

## 海外波澜再起，商品短线或有调整压力

### 观点

海外波澜再起，大宗商品短期或有调整压力，一是，惠誉意外下调美国信用评级，引发市场的担忧情绪；二是，美国财政部加快债券发行，美债利率走高压制风险偏好。中长期来看，国内方面，7月政治局会议定调后，国常会再度强调加大逆周期调节，预计在一系列稳增长政策支持下，内需有望企稳回升，国内三季度有望进入被动去库阶段，随后开启新一轮的补库周期。海外方面，美国劳动力市场供需紧张的状况有所改善，通胀压力持续缓解，表明美联储可能很快结束本轮加息周期，同时，低失业率及偏强的薪资增速抬升了经济软着陆的预期。意味着下半年出现“中国经济企稳回升+美国经济软着陆”组合的概率有所上升，这也将给大宗商品中长期走势带来支撑。

(1) 本周大宗商品走势先扬后抑，前半周在国内稳增长政策预期推动下保持震荡上行，下半周随着海外市场波澜再起，大宗商品高位回落。

(2) 统计局 PMI 连续两个月回升。统计局数据显示，7月制造业 PMI 指数录得 49.3%，连续两个月回升，非制造业商务活动指数录得 51.5%。从主要分项指标来看，制造业 PMI 体现为内需回暖、价格回升，生产保持扩张；服务业仍维持在扩张区间，建筑业受降雨影响回落但保持扩张。综合来看，7月 PMI 继续小幅回暖，体现为外需疲软、内需弱复苏，服务业好于制造业等结构性特征。展望未来，外需疲软短期内较难得到扭转，扩内需仍是当前的重中之重。7月以来，国内稳增长政策组合拳相继打出，支持民营经济、促进居民消费、稳定房地产市场等逐步落地，同时有望和财政、货币政策形成合力，共同推动内需和经济环比动能温和回升。

(3) 美国非农喜忧参半，惠誉下调美国信用评级。1) 新增非农就业 18.7 万人（低于预期），失业率 3.5%（低于预期）；劳动参与率连续 5 个月维持在 62.6%；平均时薪环比 0.4%（高于预期）。7月非农数据喜忧参半，支持美联储 9 月再次暂停加息，但考虑到下半年通胀可能受基数等因素影响而出现反复，是否停止加息仍需观察。与此同时，低失业率及偏强的薪资增速将抬升对居民消费支出和名义 GDP 软着陆的预期。2) 当地时间 8 月 1 日，三大评级机构之一的惠誉将美国长期外币债务评级从 AAA 下调至 AA+，展望从负面转为稳定。此次是惠誉自 1994 年首次发布美国信用评级以来第一次对该国的评级下调。惠誉认为，美国评级下调反映了未来三年财政恶化、总体政府债务负担较高且不断增长的预期。3) 欧元区制造业 PMI 终值由 6 月的 43.4% 降至 7 月的 42.7%，连续 6 个月走低。此外，英国央行放缓加息步伐，7 月加息 25 个基点。

宏观·周度报告

2023 年 8 月 6 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 PMI 连续两个月回升

2023年7月31日国家统计局公布最新中国采购经理指数,7月制造业 PMI 指数录得 49.3%,前值 49%;非制造业商务活动指数录得 51.5%,前值 53.2%;综合 PMI 产出指数录得 51.1%,前值 52.3%。

从主要分项指标来看,制造业 PMI 体现为内需回暖、价格回升,生产保持扩张。7月生产、新订单、新出口订单 PMI 分别为 50.2% (前值为 50.3%)、49.5% (前值为 48.6%)、46.3% (前值为 46.4%),表明尽管外需仍然疲软,但随着内需逐渐回暖,支撑生产维持在荣枯线上方。在稳增长政策预期下,价格 PMI 指数纷纷回暖,7月主要原材料购进价格和出厂价格 PMI 指数分别为 52.4%和 48.6% (45%、43.9%)。此外,产成品库存、原材料库存 PMI 分别为 46.3% (前值为 46.1%)、48.2% (前值为 47.4%),这可能是由于企业生产经营预期出现改善(7月生产经营活动预期 PMI 为 55.1% (前值为 53.4%)),推动企业择机增加原材料库存,与此同时需求恢复较缓,在扩大生产方面仍维持谨慎态度。

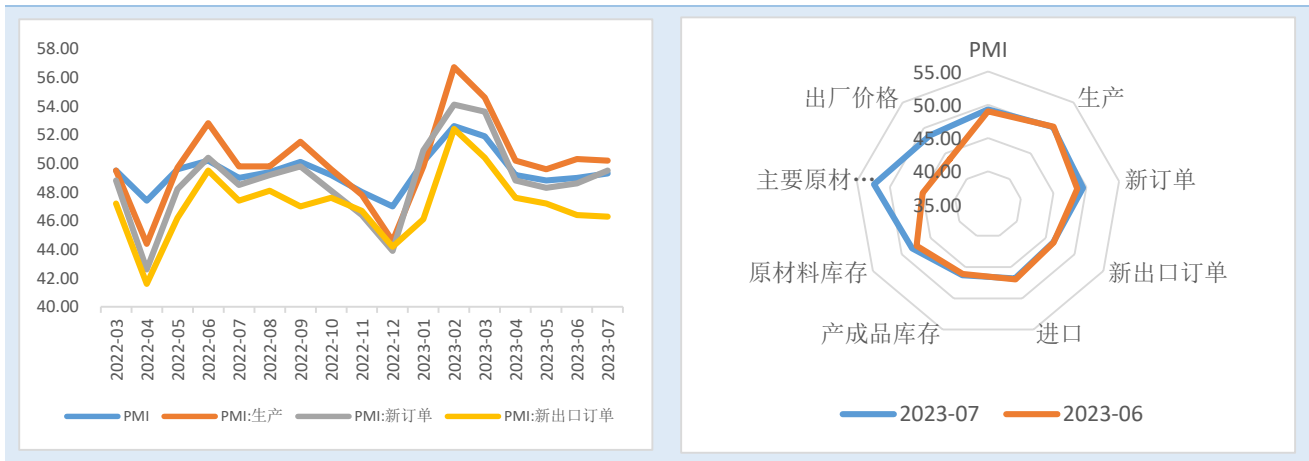
**服务业仍维持在扩张区间。**7月服务业商务活动和新订单指数分别为 51.5% (前值为 52.8%)、48.4% (前值为 49.6%),后者维持在枯荣线以下。在暑期消费的带动下,居民休闲消费和旅游出行有所增加,铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均位于 55.0%以上较高景气区间。此外,在统计局调查的 21 个行业中,除房地产业外,其他行业业务活动预期指数均位于景气区间,服务业企业信心较为稳定。

**建筑业保持扩张。**7月建筑业商务活动指数和新订单为 51.2% (前值为 55.7%)、46.3% (前值为 48.7%),7月建筑业 PMI 降幅较大可能是因为近期高温多雨(北方出现暴雨灾害天气),建筑业施工进度有所放缓,目前多数企业仍对建筑业发展保持乐观,业务活动预期指数为 60.5%,比上月上升 0.2 个百分点。

综合来看,7月 PMI 继续小幅回暖,体现为外需疲软、内需弱复苏,服务业好于制造业等结构性特征。展望未来,外需疲软短期内较难得到扭转,扩内需仍是当前的重中之重。7月以来,国内稳增长政策组合拳相继打出,支持民营经济、促进居民消费、稳定房地产市场等逐步落地,同时有望和财政、货币政策形成合力,共同推动内需和经济环比动能温和回升。

图表 1: PMI 连续两月回升

图表 2: PMI 分项指标



数据来源: Wind

数据来源: Wind

## 1.2 国内政策跟踪：政策暖风频吹

### (1) 发改委促消费二十条出台

7月31日，国务院办公厅转发国家发改委《关于恢复和扩大消费措施》的通知，针对稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、拓展新型消费、完善消费设施、优化消费环境六大方面，发改委提出了二十条措施。大宗消费方面，1) 各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施。落实构建高质量充电基础设施体系、支持新能源汽车下乡、延续和优化新能源汽车车辆购置税减免等政策。2) 支持刚性和改善性住房需求。做好保交楼、保民生、保稳定工作，完善住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造。3) 提升家装家居和电子产品消费。促进家庭装修消费，鼓励室内全智能装配一体化。推广智能家电、集成家电、功能化家具等产品，提升家居智能化绿色化水平。服务娱乐方面，增加戏剧节、音乐节、艺术节、动漫节、演唱会等大型活动供给；大力发展农村直播电商、即时零售，加强县域商业体系建设。

另外，实施消费促进专项投资政策，支持消费基础设施建设、设备更新改造和关键生产线改造升级，将符合条件的项目纳入地方政府专项债券支持范围。支持符合条件的消费基础设施发行不动产投资信托基金(REITs)。

### (2) 促进民营经济 28 条出炉

8月1日，国家发改委会同市场监管总局、税务总局等部门联合印发了《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》在支持民企参与重大科技攻关、促进公平准入、加强法制保障等方面提出了 28 条措施，稍后发改委会同其他两部门就促进民营经济发展近期若干举措举行了专题新闻发布会。

国家发改委体制改革综合司司长王善成表示，这次的《若干举措》重点是围绕《关于促进民营经济发展壮大的意见》的贯彻落实，在《意见》基础上进一步深化细化实化相关政策措施。具体来看，一是支持民营企业参与重大科技攻关，牵头承担工业软件、云计算、人工智能、工业互联网、基因和细胞医疗、新

型储能等领域的攻关任务；二是推动平台经济健康发展，持续推出平台企业“绿灯”投资案例；三是持续加大普惠金融支持力度。延长普惠小微贷款支持工具期限至 2024 年底，引导商业银行接入“信易贷”、地方征信平台等融资信用服务平台，强化跨部门信用信息联通；四是扩大民营企业信用贷款规模。有效落实金融企业呆账核销管理制度。

发布会要点主要有五个方面：其一，明确了“谁来干”，让民企明白遇到问题“该找谁”；其二，进一步完善市场准入制度设计，将其作为一项重大改革任务推进，抓紧启动第五版市场准入负面清单修订；其三，多措并举精准有力支持民营经济发展壮大，税务部门将主动作为、用更大力度、更惠政策、更优服务，精准有力支持民营经济发展壮大；其四，将加大力度完善促进民间投资的体制机制，持续调动民间投资的积极性，抓紧推动相关方面尽快出台形成“1+N”的政策体系；其五，将建立不当干预全国统一大市场建设行为问题整改和典型案例的约谈通报制度。

### （3）央行、外管局积极定调下半年工作

8 月 1 日，中国人民银行、国家外汇管理局召开 2023 年下半年工作会议，对于下半年的工作任务，会议指出将精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备，扎实推动经济高质量发展，与 7 月政治局会议对于后续宏观调控政策的积极表态一致。会议明确了下半年将在货币政策、外汇政策、房地产、金融风险、金融开放以及金融服务和管理六个方面采取的具体工作思路。

具体来看，1) 货币政策方面，**定调依然是“精准有力实施稳健的货币政策”发挥总量和结构性货币政策工具作用**。总量上仍将保持稳健宽松，有进一步降准降息的可能性，结构上新增强调了“切实优化民营企业融资环境”，后续可能综合运用再贷款、再贴现、定向降准等结构性货币政策工具来继续加强对民营企业的金融支持。2) 外汇政策方面，**提出加强和改善外汇政策供给，加强宏观审慎管理和预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定**。随着美联储加息接近尾声，国内稳增长政策逐步推出，人民币短期贬值空间不大。3) 房地产方面，**会议指出“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”，是此前政治局会议、住建部等积极定调地产政策的延续**。后续在银行净息差压力仍大的背景下，存量房贷利率下调还需要存款利率下降、降准等配套政策给予配合。预计在地产政策组合拳下，房地产市场有望逐步企稳。4) 金融防风险方面，**会议强调“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”，意味着后续政策性开发性金融工具额度有进一步提高的可能**。5) 金融开放方面，再次强调进一步便利境外投资者增持人民币资产，有序推进人民币国际化，对于人民币国际化的表述较为积极，后续或继续加强和东南亚、拉美、中东等友好合作国家的人民币业务合作。

## 1.3 海外：美国非农喜忧参半，惠誉下调美国信用评级

### （1）美国经济数据喜忧参半

1) **非农就业数据低于市场预期。**2023年8月4日，美国劳工部公布2023年7月美国非农数据，新增非农就业18.7万人，低于预期的20.0万人，略高于前值18.5万人，失业率3.5%，低于预期的3.5%，前值3.6%；劳动参与率连续5个月维持在62.6%，符合预期；平均时薪环比0.4%，高于预期的0.3%，持平于前值0.4%。

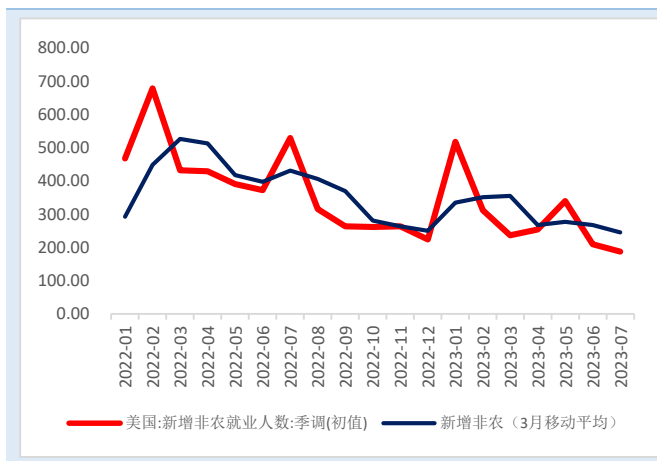
①**新增非农就业降温，零售、教育医疗等服务业维持韧性。**从主要分项指标来看，专业和商业服务减少0.8万人（前值+2.3万人），是主要拖累项；零售业、批发业分别新增0.9万人（前值-1.4万人）、1.8万人（前值-0.8万人），6月极端气候过后，7月居民开始补充家庭物资，带动消费需求回暖；教育和保健服务业新增10.0万人（前值+7.1万人）；金融服务业：新增1.9万人（前值+0.9万人），主要由房地产和租赁业拉动。

②**失业率小幅回落，指向劳动力供需矛盾仍然存在。**劳动参与率连续5个月维持在62.6%，失业人口小幅减少，驱动失业率回落至3.5%。从失业人数的结构看，就业供给端趋弱，辞职者增加，新进入者减少，指向劳动力就业意愿不足。7月时薪环比增速与6月持平，指向薪资粘性较强。

③**非农数据公布后，Fed Watch 数据显示9月美联储暂停加息以及加息25BP的概率分别为87.5%和12.5%，即当前市场亦认为美联储9月暂停加息仍是大概率事件。**同时，期货隐含终端政策利率从5.42%回落至5.4%。

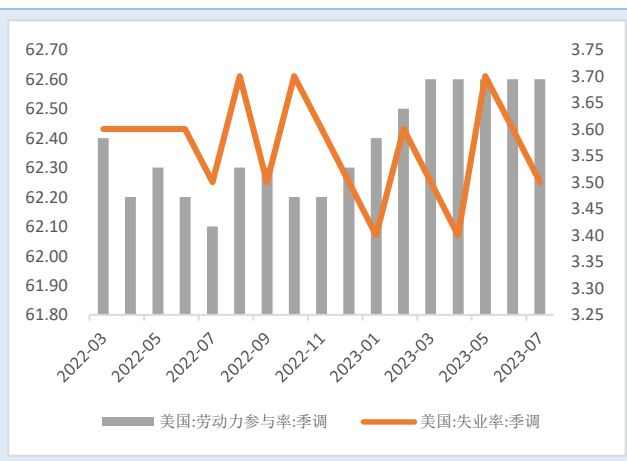
综合来看，7月非农数据喜忧参半，支持美联储9月再次暂停加息，但考虑到下半年通胀可能受基数等因素影响而出现反复，是否停止加息仍需观察。与此同时，低失业率及偏强的薪资增速将抬升对居民消费支出和名义GDP软着陆的预期。

图表3：美国新增非农就业人数下降



数据来源：Wind

图表4：美国失业率维持低位



数据来源：Wind

2) **美国6月职位空缺率继续走低。**当地时间8月1日，美国劳工部报告显示，6月JOLTS职位空缺958.2万人，创2021年4月以来新低，略不及预期的960万人，5月前值从982.4万人下修至962万人。从行业看，职位空缺数量的下降主要由制造业等商品生产行业带动，交通、仓储和公用事业，以及州和地



方政府教育类的职位空缺减少。医疗保健、艺术和娱乐在内的一些服务行业则出现职位空缺的增加，州和地方政府（不包括教育）的职位空缺也在增加。6月每个失业工人对应1.6个职位空缺，与5月持平，仍高于疫情前1.2的长期趋势水平。其中，6月，自主辞职人数下降了接近30万人，自主辞职率有所下降，跌至2.4%，创下2021年2月以来的最低水平劳动力紧张情况明显降低；裁员规模为153万人，降至去年年底以来的最低水平，5月为155万人，这与每周公布的首次申请失业金人数所传递的信息一致。

最新的JOLTS数据表明，在经历了疫情间紧张的劳动力市场后，一些公司现在选择缩减规模。虽然6月职位空缺的减少进一步证明了对工人的需求正在放缓，但与之相伴的是，裁员的减少，以及史上最低的失业率，就业市场的整体需求依然强劲。

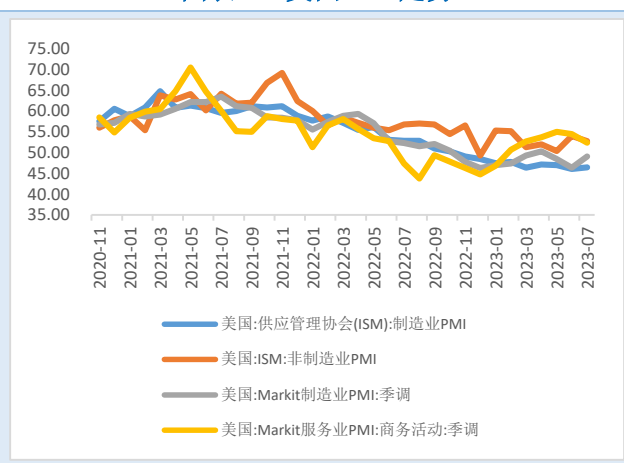
3)美国制造业活动连续第九个月萎缩。当地时间8月1日，美国供应管理学会(ISM)发布的数据显示，7月制造业活动指数微升至46.4%，低于荣枯线，也略低于预期。分项指标方面，7月新订单和生产指标改善，前者反弹至9个月高点，但两者仍处于萎缩区间；与此同时，随着美国商品出口持续下滑，出口指标降至今年最低水平；制造业普遍疲软，ISM就业指标降至44.4%，为2020年7月以来的最低水平；原材料价格7月连续第三个月走低，反映出供应链趋于正常化；库存萎缩速度放慢，而供应商交付速度加快。

图表 5: 美国 JOLTS 职位空缺数



数据来源: Wind

图表 6: 美国 PMI 走势



数据来源: Wind

## (2) 惠誉下调美国长期外币债务评级

当地时间8月1日，三大评级机构之一的惠誉将美国长期外币债务评级从AAA下调至AA+，展望从负面转为稳定。此次是惠誉自1994年首次发布美国信用评级以来第一次对该国的评级下调。惠誉认为，美国评级下调反映了未来三年财政恶化、总体政府债务负担较高且不断增长的预期。并表示，尽管6月两党同意暂停债务上限之争至2025年1月，但过去二十年中，美国的治理标准持续恶化，包括财政和债务问题。惠誉预计，美国一般政府赤字占GDP的比例将从2022年的3.7%升至2023年的6.3%，2024年这一比例将扩大至6.6%，2025年将进一步扩大至6.9%。惠誉曾在今年5月24日美国债务上限之争正酣之际将美国的

AAA 评级列入“负面观察名单”，并警告可能将下调美国的信用评级。当前仅有穆迪还对美国保持 AAA 评级，惠誉和标普都已经将美国的信用评级下调至 AA+。

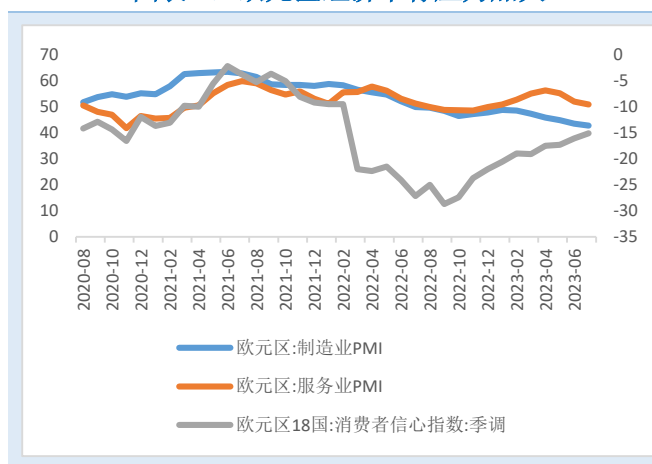
此外，当地时间 8 月 2 日，美国财政部公布季度再融资计划，最新公布的再融资债券发行总额为 1030 亿美元，高于前一季度 5 月份时的 960 亿美元，比本周稍早媒体披露的 1020 亿美元略高，两年半来首次提高长期债券的标售规模。这可能意味着未来一段时间，美国国债供给将明显增加，从而导致美债收益率上行，压制风险偏好。

### (3) 欧元区 PMI 继续走低，英央行加息 25BP

当地时间 8 月 1 日，HS Markit 公布的欧元区 PMI 终值数据显示，制造业 PMI 终值由 6 月的 43.4% 降至 7 月的 42.7%，与初值保持一致，连续 6 个月走低，出现了自 2020 年 5 月以来最严重的恶化。其中，德国和奥地利的制造业明显疲软，分别录得 38.8% 和 38.8%，分别处于 2020 年 5 月和 4 月以来的最低水平。法国和意大利是欧元区第二大和第三大经济体，自 6 月以来也出现了明显恶化分别降至 45.1%、44.5%。然而，希腊制造业继续逆势而上，录得一年多来最快的稳健扩张，PMI 升至 53.5%。另外，欧元区 7 月服务业 PMI 初值从 6 月的 52.0% 降至 51.1%，为 1 月以来的最低水平，也低于市场预测的 51.5%，服务业也开始边际走弱。此前，欧洲央行如期加息 25 个基点，在不到一年的时间里累计提高 425 个基点，利率维持高位或使得欧洲经济持续承压。

当地时间 8 月 3 日，英国央行如期加息 25 个基点，关键利率攀升至 5.25%，并暗示会将高利率维持较长一段时间，即使通胀回落到正常水平，也不会立刻开始降息。英国央行预计明后年经济增速会相对低迷，GDP 在 2024 年将增长 0.5%，2025 年仅增长 0.25%。

图表 7：欧元区经济下行压力加大



数据来源：Wind

图表 8：英央行持续加息



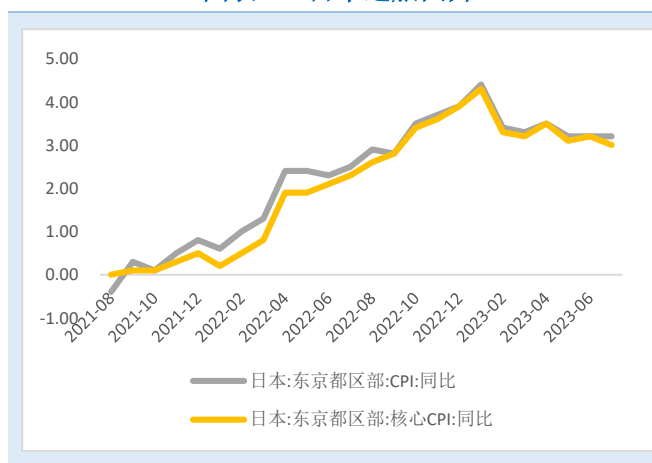
数据来源：Wind

### (3) 日本劳动力市场保持韧性，短期或对经济有一定支撑

当地时间 8 月 1 日，日本内务部公布数据显示，日本 6 月失业率录得 2.5%，较 5 月 2.6% 回落 0.1 个百分点，与预期一致，为 1 月份以来的最低水平。就业人数比上月增加了 19 万人，而失业人数减少了 4 万人。同日，日本制造业 PMI 终值录得 49.6%，高于初值 49.4% 但低于前值 49.8%，连续两个月走低；服务业终值录得 53.8%，低于前值 54.0%，同样连续两个月下降，但远高于制造业的景气度，日本服务业表现相对强劲，是劳动力市场的主要支撑因素。**短期来看，日本较紧张的劳动力市场或将对经济形成一定支撑，但日本所面临的老龄化等长期挑战仍然存在，或制约其中长期经济发展。**

在此之前，当地时间 7 月 28 日在通胀保持相对高位、实际利率下行的背景下，日本央行决定调整 YCC 政策，将 10 年期国债收益率的波动区间扩大至（正负）1.0%。日本央行副行长内田真一表示调整 YCC 政策不是为了退出，而是为了继续耐心实施宽松政策，预计目前不会进一步提高 YCC 上限。另外，日本央行对 2023 财年的 CPI 预测中值从 4 月份的 1.8% 大幅上调至 2.5%，但对 2024 年财年的 CPI 预测中值从 4 月的 2.0% 下降至 1.9%。

图表 9：日本通胀回升



数据来源：Wind

图表 10：日本国债收益率



数据来源：Wind



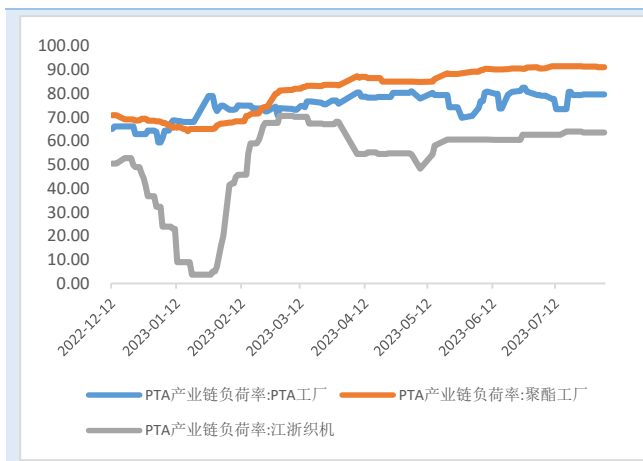
## 二、高频数据跟踪

### 2.1 工业生产基本平稳

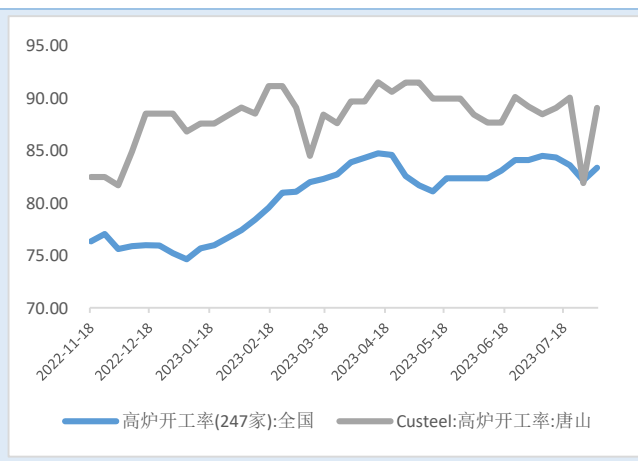
**化工：生产负荷持稳，产品价格涨跌互现。**需求方面，聚酯产业链产品价格涨跌互现，截至8月4日，涤纶POY价格、聚酯切片价格小幅上涨，PTA价格较上期回落。生产端，本周PTA产业链负荷率基本持稳，其中，PTA开工率稳中小升至79.51%，聚酯工厂负荷率小幅回落至90.89%，江浙织机负荷率持稳于63.47%。

**钢铁：生产稳中有升，淡季需求依旧偏弱。**全国高炉开工率本周小幅回升至83.36%，北方环保限产结束，多个钢厂陆续复产，开工率有所回升。本周钢联数据显示，钢材产量小幅回落，表需小幅回落，库存小幅累积。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

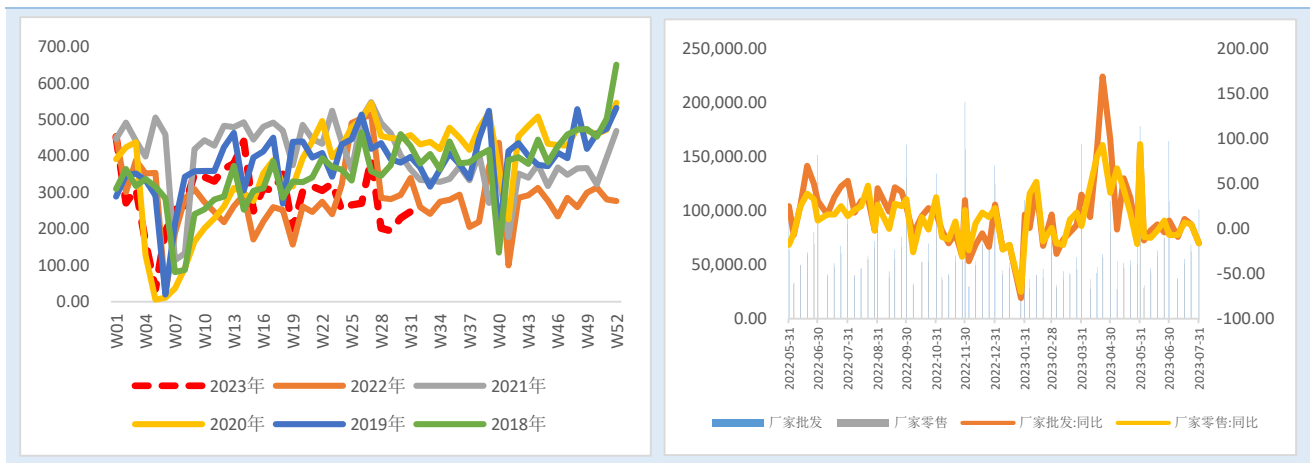
### 2.2 房地产销售月环比下降，乘用车零售月环比下降

**房地产销售 7 月环比下降。**截至 8 月 3 日，30 个大中城市商品房成交面积较上周下降 11.58%，按均值计，7 月环比下降 26.33%，同比下降 26.73%，其中，一、二、三线城市 7 月同比分别增长-16.86%、-32.38%、-22.98%；上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-29.41%，一、二、三线城市环比增速分别为-65.90%、-41.35%和-22.11%，其中，一线城市土地溢价率最高，为 10.22%，其次是三线城市，为 5.42%，最后是二线城市，为 0.04%。

**乘用车零售量月环比下降。**乘联会数据显示，7 月第四周全国乘用车市场日均零售 7.7 万辆，同比去年 7 月下降 16%，环比上月同期下降 22%。7 月 1-31 日，乘用车市场零售 173.4 万辆，同比下降 5%，环比下降 8%。今年以来累计零售 1125.9 万辆，同比增长 1%。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，并且价格仍处在让利最高期，消费者观望情绪较少。

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

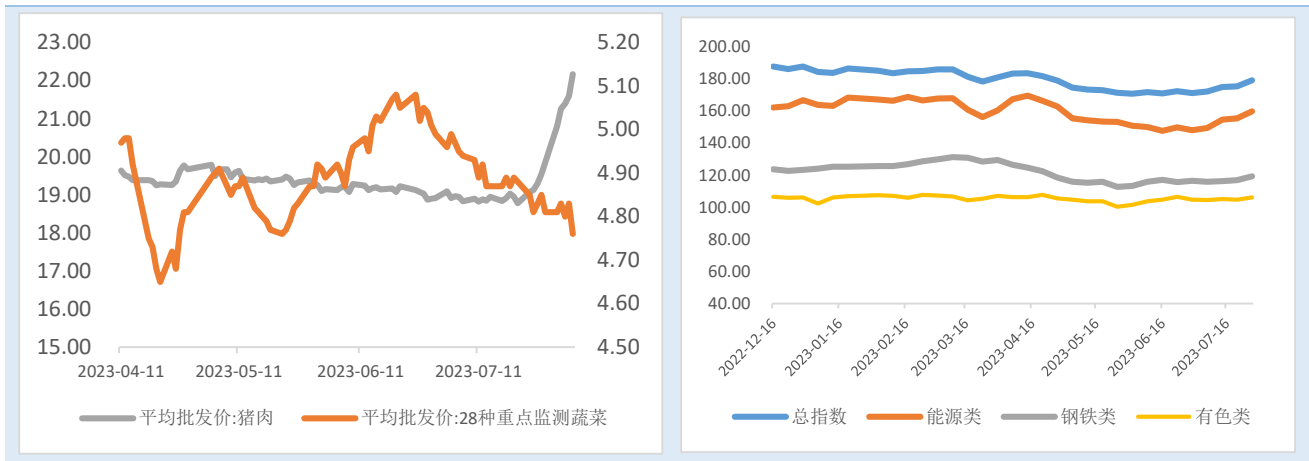
(1) 本周猪肉价格继续反弹。本周（截至 8 月 4 日）蔬菜均价环比下跌 0.50%，猪肉均价环比上涨 10.65%。

(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