

# 宏观策略周报（2023. 8. 21）

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21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

- 14日当周，7月主要经济数据不及预期，国内市场风险偏好回落，在央行意外降息叠加影响下，债市走强股市走弱。二季度央行货币政策执行报告延续宽松基调，经济修复偏弱条件下，国债利率仍有下行可能，操作上中短线可适当增仓。A股成交持续萎缩下指数延续调整格局，“政策底”3144告破后，基准预计“市场底”或位于3000-3100之间，操作上，上周进场头寸仍可高抛低吸滚动操作，未进场可于3100下方盘面企稳增加配置仓位。
- 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

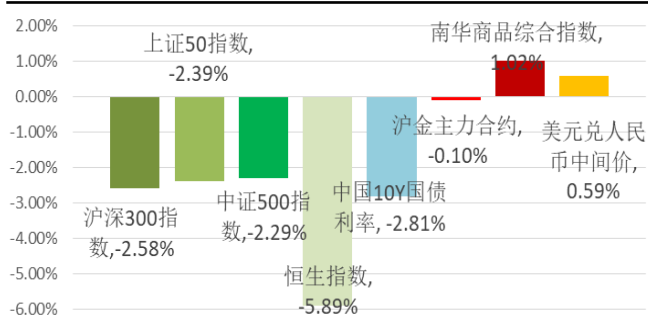
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	1
2.1 经济产需走弱 消费环比转负.....	1
2.2 猪肉维持涨势 商品延续上涨.....	3
2.3 央行意外降息 宽松空间仍存.....	4
2.4 市场静待全球央行年会，市场预期继续修复.....	5
2.5 货币基调仍宽松 精准有力拓需求.....	6
3. 资产配置建议：.....	7
4.本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	10

## 1. 大类资产表现比较

14日当周，7月主要经济数据不及预期，国内市场风险偏好回落，股票指数类资产全线下挫，跌幅均超2%。周内央行意外降息，10年期国债收益率延续下调，中美利差倒挂程度进一步加深，根据利率平价理论，宽松预期施压人民币汇率，货币市场贬值预期仍偏负面。南华商品综合指数延续上涨，周涨幅为1.02%，其中农产品指数上行，工业品走势维持分化。

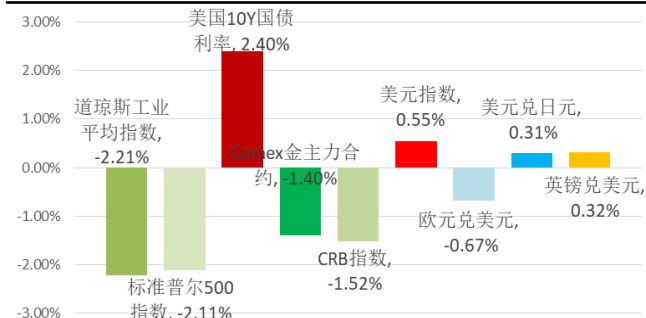
美联储周中公布货币政策纪要显示，多数与会者认为通胀存在重大上行风险，可能需要进一步收紧货币政策，偏鹰基调提振美债收益率与美元上行。美股、CRB指数、贵金属均承压下行。欧元区衰退风险预期增加对欧元形成压力，当周在主要非美货币中，欧元兑美元贬值幅度最深为0.67%。

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

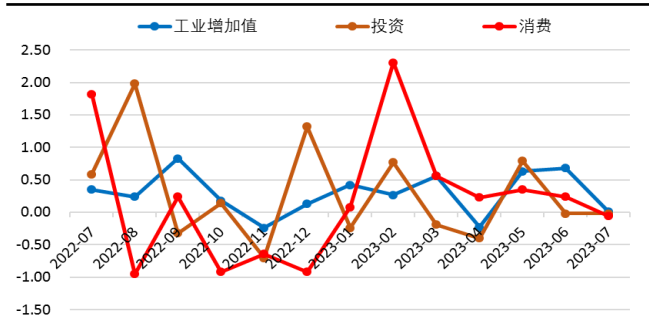
## 2. 经济环境分析

### 2.1 经济产需走弱 消费环比转负

7月，国内经济产需增长进一步走弱。生产方面，7月规模以上工业增加值环比仅微增0.01%，较6月的0.68%显著回落，同比增长3.7%，低于6月的4.4%。主要行业中，除黑色冶炼、化学原料和制品、有色冶炼中游原材料制造业受价格回升的拉动同比增长较快外，主要行业增加值增长普遍回落，显示国内需求疲弱，其中，非金属矿物、酒饮料、通用设备同比维持负增长，且降幅扩大，显示相关建筑投资、消费需

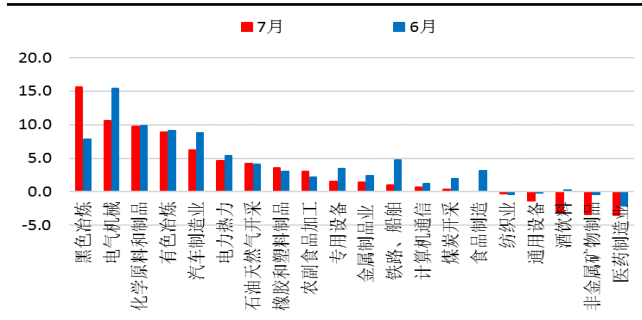
求及部分制造业投资需求压力较大。

图 2.1: 工业增加值、投资、消费环比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 主要行业工业增加值当月同比 (%)

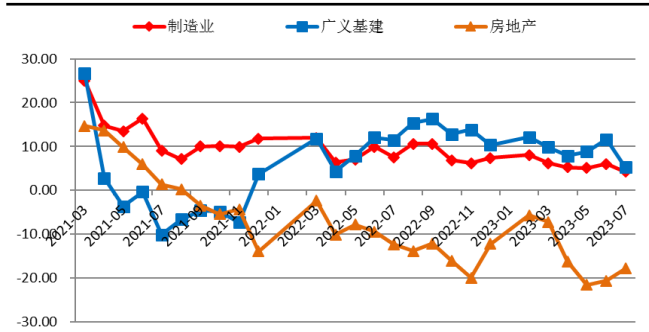


资料来源: wind, 一德宏观战略部

固定资产投资 7 月环比下降 0.02%，降幅持平于 6 月，同比降幅由 17.1% 收窄至 11.6%。三大投资中，基建投资当月同比由 6 月的 11.67% 大幅回落至 5.27% 是主要拖累，5 月以来，专项债发行放缓，对基建投资产生影响，但在政策要求专项债 9 月发行完毕背景下，三季度专项债发行进度加快，全年基建投资仍有支撑。制造业投资当月同比降至 4.25%，为年内最低，主要行业中，高技术制造业维持较高增长，是制造业的主要支撑，下游纺织、金属制品降幅扩大，表明终端需求不足持续抑制下游制造业投资增长，是制造业的主要拖累。房地产投资在基数走低的背景下，7 月当月同比降幅收窄，但仍维持较高的负增长，结构上，竣工面积增长加快，但房地产销售增长重新放缓下，新开工、施工面积维持较大降幅，房地产市场企稳仍需政策的进一步发力。

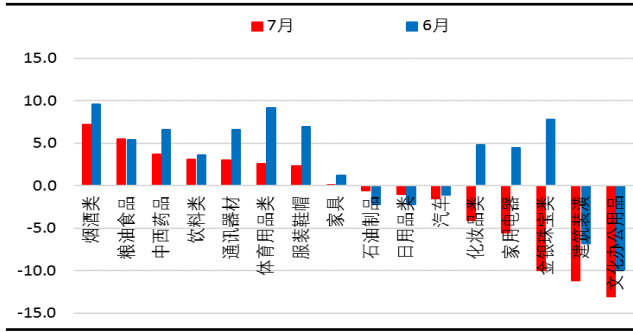
社会消费品零售总额 7 月环比增长转负，今年以来首次负增长。主要消费中，餐饮消费当月同比增长 15.8%，显著高于商品零售，7 月，限额以上单位商品零售同比增长转负，是消费的主要拖累，主要商品消费中，地产相关的建筑装潢、家用电器消费降幅明显加大外，金银珠宝、化妆品等可选品消费下滑明显，收入增长放缓，消费意愿不强对消费的制约明显。

图 2.3: 主要投资当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

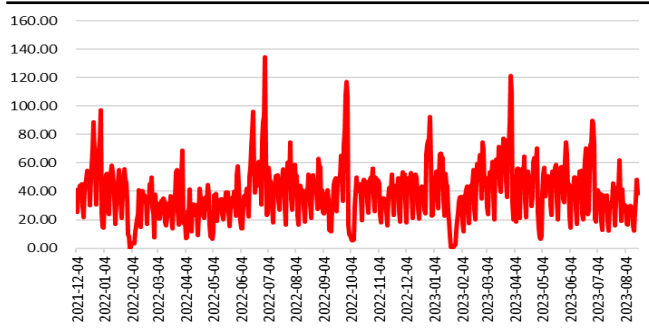
图 2.4: 主要商品消费当月同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

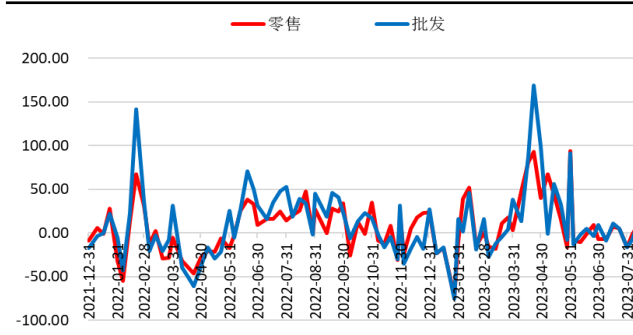
14日当周, 全国247家钢厂高炉开工率延续回升0.29个百分点至84.09%, 8月以来持续回升。钢材社会库存由升转降, 8月以来首次转跌, 随着行业走出淡季, 下游需求出现回暖。终端需求方面, 14日当周, 30大中城市商品房日均成交面积环比快速回升, 当周日均成交面积周环比增长32.89%, 当周日均成交面积升至8月新高。8月前三周, 30大中城市商品房日均成交面积环比下降13.18%, 降幅较7月收窄, 但同比下降32.09%, 降幅仍大于7月。8月第二周, 乘用车销量同比止跌回升, 全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比分别由前一周的-0.84%、-7.38%回升至10.26%、15.76%。

图 2.5: 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 2.6: 乘用车销量当周同比增长 (%)



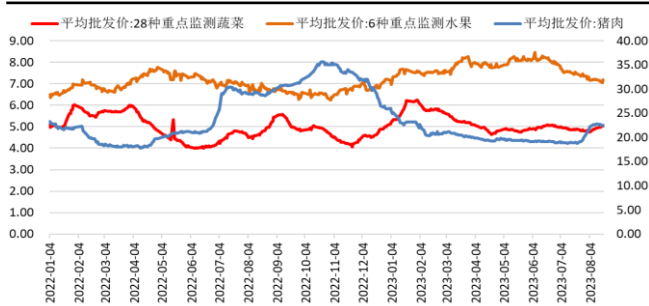
资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.2 猪肉维持涨势 商品延续上涨

14日当周, 国内猪肉、蔬菜日均价格环比回升, 其中, 猪肉价格环比上涨0.66%, 涨幅较前一周8.81%显著收窄, 8月以来, 猪肉价格总体呈现上涨趋势。蔬菜价格环比上涨2.2%, 较前一周的水果价格环比1.91%小幅扩大。水果价格环比下降0.97%, 为连续第9周下降。14日当周, 南华商品指数延续上涨, 涨幅扩大, 工业品、农产品

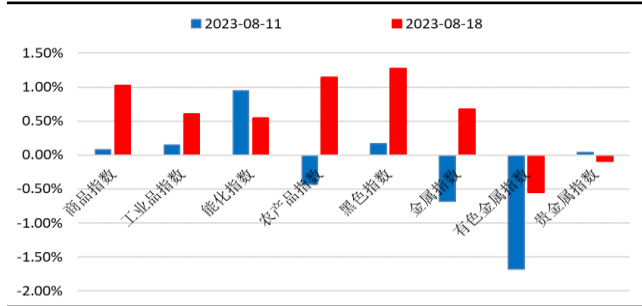
指数双双收涨，但工业品走势分化，随着旺季需求好转，黑色指数涨幅显著扩大，是工业品的主要拉动，对美联储加息担忧加剧下，有色、贵金属收跌。

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 (%)



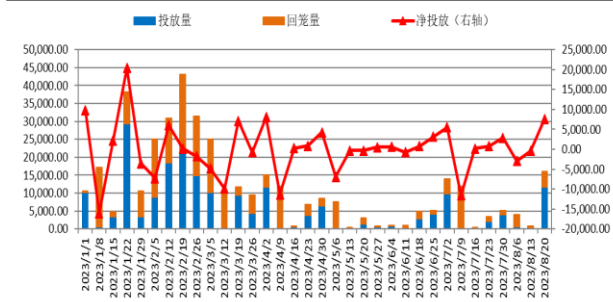
资料来源: wind, 一德宏观战略部

### 2.3 央行意外降息 宽松空间仍存

14日当周，央行分别进行了7750亿元逆回购及4010亿元MLF投放，当周分别有180亿元逆回购到期及4000亿元MLF到期，当周净投放7580亿元。税期扰动下，市场资金收紧，银行市场利率反弹，DR001、DR007周均值环比分别上涨41BP、14BP至1.82%、1.88%。

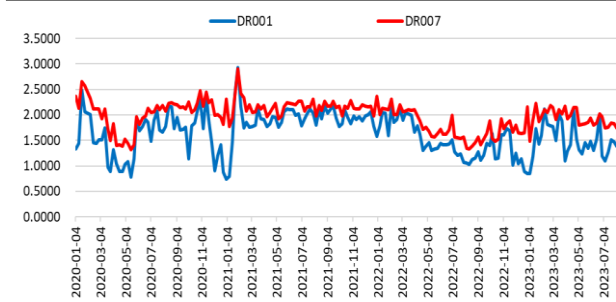
8月15日，央行意外全面降息，其中，对1年期MLF中标利率下调15个基点至2.5%，7天逆回购利率下调10个基点至1.8%，常备借贷便利利率（SLF），隔夜期下调10个基点至2.65%，7天期下调10个基点至2.80%，1个月期下调10个基点至3.15%。据6月全面降息仅2个月，央行再度全面降息超预期市场预期，主因是7月经济、金融数据超预期回落，经济上涨动力不足，对稳增长诉求加大。在MLF利率下调的情况下，预计8月LPR将同步下调，考虑到此次降息对长端利率下调幅度较大，预计LPR利率将非对称下调，5年期LPR下调幅度或高于1年期，更加有利于企业贷款成本及房贷利率的下降。而在当前国内经济修复不稳的背景下，货币政策在总量与结构上仍有进一步宽松的可能。

图 2.9：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：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 市场静待全球央行年会，市场预期继续修复

本周，即将到来的杰克逊霍尔全球央行年会备受瞩目，主要的原因便在于会议上美联储主席鲍威尔将发表的讲话对市场影响较为深远。从此前三年发言情况看，尽管在 2021 年联储曾就通胀作出了“暂时性”的错误判断，但在讲话后的一段时间内市场大类资产组合仍按照联储设想的路径运行。因而，对于本次会议，在联储与市场预期差基本完全收敛的背景下，能否给出增量鹰派的指引尤为重要。否则，此前持续上行的持有成本两端或将面临着回调修正。

受消费数据好于预期、联储会议纪要及官员讲话措辞鹰派共同影响，市场预期进一步修正。美联储观察工具显示，9 月加息 25 基点概率持稳在 10% 一线，年内 11 月加息概率小幅升至 35% 上方，降息起始点预期延后至 5 月。

图 2.11：杰克逊霍尔全球央行年会鲍威尔讲话亮点

年度	鲍威尔发言主要亮点	后续资产表现
2020年	提出了平均通胀目标制——即容忍一段时间内实现通胀率适度高于2%	美元小幅回落，实际利率温和和抬升，黄金震荡走低
2021年	通胀是暂时的，年内可能开启Taper，但距离加息遥远	美元震荡上行，实际利率、黄金区间震荡
2022年	大幅加息后经济面临困境，但不计划就此结束紧缩，更不会急于启动降息，	美元冲高回落，实际利率快速上行，黄金持续回落

资料来源：公开信息，一德宏观战略部

图 2.12：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%	89.0%	11.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.9%	33.0%	3.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	59.7%	29.0%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.3%	52.1%	22.5%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.2%	34.2%	39.7%	13.9%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.6%	22.4%	37.0%	26.5%	7.4%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	16.5%	31.9%	30.2%	14.1%	3.0%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	12.7%	27.3%	30.7%	18.9%	6.3%	1.0%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.2%	2.1%	10.1%	23.5%	29.8%	22.0%	9.6%	2.4%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.4%	7.1%	18.4%	27.4%	25.0%	14.3%	5.1%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	4.9%	14.1%	24.0%	25.9%	18.3%	8.6%	2.6%	0.5%	0.1%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

## 2.5 货币基调仍宽松 精准有力拓需求

8月18日，央行发布二季度货币政策执行报告，总体政策基调上，央行延续了政治局会议精神，强调“加大宏观政策调控力度”，并指出发挥“货币政策工具的总量与结构性功能，稳固支持实体经济发展”，**货币基调维持宽松，后续货币政策仍有进一步宽松的空间**，预计8月降息后，LPR将跟随调降，并传导房贷利率下调，同时，鉴于央行在专栏三中专题讨论结构性货币政策工具，预计结构性货币政策工具仍是政策发力的重点。在近期人民币汇率贬值压力加大的背景下，二季度货币政策执行报告删除了“增强汇率弹性”的表述，最新提出“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”，**表明后市央行将加大稳汇率政策措施，防范汇率大幅波动对经济及市场预期造成冲击**。房地产政策上，央行继续强调“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展”。防范和化解风险上，央行新增“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”的表述，**化解地方债务风险是今年下半年经济工作的重点之一**。

8月16日，国务院总理李强主持召开国务院第二次全体会议，全面落实党中央决策部署，对做好下一步工作进行再部署、再推进，**确保完成全年目标任务**，扎实推动高质量发展。李强指出，**要坚持稳中求进工作总基调**，坚定信心、保持定力、奋发作为，**精准有力实施宏观调控**，强化各类政策协调配合，在攻坚克难中不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，在固本培元中加快塑造高质量发展新优势。

李强强调，**要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间**，提振大宗消费，调动民间投资积极性，扎实做好重大项目前期研究和储备。要着力构建现代化产业体系，加快用新技术新业态改造提升传统产业，大力推进战略性新兴产业集群发展，全面加快制造业数字化转型步伐。要着力深化改革扩大开放，深入实施新一轮国企改革深化提升行动，优化民营企业发展环境，推动外贸稳规模优结构，更大力度吸引和利用外资。要着力促进区域城乡协调发展，深化落实主体功能区战略，深入实施新型城镇化战略和乡村振兴战略，巩固拓展脱贫攻坚成果。要着力防范化解重大风险，有力有序有效推进重点领域实质性化险。要着力保障和改善民生，加大困难群众社会



救助兜底保障力度，多渠道促进就业增收。要着力强化防灾减灾救灾和安全生产监管，切实做好灾后恢复工作，深入开展安全生产风险隐患排查整治，最大限度保障人民群众生命财产安全。

### 3. 资产配置建议：

14日当周，国内市场风险情绪加速走弱，股债收益率差、股债收益比分别由前一周的历史 85.13%、86.32%的分位数水平上升至历史 89.01%、91.72%的分位数水平。

A股层面，14日当周指数连续2周回落，创业板跌幅也连续2周超过主板，游资、机构风格联袂走低。日均成交额继续萎缩，已连续8周低于万亿水平；北向资金连续2周大幅流出，个股赚钱效应小幅上升但仍跌多涨少。板块方面，环保、纺织服饰、轻工制造领涨，电子、计算机、传媒表现偏弱。受紧缩预期强化影响，海外权益市场风险偏好再度回落，叠加国内经济数据不及预期市场情绪低位徘徊，成交持续萎缩下指数延续调整格局。大的周期来看，市场仍然处于区间震荡走势中，短线继续震荡寻底概率较大，“政策底”3144告破后，基于基准情形考虑预计“市场底”或将位于3000-3100之间。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3100下方待盘面企稳适当增加配置仓位。

国债层面，14日当周，在央行意外降息及7月主要经济数据走弱的支撑下，长债利率下行创下年内新低，短债利率受税期导致资金面收紧的影响，出现回升。二季度央行货币政策执行报告延续宽松基调，在货币政策仍有进一步宽松空间预期下，经济修复偏弱条件下，税期压力过后，国债利率仍有下行可能，操作上中短线可适当增仓。

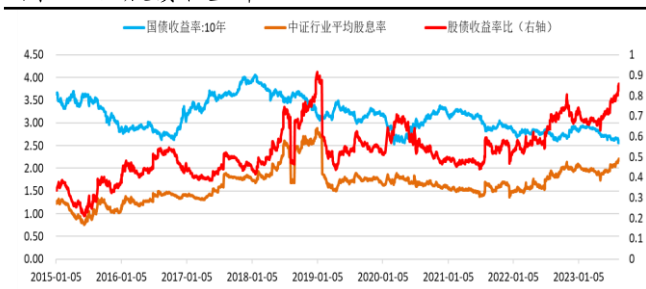
黄金层面，14日当周，受多重因素共同影响，市场与联储对于后续降息预期的分歧就6月点阵图而言实现了完全弥合，黄金连续3周回落。预计在8月末的杰克逊霍尔世界央行年会上美联储进一步明确政策基调前，贵金属宽幅震荡格局难改。而基于紧缩周期尾声的大背景，任何一次阶段性回落都将是配置交易进场的良机。操作上，建议继续等待波段回调后的机会，周内纽期金如能跌至震荡区间下沿1900美元一线，可逢低入场。

图 3.1: 股债收益率差



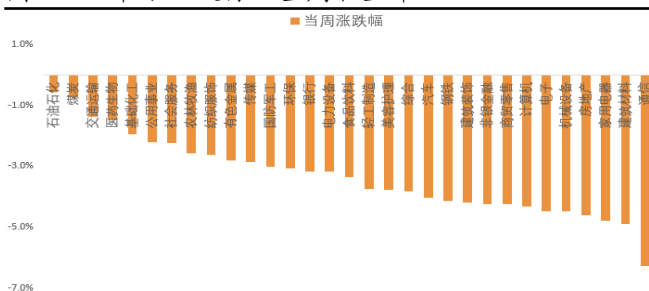
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 股债收益率比



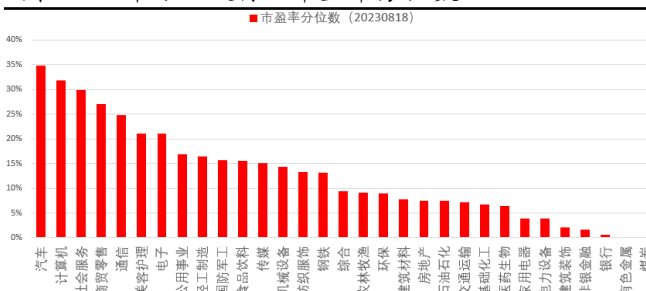
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



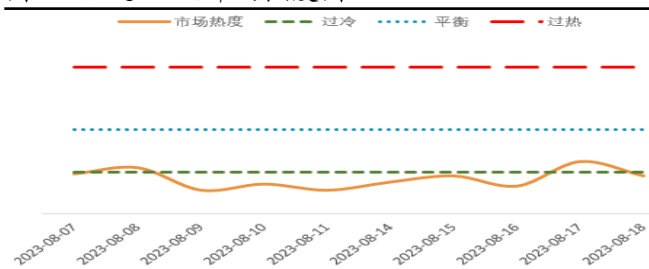
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



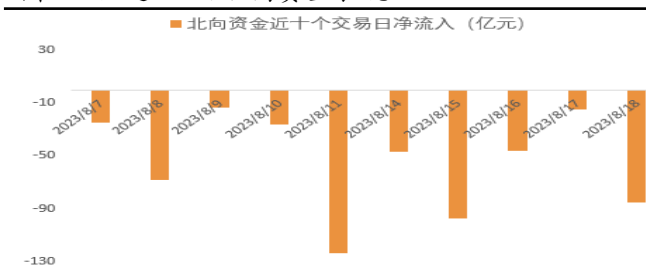
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



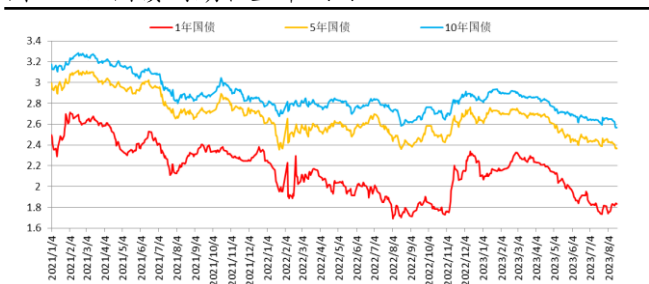
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



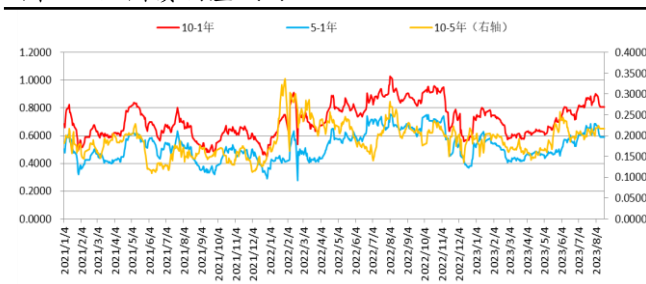
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



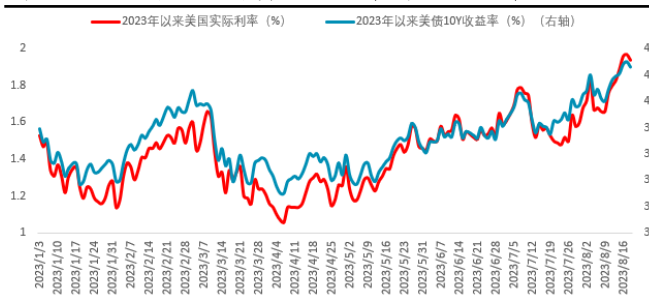
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

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	
2023/08/21	中国 8 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.55, 预测值 3.40, 公布值 3.45
	中国 8 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.2, 预测值 4.05, 公布值 4.2
2023/08/22	2024 年 FOMC 票委、里奇蒙德联储主席巴尔金发表讲话
	美国 7 月成屋销售年化总数(万户), 前值 416, 预测值 415
2023/08/23	法国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 45.1
	德国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 38.8, 预测值 38.6
	欧元区 8 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 42.7, 预测值 42.4
	英国 8 月 Markit 服务业 PMI 初值, 前值 51.5
	英国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 45.3
	美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 49, 预测值 49
	欧元区 8 月消费者信心指数初值, 前值-15.1, 预测值-14
	美国 7 月季调后新屋销售年化总数(万户), 前值 69.7, 预测值 70.1
2023/08/24	2023 年杰克逊霍尔全球央行年会举行, 主题为“世界经济的结构变化”
	美国 7 月耐用品订单月率初值(%), 前值 4.6, 预测值-4
	美国截至 8 月 19 日当周初请失业金人数(万), 前值 23.9
2023/08/25	美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话
	英国 8 月 Gfk 消费者信心指数, 前值-30, 预测值-29
	德国 8 月 IFO 商业景气指数, 前值 87.3, 预测值 86.7
2023/08/27	美国 8 月密歇根大学消费者信心指数终值, 前值 71.2, 预测值 71.2
	中国 1-7 月规模以上工业企业利润年率-YTD(%), 前值-16.8

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](http://www.ydqh.com.cn)