

积极因素催化下，商品延续震荡反弹

观点

国内方面，6月以来，降息靴子落地，国常会出台一系列支持政策，汽车销售回暖、社融信贷出现改善等表明前期的政策效果开始显现。当前经济基本面处于弱复苏态势，后续仍需财政、货币、产业政策持续落地，“形成扩大需求的合力”来增强经济内生增长动力，下半年内需企稳回升依旧值得期待。海外方面，美国6月非农就业偏冷、通胀超预期回落，表明经济下行压力犹存，通胀压力有所缓解，但单月数据或不会影响联储7月再次加息，9月会议才是政策立场是否调整的关键时点。综合来看，下半年的主要线索是关注会否出现“中国经济企稳回升+美国经济软着陆”，如是，那大宗商品将大概率延续震荡反弹的走势。风险点在于国内政策不及预期、海外央行过度加息。

核心逻辑

(1) 本周大宗商品继续震荡上行，主因是国内外宏观因素偏积极，一方面，国内金融数据表现好于预期，表明前期的政策效果正在显现；另一方面，美国通胀超预期回落，鹰派加息的预期降温，美元指数大幅回落。

(2) 外贸继续下滑，信贷总量和结构均有改善。1) 以美元计，6月单月出口增速进一步下滑至-12.4%，主因是外需走弱和价格因素的拖累，展望后市，在外需仍然偏弱的背景下，出口短期仍存在压力，不过，7月后随着基数走低，出口的同比增速或能止跌回升。2) 从6月社融信贷的数据表现来看，总量和结构均有所改善，释放出一定的积极信号：一是，居民端短期贷款和中长期贷款均有所改善，二是，企业中长期贷款起到重要的支撑作用。不过，仍然可以看到目前房地产市场需求较弱，7月居民中长期贷款数据有待进一步观察。同时，居民存款释放缓慢、企业活存持续低迷、M1和M2剪刀差走阔，表明当前需求释放较慢、企业经营活力不足。此外，政府债券目前发行节奏不快，经济基本面处于弱复苏态势，后续仍需财政、货币、产业政策持续落地，“形成扩大需求的合力”来增强经济内生增长动力。

(3) 美国通胀超预期回落，欧洲经济不甚乐观。1) 6月份美国核心通胀明显降温，体现为核心通胀环比涨幅回归至疫情前均值水平、服务业通胀涨幅明显放缓、广泛涨价扩散压力明显收敛。不过，考虑到当前核心通胀的绝对值依旧较高，且下半年的基数将走低，单月数据或不会影响联储7月再次加息，9月会议才是政策立场是否调整的关键时点。2) 欧洲经济研究中心(ZEW)公布数据显示，7月欧元区ZEW经济景气指数较上月下降2.2个点至-12.2，低于预期-10.2，欧元区形势指标下跌2.5个点至-44.4，表明欧洲经济

宏观·周度报告

2023年7月16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 外贸继续下滑，信贷总量和结构均有改善

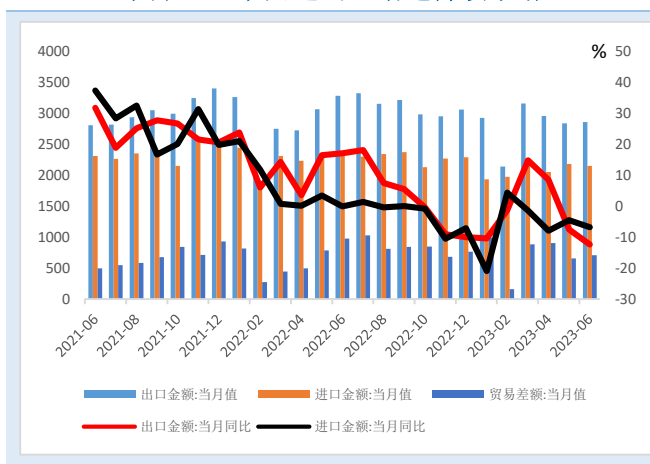
(1) 外贸继续下滑

海关总署公布的数据显示，按美元计，1-6月份我国货物贸易进出口总额同比减少4.7%，其中出口同比降低3.2%，基数仍高叠加外需放缓导致出口增速回落；进口同比降低6.7%，与前值持平。6月单月我国货物贸易进出口总值同比下降10.1%，较5月环比下降0.3%；其中，出口总值同比下降12.4%，降幅继续扩大；进口总值同比下降6.8%。

1) 以美元计，中国6月单月出口增速进一步下滑至-12.4%，主要原因包括，一是，外需走弱压力加大，全球制造业PMI自5月以来出现了更为显著的下滑，且发达经济体跌幅更深；二是，价格因素对中国出口的拖累进一步显化，5月中国出口价格指数同比加速下滑并转负，放大了出口金额下行的幅度；三是，疫情期间积压的订单与货物的支撑进一步减弱。**展望后市，在外需仍然偏弱的背景下，出口短期存在压力，不过，7月后随着基数走低，出口的同比增速或能止跌回升。**

2) 以美元计，6月进口同比增速为-6.8%，降幅重新扩大。从主要的进口商品来看，6月，铜矿砂及其精矿、天然及合成橡胶（包括胶乳）、铁矿砂及其精矿、原油进口量升价减，未锻轧铜及铜材进口量价同减，成品油、煤及褐煤进口量价同升。此外，机电产品和高新技术产品进口金额同比分别减少8.8%和10.4%，分别较5月降幅缩窄4.6和3.4个百分点。**展望后市，6月PMI进口指数回落1.6个百分点至47.0%，连续3个月在荣枯线下运行，显示出国内需求依然较弱，但后续随着政策发力，国内经济仍有望保持相对韧性，进口表现或好于出口。**

图表 1：中国进出口增速持续下滑



数据来源：Wind

图表 2：对主要地区的出口均不同程度回落



数据来源：Wind

(2) 信贷总量和结构均有改善

7月11日，中国人民银行公布6月及上半年金融数据：初步统计，上半年社会融资规模增量累计为21.55万亿元，比上年同期多4754亿元。6月末，社会融资规模存量同比增长9.0%，前值9.5%。上半年人民币贷款增加15.73万亿元，同比多增2.02万亿元。6月末，M2同比增长11.3%，前值11.6%。

1) 6月末社融存量同比为9.0%，创历史新低，6月新增量为4.22万亿，较2022年同期少增近1万亿，主要源于政府债券融资节奏错位的拖累。从结构上来看，6月新增人民币贷款增加3.24万亿，在高基数的情况下同比仍多增近2000亿，是社融的主要支撑；6月表外融资为净偿还902亿，委托贷款、信托贷款和表外票据均为净偿还状态，这可能与票据新规正式实施有关，票据新规强化了信用约束机制并提高了风险控制要求；此外，6月政府债券净融资5388亿，同比大幅少增1.08万亿，是社融的主要拖累，其中，5-6月地方政府债发行速度放缓，导致6月政府融资对社融的拖累较大。预计三季度地方债发行进度将有所加快，政府融资将成为社融的关键支撑。

2) 6月人民币贷款增加3.05万亿元，明显高于季节性水平，其中，企业中长贷、居民中长贷均同比多增。从结构上来看，居民部门贷款新增9639亿元，同比多增1157亿元；企业部门新增2.28万亿，同比多增687亿元；非银金融机构少增1942亿元，同比多增556亿元。

①居民部门短期贷款同比多增632亿元，中长期贷款同比多增463亿元。受到618大促活动和端午节影响，消费端的表现有所好转；当前经济增速放缓，居民购房需求仍不足，商品房销售数据仍表现低迷，中长期贷款同比多增可能是其中居民中长期经营贷增长以及居民贷款置换所致。

②企业部门短期贷款同比多增543亿元，中长期贷款同比多增1436亿元，中长期贷款仍为当前新增信贷的主要拉动力量。票据融资同比少增1617亿元。从新增量来看，企业中长期贷款凸显韧性，受到对稳增长政策有望落地的影响，企业对于未来预期向好。

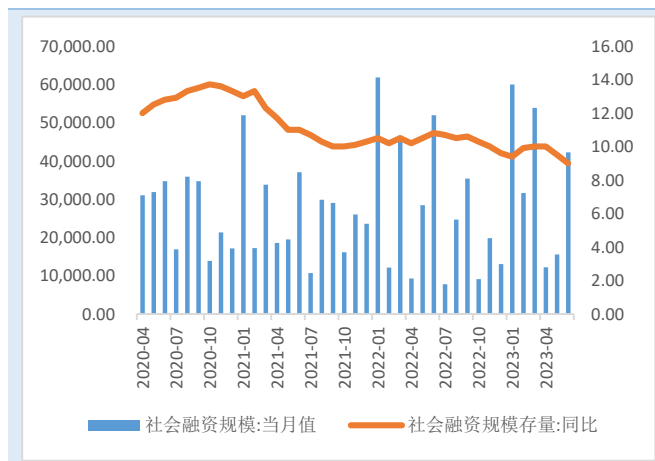
3) 企业活期存款持续低迷，M1和M2剪刀差走阔。存款方面，6月新增企业存款同比少增近9000亿元，主要源于2022年5月留抵退税落地并拉高了新增企业存款基数；6月新增居民存款仍高于季节性且保持同比多增，超额存款尚未有效转化，但是新增居民存款的同比增速有所回落，主要与商业银行存款降息有关；6月新增财政存款同比多减超6000亿元，财政存款消耗较快主要源于资金拨付进度加快，与“用好存量政策”的政策方向一致。

6月M1增速下滑1.6个百分点降至3.1%，其中企业活存增速续降至2.0%，表明企业经营现金流没有大幅改善，经营活力略显不足。这或与地产成交较弱，尤其是一手房表现较差有关。此外，M2在企业 and 财政存款的拖累下，小幅回落至11.3%，M1与M2剪刀差走阔至-8.2%，表明企业经营活力未来仍然有待改善。仍需财政政策与货币政策配合发力，形成政策合力。

从6月社融信贷的数据表现来看，总量和结构均有所改善，释放出一定的积极信号：一是，居民端短期贷款和中长期贷款均有所改善，二是，企业中长期贷款起到重要的支撑作用。不过，仍然可以看到目前

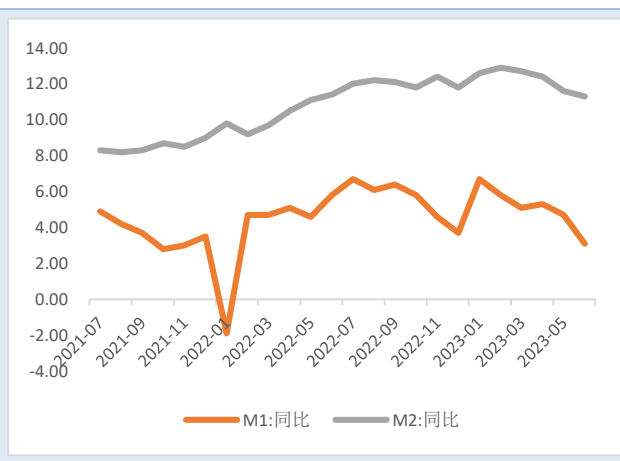
房地产市场需求较弱，7月居民中长期贷款数据有待进一步观察。同时，居民存款释放缓慢、企业活存持续低迷、M1和M2剪刀差走阔，表明当前需求释放较慢、企业经营活力不足。此外，政府债券目前发行节奏不快，经济基本面处于弱复苏态势，后续稳增长政策有望进一步发力：一是，6月以来，央行重提逆周期调节，并持续推出降息、增加再贷款再贴现额度等政策，引导信用传导，初见成效；二是，结合专项债发行来看，下半年财政仍有一定的发力空间；三是，综合施策，释放刚需和改善型需求，稳定房价预期，促进房地产市场尽快企稳。总而言之，未来仍需财政、货币、产业政策持续落地，“形成扩大需求的合力”来增强经济内生增长动力，为经济进一步企稳回升保驾护航。

图表 3：社融总量有所改善



数据来源：Wind

图表 4：M2-M1 剪刀差扩大



数据来源：Wind

1.2 国内政策跟踪

(1) “金融 16 条” 部分政策延期

7月10日，中国人民银行国家金融监督管理总局发布《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》，对去年11月出台的房地产“金融16条”中的部分政策进行延期。政策延期涉及两项内容：一是对于房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下，鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商，积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持，促进项目完工交付。2024年12月31日前到期的，可以允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致；二是对于商业银行按照《通知》要求，2024年12月31日前专项借款支持项目发放的配套融资，在贷款期限内不下调风险分类；对债务新老划断后的承贷主体按照合格借款主体管理。对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责。

“金融16条”中的两条延期有助于暂时缓解房企的资金压力，促进项目完工交付，修复房地产市场预期。

(2) 发改委再次召开民营企业沟通座谈会

7月10日，国家发展改革委主任郑栅洁再次召开与民营企业沟通交流机制座谈会，邀请了百度集团、隆基绿能、济民可信药业、春秋旅游、驴肉曹餐饮等企业，兼顾了大、中、小型不同规模，覆盖了东、中、西部不同地区。国家发展改革委指出，下一步将持续完善与民营企业沟通交流机制，选取不同行业、不同规模、不同区域有代表性的企业，深入了解企业经营发展真实情况，多层次多形式听取意见建议，有针对性地解决企业提出的具体诉求，切实履行好宏观管理和经济综合协调部门职责，为民营企业等各类所有制企业发展营造良好的政策环境。近期，政府高层对民营经济的发展高度重视。

(3) 扎实推进制造业重点产业链优化升级

7月10日，“扎实推进制造业重点产业链优化升级”调研协商座谈会在北京召开，就有关民主党派中央开展的相关调研成果进行协商。全国政协主席王沪宁出席会议并表示，要深刻认识推进制造业重点产业链优化升级是推动经济高质量发展的必然要求，是加快构建新发展格局的迫切需要，是统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革的重要任务，是应对全球产业竞争、塑造产业发展新优势的战略选择。民革中央建议加快推动轨道交通产业高质量发展；民建中央建议培育壮大战略性新兴产业，提高产业体系现代化水平；民进中央建议推动创新链人才链深度融合；九三学社中央建议以科技创新引领制造业重点产业链优化升级；台盟中央建议创新驱动制造业优化升级，推进新时代东北振兴发展。

(4) 中央全面深化改革委员会第二次会议

7月11日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第二次会议，审议通过了《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》。会议强调，建设更高水平开放型经济新体制是我们主动作为以开放促改革、促发展的战略举措。要围绕服务构建新发展格局以制度型开放为重点，聚焦投资、贸易、金融、创新等对外交流合作的重点领域深化体制机制改革，完善配套政策措施，积极主动把我国对外开放提高到新水平。要锚定实现农业农村现代化、建设农业强国的战略目标，以处理好农民和土地关系为主线，加快补齐农业农村发展短板，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。要立足我国生态文明建设已进入以降碳为重点战略方向的关键时期，完善能源消耗总量和强度调控，逐步转向碳排放总量和强度双控制度。要围绕提升国家油气安全保障能力的目标，针对油气体制存在的突出问题，积极稳妥推进油气行业上、中、下游体制机制改革，确保稳定可靠供应。要深化电力体制改革，加快构建清洁低碳、安全充裕、经济高效、供需协同、灵活智能的新型电力系统，更好推动能源生产和消费革命，保障国家能源安全。

(5) 平台企业座谈会召开

7月12日，国务院总理李强主持召开平台企业座谈会，听取对更好促进平台经济规范健康持续发展的意见建议表示要建立健全与平台企业的常态化沟通交流机制，完善相关政策和措施，推动平台经济规范健

康持续发展。目前，平台经济已进入到常态化发展阶段。同日，发改委公布了平台经济典型案例，主要提到三方面：积极支持技术创新，积极支持传统产业转型，积极提升核心竞争力，在国际竞争中大显身手。具体提及：腾讯投资支持上海原科技有限公司，加强人工智能领域云端算力平台产品和服务等核心业务发展；美团投资支持荣芯半导体(宁波)有限公司，加强成熟制程特色工艺 12 寸晶圆制造、晶圆级封装测试等主营业务发展，美团自主投资研发了无人配送车等案例。

1.3 海外：美国通胀超预期回落，欧洲经济不甚乐观

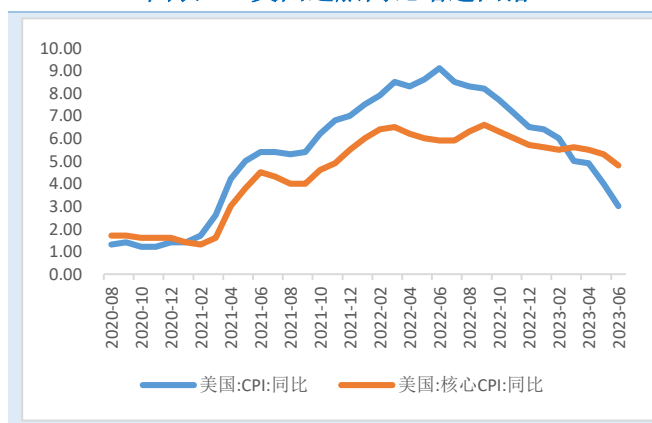
(1) 美国通胀超预期回落

当地时间 7 月 12 日，美国劳工统计局公布数据显示，美国 6 月 CPI 同比从 5 月的 4.0%继续回落至 3.0%，低于预期 3.1%，连续第 12 个月下降，且为 2021 年 3 月以来最低；CPI 环比上升 0.2%，高于前值 0.1%，但低于预期的 0.3%。其中，剔除食品和能源后的核心 CPI 同比上涨 4.8%，低于预期 5.0%及前值 5.3%，创 2021 年 10 月以来最低，但仍远高于美联储的目标，环比上涨 0.2%，同样低于预期 0.3%和前值 0.4%，且创 2021 年 8 月以来最低。

从结构上看，6 月 CPI 同比回落最大的驱动因素是租金，最大的降温因素仍是能源价格，其中，6 月，租金同比上涨 7.8%，略低于前值 8.0%，能源商品价格同比下降 26.8%，降幅较前值-20.4%扩大。另外，此前具有韧性的二手车价格也开始走低，6 月环比下降 0.5%，同比增速下滑至-5.2%。

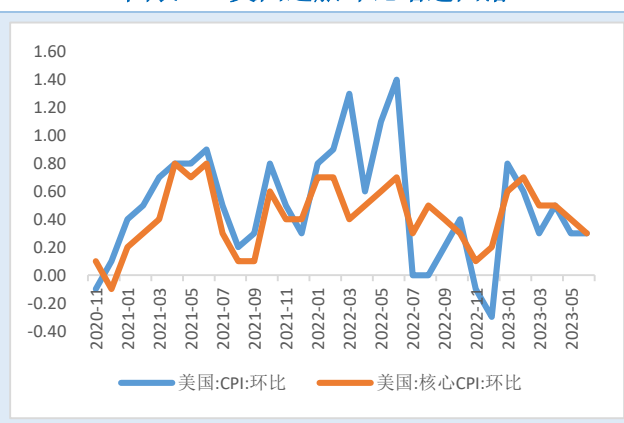
总体而言，6 月份美国核心通胀明显降温，体现为核心通胀环比涨幅回归至疫情前均值水平、服务业通胀涨幅明显放缓、广泛涨价扩散压力明显收敛。不过，考虑到当前核心通胀的绝对值依旧较高，且下半年的基数将走低，单月数据或不会影响联储 7 月再次加息，9 月会议才是政策立场是否调整的关键时点。

图表 5：美国通胀同比增速回落



数据来源：Wind

图表 6：美国通胀环比增速回落



数据来源：Wind

(2) 美联储公布经济褐皮书

当地时间 7 月 12 日，美联储公布褐皮书显示，自 5 月末发布上次褐皮书以来，总体经济活动略有增长。从经济来看，消费者服务业普遍增长，但也有零售商关注到非必需品支出的减少，旅游和旅行活动保持强劲，大多数地区汽车销量保持不变或温和增长，半数地方联储地区的制造业活动小幅增长，但银行业的状况大多低迷。总体预计未来几个月经济将继续缓慢增长；物价方面，价格总体小幅上涨，多个地方联储地区的上涨速度有所放缓。服务业企业的投入成本压力仍然高，但制造业的投入成本压力明显缓解；就业方面，各地就业人数略有增加，大多数地区的就业人数有所增长，劳动力需求依然健康，劳动力供应有所改善，工资继续上涨，但涨幅更加温和。

(3) 欧元区经济景气度超预期下降

7 月 11 日，欧洲经济研究中心(ZEW)公布数据显示，7 月欧元区 ZEW 经济景气指数较上月下降 2.2 个百分点至-12.2，低于预期-10.2，欧元区形势指标下跌 2.5 个百分点至-44.4。金融市场专家对 7 月份欧元区经济发展的信心略有恶化：德国 ZEW 经济景气指数在 7 月的调查中也出现下降，为-14.7 点，比上个月低 6.2 点，低于预期-10.5，德国经济形势相应指标也下跌 3.0 个点，至-59.5。

此前公布数据显示，6 月，欧元区制造业 PMI 终值录得 43.4%，低于市场预期和前值，服务业 PMI 录得 52.0%，同样低于预期和前值，流动性紧缩带来的经济压力显现。通胀方面，6 月欧元区调和 CPI 同比为 5.5%，低于预期和前值 6.1%，核心调和 CPI 同比为 5.4%，低于预期但高于前值 5.3%，核心通胀水平依然较高。

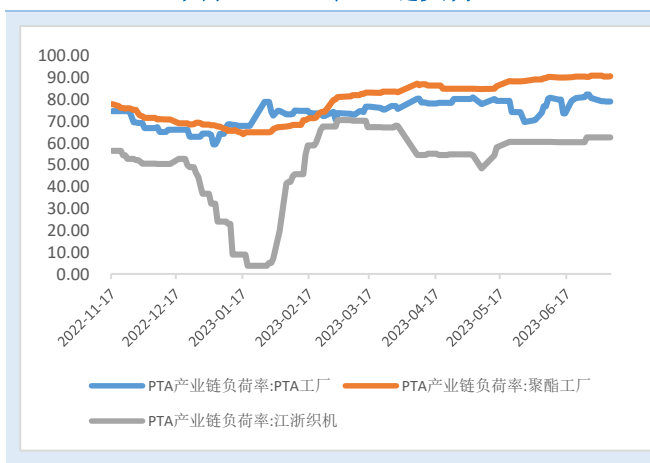
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

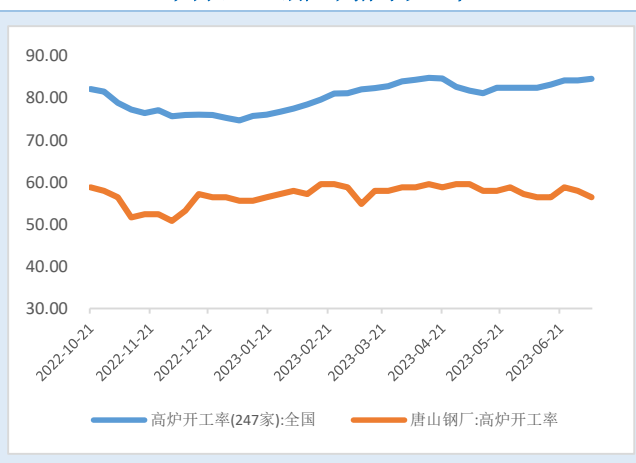
化工：生产负荷持稳，产品价格反弹。需求方面，聚酯产业链产品价格有所反弹，截至7月7日，涤纶POY价格、聚酯切片价格、PTA价格较上一期价格同步上涨。生产端，本周PTA产业链负荷率基本持稳，其中，PTA开工率稳中有落至73.27%，聚酯工厂负荷率持稳于91.33%，江浙织机负荷率稳中有升至62.56%。

钢铁：生产稳中有降，淡季需求依旧偏弱。全国高炉开工率本周小幅下降至84.33%，部分地区环保限产，钢厂开工率小幅回落。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需小幅增加，库存连续三周累积。在淡季环境里，实际需求整体上保持低位。

图表8：PTA产业链负荷



图表9：钢厂高炉开工率



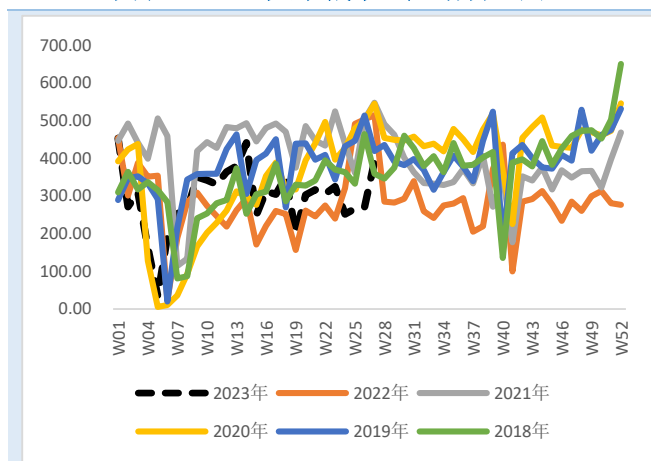
数据来源：Wind

2.2 房地产销售6月环比下降，乘用车零售同比下降

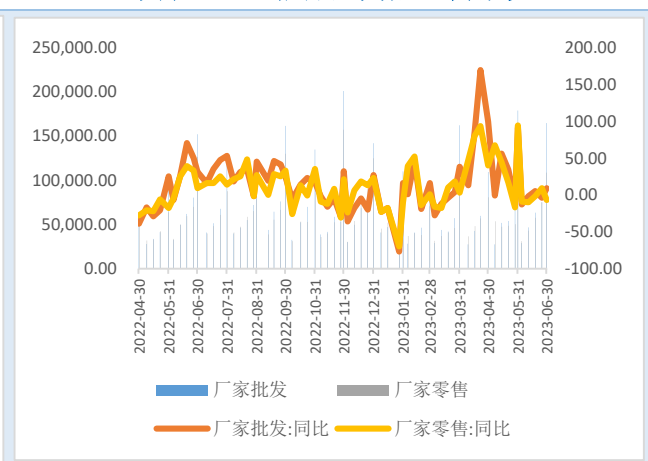
房地产销售周环比下降。截至7月13日，30个大中城市商品房成交面积较上周下降11.57%，按均值计，7月环比下降33.26%，同比下降33.61%，其中，一、二、三线城市7月同比分别增长-22.79%、-36.90%、-37.92%；上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为-61.31%，一、二、三线城市环比增速分别为30.08%、-70.52%和-58.95%，其中，三线城市土地溢价率最高，为7.63%，其次是二线城市为0.31%，最后是一线城市为0%。

乘用车零售同比下降。乘联会数据显示，7月1-9日全国乘用车厂家批发33.7万辆，同比去年下降9%，较上月同期下降3%；今年以来累计批发1140.5万辆，同比去年增长8%。7月1-9日市场零售33.1万辆，同比去年下降7%，较上月同期下降2%；今年以来累计零售985.6万辆，同比去年增长2%。全国促汽车消费活动加强活动经费、场地等保障，协调推动地方、企业等出台支持汽车消费的针对性政策举措，充分发挥地方财政资金作用，鼓励金融机构出台汽车信贷金融支持措施。加之经销商半年考核、厂商半年目标等都有利于6月的销量提升。

图表 10：30 大中城市地产销售：周



图表 11：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

三、 物价跟踪

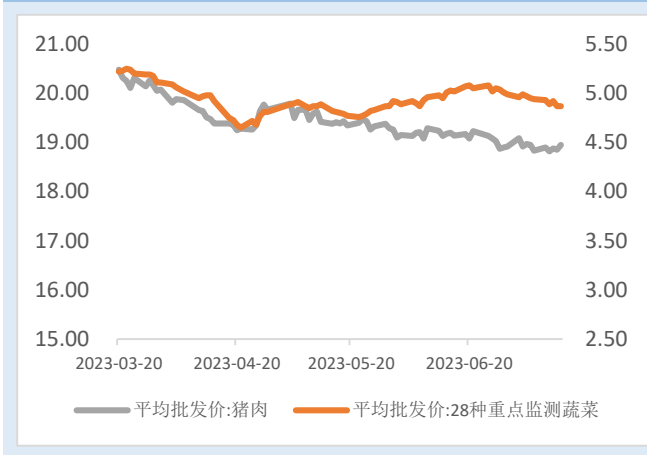
(1) 本周食品价格多数回落。本周（截至 7 月 14 日）蔬菜均价环比下跌 1.33%，猪肉均价环比下跌 0.38%。

国家统计局发布的最新数据显示，中国 6 月 CPI 同比 0.0%，预期 0.2%，前值 0.2%。6 月 CPI 环比下降 0.2%，降幅与上月相同。中国 6 月 PPI 同比-5.4%，预期-5%，前值-4.6%。6 月 PPI 环比-0.8%，前值为 -0.9%。

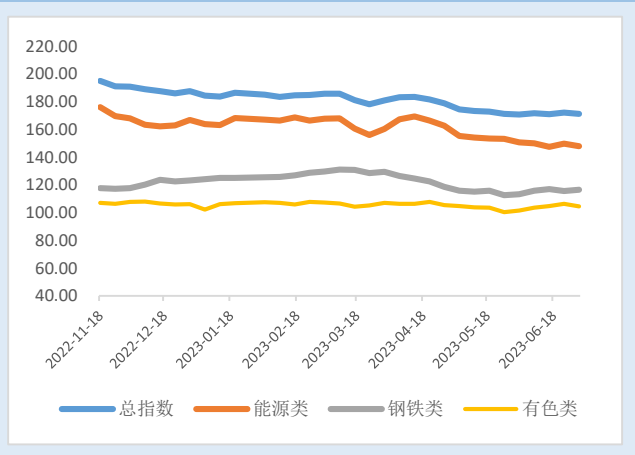
(2) CPI 同比仍在探底。6 月 CPI 同比增速继续下滑并创下 2021 年 3 月以来新低，主因一是，去年同期基数走高；二是，猪肉供大于求，价格降幅进一步扩大；三是，受能源价格下降的影响，工业消费品价格降幅继续扩大。考虑到未来两三个月基数将继续抬升，若猪肉价格、能源价格继续下跌，不排除 CPI 短暂出现负增长的情况。进一步的，总需求不足仍是当前经济运行面临的核心问题，未来财政和货币政策在扩大内需方面都存在较大的发挥空间。6 月中下旬以来，降息靴子落地，国常会出台一系列支持政策，央行也追加了支农支小再贷款、再贴现额度，后续稳增长政策有望持续推出，内需企稳回升叠加基数走低或能在下半年带动 CPI 同比触底回升。

(3) PPI 同比增速距离底部不远。自去年 10 月以来，PPI 同比增速持续处于负值状态，工业通缩压力较大，主要原因一是，疫情期间，中央提出要做好“六稳”“六保”工作，通过保市场主体来稳经济，产能未受明显冲击，疫情后商品和服务供给充分；二是，海外央行加息缩表，经济持续放缓，外需下滑压力加大，内需复苏缓慢，库存处于高位，企业维持主动去库。往后看，国内新一轮的稳增长政策持续推出，内需有望逐步改善，海外美联储加息接近尾声，美国经济软着陆的概率上升，这将支撑工业品价格企稳回升。事实上，6 月以来大宗商品价格出现企稳的迹象，同时考虑到 7 月后 PPI 同比基数将快速走低，我们判断 PPI 同比增速距离底部不远。

图表 12: 食品价格多数回落



图表 13: 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