

# 宏观策略周报（2023.7.17）

寇宁

期货从业资格号：

F0262038

投资咨询从业证书号：

Z0002132

张晨

期货从业资格号：

F0284349

投资咨询从业证书号：

Z0010567

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

报告制作时间：

2023年7月17日

审核人：肖利娜

一德期货投资咨询业务资格：证监许可

【2012】38号

## 核心逻辑

- 10日当周，在海外市场环境改善及美元走弱的影响下，国内市场风险情绪回暖，A股走强，债市承压，大宗商品涨幅加大。尽管6月国内通胀、外贸数据延续走低，但在信贷投放好于预期及政治局会议召开前，市场对政策及经济预期向好，对偏弱的经济数据反映钝化，预计7月政治局会议召开前市场维持震荡盘整，A股短线关注逢低介入机会，债券市场暂持仓观望。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

## 配置建议与策略跟踪

### 配置建议

大类资产	周度配置	较上周变化	中长期比例
股票	20%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	20%	—	20%
商品	10%	—	15%
现金	35%	—	20%

### 周度策略跟踪



# 目 录

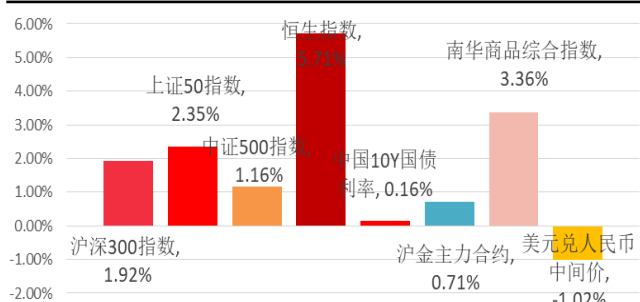
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 外贸增长回落 终端需求走弱.....	1
2.2 通胀持续探低 商品涨幅加大.....	3
2.3 信贷投放超预期 资金滞留现象仍存.....	4
2.4 美 CPI 超预期放缓，市场降息预期再度转向乐观.....	5
2.5 宽松基调不变 地产政策趋松.....	6
3. 资产配置建议：.....	7
4.本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	11

## 1. 大类资产表现比较

10日当周，受6月信贷和社融数据优于预期，稳经济预期边际改善以及美国通胀超预期放缓因素提振市场风险情绪，股票指数类资产与商品显著反弹。港股相对积极，恒生指数周涨幅为5.71%，上证50指数涨幅为2.35%，南华商品综合指数涨幅为3.36%。美元指数持续调整，在一定程度上减轻了人民币汇率的外部压力，货币市场贬值预期有所收窄，在岸、离岸人民币顺势拉升，人民币兑美元中间价当周升值1.02%。

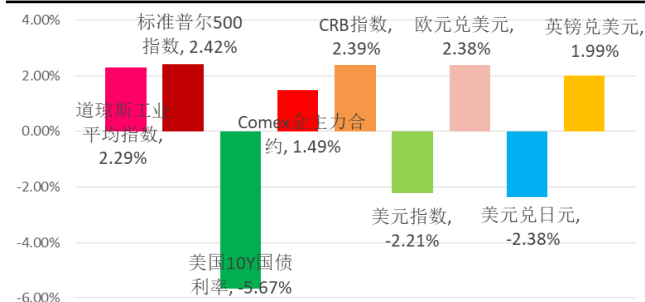
数据显示，美国6月通胀指标延续回落，令投资者对美联储延长加息并维持高利率的前景预期迅速降温，对美债收益率与美元支撑明显减弱，当周10年期国债收益率大幅下挫5.67%，美元指数持续回落2.21%。美股、CRB指数、主要非美货币反弹幅度超过2%，黄金上涨1.49%。

图 1.1：国内宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

图 1.2：海外宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

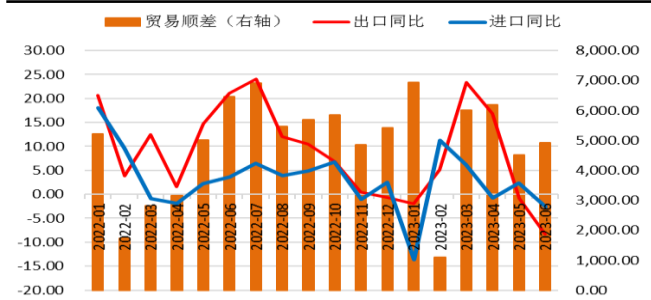
## 2. 经济环境分析：

### 2.1 外贸增长回落 终端需求走弱

6月，国内进出口同比增长双双下滑。以人民币计价的出口同比降幅由5月的-0.68%扩大到-8.64%，两年复合增长小幅回落至5.4%，表明除受基数抬高的影响外，外需下滑对国内出口压力仍大。出口商品结构上，纺织服装、家具、玩具等劳动密集产品同比降幅普遍增大，机电产品出口同比总体转负，但汽车出口同比增长121%，

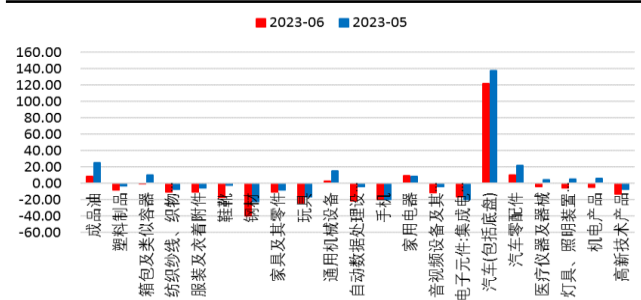
维持今年以来的高增长，是出口的核心支撑。国别方面，6月，我国对主要贸易伙伴出口同比降幅均出现扩大，其中，对美国出口下降幅度较大，是出口的主要拖累，同时，6月我国对俄罗斯出口增长101%，拉动出口增长3.42个百分点，对发达经济体出口下滑形成对冲。6月，我国进口同比再度转负，显示内需仍弱。6月，我国外贸顺差较5月扩大，但高基数下同比降幅加大，上半年，我国外贸顺差同比增长15.5%，2月以来首次低于2022年35%的增长，对经济由拉动转为压力。

图 2.1: 贸易顺差及进出口当月同比 (人民币计价)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 主要产品出口当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

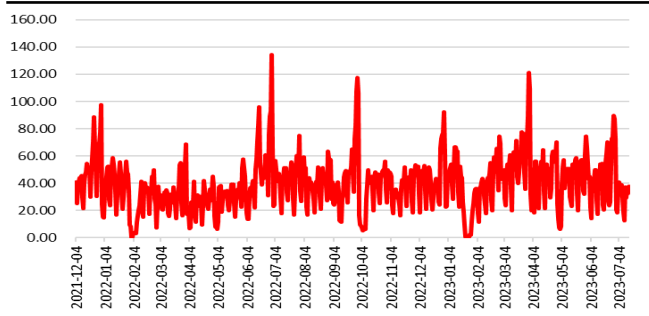
10日当周，全国247家钢厂高炉开工率下降0.15个百分点至84.33%，高于去年同期7.35个百分点。钢材库存连续第三周上涨，涨幅较前一周收窄，钢厂库存环比转增，天气因素影响持续，市场延续淡季特征，下游需求景气走低，钢材维持累库。

终端需求方面，10日当周，30大中城市商品房日均成交面积环比延续回落，当周日均成交面积周环比下降4.44%，降幅较前一周收窄，当周日均成交面积创近三个月最低。7月上半月，30大中城市商品房日均成交面积跌至2022年2月以来低点，商品房成交仍弱。

7月1日-9日，乘用车市场零售同比下降7%，环比下降2%；全国乘用车厂商批发同比下降9%，环比下降3%。乘联会指出，6月整体车市表现极其良好，在去年同期“超高基数效应”之下，仅下降2.6%；今年上半年，车市形成了本世纪从未有过的“一字走强”趋势。展望7月份，车市将进入休整期。去年6月1日开始实施车购税减半政策，叠加去年3-6月的购买延迟因素，导致了去年7月的超高基数，不利于今年7月车市实现同比增长，今年7月如出现负增长是正常现象。就下半年，乘联会认为，上半年持续增强的大幅促销扰乱了车市正常的价格走势，终端价格修复需要一段时间，加上二季度超强的促销力度对下半年购车客户的消费透支效应，三季度以价换

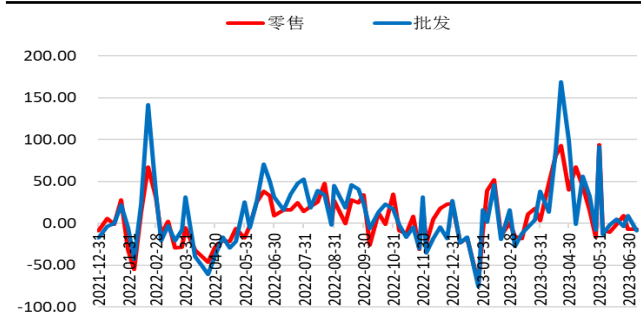
量的效果有可能减弱。

图 2.3: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 乘用车销量当月同比增长 (%)

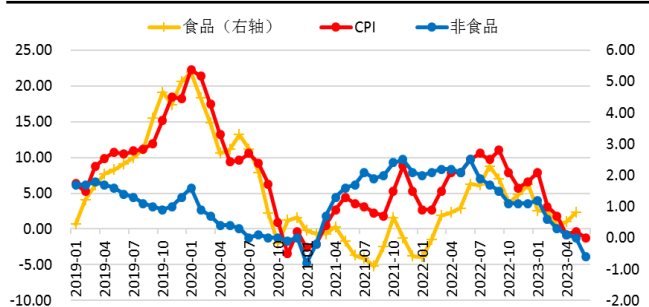


资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.2 通胀持续探低 商品涨幅加大

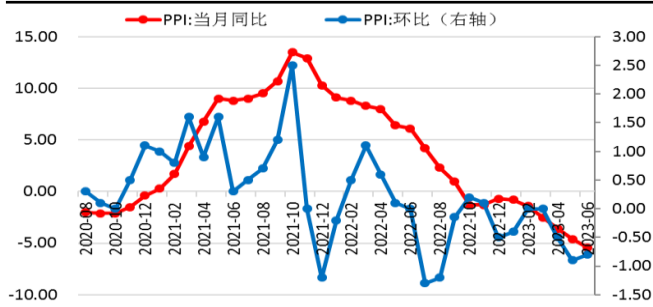
6 月, 国内 CPI、PPI 增长双双回落。受 CPI 非食品在高基数下同比转跌的拖累, CPI 同比由上月上涨 0.2% 转为持平。CPI 非食品中, 交通和通信受国际油价下行导致国内能源价格走低的影响降幅显著扩大, 是 CPI 的主要拖累, 服务价格受端午假期支撑环比转升, 但同比涨幅回落 0.2 个百分点, CPI 消费品 6 月同比、环比降幅均有所扩大, 国内需求依旧疲弱。CPI 食品同比、环比加速上涨, 主要受到蔬菜价格因天气因素大幅回升的影响, CPI 猪肉同比降幅扩大。今年以来, 生猪产能去化缓慢导致猪肉价格持续寻底对 CPI 拖累较大, 6 月以来, 仔猪价格明显回落, 释放产能加速去化的信号, 预计下半年猪肉价格对 CPI 的拖累减轻。但短期内, 随着 CPI 基数的抬升, 通胀仍存下行压力。6 月 PPI 环比降幅小幅收窄, 但同比在高基数影响下, 降幅扩大 0.8 个百分点至 5.4%, 6 月中旬以来, 随着商品价格企稳回升及基数走低, 预计 6 月 PPI 为年内低点。

图 2.5: CPI 同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 国内 PPI (%)

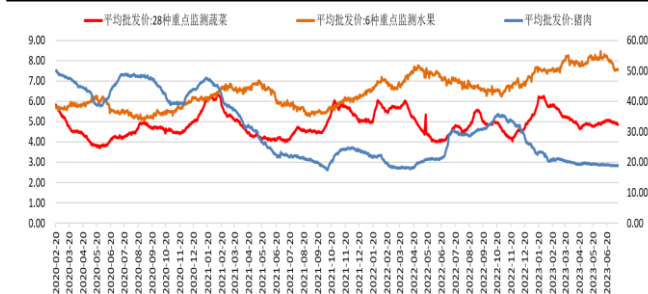


资料来源: wind, 一德宏观战略部

请参阅最后一页的免责声明

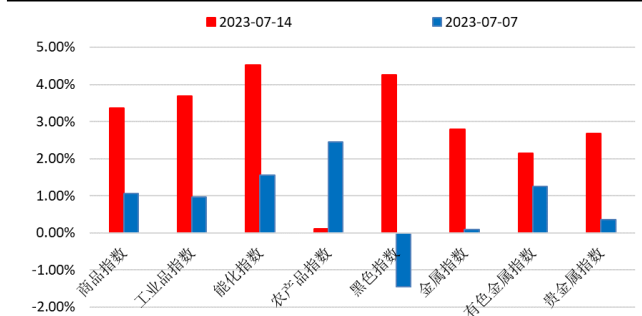
10日当周，国内猪肉、果蔬日均价格环比第三周普降，但降幅收窄，猪肉日均价格环比降幅由前一周的-0.52%收窄至-0.26%，蔬菜、水果价格环比降幅分别由前一周的-1.38%、-3.86%收窄至-1.33%、-1.3%。10日当周，国内商品价格总体涨幅进一步加大，但农产品指数涨幅较前一周收窄，工业品指数各产业涨幅全面扩大，能化、黑色指数涨幅明显。

图 2.7：国内猪肉、果蔬日均批发价（元/公斤）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：南华指数月度涨跌（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

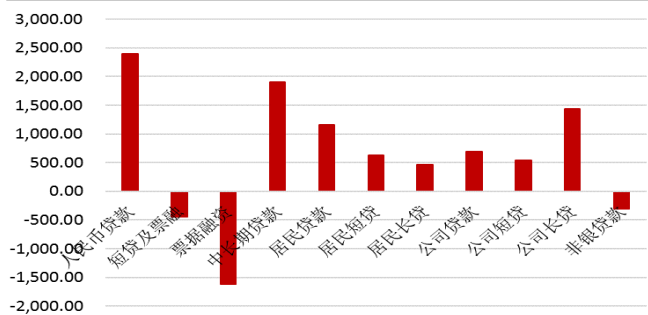
### 2.3 信贷投放超预期 资金滞留现象仍存

6月，国内新增信贷 3.24 万亿元，创历史同期新高，同比多增 1744 亿元，结构上，企业、居民贷款全面回暖，其中，企业长贷在高基数下同比维持较高增长，叠加社融中信托贷、委托贷同比延续改善，表明基建、地产稳增长政策仍对经济发挥托底的作用，票据融资减少下，企业短贷需求增加，同比转增。居民短贷的回暖主要受到端午假期的推动，但居民长贷同比多增，与 6 月商品房成交表现背离，这或与降息背景下，居民借入经营贷款置换存量房贷有关。在国新办 14 日新闻发布会上，人民银行调查统计司司长阮健弘表示，上半年住户贷款多增的主要原因是个人经营贷款和短期消费贷款有所多增。随着办理的新贷款用于置换存量贷款，后市居民长贷仍存下行压力。

6 月社会融资新增 4.22 万亿元，超出市场预期，但同比少增 9726 亿元，其中，政府债券在去年要求专项债额度上半年集中发行完毕的高基数下同比少增 1.08 万亿元是主要拖累，但下半年随着年内专项债发行的持续推进，专项债发行节奏差异，政府债券对社融将由压力转为支撑。主要受企业存款同比少增的拖累，6 月 M2 同比回落 0.3 个百分点至 11.3%，但居民存款同比多增 1997 亿，显示居民储蓄倾向仍高，需求

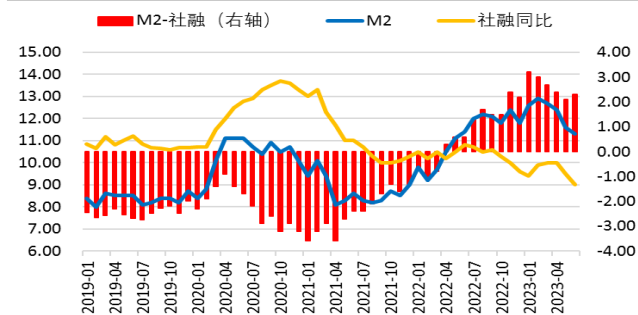
增长依旧受抑。6月，M2-社融剪刀差走阔，表内资金供给增长进一步高于实体融资需求增长，资金仍存在滞留银行体系的情况，推动需求恢复仍需政策的发力。

图 2.9 新增信贷同比变化（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

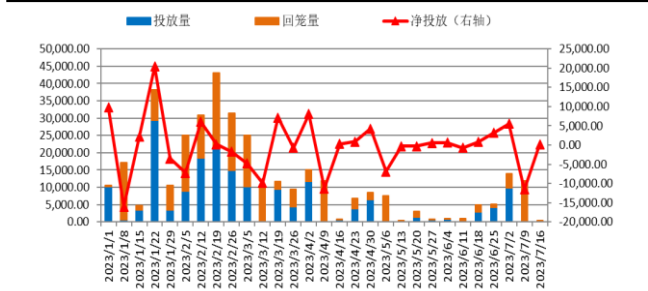
图 2.10: M2-社融 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

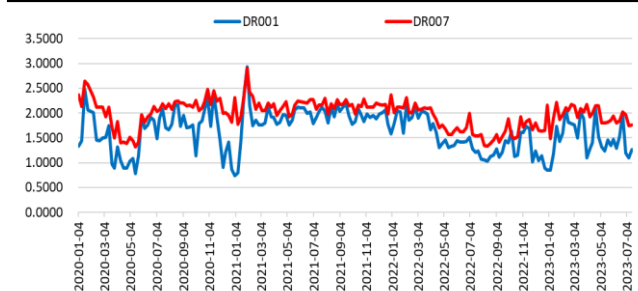
10日当周，央行进行了310亿元逆回购投放，当周有130亿元逆回购到期，当周净投放180亿元。税期临近，银行市场利率稳中有升，DR001、DR007周均值环比分别回升16BP、1BP至1.26%、1.76%。

图 2.11: 央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.12: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

## 2.4 美 CPI 超预期放缓，市场降息预期再度转向乐观

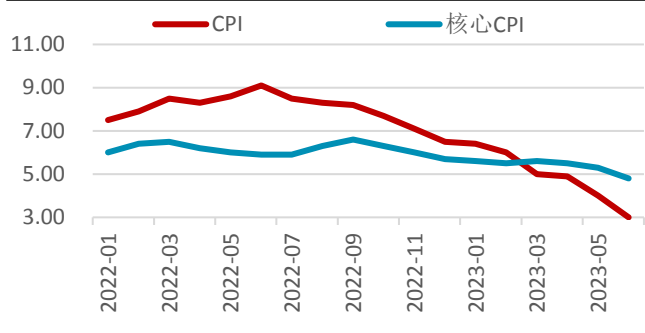
美国6月CPI同比上涨3%，低于市场预期；核心CPI同比上涨4.8%，环比涨幅回归至疫情前均值水平。能源方面同比降速显著，再次成为拉动整体CPI增速放缓的主要原因，此外，不含房租的服务业CPI环比进一步回落。不过考虑到后期基数效应逐步消退且劳动力市场与服务消费仍具韧性，通胀降温进程有待进一步观察。

受到名义通胀增速超预期回落影响，市场降息预期再度转向乐观。降息时点上，消失已久的年内降息预期于12月再度出现；降息幅度上，总体降息定价升至8次，

请参阅最后一页的免责声明

相比 6 月点阵图的委员们预期的 4 次显著偏向乐观。

图 2.13: 美国 CPI 与核心 CPI 走势 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 美联储后续加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	82.7%	11.2%	0.0%
2023/11/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	37.8%	53.1%	6.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	28.2%	49.0%	19.2%	1.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.6%	39.8%	32.3%	9.5%	0.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	24.9%	37.1%	24.1%	6.3%	0.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.4%	26.1%	35.8%	22.4%	5.8%	0.5%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.1%	18.2%	31.5%	28.4%	13.2%	2.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.5%	16.5%	29.7%	28.8%	15.2%	4.2%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.2%	23.9%	29.2%	21.2%	9.0%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	2.3%	9.6%	21.5%	28.2%	22.7%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.3%	16.1%	25.2%	25.2%	16.5%	7.0%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

## 2.5 宽松基调不变 地产政策趋松

7 月 14 日, 在 2023 年上半年金融统计数据新闻发布会上, 对于经济形势, 央行的看法较为积极, 表示“当前经济面临的一些挑战属于疫后经济复苏过程中的正常现象。国际上疫情过后消费和经济恢复都需要时间, 一般认为, 恢复正常需要一年左右的时间, 我国疫情平稳转段刚半年左右, 经济循环和居民收入、消费等已出现积极好转”。通胀方面, 央行认为“在外部经济高通胀的背景下, 我国的物价相对是比较平稳的。这几个月, 我国的物价出现走低的现象, 但是并没有出现通缩”、“我们说目前没有出现通缩, 下半年也不会有通缩风险”。

对于下一步货币政策, 央行表示“将继续发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能, 保持信贷合理增长、节奏平稳, 持续加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度”, “后续将加大宏观调控力度, 精准有力实施稳健的货币政策, 综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具, 保持银行体系流动性合理充裕, 保持货币信贷合理增长, 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”、“对于实施期已经结束的政策工具, 存量余额还将继续发挥政策效果, 确保银行体系对相关领域的支持力度不减弱, 必要时还可再创设新的政策工具, 为高质量发展阶段的重点领域和薄弱环节提供精准的金融支持”; 利率方面, “将继续深化利率市场化改革, 持续发挥存款利率市场化调整机制的重要作用, 促进稳定银行负债成本, 增强金融持续支持实体经济的能力。”从政策导向看, 宽松的货币基调并未转向, 但在对经济走向相对乐观的表述看, 6 月降息后, 短期进一步实施总量宽松政策的概率较低, 政策重

请参阅最后一页的免责声明



点更加注重支撑经济长期高质量发展的方向，但若经济修复出现反复，货币政策仍有进一步宽松的空间。

对于房地产市场，央行明确坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，但指出过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间，将因城施策提高政策精准度，更好地支持刚性和改善性住房需求，表示将配合相关部门和地方政府扎实做好保交楼、保民生、保稳定工作，满足行业合理融资需求，继续为行业风险有序出清创造有利金融环境。体现当局对房地产政策导向趋松。对于房贷利率，央行明确表示支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款，这增强了存量房贷利率调降的预期。

对于汇率，央行认为“当前看，人民币汇率虽然有所贬值，但是没有偏离基本”，“下一步，人民银行将按照党中央、国务院决策部署，以保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定为目标，以预期管理为核心，综合施策、稳定预期，必要的时候对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率大起大落”。

### 3. 资产配置建议：

10日当周，国内市场风险情绪震荡回升，股债收益比、股债收益率差分别由前一周的历史 85.96%、84.69%的分位数水平回落至历史 83.73%、82.75%的分位数水平。

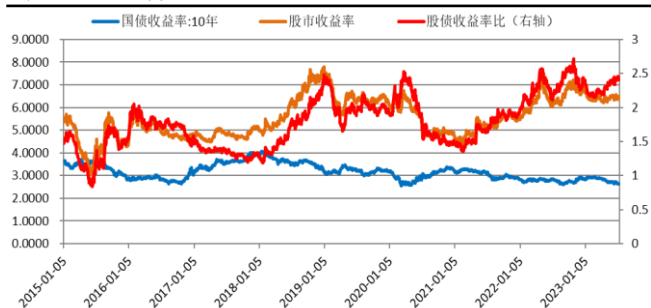
A股层面，10日当周指数有所回升，创业板反弹力度强于主板，机构风格连续4周跑赢游资。日均成交额连续3周萎缩并低于万亿水平；北向资金大幅回流；个股赚钱效应明显回升。板块方面，电子、食品饮料、基础化工表现强势，房地产、煤炭、轻工制造表现偏弱。海外权益市场风险偏好明显回升，持有成本同时回落对A股支撑强化；TMT板块进入中期调整后，消费类等超跌板块低位企稳后交替轮动，封杀指数大幅下跌空间，但从近期机器人、存储芯片等引领板块持续性较差方面看，市场情绪仍有待恢复。鉴于当下指数持续处于盘整区间，逢回调低吸尚可，但不宜过分追高。操作上，短线关注逢低介入机会，建议跌破前低 3144 后适当可增加配置仓位。

国债层面，10日当周，国债收益率现跌后升，总体收涨，税期影响下，短债利率

上涨幅度较大，长短期国债收益率差震荡走低。6月公布通胀、外贸数据延续走低，信贷投放好于预期，但资金滞留银行系统情况仍存，反映内需依旧偏弱，基本面对债市仍有支撑。短期在税期影响下，资金面仍有收紧压力，同时，7月政治局会议召开前市场情绪谨慎，债券市场或维持高位震荡，操作上，暂持仓观望。

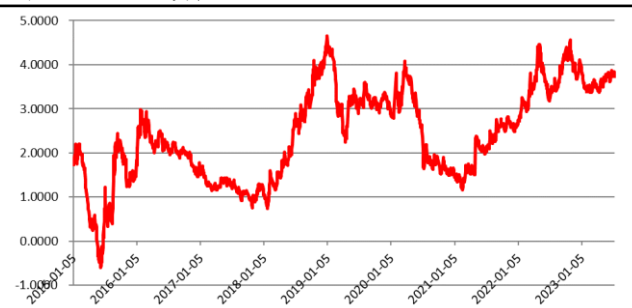
黄金层面，10日当周，持有成本两端显著走弱，纽期金一举突破1950重要压力。当前，黄金层面的主要利空因素仍在于市场乐观的预期与联储的谨慎情绪之间的预期差，当周在名义通胀数据加速下行背景下，市场乐观预期再度占据上风。但需要注意的是，当前美国经济依然稳健、核心通胀粘性加之联储尚未认可停止加息背景下，直接定价年末开启降息并押注远超联储预期的次数并不明智。但在联储加息接近尾声背景下，即便降息年内难以落地，货币政策层面对金价的压制力度也将逐步减弱，因而不宜过分看空金价。操作上，尽管有所走高，但金价总体依然位于1900-2000美元的震荡区间内，追高不可取，建议持仓为主，继续等待波段回调后的机会。

图 3.1: 股债相对回报表现



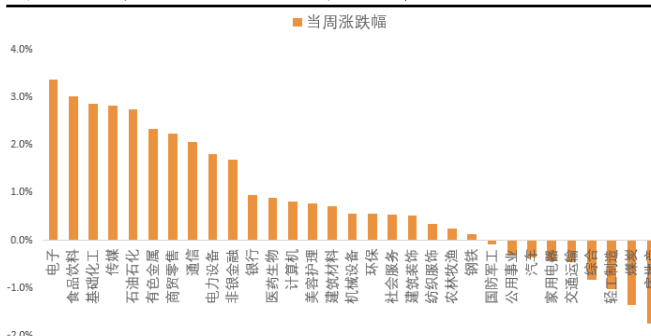
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



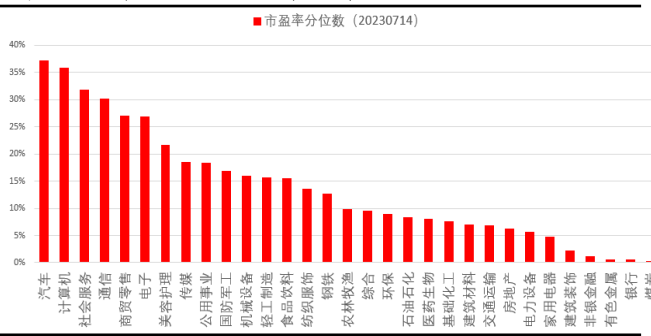
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



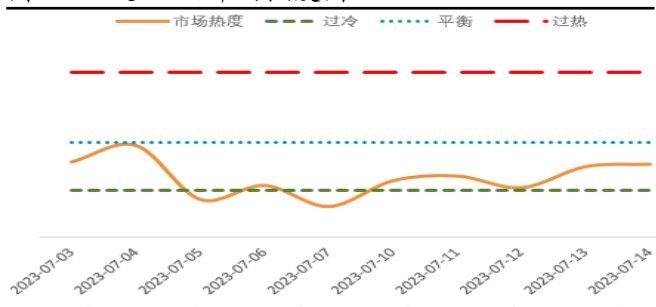
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



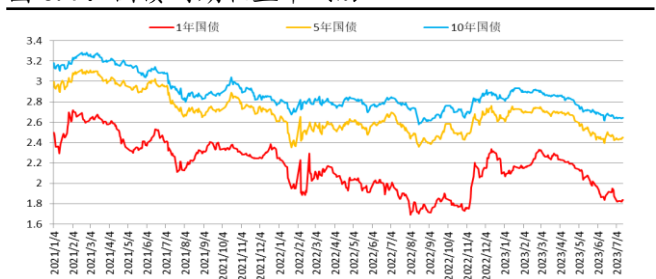
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



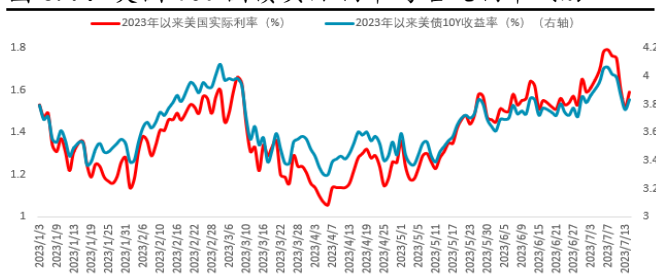
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



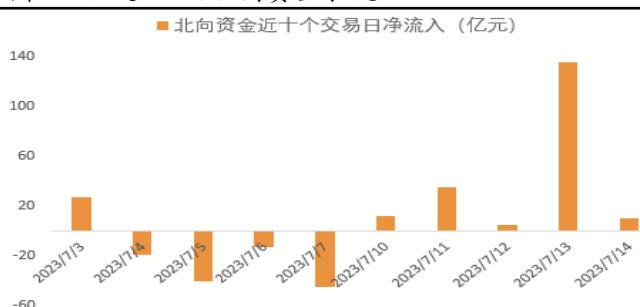
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



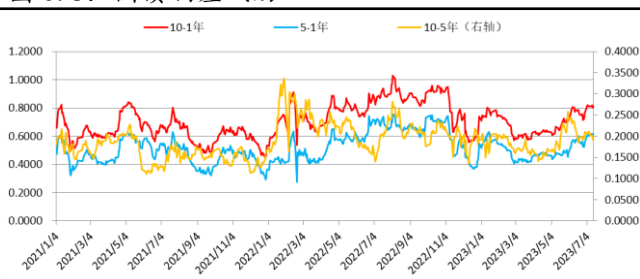
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 4. 本周重要数据及事件关注:

重要财经数据与事件关注	
2023/07/17	中国第二季度 GDP 年率-单季度(%), 前值 4.5, 预测值 7.3, 公布值 6.3
	2023 年上半年 GDP 同比增长 (%), 前值 4.5, 公布值 5.5
	中国 1-6 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 4, 预测值 3.5, 公布值 3.8
	中国 6 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 3.5, 预测值 2.7, 公布值 4.4
	中国 6 月社会消费品零售总额年率(%), 前值 12.7, 预测值 3.2, 公布值 3.1
	国新办就国民经济运行情况举行发布会
	G20 财长和央行行长会议举行, 至 7 月 18 日
2023/07/18	欧洲央行行长拉加德发表讲话
	美国 6 月零售销售月率(%), 前值 0.3, 预测值 0.5
	美联储理事巴尔发表讲话

请参阅最后一页的免责声明

<b>2023/07/19</b>	国新办就 2023 年上半年工业和信息化发展情况举行发布会
	以“芯纽带，新未来”为主题的 2023 世界半导体大会 7 月 19 日至 21 日在南京举办
	欧元区 6 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 5.5, 预测值 5.5
<b>2023/07/20</b>	美国 6 月新屋开工年化月率(%), 前值 21.7, 预测值-10.2
	中国 7 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.55, 预测值 3.55
	<b>中国 7 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.3, 预测值 4.3</b>
	美国截至 7 月 15 日当周初请失业金人数(万), 前值 23.7, 预测值 24.2
	欧元区 7 月消费者信心指数初值, 前值-16.1, 预测值-16
	美国 6 月成屋销售年化总数(万户), 前值 430, 预测值 421
<b>2023/07/21</b>	英国央行副行长拉姆斯登就量化紧缩发表讲话
	<b>碳酸锂期货合约上市交易</b>
	日本 6 月全国 CPI 年率(%), 前值 3.2, 预测值 3.3

资料来源：汇通财经、一德宏观战略部

## 风险提示：


国内政策力度不及预期；国内经济恢复不及预期；美联储紧缩幅度超预期


## 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)