

宏观策略周报（2023.9.18）

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18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

- 11日当周，国内股债市场走势较弱，尽管国内经济走势企稳叠加央行年内二次降准释放流动性，但美国通胀在能源价格支撑下走高，美元上行对国内金融资产形成抑制。短期看，北向资金持续流出掣肘A股指数企稳，市场或重回“政策底”后再寻“市场底”运行路径，建议维持仓位，如指数再度探至3100下方可关注企稳后的配置机会；债市在货币基调宽松、地产压力未消的情况下，尚不存在趋势调整的基础，长债利率反弹后趋于回归概率较大，短线可逢低增配。长期看，美国劳动力市场松动下，外需预计逐步趋弱，而国内经济随着稳增长政策进一步加力起效，经济边际改善，有望提振风险情绪转暖，A股长期仍具配置价值。
- 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.....	2
2.1 经济增长企稳 地产销售弱改善.....	2
2.2 食品价格普降 猪肉环比降幅加大.....	4
2.3 社融信贷双超预期 央行年内再度降准.....	4
2.4 美国通胀回落进程仍有阻力，降息预期转向谨慎.....	6
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.....	11

1. 大类资产表现比较

11日当周，国内主要宏观经济数据延续边际改善，9月14日央行发布公告称于9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放流动性提振信心，不过市场情绪依旧表现低迷，北向资金整体净流出，股票指数类资产继续回调，其中沪深300指数跌幅最深为-0.83%。在以原油为首的能源品攀升以及黑色、有色品种反弹的加持下，南华商品综合指数周涨2.73%。国内黄金价格在国内需求增加以及人民币贬值因素影响下持续走高，与国外金价形成劈叉。周中全国外汇市场自律机制召开专题会议表示有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，在政策层面支撑人民币汇率。此外，央行在8月、9月分别增加100亿在离岸市场发行央行票据，意在收紧离岸流动性，起到维稳汇价的作用，人民币兑美元中间价升值0.5%。

当周美国公布数据显示，8月零售销售数据增长超预期，通胀反弹，初请失业金人数连续降低，提振美元指数攀升突破105关口，非美货币承压贬值。欧洲央行意外宣布加息，但暗示加息结束且经济前景担忧令欧元走弱。当前市场已定价美联储9月不加息，但11月加息预期有所提升，10年期美债收益率上涨至4.33%。能源价格攀升带动CRB指数周涨1.81%。

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



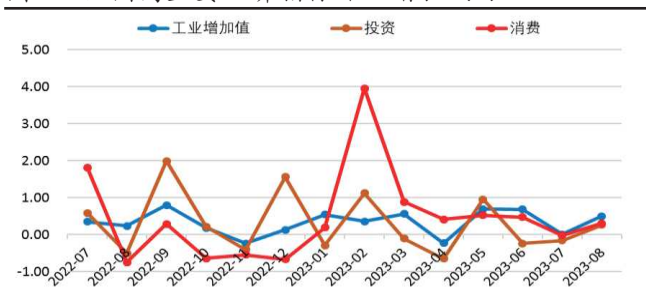
资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

2. 经济环境分析

2.1 经济增长企稳 地产销售弱改善

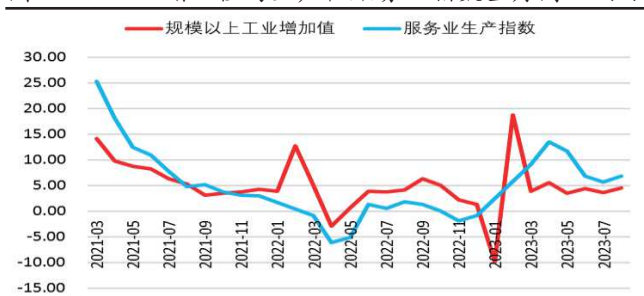
8月，国内主要供求指标环比加速增长，经济出现企稳迹象。生产端，受高技术行业生产边际回升的推动，国内规模以上工业增加值同比增长4.5%，较上月回升0.8个百分点，好于预期，生产性服务业指数同比上涨6.8%，回升1.1个百分点。固定资产投资受高基数影响，当月同比降幅扩大至13%，三大投资中，制造业、广义基建当月同比增长加快，房地产投资降幅再度扩大，仍是投资的主要拖累。制造业结构上，电气机械、汽车、计算机通信、铁路船舶等高技术制造业投资增速回落，而化学原料及制品、有色冶炼、金属制品等传统制造业投资回暖，支撑制造业投资增长，制造业投资增长驱动力出现转化。基建投资环比有所改善，但同比因去高基数影响进一步回落。根据财政部安排，全年新增地方债发行应在9月底前完成，同时用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕，预计在资金支撑下基建投资大概率有所回升。房地产投资同比下滑主要受到施工降幅扩大的拖累，房地产竣工增速高位回落是竣工放缓的主因。房地产新开工当月同比降幅小幅收窄3.4个百分点至-23.1%，但8月以来，在房地产行业宽松政策不断出台的情况下，商品房消费同比降幅收窄但延续低迷，土地成交量价齐跌，拿地和新开工偏弱对投资的制约尚未得到解决，后市仍需关注政策落地起效的情况。社会消费品零售总额8月同比增速4.6%，复合增长5%，高于上月2.4个百分点，消费恢复动能有加大。其中，餐饮收入显著超季节性，商品消费中，汽车消费在高基数下同比转正，好转趋势明显，手机零售同比扣除基数影响后增速稳定，建筑装潢、家电等地产相关消费持续负增长，表现偏弱。

图 2.1：国内主要经济指标环比增长（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

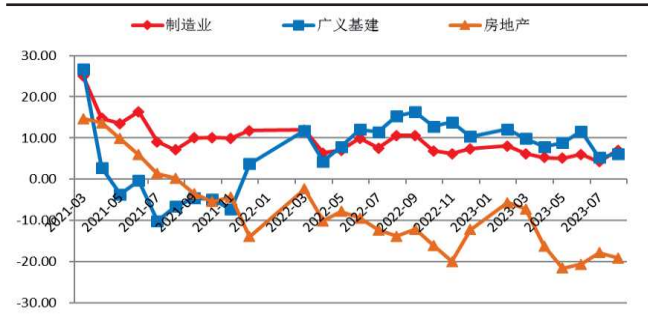
图 2.2：工业增加值与生产性服务业指数当月同比（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

请参阅最后一页的免责声明

图 2.3: 主要固定资产投资当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 主要房地产投资当月同比 (%)

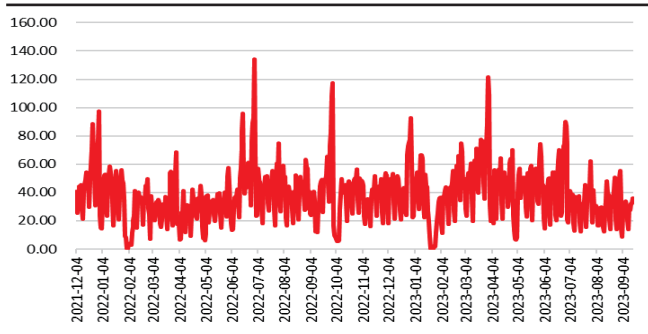


资料来源: wind, 一德宏观战略部

11 日当周, 全国 247 家钢厂高炉开工率下降 0.32 个百分点至 84.07%。钢材社会库存普遍下降, 厂库库存分化, 钢材螺纹钢钢厂库存环比第五周下降, 线材钢厂库存短暂回落后重回增长, 需求旺季叠加钢厂压降生产, 钢材库存总体延续去化状态。

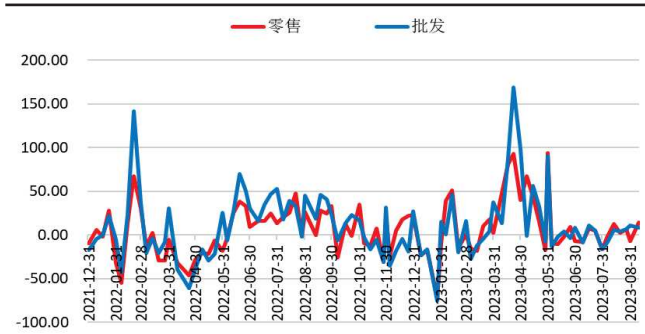
终端需求方面, 11 日当周, 30 大中城市商品房日均成交面积环比低位回升, 当周日均成交面积周环比增长 15.38%, 但仍为 8 月下旬以来的较低水平。9 月前半月, 30 大中城市商品房日均成交面积环比下降 15.37%, 同比下降 42.72%, 降幅大于 8 月。9 月第 1 周, 全国乘用车厂商日均零售、批发当周同比分别增长 14.21%、8.75%, 零售同比增长创下半年以来新高。据乘联会数据, 8 月乘用车市场狭义零售量 192 万辆, 比去年同期增长 2.5%; 乘用车广义零售销量 193.8 万辆, 比去年同期增长 2.2%, 销量均为近 5 年最佳。8 月, 得益于促消费、新能源车减免购置税、汽车下乡等政策的全面推进, 及各大车企在重重压力下不断下调车型售价、推新换代, 消费需求有所释放, 预计 9 月车市会在“金九”继续保持较高热度。

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: 乘用车销量当月同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 食品价格普降 猪肉环比降幅加大

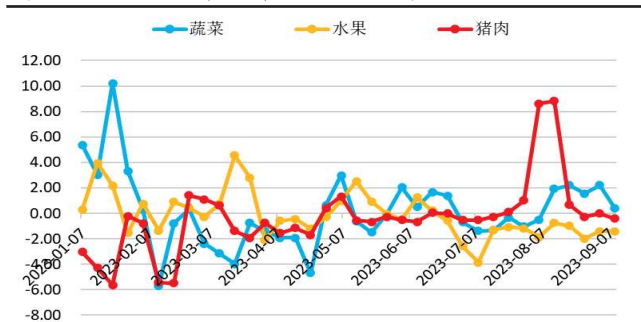
11日当周，国内猪肉、果蔬价格日均价格环比全面下降，其中，猪肉价格环比下降0.84%，降幅较前一周加大，蔬菜价格结束五周上涨，环比下降2.57%，水果价格环比下降1.09%，降幅收窄。

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: 猪肉、果蔬平均批发价周环比 (%)

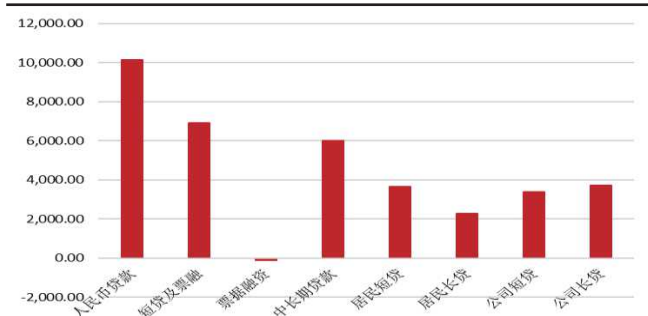


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 社融信贷双超预期 央行年内再度降准

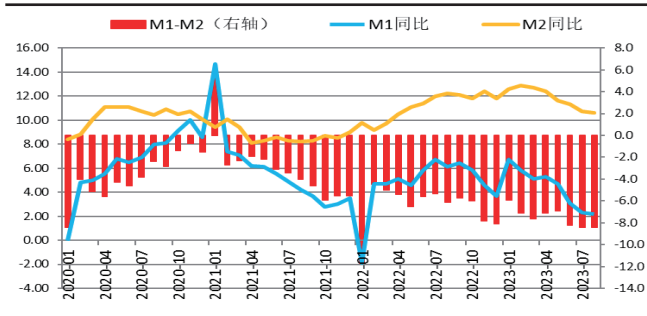
8月，国内新增社融、信贷双双超出预期。其中，新增人民币贷款1.36万亿元，环比多增超1万亿元，其中票据融资环比少增125亿元，居民、企业实体信贷环比双双改善，政策引导下，银行加大对实体信贷的投放推动信贷回升。同比上，票据融资冲量特征依旧存在，8月新增人民币贷款同比多增1100亿元，其中，票据融资同比多增1881亿元，但实体信贷同比总体少增，除居民短贷同比多增398亿元外，居民长贷同比维持少增，幅度收窄，地产政策宽松效果仍待观察。新增企业信贷同比少增幅度较7月扩大，但伴随企业长贷环比投放力度加大，且在专项债集中发行下，后市企业长贷预期将进一步回升。新增社融3.12万亿元，同比、环比分别多增6488亿元、2.59万亿元，除新增信贷外，地方政府专项债券及企业债发行加速亦对社融形成拉动，后市看，财政部要求新增专项债在9月底前发行完毕，预计9月新增专项债发行对社融仍有支撑。在M1基数走低及财政存款下降的背景下，货币供给M1、M2同比均下降0.1个百分点至2.2%、10.6%，M1-M2负剪刀差维持8.4%的高位，地产销售低迷下，企业资金活性依旧偏低。

图 2.9：新增人民币贷款环比增减（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

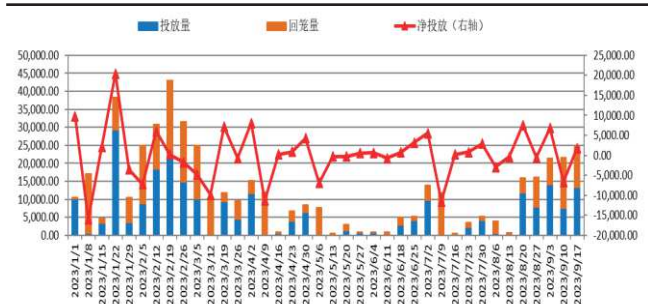
图 2.10：M1-M2（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

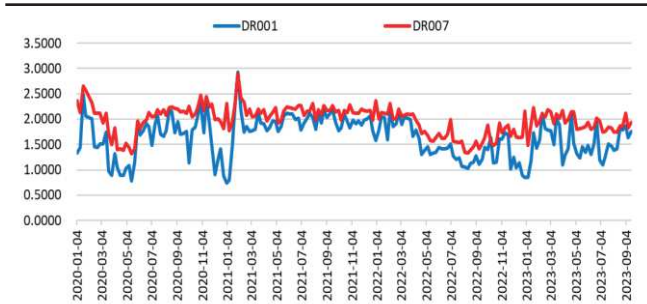
11日当周，央行分别进行了7380亿元逆回购及5910亿元MLF投放，当周分别有7450亿元逆回购及4000亿元MLF到期，当周净投放1840亿元，同时，操作期限上，14日，央行进行了340亿元14天逆回购操作，继1月以来，再度重启14天逆回购，加之MLF超量续作，体现央行缩短放长，加大长期资金投放，以促进信贷投放的意图。缴税压力下，银行市场利率环比上涨，DR001、DR007周均值环比分别上涨12BP、11BP至1.75%、1.94%。

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

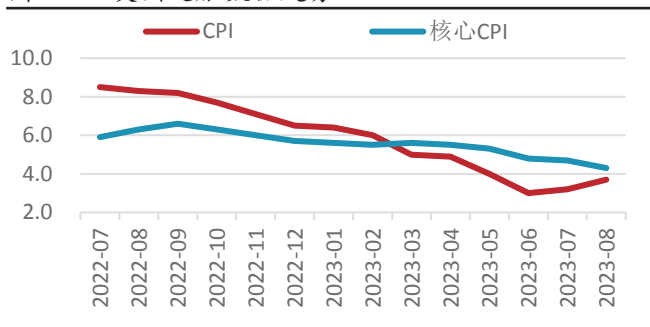
9月14日，央行发布公告，为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%，预计释放流动性超5000亿元。继3月之后，央行年内第二次降准，主因在经济修复偏弱的背景下，随着专项债发行提速、房贷利率下调及季末流动性偏紧等多重压力下，央行释放长期资金，缓解银行市场流动性压力，支持银行加大信贷投放，推动经济修复。

2.4 美国通胀回落进程仍有阻力，降息预期转向谨慎

受国际油价驱动汽油价格上涨因素影响，美国 8 月 CPI 同比涨幅由 7 月的 3.2% 反弹至 3.7%，超过市场预期的 3.6%；剔除能源食品后的核心 CPI，同比增速延续回落至 4.3%，符合预期，主要驱动力集中在二手车通缩和房租去通胀两个方面，核心 CPI 的放缓在一定程度上减轻了美联储压力。

当周，受 8 月名义通胀数据反弹影响，市场对来年降息预期继续转向谨慎，而对年内剩余时间依然维持按兵不动的押注。美联储观察工具显示，9 月不加息基本板上钉钉，而随着周末对于美国政府将于四季度初面临关门窘境可能性的揣度使得市场对后续继续紧缩的押注维持谨慎，11、12 月不加息的概率边际上升，均位于六成上方。此外，降息预期降为 3 次，已低于 6 月点阵图委员们预期的 4 次水平，起始时点延迟至 6 月。

图 2.13 美国通胀数据走势



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									
	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%	98.0%	2.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.3%	27.1%	0.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.8%	34.4%	4.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	59.1%	32.5%	4.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	15.9%	53.3%	26.4%	3.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.1%	28.9%	43.9%	18.4%	2.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	17.4%	36.3%	31.3%	10.5%	1.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	11.4%	28.3%	33.4%	19.3%	5.1%	0.5%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.3%	8.3%	22.9%	31.8%	23.8%	9.6%	2.0%	0.2%
2024/11/7	0.0%	0.8%	5.6%	17.2%	28.3%	26.9%	15.2%	5.0%	0.9%	0.1%
2024/12/18	0.6%	4.3%	14.1%	25.3%	27.3%	18.3%	7.7%	2.0%	0.3%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

3. 资产配置建议：

11 日当周，国内市场风险情绪弱势持稳，其中，股债收益率差由前一周的历史 85.3% 的分位数水平上升至历史 86.51% 的分位数水平。股债收益比分别由前一周的历史 85.66% 的分位数水平微降至历史 85.61% 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

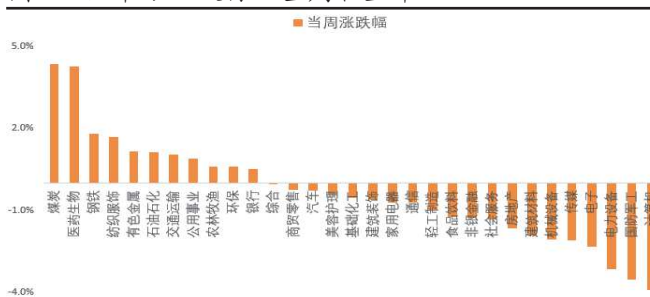
图 3.2: 股债收益率比



资料来源: wind, 一德宏观战略部

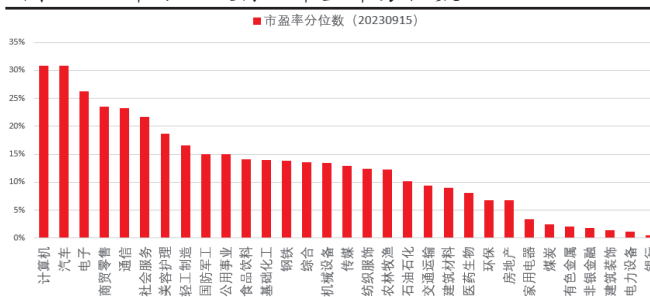
A 股层面, 11 日当周指数低位震荡延续弱势, 创业板跌幅连续 2 周大于主板, 机构风格相对强于游资。日均成交额继续萎缩, 已连续 12 周低于万亿水平; 北向资金连续 6 周流出, 个股赚钱效应继续回落。板块方面, 煤炭、医药生物、钢铁领涨, 计算机、国防军工、电力设备表现偏弱。海外权益市场风险偏好边际回升, 持有成本两端同步走高叠加地缘博弈加剧对 A 股形成压制。当前, 尽管监管层呵护暖风频吹, 但北向资金持续流出掣肘指数企稳, 题材缺乏持续性加之市场成交总体低迷令短线资金亦信心缺失, 预计市场或重回“政策底”后再寻“市场底”运行路径, 对应盘面仍可参考成交变动趋势定夺后续操作, 在当前点位成交持续低迷且远离万亿水平情况下, 建议持仓为主暂不加仓, 如指数再度探底至 3100 下方可重点关注企稳后的配置机会。

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



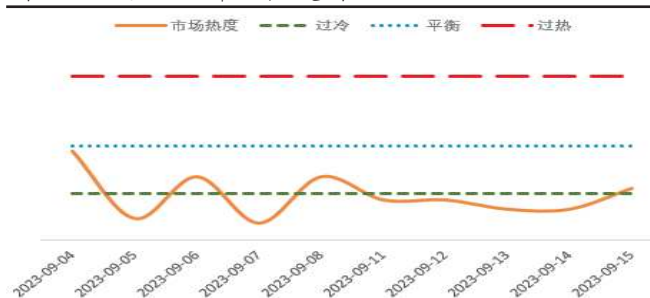
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



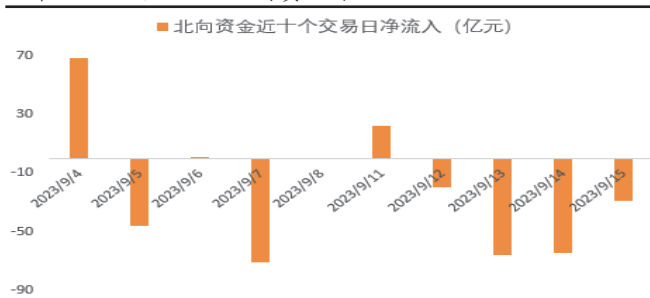
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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

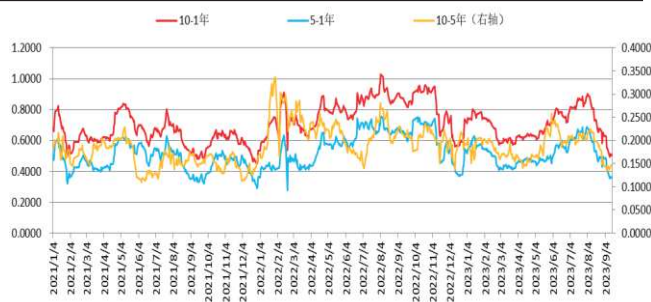
国债层面，11日当周，受周五公布的8月经济数据好转的影响，国债市场周五扭转周初以来的升势，大幅调整，周内全面收跌，长债利率周内持续走低但周五大幅回升至近一个月高位，承压明显。尽管短期降息预期落空叠加经济数据全面企稳对债市造成压力，但在货币基调宽松、地产压力未消的情况下，债市尚不存在趋势调整的基础，特别是在货币缩短放长的操作下，长债利率中枢预期持稳，长债利率反弹后趋于回归概率较大，短线可逢低增配。

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，11日当周，内外价格分化程度反复刷新历史纪录。外盘方面，当周持有成本两端同时走强，纽期金先抑后扬企稳回升。紧缩预期层面，9月跳过加息概率极大，而即将公布的点阵图预计将维持年内加息一次而进一步缩减来年降息的预测，但无论最终结果如何，与目前市场预期差已较为有限。内盘黄金层面，在人民币汇率相对稳定情况下国内市场买兴仍然旺盛，内外价差大幅拉升，而做宽溢价头寸周五呈现一定获利了结迹象，不宜过分押注。一旦人民币汇率趋稳，则有可能以外盘加速补涨的形式来修正溢价，因此做多内盘需待安全边际出现，建议持仓为主，继续等待配置机会为主。

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

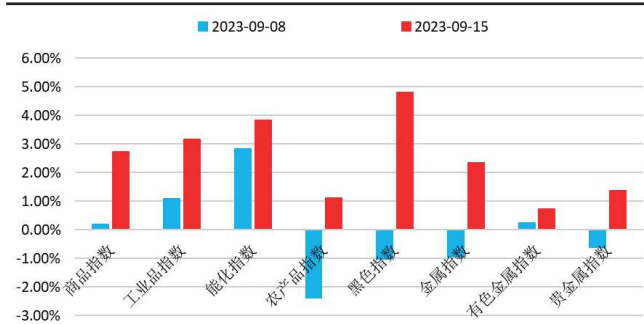
图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

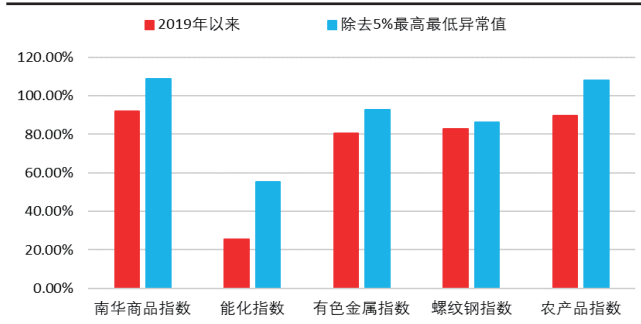
11 日当周，南华商品指数加速上涨，农产品止跌反弹，工业品指数涨幅加大。工业品中，黑色指数由跌转涨强劲反弹，是工业品的主要拉动，能化指数周涨幅升创近两个月最大，仍是工业品价格的主要支撑。截止 9 月 8 日当周，南华商品期限溢价率普遍回落，南华商品指数对 CCPI 期限溢价率位于 2019 年以来历史 91.83%分位水平，其中，农产品、螺纹、有色指数分别位于 89.61%、82.95%、80.5%高分位水平，能化指数位于 25.39%分位水平，估值较低。

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	
2023/09/19	欧元区 8 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 5.3, 预测值 5.3
	美国 8 月营建许可年化总数初值(万户), 前值 144.3, 预测值 144.1
	美国 8 月新屋开工年化总数(万户), 前值 145.2, 预测值 144
	第 78 届联合国大会举行, 至 26 日
2023/09/20	中国 9 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.45, 预测值 3.45
	中国 9 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.2, 预测值 4.2
	英国 8 月 CPI 年率(%), 前值 6.8, 预测值 7
	国内成品油开启新一轮调价窗口
2023/09/21	美联储公布利率决议, 美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会
	英国央行公布利率决议, 预计加息 25 个基点
	美国第二季度经常帐(亿美元), 前值-2193, 预测值-2198
	美国截至 9 月 16 日当周初请失业金人数(万), 前值 22
	欧元区 9 月消费者信心指数初值, 前值-16, 预测值-16.8
	日本 8 月全国 CPI 年率(%), 前值 3.3, 预测值 3

请参阅最后一页的免责声明

	日本央行公布利率决议
2023/09/22	德国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值，前值 39.1，预测值 39
	欧元区 9 月 Markit 制造业 PMI 初值，前值 43.5，预测值 43.5
	英国 9 月 Markit 服务业 PMI 初值，前值 49.5
	美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值，前值 47.9，预测值 47.9

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