

宏观策略周报（2023. 8. 28）

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28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

- 21日当周，国内股债市场双双回落，商品价格涨幅加大，在市场风险偏好进一步走弱的情况下，股债市场普跌或受到国内资金面边际收缩的影响，但随着企业盈利的修复，当前股债收益比处于历史较高分位水平，A股存在配置价值，受监管层政策利好的呵护，将对A股情绪形成明显提振，可关注反弹力度适度持仓，建操作上议短期持多不追多，加配需待回踩企稳后。随着十年期长债利率跌破2.6%，短期降息影响已被定价，债市或再度转入震荡，可暂维持仓位或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

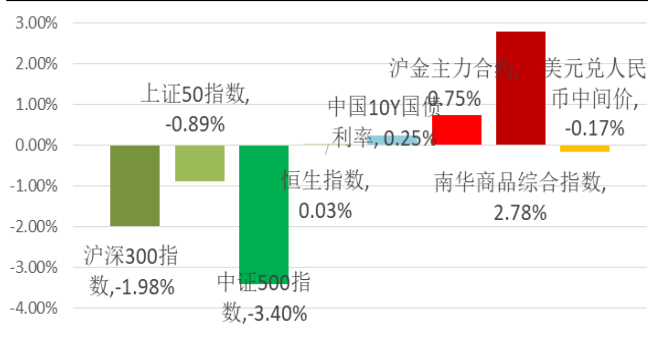
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	1
2.1 企业利润稳步改善 地产销售高位持稳.....	1
2.2 食品价格走弱 商品上涨加速.....	3
2.3 资金紧张缓解 LPR 非对称调降.....	3
2.4 增量鹰派信息有限，加息预期差完全弥合.....	4
2.5 全面放宽“认房不认贷”.....	5
3. 资产配置建议：.....	5
4. 本周重要数据及事件关注：.....	7
免责声明.....	9

1. 大类资产表现比较

21日当周,市场延续低迷,国内宏观大类资产中中证500指数跌幅最深为-3.4%,其次为沪深300指数,下跌1.98%。美元维持高位运行,叠加中美利差给市场带来的套利空间均对人民币汇率形成贬值压力,好在中间价报价继续体现监管层维稳预期的态度,引导市场价向中间价靠拢,限制人民币贬值速率。在有色、农产品、部分黑色品种拉升带动下,南华商品综合指数当周上涨2.78%。

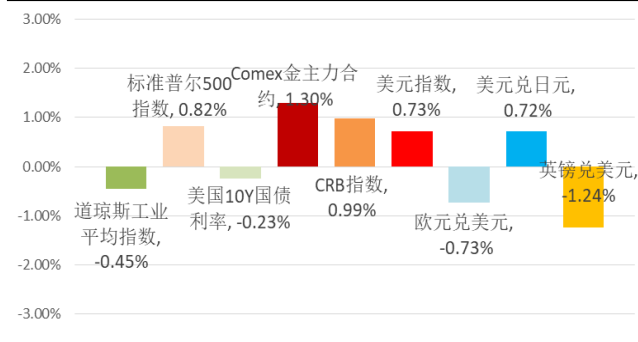
美国当周公布的房地产、制造业PMI等数据不及预期,市场避险情绪升温,提振贵金属反弹。鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会表示美联储准备在适当的情况下进一步加息,同时保持限制性的政策立场,直到确保通胀率降至2%的目标水平,符合市场预期。10年期国债收益率小幅回落0.23%,标普500指数与道指走势分化。欧洲经济前景不佳令欧元承压,日本维持宽松政策导致日元持续走弱,对美元指数构成支撑,此外,美国初请失业金人数连续第二周下降,暗示劳动力市场状况依然吃紧,提振美元上行。

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

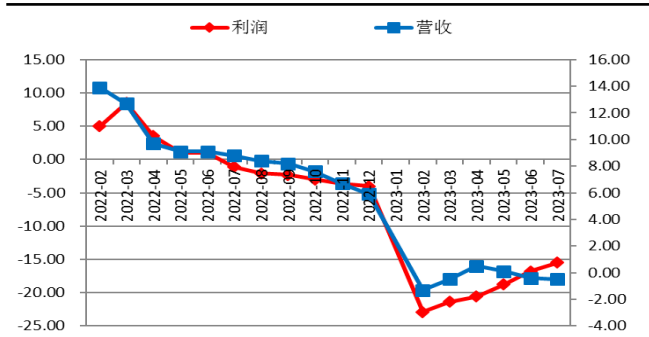
2. 经济环境分析

2.1 企业利润稳步改善 地产销售高位持稳

1-7月,国内工业企业利润同比下降15.5%,降幅较1-6月份收窄1.3个百分点,7月当月,利润同比下降6.7%,降幅较6月收窄1.6个百分点,企业利润延续4月以

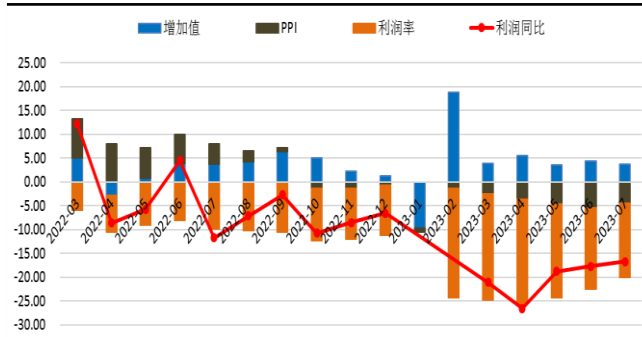
来的修复态势。7月支撑利润改善的主要因素，除基数走低外，工业品价格及利润率降幅收窄亦推动利润降幅收窄，但工业增加值增长回落，导致企业营收增长下滑，显示企业扩产意愿不足，利润的改善支撑较强但动力不足。行业结构上，高技术制造业利润维持较高增长，电气机械、铁矿船舶、通用设备、仪器仪表行业利润领涨制造业，中游原材料制造业利润降幅收窄，下游消费品制造业利润持续承压，终端需求疲弱仍是当前经济的主要压力。规模以上工业企业产成品存货7月同比增长延续回落至1.6%，工业企业延续去库存，但随着企业盈利的改善，工业企业库存周期预计将由主动去库进入被动去库阶段。

图 2.1：工业企业营收及利润累计同比 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：工业企业利润当月同比分解 (%)

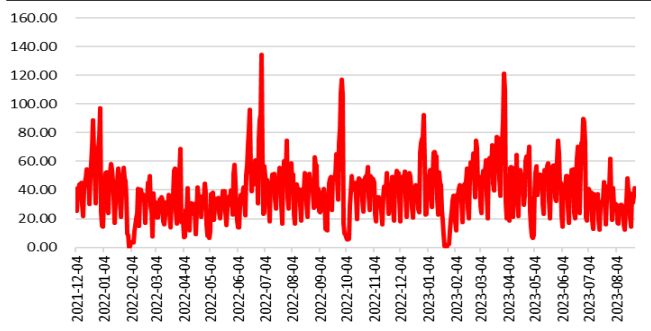


资料来源：wind，一德宏观战略部

21日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比下降0.73个百分点至83.36%，8月以来首次环比回落。钢材社会库存总体延续去库，其中，建材库存去化加快，板材、线材库存小幅增长，随着行业走出淡季，下游需求持续好转，但由于唐山部分地区环保限产导致产量下降，钢材库存总体降幅加大。

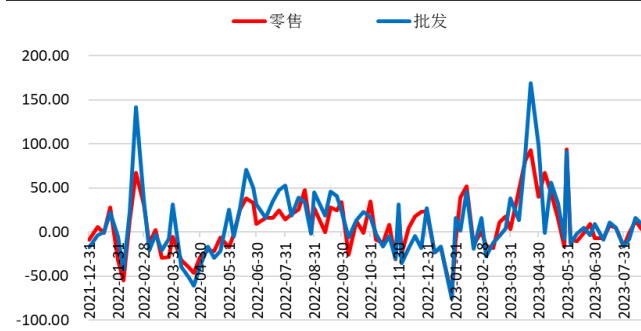
终端需求方面，21日当周，30大中城市商品房日均成交面积于前一周创下的8月高点小幅增长，当周日均成交面积周环比增长2.36%。8月前四周，30大中城市商品房日均成交面积环比下降11.58%，降幅较7月收窄，但同比下降30.83%，降幅仍大于7月。8月第三周，乘用车销量同比延续上涨，但涨幅收窄，全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比增长分别由前一周的10.26%、15.76%收窄至2.86%、9.48%。乘联会数据显示，8月狭义乘用车零售销量预计185.0万辆，环比增长4.7%，同比减少1.3%，三季度是厂商完成全年目标关键节点，8月各厂商延续此前优惠力度，叠加车展及818购车节，从供给端对车市构成有力支撑。

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 (%)

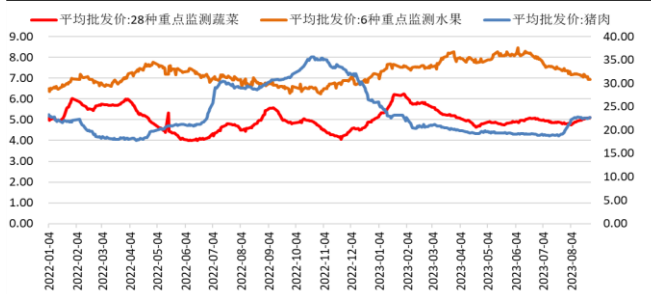


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 食品价格走弱 商品上涨加速

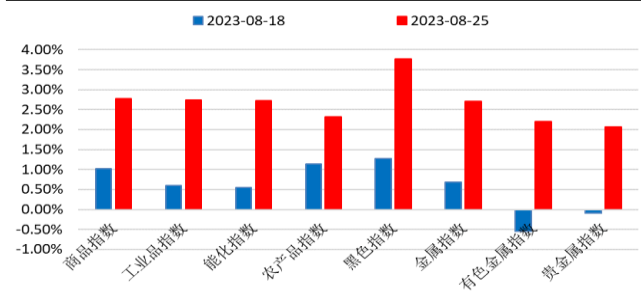
21日当周, 国内猪肉、果蔬价格普遍走弱, 其中, 猪肉日均价格环比回落 0.26%, 六周以来首次下跌; 蔬菜价格环比上涨 1.56%, 涨幅收窄, 水果价格环比下降 1.96% 降幅扩大, 为连续第 10 周下降。21 日当周, 大宗商品价格全面加速上涨, 南华商品指数涨幅创近一个月最大, 工业品表现强于农产品, 工业品中, 黑色指数涨幅进一步扩大, 继续领涨商品, 有色、贵金属止跌反弹。

图 2.5: 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 2.6: 南华指数周度涨跌 (%)



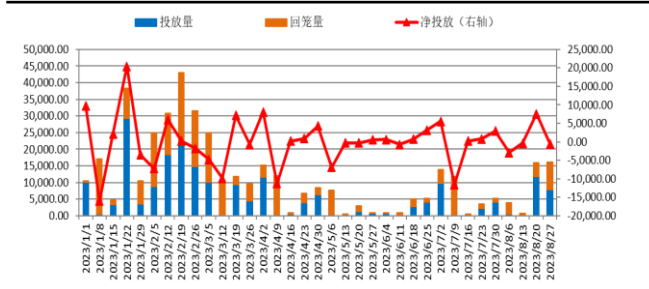
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 资金紧张缓解 LPR 非对称调降

21 日当周, 央行分别进行了 7280 亿元逆回购及 500 亿元国库现金定存发行投放, 当周分别有 7750 亿元逆回购到期及 600 亿元国库现金定存到期, 当周净回笼 570 亿元。税期过后, 市场资金紧张有所缓解, DR001、DR007 周均值环比分别回落 4BP、2BP 至 1.78%、1.85%。

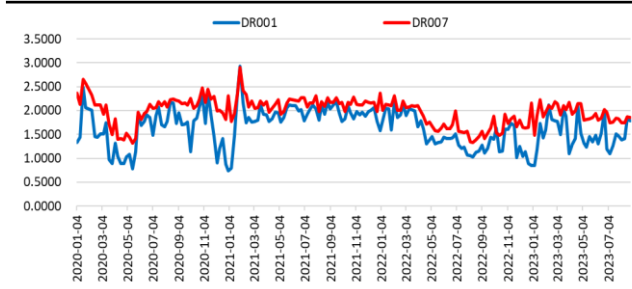
8月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新一期贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR较上一期下降10个基点至3.45%，为年内第二次调降，但降幅低于MLF；5年期以上LPR为4.2%，保持不变。8月LPR报价降幅低于市场预期，LPR-MLF利差及LPR期限利差走阔，银行负债端成本降幅大于资产端，有助于缓解商业银行净息差压力。在1年期LPR下调背景下，后续存款利率存在进一步调降空间。

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（%）



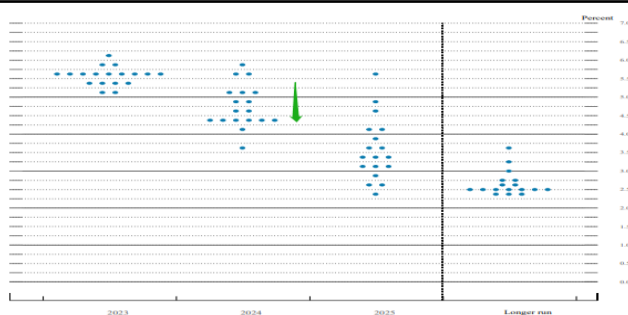
资料来源：wind，一德宏观战略部

2.4 增量鹰派信息有限，加息预期差完全弥合

本周，杰克逊霍尔全球央行年会如期召开，与此前公布的6月点阵图相较，联储主席鲍威尔发言增量鹰派信息有限，除了提及可能继续加息外，对于控通胀和稳经济的两大政策目标相对平衡的讨论以及对于后续政策相对审慎态度，均暗示本轮紧缩周期或近尾声，但尚需9月点阵图进一步确认——委员们对终值利率的预期不再上移。

尽管当周经济数据边际走弱，但受到鲍威尔讲话影响，美联储观察工具显示，9月加息25基点概率升至20%一线，年内11月加息概率大幅升至50%上方，6月FOMC会后首次定价年内尚余一次加息，降息起始点提前至1月且较此前及6月点阵图显示的4次多出1次。

图 2.9：6月点阵图



资料来源：美联储官网，一德宏观战略部

图 2.10：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%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%	46.7%	8.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	44.5%	45.2%	8.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.0%	44.6%	39.9%	7.3%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.6%	19.0%	43.2%	30.1%	5.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	10.1%	30.1%	37.2%	18.7%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.0%	20.9%	33.9%	27.2%	10.1%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.3%	16.1%	29.8%	29.3%	15.5%	4.1%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.5%	13.5%	26.8%	29.4%	18.6%	6.6%	1.2%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.4%	10.0%	22.1%	28.5%	22.4%	10.8%	3.1%	0.5%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	7.9%	18.9%	26.8%	24.0%	13.9%	5.2%	1.2%	0.2%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 全面放宽“认房不认贷”

8月25日，房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。通知明确，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。家庭住房套数由城市政府指定的住房套数查询或认定责任部门，根据居民家庭申请或授权，提供查询服务并出具查询结果或认定证明。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。

3. 资产配置建议：

21日当周，国内市场风险情绪进一步走弱，股债收益率差、股债收益比分别由前一周的历史89.01%、91.72%的分位数水平上升至历史92.63%、94.36%的分位数水平。

A股层面，21日当周指数连续3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，但后者相对抗跌。日均成交额继续萎缩，已连续9周低于万亿水平；北向资金连续3周大幅流出，个股赚钱效应再度回落，近三周中两周涨跌比例极度扭曲。板块方面，环保、农林牧渔领涨，建筑装饰、电力设备、机械设备表现偏弱。周末监管层多措并举释放政策利好呵护市场，将对此前持续低迷的市场情绪形成明显提振，建议关注反弹力度可适度持仓。操作上，短期持多不追多，加配需待回踩企稳后。

国债层面，21日当周，国债利率全面收涨，其中，10年前长债利率先跌后升，短债利率全周震荡上涨，长短期国债收益率差收窄。在市场风险情绪走弱的背景下，债券市场受LPR降幅不及预期的影响，表现偏弱，但长债较强显示经济修复较弱对债市仍有支撑。随着央行全面降息，十年期长债利率跌破2.6%，降息影响已被市场定价，后市在稳地产政策及专项债发行加速的压力下，债市或再度转入震荡，操作上，可暂维持仓位或进行高抛低吸波段操作。

黄金层面，21日当周，全球央行年会落下帷幕，联储释放增量鹰派信息有限，受美国经济数据边际走弱影响，贵金属先于会议企稳。总体来看，当周的修复行情与此前的调整行情同属联储“认可停止加息”前的宽幅震荡阶段，基于当前联储与市场预期差基本弥合背景下，联储“审慎”的态度预示着经济数据将对市场预期影响权重加大。贵金属能否延续修复行情，将取决于9月FOMC会前经济数据能否持续边际走弱。而基于紧缩周期尾声的大背景，任何一次阶段性冲击回落均将是配置交易进场的好时机。操作上，暂观望，建议继续等待波段回调后的机会。

图 3.1: 股债收益率差



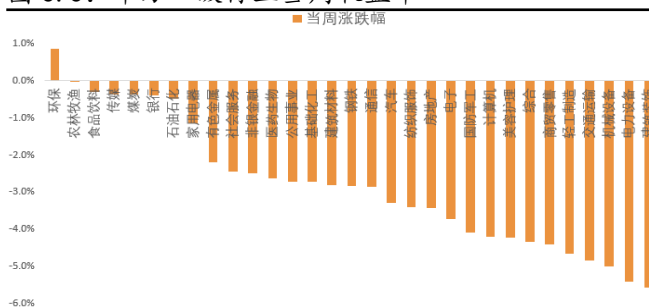
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 股债收益率比



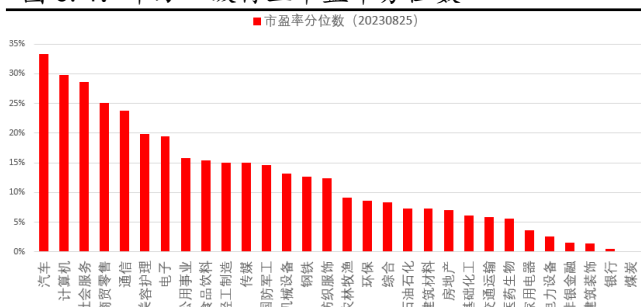
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



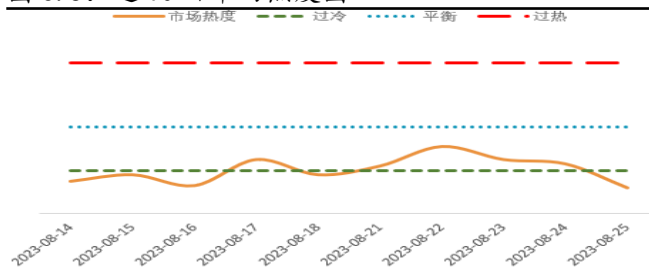
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



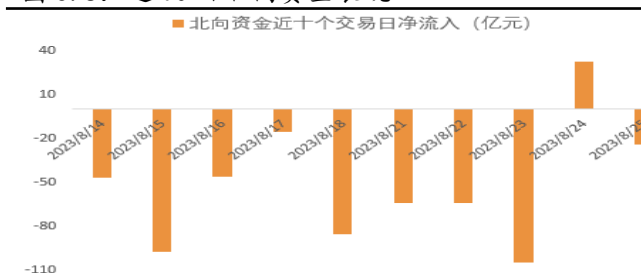
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



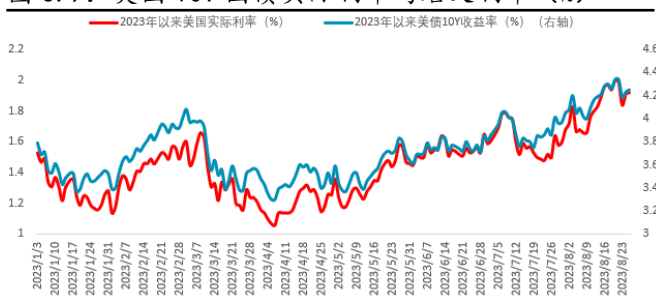
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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 3.9: 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	
2023/08/28	十四届全国人大常委会第五次会议 8 月 28 日至 9 月 1 日在京举行 美国商务部长雷蒙多访华
2023/08/29	美国 8 月谘商会消费者信心指数, 前值 117, 预测值 116 美国 7 月 JOLTs 职位空缺(万), 前值 958.2
2023/08/30	美联储理事巴尔发表讲话
	欧元区 8 月经济景气指数, 前值 94.5, 预测值 93.9
	欧元区 8 月工业景气指数, 前值-9.4, 预测值-9.8
	欧元区 8 月消费者信心指数终值, 前值-16, 预测值-16
	德国 8 月 CPI 年率初值(%), 前值 6.2, 预测值 6
	美国 8 月 ADP 就业人数变动(万), 前值 32.4, 预测值 19.5
2023/08/31	美国第二季度实际 GDP 年化季率修正值(%), 前值 2.4, 预测值 2.4
	美国第二季度核心 PCE 物价指数年化季率修正值(%), 前值 3.8, 预测值 3.8
	中国 8 月官方制造业 PMI, 前值 49.3, 预测值 49.5
	欧元区 8 月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 前值 5.3, 预测值 5.1
	美国 7 月 PCE 物价指数年率(%), 前值 3, 预测值 3.3
2023/09/01	美国截至 8 月 26 日当周初请失业金人数(万), 前值 23, 预测值 23.5
	美国 8 月芝加哥 PMI, 前值 42.8, 预测值 44
	2024 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克发表讲话
	2025 年 FOMC 票委、波士顿联储主席柯林斯发表讲话
	中国 8 月财新制造业 PMI, 前值 49.2, 预测值 49.4
2023/09/01	法国 8 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 46.4, 预测值 46.4
	德国 8 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 39.1, 预测值 39.1
	欧元区 8 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 43.7, 预测值 43.7
	英国 8 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 42.5, 预测值 42.5

美国 8 月非农就业人口变动季调后(万), 前值 18.7, 预测值 17
美国 8 月失业率(%), 前值 3.5, 预测值 3.5
美国 8 月 ISM 制造业 PMI, 前值 46.4, 预测值 47

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