

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

欧美流动性和需求双承压，国内经济开始进入修复快车道

——大宗商品宏观&中观周度观察20220912

大宗商品策略研究团队

研究员

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

- **欧洲央行周四晚间公布利率决议，上调三大主要利率75bp，加息空间充足。**目前边际贷款便利、主要再融资、存款便利利率分别为，1.50%、1.25%、0.75%。欧央行货币纪要观点（1）**对经济增长较乐观**：尽管预计今年年底经济增长或有所停滞，欧央行仍预计2022、2023、2024年度经济增长为正，分别为3.1%、0.9%、1.9%；（2）**后续将继续调控通胀预期**：后续利率决议将继续采取“逐会决议”的方式且“根据数据行事”。未来会议欧央行或继续提升利率以抑制需求而调控通胀预期上行风险。**我们认为，当前欧元区失业率相比疫情前仍处于低位（7月录得6.60%，2020年2月7.60%），而欧元区通胀高涨使得尽管加息至正利率，但欧洲债务压力仍然较轻，这为欧央行提供了充足的加息空间。而从经济指标看，尽管欧元区PMI、投资者信心指数等预期指标下滑，但同步指标（二季度GDP、工业生产指数、零售数据等）仍呈现韧性，这使得从海外方面看，美元指数因外因上冲动力不足，部分解释了近期美元指数的回落。**
- **美国经济韧性或将被证伪，三四季度需求下滑或超预期。**通常货币政策具有时滞效应。美联储近期大幅加息后，传导到实体经济需要约半年左右，此时会使得经济衰退加速，这或将产生预期差。**8月国内出口数据中美国出口部分回落即是佐证，而近期美元指数回落也验证了美国需求韧性不足，未来或可能加速衰退的观点。**
- **实体数据方面，美国7月生产和制造业指数、费城联储制造业预期指数反弹，但中观数据得不到验证，而零售消费数据、成屋销售出现回落。**制造业指数录得102.85（前值102.11），环比增长0.72%（前值-0.45%）全部工业录得105.81（前值105.22），环比增长0.56%（前值0.01%）。我们认为，类似4月份数据，美国政府或也有稳定经济的行为，但下行趋势预计不会改变。美国货运端缓解或无法剔除需求回落因素。周度可供运营卡车自年初以来稳步回升；除国防与运输耐用品新订单、出货量同比增速见顶回落，货运市场平均需求指数尚未见底反弹。尽管近期耐用品订单环比初值小幅向好，但仍处于下行趋势，在经济下行压力之下或难以实现实质性反弹。同时，美国现有卡车利用率自年初以来不断下滑，铁路联合运输量近期持续弱于季节性。

大宗商品国内宏观驱动：国内经济开始进入修复快车道

- **社融：经济见底企稳，社融边际修复。** 本次社融边际修复反映（1）当前经济有企稳迹象；（2）二季度冲量所导致的透支情况在8月份有所减缓；（3）8月份以来相关稳增长政策开始逐步见效。
- **财政：收入改善有限，支出保持高增。** 7月财政收入剔除留抵退税因素后，一般财政收入增速为2.6%，较上月同口径的5.2%明显回落，与同期社融及经济数据等表现一致，其中增速贡献主要来源于央行以及国企利润上缴等（7月央行上缴利润规模达1000亿）。财政持续发力叠加国内疫情缓解，7月基建投资持续高增。
- **地产：投资跌幅扩大，资金压力仍存。** 今年上半年地方也频繁发布降低首付比、放松限购限售等政策，房地产销售在经过一段时间的政策效果催化后迎来一定回升，但考虑随着疫后需求消化基本完成以及7月初的断贷时间冲击，当前商品房销售仍没有显著改善。随着当前政策重心更多落到保交楼上，后期房企相关资金更多会偏向竣工端。
- **制造业：增速高位放缓，整体韧性延续。** 7月国内制造业仍保持着较强的内生动能，其中高技术制造业投资仍将保持较高增速，带动制造业投资上行。我们认为核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业持续升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。
- **社融超预期显示当前经济处于边际改善阶段，政策导向有望使得经济修复进入快车道。** 7月份的各项经济数据均反映出当前经济修复仍然是较为漫长的过程。本周出来的8月社融数据超预期，主要缘于PMI数据显示当前经济生产活动逐渐好转，居民企业的需求边际转好，但总体来看经济仍在偏弱运行。针对房地产，本周传出福建已上交第一批专项借款名单，市场对于专项债的落地预期显著提升。此外郑州今天传出消息要求30天内烂尾楼盘全面复工，预计保竣工进展持续加快。在该背景下，本周传闻房地产或出台更有力的强刺激政策，预计有望起到提振楼市的作用。考虑到房地产的问题成为当前经济发展的重要制约项，随着地产政策预期好转有望带动整体经济进入修复快车道。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，基建端实物工作量出现加速落地

- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥**：7月初的高温天气叠加疫情导致螺纹表需小幅回落，本周天气影响趋弱叠加资金到位好转使得螺纹表观消费量有所回升。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC**：玻璃库存开始出现小幅去库，表观需求近期持续回升，PVC近期需求有回升趋势，库存转为去库。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费**：实物工作量开始回升。
- **挖机与重卡**：随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，随着近期疫情逐渐减弱，7月份挖掘机销售明显走强，初步确认见底拐点。

■ 制造业景气度跟踪：8月汽车销量增速保持高增，空调排产显著修复，内外贸均有出现回落迹象

- **发电量**：3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。随着高温天气持续不减、复工复产推进以及国内经济复苏，近期耗煤高于往年同期。
- **汽车**：消费信心通过政策的推动引导+厂商的促销刺激+经销商的终端优惠降库等得到促进，由于政策提振消费信心效果还是很好的，因此8月车市零售仍是同比较高增长。
- **家电**：根据空调排产数据，9月空调产量同比跌幅显著收窄，预计前期高温天气对空调的消费有一定的带动作用。随着7-8月调低生产计划降低库存压力之后，预计9月空调产量有所恢复。
- **出口**：本周近期八大枢纽港口内外贸集装箱吞吐量同比均出现明显回调，背后可能反应当前外需存在一定压力。韩国8月出口同比增长6.6%，预计出口贸易需求有回落的预期。

■ 总结：

- **进入8月，从建筑相关景气度来看，本周螺纹表需与水泥出货率出现一定回升。制造业方面，汽车产销8月份的数据有所回升，9月的家电排产数据显示跌幅显著收窄，出口方面本周内外贸显著回调或预示国内外需求面临下降的压力。综合整体中观需求的角度来看，经济复苏进度正处于缓慢加速的状态。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **美欧均面临需求下滑趋势，欧元货币政策空间充足**

美国宏观&中观 **美联储再度进行预期管理，内生需求仍存隐忧**

欧洲经济 **9月议息会议加息75bp，货币空间仍然充足**

疫情跟踪 **全球疫情出现好转，美国新增感染人数下降**

一、海外总览：美欧均面临需求下滑趋势，欧元货币政策空间充足 中信期货 CITIC Futures

- **欧美央行放鹰，静待通胀数据。** 欧洲方面，欧洲二季度GDP上修，服务业PMI跌落荣枯线。欧洲央行如预期加息75基点。欧央行表示大幅加息旨在通过抑制需求而调控通胀与通胀预期；拉加德同时表示后续仍或有2-5次加息，将“逐会”、“视数据”做决定。**欧洲央行跟进美联储加息或为支撑欧元以缓解输入性通胀，从欧元区当前失业率情况看，欧洲有充分空间实施加息政策，这使得美元指数上冲动力不足。**
- **美国方面，** 上周美联储地方官员与主席鲍威尔相继发言，均提及加息风险的两面性、重申对于控制通胀的决心。美国ISM与Markit服务业PMI大幅背离，前者显示经济韧性后者显示放缓。而从我们观察的宏观和中观指标验证看，**美国总体需求确实呈现下滑趋势，**

全球制造业PMI

制造业PMI	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
全球	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3	54.2	54.3	54.1	54.1
美国	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8	61.1	59.9
欧元区	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4
德国	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4	57.4	57.8	58.4	62.6
法国	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6	55.9	53.6	55	57.5
意大利	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62	62.8	61.1	59.7	60.9
澳大利亚	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4	54.8	50.4	51.2	51.6
英国	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9	58.1	57.8	57.1	60.3
日本	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3	54.5	53.2	51.5	52.7
中国	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1
印度	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5	57.6	55.9	53.7	52.3
巴西	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8	49.8	51.7	54.4	53.6
俄罗斯	51.7	50.3	50.9	50.8	48.2	44.1	48.6	51.8	51.6	51.7	51.6	49.8	46.5
南非	51.9	46.9	49.3	54.9	48.3	59.2	58.7	53.3	51.6	64.1	58.3	56.7	56.2
越南	52.7	51.2	54	54.7	51.7	51.7	54.3	53.7	52.5	52.2	52.1	40.2	40.2

- 欧洲方面，周四晚间欧洲央行公布利率决议，拉加德在问答环节中表达较为鹰派，她表示：
 - **能源扰动，经济放缓**：“能源扰动巩固经济放缓，经济增长近期下行风险较大。”货币政策中的对经济增长的预测是基准情况，悲观情况包括能源供给中断与定量供给。基准情形2022-2024年年度经济增长为：3.1%、0.9%、1.9%，悲观情形：2.9%，-0.9%，1.9%。
 - **短期通胀将继续上行**：能源供给扰动是主要风险，但“通胀抬升同样来自弱势欧元”，“产能收缩也会抬升通胀”，“通胀短期仍然存在上行风险”。长期来看，预计2022-2024通胀回落路径为3.4%，3.9%，2.3%。
 - **利率未达中性水平，终端利率暂且未知**：“欧央行在向中性利率前进”，“可能还需要几次加息”，“加息终止可能仍需2-5次会议”。“终端利率暂且未知且我们不想过早评估”，“当我们接近终端利率加息幅度或不会有所下降，如果需要，我们会加息超过终端利率”。
- 美国方面，本周美联储发言官员均提及提前结束收紧周期的风险，主席鲍威尔于CATO研究所会议发言与前期相近，他表示：
 - **亟需稳定通胀预期**：“通胀高于目标越久风险越高，我认为我们应直接有力的对抗通胀直至完成任务”。“短期内时间紧迫，公众会开始将更高的通胀融入经济决策中，我们的工作确保不会发生那种情况。”
 - **将保持双重目标制度**：“劳动力市场仍然非常紧俏”，“劳动力需求仍然非常旺盛”，“我不认为我们会进入单一目标的制度。”
- **欧央行跟进联储加息或为挽救欧元**。能源危机扰动或带来货币贬值的自我强化机制：**能源成本上升——生产与产能收缩——进口上升——贸易逆差走阔——欧元走贬——输入性通胀——投机资本逃逸——欧元走贬**。欧央行目前大幅降息一方面旨在抑制部分需求以降温通胀，另一方面或能一定程度缓解利差所带来的资本流出对欧元的影响以尽可能缓解输入性通胀。货币政策对能源供给影响有限，这或已是欧央行短期内为数不多的有效操作之一。后续若欧元仍相对弱势且美联储保持激进加息，欧央行在面临严峻经济下行压力之下或仍将表现较为鹰派。届时，全球金融市场波动或将随之加剧。

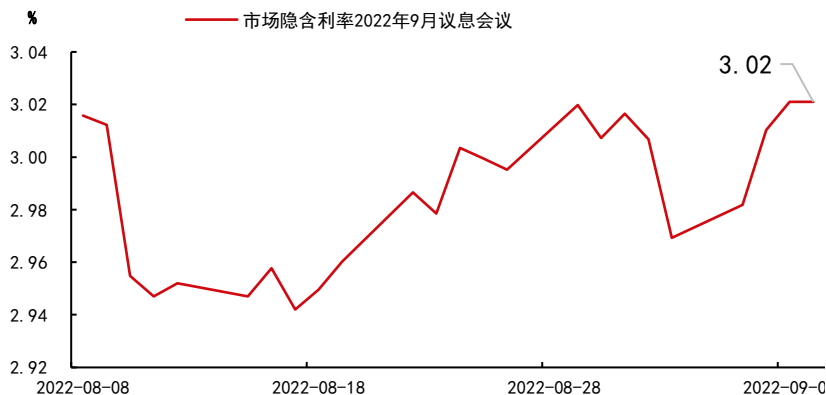
二、美国加息预期观测：联储提及加息风险的两面性

■ 本周美联储地方官员发言提及“加息风险的两面性”，发言人均未表示自己偏好的加息幅度：

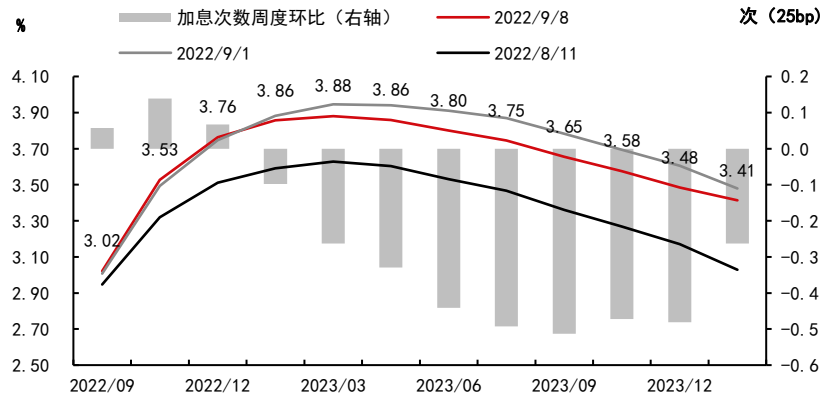
- 9月7日，梅斯特表示“联储政策伴生的风险是两面的”，“市场应该关注利率趋势而非单次议息会议”，“我将在9月会议中决定我所偏好的加息幅度”；“我们的任务是策划经济活动放缓而非引发衰退”，“联储的目标并不是引发任何一个行业的衰退和损害”。
- 9月8日，美联储副主席布雷纳德“鹰”中藏“鸽”，其大部分发言重申了前期内容：“联储仍需抬升利率，货币政策需要保持一定时间的限制性”、“防范通胀预期的上升尤为关键”、“劳动力市场仍较为强劲”，在发言末尾她表示“在紧缩周期的某个时间点，风险将是两面的。紧缩的迅速和全球性，以及金融环境收紧影响总需求的节奏上的不确定性正在酝酿过渡紧缩的风险”。另外，新上任的波士顿联储主席科林斯表示“当前预测联储9月利率决议为时尚早”。

- 美联储褐皮书显示悲观经济预期。根据最新公布褐皮书，美国经济展望悲观，部分地区预计未来6-12个月需求将出现额外的走弱。物价：尽管大部分地区表示物价上升速度减缓，但其绝对值仍位于高位；消费：居民消费由可选向核心消费品转移，汽车销量疲软，8月消费需求继续降级；劳动力：就业有所增长但较缓，薪资整体走高，但增速回落且整体劳动报酬预期降温。

9月议息会议市场隐含利率回升

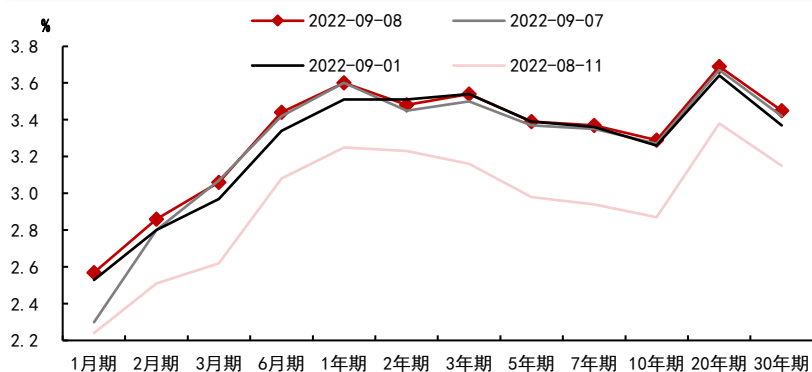


本周市场加息预期因非农升温幅度回调

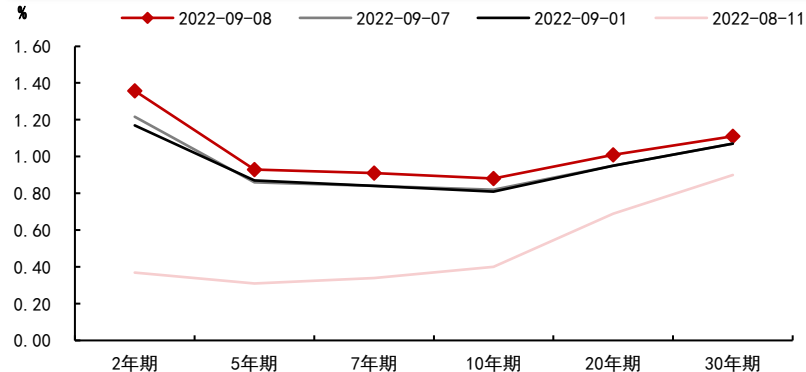


二、美国加息预期：短端盈亏平衡通胀预期继续回落

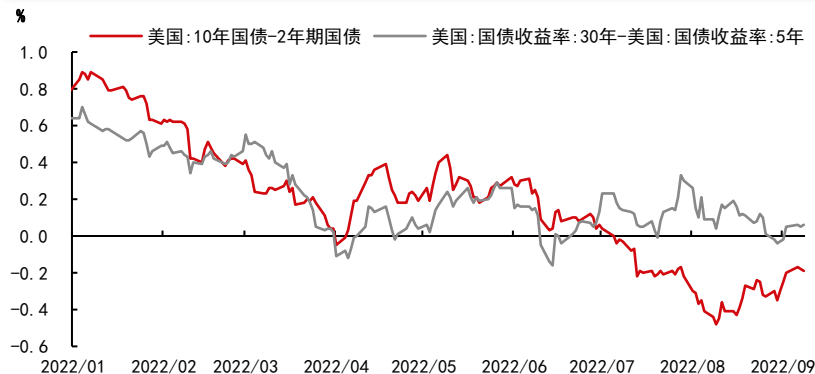
美国国债收益率曲线变动



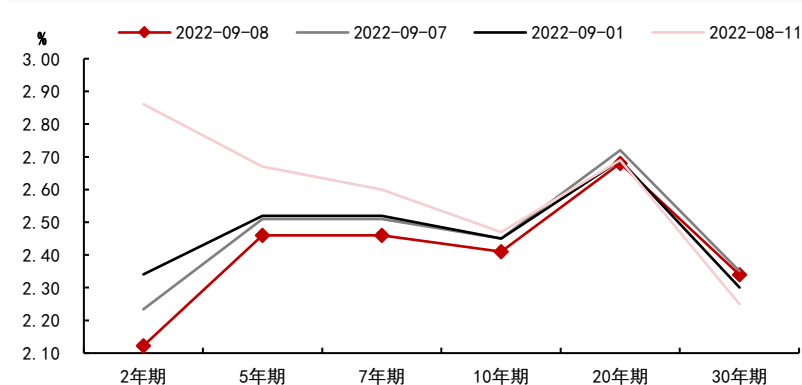
TIPS收益率曲线变动



美国国债收益率期限结构



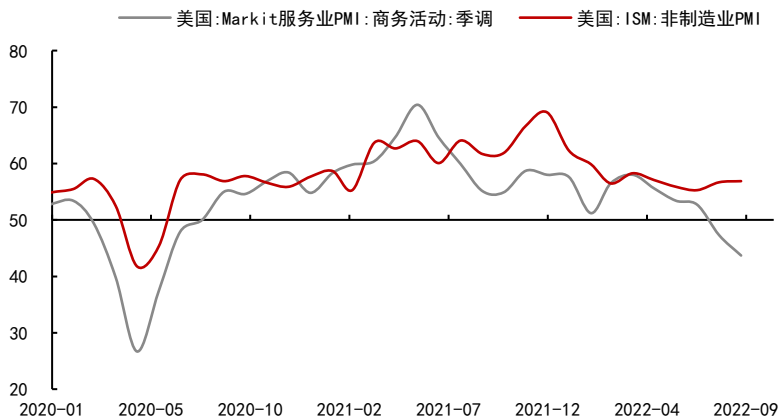
盈亏平衡通胀率期限结构



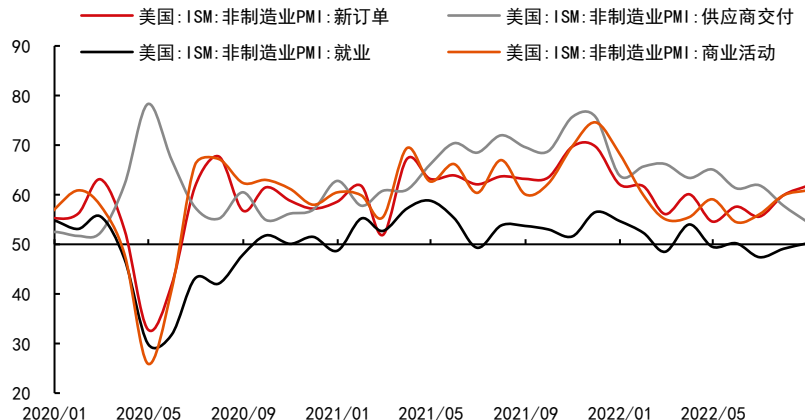
二、美国PMI：ISM与Markit非制造业PMI细分背离

- **美国8月ISM与Markit非制造业PMI大幅背离**，8月ISM非制造业PMI录得56.9，超出预期55.5，8月Markit非制造业PMI43.7，不及预期44.2。
- **本次背离或显示大型企业偏主观的乐观情绪，中小企业客观上的不景气。**对比ISM与Markit，Markit调查范围大于ISM，且ISM更为主观。ISM报告显示，供应商交付边际缓解，整体商务活动有所好转，新订单与就业均改善，就业回归荣枯线之上。根据受访者回复，行业状况好坏不一：教育、医疗行业表示供应链、劳工紧缺问题仍未完全消退，手术用、实验用器材短缺；零售业尽管就业改善但仍担心宏观环境；批发与住宿业运行平稳、建筑业表示交货时间改善。Markit报告显示，8月商务活动大幅下滑，“企业反馈了大于金融危机类似首次疫情封锁的业务恶化”，“产出的下降主要由于弱势的内需与外需”，同时，业务拓展的乏力使得就业以缓慢的速度增长。**继8月制造业PMI，两者在非制造业新订单与生产上再度出现分化，整体商务活动明显背离。**

ISM与Markit非制造业PMI近期背离



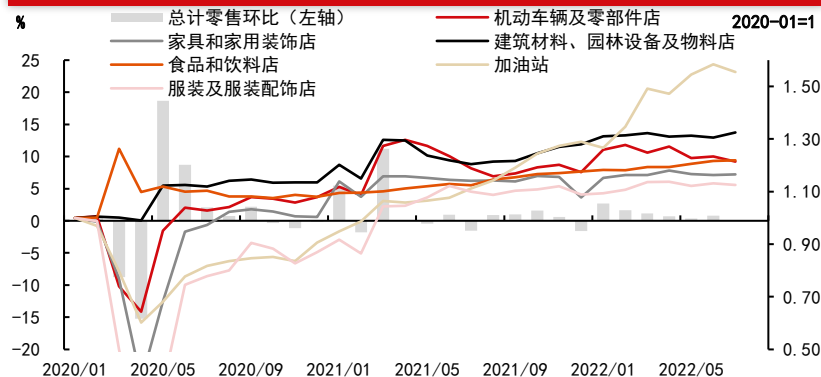
ISM非制造业PMI细分边际改善



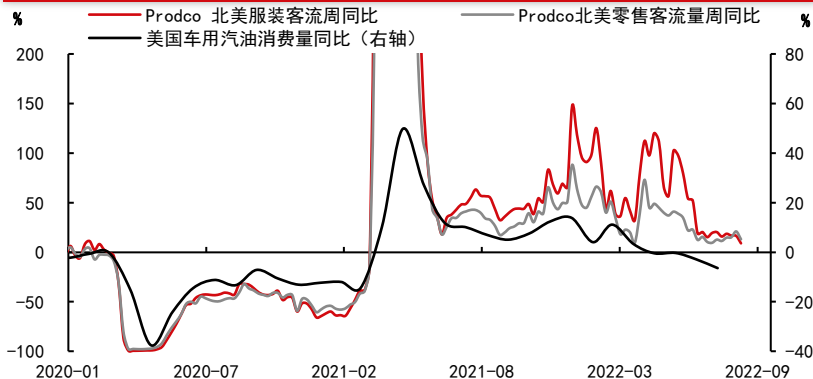
二、美国消费：零售消费数据或显示出行疲软与消费降级

- **美国7月零售环比几乎持平。**细分项中，汽车链相关消费环比回落较为明显：机动车与加油站分别环比回落1.63%与1.77%；杂货店与无店铺零售为主要拉动项，分别环比上升1.52%与2.65%。**最新数据显示，Prodco北美客流量同比增速近期继续回调，显示出行相关需求仍增长疲软。**
- **8月居民消费降级延续。**根据美联储8月褐皮书，美国居民消费习惯降级延续，目前仍向核心消费品转移。自年初以来，红皮书大型商城周度销售同比与打折商城周度销售同比走势不断分化。**最新数据显示，两者增速分化短期内有所收窄，或主要受到开学季影响。**

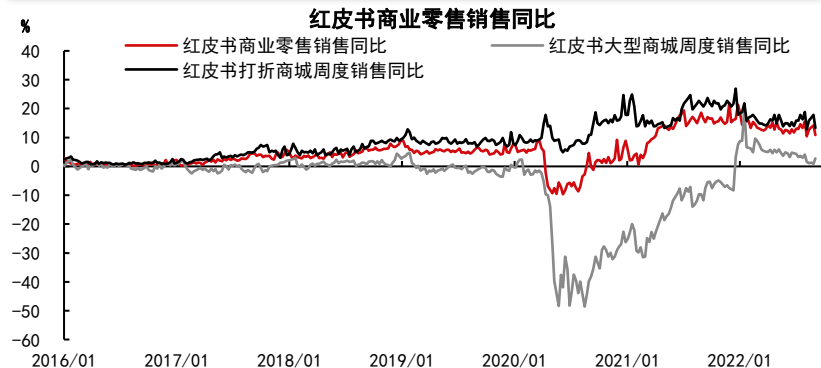
美国7月零售环比几乎持平



Prodco北美服装与零售客流量同比增速回落



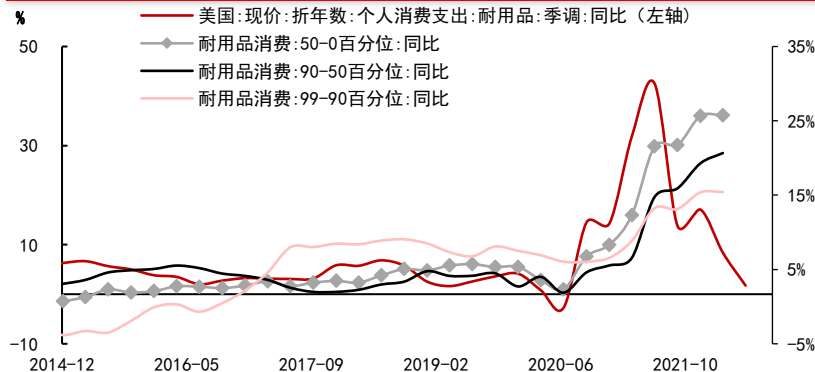
打折商城与大型商城周度销售同比增速走势分化



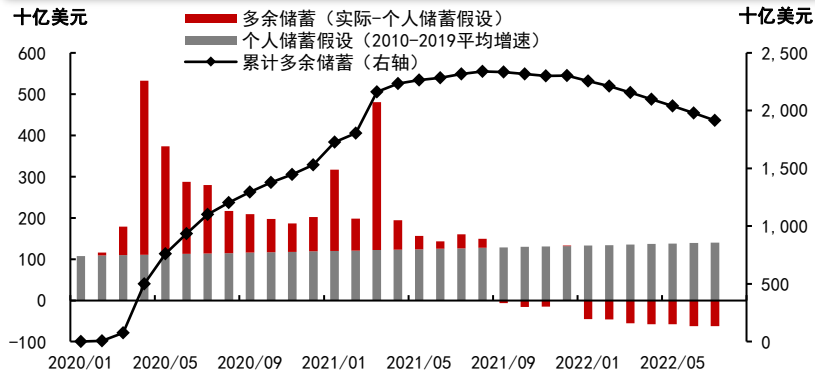
二、美国消费：累计个人储蓄存在贫富差异，消费潜力支撑有限

- 自疫情复苏以来，数轮财政补贴与货币政策宽松带来个人储蓄的激增，同时也刺激了耐用品消费。从居民资产负债表中耐用品消费的同比增速来看，50-0百分位财富人群为最先进行耐用品消费人群，同时，其净资产的快速上升也带来了消费的体量，是本轮复苏的主要力量。
- 累计个人储蓄存在贫富差异。美国居民整体累积的约2.5-2.6万亿个人储蓄已没有增量。从居民资产负债表来看，50-0百分位财富人群可写支票存款与货币的累计环比变化占整体比例较小，在财政刺激退坡与货币政策收紧之下，该人群后续可贡献的消费力量或较为有限。

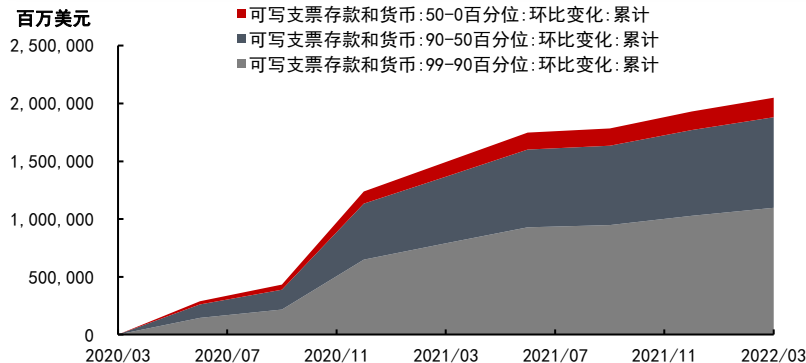
50-0百分位财富人群最先进行耐用品消费



个人累计多余储蓄已无增量

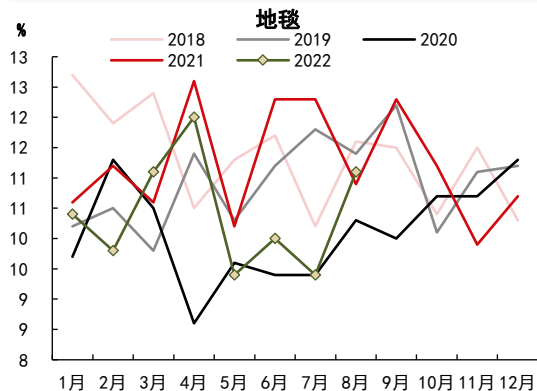


50-0百分位财富人群占比较小

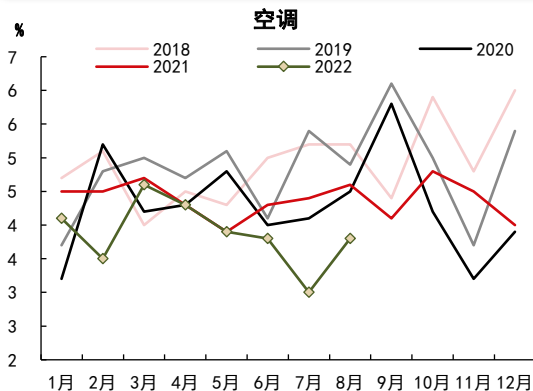


二、美国消费：8月家居改善购买计划小幅回升

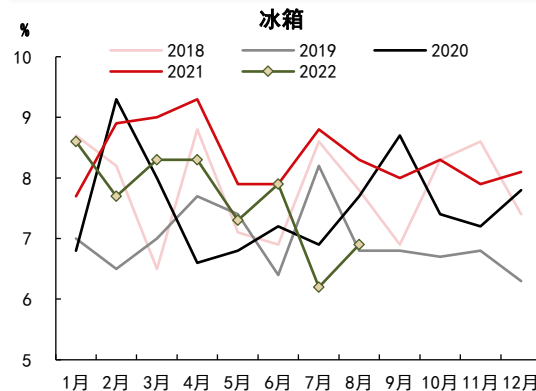
地毯购买计划占比



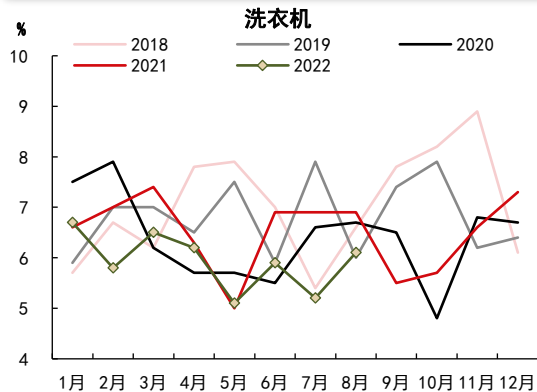
空调购买计划占比



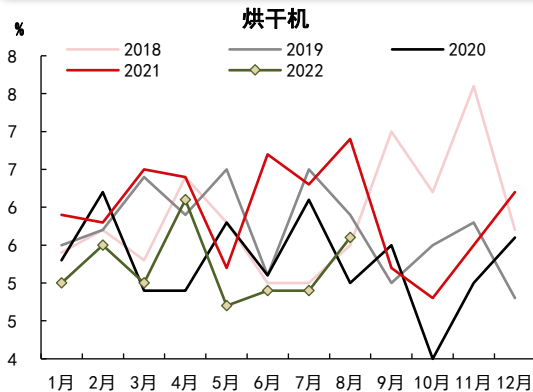
冰箱购买计划占比



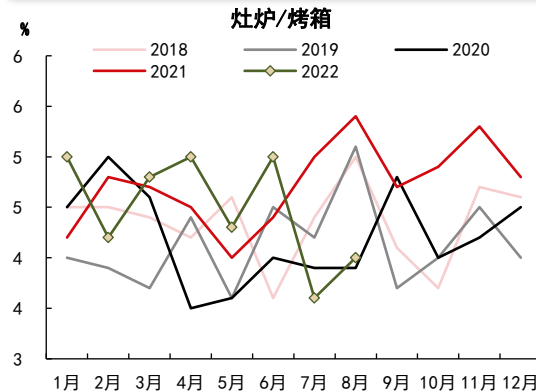
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比



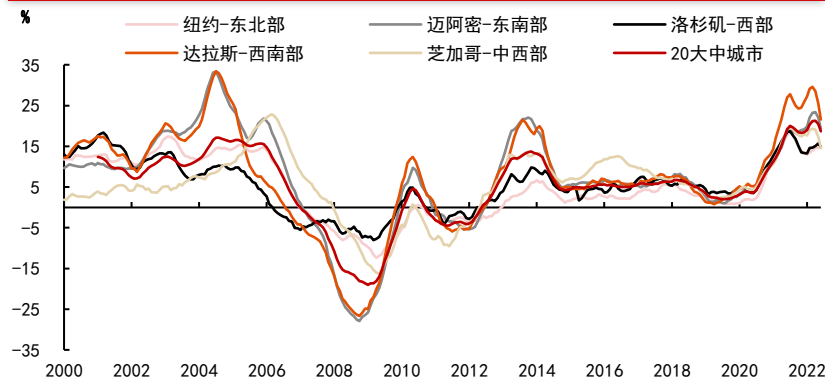
灶炉/烤箱购买计划占比



二、美国地产：利率抬升，地产转冷，或将传导至消费

- 美国地产正由前期供给紧俏逻辑边际转向需求走弱逻辑。7月美国成屋销售481万套，新屋销售51.1万套，分别环比回落5.87%与12.65%。地产需求端转冷明显，同时美国成屋库存与新屋库存不断累积、房价同比增速磨顶，美国地产运行逻辑边际转向。在美联储鹰派立场坚定之下，房贷利率或难以回调，使得后续需求承压，该运行逻辑边际转向或将持续。而地产走弱预计将使得耐用品消费下降。
- 6月美国各地区主要城市房价增速均有所回落，但房价绝对值水平仍处于高位。从房价指数环比来看，洛杉矶房价率先环比回落，其余地区主要城市房价环比增速已边际放缓。

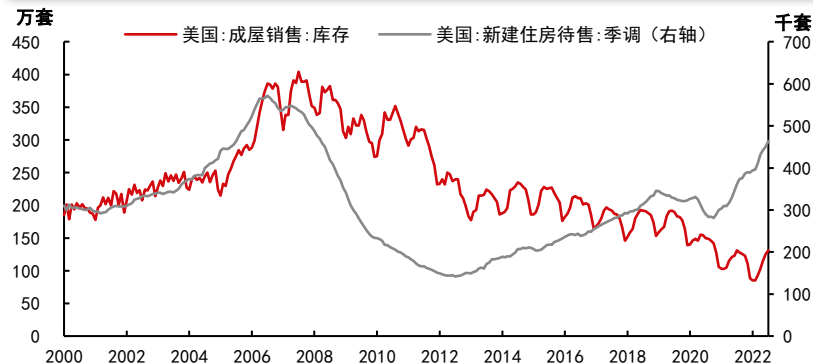
美国各地区主要城市标准普尔/CS同比增速



美国地产销售近期明显转冷



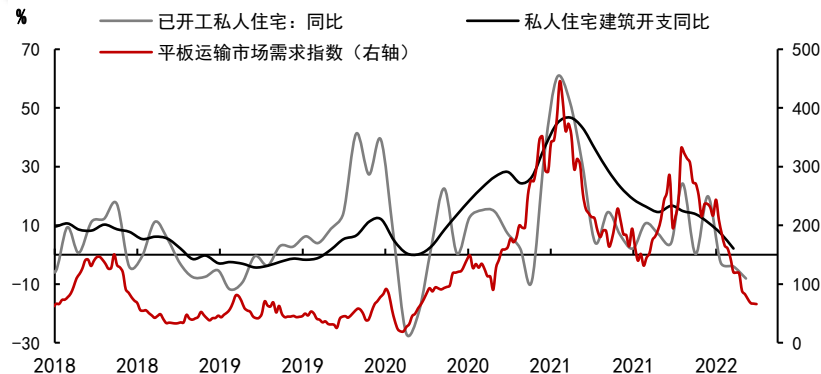
美国地产库存累积



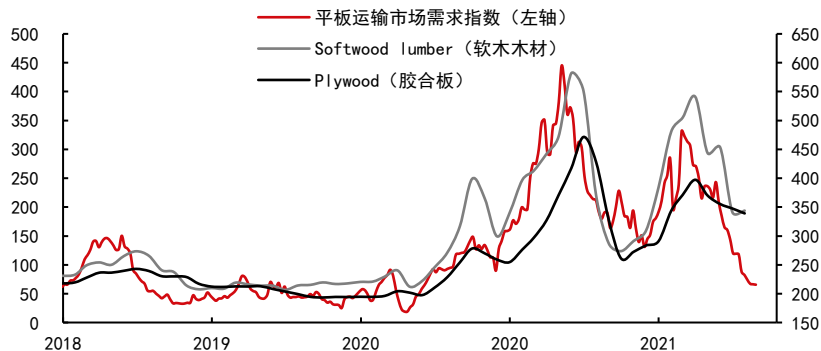
二、美国地产：美国本轮地产建设高峰期或已结束

- 或受弱势需求拖累，美国地产供应端近期连续走缓，本轮建设高峰期或已结束。近期，私人建筑开支同比增速回落，环比负增长；木材价格目前已脱离几轮的高点，CME木材价格曲线回归Contango，美国新屋开工需求已较为弱势。
- 同时，由于美国地产市场与平板货运市场紧密相连，目前，包括前期较为强势的东南部地区在内的各大地区平板货运市场需求已明显回落，显示地产开工方面的运输需求同样脱离高峰。

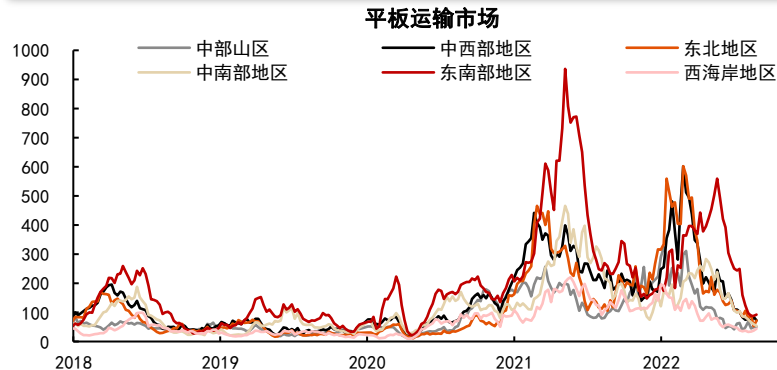
平板货运市场需求与私人住宅建筑开支相关



平板货运市场需求与木材价格同步



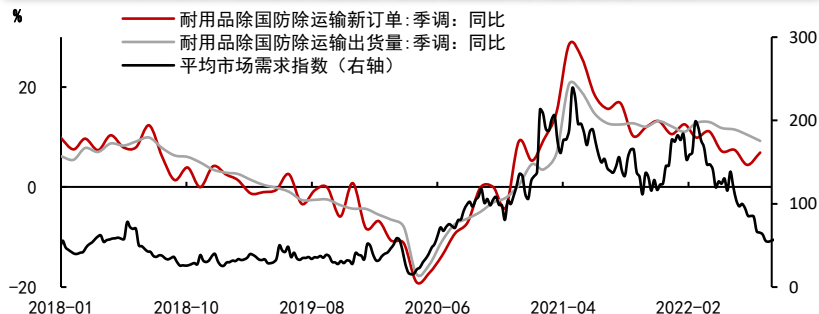
货运需求指数全面回落



二、美国货运：美国货运市场平均需求回落，货运供需宽松

- **货运需求转冷，佐证制造业出货走弱。**美国货运市场与制造业出货相关，美国除国防除运输耐用品新订单与出货量近期虽有反弹，但整体处于下行趋势。从北美重卡库存周期来看，北美8级重卡新订单同比增速回落、环比负增长，库存同比增速攀升，北美重卡或正逐步进入补库周期末尾。
- **通胀中供应链贡献或将有所消退。**快速攀升的卡车利用率侧面显示供应链紧张。在需求回落之下，周度可供运营卡车数量不断上升，现有卡车利用率不断回落，货运市场供需宽松。因此，后续因供应链引起的通胀将逐步消退，与PMI中不断边际缓解的供应商交付一致。

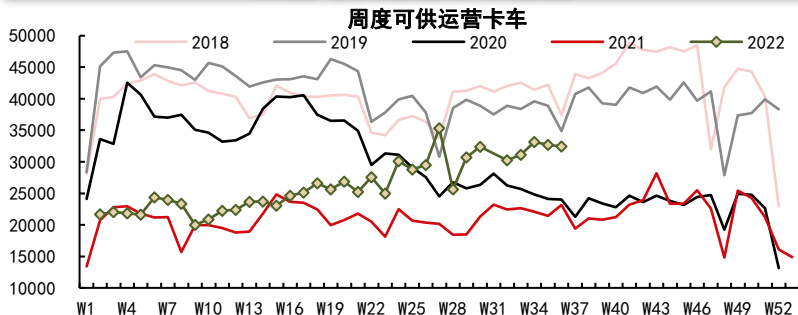
平均市场需求指数与除国防除运输耐用品



北美8级重卡新订单与库存



周度可供运营卡车数量

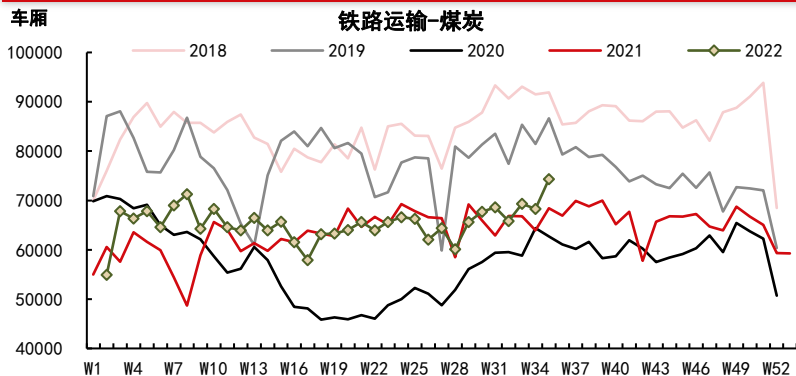


现有卡车利用率与CPI

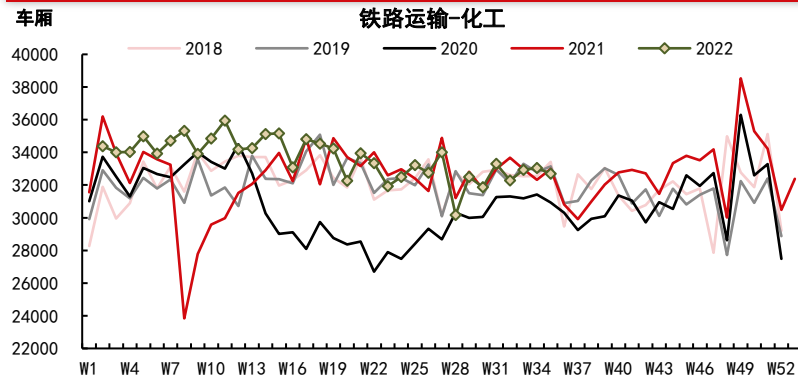


二、美国铁路周度运输：煤炭和机动车反弹

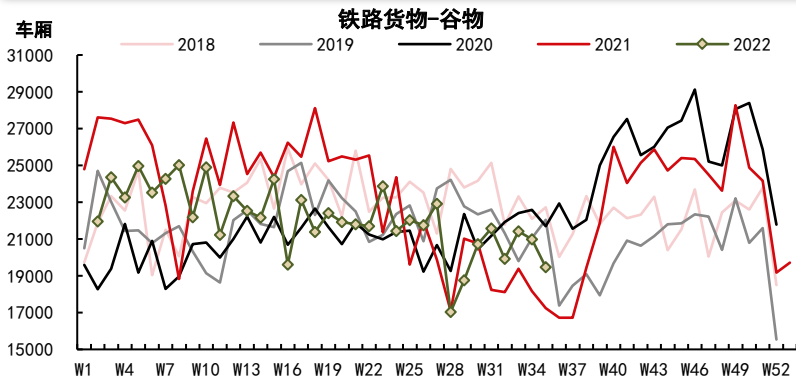
铁路周度运输量——煤炭



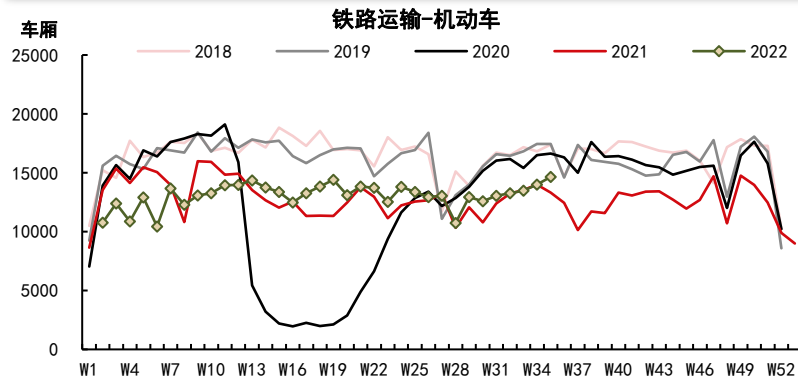
铁路周度运输量——化工



铁路周度运输量——谷物



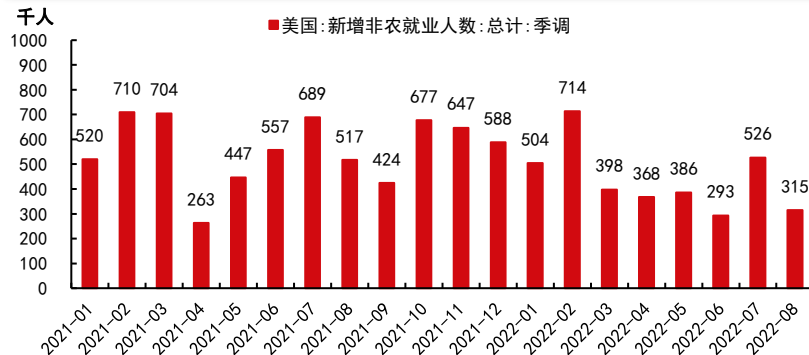
铁路周度运输量——机动车



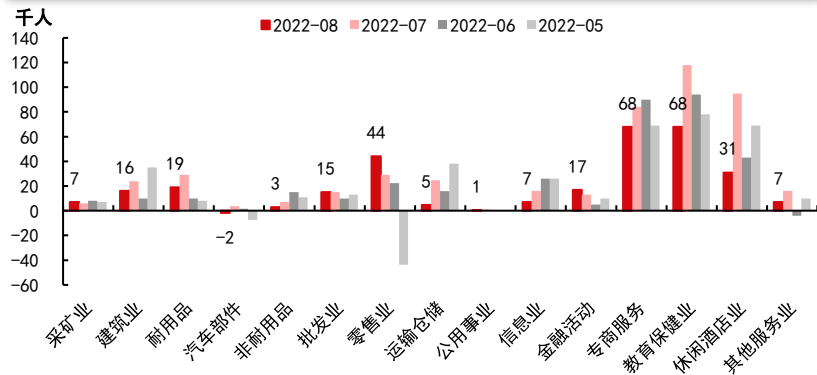
二、美国劳动力：劳动力市场数据使市场加息预期降温

- **美国8月新增非农就业人数31.5万人，超出预期30万人。**新增非农主要贡献仍来自于服务行业；零售业新增就业较前几月明显增长，或主要开学季影响，汽车行业裁员或与前文所述的弱势出行需求相关。
- **8月数据显示美国劳动力市场边际宽松。**美国8月失业率由3.5%升至3.7%，就业率由60.0%小幅上升至60.1%，劳动力参与率由62.1%上升至62.4%，平均时薪环比增速下降。结合前期初领失业金人数的回落，美国劳动力市场的供给或有所边际缓和，劳动力议价能力的边际放缓或带来薪资-通胀压力的降温，使得市场对于加息预期有所降温。

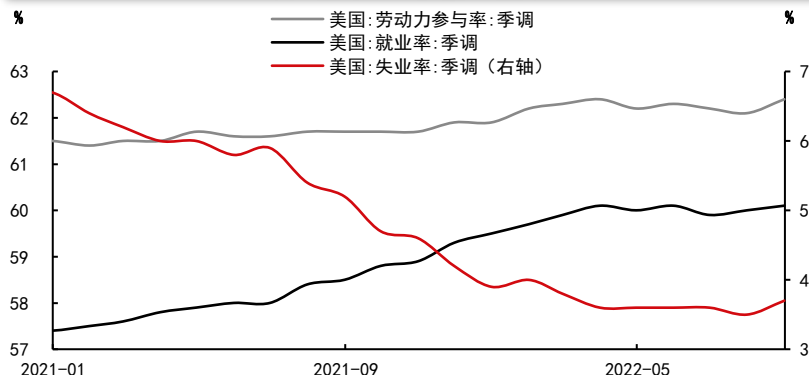
美国8月新增非农就业人数31.5万人，超出预期30万人



新增非农主要贡献仍来自于服务行业



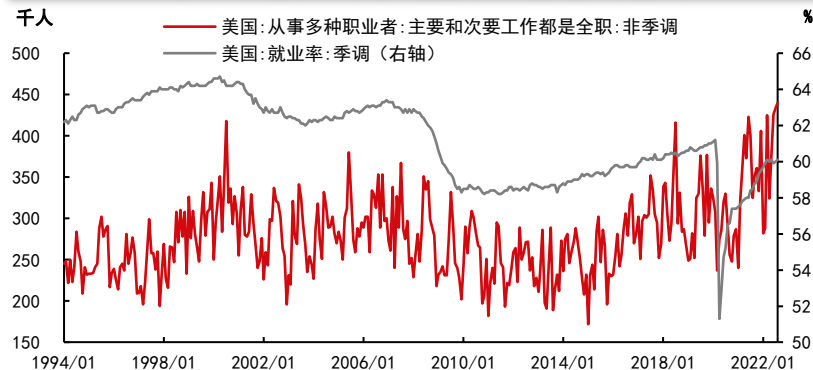
劳动力市场边际宽松



二、美国劳动力：劳动力市场数据并非想象中坚挺

- **美国劳动力市场数据或仍存在疑问。**8月美国从事多种职业者创出全期新高。随着劳工部家庭调查与企业调查就业人数不断偏离，企业调查人数或存在重复计算就业人数的可能。另外，商品生产与服务生产工时均本月均下降，服务生产工时下降趋势性明显，或显示美国内需的弱势。
- **劳动力生产率与劳动力成本走势出现分化，或影响后续劳动力需求。**尽管近期数据显示边际转向，但美国劳动力市场供需错配仍未缓解，使得目前劳动力具有较高议价能力，推高劳动力成本。而连续两季度GDP收负则意味着劳动力生产力有所下滑，生产力和用工成本的背离将挤压企业利润，或影响后续劳动力需求。

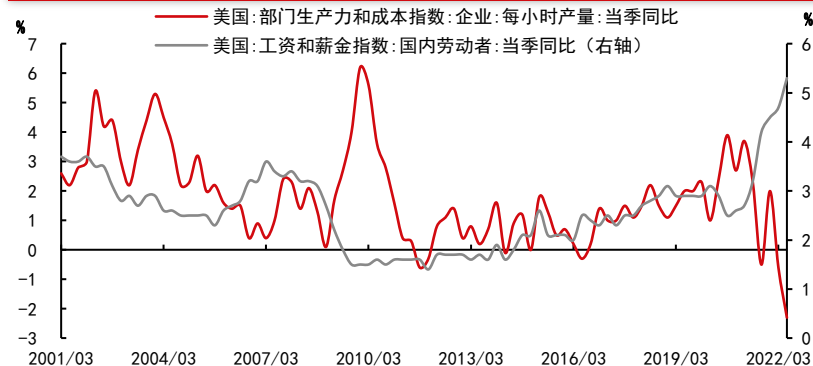
主要和次要工作都是全职人数创出新高



劳动力市场工时下降



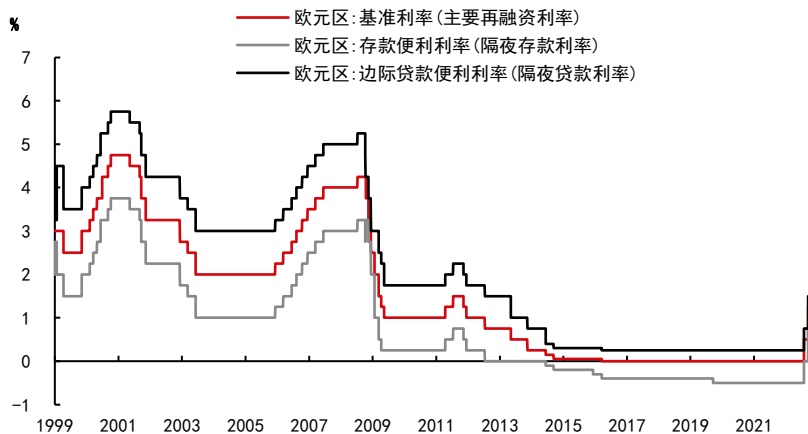
劳动力生产率与劳动力成本走势出现分化



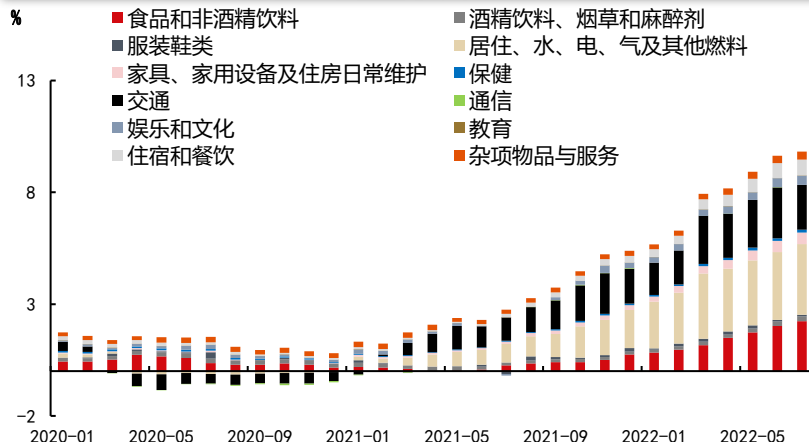
三、欧洲央行：9月议息会议加息75bp，货币空间仍然充足

- 欧洲央行周四晚间公布利率决议，上调三大主要利率75bp，目前边际贷款便利、主要再融资、存款便利利率分别为，1.50%、1.25%、0.75%。根据欧央行，“目前物价压力有所蔓延且加深”，“消费者购买力与收入受到侵蚀”，“供应链虽边际缓解，但仍然限制经济活动”。因物价或持续高企，欧央行决定大幅加息。另外，欧央行货币纪要显示：
 - **对经济增长较乐观**：尽管预计今年年底经济增长或有所停滞，欧央行仍预计2022、2023、2024年度经济增长为正，分别为3.1%、0.9%、1.9%。
 - **量化宽松将延续**：欧央行决定继续APP与PEPP计划下的到期证券本金“灵活”再投资，如有必要，将延长至满足合适的货币政策立场以及维持充足的流动性。PEPP相关再投资将延长至至少2024年年底，后续将调控其退出以避免其干预适当的货币政策立场，并应对货币政策传导机制的风险。
 - **后续将继续调控通胀预期**：后续利率决议将继续采取“逐会决议”的方式且“根据数据行事”。未来会议欧央行或继续提升利率以抑制需求而调控通胀预期上行风险。

欧央行9月加息75bp



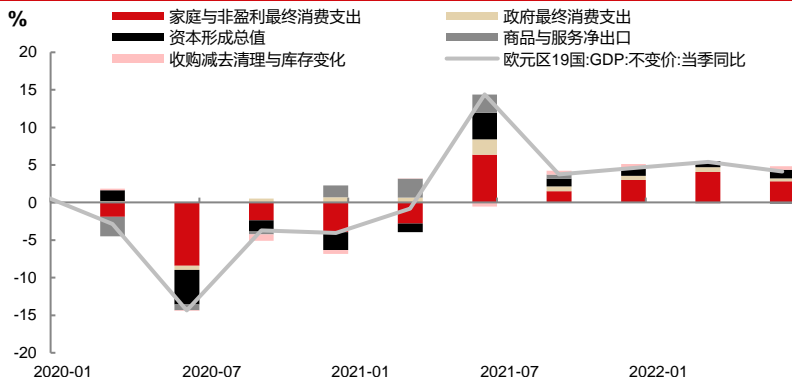
食品、能源、交通持续支撑欧元区通胀



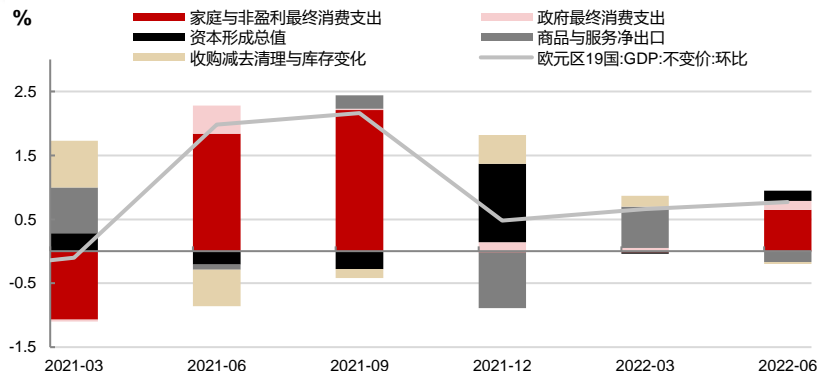
三、欧洲经济：欧元区二季度GDP同比有所上修

- **欧元区二季度GDP与就业小幅上修。**欧元区二季度同比增速由3.9%上修至4.1%，就业环比增长由0.3%上修至0.4%。核心国家中，法国二季度环比增长0.5%前值-0.2%，德国二季度环比增长几乎持平，环比增速由0.8%降至0.1%。
- **欧元区消费环比拉动有所回升。**二季度欧元区GDP环比上升0.8%，其中家庭与非盈利最终消费支出拉动0.65%，政府最终消费支出0.14%，消费整体拉动约0.78%，相加前两季度0%拉动有所增长。
- **主要经济引擎消费后力存疑。**从同比增速拉动、行业增加值同比增速拉动来看，批发零售、住宿服务或消费需求是欧元区经济增长的主要引擎，在通胀不断创新高、能源持动之下，消费需求将受到挤压，欧洲避免技术性衰退或较为困难。

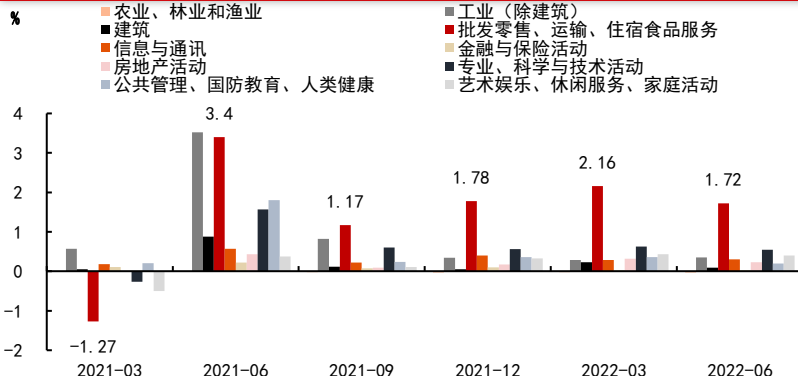
欧元区二季度同比增速上修至4.1%



欧元区消费环比拉动有所回升



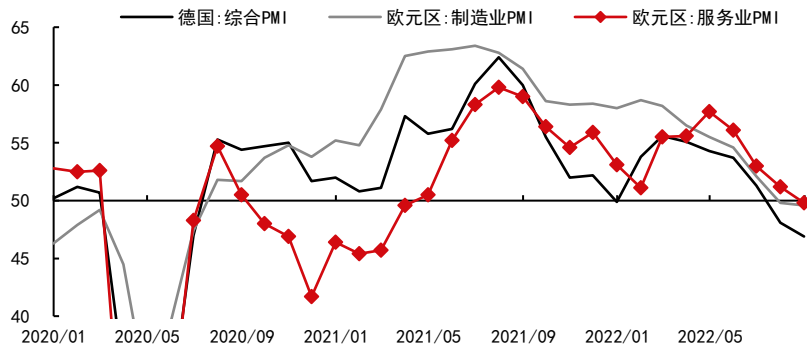
批发零售业为主要同比增速拉动



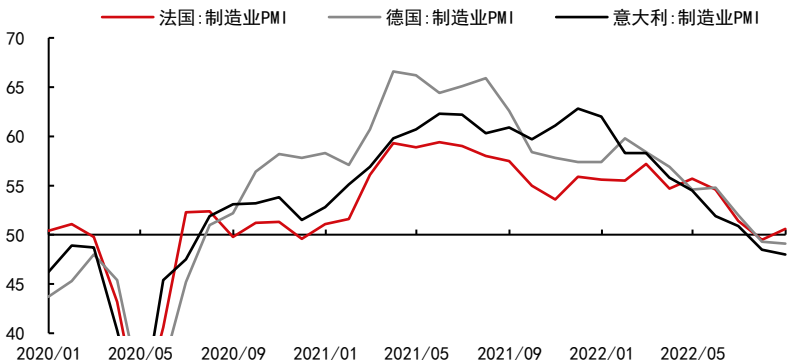
三、欧洲PMI：欧元区8月服务业PMI跌落荣枯线，内外需求皆弱

- **欧元区8月服务业PMI跌落荣枯线。**8月欧洲服务业PMI 录得49.8，预期50.2，前值51.2。根据报告，8月新订单加速下滑，商务活动的走弱主要显示了需求的走弱；“就业虽有所增长但职位空缺在工作量、信心下降之下放缓”。整体下行的主要原因仍是物价水平的高企带来生活成本抬升使得消费需求受到挤压。同时，“出口订单已连续六月下降”，“海外业务下降速度快于整体新订单”，显示外需同样低迷。
- **欧洲核心国家整体工业、服务业扩张趋势或已结束。**因价格、产出边际小幅改善，法国与意大利PMI有所回弹，但欧洲整体情况仍受订单低迷、成本高企的阴云笼罩，短期局部改善远不足以扭转整体局势。

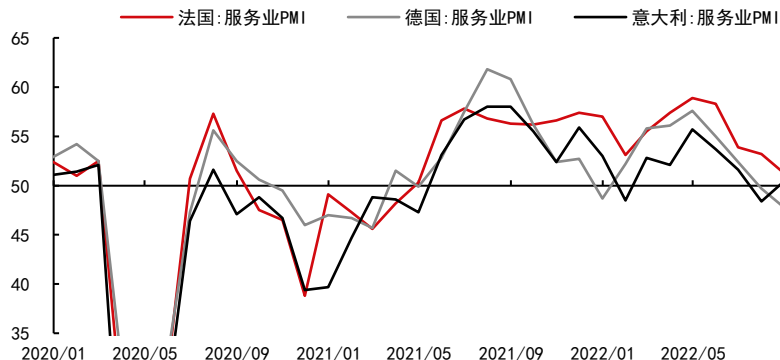
欧元区8月服务业PMI跌落荣枯线



法国制造业PMI暂时回归扩张区间



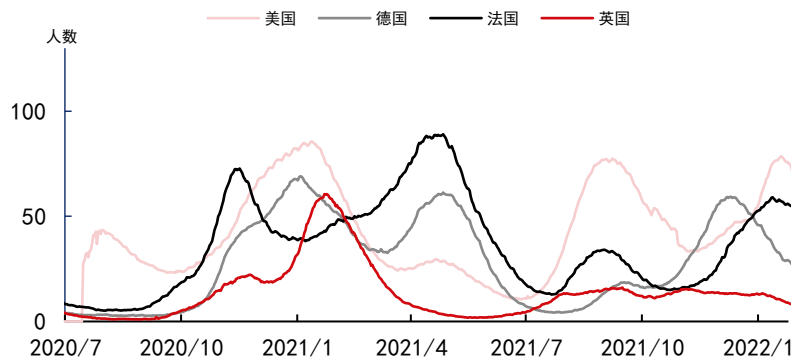
意大利非制造业PMI暂时回归扩张区间



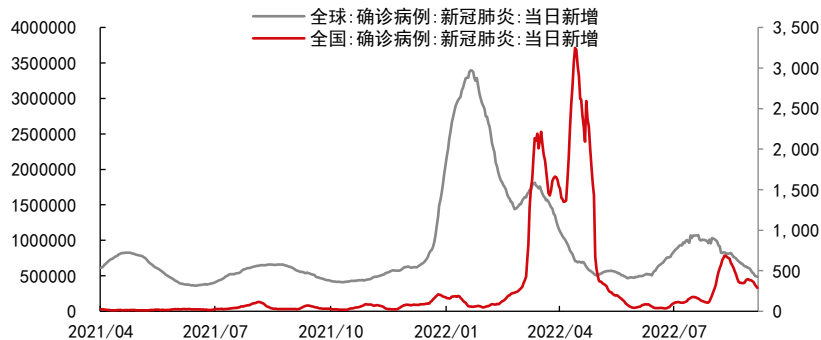
四、疫情跟踪：全球疫情好转

- **全球Omicron逐步得到控制，美国大幅反弹。**欧元区逐渐走向群体免疫，新增人数减少，但美国近期新增感染大幅反弹，单日已增至10万人以上，这对于服务业就业是明显压制，同时限制美联储货币政策对通胀的效果，反而导致经济下行压力加大。

全球部分国家每百万人新冠重症ICU人数近期下降



全球新增病例回落，国内出现反弹



全球新冠死亡七日平均新增近期回落

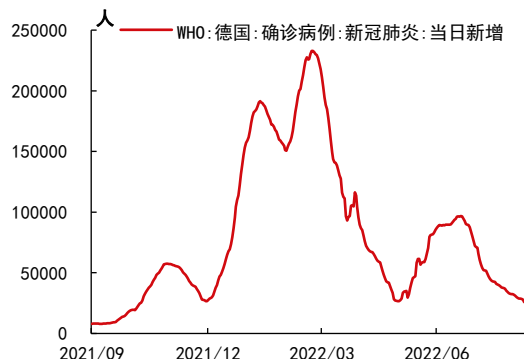


四、疫情跟踪：全球新增感染人数明显回落

美国新增病例回落



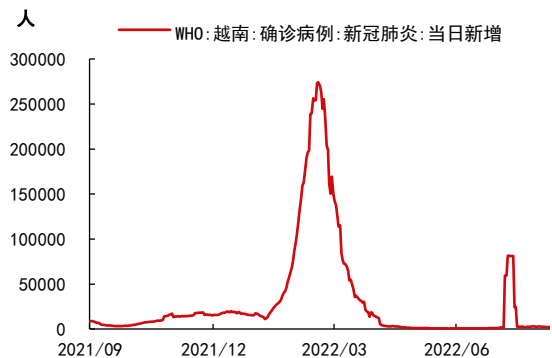
德国新增病例出现反弹



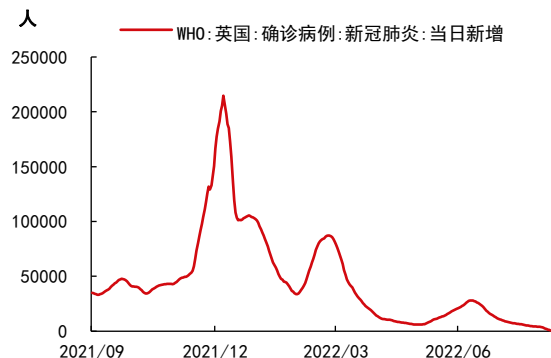
澳大利亚日新增病例维持低位



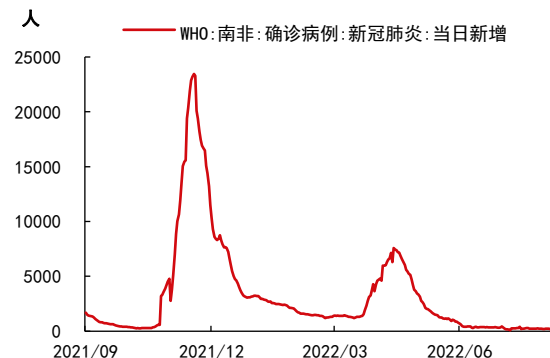
越南回落明显，单日新增低于1000



英国新增病例明显回落



南非新增病例继续回落



注：均为7日平均数据

资料来源：Wind 中信期货研究所

第二部分 大宗商品国内宏观需求分析

社融 经济见底企稳，社融边际修复

财政 收入改善有限，支出保持高增

基建 七月延续高增，基建持续发力

房地产 投资跌幅扩大，资金压力仍存

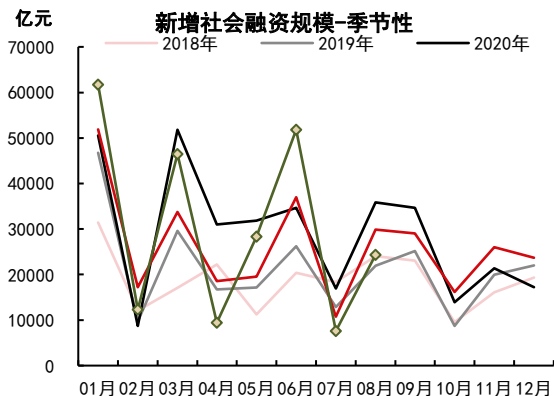
制造业 增速高位放缓，整体韧性延续

出口 海外需求回落，八月显著下滑

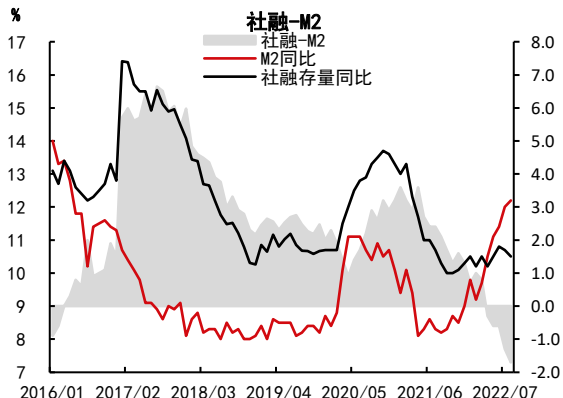
二、社融（总量）：经济见底企稳，社融边际修复

- 8月新增社融2.43万亿元，同比少增5571亿元，高于市场预期；社融存量同比增速10.50%，较上月下降0.2个百分点。
 - 本次社融边际修复反映（1）当前经济有企稳迹象；（2）二季度冲量所导致的透支情况在8月份有所减缓；（3）8月份以来相关稳增长政策开始逐步见效。
- 8月M2同比增速12.2%，较上月上升0.2个百分点；M1同比增速6.0%，较上月下跌0.7个百分点。
 - M2的持续高增主要有两个主要因素：（1）货币市场流动性持续宽裕，部分实体企业及非银机构进行资金套利；（2）二季度发行的巨额专项债资金加快下发至实体。
 - M2增速与社融增速进一步背离，剪刀差为1.7个百分点（前值为1.3），背后意味着金融机构面临着“资产荒”的处境，流动性充裕，但是可投放的优质领域较少。

8月新增社融有所修复



社融-M2持续走弱，融资需求低迷



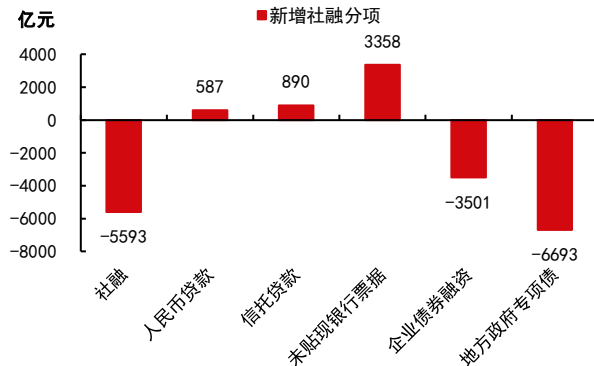
社融存量同比与钢材价格



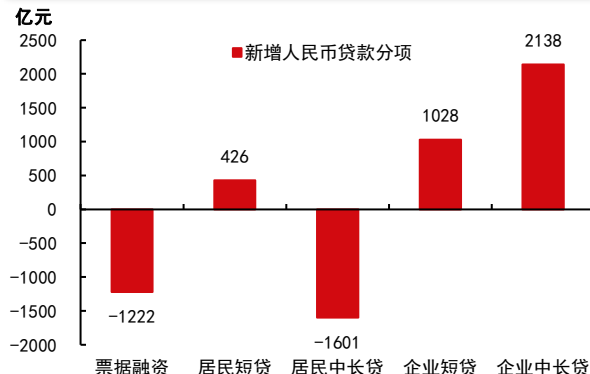
二、社融（结构）：企业中长贷显著回升，居民购房意愿较低

- 从结构上看，票据和企业中长贷同比增长较多，政府债成为主要拖累项。票据和企业中长贷的融资增多与前期PMI数据边际修复有很好的对应，其背后反映的是当前基建相关的融资需求在政策性工具的指引下得到显著提升，以及相关产业的经营状况也得到一定的修复。8月新增专项债仅发行516亿，考虑到去年下半年是发行专项债的高峰期，对应到当前专项债增量受限，因此下半年政府债对社融的贡献有可能持续偏低。
- 居民中长期贷款增量仍然为负，同比跌幅出现小幅修复，这与8月30城商品房销售情况同比跌幅减少是相互印证的，随着地产政策持续松绑，购房需求有望得到进一步释放。

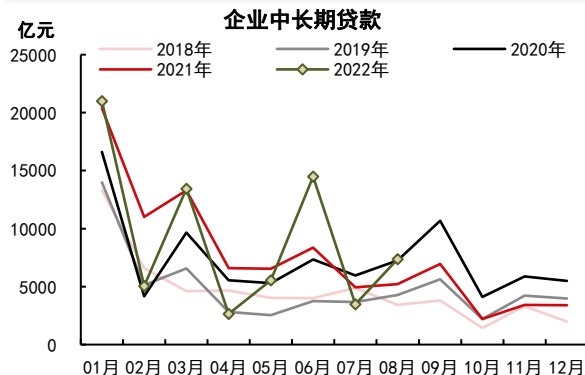
8月新增社融分项同比增减



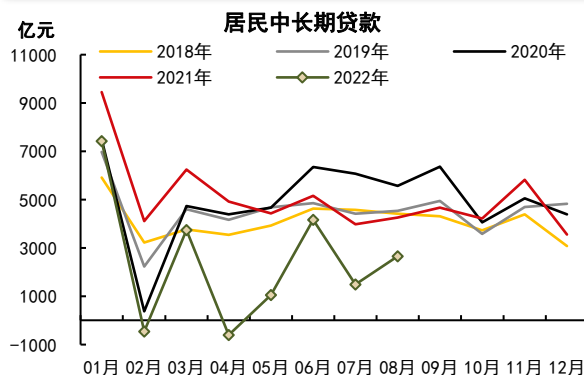
8月新增人民币贷款分项同比增减



新增企业中长期贷款明显回升



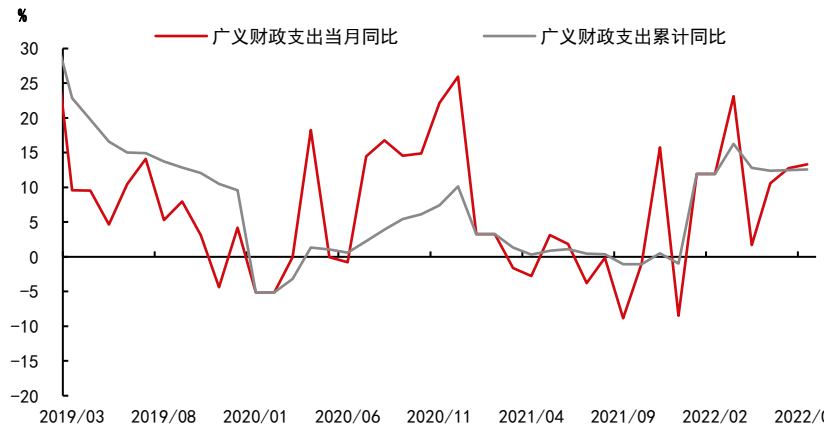
新增住房贷款同比小幅回升



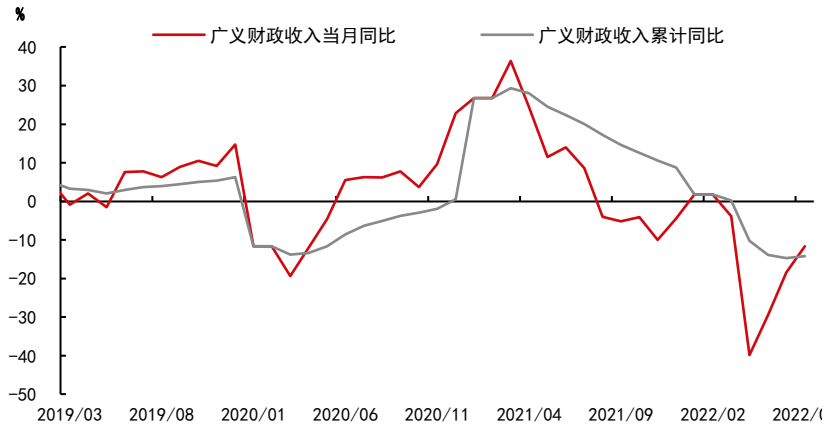
二、财政：收入改善有限，支出保持高增

- **广义财政收入改善幅度有限**：7月公共财政收入同比为-4.1%，较5月-10.6%的同比降幅持续收窄；7月政府性基金收入同比为-31.3%，较5月-35.8%的跌幅有所扩大。1-7月财政收入完成预算的进度为59.5%，为近年最低水平。
- **广义财政支出保持高增**：7月广义财政支出同比增长13.3%（前值12.7%），1-7月累计同比12.6%（前值12.4%），财政收入的下行在一定程度上掣肘了财政支出的力度，但专项债发行规模反弹支撑广义财政支出。
- 剔除留抵退税因素后，一般财政收入增速为2.6%，较上月同口径的5.2%明显回落，与同期社融及经济数据等表现一致，其中增速贡献主要来源于央行以及国企利润上缴等（7月央行上缴利润规模达1000亿）。

广义财政支出保持高增



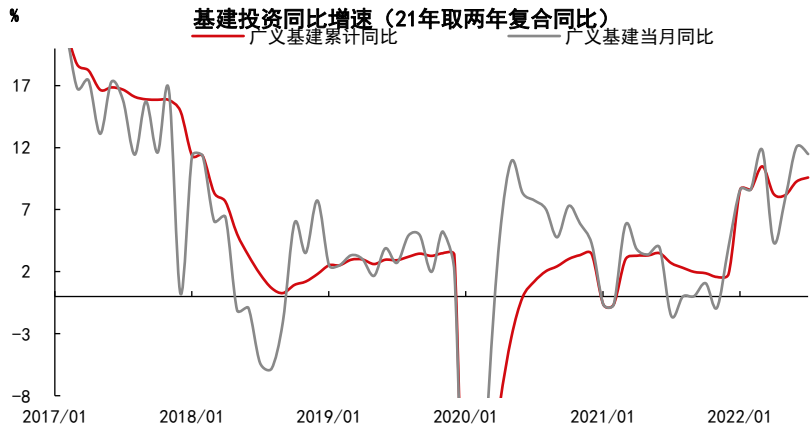
广义财政收入改善幅度有限



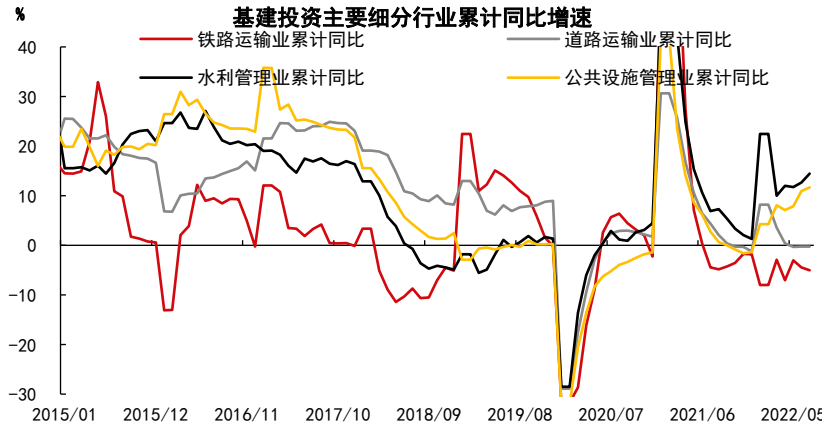
二、基建：七月延续高增，基建持续发力

- **7月基建投资延续高增**：1-7月基建累计同比为9.6%（前值9.3%），7月基建当月同比11.5%（前值12.0%）。
- **稳增长政策的明确诉求、财政资金陆续到位、提前筹划的项目规划是基建发力的三个核心原因。**
- 具体来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长15.1%，增速比1-6月份持平；公共设施管理业投资增长11.7%，增速加快0.8个百分点；水利管理业投资增长14.5%，增速加快1.8个百分点；铁路运输业投资下降5.0%，降幅扩大0.6个百分点；道路运输业投资下降0.2%，跌幅环比持平。
- **4月26日中央财经委会议和4月29日中央政治局会议均强调“全面加强基础设施建设”，基建发力确定性高，是稳增长的重要抓手。**

1-7月基建投资同比9.6%，7月当月同比11.5%



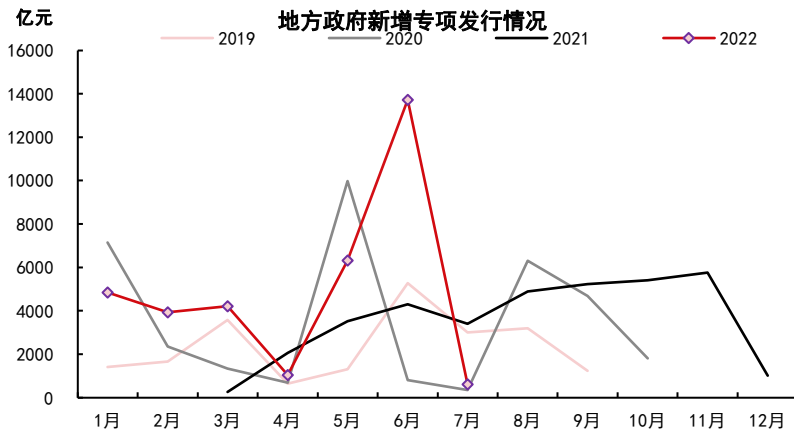
基建投资结构上有分化



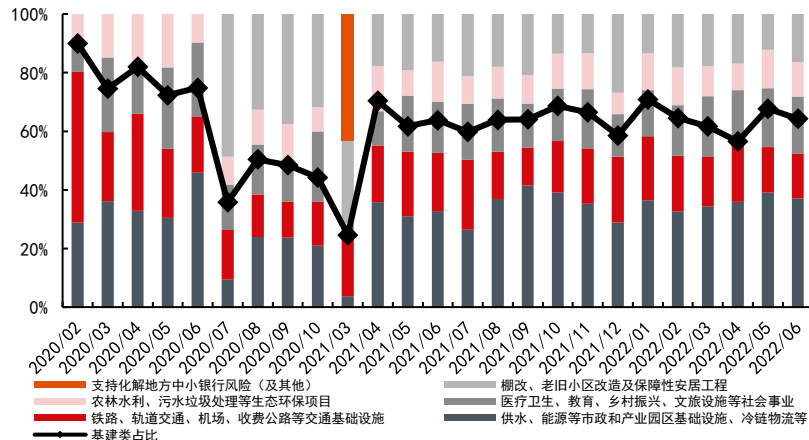
二、基建：专项债资金发行与投向跟踪

- 去年12月财政部提前下达地方2022年新增专项债券额度1.46万亿元，3月30日又向各地下达了剩余的新增专项债券限额。
- 财联社5月6日电，记者从多位地方财政系统人士处了解到，五一假期期间监管部门紧急通知地方，要求地方进一步加快专项债发行节奏，2022年新增专项债券须于6月底前基本发完。在5月25日，稳住经济大盘电视电话会议中，财政部表示“要确保用于项目建设的3.45万亿元地方政府专项债券于6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用到位。”
- 5月专项债发行6319.62亿元，6月专项债发行发行13,724亿元，7月专项债发行发行613亿元，1-6月发行额已经完成计划的95%。
- 1-6月专项债投向基建的比例约为65%，其中1月为71%，2月为65%，3月为60%，4月为54%，5月为68%，6月为65%。

6月专项债发行大幅放量



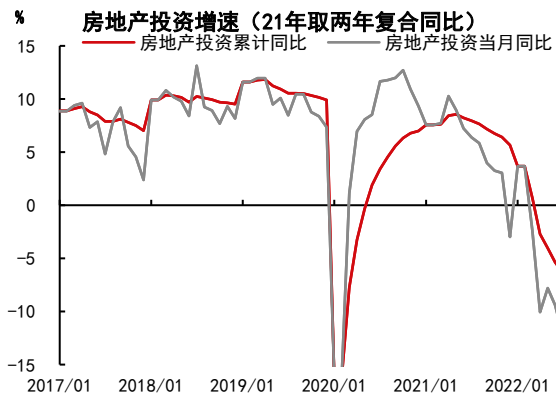
专项债资金投向情况



二、房地产：投资跌幅扩大，资金压力仍存

- **7月地产投资跌幅扩大。**1-7月地产投资累计同比-6.4%（前值-5.4%），7月当月同比-12.3%（前值-9.4%）。
- **7月房企到位资金情况仍然严峻。**1-7月房地产开发企业到位资金同比下降-25.4%（前值-25.3%），7月当月同比-25.8%（前值-23.6%）。
- **今年上半年地方也频繁发布降低首付比、放松限购限售等政策，**房地产销售在经过一段时间的政策效果催化后迎来一定回升，但考虑随着疫后需求消化基本完成以及7月初的断贷时间冲击，当前商品房销售仍没有显著改善。随着当前政策重心更多落到保交楼上，后期房企相关资金更多会偏向竣工端。

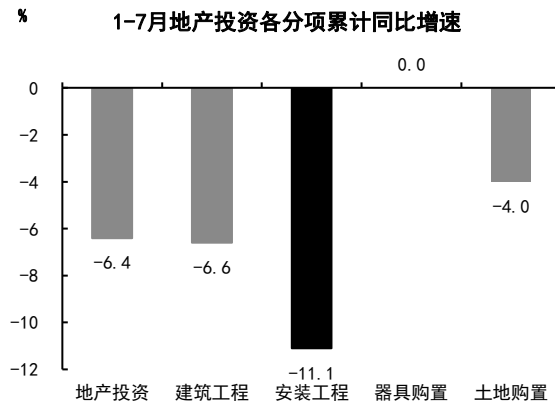
7月房地产投资跌幅扩大



房地产开发投资完成额与到位资金

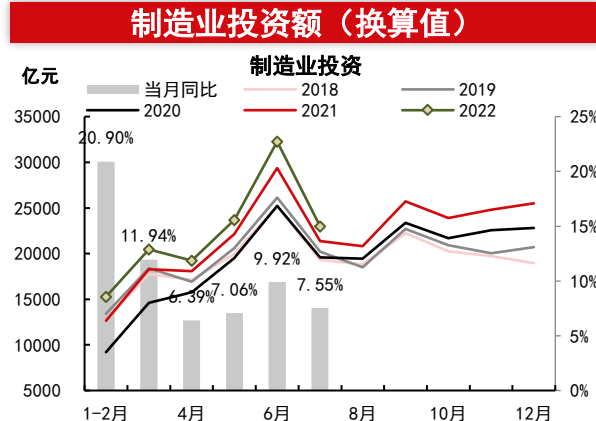


地产投资各细项累计同比增速

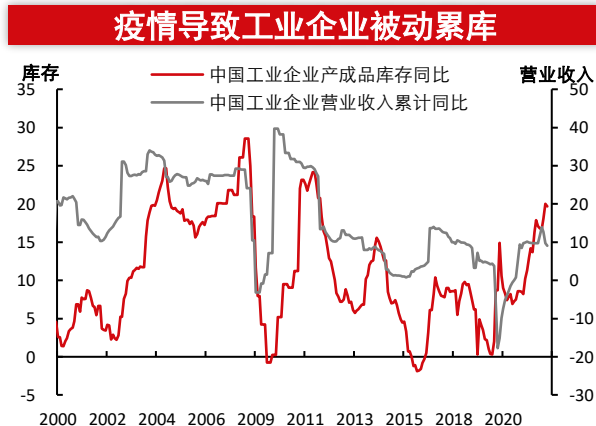
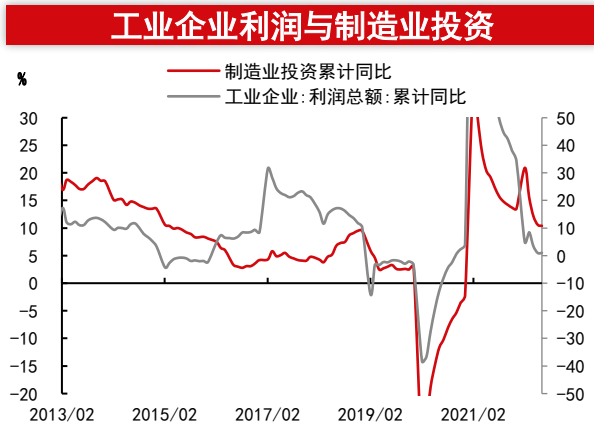


二、制造业：增速高位放缓，整体韧性延续

- 1-7月制造业投资同比增长9.9%（前值10.4%），三年平均同比增长为5.0%（前值5.1%），其中高技术制造业投资仍将保持较高增速，带动制造业投资上行。我们认为核心驱动在于政策的加持，国内制造业产业升级，高技术产业强力支持本轮制造业投资增长，并且货币端信贷政策的支持以及财政端减税降费的发力均对制造业投资形成强力支撑。



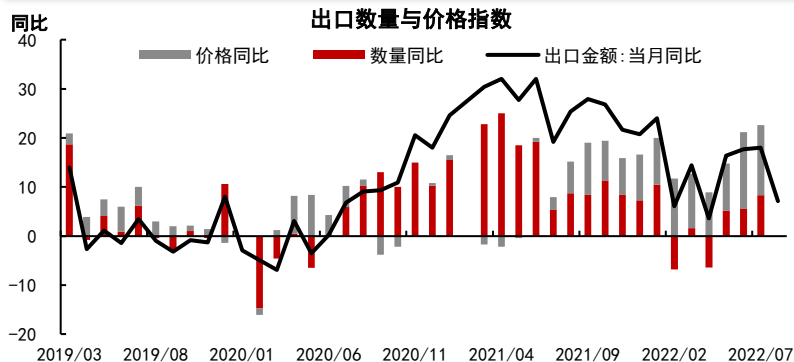
- 随着国内疫情短期冲击逐步减弱及稳增长政策持续加码落地等因素影响，6月份利润短期以显著回升。
- 从库存周期的角度来看，1-2月工业企业营业收入与产成品库存均回落，初步呈现主动去库迹象，3-4月库存水平的反弹主要源自疫情的短期冲击，企业主动去库存阶段仍在延续。



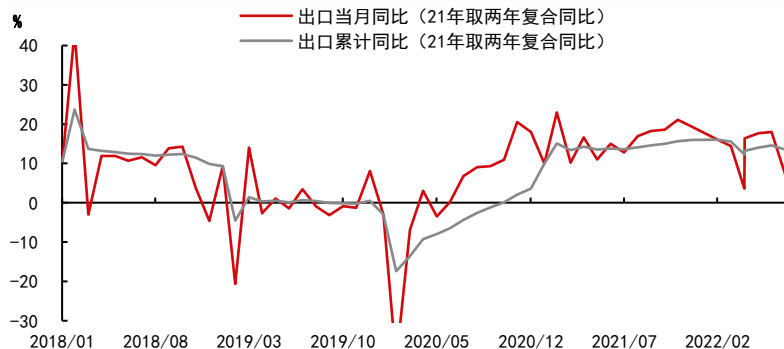
二、出口：海外需求回落，八月显著下滑

- 8月，以美元计价，8月出口同比+7.1%，预期+13.5%，前值+18%；以人民币计价，8月出口同比+11.8%，前值+23.9%。
- 8月出口一定程度受国内自身供给因素的影响。8月高温天气带来四川、重庆等地工业限电，影响光伏、机电产品原材料生产。此外8月国内疫情再度反弹，影响劳动密集型产品出口。更重要的是美欧居民消费均出现回落，企业补库或已近尾声，外需回落趋势明显。

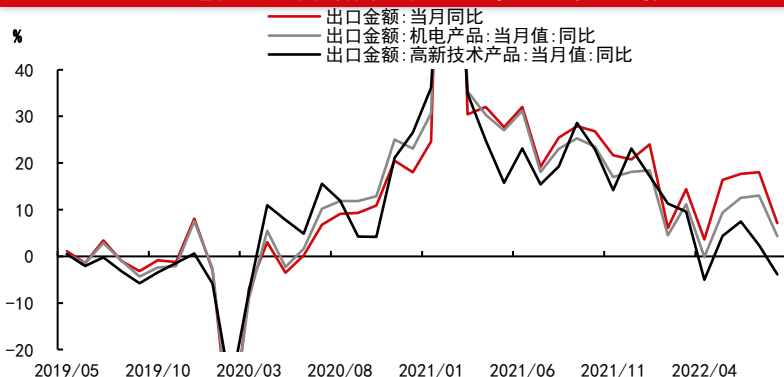
出口回调主要是数量因素主导



中国出口（美元计）同比增速



机电产品与高技术产品出口显著下滑



第三部分 大宗商品国内中观景气跟踪

地产基本面跟踪 **销售压力较大，地产尚未企稳**

建筑业需求跟踪 **高温冲击减弱，需求开始释放**

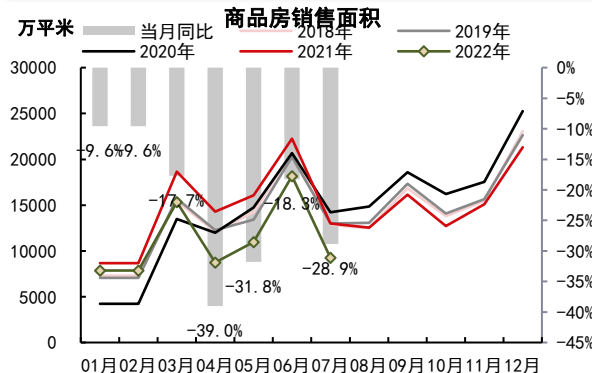
制造业需求跟踪 **PMI小幅回升，复苏仍有波动**

中观需求总结 **疫后需求释放，关注需求弹性**

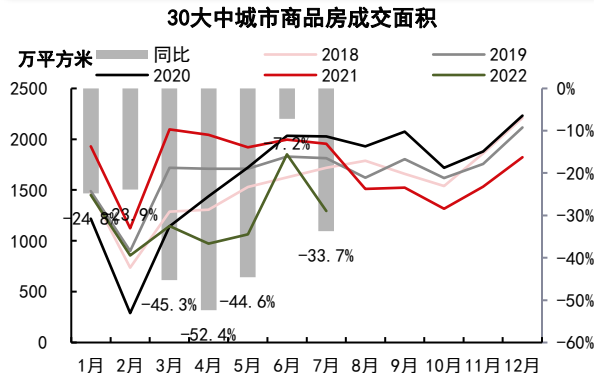
三、建筑业需求 (地产数据) ——销售：再度拐头向下

- 7月地产销售再度拐头向下，从30城高频数据显示8月以来地产销售环比没有改善，当前房地产销售仍处于同比-30%的水平。
- 房贷利率可以较好的表征政策趋松的强度，利率下降一般领先地产销售。根据贝壳研究院数据，个人住房贷款平均利率从去年9月至今年7月，已连续10个月下降。

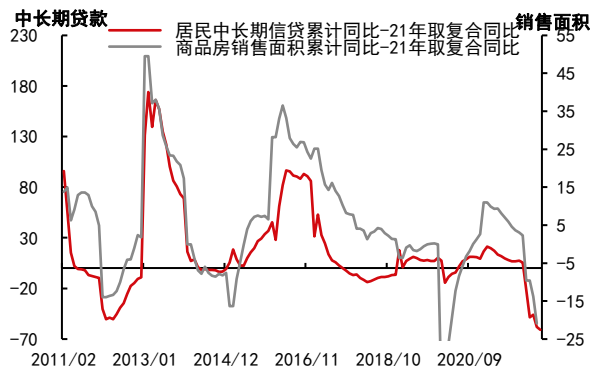
7月商品房销售面积同比-28.9%



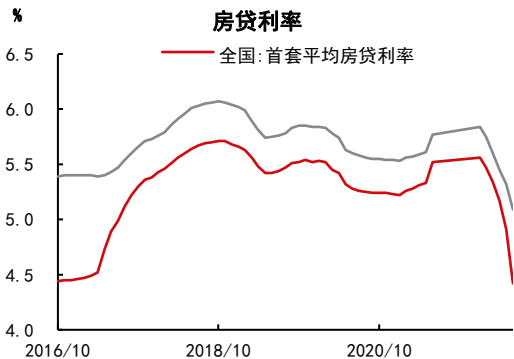
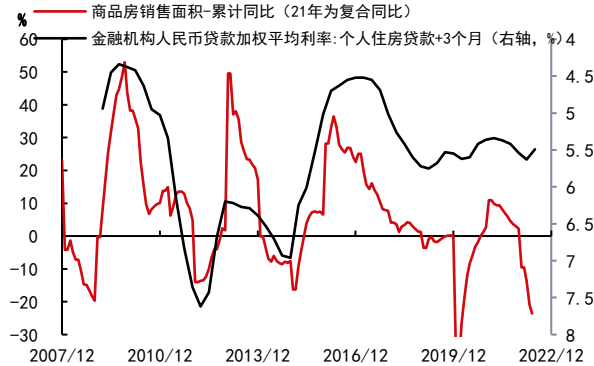
7月份30城商品房销售面积同比-33.7%



同步指标：居民中长期信贷



领先指标：房贷利率

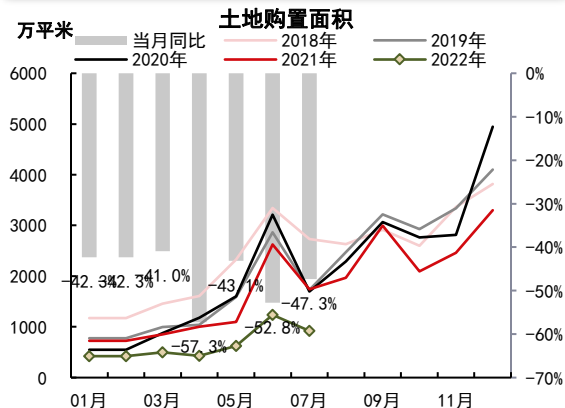


三、建筑业需求（地产数据）——土地：延续弱势

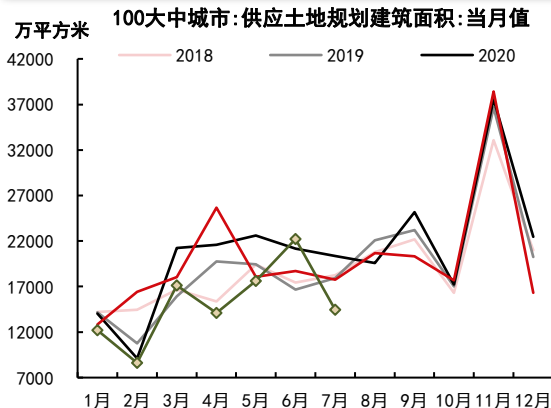
■ 土地市场整体依旧保持弱势：

- **土地购置面积：** 1-7月同比增速-48.1%（前值-48.3%），7月当月同比-47.3%（前值-52.8%）。
- **100大中城市供应土地规划建筑面积：** 1-7月累计同比-16.6%（前值-16.3%），7月当月同比-18.7%（前值+18.8%）
- **100大中城市成交土地规划建筑面积：** 1-7月累计同比-23.6%（前值-28.8%），7月当月同比+11.6%（前值-16.2%）

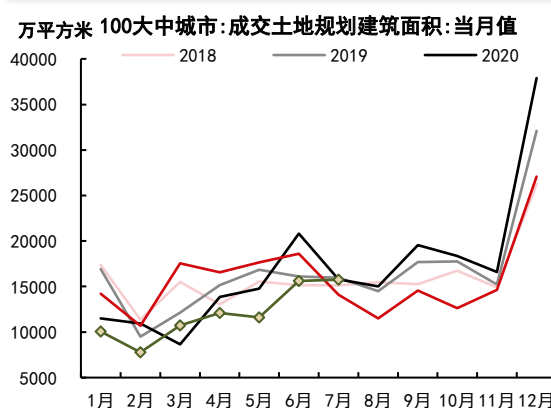
土地购置面积同比-52.8%，仍然较弱



100大中城市供应土地规划建筑面积



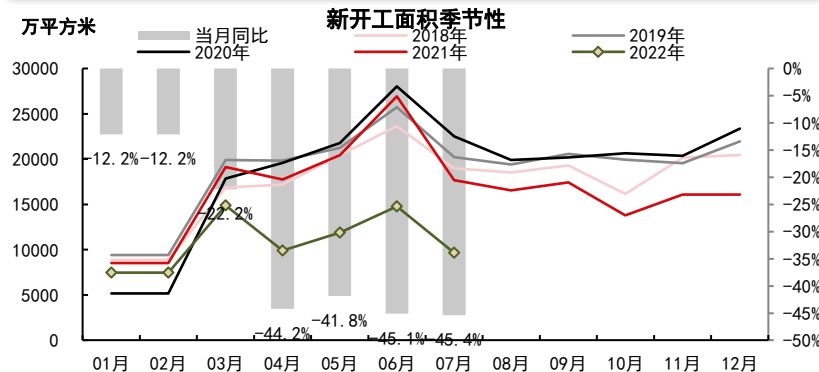
100大中城市成交土地规划建筑面积



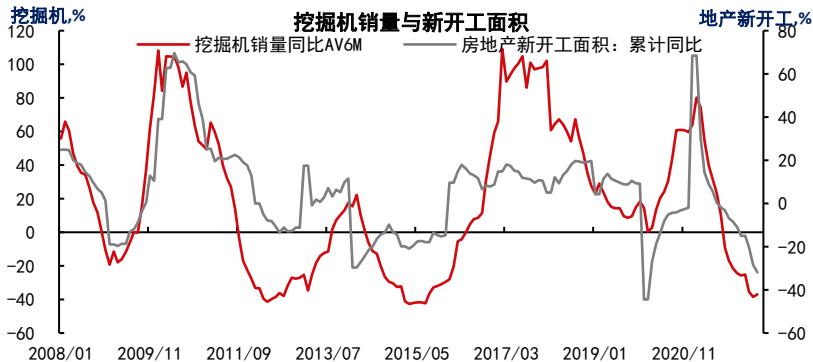
三、建筑业需求（地产数据）——开工：压力仍大

- 房屋新开工面积的同比降幅继续大幅走弱：
 - 7月新开工当月同比-45.4%（前值-45.1%）；
 - 1-7月新开工累计同比-37.9%（前值-34.4%）
- 挖机销量与新开工面积基本同步，挖机销量尚未明显回暖，新开工压力仍大。
- 根据百城土地成交面积的领先作用，新开工仍将下行。

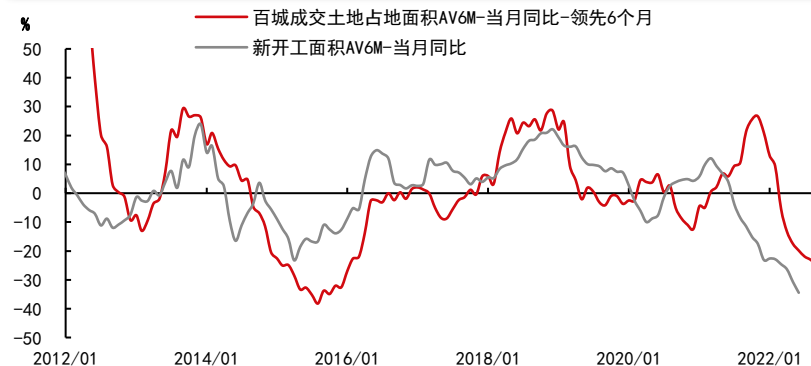
7月房屋新开工面积压力仍大



同步指标：挖掘机销量



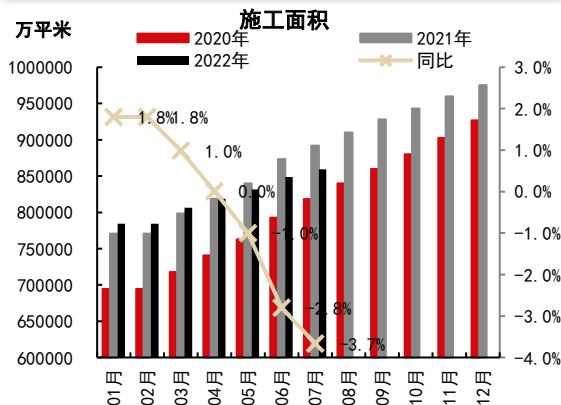
领先指标：百城土地成交面积



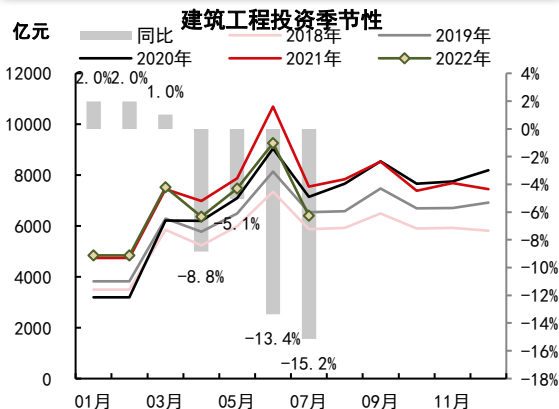
三、建筑业需求（地产数据）——施工：同比跌幅扩大

- **房屋施工面积**：1-7月施工面积85.9亿平方米，同比-3.7%（前值-2.8%），上一次同比转负是在1997年。
- **7月建筑工程投资跌幅扩大**：去年9月以来，由于房企资金问题，建安投资同比开始持续转负。今年以来，在“保交付”的要求下，建筑工程投资韧性较强，一季度累计同比增长1.6%，4月疫情导致存量施工也出现明显放缓，因此4月建筑工程投资大幅走弱，4月当月同比-8.8%。随着疫情缓解，5月建筑工程投资当月同比回升至-5.1%。然而来到6月份由于受房企资金限制，建筑工程投资进一步下滑，当月同比下跌至-13.4%。7月房企资金压力进一步加剧，建筑工程投资当月同比下跌15.2%。

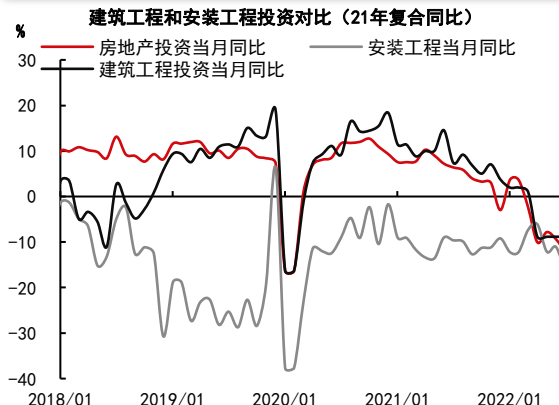
存量施工面积同比跌幅扩大



建筑工程投资-季节性



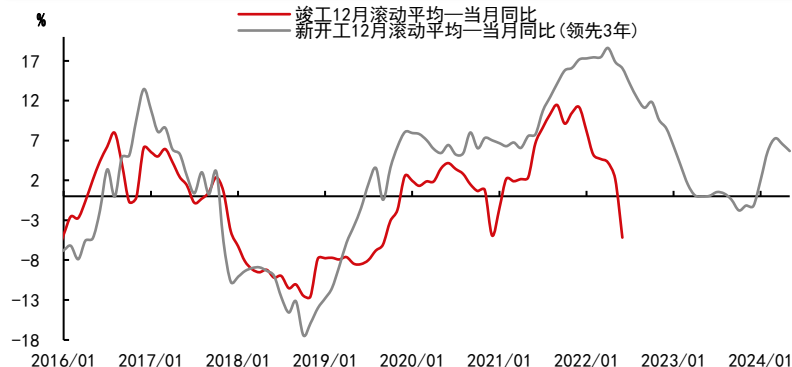
建安投资拖累地产投资



三、建筑业需求（地产数据）——竣工：本月持续弱势

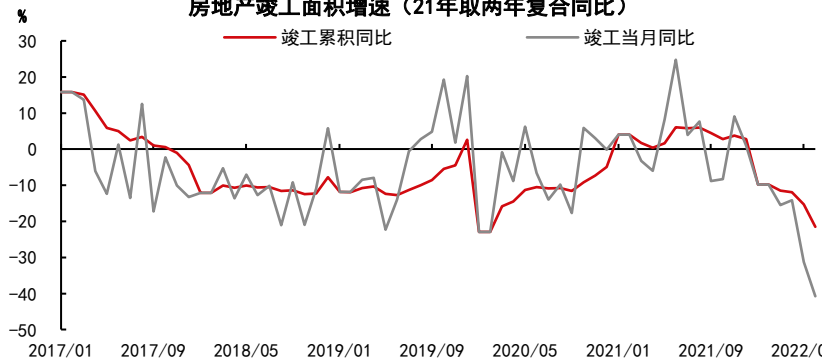
- 1-7月竣工面积同比-26.0%（前值-21.5%）。7月当月同比-36.0%（前值-40.7%）。
- 7月竣工持续弱势，主要是受到去年高基数的影响，此外房企资金压力同样对竣工产生明显影响。
- 根据新开工对竣工的领先作用，竣工周期步入尾声。

领先指标：新开工领先竣工

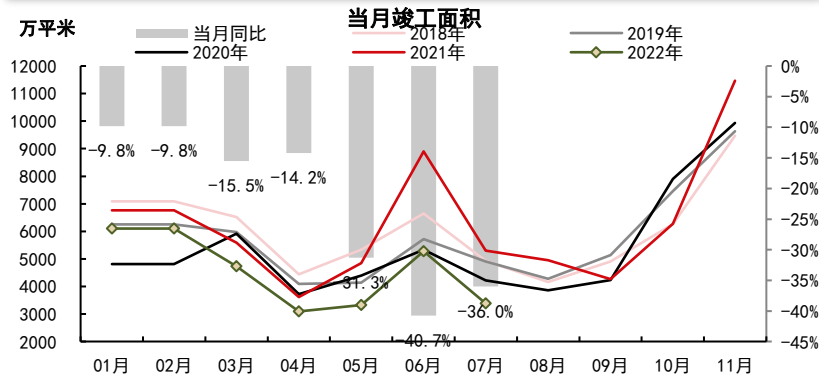


1-7月竣工面积同比-26.0%

房地产竣工面积增速（21年取两年复合同比）

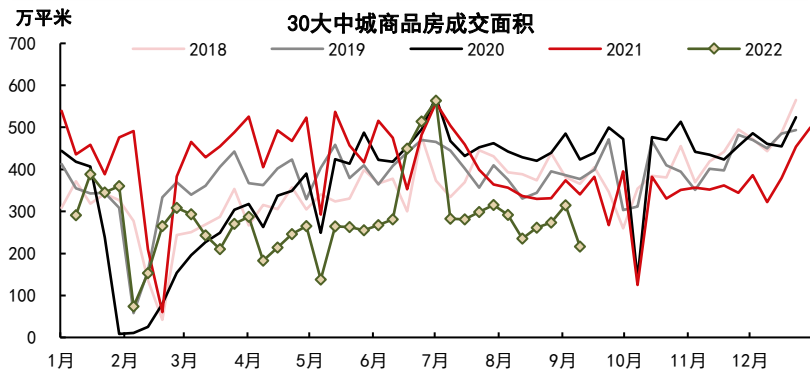


竣工面积-季节性

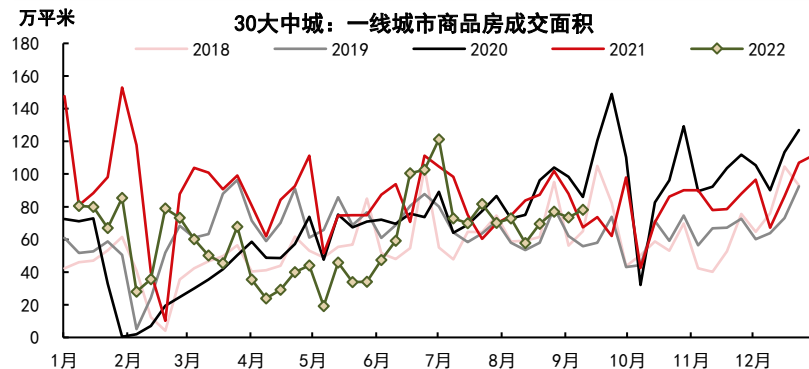


三、建筑业需求——地产高频数据：30大中城商品房成交面积

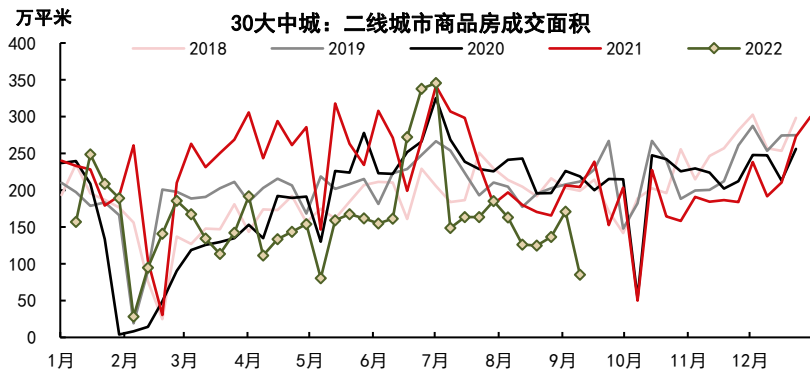
30大中城商品房成交面积



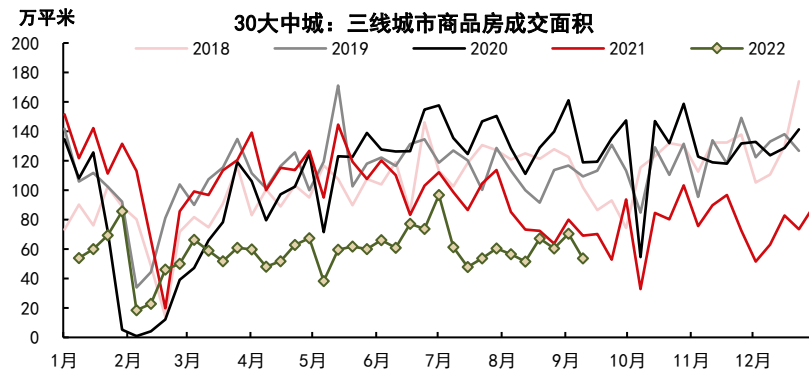
30大中城：一线城市商品房成交面积



30大中城：二线城市商品房成交面积

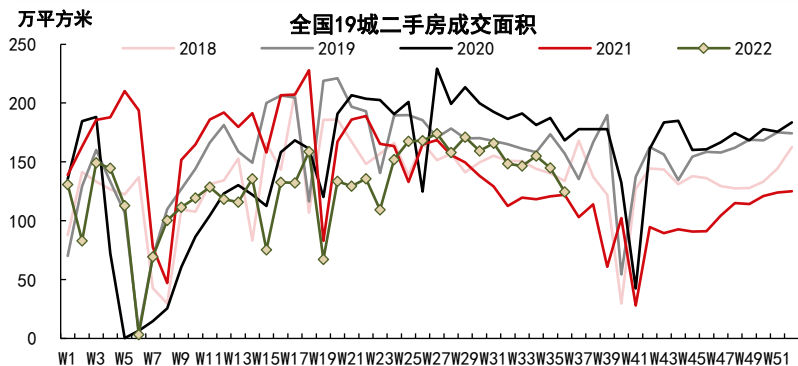


30大中城：三线城市商品房成交面积

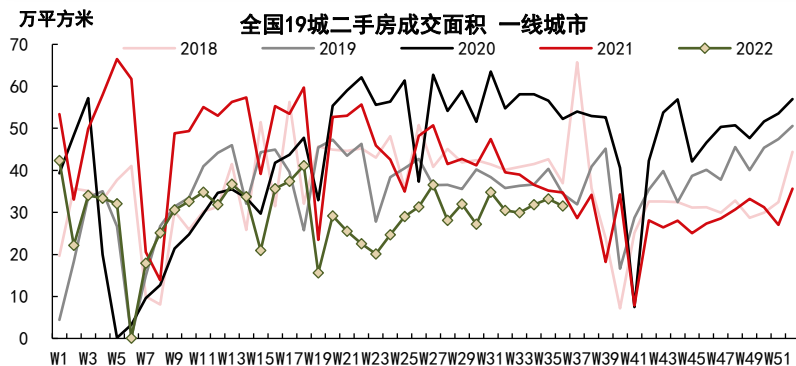


三、建筑业需求——地产高频数据：19城二手房成交面积

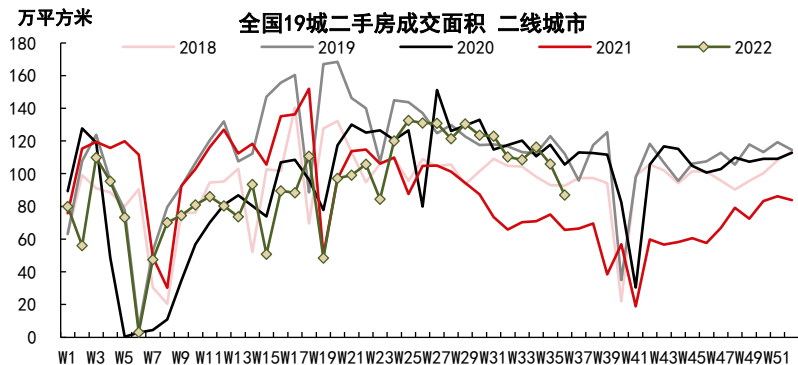
19城二手房成交面积



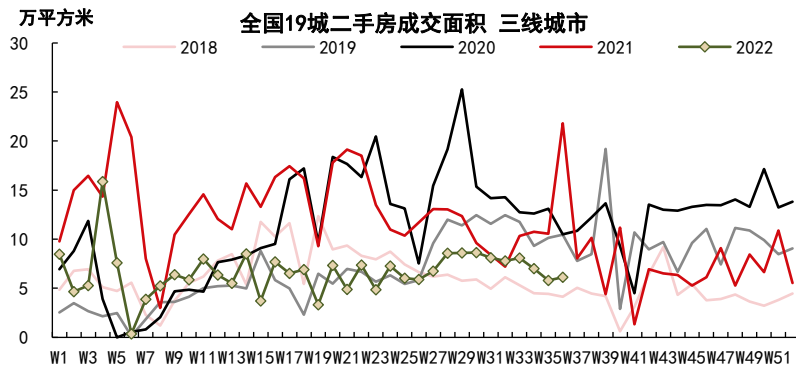
北京、深圳二手房成交面积



二线样本城市二手房成交面积

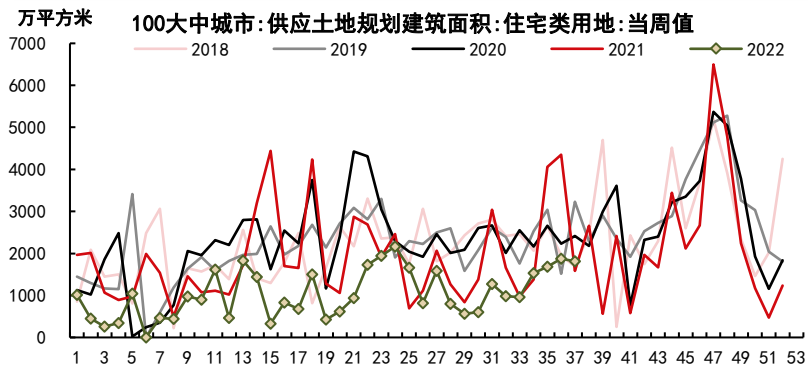


三线样本城市二手房成交面积

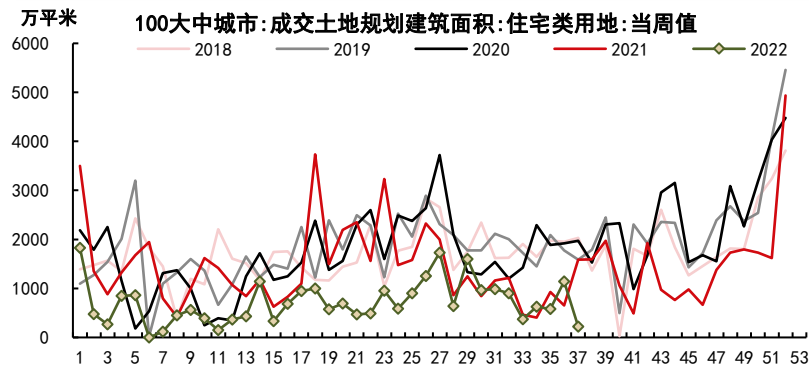


三、建筑业需求——地产高频数据：100大中城市土地相关数据

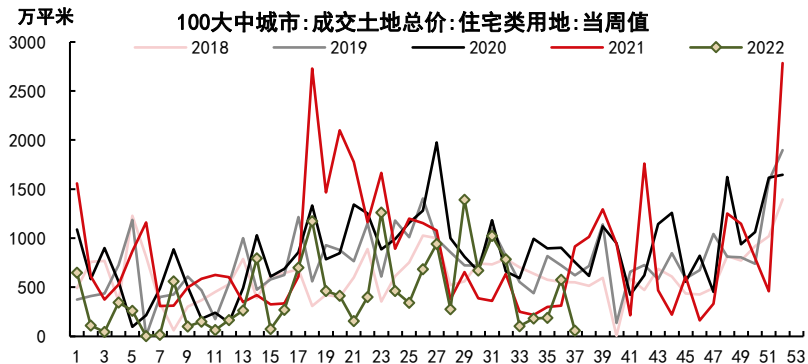
100大中城市:供应土地规划建筑面积:住宅类用地



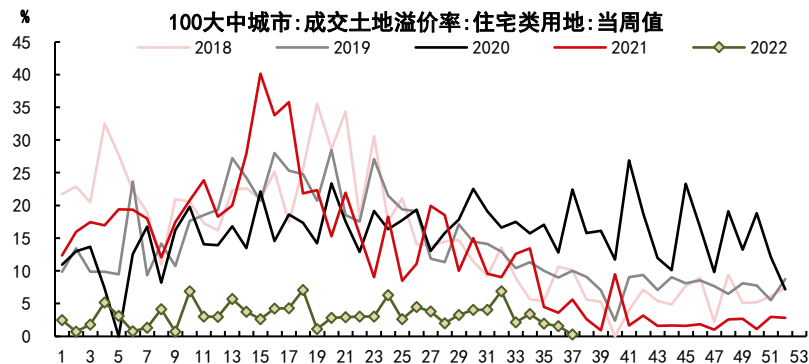
100大中城市:成交土地规划建筑面积:住宅类用地



100大中城市:成交土地总价:住宅类用地



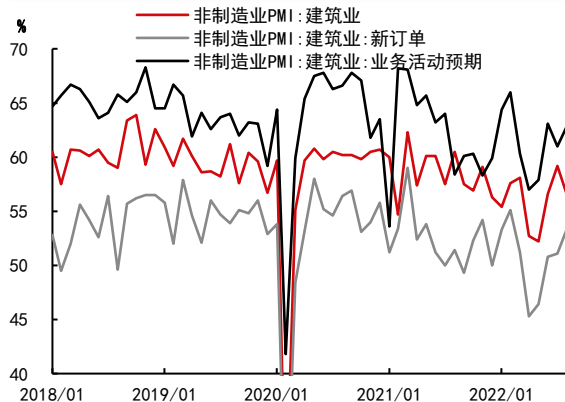
100大中城市:成交土地溢价率:住宅类用地



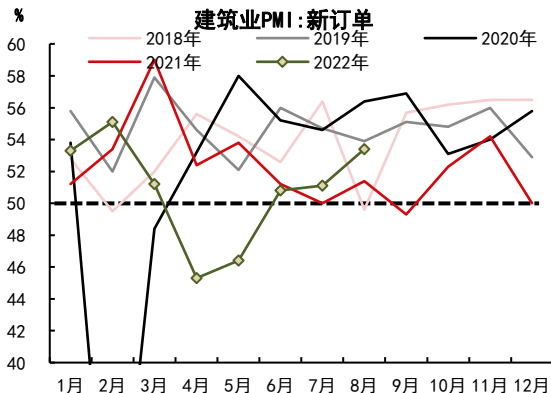
三、建筑业需求——建筑业PMI：新订单指数显著上涨

- **建筑业仍处于较高景气区间。**8月建筑业商务活动指数为56.5%，低于上月2.7个百分点，整体仍处于扩张区间，表明建筑业景气度仍然保持在较高的水平。
- 从市场预期看，业务活动预期指数回升1.9个百分点至62.9%，当前仍然处于较高位置，预计企业对近期行业发展前景较为乐观。
- **建筑业新订单指数显著提升。**建筑业新订单指数为53.4%，高于上个月2.3个百分点，表明近期基础设施建设持续推进，为稳增长提供有力支撑。

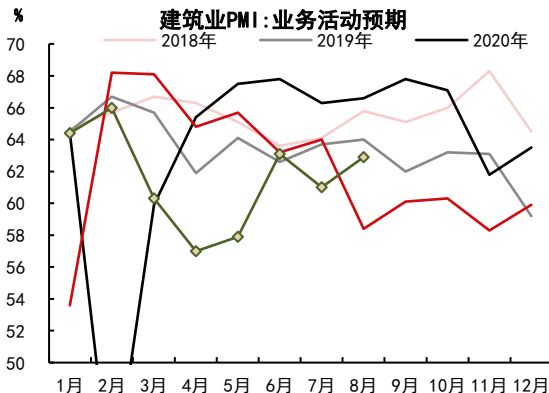
8月建筑业PMI仍处较高景气区间



建筑业新订单指数重回扩张区间



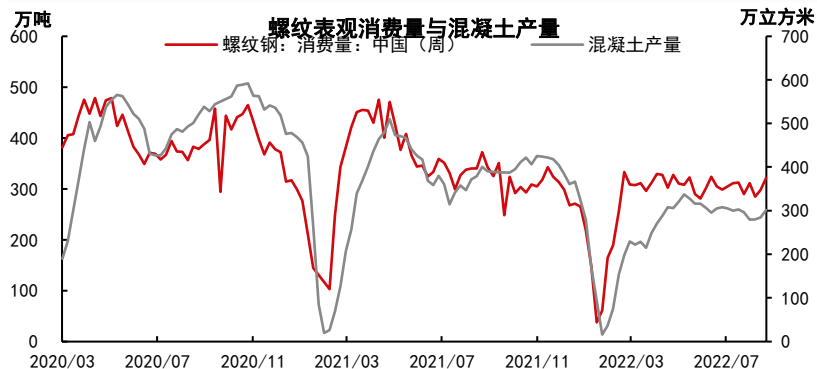
建筑业活动预期小幅回调



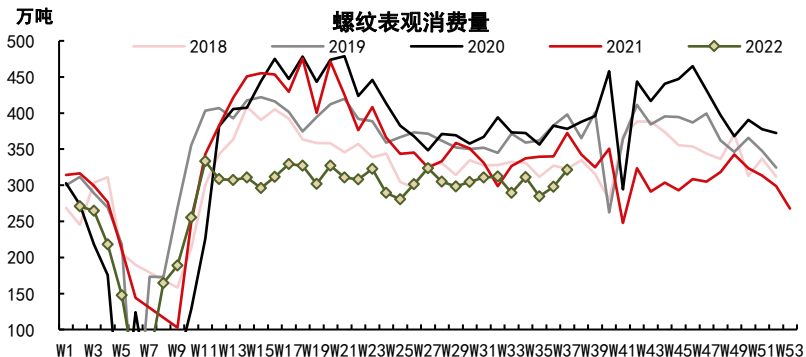
三、建筑业需求（施工）——螺纹：需求仍然疲弱

- 螺纹下游需求：地产60-70%，基建30%-40%。
- 7月初的高温天气叠加疫情导致螺纹表需小幅回落，近期随着天气影响趋弱叠加专项债资金陆续到位后带动螺纹表观消费量出现逆季节性回升。然而随着进入金九银十，当前螺纹表观消费仍然处于历史低位，可以预见当前终端需求仍然比较差
- 但是从混凝土产量来看，该数据与螺纹表需呈现出明显分化，背后反映的是基建的建设强度显著高于房地产。

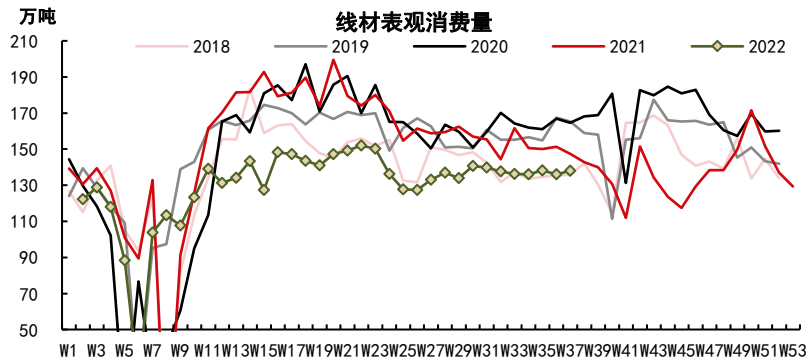
螺纹表观消费量与混凝土产量



本周螺纹表观消费量持续回升



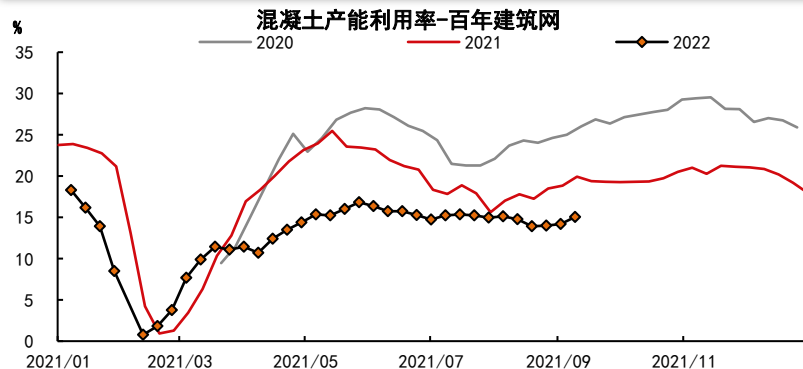
本周建材成交量基本持平



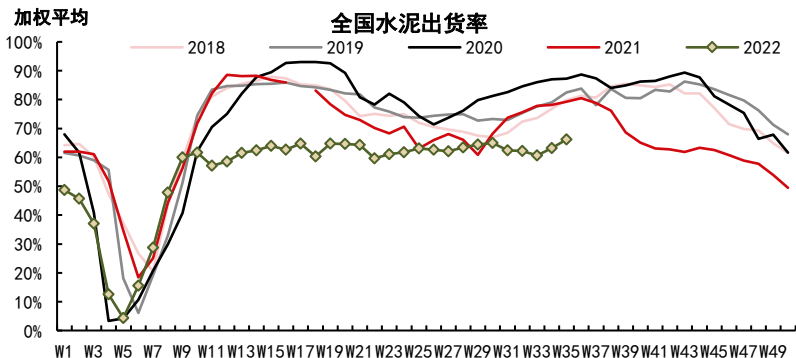
三、建筑业需求（施工）——水泥：出货率出现回升

- 水泥下游需求：基建、房地产以及农村建设，各占1/3。
- 进入8月，国内水泥市场需求随着资金逐渐到位有所回升，整体有一定反弹状态，企业出货维持在6成左右，个别地区相对较好如浙江沿海可达8-9成。此外近期水泥库存已经相比之前出现明显下降，综合考虑可见近期水泥出货量相比上半年已有显著回升，预计9月份各地区价格将会陆续筑底。

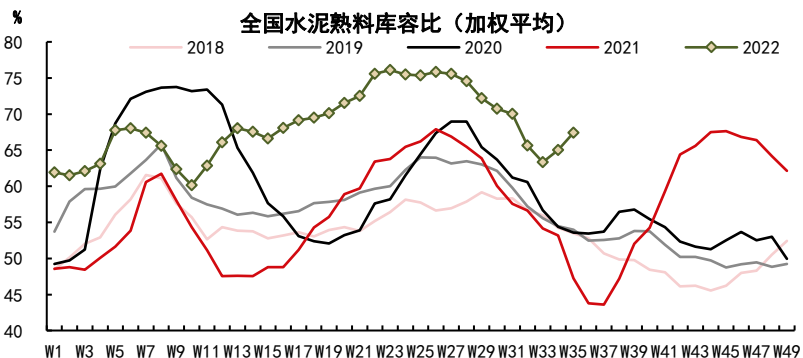
混凝土产能利用率持续反弹



水泥出货率持续回升



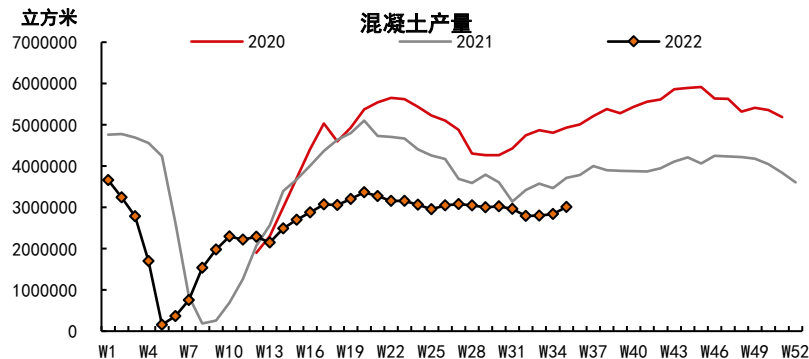
水泥库存出现反弹



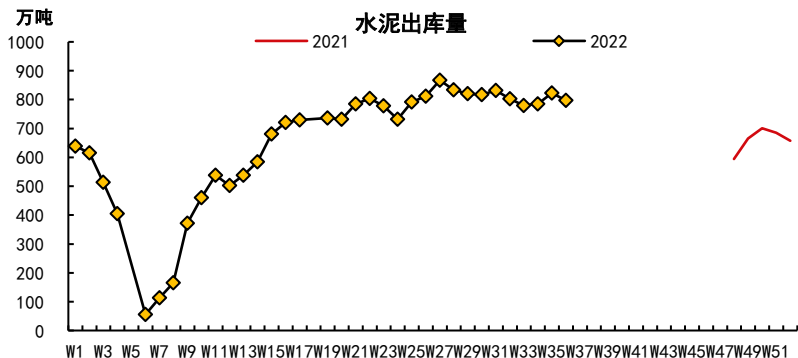
三、建筑业需求（施工）——水泥：出库量近期有所反弹

- 从水泥的出库情况来看高温逐渐消退，施工进度恢复正常，部分基建项目赶工，基建需求再冲新高；在市政项目新开工支持下房建需求回补，本周水泥企业出库量822.25万吨，环比上升4.75%。
- 从水泥的直供量来看（主要是刻画水泥的基建用量），当期水泥直供量为247万吨，环比回升8.33%，创下今年新高。

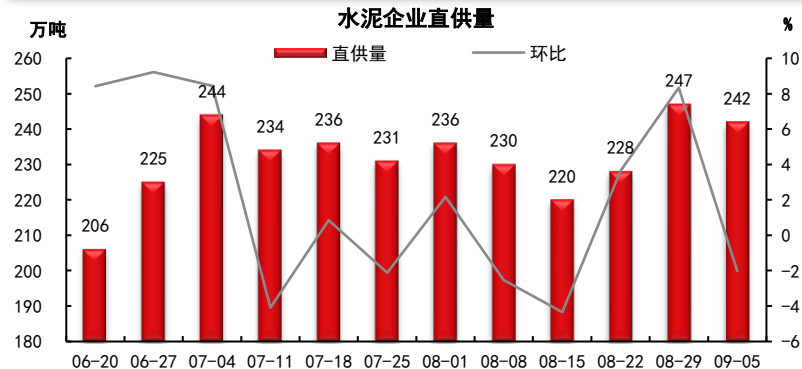
当前混凝土产量开始反弹



本周水泥出库量小幅回调



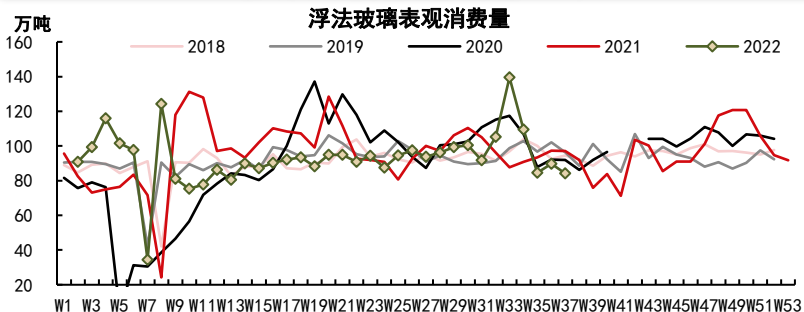
本周水泥企业直供量小幅回调



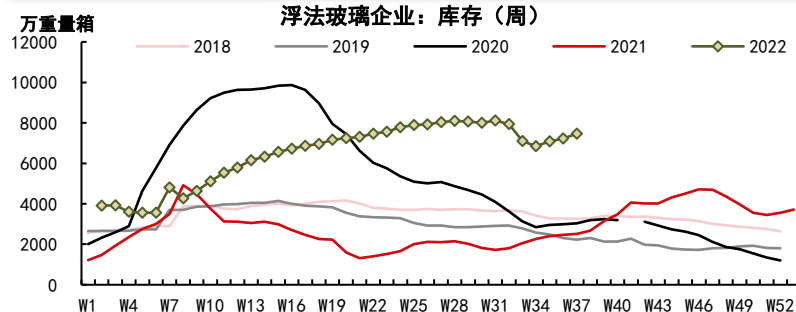
三、建筑业需求（竣工）——玻璃与PVC

- 玻璃75%的需求用于地产，PVC50%的需求用于地产。
- 玻璃库存开始出现小幅累库，表观需求近期明显回调，PVC近期需求有一定反弹，库存转为去库。

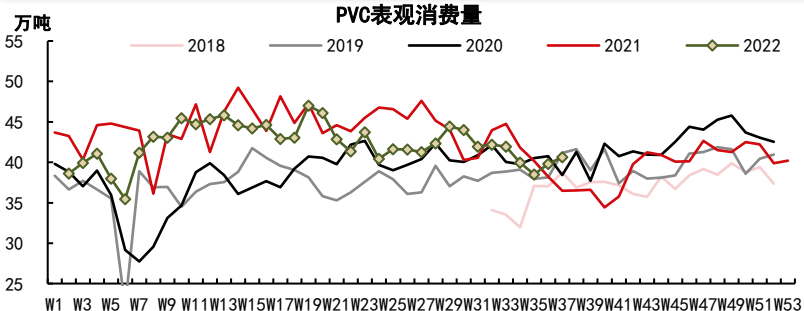
玻璃表观消费量明显回调



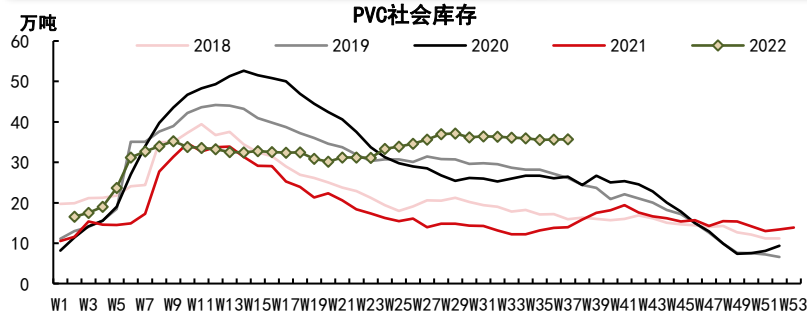
玻璃企业库存小幅累库



PVC表观消费量持续回升



PVC社会库存转为去库



三、建筑业需求——基建中观高频跟踪

■ 1. 交运、仓储和邮政业 (占基建36%)

➢ 跟踪石油沥青开工率：本周小幅回落。

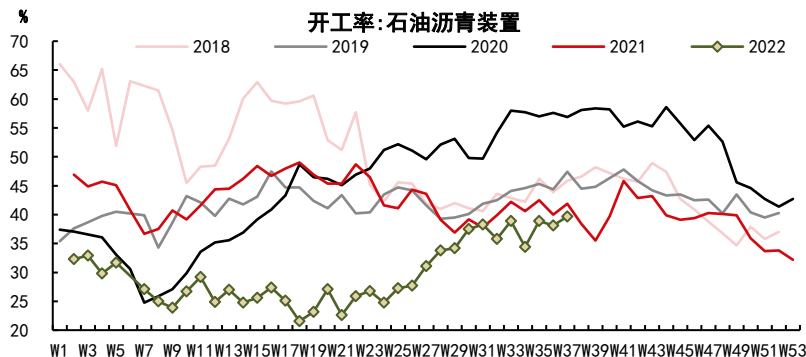
■ 2. 电力、热力燃气及水的生产和供应业 (占基建18%)

➢ 铜杆开工率：本周开工率有所反弹。

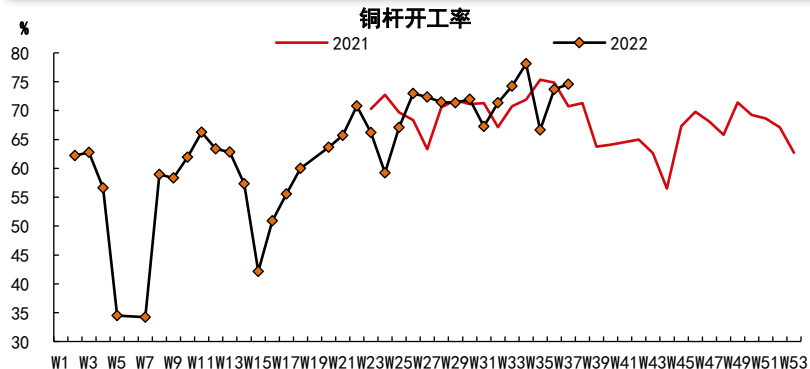
■ 3. 水利、环境和公共设施管理业 (占基建46%)

➢ 跟踪球墨铸铁管的加工费：小幅反弹。

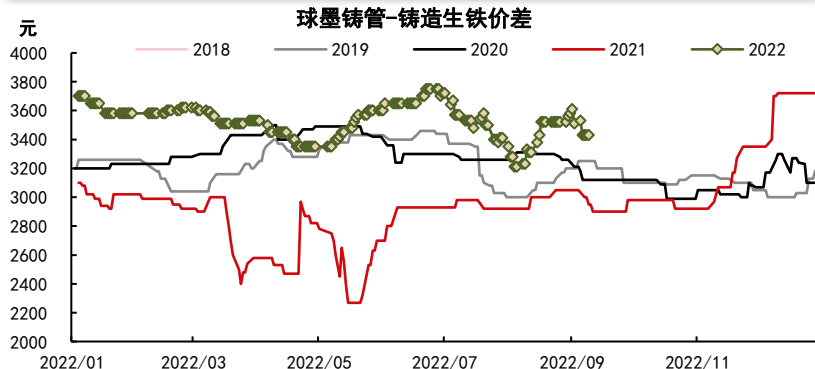
交运投资：石油沥青装置开工率



电网投资：铜杆开工率



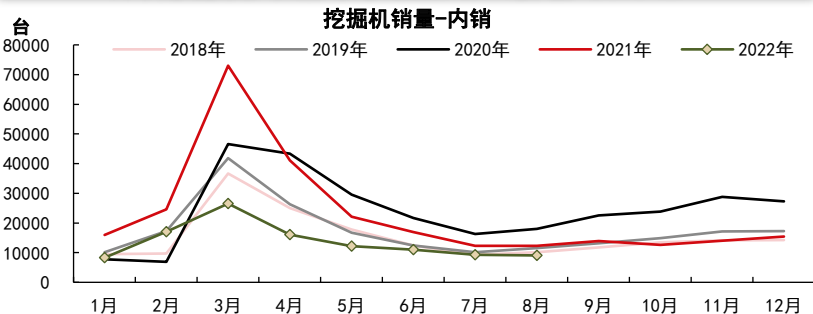
水利投资：球墨铸管的加工费



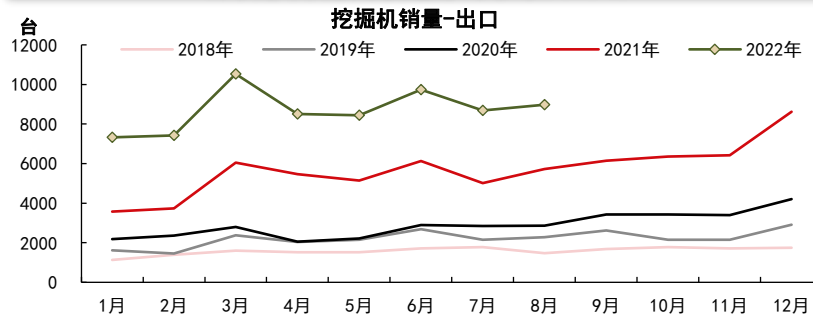
三、建筑业需求——挖机与重卡：产销增速有所下降

- 8月挖机销量同比增速为0.0%（前值+3.4%），7月重卡销量同比增速-40.7%（前值-65.0%）。
- 随着地产调控趋松，基建蓄力，去年12月以来挖机与重卡的销量同比有见底迹象，随着近期疫情逐渐减弱，7月份挖掘机销售明显走强，当前可以确认见底拐点。

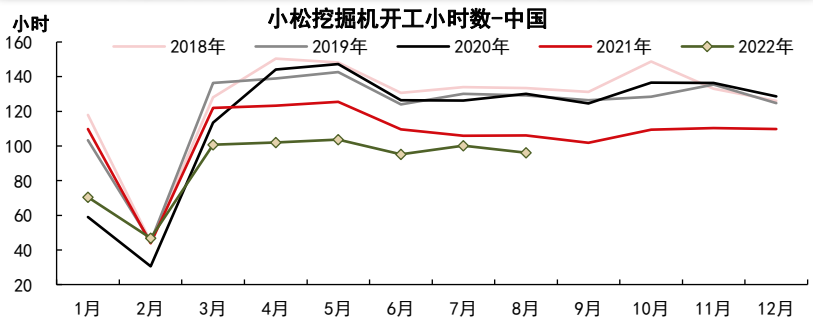
8月挖掘机内销同比-26.3%（前值-25.0%）



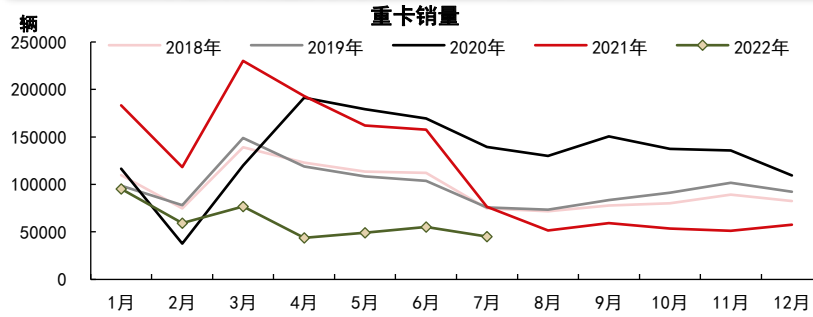
8月挖掘机出口仍强，同比56.8%



8月挖掘机开工小时数同比-9.3%（前值-5.4%）



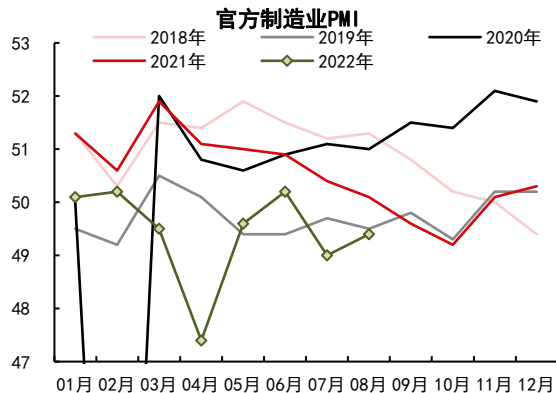
7月重卡销量同比-40.7%（前值-65.0%）



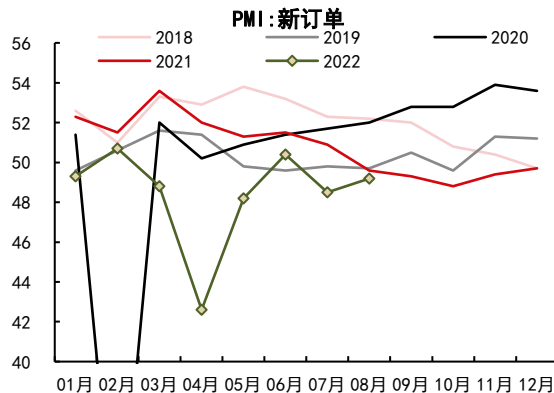
四、制造业需求——制造业PMI：小幅回升

- 受传统生产淡季、市场需求释放不足、高耗能行业景气度走低等因素影响，8月制造业PMI小幅回升。8月份，制造业采购经理指数为49.4%，高于上月0.4个百分点，仍然处于收缩区间。
- PMI数据是环比指标，6月PMI回升至50.2%，说明经济步入复苏阶段，但是较为温和。而从7月份相关高频经济数据可见当前经济增长压力仍然较大，对应7月PMI回落至49.0%。随着中央政治局对于经济定调为力争实现最好结果，预计本轮复苏或是U型结构，对应8月的PMI小幅回升。

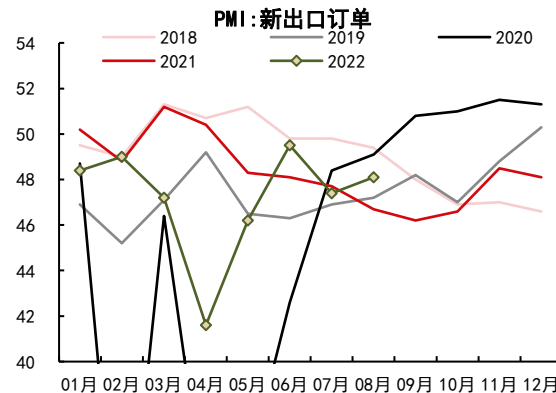
8月制造业PMI仍处于收缩区间



8月PMI新订单指数小幅回升



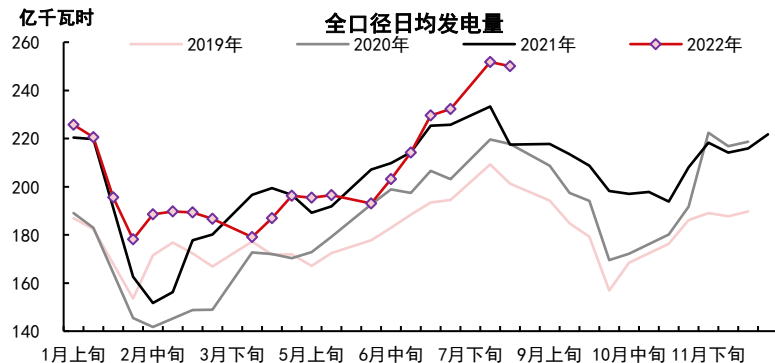
8月PMI新出口订单小幅回升



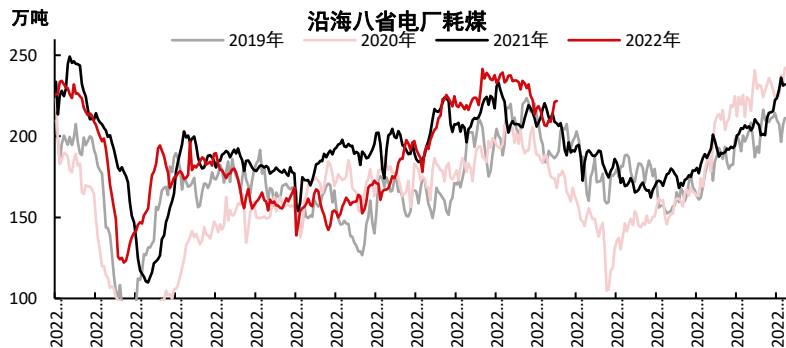
四、制造业需求——发电量

- 3月以来，全国多地疫情散发，一方面需求受到冲击，另一方面供应链受损，因此工业生产受到影响，发电量明显回落。4月中旬及下旬发电量已经明显回升。
- 随着复工复产推进以及国内经济复苏叠加高温天气，近期耗煤持续处于季节性高位。

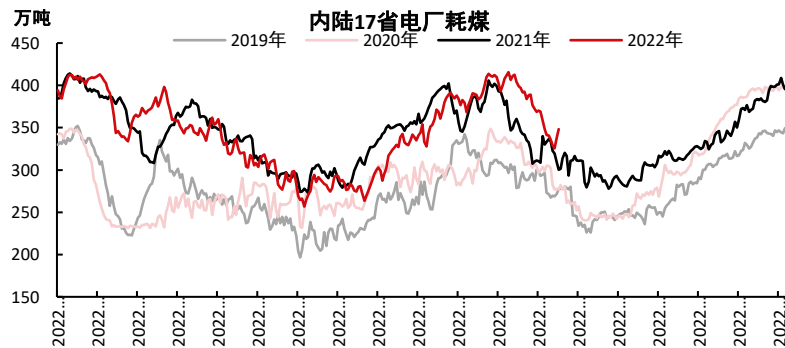
近期发电量明显回升



日度数据：沿海八省电厂耗煤



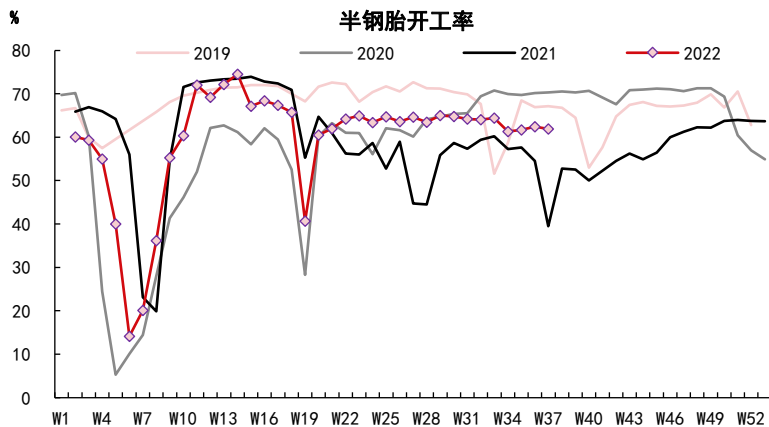
日度数据：内陆17省电厂耗煤



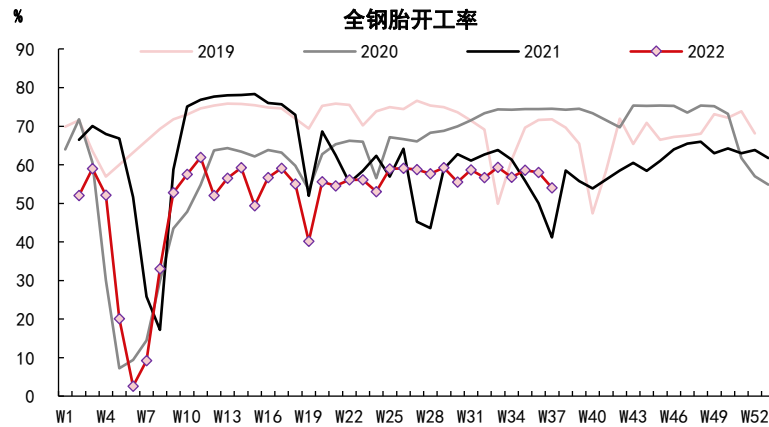
四、制造业需求——轮胎开工

- 全钢胎一般用于卡车和小部分轻卡，半钢胎一般用于轿车和大部分轻卡。
- 9月9日当周轮胎开工率：半钢胎开工率61.9% (-0.47)，全钢胎开工率54.0% (-4.04)。

半钢胎开工率相对偏强

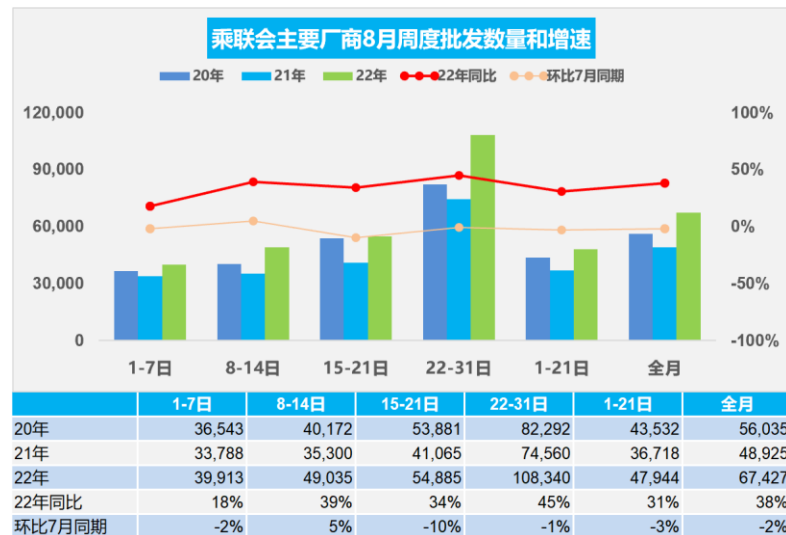
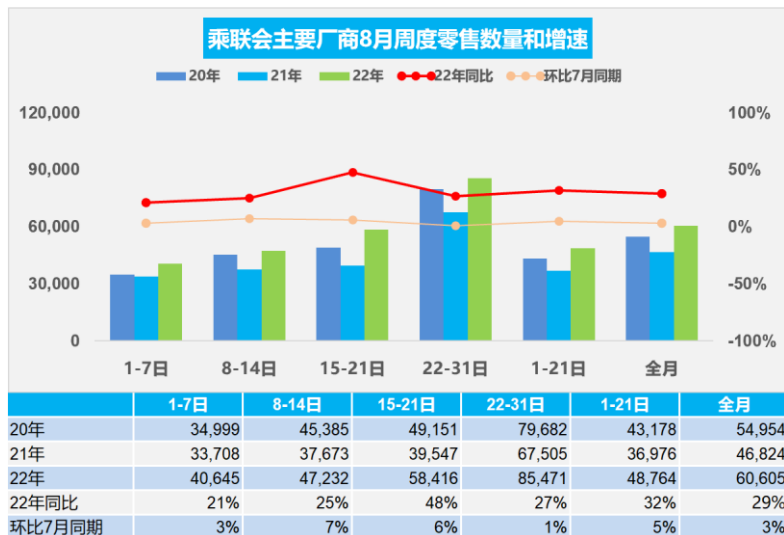


全钢胎开工率相对偏弱



四、制造业需求——乘用车销售：8月零售持续高增

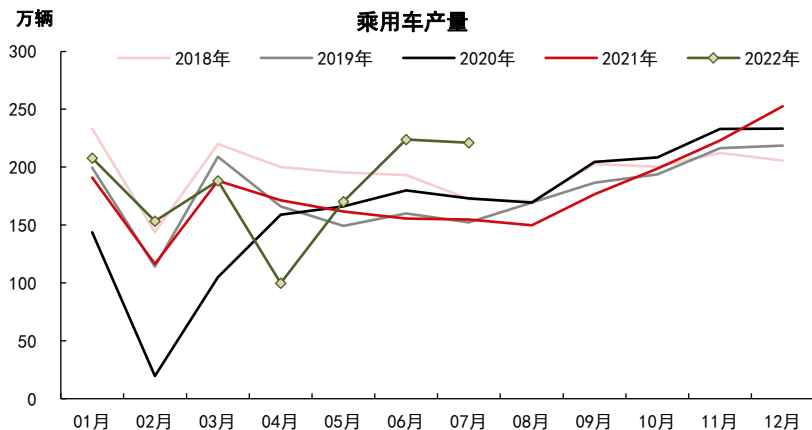
- 8月22-31日，乘用车市场零售85.5万辆，同比增长27%，环比上周增长55%，较上月同期增长1%；乘用车批发108.3万辆，同比增长45%，环比上周增长104%，较上月同下降1%。
- 8月1-31日，乘用车市场零售187.9万辆，同比去年增长29%，较上月增长3%；全国乘用车厂商批发209.0万辆，同比去年增长38%，较上月下降2%。
- 车购税减半政策的效果在政策启动前期的6月较突出，随后进入平稳的政策实施中期，政策拉动消费的效果环比初期减弱，叠加7月的市场淡季，8月初休假期影响下同比增速较7月放缓。消费信心通过政策的推动引导+厂商的促销刺激+经销商的终端优惠降库等得到促进，由于政策提振消费信心效果还是很好的，因此车市零售仍是同比较高增长。



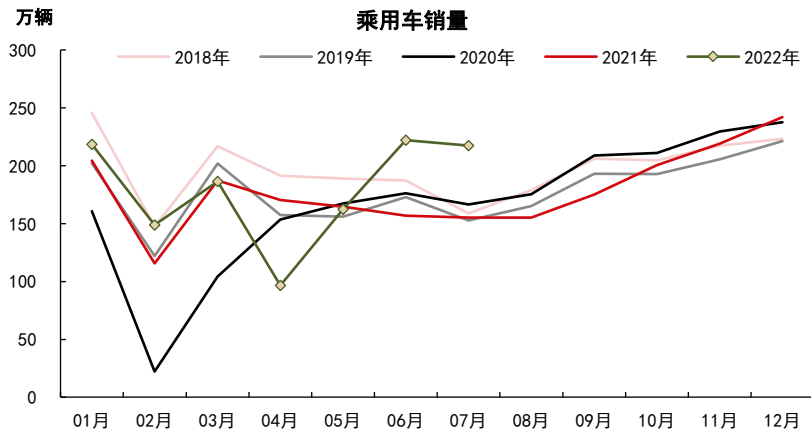
四、制造业需求——乘用车产销：减征购置税，未来弹性强

- **7月乘用车产销大幅反弹**：7月乘用车产量同比+42.8%（前值+44.0%），1-7月累计同比+11.0%（前值+6.0%）；7月乘用车销量同比+40.1%（前值+41.6%），1-7月累计同比+8.5%（前值+3.5%）。
- 5月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道，确保运行在合理区间。在汽车方面，包括要促消费和有效投资，放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。此外，汽车央企发放的900亿元货车贷款，要银企联动延期半年还本付息。
- 根据乘联会估计，减征购置税政策预计会拉动200万辆乘用车销售，从原来预期的2022年下降6%的增速预期，回升到2022年的增长4%，提升10个百分点的国内零售增长速度，拉动效果显著。

7月乘用车产量同比42.8%



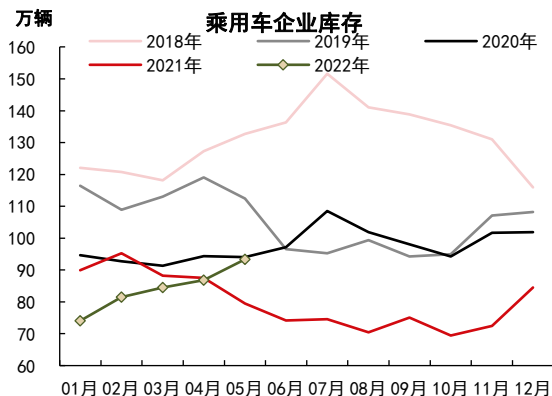
7月乘用车销量同比40.1%



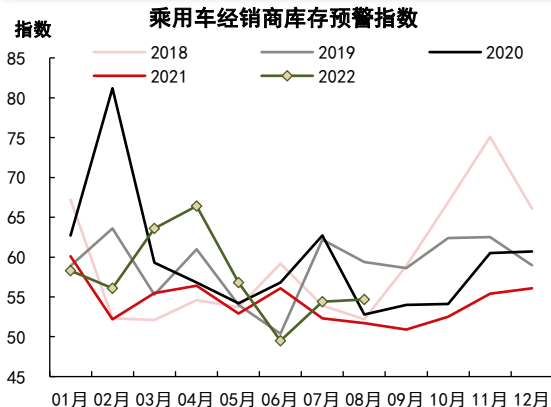
四、制造业需求——乘用车库存：经销商压力开始缓解

- **经销商库存预警指数**：PMI编制原理，库存预警指数越高，市场的需求越低，库存压力越大，经营压力和风险越大。
- **经销商库存系数**：即期末库存量/当期销售量，反映汽车经销商所经销的汽车品牌当前的库存深度。
- 6月进入传统淡季，加之去年受芯片短缺影响，销量基数较低。考虑到6月疫情防控形势相比5月会有所放宽，上海及周边地区加速复工复产，新车供应问题将有效缓解，经销商也面临第二季度及上半年的销量冲刺，预计前期疫情抑制的购车需求，在6月份将部分释放，汽车市场将恢复正常水平，乘用车销量同比由负转正。

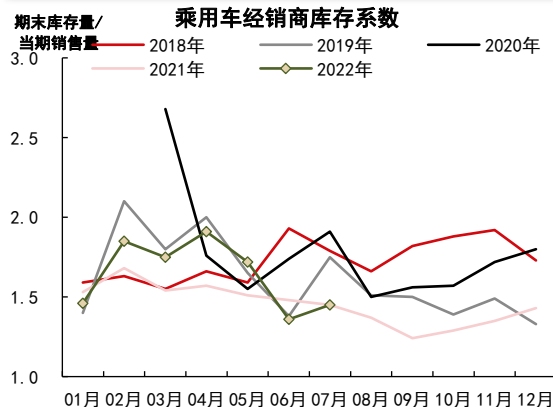
乘用车企业库存-中汽协



乘用车经销商库存预警指数



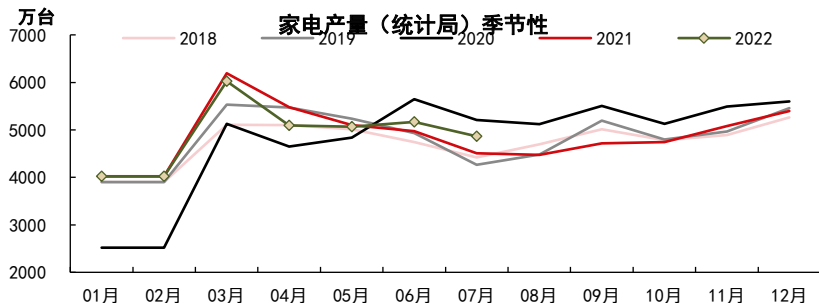
乘用车经销商库存系数



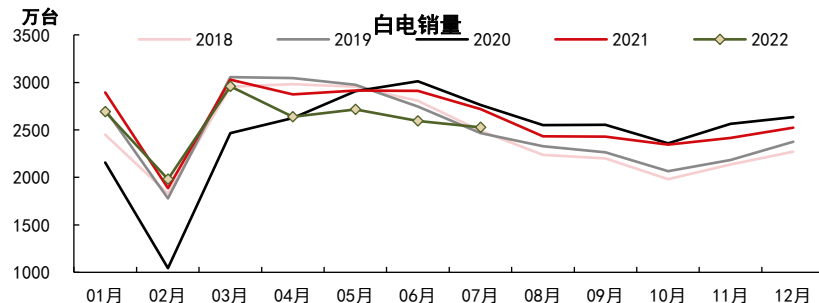
四、制造业需求——家电：高温天气带动产销小幅回升

- 2021年家电产量同比2.4%（两年复合同比0.5%），2021年白电销量同比3.8%（两年复合同比-2.4%）。
- 2022年1-7月家电产量累计同比-0.1%（前值-1.3%），7月家电产量当月同比+8.0%（前值+4.0%）。
- 2022年1-7月白电销量同比-5.8%（前值-5.6%），7月白电销量当月同比-7.1%（前值-10.9%）。

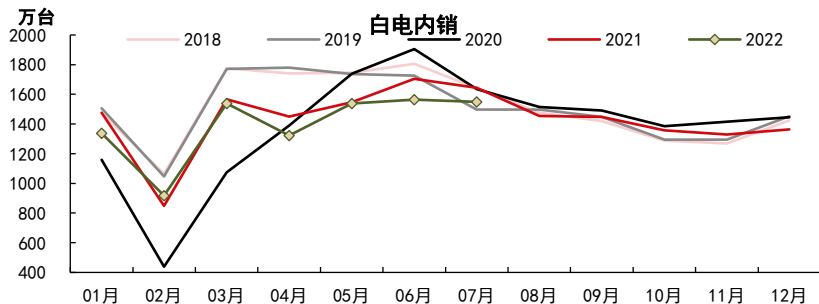
家电（空调、冰箱、洗衣机、电视）产量



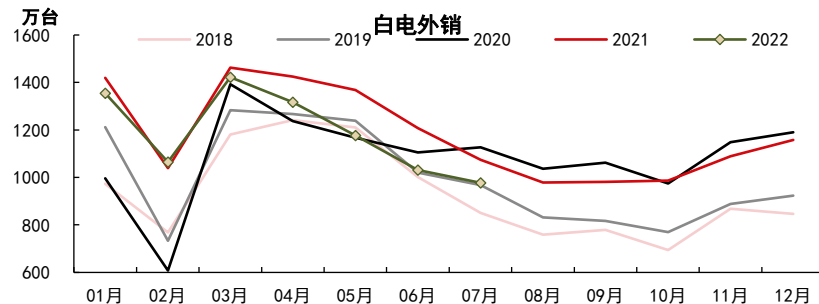
白电总销量-季节性（产业在线）



白电内销-季节性（产业在线）

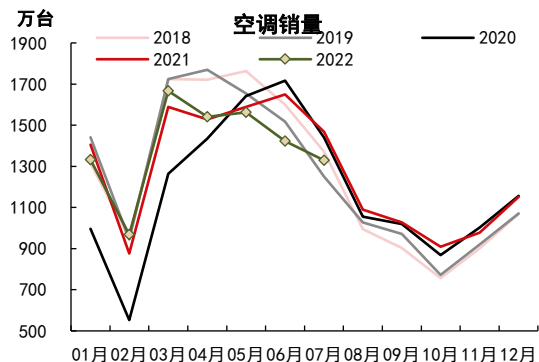


白电外销-季节性（产业在线）

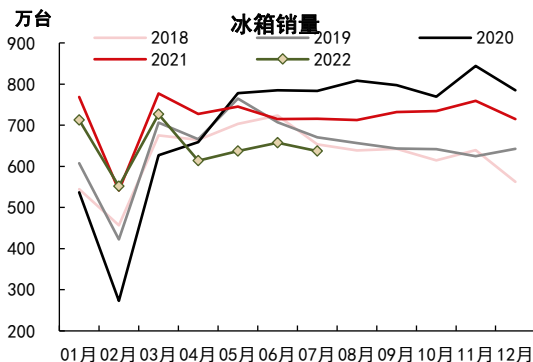


四、制造业需求——家电：各类产品销量及库存一览

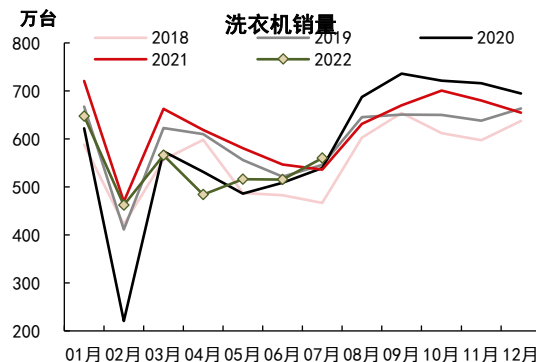
空调销量



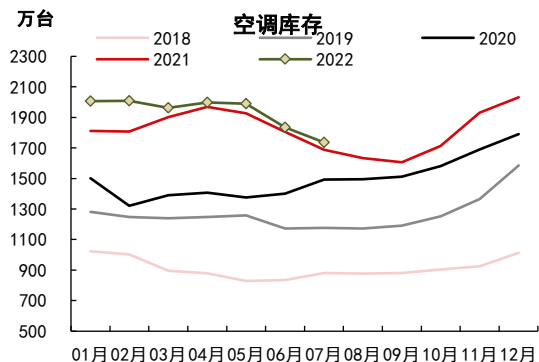
冰箱销量



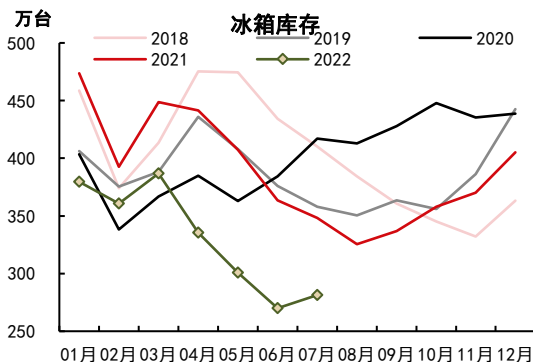
洗衣机销量



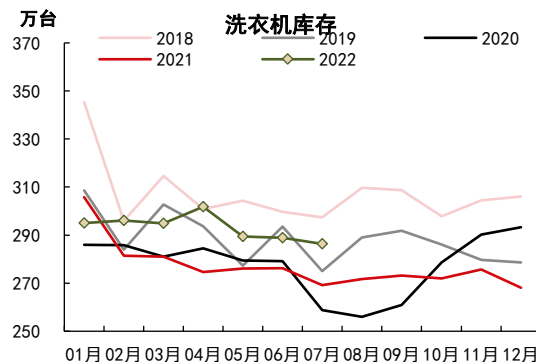
空调库存较高



冰箱库存大幅减少

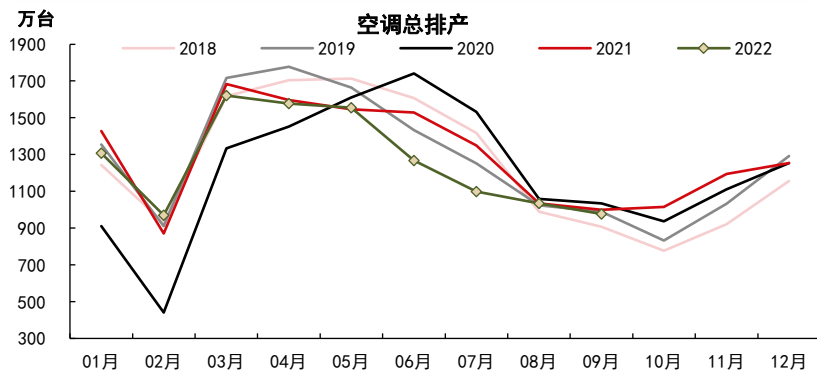


洗衣机库存处于低位

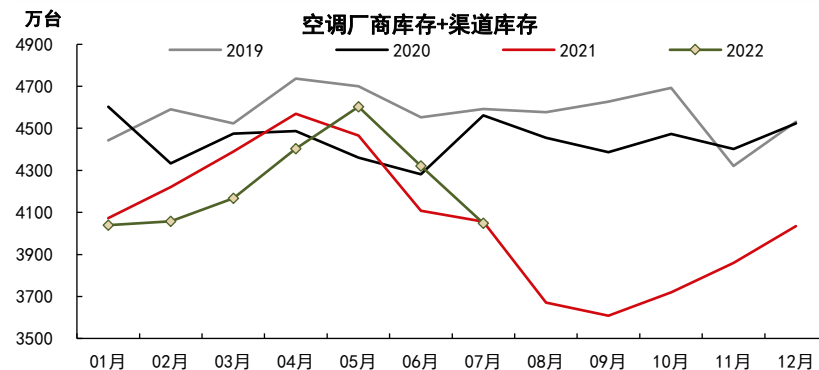


四、制造业需求——空调：排产与库存

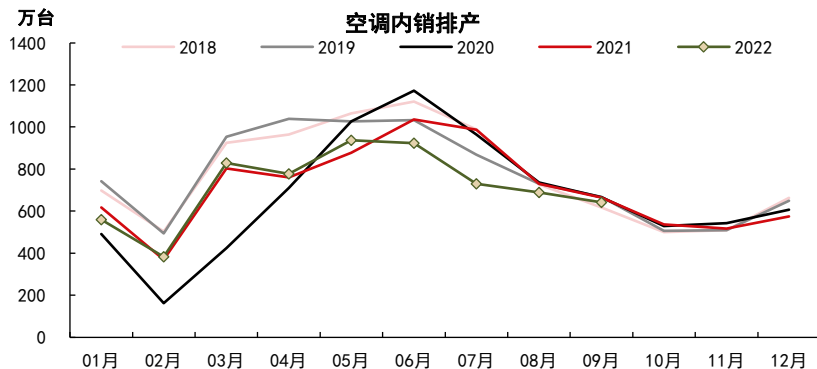
9月空调排产977万台，同比-2.3%



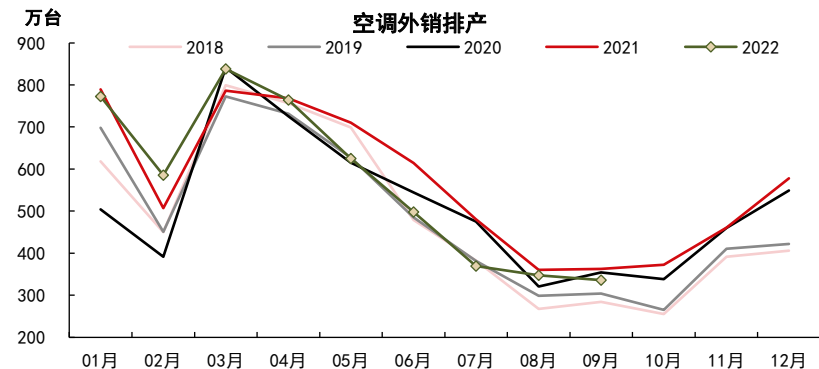
7月空调总库存4048万台，同比-0.2%



9月空调内销排产641万台，同比-3.5%



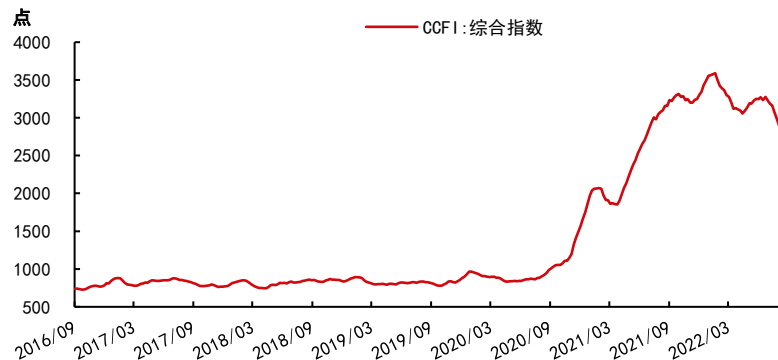
9月空调外销排产336万台，同比-7.2%



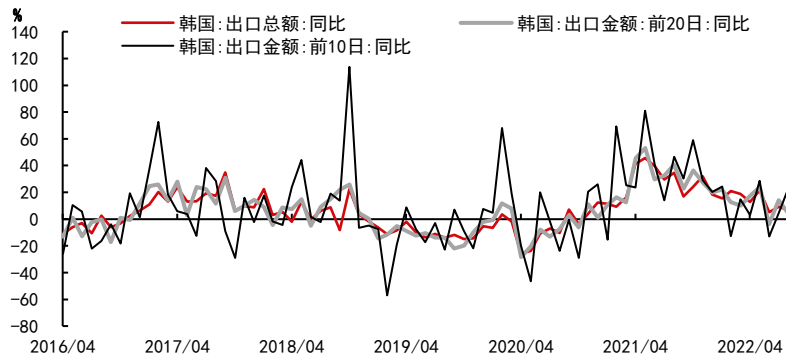
四、制造业需求——出口（高频）：外贸集装箱吞吐量持续回落

- 中国出口集装箱运价指数（CCFI）和八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量是跟踪出口的高频同步指标。
- 邻国出口（韩国和越南）对我国出口的指示意义主要来自对全球贸易需求的同步反应。
- 近期八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比持续回落，背后可能反应当前外需存在一定压力。

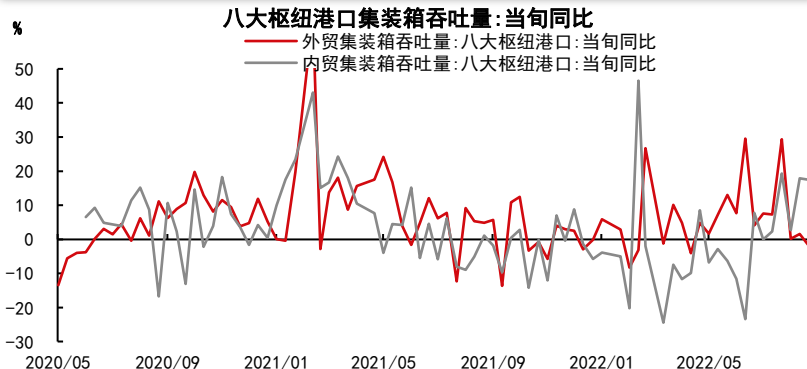
高频同步指标：中国出口集装箱运价指数有所回落



邻国出口：韩国8月出口同比6.6%

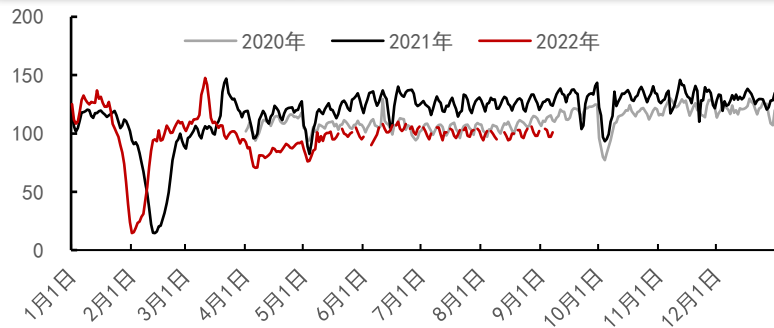


高频同步指标：本周内外贸集装箱吞吐量均显著回调

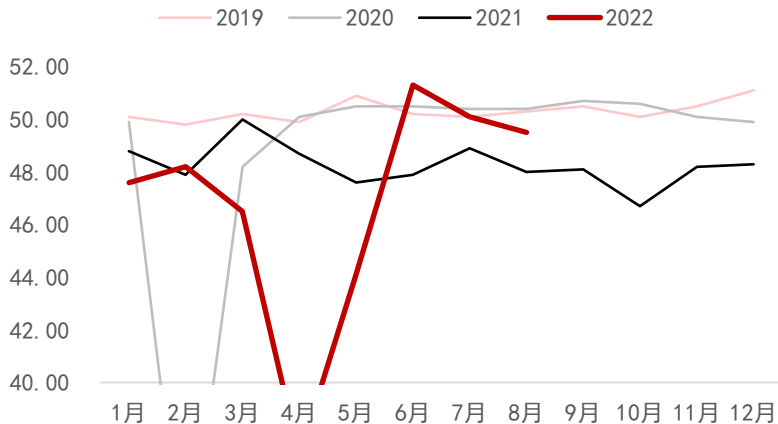


- PMI供应链配送指数环比小幅回落至49.5，但已回升至正常水平
- 9月8日，G7公路货运指数同比下降18%，环比回升4个百分点，达2019年的101%
- **公路货运**：高速公路货车通行量均值回升至777万辆，环比增加7.2%
- **铁路运量**：周均值1091万吨，环比小幅上升2.2%

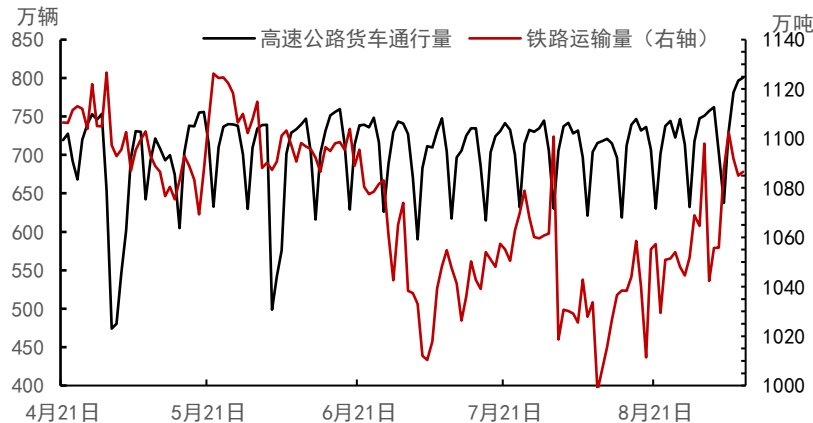
公路货运流量同比下降18%



PMI 供应商配送时间回升至正常水平



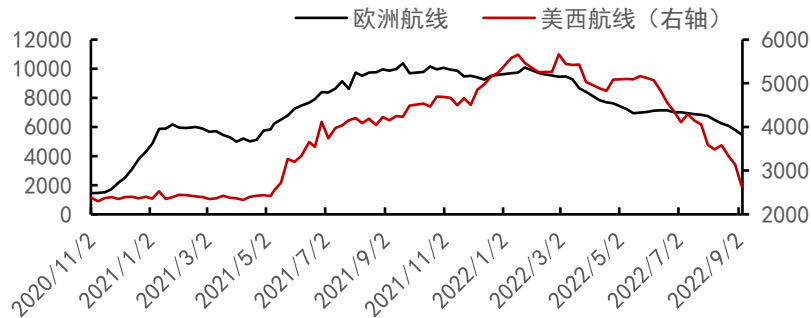
高速公路货车通行量环比较快上涨



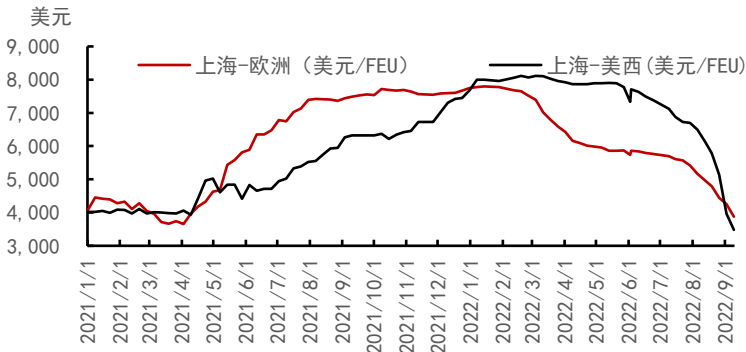
集装箱：运费加速下行，欧线回落至4000美元/TEU以下

- **上海出口集装箱结算运价指数 (SCFIS)：**9月5日SCFIS美西线收于2636点，环比回落5.7%；欧线运费收于5470点，环比回落16%
- **FBX：9月9日收于4767点，环比上周反弹0.8%**
 - 中国-欧洲航线运价收于7845美元/FEU，环比上周回落3.1%
 - 上海-美西港口运价收于3973美元/FEU，环比上周反弹2.2%
 - 美东航线运费降至8621美元/FEU，环比反弹11.5%
- **SCFI：9月9日收于2562.12点，环比下降10.0%**
 - 上海至欧洲运价为3877美元/TEU，环比下降8.8%
 - 上海至美西为3484美元/FEU，环比下降12.0%

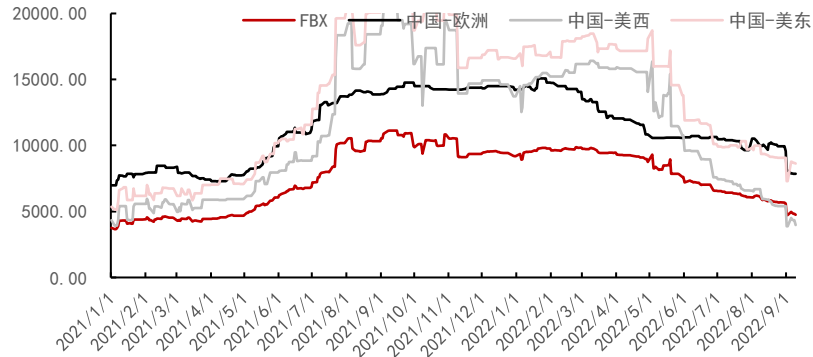
SCFIS：欧线和美线继续回落



SCFI：美西、欧洲航线运价加速下行



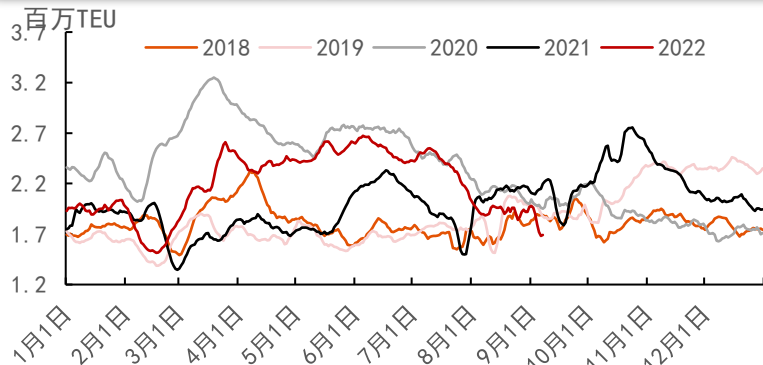
FBX直线跳水



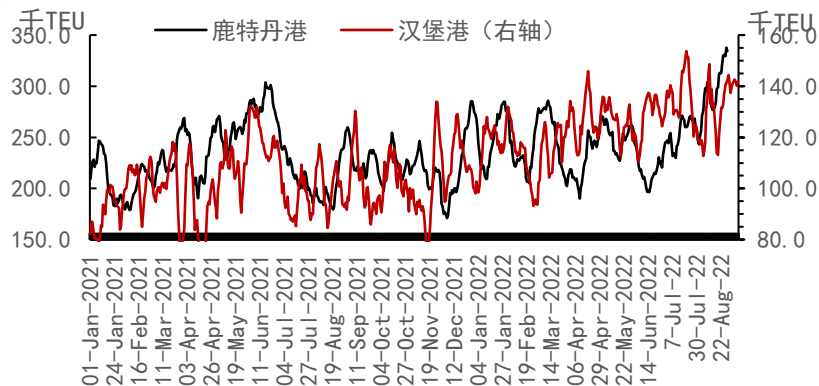
港口拥堵：欧洲拥堵加剧，中国和美西接近2020年同期

- 洛杉矶港外集装箱船舶规模回落，接近2020年水平
- 美东港口集装箱船舶规模再度反弹
- 我国港外集装箱船队规模小幅回升
- 欧洲港口集装箱船舶拥堵规模仍处高位，英国港口罢工影响仍在显现

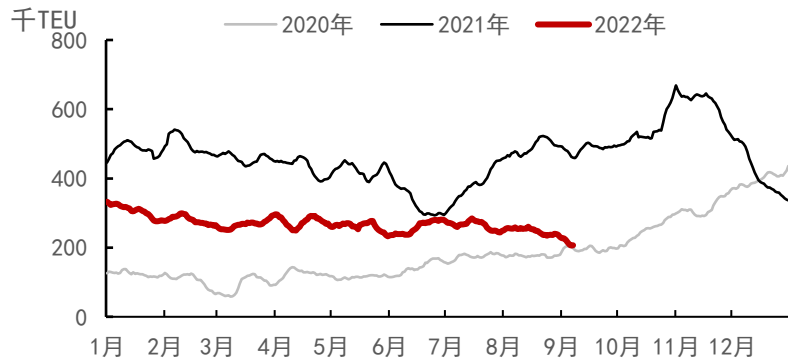
中国港外集装箱船舶规模回落



欧洲港口船舶拥堵高位



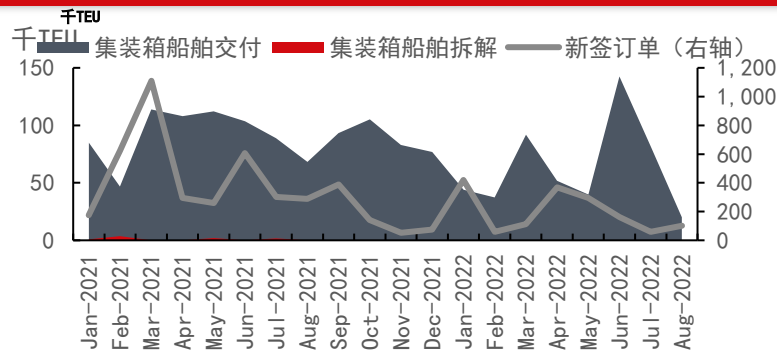
美西港外集装箱船舶拥堵震荡回落



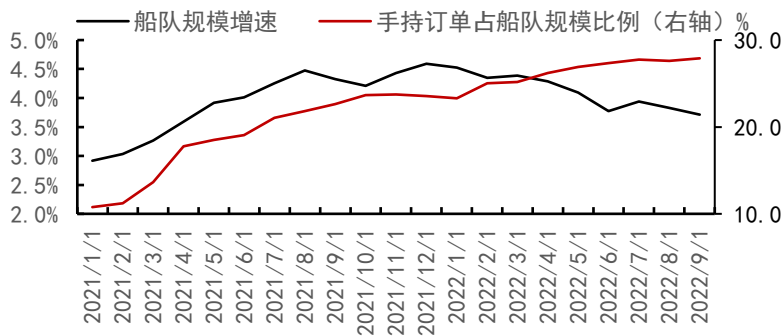
供给：集装箱船队规模增速放缓，2023年后运力规模增长加快

- 前8月，集装箱船队规模达到2526.5万TEU，同比上涨3.7%，增速放缓0.1个百分点。手持订单占船队规模比例达27.9%
- 集装箱船舶交付快速回落，依然无拆解运力，新签订单继续下行。
- 集装箱船舶日租金环比回落，仍然维持高位。

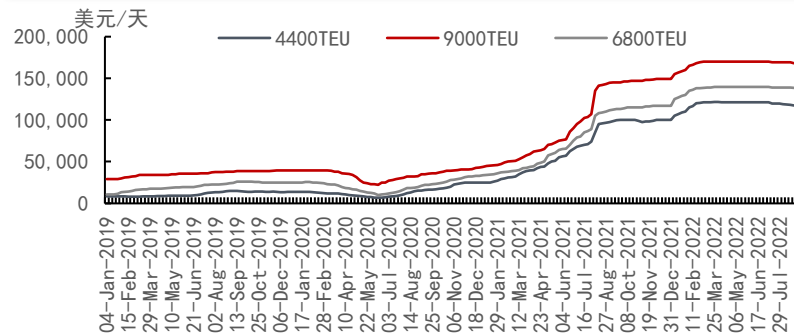
船队规模典型指标变化



集装箱船队规模增长



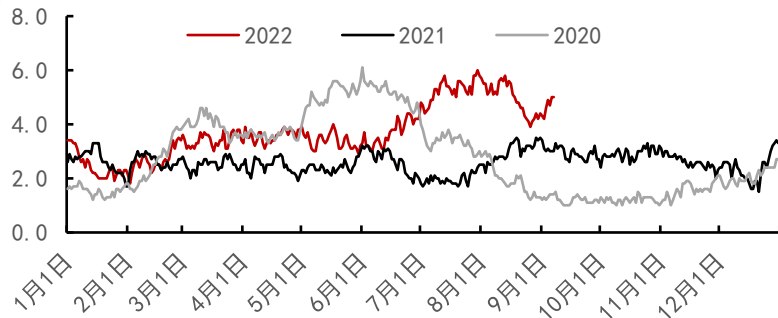
船舶租金保持高位，环比小幅下行



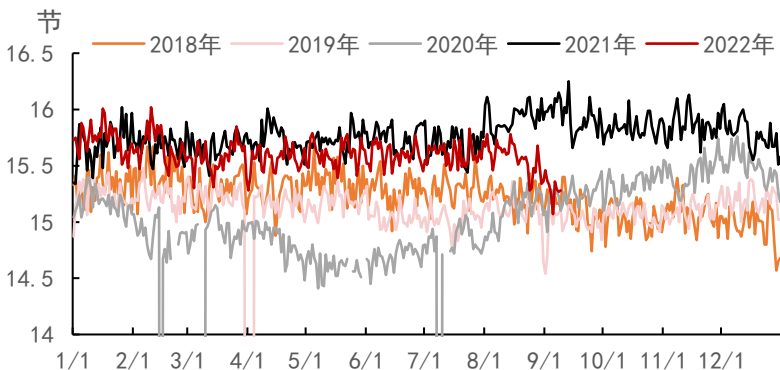
集装箱船运价短期预测：运费继续下行

- **需求端继续放缓：**对欧洲出口预计有望保持一定韧性，而对美国出口拐点已经显现，集装箱需求总体继续放缓。美国零售商库存高企，补库需求走弱，支撑力度转弱
- **供给相对宽松：**船舶准班率回升，闲置船舶比例抬升，8月以来大型和中型集装箱船航速均回落，船舶装载率不满80%，美西港口外船舶规模下滑
- **展望：**运价整体下行，进入淡季，运价下行速度可能提速

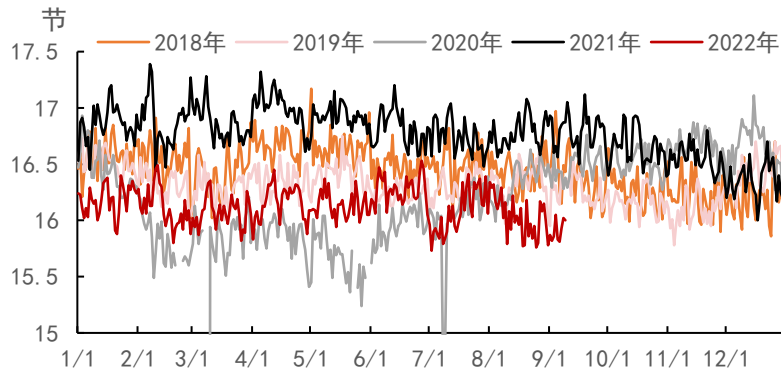
船舶闲置比例（%）高位反弹



8月以来中型集装箱船舶航速快速回落



大型集装箱船舶8月以来继续降速



免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。



中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝