

大类资产周报第 12 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）

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）

zhaow@gjzq.com.cn

lixinyue@gjzq.com.cn

历史上的“股债双杀”，如何破局？

8月21日以来，上证指数下跌2.4%、10Y国债收益率上行17bp，国内市场再现“股债双杀”。“股债双杀”的成因、历史经验、潜在演绎？本文分析，可供参考。

热点思考：历史上的“股债双杀”，如何破局？

一问：近期“股债双杀”的成因？流动性环境的边际变化或是主因

8月以来，国内市场遭遇“股债双杀”，A股快速调整、债市收益率也明显上行。8月21日至今，上证指数、创业板指均延续了4月以来的弱势表现，分别下跌2.4%、7.4%；其中上证指数一度跌破3000点关口。债市方面，国债收益率一改此前的下行态势，近期出现明显调整。截至10月27日，10Y国债收益率上行17bp至2.71%。

本轮“股债双杀”，流动性环境的边际变化或是主因。历史回溯来看，“股债双杀”背后驱动主要有两类：一是基本面“类滞胀”；二是流动性环境收紧。近期我国基本面改善、通胀较低，难言“类滞胀”交易。债市调整主因政府债发行加速、季末流动性紧张等；股市流动性也在恶化，表现为公募基金发行低迷、险资私募持仓低位、北上资金外流等。

二问：历史上的“股债双杀”如何破局？基本面压力下的政策转向，或流动性紧张的缓和

2010年以来，国内市场出现过12次较为典型的“股债双杀”。历史回溯来看，1)“类滞胀”环境下的5次“股债双杀”，持续约2.2个月，上证指数平均下跌7.3%，10Y国债收益率平均上行19.2bp；2)“流动性收紧”下的7次“股债双杀”，平均持续2.3个月，上证指数下跌7.9%，10Y国债收益率平均上行18.6bp。

“类滞胀”环境下的“股债双杀”，随着通胀缓和后货币政策发力，债市多先转向；流动性冲击下的“股债双杀”，随着流动性缓和，股市率先改善。1)过去5次“类滞胀”中，在通胀见顶或对“滞”的担忧升温后，政策转向下是破局信号。2)过去7次流动性的缓和，既有降准降息等总量性宽松，也有针对减持、募资、融资交易等的“对症下药”。

三问：本轮“股债双杀”将如何演绎？积极政策信号的释放，有望推动A股反弹

本轮与2022年10月较为相似，彼时防疫优化等政策调整下，市场预期明显转好，A股率先反弹。与2022年三季度类似，海外对中国经济预期不断下修、叠加美债利率上行冲击，外资大幅外流；国内基金发行低迷，险资、私募等资金也踟躇不前。而随着10月底市场预期回暖，上证综指由2893的低位开启反弹，截至2023年3月3日，涨幅达15%。当下，积极的政策信号再度释放，有望推动资金风险偏好抬升，A股或有反弹、债市阶段性承压。当下库存处于绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号愈加明确；而万亿国债落地，更释放了强烈的积极信号。随着市场信心回暖，长线资金有望增持。A股的反弹、或有望打破前期“股债双杀”僵局；债市阶段性承压，或较难持续回调。

周度回顾：原油价格大幅下跌，美债收益率回落（2023/10/23-2023/10/29）

股票市场：发达国家股指多数下跌，仅有创业板指、恒生指数和上证指数上涨。纳斯达克指数、标普500和道琼斯工业指数领跌，分别下跌2.6%、2.5%和2.1%。新兴市场股指多数下跌。

债券市场：发达国家10年期国债收益率多数下行。美国10Y国债收益率下行9.0bp至4.8%，德国10Y国债收益率下行9.0bp至2.9%；英国、法国和意大利10Y国债收益率分别下行5.1bp、7.5bp和11.9bp。

外汇市场：美元指数上涨，本周上涨0.4%至106.6。欧元、英镑和加元兑美元分别贬值0.3%、0.4%和1.1%，日元兑美元升值0.1%。主要新兴市场兑美元汇率走势下行，多数货币兑美元贬值，仅有雷亚尔兑美元升值0.4%。

商品市场：原油和贵金属价格下跌，农产品价格全线下跌，有色、黑色价格走势分化。其中LME铝、铁矿石和螺纹钢领涨，分别上涨1.8%、1.3%和0.9%；WTI原油、布伦特原油和生猪领跌，分别下跌5.5%、4.6%和5.7%。

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：历史上的“股债双杀”，如何破局？	5
一问：近期“股债双杀”的成因？流动性环境的边际变化或是主因	5
二问：历史上的“股债双杀”如何破局？基本面压力下的政策转向，或流动性紧张的缓和	7
三问：本轮“股债双杀”将如何演绎？积极政策信号的释放，有望推动 A 股反弹	10
二、大类资产高频跟踪（2023/10/23-2023/10/29）	13
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数下跌	13
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下行	15
（三）外汇市场追踪：美元指数上涨，人民币兑美元、欧元贬值，兑英镑升值	15
（四）大宗商品市场追踪：原油、贵金属下跌，农产品全线下跌，有色、黑色走势分化	16
风险提示	18

图表目录

图表 1：近期，上证指数、创业板指均有调整	5
图表 2：除煤炭、汽车、电子外，A 股行业悉数调整	5
图表 3：8 月以来，国债收益率明显上行	5
图表 4：各期限国债收益率均有一定程度的上行	5
图表 5：2010 年以来，我国共出现过 12 次较为典型的“股债双杀”	6
图表 6：我国历史上典型的“类滞胀”阶段	6
图表 7：我国历史上货币政策与市场流动性的情况	6
图表 8：近期，我国制造业 PMI 回暖、通胀延续低位	6
图表 9：近期，货币市场流动性边际收紧	6
图表 10：9 月，地方债发行明显加速	7
图表 11：增长、估值两维度来看，A 股或应有更好表现	7
图表 12：2010 年以来，12 次典型的“股债双杀”阶段的市场表现	7
图表 13：近 12 次“股债双杀”中股市调整情况	8
图表 14：近 12 次“股债双杀”中债市调整情况	8
图表 15：2010 年以来的 CPI 走势与准备金率调整	8
图表 16：2011 年一季度 A 股业绩超预期是市场反弹主因	8
图表 17：银行股在 2011 年一季度明显跑赢大盘	9
图表 18：2022 年一季度，经济下行压力明显加剧	9
图表 19：2010 年以来的几次降准与降息	9
图表 20：A 股市场 IPO 与再融资情况	9

图表 21: A 股市场的大股东增减持情况.....	10
图表 22: 2016 年, 两融利率下调后, 融资规模恢复.....	10
图表 23: 2022 年与 2023 年外资对中国经济的预期.....	10
图表 24: 美债利率上行对国内市场有一定冲击.....	10
图表 25: 2022 与 2023 年, 8 月-10 月间外资均大幅外流.....	11
图表 26: 2022 年以来, 公募偏股型基金发行持续低迷.....	11
图表 27: 10 月, 沥青开工率持续回升.....	11
图表 28: 产成品库存已处低位, 而实际利率仍居高位.....	11
图表 29: 10 月 24 日, “万亿国债”落地.....	12
图表 30: 历次流动性缓和后 A 股反弹的幅度与持续性.....	12
图表 31: 当前, 国内地产或难有明显改善.....	12
图表 32: 过去 5 年企业债券融资情况.....	13
图表 33: 公募基金资产配置的结构.....	13
图表 34: 当周, 发达国家股指多数下跌.....	14
图表 35: 当周, 新兴市场股指多数下跌.....	14
图表 36: 当周, 美股行业多数下跌.....	14
图表 37: 当周, 欧元区行业多数下跌.....	14
图表 38: 当周, 恒生指数全线上涨.....	14
图表 39: 当周, 恒生行业多数上涨.....	14
图表 40: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行.....	15
图表 41: 当周, 10Y 收益率美英德均下行.....	15
图表 42: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数下行.....	15
图表 43: 当周, 土耳其 10Y 利率上行、巴西下行.....	15
图表 44: 当周, 美元指数下跌.....	16
图表 45: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值.....	16
图表 46: 当周, 主要新兴市场兑美元贬值.....	16
图表 47: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔兑美元升值.....	16
图表 48: 当周, 人民币兑美元、欧元贬值, 兑英镑升值.....	16
图表 49: 当周, 人民币兑美元贬值.....	16
图表 50: 当周, 商品价格走势多数下跌.....	17
图表 51: WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	17
图表 52: 当周, 焦煤价格下跌.....	17
图表 53: 当周, 铜铝价格均上涨.....	18
图表 54: 当周, 通胀预期降温.....	18
图表 55: 当周, 黄金、白银价格下跌.....	18

图表 56: 当周, 10Y 美债实际收益率下行..... 18

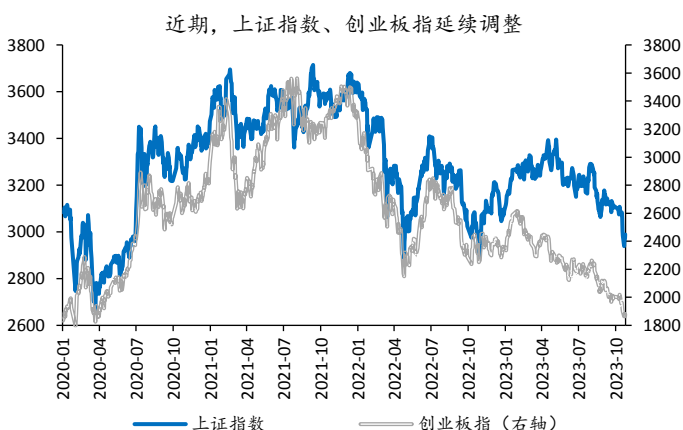
8月21日以来，上证指数下跌2.4%、10Y国债收益率上行17bp，国内市场再现“股债双杀”。“股债双杀”的成因、历史经验、潜在演绎？本文分析，可供参考。

一、热点思考：历史上的“股债双杀”，如何破局？

一问：近期“股债双杀”的成因？流动性环境的边际变化或是主因

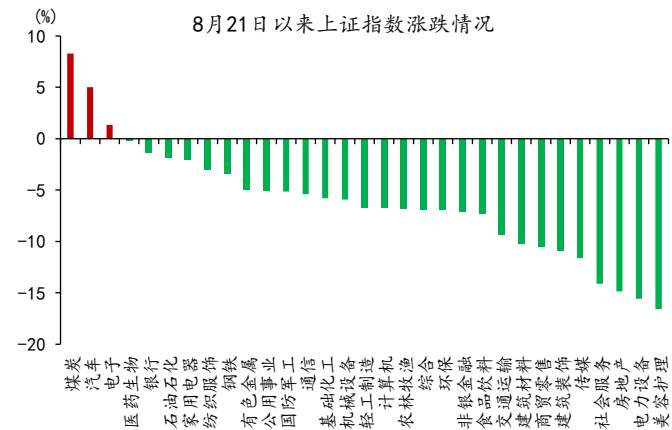
8月以来，国内市场遭遇“股债双杀”，A股快速调整、债市收益率也明显上行。8月21日至今，上证指数、创业板指均延续了4月以来的弱势表现，分别下跌2.4%、7.4%；其中上证指数一度跌破3000点关口，除受益于价格上涨的煤炭行业、受益于销量超预期的汽车与电子等，其他行业悉数调整。债市方面，国债收益率一改此前的下行态势，近期出现明显调整。截至10月27日，2Y、10Y国债收益率分别上行27bp、17bp，至2.38%和2.71%。

图表1：近期，上证指数、创业板指均有调整



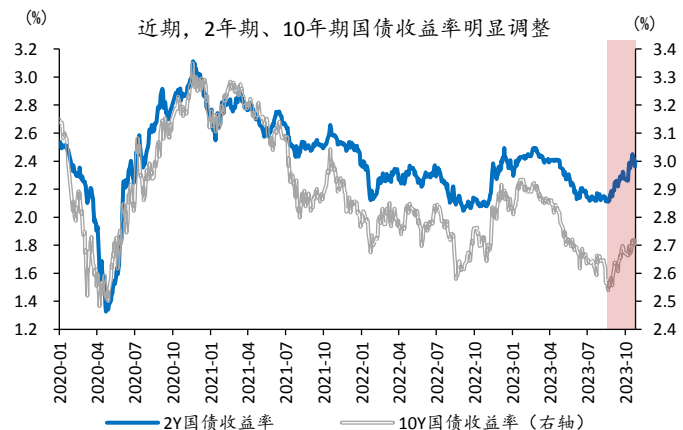
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：除煤炭、汽车、电子外，A股行业悉数调整



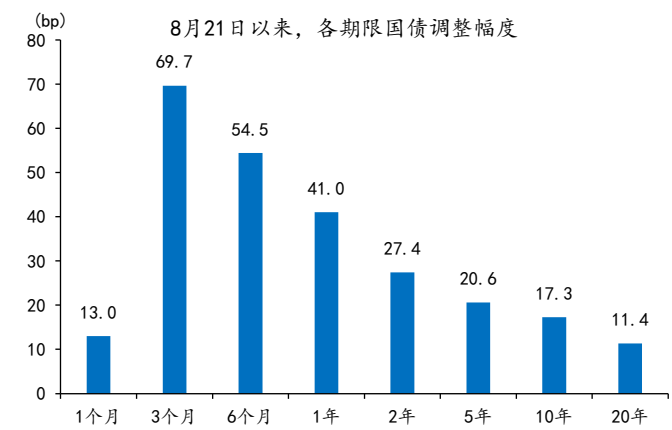
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：8月以来，国债收益率明显上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：各期限国债收益率均有一定程度的上行



来源：Wind，国金证券研究所

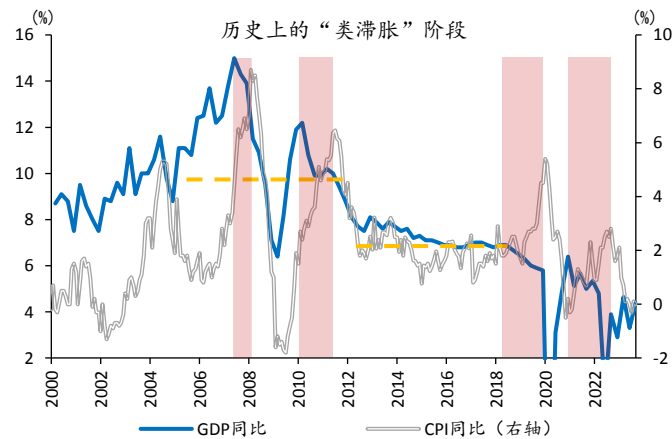
历史回溯来看，2010年以来国内市场的“股债双杀”，背后驱动主要有两类：一是交易基本面“类滞胀”逻辑；二是流动性环境的明显收紧。1) 从GDP与通胀增速来看，2010年初至2011年中、2018年中至2020年初、2020年底至2022年初，是我国经济较为典型的“类滞胀”阶段，有5次的“股债双杀”行情均出现在这一阶段。2) 从货币政策松紧程度与市场流动性环境来看，宏观流动性的超预期收紧，或减持、募资、外资等对市场流动性冲击显著的阶段，也易发生“股债双杀”，有7次“股债双杀”行情发生在这一环境中。

图表5: 2010年以来,我国共出现过12次较为典型的“股债双杀”

序号	“股债双杀”起点	“股债双杀”终点	持续时间(月)	原因	具体原因
1	2010-11-11	2011-01-25	2.5	类滞胀	经济下行周期中、通胀数据大超预期,货币政策转向
2	2011-05-12	2011-08-30	3.7	类滞胀	经济增速下行担忧升温,滞胀下仍在提准:同时,海外情绪也有冲击
3	2012-07-11	2012-11-01	3.8	流动性	降准预期落空、国际板分流流动性的担忧
4	2013-05-29	2013-06-27	1.0	流动性	“620钱荒”的冲击
5	2016-01-13	2016-05-19	4.2	流动性	货币宽松预期落空,大股东减持冲击流动性
6	2016-11-29	2016-12-29	1.0	流动性	金融去杠杆,资金面持续收紧
7	2017-04-11	2017-05-10	1.0	流动性	金融监管与去杠杆,市场风险偏好下沉
8	2018-07-19	2018-09-20	2.1	类滞胀	宽信用下类滞胀情绪升温,叠加贸易摩擦、美联储加息等外部冲击
9	2020-07-09	2020-09-28	2.7	流动性	货币政策边际转紧,监管严查“资金违规入市”
10	2021-09-13	2021-10-18	1.2	类滞胀	经济失速下行、通胀仍在攀升,降准预期被阶段性证伪
11	2022-01-24	2022-03-10	1.5	类滞胀	美联储超预期收紧、地缘政治扰动及国内疫情反复冲击
12	2022-08-18	2022-10-31	2.5	流动性	经济预期下行、地产政策超预期,但同时资金仍在大幅外流

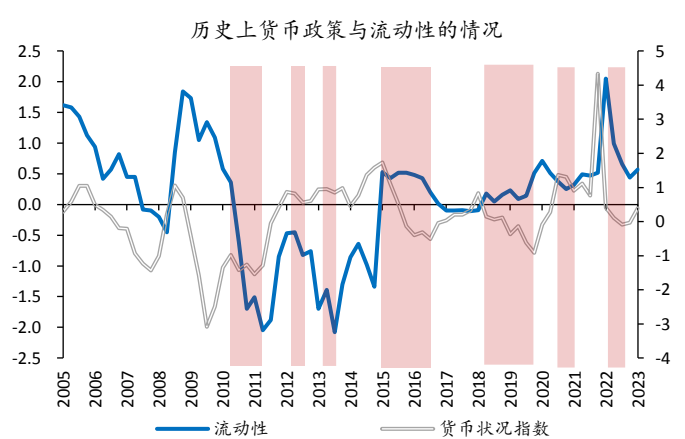
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 我国历史上典型的“类滞胀”阶段



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 我国历史上货币政策与市场流动性的情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

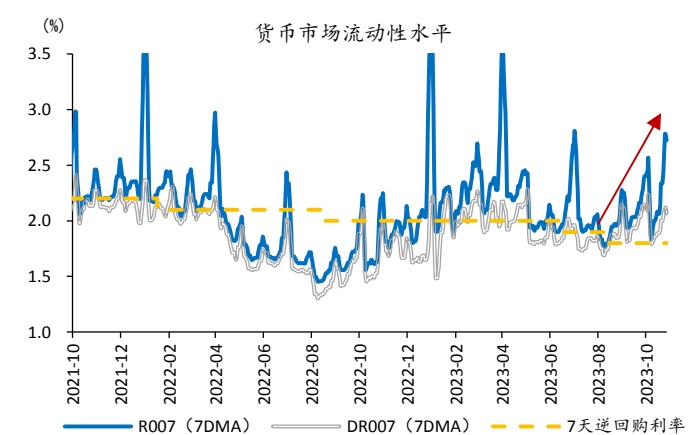
近期,我国基本面改善、通胀较低,“股债双杀”难言“类滞胀”交易所致,流动性环境的边际变化或是主因。债市方面,9月以来,地方债发行明显加速,国债供给放量;同时,季末流动性环境趋紧,DR007、R007均显著上行。股市方面,市场流动性也在逐步走低:公募基金发行持续低迷、险资私募持仓延续低位、北上资金不断外流;A股市场月均成交额由4月的21.7万亿走低至10月的12.1万亿,换手率也由23.3回落至15.3。

图表8: 近期,我国制造业PMI回暖、通胀延续低位



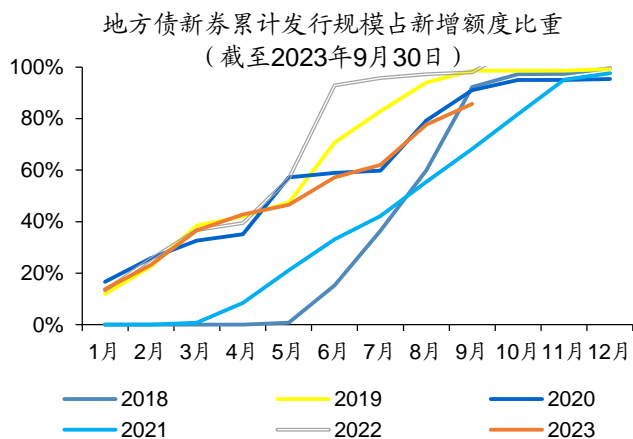
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 近期,货币市场流动性边际收紧

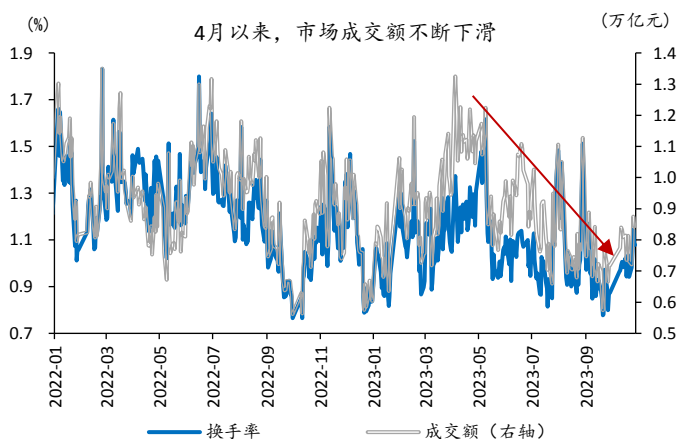


来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 9月, 地方债发行明显加速



图表11: 增长、估值两维度来看, A股或应有更好表现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问: 历史上的“股债双杀”如何破局? 基本面压力下的政策转向, 或流动性紧张的缓和

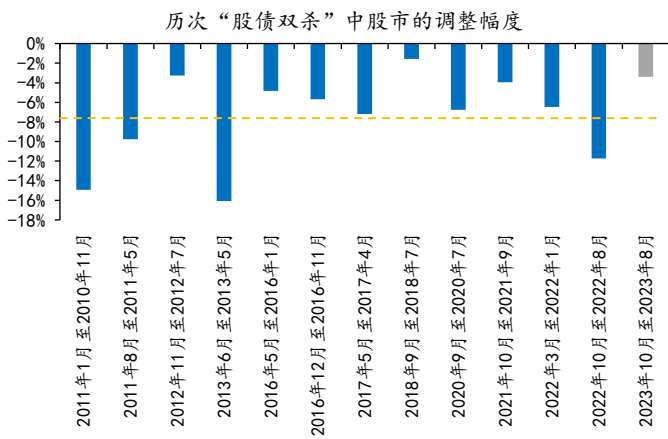
2010年以来, 国内市场出现过12次较为典型的“股债双杀”; 历次“股债双杀”多持续2-3个月, A股平均回撤约8%、债市收益率上行幅度约18bp。历史回溯来看, 2010年以来的12次“股债双杀”: 1) “类滞胀”环境下的5次持续约2.2个月, 上证指数平均下跌7.3%, 10Y国债收益率平均上行19.2bp; 2) “流动性收紧”下的7次平均持续2.3个月, 上证指数下跌7.9%, 10Y国债收益率平均上行18.6bp。

图表12: 2010年以来, 12次典型的“股债双杀”阶段的市场表现

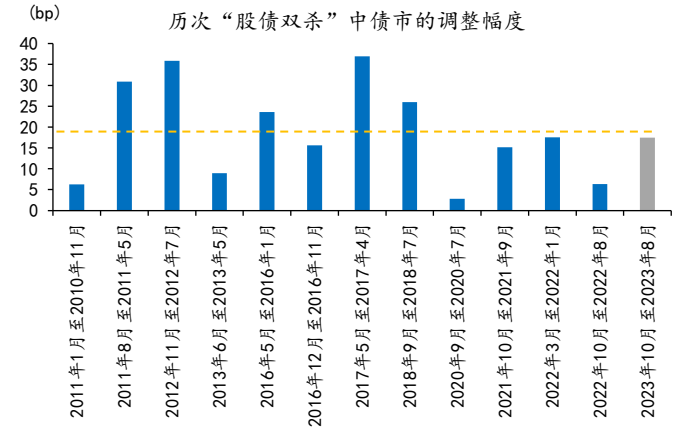


来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 近12次“股债双杀”中股市调整情况



图表14: 近12次“股债双杀”中债市调整情况

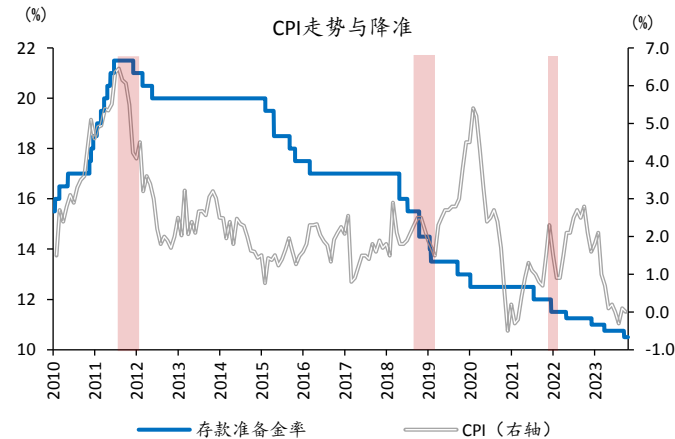


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

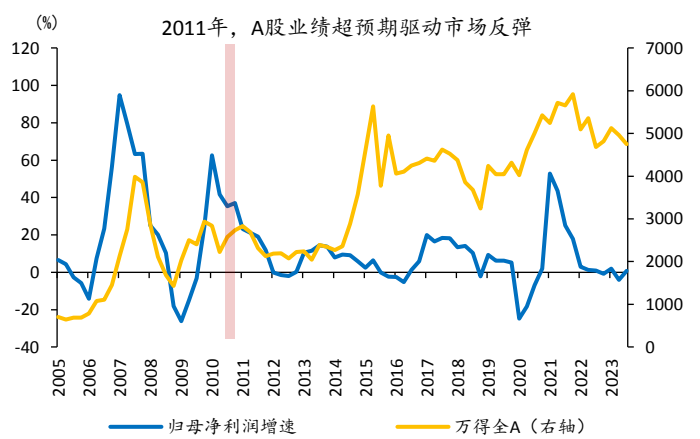
不同成因的“股债双杀”，破局信号有所分化；“类滞胀”环境下的“股债双杀”，随着通胀缓和后货币政策的发力，债市通常率先转向。过去5次“类滞胀”下“股债双杀”的终结，2011年三季度、2018年三季度和2022年一季度的三次，均发生在通胀见顶后；随着降准的再次落地，流动性重新转向宽松，债市收益率也随之回落。2022年3月，虽然输入型通胀压力尚存，但新冠疫情的冲击下经济下行压力明显加剧，对“滞”的担忧显著升温，流动性转向后债市也率先转向。仅2011年一季度有所不同，彼时通胀仍持续攀升、货币政策延续紧缩，连续2次加息后、银行股受益于净息差走阔，支撑股市率先反弹。

图表15: 2010年以来的CPI走势与准备金率调整



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 2011年一季度A股业绩超预期是市场反弹主因

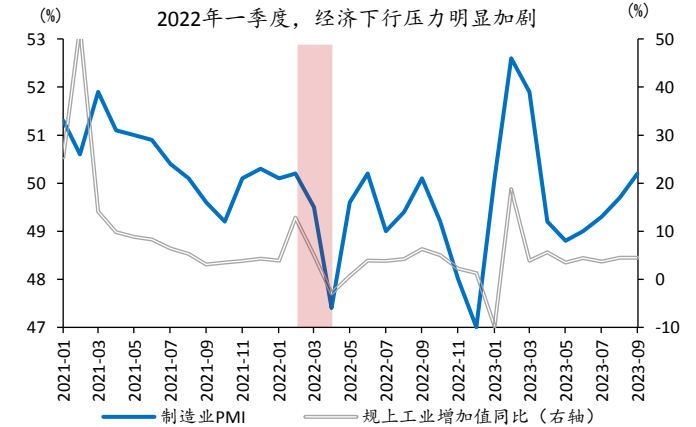


来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 银行股在 2011 年一季度明显跑赢大盘



图表18: 2022 年一季度, 经济下行压力明显加剧



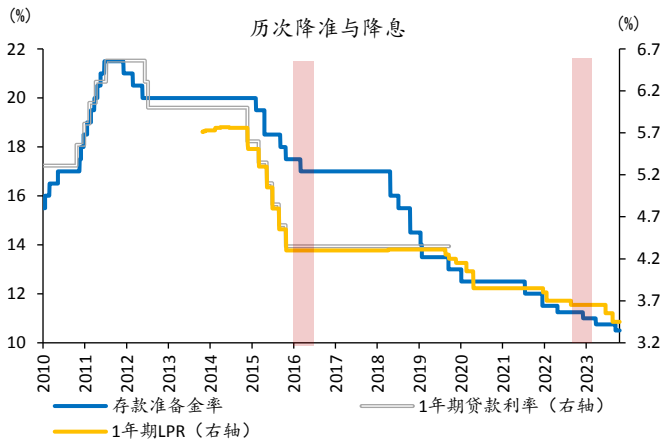
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

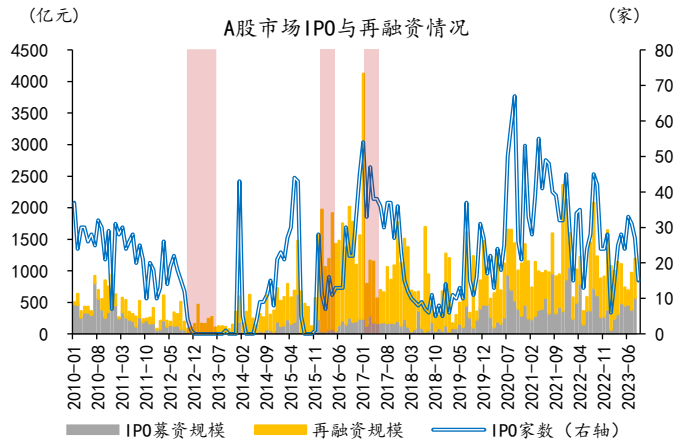
注: 以 2011 年 1 月 1 日为基期。

流动性冲击下的“股债双杀”，随着流动性紧张的缓和，通常股票市场率先企稳改善；“跷跷板”效应下债市阶段性承压后，市场多步入“股债双牛”。历史回溯来看，过去 7 次流动性的缓和，既有 2016 年初、2022 年底降准这类总量型政策转向，也有针对市场流动性的“对症下药”：1) 2012 年底、2016 年中、2017 年底，监管当局分别暂停 IPO、暂缓注册制、调整再融资新规；2) 针对 2017 年初的大股东减持冲击，减持新规快速出台缓解压力；3) 2016 年中，两融利率的下调也促进了融资交易的复苏。此外，2020 年底、2022 年底海外流动性的边际缓和，也对 A 股市场的反弹形成了支撑。

图表19: 2010 年以来的几次降准与降息



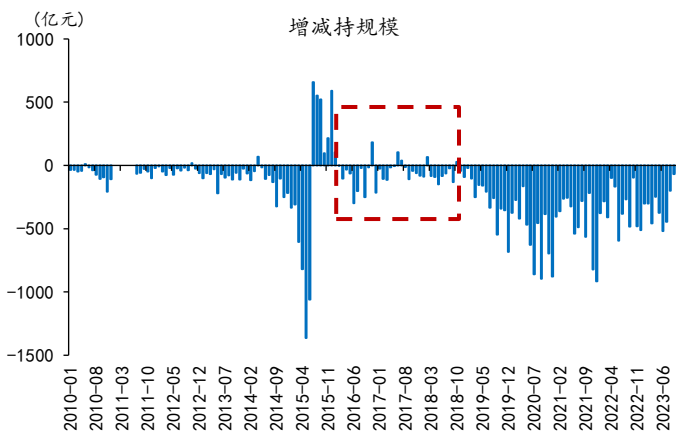
图表20: A 股市场 IPO 与再融资情况



来源: Wind, 国金证券研究所

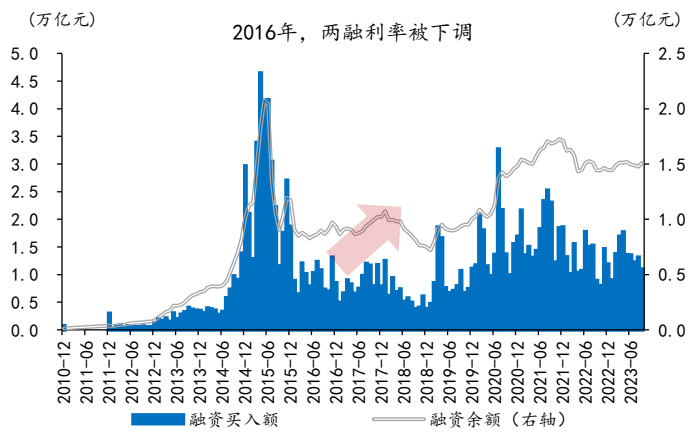
来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: A股市场的大股东增减持情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 2016年, 两融利率下调后, 融资规模恢复

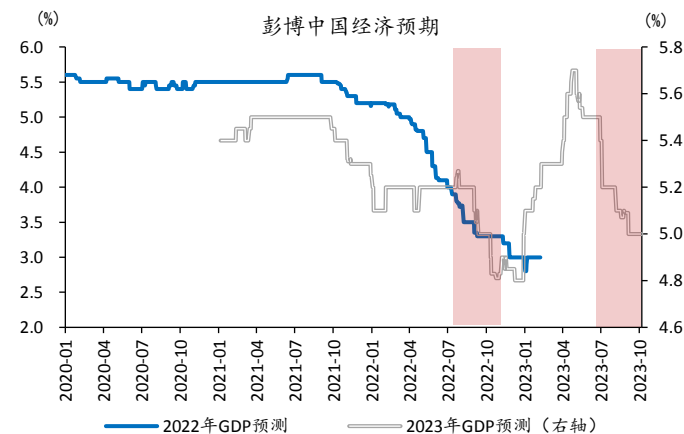


来源: Wind, 国金证券研究所

三问: 本轮“股债双杀”将如何演绎? 积极政策信号的释放, 有望推动A股反弹

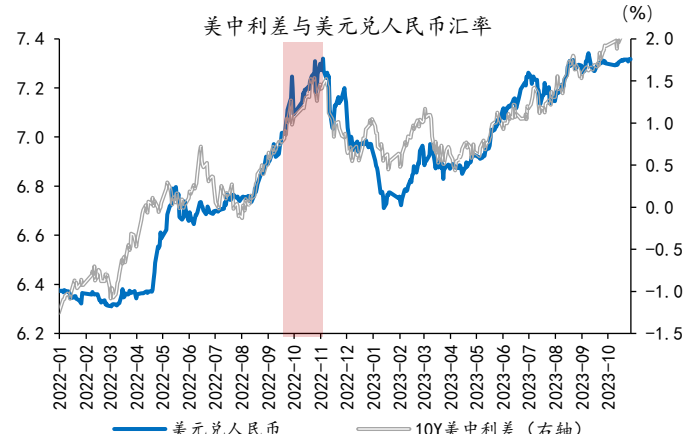
本轮与2022年第三季度的“股债双杀”较为相似, 彼时, 对经济的担忧使市场交易持续萎靡; 而防疫优化等政策刺激下, A股市场率先反弹。与2022年三季度类似, 海外对中国经济预期不断下修、叠加美债利率快速上行的冲击, 外资大幅外流; 国内市场, 基金发行持续低迷, 险资、私募等资金也踟蹰不前。而随着2022年10月底“防疫优化”等政策的调整, 市场预期明显好转, 上证指数也由2893的低位开启了一轮快速的反弹、幅度高达15%。

图表23: 2022年与2023年外资对中国经济的预期



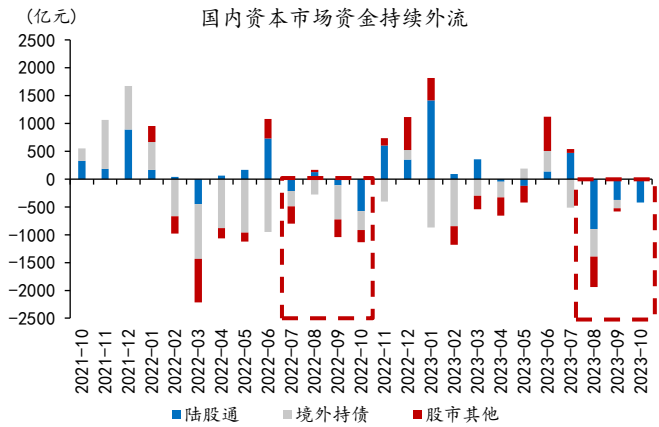
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 美债利率上行对国内市场有一定冲击



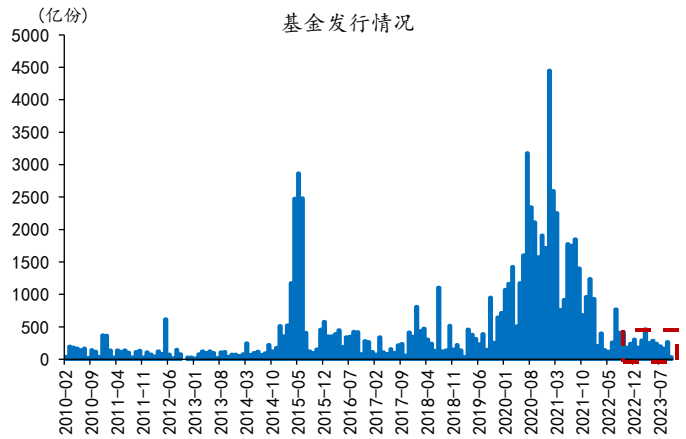
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 2022与2023年, 8月-10月间外资均大幅外流



来源: Wind, 国金证券研究所

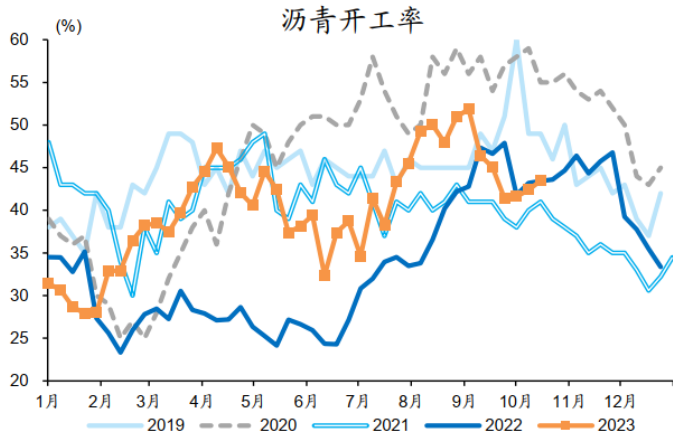
图表26: 2022年以来, 公募偏股型基金发行持续低迷



来源: Wind, 国金证券研究所

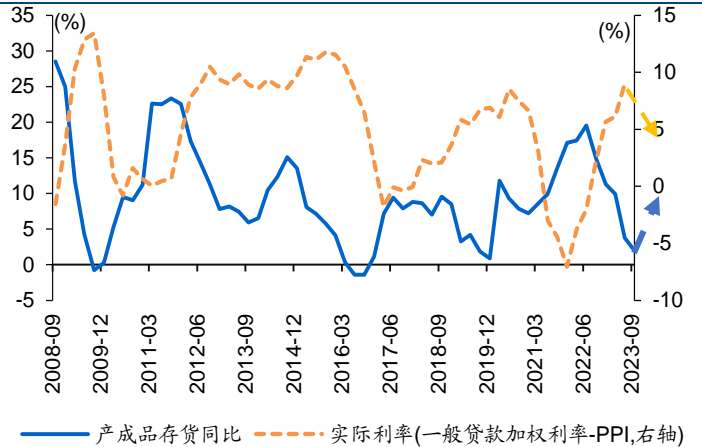
当下, 积极的政策信号再度释放, 或有望改善资金的风险偏好, 推动 A 股市场的反弹。第一, 当下库存处于绝对低位, 叠加实际利率下行, 经济企稳向上信号已愈加明确; 三季度 GDP 超预期、9 月工企利润改善均是印证。第二, 10 月以来, 沥青开工率的持续回升, 显示稳增长也再度加力, 而 10 月 24 日“万亿国债”的落地, 更是释放了强烈的积极信号。8 月 27 日, 证监会针对 IPO 节奏、减持行为规范、融资保证金下调的“三支箭”已经边际缓和了市场的流动性紧张; 随着经济企稳、政策发力下市场信心的回暖, 长线资金有望增持增持, A 股市场的反弹、或有望打破前期“股债双杀”的僵局。

图表27: 10月, 沥青开工率持续回升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 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29: 10月24日, “万亿国债”落地

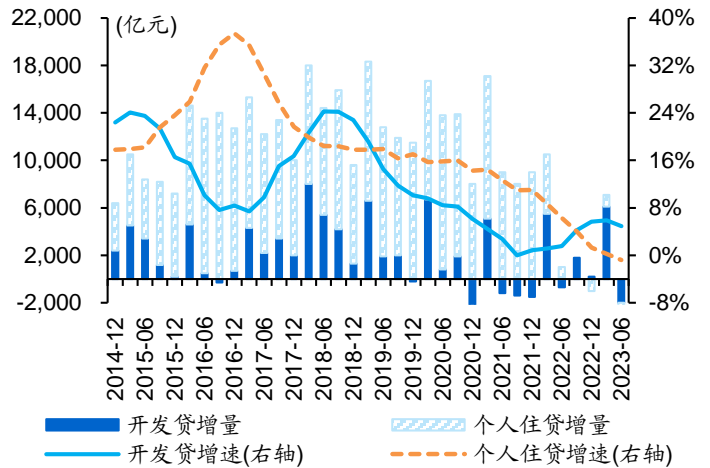
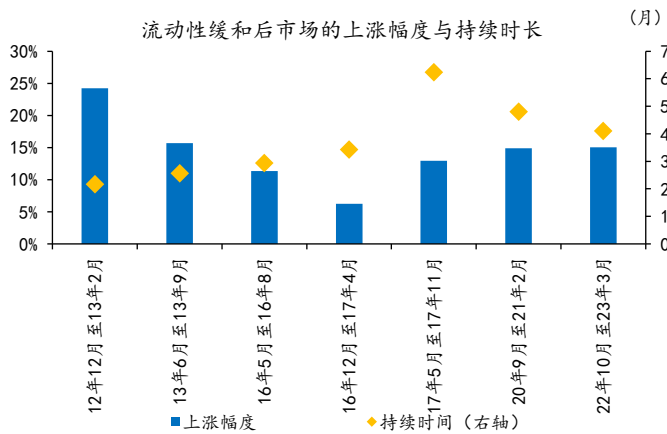
会议	日期	类型	主要内容
十四届全国人大常委会第六次会议	2023年10月24日	-	会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议、十四届全国人大常委会关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定。
国务院政策例行吹风会	2023年10月25日	资金规模	结合灾后恢复重建和防灾减灾救灾工作需要,并统筹财政承受能力,决定在今年四季度增加发行2023年国债1万亿元,作为特别国债管理。按此测算,2023年全国财政赤字由3.88万亿元增加到4.88万亿元,中央财政赤字由3.16万亿元增加到4.16万亿元,预计财政赤字率由3%提高到3.8%左右。
		资金投向	第一,用于灾后恢复重建。第二,是以海河、松花江流域等北方地区为重点的骨干防洪治理工程。第三,是自然灾害应急能力提升工程。第四,是其他重点防洪工程。第五,是灌区建设改造和重点水土流失治理工程。第六,是城市排水防涝能力提升行动。第七,是重点自然灾害综合防治体系建设工程。第八,是用于东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。
		使用安排	一是中央承担还本付息。此次增发的1万亿国债全部通过转移支付方式安排给地方使用。二是今明两年安排使用。增发的国债资金初步考虑在2023年安排使用5000亿元,结转2024年使用5000亿元。三是适当提高补助标准。四是单设转移支付项目。
		资金监管	一是纳入直达资金机制。二是开展常态化资金监管。三是压实地方监管责任。
		项目要求	一是符合规划或实施方案,此次国债优先支持“十四五”规划,国务院以及国务院有关部门批复的重点专项规划和区域规划,以及地方重点规划中明确的项目。二是满足投向领域要求。三是前期工作比较成熟。
		项目实施	一是抓紧建立工作机制。二是组织做好项目筛选。三是加快推进项目实施。四是着力抓好监督管理。

来源: Wind, 国金证券研究所

与2022年四季度不同,当前“资产荒”依然突出,债市或较难出现持续、大幅调整。近年,以地产、传统基建为代表的传统行业融资下降、带动相关金融资产供给减少,机构“欠配”现象突出。部分重资产领域债务出清中的风险释放,使得机构需求进一步向“安全”资产集中。稳增长续力带来的债券供给、资金波动等,可能阶段性干扰交易行为、放大市场波动;但一旦资金面趋于稳定,资产短缺矛盾会继续凸显。例如,2022年11月,央行公开市场操作加码、呵护流动性下,资金面压力缓解,债市调整也有所缓和。

图表30: 历次流动性缓和后A股反弹的幅度与持续性

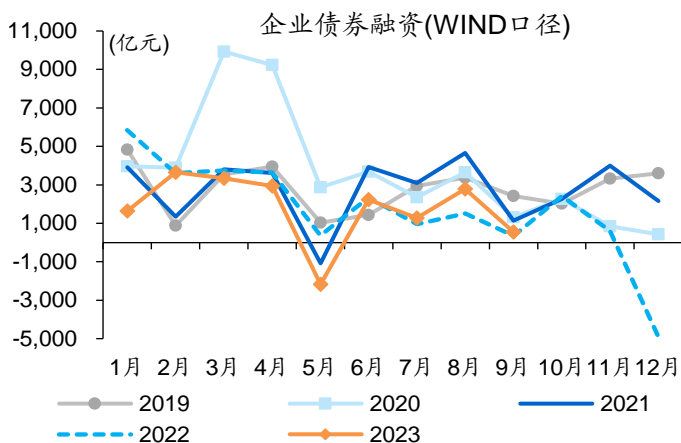
图表31: 当前, 国内地产或难有明显改善



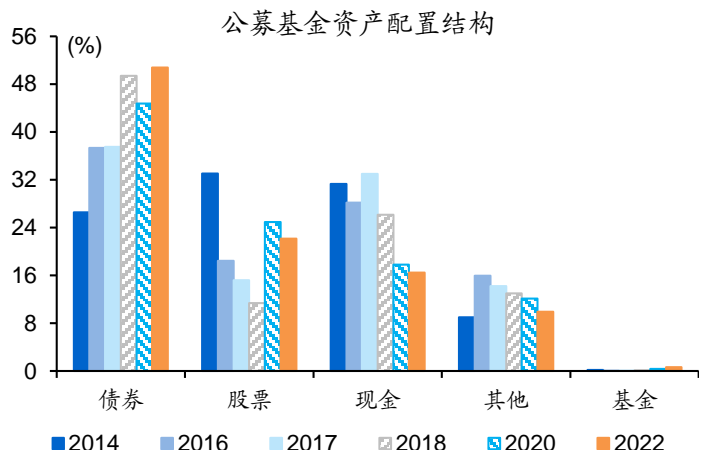
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表32：过去5年企业债券融资情况



图表33：公募基金资产配置的结构



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

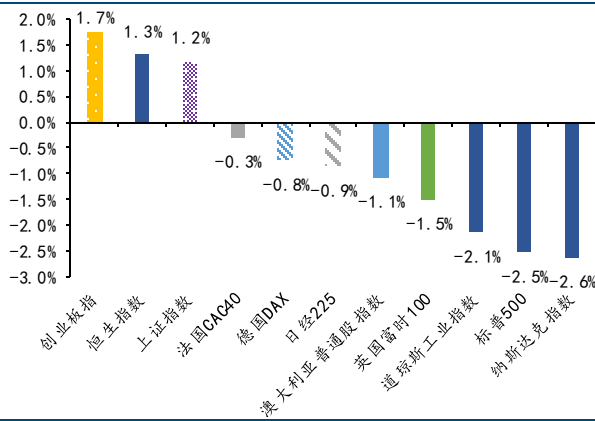
- 1) 8月以来，国内市场遭遇“股债双杀”，A股快速调整、债市收益率也明显上行。8月21日至今，上证指数、创业板指均延续了4月以来的弱势表现，分别下跌2.4%、7.4%；其中上证指数一度跌破3000点关口。截至10月27日，10Y国债收益率上行17bp至2.71%。本轮“股债双杀”，流动性环境的边际变化或是主因。历史回溯来看，“股债双杀”背后驱动主要有两类：一是基本面“类滞胀”；二是流动性环境收紧。近期我国基本面改善、通胀较低，难言“类滞胀”交易。债市调整主因政府债发行加速、季末流动性紧张等；股市流动性也在恶化，表现为公募基金发行低迷、险资私募持仓低位、北上资金外流等。
- 2) 2010年以来，国内市场出现过12次较为典型的“股债双杀”。历史回溯来看，历次“股债双杀”多持续2-3个月，A股平均回撤约8%、债市收益率上行幅度约18bp。“类滞胀”环境下的“股债双杀”，随着通胀缓和后货币政策发力，债市多先转向；流动性冲击下的“股债双杀”，随着流动性缓和，股市率先改善。1) 过去5次“类滞胀”中，在通胀见顶或对“滞”的担忧升温后，政策转向下是破局信号。2) 过去7次流动性的缓和，既有降准降息等总量性宽松，也有针对减持、募资、融资交易等的“对症下药”。
- 3) 本轮与2022年10月较为相似，彼时防疫优化等政策调整下，市场预期明显转好，A股率先反弹。与2022年三季度类似，海外对中国经济预期不断下修、叠加美债利率上行冲击，外资大幅外流；国内基金发行低迷，险资、私募等资金也踟躇不前。而随着10月底市场预期回暖，上证综指由2893的低位开启反弹，截至2023年3月3日，涨幅达15%。
- 4) 当下，积极的政策信号再度释放，有望推动资金风险偏好抬升，A股或有反弹、债市阶段性承压。当下库存处于绝对低位，叠加实际利率下行，经济企稳向上信号愈加明确；而万亿国债落地，更释放了强烈的积极信号。随着市场信心回暖，长线资金有望增持。A股的反弹、或有望打破前期“股债双杀”僵局；债市阶段性承压，或较难持续回调。

二、大类资产高频跟踪（2023/10/23-2023/10/29）

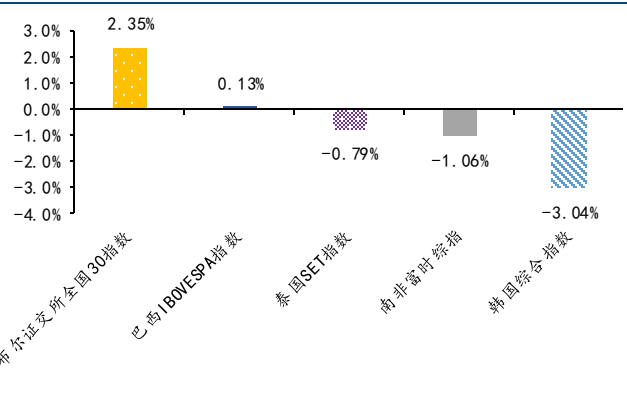
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数下跌

发达国家股指多数下跌，仅有创业板指、恒生指数和上证指数上涨。新兴市场股指多数下跌，伊斯坦布尔证交所全国30指数、巴西IBOVESPA指数上涨。纳斯达克指数、标普500和道琼斯工业指数领跌，分别下跌2.6%、2.5%和2.1%。韩国综合指数、南非富时综指和泰国SET指数分别下跌3.04%、1.06%和0.79%。

图表34: 当周, 发达国家股指多数下跌



图表35: 当周, 新兴市场股指多数下跌

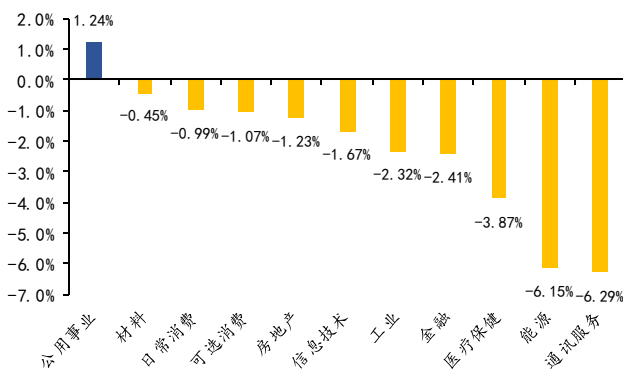


来源: Wind, 国金证券研究所

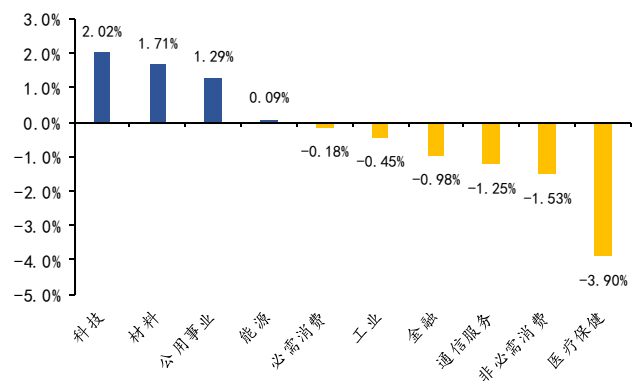
来源: Wind, 国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数下跌, 仅有公用事业上涨 1.24%。其中通讯服务、能源和医疗保健领跌, 分别下跌 6.29%、6.15%和 3.87%, 金融、工业、信息技术、房地产、可选消费、日常消费和材料均有下跌。从欧元区行业板块来看, 本周行业多数下跌。其中医疗保健、非必要消费和通信服务领跌, 分别下跌 3.90%、1.53%和 1.25%。科技、材料和公用事业分别上涨 2.02%、1.71%和 1.29%。

图表36: 当周, 美股行业多数下跌



图表37: 当周, 欧元区行业多数下跌

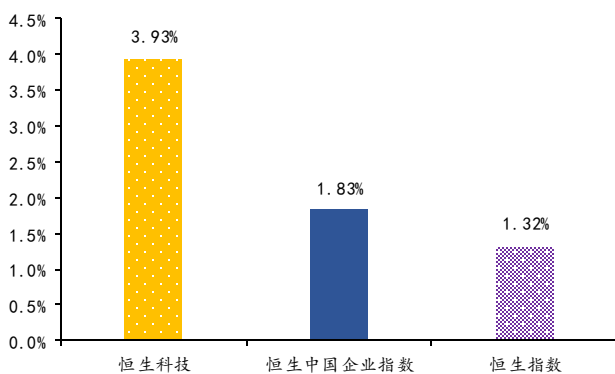


来源: Wind, 国金证券研究所

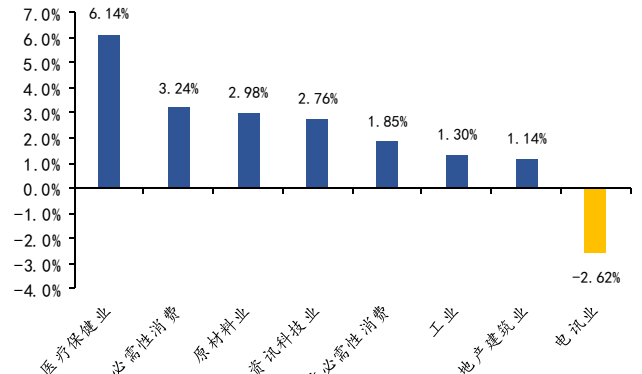
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线上涨, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数和分别上涨 3.93%、1.83%和 1.32%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 仅有电讯业下跌 2.62%。其中医疗保健业、必需性消费和原材料业领涨, 分别上涨 6.14%、3.24%、2.98%。

图表38: 当周, 恒生指数全线上涨



图表39: 当周, 恒生行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

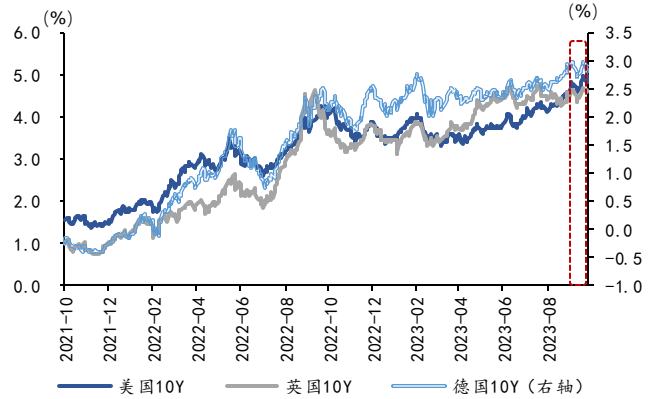
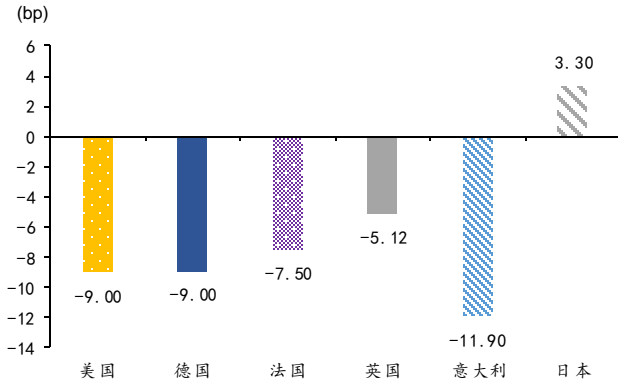
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下行

发达国家 10 年期国债收益率多数下行。美国 10Y 国债收益率下行 9.00bp 至 4.84%，德国 10Y 国债收益率下行 9.00bp 至 2.85%；英国、法国和意大利 10Y 国债收益率分别下行 5.12bp、7.50bp 和 11.90bp。仅有日本 10Y 国债收益率上行 3.30bp 至 0.874。

图表40：当周，主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行

图表41：当周，10Y 收益率美英德均下行



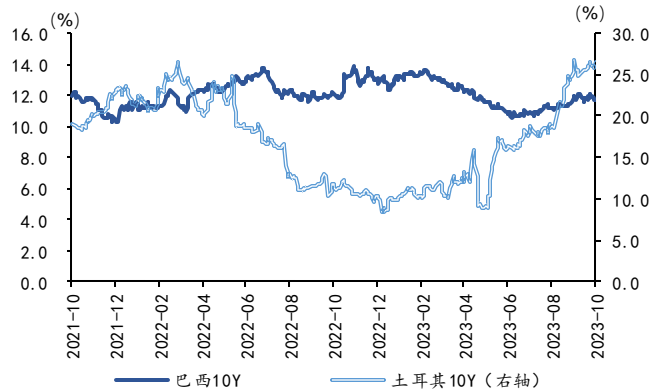
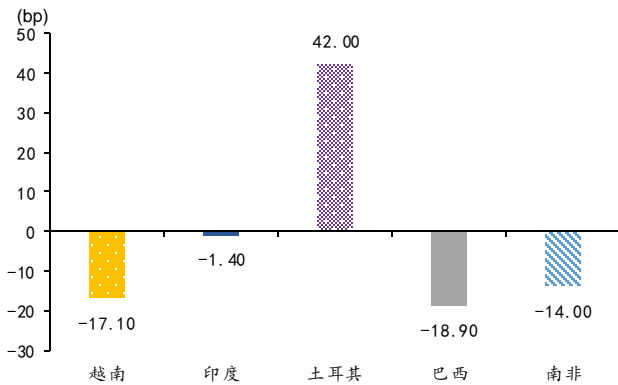
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数下行。巴西 10Y 国债收益率下行 18.90bp 至 11.72%；南非、越南和印度 10Y 国债收益率分别下行 14.00bp、17.10bp 和 1.40bp。仅有土耳其 10Y 国债收益率上行 42.00bp 至 26.58%

图表42：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益多数下行

图表43：当周，土耳其 10Y 利率上行、巴西下行



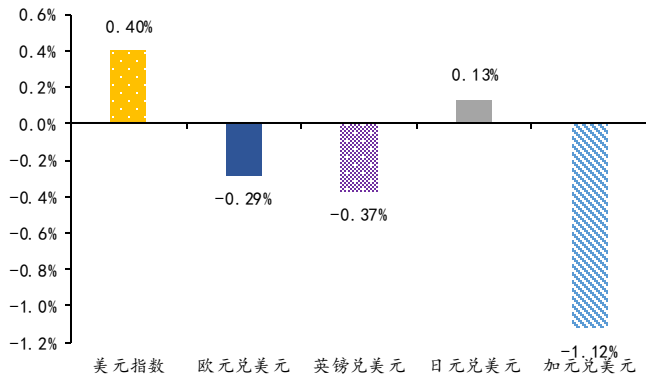
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

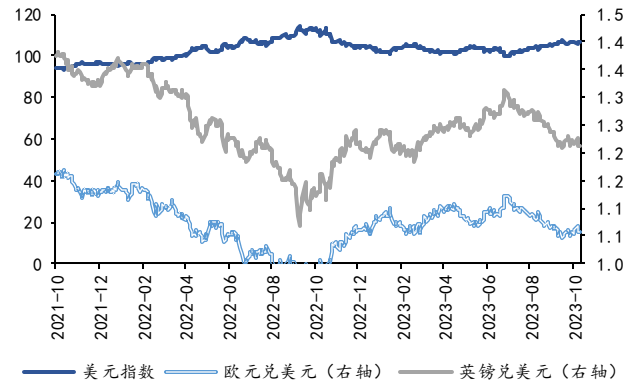
(三) 外汇市场追踪：美元指数上涨，人民币兑美元、欧元贬值，兑英镑升值

美元指数上涨，本周上涨 0.40% 至 106.58。欧元、英镑和加元兑美元分别贬值 0.29%、0.37% 和 1.12%。日元兑美元升值 0.13%。主要新兴市场兑美元汇率走势下行，土耳其里拉、印度卢比、菲律宾比索和韩元兑美元分别贬值 0.69%、0.16%、0.38% 和 0.45%，仅有雷亚尔兑美元升值 0.40%。

图表44: 当周, 美元指数下跌



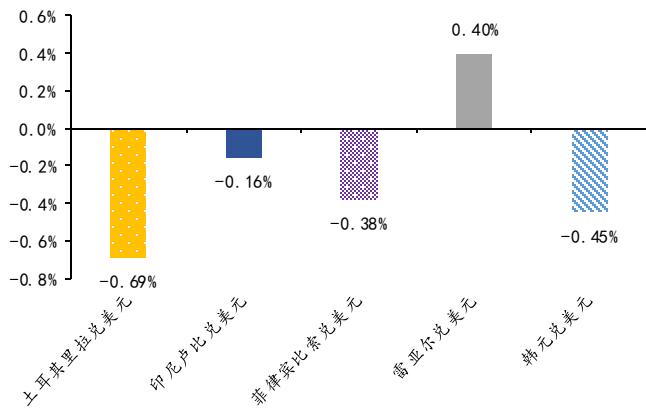
图表45: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值



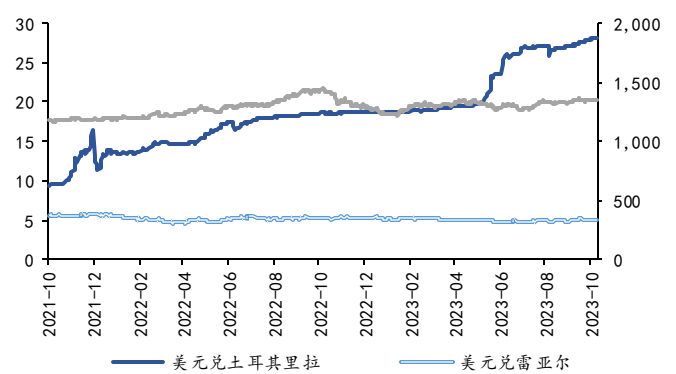
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 当周, 主要新兴市场兑美元贬值



图表47: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔兑美元升值

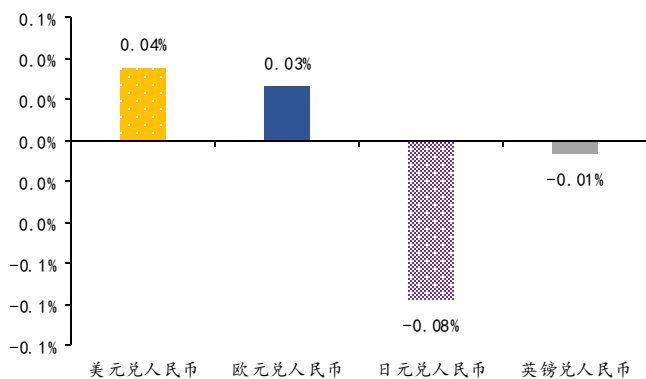


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 0.04%，兑欧元贬值 0.03%，兑日元、英镑分别升值 0.08%、0.01%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 26bp 至 7.3177，美元兑离岸人民币汇率上行 51bp 至 7.3337。

图表48: 当周, 人民币兑美元、欧元贬值, 兑英镑升值



图表49: 当周, 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

(四) 大宗商品市场追踪: 原油、贵金属下跌, 农产品全线下跌, 有色、黑色走势分化

原油和贵金属价格下跌, 农产品价格全线下跌, 有色、黑色价格走势分化。其中 LME 铝、铁矿石和螺纹钢领涨, 分别上涨 1.75%、1.29%和 0.92%; 生猪、WTI 原油和布伦特原油领跌, 分别下跌 5.67%、5.53%和 4.59%。本周油价快速拉跌。

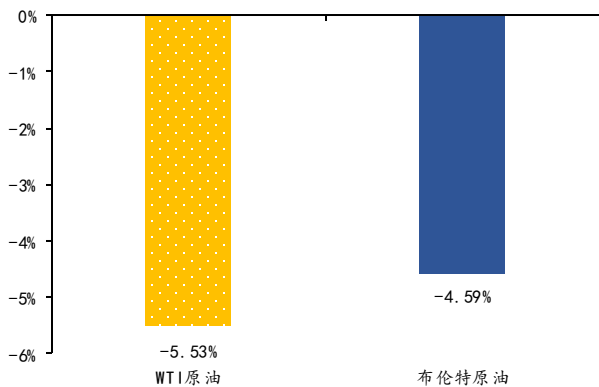
图表50: 当周, 商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023-10-27	2023-10-20	2023-10-13	2023-10-06	2023-09-29
原油	WTI 原油	-5.53%	0.44%	5.92%	-8.81%	0.84%
	布伦特原油	-4.59%	1.40%	7.46%	-11.26%	2.19%
贵金属	COMEX 黄金	-0.09%	2.78%	5.28%	-0.83%	-4.00%
	COMEX 银	-3.13%	3.99%	8.51%	-6.33%	-5.74%
有色	LME 铜	0.89%	-0.48%	0.13%	-3.78%	0.32%
	LME 铝	1.75%	-1.07%	-1.68%	-4.36%	4.51%
	LME 镍	-2.21%	-0.75%	0.78%	-1.33%	-2.85%
	LME 锌	0.66%	-0.80%	-2.36%	-5.70%	3.68%
黑色	玻璃	-3.61%	-5.92%	4.52%	0.00%	-1.64%
	焦煤	-4.11%	5.71%	0.00%	0.00%	-1.60%
	沥青	-0.03%	-4.06%	0.15%	0.00%	1.85%
	铁矿石	1.29%	1.09%	-0.76%	0.00%	-2.27%
	螺纹钢	0.92%	1.76%	-2.63%	0.00%	-2.64%
农产品	生猪	-5.67%	-2.79%	-5.77%	0.00%	0.39%
	棉花	-0.03%	-5.17%	-4.16%	0.00%	2.60%
	豆粕	-1.89%	1.13%	-6.75%	0.00%	0.37%
	豆油	-0.34%	-0.17%	-1.66%	0.00%	2.70%

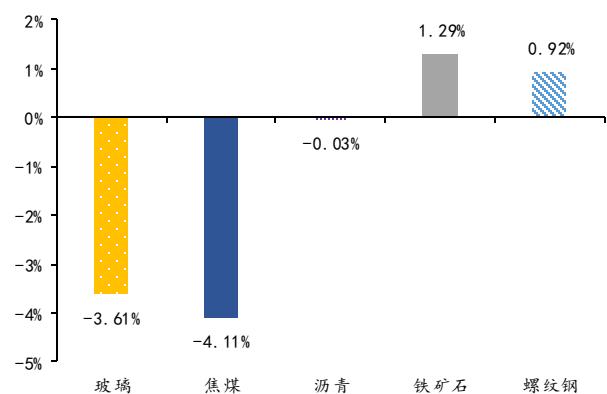
来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格均下跌, 黑色价格走势分化。WTI 原油价格下跌 5.53%至 85.54 美元/桶, 布伦特原油价格下跌 4.59%至 90.48 元/桶。焦煤价格下跌 4.11%至 1815 元/吨; 螺纹钢价格上涨 0.92%至 3676 元/吨, 铁矿石价格上涨 1.29%至 958 元/吨, 沥青下跌 0.03%至 3821 元/吨。

图表51: WTI 原油、布伦特原油价格均下跌



图表52: 当周, 焦煤价格下跌

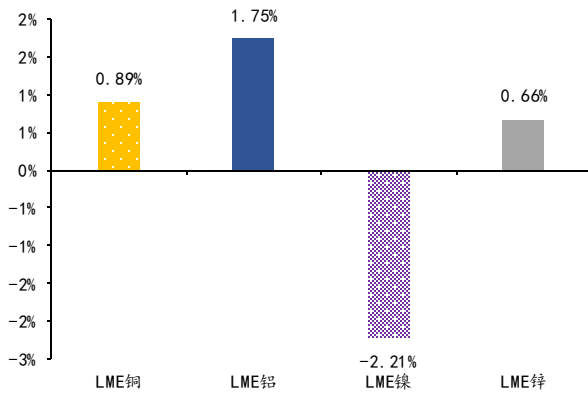


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

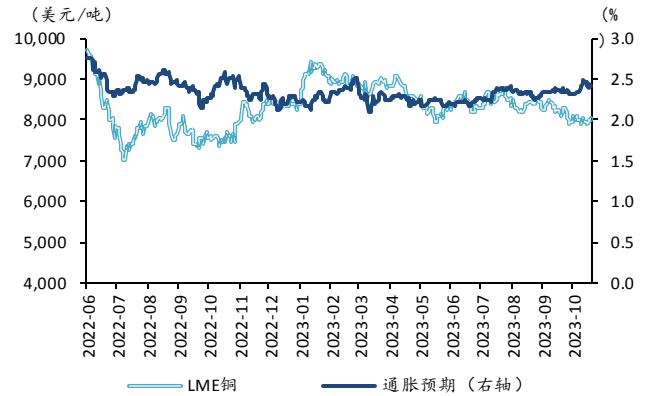
铜铝价格均上涨, 贵金属价格下跌。LME 铜上涨 0.89%至 8039.00 美元/吨, LME 铝上涨 1.75%至 2191.00 美元/吨。通胀预期从前值的 2.47%下降至 2.42%。COMEX 黄金下跌 0.09%, COMEX 银下跌 3.13%。10Y 美债实际收益率从前值的 2.46%降至 2.42%。

图表53: 当周, 铜铝价格均上涨



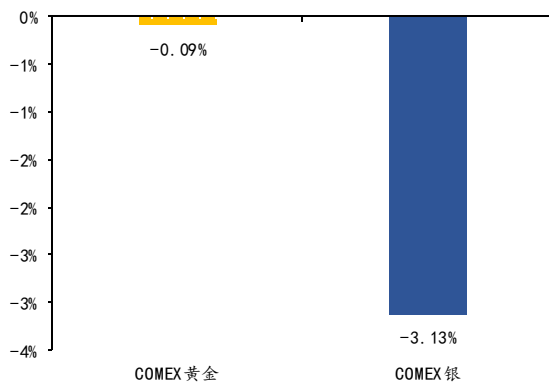
来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 通胀预期降温



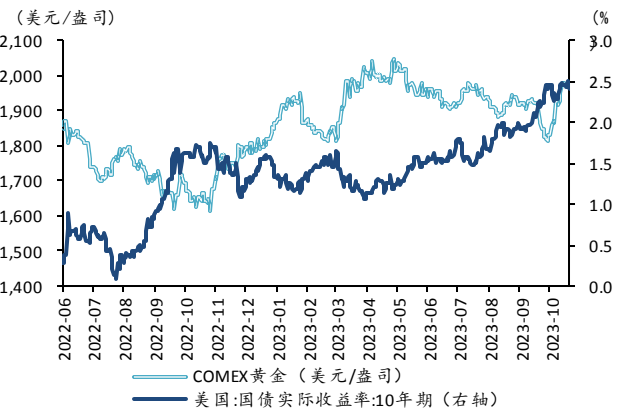
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周, 黄金、白银价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 10Y美债实际收益率下行



来源: 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。

，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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