

2023年09月18日

沪金创新高背后反映了哪些预期？

——全球资产配置每周聚焦（20230911-20230915）

相关研究

证券分析师

金倩婧 A0230513070004
jinjq@swsresearch.com
冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangshengq@swsresearch.com

研究支持

林遵东 A0230122080008
linzd@swsresearch.com

联系人

林遵东
(8621)23297818x
linzd@swsresearch.com

本期投资提示：

- **本周聚焦：**本周上海期货交易所沪金期货合约触及 480 元/克，再度刷新历史高点，同时上海金交所黄金现货与伦敦金现价差从 8 月以来快速上升，近期也突破了 2020 年以来的波动箱型区间，引起市场关注。本文将探讨：1) 沪金创新高背后反映了哪些预期？2) 中短期来看，沪金的风险收益比如何？3) 中长期来看，黄金是否还有配置价值？
- **本轮沪金创新高过程是由汇率因素和沪金溢价走扩共同推动。**一般而言，沪金价格受到国际黄金价格和美元兑人民币汇率的直接影响，以及反映国内投资需求预期的溢价影响。6 月以来，在通胀压力缓解+就业市场强劲，美国经济软着陆预期不断升温的背景下，10Y 美债实际利率从 1.46%上行 52bp 至 1.98%，国际黄金（伦敦金）价格震荡下跌 2%。期间上海金交所黄金现货价格上行 4.4%，上海金交所黄金现货与伦敦金现价走势开始逐渐背离。一方面，国内外货币政策背离加剧，中美利差继续收窄，人民币相对美元贬值 2.3%可以解释部分沪金的超额收益；另一方面，国内稳增长政策见效仍需等待，宽松预期进一步发酵，国内对黄金投资预期进一步强化，导致沪金溢价进一步走扩。
- **短期来看，央行稳定汇率信号进一步强化，同时海外再通胀预期升温，黄金对美联储年内加息节奏的风险定价仍存变数，沪金的收益风险比有所下降。**自 7 月以来实施的跨周期、汇率准备金工具传递央行稳定人民币汇率的信号，其积极效果正在显现。同时，近期油价在供给侧推动下突破震荡上限，海外再通胀预期升温，通胀预期有所抬头。相对于当前较为鸽派的市场加息预期，美联储 9 月和四季度的议息会议表态和点阵图仍存一定变数，这意味着短期沪金的收益风险比或边际有所下降。
- **而中长期来看，国际黄金价格相对美元的估值中枢在疫情后随着美元流动性宽松整体抬升，后续其上行空间系统性打开需要等待美国确认衰退周期、美联储宽松周期启动之后。而人民币汇率的稳定需要国内经济基本面的持续改善验证，从而带来沪金溢价的重新收敛。**自美联储启动本轮加息后，在美债实际利率的上行压制下黄金整体震荡走弱，但相比于以往周期明显更加抗跌。这一定程度上与疫情后全球央行大幅扩表，黄金相对美元的估值中枢系统性抬升有关，金价/美国 M2 仍处于历史上低位。往后看，国际黄金价格的上行空间打开需要全球需求的再度走弱配合，美联储紧缩边界明确后以及后续的降息阶段，美元计价的黄金弹性更大。而国内外黄金价差则依赖于人民币汇率的波动降低。伴随着国内稳增长政策的效果显现，上海金交所黄金现货-伦敦金价差或将逐渐回归中枢。2021 年以来，上海金交所黄金现货-伦敦金价差中枢保持在 2.55 元/克，对标目前的 19.27 元/克，上海金交所黄金现货目前有接近 17 元/克的超调压力。
- **全球资产价格回顾：**本周（20230911-20230916）**美国核心通胀略超市场预期+美国零售消费超预期+美国汽车工人协会罢工行动开始，美元指数上行，美债市场走熊。**1) 利率和汇率方面，美债方面，十年美债利率上行至 4.33%，中美利差缩小，美元指数小幅走强。2) 股市方面，全球股市的能源和公共事业表现也相对亮眼，同时 A 股上游资源品走强。整体表现为日经 225(2.84%)>欧洲 STOXX600(1.60%)>新兴市场(1.14%)>发达国家(0.41%)>恒生指数(-0.11%)>标普 500(-0.16%)>沪深 300(-0.83%)。3) 大宗商品方面，本周布伦特原油和天然气价格继续走强，金价小幅上行。
- **风险提示：**欧美经济金融黑天鹅事件再起，油价持续上行。



申万宏源研究微信服务号

图表目录

图 1: 近期上海金-伦敦金现货价差和上海黄金现货价格大幅上行	4
图 2: 6 月以来上海黄金现货和伦敦金现货价格走势开始逐渐背离	4
图 3: 沪金定价逻辑框架	5
图 4: 可以通过 SPDR 黄金 ETF 持有量来观察黄金的避险属性	6
图 5: 可以通过 COMEX 黄金非商业净多头来观察黄金的类债属性 (投机属性) ..	6
图 6: 中美利差与美元兑人民币高度相关	7
图 7: 央行稳定汇率信号进一步强化	7
图 8: 通胀预期与布伦特原油现货升水高度相关性, 即与原油价格预期高度相关...	8
图 9: 2020 年以来油价与美元指数成正相关	8
图 10: 金价/美国 M2 仍处于历史上低位	9
图 11: 美国经济政策不确定指数趋于回落	9
图 12: 美国标普 500 波动率指数近期回落	9
图 13: 避险属性与美国经济衰退预期有关	9
图 14: 人民币汇率企稳将纠偏市场预期, 上海金交所黄金现货-伦敦金差值波动预 计回归中枢	10
图 15: 标普 GSCI 领涨, 美元指数继续走强, 债市走熊	11
图 16: A 股、美股走弱, 十年美债收益率上升, 布油持续强势	12
图 17: A 股上游资源类普遍收涨, 医药生物出现反弹; 港股制药、电信服务和消费 服务领涨, 房地产和零售领跌; 全球股市公共事业和能源板块走强	13
图 18: 美国 CPI 反弹走高, 核心 CPI 持续走低; 美国 工业产能利用率继续上升; 消费支出和零售边际走弱	13
图 19: 中国工业增加值改善, 社零反弹明显; M1 和 M2 边际下行; 社融和贷款等 季节性改善	14
图 20: 市场基本定价 9 月美联储不加息	15
图 21: 美联储 11 月加息概率大幅下降	15
图 22: 整体加息概率保持稳定	15
图 23: 欧央行超预期加息 25 基点, 态度偏鹰; 日央行考虑结束短期负利率	16
图 24: 下周重点关注经济事件: 美联储议息会议, 欧元区通胀	16

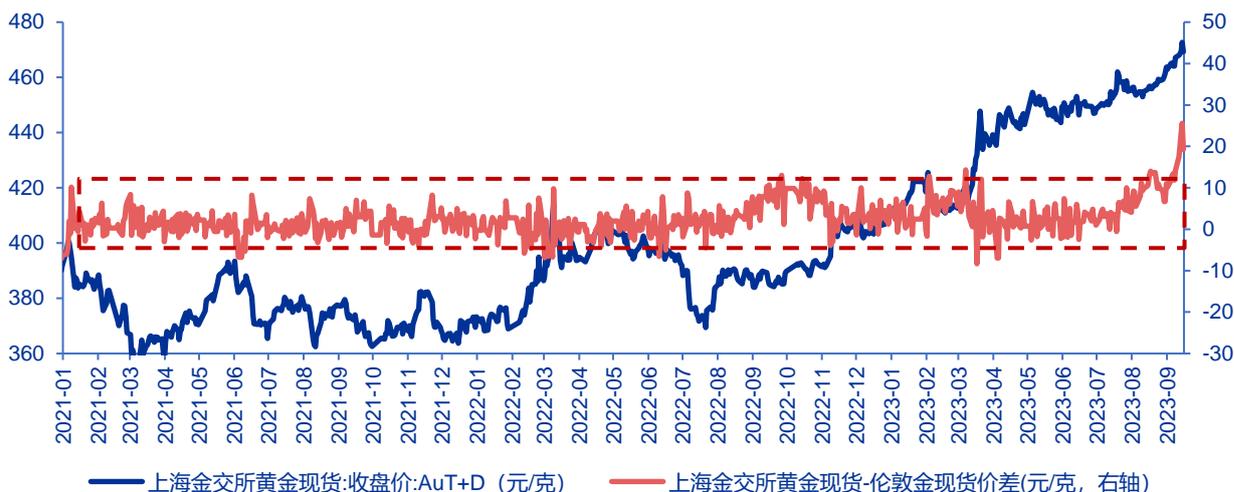
图 25: 本周全球资金流入货币市场边际放缓, 加速流入发达市场股市, 流出新兴市场股市小幅增加; 流入政府债边际小幅增加 (单位: 亿美元) 17

图 26: 美股基金中资金流入科技、能源、房地产、基建行业, 流出医疗保健、通信、消费等行业; 中股基金中资金流入科技、金融等行业 (单位: 亿美元) 18

1. 本周聚焦：沪金创新高背后反映了哪些预期？

本周上海期货交易所沪金期货合约触及 480 元/克，再度刷新历史高点，同时上海金交所黄金现货与伦敦金现价差从 8 月以来快速上升，近期也突破了 2020 年以来的波动箱型区间，引起市场关注。本文将探讨：1) 沪金创新高背后反映了哪些预期？2) 中短期来看，沪金的风险收益比如何？3) 中长期来看，黄金是否还有配置价值？

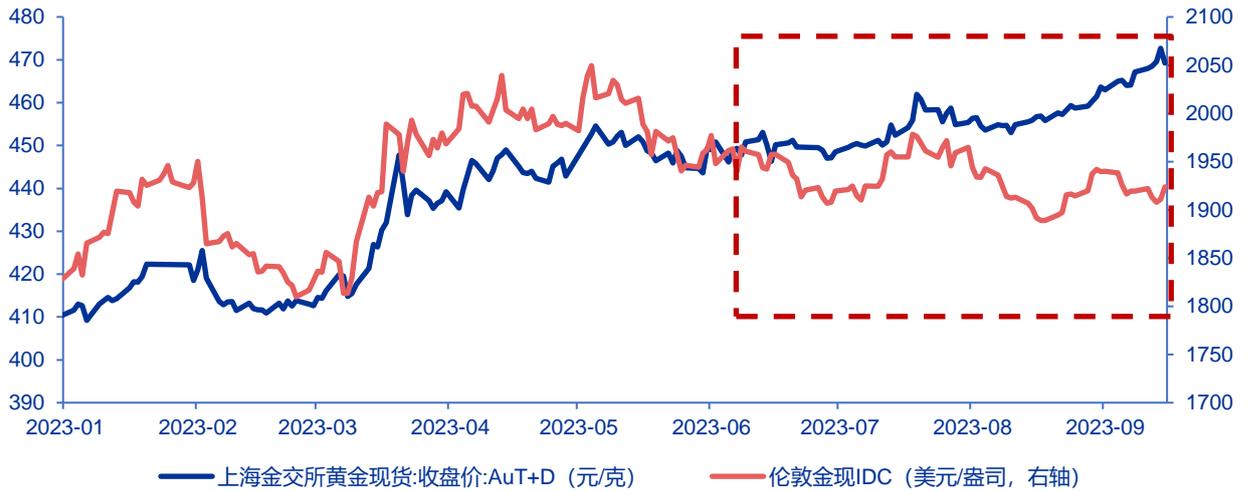
图 1：近期上海金-伦敦金现货价差和上海黄金现货价格大幅上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

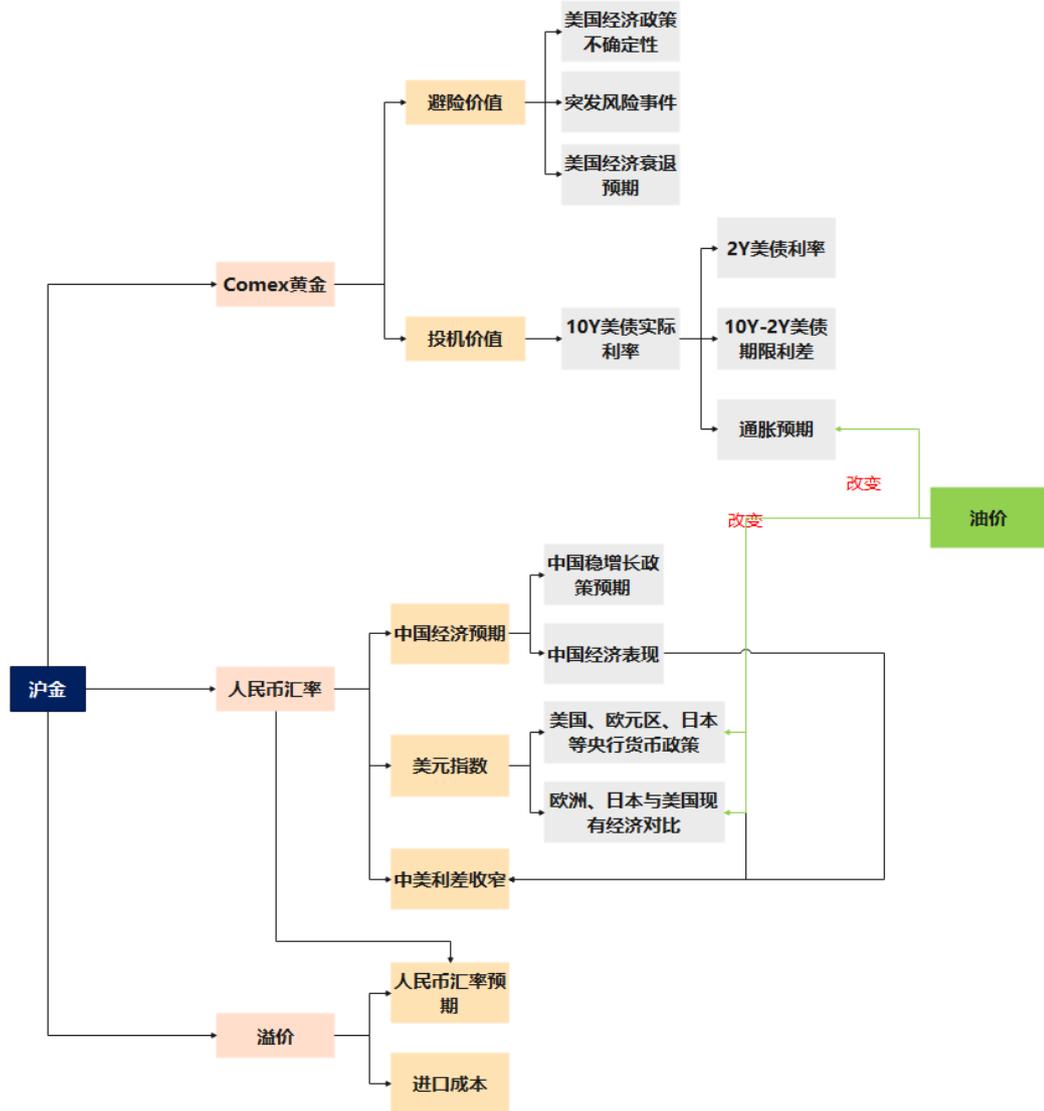
本轮沪金创新高过程是由汇率因素和沪金溢价走扩共同推动。一般而言，沪金价格受到国际黄金价格和美元兑人民币汇率的直接影响，以及反映国内投资需求预期的溢价影响。6 月以来，在通胀压力缓解+就业市场强劲，美国经济软着陆预期不断升温的背景下，10Y 美债实际利率从 1.46%上行 52bp 至 1.98%，国际黄金（伦敦金）价格震荡下跌 2%。期间上海金交所黄金现货价格上行 4.4%，上海金交所黄金现货与伦敦金现价差走势开始逐渐背离。一方面，国内外货币政策背离加剧，中美负利差继续走阔，人民币相对美元贬值 2.3%可以解释部分沪金的超额收益；另一方面，国内稳增长政策见效仍需等待，宽松预期进一步发酵，国内对黄金投资预期进一步强化，导致沪金溢价进一步走扩。

图 2：6 月以来上海黄金现货和伦敦金现价格走势开始逐渐背离



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 沪金定价逻辑框架

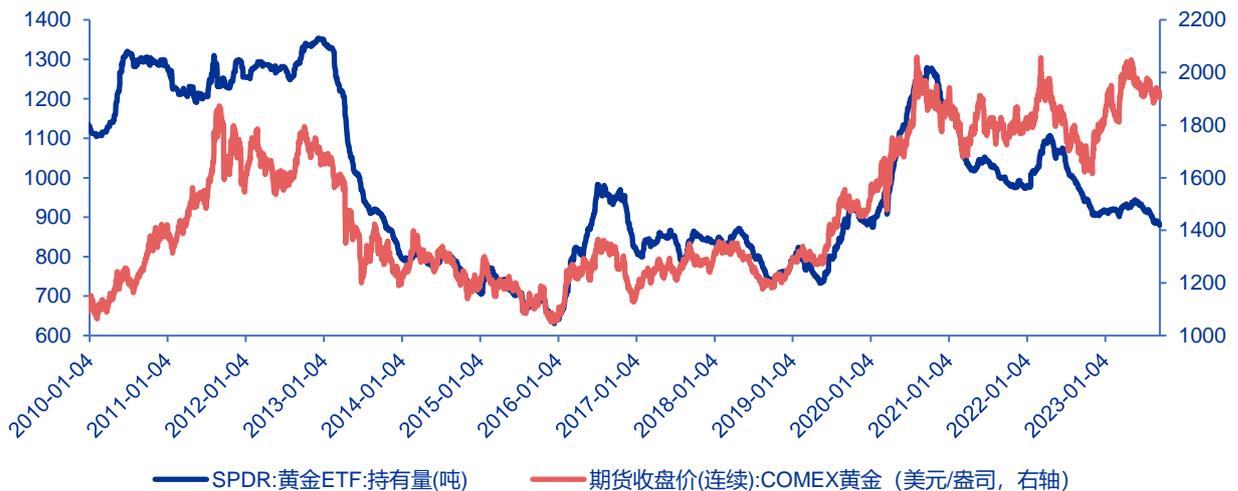


资料来源: Wind, 申万宏源研究

进一步拆分国际金价的影响因素，我们可以通过观察仓位来判断两者的走势，

1) 避险属性：通过观察 SPDR 黄金 ETF 持有量，因为 SPDR 黄金 ETF 是全球最大的黄金 ETF 基金，一般在经济衰退、地缘政治等事件干扰下，该 ETF 仓位一般会增加，比如 2008 年金融危机和 2022 年俄乌冲突。**2) 投机属性：**由于黄金挂钩美国信用，黄金与美债实际利率呈现强负相关性关系，黄金基本上可以被定义为一种类债券资产。而该类属性我们可以通过观察 COMEX 黄金非商业净多头持仓。

图 4：可以通过 SPDR 黄金 ETF 持有量来观察黄金的避险属性



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：可以通过 COMEX 黄金非商业净多头来观察黄金的类债属性（投机属性）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：中美利差与美元兑人民币高度相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

短期来看，央行稳定汇率信号进一步强化，同时海外再通胀预期升温，黄金对美联储年内加息节奏的风险定价仍存变数，沪金的收益风险比有所下降。自 7 月以来实施的跨周期、汇率准备金工具传递央行稳定人民币汇率的信号，其积极效果正在显现。同时，近期油价在供给侧推动下突破震荡上限，海外再通胀预期升温，通胀预期有所抬头。相对于当前较为鸽派的市场加息预期，美联储 9 月和四季度的议息会议表态和点阵图仍存一定变数，这意味着短期沪金的收益风险比或边际有所下降。

图 7：央行稳定汇率信号进一步强化

化解地方债务	房地产平稳运行	消费刺激措施	稳汇率
1.5万亿特殊地方再融资债券	认房不认贷	国务院二十条	跨境融资宏观审慎调节参
	降低存量房贷利率		金融机构外汇存款准备金率
	降低首付比例		离岸市场回笼资金
	金融十六条		

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：通胀预期与布伦特原油现货升水高度相关性，即与原油价格预期高度相关



资料来源：Wind，申万宏源研究 注：通胀预期=10Y 美债利率-10Y 美债实际利率

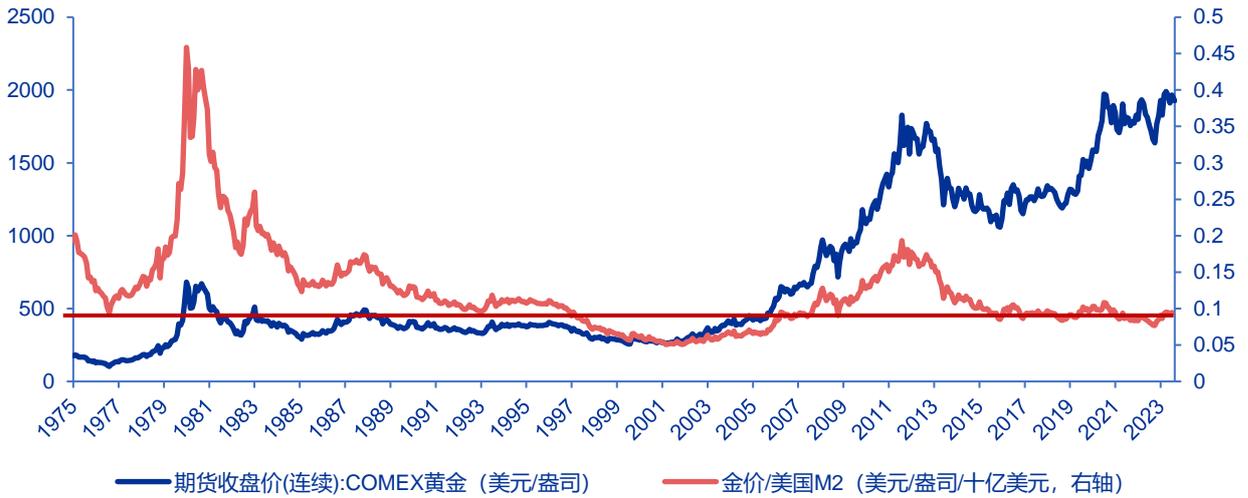
图 9：2020 年以来油价与美元指数成正相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

中长期来看，国际黄金价格相对美元的估值中枢在疫情后随着美元流动性宽松整体抬升，后续其上行空间系统性打开需要等待美国确认衰退周期、美联储宽松周期启动之后。而人民币汇率的稳定需要国内经济基本面的持续改善验证，从而带来沪金溢价的重新收敛。自美联储启动本轮加息后，在美债实际利率的上行压制下黄金整体震荡走弱，但相比于以往周期明显更加抗跌。这一定程度上与疫情后全球央行大幅扩表，黄金相对美元的估值中枢系统性抬升有关，金价虽然再创新高，但是不贵。往后看，国际黄金价格的上行空间打开需要全球需求的再度走弱配合，美联储紧缩边界明确后以及后续的降息阶段，美元计价的黄金弹性更大。

图 10: 金价/美国 M2 仍处于历史上低位



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 美国经济政策不确定指数趋于回落



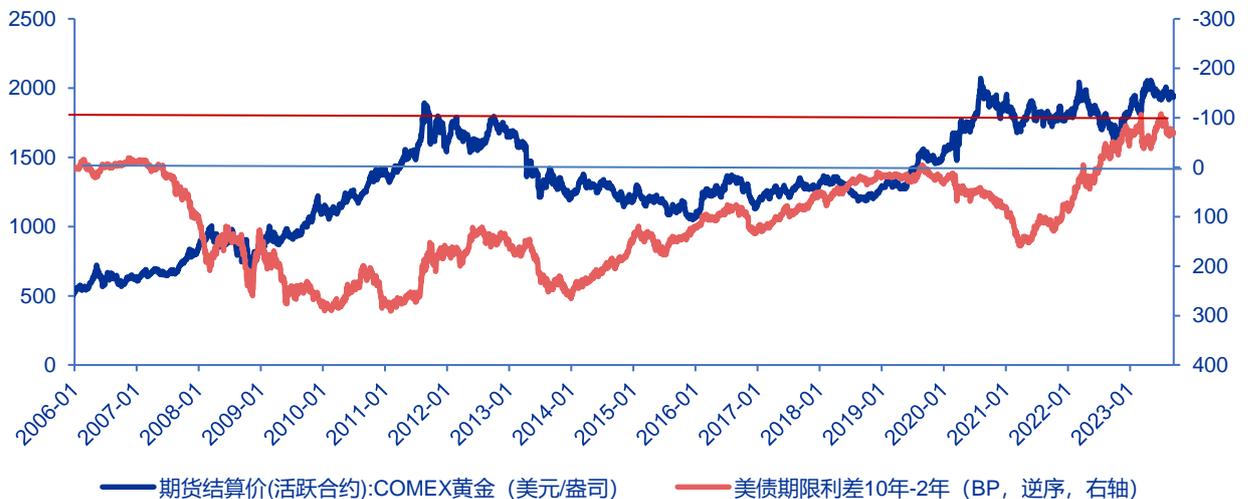
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 12: 美国标普 500 波动率指数近期回落



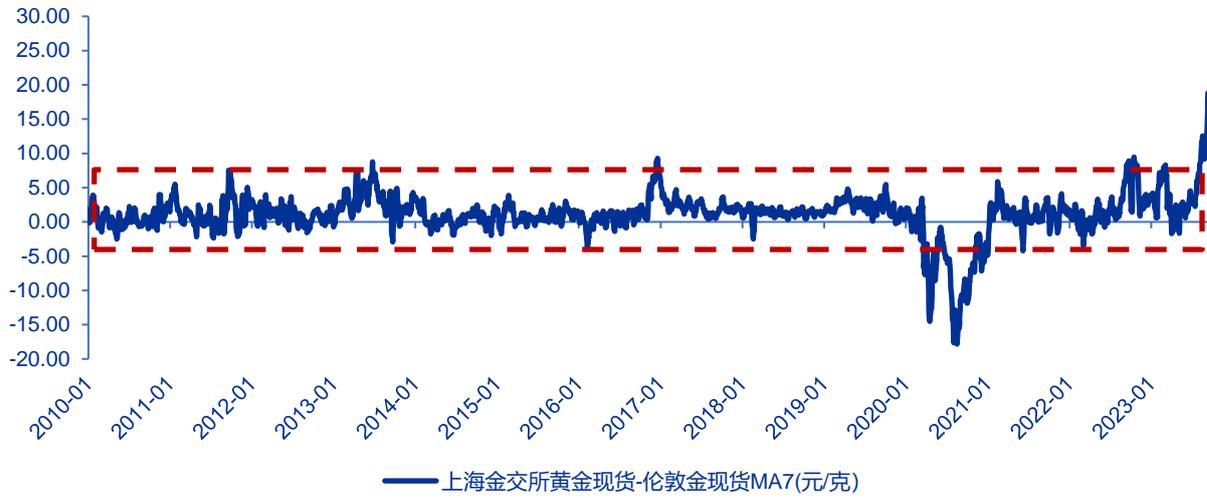
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 13: 避险属性与美国经济衰退预期有关



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：人民币汇率企稳将纠偏市场预期，上海金交所黄金现货-伦敦金差值波动预计回归中枢



资料来源：Wind，申万宏源研究

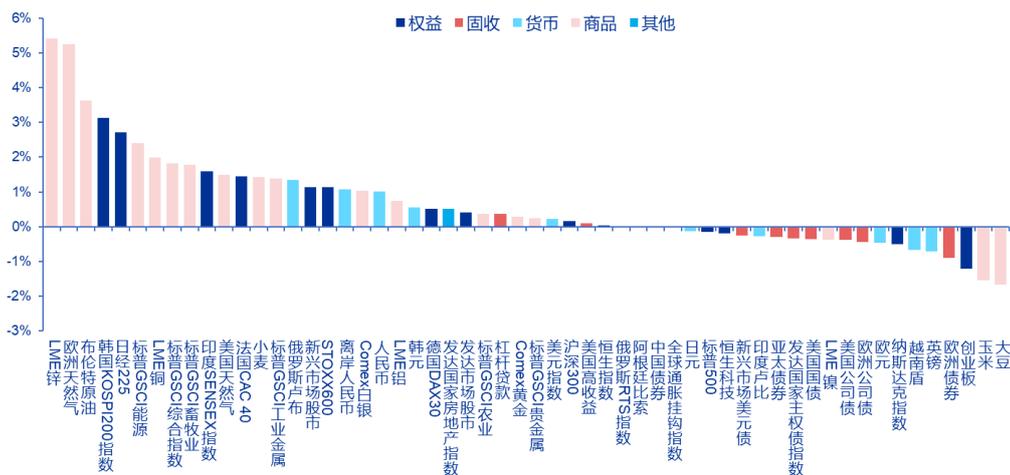
2. 全球资产价格回顾：油价继续走强，债市走熊

全球资产价格回顾：本周（20230911-20230916）美国核心通胀略超市场预期+美国零售消费再超预期+美国汽车工人协会罢工行动开始，美元指数上行，美债市场走熊。1) 利率和汇率方面，美债方面，十年美债利率上行至 4.33%，中美利差缩小，美元指数小幅走强。2) 股市方面，全球股市的能源和公共事业表现也相对亮眼，同时 A 股上游资源品走强。整体表现为 日经 225(2.84%)> 欧洲 STOXX600(1.60%)> 新兴市场(1.14%)> 发达市场(0.41%)> 恒生指数(-0.11%)> 标普 500(-0.16%)> 沪深 300(-0.83%) 3) 大宗商品方面，本周布伦特原油和天然气价格继续走强，金价小幅上行。

图 15：标普 GSCI 领涨，美元指数继续走强，债市走熊

		期间涨跌幅 (2023/09/08~20 23/09/15)				
		近一月回报	近三月回报	近六月回报	本年回报	
全球市场综合排名	标普GSCI综合指数	1.82%	7.0%	12.8%	14.3%	1.3%
	发达国家房地产指数	0.96%	2.9%	0.2%	-2.1%	-1.4%
	新兴市场股市指数	0.81%	0.3%	-2.0%	5.0%	4.6%
	发达市场股市指数	0.48%	1.0%	0.7%	12.6%	14.5%
	美元指数	0.22%	2.0%	3.1%	0.6%	1.7%
	全球高收益公司债	0.21%	0.3%	0.3%	2.5%	3.1%
	中国债券总指数	0.00%	-0.4%	-0.1%	1.0%	0.8%
	亚太债券总指数	-0.17%	-0.5%	-1.4%	-1.1%	0.1%
	全球投资级公司债	-0.21%	0.0%	-1.3%	-1.3%	0.2%
	新兴市场美元债券总指数	-0.25%	-0.4%	-1.6%	-0.9%	-0.5%
	美国债券总指数	-0.33%	-0.2%	-2.7%	-3.4%	-1.4%
	发达国家主权债指数	-0.33%	-0.3%	-1.9%	-3.3%	-1.1%
	欧洲债券总指数	-0.46%	0.0%	-0.6%	-1.9%	0.4%

全球大类资产涨跌幅(2023/09/08~2023/09/15)美元计价



资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究

图 16: A 股、美股走弱, 十年美债收益率上升, 布油持续强势

		最新收盘价格(2023/09/15)	期间涨跌幅(2023/09/08~2023/09/15)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	ERP历史分位数
A股+港股+转债	上证指数	3117.7	0.03%	-1.8%	-4.2%	-4.5%	0.9%	69.4%
	恒生中国企业指数	6309.6	-0.08%	-0.9%	-6.8%	-3.8%	-5.9%	32.3%
	恒生指数	18182.9	-0.11%	-2.1%	-8.3%	-6.9%	-8.1%	37.8%
	北证50	816.0	-0.13%	-0.1%	-8.3%	-16.0%	-13.4%	78.1%
	上证50	2515.0	-0.20%	-1.2%	-2.4%	-5.0%	-4.6%	62.6%
	中证转债	401.6	-0.33%	-1.6%	-1.6%	-0.7%	2.3%	
	恒生科技	4077.9	-0.34%	-2.4%	-2.9%	5.5%	-1.2%	34.4%
	中证1000	6079.1	-0.38%	-2.9%	-8.1%	-10.6%	-3.2%	72.7%
	沪深300	3708.8	-0.83%	-3.6%	-5.5%	-7.0%	-4.2%	78.6%
	科创50	887.0	-1.61%	-3.3%	-14.2%	-11.9%	-7.6%	97.0%
创业板指	2002.7	-2.29%	-6.8%	-10.5%	-14.3%	-14.7%	99.8%	
全球股指	阿根廷MERV	567513.4	6.57%	7.6%	44.8%	170.5%	180.8%	
	英国富时100	7711.4	3.12%	4.4%	1.1%	5.0%	3.5%	91.3%
	巴西IBOVESPA指数	118757.5	2.99%	2.2%	-0.4%	15.7%	8.2%	84.4%
	日经225	33533.1	2.84%	4.0%	0.1%	23.1%	28.5%	8.0%
	韩国综合股价200	345.0	2.53%	2.6%	0.5%	11.6%	18.5%	0.8%
	西班牙IBEX35	9549.7	1.98%	2.2%	1.3%	9.0%	16.0%	46.6%
	法国CAC40	7378.8	1.91%	1.5%	1.2%	7.2%	14.0%	11.2%
	印度SENSEX30	67789.0	1.79%	3.6%	7.7%	17.4%	11.4%	0.0%
	欧洲STOXX600(欧元)	461.9	1.60%	1.4%	-0.5%	5.8%	8.7%	41.9%
	新兴市场	985.0	1.14%	0.3%	-3.8%	4.0%	3.0%	
	德国DAX	15893.5	0.97%	0.8%	-2.4%	7.9%	14.1%	36.9%
	发达市场	2961.0	0.41%	0.4%	-0.2%	12.2%	13.8%	
	泰国SET指数	1546.8	-0.03%	1.7%	-0.7%	-1.2%	-7.3%	0.2%
	恒生指数	18182.9	-0.11%	-2.1%	-8.3%	-6.9%	-8.1%	37.8%
	标普500	4450.3	-0.16%	0.3%	0.6%	14.3%	15.9%	0.1%
沪深300	3708.8	-0.83%	-3.6%	-5.5%	-7.0%	-4.2%	78.6%	
胡志明指数	1231.0	-0.85%	-0.3%	10.2%	15.9%	22.2%	13.0%	
		最新收盘价格(2023/09/15)	期间涨跌幅(2023/09/08~2023/09/15, BP)	近一月涨跌幅(BP)	近三月涨跌幅(BP)	近六月涨跌幅(BP)	近一年涨跌幅(BP)	百分位数
中美债市	美国10年国债收益率	4.33%	7	12	61	82	54	99.9%
	10年美债实际利率	1.98%	5	9	47	76	45	89.2%
	10年美债通胀预期	2.35%	2	3	14	6	9	80.9%
	2年美债收益率	5.02%	4	10	40	109	62	99.9%
	1年美债收益率	5.43%	1	7	22	124	-39	99.7%
	美债期限利差(10年-2年)	-0.69%	3	2	21	-27	-8	3.5%
	美债期限利差(10年-3个月)	-1.23%	6	12	38	1	-49	4.0%
	10年中债收益率	2.64%	0	6	-1	-23	-20	2.7%
	1年中债收益率	2.13%	4	31	27	-15	4	16.5%
	3个月中债收益率	1.80%	4	30	12	-33	-25	11.4%
	期限利差: 国开债(10年期-1年期)	0.47%	8	-25	-24	-2	-29	15.0%
	信用利差: 5年AAA企业债-5年国开债	0.53%	3	3	8	5	-14	60.1%
	等级利差: 5年企业债(AA-AAA)	0.70%	3	-3	0	-4	-2	23.5%
	息差: 1年AAA级同业存单-FR007	0.44%	2	15	0	-2	-6	23.4%
	R007	2.07%	5	12	5	-35	-44	26.9%
R001	1.93%	11	-2	5	-43	-173	38.7%	
中美利差(10年中债利率-10年美债利率)	-1.69%	7	-6	-62	-105	-74	0.1%	
中美利差(1年中债利率-1年美债利率)	-3.30%	3	24	5	-139	43	1.9%	
		最新收盘价格(2023/09/15)	期间涨跌幅(2023/09/08~2023/09/15)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益历史分位数
大宗商品	ICE布油(美元/桶)	93.4	3.2%	10.0%	23.4%	26.7%	8.7%	49.1%
	LME铜(美元/吨)	8409.0	2.2%	2.6%	-1.7%	-1.1%	0.4%	61.2%
	NYMEX天然气(美元/百万英热单位)	2.6	1.0%	-0.6%	4.3%	8.4%	-40.9%	5.1%
	LME铝(美元/吨)	2196.0	0.7%	2.5%	-2.4%	-3.6%	-7.7%	47.3%
	Comex黄金(美元/盎司)	1945.6	0.2%	0.5%	-1.3%	0.7%	6.5%	76.6%
其他	美元指数	105.3	0.3%	2.1%	3.1%	0.6%	1.8%	20.3%
	CBOE波动率	13.8	-0.4%	-16.2%	-4.9%	-47.2%	-36.4%	3.3%
	欧元兑美元	1.1	-0.4%	-2.2%	-2.6%	0.8%	-0.4%	83.8%
美元兑人民币	7.3	-0.9%	-0.1%	2.0%	5.4%	5.5%	63.8%	

资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 分位数计算范围为 2010 年以来, 其中 ERP 计算中, A 股、港股以 10 年期国债利率为基础, 而其他全球性指数以 10 年期美债利率为基础

图 17: A 股上游资源类普遍收涨, 医药生物出现反弹; 港股制药、电信服务和消费服务领涨, 房地产和零售领跌; 全球股市公共事业和能源板块走强

A股行业	期间涨跌幅(2023/09/11~2023/09/15)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	A股行业	期间涨跌幅(2023/09/11~2023/09/15)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
煤炭	4.34%	10.4%	18.0%	89.5%	建筑装饰	-0.81%	7.0%	40.6%	95.4%
医药生物	4.25%	10.5%	29.2%	92.0%	家用电器	-0.71%	14.4%	30.7%	97.0%
钢铁	1.80%	65.1%	48.2%	50.2%	通信	-0.71%	5.2%	77.1%	95.8%
纺织服饰	1.67%	32.2%	61.5%	87.8%	轻工制造	-0.67%	41.1%	39.7%	70.5%
有色金属	1.16%	5.0%	22.5%	96.2%	食品饮料	-1.25%	32.0%	27.5%	82.5%
石油石化	1.13%	38.0%	41.5%	73.7%	非银金融	-1.27%	33.8%	59.3%	75.7%
交通运输	1.06%	20.2%	19.1%	87.7%	社会服务	-1.81%	70.8%	42.3%	68.1%
公用事业	0.90%	47.1%	23.6%	70.1%	房地产	-1.64%	54.5%	11.9%	58.0%
农林牧渔	0.60%	35.5%	7.4%	81.7%	建筑材料	-1.91%	54.8%	19.5%	54.4%
环保	0.60%	10.0%	23.3%	93.4%	机械设备	-2.05%	42.2%	44.0%	75.4%
银行	0.53%	2.4%	49.0%	98.7%	传媒	-2.09%	47.2%	73.0%	77.7%
综合	-0.04%	43.2%	21.2%	77.7%	电子	-2.32%	48.8%	25.1%	73.2%
商贸零售	-0.24%	64.4%	18.6%	54.2%	电力设备	-3.14%	0.0%	11.5%	100.0%
汽车	-0.27%	74.2%	27.6%	33.5%	国防军工	-3.51%	23.1%	26.7%	93.0%
美容护理	-0.39%	47.8%	19.8%	84.5%	计算机	-3.91%	73.2%	63.5%	76.8%
基础化工	-0.55%	32.0%	6.5%	77.7%					

港股行业	期间涨跌幅(2023/09/11~2023/09/15)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数	港股行业	期间涨跌幅(2023/09/11~2023/09/15)	PE所处历史分位数	动态风险调整后收益所处分位数	ERP所处分位数
制药、生物科技与生命科学	3.73%	77.5%	34.9%	3.5%	食品与主要用品零售	0.47%		50.2%	
电信服务	3.55%	19.1%	97.4%	43.4%	资本货物	0.19%	5.7%	41.5%	77.4%
消费者服务	2.71%		49.1%		公用事业	0.07%	8.5%	6.8%	55.4%
银行	1.74%	3.1%	54.8%	95.5%	家庭与个人用品	-0.13%	67.8%	28.6%	2.5%
材料	1.47%	56.3%	49.6%	29.7%	保险	-0.33%	19.5%	42.8%	60.0%
汽车与汽车零部件	1.39%	99.5%	45.1%	0.1%	耐用消费品与服装	-0.37%	42.7%	32.8%	10.4%
医疗保健设备与服务	0.94%	79.1%	33.1%	3.5%	媒体	-0.53%	48.1%	71.4%	10.7%
技术硬件与设备	0.93%	41.6%	48.4%	15.8%	多元金融	-0.94%	60.8%	40.8%	4.7%
食品、饮料与烟草	0.93%	37.1%	29.2%	10.7%	软件与服务	-1.43%	0.0%	35.8%	77.0%
半导体与半导体生产设备	0.78%	2.4%	19.8%	96.0%	商业和专业服务	-2.52%	19.1%	8.2%	74.4%
运输	0.68%	32.1%	34.6%	37.4%	零售业	-2.93%	62.1%	47.0%	11.2%
能源	0.57%	9.1%	98.5%	87.1%	房地产	-3.06%		12.1%	

期间涨跌幅(23/9/8-23/9/15)	能源	材料	工业品	可选消费	必需消费	医疗健康	金融	信息技术	电信	公用事业
美国股市	0.1%	-0.1%	-0.6%	1.7%	0.4%	0.0%	1.4%	-2.2%	0.6%	2.7%
日本股市	7.4%	2.6%	1.9%	5.5%	1.2%	2.8%	5.8%	1.7%	3.9%	6.8%
英国股市	2.4%	7.9%	1.9%	2.0%	1.2%	1.7%	5.8%	-0.1%	4.7%	3.0%
欧洲股市	3.2%	1.2%	0.7%	2.3%	0.2%	1.4%	3.2%	-3.1%	2.2%	1.6%
新兴市场	0.8%	1.6%	0.6%	0.1%	0.0%	2.2%	1.2%	2.8%	0.2%	1.7%
发达市场	0.9%	1.8%	0.2%	2.0%	0.3%	0.3%	2.3%	-2.1%	0.8%	2.4%

资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 分位数计算范围为 2010 年以来, 其中 ERP 计算中, A 股以 10 年期中债利率为基础, 而港股和美股以 10 年期美债利率为基础

3. 全球经济数据: 关注下周美联储会议内容

美国通胀超预期, 个人消费支出同比边际下行。 1) **美国 CPI 和核心 CPI 超预期。** 美国 8 月 CPI 同比增长 3.7%, 核心 CPI 同比增长 4.4%, 超市场预期。主要原因在于油价持续上升, 美国汽车工人罢工带来的汽车通胀以及居民消费坚韧。由于沙特和俄罗斯的油价减产计划继续加码, 使得通胀的控制更加困难。未来美联储的加息或将“更高、更久”。 2) **美国汽车工人罢工正式开始。** 由于薪资谈判不及预期, 9 月 15 日午夜, 通用、福特和 Stellantis 几个工厂罢工。罢工预计会对企业造成数十亿美元的损失, 并对美国供应链造成伤害。 3) **市场定价下周美联储不加息, 11 月份加息概率大幅下行。** 下周重点关注数据: 美联储议息会议、欧元区 PMI 和通胀。

图 18: 美国 CPI 反弹走高, 核心 CPI 持续走低; 美国工业产能利用率继续上升; 消费支出和零售边际走

弱

		2023-08-31	2023-07-31	2023-06-30	2023-05-31	2023-04-30	线性图	
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%			2.5			
		实际GDP折年季调环比/%			2.1			
		制造业PMI/%	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	
		非制造业PMI/%	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	
		密歇根消费者信心指数	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	
	通胀	CPI同比/%	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	
		核心CPI同比/%	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	
		PCE同比/%		3.3	3.0	3.8	4.3	
		核心PCE同比/%		4.2	4.1	4.5	4.6	
		1年通胀预期/%	3.5	3.4	3.3	4.2	4.6	
5年通胀预期/%	3.2	3.0	3.0	3.1	3.0			
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%	-0.7	-0.6	-0.7	-0.6	-0.7	
		工业产能利用率/%	79.7	79.5	79.0	79.4	79.8	
		PMI——工业产出指数/%	50.0	48.3	46.7	51.1	48.9	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人	187.0	157.0	105.0	281.0	217.0	
		失业率/%	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	
	库存	平均时薪环比/%	0.24	0.42	0.45	0.33	0.42	
需求	消费	美国:库存总额:季调环比/%		0.0		0.0	0.1	
		个人实际可支配收入同比/%		3.8	4.9	4.4	3.8	
		个人实际消费支出同比/%	-0.7	-0.6	-0.7	-0.6	-0.7	
		零售和食品服务销售额同比/%	2.5	2.6	1.5	2.1	1.3	
	地产	PMI——新订单指数/%	46.8	47.3	45.6	42.6	45.7	
		新房销售同比/%		31.5	21.5	10.7	11.1	
		成屋销售同比/%		-16.6	-18.9	-20.4	-23.0	
		新房开工同比/%		5.9	-10.4	2.6	-25.2	
信贷与杠杆	成屋开工同比/%		-13.0	-15.3	-12.4	-21.1		
	M2同比/%		-3.7	-3.6	-3.7	-4.5		
	M1同比/%		-10.4	-10.2	-9.9	-10.0		

资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 红色底色表明边际上行, 而绿色底色表明边际下行

图 19: 中国工业增加值改善, 社零反弹明显; M1 和 M2 边际下行; 社融和贷款等季节性改善

		8/31/2023	7/31/2023	6/30/2023	5/31/2023	4/30/2023	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%			6.3			
	GDP季调环比/%			0.8			
	工业增加值增速/%	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	
	制造业PMI/%	49.7	49.3	49	48.8	49.2	
	服务业PMI/%	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	
	CPI同比/%	0.1	-0.3	0	0.2	0.1	
	核心CPI同比/%	0.8	0.8	0.4	0.6	0.7	
	PPI同比/%	-3	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	
消费	社会消费品零售总额增速(%, 当期)	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	
	PMI——新订单指数/%	50.2	49.5	48.6	48.3	48.8	
	房地产销售面积增速/%	-7.1	-6.5	-5.3	-0.9	-0.4	
	房地产新开工面积增速/%	-24.4	-24.5	-24.3	-22.6	-21.2	
投资	固定资产投资增速/%	3.2	3.4	3.8	4	4.7	
	制造业投资增速/%	5.9	5.7	6	6	6.4	
	基建投资增速/%	9.0	9.4	10.2	9.5	9.8	
	房地产投资增速/%		-7.1	-6.7	-6	-5.3	
	服务业投资/%	0.9	1.2	1.6	2	3.1	
出口	出口同比/%	-8.8	-14.5	-12.4	-7.1	7.3	
	进口同比/%	-7.3	-12.4	-6.9	-4.6	-8.1	
信贷与杠杆	M2/%	10.6	10.7	11.3	11.6	12.4	
	M1/%	2.2	2.3	3.1	4.7	5.3	
	社会融资存量同比/%	9.0	8.9	9.0	9.5	10	
	新增人民币贷款/亿元	13600	3459	30500	13600	7188	
	新增中长期人民币贷款/亿元	8046	2040	20563	9382	5513	
利润	工业企业利润同比/%		-15.5	-16.8	-18.8	-20.6	

资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 红色底色表明边际上行, 而绿色底色表明边际下行

图 20: 市场基本定价 9 月美联储不加息



资料来源: 芝商所、申万宏源研究

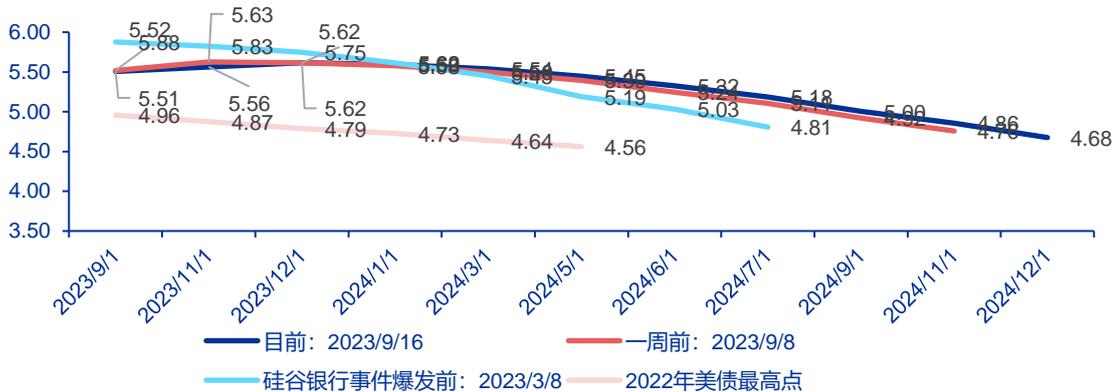
图 21: 美联储 11 月加息概率大幅下降



资料来源: 芝商所、申万宏源研究

图 22: 整体加息概率保持稳定

CME FED WATCH美联储加权预期利率水平, %



资料来源: 芝商所、申万宏源研究

图 23: 欧央行超预期加息 25 基点, 态度偏鹰; 日央行考虑结束短期负利率

机构	当地时间	职位	人员	内容	鹰/鸽
欧央行	9/14/2023	欧央行行长	拉加德	利率决定将基于根据即将发布的经济和金融数据、潜在通胀动态以及货币政策传导力度对通胀前景的评估。欧央行下调GDP增长, 上调通胀预期。拉加德预计2025年无法实现整体通胀率回到2%。欧央行将利率上调25个基点。	鹰
日央行	9/12/2023	日央行行长	植田和男	日本央行可能会在年底前获得足够的信息和数据来确定是否可以结束负利率。如果日本央行确信日本能够维持2%的需求驱动型通胀, 那么下一步就是放弃或提高10年期国债收益率上限, 并将短期利率从-0.1%提高至零。	鹰

资料来源: Wind、申万宏源研究

图 24: 下周重点关注经济事件: 美联储议息会议, 欧元区通胀

日期	时间	国家/地区	指标名称
2023-09-19	17:00	欧盟	8月欧盟:CPI:同比(%)
	20:30	美国	8月新屋开工:私人住宅(千套)
2023-09-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年
	22:30	美国	9月15日EIA库存周报:成品汽油(千桶)
2023-09-21	02:00	美国	联邦基金目标利率(%)
	20:30	美国	9月16日当周初次申请失业金人数:季调(人)
	22:00	美国	8月成屋销售折年数(万套)
2023-09-22	16:00	欧盟	9月欧元区:制造业PMI(初值)
	21:45	美国	9月Markit制造业PMI:季调

资料来源: Wind、申万宏源研究

4.全球资金流向：货币市场资金流入边际放缓，中美股市科技板块资金流向靠前

本周全球资金流入货币市场边际放缓，加速流入发达市场股市，流出新兴市场股市小幅增加；流入政府债边际小幅增加，加速流入投资级企业债，持续流出高收益债券。EPFR 资金流向：1) 国家与地区层面，权益资金掉头流出欧洲发达市场，流入美国边际大幅增加，小幅流入日本，加速流出中国和整体新兴市场；固收资金流入欧美发达市场边际增加，持续小幅流出日本、中国，加速流出整体新兴市场；中国市场方面，主动型权益资金加速流出，被动型权益资金掉头小幅流出，固收类资金流出边际小幅减少。2) 风格与行业层面，美股基金中资金流入科技、能源、房地产、基建行业，流出医疗保健、通信、消费等行业；中股基金中资金持续流入科技行业，同时流入金融、能源等行业，流出消费、医疗保健、房地产等行业。

图 25：本周全球资金流入货币市场边际放缓，加速流入发达市场股市，流出新兴市场股市小幅增加；流入政府债边际小幅增加（单位：亿美元）

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
全球货币市场	288.6	1317.0	10288.8	2444.2	5077.6	2238.2	644.6	684.3	2085.4
发达市场股市	265.8	-81.1	-165.9	-54.0	-15.5	154.4	187.2	327.8	151.4
新兴市场股市	-12.4	89.8	926.6	299.0	373.6	49.5	-1.4	86.8	457.2
全球政府债券	25.5	144.7	1403.5	441.3	389.5	248.1	503.0	377.8	309.2
新兴市场债券	-11.1	-81.1	-165.9	-54.0	-15.5	154.4	187.2	327.8	151.4
投资级企业债	19.0	7.2	439.9	172.5	180.7	149.3	100.6	81.1	100.5
高收益债券	-1.0	-20.9	-84.4	60.8	129.3	32.4	117.2	252.9	368.9
固收类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
发达欧洲国家	7.5	7.6	495.5	212.9	201.3	10.4	-25.8	-265.6	-226.7
美国	50.9	173.3	1872.8	640.5	663.9	282.7	145.7	-644.5	-382.0
日本	-0.4	-0.2	5.7	1.2	-2.0	-2.9	-7.9	-10.4	-6.1
中国	-1.6	-9.5	-58.2	-9.9	-32.4	-89.4	-57.3	-170.1	-34.6
新兴市场	-9.6	-72.7	-85.7	-23.7	19.7	-131.9	-177.6	-338.1	-138.8
权益类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
发达欧洲国家	-8.3	-20.4	-230.1	-204.2	102.9	-269.7	-305.8	-295.6	23.5
美国	268.8	194.3	178.6	71.5	-383.3	182.8	178.1	102.2	1322.0
日本	3.3	19.4	142.2	59.9	-12.1	-0.1	-17.0	11.1	27.1
中国	-19.0	89.7	693.2	258.3	189.5	138.6	119.8	114.9	302.2
新兴市场	-9.7	100.4	959.9	314.0	373.3	144.9	17.6	96.4	476.4
全球投资中国基金/ETF	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
主动型共同基金	-7.6	-41.9	-45.0	-43.3	64.9	-65.0	23.5	-31.5	-26.4
被动型共同基金	-0.2	0.7	21.0	9.2	17.4	-1.2	-5.5	-5.6	10.0
iShares MSCI China ETF	-0.7	-1.7	1.8	0.0	5.8	5.5	0.0	18.2	14.8
Direxion Daily FTSE China	0.1	0.2	0.1	0.0	-0.2	1.3	-1.4	0.8	0.7
Bear 3x Shares									

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究注：除 ETF 数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

图 26: 美股基金中资金流入科技、能源、房地产、基建行业, 流出医疗保健、通信、消费等行业; 中股基金中资金流入科技、金融等行业 (单位: 亿美元)

美国权益基金行业资金流向	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
科技	6.5	15.5	48.5	52.8	-29.7	3.8	-6.1	3.5	48.1
能源	1.5	1.9	-125.9	-78.7	-58.1	-2.7	-28.9	-31.1	42.0
房地产	0.7	-6.2	-62.4	-31.1	-26.2	-25.2	-6.7	-6.6	5.6
基建	0.2	3.0	13.8	2.5	2.7	-0.6	-7.2	4.4	-1.9
公用事业	-0.3	-1.4	-11.3	-2.3	-3.6	-9.6	26.1	23.2	-2.9
工业品	-0.7	-4.5	28.7	1.4	11.0	6.3	-13.3	-28.2	-4.6
金融	-0.9	-21.4	13.3	9.6	12.3	-27.5	-13.5	-176.1	11.0
材料	-1.4	-6.5	-21.6	-15.5	0.8	-6.9	-30.8	-0.8	25.7
消费	-1.6	-8.4	33.2	26.8	2.4	7.3	0.3	-5.0	-12.0
通信	-3.4	-5.5	30.8	21.8	0.8	2.0	-4.9	-4.9	-8.5
医疗保健	-5.1	-15.5	-76.2	-5.4	-46.7	27.0	9.4	46.3	24.4

全球中国权益基金行业资金流向	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
科技	1.6	58.6	206.5	61.1	25.0	63.1	28.1	52.0	100.7
金融	1.5	4.1	-14.5	5.7	0.5	-9.1	10.5	-0.9	13.3
能源	0.3	0.8	7.8	6.4	0.9	1.6	-0.7	2.2	-0.2
材料	0.0	-0.1	7.7	2.2	2.5	0.5	-0.5	-0.1	0.3
工业品	0.0	0.1	0.0	0.4	-0.3	0.9	0.0	-0.2	0.2
通信	0.0	0.0	-0.4	-0.1	0.3	0.1	0.0	-0.3	0.2
公用事业	-0.1	-0.2	1.4	2.4	0.6	-0.1	0.8	-0.1	2.3
基建	-0.1	-0.5	-0.3	0.6	-0.9	-0.3	-0.3	0.7	0.6
房地产	-0.1	1.1	4.2	2.0	1.4	-0.4	-4.0	7.5	0.9
医疗保健	-0.6	9.1	82.8	47.4	11.3	4.2	23.5	10.1	7.6
消费	-1.4	-2.9	27.8	18.6	8.8	-1.1	3.8	13.3	13.7

资料来源: EPFR、Factset、申万宏源研究 注: 除 ETF 数据截至当周五以外, 其他数据均为截至当周三

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。