



中州期货
Zhongzhou Futures

宏观周度报告

金国强

从业资格：F3065742

投资咨询：Z0014754

投资咨询业务资格：证监许可【2012】35号

2023.09.04



每周全球宏观市场逻辑回顾与展望：

全球宏观逻辑回顾与展望

基本面上看：上周，中美8月制造业PMI数据均超预期上行，中国地产行业迎多项放松政策，提振乐观情绪和预期。财政部出台减税政策，在涉及“一老一小”的个税专项附加扣除上加大力度，旨在降低居民成本，帮助增加可支配收入，帮助扩消费和投资。扩内需政策再加力且更具针对性。9月1日，央行宣布，自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。预计本次下调外汇存款准备金可以释放流动性约160亿美元，有助于缓解境内美元流动性紧张。目前来看，市场关注重心在于政策效果的验证、内生动能实质修复的强弱、基本面能否出现“拐点”。海外来看，美国非农就业数据喜忧参半，新增就业数超预期增加，但失业率回升，工资增长放缓；随后公布的PMI数据超预期回升，叠加美联储梅斯特表示通胀仍然过高，3.8%的失业率仍然较低，9月加息概率并未改变，但11月FOMC会议前仍存在博弈空间。

大类资产的表现上看：8月以来资产表现为：商品>美元>中债>贵金属>美债>A股。上周国内股市全面收涨，海外方面，纳指以及日经指数涨幅均超过3%。国内债市利率上行，10年期国债收益率小幅上行1.48bp至2.59%，海外主要经济体国债利率涨跌互现，相比前一周，10年期美债收益率下行7.00bp至4.18%。商品来看，多数品种收涨，国内文华商品指数涨幅为2.01%。截至9月1日，美元指数小幅上升8个BP报收104.28，仍保持在104以上。人民币汇率周中震荡，上周五央行下调金融机构外汇存款准备金率至4%，带动人民币明显升值。其他非美货币小幅震荡，日元小幅升值至1美元兑146.22日元；欧元兑美元报收1.078，较前一周下跌0.16%。

国内宏观高频数据方面：一方面，终端需求分化，地产销售仍弱。另一方面，服务消费各指标依然保持同期新高，不过环比动能减弱，因为暑假已经结束。8月制造业PMI延续回升，生产端是主要拉动力，需求虽延续改善，但幅度放缓，考虑到本月外需指标由降转升，内需回升动能暂弱。结合高频数据看，症结仍在地产。

本周全球宏观来看：国内方面，政策刺激不断，但仍需关注国内后续政策和市场共识。美国方面，目前仍旧是“通胀缓慢下降+经济强”的局面，对应就是可能不需要这么高的加息终点，但一定会high for longer的加息进程。从最新的CME FEDWATCH TOOL来看，9月份加息大概率暂停。市场进入加息末期阶段后，能明显感觉到预期差的空间越来越小，就业和通胀风险的平衡仍是美联储的最重要考量。我们认为，美国经济依然稳定，尤其是消费有韧性，治理通胀仍然是美联储首要目标。美联储降息的打开或不会那么快到来。国内来看，近期出台多项利好政策，短期情绪大概率回升。

风险及关注点

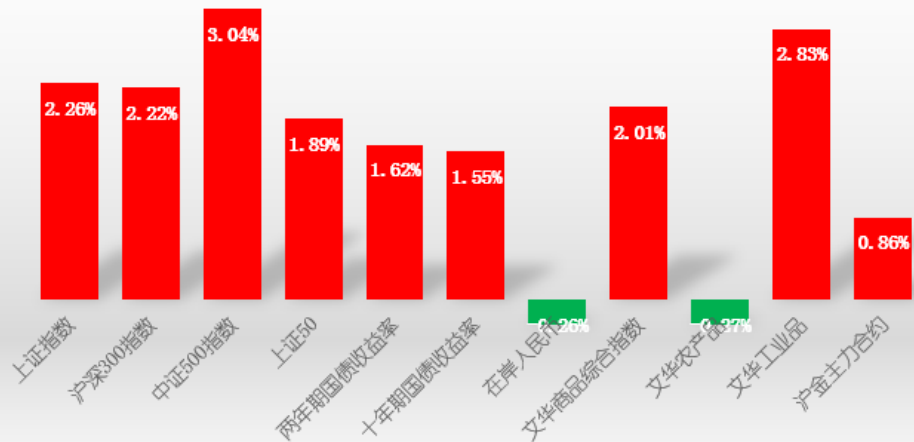
上行风险：国内政策刺激力度超预期

下行风险：海外宏观风险超预期；美联储加息决策超预期；消费恢复不及预期

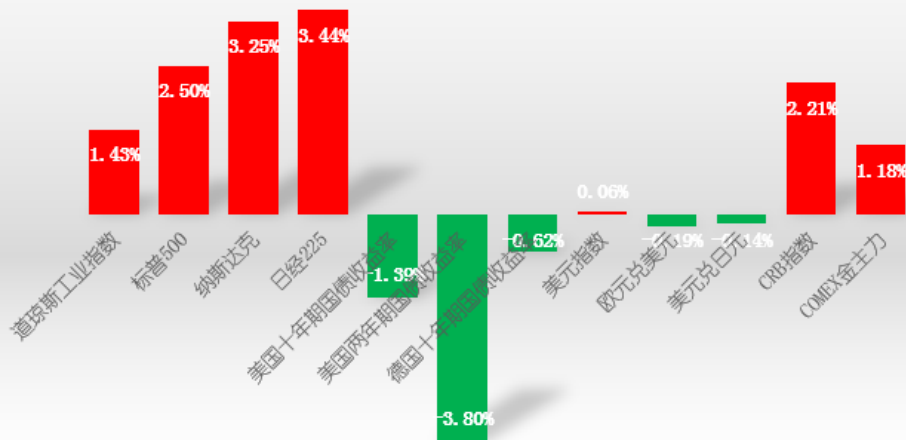


上周全球大类资产走势:

国内宏观大类资产周度表现

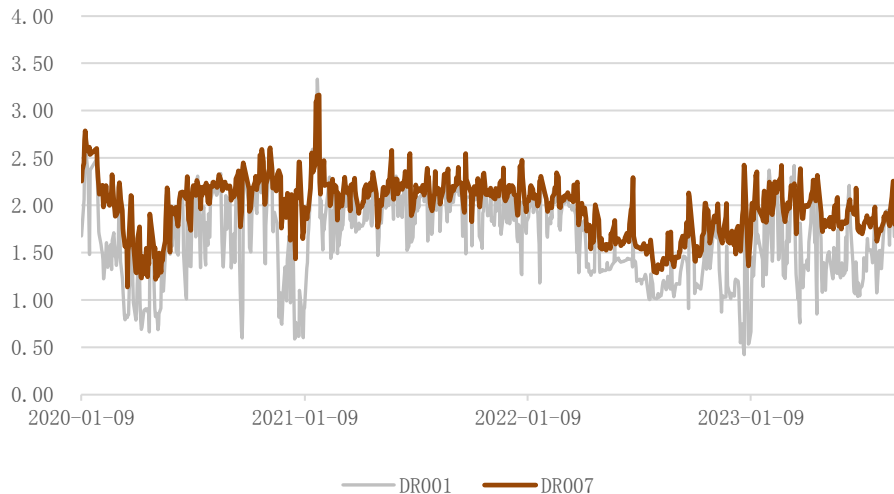


海外宏观大类资产周度表现

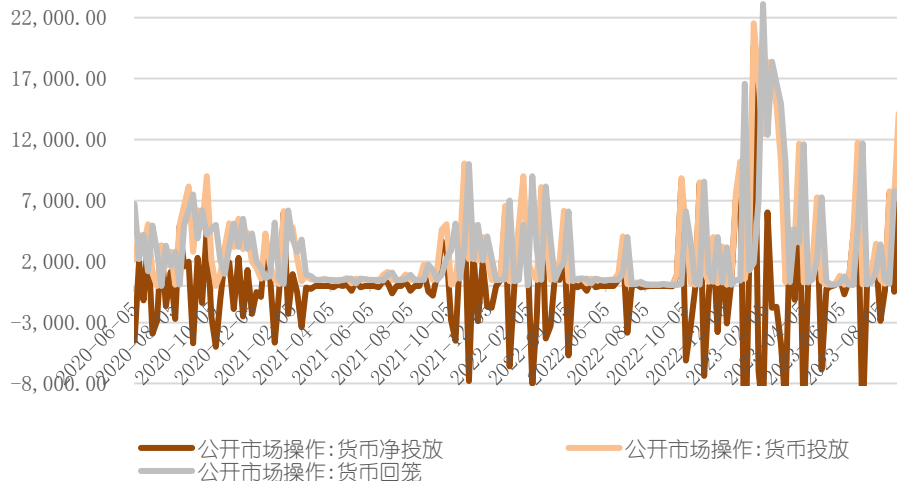




国内经济环境分析-流动性



公开市场操作

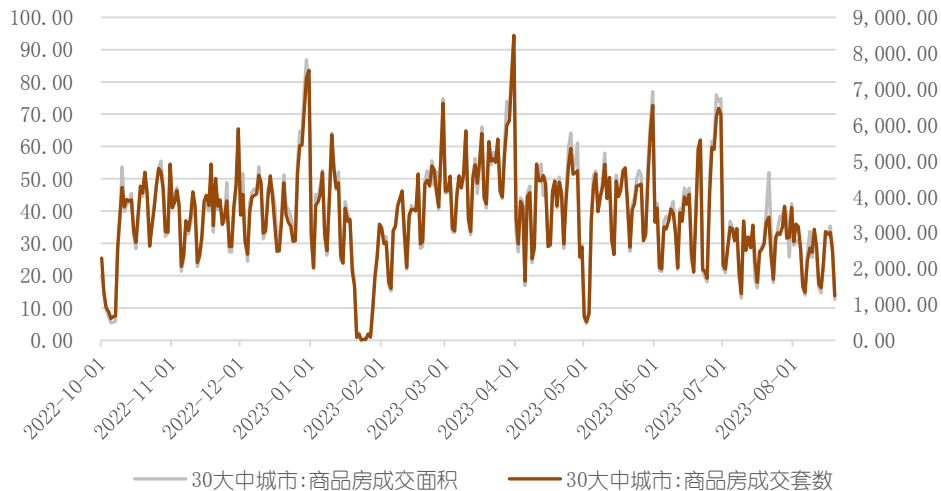
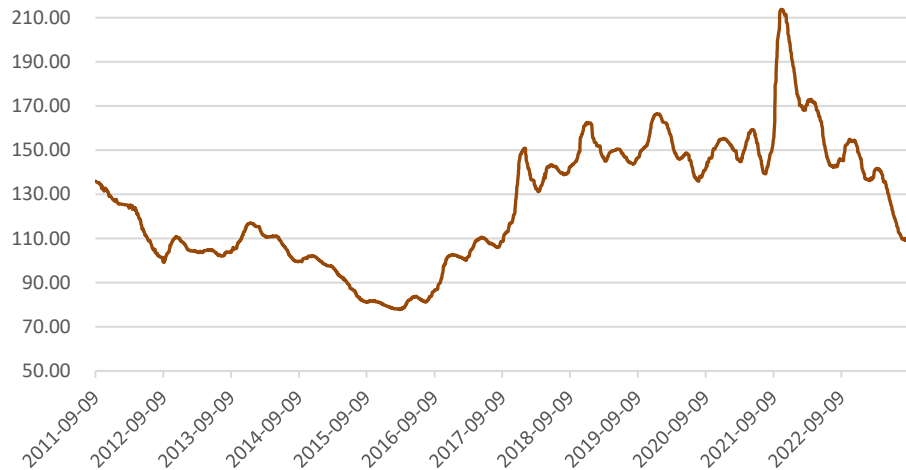


上周，8月资金面波动有所加大，降息后资金面反而有所收紧。临近月末，在央行大额逆回购操作的呵护下，市场流动性由紧转松，DR001升至两个月以来的高位、DR007与政策利率之间的利差持续扩大；而资金面在周四和周五有所好转，隔夜和7天回购利率显著回落。本周公开市场将有14090亿元7天逆回购到期，到期规模较大。



国内经济环境分析-供需端

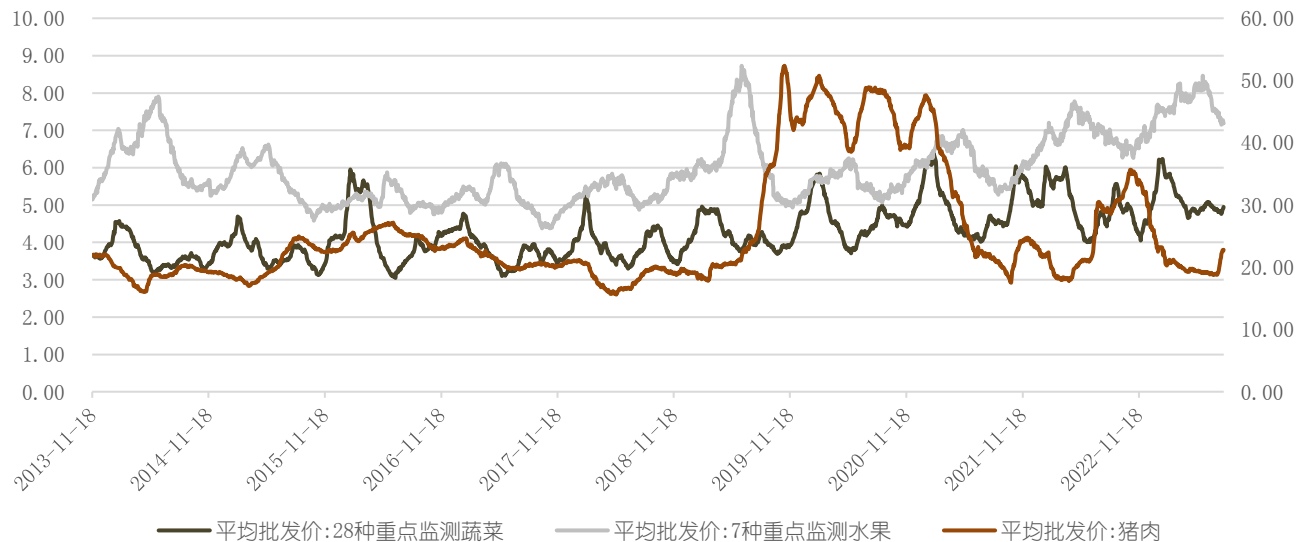
水泥价格指数:全国



上周全国水泥均价有所回落，企业库容比回落。8月下旬8月各口径地产销量均处同期新低，百城房价同比增速走平。不过值得注意的是，8月下旬35城地产销量在一二线城市的带动下，环比改善程度超季节性。销售低迷使得库存回补，8月十大城市商品房库销比上行至14.6个月，处2010年以来同期次高，仅低于2014年同期，而一线城市库销比已超2014年同期。8月百强房企拿地面积同比增速略升。



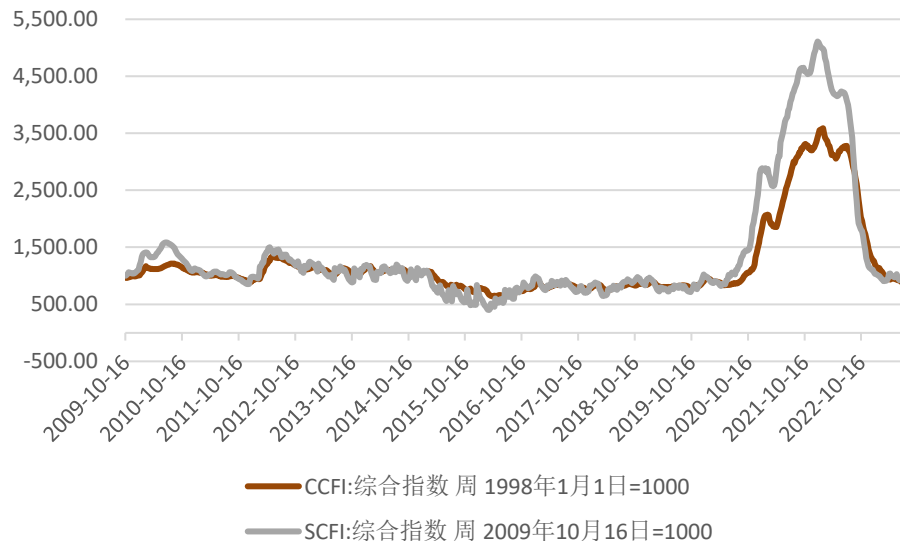
国内经济环境分析-供需端



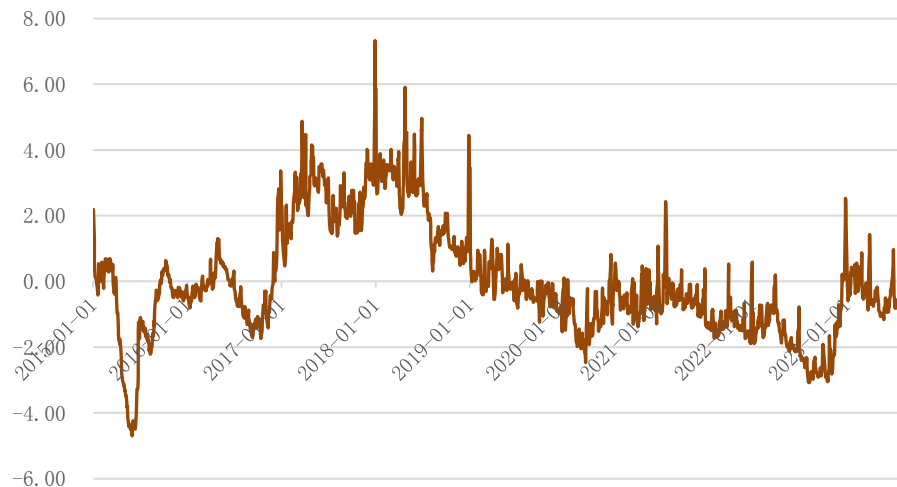
预计8月CPI环比回升、同比改善。



国内经济环境分析-外需方面



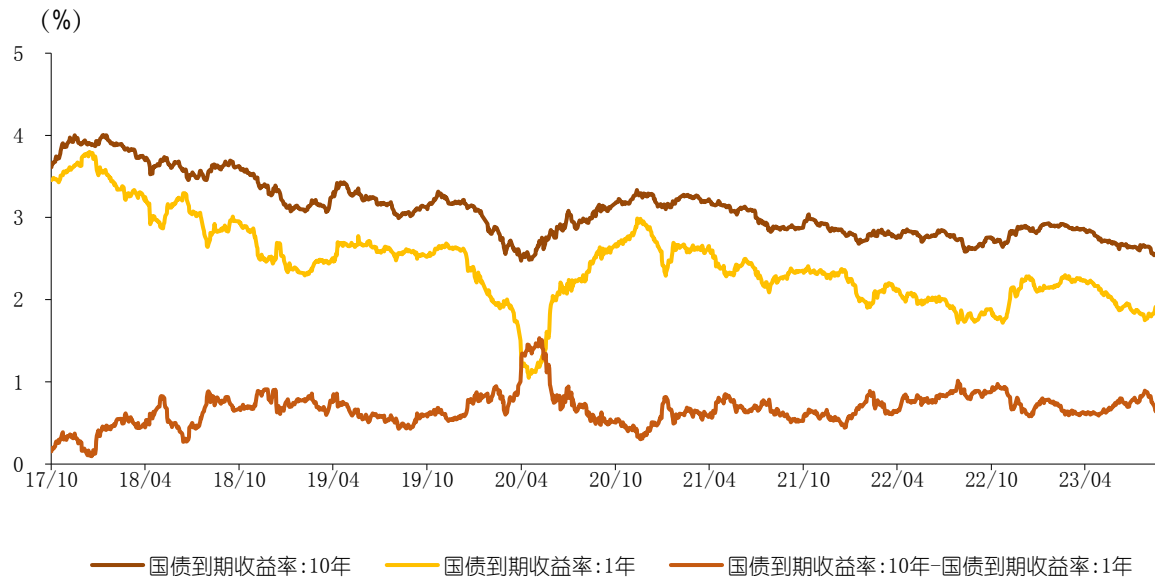
第一财经研究院中国金融条件指数(日) %



8月前27天货运量增速涨多跌少，上周货运流量指数回落。集、散和油运表现均不佳，CCFI指数转降，此前已连续四周上行；BDI指数和BDTI指数延续回落。

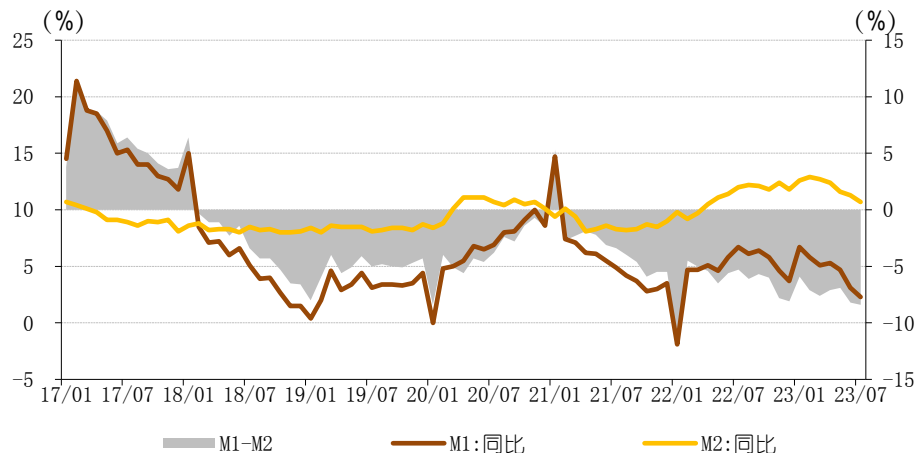
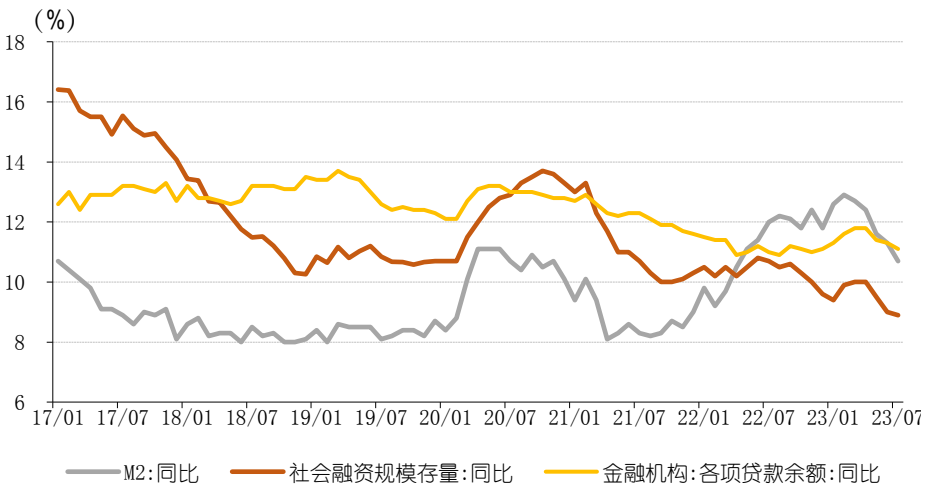


国内国债收益率曲线





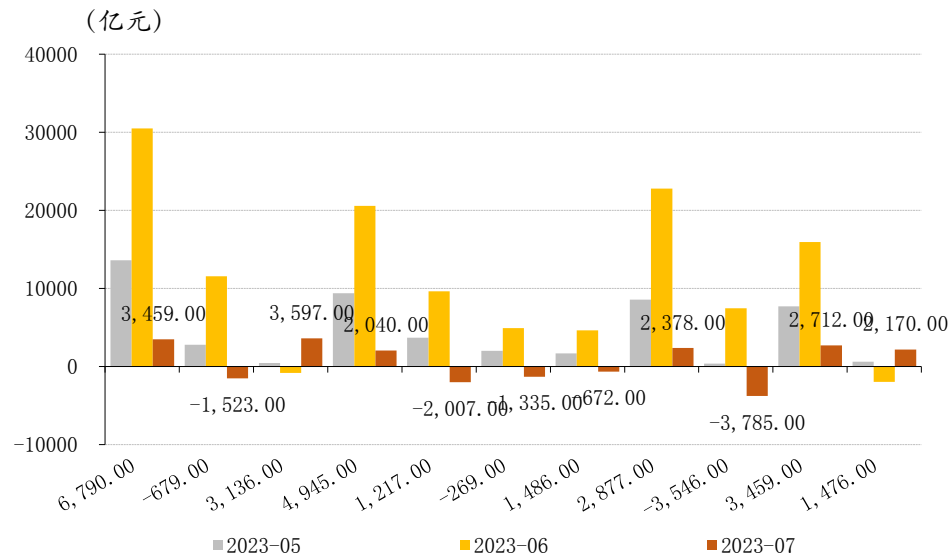
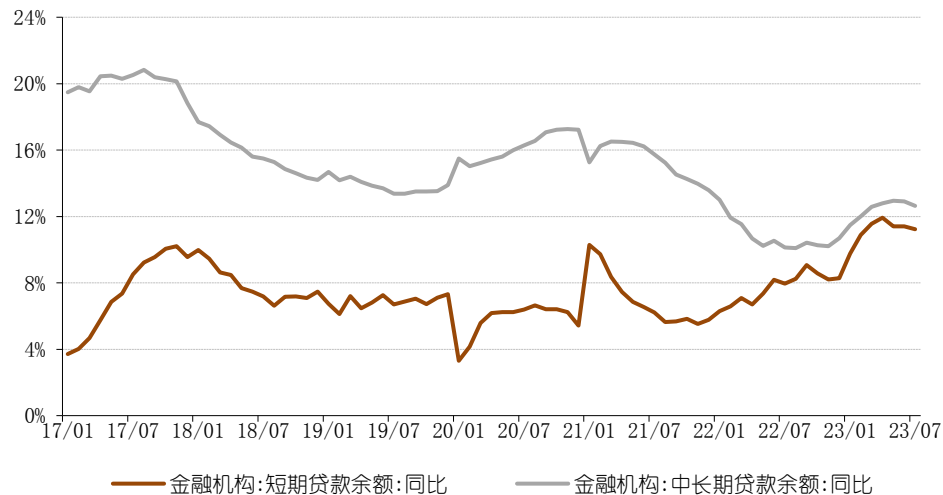
信贷&社融数据



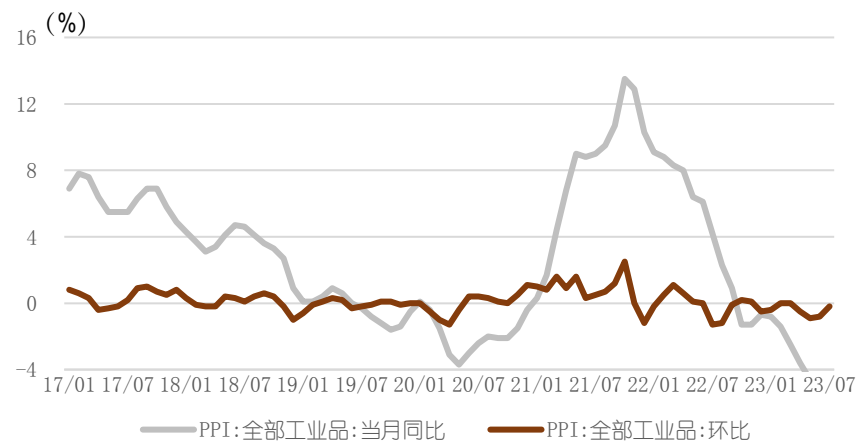
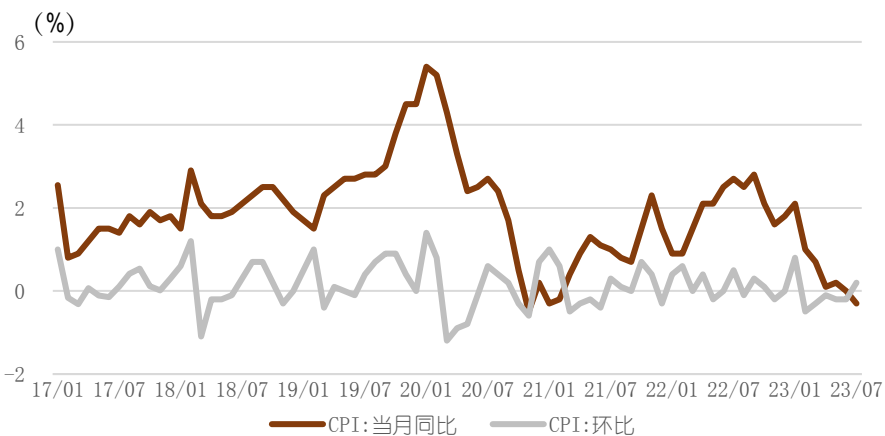
金融数据在6月冲高后快速回落。7月新增人民币贷款3459亿元，同比少增3498亿元，创2008年以来历史同期新低。受信贷拖累，7月新增社融5282亿元，同比少增2703亿元，创2017年以来的新低。在传统的“债务-投资-经济”增长模式下，信用周期领先于金融周期半个身位。但随着地产大周期下行，传统的债务驱动投资的发展模式逐渐退潮，金融数据的领先性逐渐降低。7月房地产销售保持回落，并且房地产风险事件和居民提前还贷还在延续，房地产相关贷款继续回落，其中7月居民中长期贷款减少了672亿元。地产相关长期融资需求回落后，信贷需求的主体逐渐变为制造业和非地产类基建，其中制造业在今年上半年融资增速高、投资增速低，抑制了短期的融资需求。

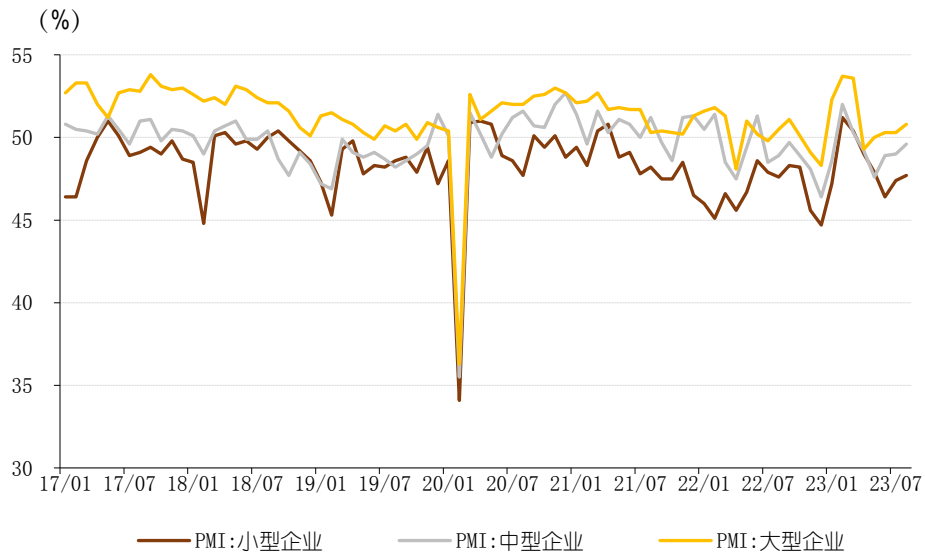
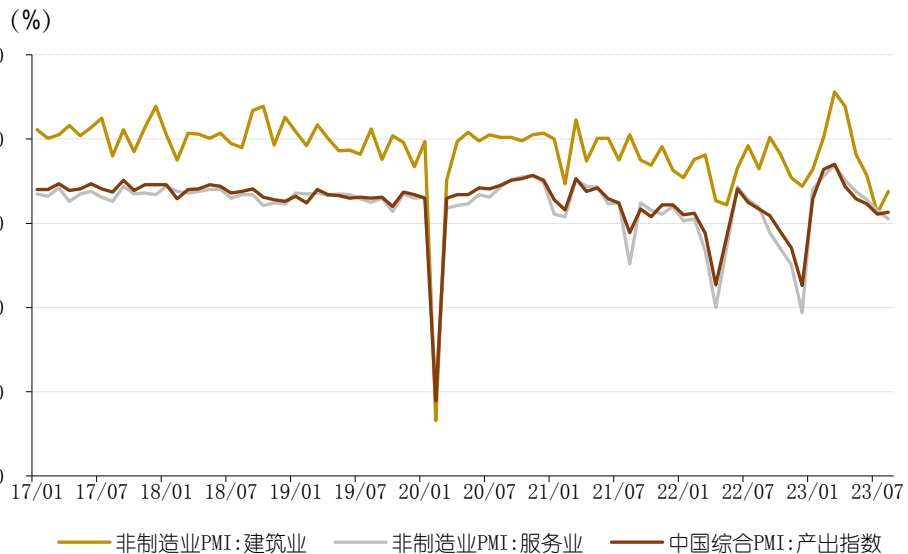
下半年居民和企业信贷都存在有利因素和不利因素，相比之下居民的有利因素更多，居民信贷增速有望企稳好转，企业贷款增速或继续面临下行压力到四季度企稳。一方面，存量房贷利率下调有利于缓解提前还贷意愿。另一方面，就业改善、收入企稳，有利于推动居民消费回升。同时，去年8-12月也是居民新增贷款明显减少的时间，新增1.5万亿大幅低于疫前平均3.2万亿。下半年居民信贷增速有望在低基数上实现同比企稳回升。与居民信贷相反，下半年企业信贷面临高基数效应，但随着专项债资金落地带动基建配套融资需求回升，以及出口好转带动企业投资预期好转，预计企业信贷增速在四季度有望企稳。后续社融增速回升有望好于信贷增速。

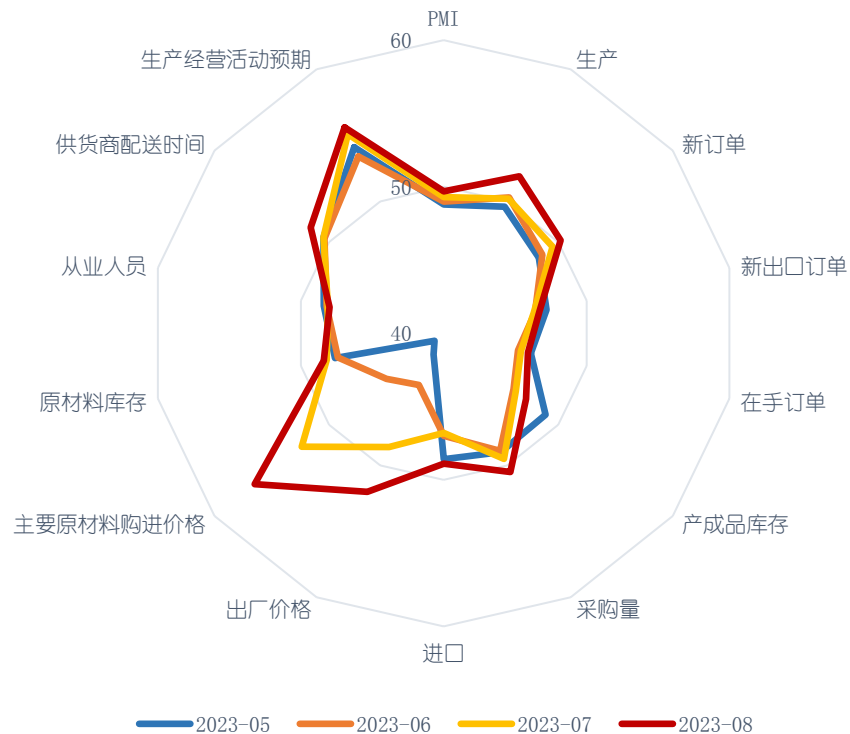
信贷&社融数据



CPI&PPI



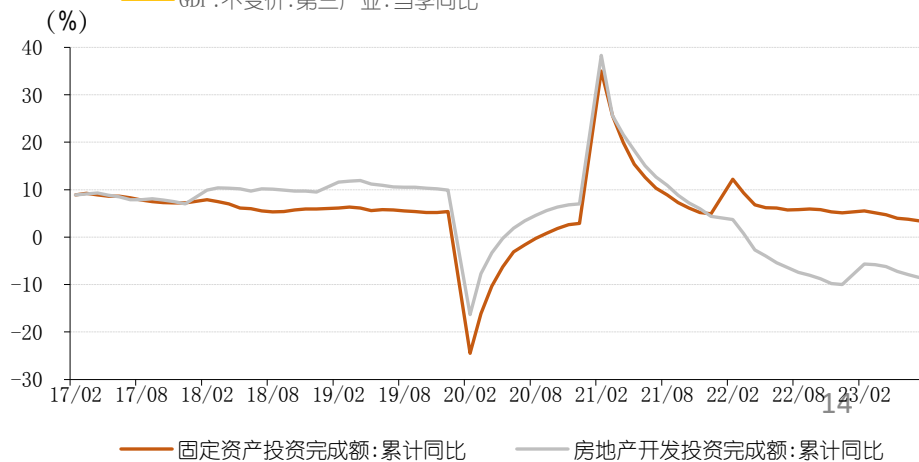
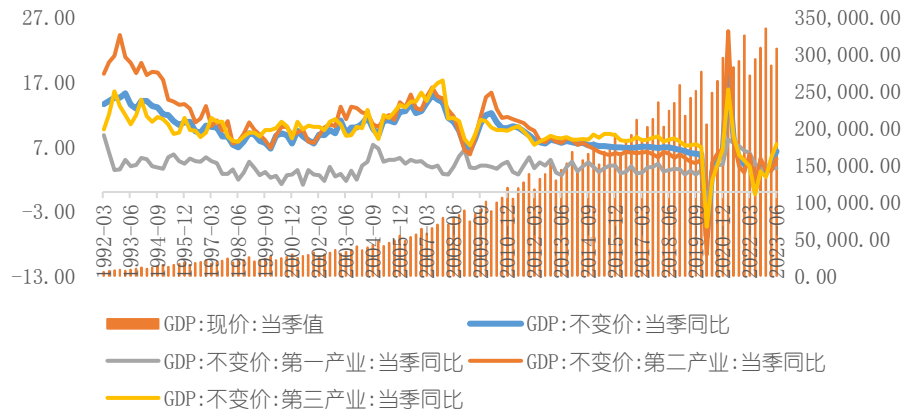
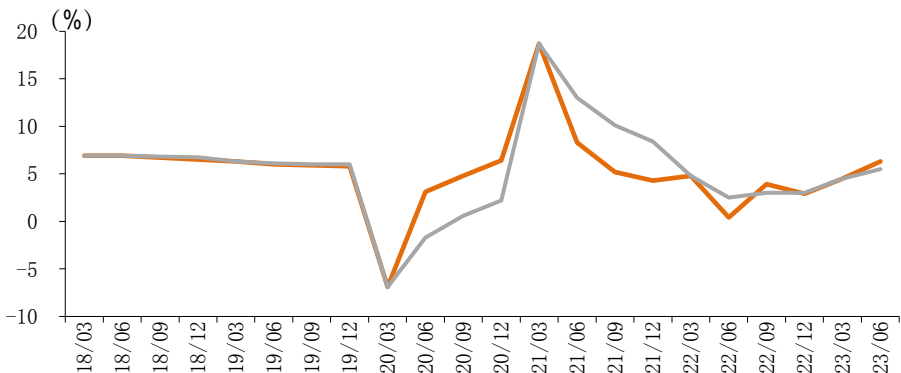




- 8月全国制造业PMI录得49.7%，较前值上升0.4个百分点，目前已好于今年4月水平，不过仍在线下，且处于2013年以来同期低位。主要分项指标中，生产扩张加快，需求重回线上，价格持续上升，库存延续回补。8月制造业PMI环比改善程度持平于2022年同期，从PMI的构成来看，生产指数和新订单指数分别拉动PMI上行0.4、0.2个百分点，为本月PMI回升的主要贡献。
- 大、中、小型企业PMI均有回升。8月大型企业制造业PMI线上升至50.8%，中型企业PMI升至49.6%，大、中型企业PMI均为今年4月以来新高，其生产和新订单指数均处扩张区间。小型企业PMI升至47.7%，不及今年4-5月水平，回升力度也不及大、中型企业。
- 8月生产指数线上升至51.9%，创下今年4月以来新高，疫后以来不及2020年同期水平，不过环比改善程度（1.7个百分点）创2013年以来同期新高，高温、洪涝制约逐步解除，制造业生产恢复明显加快。8月新订单指数升至50.2%，重回扩张区间，为今年4月以来首次，绝对水平在疫后以来各年同期中仅低于2020年同期
- 非制造业商务活动扩张放缓，服务业降、建筑业升。8月非制造业商务活动指数为51%，比上月下降0.5个百分点，不过仍高于临界点。其中，服务业PMI比上月下降1个百分点至50.5%，在2013年以来的历年同期中仅好于2021年同期。
- 本月需求指标虽升至扩张区间，但改善程度有所放缓，并且本月新出口订单指数由降转升，或意味着内需有更大程度的放缓压力，统计局也表示，市场需求不足仍是当前企业面临的主要问题，制造业恢复发展基础尚需进一步巩固。

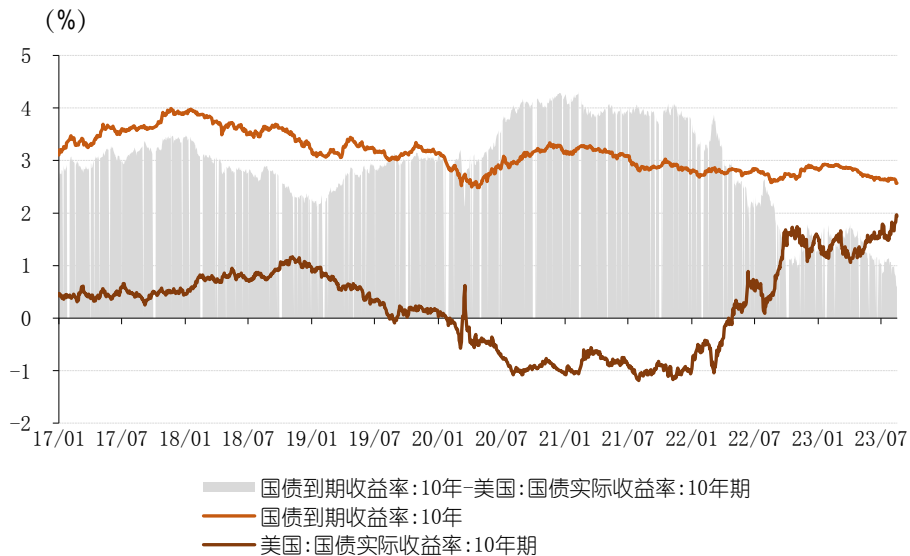


2023年经济数据





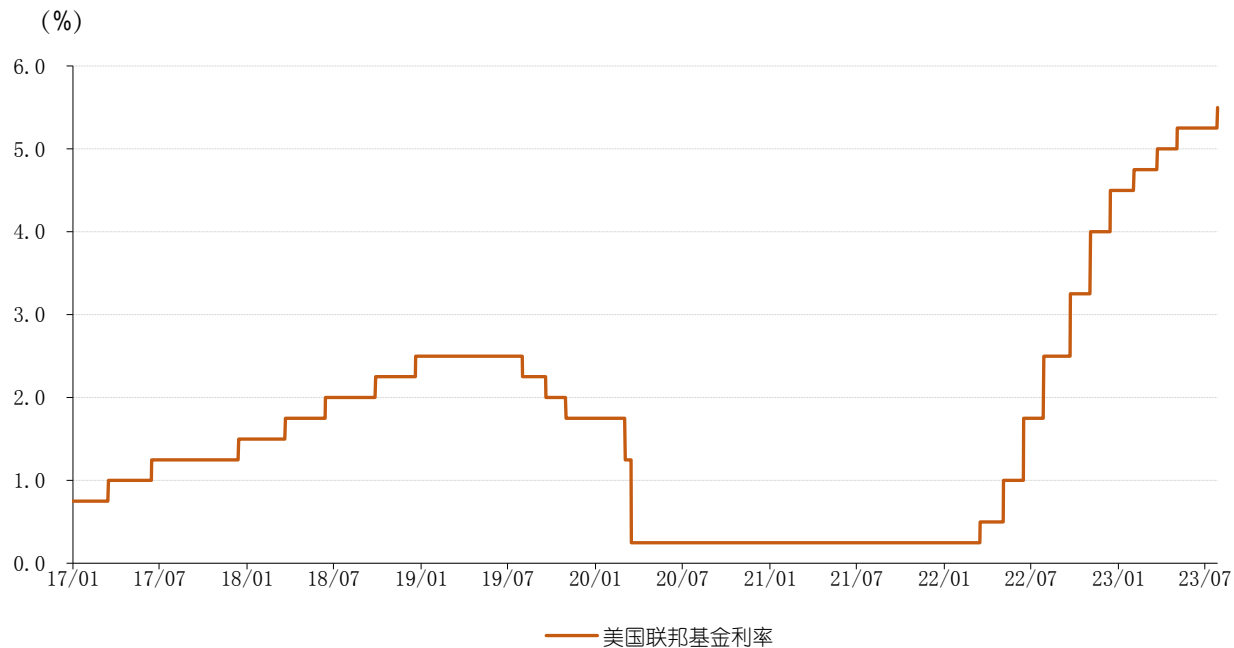
中美十年期国债利率差&汇率



联邦基金利率



中州期货
Zhongzhou Futures



CME FEDWATCH TOOL



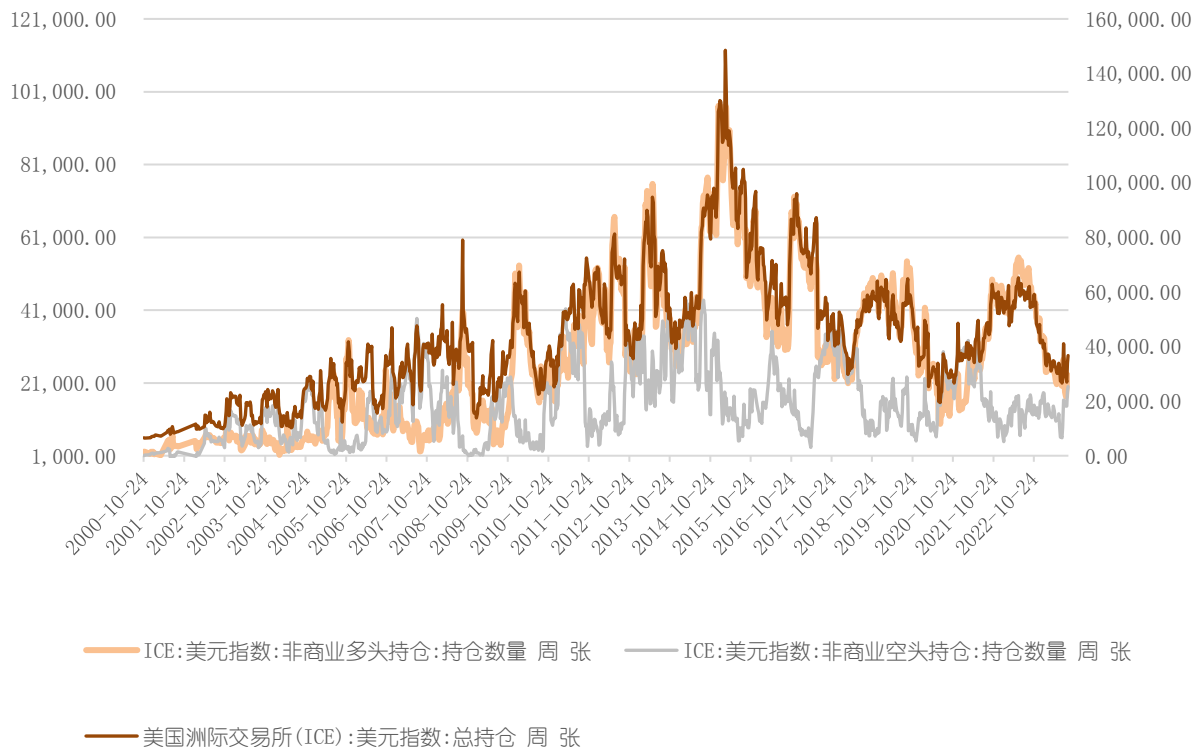
中州期货
Zhongzhou Futures

MEETING PROBABILITIES											
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%	94.0%	6.0%	0.0%
11/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	33.5%	1.9%
12/13/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	61.9%	30.8%	1.7%
1/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	17.2%	55.5%	24.8%	1.4%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.2%	34.1%	42.0%	14.5%	0.8%
5/1/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	21.9%	38.3%	27.4%	7.2%	0.4%
6/12/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	15.8%	32.5%	31.2%	14.3%	2.8%	0.1%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.0%	27.5%	31.6%	19.4%	6.2%	0.9%	0.0%
9/18/2024	0.0%	0.1%	1.8%	10.1%	24.4%	30.8%	21.8%	8.8%	2.0%	0.2%	0.0%
11/7/2024	0.1%	1.3%	7.5%	19.9%	28.8%	24.6%	12.9%	4.1%	0.8%	0.1%	0.0%
12/18/2024	0.9%	5.6%	16.1%	26.1%	25.9%	16.5%	6.8%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%

ICE美元多空持仓



中州期货
Zhongzhou Futures





海外重要经济数据-美国7月CPI数据

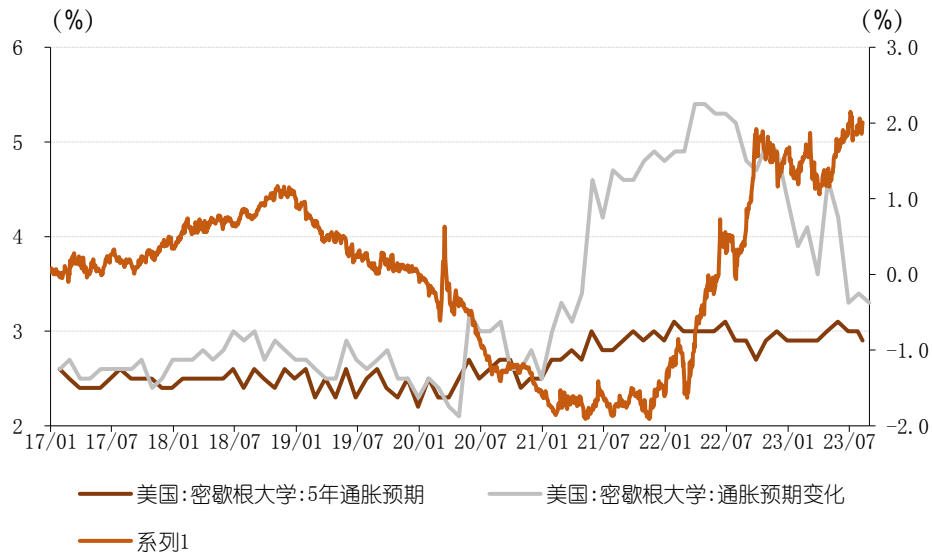
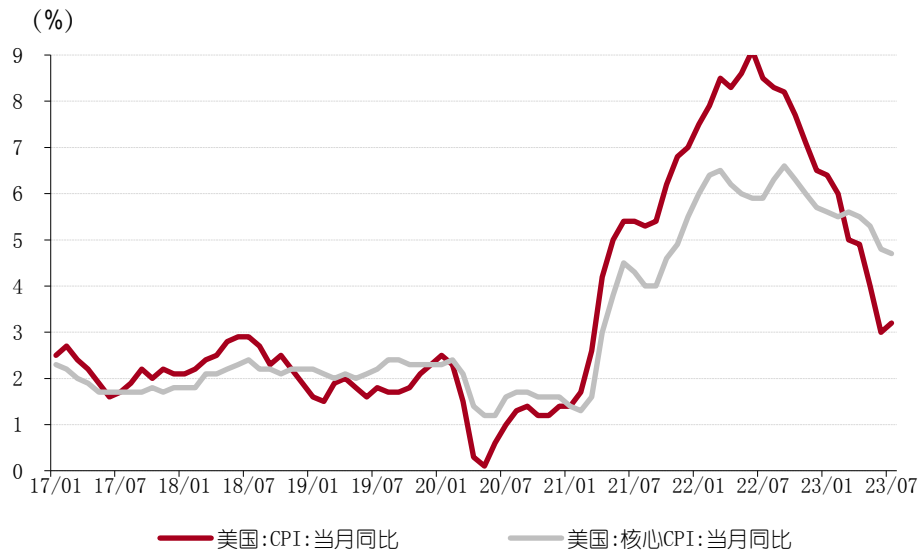
8月10日公布的美国7月CPI同比3.3%（季调），核心CPI同比4.7%，整体CPI略低于市场预期，但核心CPI符合预期。美国CPI同比贡献结构中，能源分项较上月上升0.4个百分点，耐用品、核心非耐用品贡献均较上月回落0.1个百分点，但核心服务贡献持平上月。数据公布后，美元指数、10Y美债利率先是陡然回落，而后又迅速回升。

分项来看，住宅（环比+0.4%）、食品（环比+0.2%）、汽车保险（+0.1%）、能源（环比+0.1%）、为主要贡献项；二手车和卡车（环比-1.3%）、机票（环比-8.1%）、医疗保健服务（环比-0.4%）为主要拖累项。从驱动因素看，住宅仍是主要支撑力量；二手车和卡车、机票、医疗保健服务价格为主要下拉力量。7月住宅项价格环比增0.4%（前值0.4%），对整体CPI增速贡献达约90%，其中主要居所租金环比持续回落，环比增0.4%（前值0.5%）。核心商品价格环比降0.3%，为2022年4月以来最低水平，其中，二手车和卡车价格环比降1.3%（前值-0.5%），预计后续有进一步回落空间。

7月通胀数据没有高于预期，核心CPI继续小幅下行，这一点至少证明额外的紧缩没有必要。从同期其他数据看，7月新增非农韧性+放缓，就业供需缺口收窄、雇佣成本指数下行反映美国就业市场正处于有序降温的过程中；初请失业金人数上升2.1万人至24.8万人，高于市场预期的23万人，4周滚动平均为近一个月以来偏高水平。然而，失业率数据维持低位、7月薪资增速环比回升又显示其就业市场韧性犹在，这一点对居民实际收入、消费支出及通胀均形成支撑，也对应着高利率的必要性。虽然通胀如预期回落，但旧金山联储主席Mary Daly依然维持鹰派观点。

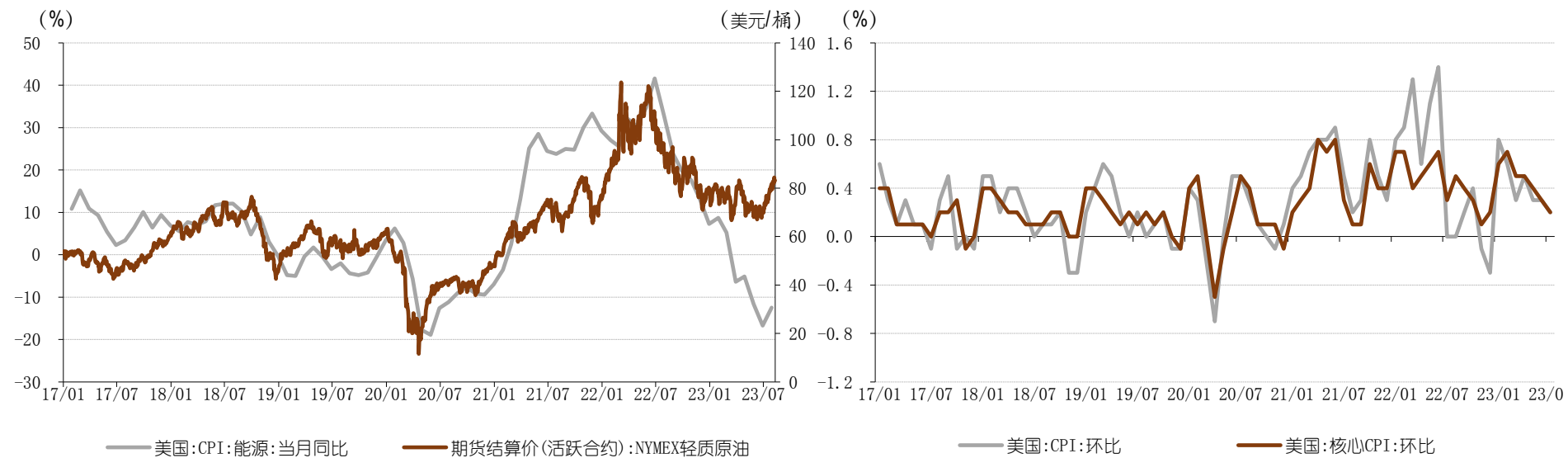


美国CPI变化图





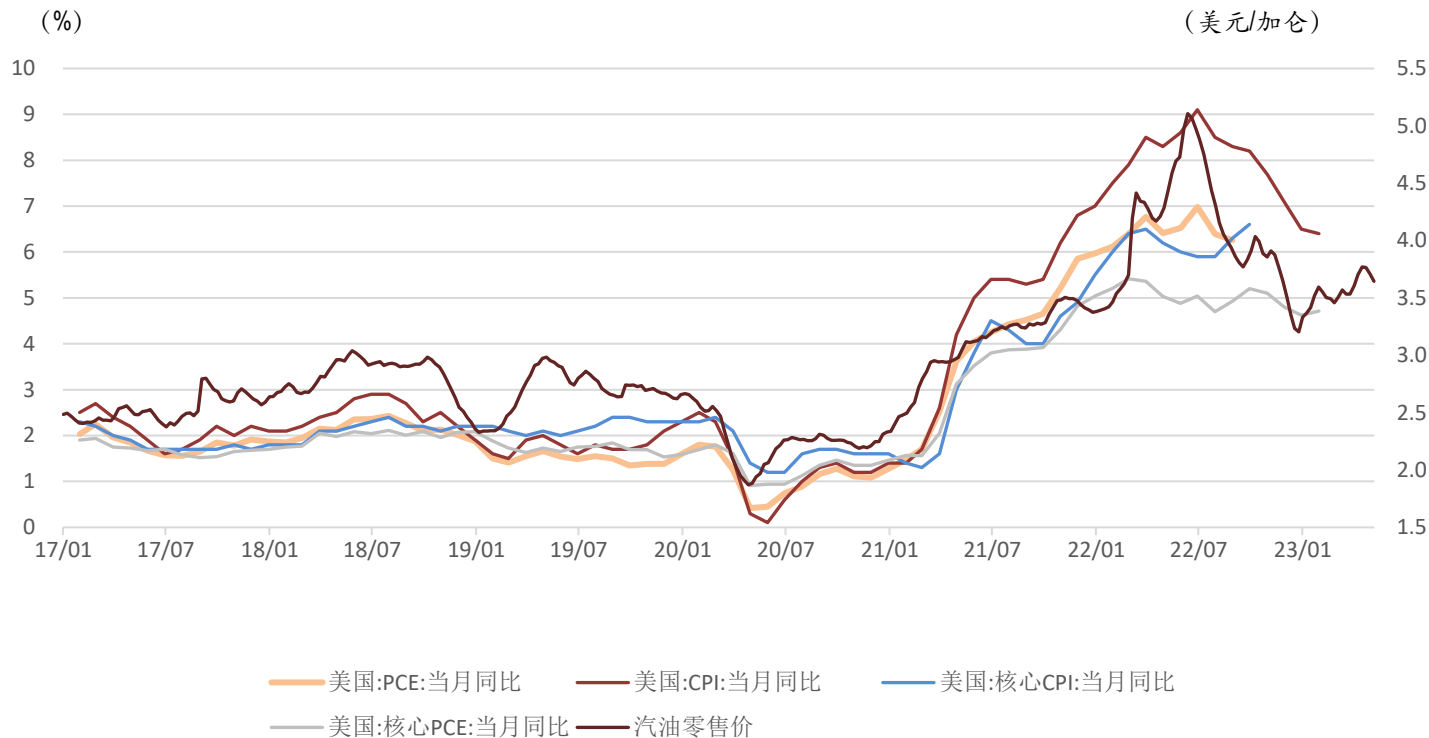
美国CPI变化图



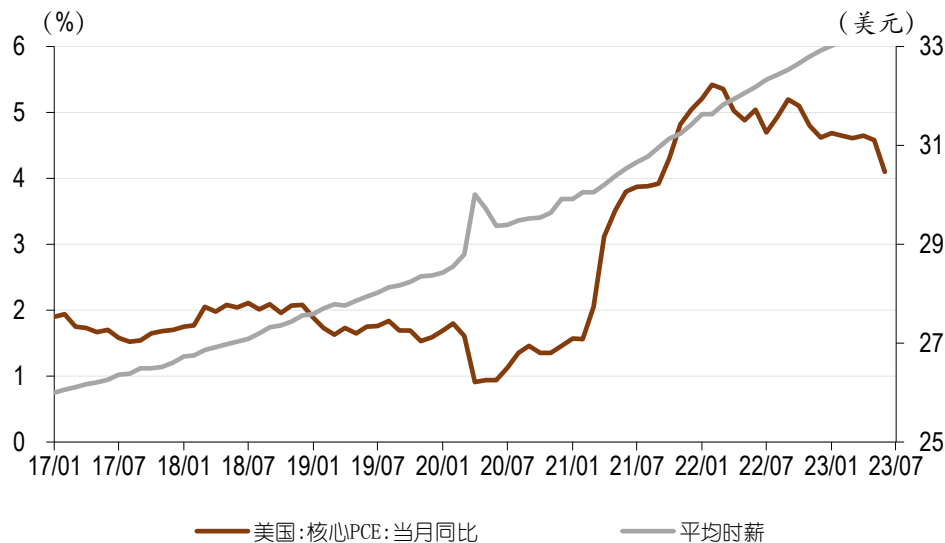
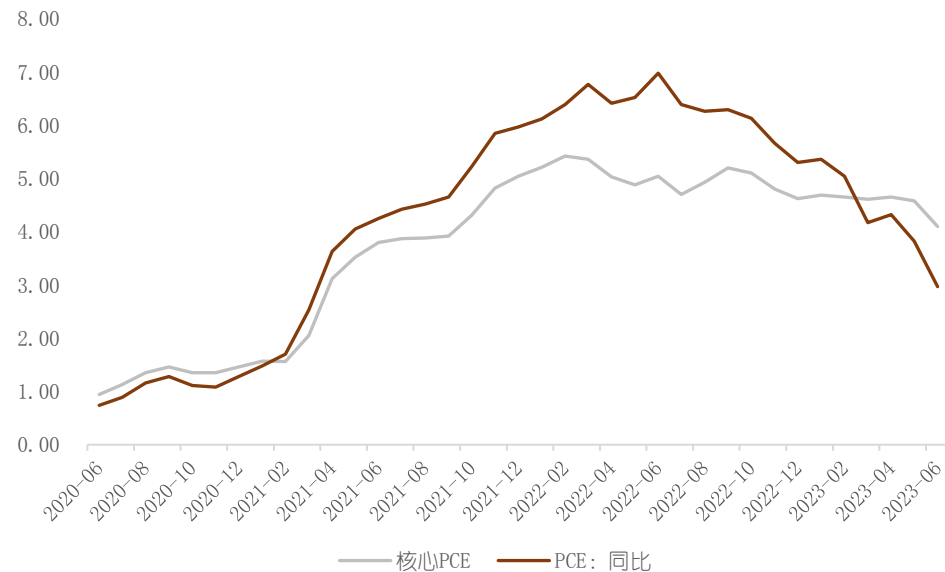
美国CPI&PCE数据



中州期货
Zhongzhou Futures



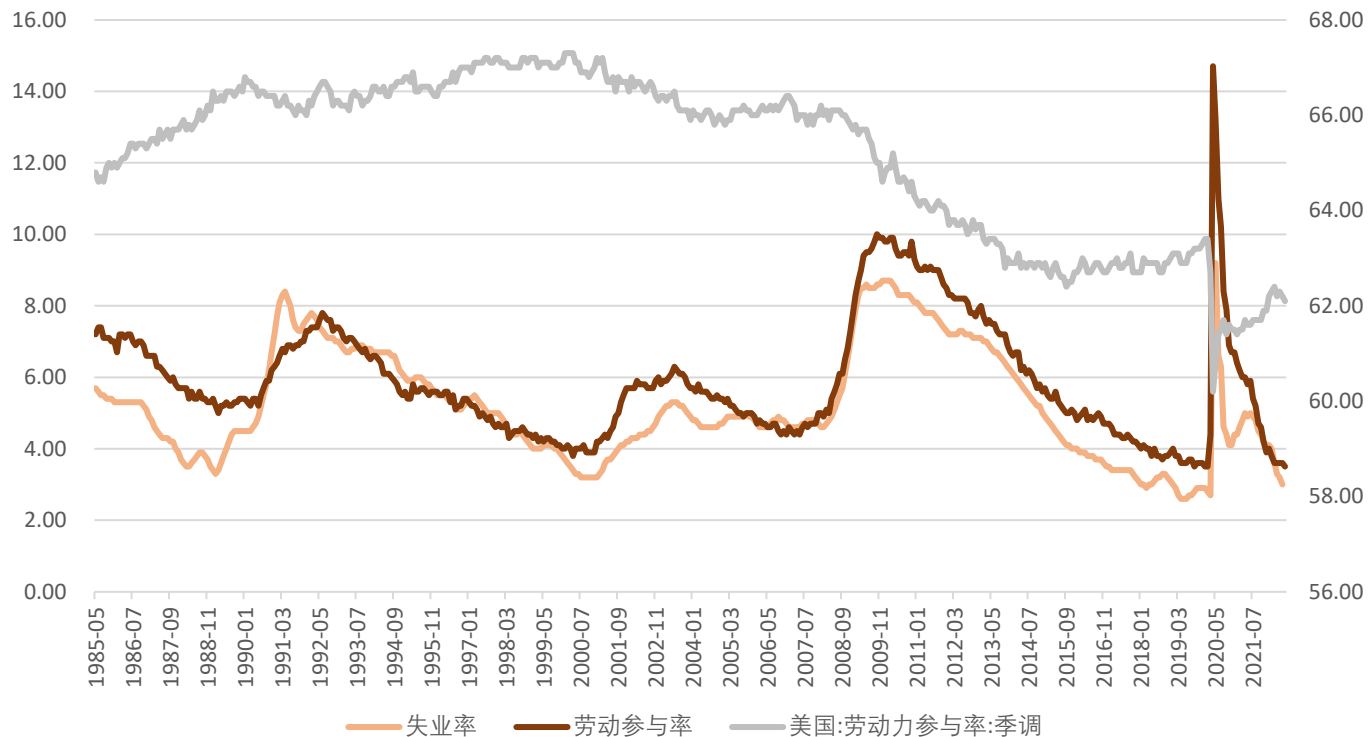
美PCE数据



美国就业市场数据

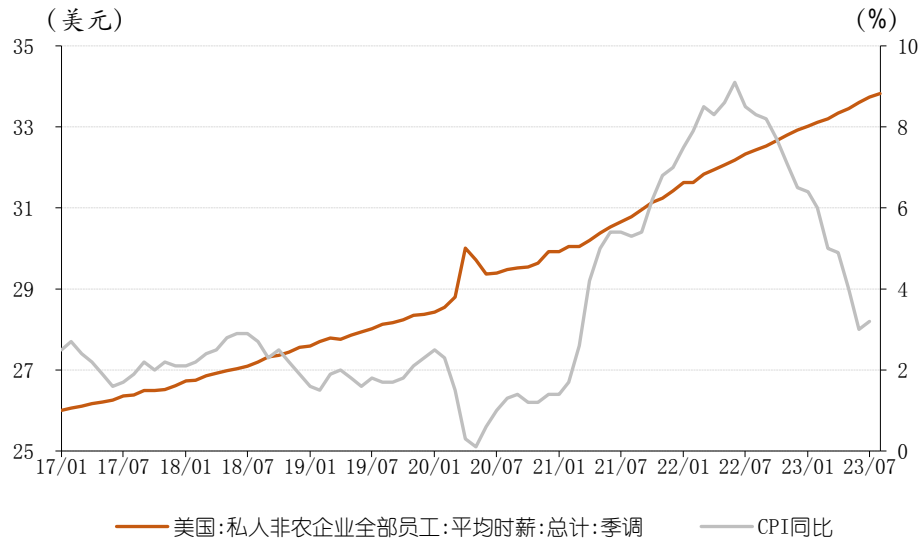
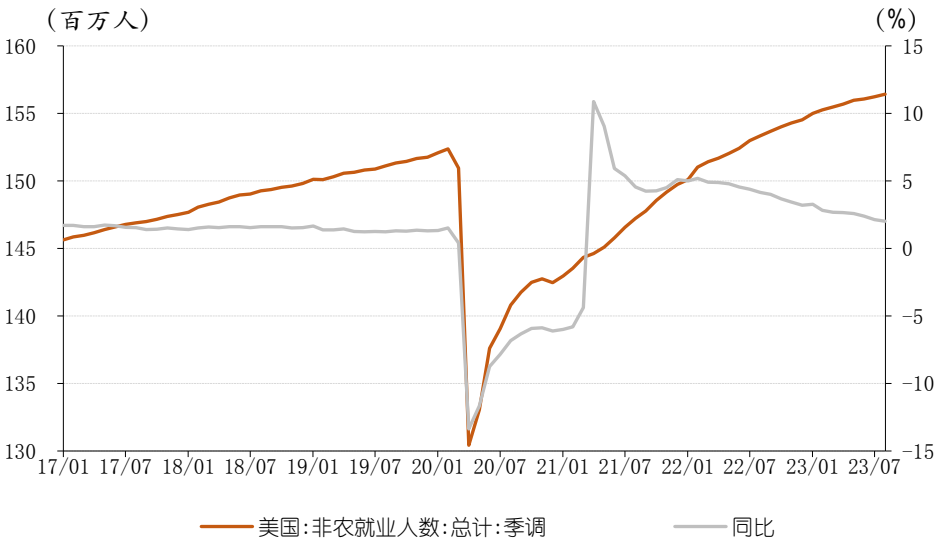


中州期货
Zhongzhou Futures



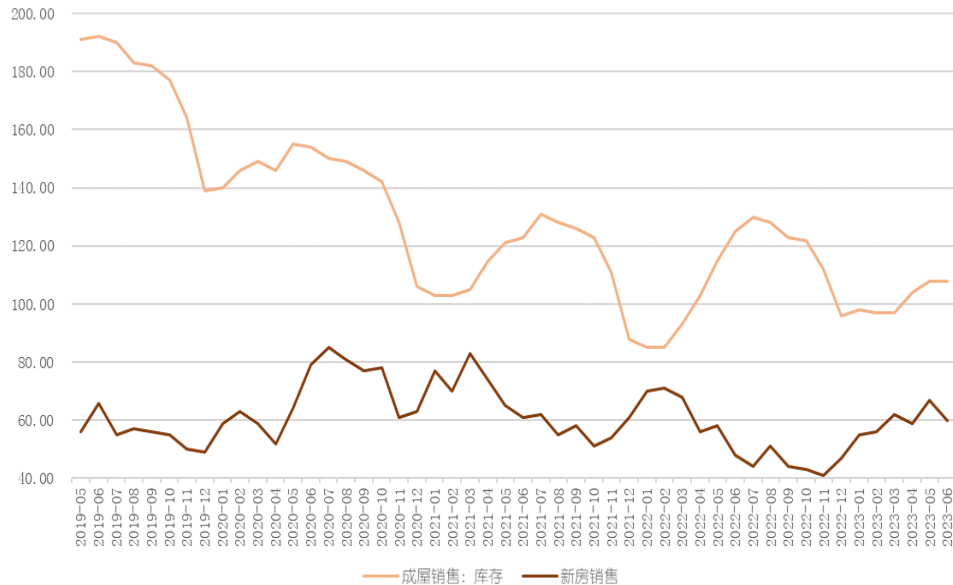
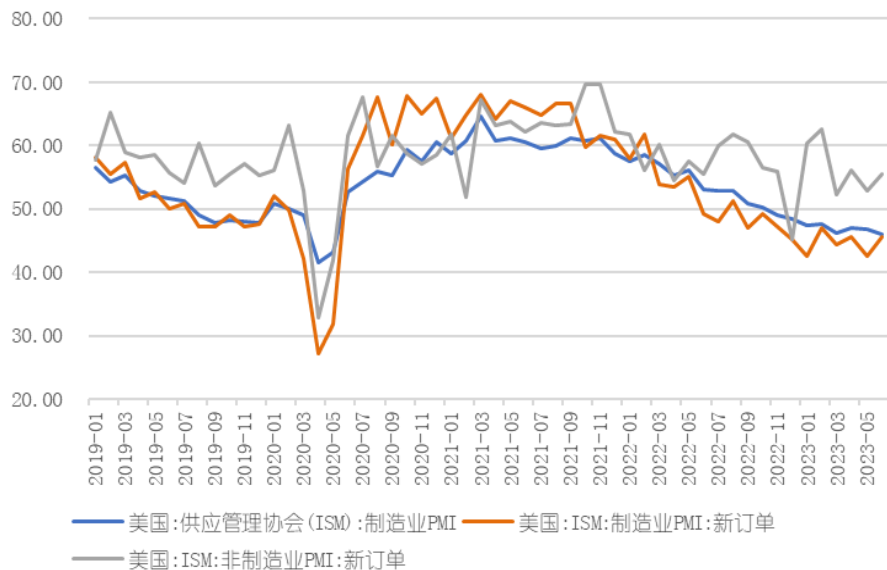


美国就业市场数据

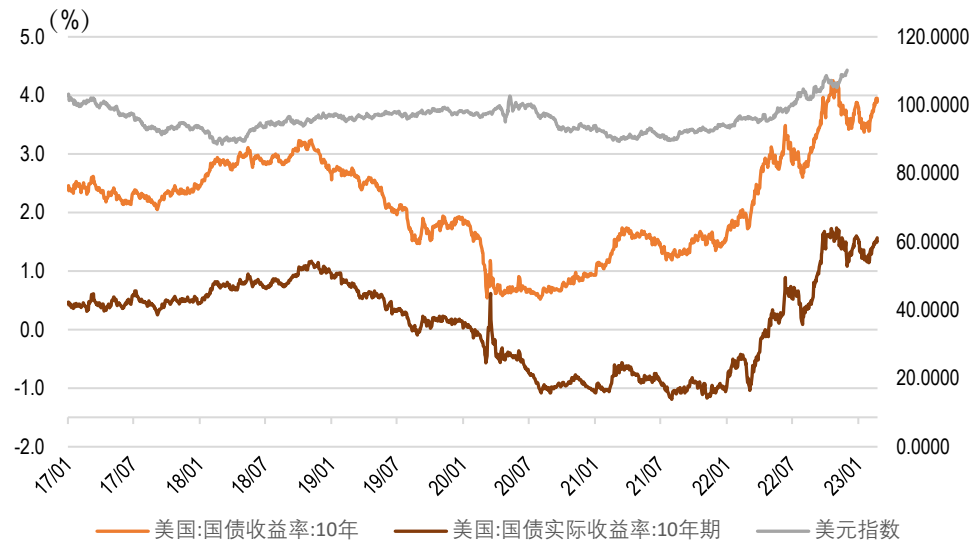
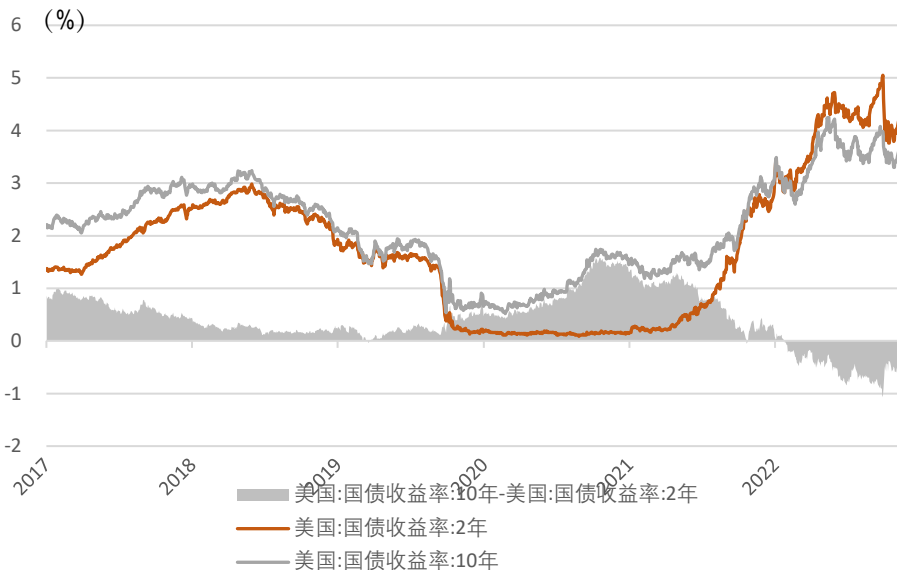




美国PMI&地产数据



美国国债收益率曲线





海外重要经济数据-美国非农数据

9月2日，美国公布非农数据，新增非农就业保持低位。美国劳工部最新数据显示，8月新增非农就业人数录得18.7万人，前值从18.7万人下修至15.7万人。8月非农就业表现高于市场预期，且自6月以来，新增就业人数整体呈现回升趋势。非农就业总人数仍在上行，但连续三个月新增就业维持低位指向劳动力市场持续降温。从具体行业看，本月新增非农就业主要集中于教育保健和休闲酒店业。商业服务新增就业较上月改善最大，由7月的-2万人转正至本月的1.9万人。运输仓储业和批发业新增就业较上月出现大幅回落，较上月分别下行2.4万人和1.3万人，卡车运输公司Yellow的关闭或是导致运输业就业人数下降的主要原因。

失业率与劳动参与率同时上行。劳动参与率录得62.8%，较7月上升0.2个百分点，较疫情前2020年1月63.3%的水平仍低0.5个百分点。8月失业率录得3.8%，较7月上升0.3个百分点，仍处于历史低位。失业率上行主因8月劳动参与率有所上升，更多的求职者涌入劳动力市场导致职位空缺下降，失业率随之上升。职位空缺仍高，但持续下降。在疫情爆发后，由于人口结构变化以及失业率的猛烈变化等因素，美国劳动参与率大幅回落，叠加政府营造的收入缓冲垫，导致此后劳动力市场供给始终难以匹配需求，职位空缺数远超疫情前水平。7月美国职位空缺数录得882.7万人，劳动力供需缺口录得298.6万人，仍保持在高位，但已经开始呈现下降趋势。8月美国非农就业平均时薪同比增速录得4.3%，较7月下降0.1个百分点。同时，非农就业平均时薪环比增速录得0.2%，较上月下降0.2个百分点。薪资同比增速小幅下行，意味着工资韧性较强，高限制性利率对其影响仍未充分反映。由于薪资同比与美国CPI服务项除房屋外其他分项关系密切，其韧性或对高通胀有一定支撑作用，导致通胀难以短时间回落至2%的目标水平。

最新的非农就业数据显示，新增就业继续维持低位，劳动参与率和失业率共同上行，同时薪资增速略有下降，反映出劳动力供给持续涌入市场填补职位缺口。非农数据公布后，市场对美国加息路径预期较公布前有所下调，联储官员梅斯特发表鹰派讲话，认为3.8%的失业率仍低，现有问题是利率是否有足够的限制性。我们认为，目前劳动力市场降温明显，工资对于通胀的支撑也在逐步走弱，加息周期基本结束，降息时点仍需进一步观察。由于三季度财政部发行国债规模超预期，且市场对于加息预期的波动较大，或导致十年期国债收益率短期仍将区间波动。



美联储FOMC2023年7月议息会议纪要

1) 美联储发布7月议息会议声明，上调联邦基金目标利率25BP至5.25%-5.50%区间，并表示维持减持600亿美元/月美债和350亿美元/月MBS的缩表节奏不变。符合市场预期。

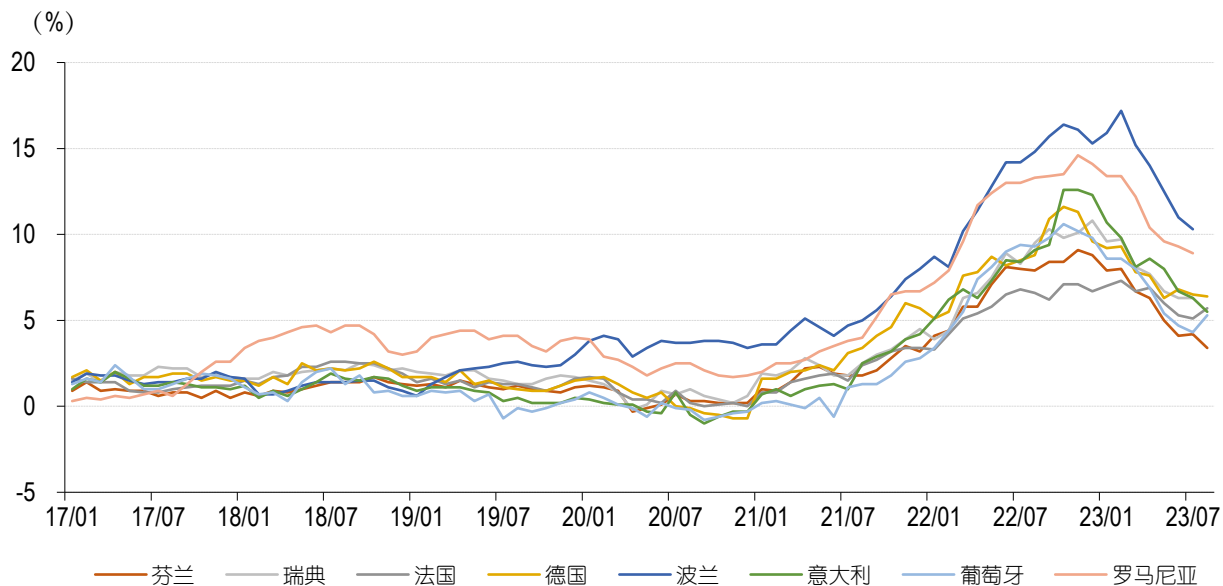
2) 鲍威尔在记者会上表示，本次会议委员间存在不同观点，委员会将依赖数据考虑未来的行动，不希望提供前瞻性指导，没有做出每隔一次会议加息的决定。声明中显示，尽管今年不会降息，但多名委员希望明年降息，较为开放式加息前景暂时未对市场造成负面影响。但如前期所言，政策拐点已经逐渐清晰。

3) 本轮加息周期节奏和强度远超以往，随着限制性利率持续，仍有可能出现政策调整过晚，风险爆发导致经济衰退的情况，届时联储或将被动降息。

4) 发布会后，美元指数跳水重回百点关口。如我们昨日所言，美联储货币政策大方向仍是转向宽松，结合重要会议对汇率定调，下半年人民币汇率走势大概率企稳回升。2023年上半年美元指数的走势逻辑比较清晰，交易主线就是利率。随着下半年美联储停止加息，美债利率下行的空间也有望打开；随着美国经济放缓，美元指数就可能会有一个明显向下信号。美元中期下跌趋势不变，但斜率及速度或放缓。海外通胀以及加息预期的调整短期仍将扰动市场交易。



海外经济环境分析-欧洲多国CPI变化图



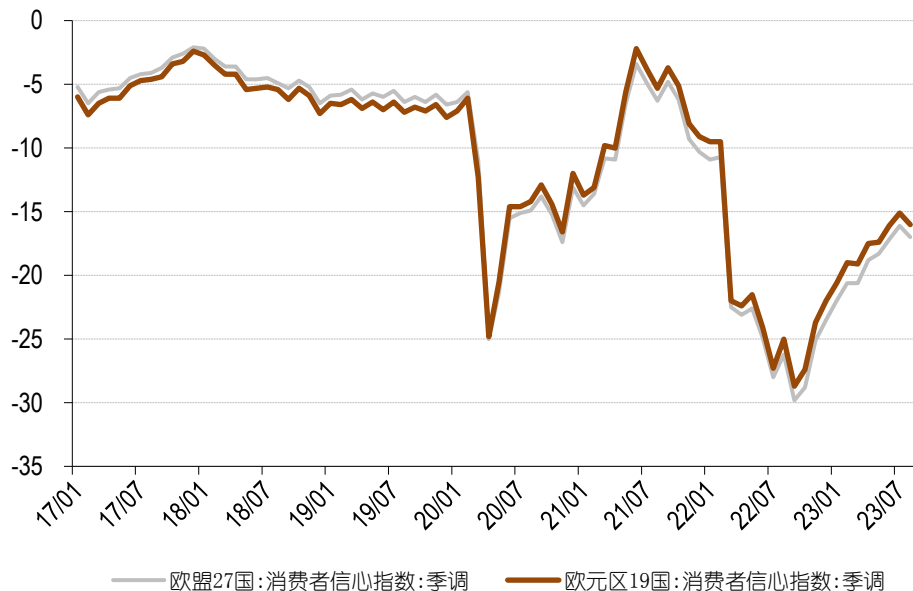
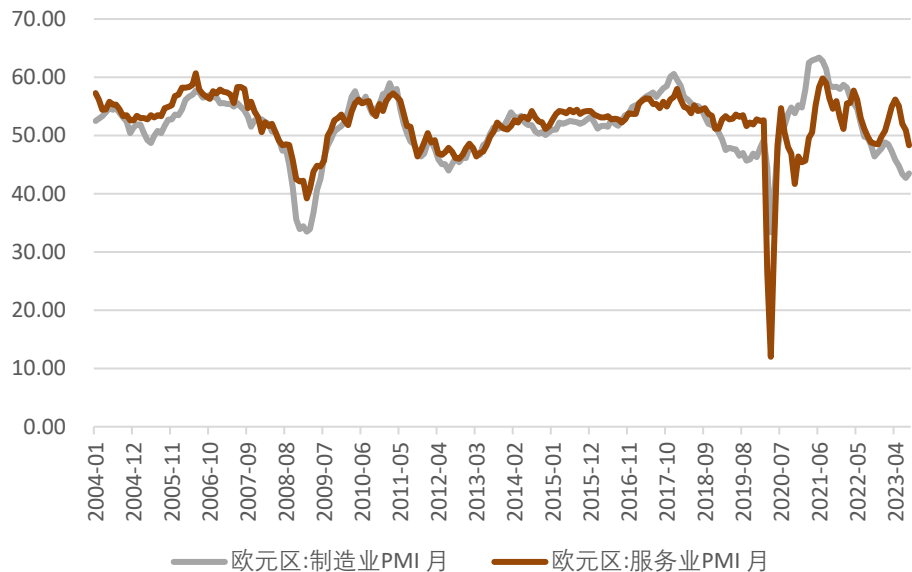


海外经济环境分析-欧洲多国长期国债收益率曲线

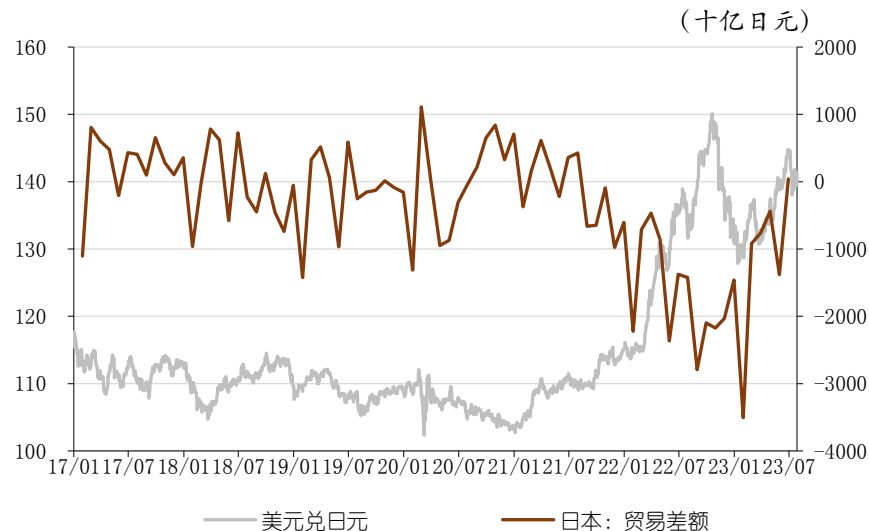
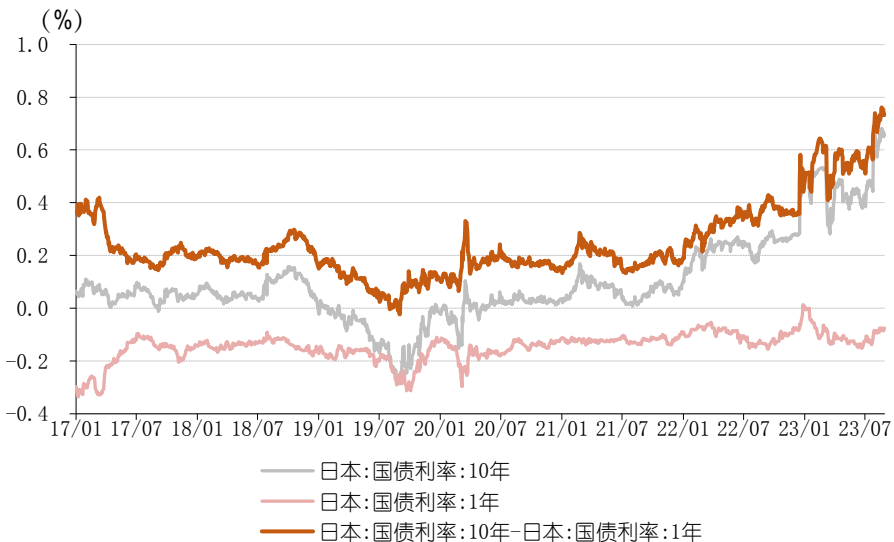




海外经济环境分析-欧元区PMI及信息指数



海外经济环境分析-日本国债收益率曲线及货币走势





本周全球宏观重要数据及事件

时间	公布数据
9/4	欧元区9月消费者信心指数
9/5	中国8月财新PMI 澳洲联储利率决议
9/6	欧元区7月零售数据
9/7	中国8月贸易帐 欧元区二季度GDP
9/8	日本二季度GDP 中国8月社融数据

谢谢



中州期货
Zhongzhou Futures

中州期货有限公司

地 址：上海市浦东新区民生路1299号丁香国际西塔1502室

电 话：400-820-5060 网 址：WWW.ZZFCO.COM

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作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、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。同时研究报告不代表中国期货业协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。