



冠通期货
Guantong Futures

研究咨询部

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：2025年9月1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

冠通期货

投资有风险，入市需谨慎，本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。



核心观点

8月，资本市场风险偏好抬升，风险资产价格普遍收涨。海外，美国的关税谈判波澜不惊，但关税的影响却开始显现，爆冷的非农数据给资本市场吓了一跳，通胀的韧性回升则弱化了美联储降息的预期，宏观数据的怪异，特朗普对美联储人事的干预，挑战着美联储的独立性更令其政策选择左右为难，鲍威尔顺势修订货币政策框架，弱化通胀的影响，市场鸽派解读9月重启降息几成共识。投资者风险偏好抬升，波动率VIX大幅下降，全球主要股市多数收涨，BDI小涨，美元大跌非美货币走强，大宗商品涨多跌少。国内，“反内卷”行情虽然降温，但A股的强势亮眼不断吸引资金的青睐，赚钱效应之下加速投资者存款搬家，商品期货伴随着反内卷的降温市场风格反转，原油的大跌更是拖累能源板块，工业品除了贵金属之外普遍显得黯淡。

国内期货市场呈现出股强债弱商品降温的格局。四大股指全线收涨，上证50涨幅最小，成长股表现明显强于价值股；A股牛市归来大盘时隔十年再次站上3800点，赚钱效应下资金纷至沓来，资本市场投资者风险偏好抬升。国债期货悉数收跌，结构上近强远弱；大宗商品行情降温涨跌互现风格反转，Wind商品指数小幅收涨，10个板块中涨跌各半有5个板块收涨。海外，美国非农数据爆冷，关税对经济的冲击开始显现，叠加俄乌停火的预期和消费旺季的临近尾声，原油价格下挫收跌拖累整个能源板块的疲弱；国内，反内卷行情降温，黑色系回调，非金属建材跌幅超2%，谷物、农副产品与有色板块均悉数收跌；油脂油料板块涨幅超过4%领涨商品，贵金属、煤焦钢矿、软商品与化工板块均收涨。

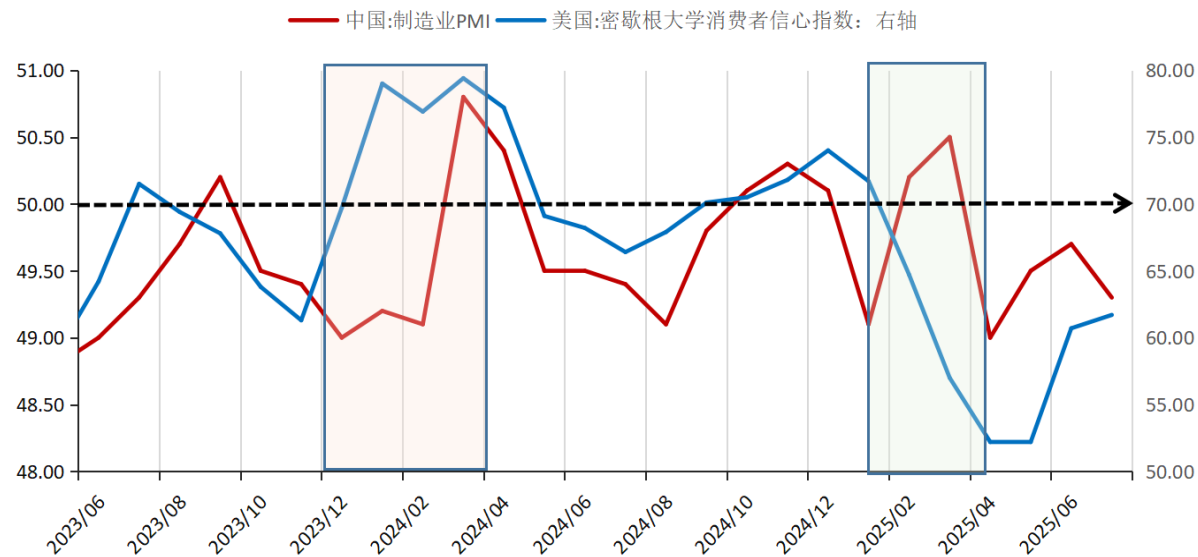
最近，最值得关注的宏观问题在于A股超市场预期强劲，其背后源于国内预期的转变。前两年，疫后的疤痕效应，与美债高利率的压制之下，国内股市楼市的低迷，对于国内投资者而言，一直面临着严重的资产荒困境，大量资金被迫配置在收益较低但相对稳定的债券资产上，继而形成了持续两年的债牛行情。同时，避险资产黄金的亮眼表现也吸引着大量资金的配置。去年9.24以后，悲观预期扭转，大量资金流入股市，充裕的流动性支撑着股市的活跃度，今年春节左右，DeepSeek的问世，不仅提振了国内的乐观情绪，更引发了中国资产的重估。清明前后，对等关税来袭，中国强硬反制，几番较量之下，历经三场中美谈判，一举扭转被动的局势，国内市场信心不断强化，投资者风险偏好抬升，股市表现强势，一举创出十年新高，年内收益更是超过美股。同时，商品期货市场热点不断板块轮转，资金青睐。然而，形成鲜明对比的则是，黄金高位震荡光芒不再闪耀，国债期货高位回落资金流出，房市则也延续着多年以来的低迷。赚钱效应之下，股市和商品期货市场有望持续吸引资金的青睐。

全球来看，弱美元成为不确定世界中相对确定的宏观因子，以美元羸弱为基础的降息交易主导着近期全球风险资产的定价，成为重要的宏观逻辑。长期来看，美国信用的弱化是美元长期走弱的基础；中期视角，特朗普让制造业回流，以及降低美国政府利息负担的诉求蕴含着弱美元的政策倾向；短期上说，美国经济在关税冲击下转弱，美联储降息预期的强化，以及美国与欧洲货币政策的错位导致美欧利差的收敛，均是施压美元指数的重要因素。

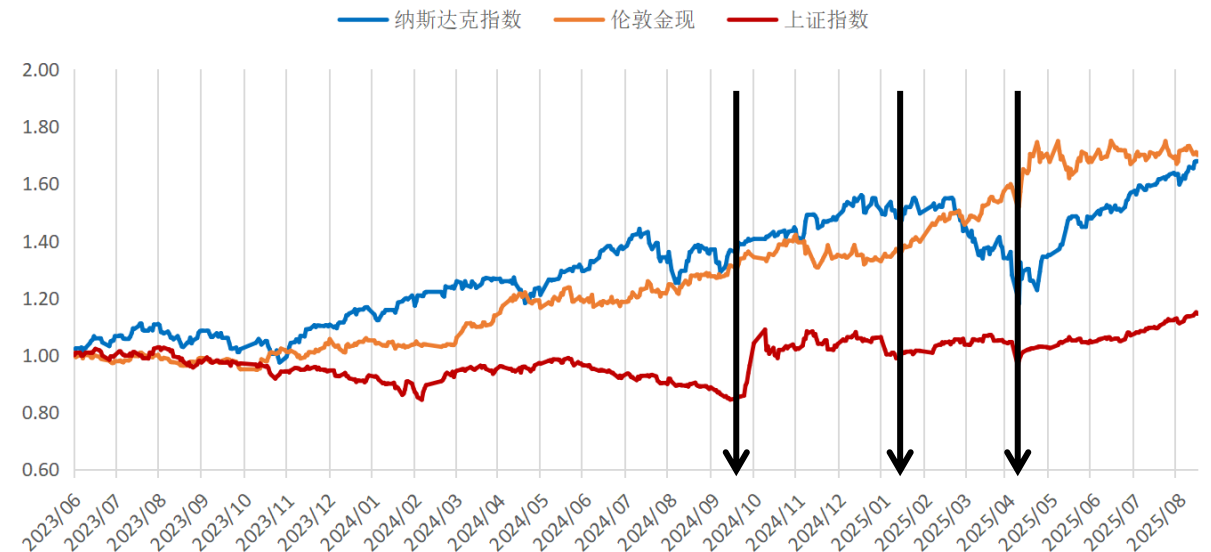
预期与现实

- 8月最值得关注的宏观问题在于A股超市场预期**的强劲**，其背后源于国内预期的转变。
- 资产价格是经济在金融市场的映射，相对于现实，更加反映的是投资者预期。宏观数据与微观感受之温差，源于预期和现实的劈叉收敛；
- 近年来，宏观数据变化相对平稳，但市场预期波动较大，继而映射在资本市场上，表现为资产价格的大起大落，特别是国内尤为明显；
- 7月PMI为49.3，2024年8月PMI为49.1，二者相差无几，但股市则天壤之别，**核心变化在于预期的转变！**

中国制造业PMI与美国消费者信心指数



美股和A股2023年6月以来收益走势图



美股的“牛”VS中房的“熊”恰是财富效应的AB面

作为核心资产，美股与中房分别是美国与中国居民家庭资产配置的重要组成部分，更与企业 and 政府部门的“资源配置”密切相关，因此，二者的价格走势牵动着居民的投资与消费，更影响着两国经济的强弱，具有明显的财富效应。前两年，美股的走“牛”VS中房的变“熊”恰是财富效应的AB面，在中美两国起到截然相反的影响，继而带来了“体感”的冷暖与信心的强弱。

加杠杆-紧货币扩财政

通过政府部门加杠杆的形式，加息高利率叠加国际形势的动荡，加速美元的回流，支撑美元资产的坚挺，但也带来了巨大的政府债务负担。

降杠杆-AI科技革命推升美股

AI科技革命推升美股屡创新高，直接融资受益叠加政府的补贴帮助企业降杠杆，但要警惕关税战对企业经营的影响和冲击，以及中国科技爆发所带来的挑战。

低杠杆-财富效应接棒超额储蓄

美国居民强劲的消费支出是支撑经济韧性的重要因素，源于疫情期间积累的超额储蓄，现由财富效应接棒，因此与美股走势高度相关。



高杠杆-间接融资为主，产能过剩

产能过剩、地产拖累、行业分化
高收入行业遭受打击，关税冲击下的抢出口效应，“出海”优于“出口”。金融行业强监管在出清，成本端有所压降，但投资端面临资产荒难题。

去杠杆-提前还贷消费降级

房产占据家庭资产配置的大头，房价只涨不跌的神话破灭，居民提前还贷主动降杠杆，消费降级，国内需求不足与资产荒的根源。股市走强所形成的赚钱效应加速居民存款搬家。

加杠杆-以反内卷促改革，侧重科技与消费

从货币政策为主转向财政为主货币配合的模式，明确走向中央主动加杠杆道路。9.24一揽子政策组合拳之下，国内信心触底反弹，坚定走向高质量发展之路。

预期为何扭转？如何发生变化？

➤ 2024年9月（机会）

美联储开启降息，

中国9.24一揽子政策力挽狂澜；

➤ 2025年1月（祛魅）

DeepSeek问世，哪吒闹海火爆，

中美资产重估，东升西降叙事；

➤ 2025年4月（底气）

特朗普对等关税暴击全球，

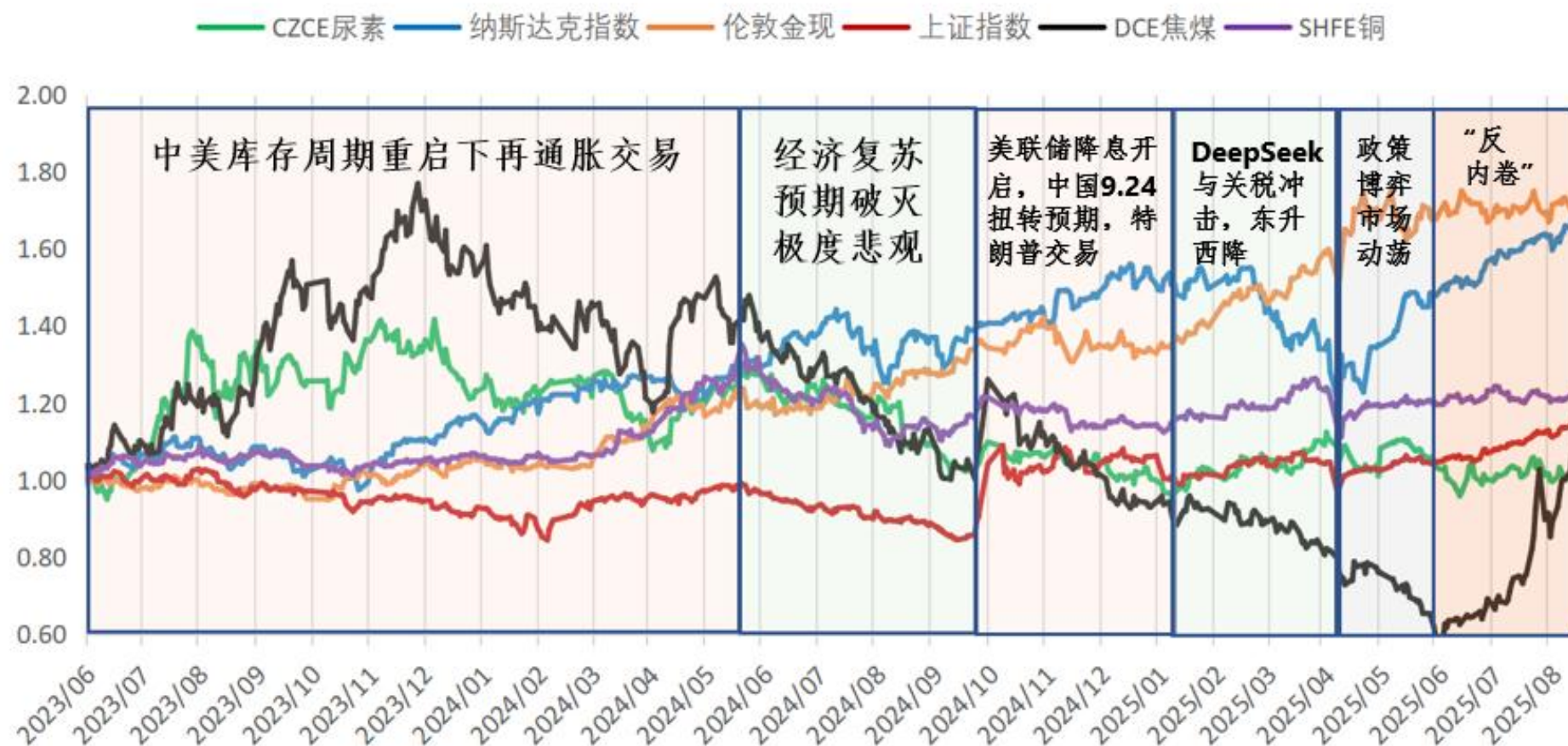
中国对等反制，政治博弈、政策

反复、市场动荡、资产分化；

➤ 2025年7月（供给）

“反内卷”交易主导国内。

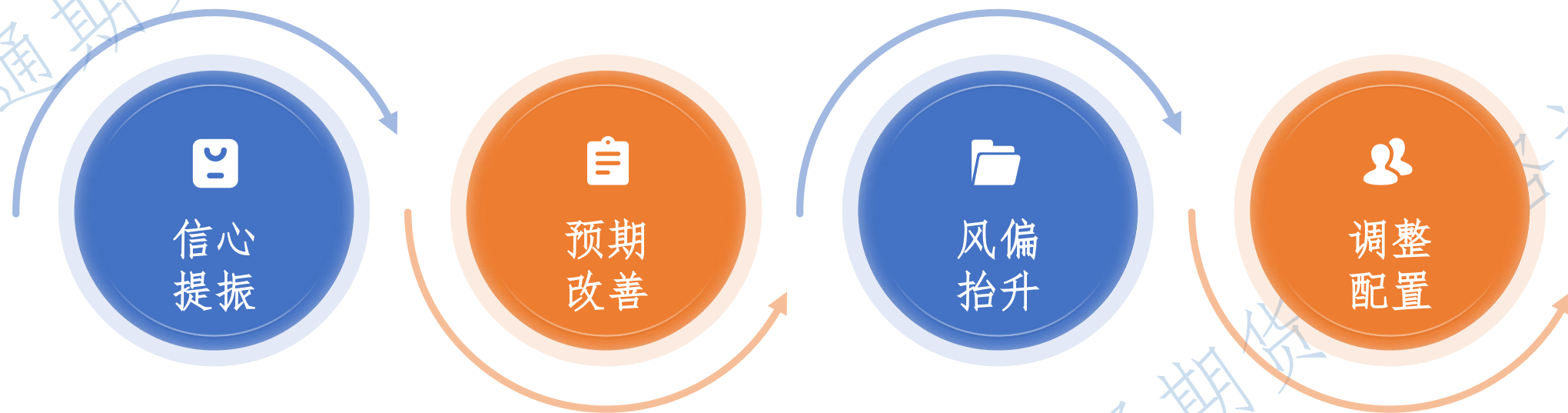
重要资产价格2023下半年以来收益走势图



投资有风险，入市需谨慎。

- 资产荒之下，伴随着对西方的祛魅，科技的突破与文化的自信，市场信心提振，继而改善预期，低估的中国资产迎来重估，投资者风险偏好抬升，在资产配置上进行调整。
- 股市的强劲表现，投资者疤痕效应转向赚钱效应，形成居民的存款搬家。
- 国内居民存款搬家，整体呈现出从实物资产转向金融资产，减少安全资产（债券固收、黄金）增加风险资产（股市权益与商品期货）。

A股信心牛的 底层逻辑



祛魅



重估

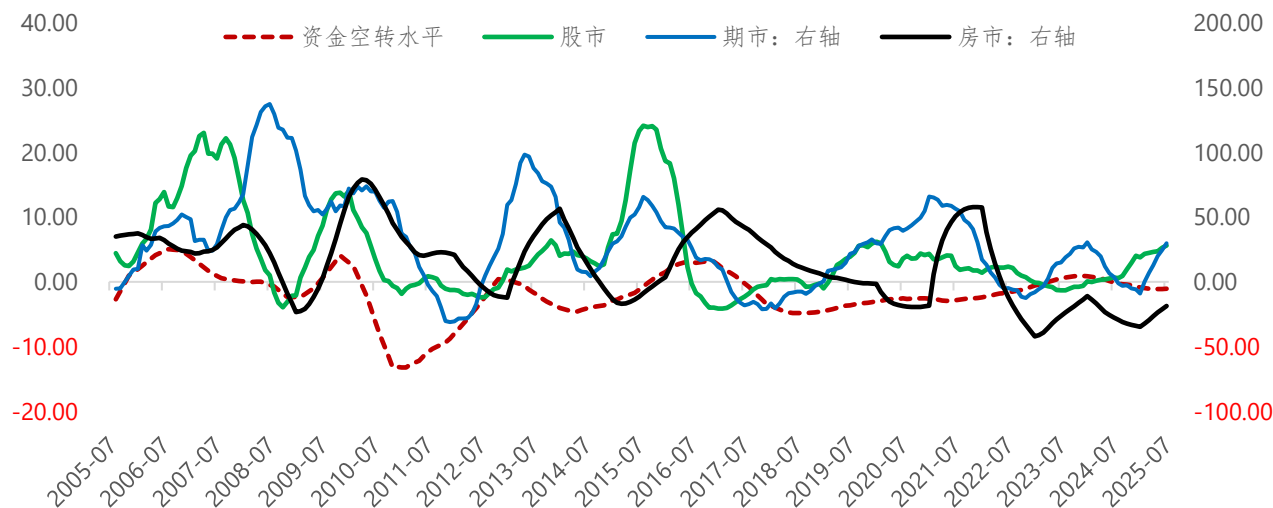
赚钱效应下，资金青睐股市和商品

前两年，疫后的疤痕效应，与美债高利率的压制之下，国内股市楼市的低迷，对于国内投资者而言，一直面临着严重的资产荒困境，大量资金被迫配置在收益较低但相对稳定的债券资产上，继而形成了持续两年的债牛行情。同时，避险资产黄金的亮眼表现也吸引着大量资金的配置。

去年9.24以后，悲观预期扭转，大量资金流入股市，充裕的流动性支撑着股市的活跃度，今年春节左右，DeepSeek的问世，不仅提振了国内的乐观情绪，更引发了中国资产的重估。清明前后，对等关税来袭，中国强硬反制，几番较量之下，历经三场中美谈判，一举扭转被动的局势，国内市场信心不断强化，投资者风险偏好抬升，股市表现强势，一举创出十年新高，年内收益更是超过美股。同时，商品期货市场热点不断板块轮转，资金青睐。然而，形成鲜明对比的则是，黄金高位震荡光芒不再闪耀，国债期货高位回落资金流出，房市则也延续着多年以来的低迷。

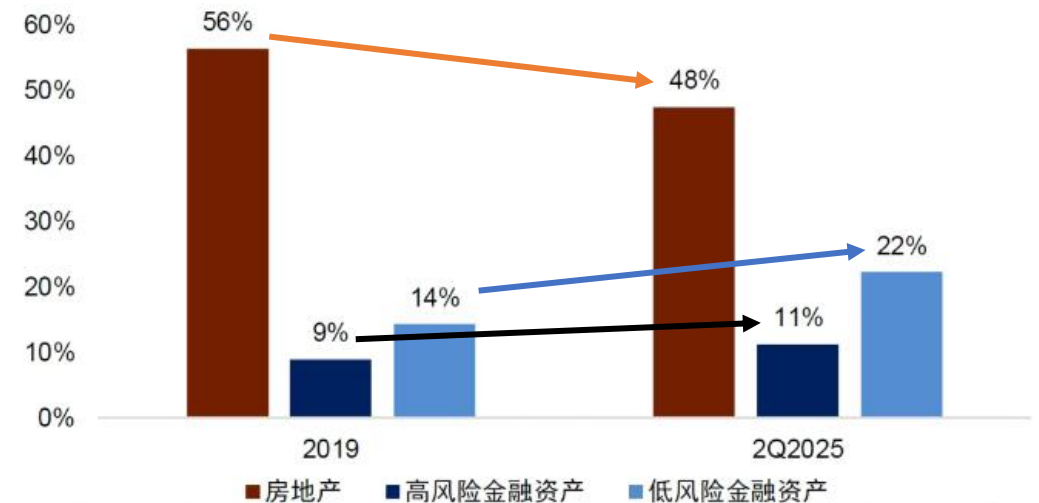
赚钱效应之下，股市和商品期货市场有望持续吸引资金的青睐。

资金空转水平与股市、房市、期市成交量变动关系



数据来源：Wind 冠通研究

占城镇家庭总资产的比例



资料来源：Wind，人民银行，中金公司研究部

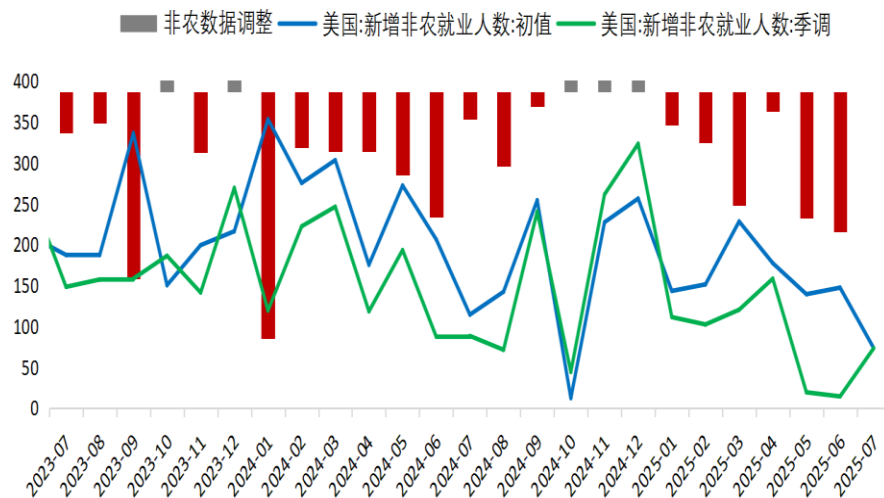
投资有风险，入市需谨慎。

美国7月非农就业数据爆冷，降息交易开始主导海外市场

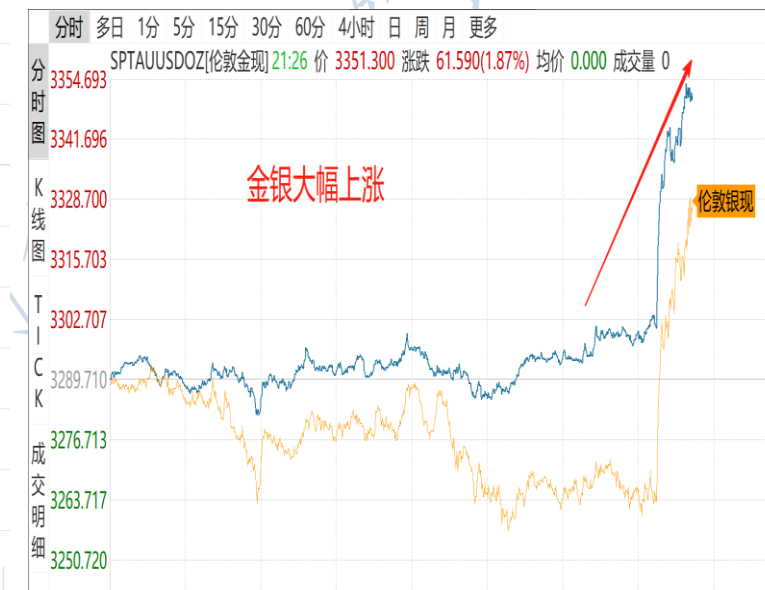
美国7月季调后非农就业人口增7.3万人，预期增11万人，前值从增14.7万人修正为增1.4万人。

- **数据表现：**失业率为4.2%，预期4.2%，前值4.1%；U6失业率为7.9%，前值7.7%；就业参与率为62.2%，预期62.3%，前值62.3%；平均每小时工资同比增3.9%，预期增3.8%，前值从增3.7%修正为增3.8%。
- **市场反应：**美元指数短线跳水逾80点，报99.4，跌0.6%。非美货币跳涨，其中欧元兑美元跳涨逾120点，报1.1505，涨0.78%；美元兑日元跳水，报149.25，跌逾1%。现货黄金跳涨，升破3310美元/盎司，日内涨0.6%。美股三大期指小幅反弹，道指期货跌近0.7%，标普500指数期货跌逾0.7%，纳指期货跌逾0.9%。美国国债收益率下跌，其中2年期国债收益率报3.813%，10年期国债收益率报4.297%。
- **降息预期：**交易员认为美联储在9月会议上降息25个基点的可能性为75%，而就业报告公布前为45%。

美国新增非农就业人数(千人)与数据调整



注：数据均来源于Wind、冠通研究



投资有风险，入市需谨慎。

特朗普正式罢免美联储理事库克，继续挑战美联储的独立性

- 8月1日，美联储理事阿德里安娜·库格勒（Adriana Kugler）突然宣布将于8月8日辞职，较原定任期（2026年1月）提前5个月离任。她由拜登提名于2023年9月就职，是近期FOMC会议中相对鹰派的成员，主张在特朗普关税政策对通胀影响未明前维持利率不变。辞职原因未公开，仅表示将重返乔治城大学任教。
- 8月7日，特朗普宣布提名白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰（Stephen Miran）接替库格勒，任期至2026年1月31日，并称其为“临时安排”，未来将物色长期人选。米兰是特朗普核心经济幕僚，拥有哈佛经济学博士学位，曾任财政部经济政策高级顾问，深度参与关税政策与“海湖庄园协议”（推动美元贬值解决赤字），且长期批评美联储政策“越权”与“群体思维”，主张分拆货币政策和银行监管职能。
- 8月5日，美国总统特朗普在接受美国消费者新闻与商业频道（CNBC）采访时表示，他已将潜在的未来美联储主席范围缩小到四名候选人，该名单不包括财政部长斯科特·贝森特。可能的候选人包括前美联储理事凯文·沃什和国家经济委员会主任凯文·哈塞特，两人都主张降低利率。美联储理事克里斯托弗·沃勒（Christopher Waller）也被认为在候选名单中。特朗普表示：“两位凯文都很优秀，还有其他也很出色的人选。”他还称库格勒的辞职是“一个意外的惊喜”。
- 美联储主席鲍威尔任期将于2026年5月结束，但其理事任期持续至2028年。若鲍威尔卸任后留任理事，将阻碍特朗普提名外部人选。库格勒的空缺使特朗普可提前安插属意的主席候选人（如沃勒、哈塞特、沃什）进入理事会，确保其具备提名资格，并构建内部支持阵营。根据《联邦储备法》，美联储主席由总统提名，且必须从美联储理事会成员中选择，提名需经参议院确认。鲍威尔一直是特朗普批评的对象，外界猜测特朗普可能任命一位“影子主席”来削弱鲍威尔的影响力，直至其任期结束。特朗普未明确承诺采取这一策略，但表示“这是一种可能性”。米兰的提名若在参议院快速通过（9月9日复会后仅一周即迎议息会议），FOMC鸽派话语权将显著增强。叠加疲软就业数据，美联储可能被迫放弃“观望”立场转向降息，以回应政治压力。特朗普持续公开攻击鲍威尔（称其“过于愚蠢政治化”），并借人事更迭直接干预货币政策，打破了数十年来的“总统不评论联储”惯例。米兰若主导改革（如分拆监管职能），将进一步重构美联储权力框架，使其更易受行政分支牵制，美联储独立性遭遇历史性挑战。
- 当地时间25日晚，美国总统特朗普在社交媒体“真实社交”上发表公开信，宣布解雇美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook），立即生效。当地时间周二（8月26日），美联储理事丽莎·库克的律师表示，库克将提起诉讼，以阻止美国总统特朗普将其解职。这意味着白宫试图影响美国货币政策的行动，可能引发一场旷日持久的法律战。
- 此前，特朗普呼吁库克辞职，此前联邦住房金融局（FHFA）局长比尔·普尔特（Bill Pulte）指控库克在贷款申请中撒谎以获取更优惠条款，涉嫌抵押贷款欺诈。如果库克离职，将让特朗普有可能任命四位美联储理事，使其在七人理事会中占据多数。特朗普在第一任期内已任命了其中两位现任理事，并在不久前已提名其经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰（Stephen Miran）填补由拜登任命的阿德里安娜·库格勒（Adriana Kugler）近期提前腾出的第三个席位。库克的任期将持续至2038年，她随后回应称，不会因胁迫而辞职。

8月杰克霍尔会议，鲍威尔发表“谢幕演讲”，掀起资本市场狂欢

当地时间8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表演讲，释放出明显的降息信号，引发市场广泛关注。鲍威尔在演讲中提到，当前美国经济面临就业市场下行风险、通胀压力以及政策利率处于限制性区域等问题，暗示美联储可能需要调整政策立场，市场普遍将其解读为美联储即将降息的重要信号。



鲍威尔指出，美国劳动力市场处于供需双弱的“脆弱平衡”状态，就业下行风险正在上升。7月非农就业数据大幅下修，新增就业人数仅为3.5万人，远低于2024年的月均16.8万人。这种就业市场的降温趋势使得失业率易上难下，增加了经济下行的风险。

鲍威尔强调，如果这些风险成为现实，可能会导致大量裁员和失业率快速上升，这表明美联储可能需要通过降息来缓解就业市场的压力。

鲍威尔讲话后，美股三大股指集体拉升，道指、纳指涨近2%，标普500指数涨超1.5%；纳斯达克中国金龙指数一度涨超2.5%。

交易员对美联储9月降息的预期大幅上升，联邦基金利率期货隐含的9月降息概率从72%升至94%，年内降息次数预期从1.9次升至2.2次。

美债收益率明显下行，10年期美债收益率下行7.8个基点至4.26%，2年期美债收益率下行11.0个基点至3.68%。美元指数快速下跌1.1%至97.6，国际金价大幅上涨，现货黄金突破3370美元/盎司。

鲍威尔演讲内容的核心总结

1. 对当前经济挑战与评估——

➤ 劳动力市场“奇妙平衡”：

就业增长显著放缓（过去三个月月均仅增3.5万），但失业率仍处历史低位（4.2%），其他指标（辞职率、裁员率、职位空缺比、工资增长）也仅温和走软。鲍威尔认为这是一种“好奇妙的平衡”，源于劳动力供需同步显著放缓。但这种平衡很脆弱，就业下行风险上升。

➤ 经济增长放缓：

上半年GDP增速降至1.2%（2024年为2.5%），主要因消费支出疲软，部分反映潜在产出增长放缓。

➤ 通胀压力：

核心PCE通胀升至2.9%（去年同期更高）。关税影响开始显现，商品价格由降转升（过去12个月+1.1%），住房服务通胀下行，非住房服务通胀仍偏高。核心风险在于关税可能引发更持久的通胀动态（如工资-物价螺旋或通胀预期脱锚），但联储认为目前工资螺旋风险不高，长期通胀预期仍锚定。

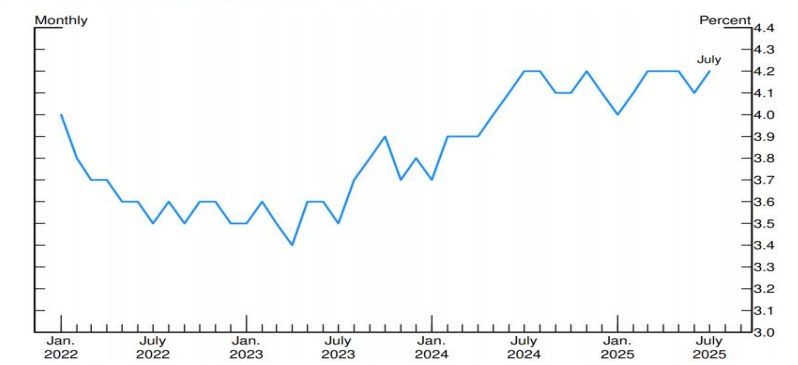
➤ 政策权衡：

通胀风险偏上行，就业风险偏下行，政策制定面临挑战。当前政策利率（比一年前高100基点）更接近中性水平，联储将在考虑数据、前景和风险平衡的前提下“谨慎行事”，但暗示限制性政策立场可能需调整（即可能转向降息）。

注：资料来源于美联储、冠通研究

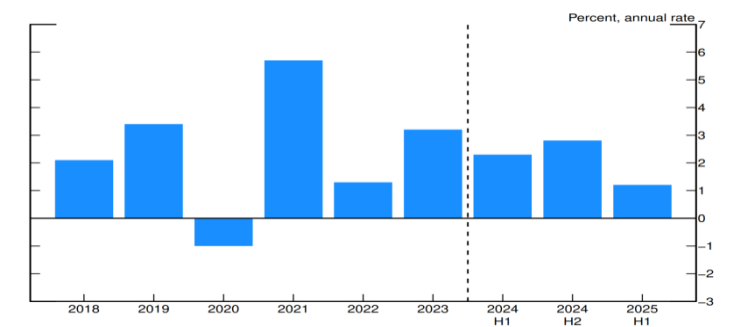
投资有风险，入市需谨慎。

Figure 1: Unemployment Rate



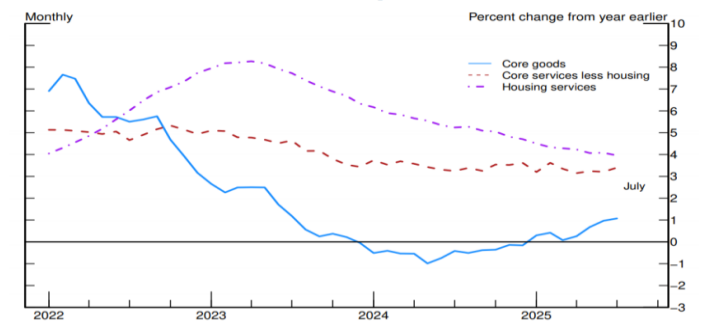
Note: Seasonally adjusted.
Source: Bureau of Labor Statistics, Unemployment Rate, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Figure 3: Real GDP



Note: Percent change from preceding period. The vertical line separates yearly GDP data from half-yearly GDP data. Annual GDP values represent Q4:Q4 comparisons, and half-year GDP values represent Q4:Q2 and Q2:Q4 comparisons. Seasonally adjusted.
Source: Bureau of Economic Analysis, Real Gross Domestic Product, retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Figure 4: Price Indexes for Components of Core PCE Inflation



Note: Core goods inflation is the change in the personal consumption expenditures (PCE) price index excluding energy and food. Core services inflation is the change in the PCE price index excluding energy services. The data for July 2025 are estimates based on consumer price index and producer price index data.
Source: Bureau of Economic Analysis.

鲍威尔演讲内容的核心总结

2. 货币政策框架修订：

这是五年一次的框架评估结果。核心目标是确保框架适用于广泛经济条件，并反映对经济认识的深化。

➤ 放弃ELB焦点：

不再将有效利率下限视为决定性特征，强调框架旨在“在广泛经济条件下”促进双重使命。但仍保留在ELB时使用全部工具的承诺。

➤ 放弃平均通胀目标制（AIT）：

正式取消2020年采用的“补偿策略”（即允许通胀在一段时间适度超调以弥补前期不足）。回归更传统的“灵活通胀目标制”。明确承认2020年后出现的通胀既非联储“有意”，也非“温和”。

➤ 强调通胀预期锚定：

重申稳固锚定的通胀预期对成功实现双重使命至关重要（尤其在应对高通胀和避免通缩时）。强调联储将“有力行动”确保其锚定。明确指出“物价稳定对健康经济和全民福祉至关重要”。

➤ 移除“就业不足”措辞：

不再使用“缓解就业相对于最大水平的不足（shortfalls）”的表述，因易被误解为放弃先发制人或忽视劳动力紧张。新表述更清晰：就业可能暂时高于实时估计的最大水平而不必然威胁物价稳定；但若劳动力紧张威胁物价稳定，联储将采取先发制人行动。

➤ 平衡冲突目标：

当就业和通胀目标冲突时，明确采用“平衡方法”，考虑偏离程度和恢复预计时间（更接近2012年框架）。

➤ 连续性：

保留核心原则：前瞻性、考虑政策滞后、依据经济前景和风险决策、不为就业设数值目标、维持2%长期通胀目标（因其提供足够缓冲且不影响决策）、承诺未来定期评估。

注：资料来源于美联储、冠通研究

投资有风险，入市需谨慎。



Figure 5: Forecasts Made in December 2021

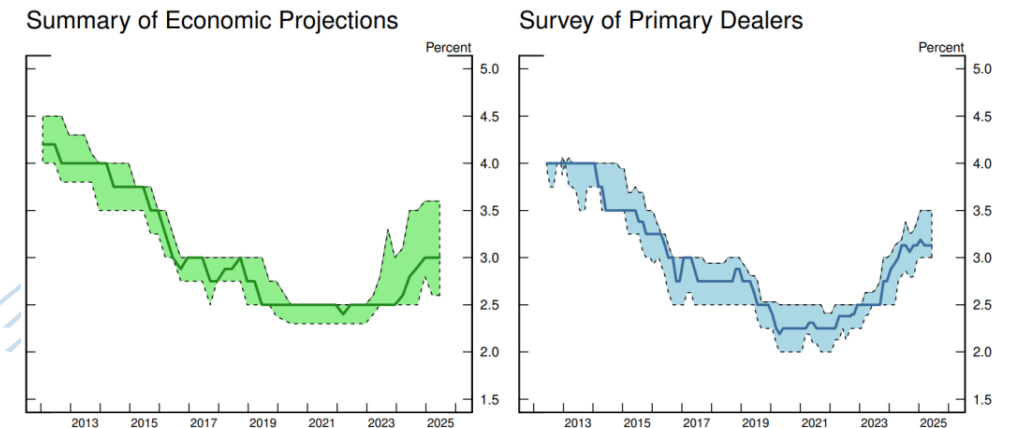
	2021 Q4/Q4 core inflation	2022 Q4/Q4 core inflation	End-2022 policy rate
SEP median	4.4%	2.7%	.9%
Blue Chip consensus	4.4%	2.6%	.5%*
Primary Dealer median	4.4%	2.5%	.75%

Note: SEP is Summary of Economic Projections.

* Blue Chip reports projections of the 3-month T-bill rate in the fourth quarter.

Source: Federal Reserve Board; Blue Chip; Federal Reserve Bank of New York.

Figure 6: Longer-Run Federal Funds Rate: Summary of Economic Projections and Survey of Primary Dealers



Note: The green shading is the central tendency from the Summary of Economic Projections. The blue shading represents the 25th to 75th percentile of responses from the Survey of Primary Dealers.

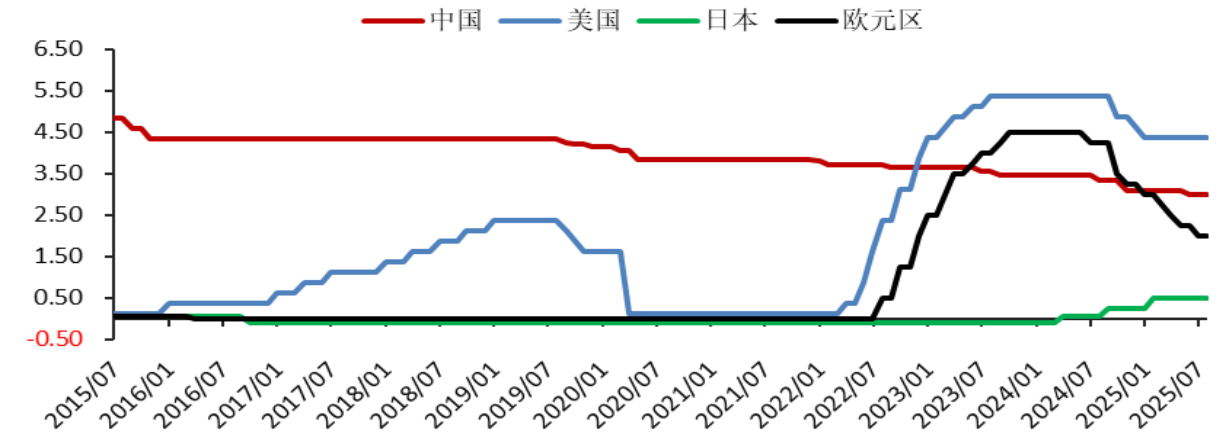
Source: Federal Reserve Board; Federal Reserve Bank of New York.

降息预期强化，美债收益率与美元指数联袂大跌，强化弱美元的共识

- 长期来看，美国信用的弱化是美元长期走弱的基础；
- 中期视角，特朗普让制造业回流，以及降低美国政府利息负担的诉求蕴含着弱美元的政策倾向；
- 短期上说，美国经济在关税冲击下转弱，美联储降息预期的强化，以及美国与欧洲货币政策的错位导致美欧利差的收敛，均是施压美元指数的重要因素。

因而，弱美元成为不确定世界中相对确定的宏观因子，以美元羸弱为基础的降息交易主导着近期全球风险资产的定价，成为重要的宏观逻辑。

中美日欧的中央银行政策利率%



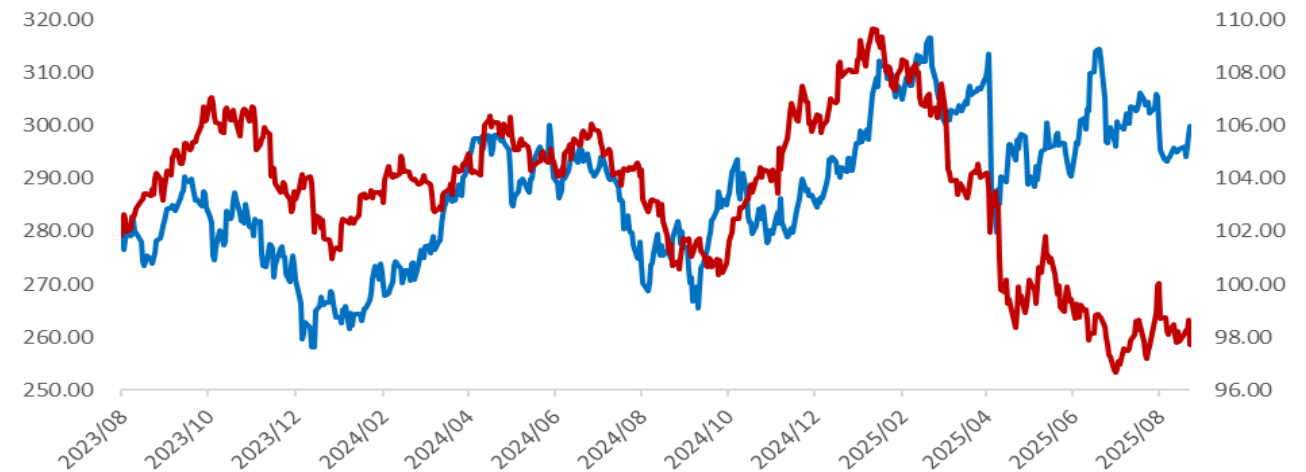
美国10年期国债收益率与美元指数

— 美国:国债收益率:10年 — 美元指数: 右轴



CRB商品指数与美元指数

— RJ/CRB商品价格指数 — 美元指数: 右轴



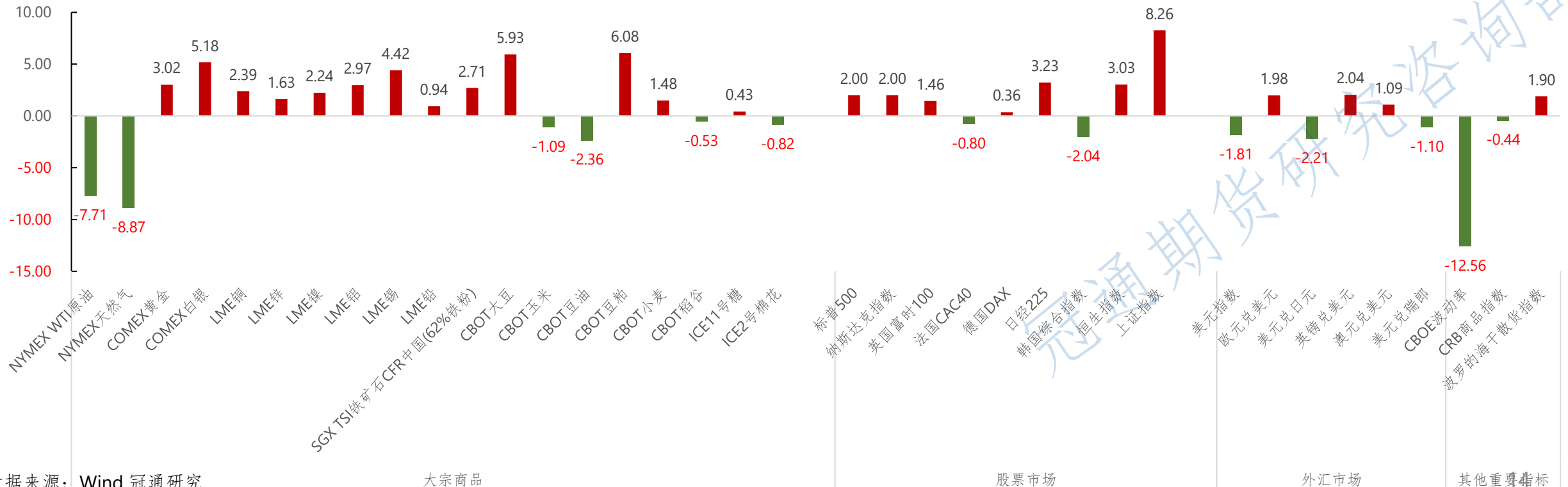
注：数据均来源于Wind、冠通研究

投资有风险，入市需谨慎。

全球大类资产表现

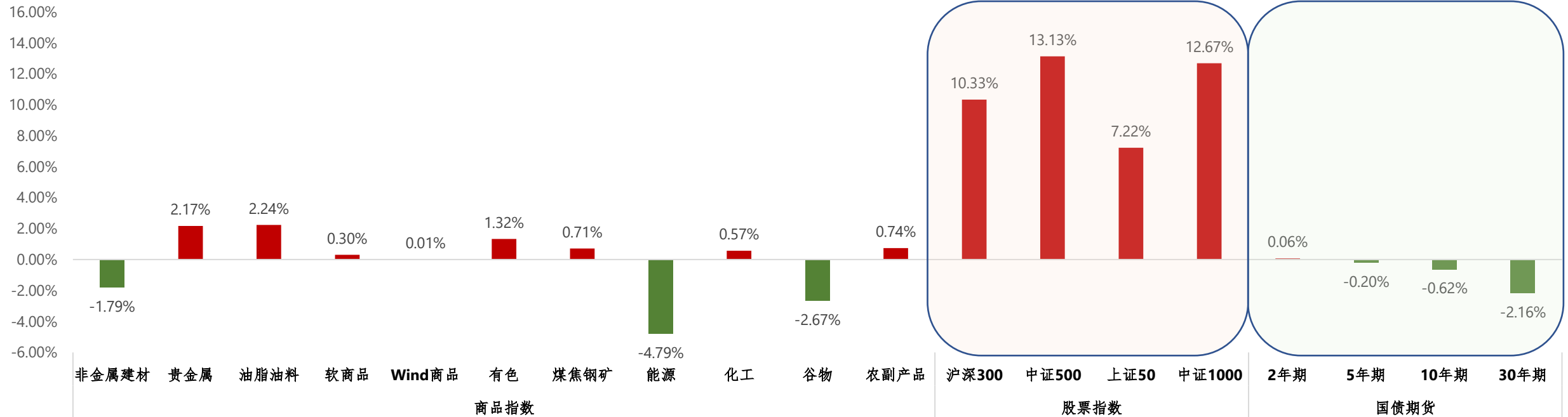
8月，资本市场风险偏好抬升，风险资产价格普遍收涨。海外，美国的关税谈判波澜不惊，但关税的影响却开始显现，爆冷的非农数据给资本市场吓了一跳，通胀的韧性回升则弱化了美联储降息的预期，宏观数据的怪异，特朗普对美联储人事的干预，挑战着美联储的独立性更令其政策选择左右为难，鲍威尔顺势修订货币政策框架，弱化通胀的影响，市场鸽派解读9月重启降息几成共识。投资者风险偏好抬升，波动率VIX大幅下降，全球主要股市多数收涨，BDI小涨，美元大跌非美货币走强，大宗商品涨多跌少。国内，“反内卷”行情虽然降温，但A股的强势亮眼不断吸引资金的青睐，赚钱效应之下加速投资者存款搬家，商品期货伴随着反内卷的降温市场风格反转，原油的大跌更是拖累能源板块，降息预期强化支撑贵金属的重拾涨势。

全球大类资产月度表现%



国内期货市场表现

本月期市板块涨跌幅



8月，国内期货市场呈现出股强债弱商品降温的格局。四大股指全线收涨，上证50涨幅最小，成长股表现明显强于价值股；A股牛市归来大盘时隔十年再次站上3800点，赚钱效应下资金纷至沓来，资本市场投资者风险偏好抬升。国债期货悉数收跌，结构上近强远弱；大宗商品行情降温涨跌互现风格反转，Wind商品指数小幅收涨，10个板块中多数收涨有3个板块收涨。海外，美国非农数据爆冷，关税对经济的冲击开始显现，叠加俄乌停火的预期和消费旺季的临近尾声，原油价格下挫收跌拖累整个能源板块的疲弱；国内，反内卷行情降温，黑色系回调，非金属建材跌幅-1.79%，谷物大幅收跌-2.67%；油脂油料板块涨幅超过2%领涨商品，贵金属、有色、农副产品与煤焦钢矿、软商品板块均悉数与化工板块均收涨。



大宗商品指数走势——“反内卷”降温，大宗商品高位回落

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





南华商品指数季节性特征——近十年来看，9月收涨概率略大



- 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0.14%，上涨的次数大幅高于下跌的次数（9次中占7次），不过上涨的幅度明显不及跌幅；
- 从当前南华指数所处的历史位置来看，处于绝对的价格高位。
- 统计意义上讲，9月潜在收跌的概率略高。

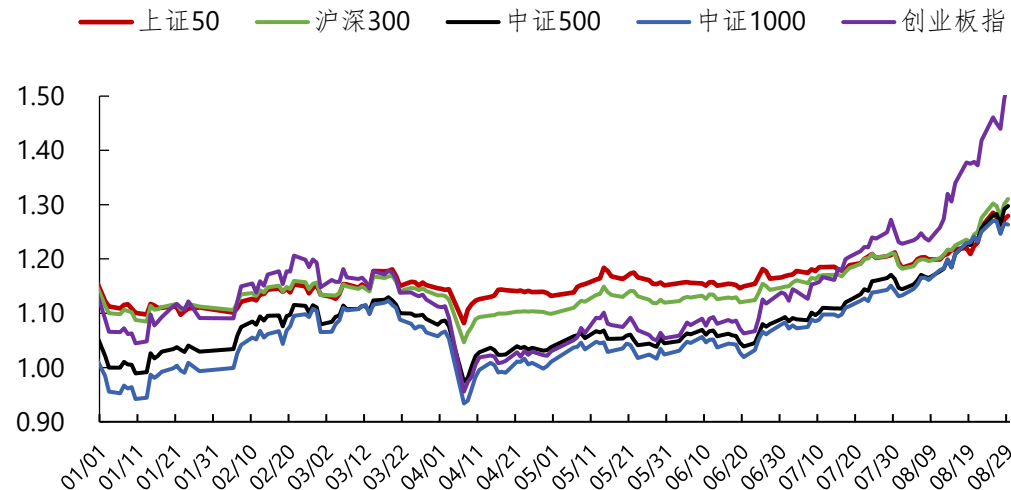


股指表现——大幅上扬，估值走高，股指ERP承压，市场情绪乐观积极

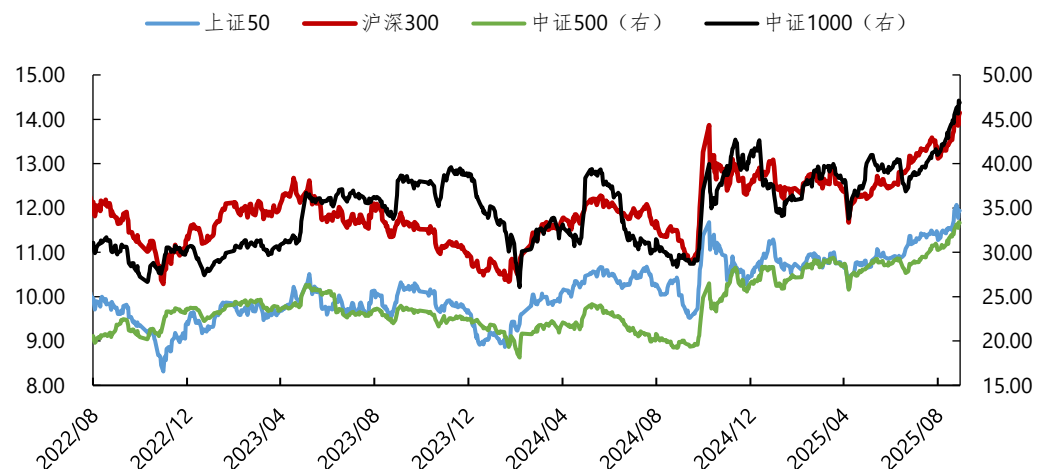
万得全A



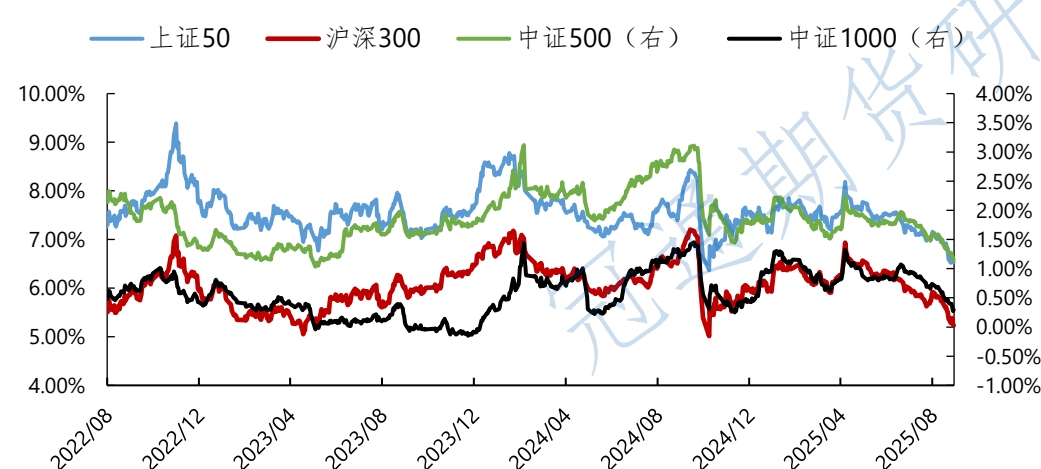
股票指数2025年以来收益表现



股指市盈率PE (TTM)



股指风险溢价ERP

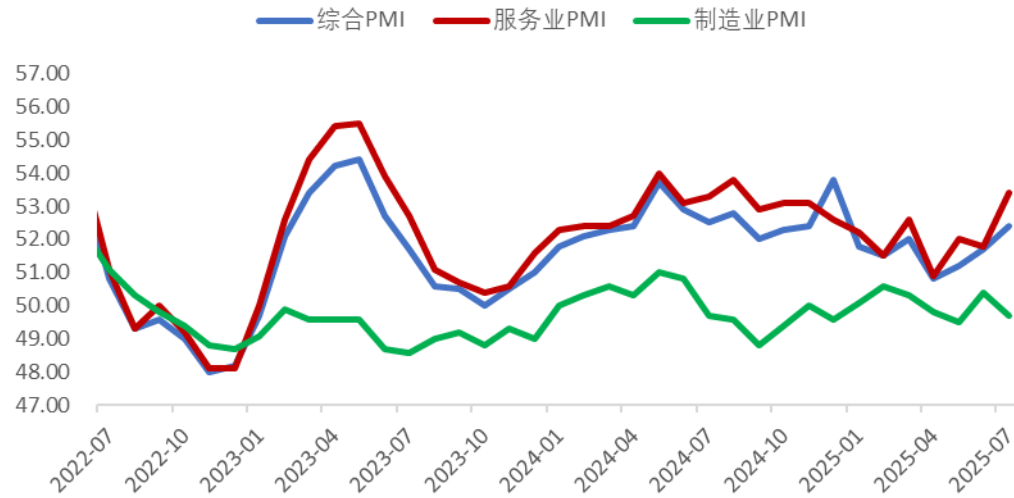


- 8月，股市走势延续强势一路上扬，主要股指全线收涨，市场风格特征上，价值股相对于成长股表现不那么强势；
- 估值上看，四大股指的市盈率PE (TTM) 明显抬升，中证1000的PE显得更具弹性，上行力度更大；
- 四大股指的风险溢价ERP承压走低，市场情绪乐观积极。

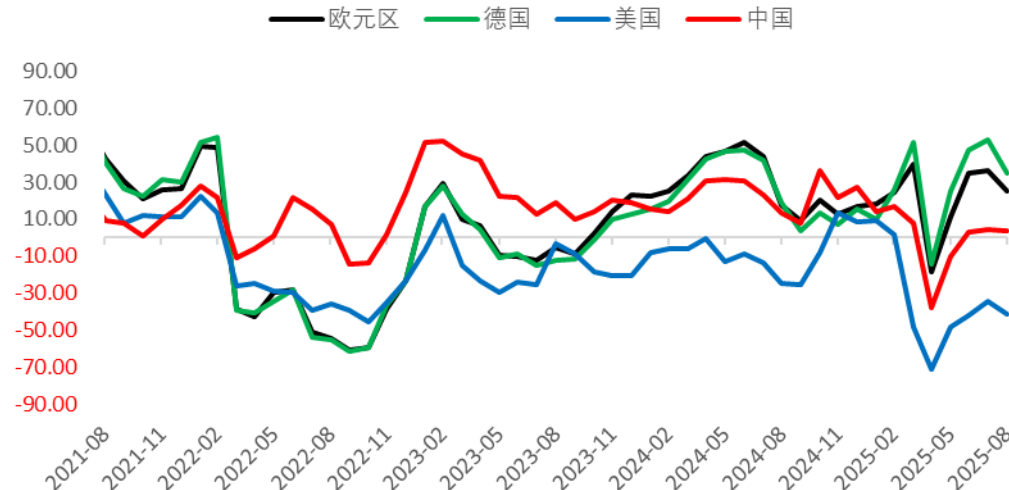


全球经济表现--景气程度：“软数据”转强，经济景气与信心指数抬升

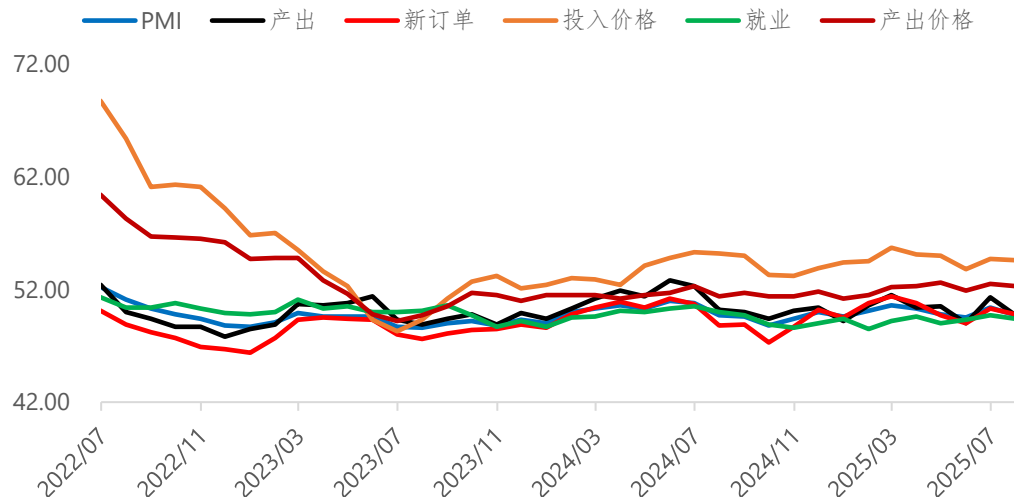
摩根大通全球PMI



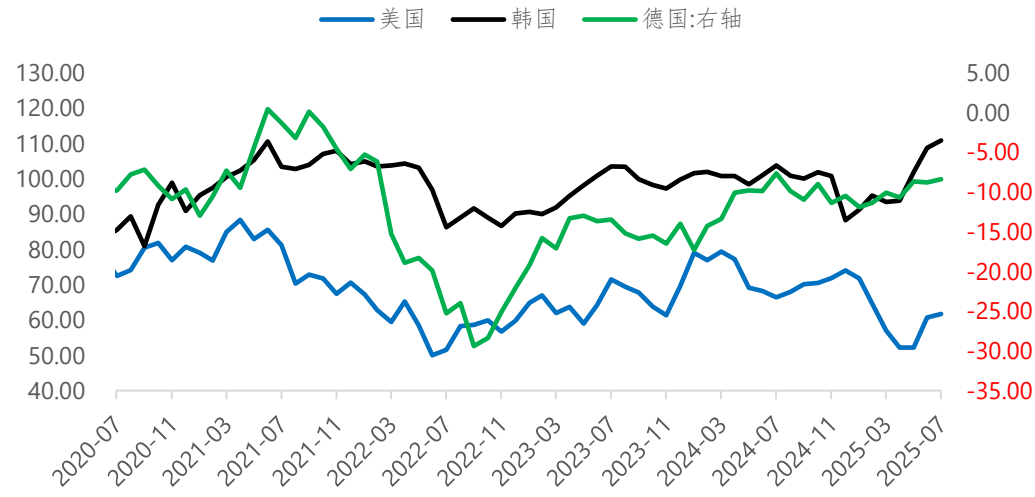
ZEW经济景气指数



摩根大通全球制造业PMI



消费者信心指数



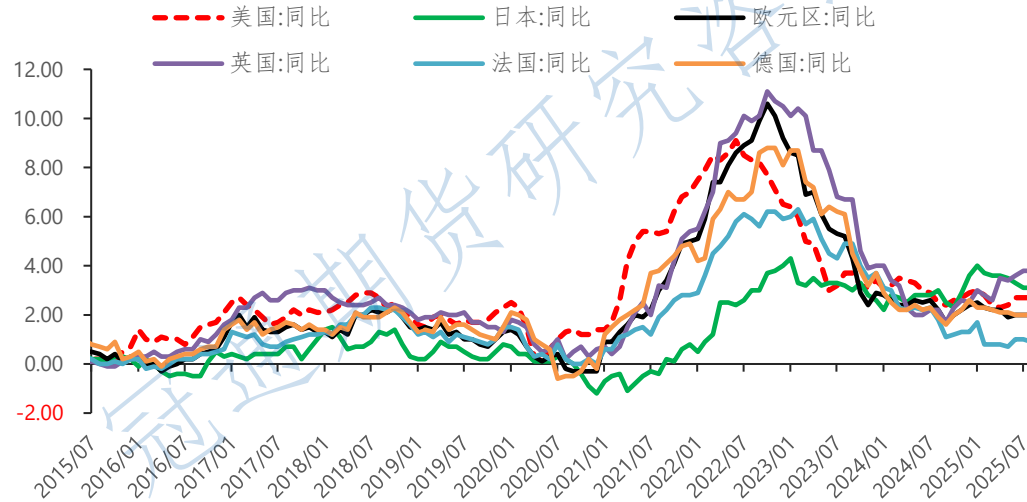
➤ 全球经济景气度回暖但劈叉分化，摩根大通全球综合PMI重拾涨势，而服务业的变强与制造业的转冷显示二者的再次进一步劈叉；

➤ 主要经济体ZEW经济景气指数结束反弹开始掉头下行；

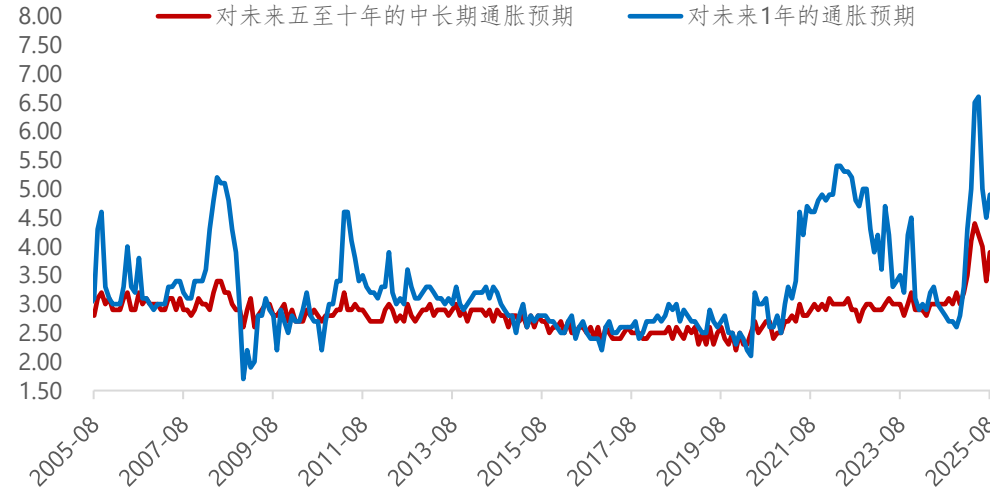
➤ 主要经济体的消费者信心指数整体偏强，美国与韩国反弹上扬，德国则相对平稳。

全球经济表现--通胀：数据上重新抬头，预期和现实联袂走高

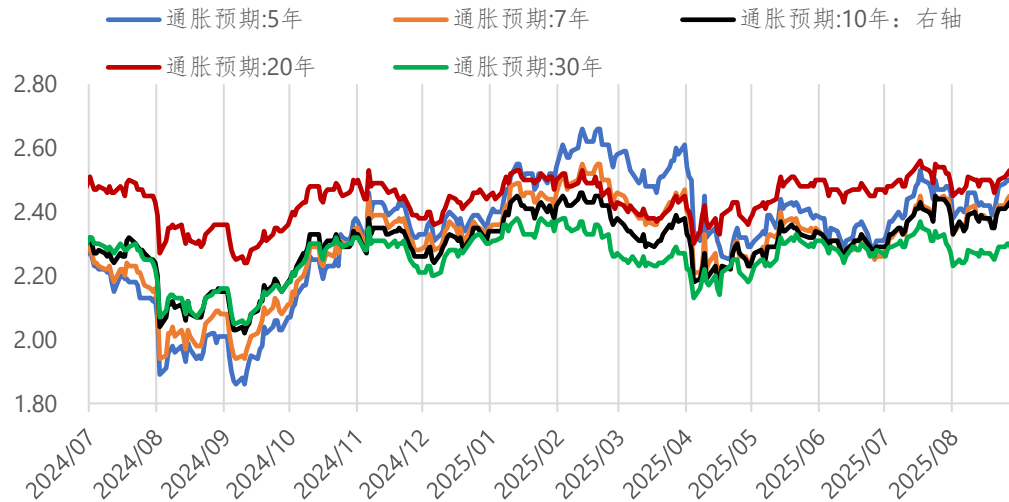
主要经济体CPI%



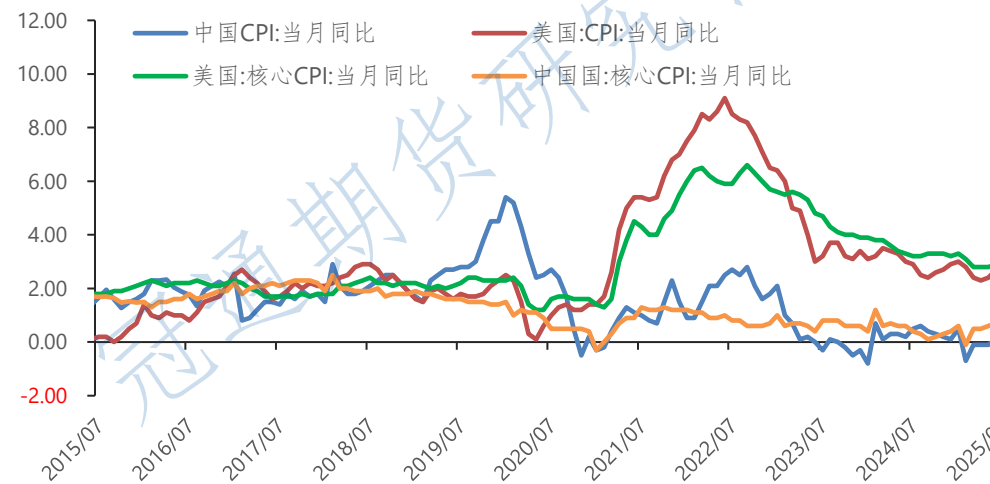
美国:密歇根大学通胀预期%



美国国债隐含通胀预期近期走势图%



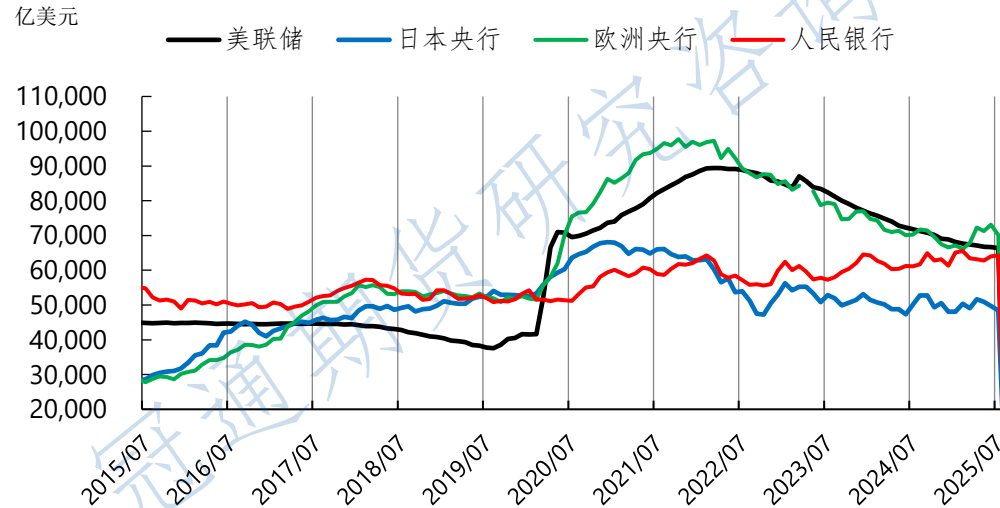
中美通胀对比%



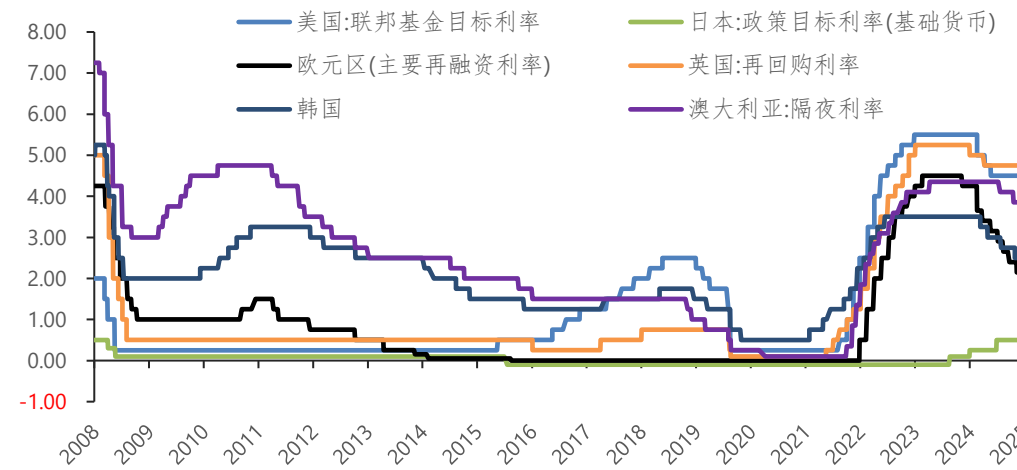
- 主要经济体经济通胀重新抬头，美国通胀幅度更大，日本通胀高位回落；
- 密歇根大学的通胀预期中长期和短期指标双双高位拐头后小幅反弹；
- 国债市场隐含的通胀预期震荡抬升；
- 中美CPI依旧是天壤之别相差甚远，美国的通胀韧性十足，中国反内卷之下有望走上再通胀。

全球经济表现--金融条件：日、美央行延续缩表，欧洲央行扩表转缩，中国央行重新扩表

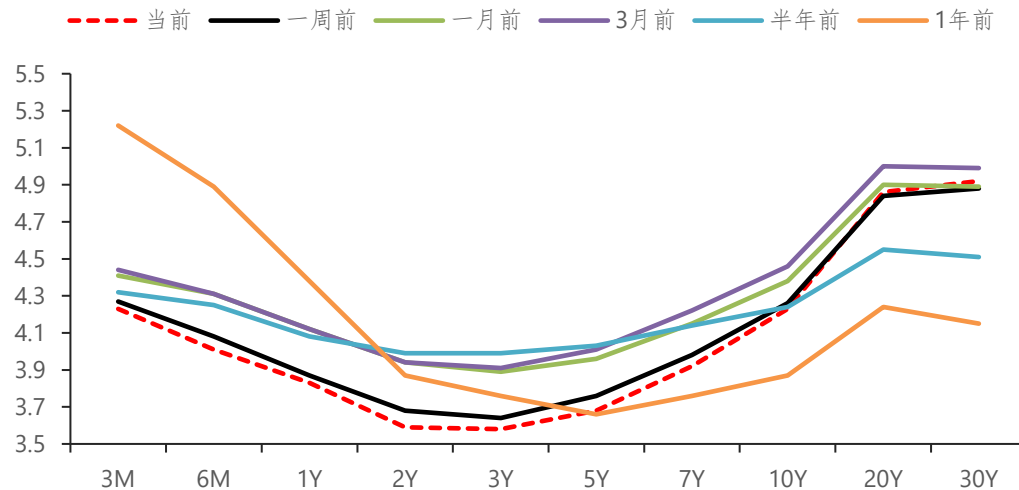
全球主要央行资产负债表



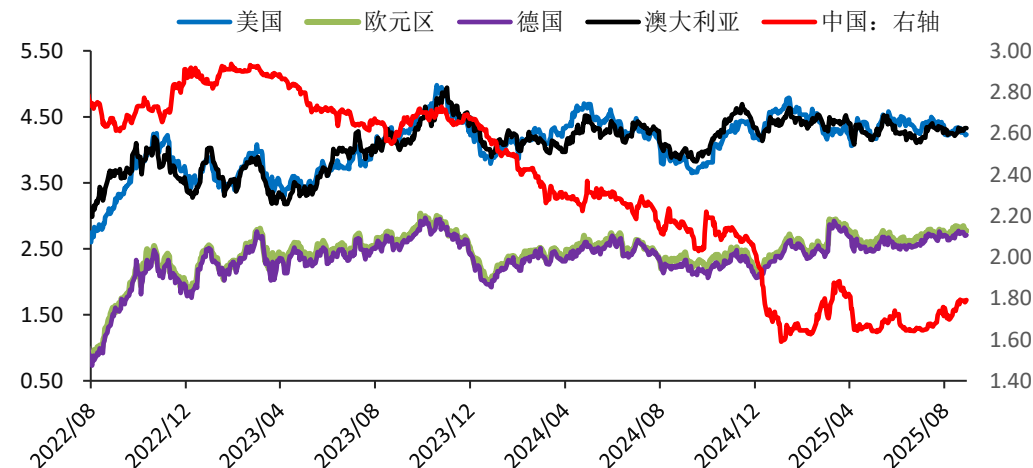
全球主要经济体基准利率%



美国国债收益率曲线



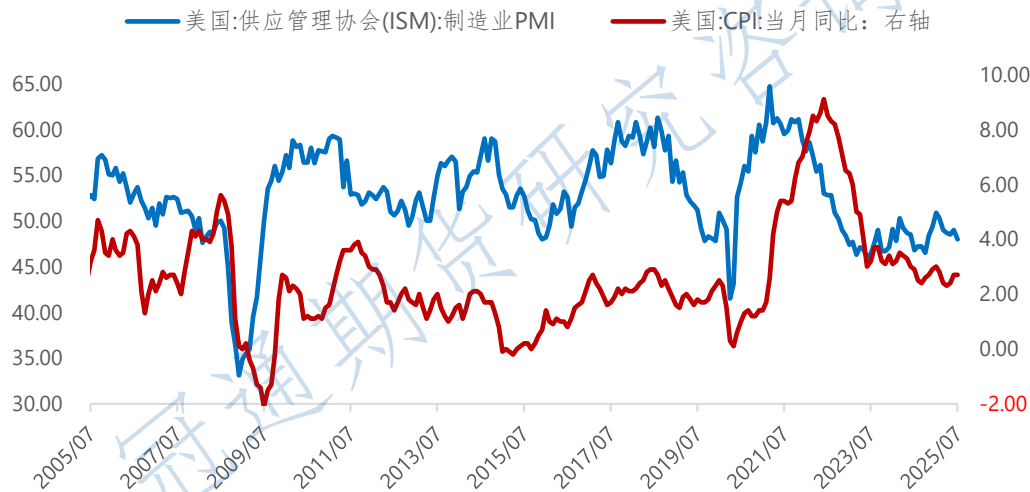
全球主要经济体十年期国债收益率走势图



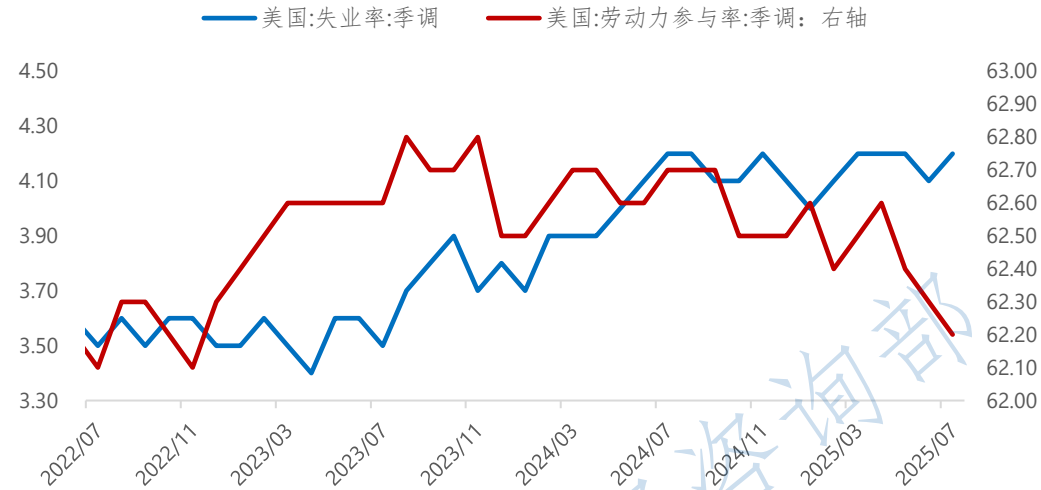
- 美联储自去年9月开启降息之后，主要经济体经济基准利率多数下调，日美央行资产负债表联袂收缩，但欧洲央行的降息扩表则转向缩表；
- 发达经济体国债收益率普遍高位震荡，中国则从历史低位明显震荡反弹；
- 美债收益率震荡走低，期限结构转为呈现“牛陡”。

全球经济表现—美国：“硬数据”开始显现关税的影响，通胀反弹，劳动参与率大降

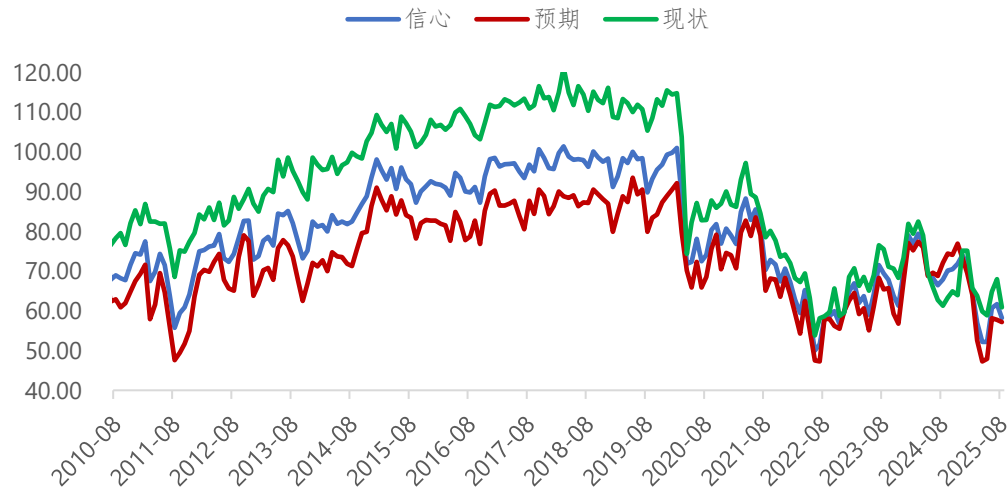
美国经济景气与通胀



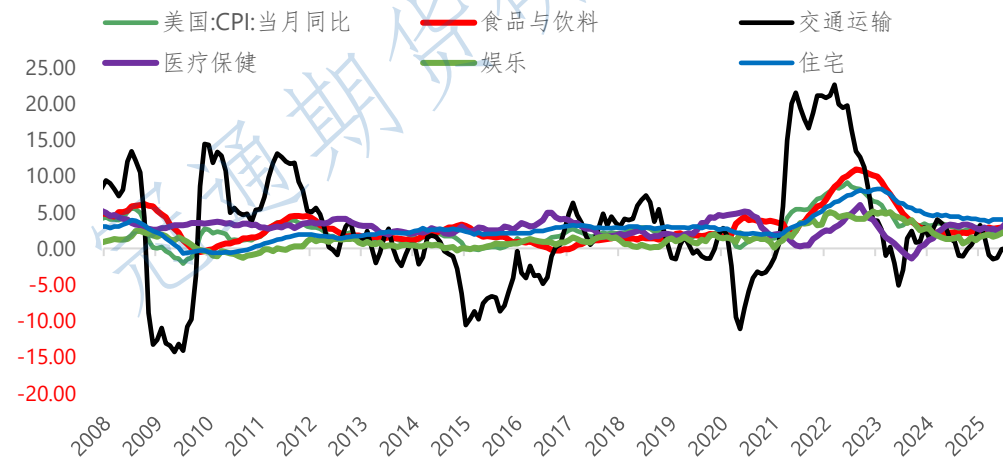
美国失业率与劳动参与率%



美国密歇根消费者信心指数



美国CPI分项表现%

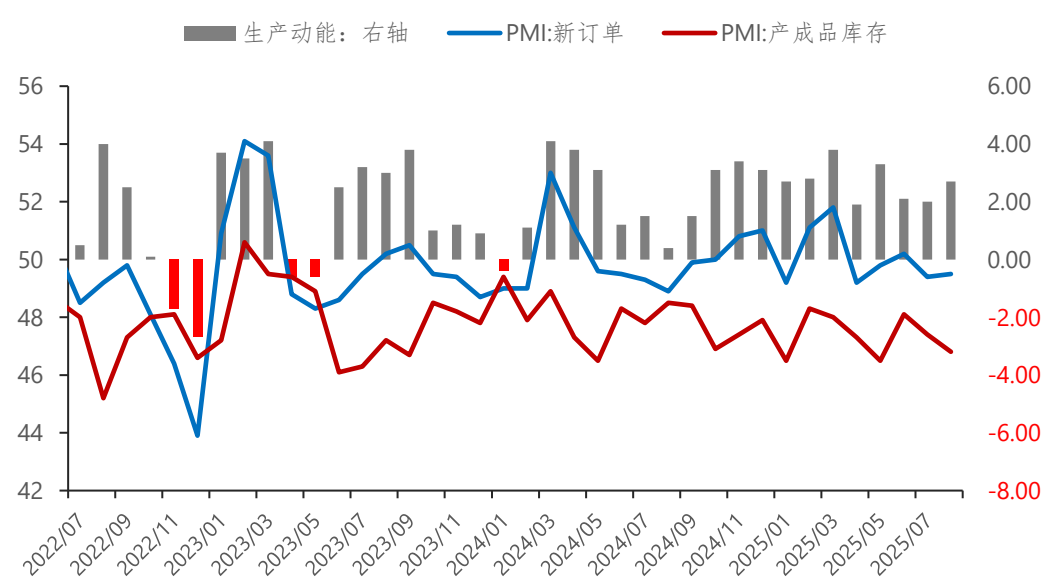
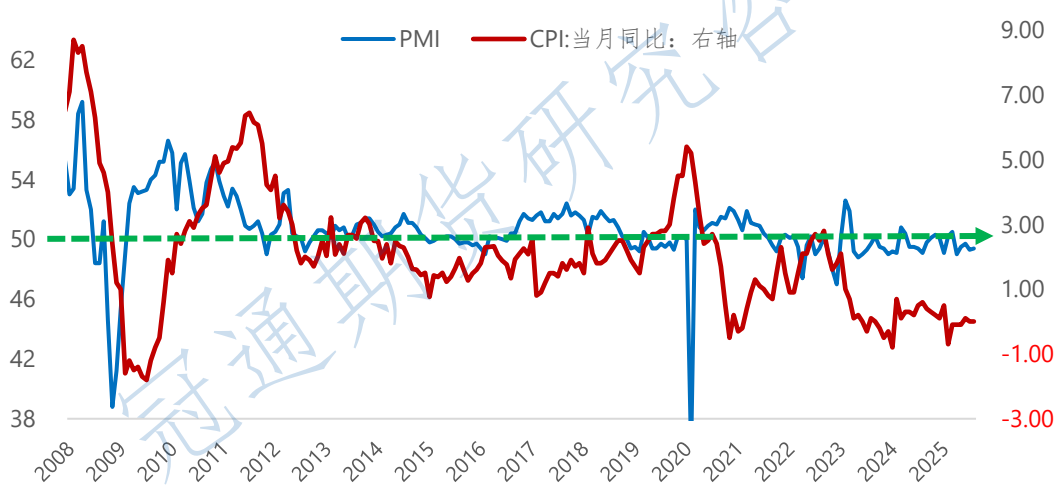


- 美国经济景气度有所转冷，通胀则韧性反弹，制造业PMI仍旧处于收缩区间；
- 就业的韧性遭受挑战，7月非农爆冷，劳动参与率大幅下降，失业率小幅抬升；
- 消费者信心指数触底回升后转跌，无论是现状还是信心与预期，消费者虽从极度悲观中走出但仍显低迷；
- 美国的通胀数据反弹，逐步显现关税的影响。



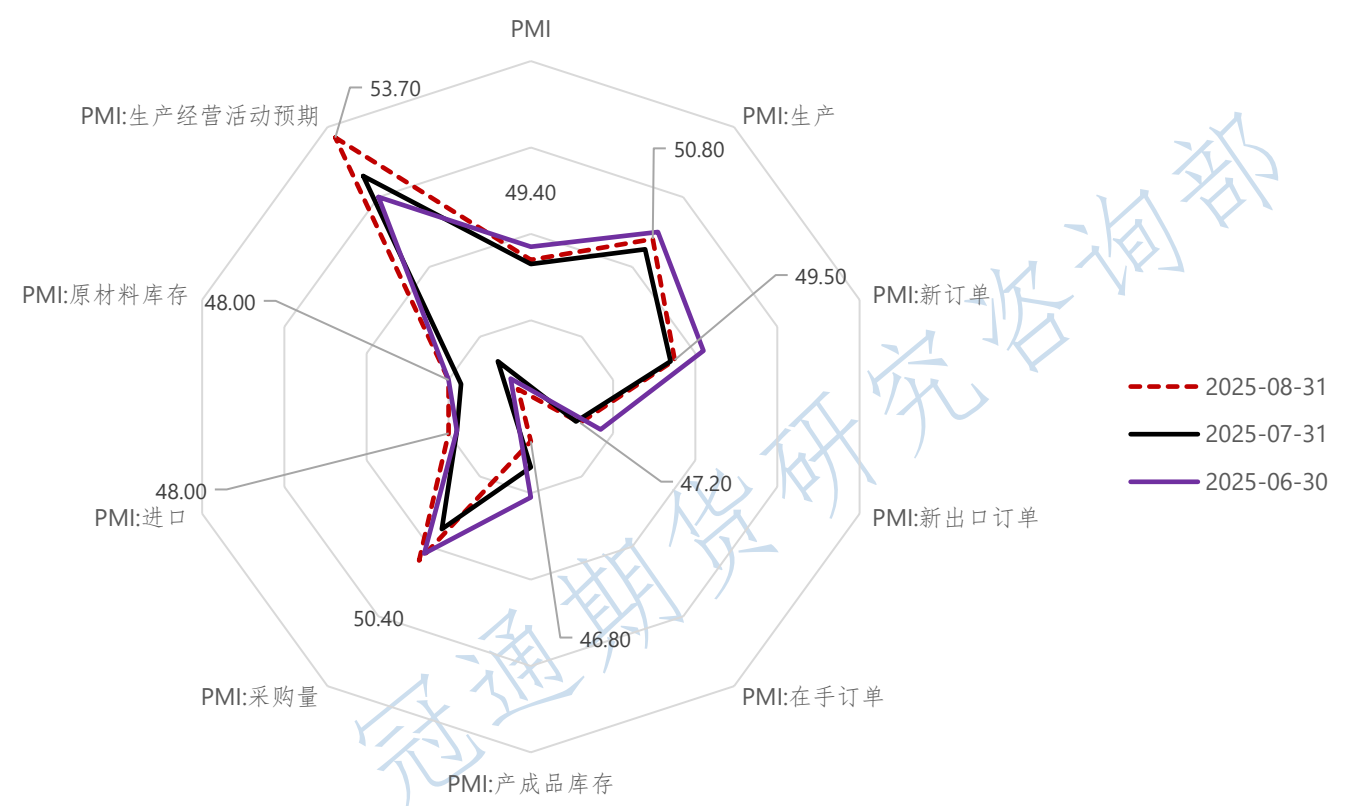
中国经济表现--经济景气：制造业景气度连续转弱，生产动能不高，生产经营活动预期仍显乐观

中国经济景气与通胀



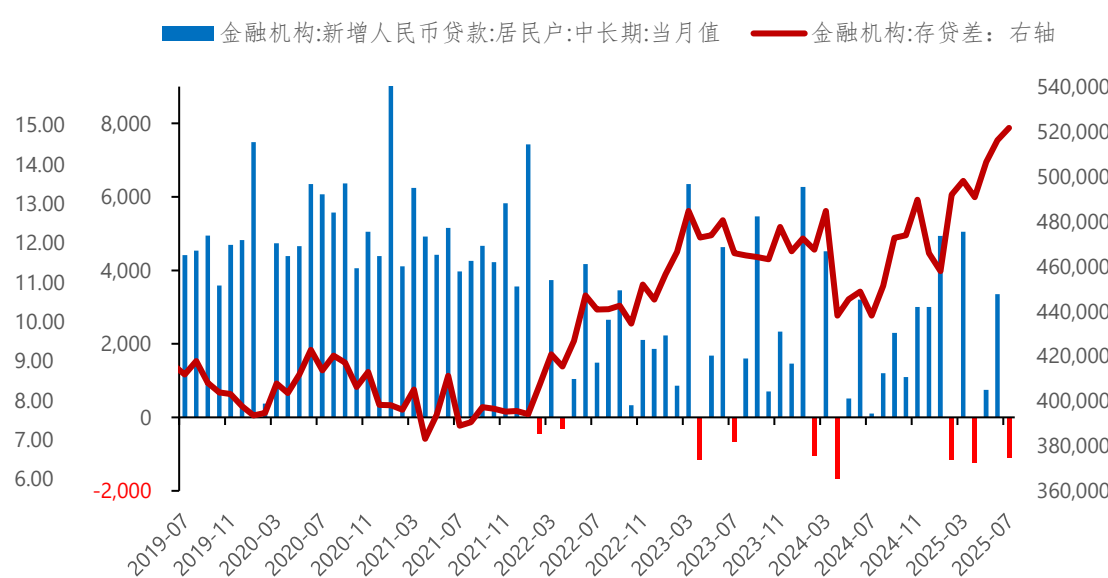
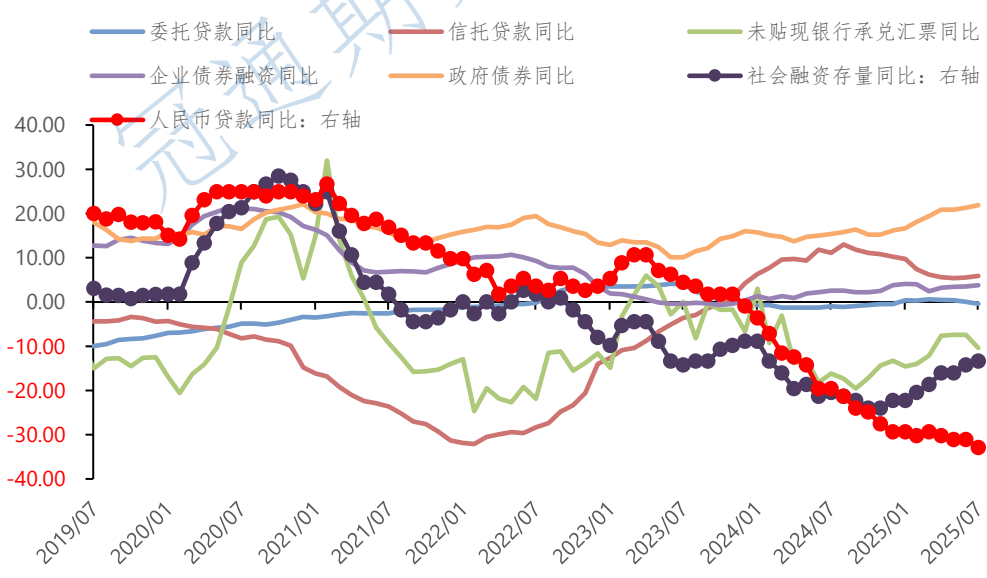
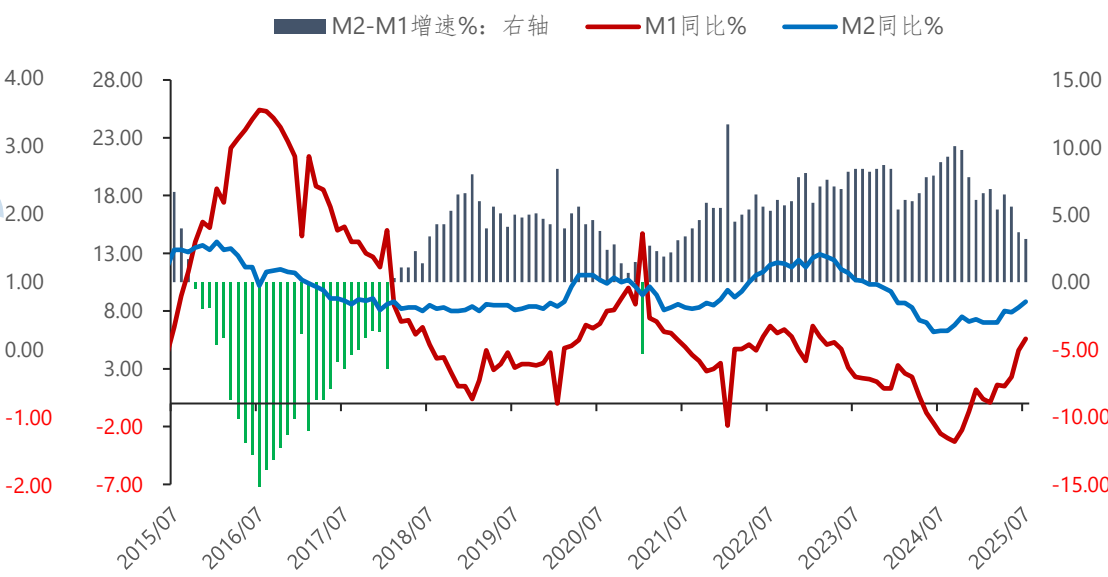
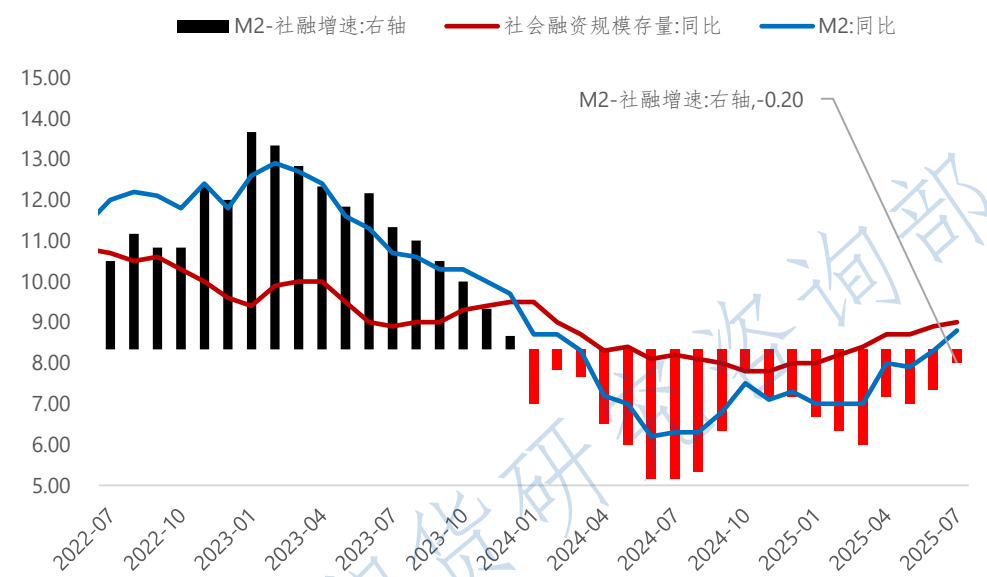
数据来源：Wind冠通研究

➤ 7月份，制造业采购经理指数（PMI）为**49.3%**，比上月下降**0.4**个百分点，制造业景气水平有所回落。非制造业商务活动指数为**50.1%**，比上月下降**0.4**个百分点，仍高于临界点。综合PMI产出指数为**50.2%**，比上月下降**0.5**个百分点，仍高于临界点，表明我国企业生产经营活动总体保持扩张。



投资有风险，入市需谨慎。

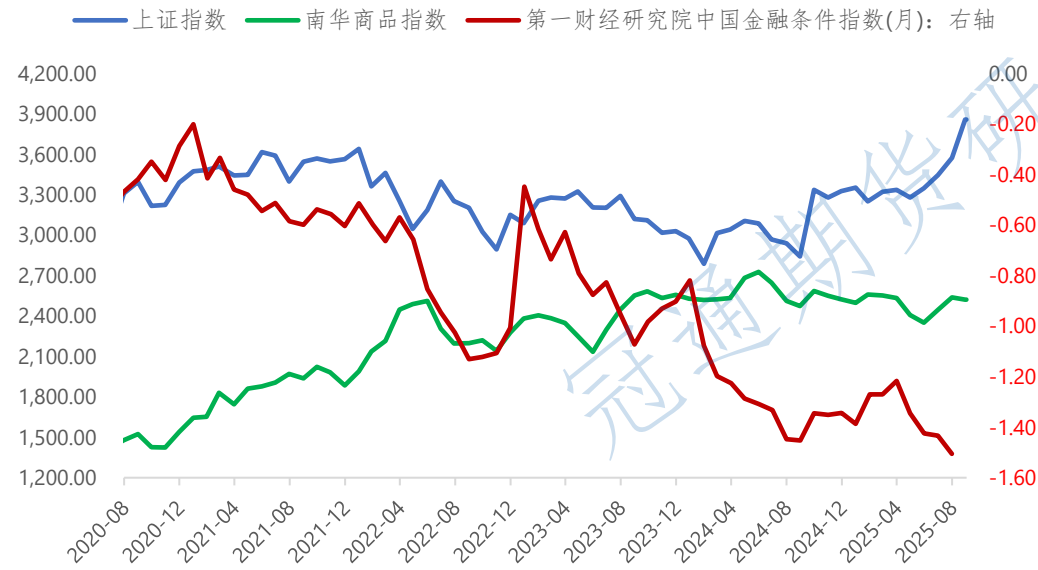
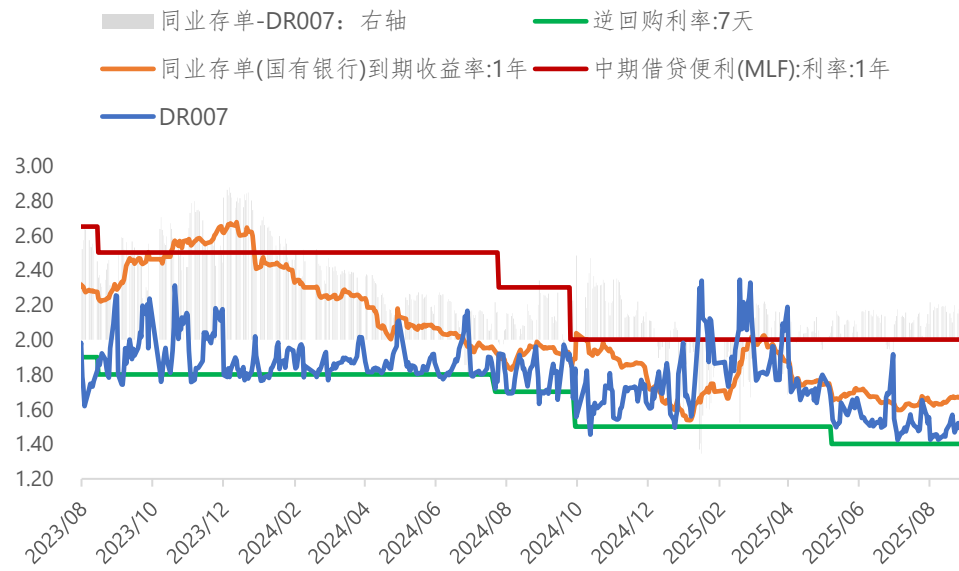
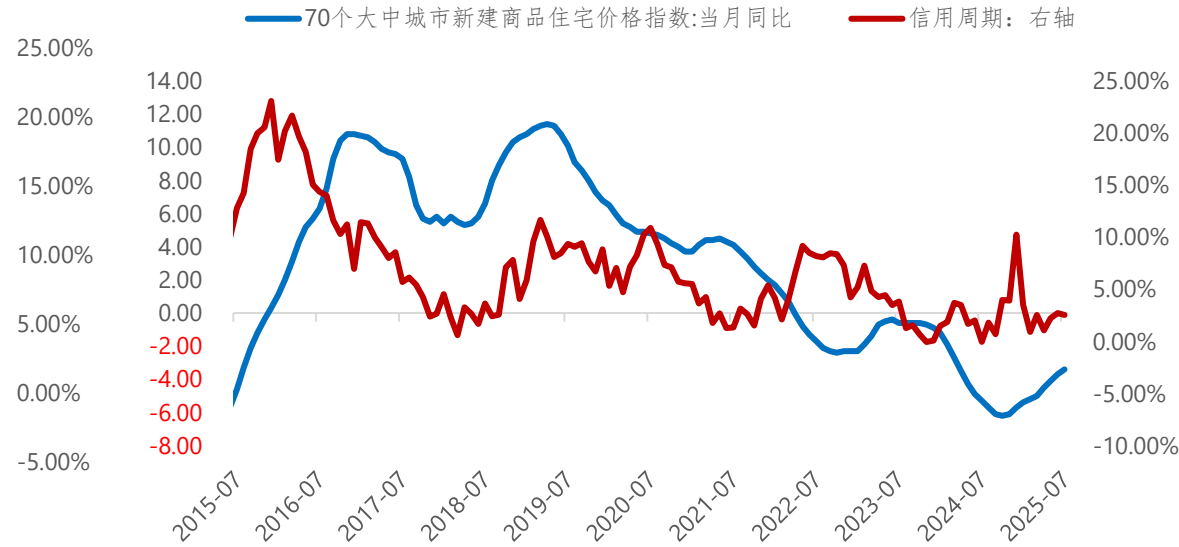
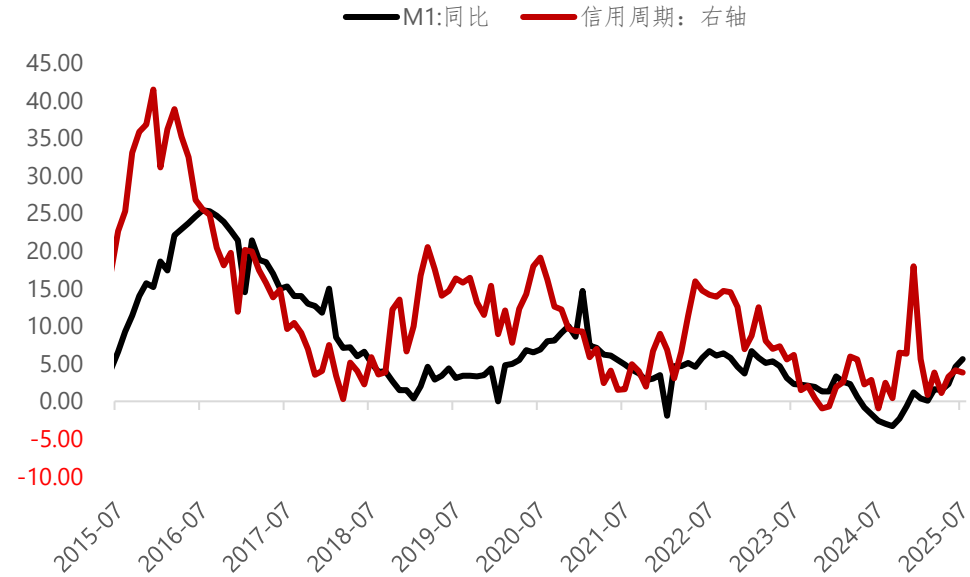
国内经济表现--宏观流动性：M2增速与M1增速联袂上行，增速差小幅收敛



- M2增速反弹走高，社融增速小幅上扬，M2-社融增速差负值大幅收敛，逼近转正；
- M1增速大幅走高，企业融资需求好转，M2-M1增速差继续收窄；
- 人民币贷款增速再创新低，融资需求低迷且依旧是政府主导，居民中长期贷款再次转负，金融机构存贷差走扩并创新高。



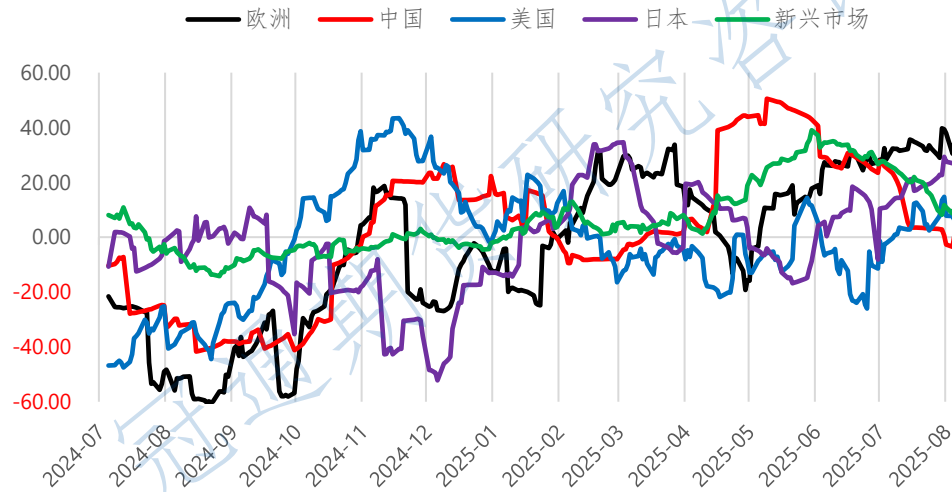
国内经济表现--宏观流动性：M1增速的回升有望带动信用周期的开启，金融条件宽松，资金利率低位反弹，为风险资产的走高奠定流动性基础



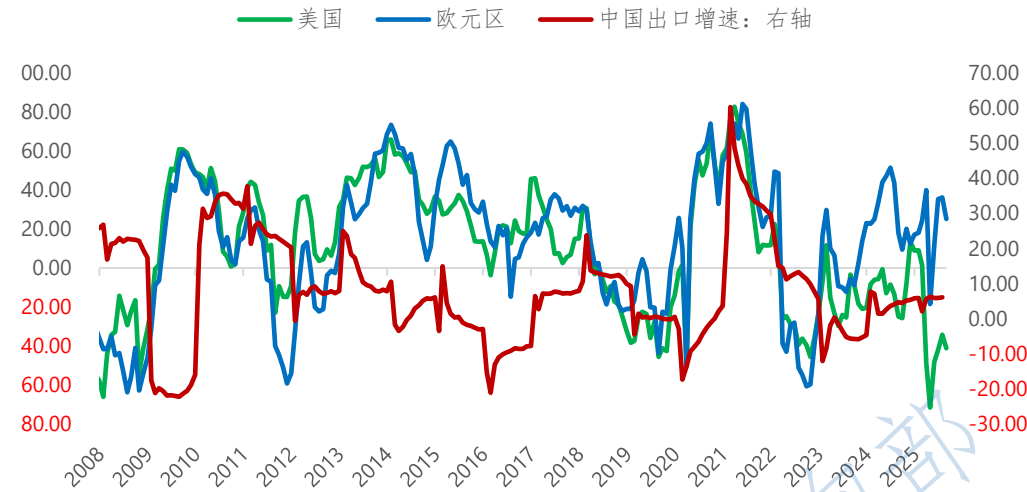
- M1增速的回升有望带动信用周期的开启，房价增速低位延续回升仍旧为负；
- 资金利率低位反弹，同业存单利率震荡走升，DR007触底反弹回升；
- 国内金融条件指数宽松，商品震荡，股市大幅上扬。

外需--出口：花旗经济意外指数中国大幅转差，美欧好转，中国出口增速仍具韧性。

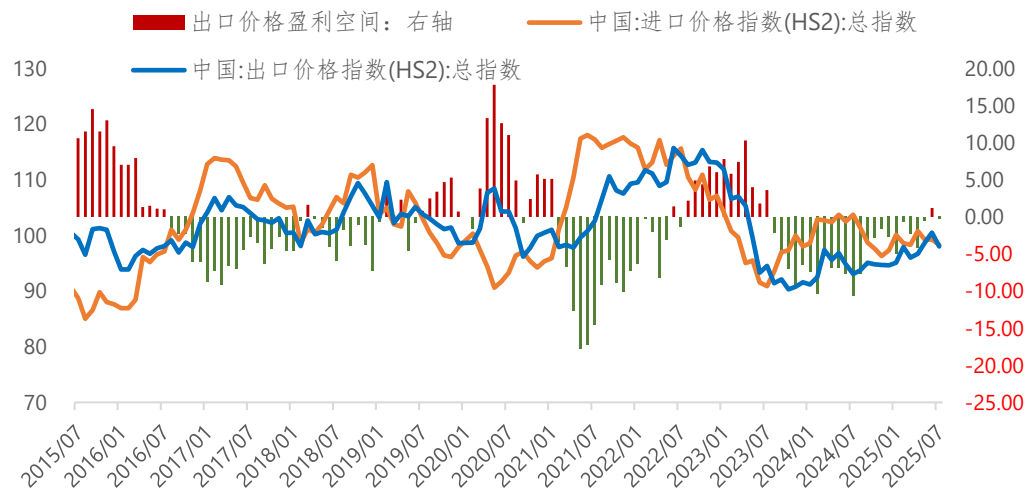
花旗经济意外指数



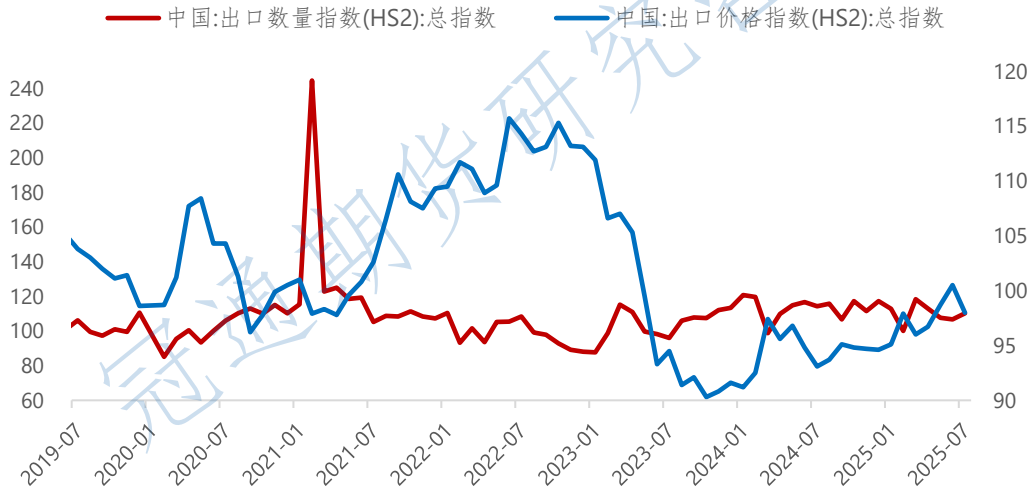
中国出口增速与美欧日的经济景气度



出口价格盈利空间



出口数量与出口价格指数对比



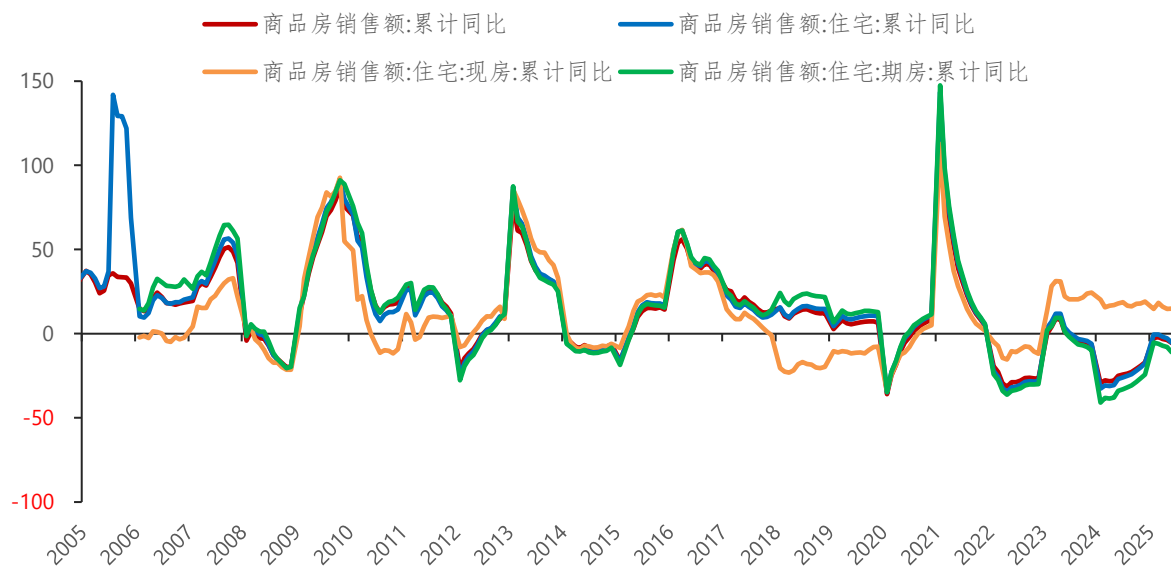
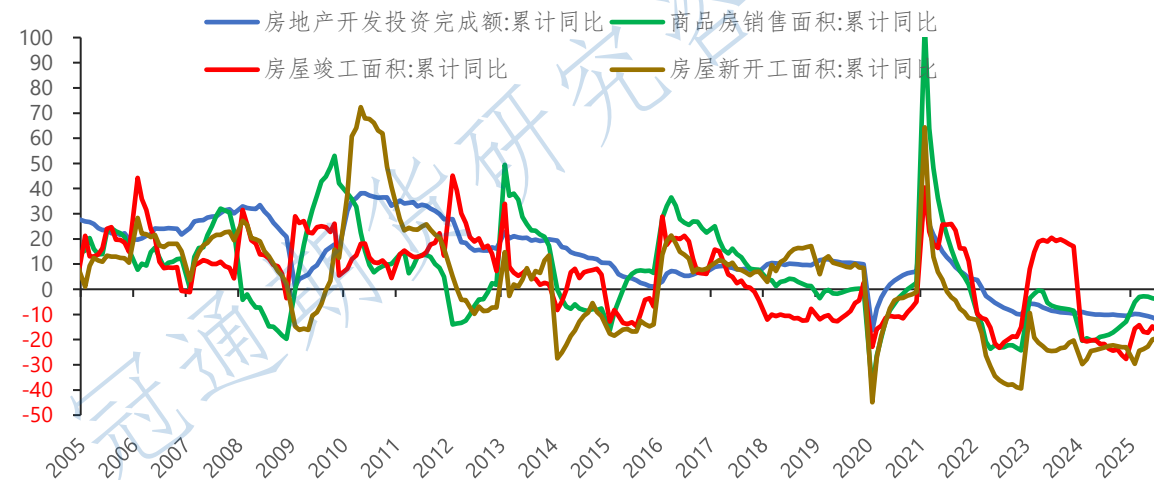
- 中国经济景气度超市场预期转差，国内出口增速延续韧性，中国外需的压力隐忧仍存；
- 进出口价格指数双双回落，出口盈利空间从正转负，大幅收敛价格的下行刺激出口数量小幅回升；
- 高频的花旗经济意外指数来看，各国表现劈叉分化；中国与新兴市场大幅转差，美欧持续超预期，日本则不再那么超预期的好，表征着市场对经济前景预期之矛盾。



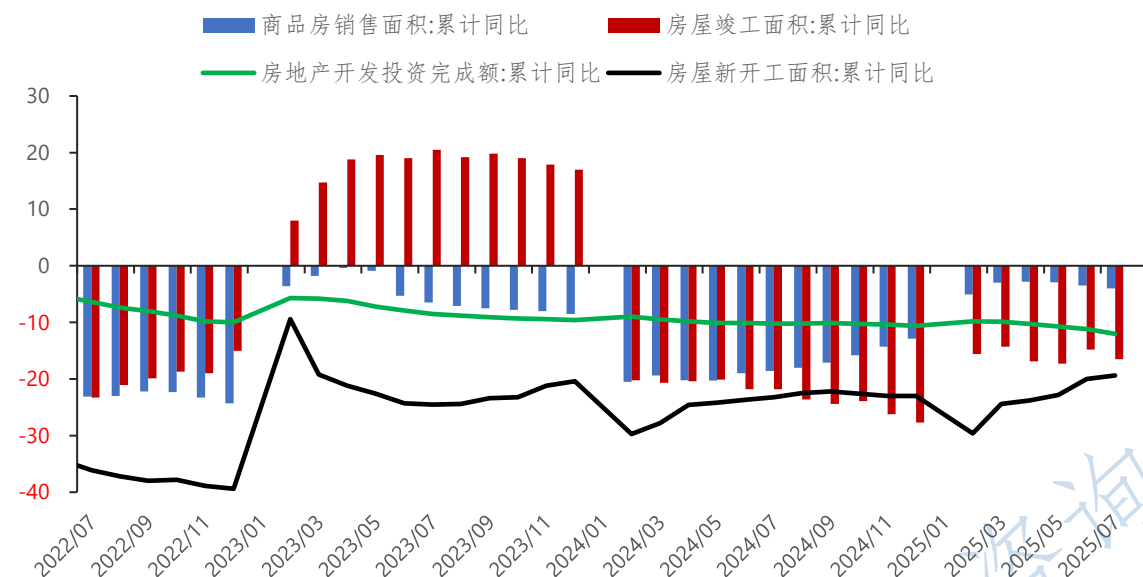
内需--投资：

地产拖累加剧，多个分项指标跌速有加大的迹象，特别是销售面积和竣工面积增速；高频的全国商品房销售数据仍显低迷。

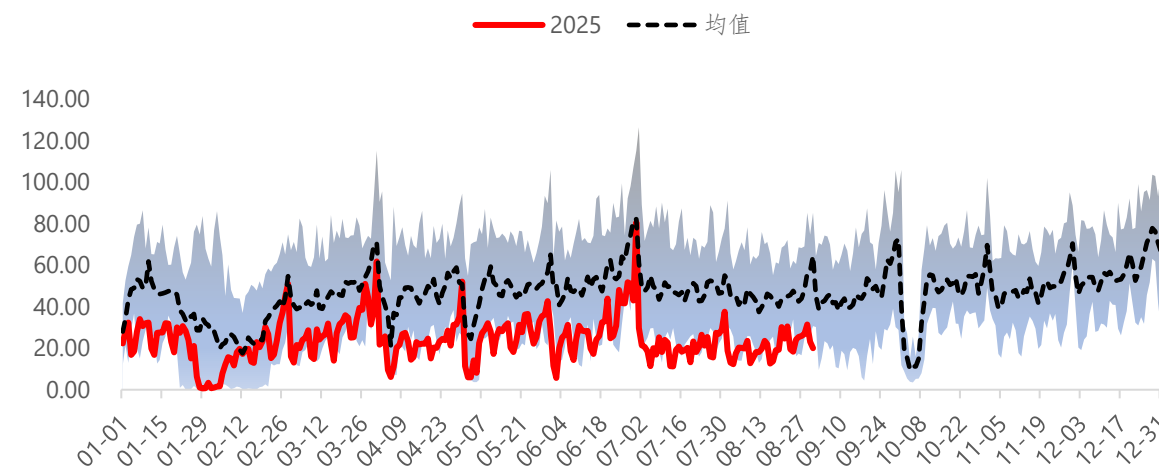
房地产投资各项增速%



数据来源：Wind冠通研究



全国商品房成交面积季节性走势图（单位：万平方米）

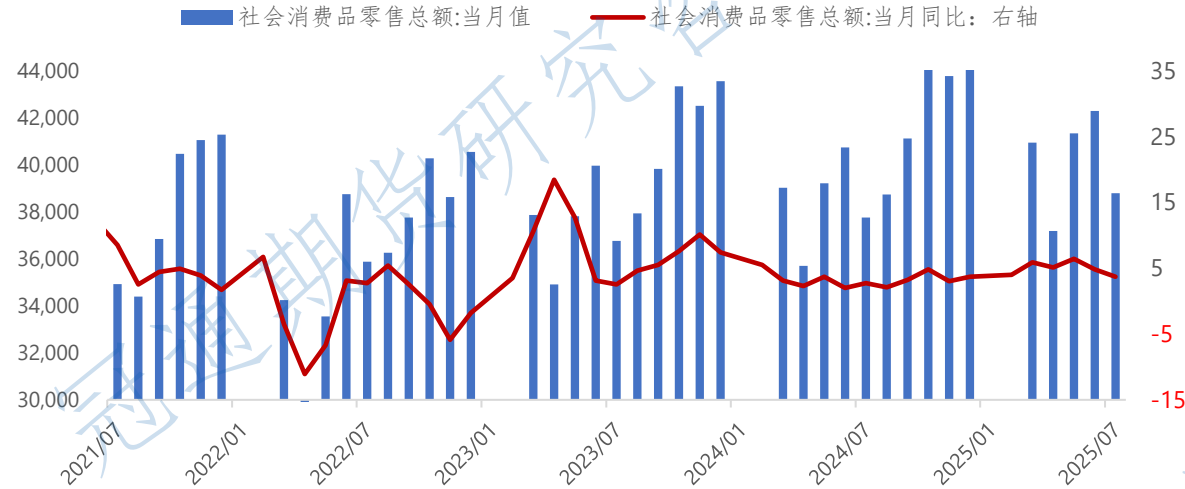


投资有风险，入市须谨慎。

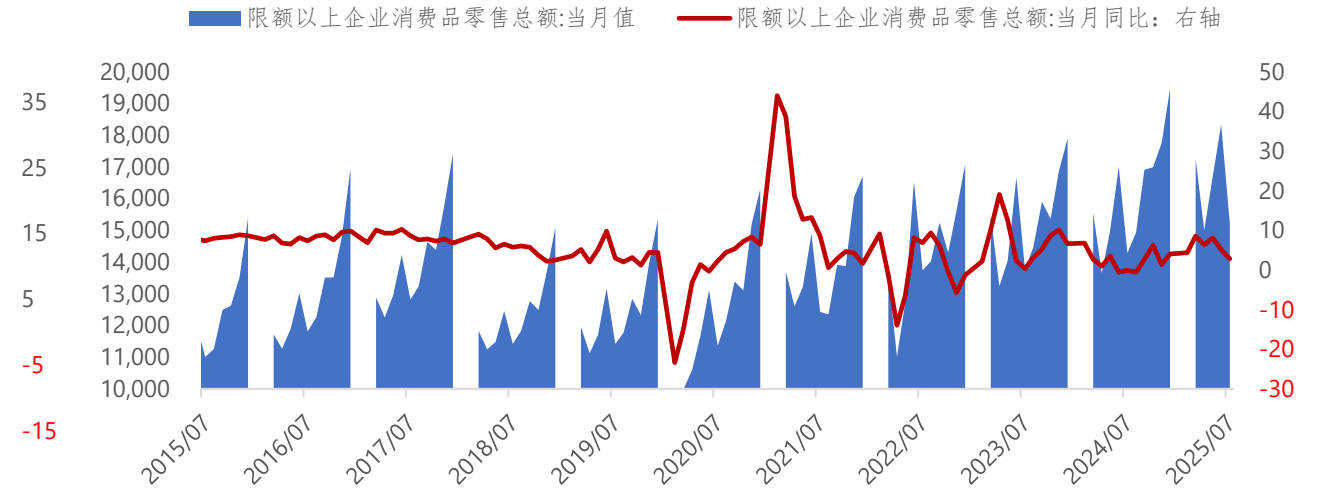


内需--消费：消费增速大幅回落，出行数据分化，居民收入增速平稳走弱

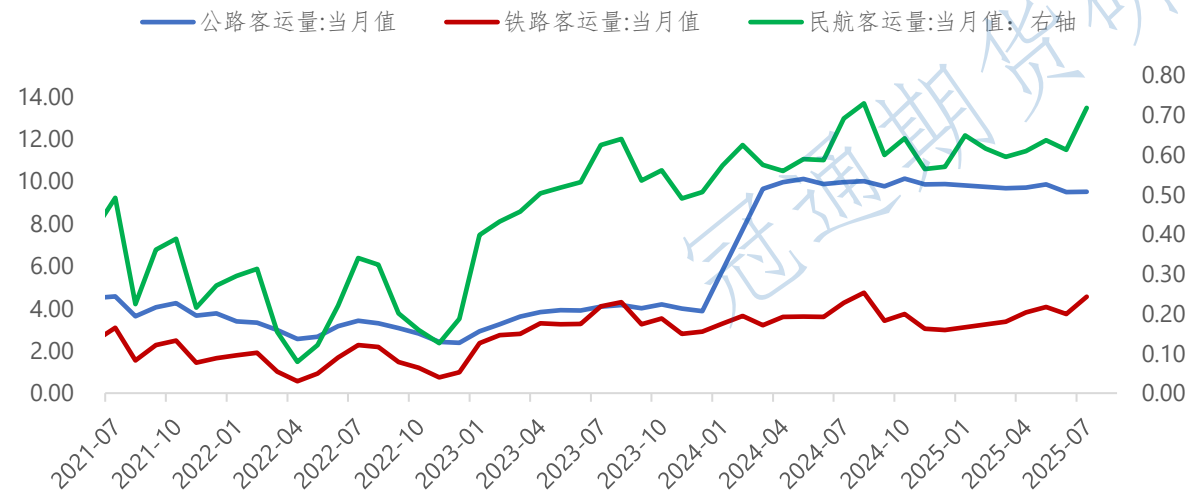
社会消费品零售总额（亿元）



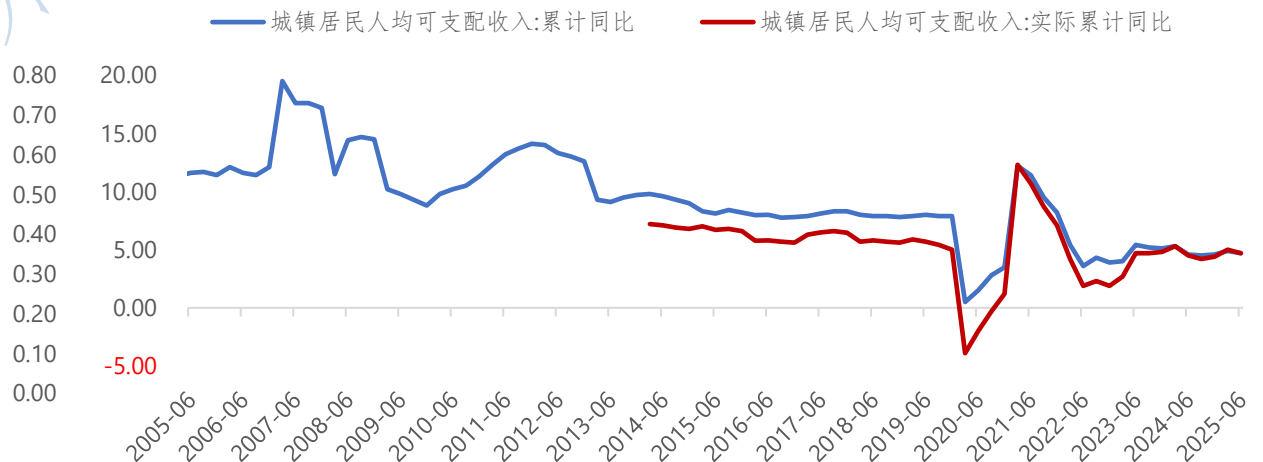
限额以上企业消费品零售总额（亿元）



客运量：当月值（亿人）



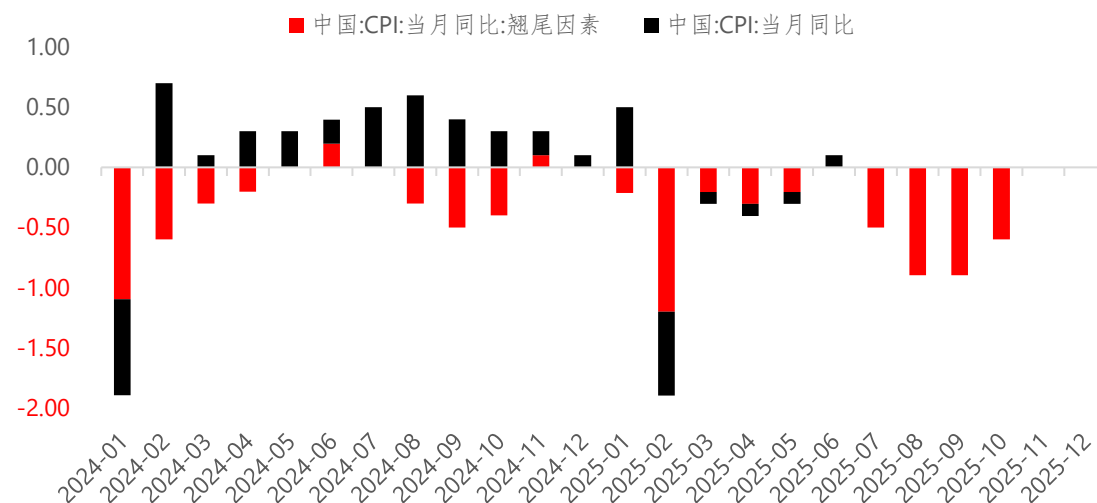
城镇居民人均可支配收入%



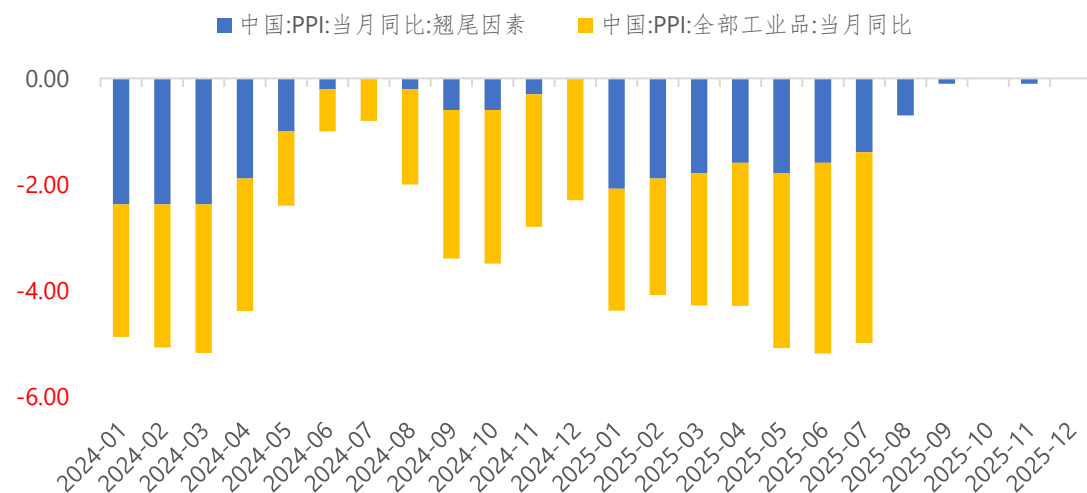


通胀：CPI持平，PPI跌速依旧，宏观利润率CPI-PPI回落，反内卷的持续有望推动国内的再通胀

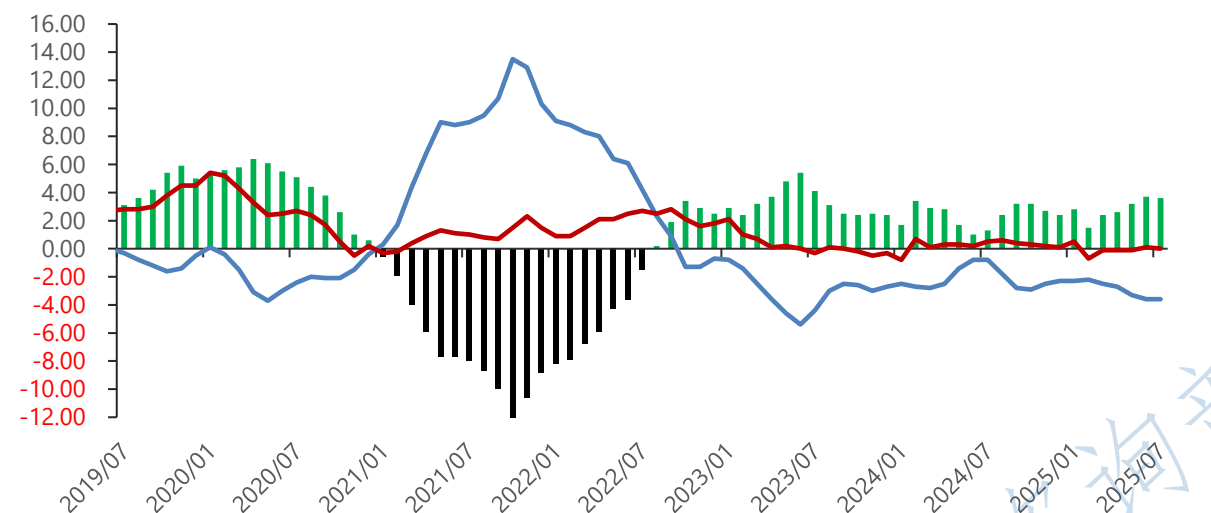
CPI翘尾因素



PPI翘尾因素



CPI-PPI PPI:全部工业品:当月同比 CPI:当月同比



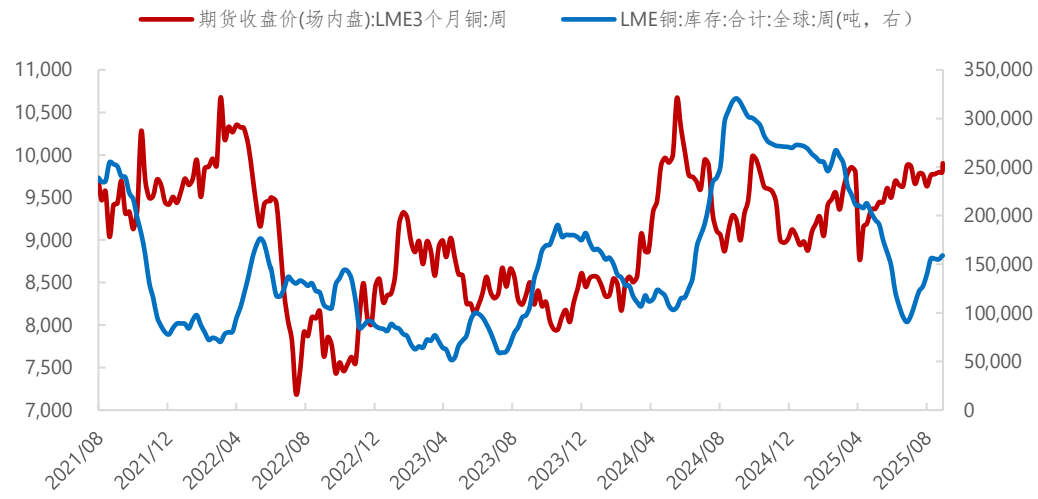


中观行业： 油价回落去库，铜价高位震荡累库，钢价冲高回落开工平稳，焦煤触底反弹

原油



铜



钢材



焦煤



- 钢材价格冲高回落，高炉开工率平稳维持在高位；
- 原油价格震荡走低，库存小幅下降；
- 铜价高位震荡，延续着累库；
- 焦煤价格触底反弹。



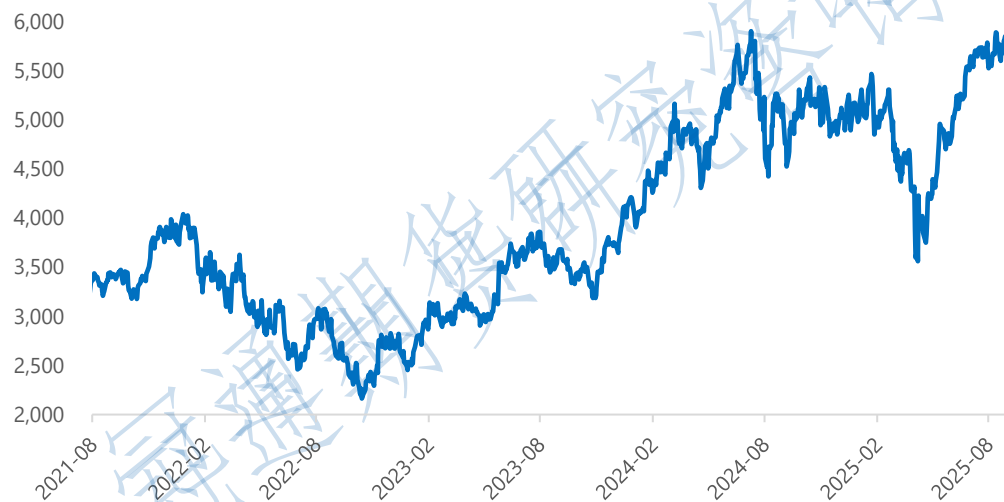
中观行业

分析师王静：F0235424/Z0000771
投资有风险，入市须谨慎。

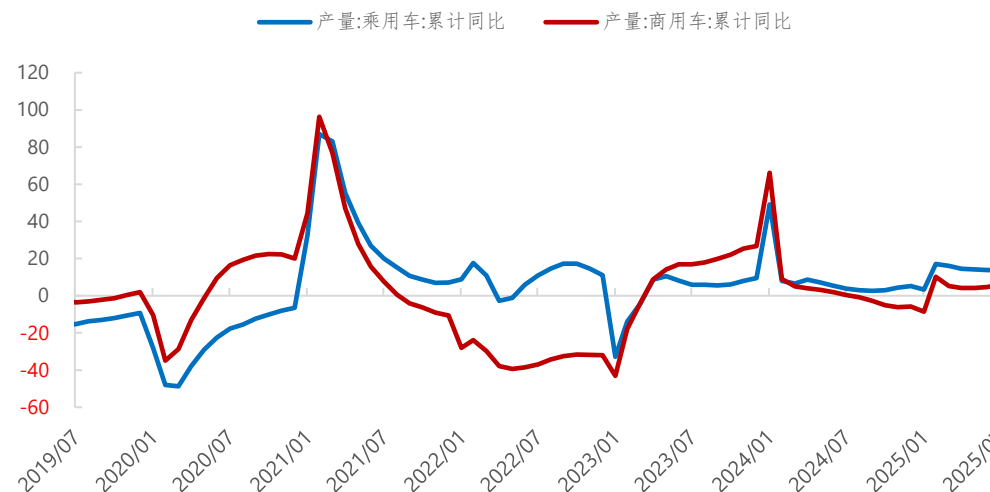


冠通期货
Guantong Futures

费城半导体指数



汽车

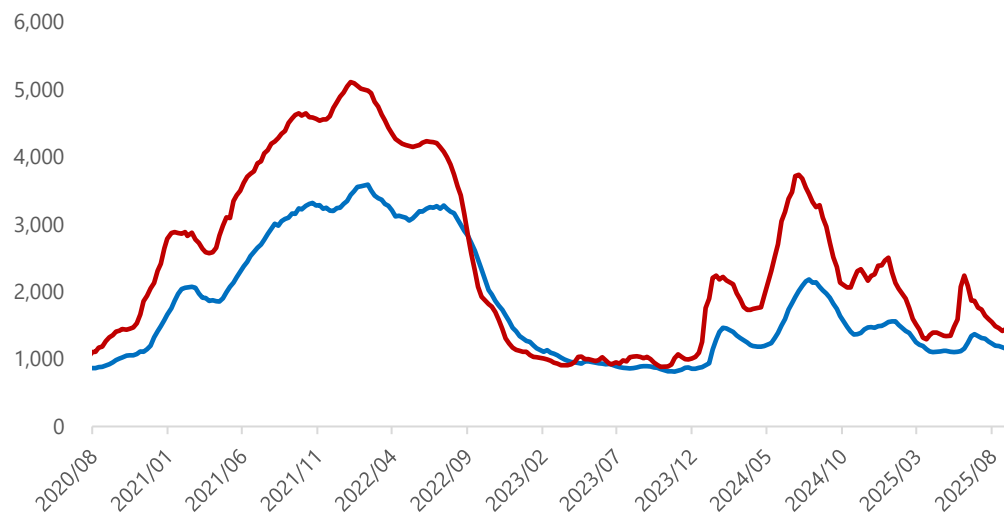


➤ 费城半导体指数在历史高位窄幅震荡；

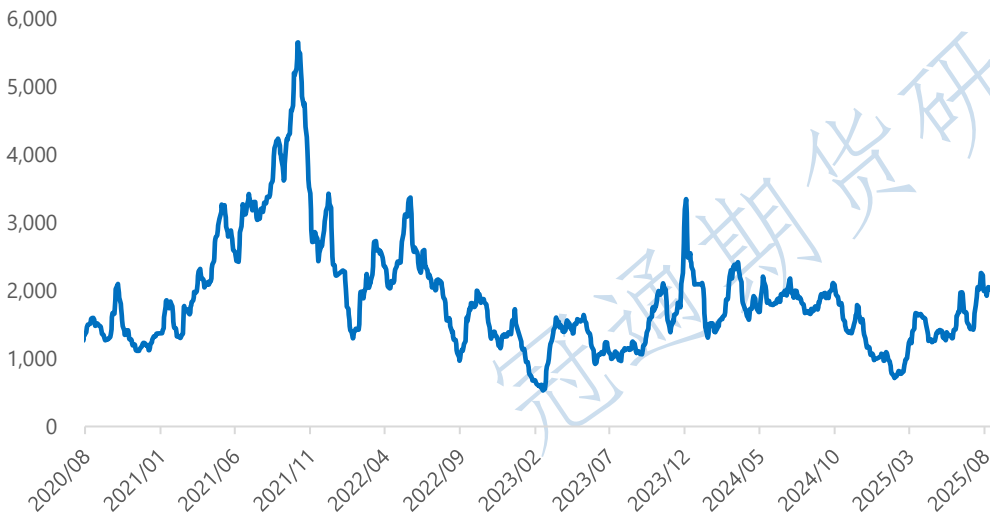
➤ 国内运价指数延续着回落，BDI先抑后扬后震荡；

➤ 汽车产量增速表现平稳。

CCFI:综合指数 SCFI:综合指数



波罗的海干散货指数(BDI)



免责声明

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交易咨询业务资格）

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。

THANKYOU