

国内政策积极呵护，美国服务业回暖

——大类资产周报（09.08）

本报告提及本周指 2023 年 9 月 1 日-9 月 8 日，涉及海外资产为 8 月 31 日-9 月 7 日

◆ 宏观数据与政策要闻

8 月中国出口金额同比-8.8%，好于前值的-14.5%，对欧美东盟等主要国家和地区出口均有改善。出口同比回暖包含着部分基数因素的影响，也与海外需求回升形成一定程度的共振有关。8 月美国服务业回暖，美联储仍存加息可能。8 月美国 ISM 制造业 PMI 回升至 47.60%，环比增幅 1.2%，较上月增幅扩大了 0.8 个百分点。8 月美国服务业 PMI 指数 54.5%，高于前值的 52.7%，连续呈现出回升趋势，其中商业活动、新订单、就业三大指标全都上升。美联储达拉斯联储主席洛根在周四表示，在 9 月跳过加息可能是合适的，跳过并不意味着停止加息；如果经济活动继续增强，可能会导致通胀再度上升。房地产领域政策继续优化。9 月 7 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中信银行等先后发布了关于存量首套个人住房贷款利率调整有关操作事项的公告。杭州、沈阳、大连、南京、天津等城市调整限购政策。

◆ 大类资产表现回顾

◆ 股市：本周 A 股市场普跌，全球主要指数跌多涨少。国债：国债利率延续上涨，期限利差进一步缩小，美债收益率上涨，长短端倒挂收窄。大宗商品：国内商品期货价格除能源外全线下跌，化工、非金属建材和油脂油材下跌最多。国际大宗商品期货中，黄金、铜或受强美元影响有所下跌，受美国原油库存量波动减少与沙特、俄罗斯的出口削减，本周原油上涨强势。外汇：受美国经济数据强劲影响，本周美元指数上行至 104.9，较上周五上行 0.6%，人民币兑美元贬值 0.5%，人民币兑篮子货币涨多贬少。9 月 1 日-7 日，30 大中城市商品房成交面积 170 万平方米，较上周 288 万平方米大幅下降。随着地产政策连续调整并落实后，房地产成交面积有望迎来回升。

◆ 大类资产配置建议：国内经济阶段性企稳，但持续性的好转可能还需要更多条件，短期的关键仍然是在地产的走势。但需要注意的是，广义住宅库存并不太高，需求端刺激政策可能比较有限。中长期仍需要关注中国经济深层次问题能否改善，关系到潜在增速下潜的位置，或许是基本面预期最终将收敛到的位置。A 股：稳增长政策积极+降负债成本+经济低位企稳，A 股盈利、流动性、估值均有受益，系统性风险有所降低，后续或以结构性行情为主。中债：政策托底意图明显，利率债存在一定调整压力，但降息前的 2.65-2.75% 仍是支撑位，明显调整则关注配置机会。美国基本面维持减速的判断，但软着陆概率可能上升。美债：美联储有望于 2024 年第二季度开始减息，预计共减 3-4 次。我们对短中期的国债收益率感到乐观。美股：流动性压力和增长韧性形成对冲，预计美股趋于震荡。黄金：短期黄金受到实际利率高、通胀下降的拖累，但在美联储加息进入尾声以及各国央行增加黄金作为储备的大背景下，贵金属价格的大趋势看涨

◆ 风险提示：我们的基准假设是经济延续温和回升、房地产领域政策“只托不举”、美联储政策进入尾声、美国经济减速但可能软着陆。

作者

潘宇昕

分析师

资格证书：S0380521010004

联系邮箱：panyx@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-128

相关报告

《宏观月报-如何理解 7 月的经济数据》 2023-08-28

《宏观月报-如何理解 7 月的社融？》 2023-08-14

《宏观快评-长期方向与短期调节并重》 2023-07-25

《宏观月报-不一样的“弱复苏”》 2023-07-12



正文目录

一、 本周宏观数据和政策解读	3
二、 大类资产表现回顾	3
(一) 一周概览	3
(二) 股市	4
(三) 债市	4
(四) 大宗商品	6
(五) 外汇	7
(六) 房地产	8
三、 大类资产展望	9
四、 风险提示	9

图表目录

图 1 本周 A 股指数变化 (%)	4
图 2 全球重要指数涨跌幅 (%)	4
图 3 公开市场操作	4
图 4 资金利率 (%)	4
图 5 国债到期收益率 (%)	5
图 6 国债期限利差(bp)	5
图 7 信用利差 (bp)	5
图 8 美国国债收益率	6
图 9 美联储总资产规模、国债购买 (十亿美元)	6
图 10 市场预期美联储加息概率 (9 月 8 日)	6
图 11 Wind 商品期货指数	6
图 12 生猪、原油期货今年以来累计涨幅 (%)	6
图 13 COMEX 黄金结算价格 (美元/盎司)	7
图 14 COMEX 铜结算价格 (美元/磅)	7
图 15 原油期货结算价 (美元/桶)	7
图 16 美国原油和石油产品库存 (百万桶)	7
图 17 美元指数、美元兑人民币走势 (元)	8
图 18 人民币兑篮子货币周涨跌幅	8
图 19 二手房出售挂牌价指数 (2015.1.4=100)	8
图 20 二手房出售挂牌量指数 (2015.1.4=100)	8
图 21 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	8
表 1 概览	3

一、本周宏观数据和政策解读

8月中国出口金额同比-8.8%，好于前值的-14.5%，对欧美东盟等主要国家和地区出口均有改善。出口同比回暖包含着部分基数因素的影响，今年出口压力最大的阶段主要分布在5-7月，此外，也与海外需求回升形成一定程度的共振有关。从具体地区来看，8月对美出口同比为-9.5%，前值-23.1%；对欧盟出口同比为-19.6%，前值-20.6%；对东盟出口同比为-13.3%，前值的-21.4%；对俄罗斯出口同比为16.3%，前值的51.8%；对印度出口同比为0.7%，前值的-9.5%。海外需求呈现出一定韧性，但是否已触底仍待观察，国内政策仍然需要发挥稳增长的作用。

8月美国服务业回暖，美联储仍存加息可能。8月美国ISM制造业PMI回升至47.60%，环比增幅1.2%，较上月增幅扩大了0.8个百分点。制造业PMI分项中，就业、产出均有所上涨，新订单走弱0.5个百分点，库存下降2.1个百分点，制造业主动去库存仍未结束。8月美国服务业PMI指数54.5%，高于前值的52.7%，连续呈现出回升趋势，其中商业活动、新订单、就业三大指标全都上升。美国经济以服务业为主，服务业回升显示出美国经济的韧性仍高，由此引发市场对超预期加息的担忧。美联储达拉斯联储主席洛根在周四表示，在9月跳过加息可能是合适的，跳过并不意味着停止加息；还不确定已经消除了过度通胀；美联储需要“谨慎地”调整政策，必须逐步进行；就业市场的强劲表现表明我们还没有完成恢复价格稳定的任务；如果经济活动继续增强，可能会导致通胀再度上升。

房地产领域政策继续优化。自8月31日中国央行、国家金融监管总局发布联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》后，9月7日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、中信银行等先后发布了关于存量首套个人住房贷款利率调整有关操作事项的公告。9月5日，杭州“认房不认贷”政策升级调整。此次调整取消“相应贷款已结清”的描述，进一步拓宽认房不认贷范围，降低原二套家庭购房首付比例及贷款利率。此外，沈阳、大连全面解除限购，南京取消核心四区限购，天津调整外围区域限购政策。

二、大类资产表现回顾

（一）一周概览

表1 概览

大类资产	代码	名称	现价	本期时间	2023/8/25	2023/8/31	2023/9/1
				本期涨跌幅	上期涨跌幅	本月以来	今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3122.35	-0.53	2.26	-0.10	0.89
	399001.SZ	深证成指	10321.44	-1.74	3.29	-1.31	-6.66
	000905.SH	中证500	5708.62	-0.73	3.04	-0.54	-2.66
	399006.SZ	创业板指	2056.98	-2.40	2.93	-2.51	-12.66
	000852.SH	中证1000	6102.49	-0.08	3.88	-0.03	-2.85
	000300.SH	沪深300	3739.99	-1.36	2.22	-0.67	-3.40
债券	CBA00301.CS	中债总财富指数	223.15	-0.38	-0.14	-0.48	3.17
	CBA00603.CS	中债公债	127.03	-0.47	-0.20	-0.61	1.61
	CBA01203.CS	中债金融债	126.91	-0.33	-0.11	-0.41	0.42
	CBA02703.CS	中债信用债	118.75	-0.20	-0.08	-0.21	1.57
	885009.WI	货币基金指数	1652.80	0.03	0.03	0.03	1.30
大宗商品	GC.CMX	COMEX 黄金	1944.00	-1.17	1.36	-1.11	6.45
	SI.CMX	COMEX 白银	23.25	-5.34	1.28	-6.30	-3.29
	HG.CMX	COMEX 铜	3.76	-2.41	2.35	-1.65	-1.35

	CL.NYM	NYMEX 原油	86.77	1.43	7.79	3.75	8.11
外汇	USDX.FX	美元指数	105.06	0.75	0.08	1.38	1.52
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.33	0.89	-0.34	0.51	5.42
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.85	-0.27	-0.04	-0.47	6.64
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.98	-0.33	0.00	-0.20	-5.44
港股	HSI	恒生指数	18202.07	-0.98	2.37	-0.98	-7.98
	HSHK35	恒生香港 35	2324.71	-2.35	2.14	-2.35	-14.05
	HSF	恒生金融类指数	30006.17	-0.50	3.21	-0.50	-7.52
	HSCI	恒生综指	2738.30	-0.80	2.02	-0.80	-7.93
	HSHKMS	恒生科技	2378.48	0.31	0.77	0.31	-12.85
美股	DJI.GI	道琼斯工业指数	34500.73	-0.97	1.43	-0.64	4.08
	IXIC.GI	纳斯达克指数	13748.83	-2.02	3.25	-2.04	31.36
	SPX.GI	标普 500	4451.14	-1.43	2.50	-1.25	15.93

资料来源：Wind，万和证券研究所

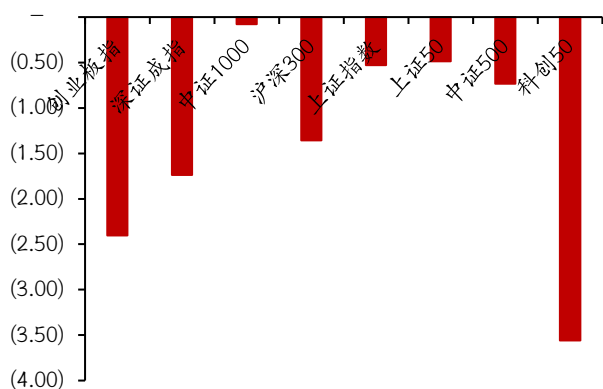
(二) 股市

本周 A 股市场普跌。上证指数收至 3116.72 点，较上周下跌 0.53%，沪深 300 下跌 1.36%，创业板指数下跌 2.40%，深证成指下跌 1.74%，科创 50 下跌 3.56%

港股股市总体小幅下跌(9 月 8 日，收极端天气影响港股停盘)：港股恒生指数本周下跌 0.98%，恒生金融类指数下跌 0.50%，恒生综指下跌 0.80%。或受生物科技企业利好政策影响，本周恒生科技指数上涨 0.31%。

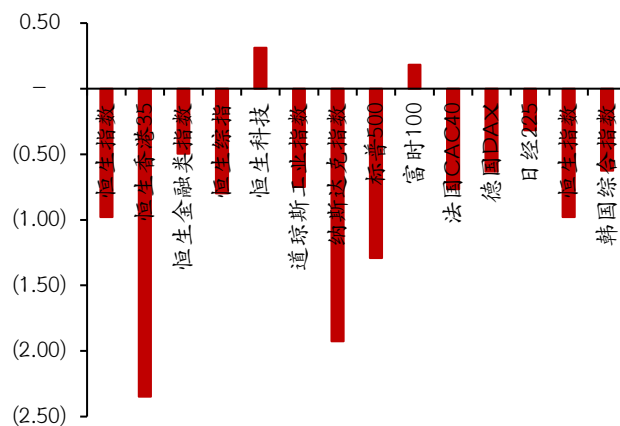
美股普跌：截至 9 月 7 日，道琼斯工业指数下跌 0.97%，纳斯达克指数下跌 2.02%，标普 500 下跌 1.43%。全球主要指数跌多涨少。

图 1 本周 A 股指数变化 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2 全球重要指数涨跌幅 (%)



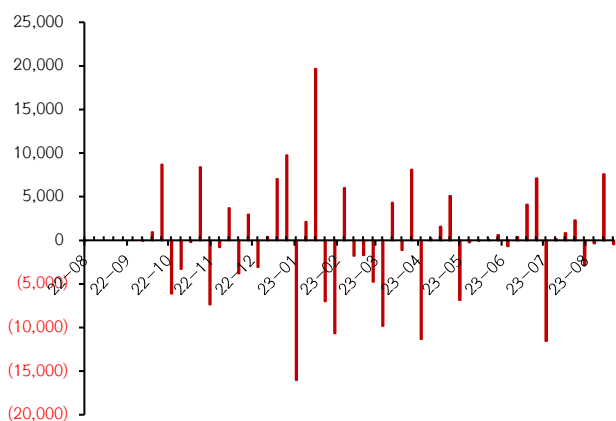
资料来源：Wind，万和证券研究所

(三) 债市

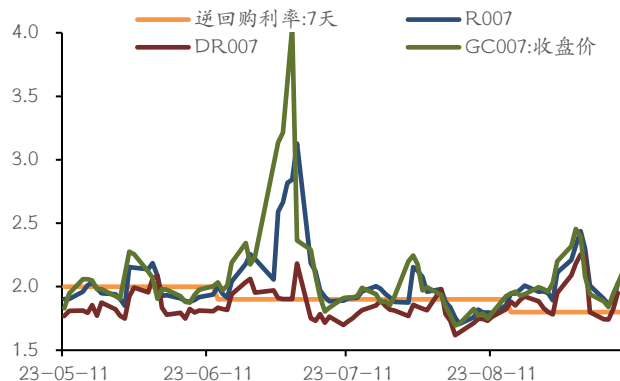
本周央行在公开市场累计净回笼资金 6640 亿元；周五 DR007 利率收于 1.9%，交易所资金 GC007 利率收于 2.11%，资金拆借利率较上周明显下行，但仍在基准利率上方运行。

图 3 公开市场操作

图 4 资金利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

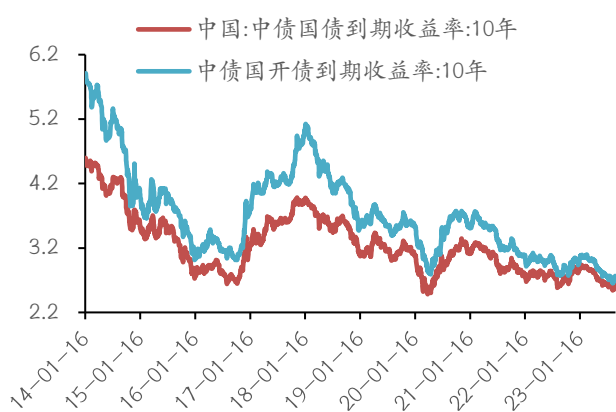


资料来源：Wind，万和证券研究所

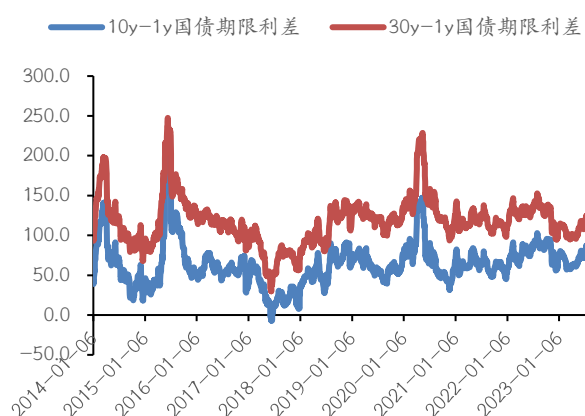
十年期国债收益率周五收于2.6375%，较上周五上行5.25BP，十年国开债收益率周五收于2.7625%，较上周五上行4.01BP。期限利差收窄8.49BP至54.23bp，信用利差上行11.78BP至59.27bp。

图 5 国债到期收益率 (%)

图 6 国债期限利差(bp)

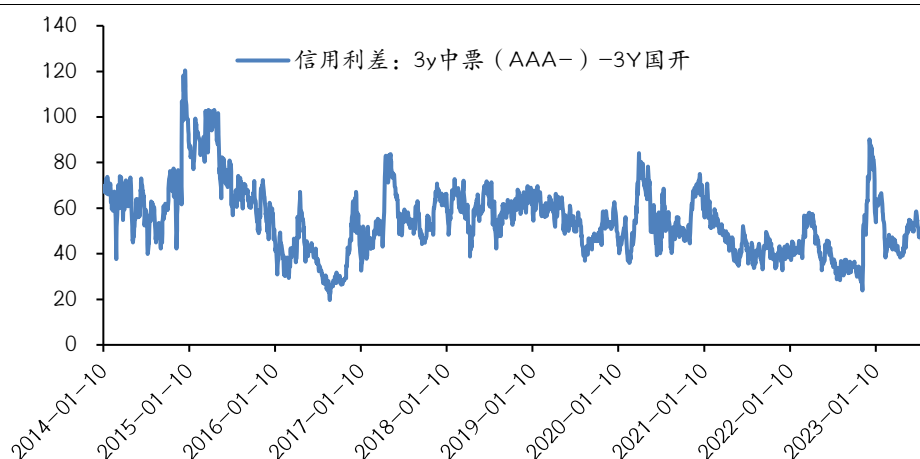


资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 7 信用利差 (bp)

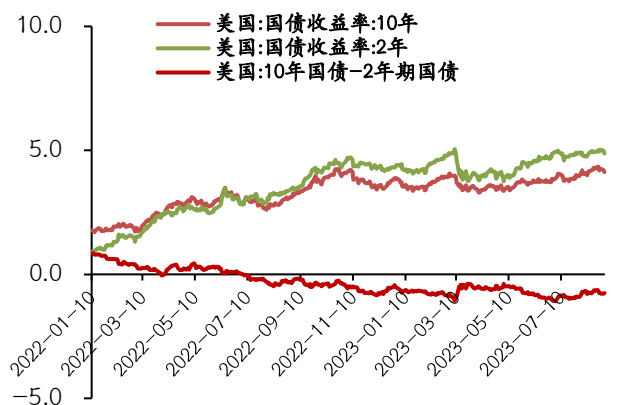


资料来源：Wind，万和证券研究所

截至9月6日，美联储总资产8101万亿美元，较8月30日下降20万亿美元，美联储8月份国债资产减少741亿美元。

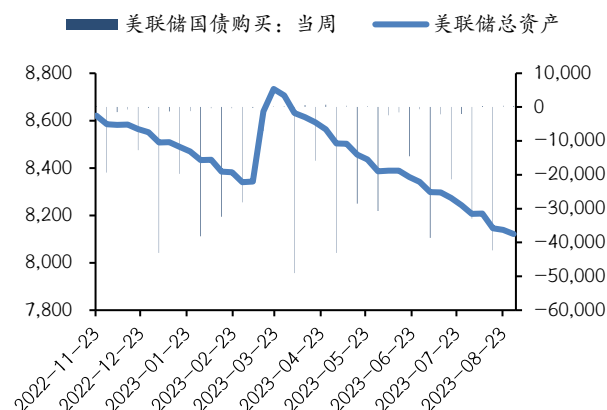
截至9月7日，美国10年期国债收益率为4.27%，较上周四上涨18bp，2年期国债收益率为4.94%，较上周四上涨9bp，长短端倒挂收窄9bp至67bp。

图 8 美国国债收益率



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 9 美联储总资产规模、国债购买（十亿美元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 10 市场预期美联储加息概率（9月8日）

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
9/20/2023				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.0%	7.0%	0.0%
11/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	61.9%	35.8%	2.3%
12/13/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	59.5%	32.8%	2.1%
1/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.5%	55.1%	27.7%	1.8%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.5%	31.1%	43.9%	17.1%	1.1%
5/1/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	18.6%	37.4%	30.7%	9.2%	0.5%
6/12/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	12.5%	29.8%	33.4%	17.9%	4.0%	0.2%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	9.2%	24.3%	32.3%	22.8%	8.4%	1.4%	0.1%
9/18/2024	0.0%	0.1%	1.1%	7.2%	20.5%	30.3%	25.2%	12.0%	3.2%	0.4%	0.0%
11/7/2024	0.0%	0.8%	5.1%	16.0%	26.9%	26.9%	16.5%	6.2%	1.4%	0.2%	0.0%
12/18/2024	0.5%	3.9%	12.8%	23.8%	26.9%	19.5%	9.2%	2.8%	0.5%	0.0%	0.0%

资料来源：FedWatch Tool，¹万和证券研究所

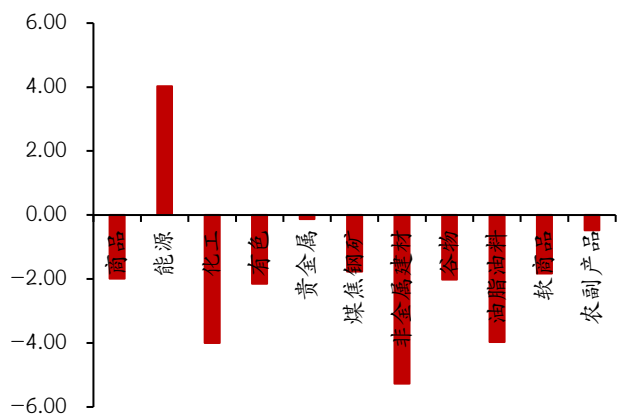
（四）大宗商品

本周商品期货价格除能源外全线下跌，化工、非金属建材和油脂油材下跌最多。本周 Wind 商品指数下跌 1.99%，其中能源指数上涨 4.03%，化工下跌 4.00% 非金属建材下跌 5.27%，油脂油料下跌 3.97%。生猪下滑，原油延续上周的涨势，累计涨幅达本年度最高值。

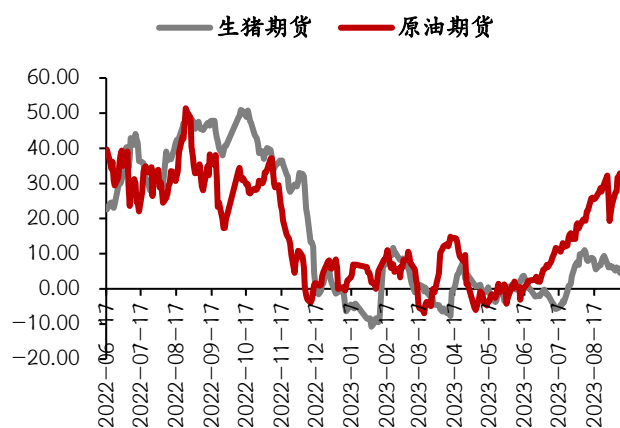
图 11 Wind 商品期货指数

图 12 生猪、原油期货今年以来累计涨幅（%）

¹ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html?redirect=/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>



资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

国际大宗商品期货中，黄金、铜或受强美元影响有所下跌，美国原油库存量波动减少与沙特、俄罗斯的出口削减，导致了本周原油的强势上涨。本周 COMEX 黄金期货结算价格下跌 1.06%，COMEX 铜期货结算价格下跌 1.78%。布伦特原油价格上涨 1.70%，WTI 原油价格上涨 1.70%。沙特将减产 100 万桶/日的措施延长 3 个月至年底；同时俄罗斯也将延长 3 万桶/日的石油出口削减直至年底。

图 13 COMEX 黄金结算价格（美元/盎司）



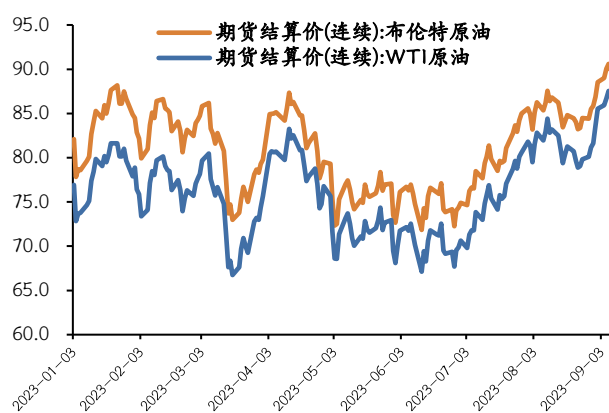
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 14 COMEX 铜结算价格（美元/磅）



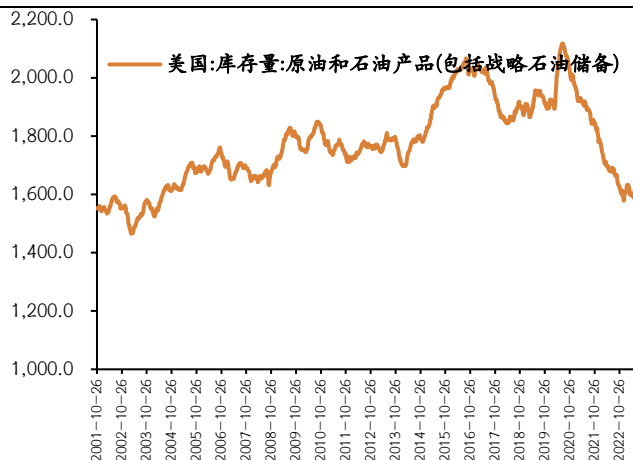
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 15 原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 16 美国原油和石油产品库存（百万桶）

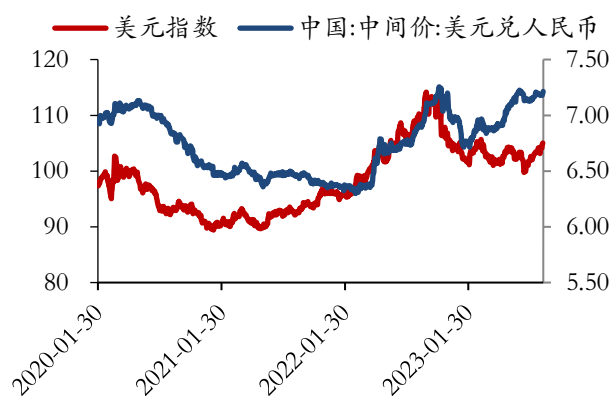


资料来源：Wind，万和证券研究所

（五）外汇

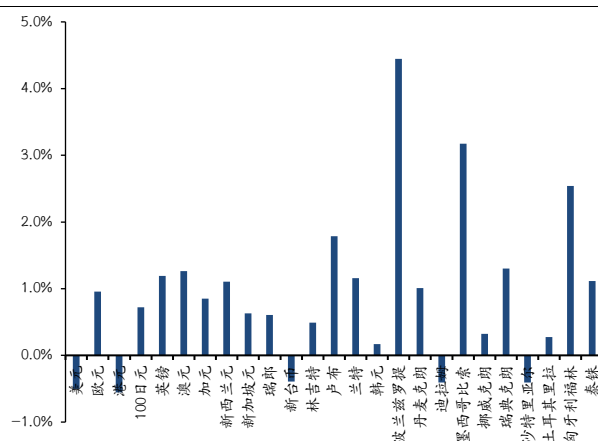
受美国经济数据强劲影响，本周美元指数上行至 104.9，较上周五上行 0.6%，人民币兑美元贬值 0.5%，人民币兑篮子货币升多贬少。

图 17 美元指数、美元兑人民币走势（元）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 18 人民币兑篮子货币周涨跌幅



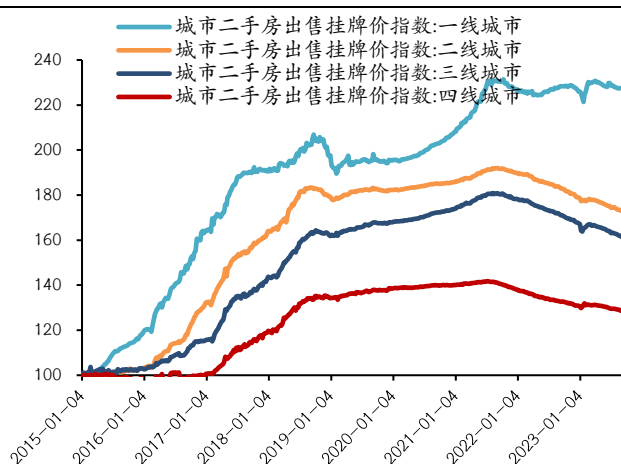
资料来源：Wind，万和证券研究所

（六）房地产

9月1日到9月7日，30大中城市商品房成交面积 170 万平方米，较上周 288 万平方米大幅下降。随着地产政策连续调整并落实后，房地产成交面积有望迎来回升。

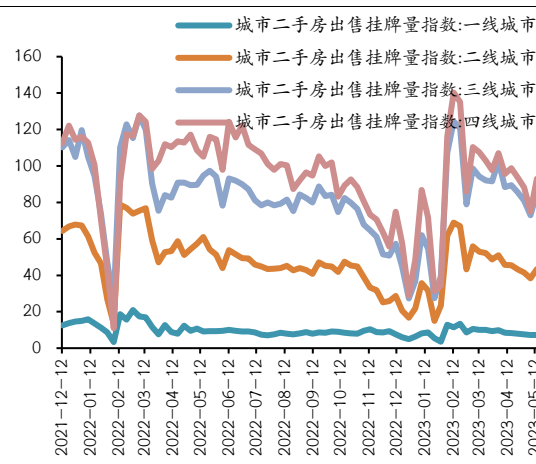
截至 9 月 3 日，城市二手房出售挂牌价指数整体延续下行趋势，挂牌价指数有所一定程度回暖。

图 19 二手房出售挂牌价指数（2015.1.4=100）



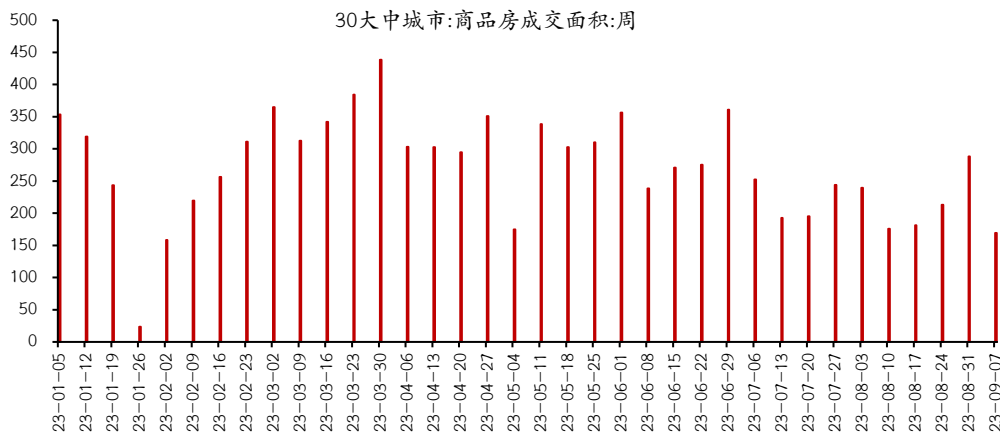
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 20 二手房出售挂牌量指数（2015.1.4=100）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 21 30 大中城市商房成交面积（万平方米）



资料来源: Wind, 万和证券研究所

三、大类资产展望

在各项政策利好下,国内经济阶段性企稳回升,但持续性的好转可能还需要更多条件,短期的关键仍然是在地产的走势。一是地产销售能否持续回暖带动地产进入良性循环,则对于房企资金压力、新开工、地产相关产业链都有正向作用;二是地产和消费循环畅通带动居民就业、收入改善。但需要注意的是,广义住宅库存并不太高,需求端刺激政策可能比较有限。中长期仍需要关注中国经济深层次问题能否改善,关系到潜在增速下潜的位置,或许是基本面预期最终将收敛到的位置。

- **A股**: 稳增长政策积极+降负债成本+经济低位有望企稳, A股盈利、流动性、估值均有受益, 系统性风险有所降低, 但主要指数近期也有一定幅度的反弹, 后续或以结构性行情为主。
- **中债**: 由于国内政策托底意图明显, 利率债仍然存在一定调整压力, 但降息前的 2.65-2.75% 仍是支撑位, 明显调整则关注配置机会。

美国基本面维持减速的判断, 软着陆概率上升。尽管美国制造业 PMI 已经连续 10 个月处于收缩区间, 但美国的消费、地产数据总体维持较高的水平, 年内美国经济衰退担忧基本解除释放。同时美国通胀粘性犹存, 市场现在不再预期未来 12 至 18 个月内将出现快速减息, 只是至 2024 年 12 月底减息四次。

- **美债**: 尽管美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上明确表示联邦公开市场委员会将继续依赖数据, 而政策也会维持在限制性水平, 我们维持美联储将于 2024 年第二季度开始减息的看法, 并认为总共会减 3-4 次。基于上述原因, 我们对短中期的国债收益率感到乐观。
- **美股**: 流动性压力和增长韧性形成对冲, 预计美股趋于震荡。
- **黄金**: 短期黄金受到实际利率高、通胀下降的拖累, 但在美联储加息进入尾声、甚至明年可能开启降息以及各国央行增加黄金作为储备的大背景下, 贵金属价格的大趋势看涨, 我们持续看好贵金属的长期多头配置价值。

四、风险提示

我们的基准假设是经济延续温和回升、房地产领域政策“只托不举”、美联储政策进入尾声、美国经济减速但可能软着陆。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券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，本报告清晰准确的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。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>