



2023年11月27日

如何看待近期人民币汇率的走强？

——FICC&资产配置周观察(2023/11/20-2023/11/26)

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

- 1.《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》
- 2.《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 3.《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》
- 4.《美债收益率曲线及中美债利差》
- 5.《存款利率下行，债牛或延续》
- 6.《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 7.《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》
- 8.《贵金属或再迎配置窗口期》
- 9.《如何看待国内降息可能性》
- 10.《历轮降息前后债市如何演绎？》
- 11.《海外鹰派信号略有升温》
- 12.《人民币汇率有望于三季度企稳》
- 13.《如何看待美国地产景气度的反弹？》
- 14.《全球流动性拐点临近，股、商、汇共振回暖》
- 15.《央行释放稳外汇信号，30年国债期货创新高》
- 16.《日央行YCC政策微调，原油价格延续回暖》
- 17.《如何看待地产政策信号对债市影响？》
- 18.《信贷数据弱于季节性，债牛或未止》
- 19.《降息落地，如何看待人民币汇率波动？》
- 20.《美债收益率见顶了吗》
- 21.《如何看待外汇存款准备金率调降？》
- 22.《美元指数缘何再度上破105？》
- 23.《年内二次降准落地，沪金创历史新高》
- 24.《美债利率再度上行，与2022年10月有何异同？》
- 25.《“8-11”汇改以来人民币汇率周期复盘及展望》
- 26.《如何看待全球资产定价之锚——美债利率再新高？》
- 27.《复苏定价及供给扰动，债市或延续震荡》
- 28.《债市是否已处十字路口》
- 29.《海外流动性拐点初现》
- 30.《债市震荡，宽货币预期如何演绎？》

投资要点

- **部分源于美元回落映射，人民币汇率被动升值。**2023年11月以来，人民币汇率打破连续两月的震荡磨底的格局，USDCNH衡量的离岸价由底部7.36运行至当前的7.15。外部因素而言，美国11月Markit制造业PMI初值为49.4，低于预期值49.8及前值50。前期美联储11月议息会议政策利率延续按兵不动且整体释放鸽派信号，综合美国通胀回落、就业降温等因素带动下，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。11月以来10Y美债利率已从10月下旬5%的峰值降至当前4.4%的支撑位，中美10Y名义利差亦由220bp回落至175bp附近。美国的财政发力一定程度延迟了经济下行的到来，但美元及美债利率拐点基本已现，后续对于汇率的约束将有望明显减弱。
- **外汇占款环比明显上升，汇率预期改善推动结汇意愿上升。**内部因素方面，企业结汇季节性行为则形成进一步支撑。据国家外汇管理局，10月我国企业结售汇仍呈现75亿美元的逆差，但幅度逐步收窄，回溯企业结售汇行为的季节性因素，预计春节前有望重回顺差。此外据中国人民银行，10月末央行外汇占款约为21.90万亿元人民币，较上月末环比增加907.04亿元，连续两月回升且较前值421亿元明显抬升，一定程度印证企业结汇意愿回暖。
- **国际关系变量改善，汇率与利率有望重回新均衡。**国际因素方面，中美两国会晤指向两国关系有所缓和、央行与沙特央行签署双边本币互换协议等事件指向人民币地位上升。此外，汇率回升对宽货币约束下降，对债市形成利多，但本周深圳二套房首付比例调降等地产端政策边际加码，债市出现一定调整。总体而言，我们认为汇率与利率有望重回新的均衡。
- **美联储转向节奏及国内复苏斜率仍为主要变量。**当前外部对汇率扰动冲击最大的阶段已过，但源于兑利多因素的消化与定价，资产波动短期可能步入平台期。中期我们判断美债利率中枢仍将震荡下行，有望提振全球资产风险偏好。国内方面，中央加杠杆意愿的抬升，货币财政双重发力有望提振经济内需。虽10月国内经济数据部分数据出现一定季节性回踩，但地产端随政策延续加码，房企下行压力或边际收敛，再考虑前期汇率走弱对于出口形成提振，经济有望延续复苏。库存周期角度，我国年末有望完成去库至补库拐点的转换，关注中美库存共振可能性，中长期因素对人民币资产偏积极，汇率年内有望触及7.0关口。
- **LPR报价按兵不动，银行净息差有所呵护。**本周10年期中债收益率与一年期AAA同业存单利率分别上行至2.71%与2.63%。11月LPR报价维持按兵不动，我们认为主要源于以下两方面考量：1) 延续MLF按兵不动步伐。本月MLF为超额平价续作，LPR利率挂钩MLF利率加点形成。2) 呵护银行净息差。截至2023年9月末，我国商业银行净息差录得1.73%，较上季度收窄0.1个百分点。考虑前期“认房不认贷”政策，22万亿存量房贷整体调降的落地对于银行资产端收益形成一定压力，当前银行贷款端利率报价进一步下行的空间相对有限。
- **多空因素计价充分，债市或延续震荡。**当前整体博弈氛围浓厚，市场对于债市多空博弈的主要考虑：偏多考量：1) 汇率对宽货币约束缓解。2) 政府债供给冲击影响最大阶段可能已过。3) 地产“金九银十”成色不足，10月经济数据有一定季节性回落。4) 存款利率调降预期。偏空因素：1) 上周MLF政策利率调降预期落空，且6000亿元超额净投放一定程度可视为“降准0.25个百分点”的替换。市场对于宽货币预期有一定收敛。2) 银行作为新发利率债主要配置力量，短端资金面仍有流动性缺口。3) 权益市场的回暖及股债性价比预期扰动。整体而言，多空博弈下，债市仍缺乏明显方向性抉择，我们仍然维持震荡观点。
- **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	5
2. 债券市场	11
2.1. 国内债市	11
2.2. 海外流动性观察	12
2.3. 基准利率及债市情绪	13
3. 商品市场	14
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	5
图 2 美国 Markit PMI	6
图 3 CME FedWatch 对联邦基金目标利率预期	6
图 4 中美 10 年期国债利差	6
图 5 海外国债收益率	6
图 6 美国财政部 TGA 账户	7
图 7 外资持有美债情况	7
图 8 外汇占款及银行结售汇差额	8
图 9 CNH-CNY 价差	8
图 10 2020 年来本币汇率与权益市场联动增强	8
图 11 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动	8
图 12 国债 10Y-1Y 期限利差	9
图 13 AAA 同业存单收益率	9
图 14 中国 MLF 及 LPR 报价	10
图 15 存款准备金率连续调降	10
图 16 超储率, %	10
图 17 商业银行净息差	10
图 18 公开市场操作货币净投放[逆回购]	11
图 19 MLF+TMLF 合计净投放	11
图 20 银行间质押式回购总量	11
图 21 IRS 质押式回购定盘利率	11
图 22 新增国债及政金债发行规模	11
图 23 新增地方政府债券发行规模	11
图 24 国债期货收盘价	12
图 25 投资级中资美元债	12
图 26 美债收益率及期限利差走势	12
图 27 美联储总资产及联邦基金利率	12
图 28 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率	12
图 29 美国个人消费在 GDP 中占比近 2/3	13
图 30 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降	13
图 31 央行政策利率走廊	13
图 32 主要产品利率走势	13
图 33 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	14
图 34 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数, 点	14
图 35 铁矿石与螺纹钢指数, 点	14
图 36 焦煤、焦炭价格, 点	14
图 37 原油价格指数	14
图 38 工业金属指数	15

图 39 农产品价格指数, 点.....	15
图 40 国产锂价	15
图 41 钴价	15
图 42 美元兑人民币、美元兑日元汇率.....	15
图 43 英镑兑美元、欧元兑美元汇率	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~国内黑色>海外股市>人民币汇率>原油>中债~美元

图1 资产周度表现汇总[休市则为最新交易日数据]

2023/11/24	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	3040.97	%	-0.44	0.74	-1.56
	深证综指	点	1900.59	%	-1.21	1.39	-3.80
	创业板指	点	1937.94	%	-2.45	-1.54	-17.42
	沪深300	点	3538.01	%	-0.84	-0.97	-8.62
	恒生指数	点	17559.42	%	0.60	2.61	-11.23
	恒生科技	点	4024.83	%	1.12	7.07	-2.52
	日经225	点	33625.53	%	0.12	8.97	28.86
	韩国综指	点	2496.63	%	1.08	9.60	11.64
	道琼斯工业	点	35390.15	%	1.27	7.07	6.77
	纳斯达克	点	14250.86	%	0.89	10.89	36.16
	标普500	点	4559.34	%	1.00	8.72	18.75
	欧元区STOXX50	点	4372.10	%	0.72	7.66	15.25
	英国富时100	点	7488.20	%	-0.21	2.27	0.49
	德国DAX	点	6343.08	%	0.69	8.23	11.44
法国CAC40	点	7292.80	%	0.81	5.91	12.65	
债券	DR001	%	1.84	bp	-5.01	-2.33	-19.22
	DR007	%	2.18	bp	16.16	3.88	-18.14
	R001	%	1.94	bp	-7.00	-127.40	-47.98
	R007	%	2.94	bp	68.85	13.75	14.72
	SHIBOR:隔夜	%	1.84	bp	-4.52	8.70	-12.00
	SHIBOR:7天	%	2.20	bp	23.28	23.00	-2.80
	中债国债收益率:10Y	%	2.71	bp	5.29	1.15	-13.00
	国债期货收盘价格:10Y	%	101.70	bp	-0.51	-0.20	1.47
	FR007 IRS:1Y	%	2.14	bp	7.42	7	-4
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.63	bp	5.91	6	13.3
	中资地产美元债BBB:3Y	%	4.78	bp	1	-48	42
	美国国债收益率:10Y	%	4.47	bp	3	-41	59
	中美国债利差:10Y	bp	176	bp	-2	-42	72
	10s2s美债利差	bp	-45	bp	-1	-26	8
	10s3m美债利差	bp	-107	bp	-1	-36	-53
	美国TED利差	bp	11	bp	-2	6	-19
	英国国债收益率:10Y	%	4.21	bp	6	-32	41
德国国债收益率:10Y	%	2.58	bp	6	-20	7	
法国国债收益率:10Y	%	3.20	bp	5	-23	9	
日本国债收益率:10Y	%	0.74	bp	-2	6	29	
商品	ICE布油	美元/桶	80.58	%	-0.04	-7.81	-6.20
	NYMEX WTI原油	美元/桶	75.54	%	-0.46	-6.76	-5.88
	伦敦金现	美元/盎司	2001.80	%	1.06	0.92	9.82
	COMEX黄金	美元/盎司	2043.10	%	3.00	2.53	11.64
	COMEX白银	美元/盎司	24.70	%	3.84	7.57	2.12
	LME铜	美元/吨	8440.00	%	1.58	3.95	0.79
	SHFE螺纹钢	元/吨	3976.00	%	1.20	6.51	-3.14
	DCE铁矿石	元/吨	986.50	%	3.62	9.79	14.31
	南华有色金属	点	1530.28	%	-1.97	-3.06	-9.54
	南华农产品	点	1116.26	%	-1.12	0.55	-0.56
外汇	美元指数	点	103.4359	点	-0.3859	-3.2868	-0.0536
	美元兑人民币	点	7.1529	点	-0.0936	-0.1647	0.2015
	港元兑人民币	点	0.9176	点	-0.0075	-0.0176	0.0267
	英镑兑美元	点	1.2605	点	0.0140	0.0457	0.0510
	欧元兑美元	点	1.0900	点	0.0028	0.0281	0.0234
美元兑日元	点	149.44	点	-0.1560	-2.2475	18.2585	

资料来源：Wind，东海证券研究所

如何看待近期人民币汇率的走强？

2023年11月以来，人民币汇率打破连续两月的震荡磨底的格局，USDCNH 衡量的离岸价由底部 7.36 运行至当前的 7.15。外部因素而言，美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.4，低于预期值 49.8 及前值 50。前期美联储 11 月议息会议政策利率延续按兵不动且整体释放鸽派信号，综合美国通胀回落、就业降温等因素带动下，我们初步判断美联储加息周期已经结束。截至 11 月 26 日，CME 预期 12 月联邦基金目标利率按兵不动概率为 95.5%，较前一周的 100% 有小幅调降，且市场对于 2024 年降息预期整体有所下修。

美元回落的映射，带动人民币汇率被动升值。人民币汇率走强部分源于美元回落下的被动升值。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。11 月以来 10Y 美债利率已从 10 月下旬 5% 的峰值降至当前 4.4% 的支撑位，中美 10Y 名义利差亦由 220bp 回落至 175bp 附近。美国的财政发力一定程度延迟了经济下行的到来，但美元及美债利率拐点基本已现，后续对于汇率的约束将有望明显减弱。

图2 美国 Markit PMI



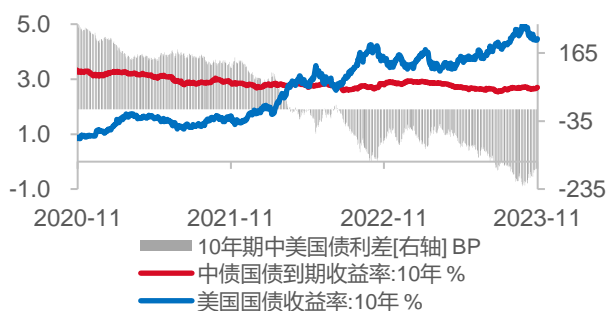
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 CME FedWatch 对联邦基金目标利率预期

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.5%	4.5%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.6%	12.0%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	69.5%	9.2%	0.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	39.7%	46.3%	5.8%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	23.8%	43.0%	26.1%	3.0%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.7%	34.1%	33.9%	13.7%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.7%	26.3%	34.0%	21.8%	6.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.2%	14.5%	26.7%	28.4%	17.9%	6.5%	1.2%	0.1%	0.0%

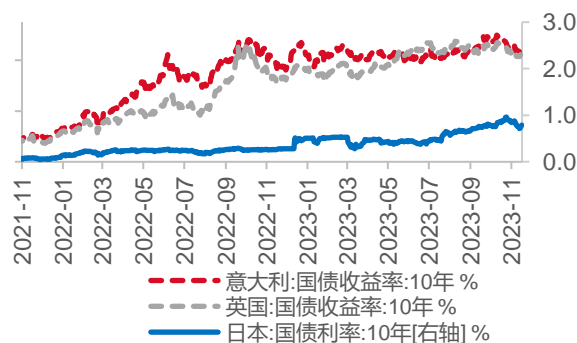
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 中美 10 年期国债利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 海外国债收益率



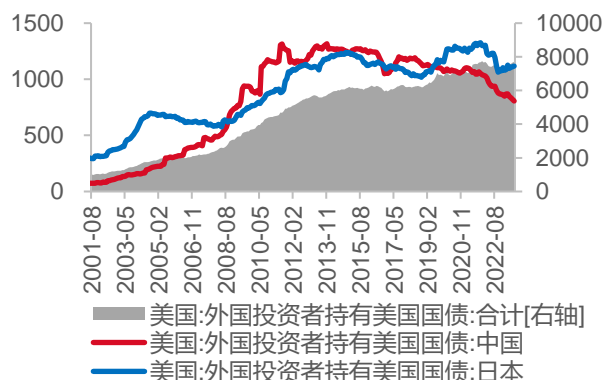
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 美国财政部 TGA 账户



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 外资持有美债情况



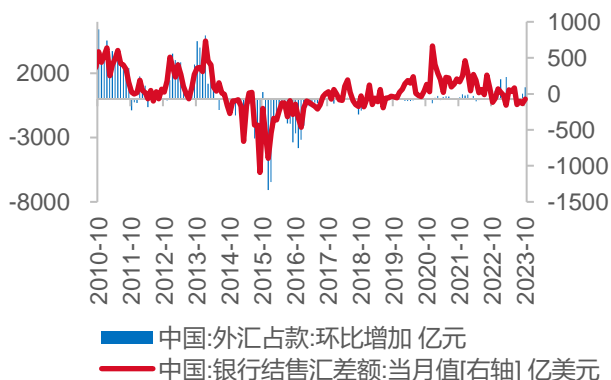
资料来源：Wind，东海证券研究所

外汇占款环比明显上升，汇率预期改善推动结汇意愿上升。内部因素方面，企业结汇季节性行为则形成进一步支撑。据国家外汇管理局，10月我国企业结售汇仍呈现75亿美元的逆差，但幅度逐步收窄，回溯企业结售汇行为的季节性因素，预计春节前有望重回顺差。此外据中国人民银行，10月末央行外汇占款约为21.90万亿元人民币，较上月末环比增加907.04亿元，连续两月企稳回升，一定程度印证了企业结汇意愿的回暖。

国际关系变量改善，汇率与利率有望重回新均衡。其他因素考虑，一则近期中美两国会晤等事件指向两国关系有所缓和。二则中国人民银行与沙特中央银行于11月20日签署了双边本币互换协议，互换规模为500亿元人民币/260亿沙特里亚尔，协议有效期三年，经双方同意可以展期。双边本币互换的安排将有助于两国加强金融合作及中沙间本币使用，促进双方贸易及投资便利化。此外，汇率回升对宽货币的约束下降，对债市形成一定利多，但本周深圳二套房首付比例调降等地产端政策边际加码，债市出现一定调整。总体而言，我们认为汇率与利率有望重回新的均衡。

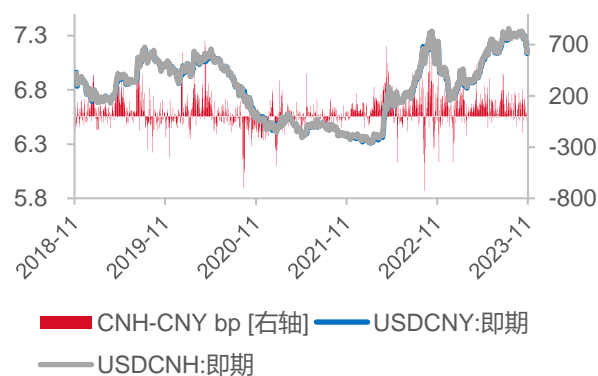
美联储转向节奏及国内复苏斜率仍为主要变量。当前外部对汇率扰动冲击最大的阶段已过，但源于兑利多因素的消化与定价，资产波动短期可能步入平台期。中期我们判断美债利率中枢仍将震荡下行，有望提振全球资产风险偏好。国内方面，央行当前对于汇率干预的空间仍较大，远期售汇外汇风险准备金率等工具尚未启用。稳经济政策方面，中央加杠杆意愿的抬升，货币财政双重发力有望提振经济内需。虽10月国内经济数据出现一定季节性回踩，但伴随地产端政策延续加码，房企下行压力可能边际收敛，再考虑前期汇率走弱对于出口可能形成提振，经济预期有望延续复苏。库存周期角度观测，我国年末有望完成去库至补库拐点的转换，关注中美库存共振可能性，内外部中长期因素对于人民币资产偏积极，美元兑人民币年内有望触及7.0关口。

图8 外汇占款及银行结售汇差额



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 CNH-CNY 价差



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 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11 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

债市：LPR 报价按兵不动，银行净息差有所呵护。本周 10 年期中债收益率与一年期 AAA 同业存单利率分别上行至 2.71%与 2.63%。11 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心发布，11 月 LPR 报价维持按兵不动，1 年期 LPR、5 年期及以上 LPR 仍分别为 3.45%及 4.20%。我们认为利率不变主要源于以下两方面考量：1) 延续 MLF 按兵不动步伐。本月 MLF 为超额平价续作，LPR 利率挂钩 MLF 利率加点形成，故也维持不变。2) 呵护银行净息差。截至 2023 年 9 月末，我国商业银行净息差录得 1.73%，较上季度收窄 0.1 个百分点。考虑前期“认房不认贷”政策推出，22 万亿存量房贷整体调降的落地对于银行资产端收益形成一定压力，当前银行贷款端利率报价进一步下行的空间相对有限。

多空因素计价充分，债市或延续震荡。当前整体博弈氛围浓厚，市场对于债市多空博弈的主要考虑：1. 偏多考量：1) 汇率对宽货币约束缓解。2) 政府债供给冲击影响最大阶段可能已过。3) 地产“金九银十”成色不足，10 月经济数据有一定季节性回落。4) 存款利率调降预期。2. 偏空因素：1) 上周 MLF 政策利率调降预期落空，且 6000 亿元超额净投放一定程度可视为“降准 0.25 个百分点”的替换。市场对于宽货币预期有一定收敛。2) 银行作为新发利率债的主要配置力量，短端资金面仍有流动性缺口。3) 权益市场的回暖及股债性价比预期扰动。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。

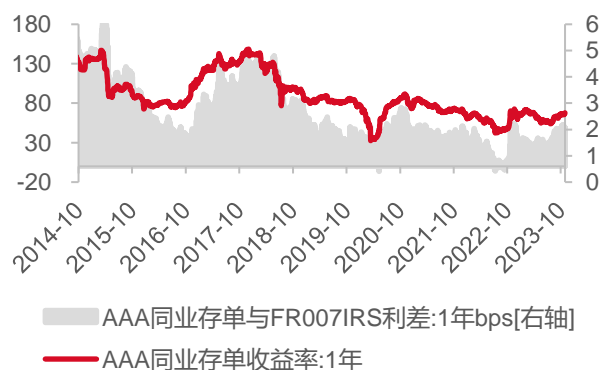
2022 年 Q4 的理财破净传导是否可能重演？回顾 2022 年 11 月-2022 年 12 月，“固收+”产品于理财“破净潮”中受到冲击。当时地产“三支箭”、疫情优化政策驱动市场对于经济的复苏预期，债市预期转向，债市出现明显调整，引发客户赎回。而理财机构在负债端压力而对资产端的权益及固收类产品形成赎回，并引发一定负反馈并加剧了净值的回撤。银行理财产品的底层资产主要为固收类产品，且高等级信用债为主要投向。截至 2022 年末，理财产品配置债券类、非标债权类资产分别为 63.7%与 6.5%。而在银行理财的债券持仓中，信用债占比达 45%以上。当前而言，物价、外贸、信贷及经济数据综合指向国内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12 国债 10Y-1Y 期限利差



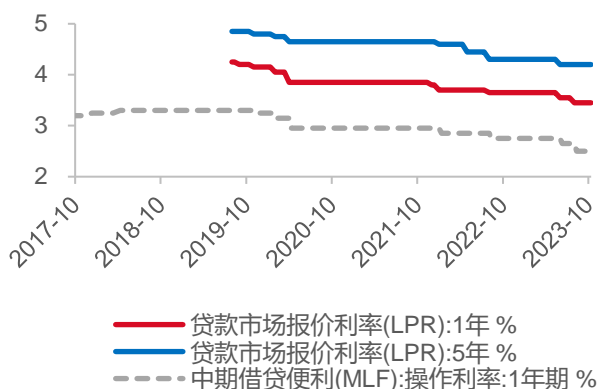
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 AAA 同业存单收益率



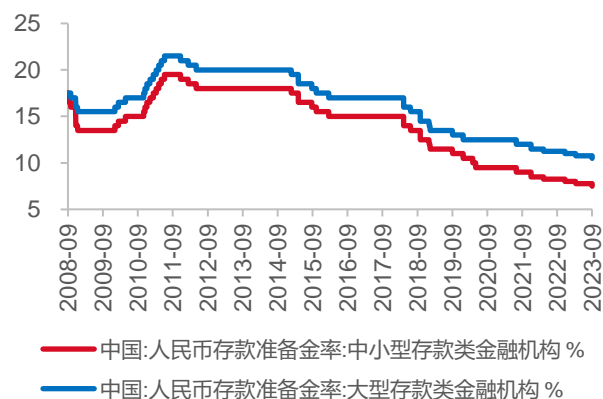
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 中国 MLF 及 LPR 报价



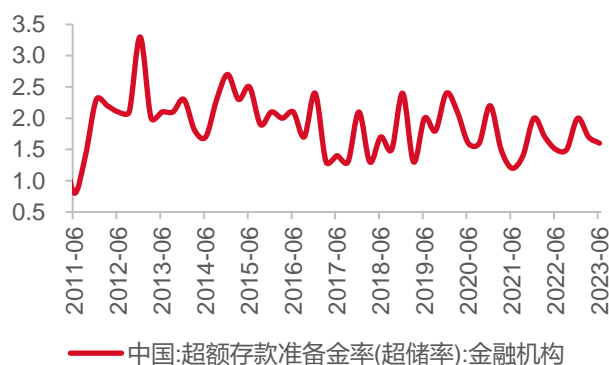
资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 存款准备金率连续调降



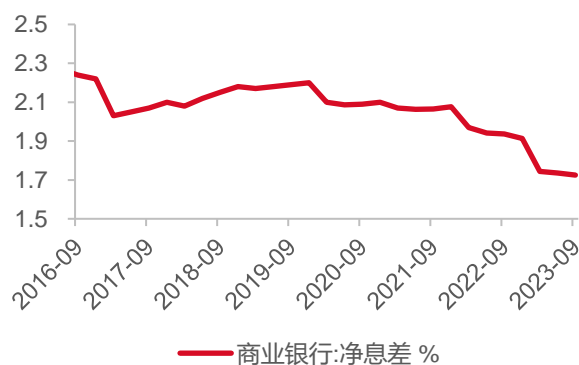
资料来源：Wind，东海证券研究所

图16 超储率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图17 商业银行净息差



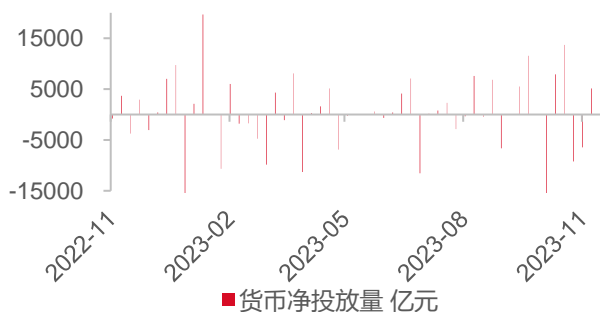
资料来源：Wind，东海证券研究所

商品：贵金属再回“2000”，油价窄幅震荡。 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，OPEC 会议推迟召开，布伦特在每桶 80-83 美元/桶窄幅震荡；美国原油库存增加，OPEC+或成为未来几周定价方向指引。至 11 月 17 日当周，美国商业原油库存 4.481 亿桶，周上升 870 万桶；汽油库存 2.164 亿桶，周上升 75 万桶；馏分油库存 1.056 亿桶，周下降 102 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 22 日，美国钻机数 622 台，周环比增加 4 台，较去年同期减少 162 台；其中采油钻机数 500 台，周环比不变，较去年同期减少 127 台。

2.债券市场

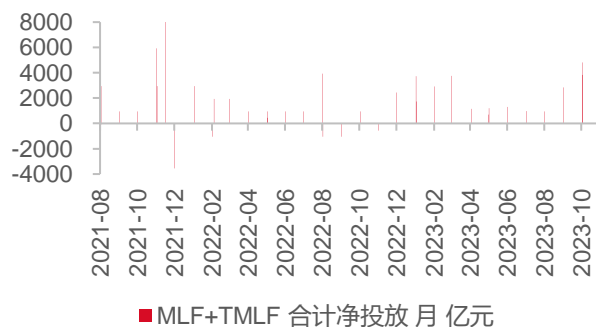
2.1.国内债市

图18 公开市场操作货币净投放[逆回购]



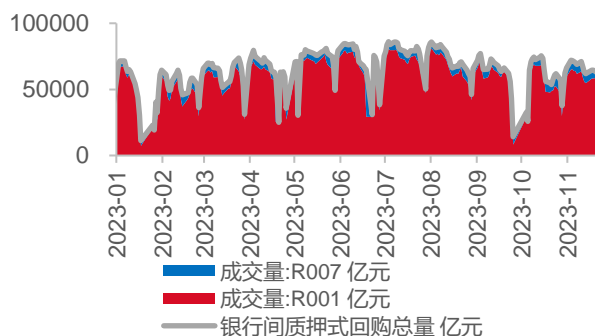
资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 MLF+TMLF 合计净投放



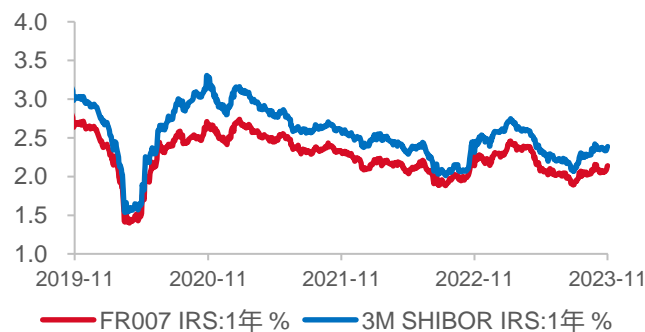
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 银行间质押式回购总量



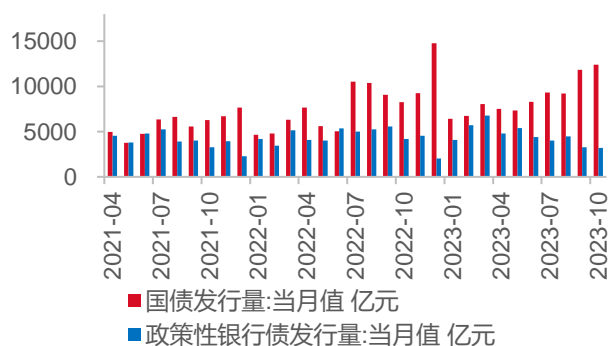
资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 IRS 质押式回购定盘利率



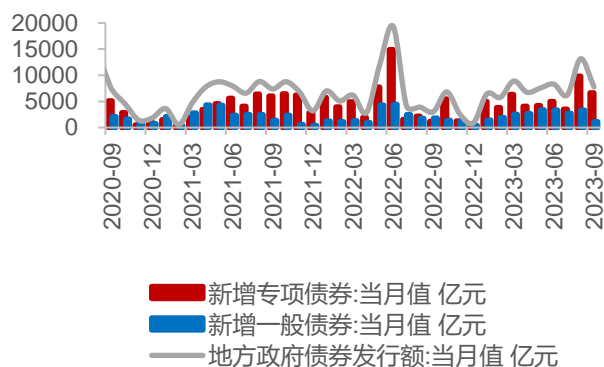
资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 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23 新增地方政府债券发行规模



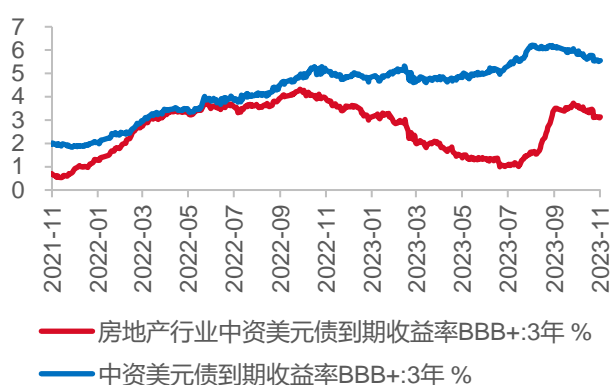
资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 国债期货收盘价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

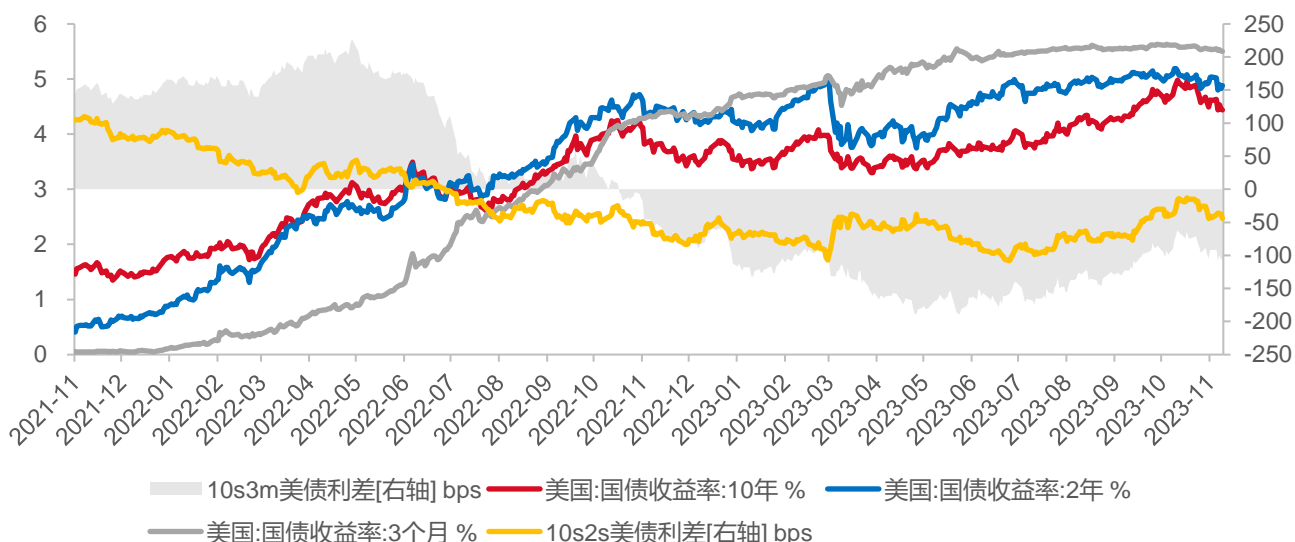
图25 投资级中资美元债



资料来源: Wind, 东海证券研究所

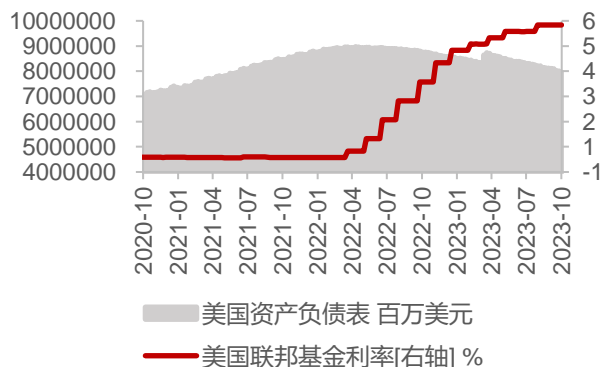
2.2.海外流动性观察

图26 美债收益率及期限利差走势



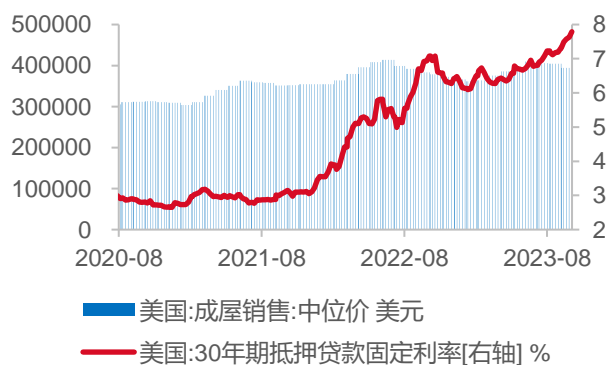
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图27 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28 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率



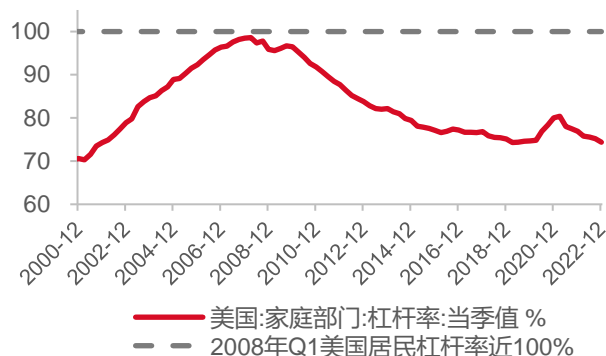
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图29 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

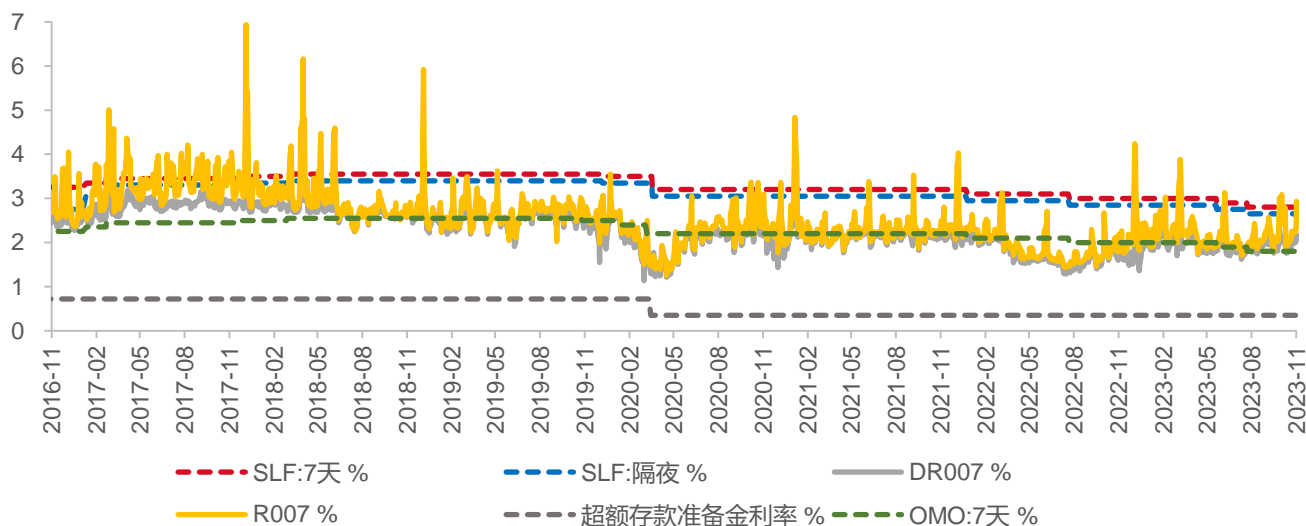
图30 当前美国家庭部门杠杆率较 2008 年大幅下降



资料来源：Wind，东海证券研究所

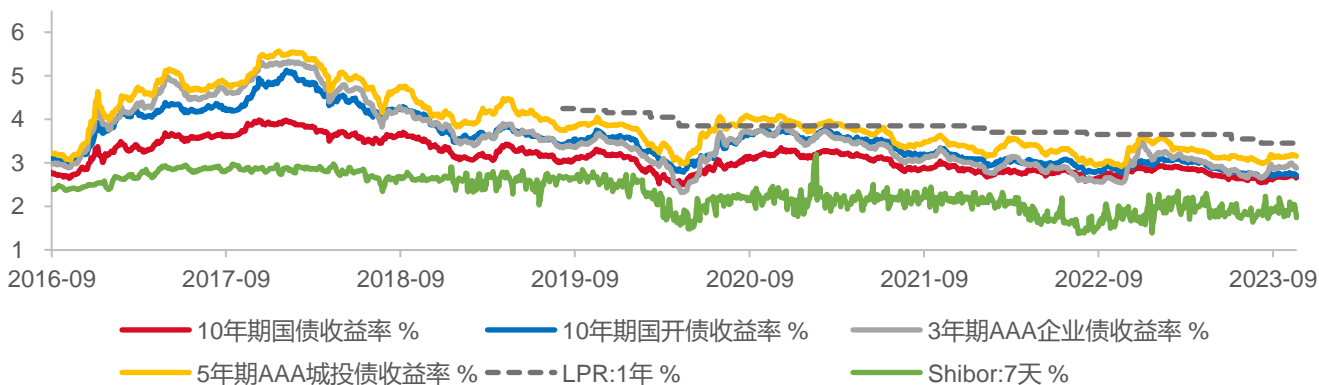
2.3.基准利率及债市情绪

图31 央行政策利率走廊



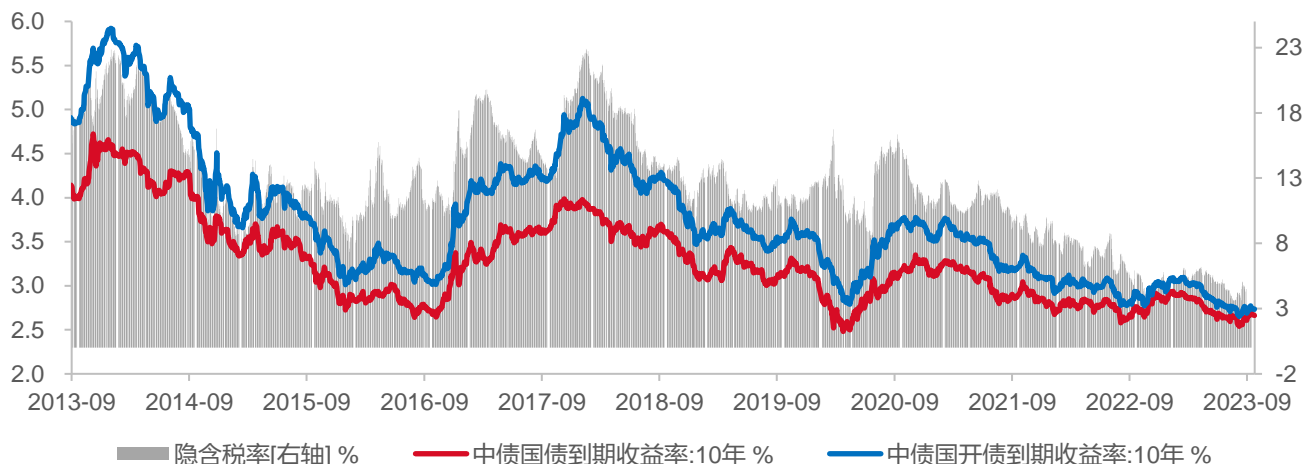
资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 主要产品利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

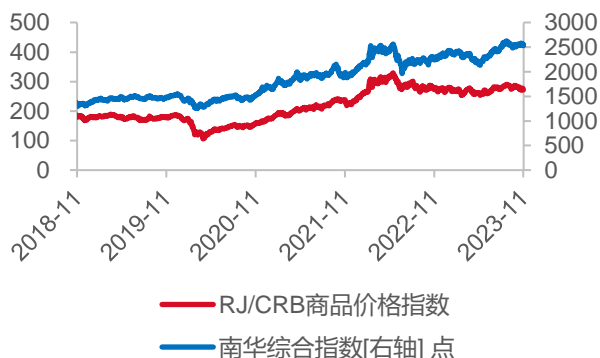
图33 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

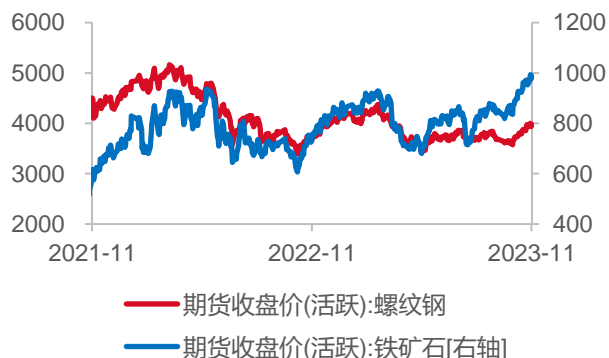
3.商品市场

图34 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点



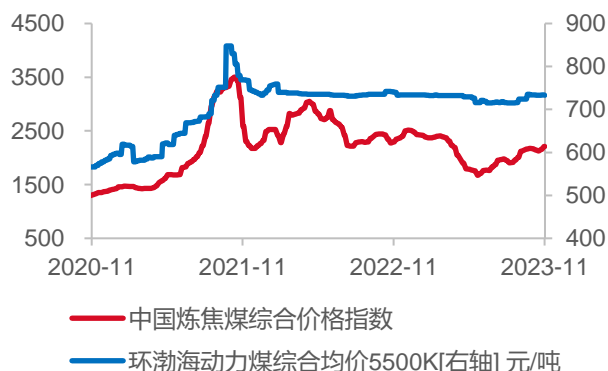
资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 铁矿石与螺纹钢指数，点



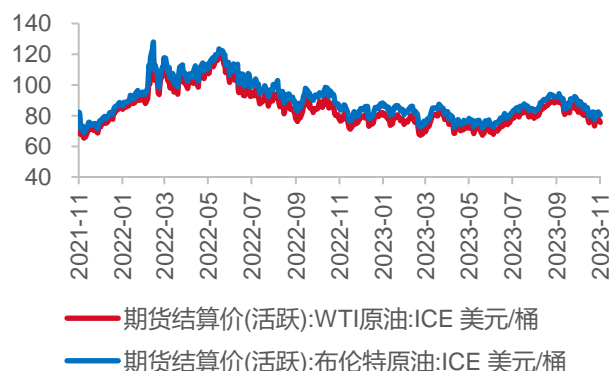
资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 焦煤、焦炭价格，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图37 原油价格指数



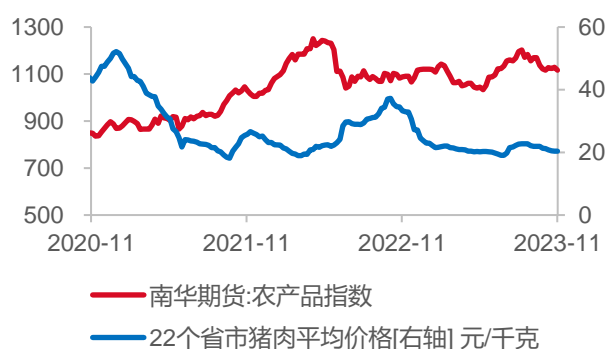
资料来源：Wind，东海证券研究所

图38 工业金属指数



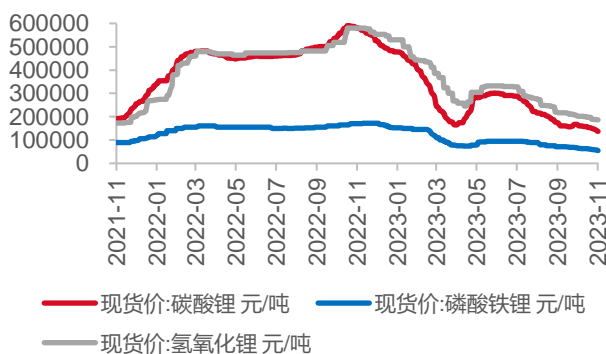
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图39 农产品价格指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图40 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图41 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

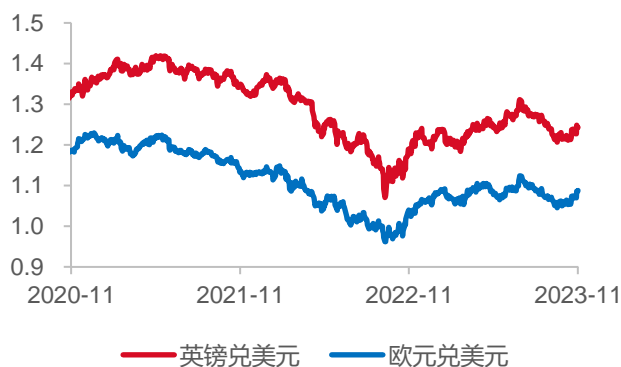
4. 外汇市场

图42 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43 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



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
2023-11-27	09:30	中国	10月工业企业利润:累计同比(%)	-9	-
2023-11-27	23:00	美国	10月新房销售:环比(%)	12.28	-
2023-11-29	18:00	欧盟	11月欧盟:经济景气指数:季调	93.1	-
2023-11-29	18:00	欧盟	11月欧元区:服务业信心指数:季调	4.5	-
2023-11-29	18:00	欧盟	11月欧元区:工业信心指数:季调	-9.3	-
2023-11-29	18:00	欧盟	11月欧元区:经济景气指数:季调	93.3	-
2023-11-29	18:00	欧盟	11月欧元区:消费者信心指数:季调	-17.9	-17.60
2023-11-29	21:30	美国	第三季度GDP(预估):环比折年率(%)	2.1	4.90
2023-11-29	23:30	美国	11月24日EIA库存周报:成品汽油(千桶)	15733	-
2023-11-29	23:30	美国	11月24日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	8700	-
2023-11-30	09:30	中国	11月官方制造业PMI	49.5	-
2023-11-30	09:30	中国	11月官方非制造业PMI:商务活动	50.6	-
2023-11-30	09:30	中国	11月官方综合PMI:产出指数	50.7	-
2023-11-30	18:00	欧盟	10月欧盟:失业率(%)	6	-
2023-11-30	18:00	欧盟	10月欧元区:失业率:季调(%)	6.5	-
2023-11-30	21:30	美国	10月个人消费支出:季调(十亿美元)	18853.4	-
2023-11-30	21:30	美国	10月核心PCE物价指数:同比(%)	3.68	-
2023-11-30	21:30	美国	10月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	60556	-
2023-12-01	17:00	欧盟	11月欧元区:制造业PMI	43.1	43.40
2023-12-01	22:45	美国	11月Markit制造业PMI:季调	50	49.80
2023-12-01	23:00	美国	11月制造业PMI	46.7	-

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