



## 宏观周报

# 本周看什么？海外宽松、钢铁新政与海南消费

—宏观周报（20240819-20240825）

证券分析师

张浩

资格编号：S0120524070001

邮箱：zhanghao3@tebon.com.cn

研究助理

戴琨

邮箱：daikun@tebon.com.cn

### 摘要：

● **核心观点：**本周聚焦四个方向，其一，美国民主党全国代表大会。其二，海外焦点。美国非农数据、7月FOMC会议纪要和JH会议。其三，钢铁产能置换办法将迎来修订。其四，7月海南免税品销售同比-36%，负财富效应下几点反直觉数据。

**高频宏观数据：**交通运输、煤炭钢铁和农林牧渔景气度提升，文旅消费和建材景气度待修复。

**短期投资建议：**债市关注流动性水平能否持续回升；股市重点关注红利扩散与高质量成长。

● **热点观察 1：美国民主党全国代表大会。**副总统哈里斯正式接受民主党总统候选人提名。此外，民主党还发布了新的党章。我们认为，11月，无论是特朗普还是哈里斯赢得大选，均会推动美国财政赤字的进一步扩张，目前美国逐步消退的通胀问题可能也将卷土重来。

● **热点观察 2：海外焦点。**1) **美国非农数据下修：**美国就业增长可能确实不如已公布数据显示的那么强劲，美国劳务市场的降温已然持续一段时间，但放缓速率目前仍未失控。需要注意的是，由于非法移民因素的存在，此次非农下修幅度也可能存在一定的高估，当前位置的美国经济依旧具备一定的韧性；2) **7月FOMC会议纪要：**美联储这一份鸽派的7月会议纪要是对此前的声明以及Powell发言的细化，虽然粘性通胀难以消除，但美联储终究逃不开“双重使命的双向风险”，政策制定者似乎愈发担心美国劳务市场过度疲软；3) **JH会议：**Powell在JH会议上的演讲侧重“后顾”而非“前瞻”，对后续降息节奏并未做过多阐述，这意味着在美联储开启降息后，联储决策仍将遵循数据依赖模式，即将到来的一系列8月经济数据料将决定联储政策的具体走向，尤其是非农数据，未有增量信息的降息幅度或成为新的博弈点。

● **热点观察 3：钢铁产能置换办法将迎来修订。**8月22日，工信部发布关于暂停钢铁产能置换工作的通知，提出将对钢铁产能置换办法进行修订，而在此之前，将暂停实施钢铁产能置换。本次修订侧重点或与以往不同。本次《关于暂停钢铁产能置换工作的通知》中对于当前存在的问题表述中不再涉及扩大产能的表述，而是表述为“与行业发展形势和需求不相适应”。从产能利用率的角度看，2023年以来黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率已明显回升并持续高于美国钢铁产品产能利用率，钢铁行业产能去化已初步见效，下一步的工作重点或在于调结构。

● **热点观察 4：7月海南免税品销售同比-36%，负财富效应下几点消费反直觉数据。**1-7月海南免税商品销售额201.3亿，月度销售额显示降幅走阔。从结构上看，客单价下滑是7月海南免税销售额同比降幅走阔的主要原因。转化率磨底也可以验证消费倾向孱弱、人均消费低迷。从品类上看，7月海南免税商品中超过30余项细分品类销售金额同比为负。

关于海南地区免税商品下滑，近期市场认为或许是由于出境旅游升温带来的消费替代，我们也对此进行了数据验证：以日本为例，人次方面，中国访日游客数未恢复至疫情前水平。人均消费方面，1) 化妆品/香水、2) 鞋靴/皮革制品、3) 宝石/贵金属作为奢侈品典型代表，通过统计，我们发现，2024年4-6月中国游客访日的这三类奢侈品人均消费分别为26338、36903和5594日元，较2023年同期分别变动0.5%、-6.8%和-21.2%，我们认为日本出境游奢侈品替代消费影响或弱于媒体报道，海南地区免税商品低迷主因负财富效应。

● **高频宏观数据：**本周宏观高频数据显示，工业生产呈现供需错配、商品房恢复弱于土地恢复、天气扰动下基建仍然较弱，猪肉和蔬菜价格同比仍然高增，我们继续提

示天气是基建和农业的主要扰动项，后续仍需关注政策效果。通过十大类高频数据映射的九大类行业，高频数据继续支撑交通运输、煤炭钢铁和农林牧渔景气度提升，文旅消费和建筑建材景气度待修复。

- **投资建议：**债市关注流动性水平能否持续回升；股市关注红利扩散与高质量成长。
- **2) 短期债市关注流动性水平能否持续回升：**上周以来长债流动性明显降低，当前资金面小幅收紧或并不足以导致债市逆风，但长债交投规模偏低可能指向市场对做多长债持谨慎态度，流动性水平的修复难以一蹴而就，阶段性的流动性偏低可能制约长债收益率下行速率。
- **3) 短期股市关注红利扩散与高质量成长：**9月美联储降息已然箭在弦上，外盘对此反应明显，下周A/H股也有望发酵“降息交易”，短期可能开启反弹窗口，H股弹性或更大，关注红利扩散与高质量成长，中期国内基本面未见拐点，大概率依旧维持震荡格局。
- **风险提示：**政策支持力度不及预期；政策落地不及预期；经济复苏进程不及预期

## 内容目录

1. 热点聚焦 .....	7
1.1. 美国民主党全国代表大会 .....	7
1.2. 海外焦点：非农下修、7月 FOMC 纪要及 JH 会议 .....	8
1.3. 钢铁产能置换办法将迎来修订 .....	12
1.4. 7月海南免税品销售同比-36%，负财富效应下几点消费反直觉数据 .....	15
2. 宏观数据观察 .....	18
2.1. 黑神话悟空销量破千万 .....	19
2.2. 核心高频数据概览 .....	21
2.3. 高频数据行业映射 .....	24
2.4. 高频数据近期走势 .....	25
2.4.1. 工业：工业生产延续供需错配的局面 .....	25
2.4.2. 消费：乘用车同比环比景气度提升 .....	25
2.4.3. 地产：一二线城市土地供应面积环比上行 .....	26
2.4.4. 基建：基建项目建设继续有序推进 .....	26
2.4.5. 外贸：集运价格同比大幅上行 .....	27
2.4.6. 交运：整车货运流量指数环比上行，国际出行延续修复 .....	28
2.4.7. 物价：猪肉和蔬菜价格同比继续上行 .....	28
2.4.8. 大宗：大宗商品中贵金属表现亮眼 .....	29
2.4.9. 国债：货币市场利率和国债到期收益率同比环比多为下行 .....	29
2.4.10. 汇率：人民币汇率小幅波动 .....	30
3. 大类资产表现 .....	31
3.1. 股市：发达市场普遍上涨 .....	31
3.2. 债市：宽幅震荡 .....	33
3.3. 大宗商品：涨跌分化 .....	35
4. 投资建议及下周关注 .....	36
5. 风险提示 .....	38

## 图表目录

图 1: 分行业非农就业初步基准修订 .....	9
图 2: 美国劳务市场总供需格局 .....	9
图 3: GDPNow 模型最新预测美国 24 Q3 实际 GDP 增速为 2% .....	9
图 4: Nowcast 模型最新预测美国 24 Q3 实际 GDP 增速为 1.94%.....	9
图 5: 联邦基金利率期货模型.....	11
图 6: 隐含隔夜利率及加息/降息次数 .....	11
图 7: 标普 500 (SPX 500) 日内走势.....	11
图 8: 黄金现货 (GOLDS Comdty) 日内走势 (单位: \$/oz) .....	11
图 9: 十年美债利率 (USGG10YR Index) 日内走势 (单位: %) .....	12
图 10: 美元指数 (DXY Curncy) 日内走势.....	12
图 11: 钢铁产能置换实施历史.....	13
图 12: 中美钢铁产能利用率对比 (单位: %) .....	14
图 13: 2024 年 1-7 月海南免税商品销售金额累计同比-30.4%，处于历史较低分位数 (%) .....	15
图 14: 海南离岛免税购物金额 7 月低于季节性 (万元) .....	15
图 15: 海南离岛免税购物件数 7 月低于季节性 (万件) .....	15
图 16: 海南离岛免税购物实际人次 7 月低于季节性 (万人) .....	15
图 17: 海南离岛免税购物人均消费季节性走势图 (元) .....	15
图 18: 海南离岛免税购物品类: 转换插头同比-89%，化妆品同比-34%，跌幅靠前.....	17
图 19: 海南 7 月离岛免税商品量价图.....	17
图 20: 国内主焦煤价格.....	25
图 21: 原油期货价 .....	25
图 22: 精对苯二甲酸和纯碱开工率.....	25
图 23: 螺纹钢库存 .....	25
图 24: 乘用车日均销量 (厂家批发) .....	25
图 25: 旅游消费价格散客及团队价.....	25
图 26: 100 大中城市:供应土地占地面积:当周值, 万平方米.....	26
图 27: 100 大中城市成交土地占地面积:当周值, 万平方米.....	26
图 28: 100 大中城市成交土地溢价率:当周值, % .....	26
图 29: 30 大中城市商品房成交面积:当周值, 万平方米 .....	26
图 30: 石油沥青装置开工率, %.....	26
图 31: 磨机运转率, % .....	26

图 32: 水泥发运率和库容比 .....	27
图 33: 水泥价格指数 .....	27
图 34: 义乌中国小商品指数, 点 .....	27
图 35: 中国出口集装箱运价指数, 点 .....	27
图 36: 全球各航线出口集装箱运价综合指数 (1998 年 1 月 1 日=1000) .....	27
图 37: 中国物流业景气指数 .....	27
图 38: 国内国际航班执行量, 架次 .....	28
图 39: 中国公路物流运价指数 .....	28
图 40: 北京:地铁客运量, 万人次 .....	28
图 41: 深圳:地铁客运量, 万人次 .....	28
图 42: 鸡蛋、蔬菜、水果平均批发价 .....	28
图 43: 猪牛羊平均批发价 .....	28
图 44: 南华综合指数 .....	29
图 45: 南华工业品指数 .....	29
图 46: 南华农产品指数 .....	29
图 47: 南华贵金属指数 .....	29
图 48: R001 和 R007 加权平均走势, % .....	29
图 49: 隔夜、1 周及七个月 SHIBOR 走势, % .....	29
图 50: 美元兑人民币 .....	30
图 51: 本周全球资本市场表现 (涨跌幅) .....	31
图 52: 日均成交金额情况 .....	31
图 53: 陆股通资金流入流出情况 .....	31
图 54: 风格行业近期涨跌幅表现 (%) .....	32
图 55: 换手率 TOP5 行业变化 .....	32
图 56: 本周行业板块资金流入流出情况 .....	32
图 57: 近一个月 A 股各行业间的股指相关性 .....	33
图 58: 近一个月大类资产的相关性 .....	33
图 59: 利率走势情况 .....	34
图 60: 资金价格走势情况 .....	34
图 61: 十年国债收益率季节性分布 (单位: %) .....	34
图 62: 中国经济日历 .....	37
图 63: 海外经济日历 .....	37

表 1: 美国民主党党章.....	7
表 2: 2019-2024 年 1-7 月海南离岛免税拆分: .....	16
表 3: 中国访日游客消费结构, 购物费占比超四成, 其中鞋靴/皮革制品、宝石/贵金属人均消费分别同比-6.8%和-21.2% .....	18
表 4: 本期核心高频数据概览.....	21
表 5: 高频数据映射行业表现.....	24
表 6: 大宗商品价格情况 .....	35



## 1. 热点聚焦

### 1.1. 美国民主党全国代表大会

8月19日至8月22日，美国民主党代表大会在芝加哥召开。

**拜登回顾其功绩，并力挺哈里斯。**19日晚上，拜登在其演讲过程中回顾了任内多项成就（创造1600多万个就业岗位、股市创历史新高、投资芯片制造业、缩小种族贫富差距、为更多人提供医疗保险等），并抨击了特朗普的错误言论，认为其破坏了美国的民主，以及选择哈里斯作为接班人的理由。他称赞哈里斯“坚强、经验丰富、正直”，他认为选择哈里斯是他“整个职业生涯中做出的最好决定”。但是，在当天有数千名抗议者在会场附近集会游行，反对拜登政府对以色列的援助，并希望哈里斯和民主党能切断对以色列的援助、并阻止加沙战事。

**哈里斯承诺为所有美国人开辟一条“新的前进道路”。**22日晚，副总统哈里斯正式接受民主党总统候选人提名。她在她演讲过程中再一次介绍了自己，分享了她作为牙买加和印度移民的女儿，在“美丽的工人阶级社区”长大的故事，以获取更多选民的支持。在演讲过程中她还重点强调了让每个人都享有竞争和成功的机会，并终结美国住房短缺问题。

**民主党还通过了新的党政纲领。**其中在最后一个有关美国领导地位的章节中，写到“如果美国不与其盟友和伙伴合作制定全球贸易条款，中国将为我们制定这些条款——美国工薪家庭和中产阶级将为此付出代价。这就是为什么我们将与我们的盟友合作，动员世界一半以上的经济与中国抗衡，并从最强硬的立场进行谈判。”因此，未来在与美国的贸易合作上，无论是哪位总统最后能够上台对中国都是一项不小的挑战。此外，我们还认为，美国未来的财政赤字在特朗普或哈里斯上台以后，均会进一步的扩张，目前美国逐步消退的通胀问题可能也将卷土重来。

表 1：美国民主党党章

美国民主党党章	
1. 让美国人从 COVID-19 中恢复过来，并保护他们	民主党主张采取全面措施以抗击新冠疫情，包括扩大检测、追踪并为全民提供免费的疫苗和治疗，以及加强公共卫生基础设施建设。同时，民主党批评特朗普政府在疫情应对中的错误，并承诺通过国际合作应对未来的全球健康危机。
2. 建设更强大更公平的经济体系	民主党主张建立一个更强大和更公平的经济体系。让每个美国人都买得起房。通过增加就业机会、提高工人权利和工资、并减少收入差距。他们还强调对中小企业的支持，并扩大工会的影响力，并加强对大企业的监管，以确保经济增长的成果惠及所有人。
3. 实现全民负担得起的医疗保健服务	民主党致力于实现全民负担得起的高质量医疗保健，强调保护并加强《平价医疗法案》，降低药品价格，并扩大医保覆盖范围。他们还主张扩大公共选项，让所有美国人都能获得可承受的医疗服务。
4. 通过改革刑事司法系统来保护社区并建立民众的信任	民主党致力于通过全面改革刑事司法系统来保护社区并重建民众的信任。他们主张结束大规模监禁，消除系统性种族偏见，实施警务改革，并推广以康复为主的司法理念。此外，民主党强调确保司法公正、加强执法透明度，并为受影响社区提供支持，以构建更加公平和安全的社会。
5. 治愈美国的灵魂	民主党提出通过促进种族平等、捍卫民主、保护投票权和反对仇恨犯罪来治愈美国的“灵魂”。他们强调团结、多元化和社会公正，致力于消除分裂和仇恨，重建国家的道德基础。

<b>6. 应对气候危机, 追求环境正义</b>	民主党主张积极应对气候危机, 通过推进清洁能源转型、创造绿色就业机会和加强环保政策来实现环境正义。他们还强调减少碳排放、保护自然资源, 并确保低收入和少数族裔社区在环境保护中获得公平对待。
<b>7. 恢复和加强美国的民主</b>	民主党致力于恢复和加强美国民主, 通过保护投票权、减少金钱对政治的影响、并确保公平选举来维护民主制度。他们还强调对政府进行改革, 以增强透明度和问责制, 重视人民的声音。
<b>8. 创建 21 世纪的移民制度</b>	民主党主张建立一个 21 世纪的移民系统, 强调保护移民权利、保护家庭团聚, 为无证移民提供入籍途径。他们还支持维护边境安全的合理措施, 同时反对过度执法和非人道的政策。
<b>9. 为世界各地提供世界一流的教育</b>	民主党致力于在每个地区提供世界一流的教育, 强调公平和质量。他们主张增加对公立学校的投资, 确保所有学生, 无论其背景如何, 都能获得高质量的教育机会。此外, 他们支持改善教师待遇和加强早期教育及职业培训项目。
<b>10. 重建美国的国际领导地位</b>	民主党主张通过外交、联盟合作和多边主义恢复美国的全球领导地位。他们强调与盟友合作以应对全球的挑战, 如气候变化和国际安全, 并倡导人权和民主价值观。同时, 民主党反对孤立主义政策, 主张重建国际信誉。

资料来源: 美国民主党官网, 德邦研究所

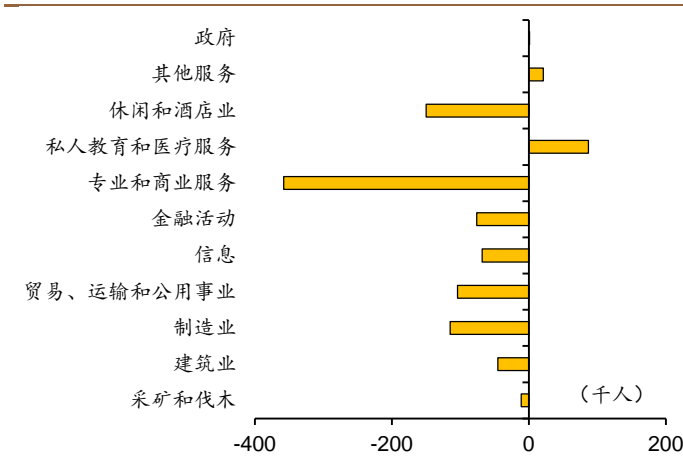
## 1.2. 海外焦点: 非农下修、7 月 FOMC 纪要及 JH 会议

**1) 美国非农数据下修 81.8 万, 紧俏的劳务市场继续松动:** 当地时间 8 月 21 日, 美国劳工统计局公布的非农就业数据基准修订的初步估计显示, 在 2023 年 4 月至 2024 年 3 月统计周期内, 美国新增就业岗位比之前预估的减少了 81.8 万个。这使得 12 个月期间的总就业增长 (不包括农场就业) 从此前预估的 290 万降至约 210 万, 使该期间的平均每月净新增就业岗位减少约 6.8 万个, 从约 24.2 万降至约 17.4 万。本次的下修幅度是 2009 年以来最大的一次。

修正后的非农数据显示, 美国就业增长可能确实不如已公布数据显示的那么强劲, 美国劳务市场的降温已然持续一段时间, 但放缓速率目前仍未失控。需要指出, 非农修订基于季度就业和薪资普查 (QCEW), 而后者可能未包括那些未在失业保险 (UI) 系统中登记但依然在工作的非法移民, 故此次非农下修幅度也可能存在一定的高估。当前位置, 美国经济依旧具备一定的韧性, 截至 8 月 23 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型和纽约联储 Nowcast 模型对美国 24Q3 GDP 季调环比折年率 (SAAR) 的预测值分别为 2.00% (08/16 更新) 和 1.94% (08/23 更新, 在计入 7 月新屋销售及参数矫正后较 08/16 上修 0.1%), 虽然最新预测较 7 月下旬有所下修且低于 Q2 2.8% 的增速, 但仍高于美联储预测的美国经济长期潜在产出增速 1.8%。

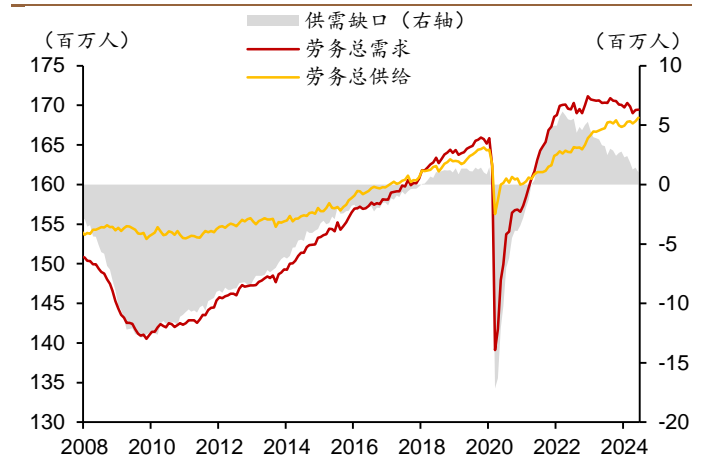


图 1：分行业非农就业初步基准修订



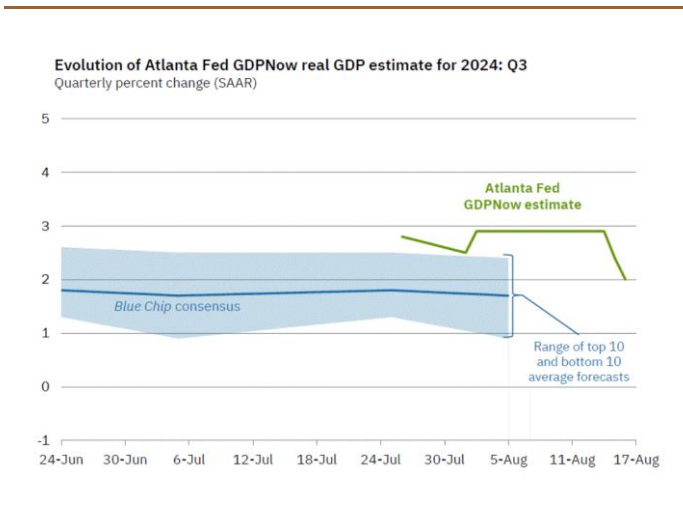
资料来源：BLS，德邦研究所

图 2：美国劳务市场总供需格局



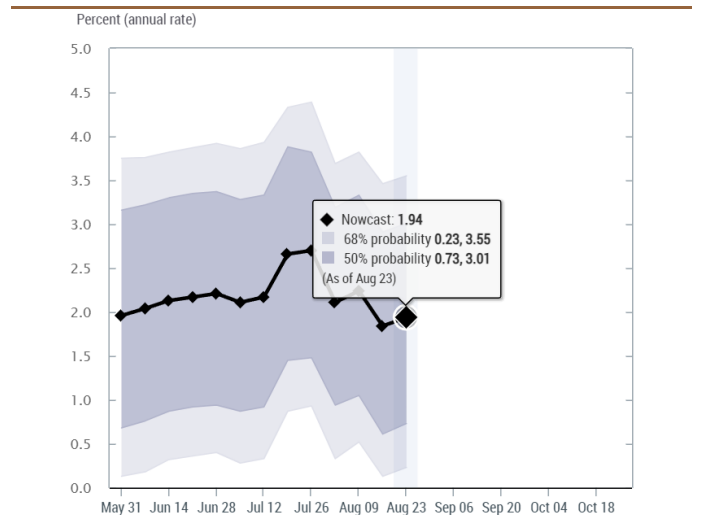
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 3：GDPNow 模型最新预测美国 24 Q3 实际 GDP 增速为 2%



资料来源：Atlanta Fed，德邦研究所；截至 08/16

图 4：Nowcast 模型最新预测美国 24 Q3 实际 GDP 增速为 1.94%



资料来源：NY Fed，德邦研究所；截至 08/23

2) 7 月 FOMC 会议纪要中的几点关键信息：几乎在非农下修同时，美联储还公布了 7 月 FOMC 的会议纪要，整体传达出偏鸽的信号，值得关注的要点如下：

a) 降息开启时点愈发接近：绝大多数 (vast majority) 官员认为，如果数据继续符合预期，那么在下次会议(9 月 FOMC)上放松政策可能是适当的。

*The vast majority observed that, if the data continued to come in about as expected, it would likely be appropriate to ease policy at the next meeting.*

b) 通胀风险下，就业风险上：多数 (majority) 与会者表示，就业目标面临的风险有所增加，而许多 (many) 与会者则认为，通胀目标面临的风险有所下降。一些 (some) 与会者指出，劳动力市场状况进一步逐步放松，可能演变为更为严重的恶化 (deterioration)。

*A majority of participants remarked that the risks to the employment goal*

*had increased, and many participants noted that the risks to the inflation goal had decreased. Some participants noted the risk that a further gradual easing in labor market conditions could transition to a more serious deterioration.*

- c) 非农数据的下修在会议上已有预兆：**许多 (many) 与会者指出，非农数据可能被高估 (overstated) 了，还有数位 (several) 与会者认为新增非农可能低于维持失业率和劳动力参与率稳定所需的均衡水平。

*Many participants noted that reported payroll gains might be overstated, and several assessed that payroll gains may be lower than those needed to keep the unemployment rate constant with a flat labor force participation rate.*

- d) 关注缩表进程对流动性的影响：**数位 (several) 与会者强调，在美联储资产负债表持续缩减的情况下，需要监测货币市场状况和影响准备金需求的因子。

*Several participants stressed the need to monitor conditions in money markets and factors affecting the demand for reserves amid the ongoing reduction in the Federal Reserve's balance sheet.*

整体上看，美联储这一份鸽派的 7 月会议纪要是对此前的声明以及 Powell 发言的细化，虽然粘性通胀难以消除，但美联储终究逃不开“双重使命的双向风险”，政策制定者似乎愈发担心美国劳务市场过度疲软。7 月议息会议后发布的就业报告以及近期的非农下修共同指向了松动的劳务市场，美联储 9 月开启降息或已逐渐成为顺理成章之事，这也为 Powell 在 Jackson Hole 会议上进一步“放鸽”埋下了伏笔。

**3) JH 会议“鸽声嘹亮”，降息幅度或成新博弈点：**今年 Jackson Hole 会议的主题是“Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy”（重新评估货币政策的有效性和传导性），鲍威尔发表主旨演讲时表示：“现在是政策调整的时候了。前进的方向很明确，降息的时点和步长将取决于即将公布的数据、不断变化的前景以及风险的平衡。”

*The time has come for policy to adjust. The direction of travel is clear, and the timing and pace of rate cuts will depend on incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.*

虽然 Powell 的整体演讲并无多少超预期的表述，内容多为政策框架解释与事实回顾，但“The time has come for policy to adjust”这一较为确定性的直白态度还是刺激了市场情绪，Powell 演讲结束后，美股、黄金上涨，美债利率、美元指数下跌，可见 Powell 没有给市场制造“鹰派意外”，联邦基金期货交易员最新预期美联储 9、12 月降息次数分别为 1.354、2.754 次，隐含利率分别为 4.99%、4.64%。对于通胀和就业的双重使命，Powell 一方面表示“对通胀回归 2% 的信心增强”，另一方面表示“将尽一切努力支持强劲的就业市场”，与 7 月会议纪要“通胀风险下，就业风险上”的基调保持一致，双重使命的侧重点开始转向就业。值得注意的是，Powell 还重点表示去通胀进程并不需要牺牲经济增长 (facilitate

disinflation without the need for slack), 这也在一定程度上意味着降息已然箭在弦上。

*An important takeaway from recent experience is that anchored inflation expectations, reinforced by vigorous central bank actions, can facilitate disinflation without the need for slack.*

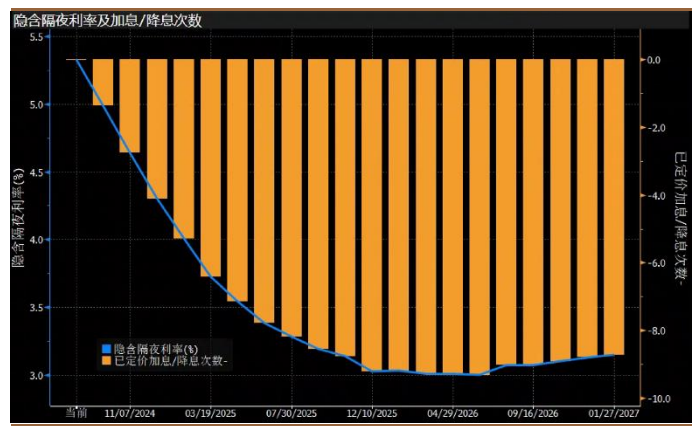
整体来看, 此次 Powell 在 JH 会议上的演讲侧重“后顾”而非“前瞻”, 对后续降息节奏并未做过多阐述, 这意味着在美联储开启降息后, 联储决策仍将遵循数据依赖模式, 即将到来的一系列 8 月经济数据料将决定联储政策的具体走向, 尤其是非农数据, 未有增量信息的降息幅度或成为新的博弈点。向前看, 美国经济在未出现显著下行风险的情况下, 9 月进行 25bp 的预防式降息、年内降息 2-3 次仍是基准情形, 但同时勿要忽视美国大选进展对货币政策与市场的影响。

图 5: 联邦基金利率期货模型

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/18/2024	-1.354	-135.4%	-0.338	4.990	0.250
11/07/2024	-2.754	-140.0%	-0.688	4.640	0.250
12/18/2024	-4.123	-137.0%	-1.031	4.298	0.250
01/29/2025	-5.285	-116.2%	-1.321	4.008	0.250
03/19/2025	-6.423	-113.8%	-1.606	3.723	0.250
05/07/2025	-7.148	-72.5%	-1.787	3.542	0.250
06/18/2025	-7.773	-62.5%	-1.943	3.385	0.250
07/30/2025	-8.195	-42.2%	-2.049	3.280	0.250
09/17/2025	-8.541	-34.6%	-2.135	3.193	0.250
10/29/2025	-8.755	-21.4%	-2.189	3.140	0.250
12/10/2025	-9.219	-46.4%	-2.305	3.024	0.250
01/28/2026	-9.195	+2.4%	-2.299	3.030	0.250
03/18/2026	-9.283	-8.8%	-2.321	3.008	0.250
04/29/2026	-9.275	+0.8%	-2.319	3.010	0.250
06/17/2026	-9.316	-4.1%	-2.329	3.000	0.250
07/29/2026	-9.015	+30.1%	-2.254	3.075	0.250
09/16/2026	-9.009	+0.6%	-2.252	3.076	0.250
10/28/2026	-8.915	+9.4%	-2.229	3.100	0.250

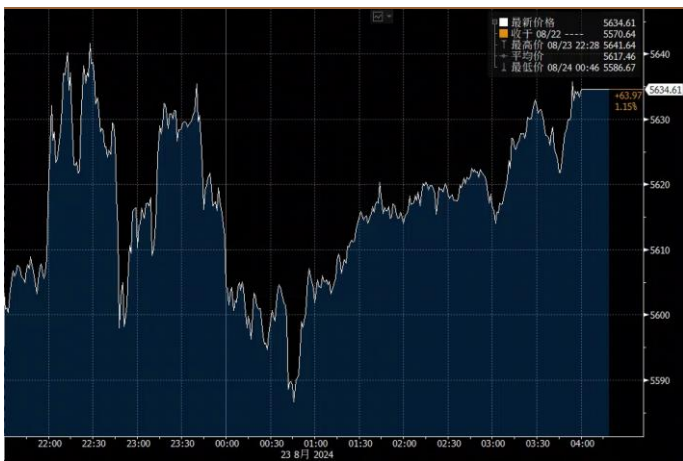
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 定价日期为 24/08/23

图 6: 隐含隔夜利率及加息/降息次数



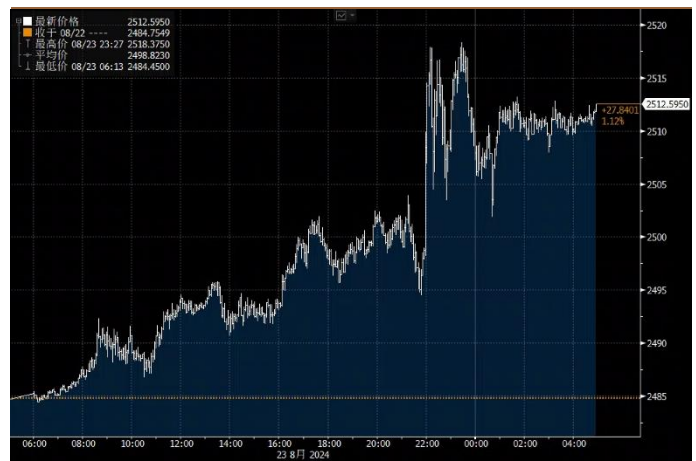
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所; 定价日期为 24/08/23

图 7: 标普 500 (SPX 500) 日内走势



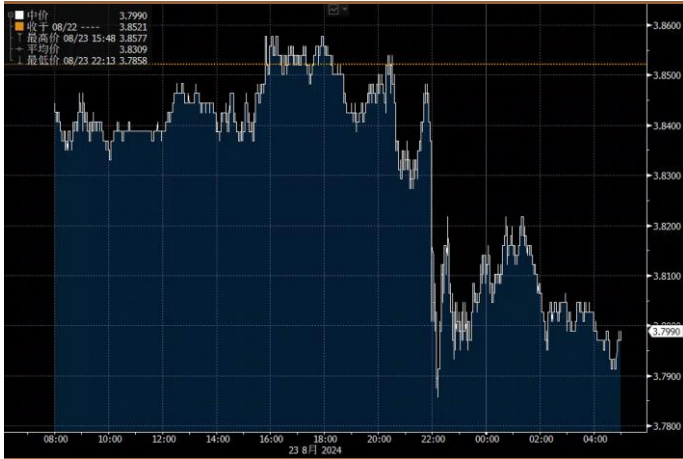
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 8: 黄金现货 (GOLDS Comdty) 日内走势 (单位: \$/oz)



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 9：十年美债利率（USGG10YR Index）日内走势（单位：%）



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 10：美元指数（DXY Curncy）日内走势



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

### 1.3. 钢铁产能置换办法将迎来修订

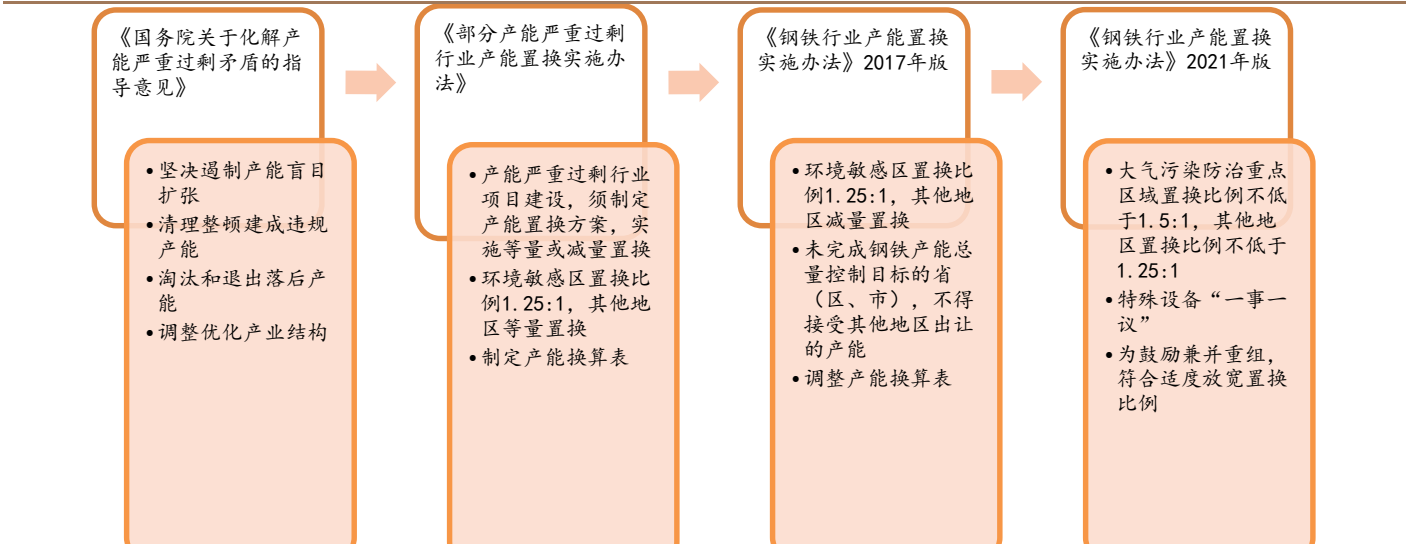
8月22日，工信部发布关于暂停钢铁产能置换工作的通知，提出将对钢铁产能置换办法进行修订，而在此之前，将暂停实施钢铁产能置换。

在城市化进程快速推进阶段，我国钢铁产能曾快速扩张，虽然阶段性满足了基建、制造业等扩张的需要，但随着经济发展阶段的变化和需求端的总量和结构性变化，钢铁行业出现了产能过剩问题，为此政策层面实施了钢铁产能调控。

- 钢铁产能调控始于 2013 年的《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，当时的背景是受国际金融危机的深层次影响，国际市场持续低迷，国内需求增速趋缓，我国部分产业供过于求矛盾日益凸显，传统制造业产能普遍过剩。2012 年底，我国钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶产能利用率分别仅为 72%、73.7%、71.9%、73.1%和 75%，明显低于国际通常水平。钢铁、电解铝、船舶等行业利润大幅下滑，企业普遍经营困难。为化解部分行业产能过剩带来的风险隐患，国务院出台了这一纲领性指导意见，明确提出“严禁建设新增产能项目”。
- 在此文件纲领下，2014 年工信部印发《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》（以下简称 2014 年《办法》），将钢铁划入“产能严重过剩行业”，要求“产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换”，即不允许净增产能，此办法有效期至 2017 年底。
- 2017 年，工信部又出台《关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》（以下简称 2017 年《办法》），作为前述办法的到期延续，区别在于 2017 年《办法》较 2014 年《办法》在钢铁产能置换比例上更加严格，全国各地都实行减量置换。
- 自此 2017 年《办法》实施至今，期间在 2021 年有一次修订（以下简称 2021 年《办法》），进一步提高置换比例。



图 11：钢铁产能置换实施历史

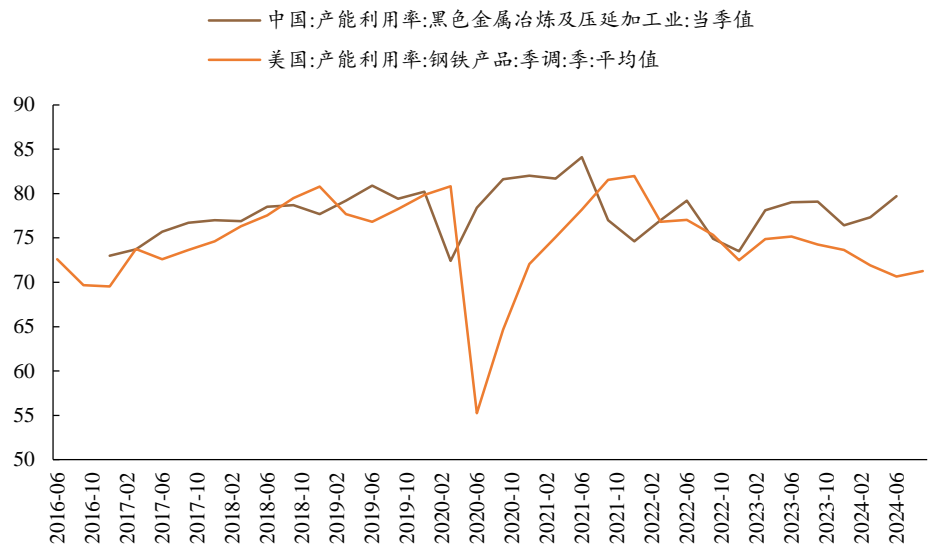


资料来源：中国政府网，工信部，宜昌市经济和信息化局、南昌市政府网等，德邦研究所绘制

从修订方向来看，2021年《办法》的修订内容主要集中在2017年《办法》实施中存在问题的领域。在2021年《办法》出台时工信部曾发文解释为何进行修订，指出实施产能置换过程中出现一些问题，“一是产能置换比例偏低”、“二是产能认定标准不统一”、“三是全流程监管体系不健全”、“四是存在‘僵尸企业’复活的风险”等，因此针对性地在2021年《办法》中（1）明确所有地区置换比例；（2）对产能换算表以外的设备实施“一事一议”；（3）对弄虚作假行为的处罚对象从企业扩大到设计咨询单位和评估机构；（4）通过适度降低置换比例以鼓励实质性兼并重组，避免“僵尸”企业复活等。

本次修订侧重点或与以往不同。2021年《办法》实行已达三年半，基本达到过去几次修订所需时长，工信部着手修订2021年《办法》也在情理之中。但与2021年修订不同的是，本次工信部下发的《关于暂停钢铁产能置换工作的通知》中对于当前存在的问题表述中不再涉及扩大产能的表述，而是表述为“与行业发展形势和需求不相适应”，背后是2017年《办法》出台至今，钢铁产能置换已实施六年有余，钢铁产能置换要求逐步细化，置换过程中的违规扩大产能现象或已得到有效监管，从产能利用率的角度看，2023年以来黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率已明显回升并持续高于美国钢铁产品产能利用率，钢铁行业产能去化已初步见效，下一步的工作重点或在于调结构，本次修订或将聚焦于通过严格执行标准和标准提升以引导先进产能替换落后产能和通过进一步支持兼并重组以推动落后产能出清。

图 12: 中美钢铁产能利用率对比 (单位: %)



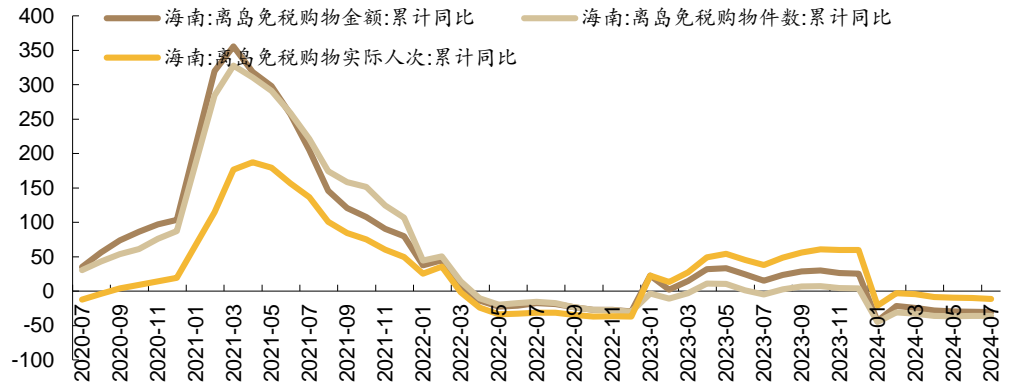
资料来源: Wind, 德邦研究所



### 1.4. 7月海南免税品销售同比-36%，负财富效应下几点消费反直觉数据

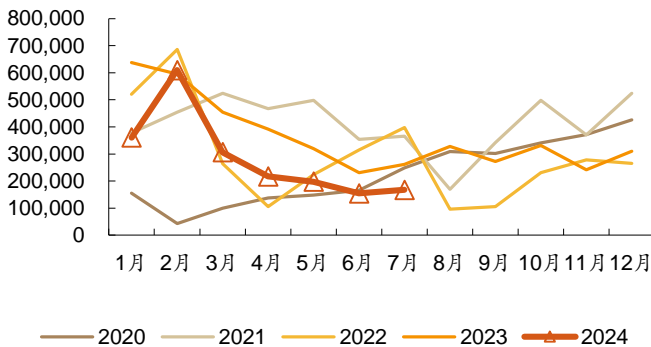
1-7月海南免税商品销售额201.3亿，月度销售额显示降幅走阔。2024年1-7月海南免税商品销售金额累计同比-30.4%，7月当月销售额同比-35.9%，较6月同比降幅走扩（6月同比-32.9%）。7月单月免税金额、件数和人次都低于2019-2023年同期水平，我们进行了详细的结构拆分：

图 13：2024 年 1-7 月海南免税商品销售金额累计同比-30.4%，处于历史较低分位数（%）



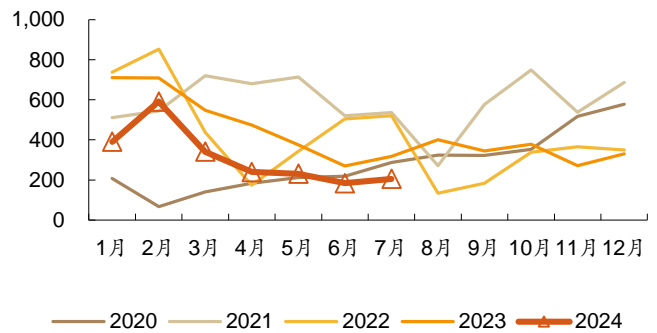
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：海南离岛免税购物金额 7 月低于季节性（万元）



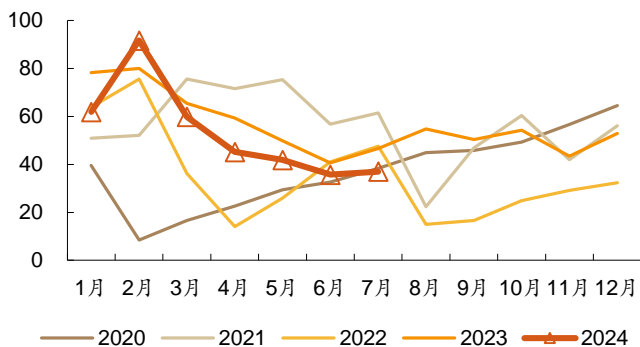
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：海南离岛免税购物件数 7 月低于季节性（万件）



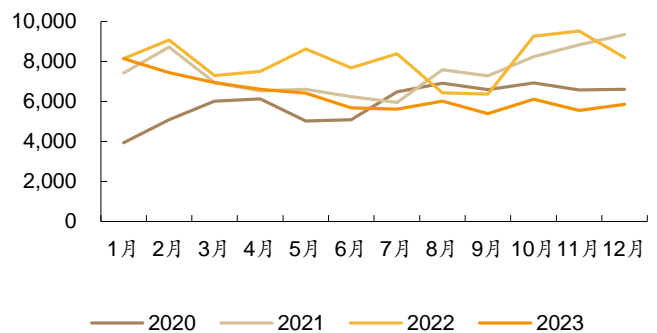
资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：海南离岛免税购物实际人次 7 月低于季节性（万人）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：海南离岛免税购物人均消费季节性走势图（元）



资料来源：Wind，德邦研究所

从结构上看，客单价下滑是7月海南免税销售额同比降幅走阔的主要原因。按照购物实际人次和客单价进行拆分，我们发现，虽然1-7月海南免税购物实际人次同比-11.2%，但是7月购物人次环比上升，7月海南离岛免税购物实际人次为37万人，较6月上升1.3万人。7月免税购物件数较6月增加22.2万件。因此，在单月销售额环比小幅上行（8.3%）、购物件数（12.1%）和购物人次（3.6%）环比均上行的情况下，我们推断客单价下滑可能是7月海南免税销售额同比降幅走阔的主因，1-7月免税购物客单价为5396.5元，1-6月为5491.5元，再次验证客单价出现下滑可能是海南免税销售额下滑的主要原因。考虑到7-8月受暑假出行影响，我们补充购买转化率（购物实际人次/机场旅客吞吐量）来进行补充衡量，1-7月海南机场旅客吞吐量达到2040.7万人，但是离岛免税购物实际人次仅为373.1万人，同比-11.2%，购买转化率仅为18.3%，较2023年全年购买转化率小幅上升（2023年购买转化率为16.2%），但是仍然远低于2021至2022年的21.5%和24.5%，转化率磨底也可以验证消费倾向孱弱、人均消费低迷是海南免税销售额主要掣肘因素。

**表 2：2019-2024 年 1-7 月海南离岛免税拆分：**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 年 1-7 月
海南机场旅客吞吐量（万人）	3997.7	2769.8	3124.9	1723.6	4178.3	2040.7
YOY (%)		-30.7	12.8	-44.8	142.4	
海南免税购物人次（万人）	376.2	448.4	671.5	422.3	675.6	373.1
YOY (%)		19.2	49.8	-37.1	60.0	
海南购买转化率 (%)	9.4	16.2	21.5	24.5	16.2	18.3
YOY (%)		72.0	32.7	14.0	-34.0	
海南:离岛免税购物金额（亿元）	134.9	274.8	494.7	349.0	437.3	201.3
YOY (%)		103.7	80.0	-29.5	25.3	
海南:离岛免税购物人均消费（元）	42081.9	71331.6	89715.5	96487.0	75775.0	
YOY (%)		69.5	25.8	7.5	-21.5	

资料来源：Wind，德邦研究所

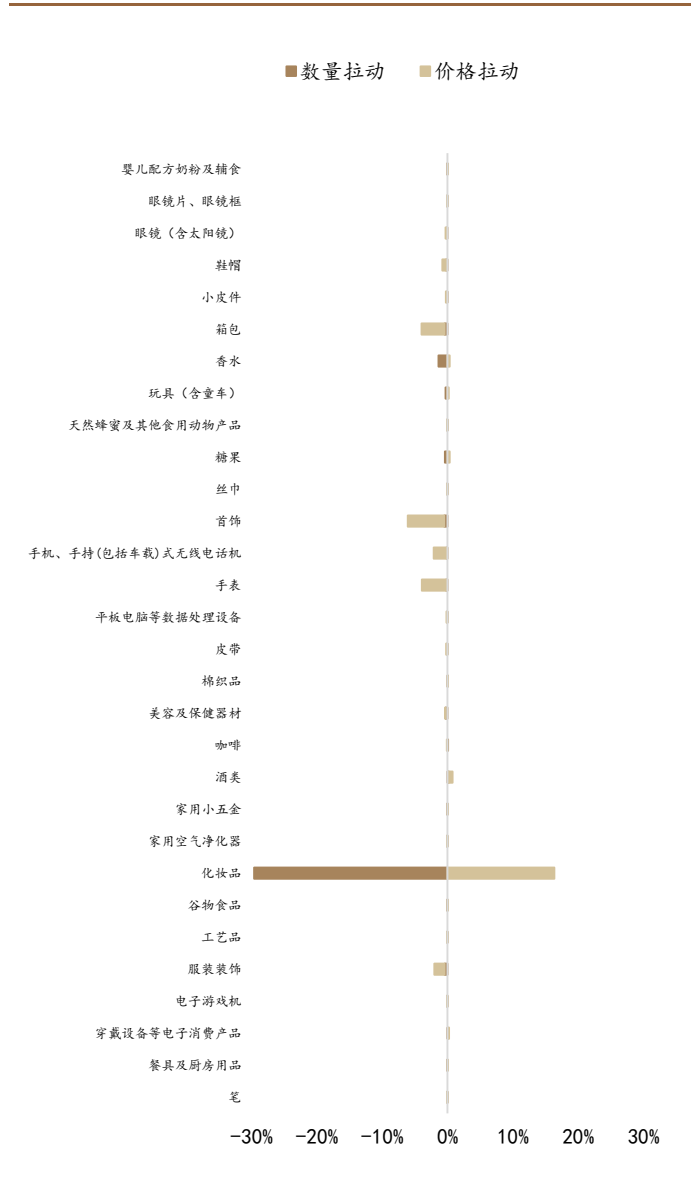
从品类上看，7月海南免税商品中超30余项细分品类销售金额同比为负。细分品类上，7月当月，转换插头同比-89%，化妆品同比-34%，平板电脑等数据处理同比-32%。数量方面，酒类是第一支撑项，拉动0.18%，化妆品和香水是两大掣肘项，分别拉动-29.6%和-1.4%；价格方面，化妆品是主要支撑项，拉动16.4%，首饰、手表和箱包是主要掣肘项，分别拉动-5.6%、-3.7%和-3.5%。

图 18: 海南离岛免税购物品类: 转换插头同比-89%, 化妆品同比-34%, 跌幅靠前

	金额 (元)		数量	
	7月	同比±%	7月	同比±%
咖啡	14899	962.7	151	1410.0
棉织品	124820	280.4	198	85.0
玻璃制品	2337	68.0	6	200.0
穿戴设备等电子消费产品	8713439	41.4	4747	11.0
酒类	66118968	20.0	48276	7.8
尿不湿	21594	-10.7	184	-2.1
丝巾	4751690	-13.6	1891	-5.6
笔	1011138	-16.1	491	-32.3
香水	72312182	-24.1	114214	-24.8
服装装饰	116965219	-28.9	56388	-16.3
眼镜(含太阳镜)	16202406	-29.4	8009	-31.0
陶瓷制品	48850	-29.6	69	21.1
平板电脑等数据处理设备	9384995	-32.0	1754	-36.0
玩具(含童车)	5918570	-32.2	21684	-29.4
手机、手持(包括车载)式无线电话机	104924754	-33.8	15454	-22.5
化妆品	651665843	-34.1	1640470	-37.2
皮带	10420865	-34.5	4622	-14.1
鞋帽	39032614	-34.6	13704	-28.0
餐具及厨房用品	659271	-36.6	2010	-40.2
美容及保健器材	14175575	-40.7	22532	-27.5
领带	59057	-41.0	69	-19.8
家用小五金	777356	-41.2	826	-59.4
手表	158880745	-41.6	10602	-43.2
箱包	154293887	-43.4	28275	-34.5
糖果	2563509	-44.9	29571	-28.1
首饰	226094783	-45.2	24101	-41.7
眼镜片、眼镜框	104249	-47.7	65	-57.5
家用空气净化器	447792	-50.9	135	-26.6
工艺品	2847787	-50.9	2176	-11.9
天然蜂蜜及其他食用动物产品	361548	-57.0	295	-63.6
电子游戏机	330656	-59.1	162	-55.7
谷物食品	109799	-61.7	1552	-42.0
小皮件	6093160	-64.8	2426	-50.8
表带、表链	9253	-70.8	6	-70.0
婴儿配方奶粉及辅食	444676	-71.5	2280	-63.3
体育用品	7649	-72.9	24	-7.7
毛织品	4190	-79.0	8	-86.9
转换插头	1365	-88.8	10	-87.7
钟	0	-100.0	0	-100.0
茶、马黛茶以及以茶、马黛茶为基本成分的制品	0	-100.0	0	-100.0

资料来源: 海关总署, 德邦研究所

图 19: 海南 7 月离岛免税商品量价图



资料来源: 海关总署, 德邦研究所

我们认为海南地区免税商品低迷是负财富效应的典型表征。伴随着经济快速发展, 消费在经济增长构成中的重要性不断提升, 在地产上行周期阶段, 房价的持续走高通过财富效应带动了超前和超额消费的兑现, 地产后周期相关的汽车、家具、家电、建筑装潢、轻工等表现较好, 随着“去地产化”的推进, 国内新房及二手房价格自 2021 年 Q2 以来渐进下跌, 2024 年暂无扭转之势头。我们根据居民资产负债表测算, 我国居民的家庭实物资产中 75% 以上 (2021 年) 是房地产, 房价的持续下跌导致居民资产负债表恶化, 进而催生了负财富效应, 以此影响后周期相关的消费, 这也是近两年消费领域的投资机会, 更多在寻找出海和“去地产化”逻辑的原因。

关于 7 月海南地区免税商品销售额同比下滑, 近期市场认为或许是由于出境旅游升温带来的消费替代, 我们也对此进行了数据验证, 我们认为出境游奢侈品替代消费影响或弱于媒体报道。

以日本为例，人次方面，中国访日游客数未恢复至疫情前水平。根据日本国家旅游局(JNTO)统计，7月的访日游客数超过6月的313万5600人，连续2个月刷新历史最高。按国家和地区来看，来自中国大陆的人数最多，达到77万6500人，同比增长147.8%，主因2023年同期低基数影响，2019年7月访日游客数约为105万人，由此可见中国访日游客数未恢复至疫情前水平。

人均消费方面，我们针对市场关心的奢侈品消费，选取1)化妆品/香水、2)鞋靴/皮革制品、3)宝石/贵金属作为奢侈品典型代表，通过统计，我们发现，2024年4-6月中国游客访日的这三类奢侈品人均消费分别为26338、36903和5594日元，较2023年同期分别变动0.5%、-6.8%和-21.2%，尤其是海南免税商品中最大数量掣肘项化妆品，也并未在日本出现人均消费暴涨，由此也可以验证日本出境游奢侈品替代消费影响或弱于媒体报道。

表3：中国访日游客消费结构，购物费占比超四成，其中鞋靴/皮革制品、宝石/贵金属人均消费分别同比-6.8%和-21.2%

科目	2023Q2 消费单价 (日元/人)	占比 (%)	2024Q2 消费单价 (日元/人)	占比 (%)	同比 (%)
	343630.3	100.0	286243.8	100.0	-16.7
住宿费	94659.3	27.5	66945.2	23.4	-29.3
餐饮费	69023.9	20.1	50701.4	17.7	-26.5
交通费	26739.9	7.8	20691.4	7.2	-22.6
服务费	7121.9	2.1	8962.8	3.1	25.8
购物费	146085.3	42.5	138943.1	48.5	-4.9
糖果	11129.1	3.2	9065.4	3.2	-18.5
酒类	2849.7	0.8	2027.1	0.7	-28.9
生鲜水产	665.7	0.2	90.6	0.0	-86.4
其他食品饮料和烟草	4825.0	1.4	5777.7	2.0	19.7
化妆品、香水	26217.2	7.6	26338.2	9.2	0.5
药	11265.7	3.3	6554.4	2.3	-41.8
保健品和洗浴用品	4217.4	1.2	4399.3	1.5	4.3
服装	18592.3	5.4	27072.9	9.5	45.6
鞋靴、皮革制品	39601.8	11.5	36902.5	12.9	-6.8
电子产品	4928.1	1.4	7970.0	2.8	61.7
手表和电影相机	13247.4	3.9	2695.2	0.9	-79.7
宝石、贵金属	7101.5	2.1	5594.0	2.0	-21.2
民间工艺品	439.7	0.1	617.1	0.2	40.4
书籍、杂志和旅游指南	101.9	0.0	219.4	0.1	115.3
音乐、游戏等软件	879.9	0.3	1272.3	0.4	44.6
其他购物消费	22.7	0.0	2347.0	0.8	-
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	-

资料来源：日本政府观光局，德邦研究所

## 2. 宏观数据观察

整体来看，本周宏观高频数据显示，工业生产呈现供需错配、商品房恢复弱于土地恢复、天气扰动下基建仍然较弱，猪肉和蔬菜价格同比仍然高增，我们继续提示天气是基建和农业的主要扰动项，后续仍需关注政策效果。通过十大类高频数据映射的九大类行业，高频数据继续支撑交通运输、煤炭钢铁和农林牧渔景气度提升，文旅消费和建筑建材景气度待修复。

**工业：从价格上看：**本期焦煤焦炭库存同比上升、价格同比环比均下跌，主产区受会议期间安检影响部分停工停产煤矿开始复产，验证我们在先前周报《本周看什么？预定利率、央企搬迁——宏观周报》中提示“焦煤焦炭价格上行存在一定阻力”；**从开工率看：**开工率涨跌互现，汽车全钢胎开工率跌幅靠前；**从产量看：**钢铁产量同比均下行；**从库存看：**钢材库存同比继续上涨，预计进入淡季下游商户观望情绪升温，钢材库存或继续上行。整体来看，预计9月工业生产仍然呈现供需错配的局面。

**消费：从商品消费来看，**义乌小商品订单指数同比上行，乘用车日均销量同比、环比上行，验证我们在先前周报《本周看什么？预定利率、央企搬迁——宏观周报》中提示“待终端价格修复后或出现销量转暖局面”；**从服务消费看，**截至8月24日，暑期档的总票房约为108.45亿元人民币，较2023年的206.2亿，下滑近百亿。

**地产：从商品房来看，**成交面积同环比均下行，二手房挂牌同环比均下行，部分城市成交面积环比边际转暖，或与各地因城施策促进楼市复苏有关，购房需求加速释放；**从土地来看，**土地成交和供应面积同比环比涨跌互现，后续政策落地效果仍需观察。

**基建：**专项债偏慢叠加天气扰动，基建相对较弱，基建加速主要有稳增长政策支持+专项债和超长期特别国债发行+年底赶工这三方面支撑。

**外贸：**集运价格同比仍然处于强势上行区间。我们预计9月在此影响下，船只需求继续上行、集运价格或继续小幅上涨，需等待地缘局势缓和。

**交运：从航班来看，**国内、港澳台和国际同比改善，国际航班受到免签政策的影响恢复更为显著；**从物流来看，**货运和物流指数同环比涨跌互现。

**物价：**生活资料中猪肉价格同比继续上行，我们预计鸡蛋价格或震荡，可能受到供给端鸡苗涨价春节补栏不足→毛鸡供应偏少→产蛋鸡存栏缺乏增量，需求端一是受到此前蛋价偏低→市场抄底积极性强→下游市场备货增加→提振市场看涨情绪，二是受到南方持续降雨→蔬菜价格上涨→居民鸡蛋替代消费意愿转强影响。受近期洪涝影响，蔬菜价格同比上涨，除猪肉、蔬菜外其余生活资料价格同比多为下行，预计9月猪价继续上涨，供给加速减少+二次育肥+高温高密度养殖+猪企高负债下主动去化是核心支撑。

**大宗：**南华主要价格指数同比涨跌互现、环比多呈现上涨态势，预计油价或继续上行，主要受减产下供需缺口进一步走扩影响。

## 2.1. 黑神话悟空销量破千万

《黑神话：悟空》通过各平台官号正式宣布，截止北京时间2024年8月23日21点整，《黑神话：悟空》全平台销量已超过1000万套，全平台最高同时在线人数超300万人。在游戏销售史上，这是一个非常可观的数据。据游戏研究社，近些年来，类似的成绩有：《塞尔达传说：王国之泪》发售3天销量超过1000万；《荒野大镖客2》发售3天销售额为7.25亿美元，粗略估计销量1200万；2019

版《使命召唤：现代战争》三天销售额为 6 亿，粗略估计销量 1000 万。

同时，除了国内玩家的鼎力支持，《黑神话》在海外的热度可能远比大家此前想象得都要高：从整个 Steam 的在线历史数据来看，《黑神话》已经上升至历史第二的数据，超过了《幻兽帕鲁》（210 万），仅次于《绝地求生》（325 万）。

黑神话悟空的火爆可能会推动市场对中国游戏尤其是 3A 游戏的投资。



## 2.2. 核心高频数据概览

表 4：本期核心高频数据概览

高频指标	单位	本期值	同比 (数据变动)	环比 (数据变动)	同比率 (百分比变化)	环比率 (百分比变化)
<b>工业生产</b>						
国内主焦煤价格	元/吨	1732.00	-366.00	-116.00	-17.45%	-6.28%
国内焦炭价格	元/吨	1670.00	-380.00	-70.00	-0.19	-0.04
国内煤焦库存	万吨	519.00	29.20	-70.00	5.96%	-2.59%
期货结算价(连续):布伦特原油	美元/桶	77.43	-6.48	-3.26	-7.72%	-4.04%
期货结算价(连续):WTI 原油	美元/桶	73.46	-6.16	-4.58	-7.74%	-5.87%
库存:商业原油	千桶	426029.00	-7499.00	-4649.00	-1.73%	-1.08%
库存:战略石油储备	千桶	377163.00	28215.00	636.00	8.09%	0.17%
钢铁相关产品期货价	元/吨	716.40	-32.30	-35.50	-4.31%	-4.72%
液压挖掘机	台	13690.00	1084.00	-2913.00	8.60%	-17.55%
小松挖掘机	小时每月	87.9	-2.30	-12.90	-	-
汽车半钢胎开工率	%	79.0	6.73	0.00	9.31%	-
汽车全钢胎开工率	%	58.3	-6.16	2.64	-9.55%	4.74%
PTA 开工率	%	82.9	2.42	1.10	3.01%	1.35%
纯碱开工率	%	82.7	1.23	1.06	1.51%	1.30%
高炉开工率	%	77.5	-5.89	-1.37	-7.07%	-1.74%
日均粗钢产量(重点企业)	万吨/天	199.3	-22.16	-1.00	-10.00%	-0.50%
日均生铁产量(重点企业)	万吨/天	182.3	-17.40	-1.87	-8.71%	-1.02%
日均钢材产量(重点企业)	万吨/天	187.9	-27.62	3.97	-12.82%	2.16%
钢材库存	万吨	1015.00	52.00	-6.00	5.40%	-0.59%
螺纹钢库存	万吨	481.46	0.82	0.95	-18.29%	-5.39%
<b>商品和服务消费</b>						
义乌小商品订单价格指数	点	102.36	1.98	1.62	1.97%	1.61%
乘用车日均销量(厂家批发)	辆	52,826.0	17453.00	11515.00	49.34%	27.87%
乘用车日均销量(厂家零售)	辆	55,201.0	15051.00	4217.00	37.49%	8.27%
电影票房收入	万元	93,400.0	-85700.00	-4900.00	-47.85%	-4.98%
电影观影人次	万人	2,383.5	-1930.86	18.30	-44.75%	0.77%
酒店散客住宿价格指数		112.8	12.87	3.28	12.88%	2.99%
酒店团队住宿价格指数		112.0	11.64	3.02	11.60%	2.77%
散客餐饮价格指数		100.1	0.02	0.14	-	-
团队住餐饮价格指数		100.1	0.02	0.14	-	-
<b>房地产</b>						
30 大中城市商品房成交面积	万平方米	145.7	-55.66	-1.90	-27.64%	-1.28%
一线城市	万平方米	50.0	3.81	-3.58	8.26%	-6.69%
二线城市	万平方米	62.2	-56.18	0.74	-47.47%	1.20%
三线城市	万平方米	-	-	-	-	-
土地供应面积	万平方米	1,518.3	-418.81	80.32	-21.62%	5.59%
一线城市	万平方米	70.4	23.95	26.38	51.58%	59.95%
二线城市	万平方米	499.3	-153.97	197.15	-23.57%	65.25%
三线城市	万平方米	948.6	-288.79	-143.22	-23.34%	-13.12%
土地成交面积	万平方米	1,343.5	362.10	415.90	36.90%	44.84%
一线城市	万平方米	21.8	-3.84	14.88	-14.95%	213.96%
二线城市	万平方米	273.0	23.75	-0.62	9.53%	-0.23%
三线城市	万平方米	1,048.7	342.18	401.64	48.44%	62.08%
土地溢价率	%	2.6	1.32	0.55	104.76%	27.09%
一线城市	%	0.0	-1.22	0.00	-	-
二线城市	%	3.7	1.52	3.36	-	-
三线城市	%	1.3	0.77	-1.19	-	-

二手房挂牌指数	2015年01月04日=100	163.5	-19.75	-0.10	-10.78%	-0.06%
一线城市	2015年01月04日=100	202.8	-24.72	-0.68	-10.86%	-0.33%
二线城市	2015年01月04日=100	154.5	-18.95	-0.02	-10.93%	-0.01%
三线城市	2015年01月04日=100	142.2	-19.78	-0.12	-12.21%	-0.08%
四线城市	2015年01月04日=100	118.5	-10.56	0.05	-8.18%	0.04%
<b>基础设施建设</b>						
石油沥青装置开工率	%	26.5	-19.30	0.10	-42.14%	0.38%
磨机运转率	%	41.5	-6.86	-1.14	-14.17%	-2.67%
水泥发运率	%	35.7	-9.13	-0.61	-20.38%	-1.68%
水泥库容比	%	65.1	-8.01	0.61	-10.96%	0.95%
水泥价格指数	点	114.78	5.00	-0.72	4.56%	-0.62%
<b>外贸出口</b>						
义乌中国小商品出口价格指数	点	102.1	-0.11	1.08	-0.11%	1.07%
中国货代运价指数	点	2,290.0	204.00	133.00	9.78%	-
中国出口集装箱运价指数	点	2,019.3	1124.61	-54.14	125.70%	-2.61%
上海出口集装箱运价指数	点	3,097.6	2083.85	-183.73	4.56%	-0.62%
宁波出口集装箱运价指数	点	2,310.2	1588.04	-130.70	219.90%	-5.35%
中国出口集装箱运价指数:美西航线	1998年1月1日=1000	1,457.5	680.59	-111.35	87.60%	-7.10%
中国出口集装箱运价指数:美东航线	1998年1月1日=1000	1,675.4	770.55	-95.32	85.16%	-5.38%
中国出口集装箱运价指数:欧洲航线	1998年1月1日=1000	3,698.4	2587.38	4.03	232.89%	0.11%
中国出口集装箱运价指数:南非航线	1998年1月1日=1000	2,385.2	1677.59	-25.96	237.07%	-1.08%
中国出口集装箱运价指数:东西非航线	1998年1月1日=1000	1,429.0	820.23	-16.89	134.74%	-1.17%
中国出口集装箱运价指数:地中海航线	1998年1月1日=1000	3,553.9	2008.35	-113.48	129.94%	-3.09%
波罗的海干散货指数		1,746.4	1588.04	-130.70	219.90%	-5.35%
整车货运流量指数		113.9	-1.73	4.49	-1.50%	4.11%
物流业景气指数		51.0	0.10	-0.60	0.20%	-1.16%
<b>交通出行</b>						
国内执行航班(不含港澳台)	架次	14,294.0	317.20	-254.00	2.27%	-1.75%
港澳台执行航班	架次	362.2	71.60	0.80	24.64%	0.22%
国际执行航班	架次	1,675.2	644.00	16.00	62.45%	0.96%
整车货运流量指数	点	110.7	-4.85	1.37	-4.20%	1.26%
中国公路物流运价指数	点	1,042.6	16.91	0.87	1.65%	0.08%
北京市地铁客运量	万人次	1,180.2	44.91	-0.46	3.96%	-0.04%
上海市地铁客运量	万人次	1,188.6	-8.00	2.92	-0.67%	0.25%
深圳市地铁客运量	万人次	934.0	66.63	-8.94	7.68%	-0.95%
公共物流园吞吐量指数		91.1		1.42	-	1.58%
主要快递企业分拨中心吞吐量指数		88.1		1.12	-	1.29%
<b>生活资料</b>						
农产品批发价格200指数	点	131.3	11.06	2.46	9.19%	1.91%
鸡蛋平均批发价	元/公斤	10.6	-0.78	0.19	-6.86%	1.86%
猪肉平均批发价	元/公斤	27.7	5.08	0.49	22.51%	1.82%
牛肉平均批发价	元/公斤	60.6	-11.03	0.67	-15.41%	1.13%
羊肉平均批发价	元/公斤	58.9	-4.67	-0.20	-7.35%	-0.34%
蔬菜(28种重点监测)平均批发价	元/公斤	6.1	1.01	0.15	19.91%	2.52%
水果(7种重点监测)平均批发价	元/公斤	7.4	0.36	0.36	5.15%	-0.86%
36个大中城市菜籽油(桶装)平均零售价	元/5升	78.1	-2.68	0.04	-3.32%	0.05%
36个大中城市豆油(桶装)平均零售价	元/5升	62.6	-2.48	-0.04	-3.81%	-0.18%
面粉批发平均价	元/公斤	4.2	-0.24	-0.04	-5.39%	-0.94%
<b>大宗商品</b>						
南华综合指数	点	2,424.6	-81.20	0.55	-3.24%	0.02%

南华工业品指数	点	3,733.6	-188.92	-10.11	-4.82%	-0.27%
南华农产品指数	点	1,024.1	-156.74	2.19	-13.27%	0.21%
南华金属指数	点	6,205.4	-259.18	89.49	-4.01%	1.46%
南华能化指数	点	1,829.0	-108.65	-29.06	-5.61%	-1.56%
南华贵金属指数	点	975.1	203.31	23.25	26.34%	2.44%
<b>国债收益率</b>						
R001 加权平均	%	2.3	-94.90	-8.15	-28.94%	-3.38%
R007 加权平均	%	2.4	-70.42	-3.92	-22.94%	-1.63%
隔夜 SHIBOR	%	1.7	-3.98	-9.86	-2.24%	-5.37%
1 周 SHIBOR	%	1.8	-5.26	-5.56	-2.86%	-3.02%
1 个月 SHIBOR	%	1.8	-4.08	0.34	-2.20%	0.19%
1 年期国债到期收益率	%	1.5	-35.41	1.61	-18.78%	1.06%
3 年期国债到期收益率	%	1.7	-45.57	-2.31	-20.68%	-1.30%
5 年期国债到期收益率	%	1.9	-48.48	-2.76	-20.54%	-1.45%
10 年期国债到期收益率	%	2.2	-38.20	-3.66	-14.96%	-1.66%
30 年期国债到期收益率	%	2.4	-52.85	-4.11	-18.31%	-1.71%
<b>国债收益率</b>						
		<b>期末值</b>	<b>期初值</b>	<b>最高值</b>	<b>变化, bp</b>	<b>变化率</b>
美元兑人民币中间价		7.1	7.14	7.15	-90	-0.13%
美元兑人民币即期汇率		7.1	7.15	7.17	-65	-0.09%

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: ①红色表示相对数值较大, 绿色表示相对数值较小, 数据统计范围是 2024 年 8 月 19 日至 8 月 23 日 24:00; ②同比(数据变动)是指本周数据较去年同期数据的数值之差, 同比率(百分比变化)是指  $100 * (\text{本周数据} / \text{去年同期数据} - 1)$ ; ③国债收益率一栏中, 变化是指期末较期初变动的 bp, 变化率是指期末较期初变动的幅度, 是指  $100 * (\text{期末值} / \text{期初值} - 1)$

### 2.3. 高频数据行业映射

表 5：高频数据映射行业表现

高频指标	频率	单位	本期值	同比 (数据变动)	环比 (数据变动)	同比率 (百分比变化)	环比率 (百分比变化)	
<b>交通运输</b>								
中国公路物流运价指数	周	点	1042.58	16.91	0.87	1.65%	0.08%	
整车货运流量指数	日	点	110.75	-4.85	1.37	-4.20%	1.26%	
国内执行航班(不含港澳台)	日	架次	14294.00	317.20	-254.00	2.27%	-1.75%	
中国出口集装箱运价指数	周	点	2019.27	1124.61	-54.14	125.70%	-2.61%	
<b>地产</b>								
30大中城市商品房成交面积	周	万平方米	145.69	-55.66	-1.90	-27.64%	-1.28%	
土地成交面积	周	万平方米	1343.51	362.10	415.90	36.90%	44.84%	
土地溢价率	周	%	2.58	1.32	0.55	104.76%	27.09%	
二手房挂牌指数	周	2015年01月04日=100	163.51	-19.75	-0.10	-10.78%	-0.06%	
<b>建筑建材</b>								
石油沥青装置开工率	周	%	26.50	-19.30	0.10	-42.14%	0.38%	
磨机运转率	周	%	41.54	-6.86	-1.14	-14.17%	-2.67%	
水泥发运率	周	%	35.67	-9.13	-0.61	-20.38%	-1.68%	
水泥库容比	周	%	65.07	-8.01	0.61	-10.96%	0.95%	
<b>煤炭钢铁</b>								
唐山：高炉开工率	周	%	88.51	36.89	1.15	71.48%	1.32%	
纯碱开工率	周	%	82.67	1.23	1.06	1.51%	1.30%	
钢材库存	周	万吨	1015.00	52.00	-6.00	5.40%	-0.59%	
螺纹钢库存	周	万吨	481.46	0.82	0.95	-18.29%	-5.39%	
<b>农林牧渔</b>								
猪肉平均批发价	日	元/公斤	27.67	5.08	0.49	22.51%	1.82%	
农产品批发价格 200 指数	日	点	131.30	11.06	2.46	9.19%	1.91%	
蔬菜(28种重点监测)平均批发价	日	元/公斤	6.10	1.01	0.15	19.91%	2.52%	
水果(7种重点监测)平均批发价	日	元/公斤	7.35	0.36	0.36	5.15%	-0.86%	
36个大中城市菜籽油(桶装)平均零售价	日	元/5升	78.12	-2.68	0.04	-3.32%	0.05%	
<b>石油化工</b>								
期货结算价(连续):布伦特原油	日	美元/桶	77.43	-6.48	-3.26	-7.72%	-4.04%	
期货结算价(连续):WTI原油	日	美元/桶	73.46	-6.16	-4.58	-7.74%	-5.87%	
库存:商业原油	周	千桶	426029.00	-7499.00	-4649.00	-1.73%	-1.08%	
库存:战略石油储备	周	千桶	377163.00	28215.00	636.00	8.09%	0.17%	
<b>文旅消费</b>								
电影票房收入	周	万元	93400.00	-85700.00	-4900.00	-47.85%	-4.98%	
电影观影人次	周	万人	2383.46	-1930.86	18.30	-44.75%	0.77%	
酒店散客住宿价格指数	周	0	112.81	12.87	3.28	12.88%	2.99%	
酒店团队住宿价格指数	周	0	112.00	11.64	3.02	11.60%	2.77%	
<b>有色</b>								
南华综合指数	日	点	2424.63	-81.20	0.55	-3.24%	0.02%	
南华工业品指数	日	点	3733.63	-188.92	-10.11	-4.82%	-0.27%	
南华农产品指数	日	点	1024.10	-156.74	2.19	-13.27%	0.21%	
南华金属指数	日	点	6205.42	-259.18	89.49	-4.01%	1.46%	
<b>汽车</b>								
汽车半钢胎开工率	周	%	78.99	6.73	0.00	9.31%	0.00%	
汽车全钢胎开工率	周	%	58.31	-6.16	2.64	-9.55%	4.74%	

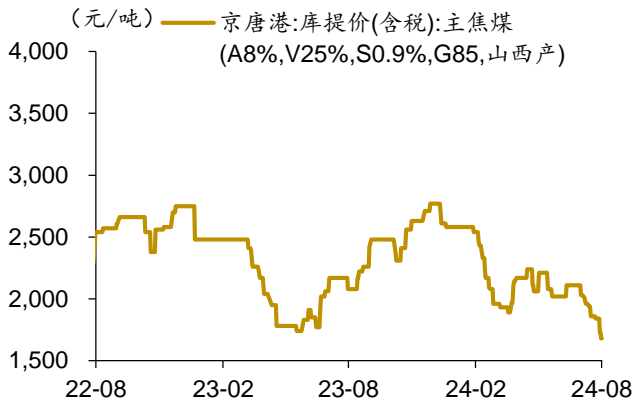
资料来源：Wind，德邦研究所

注：①红色表示相对数值较大，绿色表示相对数值较小，数据统计范围是2024年8月19日至8月23日24:00；②同比(数据变动)是指本周数据较去年同期数据的数值之差，同比率(百分比变化)是指100\*(本周数据较去年同期数据的比值-1)

## 2.4. 高频数据近期走势

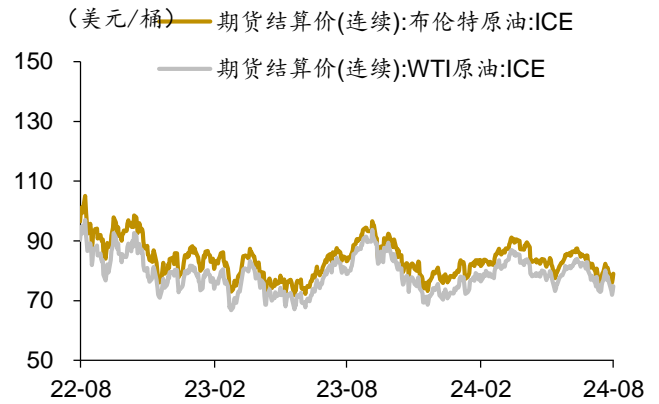
### 2.4.1. 工业：工业生产延续供需错配的局面

图 20：国内主焦煤价格



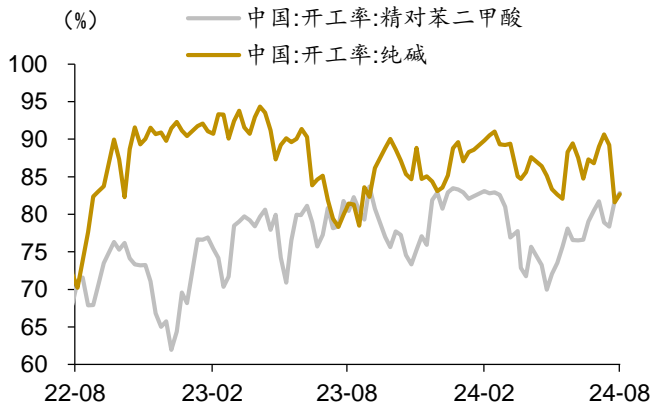
资料来源：Wind，德邦研究所

图 21：原油期货价



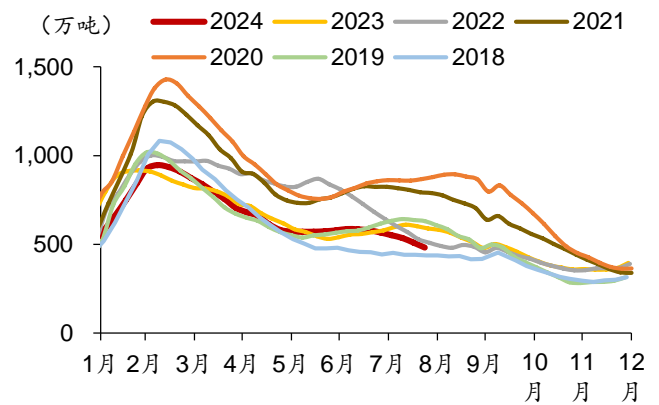
资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：精对苯二甲酸和纯碱开工率



资料来源：Wind，德邦研究所

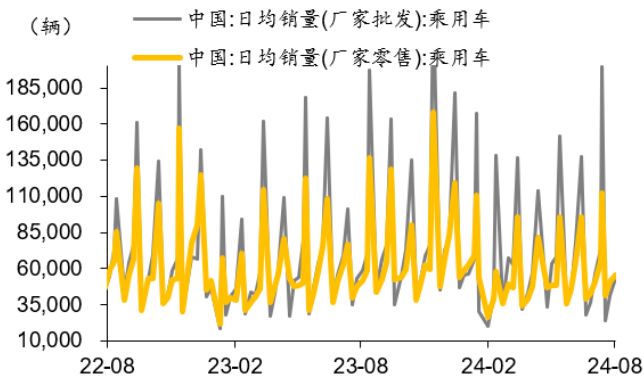
图 23：螺纹钢库存



资料来源：Wind，德邦研究所

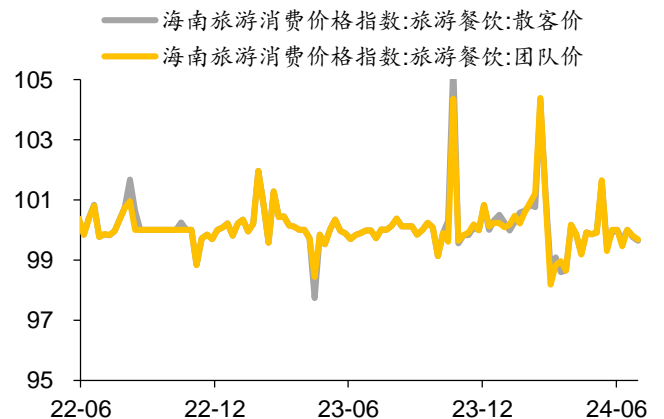
### 2.4.2. 消费：乘用车同比环比景气度提升

图 24：乘用车日均销量（厂家批发）



资料来源：Wind，德邦研究所

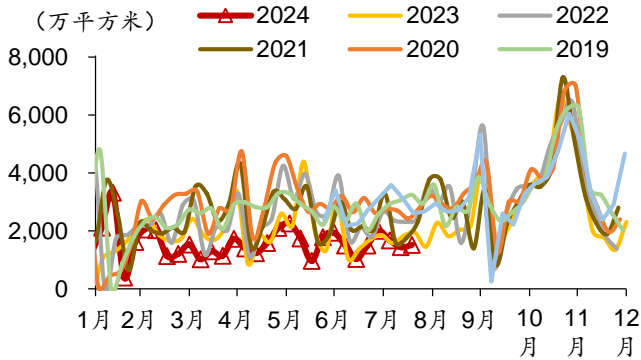
图 25：旅游消费价格散客及团队价



资料来源：Wind，德邦研究所

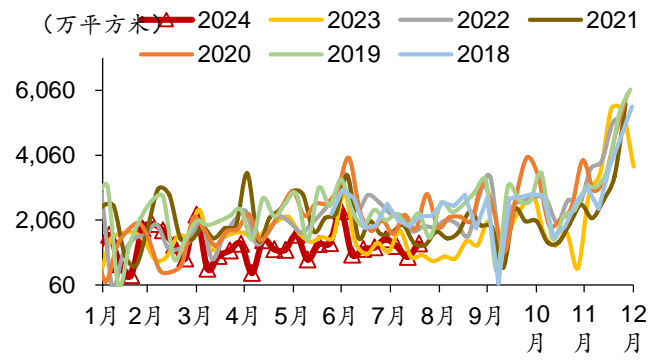
2.4.3. 地产：一二线城市土地供应面积环比上行

图 26：100 大中城市:供应土地占地面积:当周值, 万平方米



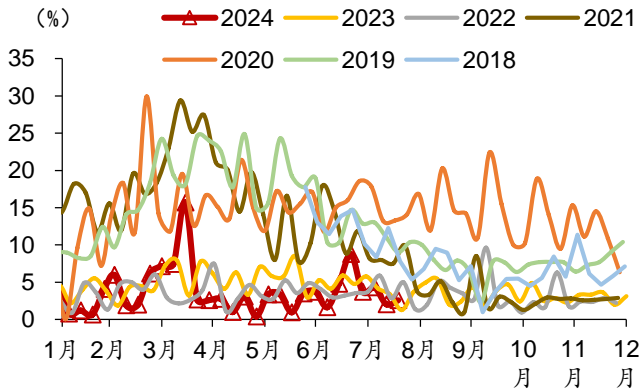
资料来源：Wind，德邦研究所

图 27：100 大中城市成交土地占地面积:当周值, 万平方米



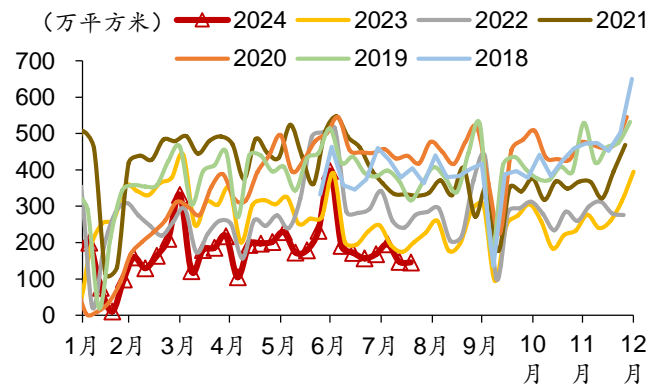
资料来源：Wind，德邦研究所

图 28：100 大中城市成交土地溢价率:当周值, %



资料来源：Wind，德邦研究所

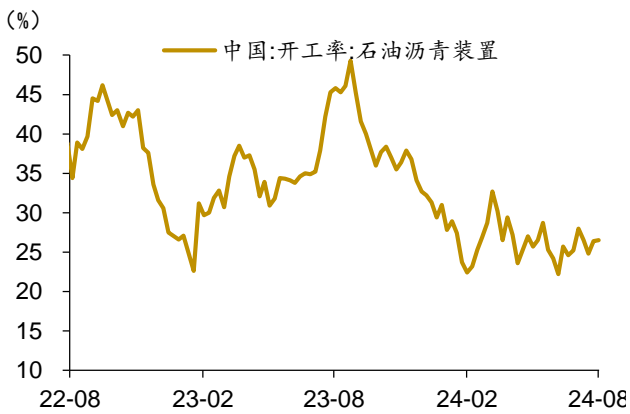
图 29：30 大中城市商品房成交面积:当周值, 万平方米



资料来源：Wind，德邦研究所

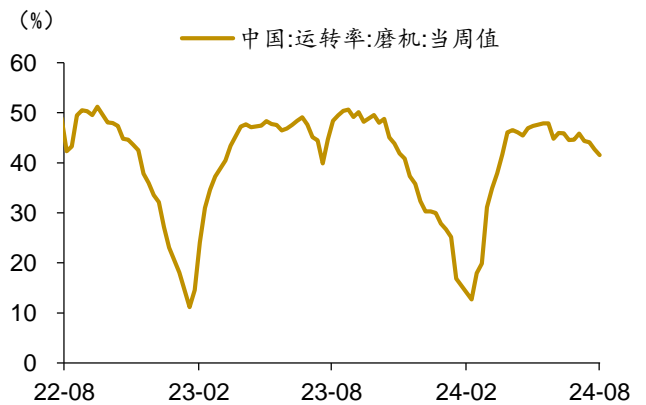
2.4.4. 基建：基建项目建设继续有序推进

图 30：石油沥青装置开工率, %



资料来源：Wind，德邦研究所

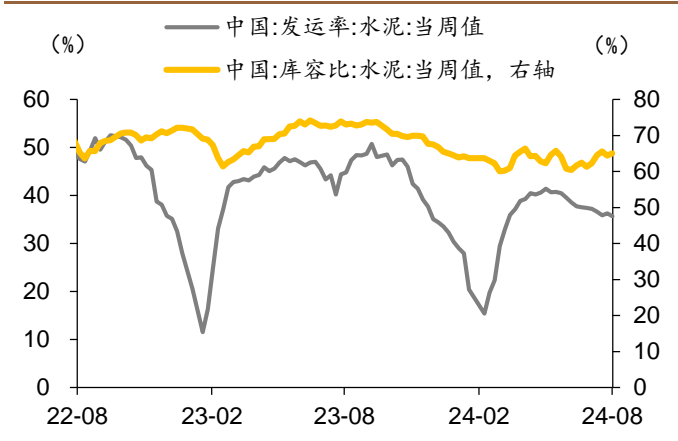
图 31：磨机运转率, %



资料来源：Wind，德邦研究所

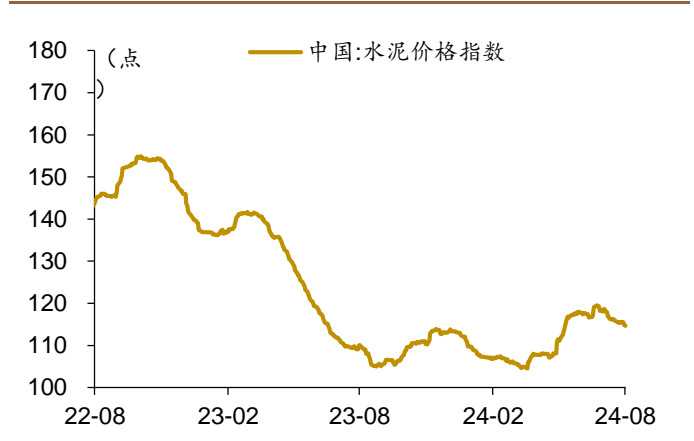


图 32: 水泥发运率和库容比



资料来源: Wind, 德邦研究所

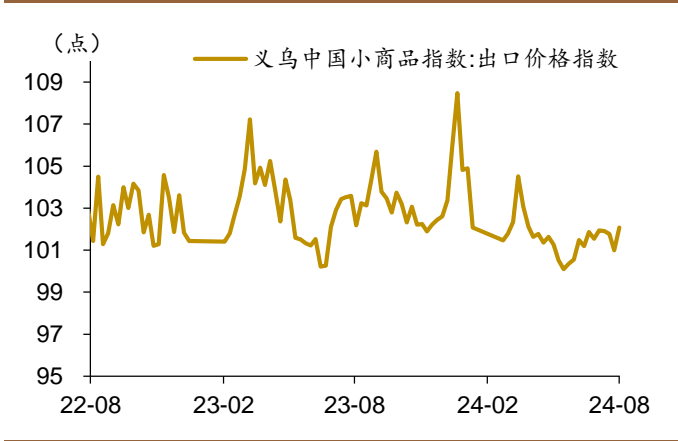
图 33: 水泥价格指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

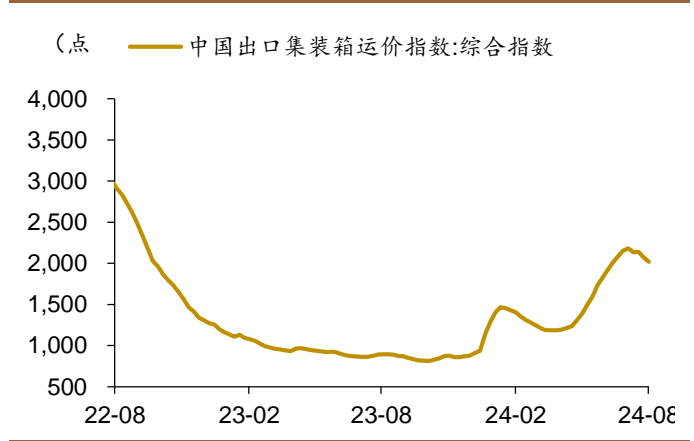
### 2.4.5. 外贸: 集运价格同比大幅上行

图 34: 义乌中国小商品指数, 点



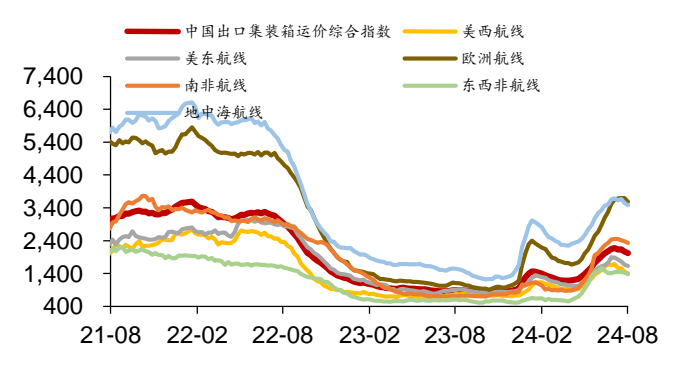
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 35: 中国出口集装箱运价指数, 点



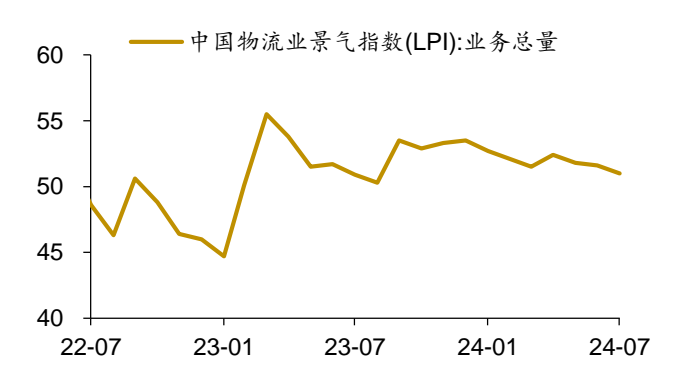
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 36: 全球各航线出口集装箱运价综合指数 (1998 年 1 月 1 日 =1000)



资料来源: Wind, 德邦研究所

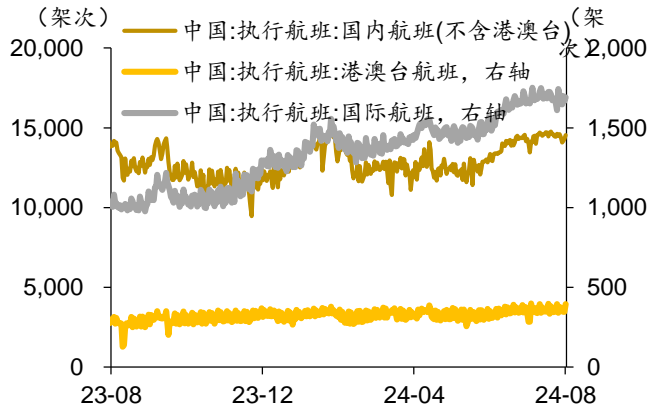
图 37: 中国物流业景气指数



资料来源: Wind, 德邦研究所

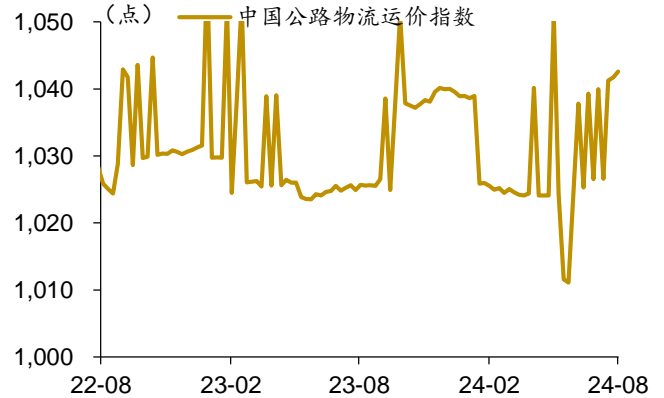
2.4.6. 交运：整车货运流量指数环比上行，国际出行延续修复

图 38：国内国际航班执行量，架次



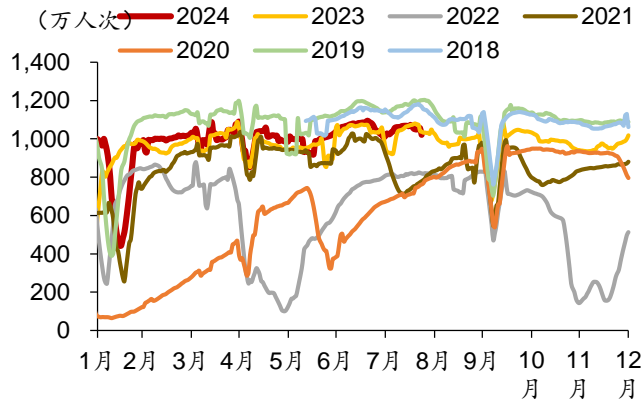
资料来源：Wind，德邦研究所

图 39：中国公路物流运价指数



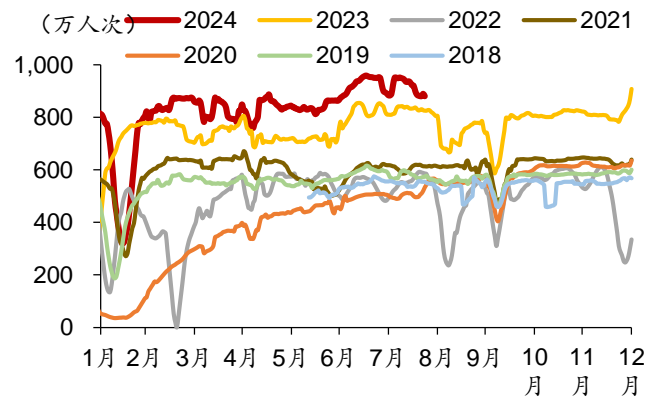
资料来源：Wind，德邦研究所

图 40：北京:地铁客运量，万人次



资料来源：Wind，德邦研究所

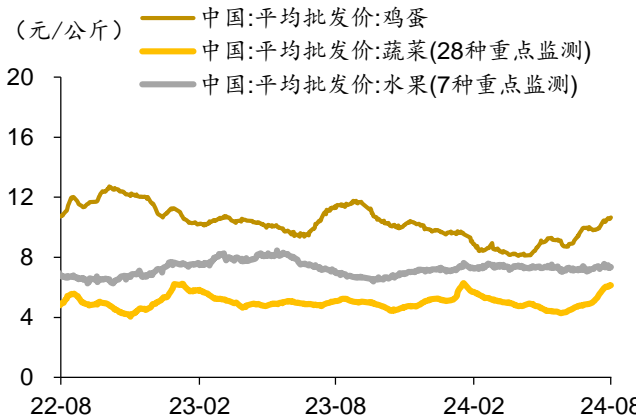
图 41：深圳:地铁客运量，万人次



资料来源：Wind，德邦研究所

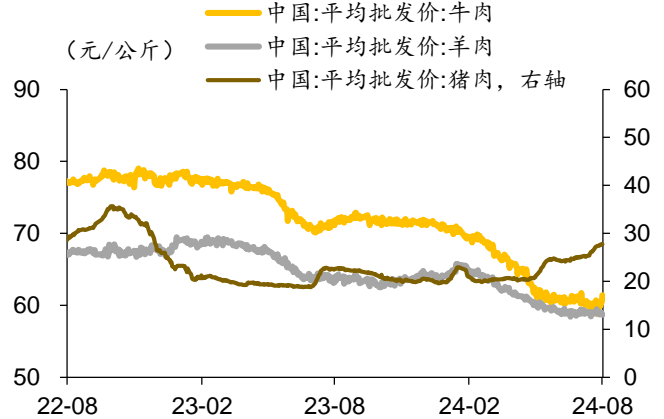
2.4.7. 物价：猪肉和蔬菜价格同比继续上行

图 42：鸡蛋、蔬菜、水果平均批发价



资料来源：Wind，德邦研究所

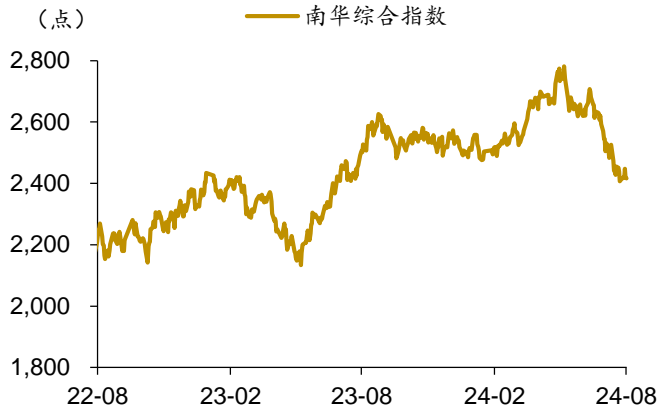
图 43：猪牛羊平均批发价



资料来源：Wind，德邦研究所

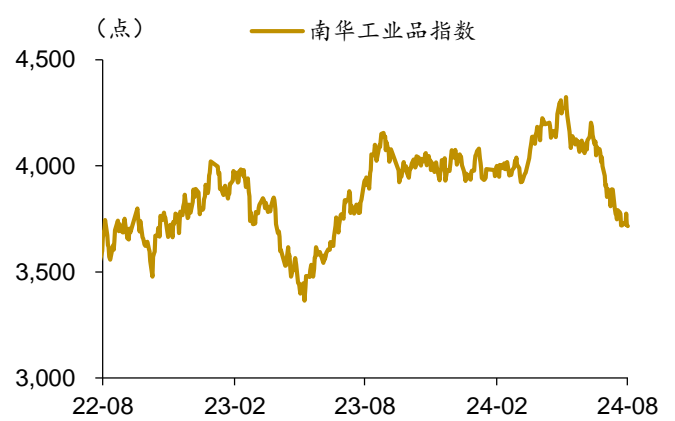
2.4.8. 大宗：大宗商品中贵金属表现亮眼

图 44：南华综合指数



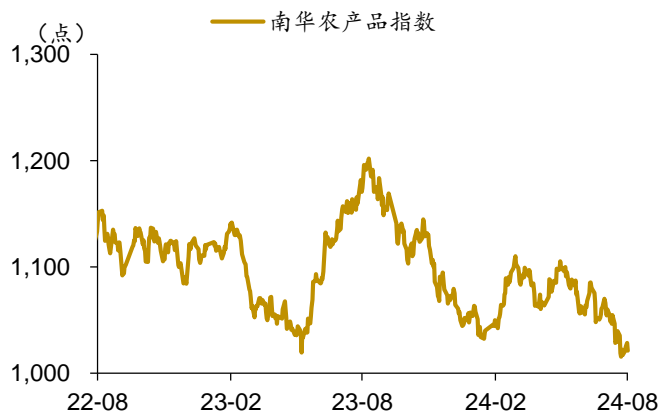
资料来源：Wind，德邦研究所

图 45：南华工业品指数



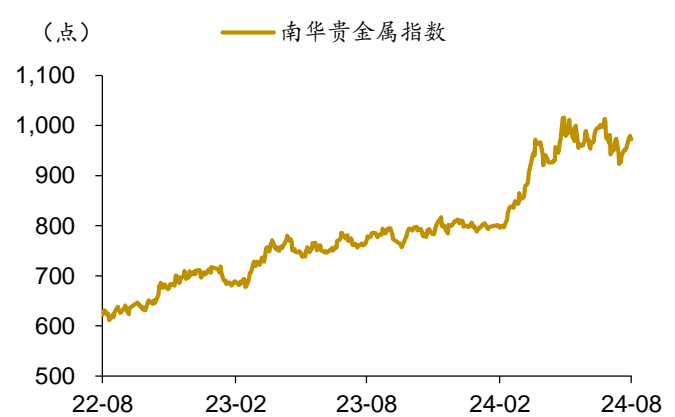
资料来源：Wind，德邦研究所

图 46：南华农产品指数



资料来源：Wind，德邦研究所

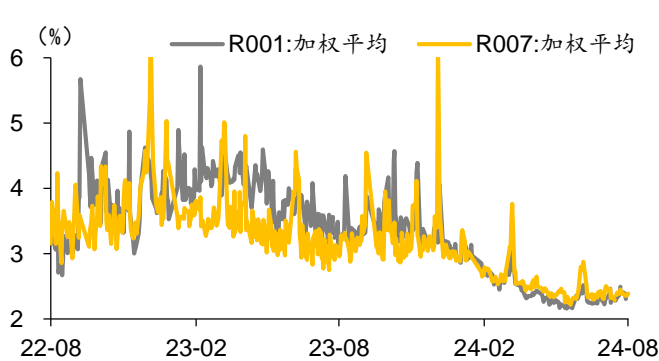
图 47：南华贵金属指数



资料来源：Wind，德邦研究所

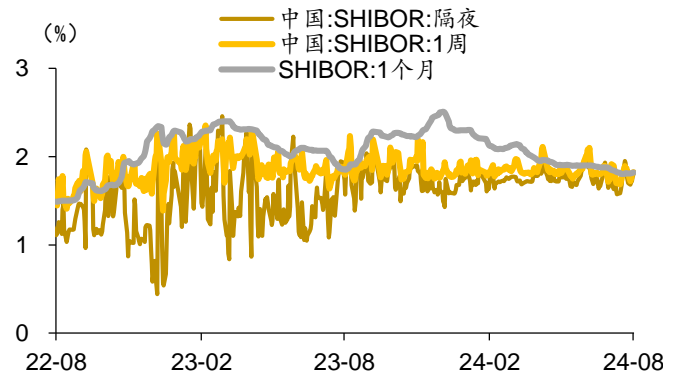
2.4.9. 国债：货币市场利率和国债到期收益率同比环比多为下行

图 48：R001 和 R007 加权平均走势，%



资料来源：Wind，德邦研究所

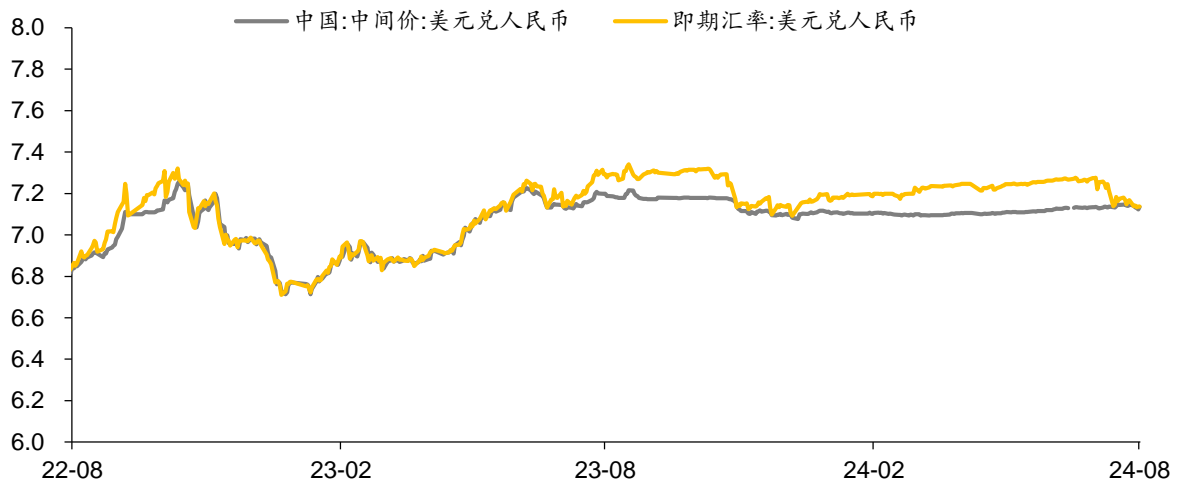
图 49：隔夜、1 周及七个月 SHIBOR 走势，%



资料来源：Wind，德邦研究所

2.4.10. 汇率：人民币汇率小幅波动

图 50：美元兑人民币



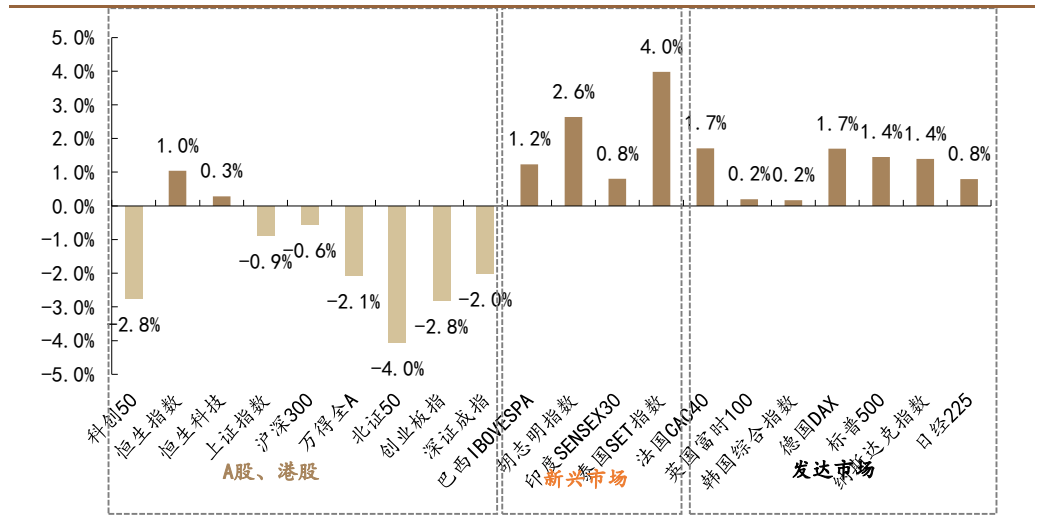
资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 大类资产表现

#### 3.1. 股市：发达市场普遍上涨

8月19日-8月23日当周，发达市场保持上行趋势。8月23日晚间，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示，调整政策的时候到了。随后美国三大股指大涨。标普500指数和纳斯达克指数均周涨1.4%。法国和德国市场本周表现强劲，均周涨1.7%。国内市场继续走低，本周上市公司中报继续密集发布，从市场反馈来看，无论是否超预期，股价表现大多不太理想，符合资金风险偏好低到极致的状态。北证50相对承压，周跌4.0%。港股受发达经济体资本市场转好影响，本周延续上周的上行趋势，恒生指数周涨1.0%。

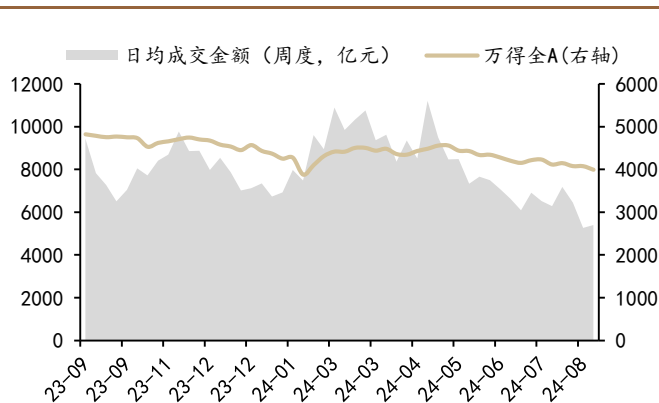
图 51：本周全球资本市场表现（涨跌幅）



资料来源：Wind，德邦研究所

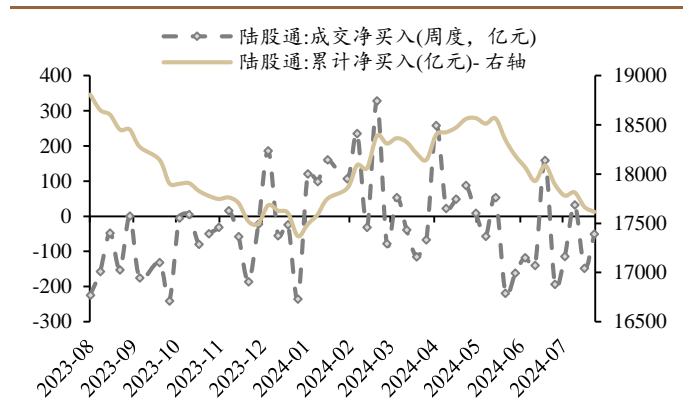
本周两市日均成交额维持在低位，为5395亿元左右的水平，活跃资金继续保持观望。主力资金净流出642亿元，上一周为净流出373亿元。资金净流出有所增加。护盘资金参与频次有所降低，但市场对此举措或已“麻木”。风格上，本周除金融行业外均表现不好，换手活跃前五的板块为社会服务、传媒、电子、计算机和家用电器。

图 52：日均成交金额情况



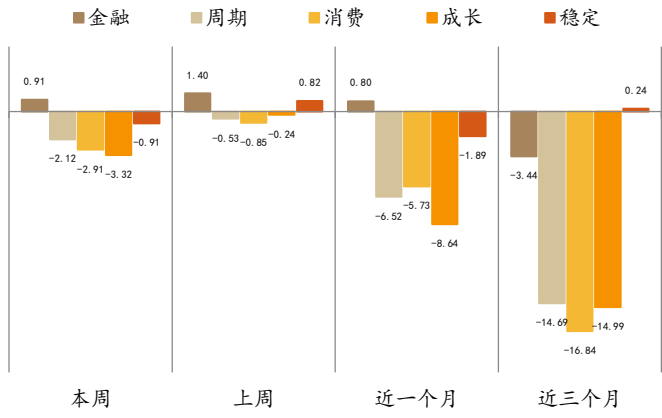
资料来源：Wind，德邦研究所

图 53：陆股通资金流入流出情况



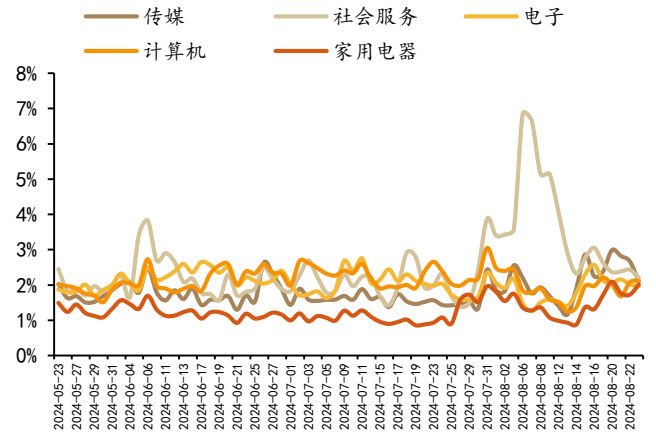
资料来源：Wind，德邦研究所

图 54: 风格行业近期涨跌幅表现 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 55: 换手率 TOP5 行业变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 56: 本周行业板块资金流入流出情况

申万一级行业	主力资金净流入(亿)	北向资金净流入(亿)	南向资金净流入(亿)
电力设备	-36.4	-10.8	-0.3
电子	-97.5	0.7	6.6
传媒	-28.3	1.0	11.6
国防军工	-22.2	-4.5	-0.1
医药生物	-80.0	2.3	-4.1
美容护理	-1.4	-0.8	1.7
石油石化	-2.3	0.0	-0.4
有色金属	-5.9	-9.2	4.3
机械设备	-45.2	-3.7	0.3
基础化工	-17.9	-5.0	-0.3
轻工制造	-1.9	-2.1	-1.0
公用事业	-12.8	-7.2	7.4
综合	-0.2	-0.3	2.6
环保	-1.2	-1.8	0.4
农林牧渔	-10.9	-2.1	0.0
计算机	-43.1	-5.4	0.9
商贸零售	-11.2	-1.7	-0.7
建筑材料	-3.0	-2.3	0.8
纺织服饰	-0.5	-0.9	0.8
社会服务	-1.3	-2.1	-4.5
通信	-30.8	7.1	14.1
煤炭	-1.5	-2.2	-0.1
银行	-22.0	11.9	16.9
交通运输	-20.7	-2.4	2.2
家用电器	4.3	-2.8	-1.8
建筑装饰	-13.1	-2.6	1.9
汽车	-50.7	-3.1	2.7
钢铁	-0.6	-2.1	0.1
房地产	-10.1	-3.5	2.3
食品饮料	-29.8	-3.7	1.2
非银金融	-34.7	-3.4	8.1

资料来源: Wind, 德邦研究所



图 57：近一个月 A 股各行业间的股指相关性

Table with columns for industry categories (农林牧渔, 医药生物, etc.) and correlation coefficients. Includes a sub-header '4024/07/24至2024/08/24'.

资料来源：Wind，德邦研究所

本周，各行业普遍下跌。其中，家用电器行业表现最好，本周上涨了 2.94%。结合最近一个月行业相关性表现而言，一方面，非银金融和有色金属与其表现出一定的正相关性。本周非银金融和有色金属相对抗跌，均下跌 0.39%。另一方面，食品饮料与家用电器行业表现出弱负相关性，相关性系数仅为-0.23，本周食品饮料行业下跌 2.81%。

图 58：近一个月大类资产的相关性

Table with columns for asset classes (上证50, 科创板50, 中证500, etc.) and correlation coefficients. Includes a sub-header '4024/07/24至2024/08/24'.

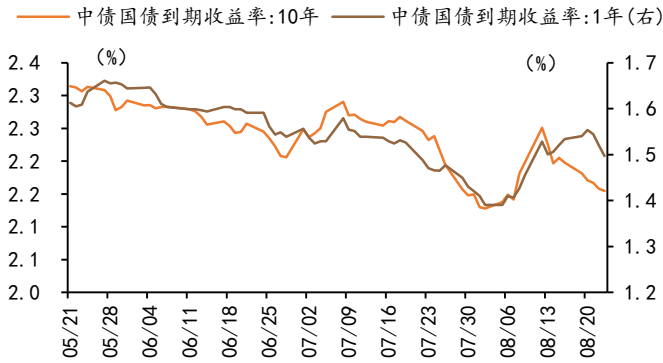
资料来源：Wind，德邦研究所

在全球资本市场表现方面，法国和德国市场表现最好，两个市场均周涨 1.7%。根据近一个月大类资产的相关性来看，法国 CAC40 与德国 DAX 两个市场之间的相关性非常高，并且与美日市场也存在强正相关性。本周发达市场整体受美国降息预期影响，普遍上涨。

3.2. 债市：宽幅震荡

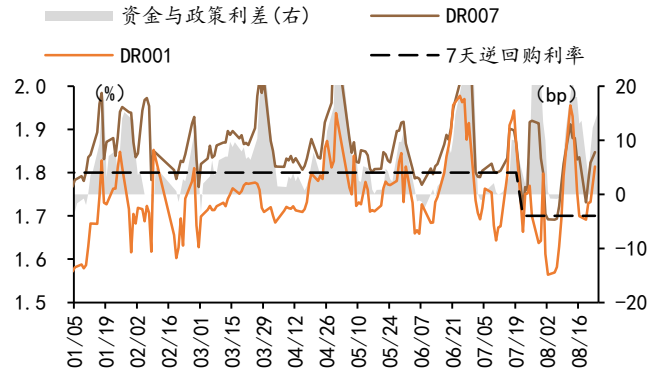
上周增量投放逆回购较多，本周连续净回笼，市场情绪再度趋于紧张，长短期国债收益率本周呈下行趋势。8月21日，交易商协会副秘书长徐忠表示，实际上，央行对长期国债利率的风险提示，是为了遏制羊群效应导致长期国债利率单边下行可能潜藏的系统性风险，并未设置长期国债利率区间。这与一些国家实施非常规货币政策控制国债收益率曲线是不同的。虽然徐副秘书长的发言一定程度上稳定了市场情绪，但市场机构可能依然担忧急于冒头的风险比较大，阶段性的流动性偏低也会制约长债收益率下行。

图 59：利率走势情况



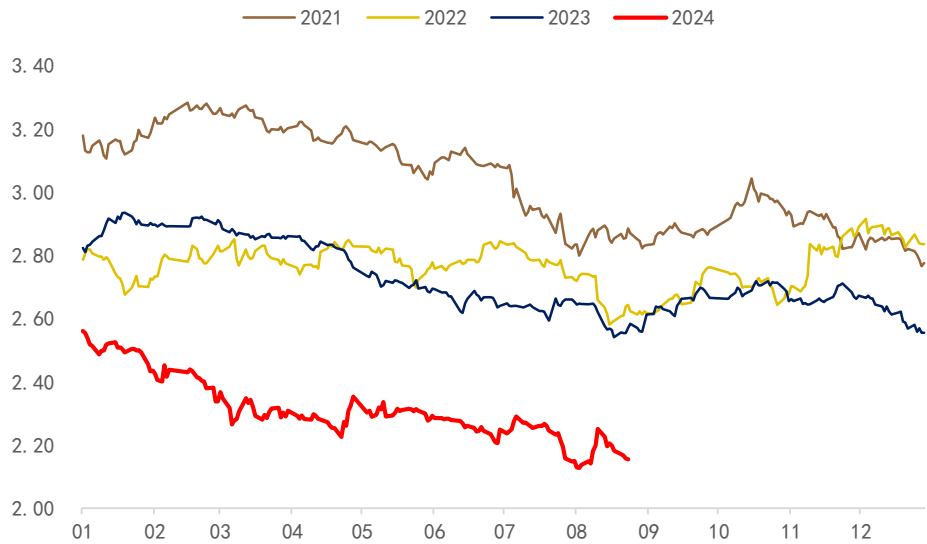
资料来源：Wind，德邦研究所

图 60：资金价格走势情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 61：十年国债收益率季节性分布（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3.3. 大宗商品：涨跌分化

能化方面,布油本周小幅下滑至 79.02 美元/桶,在美联储降息预期的影响下,有所企稳。金价方面,COMEX 黄金期货周涨 0.1%至 2548.7 美金/盎司,金油比上涨 0.9%,短期来看,受近期地缘的扰动,长期来看,央行购金仍是核心支撑,预计仍将在高位震荡。黑色系方面部分商品本周有所回升,焦煤价格下跌 2.2%,螺纹钢、铁矿石期货价格分别上涨 2.2%和 2.6%至 3180 元/吨和 726 元/吨,本周大宗商品涨跌分化,静待基本面改善行情的继续驱动。

表 6: 大宗商品价格情况

	商品	最新日期	最新值	近 1 周	近 1 月	近 1 季	年初以来	近 1 年
上游资源品	CRB 大宗商品综合指数	8 月 23 日	536.68	1.2%	-0.2%	-2.2%	5.2%	-2.9%
	布伦特原油期货 (美元/桶)	8 月 23 日	79.02	-0.8%	-2.5%	-2.9%	1.0%	-5.0%
	天然气期货 (美元/百万英热单位)	8 月 23 日	2.029	-4.7%	-5.7%	-24.0%	-24.5%	-20.5%
	COMEX 黄金期货 (美元/盎司)	8 月 23 日	2548.7	0.1%	5.7%	9.4%	24.4%	31.0%
	秦皇岛港动力末煤(元/吨)	8 月 23 日	833	-0.2%	-2.5%	-5.8%	-10.0%	2.0%
	焦煤期货价格 (元/吨)	8 月 23 日	1314	-2.2%	-11.3%	-26.4%	-33.4%	-13.6%
上游原材料	螺纹钢现货 (元/吨)	8 月 23 日	3248	1.3%	-7.3%	-16.6%	-20.8%	-14.1%
	螺纹钢期货 (元/吨)	8 月 23 日	3180	2.2%	-7.2%	-15.9%	-21.6%	-14.8%
	铁矿石期货 (元/吨)	8 月 23 日	725.5	2.6%	-8.0%	-20.4%	-28.4%	-11.3%
	水泥价格指数 (全国)	8 月 23 日	114.62	-0.8%	-2.9%	2.9%	1.3%	4.2%
	LME 铜期货	8 月 23 日	9298	1.3%	1.5%	-10.2%	9.2%	10.0%
	LME 铝期货	8 月 23 日	2533.5	7.0%	10.2%	-3.1%	9.9%	16.5%
	碳酸锂 99.5%电 (元/吨)	8 月 23 日	74280	-1.2%	-13.9%	-30.2%	-23.3%	-67.0%
	钴 (元/吨)	8 月 23 日	175900	-5.9%	-12.6%	-22.0%	-20.4%	-32.2%
重要化工品	锆钨氧化物 (元/吨)	8 月 23 日	395000	1.3%	9.7%	1.3%	-8.1%	-21.0%
	乙烯价格 (美元/吨)	8 月 23 日	825	0.0%	0.0%	0.0%	-2.4%	1.9%
	PVC (元/吨)	8 月 23 日	5415	1.1%	-3.4%	-9.4%	-4.2%	-11.9%
	PTA (元/吨)	8 月 22 日	5350	-2.4%	-8.9%	-9.5%	-8.7%	-11.4%
	甲醇 (元/吨)	8 月 22 日	2480	2.9%	-0.4%	-14.2%	0.2%	0.6%
	尿素 (元/吨)	8 月 23 日	2070	-2.4%	-5.5%	-12.7%	-11.2%	-19.8%
重要资源比值	金油比	8 月 23 日	32.25	0.9%	8.4%	12.6%	23.1%	40.2%
	铜金比	8 月 23 日	3.65	1.2%	-4.0%	-17.9%	-12.2%	-15.2%

资料来源: Wind, 德邦研究所



## 4. 投资建议及下周关注

从资产配置角度来看，年内重在稳中有进：1) 股票方面，美元类资产大概率维持强势，关注全球资产再平衡力量对人民币资产的利好。国内部分，交易性机会关注科技成长，配置性机会关注红利、农产品能源资源与出口出海等方向。2) 债券方面，10 年国债短期震荡，四季度收益率有望恢复下行趋势，信用债要关注厚尾风险，结合风险收益特征和股债性价比，考虑高股息的替代作用。3) 大宗商品关注“供给收缩确定性+海外需求定价”的品种。4) 黄金：短期可能受益于流动性宽松预期和央行储备多元化的购金行为，中长期看，“金本位”预期的回归和兑现可能会推动黄金价格上升到更高水平。

短期来看，债市关注流动性水平能否持续回升；股市关注红利扩散与高质量成长。

债市方面，上周以来长债流动性明显降低，10Y 活跃券成交笔数从 2000+下降至 1000 以内，并在周二下降至 214 笔的低点，后半周流动性小幅回升，但每日交投仍然明显低于前期水平。本周后半段一个明显的特征是随着逆回购资金部分回笼，资金利率有所上升，但短债收益率快速下降，说明当前资金面小幅收紧并不足以导致债市逆风，做多动力仍然存在，但长债交投规模偏低可能指向市场对做多长债持谨慎态度，流动性水平的修复难以一蹴而就，阶段性的流动性偏低可能制约长债收益率下行速率。投资策略方面，短期流动性水平若能持续回升则对长债有所利好；中期视角下保险预定利率上限下调和银行存款利率继续调降等利好叠加，前期止盈和转向中短期的资金有望回流长端；长期视角下，超额储蓄和资产荒现象持续，基本面走势和经济政策的综合表现决定了存在大量配置力量推动利率下行，预计 10 年国债 Q4 仍有趋势下行的可能。信用债层面，在“信用利差极窄化”的背景下，信用债已经处于极低信用利差水平，关注厚尾风险，考虑风险收益特征，配置高股息等流动性更好的股票可能更好。

权益方面，本周（8/19-8/23）A 股维持震荡下跌、成交缩量的格局，周一沪指于盘中突破 20 日均线收复 2900 点，银行股表现强势，中、农、工、建四大行续创历史新高，指数在权重的配合下突破了多个交易日所构筑的箱体，但周二又快速回调并连续跌破多条均线，后半周指数延续震荡下探，配置资金在本周聚焦于红利板块，银行表现尤其强势。当前位置，伴随着指数下探，存量资金博强化，筹码结构可能已经有所松动，同指数的调整周期已经超过了年初的上升周期，跌速有望开始放缓时间、速度包括空间都具备一定的筑底基础，市场企稳的概率进一步提升。此外 Powell 在 Jackson Hole 会议上的表态“鸽声嘹亮”，9 月降息已然箭在弦上，外盘对此反应明显，下周 AH 股也有望发酵“降息交易”，短期可能开启反弹窗口 H 股弹性或更大，关注红利扩散与高质量成长，中期国内基本面未见拐点，大概率依旧维持震荡格局。

图 62：中国经济日历



资料来源：Wind，德邦研究所

注：\*号表示可能会发布的数据

图 63：海外经济日历



资料来源：Wind，德邦研究所

## 5. 风险提示

- 1) 政策支持力度不及预期;
- 2) 政策落地执行不及预期;
- 3) 经济复苏进程不及预期。



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

张浩，硕士，德邦研究所宏观组组长

戴琨：硕士，德邦研究所宏观组助理研究员

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。