

## 政策超级周落幕，市场或进入验证期

### 观点

近期在一系列宏观积极因素的催动下，大宗商品震荡走高，接下来市场关注的重心：一是美联储官员会否继续释放鹰派言论，二是，国内政策如何发力，经济环比何时出现改善。中长期来看，国内方面，政治局会议定调后，预计在一系列扩大内需政策支持下，下半年内需企稳回升依旧值得期待。海外方面，美国经济持续好于预期，通胀则持续回落，表明美国经济出现软着陆的概率大幅上升，9月将会是美联储是否结束本轮加息的关键节点。下半年重点关注会否出现“中国经济企稳回升+美国经济软着陆”的组合，如是，那大宗商品将大概率延续反弹的走势。

### 核心逻辑

(1) 本周大宗商品延续震荡上行，一方面，国内政治局会议确定了稳增长政策，强化了市场的信心；另一方面，美国经济好于预期，通胀则持续回落，经济软着陆概率上升提振风险偏好。

(2) **增信心、扩内需、稳增长。**7月政治局会议对于当前经济形势判断强调了短期的困难但对中长期保持乐观，提及了地方债务、房地产等重点领域风险化解（特别是房地产相关表述），要求采取措施活跃资本市场，同时继续强调扩大内需的重要作用，以上几点存在颇多亮点，将有力提振市场情绪，改善市场信心。预计后续具体的稳增长政策措施将逐步出台，三季度经济的环比动能将再度增强，内需有望企稳回升。

(3) **美国经济好于预期，美联储如期加息。**1) 上半年美国的经济明显好于预期市场的预期，尤其是占GDP比重最大的个人消费支出贡献较大，二季度私人投资部分则明显改善，与此同时，我们看到PCE继续回落，通胀压力得到缓解，美国经济出现软着陆的概率有所增大。不过，高利率对总需求的抑制仍然存在，近期公布的数据中除了上周公布的零售数据外，其他主要数据都指向未来美国经济有走弱的可能。2) 7月美联储再次加息符合市场的预期，尽管鲍威尔的表态依旧偏鹰，但市场仍然认为7月将会是美联储本轮加息周期的终点，主要原因是当前美国通胀和就业都出现了放缓的迹象。3) 7月的PMI数据显示欧元区制造业和服务业的景气程度均不及预期，制造业仍然疲软，此前具有韧性的服务业也开始边际走弱，经济下行压力加大。不过，欧央行召开7月货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调25个基点。4) 日本央行调整收益率曲线控制（YCC）政策，将灵活控制10年期收益率，允许10年期国债收益率在0.5个百分点左右波动。

宏观·周度报告

2023年7月30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 政治局会议传递稳增长信心

中共中央政治局 7 月 24 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

1) **对经济的定调：短期存在困难，长期依然乐观。** 相较 4 月政治局会议，本次会议对于经济形势的判断在肯定成绩的同时指出了经济运行中面临的困难挑战：一方面，本次会议指出“国民经济持续恢复、总体回升向好”，今年上半年我国实现了 5.5% 的 GDP 增速，其中一季度超预期实现了 4.5% 的增长，为“实现全年经济社会发展目标打下了良好基础”；另一方面，本次会议指出“当前经济运行面临新的困难挑战”，并具体表示这些困难主要包括“国内需求不足”、“一些企业经营困难”、“外部环境复杂严峻”三个方面。

与此同时，本次会议对中国经济的中长期发展依然具有信心，指出“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的进程”，表示“我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变”。

2) **对政策的定调：宏观政策更加积极，力度有望再加码。** 由于经济短期面临新的困难和挑战，因此本次会议宏观政策定调比 4 月会议更加积极，强调“加大宏观政策调控力度”，主要聚力于“扩大内需、提振信心、防范风险”三个方面。其中，扩内需旨在促进消费和投资，同时，相较于 4 月政治局会议，在出口趋于走弱的背景下，本次会议新增了对于稳定外贸的具体举措；提振信心提到了“要活跃资本市场，提振投资者信心”，这在历次政治局会议上是极为罕见的提法，表明高层对资本市场高度重视，希望通过活跃资本市场提振市场信心，助力经济企稳回升。防范风险的落脚点依旧在房地产和地方债务领域，其中针对地方债务的表述由 4 月会议的“严控新增隐性债务”转变为“有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，或意味着缓解地方政府债务压力的具体政策有望出台。

3) **财政、货币政策将更加积极。** 会议指出“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，表明年内将加强逆周期调节，促进经济持续回升，同时，也要为明年的经济发展预留出政策空间。1) 财政政策方面，“延续、优化、完善并落实好减税降费政策”，考虑到地方财政面临的困难，年内新推出大规模减税降费措施可能性不大，“加快地方政府专项债券发行和使用”，考虑到仍有四成的地方专项债还待发行，短期新增工具的概率不高。2) 货币政策方面，“发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展”，这表明总量层面仍有宽松的空间，我们预计下半年或有 1-2 次幅度 10BP 的降息、一次 25BP 的降准，同时，发挥结构性货币政策工具对科技创新、实体经济和中小微企业发展的支持

4) **稳就业、增收入、扩消费。** 本次会议强调了促进消费对于拉动经济增长的基础性作用，同时，指出了“通过增加居民收入扩大消费”，现阶段居民消费意愿不足主要与居民就业和收入预期不稳有关，因此本次会议把“稳就业提高到战略高度通盘考虑”，要求各地各部门“兜牢兜实基层三保底线，扩大中等收入群体”，或意味着后续政策将持续加力，保障居民充分就业。本次会议具体指出“要提振汽车、电子产

品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”，7月中旬以来，家居、电子产品和汽车等大宗消费领域的刺激政策相继出台，预计在稳就业发力-居民收入改善-促销费落地的良性循环下，消费有望持续改善。

**5) 房地产形势重大变化，政策适时调整优化。**本次会议没有提及“房住不炒”，而是做出了“我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”的判断，因而指出要适时“调整优化”房地产政策。需求端：继续“因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求”；供给端：“加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平及两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产”。我们预计，限购、限售等在供需紧张阶段推出的限制性政策或继续迎来调整，同时，采取有力措施在稳定房价预期、加快去化三四线城市库存、释放一二线累积需求。

**6) 高度重视民营经济。**经过三年疫情的冲击，民营企业盈利和投资持续走低，民营企业信心尚待修复。近日，《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，已经从八个方面用31条举措对于支持民营企业的发展做出规划。本次政治局会议在改革部分重点提出“优化民营企业发展环境”，反映了政策层面对于民营经济的关注度持续提升，针对恢复民营企业信心的举措也将持续加码。

## 1.2 国内政策跟踪：稳增长政策文件持续推出

### (1) 发改委密集发声促进民间投资

7月24日，国家发改委印发《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》，并召开专题新闻发布会，介绍促进民间投资有关情况。去年以来，民间投资增长面临较大困难和下行压力。今年上半年，民间固定资产投资128570亿元，同比下降0.2%，占整体固定资产投资的52.88%，民间投资增速和占整体投资比重都有所下降。近期，国家发改委主任郑栅洁召开了多场座谈会，其他委领导也通过多种方式，广泛听取民营企业意见，各相关司局也广泛组织开展调研。

另外，针对民间投资面临的不敢投、不会投、不能投等问题，《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作 努力调动民间投资积极性的通知》提出了相应的政策措施。发改委将明确一批鼓励民间投资参与的重点细分行业，全面梳理吸引民间资本参与的项目清单，加大项目推介力度，鼓励民间投资积极参与；针对要素获取困难问题，将建立全国重点民间投资项目库，引导有关方面加大融资支持和要素保障，针对存在准入门槛问题，将搭建民间投资问题反映和解决渠道，努力从制度和法律上把对国企民企平等对待的要求落下来。

### (2) 国家外汇管理局关于进一步深化改革促进跨境贸易投资便利化的通知(征求意见稿)

为进一步促进跨境贸易投资便利化，7月24日，国家外汇管理局就起草的《国家外汇管理局关于进一步深化改革促进跨境贸易投资便利化的通知(征求意见稿)》，向公众公开征求意见。国家外汇管理局自

2022年起在上海临港新片区等四个区域开展跨境贸易投资高水平开放试点。本次《通知》中拟推广的政策包括三方面10项，其中，经常项目4项，资本项目6项：4项经常项目政策聚焦完善跨境贸易开放政策，旨在进一步完善特殊贸易外汇收支管理的经常项目便利化改革措施，具体包括优化市场采购贸易外汇管理、放宽加工贸易收支轧差净额结算、完善委托代理项下跨境贸易资金收付和便利境内机构经营性租赁业务外汇资金结算；3项资本项目政策主要是资本项下的便利化措施，具体包括科技型中小企业跨境融资便利化政策、放宽境外直接投资(ODI)前期费用规模限制、便利外商投资企业(FDI)境内再投资项下股权转让资金和境外上市募集资金支付使用。

《通知》将科技型中小企业纳入跨境融资便利化试点主体范围，进一步支持中小企业科技创新。天津、上海、江苏、山东(含青岛)、湖北、广东(含深圳)、四川、陕西、北京、重庆、浙江(含宁波)、安徽、湖南、海南省(直辖市)辖内符合条件的高新技术、“专精特新”和科技型中小企业，可在不超过等值1000万美元额度内自主借用外债。其他地区辖内符合条件的高新技术、“专精特新”和科技型中小企业可在不超过等值500万美元额度内自主借用外债。在前期试点阶段，跨境融资便利化试点限于高新技术和“专精特新”企业。

### **(3) 工信部座谈会部署下阶段六大任务，稳增长与调结构并举**

7月25日，全国工业和信息化主管部门负责同志座谈会在京召开，总结今年以来工作，分析当前形势，部署下一阶段重点任务，扎实推进新型工业化，加快建设制造强国和网络强国，确保全面完成全年目标任务。下一阶段六大任务：一是要全力推进工业稳增长，抓好重点行业稳增长工作方案的宣贯落实，抓紧研究推进技术改造的政策措施，健全与企业的常态化沟通交流机制；二是保障重点产业链自主可控，加强统筹协调和督促督导，压实各方责任，完善产业政策，强化人才队伍建设，提升产业发展质量和全产业链优势；三是传统产业改造升级，加快数字化转型，构建废弃物循环利用体系促进绿色低碳发展，着力提升高端化、智能化、绿色化水平；四是着力培育壮大新兴产业抓好国家制造业创新中心建设，提升产业科技创新能力，加强通用人工智能、6G、量子科技等未来产业前瞻布局；五是促进中小企业专精特新发展，深入推进清理拖欠中小企业账款专项行动，加快中小企业数字化转型步伐，加强中小企业公共服务体系建设；六是加强新型工业化等工业和信息化领域重大问题研究。

### **(4) 国家税务总局发布《支持协调发展税费优惠政策指引》**

7月25日，国家税务总局发布《支持协调发展税费优惠政策指引》，从区域协同发展、城乡一体发展、物质文明和精神文明平衡发展、经济社会统筹发展等四个方面，梳理形成了涵盖216项支持协调发展的税费优惠政策指引。其中19条涉及房产买卖和出租，包括个人销售住房减免增值税、个人转让自用家庭唯一生活用房免征个人所得税、职工取得单位低价售房的差价收益免征个人所得税、个人销售或购买住房免征印花税、个人销售住房免征土地增值税等等。

另外，《指引》中“促进城乡住房发展税费优惠”共有 25 条，涉及易地扶贫搬迁贫困人口有关收入免征个人所得税、改造安置住房免征相关印花税、经济适用住房建设用地免征城镇土地使用税、公租房租金收入免征增值税等公共住房、城乡融合区域住房改造方面。可以看出此次降税费的改革更多集中在保障性住房方面。

### 1.3 海外：美国经济好于预期，美联储如期加息

#### (1) 美国经济好于预期，但下行压力犹存

1) 美国第二季度实际 GDP 年化季率初值升 2.4%，高于彭博一致预期的 1.8%，其中私人投资从一季度的-11.9%转正至 5.7%，政府投资则从 4.7%回升至 8.7%，第一季度终值升 2%，修正值升 1.3%，初值升 1.1%。通胀和工资降温。美国第二季度核心 PCE 物价指数年化初值环比升 3.8%，预期升 4%，第一季度终值升 4.9%；同比升 4.4%，第一季度终值升 4.6%。美国第二季度 PCE 物价指数年化初值环比升 2.6%，第一季度终值升 4.1%；同比升 3.7%，第一季度终值升 4.9%。美国第二季度实际个人消费支出初值环比升 1.6%，预期升 1.2%，第一季度终值升 4.2%。

2) 美国 6 月核心 PCE 物价指数同比升 4.1%，为 2021 年 9 月来最小增幅，预期升 4.2%，前值升 4.6%；环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。美国 6 月个人支出环比升 0.5%，预期升 0.4%，前值自升 0.1%修正至升 0.2%。

3) 美国 7 月密歇根大学消费者信心指数终值为 71.6，预期 72.6，前值 72.6。

4) 根据标普全球(S&P Global)的最新数据，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 有所回暖，但占经济比重更大的服务业 PMI 则较 6 月显著回落。美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49%，为三个月以来高位，大幅高于预期的 46.2%，6 月前值为 46.3%；美国 7 月 Markit 服务业 PMI 初值 52.4%，创今年 2 月份以来新低，不及预期的 54%，较 6 月前值的 54.4%回落，不过服务业仍然实现连续六个月扩张。受此影响，美国 7 月 Markit 综合 PMI 初值 52%，创今年 2 月份以来新低，不及预期的 53%，6 月前值为 53.2%。

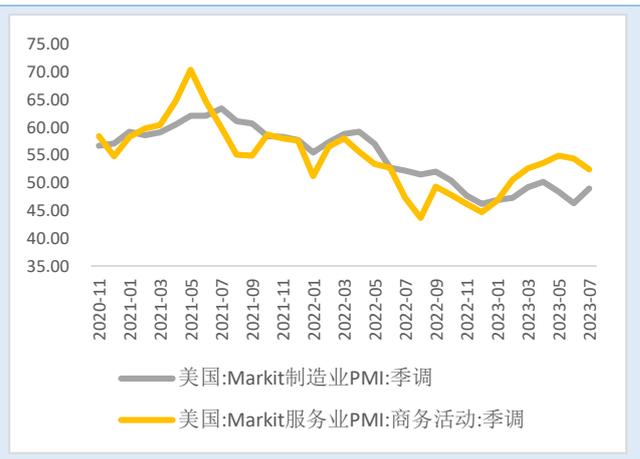
总体上来看，上半年美国的经济明显好于预期市场的预期，尤其是占 GDP 比重最大的个人消费支出贡献较大，二季度私人投资部分则明显改善，与此同时，我们看到 PCE 继续回落，通胀压力得到缓解，美国经济出现软着陆的概率有所增大。不过，高利率对总需求的抑制仍然存在，近期公布的数据中除了上周公布的零售数据外，其他主要数据都指向未来美国经济有走弱的可能。

图表 1：美国 GDP 环比折年率

图表 2：美国 PMI 走势

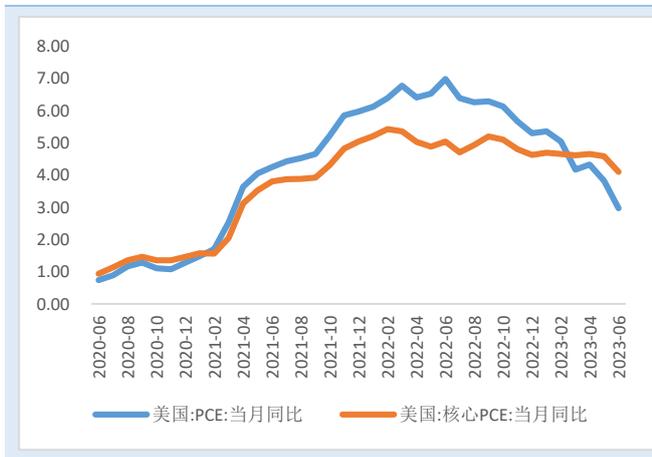


数据来源: Wind



数据来源: Wind

图表 3: 美国 PCE 持续回落



数据来源: Wind

图表 4: 密歇根大学消费信心指数



数据来源: Wind

## (2) 美联储如期加息

1) 当地时间 7 月 26 日, 美国联邦储备委员会宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 5.25%至 5.5%之间, 这是自 2022 年 3 月进入本轮加息周期以来第 11 次加息, 累计加息幅度达 525 个基点, 目前利率为 2001 年 3 月以来的最高水平。

2) 美联储当天发布的声明表示, 最近的指标表明美国经济活动持续温和扩张, 近几个月就业增长强劲, 失业率保持低位, 但通货膨胀率仍居高不下; 美国银行体系健康而富有韧性, 家庭和企业信贷条件收紧可能会对经济活动、就业和通胀造成压力, 但影响程度仍不确定; 缩表方面, 美联储将继续按照此前的计划减持美国国债和机构债券, 并致力于把通胀率降至 2%的目标水平。

3) 美联储主席鲍威尔在会后举行的记者会上表示，自去年初以来，美联储大幅收紧货币政策，但货币紧缩政策的效果尚未全部显现。美国的通胀自去年年中以来有所放缓，但仍远高于 2% 的长期目标。美联储依然致力于使通胀率回到 2% 的目标，这一过程还有很长的路要走。

4) 利率期货市场数据显示，美联储年内余下时间再次加息的可能性仅为 30% 左右，到明年年底目标利率将比现在低一个百分点以上。表明市场认为 7 月大概率将会是本轮加息的终点。

7 月美联储再次加息符合市场的预期，尽管鲍威尔的表态依旧偏鹰，但市场仍然认为 7 月将会是美联储本轮加息周期的终点，主要原因是当前美国通胀和就业都出现了放缓的迹象，最新的数据显示美国 6 月 CPI 超预期回落至 3.0%，创 2021 年 3 月以来最低，核心 CPI 同比上涨 4.8%，创 2021 年 10 月以来最低纪录。我们倾向于认为若未来几个月通胀和就业能够继续降温，那么 7 月就是本轮加息的终点，否则，9 月才是观察本轮加息终点的关键节点。

图表 5: FED 利率期货

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.1%	29.7%	3.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	62.1%	26.2%	2.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	23.2%	52.5%	19.9%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.1%	35.5%	38.8%	12.4%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.9%	30.2%	38.1%	18.2%	3.6%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	17.3%	33.3%	30.2%	12.4%	2.3%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.4%	28.6%	31.1%	17.7%	5.3%	0.8%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.3%	11.1%	25.2%	30.6%	20.6%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.7%	8.6%	21.3%	29.1%	23.4%	11.5%	3.5%	0.6%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.2%	6.3%	17.0%	26.4%	25.3%	15.6%	6.3%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%

数据来源: CME

## (2) 欧元区经济下行压力加大，欧央行如期加息

### 1) 欧元区经济下行压力加大

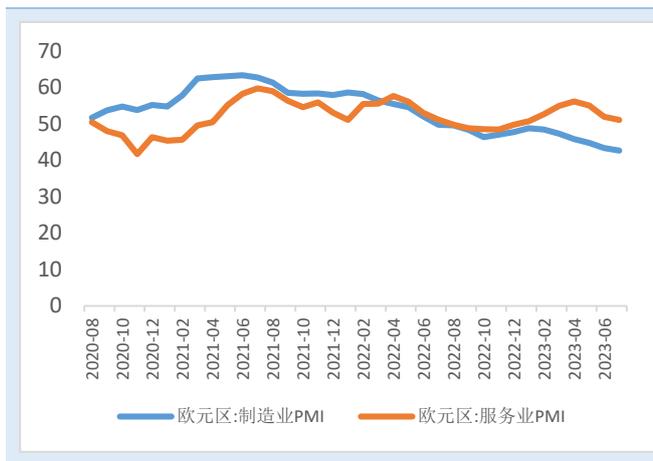
当地时间 7 月 24 日, HS Markit 布数据显示, 欧元区 7 月制造业 PMI 初值从 6 月的 43.4% 降至 42.7%, 低于预期 43.5%, 续刷 2020 年 6 月以来新低, 服务业 PMI 初值也从 6 月的 52% 降至 51.1%, 低于预期 51.6%。综合 PMI 初值降至 48.9%, 低于前值 49.9%, 远低于市场预期的 49.6%。分国别看, 德国 7 月制造业 PMI 初值录得 38.8%, 跌到 40% 以下, 低于预期 41% 和前值 40.6%, 服务业由 6 月的 54.1% 跌至 52%, 低于预期 53.1%; 法国 7 月制造业 PMI 由 6 月的 46% 下降至 44.5%, 服务业 PMI 由 48% 降至 47.4%, 均低于市场预期。

数据显示欧元区制造业和服务业的景气程度均不及预期，制造业仍然疲软，此前具有韧性的服务业也开始边际走弱，经济下行压力加大。经济走弱或给欧洲央行继续加息带来一定压力。

## 2) 欧央行如期加息

当地时间 7 月 27 日，欧央行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调 25 个基点，主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别上调至 4.25%、4.5%、3.75%，自去年 7 月开启加息进程以来，欧洲央行已连续 9 次加息，共计加息 425 个基点。欧洲央行行长拉加德当天表示，欧元区经济前景呈恶化趋势，通胀率可能仍将在较长时间内保持在高位，欧元区的经济增长存在高度不确定性。

图表 6：欧元区经济下行压力加大



数据来源：Wind

图表 7：欧央行连续加息



数据来源：Wind

## (3) 日央行调整收益率曲线控制

日本央行将基准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近，符合市场预期。日本央行调整收益率曲线控制（YCC）政策，将灵活控制 10 年期收益率，允许 10 年期国债收益率在 0.5 个百分点左右波动。

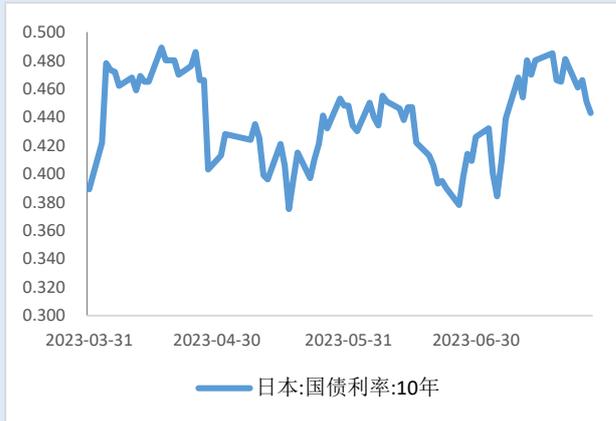
日本央行表示，对 2023 财年核心 CPI 预期中值为 2.5%，4 月份为 1.8%，对 2024 财年核心 CPI 预期中值为 1.9%，4 月份为 2.0%，对 2025 财年核心 CPI 预期中值为 1.6%，4 月份为 1.6%；委员会对 2023 财年实际 GDP 增速预期中值为 1.3%，4 月份为 1.4%，对 2024 财年实际 GDP 增速预期中值为 1.2%，4 月份为 1.2%，对 2025 财年实际 GDP 增速预期中值为 1.0%，4 月份为 1.0%。

图表 8：日本通胀保持高位

图表 9：日本国债收益率



数据来源: Wind



数据来源: Wind

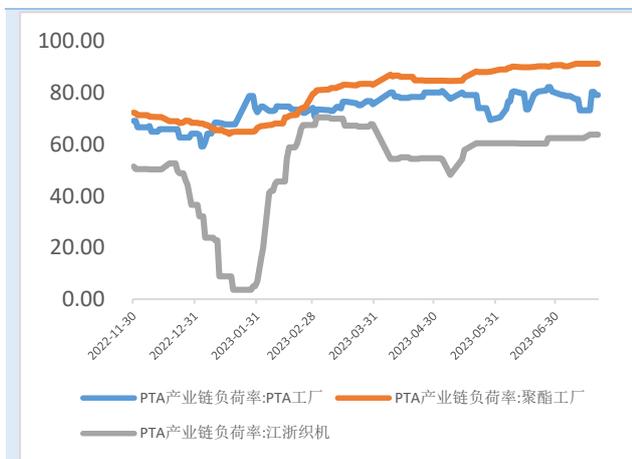
## 二、高频数据跟踪

### 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28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开工率稳中小升至79.51%，聚酯工厂负荷率持稳于91.15%，江浙织机负荷率稳中小降至63.47%。

**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82.14%，受北方城市环保限产的影响，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，库存小幅回落。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

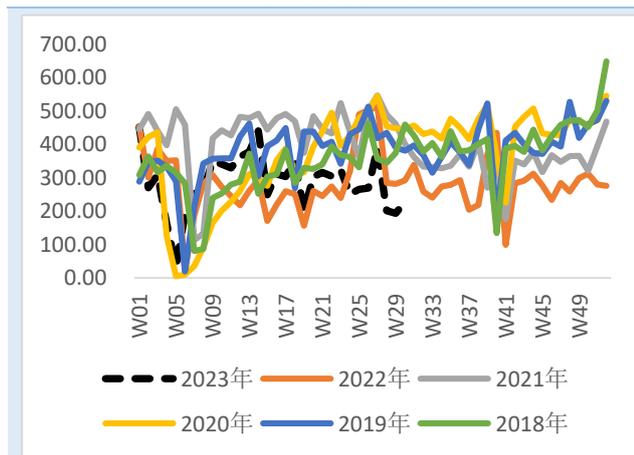
### 2.2 房地产销售周环比回升，乘用车零售同比下降

**房地产销售周环比回升。**截至7月27日，30个大中城市商品房成交面积较上周上涨7.43%，按均值计，7月环比下降29.16%，同比下降29.54%，其中，一、二、三线城市7月同比分别增长-18.52%、-34.85%、-28.26%；上周，100个大中城市成交土地占地面积环比增速为32.43%，一、二、三线城市环比增速分别为-47.53%、61.98%和35.15%，其中，一线城市土地溢价率最高，为6.33%，其次是二线城市，为4.25%，最后是一线城市，为2.11%。

**乘用车零售同比上升。**乘联会数据显示，7月第三周全国乘用车市场日均零售6.2万辆，同比去年7月同期增长5%，环比上月同期下降11%。7月1-23日，乘用车市场零售112.2万辆，同比去年同期增长2%，较上月同期下降7%；今年以来累计零售1064.6万辆，同比增长3%。由于去年7月受车购税减税拉动销量，而今年是正常销售时间，因此月初的同比下滑很正常。7月作为传统车市淡季，高温天气将在一定程度上制约消费者到店购车，但地方刺激政策仍保持较强，日前，商务部办公厅发布了《关于组织开展汽车促消费活动的通知》，将统筹开展“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季活动。

10

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

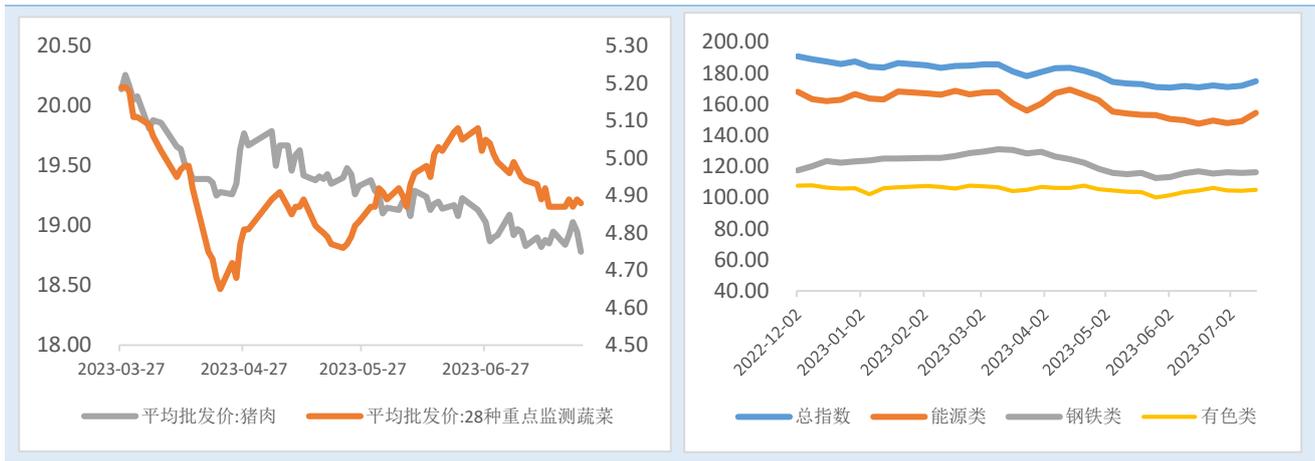
(1) 本周猪肉价格继续反弹。本周（截至 7 月 28 日）蔬菜均价环比下跌 1.02%，猪肉均价环比上涨 2.54%。

(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