

宏观策略周报（2023.8.7）

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8月7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

- 31日当周，在产业政策维持积极，货币政策基调宽松的推动下，国内股债市场双双收涨。7月国内经济景气延续改善，经济企稳预期增强，但终端需求压力下经济运行偏弱，积极政策对市场正向驱动作用较为明显，而在内需动能修复前，政策催化尚不足以确认市场的趋势转向。大的周期看，市场仍然处于区间震荡走势中，但短期随着市场氛围好转，A股可交易性增强，短线沪指若回踩3250下方一线可适度加仓，债市可依托下半年国债利率震荡区间进行波段操作。
- 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

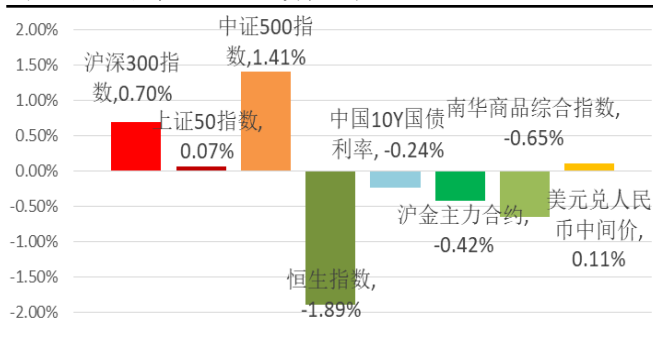
| | |
|------------------------------|----|
| 1. 大类资产表现比较..... | 1 |
| 2. 经济环境分析：..... | 1 |
| 2.1 经济延续企稳态势 终端需求仍有压力..... | 1 |
| 2.2 猪价延续上涨 商品总体转跌..... | 3 |
| 2.3 市场资金宽松 央行回笼货币..... | 4 |
| 2.4 新增非农就业人数放缓，市场乐观预期强化..... | 4 |
| 2.5 产业政策积极 货币基调宽松..... | 5 |
| 3. 资产配置建议：..... | 6 |
| 4.本周重要数据及事件关注：..... | 8 |
| 免责声明..... | 10 |

1. 大类资产表现比较

31 日当周，国内各部委陆续公布稳增长政策，促消费、税收优惠延续等措施提振市场信心，股票指数类资产延续回升，整体依旧呈现结构性行情，其中涨幅最大的为中证 500 指数，周涨 1.41%。商品市场中，主要黑色、能化品种回调拖累南华商品综合指数下跌 0.65%。10 年期国债收益率进一步下滑突破 2.65%，中美利差倒挂进一步加深，对人民币汇率形成压力。

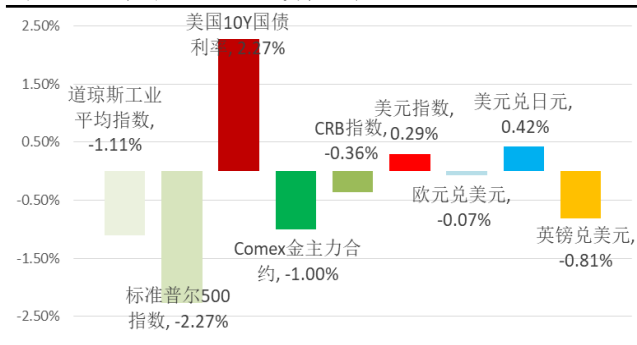
海外方面，惠誉下调美国长期信用评级，美股出现明显调整，其中标普 500 周跌 2.27%，道指周跌 1.11%；10 年期美债收益率反弹重回 4 以上。持有成本两端同时走高令贵金属承压，Comex 黄金主力合约下挫 1%。周五公布的美国新增非农就业人数放缓显示劳动力市场需求降温，限制美元反弹力度，不过稳健的薪资增长对未来通胀的回落形成阻碍，未来的政策路径仍存在不确定性。英国如期加息 25 个基点但下调经济增长预期，令英镑承压，当周英镑兑美元贬值 0.81%。

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

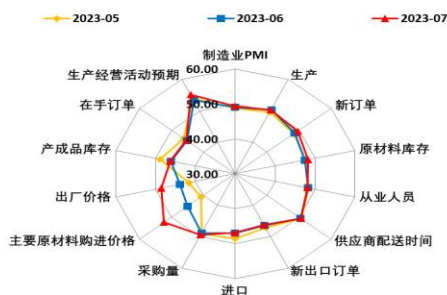
2. 经济环境分析：

2.1 经济延续企稳态势 终端需求仍有压力

7 月，中采制造业 PMI 环比反季节回升 0.3 个百分点至 49.3%，环比涨幅为历史次高，国内经济延续企稳态势。分项指标中，制造业 PMI 生产指数为 50.2%，与上月基本持平，新订单指数环比上涨 0.9 个百分点至 49.5%是拉动制造业回暖的主要动力。

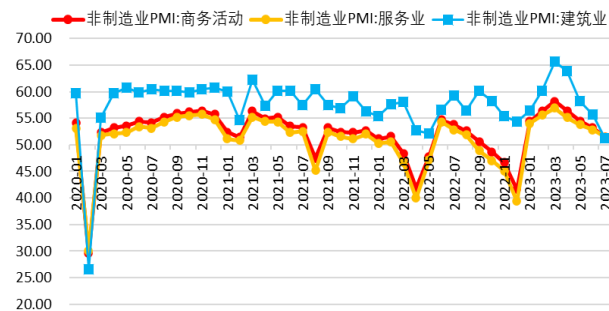
7月制造业PMI新出口订单环比回落，新订单的改善主要来自内需的回暖，而在7月地产、乘用车销售环比均出现下降的背景下，内需的改善主要来自高技术行业景气支撑及大宗商品价格回升带动中游原材料制造业生产的回暖。行业上，据统计局，7月，石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、专用设备、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数和新订单指数均高于临界点，供需同步扩张。受大宗商品价格回暖的影响，制造业价格指数显著回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为52.4%和48.6%，比上月上升7.4和4.7个百分点，其中主要原材料购进价格指数升至扩张区间，出厂价-购进价剪刀差降至-3.8，企业原材料采购成本压力较大。库存方面，7月，制造业产成品库存、原材料库存指数环比分别上涨0.2个百分点、0.8个百分点至46.3%、48.2%，需求及价格回暖背景下，制造业库存逐步由被动补库转向主动补库。但同时，总体看，当前制造业需求仍在收缩区间，地产、汽车相关大宗消费不强对经济的压力依旧较大。7月，非制造业商务活动指数为51.5%，比上月下降1.7个百分点，其中，建筑业受高温多雨天气因素影响，比上月下降4.5个百分点，对非制造业拖累较大，服务业商务活动指数为51.5%，比上月下降1.3个百分点，扩张放缓，但行业上，除房地产业外，其他行业业务活动预期指数均位于景气区间，业务活动预期指数为58.7%，保持较高运行水平，服务业企业信心较为稳定。

图 2.1：制造业 PMI 分项指数雷达图 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：非制造业 PMI (%)



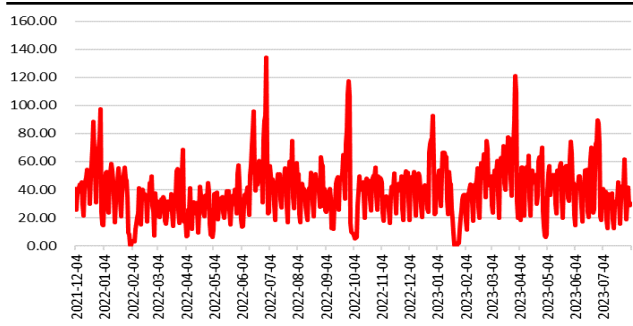
资料来源：wind，一德宏观战略部

31日当周，国内钢厂开工率止跌反弹，全国247家钢厂高炉开工率环比回升1.22个百分点至83.36%，高于去年同期10.66个百分点。钢材社会库存加速回升，累库进一步加快，京津冀地区受降雨影响下游需求走弱，库存增长明显，钢厂开工回升下，钢厂库存由降转升。

终端需求方面，31日当周，30大中城市商品房日均成交面积高位回落，当周日均成交面积周环比下降25.36%。7月，30大中城市商品房日均成交面积环比下降30.46%，同比下降25.45%，降幅较6月进一步扩大。

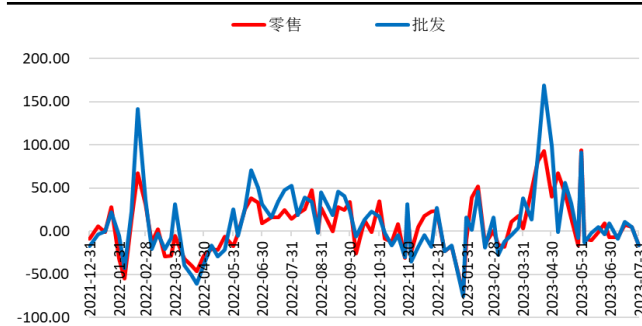
7月第四周，乘用车销量同比出现下降，全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比分别由前一周的上涨5.22%、4.92%转为下降16.17%、16.3%。乘联会数据显示，7月全国乘用车厂家批发同比去年下降6%，较上月同期下降10%；市场零售同比去年下降5%，较上月同期下降8%。乘联会认为，由于去年7月的车购税减税拉动销量，而今年是正常销售时间，因此月初的同比下滑很正常。7月作为传统车市淡季，高温天气将在一定程度上制约消费者到店购车，但地方刺激政策仍保持较强，并且价格仍处在让利最高期，消费者观望情绪减弱。7月持续走强还是好于预期的，体现消费的韧性较强，市场活动的拉动效果很好。在上半年车市持续拉升，6月创出批发新高的背景下，7月的厂家销量总体较强。随着车市增长的结构分化，部分企业传统车产能充裕，休高温假的时间较长，7月车市产销逐步进入休整期。

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: 乘用车销量当周同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

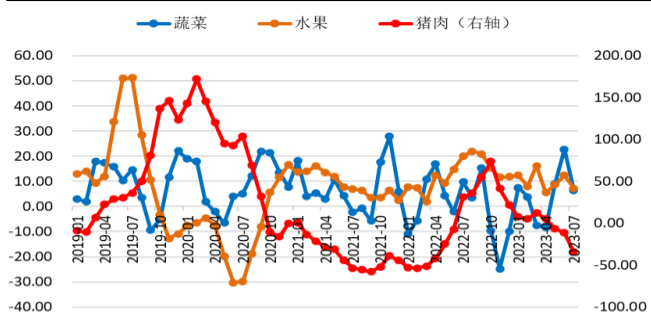
2.2 猪价延续上涨 商品总体转跌

31日当周，国内猪肉日均价格继续加速回升，环比涨幅由前一周的1%扩大至8.63%，果蔬日均价格环比第六周回落，蔬菜、水果价格环比分别下降0.5%、1.87%。7月，国内猪肉日均价格同比降幅由6月的11.5%扩大至34.4%，蔬菜、水果价格同比涨幅分别由22.71%、12.41%收窄至6.47%、7.21%，国内通胀压力进一步走弱。

31日当周，国内大宗商品价格总体转跌，南华商品指数结束五连涨，工业品、

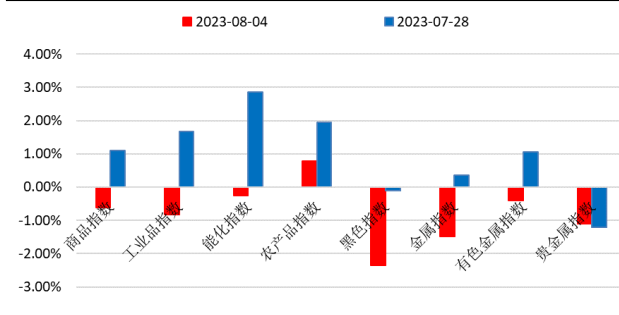
农产品指数走势分化，工业品全面转跌，农产品维持上涨，但涨幅收窄。工业品中，黑色指数跌幅加大，领跌商品，金属、能化指数由涨转跌，贵金属指数降幅小幅收窄。7月，南华商品指数延续上涨，涨幅略有下降，其中，工业品在能化、有色金属的拉动下总体涨幅扩大，但黑色指数涨幅较6月显著收窄，商品波动分化明显。

图 2.5：国内猪肉、果蔬日均批发价当月同比 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.6：南华指数周度涨跌 (%)

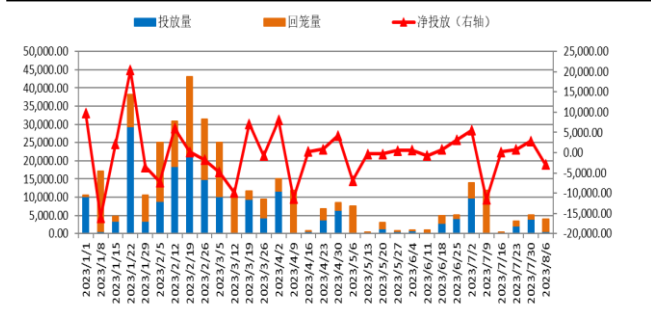


资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 市场资金宽松 央行回笼货币

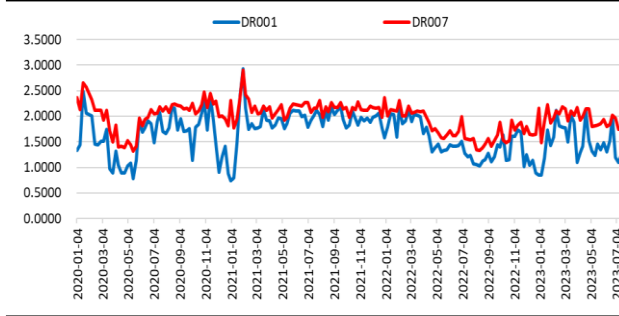
31日当周，央行进行了530亿元逆回购投放，当周有3410亿元逆回购到期，当周净回笼2880亿元，与前一周投放量基本相当。跨月后资金面驱松，DR001、DR007周均值环比分别回落9BP、7BP至1.38%、1.75%。

图 2.7：央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

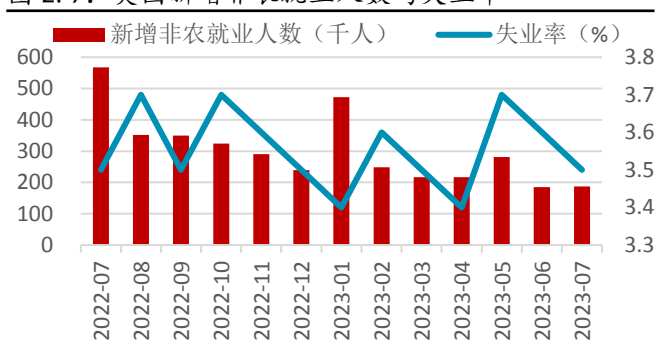
2.4 新增非农就业人数放缓，市场乐观预期强化

美国7月新增非农就业18.7万人，低于市场预期的20万，此外5月与6月数据也被下修，表明美联储在持续加息后，劳动力需求正在逐步放缓。数据公布后拖累美元快速下行，美债收益率也出现明显回落。7月失业率由3.6%回落至3.5%，而退休率

出现攀升，说明主动离开就业市场的人数增加。值得注意的是，非农报告中稳健的薪资增长对未来通胀的回落形成阻碍，美联储或将更长时间内维持高利率。

除去 7 月非农数据为市场带来的乐观情绪外，当周尽管出现了主流评级机构时隔 12 年再度下调美国信用评级事件，但市场对此反应较为平淡。美联储官员讲话聚焦就业市场降温及通胀水平回归趋势，开始提及需要考虑通过观测经济前景而权衡终值利率高度及时长，似为停止加息进行铺垫。受此影响，美联储观察工具显示 9 月加息 25 基点概率继续回落至 13%，来年降息预期持稳于 5 次，但起点进一步提前至 3 月。

图 2.9：美国新增非农就业人数与失业率



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：美联储后续加息预期 (%)

| MEETING DATE | MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 | 575-600 |
| 2023/9/20 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 87.0% | 13.0% | 0.0% |
| 2023/11/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 71.8% | 25.9% | 2.3% |
| 2023/12/13 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 8.8% | 66.2% | 23.1% |
| 2024/1/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.4% | 31.3% | 49.2% | 14.8% | 1.2% |
| 2024/3/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.0% | 19.6% | 41.7% | 29.3% | 6.9% | 0.5% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.9% | 18.8% | 40.8% | 29.8% | 7.9% | 0.8% | 0.0% |
| 2024/6/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 9.7% | 28.9% | 35.7% | 19.7% | 4.6% | 0.4% | 0.0% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 7.6% | 24.4% | 34.1% | 23.5% | 8.2% | 1.4% | 0.1% | 0.0% |
| 2024/9/25 | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 6.5% | 21.7% | 32.6% | 25.2% | 10.6% | 2.5% | 0.3% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/11/6 | 0.0% | 0.4% | 4.6% | 16.9% | 29.1% | 27.5% | 15.2% | 5.1% | 1.0% | 0.1% | 0.0% | 0.0% |
| 2024/12/18 | 0.3% | 3.2% | 12.7% | 24.9% | 28.1% | 19.5% | 8.6% | 2.4% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 产业政策积极 货币基调宽松

7 月 31 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，学习贯彻习近平总书记关于当前经济形势和经济工作的重要讲话精神，研究有关到期阶段性政策的后续安排，决定核准山东石岛湾、福建宁德、辽宁徐大堡核电项目。会议强调，**要加强逆周期调节和政策储备研究，相机出台新的政策举措，更好体现宏观政策的针对性、组合性和协同性。**要着力激发民间投资活力，加快解决拖欠企业账款问题，坚决整治乱收费、乱罚款、乱摊派。要活跃资本市场，提振投资者信心。要加快培育壮大战略性新兴产业，打造新的支柱产业，增强我国在全球产业链供应链中的竞争力影响力。要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。要高度重视做好就业工作，集成优化就业创业政策，大力挖掘就业增长点。

8 月 1 日，中国人民银行、国家外汇管理局召开 2023 年下半年工作会议。会议要

求，下半年，中国人民银行、国家外汇管理局系统要精准有力实施宏观调控，**加强逆周期调节和政策储备**，扎实推动经济高质量发展。货币政策方面，继续精准有力实施稳健的货币政策，**综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，发挥总量和结构性货币政策工具作用**，大力支持科技创新、绿色发展和中小微企业发展，着力增强新增长动能。继续深化利率市场化改革，促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降。切实优化民营企业融资环境。外汇市场方面，加强和改善外汇政策供给，维护外汇市场稳健运行。加强宏观审慎管理和预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。房地产政策上，支持房地产市场平稳健康发展。落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。**指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。**

3. 资产配置建议：

31日当周，国内市场风险平稳，风险情绪指标走势分化，股债收益率差由前一周的历史82.14%的分位数水平下降至历史81.22%的分位数水平，股债收益比分别由前一周的历史79.94%的分位数水平上涨至历史84.12%的分位数水平。

A股层面，31日当周指数冲高回落，创业板涨幅超过主板，游资风格开始跑赢机构。日均成交额连续2周增加，但已连续6周低于万亿水平；北向资金连续2周回流，个股赚钱效应反而回落。板块方面，计算机、非银金融、传媒表现强势，医药生物、煤炭、美容护理表现偏弱。海外权益市场风险有所回落，A股在金融、地产等权重板块带动下持续走高，但成交未能站稳万亿大关以及周五领涨券商板块大幅冲高后回落预示着市场存在短期调整的隐忧。大的周期来看，市场仍然处于区间震荡走势中，但短期随着市场氛围好转，可交易性增强，建议逢回调积极参与。操作上，短线关注沪指能否回踩3250下方一线，届时可适度增加配置仓位。

国债层面，31日当周，国债市场利率全面回落，长短期国债利差显著走扩。在7月制造业PMI反季节回升，经济企稳预期增强的情况下，央行半年度工作会议释放宽

松信号，引发市场降准降息预期支撑债市全面走强，但长端利率在经济企稳及稳增长政策集中发力的压制下韧性较强，降幅较小。当前经济底部企稳，但需求偏弱，货币政策预期维持宽松，短期债市或延续震荡，可依托下半年国债利率震荡区间进行波段操作，其中，短债受货币宽松利好影响明显表现或强于长债。

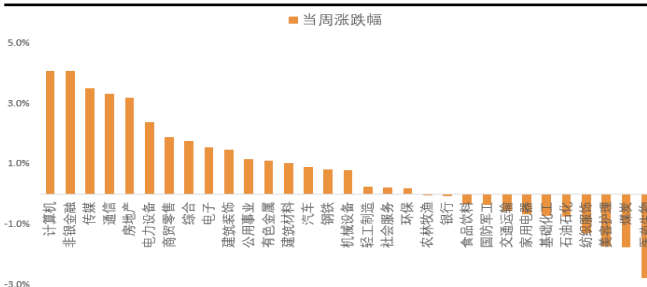
黄金层面，31日当周，持有成本两端连续2周走强，纽期金延续此前的调整趋势。当前，黄金层面的不确定因素仍在于市场乐观的预期与联储的谨慎情绪之间的预期差，随着上周联储官员鸽派讲话以及非农数据低于预期，市场再度强化了年内不再加息以及来年降息前移的预期，而能否最终成真仍有待于后续公布的通胀数据的指引。随着各重要经济体紧缩接近尾声，汇率影响因素回归本源——经济基本面带来的波动。在当前美欧经济形势差异维持扩张趋势对美元存在支撑情况下，黄金利空因素依然存在。而基于紧缩周期尾声的大背景，任何一次阶段性回落都将是配置交易进场的良机。短期关注非农数据推动金价企稳反抽的力度以及基本面能否继续“打压”金价回落。操作上，建议继续等待波段回调后的机会，周内纽期金如能跌至震荡区间下沿1900美元一线，可逢低入场。

图 3.1: 股债收益率差



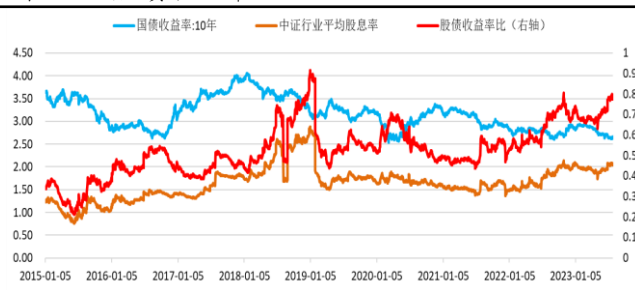
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



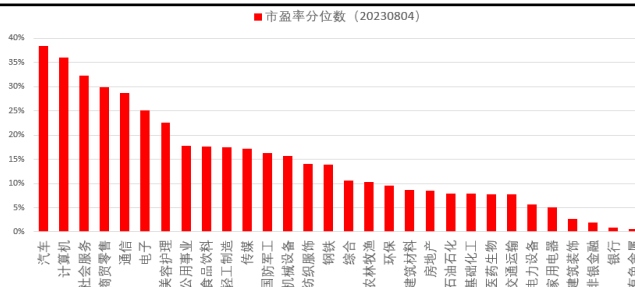
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 股债收益率比



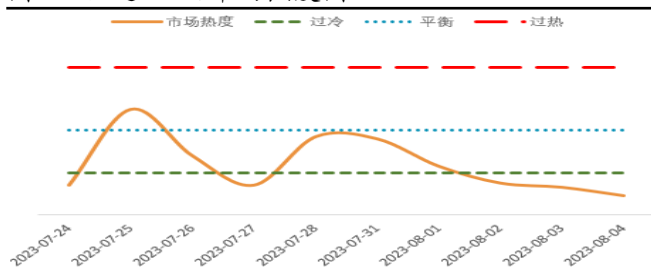
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



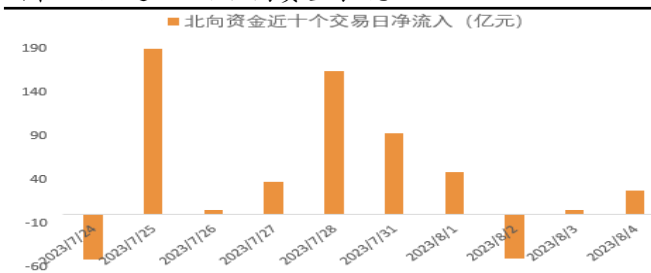
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



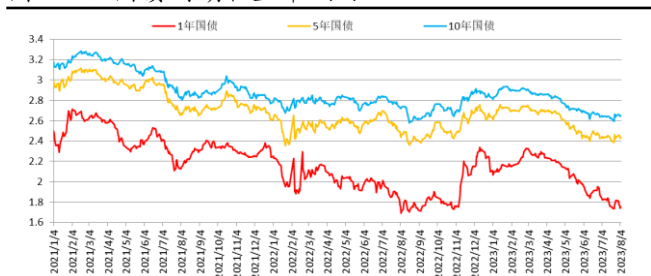
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



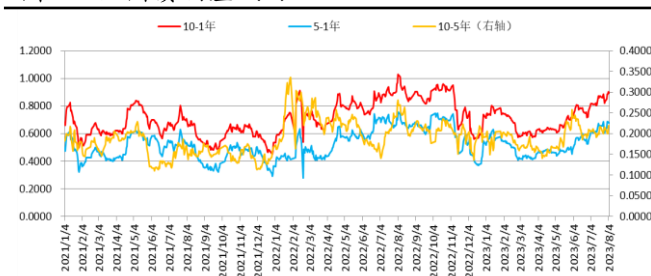
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

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 3.10: 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 | |
|-------------|--|
| 2023/08/07 | 中国 7 月外汇储备(亿美元), 前值 31930, 预测值 32000 |
| | 欧元区 8 月 Sentix 投资者信心指数, 前值-22.5, 预测值-24 |
| | 日本央行公布 7 月货币政策会议审议委员意见摘要 |
| 2023/08/08 | 美联储理事鲍曼发表讲话 |
| | 中国 7 月贸易帐-美元计价(亿美元), 前值 706.2, 预测值 678.2 |
| | 中国 7 月出口年率-美元计价(%), 前值-12.4, 预测值-12.5 |
| | 中国 7 月进口年率-美元计价(%), 前值-6.8, 预测值-5.5 |
| | 德国 7 月 CPI 年率终值(%), 前值 6.2, 预测值 6.2 |
| | 美国 6 月贸易帐(亿美元), 前值-690, 预测值-657 |

| | |
|------------|--|
| | 美国 6 月批发库存月率终值(%), 前值-0.3, 预测值-0.3 |
| | 2023 年 FOMC 票委、费城联储主席哈克就美国经济前景发表讲话 |
| | 里奇蒙德联储主席巴尔金就“应对美国紧迫的经济挑战”发表讲话 |
| 2023/08/09 | 中国 7 月 CPI 年率(%), 前值 0, 预测值-0.5 |
| | 中国 7 月 PPI 年率(%), 前值-5.4, 预测值-4 |
| | 中国 7 月社会融资规模-单月(亿人民币), 前值 42200, 预测值 11200 (0809-0817) |
| | 中国 7 月 M2 货币供应年率(%), 前值 11.3, 预测值 (0809-0817) |
| | 中国 7 月新增人民币贷款(亿人民币), 前值 30500, 预测值 7600 (0809-0817) |
| | EIA 公布月度短期能源展望报告 |
| 2023/08/10 | 美国 7 月 CPI 年率未季调(%), 前值 3, 预测值 3.3 |
| | 美国 7 月核心 CPI 年率未季调(%), 前值 4.8, 预测值 4.7 |
| | 美国截至 8 月 5 日当周初请失业金人数(万), 前值 22.7 |
| | OPEC 公布月度原油市场报告 |
| 2023/08/11 | 2023 年 FOMC 票委、费城联储主席哈克就就业发表讲话 |
| | IEA 公布月度原油市场报告 |
| | 美国 7 月 PPI 年率(%), 前值 0.1, 预测值 0.7 |
| | 美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值 71.6, 预测值 70.9 |

资料来源：汇通财经、一德宏观战略部

风险提示：


国内政策效果不及预期；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