

国内经济仍在修复，美国通胀反弹

——大类资产周报（09.15）

本报告提及**本周指** 2023年9月11日-9月15日。

◆ 宏观数据与政策要闻

国内：1-8月社融保持平稳增长，政府债券发行提速，私人融资需求偏弱。工业生产边际回暖，上游原材料保持景气，下游需求相对低迷。固定资产投资继续放缓。民间固定资产投资连续4个月处于收缩区间。基建投资保持了较高的增速，或与近期专项债发行提速有关，高频数据指向7月以来基建实物工作量正在加速形成。1-8月房地产投资同比下滑8.8%，新开工、销售仍低迷，房企流动性加速恶化。

海外：8月美国通胀出现反弹迹象，四季度仍有加息可能。美国CPI环比0.60%，同比3.70%，较上月上涨0.40%。本次CPI上涨主要受能源分项大幅度上涨所致。未来油价或仍具备较强的增长态势，后续CPI仍有可能上行，四季度或再次迎来加息。

◆ 大类资产表现回顾

A股市场总体承压，全球重要股指中道琼斯工业指数上涨0.12%，纳斯达克指数下跌0.39%，标普500下跌0.16%。恒生金融类指数上涨1.15%，恒生科技指数上涨0.58%。富时100、日经225、韩国综指涨幅居前。

十年期国债收益率周五收于2.64%，本周上行0.25BP，十年国开债到期收益率周五下行5.38bp。10yr-1yr期限利差下行3.5BP，信用利差下行2.54BP。

本周Wind商品指数上涨3.02%，黑色、能源、化工、农副产品涨幅靠前。本周生猪期货价格上涨3.5%，原油期货上涨6.02%。COMEX黄金期货(活跃)结算价格上涨0.21%，COMEX铜期货(活跃)结算价格上涨2.27%。

美元指数上涨0.26%，人民币兑篮子货币涨多跌少。

◆ 大类资产配置建议：

8月的各项经济数据，除地产外，均有改善迹象，但由于疫后修复阶段叠加中国经济转型换挡的特殊背景下，目前的改善程度不足支撑持续性好转的判断，尤其是房地产整体仍然处于非常低迷的状态，私人部门融资需求不足，宽信用尚未开启。本周国债收益率V形调整，显示出市场对于宽货币利多出尽和基本面修复的担忧。由于一线城市地产政策接连放松，以及考虑到汇率的平衡、货币政策有限的作用，短期进一步宽货币的概率不高，利率债短期存在一定调整压力，但目前内需动能实际上并未明显回升，长端利率大幅回升的可能性较低，中期视角下宽货币仍有空间，利率超过2.65%仍有配置价值。股市方面，短期受资金外流影响较大，但在政策积极发力的情况下，基本面向下空间有限，叠加美联储加息渐进尾声，此时或仍为A股较好的配置时机。

◆ 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。

请阅读正文之后的信息披露和重要声明

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-国内政策积极呵护，美国服务业回暖》 2023-09-11
《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

正文目录

一、 本周宏观数据解读	3
二、 大类资产表现回顾	6
(一) 一周概览	6
(二) 股市	6
(三) 债市	7
(四) 大宗商品	8
(五) 外汇	9
三、 大类资产展望	10
四、 风险提示	10

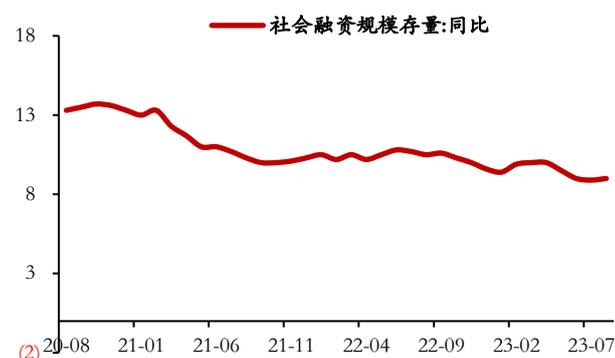
图表目录

图 1 社融 (%)	3
图 2 贷款 (亿)	3
图 3 工业增加值 (%)	3
图 4 工业增加值:分行业 (%)	3
图 5 社零:两年复合:累计同比 (%)	3
图 6 固定资产投资完成额:累计同比 (%)	4
图 7 沥青开工率、水泥发运率 (%)	4
图 8 房屋新开工、竣工、销售面积:当月同比 (%)	4
图 9 房地产开发资金来源:当月同比 (%)	4
图 10 美国 CPI (%)	5
图 11 本周 A 股指数变化 (%)	6
图 12 全球重要指数涨跌幅 (%)	6
图 13 公开市场操作	7
图 14 资金利率 (%)	7
图 15 国债收益率 (%)	7
图 16 国债期限利差(bp)	7
图 17 信用利差(bp)	8
图 18 美国国债收益率 (%)	8
图 19 市场预期美联储加息概率 (9月17日发布)	8
图 20 Wind 商品期货指数	8
图 21 生猪、原油期货今年以来累计涨幅 (%)	8
图 22 COMEX 黄金结算价格 (美元/盎司)	9
图 23 COMEX 铜结算价格 (美分)	9
图 24 原油期货结算价 (美元/桶)	9
图 25 美国原油和石油产品库存 (百万桶)	9
图 26 美元指数	9
图 27 人民币兑篮子货币周涨跌幅 (%)	9

一、本周宏观数据解读

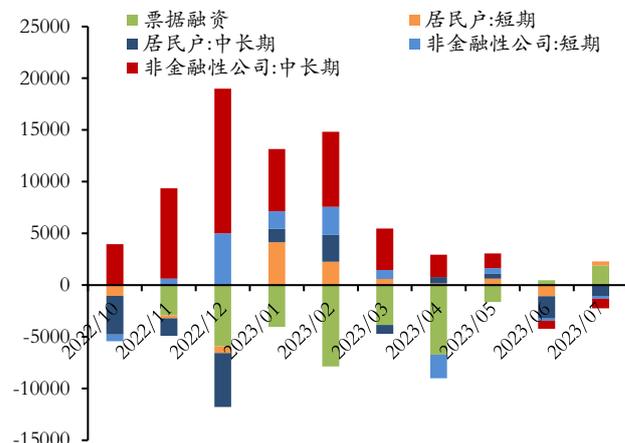
1-8月社融保持平稳增长，政府债券发行提速，私人融资需求偏弱。8月新增社会融资规模3.12万亿元，同比多增6525亿元，1-8月累计新增25.2万亿，同比多增9548亿。社融存量同比9.0，较上月上涨0.1个百分点。从结构来看，政府债券融资是主要支撑，6月以来政府债券发行明显提速，与前期政策铺垫一致；从信贷结构来看，居民和实体经济中长期贷款同比仍在收缩，票据冲量的特征仍比较明显。

图 1 社融 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2 贷款 (亿)



资料来源：Wind，万和证券研究所

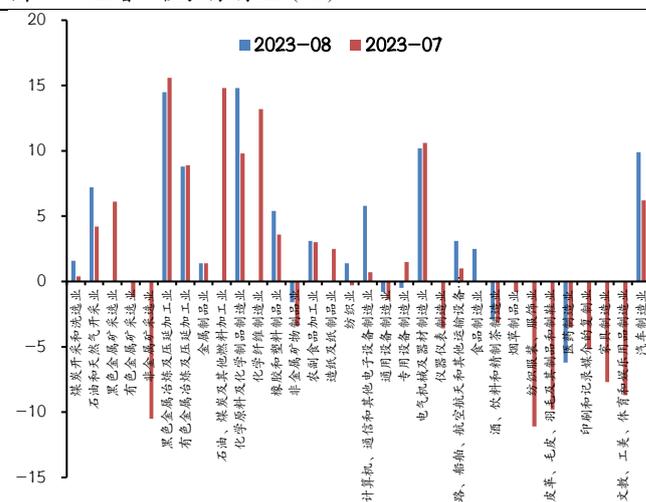
工业生产边际回暖，上游原材料保持景气，下游需求相对低迷。1-8月工业增加值同比3.9%，较上月提高0.1个百分点，环比增长0.5%。行业分化比较明显，上游原材料行业增长较快，下游行业相对疲软，计算机通信、汽车制造行业改善较多。

图 3 工业增加值 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

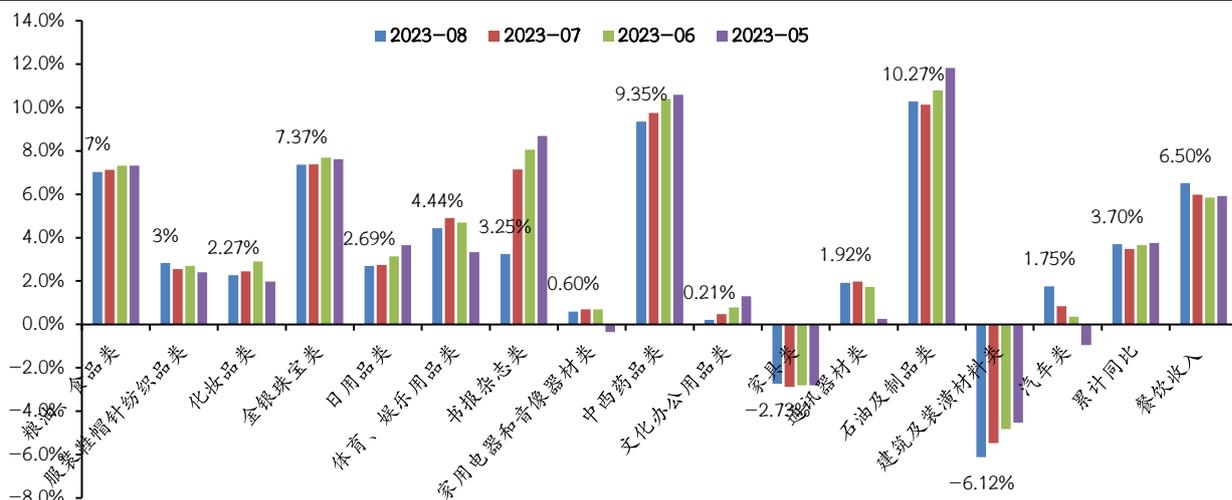
图 4 工业增加值：分行业 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

社零保持平稳，珠宝、餐饮等仍保持高景气，消费电子、汽车逐月修复，地产家居类持续萎缩。1-8月社零总额累计增长7%，由于基数原因较上月下滑0.3%，两年复合平均增长3.7%，较1-7月增速小幅抬升。

图 5 社零：两年复合：累计同比 (%)

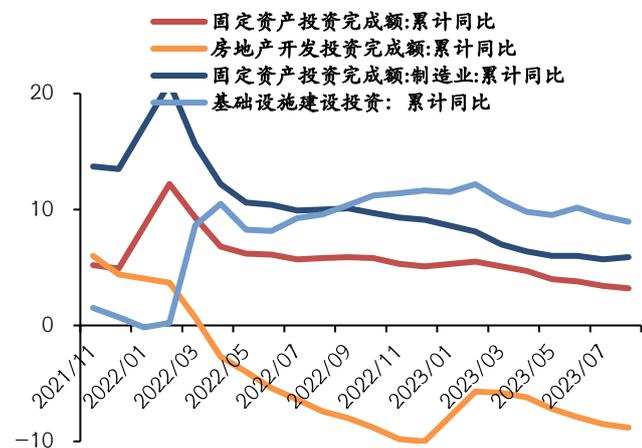


资料来源：Wind，万和证券研究所

固定资产投资继续放缓。1-8月固定资产完成额累计同比3.2%，增速较1-7月继续放缓0.2个百分点。民间固定资产投资累计下降0.7%，连续4个月处于收缩区间。三大领域投资中，制造业投资1-8月累计增长5.9%，基础设施投资同比增长9.41%，基建投资保持了较高的增速，或与近期专项债发行提速有关，高频数据指向7月以来基建实物工作量正在加速形成。

1-8月房地产投资同比下滑8.8%，新开工、销售仍低迷，房企流动性加速恶化。8月当月房屋新开工面积同比-23.05%，前值-26.48%，房屋销售金额同比-23.73%，前值-24.07%，房屋竣工面积同比10.08%，前值32.71%。由于房地产竣工周期尚未结束，需求端过于疲软，狭义住宅库存去化时间显著上升至23个月，而由于新开工持续负增，广义住宅库存持续下降，去化时间保持在15个月左右。8月房企开发资金来源同比下降26%，房企流动性加速恶化。

图6 固定资产投资完成额：累计同比 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

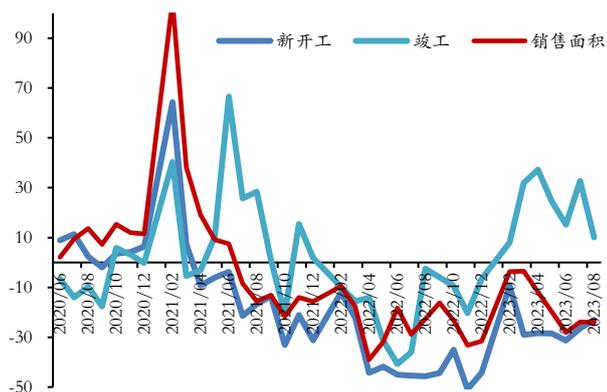
图8 房屋新开工、竣工、销售面积：当月同比 (%)

图7 沥青开工率、水泥发运率 (%)

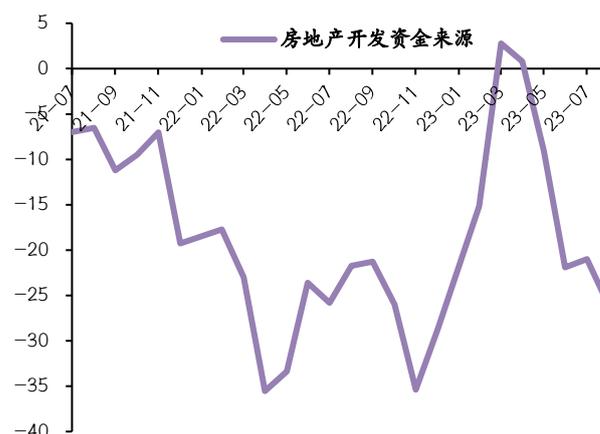


资料来源：Wind，万和证券研究所

图9 房地产开发资金来源：当月同比 (%)



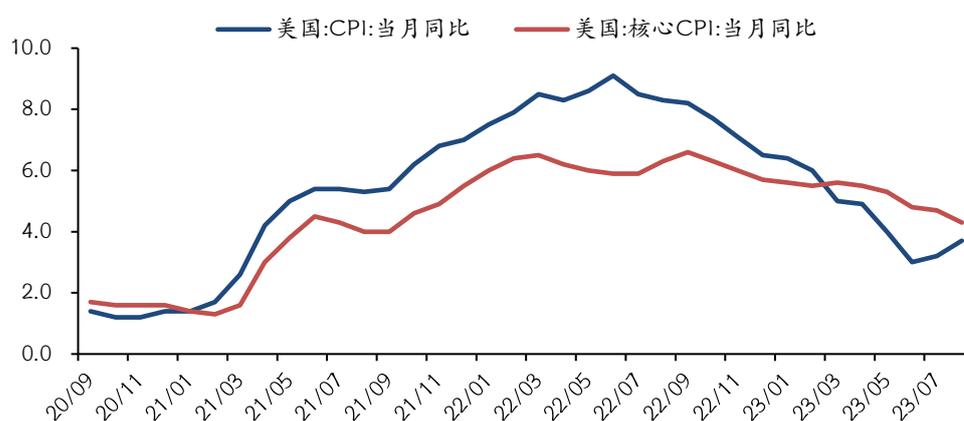
资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

8月美国通胀出现反弹迹象，四季度仍有加息可能。美国CPI环比0.60%，同比3.70%，较上月上涨0.40%。核心CPI环比0.30%，同比4.30%较上月下降0.40%。从CPI的四个分项来看，本次CPI上涨主要受能源分项大幅度上涨所致。能源方面，OPEC和俄罗斯的原油减产延期策略恶化了国际原油的供需失衡，WTI和布伦特原油价格指数连续上涨，导致能源CPI大幅的上涨；核心服务方面，美国房地产持续降温，CS二手房价格指数连续下滑，核心服务CPI同比缓慢下降；核心商品方面，美国Manheim二手车价格指数8月小幅度回弹，但整体仍处历史低位，累加车企员工的罢工活动，核心商品CPI同比下降；食品方面，8月以来CRB食品期货价格指数持续下跌，带动食品CPI下跌。从核心CPI来看，半粘性的核心商品CPI和粘性的核心服务CPI同比走低，有下降趋势。虽然核心通胀有放缓迹象，但美国整体通胀出现超预期反弹，未来油价仍具备较强的增长态势，在房价和二手车价格保持稳定的情况下，后续CPI仍有可能上行，四季度或再次迎来加息。

图10 美国CPI (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

房地产领域政策继续优化。深圳优化调整购房政策：离异三年内再婚或复婚家庭购房，按照现有家庭的房产套数计算，不再追溯离异前家庭名下拥有房产套数。9月12日，郑州市发布《关于进一步支持合理住房需求的通知》，取消二环内住房限购政策等购房消费限制性规定，取消住房销售限制年限规定，支持居民刚性和改善性购房需求。

央行降准0.25%。为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%，本次降准预计释放中长期流动性超过5000亿元，有效降低银行负债成本。

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	本期涨跌幅 (%)	上期涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
股票	000001.SH	上证综指	3117.74	0.03	-0.53	-0.07	0.92
	399001.SZ	深证成指	10144.59	-1.34	-1.74	-2.63	-7.91
	000905.SH	中证 500	5704.66	-0.07	-0.73	-0.61	-2.72
	399006.SZ	创业板指	2002.73	-2.29	-2.40	-4.75	-14.66
	000852.SH	中证 1000	6079.06	-0.38	-0.08	-0.41	-3.22
	000300.SH	沪深 300	3708.78	-0.83	-1.36	-1.50	-4.21
债券	CBA00301.CS	中债总财富指数	223.41	0.12	-0.39	-0.36	3.29
	CBA00603.CS	中债公债	127.09	0.05	-0.48	-0.56	1.66
	CBA01203.CS	中债金融债	126.89	0.03	-0.38	-0.43	0.41
	CBA02703.CS	中债信用债	118.76	0.07	-0.27	-0.21	1.57
	885009.WI	货币基金指数	1653.43	0.03	0.03	0.07	1.34
大宗商品	GC.CMX	COMEX 黄金	1945.60	0.15	-1.25	-1.03	6.54
	SI.CMX	COMEX 白银	23.31	0.57	-5.57	-6.07	-3.06
	HG.CMX	COMEX 铜	3.80	2.18	-3.57	-0.64	-0.34
	CL.NYM	NYMEX 原油	91.20	4.22	1.96	9.05	13.63
外汇	USD.XFX	美元指数	105.34	0.26	0.76	1.65	1.78
	USDCNY.IB	美元兑人民币	7.27	-0.99	1.08	-0.29	4.57
	EURCNY.IB	欧元兑人民币	7.77	-1.23	-0.06	-1.48	5.55
	JPYCNY.IB	100 日元兑人民币	4.92	-1.19	-0.23	-1.30	-6.48
港股	HSI	恒生指数	18182.89	-0.11	-0.98	-1.08	-8.08
	HSHK35	恒生香港 35	2323.53	-0.05	-2.35	-2.40	-14.09
	HSF	恒生金融类指数	30352.18	1.15	-0.50	0.65	-6.45
	HSCI	恒生综指	2747.85	0.35	-0.80	-0.45	-7.61
	HSHKMS	恒生科技	2392.20	0.58	0.31	0.89	-12.35
美股	DJI.GI	道琼斯工业指数	34618.24	0.12	-0.75	-0.30	4.44
	IXIC.GI	纳斯达克指数	13708.34	-0.39	-1.93	-2.33	30.97
	SPX.GI	标普 500	4450.32	-0.16	-1.29	-1.27	15.91

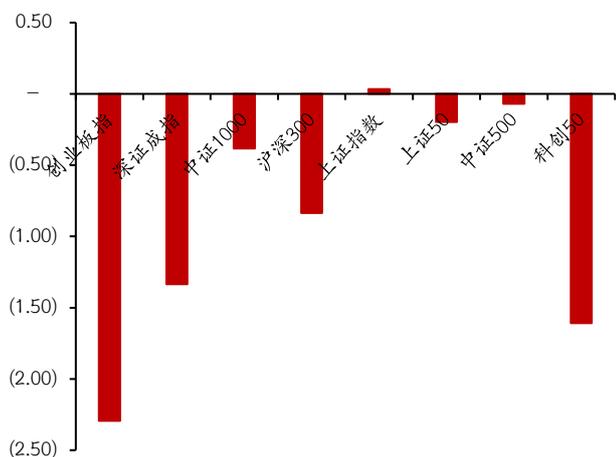
(二) 股市

A 股：本周 A 股市场总体承压，上证指数小幅上涨 0.03%，沪深 300 下跌 0.83%，创业板指数下跌 2.29%，深证成指下跌 1.34%。

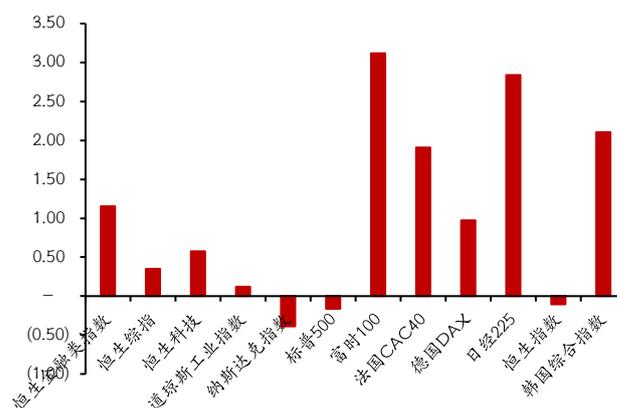
全球重要股指中：道琼斯工业指数上涨 0.12%，纳斯达克指数下跌 0.39%，标普 500 下跌 0.16%。恒生金融类指数上涨 1.15%，恒生科技指数上涨 0.58%。富时 100、日经 225、韩国综指涨幅居前。

图 11 本周 A 股指数变化 (%)

图 12 全球重要指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

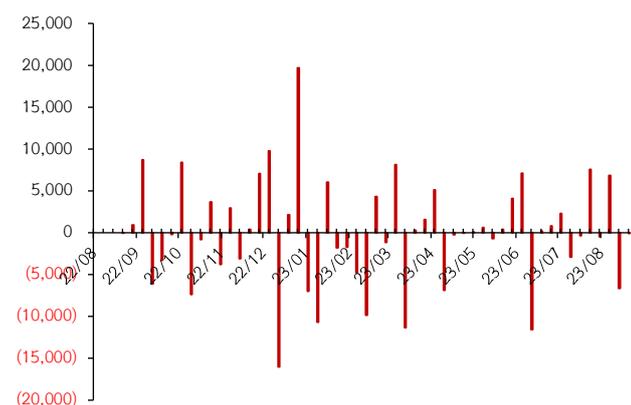


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(三) 债市

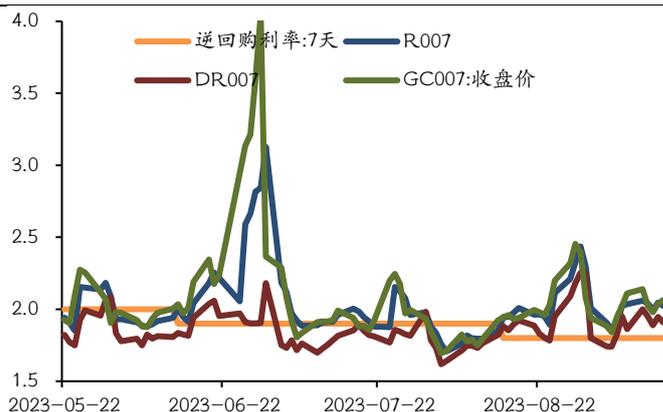
本周央行在公开市场累计净回笼资金 70 亿元, 资金拆借利率总体小幅下行, 周五 R007 利率收于 2.041%, DR007 收于 1.9079%, 交易所资金 GC007 利率收于 2.065%。

图 13 公开市场操作



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 14 资金利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

十年期国债收益率周五收于 2.64%, 本周上行 0.25BP, 十年国开债到期收益率周五收于 2.7075%, 较上周五下行 5.38bp。10yr-1yr 期限利差下行 3.5BP 至 50.73bp, 信用利差下行 2.54BP 至 56.75bp。

图 15 国债收益率 (%)

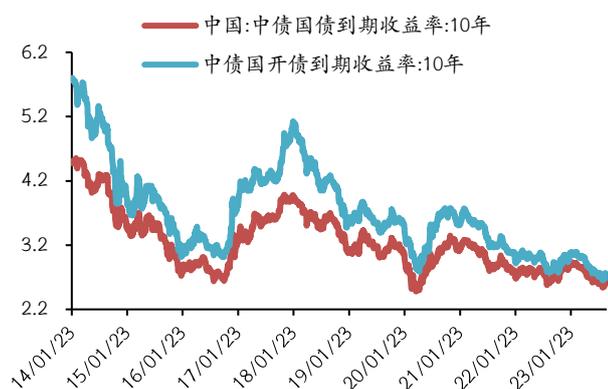
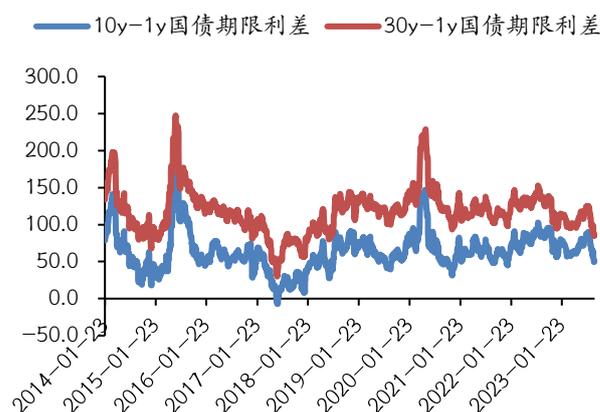


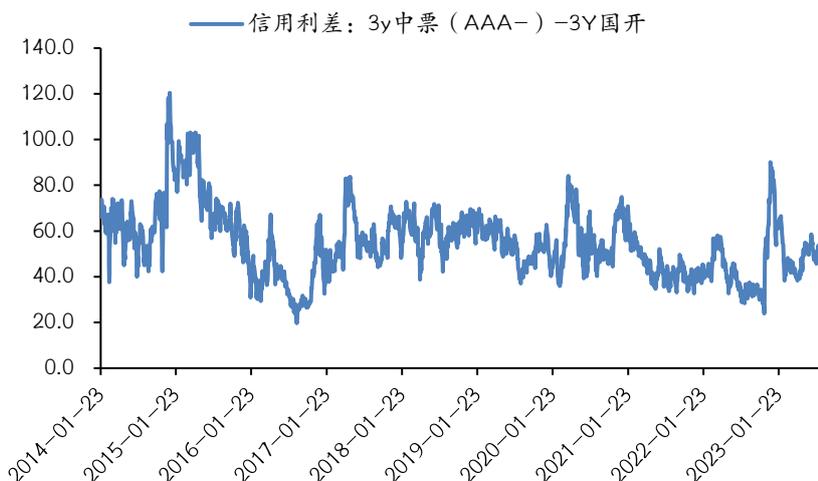
图 16 国债期限利差(bp)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

资料来源: Wind, 万和证券研究所

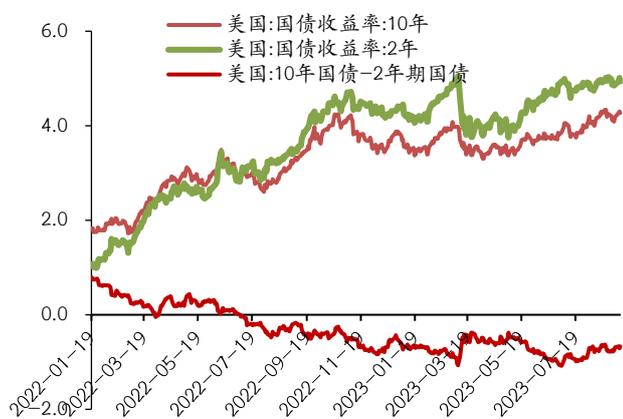
图 17 信用利差(bp)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

10年期美国国债收益率上行7bp至4.33%，2年期美债收益率上行4bp至5.02%，10年-2年收益率为-0.69%，较上周收窄3bp。随着美国通胀有所反弹，市场预期美联储将政策利率维持在限制性水平的的时间将有所延长。

图 18 美国国债收益率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 19 市场预期美联储加息概率(9月17日发布)

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

资料来源: FedWatch Tool, ¹万和证券研究所

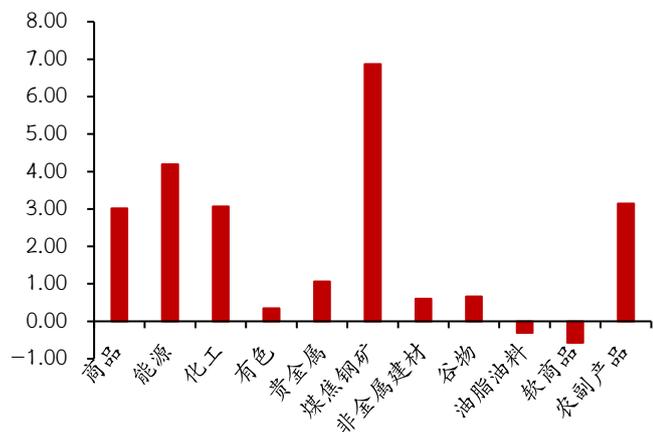
(四) 大宗商品

本周 Wind 商品指数上涨 3.02%，黑色、能源、化工、农副产品涨幅靠前。本周生猪期货价格上涨 3.5%，原油期货上涨 6.02%。COMEX 黄金期货(活跃)结算价格上涨 0.21%，COMEX 铜期货(活跃)结算价格上涨 2.27%。

图 20 Wind 商品期货指数

图 21 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>



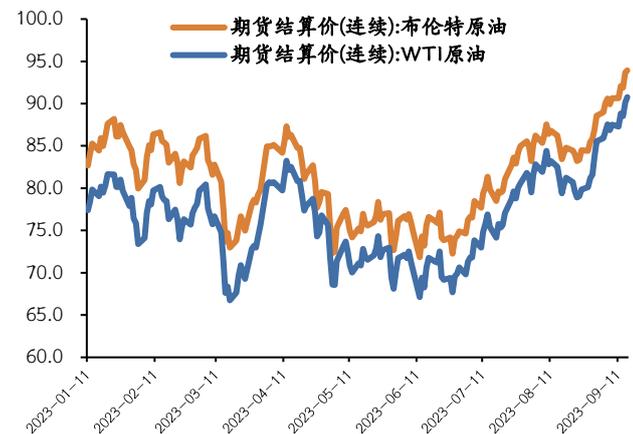
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 22 COMEX 黄金结算价格 (美元/盎司)

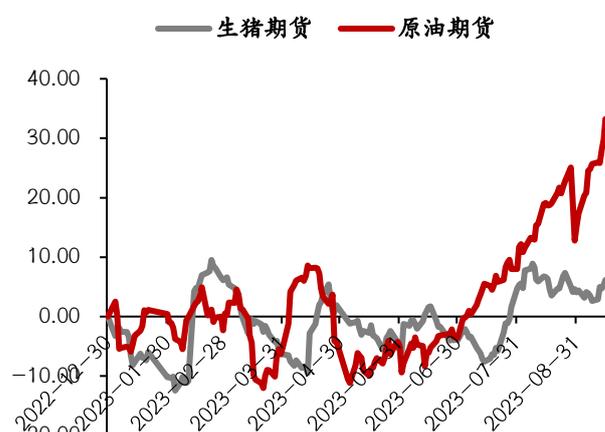


资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 24 原油期货结算价 (美元/桶)

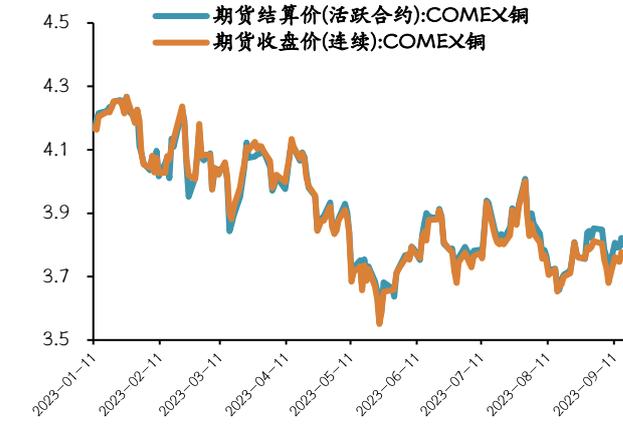


资料来源: Wind, 万和证券研究所



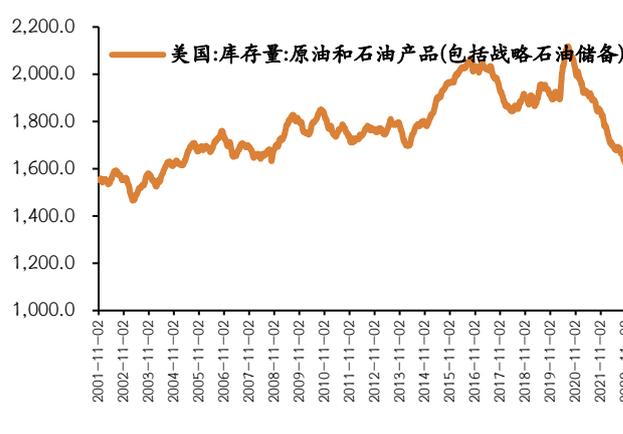
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 23 COMEX 铜结算价格 (美分)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 25 美国原油和石油产品库存 (百万桶)



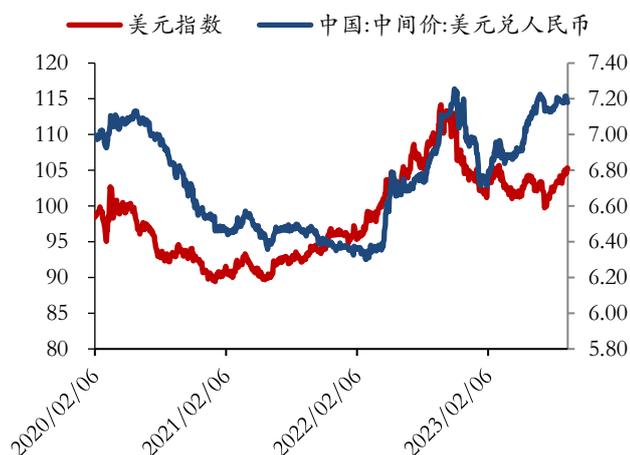
资料来源: Wind, 万和证券研究所

(五) 外汇

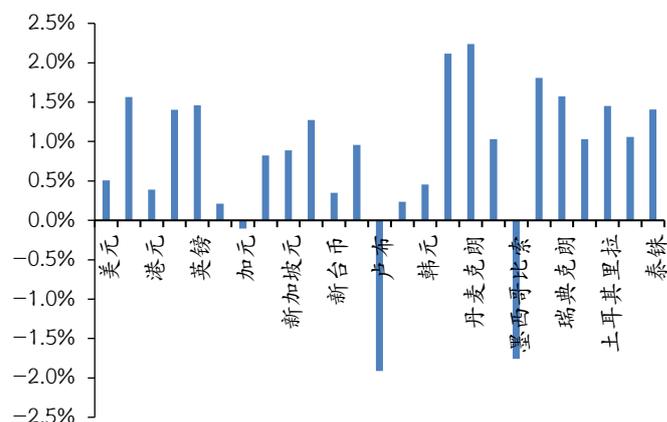
本周美元指数上涨 0.26%，人民币兑篮子货币涨多跌少。

图 26 美元指数

图 27 人民币兑篮子货币周涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所



资料来源: Wind, 万和证券研究所

三、大类资产展望

8月的各项经济数据,除地产外,均有改善迹象,但由于疫后修复阶段叠加中国经济转型换挡的特殊背景下,目前的改善程度不足支撑持续性好转的判断,尤其是房地产整体仍然处于非常低迷的状态,私人部门融资需求不足,宽信用尚未开启。

本周在降准落地、降息落空的情况下,国债收益率V形调整,显示出市场对于宽货币利多出尽和基本面修复的担忧。由于一线城市地产政策接连放松,以及考虑到汇率的平衡、货币政策有限的作用,短期进一步宽货币的概率不高,利率债短期存在一定调整压力,但目前内需动能实际上并未明显回升,长端利率大幅回升的可能性较低,中期视角下宽货币仍有空间,利率超过2.65%仍有配置价值。

股市方面,短期受资金外流影响较大,但在政策积极发力的情况下,基本面向下空间有限,叠加美联储加息渐进尾声,此时仍为A股较好的配置时机。

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>