

大类资产每周观察

美尔雅期货大类资产周报 20230917

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：美联储9月议息来袭，国内经济筑底企稳



策略概述

- 1、美国8月核心通胀持续回落，油价带动非核心通胀超预期反弹，名义利率再次触及新高，驱动风险资产价格调整。本周美联储将召开9月议息会议，利率路径指引成为市场关注焦点。
- 2、国内各地房地产政策陆续宽松，“三降”（降首付、降利率、降价）或令地产企稳，助推经济阶段性见底回升，8月实体经济数据确认这一逻辑。短期货币供需有所偏紧，供应中性，需求维持高位，资金价格持续反弹。地产新房和二手房销售趋稳，密切跟踪持续性，制造业产能利用率边际回落，信用脉冲指数指向9月实体经济有望进一步加速复苏。

投资要点

美国8月通胀数据整体符合预期，油价持续上涨给通胀带来一些韧性，市场预期美联储维持平息周期的时间拉长，长端利率持续抬升，压制市场风险偏好。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；国内位于被动去库存周期中后期，能否进入主动补库周期仍需观察，宽松货币传导至实体滞后效应开始体现，叠加政策兜底支撑，实体经济二次复苏持续推进，市场风险偏好有望逐步好转。本周大类资产配置方面建议急跌做多风险资产（股票）反弹做空避险资产（国债）进行配置，权益风格预计周期表现占优；商品高位震荡调整，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，多地产链条空外需；利率整体偏震荡偏空，建议多二债、五债，空十债和三十债套利，反弹空十债、五债，美国名义利率震荡偏强令贵金属弱势调整，建议逢低做多黄金和白银，或空黄金多白银套利。

- **风险提示** 美国通胀扰动、国内实体经济恢复不及预期、国内稳增长政策落实低于预期、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	震荡筑底	美国8月核心通胀持续回落，油价带动非核心通胀超预期反弹，名义利率再次触及新高，驱动风险资产价格调整，外资风险溢价指数处于中性偏高水平，国内股市配置价值一般。国内地产高频销售有所趋稳，制造业产能利用率边际回落，信用脉冲指数指向9月经济加速复苏，叠加地产全面宽松，权益类资产价格预计震荡筑底， 可急跌配置股指期货IF、IH多单
	中证1000/中证500	震荡筑底	
	成长	震荡筑底	
	周期	震荡筑底	
债券	10债到期收益率	震荡偏多	国内地产高频销售有所趋稳，制造业产能利用率边际回落，信用脉冲指数指向9月经济加速复苏，短期货币供给中性，债务融资需求偏强，地产政策全面宽松，预计债市高位震荡偏空，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	国内地产高频销售有所趋稳，制造业产能利用率边际回落，制造业位于被动去库存周期中后期，地产政策全面宽松，考虑到商品主力合约切换结束，市场交易远期预期，由于外需持续承压， 预计大宗商品价格当前位置震荡分化，建议反弹空外需工业品，回调多地产链条，或多农产品空工业品进行配置。
	南华农产品	震荡调整	
	WTI原油	震荡调整	
货币	黄金	震荡上涨	美国8月通胀数据整体符合预期，油价持续上涨给通胀带来一些韧性，市场预期美联储维持平息周期的时间拉长，长端利率持续抬升，短期压制贵金属反弹，建议 回调做多白银、黄金 。国内经济二次复苏缓慢推进，美元兑人民币短期预计震荡。
	美元指数	震荡	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾

➤ 过去一月大类资产表现：大宗商品领涨，A股领跌

大宗商品>美元指数>国内债券>欧美股市>美债>贵金属>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	-1.87%	恒生中国企业	-3.43%	南华商品	1.89%	十债收益率(%)	↓ 0.0234
深证成指	-4.40%	恒生指数	-3.51%	南华能化	3.91%	二债收益率(%)	↓ 0.0310
创业板指	-5.44%	恒生科技指数	-5.28%	南华黑色	2.39%	期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0076
上证50	-2.42%	富时新兴市场指数	-0.91%	南华有色金属	-0.16%	DR007(%)	↑ 0.1643
沪深300	-3.64%	富时欧洲	-0.25%	螺纹钢	1.43%	美国十债收益率(%)	↑ 0.1500
科创50	-5.88%	标普500	0.00%	生猪	2.11%	美国二债收益率(%)	↑ 0.1500
中证1000	-1.93%	纳斯达克综指	-2.31%	WTI原油	5.85%	美债期限利差 (10-2Y)	↓ 0.0000
中证500	-2.15%	道琼斯工业平均	0.00%	路透CRB商品指数	1.85%	德国十债收益率(%)	↓ 0.0800
周期(风格.中信)	-2.02%	德国DAX	0.43%	COMEX铜	-1.38%	COMEX黄金	↓ -1.05%
成长(风格.中信)	-4.34%	日经225	1.80%	CBOT大豆	-2.19%	美元指数	↓ 1.04%

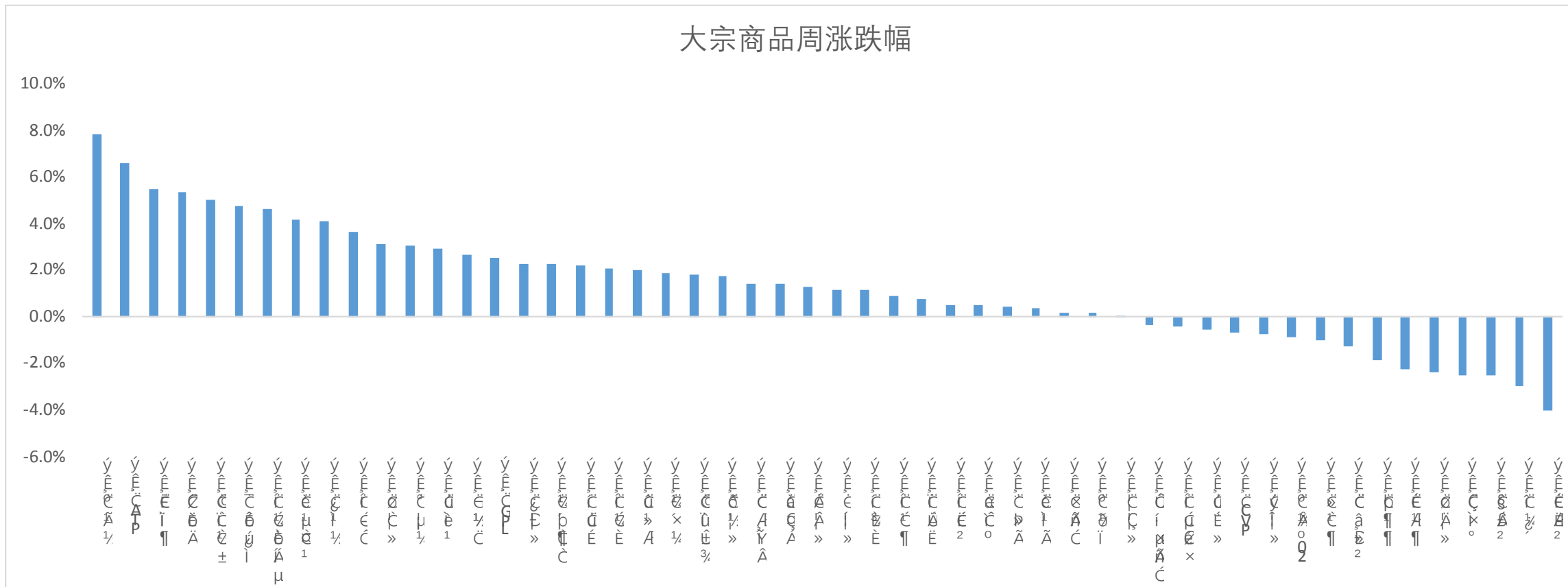
数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：焦煤领涨，菜粕领跌

焦煤>PTA>短纤>焦煤>.....沪镍>白糖>玻璃>纯碱>菜粕

大宗商品周涨跌幅

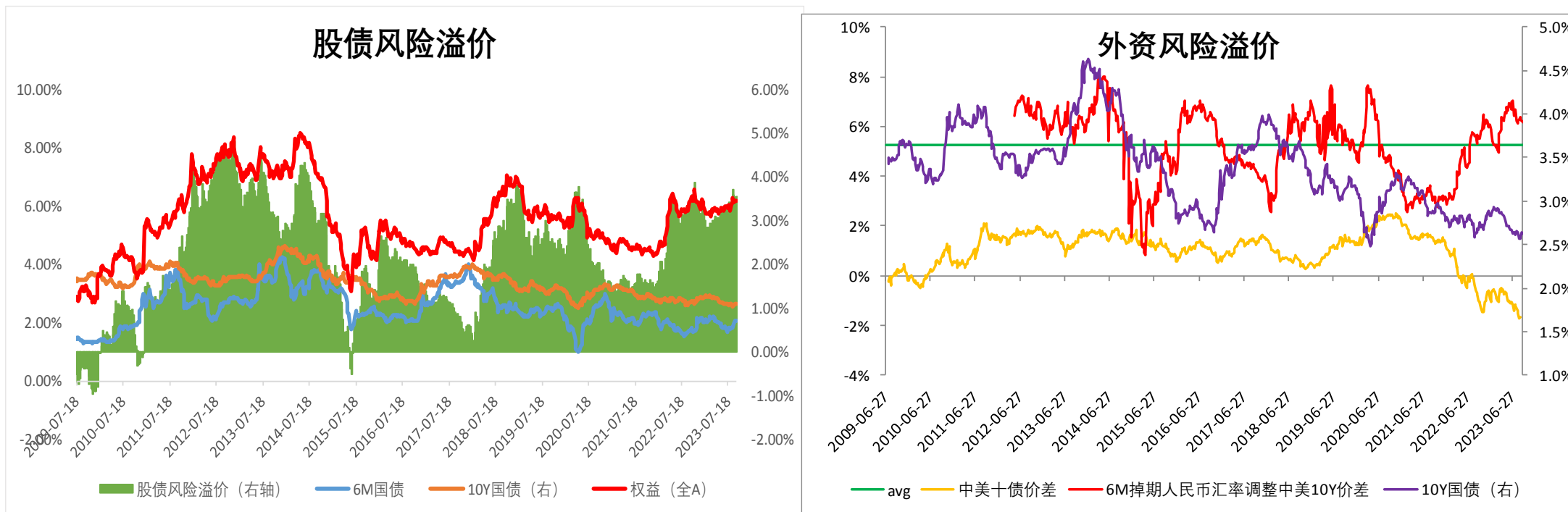


数据来源：iFind. 美尔雅期货

行情回顾

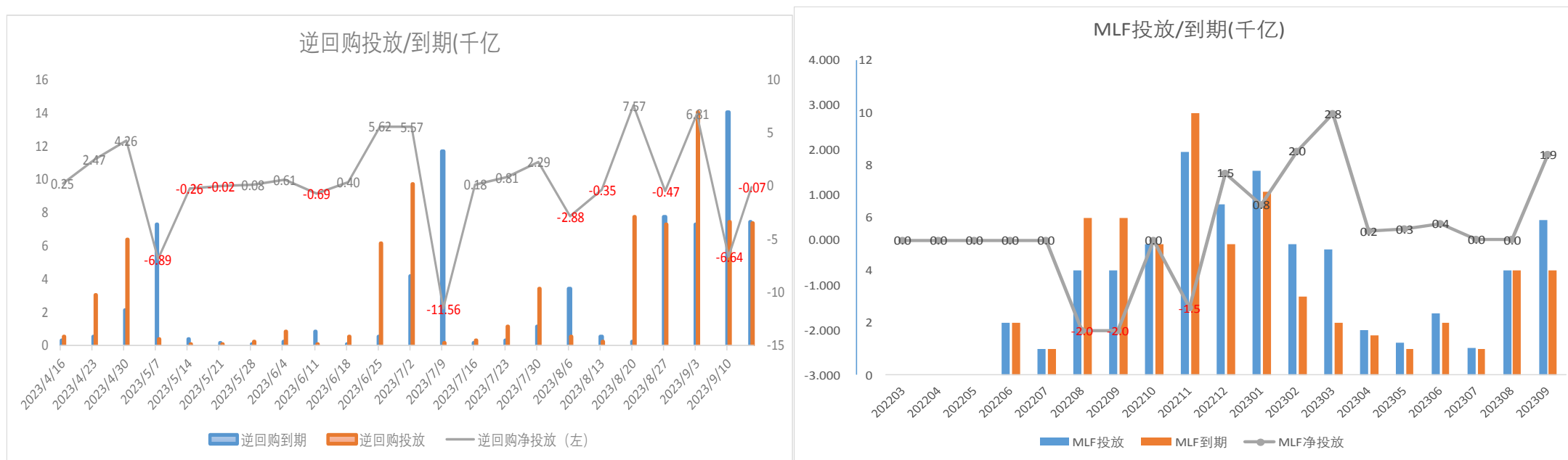
过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.56%**，较上周反弹**0.02%**，位于**86%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.19%**，较上周回落**0.04%**，位于**67.2%**分位点，外资吸引力持续回落。



货币供需分析——货币供应

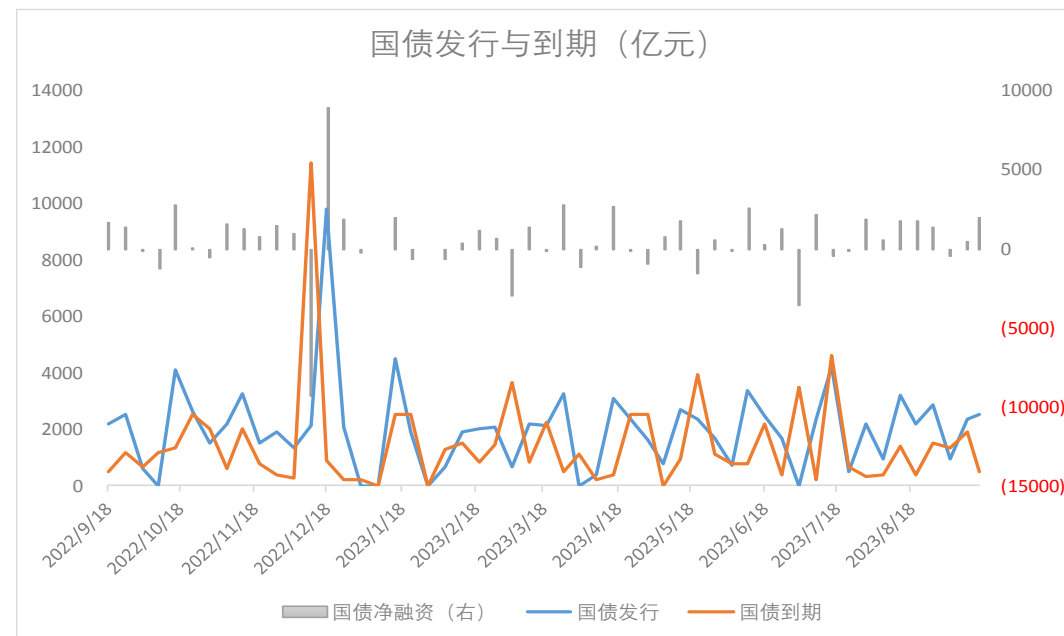
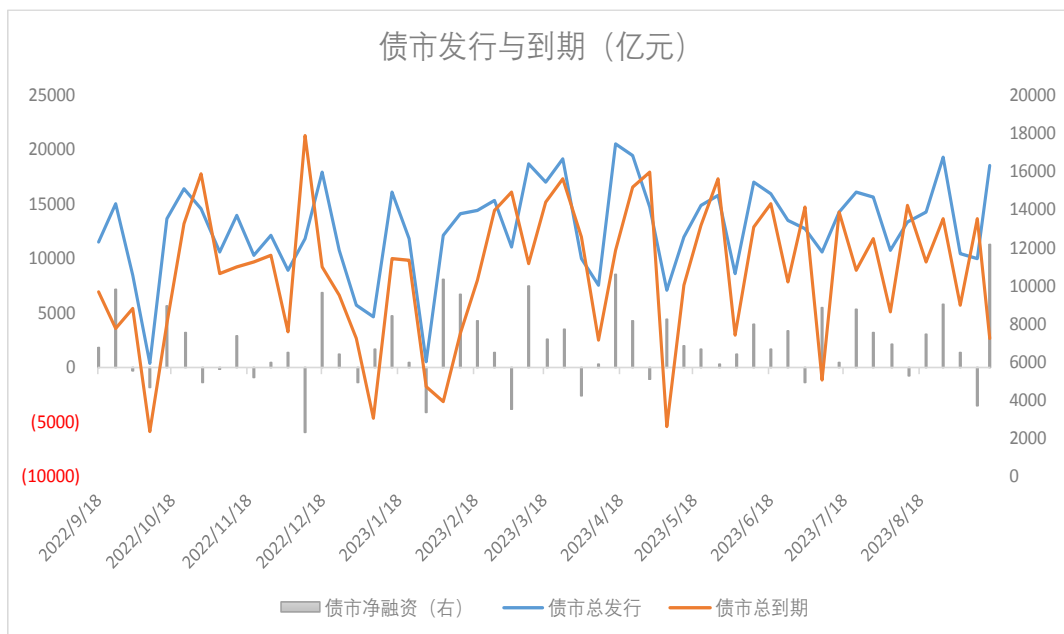
上周央行OMO逆回购到期7450亿元，逆回购投放7380亿元，货币净回笼70亿元，货币供给小幅收紧。同时，MLF在9月份投放5910亿，到期4000亿，持续超额续作，净投放1910亿，总体9月货币供应维持中性偏宽松态势。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析——货币需求

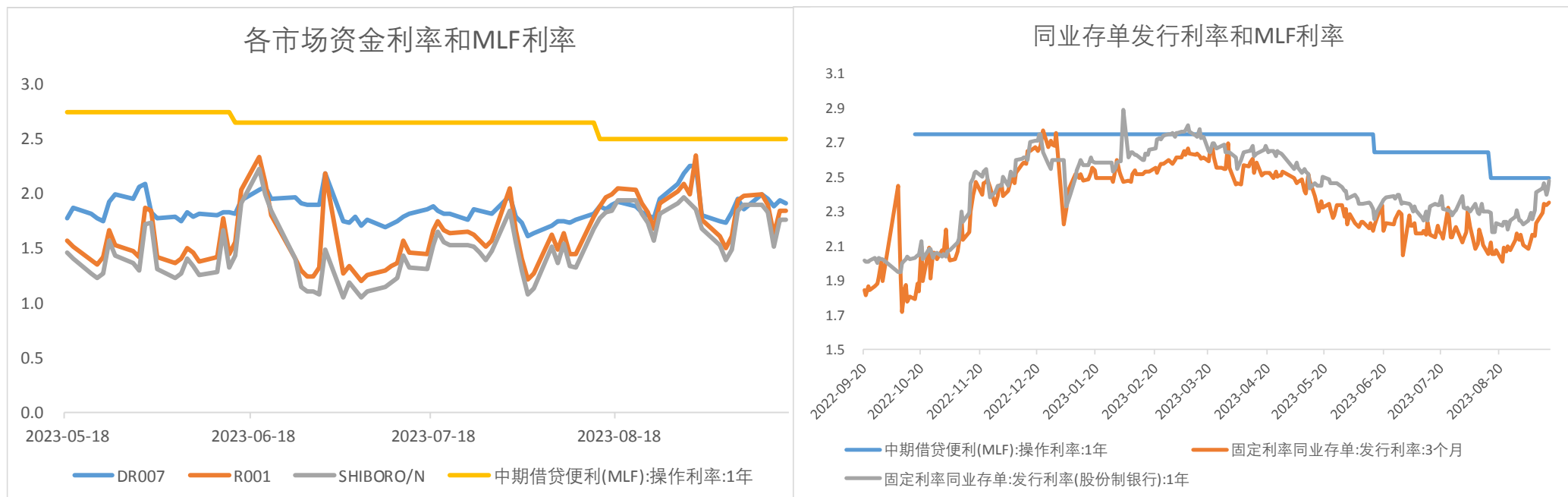
上周国债发行2533.4亿，到期501.6亿，货币净需求2031.8亿；地方债发行2467.5亿，到期500.8亿，货币净需求1966.8亿；其他债发行13588.8亿，到期6219.1亿，货币净需求7369.8亿；债市总发行18589.8亿，总到期7221.4亿，货币净需求11368.3亿，货币需求大幅回升，主要系企业和国债债务融资需求支撑。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

货币供需分析-资金价格

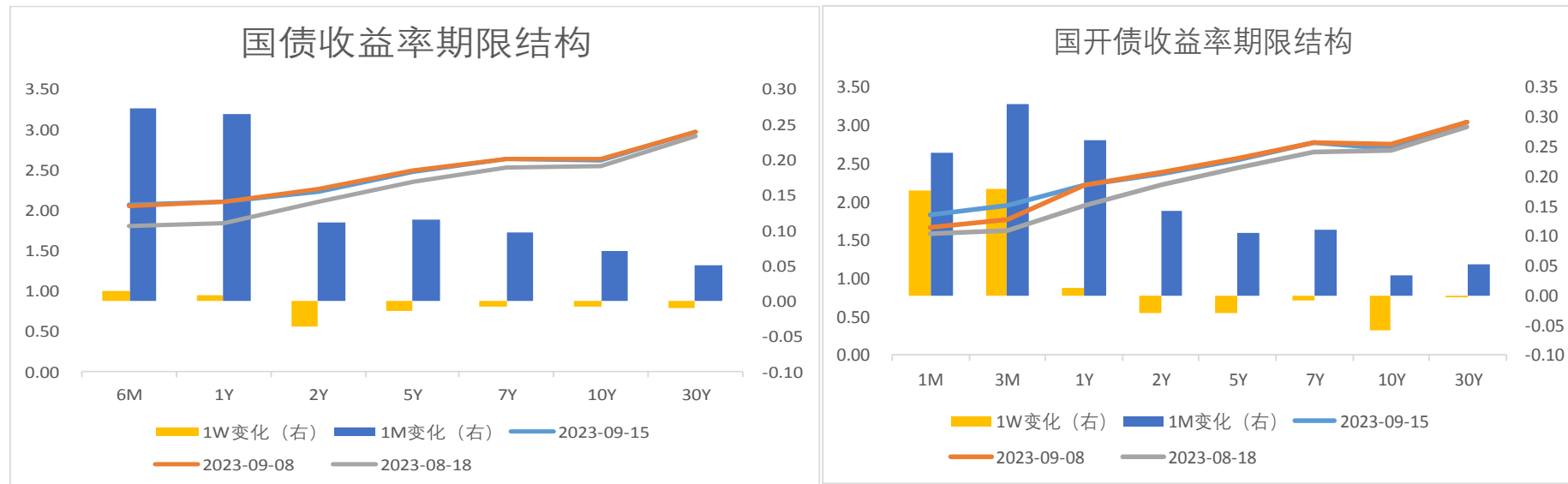
上周市场资金价格全面反弹，DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化4.5bp、-13.8bp、-13bp至1.91%、1.85%、1.76%。同业存单发行利率大幅反弹12.1bp，股份制银行发行的CD利率反弹6.6bp至2.48%，接近MLF1年期利率水平（2.5%），实体真实总量需求持续改善。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

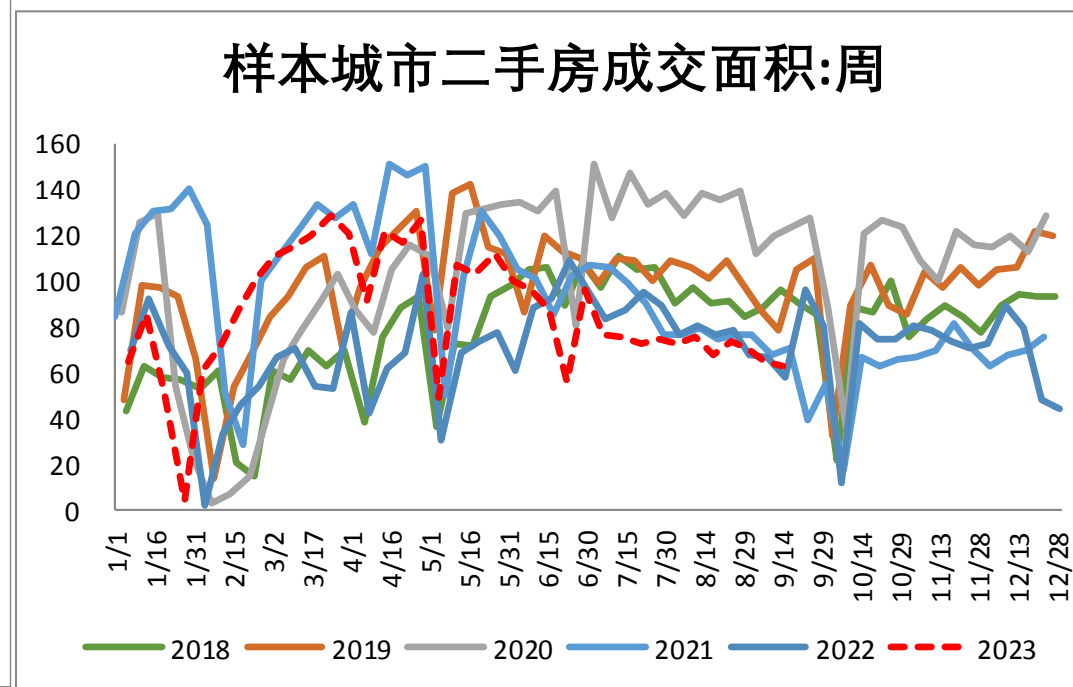
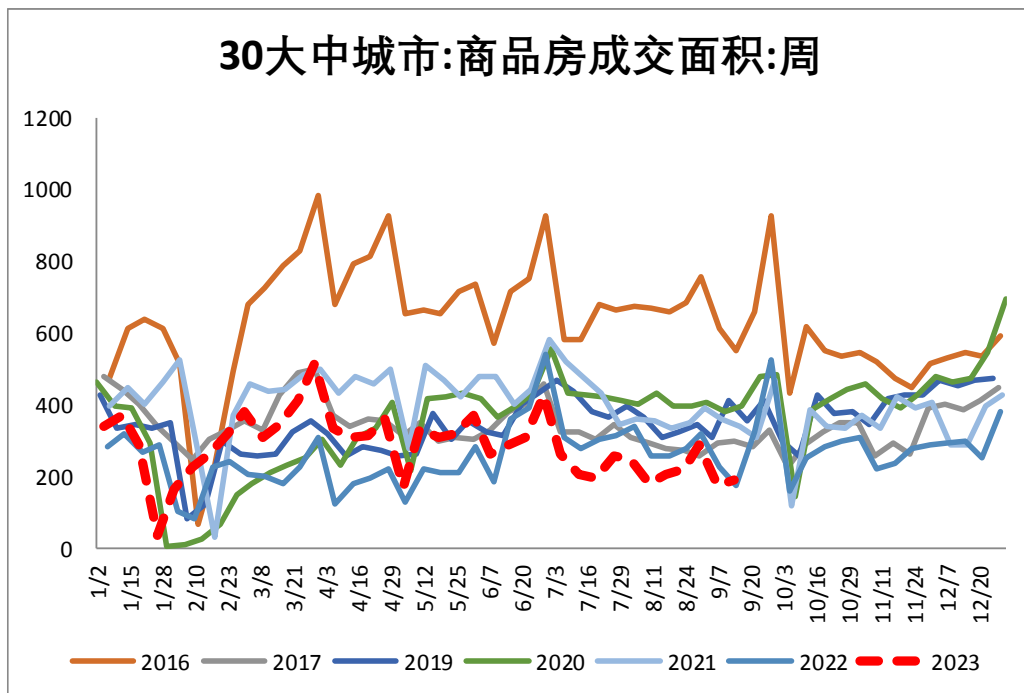
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周回落0.7bp，5年期国债收益率回落1.4bp，2年期国债收益率回落3.5bp；10年期国开债收益率较前一周回落5.8bp，5年期国开债收益率回落2.9bp，2年期国开债收益率回落3bp，整体来看，上周收益率期限结构整体小幅走陡，受短期降准驱动短端利率回落，国债和国开债之间的信用利差大幅缩小。



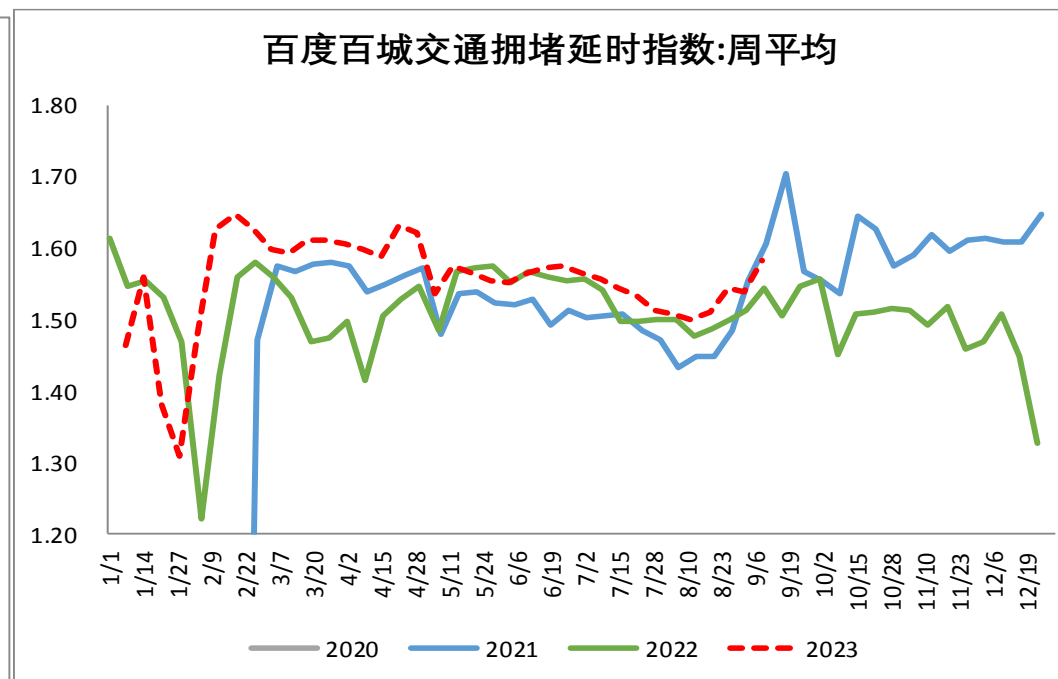
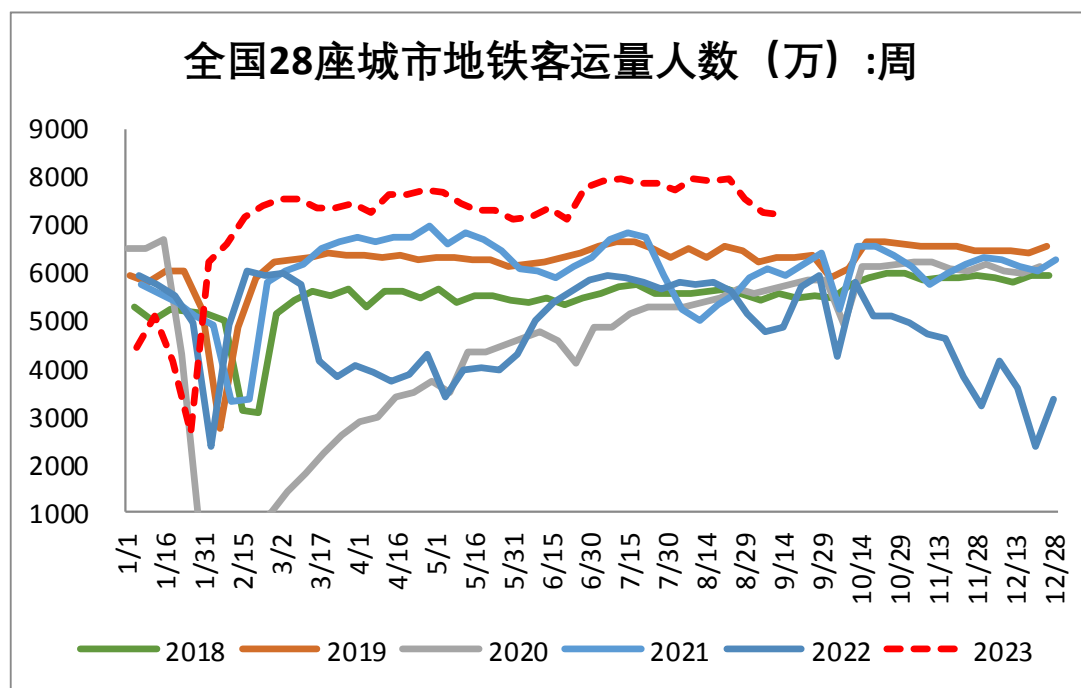
实体经济分析——地产需求

截止9月14日数据，30大中城市商品房周成交面积为187万平方米，环比上周172.4万平方米小幅反弹8.5%，与疫情前的2019年同期相比下滑54.4%，位于近7年低位，趋势环比小幅改善；二手房销售延续季节性下滑，较上周小幅回落2.4%，位于近7年新低，上周地产高频销售走势新房和二手房有所企稳，各地相继放开限购后支撑刚需和改善性需求。



实体经济分析——服务业活动

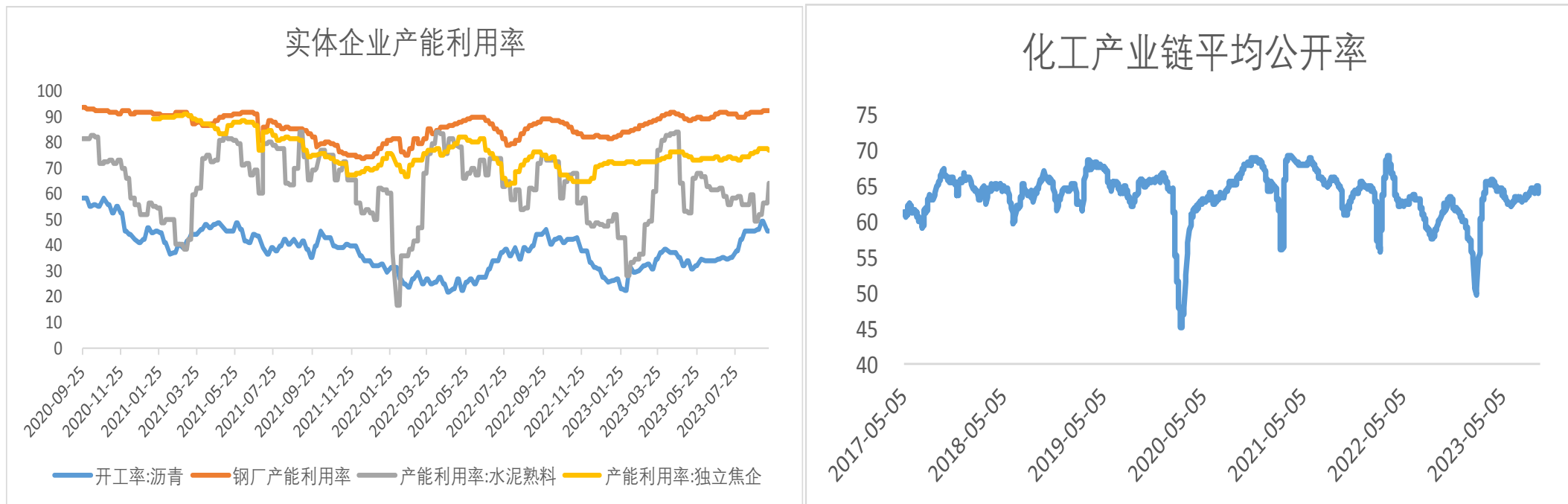
截止9月15日，全国28大中城市地铁客运量大幅下降，周度日均7180.1万人次，较去年同期增26.5%，较2021年同期增长12.4%，服务业经济活动维持高位，周度环比季节性持续走弱。百城交通拥堵延时指数较上周季节性反弹，位于近三年高位水平，综合来看，服务业经济活动脉冲复苏减弱，趋于自然增长水平，周度环比分化。



数据来源：iFind，美尔雅期货

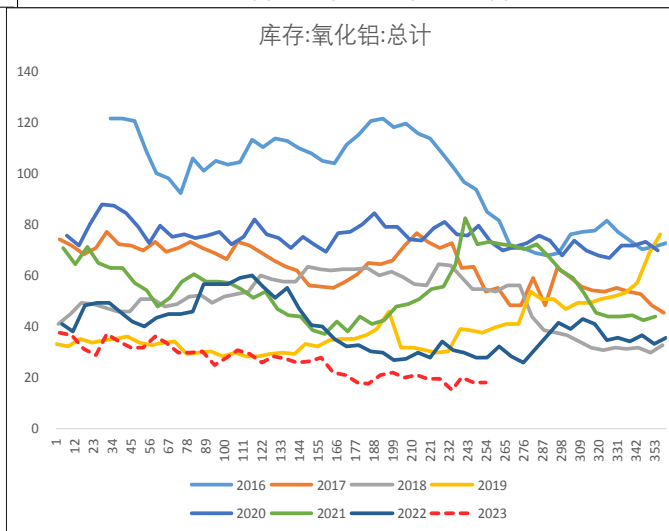
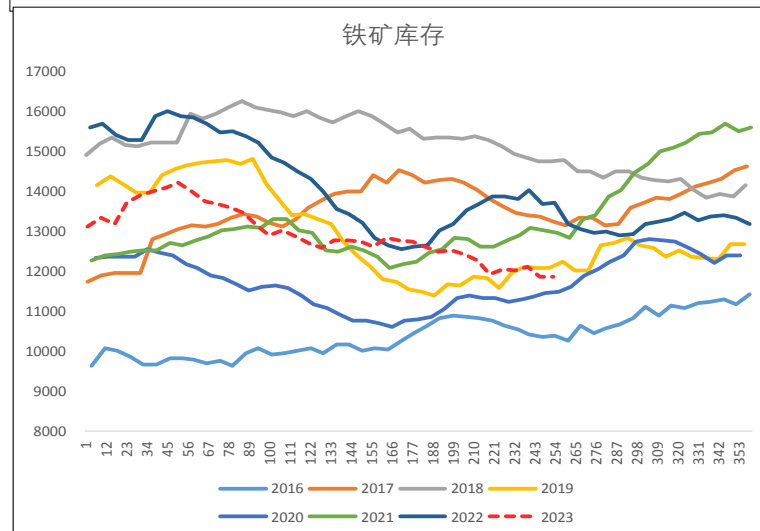
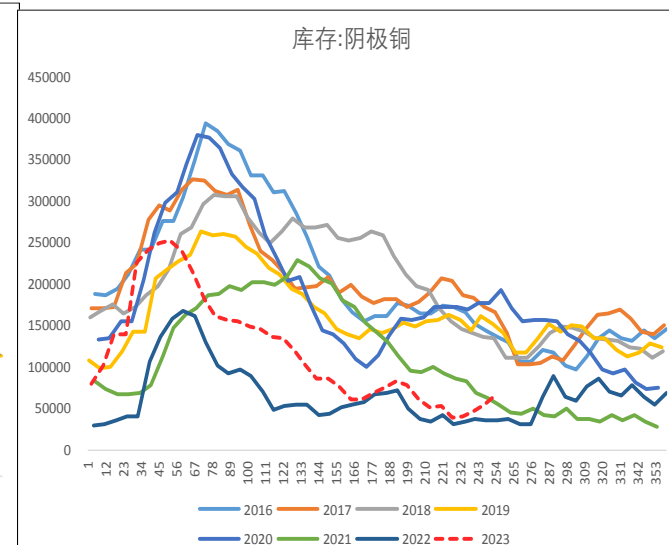
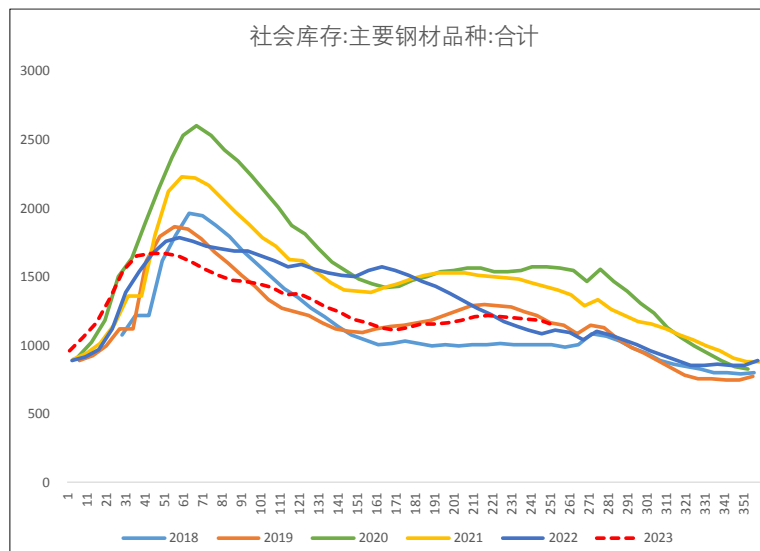
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率小幅回落，钢厂产能利用率回调0.11%，沥青产能利用率大幅回调4%，水泥熟料企业产能利用率大幅反弹7.8%，焦企产能利用率小幅回落0.46%，地产基建相关制造业产能利用率走势分化，表明制造业需求有所走弱，外需相关的化工产业链平均开工率较上周回落0.89%，综合来看，制造业内需和外需共振下降。



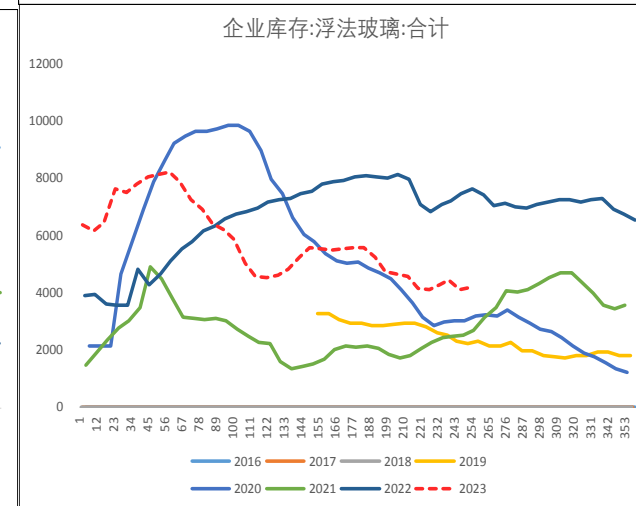
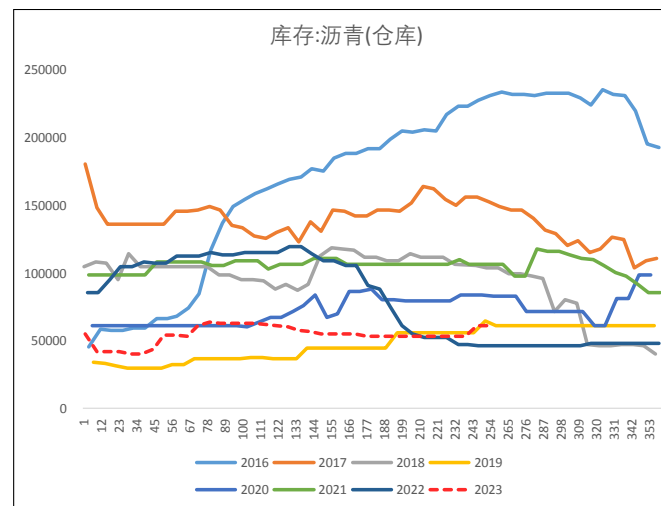
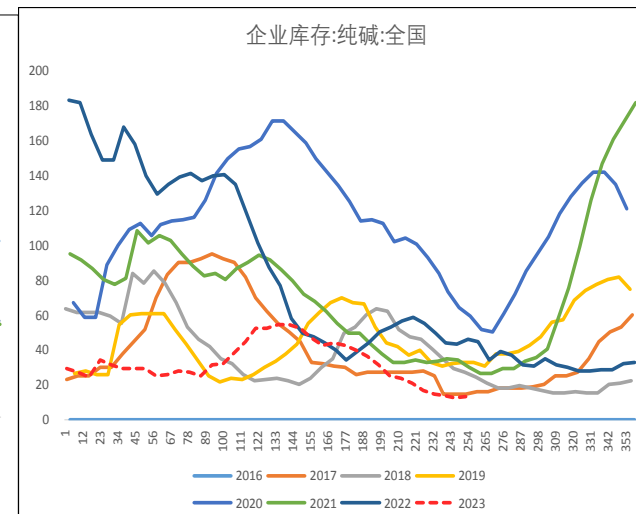
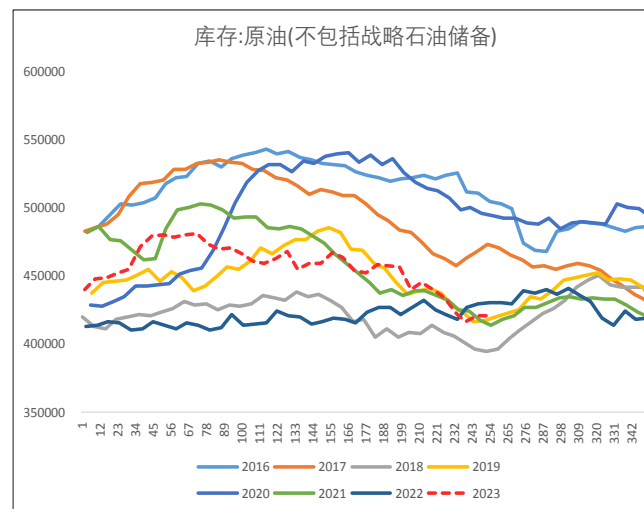
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 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，降库速度缓慢，铜库存持续反弹，回到2021年水平，铁矿库存小幅下降。
- ✓ 氧化铝的库存处于近6年以来低位水平，上周库存持平。



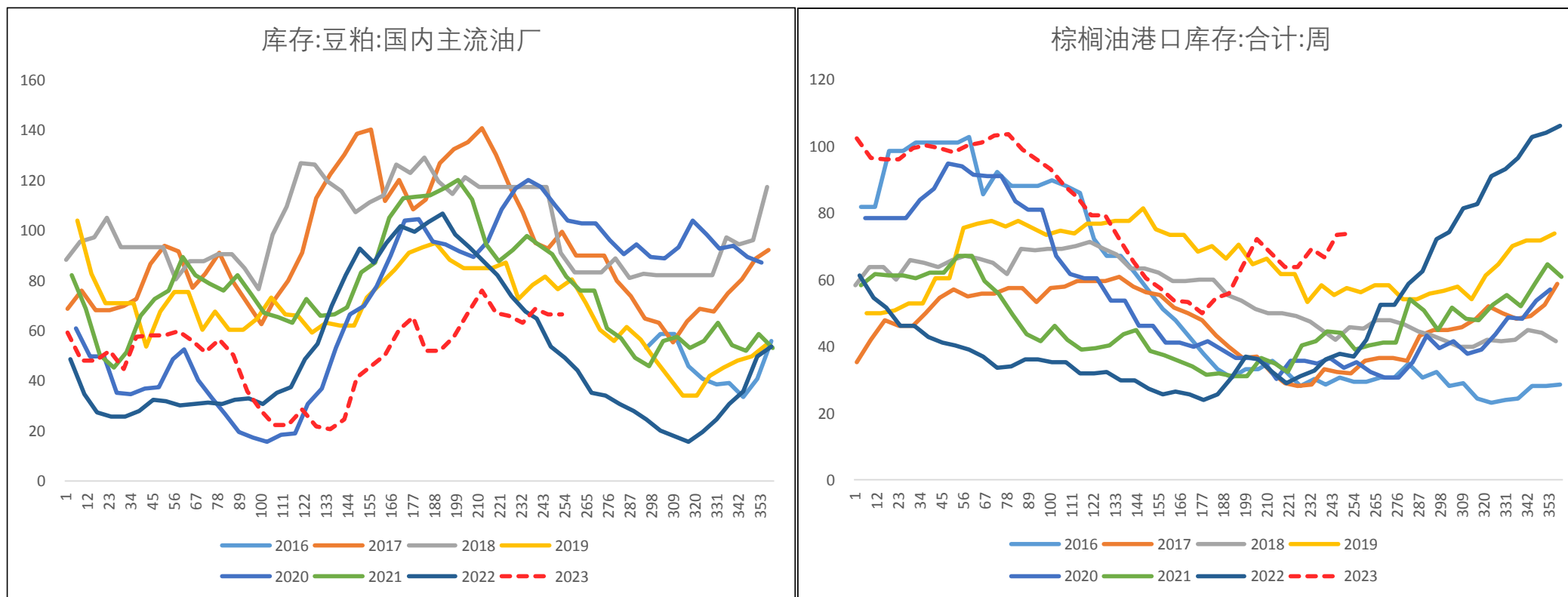
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存降至中性偏低水平附近，上周库存小幅反弹。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存小幅反弹，位于2019年水平
- ✓ 纯碱未来1个月位于季节性降库周期，上周库存持平，位于6年低位，驱动纯碱价格高位运行。
- ✓ 玻璃处于季节性累库过程，上周库存小幅反弹，驱动玻璃价格震荡调整



大宗商品分析——农产品库存

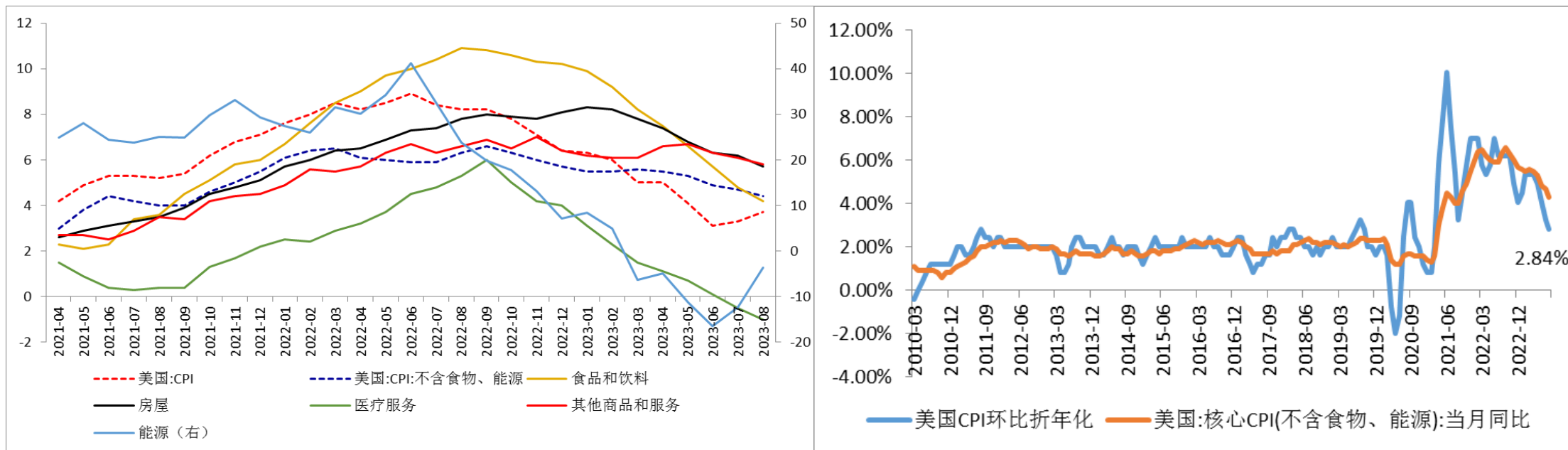
豆粕上周库存持平，回到2022年以上水平，未来1-2月开始季节性降库存周期，油脂库存开始季节性增加，上周库存持平，位于2016年以来高位，关注油脂价格持续调整风险，豆粕价格预计高位震荡为主。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

基本面分析——海外宏观

上周美国公布8月CPI数据，同比录得3.7%，小幅高于市场预期值3.6%和前值3.2%，核心CPI同比录得4.3%，符合市场预期，延续回落趋势，但是环比增速为0.3%，高于市场预期0.2%，时隔六个月首次加速上涨。环比折年率下降至2.84%。从通胀结构来看，能源分项大幅收窄，贡献通胀主要增量，食品饮料、房租、医疗等分项延续加速回落趋势，随着就业市场缺口逐步填补，核心通胀有望进一步回落至3.5%-4%区间，但考虑到能源价格持续上涨，若通胀反弹力度进一步扩大，或支持美联储年内再加息一次。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

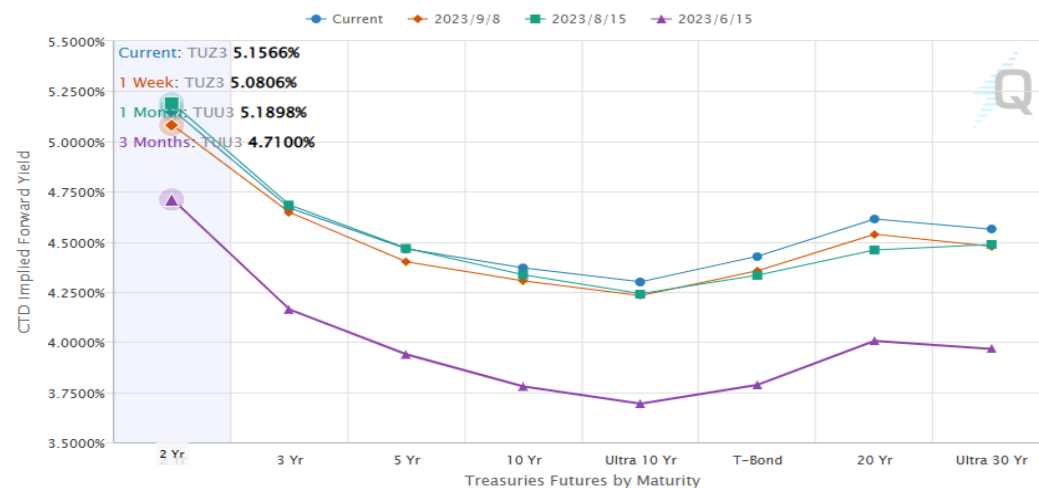
基本面分析——海外宏观

美国8月核心通胀延续回落趋势，非核心通胀在原油价格上涨的推动下超预期表现，但是市场却进一步加强美联储货币政策进入平息周期的预期。根据芝商所CME FedWatch工具显示，市场对于利率路径的预期年内11月或12月再加一次利息的概率调降至34%附近，大幅低于不加息的概率，此外明年3月降息的概率降至16%，推迟至6-7月降息，表明市场对美联储长时间维持平息周期有较高预期，经济的韧性推动长端利率上行。美国国债期货市场隐含的收益率再次反弹，2年期国债收益率从上周5.08%反弹至5.16%，十年期国债收益率从4.23%反弹至4.3%，收益率曲线倒挂程度变化不大。

MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	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%	98.0%	2.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.3%	27.1%	0.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.8%	34.4%	4.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	59.1%	32.5%	4.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	15.9%	53.3%	26.4%	3.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.1%	28.9%	43.9%	18.4%	2.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	17.4%	36.3%	31.3%	10.5%	1.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	11.4%	28.3%	33.4%	19.3%	5.1%	0.5%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.3%	8.3%	22.9%	31.8%	23.8%	9.6%	2.0%	0.2%
2024/11/7	0.0%	0.8%	5.6%	17.2%	28.3%	26.9%	15.2%	5.0%	0.9%	0.1%
2024/12/18	0.6%	4.3%	14.1%	25.3%	27.3%	18.3%	7.7%	2.0%	0.3%	0.0%

TREASURY FUTURES YIELD CURVE



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7bp至4.33%，再次接近前高，通胀预期反弹2bp，实际利率反弹5bp至1.98%，驱动风险资产价格震荡调整。美债10-2Y价差倒挂程度上周小幅缩窄3bp在-69bp。中美利差倒挂程度进一步加深7.7bp至-169.7bp，人民币在政策干预下大幅升值，离岸人民币升值1.15%。



数据来源：同花顺iFind，美尔雅期货

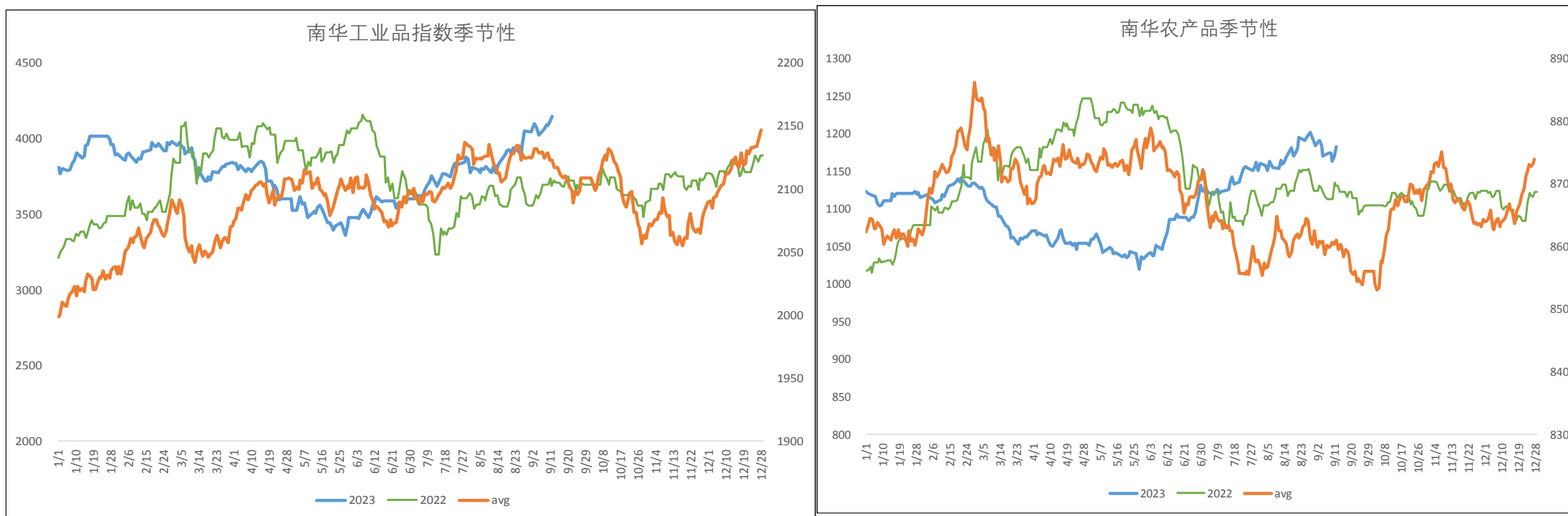
量化诊断——权益

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，上周市场持续震荡调整，国内刺激经济政策利多出尽后，股市进一步寻求市场底，预计9月中下旬将持续震荡筑底1-2周，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

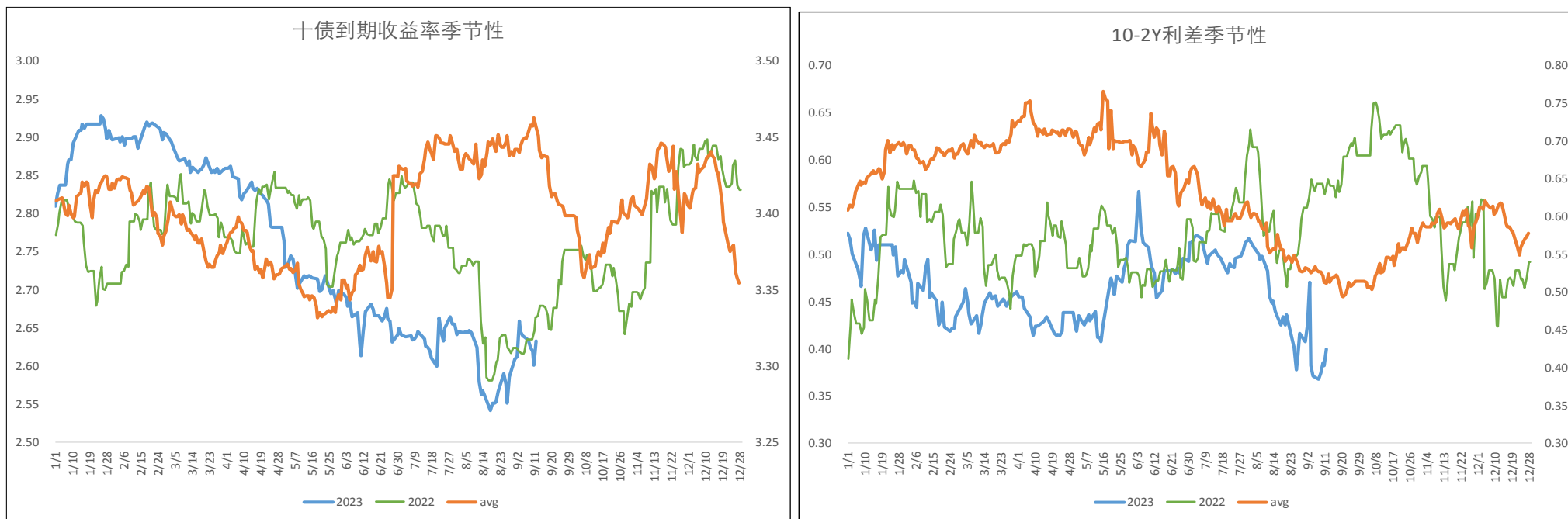
根据季节性规律分析，6月份后经济处于全年由弱转强阶段，大宗商品6-7月快速上涨后8-9月将高位震荡，农产品处于季节性下降阶段，天气炒作逐步进入尾声，预计整体维持高位震荡。上周工业品持续走强，农产品季节性回调，主要受国内人民币贬值预期影响，下周市场预计工业品高位震荡偏强运行，谨防调整风险，农产品处于天气炒作末期，短期预计高位调整。



数据来源: iFind, 美尔雅期货

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。上周受国内降准政策和偏强的8月实体经济数据驱动，市场走势偏震荡，利率债先反弹后下跌，收益率曲线小幅走陡。下周持续关注利率反弹和收益率曲线震荡走陡的机会，可回调积极做多10-2Y价差，反弹做空十债和三十债。



数据来源：iFind，美尔雅期货

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至2022年上海疫情时期的低点，面临三重底支撑，**量化模型信号上周维持看多**，上周市场延续震荡调整，短期预计震荡筑底，关注急跌破前低做多机会；**十债加权指数周线级别信号维持看空**，短期十债在国内地产、货币和财政政策的密集刺激下，有望进一步调整，整体判断国债为震荡偏空，建议反弹做空。



量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，文华商品指数上周**周线级别信号维持看空**，在国内刺激经济政策密集出台和制造业被动去库存周期背景下，工业品短期预计高位延续偏强运行，谨防调整风险；COMEX黄金加权指数上周**周线级别信号维持看空**，在美国实际利率持续反弹的背景下贵金属进一步震荡承压，短期预计延续震荡走势，关注1900-1930区间布局长线做多机会。



宏观日历

关注中国LPR利率报价，美联储9月议息会议来袭



本周财经日历中，中国将公布8月LPR利率，关注是否降息。

美国将公布8月地产新开工和Markit制造业PMI数据，以及美联储召开9月利率决议会议，关注联储主席释放的利率路径信号。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2023-09-18	22:00	美国NAHB房产市场指数	美国	低	50	
2023-09-19	20:30	美国新屋开工年化总数(户)	美国	中	1.452M	
2023-09-19	20:30	美国营建许可总数(户)	美国	高	1.443M	
2023-09-19	17:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	5.3	5.3
2023-09-19	17:00	欧元区不包括能源和食品HICP同比(%)	欧元区	低	6.6	6.2
2023-09-19	17:00	欧元区核心CPI环比(%)	欧元区	低	-0.1	0.3
2023-09-20	09:15	中国央行贷款市场报价利率(LPR)	中国	低	4.20	
2023-09-21	22:00	美国成屋销售年化总数(户)	美国	高	4.07M	
2023-09-21	20:30	美国初请失业金人数	美国	高		
2023-09-21	20:30	美国费城联储制造业指数	美国	高	12.0	
2023-09-21	22:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-16.0	
2023-09-22	15:30	德国Markit综合PMI	德国	低	44.6	
2023-09-22	21:45	美国Markit服务业PMI	美国	高	50.5	
2023-09-22	21:45	美国Markit制造业PMI	美国	中	47.9	
2023-09-22	21:45	美国Markit综合PMI	美国	中	50.2	
2023-09-22	16:00	欧元区Markit服务业PMI	欧元区	中	47.9	
2023-09-22	16:00	欧元区Markit制造业PMI	欧元区	中	43.5	
2023-09-22	08:30	日本服务业PMI	日本	中	54.3	
2023-09-22	07:30	日本全国CPI同比(%)	日本	低	3.3	
2023-09-22	07:30	日本全国核心CPI同比(%)	日本	中	3.1	
2023-09-22	08:30	日本日经/Markit制造业PMI	日本	低	49.6	

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