



研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

回顾 10 月, 经济数据层面继续呈现出环比意义上的改善, 宏观政策层面财政打开了扩张的大门, 但是货币维持稳健中性的特征, 海外市场层面在巴以冲突继续升级的状态下, 主要经济体维持货币政策不变但日本央行放松了对十债的约束。展望 11 月, 战备情况下的经济预计仍将呈现“弱改善”特征, 关注名义价格的继续改善。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期: 地缘冲突的演进决定了周期转变的节奏。10 月财政赤字空间的打开意味着国家资产负债表进入到扩张的状态, 人民币资产将迎来重估的空间。一方面, 经历了近两年的调整, 无论从价格层面还是数量层面都显示流动性周期进入到了转折的区间。另一方面, 从驱动信号来看, 宏观政策从降低收缩预期到主动扩张, 宏观周期进入到了右侧的转折点。不确定在于外部的压力强弱对于周期走出底部的节奏干扰。

价格周期: 名义价格周期的改善仍需要时间。截止三季度第一产业和第二产业的平减指数依然保持负增长, 意味着实体生产部门的信心依然处在疲弱的区间, 尤其是第一产业的用电量增速在三季度快速回落。11 月美联储再次“暂停”加息至少阶段性确认了利率周期的顶部, 为国内流动性的扩张降低了约束, 或将驱动名义价格周期的改善。

政策周期: 加息暂停的窗口期, 关注货币政策的增量。11 月最大的政策变量依然是中美在 APEC 上的会晤, 下半年以来中美经济金融工作小组的建立以及双方增加的互访为边境上的改善提供努力。但地缘风险的不确定性一定意义上为这种改善带来压力。在美联储暂停加息的窗口期, 关注国内货币政策在地缘风险下的扩张空间。

■ 策略

宏观策略短期关注风险资产的反弹, 尤其是地缘风险下商品资产的机会

■ 风险

地缘风险快速降温, 流动性快速收紧

目录

核心观点	1
宏观预期将改善，差异仅在节奏	3
调升赤字改善预期	3
关注赤字扩张节奏	4
涨价的经济学含义在于预期改善	5
加息暂停窗口，关注货币的增量	6

图表

图 1：2008 年以来政府财政赤字目标和人民币资产 单位：%/左轴，指数点/右轴	3
图 2：全球信用增速有放缓风险 单位：%，指数	4
图 3：全球政策不确定性待变化 单位：指数点	4
图 4：企业实际利率和杠杆率增速 单位：%	5
图 5：居民收入和杠杆率 单位：指数点，%	5
图 6：市场隐含的政策利率 单位：%	6
图 7：价格先于数量企稳 单位：%	6

宏观预期将改善，差异仅在节奏

中国赤字空间打开，宏观情绪将改善。10月在非常规的议事日历上，中国调高了财政预算赤字率——从3.0%提高到了3.8%。这一方面反映了实体经济信心不足对于经济下行的压力到了不得不出手扭转的阶段，另一方面随着外部流动性收缩节奏的阶段性缓和，也为国内政策对冲提供了空间。

调升赤字改善预期

10月财政赤字空间的打开意味着国家资产负债表进入到扩张的状态，人民币资产将迎来重估的空间。在经历了近两年的调整之后，当前无论从价格层面¹（二、三季度GDP平减指数转负，但PPI跌幅继续收窄，非食品CPI涨幅逐渐扩大）还是数量层面²（盈利增速改善，库存增速回升）都显示流动性周期进入到了将要转折的区间。另一方面，从驱动信号来看，宏观政策从降低收缩预期到主动扩张，宏观周期进入到了右侧的转折点。

图 1：2008 年以来政府财政赤字目标和人民币资产 | 单位：%/左轴，指数点/右轴



数据来源：Wind 华泰期货研究院

¹ 三季度为-0.84%，略高于二季度的-0.92%；其中，9月PPI同比下跌2.5%，较8月上升0.5个百分点，环比上涨0.4%，较8月上升0.2个百分点。

² 三季度GDP同比4.9%，高于市场预期的4.5%；其中，9月工业利润累计同比跌幅收窄至-9.0%，9月当月同比增速从前一月的17.2%降至11.9%，增速有所放缓。从上市公司角度来看，截至10月31日已公布财报的5280家上市公司发布三季度报告显示80%处于盈利状态。

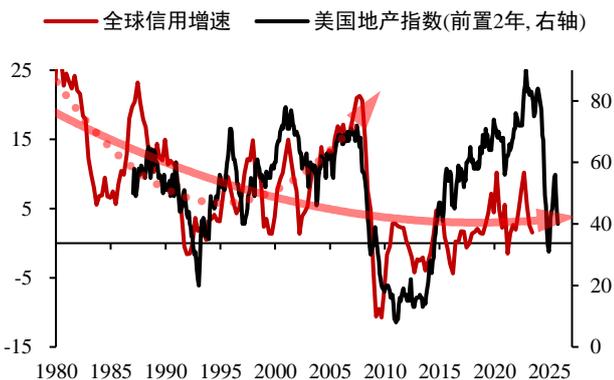
关注赤字扩张节奏

不确定在于外部的压力强弱对于周期走出底部的节奏干扰，外部收缩的压力和地缘冲突的演进决定了周期转变的节奏。

随美联储加息节奏的进一步放缓而来的是，经济的金融压力和紧缩预期将成为持续的观察变量。美股市场对于美国经济的定价开始呈现出定价模式的转变，从美联储持续加息驱动利率走高，定价乐观；逐渐转向美联储加息边际趋缓甚至预期“停止加息”，定价悲观——市场对于经济数据的定价发生切换，经济数据的乐观带来美联储继续加息概率上升的同时，市场对于高利率的负面影响担忧增加；而经济数据的悲观反而驱动对美联储加息节奏放缓甚至降息的预期，改善市场的金融条件。我们预计市场的定价呈现出美联储加息进入阶段性尾声，市场对于经济下行的敏感度上升，需要关注全球薄弱的经济区域，可能驱动总需求的“塌陷”风险³。从这个意义上，中国财政赤字率的上调是对全球总需求出现下行风险的提前应对。

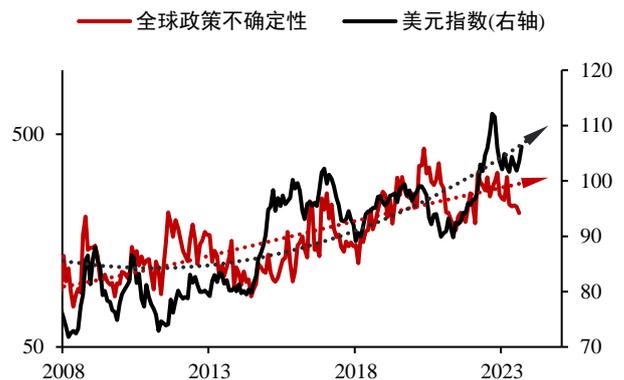
地缘风险的演进也将带来总需求的阶段性扰动。10月以来巴以冲突迅速升级，截止11月初已造成超过1万人死亡。伊朗外交部10月18日发布声明称，伊朗外长呼吁伊斯兰国家“立即全面抵制以色列”，驱逐以方大使并对以色列实施石油禁运。而在11月3日，美国众议院以342比69的票数通过了一项法案，旨在促进对伊朗石油贸易的实体实施惩罚。关注随着中东不确定性风险的扩大，在美元阶段性走弱背景下驱动能源价格相关的成本快速上行的“涨价”风险，削弱实际需求的改善进程。

图 2：全球信用增速有放缓风险 | 单位：%，指数



数据来源：BIS Wind 华泰期货研究院

图 3：全球政策不确定性待变化 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

³ 今年三季度 GDP 增速，欧元区 and 德国均环比回落 0.1%；但是美国三季度环比年化达到 4.9%，远超市场预期，数据的分化也验证了随着美联储加息“见顶”，市场的悲观定价可能真正的方向是非美地区。

涨价的经济学含义在于预期改善

名义经济的扩张改善实体部门预期。经济周期的扩张可以拆解分成两个部分：经济增长中枢的上移和名义价格的扩张。从微观市场结构来看，假定潜在经济增长中枢短期平稳的状况下，名义价格的回升释放了名义经济增长扩张的信号，驱动市场信心的回升。11月初从低端到高端消费品的涨价提供了经济这样的线索——1) 11月1日茅台深夜发布公告，公司核心产品飞天、五星出厂价格上调20%；2) 11月2日康师傅涨价：因原材料、用工成本上涨等原因，全国零售价将统一调整。

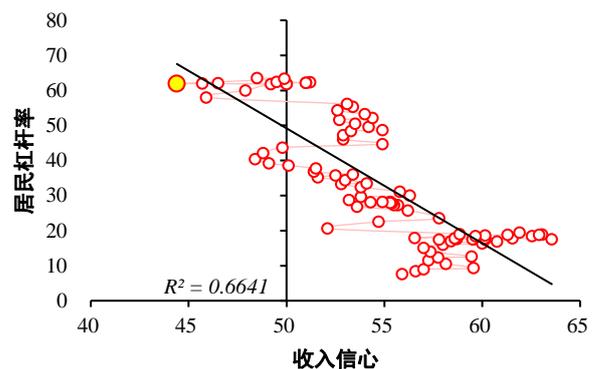
让商品住房回归商品属性，“二次房改”改善实体预期。8月末的国常会通过了《关于规划建设保障性住房的指导意见》⁴，指出推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。近期根据观察者网的报道⁵，该意见文件近期已传达到各城市人民政府、各部委直属机构。“14号文”明确了两大目标，一是加大保障性住房建设和供给，“让工薪收入群体逐步实现居者有其屋，消除买不起商品住房的焦虑，放开手脚为美好生活奋斗”，这意味着保障性住房供给的增加（量）；二是推动建立房地产业转型发展新模式，让商品住房回归商品属性，满足改善性住房需求，促进稳地价、稳房价、稳预期，推动房地产业转型和高质量发展，这意味着商品住房价格的稳定（价），地产抵押品预期的稳定有利于国内金融条件的改善。

图 4：企业实际利率和杠杆率增速 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 5：居民收入和杠杆率 | 单位：指数点，%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

⁴ 参见：https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202308/content_6900133.htm

⁵ 参见：<https://www.eo.com.cn/2023/1026/610866.shtml>

加息暂停窗口，关注货币的增量

10月底中央金融工作会议打开了金融战备，从化解债务问题和防风险角度开启了金融强国之路。一方面，货币政策保持稳健；另一方面，财政政策的重要性上升。

美联储连续两次会议均未加息，强调金融环境收紧可能影响经济，为国内的货币政策提供了适宜的环境。11月2日美联储将利率的目标区间维持在5.25%-5.50%，是去年3月至今的本轮紧缩周期内首度连续两次会议并未加息⁶。会议声明新增了“金融”一词，称“对家庭和企业更为收紧的金融和信用环境可能对经济活动、招聘和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。”

政策的协调需要关注11月中美领导人会晤。11月最大的政策变量依然是中美在APEC上的会晤，下半年以来中美经济金融工作小组的建立以及双方增加的互访为边际上的改善提供努力。但地缘风险的不确定性一定意义上为这种改善带来压力。在美联储暂停加息的窗口期，关注国内货币政策在地缘风险下的扩张空间。

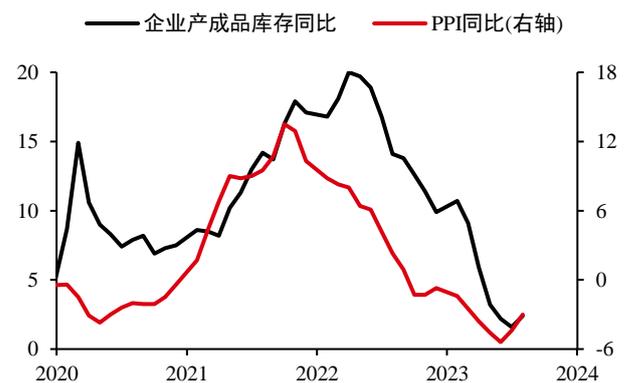
11月对于“底部”区间的国内经济而言，关注财政赤字调升后，货币政策对冲的落地。在周期预期逐渐改善的背景下，关注周期初期面临的流动性扰动。无论是持续的地缘压力对于资源品供给的压力，还是美联储加息暂停释放的全球金融压力可能阶段性上升的风险，对于复苏过程中的流动性环境带来挑战。

图 6：市场隐含的政策利率 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：价格先于数量企稳 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

⁶ 从负债端来看，美联储连续两次议息会议暂停加息释放了强化的加息周期阶段性见顶预期，利率上行预期减弱；从资产端来看，11月初从领先经济周期的采购经理人指数到滞后经济周期的非农就业报告均呈现出阶段性走弱的状态，叠加美国季度再融资报告释放低于预期的融资规模，为利率的阶段性调整提供了经济基础。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com