

政策扰动频繁，商品波动加大

摘要

一、PMI 连续四个月回落。中国7月制造业 PMI 较前值下降 0.5 个百分点至 50.4%，且低于预期的 50.8%，整体表现较弱，3月以来连续四个月回落。尽管我国 PMI 已经连续 17 个月处于扩张区间，但 7 月多个指标出现了不同程度的回落，主要反应了全球 Delta 毒株扩散、国内极端天气等因素的冲击。往后看，经济恢复尚不稳固，一方面，海外经济体经济复苏节奏放缓，叠加 Delta 疫情加速扩散，外需面临不确定性；另一方面，国内疫情在多地出现复发的现象，部分地区采取了新的封锁措施，将对国内经济复苏带来负面影响。

二、政治局会议定调宏观政策。7月政治局会议强调了要做好宏观政策的跨周期调节，今年下半年国内经济下行的风险将加大，此前支撑出口增长的出口和房地产投资都将面临较大的下行压力，因此需要“立足当前，着眼长远，做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”。1) 今年上半年财政收入增长较快，但财政支出节奏偏慢，这与稳增长诉求不高有关，随着出口和地产面临下行压力，适度通过基建兜底经济的必要性有所上升。2) 货币政策维持中性稳健的基调不变，更加强调结构性和自主性，宏观流动性将继续保持合理充裕，信贷对中小企业的支持有增无减，同时将继续严控房地产融资和城投平台融资。

三、美联储按兵不动。美联储公布7月议息会议决议，维持三大基准利率不变，维持购债规模不变，保持了对经济前景的乐观判断与对就业市场的信心，并不担忧 Delta 病毒影响。我们认为7月议息会议依旧如市场所预料的延续了鸽派的立场，但 FOMC 委员们已经就 QE 缩减问题进行了深入的讨论。随着美国财政补贴政策的到期，美国就业数据或将加速改善，美联储的 Taper 渐行渐近，建议重点关注9月议息会议。

四、政策扰动频繁，商品波动加大。6月份以来，尽管需求走弱迹象明显，但多地相继召开压减粗钢产量的会议，市场对下半年粗钢减产预期不断升温，带动了钢材等黑色系商品的大幅上涨。随着7.30政治局会议再提保供稳价，首提纠正运动式“减碳”，表明政策对上游商品价格的稳定和调控的关注度有增无减，或修正下半年供给将大幅收紧的预期，钢材等商品的供给弹性将增加。总的来看，我们认为两碳政策大背景下部分商品去产是明确的，同时，保供稳价也是确定的，关键在于节奏的把握（即短期目标和长期任务的平衡），大宗商品将面临更多的政策扰动，价格或难突破前高，大概率维持宽幅震荡走势。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

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、PMI 连续四个月回落

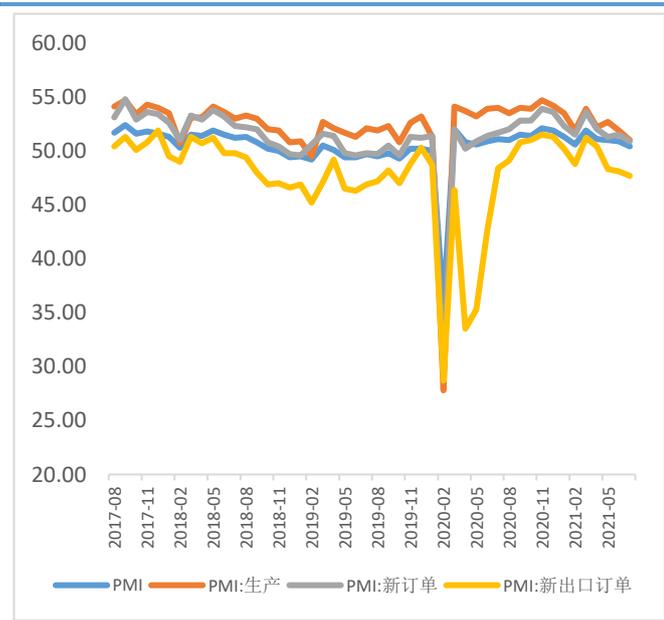
2021年7月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了7月中采PMI指数。7月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为50.4%、53.3%和52.4%，比6月回落0.5、0.2和0.5个百分点。

从生产端来看，7月生产指数回落0.9个百分点至51%，主要原因一是，南方出现极端天气，部分地区被迫停工停产；二是，环保限产持续升级，钢铁行业去产任务较重，开工率持续下滑；三是，由于电力不足、缺乏原材料等因素的影响，部分行业生产受到较大的影响。往后看，从高频数据来看，国内生产基本保持平稳，高利润支撑下，生产大幅回落的可能性较低，但与此同时，需求放缓、政策扰动、原材料供给不足等因素也限制了企业的扩充。

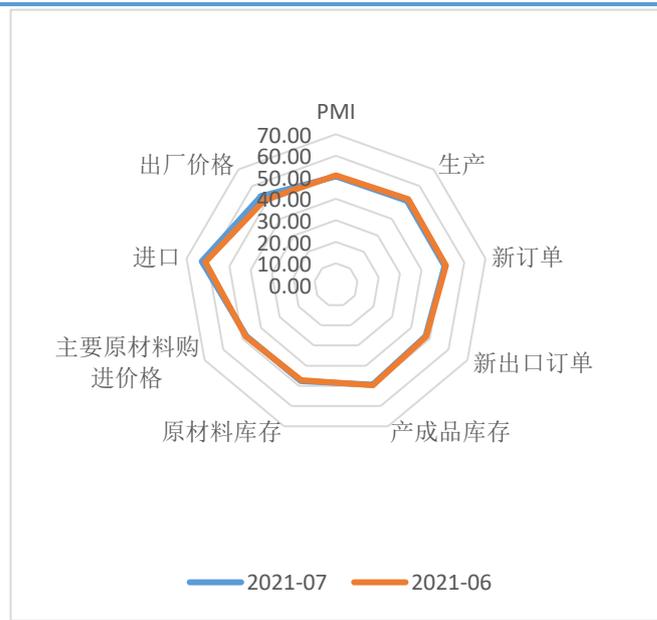
从需求端来看，7月新订单指数回落0.6个百分点至50.9%，与我们观察到的高频数据相互印证，表明国内需求有所放缓，国内疫情出现多点扩散，部分地区重新采取封锁措施，预计将再度拖累国内经济的复苏的节奏。7月新出口订单回落0.4个百分点至47.7%，继续处于荣枯线下方，一方面，欧美、东南亚地区疫情复发，影响国内外产业链和供应链的恢复；另一方面，欧美财政刺激减弱，消费需求边际放缓，预计出口将继续面临下行的压力。

总体上来看，尽管PMI已经连续17个月处于扩张区间，但7月多个指标出现了不同程度的回落，主要反应了全球Delta毒株扩散、国内极端天气等因素的冲击。往后看，一方面，海外经济体经济复苏节奏有所放缓，叠加疫情加速扩散，外需面临不确定性；另一方面，国内疫情在多地出现复发的现象，部分地区采取了新的封锁措施，将对国内经济复苏带来负面影响。7.30政治局会议重提跨周期调节，在货币政策保持稳健，发力空间不大的情况下，积极财政政策或开始发力，兜底经济下行的压力。

图表 1：7月 PMI 出现回落



图表 2：多项指标出现不同程度的回落



2、政治局会议定调宏观政策

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议提出，要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。会议指出，要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。

相比于 4 月的政策局会议，此次会议强调了要做好宏观政策的跨周期调节，今年下半年国内经济下行的风险将加大，此前支撑出口增长的出口和房地产投资都将面临较大的下行压力，因此需要“立足当前，着眼长远，做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”。1) 今年上半年财政收入增长较快，但财政支出节奏偏慢，这与稳增长诉求不高有关，随着出口和地产面临下行压力，适度通过基建兜底经济的必要性有所上升。2) 货币政策维持中性稳健的基调不变，更加强调结构性和自主性，宏观流动性将继续保持合理充裕，信贷对中小企业的支持有增无减，同时将继续严控房地产融资和城投平台融资。此外，本次会议再提做好大宗商品“保供稳价”、首次提到纠正运动式“减碳”，表明政策对上游商品价格的稳定和调控的关注度有增无减，同时未来“双碳”政策落实时将避免长期政策目标短期化。

3、美联储按兵不动

美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了 7 月议息会议决议，决议宣布维持当前 0%-0.25% 的利率水平与 1200 亿美元的购债规模不变，符合市场预期。不过，与此前会议不同的是，会议首次深入讨论了 Taper，但尚未决定具体时间；同时，决议中也首次提到决定政策转向的两大目标有所进展，虽然鲍威尔随后澄清了“进一步的实质性进展”尚未最终取得。7 月议息会议决议保持了对经济前景的乐观判断与对就业市场的信心，并不担忧 Delta 病毒影响；通胀方面，鲍威尔仍坚持通胀的上行是暂时的，并引入“通货膨胀过程”说明通胀的“暂时性”；就业方面，联储保持了对就业市场恢复的信心，鲍威尔还强调了“劳动力的需求十分强劲，但劳动力市场的恢复仍有待时日”。

我们认为 7 月议息会议依旧如市场所预料的延续了鸽派的立场，但 FOMC 委员们已经就 QE 缩减问题进行了深入的讨论。随着美国财政补贴政策的到期，美国就业数据或将加速改善，美联储的 Taper 渐行渐近，建议重点关注 9 月议息会议。

4、Delta 毒株持续扩散

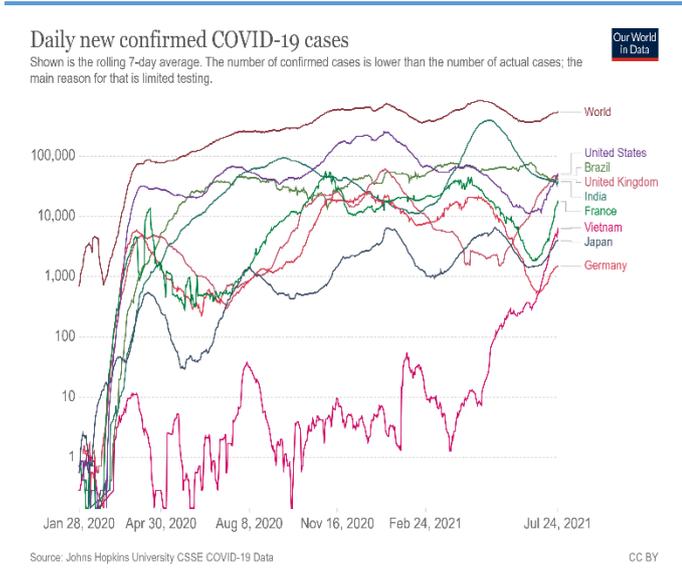
欧美疫情大幅反弹，东南亚疫情继续恶化。上周全球新增确诊与死亡病例录得约 404.6 万与 6.3

万。欧美与东南亚部分国家确诊病例数量持续攀升，新一波疫情的苗头开始在拉美各国出现，我国南京也发现了由 Delta 变种病毒引起的疫情，7 月 20 日以来，南京机场疫情传播链持续延伸，截至 31 日 24 时，感染者共达 303 人，涉及 11 省 26 市。

不过，疫苗仍有防护作用，根据《新英格兰医学杂志（NEJM）》发布基于英国病例的最新研究，在接种一针之后，现有疫苗对于 Delta 变异毒株的防护效果不如 Alpha 变异毒株，但在接种两针之后，疫苗对于两种变异毒株防护效果的相差不大。在对重症的防护效果上，多数疫苗表现在 Delta 变异毒株和 Alpha 变异毒株之间的差距进一步缩小。

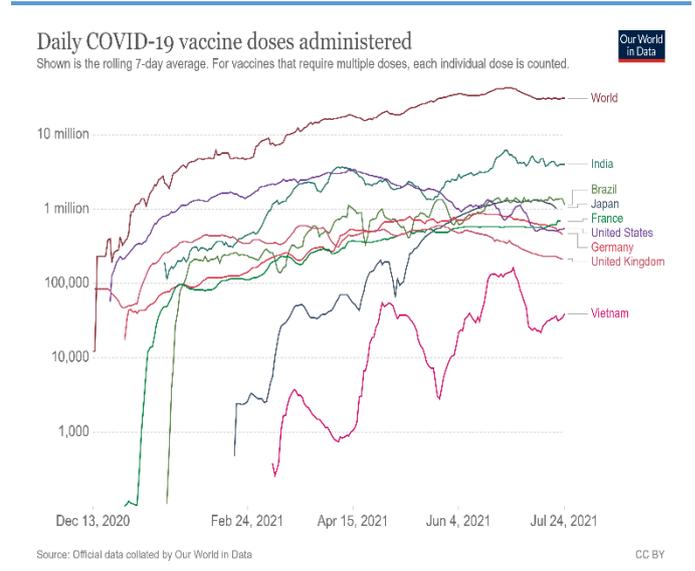
Delta 毒株的快速扩散不改全球经济复苏的趋势。对于美国而言，当前面临的主要问题在于疫苗接种的速度有所下降，疫苗覆盖率提升遭遇瓶颈，这和人们的接种意愿有很大关系，针对此问题拜登政府鼓励地方政府对接种疫苗的人群采取激励措施；对于欧洲而言，主要问题在于疫情防控措施的时紧时松。不过，虽然欧美等发达经济体在疫情防控上都存在着或多或少的问题，但一方面，疫苗对于 Delta 变异毒株依然具备防护作用，各国也在推进疫苗接种的进程，另一方面，本轮疫情并没有带来死亡病例的明显上升。因此，Delta 变异毒株引发的疫情抬头虽然对经济复苏的进程存在一定干扰，但不至于打断发达国家经济恢复的趋势。

图表 3：新增确诊病例有所反弹



数据来源：Ours World in Data

图表 4：疫苗接种速度略有放缓



数据来源：Our World in Data

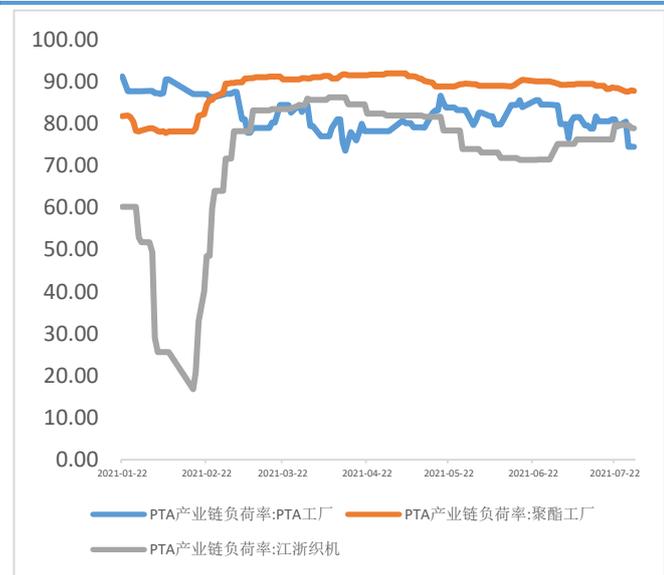
二、高频数据跟踪

1) 工业生产平稳运行

化工：需求略有回暖，生产小幅回升。需求方面，聚酯产业链需求略有回暖，本周 PTA 产业链产品价格继续回升，PTA、涤纶 POY、聚酯切片等价格同步走高。生产端，本周 PTA 产业链负荷率有所回落，其中，PTA 开工率小幅回落至 74.52%，聚酯工厂负荷率持稳于 87.81%，江浙织机负荷率小幅回落至 78.93%。

钢铁：生产持续回落，需求季节性走弱。安徽、江苏等多地相继出台产量平控政策，各国开始落地执行减产的政策，钢材开工率连降四周，本周进一步回落至 57.04%。长期来看，碳达峰、碳中和背景下，压减粗钢产量的大趋势将持续压制钢材生产，不过政治局强调不搞运动式减碳，意味着节奏上会有一些变化，下半年供给收缩的压力或减轻。高温多雨季节影响项目开工，下游需求季节性走弱，供需两若背景下，钢材库存小幅回落。本周钢材价格回升原料价格走弱，吨钢利润继续改善。

图表 5：PTA 产业链负荷



数据来源：Wind

图表 6：钢厂高炉开工率连降四周



数据来源：Wind

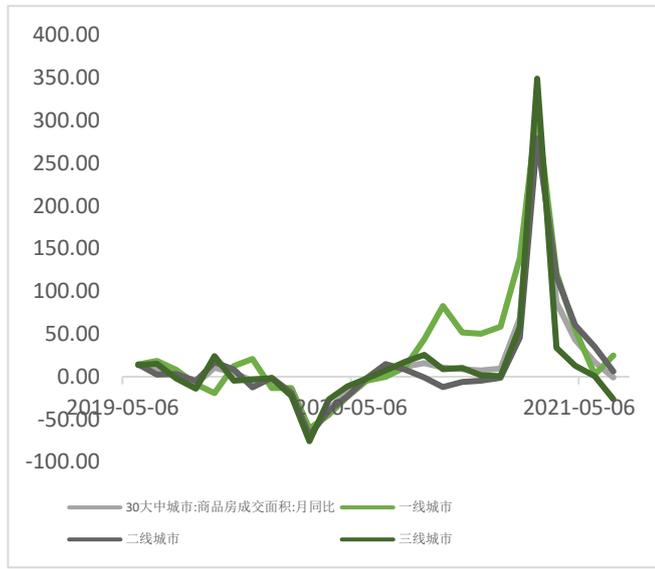
2) 地产销售周环比继续下降，汽车零售表现平稳

地产销售周环比继续下降。截至 7 月 28 日，30 大中城市商品房成交面积周环比继续下降 16.97%，按均值计算，月环比下降 6.12%，月同比下降 3.57%，一、二、三线城市月同比增速分别为 4.84%、7.03%和-23.94%；土地成交环比回升，上周 100 个大中城市成交土地占地面积环比增速-41.02%，一、二、三线城市环比增速分别为 105.44%，79.39%，-82.72%。

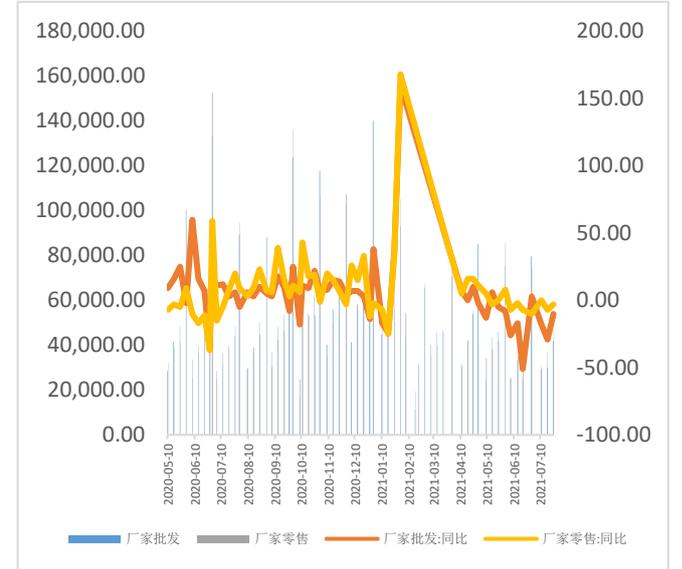
乘用车销售表现不强，生产保持低位运行。乘联会数据显示，截至 7 月 25 日，7 月第三周的市场零售日均 4.7 万辆，同比下降 3%，表现相对平稳。缺芯问题持续，汽车生产保持低位，截至 7 月 29 日，当周半钢胎开工率为 57.33%。

图表 7：30 大中城市地产销售

图表 8：当周日均销量:乘用车



数据来源: Wind



数据来源: Wind

三、物价：国内通胀温和回升

1) **食品价格多数反弹。**本周食品价格多数反弹，其中蔬菜价格均价环比上涨 5.33%；猪肉价格均价环比上涨 0.32%。

2) **CPI 温和回升，通胀压力不大。**7 中下旬以来由于极端天气的影响，蔬菜等供给受到冲击，价格短期出现反弹。同时，随着猪价持续快速下行，猪粮比跌至年内低点，养殖户补栏积极性下降，叠加国家开始进行收储，猪价将逐步企稳回暖，对食品价格的拖累将减弱。同时，随着全球消费复苏由商品转向服务，需求拐点或将到来，原油、铜等大宗商品涨势或放缓，对下游制造业产品的传导也将减弱，非食品价格或保持稳定。综合来看，CPI 料将温和回升，下半年通胀压力不大。

3) **大宗商品涨势放缓，PPI 或将迎来拐点。**受保供稳价政策影响，国内原材料价格涨势放缓，6 月 PPI 涨幅小幅回落。7 月以来，大宗商品出现明显反弹或提升 PPI 水平，不过，下半年随着全球经济复苏重心由商品转向服务，商品需求将见顶回落，大宗商品涨价的动能将减弱。同时，国内“保供稳价”政策持续出台，工业品价格涨势料将继续趋缓。进一步考虑基数抬高的影响，PPI 或将迎来拐点。

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_24859

