

长短相形，高下相倾

——宏观交易主线及9月大类资产配置建议

广州期货 研究中心

2023年9月4日



要点

➤ 8月宏观交易主线复盘

- ✓ 8月变化：中美欧经济预期均环比改善，美国经济走势维持超预期但优势在收敛，我国和欧元区维持不及预期区间但边际好转。
- ✓ 我国权益及商品市场分叉：权益市场二、三季度整体横盘震荡，8月在情绪面及资金面共振下出现单边下行。商品市场5月下行及6月反弹行情主要受欧美衰退及美国经济韧性预期变化带动，7月、8月受供给因素支撑，包括低库存下的阶段性补库，煤炭、原油等成本端价格下移，矿难、平控政策、天气等供应端事件等。随着活跃资本市场政策出台以及稳增长政策发力，短期看未来股市上涨向商品收敛的概率较高。

➤ 当前海内外宏观经济主要矛盾

- ✓ **美联储鹰派发言是预期管理抑或上帝视角**：美国6月非农就业、零售消费、通胀数据一致性缓和，而7月数据再度分化，通胀数据和就业数据放缓，零售销售数据超预期，说明通胀韧性仍在，其回落趋势及速度仍有不确定性。另一方面，美国经济韧性凸显，二季度GDP增速高于前值及市场预期，经济软着陆意味着货币政策短期转向必要性不高，同时将对通胀形成潜在压力。鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会发表讲话，表明当前美联储的首要任务仍是抗通胀，强调货币政策前景取决于后续数据的表现，且关于真实利率的讨论引起市场关注。目前短端利率市场对货币政策路径预期整体与点阵图整体一致，对降息的预期较上月回落。我们维持前期判断，倾向于将暂停加息、高利率维持一段时间作为基准判断，而高利率对实体经济和金融体系的影响将逐渐积累，经济衰退“虽迟但到”。
- ✓ **美债收益率攀升对我国资本市场影响几何**：美国短期经济韧性、美债发行超预期和美联储态度偏鹰是美债利率近期创新高的主因。而通胀预期基本稳定，导致实际利率亦明显上行，压制了风险资产和具有金融属性的商品（贵金属、原油、铜等）。从历史行情看，实际利率的拐点通常领先于商品的拐点，名义利率略有滞后。同时，中美利差走扩是本轮人民币快速贬值的重要驱动，人民币贬值的短期影响体现为权益市场外资净流出、商品市场受汇率计价影响价格有向上支撑。
- ✓ **国内经济弱复苏，筑底特征显现**：7月经济数据整体环比走弱且逊于市场预期，8月PMI及高频数据显示生产动能企稳，新订单指数重回扩张区间，而经济复苏结构分化持续，从生产端看，大中小型企业景气度分化，从需求端看，一是内需边际修复而外需承压，二是消费复苏分化持续，餐饮服务及出行类消费维持亮点，汽车延续打折去库策略，房价预期转弱、销售疲软，家具、建材等地产相关消费品维持低迷。
- ✓ **稳增长政策发力，政策底筑牢**：财政政策方面，8月专项债发行明显提速。货币政策方面，降息时点超预期但LPR不对称调降。房地产方面，首付比例、新发和存量贷款利率调降略超预期。资本市场方面，包括印花税在内的活跃资本市场系列措施出台。

➤ 9月交易主线展望

- ✓ **交易主线之一是稳增长政策的效果**。目前除了财政政策非常规工具尚未发力外，货币政策、房地产政策、资本市场政策均已全面发力，节奏及内容属中性或略超预期，而从权益市场看市场风险情绪明显仍较“脆弱”，对政策利好较为“钝化”而对资金面和基本面利空反应“放大”。若后续高频数据对政策效果正面印证，则市场情绪有望企稳反转，而若基本面维持弱复苏态势，预期转弱问题将持续成为拖累。
- ✓ **交易主线之二是传统需求旺季表现如何**。从PMI及库存指标看，商品整体7、8月出现阶段性补库特征，除了低库存因素外，已包含了对九金十银传统需求旺季的较乐观预期，整体出现提前备货和提前涨价的现象。若“旺季不旺”，则商品回调幅度仍大，若稳增长政策对需求刺激效果良好，则商品有可能在四季度正式踏入补库大周期。

➤ 9月资产配置建议：多配股指、贵金、能化，部分多配有色、农产品

➤ 风险提示 稳增长政策效果不及预期；美联储货币政策节奏超预期；地缘冲突超预期

目录

- 一、8月宏观交易主线复盘**
- 二、海内外宏观经济主要矛盾**
- 三、9月交易主线及资产配置展望**

第一部分

宏观交易主线复盘



市场在交易什么？

- 受金融流动性收紧以及经济超预期程度有所回落影响，美国资本市场8月出现股债双杀，而国内权益市场对基本面悲观情绪集中释放，商品受预期好转及供应端影响走强

8月

市场走势

现实

绝对值：
中国 > 美国 > 欧洲

变化：
中国 ↑ 欧洲 ↑ 美国 ↓

预期

绝对值：
中国 > 美国 > 欧洲

变化：
中国 ↑ 欧洲 ↑ 美国 ↑

预期差

绝对值：
美国 > 中国 > 欧洲

变化：
中国 ↓ 欧洲 ↓ 美国 ↓

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
权益市场 涨跌幅%	道琼斯工业	2.8	-4.2	1.9	2.5	-3.5	4.6	3.3	-2.4
	纳斯达克	10.7	-1.1	6.7	0.0	5.8	6.6	4.0	-2.2
	标普500	6.2	-2.6	3.5	1.5	0.1	6.5	3.1	-1.8
	英国富时100	4.3	1.3	-3.1	3.1	-5.4	1.1	2.2	-3.4
	法国CAC40	9.4	2.6	0.7	2.3	-5.2	4.2	1.3	-2.4
	德国DAX	8.7	1.6	1.7	1.9	-1.6	3.1	1.9	-3.0
	上证指数	5.4	0.7	-0.2	1.5	-3.6	-0.1	2.8	-5.2
商品市场 涨跌幅%	贵金属	0.5	-4.8	10.0	2.5	0.6	-0.5	2.7	1.7
	能源	3.9	-2.5	-5.7	-0.1	-7.3	5.6	13.5	8.5
	有色	-1.9	-3.0	-2.0	-1.8	-5.1	1.6	3.2	-1.9
	煤焦钢矿	1.6	2.7	-3.7	-13.9	-4.4	9.6	2.5	2.5
	非金属建材	1.7	-0.6	3.3	12.5	-20	6.4	11.4	9.7
	化工	9.1	-5.5	-4.5	-6.1	-10	2.7	10.9	4.4
	农副产品	1.3	7.5	-6.1	0.0	-7.6	2.0	4.3	0.5
	油脂油料	-2.3	-0.7	-8.1	-4.7	-6.3	13.1	4.8	2.9
国债10Y 涨跌bp	美国	-36	40	-44	-4	20	17	16	12
	英国	-34	40	-32	20	46	24	-16	
	法国	-37	38	-32	10	-5	9	9	
	意大利	-43	20	-35	23	-18	-10	4	
	中国	7	1	-4	-9	-8	-3	-2	-8

商品市场与权益市场出现分叉 (1/2)

- 长周期看，商品与权益市场相关性并不显著，时而正相关时而负相关，两者在不同时期交易的主要矛盾不尽相同
- 比较基于无风险套利原则的商品期货定价公式及基于现金流折现模型（DCF）的股票定价公式，可以得出（1）两者均受无风险收益率影响，股票价格与无风险利率负相关，商品价格与无风险利率既有正相关也有负相关的关系。（2）商品现货及期货价格影响业务盈利水平，影响股票未来现金流预期，但不同产业、产业链的不同环节其利润水平与商品价格的关系不同。（3）时间维度看，股票价格基于长期存续假设，而商品期货的价格受期货合约到期时间影响更大

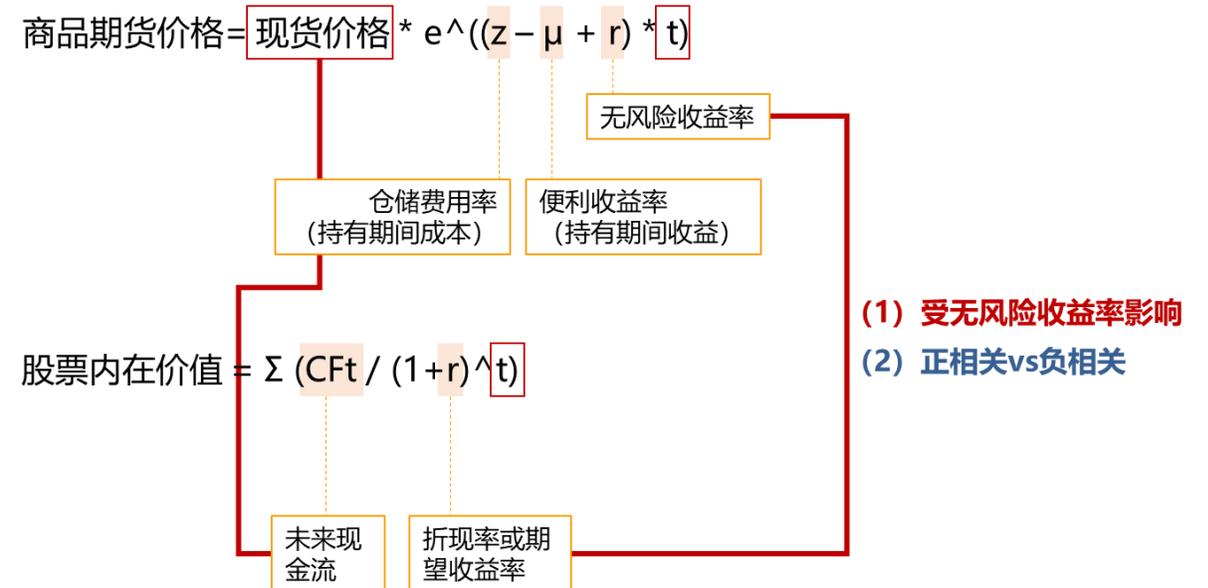
长周期看商品与权益市场相关性并不显著，以内需定价的螺纹钢正相关规律较为明显

南华商品指数						
相关系数	近1月	近3月	近6月	近1年	近3年	2010年以来
上证指数	-0.70	-0.27	-0.23	0.28	-0.52	0.27
万得全A	-0.74	-0.06	0.07	0.35	-0.48	0.45

南华螺纹钢指数						
相关系数	近1月	近3月	近6月	近1年	近3年	2010年以来
上证指数	0.52	0.20	0.31	0.42	0.33	0.27
万得全A	0.47	0.38	0.63	0.57	0.32	0.44

数据截至8月28日

从定价公式看，股票与商品期货的影响因子有部分重合但影响机制不一样



- (1) 现货及期货价格影响相关业务的盈利水平
- (2) 不同产业、产业链不同环节利润结构不一样

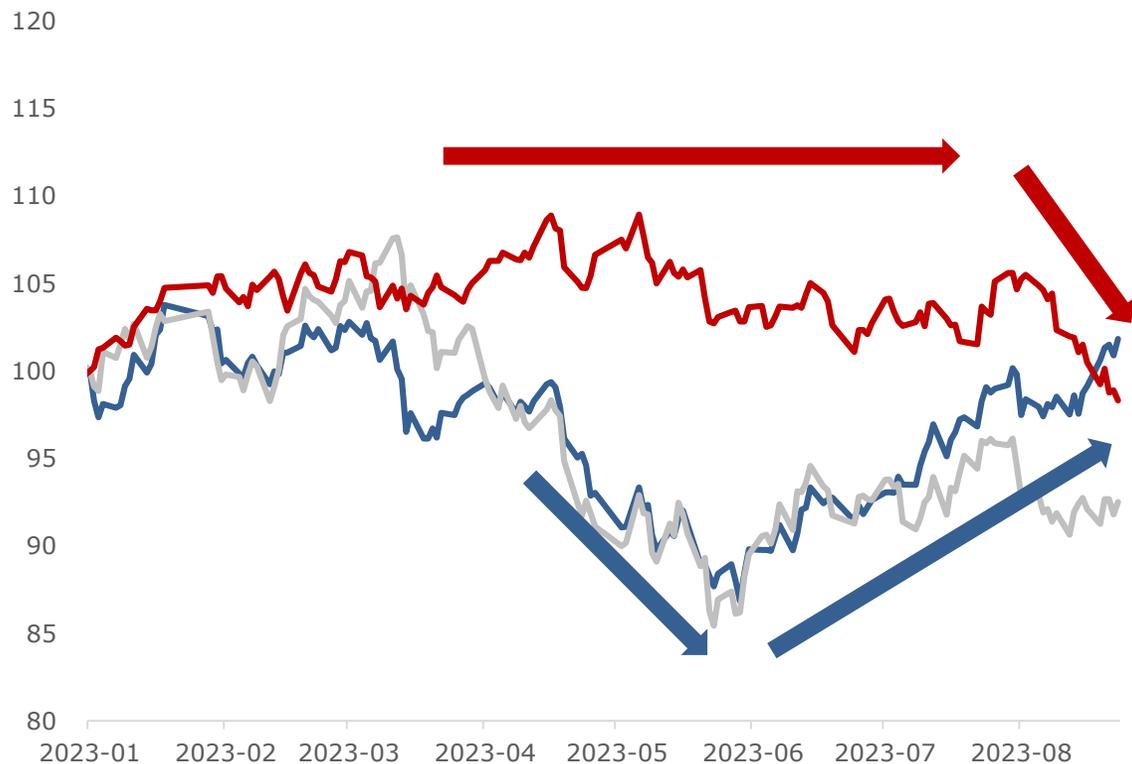
数据来源：Wind、广州期货研究中心

商品市场与权益市场出现分叉 (2/3)

- 权益市场二、三季度受基本面偏弱、稳政策力度不及预期拖累市场情绪等影响，市场整体横盘震荡，8月在情绪面及资金面共振下出现单边下行。而商品市场5月下行及6月反弹行情主要受欧美衰退及美国经济韧性预期变化带动，7月、8月受供给因素支撑，包括低库存下的阶段性补库，煤炭、原油等成本端价格下移，矿难、平控政策、天气等供应端事件等

今年4月以来商品及权益市场交易逻辑不同

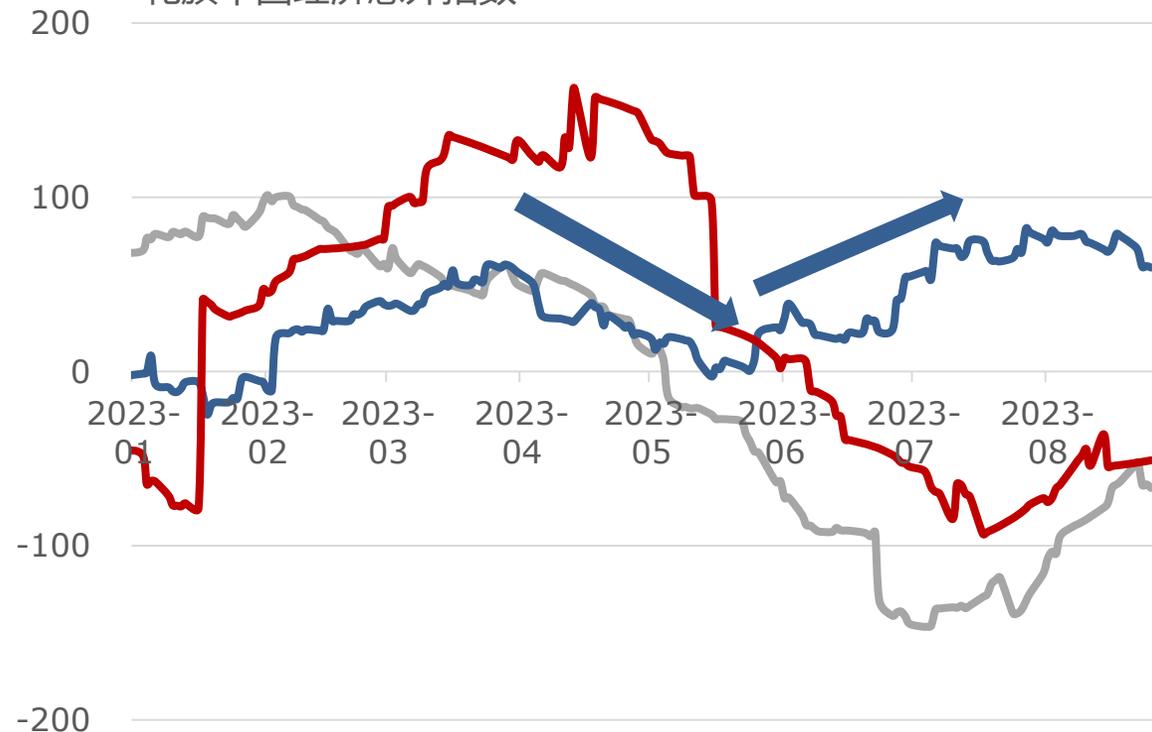
— 南华工业品指数 — 南华螺纹钢指数 — 上证综合指数



数据截至8月28日，以2023年1月3日为基期标准化为100

5月下行及6月反弹行情主要受欧美衰退及美国经济韧性预期变化带动，7月、8月受供给因素支撑

— 花旗欧洲经济意外指数 — 花旗美国经济意外指数
 — 花旗中国经济意外指数



数据来源：Wind、广州期货研究中心

商品市场与权益市场出现分叉 (3/3)

- 复盘历史行情，权益市场与商品市场走势分叉大致出现于商品受供应端因素主导且/或中美经济走势分叉的背景，后随着供应端矛盾弱化后两市重回国内基本面定价，走势再度趋同，既有股市向商品靠拢也有商品向股市靠拢的情况
- 随着活跃资本市场政策出台以及稳增长政策发力对市场情绪的提振，短期看未来股市上涨向商品收敛的概率较高，但从中长期角度看，地产下行周期下工业品可能长期处于供过于求局面，价格中枢承压



第二部分

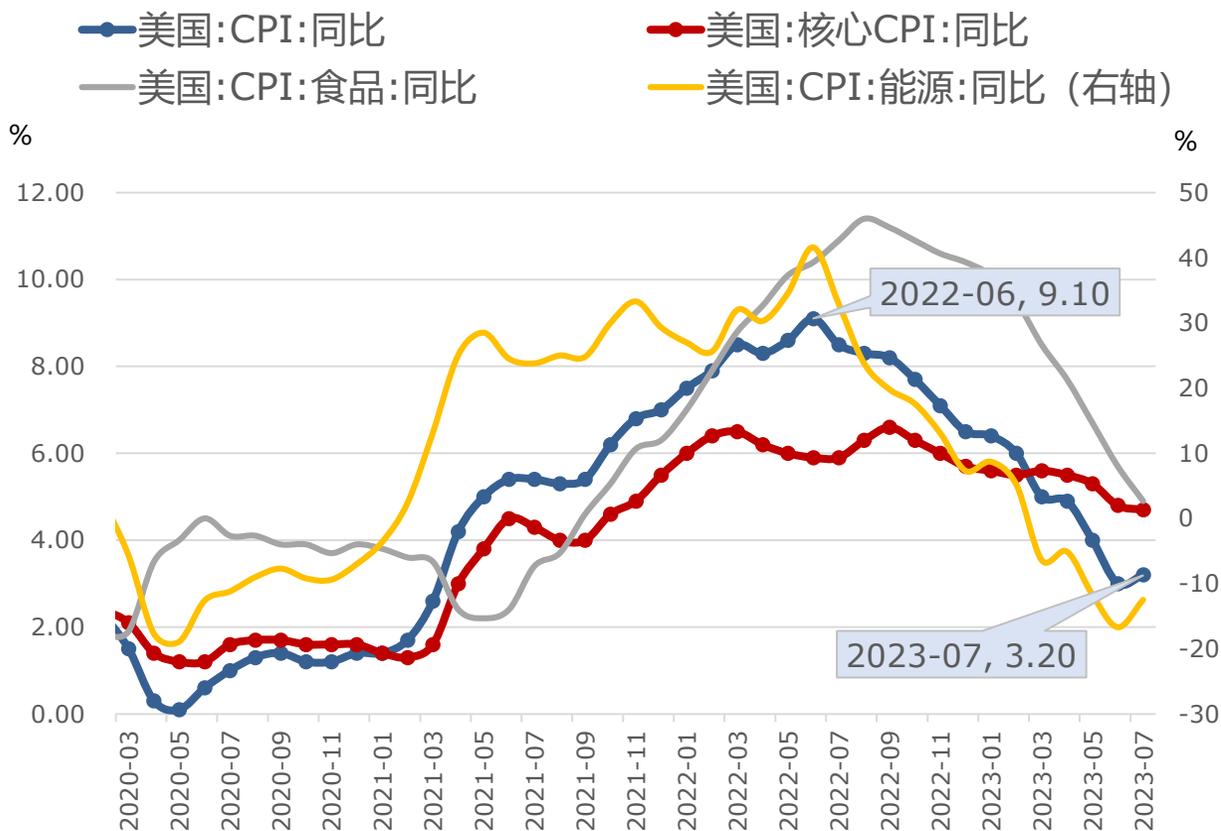
海内外宏观经济主要矛盾



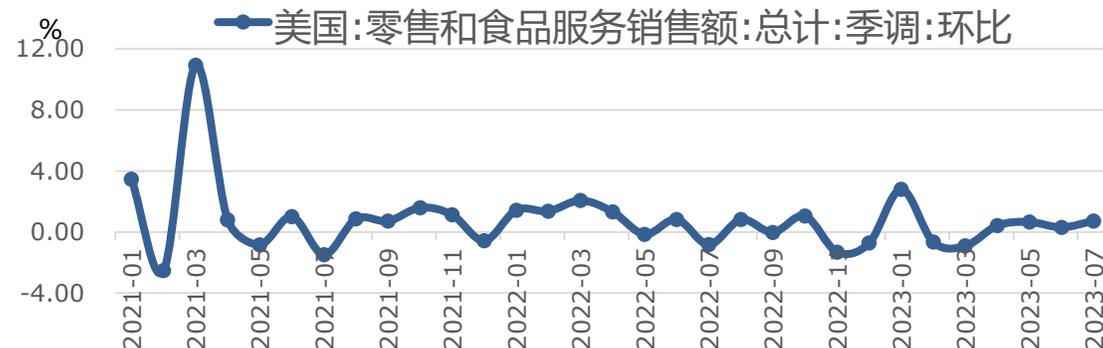
一、美联储鹰派发言是预期管理抑或上帝视角：零售数据分歧显示通胀问题的复杂性

- 美国6月非农就业、零售消费、通胀数据一致性缓和，而7月数据再度分化，通胀数据和就业数据放缓，零售销售数据超预期，说明通胀韧性仍在，其回落趋势及速度仍有不确定性

美国7月末季调CPI同比升3.2%，预期升3.3%，前值升3%；核心CPI同比升4.7%，预期升4.8%，前值升4.8%



美国7月零售销售月率录得0.7%，高于前值及预期



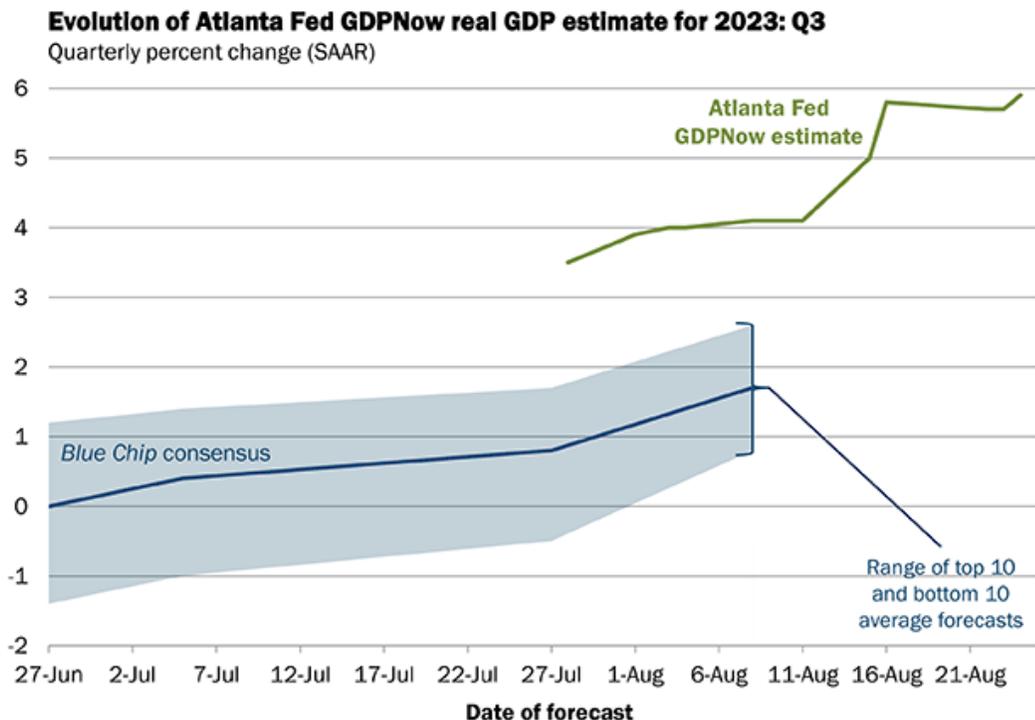
8月ADP新增就业人数低于预期和前值



一、美联储鹰派发言是预期管理抑或上帝视角：经济韧性推高软着陆概率

- 美国二季度GDP环比折年率2.4%，超市场预期，高于前值以及经济长期潜在增速的1.8%水平，根据亚特兰大联储模型测算，三季度GDP增速高达5.9%。经济韧性一方面受需求端的支撑，这与疫情以来的超额储蓄、就业环境相关，另一方面受供给端恢复影响，能源价格回落带动制造、运输等成本回落，提振了出行、购车等需求。经济软着陆意味着货币政策短期转向必要性不高，同时将对通胀形成潜在压力

亚特兰大联储GDPNow模型8月24日预测美国三季度GDP增速达5.9% (8月16日预测值为5.8%)



Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts
Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

美国经济韧性超预期的根源

	疫情时期	加息周期
居民部门	超额储蓄、减少就业	消耗超额储蓄—》增加就业
企业部门	收缩	基建、制造业投资企稳
政府部门	加杠杆，引导产业投资	美联储缩表

一、美联储鹰派发言是预期管理抑或上帝视角：鲍威尔反复强调通胀风险

- 美联储主席鲍威尔在一年一度杰克逊霍尔全球央行年会发表讲话，表明当前美联储的首要任务仍是抗通胀，强调货币政策前景取决于后续数据的表现，且关于真实利率的讨论引起市场关注
- 美联储内部近期对真实中性利率存在较大分歧，若真实中性利率仍处低位，则美联储未来利率调整的必要性或紧迫性降低

关于通胀：

将通胀降至2%的目标是美联储的职责，我们将致力于实现这一点 (It is the Fed 's job to bring inflation down to our 2 percent goal, and we will do so)

我们准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平，直到我们确信通胀正在朝着我们的目标持续下降 (We are prepared to raise rates further if appropriate, and intend to hold policy at a restrictive level until we are confident that inflation is moving sustainably down toward our objective.)

预计需要经历一段经济增长低于趋势增长的时期，而且需要劳动力市场状况有所缓和，通胀才能持续地回落至2% (Getting inflation sustainably back down to 2 percent is expected to require a period of below-trend economic growth as well as some softening in labor market conditions.)

关于增长：

今年以来，GDP增长超出预期，也高于其长期趋势，而且最近的消费支出数据尤为强劲。此外，地产行业在过去18个月里急速放缓之后正显示出复苏的迹象。持续高于趋势增长的进一步证据可能会使通胀前景面临风险，可能需要进一步收紧货币政策。(Additional evidence of persistently above-trend growth could put further progress on inflation at risk and could warrant further tightening of monetary policy.)

关于就业：

如果证据表明劳动力市场的紧张状况不再持续缓解，仍有可能需要货币政策作出反应。(Evidence that the tightness in the labor market is no longer easing could also call for a monetary policy response.)

关于真实利率：

实际利率目前已经转正，且远高于中性政策利率 (r^*) 的主流估算。我们认为当前的政策立场是限制性的，对经济活动、劳工雇佣和通货膨胀均施加了下行压力。但我们没有能力明确指出中性利率的水平，也因此货币政策约束的精确水平总是存在不确定性。(But we cannot identify with certainty the neutral rate of interest, and thus there is always uncertainty about the precise level of monetary policy restraint.)

一、美联储鹰派发言是预期管理抑或上帝视角：降息预期回落，整体与点阵图一致

- 目前短端利率市场对货币政策路径预期整体与点阵图整体一致，对降息的预期较上月回落。利率期货显示，对2024年1月开始降息的预期概率为19.3%，自3月开始降息的预期概率为42%，自5月开始降息概率为74%，而至2024年9月，累计降息100bp以上预期概率为36%
- 我们维持前期判断，倾向于将暂停加息、高利率维持一段时间作为基准判断，而高利率对实体经济和金融体系的影响逐渐积累，经济衰退“虽迟但到”，明年美联储货币政策转向将开启新一轮交易主线

截至9月1日CME美国利率期货隐含市场对美联储利率操作的预期

%	9月 2023	11月	12月	1月 2024	3月	5月	6月	7月	9月
375-400								0.2%	2%
400-425							0.3%	2.5%	10.3%
425-450						0.6%	3.4%	12.2%	24.4%
450-475					0.8%	7.6%	15.6%	27.4%	40.8%
475-500				1.7%	9%	27.9%	32%	31.6%	21.6%
500-525			7.4%	17.6%	32%	38.2%	31.4%	19.2%	8.6%
525-550 (目前)	88%	54.3%	52.5%	48.8%	39.6%	21%	14.5%	6%	1.9%
550-575	12%	41.1%	36.2%	28.8%	17%	4.4%	2.8%	0.9%	0.2%
575-600		4.6%	4%	3.1%	1.7%	0.3%	0.2%		

二、美债收益率攀升对我国资本市场影响几何：本轮加息周期行情特殊

- 回顾回去加息周期，10Y美债收益率一般在加息终点附近触及或高于政策利率后回落，10Y-2Y利差在加息终点及高利率平台区触及倒挂区间，而本次加息周期中10Y收益率在去年10月即触顶回落，10Y-2Y利差自去年7月以来持续处于倒挂区间，这是由于本次加息背景及节奏的特殊性，使得经济衰退预期比以往更浓郁。而市场利率较政策利率“乐观”也暗示利率反弹空间大
- 近两周美债长端收益率明显攀升，8月22日盘中触4.368%，突破去年底的4.34%高位。截至8月31日，10Y美债收益率收4.11%，较4月低点反弹超85bp。美国短期经济韧性、美债发行超预期和美联储态度偏鹰是导致美债利率近期创新高的主因



二、美债收益率攀升对我国资本市场影响几何：对商品指数整体相关性不强

- 名义利率包含了对通胀的预期，虽然代表着资金成本，但实际影响资产估值的是实际利率。近期美债长端利率攀升而通胀预期基本稳定，导致实际利率亦明显上行，压制了风险资产和具有金融属性的商品（贵金属、原油、铜等）
- 从美债走势与国内商品的相关性看，近一年相关性不明显，主要叠加了汇率影响，近三年与名义利率的正相关性较为明显。从更长维度的历史数据看，实际利率的拐点通常领先于商品的拐点，名义利率略有滞后

— 美国:国债收益率:10年 — 美国:国债实际收益率:10年期 — 南华综合指数 (右轴)

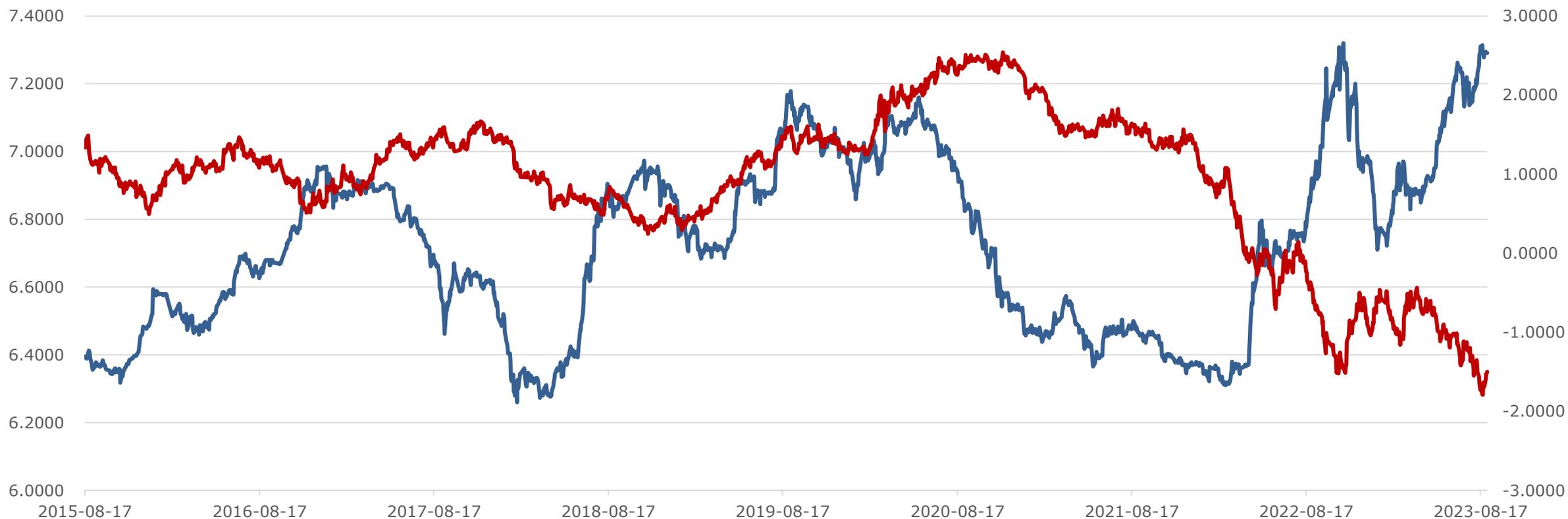
相关系数	10年期美国国债收益率			10Y美国实际国债收益率		
	近1年	近3年	近5年	近1年	近3年	近5年
南华商品指数	0.293	0.849	0.293	0.32	0.721	0.32
南华工业品指数	0.071	0.09	0.071	0.027	0.212	0.027
南华贵金属指数	0.112	0.816	0.112	0.337	0.677	0.337
南华有色金属指数	0.056	0.832	0.056	0.172	0.71	0.172
南华黑色指数	-0.05	0.588	-0.05	0.039	0.43	0.039
南华能化指数	0.052	0.778	0.052	-0.151	0.631	-0.151
南华农产品指数	0.421	0.808	0.421	0.2	0.677	0.2



二、美债收益率攀升对我国资本市场影响几何：中美利差走扩加大人民币贬值压力

- 美元指数是美元的现货价格，美债收益率是美元的期货价格，汇率与美债收益率共同由美国基本面相对走势及预期决定。而中美利差的走扩也是本轮人民币快速贬值的驱动因素。人民币兑美元汇率自5月17日破“7”后继续快速上行，至8月17日盘中触及高点7.318，至8月31日收7.29。目前点位是2015年811汇改以来的次高点，仅次于2022年的7.3280，已超2019年高点7.1854以及2020年高点7.1765
- 人民币贬值的短期影响体现为权益市场外资净流出、商品市场受汇率计价影响价格有向上支撑

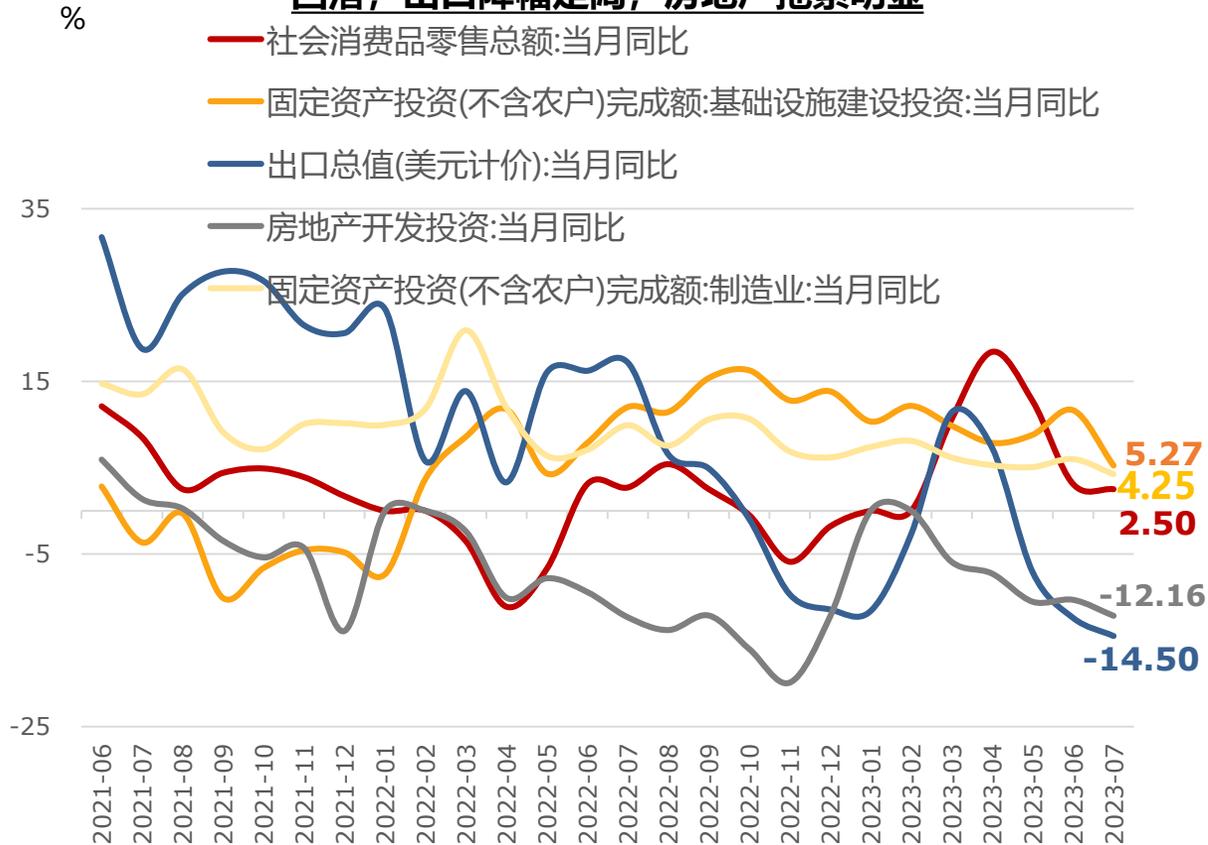
— 即期汇率:美元兑人民币 — 中美10Y国债收益率利差 (右轴)



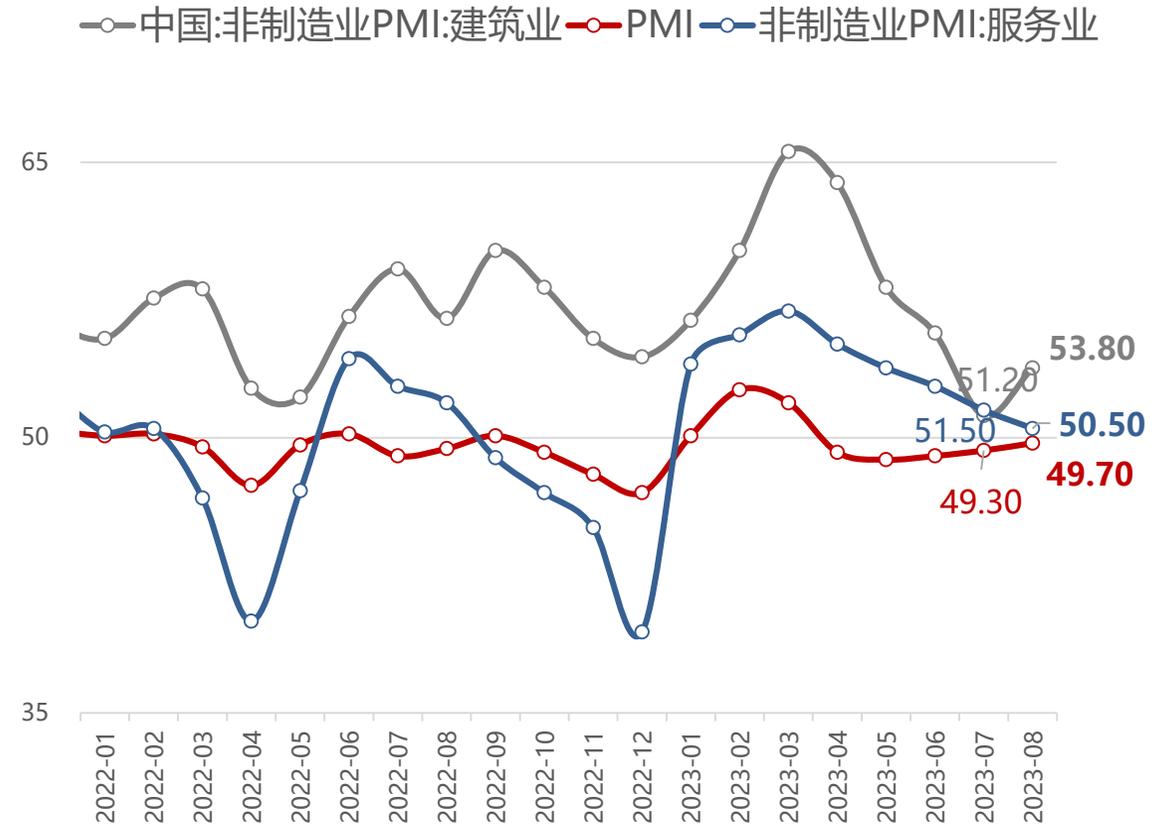
三、国内经济筑底特征显现：生产端动能回暖，新订单扩张释放积极信号

■ 7月经济数据整体环比走弱且逊于市场预期，8月PMI及高频数据显示生产动能企稳，新订单指数重回扩张区间，新出口订单指数低位徘徊

7月基建投资和制造业增速回落，消费增速小幅回落，出口降幅走阔，房地产拖累明显



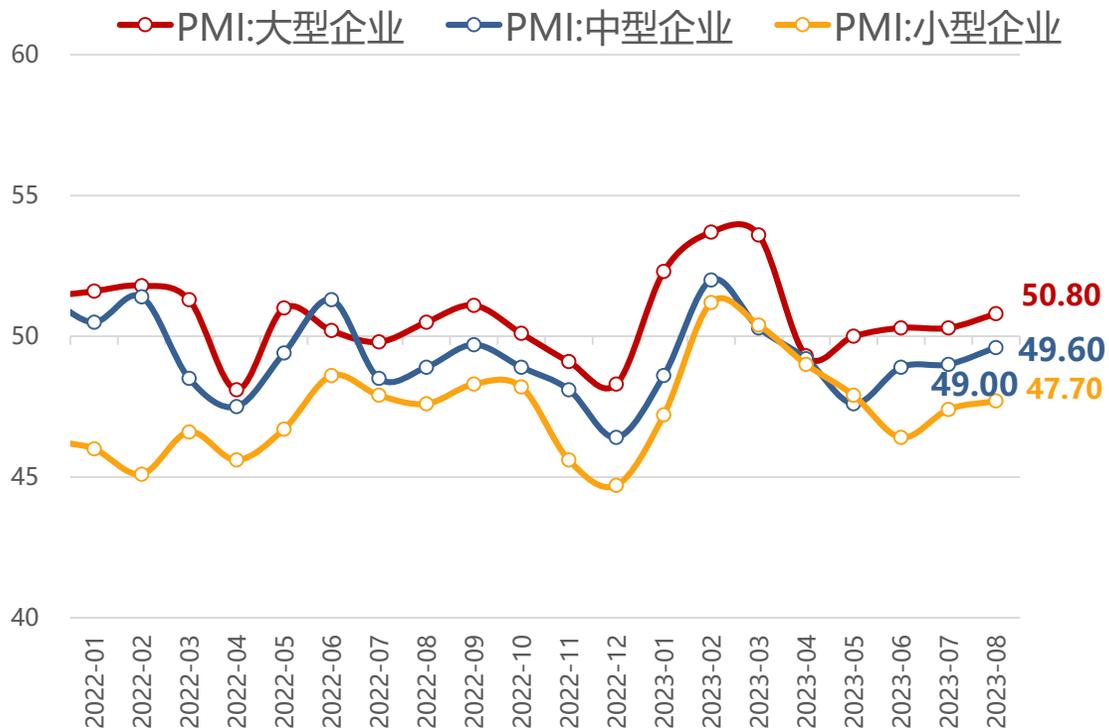
8月制造业PMI连续三个月小幅回升至49.70%，其中生产指数、新订单指数均踏上荣枯线以上



三、国内经济筑底特征显现：经济复苏结构分化持续

- 从生产端看，大中小型企业景气度分化，大型企业景气度连续四个月维持扩张，中小企业景气度连续五个月处于转弱区间，小型企业景气度回暖迹象不明显
- 从需求端看，一是内需边际修复而外需承压，二是消费复苏分化持续，餐饮服务及出行类消费维持亮点，汽车延续打折去库策略，家具、建材等地产相关消费品维持低迷

不同类型企业景气度维持分化，大企业维持扩张，中型企业景气度有所回暖，小企业景气度低位徘徊



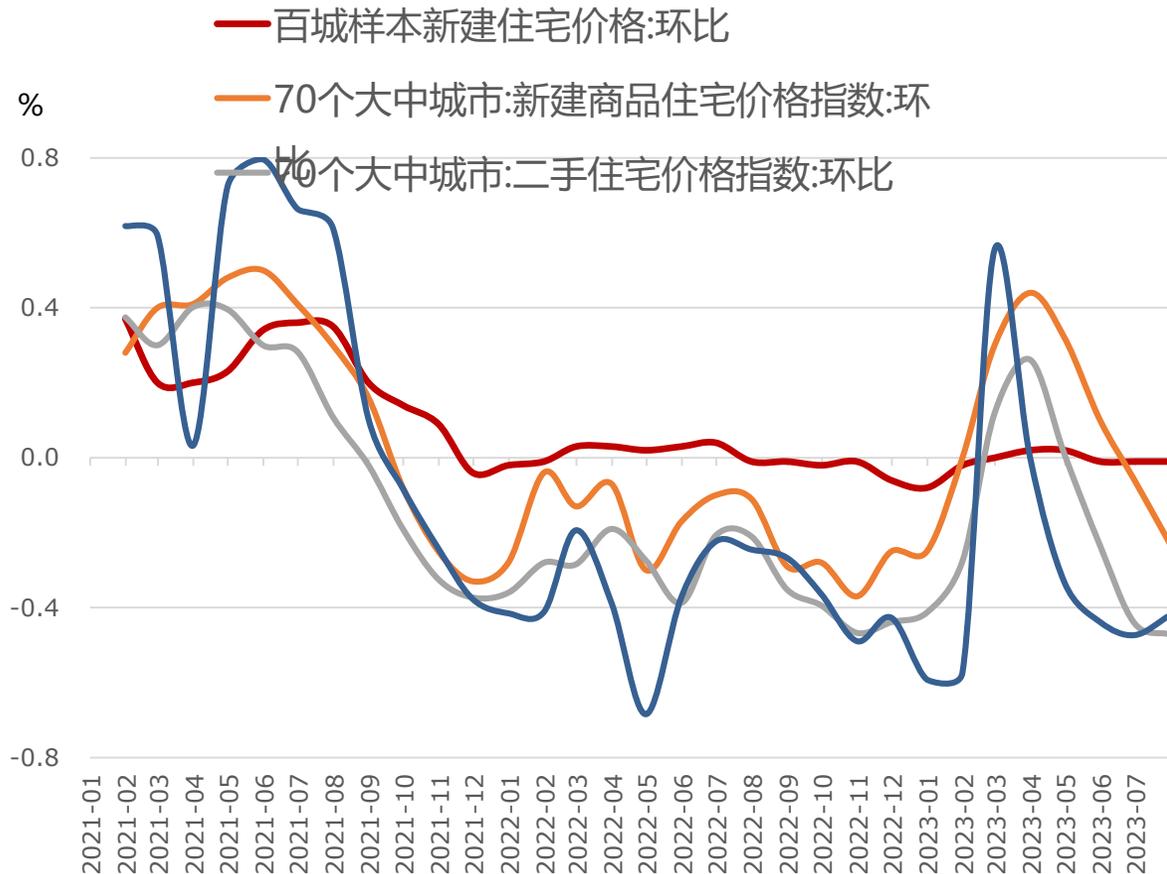
社会消费品零售总额分结构看，餐饮维持高增速，汽车延续打折去库策略，家具、建材等地产相关消费品维持低迷

消费零售增速%		7月同比增速	较前值变化	两年复合增速	较前值变化
必选消费	食品粮油	5.5	0.1	3.7	-1.3
	饮料	3.1	-0.5	3.1	0.3
	烟酒	7.2	-2.4	7.4	0.1
	服装纺织	2.3	-4.6	1.5	-2.5
	日用品	-1.1	1.2	-0.2	-1.2
可选消费	餐饮	15.8	-0.3	6.8	1.2
	化妆品	-4.1	-8.9	-1.7	-8.2
	金银珠宝	-10.0	-17.8	4.8	-3.1
	通讯器材	3.1	-3.6	3.9	-2.7
	汽车	-1.5	-0.4	3.9	-2.2
	家电	-5.5	-1.0	0.6	-3.2
	家具	0.1	-1.1	-3.2	-0.4
	建筑材料	-11.2	-4.4	-9.5	-3.7
	整体社零	2.5	-0.6	2.6	-0.5

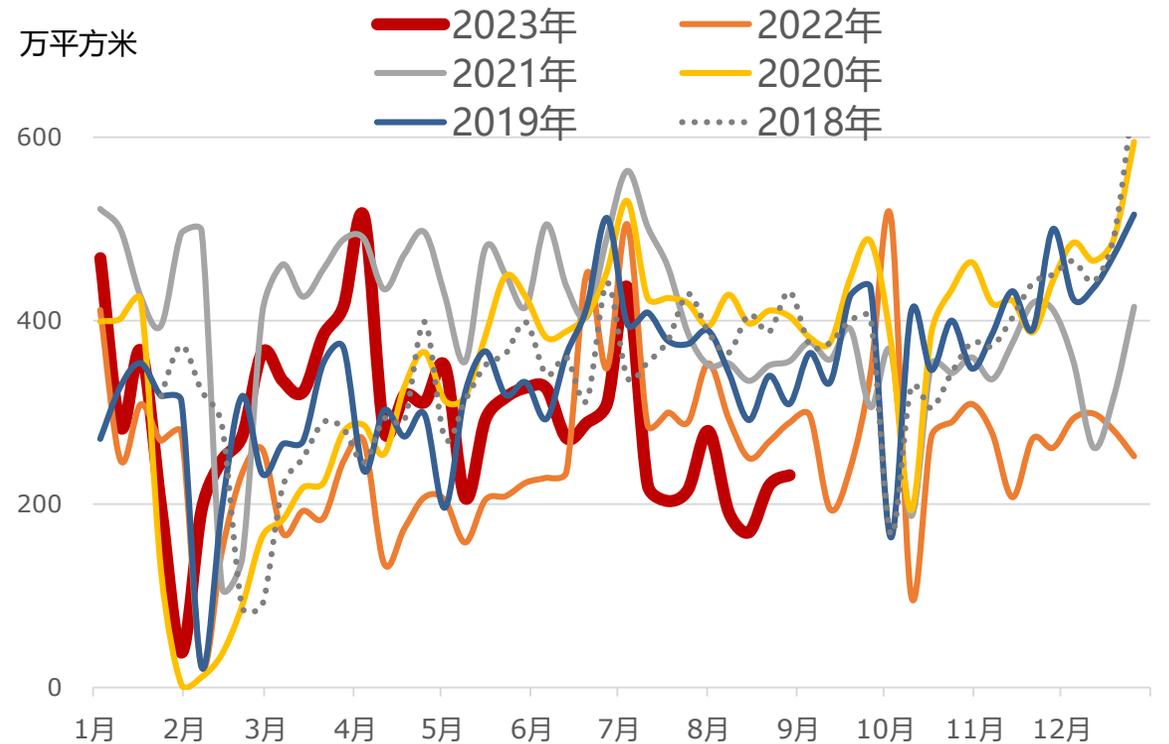
三、国内经济筑底特征显现：房价预期疲软，销售端筑底需时日

■ 一二手房住宅价格指数持续环比为负，商品房销售低迷，房地产市场预期仍弱，销售端筑底仍需时日，关注新的需求端刺激政策的实施效果

一手房及二手房价格指数环比在5月开始转负



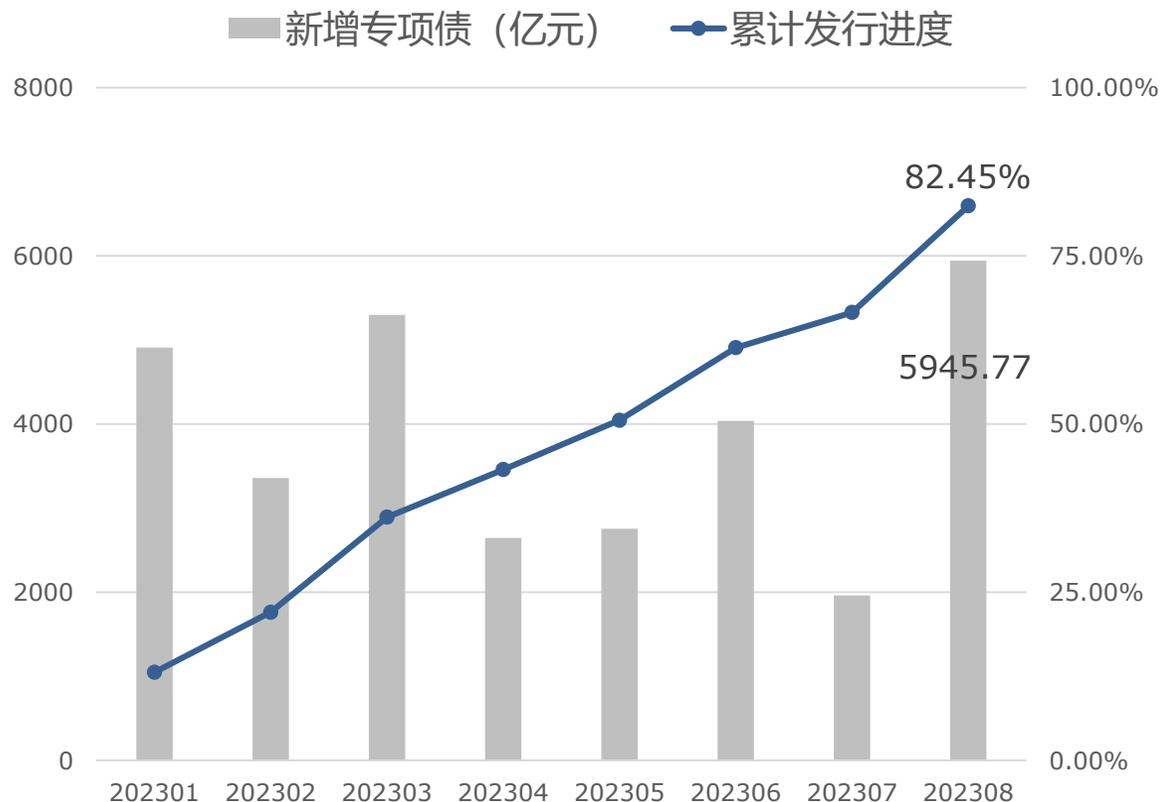
商品房销售活跃度4月以来显著回落，目前低于过往5年水平



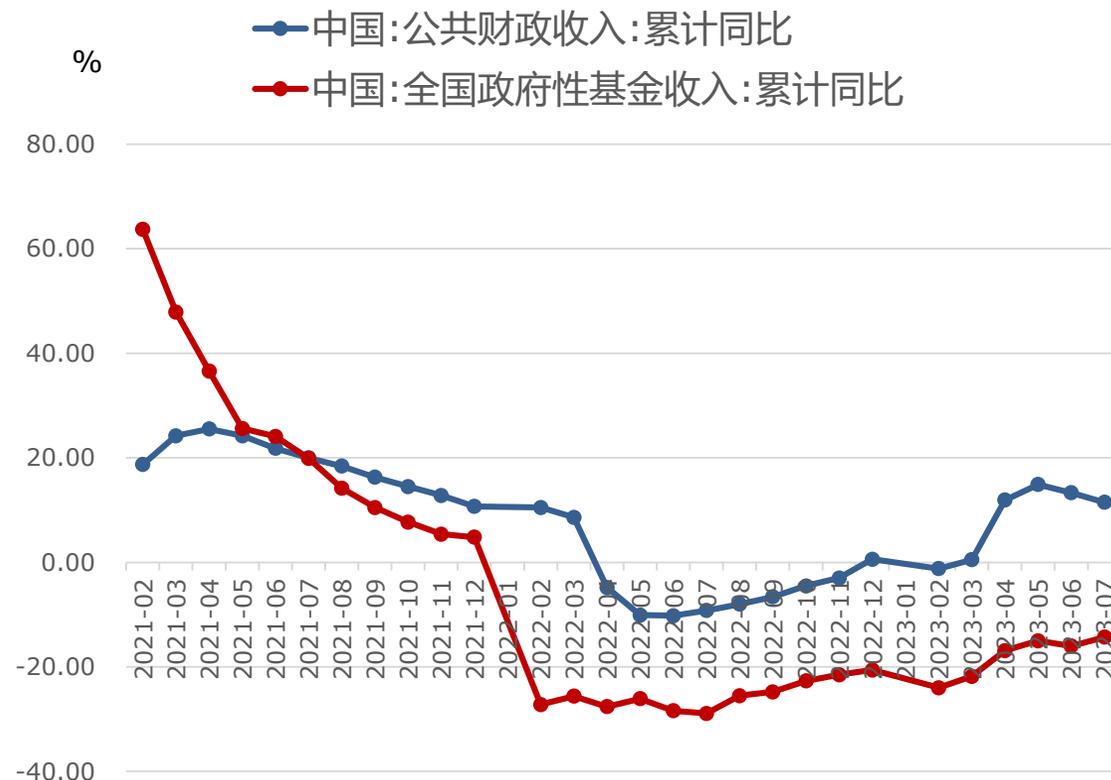
四、稳增长政策发力，政策底筑牢：专项债发行提速

- 专项债发行进度由7月底的66.59%提升至8月底的82.45%。按照监管要求，新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。则9月新增专项债发行量约亿元，且考虑到一揽子化债方案，进一步盘活再融债发行空间仍大

8月专项债发行明显提速



7月财政税收高于2022年同期，低于2021年同期，政府性基金收入持续低于往年同期



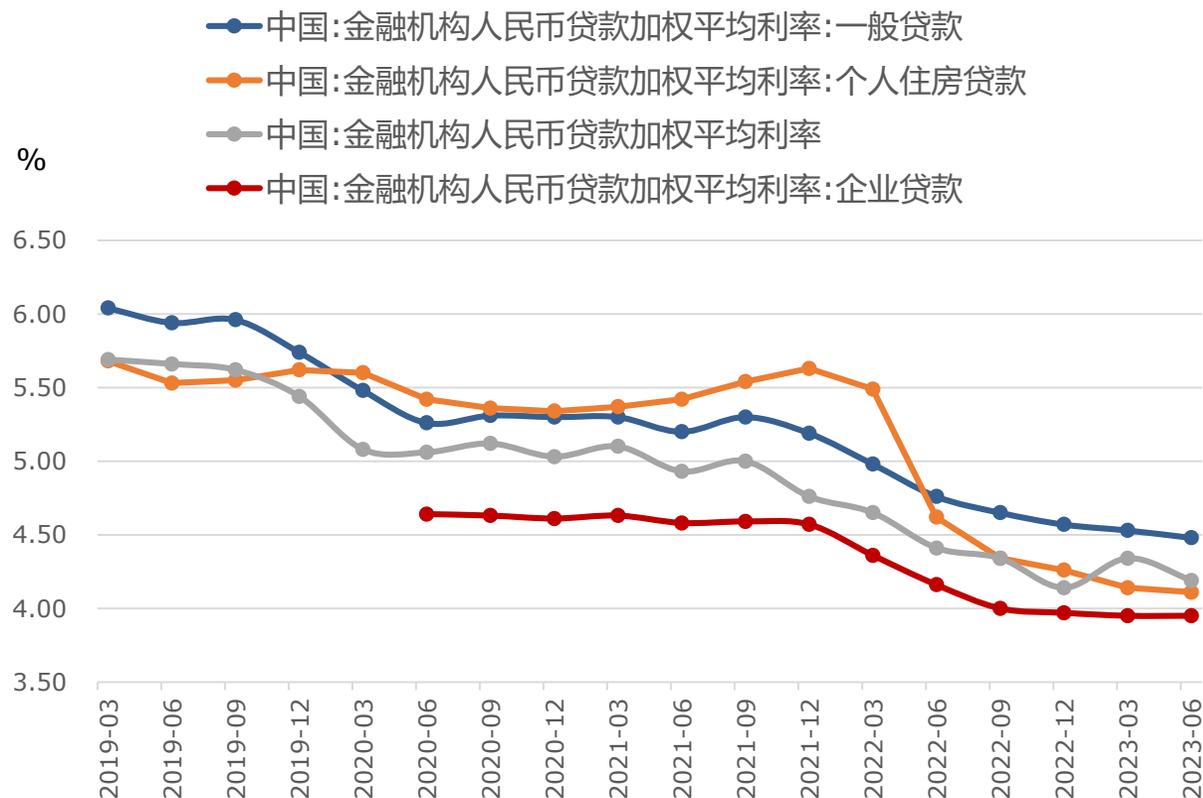
四、稳增长政策发力，政策底筑牢：8月降息时点超预期，但LPR不对称调降不及市场预期

- 8月15日逆回购利率下调10bp、MLF下调15bp，时点及操作略超市场预期，随后8月20日LPR报价出炉，1年期LPR报价下调10bp至3.45%，5年期以上品种报价维持4.20%不变。我们认为引导房贷利率下行以释放房地产刚需及改善性需求仍是推动房地产市场平稳健康发展的核心要义，但考虑到上半年企业中长期贷款价格已在较低水平，房地产的贷款价格调整或更多通过加减点方式进行，而非调整基准利率。整体来看，本次降息的特殊性，兼顾风险防范与稳经济的举措

过去MLF调降而LPR非对称性调降的案例很多，
但尚未出现过5年期LPR维持不变的情况

	逆回购利率: 7天		MLF: 1年		LPR: 1年		LPR: 5年	
	利率	变动	利率	变动	利率	变动	利率	变动
2019-8-20					4.25	-0.06		
2019-9-20					4.20	-0.05		
2019-11-5			3.25	-0.05				
2019-11-18	2.50	-0.05						
2019-11-20					4.15	-0.05	4.80	-0.05
2020-2-3	2.40	-0.10						
2020-2-17			3.15	-0.10				
2020-2-20					4.05	-0.10	4.75	-0.05
2020-3-30	2.20	-0.20						
2020-4-15			2.95	-0.20				
2020-4-20					3.85	-0.20	4.65	-0.10
2021-12-20					3.80	-0.05		
2022-1-17	2.10	-0.10	2.85	-0.10				
2022-1-20					3.70	-0.10	4.60	-0.05
2022-5-20							4.45	-0.15
2022-8-15	2.00	-0.10	2.75	-0.10				
2022-8-22					3.65	-0.05	4.30	-0.15
2023-6-13	1.90	-0.10						
2023-6-15			2.65	-0.10				
2023-6-20					3.55	-0.10	4.20	-0.10
2023-8-15	1.80	-0.10	2.50	-0.15				
2023-8-21					3.45	-0.10	4.20	0.00

企业贷款平均利率3.95%，较2021年初下降68bp，个人住房贷款平均利率4.19%，较2021年初下降118bp



四、稳增长政策发力，政策底筑牢：房地产刺激频繁出台，从中性转向略超预期

- 7月中央政治局会议未提“房住不炒”提法，为2019年以来首次。但“炒房”已不是市场主要矛盾，目前问题是需求和预期转弱，因此在“新形势”下提出要适时调整优化
- 8月31日，人民银行发布《关于调整优化差别性住房信贷政策的通知》、《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，对首付比例、新发和存量贷款利率要求进行明显优化，略超市场预期。我们认为短期对房价预期转弱有一定提振作用，但从政策发布到银行执行到实际购房需求的刺激有时滞，仍需数据验证，对房地产不宜过分乐观

- 7月7日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，将“金融16条”相关政策适用期限统一延长至2024年底。
——对房地产行业的新增融资仍主要取决于行业发展态势
- 7月21日，国常会通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》
——集中在一线和强二线，难度大于、规模小于当年棚改
- 8月25日，住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施
——目前调整优化空间主要围绕一线及强二线城市，旨在刺激改善性换房需求
- 8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别性住房信贷政策的通知》、《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，首付比例下限降低为首套20%/二套30%，新发房贷利率下限调整为首套LPR-20bp，二套LPR+20BP，存量首套贷款利率可协商下调
——二套房首付比例、房贷下限调整幅度可观，旨在刺激改善性需求。存量首套贷款利率的下调据测算平均降下调30-50bp，则对应存量38.6万亿房贷，则每年可以节约1100-1900亿元利息支出，有助于缓解提前还贷现象、稳定市场预期、促进消费

四、稳增长政策发力，政策底筑牢：活跃资本市场系列措施出台

- 中央政治局会议2020年7月、2022年4月对资本市场的表述分别为“促进平稳健康发展”、“保持资本市场平稳运行”，而7月会议首提“要活跃资本市场，提振投资者信心”，此后相关政策陆续出台

- **财政部延续一批资本市场税收优惠政策**：相关税收优惠涉及到个人所得税、企业所得税、增值税、印花税等，主要是对已出台政策的再延续，相关政策执行至2025年或2027年底
- **证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排**：阶段性收紧IPO节奏；对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制；对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模；引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求；严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资；房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制
- **证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求**：将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%
- **证监会进一步规范股份减持行为**：上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行
- **交易印花税实施减半征收**

过去印花税调整对股市短期情绪提振效果明显，但中期看回归基本面

印花税下调时间	印花税变化	上证综指当天表现	1周表现	3个月表现
1998年6月12日	双边征收，由0.5%下调至0.4%	2.7%	1.7%	-9.6%
2001年11月16日	双边征收，由0.4%下调至0.2%	1.6%	5.8%	-7.1%
2005年1月23日	双边征收，由0.2%下调至0.1%	1.7%	-1.7%	-5.3%
2008年4月24日	双边征收，由0.3%下调至0.1%	9.3%	12.7%	-11.2%
2008年9月19日	单边征收，0.1%	9.5%	21.2%	6.5
2023年8月27日	单边征收，由0.1%下调至0.05%	1.13%	2.26%	

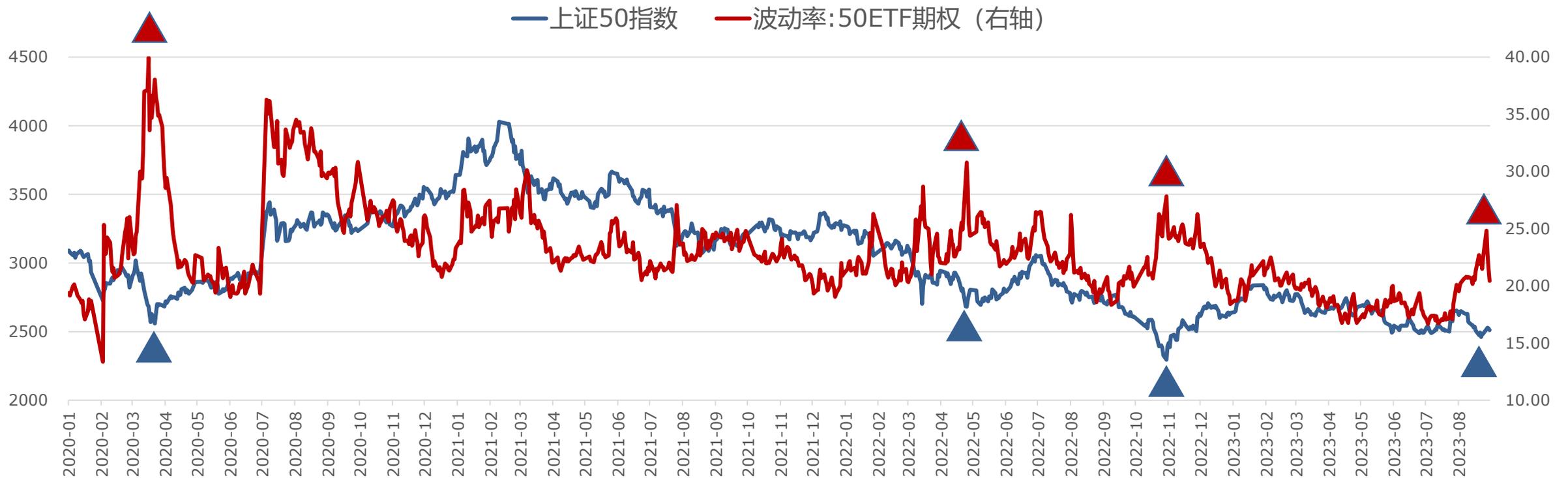
第三部分

9月交易主线及资产配置展望



市场交易主线之一：稳增长政策实施效果如何

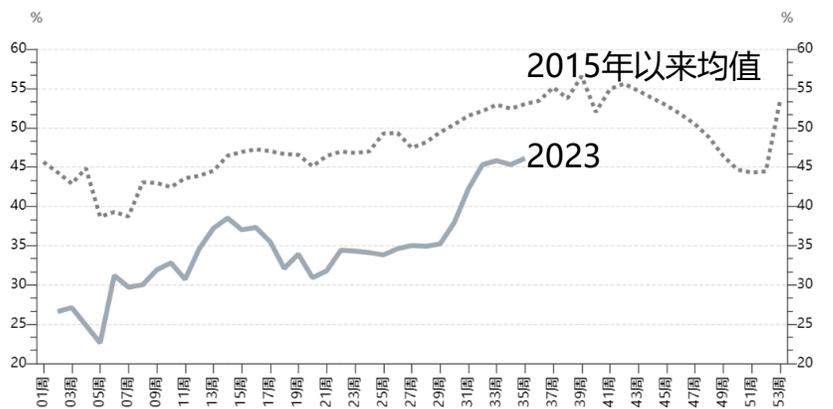
- 目前除了财政政策非常规工具尚未发力外，货币政策、房地产政策、资本市场政策均已全面发力，节奏及内容属中性或略超预期，而从权益市场看市场风险情绪明显仍较“脆弱”，对政策利好较为“钝化”而对资金面和基本面利空反应“放大”
- 如前文分析，特别是房地产政策的刺激效果有较长时滞，需要1-3个月才能在销售端数据体现。若后续高频数据对政策效果正面印证，则市场情绪有望企稳反转，而若基本面维持弱复苏态势，预期转弱问题将持续成为拖累



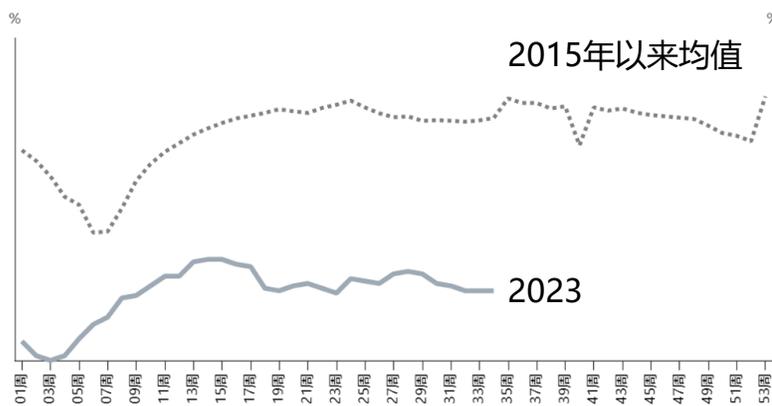
市场交易主线之二：传统需求旺季表现如何

- 众多商品存在着“九金十银”需求旺季，对于金属工业品而言是建筑施工旺季，对于能源品而言是冬季供暖需求前的备货，对于消费品而言，对应着国庆、欧美圣诞节等节日备货
- 从PMI及库存指标看，商品整体7、8月出现阶段性补库特征，除了低库存因素外，已包含了对未来需求旺季的较乐观预期，整体出现提前备货和提前涨价的现象。若“旺季不旺”，则商品回调幅度仍大，若稳增长政策对需求刺激效果良好，则商品有可能在四季度正式踏入补库大周期

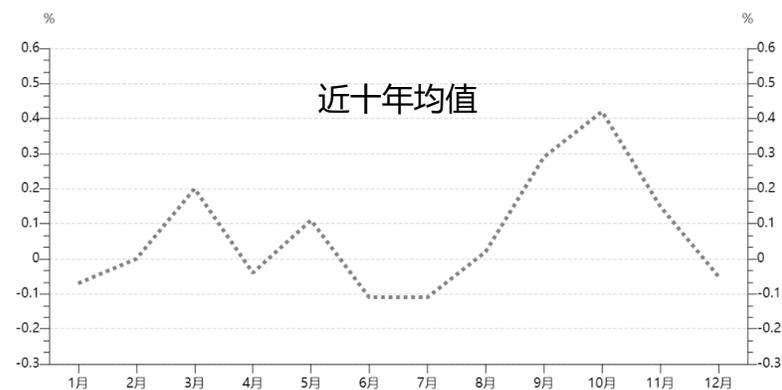
中国:开工率:石油沥青装置



中国:螺纹钢:主要钢厂开工率:全国



中国:PPI:全部工业品:环比



9月大类资产配置建议：多配股指、贵金、能化，部分多配有色、农产品

		盈亏比				胜率				9月配置建议
		估值/价格水平		基差变化	近远月期限结构	供需格局	产业利润	政策导向	基本面总结	
		上市以来分位数	2020年以来分位数							
股指	IH	28%	2%	基差为正，基本持平	远月维持升水	-	-	利多	中性偏利多	多配
	IF	57%	2%			-	-			
	IC	23%	8%	基差近月为正，远月为负，远月走强	远月维持贴水	-	-			
	IM	0%	-			-	-			
国债	T	99%	98%	基差近月为负，远月为正，基差走弱	远月维持贴水	-	-	中性偏多	中性	中性
	TF	97%	96%		远月维持贴水	-	-			
	TS	93%	94%		远月维持贴水	-	-			
	TL	90%	-		远月维持贴水	-	-			
贵金属	黄金	100%	100%	基差为正，基差走强	远月维持升水	略微供不应求	合理利润	中性	中性偏利多	多配
	白银	92%	97%	基差为负，基差走强	远月维持升水	供不应求	合理利润	中性		
有色金属	铜	94%	73%	基差为正，基差走强	远月维持贴水	供需平衡	合理利润	中性偏利多	中性	中性偏多
	锌	69%	28%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供过于求	薄利润	中性偏利多		
	铝	87%	56%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供过于求	丰厚利润	中性偏利多		
	镍	83%	60%	基差为负，基差走弱	远月维持贴水	略微供过于求	合理利润	中性		
	不锈钢	67%	65%	基差为负，基差走弱	远月维持贴水	略微供过于求	合理利润	中性偏多		
	工业硅	30%	30%	基差为负，基差走强	远月维持升水	供需平衡	合理利润	中性偏利多		
黑色建材	螺纹钢	49%	17%	基差为负，基差走弱	远月升水	略微供不应求	略微亏损	中性偏多	中性	中性
	焦炭	74%	13%	基差为负，基差走弱	远月升水	略微供不应求	盈亏平衡	中性		
	焦煤	78%	17%	基差为负，基差走弱	远月升水	略微供不应求	丰厚利润	中性偏空		
	玻璃	85%	55%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供需平衡	合理利润	利多		
	纯碱	38%	36%	基差为正，基差走弱	远月贴水	严重供不应求	丰厚利润	中性		
农产品	棉花	32%	48%	基差为正，基差缩小	远月贴水	略微供不应求	亏损	中性	中性偏利多	中性偏多
	生猪	35%	35%	基差为正，基差变动不大	远月贴水	供需平衡	盈亏平衡	中性		
	玉米淀粉	82%	43%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供小于求	盈亏平衡	中性		
	粕类	97%	91%	基差为正，基差走强	远月贴水	略微供不应求	丰厚利润	中性		
	油脂	84%	56%	基差为正，基差走强	远月贴水	供过于求	盈亏平衡	中性		
能源化工	原油	87%	76%	基差为正，价差走弱	远月维持贴水	供需紧平衡	合理利润	偏利多	中性偏利多	多配
	PTA	52%	92%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供需略宽松	利润微薄	偏利多		
	乙二醇	38%	66%	基差为负，基差走弱	远月升水	供需过剩	严重亏损	中性		
	橡胶	80%	78%	基差为负，基差走弱	远月贴水	供需偏紧	小幅盈利	偏利多		

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司	杭州城星路营业部	四川分公司	上海陆家嘴营业部
联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部	广期资本管理(上海)有限公司		
联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn