

回归基本面交易，商品延续分化走势

观点

1、本周商品市场延续分化走势符合我们的预期，往后看，我们维持此前的观点，商品将继续回归基本面交易，商品或延续分化走势。同时，有几个因素需要关注，一是，国内基建独木难支，经济的复苏离不开地产改善的支持，后续增量政策仍可期待，地产产业链的需求存在改善的预期；二是，全球高温天气继续发酵，能源危机卷土重来，高能耗商品面临供给收缩的风险；三是，全球通胀高烧不退，仍需警惕由胀到滞，以及过度加息所带来的冲击。此外，“金九银十”临近，部分商品库存处于低位，一旦旺季需求超预期释放，这部分商品仍不能排除出现强力反弹的行情。

核心逻辑

1) 本周商品市场延续分化走势，一方面，国内经济再度回落，地产拖累明显，地产产业链相关需求面临冲击，黑色系明显回落；另一方面，美联储会议要公布后，激进加息预期继续降温，叠加欧洲能源危机发酵，国内高温限电等问题冲击供给端，能源和有色金属延续反弹走势。

2) **美联储承认存在过度加息的风险。**美联储公布7月货币政策会议纪要，会议纪要显示7月美联储决策者全体支持超激进加息75BP，并重申要继续加息，认为要遏制高通胀，就得将货币政策变为让经济放缓的限制性水平，并且保持这一水平，直到通胀明显加快回落。但首次承认有加息过度的风险，认为可能适合未来某个时候放缓加息。会议纪要公布后，市场对美联储激进加息预期有所降温，我们认为美联储既要控通胀又要防衰退的诉求下，预计9月大概率将只有50BP的加息幅度。

3) **基建独木难支，政策仍需加码。**7月经济、金融、通胀数据均显示国内需求依旧疲软，扩内需是当务之急，预计央行短期内不会主动收紧货币政策，流动性宽松环境有望保持，在统计局公布7月份经济数据的当日，央行超预期同步下调MLF和OMO利率表明了高层对稳增长的支持态度。此外，受“停贷”事件的负面影响，房地产需求进一步恶化，成为国内经济发展最主要的拖累项，考虑到下半年稳增长压力仍然较大，房地产因城施策进一步加码仍可期待。

宏观·周度报告

2022年8月21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 基建独木难支，经济再度回落

8月15日，国家统计局公布7月份各项经济数据显示，国内经济复苏遭遇波折，除基建投资外，其他分项几乎全面回落，疫情反复和房地产下行是当前国内经济发展面临的重大风险因素。

(1) 生产端：

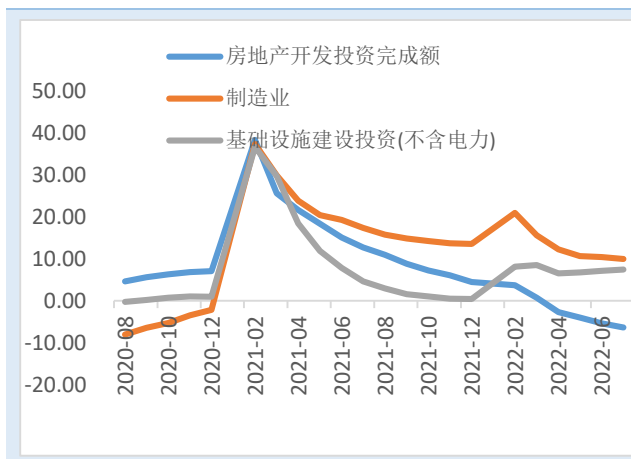
7月份，规模以上工业增加值同比实际增长3.8%，预期4.6%，前值为3.9%。从环比看，7月份，规模以上工业增加值比上月增长0.38%。1-7月份，规模以上工业增加值同比增长3.5%，前值3.4%。

(2) 需求端：

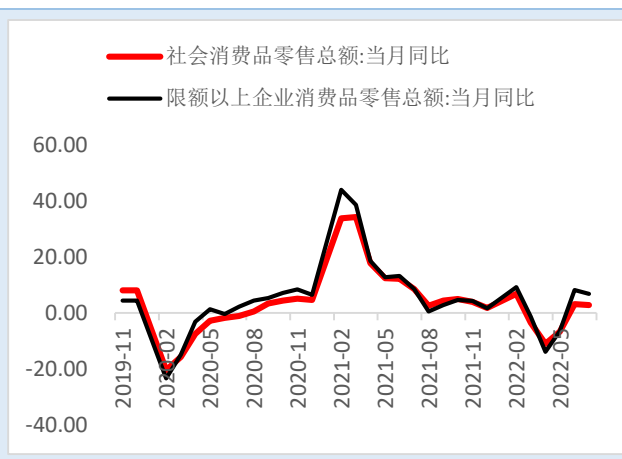
1) 基建独木难支，固定资产投资增速继续回落。1-7月份，全国固定资产投资同比增长5.7%，较前值回落0.4个百分点，低于预期的6.2%。其中，制造业投资增长9.9%，较前值回落0.5个百分点；房地产开发投资累计同比下降6.4%，降幅较前值扩大1.0个百分点；基础设施投资累计同比增长7.4%，较前值回升0.3个百分点。

2) 社会消费增速再度回落。7月份，社会消费品零售总额同比增长2.7%，前值为同比增长3.1%，预期为增长5.0%。1-7月份，社会消费品零售同比下降0.2%，前值为下降0.7%。

图表 1：三大门类投资



图表 2：社会零售同比增速



数据来源：Wind

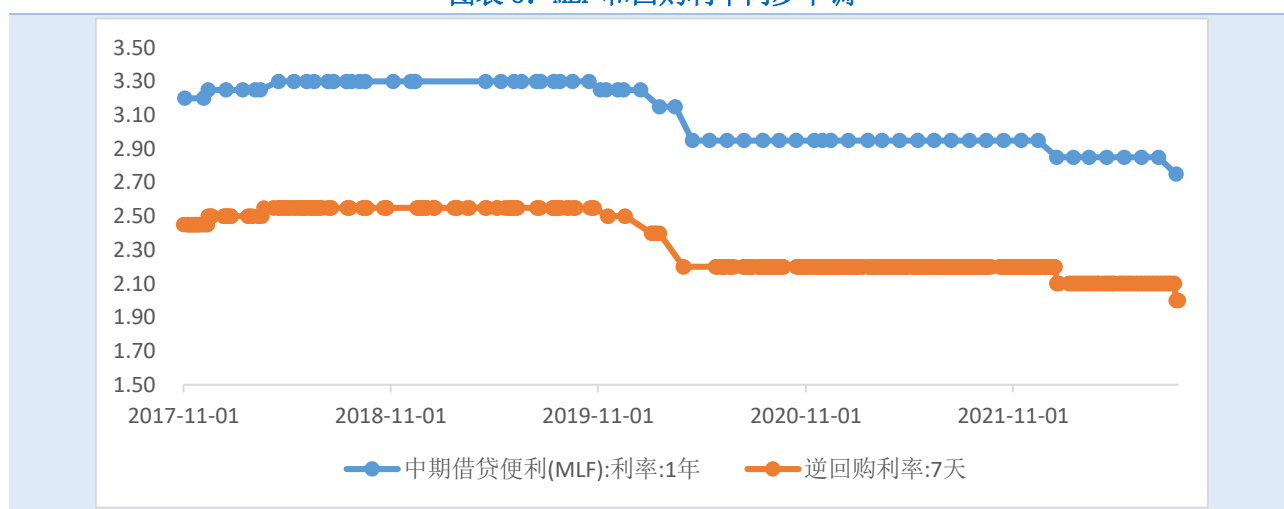
1.2 央行缩量降价续作 MLF

8月15日，央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，8月15日开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对8月16日MLF到期的续做）和20亿元公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率分别为2.75%、2.0%，均下降10个基点。

本月有 6000 亿 MLF 到期，因此，此次 MLF 续作属于缩量续作，基本符合市场的预期，但 MLF 和 OMO 利率同步下调 10BP，超出市场预期。从 7 月的信贷社融数据可以看出当前的主要矛盾是信贷需求不足——即宽信用传导不畅。市场流动性较为充裕，资金存在脱实向虚的风险，缩量续作可以满足市场对流动性的需求，又不至于大水漫灌，此外，降低 MLF 利率有助于宽信用的传导。简而言之，MLF 缩量降价体现出当前的货币政策主要是刺激需求端，而非供给端，因此央行对数量型工具比较谨慎，主要通过价格型工具来降低实体融资成本，以促进投资和消费需求的回升。

MLF 作为 LPR 定价的“锚”，8 月一年期和五年期 LPR 均有调降的可能性，五年期 LPR 下调幅度或更大，从而进一步支持房地产市场的回暖，利率的调降也是向市场传达了稳国内经济增长的信号，从而提振市场的信心。

图表 3：MLF 和回购利率同步下调



数据来源：WIND

1.3 国内政策聚焦

1、国常会部署扩内需的政策措施

国务院常务会议强调，要有针对性加大财政货币政策支持实体经济力度，依法盘活地方专项债限额空间，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。会议决定，将新能源汽车免征车购税政策延至明年底，预计新增免税 1000 亿元，建立新能源汽车产业发展协调机制，促进整车企业优胜劣汰和配套产业发展，大力建设充电桩。会议还部署加大困难群众基本生活保障力度的举措，确定支持养老托育服务业纾困的措施。

2、多部委出台措施“保交楼、保民生”

住建部、财政部、央行等有关部门近日出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。此次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”，严格限定用于已售、

逾期、难交付的住宅项目建设交付，实行封闭运行、专款专用。有关部门表示，将稳妥实施房地产长效机制，抓紧完善相关制度和政策工具箱，探索新的发展模式，持续整顿规范房地产市场秩序。

3、上海市印发支持临港片区建设的政策措施

上海市人民政府印发《关于支持中国（上海）自由贸易试验区临港新片区加快建设独立综合性节点滨海城市的若干政策措施》，强化产业支撑，进一步提升创新型产业发展水平。建设国际氢能谷，在制氢加氢一体化站建设、绿色数据中心氢能利用等方面先行先试，在交通、能源、工业等领域打造一批典型示范应用。做大“东方芯港”能级规模，探索集成电路全产业链便利化管理模式。支持临港新片区重大项目建设融资机制创新。将南汇新城城市更新联动政策推广至临港新片区产城融合区。鼓励金融机构为临港新片区开发和重大项目建设提供融资支持，探索创新融资模式。积极引导中央企业、地方国有企业、民营企业等各类主体以市场化方式，承接盘活临港新片区存量资产，支持临港新片区建设。支持临港新片区符合条件的项目优先申报发行基础设施 REITs。

4、多部委出台指导意见落实生育支持措施

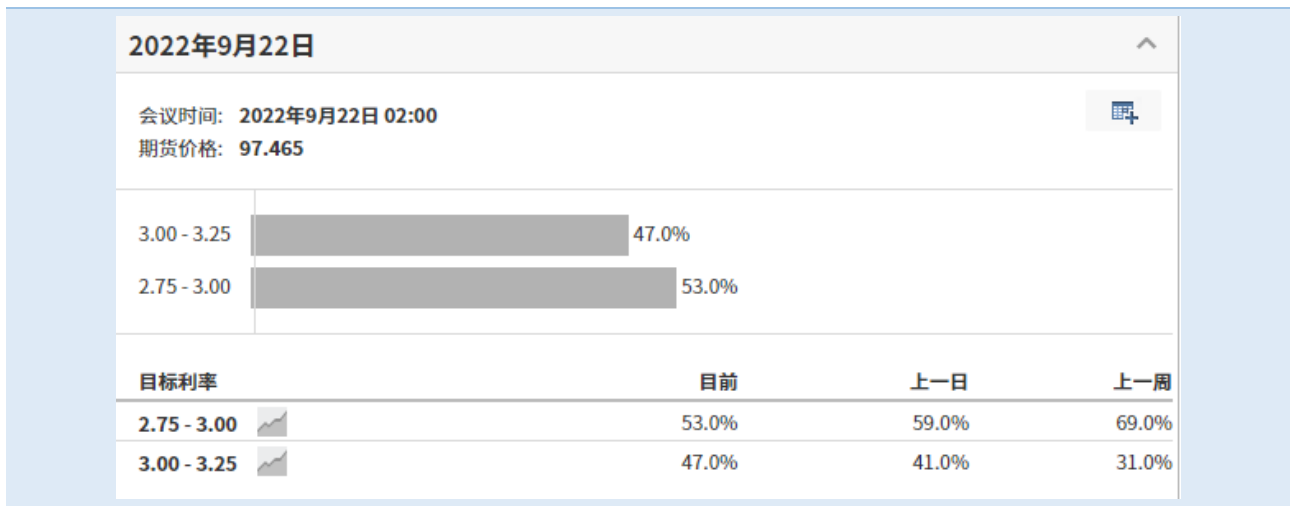
国家卫健委等 17 部门印发《关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见》，要求加快建立积极生育支持政策体系，为推动实现适度生育水平、促进人口长期均衡发展提供有力支撑。《意见》完善和落实财政、税收、保险、教育、住房、就业等积极生育支持措施，提出对购买首套自住住房的多子女家庭，有条件城市可给予适当提高住房公积金贷款额度等相关支持政策。加快发展长租房市场，多渠道增加长租房供应，推进租购权利均等。各地可结合实际，进一步研究制定根据养育未成年子女负担情况实施差异化租赁和购买房屋优惠政策。

1.4 海外财经要点

1) **美联储将继续加息，但承认存在过度行动的风险。**美联储公布 7 月货币政策会议纪要，会议纪要显示 7 月美联储决策者全体支持超激进加息 75BP，并重申要继续加息，认为要遏制高通胀，就得将货币政策变为让经济放缓的限制性水平，并且保持这一水平，直到通胀明显加快回落。**但首次承认有加息过度的风险，认为可能适合未来某个时候放缓加息**，许多官员表示，鉴于经济环境不断变化以及货币政策对经济的影响存在较长且多变的滞后，货币政策立场有收紧过度的风险，可能超出维持物价稳定需要的水平。

与会者认为，经过 7 月加息，名义联邦基金利率将处于他们预计的长期中性水平范围内。但由于近期内通胀预计仍会保持高位，7 月加息后，实际联邦基金利率可能依然处于短期内的中性水平。会议纪要公布后，**市场对美联储激进加息预期有所降温**，据 FedWatch 数据显示，9 月美联储加息 50BP 的概率升至 64.5%，加息 75BP 的概率则回落至 35.5%。

图表 4：美联储激进加息预期降温



数据来源: 英为财经网站

2) 英国通胀水平再创新高。8月17日,英国国家统计局公布数据显示,英国7月CPI同比增10.1%,再创1982年以来最大增幅,预期增9.8%,前值增9.4%;环比增0.6%,为今年1月份以来最小增幅,预期增0.4%,前值增0.8%,连续六个月出现增长。7月英国CPI数据公布后,英国两年期国债收益率一度上涨30BP至2.46%,且2-10年期英国国债收益率差达到21BP,反映出市场对英国衰退的担忧情绪加剧。英国央行行长贝利此前表示,对于9月及之后“所有选项都有可能”,此次CPI数据超预期或提高英国9月再加息50BP的可能性,但也需要密切关注紧缩政策引发的经济衰退问题。

3) 伊核协议谈判有新进展,协议能否重启仍有变数。8月16日,伊朗已经向欧盟提交关于伊核协议维也纳会谈最新草案的书面答复。伊方正在与美方以间接方式就三个具体问题进行谈判。伊朗外长表示,美方在最近一轮谈判中在两个问题上表达了“口头上的灵活性”,如果美国采取显示态度并展现灵活性,则将达成最终协议。谈判中出现分歧的三个问题:一是伊朗要求美方把伊斯兰革命卫队从所谓的恐怖组织名单中删除;二是伊朗认为国际原子能机构必须放弃对伊朗核项目的指控;三是,伊朗方面寻求获得保证,“任何美国政府”都不会违背此次谈判恢复的协议,这也是目前谈判中仍然悬而未决的问题。

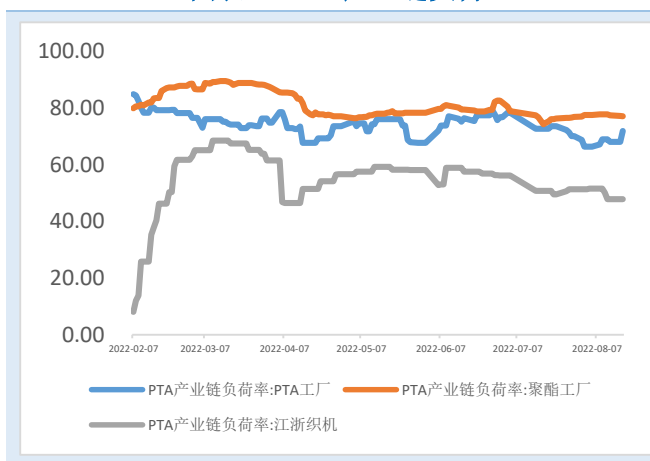
二、高频数据跟踪

2.1 工业生产基本平稳

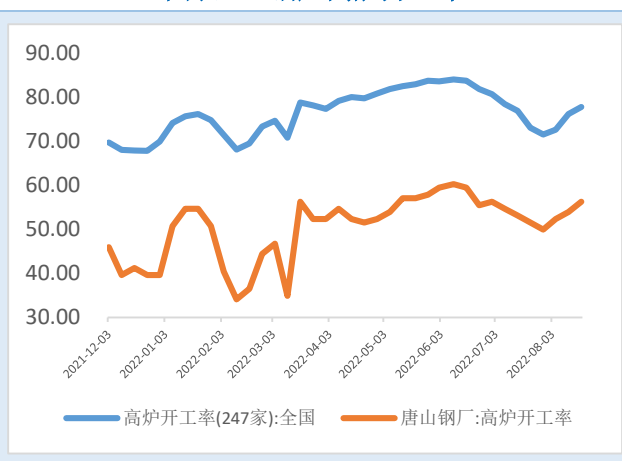
化工：需求回暖，开工基本平稳。需求方面，下游补库有所改善，聚酯产业链多数产品价格有所回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片价格同步上涨。生产端，上周 PTA 产业链负荷率稳中有升，其中，PTA 开工率小幅回落至 68.1%，聚酯工厂负荷率小幅回落至 77.2%，江浙织机负荷率小幅回落至 47.91%。

钢铁：生产继续回升，需求略有改善。利润触底改善，复产动机较强，全国高炉开工率本周继续回升 1.7 个百分点至 77.9%。由于目前钢厂盈利出现改善，叠加旺季补库预期，钢材产量低位回升。本周钢联数据显示，钢厂钢材产量继续回升，厂库、社库延续去化，表需小幅回升，但下游实际需求依旧偏弱。

图表 5：PTA 产业链负荷



图表 6：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind

2.2 地产销售周环比上升，汽车销售持续走强

房地产销售周环比上升。截至 8 月 17 日，30 个大中城市商品房成交面积周环比上升 11.68%，按均值计，8 月环比下降 12.74%，同比下降 24.47%，一、二、三线城市 8 月同比增幅分别为-24.14%、-23.61%和 -26.89%；土地市场方面，上周，100 个大中城市成交土地占地面积环比增速为-19.52%，一、二、三线城市

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_45761

