

大宗商品投资热点追踪与分析

--冠通期货9月宏观经济报告

制作日期：2023年8月28日

冠通期货研究咨询部

分析师：王静

执业证书号：F0235424/Z0000771

联系电话：010-85356618

观点：

8月，资本市场风险偏好骤降，美债新高美元走强，打压全球风险资产价格。**CBOE波动率指数大涨，BDI小升，非美货币全线走贬，澳元跌幅居前。**全球股市普遍收跌，恒生指数领跌，大宗商品涨跌互现走势分化，国际定价商品表现疲弱，国内定价商品则在供给扰动的支撑下走势强劲，农产品总体表现强于工业品。国内期货市场的表现来看，中国7月经济数据全面不及预期，央行降息应对，但地产问题严峻，叠加中美利差施压汇率，人民币跌破**7.3**，风险资产遭遇抛售，债市走强，股市大幅收跌，成长风格跌幅大于价值型。大宗商品涨多跌少表现明显强于权益资产，供给扰动与基差修复支撑下，国内定价的商品表现优于国际定价商品，国内原油的坚挺支撑着能源，个别品种的飙涨带动化工板块领涨商品，农产品板块整体强势，软商品与油脂油料交替上涨，有色板块逆势大幅收跌。

8月，股市、汇市与债市的表现，反映出一个问题--美债与美元的坚挺走高施压风险资产，中国经济现实的羸弱与央行的降息，进一步降低了国内资产的吸引力，因此北向资金大幅流出，人民币快速贬值，债市走强，股市整体走软。宏观经济现实的不佳，打压着商品的需求，但这些利空在8月上半月的回调下跌中已经有所消化；与此同时，宏观逻辑上，潜在的一个利好就是“库存周期”的见底，特别是在7月**PPI触底回升**之后，在整体低库存之下，从投资的角度上来思考，市场更加青睐去炒作“供给端”的题材，无论是减产支撑的原油之坚挺，还是油脂油料的集体走强，亦或是尿素与纯碱。而这些品种的上行，与“长期经济不行”的需求端较远，而离“短期供给约束”的炒作题材很近，继而带动着商品的回暖。在盘面的风格特征上，表现为国内定价品要强于国际定价商品，热点品种的轮动与切换较快。此外，期货市场与股市也存在着一定的资金跷跷板效应，最近股市的低迷，也映衬着商品对资金的吸引力，强化着期市的坚挺。商品的“异常”表现，源于供给端的题材炒作，虽然未能完全反映出其他市场反应出来的利空，但在资金的追捧下相对的强势料将延续，只是我们需要警惕的是追高的风险，并要理解市场不同板块不同品种之间的差异。观点上，商品依旧持高位震荡的观点，操作上，短线交易思路不宜高位大举追涨。后市需要关注两个方向：供给端约束条件的“退出”，经济现实始终不见好转，商品将重回下跌，并且跌幅将会超过股市，商品与股市的强弱再次转化；又或者是连续的上扬之后，期货的价格发现功能彰显，价格信号传导，带动“现货市场”的回暖，继而叠加更多“有力政策”的出台，共同推升库存周期的轮转，促进经济的企稳反弹，那么商品将走出泥潭迎来涨势。

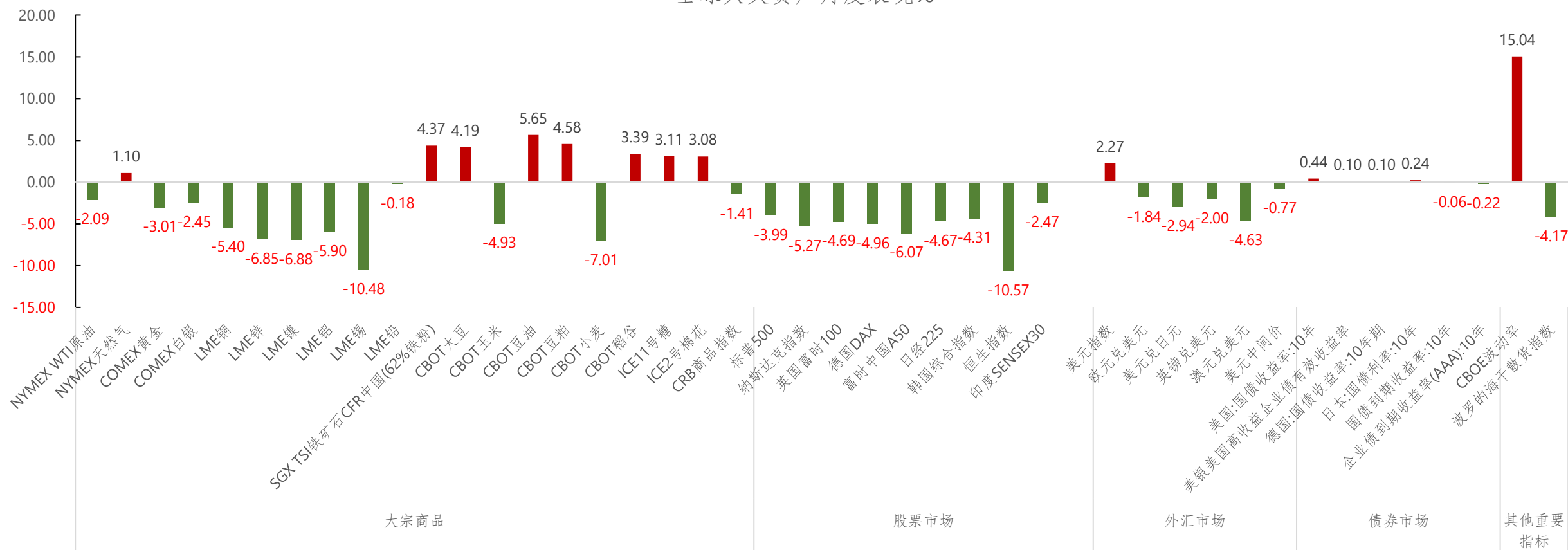
未来一个月，国际与国内，股市与商品的劈叉如何收敛，关注的焦点在于，**9月美联储议息会议是否结束加息？**



全球大类资产表现

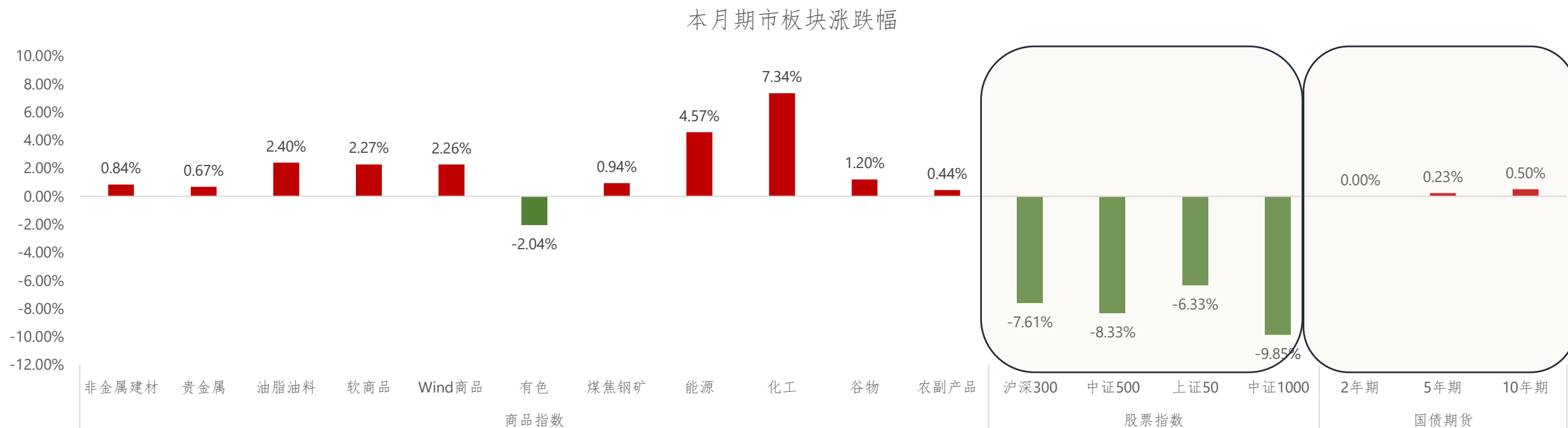
8月，资本市场风险偏好骤降，美债新高美元走强，打压全球风险资产价格。CBOE波动率指数大涨，BDI小升，非美货币全线走贬，澳元跌幅居前。全球股市普遍收跌，恒生指数领跌，大宗商品涨跌互现走势分化，国际定价商品表现疲弱，国内定价商品则在供给扰动的支撑下走势强劲，农产品总体表现强于工业品。

全球大类资产月度表现%





国内期货市场表现



8月，国内期货市场的表现来看，中国7月经济数据全面不及预期，央行降息应对，但地产问题严峻，叠加中美利差施压汇率，人民币跌破7.3，风险资产遭遇抛售，债市走强，股市大幅收跌，成长风格跌幅大于价值型。大宗商品涨多跌少表现明显强于权益资产，供给扰动与基差修复支撑下，国内定价的商品表现优于国际定价商品，国内原油的坚挺支撑着能源，个别品种的飙涨带动化工板块领涨商品，农产品板块整体强势，软商品与油脂油料交替上涨，有色板块逆势大幅收跌。

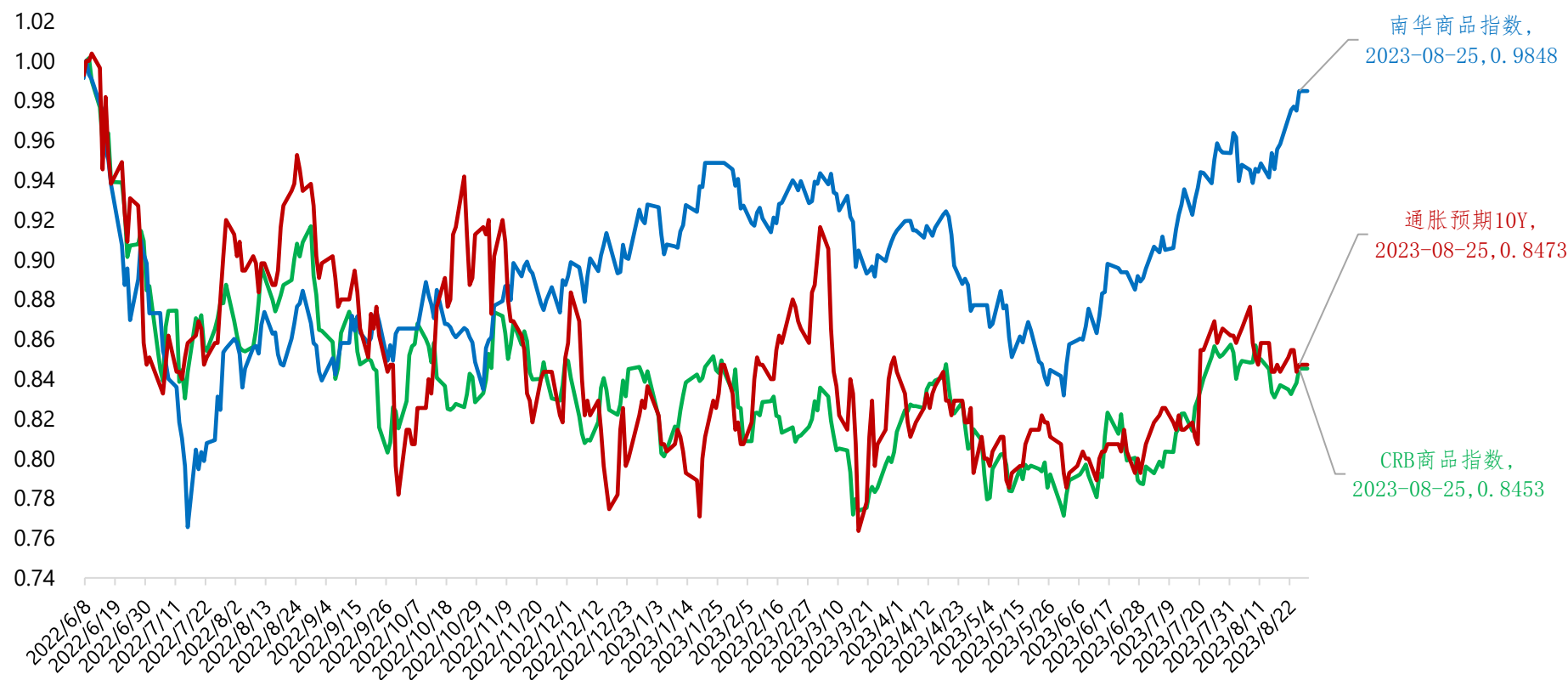


大宗商品指数走势——走势分化，内强外弱



冠通期货
Guantong Futures

本轮大宗商品自**2022年6月8日**南华商品指数见顶以来走势

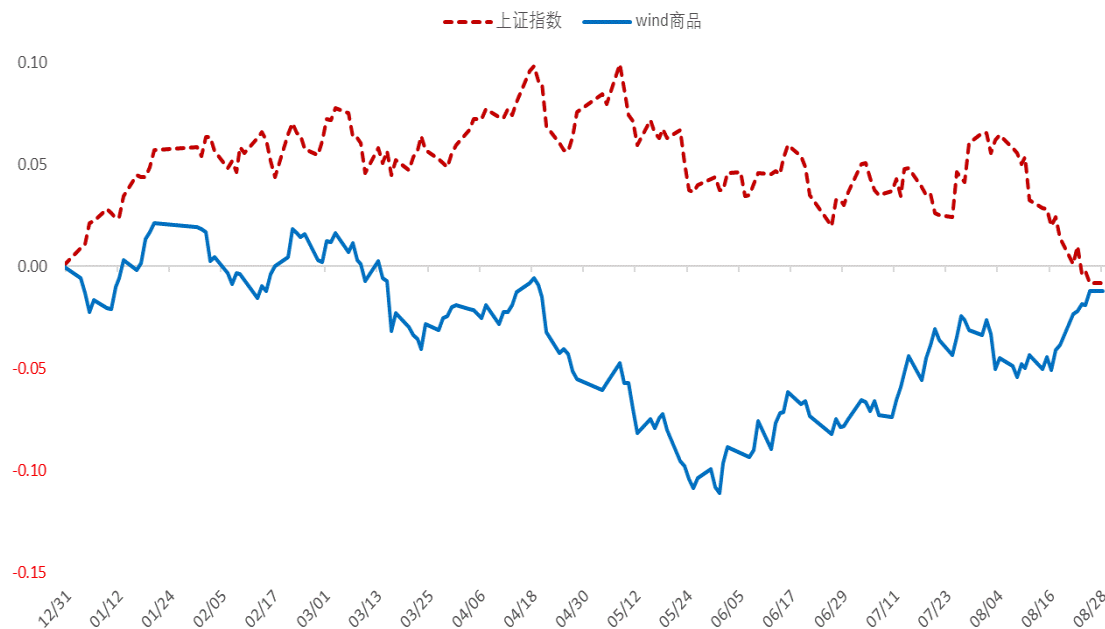


8月，大宗商品走势分化内强外弱，国内南华商品指数创年内新高，国际CRB商品震荡下行，美债隐含的通胀预期联袂国际商品承压回落，国际商品与通胀预期受到美债美元强势走高的压制明显，因此表现弱势；国内商品则表现强势，走出供给扰动与基差修复的逻辑且部分品种受益于人民币贬值。同时，在外围市场表现不佳的背景下，商品热点板块快速切换，热点品种也是频繁交替的风格特征。

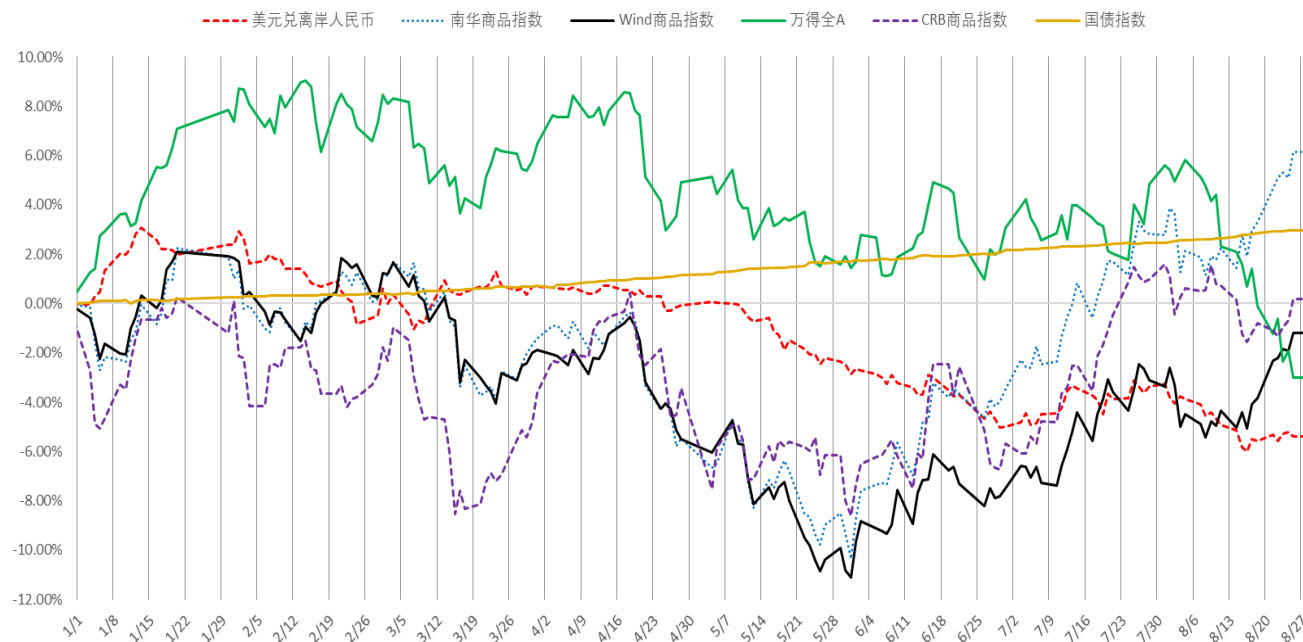
大宗商品指数走势——商品的“异常”，源于供给端的题材炒作

8月，股市、汇市与债市的表现，反映出一个问题——美债与美元的坚挺走高施压风险资产，中国经济现实的羸弱与央行的降息，进一步降低了国内资产的吸引力，因此北向资金大幅流出，人民币快速贬值，债市走强，股市整体走软。宏观经济现实的不佳，打压着商品的需求，但这些利空在8月上半月的回调下跌中已经有所消化；与此同时，宏观逻辑上，潜在的一个利好就是“库存周期”的见底，特别是在7月PPI触底回升之后，在整体低库存之下，从投资的角度上来思考，市场更加青睐去炒作“供给端”的题材，无论是减产支撑的原油之坚挺，还是油脂油料的集体走强，亦或是尿素与纯碱。而这些品种的上行，与“长期经济不行”的需求端较远，而离“短期供给约束”的炒作题材很近，继而带动着商品的回暖。在盘面的风格特征上，表现为国内定价品要强于国际定价商品，热点品种的轮动与切换较快。此外，期货市场与股市也存在着一一定的资金跷跷板效应，最近股市的低迷，也映衬着商品对资金的吸引力，强化着期市的坚挺。

2023年内收益走势上来看，商品与股市近期的背离，主要是对二季度劈叉的收敛



2023年以来，股债汇商大类资产收益表现



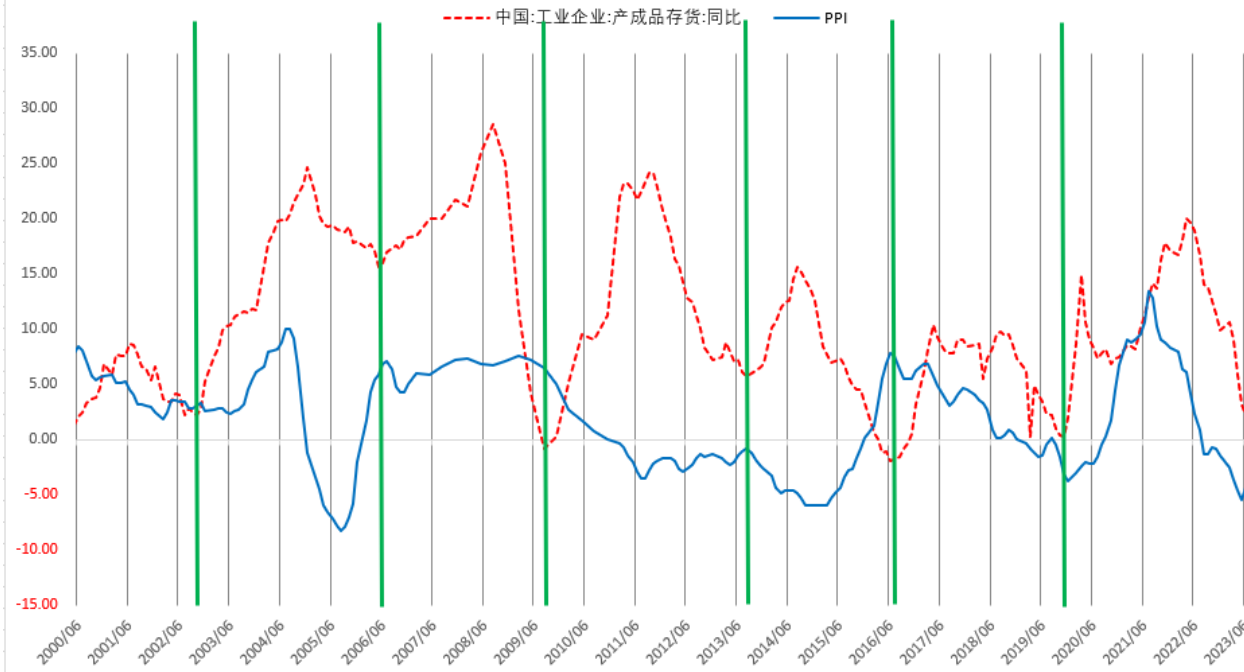
大宗商品指数走势——库存周期的启动预期是支撑商品走强的重要原因之一

商品的“异常”表现，源于供给端的题材炒作，虽然未能完全反映出其他市场反应出来的利空，但在资金的追捧下相对的强势料将延续，只是我们需要警惕的是追高的风险，并要理解市场不同板块不同品种之间的差异。观点上，商品依旧持高位震荡的观点，操作上，短线交易思路不宜高位大举追涨。

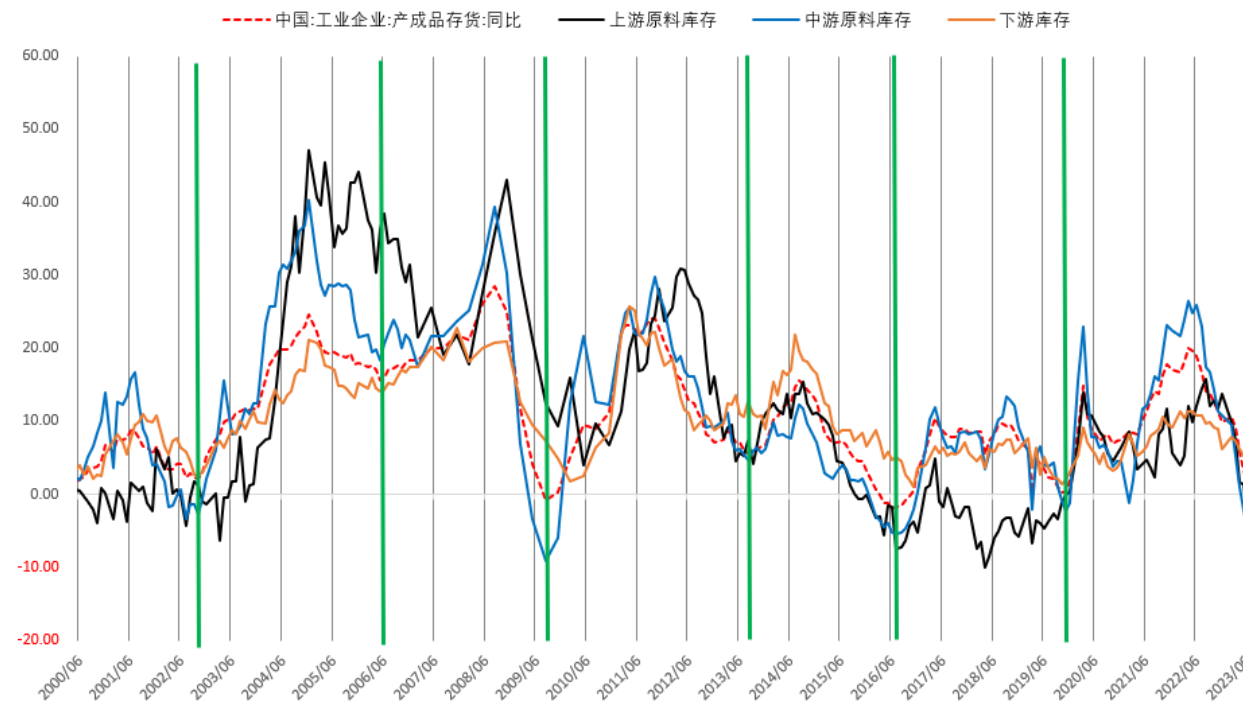
后市需要关注两个方向：

- ✓ 供给端约束条件的“退出”，经济现实始终不见好转，商品将重回下跌，并且跌幅将会超过股市，商品与股市的强弱再次转化；
- ✓ 又或者是连续的上扬之后，期货的价格发现功能彰显，价格信号传导，带动“现货市场”的回暖，继而叠加更多“有力政策”的出台，共同推升库存周期的轮转，促进经济的企稳反弹，那么商品将走出泥潭迎来涨势。

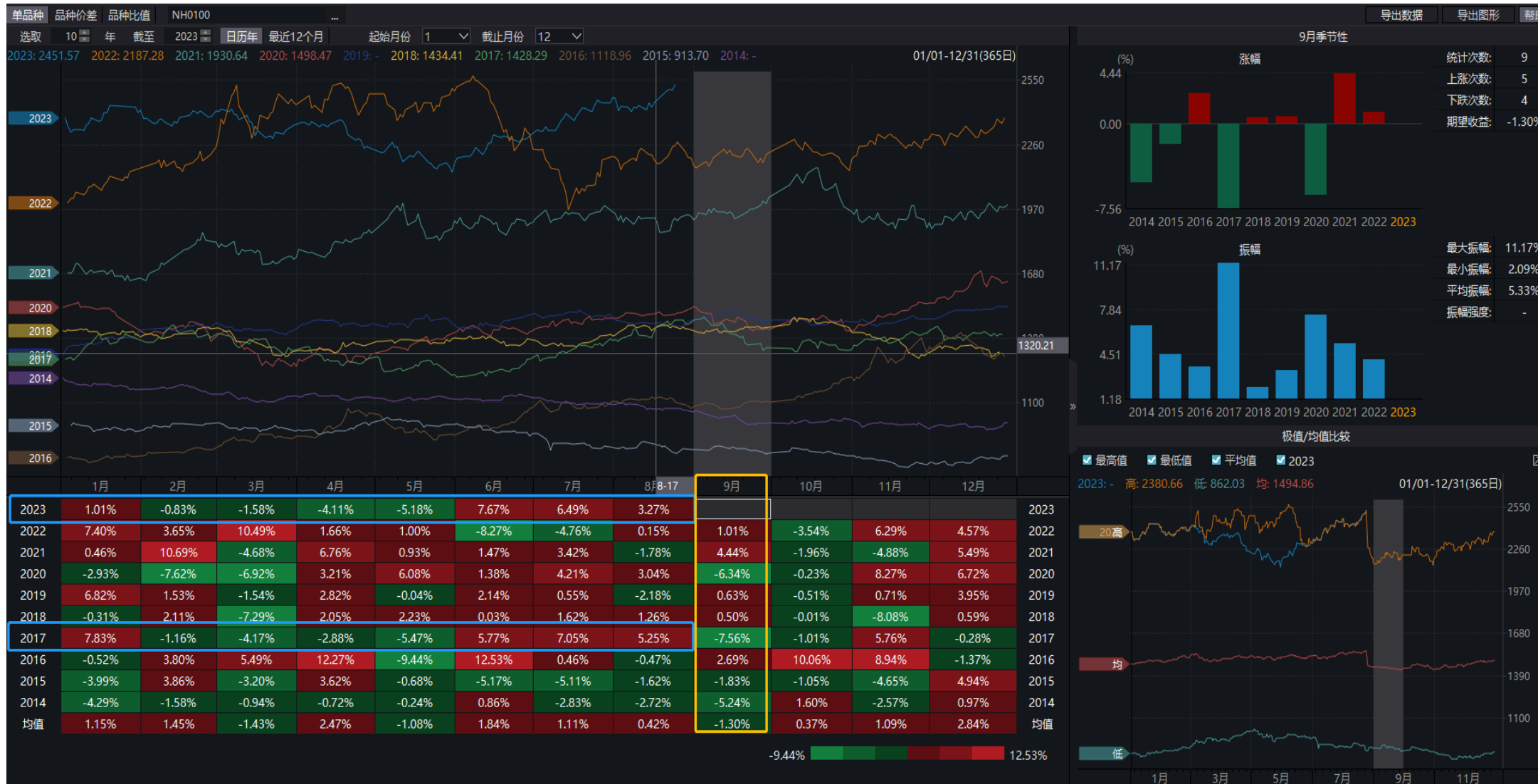
库存周期的启动预期是支撑商品走强的重要原因之一，作为领先指标，7月PPI的触底反弹更是强化的这种预期



处于历史低位的库存水平，让商品的弹性更大，阶段性的供给冲击更容易带来剧烈的反弹



南华商品指数季节性特征——今年类2017，九月下跌概率大



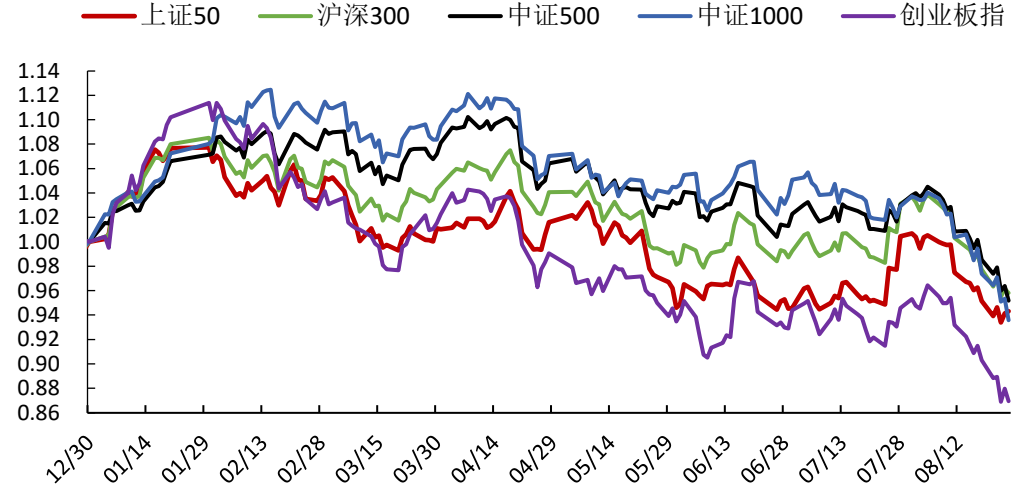
- 从近十年的南华商品指数季节性特征来看，9月涨跌幅均值为-1.3%；
- 从走势特征与逐月的涨跌表现来看，2023年内南华商品指数与2017年较为相似，2017年9月为高位回落，大幅收跌。
- 统计意义上讲，9月潜在下跌的概率较高。

股指表现——大幅走低，全线收跌，创业板指领跌，估值集体下行，ERP大幅走高

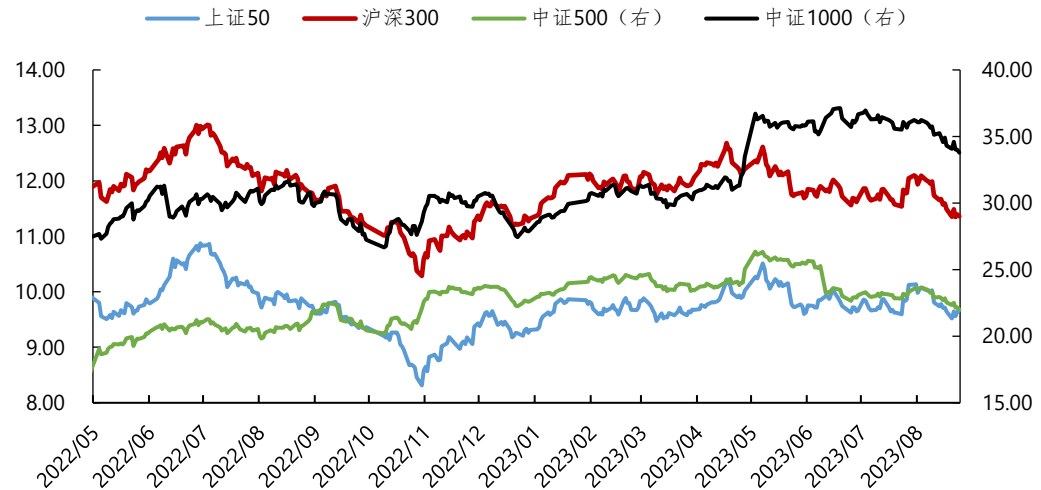
万得全A



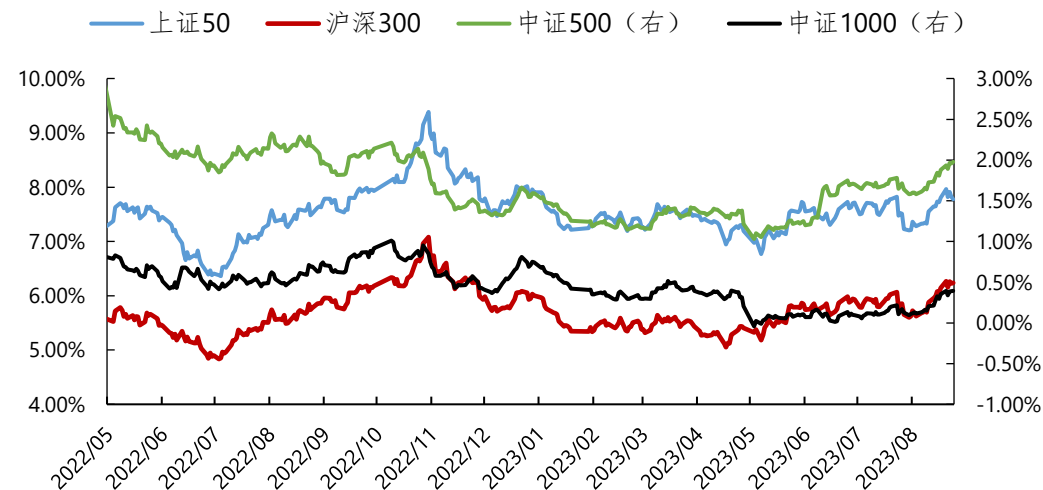
股票指数2023年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)



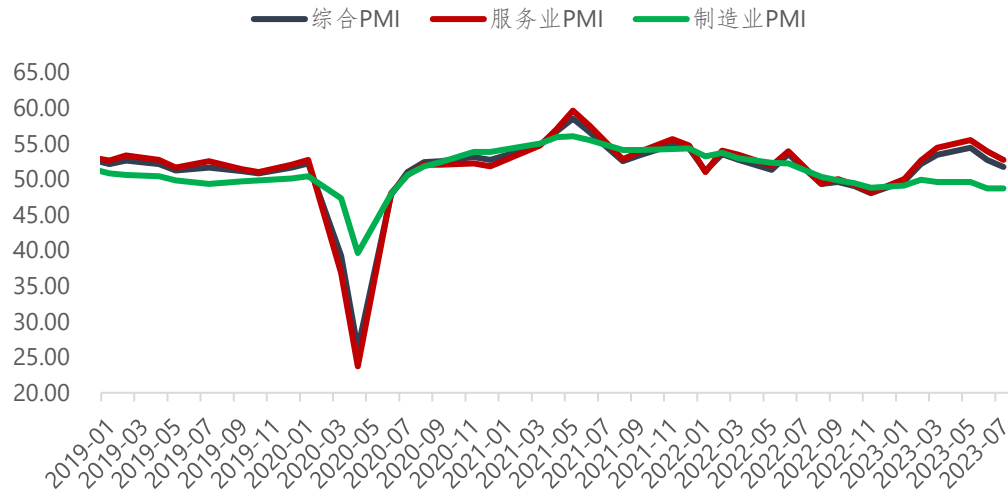
股指风险溢价



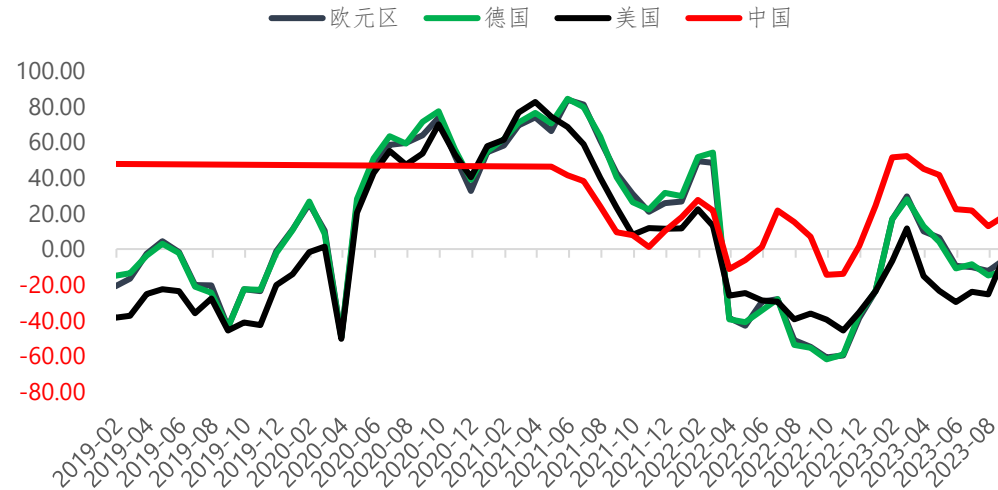
- 本月，股市大幅走低，主要股指全线收跌，市场风格特征不明显，创业板指领跌；
- 估值上看，四大股指的市盈率PE (TTM) 均明显下降，创出年内新低；
- 多数股指的风险溢价ERP触底反弹，大幅走高。

全球经济表现--景气程度：景气触底，信心分化，服务业PMI继续走低

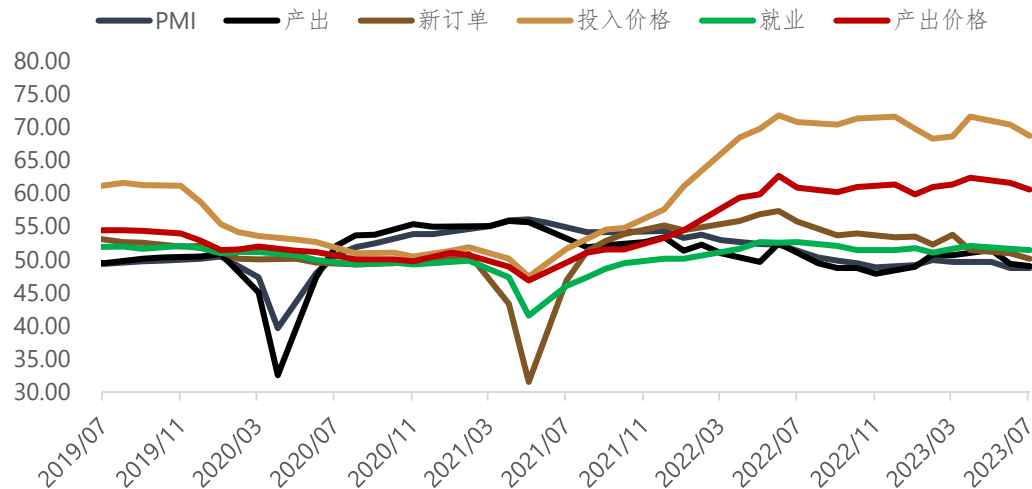
摩根大通全球PMI



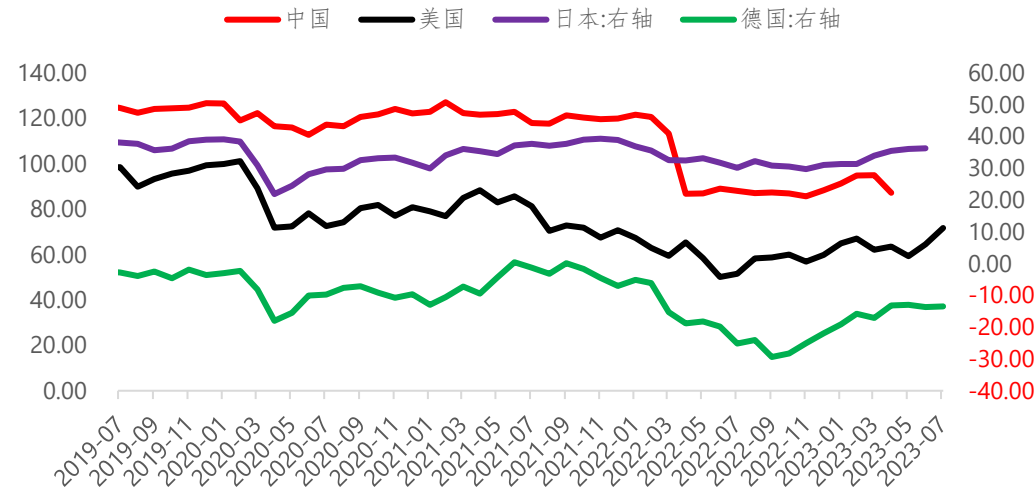
ZEW经济景气指数



摩根大通全球制造业PMI



消费者信心指数



- 全球经济景气度触底运行，制造业低位企稳，服务业PMI继续走低；多个分项指标走势相悖；
- 主要经济体经济景气指数触底回升，尤其美国结束反弹强劲，衰退预期软化；
- 主要经济体的消费者信心指数分化，美国向上，欧洲向下。

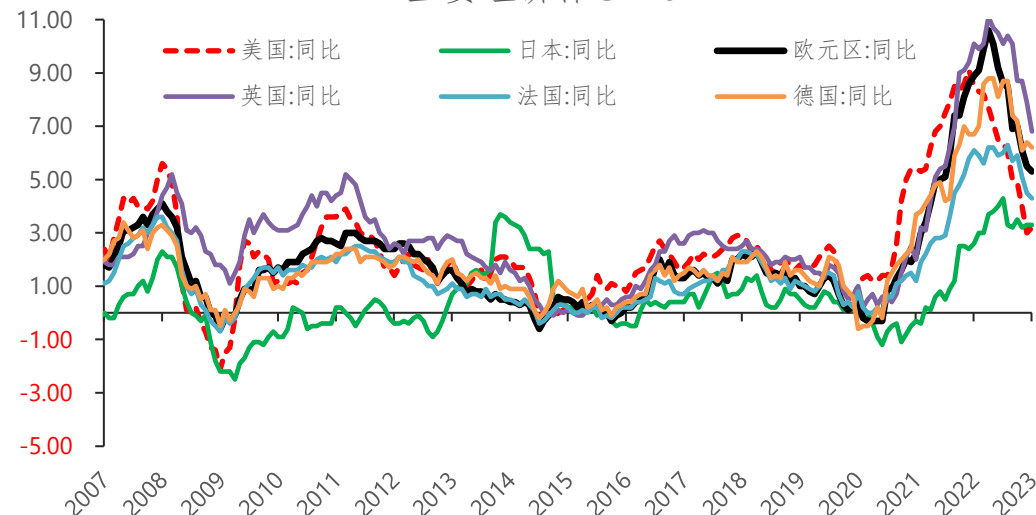


全球经济表现--通胀：持续回落，韧性仍具，长短预期趋近，核心通胀坚挺

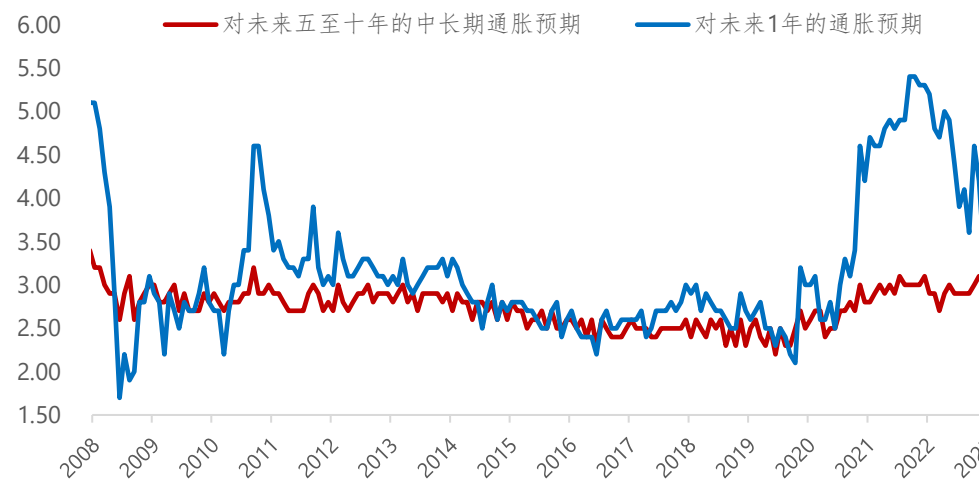


冠通期货
Guantong Futures

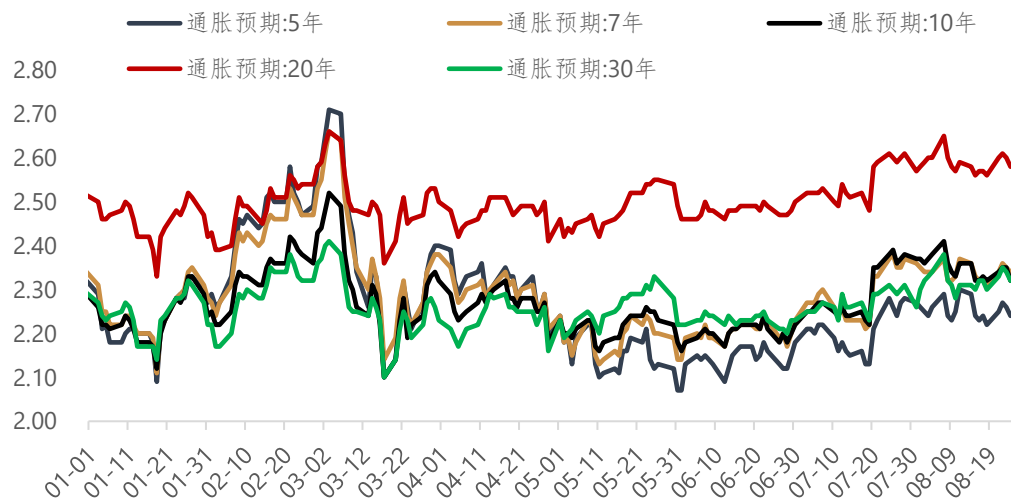
主要经济体CPI%



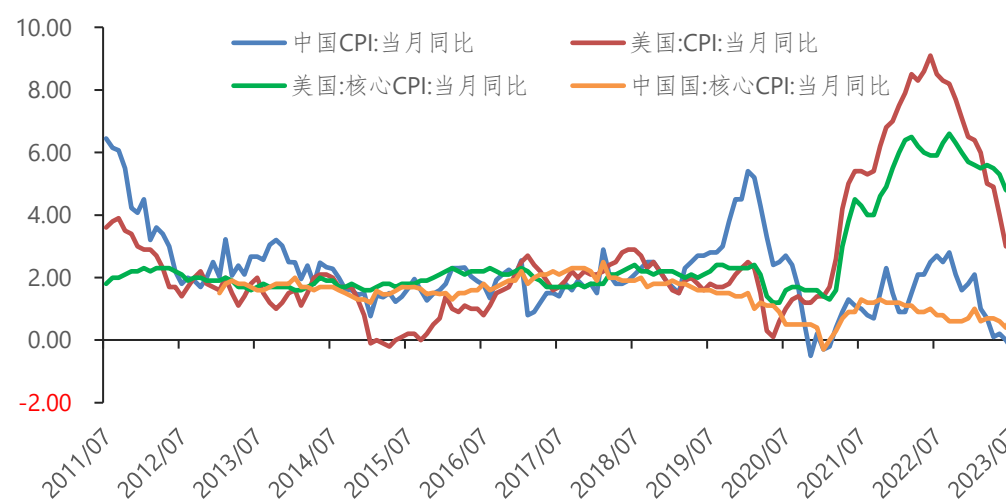
美国:密歇根大学通胀预期



美国国债隐含通胀预期近期走势图



中美通胀对比%



- 主要经济体经济通胀继续回落，韧性仍具，日益回到长期支撑区间；
- 通胀预期走高下行，短期通胀预期向长期靠拢；
- 中美通胀水平联袂下行，且都存在核心通胀更高且更坚挺的特征。

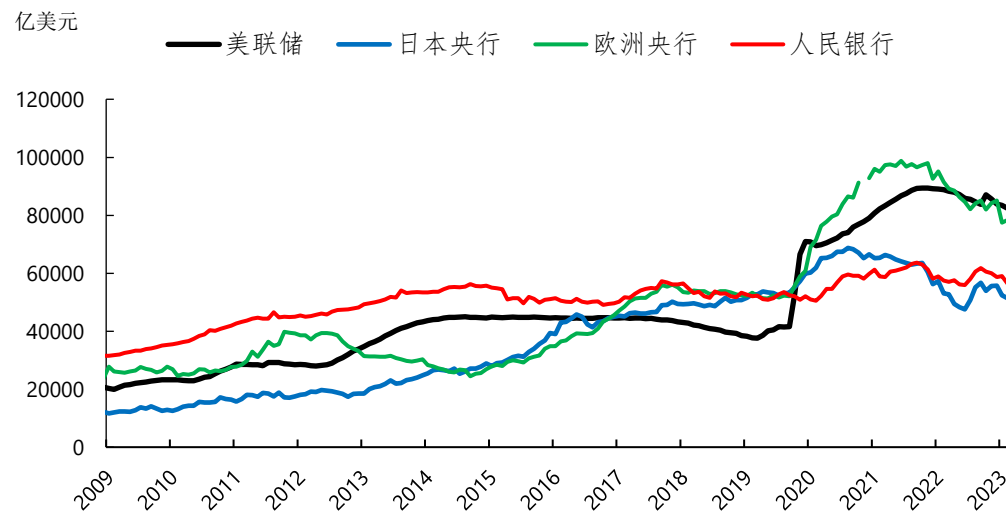


全球经济表现--金融条件：美联储继续加息缩表，美债期限结构“熊平”

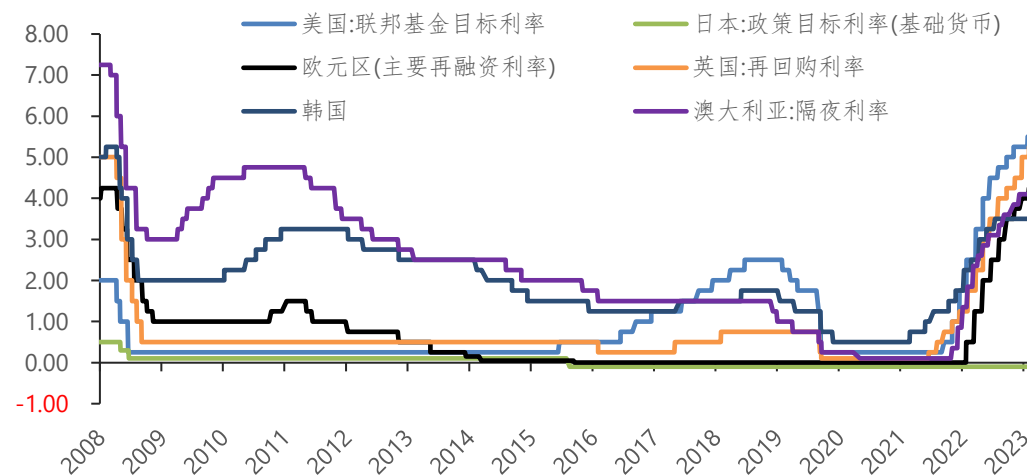


冠通期货
Guantong Futures

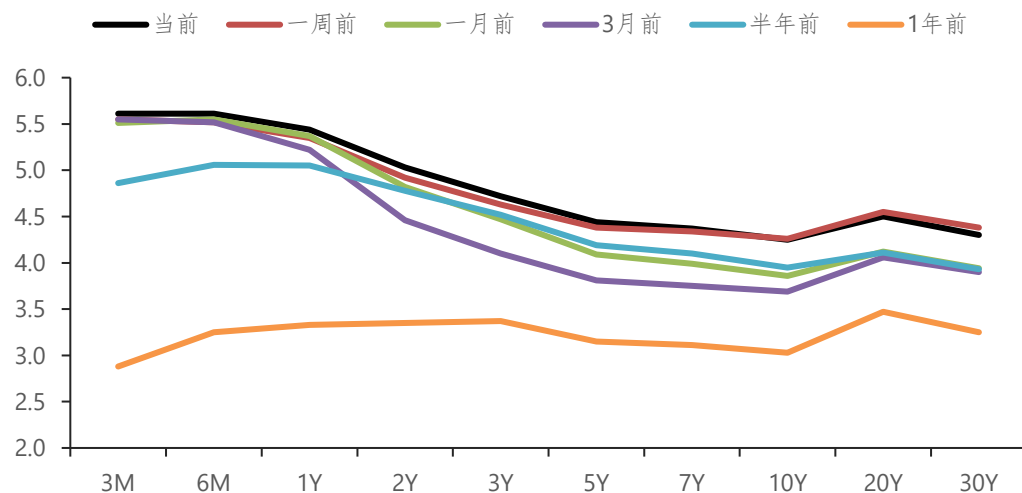
全球主要央行资产负债表-美元



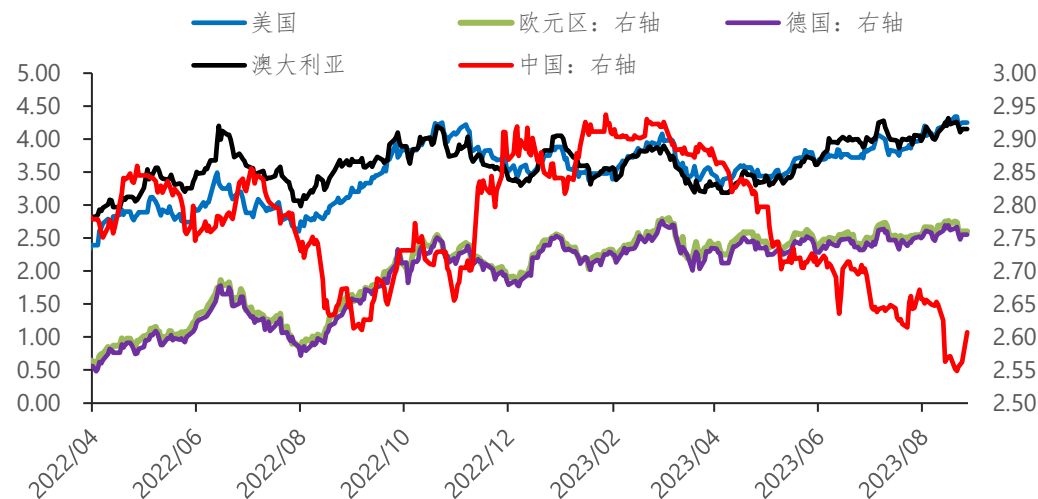
全球主要经济体基准利率%



美国国债收益率曲线



全球主要经济体十年期国债收益率走势图



- 主要经济体经济基准利率不断上行；
- 美联储继续加息缩表；
- 主要经济体国债收益率强势上行冲高回落，中国则加速探底屡创新低；
- 美债期限结构呈现“熊平”。

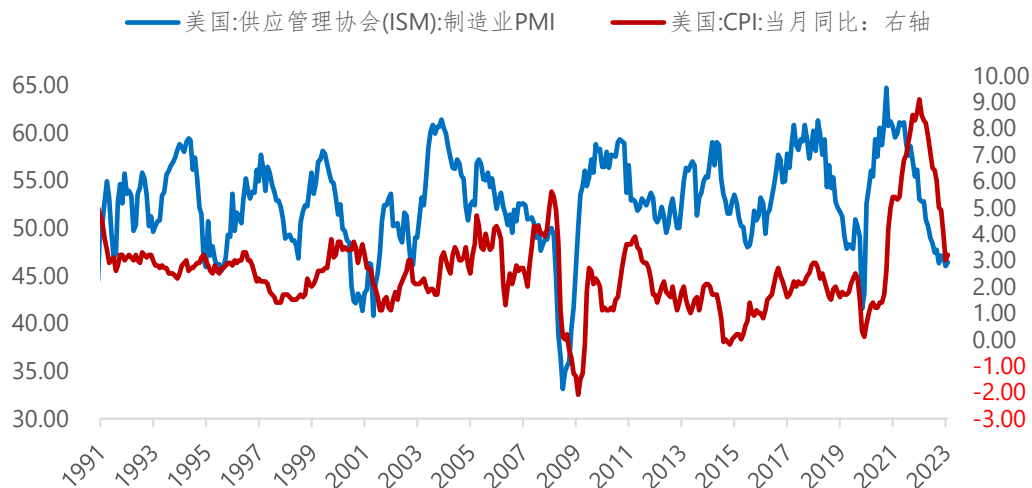


全球经济表现—美国：增长与通胀双双下行，就业坚挺，通胀下行明显，信心持续爆棚

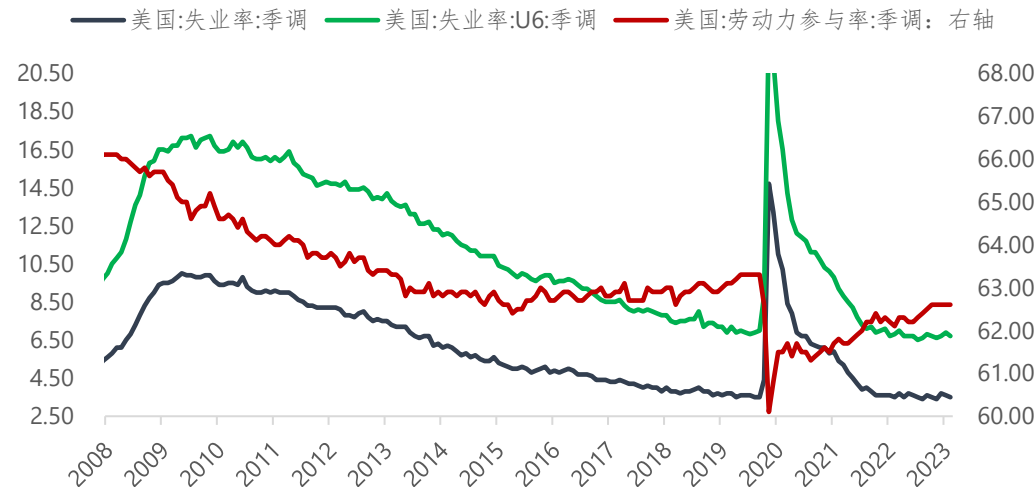


冠通期货
Guantong Futures

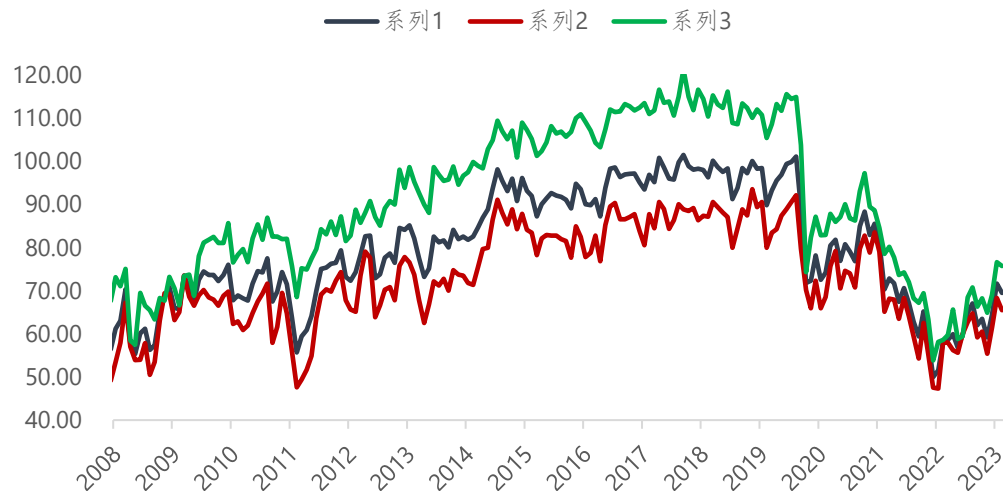
美国经济景气与通胀



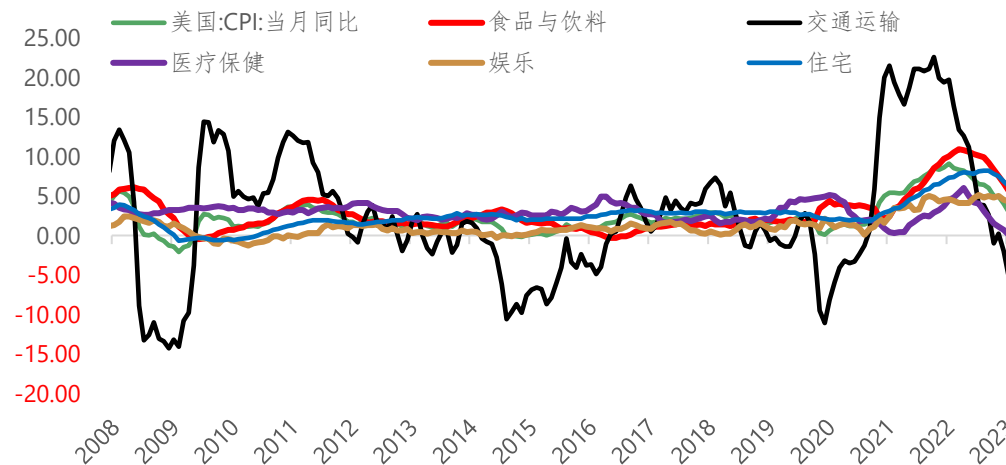
美国失业率与劳动参与率%



美国密歇根消费者信心指数



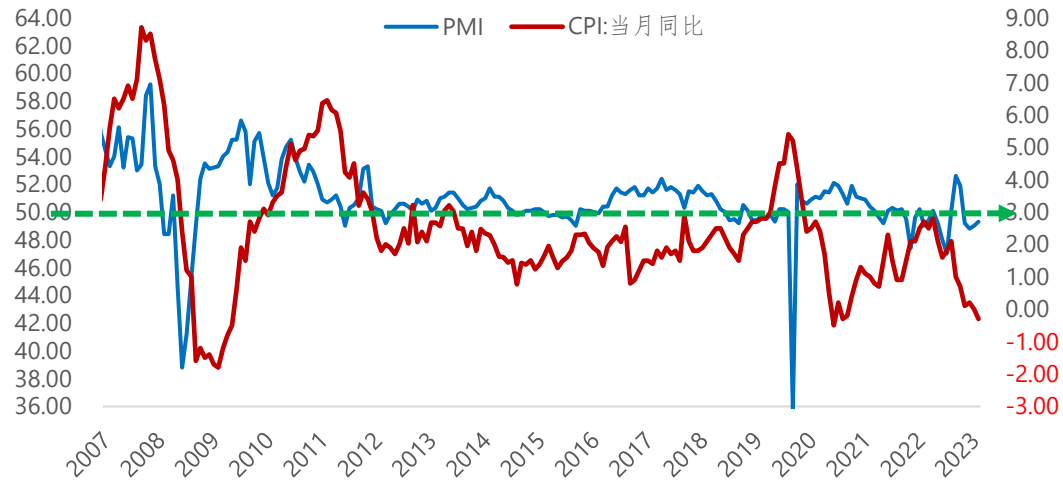
美国CPI分项表现%



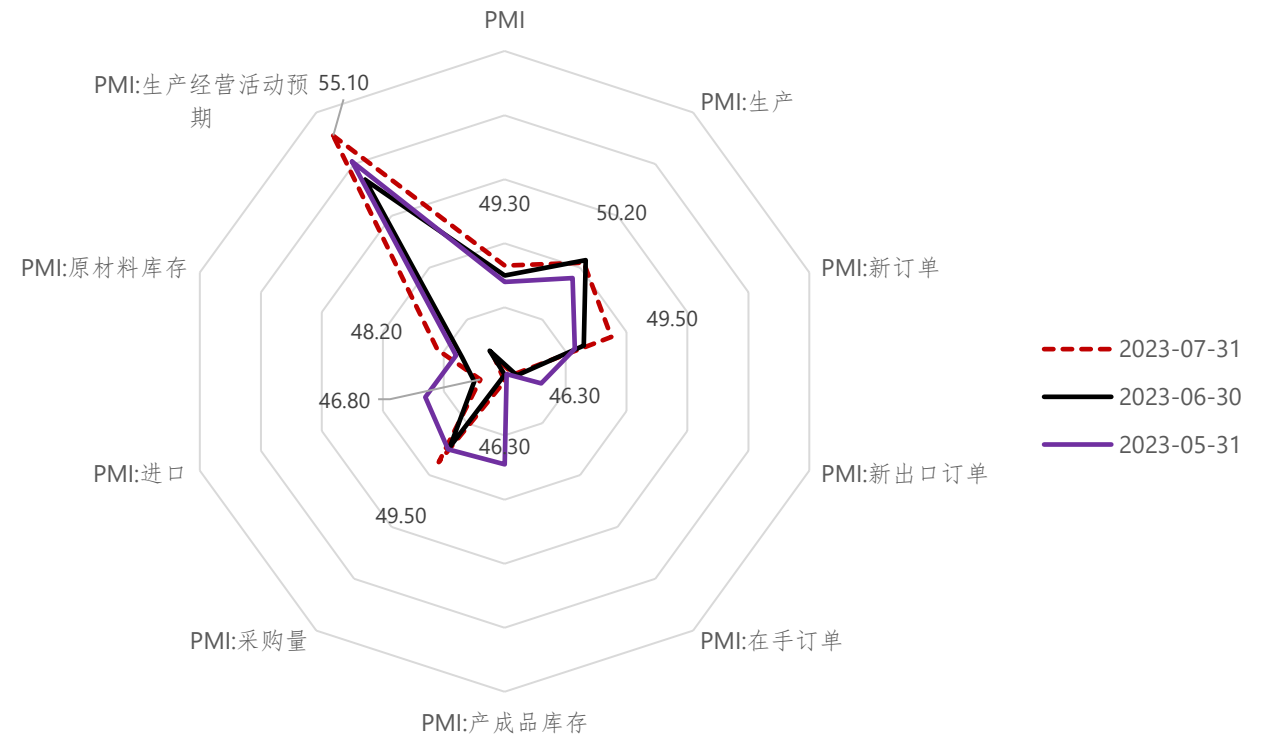
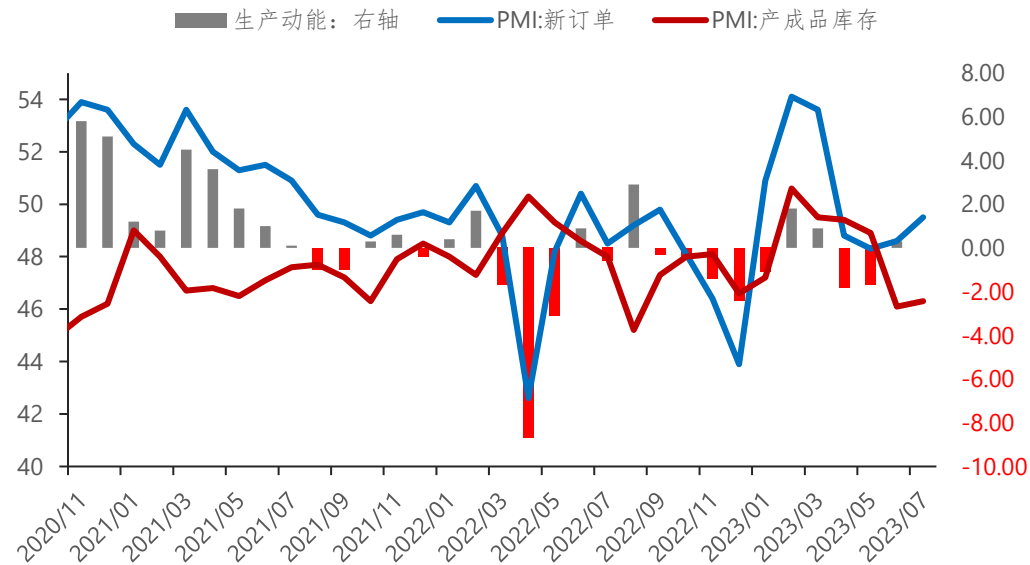
- 美国经济景气与通胀双双加速下行；
- 就业数据依旧坚挺，劳动参与率保持；
- 消费者信心指数持续爆棚；
- 美国通胀各项指标均明显下行，油价走高支撑交通运输分项触底反弹。

国内经济表现--经济景气：景气略升物价大跌，需求回暖生产动能持平

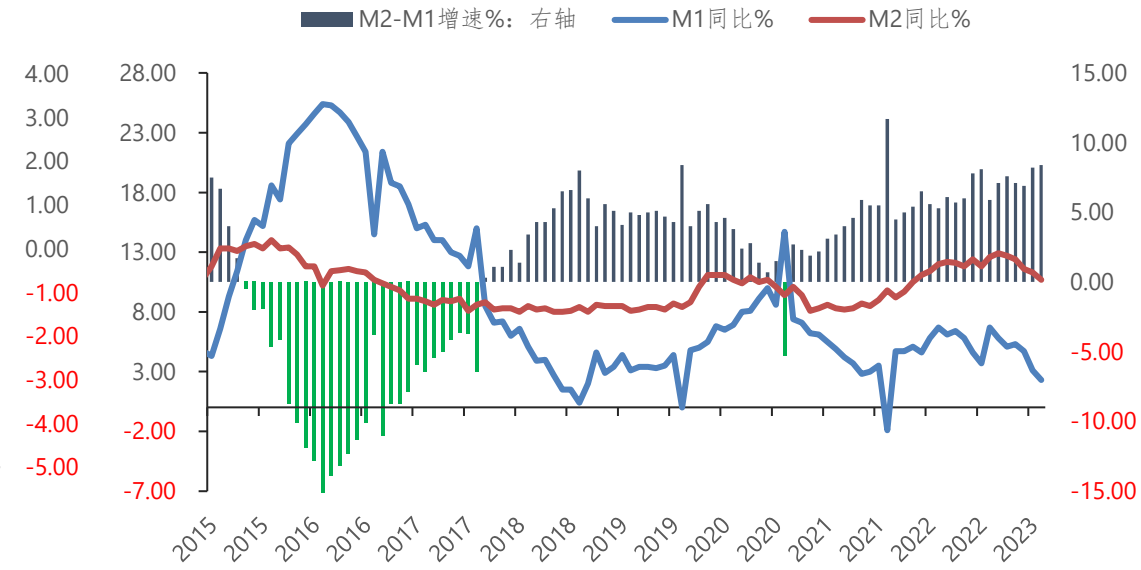
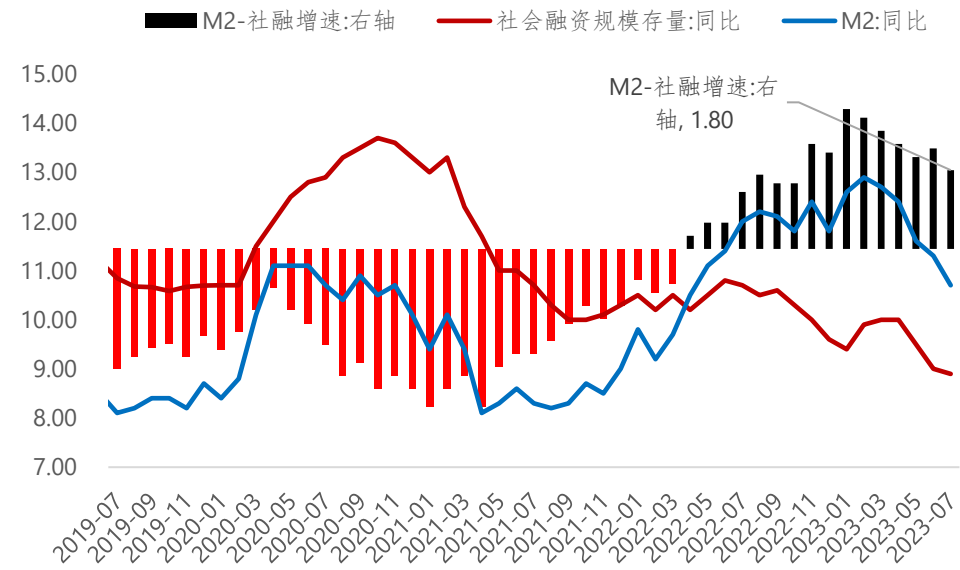
中国经济景气与通胀



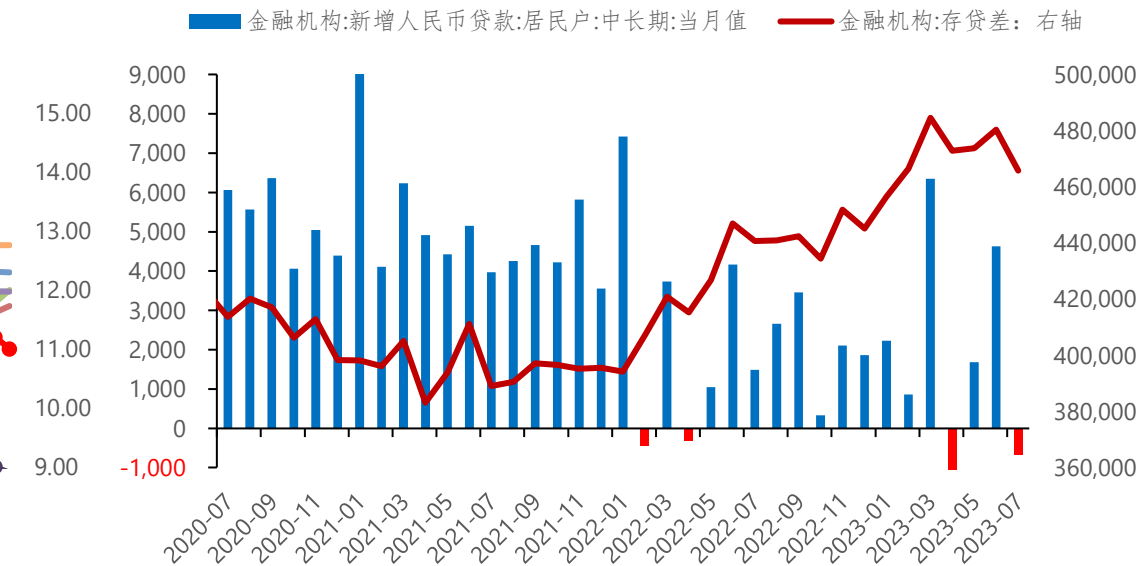
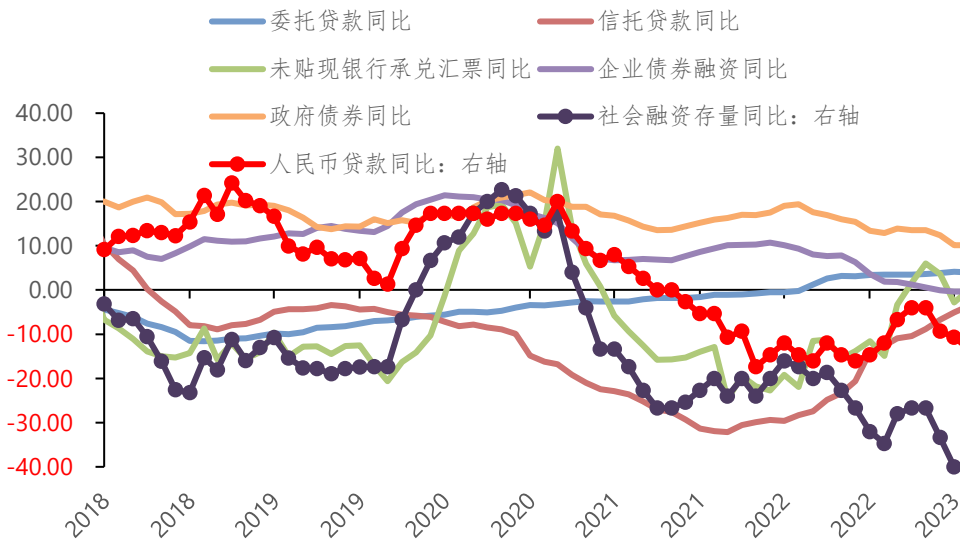
- 中国经济景气度略有回暖，物价低迷通胀疲弱；
- PMI多项指标有所扩张，价格回升带动库存止跌补库，需求明显增加压缩产需缺口，生产动能维持平稳，生产经营活动预期增强，内生动力略有提振。



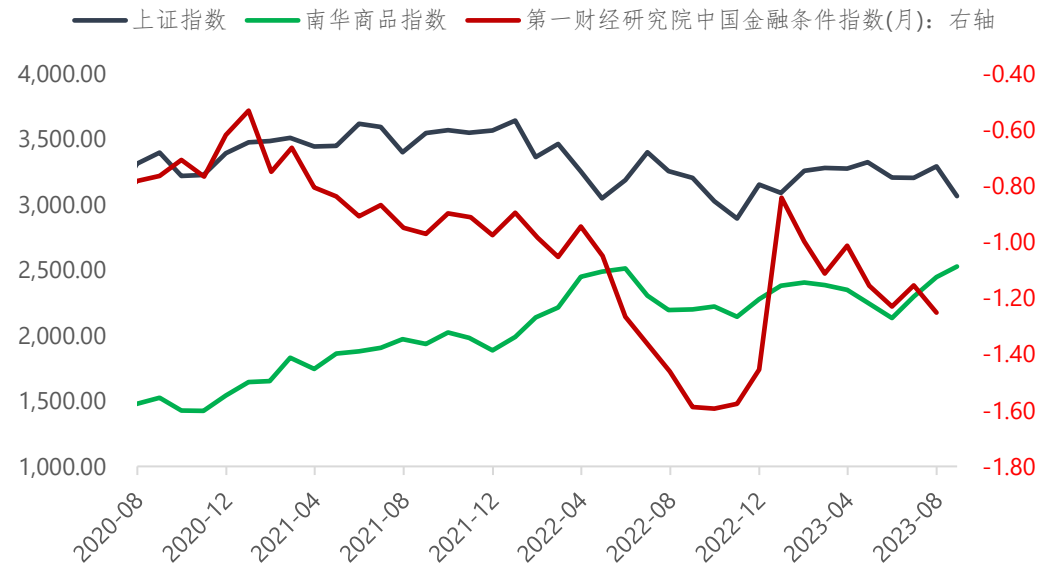
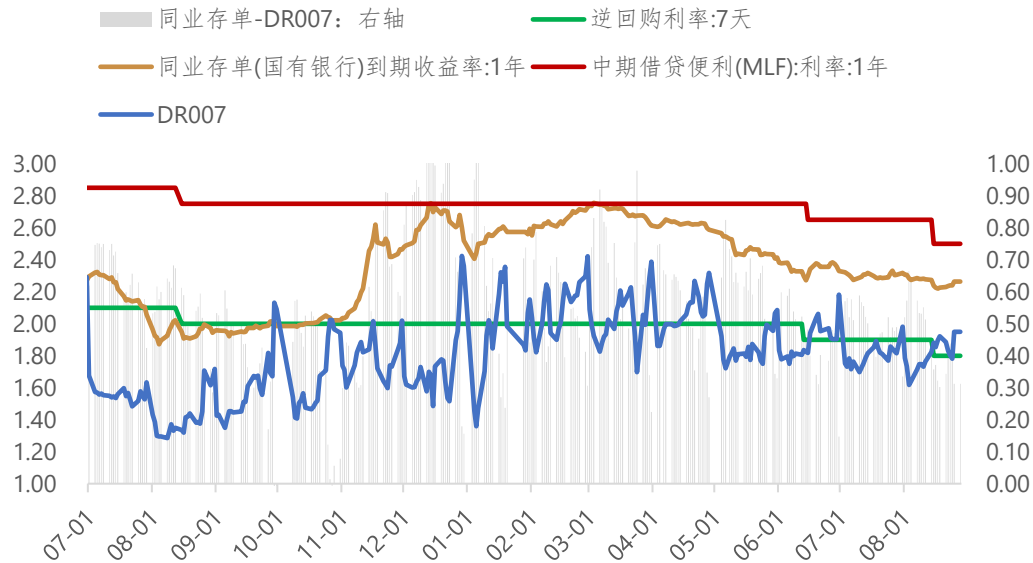
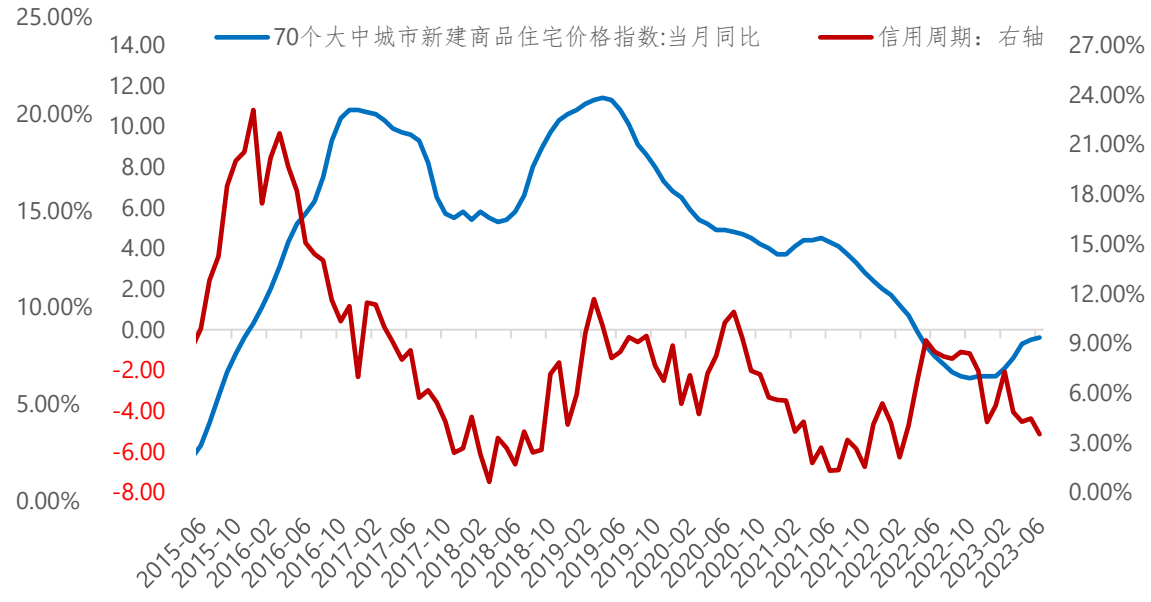
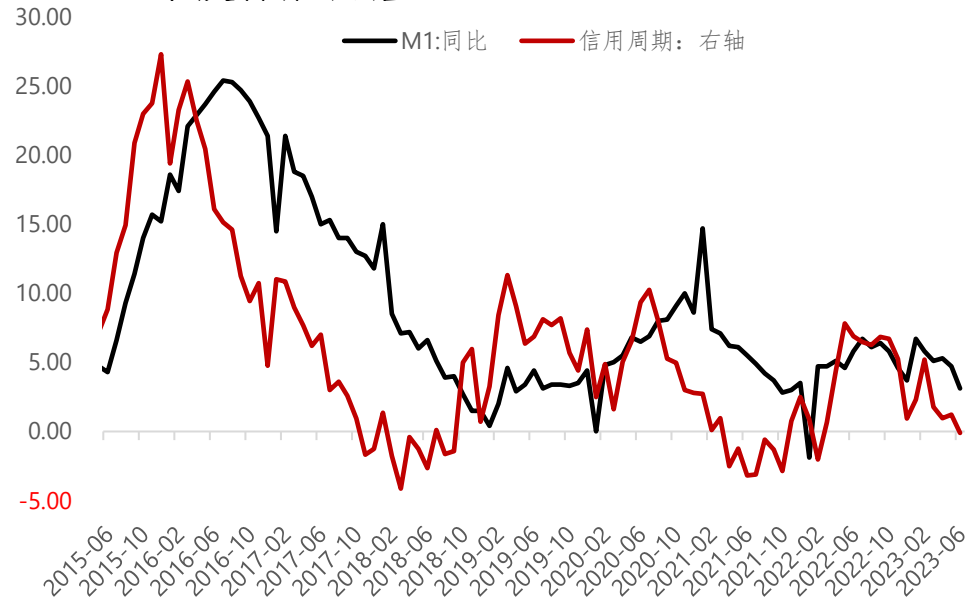
国内经济表现--宏观流动性：货币供需继续回落，居民中长期贷款再次转负



- 社融增速与M2增速继续回落，M2-社融增速差重新收窄；
- M1增速大幅下行，企业融资需求低迷，M2-M1增速差进一步走高，信用传导不畅；
- 居民中长期贷款再次转负，金融机构存贷差高位回落。



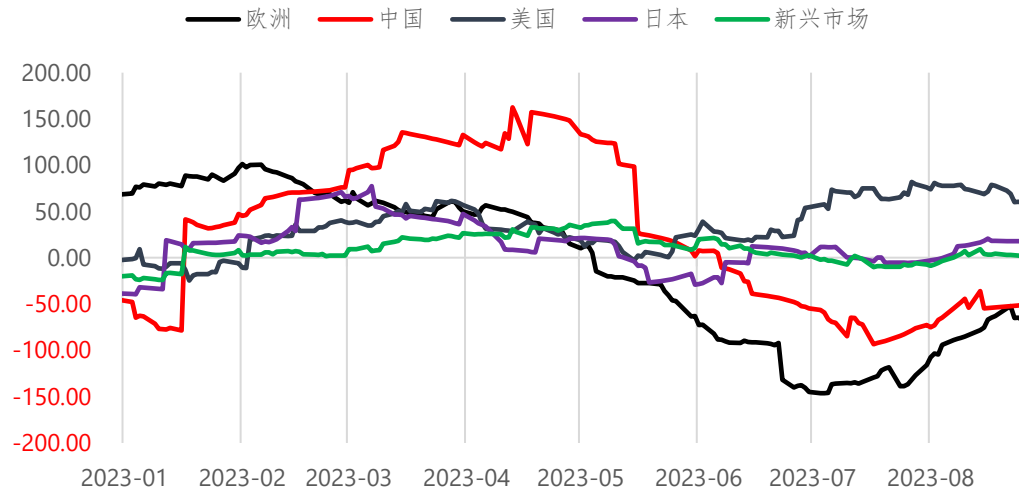
国内经济表现--宏观流动性：信用周期继续探底，金融条件进一步宽松，资金利率反弹后回落



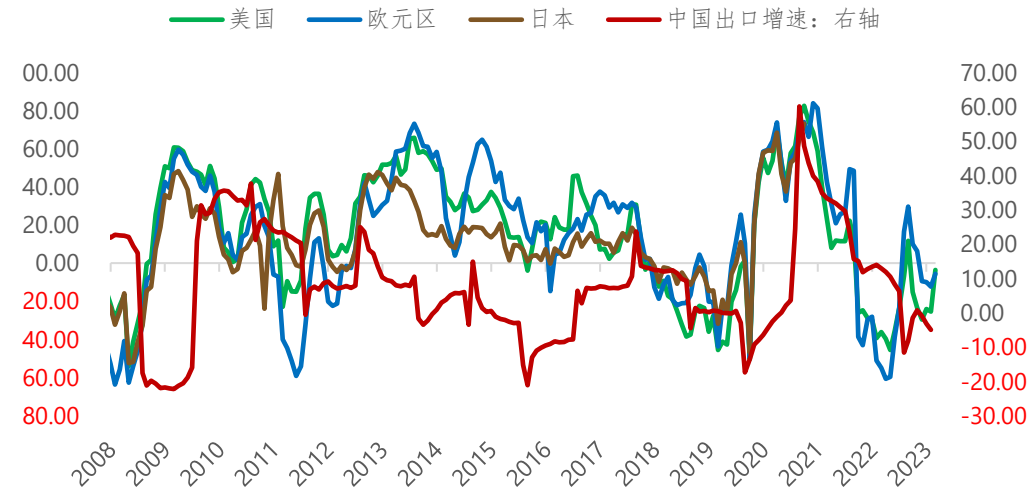
- M1加速下行，信用周期继续探底；
- 资金利率反弹后回落，同业存单与DR007触底回升；
- 国内金融条件指数进一步宽松，商品与股市相悖而行。

外需--出口：中国花旗经济意外指数反弹后回落，出口增速大降，外需压力凸显

花旗经济意外指数



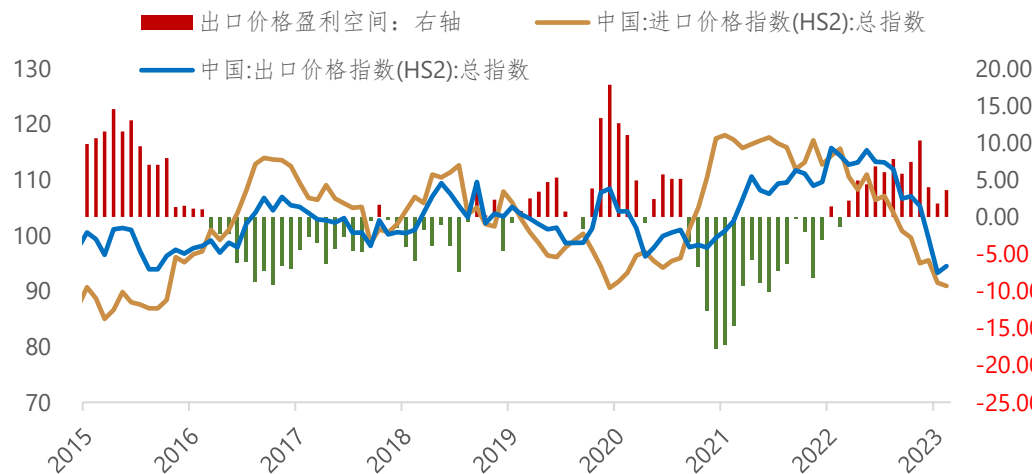
中国出口增速与美欧日的经济景气度



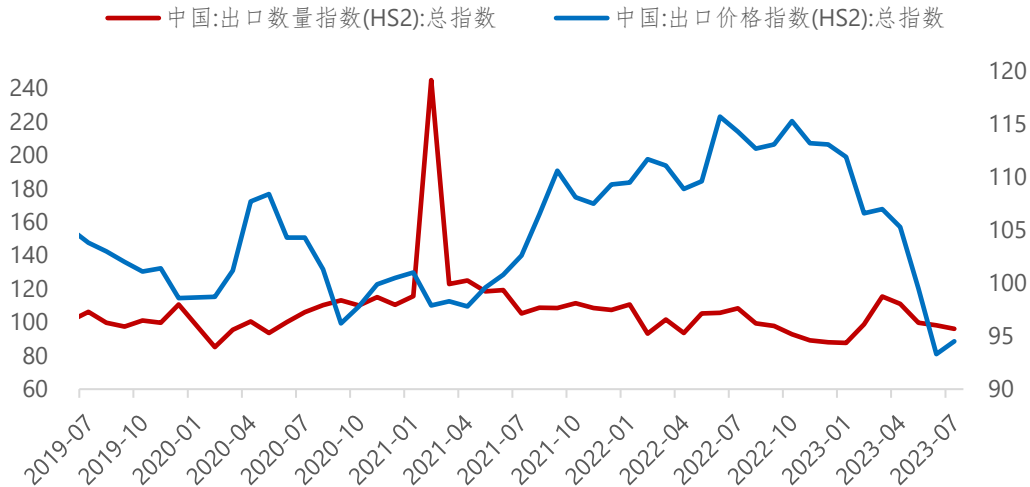
➤ 美欧经济景气度的回升难以提振国内出口，中国出口的压力日益显现；

➤ 出口价格的止跌反弹，更加凸显出口数量的下降对出口增速下滑的影响；

出口价格盈利空间



出口数量与出口价格指数对比

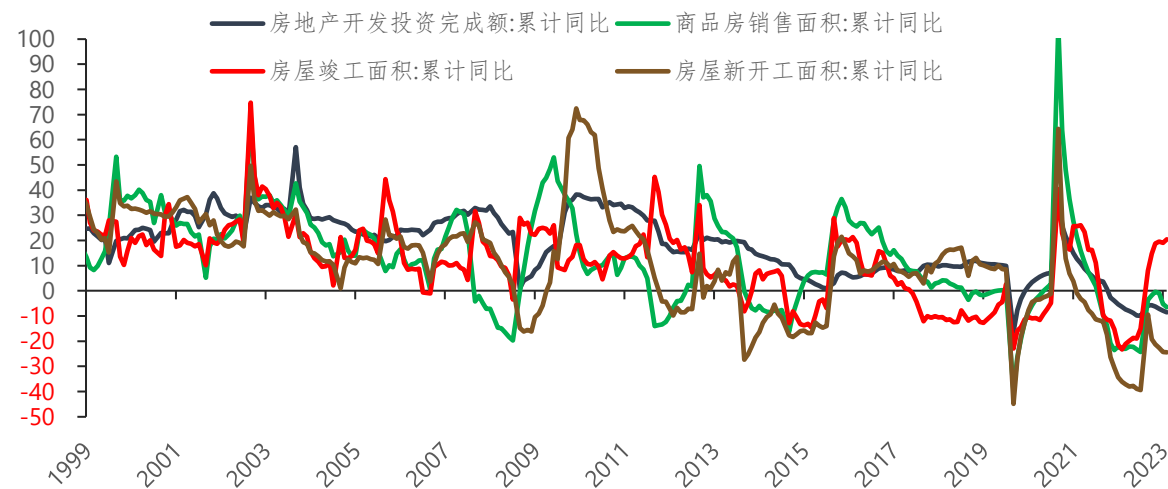


➤ 高频的花旗经济意外指数来看，经过一个多月的反弹之后再次拐头向下，国内经济表现不及预期。

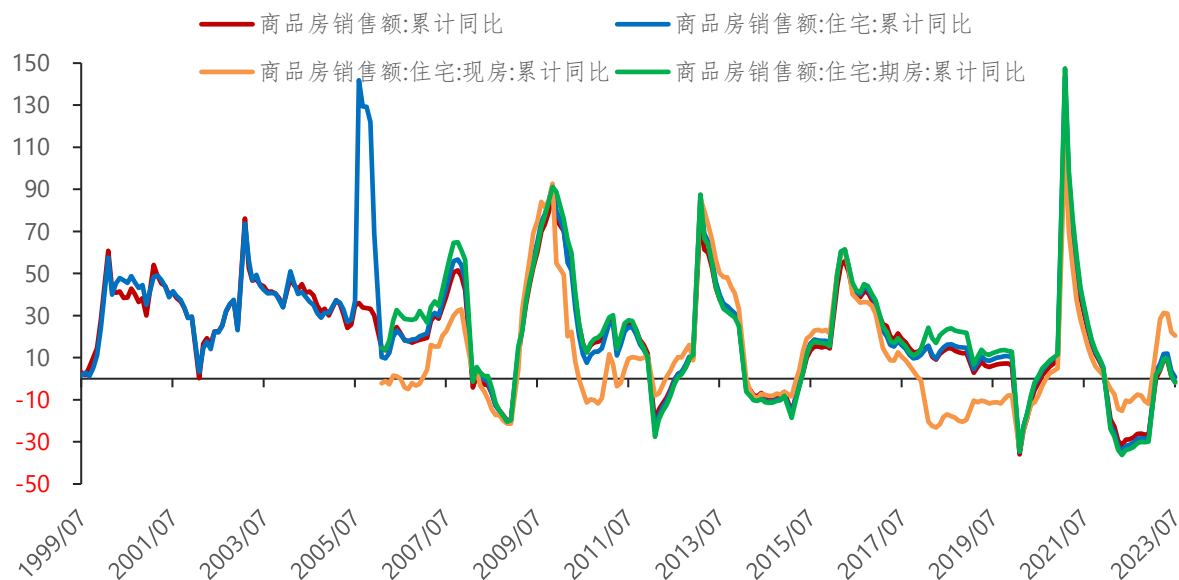
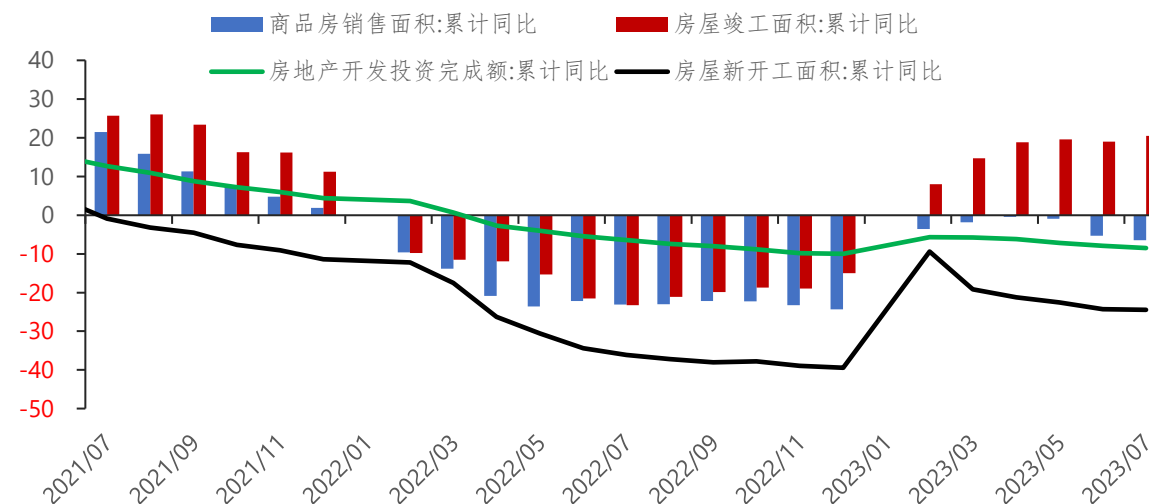


内需--投资：地产竣工强劲，新开工与销售延续低迷，龙头房企暴雷频出，重点在于风险防范

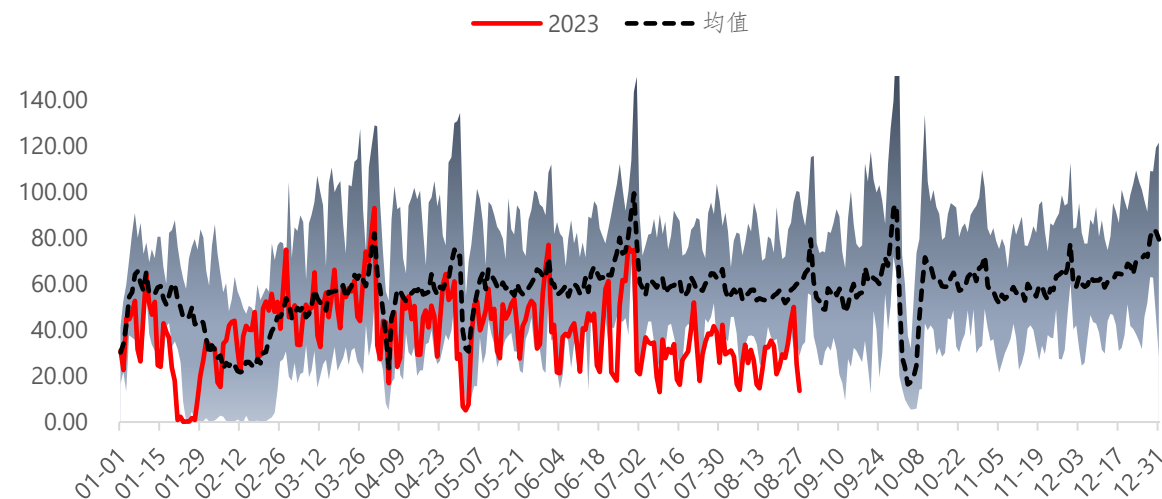
房地产投资各项增速%



房屋新开工面积增速的拐头下行值得注意



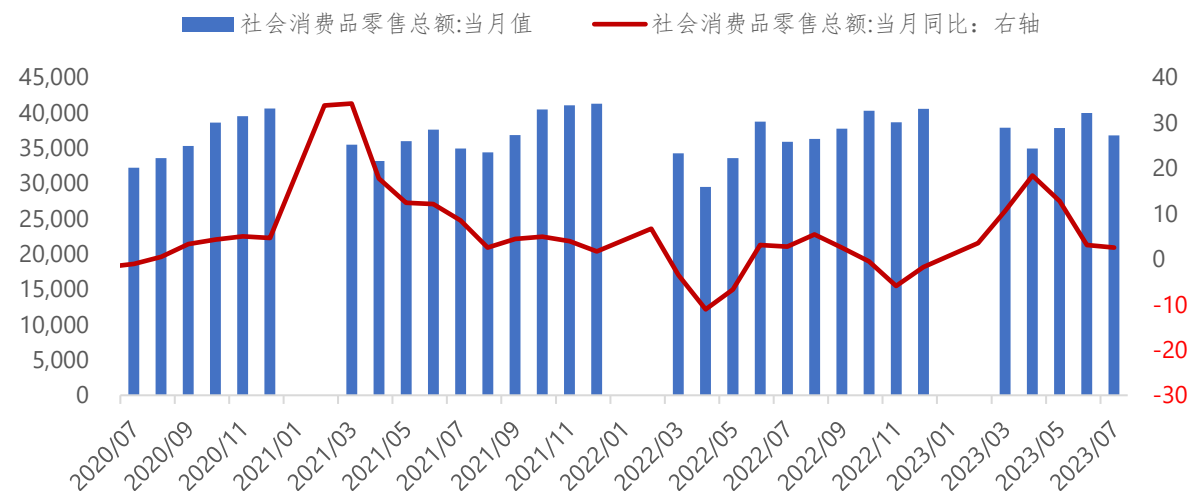
全国商品房成交面积季节性走势图（单位：万平方米）



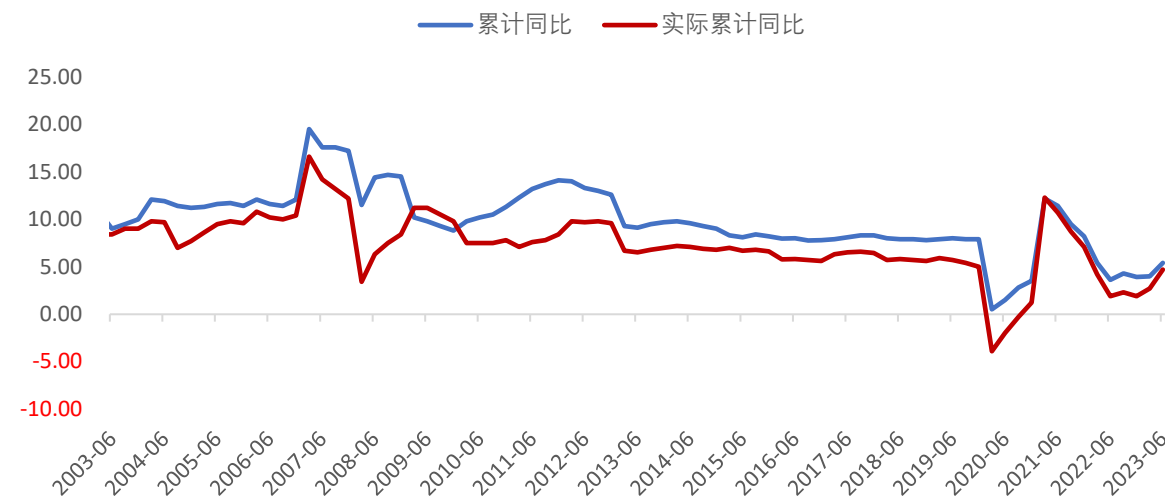


内需--消费：暑期叠加房产投资的下降，让居民更愿意花小钱去“消费”

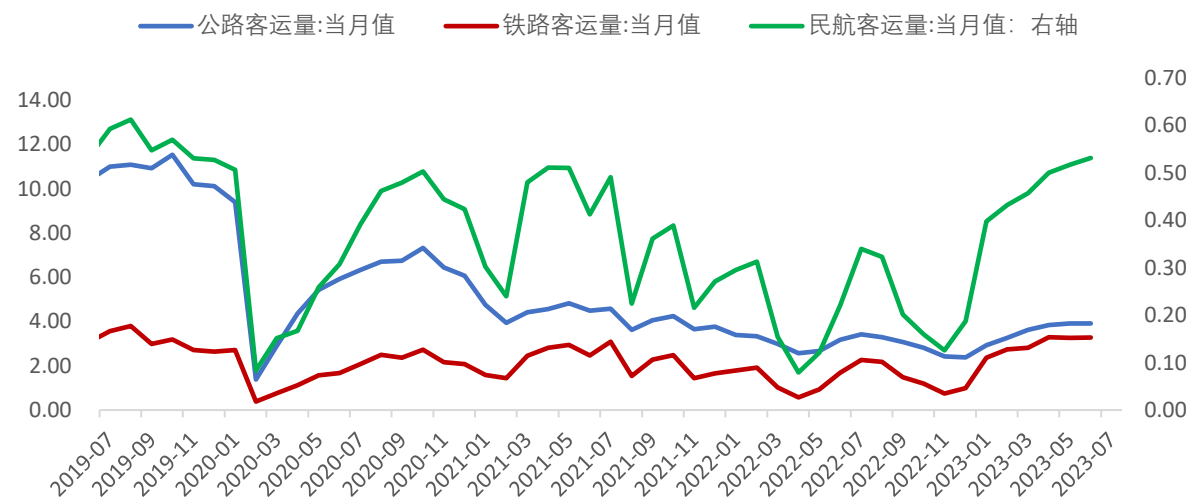
社会消费品零售总额



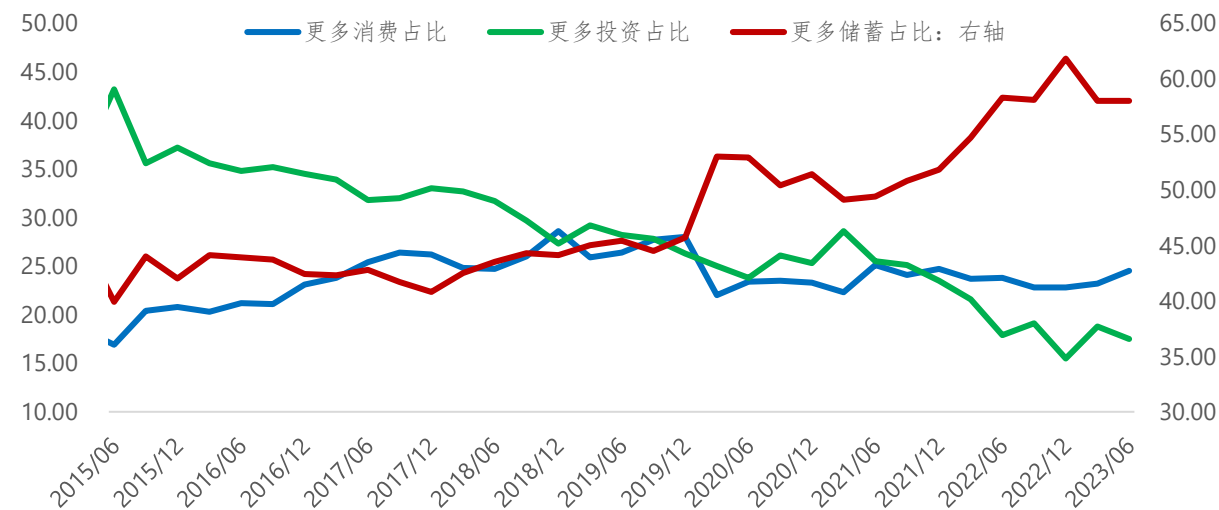
城镇居民人均可支配收入%



客运量：当月值（亿人）



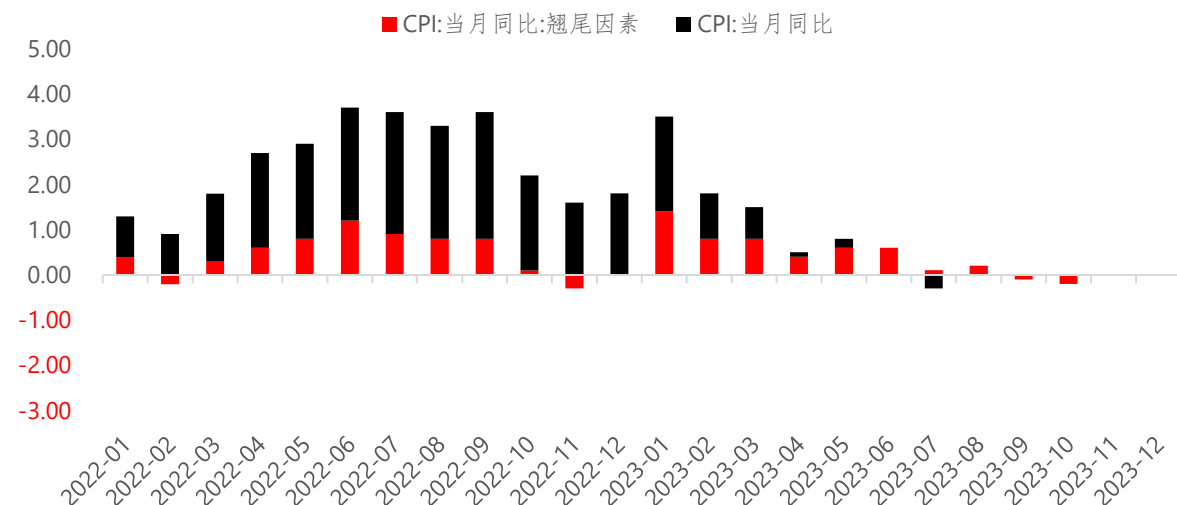
中国消费意愿调查



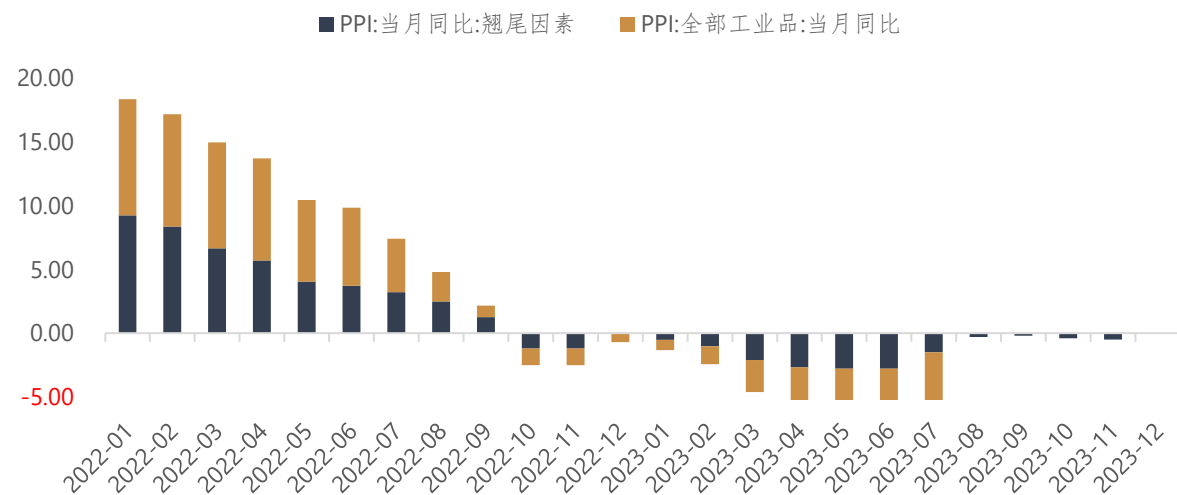


通胀： PPI触底反弹，CPI转负，基数效应日益消退，宏观利润率（CPI-PPI）拐头缩窄

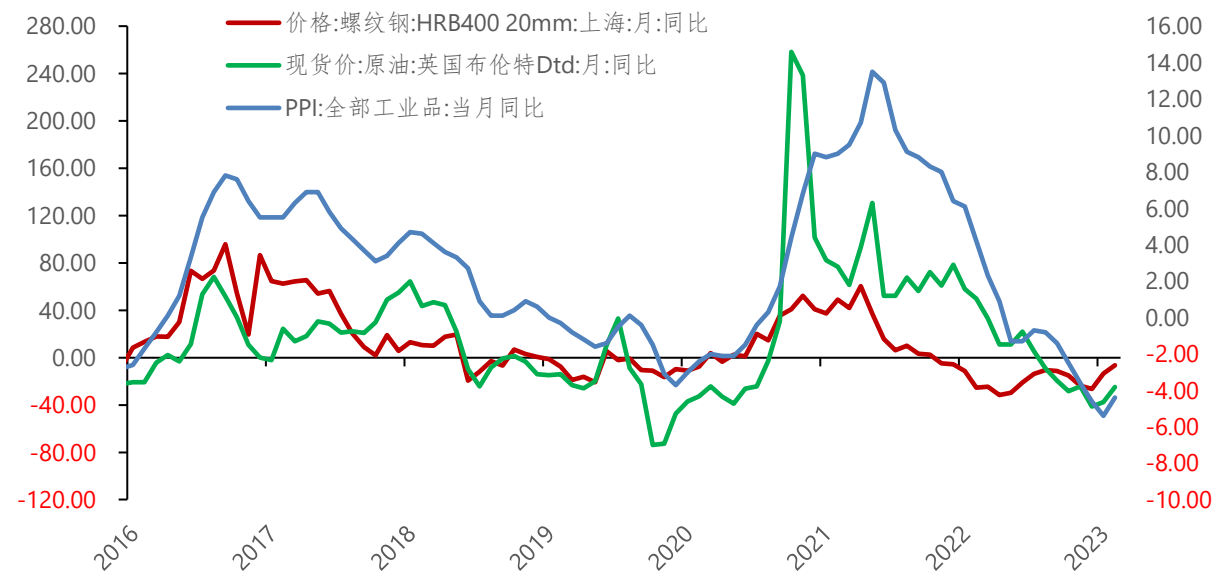
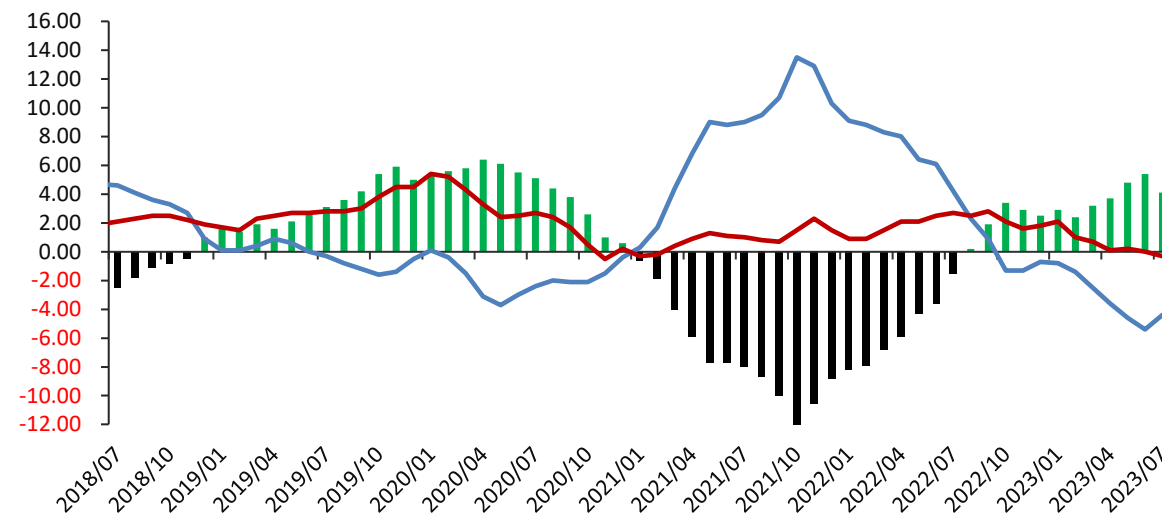
CPI



PPI



■ CPI-PPI ■ PPI:全部工业品:当月同比 ■ CPI:当月同比



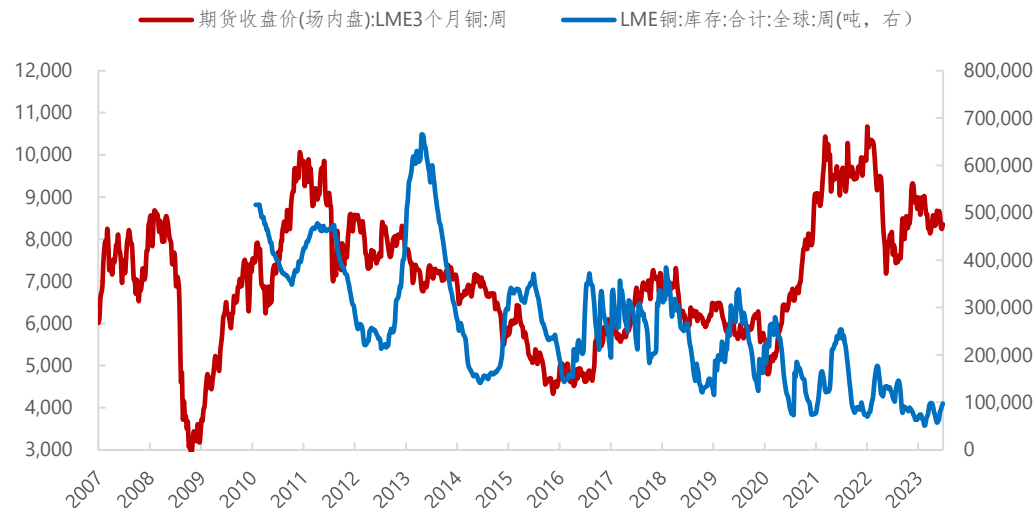


中观行业：大宗商品走势分化，铜油高位回落，钢价低位反弹，高炉开工率平稳

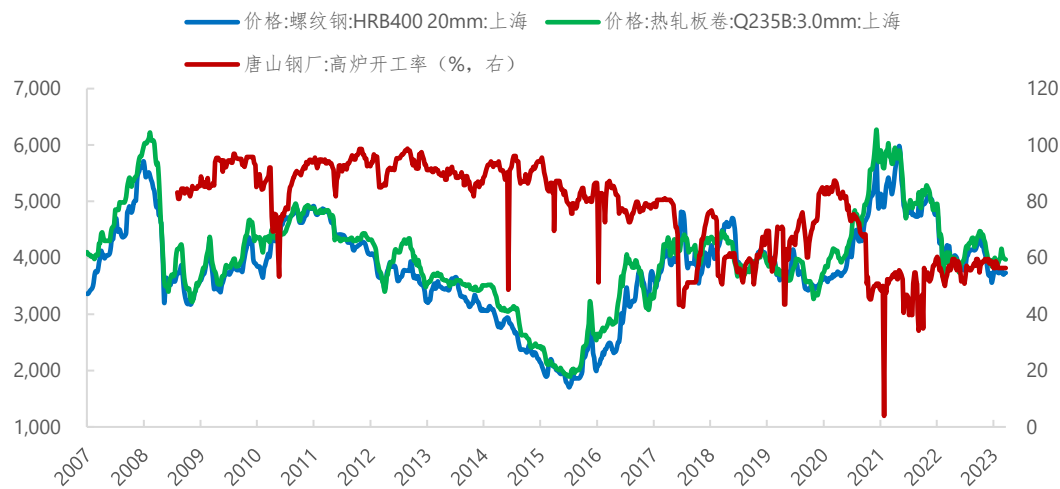
原油



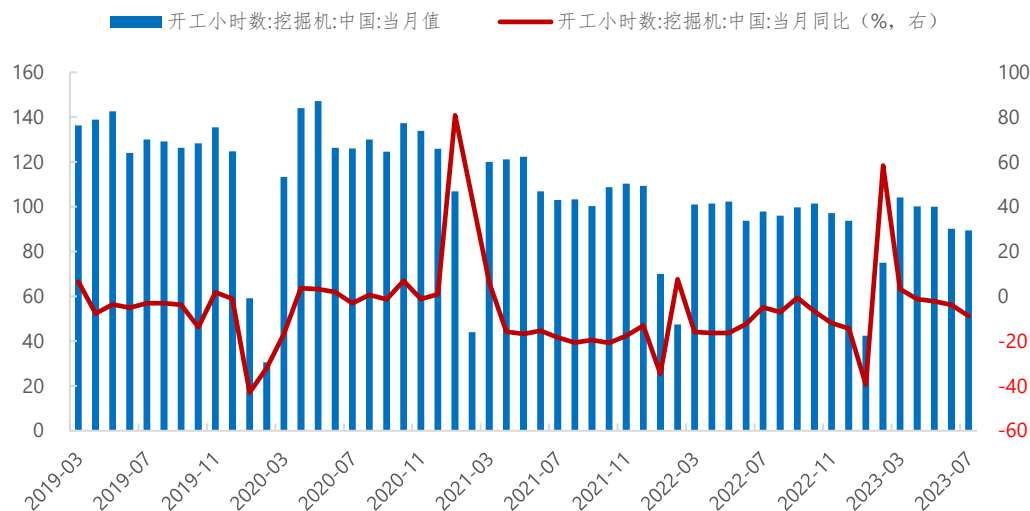
铜



钢材



挖掘机开工小时数



- 钢材价格低位反弹，高炉开工率高位平稳；
- 原油价格高位回落，库存进一步下降；
- 铜价震荡下挫，库存触底回升；
- 挖掘机开工小时数继续回落，基建投资增速放缓。



中观行业

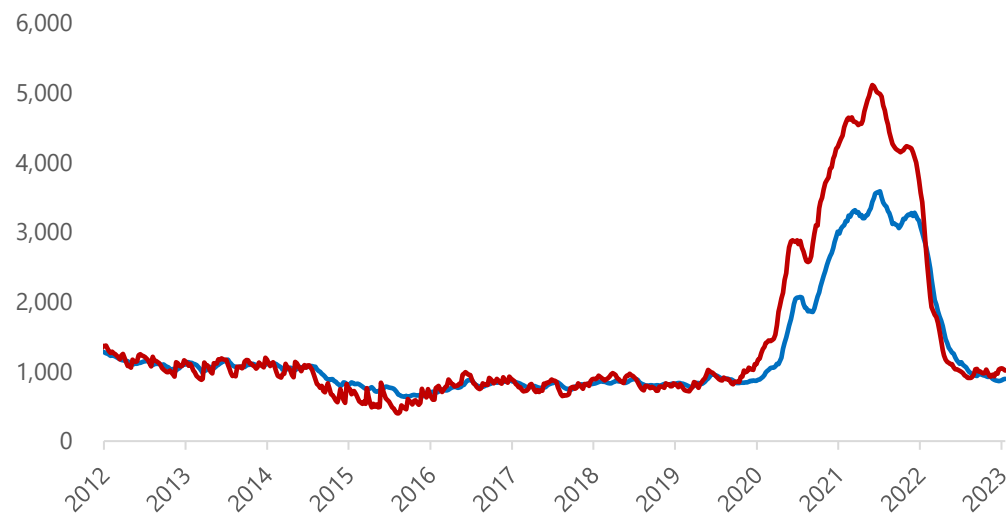


冠通期货
Guantong Futures

费城半导体指数

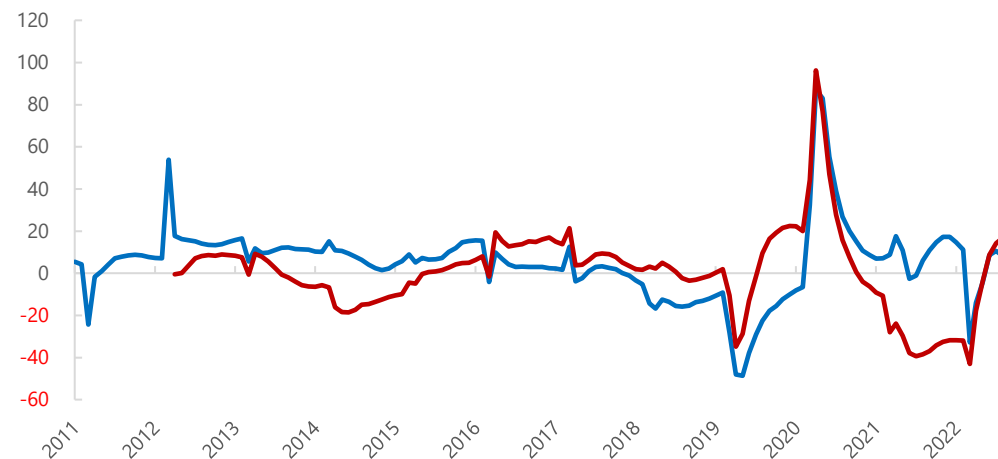


CCFI:综合指数 SCFI:综合指数

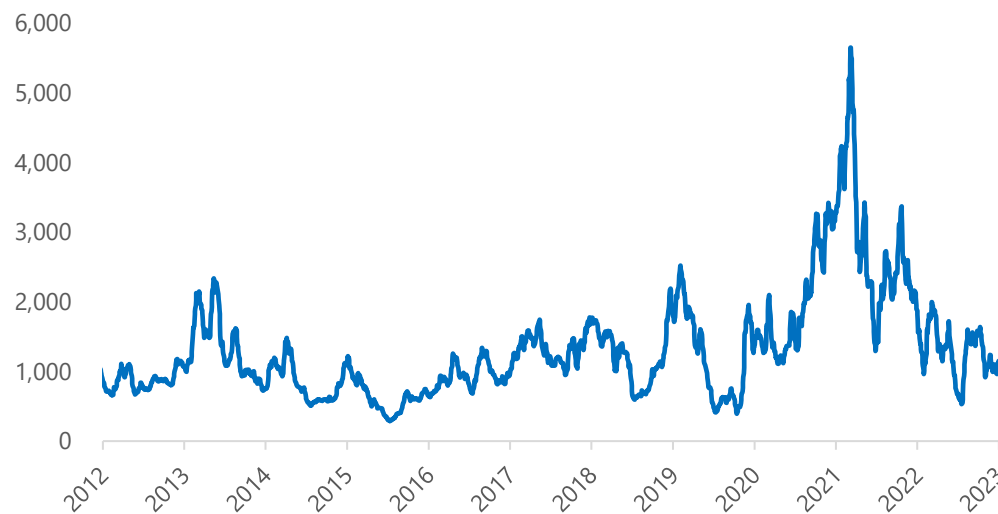


汽车

产量:乘用车:累计同比 产量:商用车:累计同比



波罗的海干散货指数(BDI)



➤ 费城半导体指数高位回落；

➤ 国内运价指数从底部反弹上行，BDI走势震荡；

➤ 汽车产量增速的劈叉进一步扩大。

➤ 8月15日，央行超预期降息

中期借贷便利（MLF）中标利率、7天期逆回购操作中标利率、常备借贷便利利率（SLF）多个品种分别下调15个基点、10个基点、10个基点。

➤ 8月17日，人民银行发布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》。

《报告》指出，下阶段，人民银行将**加大宏观政策调控力度**。稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展。以保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定为目标，综合施策、稳定预期，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险。

➤ 8月18日，证监会：确定活跃资本市场一揽子政策措施。

活跃资本市场、提振投资者信心的举措包括：加快投资端改革，大力发展权益类基金。放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度；推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费率水平；引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化；引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度；建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振；拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期权、股指期货、国债期货等品种的投资限制；

➤ 8月21日，LPR非对称调降

中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，最新贷款市场报价利率(LPR)为：1年期品种报3.45%，较上一期下降10个基点；5年期以上品种报4.20%，与前期持平。



下月重要财经大事与经济数据



日期	时间	国家/地区	指标名称	重要度	前值	预期
2023-09-01	20:30	美国	8月失业率:季调(%)	重要	3.5	
2023-09-01	20:30	美国	8月新增非农就业人数:季调(千人)	重要	187	
2023-09-01	22:00	美国	8月制造业PMI	重要	46.4	
2023-09-05	22:00	美国	7月耐用品:新增订单(百万美元)	重要	324367	
2023-09-05	22:00	美国	7月耐用品:新增订单:季调:环比(%)	重要	4.36	
2023-09-05	22:00	美国	7月全部制造业:新增订单(百万美元)	重要	626660	
2023-09-06	22:00	美国	8月非制造业PMI	重要	52.7	
2023-09-06	22:30	美国	9月01日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	重要	-6134	
2023-09-07	待定	中国	8月出口金额:当月同比	重要	-14.5	-9
2023-09-07	待定	中国	8月出口金额:人民币:当月同比	重要	-9.2	
2023-09-07	待定	中国	8月官方储备资产:其他储备资产(亿美元)	重要		
2023-09-07	待定	中国	8月进口金额:当月同比	重要	-12.4	-5.8
2023-09-07	待定	中国	8月进口金额:人民币:当月同比	重要	-6.9	
2023-09-07	待定	中国	8月外汇储备(亿美元)	重要	32042.7	
2023-09-07	20:30	美国	9月02日当周初次申请失业金人数:季调(人)	重要	230000	
2023-09-09	09:30	中国	8月CPI:同比(%)	重要	-0.3	0.1
2023-09-09	09:30	中国	8月PPI:同比(%)	重要	-4.4	-2.8333
2023-09-12	待定	中国	8月M0:同比(%)	重要	9.9	
2023-09-12	待定	中国	8月M1:同比(%)	重要	2.3	
2023-09-12	待定	中国	8月M2:同比(%)	重要	10.7	11.2
2023-09-12	待定	中国	8月社会融资规模:当月值(亿元)	重要	5282	
2023-09-12	待定	中国	8月社会融资规模存量:同比	重要	8.9	9.3
2023-09-12	待定	中国	8月新增人民币贷款(亿元)	重要	3459	12000
2023-09-13	20:30	美国	8月CPI:季调:环比(%)	重要	0.2	
2023-09-13	20:30	美国	8月CPI:同比(%)	重要	3.2	
2023-09-13	20:30	美国	8月核心CPI:季调:环比	重要	0.2	
2023-09-13	20:30	美国	8月核心CPI:同比(%)	重要	4.7	
2023-09-13	22:30	美国	9月08日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	重要	-6134	
2023-09-14	20:30	美国	8月PPI:最终需求:季调:环比(%)	重要	0.3	
2023-09-14	20:30	美国	8月PPI:最终需求:季调:同比(%)	重要	0.8	
2023-09-14	20:30	美国	8月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:环比(%)	重要	0.3	
2023-09-14	20:30	美国	8月PPI:最终需求:剔除食品和能源:季调:同比(%)	重要	2.4	
2023-09-14	20:30	美国	8月核心PPI:季调:环比(%)	重要	0	
2023-09-14	20:30	美国	8月核心PPI:季调:同比(%)	重要	1.9	
2023-09-14	20:30	美国	8月核心零售总额:季调:环比(%)	重要	0.97	
2023-09-14	20:30	美国	8月零售销售总额:季调:环比(%)	重要	0.73	
2023-09-14	20:30	美国	8月零售销售总额:季调:同比(%)	重要	3.17	
2023-09-14	20:30	美国	9月09日当周初次申请失业金人数:季调(人)	重要	230000	
2023-09-15	10:00	中国	8月工业增加值:当月同比(%)	重要	3.7	4.4
2023-09-15	10:00	中国	8月固定资产投资:累计同比(%)	重要	3.4	4.2
2023-09-15	10:00	中国	8月社会消费品零售总额:当月同比(%)	重要	2.5	5.7
2023-09-19	20:30	美国	8月新屋开工:私人住宅(千套)	重要	130.9	
2023-09-20	22:30	美国	9月15日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	重要	-6134	
2023-09-21	02:00	美国	联邦基金目标利率(%)	重要	5.5	
2023-09-21	20:30	美国	9月16日当周初次申请失业金人数:季调(人)	重要	230000	
2023-09-26	22:00	美国	8月新房销售年化总数:季调(千套)	重要	714	
2023-09-27	22:30	美国	9月22日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	重要	-6134	
2023-09-28	20:30	美国	9月23日当周初次申请失业金人数:季调(人)	重要	230000	
2023-09-28	20:30	美国	第二季度GDP(终值):环比折年率(%)	重要	2	1.7
2023-09-29	20:30	美国	8月个人消费支出:季调(十亿美元)	重要	18383.2	
2023-09-29	20:30	美国	8月核心PCE物价指数:同比(%)	重要	4.1	
2023-09-29	20:30	美国	8月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	重要	59496	
2023-09-30	09:30	中国	9月官方制造业PMI	重要	49.3	

日期	时间	国家/地区	指标名称	重要度
2023-09-15	09:30	中国	8月国家统计局发布大中城市住宅销售价格报告	重要
2023-09-21	02:00	美国	9月美联储公布利率决议	重要
2023-09-21	02:00	美国	9月美联储议息会议	重要

未来一个月，国际与国内，股市与商品的劈叉如何收敛，关注的焦点在于，9月美联储议息会议是否结束加息？

本报告发布机构

——冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

THANK YOU