

【每周经济观察】

美国通胀回落提振市场情绪，
国内贸易及通胀数据不及预期

广州期货 研究中心

2023年7月14日



要点：美国通胀回落提振市场情绪，国内6月贸易及通胀数据不及预期

- 一周行情回顾：权益及商品反弹，期债窄幅波动
- 国内6月贸易、通胀数据不及预期，金融数据超市场预期
 - ✓ 6月进出口不及预期，出口跌幅进一步走阔。6月出口同比增速由前值-7.5%进一步走阔至-12.4%，进口同比增速由前值-4.5%走阔至-6.8%，均逊于市场预期。
(1) 6月出口同比跌幅走阔与去年高基数影响有关，而两年复合增速亦由前值3.64%回落至0.69%，与3月以来PMI新出口订单指数走向一致，说明春节积压订单逐步消化后，出口回落压力明显。分国别看，6月对主要经济体出口同比增速均降幅走阔，从两年复合增速看，对欧盟出口增速下滑，对美国出口增速降幅走阔，**欧美外需压力明显**。分商品看，机电产品同比降幅走阔，手机、电脑等两年复合增速回落；家具、服装等消费品同比增速为负，两年增速回落；汽车出口同比维持较高增速但两年增速亦显著回落。(2) 6月进口同比跌幅走阔，侧面印证内需不足。分国别看，对欧美进口同比降幅扩大，对东盟及日韩进口降幅有所收窄。(3) 大宗商品在6月贸易中的表现方面，能源进出口量涨价跌，钢铁进出口均出现量价齐跌。
 - ✓ 6月社融信贷数据超预期，但信贷供需双弱格局未打破。6月M2同比由前值下降0.3个百分点至11.3%，M1同比下降1.6个百分点至3.1%，新增社融4.22万亿元，同比少增9859亿元，新增人民币贷款3.05万亿元，同比多增2296亿元，在高基数作用下社融信贷数据均高于市场预期。**(1) 居民储蓄倾向仍高**。新增人民币存款再次出现居民户同比多增、企业端同比少增情况，一方面由于提前还贷规模有所回落，另一方面说明消费倾向提升进程缓慢。**(2) 政府债券融资继续成为拖累项**。专项债发行节奏平缓与去年同期形成错位而成为拖累项。**(3) 实体融资需求仍有不足，企业信贷受基建及制造业支撑，中长期置换需求仍凸显**。M2与社融剪刀差再度小幅走阔。企业中长期贷款延续偏强惯性，低利率环境下银行及企业有拉长久期、锁定长期成本的置换需求，而随着债券利率下行，企业债融资开始由正转负，但信贷及债券融资主体仍主要集中于基建及制造业。**(4) 居民中长期贷款受提前还款规模下降影响有所改善但未成趋势****(5) 信贷供给意愿不强**。即使在6月季末考核期，表外融资及票据融资冲量行为不明显，说明信贷供给意愿偏弱，这也与货币政策导向“总量适度、节奏平稳”所一致
 - ✓ 6月通胀水平继续走低，低于预期，说明需求仍相对不足。**(1) 6月CPI同比增速进一步回落至0%，新涨价因素持续为负**。CPI环比下降0.2%，环比增速连续五个月为负值。分项看，除鲜菜外包括猪肉等在内的食品环比基本为负，弱于季节性，酒店价格环比回落，其他文化娱乐价格持平或回落，服装价格在换季需求释放后回落，汽车、手机等大额消费品在打折促销策略下持续走低。**(2) 6月PPI同比跌幅走阔，环比跌幅收窄**。受原油价格下行、国内外工业品市场需求总体偏弱等影响，PPI同比跌幅进一步扩大至-5.4%，环比跌幅由0.9%小幅收窄至0.8%。其中，煤炭业价格环比跌幅扩大，石油、钢铁、有色业价格环比跌幅有所收窄，汽车制造业价格环比持续走低。
- 美国6月通胀数据回落，超市场预期
 - ✓ 美国6月CPI下行速度超市场预期，CPI重回3%水平，核心CPI同比、环比增速分别较前值下降0.5个百分点、0.2个百分点。核心CPI部分，新车价格环比持平，二手车价格由正转负，住宅价格环比有所回落但仍较高
 - ✓ 随着近期6月非农数据略低于预期、6月核心通胀超预期回落，市场对7月成为“最后一次加息”预期更为坚定，认为年内加息超过一次的概率从一周前的43.6%回落至目前19.9%，而认为年底降息的概率从一周前的10.3%抬升至22.1%。我们认为，一方面随着通胀水平回落，美国实际利率抬升，美联储进一步推高名义利率的必要性在下降，另一方面，通胀及就业市场仍有较大不确定性，在看到数据出现持续性缓和之前不宜对货币政策转向过分乐观。我们维持前期观点，认为9-12月“按兵不动”维持高利率水平仍是最大概率场景
- 风险提示 海外经济衰退超预期；地缘政治形势超预期演变；国内经济修复的速度不及预期

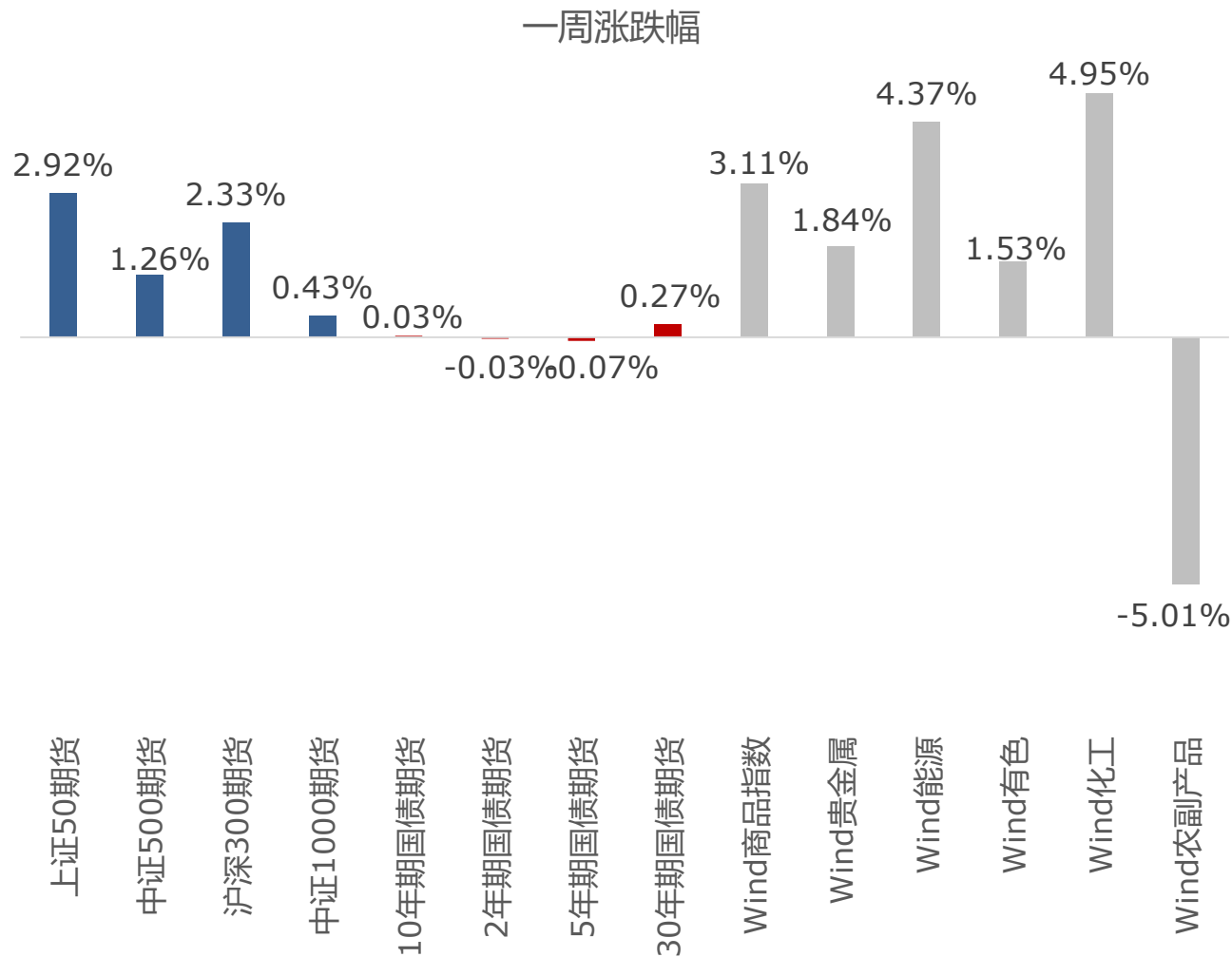
第一部分

一周行情回顾



行情回顾：7月10日-7月14日，权益及商品反弹，期债窄幅波动

■ 美国通胀数据超预期带动加息预期修正、市场情绪提振，国内权益市场及商品市场整体反弹，期债市场出现分化



■ 国内6月贸易、通胀数据不及预期，金融数据超预期

■ 房地产“金融16条”延期：央行、国家金融监管总局发布《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》将适用期限统一延长至2024年底

■ 中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过《关于建设更高水平开放型经济新体制促进构建新发展格局的意见》、《深化农村改革实施方案》、《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》、《关于高等学校、科研院所薪酬制度改革试点的意见》、《关于进一步深化石油天然气市场体系改革提升国家油气安全保障能力的实施意见》、《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的指导意见》

■ 美国6月通胀数据全面回落，超市场预期

■ 欧洲央行会议纪要显示，欧洲央行可能需要在7月以后继续加息

下周大事关注日历

7月17日 星期一	7月18日 星期二	7月19日 星期三	7月20日 星期四	7月21日 星期五	7月22日 星期六	7月23日 星期日
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 中国6月工业增加值、固投、社零等经济数据 ➤ 中国二季度GDP ➤ MLF报价 			<ul style="list-style-type: none"> ➤ LPR报价 			
	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 美国6月零售销售数据 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 美国6月新屋开工数据 ➤ 欧元区6月CPI 				

第二部分

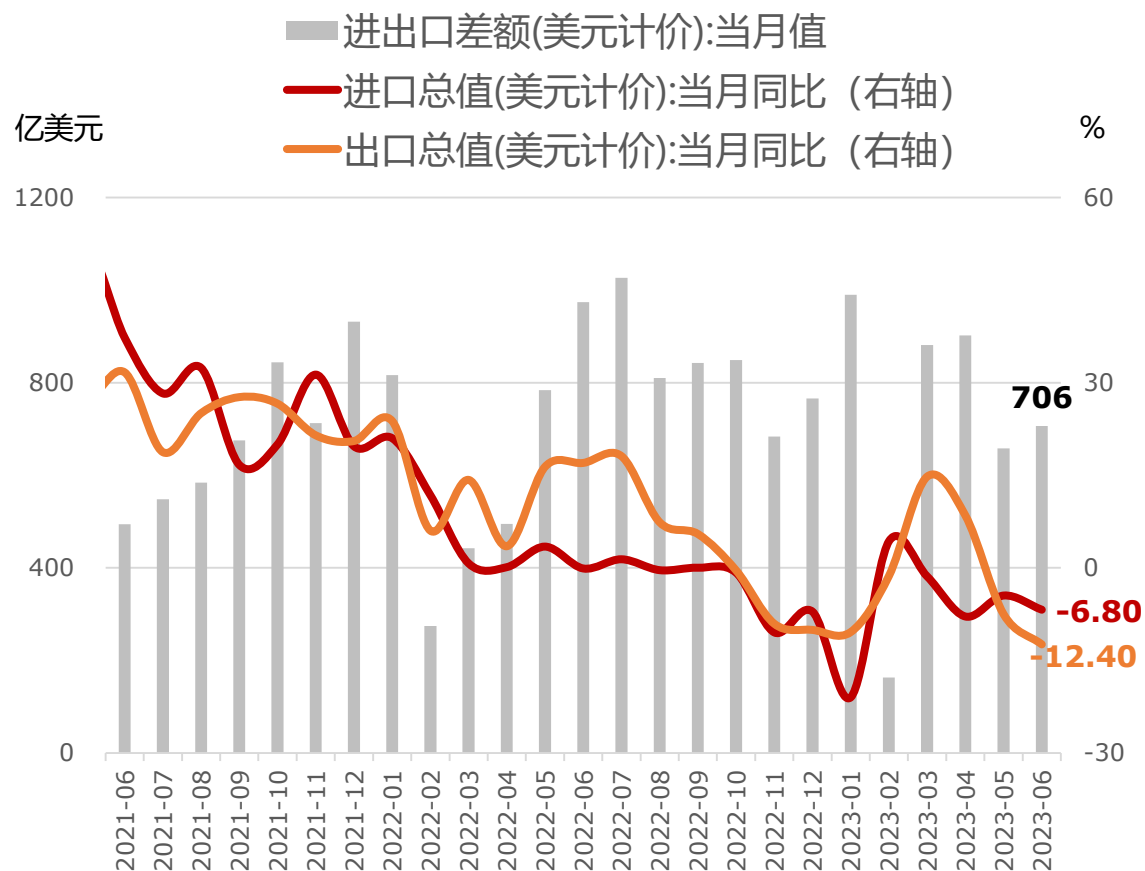
我国6月贸易、通胀、金融数据



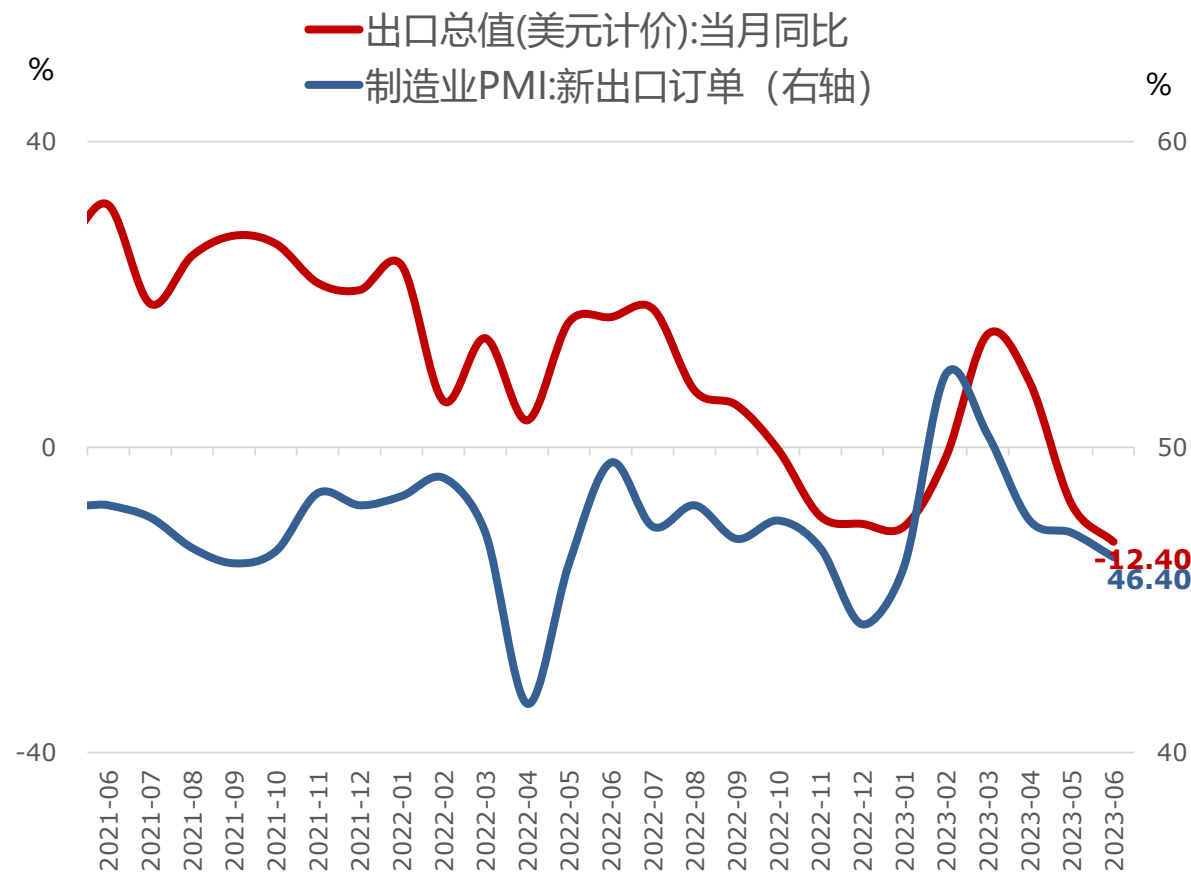
进出口：6月进出口不及预期，出口跌幅进一步走阔

- 6月出口同比增速由前值-7.5%进一步走阔至-12.4%，进口同比增速由前值-4.5%走阔至-6.8%，均逊于市场预期。出口增速显著回落，与PMI新出口订单指数趋势一致

6月出口金额同比增长-12.4% (5月为-7.5%)；进口金额同比增长-6.8% (5月为-4.5%)；贸易顺差回升至706亿美元



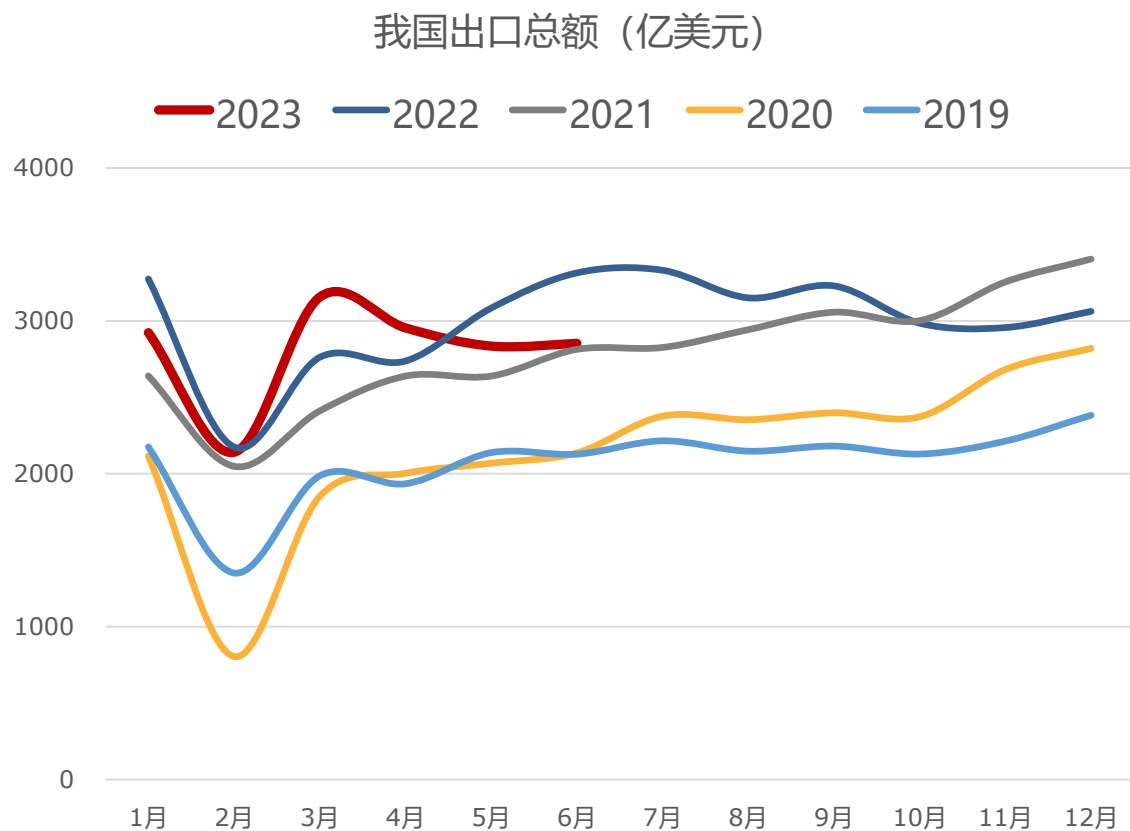
PMI新出口订单指数自3月以来显著回落，与出口增速回落指向一致



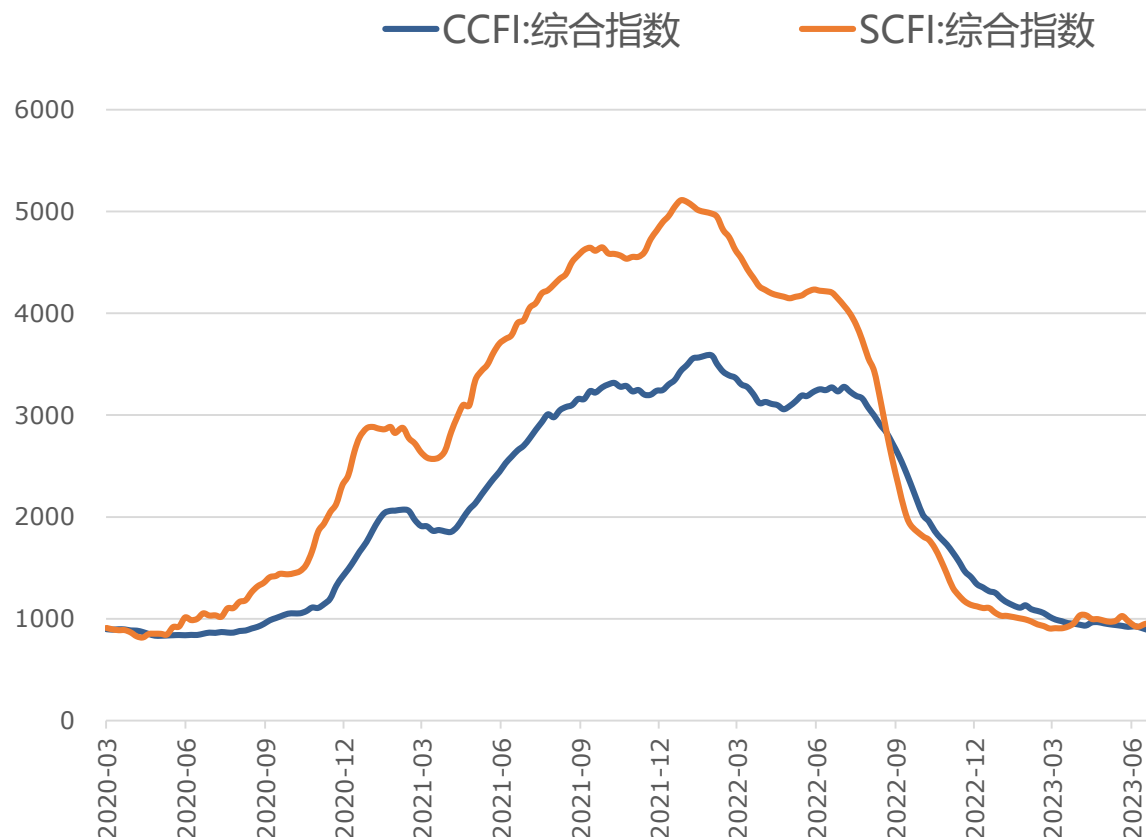
出口：6月出口超季节性回落，积压订单贡献逐步消化

- 6月出口同比跌幅走阔与去年高基数影响有关，而两年复合增速亦由前值3.64%回落至0.69%，与3月以来PMI新出口订单指数走向一致，说明春节积压订单逐步消化后，出口回落压力明显

6月出口金额环比回落幅度大于季节性，数值低于去年，基本持平于前年



自2022年8月以来出口集装箱运价指数持续下跌，目前已回落至疫情前水平。6月以来整体小幅下行



出口：对欧美出口增速回落，主要出口品增速回落

- 分国别看，6月对主要经济体出口同比增速均为负且降幅走阔，从两年复合增速看，对欧美出口增速下滑，对美国出口增速降幅走阔，外需压力明显
- 分商品看，机电产品同比降幅走阔，手机、电脑等两年复合增速回落，家具、服装等消费品同比增速为负，两年增速回落，汽车出口同比维持较高增速，但两年增速亦显著回落

从两年复合增速看，对欧美出口增速较前值进一步回落

指标	6月当月同比	前值	两年复合增速	前值
美国	-23.73 ↓	-18.24	-4.60 ↓	-2.72
欧盟	-12.92 ↓	-7.03	0.99 ↓	5.74
东盟	-16.86 ↓	-15.92	3.58	2.90
日本	-15.63 ↓	-13.31	-4.43	-5.20
韩国	-19.78	-20.25	0.26	-0.67
总出口	-12.40 ↓	-7.50	0.69 ↓	3.64

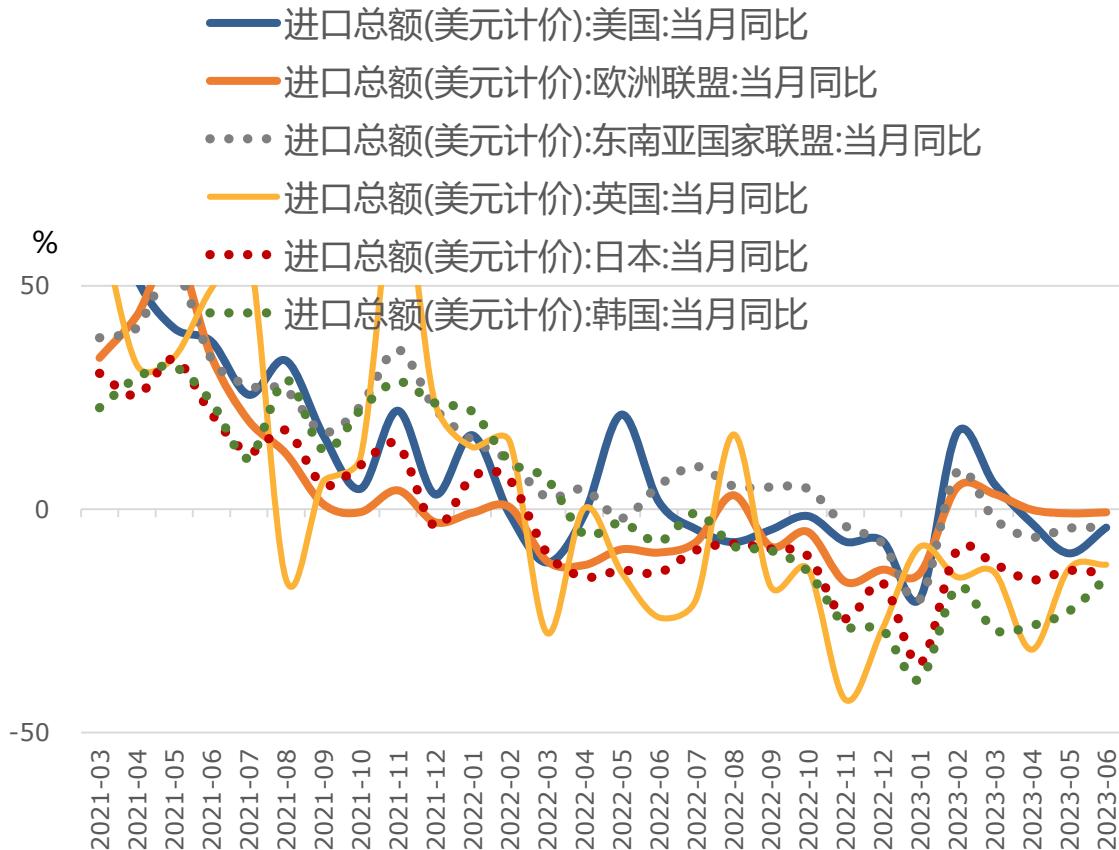
汽车出口同比增速维持高位，但两年符合增速较前值下滑

指标	6月当月同比	前值	两年复合增速	前值
机电产品	-8.95 ↓	-2.11	1.21 ↓	3.48
手机	-23.32	-25.02	-11.23 ↓	-7.54
汽车	109.93 ↓	123.47	59.49 ↓	81.07
家具及其零件	-14.50 ↓	-12.51	-7.96 ↓	-7.55
服装	-5.06 ↓	1.18	0.91 ↓	4.42

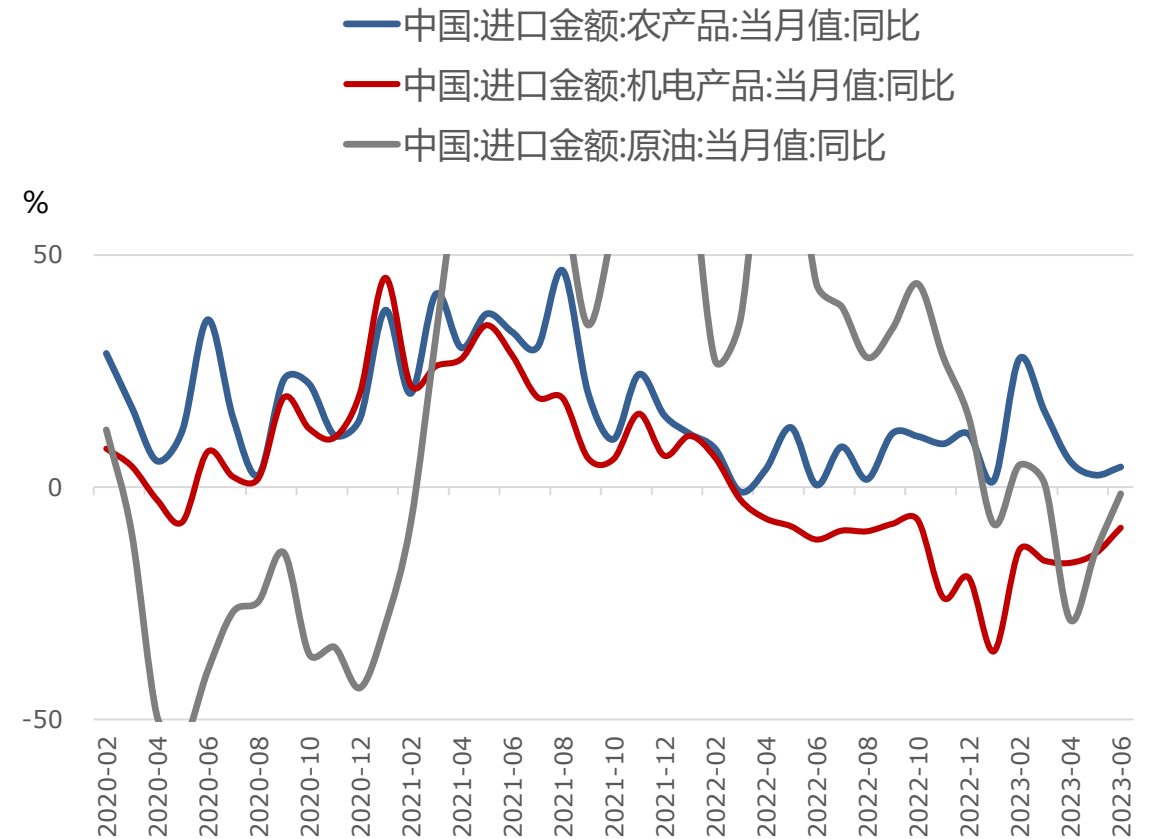
进口：6月进口同比跌幅走阔，侧面印证内需不足

- 分国别看，6月对欧美进口同比降幅扩大，对东盟及日韩进口降幅有所收窄
- 分商品看，农产品进口金额同比增速小幅回升，能源进口增速由负转正，机电进口跌幅有所收窄

6月对欧美进口同比降幅小幅收窄或持平，对日本、东盟进口同比降幅小幅走阔



6月能源进口同比明显回升，机电产品进口跌幅有所收窄



主要大宗商品在6月进出口贸易中的变化

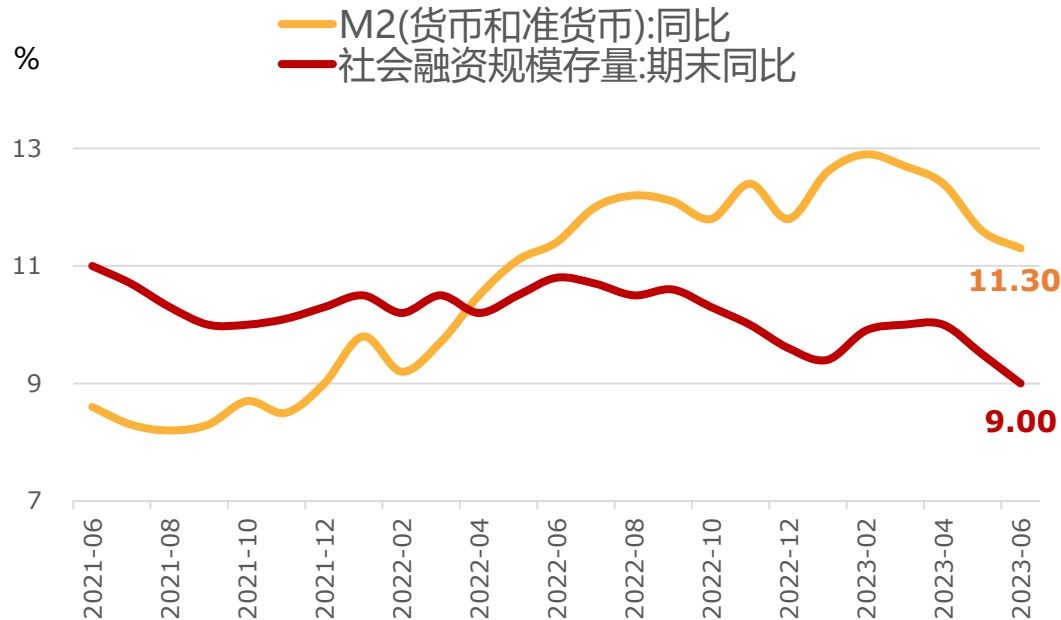
- 粮食出口数量同比回落，环比回升，进口数量同比上涨、环比回落，进出口价格均环比回落
- 成品油出口数量同比回升，环比回落，原油进口同比、环比回升，能源价格环比回落
- 钢铁进出口均出现量价齐跌情况

商品	数量			金额			价格			
	2023年6月 当月值 (万吨)	当月同比 (%)	当月环比 (%)	2023年6月 当月值 (千美元)	当月同比 (%)	当月环比 (%)	2023年6月 当月值 (千美元/万吨)	当月同比 (%)	当月环比 (%)	
出口	粮食	21.04	↓ -36.25	↑ 16.87	145,209	↓ -19.44	↑ 14.65	6,902.81	↑ 26.37	↓ -1.90
	水产品	28.52	↓ -7.99	↓ -13.57	1,552,015	↓ -21.90	↓ -12.68	54,412.81	↓ -15.12	↑ 1.02
	成品油	451.35	↑ 41.05	↓ -7.70	3,183,186	↑ 2.70	↓ -11.63	7,052.53	↓ -27.19	↓ -4.26
	钢材	750.81	↓ -0.69	↓ -10.19	6,699,759	↓ -42.75	↓ -13.06	8,923.40	↓ -42.35	↓ -3.20
进口	肉类(包括杂碎)	66.46	↑ 10.77	↑ 10.77	2,597,113	↓ -1.80	↑ 17.23	39,077.43	↓ -11.35	↑ 5.84
	粮食	1,520.76	↑ 14.69	↓ -12.30	7,910,023	↑ 2.64	↓ -16.11	5,201.36	↓ -10.50	↓ -4.35
	原油	5,206.18	↑ 45.34	↑ 1.21	28,185,714	↓ -1.42	↓ -6.99	5,413.89	↓ -32.17	↓ -8.10
	天然气	1,038.88	↑ 19.14	↓ -2.36	5,042,439	↑ 3.70	↓ -7.18	4,853.74	↓ -12.96	↓ -4.94
	钢材	61.20	↓ -22.53	↓ -2.86	1,016,768	↓ -25.83	↓ -7.25	16,613.57	↓ -4.25	↓ -4.52

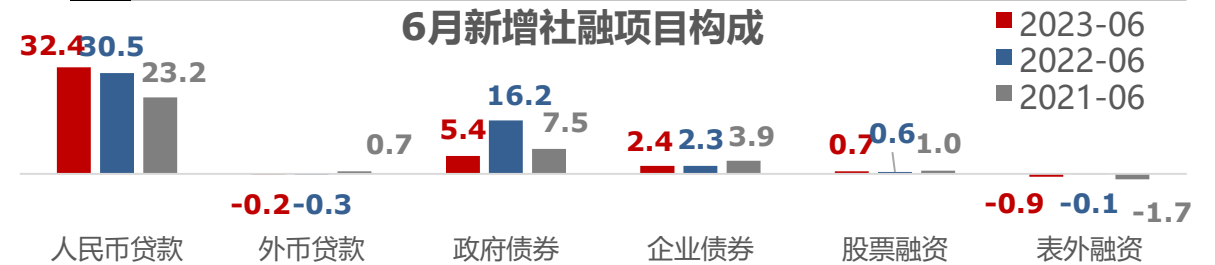
金融：6月信贷数据超预期，但信贷供需双弱格局未打破

- 6月M2同比增速环比下降0.3个百分点至11.3%，M1同比下降1.6个百分点至3.1%。重新出现居民存款同比多增、企业存款同比少增情况，侧面说明居民收入及就业的好转进程缓慢。M2与社融剪刀差再度小幅走阔
- 6月新增社融4.22万亿元，同比少增9859亿元，新增人民币贷款3.05万亿元，同比多增2296亿元，在高基数作用下两个数据均高于市场预期。其中，人民币贷款仍是主要支撑，专项债发行节奏平缓与去年同期形成错位而成为拖累项，企业债净融资由负转正，同期基本持平；企业中长期贷款延续偏强惯性，主要仍为基建及制造业支撑，且低利率环境下银行及企业有拉长久期、锁定长期成本的置换需求；居民中长期贷款受提前还款规模下降影响有所改善但未成趋势；表外融资及票据融资冲量行为不明显，说明信贷供给意愿转弱，这也与货币政策导向“总量适度、节奏平稳”所一致

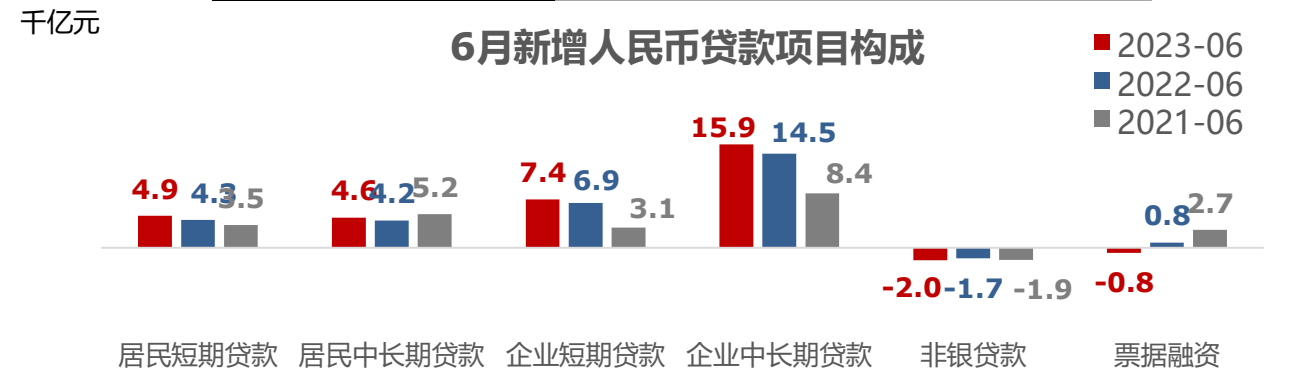
存量社融与M2同比增速剪刀差由5月的-2.1%重新走阔至-2.3%，实体融资需求仍相对不足



6月新增社融4.22万亿，新增人民币信贷3.24万亿，企业债融资转正



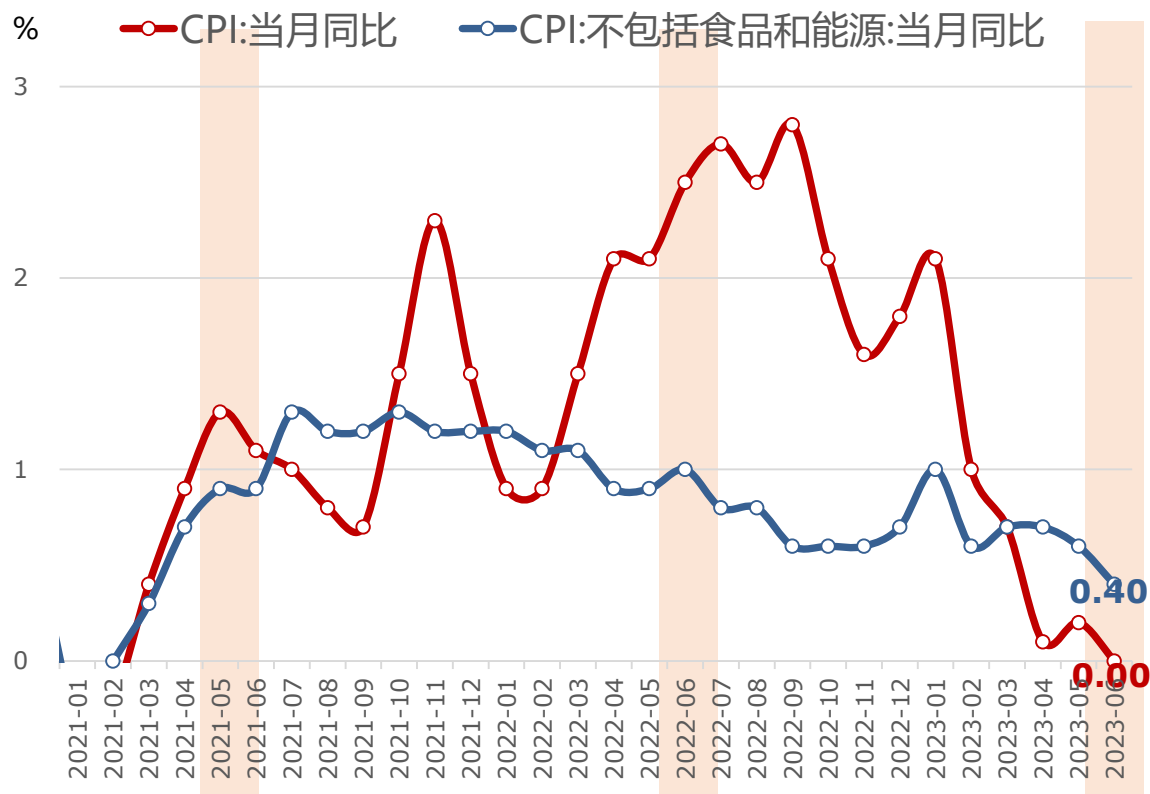
新增人民币贷款3.05万亿元，居民中长期连续两个月为正



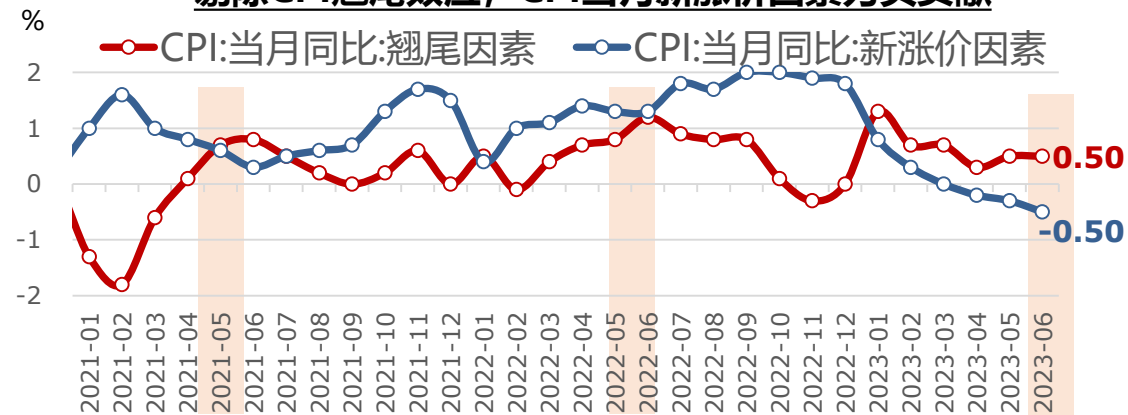
物价：6月CPI同比增速进一步回落至0%，新涨价因素持续为负

- 6月CPI同比上涨0%，剔除翘尾因素后，新涨价因素连续三个月在负值持续下探。CPI环比下降0.2%，环比增速连续五个月为负值。通胀水平低于预期，说明内需不足问题仍然突出，经济内生增长动力有待夯实

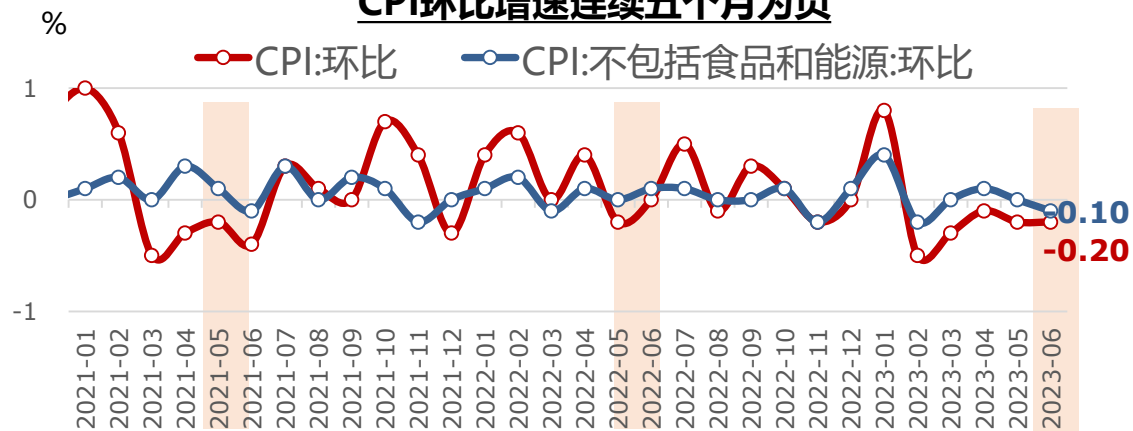
6月CPI同比上涨0%，前值0.2%，核心CPI同比上涨0.4%，前值0.6%



剔除CPI翘尾效应，CPI当月新涨价因素为负贡献



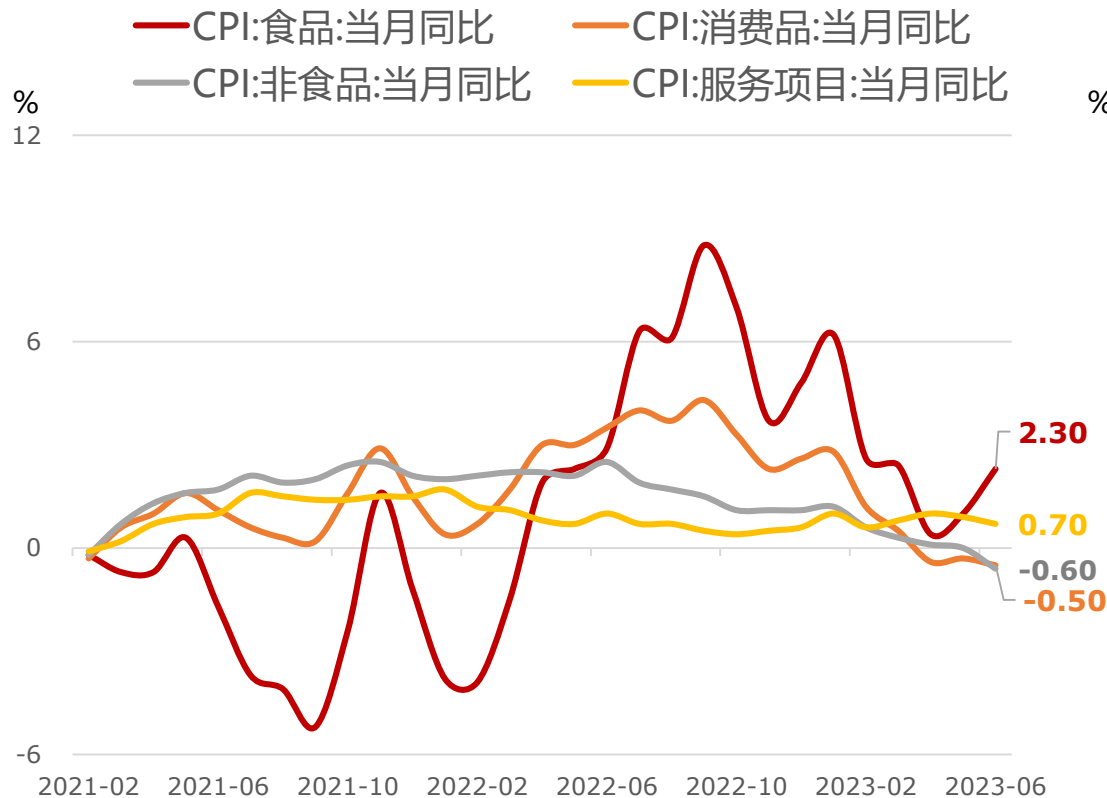
CPI环比增速连续五个月为负



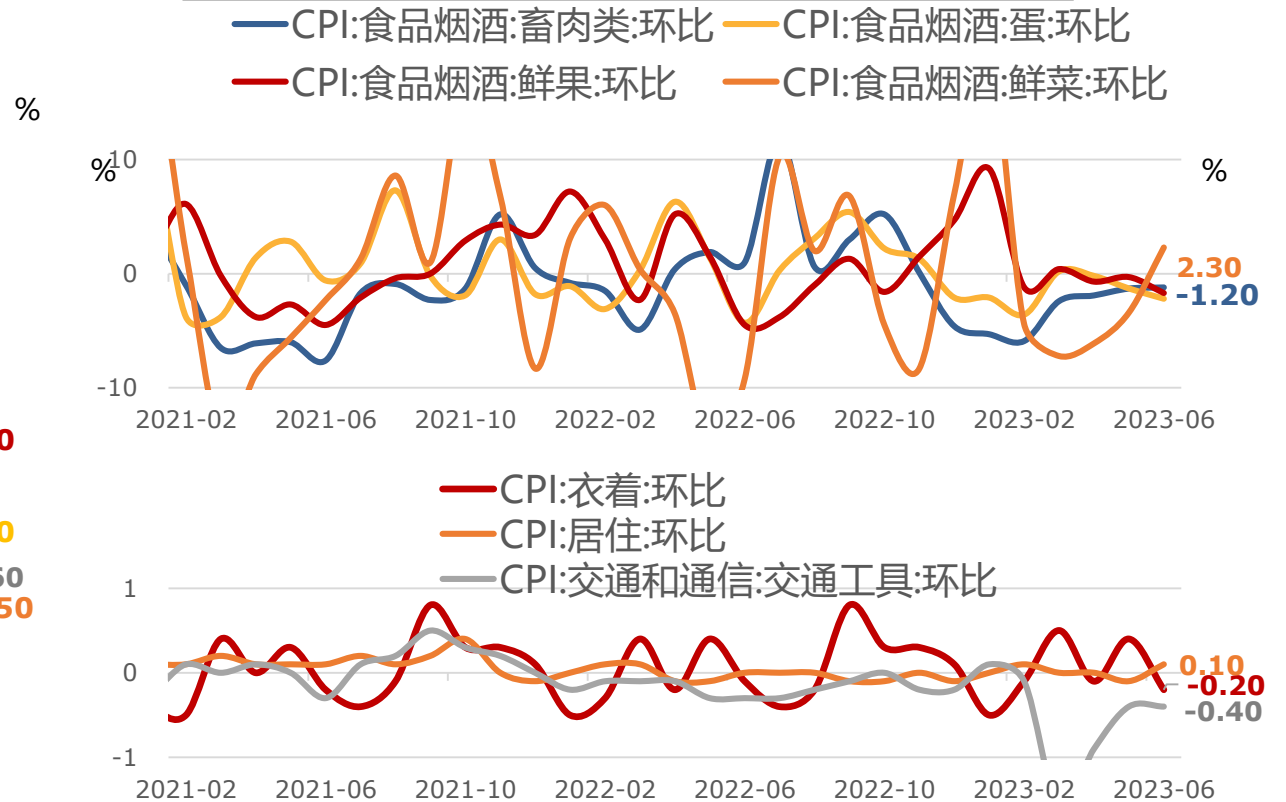
物价：除鲜菜外食品价格回落，汽车、手机价格持续走低

- 分项看，必需消费受供应影响价格回落，可选消费中，酒店价格环比回落，其他文化娱乐价格持平或回落，服装价格在换季需求释放后回落，汽车、手机等大额消费品在打折促销策略下持续走低

食品价格同比上涨2.3%，其中受高温天气和基数作用下鲜菜价格显著上行，非食品价格同比转负，以交通燃料、汽车、手机价格为拖累，服务价格同比增速回落至0.7%



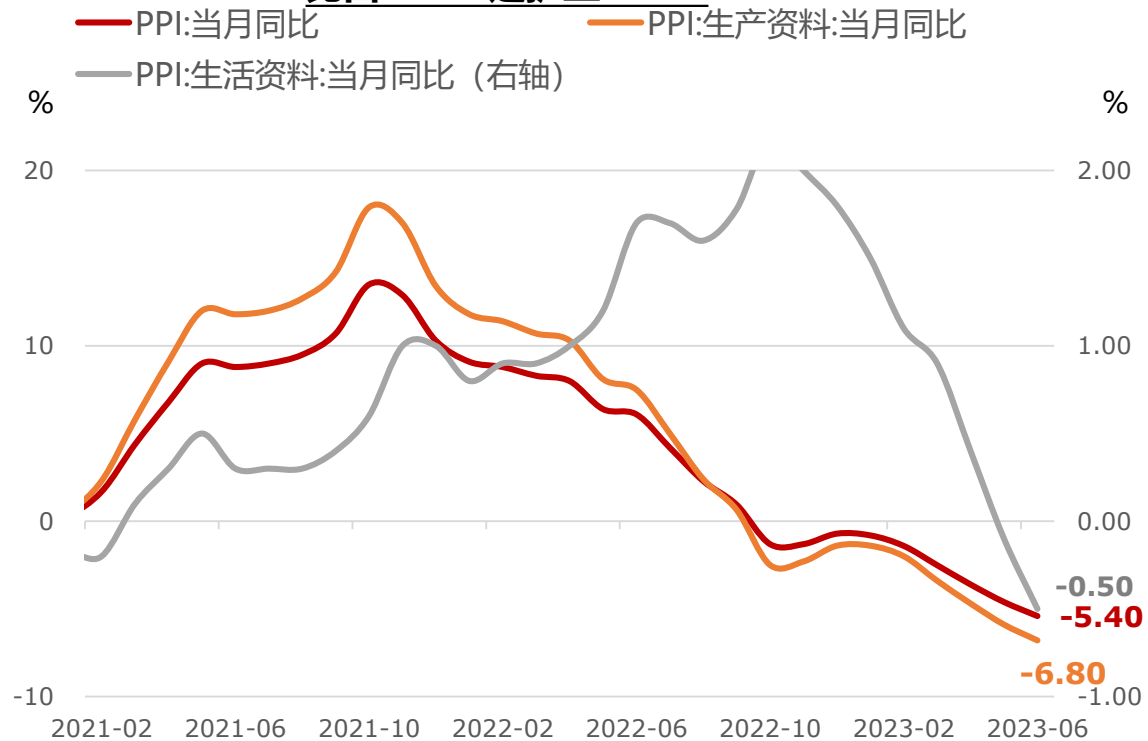
鲜菜价格受天气影响回升，强于季节性，其余猪肉、鲜果等食品环比基本为负，弱于季节性；交通燃料价格受能源价格回落影响显著下行；汽车打折去库存策略延续；手机在618等促销下价格环比下行



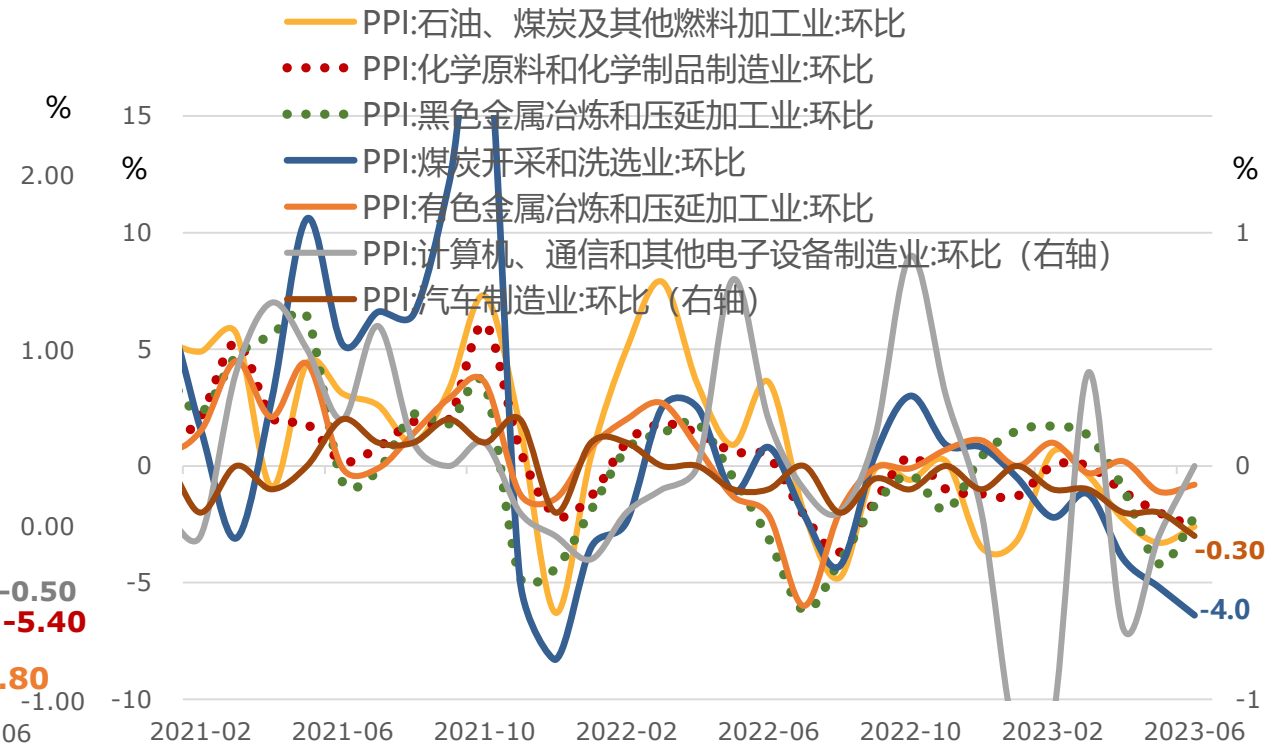
物价：6月PPI同比跌幅走阔，环比跌幅收窄

■ 受原油价格下行、国内外工业品市场需求总体偏弱等影响，PPI同比跌幅进一步扩大至-5.4%，环比跌幅由0.9%小幅收窄至0.8%。其中，煤炭业价格环比跌幅扩大，石油、钢铁、有色业价格环比跌幅有所收窄，汽车制造业价格环比持续走低

PPI当月同比由前值-4.6%走扩至6月-5.4%，生产资料同比跌幅由-5.9%走扩至-6.8%，生活资料同比由-0.1%走扩至-0.5%



煤炭业价格环比跌幅扩大，石油、钢铁、有色业价格环比跌幅有所收窄



第三部分

美国6月通胀数据解读

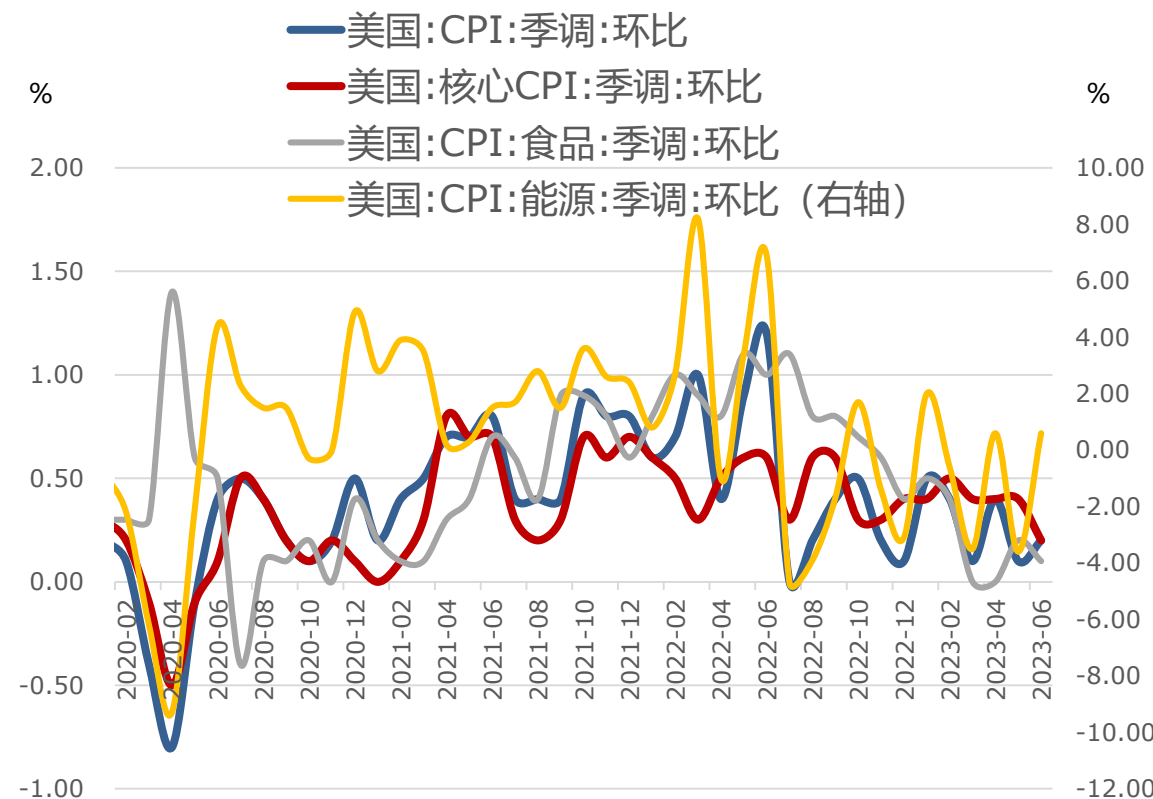
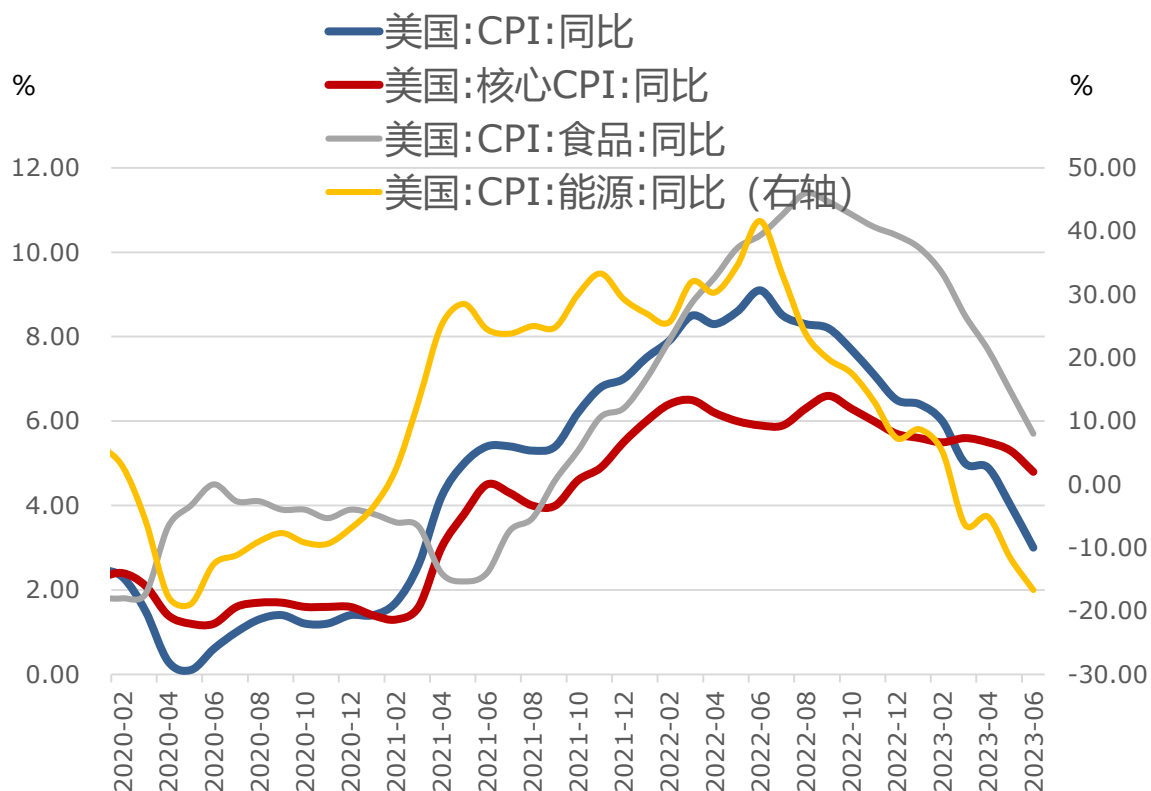


美国6月CPI全面低于预期，核心CPI回落

- 美国6月CPI下行速度超市场预期，CPI重回3%水平，CPI同比、核心CPI同比增速分别较前值下降1个百分点、0.5个百分点，CPI环比、核心CPI环比增速分别较前值下降0.1个、0.2个百分点。非核心CPI部分，能源价格环比回升，食品价格回落

美国6月末季调CPI同比升3%，预期升3.1%，前值升4%；核心CPI同比升4.8%，预期升5%，前值升5.3%

美国6月季调后CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.1%；核心CPI环比升0.2%，预期升0.3%，前值升0.4%



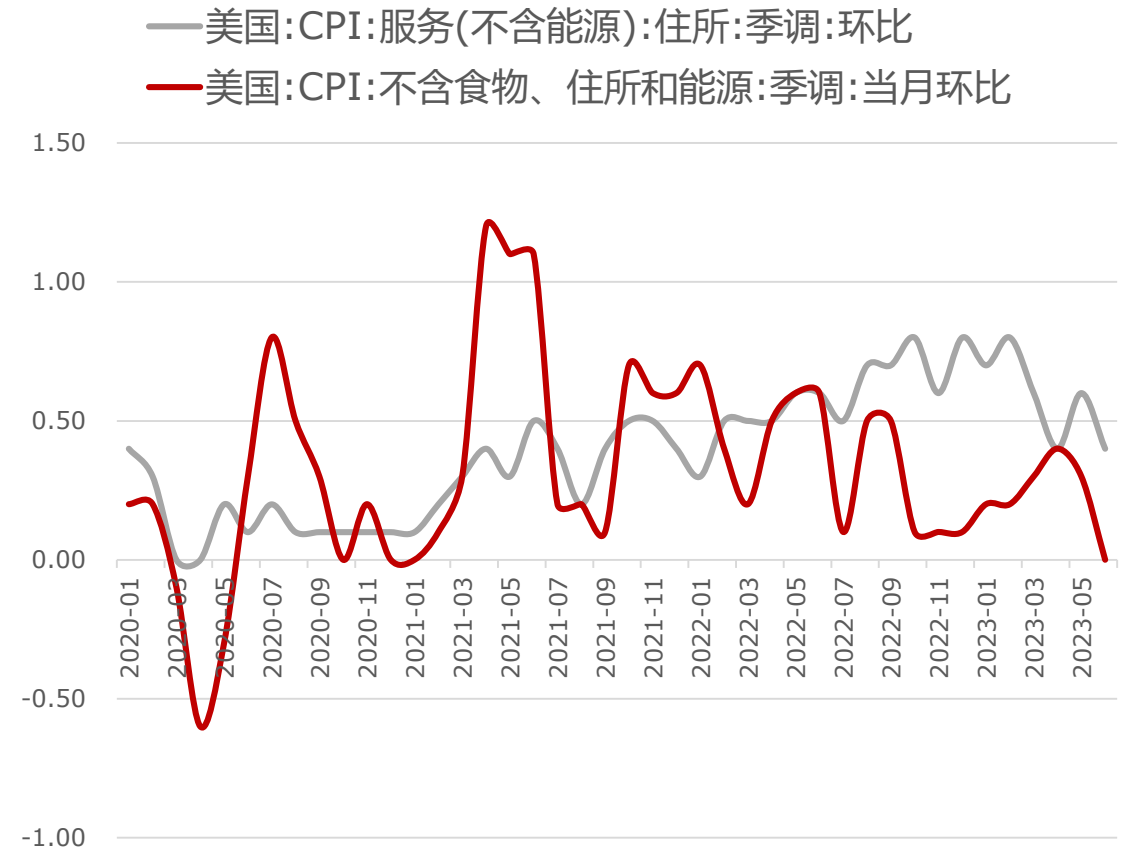
核心CPI中二手车价格下行，房租维持坚挺

- 核心CPI部分，商品部分，新车价格环比持平，二手车价格由正转负；服务方面，住宅价格环比有所回落但仍较高，其中学校住宿及酒店价格明显环比回落，房租持平，等价房租回落

美国核心CPI环比

	权重	2023年4月	2023年5月	2023年6月
核心CPI	79.60%	0.4	0.4	0.2 ↓
服装	2.50%	0.3	0.3	0.3
新车	4.30%	-0.2	-0.1 ↑	0.0 ↑
二手车和卡车	2.80%	4.4	4.4	-0.5 ↓
家具	4.30%	-0.4	-0.4	-0.3 ↑
娱乐商品	2.30%	0.3	0.0 ↓	-0.4 ↓
药品	1.30%	0.4	0.5 ↑	0.2 ↓
住房	34.70%	0.4	0.6 ↑	0.4 ↓
房租	7.60%	0.6	0.5 ↓	0.5
等价房租	25.50%	0.5	0.5	0.4 ↓
学校住宿及酒店	1.20%	-3.0	1.8 ↑	-2.0 ↓
医疗	6.40%	-0.1	-0.1	0.0 ↑
娱乐	3.10%	0.7	-0.1 ↓	0.5 ↑
教育通讯	4.70%	0.1	-0.2 ↓	-0.3 ↓
运输服务	5.90%	-0.2	0.8 ↑	0.1 ↓

美联储更关心的除住房外核心通胀环比也出现回落



6月非农数据略低于预期及核心通胀超预期回落使得7月后加息预期明显降温

- 6月美联储议息决议点阵图显示年内还有加息2次合计50bp。随着近期6月非农数据低于预期暗示就业市场局部缓和，6月通胀特别是核心通胀超预期回落，市场对7月成为“最后一次加息”预期更为坚定，对年内加息超过一次的概率从一周前的43.6%回落至目前仅19.9%，而对年底降息的预期从一周前的10.3%抬升至22.1%
- 我们认为，一方面随着通胀水平回落，美国实际利率抬升，美联储进一步推高名义利率的必要性在下降，另一方面，通胀及就业市场仍有较大不确定性，在看到数据出现持续性缓和之前不宜对货币政策转向过分乐观。我们维持前期观点，认为9-12月“按兵不动”维持高利率水平仍是最大概率场景

截至7月13日CME美债期货隐含市场对美联储利率操作的预期

	7月26日	9月20日	11月1日	12月13日
475-500	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%
500-525 (目前)	7.6%	6.6%	5.5%	20.8%
525-550	92.4%	80.5%	68.8%	57.9%
550-575	0.0%	12.9%	23.6%	18.4%
575-600	0.0%	0.0%	2.0%	1.5%

截至7月6日CME美债期货隐含市场对美联储利率操作的预期

	7月26日	9月20日	11月1日	12月13日
475-500	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%
500-525 (目前)	8.2%	5.8%	3.9%	9.8%
525-550	91.8%	66.7%	47.0%	46.1%
550-575	0.0%	27.5%	40.2%	35.9%
575-600	0.0%	0.0%	8.9%	7.7%

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层) 03室	杭州城星路营业部 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	四川分公司 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	上海陆家嘴营业部 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	深圳营业部 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	佛山分公司 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	东莞营业部 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	清远营业部 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	肇庆营业部 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	华南分公司 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	湖北分公司 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	山东分公司 联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	郑州营业部 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	机构业务部 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业二部 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理(上海)有限公司 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn