

大类资产每月观察

美尔雅期货大类资产月报 202307

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



大类资产月评：美国进入平息周期，国内刺激经济政策值得期待



● 策略概述

- 1、美联储7月议息会议未再鹰派，但未给市场提供利率指引，市场根据经济数据修正预期，美国二季度实际GDP超预期表现，令市场再次有所担忧11月加息，本周美国7月非农就业报告将出炉，就业市场是否降温成市场关注点。
- 2、国内政治局会议提前召开讨论稳经济方案，扩内需提信心放在突出位置，激起市场对经济宽信用的预期，后续关注政策细则落地情况。货币供需延续中性，供应边际宽松，债务融资需求边际放缓，资金价格弱势震荡。地产新房销售环比好转，二手房销售延续季节性下降趋势，制造业产能利用率止跌反弹，制造业宏观需求有所改善，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，关注政策带来顺周期行业估值和盈利双轮驱动机会。

● 投资要点

美国6月核心PCE物价指数超预期下滑，但二季度GDP超预期增长，市场预期美国经济能避免衰退，金融条件好转令市场风险偏好维持高位。中期来看，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，叠加扩内需提信心政策护航，经济二次复苏力度或加强，国内市场风险偏好持续改善。8月大类资产配置方面建议择机回调做多风险资产（股票）做空避险资产（国债）进行配置，权益风格短期周期占优，商品中性配置，关注套利和逢高做空工业品机会，风格多农产品空工业品，利率整体偏震荡，建议多二债、五债，空十债和三十债套利，货币预计震荡偏多，建议逢低多黄金和白银。

- 风险提示 美国通胀扰动、国内实体经济恢复不及预期、国内稳增长政策弱于预期、中美冲突、俄乌地缘冲突

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月核心PCE物价指数超预期下滑，但二季度GDP超预期增长，市场预期美国经济能避免衰退，金融条件好转令市场风险偏好维持高位，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季节性走弱，制造业产能利用率小幅改善，信用脉冲指数指向7月经济企稳上行，扩内需提信心刺激经济政策护航，权益类资产价格震荡反弹， 可回调配置股指期货IF、IH、IC、IM多单
	中证1000/中证500	震荡	
	成长	震荡	
	周期	震荡偏多	
债券	10债到期收益率	震荡偏多	国内地产销售高频数据持续季节性走弱，制造业产能利用率环比改善，信用脉冲指数指向7月经济企稳上行，短期货币供给边际宽松，货币需求边际减弱，扩内需提信心刺激经济政策护航，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季节性走弱，制造业产能利用率环比改善，国内制造业进入被动去库存周期中后期，扩内需提信心刺激经济政策护航，商品整体预计高位偏强震荡，考虑外需受金融条件向好带来边际改善， 预计大宗商品价格当前位置短期高位震荡 ，外需品种面临补涨机会，建议反弹空内需工业品，或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月核心PCE物价指数超预期下滑，但二季度GDP超预期增长，市场担忧年内11月再次加息，关注本周非农就业报告确认经济温度，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A股领涨，美债领跌

港股>国内股市>欧美股市>大宗商品>美元指数>贵金属>国内债券>美债

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		3.42%	恒生中国企业		6.13%	南华商品		1.05%	十债收益率(%)		0.0382
深证成指		2.68%	恒生指数		4.41%	南华能化		2.87%	二债收益率(%)		0.0352
创业板指		2.61%	恒生科技指数		8.83%	南华黑色		-0.01%	期限利差 (10-2Y)		0.0030
上证50		5.49%	富时新兴市场指数		1.75%	南华有色金属		1.28%	DR007(%)		0.0036
沪深300		4.47%	富时欧洲		1.32%	螺纹钢		1.77%	美国十债收益率(%)		0.1200
科创50		0.74%	标普500		1.01%	生猪		7.69%	美国二债收益率(%)		0.0500
中证1000		1.00%	纳斯达克综指		0.66%	WTI原油		4.87%	美债期限利差 (10-2Y)		0.0700
中证500		1.98%	道琼斯工业平均		2.02%	路透CRB商品指数		1.99%	德国十债收益率(%)		0.0300
周期(风格.中信)		2.31%	德国DAX		1.81%	COMEX铜		2.74%	COMEX黄金		-0.22%
成长(风格.中信)		0.50%	日经225		1.41%	CBOT大豆		-1.50%	美元指数		0.55%

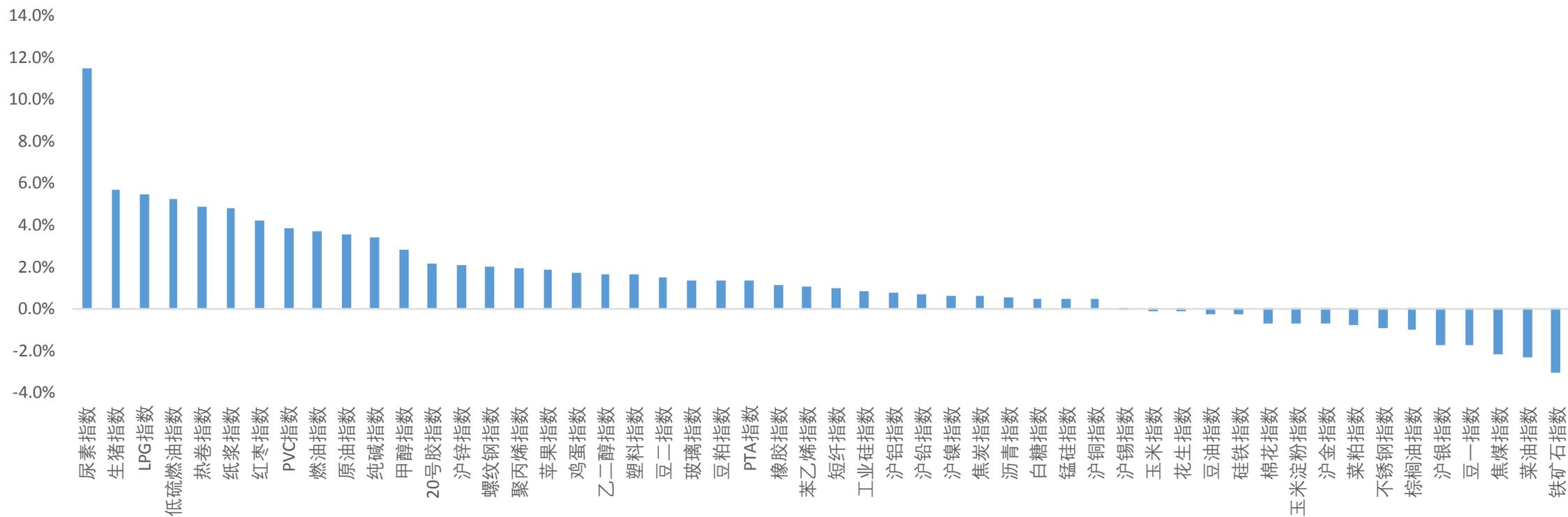
数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：尿素领涨，铁矿领跌

尿素>生猪>LPG液化气>燃油>.....沪银>豆一>焦煤>菜油>铁矿

大宗商品周涨跌幅

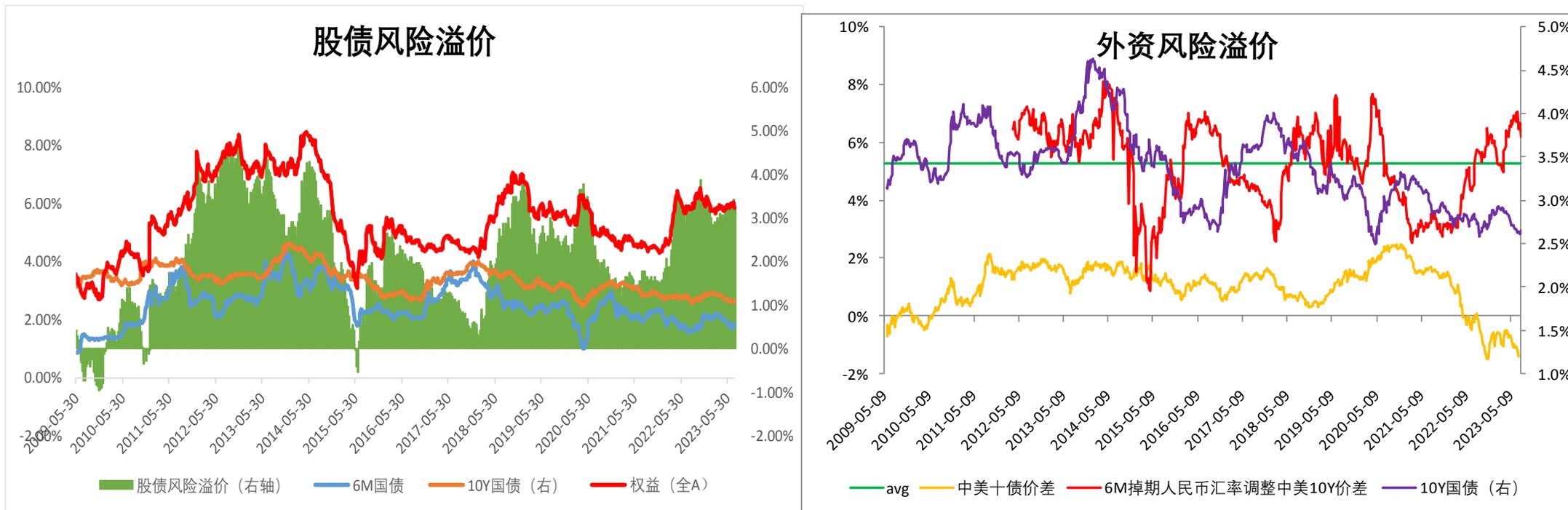


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价

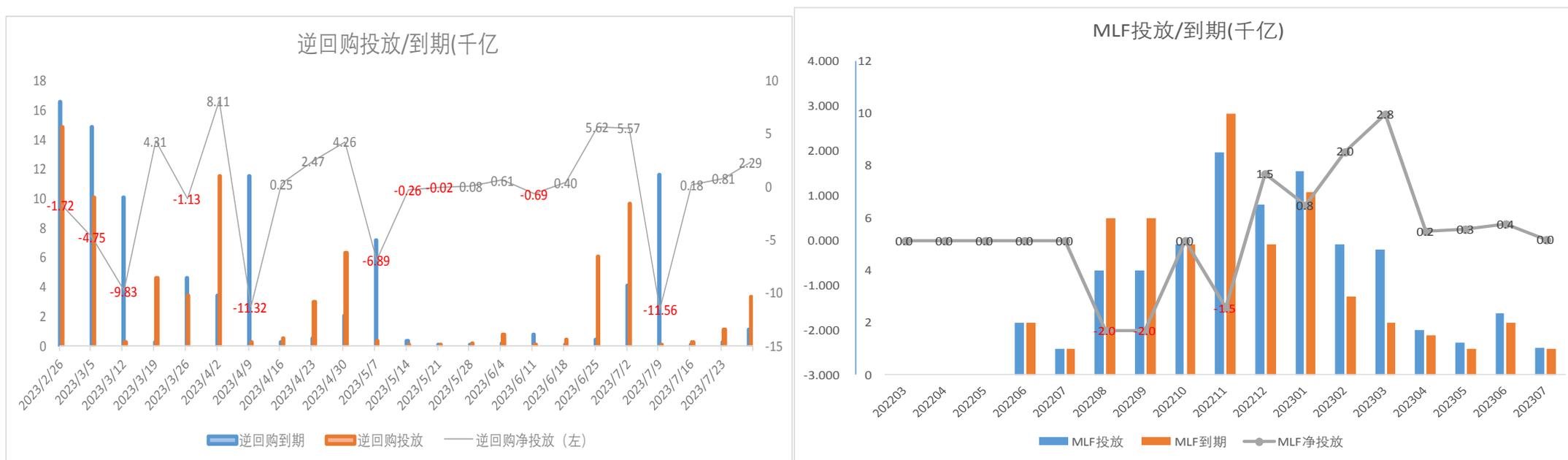
股债风险溢价录得**3.23%**，较上周回落**0.22%**，位于**77.4%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.21%**，较上周大幅回落**0.47%**，位于**67.7%**分位点，外资吸引力高位减弱。



数据来源: iFind. 美尔雅期货

货币供需分析——货币供应

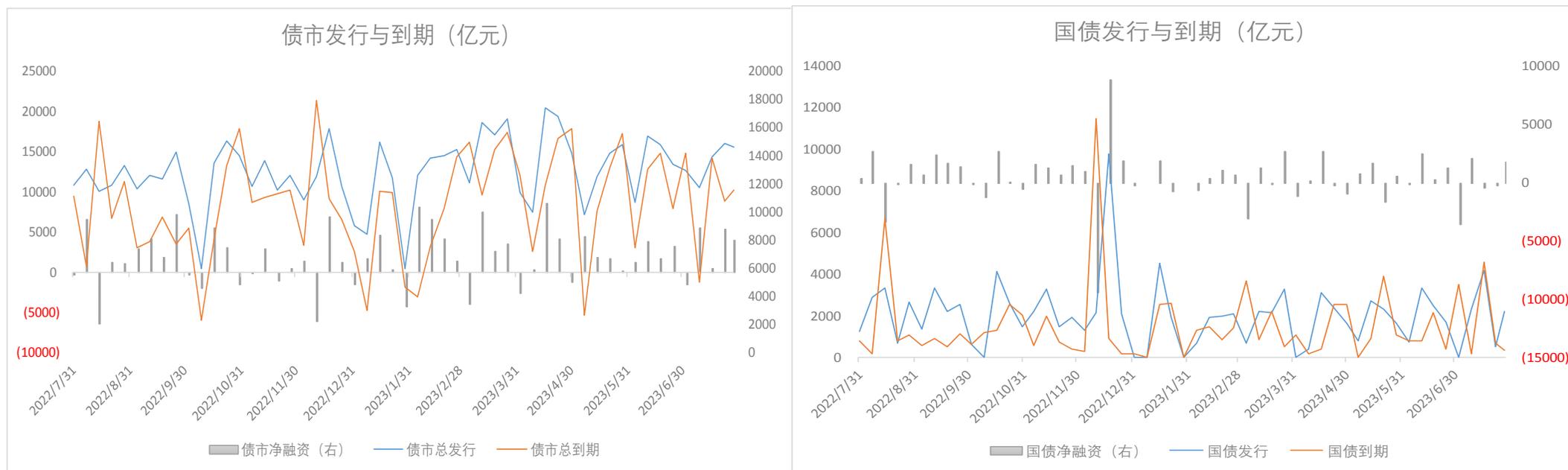
上周央行OMO逆回购到期1120亿元，逆回购投放3410亿元，货币净投放2290亿元，货币供给有所改善。同时，MLF在7月份投放1030亿，到期1000亿，持续超额续作，净投放30亿，总体7月货币供应维持中性。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

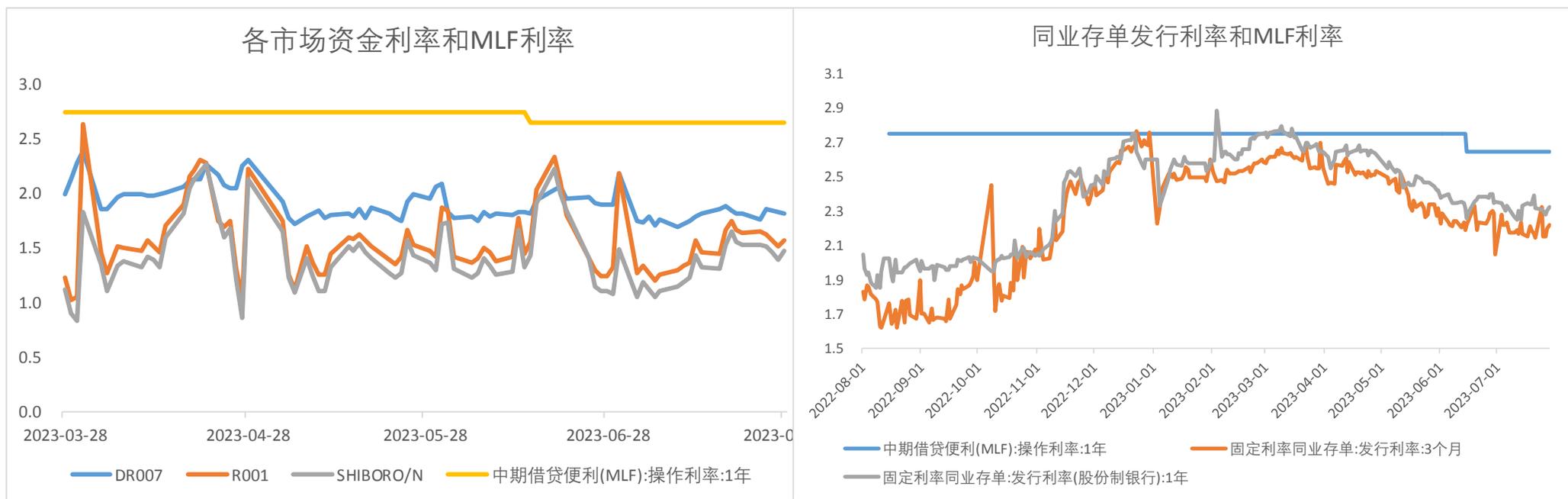
上周国债发行2222.8亿，到期350亿，货币净需求1872.8亿；地方债发行2217.2亿，到期961.4亿，货币净需求1255.8亿；其他债发行11134.2亿，到期10240.1亿，货币净需求894.1亿；债市总发行15574.2亿，总到期11551.5亿，货币净需求4022.7亿，货币需求维持高位，环比减弱，主要系企业债务融资减少，政府债务融资增加。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

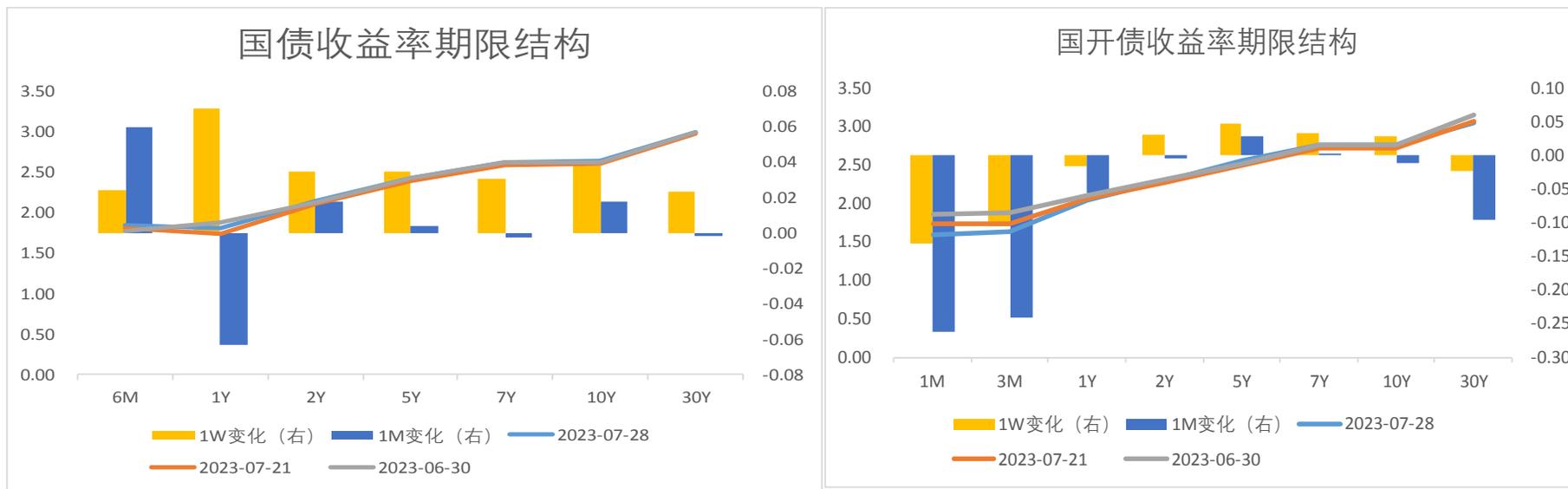
上周市场资金价格震荡分化，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化0.4bp、-6.7bp、-5.8bp至1.82%、1.57%、1.47%。同业存单发行利率大幅上涨6.7bp，股份制银行发行的CD利率反弹0.1bp至2.32%，仍然大幅低于MLF利率1年期利率水平（2.65%），实体真实总量需求延续疲弱。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

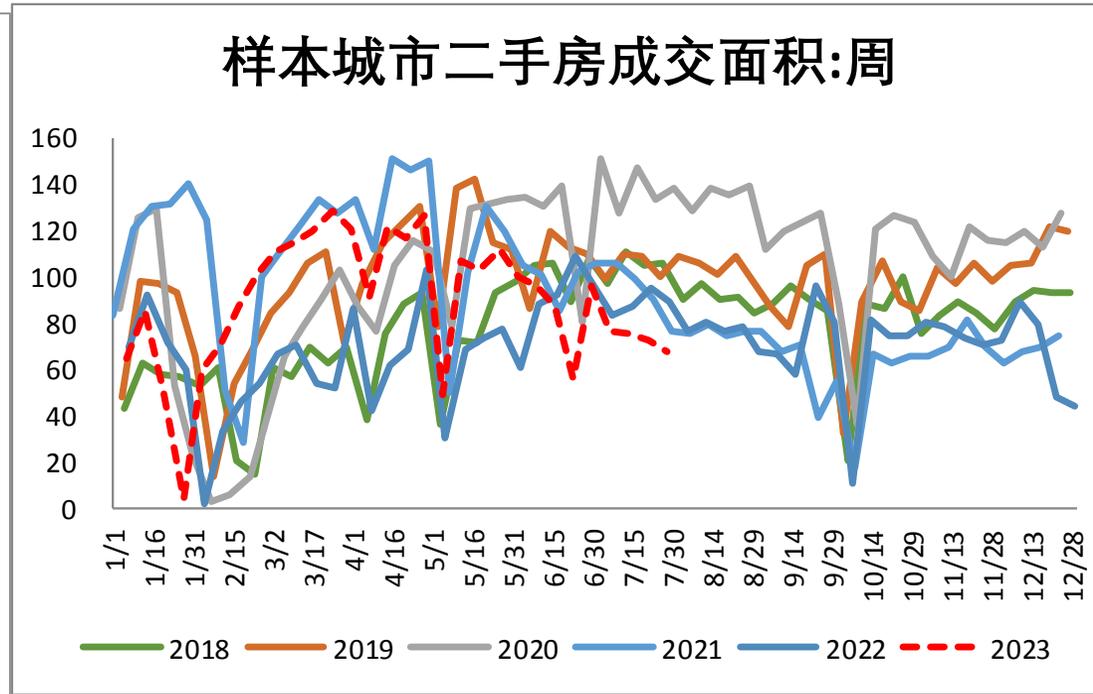
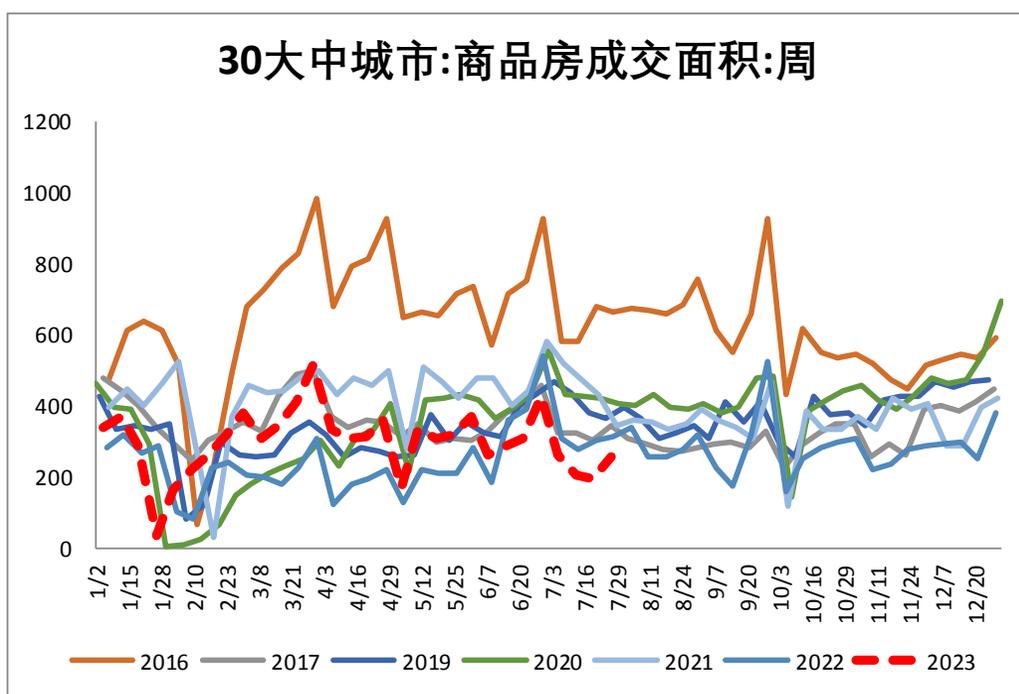
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周上涨3.8bp，5年期国债收益率上涨3.5bp，2年期国债收益率上涨3.5bp；10年期国开债收益率较前一周反弹2.9bp，5年期国开债收益率上涨4.8bp，2年期国开债收益率上涨3.2bp，整体来看，上周收益率期限结构整体持平，国债和国开债之间的信用利差进一步缩小，债券市场对于远期经济表现仍然有所担忧，宽信用预期情绪比较平淡。



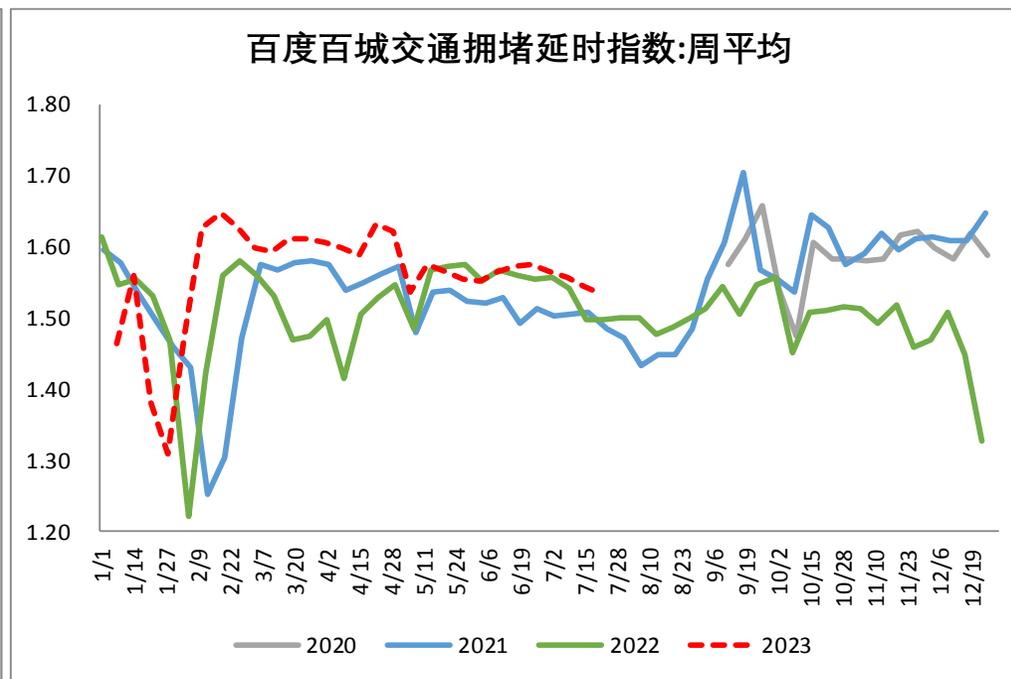
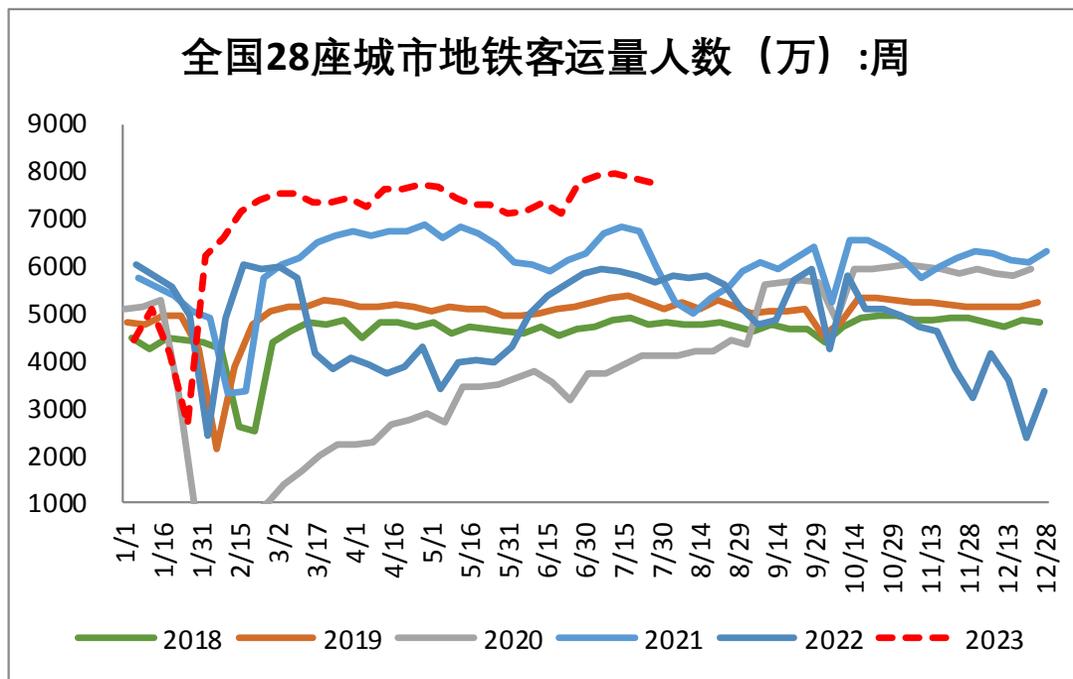
实体经济分析——地产需求

截止7月27日数据，30大中城市商品房周成交面积为253.9万平方米，环比上周192.7万平方米季节性反弹31.7%，与疫情前的2019年同期相比下滑30.5%，位于近7年最差水平，趋势有所改善；二手房销售延续季节性下滑，较上周回落6.4%，位于近7年新低，上周地产高频销售延续季节性回落趋势，短期新房和二手房有所分化，或许与保交楼政策刺激相关，居民对新房消费有所乐观。



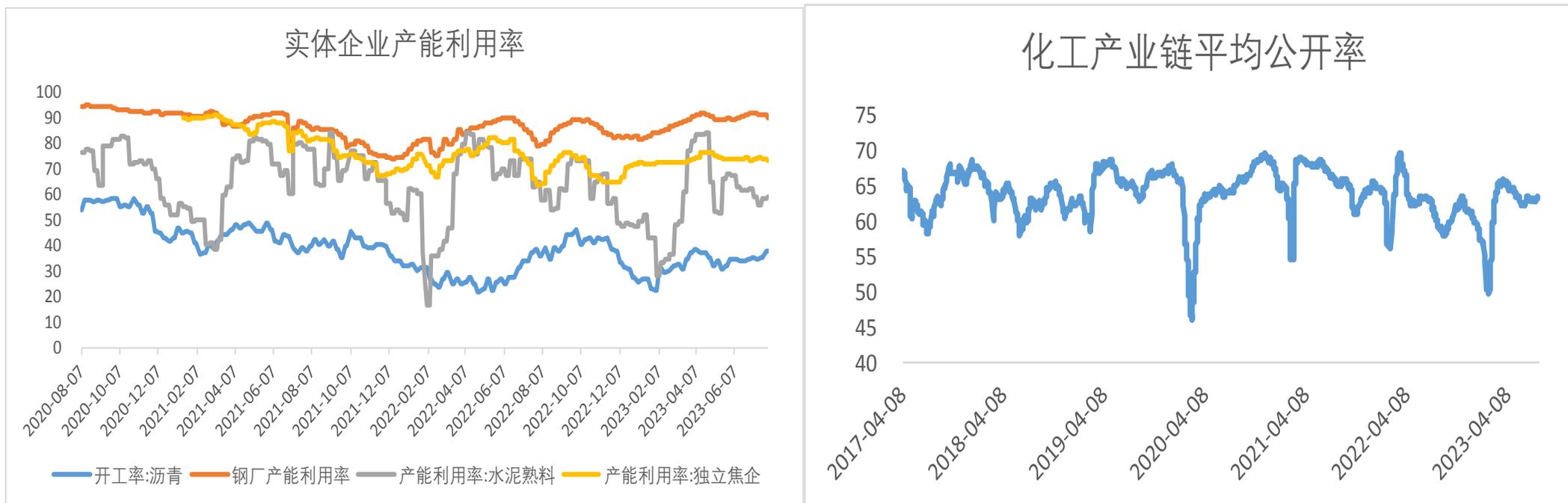
实体经济分析——服务业活动

截止7月28日，全国28大中城市地铁客运量大幅下降，周度日均7759.4万人次，较去年同期增33.8%，较2021年同期增长54.8%，服务业经济活动维持火热状态。百城交通拥堵延时指数较上周季节性下滑，位于近三年高位水平，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，周度环比维持高位。



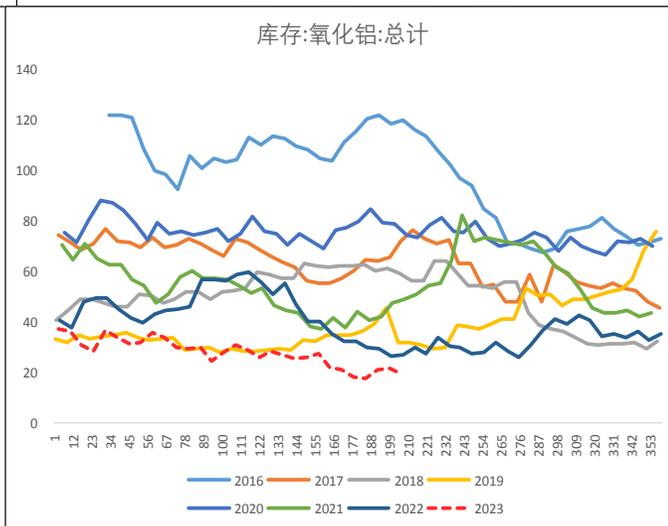
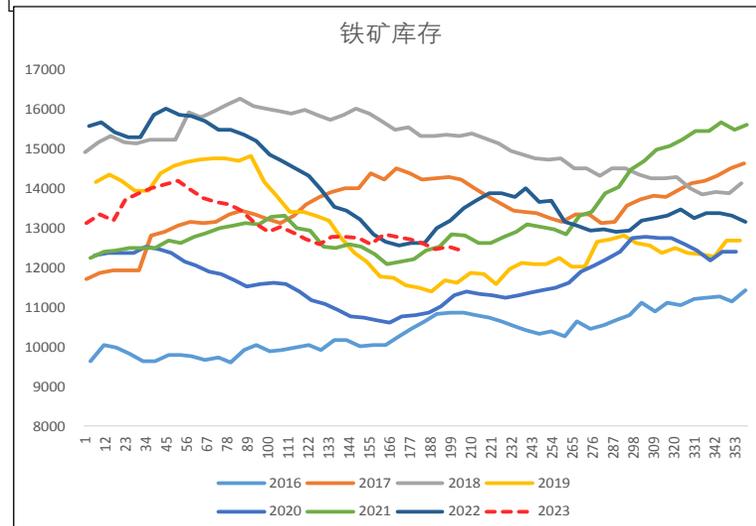
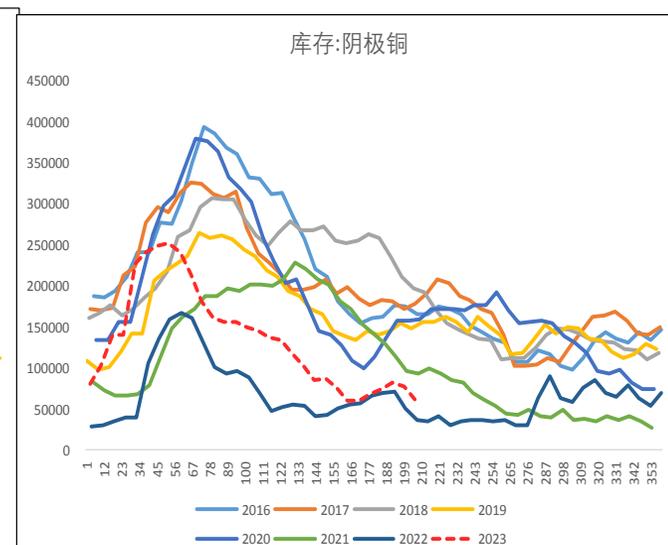
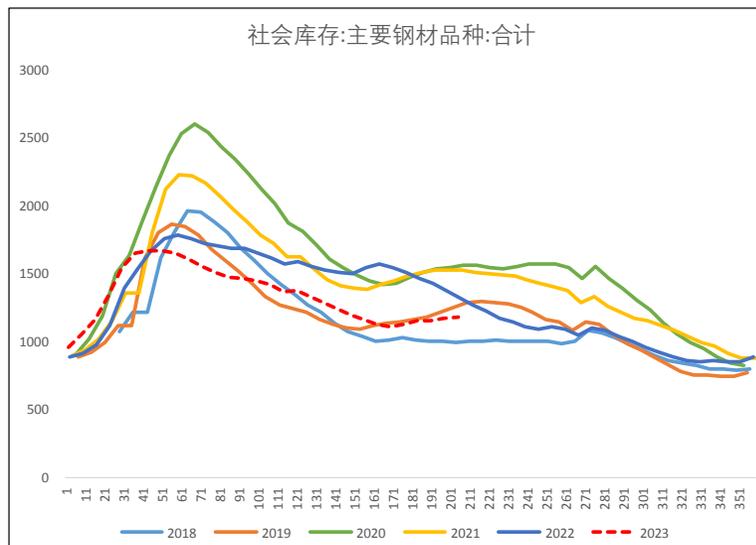
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率开始走弱，钢厂产能利用率下降1.34%，沥青产能利用率大幅反弹2.7%，水泥熟料企业产能利用率反弹0.24%，焦企产能利用率回落0.5%，地产基建相关制造业产能利用率走势分化，钢材行业受平控政策影响环比减弱，基建相关水泥、沥青表现强劲，外需相关的化工产业链平均开工率较上周反弹0.58%，综合来看，制造业内需再次向好，外需仍面临中期压力。



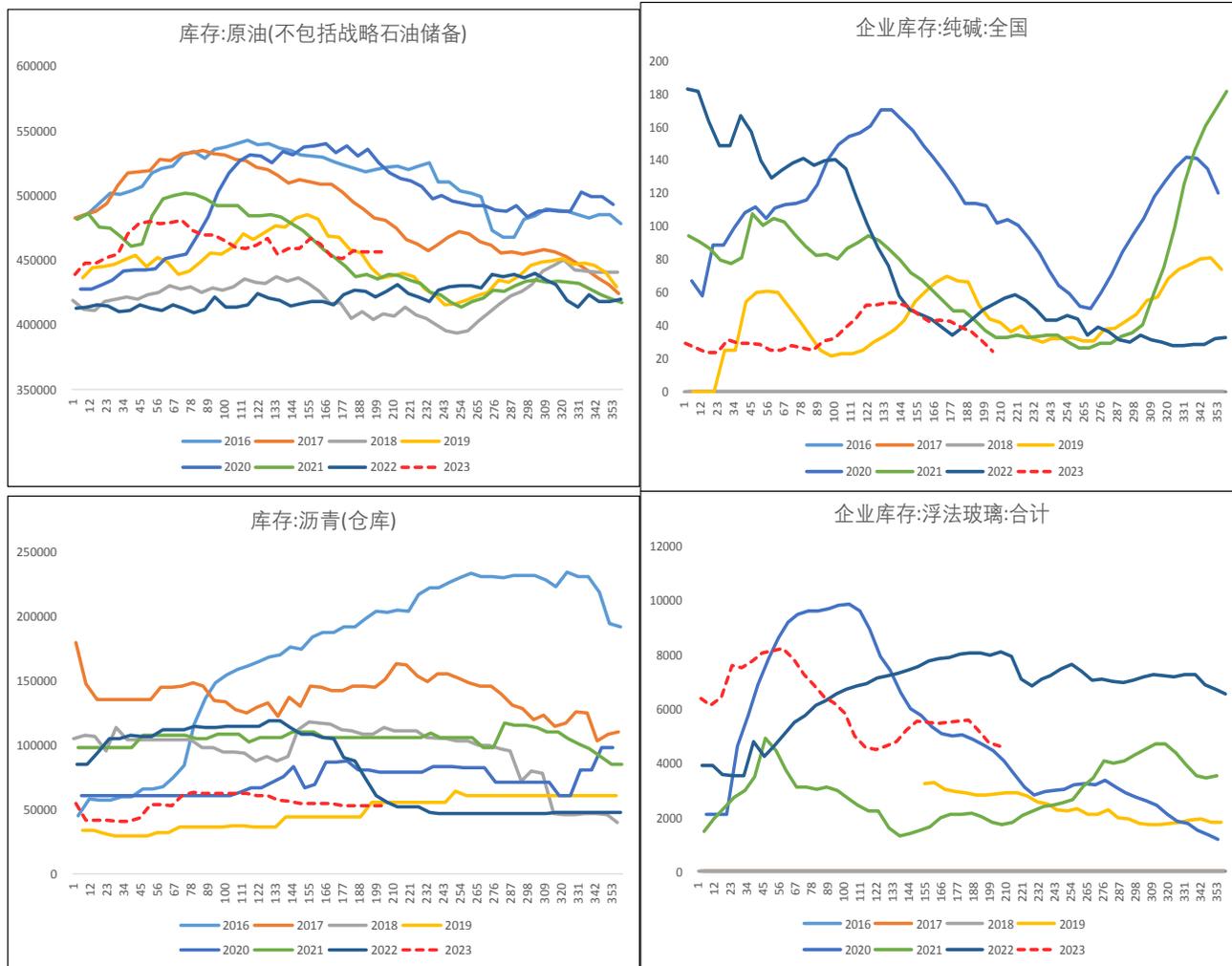
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材、铜、铁矿、铝处于季节性累库周期初期。
- ✓ 钢材持续小幅累库，铜库存再次小幅下降，位于7年低位，铁矿库存小幅下降。
- ✓ 氧化铝的库存处于近6年以来低位水平，上周库存再次下降。



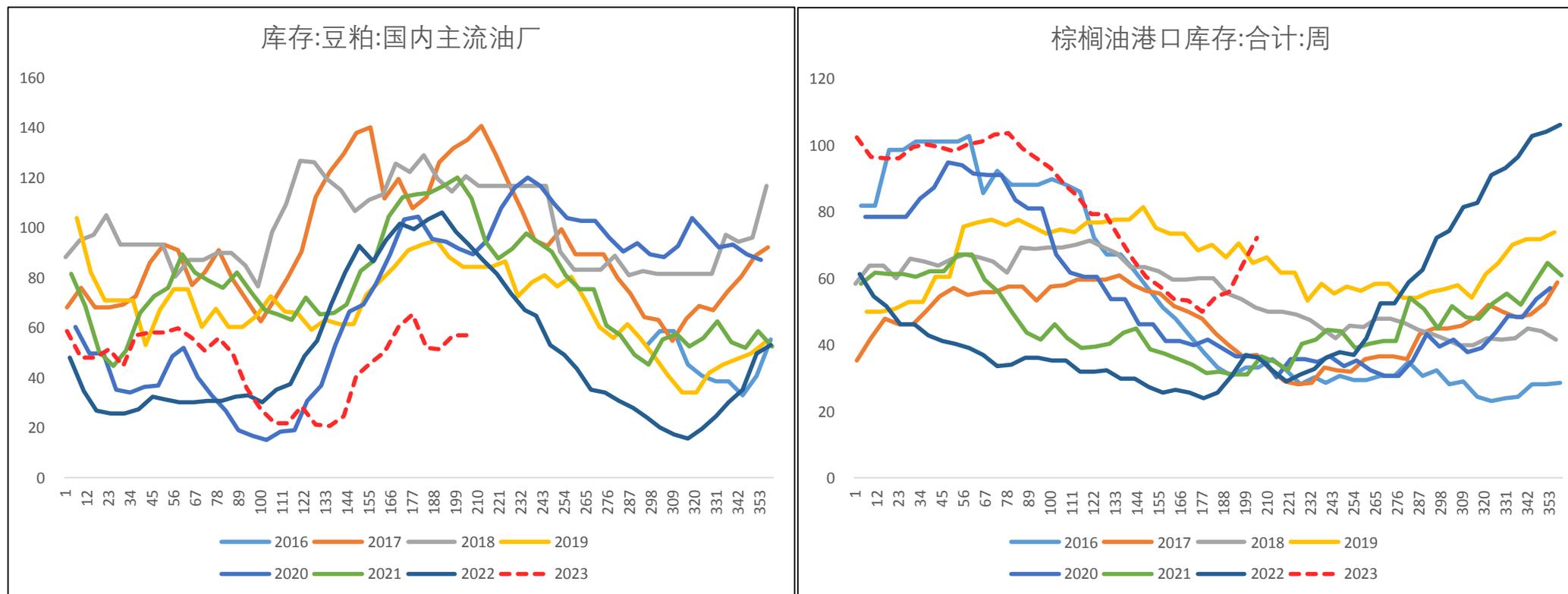
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存降至中性水平附近，上周库存持平。
- ✓ 沥青库存中性偏低，上周库存持续小幅下降，位于2019年低位
- ✓ 纯碱未来2-3个月位于季节性降库周期，上周库存再次大幅下降，创近5年新低，驱动纯碱价格大幅上涨。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存小幅下降，驱动玻璃价格持续反弹



大宗商品分析——农产品库存

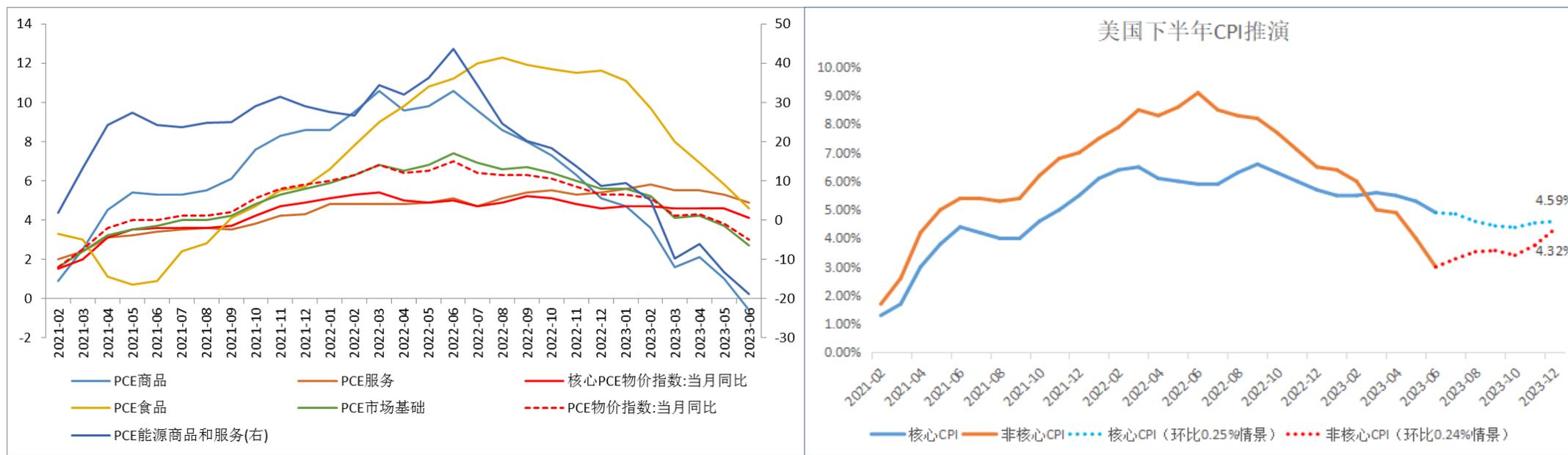
豆粕上周库存小幅反弹，仍然位于过去8年低位，未来1-2月开始季节性降库存周期，油脂库存季节性下降，上周再度大幅反弹，创2016年以来新高，关注油脂反弹结束后继续降价，豆粕价格预计高位偏强运行。



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PCE物价指数，同比增速录得3%，如何市场预期值，创近一年最低水平，核心PCE物价指数增速4.1%，低于市场预期值4.2%和前值4.6%，月度环比增速0.2%。结构来看，商品分项增速同比转负，食品和服务分项分别下降0.8%和0.4%至5%以下水平，可见美国通胀水平正在限制性利率政策滞后效应作用下加速下滑。考虑到2022年上半年物价增速扩大，下半年增速下降，基数效应的影响显著，假设2023年下半年按上半年的平均月度环比增速变化，我们推演下半年通胀将止跌反弹，预判高点介于4%-6%区间。

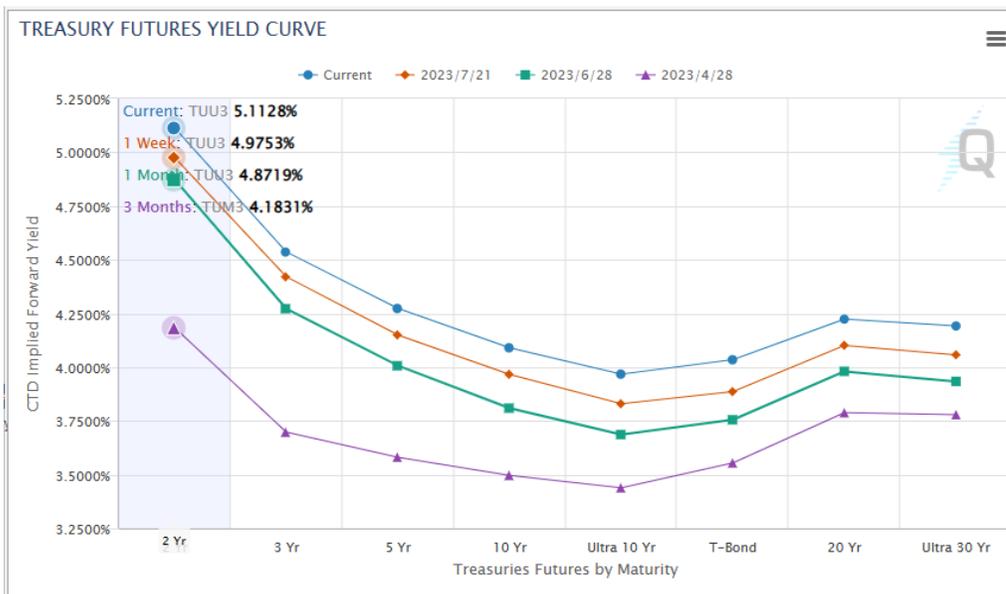


数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

上周美联储召开7月利率决议会议，表现的如市场预期一致不再鹰派，发言中不再给未来利率路径提供指引，根据通胀实际数据进行决策，市场根据经济数据自发修正预期。随后美国二季度实际GDP年化环比初值录得2.4%，大幅超出市场预期值1.8%和前值2%，强劲的经济数据令市场对年内加息担忧的概率升温，根据芝商所CME FedWatch工具显示，市场对于11月加息25bp的概率升至29.7%，2024年3月降息的概率小幅下降至35.5%。美国国债期货市场隐含的收益率变化不大，2年期国债收益率从上周4.97%反弹至5.11%，收益率曲线小幅走平。

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	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%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.1%	29.7%	3.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	62.1%	26.2%	2.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	23.2%	52.5%	19.9%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.1%	35.5%	38.8%	12.4%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.9%	30.2%	38.1%	18.2%	3.6%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	17.3%	33.3%	30.2%	12.4%	2.3%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.4%	28.6%	31.1%	17.7%	5.3%	0.8%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.3%	11.1%	25.2%	30.6%	20.6%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.7%	8.6%	21.3%	29.1%	23.4%	11.5%	3.5%	0.6%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.2%	6.3%	17.0%	26.4%	25.3%	15.6%	6.3%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%

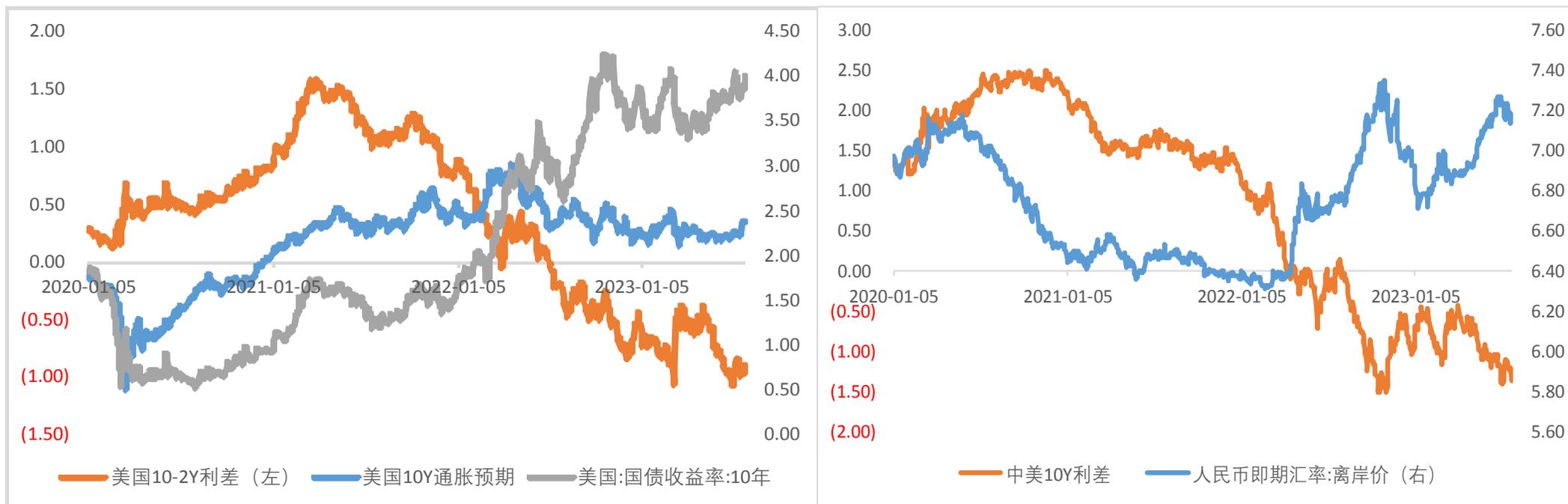


数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观



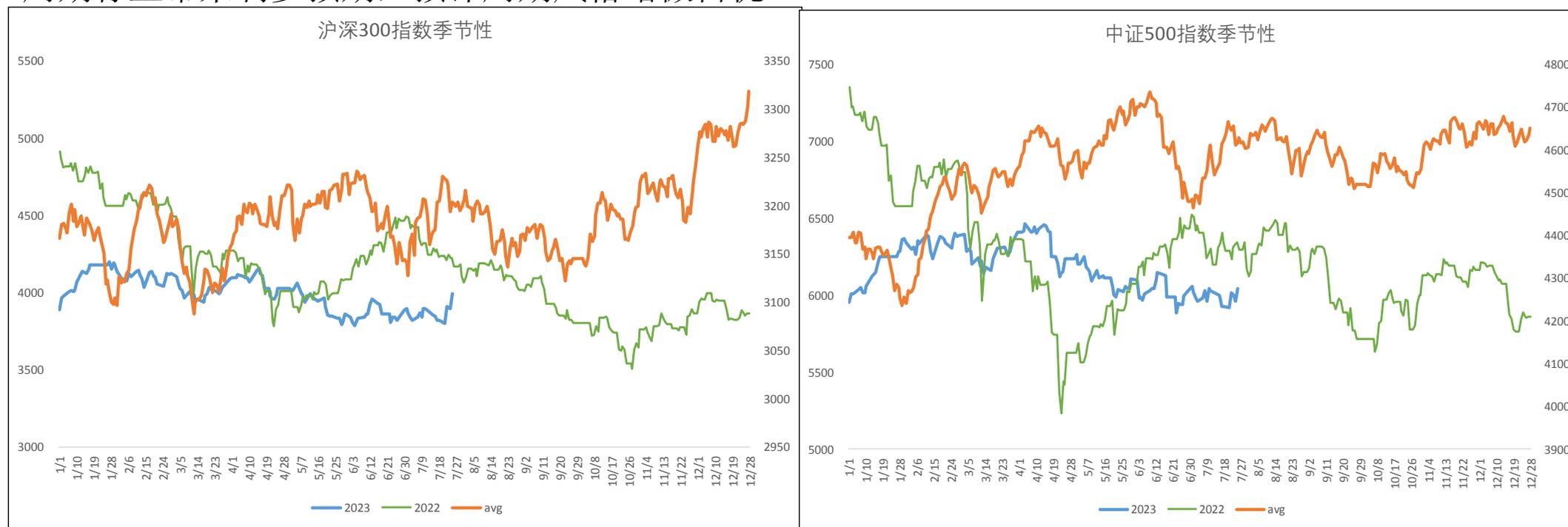
上周美国十债利率反弹12bp至3.96%，通胀预期反弹3bp，实际利率反弹9bp至1.58%，驱动风险资产价格高位受阻回落，贵金属价格领跌。美债10-2Y价差倒挂程度缩小7bp至-91bp。中美利差倒挂程度大幅扩大8.2bp至-131.1bp，有望再次触及前低，在中国央行外汇市场干预和政策刺激的作用下，离岸人民币升值0.5%。



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月份开始经济处于全年由弱转强阶段，量化模型诊断股市6-9月将开启季节性震荡上涨趋势，上周市场止跌反弹，主要受国内政治局会议一篮子政策刺激，预计本周将持续震荡反弹。风格方面，在利率震荡的背景下，整体风格差异不显著，短期扩内需提信心政策给顺周期行业带来利多预期，预计周期风格略微占优。



量化诊断——大宗商品

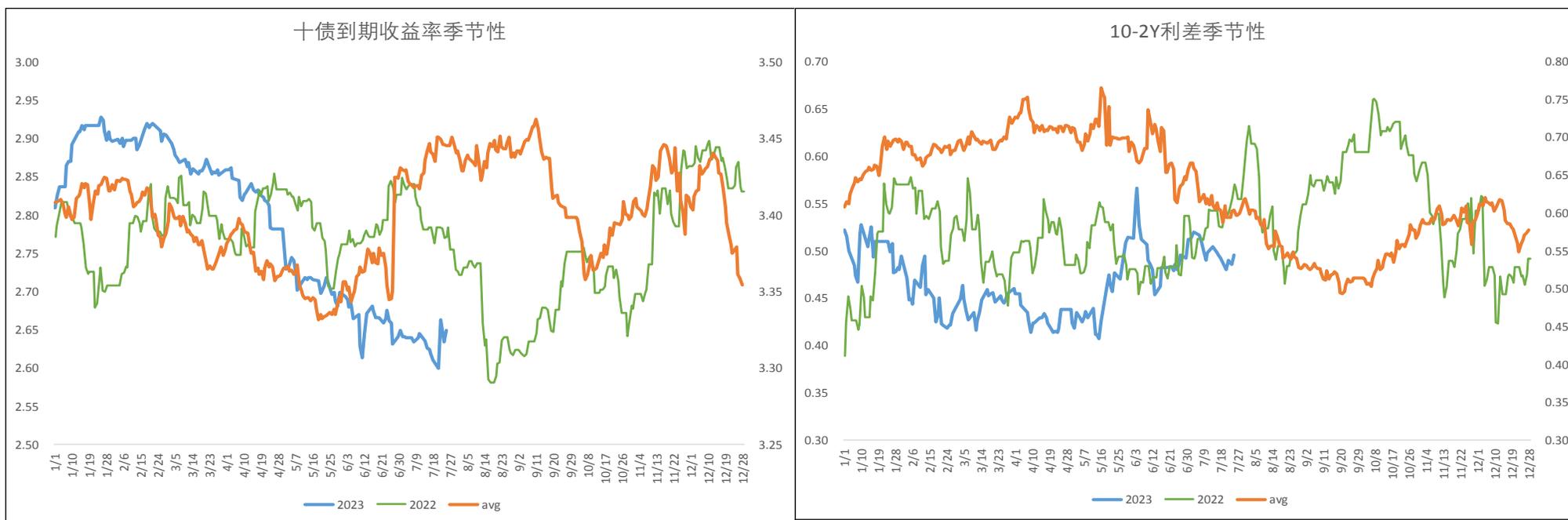
根据季节性规律分析，6月份后经济处于全年由弱转强阶段，大宗商品6-7月快速上涨后8月将高位震荡，进一步上行空间有限，农产品处于季节性下降阶段，但天气炒作驱动偏强，预计8月天气升水有望消退。上周工业品先涨后跌，震荡偏强，农产品震荡上涨，本周市场预计工业品延续高位震荡调整，农产品处于天气炒作末期，短期预计高位延续调整1-2周。



数据来源：iFind，美尔雅期货

量化诊断——利率

根据季节性规律分析，6月份后经济处于全年由弱转强阶段，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。上周受国内政治局会议一篮子政策刺激利率债大幅调整，收益率曲线小幅走陡，在刺激经济政策的执行细则未落地前市场仍将预期宽信用，利率将震荡反弹，曲线持续走陡，可回调继续入场做多10-2Y价差，同时反弹做空十债和三十债。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

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**，上周市场再次大幅反弹，当前位置支撑极强，短期预计延续震荡反弹结构；**十债加权指数周线级别信号再次多翻空**，短期十债预计维持高位震荡走势，整体判断为震荡筑顶，建议暂时先观望。



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**，在国内扩内需提信心政策刺激和制造业被动去库存周期背景下，工业品预计高位震荡和结构分化，短期预计震荡调整1-2周；COMEX黄金加权指数上周**周线级别信号信号维持看多**，可以逢低布局长线做多机会。



数据来源：iFind，美尔雅期货

宏观日历

关注中国7月PMI数据，美国7月非农就业来袭



本周财经日历中，中国将公布7月制造业和服务业PMI，市场仍显疲弱。

美国将公布7月PMI和非农就业报告，市场预期美国非农就业人数延续减少，工资增速持续下滑，劳动力市场进一步冷却。若实际情况表现好于预期，或令市场进一步预期9月加息的概率抬升。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2023-07-31	09:30	中国官方非制造业PMI	中国	高	53.2	
2023-07-31	09:30	中国官方制造业PMI	中国	高	49.0	
2023-07-31	09:30	中国官方综合PMI	中国	中	52.5	
2023-07-31	17:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	5.5	
2023-07-31	17:00	欧元区不包括能源和食品HICP同比(%)	欧元区	低	6.8	
2023-07-31	17:00	欧元区季调后GDP同比(%)	欧元区	中	1.0	
2023-07-31	17:00	欧元区未季调核心CPI同比(%)	欧元区	中	5.5	
2023-08-01	09:45	中国财新制造业PMI	中国	高	50.5	
2023-08-01	16:00	欧元区Markit制造业PMI	欧元区	中	43.4	42.7
2023-08-01	17:00	欧元区失业率	欧元区	中	6.5	
2023-08-01	21:45	美国Markit制造业PMI	美国	中	46.3	49.0
2023-08-01	22:00	美国ISM制造业PMI	美国	高	46.0	
2023-08-01	22:00	美国JOLTs职位空缺	美国	高	9.824M	
2023-08-03	09:45	中国财新服务业PMI	中国	中	53.9	
2023-08-03	16:00	欧元区Markit服务业PMI	欧元区	中	51.1	
2023-08-03	17:00	欧元区PPI同比(%)	欧元区	低	-1.5	
2023-08-03	17:00	欧元区PPI环比(%)	欧元区	低	-1.9	
2023-08-03	20:30	美国初请失业金人数	美国	高		
2023-08-03	20:30	美国初请失业金人数四周均值	美国	低		
2023-08-03	22:00	美国ISM非制造业PMI	美国	高	53.9	
2023-08-03	22:00	美国工厂订单环比(%)	美国	中	0.3	
2023-08-03	22:00	美国扣除国防耐用品订单环比(%)	美国	低	6.2	
2023-08-03	22:00	美国扣除运输的工厂订单环比(%)	美国	低	-0.5	
2023-08-04	20:30	美国U6失业率(%)	美国	低	6.9	
2023-08-04	20:30	美国季调后非农就业人口变动	美国	高	209K	
2023-08-04	20:30	美国季调后制造业就业人口变动(人)	美国	低	7K	
2023-08-04	20:30	美国劳动参与率(%)	美国	中	62.6	
2023-08-04	20:30	美国平均每小时工资环比(%)	美国	高	0.4	
2023-08-04	20:30	美国平均每周工时(小时)	美国	低	34.4	
2023-08-04	20:30	美国平均每小时工资同比(%)	美国	中	4.4	
2023-08-04	20:30	美国失业率(%)	美国	高	3.6	
2023-08-04	20:30	美国私营企业非农就业人数变动	美国	中	149K	
2023-08-04	20:30	美国政府就业人数(人)	美国	低	60.0K	

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