

宏观策略周报 (2023.9.4)

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9月4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

- 28日当周, 在活跃资本市场及房地产重磅政策密集落地的推动下, 国内市场风险偏好回暖, 股市收涨, 债市震荡收跌。8月国内经济景气延续改善, 强化经济企稳预期, 美国8月薪资增速放缓, 劳动力市场松动降低美联储进一步加息概率。但基本面转暖同时, 短期看, 在多重利好刺激下, A股市场并未高举高打, 市场内部分歧明显, 在当前成交再度处于萎缩且远离万亿水平情况下, 建议持仓为主, 可依托3050-3150以及3150-3250两区间进行高抛低吸。债市随着资金跨月结束, 短期流动性压力缓和, 预计周内或将震荡, 操作上可暂维持仓位。大宗商品期现溢价率已处于较高水平, 建议注意风险。
- 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

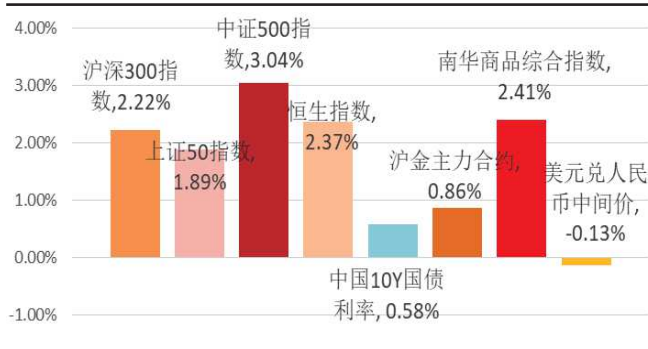
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	1
2.1 经济景气延续改善 地产销售显著加快.....	1
2.2 猪肉价格止跌 水果价格续降.....	3
2.3 央行意外降息 宽松空间仍存.....	4
2.4 就业市场有所放缓，加息预期再度走弱.....	4
2.5 地产重磅政策落地.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4. 本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	10

1. 大类资产表现比较

28日当周，国内房贷政策迎来重大调整，存量首套住房贷款利率与首套住房商贷最低首付款比例双降，利好房地产行业，有助于同时改善实体经济与金融市场基本面。国内制造业PMI环比延续回升，市场风险偏好有所回暖。国内宏观大类资产整体反弹，其中涨幅最大的为中证500指数，周涨3.04%，商品市场活跃度提高，南华商品综合指数延续上涨2.41%。周五央行决定自9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，增加外汇供给量约164亿美元，平抑货币市场贬值预期，在一定程度上缓解人民币的贬值压力。

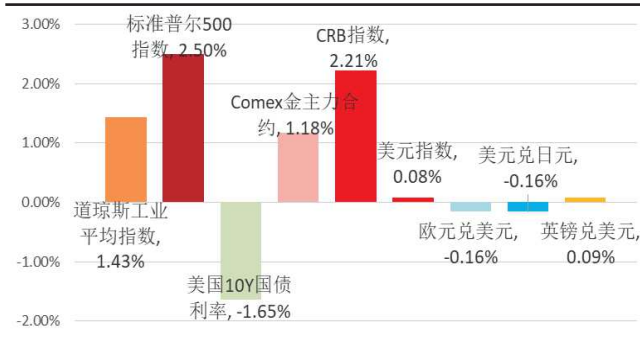
美国8月新增非农就业数据喜忧参半，但就业市场整体延续放缓格局。美国供应链管理协会（ISM）制造业指数8月录得47.6%，高于市场预期，经济软着陆预期进一步加强。当前市场主流预期美联储9月不加息，11月加息概率出现回落，当周10年期美债收益率回落1.65%，美股与商品均有所反弹。汇市整体运行平稳，美元指数微涨0.08%，利差影响以及日本央行的货币政策立场令日元依旧承压。

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

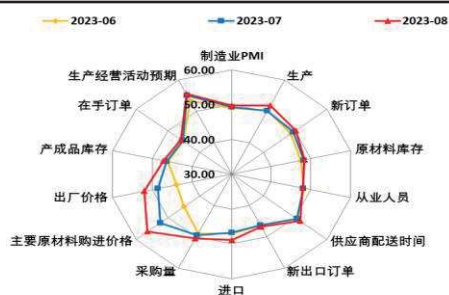
2.1 经济景气延续改善 地产销售显著加快

8月，中采制造业PMI环比上涨0.4个百分点至49.7%，环比涨幅连续第二个月强于季节性，经济景气延续改善。分项指标上，制造业产需增长双双回暖是PMI环比

增长的主要贡献，8月制造业PMI生产指数和新订单指数环比分别上升1.7和0.7个百分点至51.9%和50.2%，均为近5个月以来的高点，其中，制造业生产指数环比转升，对制造业PMI环比贡献由-0.02%升至0.42%是主要拉动，新订单指数4月份以来首次升至扩张区间，但相对于生产依然偏弱，新订单-生产指数剪刀差扩大至-1.7，显示经济底部企稳，但上涨动力不足。受大宗商品价格持续上涨的影响，制造业价格水平总体回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别比上月上升4.1和3.4个百分点至56.5%和52%，但出厂价-购进价负剪刀差进一步扩大，上游原材料价格上涨对下游行业利润压力加大。库存方面，8月伴随企业采购的加快，制造业原材料库存与产成品库存环比分别上涨0.2和0.9个百分点至48.4%和47.2%，需求改善下，制造业库存有望转入被动去库阶段。

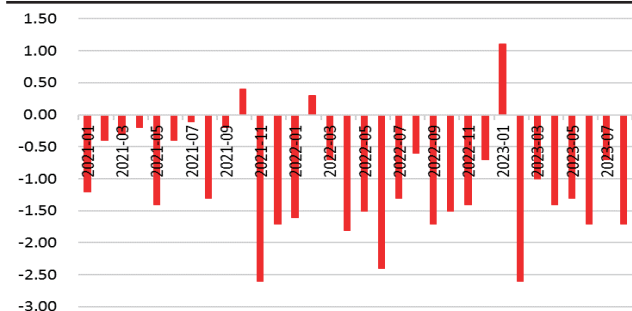
8月，非制造业PMI环比下降0.5个百分点至51%，但行业表现分化，服务业PMI比上月下降1个百分点至50.5%，二季度以来扩张持续放缓，订单下滑仍是主要原因，在疫后需求集中释放后，服务消费受收入预期不确定及消费意愿偏弱的影响持续走弱。随着稳增长政策的落地以及施工旺季的到来，建筑业PMI上升2.6个百分点至53.8%，基建项目施工进度加快。

图 2.1：制造业 PMI 分项指标概览 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.3：PMI 生产-新订单指数剪刀差 (%)



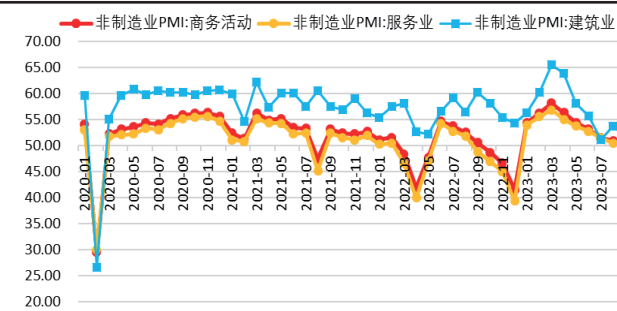
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：制造业 PMI 分项指标环比增长贡献 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.4：非制造业 PMI (%)

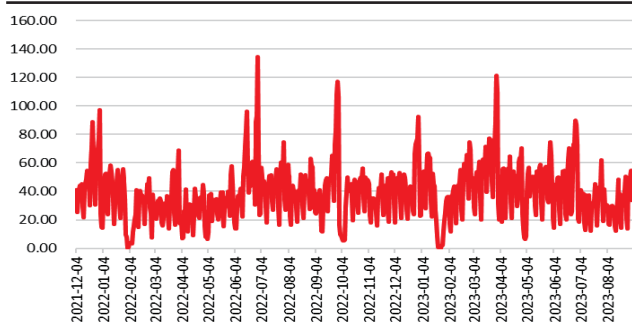


资料来源：wind，一德宏观战略部

28日当周，全国247家钢厂高炉开工率回升0.73个百分点至84.09%，前一周环比回落后重回8月以来的上涨趋势。钢材库存延续分化，建材库存与钢材螺纹钢库存环比第三周下降，降幅收窄，板材库存及钢厂线材库存延续前一周的上涨，涨幅有所回落，随着唐山钢厂限产结束，高炉开工回升导致钢材库存去化放缓，但在施工进入旺季，建筑施工回暖，钢材库存总体仍处于去化状态。

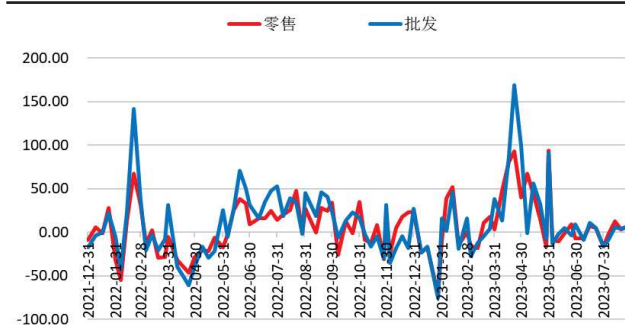
终端需求方面，28日当周，30大中城市商品房日均成交面积环比加速回升，当周日均成交面积周环比增长23.32%，当周日均成交面积升创7月以来的新高。8月，30大中城市商品房日均成交面积环比结束连续两个月的回落。增长7.5%，同比下降27.12%，降幅仍大于7月。8月第四周，乘用车销量同比延续增长，全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比增长分别由前一周的2.86%、4.16%回升至6.69%、6.53%。8月1-27日，乘用车市场零售同比去年同期增长6%，较上月同期增长3%，今年以来累计同比增长2%；全国乘用车厂商批发同比去年同期增长3%，较上月同期下降3%，今年以来累计同比增长6%。据乘联会分析，由于去年8月的车购税减税拉动销量作用放缓，而今年是正常销售时间，因此8月同比走势仍较强。

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 猪肉价格止跌 水果价格续降

28日当周，国内猪肉、果蔬价格涨跌互现，其中，猪肉价格止跌，当周日均价格与前一周持平，蔬菜价格环比上涨2.2%，涨幅较前一周扩大，为连续第四周上涨，水果价格环比下降1.4%，为连续第11周下降。8月，国内猪肉日均批发价格环比上涨17.47%，9个月来首次环比上涨，同比下降22.92%，降幅较7月收窄；蔬菜价格环比止跌上涨2.21%，同比增长4.85%，涨幅较7月回落1.62个百分点，水果价格环比

下降 5.26%，连续第二月下跌，同比增长 4.39%，涨幅较 7 月回落 2.82 个百分点。

图 2.7: 国内猪肉、果蔬平均批发价 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 国内猪肉、果蔬平均批发价当月同比 (%)

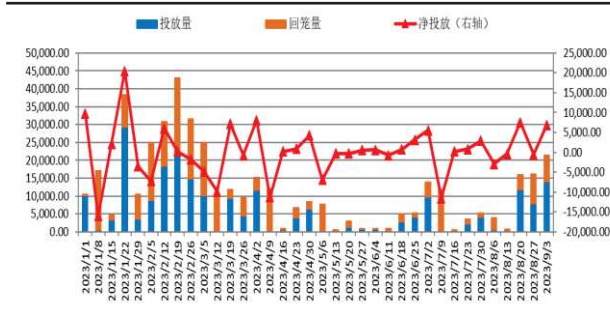


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 央行意外降息 宽松空间仍存

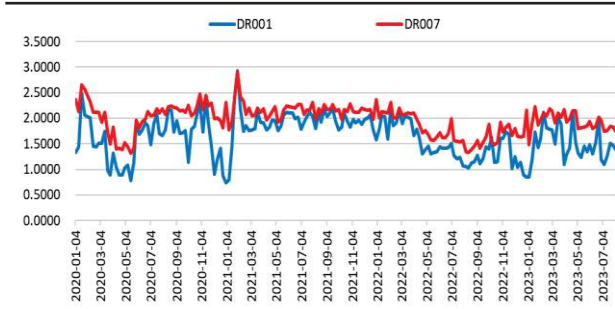
28 日当周，央行进行了 14090 亿元逆回购投放，当周有 7280 亿元逆回购到期，当周净投放 6810 亿元。银行市场跨季资金先紧后松，银行市场利率总体走高，DR001、DR007 周均值环比分别上涨 9BP、26BP 至 1.87%、2.12%。

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

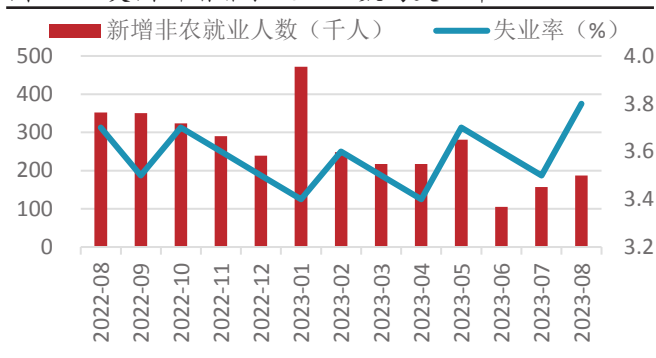
2.4 就业市场有所放缓，加息预期再度走弱

本周美国非农就业报告显示，8 月新增就业 18.7 万人，高于市场预期，主要集中在服务业；不过 6 月和 7 月就业人数共下修 11 万人，且二季度持续低于疫情前增长中枢，显示劳动力市场整体延续放缓。失业率由 3.5% 攀升至 3.8%，创一年多以来较高水平，与周初请失业金人数增加相对应。8 月时薪同比与环比增速均有所放缓，可以看作是经济放缓与价格压力缓解的迹象。

非农数据后公布的美国 8 月制造业数据连续 2 个月走强驱动市场预期再度转向经

济软着陆一方。美联储观察工具显示，9月加息25基点概率降至不足10%，必要性进一步走低；年内11月加息概率回落至不足四成，来年降息次数持稳于5次，但起始点延后至5月。

图 2.11 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 2.12：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%	94.0%	6.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	33.5%	1.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	61.9%	30.8%	1.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	17.2%	55.5%	24.8%	1.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.2%	34.1%	42.0%	14.5%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	21.9%	38.3%	27.4%	7.2%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	15.8%	32.5%	31.2%	14.3%	2.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.0%	27.5%	31.6%	19.4%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.8%	10.1%	24.4%	30.8%	21.8%	8.8%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.3%	7.5%	19.9%	28.8%	24.6%	12.9%	4.1%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.6%	16.1%	26.1%	25.9%	16.5%	6.8%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 地产重磅政策落地

8月31日，中国人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。据通知要求，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于30%。首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加20个基点。自2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款。新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

3. 资产配置建议：

28日当周，国内市场风险情绪反弹，股债收益率差、股债收益比分别由前一周的历史92.63%、94.36%的分位数水平上升至历史85.53%、88.81%的分位数水平。

图 3.1：股债收益率差



资料来源：wind，一德宏观战略部

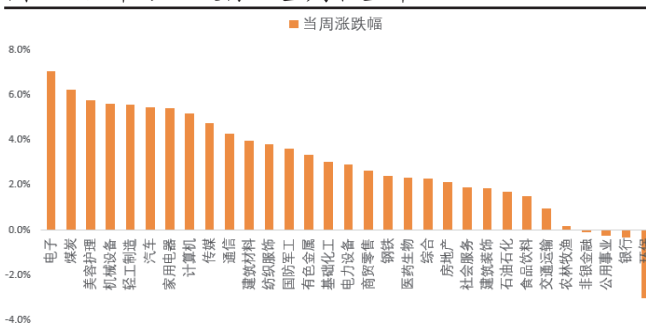
图 3.2：股债收益率比



资料来源：wind，一德宏观战略部

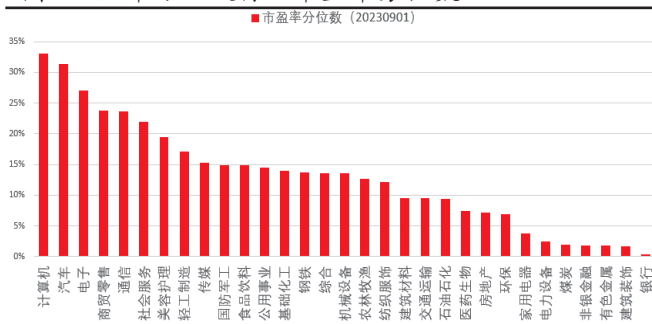
A股层面，28日当周受利好政策刺激，指数结束调整大幅反弹，创业板反弹力度略超主板，机构风格明显强于游资。日均成交额连续2周放大，已连续10周低于万亿水平；北向资金连续4周大幅流出，个股赚钱效应明显回升。板块方面，电子、煤炭、美容护理领涨，环保、银行、公用事业表现偏弱。多重利好刺激下，市场并未高举高打反而一波三折，显示出内部不同参与者分歧明显，特别是从周五晚间消息来看，监管层对于部分特定参与者关注度明显上升，从内而外确保市场良性运行决心显而易见。对应盘面仍可参考成交变动趋势定夺后续操作，在当前成交再度处于萎缩且远离万亿水平情况下，建议持仓为主暂不加仓，可依托3050-3150以及3150-3250两区间进行高抛低吸。

图 3.3：申万一级行业当周收益率



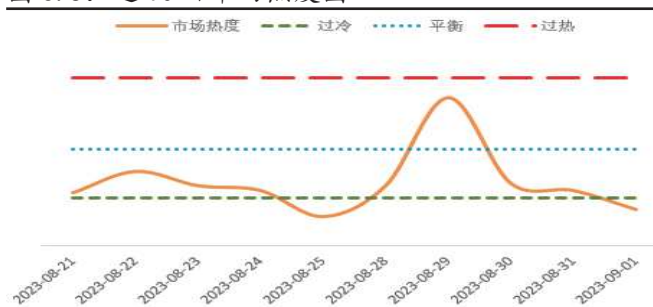
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.4：申万一级行业市盈率分位数



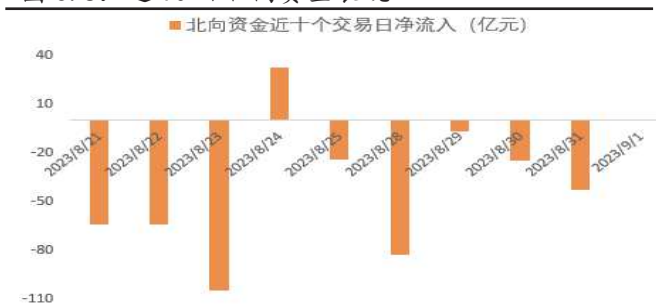
资料来源：wind，一德宏观战略部

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

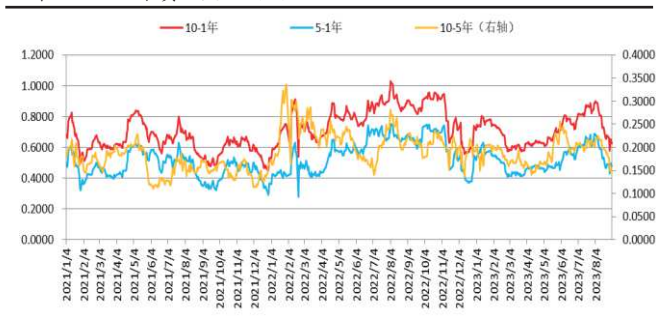
国债层面，28 日当周，国债市场全面调整，尽管周三市场在股市走弱下有所回升，但总体受股市利好政策、月末资金紧缩及地产重磅政策落地的压力下，债市利率全面走高，短债受跨月资金收紧压力较大，调整明显。8 月，国内制造业 PMI 延续第三个月修复，但总体仍处于收缩区间，经济回升力度偏弱下货币宽松预期对债市仍有支撑。随着资金跨月结束，流动性压力缓和，但地产重磅政策落地提振市场风险偏好短期可能对债市构成压力，预计周内债市或将震荡，操作上可暂维持仓位。

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 (%)

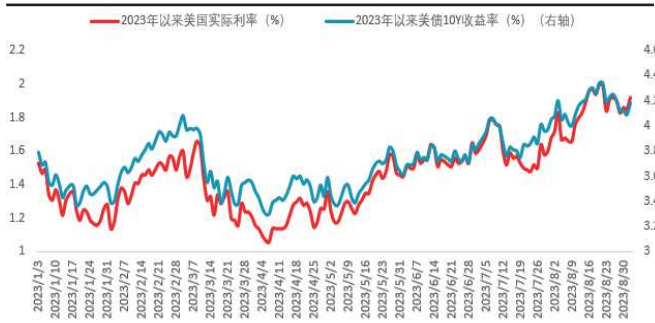


资料来源: 中债登网站, 经作者整理

黄金层面，28 日当周，美国经济数据喜忧参半，但更为重要的就业市场延续降温以及此前的制造业“短板”得以一定回补令市场紧缩预期回落。黄金冲高后周五有所回落，显示临近 2000 美元一线压力依然较为明显。从推动因素来看，商品整体涨势良好、联储鹰派态度相对缓和以及就业市场降温等方面均引发配置及投机资金小幅回流黄金，但能否延续则在于后续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，因经济数据利好产生的冲击回落反而是配置交易进场的良机。操作上，暂

观望，建议继续等待波段回调后的机会。

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

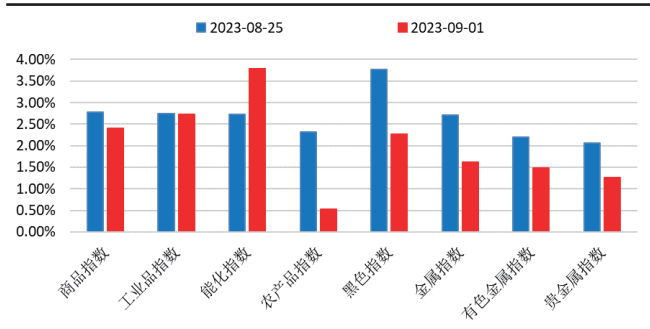
图 3.10：美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

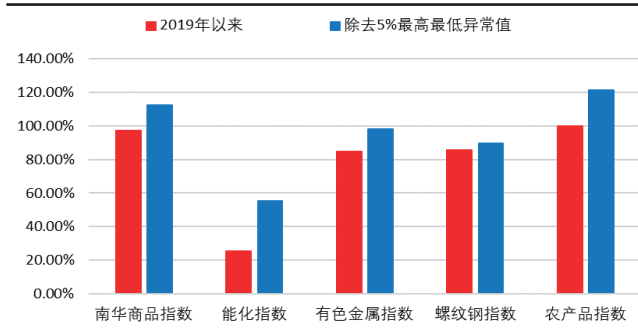
28 日当周，南华商品指数延续上涨，工业品、农产品指数连续第三周双双收涨，其中，工业品指数涨幅与前一周持平，农产品涨幅显著收窄，工业品指数中，能化指数大幅上涨，涨幅创 7 月中旬以来最大，是工业品的主要拉动，其他工业品涨幅均较前一周出现回落。8 月，南华商品指数连续第三个月收涨，但涨幅延续收窄，主要商品指数中，有色金属指数月度转跌，黑色指数涨幅基本持平 7 月，农产品、能化、贵金属涨幅收窄。截止 8 月 25 日当周，南华商品指数对 CCPI 期限溢价率位于 2019 年以来历史 97.37% 分位水平，其中，农产品、螺纹、有色指数分别位于 100%、85.63%、84.17% 高分位水平，估值偏高，期现溢价收窄风险较大，能化指数位于 25.46% 分位水平，估值较低。

图 3.11：南华指数周度涨跌 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.12：南华商品期限溢价率分位数 (%)



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	
2023/09/04	欧元区 9 月 Sentix 投资者信心指数, 前值-18.9, 预测值-20
	欧洲央行行长拉加德在欧洲经济与金融中心举办的杰出演讲者研讨会上发表演讲
2023/09/05	中国 8 月财新服务业 PMI, 前值 54.1, 预测值 53.5
	英国 8 月 Markit 服务业 PMI 终值, 前值 48.7, 预测值 48.7
	美国 7 月工厂订单月率(%), 前值 2.3, 预测值-2.5
2023/09/06	G20 集团副财长和央行副行长会议举行, 至 9 月 6 日
	美国 7 月贸易帐(亿美元), 前值-655, 预测值-680
	美国 8 月 ISM 非制造业 PMI, 前值 52.7, 预测值 52.5
2023/09/07	波士顿联储主席柯林斯就通胀和政策制定发表讲话
	前圣路易斯联储主席布拉德发表讲话
	中国 8 月贸易帐-美元计价(亿美元), 前值 806, 预测值 780
	中国 8 月出口年率-美元计价(%), 前值-14.5, 预测值-9.8
	中国 8 月进口年率-美元计价(%), 前值-12.4, 预测值-8.8
	中国 8 月外汇储备(亿美元), 前值 32042.7, 预测值 31900
2023/09/08	欧元区第二季度季调后 GDP 年率终值(%), 前值 0.6, 预测值 0.6
	美国截至 9 月 2 日当周初请失业金人数(万), 前值 22.8, 预测值 23.5
	德国 8 月 CPI 年率终值(%), 前值 6.1, 预测值 6.1
	美国 7 月批发库存月率终值(%), 前值-0.1, 预测值-0.1
	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话
2023/09/09	亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济前景发表讲话
	达拉斯联储主席洛根就货币政策发表讲话
2023/09/09	中国 8 月 CPI 年率(%), 前值-0.3, 预测值 0.1
	中国 8 月 PPI 年率(%), 前值-4.4, 预测值-3.1

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