

大类资产月报第4期

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）

lixinyue@gjzq.com.cn

9月展望：从“分化”走向“收敛”？

8月以来，美债利率快速上行的压制下，海外资产普遍下跌；国内市场也出现“内外资”情绪、“股商”定价的明显分化。“分化”背后的原因、走向“收敛”的关键？本文分析，可供参考。

热点思考：9月市场展望，从“分化”走向“收敛”？

一问：8月国内市场的变化？“三箭齐发”后内外资情绪分化、股商定价间仍存“分歧”

8月上中旬，国内股票市场表现低迷、人民币汇率延续贬值；8月27日，证监会“三箭齐发”，市场情绪快速改善。内因来看，偏弱的经济数据叠加地产违约等事件性冲击，市场情绪仍在走低。外因方面，海外风险资产普遍下跌，也冲击了市场情绪。“内外交困”下，国内市场表现不振；上证指数一度下跌6.9%，直至“三支箭”落地才有好转。结构上来看，8月下旬“内外资”情绪明显分化、“股商”的定价也出现较大分歧。8月27日政策刺激下，A股市场情绪快速攀升至5月以来新高，但北上资金仍在流出、连续4个交易日流出181亿元；外资拖累下，北上资金持股占比较高的个股相对滞涨。低位库存、汇率贬值、叠加供给侧扰动，南华商品指数大涨4.3%、与股票市场走势分化。

二问：8月海外市场的焦点？供给扰动下的美债上行冲击、欧美经济基本面的边际放缓

供给冲击叠加美联储放鹰，美债收益率大幅上行，成为8月海外市场的核心矛盾；风险资产普遍承压，美元也快速攀升。美国财政部预期的三季度发债规模由5月的0.7万亿大幅增至1万亿，叠加对杰克逊霍尔会议偏鹰的担忧，10Y美债利率一度上行40bp至4.37%。美债走高的压制下，全球主要股指悉数下跌，美元定价的大宗商品多数承压。从分子端来看，欧美制造业延续收缩，服务业也均低预期；结构上，防御性板块、大盘价值股已相对占优。8月欧美制造业PMI仍处于收缩区间，此前持续超预期的服务业PMI也出现放缓迹象。经济基本面的边际放缓，在市场表现上也有显现：8月欧美防御性板块较周期性板块相对占优；大盘股相对小盘股也取得了更高的超额收益。

三问：9月市场如何演绎？国内“股商”表现或趋于“收敛”、海外重心向分子端“倾斜”

国内市场，伴随“政策底”的夯实，“经济底”即将出现，将有助于“内外资”情绪、“股商”定价，由分化走向收敛。当下，市场“情绪底”已现，“印花税”等利好已驱动A股企稳反弹；随着修复企业信心、促销费、稳地产等一系列政策逐步落地，“经济底”或于4季度出现，将助力市场的信心修复，“内外资”情绪、“股商”走势也有望收敛。海外市场，9月议息会议落定后，分母端或将延续脉冲式冲击；历史经验显示，从加息到降息的窗口期，基本面表现或是定价焦点。分母端，历史比较来看，2006年美债利率高位震荡的格局或将再现，对风险资产仍有脉冲式冲击。分子端，美国经济将面临超储支撑减弱、去库周期延续、信用持续收缩等多重压力；基本面压力或成美股潜在约束。

月度回顾：美债利率创2007年以来新高，全球风险资产明显承压（2023/08/01-2023/08/31）

股票市场：全球主要股指普遍下跌，港股领跌。发达国家股指中，英国富时100、德国DAX、道琼斯工业指数和纳斯达克指数领跌，分别下跌3.38%、3.04%、2.42%、2.36%和2.17%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率多数上行。美国10Y国债收益率上行12.00bp至4.09%，德国10Y国债收益率下行1.00bp至2.51%；英国、日本和意大利分别上行19.32bp、5.20bp和1.70bp，仅法国下行4.50bp。

外汇市场：美元指数走强，人民币兑美元贬值。挪威克朗、加元、日元、欧元和英镑兑美元分别贬值4.69%、2.35%、2.24%、1.40%和1.26%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值1.58%、1.80%至7.2579、7.2753。

商品市场：原油上涨，贵金属、有色均下跌，黑色和农产品涨跌分化。安全监管趋严下煤炭供给偏紧，叠加稳地产政策加码、煤炭板块高分红，焦煤大幅反弹；在美债利率与美元走高的压制下，以美元计价的贵金属和有色承压。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：9月展望，从“分化”走向“收敛”？	5
一问：8月国内市场的变化？“三箭齐发”后内外资情绪分化、股商定价间仍存“分歧”	5
二问：8月海外市场的焦点？供给扰动下的美债上行冲击、欧美经济基本面的边际放缓	7
三问：9月市场如何演绎？国内“股商”表现或趋于“收敛”、海外重心向分子端“倾斜”	9
二、大类资产高频跟踪（2023/08/01-2023/08/31）	13
（一）月度回顾：美债利率创2007年以来新高，全球风险资产明显承压	13
（二）权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	13
（三）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率多数上行	14
（四）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元和英镑均贬值	15
（五）大宗商品市场追踪：原油上涨，贵金属、有色下跌，黑色和农产品涨跌分化	16
三、报告精选	18
（一）美债的“供给冲击”	18
（二）人民币贬值，何时休？	21
风险提示	23

图表目录

图表 1：国内7月社融数据远低于预期	5
图表 2：国内7月产需全面疲软	5
图表 3：8月上中旬，美股和A股共振下跌	5
图表 4：8月中美利差快速走阔、人民币明显贬值	5
图表 5：8月27日，证监会“三支箭”	6
图表 6：下半月A股情绪提振，同时北向资金净流出	6
图表 7：北向资金单月流出额历史最高	6
图表 8：外资占比高的公司涨幅较其他A股更小	6
图表 9：8月以来，国内出现“股商分化”现象	7
图表 10：8月，库存低位的商品多数涨幅更高	7
图表 11：汇率影响下，铁矿石进口价涨幅远大于国产	7
图表 12：国内纯碱的市场供给持续下滑	7
图表 13：8月，短长端美债利率大幅上行	7
图表 14：8月，全球主要市场普跌	7
图表 15：8月能源、贵金属、有色等大宗商品承压	8
图表 16：8月，美元延续走强	8
图表 17：三季度财政部发债预计超预期增加	8
图表 18：下半年，中长期美债发行规模较高	8
图表 19：美国核心通胀反弹、粘性有所显现	8
图表 20：鲍威尔发言偏鹰，拉涨加息预期	8
图表 21：欧美制造业PMI再度萎缩	9

图表 22: 欧美主要国家的服务业 PMI 均低于预期.....	9
图表 23: 8 月, 欧美防御性板块较周期性板块更为占优.....	9
图表 24: 相较小盘股, 欧美大盘价值股延续 7 月优势.....	9
图表 25: 股债收益差逼近 2 倍标准差时, 市场接近底部.....	10
图表 26: 债市收益率下行、波动率接近历史新低.....	10
图表 27: 历史上印花税调整后, 沪指涨跌幅情况.....	10
图表 28: 减持新规对各个行业都将产生一定影响.....	10
图表 29: 国家发改委等部委多次会见各行业企业负责人.....	11
图表 30: 近期, 促销费相关政策加速出台.....	11
图表 31: 近期, 央地稳地产政策不断加码.....	11
图表 32: 8 月, 制造业 PMI 超季节性回升.....	11
图表 33: 分母端美债利率或类似 2006-07 年高位震荡.....	12
图表 34: 7 月底以来, 美股 EPS 预期已触底上修.....	12
图表 35: 前期超额储蓄带来的支撑将进一步减弱.....	12
图表 36: 制造、零售和批发库存同比增速持续下降.....	12
图表 37: 8 月大类资产涨跌情况.....	13
图表 38: 本月, 发达国家股指全线下跌.....	13
图表 39: 本月, 新兴市场股指多数下跌.....	13
图表 40: 本月, 美股行业普遍下跌.....	14
图表 41: 本月, 欧元区行业多数下跌.....	14
图表 42: 本月, A 股市场全线下跌.....	14
图表 43: 本月, A 股行业全线下跌.....	14
图表 44: 本月, 恒生指数全线下跌.....	14
图表 45: 本月, 恒生行业普遍下跌.....	14
图表 46: 本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行.....	15
图表 47: 本月, 美英 10Y 收益率均上行, 德国下行.....	15
图表 48: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益多数上涨.....	15
图表 49: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率均上行.....	15
图表 50: 本月, 中国国债收益率涨跌分化.....	15
图表 51: 本月, 2 年期和 10 年期国债下行, 3 个月上行.....	15
图表 52: 本月, 美元指数上涨, 其他货币兑美元贬值.....	16
图表 53: 本月, 英镑、欧元兑美元均下跌.....	16
图表 54: 本月, 主要新兴市场兑美元多数上涨.....	16
图表 55: 雷亚尔和韩元兑美元升值, 土耳其里拉贬值.....	16
图表 56: 本月, 美元、英镑兑人民币升值.....	16
图表 57: 本月, 人民币兑美元贬值.....	16
图表 58: 本月, 商品价格走势多数下跌.....	17
图表 59: WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....	17
图表 60: 本月, 动力煤价格持平, 焦煤价格大涨.....	17
图表 61: 本月, 铜铝价格下跌.....	18
图表 62: 本月, 通胀预期降温.....	18

图表 63:	本月, 黄金、白银价格均下跌.....	18
图表 64:	本月, 10Y 美债实际收益率上行.....	18
图表 65:	美国债务占 GDP 比重远超 AAA 评级中位数水平.....	19
图表 66:	美国 5 年期及 1 年期 CDS 均处于较低水平.....	19
图表 67:	2023 年, 市场波动较低, 避险资产未明显上涨.....	19
图表 68:	2023 年评级下调, 长端收益率出现上涨.....	19
图表 69:	三季度财政部发债预计超预期增加.....	19
图表 70:	下半年, 中长期美债发行规模较高.....	19
图表 71:	流量上, 居民部门成为购债主力, 但波动大.....	20
图表 72:	美国新增非农就业延续回落.....	20
图表 73:	美国财政收入增速降低, 支出增速上涨.....	20
图表 74:	美国财政赤字大幅抬升.....	20
图表 75:	今年以来, 个税收入下滑幅度最大.....	20
图表 76:	美国财政各项支出增速均有上涨.....	20
图表 77:	8 月, 人民币汇率再度快速贬值.....	21
图表 78:	近期, 美元再度成人民币汇率的关键影响因素.....	21
图表 79:	人民币兑一篮子汇率回升后再度趋弱.....	21
图表 80:	8 月, 人民币相对欧洲发达国家货币走弱.....	21
图表 81:	美债利率上升、一定程度上支撑美元强势.....	22
图表 82:	7 月中旬以来, 美日利差走阔压制日元.....	22
图表 83:	中国 7 月经济数据不及市场预期.....	22
图表 84:	近期, 国内资本市场资金再度外流.....	22
图表 85:	IMF 上修美欧日经济增速.....	22
图表 86:	企业居民未结汇资金有望形成支撑.....	22
图表 87:	7 月, 其他存款性公司国外资产减少.....	23
图表 88:	2023 年 8 月民营企业信贷支持加强.....	23

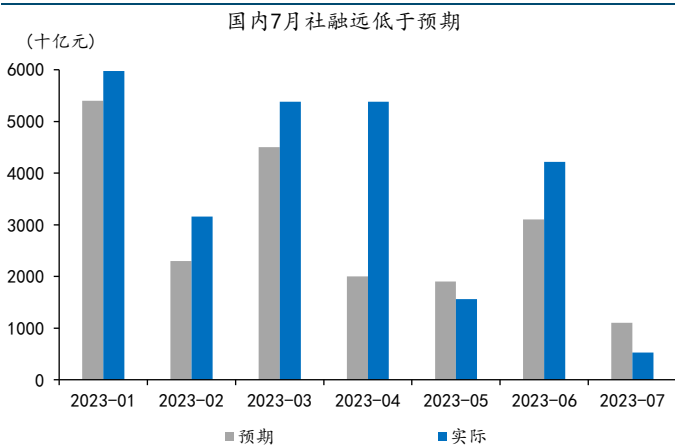
8月以来，美债快速上行压制下，海外资产普遍下跌；国内市场也出现“内外资”情绪、“股商”定价的明显分化。“分化”背后原因、走向“收敛”的关键？本文分析，供参考。

一、热点思考：9月展望，从“分化”走向“收敛”？

一问：8月国内市场的变化？“三箭齐发”后内外资情绪分化、股商定价间仍存“分歧”

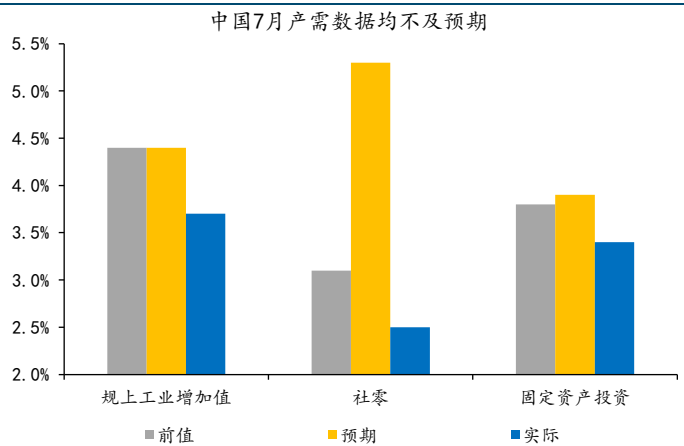
8月上中旬，国内经济金融数据偏弱、海外情绪扰动频频，国内股票市场表现低迷、人民币汇率延续贬值。内因来看，8月以来，经济修复的斜率仍较为平缓：8月11日发布的社融受信贷拖累、低于市场预期；8月15日弱于预期的经济数据再度影响了市场信心，叠加地产违约等事件性冲击，市场情绪有所回落。外因方面，海外风险资产普遍下跌，也冲击了国内的市场情绪，截至8月18日，标普500大跌4.8%，对A股形成明显拖累。“内外交困”下，国内市场表现不振。截至8月25日，上证指数一度下跌6.9%、跌近3000点，10年期国债收益率下破2.6%、持续低位震荡，人民币汇率也一度贬近7.35。

图表1：国内7月社融数据远低于预期



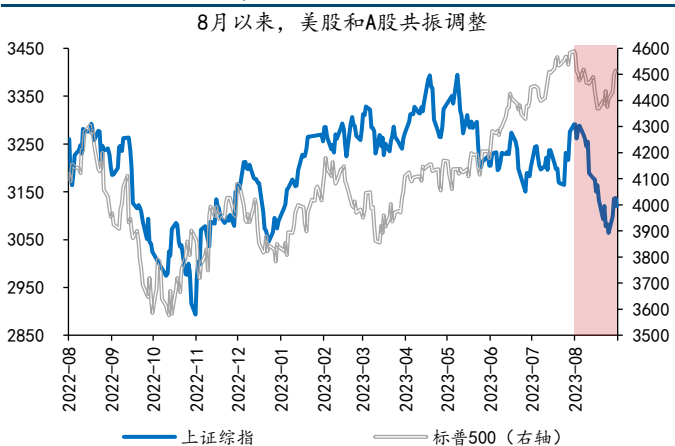
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：国内7月产需全面疲软



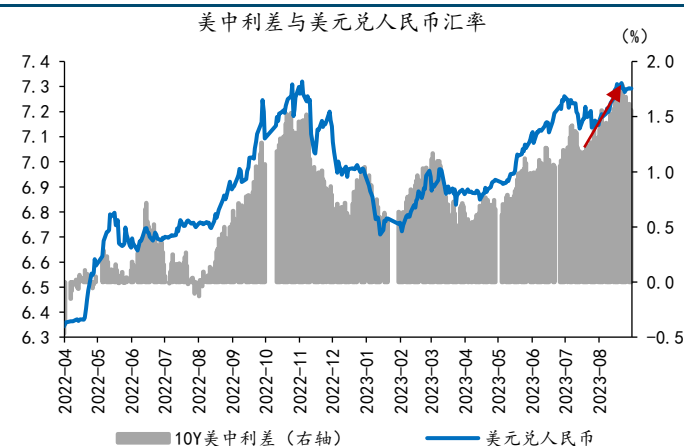
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：8月上中旬，美股和A股共振下跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：8月中美利差快速走阔、人民币明显贬值



来源：Wind，国金证券研究所

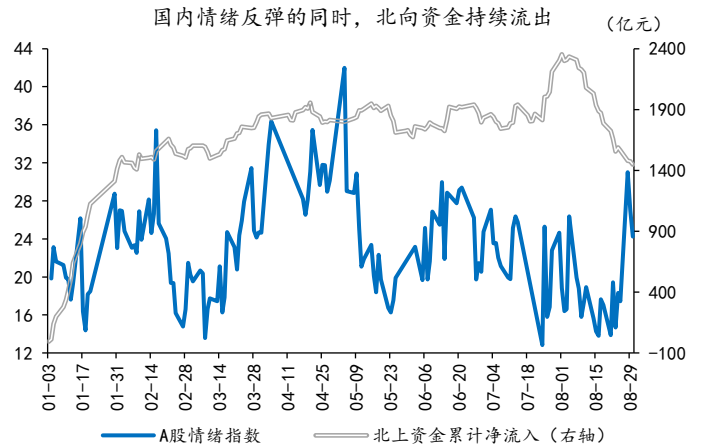
8月27日，证监会“三箭齐发”，国内投资者情绪快速提振，但外资仍有“迟疑”。8月27日，证监会进一步落实活跃资本市场政策，“三箭齐发”：第一，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端动态平衡；第二，将投资者融资保证金最低比例由100%降至80%；第三，对于部分上市公司限制控股股东的减持行为。同时，财政部、税务总局也对证券交易印花税实施减半征收。政策直接刺激下，A股市场情绪快速攀升，一度攀升至5月以来新高，但北上资金仍在流出、连续4个交易日流出181亿元。8月北上资金外流897亿元，单月流出额创历史新高；外资拖累下，北上资金持股占比较高的个股相对滞涨。

图表5: 8月27日, 证监会“三支箭”



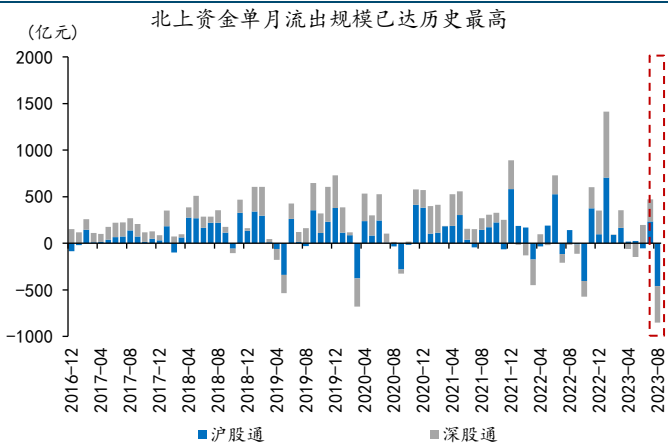
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 下半月 A 股情绪提振, 同时北向资金净流出



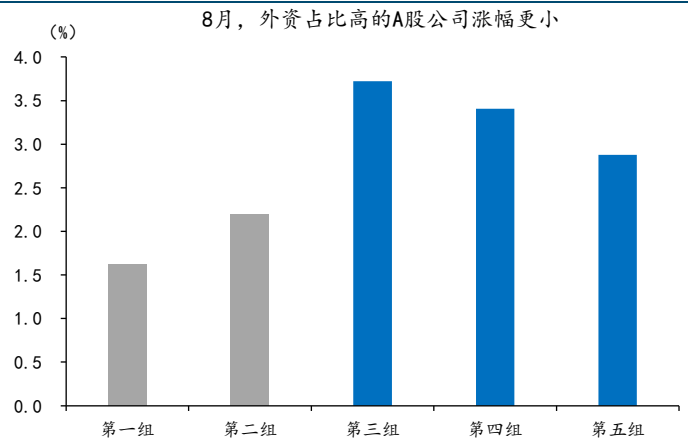
来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 北向资金单月流出额历史最高



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 外资占比高的公司涨幅较其他 A 股更小

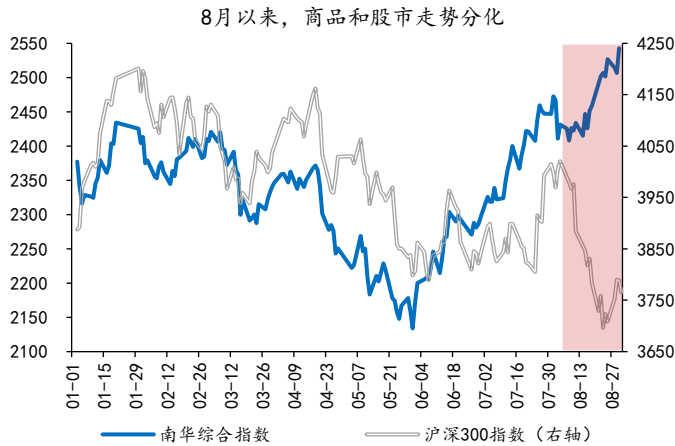


来源: Wind, 国金证券研究所

低位库存、汇率贬值、叠加供给侧扰动, 大宗商品市场“一枝独秀”、一度与股票市场走势分化。8月以来, 国内市场另一大鲜明的分化, 即“股商”之间的走势分歧。8月以来, 沪深300指数大跌6.2%, 而南华商品指数则大涨4.3%, 前期走势较为相关的二者明显背离。背后主要有三方面原因¹: 第一, 低位库存为商品提供了更高的向上弹性, 纯碱、焦煤、铝等品类8月涨幅分别达11.1%、5.5%、3.4%; 第二, 在岸人民币贬值被动推升了部分进口依赖较高的商品价格, 如铁矿石等; 第三, 供给端扰动也是部分大宗商品价格反弹的驱动, 以纯碱为例, 高温和碱厂年度检修影响下, 纯碱供给较6月下月下滑30%以上。

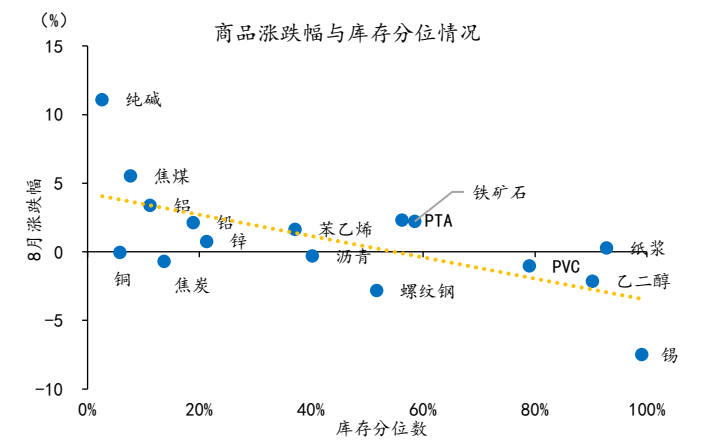
¹ 参考报告《“低库存”下的投资机遇?》。

图表9: 8月以来, 国内出现“股商分化”现象



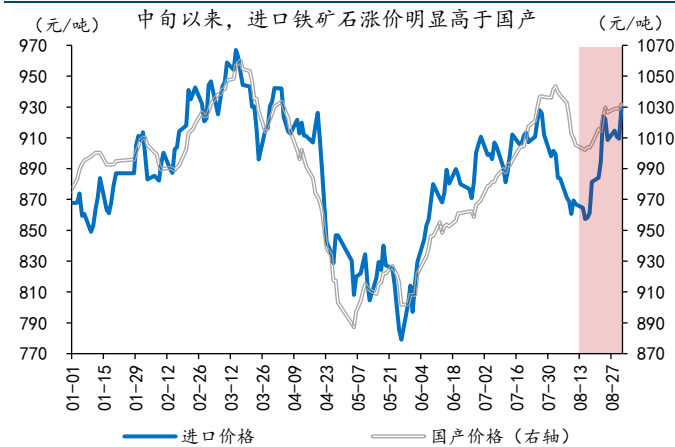
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 8月, 库存低位的商品多数涨幅更高



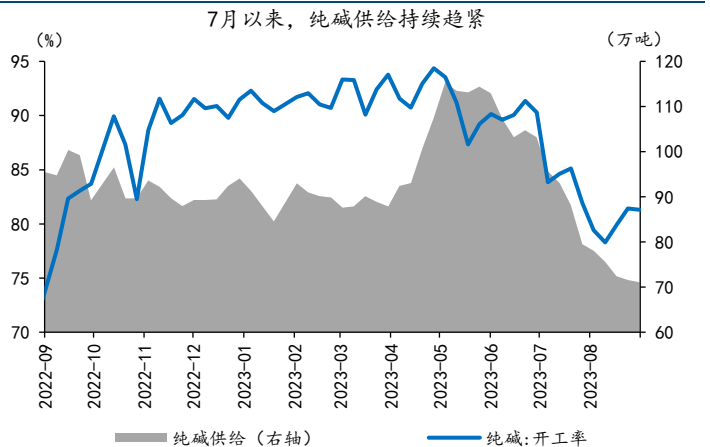
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 汇率影响下, 铁矿石进口价涨幅远大于国产



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 国内纯碱的市场供给持续下滑

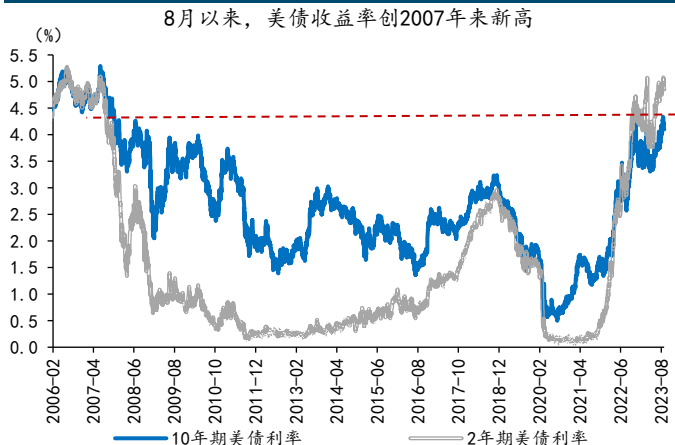


来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 8月海外市场的焦点? 供给扰动下的美债上行冲击、欧美经济基本面的边际放缓

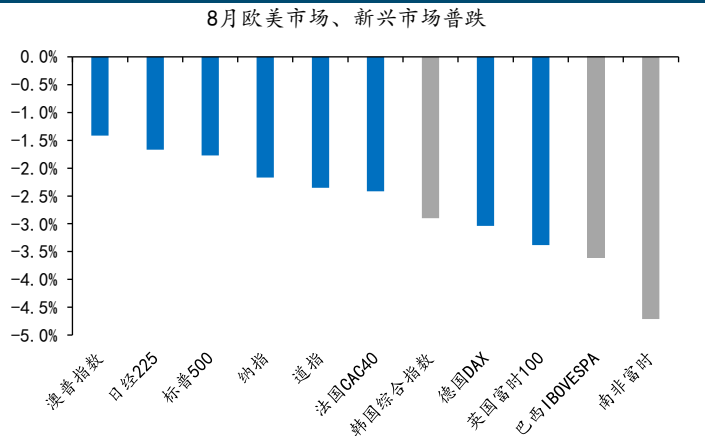
美债收益率的大幅上行, 是8月海外市场的核心矛盾; 风险资产普遍承压, 美元指数快速攀升。8月以来, 10年期美债收益率一度上行40bp至4.37%、创2007年以来新高。美债走高的压制下, 海外风险资产普遍承压: 全球主要股指悉数下跌, 英国富时100、德国DAX、法国CAC40、纳指等均跌超2%; 美元定价的大宗商品多数承压, 除能源价格在供给扰动中攀升外, COMEX金、COMEX银、LME铜、LME铝等金属价格均有回落。此外, 美债收益率的走高也支撑了美元指数的走强, 美元指数一度升值2.4%、上破104的关口。

图表13: 8月, 短长端美债利率大幅上行



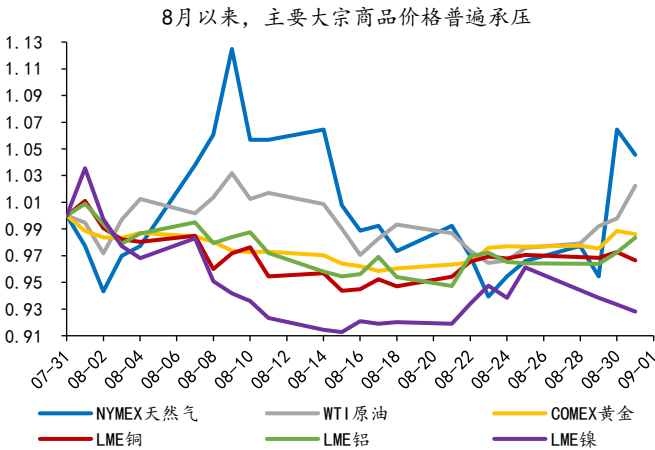
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 8月, 全球主要市场普跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 8月能源、贵金属、有色等大宗商品承压

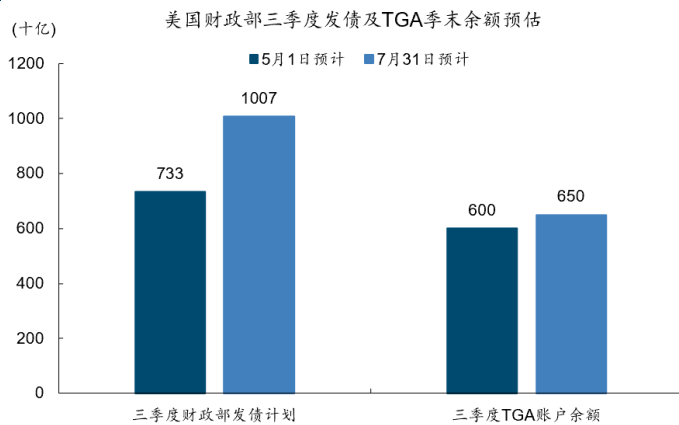


图表16: 8月，美元延续走强

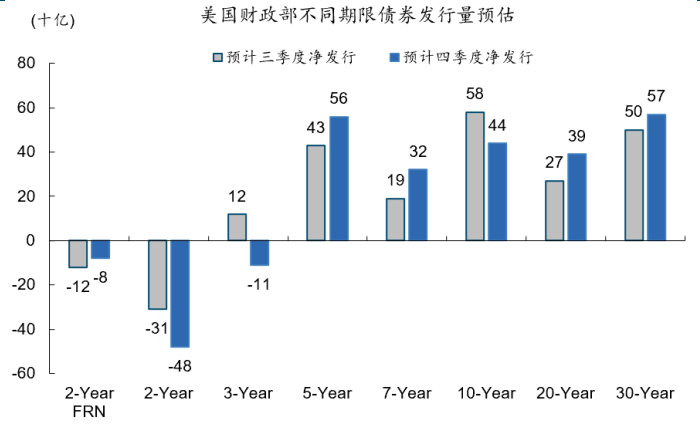


供给冲击是美债收益率快速攀升的主因；劳动力市场持续偏紧下、市场对通胀粘性的担忧，也有一定影响。一方面，7月31日，美国财政部三季度预计发债规模大幅增加至1万亿美元，明显超出5月初预计的0.7万亿，期限结构也向10年、30年期等长端有明显倾斜。8月10日，30年期美债发行遇冷，竞标倍数较降至2.42，新券收益率溢价也几近被抹平，实际发行利率4.19%高出市场预期1.5bp。另一方面，美国“去通胀”步入下半场后，劳动力市场持续偏紧，也使得核心通胀粘性有所显现。8月美国非农新增18.7万再超预期，鲍威尔杰克森霍尔会议上“放鹰”也小幅推升了加息预期。

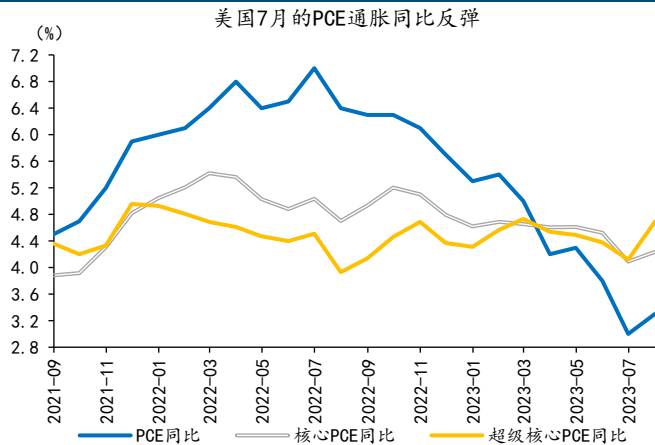
图表17: 三季度财政部发债预计超预期增加



图表18: 下半年，中长期美债发行规模较高



图表19: 美国核心通胀反弹、粘性有所显现

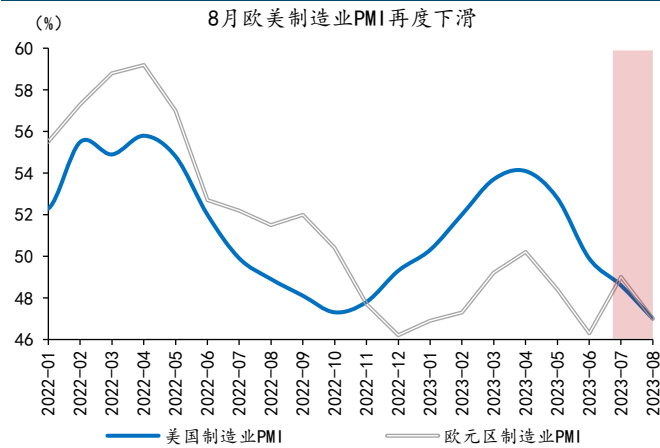


图表20: 鲍威尔发言偏鹰，拉涨加息预期

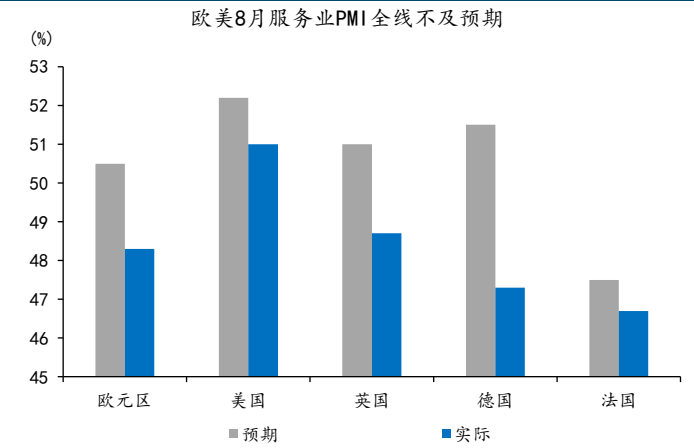


从分子端来看，欧美制造业延续收缩，服务业也均低预期；结构上，防御性板块、大盘价值股已相对占优。随着加息周期尾声渐近，欧美市场分子端对市场的影响也逐步显现。8月欧美制造业PMI仍处于收缩区间，美国、欧元区均录得47、较7月继续下滑；此前持续超预期的服务业PMI也出现放缓迹象，美国、欧元区分别录得51.0和48.3、均低于市场预期。经济基本面的边际放缓，在市场表现上也有显现：8月欧美防御性板块较周期性板块相对占优；大盘股相对小盘股也取得了更高的超额收益。

图表21：欧美制造业PMI再度萎缩



图表22：欧美主要国家的服务业PMI均低于预期



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表23：8月，欧美防御性板块较周期性板块更为占优



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表24：相较小盘股，欧美大盘价值股延续7月优势

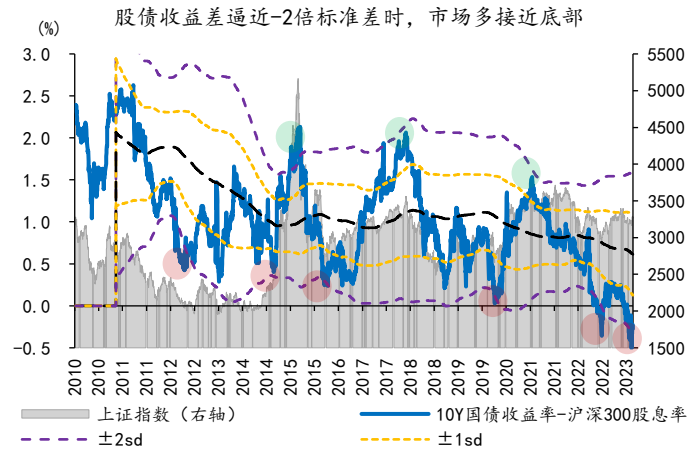


来源：Bloomberg，国金证券研究所

三问：9月市场如何演绎？国内“股商”表现或趋于“收敛”、海外重心向分子端“倾斜”

短期而言，市场“情绪底”已现、“政策底”夯实，“印花税”下调将驱动A股的反弹。市场定价角度，主要指标显现的“底部”特征已非常突出：从股票市场来看，股债收益差再度回到了跌破-2倍标准差位置，历史上这一位置多为市场底部；从债券市场来看，10年期国债收益率持续走低、且波动率历史新低，市场对经济也较为悲观。监管“组合拳”多举措并举，有望提振底部的市场信心。历史回溯来看，印花税调降后上证指数在随后1个交易日、5个交易日平均涨幅分别达5.7%、7.9%；减持新规对银行、石油石化、建筑装饰、房地产等行业的限售约束，或也将有利于市场的反弹。

图表25: 股债收益差逼近2倍标准差时, 市场接近底部



来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 债市收益率下行、波动率接近历史新低



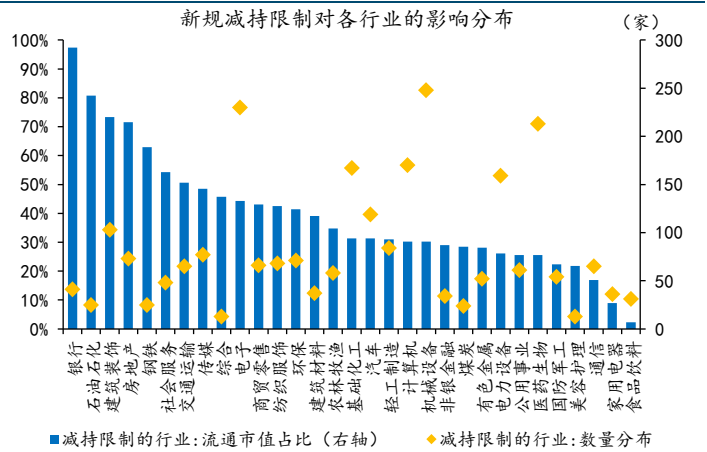
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 历史上印花税调整后, 沪指涨跌幅情况

日期	印花税调整	首日涨跌(%)	后五日	后20日
1991-10-10	6‰降至3‰	1.97	6.02	21.05
1997-05-12	3‰升至5‰	-0.2	-8.36	-13.11
1998-06-12	5‰降至4‰	1.31	3.35	0.96
2001-11-16	4‰降至2‰	2.99	5.63	3.34
2005-01-23	2‰降至1‰	1.6	-3.46	4.29
2007-05-30	1‰升至3‰	-5.2	-12.89	-5.91
2008-04-24	3‰降至1‰	8.52	14.72	2.63
2008-09-19	双边改单边征收	17.96	21.19	-2.97

来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 减持新规对各个行业都将产生一定影响



来源: Wind, 国金证券研究所

中期维度,“经济底”或于4季度出现,有望助力市场信心修复;“内外资”情绪、“股商”走势也有望由“分化”走向“收敛”;。7月以来,稳增长政策不断加码:1)修复企业信心信号持续释放,促进民营经济发展更是上升为顶层规划。2)央地促消费政策频频出台,有助于内需的企稳与扩大。3)近期,稳地产政策更是不断加码,地方层面因城施策不断推进,中央层面更是在8月31日对首付比率、存量房贷利率、二套房利率等予以下调。政策不断加码下,8月制造业PMI已超季节性改善;基本面的企稳改善,或将助力“内外资”情绪、“股商”表现由分化走向收敛。

图表29: 国家发改委等部委多次会见各行业企业负责人

部门	类型	时间	会议名称	主持人/参与者	主要内容
商务部	外资企业	2023/7/5	外资企业座谈会	商务部部长王文涛主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	商务部表示, 中国正全面推进中国式现代化, 坚定不移推进高水平对外开放, 将为包括医药行业在内的外资企业带来更广阔的发展机遇。中国政府的政策导向始终是优化营商环境、持续优化营商环境。
		2023/7/17	日资企业座谈会	商务部部长王文涛主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	商务部将积极发挥外资企业座谈会制度作用, 与外资企业、商协会开展常态化交流, 听取企业意见建议, 及时回应解决企业关切, 为外资企业来华投资创造更优环境, 创造更多条件, 提供更好服务。
工信部	专精特新	2023/7/7	专精特新中小企业座谈会	工信部党组书记、部长金壮军主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	工信部将促进中小企业专精特新发展, 力争在规模质量、融通发展、数字化转型、产融结合、企业服务、国际合作等方面实现新突破, 擦亮“专精特新”金字招牌。
		2023/7/6	制造业企业座谈会	工信部党组书记、部长金壮军主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	工信部将聚焦高端智能化绿色化发展方向, 加快推动中国制造业向中国创造转变, 中国速度向中国质量转变, 中国产品向中国品牌转变。
发改委	民营企业	2023/7/3	民营企业座谈会	发改委主任李强主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	发改委将持续发挥民营企业沟通交流机制作用, 不断认真倾听民营企业家的真实想法, 研究提出务实管用政策举措, 全力支持民营企业发展, 为民营企业营造良好的发展环境。
		2023/7/10	民营企业沟通交流机制座谈会	发改委主任李强主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	会上民营企业家的畅谈了生产经营状况和存在的困难问题, 以及对宏观经济政策调整的真实感受, 对企业发展诉求, 发改委将积极协调有关部门抓紧研究解决。
		2023/7/17	召开座谈会听取民营企业意见	发改委主任李强主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	发改委将持续完善与民营企业沟通交流机制, 坚持常态化沟通交流, 广泛听取民营企业家的真实想法, 认真研究企业提出的困难和问题, 形成促进民营经济高质量发展合力。
		2023/7/25	召开制造业民营企业座谈会	发改委主任李强主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	通过召开民营企业座谈会或赴民营企业实地考察等方式, 广泛听取民营企业家的真实想法, 认真研究企业提出的困难和问题, 形成促进民营经济高质量发展合力。
		2023/7/26	召开民营企业座谈会	发改委主任李强主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	听取企业对当前宏观经济形势的感受、看法和判断, 所处行业及企业自身发展面临的困难问题和相关政策建议。
市场监管总局	个体工商户	2023/7/12	个体工商户座谈会	市场监管总局党组书记、局长罗文主持; 魏元斌、陈立、阿斯顿、李诺诺、武明、陈耀等汪企代表参会	市场监管总局要扎实推进个体工商户分类精准帮扶, 充分尊重和保护个体工商户, 汇聚各方面资源提供多样化服务, 切实解决个体工商户发展中遇到的困难和问题。

来源: 国家发改委, 商务部, 工信部, 国金证券研究所

图表30: 近期, 促销费相关政策加速出台

类型	事件/会议	日期	主要内容
部委	商务部等13部门发布《关于促进家居消费若干措施的通知》	2023/7/18	提出完善家居绿色供应链, 创新培育智能消费, 提高家居适老化水平等11项内容, 重点创新数字化、智能化新消费场景...鼓励有条件地区开展家居下乡以及对绿色建材消费予以补贴或贷款贴息
	国家发展改革委等部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》的通知	2023/7/21	鼓励限购地区因地制宜增加购车指标, 支持有条件地区开展汽车以旧换新, 要求各地落实二手车登记、限迁政策放宽, 支持达标二手车出口, 加强乡县、高速公路等场景充电基础设施建设, 鼓励有条件地区推进换电站建设, 提高乡村电网改造升级投入, 延续优化新能源汽车购置税减免政策...
	国家发展改革委等部门印发《关于促进电子产品消费的若干措施》的通知	2023/7/21	鼓励市场主体和科研院所积极应用AI, 提升电子产品创新能力; 鼓励企业创新生活样板间展示等经营业态...持续推动家电下乡, 有条件地区予以差异化补贴, 鼓励有条件地方改造提升县乡家电销售网络; 开展绿色智能电子产品展销活动, 鼓励企业通过积分等方式促销...
	国家发展改革委印发《关于恢复和扩大消费的措施》	2023/7/31	优化汽车购买使用管理, 各地区不得新增汽车限购措施, 已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施...支持刚性和改善性住房需求...有条件的地区可对绿色智能家电下乡、家电以旧换新等予以适当补贴...提升家装家居和电子产品消费...
地方	河北《加快推动农村地区充电基础设施建设促进新能源汽车下乡和乡村振兴实施意见》	2023/6/2	强调推动农村地区充电基础设施建设, 到2025年建成1000个重点充电示范村, 积极发展智能有序充电模式和农村分布式光伏, 鼓励有条件的地方提供消费券、以旧换新等奖励。
	天津《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴若干措施》	2023/7/6	提出完善县镇充电网络, 鼓励充电设施共建共享, 加快公共领域应用推广, 在乡镇党政机关新能源车比例不低于30%; 鼓励有条件的区通过发放汽车消费券等方式促进消费; 开展新能源汽车下乡系列活动等。

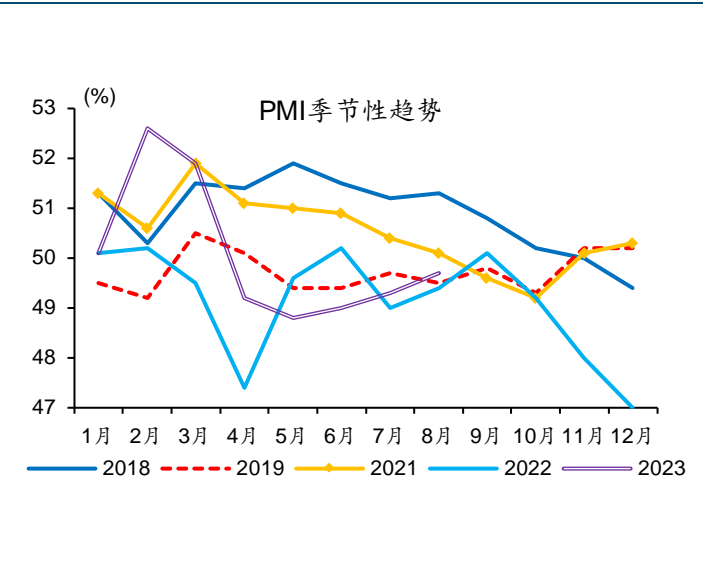
来源: 各部门网站, 国金证券研究所

图表31: 近期, 央地稳地产政策不断加码

部门	文件/会议	日期	相关内容
证监会	《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》	2023年8月27日	房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
国务院	《今年以来国民经济和社会发展计划执行情况》	2023年8月28日	加强风险预警和妥善处置, 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势, 因城施策用好政策工具箱, 优化供给结构, 更好满足居民刚性和改善性住房需求, 促进房地产市场平稳健康发展。
央行、金管局、证监会	金融支持民营企业发展工作推进会	2023年8月30日	央行: 继续落实好房地产“金融16条”, 畅通民营企业股、债、贷三种融资渠道。 证监会: 综合运用股票、债券等多种工具, 稳妥应对民营企业房地产风险。
央行、金管局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	2023年8月31日	降低存量首套住房贷款利率, 借款人和央行自主协商降低首套房利率, 但不得低于原贷款发放时的利率政策下限。
	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	2023年8月31日	对于贷款购买首套住房的居民家庭, 首套住房商业性个人住房贷款利率最低首付款比例统一为不低于20%, 二套房商业性个人住房贷款利率最低首付款比例统一为不低于30%。
嘉兴市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的措施》	2023年8月25日	取消全部住房限制性措施, 上调住房公积金贷款最高限额, 实行土地供应计划, 加强规划条件管控, 支持房地产企业健康发展合理融资需求, 提升住宅建筑品质等。同时明确, 首套住房公积金贷款额度, 最低首付比例继续执行20%, 二套房公积金贷款最低首付比例30%执行。商业贷款方面, 指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
青岛市	《关于调整青岛市非限购区域住房公积金贷款首付比例的通知》	2023年8月28日	自2023年8月28日起, 购买青岛市非限购区域的首套和第二套自住住房, 公积金贷款首付比例分别调整为20%和30%, 8月28日起实施。
福州市	《关于调整优化房地产市场政策促进房地产市场平稳健康发展的通知》	2023年8月28日	涉及调整完善购房政策, 优化施工许可审批手续2个方面。此前非福州市五城区居民家庭在限购区域内限购一套建筑面积144平方米及以下的商品住房(含二手住房), 此次购房政策调整后, 福州市户籍的非五城区居民家庭在限购区域内限购2套建筑面积144平方米及以下的商品住房(含二手住房)。
广州市	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	2023年8月30日	居民家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)申请贷款购买商品房时, 家庭成员在本地名下无成套住房的, 不论是否已利用贷款购买过住房, 银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策。
深圳市	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	2023年8月30日	居民家庭(包括借款人、配偶及未成年子女)申请贷款购买商品房时, 家庭成员在我市名下无成套住房的, 不论是否已利用贷款购买过住房, 银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策, 8月31日起施行。

来源: 各部门网站, 国金证券研究所

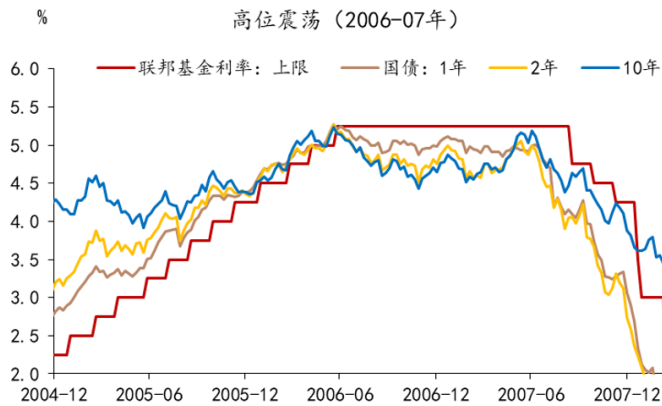
图表32: 8月, 制造业PMI超季节性回升



来源: Wind, 国金证券研究所

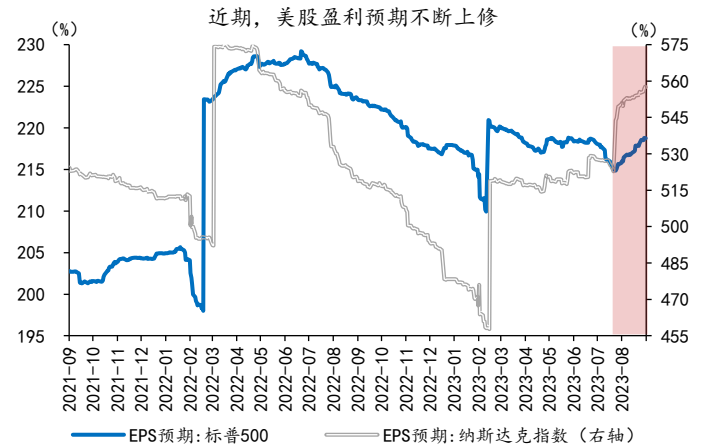
海外市场方面, 9月议息会议落地后, 分母端或将延续脉冲式冲击; 历史经验显示, 从加息到降息的窗口期, 分子端的基本面表现将是定价焦点。分母端, 美联储或将步入暂停加息的区间, 从通胀、就业和金融风险3个维度进行历史比较, 2006年美联储暂停加息之后的美债收益率高位震荡的格局或将再现, 对风险资产仍有脉冲式冲击。分子端, 历史回溯来看, 加息到降息的窗口期, 经济基本面的变化均是市场定价的核心焦点。向后看, 美国经济将面临超额储蓄支撑减弱、去库延续、信用收缩、货币政策滞后效应等多重压力。随着市场主线向基本面倾斜, 经济压力或成美股潜在约束。

图表33: 分母端美债利率或类似 2006-07 年高位震荡



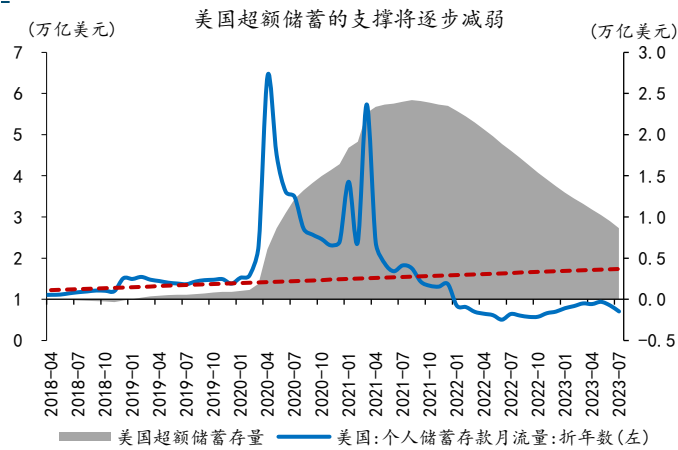
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 7月底以来, 美股 EPS 预期已触底上修



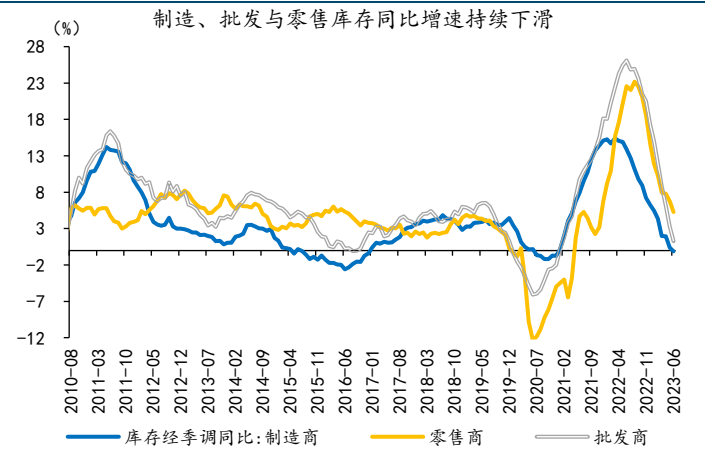
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 前期超额储蓄带来的支撑将进一步减弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 制造、零售和批发库存同比增速持续下降



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

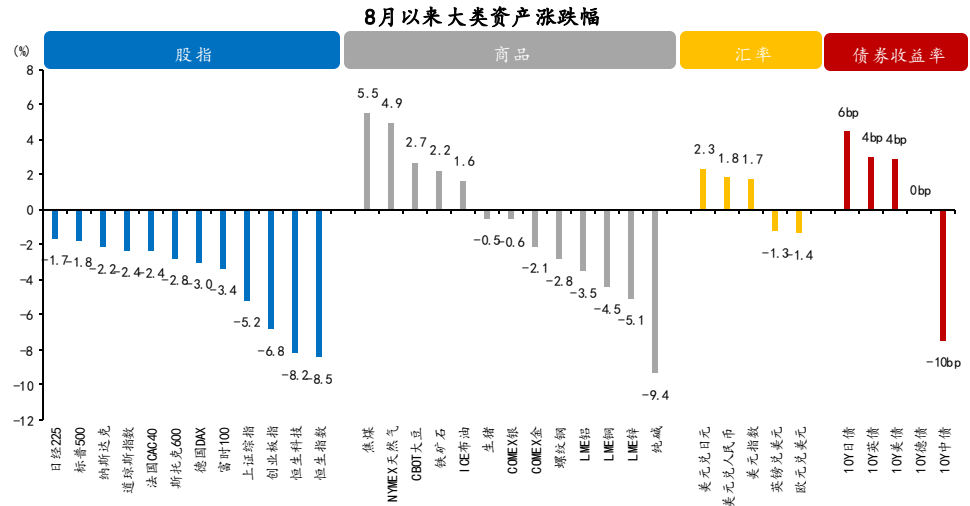
- 1) 8月上中旬, 国内股票市场表现低迷、人民币汇率延续贬值; 8月27日, 证监会“三箭齐发”, 市场情绪快速改善。结构上来看, 8月下旬“内外资”情绪明显分化、“股商”的定价也出现较大分歧。8月27日政策刺激下, A股市场情绪快速攀升至5月以来新高, 但北上资金仍在流出、连续4个交易日流出181亿元; 外资拖累下, 北上资金持股占比较高的个股相对滞涨。低位库存、汇率贬值、叠加供给侧扰动, 南华商品指数大涨4.3%、与股票市场走势分化。
- 2) 供给冲击叠加美联储放鹰, 美债收益率大幅上行, 成为8月海外市场的核心矛盾; 美债利率走高的压制下, 全球主要股指悉数下跌, 美元定价的大宗商品多数承压, 美元也快速反弹。从分子端来看, 欧美制造业延续收缩, 服务业也均低预期; 结构上, 防御性板块、大盘价值股已相对占优。8月欧美制造业PMI仍处于收缩区间, 此前持续超预期的服务业PMI也出现放缓迹象。经济基本面的边际放缓, 在市场表现上也有显现: 8月欧美防御性板块较周期性板块相对占优; 大盘股相对小盘股也取得了更高的超额收益。
- 3) 国内市场, 伴随“政策底”的夯实, “经济底”即将出现, 将有助于“内外资”情绪、“股商”定价, 由分化走向收敛。当下, 市场“情绪底”已现, “印花税”等利好已驱动A股企稳反弹; 随着修复企业信心、促销费、稳地产等一系列政策逐步落地, “经济底”或于4季度出现, 将助力市场的信心修复, “内外资”情绪、“股商”走势也有望收敛。
- 4) 海外市场, 9月议息会议落定后, 分母端或将延续脉冲式冲击; 历史经验显示, 从加息到降息的窗口期, 基本面表现或是定价焦点。分母端, 历史比较来看, 2006年美债利率高位震荡的格局或将再现, 对风险资产仍有脉冲式冲击。分子端, 美国经济将面临超额支撑减弱、去库周期延续、信用持续收缩等多重压力; 基本面压力或成美股潜在约束。

二、大类资产高频跟踪（2023/08/01-2023/08/31）

（一）月度回顾：美债利率创 2007 年以来新高，全球风险资产明显承压

欧美股指全线下跌，10 年期国债利率多数上行，美元走强，商品多数下跌。1) 股票市场:发达国家股指全线下跌，港股领跌；A 股各类宽基指数均下行，创业板指和万得全 A 分别下跌 6.85%和 5.61%；香港市场下行，恒生指数下跌 8.45%。2) 债券市场:发达国家 10 年期国债收益率多数上行。3) 商品市场:大宗商品价格多数下跌，能源、贵金属、有色均下跌，农产品普跌，黑色多数上涨。4) 汇率市场:英镑和欧元兑美元分别贬值 1.26%和 1.40%，在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.41%、1.80%至 7.1504、7.1534。

图表37：8月大类资产涨跌情况

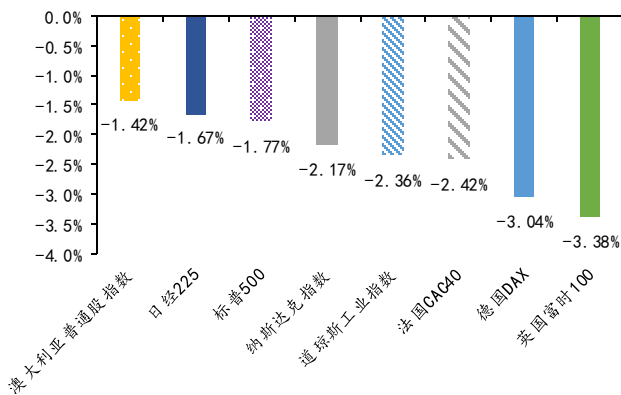


来源：Wind，国金证券研究所

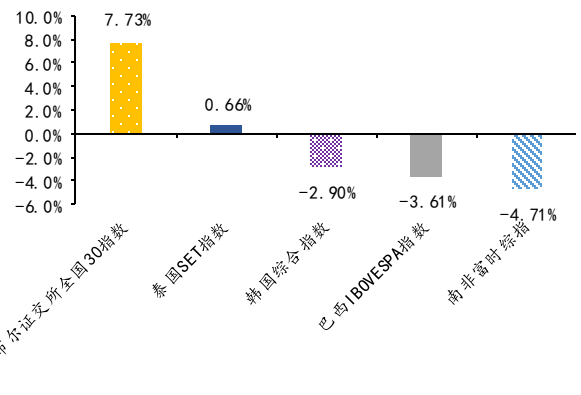
（二）权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌

发达国家股指全线下跌，新兴市场股指多数下跌。英国富时 100、德国 DAX、道琼斯工业指数和纳斯达克指数领跌，分别下跌 3.38%、3.04%、2.42%、2.36%和 2.17%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数和泰国 SET 指数分别上涨 7.73%和 0.66%，南非富时综指、巴西 IBOVESPA 指数和韩国综合指数分别下跌 4.71%、3.61%和 2.90%。

图表38：本月，发达国家股指全线下跌



图表39：本月，新兴市场股指多数下跌

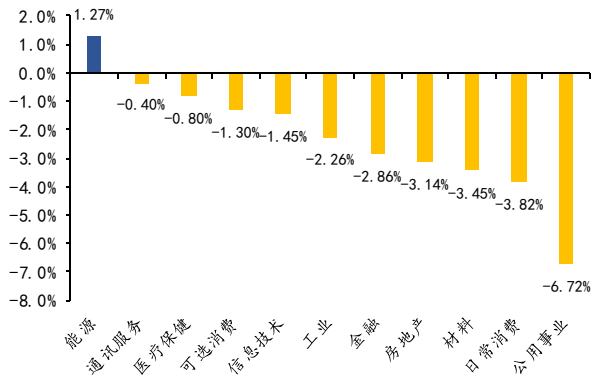


来源：Wind，国金证券研究所

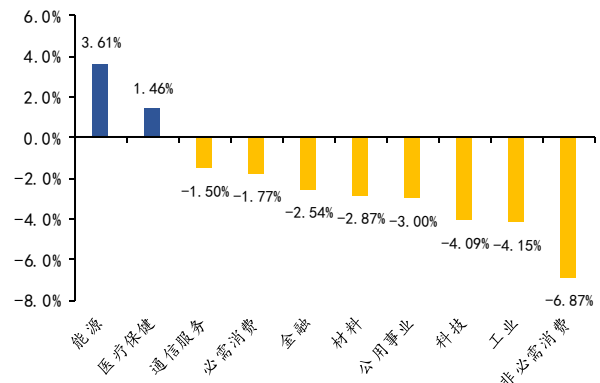
来源：Wind，国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看，本月美股行业普遍下跌。其中公用事业、日常消费、材料、房地产和金融领跌，分别下跌 6.72%、3.82%、3.45%、3.14%和 2.86%。从欧元区行业板块来看，本月欧元区行业多数下跌。其中非必需消费、工业、科技、公用事业和材料领跌，分别下跌 6.87%、4.15%、4.09%、3.00%和 2.87%。

图表40: 本月, 美股行业普遍下跌



图表41: 本月, 欧元区行业多数下跌

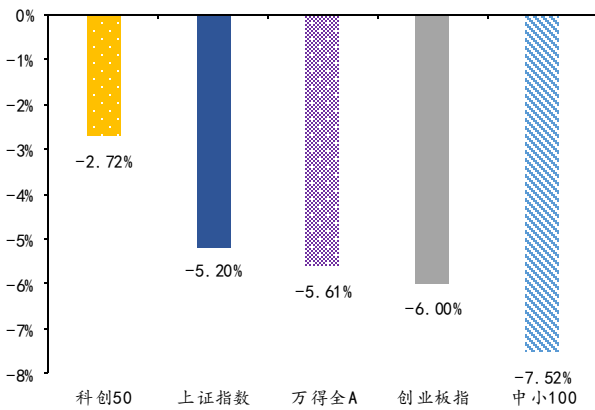


来源: Wind, 国金证券研究所

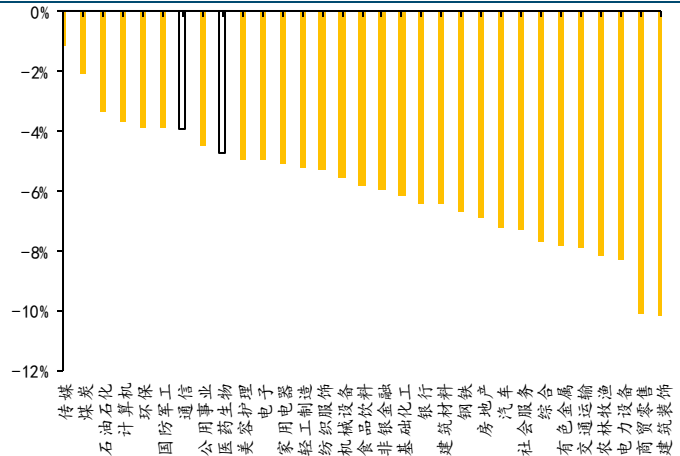
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, A股各类宽基指数全线下跌。中小100、创业板指、万得全A、上证指数和科创50分别下跌7.52%、6.00%、5.61%、5.20%和2.72%。行业方面全线下跌。其中建筑装饰、商贸零售和电力设备领跌, 分别下跌10.17%、10.09%和8.33%。

图表42: 本月, A股市场全线下跌



图表43: 本月, A股行业全线下跌

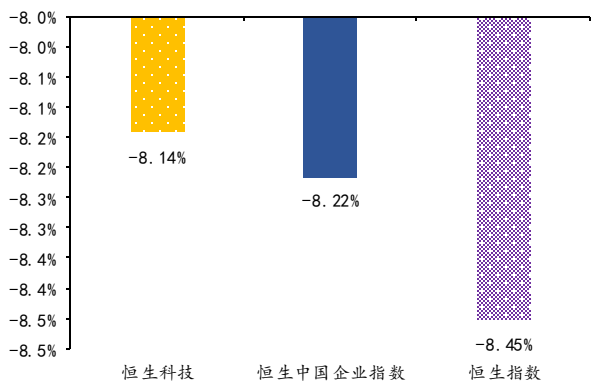


来源: Wind, 国金证券研究所

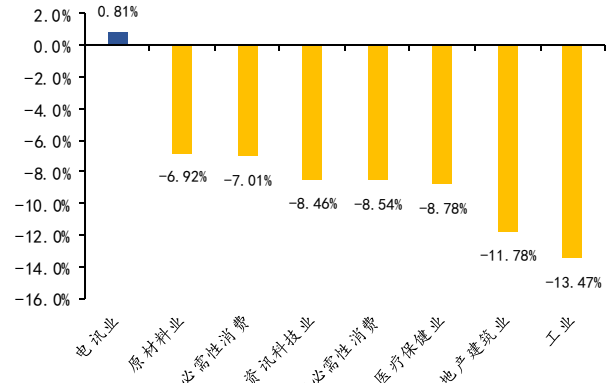
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技分别下跌8.45%、8.22%和8.14%。行业方面, 恒生行业多数下跌, 其中工业、地产建筑业、医疗保健业、非必需性消费和资讯科技业领跌, 分别下跌13.47%、11.78%、8.78%、8.54%和8.46%。

图表44: 本月, 恒生指数全线下跌



图表45: 本月, 恒生行业普遍下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

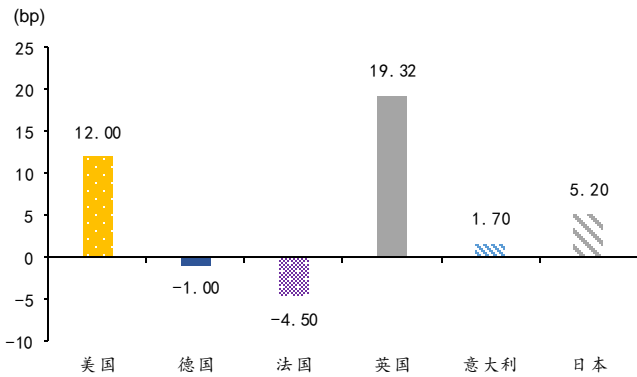
(三) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率多数上行

发达国家10年期国债收益率多数上行。美国10Y国债收益率上行12.00bp至4.09%, 德国10Y国债收益率下行1.00bp至2.51%; 英国、日本和意大利10Y国债收益率分别上行

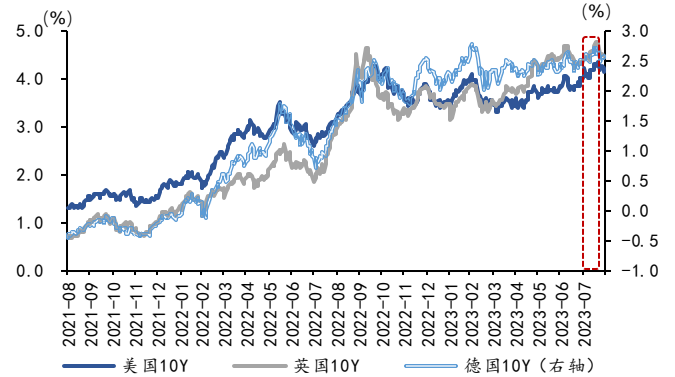
19.32bp、5.20bp 和 1.70bp，仅法国下行 4.50bp。

图表46: 本月，主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行

图表47: 本月，美英 10Y 收益率均上行，德国下行



来源: Wind, 国金证券研究所

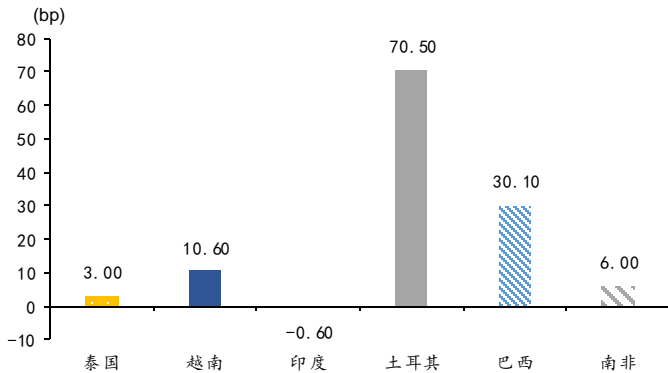


来源: Wind, 国金证券研究所

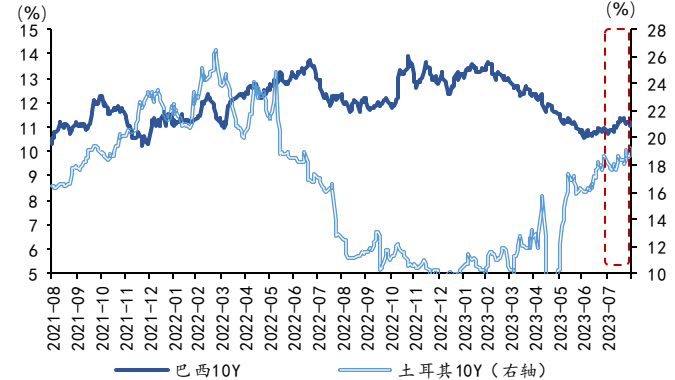
新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨。土耳其 10Y 国债收益率上行 70.50bp 至 19.12%，巴西 10Y 国债收益率上行 30.10bp 至 11.15%；越南、南非和泰国 10Y 国债收益率分别上行 10.60bp、6.00bp 和 3.00bp，印度下行 0.60bp。

图表48: 本月，主要新兴国家 10Y 国债收益多数上涨

图表49: 本月，土耳其、巴西 10Y 利率均上行



来源: Wind, 国金证券研究所

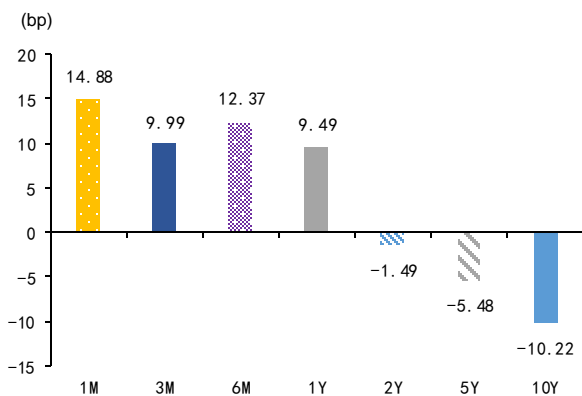


来源: Wind, 国金证券研究所

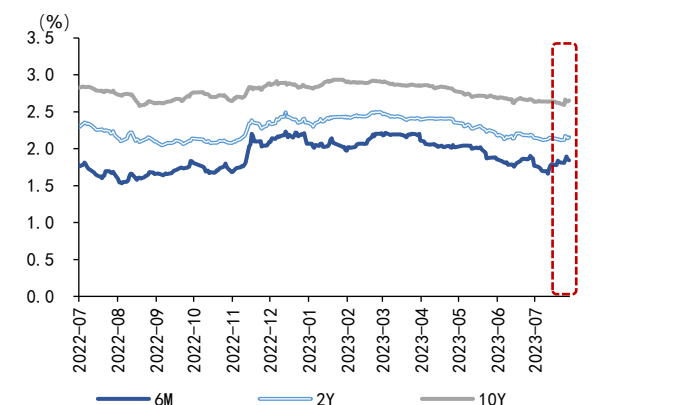
本月，中国国债收益率长短端分化。3 个月期国债收益率上行 9.99bp 至 1.70%，2 年期国债收益率下行 1.49bp 至 2.15%，10 年期国债收益率下行 10.22bp 至 2.56%，期限利差收窄。1M、6M 分别上行 14.88bp、12.37bp；1Y、5Y 分别上行 9.49bp、下行 5.48bp。

图表50: 本月，中国国债收益率涨跌分化

图表51: 本月，2 年期和 10 年期国债下行，3 个月上行



来源: Wind, 国金证券研究所

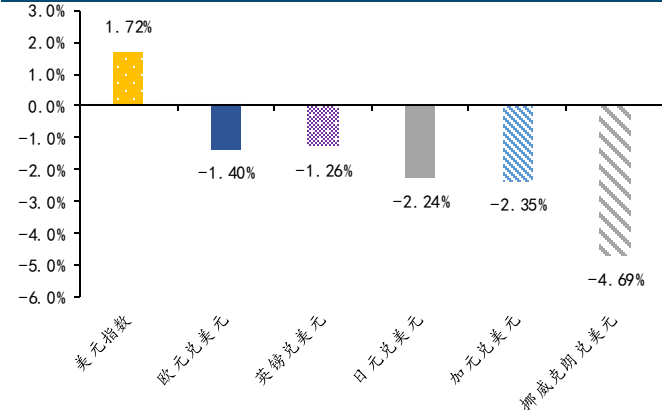


来源: Wind, 国金证券研究所

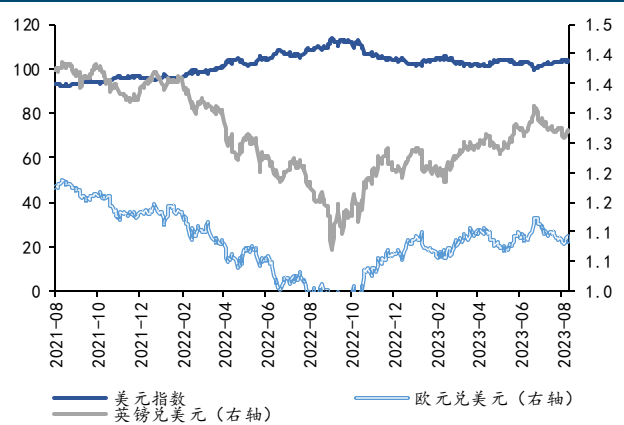
(四) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元和英镑均贬值

美元指数走强, 本月上涨 1.72% 至 103.6279。挪威克朗、加元、日元、欧元和英镑兑美元分别贬值 4.69%、2.35%、2.24%、1.40% 和 1.26%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨, 雷亚尔、韩元、菲律宾比索和印尼卢比兑美元分别升值 4.83%、3.69%、3.46% 和 0.81%, 仅土耳其里拉兑美元贬值 0.85%。

图表52: 本月, 美元指数上涨, 其他货币兑美元贬值



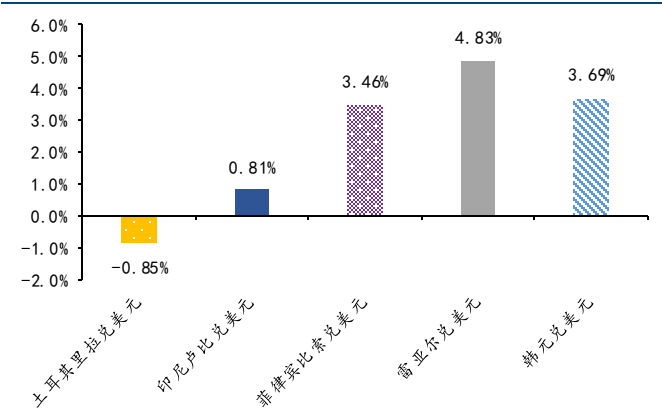
图表53: 本月, 英镑、欧元兑美元均下跌



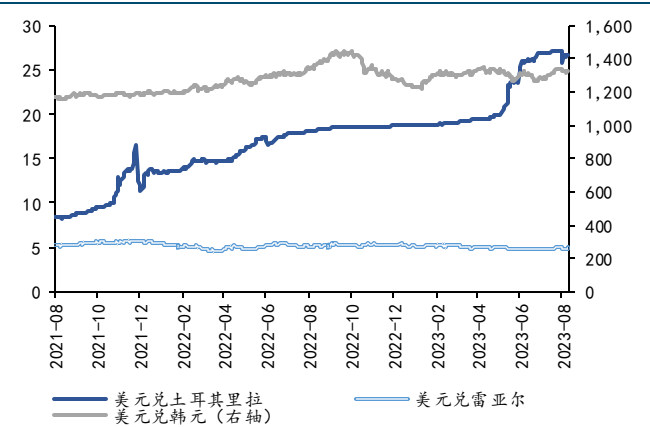
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 本月, 主要新兴市场兑美元多数上涨



图表55: 雷亚尔和韩元兑美元升值, 土耳其里拉贬值

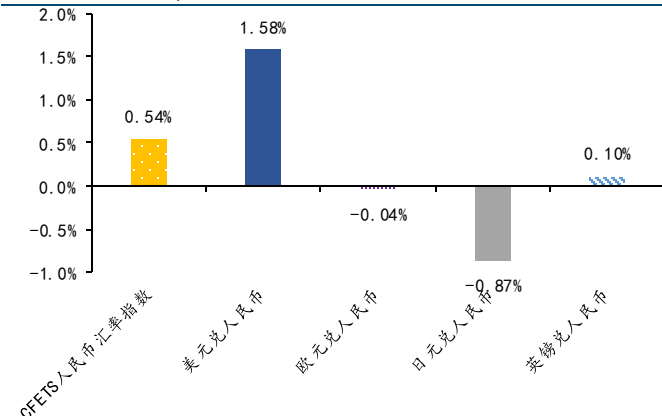


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 1.58%, 兑日元和欧元分别升值 0.87% 和 0.04%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 1130bp 至 7.2579, 美元兑离岸人民币汇率上行 1289bp 至 7.2753。

图表56: 本月, 美元、英镑兑人民币升值



图表57: 本月, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(五) 大宗商品市场追踪: 原油上涨, 贵金属、有色下跌, 黑色和农产品涨跌分化

原油上涨, 贵金属、有色下跌, 黑色和农产品涨跌分化。其中, 焦煤、豆粕、豆油领涨, 分别上涨 18.58%、12.40% 和 9.03%; LME 镍、生猪和 LME 锌领跌, 跌幅分别为 7.19%、5.34% 和 4.47%。安全监管趋严下煤炭供给偏紧, 叠加稳地产政策加码、煤炭板块高分红, 焦煤大幅反弹; 在美债利率与美元走高的压制下, 以美元计价的贵金属和有色承压。

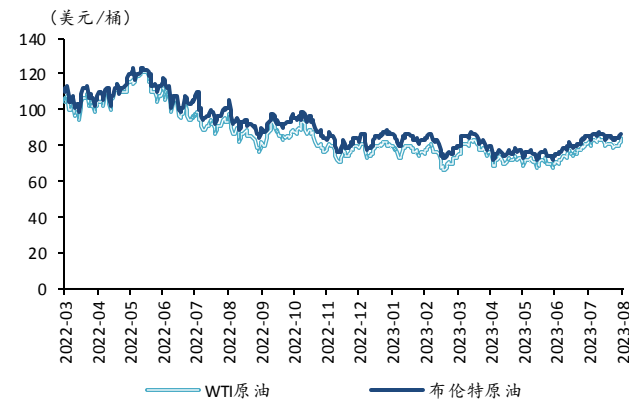
图表58: 本月, 商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023年8月	2023年7月	2023年6月	2023年5月	2023年4月	2023年3月
原油	WTI原油	2.24%	15.80%	3.75%	-11.32%	1.47%	-1.79%
	布伦特原油	1.52%	14.23%	3.08%	-8.65%	-0.29%	-4.91%
贵金属	COMEX黄金	-1.38%	2.92%	-2.70%	-1.37%	1.03%	7.83%
	COMEX银	-1.11%	8.77%	-3.50%	-6.00%	3.81%	15.40%
有色	LME铜	-3.34%	5.63%	2.00%	-6.27%	-3.90%	0.93%
	LME铝	-1.65%	4.62%	-3.60%	-5.17%	-1.39%	1.28%
	LME镍	-7.19%	8.28%	-1.34%	-14.67%	3.22%	-7.09%
	LME锌	-4.47%	6.95%	5.56%	-16.06%	-7.18%	-3.72%
黑色	焦煤	18.58%	-18.44%	30.83%	-3.09%	-28.54%	-25.80%
	沥青	-0.34%	1.58%	1.58%	1.16%	1.51%	-3.98%
	铁矿石	1.92%	4.05%	10.81%	-8.24%	-10.49%	4.22%
	螺纹钢	-3.56%	0.86%	16.12%	-10.86%	-12.93%	-4.70%
农产品	生猪	-5.34%	26.82%	-11.06%	4.87%	-3.88%	3.40%
	棉花	3.33%	5.24%	7.08%	-0.13%	7.09%	0.14%
	豆粕	12.40%	14.40%	13.06%	-7.20%	4.07%	-12.88%
	豆油	9.03%	2.75%	13.40%	-11.64%	-4.55%	-12.48%

来源: Wind, 国金证券研究所

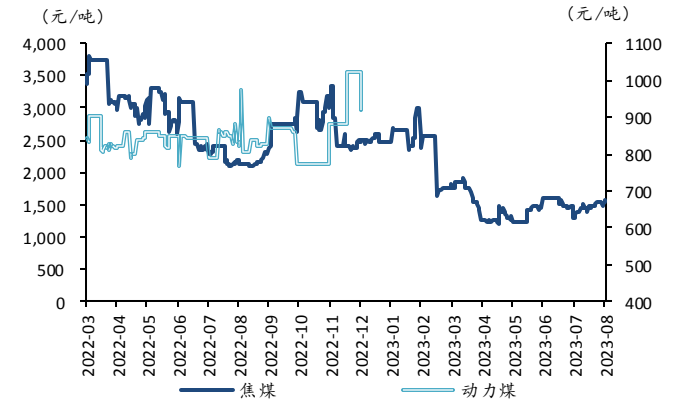
原油价格上涨, 黑色价格涨跌分化。WTI 原油价格上涨 2.24%至 83.63 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 1.52%至 86.86 元/桶。焦煤价格大涨 18.58%至 1514 元/吨; 沥青和螺纹钢价格分别跌 0.34%至 3837 元/吨和 3.56%至 3597 元/吨, 铁矿石上涨 1.92%至 893 元/吨。

图表59: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

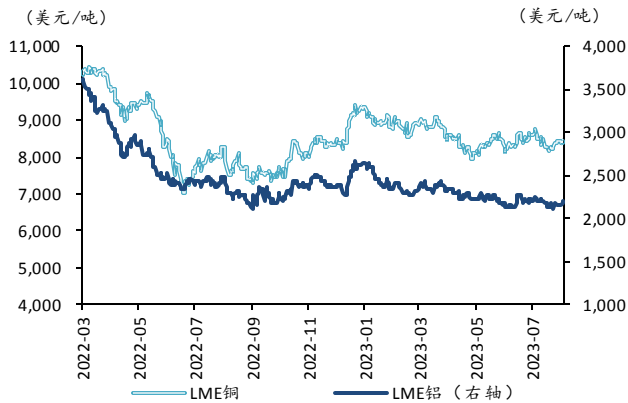
图表60: 本月, 动力煤价格持平, 焦煤价格大涨



来源: Wind, 国金证券研究所

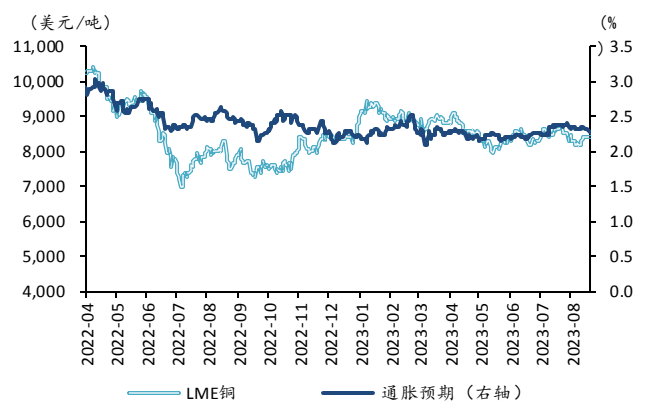
铜铝价格下跌, 贵金属价格均下跌。LME 铜下跌 3.34%至 8380 美元/吨, LME 铝下跌 1.65%至 2203 美元/吨。通胀预期从前值的 2.37%下降至 2.24%。COMEX 黄金下跌 1.38%至 1938.40 美元/盎司, COMEX 银下跌 1.11%至 24.48 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.60%升至 1.85%。

图表61: 本月, 铜铝价格下跌



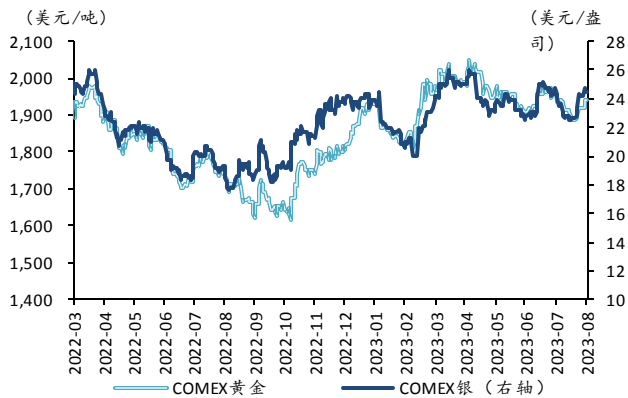
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 本月, 通胀预期降温



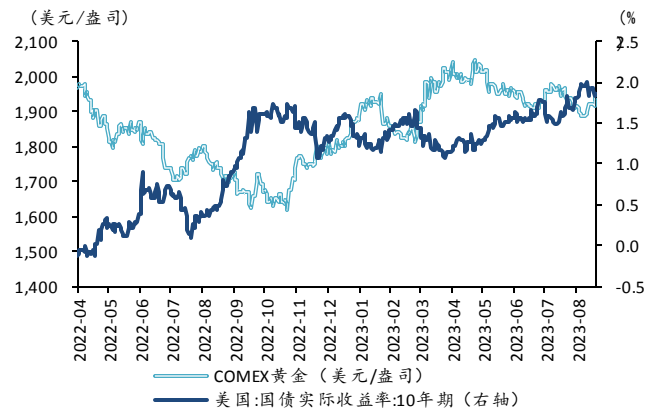
来源: Wind, 国金证券研究所

图表63: 本月, 黄金、白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表64: 本月, 10Y美债实际收益率上行



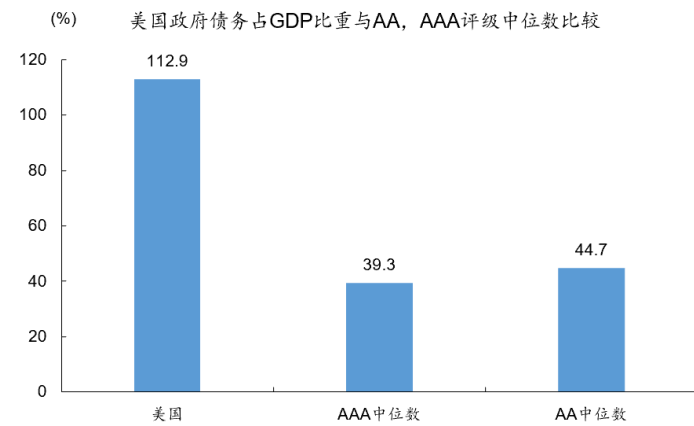
来源: Wind, 国金证券研究所

三、报告精选

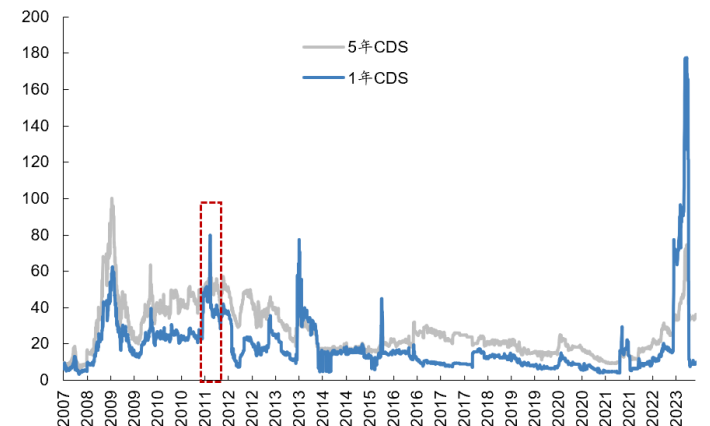
(一) 美债的“供给冲击”

美国信用评级遭惠誉下调, 主要原因集中在中长期财政与债务问题。与 2011 年标普将美国信用评级从 AAA 降至 AA+、评级展望负面评级相比, 本次市场担忧情绪较弱, CDS、美股和黄金 VIX 均处于低位。美债两次评级下调的背后都与债务上限危机有关, 不同的是 2011 年评级下调与债务上限危机解决仅相隔 3 天, 但 2023 年评级下调距离 6 月债务上限危机解除已时隔两个月。资产反应方面, 也与 2011 年有明显差异, 避险资产未见明显上涨, 主要异动是长债收益率上行; 3 个交易日, 30 年美债上涨 10BP, 10 年美债上涨 15BP 后有所回落, 主因是美国财政部可能将大幅增发国债, 引发了美债供给侧冲击担忧。

图表65: 美国债务占GDP比重远超AAA评级中位数水平



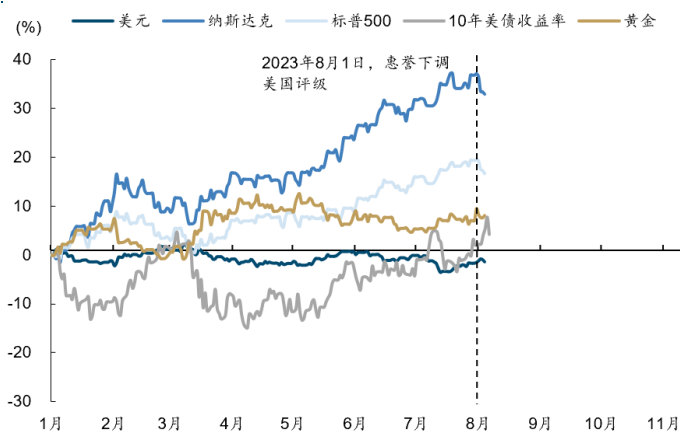
图表66: 美国5年期及1年期CDS均处于较低水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

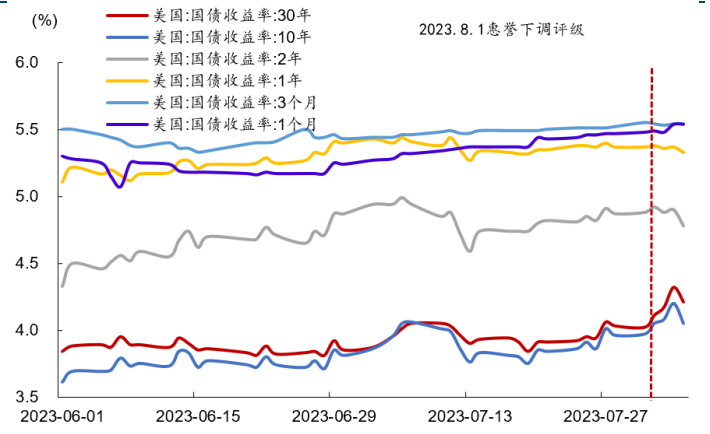
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表67: 2023年, 市场波动较低, 避险资产未明显上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

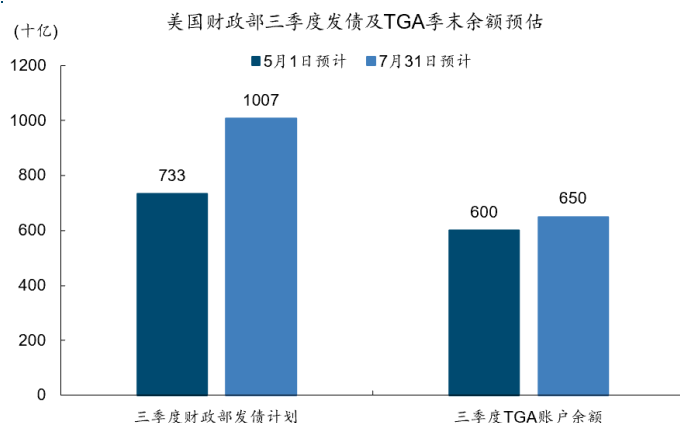
图表68: 2023年评级下调, 长端收益率出现上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

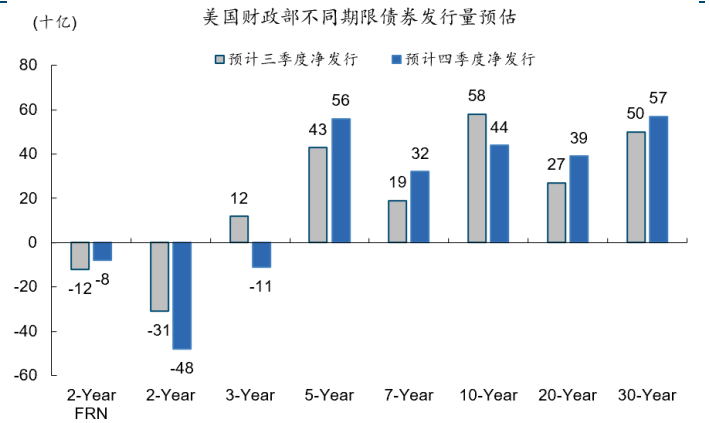
供给端, 财政部发债压力超预期上涨, 期限结构集中在10年、30年期的长端债券。7月31日, 美国财政部公布的季度再融资计划中显示, 三季度预计发债规模大幅增加到10070亿美元, 明显超出5月初预计的7330亿美元; 期限结构方面, 中长期国债发行规模更大, 其中30年期国债净发行规模最高。需求端, 以外国投资者、美联储及家庭部门为主, 美联储缩表、海外投资者倾向于减持、以及年初以来成为购债主力的居民部门行为波动大, 整体吸纳供给的能力延续走弱。10年期美债收益率短期有上行压力, 但美联储加息预期未变、下半年美国GDP下行压力仍然较大, 中期可能倾向于回落。

图表69: 三季度财政部发债预计超预期增加



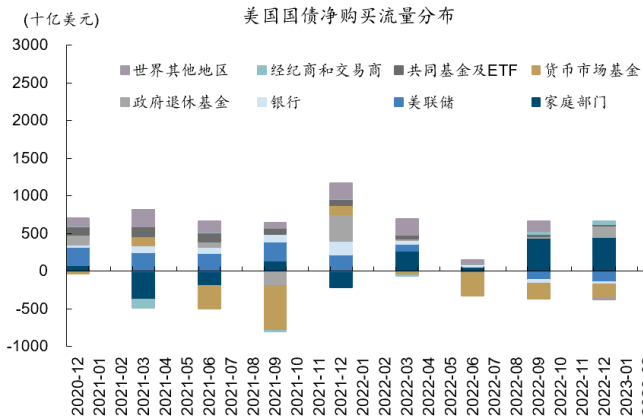
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表70: 下半年, 中长期美债发行规模较高



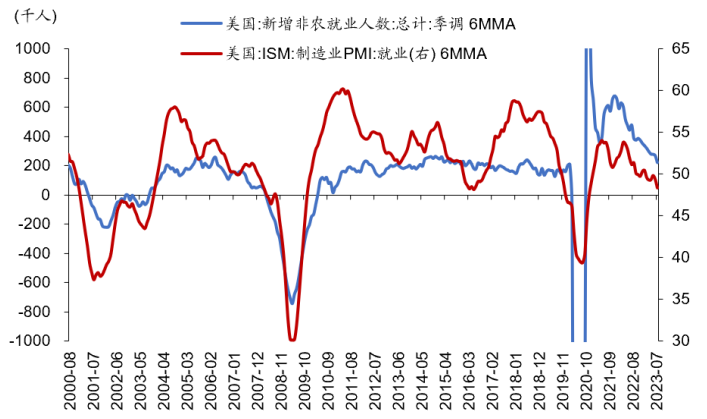
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表71: 流量上, 居民部门成为购债主力, 但波动大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

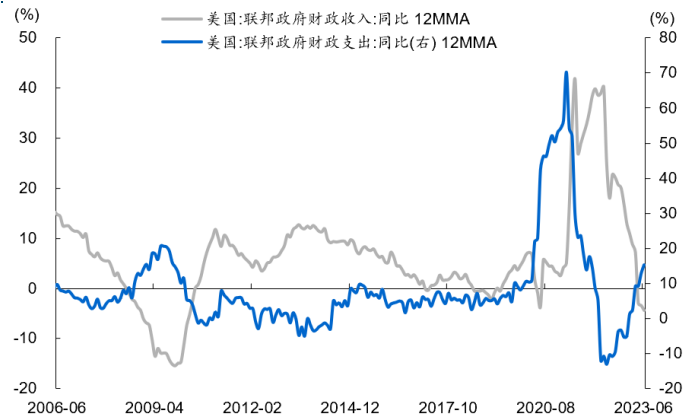
图表72: 美国新增非农就业延续回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

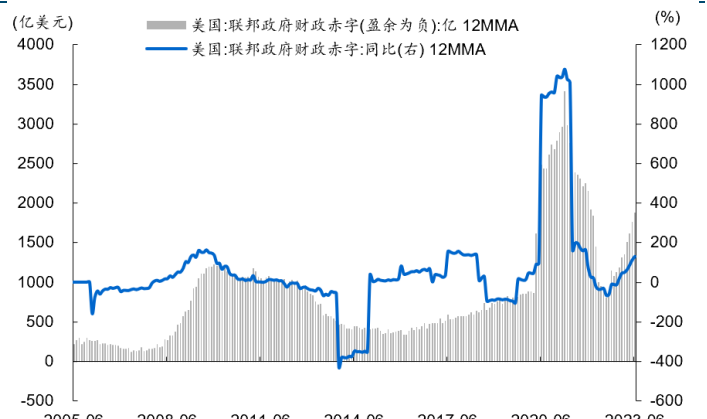
美国财政部大幅度发债的背后, 是美国财政收支压力上涨, 赤字规模大幅抬升。截至 6 月, 财政赤字达到 18770 (12MMA) 亿、仅低于疫情期间, 赤字增速达 130% (12MMA)。财政收入方面, 各项收入增速均已明显回落, 收入占比约 50% 的个人所得税收入下滑拖累最大。截至 6 月, 个人所得税同比增速降至-26%、企业所得税-13%、消费税 1.6%。财政支出方面, 疫后财政刚性支出占比提高, 利息支出压力上升, 社保、医疗类支出增速居高不下。支出占比最高的社会保障和医疗保健, 法定支出较疫情前明显抬升、合计占比超 60%; 利息支出压力和增速同样上涨, 支出结构的刚性化导致政府支出增速难以降低。

图表73: 美国财政收入增速降低, 支出增速上涨



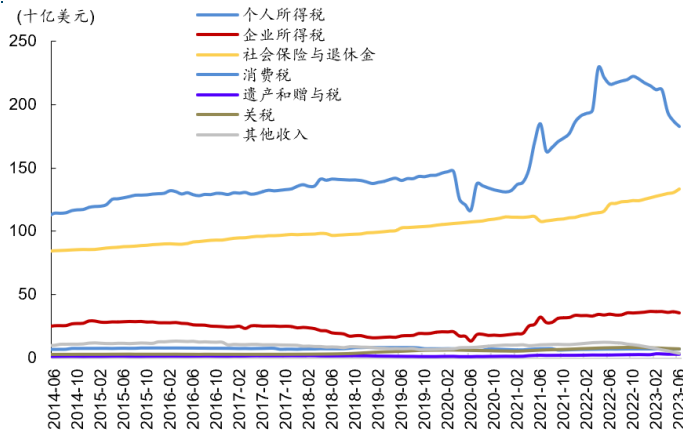
来源: Wind, 国金证券研究所

图表74: 美国财政赤字大幅抬升



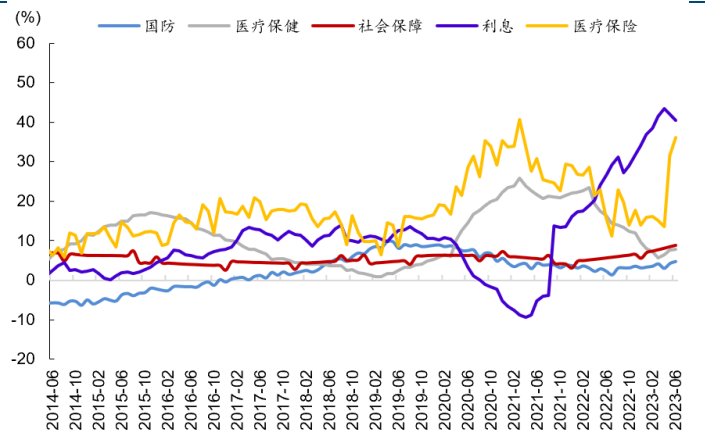
来源: Wind, 国金证券研究所

图表75: 今年以来, 个税收入下滑幅度最大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表76: 美国财政各项支出增速均有上涨

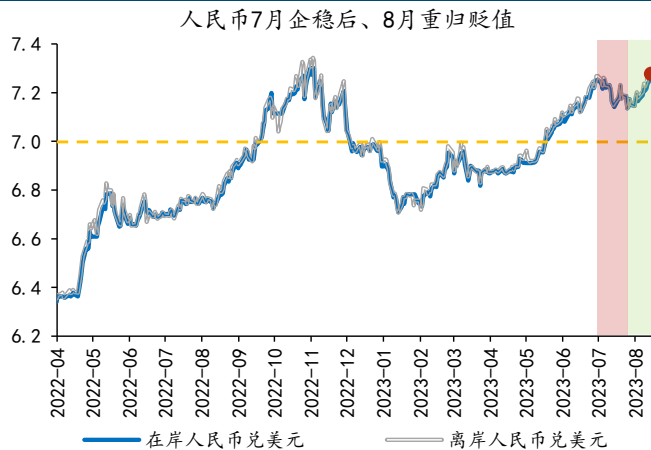


来源: Wind, 国金证券研究所

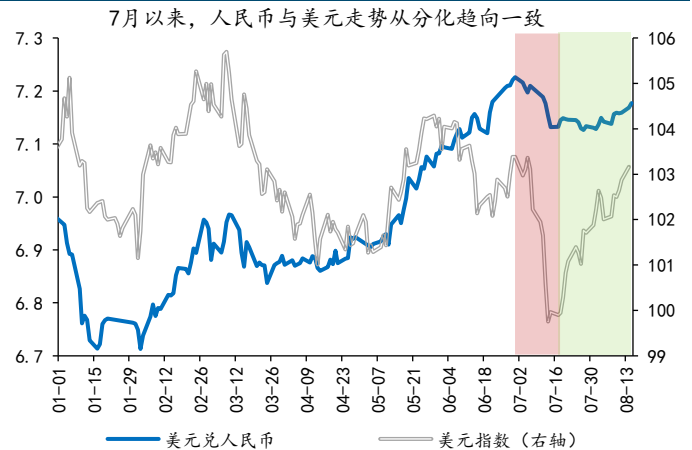
(二) 人民币贬值，何时休？

7月以来，美元的大起大落再度对人民币汇率形成明显扰动；近期强势美元的压制下，在岸、离岸人民币快速走弱，创2022年11月以来新低，接连贬破7.2、7.3关口。除美元外，人民币兑欧元、英镑等其他货币也在走弱；政治局会议后人民币汇率指数的升值趋势也出现了边际放缓。从加权汇率指数来看，兑BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数一改前期升值态势，8月以来分别贬值0.1%和0.3%。

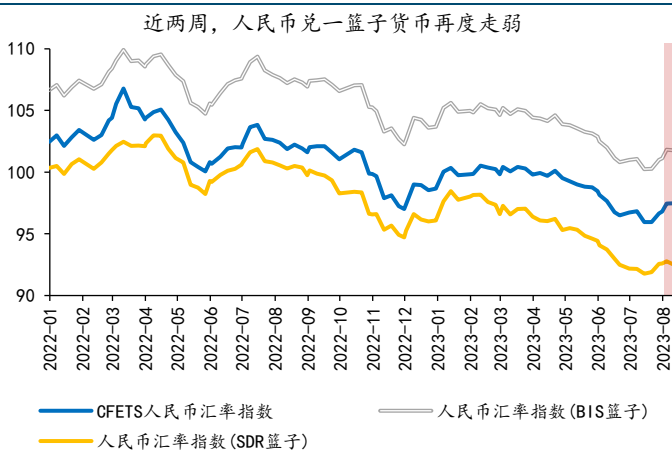
图表77：8月，人民币汇率再度快速贬值



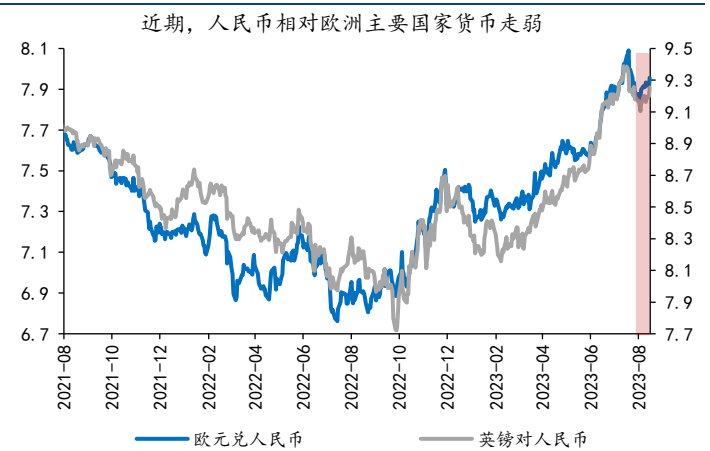
图表78：近期，美元再度成人民币汇率的关键影响因素



图表79：人民币兑一篮子汇率回升后再度趋弱

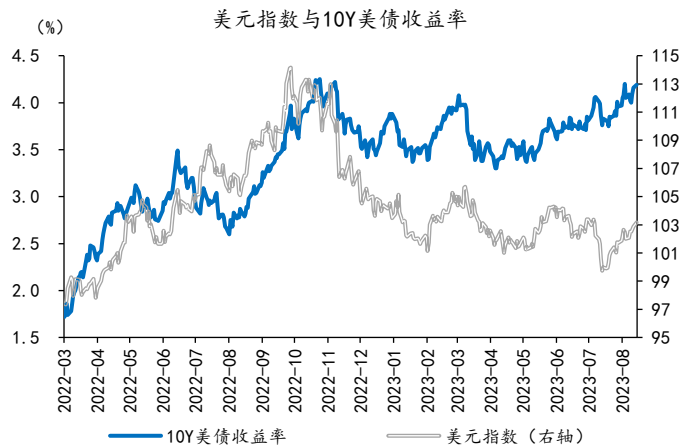


图表80：8月，人民币相对欧洲发达国家货币走弱



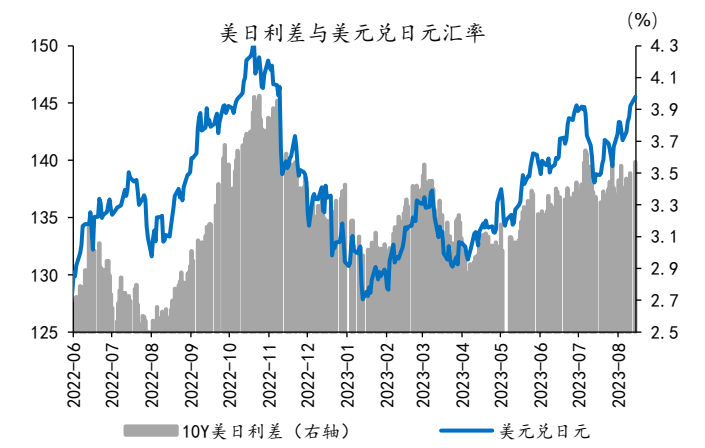
美元的快速走强是人民币近期贬值的外部因素；而本轮美元走强，主因：1) 8月以来，美债发行规模大幅增加、期限也集中在长端；长端利率快速上行对美元形成支撑；2) YCC调整后，日央行两度重启购债、日债利率回落，也支撑美元走强。内因方面，政策发力到经济见底有一定时滞，近期国内内生动能不足背景下，外资再度流出，也加速了人民币的贬值。8月11日发布的社融受信贷拖累、低于市场预期，随后、弱于预期的经济数据再度影响了市场信心，叠加地产债违约、中美摩擦等事件性冲击，市场情绪有所回落。8月以来，资金通过北向资金与南向资金渠道合计净流出710.2亿元。

图表81: 美债利率上升、一定程度上支撑美元强势



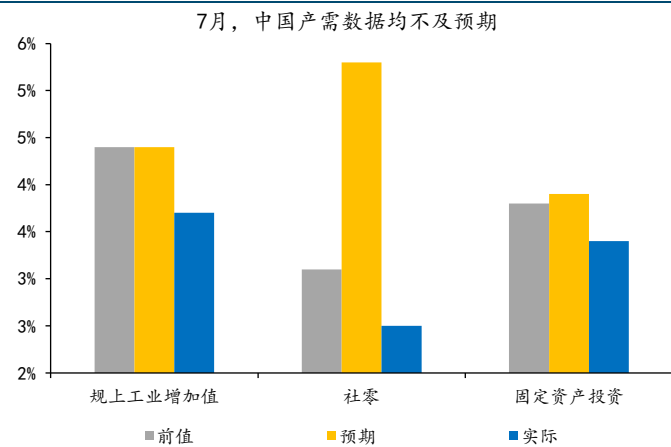
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表82: 7月中旬以来, 美日利差走阔压制日元



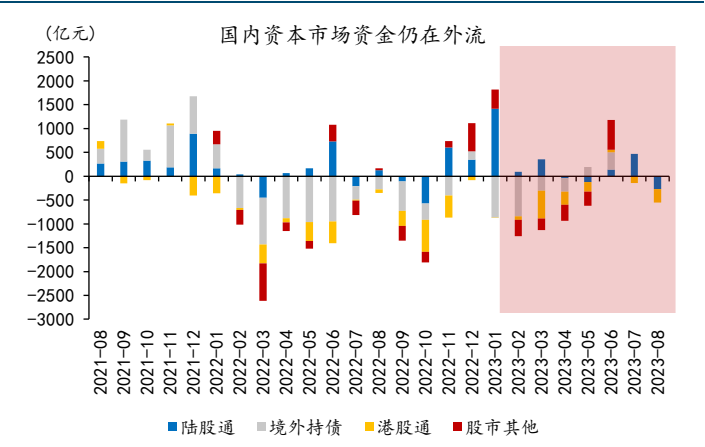
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表83: 中国7月经济数据不及市场预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

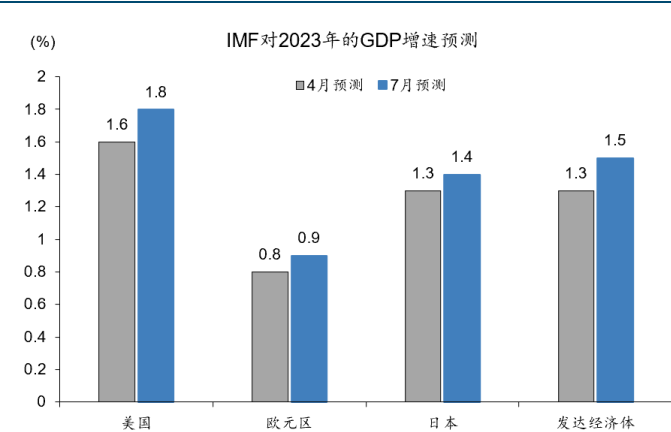
图表84: 近期, 国内资本市场资金再度外流



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

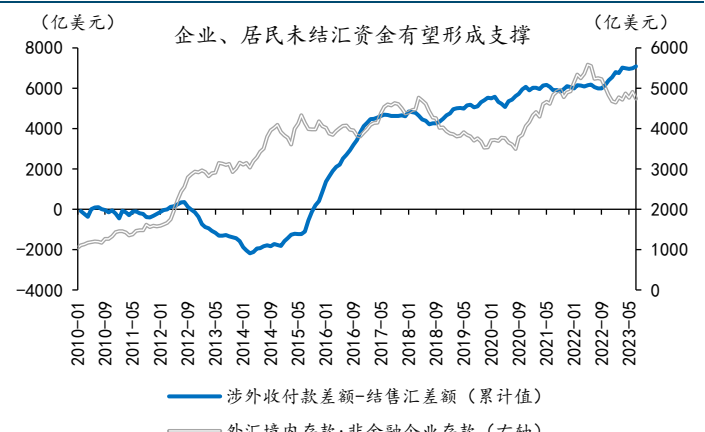
短期来看, 人民币贬值压力相对可控, 不必过于担忧。通胀粘性的差异下美欧货币政策的收敛、财政约束分化下经济基本面的美强欧弱, 对美元或有支撑、进而对人民币汇率或有压制。但企业、居民部门“二级储备”的增厚、银行结汇意愿的边际改善、央行的信心注入, 以及政策底的不断夯实, 或将缓和人民币汇率的贬值压力。政策加码下经济基本面未来的走向, 将是中期人民币汇率走势的关键。7月以来, 稳增长政策不断加码: 1) 修复企业信心信号持续释放; 2) 为民间资本提供更多投融资空间; 3) 央地促消费政策频频出台, 促内需改善。降息落地后, 政策加码下经济的表现, 需要持续跟踪。

图表85: IMF 上修美欧日经济增速



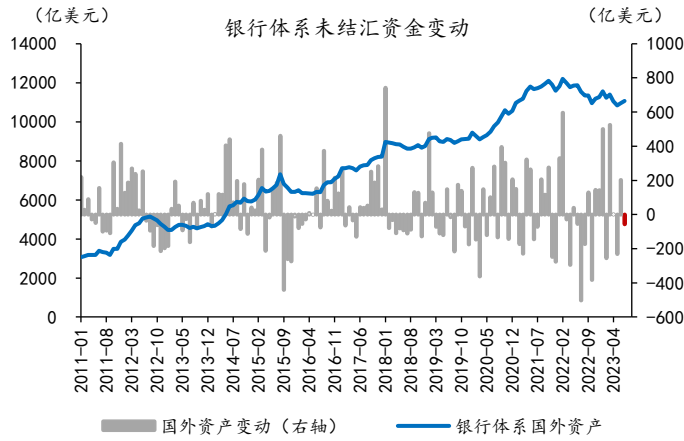
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表86: 企业居民未结汇资金有望形成支撑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表87: 7月, 其他存款性公司国外资产减少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表88: 2023年8月民营企业信贷支持加强

时间	单位	名称	类型	主要内容
2022年11月	银行间市场交易商协会	“第二支箭”延期扩容 民营企业债券融资支持再加强	民营企业债券融资支持工具	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2499亿元民营企业债券融资。
2022年11月	证监会	证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	民营企业股权融资支持工具	一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。三、调整完善房地产企业境外上市政策。四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。
2023年2月	中国人民银行	金融市场工作会议	民营企业债券融资支持工具	拓展民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)支持范围, 推动金融机构增加民营企业信贷投放。
2023年6月	中国人民银行	增加结构性再贷款额度	信贷支持	为贯增加支农支小再贷款, 再贴现额度2000亿元, 进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度。
2023年8月	国家发改委、人民银行、金融监管总局、人民银行等	促进民营经济发展近期若干举措	信贷支持	延长普惠小微贷款支持工具期限至2024年底, 持续加大普惠金融支持力度。引导商业银行接入“信易贷”、地方征信平台等融资信用服务平台...有效落实金融企业采购核销管理制度。将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业...

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧 2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金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。

经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806