

宏观策略周报（2023.8.14）

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14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

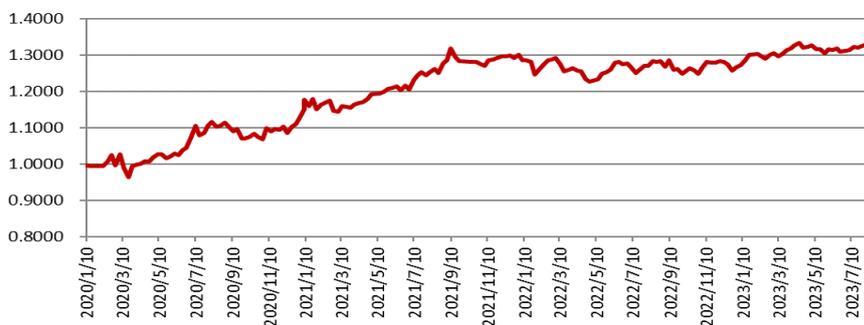
- 7日当周，受周内公布的一系列经济金融数据不及预期的影响，国内市场风险情绪走弱，A股主要指数普遍下跌，长债利率小幅回落。7月，国内经济金融数据超预期下行一定程度上表明国内经济运行依旧偏弱，尽管外贸、通胀数据预期见底，但在短期经济修复不强的背景下，市场对政策宽松预期犹存，现实与预期持续博弈下，短期市场或难改震荡格局。操作上，关注A股3144告破后盘面企稳的加仓机会，长债可依托下半年收益率震荡区间进行高抛低吸波段操作。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

■ 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

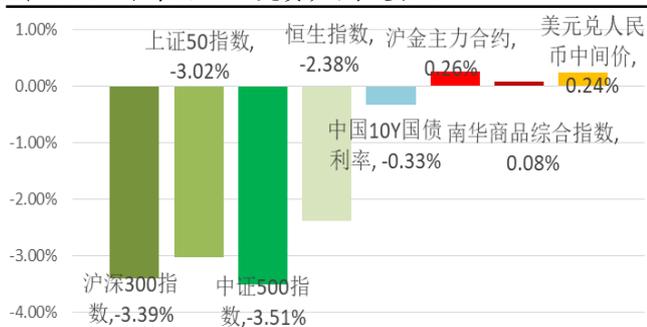
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	1
2.1 出口稳定向好 地产弱势难改.....	1
2.2 通胀触底 商品止跌.....	3
2.3 信贷弱势超预期 市场利率持稳.....	4
2.4 美国通胀回落，市场预期变化有限.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4. 本周重要数据及事件关注：.....	8
免责声明.....	10

1. 大类资产表现比较

7日当周,国内经济数据表现弱于预期,市场风险偏好回落,宏观大类资产出现明显下挫,其中三大股票指数跌幅均超3%。在居民和企业部门需求表现较为疲弱情况下,市场对货币政策有进一步放松的预期,10年期国债收益率延续回落。中美利差倒挂程度进一步加深给人民币汇率带来压力,此外,美元反弹、出口下滑,北向资金当周持续流出令人民币承压贬值重回7.26上方,且压力尚未完全释放,短期维持高位区间运行的概率较大。当周黑色、有色品种下跌为主,在部分能源产品、农产品以及软商品的拉动下,南华商品综合指数微涨0.08%。

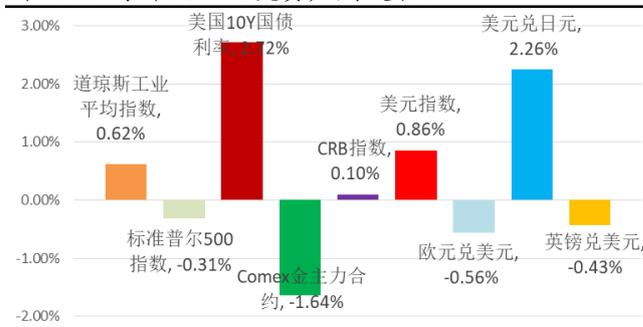
近期美国公布的数据进一步印证市场减缓对美国经济衰退担忧,10年期国债收益率回升。实际利率走高、利差因素叠加避险情绪(周中穆迪下调10余家美国银行评级)同时提振美元指数,周度反弹0.86%,非美货币随之贬值,其中日元兑美元贬值幅度最大为2.26%,主要在于美日利差放大,日本是唯一维持负利率的国家。持有成本两端走高令贵金属承压下挫,Comex金主力合约当周回调1.64%。

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

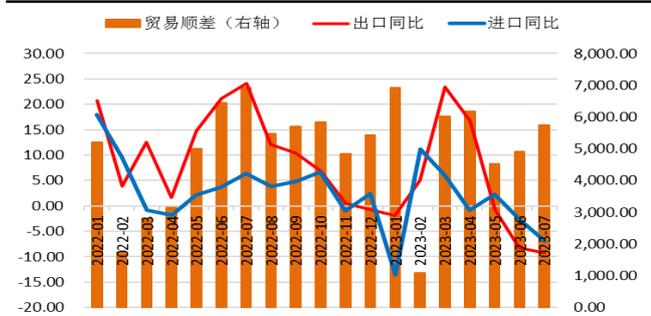
2. 经济环境分析

2.1 出口稳定向好 地产弱势难改

受基数效应的影响,7月我国以人民币计价的出口同比降幅扩大至9.2%,但两年复合增长由5.3%上涨至5.8%,出口增长维持稳定。主要出口商品中,机电产品出口

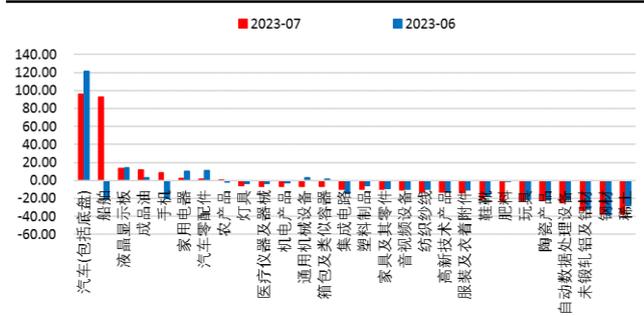
维持较高增长，但纺织服装等劳动密集产品出口下降，体现了发达经济体终端需求走弱及高库存对我国出口的压力，但同时全球半导体周期回升对我国出口形成支撑。在海外需求走弱的背景下，全球高技术产业逆势走高，我国凭借供给端的优势在相关领域出口快速增长，今年 1-7 月，机电产品出口占我国出口总额的比重接近 60%，远高于劳动密集产品出口 17% 的占比，出口结构的优化显著增强了我国出口的韧性，随着下半年高基数效应的减退，我国出口增长预计将边际回升。7 月，我国进口同比下降 6.9%，较 6 月显著扩大，显示在国内经济修复较弱的背景下，我国进口持续低迷。出口强于进口的情况下，7 月，我国贸易顺差环比上涨至 806 亿美元的较高水平，外贸总体对国内经济支持依旧较强。

图 2.1: 进出口同比与贸易顺差 (人民币计价)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 主要出口商品当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

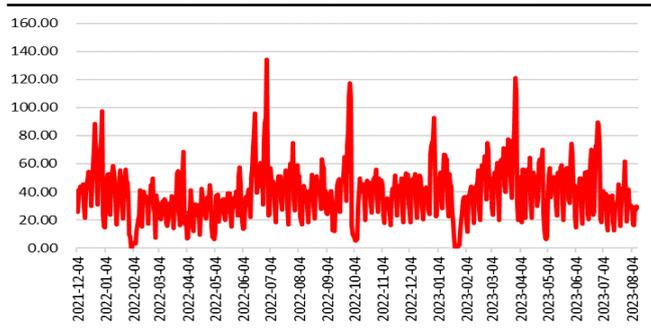
7 日当周，全国 247 家钢厂高炉开工率延续回升 0.44 个百分点至 83.8%，高于去年同期 7.56 个百分点。钢材社会库存连续第三周总体回升，受天气及季节性因素的影响，下游需求持续走弱，钢材累库加快，需开工淡季下游需求维持弱势，在唐山钢厂钢复产的压力下，厂库库存加速上涨，螺纹钢库存反弹明显。

终端需求方面，7 日当周，30 大中城市商品房日均成交面积环比进一步回落，当周日均成交面积周环比下降 5.06%，当周日均成交面积跌创近三个月新低。8 月前两周，30 大中城市商品房日均成交面积环比下降 18.14%，降幅较 7 月有所收窄，但同比下降 36%，降幅较 7 月扩大。

8 月第一周，乘用车销量同比延续回落，但降幅收窄，全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比分别由前一周的 -16.17%、-16.3% 收窄至 0.84%、7.38%。8 月 8 日，乘联会发布会披露，2023 年 7 月中国乘用车市场零售达到 177.5 万辆。同比下降 2.3%，环比下降 6.3%，但乘联会报告指出，2023 年 7 月零售是年内销量的次高点，而历年

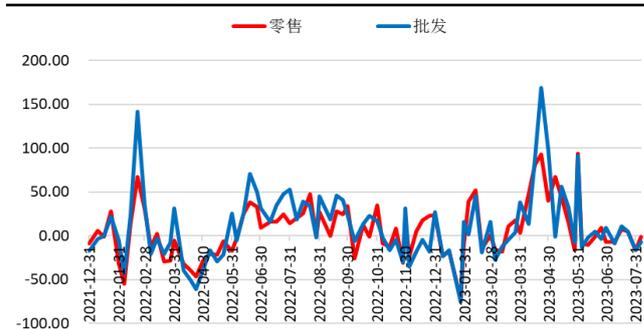
的7月一般是仅次于2月的正常月度销量最低点，今年7月是在6月峰值之上的环比温和回落走势，仍属于较强的走势。乘联会分析，国家层面针对汽车行业销售的指引性政策频出，旨在进一步稳定和扩大汽车消费。工业和信息化部、商务部等推动新能源车下乡，启动“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季等活动效果较好，各地车展及发放消费券等丰富多彩的促消活动，厂商半年末冲刺力度强，均对提振消费信心有较好的增进效果。7月淡季需求保持较强的特征，但年末的旺季需求仍有一定的不确定性。

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 (%)

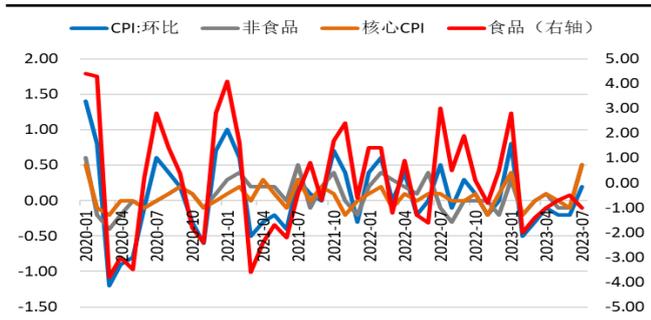


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 通胀触底 商品止跌

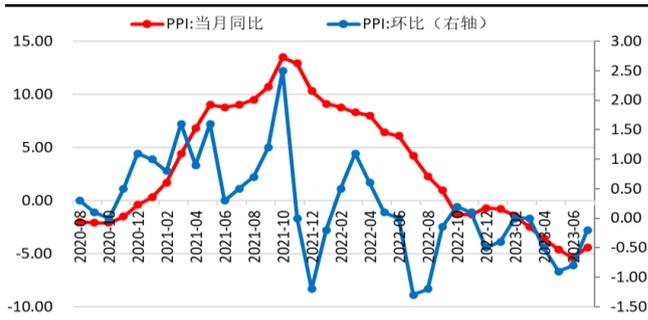
7月，国内CPI同比继续小幅下探至-0.3%，但环比增长0.2%，为6个月以来首次正增长；核心CPI同比反弹，环比增长0.5%，为2020年2月以来最高，其中，受油价反弹及假期机票，旅游相关服务价格涨幅加大，非食品价格反弹是主要拉动，食品项环比虽然维持负增长，但猪肉环比恢复零增长，考虑到七月底猪肉价格持续回升，后市猪肉价格对CPI将由拖累转为拉动，推动CPI触底回升。PPI受大宗商品反弹推动，同比、环比降幅分别由6月的-5.4%、-0.8%收窄至-4.4%、-0.2%，工业景气虽在低位但出现明显改善。结构上，上中游工业品价格回升明显，但受天气影响，建筑业开工放缓，与之相关的玻璃，水泥及非金属矿价格出现回落。但总体看，随着大宗商品价格5月见底，后市PPI将延续修复态势。

图 2.5: CPI 环比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

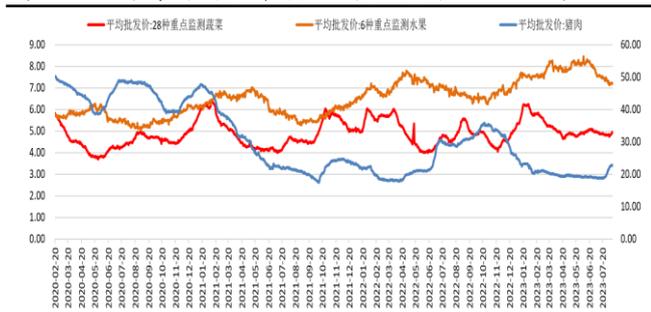
图 2.6: PPI (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

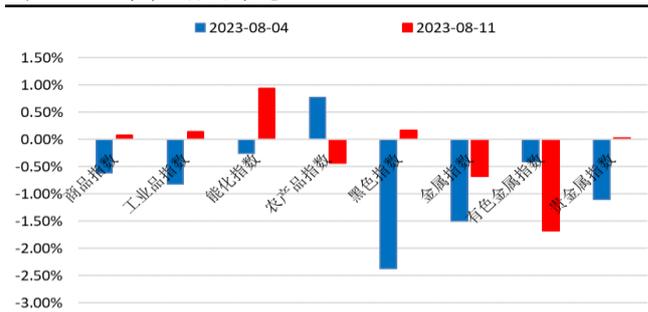
7 日当周, 国内猪肉日均价格环比上涨 8.81%, 涨幅较前一周进一步扩大, 猪肉价格连续两周加速回升。果蔬价格总体企稳, 蔬菜日均价格环比上涨 1.91%, 止跌转涨, 水果价格下降 0.74%, 降幅较前一周收窄。7 日当周, 受工业品价格企稳的带动, 南华商品指数总体止跌, 但农产品由升转降, 与工业品表现分化, 工业品中, 黑色、能化指数反弹幅度较大, 美元走强令有色金属承压, 有色指数跌幅加大。

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: 南华指数周度涨跌 (%)



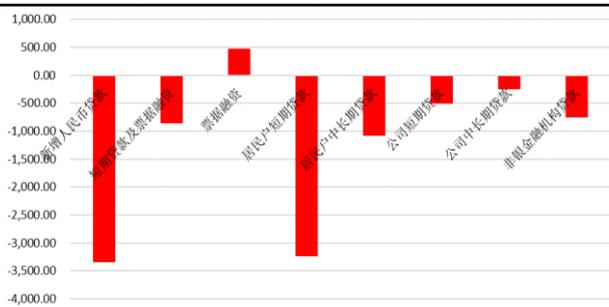
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 信贷弱势超预期 市场利率持稳

7 月, 国内新增人民币信贷 3459 亿元, 远不及市场预期, 同比少增 3498 亿元, 信贷结构上, 除票据融资同比多增外, 企业、居民实体信贷全面少增, 表明 7 月信贷不及预期除季节性因素外, 6 月信贷大幅放量对 7 月信贷投放产生一定透支, 同时, 也表明当前实体经济修复依然偏弱, 信贷需求不强。受信贷超预期走低的拖累, 7 月社会融资规模近 5282 亿元, 同比少增 2703 亿元, 但信托贷款、企业债券、政府债券融资同比多增, 对社融形成支撑。其中, 信托贷款受益于政策对存量房地产融资延期的政策支撑, 企业债利率走低提振企业发债需求, 政府债同比多增主因去年专项债靠前发力带来基数效应下半年走低的影响, 而随着年内三季度专项债发行加快, 专项

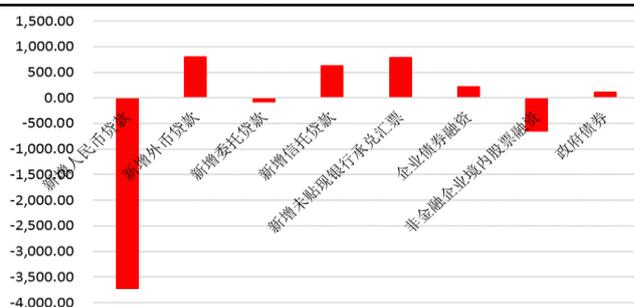
债发行节奏错位下，政府债券仍将对社融形成支撑。受信贷走弱的影响，7月，M2同比下行0.6个百分点至10.7%，同时，M1同比下行0.8个百分点至2.3%，除高基数外，地产销售低迷及居民消费不强亦是M1下行的主要因素。

图 2.9：新增人民币贷款当月同比（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

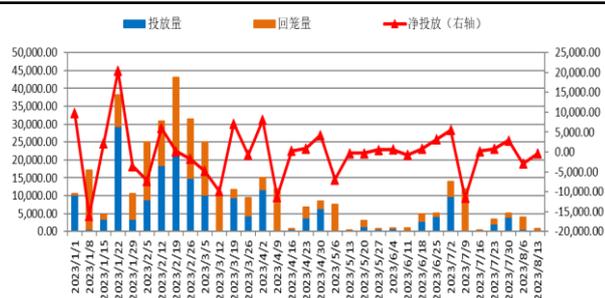
图 2.10：主要社融当月同比（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

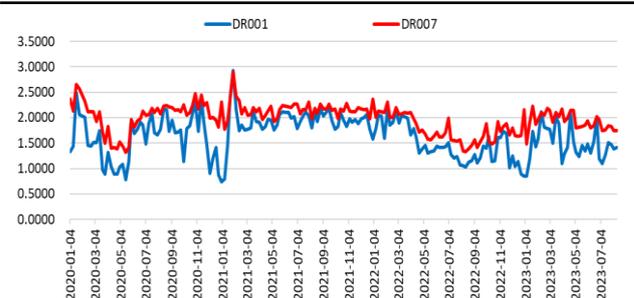
7 日当周，央行进行了 180 亿元逆回购投放，当周有 530 亿元逆回购到期，当周净回笼 350 亿元。银行市场利率持稳，DR001 周均值环比小幅上涨 3BP 至 1.41%、DR007 周均值环比微降 1BP 至 1.74%。

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（%）



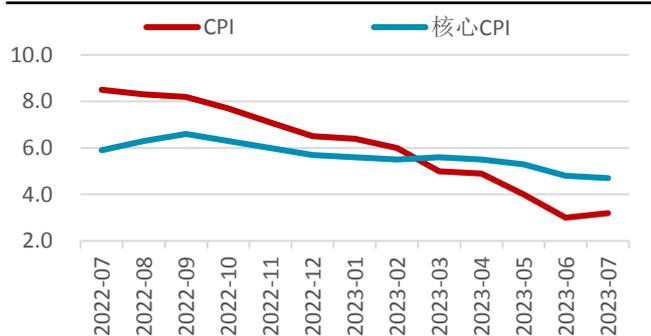
资料来源：wind，一德宏观战略部

2.4 美国通胀回落，市场预期变化有限

美国 7 月 CPI 环比上涨 0.2%，涨幅与 6 月持平，同比上涨 3.2%，低于预期的 3.3%，核心通胀延续放缓至 4.7%。具体分项来看，住房指数是月度所有项目增长的最大贡献者，占增长的 90% 以上，食品指数延续回升 0.2%，航空公司票价、二手车和卡车、医疗保健和通讯的指数在 7 月均有所下降。能源方面，7 月原油期货价格的大幅上行未在能源价格中显现，部分原因在于价格传导有时滞性，预计 8、9 月能源价格或将面临反弹的可能。

尽管通胀数据继续回落，但市场却远未向前几次那般乐观，美债市场供需错配支撑持有成本两端走强，实际利率再度逼近年内高位。此外联储内部对于后续政策路径分歧再现。当周发表讲话的三名票委中，费城联储主席哈克与美联储理事鲍曼一鸽一鹰观点相对。美联储观察工具显示，9月加息25基点概率进一步回落至10%一线，降息起始点维持在3月，市场正在静待联储于月末杰克逊霍尔世界央行年会上提供新的指引。

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										
	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%	88.5%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.8%	32.1%	3.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	62.3%	29.8%	2.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	22.8%	52.2%	21.5%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	11.7%	36.9%	37.5%	12.1%	1.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.6%	32.0%	37.4%	17.0%	3.2%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.7%	19.9%	34.5%	28.0%	10.6%	1.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	3.6%	15.9%	30.6%	29.7%	15.3%	4.2%	0.6%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	27.5%	29.9%	18.3%	6.5%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.9%	9.6%	22.4%	29.1%	22.4%	10.7%	3.2%	0.6%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.3%	6.9%	18.0%	26.8%	24.7%	14.7%	5.8%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

3. 资产配置建议:

7日当周，国内市场风险情绪明显走弱，股债收益率差、股债收益比分别由前一周的历史81.22%、84.12%的分位数水平上升至历史85.13%、86.32%的分位数水平。

A股层面，7日当周指数显著回落，创业板跌幅超过主板，游资、机构风格联袂走低。日均成交额开始萎缩，已连续7周低于万亿水平；北向资金大幅流出，个股赚钱效应继续回落。板块方面，申万一级板块全线收跌，通信、建筑材料、家用电器表现偏弱。海外权益市场风险偏好有所回暖，但国内经济数据不及预期叠加金融稳定风险担忧对市场情绪形成明显打压，成交持续萎缩下指数上攻意愿不足进而再度向下寻求支撑。大的周期来看，市场仍然处于区间震荡走势中，近两日大幅下挫后市场继续向下寻底概率增加。操作上，上周进场头寸可逢高抛低吸滚动操作，如未进场可于3144告破后待盘面企稳适当增加配置仓位。

国债层面，在7月国内外贸、通胀、信贷数据偏弱的推动下，债券市场情绪改善，长债收涨，短债受资金利率反弹影响出现回落。7日当周公布的经济数据普遍走低，

低于市场预期，显示国内经济运行维持弱势，尽管外贸、通胀数据预期见底，但在短期经济修复不强的背景下，市场对货币维持宽松及降准降息预期较强，短期支持债市维持高位震荡，操作上，可基于下半年国债利率震荡区间进行波段操作。

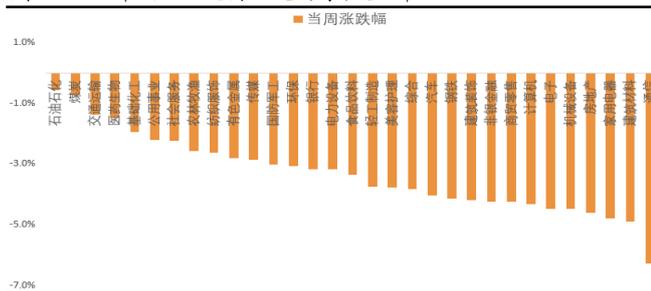
黄金层面，7日当周，受美债供需错配冲击影响，持有成本两端连续3周走强，纽期金延续此前的调整趋势。当前，黄金层面的不确定因素仍在于市场乐观的预期与联储的谨慎情绪之间的预期差，随着联储官员对于年内加息次数的分歧聚焦于0-1之间，未来降息次数及空间的预测将成为主要博弈焦点。预计在8月末的杰克逊霍尔世界央行年会上美联储进一步明确政策基调前，贵金属宽幅震荡格局难改。而基于紧缩周期尾声的大背景，任何一次阶段性回落都将是配置交易进场的良机。操作上，建议继续等待波段回调后的机会，周内纽期金如能跌至震荡区间下沿1900美元一线，可逢低入场。

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



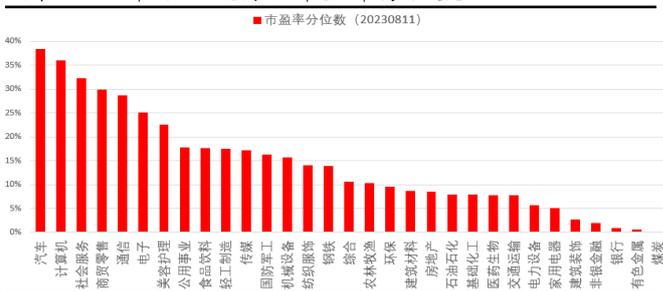
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 股债收益率比



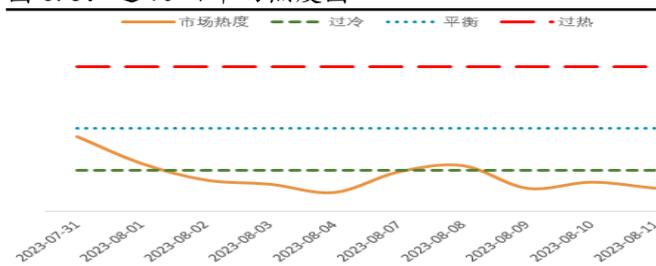
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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 3.7: 国债到期收益率 (%)



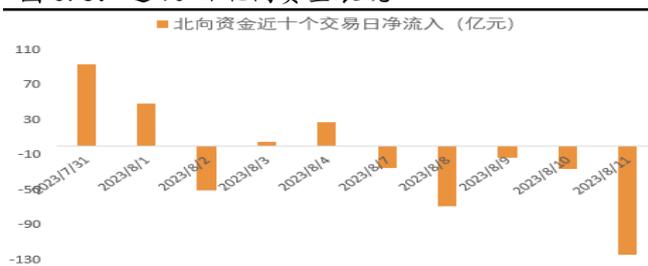
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



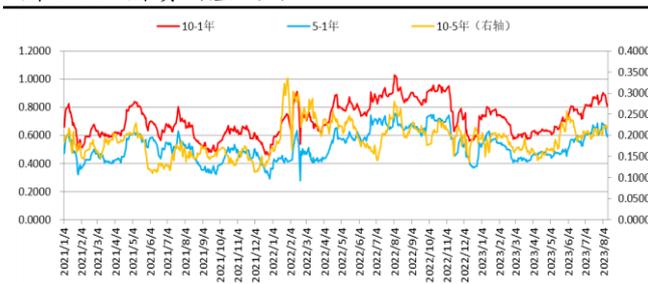
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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	
2023/08/15	中国 1-7 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 3.8, 预测值 3.8
	中国 7 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 4.4, 预测值 4.4
	中国 7 月社会消费品零售总额年率(%), 前值 3.1, 预测值 4.7
	国新办就国民经济运行情况举行发布会
	德国 8 月 ZEW 经济景气指数, 前值-14.7, 预测值-14.4
	美国 7 月零售销售月率(%), 前值 0.2, 预测值 0.4
	亚太经合组织 (APEC) 能源部长会议举行
	2023 年 FOMC 票委、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利发表讲话
国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告	

	新西兰联储公布利率决议
2023/08/16	英国 7 月 CPI 年率(%), 前值 7.9, 预测值 6.8
	欧元区第二季度季调后 GDP 年率修正值(%), 前值 0.6, 预测值 0.6
	美国 7 月新屋开工年化总数(万户), 前值 143.4, 预测值 144.3
	美国 7 月工业产出月率(%), 前值-0.5, 预测值 0.3
2023/08/17	美联储公布货币政策会议纪要
	美国截至 8 月 12 日当周初请失业金人数(万), 前值 24.8, 预测值 24
2023/08/18	美国总统拜登与日本首相岸田文雄和韩国总统尹锡悦举行三边峰会
	2023 中国算力(基础设施)大会举办
	日本 7 月全国 CPI 年率(%), 前值 3.3, 预测值 3.3
	欧元区 7 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 5.3, 预测值 5.3

资料来源：汇通财经、华尔街见闻、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