

20250803—非农后中美大类资产三季度跟踪

刻舟 23.08 失败，非农翻脸直接变成了 24.08.



首先对美国例外论&金发女郎做个定性:美国总量数据软着陆、韧性强;美国 AI 行业景气领跑全球;美国财政和关税政策抽水其他非美市场, 这三者的并集让美股阶段性凑齐了不可能三角, 即同时兼具高估值、高回报和低波动。周五非农数据引发的市场波动类似于 24.08.02 非农导致的去杠杆交易弱化版, 金发女郎阶段结束, 需要放大波动才能维持 AI 高景气资产高回报, 纳指因宏观扰动带来的波动率释放是倒车接人。

下面先给结论后做分析:

美股: 纳指 20000 点强支撑, 道指不补 6.24 缺口。

美债: 10Y 无法给明确观点, 但后续发债压力下, 10Y 仍无法有效突破 4.4-4.5% 上限。

美元: 97-103 区间, 上下限卡死

黄金: 无观点, 优于中债美债。

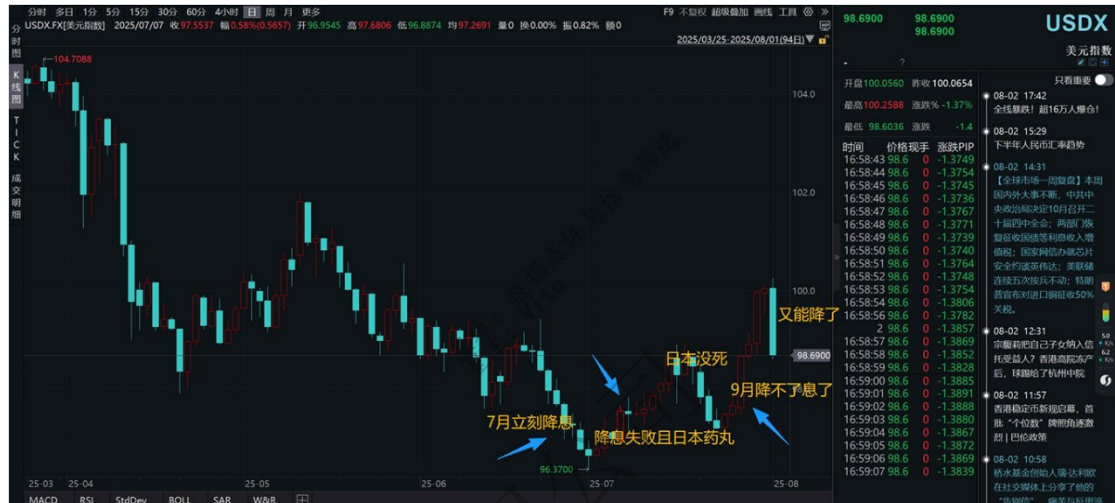
A 股: 沪深 300 在 07.15 的 4000 点中枢支撑有效; 恒科参考相对位置, 但因为有外卖反复影响所以不好拍具体点位。

中债: 10 年期债反弹不突破 07.15 中枢, 保本出。

商品: 分化, 供需偏紧品种如铁矿焦煤在 07.15 平台有效支撑, 供给压力相对大的品种如纯碱玻璃氧化铝不创新低(均指 2601 合约)。硅系期货已属龙头战法, 不在分析框架内。碳酸锂三季度难以实质性突破 8 万关口, 但 7.15 中枢也构成 6.5-6.6 万元支撑(介于云母现金成本和完全成本之间), 适合卖 put+卖 cal 组合做。

(一) 美国总量经济和分母货币政策

应认为整个 7 月, 美国方面都是预期交易, 先冲后证伪, 然后回到起点发现啥都没变。一开始觉得 7 月就降息, 猛冲然后被 7 月中旬发布的强数据证伪, 我靠 9 月不降息了等 11 月吧, 再猛冲。直到周五又被打脸, 最后证明不是 7 月降息不是 11 月降息, 仍旧大概率是 9 月, 前面折腾两回纯属白玩儿。至于非农数据到底水分有多大、被开除的劳工局局长到底是不是数据造假? 不知道, 但鲍威尔是体面人, 这周四凌晨召开的 FOMC 会议上他刚表示过, 目前劳动力市场仍然强劲, 终继续关注关税通胀进展。好像全美国目前最可信的一张嘴, 就是他的了。



周五这期非农大 miss 和去年 8 月 2 日非农 miss 在时间点和归因上都有相似性，即上一个 cycle 是美国数据走弱、降息预期酝酿，花旗、高盛天天吓唬人说失业率就快去 4.4% 以上了：6 月底俩票委说就业要炸了快降息，大家一度感觉 7 月就降了。但是 6-7 月美国数据该弱不弱，7 月 3 号公布的非农总量还超预期了：大家一拍大腿 MD 7 月肯定不降息了，重新做一轮美国例外论的上行冲刺，结果被非农数据补降修正注：去年 8 月公布的 7 月非农当期因为飓风影响导致就业下滑，同样也大幅下修前几个月的就业增长数据，即解释了为什么大家感觉美国数据强的离谱，原来是统计误差）。

07.07-07.17 这轮美元反弹，和 07.24 这轮美元反弹从归因上高度相似，都是非美分子预期过高，相较美国做修正。上-轮是因为日本大选情况混沌，日美经济增速差异利空日元推动美元反弹；07.18-07.23 的美元下行来自于日本大选结果稳定，日元忧虑消退。

而 07.24 这轮美元反弹来自于 TACO 交易修正，关税并非以川普退让结束，而是以欧洲日韩全面接受 15-20% 关税结束美国例外论交易重现，从 ADP、首中失业金等软数据的上修和 BO、ECB 对被加关税后经济展望的审慎，构成了一个美国分子预期上+非美分子预期压制的组合。

因此我们需要拉三个点出来：首先是 6 月底，花旗等大行上调美国 6 月失业率预测到 4.3% 以上，两个票委喊话 7 月降息，非美分母分子预期共振，美国总量品种不被看好。

随后公布的 6 月非农和其他数据都快速打脸，美国 6 月数据并不弱，失业率 4.1% 稳健；重启金发女郎的美国例外论。从贝塔躁动的角度，到 07.07-07.17 之后非美强行提风偏的 cycle 就结束了：CN 是分别被反内卷、水电站和 ZZJ 预期吊着口气，多交易了两个星期。

最后 8 月 1 日非农纠偏了两轮交易，倾向于是一个尾声而不是开端：美国分子实然定价回到 6 月中旬，没有 6 月底预期得那么糟，也没 7 月中旬预期得那么好。但非美分子的上行预期交易也已结束，基差收敛后无法继续收敛，即不存在美落、非美升这种 06.23-06.25 贝塔预期，美国回归总量分子下修实然的阶段，非美没有利多。

而美元的上下限也是这么确定的，103.5 的上限是 4 月大美丽法案导致美元的破位阴线，除非马斯克又带着 DOGE 回来给美国财政瘦身，不然这个位置难以修复。而 97 的下限是 6 月底花旗等大行拍脑门告诉你美国经济崩溃在即、7 月立刻降息给踩出来的，所以除非 US 经济又炸个大雷，不然这个上下限区间难以突破。美债利率暂无观点，美元上有顶的情况下，维持黄金优于美债和中债的判断。

因此美国方面维持 6 月的市场预期，即总量软着陆+A 结构性景气延续看待无问题，Q2 大厂财报确认 CAPEX 景气度和即期宏观数据脱敏，分子独立高增长；取向类似于 24 年 8-9

月，围绕AI方向景气抱团。AI边际看点强于今年初，对应上半年区间震荡上沿、纳指2万点支撑强劲；AI含量低的道指有效支撑在6.24缺口附近，彼时是降息预期强化的时点。



并且甚至于说，现在看美国就等于看AI CAPEX了。科技大厂二季报对裁员的指引比较激进，机器换人正走向现实。当META可以花一亿美元年薪挖一位算法工程师时，他的贡献体现在财报里，而被他替代掉的几十上百个程序员可能就体现在失业率里。

美丽新世界，焦虑自己什么时候被取代，不如先把钱赚了；既然结局没区别，那有钱且失业总好过没钱且失业。

（二）中国市场和政策看点：权益、商品、利率

暂时没有支持东升西落的证据哪怕美国非农软了一次，但关税落地过于顺畅仍意味着非美承担了更多经济压力，关税钱至少有一半是非美承担的。

但是当前，对中国资产的支撑预期较为乐观。07.15的中枢对各类中国大类资产来说都是一个值得关注的支撑位/压力位，下面我们来具体讨论讨论：

反内卷、生育补贴包括消费品以旧换新都不是一个短平快支持炒股的政策，而是一个长久期慢变量，引导逐渐走出通缩的政策。举个例子，去年7月22日召开的3Z全会，还有人记得吗？

其中一个重要指引，是十五五期间要构建好全国统一大市场，这些政策在今年开始逐步落地为反内卷。你当时看着这个去炒股会亏麻，但是这并不改变往一年之后看，PPI走出U型底的概率越来越大的判断。这种判断是要敢于下结论承担风险的，即并不是研究焦煤、多晶硅还能再顶几个板，而是底部支撑逐渐上移，供需紧平衡的工业品波动率收敛后方向仍然是逢低买。

同理就像A股，守卫战从3000点上调到3300，现在都3500保卫战了，

那么为什么关注07.15？因为前面一段是政策定性交易，纠偏二季度的通缩螺旋预期。而几天之后，是墨脱水电带动的情绪化逼空行情，工业品聊供需共振预期，把债狗吓死了。

我们应注意，基本面好的商品在07.15之后张速是放缓的，后面都是基本面差的商品加速补涨；目前是多杀多反噬，这并不证明6月底到7月中旬的基本面预期修复有问题。冲的越猛，向下回归压力越大。但共识之处在于基本面较差的商品也不会创新低，只是价格背离多了向下回归，07.15区间支撑仍可能有效。微观基本面更佳的品种因为没逼空过，目前应该已经提前完成了调整，试图企稳降波。



基于上述假设，建议同样关注沪深300在彼时的4000点支撑、和10年国债在1.65的阻力。显然后面的CN资产是一轮上头交易，把反内卷+大基建的长期政策短期化交易，债也是被吓死的那个。但这次中债反弹我必须保本出，不能留了。



最大的基本面仍然是外部降息周期确定性，早俩月晚俩月只是扰动；内部经济去地产化转型成功，化债进展顺利后政策温和带动通缩走U型底而不是V型底，货币政策跟随美国保持较为宽松的定调，权益市场和工业品价格的支撑位逐渐上移。

跌了记得买。

维港证券国际有限公司

维港证券国际有限公司