

大类资产每周观察

美尔雅期货大类资产周报 20230821

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：美债发行规模巨大，国内降息作用有限



● 策略概述

- 1、美国7月货币政策会议纪要再显鹰派，但市场预期利率路径不变，美国财政部发债计划规模大超预期，令名义利率和实际利率突破新高，驱动风险资产价格全面调整。本周美国出炉7月地产销售和耐用品订单数据，地产链条韧性成市场关注点。
- 2、国内央行调降MLF和OMO利率，以期货币政策提振市场信心，但作用有限，令股市遭遇抛售。短期货币供需有所改善，供应和需求双双环比增加，资金价格有所反弹。地产新房和二手房销售延续季节性下降，新房销售有所反弹，制造业产能利用率持续反弹，进一步确认被动去库存周期的需求复苏，信用脉冲指数指向8月实体经济有望加速复苏，但风险偏好下降令权益类资产价格创出年内新低，预计市场期待进一步的财政刺激政策落地，关注本周即将公布的7月LPR调降幅度。

● 投资要点

美国7月货币政策会议纪要再显鹰派，但市场预期利率路径不变，通胀预期一度下降，但美债发行规模过大令名义利率加速上升，金融条件偏紧抑制风险资产价格。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，但扩内需提信心政策目前表现出大幅弱于预期，实体经济二次复苏力度或偏弱，市场风险偏好修复亟待政策解决。本周大类资产配置方面建议股市急跌至疫情低点做多风险资产（股票）做空避险资产（国债）进行配置，权益风格短期差异不大；商品高位震荡，建议中性配置，关注套利和逢高做空工业品机会，风格多农产品空工业品；利率整体偏震荡偏强，建议多二债、五债，空十债和三十债套利，货币预计震荡偏多，短期受实际利率压制反弹，建议逢低轻仓多黄金和白银。

- 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	美国7月货币政策会议纪要再显鹰派，但市场预期利率路径不变，美债发行规模过大令名义利率加速上升，金融条件偏紧抑制风险资产价格，外资风险溢价指数处于中性偏高水平，国内股市有一定配置价值。国内地产高频销售延续季节性走弱，制造业产能利用率持续改善，信用脉冲指数指向8月经济加速复苏，但扩内需提信心刺激经济政策大幅低于预期，权益类资产价格预计低位震荡， 可急跌配置股指期货IF、IH、IC、IM多单
	中证1000/中证500	震荡	
	成长	震荡	
	周期	震荡	
债券	10债到期收益率	震荡	地产销售延续季节性走弱，制造业产能利用率持续改善，信用脉冲指数指向8月经济加速复苏，短期货币供需环比改善，扩内需提信心刺激经济政策大幅低于预期，央行调降利率，预计债市高位强震荡，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	地产销售延续季节性走弱，制造业产能利用率持续改善，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大幅低于预期，商品整体预计高位震荡，考虑海外金融条件边际收紧， 预计大宗商品价格在当前位置短期震荡调整 ，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7月货币政策会议纪要再显鹰派，但市场预期利率路径不变，美债发行规模过大令名义利率加速上升，制贵金属价格反弹，预计短期底部震荡为主，建议 回调做多白银、黄金 。国内经济二次复苏力度或低于预期，美元兑人民币短期预计再次走强。
	美元指数	震荡	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾

➤ 过去一周大类资产表现：国内债券领涨，港股领跌

国内债券>美元指数>大宗商品>美债>贵金属>欧美股市>国内股市>港股

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	-1.80%	恒生中国企业	-6.02%	南华商品	1.49%	十债收益率(%)	↓ -0.0821
深证成指	-3.24%	恒生指数	-5.89%	南华能化	0.95%	二债收益率(%)	↓ -0.0240
创业板指	-3.11%	恒生科技指数	-6.22%	南华黑色	2.95%	期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0581
上证50	-2.39%	富时新兴市场指数	-1.80%	南华有色金属	-0.78%	DR007(%)	↑ 0.1585
沪深300	-2.58%	富时欧洲	-1.69%	螺纹钢	0.79%	美国十债收益率(%)	↑ 0.1000
科创50	-3.68%	标普500	-2.11%	生猪	-2.46%	美国二债收益率(%)	↑ 0.0300
中证1000	-2.97%	纳斯达克综指	-2.21%	WTI原油	-1.93%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0700
中证500	-2.29%	道琼斯工业平均	-2.59%	路透CRB商品指数	-1.60%	德国十债收益率(%)	↑ 0.0600
周期(风格.中信)	-2.25%	德国DAX	-1.63%	COMEX铜	0.00%	COMEX黄金	↓ -1.40%
成长(风格.中信)	-3.34%	日经225	-3.15%	CBOT大豆	2.61%	美元指数	0.52%

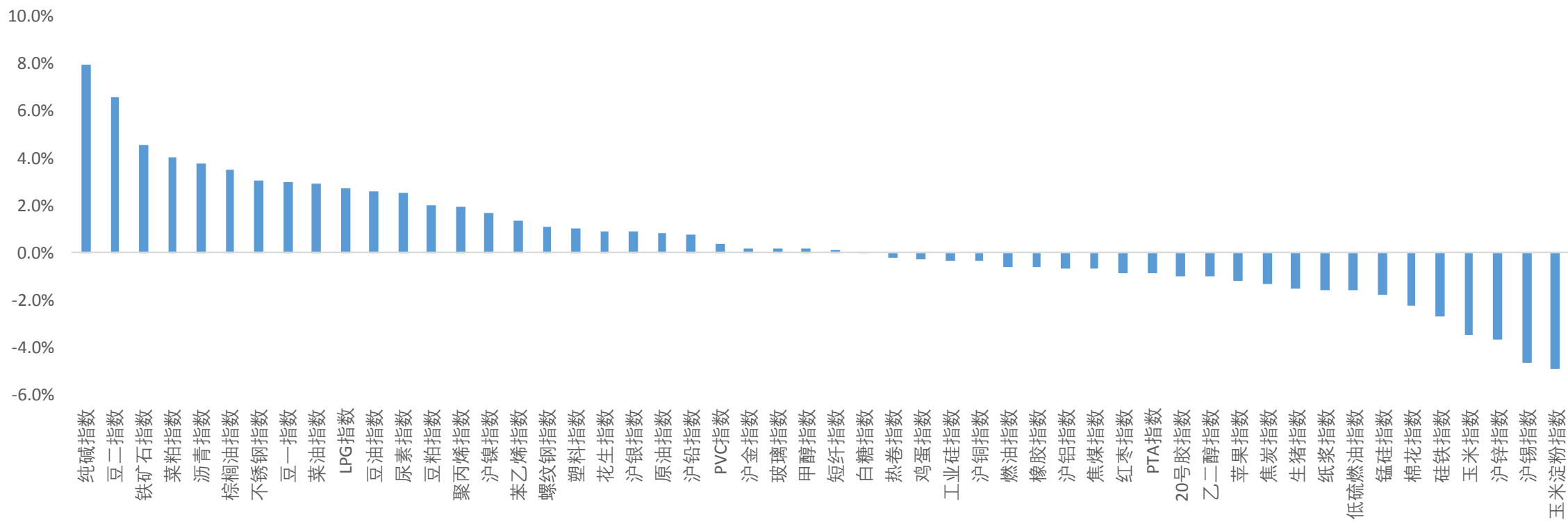
数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：纯碱领涨，玉米淀粉领跌

纯碱>豆二>铁矿>菜粕>.....玉米>沪锌>沪锡>玉米淀粉

大宗商品周涨跌幅

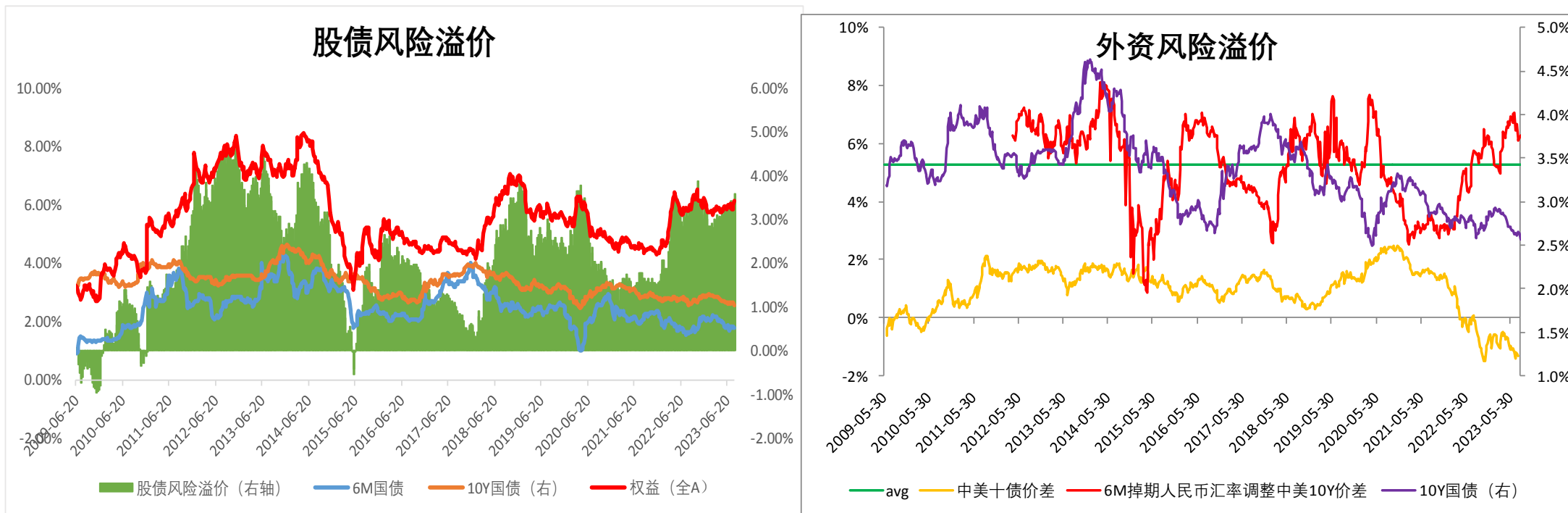


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

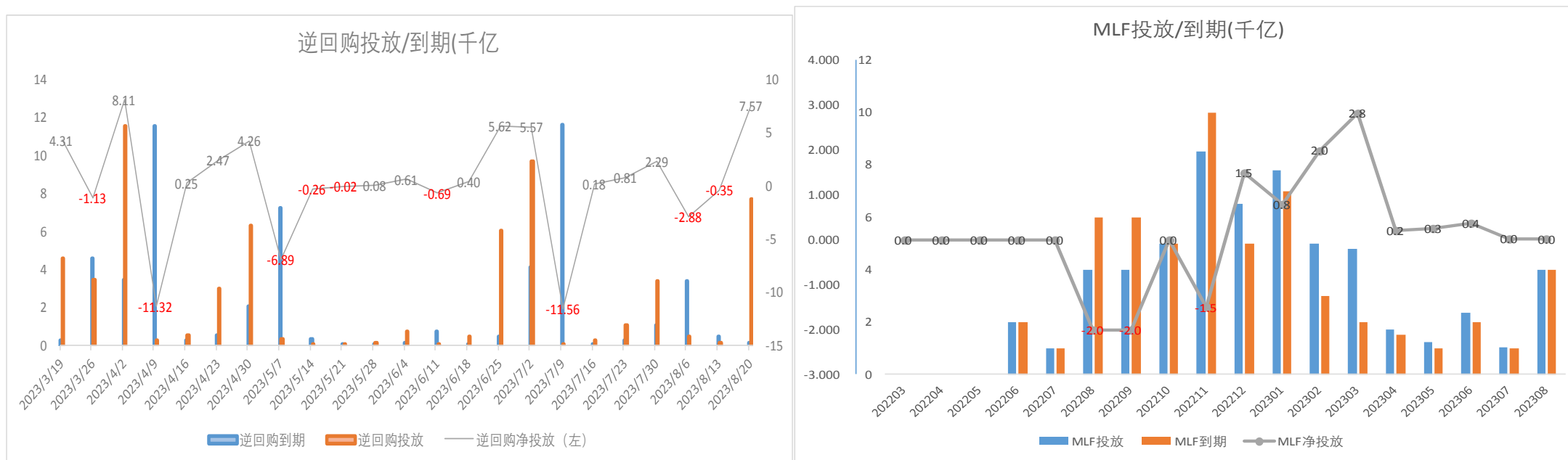
过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.6%**，较上周大幅反弹**0.21%**，位于**87.5%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.27%**，较上周反弹**0.06%**，位于**71.1%**分位点，外资吸引力小幅增加。



货币供需分析——货币供应

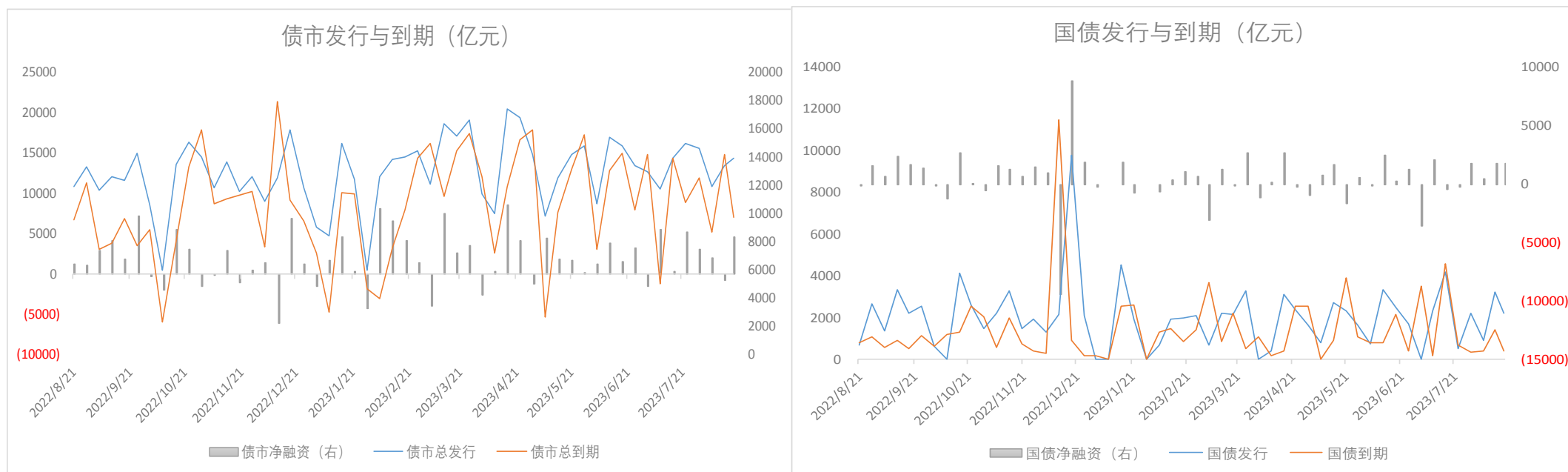
上周央行OMO逆回购到期180亿元，逆回购投放7750亿元，货币净投放7570亿元，货币供给大幅增加。同时，MLF在8月份投放4010亿，到期4000亿，持续超额续作，净投放10亿，总体8月货币供应维持中性态势。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

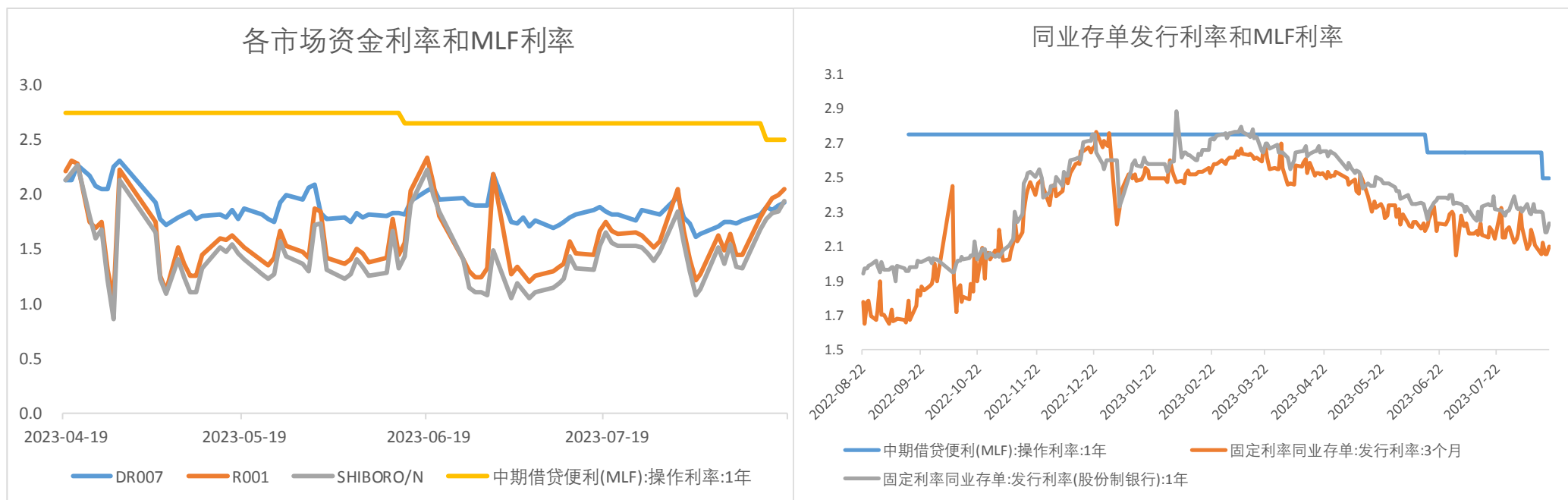
上周国债发行2203.7亿，到期400.2亿，货币净需求1803.5亿；地方债发行1918.9亿，到期840.8亿，货币净需求1078.1亿；其他债发行10219.6亿，到期8464亿，货币净需求1755.5亿；债市总发行14342.1亿，总到期9705亿，货币净需求4637.1亿，货币需求大幅增加，主要系企业和地方债务融资需求改善。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

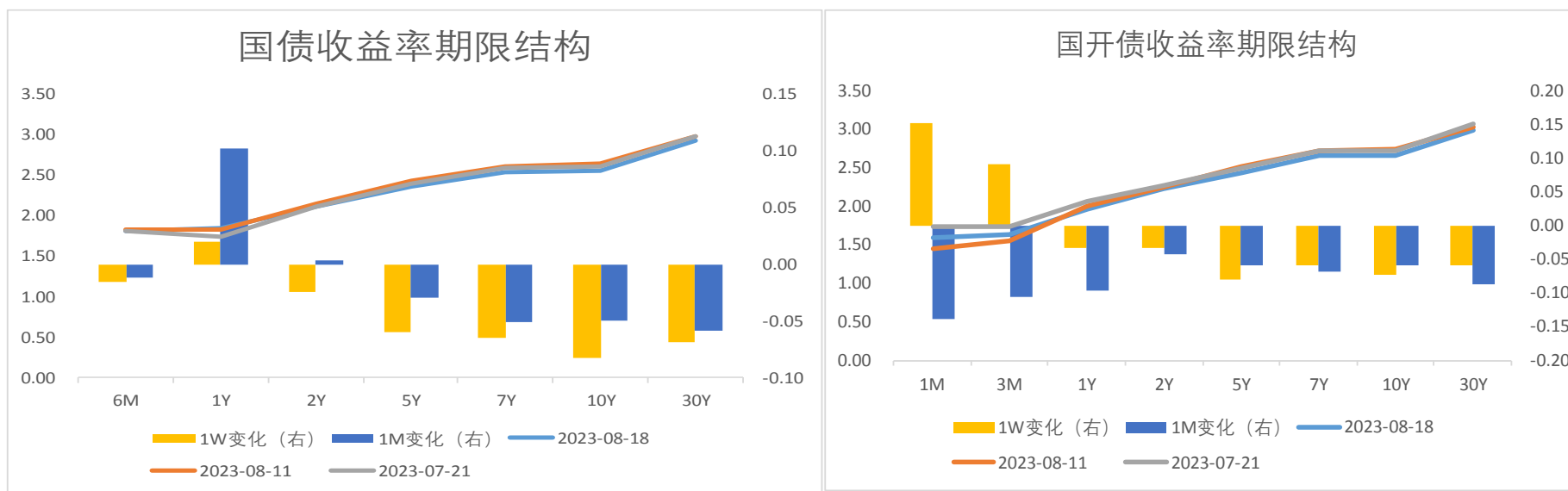
上周市场资金价格全面反弹，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化15.8bp、60.6bp、61.5bp至1.92%、2.05%、1.95%。同业存单发行利率回落2.7bp，股份制银行发行的CD利率大幅回落6.97bp至2.23%，其中MLF利率下调15bp，仍然大幅低于MLF利率1年期利率水平（2.5%），实体真实总量需求延续疲弱。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

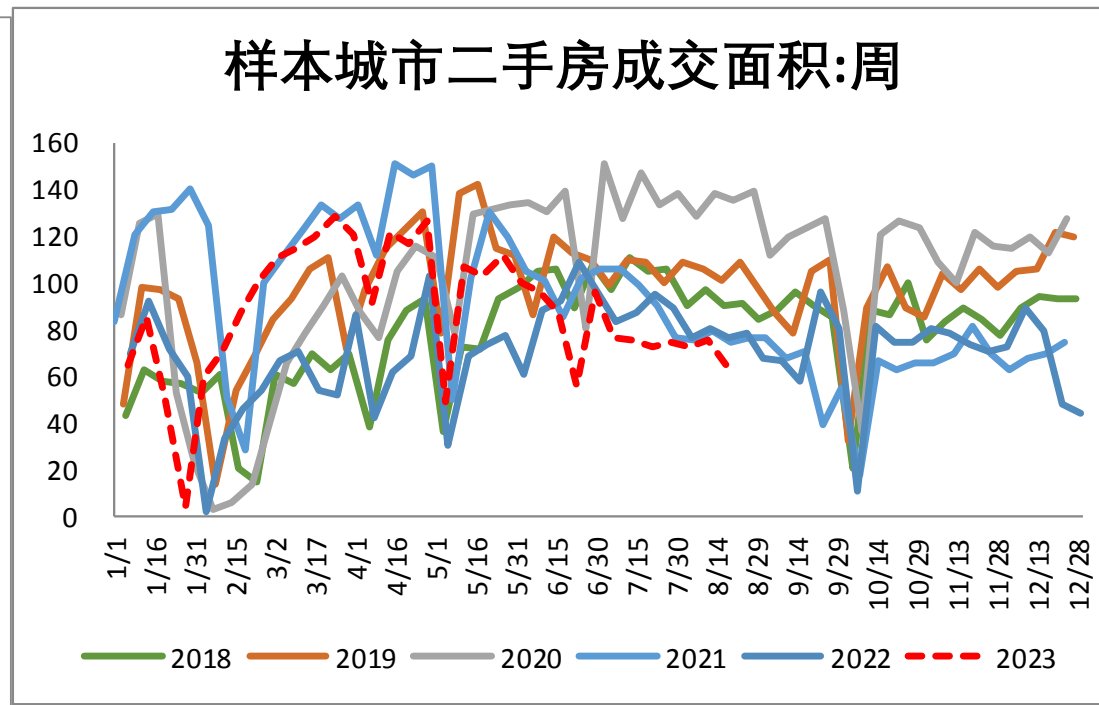
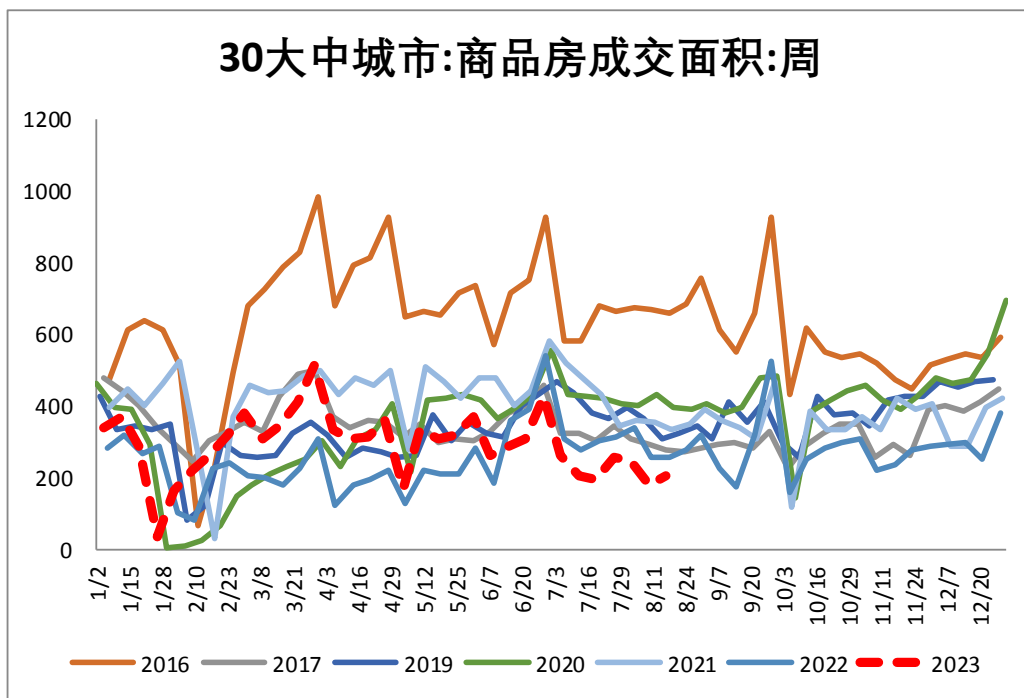
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周回落8.2bp，5年期国债收益率回落6bp，2年期国债收益率回落2bp；10年期国开债收益率较前一周回落7.3bp，5年期国开债收益率回落8bp，2年期国开债收益率回落3.4bp，整体来看，上周收益率期限结构整体大幅走平，国债和国开债之间的信用利差长端扩大，短端缩小，债券市场受降低MLF和OMO利率驱动上涨，整体交易弱现实逻辑。



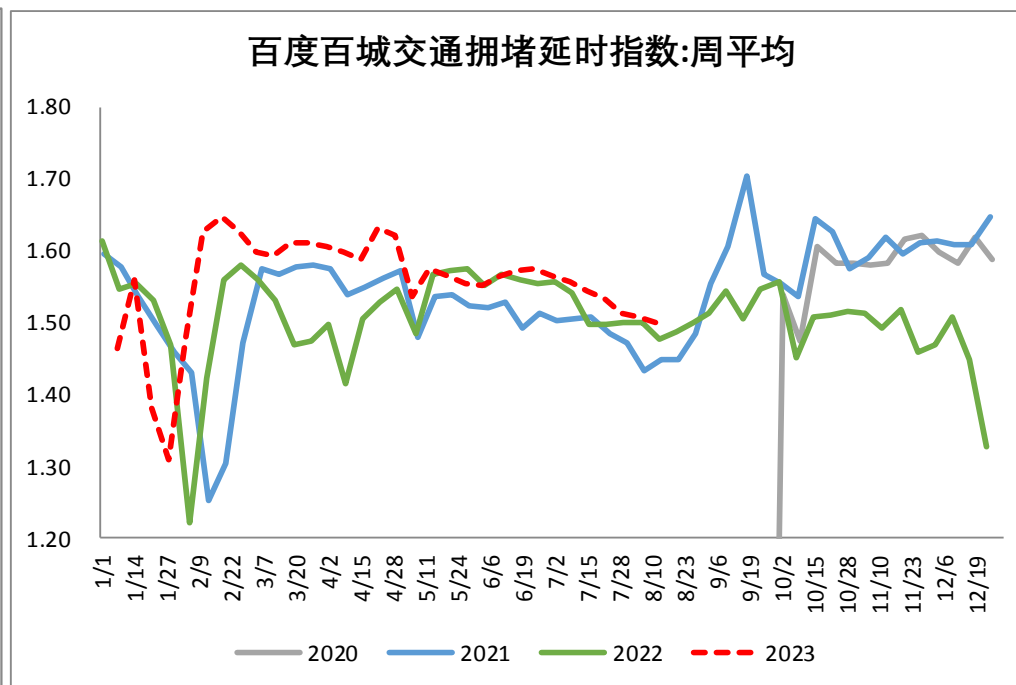
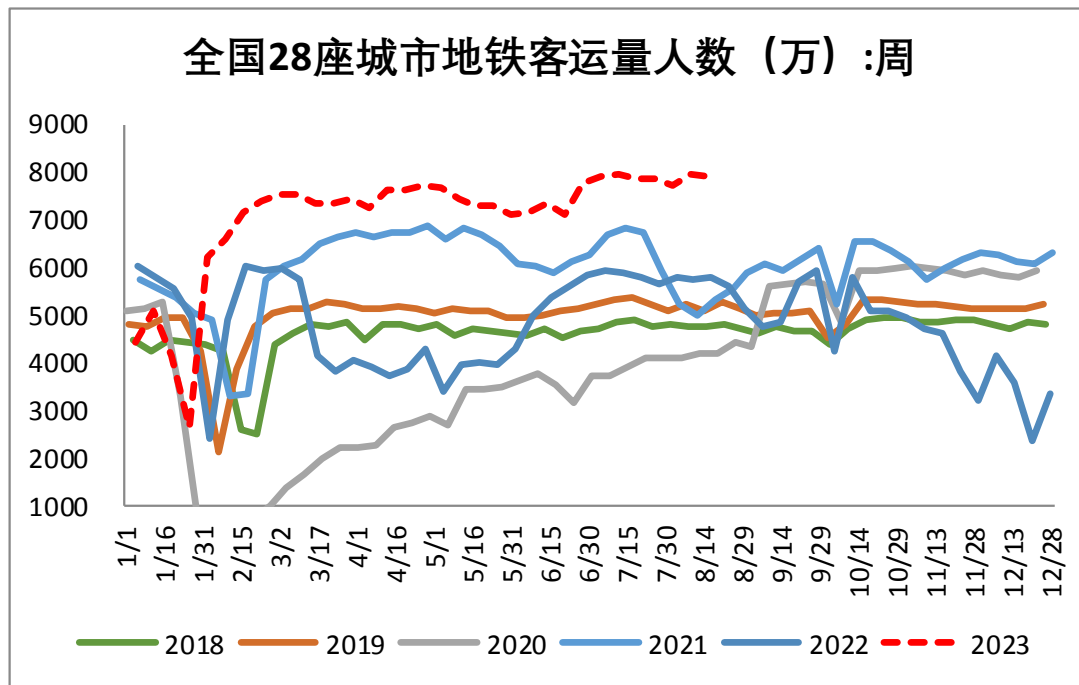
实体经济分析——地产需求

截止8月17日数据，30大中城市商品房周成交面积为201.5万平方米，环比上周175.9万平方米季节性反弹14.6%，与疫情前的2019年同期相比下滑34.2%，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4.4%，位于近7年新低，上周地产高频销售走势分化，新房环比改善，二手房延续回落，或许与各地陆续放松地产政策有关。



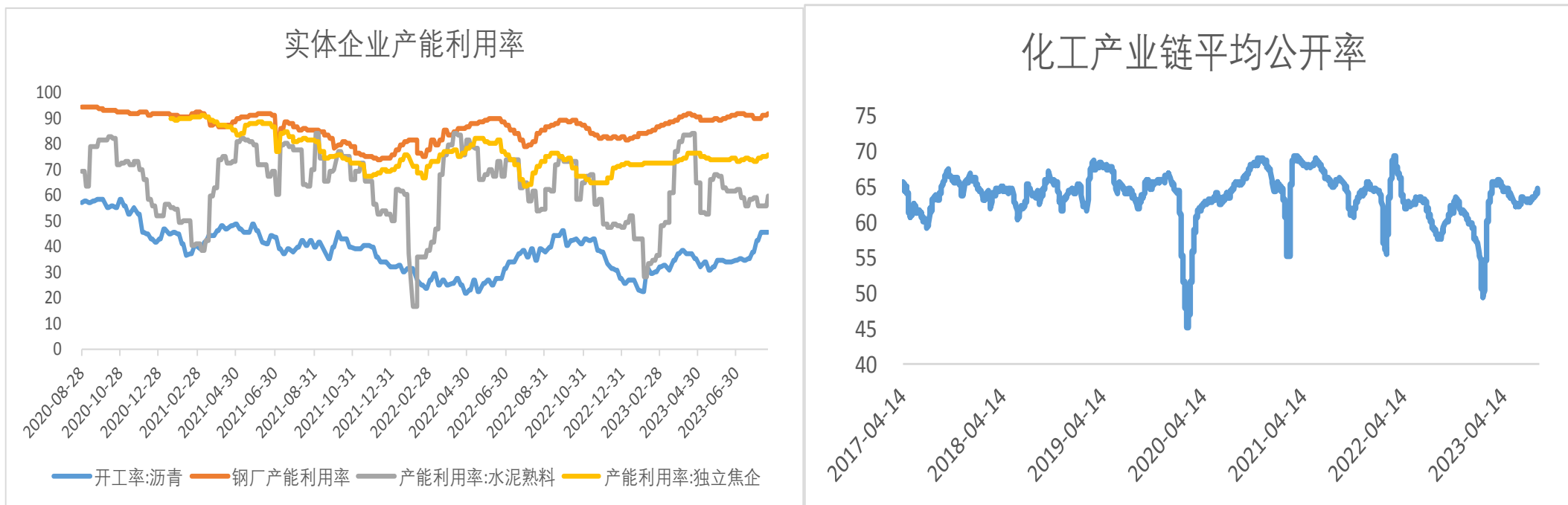
实体经济分析——服务业活动

截止8月18日，全国28大中城市地铁客运量大幅下降，周度日均7906.2万人次，较去年同期增41.6%，较2021年同期增长34.3%，服务业经济活动维持火热状态，周度环比小幅回落，或许与暑期旅游进入尾声有关。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。



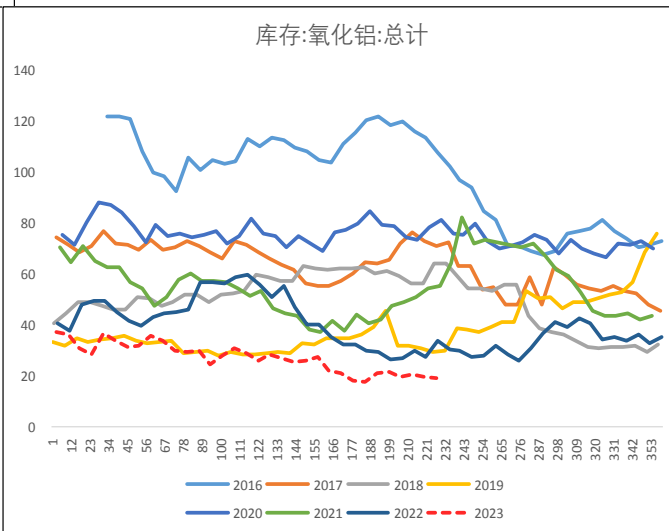
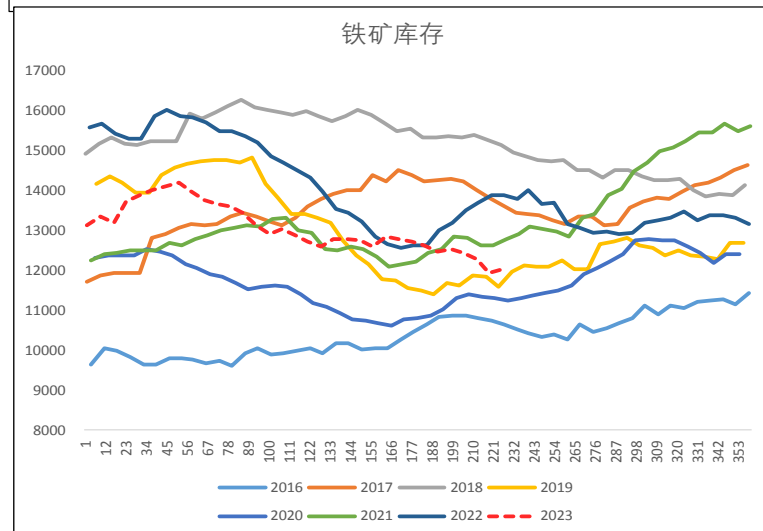
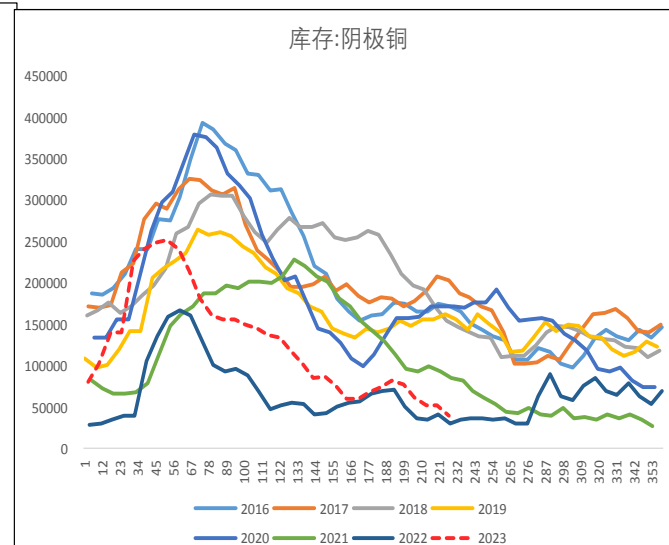
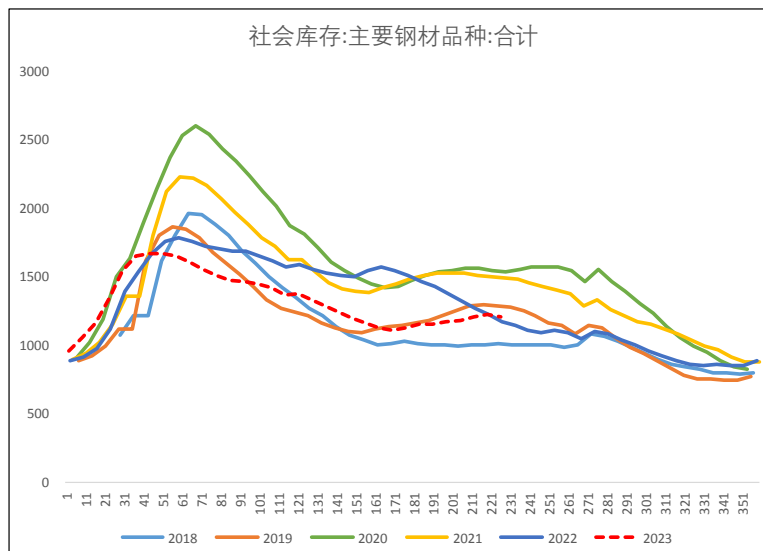
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率延续走强，钢厂产能利用率反弹0.76%，沥青产能利用率反弹0.5%，水泥熟料企业产能利用率大幅反弹4%，焦企产能利用率上涨0.7%，地产基建相关制造业产能利用率延续改善，表明制造业需求在持续发力，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，制造业内需和外需共振改善，确认处于被动去库存周期中期，但外需仍面临中期压力。



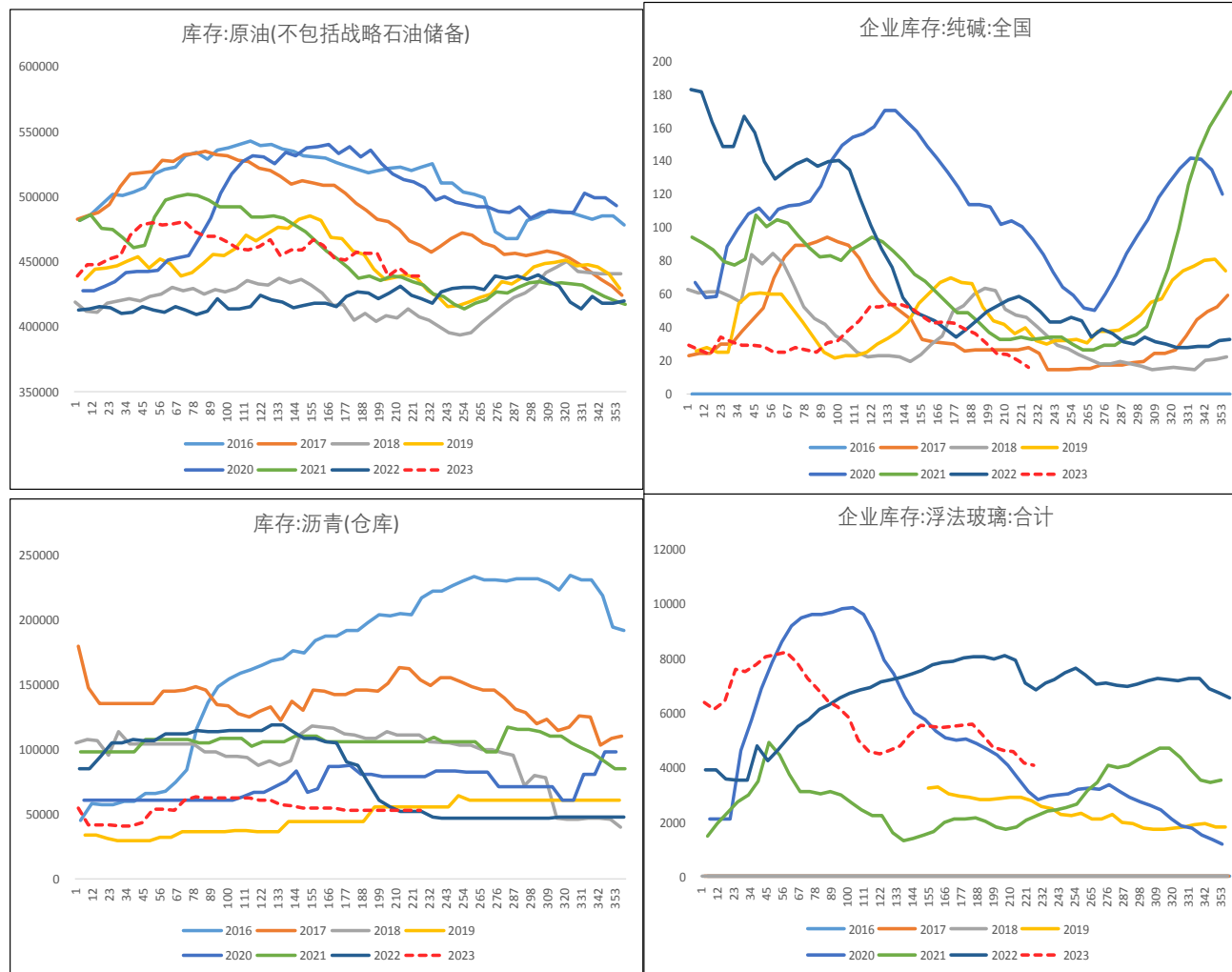
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材、铜、铝进入季节性降库周期，铁矿维持累库周期。
- ✓ 钢材小幅降库，铜库存再次下降，位于7年低位，铁矿库存小幅增加。
- ✓ 氧化铝的库存处于近6年以来低位水平，上周库存小幅下降。



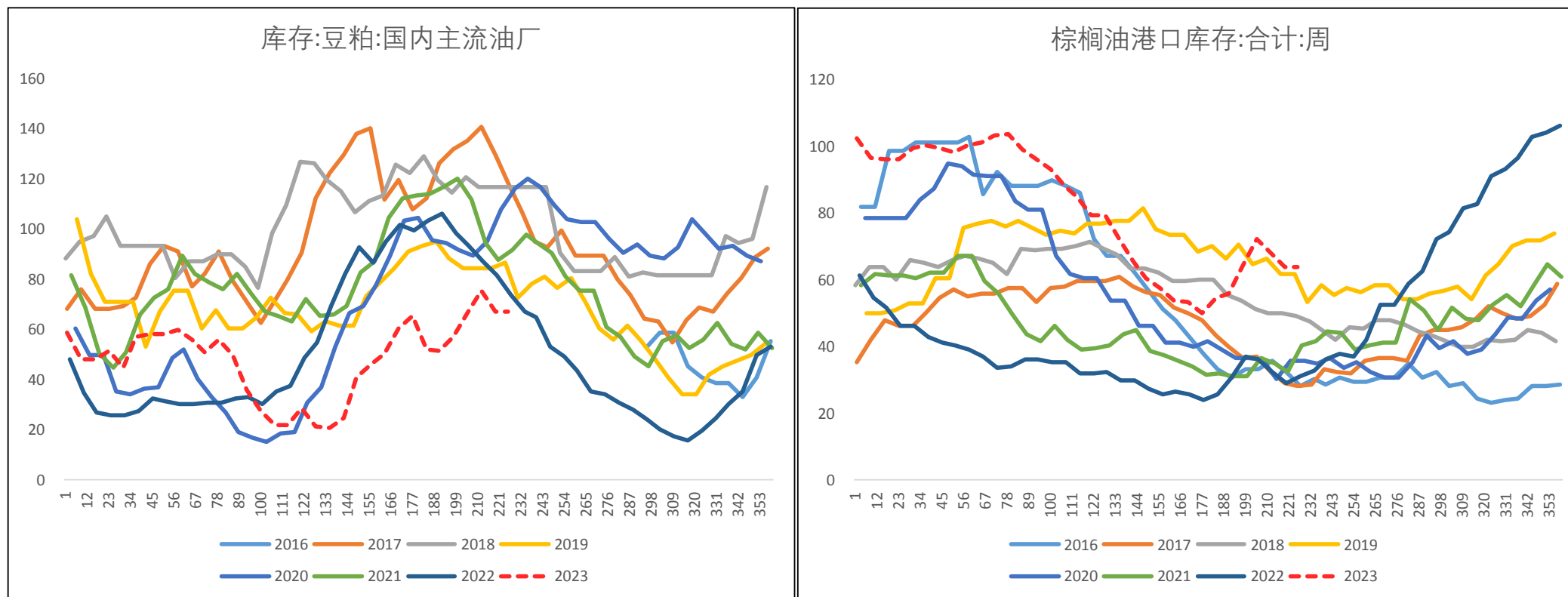
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存降至中性偏低水平附近，上周库存小幅下降。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存持平，位于2019年低位
- ✓ 纯碱未来2-3个月位于季节性降库周期，上周库存持续下降，位于5年低位，驱动纯碱价格大幅上涨。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存延续下降，但降幅偏弱，玻璃价格高位震荡。



大宗商品分析——农产品库存

豆粕上周库存开始下降，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，上周库存持平，位于2016年以来高位，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。



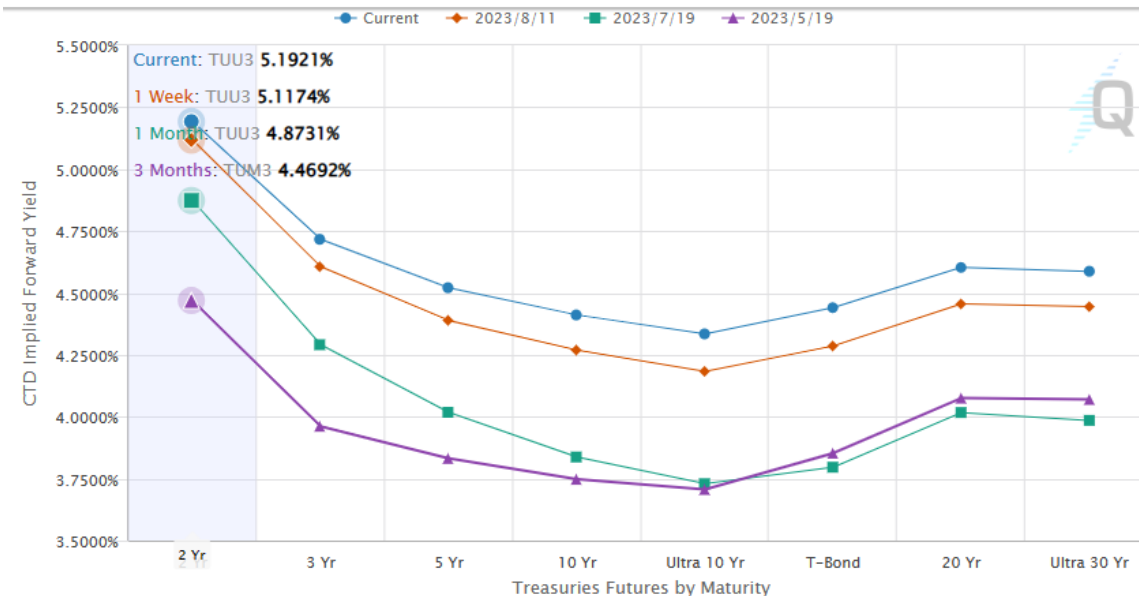
数据来源: iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

上周美联储发布7月货币政策会议纪要，再次释放鹰派加息信号，大多数官员认为通胀风险“显然”偏上行，可能要求进一步收紧货币政策，多人认为即使降息时也未必停止缩表，实际决策取决于所有数据，联储工作人员不再预计今年经济会轻度衰退，预计2025年PCE通胀降至2.2%。根据芝商所CME FedWatch工具显示，市场对于利率路径的预期未显著变化，最早明年3月降息。美国国债期货市场隐含的收益率变化较大，2年期国债收益率从上周5.11%反弹至5.19%，十年期国债收益率从4.18%反弹至4.13%，收益率曲线倒挂程度大幅走平。

MEETING PROBABILITIES

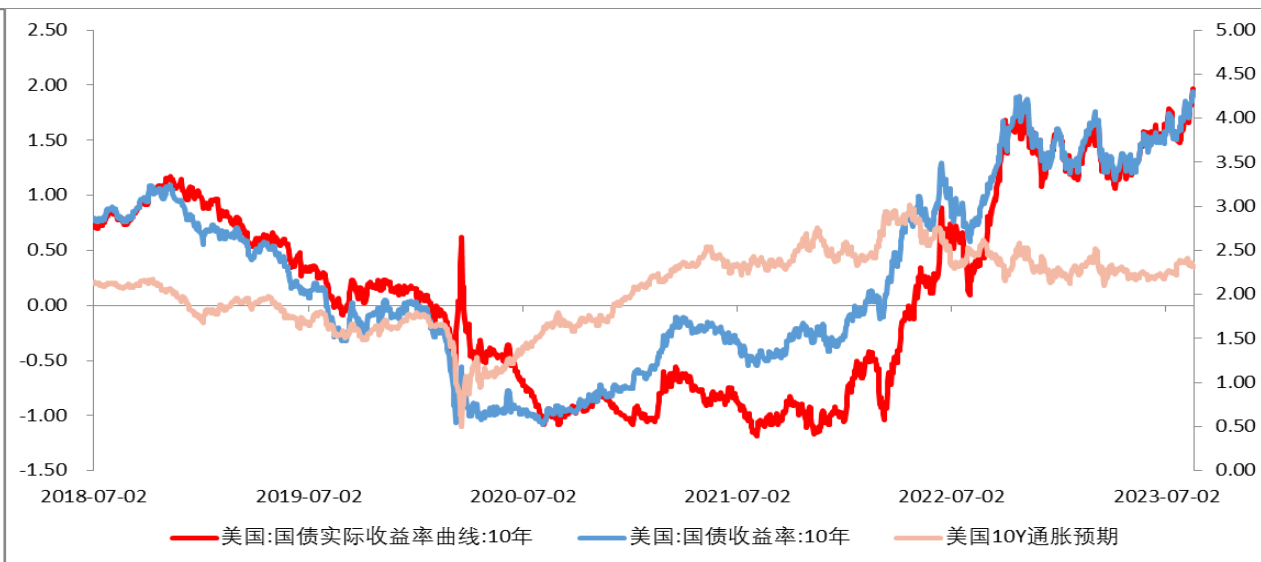
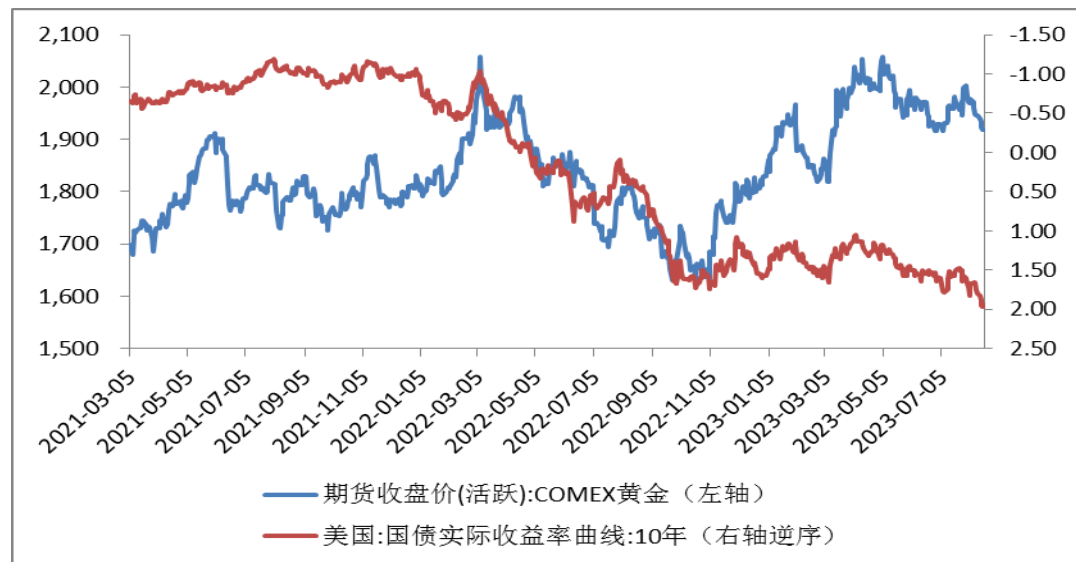
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.0%	11.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.9%	33.0%	3.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	59.7%	29.0%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.3%	52.1%	22.5%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.2%	34.2%	39.7%	13.9%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.6%	22.4%	37.0%	26.5%	7.4%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	16.5%	31.9%	30.2%	14.1%	3.0%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	12.7%	27.3%	30.7%	18.9%	6.3%	1.0%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.2%	2.1%	10.1%	23.5%	29.8%	22.0%	9.6%	2.4%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.4%	7.1%	18.4%	27.4%	25.0%	14.3%	5.1%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	4.9%	14.1%	24.0%	25.9%	18.3%	8.6%	2.6%	0.5%	0.1%	0.0%



数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

上周美国十债隐含实际利率创出新高，突破2022年10月的1.73%，涨至目前的1.94%，十年期国债收益率也创出本轮上涨新高，较2022年10月的4.24%涨至目前2.26%，其中隐含的通胀预期从2.51%回落至2.32%。可见，市场对于美联储抗击通胀的成果表示乐观。名义利率进一步抬升的因素主要来源于近期美国财政部大量发行国债，带来额外大量的资金需求，从而带动实际利率大幅攀升，风险资产价格悉数承压。这一因素的缓解依赖于资金需求的减弱，根据美国财政部发布最新公，预计7月至9月期间的净借款预期规模上调至1万亿美元，远超美国财政部在5月份预期的7330亿美元。



数据来源: 同花顺iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

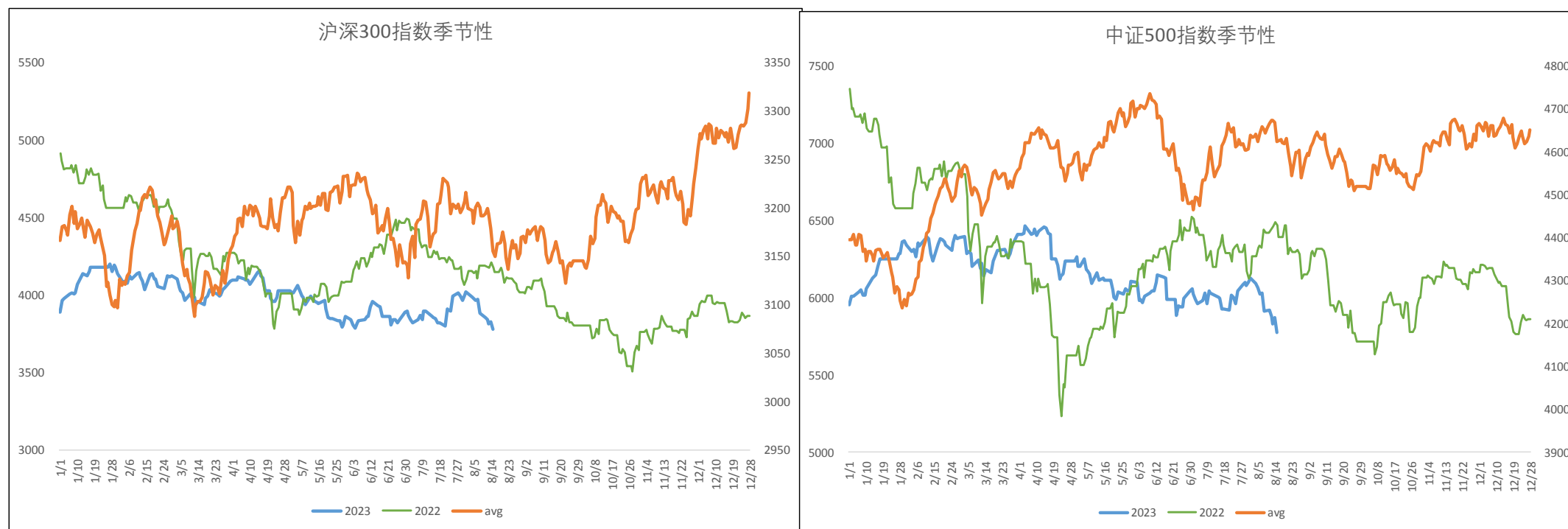
上周美国十债利率反弹10bp至4.26%，通胀预期回落4bp，实际利率大幅反弹14bp至1.94%，驱动风险资产价格纷纷回落。美债10-2Y价差倒挂程度上周收窄7bp在-66bp。中美利差倒挂程度再次大幅扩大18.2bp至-169.8bp，再次创出新低，驱动人民币进一步贬值，离岸人民币贬值0.65%。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

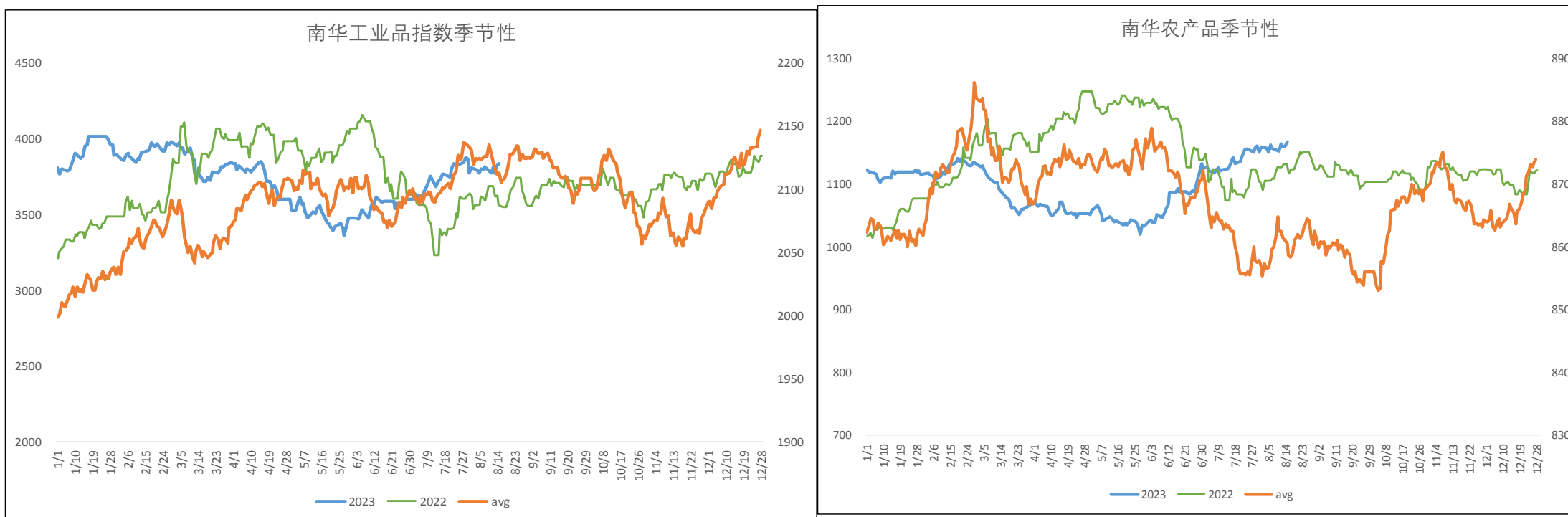
量化诊断——权益

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8-9月将开启季节性震荡调整，上周市场再次大幅调整，主要受国内政策不及预期导致，预计本周将震荡筑底，关注急跌做多机会。风格方面，在利率震荡的背景下，整体风格差异不显著。



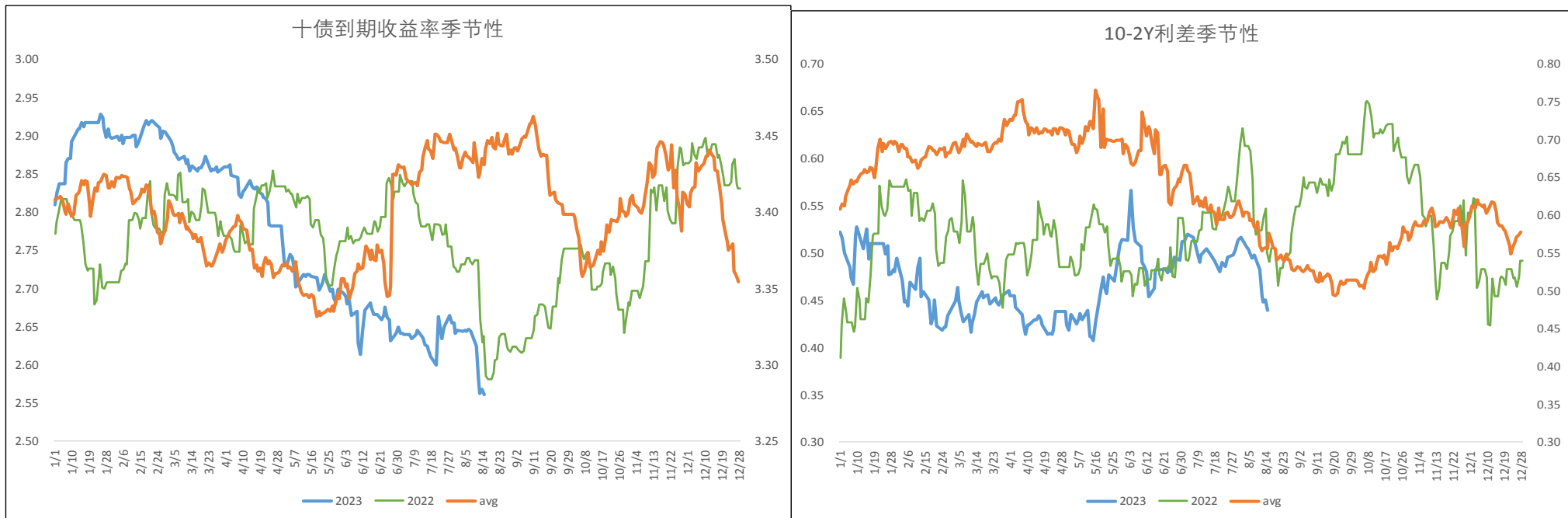
量化诊断——大宗商品

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，天气炒作逐步进入尾声，预计整体维持高位震荡。上周工业品震荡反弹，农产品延续强势，主要受人民币贬值驱动，本周市场预计工业品再次震荡调整，农产品处于天气炒作末期，短期预计高位延续震荡运行。



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，8-9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。上周受国内市场政策不及预期和央行降低MLF和OMO利率驱动，利率债大幅上涨，创出年内新高，收益率曲线大幅走平，市场关注弱现实的逻辑。本周重点关注政策的扰动，预计利率将震荡筑底，曲线再次震荡走陡，可回调做多10-2Y价差，反弹左侧做空十债和三十债。



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破2022年疫情放开前低点的强支撑，**量化模型信号上周做多止损**，上周市场大幅调整，当前跌破支撑平台，短期有望进一步调整至2020年上海疫情期间的低点，关注急跌试多；**十债加权指数周线级别信号看空止损**，短期十债预计维持高位震荡，有望进一步挑战2020年疫情初期的高点，整体判断为震荡偏强，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空**，在国内扩内需提信心政策刺激不及预期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，短期预计延续震荡调整走势；COMEX黄金加权指数上周**周线级别信号信号多翻空**，短期在美国实际利率持续上行的背景下，预计延续调整态势，关注1850-1900区间布局长线做多机会。



宏观日历

关注中国LPR调降，美国耐用品订单表现



本周财经日历中，中国将公布8月五年期和一年期贷款市场报价利率(LPR)，市场预期调降15bp。

美国将公布7月地产销售和耐用品订单数据，市场预期较上月小幅回落，若美国地产弱于预期，或令美债利率回落。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2023-08-21	14:00	德国PPI同比(%)	德国	低	0.1	7.6
2023-08-21	09:15	中国央行贷款市场报价利率(LPR)	中国	高	3.55	3.40
2023-08-22	22:00	美国成屋销售年化总数(户)	美国	高	4.16M	4.15M
2023-08-22	22:00	美国里士满联储制造业指数	美国	低	-9	-7
2023-08-22	13:00	日本央行核心CPI同比(%)	日本	低	3.0	2.7
2023-08-23	15:30	德国Markit综合PMI	德国	低	48.5	48.3
2023-08-23	21:45	美国Markit服务业PMI	美国	高	52.3	52.3
2023-08-23	21:45	美国Markit制造业PMI	美国	中	49.0	49.4
2023-08-23	21:45	美国Markit综合PMI	美国	中	52.0	52.0
2023-08-23	22:00	美国季调后新屋销售年化总数(户)	美国	高	697K	701K
2023-08-23	20:00	美国营建许可总数(户)	美国	高	1.441M	1.442M
2023-08-23	16:00	欧元区Markit服务业PMI	欧元区	中	50.9	50.4
2023-08-23	16:00	欧元区Markit制造业PMI	欧元区	中	42.7	42.4
2023-08-23	22:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-15.1	-14.0
2023-08-23	08:30	日本服务业PMI	日本	中	53.8	
2023-08-23	08:30	日本日经/Markit制造业PMI	日本	低	49.6	49.5
2023-08-24	20:30	美国初请失业金人数	美国	高	239K	244K
2023-08-24	20:30	美国初请失业金人数四周均值	美国	低	234.25K	232.63K
2023-08-24	20:30	美国扣除飞机非国防资本耐用品订单环比(%)	美国	低	0.2	0.0
2023-08-24	20:30	美国扣除国防耐用品订单环比(%)	美国	低	6.0	
2023-08-25	22:00	美国密歇根大学消费者信心指数	美国	中	71.6	71.2
2023-08-25	22:00	美国密歇根大学消费者预期指数	美国	中	68.3	67.3
2023-08-25	07:30	日本东京CPI同比(%)	日本	低	3.2	3.0
2023-08-25	07:30	日本东京不包括食品和能源CPI	日本	低	0.5	
2023-08-25	07:30	日本东京核心消费价格指数(CPI)同比(%)	日本	中	3.0	2.9

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