



2023年10月31日

宏观总量月报（2023年10月）

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 Maolei013138@gtjas.com

瞿新荣 投资咨询从业资格号：Z0018363 Quxinrong027631@gtjas.com

戴璐（联系人） 期货从业资格编号：F03107988 Dailu026543@gtjas.com

唐立（联系人） 期货从业资格号：F03100274 Tangli026575@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

周期定位：1) 国内处于三周期分析框架下的第1阶段复苏期；海外仍处于三周期分析框架下的第4到第5个阶段的过渡。值得注意的是，国内与海外在当下的周期阶段中已经经历较长的时间，不论是美国政策利率高位持续的时长，还是国内经济再上一台阶的驱动，都是当下市场的主要矛盾。2) 库存周期角度下，中国在被动去库末端，政策加持下补库或在年底。美国从库存周期定位来看，已经进入需求回升的被动去库3个月，符合近期美国偏强的经济数据（零售、PMI等）与持续上冲的美债收益率资产表达。

宏观君之见：10月份财政部增发1万亿国债，按照特别国债管理。资金面流动性紧张下，央行开始在公开市场操作中持续净投放呵护。债市在8月底转向，而权益市场底部滞后出现缘于内外流动性挤压以及国内地产端风险性时间共振。

10月大类资产表现回顾：全球权益市场在美债收益率持续上行的压力下均迎来回调。中债10年期利率债在2.7%至2.8%一带窄幅波动，国债期货净持仓显示本月上旬中旬各属性机构空头共识较大，下旬以来私募机构开始尝试做多。商品方面，贵金属表现亮眼，能化有色迎来回调，黑色表现偏强。

11月宏观展望：国内宏观数据在一系列稳增长政策落地，居民消费能力与意愿稳步改善的情况下，持续边际回暖难以证伪。不过，对经济弹性或者想象空间更大的地产端而言，需求短期难以证实，仍需要关注年底会议是否存在进一步的政策驱动。美国当前需求仍然强劲，需求边际回落的时点和美债收益率高位运行的时长是海外宏观的主要矛盾。

■ 风险提示：

地缘政治风险升级、长期资金流入资本市场受阻

(正文)

1. 周期定位与资产配置

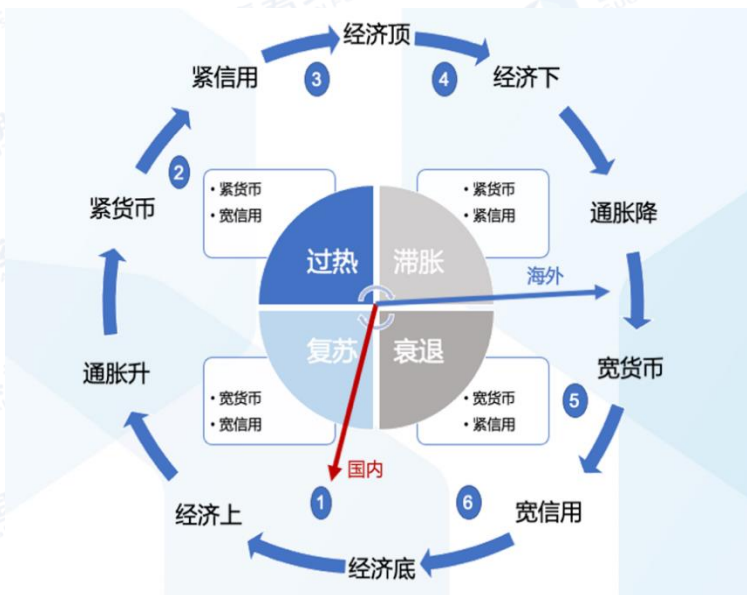
1.1 三周期分析框架

当前国内正处于三周期分析框架（详见《深度专题：2022 与 2012 当经济周期与政治周期相遇》）下的第 1 阶段的复苏期。2023 年三季度 GDP 同比增速 5.2%，6 月份以来、通胀、进出口、社零增速持续边际改善。

海外当前处于从阶段 4 向阶段 5 的过程中，美国经济数据韧性仍存且显著强于欧洲、日本。

值得注意的是，国内与海外在当下的周期阶段中已经经历较长的时间，不论是美国政策利率高位持续的时长，还是国内经济再上一台阶的驱动，都是当下市场的主要矛盾。

图 1：三周期分析框架中，我国处于第一阶段，海外处于由 4 向 5 的过渡中



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

1.2 库存周期分析框架

当前国内正处于库存周期下的被动去库和主动补库过渡期，产成品库存同比增速出现了低位的单月反弹，需继续观察后续公布的趋势。微观来看，10月节前开启的补库在国庆节后重新迎来去化，短期需求边际回升但绝对值较为平淡。

值得注意的是，美国从库存周期定位来看，已经进入需求回升的被动去库3个月，符合近期美国偏强的经济数据（零售、PMI等）与持续上冲的美债收益率资产表达。基于这个逻辑，我们认为商品下跌的空间相对有限，震荡偏强的概率更高。

图2：我国进入被动去库末端，主动补库年末待验证

库存周期	时间	被动去库（月）	主动补库（月）	被动补库（月）	主动去库（月）	总时长（月）
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-2023/2	7	6	11	12	36
8	2023/3-	至今8				
平均时长（月）		8	10	11	13	42

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图3：美国目前已进入被动去库3个月，符合当前偏强的经济数据

库存周期	时间	被动去库（月）	主动补库（月）	被动补库（月）	主动去库（月）	总时长（月）
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-2023/6	5	10	12	12	39
10	2023/7-	至今3				
平均时长（月）		7	11	7	9	35

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 大类资产表现以及宏观回顾

2.1 大类资产表现

全球权益市场在美债收益率持续上行的压力下均迎来回调。中债 10 年期利率债在 2.7%至 2.8%一带窄幅波动，国债期货净持仓显示本月上旬中旬各属性机构空头共识较大，下旬以来私募机构开始尝试做多。3 年期 AA 级企业债信用利差微幅压缩。

商品方面，贵金属表现亮眼，能化有色迎来回调，黑色表现偏强。

图 4：全球股指均迎来回调

权益市场	A股	上证综合指数	-4.77%
		深证成指	-6.19%
		创业板指数	-6.14%
	港股	恒生指数	-4.59%
	海外	东京日经225指数	-2.50%
		道琼斯工业平均指数	-1.09%
		标准普尔500指数	-0.94%
		纳斯达克综合指数	-0.60%
		伦敦金融时报100指数	-2.87%
		巴黎CAC40指数	-3.38%
	法兰克福DAX指数	-3.34%	

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止 10 月 24 日）

图 5：贵金属表现抢眼，美债收益率大幅上行

商品	LME铜	-4.01%
	LME铝	-6.98%
	布伦特原油	-7.60%
	comex黄金	6.43%
	comex白银	2.97%
	铁矿石	-0.88%
	生猪	-2.02%
另类资产	比特币	24.89%
固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	4.26
	美国10年期国债收益率变动 (bp)	24.00
	3年期AA企业债信用利差 (bp)	-7.39

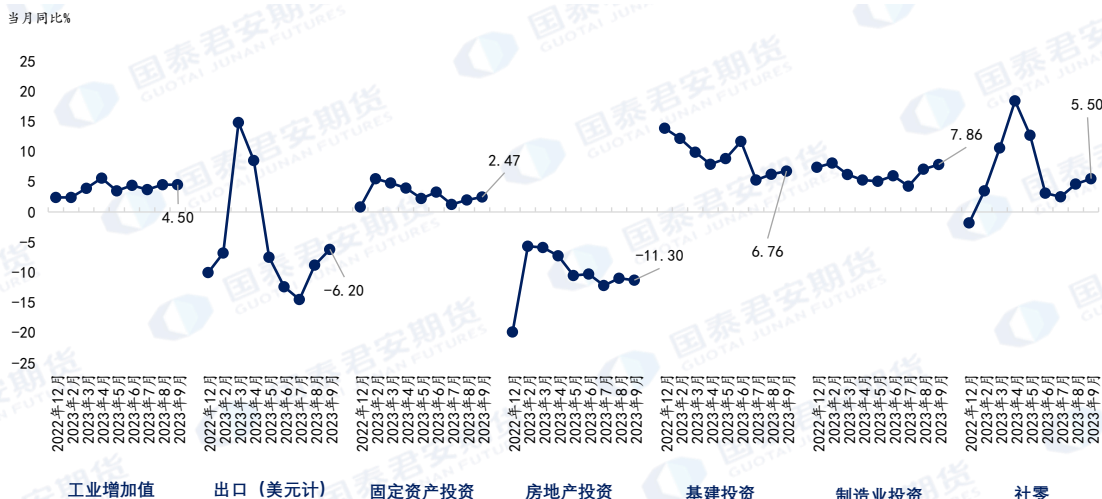
资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止 10 月 24 日）

2.2 国内宏观：三季度延续弱修复，全年实现增长目标无忧

三季度 GDP 增长 4.9%，前三季度增 5.2%。对四季度及全年增速而言，正常情况下，由于去年四季度基数较低，故全年完成年度 5%左右的 GDP 增速目标基本上已无悬念。从 9 月数据来看，整体上也继续呈现持续温和修复态势，其中消费表现在整体数据中更为亮眼，外需也在全球经济超预期的情况下改善；地产投资依然是最大拖累项，但数据也出现一定修复。不过，虽然宏观弱修复，但股市等资产价格，受房企债务违约担忧扰动，以及外部美债收益率高企拖累，而持续不振。

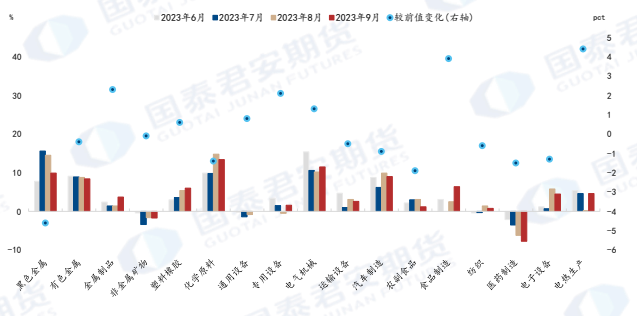
具体来看，工业增加值增速回升(9月+4.5%，8月+4.5%)，结构来看上游除了黑色金属外，均表现偏强，大宗商品价格回升支撑依然明显；中游通用、专用设备增速有所修复，或与出口回暖带动有关；下游食品、医药制造回落。投资方面持稳，其中基建增速较上月小幅回升至 6.76%，较前值+6.23%略有回升，9 月交通运输改善幅度较大。地产投资增速基本持平(9月-11.3%，8月-11%)，依然录得双位数负增长，但前端新开工-14.6%，今年 3 月以来跌幅首次收窄至-20%以内。销售小幅改善(面积-10.1%，金额-19.2%，分别改善 2.1 和 2.8 个百分点)，竣工依然高增(+25.3%)且较上月(+10.6%)增速回升。消费端社零增速(+5.5%)较上月(+4.6%)回升，自 6 月以来首次回升至 5%以上，而值得注意的是 5 月之前的几个月受去年低基数影响较大。整体上消费数据改善对市场影响偏积极。必需消费表现强劲，场景类恢复型消费如金银珠宝等增速开始回归常态增长，化妆品类甚至有所走弱。汽车链条、通讯等可选增速分化。地产链条消费继续负增。餐饮收入持续增长，依然处于较高位。整体上随着回归常态化时间推进，居民收入增速改善，消费最终出现改善。从 9 月数据来看，与 PMI 环比回升并回到 50 的荣枯线上方一致，经济仍呈现弱修复局面，但结构性来看特别是地产端仍有改善空间。近期中央财政开始发力，有望推进宽信用的进程，对四季度及明年宏观预期有明显改善作用。后期继续关注政策面在财政、地产端的稳增长政策。

图 1：9 月分项经济数据延续弱修复



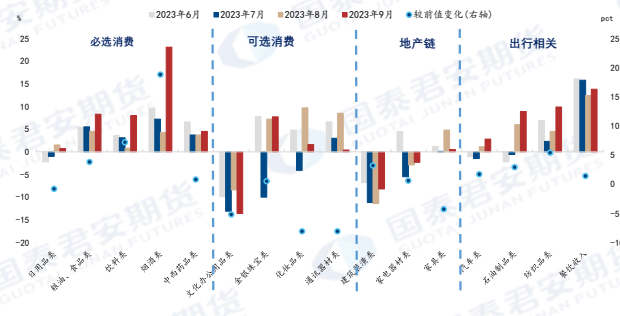
资料来源：国泰君安期货研究

图 6：生产端上游持稳，中游改善，下游略弱



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

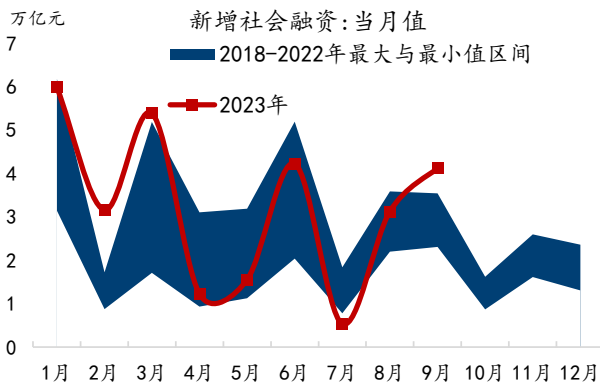
图 7：必需消费、出行相关增速改善明显



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

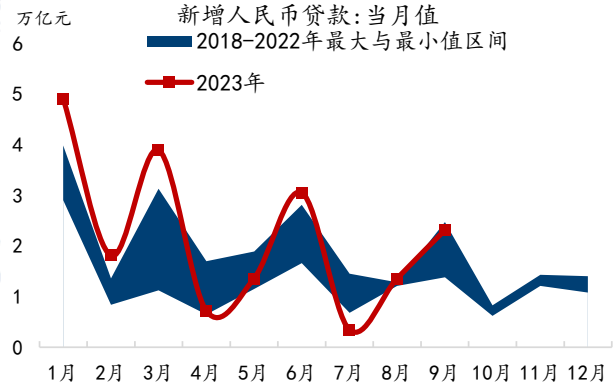
金融数据方面，9 月新增社融 4.12 万亿元，超出市场预期，同比多增 5638 亿元，延续 8 月以来边际回暖态势。存量方面，社融增速持平在 9.0%。政府融资对社融的支撑作用较强。9 月新增人民币信贷 2.31 万亿元，同比少增 1764 亿元，相比 8 月边际走弱（8 月同比多增 868 亿元）。但内部结构出行改善，居民中长贷表现较好，跃升至 3 月以来新高，成为信贷的重要拉动。或主要受益于存量房贷利率调整，居民提前还贷降温所致，而新房销售方面贡献有限。9 月信贷同比少增主要受企业贷款拖累影响。9 月企业部门新增贷款从 8 月的 9490 亿元回升至 1.683 万亿元，低于去年同期的 1.917 万亿元。这也与去年同期基数较高影响有关，环比看则出现改善。

图 8：新增社融改善



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 9：居民和企业中长贷对贷款贡献分化



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.3 海外宏观：美国经济延续韧性，地缘政治短期扰动

11 月海外宏观延续美国经济具有韧性、非美经济体相对疲弱宏观环境。同时，巴以冲突爆发所带来的地缘政治风险也成为市场关注的焦点。整体而言，10 月份释出的三季度美国经济数据表现仍旧强劲，期限溢价因子继续推升美债收益率处在高位，但美联储多位官员对货币政策态度谨慎，认为在已经较高的市场利率环境下，继续提升政策利率的必要性降低，当前货币政策或应维持谨慎。欧元区经济数据疲弱，意大利财政问题扰动市场使得意德利差走阔。巴以冲突地缘政治进展牵动原油价格波动，使得短期通胀预期更为复杂化。

具体看，三季度美国实际 GDP 季环比录 4.9%，超出预期 4.5%，远超前值 2.1%，其中服务消费、库存和耐用品消费季度增长为主要贡献。10 月公布的 9 月非农数据变动录 33.6 万人，大超预期和前置，但平均小时工资同比增速较预期放缓。整体 CPI 同比和环比分别录 3.7% 和 0.4%，皆高于预期，核心 CPI 同比 4.1%，延续温和下行趋势。零售销售数据月环比录 0.7%，显著好于预期，在三季度连续三个月同比上行。Markit 制造业 PMI 自 5 月份以来再次站上枯荣线上，服务业 PMI 亦有所回升。耐用品订单环比和资本货物订单环比显著好预期，分别录 4.7% 和 0.6%。10 月份公布的数据悉数反映三季度美国经济整体强劲，受服务消费强劲、库存扩张推动显著，同时商品消费和私人投资项亦维持韧性，在此环境下，期限溢价因子推升美债收益率尤其是长端美债收益率走高，美债与 G7 国家国债利差持续走阔驱动美元走强，美债收益率和美元皆对全球市场行程估值压力。

3. 11 月宏观展望

当前新的政策风向下，整体大类资产有望走出预期改善、具体政策接力传导至基本面改善的路径。我们在中期策略会定下的“行则将至、玉汝于成”的基调或终将实现。越来越多的线索指向年底中美经济体的需求共振，因此在当下风险资产的价格中枢将确立上移。

四季度，受去年低基数支撑，叠加一系列稳增长政策效应的释放，全年经济目标“5%左右”有望平稳实现。8 月以来，政策面不断释放积极信号，从地产、货币政策、资本市场、地方政府化债，再到最近中央政府加杠杆，宽货币到宽信用传导之路渐通畅。特别是近期的万亿特别国债，直接使得市场不仅对今年的宏观预期，更是对明年的经济走势有了向好的修复，且更重要的意义在于对后期稳增长的方式路径更为清晰。毕竟从加杠杆主体角度去看，居民、企业和政府三个主体中，唯有中央政府加杠杆能力和空间最大。

当然，目前宏观有修复但力度依然较弱，与过去托底之下的强复苏有较大区别，这也直接导致诸如股市等风险资产，在受到经济因子之外的偏空扰动下，依旧显得偏弱。后期，经济的修复动能依然在于消费的内生修复情况，外需的变化，国内基建托底的力度，最后，更重要的弹性依然需要关注地产端的变化。目前来看，主要依靠内生性动能修复而不是诸如地产投资端强力回升的情况下，预计后期延续温和企稳态势为主，并向中期增长中枢靠拢。

11 月份海外宏观环境可能面临两个变量：

一是四季度美国经济动能可能较三季度环比有所走弱。我们认为，首先三季度美国经济数据核心推动项服务消费，存在一定季节性因素和重要文娱活动的提振，进入四季度或有所缓和。其次，高息环境对经济各部门的压力仍旧逐步传导，私人消费部分，目前从消费信贷、工资增速等前瞻性指标看，超额储蓄回落、个人收入增长落后于个人收入增长以及信用卡逾期率上升指示消费动能前方有放缓压力；从企业端，美联储信贷调查显示企业获取信贷成本仍在边际恶化，信用利差指标有所走阔显示高息对信用扩张承压。从核心数据上看，我们关注 11 月份劳动力市场、零售销售数据等数据的边际变化（预期值已经环比调低）是否支持经济动能环比走弱的逻辑推论。除经济数据之外，我们高度关注美国三季度财报季表现，若美股财报持续高比例好预期，营业收入、利润率等指标周期维持韧性，则将延续正式美国经济整体韧性，但若美股营业收入回落、利润率增速仍在周期性探底，将会证实美国经济环比走弱的趋势，或使得美债收益率周期性寻得顶部。

二是地缘政治因素和央行货币政策变化对大类资产的影响。地缘政治方面，巴以冲突是边际缓和亦或是有所升级，将直接驱动原油价格大幅波动，并传导至短期通胀预期并影响美债收益率和美元表现。由于释放人质方面取得了进展，美国敦促以色列政府推迟行动，并将援助物资运入加沙地带。10 月 24 日，以色列国防军参谋长承认目前出于“战略考虑”而推迟了对加沙地带的地面进攻。由于中东冲突没有直接导致原油供应的中断，原油的战争风险溢价已回吐大半。目前证据看，地缘政治风险稍有缓解，原油价格回落减缓潜在的滞涨风险忧虑、前期受打压的风险偏好有所回升，支持海外风险资产短期企稳反弹。央行货币政策方面，10 月 31 日，日本央行 7 年来首次宣布放弃维持硬性收益率上限，但超宽松政策总体没有变化；11 月 2 日将会相继迎来美联储和英央行议息会议，或确定海外重要央行升息周期结束。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货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，本报告清晰准确地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。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。