

# 风险偏好回归，商品震荡回升

## 观点

1、本周市场风险偏好有所回升，商品市场延续震荡回升的走势，美股继续反弹，A股低位回升。我们在此前的报告中提示，三季度美国通胀压力有望缓解，且美联储加息处于空窗期，基于流动性收紧的大宗商品宏观交易或暂告段落，商品各自回归供需基本面，还存在需求支撑的大宗商品表现相对偏强、供需趋于双弱的品种或维持下跌趋势。往后看，下周商品市场可能会随着国内经济数据再度回落而面临新的扰动，不过，国内经济复苏虽然有波折但趋势不变，在前面大跌的行情中，企业主动去库，部分商品库存处于低位，一旦“金九银十”旺季需求超预期释放，不排除出现强力反弹的行情。

## 核心逻辑

1) 本周市场风险偏好有所回升，商品市场延续震荡回升的走势，美股继续反弹，A股低位回升。主因一是台海局势降温，风险偏好回归，二是，美国通胀压力降温，美联储激进加息预期再度得到修正。

2) **美国通胀压力缓解**。美国7月CPI同比增速回落至8.5%，较前值回落0.6个百分点，低于市场多数预期，主要原因是能源和商品分项下行。剔除食品和能源价格后，核心CPI同比上涨5.9%，环比上涨0.3%，分别低于市场预估的6.1%和0.5%。这表明美国的通胀压力有所缓解，往后看，能源价格中长期趋于下跌，但年内空间不会太大，同时，美国劳动力短缺问题将继续支撑服务价格，预计美国通胀继续上行的动能减弱，但年内回落空间也有限。数据公布后市场预期美联储9月份加息50个基点的几率约为73%，表明随着通胀压力缓解，市场对美联储激进加息预期再度降温。

3) **国内实体融资需求依旧偏弱**。7月信贷社融规模大幅低于预期和季节性，突出表现为实体（居民和企业）融资需求偏弱，这与7月以来的高频数据和PMI数据相互印证，表明7月经济将再度回落。从根本原因来看，信贷社融的走弱的根本原因在于需求不足、信心不足，尤其是疫情反复暴发、地产再度恶化不断冲击实体经济。当前的核心矛盾是需求不足，这也就意味着货币不会过快转向，未来的政策重点在于持续推进存量政策的落地，促进实体融资需求的改善，而宽信用的关键还是地产和基建，紧盯稳地产政策和基建落地情况。

宏观·周度报告

2022年8月14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 实体融资需求依旧偏弱

央行公布的数据显示，2022年7月新增人民币贷款0.68万亿，预期1.15万亿，去年同期1.08万亿；新增社融0.76万亿，预期1.39万亿，去年同期1.08万亿；社融增速10.7%，前值10.8%；M2同比12%，预期11.6%，前值11.4%；M1同比6.7%，前值5.8%。

1) **新增信贷大幅低于市场预期。**7月新增信贷仅为6790亿元，同比少增4010亿，明显低于往年同期的水平，大幅低于市场预期的1.15万亿。从结构上来看，居民贷款新增1217亿，同比少增2842亿，其中，短期贷款减少269亿，同比少增354亿，表明在疫情冲击等因素影响下居民消费再度走弱；中长期贷款新增1489亿，环比少增2681亿、同比少增2488亿，与7月份地产销售数据再度走弱相互印证。企业贷款新增2877亿元，同比再度转为少增1457亿，其中，短期贷款减少3546亿，同比多减969亿；中长期贷款新增3459亿，同比再度转为少增1478亿，表明企业投资意愿仍然不足，也可能与上月企业贷款需求大幅释放（6月企业中长期贷款大幅增加1.45万亿）。

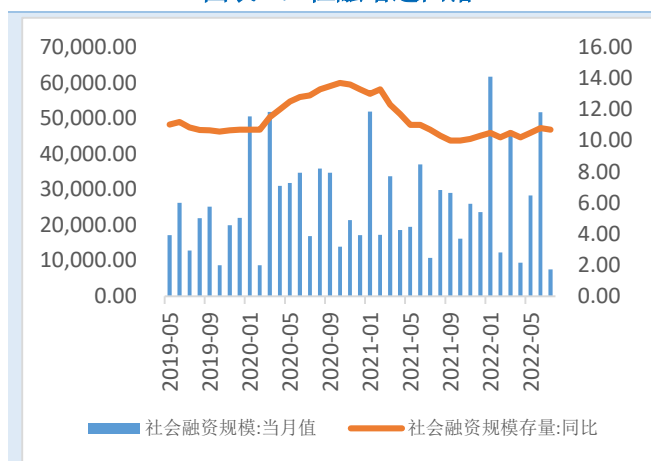
2) **社融规模大幅不及预期。**7月新增社融仅为7561亿，同比少增3191亿，明显低于预期的1.39万亿，也低于往年同期的均值。结构上来看，新增信贷仅为4088亿，同比少增4303亿，是社融下滑的主要拖累项；相反，政府债券融资新增3998亿，同比多增2178亿，是社融的主要拉动项。企业债券融资新增734亿，同比少增2357亿，反映了实体企业融资意愿仍偏弱。

此外，7月社融存量增速较上月下行0.1个百分点至10.7%，社融规模明显不及预期但增速却未明显下滑，主要是因为去年7月社融大幅下滑带来的低基数效应。

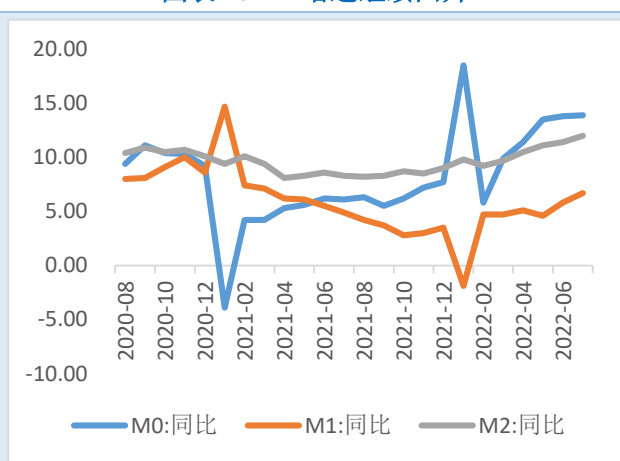
3) **M1、M2增速继续抬升。**7月M1增速较上月抬升0.9个百分点至6.7%，M2增速较上月抬升0.6个百分点至12%，主要原因一是，去年同期基数较低；二是，与7月份财政投放加快有关（财政部要求上半年已发完的专项债在8月底要用完），这与水泥、沥青等基建相关的数据显著改善相印证。存款端，7月新增存款447亿，同比多增1.17万亿，其中，财政存款增加4863亿，同比少增1145亿、连续5个月同比少增。

总体上来看，7月信贷社融规模大幅低于预期和季节性，突出表现为实体（居民和企业）融资需求偏弱，这与7月以来的高频数据和PMI数据相互印证，表明7月经济将再度回落。从根本原因来看，信贷社融的走弱的根本原因在于需求不足、信心不足，尤其是疫情反复暴发、地产再度恶化不断冲击实体经济。当前的核心矛盾是需求不足，这也就意味着货币不会过快转向，未来的政策重点在于持续推进存量政策的落地，促进实体融资需求的改善，宽信用的关键还是地产和基建，紧盯稳地产政策和基建落地情况。

图表 1：社融增速回落



图表 2：M2 增速继续回升



数据来源：Wind

## 1.2 国内政策聚焦

### 1、国务院印发《关于取消和调整一批罚款事项的决定》。

取消和调整了公安、交通运输、市场监管领域行政法规和部门规章设定的 53 个罚款事项，其中，取消 29 个罚款事项，调整 24 个罚款事项。《决定》的实施有利于解决实践中的一些突出问题，有利于惠企利民，提升企业和群众获得感，有利于深入推进“放管服”改革，优化营商环境。

### 2、中国人民银行发布《2022 年第二季度中国货币政策执行报告》。

《报告》指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂，**国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。**应密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币。**保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。**结构性货币政策工具积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具。发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本。此外还提出，密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策用足用好政策工具箱。

3、8 月 9 日，自然资源部等 7 部门印发《关于加强用地审批前期工作积极推进基础设施项目建设的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》提出，加强用地空间布局统筹，充分发挥国土空间规划对各类开发保护建设活动的指导作用，统筹协调交通能源水利等基础设施的用地需求。各级自然资源主管部门应依据国土空间规划和“三区三线”等空间管控要求，积极配合和参与基础设施建设项目规划选址选线工作。严格落实节约集约，改进优化用地审批，协同推进项目建设。各部门要充分发挥职能作用，相互配合、形成合力，指导督促各地依法依规加快推进基础设施项目建设。

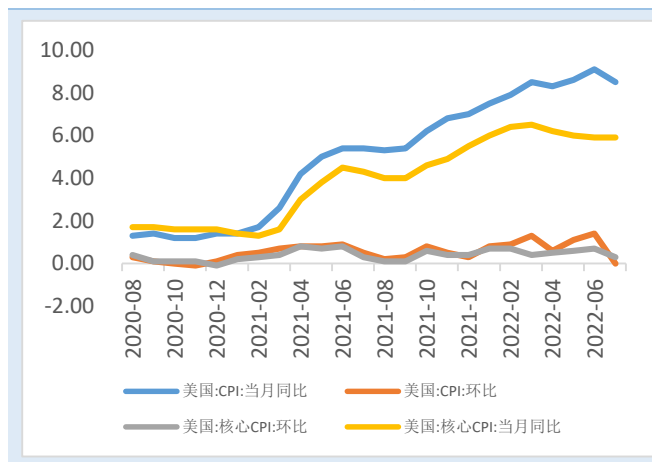
### 1.3 美国通胀压力缓解

美国劳工部 8 月 10 日公布数据显示，美国 7 月未季调 CPI 同比升 8.5%，预期升 8.7%，前值升 9.1%；未季调核心 CPI 同比升 5.9%，预期升 6.1%，前值升 5.9%。季调后 CPI 环比持平，创 2020 年 5 月以来新低，预期升 0.2%，前值升 1.3%。

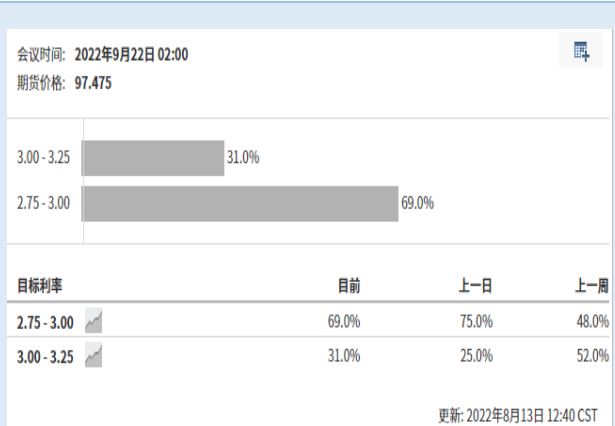
1) 美国通胀压力缓解。美国 7 月 CPI 同比增速回落至 8.5%，较前值回落 0.6 个百分点，低于市场多数预期，主要原因是能源和商品分项下行。剔除食品和能源价格后，核心 CPI 同比上涨 5.9%，环比上涨 0.3%，分别低于市场预估的 6.1%和 0.5%。这表明美国的通胀压力有所缓解，往后看，能源价格中长期趋于下跌，但年内空间不会太大，同时，美国劳动力短缺问题将继续支撑服务价格，预计美国通胀继续上行的动能减弱，但年内回落空间也有限。

2) 美联储激进加息预期再度降温。数据公布后联邦基金期货显示，市场预期美联储 9 月份加息 50 个基点的几率约为 73%，表明随着通胀压力缓解，市场对美联储激进加息预期再度降温。我们维持美联储 9 月加息 50BP，11 月、12 月各加息 25BP 的判断。

图表 3：美国通胀高位回落



图表 4：美联储激进加息预期有所降温



数据来源: Wind

### 1.4 欧美财经热点

8 月 7 日，美国国会参议院以 51 票赞成、50 票反对的结果，通过了由民主党提出的《2022 年削减通胀法案》。该项方案被视作是 2021 年拜登政府提出的《重建美好未来法案》的“缩小版”，支出项目和规

模都遭遇大规模削减。从此次方案的内容来看，一是通过对大公司征收 15%最低企业税、开展处方药医保价格谈判以降低药品价格、加强 IRS 对企业和高收入者的征税执法以及消除“附带权益漏洞”等举措为联邦政府增加约 7400 亿美元财政收入；二是投入约 3700 亿美元用于应对能源安全和气候变化问题，包括对清洁电力和储能行业提供税收抵免、对消费者实施家庭能源退税计划等，从而逐步实现到 2030 年减少碳排放约 40%的长期目标；三是投入 640 亿美元用于延长平价医疗法案补贴至 2025 年。不过，据美国国会预算办公室估计，该法案对美国 2022 年通胀的影响可忽略不计，对 2023 年通胀或较现行水平上下浮动 0.1%，另据宾夕法尼亚大学沃顿预算模型估计，此次法案通过将在 2024 之前略微增加美国的通胀水平，随后开始降低通胀，但总影响接近于零。

8 月 9 日，美国总统拜登签署《芯片和科学法案》（以下简称《法案》）。《法案》对美本土芯片产业提供巨额补贴，并要求任何接受美方补贴的公司必须在美国本土制造芯片。白宫发布声明称，《法案》将为美国半导体研发、制造以及劳动力发展提供 527 亿美元。其中 390 亿美元将用于半导体制造业的激励措施，20 亿美元用于汽车和国防系统使用的传统芯片。此外，在美国建立芯片工厂的企业将获得 25% 的减税。拜登表示，该法案为美国整个半导体供应链提供资金，促进芯片产业用于研究和开发的关键投入。要求任何接受美国政府资金的芯片企业必须在美国本土制造他们研发的技术。这意味着“在美国投资，在美国研发，在美国制造”。

8 月 9 日，欧盟各成员国上月达成的削减天然气用量协议正式生效。根据欧盟方面说法，此举意在为可能出现的俄罗斯天然气供应中断做准备。根据 7 月 26 日达成的这一协议，欧盟成员国同意在 2022 年 8 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日期间，根据各自选择的措施，将天然气需求在过去 5 年平均消费量的基础上减少 15%。



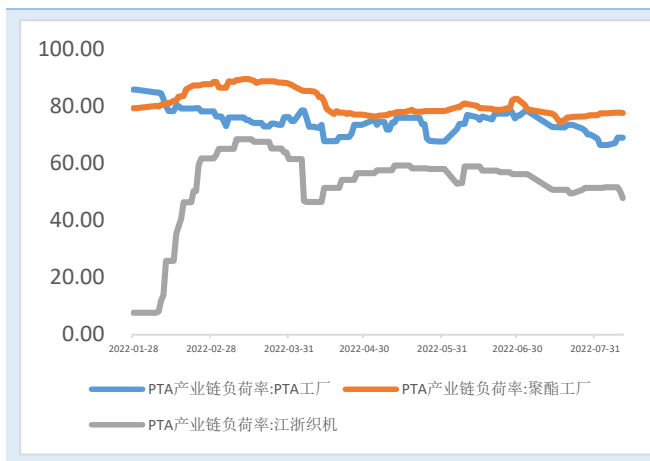
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产稳中有升

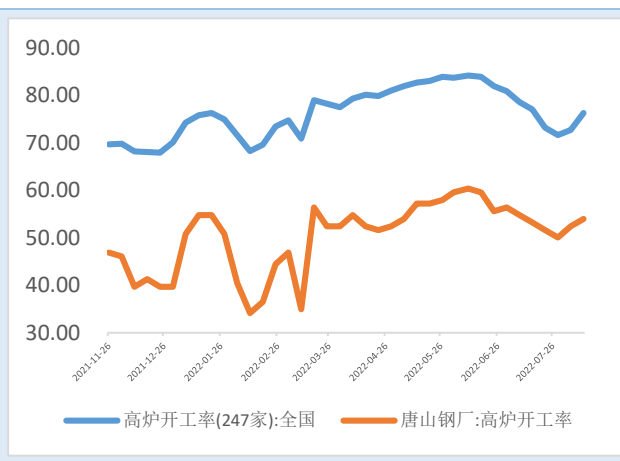
**化工：需求回暖，开工基本平稳。**需求方面，下游补库有所改善，聚酯产业链多数产品价格有所回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率回升至 69.07%，聚酯工厂负荷率小幅回升至 77.87%，江浙织机负荷率小幅回升至 51.67%。

**钢铁：生产继续回升，需求略有改善。**利润触底改善，复产动机较强，全国高炉开工率本周继续回升 3.54 个百分点至 76.24%。由于目前钢厂盈利出现改善，叠加旺季补库预期，钢材产量低位回升。本周钢联数据显示，钢厂钢材产量继续回升，厂库、社库延续去化，表需小幅回升，但下游实际需求依旧偏弱。

图表 7：PTA 产业链负荷



图表 8：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

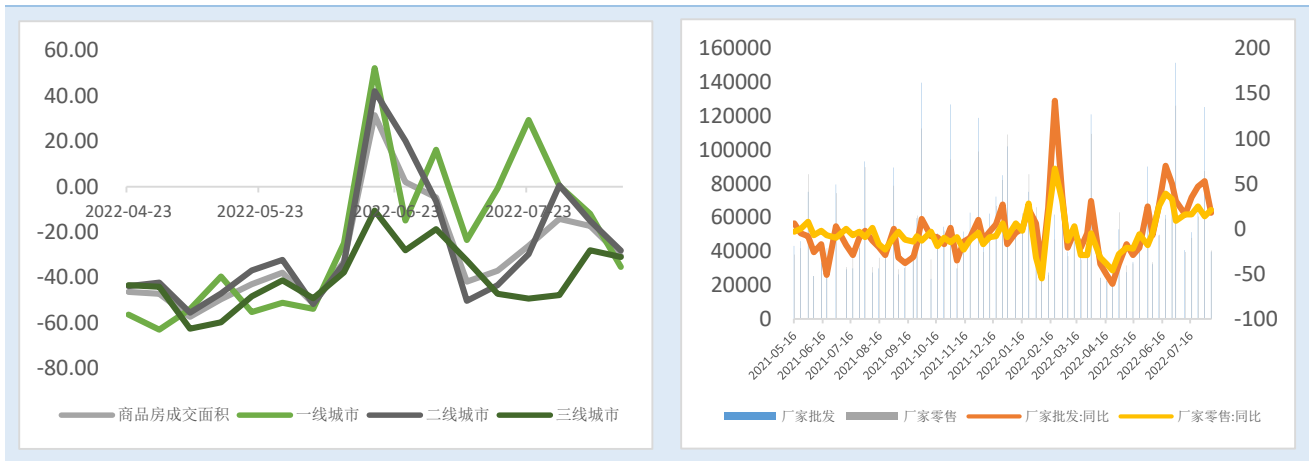
### 2.2 地产销售周环比下降，汽车销售持续走强

**房地产销售周环比下降。**截至 8 月 10 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比下降 14.62%，按均值计，8 月环比下降 13.50%，同比下降 25.13%，一、二、三线城市 8 月同比增幅分别为-28.00%、21.94%和 29.33%；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-26.72%，一、二、三线城市环比增速分别为-48.83%、-1.52%和-34.81%。其中，一线城市土地溢价率最高，为 8.53%，其次为三线城市，溢价率为 3.31%，二线城市最低为 0.30%。

**乘用车零售、批发同比增速持续改善。**乘联会数据显示，8 月 1-7 日，乘用车零售 28.5 万辆，同比增长 21%，环比上周下降 57%，较上月同期增长 3%；乘用车批发 27.9 万辆，同比增长 18%，环比上周下降 69%，较上月同期下降 2%。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，8 月 11 日当周半钢胎开工率微幅持稳于 64.44%。

图表 9：30 大中城市地产销售：周：同比

图表 10：当周日均销量：乘用车



数据来源: Wind

### 三、 物价跟踪

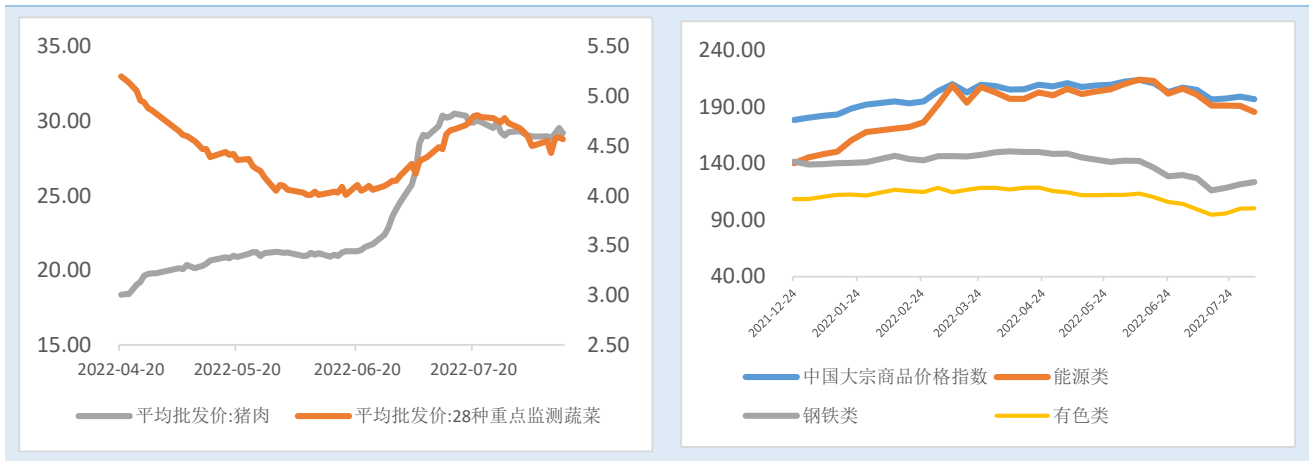
(1) **本周食品价格涨跌互现。**蔬菜供应有所恢复,加上需求有所下滑,本周蔬菜均价环比继续下跌 0.92%,猪肉价格有所反弹,本周猪肉均价环比上涨 0.21%。

(2) **下半年 CPI 将继续温和抬升。**7 月 CPI 同比继续回升至 2.7%,主要是受猪周期重启、蔬菜季节性上涨等因素的推动,不过,扣除食品和能源价格核心 CPI 同比则由 1.0%回落至 0.8%,表明当前内需依然疲软。往后看,新一轮猪周期重启,猪价在供需基本面驱动下仍将温和上升,同时,考虑到去年基数较低,预计三季度国内 CPI 仍有破 3%的可能。不过,需要强调的是在内需疲软、外需走弱的大背景下,猪价上涨的单一因素不足以推动通胀持续走高。四季度则需关注国际能源价格和农产品价格表现,考虑到我国原油和食用油都较依赖国际贸易,如果“猪”“油”再度共振上涨,不排除国内通胀有进一步走高的可能。

(3) **PPI 同比增速将继续回落。**7 月 PPI 同比增速加速回落至 4.2%,下行幅度超过市场预期,主要原因是受到生产资料价格环比大幅回落的影响,一方面,国际大宗商品价格持续下跌传导至下游,另一方面,国内工业生产存在走弱的迹象,企业主动去库。往后看,欧美加快加息的步伐,全球经济下行的压力持续加大,大宗商品价格拐点已现,叠加疫情反复扰动下,国内需求回升速度偏慢,企业生产积极性不高,维持主动去库的节奏,预计 PPI 同比增速将继续回落。

图表 11: 食品价格涨跌互现

图表 12: 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