



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年10月30日

# 美债触及阶段性顶点，全球风险资产有望回暖

一大类资产配置月报第28期：2023年11月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007

分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001

分析师：任思雨 SAC执业证书号：S0010523070003



# 核心结论：美债收益率触及阶段性顶点，全球风险资产有望回暖

大类	项目	本期：2023-10-27至2023-11-24			上期：2023-10-9至2023-10-27	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡上行	→	积极因素持续累积，如政策落地推动预期向好、外围风险逐步缓释等，A股在更明确支撑下有望迎来反弹。	3096.92-->3017.78	-2.56%
	创业板指	震荡	→		1998.61-->1929.91	-3.44%
	成长(风格.中信)	震荡	→	经济复苏斜率有所回升、国内流动性未超预期宽松，成长风格依旧偏弱，短期内金融和周期风格具备相对优势，但消费亦有可能表现更佳。建议配置：①具备潜力的成长类行业反弹，如电子、通信、电力设备等。②经济边际改善叠加市场增持认可金融风格，包括银行、非银金融。	5835.43-->5635.64	-3.42%
	周期(风格.中信)	震荡上行	→		4293.6-->4220.87	-1.69%
	金融(风格.中信)	震荡上行	→		6651.96-->6543.53	-1.63%
	消费(风格.中信)	震荡上行	↑		10536.33-->10314.26	-2.11%
NASDAQ指数	震荡下行	→	美股上方仍面临明显抑制，尤其是当前美债利率快速上行使得美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大。	13484.24-->12643.01	-6.24%	
DSJ平均指数	震荡	↑		33604.65-->32417.59	-3.53%	
债券	1Y国债到期收益率(%)	震荡上行	→	政策预期改善，经济复苏趋势持续，市场对后续增长信心修复，长端利率预计持续抬升。	2.158-->2.281	12BP
	10Y国债到期收益率(%)	震荡上行	→		2.67-->2.713	4BP
	2Y美债收益率(%)	震荡	→	美国经济韧性较强，支撑美联储推迟降息时间点、延长维持高利率时间，美债预计震荡。	5.08-->4.99	-9BP
	10Y美债收益率(%)	震荡	→		4.78-->4.84	6BP
大宗商品	布伦特原油(美元/桶)	震荡上行	↑↑	美债收益率触及顶点后难以再度大幅上行，对大宗商品价格阶段性抑制解除。原油需求依然保持相对旺盛，OPEC+仍有减产维持油价动力，美联储紧缩政策预期已被消化叠加巴以冲突加剧的避险情绪利好金价。	88.15-->90.48	2.64%
	COMEX铜(美元/磅)	震荡	↑		3.654-->3.632	-0.60%
	COMEX黄金(美元/盎司)	震荡上行	↑		1861.5-->1980.4	6.39%
	南华工业品指数	震荡上行	→	三季度宏观经济数据强于预期，增发万亿国债、上调赤字率、下达提前批专项债等政策已经明朗，充分反映出决策层稳增长信心和决心，市场对于政策预期落空的担忧已经打消。随着经济持续复苏向好，叠加稳增长各项政策逐步落地，需求逐步恢复有望拉动价格回升。	3978.54-->4010.87	0.81%
	南华螺纹钢指数	上行	↑		1364.65-->1396.91	2.36%
	南华农产品指数	震荡	→		1141.02-->1115.99	-2.19%
南华玻璃指数	震荡下行	↓	2409.08-->2276.33		-5.51%	
汇率	美元指数	震荡下行	↓	美国经济数据超预期影响已被消化，美元上行乏力。央行干预下人民币汇率继续维持震荡态势。	106.07-->106.58	0.48%
	美元兑人民币	震荡	→		7.29-->7.32	0.33%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



## 目录

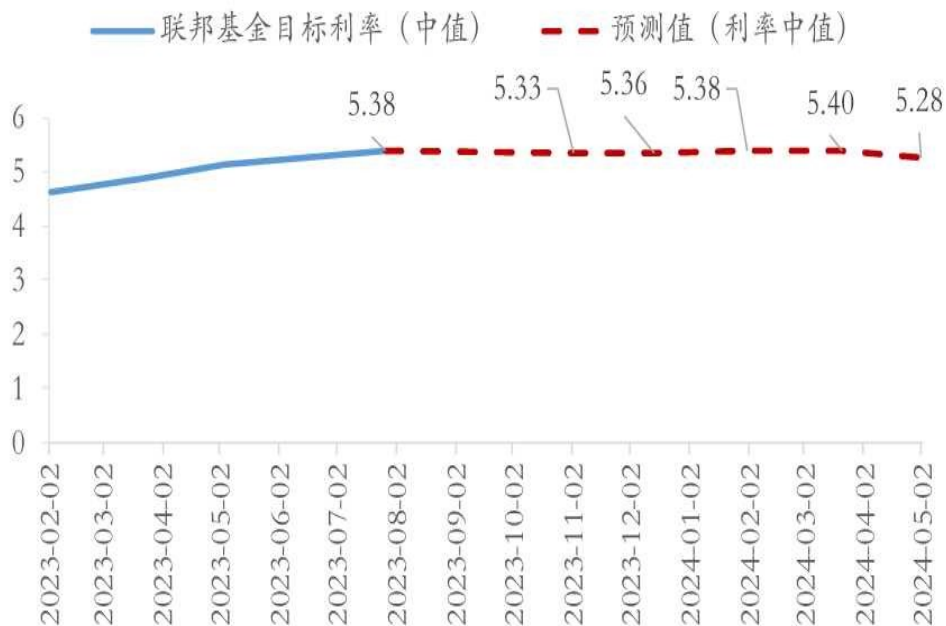
- 1 配置逻辑：美债收益率触及阶段性顶点
- 2 权益：积极因素累积，A股向好
- 3 利率：中债利率继续上行，美债高位震荡
- 4 大宗：内需求向好，外抑制减弱
- 5 汇率：美国经济数据影响已被消化



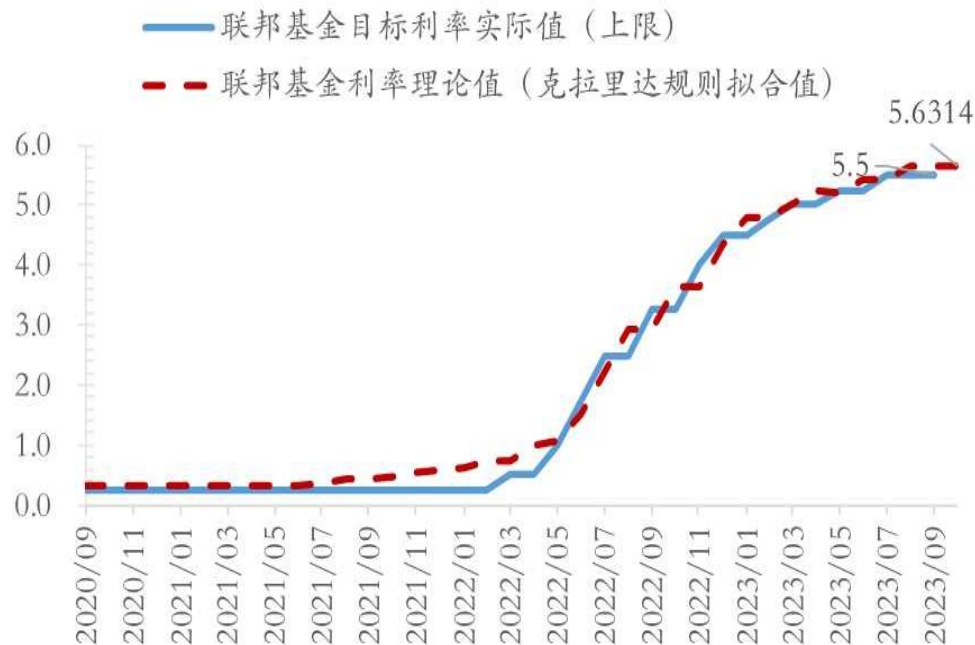
# 美联储11月议息会议大概率不加息，美债利率恐延续高位震荡

▶ 美联储11月议息会议大概率不加息，美债利率恐延续高位震荡。10月中下旬公布的美国经济数据超预期后，市场担忧美国居民消费和经济增速韧性推动美联储维持更长时间的紧缩政策，受此影响美债收益率持续向上，10Y和30Y美债收益率一度突破5%。而10月26日公布的美国三季度GDP环比折年率最终为4.9%，高于市场预期4.3%，为美国经济保持韧性提供进一步支撑。我们认为，美联储主席鲍威尔表态后续美联储可能继续维持较长时间的高政策利率，“乐见”美债收益率继续上行以替代美联储进一步上调政策利率，叠加近期就业和通胀仍处于有序回落中，11月议息会议加息概率极低。但美债收益率难以显著突破5%。按照实际利率+通胀水平的两因素框架来看，美国国会预算办公室预计未来10年美国潜在GDP增速低于2%，考虑到通胀粘性后CPI可能在3%维持较长时间，因此综合来看10Y美债收益率中枢在5%附近，难以显著突破5%。

美联储利率观测器显示市场押注利率基本走平



克拉里达规则下，11月理论利率指引加息与不加息均可



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。  
注：预测值=100-期货价格。更新日期：10月27日。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 经济持续复苏向好，增发国债等政策继续托底经济、提振信心

- ▶ **经济持续复苏向好，但10月宏观经济数据受基数扰动增加。**三季度和9月宏观经济数据好于预期，10月高频数据显示经济继续处于复苏通道，但去年10月国内疫情有所抬头，预计部分10月宏观经济数据基数扰动增加。其中，服务业依然维持较快修复，商品需求与生产小幅改善，但生产端复苏速度有所放缓，地产销售脉冲式修复后延续弱势。预计10月社零同比7%，固投累计同比3.0%，其中制造业投资6.3%、基建投资4.5%、房地产开发投资-9.6%，出口同比-3%，CPI同比-0.5%，PPI同比-3%。
- ▶ **增发国债等政策继续托底经济、提振信心。**十四届全国人大常委会第六次会议表决通过，将赤字率从3%上调至3.8%左右，增发按照特别国债管理的国债1万亿主要用于灾后重建和基础设施补短板，同时提前下达明年专项债额度。上述政策举措打消了市场对于政策力度的担忧，有望在四季度继续托底经济增速，同时提振对经济和市场的信心。市场此前担忧明年将GDP目标定在4.5%的可能性已经明显下降，也对市场形成支撑。

### 乘用车销量批发和零售同比小幅增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

### 小商品价格和柯桥价格指数小幅提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



## 目录

- 1 配置逻辑：美债收益率触及阶段性顶点
- 2 权益：积极因素累积，A股向好
- 3 利率：中债利率继续上行，美债高位震荡
- 4 大宗：内需求向好，外抑制减弱
- 5 汇率：美国经济数据影响已被消化



## 2.1 国内权益：积极因素持续累积，可以乐观一些

- 我们在11月策略月报《可以乐观一些》（2023-10-29）中指出，积极因素持续累积，A股在更明确支撑下有望迎来反弹。一是国内宏观政策预期向好，对年末中央经济工作会议确定明年经济目标和宏观政策力度的预期持续改善；二是美债收益率难以快速上行；三是经济持续复苏向好；四是货币政策延续宽松。11月配置，一方面考虑若市场反弹可能带来的最大变化，即超跌反弹方向，另一方面考虑当前市场经济基本上最明显的边际变化，即经济温和复苏利好方向。①具备潜力的成长类行业反弹，如电子、通信、电力设备等。②经济边际改善叠加市场增持认可金融风格，包括银行、非银金融。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率有所回升、国内流动性未超预期宽松，成长风格依旧偏弱，短期内金融和周期风格具备相对优势，但受益于经济复苏预期向好的消费风格亦有可能表现更佳。

### 上证指数相对占优，风格中周期与金融相对占优

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动 (1Y国债)	0.11	0.51	0.31	0.36	0.39	0.90	0.73
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	-0.06	-0.20	-0.27	-0.31	-0.22	-0.24	-0.46
短端利率变动 (2Y美债)	0.05	-0.16	-0.40	-0.28	-0.08	-0.14	-0.34
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.36	0.21	0.18	0.31	0.75	0.08	0.07
M2同比差值变动	-0.30	0.18	-0.45	-0.18	0.48	0.61	0.18
社融同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
新发基金规模 (自然对数)	6.00	-1.65	-1.73	-2.30	-1.72	-1.96	-3.63
合计		-1.12	-2.36	-2.40	-0.40	-0.75	-3.46

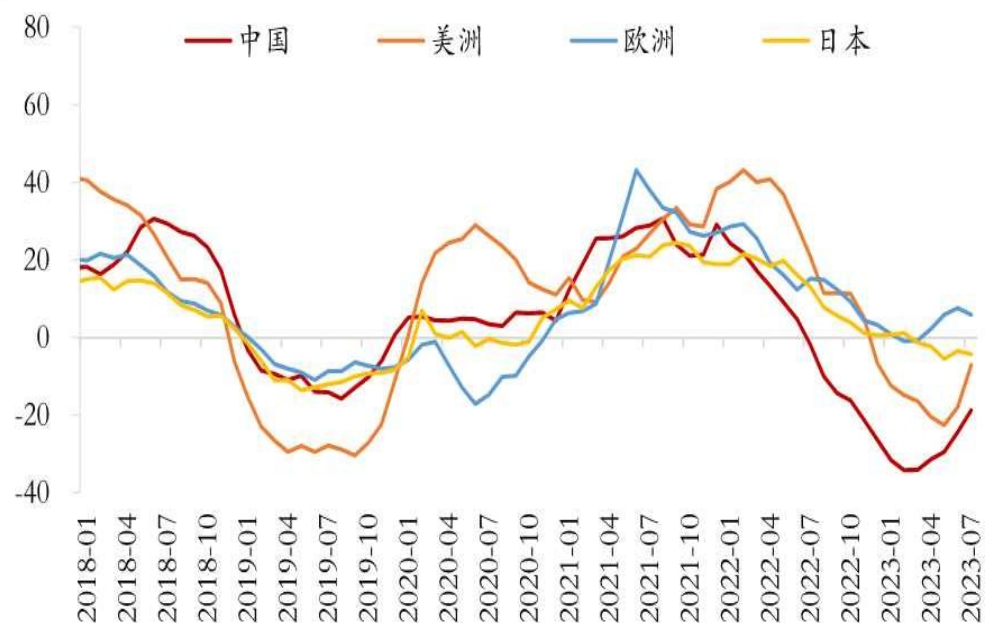
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



## 2.1 国内权益 (1)：具备潜力的成长类行业反弹

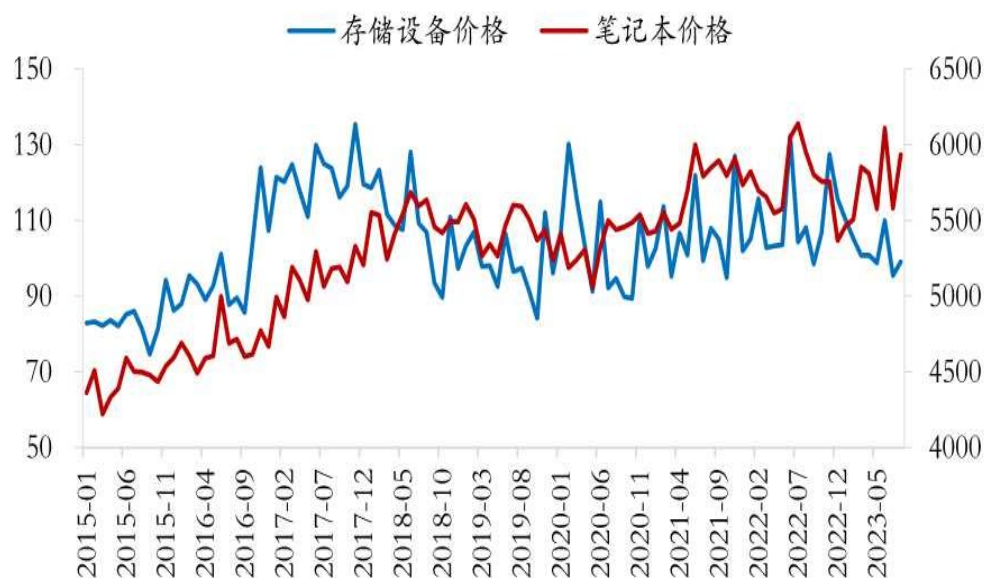
- ①链条一：受益于华为链催化而反复发酵的电子、通信。一方面，近期国内算力租赁价格上浮明显，中贝通信10月15日公告其子公司最新签订的算力服务框架租赁价格为18.3万元/年，较9月7日的订单涨价52.5%。另一方面，国内利好消息持续释放，如近期工信部发言人表示，将着力推动大模型算法技术突破，提升智能芯片算力水平，政策支撑明显。
- ②链条二：超跌后有望随市场修复而反弹的电力设备。电力设备板块持续下跌，近1个月更有跌速加快的趋势。但近期市场大盘有逐步企稳反弹的迹象，而电力设备板块在本周五强势反弹，有望延续反弹趋势、修复板块整体估值。
- ③链条三：估值底部及中长期投资预期迎来拐点的医药生物。市场行情与我们此前推测的医药生物板块沿“强预期→弱现实→持续修复”过程演绎相一致，也证实了市场仍认可板块整体存在超跌机会，对医药生物形成“中长期底部”共识的预期。

全球各地区半导体销售增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

存储设备、笔记本价格近期回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。





## 2.1 国内权益 (2) : 经济改善、市场增持认可, 关注银行、非银

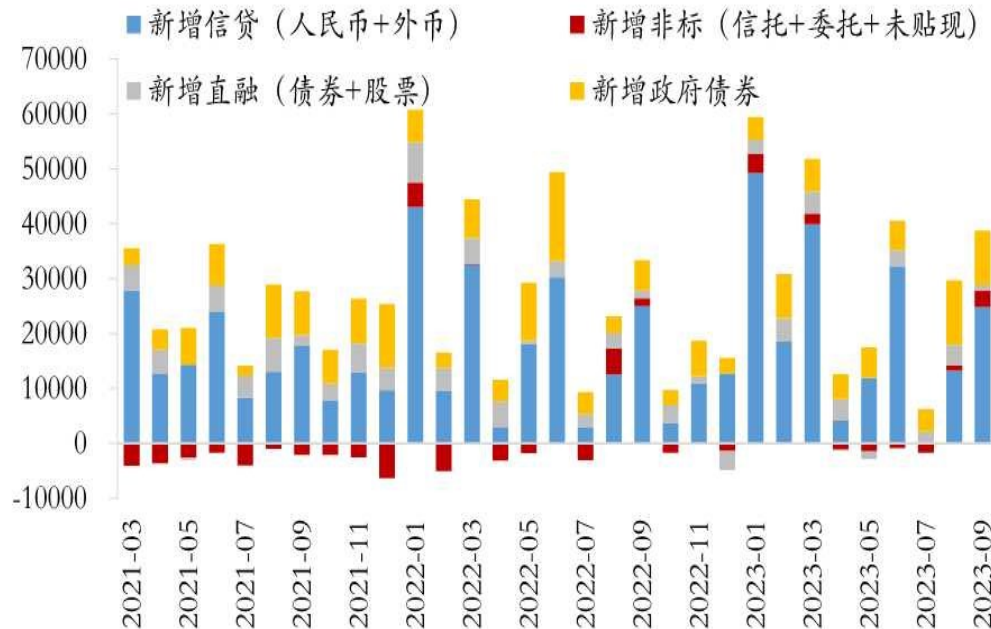
- **经济预期持续改善叠加催化, 对银行、非银认可度上升。**在经济基本面改善的带动下, 资金对金融风格的认可度逐步增强, 2023Q3季度, 公募主动权益基金和陆股通持仓A股总市值数据显示内外资均增持非银 (内+0.95%、外+0.52%) 和银行 (内+0.52%、外+0.18%)。①政策预期催化券商: 近期资金反复关注的券商有望受益于活跃政策, 而政策预期好转则会带动市场成交额的回暖并给予券商板块正反馈支撑; ②银行受益于增长边际改善及资产质量回升: 在经济温和复苏下, 银行的资产质量也将边际改善, 而央行二季度货政执行报告提出“商业银行维持稳健经营、防范金融风险, 需保持合理利润和净息差水平”更是表明监管对银行安全经营和净息差的呵护态度。此外近期汇金公司增持四大行更加催化银行板块的市场表现; ③资产、负债两端均支撑保险: 年内保险公司保费收入同比持续保持在近年高位。而9月金融总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》, 下调沪深300指数成分股、科创板上市普通股票风险因子数, 推动险资入市, 增厚保险公司后续利润垫。

9月社融存量同比持平于9%



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

9月社融增量明显上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元, %。



## 2.2 美股：美债利率与股息率缺口压制凸显

- ▶ **美债利率与股息率缺口压制凸显。**三季度美国GDP环比折年率达4.9%，经济韧性凸显，美债收益率进一步上行至5%。但美股上方仍面临明显抑制，尤其是当前美债利率快速上行使得美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大，在美联储“放任”美债收益率上行的大背景下，美股反弹还缺乏明确支撑。除非美联储对未来货币政策表态出现明显松动，否则美股预计仍将延续下行。从因子分析的情况看，在纳指和道指中略微看好道指。

利率维持高位相对利好道指

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动 (2Y美债)	<b>0.05</b>	-0.21	0.03
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	<b>0.36</b>	0.17	0.36
失业率 (季调) 变动	0.00	0.00	0.00
美国CPI环比	<b>0.20</b>	0.27	-0.03
美国PPI环比	<b>0.50</b>	-1.82	-1.10
合计		<b>-1.60</b>	<b>-0.74</b>

股息率与10Y美债收益率缺口较大，美股仍受制约



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

- 1 配置逻辑：美债收益率触及阶段性顶点
- 2 权益：积极因素累积，A股向好
- 3 利率：中债利率继续上行，美债高位震荡
- 4 大宗：内需求向好，外抑制减弱
- 5 汇率：美国经济数据影响已被消化



## 3.1 国内债券：复苏逐步证实，政策托底支撑，10月震荡上行

- 复苏逐步证实，政策托底支撑，10月利率震荡上行。10年期国债利率震荡上行，由10月初的2.68%震荡上行至月底的2.72%。
  - ① 复苏逐步证实。披露的9月宏观经济数据整体超预期向好，三季度GDP增速为4.9%，高于预期的4.5%，主要经济领域均出现积极信号，经济恢复逐步得到证实。
  - ② 政策托底修复信心。近期增发国债及提升赤字率至3.8%，财政政策落地确认有利于扭转市场对后续政策预期及对增长的信心。
- 虽然10月货币政策予以合理充裕支撑，较此前比，10月大幅超额续作MLF，但随着经济增长修复、政策托底支撑，市场对于后续经济预期改善将逐步认可，债市利率延续向上趋势。

政策预期改善叠加基本面逐步复苏，债市10月延续上行



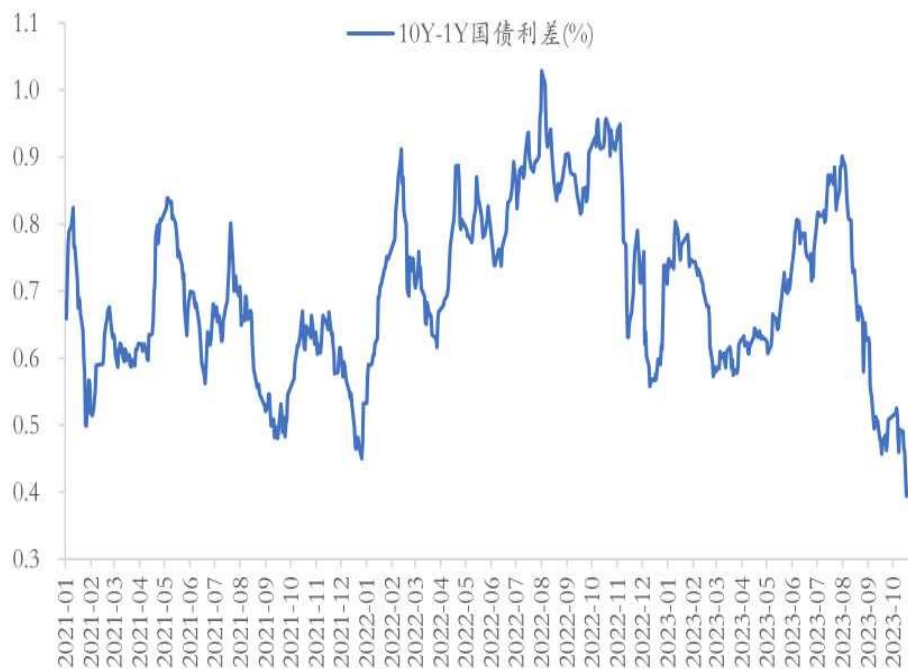
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 3.1 国内债券：政策预期好转，信心支撑11月长端延续震荡上行

- **11月长端利率预计延续震荡上行：**①**政策预期好转。**随着国债增发落地，国内宏观政策预期向好，对年末中央经济工作会议确定明年经济目标和宏观政策力度的预期持续改善，提振市场信心。②**高频数据显示经济修复向好。**10月高频数据显示经济继续处于复苏通道，此外去年10月国内疫情反复，低基数效应也将支撑今年10月经济数据向好。③**流动性维持宽松，但进一步降息概率减小。**随着国债增发，预计11月货币政策仍给予一定流动性空间，但进一步降息的概率较小。
- **长端、短端预计均将震荡抬升，11月期限利差预计震荡上行。**10月期限利差震荡下降，主要来自于短端抬升快于长端，但后续随着市场对经济复苏以及政策预期好转，期限利差预计将震荡上行。

10月末期限利差震荡下降，市场对后续经济预期的改善仍需时间



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

11月债市面临汇率压力减小



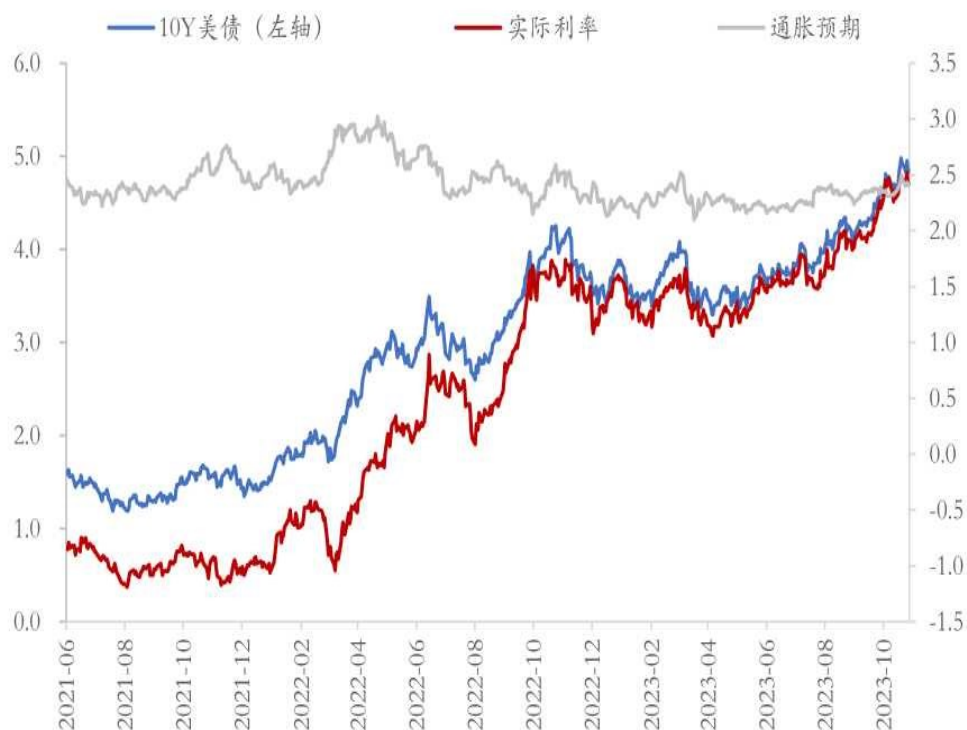
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：\$/¥



## 3.2 美债：数据支撑维持高利率政策，美债高位震荡概率增大

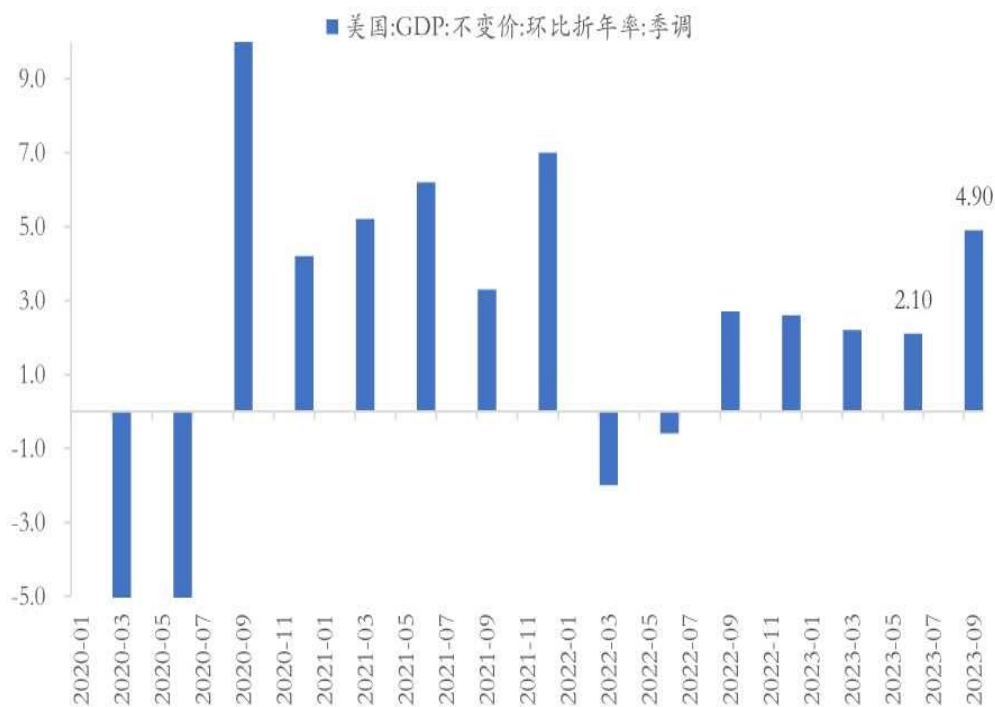
- 美联储11月议息会议大概率不加息，美债利率延续高位震荡但难以再快速上行。①美国三季度GDP高于市场预期，支撑美联储推迟开启降息时间点。10月26日公布的美国三季度GDP环比折年率最终为4.9%，高于市场普遍预期4.3%，是自2021年第四季度以来的最快增长，远高于今年第一季度2.2%和第二季度2.1%的增长率。GDP也为美国经济保持韧性提供进一步支撑。②美联储表态维持高利率政策。美联储主席鲍威尔近期发言表示虽然美国通胀水平已明显下降，但仍显著高于美联储2%的长期目标，美联储仍将保留进一步加息的选项。叠加近期通胀有序回落中，11月议息会议加息概率极低。

10Y美债10月震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

三季度GDP环比折年率超出预期



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



## 3.2 美债：通胀小幅回落，生产、消费均向好，美债高位震荡

- 通胀小幅回落，生产、消费向好。①失业率环比持平。美国9月份非农业部门新增就业33.6万人，失业率环比持平，仍维持在3.8%；②通胀小幅回落。9月美国CPI为3.7%、核心CPI为4.1%、PCE为3.44%、核心PCE为3.68%，四者均较8月的值小幅回落；③生产回升。美国10月Markit制造业PMI初值为50，超过预期的49.5，前值为49.8。此外9月耐用品订单增幅超过预期，美国制造业生产改善；④消费向好。美国零售销售同比小幅上行。10月21日当周，美国红皮书商业零售销售同比5%，前值4.6%，持续上行。

7-9月ISM PMI以及耐用品新增订单同比持续上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

消费向好



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

- 1 配置逻辑：美债收益率触及阶段性顶点
- 2 权益：积极因素累积，A股向好
- 3 利率：中债利率继续上行，美债高位震荡
- 4 大宗：内需求向好，外抑制减弱
- 5 汇率：美国经济数据影响已被消化





## 4.1 国际大宗：美债收益率抑制解除，价格有望回暖

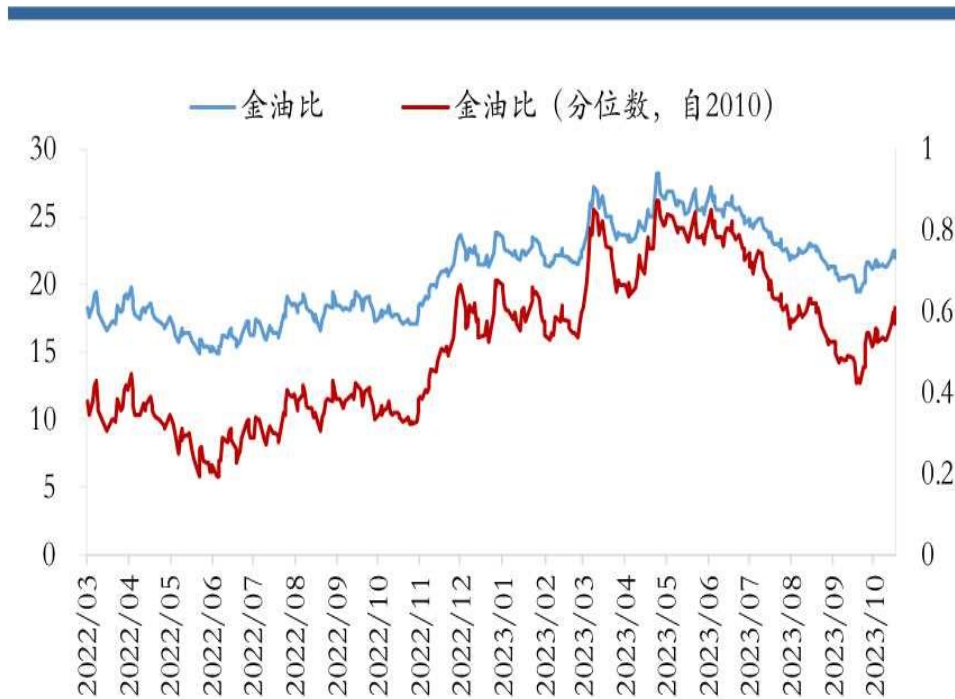
- 美债收益率抑制解除，价格有望回暖。美债收益率触及顶点后难以再度大幅上行，对大宗商品价格阶段性抑制解除。短期看，原油需求依然保持相对旺盛，OPEC+仍有减产维持油价动力，美联储紧缩政策预期已被消化叠加巴以冲突加剧的避险情绪利好金价。因此，相对看好原油和黄金，最后为铜。

因子分析看，原油短期可能仍具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端 利率变动 (2Y美债)	0.05	0.58	0.03	-0.19
长短利差 变动 (10Y-2Y美债)	0.36	1.20	0.13	-0.25
美债长期平均实际利率	0.22	-0.11	-0.49	-0.12
库存/ETF持仓量变动		-0.18	-0.01	-0.08
净多头持仓		-0.22	-0.05	-0.02
合计		1.29	-0.40	-0.65

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

避险情绪上升，金油比反弹



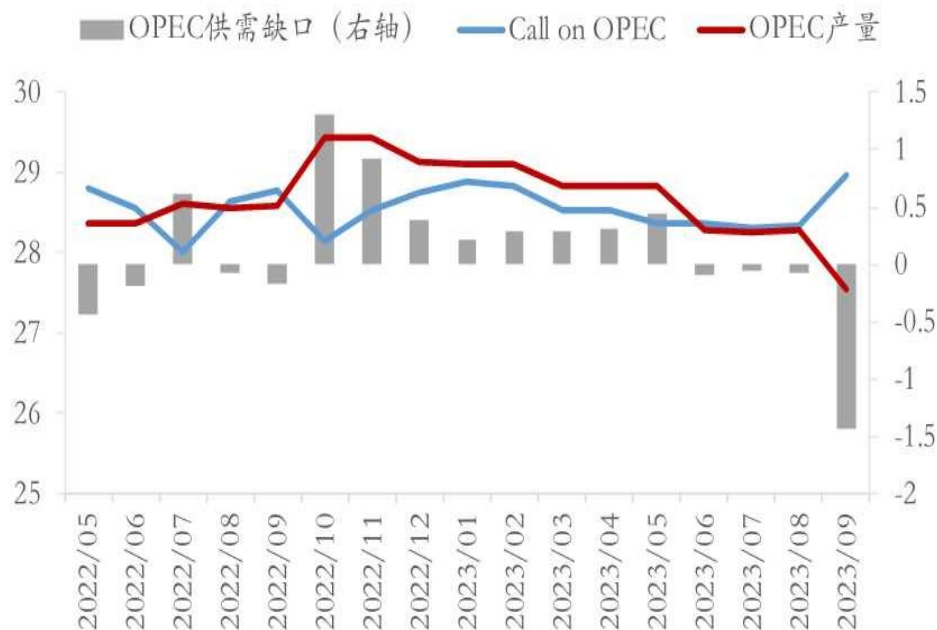
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 4.1 原油：供应端担忧仍存，需求端整体不弱，继续支撑油价

- **原油：供应端担忧仍存，需求端整体不弱，继续支撑油价。** ①从供应端来看，OPEC+仍有充足动力持续减产继续支撑油价，而巴以冲突有扩大可能，中东地区石油供应担忧仍存。②从需求端来看，全球最大的两大经济体三季度GDP同比增速均远超此前预期（中国GDP同比增速4.9%、预期4.5%，美国GDP环比折年率4.9%、预期4.3%），市场对于未来全球原油需求维持乐观态势。此外，在前期减产因素影响下，原油库存维持相对低位，也对油价形成支撑，对冲了WTI非商业多头、净多头大幅下降等市场情绪影响。因此，预计油价依然震荡略偏多。

### OPEC+减产意在维持累库



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

### 原油库存下降趋缓



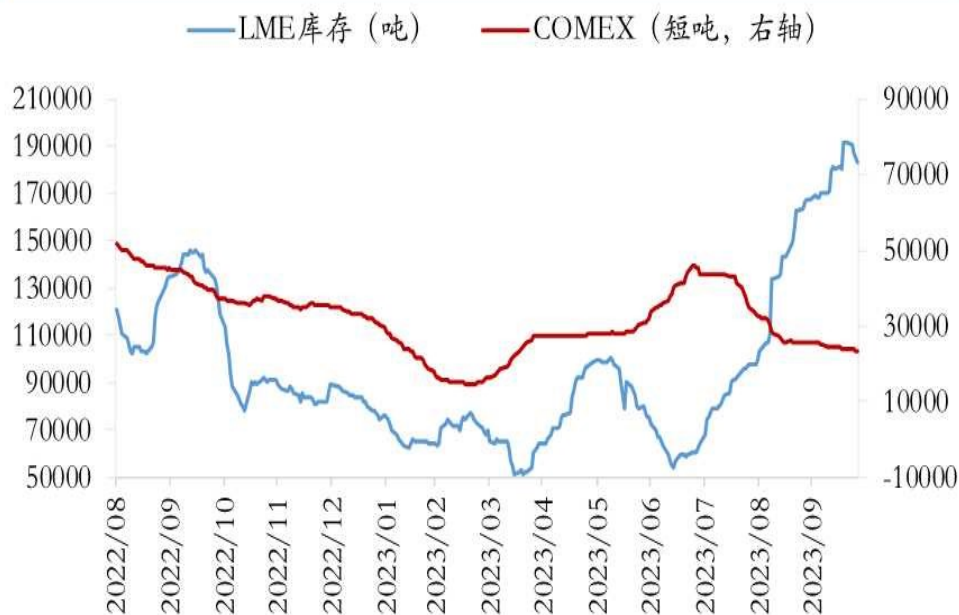
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



## 4.1 铜：库存上升，市场看空情绪明显增加

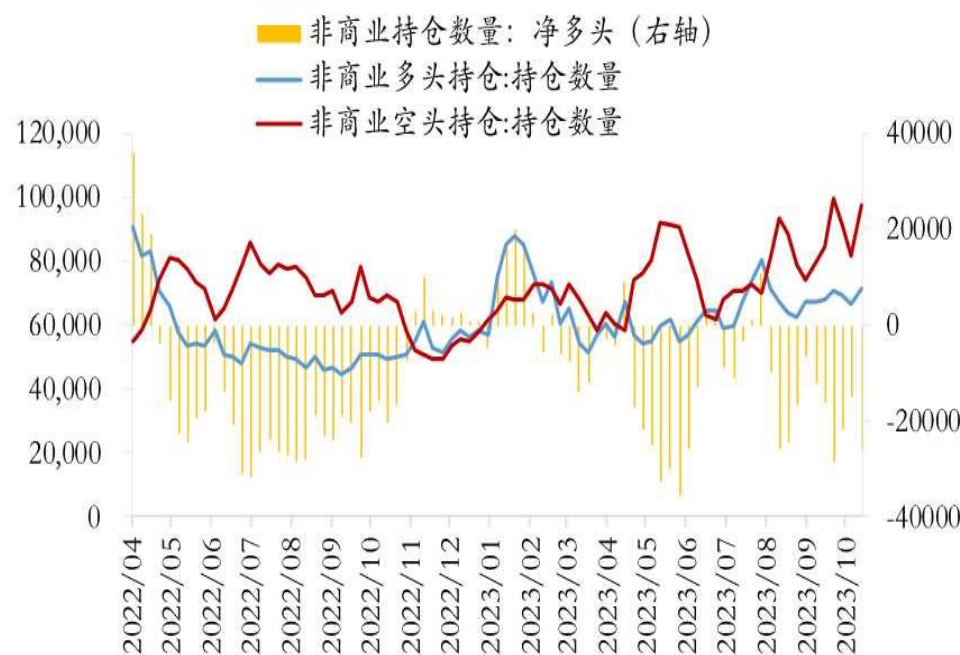
- **铜：库存上升，市场看空情绪明显增加。** COMEX铜库存基本持平，而LME铜库存明显增加，需求端依旧维持弱势。但进入美联储加息尾声后，期铜价格波动主要受预期扰动影响，尤其是今年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空持仓量波动明显，市场波动加剧。近期美国经济数据连续超预期，美联储恐维持更长时间的高利率抑制铜需求，铜非商业净空头持仓维持较高位置。整体上看，短期内难见铜价反转因素，预计以震荡偏空为主，除非美联储11月议息会议表态发生明确转向。

### 铜库存低位有所反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

### 铜非商业从净空头有所扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。



## 4.1 黄金：避险推动金价回升，警惕回调风险

- ▶ **黄金：避险推动金价回升，警惕回调风险。**近期受巴以冲突影响，避险情绪推动金价明显回升。具体到投机情绪上看，ETF持仓量企稳，非商业多头及多头净持仓也有所反弹。但美债实际利率仍然在2.5%高位并未回落，如巴以冲突等风险因素缓释，则黄金价格回调压力明显。从中长期看，美联储不能将政策利率维持在5%以上的绝对高位，实际利率大方向依然是震荡偏回落，因此维持中长期布局判断，但近期需警惕回调风险。

美债实际利率已升至2.5%阶段性高位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

10月末ETF持仓量企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



## 4.2 国内大宗：经济向好叠加稳增长政策落地，需求拉动价格回升

- 经济向好叠加稳增长政策落地，需求拉动价格回升。三季度宏观经济数据强于预期，增发万亿国债、上调赤字率、下达提前批专项债等政策已经明朗，充分反映出决策层稳增长信心和决心，市场对于政策预期落空的担忧已经打消。我们认为，随着经济持续复苏向好，叠加稳增长各项政策逐步落地，需求逐步恢复有望拉动价格回升。因此，国内大宗品整体上看多，但地产复苏偏弱情况下，相对不看好玻璃等地产链条工业品。

因子分析显示工业品和农产品均有上行动力，玻璃相对较弱

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动 (1Y国债)	<b>0.11</b>	0.22	0.77	0.06	1.09
长短利差 (10Y-1Y国债)	<b>-0.06</b>	0.00	-0.08	0.03	-0.28
M2同比差值变动	<b>-0.20</b>	0.33	0.04	0.21	0.48
基建投资累计同比变动	<b>-0.20</b>	-0.11	0.06	-0.05	-0.13
新开工面积前12个月移动平均同比	<b>-30.40</b>	-1.17	-1.65	-1.10	0.14
竣工面积前12个月移动平均同比	<b>3.03</b>	0.57	-0.12	0.62	-1.89
销售面积前12个月移动平均同比	<b>-20.80</b>	2.72	2.23	2.83	-2.54
合计		<b>2.56</b>	<b>1.26</b>	<b>2.60</b>	<b>-3.14</b>

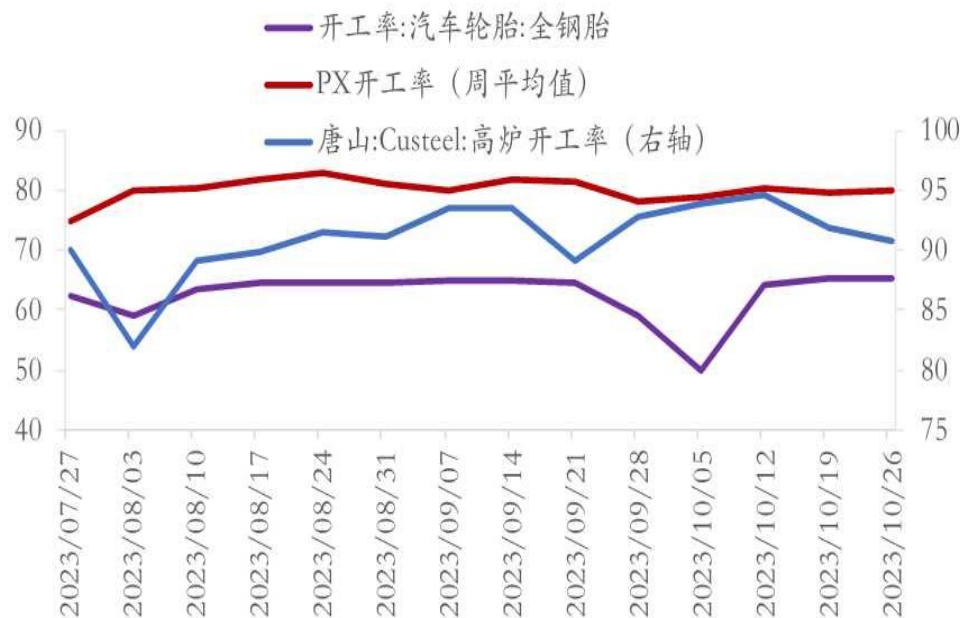
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



## 4.2 南华工业品指数：经济向好叠加政策继续托底，价格有望改善

- ▶ **南华工业品指数：经济向好叠加政策继续托底，价格有望改善。**汽车全钢胎开工率与PX开工率分别小幅上行至65%和80%，但唐山高炉开工率在90%以上高位有所放缓，企业生产端整体趋稳，后续基建类项目开工有望拉动各类工业品需求。9月企业库存同比小幅反弹，反应企业库存低位出现阶段性补库需求。综合来看，工业生产以稳为主，但经济整体向好，叠加政策在投资端进一步发力拉动需求，预计工业品价格延续改善态势。

### 高炉开工率高位放缓，PX与汽车轮胎开工率改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

### 金属和原油价格震荡回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



## 4.2 南华螺纹钢指数：基建支撑渐强，需求改善有望带动价格上行

- ▶ **南华螺纹钢指数：基建支撑渐强，需求改善有望带动价格上行。**粗钢产量10月略有下降，供给端支撑价格回升。房地产新开工面积虽然整体继续下行，房企拿地和新开工意愿仍然不强，但从整体施工周期来看，移动平均后新开工面积同比降幅已经开始逐步收窄，对螺纹钢需求拖累减弱。但随着10月年内专项债发行完毕、提前批下达，后续基建有望发力托底投资端。因此，螺纹钢指数预计小幅反弹、震荡偏多。

### 新开工同比有所企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

### 10月粗钢产量略有下降



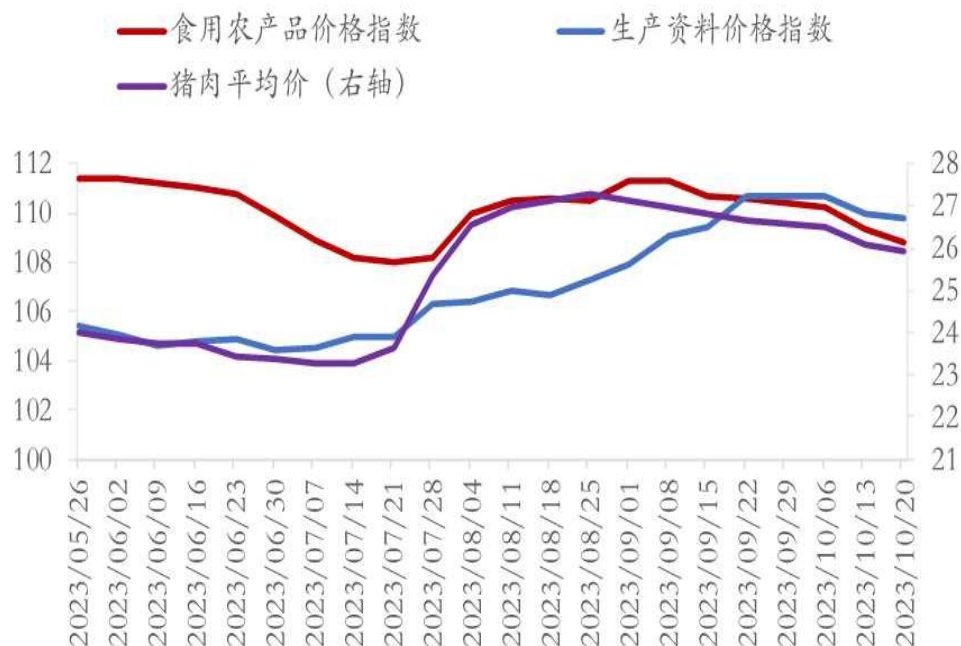
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



## 4.2 南华农产品指数：运输成本有所抬升，但上行仍乏力

- ▶ **南华农产品指数：运输成本有所抬升，但上行仍乏力。**猪肉价格略有回落，10月已公布数据价格均值26.16元/公斤，与9月周价格均值26.88元/公斤相比小幅下跌，与去年10月均值同比下降33%、降幅扩大7.5个百分点。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，10月蔬菜价格指数同比下跌15.6%，降幅较上月小幅缩窄。综合来看，虽然近期运输成本有所抬升，但农产品价格指数整体缺乏上行动力，预计维持震荡。

### 10月猪肉价格小幅下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

### 蔬菜价格环比小幅略有下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

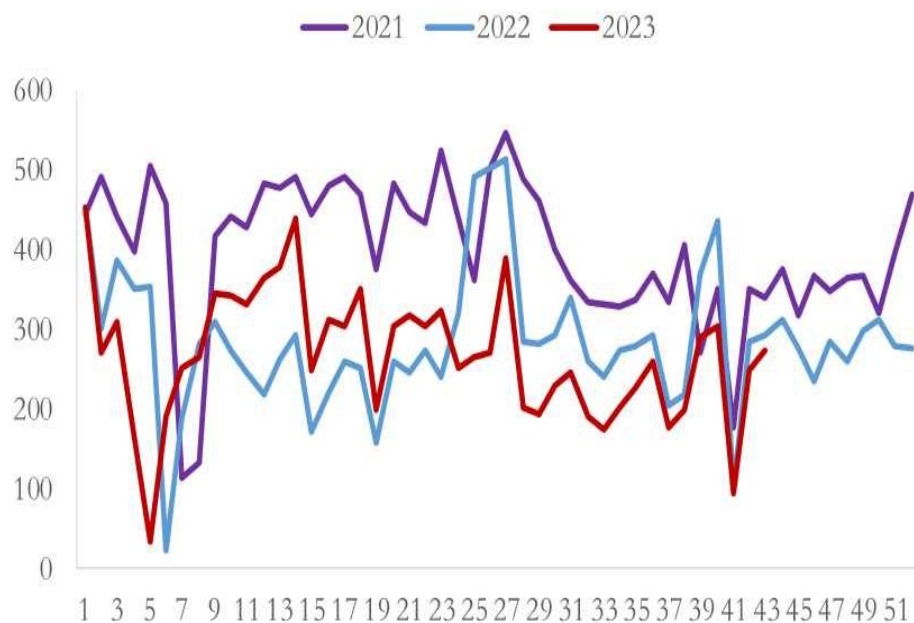




## 4.2 南华玻璃指数：地产销售难在淡季改善，玻璃价格恐延续回落

- ▶ **南华玻璃指数：地产销售难在淡季改善，玻璃价格恐延续回落。**近期地产调控放松政策密集发力，但购房者对此反应偏向于悲观、取消“认房又认贷”后换房链条启动尚需时日，购房者对房价涨幅以及未来收入信心不足导致观望情绪依然明显。因此，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，我们认为拐点可能需要在年底才有可能出现。因此，地产销售和竣工端未见明显起色，叠加成本端纯碱价格有所回落，玻璃价格恐延续回落。

10月30城商品房周销售面积依然弱于2021年和2022年



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

竣工面积增速有所改善，而汽车产量增速持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



## 目录

- 1 配置逻辑：美债收益率触及阶段性顶点
- 2 权益：积极因素累积，A股向好
- 3 利率：中债利率继续上行，美债高位震荡
- 4 大宗：内需求向好，外抑制减弱
- 5 汇率：美国经济数据影响已被消化



## 5.2 人民币：央行干预下人民币汇率继续维持震荡态势

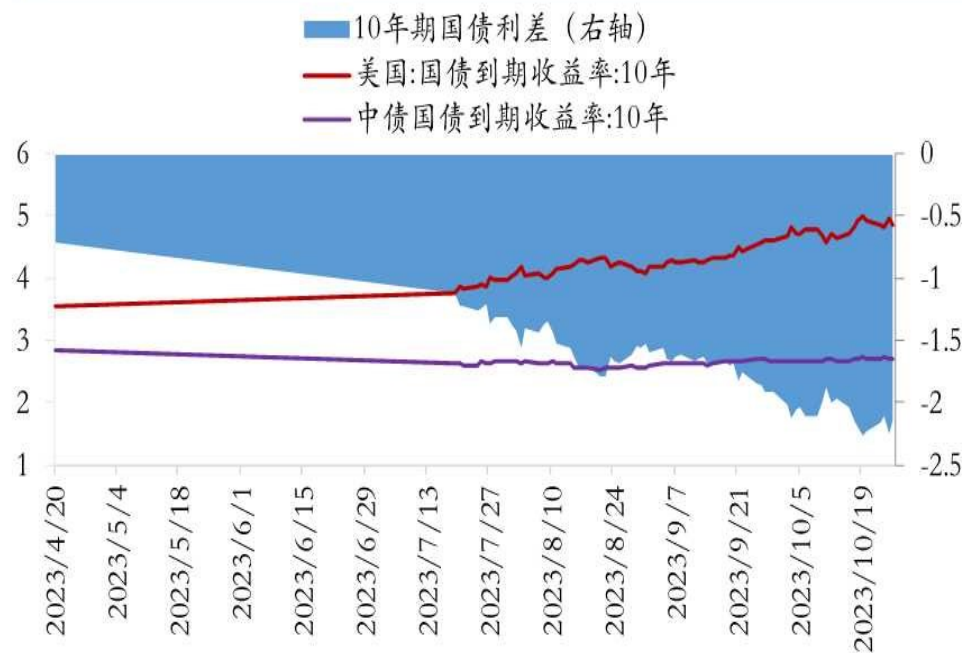
- ▶ **央行干预下人民币汇率继续维持震荡态势。**随着8月以来央行持续干预，人民币汇率已经阶段性企稳。短期看，人民币汇率贬值因素继续缓解：①出口环比延续小幅增长，基数影响下同比降幅持续收窄；②美债收益率触及顶点后，中美利差不会进一步扩大；③三季度中国GDP增速超预期，叠加稳增长政策逐步发力，对中国经济基本面信心有所回暖。但考虑到当前汇率水平仍有较强的政策干预因素，尚不具备反转条件，短期内继续维持震荡态势。

### 9月外汇储备维持净流出



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

### 中美利差10月并未继续扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。