



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年8月1日

内外重要会议共振向好，支撑商品占优

一大类资产配置月报第25期：2023年8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：内外重要会议共振向好，风险偏好提升支撑商品占优

| 大类 | 项目 | 本期：2023-7-28至2023-8-25 | | 核心观点与逻辑支撑 | 上期：2023-6-30至2023-7-28 | |
|----------|----------------|------------------------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|--------|
| | | 投资建议 | 较上期变化 | | 指数变动 | 涨跌 |
| 股指 | 上证指数 | 震荡上行 | ↑ | A股所面临的整体环境较7月有所优化，预计8月市场有望演绎整体震荡且中枢有所抬升的走势。 | 3202.06-->3275.93 | 2.31% |
| | 创业板指 | 震荡 | ↑ | | 2215-->2219.54 | 0.20% |
| | 成长(风格.中信) | 震荡 | ↑ | 国内经济增速环比继续弱势修复，货币政策保持积极不变，有降准降息的概率。经济复苏斜率仍在低位，消费风格仍然缺乏强催化，短期内金融和周期风格仍具备相对优势。 | 6539.66-->6307.19 | -3.55% |
| | 周期(风格.中信) | 震荡上行 | ↑↑ | | 4322.56-->4479.53 | 3.63% |
| | 金融(风格.中信) | 震荡上行 | ↑ | | 6374.84-->7089.68 | 11.21% |
| | 消费(风格.中信) | 震荡 | ↑ | | 10816.9-->11240.46 | 3.92% |
| NASDAQ指数 | 震荡上行 | → | 美联储将不衰退作为基本假定，美股中长期向好。相对看好道指，但如果美联储表态更加鸽派，则纳指弹性可能更佳。 | 13787.92-->14316.66 | 3.83% | |
| DSJ平均指数 | 震荡 | → | | 34407.6-->35459.29 | 3.06% | |
| 债券 | 1Y国债到期收益率(%) | 震荡 | ↓ | 经济环比延续弱修复，政治局会议对地产等政策定调略超市场预期，长端利率预计震荡中枢略有抬升。 | 1.872-->1.818 | -5BP |
| | 10Y国债到期收益率(%) | 震荡上行 | ↑ | | 2.635-->2.653 | 2BP |
| | 2Y美债收益率(%) | 震荡下行 | ↓↓ | 美联储发言中性偏鸽，年内不加息概率较大，美债预计震荡下行。 | 4.87-->4.87 | 0BP |
| | 10Y美债收益率(%) | 震荡下行 | ↓↓ | | 3.81-->3.96 | 15BP |
| 大宗商品 | 布伦特原油(美元/桶) | 震荡上行 | ↑ | 美国经济衰退预期与加息预期一并减弱，大宗商品价格两大压制因素有所缓解。原油需求依然保持相对旺盛、减产支撑明显，衰退预期减弱利好金油比下降。 | 74.9-->84.99 | 13.47% |
| | COMEX铜(美元/磅) | 震荡 | → | | 3.744-->3.921 | 4.71% |
| | COMEX黄金(美元/盎司) | 震荡上行 | → | | 1909.9-->1958.8 | 2.56% |
| | 南华工业品指数 | 上行 | ↑ | 二季度宏观经济复苏弱于市场预期，但政治局会议对地产表态较为积极，近期各地方政府也积极响应，地产复苏带动工业品需求预期明显走强，从而对市场偏好形成提振。与此同时，今年极端天气也可能对开工和农业生产形成明显扰动。 | 3589.04-->3835.36 | 6.86% |
| | 南华螺纹钢指数 | 震荡 | ↓ | | 1415.19-->1464.63 | 3.49% |
| 南华农产品指数 | 震荡上行 | ↑ | 1095.56-->1155.64 | | 5.48% | |
| 南华玻璃指数 | 上行 | ↑↑ | 1867.01-->2072.54 | | 11.01% | |
| 汇率 | 美元指数 | 震荡 | ↓ | 美联储表态略偏鸽派，美元短期陷入震荡。干预预期增强，人民币汇率贬值阶段性结束。 | 103.38-->101.71 | -1.61% |
| | 美元兑人民币 | 震荡 | ↓ | | 7.23-->7.13 | -1.27% |

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：内外重要会议共振向好

2 权益：预期向基本面转好收敛

3 利率：政策面差异下增配美债

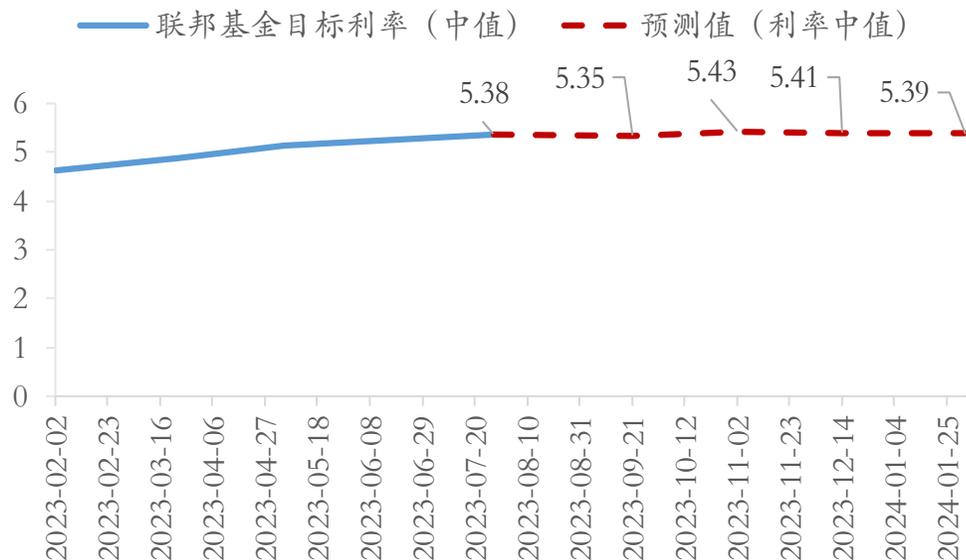
4 大宗：衰退预期与加息预期一并减弱

5 汇率：美联储表态偏鸽，美元震荡走弱

年内美联储进一步加息概率下降，外部风险继续缓释

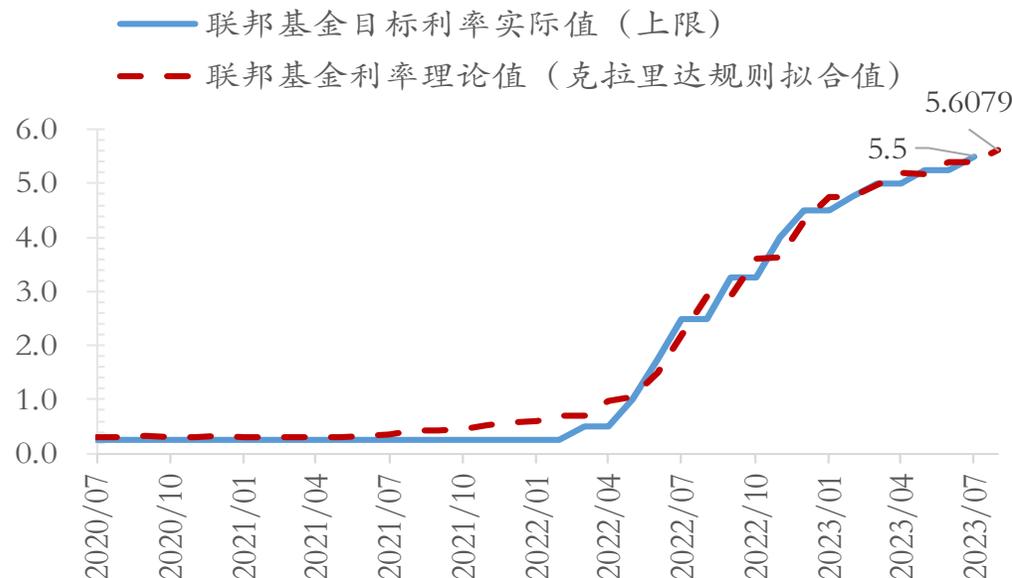
➤ 7月美联储议息会议加息25BP，符合市场预期。虽然并未给出未来加息路径的确切指引、仍然强调数据依赖型决策以及逐次会议讨论（meeting-by-meeting），但年内进一步加息的概率明显下降。①虽然美联储在7月会议声明中上调了经济软着陆的信心，美联储主席鲍威尔也指出软着陆是其预判的基准情形，美国二季度GDP增速2.4%显著超市场预期1.8%，但其意图在于解释年内不降息，而非支撑进一步加息。②美国通胀和就业市场有序降温，鲍威尔也在新闻发布会中予以确认，考虑到货币政策具有一定的时滞，除非数据走向有明显反复，我们倾向于7月是本轮加息的终点。③议息会议后，CME美联储观测数据显示9月美联储维持当前利率水平概率为78%。

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：7月28日。

克拉里达规则下，9月理论利率指引偏向于不加息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



7月中央政治局会议：政策以稳为主，回应市场关切问题

- ▶ 中央政治局会议定调以稳为主。面对下半年增长压力，会议强调“加大宏观政策调控力度”，但不宜对政策力度报太高期待：
 - ①会议对当前形势的判断是“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，表明当前决策层面对宏观经济数据波动保持较强政策定力；
 - 二是政策总基调上要求“用好政策空间、找准发力方向”，强调“要精准有力实施宏观调控”；
 - 三是公报仍然把“防范风险”放在突出位置，表明决策层将严守地方债务风险、金融风险等政策底线。
- ▶ 同时，会议对于当前市场关注的几个重点问题均予以偏积极回应，有利于提振市场信心和风险偏好。

会议公报表述

后续可能落地的举措

1

地产

- ▶ 公报并未出现“房住不炒”表述，并且强调“**适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策**”。

- ✓ 以因城施策的方式推进：①二套房贷认定规则调整优化、首付比例下调；②5年期LPR下调、LPR加点下调；③一二线城市限购政策优化。

2

地方政府化债

- ▶ 公报要求“有效防范化解地方债务风险，**制定实施一揽子化债方案**”。

- ✓ 2020年以来建制县隐性债务风险化解试点，因2022年疫情有所干扰，预计年内继续以特殊再融资债券推动债务化解。

3

活跃资本市场

- ▶ 公报罕见地提及“**要活跃资本市场，提振投资者信心**”，与以往“保持资本市场平稳运行”的定调相比更加积极。

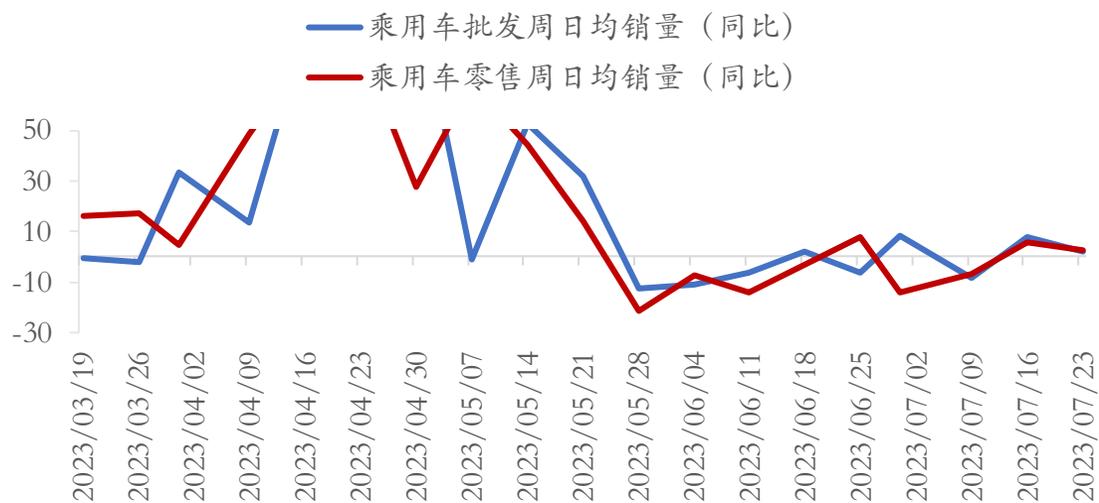
- ✓ ①降低管理费率等交易成本；②引入社保、个人养老金等中长期资金；③加快北交所、区域股权交易所等建设；④适时调整优化准入门槛，如投资者适当性等要求。



经济环比延续弱修复

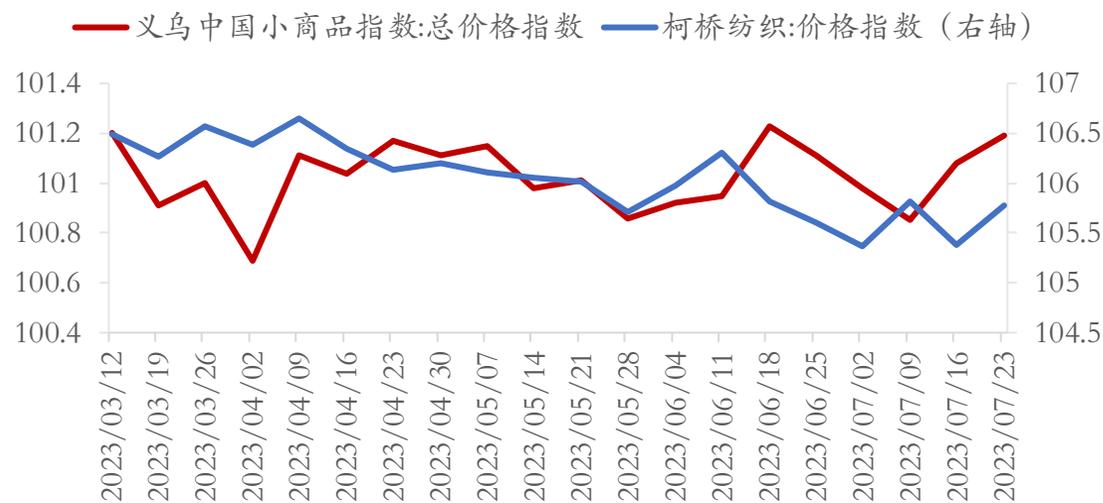
- ▶ **经济环比延续弱修复。**6月宏观经济数据有所改善，7月高频数据显示经济环比延续弱修复。从高频数据看，服务业延续修复，商品需求与生产均亦有所改善。考虑到去年7月基数小幅冲高，可能继续拖累同比增速，预计7月社零同比6%，固投累计同比3.5%，其中制造业投资5.9%、基建投资7.0%、房地产开发投资-9.3%，出口同比-12%，CPI同比-0.2%，PPI同比-4.3%。
- ▶ **汽车消费增速小幅走强，服务消费延续向好。**7月前3周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为5.4万辆和5.0万辆，同比分别上涨2.3%和1.7%，同比增速由负转正。典型消费品价格稳中略有上升：义务小商品指数7月较上月小幅上升至101.2，中关村电子商品指数较上月持平与82.58，柯桥纺织价格指数基本持平于105.8。服务类消费继续向好，7月暑期旅游出行人数继续增加，同时电影市场受益于多部影片明显转好，电影票房收入较去年同比大增203.9%，同比维持较高增速。

乘用车销量同比小幅增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

小商品价格震荡，柯桥指数小幅下行



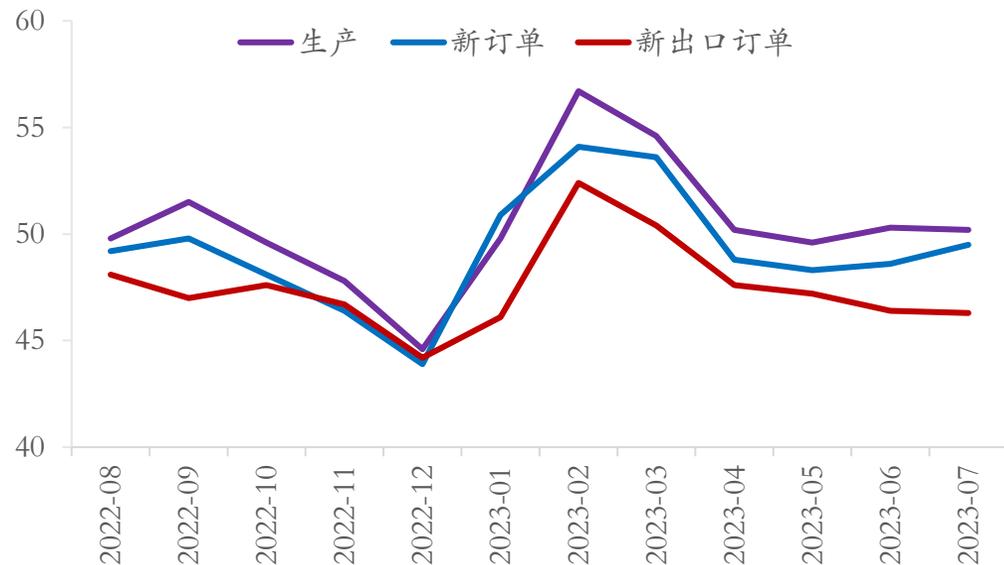
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



PMI小幅上行，生产仍然在荣枯线之上

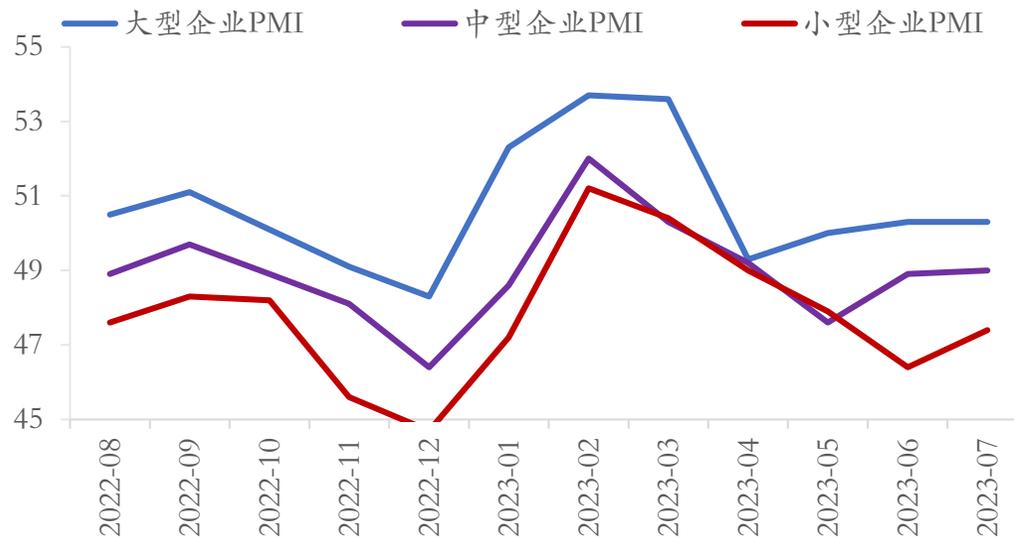
► PMI小幅上行，经济仍在缓慢复苏。7月制造业PMI为49.3%，较上月提升0.3个百分点，在荣枯线之下继续企稳上行。①新订单有所改善，内需强于外需。7月生产、新订单和出口订单指数分别为50.2%、49.5%和46.3%，其中新订单较上月提升0.9个百分点指向需求明显改善，生产整体企稳，外需仍呈现收缩态势。②就业压力仍不容忽视，从业人员指数仍在低位。7月从业人员为48.1%，较上月下降0.1个百分点，自2月以来延续下降态势。6月调查失业率中青年失业率达21.3%，达历史新高，结构性就业问题仍存，恐继续影响居民就业和收入修复。③服务业复苏势头有所放缓。7月份，服务业PMI为51.5%，较上月下降1.7个百分点。其中，新订单指数大幅下行至48.4%的荣枯线之下，显示服务业修复势头延续放缓。

新订单回升，生产企稳，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企稳，小企业PMI反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：内外重要会议共振向好

2 权益：预期向基本面转好收敛

3 利率：政策面差异下增配美债

4 大宗：衰退预期与加息预期一并减弱

5 汇率：美联储表态偏鸽，美元震荡走弱



2.1 国内权益：双向波动期，兼顾短轮动和长主线

- 我们在8月策略月报《旧篇别过一时新》（2023-07-30）中指出，展望8月，随着国内外重要会议的落地，整体定调共同提振市场风险偏好。国内经济增速环比继续弱势修复，货币政策保持积极不变，有降准降息的概率。因此A股所面临的整体环境较7月有所优化，预计8月市场有望演绎整体震荡且中枢有所抬升的走势。配置上，围绕市场预期所在，即政策发力方向或基本面景气改善方向：①前期预期极度悲观导致超跌，且业绩证实超预期提振基本面信心的食品饮料；②近期景气持续改善的基础化工；③业绩有望迎来触底叠加政策改善预期的医药生物。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率仍在低位，消费风格仍然缺乏强催化，短期内**金融和周期风格仍具备相对优势**。

上证指数相对占优，风格中周期与金融相对占优

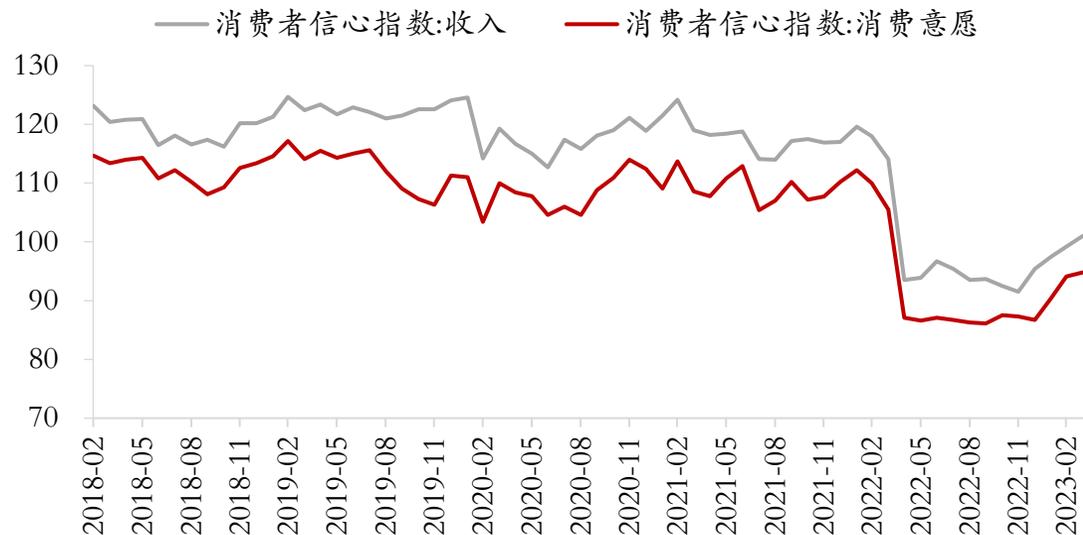
| 变量 | 变动值 | 上证指数 | 创业板指 | 成长(风格) | 周期(风格) | 金融(风格) | 消费(风格) |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 短端利率变动 (1Y国债) | -0.10 | -0.50 | -0.39 | -0.35 | -0.39 | -0.86 | -0.79 |
| 长短利差变动 (10Y-1Y国债) | 0.07 | 0.20 | 0.28 | 0.30 | 0.18 | 0.26 | 0.50 |
| 短端利率变动 (2Y美债) | 0.19 | -0.68 | -1.59 | -1.13 | -0.34 | -0.64 | -1.38 |
| 长短利差变动 (10Y-2Y美债) | -0.04 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | -0.07 | 0.01 | 0.01 |
| M2同比差值变动 | -0.30 | 0.16 | -0.35 | -0.17 | 0.41 | 0.56 | 0.18 |
| 社融同比差值变动 | -0.50 | -0.20 | -0.27 | 0.01 | -0.27 | -0.25 | -0.85 |
| 新发基金规模 (自然对数) | 6.14 | -1.10 | -1.00 | -1.35 | -0.98 | -1.48 | -2.89 |
| 合计 | | -2.12 | -3.31 | -2.70 | -1.46 | -2.40 | -5.21 |

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。

2.1 国内权益 (1) : 业绩证实超预期提振下信心改善的食品饮料

▶ **预期边际改善，提振板块整体信心，中长期关注食品饮料。**上半年以来市场对消费风格整体预期过于悲观，认为消费复苏拐点迟等不至。但随着暑期“出行热”，市场的悲观预期边际有所改善。叠加餐饮行业部分龙头企业已披露的上半年业绩数据向好，侧面证实经济复苏韧性较市场预期更强，提振消费板块整体信心。而预计随着上市公司逐步披露业绩，消费恢复逐步证实，食品饮料板块将迎来更强支撑。此外，在经济逐步恢复过程中，食品饮料业绩稳定，估值水平适中当下波动较小，当下更具备配置价值。

消费者信心持续修复



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

茅台价格上涨



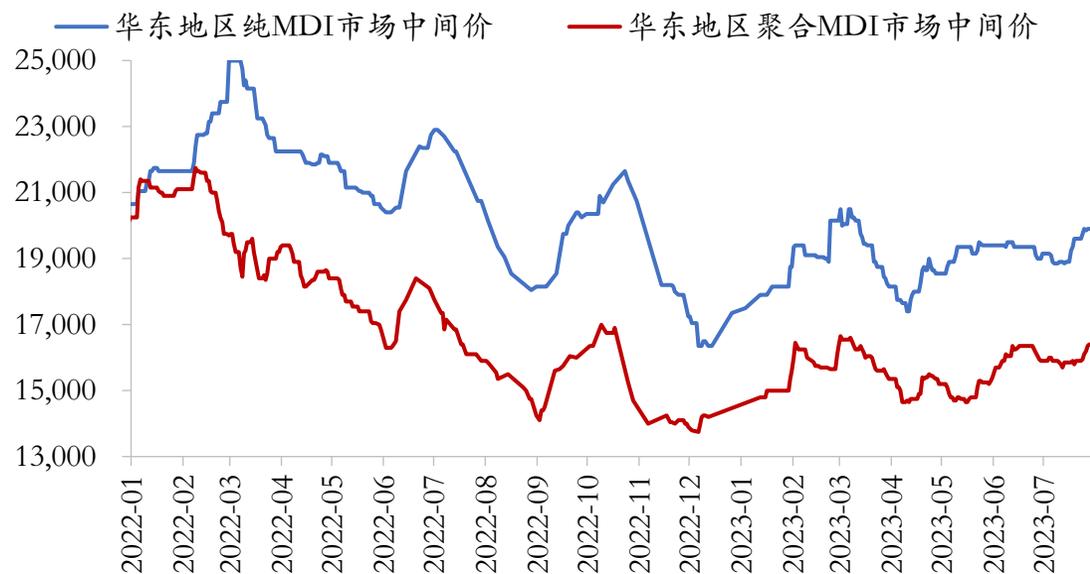
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：台/套，%。



2.1 国内权益 (2) : 景气持续边际改善的基础化工

► **景气近期持续边际改善的基础化工。**根据最新高频数据显示，基础化工指数CCPI自6月底以来便持续反弹。其中MDI、钛白粉、尿素及丙烯等品种出现明显反弹。我们认为此前在疫情影响下，基础化工上市公司部分新增产能的扩建有所延后，也意味着当下在经济逐步改善时，需求逐步恢复下基础化工板块的供给端压力将会相对较大。而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。当下基础化工板块具备配置价值。

MDI价格持续上涨



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/吨。

受原油涨价影响，丙烯现货价上涨



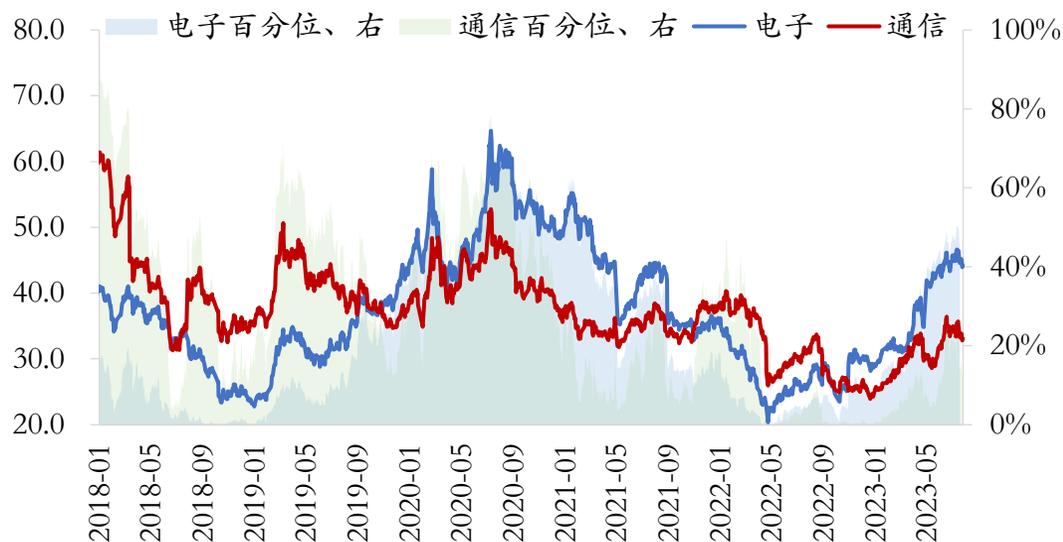
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/吨。



2.1 国内权益 (3) : AI方向仍有估值抬升空间

► 调整后更具备配置价值，关注受益于全球半导体产业周期见底的通信和电子。7月整月泛TMT板块的电子、通信、传媒、计算机全线进入调整，即便在微软、谷歌二季度业绩增速较好，微软Microsoft 365 Copilot定价超预期等刺激下亦无法提振泛TMT整体板块信心，证实当下资金的分歧较大。近期国内流动性充裕积极，但进一步宽松可能性小，而海外流动性迎来好转。我们认为海外流动性预期改善对估值敏感的板块形成较强支撑并将持续一段时间。此外近期上市公司逐步披露业绩预告，国内多参数大模型不断推出，台积电对全球半导体周期2023Q3见底的指引也为板块基本面提供较强的支撑。受益于全球半导体产业周期见底以及经历一段时间调整后，预计电子、通信的配置价值将更加凸显。

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：X、%。

半导体周期底部，产业周期反弹在即



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、十亿美元。

2.2 美股：美联储将不衰退作为基本假定，美股中长期向好

- 美联储将不衰退作为基本假定，美股中长期向好。** 二季度美国GDP增速为2.4%，远超市场预期1.8%，也高于前值2%，美国经济继续维持强势。同时，在7月FOMC会议后，鲍威尔表示不衰退是其对下半年美国经济的基准情形，而美联储已经将下半年美国经济基准假设从可能衰退调整为更加温和的经济增速下降。因此，二季度经济强势释放较多利好，美股继续迎来支撑。但美股上方仍面临抑制，尤其是当前美债利率维持高位使得美股股息率与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，但如果美联储表态更加鸽派，则纳指弹性可能更佳。

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) | 0.19 | -0.86 | 0.10 |
| 长短利差变动 (10Y-2Y美债) | -0.04 | -0.01 | -0.03 |
| 失业率 (季调) 变动 | -0.10 | -0.06 | -0.03 |
| 美国CPI环比 | 0.30 | 0.44 | -0.09 |
| 美国PPI环比 | 0.10 | -0.36 | -0.20 |
| 合计 | | -0.85 | -0.26 |

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：内外重要会议共振向好

2 权益：预期向基本面转好收敛

3 利率：政策面差异下增配美债

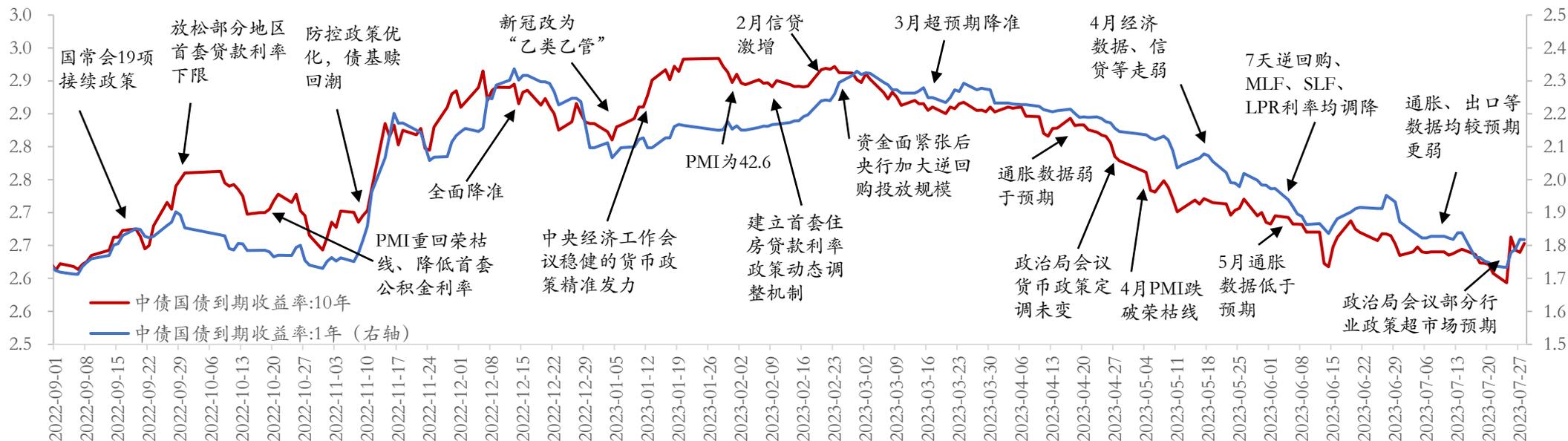
4 大宗：衰退预期与加息预期一并减弱

5 汇率：美联储表态偏鸽，美元震荡走弱

3.1 国内债券：7月利率先下降后月末反弹，整月震荡

- 市场等待政策定调落地，利率先降后升。10年期国债利率先降后升，由7月初的2.64%“V”型至月底的2.65%。①6月通胀、出口等数据较市场预期更弱。6月PPI、CPI以及出口数据均弱于预期；6月新增社融4.22万亿元，总量超出市场预期，但结构上预示后续“接力”较弱。债券市场对经济数据反应较为平淡。②政治局会议定调地产等行业略超预期。中央政治局会议政策总体基调以稳为主，但对当前市场关注的几个重点问题均予以积极回应。其中地产方面强调“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，较市场预期更为积极。

债市7月震荡，月末重要会议定调明晰

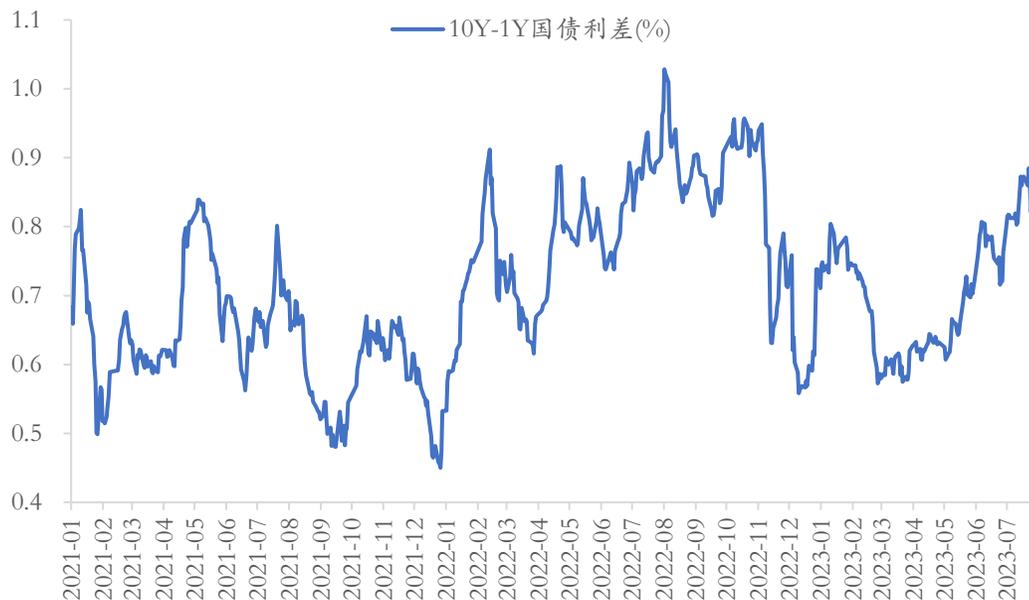


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.1 国内债券：8月回归基本面，预计长端震荡中略抬升

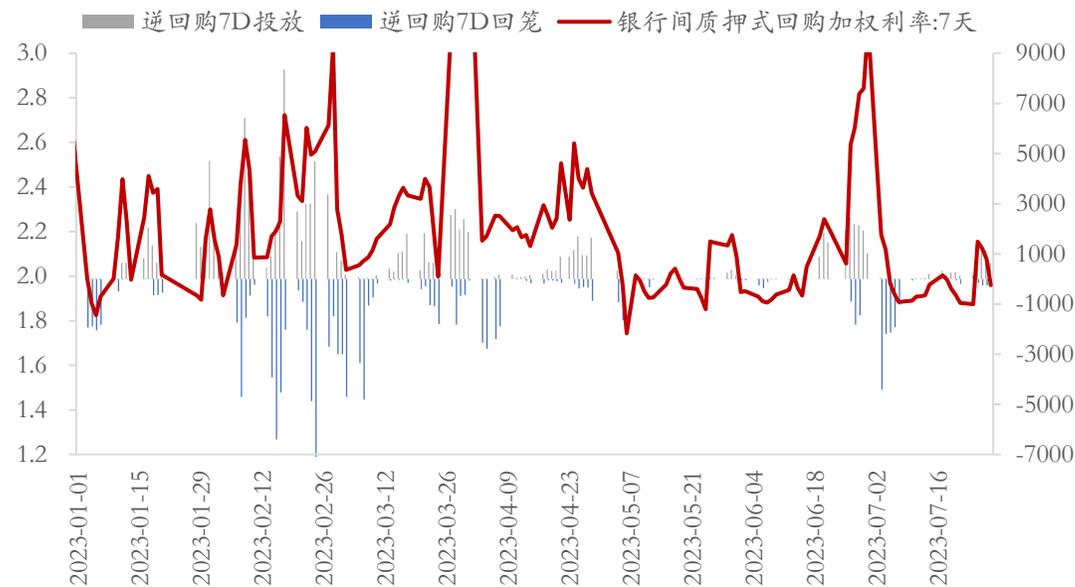
- ▶ 8月长端利率预计震荡中小幅抬升，等待基本面逐步验证：①高频数据显示7月修复较6月更强。经济环比延续弱修复。7月高频数据显示经济环比延续弱修复并强于6月。其中服务业延续修复，商品需求与生产均亦有所改善。生产端多数周期品价格均呈现上涨。②流动性对地产支撑将逐步兑现。经济明确的拐点未现前，货币政策将延续宽松基调给予支撑。近期住建部召开座谈会，提出落实降低首套房首付和利率、认房不认贷等政策措施。预计将针对房贷利率的结构性压降政策，如调低LPR加点等。
- ▶ 长端震荡中略抬升、短端震荡，期限利差8月预计仍将扩大。8月预计长端震荡、而在7月底资金惯例“紧张”时段短端利率仍较为稳定，预计后续期限利差在8月仍将扩大，预示经济修复升温。

7月期限利差加大，市场对后续经济修复预期升温



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

7月底资金波动较小，证实银间流动性充裕



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元、%

3.2 美债：经济增长快于预期，消费信心指数回升

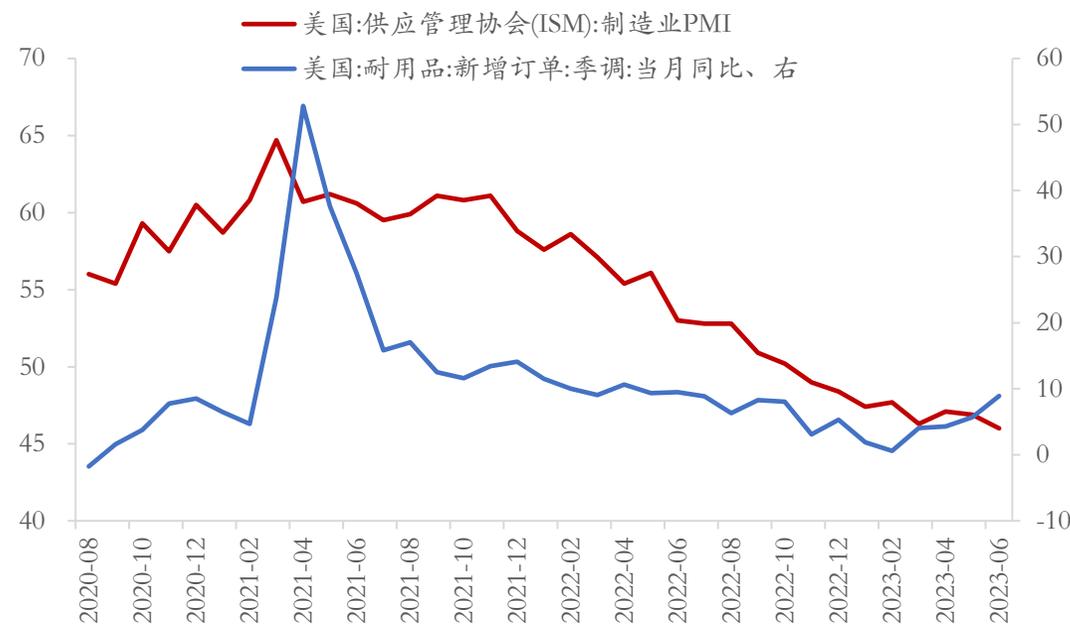
➤ 经济增长快于预期，消费信心指数回升。①美国经济增长快于预期。美国二季度GDP增长快于预期，表明经济衰退的威胁在短期内有所消退。其中，消费者支出和非住宅固定投资的增长带动了第二季度的经济增长。此外美国耐用品订单连续第四个月增长，商业设备订单意外连续第三个月增长，表明尽管美联储激进加息，但企业投资仍好于预期。②消费信心指数回升。消费者信心指数比6月明显上升，结构上该指数的组成部分都大幅改善，商业状况大幅改善。除低收入消费者外，所有人口群体的信心都有所上升。市场信心的急剧上升主要归因于通胀持续放缓以及劳动力市场的稳定。

新房销售持续回暖



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

耐用品新增订单明显上升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

1 配置逻辑：内外重要会议共振向好

2 权益：预期向基本面转好收敛

3 利率：政策面差异下增配美债

4 大宗：衰退预期与加息预期一并减弱

5 汇率：美联储表态偏鸽，美元震荡走弱

4.1 国际大宗：衰退预期与加息预期一并减弱，大宗商品有望反弹

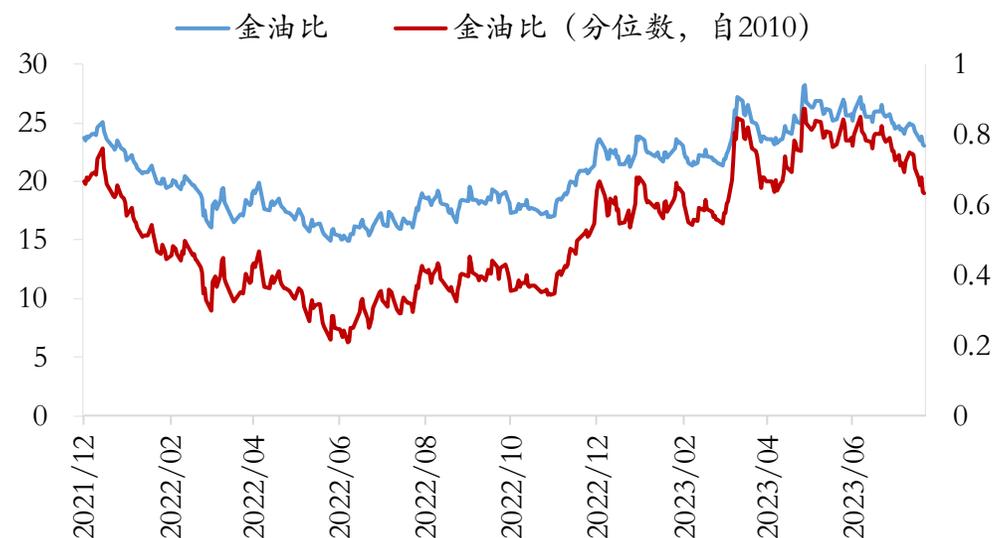
- ▶ **衰退预期与加息预期一并减弱，大宗商品有望反弹。**美国二季度GDP增速超预期，但对此美联储强调了年内不会降息，并未强调年内再度加息。随着美国经济衰退预期与加息预期一并减弱，大宗商品价格两大压制因素有所缓解，价格有望迎来反弹。短期看，原油需求依然保持相对旺盛、减产支撑明显，加息周期接近尾声对金价形成支撑，衰退预期减弱推动金油比下降。因此，相对看好原油，其次为黄金和铜。

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) | 0.19 | 2.39 | -0.01 | -0.81 |
| 长短利差 变动 (10Y-2Y美债) | -0.04 | -0.15 | 0.01 | 0.04 |
| 美债长期平均实际利率 | 0.01 | -0.01 | -0.02 | 0.00 |
| 库存/ETF持仓量变动 | | 0.03 | -0.20 | -0.07 |
| 净多头持仓 | | 1.62 | 0.06 | -0.02 |
| 合计 | | 3.87 | -0.16 | -0.85 |

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。

衰退预期解除，金油比开启回落

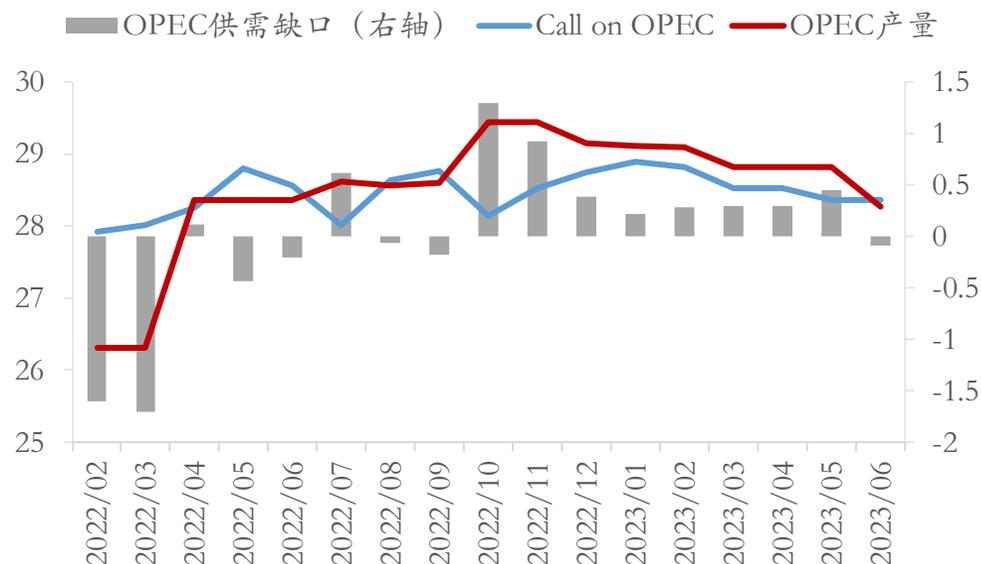


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

4.1 原油：沙特自愿减产继续支撑油价

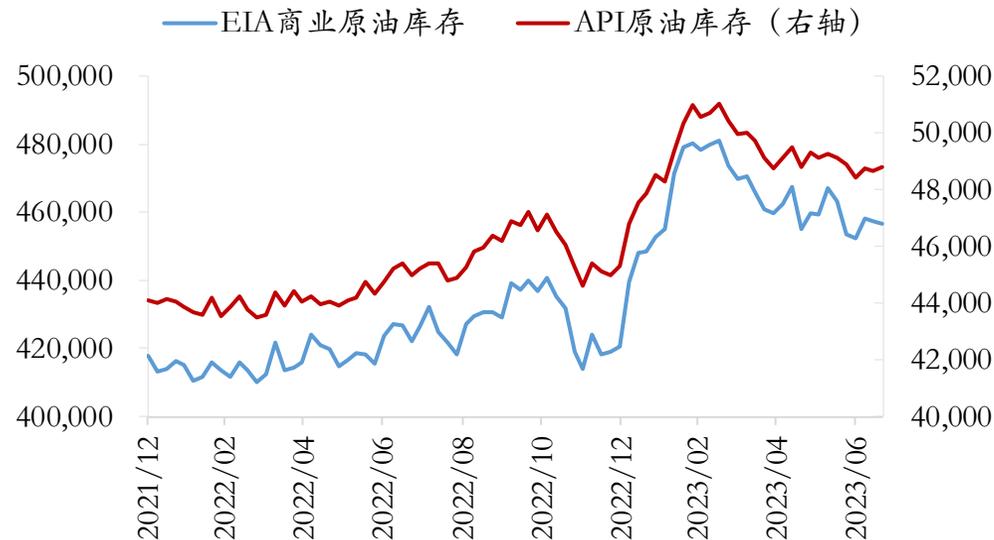
▶ **原油：OPEC+减产动力充足，继续支撑油价。**7月3日，沙特宣布将从7月开始的日均100万桶的自愿减产石油措施延长一个月至8月底，之后又再度延长至9月底，减产措施助推油价走强。同时，美国经济维持韧性，需求端亦有所提振，高盛发布报告称7月份全球石油需求将达到创纪录水平，全球石油市场将从过剩转向短缺，预计在欧佩克+减产的支持下，石油消费量将创历史新高。OPEC+持续减产继续支撑油价，对冲了美联储提升利率的影响。虽然从市场情绪看，WTI非商业空头明显下降、净多头开启反弹，但是原油库存延续下降态势。因此，预计油价震荡略偏多。

OPEC+减产依然维持小幅累库，但幅度已较低



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



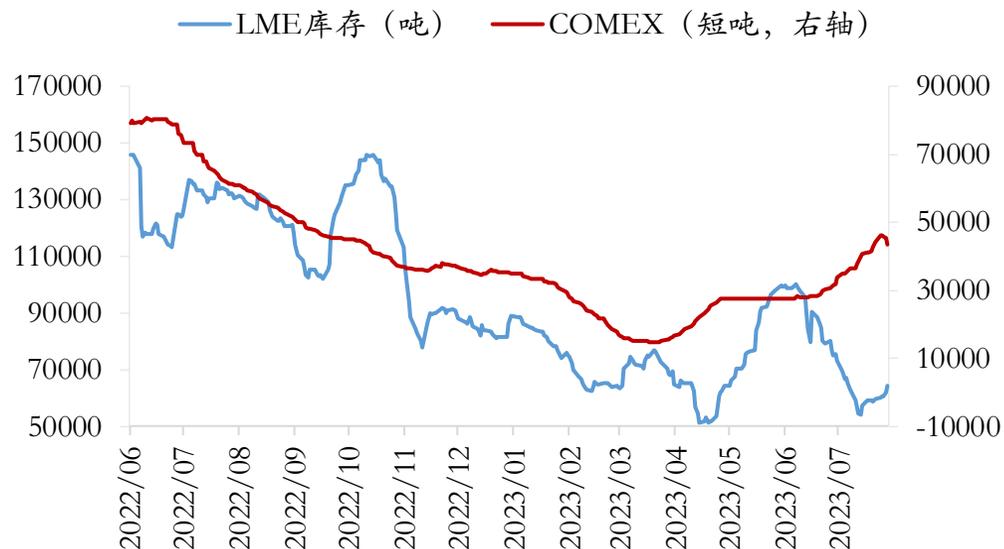
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：市场看空情绪瓦解，震荡略偏多

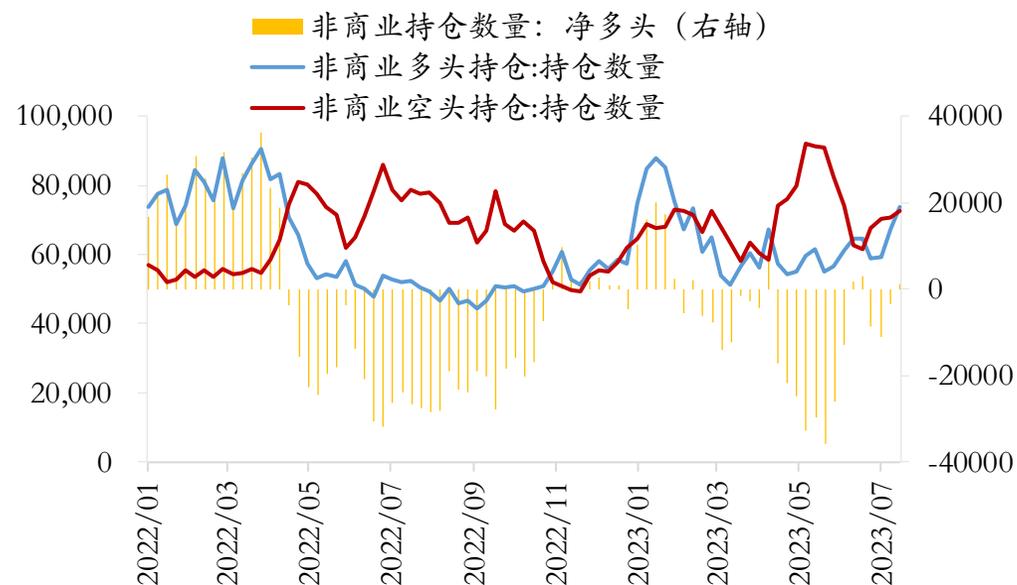
▶ **铜：市场看空情绪瓦解，震荡略偏多。** COMEX铜小幅反弹、LME铜库存有所下降，需求端弱势有所缓解。但目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是今年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空持仓量波动明显，市场波动加剧。但7月议息会议后，美联储年内继续加息预期下降，铜非商业从净空头转为基本持平。整体上看，预计美联储7月就是本轮加息终点，短期内铜价以震荡偏多为主。

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



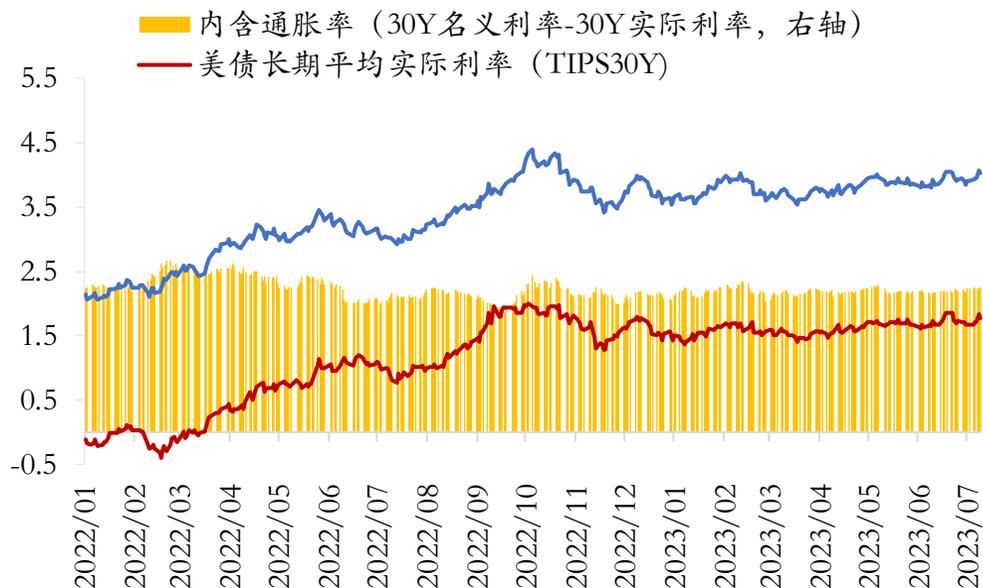
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。



4.1 黄金：中长期配置价值不改，可重点关注

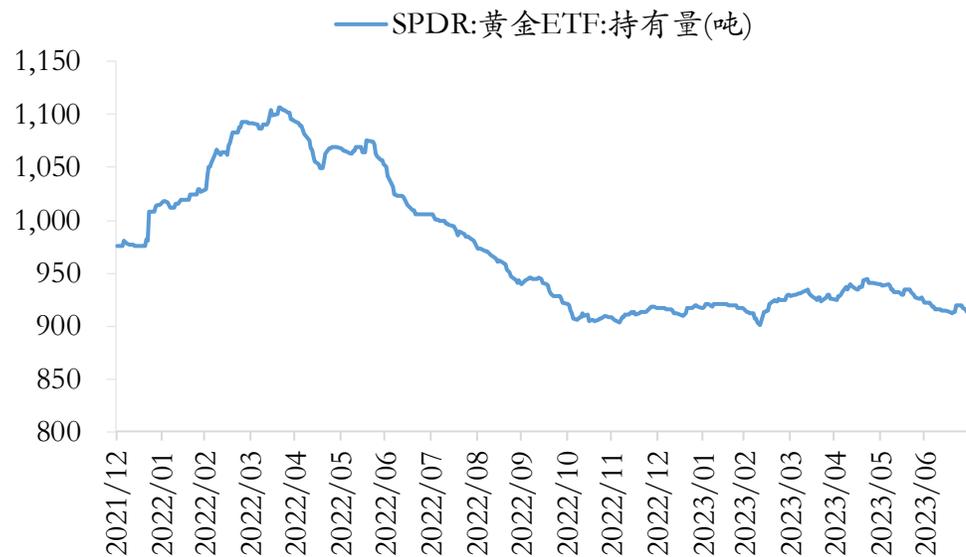
- ▶ **黄金：中长期配置价值不改，可重点关注。**美联储官员表态否定了年内降息的可能性，但也已经在市场预期之内，短期内来看除非美国通胀、就业数据明显走强，否则美联储继续加息概率较低，布局黄金确定性提升。从投机情绪上看，ETF持仓量稳中略有下降，非商业多头及多头净持仓较上月有所提升。从中长期看，美联储政策难以将政策利率维持在较高水平，美国经济增速回落为大概率事件，中长期配置价值不改，近期可重点关注。

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：稳地产预期走强，有望带动工业品价格回暖

- ▶ **稳地产预期走强，有望带动工业品价格回暖。** 二季度宏观经济复苏弱于市场预期，但政治局会议对地产表态较为积极，近期各地方政府也积极响应，地产复苏带动工业品需求的预期明显走强，从而对市场偏好形成提振。与此同时，今年极端天气也可能对开工和农业生产形成明显扰动。目前来看，农产品受极端天气影响具备相对优势，工业品中虽然玻璃基本面弱势、但预期支撑下价格有反弹动力。因此，当前国内大宗品整体上看多，相对看好受地产保交楼竣工端获益的玻璃，其次为农产品和其余工业品。

因子分析显示农产品具备相对优势，但相对于工业品优势并不明显

| 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) | -0.10 | -0.21 | -0.66 | -0.12 | -1.24 |
| 长短利差 (10Y-1Y国债) | 0.07 | 0.00 | 0.07 | -0.04 | 0.31 |
| M2同比差值变动 | 0.50 | -0.78 | -0.23 | -0.58 | -0.97 |
| 基建投资累计同比变动 | -0.30 | -0.19 | 0.04 | -0.08 | -0.15 |
| 新开工面积前12个月移动平均同比 | -36.57 | -1.44 | -1.77 | -1.20 | -0.02 |
| 竣工面积前12个月移动平均同比 | -2.22 | -0.40 | -0.06 | -0.46 | 1.29 |
| 销售面积前12个月移动平均同比 | -20.84 | 2.52 | 2.11 | 2.54 | -2.56 |
| 合计 | | -0.50 | -0.50 | 0.07 | -3.34 |

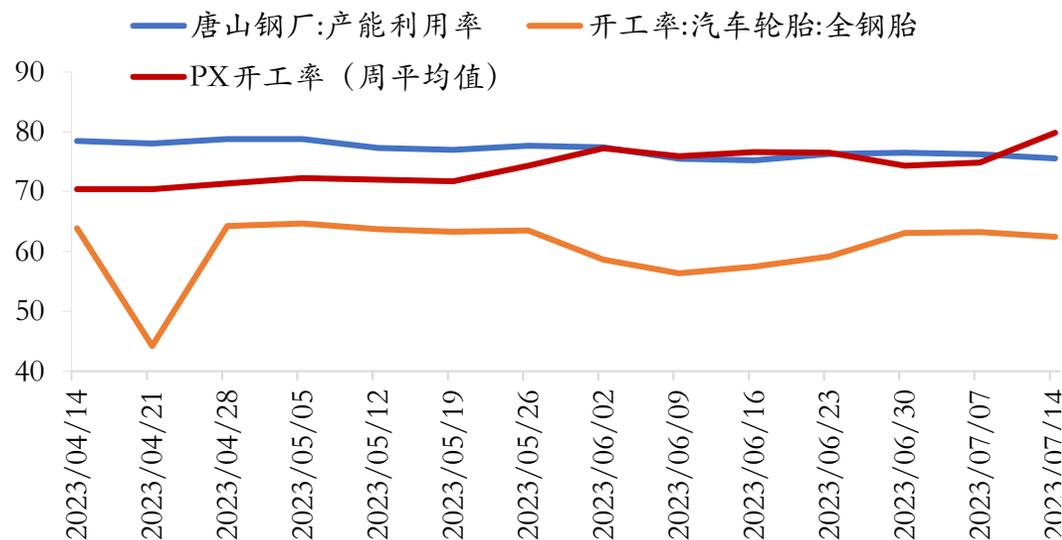
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：去库阶段性暂停，政策托底经济，价格获得支撑

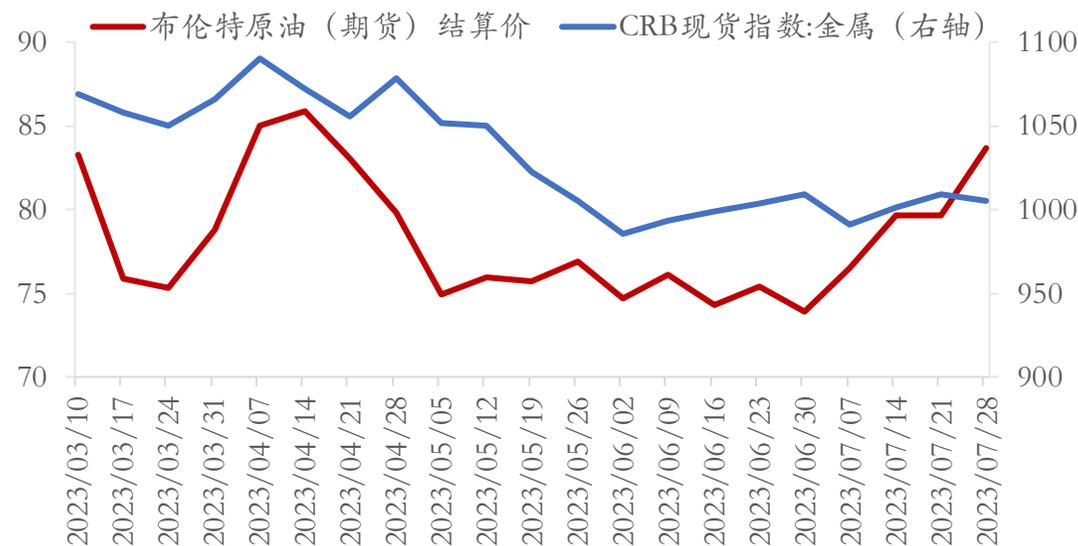
- ▶ **南华工业品指数：去库阶段性暂停，政策托底经济，价格获得支撑。** 去库存态势延续但库存消化取得一定进展，生产端有所恢复。6月产成品库存同比降至2.2%，表明库存消化取得一定进展。唐山产能利用率、汽车全钢胎开工率整体趋稳，PX开工率反弹至80%，表明企业生产端继续修复。7月钢材预估日产量较6月提升10万吨/天，与去年同期相比增长约5%，表明基建类项目开工有望提速。

汽车全钢胎开工率稳中略有下降，化工开工率提升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

金属价格低位震荡，原油价格反弹明显



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：地产新开工拖累缓解，基建有望拉动

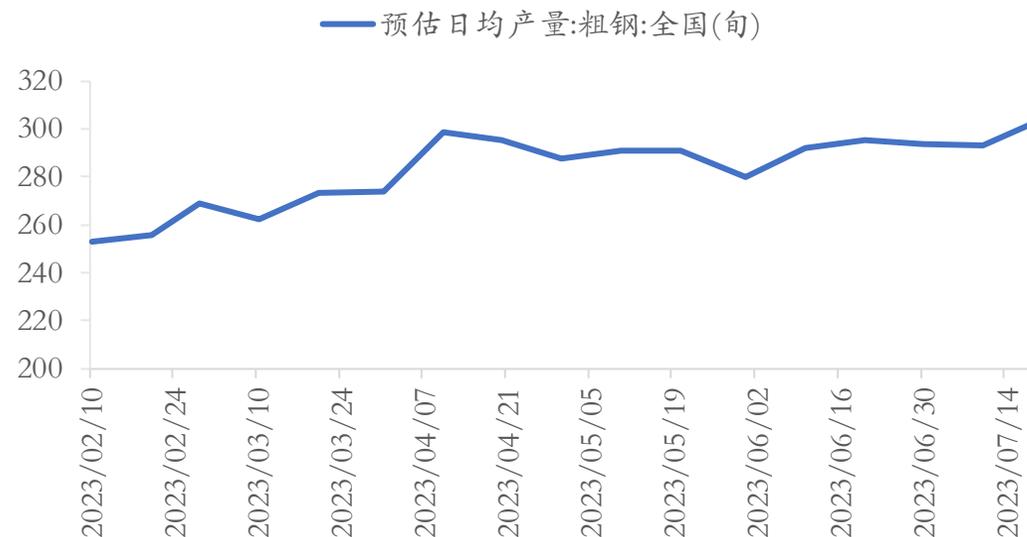
- ▶ **南华螺纹钢指数：地产新开工拖累缓解，基建有望拉动。** 粗钢产量7月稳中有升，供给端基本持平。房地产新开工面积底部区域开启反弹，房企拿地和新开工意愿仍弱势，但从整体施工周期来看，对螺纹钢需求的拖累已经被基本消化。同时，6月基建投资维持较高增速，后续市场对于地产托底和基建投资端发力仍有预期，因此，螺纹钢指数预计小幅反弹、震荡偏多。

新开工底部区域开启反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

7月粗钢产量稳中有升



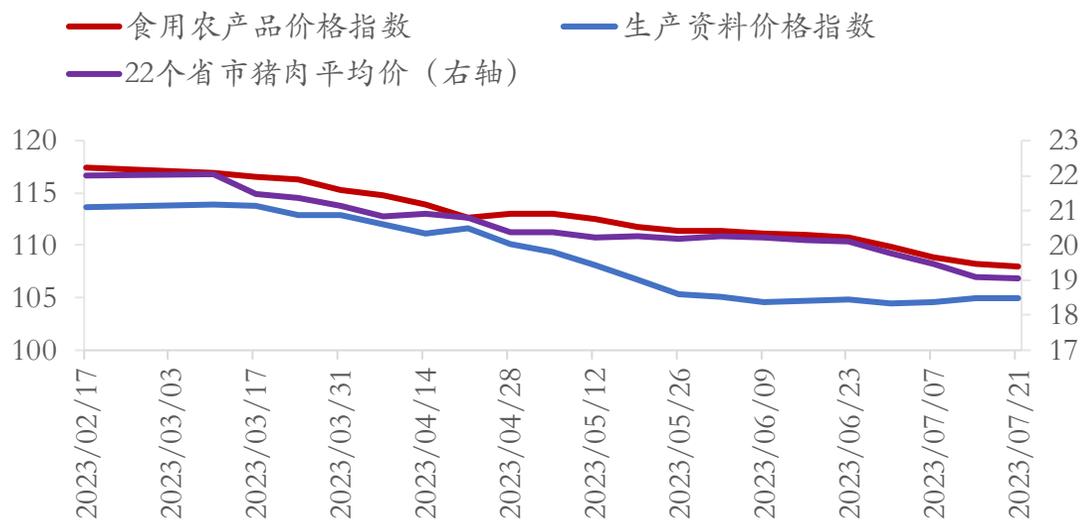
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：价格处于低位，但极端天气影响下有望小幅反弹

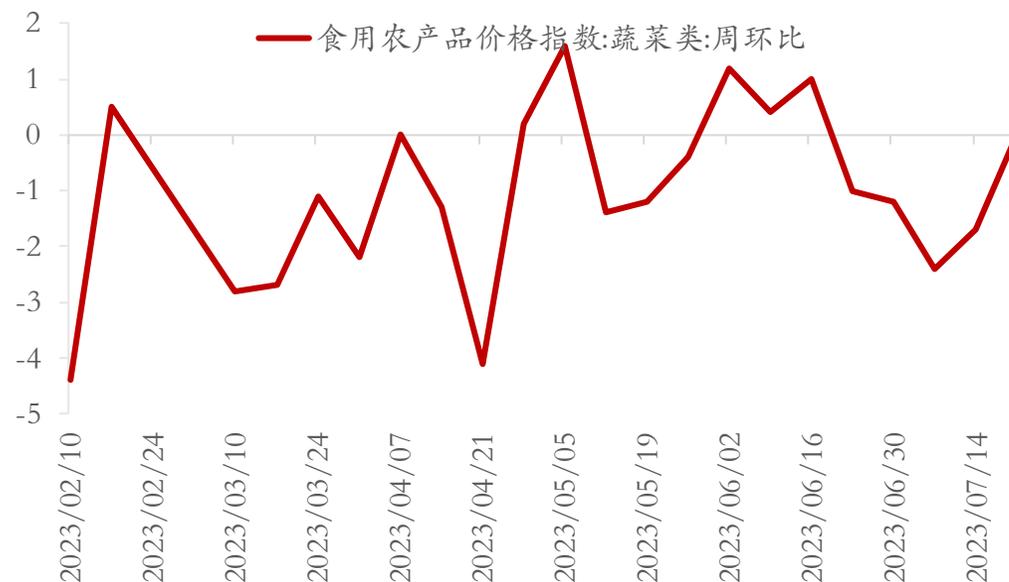
- ▶ **南华农产品指数：保供与运输成本继续下降，仍以震荡为主。**猪肉价格维持低位，7月前3周价格均值19.21元/公斤，与6月周价格均值20.11元/公斤相比小幅下降，与去年6月均值同比下降30%。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，7月蔬菜价格指数同比下跌8.5%，同比由正转负。综合来看，农产品价格处于低位，随着油价反弹、运输成本有所上行，叠加极端天气可能对生产端形成一定扰动，农产品价格指数整体震荡偏强。

食品价格延续小幅下行态势



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

蔬菜价格环比依然偏弱

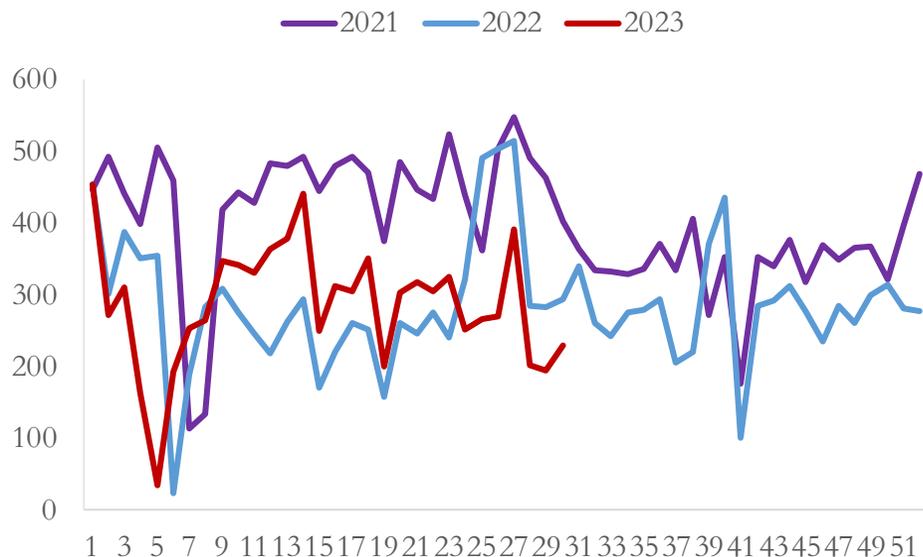


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

4.2 南华玻璃指数：地产政策优化预期明显提升，提振玻璃价格

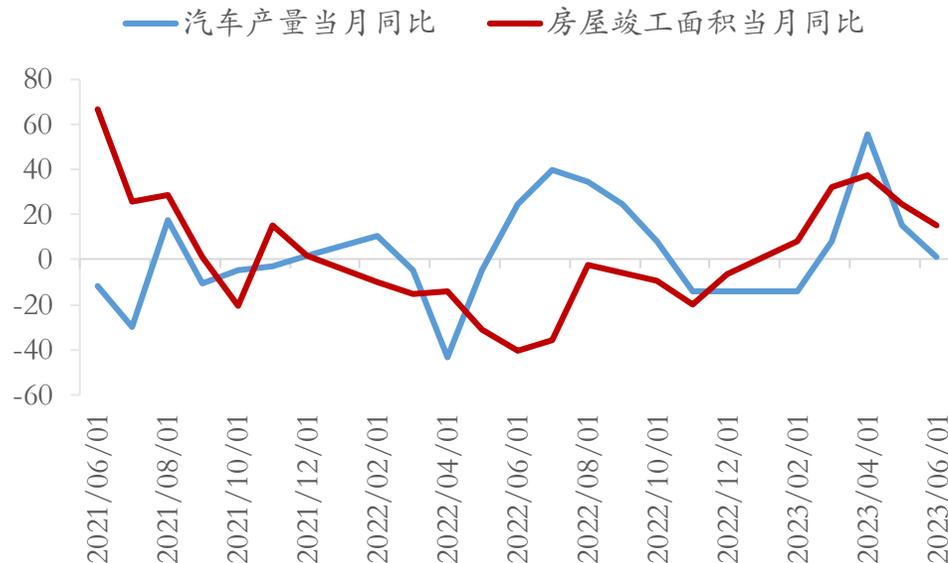
➤ **南华玻璃指数：地产政策优化预期明显提升，提振玻璃价格。**7月房地产销售同比仍明显走弱，但降幅较6月小幅收窄，预示地产形势不容乐观。我们认为，地产投资仍在下行周期，关注政治局会议后可能对调整政策进行的优化。①中央政治局会议公报中强调适应地产新形势，适时调整房地产政策，有望在二套房认定、限购等领域进行优化，从而托底房地产。②居民部门购房信心依然偏弱。由于6月70个大中型城市中二手房房价环比上涨城市回落至仅7个，房价下行加剧购房者观望情绪。③近期地产调控放松政策传言较多但均被证伪，市场预期的调控政策大幅放松并未出现。因此，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，玻璃价格虽受到政策提振，但难以大幅上行。

7月30城商品房周销售面积同比仍较弱



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。

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：内外重要会议共振向好

2 权益：预期向基本面转好收敛

3 利率：政策面差异下增配美债

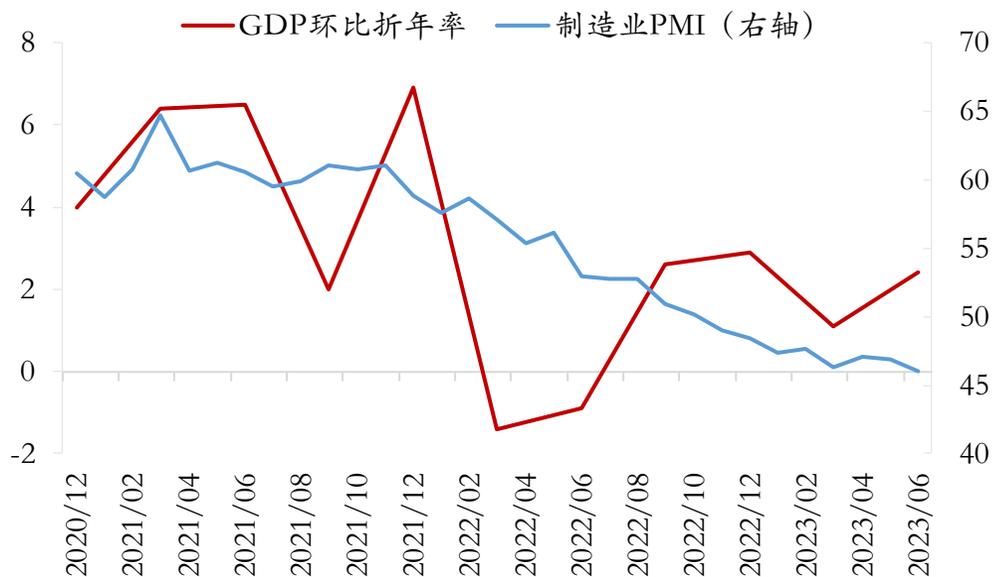
4 大宗：衰退预期与加息预期一并减弱

5 汇率：美联储表态偏鸽，美元震荡走弱

5.1 美元指数：美联储表态略偏鸽派，美元短期陷入震荡

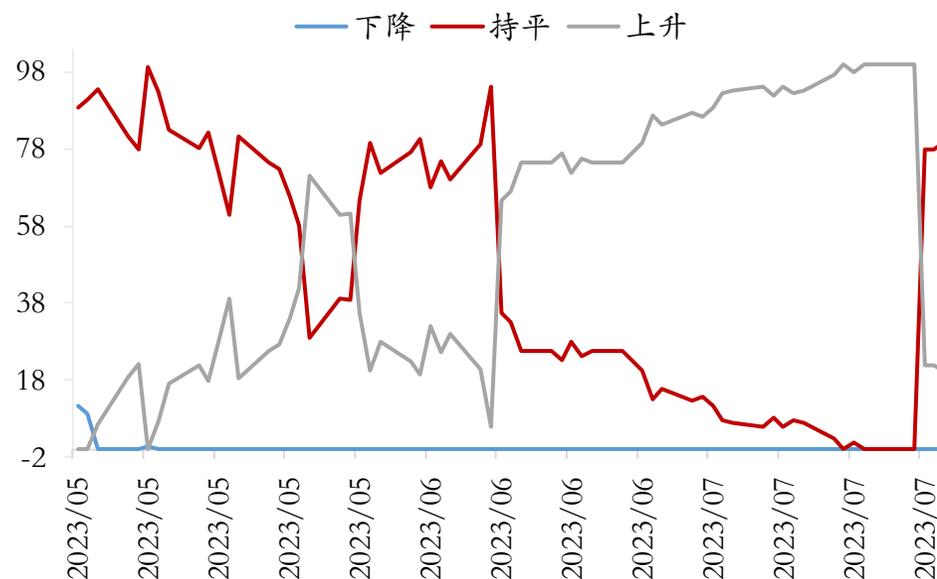
- 美联储表态略偏鸽派，美元短期陷入震荡。** 美联储官员表现出对待通胀回落的耐心增加，暗示加息路径可能不会过于激进，9月可能暂停加息。鲍威尔强调的数据依赖原则被视为小幅偏鸽，使美债收益率下行，美元指数回落。虽然二季度美国GDP增速超预期后美元短暂走强，但后续来看，经济增速下行仍为大概率事件，叠加美联储态度偏鸽，预计美元指数震荡回落，后续继续关注9月美联储议息会议及声明。

美国PMI仍维持低位，但GDP反弹超预期



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对7月FOMC目标利率持平押注增加

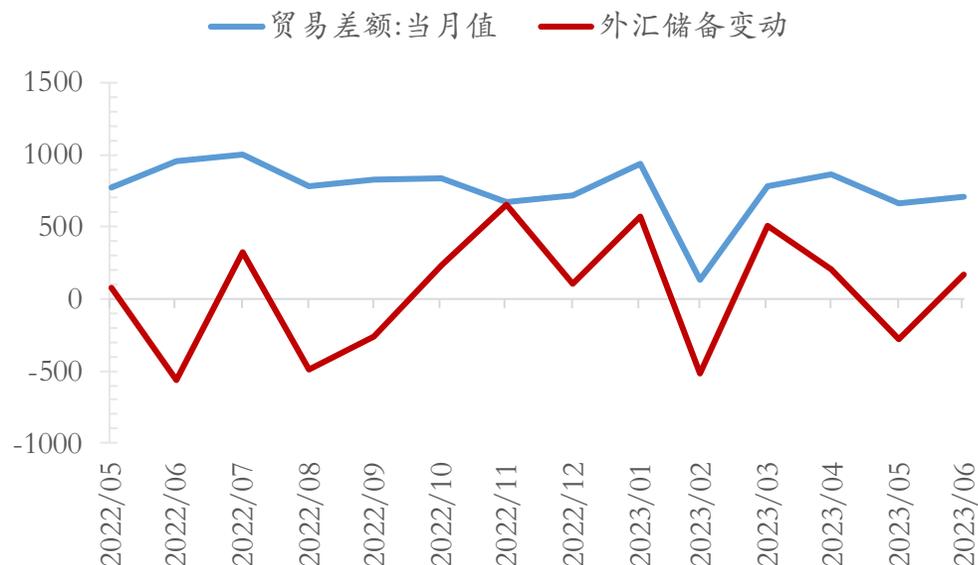


资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。

5.2 人民币：干预预期增强，人民币汇率贬值阶段性结束

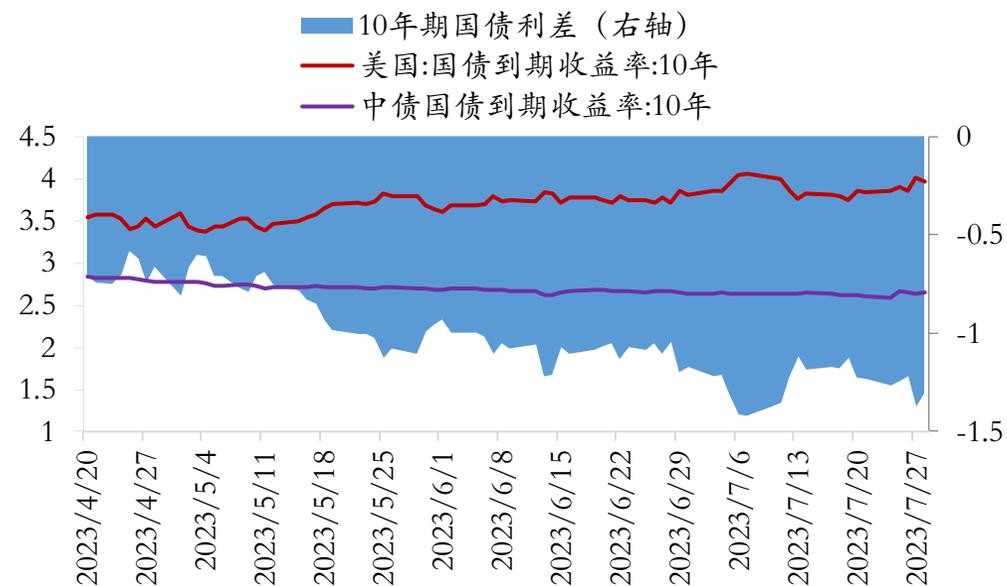
- 人民币贬值阶段性缓解。** 中央政治局会议对资本市场关心的问题均予以积极回应，同时强调“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，受此影响，外资对国内经济与人民币汇率预期均向好，人民币升值明显。汇率预期管理信号作用强烈。中央政治局会议前，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，以增加境内市场美元流动性，进而缓解人民币贬值压力，已向市场释放汇率管理信号。展望8月，美联储加息预期有所回落，美元难以进一步升值，双向波动仍将是人民币汇率的常态，人民币贬值阶段性缓解，短期内甚至有望偏强运行。

6月外汇储备重回净流入



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿美元。

中美利差在政治局会议后有所收窄



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。