

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

欧美流动性和需求双承压，国内经济开始进入修复快车道

——大宗商品宏观&中观周度观察20220912

大宗商品策略研究团队

研究员

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：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。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。

- **欧洲央行周四晚间公布利率决议，上调三大主要利率75bp，加息空间充足。**目前边际贷款便利、主要再融资、存款便利利率分别为，1.50%、1.25%、0.75%。欧央行货币纪要观点（1）**对经济增长较乐观**：尽管预计今年年底经济增长或有所停滞，欧央行仍预计2022、2023、2024年度经济增长为正，分别为3.1%、0.9%、1.9%；（2）**后续将继续调控通胀预期**：后续利率决议将继续采取“逐会决议”的方式且“根据数据行事”。未来会议欧央行或继续提升利率以抑制需求而调控通胀预期上行风险。**我们认为，当前欧元区失业率相比疫情前仍处于低位（7月录得6.60%，2020年2月7.60%），而欧元区通胀高涨使得尽管加息至正利率，但欧洲债务压力仍然较轻，这为欧央行提供了充足的加息空间。而从经济指标看，尽管欧元区PMI、投资者信心指数等预期指标下滑，但同步指标（二季度GDP、工业生产指数、零售数据等）仍呈现韧性，这使得从海外方面看，美元指数因外因上冲动力不足，部分解释了近期美元指数的回落。**
- **美国经济韧性或将被证伪，三四季度需求下滑或超预期。**通常货币政策具有时滞效应。美联储近期大幅加息后，传导到实体经济需要约半年左右，此时会使得经济衰退加速，这或将产生预期差。**8月国内出口数据中美国出口部分回落即是佐证，而近期美元指数回落也验证了美国需求韧性不足，未来或可能加速衰退的观点。**
- **实体数据方面，美国7月生产和制造业指数、费城联储制造业预期指数反弹，但中观数据得不到验证，而零售消费数据、成屋销售出现回落。**制造业指数录得102.85（前值102.11），环比增长0.72%（前值-0.45%）全部工业录得105.81（前值105.22），环比增长0.56%（前值0.01%）。我们认为，类似4月份数据，美国政府或也有稳定经济的行为，但下行趋势预计不会改变。美国货运端缓解或无法剔除需求回落因素。周度可供运营卡车自年初以来稳步回升；除国防与运输耐用品新订单、出货量同比增速见顶回落，货运市场平均需求指数尚未见底反弹。尽管近期耐用品订单环比初值小幅向好，但仍处于下行趋势，在经济下行压力之下或难以实现实质性反弹。同时，美国现有卡车利用率自年初以来不断下滑，铁路联合运输量近期持续弱于季节性。

大宗商品国内宏观驱动：国内经济开始进入修复快车道

- **社融：经济见底企稳，社融边际修复。** 本次社融边际修复反映（1）当前经济有企稳迹象；（2）二季度冲量所导致的透支情况在8月份有所减缓；（3）8月份以来相关稳增长政策开始逐步见效。
- **财政：收入改善有限，支出保持高增。** 7月财政收入剔除留抵退税因素后，一般财政收入增速为2.6%，较上月同口径的5.2%明显回落，与同期社融及经济数据等表现一致，其中增速贡献主要来源于央行以及国企利润上缴等（7月央行上缴利润规模达1000亿）。财政持续发力叠加国内疫情缓解，7月基建投资持续高增。
- **地产：投资跌幅扩大，资金压力仍存。** 今年上半年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，但考虑随着疫后需求消化基本完成以及7月初的断贷时间冲击，当前商品房销售仍没有显著改善。随着当前政策重心更多落到保交楼上，后期房企相关资金更多会偏向竣工端。
- **制造业：增速高位放缓，整体韧性延续。** 7月国内制造业仍保持着较强的内生动能，其中高技术制造业投资仍将保持较高增速，带动制造业投资上行。我们认为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。
- **社融超预期显示当前经济处于边际改善阶段，政策导向有望使得经济修复进入快车道。** 7月份的各项经济数据均反映出当前经济修复仍然是较为漫长的过程。本周出来的8月社融数据超预期，主要缘于PMI数据显示当前经济生产活动逐渐好转，居民企业的需求边际转好，但总体来看经济仍在偏弱运行。针对房地产，本周传出福建已上交第一批专项借款名单，市场对于专项债的落地预期显著提升。此外郑州今天传出消息要求30天内烂尾楼盘全面复工，预计保竣工进展持续加快。在该背景下，本周传闻房地产或出台更有力的强刺激政策，预计有望起到提振楼市的作用。考虑到房地产的问题成为当前经济发展的重要制约项，随着地产政策预期好转有望带动整体经济进入修复快车道。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端预期好转，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，库存转为去库。
- **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，7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：8月汽车销量增速保持高增，空调排产显著修复，内外贸均有出现回落迹象

- **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。随着高温天气持续不减、复工复产推进以及国内经济复苏，近期耗煤高于往年同期。
- **汽车**：消费信心通过政策的推动引导+厂商的促销刺激+经销商的终端优惠降库等得到促进，由于政策提振消费信心效果还是很好的，因此8月车市零售仍是同比较高增长。
- **家电**：根据空调排产数据，9月空调产量同比跌幅显著收窄，预计前期高温天气对空调的消费有一定的带动作用。随着7-8月调低生产计划降低库存压力之后，预计9月空调产量有所恢复。
- **出口**：本周近期八大枢纽港口内外贸集装箱吞吐量同比均出现明显回调，背后可能反应当前外需存在一定压力。韩国8月出口同比增长6.6%，预计出口贸易需求有回落的预期。

■ 总结：

- **进入8月，从建筑相关景气度来看，本周螺纹表需与水泥出货率出现一定回升。制造业方面，汽车产销8月份的数据有所回升，9月的家电排产数据显示跌幅显著收窄，出口方面本周内外贸显著回调或预示国内外需求面临下降的压力。综合整体中观需求的角度来看，经济复苏进度正处于缓慢加速的状态。**

第一部分 大宗商品海外宏观分析

海外总览 **美欧均面临需求下滑趋势，欧元货币政策空间充足**

美国宏观&中观 **美联储再度进行预期管理，内生需求仍存隐忧**

欧洲经济 **9月议息会议加息75bp，货币空间仍然充足**

疫情跟踪 **全球疫情出现好转，美国新增感染人数下降**

一、海外总览：美欧均面临需求下滑趋势，欧元货币政策空间充足 中信期货 CITIC Futures

- **欧美央行放鹰，静待通胀数据。** 欧洲方面，欧洲二季度GDP上修，服务业PMI跌落荣枯线。欧洲央行如预期加息75基点。欧央行表示大幅加息旨在通过抑制需求而调控通胀与通胀预期；拉加德同时表示后续仍或有2-5次加息，将“逐会”、“视数据”做决定。**欧洲央行跟进美联储加息或为支撑欧元以缓解输入性通胀，从欧元区当前失业率情况看，欧洲有充分空间实施加息政策，这使得美元指数上冲动力不足。**
- **美国方面，** 上周美联储地方官员与主席鲍威尔相继发言，均提及加息风险的两面性、重申对于控制通胀的决心。美国ISM与Markit服务业PMI大幅背离，前者显示经济韧性后者显示放缓。而从我们观察的宏观和中观指标验证看，**美国总体需求确实呈现下滑趋势，**

全球制造业PMI

制造业PMI	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08
全球	50.3	51.1	52.2	52.3	52.3	52.9	53.7	53.2	54.3	54.2	54.3	54.1	54.1
美国	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1	60.8	61.1	59.9
欧元区	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58	58.4	58.3	58.6	61.4
德国	49.1	49.3	52	54.8	54.6	56.9	58.4	59.8	57.4	57.4	57.8	58.4	62.6
法国	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7	54.7	57.2	55.5	55.6	55.9	53.6	55	57.5
意大利	48	48.5	50.9	51.9	54.5	55.8	58.3	58.3	62	62.8	61.1	59.7	60.9
澳大利亚	49.3	52.5	54	52.4	58.5	55.7	53.2	48.4	48.4	54.8	50.4	51.2	51.6
英国	47.3	52.1	52.8	54.6	55.8	55.2	58	57.3	57.9	58.1	57.8	57.1	60.3
日本	51.5	52.1	52.7	53.3	53.5	54.1	52.7	55.4	54.3	54.5	53.2	51.5	52.7
中国	49.4	49	50.2	49.6	47.4	49.5	50.2	50.1	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1
印度	56.2	56.4	53.9	54.6	54.7	54	54.9	54	55.5	57.6	55.9	53.7	52.3
巴西	51.9	54	54.1	54.2	51.8	52.3	49.6	47.8	49.8	49.8	51.7	54.4	53.6
俄罗斯	51.7	50.3	50.9	50.8	48.2	44.1	48.6	51.8	51.6	51.7	51.6	49.8	46.5
南非	51.9	46.9	49.3	54.9	48.3	59.2	58.7	53.3	51.6	64.1	58.3	56.7	56.2
越南	52.7	51.2	54	54.7	51.7	51.7	54.3	53.7	52.5	52.2	52.1	40.2	40.2

- 欧洲方面，周四晚间欧洲央行公布利率决议，拉加德在问答环节中表达较为鹰派，她表示：
 - **能源扰动，经济放缓：**“能源扰动巩固经济放缓，经济增长近期下行风险较大。”货币政策中的对经济增长的预测是基准情况，悲观情况包括能源供给中断与定量供给。基准情形2022-2024年年度经济增长为：3.1%、0.9%、1.9%，悲观情形：2.9%，-0.9%，1.9%。
 - **短期通胀将继续上行：**能源供给扰动是主要风险，但“通胀抬升同样来自弱势欧元”，“产能收缩也会抬升通胀”，“通胀短期仍然存在上行风险”。长期来看，预计2022-2024通胀回落路径为3.4%，3.9%，2.3%。
 - **利率未达中性水平，终端利率暂且未知：**“欧央行在向中性利率前进”，“可能还需要几次加息”，“加息终止可能仍需2-5次会议”。“终端利率暂且未知且我们不想过早评估”，“当我们接近终端利率加息幅度或不会有所下降，如果需要，我们会加息超过终端利率”。
- 美国方面，本周美联储发言官员均提及提前结束收紧周期的风险，主席鲍威尔于CATO研究所会议发言与前期相近，他表示：
 - **亟需稳定通胀预期：**“通胀高于目标越久风险越高，我认为我们应直接有力的对抗通胀直至完成任务”。“短期内时间紧迫，公众会开始将更高的通胀融入经济决策中，我们的工作确保不会发生那种情况。”
 - **将保持双重目标制度：**“劳动力市场仍然非常紧俏”，“劳动力需求仍然非常旺盛”，“我不认为我们会进入单一目标的制度。”
- **欧央行跟进联储加息或为挽救欧元。**能源危机扰动或带来货币贬值的自我强化机制：**能源成本上升——生产与产能收缩——进口上升——贸易逆差走阔——欧元走贬——输入性通胀——投机资本逃逸——欧元走贬**。欧央行目前大幅降息一方面旨在抑制部分需求以降温通胀，另一方面或能一定程度缓解利差所带来的资本流出对欧元的影响以尽可能缓解输入性通胀。货币政策对能源供给影响有限，这或已是欧央行短期内为数不多的有效操作之一。后续若欧元仍相对弱势且美联储保持激进加息，欧央行在面临严峻经济下行压力之下或仍将表现较为鹰派。届时，全球金融市场波动或将随之加剧。

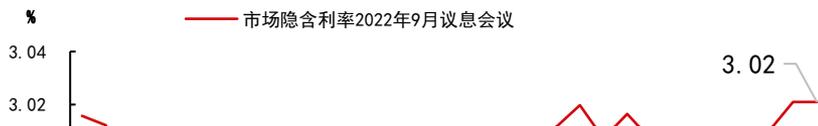
二、美国加息预期观测：联储提及加息风险的两面性

■ 本周美联储地方官员发言提及“加息风险的两面性”，发言人均未表示自己偏好的加息幅度：

- 9月7日，梅斯特表示“联储政策伴生的风险是两面的”，“市场应该关注利率趋势而非单次议息会议”，“我将在9月会议中决定我所偏好的加息幅度”；“我们的任务是策划经济活动放缓而非引发衰退”，“联储的目标并不是引发任何一个行业的衰退和损害”。
- 9月8日，美联储副主席布雷纳德“鹰”中藏“鸽”，其大部分发言重申了前期内容：“联储仍需抬升利率，货币政策需要保持一定时间的限制性”、“防范通胀预期的上升尤为关键”、“劳动力市场仍较为强劲”，在发言末尾她表示“在紧缩周期的某个时间点，风险将是两面的。紧缩的迅速和全球性，以及金融环境收紧影响总需求的节奏上的不确定性正在酝酿过渡紧缩的风险”。另外，新上任的波士顿联储主席科林斯表示“当前预测联储9月利率决议为时尚早”。

- 美联储褐皮书显示悲观经济预期。根据最新公布褐皮书，美国经济展望悲观，部分地区预计未来6-12个月需求将出现额外的走弱。物价：尽管大部分地区表示物价上升速度减缓，但其绝对值仍位于高位；消费：居民消费由可选向核心消费品转移，汽车销量疲软，8月消费需求继续降级；劳动力：就业有所增长但较缓，薪资整体走高，但增速回落且整体劳动报酬预期降温。

9月议息会议市场隐含利率回升



本周市场加息预期因非农升温幅度回调

