



2023年8月31日

宏观总量月报（2023年8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，企业盈利仍在边际改善，但幅度仍然有限；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，美联储各委员在杰克逊霍尔会议上持续释放偏鹰信号。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。密切观察需求端、劳动力市场、库存动向以预判切入被动去库时间点。

宏观君之见：8月资本市场利好政策频出，从印花税调降到IPO收紧、规范减持、降低两融保证金比例等，政策端对于平衡一二级市场、促进权益市场合理回报的导向较为明确。在当下的权益市场，不论是短期交易还是中长期配置，均迎来较好时间点。

8月大类资产表现回顾：全球权益资产同步走弱，AH股市整体下跌伴随着债市屡创新高，商品无惧权益影响，走势偏强。临近月末，外资连续流出暂缓，股债走势有所逆转，商品整体维持偏强走势。

9月宏观展望：股市修复行情即将开启，内部先关注企业端地产债的解决方案以及PMI景气度指引。外部看非农数据对于美债利率以及人民币外汇的影响。

■ 风险提示：

地缘政治风险升级、内生性增长匮乏

(正文)

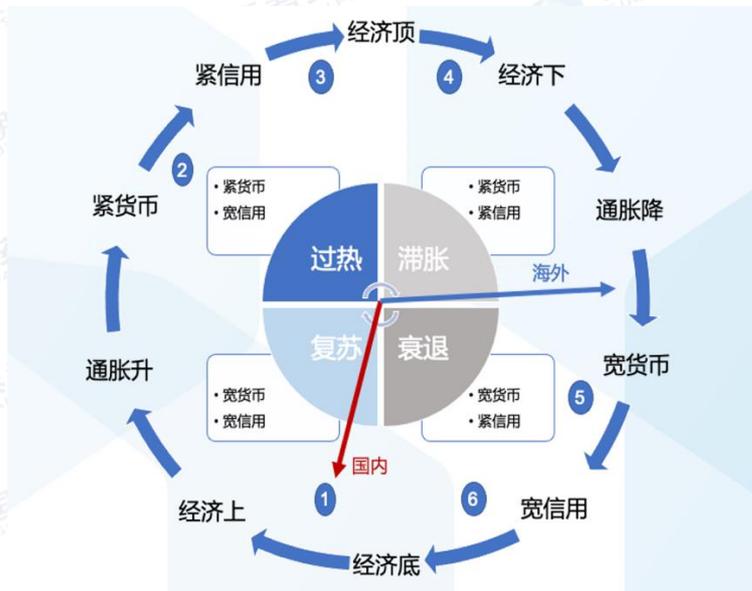
1. 周期定位与资产配置

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 2012 当经济周期与政治周期相遇》）下的第 1 阶段的复苏期。制造业 PMI 持续微幅上行，PPI 底确立，工业企业利润累计同比继续边际改善，但仍为负值，工业企业营收累计同比出现下滑。进出口、金融数据仍然偏弱。

海外当前处于从阶段 4 向阶段 5 的过程中。美联储各委员在杰克逊霍尔会议上持续释放偏鹰信号。全球市场 8 月份处于风险偏好下降的防守模式，静待本周非农数据给出新的路标。

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，需求回升不明显但库存绝对值处于低位区间，进入补库周期的时间点预计在年末，而原材料的价格先于补库预期开始上涨。

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 12 个月，高于历史平均值。考虑到美联储仍然锚定 2% 的通胀目标，政策目标利率维持在当前水平的时长或超预期，美国的主动去库进程还未结束。

图 2：我国进入被动去库第 6 个月，需求暂时不振但库存水平不高

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6				
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：美国主动去库进程尚未结束

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12	?
		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

全球权益资产同步走弱，受海外紧缩恐慌、国内风险事件扰动以及外资流出情绪效应，主要市场中 A 股 H 股跌幅较深。

处在股债跷跷板另一边的债市则继续上涨，降息打开了现券利率的下行空间，10 年期国债收益率单月下行幅度在 9bp 左右。月底资金面小幅转紧，机构对国债期货的多空分歧逐渐加大。

商品资产在 8 月出现分化，有色金属受到美元指数持续上行的压制，一些小品种商品则打破了与权益市场的相关性，表现较为强势。

图 4：A+H 权益逐渐转强

权益市场	A股	上证综合指数	-4.71%
		深证成指	-6.52%
		创业板指数	-5.30%
	海外	恒生指数	-7.94%
		东京日经225指数	-2.85%
		道琼斯工业平均指数	-1.99%
		标准普尔500指数	-1.99%
		纳斯达克综合指数	-2.80%
		伦敦金融时报100指数	-3.04%
		巴黎CAC40指数	-1.66%
法兰克福DAX指数	-3.14%		

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止 8 月 29 日）

图 5：原油转强，美债收益率小幅上行

商品	LME铜	-3.02%
	LME铝	-3.60%
	布伦特原油	-0.08%
	comex黄金	-2.19%
	comex白银	-0.74%
	铁矿石	-2.11%
	生猪	-0.59%
另类资产	比特币	-4.35%
固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	8.97
	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)	6.20

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截止 8 月 29 日）

2.2 国内宏观：实体与金融数据走弱，金融违约事件频发，政策逐步加码

8 月中国宏观预期再度走弱，一、经济数据方面，低于预期。除了领先指标，即 7 月 PMI 环比回升外，7 月实体经济数据及社融信贷均不及预期，特别是作为经济领先指标的金融数据明显走弱，譬如新增居民中长贷再度负增长，对市场信心打击很大。市场更为关注的地产链条(除竣工增速较高外，其余均较弱)、消费(增速不到疫情前的一半)同比读数均走弱，外需跌幅同样扩大，复苏依旧乏力。

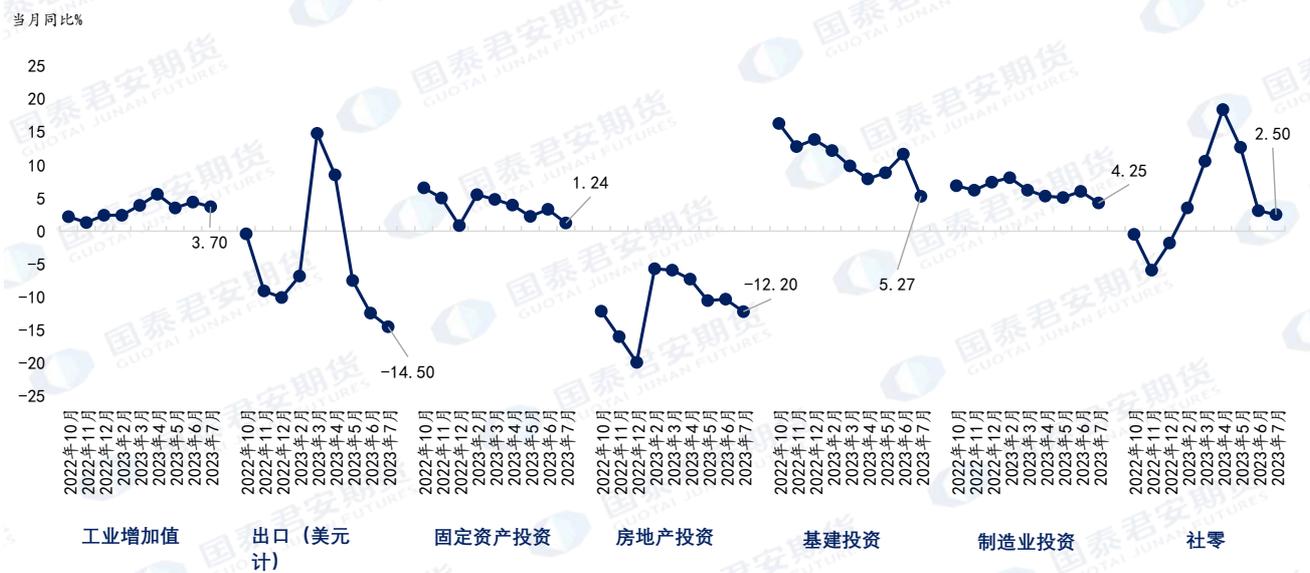
具体从实体经济供需两端来看，增速以回落为主。工业生产同比 3.7%，前值 4.4%；固定资产投资同比 1.24%，前值 3.29%；地产投资-12.2%，前值-10.3%；基建投资 5.27%，前值 11.7%。消费同比 2.5%，前值 3.1%。全国城镇调查失业率 5.3%，前值 5.2%。结构：生产端来看，上游除黑色金属同比读数继续改善外，有色、金属制品等同比走弱。中下游装备制造业、汽车、医药等行业产出同比延续回落。地产投资方面，整体有所企稳，结构延续分化。其中，地产投资增速继续恶化，7 月-12.2%，6 月-10.3%。新开工、销售面积与金额增速也延续处于-20%左右回落态势，与居民中长贷增速偏弱匹配，但与 6 月相比增速已出现改善。政策助推下竣工增速延续高增，7 月+33.1%，6 月 1+6.3%。消费方面，必需消费品及出行相关消费增速保持稳健，与线下出行热度高增匹配。但部分可选消费分项回落明显，如金银珠宝(同比-10%)、化妆品(同比-4.1%)，或于去年基数回升，实体修复偏弱等因素有关。此外地产链条消费整体依然偏弱。基建增速从 6 月的 10%上增速回落至 5.3%，制造业投资回落至 5%以下。7 月数据整体上与当下市场对宏观感受匹配。

二、金融风险事件频发。中国第二大民营房企碧桂园美元债偿付出现问题，前十大信托中融信托暴

雷，背后主要还是地产周期下行所致。而目前居民对地产预期偏弱，销售乏力，地产去杠杆环境延续的情况下，金融风险继续散发忧虑仍在。

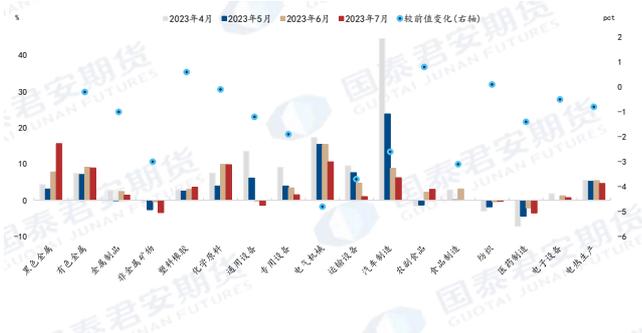
三、政策面延续转暖，但力度分化。724 政治局会议要求活跃资本市场，随后一系列涉及资本市场政策接连落地，包括最新的降低印花税等，资本市场政策十分积极；但稳传统增长、防地产风险的政策不多。而后者反而我们认为对股市、汇率的作用更大。我们看到地产衍生风险出现后，政策面依旧保持定力，没有任何直接救助，市场担忧在地产需求仍然无法改善的情况下，接下来地产所引发的金融风险传导至包括银行等更广泛的金融系统，因此宏观预期不佳的情况下，光靠资本市场政策，资产也很难有好的改善空间。

图 6：7 月经济数据延续回落



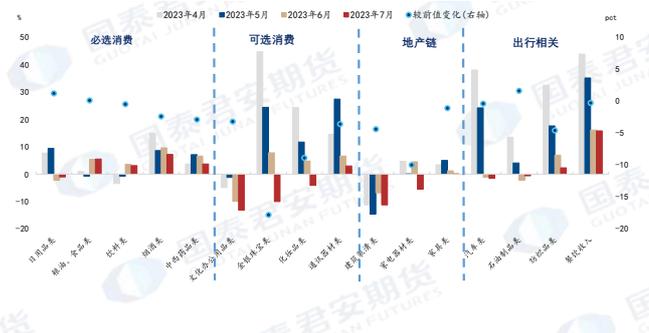
资料来源：国泰君安期货研究

图 7：上游、下游生产增速延续韧性，中游偏弱



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 8：可选、地产链条消费增速复苏更为乏力

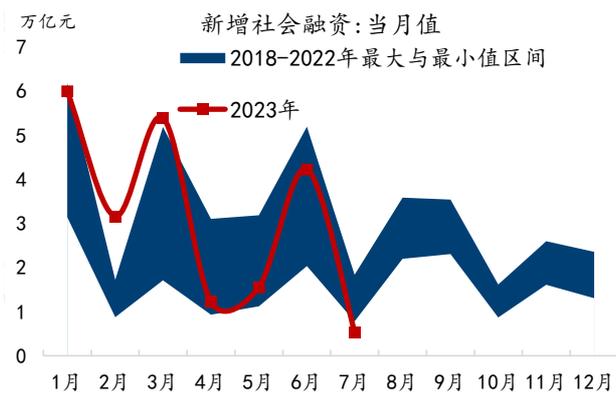


资料来源：Wind，国泰君安期货研究

金融数据方面，7 月新增社融 5282 亿元，比上年同期少 2703 亿元，预期增 11239 亿元，前值增 42241 亿元。新增人民币贷款 3459 亿元，同比少增 3498 亿元，预期 8480 亿元，前值 30500 亿元。新增社融、信贷数据均跌破 2018-2022 年同期区间。过去来看，历年 7 月均为信贷淡季，今年 6 月季末信贷冲量的透支效应本身会对数据存在一定拖累，但融资的需求不足仍是 7 月显著弱于预期的因素。事实上去年 7 月本身基数偏低，譬如去年 7 月居民部门融资需求当月新增仅 1217 亿元，因此更显示出实体融资需

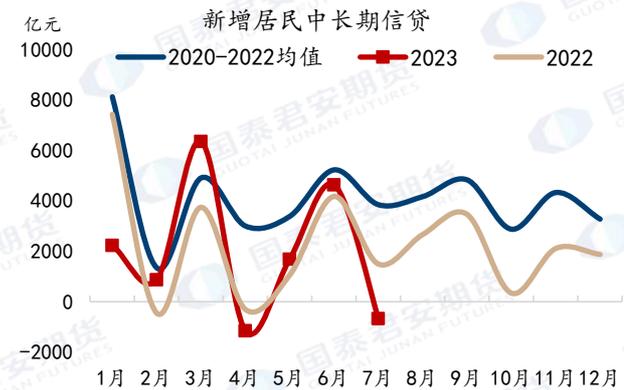
求的弱势。驱动来看，主因居民和企业信贷不及预期拖累。其中，居民中长期贷款减少 672 亿元，继 4 月后再次出现负增。7 月高频地产销售数据明显偏弱，地产销售承压和按揭提前还款均共同压制。企业端受实体需求不振，PMI 继续处于 50 下方；外需回落以及信心偏弱拖累，和前几个月高增态势相比也出现了明显的增速回落态势。表外方面，受到“金融 16 条”支持等政策提振，信托和委托贷款压降速度放缓，数据走稳。此外实体部门信贷融资相对偏弱，票据的结构性支撑有所增强，同环比均有改善。政府债券仍维持季节性低位，不过随着去年 7 月发行高峰过后，以及近期稳增长要求提升，后期对社融的拖累效应或有所下降。7 月新增社融、信贷均低于预期，增幅同比显著回落。后期对稳增长政策，包括购房政策的放松，如首付比例、贷款利率、税费减免、“认房不用认贷”的期待有望维持。

图 9：新增社融弱于预期及季节性



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 10：居民中长贷再度负增长



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.3 海外宏观：收益率上行，但宏观数据呈现更多经济走弱证据

8 月份海外宏观数据呈现更多经济走弱的迹象，但货币政策仍旧偏向鹰派。以能源为代表的大宗商品偏强，但权益和债券市场普遍下跌，美债收益率曲线全线有所上移，美债与非美收益率利差走阔驱动美元指数反弹，高美债收益率和强美元的组合下对全球尤其是非美地区的风险偏好有所抑制。

从基本面数据上看，8 月份美国宏观数据显示出更多走弱的迹象：就业数据方面，7 月美国职位空缺数回落至 882.7 万人，下行幅度超预期；8 月 ADP 就业人数月环比增 17.7 万人，低于预期 19.5 万人。就业数据作为当下最为重要的宏观数据之一，开始显示出更清晰的走弱迹象，或将使得市场进一步衡量美国经济在超预期强劲三季度后可能存在更多的降速风险。此外，二季度个人消费支出年华季环比及实际 GDP 年华季环比数据双双下修，亦为四季度经济表现增添不确定性。

从货币政策预期上看，美联储在 Jackson Hole 央行年会上强化了“higher for longer”的指引，货币政策预期尤其是 2024 年利率预期不断向鹰派校准。这使得近期美债收益率显著上升，关键期限收益率均创下疫情后周期高位，突破去年通胀峰值水平，其中 10 年期美债收益率最高录 4.36%，2 年期美债收益率两次突破 5.10% 之上，10 年期 TIPS 收益率最高突破 2.00%。驱动美债收益率反弹的原因上看，有两个偏交易层面因素：1) 能源近期反弹驱动短端通胀预期走高，市场衡量能源带动下 Headline 通胀反复的风险，原油、美债收益率和美元三者同涨；2) 美债一级市场供需的扰动。从下调美国国债评级，到 30 年国债拍卖需求问题引发关注，可能在情绪上对美债配置有短期影响。但最关键的是 3) 美联储货币政策鹰派以及对于 r^* 自然利率的讨论。近期市场聚焦美国自然利率趋势性提升、基准利率并未充分收紧，使得美债市场期限溢价显著反弹，远期利率预期抬升，并使得美债收益率曲线全线上移。

3. 9月宏观展望

当前从宏观数据看，经济仍然较为疲弱，仅有的亮点在于 PPI 底的确立、整体偏低的库存以及政策信心端的加持。企业利润的修复不及预期伴随着原材料价格中枢上移，这使得利润传导至下游的路径始终依赖于需求的修复。活跃资本市场政策端的频频发力，叠加指数中枢的下移，使得外资的持续流出也暂告一段落。AH 权益市场的表现与人民币的相关性在近期均极高，中国权益资产从盈亏比看一直很好，但是胜率仍待扭转。

我们认为进入 9 月份，需要警惕海外宏观数据进一步走弱的风险，使得近期已经在资产价格上充分计价的“软着陆”预期出现调整，使得三季度“强基本面+高利率”环境向四季度“基本面走弱+利率下行”切换。基于此，我们认为美债尤其是美长债当前具有配置价值，我们将中期（月度）10 年期美债收益率目标位先后定在 4.0%和 3.8%，10 年期 TIPS 收益率目标定在 1.5%附近。

为何我们认为当前美债具备配置价值。从宏观主线逻辑上，我们坚持对于后续尤其是 Q4 美国经济承压，并体现出更多宏观数据（尤其时核心数据如就业及个人消费）走弱的迹象，我们认为 Q3 美国经济定性在通胀下行、核心数据尚可的背景下是“强基本面、收益率”的定性“软着陆”预期带来的上风险计价较为充分；但夏季之后进入 Q4，高息对于滞后部门如就业和消费的影响会更显著的暴露出来，具体逻辑在半年报中详细阐述在此不再赘述。同时，从前期驱动美债收益率反弹的三个因素看，一是能源价格近期已经呈现阶段性寻顶形态，对利率的驱动减弱；二是美债一级市场供需问题我们长期以来较为怀疑，整体看目前 10Y 和 30Y 的 ask/bid ratio 并没有偏离整体波动。其次从二级市场看，美债流动性指标没有恶化，相对其他 DM 市场国债更为健康。这意味着，美债供需问题对美债收益率助推这一逻辑，并不确定。最后则是货币政策预期，我们承认对 2024 年货币政策预期向鹰派调整是近期美债长端收益率上升的根本原因（2024 年联邦期货基金收益率化后不断走高），但背后本质上是源自近期对 r^* 自然利率的讨论，在 Jackson Hole 会议上被美联储主席鲍威尔回避、淡化，并不愿支持“当下美国自然利率显著走高，货币政策仍不够有限制意义”这一论调。而主流模型中的 r^* 利率水平仍然较低，我们的 10 年期美债基本面模型也显示出当下美债超调。

从月度时间范畴看，本周非农数据较为关键，目前市场预期 16.8-15 万，若实际数据契合已经出台的职位空缺数和 ADP 数据落在预期或预期之下，将进一步强化利率下行趋势。此外在观察周四的个人支出数据在夏日效应下是否会显示出季节性韧性，但若出现个人消费增长快于个人收入的情况，背后是支持消费的动力愈发从储蓄转向信贷（不是一个好的信号）。基于此，我们认为美债投资标的若是现券或美债 ETF，当下可能就是关键配置期，大类资产配置范式从使得三季度“强基本面+高利率”环境向四季度“基本面走弱+利率下行”切换。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

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做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做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。

版权声明

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。