

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

# 国内政策刺激进入深水区，美元和美债利率或长期以阶梯方式下行 ——大宗商品宏观&中观周度观察20220724

## 大宗商品策略研究团队

研究员

姜秀铭

从业资格号 F3062206

投询资格号 Z0016472

jiangxiuming@citicsf.com

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。

- 美元指数和美债或已见顶，前期受到流动性影响商品压力减轻。近期加息预期变化过程中，通胀预期见底，实际利率见顶，并未跟随变化，显示货币政策的作用短期饱和，美元指数和10年美债向上动力或减弱，预计随着供给端的缓和，衰退预期的加强，会以平台方式趋于下行，而不是趋势性回落。
- 综上，我们认为，短期货币政策对市场影响下降，侧重点开始从通胀转向衰退，此时宏观流动性对商品压力减轻，但受到供给端影响的品种（如原油）仍将面临压力。
- 欧元区加息50bp的理由：失业率较低，输入性通胀致命。6月份欧元区消费者调和价格指数同比增长8.6%，刷新历史纪录。但6月欧元区核心通货膨胀率为3.7%，比5月的3.8%降低了0.1个百分点，同时低于市场预期的3.9%。细分可以发现，能源价格依然是欧元区通胀的主要贡献者，6月同比上涨46.23%（前值42.53%），因此对于欧元区而言，超预期加息抗击输入性通胀是最优决策。而欧元区5月失业率6.6%，低于疫情前7.4%（2020年2月），也同样对欧元区超预期加息带来支撑。
- 日本：衰退预期较强，但未来加息收紧货币概率仍小。日本央行行长黑田东彦表示，通过与美联储协商方式解决隐含压力，而不选择加息。主要原因在于：（1）失业率与疫情前相比仍然维持高位；（2）通胀与欧美相比影响程度仍然较轻；（3）日本贸易结构使得贬值有利于未来缓解经济下行压力；（4）部分核电继续启动；（5）在日元大幅贬值前，已经使用金融衍生品对冲。

- **实体经济修复，社融强势反弹。**5月底召开的全国稳住经济大会对相关稳增长政策的落地起到明显的推动作用，6月在各方努力下，整体社融增长实现了较为强势的反弹。M2的持续高增主要体现的是财政支出力度较大。由于6月留抵退税规模低于4、5月，因此前期M2增速高增的主要贡献项——留抵退税将不是核心增量，本月保持高增的核心因素可能与前期发行的专项债集中拨款有关。
- **收入强势复苏，支出持续提升。**6月财政收入反弹更多是疫后的自然反弹，考虑到本月土地成交面积修复但政府性基金收入降幅持续扩大，未来财政收入仍然是不容乐观。财政持续发力叠加国内疫情缓解，6月基建投资持续高增。
- **地产拐头向下，资金压力仍存。**进入5月份，政策继续大幅发力，央行下调首套房贷利率下限20BP，5月LPR调降15个PB，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，但考虑到这部分需求更多的是疫后的回补，对于是否能真正刺激到相关的购房需求仍存在较大疑问，考虑到第三季度的偿债高峰，目前地产资金压力仍然较高。
- **制造业为政策重点，增速韧性更强。**6月国内制造业仍保持着较强的内生动能，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。6月以来，疫情对生产影响渐弱，在政策支持下各地复工复产加快，出口主要代表性商品包括汽车等均收益于上海全面解封而得以加速修复。
- **当前稳增长政策刺激进入深水区。**6月份的经济回升只能说前期的政策起到了纾困作用，若想要完成全年5.5%的经济增速，下半年的增长压力是比较高的。考虑到当前整体经济仍处于弱修复的状态，房地产断贷风波愈演愈烈，出口增长压力逐渐提升，后续拉动增长的源头仍然需要政策支持。本周国常会部署持续扩大有效需求的政策举措，增强经济恢复发展拉动力。会议指出，我国经济正处于企稳回升关键窗口，三季度至关重要。强调政策性开发性金融工具、专项债等政策效能释放还有相当大空间，发挥有效投资补短板调结构、稳就业带消费综合效应和对经济恢复发展的关键性作用。

## ■ 建筑业景气度跟踪：地产端持续弱势，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，库存转为累库。
- **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，6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：汽车产销增速放缓，空调销量大幅走弱，内贸有回升迹象

- **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。随着复工复产推进以及国内经济复苏，近期耗煤回升较快。
- **汽车：**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，7月同比增速较6月放缓。
- **家电：**根据空调排产数据，6-7月空调产量同比大幅减少，与此对应的是空调库存近几个月的大幅累积，因此企业可能由于库存压力而调低了生产计划。
- **出口：**本周八大枢纽港口集装箱吞吐量同比出现明显分化，其中内贸吞吐量明显回升，外贸吞吐量回调显著。韩国6月前20日出口同比为-3.4%，全球贸易需求或有较大压力。

## ■ 总结：

- 6月以来的“需求回补”预期被阶段性证伪，进入7月，全国各地疫情有再次抬头的迹象，从建筑相关景气度来看，本周螺纹表需与水泥出货率仍然处于季节性低位。制造业方面，虽汽车产销在政策刺激后增速有所回落，但家电排产数据却明显偏弱，本周内贸回升或预示国内需求有所恢复。综合整体中观需求的角度来看，经济复苏仍然受较多因素限制。

## 第一部分 大宗商品海外宏观分析

---

海外总览                      衰退预期正在发酵，主要交易逻辑正在变化

---

美国经济                      6月经济活动生产活动下滑，通胀主因仍为供应端

---

欧洲经济                      预期极度悲观，同步指标仍未发酵，但需关注风险

---

疫情跟踪                      全球疫情出现反弹，美国大幅上扬

---

# 一、海外总览：衰退预期正在发酵，主要交易逻辑正在变化

- 当前欧美经济走向衰退已越来越被证实，关注点逐渐转向通胀回落后货币政策可能的变化。7月美国Markit制造业PMI录得52.30（前值52.70）；欧元区Markit制造业PMI录得52.10（前值49.60）。欧元区PMI正式进入衰退区间。随着美国加息效果短期已经达到临界值，以欧元区为代表，部分受到输入通胀影响的国家开始跟进加息，这使得美元指数趋于见顶。而近期海运费价格、供应商发货延迟和上游原材料价格下降显示供应链出现缓和，或将对通胀治理产生积极影响。此时，前期受到流动性和需求预期大幅下滑的商品和资产压力或因预期变化而得到缓解。

制造业PMI	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	2022-07
全球	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.30	53.20	53.70	52.90	52.30	52.30	52.20	未公布
美国	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70	55.50	57.30	58.80	59.20	57.00	52.70	52.30
欧元区	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00	58.70	58.20	56.50	55.50	54.60	52.10	49.60
德国	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40	59.80	58.40	56.90	54.60	54.80	52.00	49.20
法国	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60	55.50	57.20	54.70	55.70	54.60	51.40	49.60
意大利	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00	58.30	58.30	55.80	54.50	51.90	50.90	未公布
英国	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90	57.30	58.00	55.20	55.80	54.60	52.80	52.20
澳大利亚	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	48.40	48.40	53.20	55.70	58.50	52.40	54.00	未公布
日本	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30	55.40	52.70	54.10	53.50	53.30	52.70	未公布
中国	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30	50.10	50.20	49.50	47.40	49.60	50.20	未公布
印度	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50	54.00	54.90	54.00	54.70	54.60	53.90	未公布
巴西	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80	47.80	49.60	52.30	51.80	54.20	54.10	未公布
俄罗斯	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60	51.80	48.60	44.10	48.20	50.80	50.90	未公布
南非	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40	50.90	50.90	51.40	50.30	50.70	52.50	未公布
越南	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50	53.70	54.30	51.70	51.70	54.70	54.00	未公布

# 美元指数和美债或已见顶，前期受到流动性影响商品压力减轻

- 近期加息预期变化过程中，通胀预期见底，实际利率见顶，并未跟随变化，显示货币政策的作用短期饱和，美元指数和10年美债向上动力或减弱，预计随着供给端的缓和，衰退预期的加强，会以平台方式趋于下行，而不是趋势性回落。
- 综上，我们认为，短期货币政策对市场影响下降，侧重点开始从通胀转向衰退，此时宏观流动性对商品压力减轻，但受到供给端影响的品种（如原油）仍将面临压力。

## 通胀预期预测加息预期将出现回落



## 美联储联邦基金利率期货维持75bp预期

目标利率(BPS)	概率 (%)			
	现在	一天前	一星期前	一月前
		2022年7月22日	2022年7月15日	2022年6月24日
200-225	0.00%	0.00%	0.00%	16.20%
225-250	80.50%	80.50%	70.90%	83.80%
250-275	19.50%	19.50%	29.10%	0.00%

## 抗通胀债券和盈亏平衡通胀率对加息预期变化已不敏感



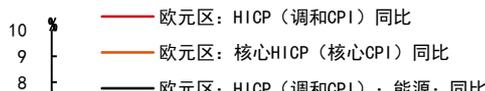
# 欧元区加息50bp的理由：失业率较低，输入性通胀致命

- 6月份欧元区消费者调和价格指数同比增长8.6%，刷新历史纪录。但6月欧元区核心通货膨胀率为3.7%，比5月的3.8%降低了0.1个百分点，同时低于市场预期的3.9%。细分可以发现，能源价格依然是欧元区通胀的主要贡献者，6月同比上涨46.23%（前值42.53%），因此对于欧元区而言，超预期加息抗击输入性通胀是最优决策。
- 失业率维持低位，支持欧元区超预期加息。欧元区5月失业率为6.6%，低于疫情前7.4%（2020年2月）。

## 失业率维持低位



## 核心CPI有回落倾向，能源端仍是通胀主因



## 欧元区PMI跌至枯荣线以下，主因是受到能源端压制



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_44361](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44361)

