

2023年7月3日

国内政策预期提振风险偏好，关注政策兑现情况

——宏观月度策略报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758120
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

分析师：

顾森
从业资格证号：F3082395
投资咨询证号：Z0018858
电话：021-68757223
邮箱：gus@qh168.com.cn

分析师：

刘晨业
从业资格证号：F3064051
投资咨询证号：Z0018826
电话：021-68757223
邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，由于美国就业市场好于预期且核心通胀压力仍存，美联储6月暂停加息，但是美联储主席以及部分美联储官员暗示年内预计有两次加息，具体取决于数据，表态整体偏鹰。短期导致美元反弹，同时压制股市风险偏好。但是目前欧美经济数据大幅放缓可能再次引发市场对于衰退的担忧。后期继续关注经济、通胀情况以及美联储货币政策预期对市场的影响。国内宏观方面，国内经济复苏放缓，投资大幅弱于预期，房地产投资修复放缓、基建和制造业投资放缓，打压国内风险偏好，但是政策预期较强，目前央行已经兑现了降息预期，后续关注国内需求侧刺激政策。关注美联储货币政策以及月底政治局会议对国内市场造成的影响；同时关注国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

供需：需求方面，当前国外需求整体较弱，海外商品需求端对大宗商品支撑不强，铜等有色金属以及原油等商品价格短期受到压制。国内商品需求整体仍旧较弱，需求放缓且不及市场预期，短期对黑色等内需型商品价格有一定的压制，但是政策端的刺激预期提振市场偏好，后期等待政策端的兑现。**供给方面，**能源方面，欧洲能源危机缓解，天然气价格低位震荡；原油方面，OPEC+继续维持减产、但俄罗斯原油出口上升，抵消OPEC+减产的努力，对油价支撑不强，而且欧美需求放缓，压制原油价格。有色，欧洲电力成本依旧相对较高、需求低迷，生产仍旧低迷；国内产量增速保持高位，供应有所增加，但国内外需求放缓，有色整体偏弱。建筑材料，钢铁、沥青等开工率有所上升，但需求仍旧较弱，对价格有一定的压制。化工，开工率回升，生产有所加快，但需求弹性不大，整体偏弱。

大类资产配置：股市方面，国内经济复苏放缓、宽信用传导乏力，经济刺激预期消化后，等待政策兑现；债市方面，通胀走低，央行超预期降息、国内经济不及预期，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美国经济基本面相对强于欧元区，美元走强，国内复苏放缓，人民币短期承压。**大宗商品板块策略方面，**海外商品需求较弱，国内需求不及预期，政策刺激预期等待兑现。其中，**能源板块，**OPEC+减产、俄罗斯产量和出口上升；但全球需求放缓，原油低位震荡；**有色板块，**美元反弹，海外需求放缓，国内需求不及预期，有色短期受到压制，关注国内政策兑现情况；**贵金属板块，**美元短期反弹且全球风险偏好回暖，贵金属短期回调。**黑色板块，**虽基建、制造业以及地产需求现实较弱，但政策预期较强，黑色短期震荡。

风险因素：中美博弈加剧、国内刺激政策不及预期、流动性收紧超预期。

正文目录

1. 宏观：欧美经济通胀放缓，美联储鹰派暂停加息	4
1.1. 美欧通胀下行速度加快，核心通胀压力仍旧较大	4
1.2. 欧美经济继续放缓	4
1.3. 美联储鹰派暂停加息，7月大概率加息 25BP	5
1.4. 国内经济复苏放缓，人民币汇率短期贬值	5
2. 需求：欧美需求整体偏弱，国内需求不及预期	6
2.1. 海外商品需求继续放缓，整体偏弱	6
2.2. 国内商品需求仍旧较弱	8
2.2.1. 房地产销售放缓，投资仍旧偏弱	8
2.2.2. 基建投资继续放缓	9
2.2.3. 制造业投资继续小幅放缓	10
2.3. 国内消费继续高增但不及市场预期	10
2.4. 出口超预期回落，外需压力加大	11
3. 供给：欧美供应增速保持低位，国内有所上升	12
3.1. 国外商品供应增速继续放缓	12
3.2. 国内工业生产有所加快	12
3.3. 各行业开工有所回升	13
4. 2023 年 7 月大类资产及商品策略	14
4.1. 2023 年 7 月大类资产及商品板块策略	14
4.2. 2023 年 7 月具体品种策略	14

图表目录

图 1 天然气和原油价格低位运行	4
图 2 美国通胀回落放缓	4
图 3 欧美经济景气情况	5
图 4 美国薪资和消费情况	5
图 5 美联储 6 月维持利率不变	5
图 6 欧央行 6 月加息 25BP	5
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率短期承压	6
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI	7
图 10 美国制造业及商品订单	7
图 11 美国房屋销售大幅放缓	7
图 12 美国房地产市场景气度大幅下降	7
图 13 美国消费信心和消费支出数据	7
图 14 美国个人商品消费支出	7
图 15 国内经济景气程度	8
图 16 经济增长驱动力	8
图 17 房地产投资及资金来源	9
图 18 房屋销售面积、销售额数据	9
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据	9
图 20 国房景气指数	9
图 21 基建投资增速数据	9
图 22 建筑业景气度及订单	9
图 23 制造业投资趋势性放缓	10
图 24 目前制造业进入主动去库存阶段	10
图 25 社会零售总额同比数据	11
图 26 汽车及地产相关消费数据	11
图 27 中国进出口数据：以美元计	11
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	11
图 29 美国工业生产继续下降	12
图 30 欧洲工业生产持续低迷	12
图 31 欧美制造业产出继续放缓	12
图 32 美国进入主动去库阶段	12
图 33 国内工业生产	13
图 34 制造业生产 PMI	13
图 35 能源产量	13
图 36 钢材水泥等建材开工率	13
图 37 化工品开工率	14
图 38 有色金属产量	14

1. 宏观：欧美经济通胀放缓，美联储鹰派暂停加息

1.1. 美欧通胀下行速度加快，核心通胀压力仍旧较大

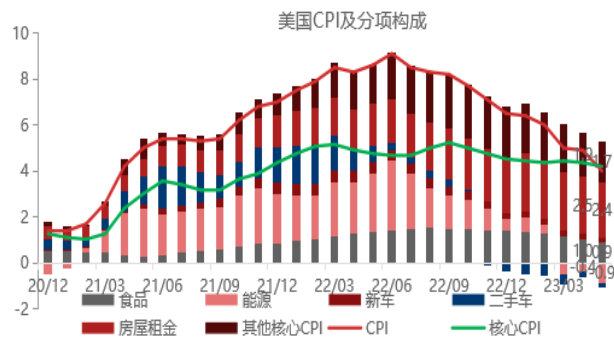
目前欧美通胀同步放缓，美国 5 月 CPI 4%，较上月下降 0.9%；核心 CPI 5.3%，前值 5.5%；4 月 PCE 4.4%，核心 PCE 4.7%，分别上升 0.2% 和 0.1%，美国整体通胀压力有所缓解，但核心通胀压力依旧较大。欧洲 6 月 CPI 降至 5.5%，较上月下降 0.6%，核心 CPI 5.4%，前值 5.3%，通胀继续下降，核心通胀依旧较强。一方面，欧盟对俄罗斯石油和天然气实施限价措施、对部分能源市场电力价格实施价格上限，欧洲各国天然气供应增加、需求下调，欧洲天然气价格持续偏弱运行。另一方面，由于全球经济持续放缓，需求下降，原油价格持续低位运行。由于能源价格的下跌，欧美能源通胀大幅缓解。但是美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平，但整体通胀由于能源以及二手车等大幅回落，美国通胀压力有所缓解。欧洲则主要由于能源成本大幅下降、通胀继续放缓，但核心通胀依旧较高。

图1 天然气和原油价格低位运行



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图2 美国通胀回落放缓

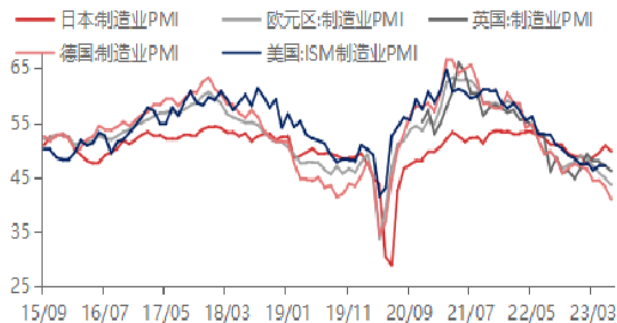


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 欧美经济继续放缓

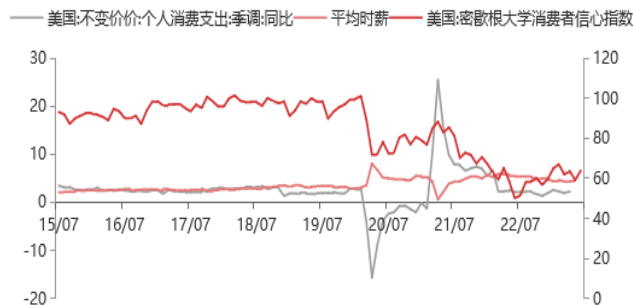
美国方面，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 46.3，预期 48.5，前值 48.4；Markit 服务业 PMI 初值为 54.1，预期 54，前值 54.9，服务业经济景气小幅回落。就业方面，美国 5 月新增非农就业人数 33.9 万人，预期 19 万人，前值 25.3 万人；失业率 3.7%，预期 3.5%，前值 3.4%。美国就业市场就业市场仍然偏紧。美国 5 月平均时薪同比 4.3%，前值 4.4%；环比 0.3%，前值 0.5%，薪资增速略有放缓，但依旧保持较高水平。目前美国劳动力市场整体仍旧紧张，就业--薪资--通胀螺旋上升循环仍存。消费方面，美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值为 63.9，预估为 60，前值为 59.2，5 月消费支出环比小幅增长 0.1%，消费几近停滞。目前由于美国经济整体较好、核心通胀压力仍存，美联储 7 月加息概率仍旧较高。欧洲方面，欧元区 6 月制造业 PMI 初值降至 43.6，预期 44.8，前值 44.8，服务业 PMI 下降至 52.4，预期 54.5，前值 55.1，Markit 综合 PMI 初值降至 50.3，预期 52.5，前值 52.8；欧元区 6 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速整体大幅放缓。但鉴于当前的经济和通胀情况，欧央行加息预期仍存，但表态略有软化。

图3 欧美经济景气情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美国薪资和消费情况

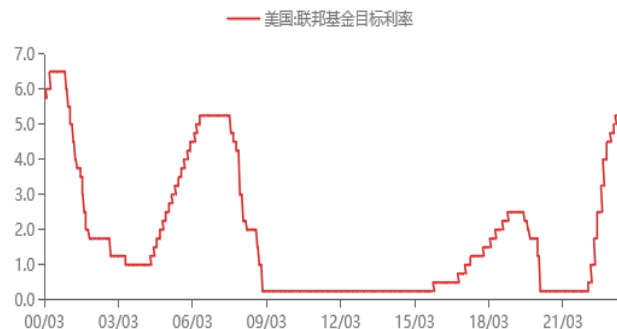


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 美联储鹰派暂停加息，7月大概率加息25BP

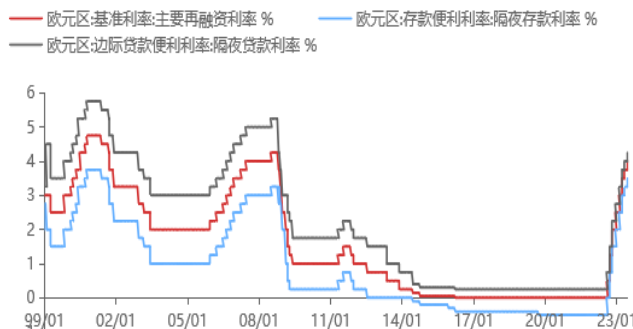
美联储方面，美联储6月暂停加息，维持利率为5.00%-5.25%区间。美联储官员一致同意维持利率在5%-5.25%水平，保持利率不变将能够评估更多的数据、继续出售国债和MBS计划。对于利率前景，今年点阵图中值预期上升50BP至5.6%，暗示再加息两次，到明年底将降息4~5次、鲍威尔表示不应将六月的暂停称为“跳过加息”，将根据数据逐次会议作出决策、今年降息是不合适的，讨论过在未来几年降息。对于通胀前景，通胀已经有所缓和，但仍处于高位、达到2%的目标还有很长的路要走、只看到了服务业通胀回落的“早期迹象”、核心PCE方面没有看到太多进展，希望看到这一数据明显下降。对于经济前景，下调2023年底失业率预期中值至4.1%、上调美国2023年底GDP增速预期中值至1.0%、家庭和企业信贷状况收紧可能会对经济活动、招聘和通胀造成压力，但影响程度不明、劳动力市场逐渐降温可能有助于经济实现软着陆。当前由于美国就业市场好于预期且核心通胀压力仍存，美联储6月暂停加息，但是美联储主席以及部分美联储官员暗示年内预计有两次加息，具体取决于数据，表态整体偏鹰。

图5 美联储6月维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图6 欧央行6月加息25BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.4. 国内经济复苏放缓，人民币汇率短期贬值

经济方面，中国4月中下旬开始，国内经济复苏动能开始放缓，制造业PMI重新回落至荣枯线下方，5月制造业PMI进一步下降，经济复苏动能进一步放缓，投资大幅弱于预期，房地产投资修复放缓、基建和制造业投资放缓，国内经济内生动能仍旧较弱。

通胀方面，短期国内通胀下行压力较大，央行进一步降息，导致人民币汇率持续承压，国内股市和大宗商品市场短期回调或者下跌。

宽信用方面，国内货币政策持续宽松，但是由于国内经济复苏放缓，宽信用过程受阻；此外稳经济政策效果逐步消退，宽信用动能进一步减弱，国内宽货币向宽信用传导乏力，需要信用端政策进一步出台。

汇率方面，近期人民币汇率持续承压。外部因素是由于美元短期走强，人民币被动承压；内部因素是国内经济复苏不及预期，货币政策有进一步超预期宽松，加大人民币汇率压力。由于人民币持续承压，人民币资产吸引力下降，国内风险资产短期回调。

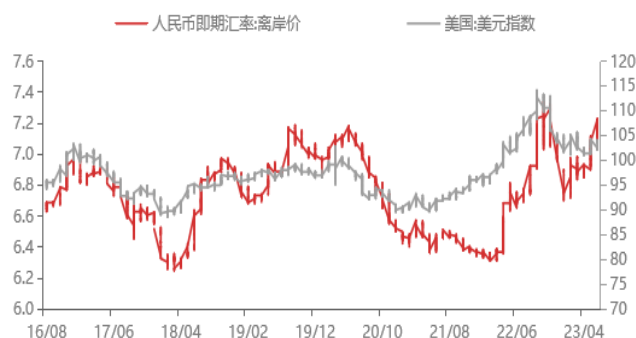
展望 7 月，关注美联储货币政策以及月底政治局会议对国内市场造成的影响；同时关注国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

图7 国内股市走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图8 人民币汇率短期承压



资料来源：东海期货研究所，百年建筑网

整体来看，海外宏观方面，由于美国就业市场好于预期且核心通胀压力仍存，美联储 6 月暂停加息，但是美联储主席以及部分美联储官员暗示年内预计有两次加息，具体取决于数据，表态整体偏鹰。短期导致美元反弹，同时压制股市风险偏好。但是目前欧美经济数据大幅放缓可能再次引发市场对于衰退的担忧。后期继续关注经济、通胀情况以及美联储货币政策预期对市场的影响。国内宏观方面，国内经济复苏放缓，投资大幅弱于预期，房地产投资修复放缓、基建和制造业投资放缓，打压国内风险偏好，但是政策预期较强，目前央行已经兑现了降息预期，后续关注国内需求侧刺激政策兑现情况。关注美联储货币政策以及月底政治局会议对国内市场造成的影响；同时关注国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

2. 需求：欧美需求整体偏弱，国内需求不及预期

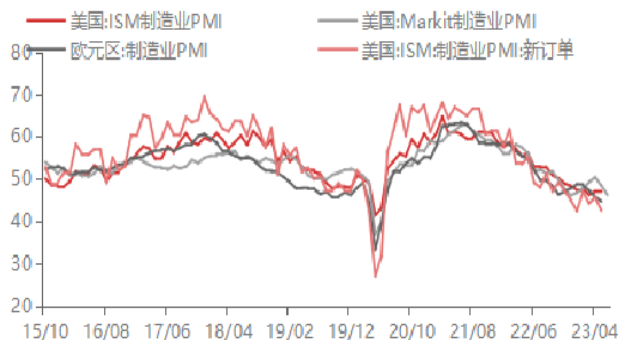
2.1. 海外商品需求继续放缓，整体偏弱

由于欧美通胀仍旧较高，商品需求整体偏弱。制造业方面，美国 6 月 Markit 制造业 PMI 46.3%，下降 2.1；欧元区制造业 PMI 43.6%，下降 1.2%；欧美制造业景气整体小幅下降，商品需求继续放缓且弱于预期；欧美 5 月制造业新订单需求也小幅下降，其中美国 5 月整体较弱；此外，美国仍处于主动去库存阶段。房地产方面，6 月美国房贷利率有所上升，但 6

月美国住房市场指数 55，前值 50，房地产景气度连续 6 个月回升；新屋和成屋销售大幅改善，对经济的支撑作用逐步增强。汽车方面，由于汽车贷款利率持续较高，汽车销售持续较弱。

消费方面，由于美国就业市场仍旧较为强劲，消费潜力和能力仍旧保持较高水平。美国 5 月个人消费实际支出同比 2.08%，环比 0.1%。其中，耐用品环比-1.17%，同比 2.41%；非耐用品环比 0.03%，同比 0.38%；服务消费环比 0.17%，同比 2.57%。5 月零售环比 0.3%，增速有所提升。美国消费支出短期放缓，其中服务消费依旧较为强劲，商品消费短期回落。

图9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI



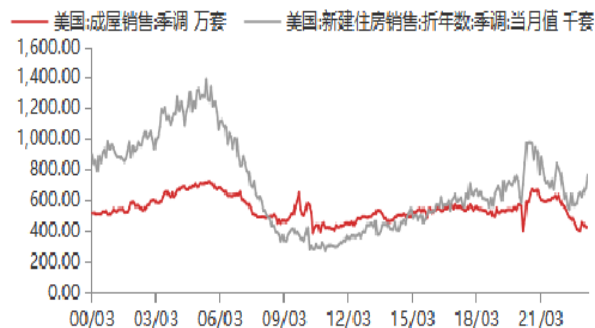
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图10 美国制造业及商品订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图11 美国房屋销售大幅放缓



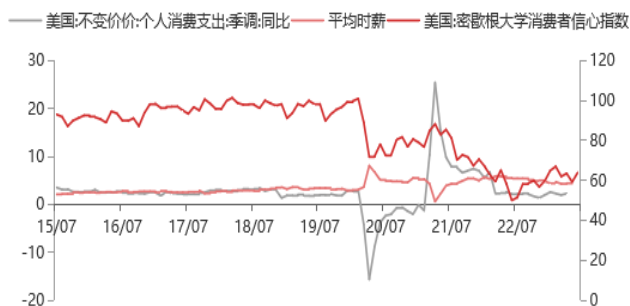
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图12 美国房地产市场景气度大幅下降



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图13 美国消费信心和消费支出数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图14 美国个人商品消费支出

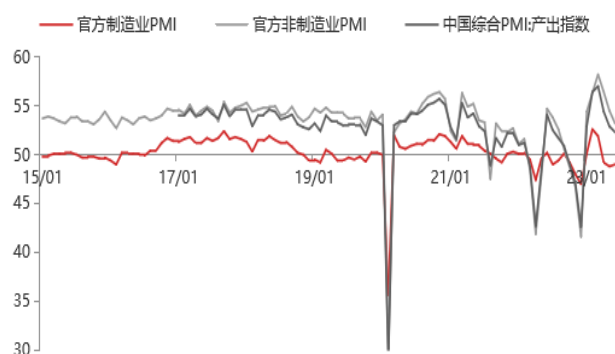


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内商品需求仍旧较弱

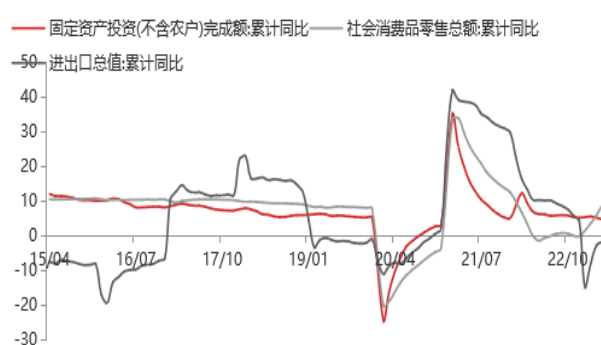
中国6月官方制造业PMI为49%，非制造业PMI为53.2%，综合PMI为52.3%，前值52.9%。制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别高于上月0.2、低于上月1.3和0.6个百分点，我国经济景气水平有所回落。但制造业PMI略有回升，商品需求仍旧偏弱，但有所回升。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中1-5月固定资产投资累计同比4%，较4月下降0.7个百分点；消费同比增长9.3%，较1-4月上升0.8个百分点；1-4月进出口同比-2.8%，较1-4月扩大0.9个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，投资基建、制造业继续，且房地产投资修复偏慢；外贸出口超预期下降、整体拖累经济；消费延续复苏，对经济的拉动增强。

图15 国内经济景气程度



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图16 经济增长驱动力



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.1. 房地产销售放缓，投资仍旧偏弱

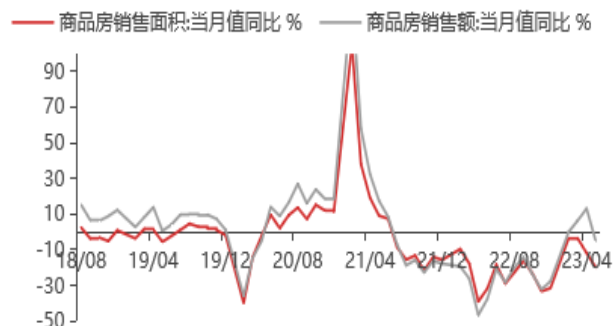
5月商品房销售面积同比增长-19.2%，降幅较前值扩大7.9个百分点，商品房销售额同比增长-4.8%，较前值下降18个百分点，房地产销售有所放缓。房地产开发资金来源方面，5月当月同比增长-9.1%，下降9.9%，资金来源大幅放缓；房地产开发投资同比增长-21.5%，降幅较前值扩大5.3个百分点，房地产投资仍旧偏弱。5月新开工面积同比增长-28.5%，较前值扩大0.2%，施工面积同比增长-36.3%，降幅较前值缩窄9.4%，竣工面积同比增长24.5%，较前值下降12.7%；竣工端仍旧相对较强。目前由于居民购房信心有所减退，房地产销售有所放缓，房地产资金来源压力仍旧相对较大，房地产投资修复继续放缓；房地产竣工有国家“保交楼”政策的推进落实支持，竣工情况仍旧相对较好；但新开工受房企资金问题仍旧较重和企业拿地情况不佳等原因整体修复较慢。目前房地产市场修复动力不强，需要国家政策的进一步刺激和居民部门信心的回升和加杠杆。

图17 房地产投资及资金来源



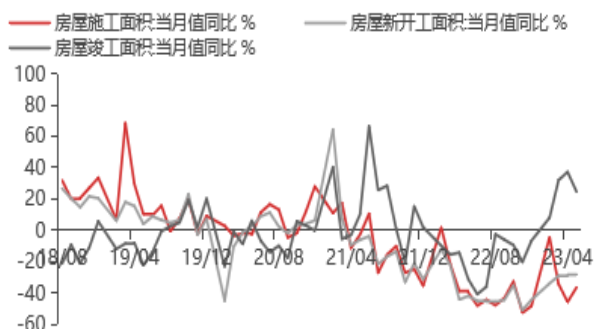
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图18 房屋销售面积、销售额数据



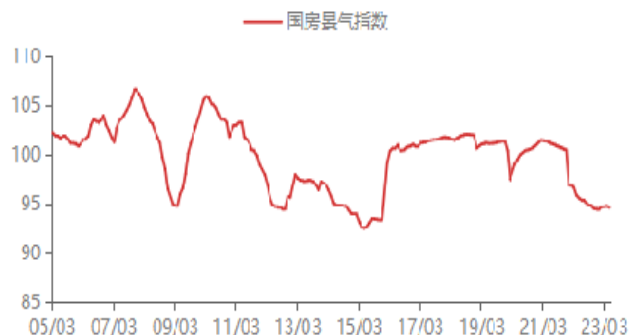
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图19 房屋新开工、施工、竣工数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图20 国房景气指数



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

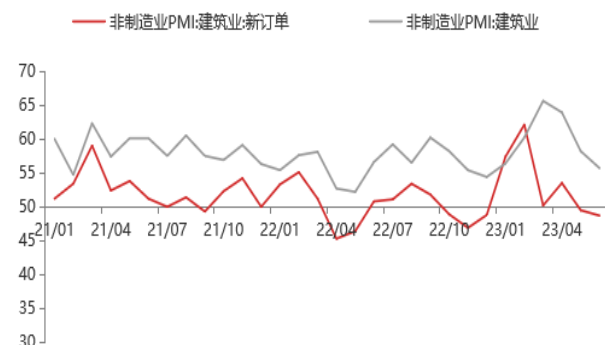
2.2.2. 基建投资继续放缓

5月基建投资4.9%，前值7.9%，较前值下降3%，基建投资增速继续放缓。随着国内进入开工旺季，但是一方面由于节后国内基建项目集中开工，资金需求较大；另一方面由于专项债发行偏慢以及地方政府政府性基金收入大幅不及预期导致地方政府收入不及预期，基建项目资金短期较为紧张，在一定程度上影响基建投资，导致基建投资增速继续放缓。从建筑业景气度来看，6月建筑业PMI55.7%，前值58.2%，下降2.5%，景气度继续回落，但依旧保持较高景气；建筑业新订单48.7%，前值49.5%，下降0.8%，短期订单继续下降，需求端短期继续下降。后期关注国家政策、房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图21 基建投资增速数据



图22 建筑业景气度及订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

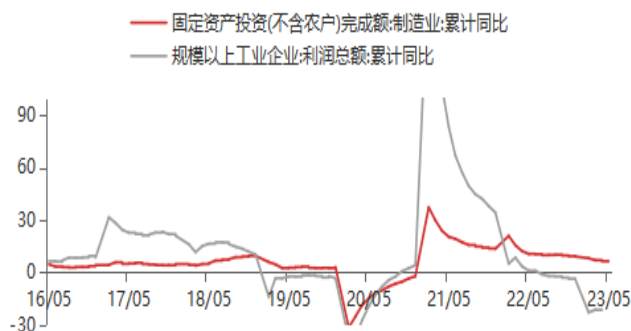
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资继续小幅放缓

5月制造业投资同比 5.1%，前值 5.3%，较前值下降 0.2%，整体继续小幅回落。目前国家大力发展投资高科技行业，高科技行业整体维持高景气水平，专用设备、汽车业、计算机、通信等高技术产业投资依旧保持较高增速；虽然短期由于国内复苏预期回升，企业投资信心回暖，企业投资意愿上升；但是由于目前国内仍处于去库存周期，周期性行业投资继续放缓，拖累整体制造业。其中，存货投资方面，5月工业企业产成品存货同比 3.2%，较上月下降 2.7%，制造业处于主动去库存阶段。资本开支投资方面，5月工业企业利润增速同比增长 -18.8%，收窄 1.8%，企业业绩下降影响未来资本开支意愿。

未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖和信心回暖，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；但是，另一方面，目前国外需求增速整体呈回落趋势，国内外进入去库存阶段，制造业投资动力可能较弱，拖累整体投资。

图23 制造业投资趋势性放缓



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图24 目前制造业进入主动去库存阶段



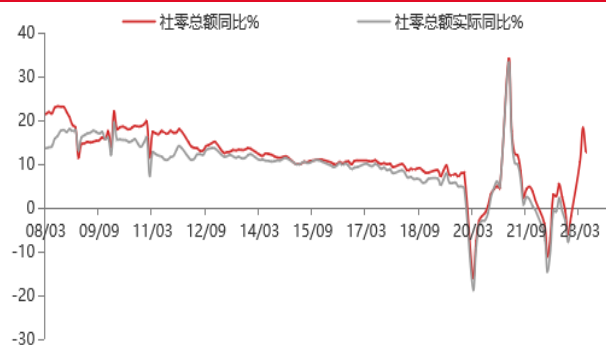
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.3. 国内消费继续高增但不及市场预期

5月份，社社会消费品零售总额同比增长 12.7%，预期 13.6%，前值 18.4%，较前值回落 5.7 个百分点。一方面是由于去年同期疫情因素导致基数效应较低。另一方面由于汽车、餐饮、纺织服装、通讯器材、金银珠宝、体育娱乐等消费大幅回升所。

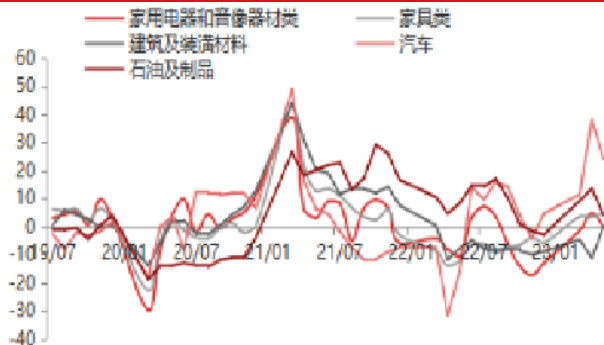
其中汽车消费同比增长 24.2%，餐饮收入同比增长 35.1%，服装、鞋帽等消费同比增长 17.6%，通讯器材类消费同比增长 27.4%，金银珠宝类消费同比增长 24.4%，体育、娱乐用品类消费同比增长 14.3%。但是家电和建筑及装潢类材料等与地产相关消费仍旧是拖累，其中家用电器和音像器材类消费同比增长 0.1%，建筑及装潢材料类消费同比增长-14.6%。目前来看，消费复苏方向不变，但是消费结构仍然分化。餐饮、旅游等服务消费复苏强劲，房地产相关商品消费整体较弱。

图25 社会零售总额同比数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图26 汽车及地产相关消费数据

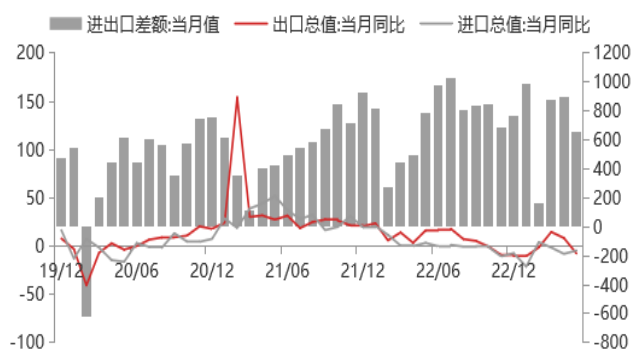


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4. 出口超预期回落，外需压力加大

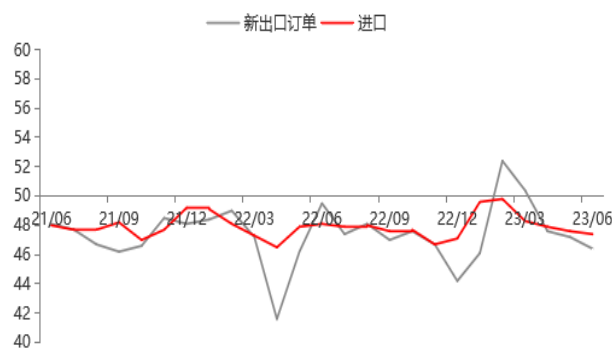
中国5月进出口总额（以美元计）5011.9亿美元，同比下降6.2%，前值为1.1%，下降7.3%。其中，出口2835亿美元，同比下降7.5%，预期下降1.8%，前值增长8.5%，下降16%，大幅不及市场预期；进口2176亿美元，同比下降4.5%，预期下降8%，前值下降7.9%，降幅收窄3.4%；贸易顺差658.1亿美元，预期954.5亿美元，前值902.1亿美元。整体呈衰退式顺差。从进出口订单来看，6月新出口订单46.4%，较上月下降0.8%；进口订单47%，较上月下降1.6%，进出口订单增速继续放缓。目前进出口同步走弱，国内呈衰退式顺差。未来随着欧美经济进一步放缓，出口增速或继续回落，但对东盟及一带一路沿线国家出口增长以及新出口增长动能对国内整体出口形成一定的支撑；而且复苏结构以消费复苏为主，投资继续放缓，商品需求回复偏慢，以及进口价格同比增速较低，预计进口短期将继续维持低增速，净出口或对经济有一定的拖累。

图27 中国进出口数据：以美元计



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图28 中国制造业PMI 进出口分项



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，外需方面，虽然海外经济整体仍具韧性，但欧美制造业景气及需求整体继续放缓，商品消费整体偏弱；国内出口订单下降，外需相对较差，外需对大宗商品需求支撑较弱。内需方面，当前制造业投资需求以及基建投资需求对内需支撑有所减弱，进一步放缓；5月房地产市场进一步放缓，实际投资需求修复仍旧较慢；基建项目因资金问题，推进较慢，商品需求整体继续放缓；短期对螺纹热卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格支撑减弱。对商品价格影响方面，当前国外需求整体较弱，海外商品需求

端对大宗商品支撑不强，铜等有色金属以及原油等商品价格短期受到压制。国内商品需求整体仍旧较弱，需求放缓且不及市场预期，短期对黑色等内需型商品价格有一定的压制，但是政策端的刺激预期提振市场偏好，后期等待政策端的兑现。

3. 供给：欧美供应增速保持低位，国内有所上升

3.1. 国外商品供应增速继续放缓

工业生产方面，5月美国原材料、制造业、采矿业生产小幅下降，产能利用率小幅下降；且仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于成本原因继续维持低位增长。库存方面，美国商品需求持续放缓，美国原材料和制造业处于主动去库阶段，整体利空商品价格。

行业方面，能源方面，一方面随着欧洲天然气供应渠道的增加，欧洲能源危机缓解；另一方面，全球煤炭价格下降以及需求放缓，导致天然气价格下降，欧洲天然气价格持续偏弱。原油方面，虽然 OPEC+超预期减产，但是欧美经济继续放缓，需求下降，原油价格持续低位震荡。

图29 美国工业生产继续下降



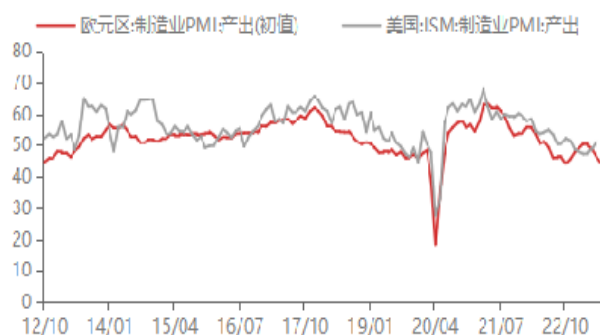
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图30 欧洲工业生产持续低迷



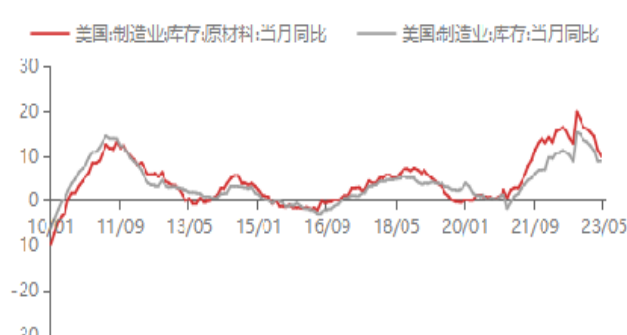
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图31 欧美制造业产出继续放缓



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图32 美国进入主动去库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.2. 国内工业生产有所加快

工业生产方面，5月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.5%，预期3.6%，前值5.6%，较前值下降2.1个百分点，主要由于终端需求放缓，工业企业开工率普遍下调。分三大门类

看，5 月份，采矿业增加值同比下降 1.2%，制造业增长 4.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。由于采暖季逐步结束以及需求放缓，煤炭等采矿业生产有所放缓；制造业由于国内外需求放缓，制造业等工业生产继续放缓，但是汽车制造业、电器机械和器材制造业同比录得 23.8% 和 15.4% 的大幅增长。随着国内经济复苏步伐放缓，工业生产增速可能跟随放缓。6 月份，制造业生产 PMI 50.3%，较前值 49.6% 上升 0.7%，制造业生产有所回升；此外，6 月工厂开工率有所回升，目前国内生产整体有所加快。

图33 国内工业生产



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图34 制造业生产 PMI

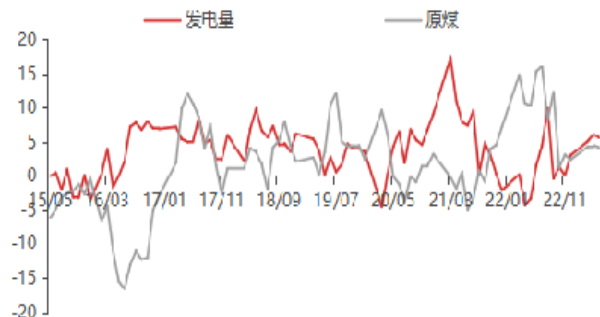


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工有所回升

能源方面，5 月原煤产量同比 4.2%，下降 0.3%；发电量同比 5.6%，下降 0.5%。建材方面，5 月钢材产量同比-1.3%，下降 6.3%；水泥-0.4%，下降 1.8%；沥青 0.36%，上升 0.39%。6 月全国高炉开工率、沥青开工率底部回升，供应上升。化工方面，5 月液化石油气 6.35%，下降 9.2%；塑料制品 3.3%，下降 3.9%；6 月 PTA、MEG、聚酯聚合、PE、甲醇以及纯碱等开工率有所回升。有色方面，5 月十种有色金属同比 5.1%，下降 1%；铜材 10.2%，下降 2.2%。有色产量增速继续保持较高水平。国内供给方面，建材、有色、化工在 6 月开工率均有所回升；6 月随着国内商品需求预期有所抬升，国内开工有所上升，供给整体有所上升。

图35 能源产量



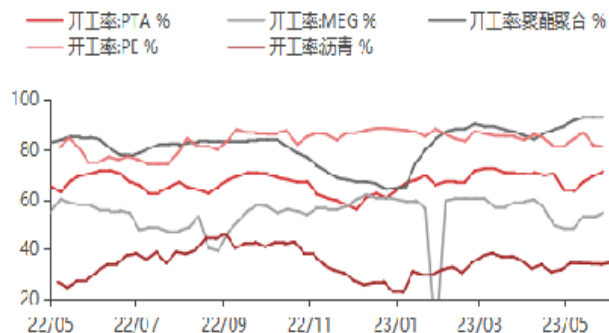
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图36 钢材水泥等建材开工率



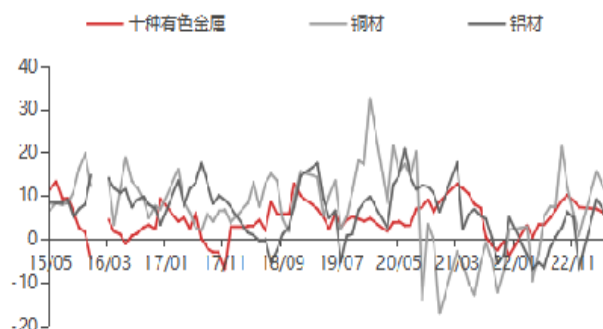
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图37 化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图38 有色金属产量



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外供给方面，欧洲天然气供应增加，能源危机缓解；但是工业生产由于能源成本依旧较高、需求较弱，工业生产持续低迷。美国由于需求整体较弱，工业生产整体放缓；但消费需求增速放缓，工业品紧张局面基本缓解。国内供给方面，建材、有色、化工在6月开工率均有所回升；6月随着国内商品需求预期有所抬升，国内开工有所上升，供给整体有所上升，但由于需求仍旧偏弱，供应整体较为充裕。对商品价格影响方面，能源方面，欧洲能源危机缓解，天然气价格低位震荡；原油方面，OPEC+继续维持减产、但俄罗斯原油出口上升，抵消OPEC+减产的努力，对油价支撑不强，而且欧美需求放缓，压制原油价格。有色，欧洲电力成本依旧相对较高、需求低迷，生产仍旧低迷；国内产量增速保持高位，供应有所增加，但国内外需求放缓，有色整体偏弱。建筑材料，钢铁、沥青等开工率有所上升，但需求仍旧较弱，对价格有一定的压制。化工，开工率回升，生产有所加快，但需求弹性不大，整体偏弱。

4. 2023 年 7 月大类资产及商品策略

4.1. 2023 年 7 月大类资产及商品板块策略

一方面由于欧美核心通胀压力仍存，美联储官员表态持续偏鹰；另一方面，美国经济相对强于欧元区，欧央行偏鹰立场略有软化，美元走强。国内经济复苏放缓，呈消费强、投资偏弱结构，压制风险偏好。

因此，股市方面，国内经济复苏放缓、宽信用传导乏力，经济刺激预期消化后，等待政策兑现；债市方面，通胀走低，央行超预期降息、国内经济不及预期，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美国经济基本面相对强于欧元区，美元走强，国内复苏放缓，人民币短期承压。大宗商品板块策略方面，海外商品需求较弱，国内需求不及预期，政策刺激预期等待兑现。其中，能源板块，OPEC+减产、俄罗斯产量和出口上升；但全球需求放缓，原油低位震荡；有色板块，美元反弹，海外需求放缓，国内需求不及预期，有色短期受到压制，关注国内政策兑现情况；贵金属板块，美元短期反弹且全球风险偏好回暖，贵金属短期回调。黑色板块，虽基建、制造业以及地产需求现实较弱，但政策预期较强，黑色短期震荡。

4.2. 2023 年 7 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	需求疲弱 VS 政策预期, 7 月钢材价格或区间震荡	1. 传统需求淡季到来, 7 月将继续呈现高供给, 低需求得格局。 2. 政策强预期一直存在, 包括宏观政策加码预期, 粗钢平控预期等。	需求超预期恢复, 钢材供应大幅回落	单边策略: 区间震荡, 运行区间 3550-3800; 节奏先强后弱
铁矿石	铁水产量高位, 价格震荡偏强	1. 铁水产量持续高位 2. 外矿发货量及到港量均持续回升 3. 粗钢平控预期一直存在	外矿发货不及预期	单边: 铁矿关注 850 以上沽空机会
原油	短期 75 中枢小幅转强, 长期偏弱	1. 成品油消费数据尚可, 进料情况良好。 2. 俄罗斯出口平稳, 沙特减产开始。 3. 年内联储政策仍偏向加息, 宏观逻辑影响仍然是主要逻辑, 油价上行驱动难现。	联储年内加息预期继续走强、俄乌冲突出现结果俄罗斯供给流出、OPEC 增加减产额度, 伊朗出口回归	短期月差轻仓多配
PTA	5500 中枢震荡	1. 终端需求继续保持高位, 但边际走弱迹象仍然存在。 2. 后期芳烃海外调油需求将走弱, PX 随装置上马后可能小幅宽松。 3. PTA 供应近期增加, 基差明显走弱, 流动性相对过剩, 更多仅依靠盘面情绪进行抬升。	需求预期继续调低导致原油端大幅走弱、终端需求强势逐渐停滞	绝对价轻仓试空
乙二醇	3900-4300 区间震荡	1. 煤价继续走低, 成本支撑继续坍塌, 煤制开工走高, 但空间已经相对有限。 2. 下游需求水平持续保持高位, 有走弱风险。	终端需求走弱、煤价继续大幅走弱	区间震荡, 卖宽跨式期权
橡胶	震荡走强	1. 厄尔尼诺问题在慢慢发酵, 临近 RU 主力换月, 01 合约在供应端的可炒作性上升。 2. 需求端给到的反馈虽然没有超预期增量, 但同样的, 需求端同样也没有明显走弱的迹象。 3. 收储潜在背书, 下跌困难。	产区物候突变、宏观系统性风险、收储等等	单边: RU2401 逢低做多 套利: 非标正套全部平仓 场外: 卖出 RU2401 一个月执行价格为 12800 元/吨的看跌期权
甲醇	震荡修复	1. 美联储加息情况、国内政策预期炒作等, 宏观利好尚未能证伪, 市场情绪阶段性推升商品价格, 7 月政治局会议之前或仍据炒作价值。 2. 基本上甲醇投产和供应回归导致国产供应偏宽松, 但进口预期下调, 缓解一定压力, 需求端维持偏弱状态, 下游烯烃装置投产和开车预期预计成为炒作的下一个热点, 库存水平不高, 当前成本利润亏损, 估值偏低。 3. 6 月价格触底企稳或预示继续下行空间受限。方向上基本判断为利空兑现, 价格企稳, 震荡修复, 配合宏观和基本面的炒作点有阶段性的价格脉冲式弱反	成本坍塌、MTO 装置停车, 进口超预期。宏观、原油, 疫情、政策风险等。	脉冲式短多, PP-3MA 价差缩小。

		弹。		
聚烯烃	震荡偏弱	1. 投产周期，走向过剩。PP 投产集中导致 09 合约压力较大。下游面临需求淡季。今年下游需求虽然环比保持一定增速，但远低于产能释放速度。分品种来看,PP 下游需求要弱于 PE。 2. 低价去库情况尚可。但需求弹性较大，价格上涨受到压制。7 月 PP 供需增减压压力较大，PE 检修维持高位，无新增投产，基本面尚可。 3. 成本利润方面来看，原油价格偏弱，PE 估值偏高，对装置运行影响不多，PP 成本利润亏损程度较深意外检修或增多	装置、进口。原油、宏观、疫情、政策等	多 L 空 PP 长期逻辑，做缩 09 合约 PP-3MA 价差
铜	震荡偏强	1. 国内弱复苏但强预期，会议前难证伪。 2. 美通胀放缓，紧缩预期反复，就业和经济有韧性 3. 铜精矿宽松。冶炼厂检修抵消部分新产能投放。传统领域耗铜尚可，空调高排产；新能源耗铜贡献增量。 4. 全球精铜库存偏低。	美联储紧缩超预期、国内刺激政策不及预期	月间正套
镍	弱勢震荡	1. 新增纯镍产能逐渐兑现。 2. 华友电积镍注册，沪镍交割品扩容。 3. 镍板现货逢低采购；不锈钢消费淡季；印尼镍铁回流，价格承压；转产电积镍带动硫酸镍需求，但三元前驱体对价格接受有限，后期仍有供给压力。	增产不及预期、累库不及预期	观望
不锈钢	震荡偏弱	1. 不锈钢厂排产仍高位；新增产能逐渐落地，后期有供给压力。 2. 消费淡季，贸易商及终端现货采购偏弱，社库去库放缓。 3. 成本端，印尼镍铁回流，价格承压；国内高铬供应增加，青山 7 月高铬长协采购价下跌。	消费超预期、减产超预期	逢高沽空
铝	震荡偏弱运行	1. 宏观：关注美国 7 月份的各项经济数据、美联储利率决议，国内留意增量政策的出台。 2. 基本面：云南电解铝厂预计在 8 月底复产 131 万吨，运行产能修复至 460 万吨；铝锭进口窗口打开；铝消费逐渐向淡季过渡，铝锭去库明显放缓、但库存仍在低位，铝棒累库明显。 3. 综上，预计沪铝价格震荡偏弱运行。	1.国内出台增量政策；2.云南、四川水电供应不稳定	单边：在压力位做空为主 跨期套利：在未出现累库的前提下开立正套
锡	震荡上行	1. 宏观：关注美国 7 月份的各项经济数据、美联储利率决议，国内留意增量政策的出台。 2. 基本面：部分炼厂已进入检修但秘而不宣，预计将在 7 月宣布以配合缅甸停矿、推高价格；进口亏损扩大导致 7 月进口锡或存在减量；消费暂无好转，下游或在缅甸停矿落地前逢低采购补库。 3. 综上，沪锡价格或在震荡后上行。	加息诱发恐慌情绪、矿端扰动证伪	单边：逢支撑位、回调位做多
锌	基本面支撑不足，沪锌整体弱势运行	1. 国内精炼锌供应保持平稳。当前国内外锌矿加工费保持平稳，国内炼厂生产尚有利润，故多数炼厂依然保持较高的生产水平。 2. 消费需求仍旧呈现疲软状态，市场对消费端预期较弱终端落地情况不佳，房地产新开工施工面积持续负	产量释放，地产恢复不及预期	单边观望

		增长，基建项目落地缓慢，终端对锌价支撑有限。		
黄金/白银	偏弱	1. 美联储 7 月议息会议释放信号或偏鹰，长期美国国债及 TIPS 收益率仍偏高。 2. 传统分析框架下贵金属价格仍有高位回调风险。	美联储鹰派不及预期	多金银比价持有
玻璃	震荡	1. 基差较高主力合约价格估值偏低，但现货端库存水平偏高需求未有好转，或通过现货下行完成基差回归。 2. 主力合约处高价成本线，下行空间亦相对较小。	地产需求或政策预期超预期变化	区间操作为主
纯碱	震荡	1. 基差较高主力合约价格估值偏低，但现货端大产能投放持货心态偏弱需求一般，或通过现货下行完成基差回归。 2. 主力合约略高于氨碱成本线，中期产量增量有限情况下，下行空间或相对较小。	远兴装置投产及碱厂夏季检修预期变化	区间操作为主
工业硅	偏弱	1. 基差较低主力合约价格估值偏高。 2. 现货端高库存压力未减需求弱势驱动偏向下，期价有下行空间，或通过期货价下行完成基差回归。	主产区供应端扰动加大	逢高沽空
国债	政策扰动持续，区间震荡不改。	1. 市场对经济走弱反应钝化，且政治局会议将至，数据走弱会加强政策期待，持续扰动债市。 2. 央行仍将维持流动性偏松，但短期内进一步宽货币的可能性小，难以支撑收益率下行。 3. 在弱现实制约下，收益率中枢还不至于趋势上行。 4. 债市或继续震荡，政策预期波动仍会导致回调。	宽信用政策超预期，资金面波动超预期，金融监管收紧超预期。	十债新的震荡区间 2.65%-2.75%。下阶段长端压力大于短端，关注做陡曲线机会。
股指	稳增长窗口期，择机底部布局。	1. 短期内政策预期尚模糊，全球地缘局势及货币当局政策均存不确定性，A 股可能继续波动。 2. 从中长期来看，经济走弱强化政策预期，考虑到 A 股已处估值、业绩历史底部，总体方向仍是向上修复的。 3. 短期内符合热门概念和产业政策的科技成长赛道仍强。	稳增长政策不及预期，流动性收紧超预期，地缘关系恶化超预期。	逢低做多 IM。
豆粕	空	1. 6 月油厂大豆和豆粕增库不及预期，后期压力后置导致的累库风险较高。 2. 7 月美豆作物前景改善可期，美豆天气升水外溢，豆粕成本下行压力终究会兑现。 3. 短期由于产区降雨系统并不稳定，且 7 月 USDA 报告单产向下微调的可能性也比较高，关注豆粕在 7 月上旬的空配机会。	美豆产区干旱加剧	高空 M01
油脂	空	1. 国内油脂供需宽松，棕榈油成本支撑、菜油供应缩减及地区收储提振，以及豆油获得美豆的升水溢价将是 7 月主要的利多题材，此外，人民币贬值对油脂的利多将继续给予多头更多信心。 2. 7 月预计随着马棕增产兑现，国内外油脂顶部将逐渐形成。	菜油收储、马棕减产	观望
生猪	震荡	1. 7 月生猪阶段性供给压力减轻，短期猪粮比存在触发收储条件的概率非常大，集团厂惜售情绪有望增加。 2. 随现货价格企稳，二育入场概率也在增加，底部价格将逐步清晰。	收储、二育，高温季节集中出栏抛售	LH11 多头分批建仓

玉米	震荡	1. 贸易库存低，市场供应整体偏紧；养殖及深加工利润持续亏损，下游需求改善空间有限。 2. 7 月玉米供需双弱，然而进口到港增多、芽麦替代和定向稻谷拍卖将限制玉米上涨空间。	小麦市场冲击、定向稻谷投放、产区天气	高空 C01
白糖	震荡偏弱	1. 国外宏观加息衰退预期增强，且巴西已进入压榨高峰期，原糖价格承压将继续增加国内悲观预期，且国内高价糖消费依然受限，白糖的顶部价格确认。 2. 7 月随进口利润将逐步改善，且消费旺季国内抛储预期增强，白糖价格有望出现下跌行情。	巴西产区天气、出口物流、抛储	高空 SR01
棉花	震荡偏强	1. 国内基于新季减产及下半年需求恢复预期，中长期偏强预期不变。 2. 7 月宏观空头氛围或加重，且美棉种情良好，ICE 美棉或维持弱势震荡格局，国内棉花生长天气政策，且淡季需求略显疲态，成品类库。 3. 此外抛储传闻扰动较多，预计 7 月棉花将阶段性走弱。	减产、抛储	观望

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn