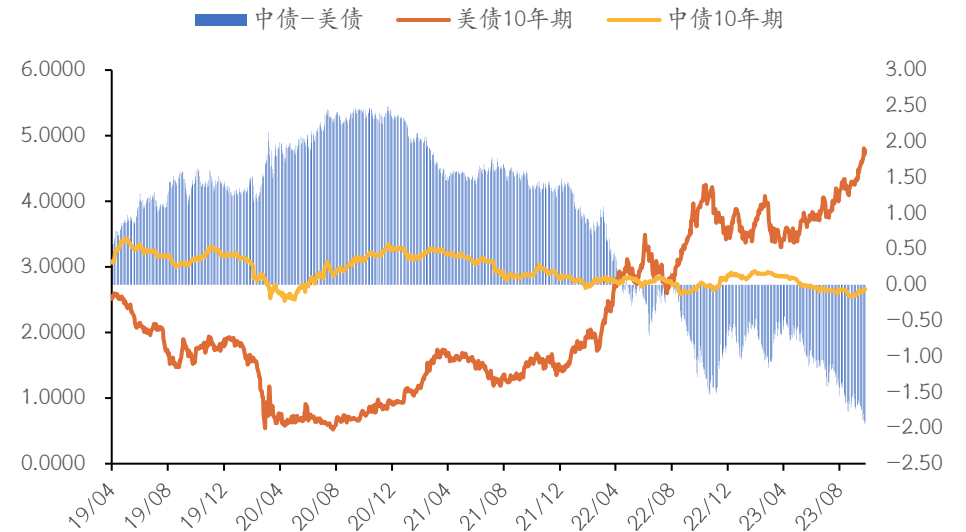
2.2 四季度资金市场流动性仍将维持外紧内松

图表20：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表21：中债10年期收益率（单位：%、BP）

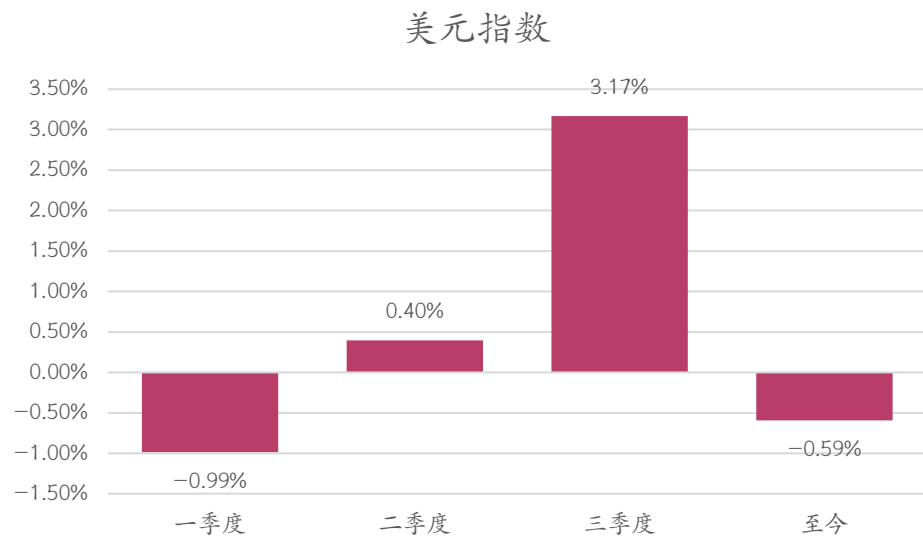


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 从经济基本面看，欧美等发达经济体的薪资增长与经济韧性对于欧美通胀的进一步回落仍存在阻碍，欧美央行的鹰派表态使得市场预期四季度海外市场流动性将进一步收紧，在更长的时间内维持高基准利率以确保通胀继续回落的方向比较确定，整体上欧美国债收益率将大概率延续上行。
- 国内通胀整体处于较低水平，四季度影响债市的主要因素仍将是供需平衡。外需回落内需疲弱环境下工企利润承压，四季度不排除有稳增长的宏观政策组合拳继续出台，从全年来看流动性环境整体偏宽松，国内债市四季度将继续保持较为强劲的走势。

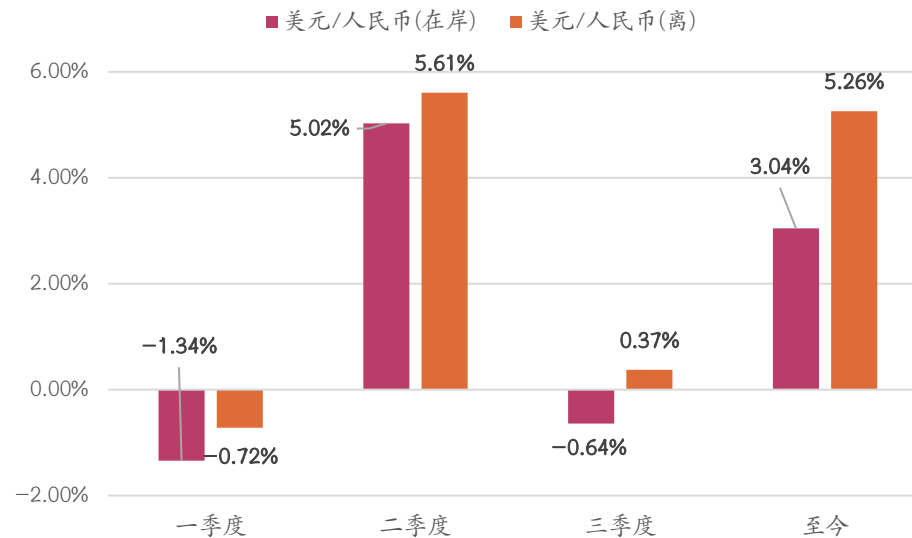
2.3 全球汇率：三季度美元指数震荡反弹，人民币兑美元承压

图表22：美元指数三季度涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表23：美元兑人民币汇率涨跌幅（单位：%）

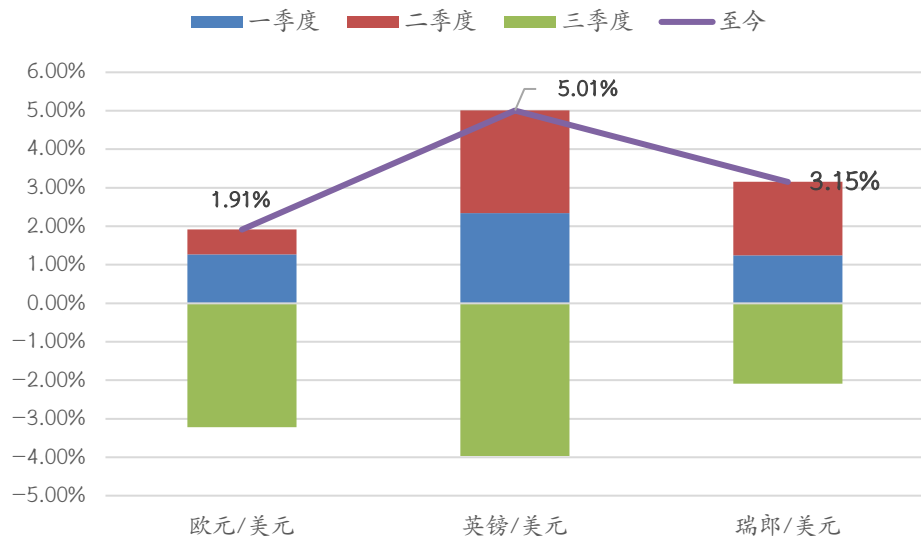


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 三季度美元指数震荡反弹。欧元区经济疲软加之美元流动性收紧，对美元指数形成支撑，美元指数一度反弹至107高点。
- ▶ 三季度来看，购汇需求增长以及海外美元指数走强所带来的虹吸效应下，外汇持续流出是支持美元对人民币汇率走强的主要原因。

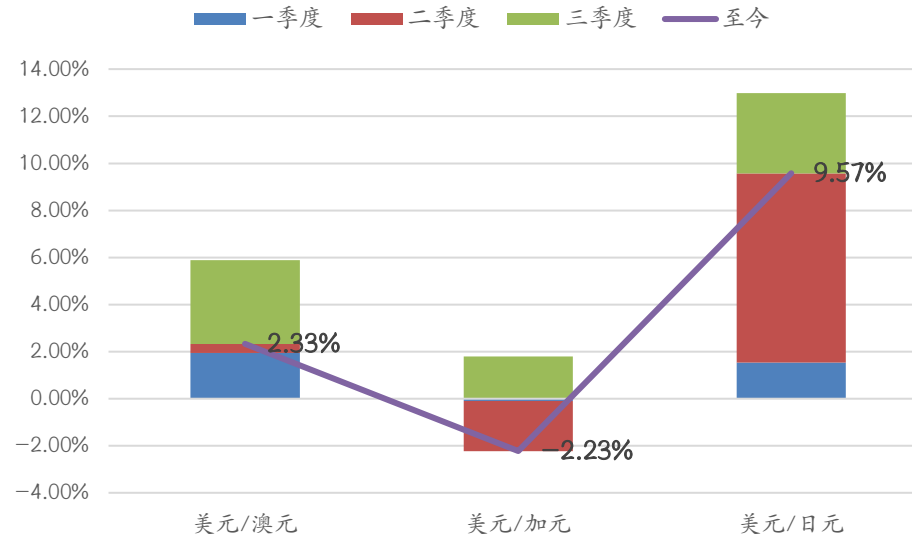
2.3 四季度美元流动性收紧基本不变，但支持力度或难大幅走强

图表24：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表25：澳元、加币、日元兑美元

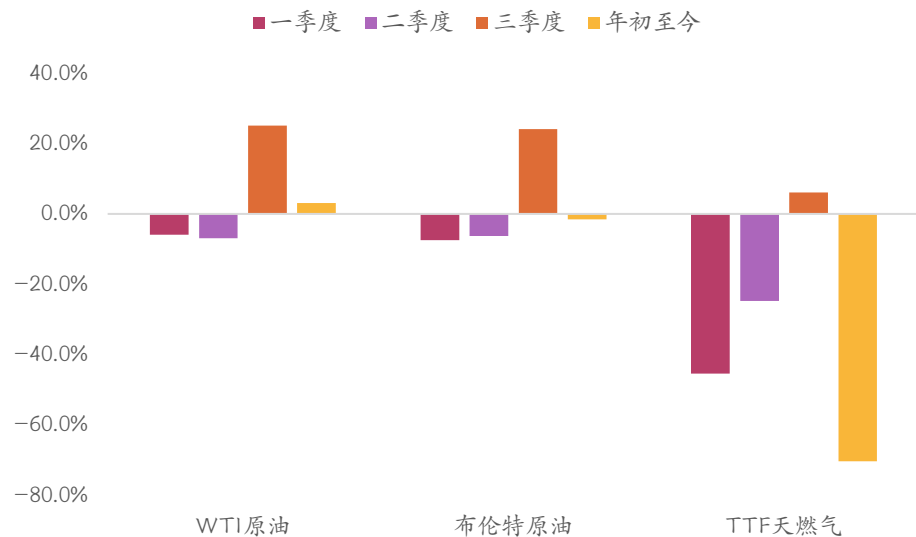


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 四季度美元流动性收紧基本不变，但支持力度或难大幅走强。海外方面，考虑到当前联邦基准利率已处于高位，预计下半年加息空间较为有限，对美元指数支撑力度较小。其他货币或将通过收紧自身流动性的方式减轻贬值压力，一定程度上分散了美元指数走高的动力。国内方面，央行强调将适时出手，逆周期维持人民币汇率稳定性，预计四季度美元指数所带来的压力将有所减轻。

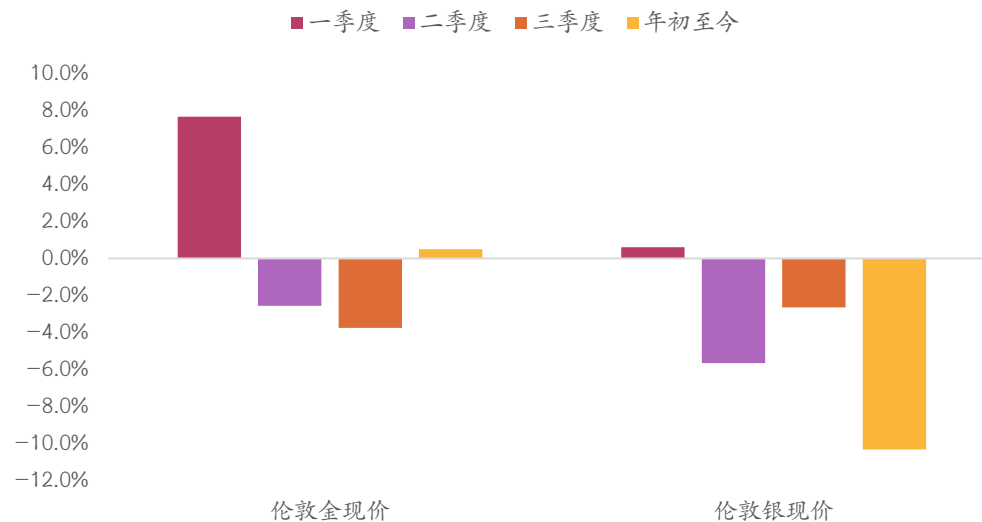
2.4 大宗商品：美元指数走强下大宗商品价格持续承压

图表26：原油和天然气期货价格变化（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表27：贵金属价格变化（单位：%）

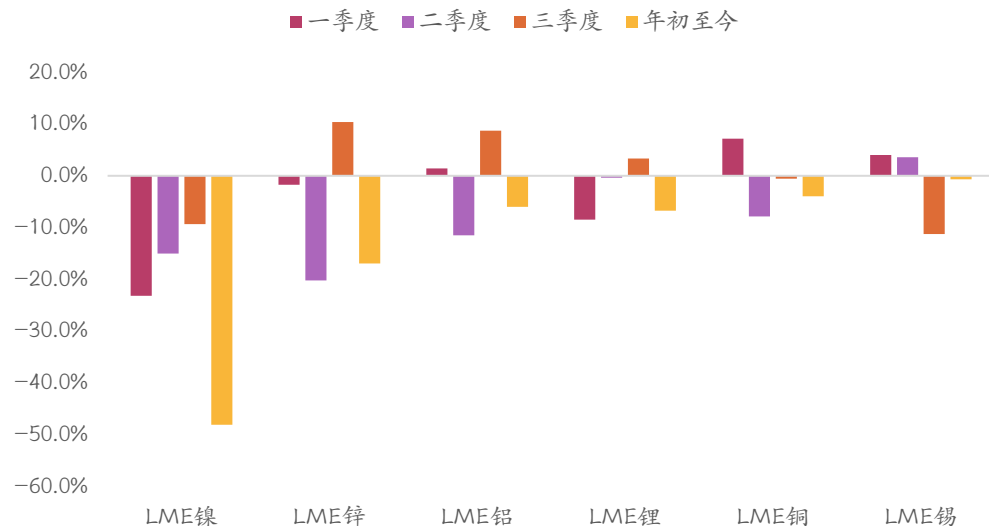


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 三季度海外需求走弱，加之美元指数强势，除原油价格外，其他大宗商品价格普遍承压。
- ▶ OPEC+减产预期支撑油价，但信贷紧缩预期强化下，预计四季度原油价格有所回落。贵金属价格在不出现系统性金融风险的前提下，将随着美元指数走高而继续震荡回落。

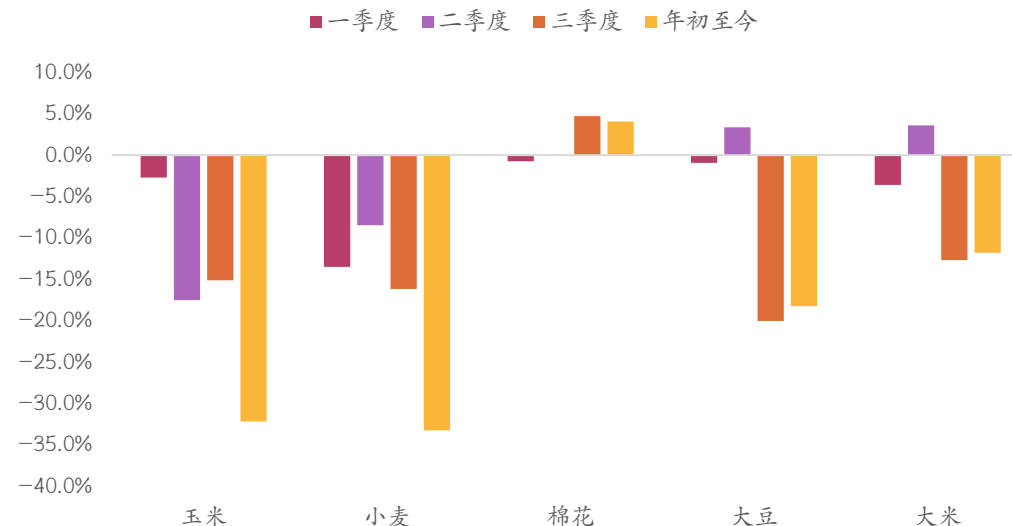
2.4 四季度商品价格走势仍偏弱，部分商品或迎来价格回调

图表28：LME有色期货价格变化（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表29：CBOT农产品期货价格变化（单位：手）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 三季度全球大宗商品价格大幅下跌，有色金属价格跌幅居前。欧美制造业PMI或持续疲软，这意味着有色金属海外需求在走弱，四季度有色金属价格或将继续承压。
- ▶ 农产品方面，三季度黑海协议的搁置，以及极端天气影响下，玉米、大豆、棕榈油等品种获得了阶段性交易机会。但随着季节性因素的回归，多数农产品价格在四季度或将迎来回调。

目录

3、分析观点总结与风险提示

3.1 分析观点总结

- ▶ **四季度海外经济将继续维持高基准利率，紧缩性货币政策或难以调整。**虽然美国制造业PMI在三季度仍处于荣枯线以下，但整体来看收缩程度为近一年来最低，显著好于预期。另外，数据显示，三季度美国通胀延续下行走势，加之劳动力市场依旧强劲，显示出美国经济仍具有一定韧性。预计美联储年内仍可能有一次加息，美联储降息时点或延后至2024年三季度。欧元区经济恢复不均衡，但整体来看，有望延续温和复苏态势。但三季度能源价格上涨，带来欧元区通胀再度反弹的担忧，因此无法排除欧央行年内仍保有一次加息的可能。日本经济处于温和复苏过程，日央行表示为进一步达成稳定通胀目标，并不会排除对YCC政策边际调整的可能。
- ▶ **四季度中国经济复苏将依靠地产行业预期修复。**8月底以来，“认房不认贷”“下调存量房贷利率”“放松限购”等房地产激励政策密集落地，或将对房地产市场形成一定拉动效应。从经济数据来看，三季度经济已于7月份触底，正在企稳回升中。相信四季度，随着房地产市场政策以及政府投资效果的逐步显现，预计经济基本面也将持续转暖。
- ▶ **大类资产配置方面，海外关注防范突发风险，国内盯紧房地产市场的复苏情况。**全球大类资产市场交易逻辑主线或继续围绕美联储加息预期持续摇摆，美债与美元指数保持坚挺，风险资产价格仍面临下行的压力。四季度美元大类资产配置顺序：美元>大宗>股票>债券。四季度人民币大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>货币。

3.2 风险提示

- **美国财政的不稳定性或导致美元流动性风险爆发，美联储突然转向降息的可能仍然存在。**考虑到美国经济增速目前表现出的韧性，以及薪资增长与服务性价格通胀的粘性，市场对于美联储快速转向降息必要性的预期在逐渐降温。但美国四季度再度出现流动性危机的可能性依然存在，包括银行风险、商业地产风险在内，美国财政部在三季度的超预期密集发债计划减少了市场中的美元流动性。并且，长期维持高基准利率情况下，将对银行吸引存款和企业融资产生一定影响，或引发流动性担忧。虽然从每周发布的美联储和商业银行资产负债表数据来看，银行体系整体是健康的，但从贷款数据来看高基准利率下的信贷紧缩效应正逐步显现。市场仍未完全排除美联储突然转向降息的可能，若美国再度发生流动性危机，大概率需要美联储调整货币政策来稳定风险因素对经济的冲击。
- **俄乌局势继续混乱升级，北约若正式介入，恐使得局势更为复杂。**在美欧国内财政出现不稳定的情况下，西方国家一再加强对乌克兰的各种援助，使得各国的国内政治对立愈发凸显。乌克兰危机的外溢性影响预计依然存在于欧洲地缘安全、全球食品和能源价格、全球化肥等原材料供应领域，且以美欧为首的西方对俄罗斯的制裁将继续造成持续负面影响。另外，2024年将迎来美国总统大选将至，由近期共和党众议长麦卡锡弹劾事件可以看出，美国民主党和共和党之间的政治对立愈发激烈，不排除将会围绕俄乌冲突展开政治博弈，使得俄乌局势更为复杂化。

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。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。