

2023年11月20日

MLF超额平价续作，人民币汇率边际升值

——FICC&资产配置周观察(2023/11/13-2023/11/19)

证券分析师:

李沛 S0630520070001

lp@longone.com.cn

证券分析师:

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

相关研究

- 《从油价、商品规律与经济周期，展望资产方向——FICC&资产配置深度报告》
- 《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 《资产配置框架与行业比较复盘深度报告——资产联动下的周期规律》
- 《美债收益率曲线及中美债利差》
- 《存款利率下行，债牛或延续》
- 《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》
- 《贵金属或再迎配置窗口期》
- 《如何看待国内降息可能性》
- 《历轮降息前后债市如何演绎？》
- 《海外鹰派信号略有升温》
- 《人民币汇率有望于三季度企稳》
- 《如何看待美国地产景气度的反弹？》
- 《全球流动性拐点临近，股、商、汇共振回暖》
- 《央行释放稳外信号，30年国债期货创新高》
- 《日央行YCC政策微调，原油价格延续回暖》
- 《如何看待地产政策信号对债市影响？》
- 《信贷数据弱于季节性，债牛或未止》
- 《降息落地，如何看待人民币汇率波动？》
- 《美债收益率见顶了吗》
- 《如何看待外汇存款准备金率调降？》
- 《美元指数缘何再度上破105？》
- 《年内二次降准落地，沪金创历史新高》
- 《美债利率再度上行，与2022年10月有何异同？》
- 《“8·11”汇改以来人民币汇率周期复盘及展望》
- 《如何看待全球资产定价之锚——美债利率再新高？》
- 《复苏定价及供给扰动，债市或延续震荡》
- 《债市是否已处十字路口》
- 《海外流动性拐点初现》
- 《债市震荡，宽货币预期如何演绎？》

投资要点

- MLF超额平价续作，国内利率小幅上行。**利率债方面，中债10年期国债收益率本周小幅上行0.8bp报收2.65%。本周三央行实施MLF超额平价续作14500亿元，降息预期落空，但净投放6000亿元“量”的流动性，此举与降准0.25个百分点在量上能起到一定类似效果。本周1年期AAA同业存单利率报收2.57%。我们观察到近期1年期存单利率持续高于1年期MLF利率（2.5%），二者对银行流动性一定程度上为互补关系，银行可能倾向于成本更低的MLF资金，市场预计存单利率可能存在回落的动能。本次央行MLF操作中还提到“同时适当供应中长期基础货币”，而以前的表述为“充分满足金融机构需求”，我们理解本次大额净投放部分也是意在缓解短端资金面的压力，量的呵护短期可能为短久期债券带来一定参与空间。
- 多空因素计价充分，债市或延续震荡。**叠加10月经济数据发布，通胀及PMI呈现一定季节性回落。地产销售数据略弱，“金九银十”成色不足。前期政府债供给因素对利率仍有扰动，汇率因素但有所缓解。近期中小银行存款利率调降，延续9月国有行存款利率调降的跟进。但当前债市对于多空因素均反映相对充分，下周关注本月LPR报价。整体而言，多空博弈下，债市仍缺乏明显方向性抉择，“十债”利率短期或仍维持2.6%-2.7%区间震荡格局。
- 海外通胀回落，鸽派预期升温，中美周期差有望延续收敛。**本周二美国劳工部发布10月CPI同比回落至3.2%，较前值3.7%再下台阶。主要源于原油价格及住宅分项的回落。资产表现鸽派，美元回落至104，10Y美债利率下破4.5%，金价得到提振。截至11月20日晨，CME预期12月联邦基金目标利率按兵不动概率为100%，且市场对于2024年5月降息25bp及以上的概率计价已达86%。由此可初步推断，海外方面，美国加息周期基本结束，市场开始关注降息启动时点。中期我们判断美债利率仍将震荡下行，有望提振全球资产风险偏好。
- 作为美元回落的映射，人民币汇率边际升值。**本周美元兑离岸人民币汇率报收7.21，周中一度触及“7.20”关口。随全球资产定价锚——美元及美债利率逐步告别顶部区域，本币汇率企稳回升趋势愈加明朗。美国的财政发力一定程度延迟了经济下行的到来，当前而言，美元及美债利率对于汇率的约束将有望明显减弱。国内方面，货币财政双重发力对经济内需提振，汇率也会跟随基本面而企稳。库存周期角度观察，本轮去库周期基本结束，关注中美库存共振可能性。内外部中长期因素对于人民币资产均偏积极，企业的结汇需求及意愿有望边际回升。但汇率上行幅度仍取决于美国货币转向的节奏以及国内经济复苏斜率。
- 贵金属再度上行，油价延续回落。**贵金属方面，回溯历史，美国降息的开启通常伴随经济的明显走弱及金价的上升。据国家外管局，我国央行已经连续12个月增持黄金储备，本周金价随美债利率的回落表现偏强震荡。原油方面，美国经济数据疲软，劳动力市场似开始降温，加上CTA交易模式，周油价一度跌至7月以来最低。至11月10日当周，美国商业原油库存4.394亿桶，周上升359万桶；至11月17日，美国钻机数618台，周环比增加2台，较去年同期减少164台；其中采油钻机数500台，周环比增加6台，较去年同期减少123台。
- 权益Risk-on交易开启，中长期胜率较高。**近期海外鸽派因素落地，国内万亿国债增发提振市场情绪，中央汇金增持ETF，多家公募开启自购，北向资金亦边际增持释放积极信号。展望年末及2024年，中美货币政策周期差有望延续收敛，叠加国内宽货币及政策面预期提振，长久期角度经济向好趋势确定。国际关系维度，中美两国元首会晤释放积极信号。整体而言，当下仍为国内权益良好布局时点，股债比处历史底部区间，胜率较高可适当乐观。
- 风险提示：美国通胀回落速度不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。**

正文目录

1. 资产配置核心观点	4
2. 债券市场	9
2.1. 国内债市	9
2.2. 海外流动性观察.....	10
2.3. 基准利率及债市情绪	12
3. 商品市场	13
4. 外汇市场	15
5. 经济日历	16
6. 风险提示	16

图表目录

图 1 资产周度表现汇总	4
图 2 IRS 质押式回购定盘利率	5
图 3 AAA 同业存单收益率	5
图 4 中国 MLF 及 LPR 报价	6
图 5 存款准备金率连续调降	6
图 6 中债与 CPI	7
图 7 CME FedWatch 对于联邦基金目标利率的预期	7
图 8 2020 年来本币汇率与权益市场联动增强	8
图 9 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动	8
图 10 公开市场操作货币净投放[逆回购]	9
图 11 MLF+TMLF 合计净投放	9
图 12 银行间质押式回购总量	9
图 13 国债 10Y-1Y 期限利差	9
图 14 新增国债及政金债发行规模	10
图 15 新增地方政府债券发行规模	10
图 16 国债期货收盘价	10
图 17 投资级中资美元债	10
图 18 美债收益率及期限利差走势	10
图 19 中美 10 年期国债利差	11
图 20 海外国债收益率	11
图 21 美联储总资产及联邦基金利率	11
图 22 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率	11
图 23 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3	11
图 24 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降	11
图 25 美国财政部 TGA 账户	12
图 26 外资持有美债情况	12
图 27 最新存款基准利率[2015 年 4 月调整至今]	12
图 28 最新国有行存款利率[以建行为例]	12
图 29 央行政策利率走廊	12
图 30 主要产品利率走势	13
图 31 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	13
图 32 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点	13
图 33 铁矿石与螺纹钢指数，点	13
图 34 焦煤、焦炭价格，点	14
图 35 原油价格指数	14
图 36 工业金属指数	14
图 37 农产品价格指数，点	14
图 38 国产锂价	14
图 39 钴价	14
图 40 美元兑人民币、美元兑日元汇率	15
图 41 英镑兑美元、欧元兑美元汇率	15
图 42 外汇储备环比和银行代客结售汇差额	15
图 43 人民币离岸及在岸汇率 CNH-CNY	15
图 44 下周主要经济事件及数据	16

1.资产配置核心观点

本周资产表现回顾： 贵金属>海外股市≈黑色金属≈人民币汇率>中债>美元>原油

图1 资产周度表现汇总[休市则为最新交易日数据]

2023/11/17	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
权益	上证指数	点	3054.37	%	0.51	1.18	-1.13
	深证综指	点	1923.96	%	1.06	2.64	-2.61
	创业板指	点	1986.53	%	-0.93	0.93	-15.35
	沪深300	点	3568.07	%	-0.51	-0.12	-7.84
	恒生指数	点	17454.19	%	1.46	2.00	-11.76
	恒生科技	点	3980.15	%	2.25	5.88	-3.60
	日经225	点	33585.20	%	3.12	8.83	28.71
	韩国综指	点	2469.85	%	2.50	8.42	10.44
	道琼斯工业	点	34947.28	%	1.94	5.73	5.43
	纳斯达克	点	14125.48	%	2.37	9.92	34.96
	标普500	点	4514.02	%	2.24	7.64	17.57
	欧元区STOXX50	点	4340.77	%	3.42	6.89	14.42
	英国富时100	点	7504.25	%	1.95	2.49	0.70
	德国DAX	点	6299.42	%	4.49	7.49	10.67
法国CAC40	点	7233.91	%	2.68	5.06	11.74	
债券	DR001	%	1.89	bp	19.57	2.68	-14.21
	DR007	%	2.02	bp	17.19	-12.28	-34.30
	R001	%	2.01	bp	21.84	-120.40	-40.98
	R007	%	2.25	bp	22.34	-55.10	-54.13
	SHIBOR:隔夜	%	1.88	bp	18.12	13.22	-7.48
	SHIBOR:7天	%	1.96	bp	13.62	-0.28	-26.08
	中债国债收益率:10Y	%	2.65	bp	0.80	-4.14	-18.29
	国债期货收盘价格:10Y	%	102.20	bp	0.02	0.31	1.98
	FR007 IRS:1Y	%	2.07	bp	-0.42	0	-12
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.57	bp	-1.47	0	7.4
	中资地产美元债BBB:3Y	%	4.75	bp	1	-51	39
	美国国债收益率:10Y	%	4.44	bp	-17	-44	56
	中美国债利差:10Y	bp	179	bp	-18	-40	74
	10s2s美债利差	bp	-44	bp	-1	-25	9
	10s3m美债利差	bp	-106	bp	-14	-35	-52
	美国TED利差	bp	13	bp	2	8	-17
	英国国债收益率:10Y	%	4.24	bp	-11	-29	44
德国国债收益率:10Y	%	2.62	bp	-11	-16	11	
法国国债收益率:10Y	%	3.15	bp	-16	-28	3	
日本国债收益率:10Y	%	0.80	bp	-6	6	34	
商品	ICE布油	美元/桶	80.61	%	-1.01	-7.78	-6.17
	NYMEX WTI原油	美元/桶	75.89	%	-1.66	-6.33	-5.44
	伦敦金现	美元/盎司	1980.71	%	2.20	-0.14	8.66
	COMEX黄金	美元/盎司	1983.50	%	2.10	-0.46	8.38
	COMEX白银	美元/盎司	23.79	%	6.73	3.59	-1.65
	LME铜	美元/吨	8309.00	%	3.42	2.34	-0.78
	SHFE螺纹钢	元/吨	3929.00	%	1.29	5.25	-4.29
	DCE铁矿石	元/吨	952.00	%	-0.99	5.95	10.31
	南华有色金属	点	1561.06	%	-0.64	-1.11	-7.72
	南华农产品	点	1128.93	%	0.47	1.69	0.56
外汇	美元指数	点	103.8218	点	-1.9884	-2.9009	0.3323
	美元兑人民币	点	7.2465	点	-0.0441	-0.0711	0.2951
	港元兑人民币	点	0.9252	点	-0.0087	-0.0101	0.0343
	英镑兑美元	点	1.2465	点	0.0238	0.0317	0.0370
	欧元兑美元	点	1.0849	点	0.0166	0.0230	0.0183
美元兑日元	点	149.60	点	-1.9215	-2.0915	18.2585	

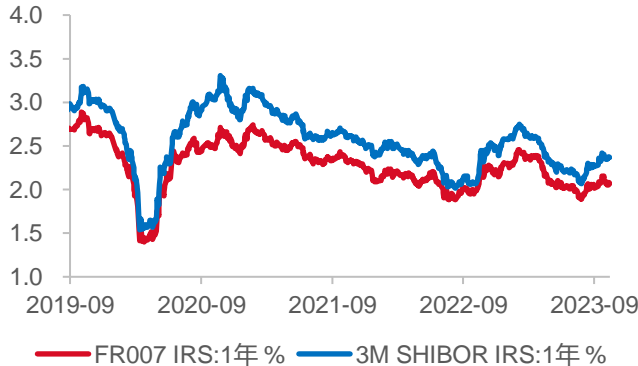
资料来源：Wind，东海证券研究所

中债：国内利率延续震荡格局

MLF 超额平价续作，国内利率小幅上行。利率债方面，中债 10 年期国债收益率本周小幅上行 0.8bp 报收 2.65%。本周三央行实施 MLF 超额平价续作 14500 亿元，降息预期落空，但净投放 6000 亿元“量”的流动性，此举与降准 0.25 个百分点在量上能起到一定类似效果。本周 1 年期 AAA 同业存单利率报收 2.57%。我们观察到近期一年期存单利率持续高于 1 年期 MLF 利率（2.5%），二者对银行流动性一定程度上为互补关系，银行可能倾向于成本更低的 MLF 资金，市场预计存单利率可能存在回落的动能。本次央行 MLF 操作中还提到“同时适当供应中长期基础货币”，而以前的表述为“充分满足金融机构需求”，我们理解本次大额净投放部分也是意在缓解短端资金面的压力。量的呵护短期可能为短久期债券带来一定参与空间。

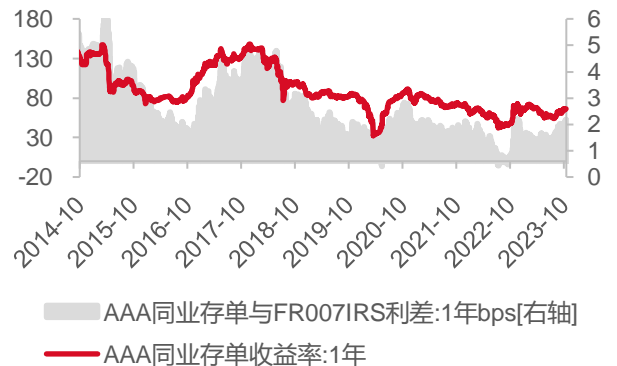
多空因素计价充分，债市或延续震荡。债市 11 月以来的演绎逻辑由供给定价切换至基本面。本月发布的 10 月 PMI、通胀、外贸数据再度转弱，季节性的因素与内需回暖弹性有限相互交织。回溯而言，CPI 同比下行通常伴随名义利率的走低，2019 年该规律的背离主要源于猪瘟带来猪价的强势上行掩盖了实体价格整体偏弱的现实，使得“CPI 同比高增”与“利率走低”同时出现。当前而言，市场对于当前和今年 4 月债市由空转多的逻辑有所类比。地产销售数据略弱，“金九银十”成色不足。前期政府债供给因素对利率仍有扰动，汇率因素但有所缓解。近期中小银行存款利率调降，延续 9 月国有行存款利率调降的跟进。但当前债市对于多空因素均反映相对充分，下周关注本月 LPR 报价。整体而言，多空博弈下，债市仍缺乏明显方向性抉择，年内利率最低点我们认为于今年 8 月已经出现。“十债”利率短期或仍维持 2.6%-2.7% 区间震荡格局。

图2 IRS 质押式回购定盘利率



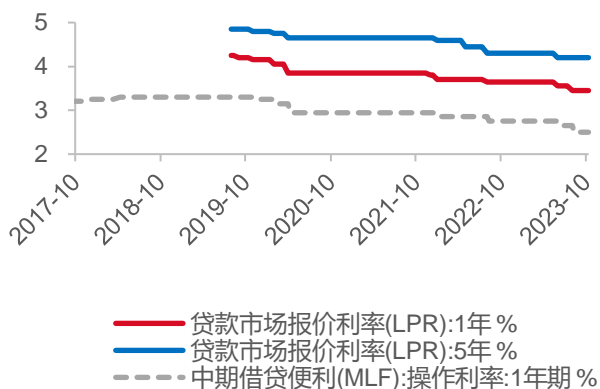
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 AAA 同业存单收益率



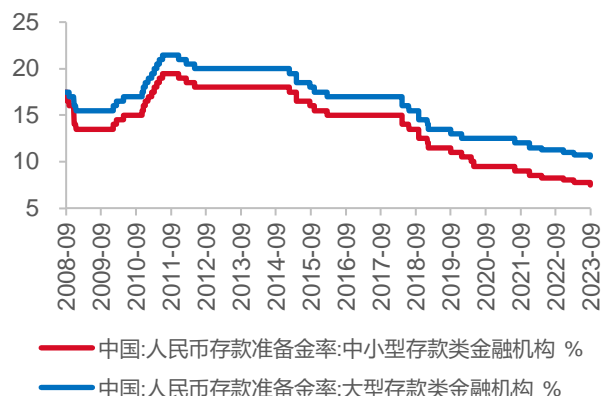
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 中国 MLF 及 LPR 报价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 存款准备金率连续调降

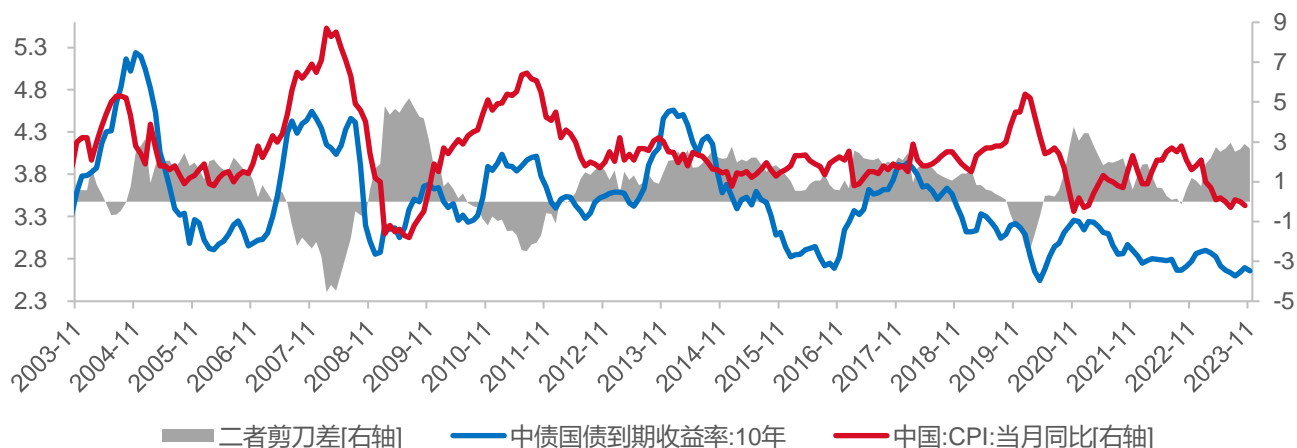


资料来源: Wind, 东海证券研究所

回顾 8 月央行降息以来债市运行。8 月中下旬 MLF 及 LPR 调降后，“十债”利率降至年内低点 2.55% 后震荡回升。9 月“十债”利率上行幅度近 10bp，对于政府债供给因素、经济数据偏强因素充分计价，从 9 月初的 2.58% 升至 9 月末的 2.68%。10 月利率延续 9 月上行趋势，月内区间最高上行幅度达 5bp，从 10 月初的 2.66% 上行至 10 月末的 2.71%。10 月 31 日跨月及对于政府债发行承接的资金面压力，银行间市场质押式回购利率出现大幅上行，跨月过后，阶段性“钱荒”有所缓解，资金利率中枢重回正常区间。对前期债市利空因素有所映射后，11 月初债市震荡走强，利率随着 10 月官方制造业 PMI 的发布出现一定回落。

2022 年 Q4 的理财破净传导是否可能重演？回顾 2022 年 11 月-2022 年 12 月，“固收+”产品于理财“破净潮”中受到冲击。当时地产“三支箭”、疫情优化政策驱动市场对于经济的复苏预期，债市预期转向，债市出现明显调整，引发客户赎回。而理财机构在负债端压力而对资产端的权益及固收类产品形成赎回，并引发一定负反馈并加剧了净值的回撤。银行理财产品的底层资产主要为固收类产品，且高等级信用债为主要投向。截至 2022 年末，理财产品配置债券类、非标债权类资产分别为 63.7% 与 6.5%。而在银行理财的债券持仓中，信用债占比达 45% 以上。当前而言，物价、外贸、信贷及经济数据综合指向国内基本面大概率已于三季度触底，且目前已边际回暖。我们认为年末机构或仍存一定赎回压力，但本轮预期转向力度或不及去年末，且在前车之鉴下，理财机构对于客户风险管理或已改善，产品净值可能出现“mini”版的调整，但“重蹈覆辙”的概率较小。

图6 中债与CPI



资料来源：Wind，东海证券研究所

美债及汇率：10Y美债利下破“4.5%”，人民币汇率升值

海外通胀回落，鸽派预期升温，中美周期差有望延续收敛。本周二美国劳工部发布10月CPI同比回落至3.2%，较前值3.7%再下台阶。主要源于原油价格及住宅分项的回落。资产表现鸽派，美元回落至104，10Y美债利率下破4.5%，金价得到提振。截至11月20日晨，CME预期12月联邦基金目标利率按兵不动概率为100%，且市场对于2024年5月降息25bp及以上的概率计价已达86%。由此可初步推断，海外方面，美国加息周期基本结束，市场开始关注降息启动时点。中期我们判断美债利率仍将震荡下行，有望提振全球资产风险偏好。

图7 CME FedWatch 对于联邦基金目标利率的预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	70.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.0%	62.0%	14.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	31.2%	52.8%	11.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	21.1%	44.6%	27.1%	4.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.7%	14.0%	35.4%	33.9%	13.2%	1.7%
2024/11/7	0.2%	2.9%	16.1%	35.3%	31.9%	12.1%	1.5%	0.0%
2024/12/18	0.4%	3.9%	17.5%	35.1%	30.5%	11.3%	1.4%	0.0%

资料来源：CME，东海证券研究所

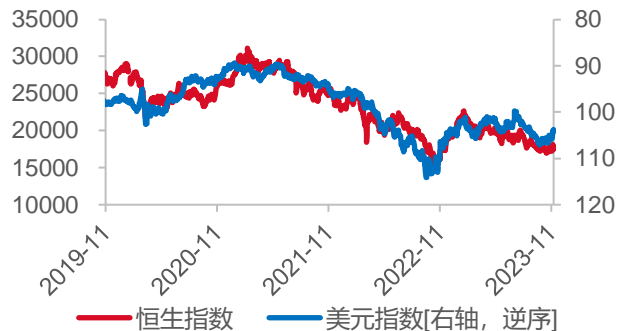
作为美元回落的映射，人民币汇率边际升值。本周美元兑离岸人民币汇率报收 7.21，周中一度触及“7.20”关口。随全球资产定价锚——美元及美债利率逐步告别顶部区域，本币汇率企稳回升趋势愈加明朗。美国的财政发力一定程度延迟了经济下行的到来，当前而言，美元及美债利率对于汇率的约束将有望明显减弱。国内方面，货币财政双重发力对经济内需提振，汇率也会跟随基本面而企稳。库存周期角度观察，本轮去库周期基本结束，关注中美库存共振可能性。内外部中长期因素对于人民币资产均偏积极，企业的结汇需求及意愿有望边际回升。但汇率上行幅度仍取决于美国货币转向的节奏以及国内经济复苏斜率。

图8 2020 年来本币汇率与权益市场联动增强



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 央行主要汇率管理工具最新使用情况，截至 2023 年 11 月

汇率管理工具	首推年限	RMB 贬值时	RMB 升值时	最新调整日	当前状态
外汇存款准备金率	2005 年	下调↓	上调↑	20230915	下调 2 个百分点 4%
远期售汇风险准备金率	2015 年	上调↑	下调↓	20220928	由 0%上调至 20%
跨境融资宏观审慎调节参数	2016 年	上调↑	下调↓	20230720	全口径上调至 1.5
离岸央行票据发行	2018 年	-	增发	20230919	滚动续作，增发 100 亿元
离岸掉期市场干预	2018 年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	20231108	潘功胜于 2023 年金融街论坛年会
逆周期调节因子	2017 年	-	-	-	有所启用

资料来源：中国人民银行，外汇管理局，东海证券研究所

商品：贵金属再度上行，油价延续回落。贵金属方面，回溯历史，美国降息的开启通常伴随经济的明显走弱及金价的上升。据国家外管局，我国央行已经连续 12 个月增持黄金储备，本周金价随美债利率的回落表现偏强震荡。原油方面，美国经济数据疲软，劳动力市场似开始降温，加上 CTA 交易模式，周油价一度跌至 7 月以来最低。至 11 月 10 日当周，美国商业原油库存 4.394 亿桶，周上升 359 万桶；汽油库存 2.157 亿桶，周下降 154 万桶；馏分油库存 1.066 亿桶，周下降 142 万桶；美国原油产量 1320 万桶/天，周环比不变，较去年同期增加 110 万桶/天。至 11 月 17 日，美国钻机数 618 台，周环比增加 2 台，较去年同期减少 164 台；其中采油钻机数 500 台，周环比增加 6 台，较去年同期减少 123 台。

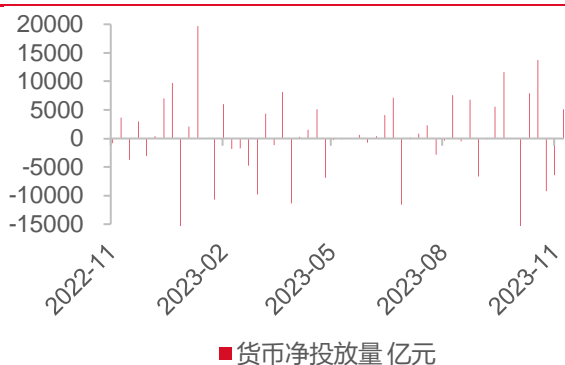
权益：Risk-on 交易开启，中长期胜率较高。近期海外鸽派因素落地，国内万亿国债增发提振市场情绪，中央汇金增持 ETF，多家公募开启自购，北向资金亦边际增持释放积极信

号。展望年末及 2024 年，中美货币政策周期差有望延续收敛，叠加国内宽货币及政策面预期提振，长久期角度经济向好趋势确定。国际关系维度，中美两国元首会晤释放积极信号。整体而言，当下仍为国内权益良好布局时点，股债比处历史底部区间，胜率较高可适当乐观。

2. 债券市场

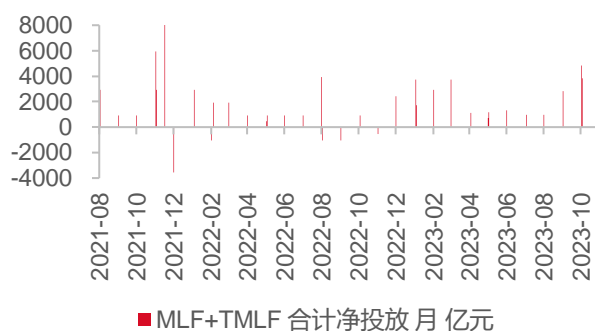
2.1. 国内债市

图10 公开市场操作货币净投放[逆回购]



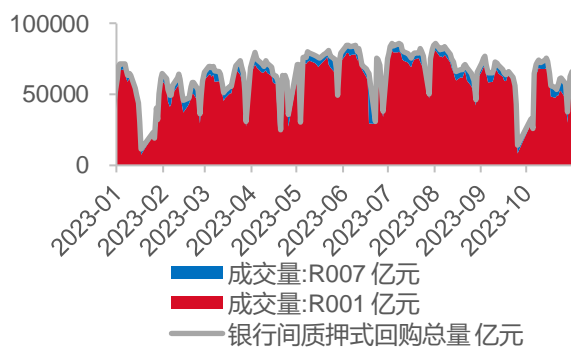
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 MLF+TMLF 合计净投放



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 银行间质押式回购总量



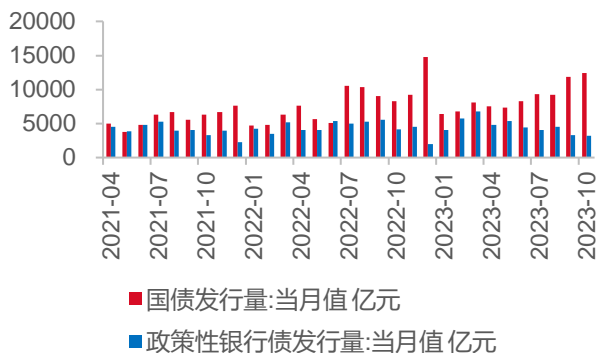
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 国债 10Y-1Y 期限利差



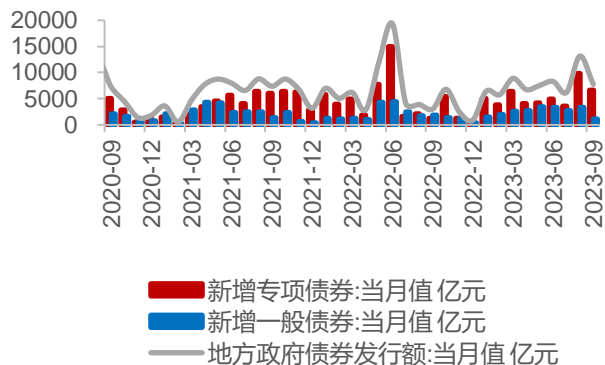
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 新增国债及政金债发行规模



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图15 新增地方政府债券发行规模



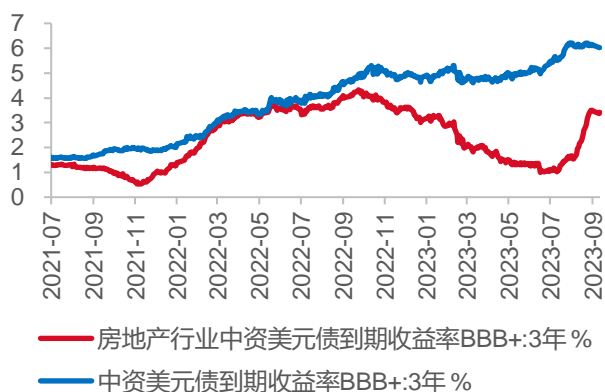
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 国债期货收盘价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

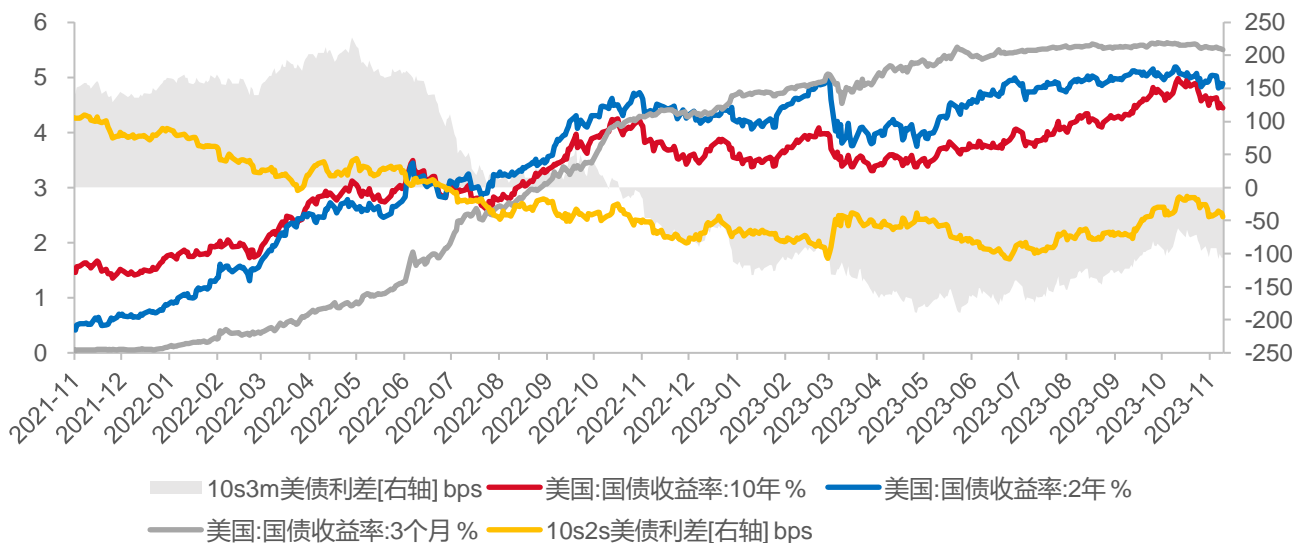
图17 投资级中资美元债



资料来源: Wind, 东海证券研究所

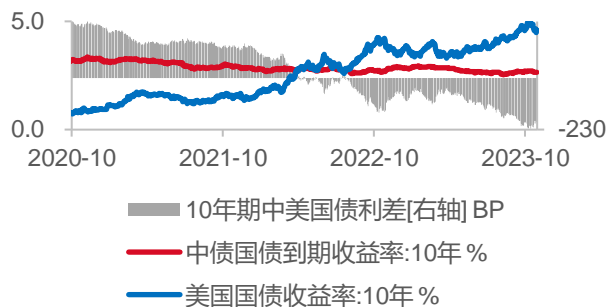
2.2.海外流动性观察

图18 美债收益率及期限利差走势



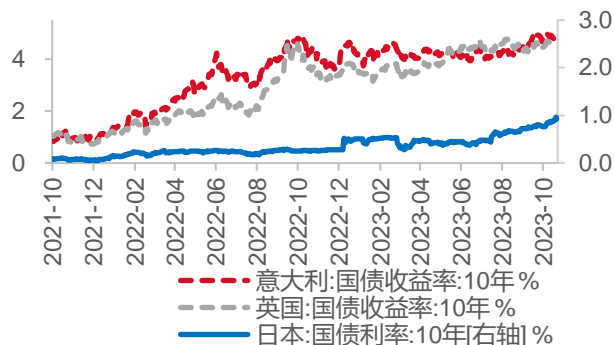
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 中美 10 年期国债利差



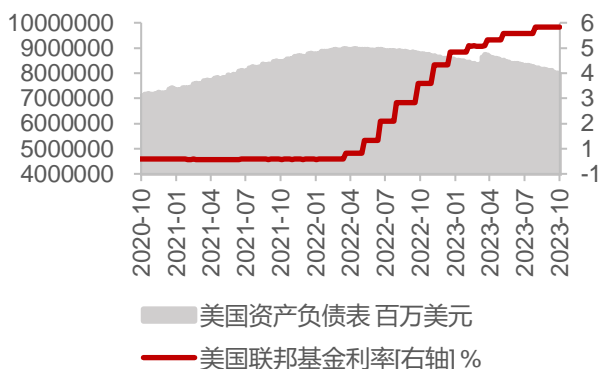
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 海外国债收益率



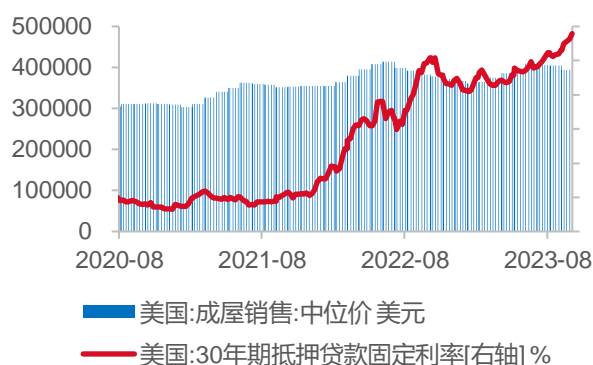
资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 美联储总资产及联邦基金利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率



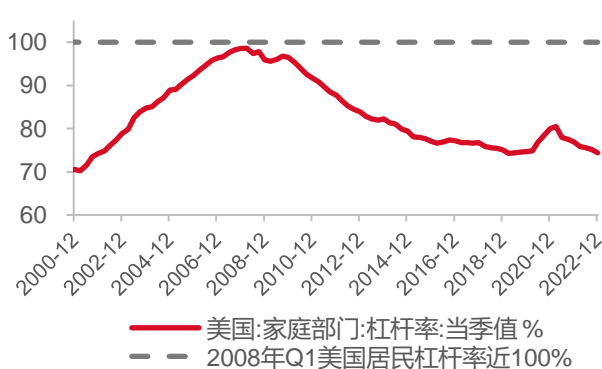
资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3



资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降



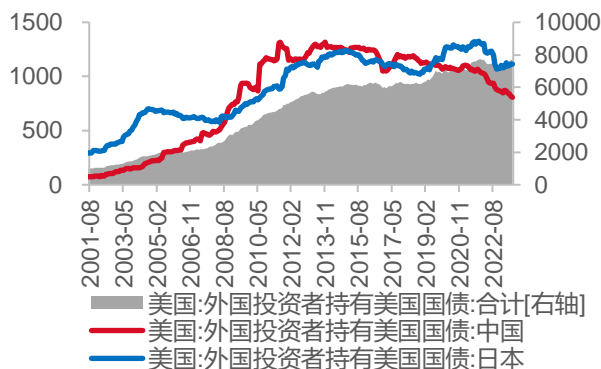
资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 美国财政部 TGA 账户



资料来源：Wind，东海证券研究所

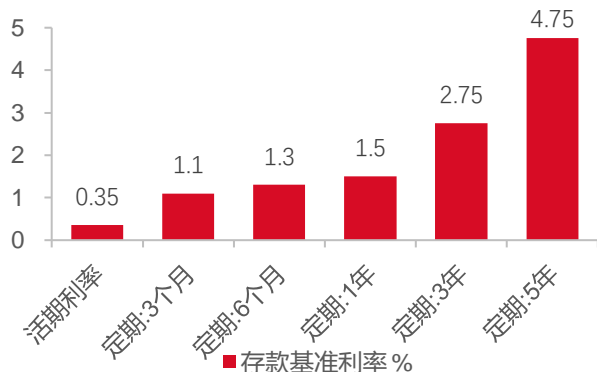
图26 外资持有美债情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

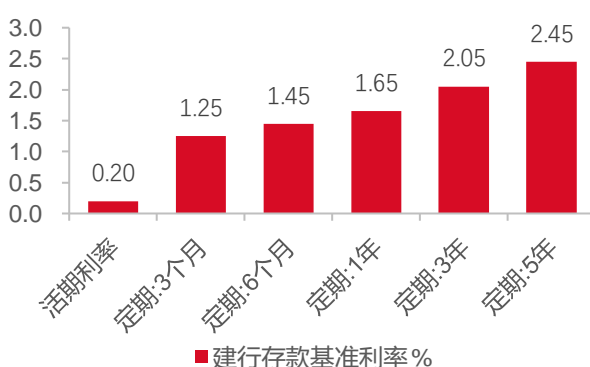
2.3.基准利率及债市情绪

图27 最新存款基准利率[2015年4月调整至今]



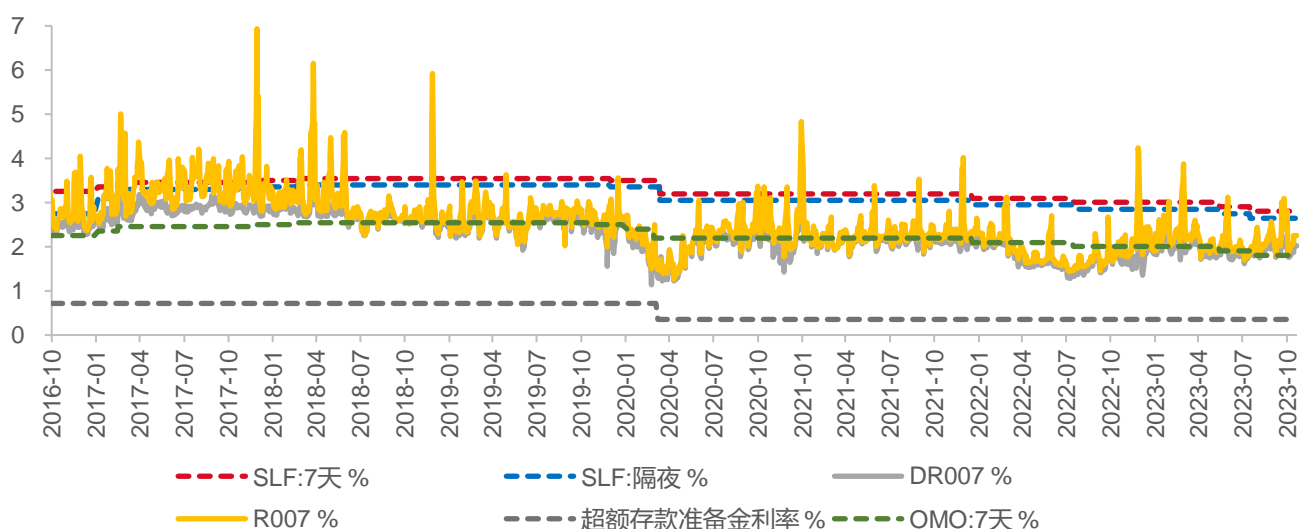
资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 最新国有行存款利率[以建行为例]



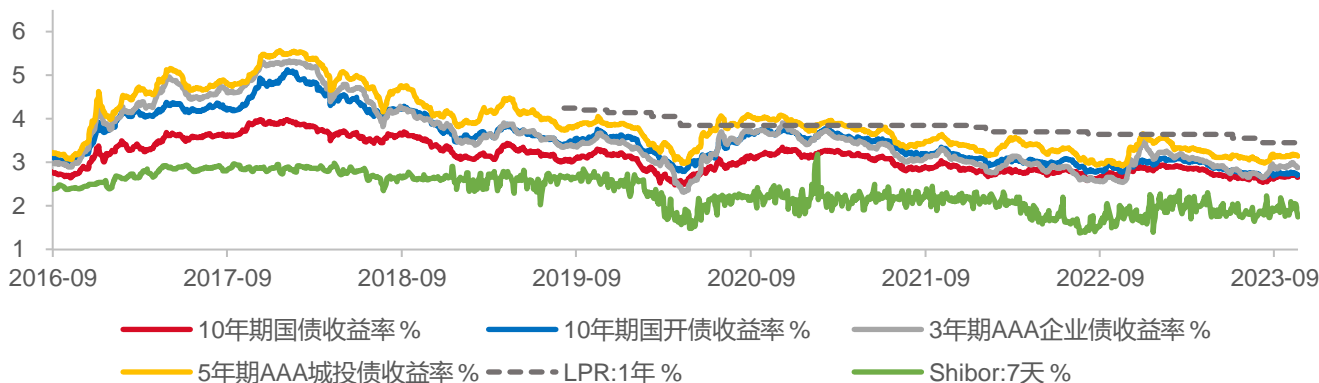
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 央行政策利率走廊



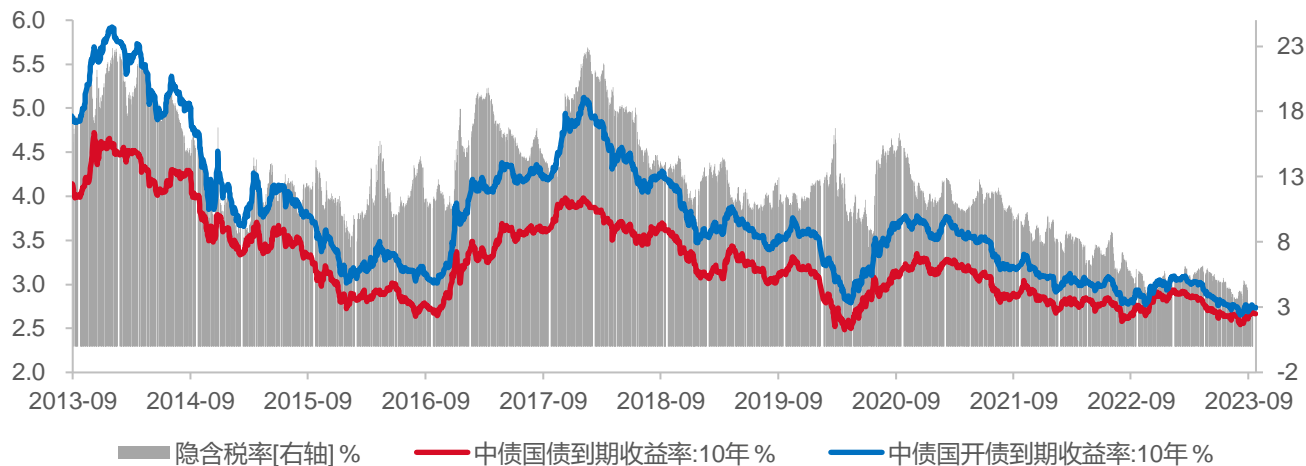
资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 主要产品利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

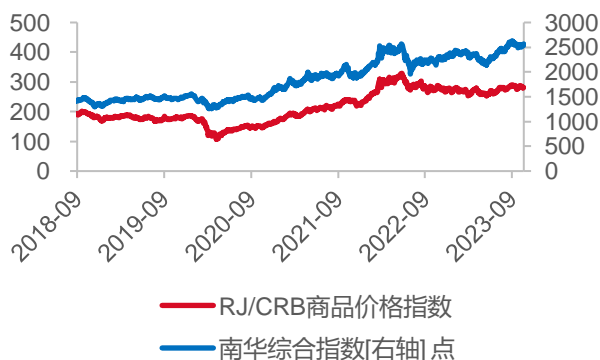
图31 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

3. 商品市场

图32 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点



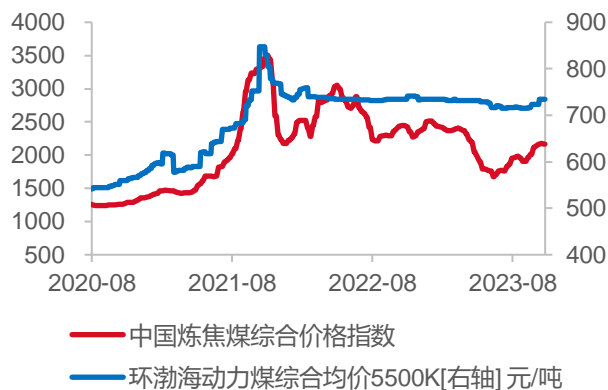
资料来源：Wind，东海证券研究所

图33 铁矿石与螺纹钢指数，点



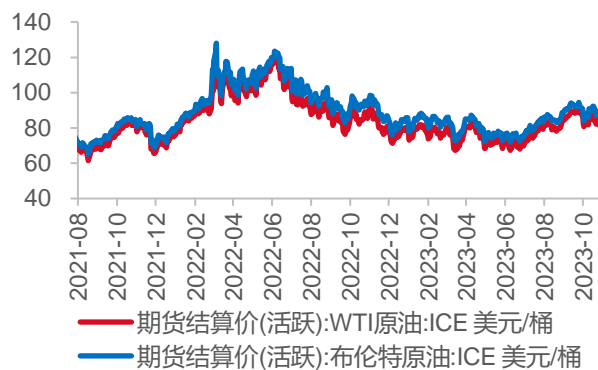
资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 焦煤、焦炭价格，点



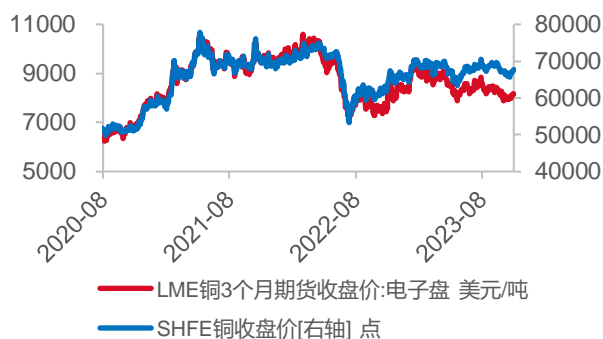
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图35 原油价格指数



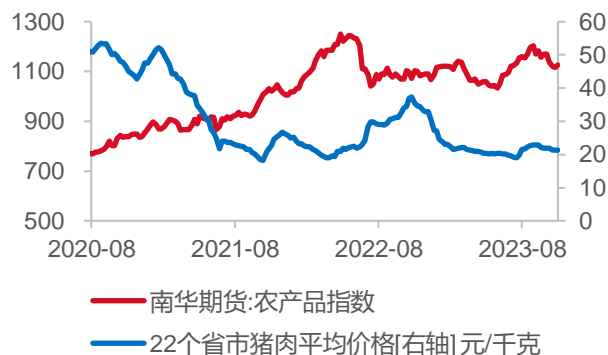
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图36 工业金属指数



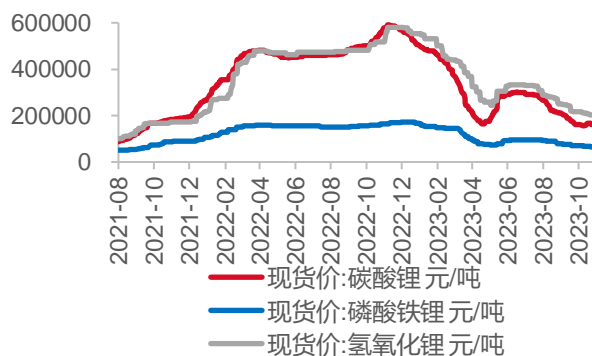
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图37 农产品价格指数，点



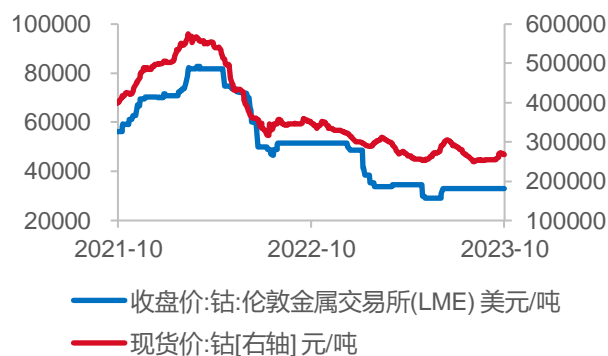
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图38 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图39 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

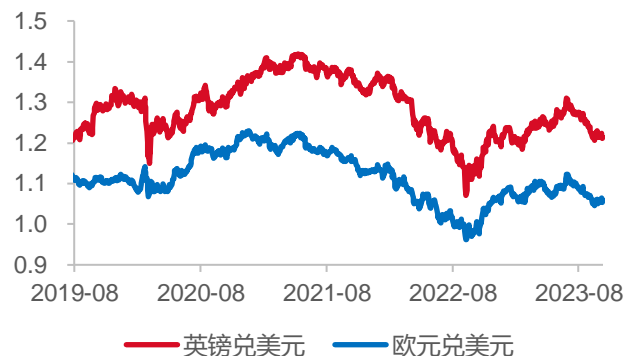
4.外汇市场

图40 美元兑人民币、美元兑日元汇率



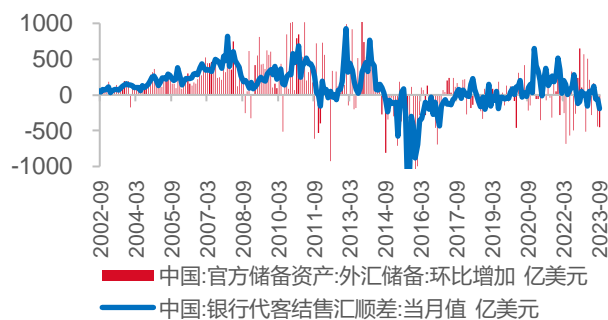
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图41 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



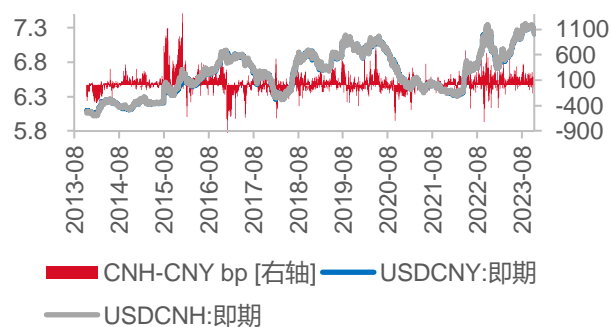
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图42 外汇储备环比和银行代客结售汇差额



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图43 人民币离岸及在岸汇率 CNH-CNY



资料来源: Wind, 东海证券研究所

5.经济日历

图44 下周主要经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2023-11-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年	3.45	-
2023-11-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):5年	4.2	-
2023-11-20	18:00	欧盟	9月欧元区:营建产出:环比(%)	-1.1	-
2023-11-21	22:30	美国	10月芝加哥联储全国活动指数	0.02	-
2023-11-21	22:55	美国	11月18日上周红皮书商业零售销售年率(%)	3	-
2023-11-21	23:00	美国	10月成屋销售:环比折年率(%)	-1.98	-
2023-11-21	23:00	美国	10月成屋销售折年数(万套)	396	393.00
2023-11-22	21:30	美国	10月耐用品除国防外订单(初值):季调:环比(%)	5.78	-
2023-11-22	21:30	美国	10月耐用品除运输外订单:季调:环比(初值)(%)	0.47	-
2023-11-22	23:00	美国	11月密歇根大学消费者现状指数	70.6	65.70
2023-11-22	23:00	美国	11月密歇根大学消费者预期指数	59.3	-
2023-11-22	23:30	美国	11月17日EIA库存周报:成品汽油(千桶)	15324	-
2023-11-22	23:30	美国	11月17日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	3592	-
2023-11-23	17:00	欧盟	11月欧元区:制造业PMI(初值)	43.1	-
2023-11-23	17:00	欧盟	11月欧元区:服务业PMI(初值)	47.8	-
2023-11-23	17:00	欧盟	11月欧元区:综合PMI(初值)	46.5	-
2023-11-23	21:30	美国	11月18日当周初次申请失业金人数:季调(人)	231000	-
2023-11-23	21:30	美国	11月11日持续领取失业金人数:季调(人)	1865000	-
2023-11-24	17:00	中国	10月服务贸易差额:当月值(亿美元)	-231.47976	-
2023-11-24	22:45	美国	11月Markit服务业PMI:商务活动:季调	50.6	-
2023-11-24	22:45	美国	11月Markit制造业PMI:季调	50	-

资料来源: Wind, 东海证券研究所

6.风险提示

美国通胀回落速度不及预期: 美国当前劳动力市场依旧强劲, 通胀水平仍处高位, 若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰, 中美国债利差进一步倒挂或使我国利率下行空间有限。

海外银行业危机蔓延: 部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主, 流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下, 银行负债端若集中于久期短且利率高的产品, 或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂, 引发一定流动性危机和挤兑风险。

国际地缘摩擦超预期: 俄乌冲突尚未结束, 地缘摩擦扰动或引发大宗价格大幅波动, 引发通胀上行。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089