



2023年7月31日

宏观总量月报（2023年7月）

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 Maolei013138@gtjas.com

瞿新荣 投资咨询从业资格号：Z0018363 Quxinrong027631@gtjas.com

戴璐（联系人） 期货从业资格编号：F03107988 Dailu026543@gtjas.com

唐立（联系人） 期货从业资格号：F03100274 Tangli026575@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

周期定位：1) 国内处于三周期分析框架下的第1阶段复苏期；海外仍处于三周期分析框架下的第4到第5个阶段的过渡，美联储6月份加息与否市场仍有分歧。2) 库存周期角度下，中国仍在被动去库阶段，政策加持下，补库或在年底。美国仍处于需求、库存增速双探底的主动去库周期，加息顶部已至。密切观察需求端、劳动力市场动向。

宏观君之见：7月份政治局会议传达了一些新的信息。“房住不炒”不再重提的同时，针对资本市场发展以及投资者信心建设的一系列举措箭在弦上。

7月大类资产表现回顾：权益资产方面，随着政治局会议的召开以及传递的正面消息，整体7月份A股港股市场表现逐渐转强，欧美股票市场表现依然坚挺。国内10年期利率债在2.6%一带遭遇阻力，债券机构投资者整体久期开始微降，国债期货多空分歧逐渐增加。商品资产方面，受通胀下行超预期与加息结束预期，原油与有色金属表现强劲。

8月宏观展望：PPI预计见底回升，企业盈利料持续边际改善，中美预计在今年年末或明年年初触达新一轮需求共振。往后看，国内权益市场可能会经历预期转好、具体政策加持以及基本面跟上这三个不同阶段；商品市场也将逐渐转暖；利率债观点偏谨慎，中资美元债将迎来估值修复。

■ 风险提示：

地缘政治风险升级、内生性增长过缓

(正文)

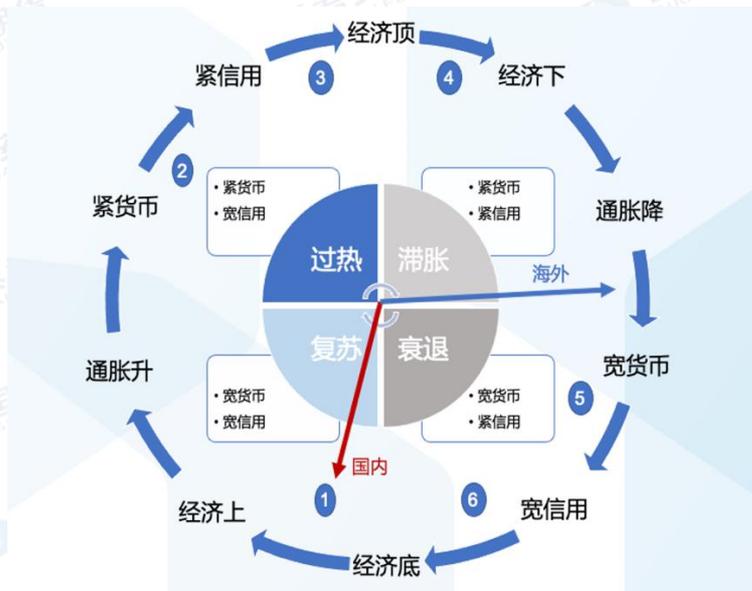
1. 周期定位与资产配置

1.1 三周期分析框架

当前国内正处于三周期分析框架（详见《深度专题：2022 与 2021 当经济周期与政治周期相遇》）下的第 1 阶段的复苏期。低基数效应下，2023 年二季度 GDP 同比增速 6.3%，6 月份进出口、社零增速回落明显。通胀继续下探，预计三季度内触底反弹。工业企业利润同比继续边际改善，但仍然为负。

海外当前处于从阶段 4 向阶段 5 的过程中。尽管居民杠杆率等硬性风险指标显示居民端资产负债表处于相对健康区域，信贷需求持续下行，劳动力市场韧性仍存。7 月 FOMC 会议基本上确定了本轮加息周期顶部，料后续至多还有一次加息的空间。

图 1：三周期分析框架中，我国处于第一阶段，海外处于由 4 向 5 的过渡中



资料来源：国泰君安期货研究

1.2 库存周期分析框架

当前国内正处于库存周期下的被动去库中期，库存同比增速仍处于下行通道，进入补库周期的时间点预计在年末。

相较于我国，美国仍处于上一轮库存周期的末端主动去库进程中，至今已经 10 个月，高于历史平均值。值得注意的是，自从次贷危机之后，美国主动去库历时显著长于过去。尽管中美库存周期当前错位，但在今年年底或明年年初可能将再度形成向上的需求共振。

图 2：我国进入被动去库第 5 个月，中美继续错位

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-2023/2	7	6	11	12	36
8	2023/3-	至今5				
平均时长 (月)		8	10	11	13	42

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 3：美国处于主动去库末期，即将进入被动去库，需求或转强

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-	5	10	12	至今11	?
		7	11	7	9	34

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 大类资产表现以及宏观回顾

2.1 大类资产表现

权益资产方面，随着政治局会议的召开以及传递的正面消息，整体7月份A股港股市场表现逐渐转强，欧美股票市场表现依然坚挺。往后看，整体市场可能会经历预期转好、具体政策加持以及基本面跟上这三个不同阶段。国内10年期利率债在2.6%一带遭遇阻力，债券机构投资者整体久期开始微降，国债期货多空分歧逐渐增加。

商品资产方面，受通胀下行超预期与加息结束预期，原油与有色金属表现强劲。

图4：A+H 权益逐渐转强

权益市场	A股	上证综合指数	0.65%
		深证成指	-0.52%
		创业板指数	-1.08%
	海外	恒生指数	2.37%
		东京日经225指数	-1.57%
		道琼斯工业平均指数	3.23%
		标准普尔500指数	2.61%
		纳斯达克综合指数	2.46%
		伦敦金融时报100指数	2.93%
		巴黎CAC40指数	-1.15%
		法兰克福DAX指数	-0.10%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止7月27日）

图5：原油转强，美债收益率小幅上行

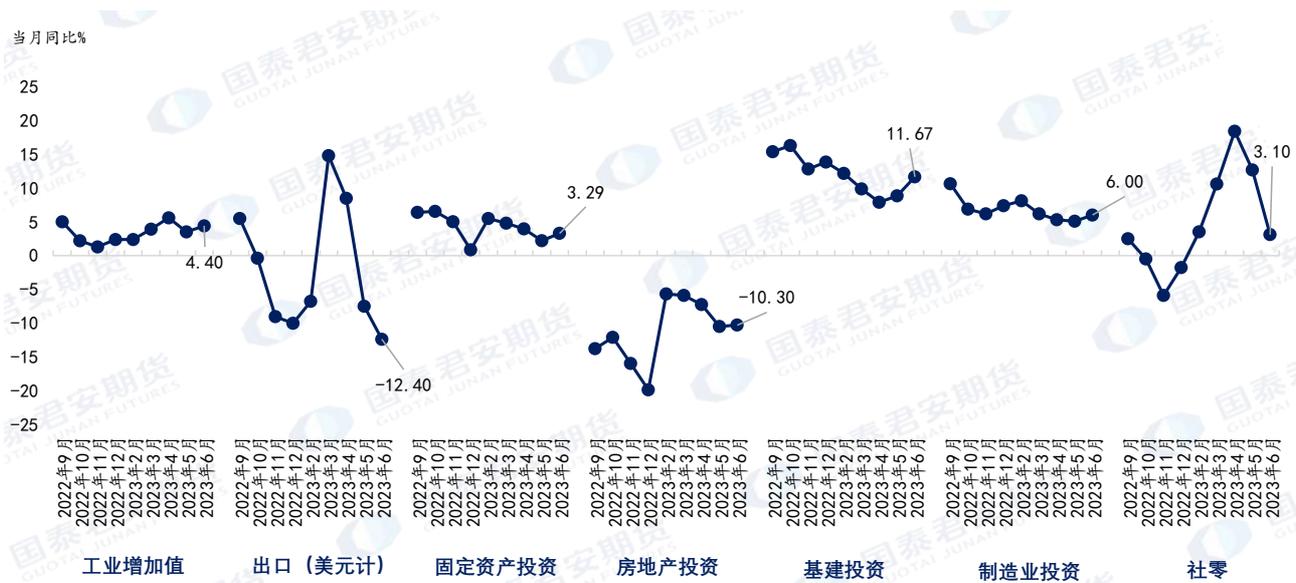
商品	LME铜	3.95%
	LME铝	2.53%
	布伦特原油	10.71%
	comex黄金	2.11%
	comex白银	3.47%
	铁矿石	3.84%
	生猪	2.96%
另类资产	比特币	-4.19%
固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	0.79
	美国10年期国债收益率变动 (bp)	5.00
	3年期AA企业债信用利差 (bp)	-6.71

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止7月27日）

2.2 国内宏观：二季度如期走弱，分化延续；生产稳，需求端地产、出口、消费偏弱，基建托底

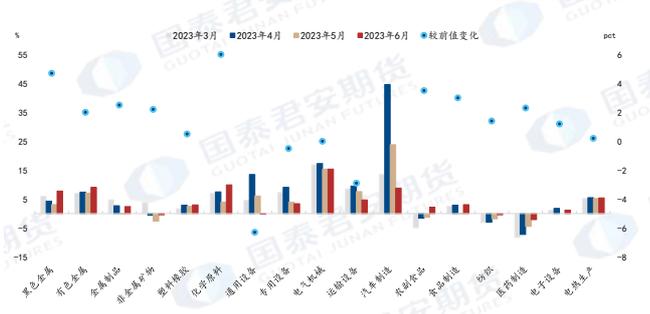
二季度GDP增长6.3%，略低于wind一致预期的6.8%，一季度增4.5%。与总理6月28日表态二季度增速快于一季度一致，全年5%左右增速目标实现无虞。不过从GDP近十年环比增速来看，仅好于2022年，与二季度市场对经济忧虑增大一致。6月数据来看，工业增加值增速回升(5月+3.5%，6月+4.4%)，结构来看上游生产表现好于中下游，通用、专用设备及汽车制造增速回落明显。投资方面持稳，其中基建增速较上月进一步回升至11.7%成为亮点，再考虑到6月PPI通缩幅度扩大，则实际逆周期托底力度更强。地产投资持平(5月-10.5%，6月-10.3%)，销售因推盘等因素回落(面积-18.2%，金额-19.2%)，竣工依然高增(+16.3%)但较上月(+24.5%)增速回落。消费端社零增速(+3.1%)较上月(+12.7%)回落，部分因上年基数回升影响。场景类恢复型消费如金银珠宝等增速开始回归常态增长，汽车链条、通讯等可选增速回落亦明显。地产链条消费继续负增，但增速有所改善。整体上居民收入增速改善偏弱制约需求端回升力度。从6月数据变动方向来看，与PMI环比回升一致，经济仍呈现弱修复局面，但总需求仍略显不足，地产端依然构成显著拖累。结合上半年数据与近期官方表态来看，政策面继续向稳增长倾斜，但政策力度可能仍显稳健，通过局部聚焦发力的方式呈现。如在稳民企、稳信心层面继续加码；在地产稳需求方面，通过分城施策优化地产政策的可能性较大，在财政端通过政策性金融工具等支持基建。

图 6：上半年分项经济数据表现分化



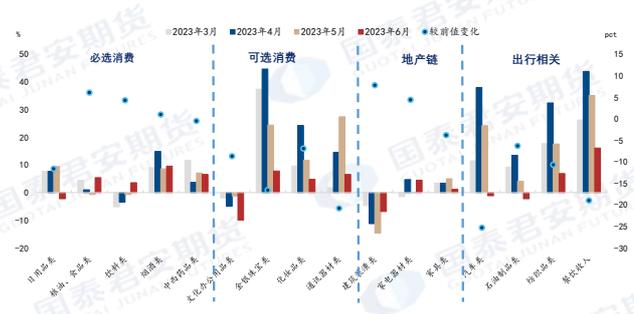
资料来源：国泰君安期货研究

图 7：上游、下游生产增速改善，中游偏弱



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

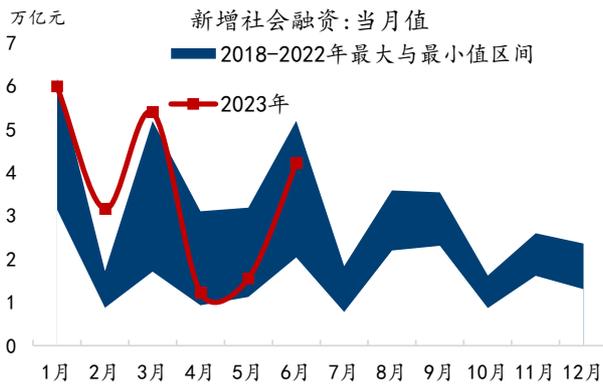
图 8：必需、地产链条消费增速改善



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

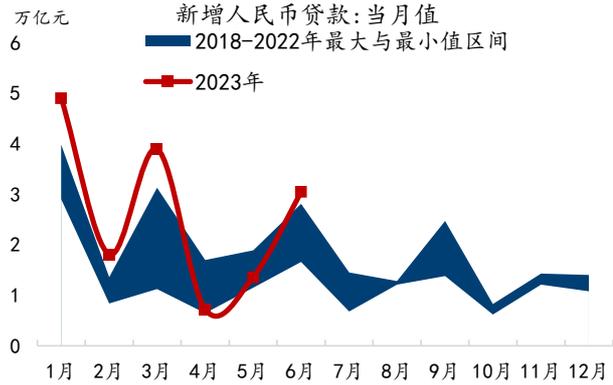
金融数据方面，6月社融和新增信贷整体有所超预期，贡献项主要是居民和企业贷款以及企业债券融资，拖累项主要是票据，政府债券（去年疫情导致发债前置）及表外融资。企业贷款继续高增，与政府扶持实体及政府项目落地有关，反映居民地产需求的居民中长贷继续小幅改善，对于地产链条信心修复有一定帮助；不过表外融资偏弱，反映金融强监管下地产等信用派生仍受限，但也在预期内。此外M1、M2增速继续回落，金融活化程度偏低，与当前基本面整体上偏弱相呼应。整体来看，结构好坏参半的金融数据仍体现经济处于修复状态，环比略有改善的趋势之中。

图 9：新增社融较前几月有所改善



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

图 10：居民和企业中长贷对贷款贡献明显



资料来源: Wind, 国泰君安期货研究

2.3 海外宏观：聚焦数据，美国宏观数据呈现更多经济走弱证据

7 月份海外宏观数据呈现出更明显的通胀下行趋势，尽管其余宏观指标表现仍旧参差不齐，但通胀数据极大的安抚了市场，海外市场整体呈上风险情绪。货币政策方面，美联储完成 25bp 加息，后续是否加息高度依赖对数据的评估；欧央行跟随加息 25bp，但较前期鹰派态度而言本次会议传递出加息可能暂停信息；日央行意外将 YCC 框架调整为更具弹性的区间指引，允许利率上沿超过 0.5%，日债收益率大幅反弹业驱动发达国家国债收益率普遍反弹。

具体数据上，美国 6 月份 CPI 同比增速下行至 3%，欧元区和英国通胀同比亦明显回落，通胀下行趋势更加明确。我们反复提及，上半年在大宗商品和核心商品的同比通缩拉动下，整体通胀下行趋势和速度或将超预期，而通胀下行趋势将对市场情绪有明显安抚。在其他宏观指标上，美国 ISM 制造业 PMI 继续系下行，但新订单分项显示出一定触底迹象，非制造业 PMI 继续展现韧性，较预期有所反弹。6 月份美国就业数据继续为经济“软着陆”预期提供证据，ADP 单月新增 49.7 万人大超预期，非农单月新增 20.9 万人虽略低于预期但仍属于较强的读数。今年上半年以来，就业数据表现往往成为驱动重要资产的核心逻辑，而其持续强劲的表现牢牢锚定住市场对于“软着陆”或是“温和衰退”的预期，使得海外市场在通胀回落+核心数据强劲的组合下维持较高的上风险情绪。

3. 8月宏观展望

当前新的政策风向下，整体大类资产有望走出预期改善、具体政策接力传导至基本面改善的路径。我们在中期策略会定下的“行则将至、玉汝于成”的基调或终将实现。越来越多的线索指向年底中美经济体的需求共振，因此在当下风险资产的价格中枢将确立上移。

我们认为在8月份时间范畴看，海外宏观情绪可能仍旧处于“核心数据具有韧性+通胀下行”的舒适期，应和美联储对于美国经济展望的基本观点——年内衰退概率下降，从而使得海外风险情绪、以及和国内回暖情绪的联动上看恐仍旧处于上行风险情绪笼罩下。

从基本面数据看，我们预计8月份就业数据保持温和回落，季节性服务业就业需求如休闲旅游业连同医疗和社工服务和建筑业部门的强劲表现仍将持续，使得月度职位增加维持在20万左右，初请失业金人数维持低位，职位空缺数温和下行但维持900万以上水平。从中长期逻辑上看，包含利率因素在内的金融条件指数收紧对就业市场尤其是就业需求的影响已经有所展现（家庭就业调查走弱、平均工时下降等），但预计在8月份时间维度上并不会显著体现，我们对于Q4季度就业走弱迹象表示警惕。

从货币政策上看，我们基准预期是7月份美联储加息或是本周期最后一次加息，同时目前市场计价的年内货币政策预期已经在偏鹰的范畴内，我们预计9月份议息会议或将按兵不动。这意味着单从美联储货币政策的角度看美国短端利率近期有寻顶的可能性。但受到日央行YCC货币政策调整后日债收益率大幅走高的影响，全球发达国债收益率集体抬升。我们认为2年期美债收益率将考验5%的压力线，10年期美债收益率则再度向4.0%一线靠近，这意味着近期利率抬升或对估值类敏感型资产施压。

美元指数前期快速下跌，对于H1通胀下行的情绪宣泄较为充分，我们提及短期将99.6区域遇到阻力，下行空间打开或需要看到核心数据如就业数据显著走弱才能呈现。美元走弱从估值端对重要大宗商品和非美市场有一定估值助力，需要观察商品微观面在当前需求淡季的表需是否能够承接宏观逻辑。美股估值大幅回升，一方面受“Magnificent 7”AI概念带动；另一方面宏观上在好于预期的Q1财报和宏观数据中计价“软着陆”。但需要注意的是：1. Q2财报季逐步开启，美股财报将为宏观预期校准；2. 当前美股估值较10年期TIPS收益率已经明显偏贵。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521