

大类资产每周观察

美尔雅期货大类资产周报 20230716

研究员：蒲祖林

投资咨询证号：Z0017203

Email: puzl@mfc.com.cn





C 目录

CONTENTS

1

主要观点

2

行情回顾

3

基本面分析

4

量化诊断



大类资产周评：美国6月通胀降温，国内居民、企业融资改善



● 策略概述

- 1、美国6月通胀CPI超预期回落，居民短期通胀预期大幅下降，市场预期2024年初美联储降息，金融条件边际向好，风险资产价格大幅反弹。
- 2、国内6月物价指数面临通缩风险，货币供需显示居民和企业部门融资需求大幅改善，地产销售疲弱拖累经济复苏，强刺激政策期待落空后，市场回归自发修复路径下的震荡格局，风险偏好受海外宏观扰动。货币供需延续中性，债务融资需求持续偏强，资金价格震荡反弹。地产新房和二手房销售高频数据持续超季节性回落，位于近6年低位，制造业产能利用率有所走弱，制造业宏观需求仍显疲弱，信用脉冲指数指向7月后经济有望二次宽信用，缓慢复苏可期，权益类资产价格预计将震荡筑底和结构分化，重点关注阿尔法投资机会。

● 投资要点

上周美国6月通胀数据意外超预期下滑，与前一周就业市场表现形成背离，美国通胀和经济变化频繁扰动市场，美十债利率前高受阻回落，风险资产价格反弹。随着高利率和深度倒挂收益率曲线的长时间冲击，海外宏观制造业需求下行给企业盈利带来巨大压力，国内因进入被动去库存周期，宽松货币传导至实体滞后效应开始体现，经济有自发复苏动能，但政策层面强刺激方案落空，国内市场风险偏好驱动不强。本周大类资产配置方面建议回调后多风险资产（股票）空避险资产（国债）进行配置，权益风格差异不显著，商品中性配置，短期预计利多出尽小幅调整，风格多内需空外需，多农产品空工业品，利率多二债、五债，空十债和三十债，货币预计震荡偏多，建议逢低多黄金和白银。

- 风险提示 中美冲突、俄乌地缘冲突、美国通胀扰动、国内实体经济恢复不及预期

策略建议

大类资产	品种	策略观点	核心逻辑
权益	上证50/沪深300	震荡偏多	美国6月通胀CPI超预期回落，居民短期通胀预期大幅下降，市场预期2024年初美联储降息，金融条件边际向好，风险资产价格大幅反弹，外资风险溢价指数处于高位水平，国内股市具有较强配置价值。国内地产高频销售持续超季节性走弱，制造业产能利用率再显疲态，信用脉冲指数指向7月经济企稳上行，经济自发缓慢复苏，权益类资产价格短期低位震荡反弹， 可急跌配置股指期货IF、IH、IC、IM多单
	中证1000/中证500	震荡偏多	
	成长	震荡偏多	
	周期	震荡偏多	
债券	10债到期收益率	高位震荡	国内地产销售高频数据持续超季节性走弱，制造业产能利用率再显疲态，信用脉冲指数指向6月后经济企稳上行，短期货币供给中性，货币需求持续增加，强刺激预期落空后预计经济低位缓慢复苏，股债风险溢价指数显示债券相对权益资产估值偏高， 可择机高位进行国债期货空单配置。
	10-2Y价差	震荡偏多	
	美10债到期收益率	震荡	
商品	南华工业品	震荡调整	国内地产销售高频数据持续超季节性走弱，制造业产能利用率再显疲态，国内因进入被动去库存周期，在强刺激预期落空后，经济自发复苏缓慢，商品整体反弹高度有限，考虑外需受欧美制造业下滑的拖累面临下行压力， 预计大宗商品价格当前位置短期震荡调整 ，外需品种相对偏空，建议多内需空外需，多下游空上游，多金属空化工，多农产品空工业品进行配置， 农产品处于天气主导的季节性炒作阶段，建议急跌做多。
	南华农产品	震荡	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	震荡上涨	美国6月通胀数据意外超预期下滑，与前一周就业市场表现形成背离，美国通胀和经济变化频繁扰动市场，美十债利率前高受阻回落，贵金属预计震荡上涨，建议 回调做多白银、黄金 。随着国内经济二次缓慢复苏，美元兑人民币短期预计高位震荡。
	美元指数	震荡下跌	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾

➤ 过去一周大类资产表现：港股领涨，美元指数领跌

港股>欧美股市>国内股市>大宗商品>美债>贵金属>国内债券>美元指数

全球大类资产价格涨跌幅											
国内股市			海外和港股			大宗商品			利率和货币		
上证指数		1.29%	恒生中国企业		5.81%	南华商品		2.61%	十债收益率(%)		0.0061
深证成指		1.76%	恒生指数		5.71%	南华能化		4.83%	二债收益率(%)		0.0281
创业板指		2.53%	恒生科技指数		8.39%	南华黑色		2.17%	期限利差 (10-2Y)		-0.0220
上证50		2.35%	富时新兴市场指数		3.02%	南华有色金属		1.48%	DR007(%)		0.0522
沪深300		1.92%	富时欧洲		3.01%	螺纹钢		0.43%	美国十债收益率(%)		-0.2300
科创50		-0.03%	标普500		2.42%	生猪		-4.66%	美国二债收益率(%)		-0.2000
中证1000		0.35%	纳斯达克综指		2.29%	WTI原油		4.55%	美债期限利差 (10-2Y)		-0.0300
中证500		1.16%	道琼斯工业平均		3.32%	路透CRB商品指数		3.37%	德国十债收益率(%)		-0.1500
周期(风格.中信)		1.40%	德国DAX		3.22%	COMEX铜		4.78%	COMEX黄金		1.49%
成长(风格.中信)		1.51%	日经225		0.01%	CBOT大豆		2.29%	美元指数		-2.31%

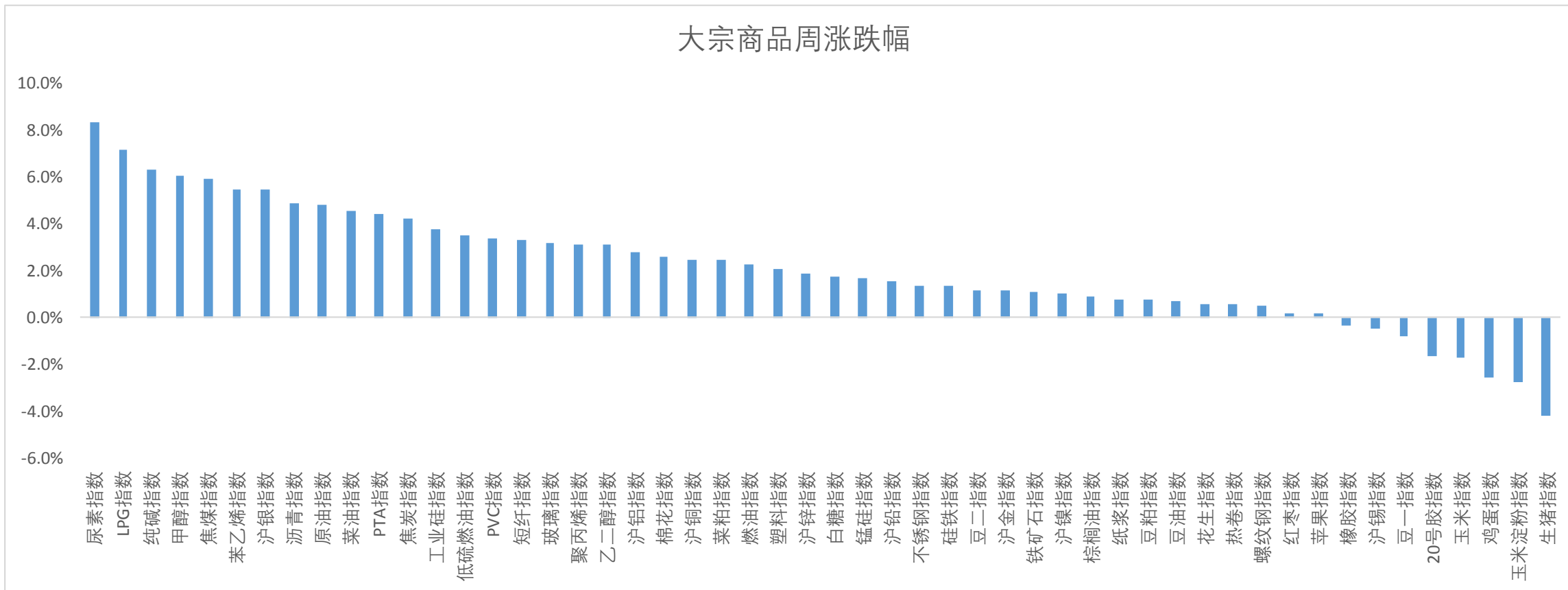
数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：尿素领涨，生猪领跌

尿素>LPG>纯碱>甲醇>.....20号胶>玉米>鸡蛋>淀粉>生猪

大宗商品周涨跌幅

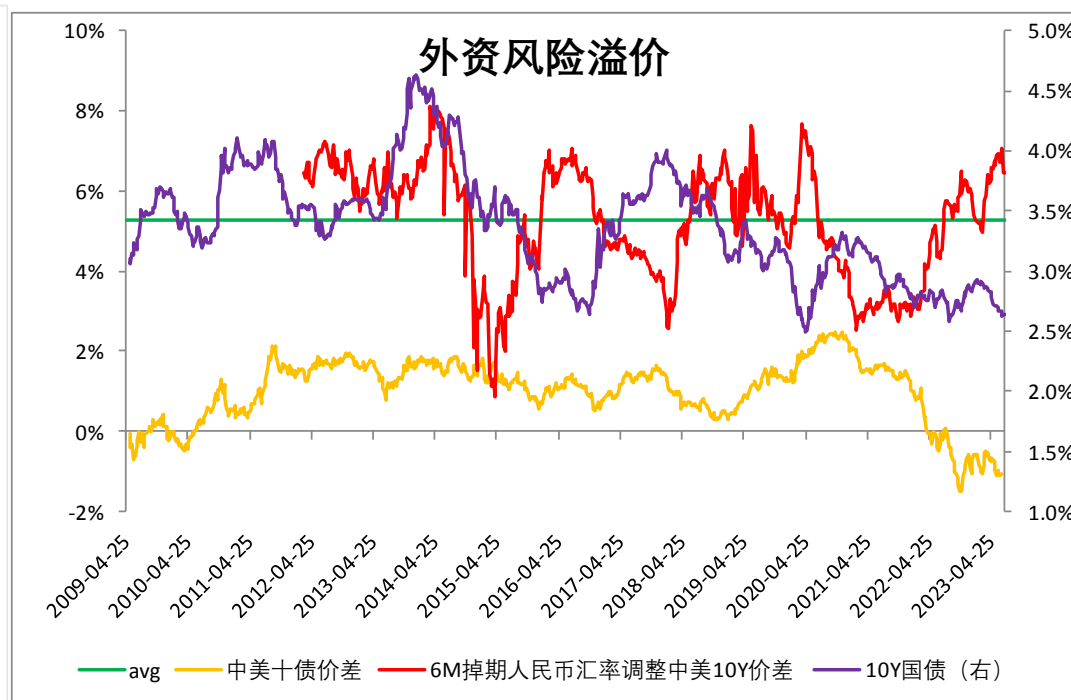
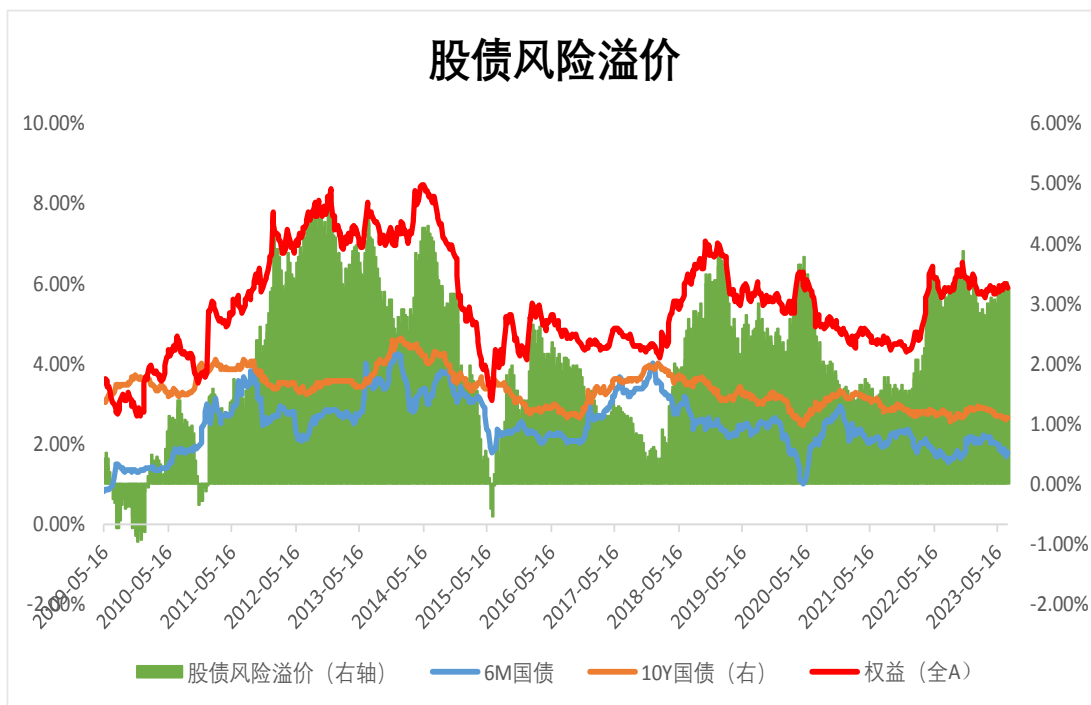


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

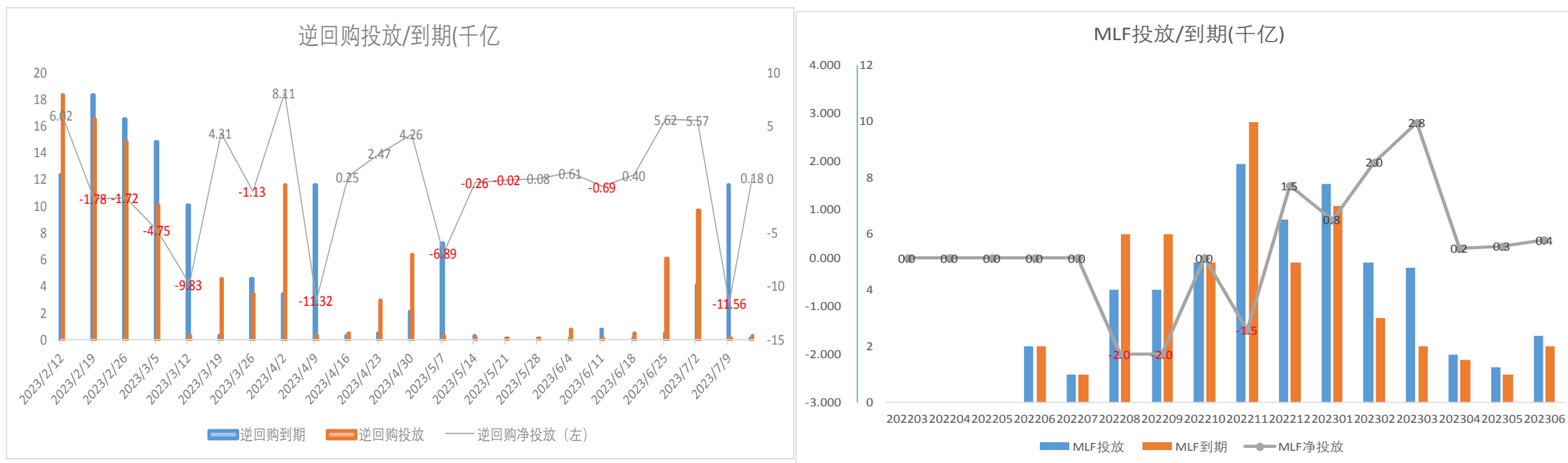
过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.28%**，较上周下降**0.08%**，位于**79%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.505%**，较上周反弹**0.07%**，位于**79.8%**分位点，外资吸引力位于高位。



货币供需分析——货币供应

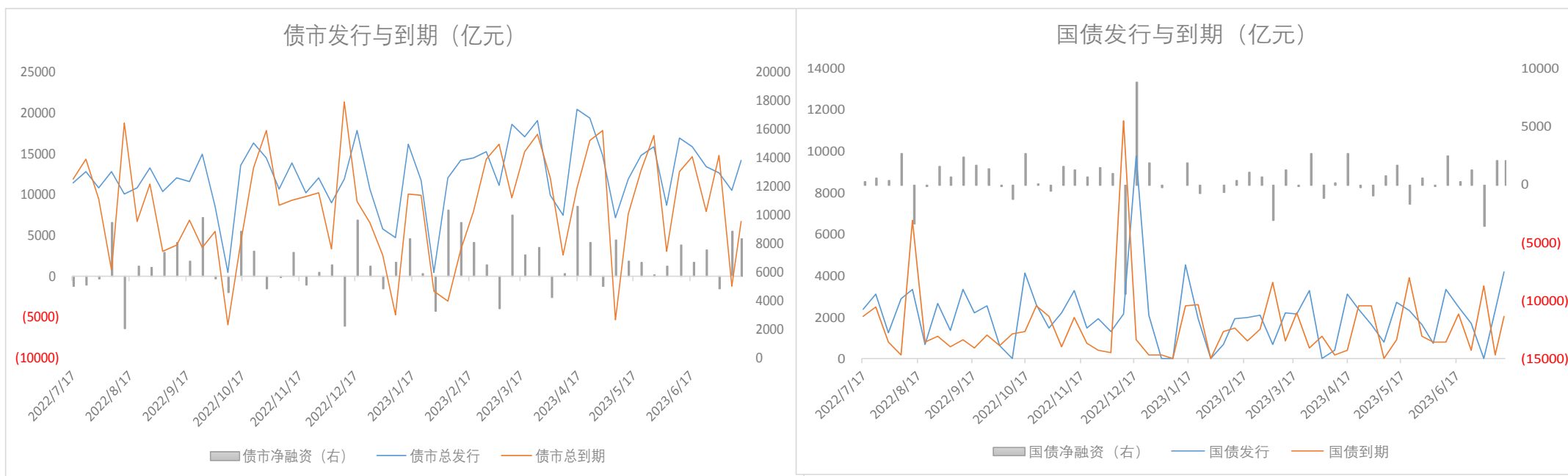
上周央行OMO逆回购到期130亿元，逆回购投放310亿元，货币净投放180亿元，货币供给维持中性。同时，MLF在6月份投放2370亿，到期2000亿，持续超额续作，净投放370亿，总体6-7月货币供应维持中性。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

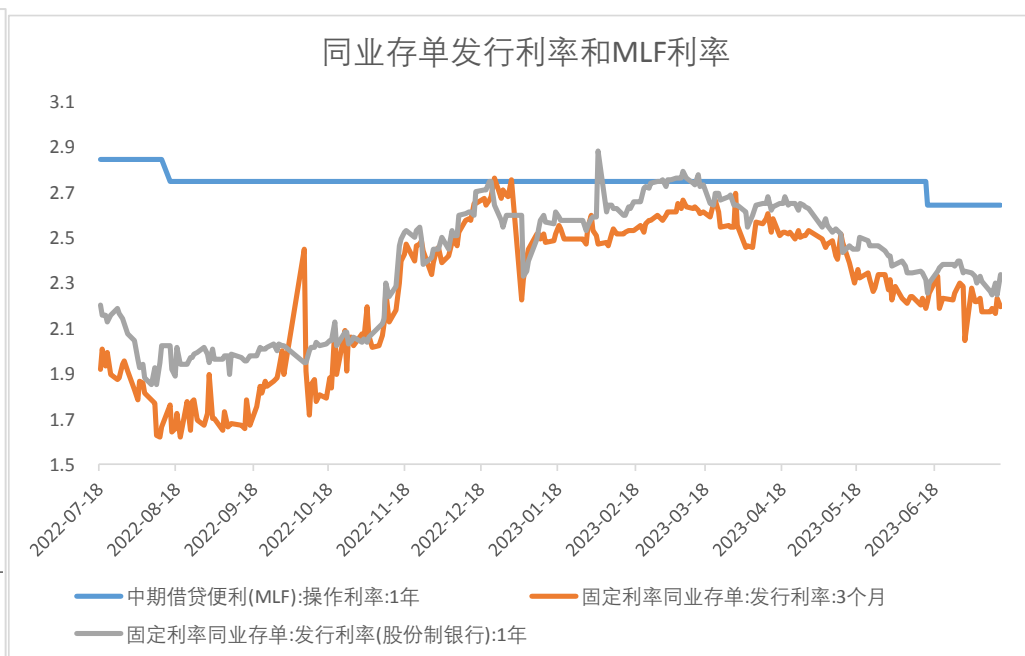
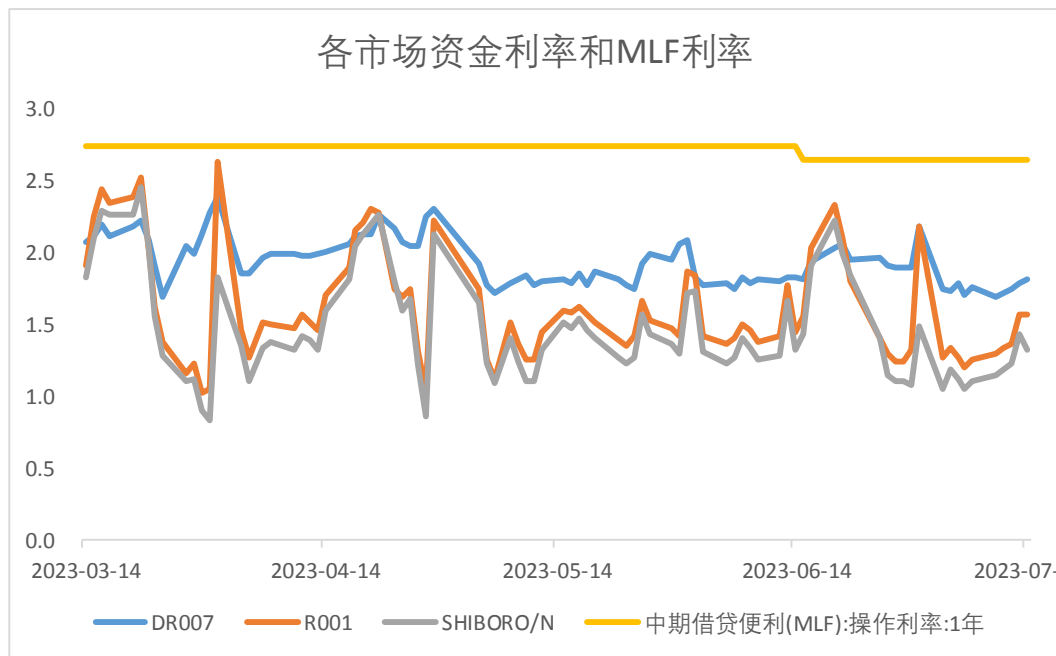
上周国债发行4215亿，到期2043.6亿，货币净需求2171.4亿；地方债发行792.3亿，到期628.7亿，货币净需求163.5亿；其他债发行9244.4亿，到期6917.2亿，货币净需求2327.3亿；债市总发行14251.7亿，总到期9589.5亿，货币净需求4662.2亿，货币需求维持高位，上周主要系国债和企业债务融资支撑。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

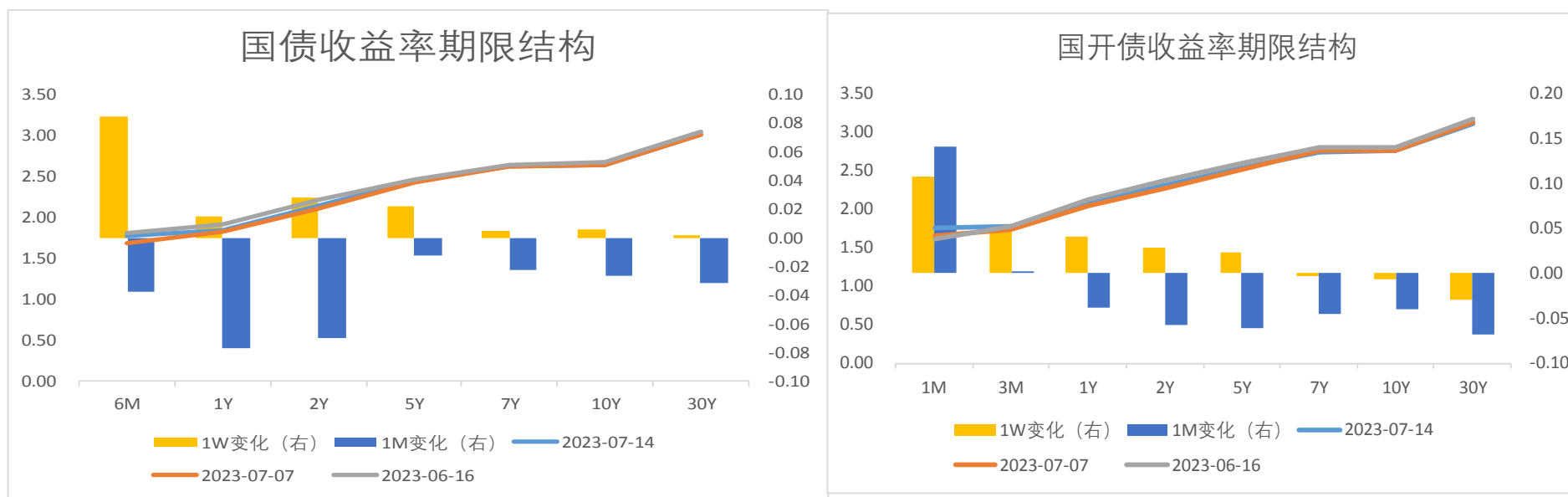
上周市场资金价格震荡分化，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化5.2bp、31.7bp、22.8bp至1.81%、1.57%、1.33%。同业存单发行利率反弹0.7bp，股份制银行发行的CD利率大幅反弹2.7bp至2.34%，仍然大幅低于MLF利率1年期利率水平（2.65%），实体真实总量需求边际改善。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-期限结构

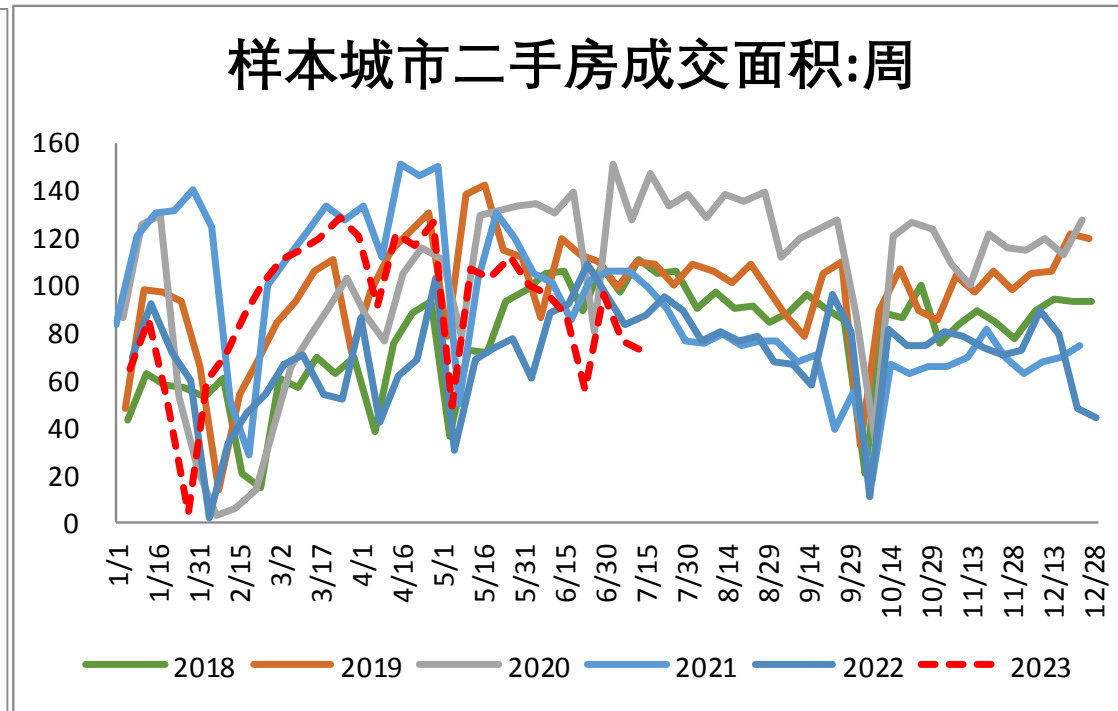
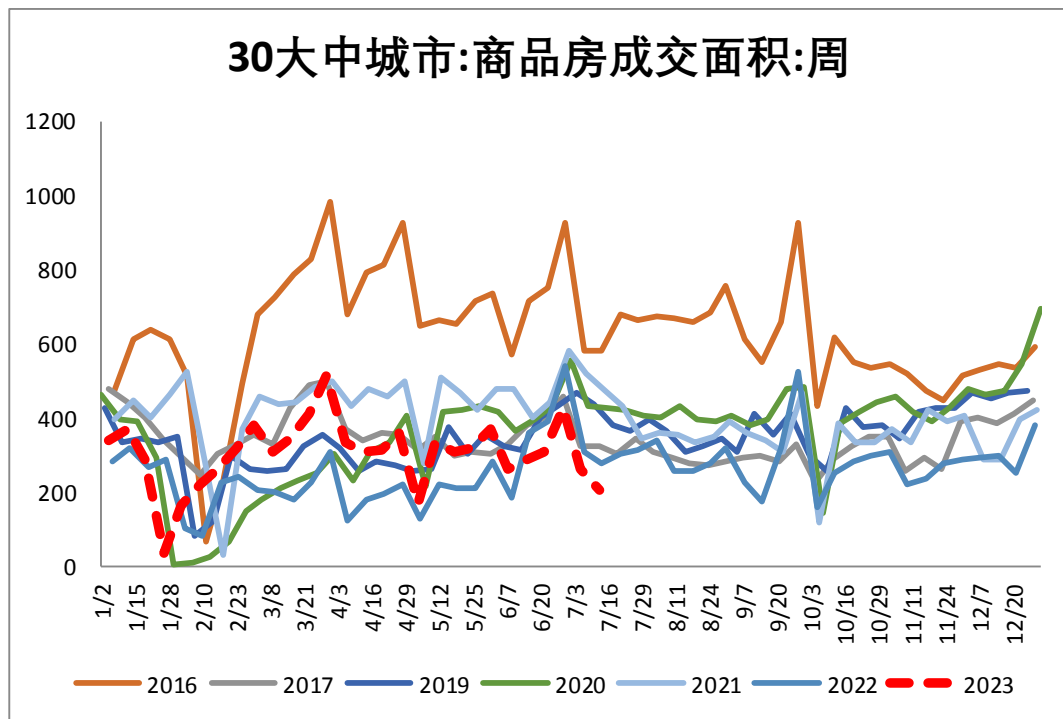
上周10年期国债收益率较前一周反弹0.6bp，5年期国债收益率反弹2.2bp，2年期国债收益率反弹2.8bp；10年期国开债收益率较前一周回落0.6bp，5年期国开债收益率反弹2.4bp，2年期国开债收益率反弹2.9bp，整体来看，上周收益率期限结构大幅走平，国债和国开债之间的信用利差变化不大，隐含债券市场短期对于宽信用预期走弱。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

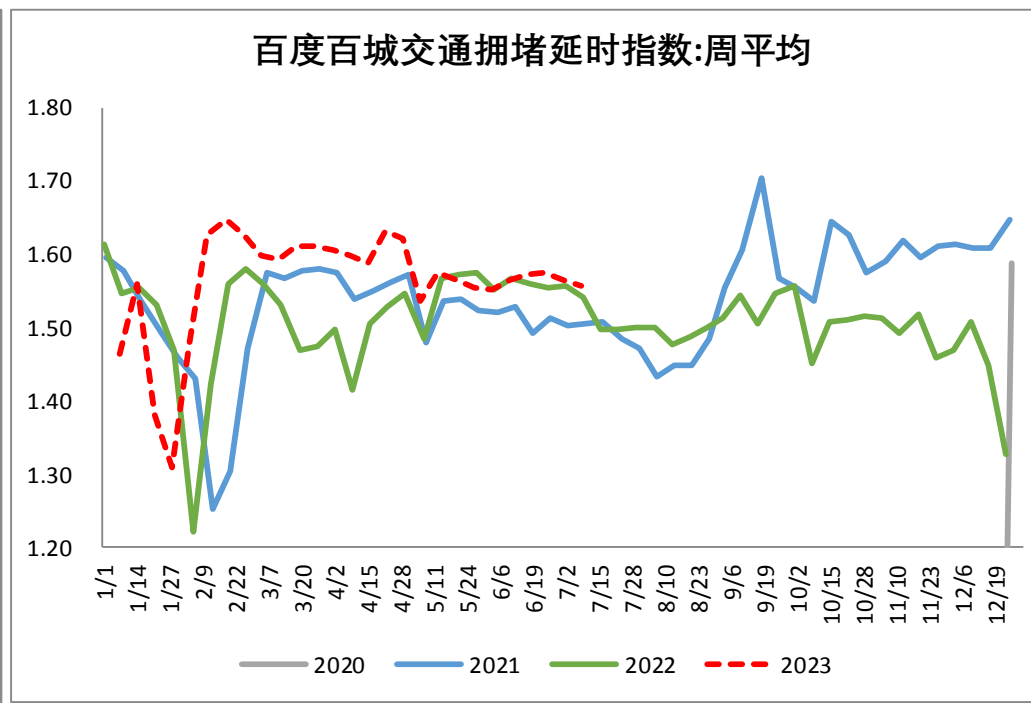
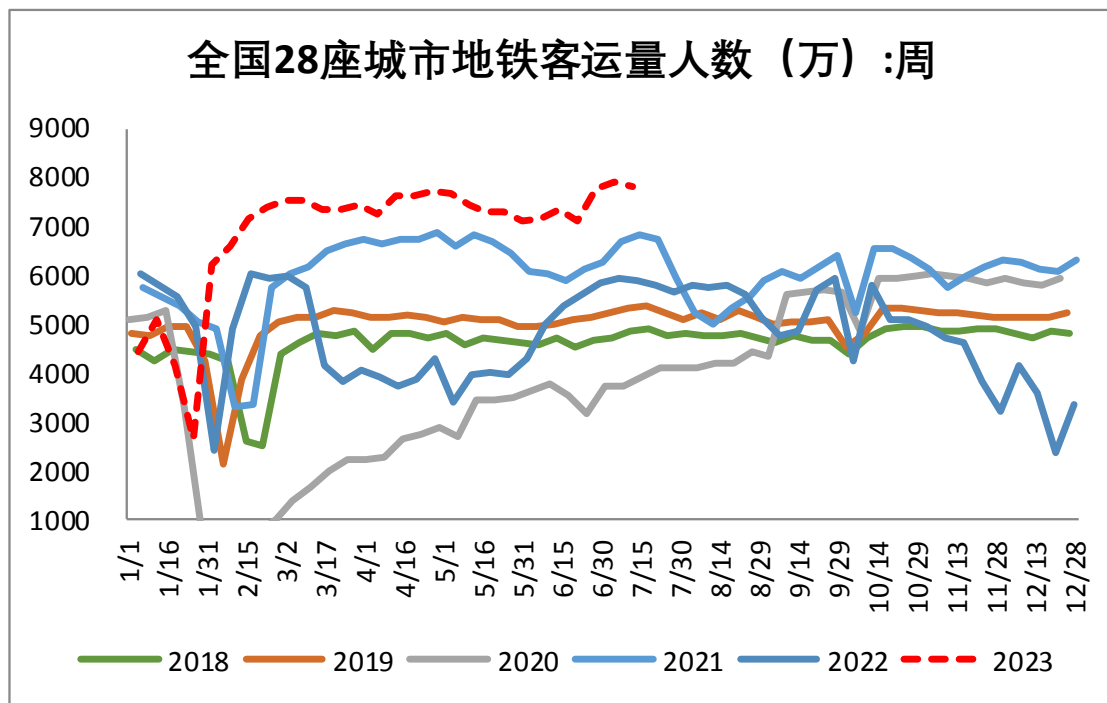
实体经济分析——地产需求

截止7月13日数据，30大中城市商品房周成交面积为204.4万平方米，环比上周262.8万平方米季节性回落22.2%，与疫情前的2019年同期相比下滑52.9%，位于近7年最差水平，且趋势进一步恶化；二手房销售季节性下滑，较上周回落5.6%，位于近7年新低，上周地产高频销售再次超季节性回落，并且将持续季节性下滑至8-9月份。



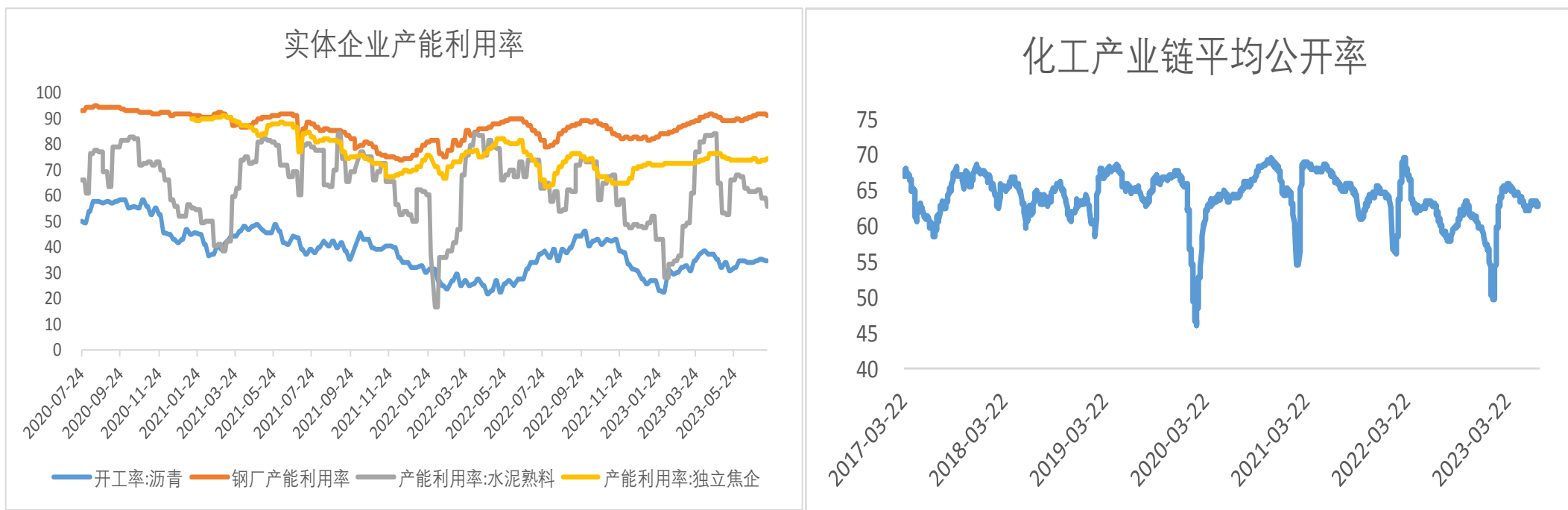
实体经济分析——服务业活动

截止7月14日，全国28大中城市地铁客运量大幅下降，周度日均7795.8万人次，较去年同期增34.5%，较2021年同期增长31.7%，服务业经济活动持续改善。百城交通拥堵延时指数与上周持平，位于2022年水平附近，综合来看，服务业经济活动脉冲复苏减弱，趋于自然增长水平，周度环比持续向好。



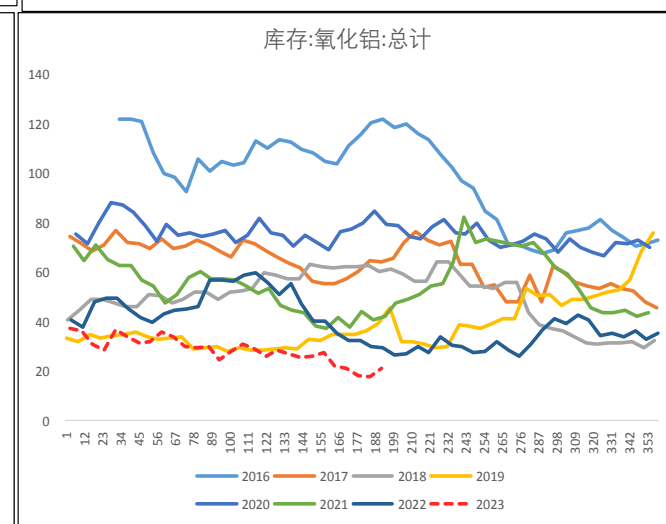
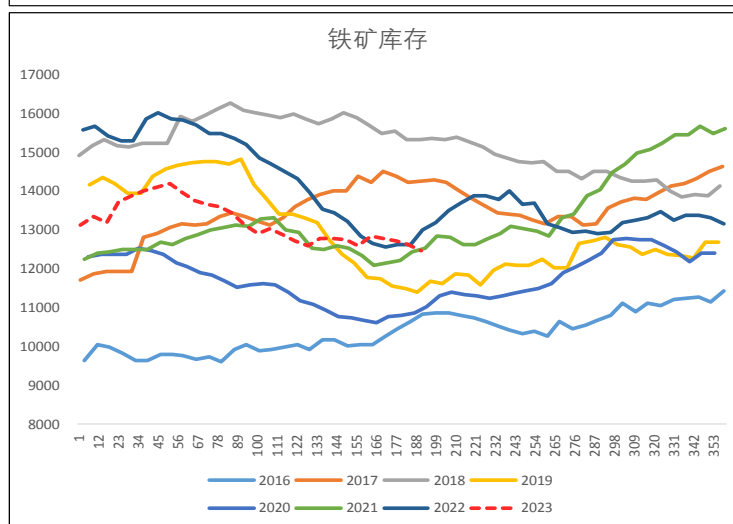
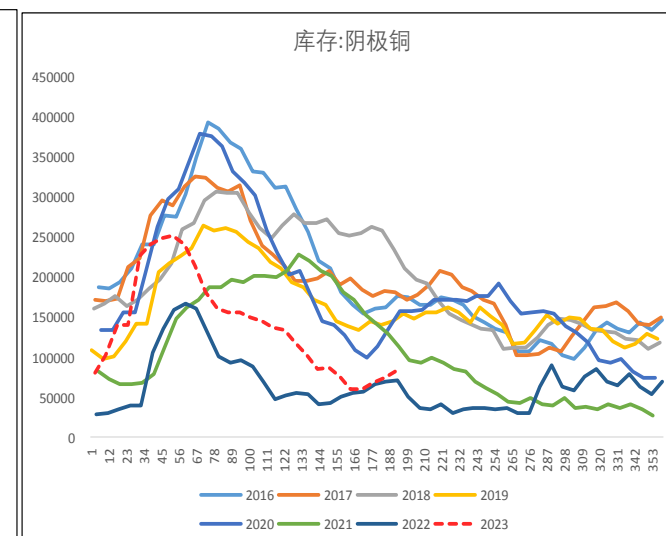
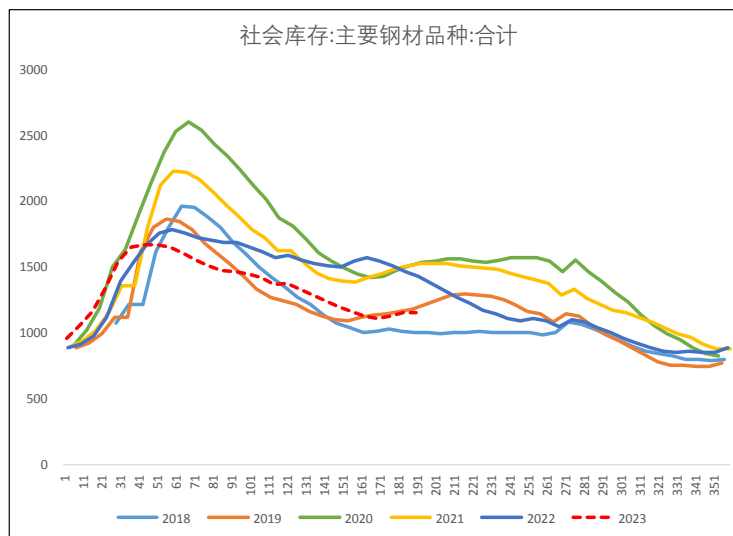
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率开始走弱，钢厂产能利用率下降0.91%，沥青产能利用率下降0.1%，水泥熟料企业产能利用率下降3.3%，焦企产能利用率反弹0.7%，表明地产基建相关行业需求边际变差，外需相关的化工产业链平均开工率较上周反弹0.14%，综合来看，制造业内需维持弱势改善，外需仍面临压力。



大宗商品分析——金属库存

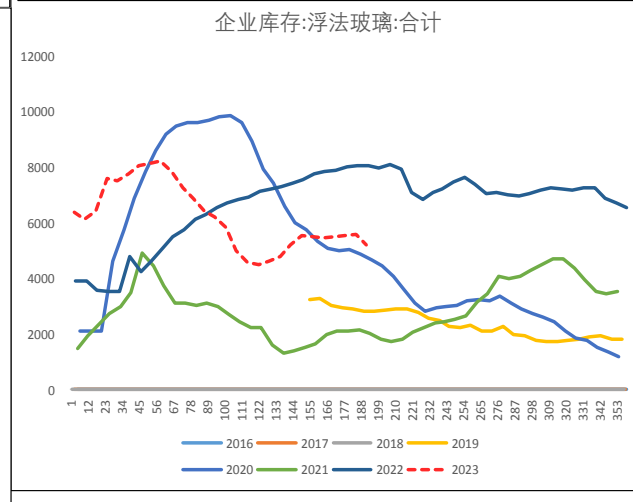
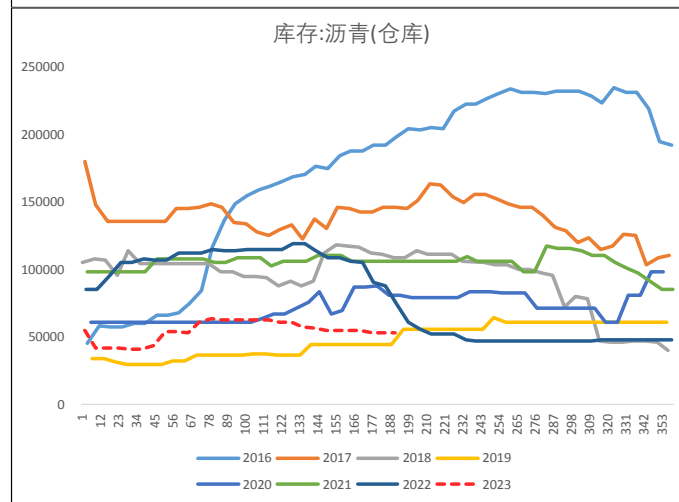
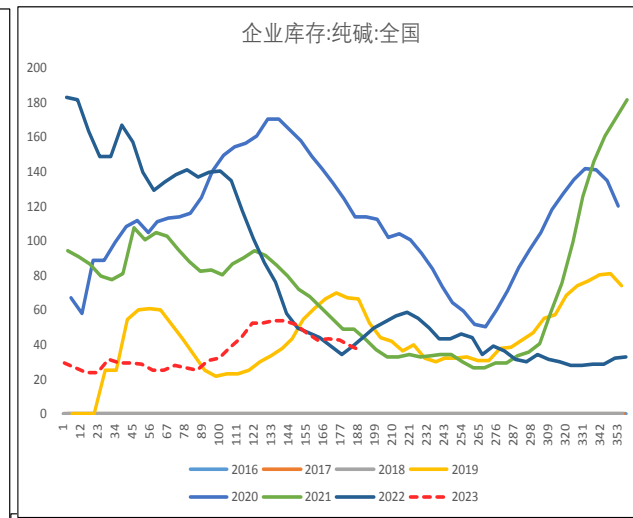
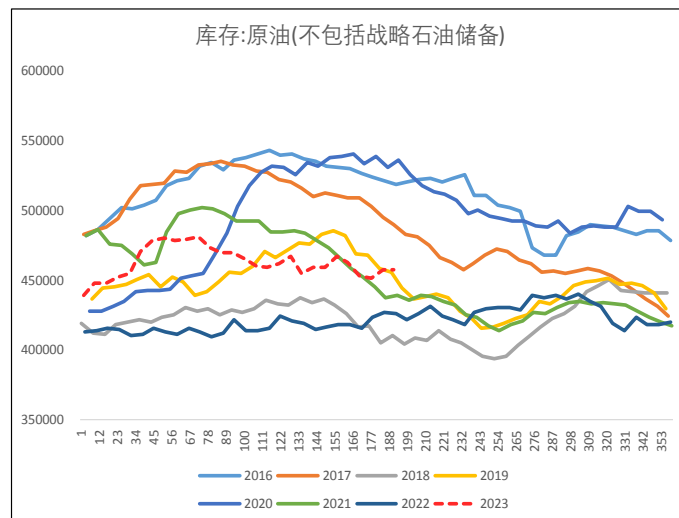
- ✓ 钢材、铜、铁矿、铝处于季节性累库周期初期。
- ✓ 钢材开始小幅下降，铜库存连续增加，位于7年低位，铁矿库存震荡回落。
- ✓ 氧化铝的库存处于近6年以来低位水平，上周库存季节性反弹。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

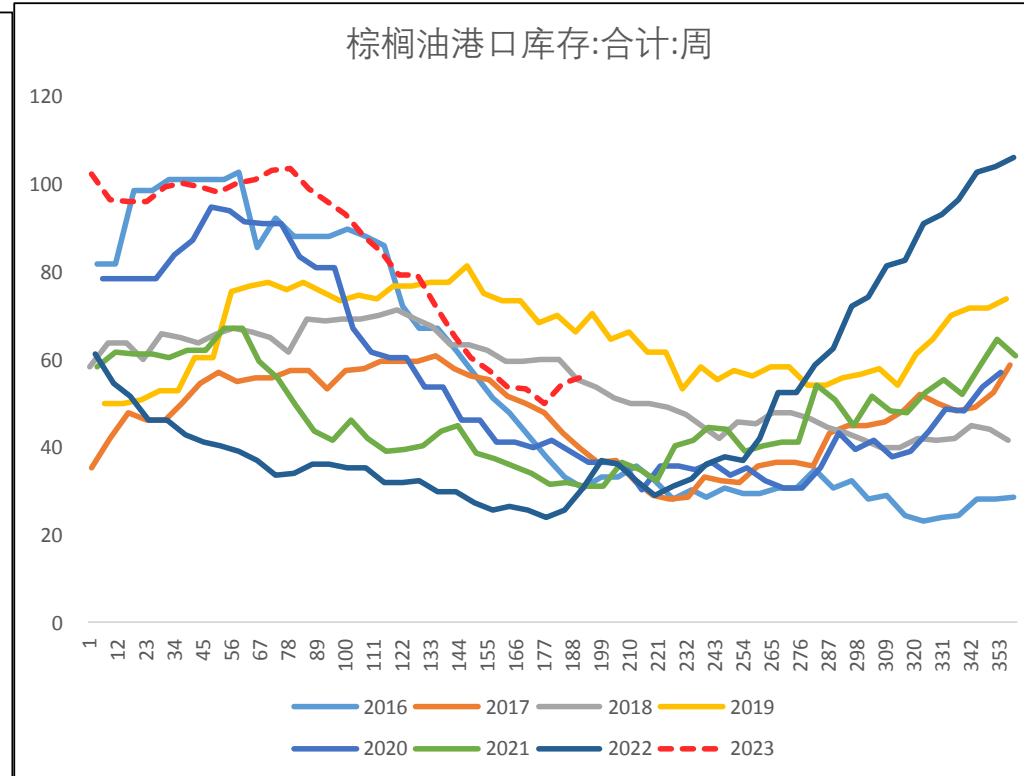
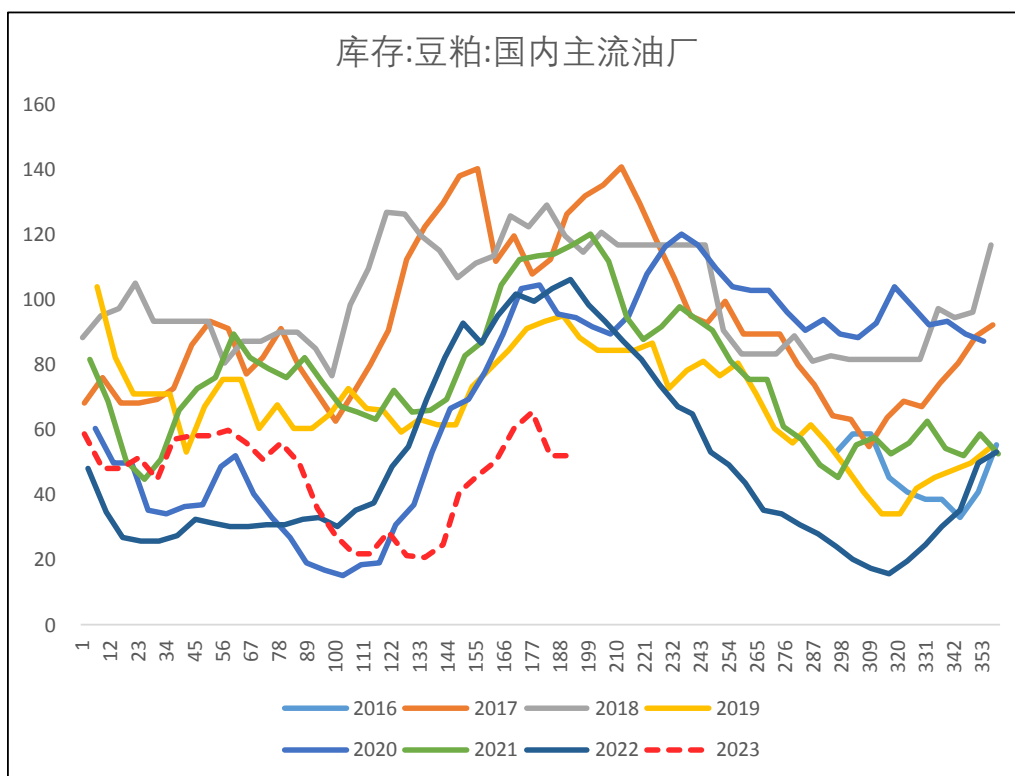
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存降至中性水平附近，上周库存小幅反弹。
- ✓ 沥青库存中性偏低，上周库存持续小幅下降，接近2019年低位
- ✓ 纯碱未来2-3个月位于季节性降库周期，上周库存小幅下降，位于近5年低位。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存再度开始下降，驱动玻璃价格大幅反弹。



大宗商品分析——农产品库存

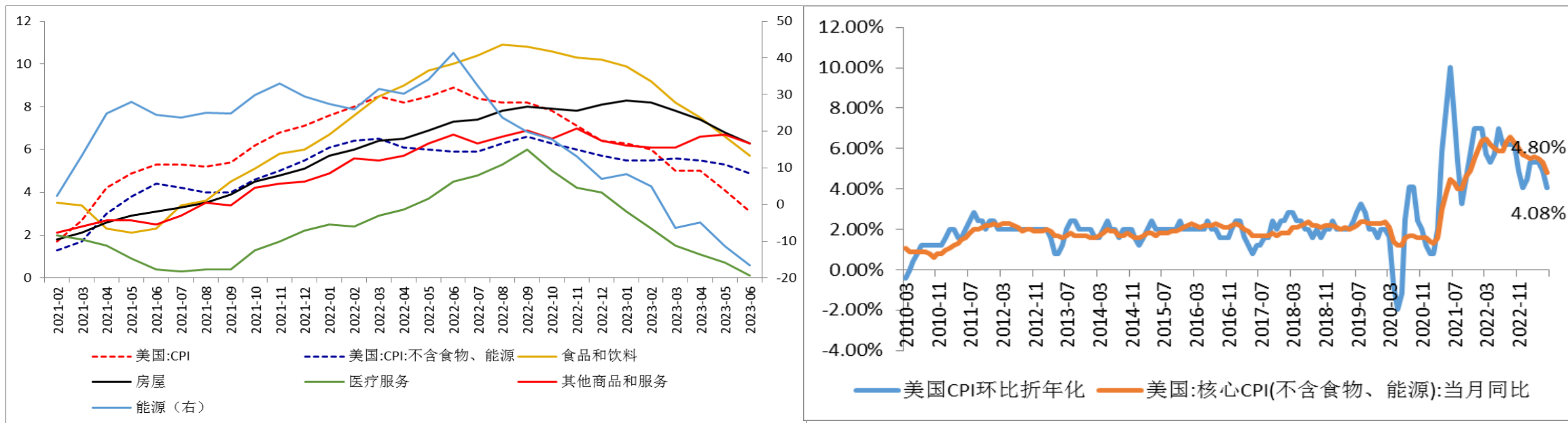
豆粕上周库存大幅回落，仍然位于过去8年低位，未来1-2月开始季节性降库存周期，油脂库存季节性下降，上周再次反弹，位于2018年水平附近，关注油脂反弹结束后继续降价，豆粕价格预计高位偏强运行。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

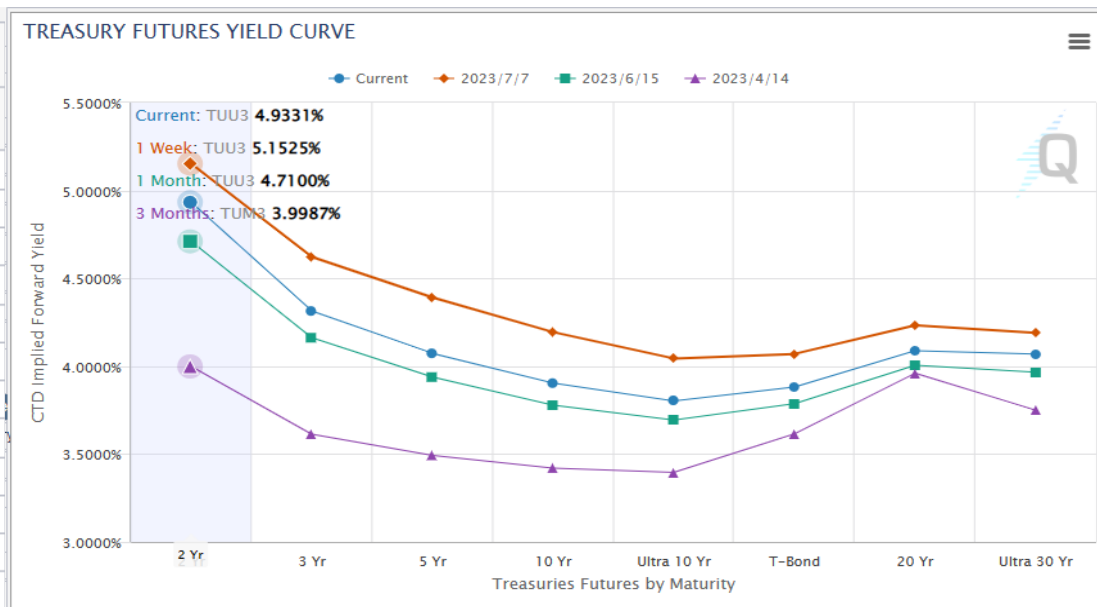
上周美国公布6月通胀数据，CPI同比增速录得3%，低于预期值3.1%和前值4%，核心CPI同比增速录得4.8%，低于市场预期值5%和前值5.3%，位于近两年最低水平。环比折年化的核心CPI增速下降至去年12月份低点4.08%，按此趋势，7月有望回落至3.5%附近。结构来看，能源分项进一步下降至-16.5%，为通胀下行贡献主要力量，房屋和食品饮料虽然持续下行，但绝对值仍处于高位。去年6月为通胀增速最高点，随着基数效应减弱和能源价格反弹，7月后通胀有望逐渐止跌反弹。



基本面分析——海外宏观

上周美国纽约联储调查显示美国消费者短期通胀预期降至两年最低，对未来三年和五年的通胀率预期稳定在3%，消费者通胀预期得以有效抑制。同时6月通胀超预期下滑，市场对联储紧缩货币政策效果表示乐观，预期2024年一季度降息。根据芝商所CME FedWatch工具显示，目前市场对于7月加息25bp的概率为93%，对于11月再次加息25bp的概率升至53%，预期2023年12月和2024年1月开始降息。美国国债期货市场隐含的收益率大幅回落，10年期国债收益率从上周4.2%回落至3.9%，收益率曲线小幅走平。

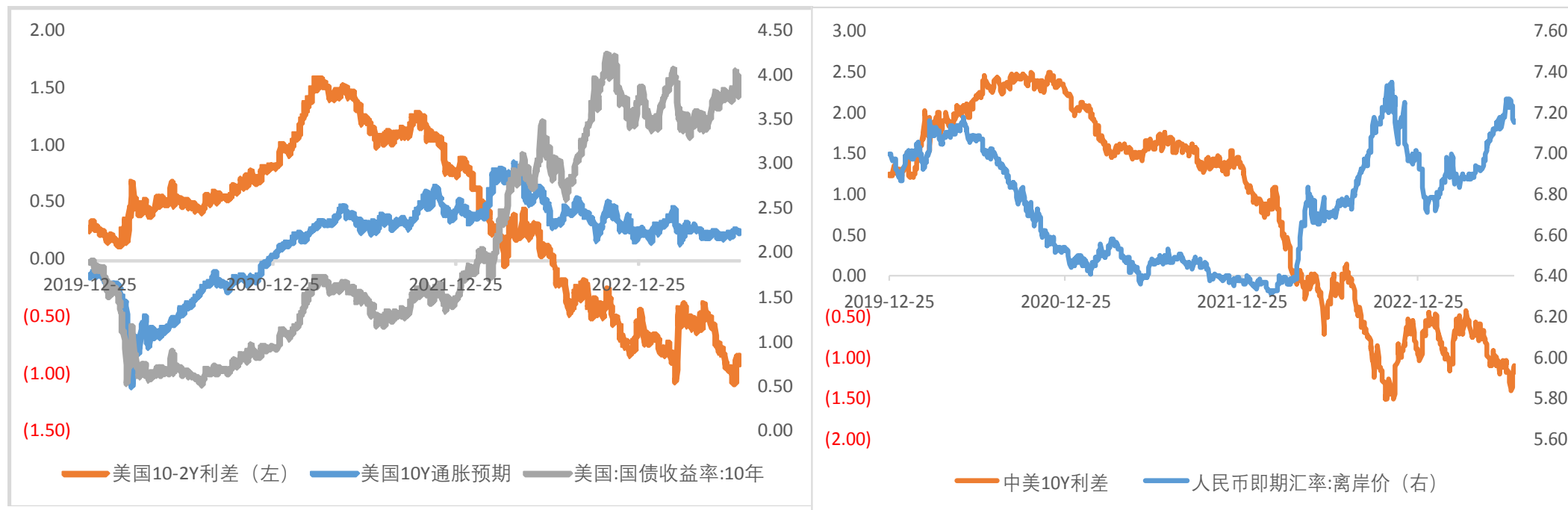
MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	82.7%	11.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	37.8%	53.1%	6.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	28.2%	49.0%	19.2%	1.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.6%	39.8%	32.3%	9.5%	0.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	24.9%	37.1%	24.1%	6.3%	0.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.4%	26.1%	35.8%	22.4%	5.8%	0.5%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.1%	18.2%	31.5%	28.4%	13.2%	2.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.5%	16.5%	29.7%	28.8%	15.2%	4.2%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.2%	23.9%	29.2%	21.2%	9.0%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	2.3%	9.6%	21.5%	28.2%	22.7%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.3%	16.1%	25.2%	25.2%	16.5%	7.0%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

上周美国十债利率大幅回落23bp至3.83%，通胀预期回落3bp，实际利率回落20bp至1.59%，驱动风险资产价格大幅反弹。美债10-2Y价差倒挂程度小幅扩大3bp至-91bp，在前低位置形成支撑，在6月通胀数据超预期下滑的驱动下，市场预期2024年开始降息，市场对预期远期通胀韧性担忧减弱。中美利差倒挂程度大幅缩窄23.6bp至-118.5bp，在美元下跌背景下人民币大幅升值，离岸人民币升值幅度0.94%。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

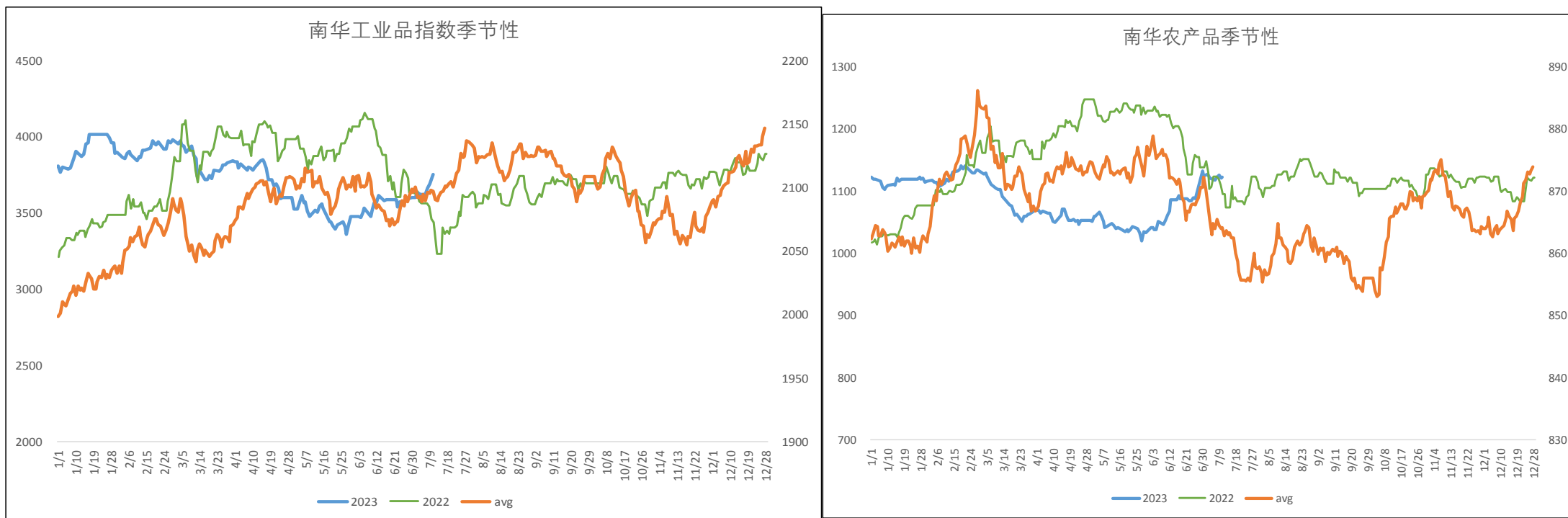
量化诊断——权益

根据季节性规律分析，6月份经济处于全年经济由弱转强阶段，量化模型诊断股市6-9月将开启季节性震荡上涨趋势，上周市场大幅反弹，主要受海外金融条件好转驱动，预计本周将持续震荡反弹。风格方面，在利率震荡的背景下，预计风格差异不显著。



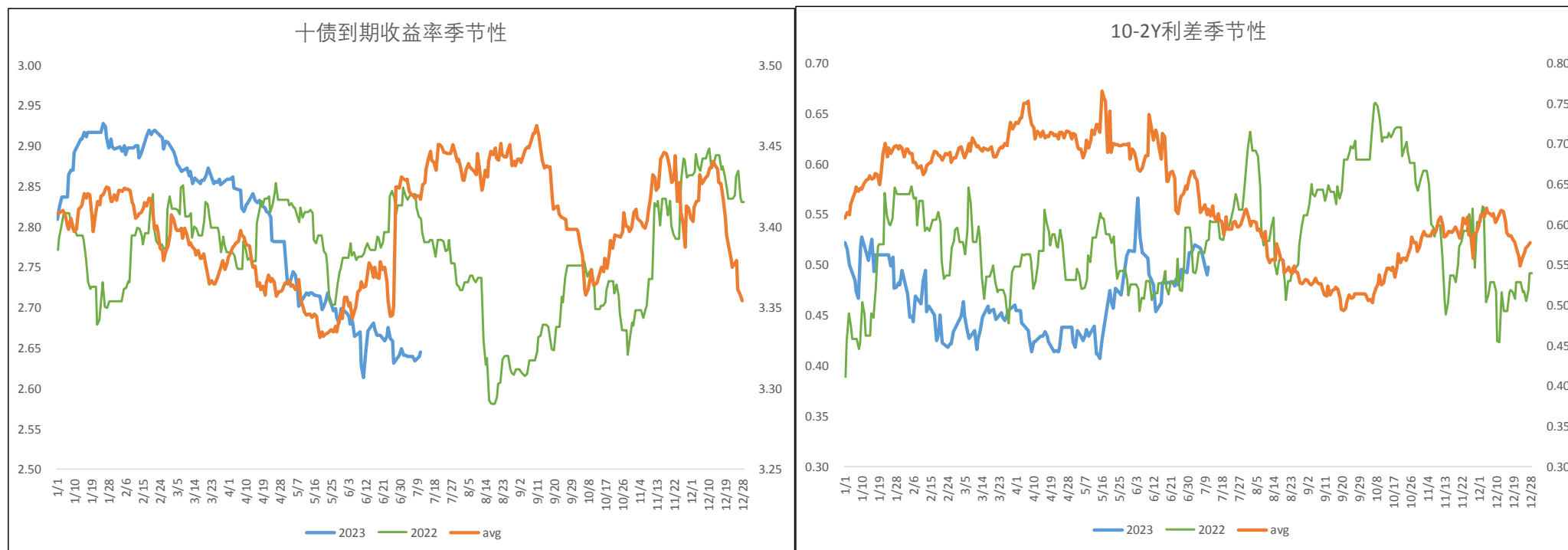
量化诊断——大宗商品

根据季节性规律分析，6月份经济处于全年经济由弱转强阶段，大宗商品6-8月将有望止跌震荡上行，农产品和工业品均可采取急跌做多。上周工业品大幅上涨，农产品高位震荡，本周市场预计工业品震荡调整1-2周，农产品处于天气炒作末期，短期预计高位调整1-2周。



量化诊断——利率

根据季节性规律分析，6月份经济处于全年经济由弱转强阶段，利率债4-5月对弱现实过度反映后，6-8月有望筑顶震荡回落，10-2Y利差将季节性震荡上行，收益率曲线陡峭化。上周曲线价差小幅回落，可调整后再次入场做多10-2Y价差，同时反弹做空十债和三十债。



量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，代表全市场概况的深圳成指数跌至2022年疫情放开前低点后形成较强支撑，**量化模型信号上周维持看多**，上周大幅反弹，短期预计延续震荡反弹结构；**十债加权指数周线级别信号维持看空**，短期十债预计维持高位震荡走势，整体判断为震荡筑顶，可采取逢高做空思路操作。



量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，文华工业品指数上周**周线级别信号维持看多**，在海外金融条件边际宽松和国内制造业被动去库存周期背景下，工业品预计延续震荡反弹和结构分化，超涨后预计短期震荡调整1-2周；COMEX黄金加权指数上周**出现周线级别做多信号**，可以调整布局长线做多机会。



数据来源：iFind，美尔雅期货

宏观日历



关注中国6月实体经济数据，美国6月零售和欧元区6月通胀

本周财经日历中，中国将公布6月投资、工业增加值、消费和地产数据，用于进一步确认经济是否企稳改善。

美国将公布6月零售销售数据，市场预期美国零售延续强劲，欧元区将公布6月通胀数据，将决定美元指数能否持续走弱。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2023-07-17	10:00	中国GDP当季环比(%)	中国	高	2.2	
2023-07-17	10:00	中国城镇固定资产投资累计同比(%)	中国	中	4.0	
2023-07-17	10:00	中国规模以上工业增加值同比(%)	中国	高	3.5	
2023-07-17	10:00	中国季度GDP同比(%)	中国	高	4.5	
2023-07-17	10:00	中国GDP累计同比(%)	中国	中	4.5	
2023-07-17	10:00	中国规模以上工业增加值累计同比(%)	中国	中	3.6	
2023-07-17	10:00	中国社会消费品零售总额累计同比(%)	中国	低	9.29	
2023-07-17	10:00	中国社会消费品零售总额同比(%)	中国	低	12.7	
2023-07-17	10:00	中国失业率	中国	高	5.2	
2023-07-17	20:30	美国纽约联储制造业指数	美国	中	6.60	
2023-07-18	20:30	美国核心零售销售环比(%)	美国	高	0.1	
2023-07-18	20:30	美国零售销售环比(%)	美国	高	0.3	
2023-07-18	21:15	美国产能利用率(%)	美国	低	79.6	
2023-07-18	21:15	美国工业产出同比(%)	美国	中	0.23	
2023-07-19	17:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	6.1	5.5
2023-07-19	17:00	欧元区不包括能源和食品HICP同比(%)	欧元区	低	6.9	6.8
2023-07-19	17:00	欧元区未季调核心CPI同比(%)	欧元区	中	5.3	5.4
2023-07-19	20:30	美国新屋开工年化总数(户)	美国	中	1.631M	
2023-07-19	20:30	美国营建许可环比(%)	美国	中	5.6	
2023-07-19	20:30	美国营建许可总数(户)	美国	高	1.496M	
2023-07-20	09:15	中国央行贷款市场报价利率(LPR)	中国	高	3.55	
2023-07-20	14:00	德国PPI同比(%)	德国	低	1.0	
2023-07-20	20:30	美国初请失业金人数	美国	高		
2023-07-20	20:30	美国费城联储制造业指数	美国	高	-13.7	
2023-07-20	22:00	美国成屋销售年化环比(%)	美国	中	0.2	
2023-07-20	22:00	美国成屋销售年化总数(户)	美国	高	4.30M	
2023-07-20	22:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-16.1	
2023-07-21	07:30	日本全国CPI同比(%)	日本	低	3.2	
2023-07-21	07:30	日本全国核心CPI同比(%)	日本	中	3.2	
2023-07-21	07:50	日本全国CPI环比(%)	日本	中	0.6	

数据来源: iFind, 美尔雅期货

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为美尔雅期货研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



谢谢观看