



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年8月29日

美债收益率上行趋缓，重振全球资产价格

一大类资产配置月报第26期：2023年9月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007
分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001
分析师：任思雨 SAC执业证书号：S0010523070003



核心结论：美债收益率上行趋缓，重振全球资产价格

大类	项目	本期：2023-8-25至2023-9-28			上期：2023-7-28至2023-8-25	
		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	上行	↑	受限于人民币汇率掣肘，货币政策难以再大幅宽松，因此创业板指略微弱于上证指数。	3275.93-->3064.07	-6.47%
	创业板指	震荡上行	↑		2219.54-->2040.4	-8.07%
	成长(风格.中信)	震荡上行	↑	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。尤其是活跃资本市场、地产调控政策优化更加利好金融风格。	6307.19-->5720.64	-9.30%
	周期(风格.中信)	上行	↑		4479.53-->4144.63	-7.48%
	金融(风格.中信)	上行	↑		7089.68-->6783.8	-4.31%
	消费(风格.中信)	震荡上行	↑		11240.46-->10438.18	-7.14%
NASDAQ指数	震荡上行	↑	美国经济数据维持韧性，但美股上方仍面临抑制，尤其是美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大。	14316.66-->13590.65	-5.07%	
DSJ平均指数	震荡	→		35459.29-->34346.9	-3.14%	
债券	1Y国债到期收益率 (%)	震荡上行	↑	长端利率已至近年低点、向下空间有限，市场对后续政策预期回暖，支撑长、短端利率震荡上行。	1.818-->1.895	8BP
	10Y国债到期收益率 (%)	震荡上行	→		2.653-->2.57	-8BP
	2Y美债收益率 (%)	震荡	↑	美联储重视增量信息，核心关注切换至通胀，美债长、短端预计震荡。	4.87-->5.03	16BP
	10Y美债收益率 (%)	震荡	↑		3.96-->4.25	29BP
大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡上行	→	美债收益率大幅度上行对全球大宗商品价格形成明显抑制，但后续美债利率有望下行，推动大宗商品价格反弹。原油需求依然保持相对旺盛、供给端减产预期仍存，利率上行对金价抑制明显，相对看好原油，其次为铜，最后为黄金。	84.99-->84.48	-0.60%
	COMEX铜 (美元/磅)	震荡	→		3.921-->3.76	-4.09%
	COMEX黄金 (美元/盎司)	震荡	↓		1958.8-->1919.8	-1.99%
	南华工业品指数	震荡上行	↓	库存逐步去化，需求端缓慢改善，国内大宗品价格有望延续小幅改善，同时当前政策预期回归到此前极低位置，风险偏好易提振、难恶化，但“强预期、弱现实”压制仍存。配置上，由于地产短期内延续弱势，建议低配玻璃，优先配置工业品以及受极端天气影响的农产品。	3835.36-->3945.89	2.88%
	南华螺纹钢指数	震荡	→		1464.63-->1413.29	-3.51%
	南华农产品指数	震荡上行	→		1155.64-->1195.83	3.48%
南华玻璃指数	震荡下行	↓↓	2072.54-->2260.96		9.09%	
汇率	美元指数	震荡下行	↓↓	基本面差异助推美元走强。人民币汇率贬值压力仍存，但下方空间有限。	101.71-->104.19	2.44%
	美元兑人民币	震荡	→		7.13-->7.19	0.76%

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”是指预期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：美债收益率上行趋缓

2

权益：存反弹契机，但不过度乐观

3

利率：中债利率或已至底，美债预计震荡

4

大宗：国内需求延续改善，海外抑制解除

5

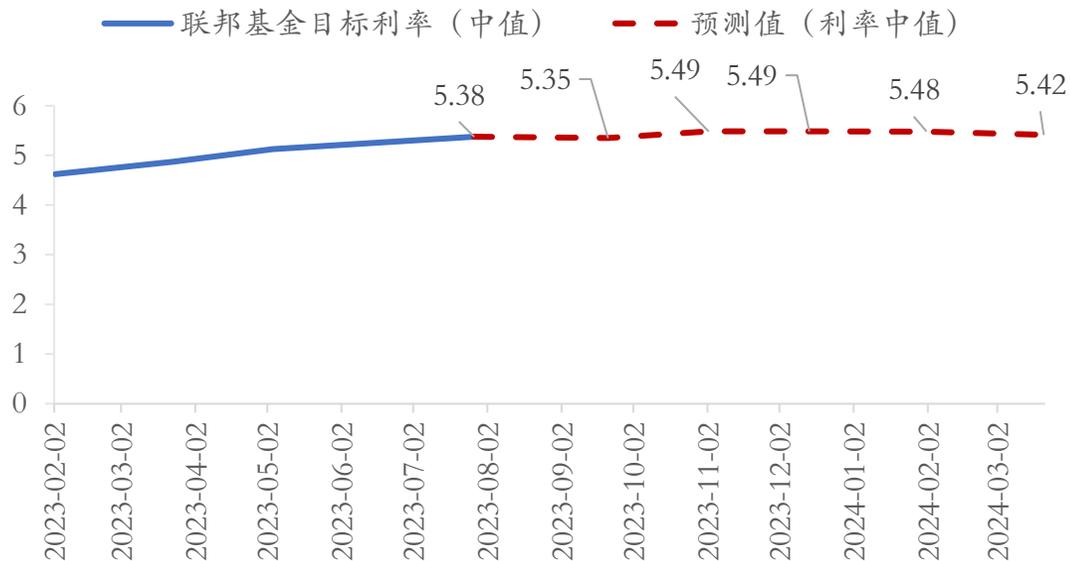
汇率：基本面差异助推美元走强



9月美联储大概率不加息，关注11月是否再度加息

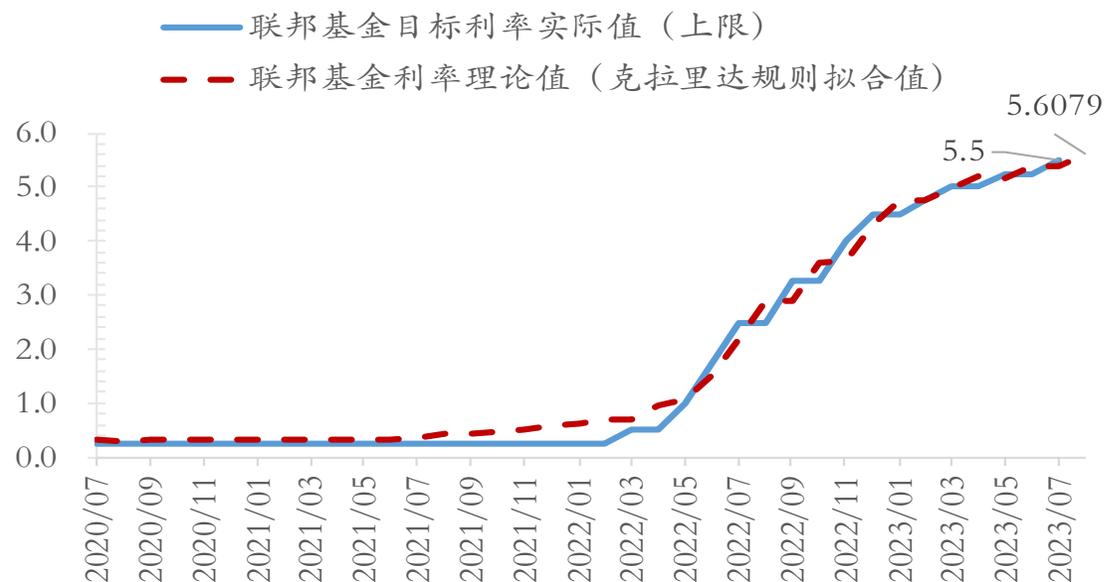
► 9月美联储大概率不加息，但需警惕美联储维持鹰派表态，关注11月是否再度加息。7月议息会议纪要中显示美联储官员对是否加息的决定有小幅分歧，美联储在会议纪要中也强调“平衡加息过多及加息不足可能导致的风险”。除非就业和通胀数据出现明显反弹，否则我们仍然倾向于认为年内美联储不会继续加息。但仍需警惕美联储维持鹰派表态对市场风险偏好的抑制。8月25日晚间，美联储主席鲍威尔在Jackson Hole上表态，“准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策维持在一个限制性水平，直到确信通胀正在朝着目标持续下降”，对于未来展望则是“谨慎行事，决定是进一步收紧货币政策还是保持政策利率不变并等待进一步数据”，这意味着降息时间点恐进一步推迟，11月加息不能完全排除。但从8月27日市场走势看，对于美联储紧缩政策预期得到一定修正，美债收益率上行趋缓。

美联储利率观测器显示市场押注年底利率小幅上行



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：8月28日。

克拉里达规则下，9月理论利率指引加息与不加息均可



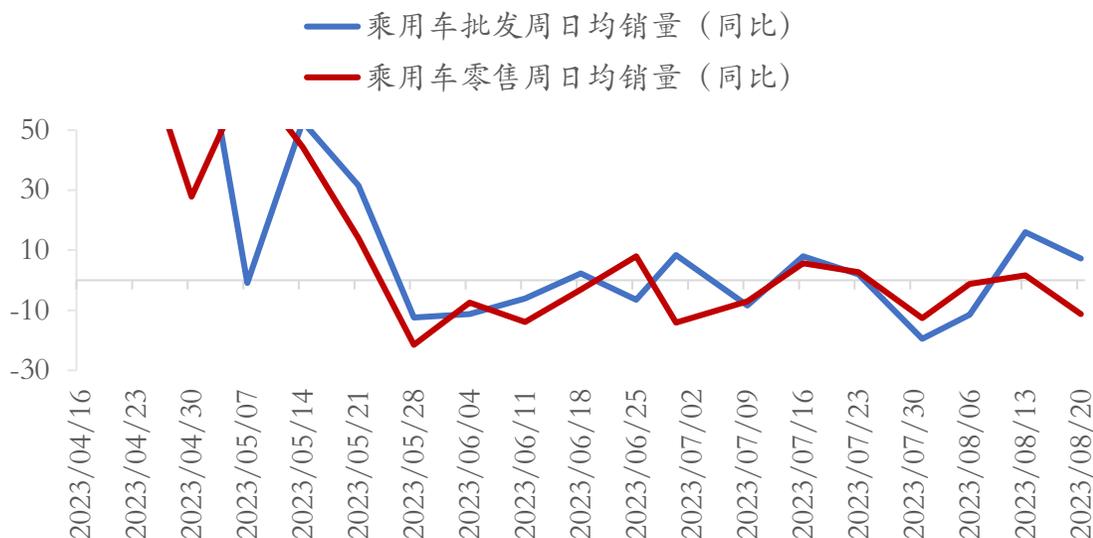
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



经济延续弱复苏态势，活跃资本市场“四箭齐发”

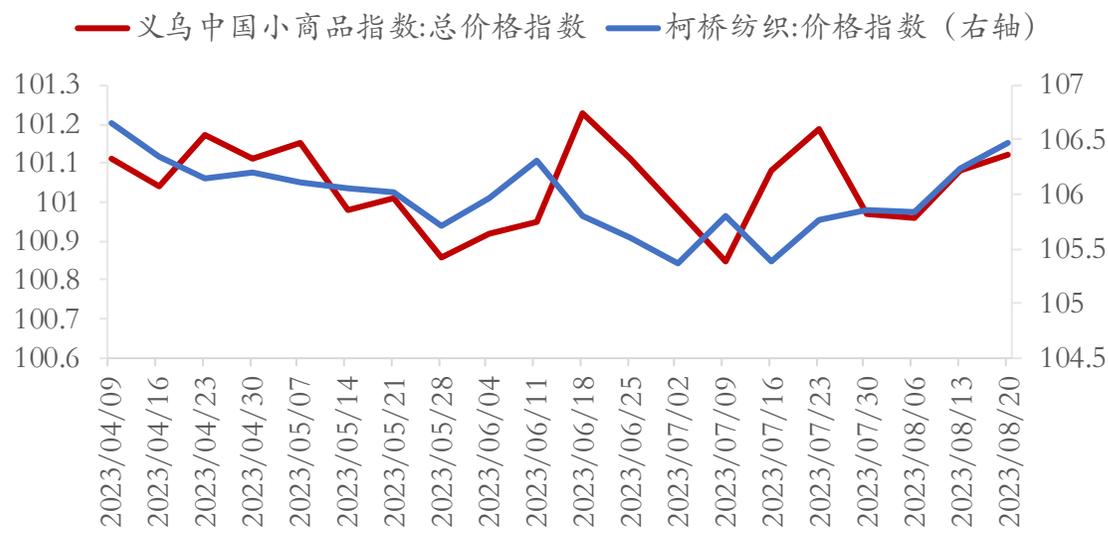
- ▶ **经济延续弱修复态势。**7月宏观经济数据不及预期、整体弱势，8月高频数据显示经济延续弱复苏。从高频数据看，服务业依然维持较快修复，商品需求与生产小幅改善，地产销售颓势未改。**汽车消费增速小幅走强，服务消费维持较快增长。**8月前3周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为4.9万辆和4.7万辆，同比分别上涨6%和4%，同比增速较上月小幅增长。典型消费品价格稳中略有上升。服务类消费继续向好，8月暑期旅游出行人数延续火爆、中国旅游研究院预计7、8月国内旅游人数达13.31亿人次，同时电影票房收入较去年同比大增104.7%，同比维持较高增速。
- ▶ **8月27日活跃资本市场“连发四箭”，**分别涉及阶段性收紧IPO和大幅再融资、规范破发破净和分红不达标公司的减持行为、调降融资保证金比例、以及证券交易印花税实施减半征收。此前市场普遍期待的印花税下调、收紧IPO节奏等重大利好落地，有望提振市场交易活跃度和参与者信心。

乘用车销量批发同比小幅增加，零售增速依然偏弱



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

小商品价格和柯桥价格指数小幅上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



目录

1 配置逻辑：美债收益率上行趋缓

2 权益：存反弹契机，但不过度乐观

3 利率：中债利率或已至底，美债预计震荡

4 大宗：国内需求延续改善，海外抑制解除

5 汇率：基本面差异助推美元走强



2.1 国内权益：震荡下沿底蓄势，存反弹契机

- 我们在8月策略月报《震荡下沿底蓄势，风物长宜放眼量》（2023-08-27）中指出，A股所面临的整体环境较8月预计难以出现明显改善。最终走势取决于市场对美联储货币政策预期以及国内政策预期的演绎。8月27日活跃资本市场“连发四箭”，8月中旬以来美债收益率快速上行，导致中美利差扩大、人民币汇率贬值压力激增的外部风险偏好抑制也有望明显缓解，市场有望蓄势上行。9月配置三条主线与两个主题展开：①泛TMT板块中的电子、通信，②景气改善的基础化工、农林牧渔，③估值底部医药生物；两个主题出行链条和“一带一路”高峰论坛下的建筑装饰央国企。
- 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)	0.02	0.10	0.06	0.06	0.07	0.18	0.14
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	-0.05	-0.13	-0.13	-0.14	-0.09	-0.23	-0.30
短端利率变动 (2Y美债)	0.07	-0.26	-0.61	-0.43	-0.12	-0.25	-0.53
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.20	0.02	-0.05	0.07	0.38	-0.11	-0.09
M2同比差值变动	-0.60	0.32	-0.72	-0.38	0.83	1.19	0.36
社融同比差值变动	-0.10	-0.04	-0.04	-0.01	-0.04	-0.02	-0.15
新发基金规模 (自然对数)	6.48	-0.94	-0.13	-0.65	-0.55	-1.81	-2.21
合计		-0.93	-1.61	-1.49	0.47	-1.05	-2.77

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）：泛TMT板块弹性充足，把握电子、通信的配置机会

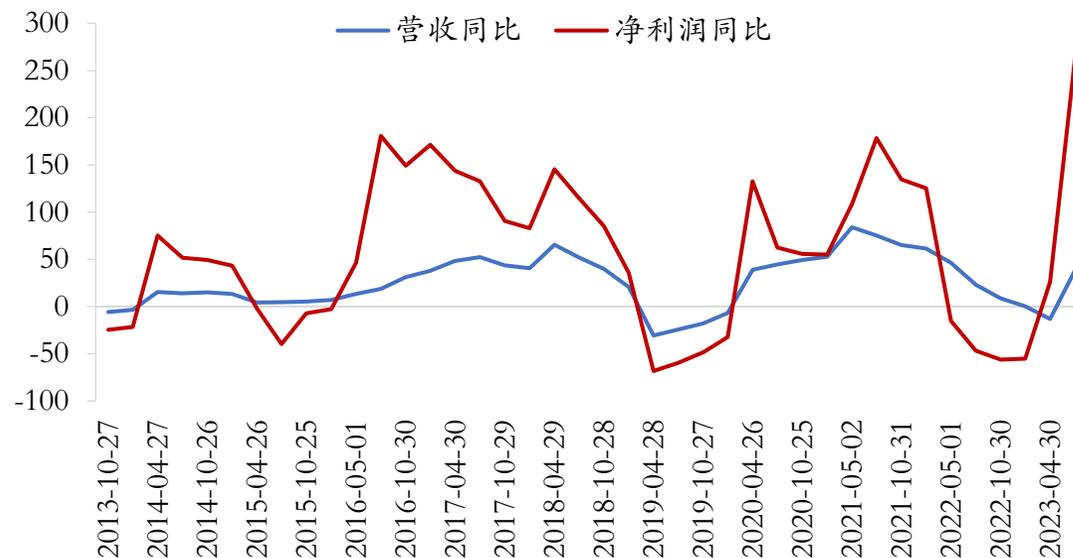
➤ 板块弹性充足，但反弹需催化剂进行触发，但电子、通信的中长期价值凸显。泛TMT板块经历了7、8月连续两个月的弱势调整后，随着国内超预期降息，当下弹性更为充足。作为全球半导体龙头，英伟达二季度业绩报告的营收和盈利均超市场预期，对于三季度的业绩指引也较为积极。全球半导体产业周期在今年三季度有望触底反弹。国内流动性偏宽松的加持下，成长风格或将迎来资金回流，预计以泛TMT板块为最，中长期角度电子、通信配置价值更高，其中电子更为凸显。当下时点，更需挖掘相关板块细分领域。通信方面，通信设备、通信服务均有充分提升空间；电子方面，当前半导体、元件、消费电子的估值具有充分提升空间，此外电子化学品也有一定的估值提升空间。后续逻辑上重点关注：①国内半导体国产替代的设备和材料；②消费类半导体的周期见底反弹。

电子、通信估值及百分位情况



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

英伟达二季度营收增速和利润增速超市场预期

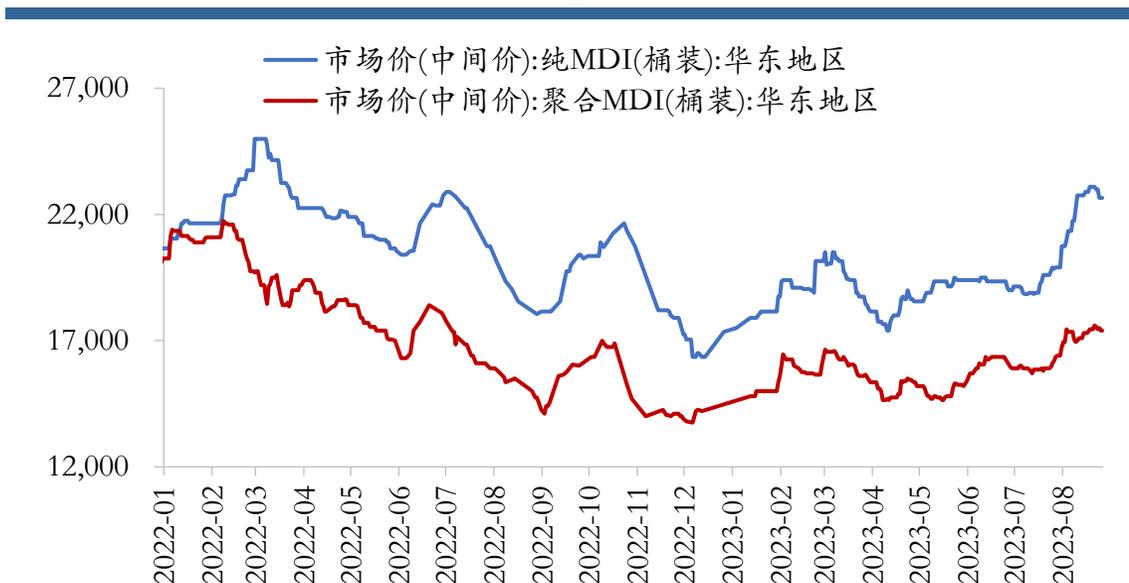


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：台/套，%。

2.1 国内权益 (2) : 景气指标持续改善的基础化工和农林牧渔

- 景气近期持续改善的基础化工。** 当下基础化工指数CCPI仍处于由6月底以来的反弹大趋势中。其中MDI、尿素等品种出现明显反弹。在海外市场随着库存恢复正常，叠加海运费已经跌到了比疫情前更低的水平，出口订单也在快速恢复。国内外需求共同推动行业景气向好，上市公司业绩也将实现同步修复。此外当下基础化工板块整体估值相对较低，已具备配置价值。
- 景气回暖、季节性支撑增强且有事件催化的农林牧渔。** 7月底在台风暴雨极端天气及生猪季节性供给短缺影响下猪价快速上涨，出栏均重由降转升，证实后续猪价支撑增强。另外多个区域近期出现强降水和涝渍，主要覆盖多个产粮大省。其中受强降水影响较重的华北、东北地区多个省份如河北、河南、山东、黑龙江等均为我国重要的玉米产区，已经因强降水而出现玉米倒伏情况。受此影响下，农作物价格也有所上升。短期极端天气对养殖业和种植业后续的价格都将产生支撑。

MDI价格持续上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/吨。

猪价7月底以来持续涨价

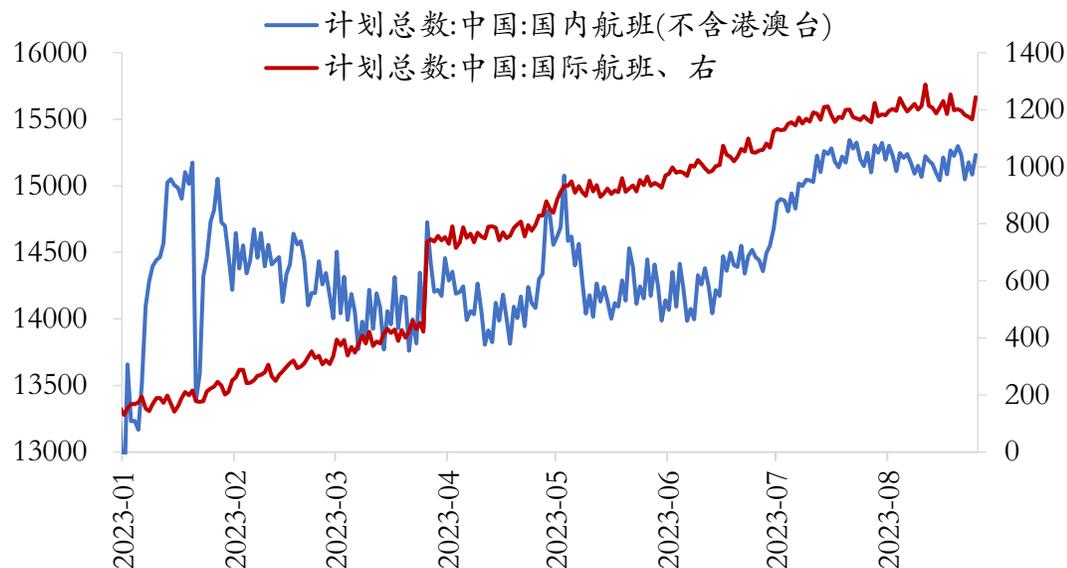


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/公斤。

2.1 国内权益 (3) : 出行链条与“一带一路”主题投资机会

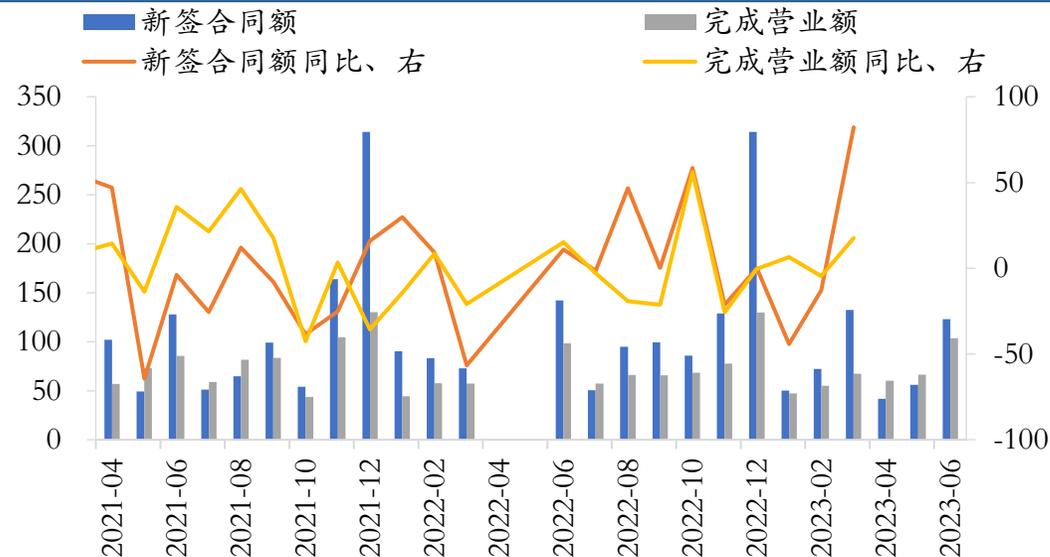
- ▶ **暑期出行数据修复，十一黄金周旅游热有望持续，餐饮、旅游、酒店以及机场航空受益。**当前高频数据显示7月民航出行数据和热门城市机票酒店预订量超越2019年同期水平，8月铁路旅客出行需求旺盛。7月份以来，国内热门城市机票预订量较2019年增长四成，国内热门城市酒店预订量较2019年增长1.4倍。暑期旅游行业景气显著上行。疫后首个暑期中往年积压的假期出游需求爆发，此外在今年“淄博烧烤”的出圈影响下，各地旅游业态出现夜游、“特种兵式打卡”、沉浸式等各类旅游新业态。而我们认为当下暑期旅游热有望延续至首个疫后“十一”黄金周，受此带动下餐饮、旅游、酒店和机场航空受益。
- ▶ **高峰论坛在即，“一带一路”催化下建筑装饰央企再迎机会。**第三届“一带一路”国际合作高峰论坛预计将在年内举办。盛会预计将为“一带一路”主题投资下的建筑装饰央企带来事件性、阶段性的机会，事件催化下的行情值得期待。

暑期航班班次持续上升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 架次。

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: 亿美元、%。

2.2 美股：衰退担忧基本解除，美债利率与股息率缺口压制明显

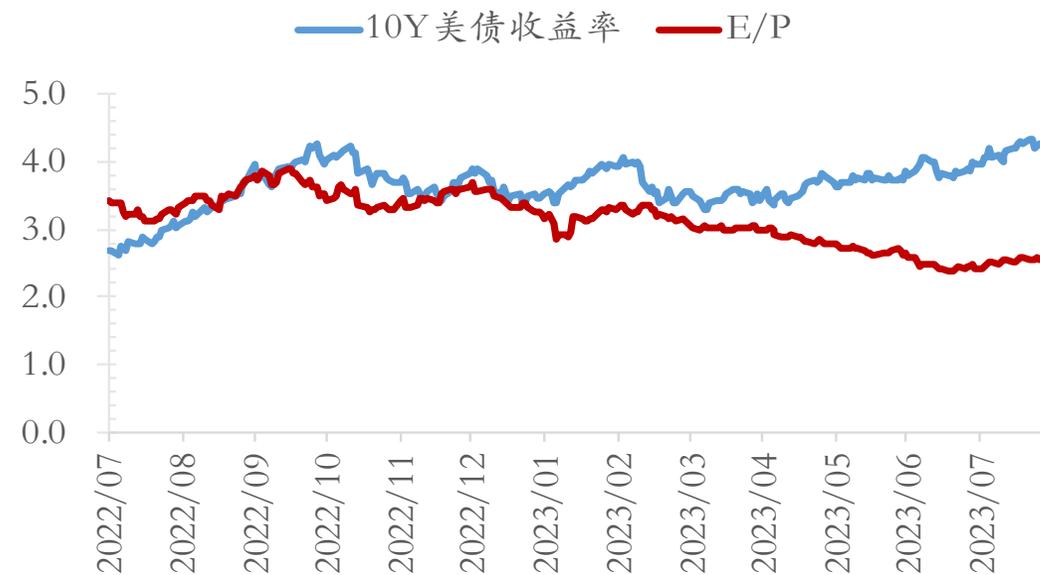
- ▶ 衰退担忧基本解除，美债利率与股息率缺口压制明显。美国经济数据维持韧性，年内美国经济衰退担忧基本解除释放较多利好，美股迎来小幅支撑。但美股上方仍面临抑制，尤其是此前美债利率快速上行使得美股股息率与10Y美债收益率缺口进一步扩大，难以支撑美股大幅度反弹。从因子分析的情况看，在纳指和道指中略偏向于看好道指。

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)	0.07	-0.35	0.04
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.20	0.07	0.15
失业率 (季调) 变动	-0.10	-0.06	-0.03
美国CPI环比	0.20	0.27	-0.06
美国PPI环比	0.30	-1.03	-0.59
合计		-1.10	-0.50

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：美债收益率上行趋缓

2

权益：存反弹契机，但不过度乐观

3

利率：中债利率或已至底，美债预计震荡

4

大宗：国内需求延续改善，海外抑制解除

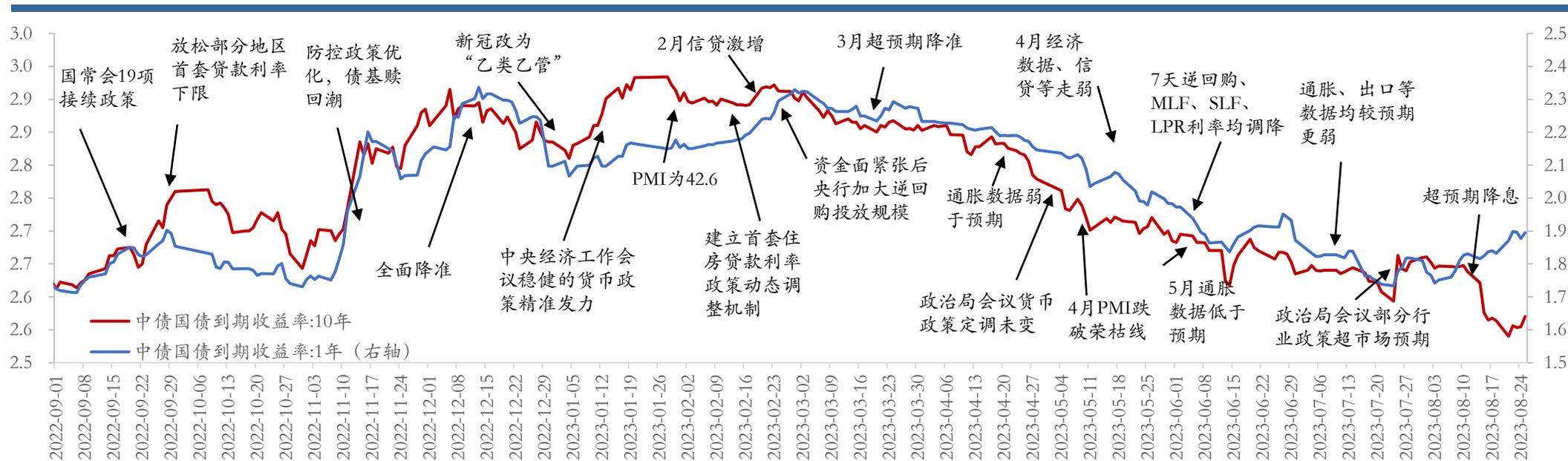
5

汇率：基本面差异助推美元走强

3.1 国内债券：缺乏基本面支撑，8月利率一路下行

- ▶ 超预期降息但基本面支撑仍弱，利率8月一路下行。10年期国债利率持续下降，由8月初的2.66%降低至月底的2.55%。①7月宏观经济数据不及预期，基本面支撑乏力。7月经济修复斜率放缓，消费、投资、出口三驾马车均走弱。增长复苏内生动力较弱。②央行超预期降息，但后续政策落地乏力。央行超市场预期调降MLF利率15个基点，但随后在8月的LPR利率上并未对称调降，甚至此前市场极为关心的地产方面5年期LPR利率仅为持平，远弱于市场预期，因而市场对后续政策落地力度的预期转弱。

债市8月持续下行，基本面支撑乏力、政策预期转弱

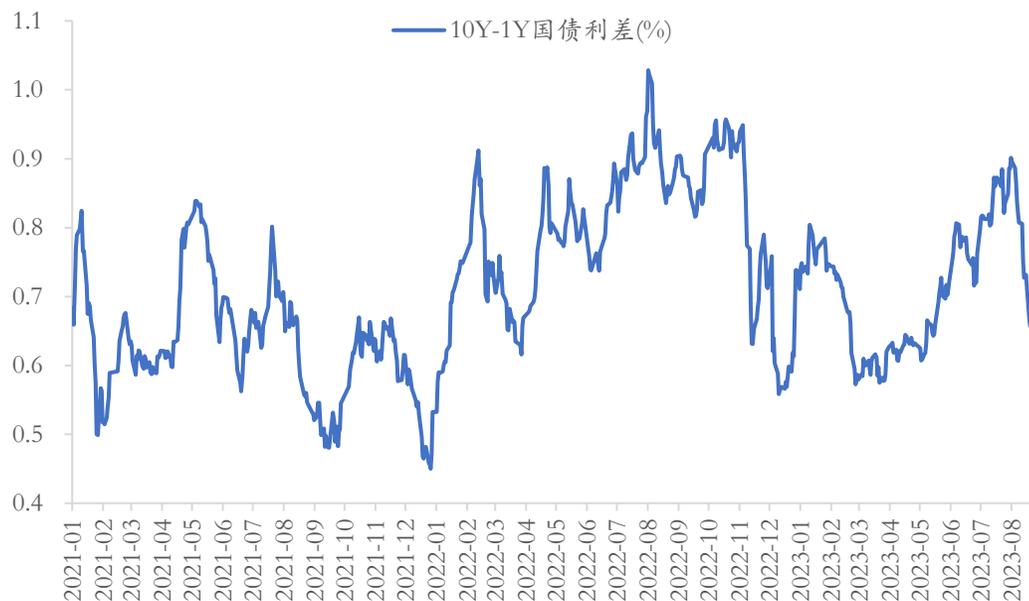


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.1 国内债券：底部或已至，9月预计长端震荡上行

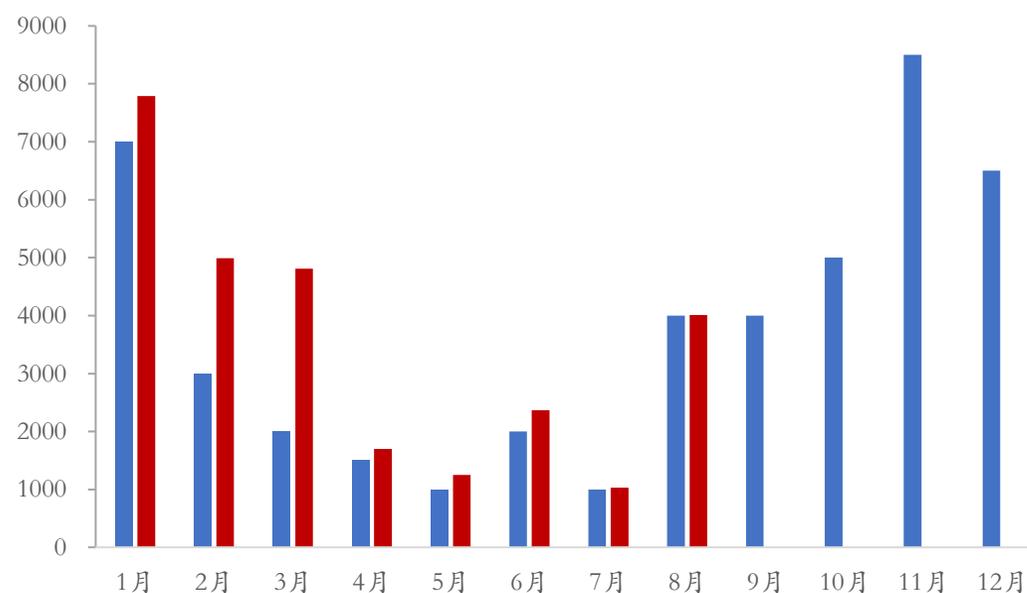
- 9月长端利率预计震荡上行：**
 - 政策预期将好转。**8月市场对于促进经济复苏、活跃资本市场等期望较高，在整个月博弈中政策（如降低印花税等）并未真正落地。但在8月27日“减半收取印花税”后，投资者对市场期望回升，也对未来政策出台、执行的预期回暖。
 - 流动性持续宽松。**超预期降息后我们认为当下连续降息的概率较低，但在后续MLF到期压力增大的情况下，央行或将采取降准置换的方式来释放流动性。未来一段时间内流动性充裕仍将延续。
 - 长端利率已至近年低点，持续向下空间较小。**
- 长端、短端预计震荡抬升，但基本面拐点未至，9月期限利差预计仍将震荡。**长端利率已至近年低点，临近8月底短端资金小幅上升，但基本面支撑逻辑仍未捋顺，预计期限利差将呈现震荡。

8月期限利差骤降，市场对基本面修复较为悲观



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

9月后MLF到期压力增大

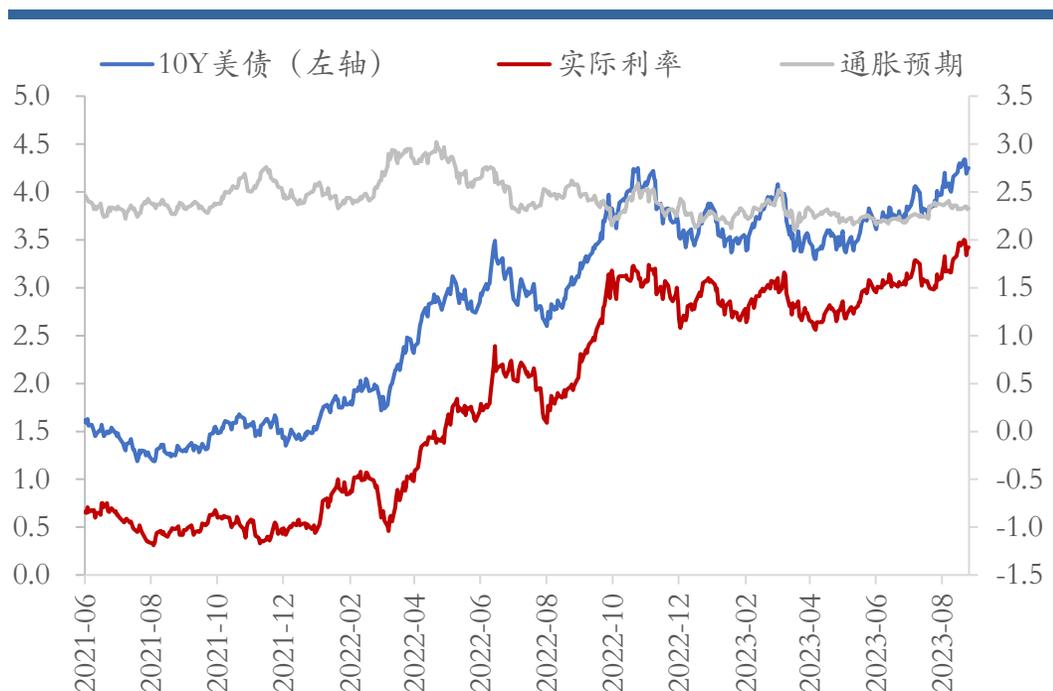


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

3.2 美债：重视增量数据，美加息路径年内仍存不确定性，美债震荡

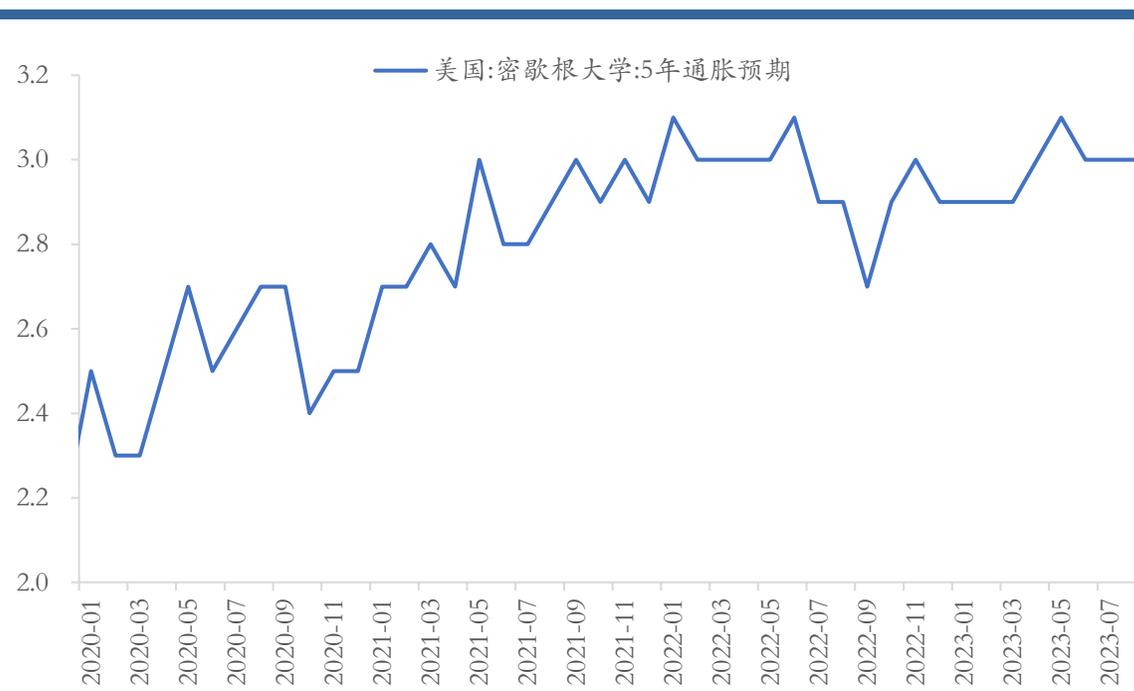
▶ 9月加息概率不大，美联储重视后续增量信息，年内加息路径仍存不确定性。①全球央行年会上鲍威尔强调增量信息。近期在Jackson Hole上，鲍威尔发言强调增量信息才是关键，而后续数据的关注重点切换到核心通胀。②经济增速超预期，市场担忧年内加息再存可能。美国二季度GDP增速2.4%显著超市场预期1.8%。③通胀小幅回落。7月美国CPI同比增长录得3.2%，较上月的3%小幅回升，但低于市场预期。核心CPI同比录得4.7%，较上月下行0.1个百分点。目前CPI同比结束了长期以来的回落趋势并有所反弹。

10Y美债8月震荡上行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

5年通胀预期走平

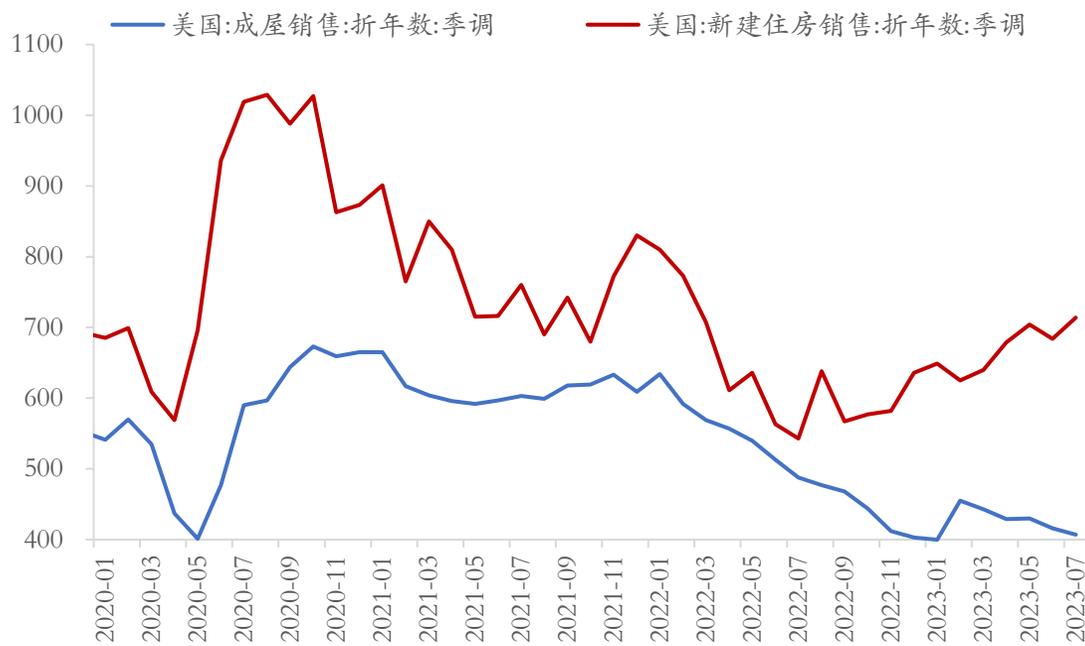


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.2 美债：数据分化，PMI、核心资本品新订单回落，新房销售回暖

► **PMI回落但新房销售持续上涨。**①**PMI指数回落、核心资本品新订单回落。**8月美国Markit制造业PMI为47.0，较7月下降2.0。服务业PMI也较7月下降1.3至51.0，不过仍位于荣枯线之上。整体来看，在美联储持续加息影响下，美国制造业与服务业景气度仍呈现不断放缓趋势。核心资本品制造业新订单回落。7月美国核心资本品制造业新订单同比增速为0.9%，较6月回落0.3个百分点，环比增速回升0.5个百分点至0.1%。②**新房销售持续上涨。**7月美国新建住房销售同比增速为31.5%，较6月回升10个百分点，为2021年4月以来的新高。美国7月新屋销售环比增4.4%，预期增1%，6月前值为-2.5%。7月新屋销售71.4万户，预期70.4万户，6月前值为69.7万户。主要受益于基数效应影响及房地产市场库存有限。

新房销售持续回暖



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

消费信心指数回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：美债收益率上行趋缓

2 权益：存反弹契机，但不过度乐观

3 利率：中债利率或已至底，美债预计震荡

4 大宗：国内需求延续改善，海外抑制解除

5 汇率：基本面差异助推美元走强

4.1 国际大宗：美债利率高位抑制逐步解除，大宗商品价格有望反弹

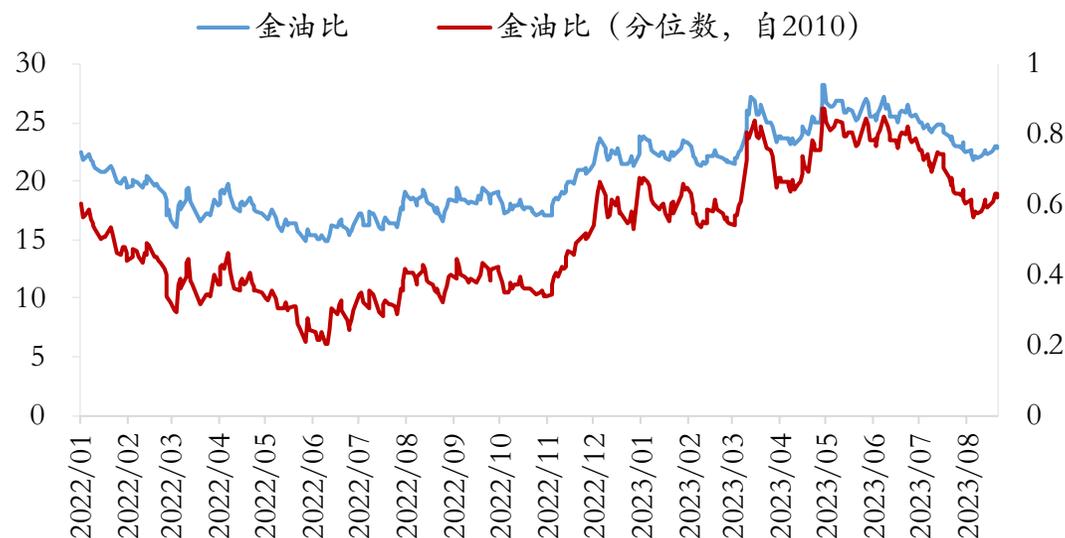
- 美债利率高位抑制逐步解除，大宗商品价格有望反弹。美国经济短期内韧性仍存，美联储年内加息预期尚未完全解除。由于美国财政部增加了国债发行，叠加前期三大评级机构之一的惠誉下调美国评级，美国非农就业数据依然维持强劲，美债收益率大幅度上行突破4.2%，对全球大宗商品价格形成明显抑制。但后续美债利率有望下行，推动大宗商品价格反弹。短期看，原油需求依然保持相对旺盛、供给端减产预期仍存，利率快速上行对金价抑制明显。因此，相对看好原油，其次为铜，最后为黄金。

因子分析看，原油短期仍具备超配价值

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端利率变动 (2Y美债)	0.07	0.94	0.01	-0.31
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	0.20	0.66	-0.03	-0.19
美债长期平均实际利率	0.21	-0.21	-0.30	-0.04
库存/ETF持仓量变动		0.42	0.53	-0.05
净多头持仓		3.41	-0.22	-0.02
合计		5.23	-0.02	-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。

金油比继续回落，衰退预期明显弱化

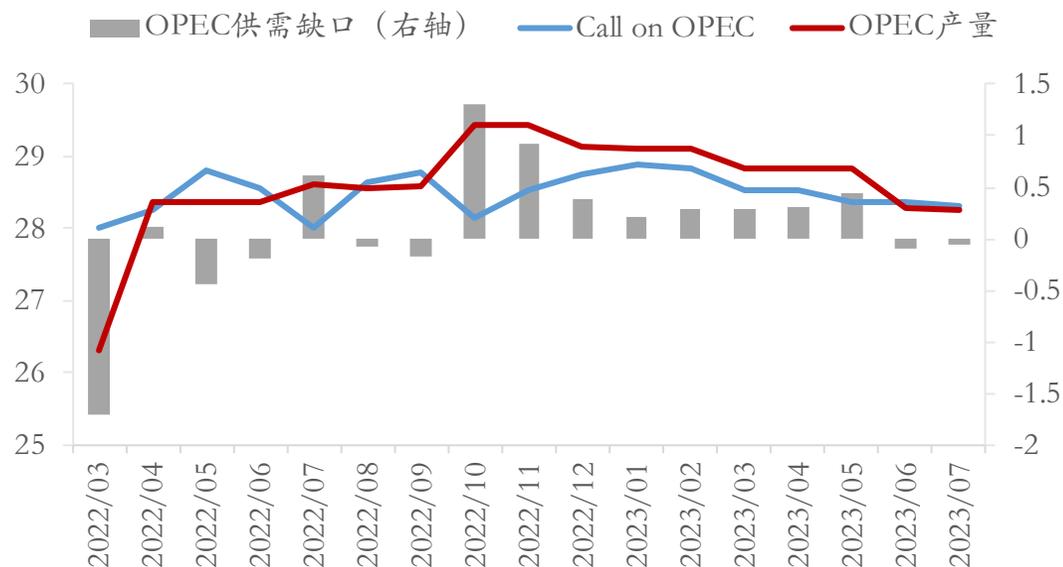


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

4.1 原油：OPEC+减产动力充足，库存延续下降，继续支撑油价

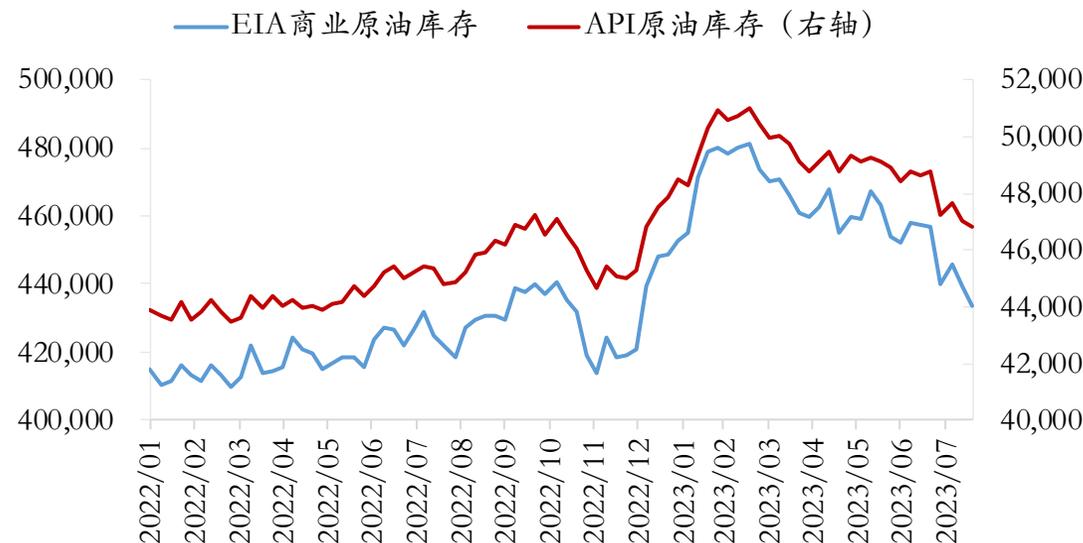
▶ 原油：OPEC+减产动力充足，库存延续下降，继续支撑油价。沙特自愿延长减产协议，表明OPEC+通过减产维持油价的动力依然充足。同时，EIA和API原油库存维持下降态势，表明需求并不弱。从市场情绪看，WTI非商业多头明显增加、净多头也延续上行态势。因此，预计油价依旧整体偏多，关注后续OPEC+国家减产情况。

OPEC+减产动力充足，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



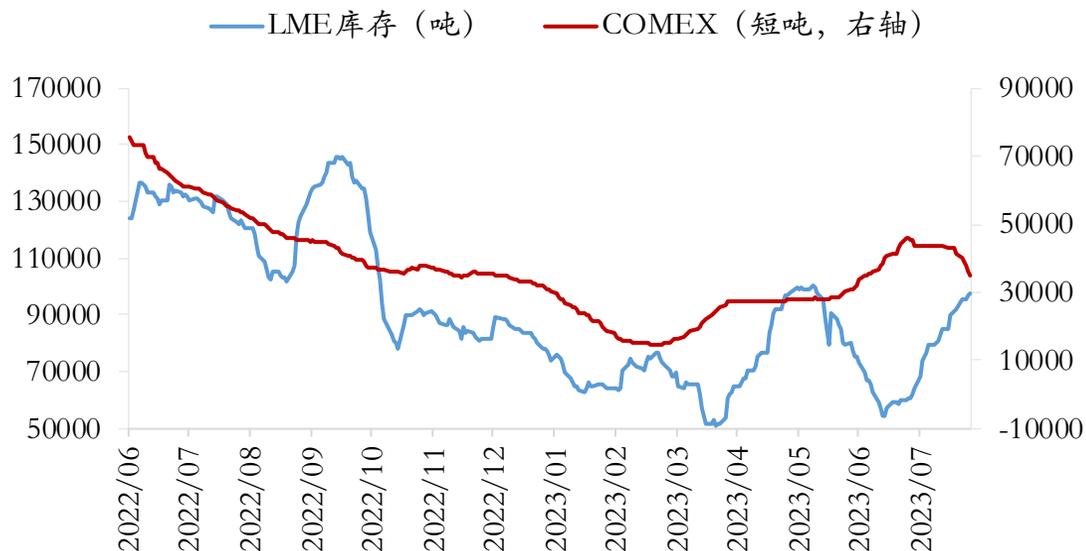
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：库存分化，市场看空情绪再度增加

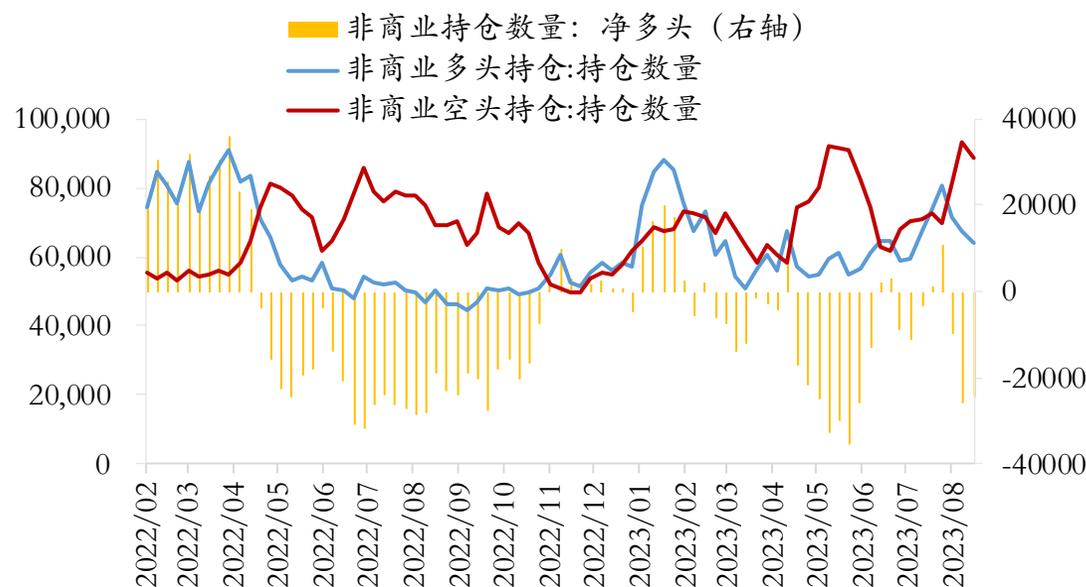
► **铜：库存分化，市场看空情绪再度增加。** COMEX铜库存小幅下降、LME铜库存则有所反弹，需求端整体持平。目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是今年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空持仓量波动明显，市场波动加剧。近期美国经济数据维持韧性，美联储政策预期对铜市场情绪扰动进一步增加，铜非商业从基本持平再度转入净空头。整体上看，预计美联储鹰派表态仍将持续，短期内铜价以震荡偏空为主。

铜库存延续分化态势



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业持仓从基本持平转为净空头

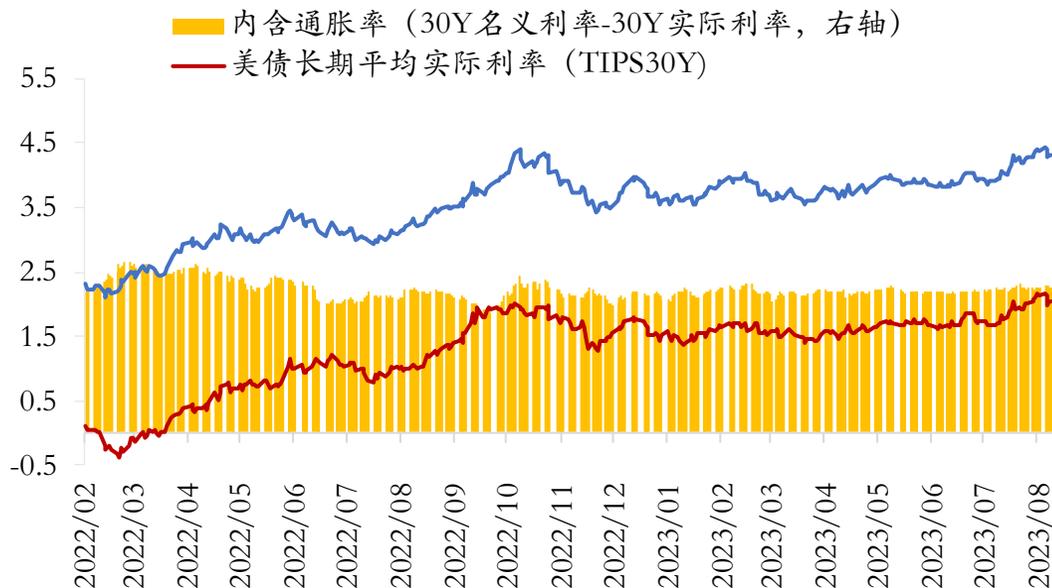


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。

4.1 黄金：中长期配置价值不改，短期延续盘整向上

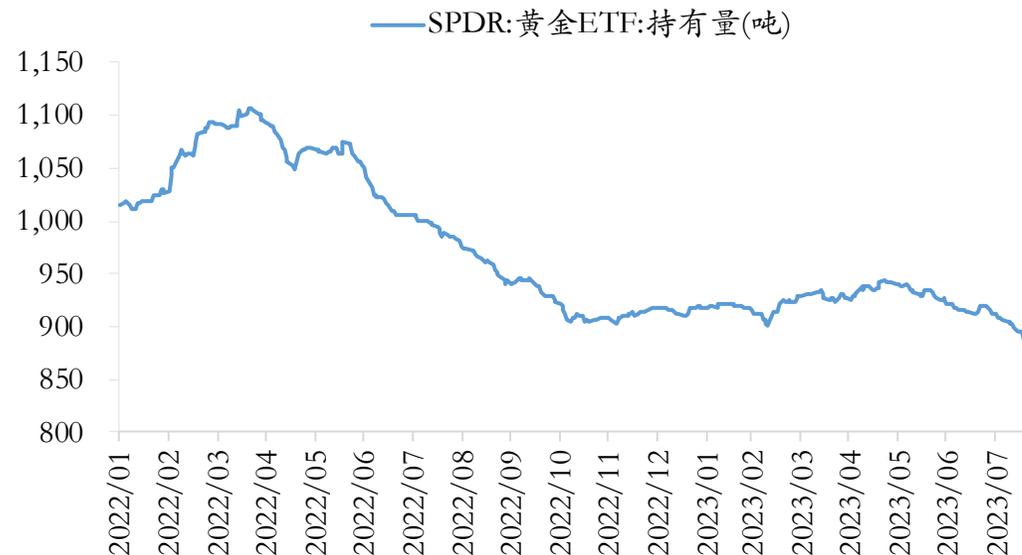
▶ **黄金：中长期配置价值不改，短期延续盘整向上。**美联储官员近期表态分歧加剧，年内美联储加息路径仍有不确定性，部分美联储官员对加息仍持强硬态度，明年降息启动时点依然模糊，短期内仍然压制黄金价格。从投机情绪上看，ETF持仓量稳中略有下降，非商业多头及多头净持仓也整体偏下行。从中长期看，尽管美联储政策路径向2023年初回归，但美联储不能将政策利率维持在5%以上的绝对高位，因此维持中长期布局判断。

美债实际利率8月开启上行压制金价



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：需求端改善缓慢，“强预期、弱现实”压制仍存

▶ **需求端改善缓慢，“强预期、弱现实”压制仍存。**7月宏观经济数据全面走弱，市场对于政策发力期待有所强化，尤其是地产数据延续放缓推动市场对于优化房地产政策呼声较高。我们认为，当前国内政策展现出一定的数据决策以及跨周期调节特点，一旦国内经济基本面出现明显走弱的迹象，政策工具箱储备充足、将迅速推出托底经济。同时，近期决策层要求专项债发行提速，预计下半年投资端将逐步发力，形成稳增长的有力支撑。总体上看，库存逐步去化，需求端缓慢改善，国内大宗品价格有望延续小幅改善，同时当前政策预期回归到此前极低位置，风险偏好易提振、难恶化，但“强预期、弱现实”压制仍存。配置上，由于地产短期内延续弱势，建议低配玻璃，优先配置工业品以及受极端天气影响的农产品。

因子分析显示竣工端有所放缓对玻璃相对优势减弱，但工业品和农业平仍有机会

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）	0.02	0.06	0.17	0.03	0.25
长短利差（10Y-1Y国债）	-0.05	0.00	-0.06	0.03	-0.22
M2同比差值变动	-0.30	0.45	0.08	0.35	0.59
基建投资累计同比变动	-0.40	-0.22	0.11	-0.09	-0.22
新开工面积前12个月移动平均同比	-34.95	-1.36	-1.76	-1.09	0.29
竣工面积前12个月移动平均同比	1.03	0.18	0.00	0.22	-0.57
销售面积前12个月移动平均同比	-20.35	2.53	2.09	2.48	-2.65
合计		1.64	0.63	1.92	-2.52

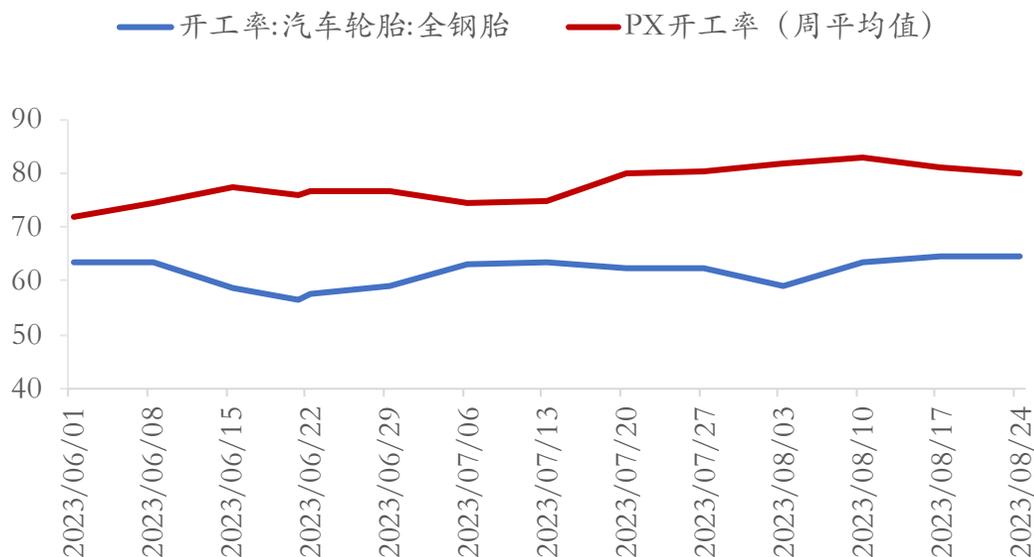
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：政策延续托底经济，价格有望小幅改善

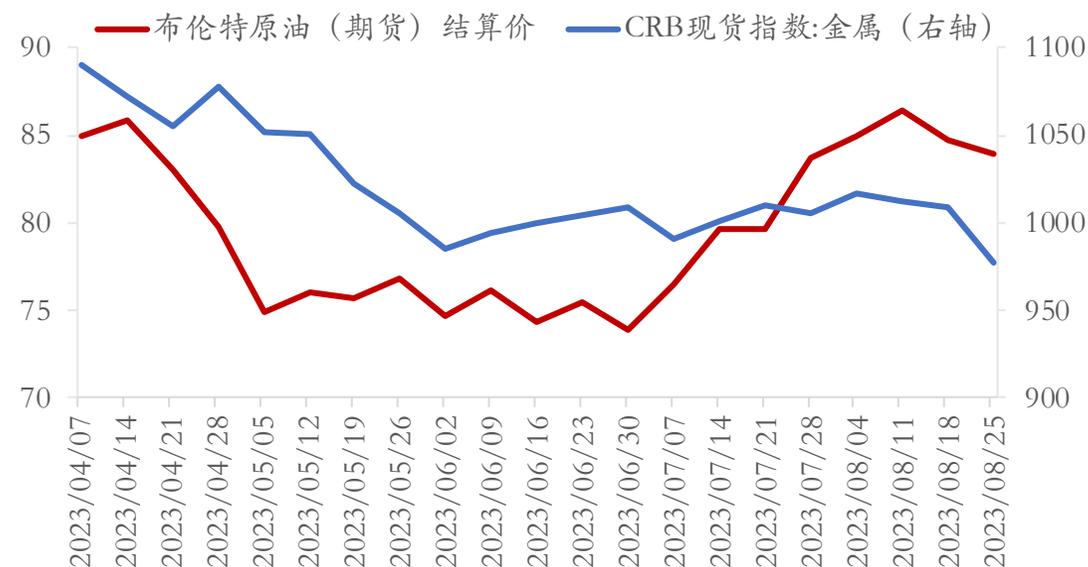
- ▶ **南华工业品指数：政策延续托底经济，价格有望小幅改善。** 库存去化速率趋缓，生产端延续恢复态势。汽车全钢胎开工率整体趋稳、小幅反弹至65%，PX开工率仍在80%以上，表明企业生产端继续修复。8月钢材预估日产量较7月基本持平于295万吨/天，与去年同期相比增长约6.3%，表明基建类项目开工有望提速。随着被动去库存周期逐步走向尾声，叠加政策延续托底经济，因此预计南华工业品价格继续小幅反弹。

PX开工率、汽车全钢胎开工率稳中略有反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

原油有所反弹、有色金属价格略有下行



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：地产新开工拖累解除，但供给端依旧充足

- ▶ **南华螺纹钢指数：地产新开工拖累解除，但供给端依旧充足。**粗钢产量8月整体趋稳，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，对新开工下行已经走出底部区域，不再对螺纹钢形成拖累。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，但供给端整体充足、价格预计不会大幅反弹，预计震荡偏多。

新开工下行已经走出底部区域，不再对螺纹钢拖累



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

8月粗钢产量整体趋稳



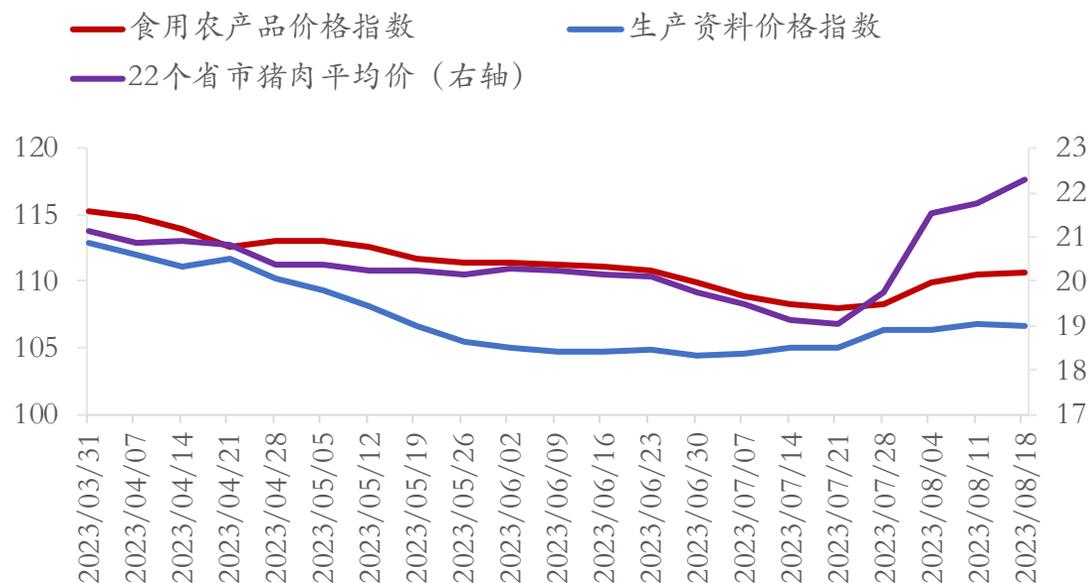
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：极端天气扰动、运输成本反弹，支撑价格上行

- ▶ **南华农产品指数：极端天气扰动、运输成本反弹，支撑价格上行。**猪肉价格低位反弹，8月前3周价格均值21.86元/公斤，与7月周价格均值19.35元/公斤相比明显反弹，与去年8月均值同比下降24.4%、降幅明显收窄。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，8月蔬菜价格指数同比下跌8.9%，与上月基本持平。综合来看，近期极端天气扰动、叠加运输成本反弹，农产品价格指数有望小幅上行。

食品价格7月底开始反弹明显



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

蔬菜价格环比小幅提升

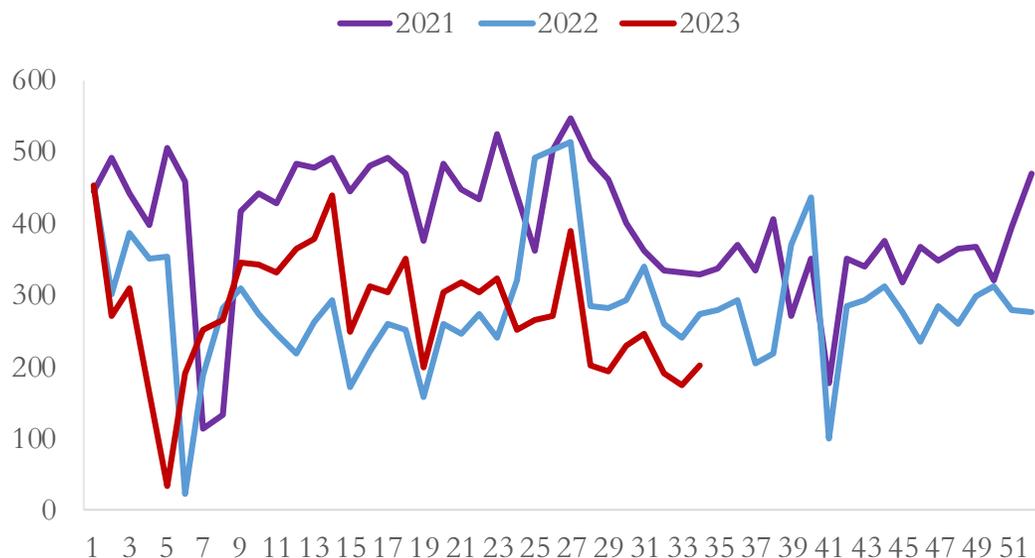


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

4.2 南华玻璃指数：地产销售改善缓慢，价格恐走弱

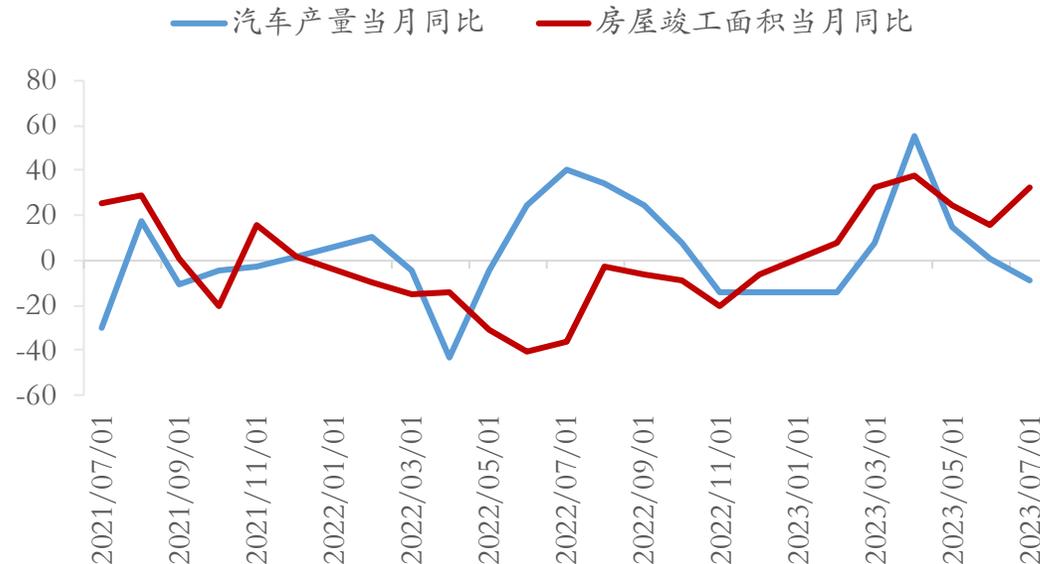
➤ **南华玻璃指数：地产销售改善缓慢，成本端拖累，价格恐走弱。**地产投资仍在下行周期，地产调控政策优化力度对后续地产销售影响较大。虽然7月24日中央政治局会议公报中强调适应地产新形势，适时调整房地产政策，有望在二套房认定、限购等领域进行优化，从而托底房地产。然而，近期地产调控放松政策传言较多但均被证伪，市场预期的调控政策大幅放松并未出现，部分城市如郑州、福州等放松了“认房又认贷”的标准，市场对此反应偏向于悲观。因此，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，我们认为拐点可能需要在调控政策优化具体举措明朗、力度有所加码后才会出现。但由于近期玻璃上游纯碱产能提升不及预期、成本端涨幅明显，玻璃价格恐小幅走弱。

8月30城商品房周销售面积同比延续走弱



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，同比与此前可比性弱化。

汽车产量同比增速有所回落，竣工端有一定提振



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



目录

1

配置逻辑：美债收益率上行趋缓

2

权益：存反弹契机，但不过度乐观

3

利率：中债利率或已至底，美债预计震荡

4

大宗：国内需求延续改善，海外抑制解除

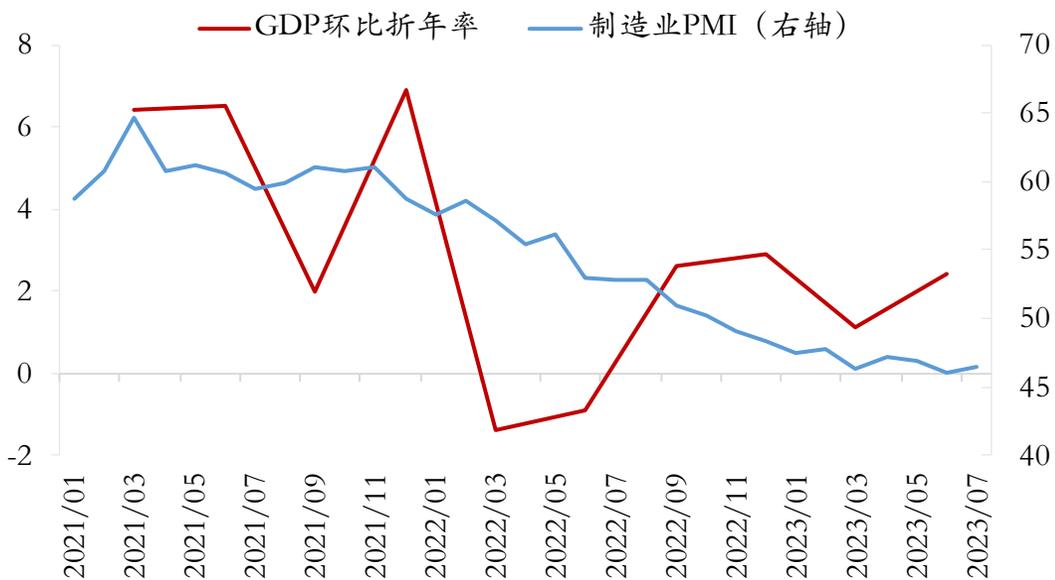
5

汇率：基本面差异助推美元走强

5.1 美元指数：基本面差异助推美元走强

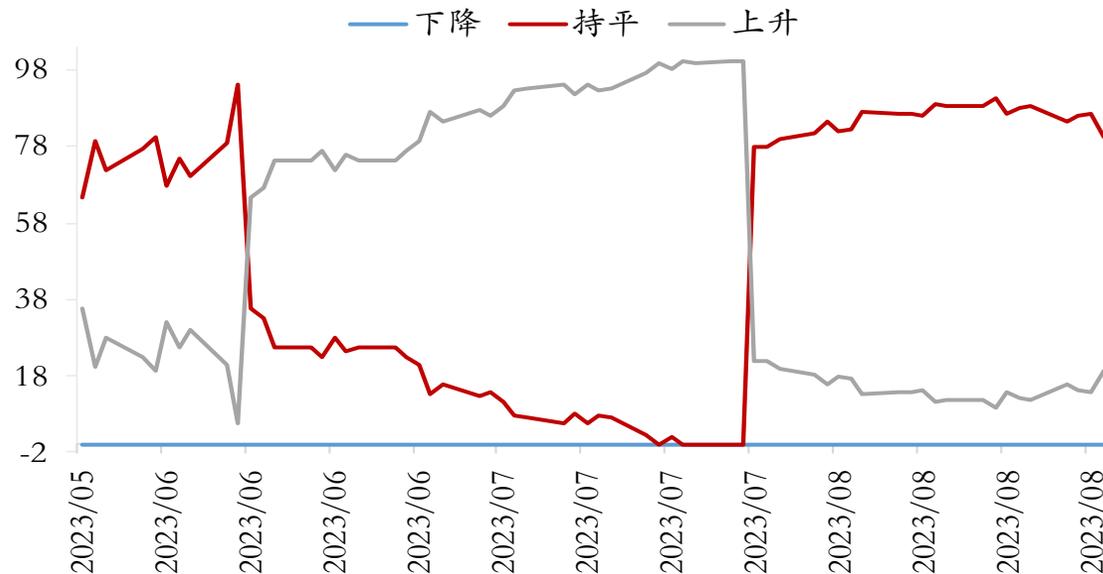
- 基本面差异助推美元走强。**美国经济数据维持韧性，7月制造业ISM-PMI较6月环比有所改善。相比之下，作为美元指数最大权重的欧元，欧盟近期经济走弱势头明显，恐继续助推美元走强。8月23日，欧元区综合PMI从7月的48.6%降至8月的47%，创下2020年11月以来的最低水平。尤其是，欧元区8月服务业PMI意外跌破荣枯线，从50.9%降至48.3%，远低于预期的50.5%。Q2欧元区GDP环比季调达0.3%，但Q3环比有可能跌入负值，进一步拖累欧元。考虑到欧美基本面差异，预计美元指数延续小幅走强，后续继续关注美联储对政策路径的表态是否发生转变。

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9月FOMC目标利率押注持平为主流

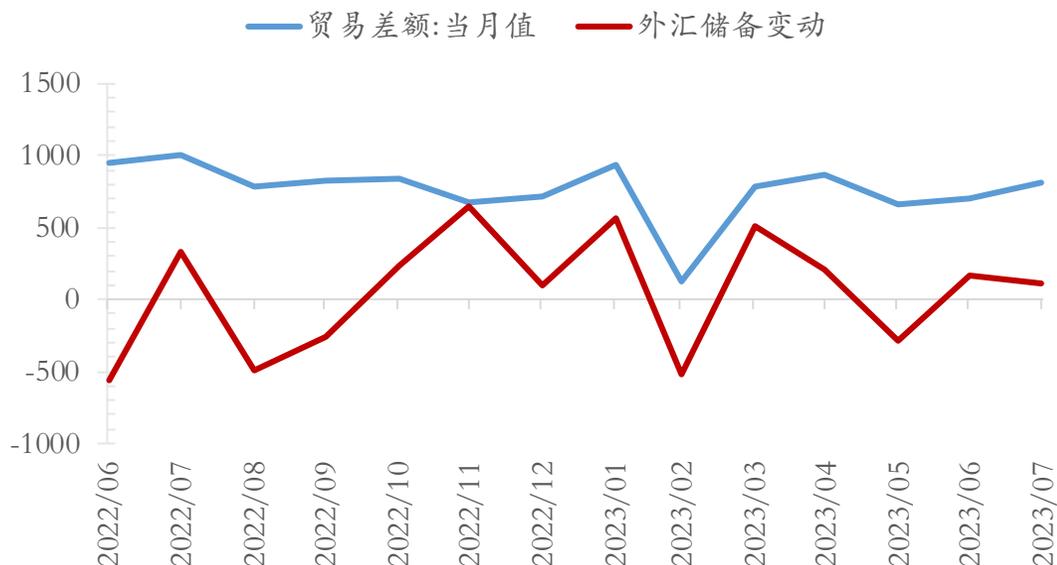


资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。

5.2 人民币：人民币汇率贬值压力仍存，但下方空间有限

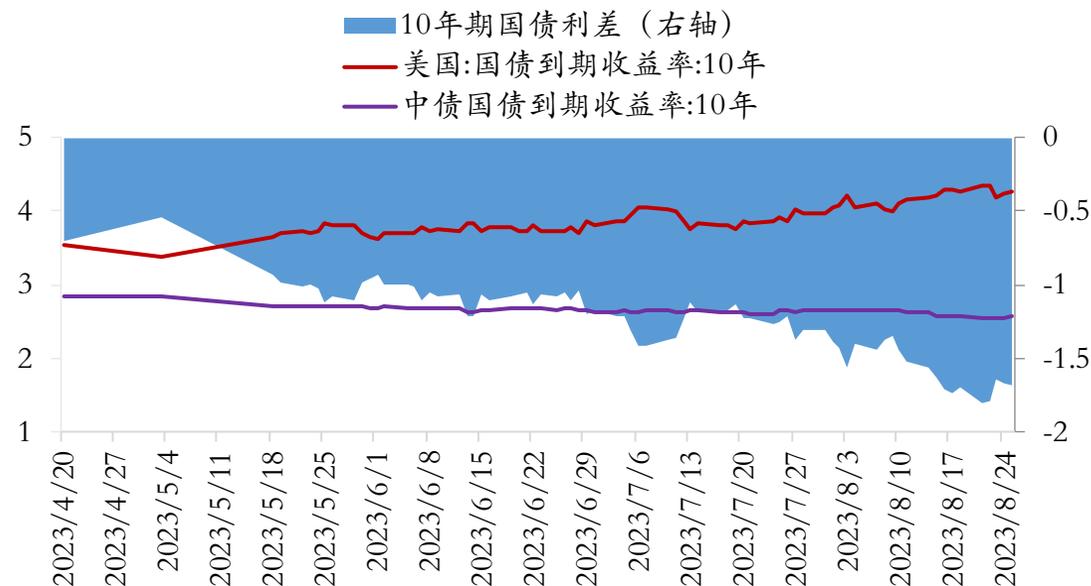
- 人民币汇率贬值压力仍存，但下方空间有限。央行二季度货币政策执行报告在专栏4中新增了“对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”的表述，汇率预期管理信号作用强烈。但目前来看，人民币汇率压力依然存在，一方面国内经济延续弱复苏态势，另一方面近期美债收益率因多重因素上行，尤其是美国经济数据强于市场预期，年内衰退概率降低，7月美联储会议纪要强调经济和通胀韧性、整体基调偏鹰派，美国财政部增加国债发行等，短期内10Y美债利率难以回落、中美利差恐继续小幅扩大。展望9月，美联储大概率不会进一步加息，但不排除继续维持鹰派态度继续拉高美债收益率，同时国内经济复苏仍需要更多政策发力以及宏观数据予以验证，因此人民币贬值压力尚在，但干预预期之下，下方空间有限。

7月外汇储备由流入额有所下降



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。