投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1771号

2024年7月1日

美联储降息预期整体降温，美元持续偏强

——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

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，由于美国经济加快回暖、通胀较高、美联储降息预期整体降温。但是短期通胀以及消费和劳动力等部分经济数据放缓，有助于提振全球风险偏好。而且美联储官员频频放鹰、欧元走弱推升美元进一步走强，导致能源、贵金属、有色等国际大宗商品价格短期有一定的压力。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，国内经济复苏有所放缓，消费短期有放缓的迹象，但投资逐步继续回升、基建投资加速、出口改善，对经济有一定的支撑。但是，国内资本市场政策负面影响显现，国家地产刺激政策短期并未有明显的效果，以及中欧贸易摩擦风险，短期对国内股市和人民币汇率有较大的压力。中期关注继续国内地产政策刺激效果、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，当前国外需求继续回暖，海外商品需求端整体回暖对大宗商品有一定的支撑，铜等有色金属以及原油等商品价格受到一定的支撑。国内商品需求整体回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，但是目前房地产政策效果并不是特别明显，短期对市场需求预期和市场情绪提振不强，中期继续房地产政策效果和实际需求情况。**供给方面**，海外供给方面，欧洲天然气供应增加以及需求增长仍旧偏慢，天然气价格整体偏弱；工业生产由于能源成本依旧较高、需求回升不强，工业生产持续低迷。美国由于需求有所回升，工业生产整体有所加快。国内供给方面，有色、化工、钢材在6月开工率整体有所上升，建材开工率有所下降；6月以来国内商品需求有所回升，国内开工整体有所上升，供给整体有所加快，但由于需求弹性弱于供给，供应整体较为充裕。

大类资产配置：股市方面，国内经济复苏偏慢、政策刺激效果尚未显现，股市短期回调；**债市方面**，国内经济复苏偏慢、股市走弱，国内债券价格高位偏强震荡；**汇率方面**，美元持续反弹，国内经济复苏偏慢、货币宽松，人民币汇率短期走弱。**大宗商品板块策略方面**，美元走强，国外商品需求回升，供应端扰动减弱，商品价格震荡。其中，**能源板块**，OPEC+延续减产、国外需求好于预期，地缘风险扰动加强，油价震荡反弹；**有色板块**，国外需求回升，供应上升，但强美元压制，有色震荡回调；**贵金属板块**，美元美债持续反弹，贵金属短期震荡回调。**黑色板块**，地产刺激效果尚未显现，季节性需求放缓，短期供需整体偏弱，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：美联储降息预期整体降温，美元持续偏强 5

1.1. 美国通胀整体回落，核心通胀仍旧较高 5

1.2. 美国经济增长加快，经济韧性较强 5

1.3. 高通胀和经济数据较好，美联储降息预期整体降温 6

1.4. 国内经济复苏偏慢，风险偏好整体降温 7

2. 需求：欧美商品需求有所加快，国内需求偏弱 7

2.1. 海外商品需求增长加快 8

2.2. 国内商品需求整体偏弱 9

2.2.1. 房地产销售和投资仍旧偏弱 9

2.2.2. 基建投资有所下降 11

2.2.3. 制造业投资小幅回升 11

2.3. 国内消费增速回升且好于市场预期 12

2.4. 5 月国内出口超预期回升 13

3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给整体加快 14

3.1. 国外商品供应增速有所回升 14

3.2. 国内工业生产有所放缓 15

3.3. 各行业开工整体上升 15

4. 2024 年 7 月大类资产及商品策略 16

4.1. 2024 年 7 月大类资产及商品板块策略 17

4.2. 2024 年 7 月具体品种策略 17

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格 5
图 2 美国通胀小幅回落 5
图 3 欧美经济景气情况 6
图 4 美国薪资和消费情况 6
图 5 美联储 6 月继续维持利率不变 6
图 6 欧央行 6 月降息 25BP 6
图 7 国内股市走势 7
图 8 人民币汇率短期走弱 7
图 9 欧美制造业 PMI 及订单 PMI 8
图 10 美国制造业及商品订单 8
图 11 美国房屋销售情况 8
图 12 美国房地产市场景气度 8
图 13 美国就业数据 9
图 14 美国个人商品消费支出 9
图 15 国内经济景气程度 9
图 16 经济增长驱动力 9
图 17 房地产投资及资金来源 10
图 18 房屋销售面积、销售额数据 10
图 19 房屋新开工、施工、竣工数据 10
图 20 国房景气指数 10
图 21 国内房地产政策 11
图 22 基建投资增速数据 11
图 23 建筑业景气度及订单 11
图 24 制造业投资数据 12
图 25 目前制造业处于补库初期 12
图 26 社会零售总额同比数据 13
图 27 汽车及地产相关消费数据 13
图 28 中国进出口数据：以美元计 13
图 29 中国制造业 PMI 进出口分项 13
图 30 美国工业生产小幅回升 14
图 31 欧洲工业生产持续低迷 14
图 32 欧美制造业产出有所改善 15
图 33 美国处于主动补库阶段 15
图 34 国内工业生产 15
图 35 制造业生产 PMI 15
图 36 能源产量 16
图 37 钢材水泥等建材开工率 16

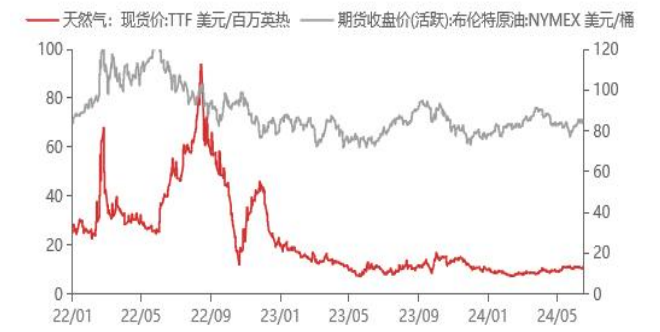
图 38 化工品开工率 16
图 39 有色金属产量 16

1. 宏观：美联储降息预期整体降温，美元持续偏强

1.1. 美国通胀整体回落，核心通胀仍旧较高

目前美国通胀继续回落，美国 5 月 CPI 3.3%，预期 3.4%，前值 3.4%，较上月下降 0.1%，超出市场预期；环比 0%，预期 0.1%，前值 0.3%，低于市场预期。核心 CPI3.4%，预期 3.5%，前值 3.6%，较上月下降 0.2%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%，低于市场预期。美国通胀整体回落且超出市场预期。一方面，欧盟对俄罗斯石油和天然气实施限价措施，欧洲各国天然气供应增加、需求增长较慢，欧洲天然气价格持续偏弱运行。另一方面，OPEC+延续减产、全球经济继续回暖，需求持续回升，且红海地缘风险对供应的扰动短期加剧，对原油价格支撑加强。由于能源价格上涨，欧美能源通胀整体逐步回升。但是目前美国核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑维持较高水平。但在整体通胀下降 0.1%中，能源和食品通胀上升共计贡献 0.1%，美国通胀总体下降。核心通胀方面，房屋租金贡献下降 0.1 至 1.6%，服务消费贡献维持不变为 1.6%。

图 1　欧洲天然气和原油价格



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 2　美国通胀小幅回落

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长加快，经济韧性较强

美国方面，美国 6 月标普全球制造业 PMI 初值 51.7，预期 51，5 月终值 51.3；服务业 PMI 初值 55.1，预期 53.7，5 月终值 54.8；综合 PMI 初值 54.6，预期 53.5，5 月终值 54.5。制造业上升和服务业景气度大幅上升，美国经济景气整体大幅改善。就业方面，美国 5 月非农就业人口增长 27.2 万人，远高于预期 18.5 万人，前值自 17.5 万人修正至 16.5 万人。5 月失业率为 4%，为两年多来首次升至该水平，预期持平于 3.9%。平均时薪同比升 4%，预期 3.9%，前值 4%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.2%。薪资增速加快。目前美国劳动力市场依旧较为强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 6 月密歇根大学消费者信心指数终值为 68.2，前值为 69.1，4 月实际消费支出环比增长 0.3%，预期 0.3%，消费增速有所加快，符合市场预期。

欧洲方面，欧元区 6 月制造业 PMI 初值 45.6，为 6 个月以来新低，预期 47.9，前值 47.3；服务业 PMI 初值 52.6，为 3 个月以来新低，预期 53.5，前值 53.2；综合 PMI 初值 50.8，

为 3 个月以来新低，预期 52.5，前值 52.2；欧元区 5 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所放缓。

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

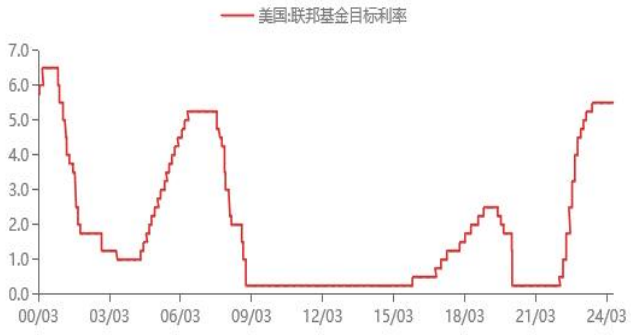
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 高通胀和经济数据较好，美联储降息预期整体降温

美联储方面，美联储 6 月继续暂停加息，利率维持在 5.25%-5.50%，符合市场预期。对于利率水平，一致同意维持利率不变，但更新的点阵图暗示，美联储官员大幅下调了对今年降息次数的预期，从上次点阵图显示的三次降至一次，并未如最近数据激发的市场预期那样降息两次。决策者对今年年底联邦基金利率的预估中值升至 5.13%。对 2025 年底利率的预估中值升至 4.13%。对于通胀前景，官员们上调了今明两年的 PCE 和核心 PCE 预期，认为通胀过去一年已放缓但仍然高企。近几个月来，在实现委员会 2%的通胀目标方面取得了温和的进一步进展。鲍威尔表示通胀已大幅缓解，但仍过高。对于经济前景，经济活动继续稳步扩张。就业增长保持强劲，失业率也维持在低位。美联储维持 2024-2026 年的 GDP 增速预期不变，小幅上调明年失业率预期。

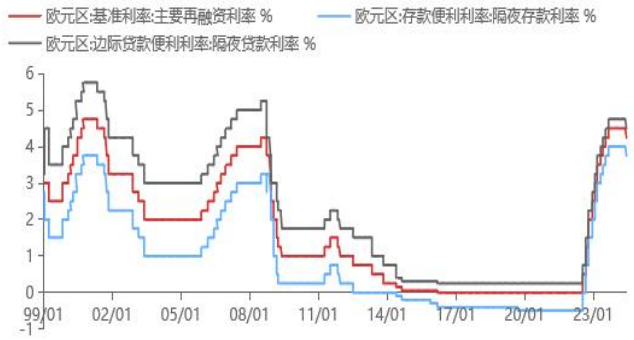
由于美国就业市场强劲、经济韧性较强、通胀较高；美联储议息会议及鲍威尔表态略微偏鹰，市场对于美联储降息的预期整体降温；受此影响美元指数和美债收益率走强，全球风险偏好小幅降温。

图 5　美联储 6 月继续维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6　欧央行 6 月降息 25BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.4. 国内经济复苏偏慢，风险偏好整体降温

经济和政策方面，国内 6 月经济复苏动能有所放缓，中欧贸易摩擦风险加大、资本市场改革的负面影响，市场情绪低迷，短期国内风险偏好降温。但是全国地产政策刺激进一步加强、财政贴息支持设备更新，以及以旧换新消费刺激政策落地，短期对国内股市和人民币汇率有较强的支撑。

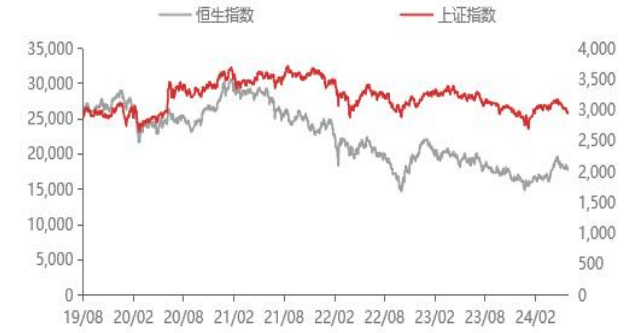
通胀方面，短期国内通胀持续较低，国内财政和货币政策继续宽松，但需求季节性回落导致上游大宗商品价格回调，上游通胀预期修复略放缓。

宽信用方面，国内货币政策持续宽松，且国内经济逐步复苏，而且政府专项债发行加速，宽信用过程整体有望加快。

汇率方面，近期人民币汇率有一定的贬值压力。外部因素是由于美元短期大幅反弹；内部因素是国内货币政策宽松预期进一步增强，人民币汇率短期走弱。

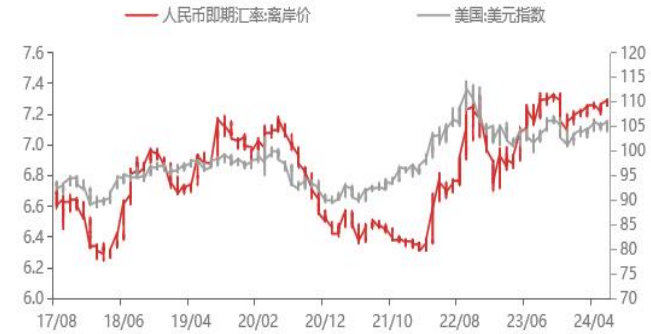
展望 2024 年 7 月，关注国内地产政策刺激效果、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

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　人民币汇率短期走弱



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

整体来看，海外宏观方面，由于美国经济加快回暖、通胀较高、美联储降息预期整体降温。但是短期通胀以及消费和劳动力等部分经济数据放缓，有助于提振全球风险偏好。而且美联储官员频频放鹰、欧元走弱推升美元进一步走强，导致能源、贵金属、有色等国际大宗商品价格短期有一定的压力。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，国内经济复苏有所放缓，消费短期有放缓的迹象，但投资逐步继续回升、基建投资加速、出口改善，对经济有一定的支撑。但是，国内资本市场政策负面影响显现，国家地产刺激政策短期并未有明显的效果，以及中欧贸易摩擦风险，短期对国内股市和人民币汇率有较大的压力。中期关注继续国内地产政策刺激效果、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：欧美商品需求有所加快，国内需求偏弱

2.1.海外商品需求增长加快

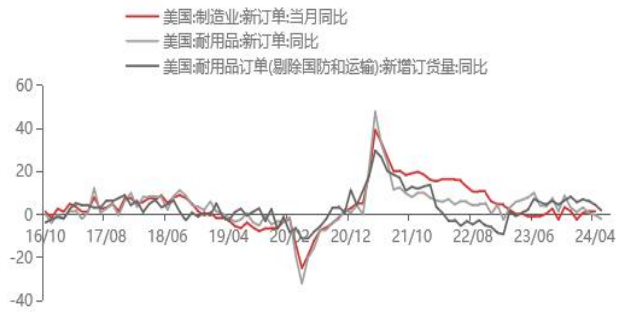
欧美商品需求短期增长加快。制造业方面，美国6月Markit制造业PMI51.7%，上升0.4%；欧元区制造业PMI 45.6%，较上月下降1.7%；欧美制造业景气整体继续回升，商品需求继续上升；欧美6月制造业新订单需求也小幅上升；而且，美国仍然处于补库存阶段。房地产方面，6月美国房贷利率处于整体较高水平，6月美国住房市场指数为43，前值45，房地产景气度有所下降；新屋和成屋销售有所放缓，对经济的拖累作用仍存。汽车方面，由于汽车贷款利率持续较高，汽车销售持续较弱。

消费方面，美国5月个人消费支出同比2.4%，环比0.3%。其中，耐用品环比1.1%，同比1.7%；非耐用品环比0.3%，同比1.6%；服务消费环比0.1%，同比2.8%。4月零售环比0.1%，增速有所下降。美国消费支出短期有所加快，其中服务消费依旧放缓，商品消费短期有所加快。

图9　欧美制造业PMI及订单PMI

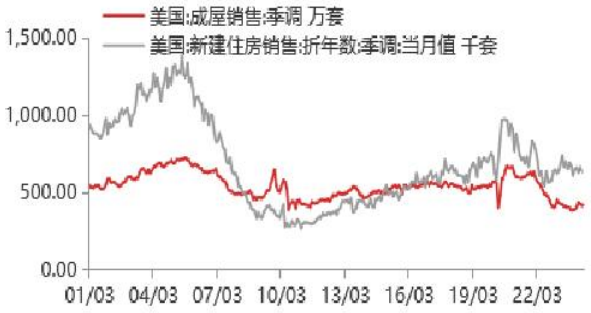
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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　美国房屋销售情况

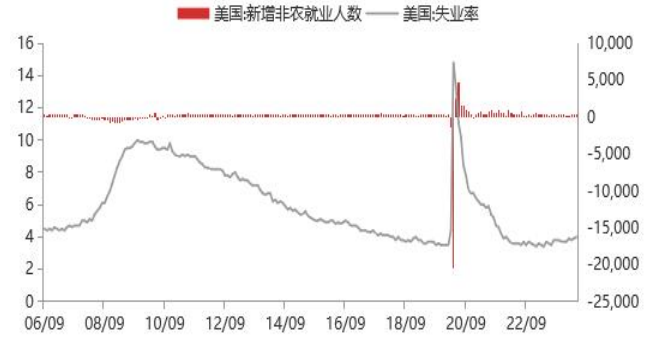


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图12　美国房地产市场景气度

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13　美国就业数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

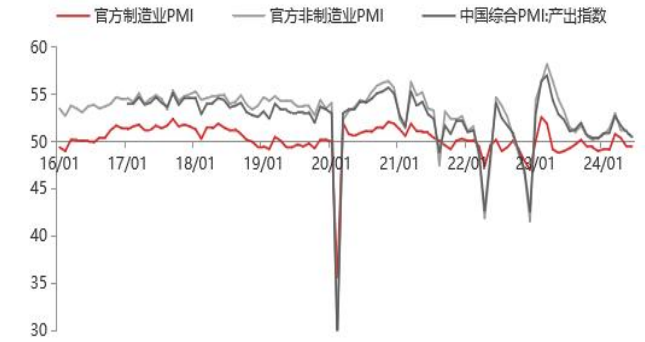
图 14　美国个人商品消费支出

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内商品需求整体偏弱

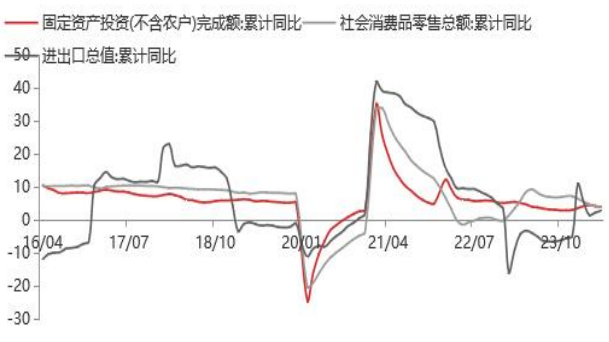
中国 6 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.5%、50.5%和 50.5%，分别比上月持平、下降 0.6 和 0.5 个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，但复苏步伐有所放缓。制造业 PMI 维持收缩，商品需求整体偏弱。从经济驱动力来看，驱动经济增长的三驾马车继续分化，其中 1-5 月固定资产投资累计同比 4.0%，较 1-4 月下降 0.2%；消费同比增长 4.1%，较 1-4 月持平；1-5 月进出口同比 2.8%，较 1-3 月上升 0.6 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，制造业增长较快，房地产投资修复偏慢；外贸出口短期持续回升，拉动经济增长；消费延续复苏，是拉动经济增长的主要动力。

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. 房地产销售和投资仍旧偏弱

5 月商品房销售面积同比增长-16.1%，降幅较前值扩大 1.7%，商品房销售额同比增长-24.3%，降幅较前值收窄 2.8%，房地产销售降幅短期有所收窄，但整体仍旧偏弱。房地产开发资金来源方面， 5 月当月同比增长-21%，降幅扩大 0.9%，资金来源压力仍旧较大；5 月房地产开发投资同比增长-4.7%，降幅较前值收窄 2.5%，房地产投资仍旧较弱。5 月房地

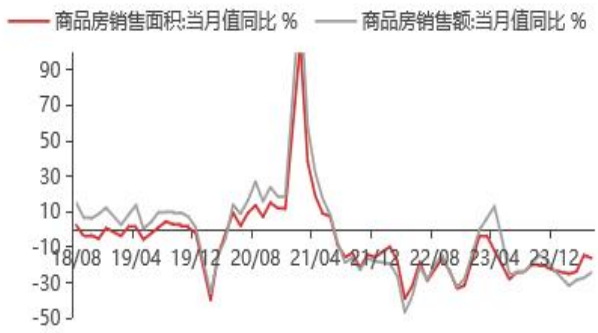
产新开工面积同比增长-22.6%，降幅较前值扩大 10.3 个百分点，施工面积同比下降 11.6%，竣工面积同比增长-18.4%，较前值扩大 3.0 个百分点；施工端整体偏弱。 5 月国房景气指数下降 0.01 至 92.01，房地产景气度继续回落。目前房地产销售仍旧偏弱，房地产资金来源压力仍旧相对较大，房地产投资修复继续较慢；房地产施工和竣工随着房地产链条的整体放缓而继续维持低位。

随着国家地产政策刺激力度加大以及全国各地方政策陆续跟进，地产政策持续放松，刺激力度进一步加强，近期地产销售有回暖的迹象，但回暖的幅度及延续性尚待进一步观察。

图 17　房地产投资及资金来源

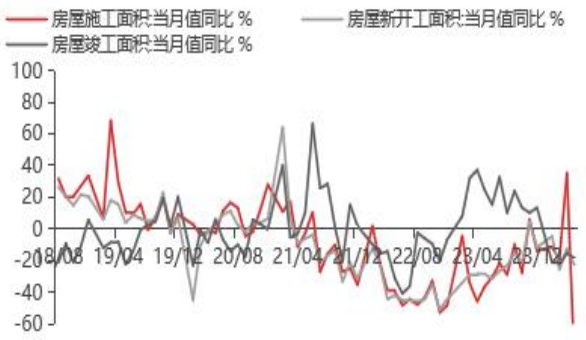
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18　房屋销售面积、销售额数据



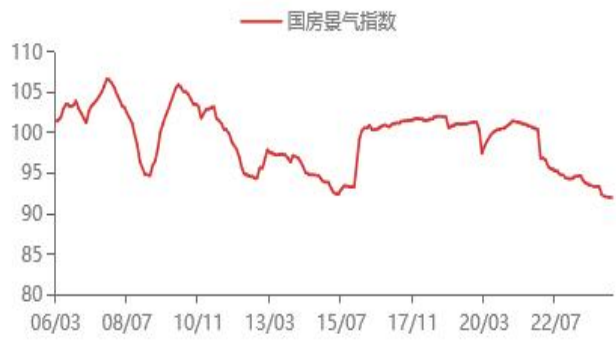
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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

图 21　国内房地产政策

		政策
5.27	上海	限购方面：《通知》提出（1）非沪籍居民购房所需缴纳社保或个税年限从调整为“连续缴纳满3年及以上”（原先为5年及以上）；新城以及南北转型等重点区域的非沪籍人才购房调整为“连续缴纳满2年及以上”（原先为3年及以上）；（2）非沪籍单身人士购房区域扩大至“外环外新房+全市二手房”（原先为“外环外新房+外环外二手房”）；（3）二孩及以上的多子女家庭，可多买1套住房；（4）取消离异购房合并计算住房套数规定；调整住房赠与规定，已赠与住房不再计入赠与人拥有住房套数；（5）对企业购买小户型二手住房用于职工租住的，不再限定购买住房套数。 信贷政策方面：《通知》提出（1）商业贷款：首套房贷利率调整为3.5%(原先为3.85%)，最低首付不低于20%（原先为30%）；二套房贷利率调整为3.9%(原先为4.25%)，最低首付不低于35%（原先为50%）；（2）公积金贷款：首套个人公积金最高贷款额度(含补充)调整为80万元，家庭160万元。二套65万元，家庭130万元。按100万元贷款、30年期、等额本息计算，利率从3.85%下调至3.5%，月供将减少198元，利息总额减少7.1万元
5.28	广州	广州发布房贷新政，成为率先实现房贷利率市场化的一线城市。政策明确“银行业金融机构结合本机构经营状况、客户风险状况等因素，按照市场化、法治化原则合理确定每笔贷款的具体首付比例和利率水平”。购房者普遍关注，广州房贷利率是否下调。记者从多家银行独家获悉，当天，广州主要银行开会就房贷利率达成共识，广州首套房利率3.4%，二套房利率3.8%。从即日起，广州主要银行将按该利率为客户办理按揭贷款业务
5.28	深圳	自5月29日起，深圳市下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的30%调整为20%，二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的40%调整为30%。首套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的LPR-10BP调整为LPR-45BP，二套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的LPR+30BP调整为LPR-5BP
6.26	北京	自2024年6月27日起，调整住房商贷最低首付比例和利率下限，首套房最低首付比例从30%调整至20%，5年期以上首套房贷利率下限调整为3.5%；二套房，位于五环以内的，最低首付款比例调整为不低于35%，贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减5个基点，调整后5年期以上房贷利率下限目前为3.9%；调整住房公积金房贷最低首付比例；支持多子女家庭改善性住房需求；提高购买绿色建筑、装配式建筑或者超低能耗建筑的住房公积金贷款额度，最高至160万元；组织开展住房“以旧换新”活动等政策措施。新政自2024年6月27日起施行

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

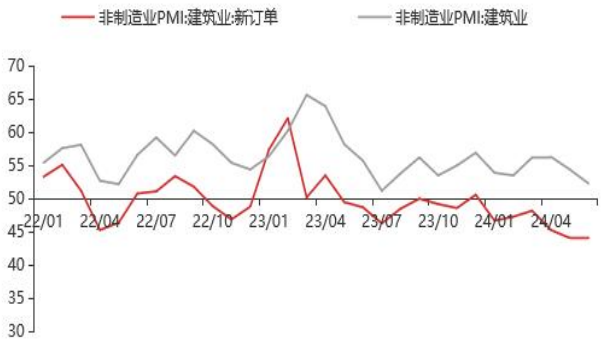
2.2.2. 基建投资有所下降

5 月基建投资当月同比增长 4.9%，前值 5.1%，较前值下降 0.2%，基建投资增速有所下降。一方面由于基建需求短期有所放缓；另一方面由于专项债发行较慢，在一定程度上拖累基建投资放缓。6 月建筑业 PMI 52.3%，前值 54.4%，下降 2.1%，继续维持高景气但景气度继续下降；建筑业新订单 44.1%，前值 44.1%，与上月持平，短期订单有所回落；需求端短期整体略有放缓。政策方面，随着政治局会议表示要加快专项债以及超长期特别国债的发行。5 月 17 日，超长期特别国债开始发行，5 月政府债券净融资 12266 亿元，同比多增 6695 亿元。在专项债和超长期特别国债发行加速的情况下，三季度政府财政支出有望进一步提速，对国内经济的托底作用进一步增强后期关注房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图 22　基建投资增速数据

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 23　建筑业景气度及订单



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资小幅回升

5 月制造业投资同比 9.4%，前值 9.3%，较前值上升 0.1%，整体小幅回升。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；短期由于国内刺激政策陆续落地显效，经济回升明显，企业信心有所回升，制造业投资保持较高增速；但是由于企业融资需求短期放缓在一定程度上拖累投资。其中，存货投资方面，5 月工业企业产成品存货同比 3.6%，较上月上升 0.5%，制造业仍处于补库初期阶段。资本开支投资方面，1-5 月工业企业利润增速同比增长 3.4，较上月下降 0.9%，企业业绩整体修复回升，对未来资本开支意愿的影响逐步增强。

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；另一方面，目前国外需求增速整体有所回升，国内外有望进入补库阶段，短期制造业投资动力有所加强，支撑整体投资。

图 24　制造业投资数据

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 25　目前制造业处于补库初期

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

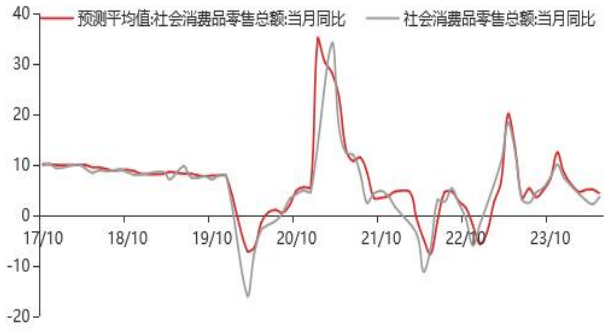
2.3. 国内消费增速回升且好于市场预期

5 月份，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，预期 3%，前值 2.3%，较前值上升 1.4 个百分点。一方面是由于 5 月消费整体保持平稳。另一方面由于去年基数效应逐步降低。其中，其中烟酒类消费同比增长 9.5%，餐饮收入同比增长 5%，化妆品类消费同比增长 18.7%，体育娱乐类消费同比增长 20.2%，家用电器和音像器材类同比增长 12.9，通讯器材同比增长 16.6%，汽车消费-4.4%。但是建筑及装潢类材料等与地产相关消费仍旧是拖累，其中，建筑及装潢材料类消费同比增长-4.5%。

政策方面，今年 3 月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出实施消费品以旧换新行动，开展汽车、家电产品以旧换新，推动家装消费品换新。中国财政部 6 月 24 日介绍，正在推动大规模设备更新和消费品以旧换新。积极研究提出“一揽子”财税政策措施清单，统筹安排存量政策和新增政策，用好补助资金、政府债券、税收、政府采购、财政贴息等多种工具，落实《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。

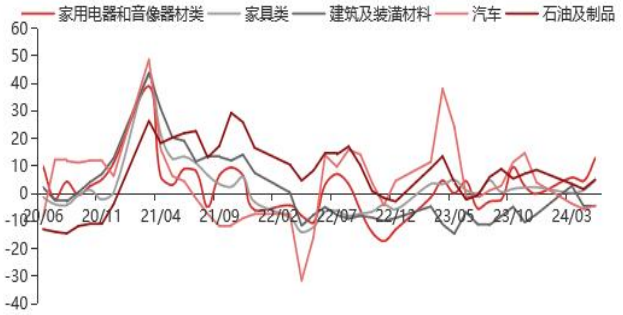
目前来看，消费复苏方向不变，预计下半年在低基数以及消费刺激政策的推动下，国内消费增速延续上升趋势。

图 26　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 27　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

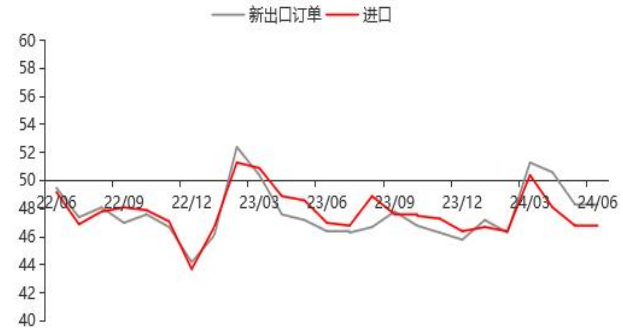
2.4.5 月国内出口超预期回升

中国 2024 年 5 月进出口总额（以美元计）5220.74 亿美元，同比 5.1%，前值为 4.4%，上升 0.7%。其中，出口 3023.48 亿美元，同比上升 7.6%，预期上升 5.7%，前值上升 1.5%，上升 6.1%，超预期回升；进口 2197.26 亿美元，同比上升 1.8%，预期上升 4.4%，前值上升 8.4%，下降 6.6%；贸易顺差 826.2 亿美元，预期 720.5 亿美元，前值 723.5 亿美元。进出口订单方面，6 月新出口订单 48.3%，较上月持平；进口订单 46.9%，较上月上升 0.1%，进出口订单增速整体仍旧偏弱。目前商品外需整体有所改善、内需逐步恢复的局势导致国内顺差结构有所改善。未来随着欧美经济继续回暖，出口或将持续改善，而且对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仍有一定的支撑。而进口由于基建和制造业投资有望加快，商品需求有望继续回升；且随着去年进口价格高基数效应逐步下降以及国内政策刺激进一步加码且落地显效，需求预期继续提升，预计进口增速有望延续回升，短期净出口对经济的支撑增强。

图 28　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 29　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，海外经济整体继续回暖，欧美制造业景气及需求整体继续回升，商品消费整体有所加快；外需短期加快回升，外需对大宗商品需求有一定的支撑。内需方面，当前制造业投资需求继续保持高位，基建需求预期有所加快；房地产市场有望逐步修复，投资需求预期整体回升；商品需求预期整体逐步回暖；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有一定的支撑。对商品价格影响方面，当前国外需求继续回暖，海外商品需求端整体回暖对大宗商品有一定的支撑，铜等有色金属以及原油等商品价格受到一定的支撑。国内商品需求整体回暖，短期对黑色等内需型商品价格有一定的支撑，但是目前房地产政策效果并不是特别明显，短期对市场需求预期和市场情绪提振不强，中期继续房地产政策效果和实际需求情况。

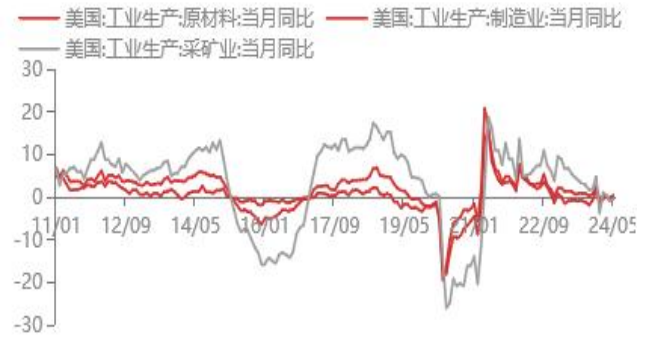
3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给整体加快

3.1. 国外商品供应增速有所回升

工业生产方面，5 月美国原材料、采矿业、制造业生产有所上升，产能利用率上升；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于需求边际回暖而有所回升。5 月由于欧美需求有所回升，工业生产整体有所上升。美国商品需求有所回升，美国原材料和制造业继续补库，整体利多商品价格。

行业方面，能源方面，随着欧洲天然气供应渠道的增加，以及需求回升较慢，天然气价格偏弱运行。原油方面，OPEC+延续减产，全球经济继续回暖，且地缘风险对供应端的扰动增强，对原油价格有较强的支撑。

图 30　美国工业生产小幅回升



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

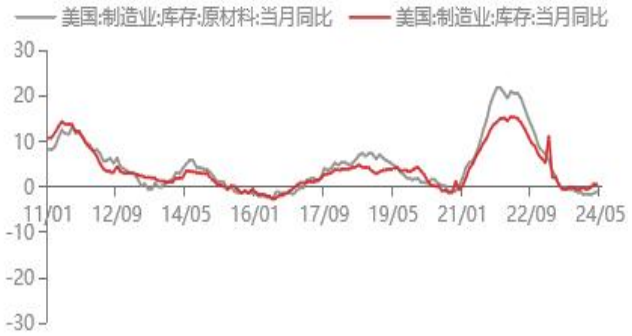
图 31　欧洲工业生产持续低迷

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32　欧美制造业产出有所改善

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 33　美国处于主动补库阶段



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

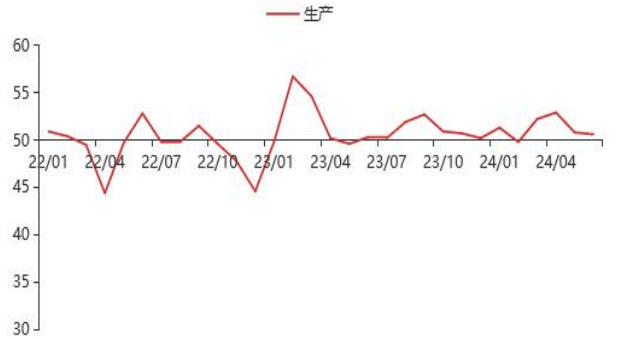
3.2. 国内工业生产有所放缓

工业生产方面，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，预期 6%，前值 6.7%，较前值下降 1.1 个百分点，主要由于终端需求有所放缓以及部分行业减产或者限产所致，工业生产有所放缓。分三大门类看，5 月份，采矿业增加值同比增长 3.6%，制造业增长 6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.3%。由于采暖季结束，煤炭等采矿业生产有所下降；制造业由于国外需求回升，制造业等工业生产继续保持高位，汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业同比录得 7.6%和 14.5%的大幅增长。随着国内外经济整体延续复苏，工业生产增速整体有望整体保持高位。6 月份，制造业生产 PMI 50.6%，较前值 50.8%下降 0.2%，制造业生产有所放缓；6 月随着国内需求的放缓，国内工厂开工率整体有所放缓，目前国内生产整体有所放缓。

图 34　国内工业生产

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 35　制造业生产 PMI



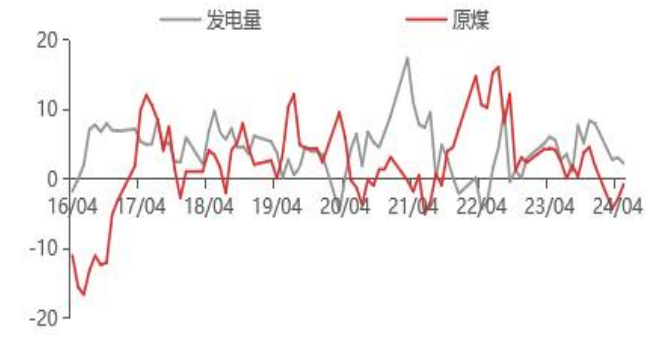
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体上升

能源方面，5 月原煤产量同比-0.8%，较上月收窄 2.1%；发电量同比 2.3%，下降 0.8%。建材方面，5 月钢材产量同比 3.4%，上升 5%；水泥-8.2%，收窄 0.4%；沥青-9.6%，降幅收窄 6%。6 月全国高炉开工率有所上升、沥青开工率继续下降，供应整体有所上升。化工方面，5 月液化石油气 1.1%，上升 8.9%；塑料制品-0.5%，下降 2.6%；6 月 PTA、聚酯聚

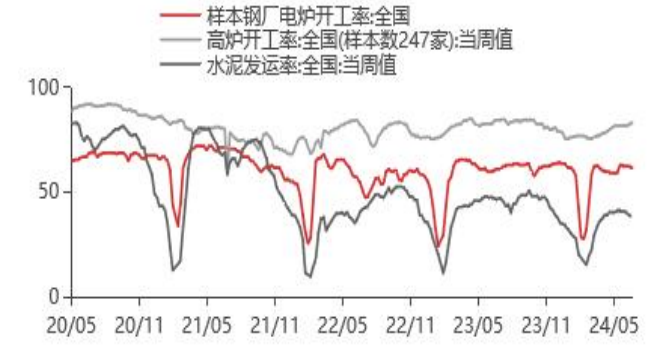
合、MEG、PE、甲醇以及纯碱等开工率有所上升。有色方面，5 月十种有色金属同比 7.4%，上升 0.4%；铜材-11.1%，降幅扩大 5.9%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，6 月有色、钢材、化工等开工率均有所上升，但建材开工率仍旧较低，供给整体有所上升。

图 36　能源产量



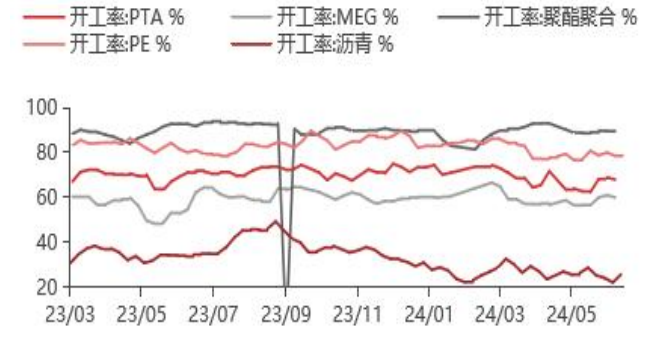
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 37　钢材水泥等建材开工率



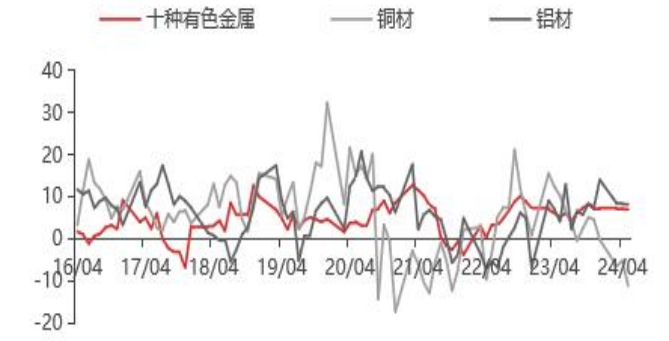
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 38　化工品开工率



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 39　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以及需求增长仍旧偏慢，天然气价格整体偏弱；工业生产由于能源成本依旧较高、需求回升不强，工业生产持续低迷。美国由于需求有所回升，工业生产整体有所加快。国内供给方面，有色、化工、钢材在 6 月开工率整体有所上升，建材开工率有所下降；6 月以来国内商品需求有所回升，国内开工整体有所上升，供给整体有所加快，但由于需求弹性弱于供给，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、需求回升较慢，天然气价格低位震荡；原油方面，OPEC+延续减产、需求延续回升，但地缘风险扰动增强，原油价格震荡反弹。有色，美元短期反弹，但海外需求边际回升，有色整体震荡。建筑材料，短期需求季节性放缓，且钢铁、水泥等开工率有所回升，供需短期偏弱，价格短期震荡。化工，开工率有所上升，生产有所加快，但需求回复较慢，但成本支撑较强，整体维持震荡。

4. 2024 年 7 月大类资产及商品策略

4.1. 2024 年 7 月大类资产及商品板块策略

由于美国经济有所加快，核心通胀仍旧较高，美联储降息预期减弱，美元偏强。国国内经济复苏偏慢，三大需求整体继续改善，实际需求回升力度尚不明显。国内地产政策刺激增强且前期政策逐步落地显效，后期关注政策效果。

因此，股市方面，国内经济复苏偏慢、政策刺激效果尚未显现，股市短期回调；债市方面，国内经济复苏偏慢、股市走弱，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美元持续反弹，国内经济复苏偏慢、货币宽松，人民币汇率短期走弱。大宗商品板块策略方面，美元走强，国外商品需求回升，供应端扰动减弱，商品价格震荡。其中，能源板块，OPEC+延续减产、国外需求好于预期，地缘风险扰动加强，油价震荡反弹；有色板块，国外需求回升，供应上升，但强美元压制，有色震荡回调；贵金属板块，美元美债持续反弹，贵金属短期震荡回调。黑色板块，地产刺激效果尚未显现，季节性需求放缓，短期供需整体偏弱，黑色短期震荡。

4.2. 2024 年 7 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	需求走弱 VS 政策预期，钢材市场延续区间震荡	1. 钢材市场处于需求淡季，7 月份需求或继续走弱。 2. 节能降碳行动方案发布后，市场一直存在供应收缩预期。 3. 7 月份两场重要会议召开，政策加码得预期依然很强。	政策力度低于预期，钢材供应持续高位	单边策略：螺纹钢在 3500-3850 之间，热卷 3700-3900 之间区间震荡 套利：卷螺价差 80 继续继续逢低做扩。
铁矿石	铁水产量高位下有反弹风险	1. 铁水产量高位，需求绝对量仍偏强；但节能降碳背景下有续期走弱预期 2. 前期得高估值得到一定程度修复	铁水产量继续大幅下降，钢材需求持续走	单边：铁矿中期运行区间在 790-930 之间

		3. 铁矿石供应持续回升，港口未能实现有限去库	弱	
焦煤/焦炭	区间震荡	1. 供应端，国产煤增产消息不断，6 月安全月过去后，供应端或有小幅增加；进口煤方面，2024 年 1-5 月进口煤供应同比增加，尤其是蒙煤，当前甘其毛都维持通关车辆高位，进口蒙煤给我国炼焦煤供给带来了一定的增量，供应端或有增量预期。 2. 需求端，247 家钢厂铁水日均产量回落，下游淡季叠加粗钢压减消息下，日均铁水产量增量有限，需求端边际有走弱迹象。	上行风险：供应增量不及预期，安监力度加严，宏观政策加码 下行风险：供应大幅增加，需求增幅不及预期，宏观利多出尽	区间操作
原油	去库仍是大概率，但幅度或不及预期，短期风险偏好带动小幅走强，但空间有限且虚谨防大幅回调	1. 旺季需求将兑现，但从宏观消费数据来看，幅度或不及预期，去库将有限。 2. 短期成品去库或支持盘面，但利润低位仍制约上行空间。 3. 联储仍在打压市场对降息预期，近期油价跟随股市等风险资产，仍需对后期海外通胀持续下行保持一定的谨慎。	地缘政治事件再度影响供应安全，通胀路径慢于预期	布油主力上行后适度做空

PTA	终端韧性仍在，下游减产未兑现，PTA 维持紧平衡，主力中枢或小幅上抬	1. PTA 装置开工总体维持偏低位置，前两月库存去化较多，目前库存趋中性 2. 下游成品库存仍然保持高位，终端开工受影响程度较低，需求整体仍处于较高水平	下游需求大幅走弱，原油/PX 价格出现大幅波动	TA09 5750- 6050 区间累购
乙二醇	库存去化或继续缓慢进行，远月多配价值持续	1. 显性库存去化偏慢，但工厂库存持续走低。 2. 开工略有回升，但发货近期仍然高位，总体需求不差，远月仍有多配价值。	产能存量装置短期大面积回归，下游需求长期走弱	EG01 4500-4650 区间累购
甲醇	震荡偏弱	1. 7 月二十届三中全会即将召开，旨在继续推动中国的政治、经济和社会发展，或有政策利好推动。 2. 甲醇 7 月供应季节性增长，进口量也有明显增加，叠加下雨 MTO/MTP 受制于利润开工难上行，传统下游淡季，整体产业库存仍有上涨预期。在能化品种中适合做空配。 3. 宏观和基本面发生分歧，单边观望	进口，MTO 装置。宏观、原油、地缘政治，政策风险等。	买看跌期权，9-1 反套，空配 MA2409 合约
聚烯烃	震荡	1. 供应趋紧和美国消费旺季利好支撑油价，价格仍然偏强。 2. 6 月 PP 新产能投放，7 月无新增。PE 暂无新增产能。6 月检修超预期，有回落预期，但原油价格偏强，检修量或仍维持高位。 3. 下游需求步入淡季，主要矛盾集中在供应和成本	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治，政策等	空 L2409 多 PP2409

		端。PP 检修超预期，标品紧张导致 LP 短期走弱，7 月或持续。 4. 单边震荡为主，价格重心或在原油和宏观推动下偏强。		
铜	下方空间有限	1. 宏观方面，关注美国 6 月就业与通胀数据，以及国内二十届三中全会可能带来的政策增量与市场预期的变化。 2. 供应端，安托法加斯塔与中国主要炼厂达成的下半年长协加工费录得 23.25 美元，大幅低于上半年的 80 美元，但高于现货加工费水平；炼厂方面，长协加工费的走弱将进一步压缩炼厂利润，增加减停产动力。 3. 需求端，随着铜价在 6 月回落，下游开工需求缓慢回升、但增量有限，7 月下游需求预计将维持弱势，暂难看到明显增量。 4. 总体而言，市场预期及风险偏好或因宏观因素而转变，矿端与冶炼端仍然存在扰动预期，铜价下方空间有限。	市场预期未好转、风险偏好不足	在市场预期转多后，回调时短中线性做多
铝	消费转淡，铝价承压	1. 随着六月初现货铝价自高位出现较明显回撤，铝锭出库表现有明显回暖，铝锭库存出现一定的去库迹象，后续国内铝锭或将恢复缓慢去库节奏。 2. 基本面上消费转淡因素影响逐渐被市场接受消化，铝价小幅震荡运行。	供给压力，高铝价对需求的抑制	空单持有
氧化铝	供需错配问	1. 矿端受限问题持续，氧化铝生产利润处于多年高	矿端受限问，	空单持有

	题或逐步缓解，价格承压	位，下游电解铝企业近期复产及新投进度不断加快。 2. 随着国产矿逐步复产、进口矿向好和生产稳定性提高，氧化铝错配问题或逐步缓解。价格承压。	供应端复产	
锌	库存高位，限制锌价上方空间	1. 宏观情绪利，基本面有冶炼厂减产消息。 2. 上游供应紧张逻辑延续，TC 加工费低位，锌矿成本提供价格强支撑。 3. 消费端逐步迈入淡季，下游订单缩减，社库处于高位叠加去化速度仍较为缓慢，或限制上方空间。	加工费持续下降，复产节奏	多单止盈
锡	震荡	1. 宏观方面，关注美国 6 月就业与通胀数据，以及国内二十届三中全会可能带来的政策增量与市场预期的变化。 2. 供应端，缅甸佤邦仍未确定复产时间，而高价格下国内部分炼厂将检修时间推迟至 7 月初、影响量预计有限，进口窗口保持关闭，供应主要来自于国内产量。 3. 需求端，锡焊料消费受光伏影响而阶段性回落，锡化工则季节性走弱。 4. 总体来看，重点关注宏观数据和事件带来的市场预期和风险偏好变化，在矿端扰动未消除的情况下，沪锡价格难以出现大幅下跌。	宏观数据与事件未超出市场预期，缅甸佤邦突然宣布复产	回落至支撑位时短中线做多
金/银	贵金属中长期运行重心抬升逻辑不变	市场对于美联储在开启降息周期的大背景不变的前提下，贵金属仍有上涨空间。叠加央行购金潮有望持续、美国大选带来政治风险、地缘冲突不断等因素，利多贵金属。金融市场预计今年将有一次或多次降息。贵	美联储降息预期，中东地缘政治	回调做多

		金属依旧保持逢回调做多的观点。		
股指	震荡	1. 经济延续复苏，地产、消费刺激政策加码，但地产政策效果尚不明显。 2. 资本市场政策负面影响，市场情绪低迷。 3. 关注国内政策及资金流入情况。	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。	谨慎观望
玉米	震荡偏强	1. 东北降雨偏多，华北持续性高温天气，随着玉米逐渐步入关键生长期，“天气市”炒作空间加大，目前市场余粮供应偏紧的前提下，盘面有上行预期。 2. 小麦-玉米价差偏低且 7 月市场传闻 1500 吨陈化稻谷开始拍卖，预计玉米价格上方反弹空间有限，震荡局面不改。	天气情况；进口玉米拍卖；稻谷拍卖	观望
蛋白粕	多	1. 7 月国内油厂大豆供应依然充足，需求进入旺季且杂粕可供应量减少，国内蛋白粕季节性支撑增强，豆菜粕库存见顶，基差有望企稳反弹。 2. USDA 报告指引单利空逻辑或出尽，大豆作物进入关键生长期且天气风险环比增加，美豆价格下跌空间有限，因此国内豆粕现货成本支撑逻辑也会增强。 3. 进入 7 月，豆粕价格或探回回升，豆菜粕价差受高养殖利润下豆粕需求偏好影响或依然处于同期高位。	轮储、美豆产区天气	逢低买入
豆菜油	震荡	1. 7 月加拿大菜籽产区及美豆产区天气形势多变，风险溢价或增加，油料价格收 USDA 回落使得国内油脂成本压力。	油料产区天气、东南亚棕榈油增产进度	多 M09 空 Y09

		2. 国内豆菜油高库存、淡季供需持续宽松，基差偏弱，受蛋白大幅下跌影响油脂蹊跷板支撑存在，油粕比走高。		
生猪	震荡偏强	1. 生猪价格周期性走高，季节性需求负反馈行情或不能主导价格大幅回落。 2. 目前高位猪价震荡的核心逻辑在高利润下超涨情的修复，7 月后随着二育大体重猪出栏，后期伴随着需求回暖，预期价格仍将偏强运行。	疫病、二育	LH11@17500 左右买入
棉花	震荡偏弱	1. 国际市场，新一年度棉花产量增加的强预期对国际棉价形成压制，关注本月即将公布的美棉实播面积报告，若面积上调，将对棉价进一步施压；同时，需要密切关注主要产区的干旱状况。如果天气状况恶化，可能会引发棉花价格的短期回升。 2. 国内市场，贸易企业积极销售，纺企刚需低价采购，观望情绪较浓，交投表现不佳；下游仍处于需求淡季，进入下次“金九银十”旺季仍需要至少一个月的等待期，在此之前，基本面缺乏利多驱动。 3. 因此，7 月仍将处于震荡偏弱行情中运行。	棉花主产区天气因素	逢高空 CF2409，卖出看涨期权

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，并不构成对客户的投资建议，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