

【宏观经济】宏观及金融市场周报 (2023年第31期)

2023年8月14日

发展研究与战略管理部

目录

CONTENTS

01

宏观经济与高频数据

02

监管政策

03

行业动态

04

机构投资观点



01

宏观经济与高频数据

- 宏观：PMI回升，通胀触底，出口下滑，社融下滑
- 物价：食品环比续涨，大宗商品环比续涨
- 上游：煤炭转涨，铁矿石续跌，原油续涨，黄金续跌
- 中游：钢铁续跌，水泥续跌，棉花续涨
- 下游：房地产成交套数环比续跌，汽车转跌，BDI指数续涨
- 金融与流动性：国债收益率涨少于跌，人民币轻微贬值

◆ 核心观点：

7月宏观经济仍处于弱修复，“政策预期-经济现实”差值仍大。工业持续弱修复，通胀触底，7月出口延续走弱，社融下滑。

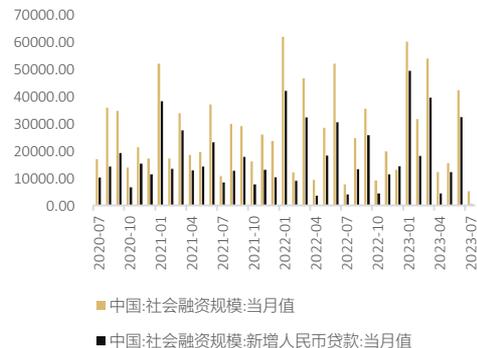
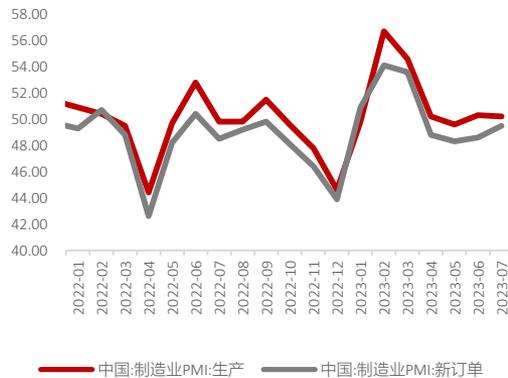
◆ 分析：

1) 7月PMI继续低位小升，非制造业延续高位下行。7月制造业PMI录得49.3%，较上月继续回升0.3个百分点，仍然处于收缩区间。非制造业PMI录得51.5%，较上月继续回落1.7个百分点，但仍保持在扩张区间。

2) 7月CPI同比转负，PPI降幅收窄。7月CPI同比由平转负，为-0.3%，为2021年2月以来首次转负，略好于市场预期的-0.5%。另一方面，7月CPI环比由上月的下降0.2%转为上涨0.2%，实现正增长。整体来看，7月CPI同比转负主要由于高基数以及食品价格降幅扩大所致。

3) 7月出口延续走弱。7月出口同比-14.5%，低于前值的-12.4%；其中包含基数影响，去年7月交货延迟释放形成的3295亿美元单月出口额属历史次高点。出口增速的亮点仍集中于汽车、船舶，两个领域7月出口增速分别为83.3%、82.4%。

4) 7月新增社融低于市场预期。7月末，社会融资规模存量为365.77万亿元，同比增长8.9%，较前值回落0.1个百分点。7月，社会融资规模增量为5282亿元，比上年同期少2703亿元。7月对实体经济发放的人民币贷款大幅回落，一方面，由于7月为传统的信贷小月，另一方面居民和企业信心较弱，实体经济复苏进度较慢，对于近期数据都有影响。



◆ 核心观点：

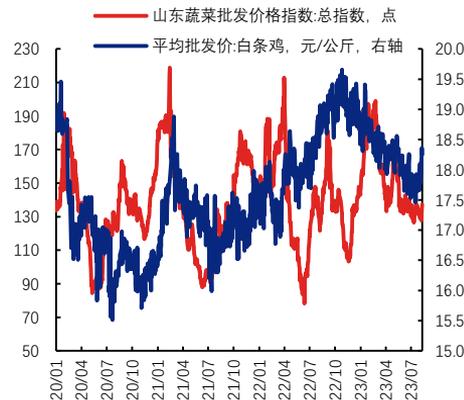
2023年8月5日-2023年8月11日，蔬菜和农产品分别环比变动1.24%、1.07%；周内大宗商品价格8月以来环比上涨3.82%。

◆ 分析：

1) 本周菜篮子产品和农产品批发价格指数均值分别为119.93、119.73，分别环比变动1.24%、1.07%，8月以来菜篮子价格指数、农产品价格指数环比分别变动0.27%、0.26%。本周食用农产品价格指数未更新，上周为109.93，环比前值变动1.6%，8月以来环比上涨1.5%，其中上周禽类、蛋类、蔬菜类食用农产品价格指数周环比为0.4%、3.9%、-0.4%。本周重点监测的28种蔬菜价格和7种水果价格平均为4.89、7.23元/公斤，周环比变动分别为1.64%、-0.45%，8月以来环比变动-0.88%、-3.84%。本周全国猪肉平均价格未更新，上周为25.37元/千克，较前值变动7.27%，8月以来环比上涨8.5%。

2) 本周生产资料综合价格指数暂未更新，上周为106.41，8月以来环比上涨1.17%。

3) 南华综合价格指数本周均值为2420.59，上周为2445.85，环比下跌1.03%，8月以来环比上涨1.99%。其中工业品、农业品、金属、能化、贵金属本周均值分别为3791.67、1157.71、6285.43、1863.17、760.52，分别较上周变动-1.16%、0.1%、-1.74%、-0.63%、-0.98%。8月以来工业品、农业品、金属、能化、贵金属价格分别环比变化2.49%、2.1%、0.45%、4.38%、-0.45%。本周中国大宗商品价格总指数未更新，上周为181.97，较前值变动1.66%，8月以来环比上涨3.82%。



◆ 核心观点：

2023年8月5日-2023年8月11日，煤炭价格环比上涨2元/吨；铁矿石环比下跌2.39%，8月以来环比下跌0.39%；布伦特原油价格环比上涨2.2%，本周黄金价格环比变动-1.16%。

◆ 分析：

1) 本周环渤海动力煤价格指数报收于718元/吨，前值为716元/吨，环比上涨2元/吨，8月以来环比上涨0.17%。南华焦煤价格指数本周平均值为3849.65，8月以来环比上涨3.56%。六港口炼焦煤库存量本周为173.1万吨，8月以来同比下降26.94%，低于7月24.5个百分点。

2) Myipic矿价综合指数本周均值为130.73，上周均值为133.93，环比下跌2.39%，8月以来环比下跌0.39%。本周国内铁矿石港口库存量为11948万吨，8月以来同比下降12.33%，低于7月7.98个百分点。

3) 本周英国布伦特原油(Dtd)现货价均值为87.63美元/桶，前值85.74美元/桶，环比上涨2.2%，8月以来Dtd现货价环比上涨8.04%。本周美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价均值为83.02美元/桶，前值81.41美元/桶，环比上涨1.98%，8月以来WTI原油环比上涨8.38%。本周OPEC一揽子原油价格为88.45美元/桶，前值为86.65美元/桶，环比上涨2.08%，8月以来OPEC一揽子原油价格环比上涨7.65%。

4) 本周有色金属阴极铜、锌、锡、铅、镍、铝、黄金、白银周环比变化分别为-1.33%、-0.72%、-1.86%、0.09%、-2.96%、-0.02%、-1.16%、-4.46%。8月以来阴极铜、锌、锡、铅、镍、铝、黄金、白银分别环比变化0.95%、3.22%、-1.92%、1.25%、1%、1.73%、-0.77%、-2.32%。



◆ 核心观点：

2023年8月5日-2023年8月11日，本周南华工业品指数下跌至3791.67，上周为3836.31，环比下跌-1.16%。8月以来南华工业品价格指数环比上涨2.49%。

◆ 分析：

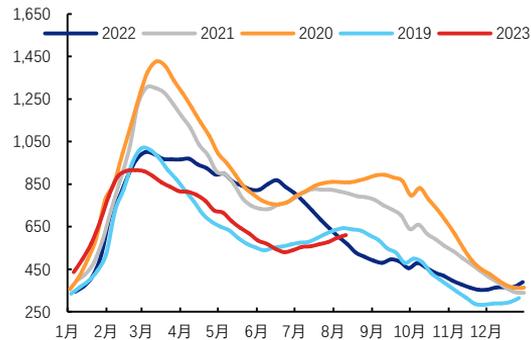
1) 本周钢铁Myspic综合钢价指数均值为144.08，前值为145.92，环比下跌1.27%，8月以来环比上涨0.72%；其中螺纹Myspic价格指数为149.83，前值为152.43，环比下跌1.71%，8月以来环比下跌0.38%。本周主要钢材库存未更新，上周为1220.89万吨，8月以来同比增长0.84%，高于7月18.89个百分点，本周螺纹钢库存量未更新，上周为610.67万吨，8月以来同比增长9.42%，高于7月31.61个百分点。

2) 本周全国水泥价格指数均值为109.67，前值为110.06，环比下跌0.36%。8月以来，全国水泥价格指数环比变动-3.03%。

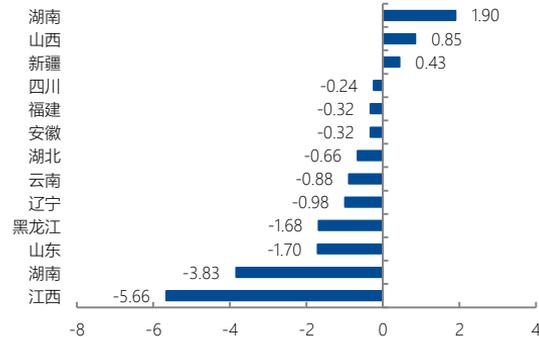
3) 本周中国盛泽化纤价格指数均值为100.1，高于上周均值100，8月以来价格环比上涨0.53%。8月以来线型低密度聚乙烯(LLDPE)、PVC、燃料油、天然橡胶、精对苯二甲酸(PTA)、甲醇、沥青、聚丙烯分别环比变化1.52%、3.71%、11.55%、0.28%、0.54%、5%、0.47%、2.13%。

4) 8月以来豆粕、黄鸡蛋和大豆2号价格环比上涨幅度最大，菜籽油和黄大豆1号价格环比下降幅度最大。具体来看，8月以来黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、黄玉米、棕榈油、鸡蛋、棉花、白砂糖、菜籽油、菜籽粕、豆油、苹果的期货结算价格分别环比变化-2.08%、3.7%、6.66%、1.21%、-1.33%、3.81%、1.34%、-1.16%、-2.94%、1.98%、0.28%、1.58%。

螺纹钢库存(含上海全部仓库)，万吨



■ 周度水泥价格变...



◆ 核心观点：

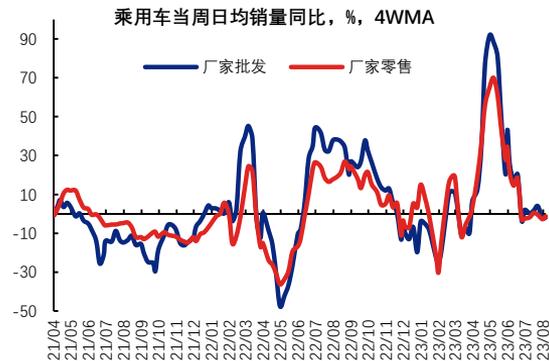
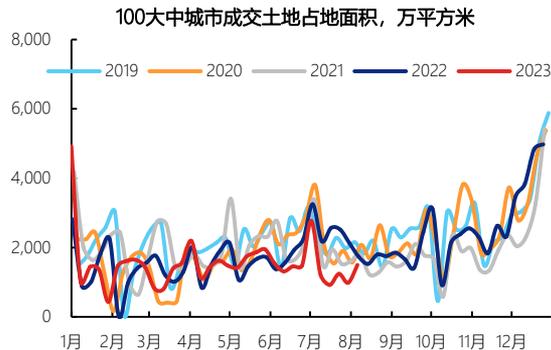
2023年8月5日-2023年8月11日，8月以来30大中城市成交套数同比下降32.46%。上周100大中城市成交土地占地面积较前值环比变动50.55%；8月以来汽车零售同比下降0.84%，批发销售同比下降7.37%；BDI数据环比变动0.81%。

◆ 分析：

1) 本周30大中城市房地产成交套数累计为11361套，较上周环比变动-42.57%，其中一、二、三线城市比重分别为24.31%、49.91%、25.78%。8月以来30大中城市成交套数同比增长/下降-32.46%。本周100大中城市成交土地占地面积未更新，上周为1484.49万平方米，较前值环比变动50.55%，8月以来100大中城市成交土地占地面积同比下降48.15%，高于7月份5.8个百分点，截至当前除一线城市外，各等级城市8月成交土地溢价率均值均低于7月。

2) 8月1日至6日，乘联会厂家零售日均数量为40150台，厂家批发日均数量为35373台。8月以来汽车零售同比下降0.84%，批发销售同比下降7.37%。本周汽车半钢胎轮胎开工率期末值为72.03%，上周为71.83%。

3) 本周波罗的海干散货指数(BDI)平均指数为1142，前值为1132.8，环比变动0.81%；本周中国出口集装箱运价指数(CCFI)未更新，上周为864.39，前值为863.37，环比变动0.12%。中国进口集装箱运价指数(CICFI)为860.32，前值为883.35，环比变动-2.61%。8月以来波罗的海干散货指数环比变动9.42%，中国出口集装箱指数和进口集装箱指数分别环比变动-0.63%、-4.02%。



◆ 核心观点：

2023年8月5日-2023年8月11日，本周央行公开市场货币净回笼2880亿元。利率方面，本周货币市场利率涨跌不一，国债收益率涨少于跌；汇率方面，美元兑人民币汇率中间价维持在约7.154水平，人民币呈现轻微贬值趋势。

◆ 分析：

1) 本周央行公开市场开展逆回购530亿元，逆回购到期3410亿元，货币净回笼2880亿元。货币市场7天逆回购利率为1.9%；R007加权平均利率水平本周均值为1.79%，低于上周均值1.83%，期初值为1.76%，期末值为1.797%，最高值为1.819%。SHIBOR隔夜利率本周均值为1.42%，高于上周均值1.39%，期初值为1.518%，期末值为1.331%。

2) 中国货币网国债到期周平均收益率(1年、3年、5年、10年、30年)为1.78%、2.25%、2.42%、2.64%、2.99%，周变化为0.62bp、0.97bp、-1.74bp、-0.72bp、-1.09bp，1年、3年期国债收益率上涨，5年、10年、30年期国债收益率下跌。

3) 本周美元兑人民币中间价期初值为7.138，最高值为7.159，期末值为7.159，本周均值7.154，略高于上周均值7.137，人民币呈现轻微贬值趋势；即期汇率最高值为7.213，最低值为7.192。





02

监管政策

- 业内就《信托公司管理办法》向监管层反馈意见
- 大宗交易拟纳入互联互通机制
- 增强交易便利性和通畅性，沪深交易所多举措激发市场活力

◆ 事件：

此前，原银保监会信托部就《管理办法》适用情况发函征求意见，要求各监管局信托监管处室组织辖内信托公司对《管理办法》适用过程中的问题进行梳理，对《管理办法》修改完善提出意见建议，并于8月4日下班前反馈。目前，各信托公司已就《信托公司管理办法》（下称“《管理办法》”）的适用情况向地方监管局提出意见和建议。《管理办法》制定于2007年，作为规范信托公司功能定位和经营管理的基础性规章，实施已超过16年。

◆ 分析：

1) 调整与“三分类”改革相冲突的内容。《管理办法》或将迎来重新修订。之前的《管理办法》中对信托公司负债经营的限制较大，无论信托公司固有资产还是信托产品都不能负债。但从“三分类”新规及其配套政策来看，目前信托产品端的负债已经放开，这是旧《管理办法》和“三分类”新规之间一个比较大的不适应的地方。

2) 关注经营范围、关联交易等多项规定。目前多家信托公司已反馈了意见。比如，就现行《管理办法》的关联交易事前审批、分支机构设置等方面提出修改意见；也有在现有规定之外提出一些新的诉求：如允许信托公司新设子公司、允许信托公司上市等。

3) 信托业“一法三规”或均需修订。“一法”是指《信托法》，“三规”是指《管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》和《信托公司净资本管理办法》。除上述“一法三规”外，还有原银监会、银保监会制定的配套相关管理规定，这些共同组成信托业完整的法律、法规体系。除了《管理办法》外，其余法律法规均订立已久。公开资料显示，《信托法》订立于2001年，实施至今已22年，尚未修订过。此外，《信托公司集合资金信托计划管理办法》订立于2007年，目前面临着面临订立已久、亟需修订的局面。《信托公司净资本管理办法》订立于2010年，至今也有13年。南京大学法学院教授表示，尽管信托法实施了20多年，但在相当多的法院，很少以信托法作为依据裁判案子。由于没能在法律实务中普遍适用，信托法的运用面较窄，成为了一部被束之高阁的“休眠法”。但不久前公布的全国人大常委会公布的2023年度立法工作计划中，实施22年尚未修订过的《信托法》，今年依然不在立法工作计划之列。

◆ 事件：

近日，中国证监会和香港证监会发布联合公告称，推动大宗交易（非自动对盘交易）纳入互联互通机制达成共识，即境外投资者通过沪股通、深股通参与上海证券交易所、深圳证券交易所的大宗交易，境内投资者通过港股通参与香港联合交易所有限公司的非自动对盘交易。通过沪股通和深股通进行的大宗交易以及通过港股通进行的非自动对盘交易将同步开通。

◆ 分析：

1) 自沪港通2014年开通以来，上交所在中国证监会统一部署下，持续优化完善交易安排，扩大标的范围，丰富标的品种。截至2023年7月底，沪股通累计净流入1.02万亿元，成交50.57万亿元；沪港通下港股通累计净流入1.22万亿元，成交17.19万亿元。2016年深港通开通以来，深交所持续优化完善机制安排，扩大标的范围，丰富标的品种。截至2023年7月底，深港通机制运行平稳、交易活跃，深股通累计成交55.2万亿元，跨境资金净流入9300余亿元；深港通下港股通累计成交13.47万亿元，跨境资金净流入1.13万亿元，为两地资本市场持续健康发展做出积极贡献。

2) 上交所表示，大宗交易（非自动对盘交易），是内地与香港市场的一种重要交易方式。采用该交易方式可以进一步提高交易效率，避免对竞价市场价格产生不必要的影响。现行互联互通仅支持竞价交易方式，未来大宗交易（非自动对盘交易）开通后，将进一步丰富互联互通交易方式，提高两地投资者特别是专业机构的交易便利度，有利于进一步提高市场流动性，提升市场活跃度，增强市场价格发现功能，促进资本市场高质量发展。

3) 深交所表示，正按照中国证监会统一部署，与相关各方共同研究互联互通下开展大宗交易（非自动对盘交易）的实现方式，将在充分征求市场意见的基础上，研究制定业务方案，完善业务、技术和监管等配套安排，保障深港通下的大宗交易（非自动对盘交易）平稳落地。下一步，深交所将继续发挥区位优势和平台功能，主动融入粤港澳大湾区和先行示范区建设，持续优化拓展互联互通机制，助力资本市场高水平双向开放。

◆ 事件：

8月10日晚，沪深交易所在完善交易制度和优化交易监管方面推出一系列举措，以更好激发市场活力，增强交易便利性和通畅性，不断提升市场吸引力。沪深交易所明确，研究将沪市主板股票、基金等，深市上市股票、基金等证券的申报数量要求由100股（份）的整数倍调整为100股（份）起、以1股（份）递增。同时，研究ETF引入盘后固定价格交易机制。同时，优化交易监管，平衡好保持交易通畅和打击恶意炒作，发布交易监管业务规则英文版本。

◆ 分析：

1) **降低投资者交易高价股成本。**目前沪市主板股票、深市上市股票以及沪深两市基金等证券的申报数量应为100股（份）或其整数倍；此次，沪深交易所研究允许沪市主板股票、深市上市股票、沪深两市基金等证券申报数量可以以1股（份）为单位递增。该机制调整有利于降低投资者交易高价股的成本，便利投资者分散化投资，提高投资者资金使用效率，降低基金管理人的投资管理难度、降低产品跟踪偏离度，对股票、基金等市场的活跃度和流动性起到积极促进作用。

2) **研究ETF引入盘后固定价格交易机制。**截至目前，盘后固定价格交易仅适用于科创板和创业板股票，ETF无法参与盘后固定价格交易。在市场看来，从科创板的实际情况看，盘后固定价格交易运行平稳，为投资者交易提供了便利。若ETF引入盘后固定价格交易，对ETF市场的发展具有重要意义。盘后固定价格交易是盘中连续交易的有效补充，不仅可以满足投资者在竞价撮合时段之外以确定性价格成交的交易需求，也有利于减少被动跟踪收盘价的大额交易对盘中交易价格的冲击。调研中市场主体普遍反馈希望ETF引入盘后固定价格交易机制，进一步满足投资者以收盘价交易ETF的需求。

3) **优化交易监管。**优化交易监管是沪深交易所推动活跃市场的又一项重要举措。沪深交易所表示，要持续推进监管标准公开，发布交易监管业务规则英文版本，加强规则宣传与投资者教育，进一步明确市场预期，提升监管透明度。



03

行业动态

- 破产重整服务信托频“落子”，司法实务机构建言完善机制
- 7月标品信托成立规模创年内新高

◆ 事件：

8月8日，*ST新联发布公告称，公司预重整工作取得重大进展。*ST新联、临时管理人分别与6家重整投资人签署了正式重整投资协议，其中一家重整投资人为外贸信托。近期，华润信托也披露，公司成功设立鼎邦、鼎庄、鼎立、鼎高系列企业破产重整服务信托。该系列破产重整服务信托项目受托规模合计达128亿元，4家破产重整企业作为委托人。除了外贸信托、华润信托，北方信托等近期也在破产重整服务信托业务上“落子”，取得了突破性进展。

◆ 分析：

1) **新型业务应运而生。**近年来，破产案件呈现体量大、产业链长、影响面广等特点，这些困境企业涉及金融机构、投资人、企业职工等，互保企业众多，风险传播能力强，造成的社会影响更为广泛。另一方面，国家鼓励有再生希望的企业利用破产重整或庭外重组等方式重组发展，但现行重整制度在实践中存在诸多制约因素。而信托公司作为专业的资产管理机构，多年来在资产管理展业中积累了一定资源，具备了管理和处置重整企业资产的能力，比如具有专业人员队伍优势、资金渠道资源、第三方专业机构资源等，可以通过资源统筹和调配，在破产重整工作中形成合力。

2) **机构提示五大隐忧。**实际上，在近几年我国破产重整司法实践中，特别是在一些大型企业集团的重整案件中，信托似乎正在成为重整计划草案的标配。信托的应用是否存在未预计的后果，当前是否已经存在泛滥的风险？相关担忧主要来自五个方面，即利益冲突问题、受益权价值确定问题、信托被撤销或被解除的后续处置问题、信托受托人与破产管理人的职责划分问题、信托期限及重整计划执行期限问题。

3) **进一步完善配套制度。**未来，需要充分考虑破产重整服务信托的特殊性，进一步完善信托财产登记、交付、公示、税收等方面的基本制度建设，推动破产重整服务信托业务向更深层次发展。

◆ 事件:

第三方最新统计数据显示，7月集合信托产品的发行和成立均有较为明显的上行。其中，标品信托产品的成立规模大幅增加，创2023年以来的新高。标品信托产品中，固收类产品在成立数量和规模方面优势明显。

◆ 分析:

1) 集合信托发行、成立回暖，房地产信托成立规模反弹升至30亿元线附近。与6月集合信托发行市场略有下行，发行数量及发行规模双双下不同，7月集合信托发行市场反弹回升，发行数量及发行规模均有小幅增长。用益金融信托研究院最新统计数据显示，7月集合信托产品发行规模845.37亿元，环比增加26.72亿元，增幅为3.26%。集合信托成立市场同样回暖，成立数量虽小幅下滑，但成立规模大幅增加。另外，从数据来看，7月投向金融和房地产领域的信托资金规模大幅增加。7月房地产类信托产品成立规模反弹回升至30亿元线附近。

2) 股票投资类信托成立规模环比近乎腰斩，债券投资类大增近7成。从成立情况来看，标品信托产品的成立规模大幅增加，而非标信托产品的成立规模相对稳定。7月，受标品业务投资限制放宽及政治局会议政策预期利好的影响，证券市场尤其是A股市场出现明显的回升，标品信托产品以固收类产品为主的资金募集规模出现大幅的增长。具体来看，7月标品信托产品的成立规模大幅增加，创2023年以来的新高。数据显示，7月标品信托产品成立数量1095款，环比减少0.27%，成立规模327.41亿元，环比增加64.35%。其中，固收类产品的成立规模大幅增长，是标品信托产品成立规模大幅走高的主要原因。数据显示，7月债券投资类信托成立规模314.51亿元，环比增长69.95%。不过，继6月环比下降超5成后，7月股票投资类信托成立规模环比继续下滑至3.96亿元，环比下降48.46%。



光大信托

EVERBRIGHT TRUST

04

机构投资观点

- 权益：

1. 投资者信心仍待提振
2. 蓄力向上，保持定力

- 固收：

1. 债市预期重新“收敛”
2. 政策预期差是利率破局的关键

- 大宗商品：

1. 原油：内盘上行加速，外盘谨慎看多

◆ 核心观点：

指数明显回调，成交再度回落。本周国内陆续公布经济金融数据，CPI同比转负、出口同比降幅扩大、周五盘后公布的社融信贷低于预期，稳增长政策加码必要性上升，投资者对个别金融及地产企业的担忧也有所抬升；海外方面，美国7月通胀基本符合市场预期，穆迪宣布下调部分美国银行信用评级引发避险情绪，此外中美关系新进展引发市场关注，内外部综合影响下本周A股震荡回调，上证指数收跌3.0%。成交方面，本周A股市场日均成交额回落至7700多亿元，其中周四再度跌破7000亿元。北向资金本周转为净流出255.8亿元，周五净流出123.4亿元创年内新高。

◆ 分析：

1) 市场展望：短期回调并非意味着反弹结束，投资者信心仍待提振，后市机会大于风险。本周事件性因素较多，国内方面增长仍面临阶段挑战，7月通胀数据偏弱，金融数据明显低于市场预期，投资者对部分房企和金融机构流动性风险担忧有所抬升；全球风险资产近期同样表现不佳，伴随国际评级机构近期不断下调美国外币债务及部分银行信用评级、美国增发国债，纳斯达克及标普500连续两周下跌，全球主要股市跌多涨少；中美关系新进展也引发市场关注。在此背景下上证指数创年内最大单周跌幅。相较事件性因素对短期风险偏好的冲击，当前指数偏弱、投资者信心不足的核心原因依然在于对增长预期较为谨慎，当前经济面临挑战需要更有力度、更有针对性的政策支持，后续仍需关注相关政策的应对和落实情况。

2) 近期关注以下进展：①7月物价、金融及进出口数据；②沪深两市交易所研究调整交易制度；③文旅部恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务；④A股中报业绩进展；⑤海外方面，7月美国CPI同比增长3.2%，基本符合市场预期，核心CPI同比增长4.7%，虽然仍在高位但已逐步放缓，美联储9月加息必要性下降。

3) 行业配置：阶段性关注价值风格，中报期间关注业绩可能超预期低预期个股。建议关注三条主线：①受益于地产政策边际变化、基本面修复空间和弹性比较大的地产链相关行业，例如房地产，以及家电、家居等地产后周期相关行业；②需求好转或库存和产能等供给格局改善，具备较大业绩弹性的领域，例如白酒、白色家电、珠宝首饰、电网设备和航海装备等；③股息率高且具备优质现金流的领域，低估值国央企仍有修复空间。

◆ 核心观点：

高速轮动+风险偏好下挫，近期市场出现明显回撤。近5个交易日市场回撤相对明显，7月后两周表现强势的大金融板块中，非银、保险周内回撤均超过4%。全A两非股债收益差在均值-2倍标准差以下运行超过两个月，政治局会议后短期风险偏好转暖未能持续。社融数据不及预期，居民和企业部门需求相对疲弱状态下，货币政策有望进一步宽松，政策底夯实以提振信心。

◆ 分析：

1) 经济数据中仍有积极线索，中报+拥挤度视角下同样存在积极变化。经济数据方面：①PPI触底反弹趋势或持续，全A两非ROE与PPI趋势相似性较高，PPI后续回升指引A股企业盈利上行周期；②PMI存在较多边际改善科目，企业生产意愿仍位于荣枯线上；③核心CPI较上月+0.4pct，后续同比增速有望回正，与Q4形成较高同比读数；④出口金额连续三月滚动均值同比见底，美国制造商、零售商、批发商库存同比读数回落至0附近，开启补库则出口表现有望反弹。

2) 蓄力向上期间仍需保持定力，“小切换，大均衡”持续，蓄力向上期间短期赔率变化、长期产业逻辑并重。①综合景气度与拥挤度视角下，中游制造中的光伏设备、下游消费中的纺服、社服行业满足“高景气+不拥挤”；②轮动速度维持高位，短期赔率边际变化在交易层面被放大，TMT自下而上精选个股；③“双低品种”：白电、小家电等细分赛道库存周期处于低位，家电行业长期配置占比不足2%，拥挤度较低，“政策底”向“销售底”过渡期间，重视地产链向后周期品种的传导；④拥抱产业浪潮：关注汽车智能化、数据确权等概念。

3) 行情概况：全球市场跌多涨少，国内市场普跌。8月7日至8月11日，全球指数跌多涨少，跌幅前三为恒生科技、恒指、纳指。国内市场方面，各宽基指数普跌，通信、建材、家电分别下跌6.26%、4.87%、4.79%。主题方面，光模块，保险精选，半导体封测调整幅度较大。

4) 估值：宽基指数估值下降，科创50估值下降幅度较大，TMT板块估值降幅靠前，计算机、电子估值分别下降3.04、2.03倍；新兴产业方面，传感器估值下降幅度较大。

◆ 核心观点：

基本面弱现实格局未改，资金面偏松，降准降息仍有博弈空间，叠加欠配压力，债市逆转风险不大。但政策处于落地期，一线地产松绑呼之欲出，个别财富管理公司灰犀牛风险值得提防，供给略有扰动，长端利率突破前低难度仍存。继续建议3、5年利率债+中短端信用债，关注二永债逢低增持机会，曲线走陡概率略高。

◆ 分析：

1) 市场关注点聚焦于后续政策、经济数据和灰犀牛风险。政治局会议之后各部委密集发声，但超预期举措并不多，谁出资金的问题仍是核心，短期政策博弈还在继续，焦点在地产、化债和资本市场政策。此外近期“灰犀牛”事件增多，尤其个别财富管理企业风险事件备受关注。

2) 地产政策最受关注，但一线城市放松尺度预期不高。几大政策中，“地产政策”受关注最多，且多数投资者认为地产政策将打破债市平衡，但普遍判断放松尺度会有所保留。8月一线城市将召开地产会议，政策呼之欲出，对债市情绪可能有所扰动，但要看具体力度，备选政策包括因区施策、认房不认贷、公积金政策、限价政策等，实际冲击有限。如果是限购限贷、首套房贷比率、落户等政策大幅放松，冲击可能超预期。

3) 化债政策出现积极进展，特殊再融资债预计将启动发行。财政部即将下达约1万亿元地方政府再融资债额度，随后天津等地城投短端买盘力量好转。可行性上看，限额内发行特殊再融资债置换阻力最小，更容易推广。对债市而言，特殊再融资债出台有望缓解尾部城投信用风险，但在缺少完美化债方案的情况下，问题倒逼担忧仍在。相比于隐债体量，1万亿显然只是应急之举。对利率影响则相对间接，关注期限结构如何安排，货币政策大概率会予以配合，需要相对低利率的环境，同时需要引导银行负债端利率下行缓解息差压力。

4) 投资者对降准预期提高，普遍判断利率低位震荡。三季度降准概率偏高，降息方面，破局点仍在于银行息差和存量房贷利率下调等。市场判断方面，大多数投资认为长端利率将继续震荡，核心区间在2.6%-2.7%。操作策略上更偏向波段和杠杆。

◆ 核心观点：

7月金融数据具有三个新特征：总量上，录得历史低值；结构上，居民企业降杠杆；存款端，政府支出降速，但本质指向的是内需疲软主线，深层次的逻辑是经济结构转型以及实体信心尚未企稳。对此，我们认为下阶段政策助力宽信用重点大概率是加大宽货币力度和出台超预期政策抬升实体信心，其中后续政策发力的方式及节奏层面的预期差是主导后续利率方向的关键因素。

◆ 分析：

1) 7月金融数据的三个特点：① 总量上，录得历史低值：7月社融信贷录得历史低值，前期信贷投放透支、内需疲软是核心原因；② 结构上，居民企业降杠杆；③ 存款端，政府支出降速：表观来看，M2、M1增速双回落或同企业对未来经营谨慎、地产市场低迷、信贷投放降速、财政支出降速等因素相关，本质上核心缘由是内需疲软。

2) 7月金融数据背后的深层逻辑：首先，7月金融数据已经反映了地产链投资走弱、基建投资空间有限、制造业企业家情绪偏谨慎等微观特征。在出口下行背景下，当前经济更多是依赖于消费驱动，但消费是慢变量，实体增长疲软下融资需求亦不旺盛。其次，当前居民、企业信心仍未企稳，出现主动信用收缩倾向。

3) 降准降息概率提升，但政策落地或将加大市场波动。预计降准时间点或提前至8月份，背后有稳定市场信心、补充市场流动性缺口、为银行提供低成本资金以加大放贷意愿等逻辑支撑；降息层面，存量房贷利率下调节奏或将加快以减轻居民部门负担、政策利率降息以降低实体融资成本、存款利率继续调降以稳定银行净息差。对市场影响方面，结合2023年3月降准、6月降息行情表现，降准降息行情落地可能带来止盈情绪扰动，进而加大市场波动。

4) 后续政策发力的方式及节奏层面的预期差是主导后续利率方向的关键因素。6月中旬降息之后，债市核心关注点为稳增长政策是否会超预期，7月底政治局会议关于消费、地产、债务化解、资本市场措辞边际变化，对债市多头情绪有所压制，但随着近期政策出台节奏偏缓，利率呈现先回调后横盘震荡态势。现有政策力度下的经济修复斜率决定了利率上行空间有限，往后看，政策发力预期差主导后续利率方向，预计债市整体难以摆脱横盘震荡格局。

◆ 核心观点：

WTI9月原油期货收涨0.37美元/桶，报83.19元/桶；Brent10月原油期货收涨0.41美元/桶，报86.81元/桶；SC2309原油期货收涨24.60元/桶，或3.85%，报663.60元/桶。过去一周，内外盘油价持续创下新高，且SC走势持续强于外盘，海内外成品油市场表现火爆，延续强势格局。

◆ 分析：

1) 对于未来一周维持偏多判断，但上行确定性较之前一个多月有所削弱。其中，支撑油价强势的主要逻辑依旧源自两点：第一，OPEC+减产态度依旧坚决，至少三季度原油市场或延续去库格局；第二，全球成品油市场的火爆格局没有改变。

2) 过去一周在美国7月CPI公布后，美联储基于仍然较高的通胀水平给出了相对偏鹰的表态，美元指数走势有延续强势的可能。这在油品消费旺季的短期可能抑制油价的涨幅，甚至诱发油价提前拐头向下进入弱势格局，需密切关注。此外，注意到上海原油主力SC2309合约有增仓上行的反常趋势，短期需警惕极端上行风险。同时，此前提出的“多SC，空Brent”策略近期可关注择机止盈。

3) 整体来看，原油市场上下游均呈现需求火爆的格局，供应持续偏紧，沙特宣布再次延长减产后至少8月出现趋势下跌的概率较低，不过美元强势下或也是本轮上行行情的尾声。展望2023年下半年，基于宏观面的下行压力，中长期看油价重心下移是大概率事件，分歧在于油价是否可能在中期大跌前仍有可能出下年内的最后一次上涨。在OPEC+多轮大幅减产后，三季度出现原油供应阶段性缺口的概率仍然较大。叠加油品裂解价差在核心通胀影响下长期处于高位，以及内需下半年潜在复苏空间，油价在7-8月区间内仍有可能出现一次上行行情。最差的情况下，至少不宜出现深跌。在对于单边价格走势的预判上，如果三季度符合我们预判，Brent、WTI仍有机会回升至80-85美元/桶附近（已达成，或仍有3%-5%上涨空间），SC有机会回升至600元/桶（已达成，或仍有3%-5%上涨空间，近期波动放大）；在中长期的下行周期里，Brent、WTI年内有可能跌破65美元/桶，SC或再次考验500元/桶支撑。

谢谢!

光大信托，助力社会更美好！