



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年7月3日

政策预期扰动加大，短期波动加剧

一大类资产配置月报第24期：2023年7月

分析师：郑小霞	SAC执业证书号：S0010520080007
联系人：张运智	SAC执业证书号：S0010121070017
联系人：任思雨	SAC执业证书号：S0010121060026



核心结论：政策预期扰动加大，短期波动加剧

大类	项目	本期：2023-6-30至2023-7-28			上期：2023-5-26至2023-6-30	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡	→	中央政治局会议和美联储议息会议均将在月底落地，然而在定调落地前，市场预期容易产生双向扰动。	3212.5-->3202.06	-0.33%
	创业板指	震荡下行	→		2229.27-->2215	-0.64%
	成长(风格.中信)	震荡下行	→	经济复苏斜率仍在低位、国内流动性未超预期宽松，不利于成长风格和消费风格，短期内金融和周期风格具备相对优势。短期维度，站在前期跌幅较大+催化剂和前期跌幅较大+景气边际改善的角度选择有望迎来轮动的行业，如地产下游、煤炭、工业金属铜锡、电力设备、保险等。	6375.23-->6539.66	2.58%
	周期(风格.中信)	震荡下行	→		4197.1-->4322.56	2.99%
	金融(风格.中信)	震荡	→		6469.19-->6374.84	-1.46%
	消费(风格.中信)	震荡下行	→		10948.82-->10816.9	-1.20%
NASDAQ指数	震荡上行	↑↑	经济衰退担忧解除释放较多利好，美股迎来小幅支撑。道指和纳指中略微相对看好道指，但纳指可能弹性更大。	12975.69-->13787.92	6.26%	
DSJ平均指数	震荡	→		33093.34-->34407.6	3.97%	
债券	1Y国债到期收益率 (%)	震荡上行	↑	7月降准降息概率较小，经济修复斜率有望转好，但仍需等待政策预期修正。长端利率震荡，短端由资金价格推动上升。	2.019-->1.872	-15BP
	10Y国债到期收益率 (%)	震荡	→		2.721-->2.635	-9BP
	2Y美债收益率 (%)	震荡上行	→	美联储近期鹰派发言暗示年内仍有2次加息空间，美经济预期大幅上修，美债预计震荡上行。	4.54-->4.87	33BP
	10Y美债收益率 (%)	震荡上行	→		3.8-->3.81	1BP
大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡	↑	美国经济短期内韧性仍存，推动美联储强化加息预期。短期看，原油需求依然保持相对旺盛，加息预期走强、降息预期走弱对金价抑制明显。因此，相对看好原油，其次为近期价格回调明显的黄金，最后为铜。	76.95-->74.9	-2.66%
	COMEX铜 (美元/磅)	震荡下行	↓		3.652-->3.744	2.53%
	COMEX黄金 (美元/盎司)	震荡	↓		1948.4-->1909.9	-1.98%
	南华工业品指数	震荡上行	→	二季度宏观经济复苏弱于市场预期，市场对于政策发力期待有所强化，尤其是地产数据大幅放缓推动市场对于打开房地产政策呼声较高。考虑到政策预期较低，风险偏好易提振、难恶化，因此国内大宗商品整体上看多，但仍需警惕“强预期弱现实”。	3425.4-->3589.04	4.78%
	南华螺纹钢指数	震荡上行	→		1328.47-->1415.19	6.53%
	南华农产品指数	震荡	→		1044.04-->1095.56	4.93%
南华玻璃指数	震荡	↓↓	1815.32-->1867.01		2.85%	
汇率	美元指数	震荡上行	↑↑	美联储维持鹰派发言，推动美元再走强。央行二季度货币政策例会提出对汇率要“综合施策”，人民币汇率有托底。	104.21-->103.38	-0.80%
	美元兑人民币	震荡上行	↑		7.08-->7.23	2.12%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



目录

1 配置逻辑：政策预期扰动大，内支撑、外收紧

2 权益：双向波动加剧，但下方有支撑

3 利率：中、美债市谨慎防守

4 大宗：国际承压，国内企稳

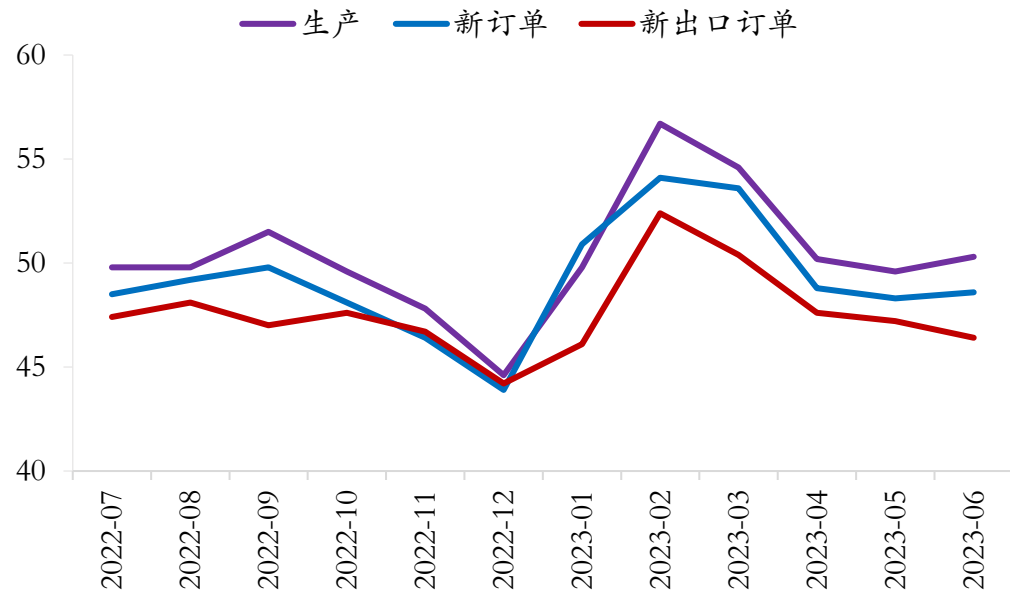
5 汇率：加息预期再起，美元走强



经济环比放缓势头有所改善

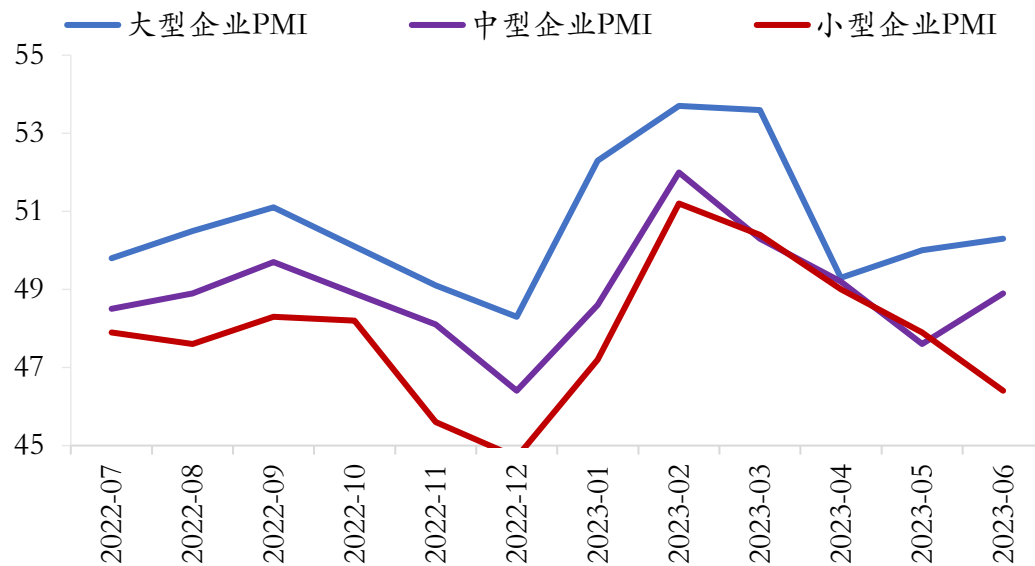
► PMI在荣枯线之下企稳，经济修复斜率有望转好。6月制造业PMI为49%，较上月提升0.2个百分点，在荣枯线之下企稳。①生产、新订单有所改善，内需强于外需。6月生产、新订单和出口订单指数分别为50.3%、48.6%和46.4%，生产和需求有所改善，尤其是生产重回荣枯线之上，但外需呈现收缩态势。②就业压力仍不容忽视，从业人员指数仍在低位。6月从业人员为48.2%，较上月下降0.2个百分点，自2月以来延续下降态势。5月调查失业率中青年失业率达20.8%，在非毕业季达历史新高水平，表明结构性就业问题仍存，恐继续影响居民就业和收入修复。③服务业复苏势头依然较好，但继续放缓。6月份，服务业PMI为52.8%，较上月下降1个百分点。其中，新订单指数仍在49.6%的荣枯线之下，显示服务业修复势头延续放缓。

生产、新订单回升，新出口订单回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

大中型企业PMI有所反弹，但小企业PMI继续下探



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

国内政策预期再起，关注7月底政治局会议定调

- ▶ **国内政策预期再起。**二季度宏观经济复苏弱于市场预期，市场对于政策发力期待有所强化。整体上看政策处于上有顶、下有底的状态，也不宜对潜在增量政策及其力度过度乐观。①能够大幅释放积极信号的地产调控举措，如取消“认房又认贷”、一线城市核心区放松限购、降低二套房贷利率等措施等当前推出的难度较大，中央层面直接调整概率不大，可能政策会优先考虑二线城市放松限购等举措，释放的地产托底信号有限。②今年年内政策基调以稳为主，不会出台大规模刺激。当前政策预期仍然较低，一旦出现新的增量政策就有可能超市场预期，风险偏好有望随之改善，重点关注7月底中央政治局会议对经济形势判断以及政策定调。
- ▶ **预计会议前市场预期以及风险偏好双向扰动可能会加大市场波动。**从2020年和2022年情况看，出台一揽子政策托底经济大多数在两会和中央政治局会议定调后推出。这意味着在7月底中央政治局会议之前，增量政策直接出台概率较小，市场可能会在中央政治局会议定调前对政策预期出现大幅波动。

政策基本逻辑

- 休养生息，内生修复。
- 无刺激，有托底。
- 底线思维清晰：地方政府债务强约束与房住不炒

消费

- ▶ 中央层面消费券❌，鼓励有条件的地区做
- ▶ 恢复和扩大消费的若干举措
- ▶ **大宗品消费：**汽车、家电、电子产品等下乡

投资

- ▶ 基建：政策性开发性金融工具
- ▶ 制造业：结构性再贷款
- ▶ 房地产：一线外的热点城市继续因城施策，优化二套房认定标准等

产业

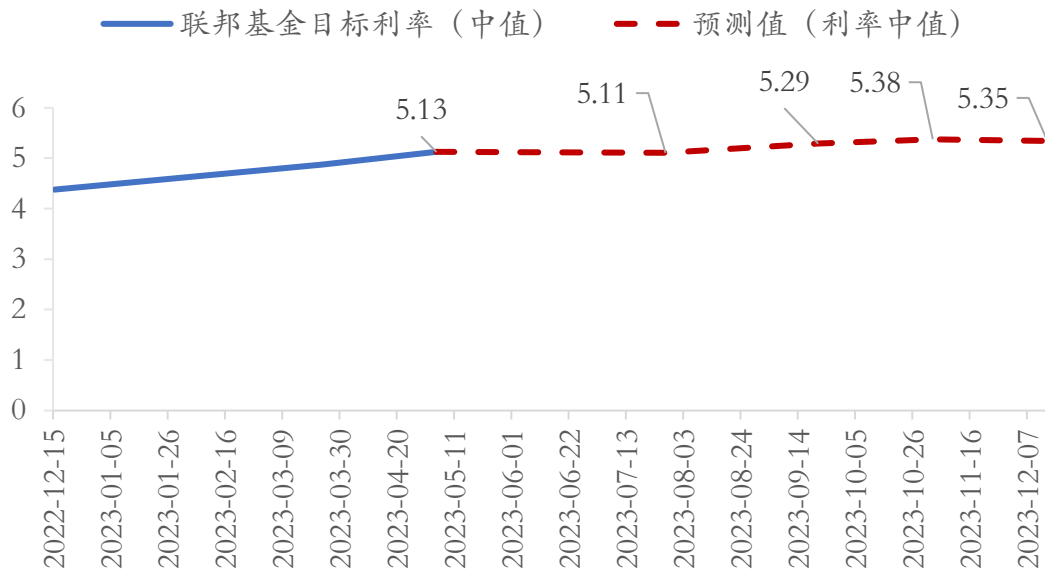
- ▶ 新能源（汽车、光伏、储能等）、集成电路与工业母机、数字经济



7月底美联储大概率加息25BP，关注9月再度加息的可能性

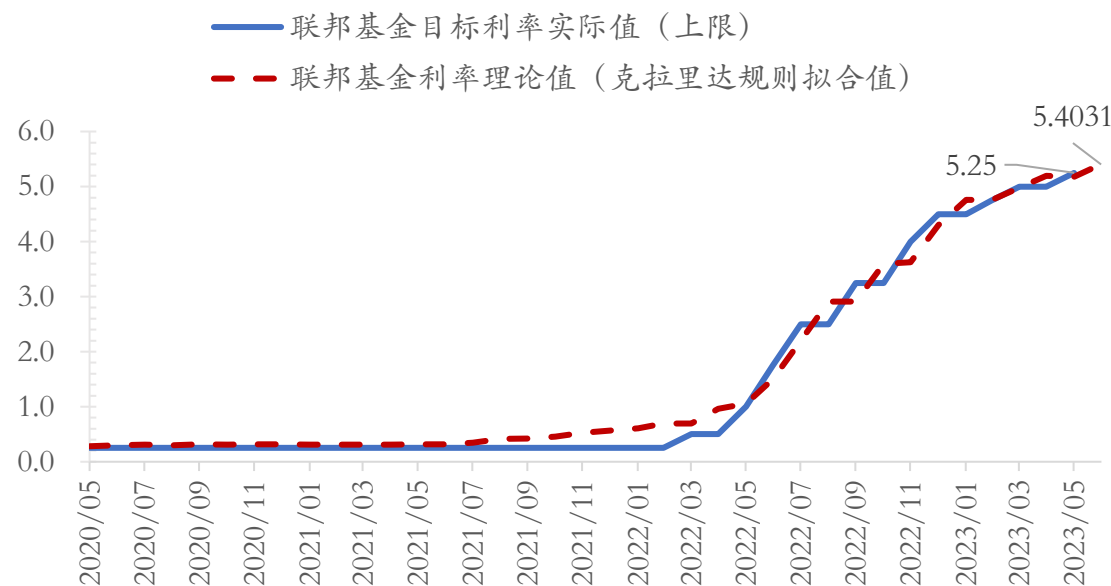
➤ 7月底美联储大概率加息25BP，关注9月再度加息的可能性。6月美联储暂停加息符合预期，推迟至7月底加息概率大增。6月28日，在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行研讨会上，美联储主席重申了年内再加息两次的必要性。我们认为，6月暂停加息后美联储如愿获得了更长时间的数据观测期以决定后续货币政策走向，在核心PCE同比尚未跌破4%的大背景下，7月加息25BP概率较大。同时，为了“中和”美联储暂停加息释放的鸽派信号，保持通胀预期继续回落，预计美联储在9月份之前大概率将继续维持鹰派表态。后续重点关注对9月是否再度加息的表态。6月暂停加息后，市场对美联储政策路径博弈有所增加，因此7月-8月美国宏观经济数据重要性提升，对加息预期的扰动也会明显增加。

美联储利率观测器显示市场押注年底利率基本持平



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。
注：预测值=100-期货价格。更新日期：6月29日。

克拉里达规则下，7月理论利率指引加息与不加息均可



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：政策预期扰动大，内支撑、外收紧

2 权益：双向波动加剧，但下方有支撑

3 利率：中、美债市谨慎防守

4 大宗：国际承压，国内企稳

5 汇率：加息预期再起，美元走强



2.1 国内权益：双向波动期，兼顾短轮动和长主线

- 我们在7月策略月报《双向波动期，兼顾短轮动与长主线》（2023-07-02）中指出，市场关注的中央政治局会议和美联储议息会议均将在月底落地，然而在定调落地前，宏观经济数据或事件容易对市场预期产生双向扰动，由此有可能会加大市场的波动。7月配置立足短期轮动和中长期主线两个维度。①短期维度，站在前期跌幅较大+催化剂和前期跌幅较大+景气边际改善的角度选择有望迎来轮动的行业，如地产下游、自动化设备及景气边际修复的品种煤炭、工业金属铜锡、电力设备、保险等。②立足中长期，继续把握科技、中特估与复苏的三条主线。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位、国内流动性未超预期宽松，不利于成长风格和消费风格，短期内金融和周期风格具备相对优势。

上证指数相对占优，风格中周期与金融相对占优

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动 (1Y国债)	-0.15	-0.65	-0.59	-0.45	-0.56	-1.16	-1.08
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	0.10	0.33	0.43	0.45	0.30	0.40	0.73
短端利率变动 (2Y美债)	0.51	-2.02	-4.92	-3.33	-1.44	-1.89	-4.17
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.33	-0.07	-0.05	-0.07	-0.74	0.02	0.04
M2同比差值变动	-0.80	0.50	-1.24	-0.44	0.89	1.57	0.40
社融同比差值变动	-0.50	-0.51	-0.59	-0.31	-0.63	-0.54	-1.24
新发基金规模 (自然对数)	7.05	-1.86	-1.94	-2.20	-1.95	-2.27	-4.14
合计		-4.27	-8.90	-6.36	-4.12	-3.86	-9.46

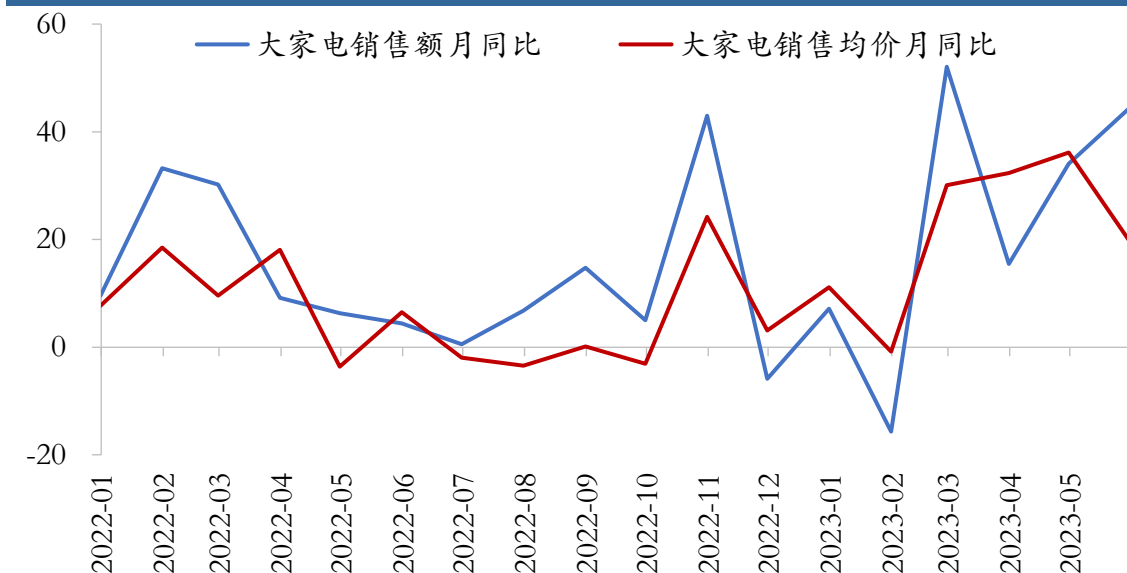
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



2.1 国内权益 (1) : 地产下游与自动化设备的轮动机会

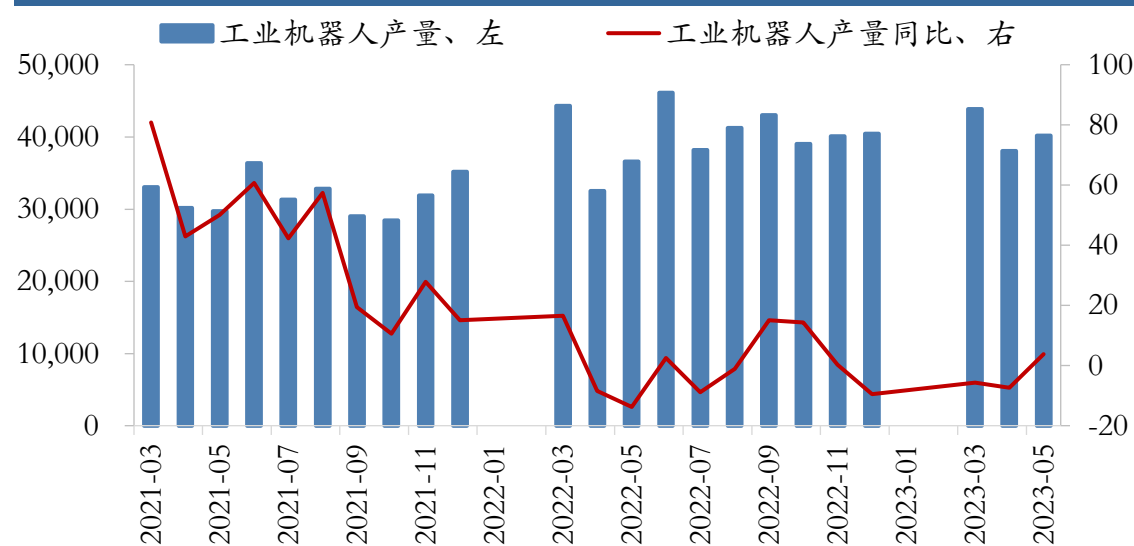
- ①市场对房地产政策仍有期待，性价比更高的房地产下游板块有望迎来轮动；技术进步催化下间歇式轮动的自动化设备机会也有望延续。地产基本面羸弱，政策端仍有期待，但以下游板块的性价比更佳。预计对于地产方面，政策促进合理住房需求释放以及化解房地产金融风险成为主要任务，而在7月重要会议落地之前，市场对地产政策的期待将会脉冲性演绎，但我们认为这种演绎将更多带动地产下游相关板块例如家用电器的轮动机会，而房地产板块本身的性价比较之略低。
- ②AI助力迎来技术奇点，自动化设备行业发展加速。受益于人工智能热潮，自动化设备下机器人、工业母机两支线轮动演绎。近期作为基础的通用大模型的进展爆发，推动机器人、工业母机快速发展。ChatGPT引爆新一轮人工智能热潮,极为丰富的对话情景、自动生成代码以及构思等多情景将人机对话提升到新高度。

大家电销售额同比持续上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

工业机器人产量同比上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：台/套，%。



2.1 国内权益 (2) : 景气边际修复的煤炭、工业金属、电力设备、保险

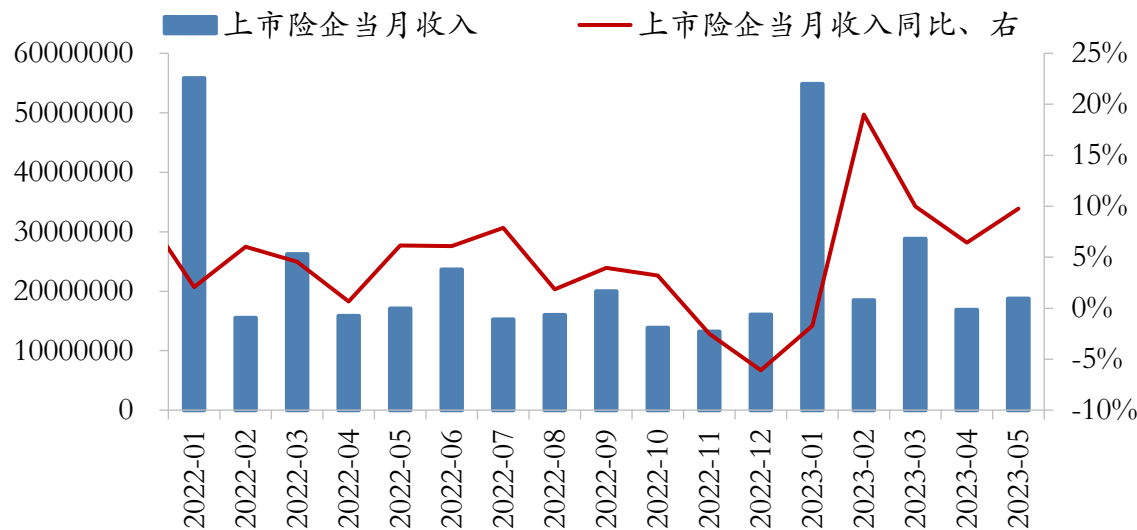
▶ 7月轮动市场下资金预计还将围绕景气出现反弹修复的品种寻找机会。根据最新高频数据显示，成长的电力设备，周期的煤炭、基本金属（铜、锡）以及金融中保险出现反弹。电力设备方面，5月动力电池总装车量为28242.30兆瓦时，同比增速12.30%，较4月-9.50%转正。而周期中能源、基本金属等上游原材料部分品种出现修复：煤炭6月中旬价格由底部持续回升，截至7月初，价格已反弹近10%；铜、锡价格进入6月后持续反弹。保险企业保费收入改善明显，5月上市险企当月保费收入达1877.24亿元，当月同比增速为9.78%，较4月同比的6.44%上升，上市险企收入同比增速持续下滑态势转变。此外，五大险企5月保费收入同比均较前月上涨。预计7月资金将围绕景气反转修复品种寻找机会。

动力煤价格底部反弹



资料来源：： Wind，华安证券研究所。单位：元/吨。

上市险企收入同比增速持续下滑态势转变

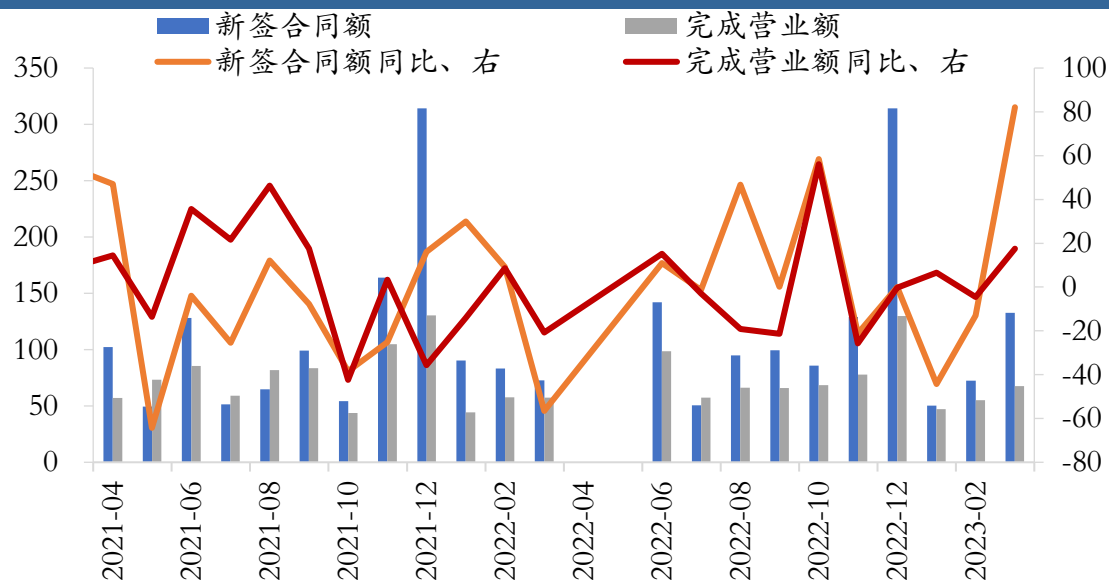


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元，%。

2.1 国内权益 (3) : 立足中长期继续把握科技与复苏的全年主线

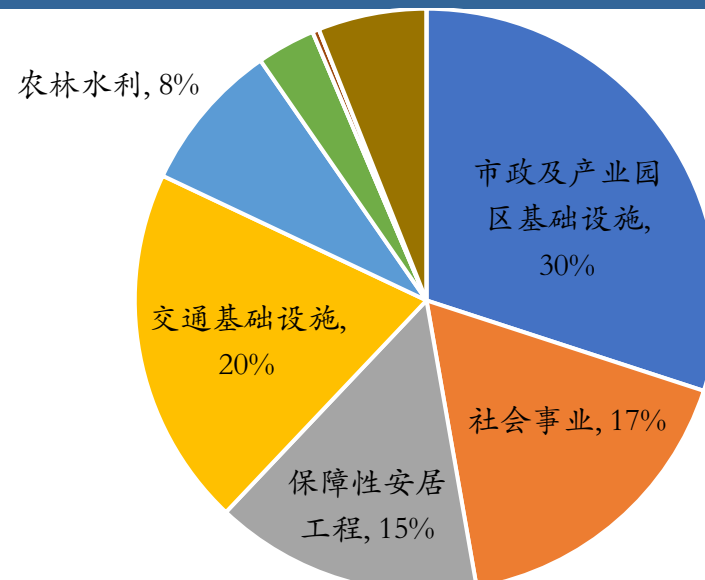
- “中特估”主题投资继续布局，重点关注三个方向：能源保供、粮食安全；科技创新型央国企；建筑装饰央国企。“中特估”行情年内有望不断演绎。今年一季度国资委发布新一轮国改行动内容，全面聚焦能源保供、粮食安全以及科技协同创新。建议后续重点关注：①能源保供、粮食安全。能源保供稳价、粮食安全及种业振兴涉及经济发展、生活生产大局，两者均处于重要战略地位，党中央政策持续落地、细化，强调持续推动央国企做好能源资源、粮食安全托底；②科技创新。国资委强调对于未来改革主方向将紧盯央企自主创新深化改革，把解决“卡脖子”技术、关键核心技术放在更加突出重要的位置，科技型央企的吸引力正在持续提升。

我国海外新签合同额、完成营业额及同比均改善



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2023年1-4月新增专项债券投向分布百分比



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2.2 美股：衰退担忧基本解除，美股中长期向好

- ▶ **衰退担忧基本解除，美股中长期向好。**6月FOMC会议上美联储将年内美国经济增速预测从0.4%上调至1%，表明即使美联储继续提高政策利率也能实现美国经济软着陆的信心。因此，经济衰退担忧解除释放较多利好，美股迎来小幅支撑。但美股上方仍面临抑制，尤其是当前美债利率快速上行使得美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大，难以支撑美股大幅度反弹。从因子分析的情况看，在纳指和道指中略微看好道指。

短端利率上行相对利好道指

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动 (2Y美债)	0.50	-2.78	0.11
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.32	-0.08	-0.28
失业率 (季调) 变动	0.30	0.17	0.09
美国CPI环比	0.30	0.31	-0.12
美国PPI环比	-0.30	0.84	0.55
合计		-1.54	0.35

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

股息率与10Y美债收益率缺口扩大，美股仍受制约



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：政策预期扰动大，内支撑、外收紧

2 权益：双向波动加剧，但下方有支撑

3 利率：中、美债市谨慎防守

4 大宗：国际承压，国内企稳

5 汇率：加息预期再起，美元走强

3.1 国内债券：6月震荡走弱，期间出现“V”型反弹

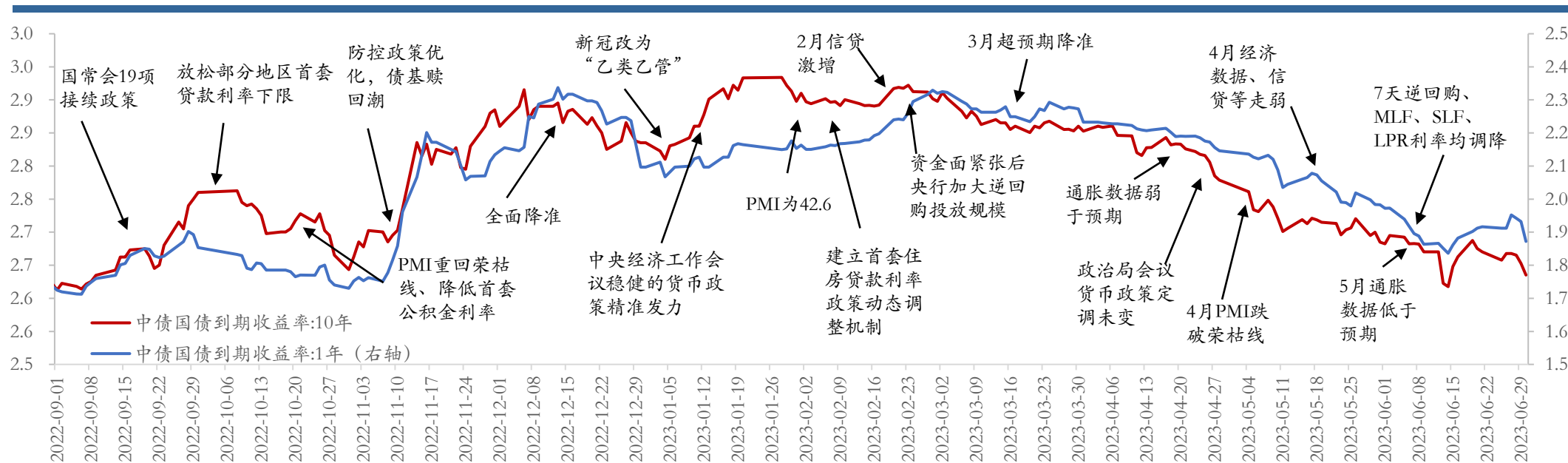
政策利率全线下调，债市短暂交易预期向好逻辑，长端利率震荡走弱。10年期国债利率由6月初的2.68%震荡走弱至月底的2.63%，总体下降空间有限，债市在月中短暂交易预期改善向好逻辑。

①货币政策进一步宽松。政策利率全面下调，先是7天逆回购利率下调，其后MLF利率同幅度下调、一年期和五年期LPR同幅度调降，SLF利率也宣布调降。而央行对6月的MLF继续小幅超额续作，进一步推动流动性宽裕。

②经济恢复仍弱于预期。5月社融走弱不及预期，社零增速受基数影响放缓，经济恢复弱于预期。

③债市短暂交易预期向好逻辑。相较于权益市场，债券市场对经济后续修复预期的节奏更快，6月中旬后10年期国债利率快速上涨，短暂交易预期向好逻辑。

政策利率全线下调，债市短暂交易预期向好逻辑，6月长端利率震荡走弱

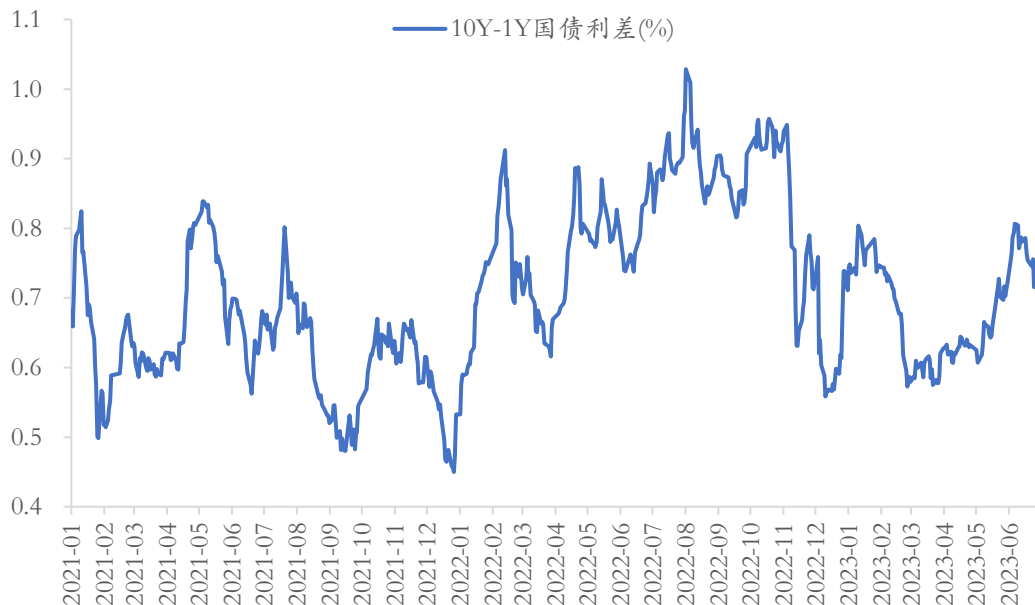


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.1 国内债券：7月政策预期修正，长端震荡、短端预计小幅抬升

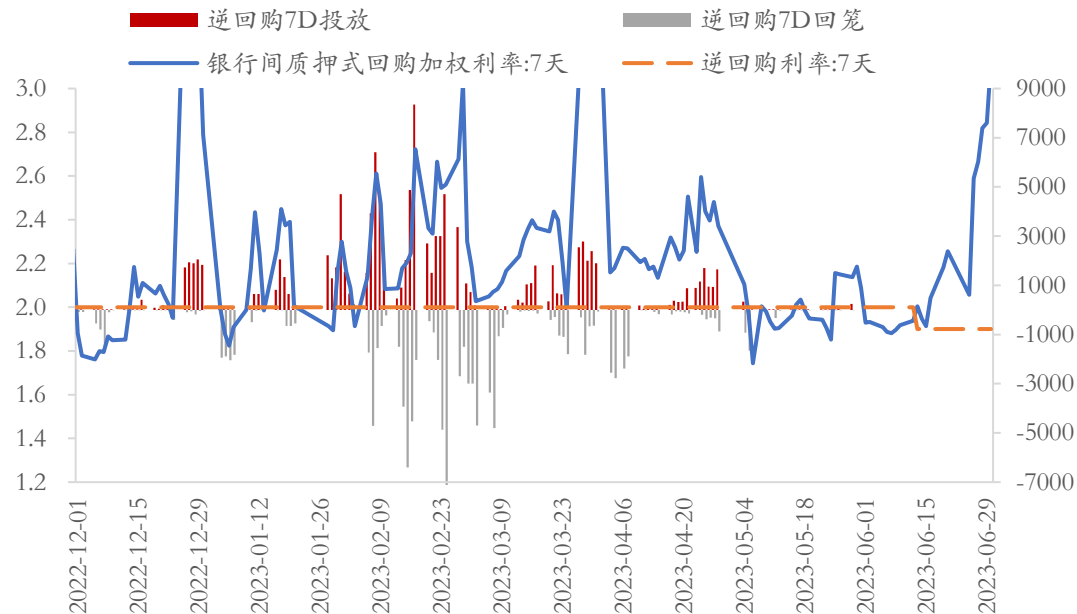
- ▶ 7月长端利率等待政策变化：①重要会议落地在即，市场对后续政策预期将逐步修正。②生产逐步企稳，经济复苏斜率PMI在荣枯线之下企稳，经济修复斜率有望转好。进入6月后全国范围内新冠感染冲击有所减弱，服务业延续内生修复带动经济深层次修复。③短端资金已逐步抬升。4、5月份资金流动性较为充裕，月末资金上涨幅度较小。但6月底资金价格快速上冲，将支撑7月短端利率抬升。
- ▶ 长端震荡、短端小幅抬升，期限利差7月预计减小。7月预计长端震荡、短端利率小幅抬升，期限利差压缩。

6月期限利差波动加大，市场对后续经济修复预期分歧



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

6月底资金价格快速上冲，银间流动性较此前有所收紧



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%

3.2 美债：美联储鹰派暗示年内仍有2次加息空间，美债预计震荡上行

- 美联储鹰派发言暗示仍有2次加息空间，美债预计震荡上行。①美联储年内鹰派暗示。6月27日，鲍威尔在欧央行论坛上表示年内可能至少还有加息两次，且连续加息并非不可能。受强劲经济数据和鲍威尔鹰派发言影响，市场进一步计价7月加息25BP预期。②经济预期上修。美国一季度GDP季环比年率三次修正值由1.3%大幅上修至2.0%。③就业呈现韧性。6月24日当周美国首申失业金人数录得23.9万，前值26.4万，预期26.5万，在连续三周高于预期后，首申失业金人数再度低于预期。

10Y美债6月震荡上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

市场预期7月加息25BP后利率保持不变、年内不降息

	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日	6月14日
4.00%-4.25%	-	-	-	-	-
4.25%-4.50%	0.90%	-	-	-	-
4.50%-4.75%	8.50%	2.00%	-	-	-
4.75%-5.00%	26.20%	16.20%	4.10%	-	-
5.00%-5.25%	36.30%	38.30%	28.10%	21.80%	33.60%
5.25%-5.50%	22.80%	33.80%	48.30%	53.90%	
5.50%-5.75%	5.30%	9.70%	19.60%	24.30%	
5.75%-6.00%	-	-	-	-	

	12月13日	11月1日	9月20日	7月26日
4.25%-4.50%	-	-	-	-
4.50%-4.75%	-	-	-	-
4.75%-5.00%	0.90%	-	-	-
5.00%-5.25%	13.20%	7.50%	10.00%	13.20%
5.25%-5.50%	51.40%	54.00%	69.10%	86.80%
5.50%-5.75%	29.70%	33.20%	20.80%	
5.75%-6.00%	4.70%	5.30%	-	-
6.00%-6.25%				

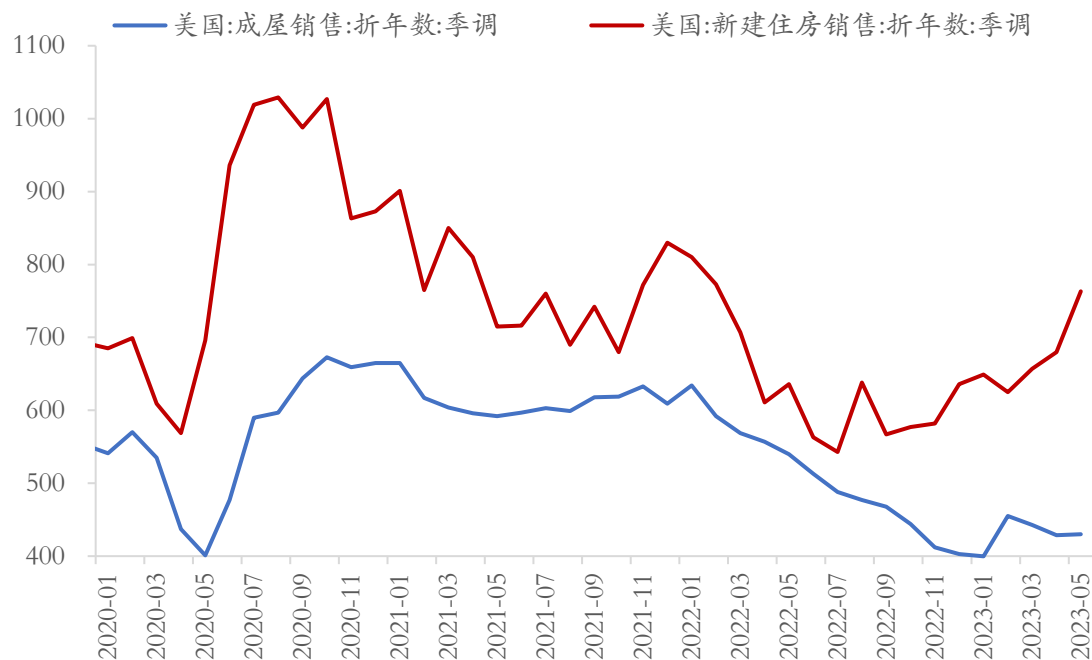
市场对7月加息预期已由5月29日认为66.4%概率加息25BP变成7月2日69.1%概率加息25BP。

资料来源：CME FedWatch，华安证券研究所。单位：%。截至7月2日

3.2 美债：新房销售大幅回暖、消费者信心回升

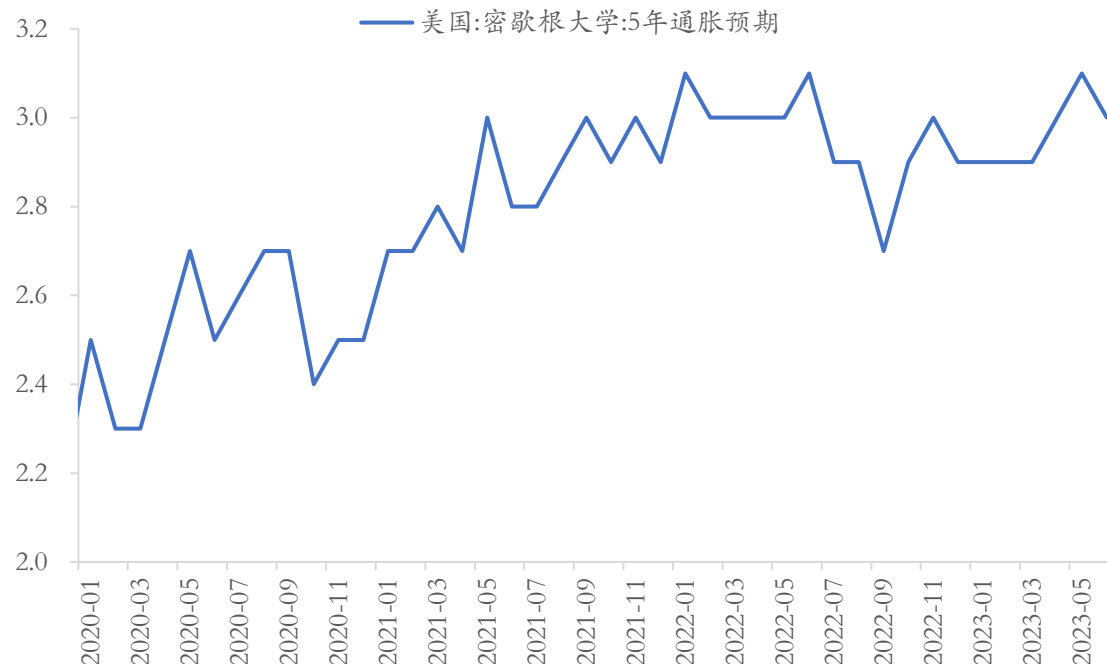
➤ 新房销售持续回暖，消费信心指数回升、通胀预期回落。①新房销售持续回暖。美国商务部数据显示，5月新屋销售年化76.3万户，创2022年2月以来最高，大幅好于预期的67.5万户，4月前值为68.3万户。5月新屋销售环比上涨12.2%，为连续第三个月环比增长，预期为下降1.2%，前值为上涨4.1%。②消费信心指数回升。6月美国消费者信心指数为109.7，较5月102.5的数值上涨了7.2，升至17个月以来最高值。其中，年龄低于35岁、年收入高于3.5万美元的群体是拉动本月消费者信心指数增长的主要群体。此外5年期通胀预期回落。

新房销售持续回暖



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

5年期通胀预期回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：政策预期扰动大，内支撑、外收紧

2 权益：双向波动加剧，但下方有支撑

3 利率：中、美债市谨慎防守

4 大宗：国际承压，国内企稳

5 汇率：加息预期再起，美元走强

4.1 国际大宗：加息预期再起，大宗商品价格明显承压

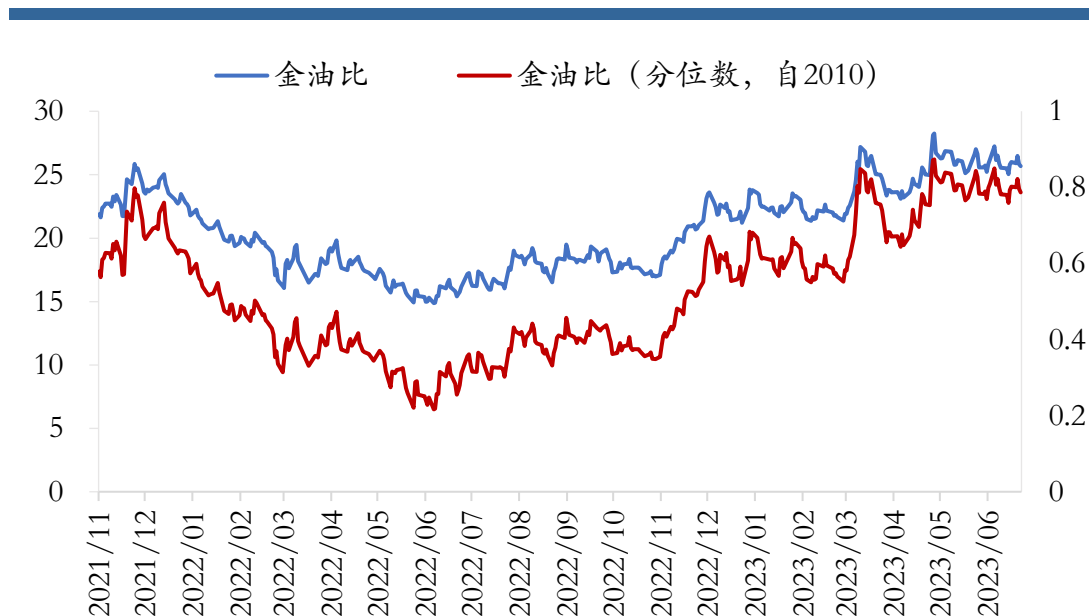
- **加息预期再起，大宗商品价格明显承压。**随着美国政府债务上限、银行业风险等因素解除，美国经济短期内韧性仍存，推动美联储强化加息预期。短期看，原油需求依然保持相对旺盛，加息预期走强、降息预期走弱对金价抑制明显。因此，相对看好原油，其次为近期价格回调明显的黄金，最后为铜。

因子分析看，原油短期可能具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端利率变动 (2Y美债)	0.50	5.25	-0.54	-2.41
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.32	-1.33	0.11	0.33
美债长期平均实际利率	-0.10	-0.03	0.01	-0.08
库存/ETF持仓量变动		0.01	-0.37	-0.04
净多头持仓		-1.74	0.10	-0.02
合计		2.16	-0.70	-2.21

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

金油比处于高位，衰退预期尚未解除



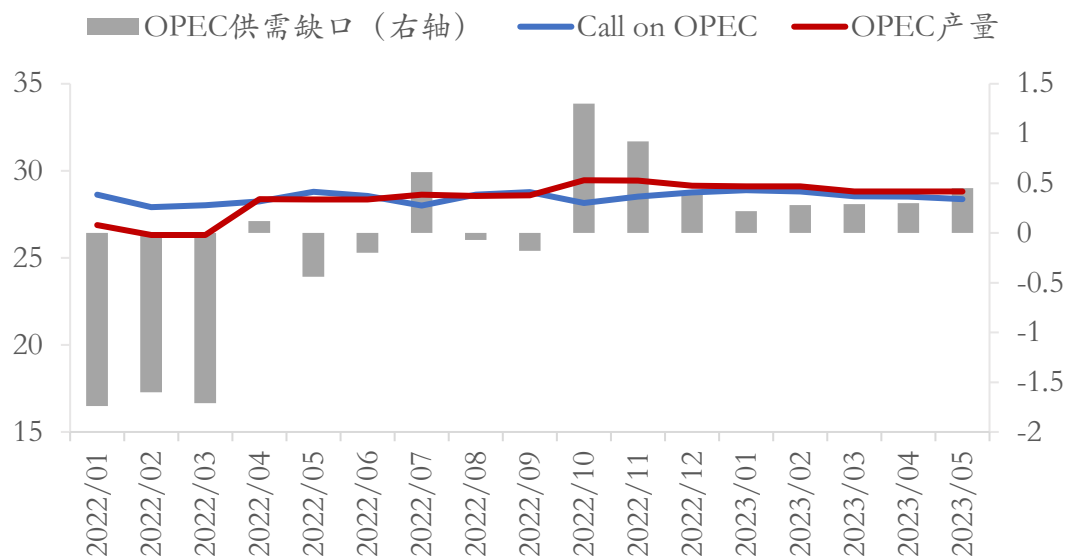
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



4.1 原油：OPEC+减产动力充足，继续支撑油价

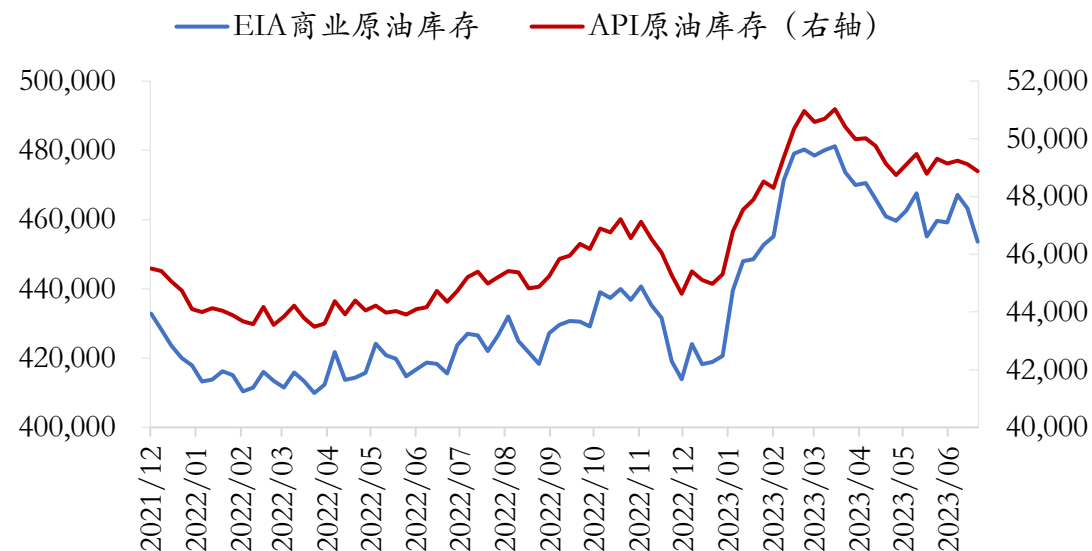
▶ **原油：OPEC+减产动力充足，继续支撑油价。**6月5日，OPEC+达成协议，将原定实施至2023年底的减产措施延长至2024年底。与此同时，沙特宣布将在7月进行额外的减产，7月石油日产量将从5月的约1000万桶降至900万桶，为多年来最大降幅，沙特能源部表示额外减产措施可能还将进一步延长。OPEC+持续减产继续支撑油价，对冲了美联储鹰派表态的影响。虽然从市场情绪看，WTI非商业空头明显增加、净多头大幅下降，但原油库存延续下降态势。因此，预计油价震荡略偏多。

OPEC+减产后续依然维持小幅累库



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存继续维持下降态势



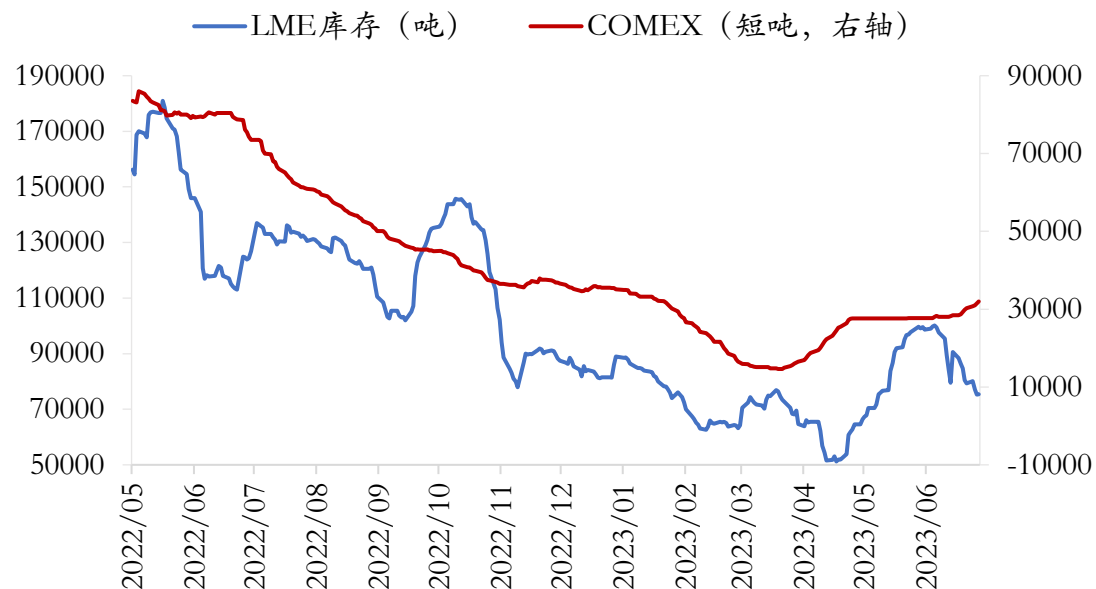
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：库存分化，市场看空情绪瓦解

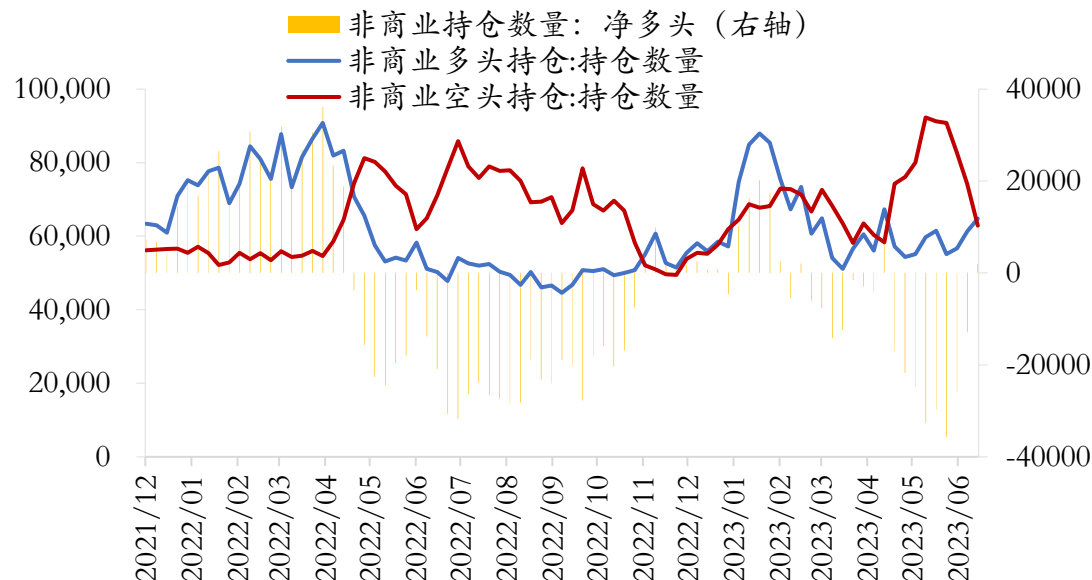
► **铜：库存分化，市场看空情绪瓦解。** COMEX铜小幅反弹、LME铜库存有所下降，需求端弱势有所缓解。但目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是今年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空持仓量波动明显，市场波动加剧。但6月暂停加息后，美联储政策预期对铜市场情绪扰动进一步增加，铜非商业从净空头转为基本持平。整体上看，预计美联储鹰派表态仍将持续，短期内铜价以震荡偏空为主。

铜库存低位有所反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业从净空头转为基本持平

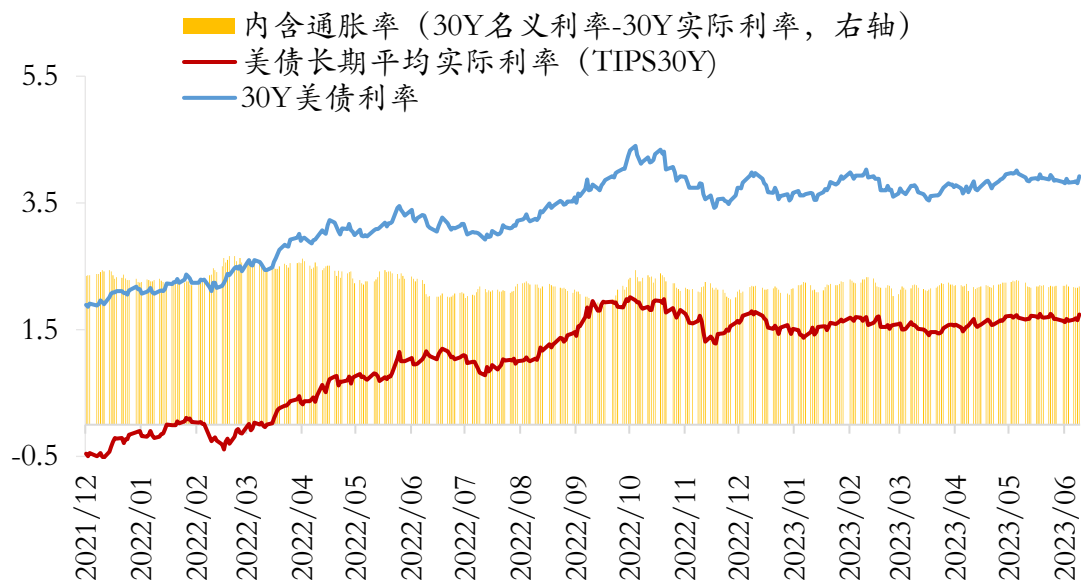


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。

4.1 黄金：中长期仍有配置价值，短期延续调整

- 黄金：中长期仍有配置价值，短期延续调整。** 美联储官员表态中虽然提及2024年降息可能性，但重点仍放在2023年加息2次上，短期内仍然压制黄金价格。从投机情绪上看，ETF持仓量稳中略有下降，非商业多头及多头净持仓也有所收窄。从中长期看，尽管美联储政策路径向2023年初回归，但美联储不能将政策利率维持在5%以上的绝对高位，因此维持中长期布局判断。

美债实际利率整体偏震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量稳中略有下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：政策预期再起，但需警惕“强预期、弱现实”

► **政策预期再起，但需警惕“强预期、弱现实”**。二季度宏观经济复苏弱于市场预期，市场对于政策发力期待有所强化，尤其是地产数据大幅放缓推动市场对于打开房地产政策呼声较高。我们认为，今年政策总基调以休养生息为主，储备政策的释放会根据数据进行决策，如果7月中旬公布的二季度数据再度弱于市场预期，那么在7月底的中央政治局会议上有可能对政策定调更加积极，并且出台相应的增量政策，对市场偏好形成提振。目前来看，虽然玻璃具备相对优势，但上游成本端纯碱价格受产能扩大影响，价格难以上行。因此，考虑到政策预期较低，风险偏好易提振、难恶化，因此国内大宗品整体上看多，但仍需警惕“强预期、弱现实”。

因子分析显示竣工端对玻璃价格有所支撑，但短期来看均无明显机会

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	-0.15	-0.36	-0.97	-0.26	-1.87
长短利差（10Y-1Y国债）	0.10	0.00	0.11	-0.06	0.41
M2同比差值变动	-0.50	0.68	0.17	0.42	0.76
基建投资累计同比变动	-1.00	-0.55	0.12	-0.18	-0.27
新开工面积前12个月移动平均同比	-38.31	-1.78	-1.82	-1.54	-0.24
竣工面积前12个月移动平均同比	-6.69	-0.87	-0.01	-1.15	4.09
销售面积前12个月移动平均同比	-19.69	2.69	1.86	2.64	-2.28
合计		-0.19	-0.55	-0.12	0.60

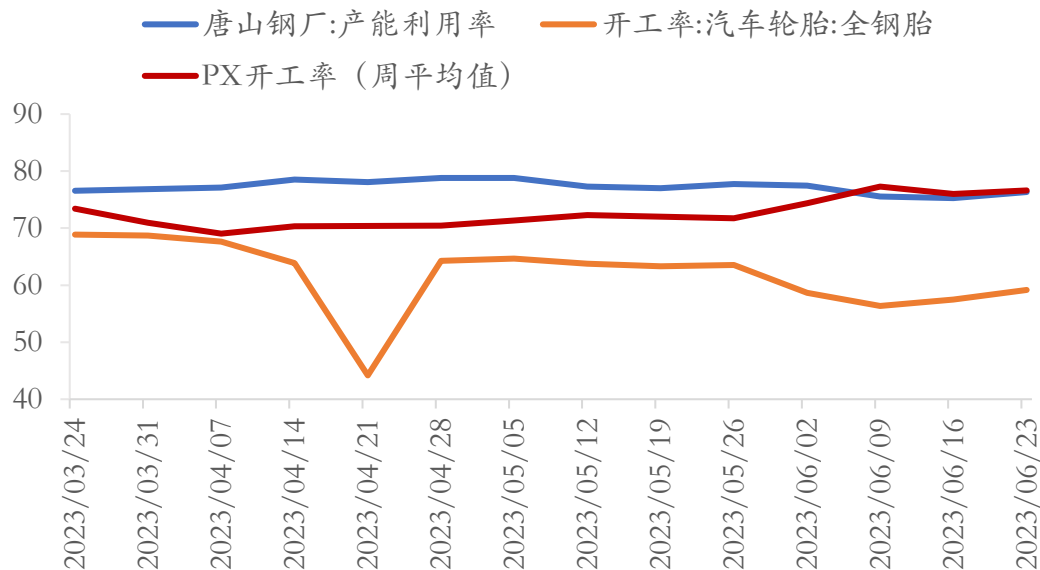
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：政策托底经济预期再起，价格有望改善

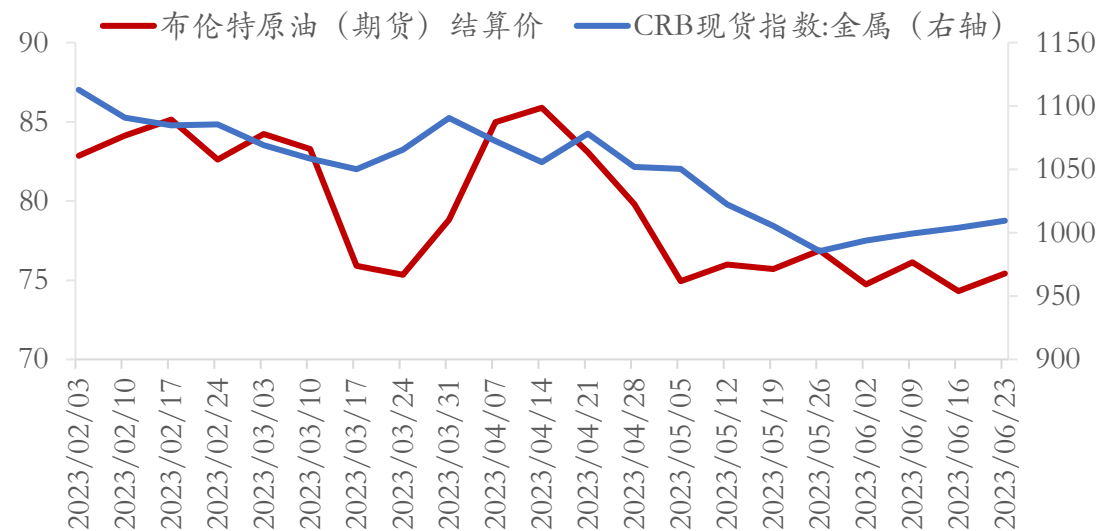
- ▶ **南华工业品指数：政策托底经济预期再起，价格有望改善。**被动去库存周期延续，生产端继续小幅走弱。唐山产能利用率、PX开工率整体趋稳，汽车全钢胎开工率下降至56.4%，企业工业利润降幅有所收窄，当仍影响影响企业信心和开工率。但随着被动去库存周期逐步走向尾声，叠加政策托底经济预期明显增强，因此预计南华工业品价格小幅反弹。

汽车全钢胎开工率稳中略有下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

金属和原油价格震荡回落



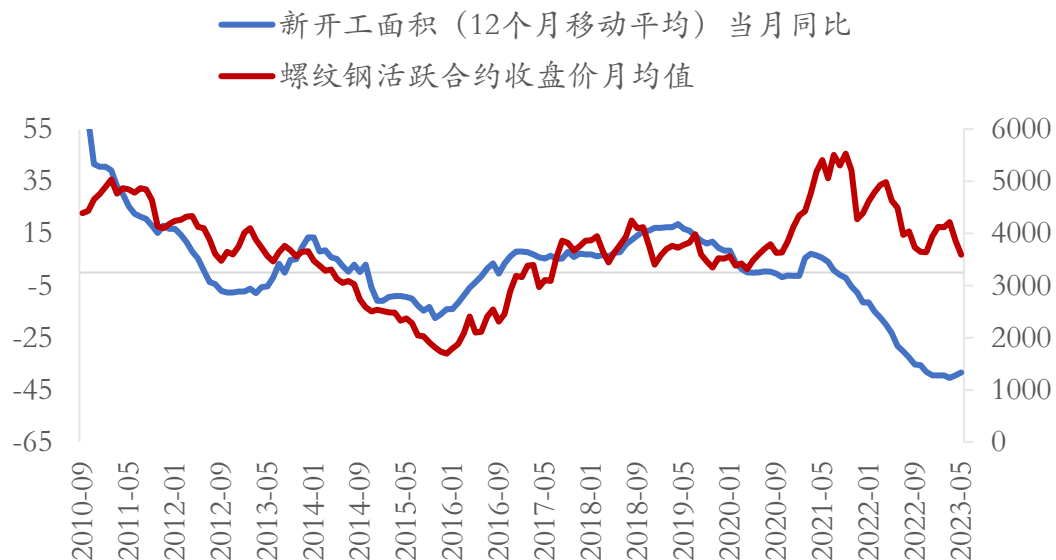
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：地产新开工拖累有所缓解

- ▶ **南华螺纹钢指数：地产新开工拖累有所缓解。**粗钢产量6月稳中有升，供给端基本持平。房地产新开工面积虽然整体继续下行，房企拿地和新开工意愿仍然不强，但从整体施工周期来看，对螺纹钢需求的拖累已经较为有限。后续市场对于地产托底和基建投资端发力仍有预期，因此，螺纹钢指数预计小幅反弹、震荡偏多。

新开工下行仍处于底部区域



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

6月粗钢产量稳中有升



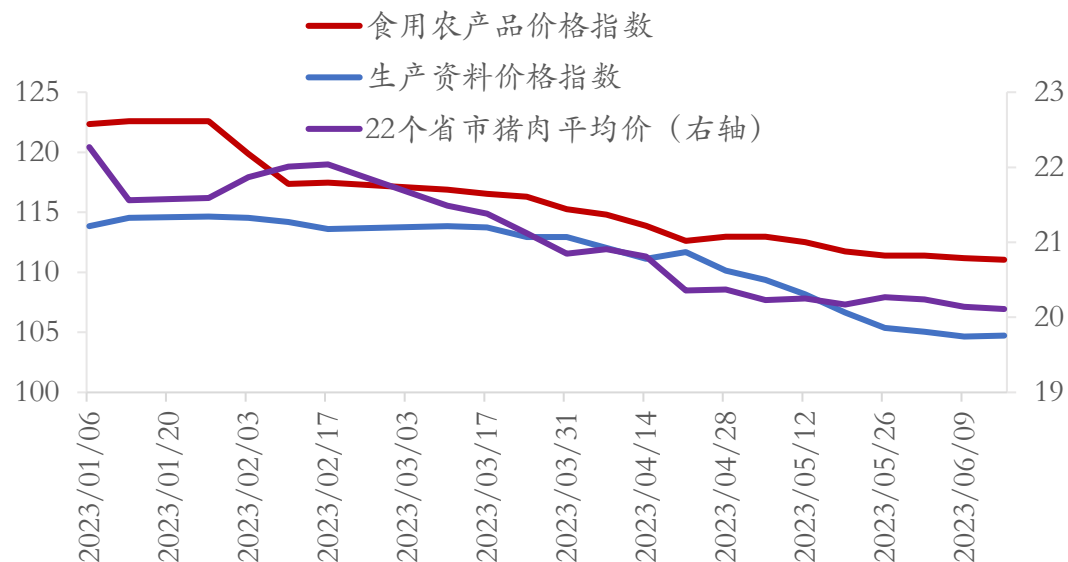
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，仍以震荡为主

- 南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，仍以震荡为主。猪肉价格维持低位，6月前4周价格均值20.19元/公斤，与5月周价格均值20.26元/公斤相比小幅下降，与去年6月均值同比下降10%。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，6月蔬菜价格指数同比上涨6.3%，同比由负转正。发改委公布数据显示猪粮比已临近政策干预。综合来看，在发改委对食品保供以及其他农产品运输成本下降的对冲因素下，农产品价格指数整体震荡偏弱。

5月猪肉价格维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

蔬菜价格环比小幅回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

4.2 南华玻璃指数：成本端拖累明显，玻璃价格难以上行

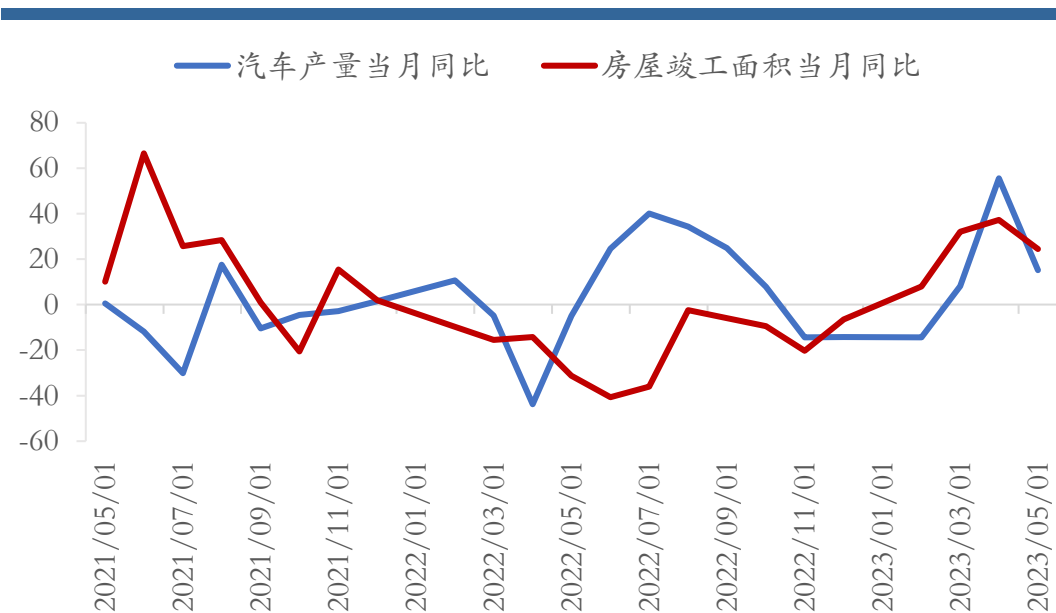
➤ **南华玻璃指数：成本端拖累明显，玻璃价格上行乏力。**地产投资仍在下行周期，需要更多政策予以支撑。①一线城市具有较强的风向标意义，而一线城市6月中下旬开始销售大幅走弱，表明当前地产销售形势较为严峻。②居民部门购房信心依然偏弱。由于5月70个大中型城市中房价环比上涨城市回落至仅15个，房价下行加剧购房者观望情绪。③近期地产调控放松政策较为冷淡，也未出现明显的刺激信号，市场预期的调控政策大幅放松并未出现，5年期LPR仅调降15BP也不及市场预期。同时，随着玻璃上游纯碱产能持续提升、成本端拖累明显，玻璃价格难以上行。

6月30城商品房周销售面积同比大幅走弱

指标（6月各周）	第4周	第3周	第2周	第1周	5月均值
成交面积（万平方米）	270.00	265.68	251.67	324.59	281.18
同比	-46.31	-45.87	-21.50	35.36	18.18
其中：一线	59.60	66.30	66.17	69.48	64.38
同比	-37.49	-41.79	-4.03	68.98	77.93
二线	162.44	142.38	138.38	196.49	160.67
同比	-50.79	-52.50	-23.36	38.37	11.97
三线	47.97	57.00	47.12	58.62	56.14
同比	-38.11	-26.16	-33.71	3.42	-3.63

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，二线、三线城市同比与此前可比性弱化。

竣工面积、汽车产量同比增速有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：政策预期扰动大，内支撑、外收紧

2 权益：双向波动加剧，但下方有支撑

3 利率：中、美债市谨慎防守

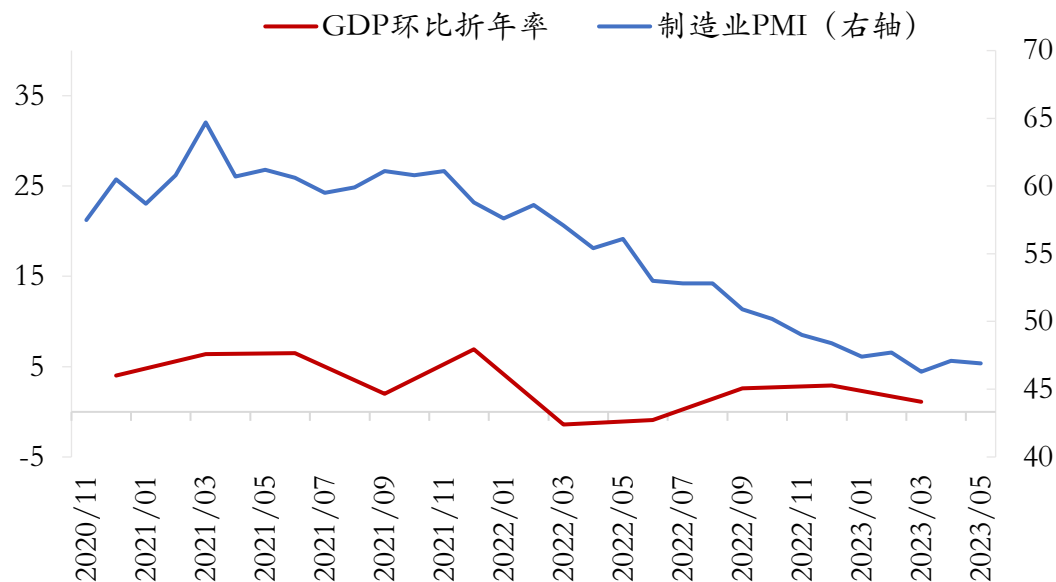
4 大宗：国际承压，国内企稳

5 汇率：加息预期再起，美元走强

5.1 美元指数：美联储维持鹰派发言，推动美元再走强

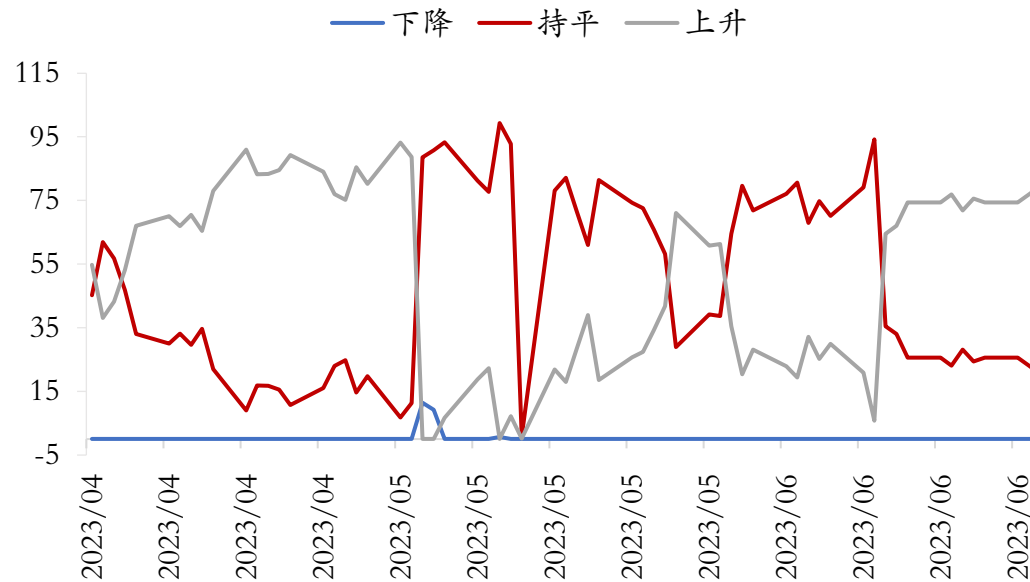
- 美联储维持鹰派发言，推动美元再走强。**美联储主席鲍威尔6月22日在国会听证会上表示，年内再加息两次是适当的，保持利率不变是为了给美联储更多时间做决策，委员会中绝大多数人认为利率还有一点上升空间，需要持续努力，以恢复至2%的通胀水平。6月28日，在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行研讨会上，美联储主席重申了年内再加息两次的必要性。美联储继续维持鹰派态度，预计美元指数小幅走强，后续继续关注美联储对政策路径的表态是否发生转变。

美国PMI仍维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%

市场对7月FOMC目标利率上升押注增加

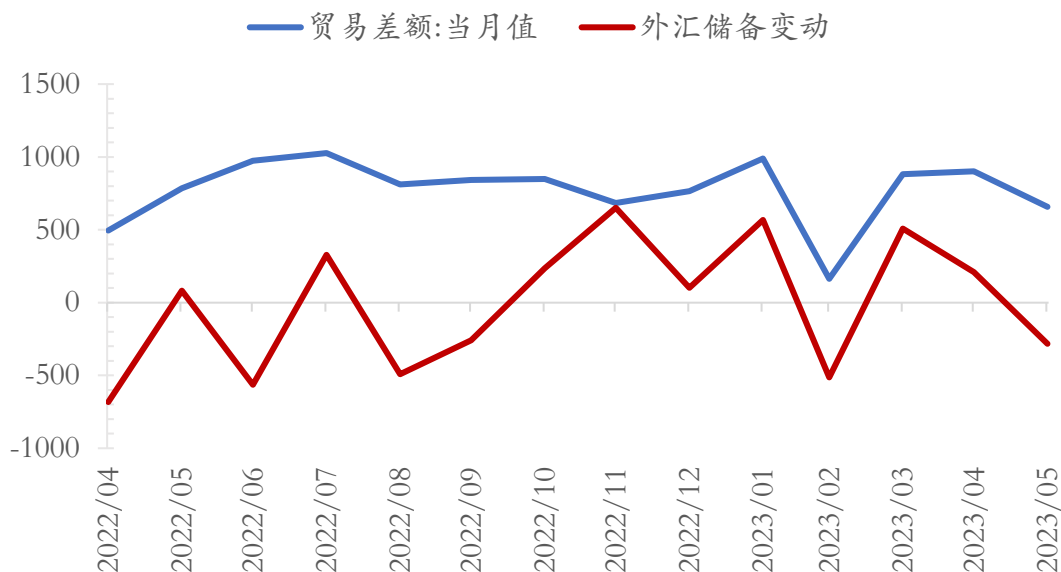


资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。

5.2 人民币：增长基本面担忧依旧拖累人民币

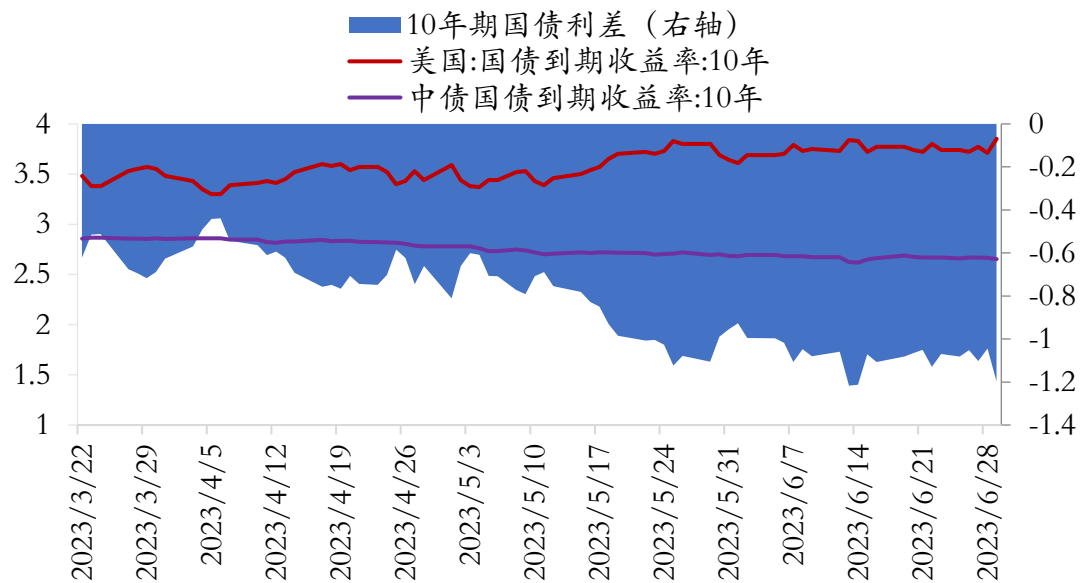
- **增长基本面担忧依旧拖累人民币。**近期人民币持续贬值，主要源自于：①美联储加息预期走强；②LPR调降后中美息差小幅扩大；③稳增长政策力度不及预期，外资对中国经济增长前景有所担忧。当前来看，短期内影响人民币汇率走贬的因素还会发酵，人民币兑美元汇率可能会继续逼近7.3关口。但随着后续政策有望逐步托底增加，央行二季度货币政策例会提出对汇率要“综合施策”，叠加国内经济延续内生复苏的大背景下，人民币不存在较大贬值空间，央行干预可能性也有所增加。

5月外汇储备由流入变为流出



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差延续小幅扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化；新冠疫情二次冲击等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。