

大类资产每周观察

美尔雅期货大类资产周报 20230828

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8月非农来袭，国内情绪大于基本面



策略概述

1、杰克逊霍尔全球央行年会中鲍威尔发言了无新意，货币政策路径取决于实际通胀数据。欧美8月PMI纷纷大幅弱于预期，市场对进一步加息预期减弱，驱动风险资产价格反弹。本周美国出炉7月PCE物价和8月非农就业报告，通胀和就业成市场关注点

2、国内央行调降7月MLF利率低于预期，市场信心再度悲观，股市在情绪作用下遭遇海外资金大幅抛售。短期货币供需有所改善，供应偏中性，需求大幅增加，资金价格持续反弹。地产新房和二手房销延续季节性下降，新房销售有所反弹，制造业产能利用率环比走弱，期待本周8月PMI数据进一步确认被动去库存周期的力度，信用脉冲指数指向8月实体经济有望加速复苏，但政策低于预期令权益资产价格持续疲弱。

投资要点

欧美8月制造业PMI超预期回落，市场扭转强劲的加息预期，美债利率高位回调，风险资产价格得以喘一口气，但市场进一步修正利率路径预期，年内剩余一次加息概率提升。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，市场风险偏好进入恐慌期，亟待政策出台修复。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，短期受实际利率回落驱动大幅反弹，建议逢低加仓多黄金和白银。

● **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 | 欧美8月制造业PMI超预期回落，市场扭转强劲的加息预期，美债利率高位回调，风险资产价格得以喘一口气，但市场进一步修正利率路径预期，年内剩余一次加息概率提升。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，制造业产能利用率环比走弱，信用脉冲指数指向8月经济加速复苏，但政策刺激弱于预期，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，制造业产能利用率环比走弱，信用脉冲指数指向8月经济加速复苏，短期货币供给中性，债务融资需求大幅增加，但政策刺激经济弱于预期，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，制造业产能利用率环比走弱，国内制造业进入被动去库存周期中后期，刺激经济政策弱于预期，商品整体预计高位震荡，考虑外需持续承压， 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尾声，建议做多逢高止盈。 |
| | 南华农产品 | 震荡 | |
| | WTI原油 | 震荡 | |
| 货币 | 黄金 | 震荡上涨 | 欧美8月制造业PMI超预期回落，市场扭转强劲的加息预期，美债利率高位回调，贵金属价格得以止跌反弹，但市场进一步修正利率路径预期，年内剩余一次加息概率提升，贵金属价格反弹空间有限，预计短期震荡偏强为主，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，美元兑人民币中期预计持续走强。 |
| | 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：大宗商品领涨，A股领跌

大宗商品> 贵金属> 欧美股市> 港股> 美元指数> 美债> 国内债券> 国内股市

| 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 | -2.17% | 恒生中国企业 | 0.46% | 南华商品 | 3.07% | 十债收益率(%) | ↑ 0.0057 |
| 深证成指 | -3.14% | 恒生指数 | 0.03% | 南华能化 | 3.48% | 二债收益率(%) | ↑ 0.0199 |
| 创业板指 | -3.71% | 恒生科技指数 | 1.29% | 南华黑色 | 3.72% | 期限利差 (10-2Y) | ↓ -0.0142 |
| 上证50 | -0.89% | 富时新兴市场指数 | 1.29% | 南华有色金属 | 2.46% | DR007(%) | ↑ 0.0278 |
| 沪深300 | -1.98% | 富时欧洲 | 0.76% | 螺纹钢 | -0.27% | 美国十债收益率(%) | ↓ -0.0100 |
| 科创50 | -3.74% | 标普500 | 0.82% | 生猪 | 3.61% | 美国二债收益率(%) | ↑ 0.1100 |
| 中证1000 | -3.89% | 纳斯达克综指 | -0.45% | WTI原油 | 0.51% | 美债期限利差 (10-2Y) | ↓ -0.1200 |
| 中证500 | -3.40% | 道琼斯工业平均 | 2.26% | 路透CRB商品指数 | 0.52% | 德国十债收益率(%) | ↓ -0.0700 |
| 周期(风格.中信) | -2.67% | 德国DAX | 0.37% | COMEX铜 | 1.72% | COMEX黄金 | ↓ 1.30% |
| 成长(风格.中信) | -4.24% | 日经225 | 0.55% | CBOT大豆 | 4.23% | 美元指数 | ↓ 0.68% |

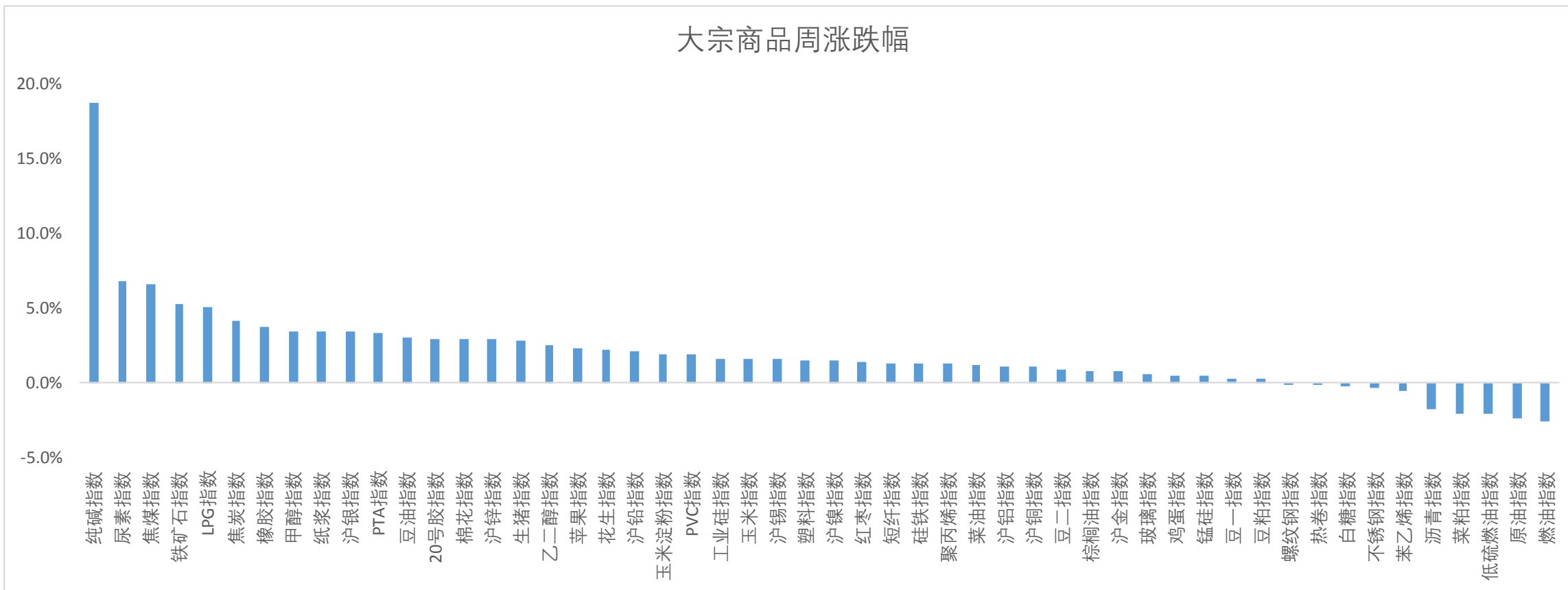
数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：纯碱领涨，燃油领跌

纯碱>尿素>焦煤>铁矿>.....沥青>菜粕>原油>燃油

大宗商品周涨跌幅

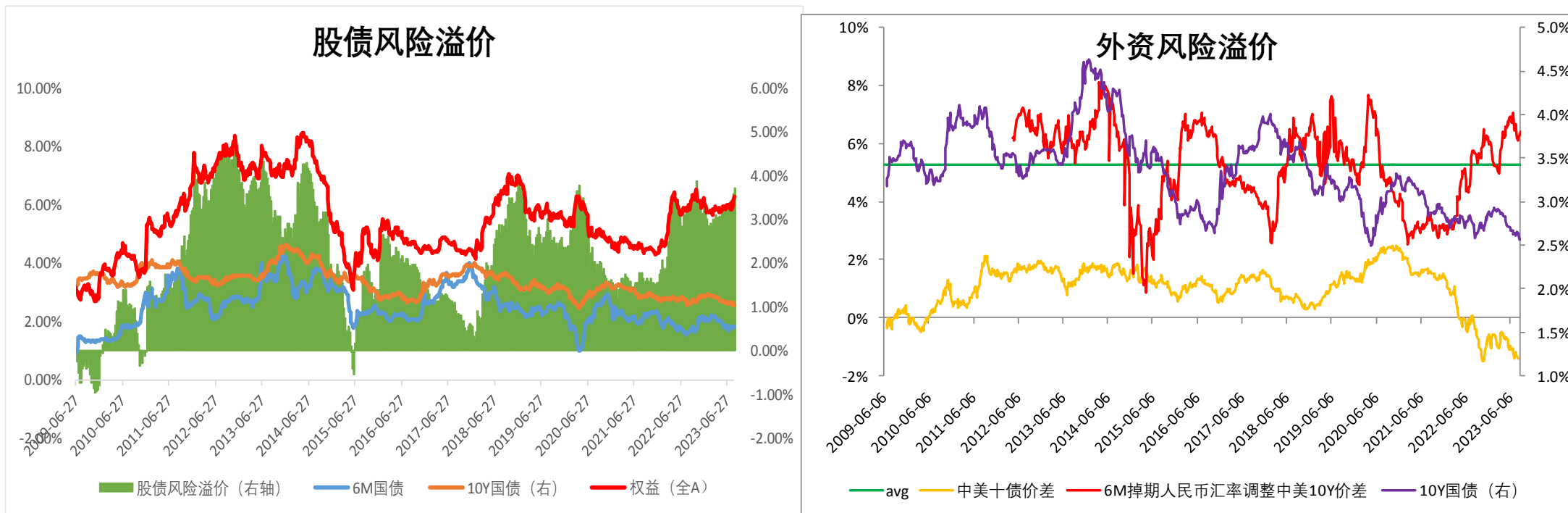


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

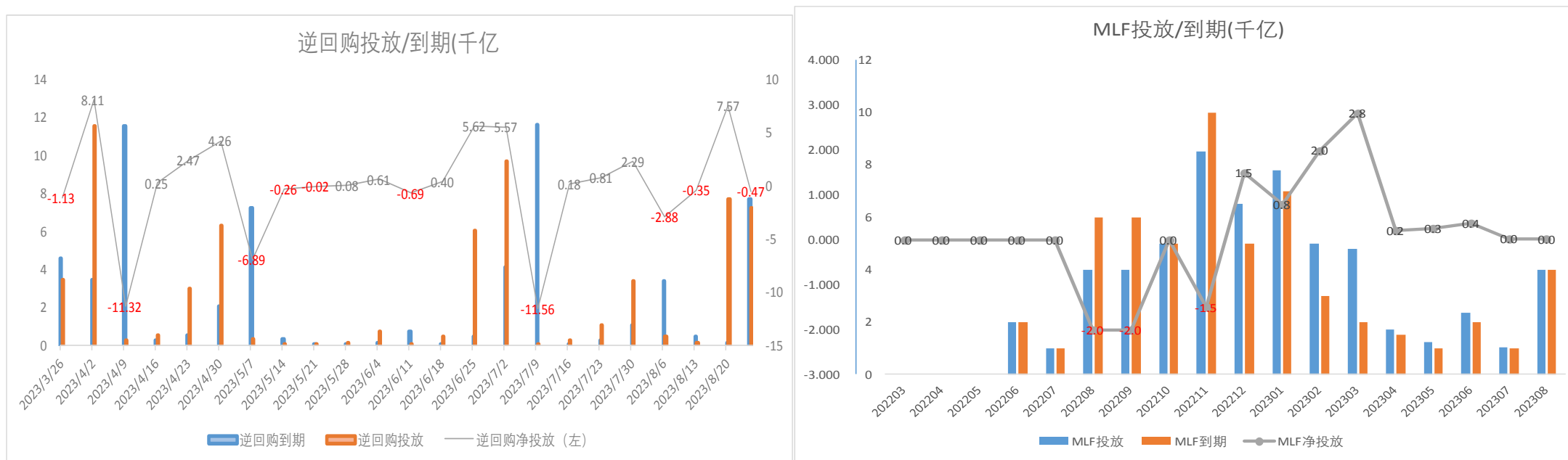
过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.73%**，较上周反弹**0.14%**，位于**90.1%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.42%**，较上周反弹**0.15%**，位于**76.6%**分位点，外资吸引力小幅增加。



货币供需分析——货币供应

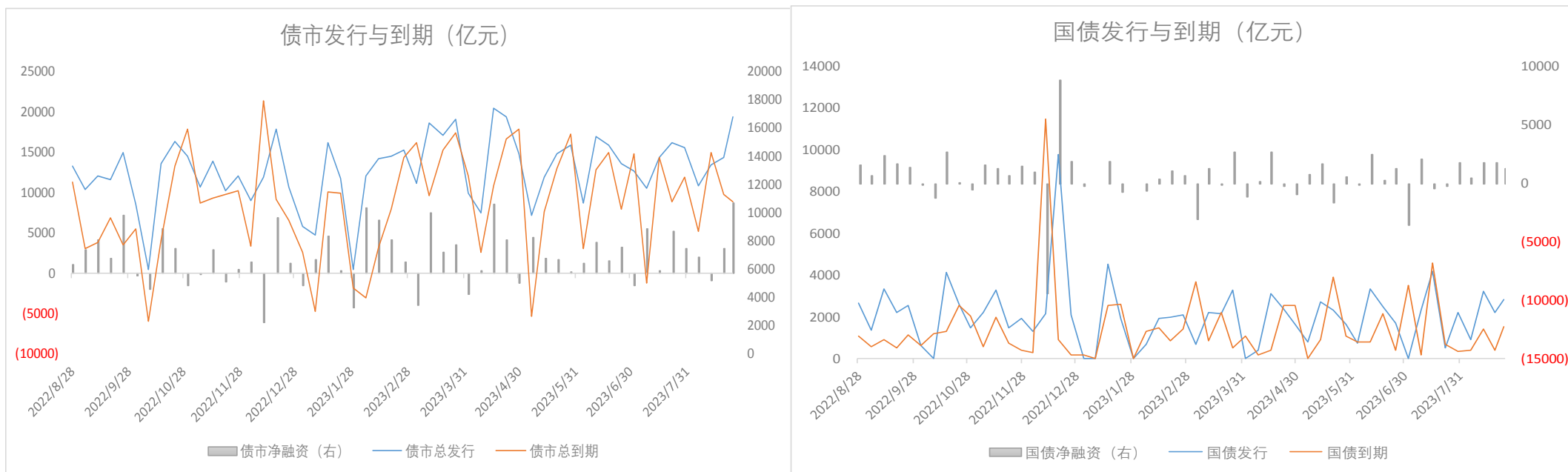
上周央行OMO逆回购到期7280亿元，逆回购投放7750亿元，货币净回笼470亿元，货币供给小幅收紧。同时，MLF在8月份投放4010亿，到期4000亿，持续超额续作，净投放10亿，总体8月货币供应维持中性态势。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

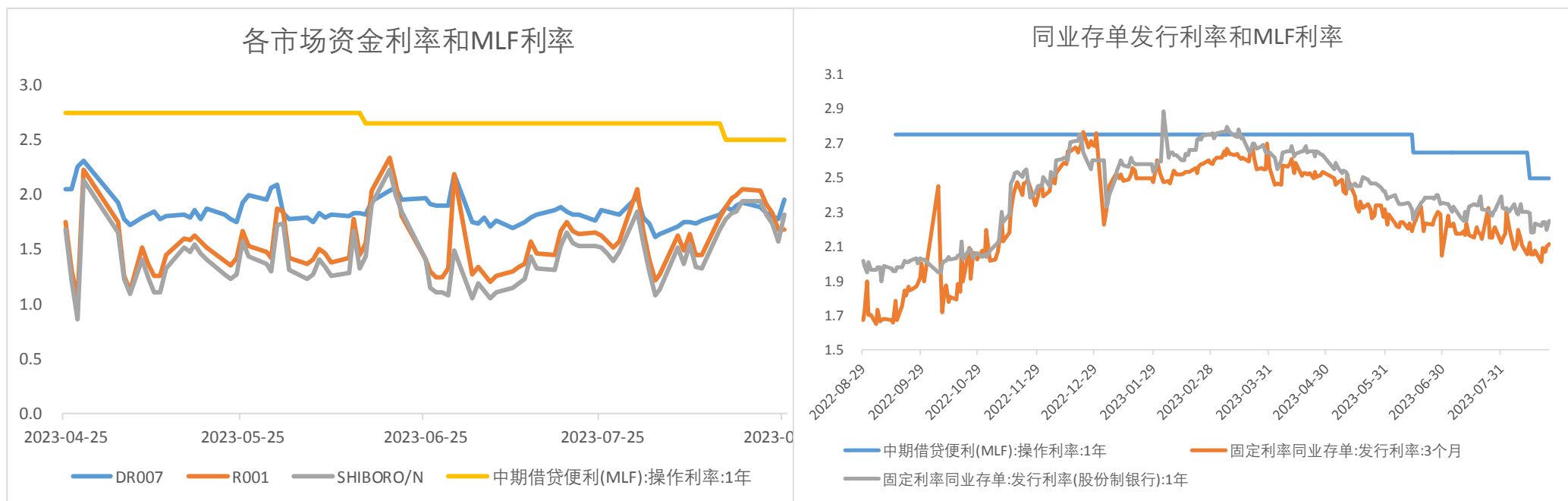
上周国债发行2852.2亿，到期1520.3亿，货币净需求1331.9亿；地方债发行4500.5亿，到期1247.6亿，货币净需求3252.9亿；其他债发行12106.3亿，到期7983.5亿，货币净需求4122.9亿；债市总发行19459.1亿，总到期10751.4亿，货币净需求8707.7亿，货币需求成倍增加，主要系企业和地方债务融资需求持续改善



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

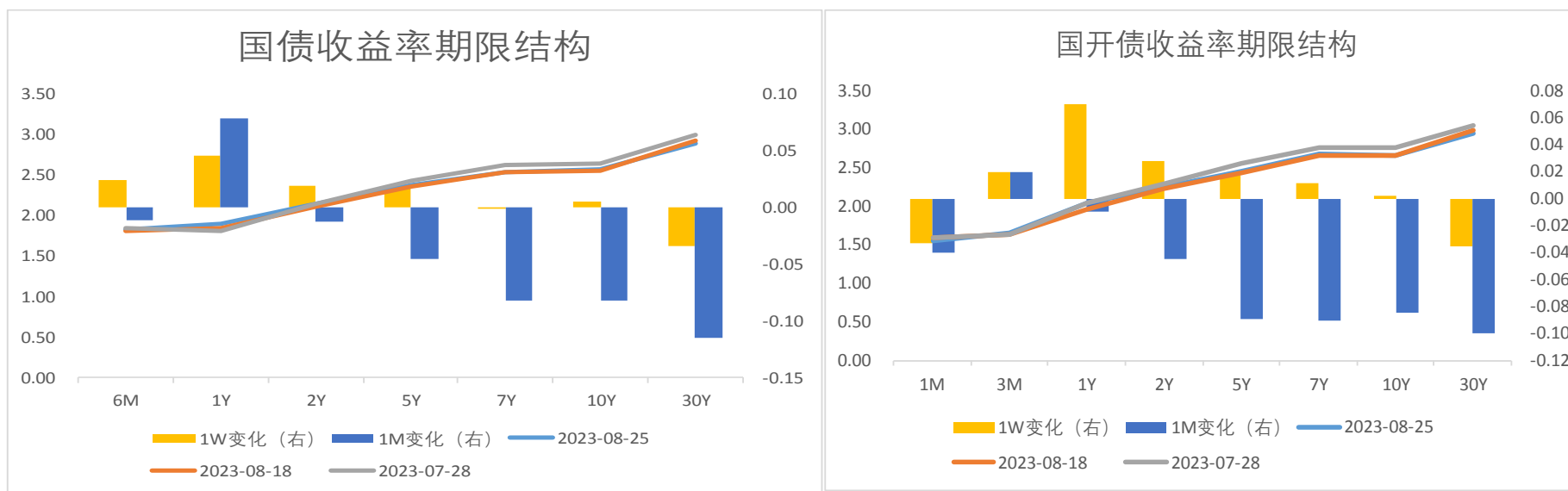
上周市场资金价格全面反弹，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化2.8bp、-37.2bp、-12.7bp至1.95%、1.68%、1.82%。同业存单发行利率反弹2.1bp，股份制银行发行的CD利率反弹1.8bp至2.25%，仍然低于MLF利率1年期利率水平（2.5%），实体真实总量需求小幅改善。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

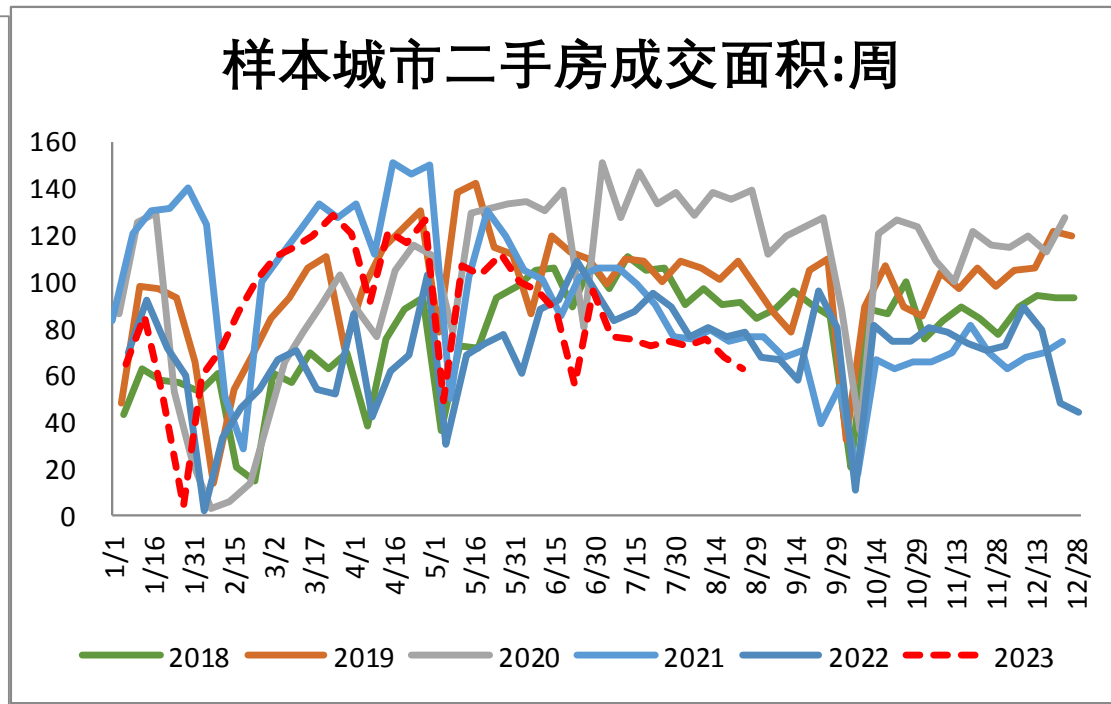
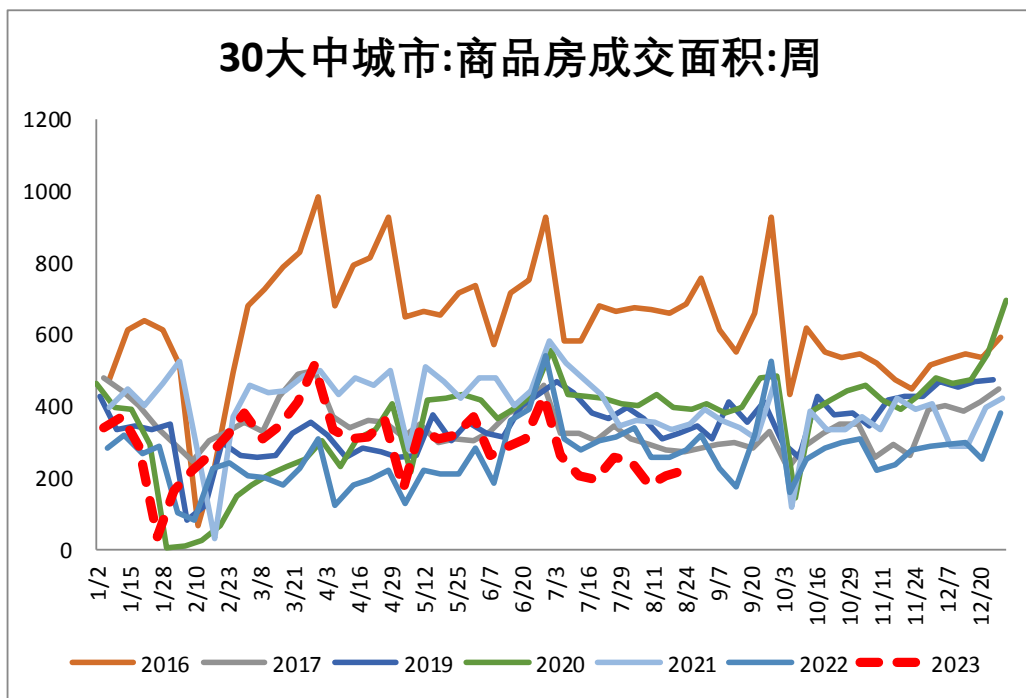
货币供需分析-期限结构

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1.9bp，2年期国债收益率反弹2bp；10年期国开债收益率较前一周反弹0.2bp，5年期国开债收益率反弹1.8bp，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整体再度大幅走平，国债和国开债之间的信用利差变化不大。



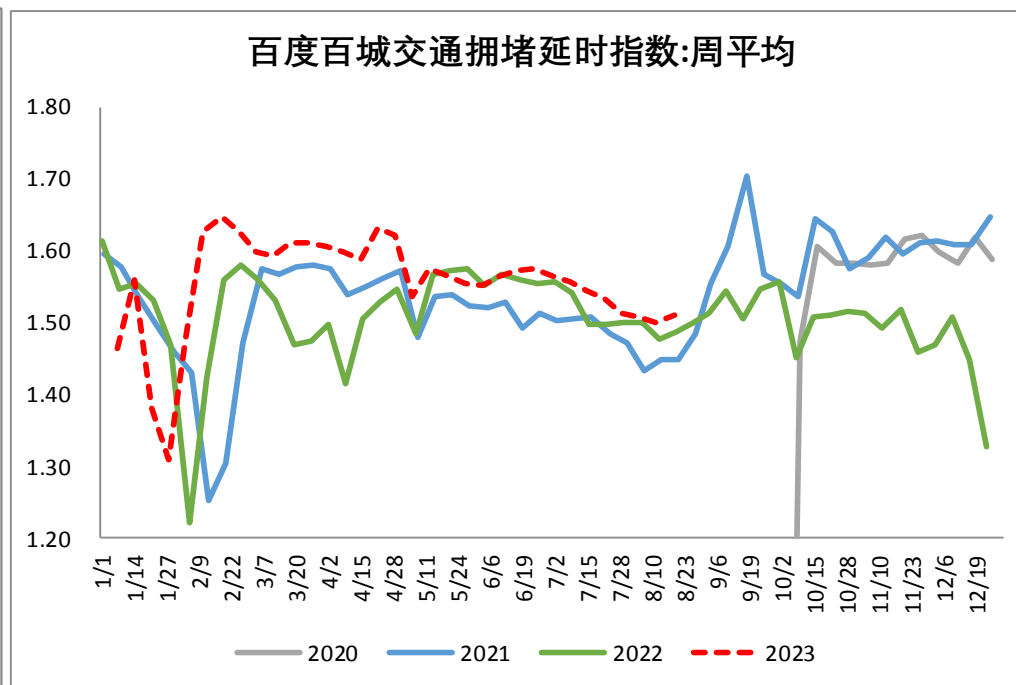
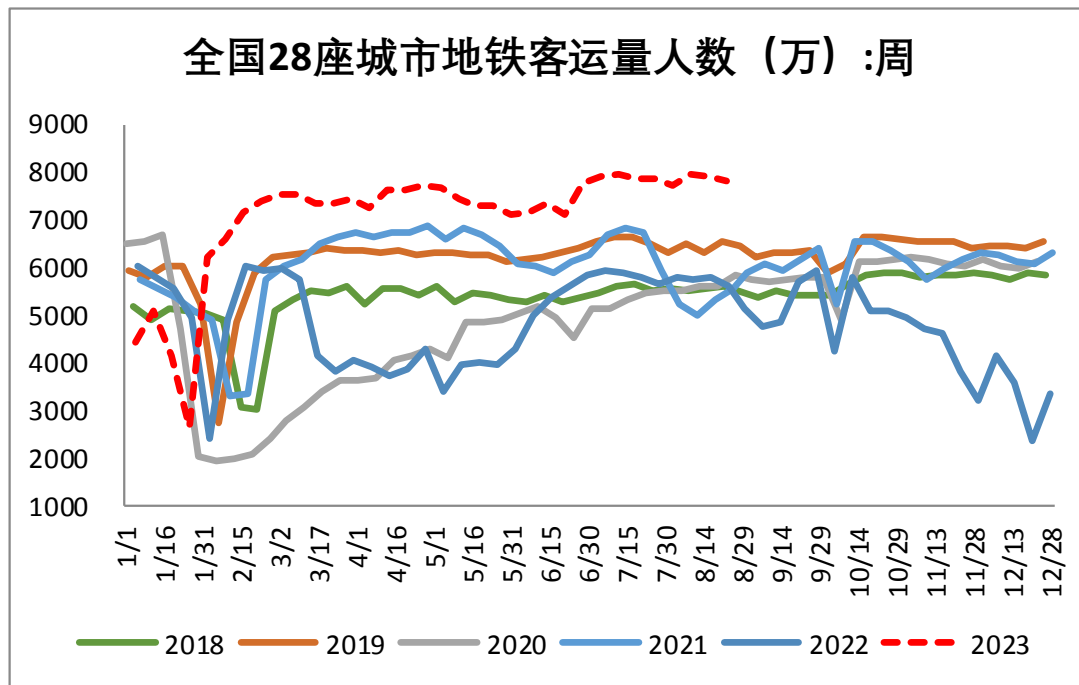
实体经济分析——地产需求

截止8月24日数据，30大中城市商品房周成交面积为218.8万平方米，环比上周201.5万平方米季节性反弹8.5%，与疫情前的2019年同期相比下滑31.8%，位于近7年最差水平，趋势环比有所改善；二手房销售延续季节性下滑，较上周回落10.8%，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。



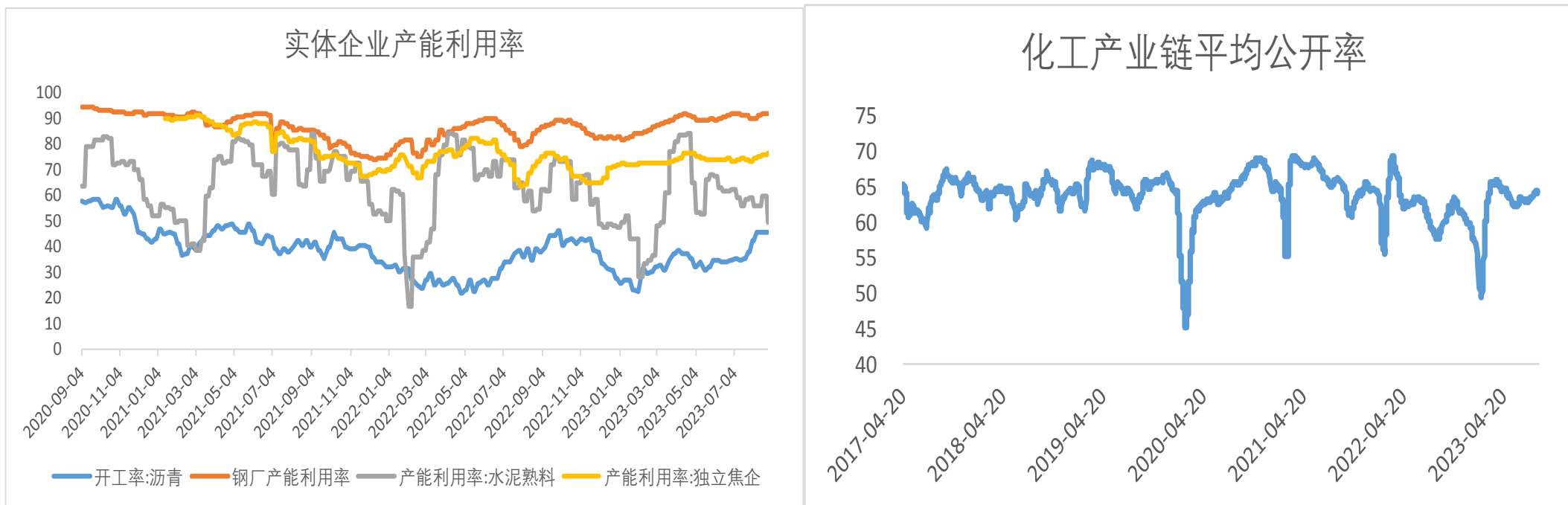
实体经济分析——服务业活动

截止8月25日，全国28大中城市地铁客运量大幅下降，周度日均7804.4万人次，较去年同期增51.4%，较2021年同期增长28.9%，服务业经济活动维持火热状态，周度环比季节性走弱，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反弹，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。



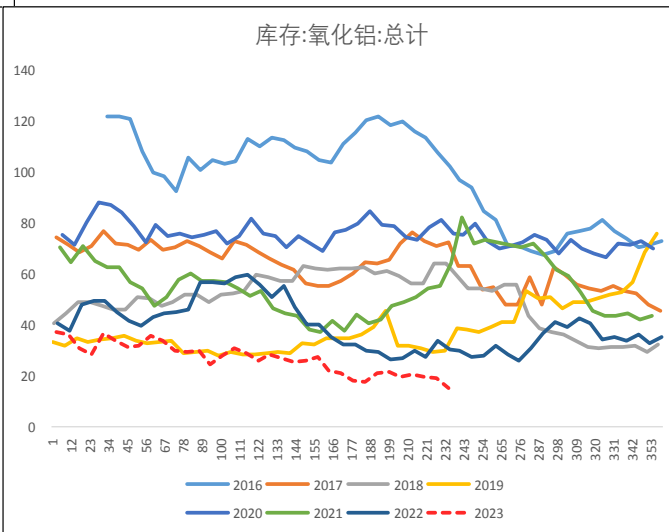
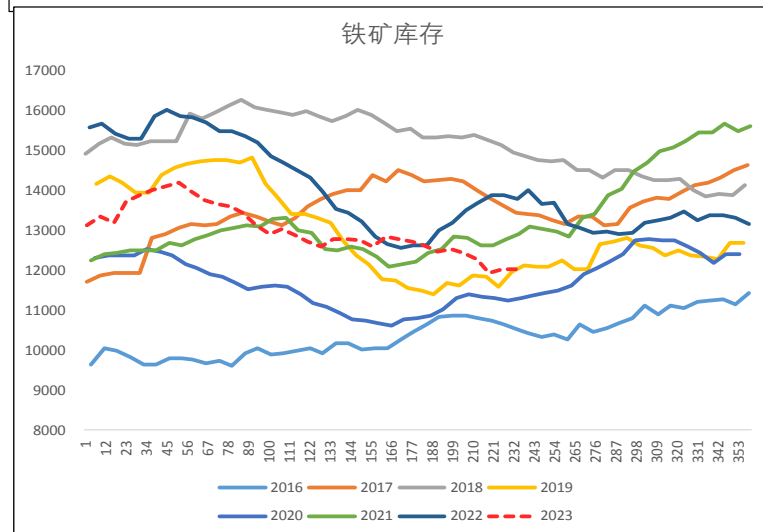
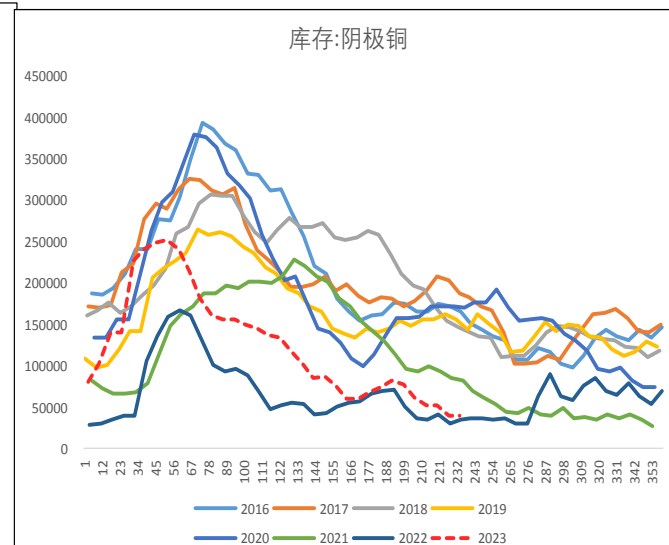
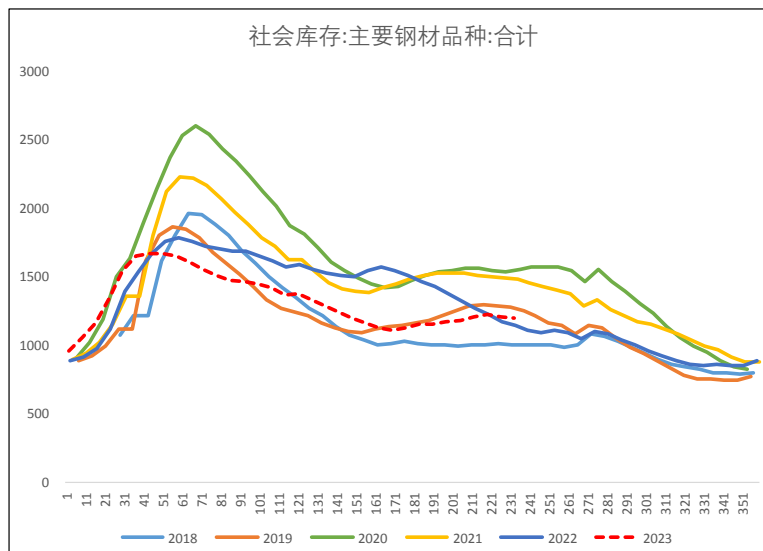
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率环比走弱，钢厂产能利用率回落0.02%，沥青产能利用率回落0.5%，水泥熟料企业产能利用率大幅回落10.1%，焦企产能利用率上涨0.9%，地产基建相关制造业产能利用率纷纷走弱，表明制造业需求后劲不足，外需相关的化工产业链平均开工率较上周回落0.27%，综合来看，制造业内需和外需环比趋弱，需进一步跟踪复苏的成色。



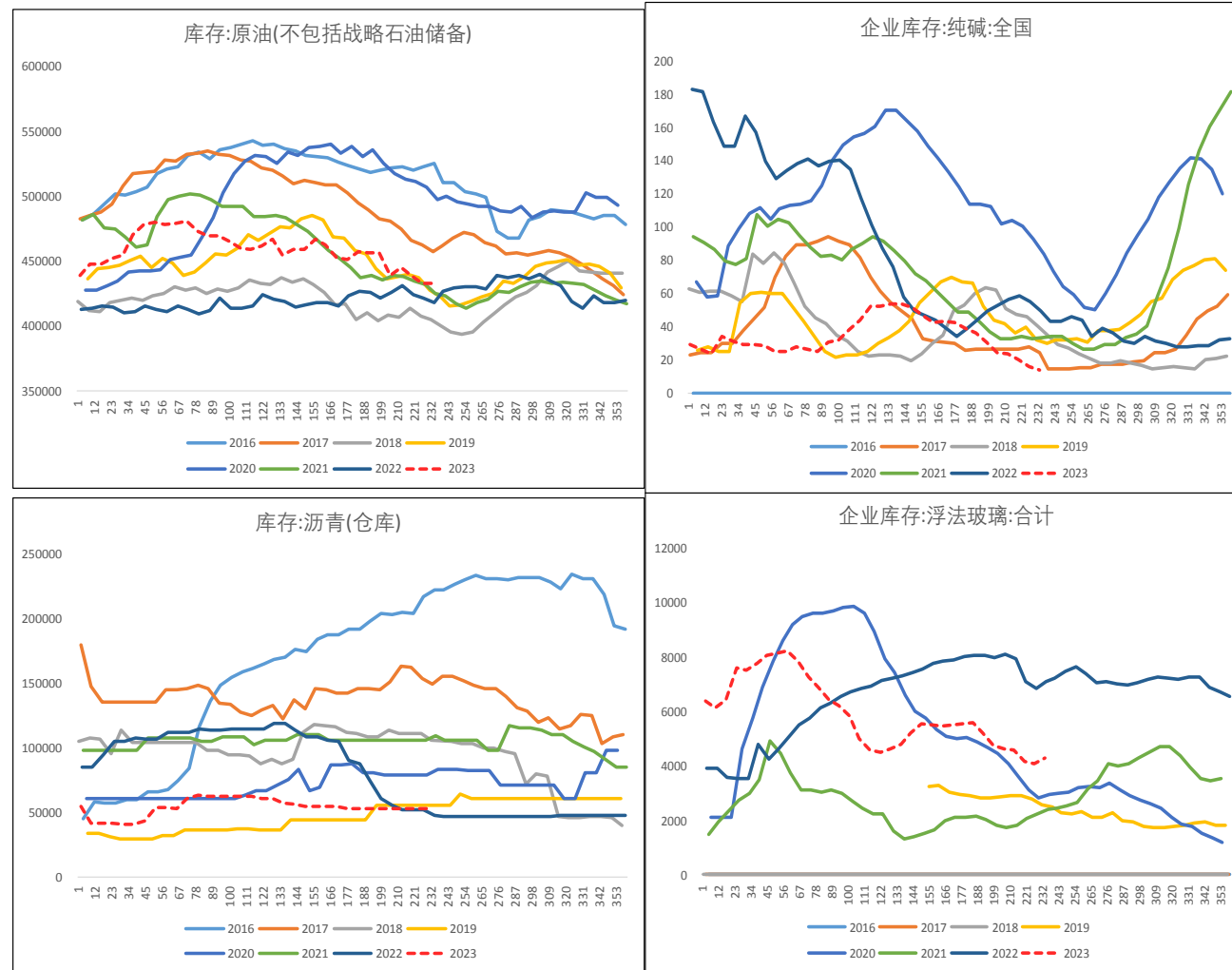
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 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，降库速度变慢，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，上周库存大幅下降。



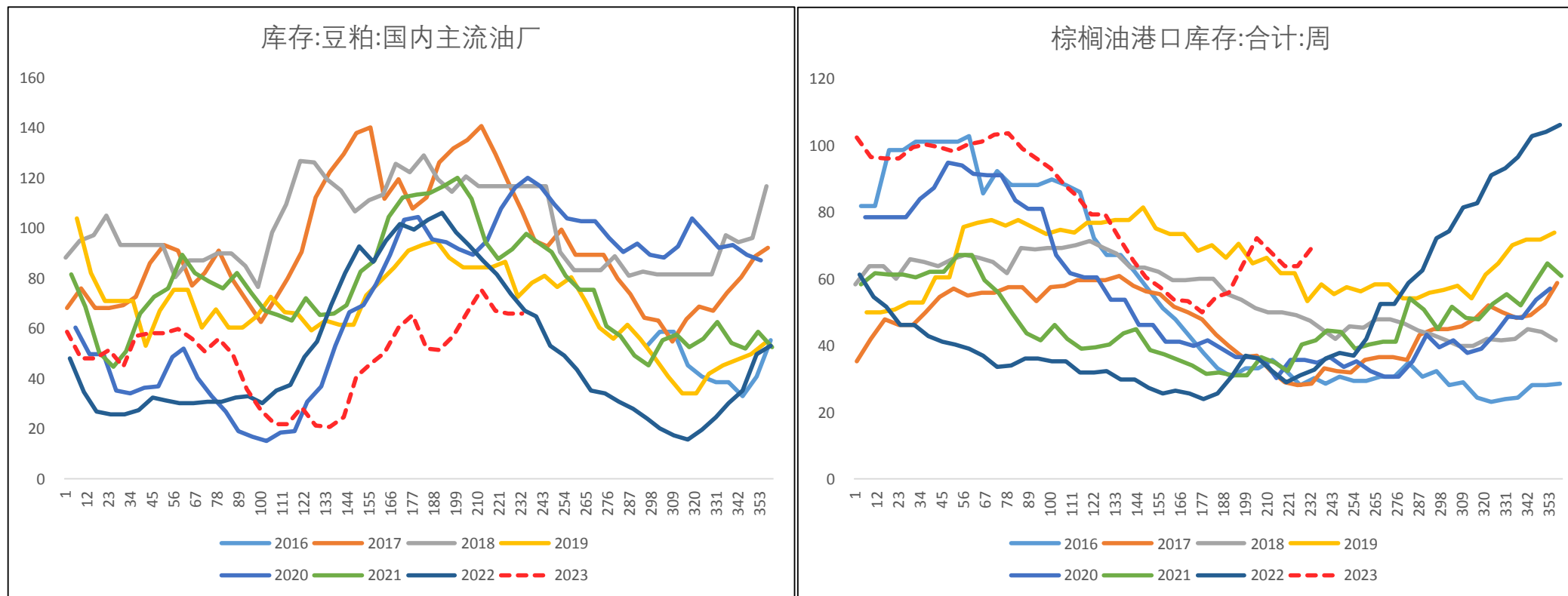
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 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，上周库存小幅累库，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，上周库存大幅反弹，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。

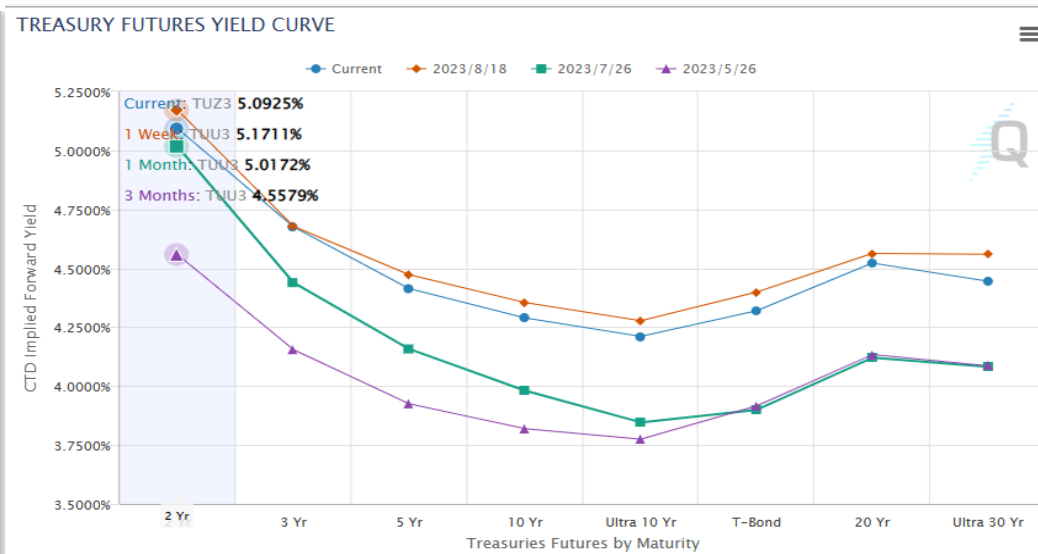


数据来源: iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

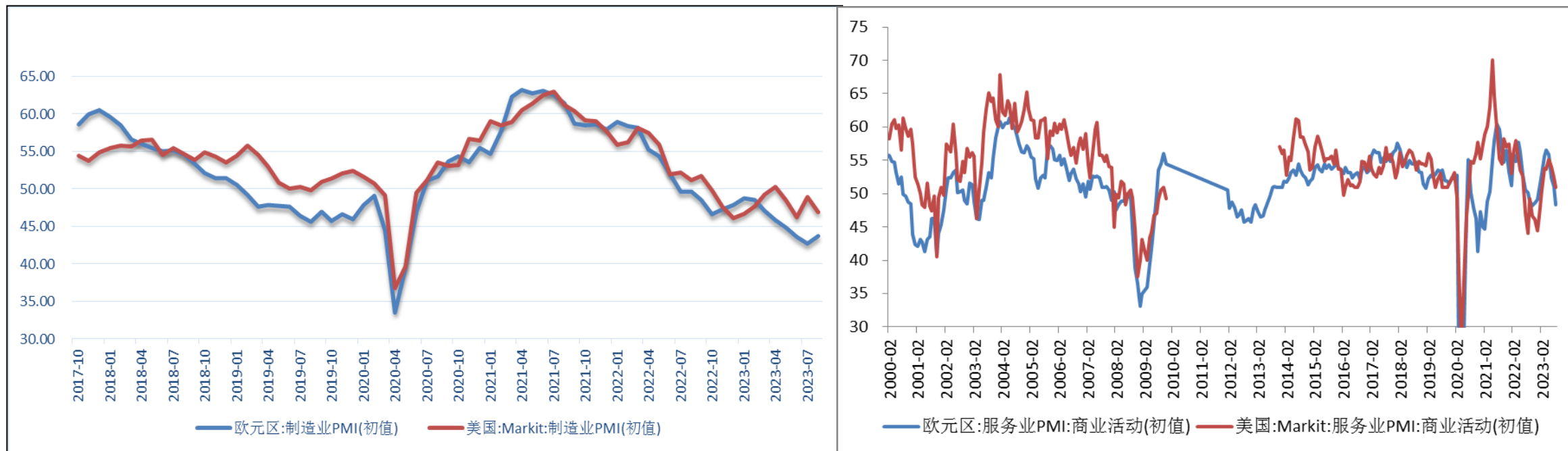
上周美国7月零售和耐用品订单销售好于预期，但8月PMI弱于市场预期，市场根据数据进一步修正美联储货币政策预期。根据芝商所CME FedWatch工具显示，市场对于利率路径的预期较前一周发声显著变化，预期年内11月或12月再加一次利息的概率上升至**46.7%**，高于不加息的概率，此外明年3月降息的概率下修至**19%**，降息时间后移至5月和6月。美国国债期货市场隐含的收益率变化较大，2年期国债收益率从上周**5.19%**回落至**5.09%**，十年期国债收益率从**4.27%**回落至**4.21%**，收益率曲线倒挂程度持续走平。

| 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% | 44.5% | 46.7% | 8.9% |
| 2023/12/13 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.8% | 44.5% | 45.2% | 8.5% |
| 2024/1/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 8.0% | 44.6% | 39.9% | 7.3% |
| 2024/3/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 2.6% | 19.0% | 43.2% | 30.1% | 5.1% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.2% | 10.1% | 30.1% | 37.2% | 18.7% | 2.8% |
| 2024/6/12 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 6.0% | 20.9% | 33.9% | 27.2% | 10.1% | 1.3% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 4.3% | 16.1% | 29.8% | 29.3% | 15.5% | 4.1% | 0.4% |
| 2024/9/18 | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 3.5% | 13.5% | 26.8% | 29.4% | 18.6% | 6.6% | 1.2% | 0.1% |
| 2024/11/7 | 0.0% | 0.2% | 2.4% | 10.0% | 22.1% | 28.5% | 22.4% | 10.8% | 3.1% | 0.5% | 0.0% |
| 2024/12/18 | 0.2% | 1.8% | 7.9% | 18.9% | 26.8% | 24.0% | 13.9% | 5.2% | 1.2% | 0.2% | 0.0% |



基本面分析——海外宏观

上周欧洲公布欧元区8月PMI数据，制造业PMI录得43.7，小幅反弹，延续收缩区间，服务业PMI初值跌入荣枯线以下水平，录得48.3，大幅低于上月51.1，同时，美国8月Markit制造业PMI初值录得47，大幅低于市场预期值49，8月Markit服务业PMI初值录得51，低于市场预期值52，双双走弱的欧美PMI数据令市场对进一步加息预期走弱，令美债利率结束强势上涨而回落。



基本面分析——海外宏观



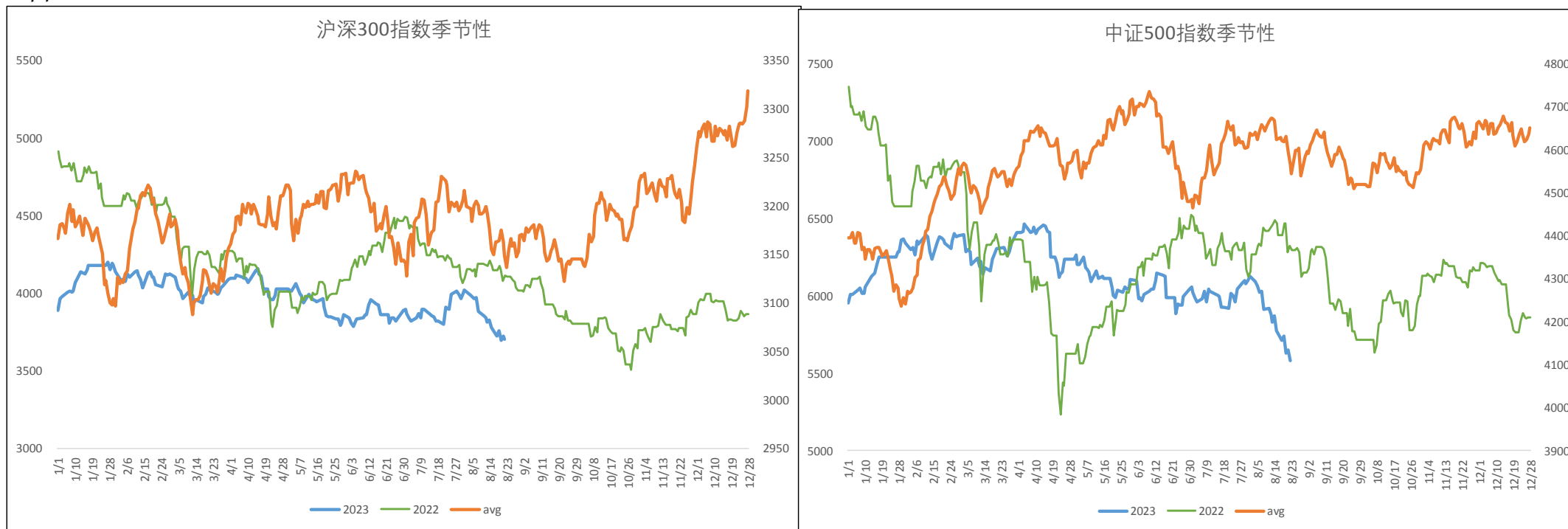
上周美国十债利率回落1bp至4.25%，通胀预期反弹1bp，实际利率回落2bp至1.92%，驱动风险资产价格小幅反弹。美债10-2Y价差倒挂程度上周扩大12bp在-78bp。中美利差倒挂程度小幅缩窄1.6bp至-168.3bp，驱动人民币小幅升值，离岸人民币升值0.18%。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

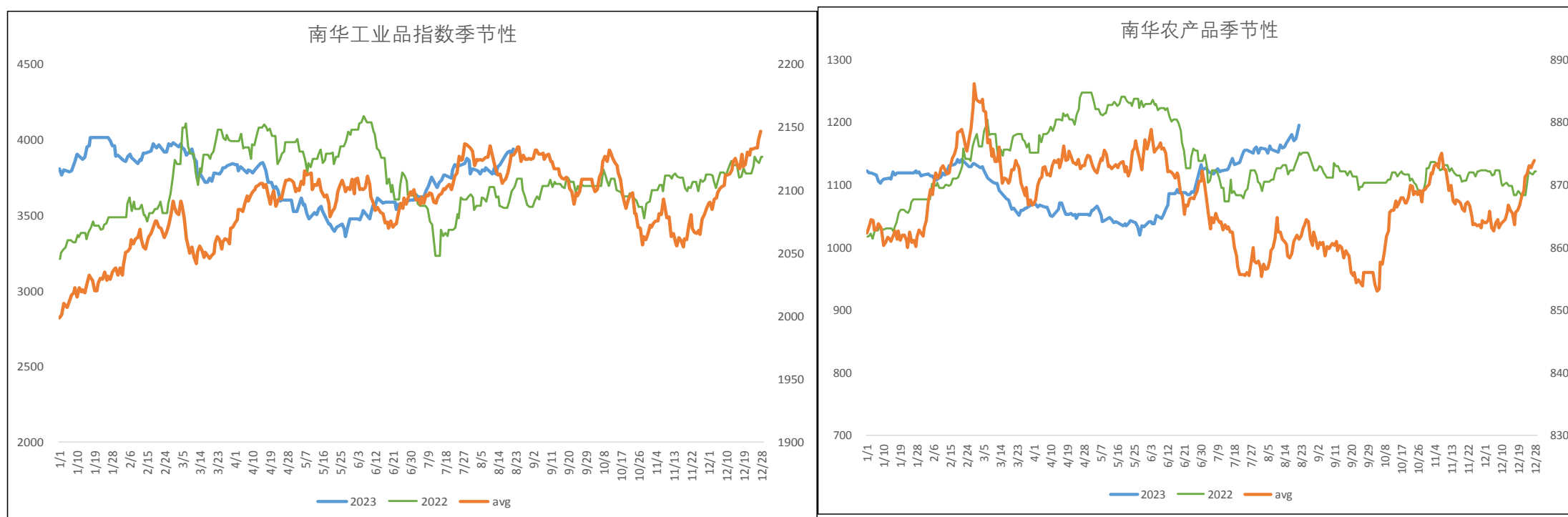
量化诊断——权益

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，以及海外资金流出有关，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。



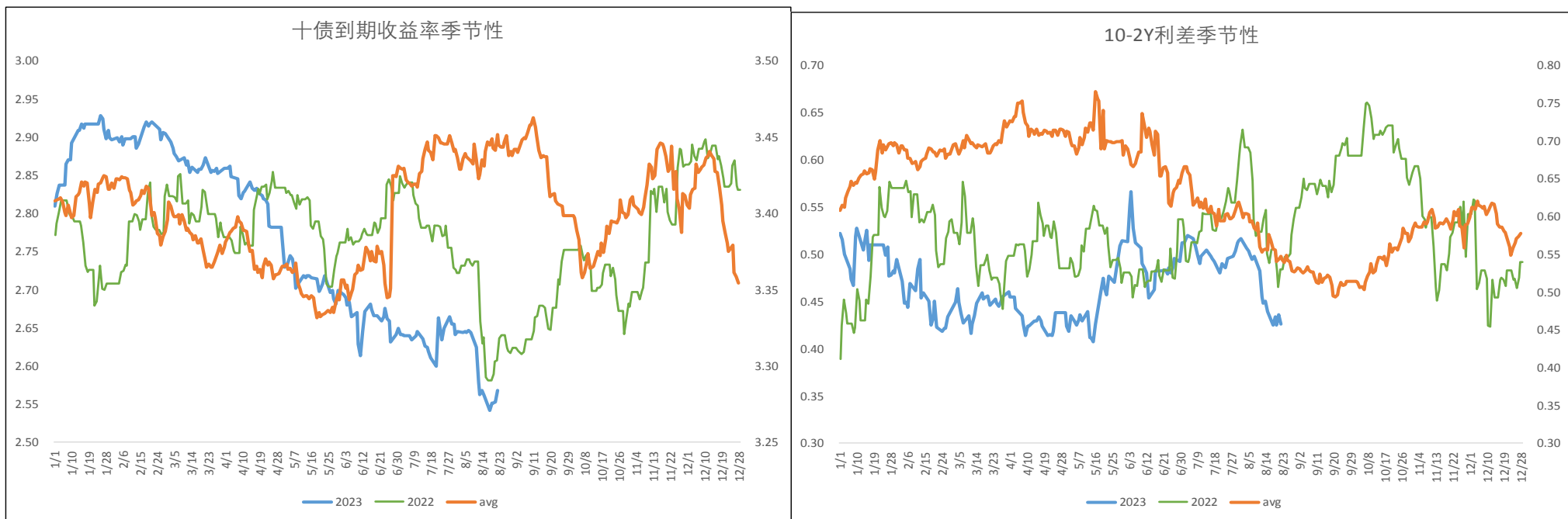
量化诊断——大宗商品

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8-9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，主要受换月过程中基差修复有关，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。上周受国内市场资金趋紧驱动，利率债高位小幅调整，收益率曲线持续走平，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，**量化模型信号上周维持偏空**，上周市场持续调整，触及2022年疫情低点，关注能否有效企稳；**十债加权指数周线级别信号维持偏多**，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**周线级别信号维持看空**，上周在美国实际利率回落的背景下止跌反弹，短期预计延续震荡筑底态势，关注1850-1900区间布局长线做多机会。



数据来源：iFind，美尔雅期货

宏观日历

关注中国8月PMI，美国PCE通胀和非农就业报告



本周财经日历中，中国将公布8月PMI数据，市场预期PMI持续走弱。

美国将公布7月PCE物价指数，市场预期较上月小幅反弹，同时还将出炉8月非农就业报告，市场预期工资、新增就业人数均较上月小幅回落，劳动力市场逐步降温。

| 日期 | 时间 | 事件 | 国家/地区 | 重要性 | 前值 | 预测值 |
|------------|-------|----------------------|-------|-----|--------|-------|
| 2023-08-29 | 21:00 | 美国FHFA房价指数 | 美国 | 低 | 404.1 | |
| 2023-08-29 | 21:00 | 美国FHFA房价指数同比(%) | 美国 | 低 | 2.8 | |
| 2023-08-29 | 22:00 | 美国JOLTs职位空缺 | 美国 | 高 | 9.582M | |
| 2023-08-30 | 20:00 | 德国CPI同比(%) | 德国 | 中 | 6.2 | |
| 2023-08-30 | 20:30 | 美国实际GDP年化当季环比(%) | 美国 | 高 | 2.0 | 2.4 |
| 2023-08-30 | 17:00 | 欧元区消费者信心指数 | 欧元区 | 低 | -15.1 | -16.0 |
| 2023-08-31 | 20:30 | 美国PCE物价指数环比(%) | 美国 | 中 | 0.2 | |
| 2023-08-31 | 20:30 | 美国PCE物价指数同比(%) | 美国 | 中 | 3.0 | |
| 2023-08-31 | 20:30 | 美国核心PCE物价指数同比(%) | 美国 | 高 | 4.1 | |
| 2023-08-31 | 20:30 | 美国核心PCE物价指数环比(%) | 美国 | 高 | 0.2 | |
| 2023-08-31 | 17:00 | 欧元区CPI同比(%) | 欧元区 | 高 | 5.3 | |
| 2023-08-31 | 17:00 | 欧元区不包括能源和食品HICP同比(%) | 欧元区 | 低 | 6.6 | |
| 2023-08-31 | 17:00 | 欧元区失业率 | 欧元区 | 中 | 6.4 | |
| 2023-08-31 | 09:30 | 中国官方非制造业PMI | 中国 | 高 | 51.5 | |
| 2023-08-31 | 09:30 | 中国官方制造业PMI | 中国 | 高 | 49.3 | |
| 2023-08-31 | 09:30 | 中国官方综合PMI | 中国 | 中 | 51.1 | |
| 2023-09-01 | 22:00 | 美国ISM制造业PMI | 美国 | 高 | 46.4 | |
| 2023-09-01 | 21:45 | 美国Markit制造业PMI | 美国 | 中 | 49.0 | 47.0 |
| 2023-09-01 | 20:30 | 美国U6失业率(%) | 美国 | 低 | 6.7 | |
| 2023-09-01 | 20:30 | 美国季调后非农就业人口变动 | 美国 | 高 | 187K | |
| 2023-09-01 | 20:30 | 美国季调后制造业就业人口变动(人) | 美国 | 低 | -2K | |
| 2023-09-01 | 20:30 | 美国劳动参与率(%) | 美国 | 中 | 62.6 | |
| 2023-09-01 | 20:30 | 美国平均每小时工资同比(%) | 美国 | 中 | 4.4 | |
| 2023-09-01 | 20:30 | 美国失业率(%) | 美国 | 高 | 3.5 | |
| 2023-09-01 | 20:30 | 美国私营企业非农就业人数变动 | 美国 | 中 | 172K | |
| 2023-09-01 | 16:00 | 欧元区Markit制造业PMI | 欧元区 | 中 | 42.7 | 43.7 |
| 2023-09-01 | 08:30 | 日本日经/Markit制造业PMI | 日本 | 低 | 49.6 | 49.7 |
| 2023-09-01 | 09:45 | 中国财新制造业PMI | 中国 | 高 | 49.2 | |

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