

大类资产每月观察

美尔雅期货大类资产月报 202311

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



大类资产月评：美国经济衰退风险隐现，国内稳经济政策加码



策略概述

- 1、美国9月通胀未再超预期，居民收入增速下滑，经济放缓速度有所加快，市场预期美国经济衰退风险升温，美债收益率长短端价差倒挂持续收窄，市场风险偏好下降，风险资产价格纷纷下挫，关注本周即将出炉的美国10月非农就业数据和美联储议息会议前瞻指引。
- 2、国内实体经济缓慢复苏，制造业在被动去库周期好转，地产和消费复苏力度仍显疲弱。短期货币供需有所宽松，地方政府化债和特别国债发现驱动融资需求强劲，企业融资偏弱，资金价格震荡反弹。地产新房销售加速改善，密切跟踪持续性，制造业产能利用率内需企稳外需边际走弱，信用脉冲指数指向11月实体经济有望维持复苏高位。关注本周PMI数据确认复苏力度。

● 投资要点

美国经济在高利率的约束下表现出放缓风险，消费者信贷走弱、居民收入增速下滑、食品和医疗服务通胀大幅回落等确认这一逻辑，未来消费支出有望下行、企业支出放缓，具有滞后性的经济增速、通胀和失业率有望逐步跟随，美国经济面临下行或衰退的风险，而美联储并未充分考虑这点。美债利率预计保持高位震荡，短端有望下行，海外风险资产价格仍面临调整压力。中国位于被动去库存周期末期，在中央政府财政赤字突破3%上限后，财政刺激政策有望加码，关注经济能否进入主动补库周期，实体经济二次复苏或将进一步上行，市场风险偏好预计短期有所改善。11月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；商品短期有望震荡分化，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，建议反弹空十债、五债或多短空长套利，美国实际利率高位回落和全球地缘军事冲突推升避险情绪，贵金属走势有望震荡上涨，建议回调做多黄金和白银。

- **风险提示** 美国通胀、就业扰动、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、巴以地缘冲突

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	震荡反弹	美国9月通胀未再超预期，居民收入增速下滑，经济放缓速度有所加快，市场预期美国经济衰退风险升温，美债收益率长短端价差倒挂持续收窄，市场风险偏好下降，外资风险溢价指数处于中性水平，国内股市配置价值一般。国内地产高频销售复苏力度加快，制造业产能利用率走势共振减弱，信用脉冲指数指向11月经济维持复苏高位，权益类资产价格预计整体底部震荡反弹， 可回调配置股指期货IF、IH中期多单，风格方向周期占优。
	中证1000/中证500	震荡反弹	
	成长	震荡反弹	
	周期	震荡反弹	
债券	10债到期收益率	震荡	国内地产高频销售复苏力度加快，制造业产能利用率走势共振减弱，信用脉冲指数指向11月经济维持复苏高位，短期货币供需边际宽松，弱现实宽信用预期持续演绎，预计债市走势震荡， 可择机反弹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	震荡回调	
商品	南华工业品	偏空	国内地产高频销售复苏力度加快，制造业产能利用率走势共振减弱，制造业位于被动去库存周期末期，在中央政府财政赤字突破3%上限后，财政刺激政策有望加码，关注经济能否进入主动补库周期，商品市场面临内外需错配的矛盾， 预计大宗商品价格当前位置震荡分化，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	震荡筑底	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	偏多	短期中东巴以军事冲突强化市场避险情绪，叠加美债短端实际收益率高位回落，驱动贵金属价格持续上涨，建议 回调做多白银、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	震荡偏多	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾

➤ 过去一月大类资产表现：黄金领涨，A股领跌

黄金>美元指数>国内债券>美债>港股>欧美股市>大宗商品>国内股市

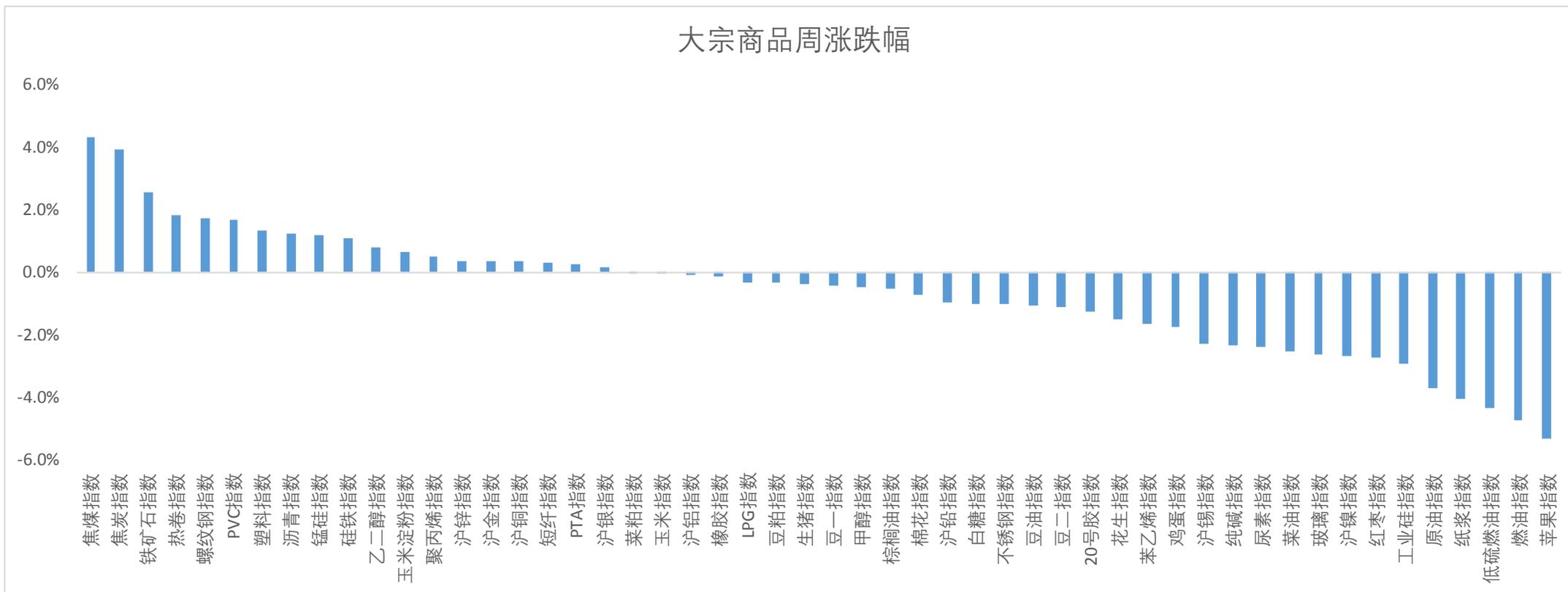
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	-3.93%	恒生中国企业	-2.19%	南华商品	-5.13%	十债收益率(%)	↑ 0.0208
深证成指	-5.38%	恒生指数	-1.89%	南华能化	-4.40%	二债收益率(%)	↑ 0.0607
创业板指	-6.39%	恒生科技指数	-3.16%	南华黑色	-4.88%	期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0399
上证50	-4.52%	富时新兴市场指数	-3.28%	南华有色金属	-2.19%	DR007(%)	↑ 0.1765
沪深300	-4.75%	富时欧洲	-3.31%	螺纹钢	0.08%	美国十债收益率(%)	↑ 0.2500
科创50	-4.34%	标普500	-3.78%	生猪	-3.40%	美国二债收益率(%)	↓ -0.0800
中证1000	-4.40%	纳斯达克综指	-2.62%	WTI原油	-8.66%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.3300
中证500	-5.13%	道琼斯工业平均	-4.59%	路透CRB商品指数	-2.07%	德国十债收益率(%)	↑ 0.1100
周期(风格.中信)	-2.99%	德国DAX	-3.87%	COMEX铜	-1.40%	COMEX黄金	5.38%
成长(风格.中信)	-4.88%	日经225	-3.99%	CBOT大豆	-0.29%	美元指数	-0.06%

数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：焦煤领涨，苹果领跌

焦煤>焦炭>铁矿>热卷>.....工业硅>原油>纸浆>燃油>苹果

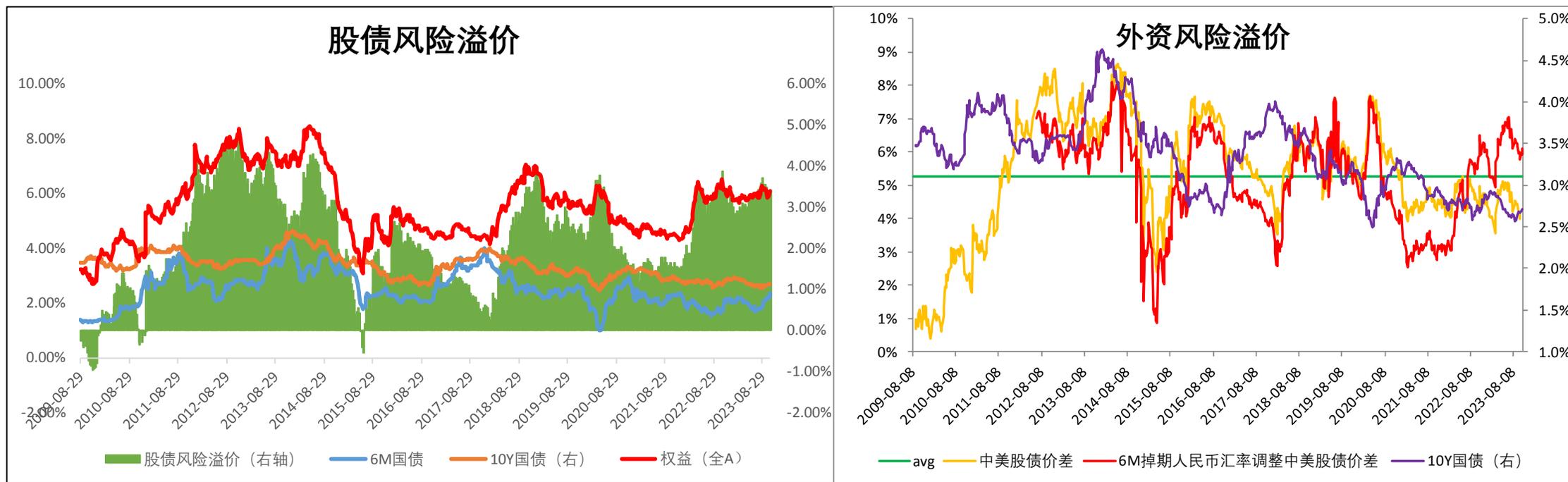


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

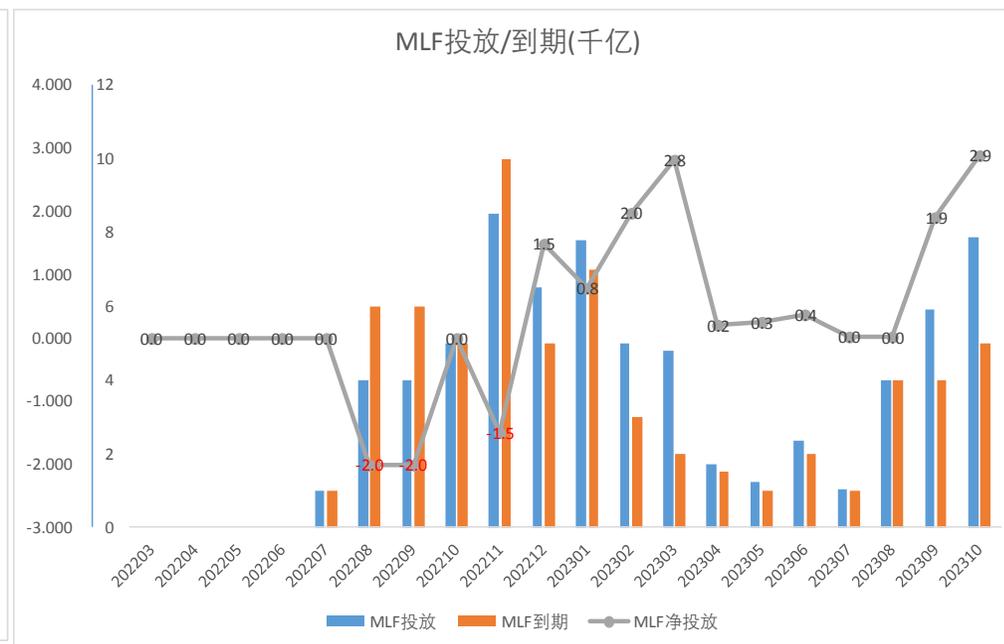
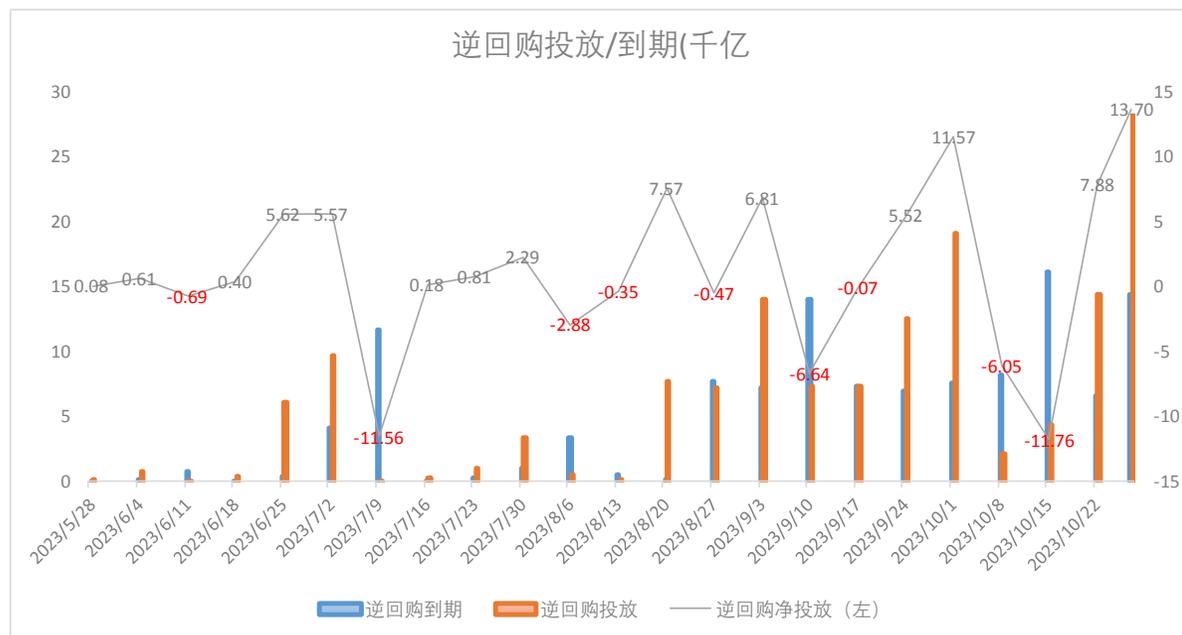
过去一月大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.40%**，较上月增加**0.19%**，位于**81.3%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.09%**，较上月反弹**0.11**，位于**65.5%**分位点，外资吸引力位于中性水平。



货币供需分析——货币供应

上周央行OMO逆回购到期14540亿元，逆回购投放28240亿元，货币净投放13700亿元，货币供给大幅宽松，对冲地方政府化债和特别国债的冲击。同时，MLF在10月份投放7890亿，到期5000亿，持续超额续作，净投放2890亿，创近一年单月新高，总体10月货币供应维持中性偏宽松态势。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

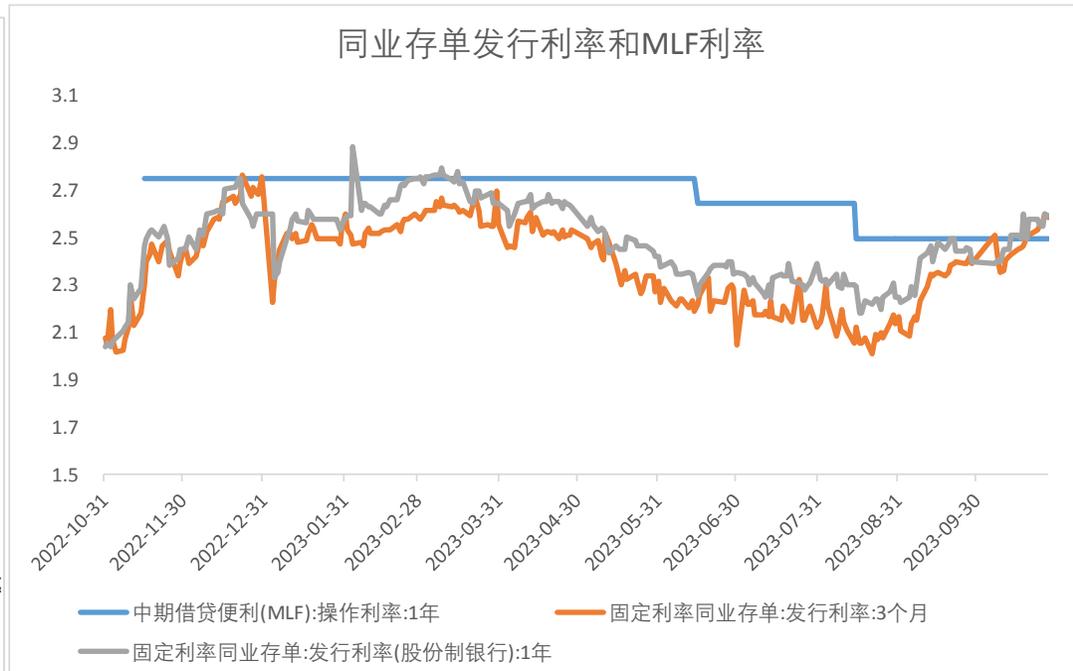
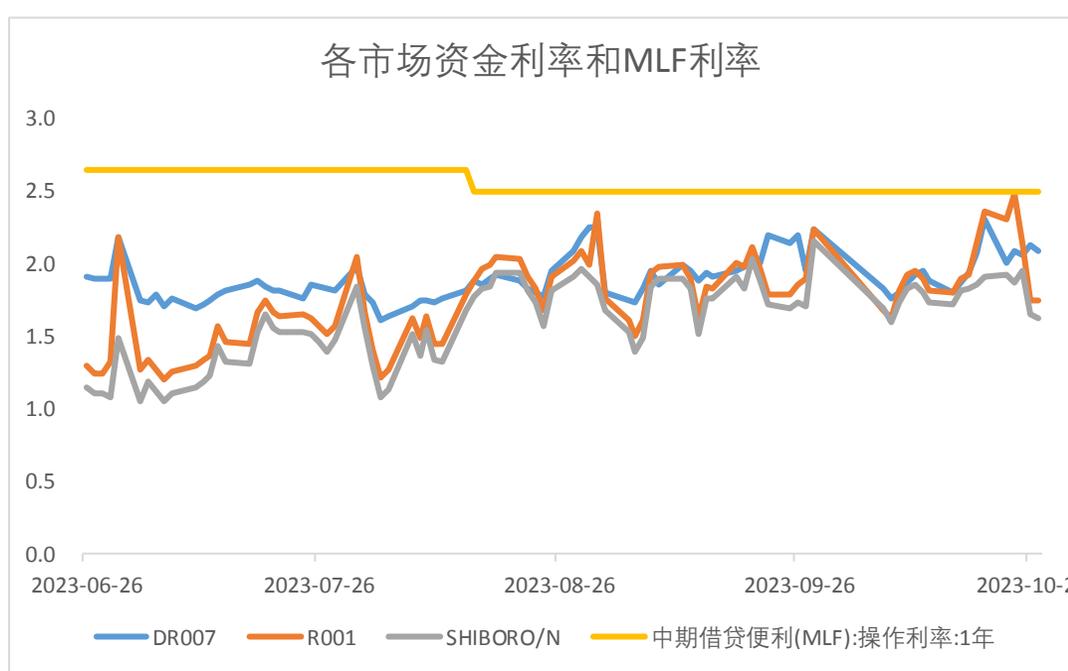
上周国债发行4145.6亿，到期2573.9亿，货币净需求1571.7亿；地方债发行3561.6亿，到期444.8亿，货币净需求3116.8亿；其他债发行12638.3亿，到期12424.9亿，货币净需求213.4亿；债市总发行20345.5亿，总到期15443.6亿，货币净需求4901.9亿，10月货币需求大幅增加，创近一年单月新高，主要系国债和地方债融资发力，企业债务融资骤减。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

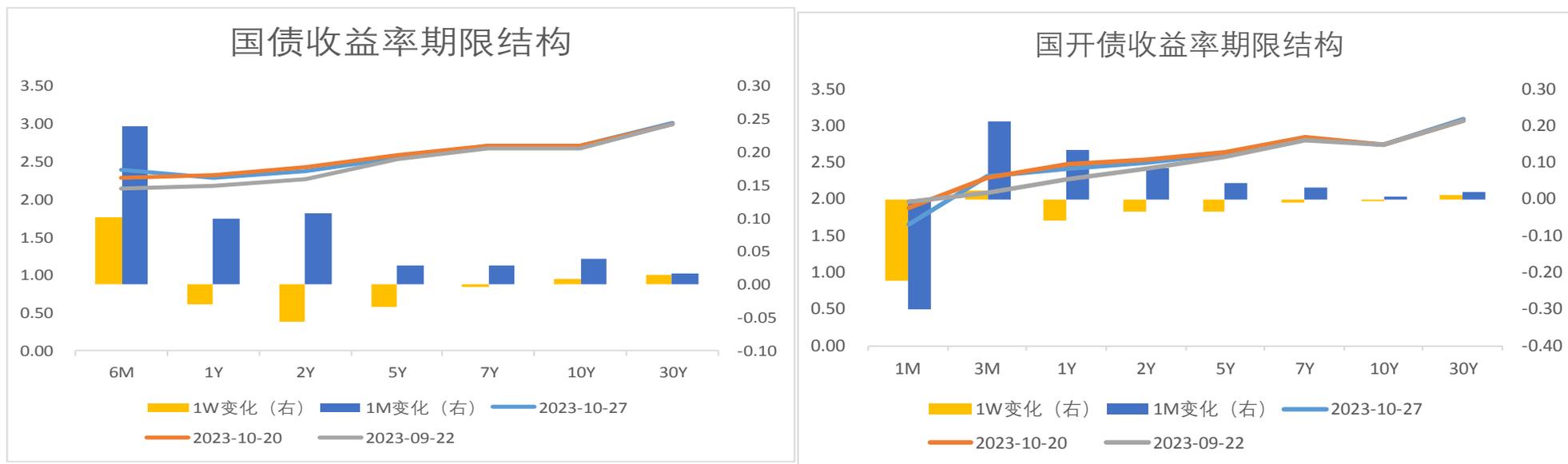
上周市场资金价格大幅回落，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化-22.1bp、-61.9bp、-28.1bp至2.09%、1.74%、1.62%。同业存单发行利率反弹7.9bp，股份制银行发行的CD利率反弹1.3bp至2.59%，超过MLF 1年期利率水平（2.5%），实体真实总量需求持续大幅走强，系地方债和特别国债密集发行驱动。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

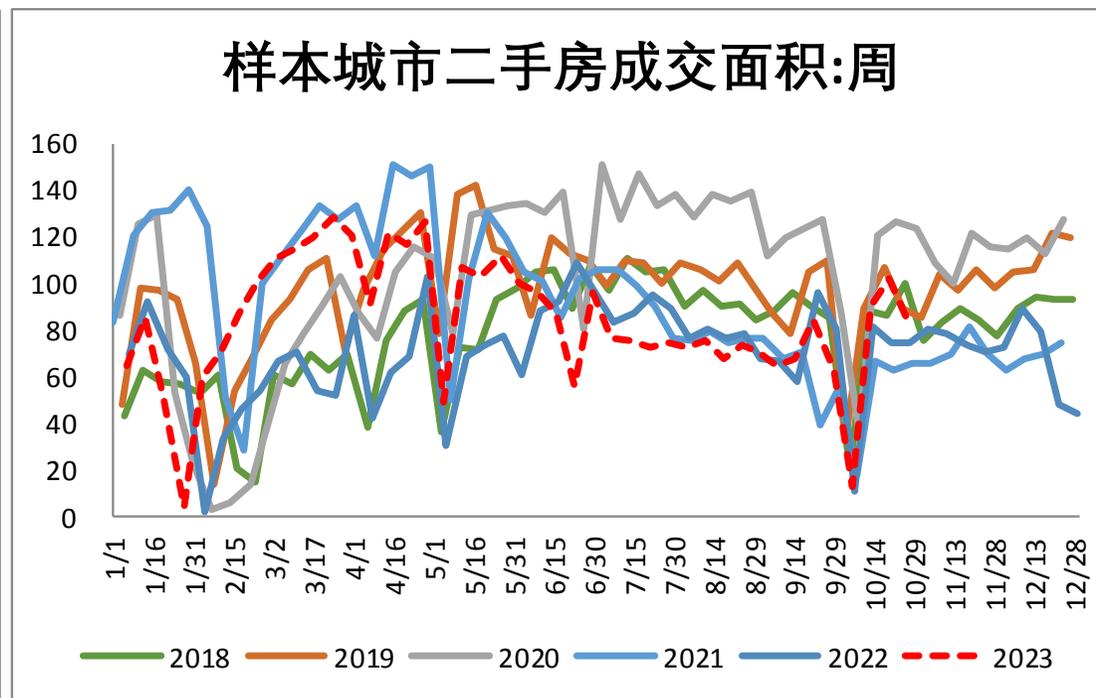
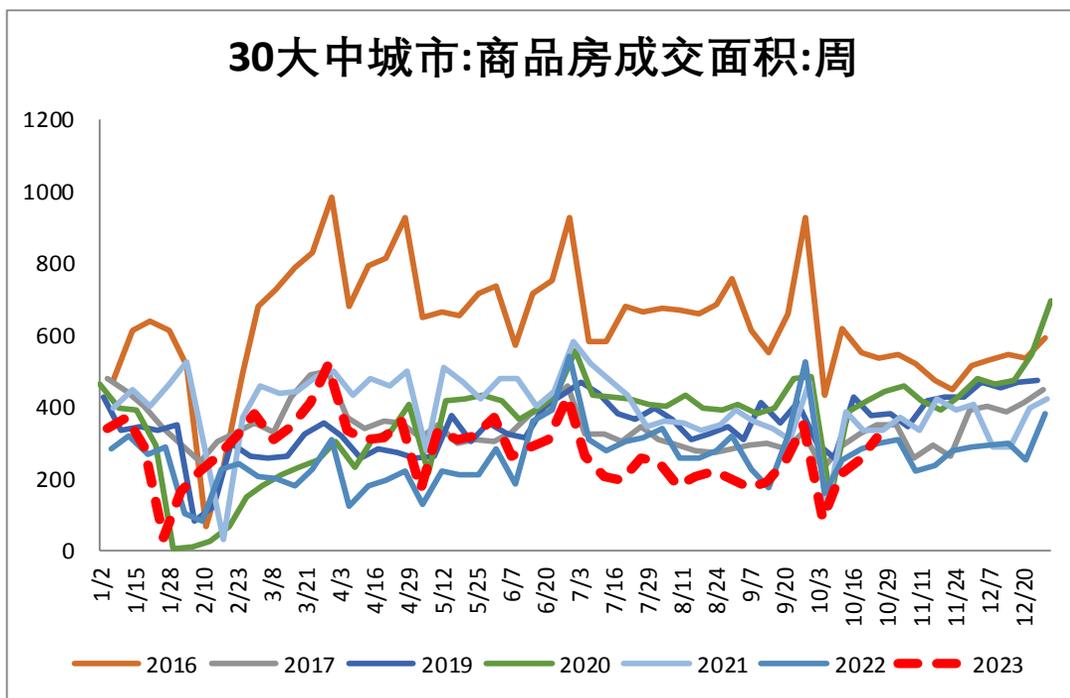
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周反弹0.9bp，5年期国债收益率回落3.4bp，2年期国债收益率回落5.7bp；10年期国开债收益率较前一周回落0.6bp，5年期国开债收益率回落3.2bp，2年期国开债收益率回落3.4bp，整体来看，上周收益率期限结构整体大幅走陡，受央行大额投放短期流动性影响短端资金价格大幅宽松，国债和国开债之间的信用利差变化不大。



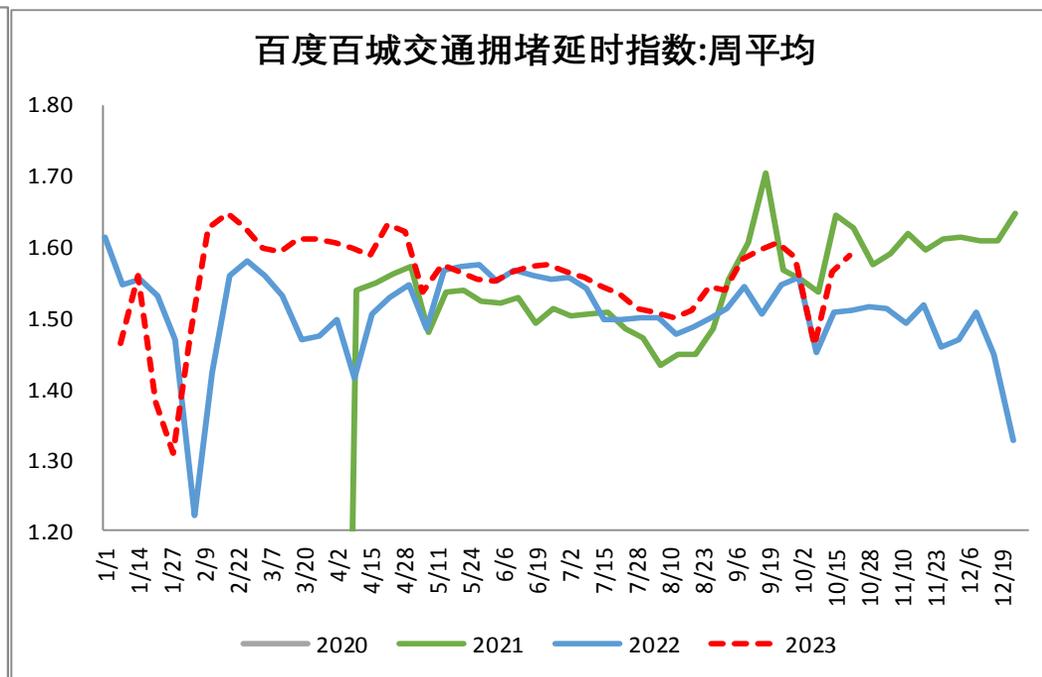
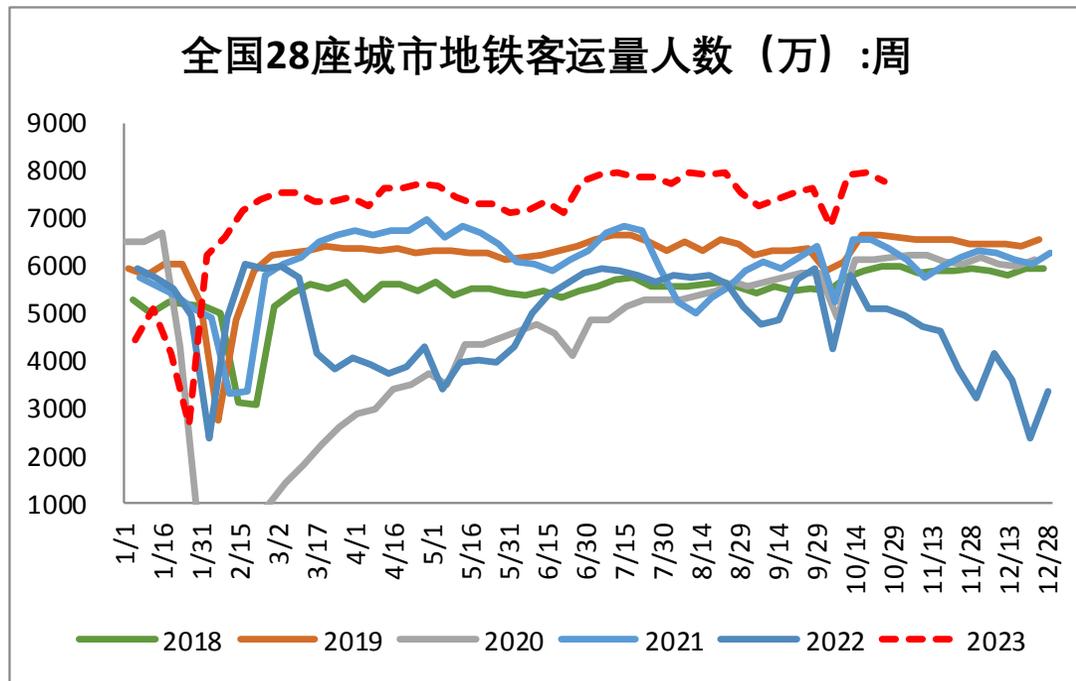
实体经济分析——地产需求

截止10月26日数据，30大中城市商品房周成交面积为312.7万平方米，环比上周248.3万平方米季节性反弹，与疫情前的2019年同期相比下滑16.6%，位于近7年低位，接近2018年同期水平，趋势环比持续改善；二手房销售环比边际走弱，位于2018年同期水平，10月地产高频销售在国庆长假后持续恢复，但力度明显偏弱，新房和二手房表现劈叉，系保交楼风险仍然令购房者担忧。



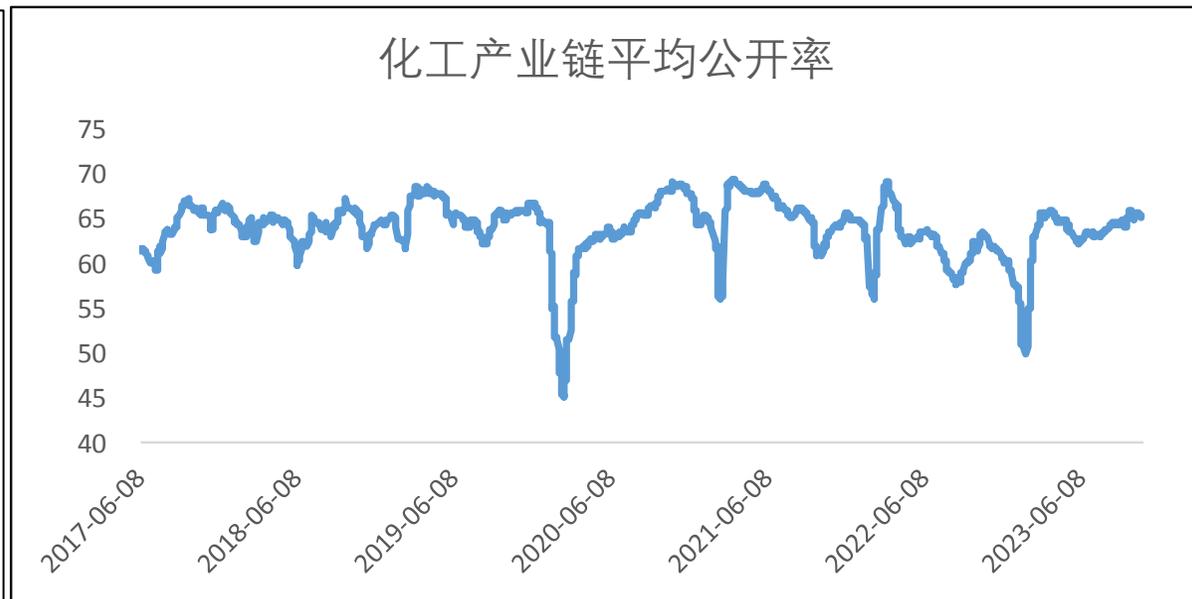
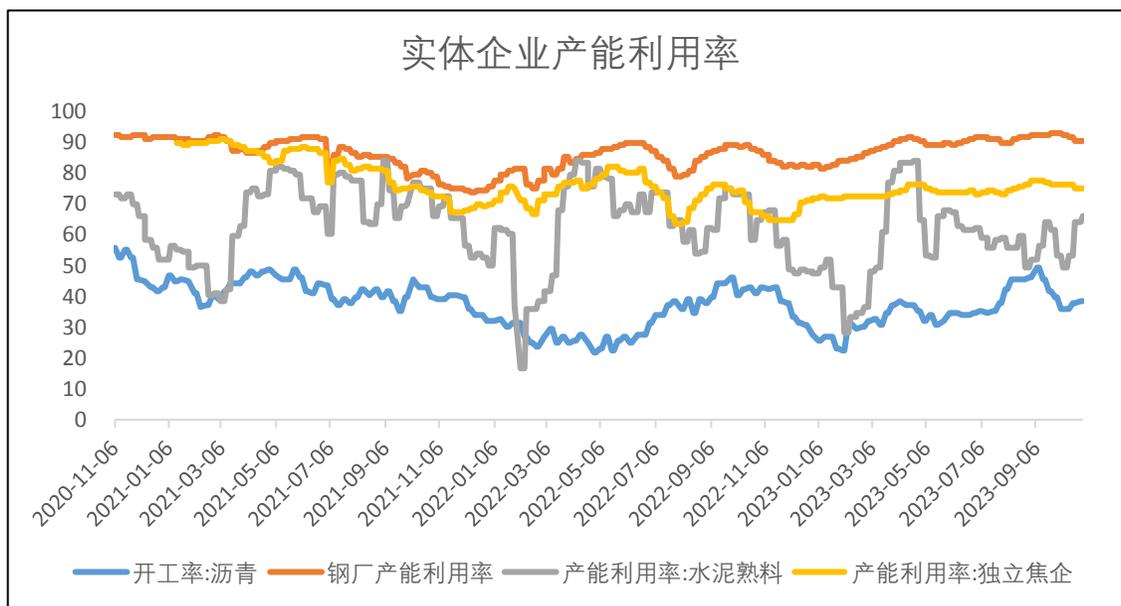
实体经济分析——服务业活动

截止10月27日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7777.6万人次，较去年同期增52.5%，较2021年同期增长22.5%，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，10月服务业经济活动脉冲复苏减弱，趋于自然增长水平，整体较节前显著提高。



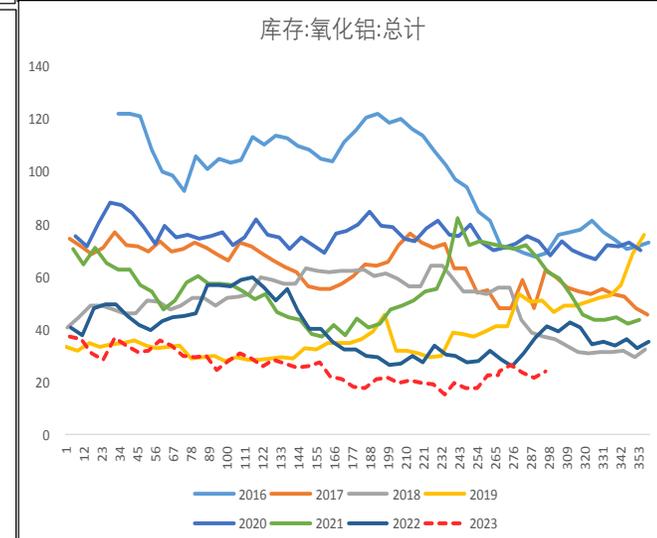
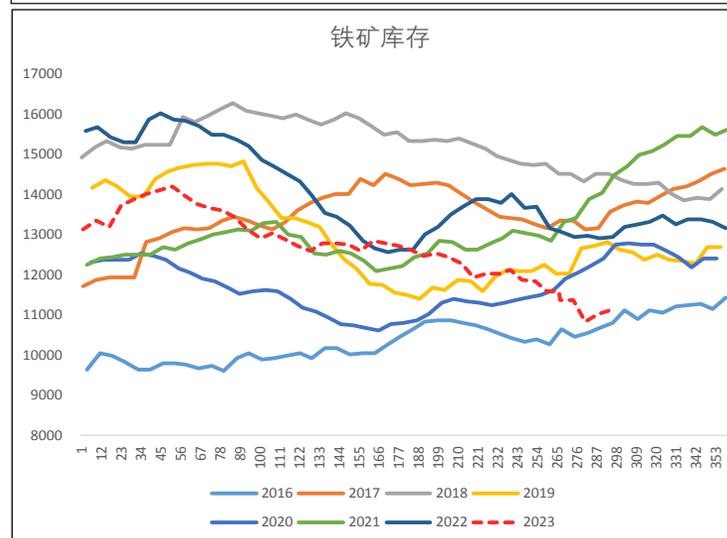
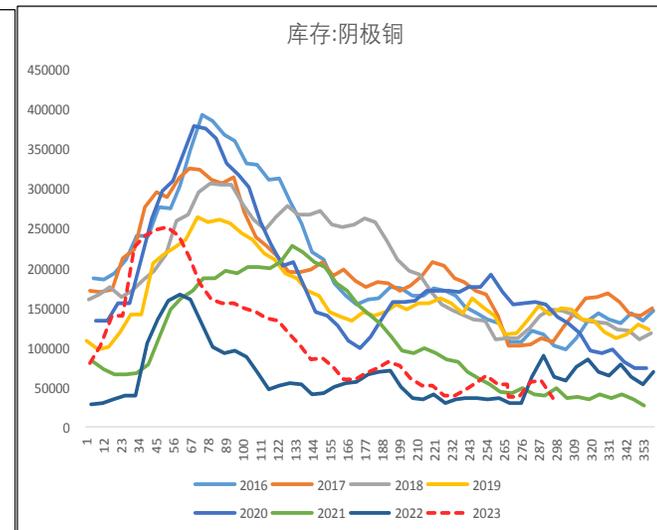
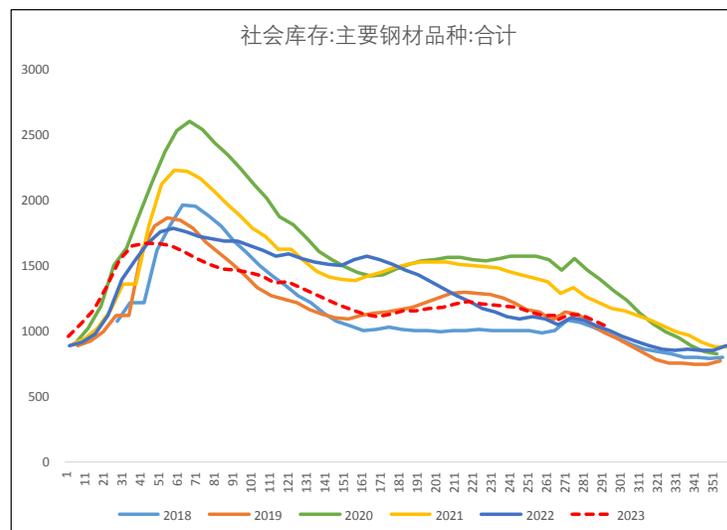
实体经济分析——制造业跟踪

上周制造业产能利用率小幅反弹，钢厂产能利用率增加0.11%，沥青产能利用率反弹0.7%，水泥熟料企业产能利用率反弹1.9%，焦企产能利用率小幅回落0.1%，地产和基建相关制造业产能利用率走势有所好转，外需相关的化工产业链平均开工率周度回落0.27%，综合来看，制造业内需和外需均面临被动去库存周期后需求无法持续的风险。



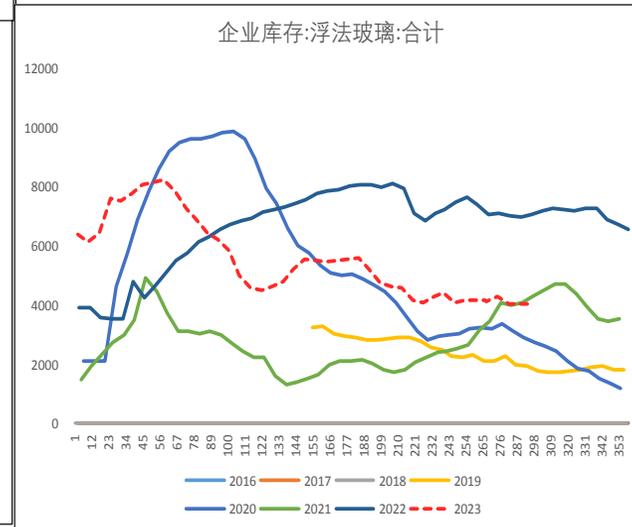
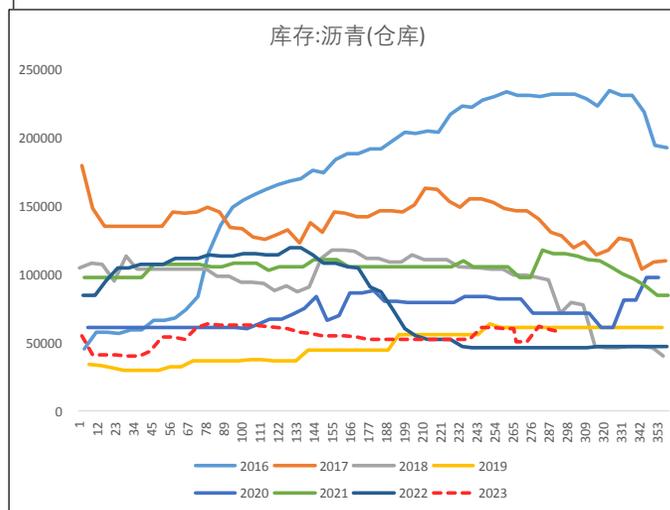
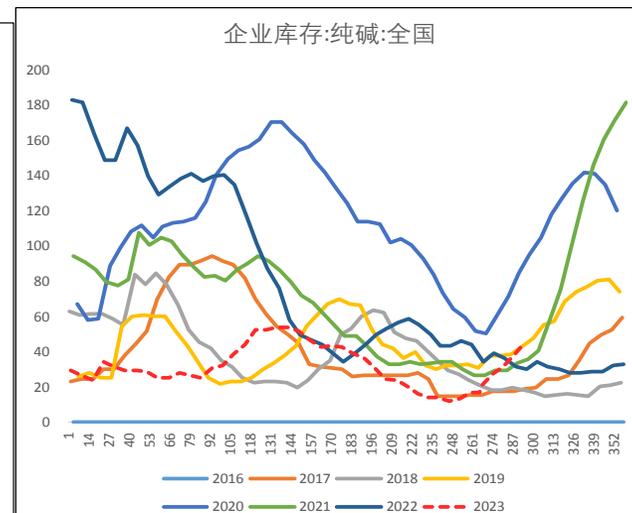
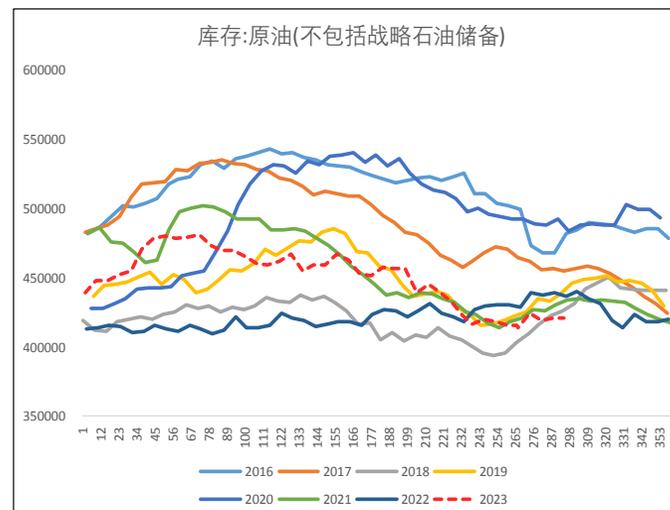
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 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。
- ✓ 上周钢材小幅降库，降库速度缓慢，铜库存小幅回落，位于近七年低位水平，驱动铜价反弹。
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存小幅反弹，铁矿价格高位震荡。
- ✓ 氧化铝的库存处于近6年以来低位水平，上周库存小幅反弹，铝价低位震荡。



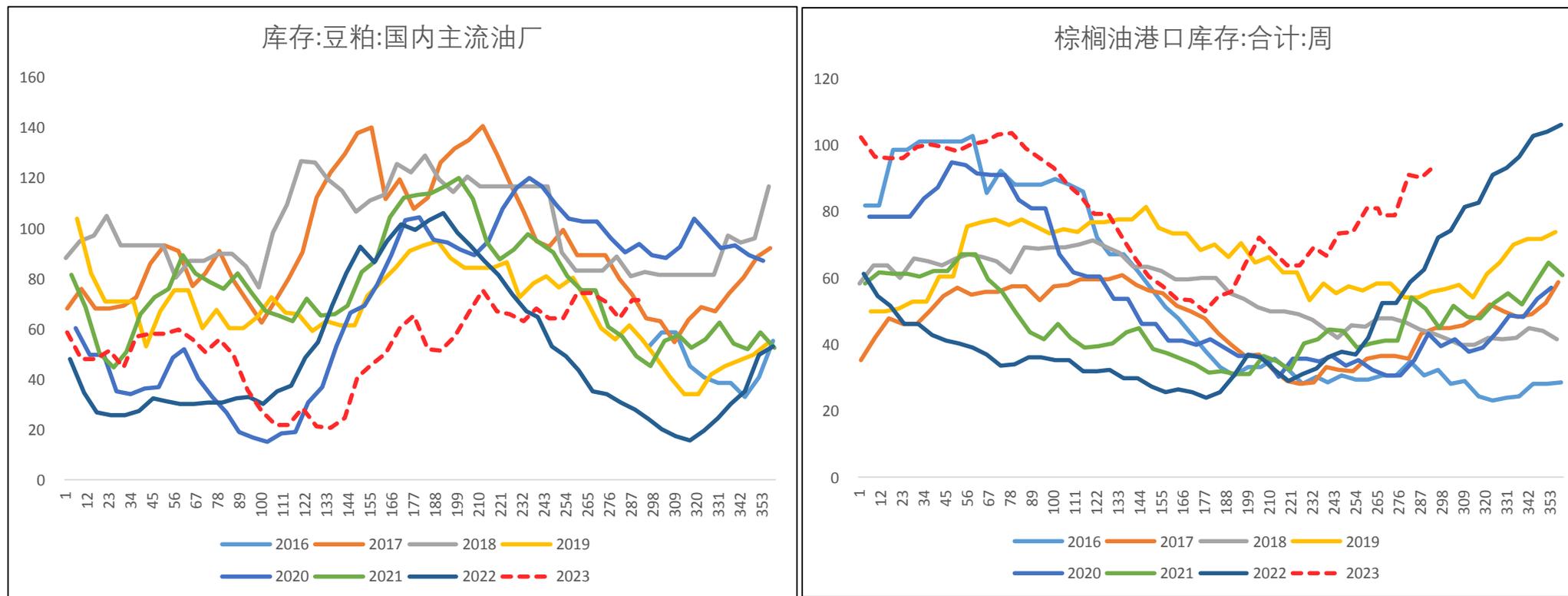
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存降至偏低水平附近，上周库存持平，位于近8年最低水平。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存小幅回落，位于2019年水平
- ✓ 纯碱未来1-2个月进入季节性累库周期，上周库存持续反弹，位于2019年水平，驱动纯碱价格震荡调整。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存走平，纯碱价格下行带动玻璃价格震荡调整。



大宗商品分析——农产品库存

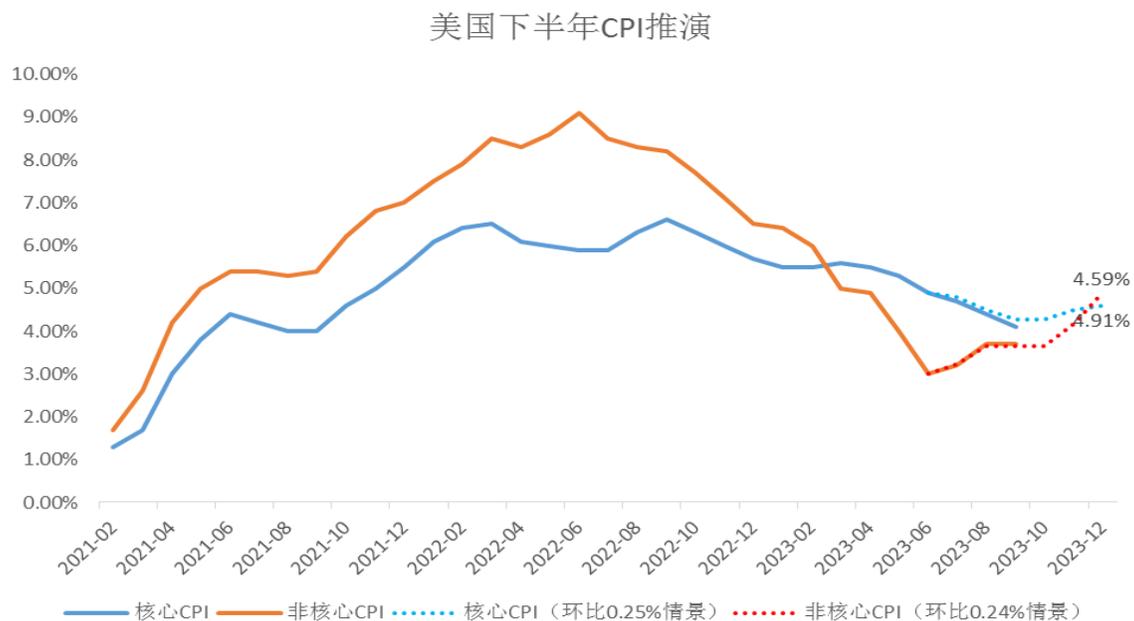
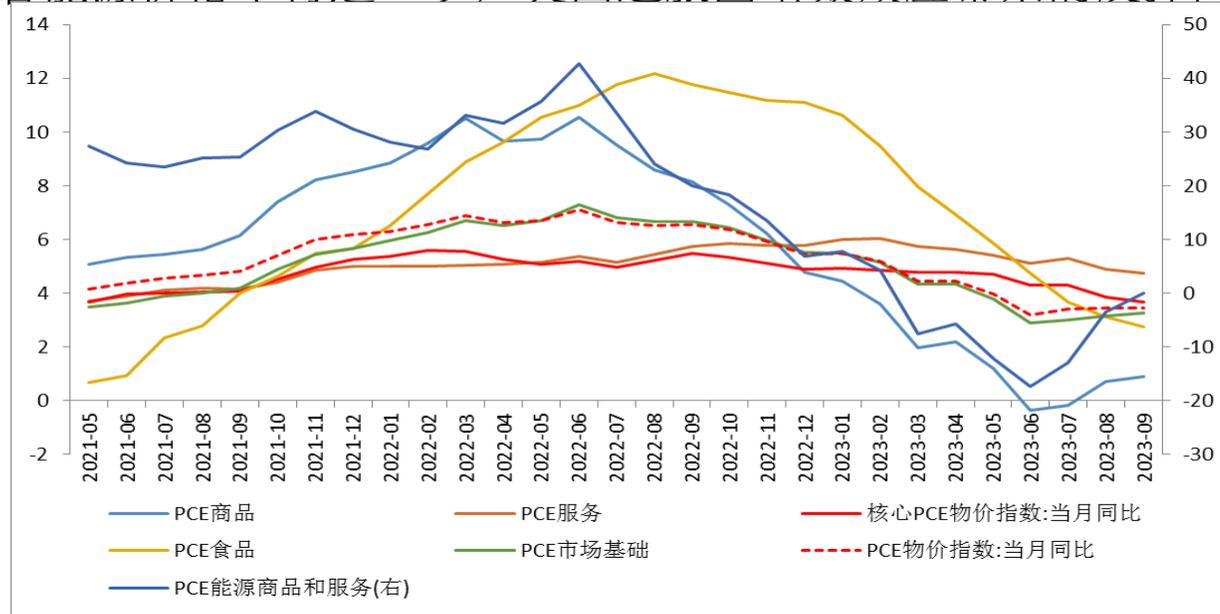
豆粕上周库存小幅反弹，位于中性水平，未来1-2月开始季节性降库存周期，油脂库存季节性增加，上周库存持续累库，远高于2016年以来高位，关注油脂价格持续调整风险，豆粕价格预计高位震荡为主。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

美国9月PCE物价指数录得3.4%，符合市场预期，与上月持平，核心PCE物价指数录得3.7%，符合市场预期，较上月回落0.2%，整体看，美国通胀延续回落趋势，但9月物价环比增速仍然维持高位，若未来10月延续环比0.3%增速，环比折年率有望反弹至3.66%，年内通胀反弹高点有望触及4.5%-5%，离美联储2%的长期目标仍有较远距离。结构来看，商品和能源服务分项止跌反弹，食品分项下降至3%以内，服务分项具有韧性，取决于薪资增速。若能源价格不再进一步，美国通胀因基数效应带来的反弹高度有限，美联储或暂停加息或最多再择机加息一次。



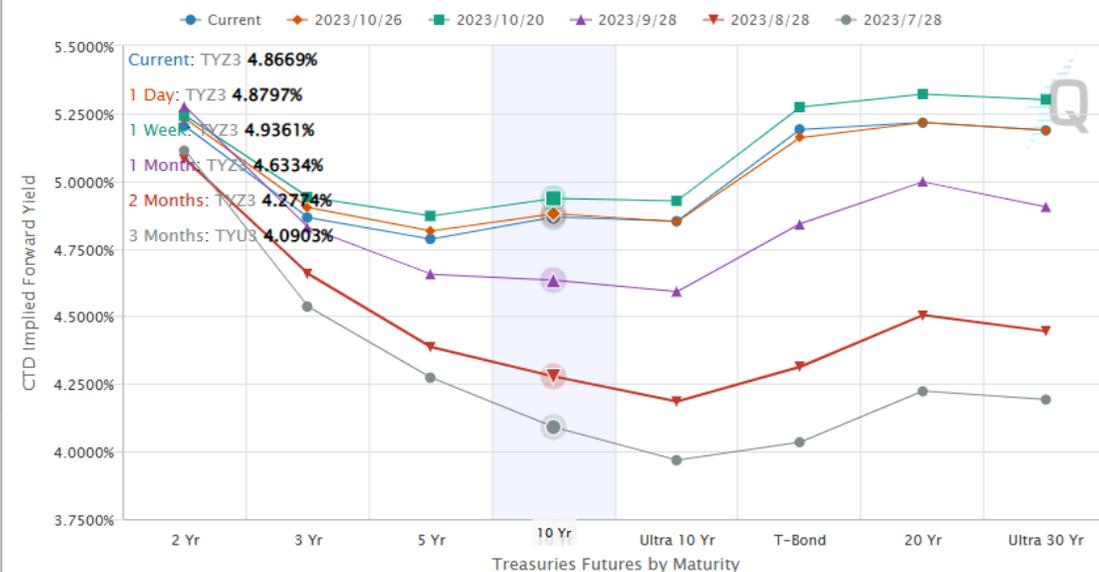
数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

在美国9月通胀没再超预期反弹的背景下，市场预期美联储暂停加息的概率进一步提高，货币政策将维持High For Longer，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年6月前暂停加息的概率显著高于再加息一次，并且明年年内降息的次数增至2-3次。通胀数据落地后，美债利率长短端均同步回落，并且收益率曲线进一步走平，美国国债期货市场隐含的2年期国债收益率从上周5.24%小幅下降至5.2%，十年期国债收益率从4.95%回落至4.87%。

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%	0.1%	99.9%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	80.1%	19.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	71.8%	26.0%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.0%	63.6%	21.7%	1.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	32.8%	47.2%	13.9%	1.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	18.6%	39.8%	31.0%	7.6%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	13.1%	32.6%	34.0%	15.5%	2.9%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.9%	8.1%	24.1%	33.4%	23.6%	8.5%	1.4%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.6%	14.0%	27.5%	29.7%	18.0%	5.8%	0.9%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.1%	9.3%	21.4%	28.7%	23.3%	11.3%	3.1%	0.4%	0.0%

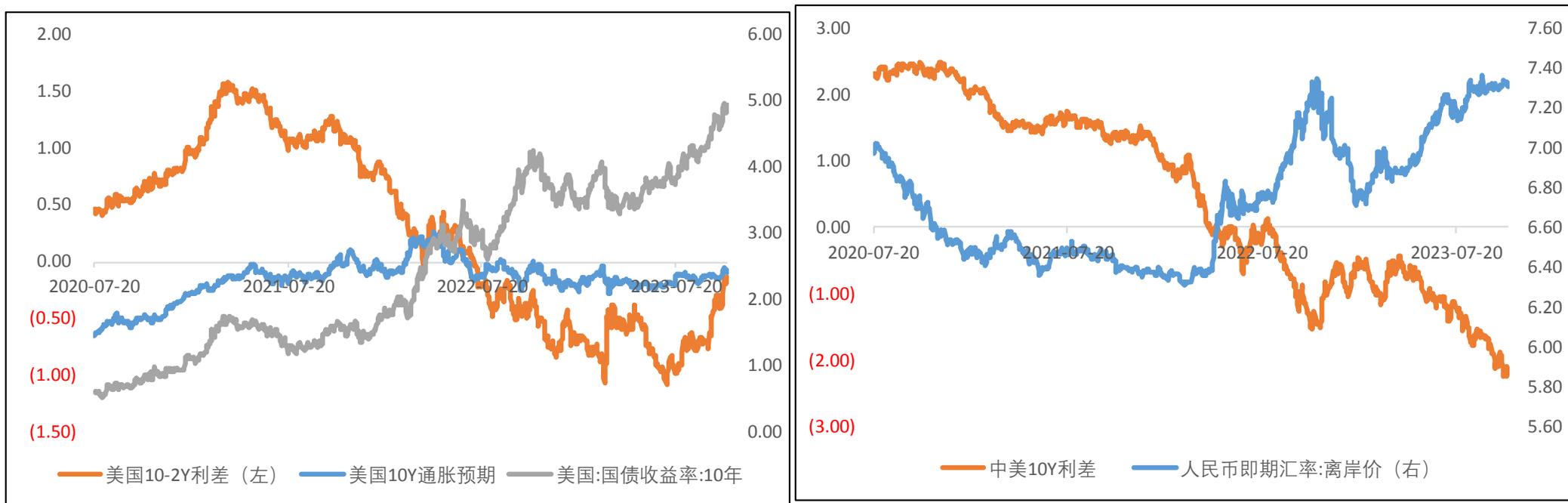
TREASURY FUTURES YIELD CURVE



数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

上周美国十债利率回落9bp至4.84%，通胀预期回落5bp，实际利率下降4bp至2.42%，美债10-2Y价差倒挂程度进一步缩窄1bp在-13bp，有望解除倒挂，市场担心美国经济衰退风险，风险资产价格持续调整。中美利差倒挂程度缩窄10bp至-212.5bp，人民币小幅升值0.25%，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，上周市场受国内政策宽松和海外利率高位筑顶的影响反弹，11月关注回调持续做多机会。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，预计商品整体维持震荡分化格局。11月工业品市场预计震荡调整，表现或先扬后抑，关注反弹持续做空工业品的机会，农产品关注回调做多机会，11月预计震荡筑底。



量化诊断——利率

根据季节性规律分析，利率10月利率短期震荡回落后，11月将再度上涨，10-2Y利差将季节性上行，收益率曲线进一步陡峭化。随着10月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。



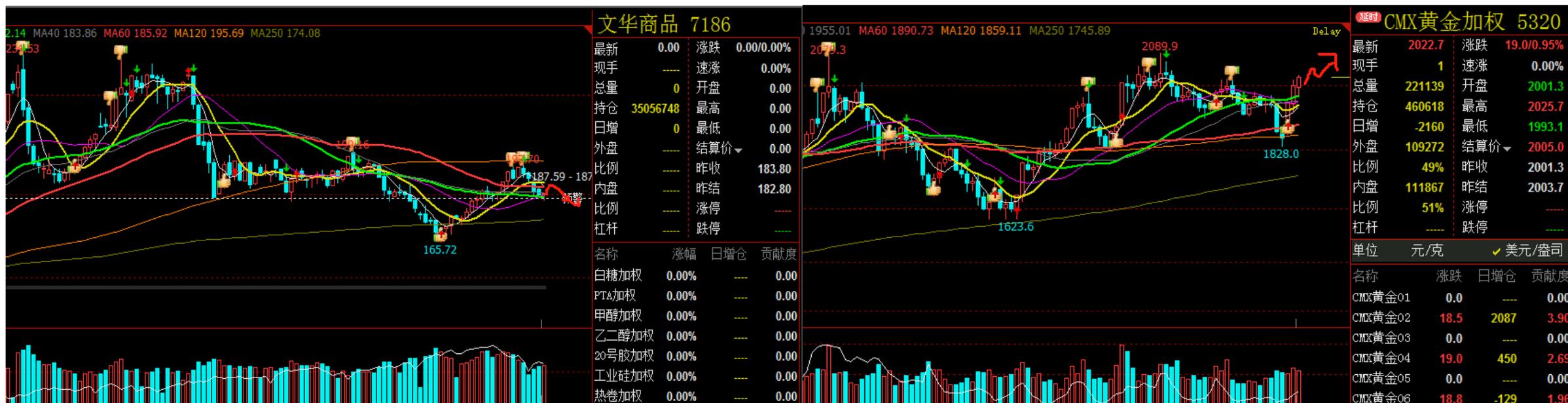
量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，上周代表全市场概况的深圳成指数**信号再次做多**，短期预计震荡筑底，关注回调做多机会；**十债加权指数周线级别信号空翻多**，短期十债在流动性宽松和经济宽信用预期下有望震荡筑底，建议回调做多反弹做空。



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**，在美债利率高位震荡和收益率曲线倒挂解除的背景下，工业品预计延续震荡走弱，关注反弹做空机会；COMEX黄金加权指数**周线级别信号维持看多**，在美国实际利率高位回落和地缘军事冲突扰动下，贵金属走势预计震荡偏强，关注回调至1930-1970区间做多机会。



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