

【资产配置】大类资产配置周报 (2023年第2期)

2023年9月18日

发展研究与战略管理部

摘要

Abstract

01

宏观经济:

- **宏观调控层面**，本降准兑现，存款准备金率0.25个百分点流动性紧张得以缓解，释放积极信号。
- **宏观数据方面**，美CPI回升，9月后加息预期再度提升。国内方面，社融有喜有忧，信贷结构仍弱。社零、工增均超市场预期回升，固定资产投资仍受累于地产。
- **高频数据方面**，本周生产端部分化工继续回升，基建相关项周内有所回落。需求端，政策强刺激下，房地产市场出现明显好转，带动国内货运指数上行，海外需求方面仍然萎靡。物价端方面，高频物价指标除食品外均出现明显上行。

02

股市动态:

- **本周大盘受社融提振信心**，但资金观望仍重，指数全面磨底，前期超跌反弹；外盘美国经济韧性，离岸美元紧俏，美债利率维持高位，北向资金周内净买入-169.72亿元；
- **行业层面**，医疗前期超跌录得回弹，能源、公用事业业绩强势，录得上涨；资金层面，内资轮番上阵，外资流出坚决，成交量磨底，险资入场期待高；

03

债市动态:

- **货币市场方面，降准叠加MLF超额续作**，维护银行体系流动性合理充裕，资金净投放1840亿元；各期限Shibor利率多数上涨。利率债净融资额大幅提升；国债收益率普遍上行，其中中短期国债收益率上行幅度较大。
- **信用债，发行量成交量回升，受政策刺激，重点行业信用利差收窄**。城投债共22个省有发行城投债，江苏、山东、浙江、天津发行量超百亿；城投债收益走势分化，1年期以内城投债收益率走高，1年期及以上收益率下降；信用利差持续升高，重庆、山东城投利差快速增高，天津开始回调。

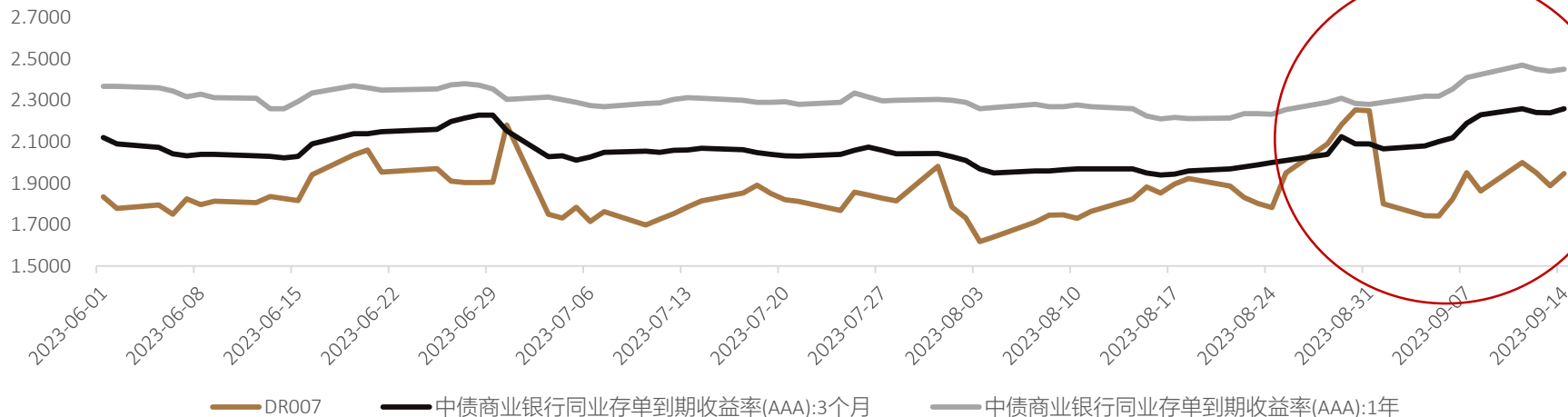


01

宏观经济

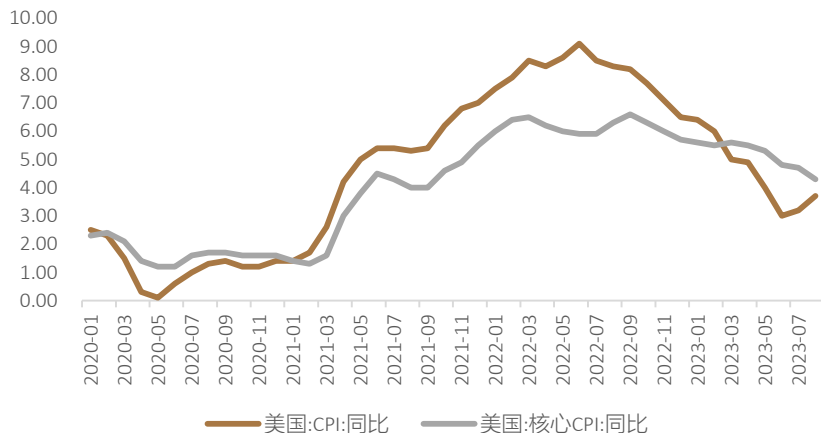
- 降准兑现，流动性紧张得以缓解，释放积极信号
- 宏观：美通胀回升，加息预期升高|国内社融有喜有忧，信贷结构仍弱
- 宏观：社零、工增均超市场预期回升，固定资产投资仍受累于地产
- 高频生产端：化工继续回升，基建相关项周内有所回落
- 高频需求端：政策强刺激下，房地产市场出现明显好转
- 高频物价指数：高频物价指标除食品外均上行

- 中国人民银行决定于2023年9月15日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。
- 9月以来，受汇率因素扰动，短端资金面明显收紧，DR007在2%左右波动，同业存单利率也明显上行。在此背景下，降准有利于呵护流动性，提振市场信心。
- 从已公布的8月宏观读数看，在政策全力支持下，中国经济初步出现了回稳苗头，然而复苏基础仍不牢固，投资意愿偏低。本次降准在呵护流动性合理充裕的同时，可以更为有效的助力信贷投放，尤其是季度末商业银行冲量，降准恰逢其时。此外，在财政端，降准后财政化债将更为便利，地方政府债的发行将可加快，带动基建实物工作量形成。
- 从当前经济修复情况看，我们认为，年内仍有货币政策在保障商业银行利润空间情况下，仍有进一步宽松的可能。



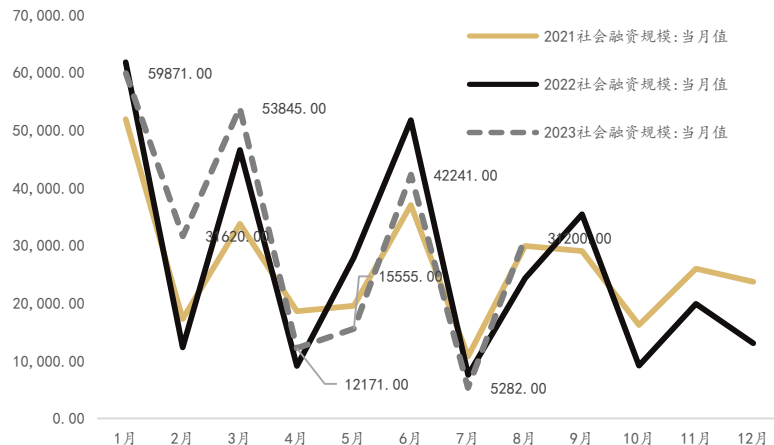
美国CPI回升，加息预期升高

- 本周公布的美国8月CPI同比超预期反弹至3.7%，主因能源价格大幅上涨和低基数。核心CPI同比实际上继续回落。
- 近期美国的罢工潮、经济韧性的增强，都对CPI形成上涨压力。
- 目前市场依然维持9月不调整利率的预期，后续加息的预期经此次CPI回升后再度提高。



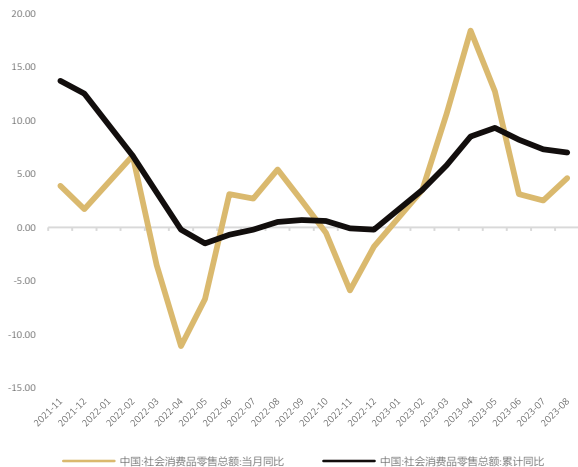
社融喜忧参半，信贷结构仍弱

- 8月新增社融3.12万亿元，同比多增6488亿元，存量同比9.0%。新增贷款1.36万亿元，同比多增1100亿元。
- 政府债市本次社融增长的主要动力。
- 信贷规模有所修复，但居民中长期贷款仍有隐忧，中长贷仅录得1602亿元，继续低于2022全年平均值，同比少增1056亿元。

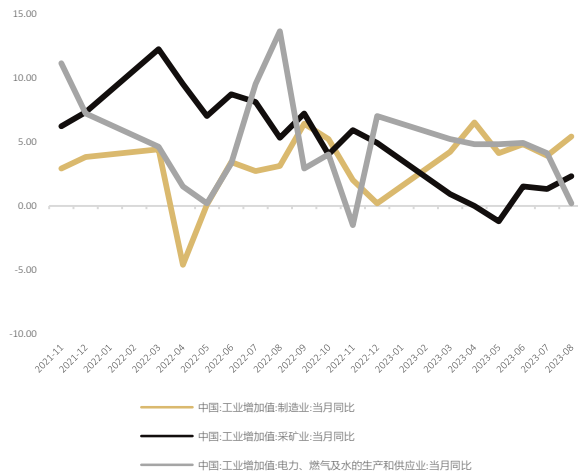


- 8月4.6%的社零增速明显高于市场预期的3.5%，主因暑期出行的季节性因素带动，出行消费、社交消费修复形势喜人，对社零的拉动作用较强。同时，高社零也对CPI有一定推升作用，CPI的转正也打消了国内对于通缩的恐慌。
- 工业增加值录得4.5%，较前值有所回升，制造业、采矿业均有所抬升。
- 固定资产投资方面，地产依旧是最大拖累项，新开工面积同比增速录得-24.4%与前值相当，商品房销售增速进一步回落，但高频数据有所回暖，9月地产投资相关指标可能环比小幅回正。

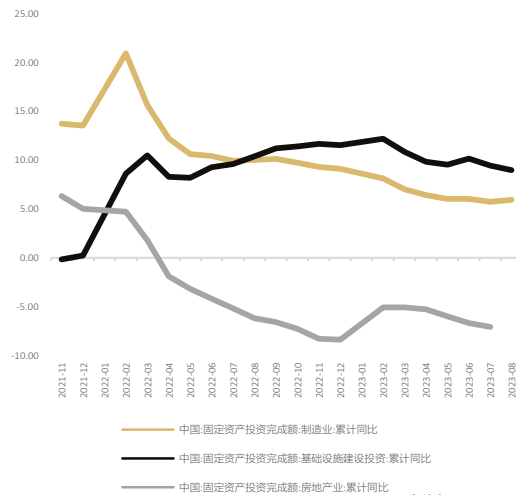
社零增速明显高于市场预期



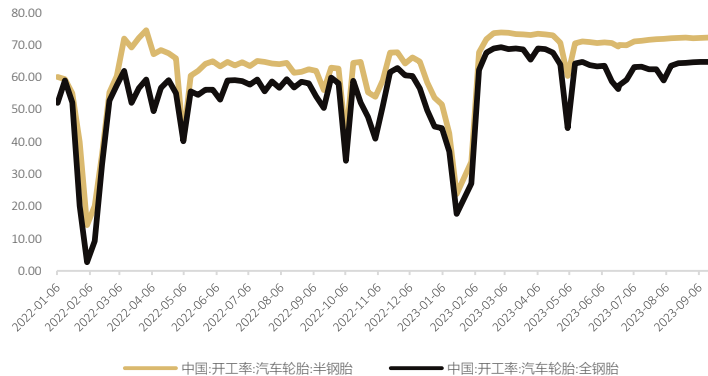
工业增加值超预期回升



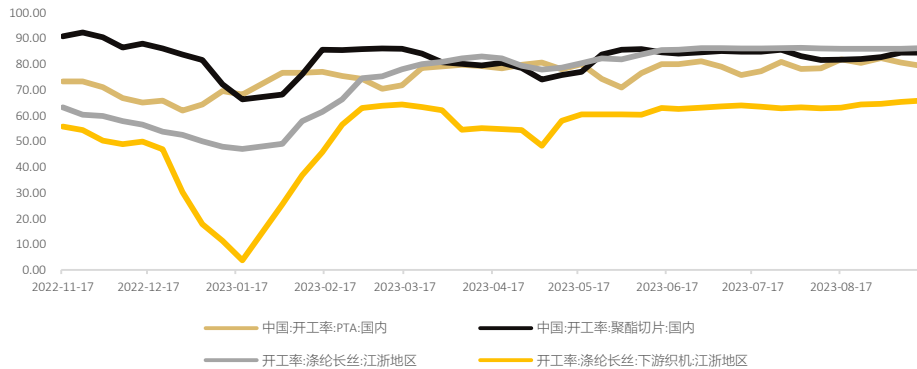
房地产依旧是固定资产投资的拖累项



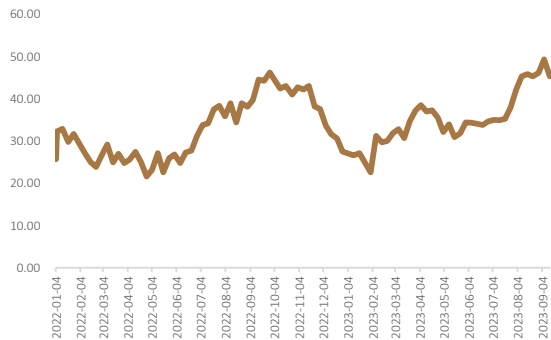
1.汽车：本周轮胎开工率较上周基本持平



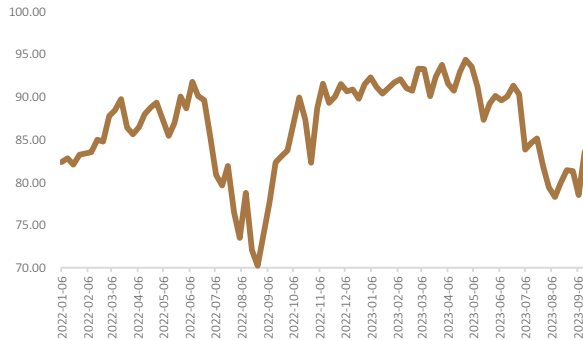
2.纺织：本周纺织业中下游开工率继续上行，PTA开工继续回落



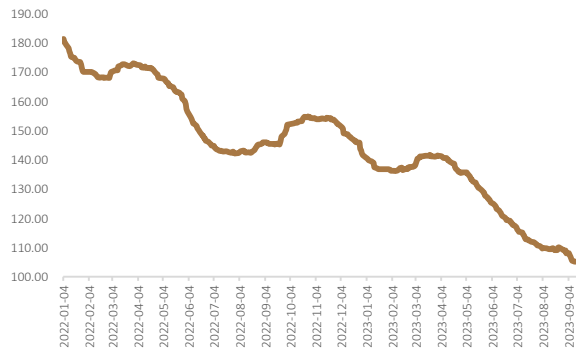
3.化工：沥青开工率本周大幅回落



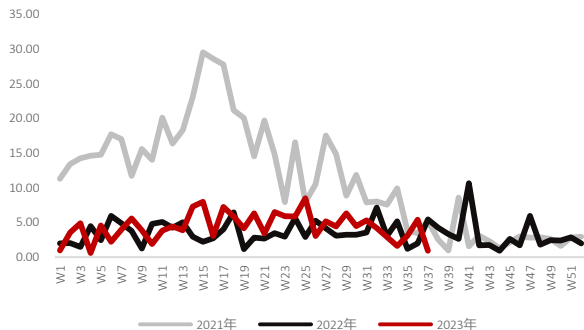
4.化工：纯碱开工率触底大幅回升



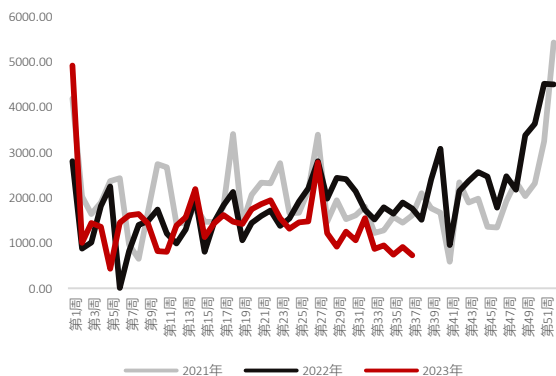
5.水泥：水泥价格持平上周继续磨底



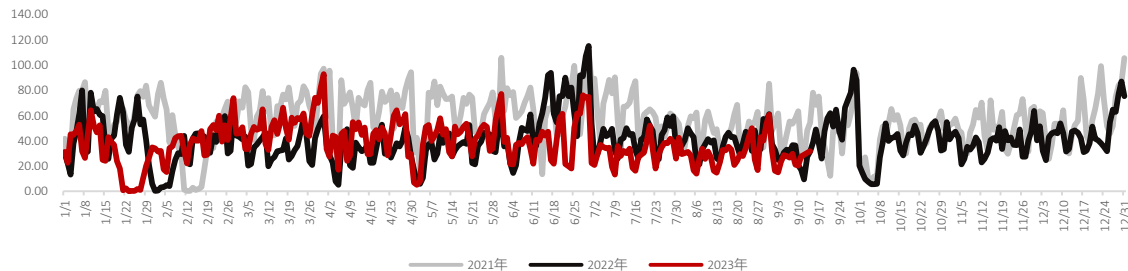
1.土地交易：本周土地溢价率回落至低位



2.土地交易：成交面积继续低迷，低于前两年



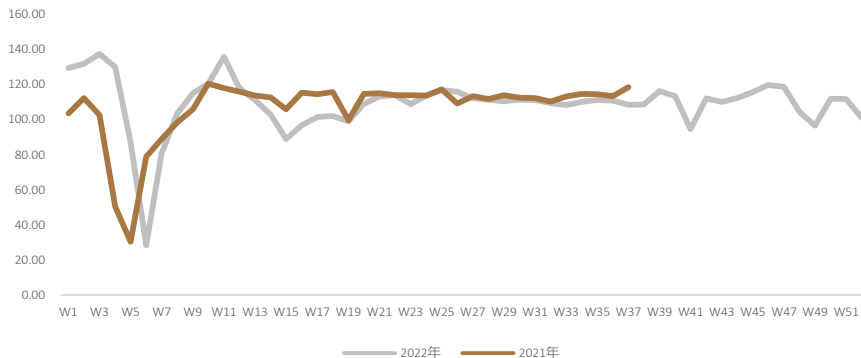
3.新房成交：重点30城商品房成交面积出现好转，整体略超2022年。



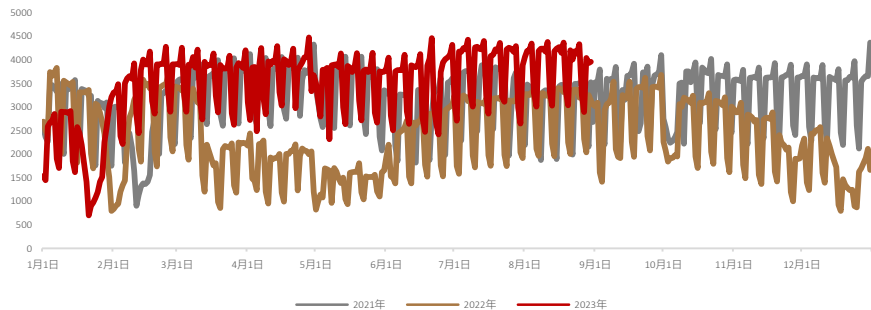
4.二手房成交：本周重点城市二手房成交观察看，政策效果已有充分显现重点城市除佛山均有修复。

分类	城市	9月7日—9月14日		
		成交面积 (平方米)	周环比	周同比
一线城市	北京	353635	51.93%	29.78%
	深圳	75685.59	48.63%	87.06%
二、三线	南京	145736	17.51%	17.05%
	厦门	34130	42.46%	-13.77%
	苏州	114450.33	24.38%	-8.30%
	杭州	93608.42	41.62%	103.37%
	青岛	105431.48	22.35%	33.09%
	成都	496895.81	35.48%	141.00%
	佛山	122100	-1.53%	9.51%
	东莞	59219.7	17.06%	-5.24%

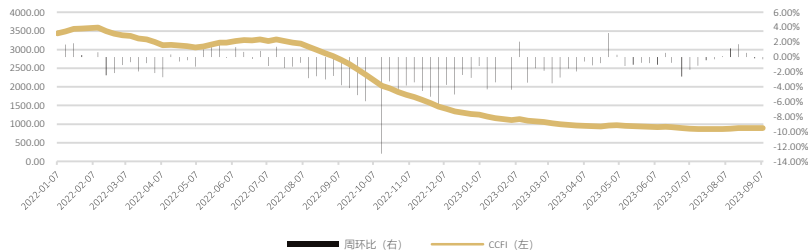
1. 整车货运：周内整车货运量明显回升



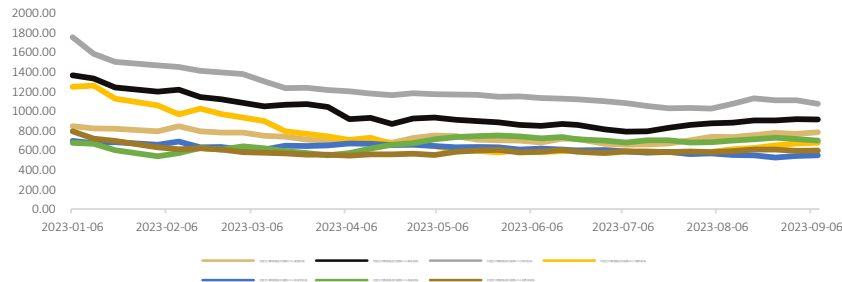
2. 一线城市出行：较前几周开始明显回落主要是暑期出行减退



3. 出口：CCFI货运集装箱指数环比继续微降，指向出口尚无好转

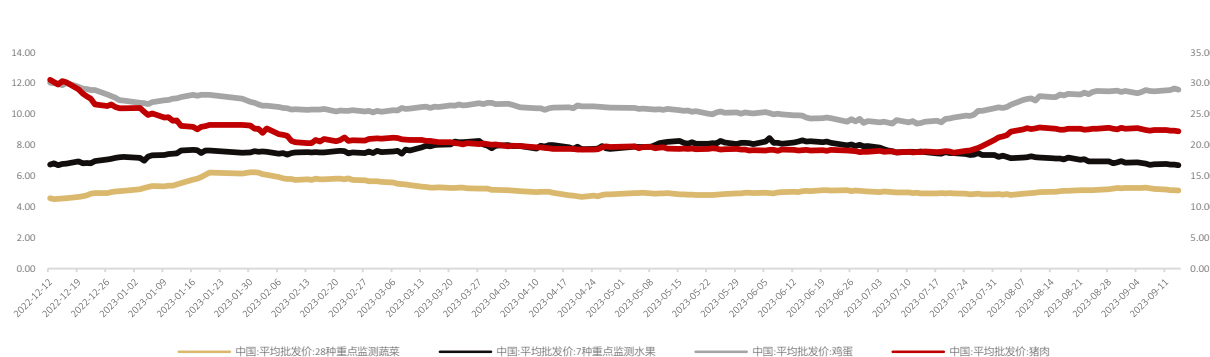


4. 出口：货运集装箱价格指数继续分化，美西、澳新、东南亚航线继续回升。

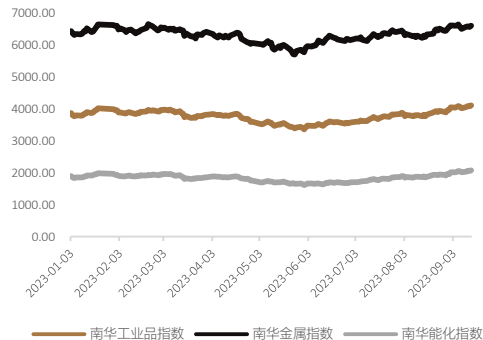


	美西航线	美东航线	欧洲航线	澳新航线	东南亚航线	南美航线	东西非航线
指数变化	17.17	-2.81	-35.62	7.73	8.43	-14.35	4.21
环比	2.24%	-0.31%	-3.21%	1.16%	1.56%	-2.01%	0.71%

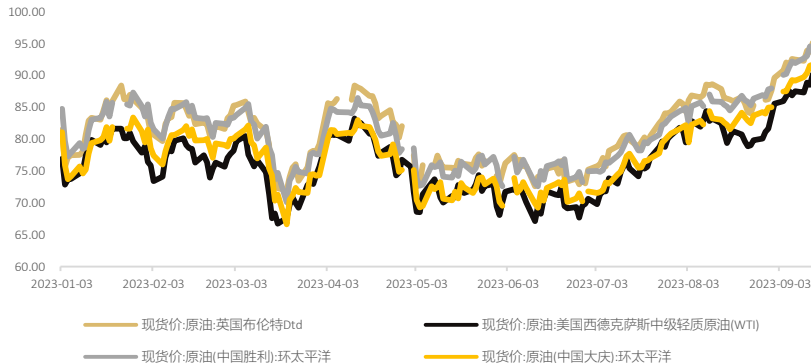
1.重点食品价格：各类重点食品价格均有小幅回落



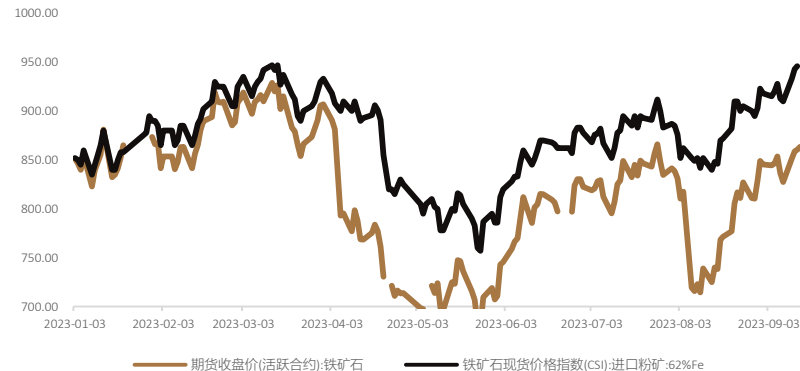
2.南华指数：大宗商品周内整体上行



3.原油价格：周内原油价格继续大幅上行



4.铁矿价格：周内铁矿价格震荡上行





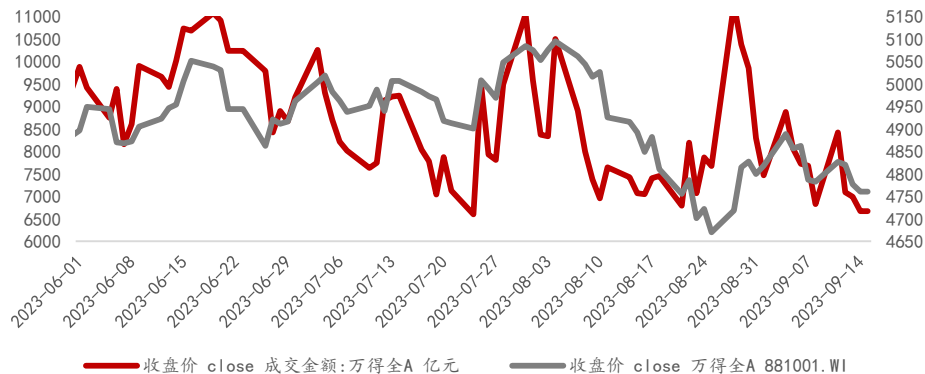
02

股市动态

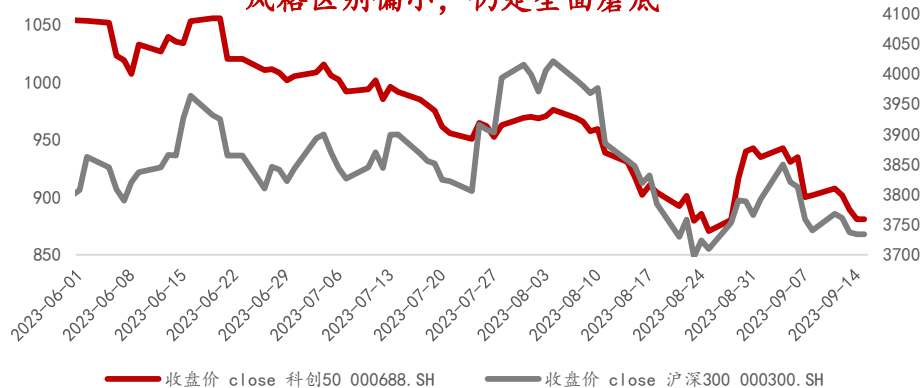
- 大盘走势：社融提振信心，资金观望仍重，指数全面磨底，前期超跌反弹
- 行业轮动：电信、医疗、能源、公用事业近期强势
- 宏观流动性：美国经济韧性，离岸美元紧俏，美债利率维持高位
- 资金结构：内资轮番上阵，外资做空坚决，成交量磨底



社融短期提振，资金进场偏慢

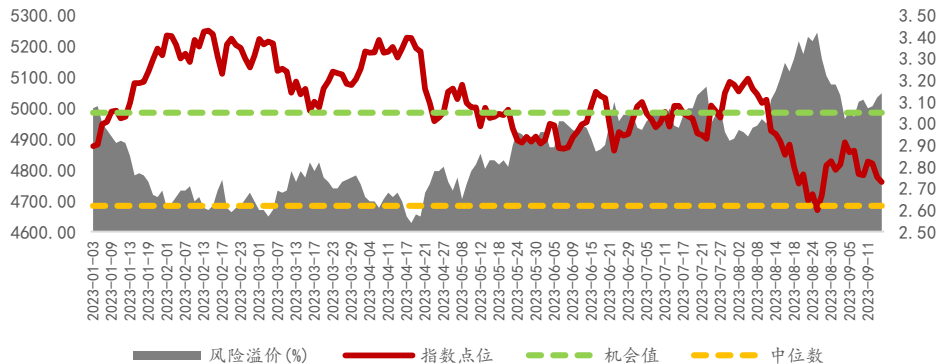


风格区别偏小，仍是全面磨底

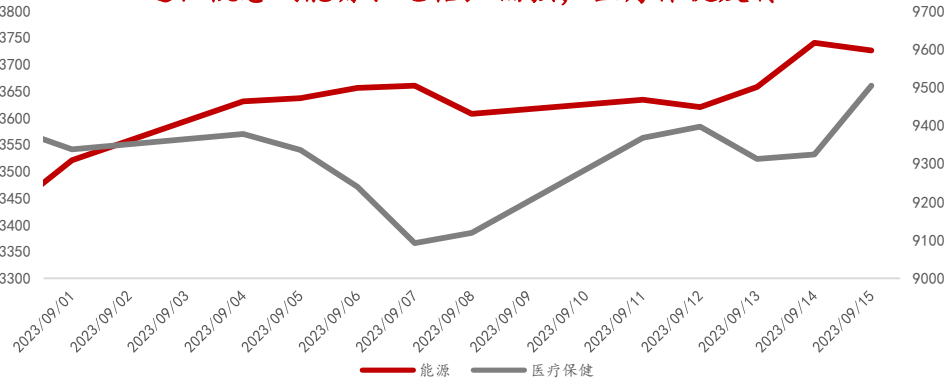


量价延续下行，信心持续磨底，医疗保健反转，连板概念偏强

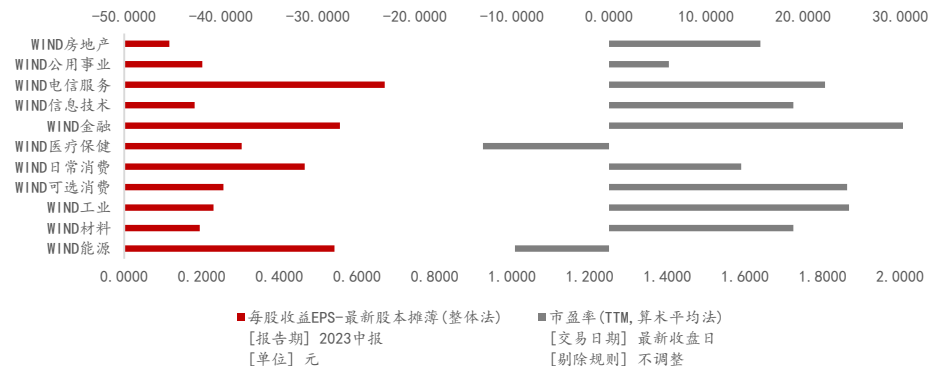
Wind全A：当前值3.14%，机会值3.05%，中位数2.62%



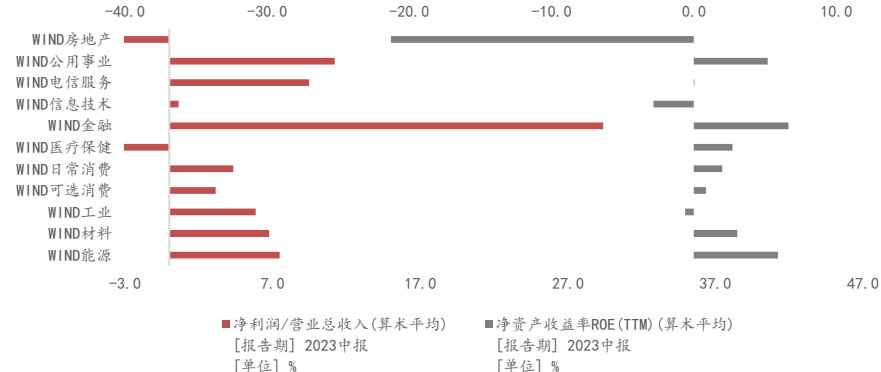
连板概念（能源、电信）偏强，医疗保健反转



电信、能源、金融和消费盈利靠前，能源、医疗超跌

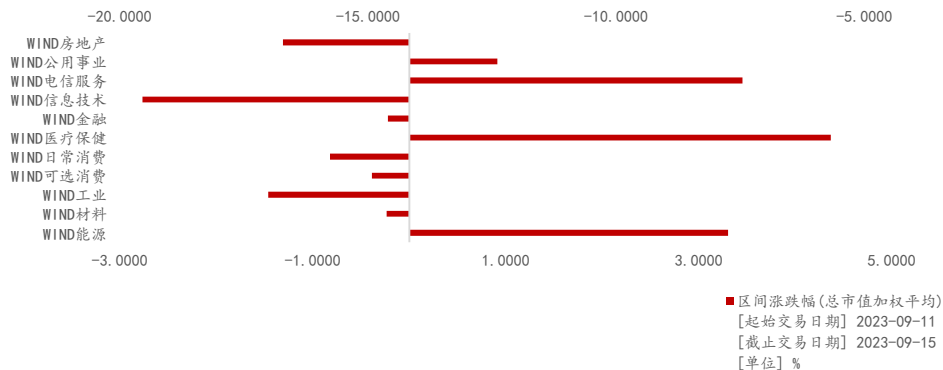


金融净利润改善明显，地产整体偏弱，能源/公用事业整体偏弱

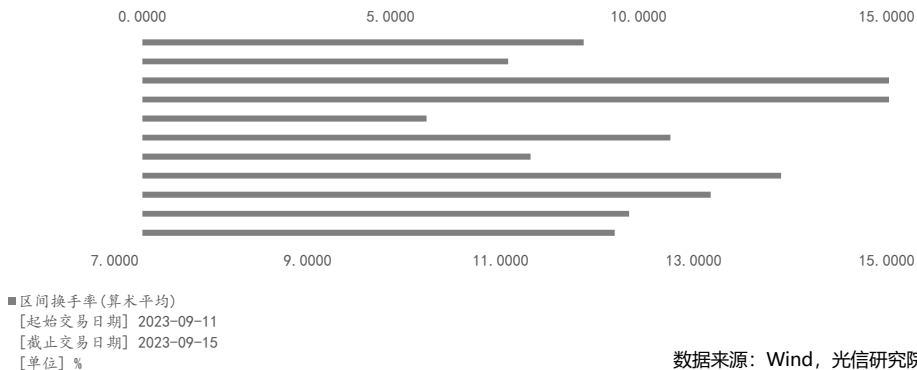


医疗超跌反弹，能源、公用事业强势，消费和工业亟待启动

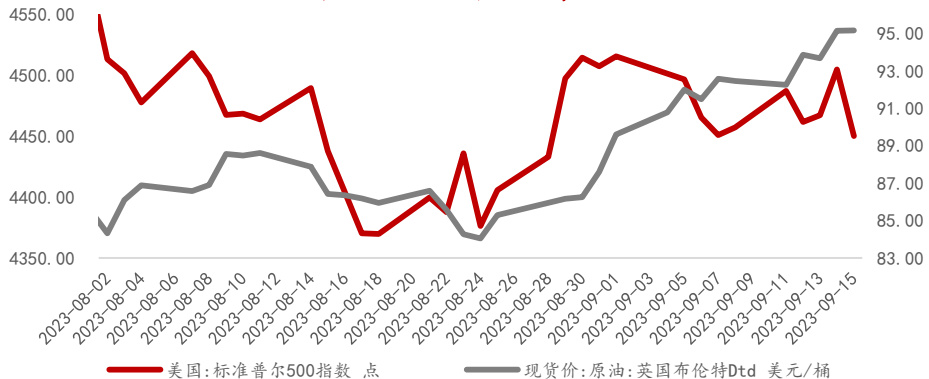
能源基本面支撑，电信业绩恒强



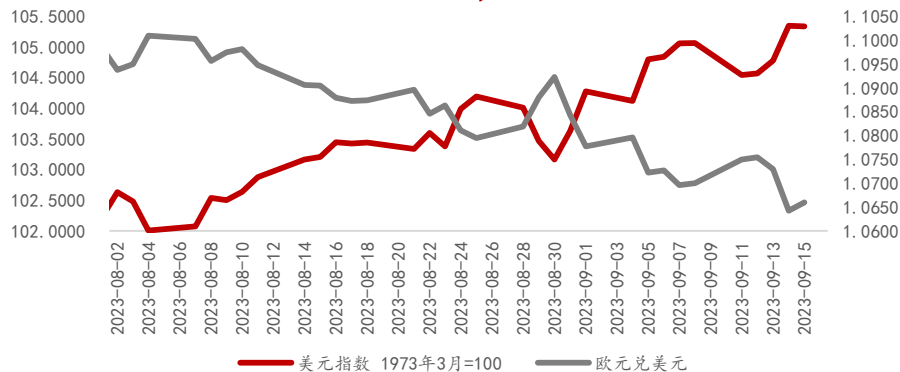
TMT走出分化，芯片、超导概念走强



美国经济软着陆概率增加，风险偏好仍强

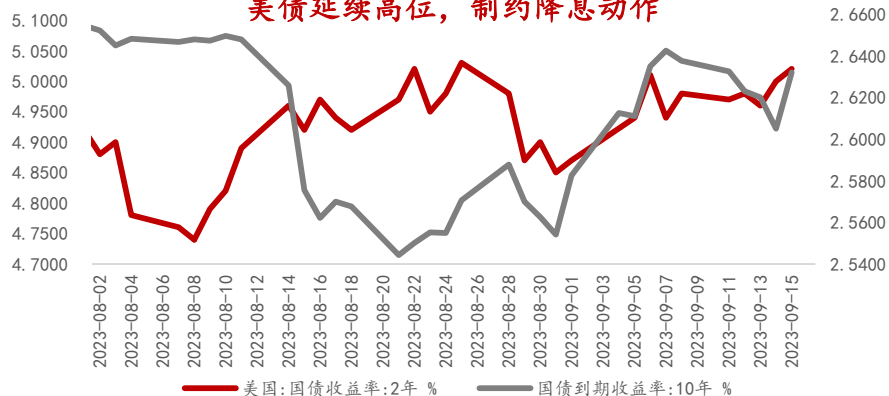


欧洲美元回流美国，美元指数偏强

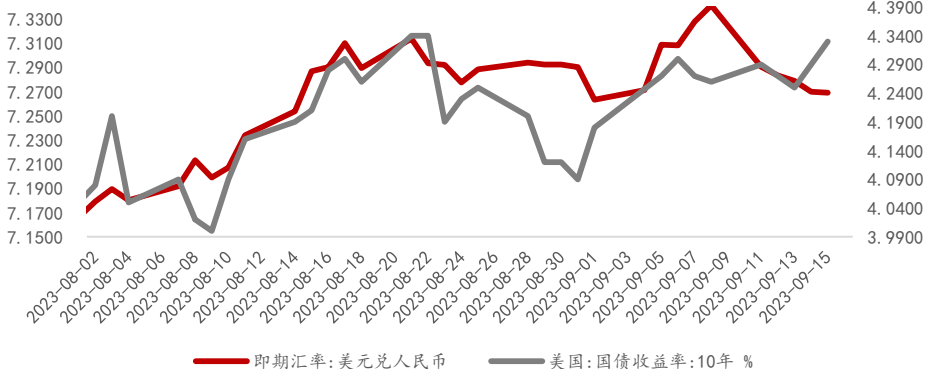


人民币VS美元：美股风险偏好仍强，美债维持利率高位，全球流动性仍紧，外汇底部稳固

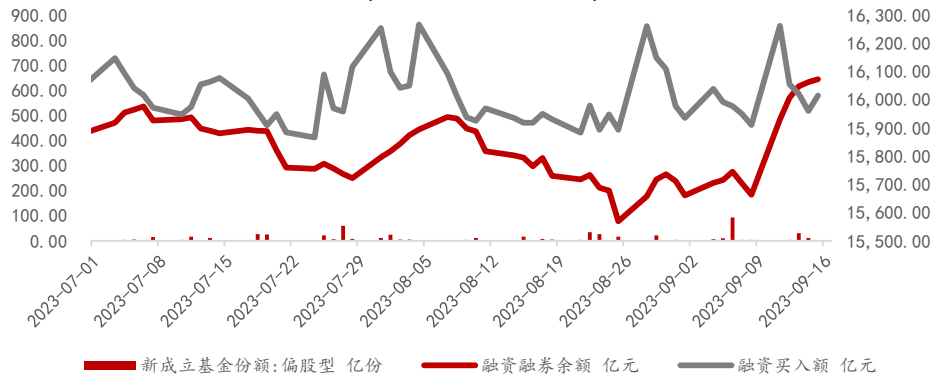
美债延续高位，制约降息动作



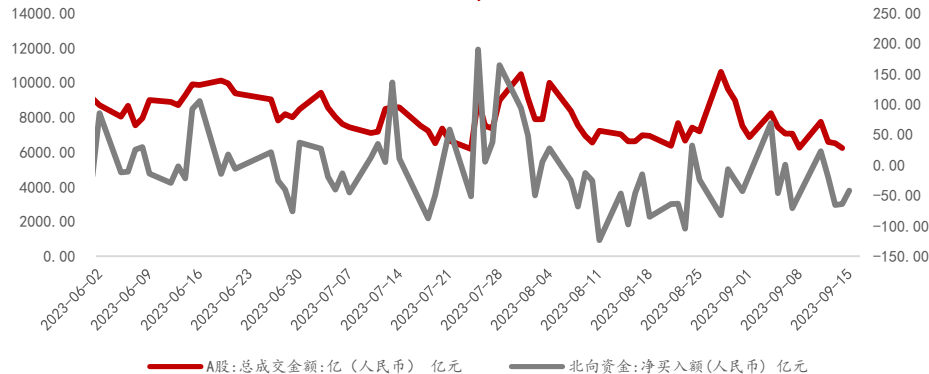
外汇降准启动，汇率底部企稳



基金发力渐缓，两融逐步走强，内资轮番上阵

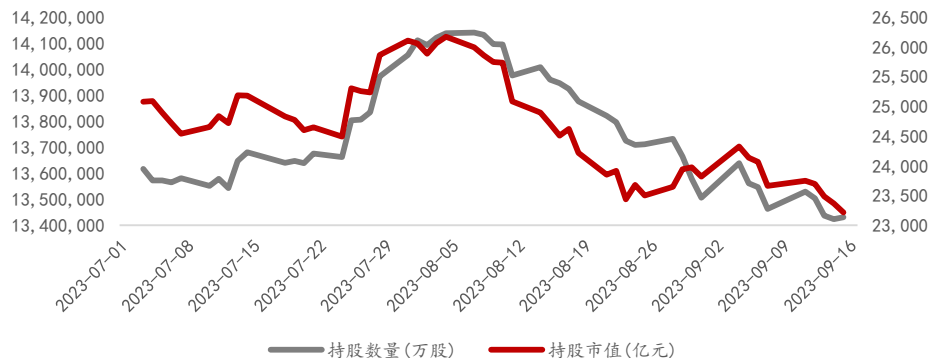


北向延续大幅流出，拖累成交量低迷



北向坚定做空，内外资金“战况”激烈，本周合计净买入-169.72亿元

北向延续流出，净买入-169.72亿元，持股占比降至3.35%



险资持股仍低，提升空间仍大

- **险资持股仓位偏低：**截至2023年上半年，险资股票和基金投资规模占比为12.91%，近5年股票仓位基本都在12%-14%浮动。
- 由于保险公司投资资产的最低资本计算方式为“风险暴露×风险因子”。所以随着风险因子的下调，最低资本随之下降，即**保险公司能够释放出更多的资金来进行权益市场配置。**
- **监管鼓励险资拿到A股市场的定价权（例：美国校友基金）**

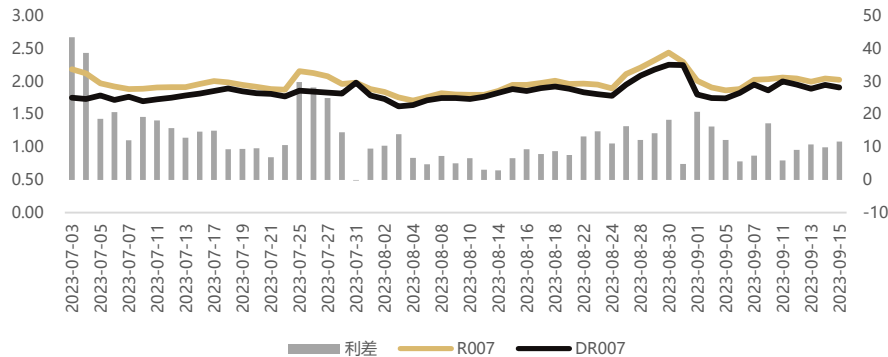


03

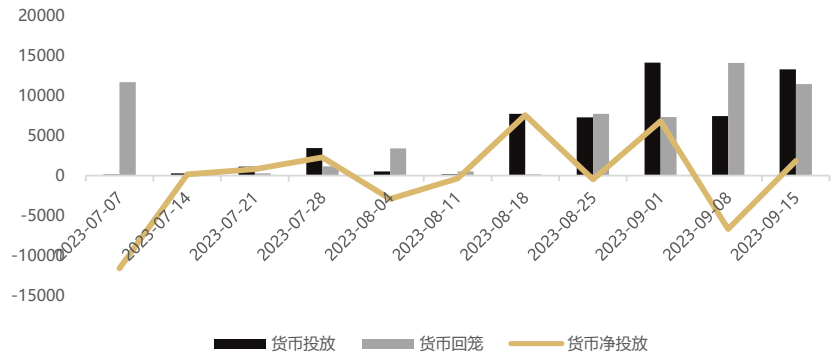
债市动态

- 货币市场：MLF超额续作维护流动性合理充裕，利率走高
- 利率债：净融资额大幅提升，收益率延续上行
- 信用债：发行量交易量回升，重点行业信用利差收窄
- 城投债：收益率走势分化，信用利差走阔

R007与DR007反向波动，利差收窄

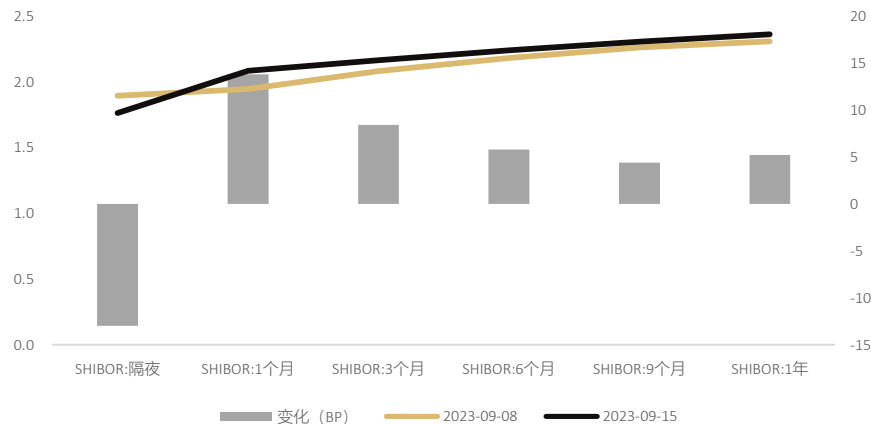


MLF超额续作维护流动性合理充裕

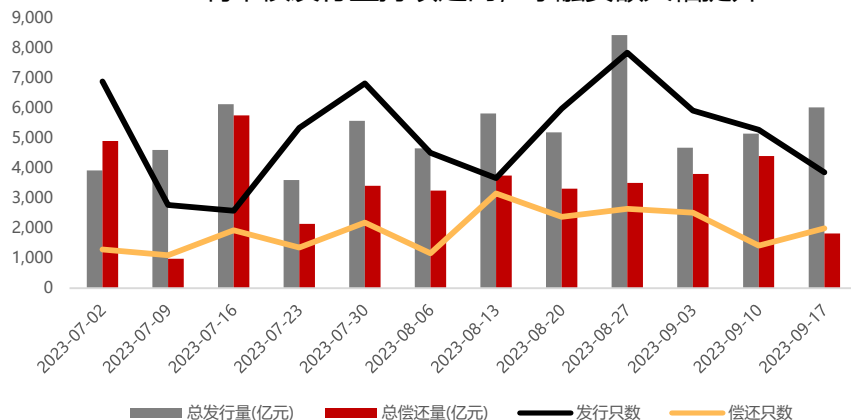


- ◆ 1) R007截至本周五为2.02%，相比上周五下调了1.10 BP。DR007和R007反向波动，周五收于1.91%，较上周五上调了4.54 BP。本周R007与DR007两者利差收窄，周五利差为11.62 BP，而上周五利差为17.26 BP。
- ◆ 2) 央行本周净投放1840亿元。本周央行开展5910亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作，同时有4000亿元MLF到期；另外逆回购操作投放资金7380亿元，7450亿元逆回购到期。综合来看，央行本周实现资金净投放1840亿元。。
- ◆ 3) Shibor利率多数上涨。截至周五，隔夜SHIBOR报1.76%，较上周五下调13BP。其余各期限均延续上涨走势。

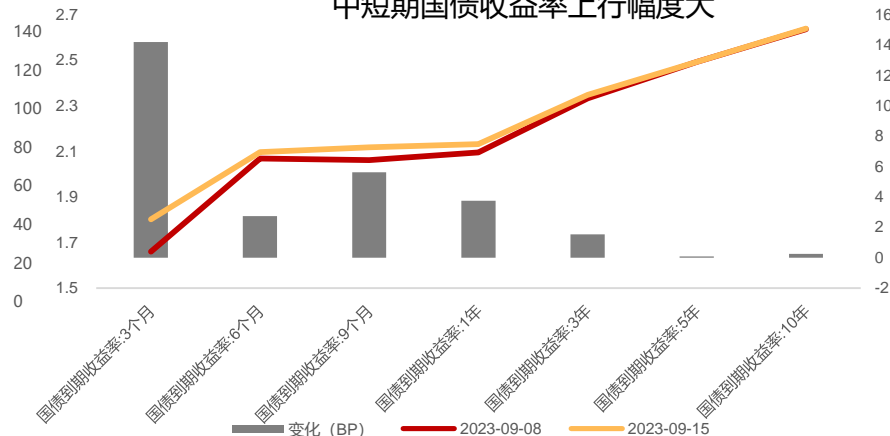
隔夜Shibor大幅下调，其余各期限Shibor延续上涨



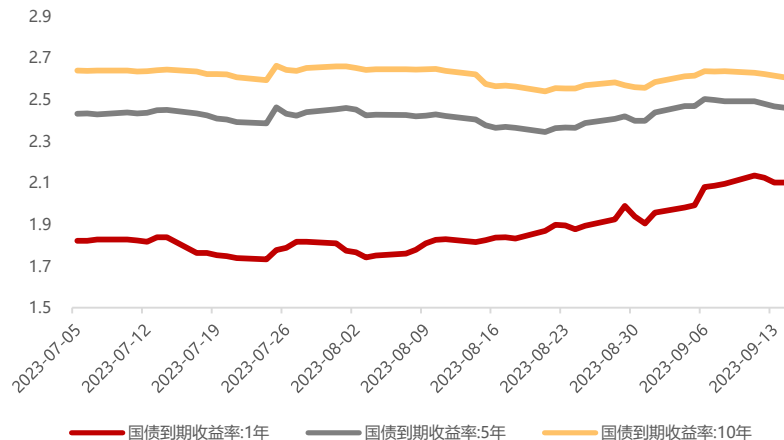
利率债发行量持续走高，净融资额大幅提升



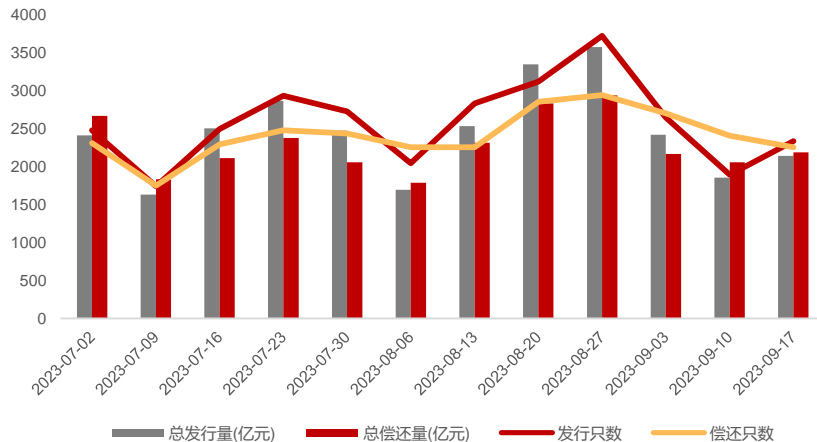
中短期国债收益率上行幅度大



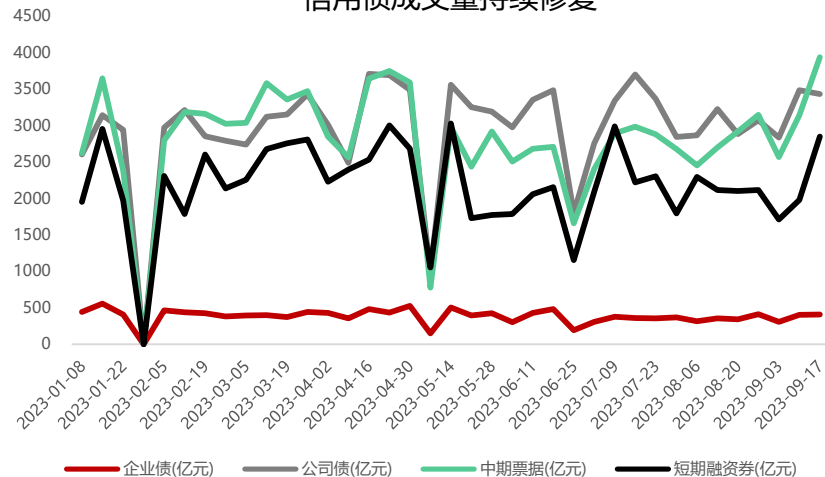
- ◆ 本周新发行利率债6015.92亿元，发行规模较上周增加16.95%；同期总偿还量仅1815.83亿元，较上周减少58.72%；净融资额为4200亿元。考虑到之前财政部“今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕”的承诺，后续发行压力仍大。
- ◆ 本周各期限国债收益率普遍上行，其中中短期国债收益率上行幅度较大，尤其3个月期国债收益率环比涨幅超过14BP；同时，上周五降准落地后，长期限国债收益率大幅走高，整体由降转升。从趋势来看，国债收益率走高趋势不改。



信用债发行量回升，净融资额依然为负

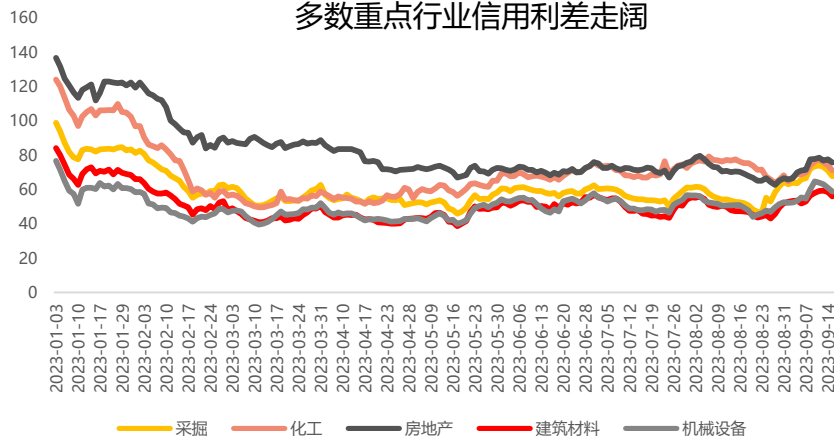


信用债成交量持续修复

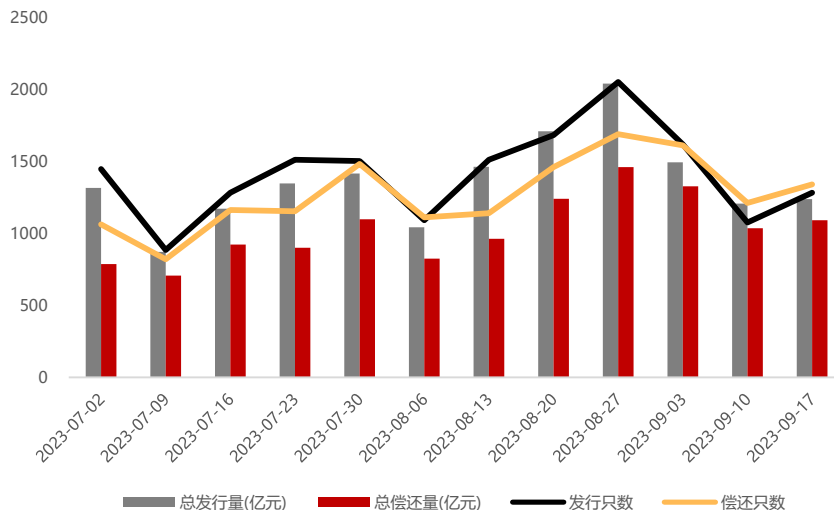


- ◆ 本周信用债发行263只，总发行量2141.15亿元，较上周增加15.46%；同期总偿还量2199.35亿元，净融资额-48.25亿元。
- ◆ 信用债交易量持续修复。本周信用债合计成交1.06万亿元，较上周增加17.99%。
- ◆ 上周五降准叠加MLF超额续做落地，资金面缓和向好，重点行业信用利差在当日内大幅收窄。

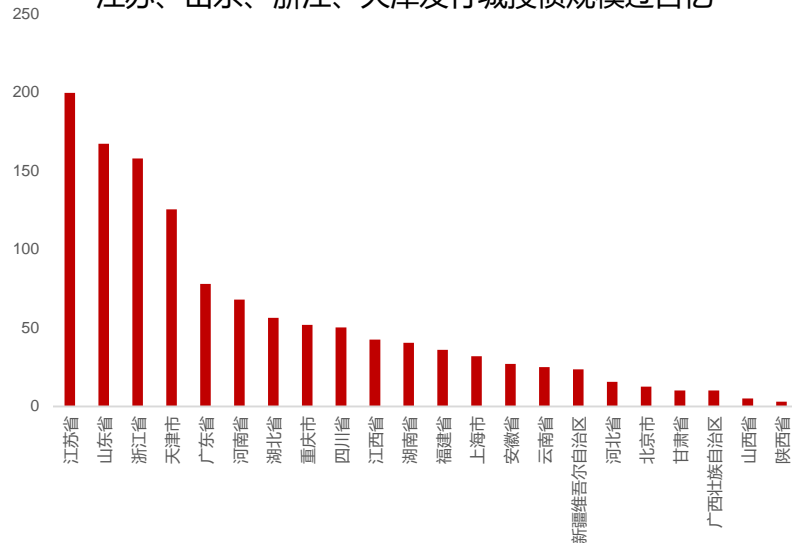
多数重点行业信用利差走阔



本周城投债发行小幅回升

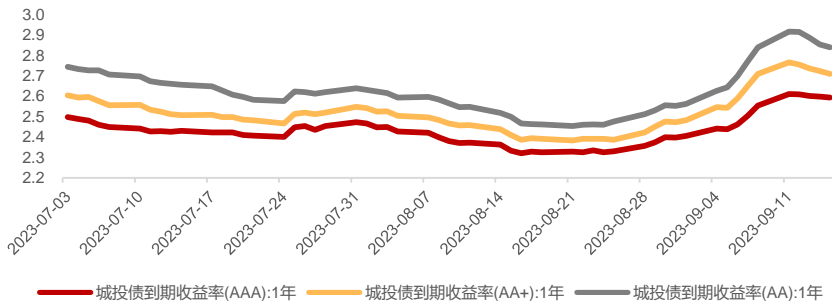


江苏、山东、浙江、天津发行城投债规模过百亿

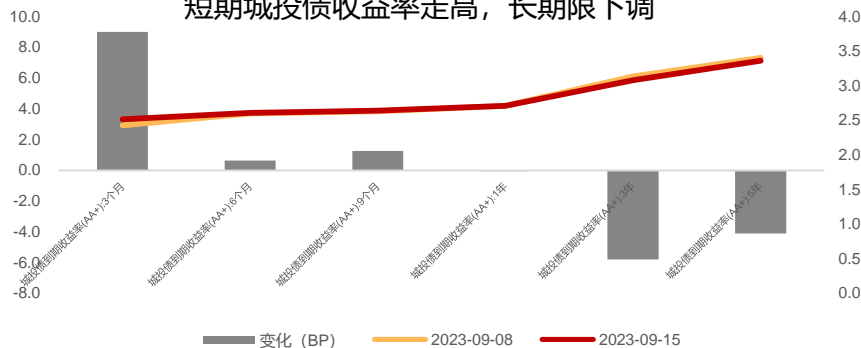


- ◆ 本周城投债发行180只，总发行量1241.36亿元，较上周小幅增加2.59%；同期有188只城投债偿还，总偿还量1094.64亿元，较上周增加5.55%；净融资额146.72亿元。
- ◆ 江苏省发行城投债规模最大，为199.65亿元，此外本周发行城投债超过百亿元的省还有山东、浙江、天津。
- ◆ 各评级城投债利率上涨。以3年期城投债为例，AAA级主体的平均利率为3.41%，AA+为3.95%，AA为5.19%，分别环比增加5BP、21BP和36BP。

1年期城投债走势分化，AAA级收益率上升

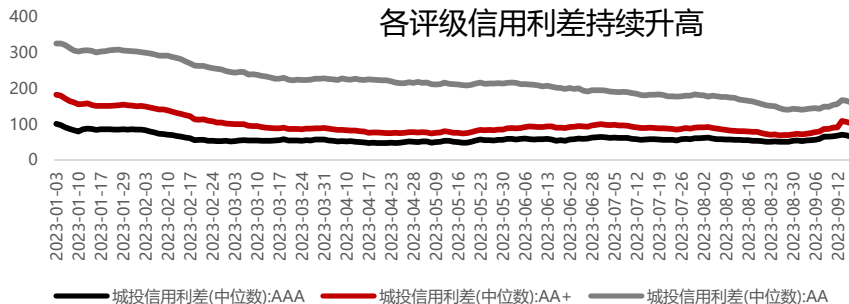


短期城投债收益率走高，长期限下调

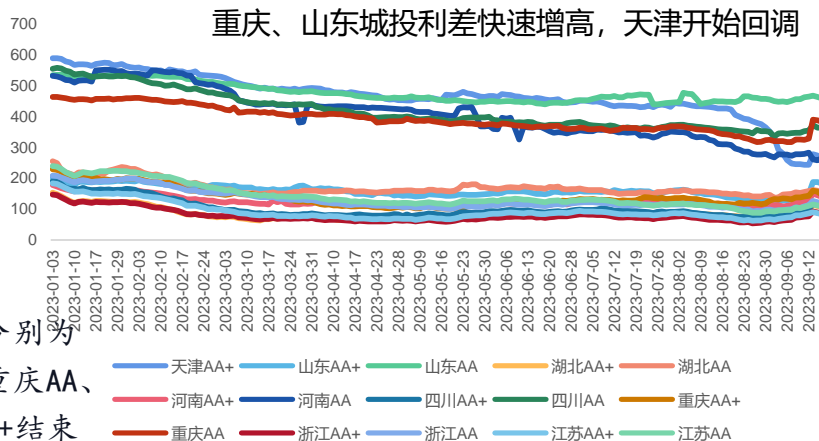


- ◆ 城投债收益率走势分化。评级方面，AAA级1年期城投债收益率增加3.96BP，而AA+和AA则均降低了0.04BP。期限方面，1年期以内城投债收益率走高，1年期及以上收益率下降。

各评级信用利差持续升高



重庆、山东城投利差快速增高，天津开始回调



- ◆ 利差方面，AAA、AA+、AA城投债整体信用利差继续走阔，幅度分别为0.28BP、16.3BP和12.73BP，城投债风险犹存。区域方面重点关注重庆AA、山东AA+信用利差快速提升，分别增加58.58BP和44.23BP，天津AA+结束收窄上周增加11.84BP。另外，河南AA为重点区域中唯一利差收窄区域。

谢 谢！

光大信托，助力社会更美好！