

美联储鸽派加息，大宗商品继续反弹

观点

1、如我们预期，美联储加息并未带来新的动荡，本周“衰退交易”进一步降温，美股和大宗商品市场继续反弹。往后看，我们认为基于“流动性溢价”下滑的大宗商品宏观交易或暂时告一段落，商品各自回归供需基本面，一方面，美联储偏鹰的加息路径已经被充分定价，只要出现通胀预期回落、加息有放缓的预期都将表现为利多；另一方面，美联储下次议息会议的时间在9月份，在此期间，流动性收紧的冲击也将阶段性减弱。此外，由于国内外经济周期分化、金融周期分化，内部需求定价的品种强于外部需求定价的品种。因此，我们倾向于认为三季度部分商品将延续反弹势头。

核心逻辑

1) 本周“衰退交易”继续降温，大宗商品迎来明显的反弹，直接的导火索是随着大宗商品大幅下跌，美国通胀预期出现回落，美联储激进的加息路径预期得到了修正，同时，中国正在着力解决地产行业面临的困境，这有助于经济的企稳复苏。

2) 美联储宣布加息75BP。美联储7月议息会议如期宣布加息75BP，这是继6月加息75BP之后的又一次大幅加息，不过，由于市场对本次加息75BP已有充分的预期，市场反应较为积极。随着近期大宗商品价格的大幅下跌，美国通胀预期有所回落，而为了应对经济可能的“硬着陆”，美联储或将放缓其加息步伐。我们预计9月美联储继续加息50BP、11月和12月则各加息25BP，同时，最早可能明年一季度开启新一轮的降息。

3) PMI全面回落，稳增长发力扩内需。7月PMI重新回落至荣枯线下方，主要分项指标均有不同程度的回落，受内外各种因素的影响，需求不足是当前国内经济面临最大的问题。7月政治局会议要求“宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。”此外，7月以来国常会频繁部署扩需举措，一方面，推动国内消费回升并继续成为经济的主要拉动力，着力点在汽车、家电促消费及服务业等困难行业的恢复；另一方面，加快项目落地，用足用好前期的专项债和政策性开发性金融工具，我们倾向于认为在政策的大力推动下，国内需求有望得到恢复。

宏观·周度报告

2022年7月31日 星期日

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

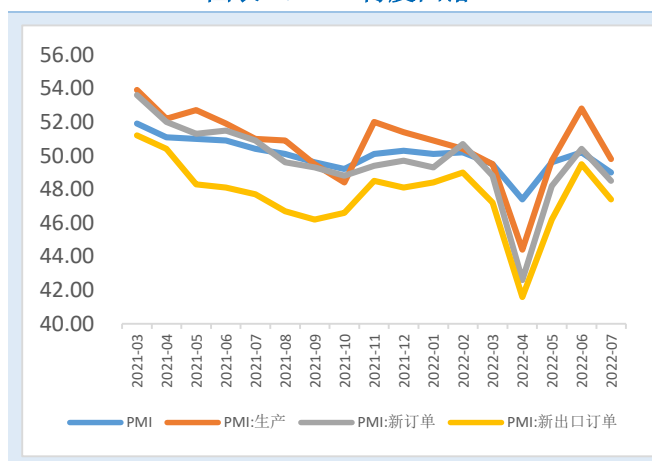
一、宏观和政策跟踪

1.1 7月 PMI 全线下滑

7月官方制造业 PMI 为 49.0%，较前值回落 1.2 个百分点，低于预期的 50.4%，在 5、6 两月明显回升后重新回归荣枯线以下。从主要分项指标来看，新订单、生产、库存、价格等全面回落，表明疫情后经济复苏基础不牢靠，疫情仍时有发生，国内需求不足，叠加生产淡季的拖累，制造业景气度再度回落至荣枯线下方。

总体上来看，7月 PMI 重新回落至荣枯线下方，主要分项指标均有不同程度的回落，主要原因有几个方面，一是，国内需求依旧偏弱，疫情和地产是最大的拖累，一方面，散发疫情持续升温，“本土确诊+无症状”由 6 月的日均 76 例升至 7 月日均的 503 例，另一方面，地产销售再度放缓，30 大中城市成交由 6 月的日均 62 万平方回落至 7 月的 42 万平方。在内需低迷的情况下，全球经济下行使得外需明显回落，需求整体雪上加霜。二是，价格加速回落，通胀风险有所缓解，受欧美央行加速加息的影响，全球经济衰退的风险进一步加大，7 月大宗商品价格继续大跌，拖累价格指数双双大幅走低，通胀压力有所缓解。

图表 1：PMI 再度回落



图表 2：主要分项指标全线下滑



数据来源：Wind

1.2 政治局会议部署下半年经济工作

中共中央政治局 7 月 28 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议强调，做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。

我们觉得有几个点需要关注：

1) 疫情要防住，坚持动态清零。会议指出，“对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持

动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。”本次会议并未进一步提出放松疫情防控措施，而是强调了疫情防控的重要性，强调坚持就是胜利，做好疫情防控仍是做好下半年经济工作并行条件。

2) 宏观政策要在扩大需求上积极作为。会议强调“宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。”这与今年以来的经济工作重点一脉相承，在地产走弱、外需下滑、消费疲软的大背景下，财政发力助力基建回升成为了刺激经济增长的主要手段，在用好用足专项债务限额、用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金等政策支持下，未来基建投资仍将有较大的发力空间。

3) 房地产因城施策用足用好政策工具箱。会议指出“要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。”从今年的经济发展来看，地产的大幅下滑是经济走弱的最主要的拖累因素，本次会议强调用好用足政策工具箱，意味着未来地产的政策仍有进一步宽松的空间，当然“房住不炒”是主要的前提。同时强调，保交楼、稳民生，也有助于改善市场预期，恢复市场信心。

4) 平台经济落实常态化监管。会议指出“要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批‘绿灯’投资案例。”本次会议再次强调了对平台经济的常态化监管的同时，支持平台经济持续健康发展。

总的来看，本次传递出的信号：一是要稳增长，力争实现最好的结果，尽管不再强调实现增速目标，但着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间的长期方向没有变；二是，用好用足存量政策，加快增量政策的落地，不搞超强刺激，透支未来的政策空间；三是，基建仍是下半年稳增长的主要抓手，政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金将为基建提供支持，同时，房地产因城施策用足用好政策工具箱，未来仍有进一步宽松的空间。

1.3 国内政策聚焦

1) 据央视新闻，李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费；会议指出，推动消费继续成为经济主拉动力。除个别地区外，限购地区要增加汽车指标数量、放宽购车资格限制。打通二手车流通堵点。延续免征新能源汽车购置税政策。支持刚性和改善性住房需求。鼓励地方对绿色智能家电等予以适度补贴。积极发展数字消费。

2) 据央视新闻，中共中央在中南海召开党外人士座谈会，就当前经济形势和下半年经济工作听取各民主党派中央、全国工商联负责人和无党派人士代表的意见和建议。中共中央总书记习近平主持座谈会并发表重要讲话强调，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求是一个整体，要一体认识、一体

落实、一体评估，巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。要坚持人民至上、生命至上，坚持动态清零，坚持外防输入、内防反弹。

3) 国务院联防联控机制印发通知，要求进一步推动新冠病毒核酸检测结果全国互认。通知强调，严禁以本地健康码未能查询、未在本地开展核酸检测等为由拒绝通行，拒绝群众进入公共场所、乘坐公共交通工具，不得要求群众重复进行核酸检测。对本通知发布后仍不互认、造成不良影响的地方要予以通报。

4) 国家发改委召开推进有效投资重大项目协调机制第一次会议指出，我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要。积极扩大有效投资是稳经济的重要支撑。加快推进重大项目建设是既利当前又利长远的重大部署。要更好发挥“四两拨千斤”的作用，带来更多投资拉动，吸引更多社会投资，形成更多实物工作量。抓紧商请商业银行发放项目配套贷款，着力破解要素保障、审批办理等问题，做好项目前期工作和土地、用能、环评等要素保障。

1.4 美联储如期宣布加息 75BP

北京时间 28 日凌晨，美联储发布 7 月份 FOMC 声明，决定将联邦基金利率目标区间上调至 2.25%-2.5%，同幅度上调超额准备金利率至 2.4%、隔夜逆回购利率至 2.3%。缩表按计划进行，9 月到期赎回上限提升至 950 亿美元，其中国债赎回上限为 600 亿美元，MBS 赎回上限为 350 亿美元。

此次会议是继 6 月加息 75BP 之后的又一次大幅加息，不过，由于静默期前美联储官员纷纷为加息 100BP 的预期降温，因此市场对本次加息 75BP 已有充分的预期。鲍威尔新闻发布会过程中，美元指数、2 年期美债收益率大幅下跌，黄金涨超 1%，美股暴力反弹，纳指涨超 4%。毫无疑问市场给这次会议做出了鸽派的解读。

市场认为鸽派的解读主要来源于三个方面：

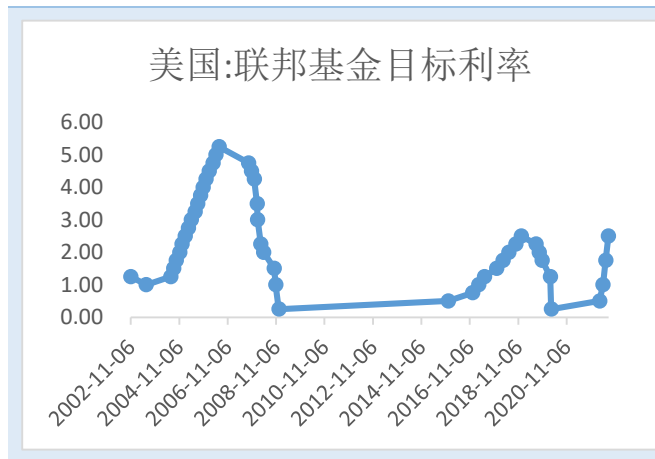
1) 美联储放弃了前瞻指引。鲍威尔在会后表示“以会议为基础，不能像以前那样提供明确的指引，不会对 9 月会议提供具体指引”。这意味着未来美联储行动将完全由通胀数据决定。考虑到当前能源等大宗商品价格出现下跌，下半年通胀压力将会出现缓解，那么完全取决于数据的美联储行为将会是偏鸽的。

2) 鲍威尔指出了美联储放缓加息的可能性。鲍威尔在新闻发布会上表示“依据数据，下次会议大幅加息可能是合适的；随着利率的提高，放缓加息步伐也可能是合适的。”市场已经对美联储的鹰派走向做了十分充分的定价，“放缓加息步伐”的表述是明显偏鸽的。

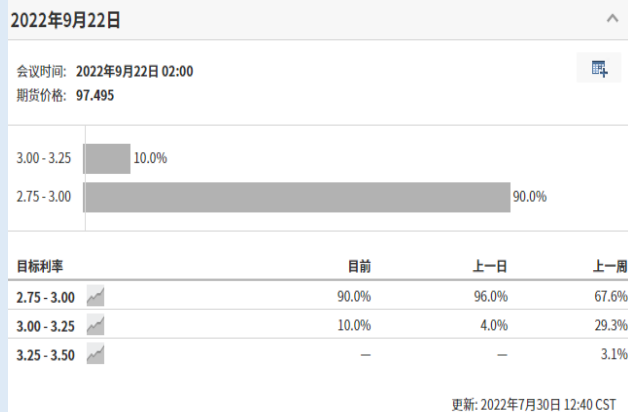
3) 美国经济放缓的压力加大。鲍威尔表示“我们看到一条通胀回落和可持续就业市场的道路，这条路已经变窄、可能会变得更加狭窄。”这表明鲍威尔开始承认经济软着陆的道路越来越窄，而为了应对经济硬着陆的风险，美联储可能不得不放缓加息的步伐。

总而言之，随着近期大宗商品价格的大幅下跌，美国通胀预期有所回落，而为了应对经济可能的硬着陆，美联储或将放缓其加息步伐。我们预计 9 月美联储继续加息 50BP、11 月和 12 月则各加息 25BP，同时，最早可能明年一季度开启新一轮的降息。

图表 3：美联储加息 75BP



图表 4：未来的加息预期



数据来源：FED

1.5 IMF 再度下调全球经济增速

当地时间 7 月 26 日，国际货币基金组织（IMF）发布了最新一期《世界经济展望》报告，对 2022 年全球经济增长持悲观态度，将增长预期下调至 3.2%，比 2022 年 4 月发布的预期又下调了 0.4 个百分点；对 2023 年全球增长预期下调至 2.9%，比 2022 年 4 月发布的预期下调 0.7 个百分点。IMF 认为，世界经济充满了不确定性：美欧等主要经济体通胀高于预期，引发金融收紧；俄乌冲突的负面影响进一步体现，不断推高能源及粮食价格。在新一期的《世界经济展望》报告中，IMF 将 2022 年美国经济增长预期下调至 2.3%，比 4 月的预期下调 1.4%；将 2022 年欧洲经济增长预期下调至 2.6%，比 4 月的预期下调 0.2%。

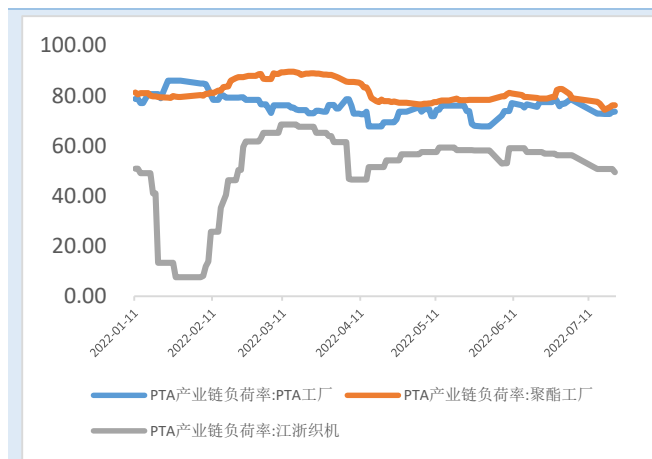
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产稳中有升

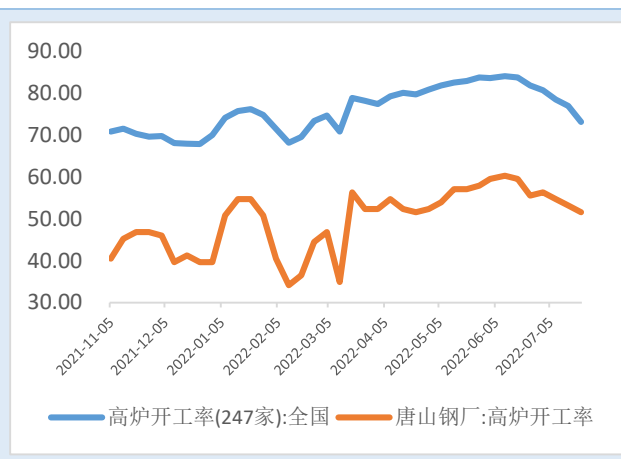
化工：需求下滑，开工稳中有落。需求方面，成本支撑增强，聚酯产业链多数产品价格有所回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有落，其中，PTA 开工率小幅升至 73.63%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 76.17%，江浙织机负荷率小幅回落至 50.83%。

钢铁：生产有所回升，需求略有改善。利润触底改善，全国高炉开工率本周有所回升。由于目前钢厂盈利出现改善，叠加旺季来临，钢材产量低位回升。本周钢联数据显示，钢厂钢材产量有所回升，厂库、社库继续大幅去化，表需小幅回升，但传统淡季来临，钢材实际需求仍然偏弱。

图表 5：PTA 产业链负荷



图表 6：钢厂高炉开工率



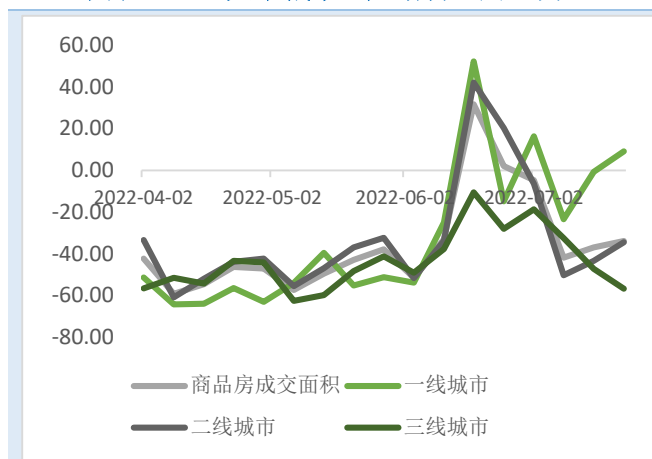
数据来源：Wind

2.2 地产销售月环比下降，汽车销售继续改善

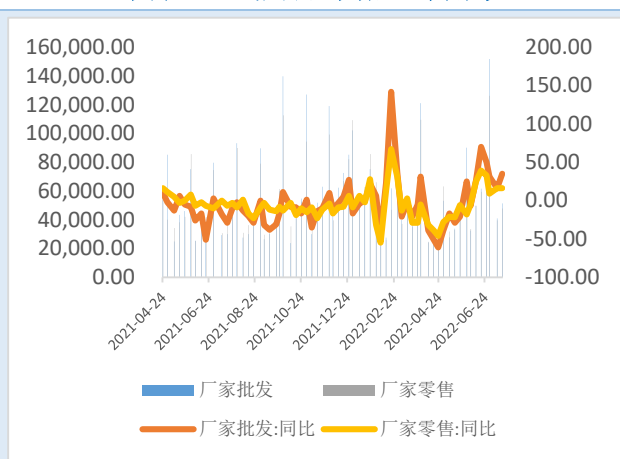
房地产销售月环比下降。截至 7 月 27 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上周上升 7.76%，按均值计，7 月环比下降 32.75%，同比下降 34.16%，一、二、三线城市 7 月同比增幅分别为-4.07%、-38.88%和-44.86%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-8.46%，一、二、三线城市环比增速分别为 25.53%、-51.98%和 42.33%。其中，一线城市土地溢价率最高，为 6.10%，其次为三线城市，溢价率为 0.98%，一线城市最低为 0.52%。

乘用车零售、批发继续改善。乘联会数据显示，7 月 18-24 日，乘用车市场零售 42.5 万辆，同比增长 25%，环比上周增长 27%，较上月同期下降 9%；乘用车批发 47.3 万辆，同比增长 47%，环比上周增长 32%，较上月同期下降 10%。7 月 1-24 日，全国乘用车市场零售 115.6 万辆，同比去年增长 19%，较上月同期下降 10%；全国乘用车厂商批发 124.2 万辆，同比去年增长 32%，较上月同期下降 8%。生产端来看，随着各地复工复产的持续推进，原料供应逐步恢复，汽车生产基本平稳，7 月 21 日当周半钢胎开工率小幅回落至 64.77%。

图表 7：30 大中城市地产销售：周：同比



图表 8：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

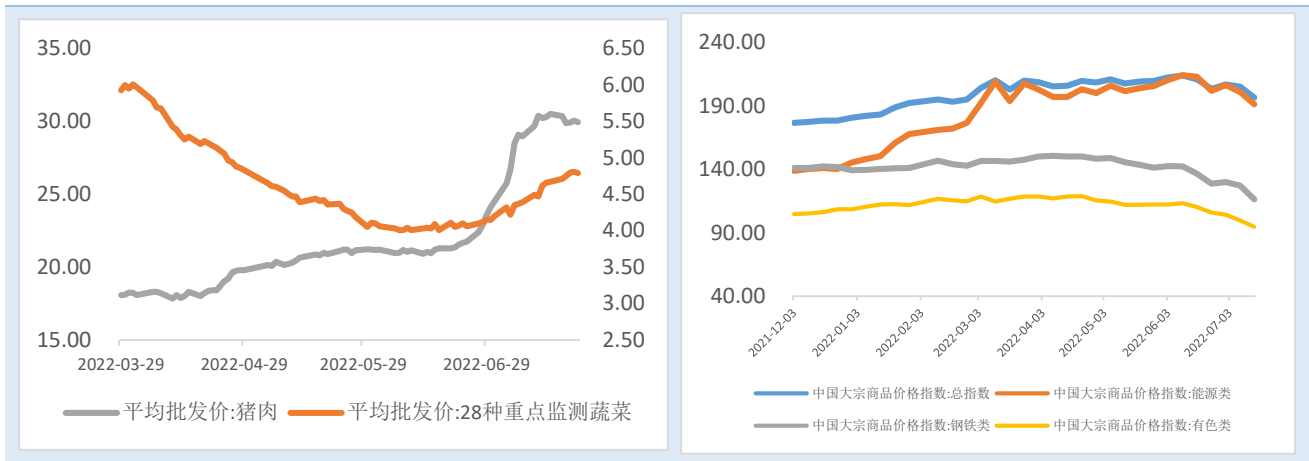
(1) **本周食品价格多数下跌**。蔬菜供应有所恢复，加上需求有所下滑，本周蔬菜均价环比下跌 0.29%，猪肉消费需求走弱，本周猪肉均价环比下跌 2.10%。

(2) **CPI 中枢或继续抬升**。短期来看，新一轮猪周期开启，部分地区蔬菜供应或进入淡季，再加上疫后消费需求恢复，但夏季水果大量上市或对冲部分上涨效应，食品价格或整体维持上行态势，疫情形势好转，以及暑期出行需求带动下，非食品价格或继续回暖，预计 7 月 CPI 继续温和上行，但散点疫情仍给需求端带来一定不确定性。中长期来看，若猪肉价格持续上涨，则三四季度 CPI 中枢将明显抬升；但若猪肉价格出现反复，则未来猪价对 CPI 影响较为可控。我们倾向于认为 CPI 通胀或保持温和，主因是当前猪肉供应并未显著减少，猪价走势仍有反复。

(3) **PPI 同比增速将继续回落**。6 月以来，受海外经济衰退预期的冲击，国际大宗商品价格持续大幅下跌，带动 6 月 PPI 环比、同比增速双双回落。往后看，下半年随着美联储加快收紧货币政策，欧央行开启加息进程，全球经济增速放缓，总需求降温，国际大宗商品价格持续上行动力有限，但鉴于产业链、供应链的限制，其绝对价格或将仍保持在相对偏高位置。在高基数下半年、特别是四季度有望持续较快下行。我们维持全年 PPI 中枢逐季回落的判断。

图表 9：食品价格涨跌互现

图表 10：中国大宗商品价格指数



数据来源: Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎