

类别
宏观市场月报

日期
2023年11月03日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongbin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)
021-60635568
wangtianle@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F03107564



美联储货币政策预期管理的转折

近期研究报告

《宏观专题-美联储货币政策预期管理的转折》2023. 10. 31

《宏观专题-美欧日经济三体异步对货币政策和金融市场的的影响》2023. 10. 8

《宏观专题-美国经济在软着陆之前需经历小型滞涨》2023. 8. 17

《宏观专题-美国扩张财政与紧缩货币的正反馈循环》2023. 7. 24

《宏观专题-站在紧缩十字路口的美联储该何去何从》2023. 6. 15

《贵金属专题-本轮黄金牛市的驱动力与运行特征》2023. 5. 22

观点摘要

- 疫后经济重新开放以及疫情阻碍因素消除之后，得益于被疫情抑制的国内外需求的逐步释放，2023年一季度中国经济超预期恢复；但二季度起国际地缘政治风险和中美博弈白热化、国内房地产市场疲弱和债务压力等中长期负面因素逐步浮现，中国经济增长动能开始减弱，尤其是民间部门支出意愿持续低迷。6月份起决策层陆续推出新一轮经济刺激措施，包括降息降准、刺激房地产投资消费、提振居民消费意愿和民企投资信心、改善市场投资环境、处置地方政府债务风险、加大财政刺激力度等。高频数据显示中国经济悲观情绪得到一定程度的缓和，经济增长动能有低位回升迹象；但中长期负面因素仍继续施加压力，意味着经济刺激措施对于稳增长仍有必要。
- 美联储货币政策预期管理出现转折把市场共识从“快紧缩”拉回“缓紧缩”但继续收紧货币政策，积极财政政策以及疫情冲击使得美国经济滚动式复苏，美联储政策利率以及市场融资利率因此必须 high for longer，美联储货币紧缩对全球市场的抑制减轻但方向不变；中国加大财政刺激力度有助于减轻市场悲观预期并支持私人部门和地方政府去杠杆，但在中美利差较大的情况下财政货币双刺激也会加大人民币汇率贬值压力和外资流出可能性，中国股市反弹力度因此受限。总体上看我们预计11月份中外股市短期反弹，债券和商品区间运行，建议股票、债券和黄金均衡配置而低配原油。

目录

一、2023 年迄今宏观市场回顾.....	- 4 -
二、宏观环境评述.....	- 4 -
2.1 中国经济增长动能初步企稳.....	- 4 -
2.2 美国经济增速显著回升.....	- 7 -
2.3 美联储预期管理出现转折.....	- 10 -
三、资产市场分析.....	- 13 -
四、中期资产配置.....	- 16 -

一、2023 年迄今宏观市场回顾

疫后经济重新开放以及疫情阻碍因素消除之后，得益于被疫情抑制的国内外需求的逐步释放，2023 年一季度中国经济超预期恢复；但二季度起国际地缘政治风险和中美博弈白热化、国内房地产市场疲弱和债务压力等中长期负面因素逐步浮现，中国经济增长动能开始减弱，尤其是民间部门支出意愿持续低迷。6 月份起决策层陆续推出新一轮经济刺激措施，包括降息降准、刺激房地产投资消费、提振居民消费意愿和民企投资信心、改善市场投资环境、处置地方政府债务风险、加大财政刺激力度等。高频数据显示中国经济悲观情绪得到一定程度的缓和，经济增长动能有低位回升迹象；但中长期负面因素仍继续施加压力，意味着经济刺激措施对于稳增长仍有必要。

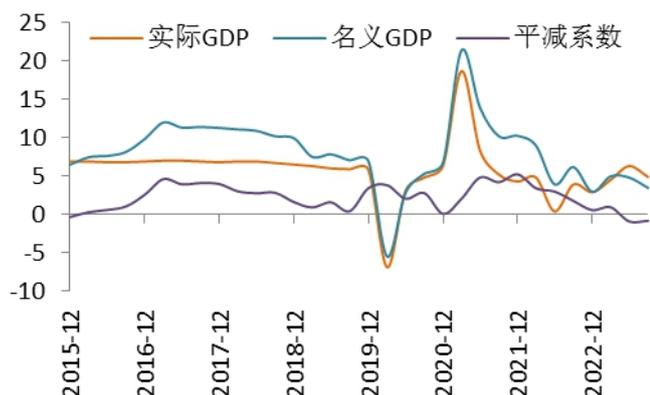
2022 年四季度至 2023 年三季度美国通胀压力在基数效应、跨境供应链恢复等因素影响下持续减轻，美联储加息步伐也持续放缓甚至一度释放出大量短期流动性，通胀压力的减轻以及货币金融条件的改善使得美国经济就业呈现出较强韧性，三季度美国实际 GDP 增速大幅回升。但经济就业韧性也使得美联储坚持政策利率 higher for longer，市场对美联储政策利率路径预期的修正加上其他结构性因素使得 9 月份至 10 月中旬美债长端利率飙升，美联储官员也因此纷纷表态管理市场预期，认为长端利率的大幅上升和金融条件的收紧使得美联储可能不需要继续加息。10 月 31 日至 11 月 1 日美联储召开年内第七次议息会议，会议如期继续暂停加息，但对于是否会继续加息未给出明确指引。

二、宏观环境评述

2.1 中国经济增长动能初步企稳

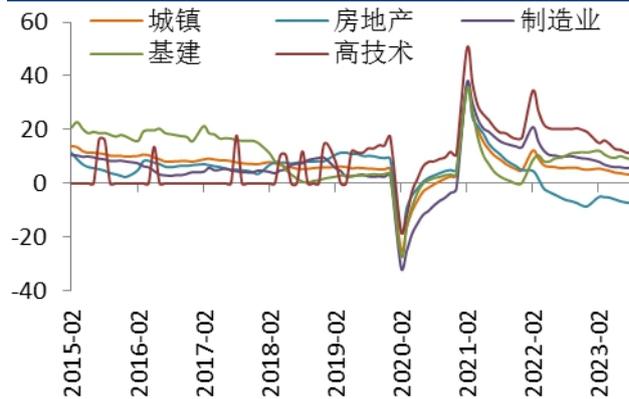
2023 年三季度中国实际 GDP 同比增长 4.9%，好于市场主流预期；环比增长 1.3%，也好于二季度的 0.5%，意味着中国经济增长动能有所改善。根据国家统计局的初步测算，四季度只要增长 4.4% 以上，就可以保障完成全年 5% 左右的预期目标。另一方面，三季度平减系数同比萎缩 0.84%，萎缩程度仅较二季度的 0.92% 小幅收窄，名义 GDP 同比增速连续两个月回落，这意味着经济通胀风险依然偏高，需要刺激性政策持续发力。根据统计局公告，消费是三季度 GDP 的主要拉动项，净出口则有所拖累；最终消费支出对经济增长贡献率提升至 94.8%，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率是 22.3%，拉动 GDP 增长 1.1 个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率是 -17.1%，向下拉动 GDP 0.8 个百分点。

图1：中国GDP增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国投资增速

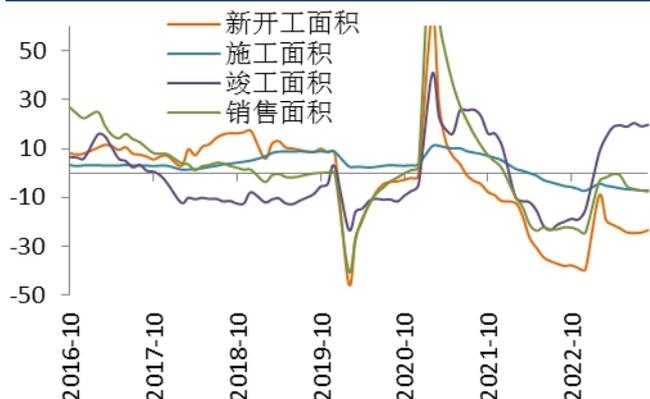


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

1-9月份中国城镇固定资产投资累积同比增长3.1%，增速较1-8月份回落0.1个百分点。其中制造业投资累积同比增长6.2%，为连续两个月回升，意味着2021年以来产能过剩导致的制造业投资低迷状况开始得到改善；基础设施建设投资累积同比增长8.64%，延续年初以来的震荡回落趋势，说明基建投资对稳增长的支持作用仍在但其力度因地方政府债务压力而减弱；房地产投资累积同比萎缩9.1%，萎缩程度较1-8月份扩大1.6个百分点，依然是整体投资的最大拖累来源。9月份经济恢复主要受到外需和消费的边际拉动。9月份社会零售销售同比增长5.5%，同比增速连续两个月回升；烟酒、饮料、粮油食品等必需品消费增速改善较大，此外文娱用品、服装鞋帽等也有一定改善。以美元计中国9月份出口额同比萎缩6.2%，萎缩程度较8月份收窄2.6个百分点；进口额同比萎缩6.2%，萎缩程度较8月份收窄1.1个百分点。

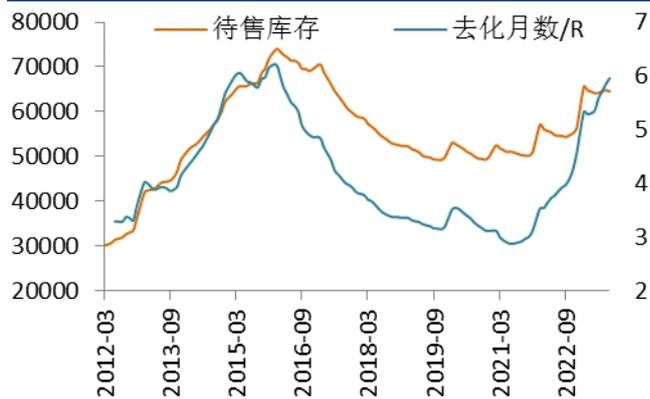
9月份中国国房景气指数录得93.44，为连续5个月回落，显示本轮房地产下行周期的探底进程尚未结束。从房地产开发销售来看，1-9月份房地产销售面积累积同比萎缩7.5%，萎缩程度较1-8月份扩大0.4个百分点；新开工面积累积同比萎缩23.4%，萎缩程度持平于1-8月份；施工面积累积同比萎缩7.1%，萎缩程度持平于1-8月份；竣工面积累积同比增长19.8%，同比增速较1-8月份加快0.6个百分点。9月底房地产待售面积为6.45亿平方米，以12个月滚动销售计算的去化月数为5.95，较8月底上升0.1个月，距离2016年2月底的最高值6.21相差不远。虽然近期房地产刺激政策频出，但就业形势严峻、收入前景不稳、房地产市场动荡以及债务压力偏高等因素使得居民购房意愿依然偏低，库存压力使得房地产开发商缺乏拿地意愿，房地产市场底部震荡可能还会持续一段时间。但9月份全国百城房价环比下跌城市仅有30个，为2021年10月份以来最低值，房价环比上涨城市数则有44个，显示房价下跌与购房刺激政策使得房价有止跌迹象，房价止跌可以通过房价与购房需求的正反馈效应刺激出更多购房需求。

图3：中国房地产建造销售



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

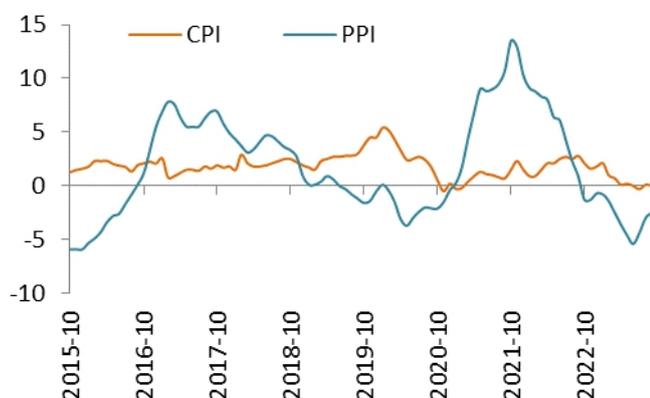
图4：中国房地产库存去化



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

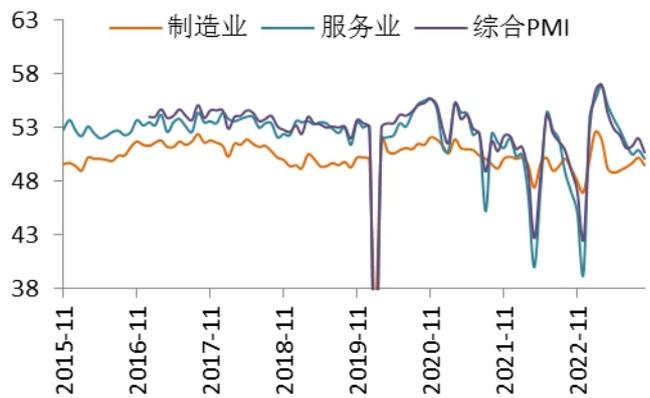
中国9月份CPI同比持平,PPI同比萎缩程度较8月份的3%进一步收窄到2.5%。从环比看9月份CPI上涨0.2%，涨幅比上月回落0.1个百分点；其中食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.2个百分点，影响CPI上涨约0.06个百分点；非食品价格上涨0.2%，涨幅与上月相同，影响CPI上涨约0.14个百分点。在9月份的CPI同比变动中，翘尾影响约为-0.2个百分点，今年价格变动的新的影响约为0.2个百分点；扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.8%，涨幅与上月相同。从环比看9月份PPI上涨0.4%，涨幅比上月扩大0.2个百分点；其中国际原油价格继续上行，带动国内石油和天然气开采业价格上涨4.1%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨3.1%；需求改善、供给偏紧，推动有色金属冶炼和压延加工业价格上涨1.2%，煤炭开采和洗选业价格上涨1.1%；黑色金属冶炼和压延加工业价格持平。在9月份2.5%的PPI同比降幅中，翘尾影响约为-0.2个百分点，今年价格变动的新的影响约为-2.3个百分点。总体上看中国物价萎缩压力最大时点可能已经过去，但债务压力与私人部门去杠杆带来的通缩压力并未完全消除。

图5：中国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2023年10月份中国制造业PMI录得49.5%，为6月份至9月份持续回升至扩

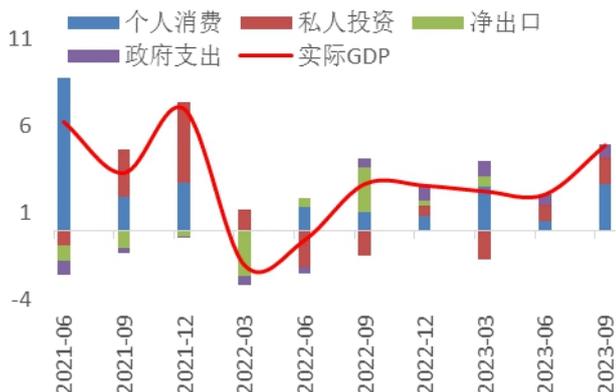
张区间之后，再次掉头回到萎缩区间；服务业 PMI 也环比回落 0.8 个百分点至 50.7%，综合 PMI 录得 50.7%，为年内最低值。10 月份制造业 PMI 回落有国庆假期错配和节前需求提前释放的因素，其特点包括：1、受 9 月份较高基数和 10 月份工作日减少等因素影响，本月生产指数为 50.9%，比上月下降 1.8 个百分点；2、新订单指数和新出口订单支出均环比回落，国内外需求后续偏弱；3、受近期部分大宗商品价格下降和市场需求回落等因素影响，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 52.6%和 47.7%，比上月下降 6.8 和 5.8 个百分点；4、制造业业务活动预期指数环比小幅上升 0.1 个百分点，继续处于年内较高水平区间，显示业界对后续经营前景继续看好。制造业 PMI 再度回落萎缩区间，服务业 PMI 下滑至年内最低点，说明近期经济企稳回升基础并不牢固，国内外阻碍经济复苏因素继续存在，需要加大经济政策刺激力度。

2.2 美国经济增速显著回升

2023 年美国的经济持续好于市场主流预期，市场关于美国经济由于美联储大幅加息抑制总需求以及美国银行业危机使得银行收紧信贷条件终将衰退的预期始终没有兑现，美联储也是不断上调经济增长预期。2023 年三季度美国实际 GDP 环比年率甚至达到 4.9%，为 2022 年以来最高季度增速，较上半年的 2.1%有显著回升。从分项看，个人消费拉动 2.7 个百分点，商品与服务消费拉动率均回到 2023 年一季度附近，背后是通胀压力下降与就业市场紧俏、居民收入稳健双驱动。私人投资拉动 1.5 个百分点，其中非住宅固定资产投资拉动率显著下降，住宅固定资产投资拉动率小幅下降，与高利率抑制制造业投资和高房价促进房地产投资相一致；库存投资拉动 1.3 个百分点，意味着美国可能进入加库存周期。净出口拖累 0.1 个百分点，政府支出拉动 0.8 个百分点，与前值相差不大。

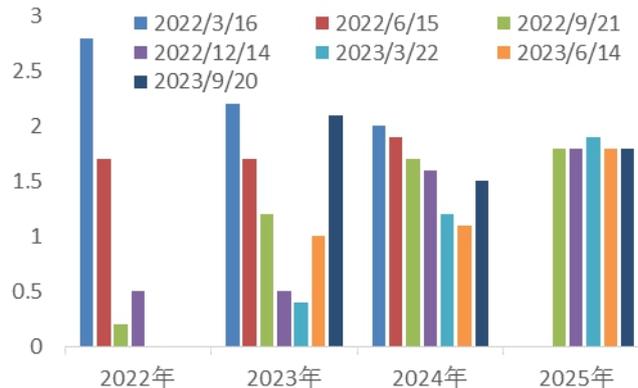
根据经济趋势研判，我们认为 2023 年四季度低库存与稳健消费推动美国制造业需求企稳回升、高利率和超额储蓄减少使得投资和服务需求小幅走弱。假定 2023 年四季度美国实际 GDP 环比年率中个人消费拉动 1.5 个百分点(其中商品消费与服务消费分别拉动 0.5 和 1 个百分点)，私人投资拉动 0.3 个百分点(其中固定资产投资拖累 0.5 个百分点，库存投资拉动 0.8 个百分点)，净出口与政府支出合计拉动 0.6 个百分点，则 2024 年四季度美国实际 GDP 环比年率为 2.4%，2023 年全年美国实际 GDP 增速可达到 2.9%，比美联储 9 月议息会议的预期高出 0.8 个百分点，高经济增速、稳固就业市场与巴以冲突带来潜在通胀压力，这几乎可以确保美联储在 2023 年底或者 2024 年初再次加息。

图7：美国GDP增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美联储对美国经济增长预期



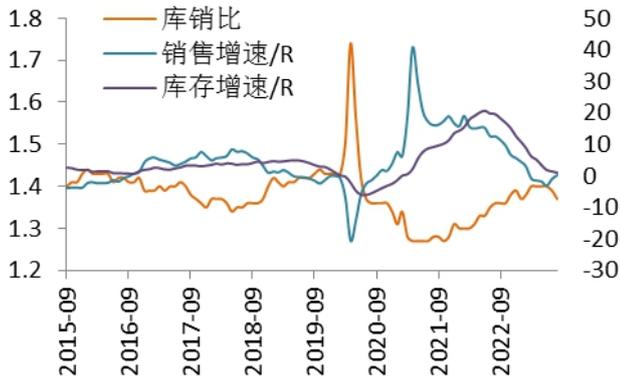
数据来源：Fed，建信期货研究发展部

美国经济韧性主要来源于美国政府财政刺激以及地缘政治格局变动所带来的机遇。2020年以来美国政府因应新冠疫情和中美博弈，推出了规模庞大的财政援助和财政补贴计划，一方面直接改善美国家庭部门资产负债状况，帮助居民部门积累起庞大的超额储蓄，从而增强家庭部门的消费意愿；另一方面提振私人部门的投资意愿，从而通过就业市场紧俏和薪资收入稳健进一步增强家庭部门的消费支出。美国企业部门在新冠疫情、中美博弈以及俄乌冲突等事件影响下加大制造业回流力度，推动美国进入朱格拉周期上升阶段，则在中期内提振美国经济增长动能。

另一方面，疫情冲击扰乱经济各部门正常周期，使得美国经济出现滚动式复苏特征。制造业部门疫情期间供不应求且供应波动性大，产业链各环节大幅增加备货以应对，因此制造业部门较早进入去库存阶段；随着过高库存逐步消耗，美国现在基本上启动新一轮库存周期。而防范新冠疫情所必须的社交隔离措施意味着疫情期间服务业供需被抑制，这些被抑制的服务业供需在疫情结束后的重新开放阶段得到释放，也引起通货膨胀和央行收紧货币政策，目前美国服务业部门还处于下行阶段。因此制造业与服务业的此消彼长，就使得美国经济展现出高利率下的韧性，但这种韧性需要美国政府持续的财政刺激。

往前看我们认为高利率通过加大股票市场波动性以及抑制房地产价格上涨来削弱居民部门的财富效应，而居民部门疫情期间所积累起来的超额储蓄也消耗愈半，加上就业市场正常化以及薪资增速放缓，这些因素将会使得居民部门消费支出增速有所下降；高利率抑制企业投资意愿和居民购房热情，债务上限协议限制政府支出额度，因此私人固定资产投资和政府支出力度也会减弱，因此总体上看美国经济增长动能放缓是合理预期。但制造业部门企稳回升以及新一轮库存周期的开启，为美国经济带来新的增长点，大体上可以防止美国经济增速显著回落。

图9：美国制造业库存



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国ISM PMI

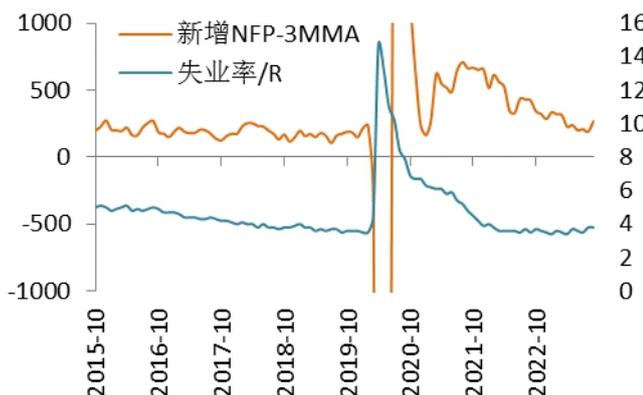


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

由于美国制造业销售提速而库存继续去化，8月份库存销售比下滑至1.37，为2022年10月份以来的最低值；对比上一轮库存周期的情况，我们认为美国制造业有望开启新一轮库存周期。2023年7月份至9月份，美国ISM制造业PMI连续三个月回升，初步证实这一结论；2023年10月份美国Markit制造业PMI环比上升0.2个百分点至50%，但ISM制造业PMI大幅回落到46.7%，两者走势的巨大差异一方面是编撰方法的问题，另一方面可能反映了10月份美国汽车、医疗等多个行业工人罢工对生产销售的短期扰动。由于10月底汽车行业工人罢工已经结束，我们将观察美国11月份制造业PMI是否再次回升。

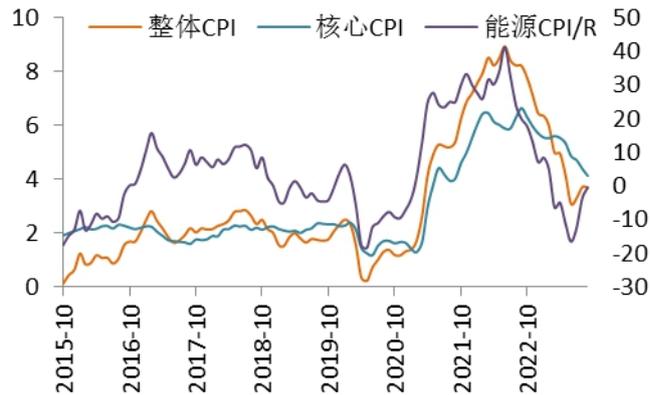
2023年9月份美国新增非农就业33.6万，前两个月数据也合计向上修正8.9万。分行业考察近三个月新增就业移动平均值，建造建筑业新增就业2.8万，物流销售业新增就业1.4万，两者均处于2023年4月份以来的高水平区间，显示制造建筑业企稳回升的可能性；金融信息业就业减少0.8万，显示利率敏感性行业在美联储持续紧缩的压力下经营依然较为困难；核心服务业就业意外增加，显示高利率环境下美国的经济韧性；休闲酒店业就业增加2.3万，延续自7月份以来的回升趋势。总体上看美国劳动力市场吸纳能力依然强劲，10月份新增非农就业应当在20万以上，但要提防汽车、医疗等行业罢工对劳动力市场的短期扰动。9月份美国失业率录得3.8%，持平于8月份，处于2022年3月份以来的高水平区间，且有向上突破的趋势。就业参与率环比小幅下降至62.8%；9月份雇员薪资增速同比增长4.15%环比增长0.21%，均较8月份有所回落。劳动力市场整体供需方面，9月份职位空缺数为955.3万，略高于8月份的949.7万；劳动力供需缺口为319.4万，高于8月份但仍低于6月份。总体上看美国劳动力市场逐步正常化但仍呈现结构性紧俏特征，近期此起彼伏的罢工事件说明薪资-物价螺旋式上升风险并未消除。

图11：美国非农就业与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国CPI增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美国9月份整体CPI同比增长3.7%，持平于8月份增速但高于市场主流预期的3.6%；核心CPI同比增长4.1%，低于8月份的4.3%且符合市场主流预期。9月份CPI高于市场主流预期的原因包括：1、2023年上半年房地产价格二次上涨导致等价租金有较强上涨动能，2020年以来美国房地产价格累计上涨40%而同期内房租上涨不到20%，9月份住房CPI环比上涨0.6%，为2023年2月份以来的最高水平；2、国际油价上涨从成本端全面推高商品服务价格，9月燃油(+8.5%)和汽油(+2.1%)环比均明显上升，天然气服务(-1.9%)虽有所下跌，但电力价格(+1.3%)上涨仍带动能源服务价格环比上涨0.6%；3、高房价与高通胀环境使得服务通胀有较强韧性，生活成本大幅提升以及劳动力市场继续偏紧使得劳动者在薪资谈判方面具有较高话语权，9月份以来大批汽车工会工人和医护行业工作者宣布罢工以争取更高的薪资增长，物价与薪资螺旋式上涨的风险并未消除反而进一步显现。9月份纽约联储调查显示，美国1年期和3年期通胀预期均有小幅回升。

2.3 美联储预期管理出现转折

2023年9月份以来美国长期国债利率快速上升，美联储官员在本轮紧缩周期首次集体发表鸽派言论，认为长期国债利率的快速上升可起到替代加息的效果，10月19日美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部的讲话将这一逻辑完整表达。这也标志着美联储货币政策预期管理的转折点，因为之前美联储整体上都是认为需要继续加息才能控制通胀，即使在2023年3月份美国银行业危机爆发以及6月份宣布暂停加息的时候。2023年下半年以来美联储紧缩步伐由“快紧缩”切换至“缓紧缩”，但9月份到10月中旬美国长期国债利率的大幅上行，客观上起到了“快紧缩”才能达到的效果，因此美联储官员纷纷表态以管理市场预期；这并不代表着美联储官员认为紧缩周期已经结束，而是将市场预期从“快紧缩”拉回到“缓

紧缩”。

从 2021 年 11 月至今，美联储本轮紧缩周期紧缩步伐先快后慢。在加息方面，2022 年 3 月份美联储加息 25BP，2022 年 5 月份加息幅度提升到 50BP，2022 年 7 月份加息幅度再次提升到 75BP，这也是 1982 年以来美联储的最快单次加息幅度，而且美联储在 2022 年 9 月份和 11 月份均加息 75BP。随后美联储逐步放缓加息步伐，2022 年 12 月份加息 50BP，2023 年 2 月份、3 月份和 5 月份分别加息 25BP，至此美联储在累计 15 个月的十次议息会议上连续加息 500BP，加息速度堪比受第四次中东战争影响的 1972 年至 1974 年暴力加息阶段。2023 年 6 月份美联储决定暂停加息，这也是 2022 年 3 月份以来美联储在常规议息会议中首次没有政策利率行动，也宣布了美联储本轮紧缩周期紧缩步伐从“快紧缩”切换至“缓紧缩”。

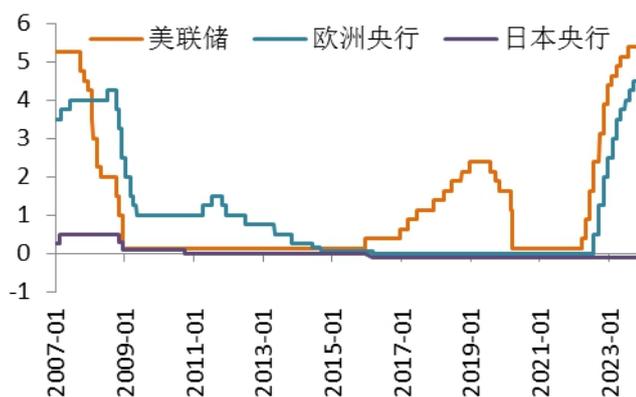
美联储紧缩步伐切换的背景是美国经济增长动能有所减弱但韧性犹存，通胀增速有所放缓但潜在通胀压力不低，美联储要继续维持甚至加大紧缩力度才能通过抑制总需求方式控制通货膨胀；特别是 2023 年 3 月份美国银行业危机爆发时美联储释放出 3000 亿美元短期流动性，美国财政部因财政上限问题缩减发债力度，长期美债利率因此持续偏弱回落；再加上欧洲央行加快紧缩步伐与中国疫后经济复苏预期打压美元汇率，共同使得 2023 年上半年美国金融条件异常走低，因此美联储紧缩抑制经济动能的传递途径并不顺畅。但在政策利率已经进入限制性区间以及经济增长动能有所放缓的情况下，美联储继续快速紧缩或会增大美国经济衰退的可能性，这也是美联储想要尽量避免出现的情形。

但此时美国核心通胀率依然偏高（6 月议息会议前公布的 5 月份核心通胀同比增长 5.3%，仅比 2022 年最高点回落 1.2 个百分点），就业市场紧张形势不改（5 月份失业率 3.4% 为三十年来超低水平，4 月份劳动力供需缺口 466.3 万），加上 2023 年上半年美国金融条件异常走低，美国股市和房地产价格显著上升，意味着美国薪资-物价螺旋式上升的风险并未显著消除；此时若美联储此时明确表达加息进程已经结束，那么美元汇率与美债利率显著回落、大宗商品价格强势反弹、美国通胀增速企稳回升以及美联储控制通胀努力功亏一篑都是大概率事件，这将对美联储信誉造成严重影响。

因此虽然此时美联储紧缩步伐已经从“快紧缩”切换至“缓紧缩”，但美联储在预期管理上依然要维持鹰派立场，以免金融市场的乐观情绪进一步推低美国金融条件。这体现在三个方面：1、美联储在 6 月会议上宣布暂停加息的同时，也反复强调暂停加息不等于加息周期终止、美联储将继续保持限制性立场以控制通货膨胀；2、全面上调政策利率路径预期，2023 年底联邦基金利率目标区间预期从

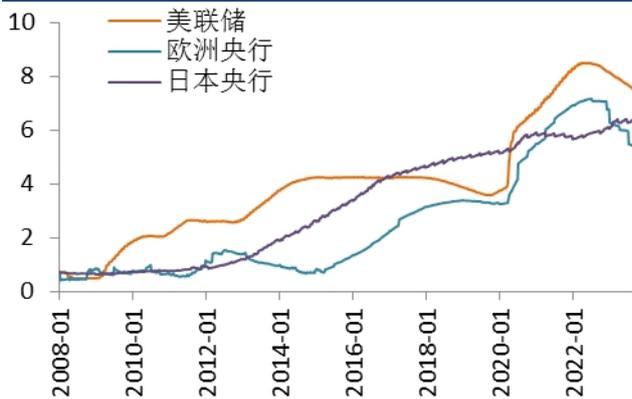
[5.5, 5.25%]上调至[5.5%, 5.75%], 2024 年底和 2025 年底目标区间则分别上调至 [4.5%, 4.75%]和 [3.25%, 3.5%]; 3、美联储主席鲍威尔在新闻发布会上称几乎所有政策制定者都认为今年进一步加息是合适的, 虽然加息步伐要更加适度。此后美联储在 7 月议息会议进一步加息, 在 9 月议息会议暂停加息但全面上调经济增长和政策利率路径预期, 都是鹰派预期管理的体现。

图13: 美欧日央行政策利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图14: 美欧日央行QE账户规模



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

9月20日美联储议息会议全面上调美国经济增长和政策利率路径预期, 这意味着美联储认为年内加息仍有可能并且 2024 年降息空间会非常小; 加上此后公布的系列经济数据显示美国经济增长动能异常强劲, 对于美联储政策利率 higher for longer 的担忧逐步主导市场交易者行为。再叠加美国财政部加快发债补充一般账户 (TGA) 余额、美联储加快收缩资产负债表以及日本央行边际收紧货币政策等结构性因素, 就推动美债长期利率在 9 月份至 10 月中旬出现一波凌厉的上行走势。9 月份至 10 月 19 日美债 2 年期和 10 年期利率分别上升 29BP 和 89BP, 2/10 年期利率期限利差倒挂程度从 76BP 收窄到 16BP。

短期内飙升的长债利率显然会推高美国金融条件并施加美国经济衰退压力, 这与美联储紧缩步伐从由“快紧缩”切换至“缓紧缩”是不适配的, 因此 10 月中旬美联储官员纷纷出来讲话进行预期管理。10 月 9 日达拉斯联储总裁洛根称, 投资者要求更高的回报来持有长期美债, 这可以降低美联储进一步提高政策利率的必要性; 同日美联储副主席杰斐逊表示, 联储在决定是否进一步提高其指标政策利率时应该谨慎行事, 近期美国长期债券收益率的上升是导致美联储在处于敏感关头的因素之一; 10 月 10 日明尼亚波利斯联储总裁卡什卡利表示, 近期较长期公债收益率上升有可能意味着美联储不需要进一步大幅加息。10 月 19 日美联储主席鲍威尔认为近期长债收益率上升以及金融市场波动性上升导致金融状况显著收紧, 可能会对货币政策的路径产生影响。11 月 1 日美联储议息会议继续

暂停加息，美联储对当前经济活动更为乐观，也对9月份以来美债长端利率飙升对经济活动的抑制表示担忧。

美联储货币政策预期管理的转折并不意味着美联储本轮加息周期一定就此结束，实际上强劲的美国经济增长势头几乎可以确保还有一次加息机会；但在金融和信贷条件双重收紧而且存在外部地缘政治和财政不确定性的情况下，货币政策做得过多和做得过少的风险基本平衡，因此美联储也不欲货币政策过快收紧，以免引发不可控制的衰退风险。美联储可能会通过这样的预期管理，引导美债收益率在较高水平维持一段时间，直到经济增长动能和潜在通胀压力显著回落，这样美元汇率会得到利差因素的支撑，但美股和商品价格的下行风险大于上行风险。目前市场对美联储12月13日议息会议再度加息的概率预期为19.6%，并预期美联储将从2024年6月份实现年内三次降息。

其他方面，10月份以来协助地方政府降低隐性债务压力的特殊再融资债券陆续发行，年内发行总额可能达到1.5-2万亿元。10月24日人大常委会表决通过了批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，决议明确中央财政将在2023年四季度发行特别国债1万亿元，增发特别国债筹资全部通过转移支付安排给地方，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。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，预计财政赤字率由3%提高到3.8%左右。万亿特别国债的发行与中央政府加杠杆，说明政府稳增长的决心非常足，有利于改善经济增长前景与金融市场信心。但地方特殊再融资债券的发行与特别国债的发行对市场也带来短期流动性冲击，预计央行会投放流动性予以对冲。

中央金融工作会议10月30日至31日在北京举行，会议强调，金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要加快建设金融强国。会议指出，金融领域各种矛盾和问题相互交织、相互影响，经济金融风险隐患仍然较多，金融服务实体经济的质效不高，金融乱象和腐败问题屡禁不止，金融监管和治理能力薄弱。会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，及时处置中小金融机构风险。建立防范化解地方债务风险长效机制，优化中央和地方政府债务结构。完善房地产金融宏观审慎管理，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式；维护金融市场稳健运行，防范风险跨区域、跨市场、跨境传递共振。

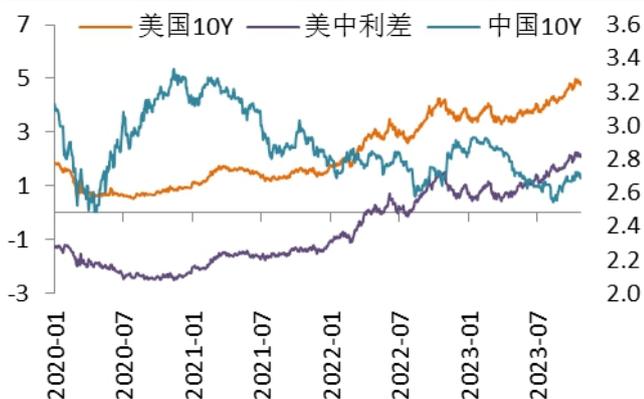
三、资产市场分析

2022年11月份至2023年4月上旬，通胀压力减轻吸引资金进入债市，美联

储紧缩引发美国经济衰退预期，银行业危机爆发后衰退预期达到高峰，美国 10 年期国债利率从 4.3% 回调到 3.3%；随后经济数据证实美国经济在扩张性财政政策的支持下极具韧性，美联储政策利率路径预期持续回升，美国财政部加快发债补充一般账户余额，美联储持续缩表进一步恶化长期国债供需，通胀压力下日本央行边际收紧货币政策减少海外需求，在经济基本面、货币流动性与市场供需结构多重利空因素影响下，10 月中旬美债 10 年期利率突破上行至 5.03%；随后美联储货币政策预期管理出现转折，美国部分经济数据短期走弱，10 月底美债 10 年期利率回落到 6.7% 附近。我们判断美国经济韧性及潜在通胀压力使得美联储再次加息成为必须，美联储预期管理转折是把市场从“快紧缩”拉回“缓紧缩”而不是结束紧缩，因此美债利率短期还将在较高水平区间运行一段时间，不排除有再次冲高可能，关注 5% 上方的 10 年期美债中期做多机会。

2022 年 9 月至 2023 年 8 月经济刺激措施以及疫后经济复苏预期将中国 10 年期国债收益率从 2.58% 推升至 2.93%，而国内外积压需求释放之后结构性负面因素引发的经济悲观预期推动国债收益率曲线整体下行，8 月中旬 10 年期国债利率回落到 2.54%，低于 2022 年最低点但略高于 2020 年最低点 2.49%；但中国经济增长动能在 6 月份开始陆续推出的新一轮经济刺激措施支持下有企稳回升迹象，加上特殊再融资债券发行和人民币汇率市场维稳使得流动性趋近，10 月下旬 10 年期国债利率回升至 2.72% 附近；而流动性紧俏与财政力度加大使得市场认为央行降准可能性上升，加上美债利率冲高回落，10 月底 10 年期国债利率重新回落到 2.69% 附近。我们认为中国经济疫后复苏最强劲时点已经过去，但中美博弈背景下决策层也会推出各种措施以维持经济增速在合理水平，预计下半年中国 10 年期国债利率核心波动中枢为 2.6-2.75%，关注经济刺激政策以及经济复苏力度。

图15：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2022 年 9 月下旬至 2023 年 7 月中旬，美欧通胀压力差异使得欧洲央行在紧

缩道路上快速追赶美联储，美欧利差收窄以及海外避险需求减弱，使得美元指数持续调整并最终跌破 100 关口；但经济数据显示美国经济在央行紧缩货币政策压力下的韧性好于欧元区，同时日本央行货币政策调整落后于市场预期，因此 7 月下旬以来美元指数持续回升到 107 附近；9 月份至 10 月中旬美债长端利率飙升使得美联储货币政策预期管理出现转折，美元指数上行动能减弱而转为 105-107 之间区间震荡。我们判断美欧经济基本面差异继续利多美元汇率，美元指数短期内继续高位运行但中期利空因素正在累积。虽然中国经济增长动能在系列刺激政策支持下已经有所企稳，但地缘政治风险引发的资金外流以及人民币贬值压力继续存在，中国央行需维持人民币汇率干预政策，预计短期内人民币兑美元汇率继续偏弱运行，但人民币汇率指数大概率企稳回升。

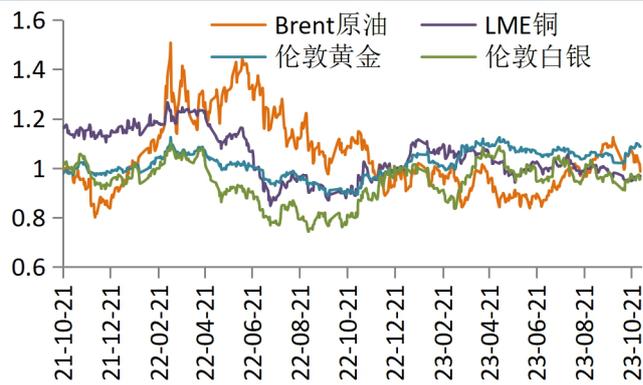
2023 年初至 2 月上旬中外股市在中国经济疫后复苏预期和美联储放缓紧缩预期影响下联袂反弹，2 月中旬至 3 月中旬受美欧银行业危机影响而偏弱调整；3 月下旬至 7 月份欧美股市在通胀压力缓解以及 AI 热潮兴起等因素影响下持续走强，陆港股市持续受到国内外中长期负面因素以及经济复苏动能减弱的抑制而走弱；8 月份至 10 月中旬欧美股市受美联储政策利率路径预期上移和美债利率显著上升影响而偏弱调整，中美利差扩大以及外资流出持续困扰陆港股市，10 月下旬中国加大财政刺激力度以及美联储预期管理转折使得中外股市出现反弹。我们判断欧美央行仍在紧缩进程当中而中国经济难有显著复苏动能，美联储预期管理出现转折但仍将继续紧缩，全球股市跌幅趋缓但反弹动能偏弱。

图17：中美欧股票指数(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：国际重点商品(2022年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

美联储放缓加息步伐、中国经济疫后复苏预期以及美元指数偏弱调整，在 2022 年四季度到 2023 年 1 月份一度支撑商品价格反弹；但在国内外积压需求释放之后，地缘政治风险和高债务压力下的中国经济重返弱复苏格局，2023 年 2 月份至 5 月份工业商品价格持续调整；6 月份至 9 月中旬供应限制、偏低库存以及

厄尔尼诺天气状况推动工农业商品反弹，与此同时贵金属在美联储降息预期减退的影响下陷入调整；9月中旬至今商品大盘陷入调整，过高的上游商品价格逐渐不为中下游企业所接受，继续推高动力不足；而美债利率暴涨暴跌与中东巴以冲突则推动贵金属价格探底回升。

四、中期资产配置

美联储货币政策预期管理出现转折把市场共识从“快紧缩”拉回“缓紧缩”但继续收紧货币政策，积极财政政策以及疫情冲击使得美国经济滚动式复苏，美联储政策利率以及市场融资利率因此必须 high for longer，美联储货币紧缩对全球市场的抑制减轻但方向不变；中国加大财政刺激力度有助于减轻市场悲观预期并支持私人部门和地方政府去杠杆，但在中美利差较大的情况下财政货币双刺激也会加大人民币汇率贬值压力和外资流出可能性，中国股市反弹力度因此受限。总体上看我们预计11月份中外股市短期反弹，债券和商品区间运行，建议股票、债券和黄金均衡配置而低配原油。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	标配	中国经济增长动能难以显著回升，利率债避险需求继续存在；
	信用债	低配	信用利差处于较低水平，经济复苏不平衡，留意特定行业信用风险；
股票	价值股	标配	经济增长动能呈现企稳回升迹象，价值股基本面改善；
	成长股	标配	财政货币双宽松，政策面呵护，成长股有反弹空间；
商品	原油	低配	OPEC与美国原油产量持续增加，巴以冲突对原油价格提振有限；
	黄金	标配	地缘政治风险与美联储预期管理转折利多黄金，但美元汇率和美债利率高位运行抑制金价上行动能；
主要风险因素			中国经济刺激，美联储紧缩步伐，中美地缘政治风险

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，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，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211
 电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室（电梯16层F单元）
 电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室
 电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
 电话：021-63097527 邮编：200082

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
 电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼

邮编：200120

邮箱：service@ccb.ccbfutures.com

全国客服电话：400-90-95533

网址：<http://www.ccbfutures.com>