

2024年8月1日

美联储降息预期升温，国内政策支持力度加强

——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

投资要点：

国内外宏观：海外宏观方面，由于美国经济有所放缓、通胀回落、美联储降息预期大幅升温。但是短期全球需求放缓导致能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的压力；此外，市场短期有交易衰退的迹象，市场风险偏好有所降温。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，国内经济复苏动能有所放缓，贸易摩擦风险加大，市场情绪低迷，短期国内风险偏好降温。但是二十届三中全会以及政治局会议强调实现年内经济目标，政策刺激预期较强；央行连续降息、地产政策刺激进一步加强、财政支持设备更新，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一定的支撑。中期关注7月底政治局会议政策、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，当前国外需求有所放缓，海外商品需求端有所放缓对大宗商品支撑减弱，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑减弱。国内商品需求季节性放缓，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱，而且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，中期继续关注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。美国虽然需求有所放缓，工业生产整体略有加快。国内供给方面，有色、化工、钢材在7月开工率整体有所下降，但建材开工率略有上升，供给整体有所下降；7月以来国内商品需求有所放缓，国内开工整体有所下降，供给整体有所放缓，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、市场情绪低迷，股市短期回调，但政策支持力度加大，对股市有一定的支撑；债市方面，国内经济复苏偏慢、货币宽松，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美元持续走弱，国内经济复苏偏慢、货币宽松，人民币汇率短期压力缓解。**大宗商品板块策略方面**，美元走弱，国外商品需求放缓，供应端扰动增强，商品价格震荡。其中，**能源板块**，OPEC+延续减产、国内外需求放缓，但地缘风险扰动增强，油价震荡；**有色板块**，国外需求放缓，供应上升，但国内政策刺激预期增强，有色震荡；**贵金属板块**，美元美债短期走弱，贵金属短期震荡偏强。**黑色板块**，地产刺激效果尚不明显，季节性需求放缓，短期供需整体偏弱，黑色短期震荡偏弱。

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：美联储降息预期升温，国内政策支持力度加强	5
1.1. 美国通胀继续回落，核心通胀仍旧较高	5
1.2. 美国经济增长有所放缓，但韧性较强	5
1.3. 经济放缓和通胀回落，美联储降息预期整体升温	6
1.4. 国内经济复苏偏慢，政策支持力度加大	7
2. 需求：欧美商品需求有所放缓，国内需求偏弱	8
2.1. 海外商品需求增长有所放缓	8
2.2. 国内商品需求整体偏弱	9
2.2.1. 房地产销售和投资有所修复，但仍旧偏弱	9
2.2.2. 基建投资有所回落	10
2.2.3. 制造业投资小幅下降	11
2.3. 国内消费增速继续回落且不及市场预期	11
2.4. 6月国内出口超预期回升	12
3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给整体放缓	13
3.1. 国外商品供应增速有所上升	13
3.2. 国内工业生产有所放缓	14
3.3. 各行业开工整体下降	15
4. 2024年8月大类资产及商品策略	16
4.1. 2024年8月大类资产及商品板块策略	16
4.2. 2024年8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 美国通胀持续回落	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 7 月继续维持利率不变	6
图 6 欧央行 7 月维持利率不变	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 基建投资增速数据	11
图 22 建筑业景气度及订单	11
图 23 制造业投资数据	11
图 24 目前制造业处于补库初期	11
图 25 社会零售总额同比数据	12
图 26 汽车及地产相关消费数据	12
图 27 中国进出口数据：以美元计	13
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	13
图 29 美国工业生产数据	14
图 30 欧洲工业生产数据	14
图 31 欧美制造业产出数据	14
图 32 美国处于主动补库阶段	14
图 33 国内工业生产	15
图 34 制造业生产 PMI	15
图 35 能源产量	15
图 36 钢材水泥等建材开工率	15
图 37 化工品开工率	16

图 38 有色金属产量 16

1. 宏观：美联储降息预期升温，国内政策支持力度加强

1.1. 美国通胀继续回落，核心通胀仍旧较高

目前美国通胀超预期回落，美国 6 月 CPI 3.0%，预期 3.1%，前值 3.3%，较上月下降 0.3%，超出市场预期；环比-0.1%，预期 0.1%，前值 0%，低于市场预期。核心 CPI 3.3%，预期 3.4%，前值 3.4%，较上月下降 0.1%；环比 0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%，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，但全球经济增长有所放缓，需求增速放缓，且地缘风险对供应的扰动短期减弱，对原油价格支撑减弱。由于能源价格下跌，欧美能源通胀整体有所下降。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 0.3%中，能源和食品通胀下降共计贡献 0.2%，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%，服务消费贡献持平于 1.5%。

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 美国通胀持续回落



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 美国经济增长有所放缓，但韧性较强

美国方面，美国 7 月标普全球制造业 PMI 初值 49.5，预期 51.7，前值 51.6；服务业 PMI 初值 56，预期 55，前值 55.3；综合 PMI 初值 55，预期 53.9，前值 54.8。制造业下降和服务业景气度大幅上升，美国经济景气整体继续改善。就业方面，美国 6 月非农就业人口增长 20.6 万人，略高于预期 19 万人，前值自 27.2 万人修正至 21.8 万人。6 月失业率为 4.1%，为两年多来首次升至该水平，预期持平于 4.0%。平均时薪同比升 3.9%，预期 3.9%，前值 4.1%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。薪资增速放缓。目前美国劳动力市场快速放缓但依旧较为强劲。就业--薪资--通胀螺旋上升循环依旧。消费方面，美国 7 月密歇根大学消费者信心指数终值为 66.4，前值为 68.2，6 月实际消费支出环比增长 0.2%，预期 0.3%，消费增速有所放缓，低于市场预期。

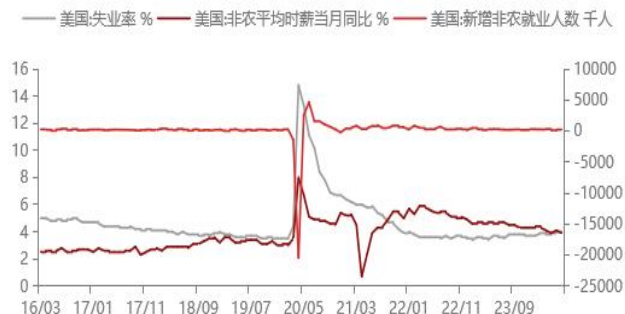
欧洲方面，欧元区 7 月制造业 PMI 初值 45.6，预期 46.1，前值 45.8；服务业 PMI 初值 51.9，预期 53，前值 52.8；综合 PMI 初值 50.1，预期 51.1，前值 50.9；欧元区 7 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所放缓。

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. 经济放缓和通胀回落，美联储降息预期整体升温

美联储方面，美联储 7 月一致同意连续第八次维持利率在 5.25%-5.5% 区间不变，符合市场预期。对于利率水平，正逐渐接近可以降息的时机，但尚未达到那个点。若通胀如期下降、劳动力市场持稳，最快 9 月就会降息。在本次会议上确实进行了关于降息的深入讨论。降息 50 个基点目前不在考虑范围。可以想象出现零次降息到多次降息的不同情景。将根据经济情况维持利率不变或提早行动。对于通胀前景，无需将注意力完全集中在通胀上。对实现 2% 的目标充满信心。通胀回落范围扩大、长期通胀预期似乎被牢牢锚定。通胀上行风险已减弱。对于大选影响，若 9 月降息，应该是非政治性的。在选举前中后期所做的任何决策都将基于数据和风险的平衡，绝不会试图根据尚未出炉的选举结果来制定政策。对于经济情况，数据并未显示经济疲软或过热的迹象，或存在一些疲软迹象，但整体情况并不糟糕。有能力应对经济疲软。失业率保持在低位，劳动力市场已变得更加平衡，当前就业市场面临的下行风险真实存在。

由于美国经济和就业市场有所放缓、通胀持续降温，美联储降息预期持续升温，目前市场完全定价美联储 9 月降息，美元指数和美国国债收益率持续下降，全球风险偏好整体升温。

图 5 美联储 7 月继续维持利率不变

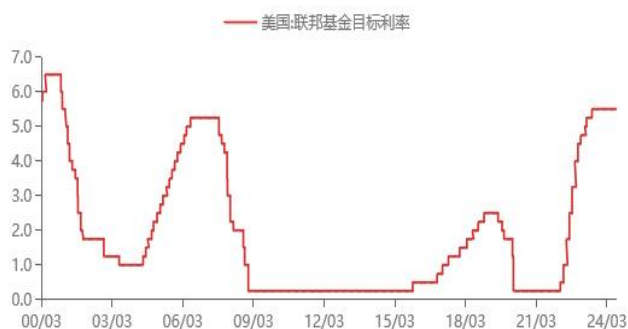
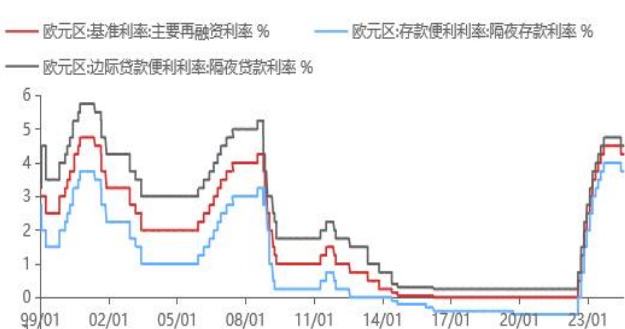


图 6 欧央行 7 月维持利率不变



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

1.4. 国内经济复苏偏慢，政策支持力度加大

经济和政策方面，国内经济复苏动能有所放缓，贸易摩擦风险加大，市场情绪低迷，短期国内风险偏好降温。但是二十届三中全会以及政治局会议强调坚定不移完成全年经济社会发展目标任务，政策刺激预期较强；央行连续降息、地产政策刺激进一步加强、财政支持设备更新，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一定的支撑。

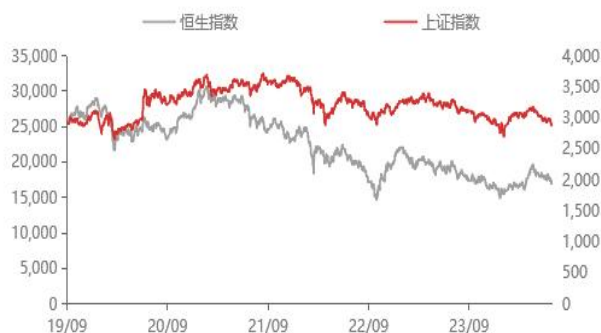
通胀方面，短期国内通胀持续较低，国内财政和货币政策继续宽松，但供应充裕以及需求季节性回落导致上游大宗商品价格回调，上游通胀预期修复略放缓。

宽信用方面，国内货币政策持续宽松，且国内经济复苏偏慢，但政府专项债发行加速，宽信用过程整体有望加快。

汇率方面，近期人民币汇率贬值压力缓解。外部因素是由于美元短期走弱；内部因素是国内政策刺激预期增强，人民币汇率短期反弹。

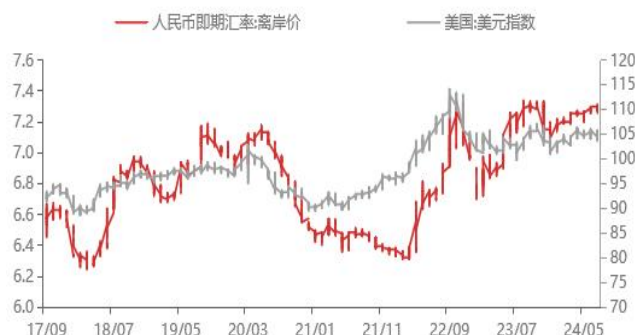
展望 2024 年 8 月，关注 7 月底政治局会议政策、国内地产政策刺激效果、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

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，由于美国经济有所放缓、通胀回落、美联储降息预期大幅升温。但是短期全球需求放缓导致能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的压力；此外，市场短期有交易衰退的迹象，市场风险偏好有所降温。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，国内经济复苏动能有所放缓，贸易摩擦风险加大，市场情绪低迷，短期国内风险偏好降温。但是二十届三中全会强调实现年内经济目标，政策刺激预期较强；央行连续降息、地产政策刺激进一步加强、财政支持设备更新，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一定的支撑。中期关注 7 月底政治局会议政策、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：欧美商品需求有所放缓，国内需求偏弱

2.1. 海外商品需求增长有所放缓

欧美商品需求短期增长有所放缓。制造业方面，美国7月Markit制造业PMI 49.5%，下降2.1%；欧元区制造业PMI 45.6%，较上月下降0.2%；欧美制造业景气整体有所下降，商品需求有所放缓；欧美7月制造业新订单需求也小幅下降；但是，美国仍然处于补库存阶段，需求有一定的支撑。房地产方面，7月美国房贷利率处于整体较高水平，7月美国住房市场指数为42，前值43，房地产景气度继续下降；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。

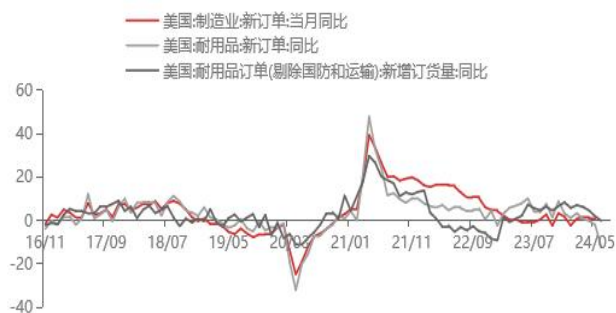
消费方面，美国6月个人消费支出同比2.6%，环比0.2%。其中，耐用品环比-0.2，同比2.9%；非耐用品环比0.5%，同比2%；服务消费环比0.2%，同比2.8%。6月零售环比0，增速有所下降，但好于预期。美国消费支出短期有所放缓，其中服务消费依旧较高，商品消费短期有所放缓。

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



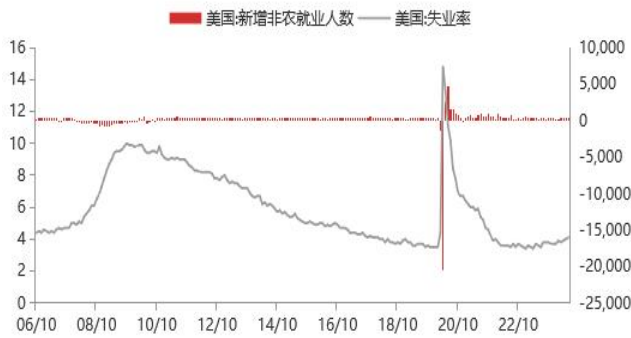
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图12 美国房地产市场景气度



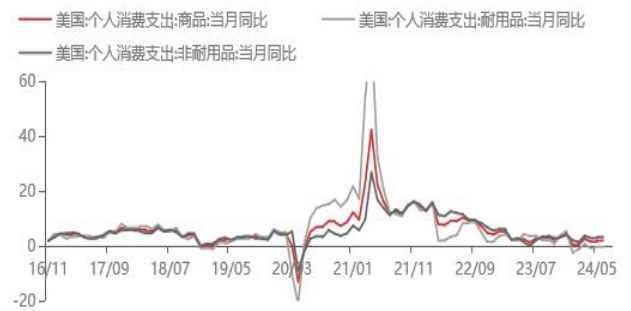
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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

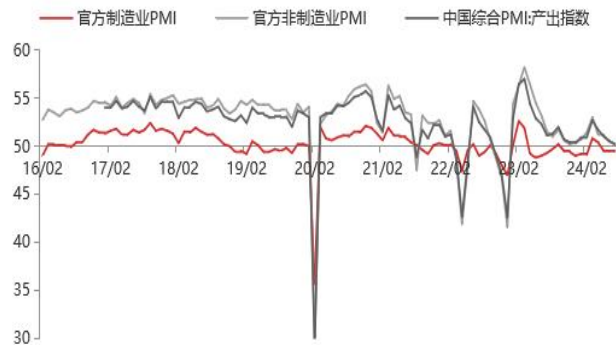


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内商品需求整体偏弱

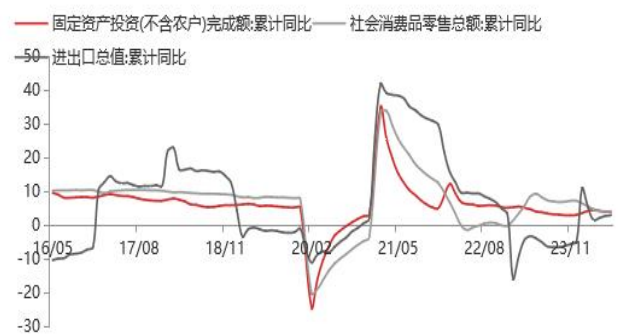
中国 7 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.4%、50.2%和 50.2%，分别比上月下降 0.1、0.3 和 0.3 个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，但复苏步伐继续放缓。制造业 PMI 维持收缩，商品需求整体偏弱。从经济驱动力来看，其中 1-6 月固定资产投资累计同比 3.9%，较 1-5 月下降 0.1%；消费同比增长 3.7%，较 1-5 月下降 0.4 个百分点；1-6 月进出口同比 2.9%，降幅较 1-5 月上升 0.2 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，基建、制造业增长较快，但房地产投资修复偏慢；外贸出口短期延续回升；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. 房地产销售和投資有所修复，但仍旧偏弱

6 月商品房销售面积同比增长 13.8%，降幅较前值收窄 2.3%，商品房销售额同比增长 -13.8%，降幅较前值收窄 10.5%，房地产销售降幅继续收窄，整体仍旧偏弱。房地产开发资金来源方面，6 月当月同比增长 -14.6%，降幅收窄 6.4%，资金来源压力仍旧较大；房地产开发投资同比增长 -7.4%，降幅较前值扩大 2.7%，房地产投资仍旧较弱。6 月房地产新开工面积同比增长 -21.9%，降幅较前值收窄 0.7 个百分点，施工面积同比下降 -34.2%，竣工

面积同比增长-29.7%，较前值扩大 11.3 个百分点；施工端持续回落。6 月国房景气指数上升 0.1 至 92.11，房地产景气度有所回升。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。

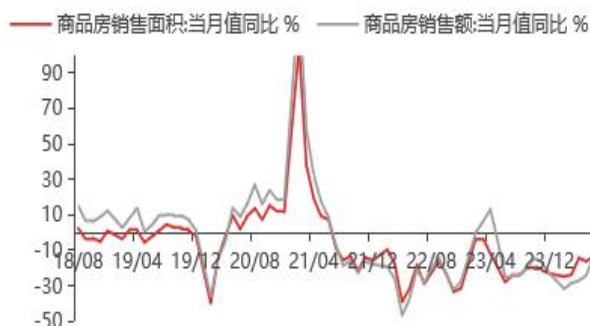
随着国家地产政策刺激力度加大以及全国各地方政策陆续跟进，地产政策持续放松，刺激力度进一步加强，近期地产销售有回暖的迹象，但回暖的幅度及延续性尚待进一步观察。

图 17 房地产投资及资金来源



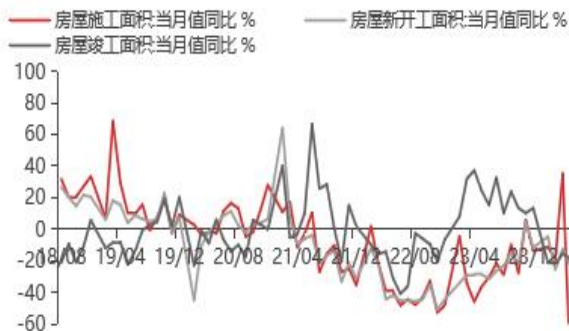
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



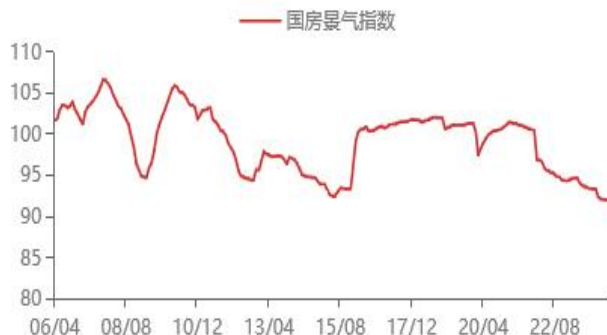
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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

2.2.2. 基建投资有所回落

6 月基建投资 4.6%，前值 4.9%，较前值下降 0.3%，基建投资增速有所下降。一方面由于基建需求季节性放缓；另一方面虽然专项债发行加快，但尚未形成实物工作量拖累基建投资。7 月建筑业 PMI 51.2%，前值 52.3%，下降 1.1%，景气度继续下降；建筑业新订单 40.1%，前值 44.1%，较上月下降 4%，短期订单有所回落；需求端短期整体继续放缓。政策方面，7 月 30 日政治局会议强调加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。因此，今年下半年财政支出的重点领域在于设备更新和消费品以旧换新，相关领域

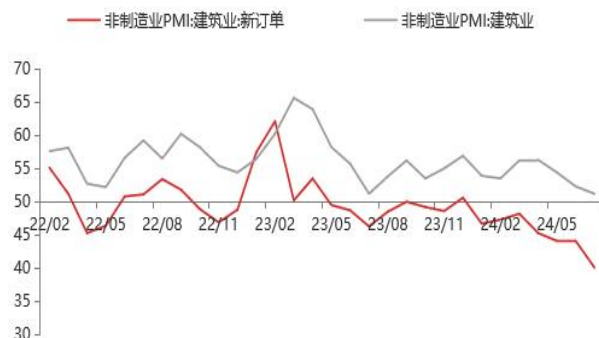
财政支出将进一步增大，对国内经济的托底作用进一步增强。后期关注房市恢复和土地成交情况以及基建资金到位情况。

图 21 基建投资增速数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 22 建筑业景气度及订单



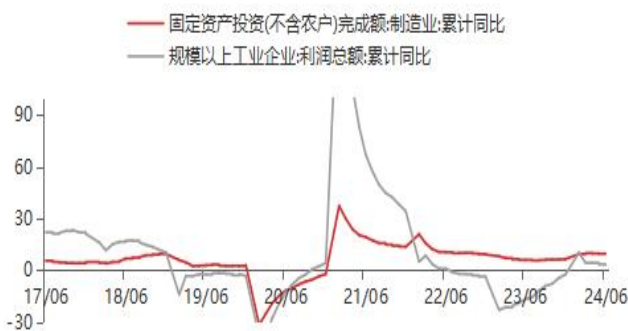
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资小幅下降

国内制造业投资保持高速增长，6月制造业投资同比9.3%，前值9.4%，较前值下降0.1%，整体小幅回落。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；短期由于国内经济刺激政策和产业政策陆续落地显效，经济延续复苏，企业信心有所回升，制造业投资保持较高增速。其中，存货投资方面，6月工业企业产成品存货同比4.7%，较上月上升1.1%，制造业仍处于补库阶段。资本开支投资方面，1-6月工业企业利润增速同比增长3.5，较上月上升0.1%，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 23 制造业投资数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 24 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. 国内消费增速继续回落且不及市场预期

6 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.0%，预期 3.3%，前值 3.7%，较前值下降 1.7 个百分点，大幅不及市场预期及前值。一是由于 6 月消费整体放缓；二是由于消费价格整体下降。其中烟酒类消费同比增长 5.2%，餐饮收入同比增长 5.4%，石油及制品类消费同比增长 4.6%；消费增速均高于平均增速。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-4.4%。

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》。7 月 25 日，国家发展改革委、财政部正式发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》。明确由国家发展改革委牵头安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

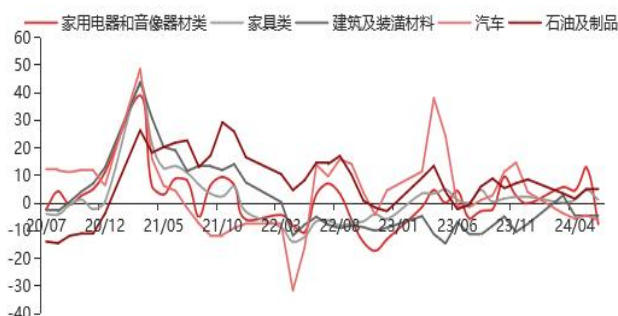
目前来看，消费复苏方向不变，预计下半年在低基数以及消费刺激政策的推动下，国内消费增速延续上升趋势。

图 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



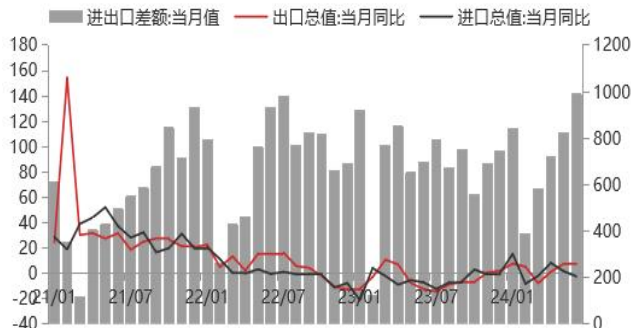
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4.6 月国内出口超预期回升

中国 2024 年 6 月进出口总额（以美元计）5166.62 亿美元，同比 3.9%，前值为 5.1%，下降 1.2%。其中，出口 3078.55 亿美元，同比上升 8.6%，预期上升 8%，前值上升 7.6%，上升 1%，超预期回升；进口 2088.08 亿美元，同比下降 2.3%，预期上升 2.5%，前值上升 1.8%，下降 4.3%；贸易顺差 990.5 亿美元，预期 853 亿美元，前值 826.2 亿美元。进出口订单方面，7 月新出口订单 48.5%，较上月上升 0.2%；进口订单 47%，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

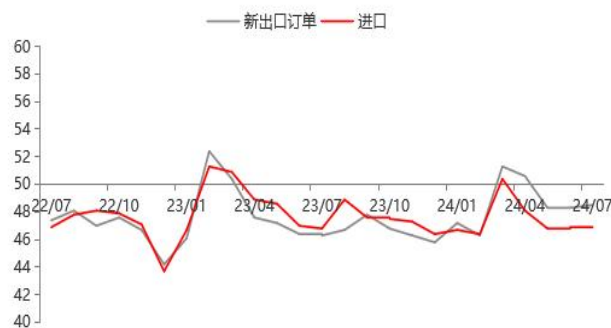
望加快，商品需求有望继续回升；且随着去年进口价格高基数效应逐步下降以及国内政策刺激进一步加码且落地显效，需求预期继续提升，预计进口增速有望延续回升，短期净出口对经济的支撑增强。

图 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，海外经济整体继续回暖，但欧美制造业景气及需求整体有所放缓，商品消费整体有所放缓；外需短期有所放缓，外需对大宗商品需求支撑减弱。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；房地产市场有所修复，投资需求预期整体回升；但商品需求季节性放缓；短期对螺纹钢热卷等黑色金属，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，当前国外需求有所放缓，海外商品需求端有所放缓对大宗商品支撑减弱，铜等有色金属以及原油等商品价格受到支撑减弱。国内商品需求季节性放缓，短期对黑色等内需型商品价格支撑减弱，而且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，中期继续关注房地产政策效果和实际需求情况。

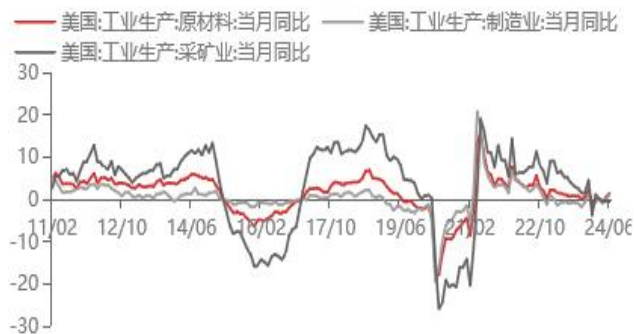
3. 供给：欧美供应增速有所回升，国内供给整体放缓

3.1. 国外商品供应增速有所上升

工业生产方面，6 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放缓而有所下降。6 月欧美需求有所放缓，工业生产整体略有上升。美国商品需求有所放缓，美国原材料和制造业继续补库，整体利空商品价格。

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，全球经济增长有所放缓，且地缘风险对供应端的扰动减弱，对原油价格支撑减弱。

图 29 美国工业生产数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 30 欧洲工业生产数据



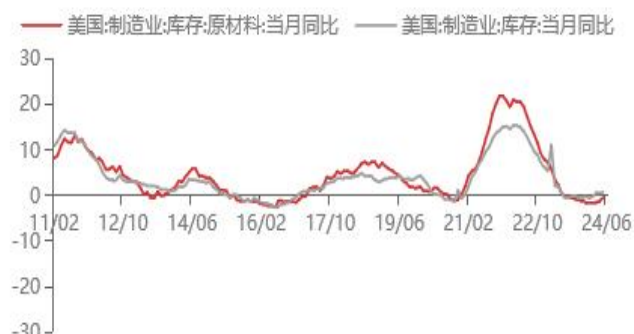
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 31 欧美制造业产出数据



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 32 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

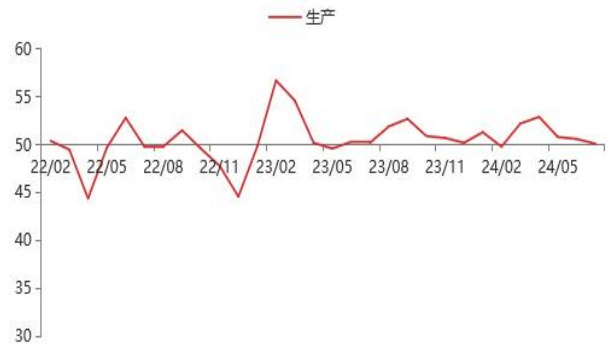
工业生产方面，6 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.3%，预期 5%，前值 5.6%，较前值下降 0.6 个百分点，但好于预期；主要由于终端需求季节性放缓以及部分行业减产或者限产所致，工业生产有所放缓。分三大门类看，6 月份，采矿业增加值同比增长 4.4%，制造业增长 5.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%。由于季节性需求回升，煤炭等采矿业生产有所上升；制造业由于国外需求回升，制造业等工业生产继续保持高位，汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业同比录得 6.8% 和 11.3% 的大幅增长。随着国内外经济整体延续复苏，工业生产增速整体有望整体保持高位。7 月份，制造业生产 PMI 50.1%，较前值 50.6% 下降 0.5%，制造业生产继续放缓；7 月随着国内需求的放缓，国内工厂开工率整体有所下降，目前国内生产整体有所放缓。

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

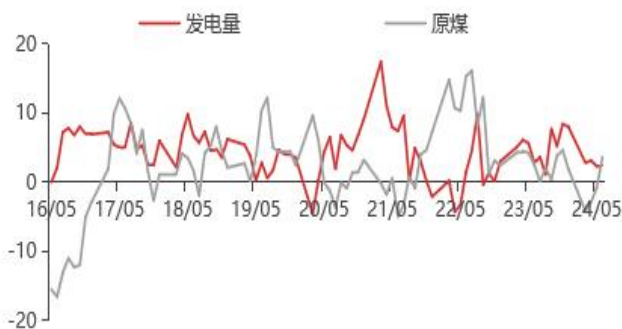


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体下降

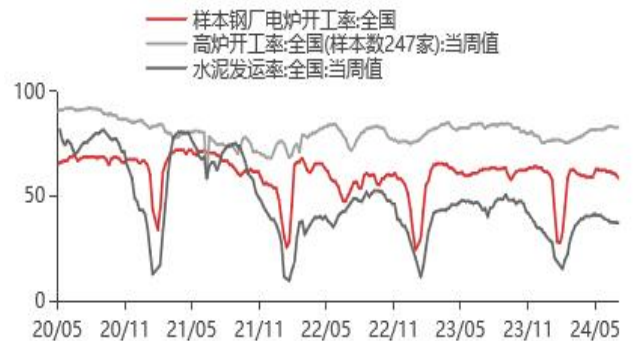
能源方面，6月原煤产量同比3.6%，较上月上升4.4%；发电量同比2.3%，与上月持平。建材方面，6月钢材产量同比3.2%，下降0.2%；水泥-10.7%，降幅扩大2.5%；沥青-13.6%，降幅扩大4%。7月全国高炉开工率有所下降、沥青开工率有所上升，供应整体有所下降。化工方面，6月液化石油气9.2%，上升8.1%；塑料制品-4%，下降3.5%；7月PTA、聚酯聚合、MEG、PE、甲醇以及纯碱等开工率有所下降。有色方面，6月十种有色金属同比7.5%，上升0.1%；铜材-3.4%，降幅收窄7.7%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，7月有色、钢材、化工等开工率均有所下降，但建材开工率略有上升，供给整体有所下降。

图 35 能源产量



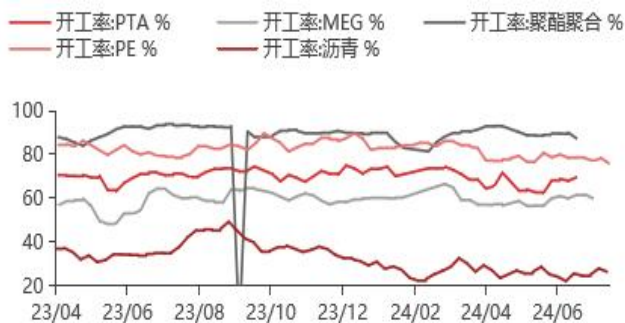
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



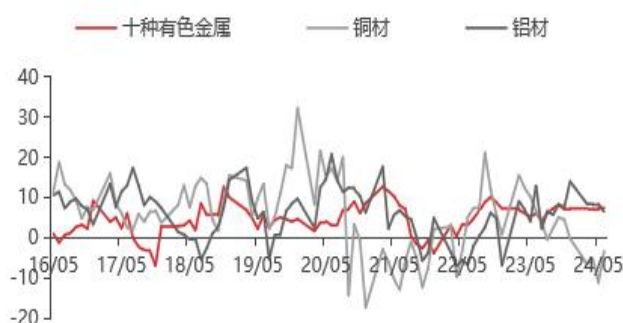
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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。美国虽然需求有所放缓，工业生产整体略有加快。国内供给方面，有色、化工、钢材在 7 月开工率整体有所下降，但建材开工率略有上升，供给整体有所下降；7 月以来国内商品需求有所放缓，国内开工整体有所下降，供给整体有所放缓，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，但需求放缓、地缘风险扰动减弱，原油价格震荡偏弱。有色，美元短期走弱，但海外需求有所放缓，有色整体震荡偏弱。建筑材料，短期需求季节性放缓，且钢铁、水泥等开工率有所下降，供需短期偏弱，价格短期震荡。化工，开工率有所下降，生产有所放缓，需求回复较慢，但成本支撑较强，整体维持震荡。

4. 2024 年 8 月大类资产及商品策略

4.1. 2024 年 8 月大类资产及商品板块策略

由于美国经济有所放缓，通胀继续回落，美联储降息预期升温，美元短期走弱。国内经济复苏偏慢，三大需求整体有所放缓，实际需求短期偏弱。但是，国内货币、财政、地产政策支持力度加强，关注政策落地情况及效果。

因此，股市方面，国内经济复苏偏慢、市场情绪低迷，股市短期回调，但政策支持力度加大，对股市有一定的支撑；债市方面，国内经济复苏偏慢、货币宽松，国内债券价格高位偏强震荡；汇率方面，美元持续走弱，国内经济复苏偏慢、货币宽松，人民币汇率短期压力缓解。大宗商品板块策略方面，美元走弱，国外商品需求放缓，供应端扰动增强，商品价格震荡。其中，能源板块，OPEC+延续减产、国内外需求放缓，但地缘风险扰动增强，油价震荡；有色板块，国外需求放缓，供应上升，但国内政策刺激预期增强，有色震荡；贵金属板块，美元美债短期走弱，贵金属短期震荡偏强。黑色板块，地产刺激效果尚不明显，季节性需求放缓，短期供需整体偏弱，黑色短期震荡偏弱。

4.2. 2024 年 8 月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	钢厂减产范围或扩大，钢价继续下跌空间有限	1. 8 月份仍为需求淡季，现实需求或继续低位运行，但新旧国标切换影响将有所减弱。 2. 钢厂亏损范围扩大，后期减产、检修范围或有所增加。 3. 7 月底政治局会议释放出的信息看，政策仍有加码预期	政策力度低于预期，钢材需求继续大幅下滑	单边策略:螺纹、热卷以区间震荡为主 套利:卷螺价差或有阶段性收缩机会。
铁矿石	估值修复后，短期或有反弹机会	1. 铁水产量高位，需求绝对量仍偏强；钢厂亏损幅度加大后，钢厂或有减产预期 2. 前期得高估值得到明显修复 3. 铁矿石供应持续回升，港口未能实现有限去库	铁水产量短期快速下降，钢材需求持续走弱	单边:铁矿石关注 750 (现货 90 美金) 附近支撑
焦煤/焦炭	短期煤焦价格下行空间有限，弱势震荡为主，可等待后续做多机会	1. 供应端，随着会议的落幕，受安监影响的煤矿逐渐复工，公开边际有所好转，进口煤方面，蒙煤进口量回升，整体进口量同比增加，供应端或有增量预期。 2. 需求端，247 家钢厂铁水日均产量保持高位，下游淡季叠加粗钢压减消息下，日均铁水产量增量有限，需求端难有大的增量。	上行风险:供应增量不及预期，安监力度加严，需求大幅增加，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	区间操作

			多出尽	
原油	<p>油价仍偏空，但短期流畅下跌结束，旺季需求短期支撑，8月或弱势震荡</p>	<ol style="list-style-type: none"> 海外需求不及预期，中国需求恢复有限，需求担忧逐渐验证且已计价部分，后续转强幅度有限，长期仍偏空看待。 OPEC+或维持现有减产退出政策，过剩担忧持续。 降息预期短期过强，后续变动或影响风险资产价格。 	<p>地缘政治事件再度影响供应安全，降息情况再度延后</p>	<p>SC 空单止盈，短期观望</p>
PTA	<p>终端开工走弱备货偏慢，装置回归供应压力增加，价格区间下沿运行</p>	<ol style="list-style-type: none"> PTA 装置开工逐渐回升，装置供应增加 终端开工季节性走低，进料节奏放缓，库存小幅累积 原油价格拖累，中枢整体下行 	<p>下游需求大幅走弱，原油/PX 价格出现大幅波动</p>	<p>TA01 5650- 6950 区间累购</p>
乙二醇	<p>港口库存持续去化，短期能化走低可适度进场做多</p>	<ol style="list-style-type: none"> 显性库存继续去化，港口发货情况良好，工厂库存持续走低。 终端开工有所走弱，短期备货节奏略有放缓，但远期产能出清节奏持续，多配价值仍然存在 	<p>产能存量装置短期大面积回归，下游需求长期走弱</p>	<p>EG01/05 买看涨期权</p>
甲醇	<p>震荡偏弱</p>	<ol style="list-style-type: none"> 8月内地装置集中重启，同时下游也将触底回升，供需同步增加，但需求提升不及供应增幅，库存或仍旧上涨。港口 MTO 重启存边际改善预期，预计累库速率下降，而内地装置供应回归压力大，与港口分化， 	<p>进口，MTO 装置。宏观、原油、地缘政治，政策风险等。</p>	<p>买看涨期权，1-5 正套，空配 MA2409 合约</p>

		<p>或形成内地弱于港口情形。</p> <p>2. 整体来看，甲醇仍处于弱势格局当中，价格震荡偏弱，节奏上预计先跌后涨 09 合约偏弱。主力即将换月，01 关注波段做多机会。</p>		
聚烯烃	震荡偏弱	<p>1. 成品油需求季节性好转，叠加降息预期仍有作用，短期内有支撑。长期过剩矛盾无法解决。</p> <p>2. 新增产能投放以及装置回归预期压力较大（PE 检修回归压力大于 PP），需求端目前淡季偏弱，8 月过后下游开工或存季节性提升。</p> <p>3. 成本利润亏损，虽 7 月油头利润修复，成本估值偏高。但继续向下空间较少。</p> <p>4. 关注 01 合约反弹波段做多机会</p>	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治，政策等	区间操作为主，关注 09LP 价差收窄。
铜	或出现反弹、呈现震荡走势	<p>1. 宏观方面，海外降息预期和衰退预期轮番成为交易逻辑而驱动资产价格走势，国内预计以消化存量政策和出台增量政策并行为主，市场整体风险偏好或有所好转。</p> <p>2. 供应端，炼厂采买节奏的调整带动加工费反弹至 6.38 美元/吨，炼厂在 7 月检修结束后开启追产，叠加进口窗口打开，精炼铜供应预计好转。</p> <p>3. 需求端，随着铜价在 7 月的持续回落，铜杆等下游开工率持续反弹，整体需求情况有所好转。</p> <p>4. 总体而言，由于市场预期和风险偏好整体好转，铜价走势或出现反弹、呈现震荡走势。</p>	市场预期未完全好转、风险偏好不足	短线择机多空

<p>铝</p>	<p>消费转淡，铝价承压</p>	<p>1. 短期铝基本面相对稳定，持续对铝价产生向下压力。国内电解铝供应端高位运行，现货供应充足。</p> <p>2. 终端消费略微偏弱，铝锭及铝棒均保持小幅累库状态，对铝价有所压制。下游铝加工及终端需求则进入淡季。现货短期维持贴水行情。</p> <p>3. 短期国内铝价或震荡偏弱运行，建议空单可止盈离场。</p>	<p>供给压力，需求淡季</p>	<p>空单离场</p>
<p>氧化铝</p>	<p>氧化铝将偏稳运行</p>	<p>1. 目前氧化铝行业整体处于盈利状态，各企业复工复产积极性较高，但是近期山西、河南等地矿山环保整治力度较为严格，加之部分地区因为持续降雨的影响因素，铝土矿依旧维持供不应求的态势，氧化铝复产进度不及预期。</p> <p>2. 短期来看，预计氧化铝将偏稳运行。</p>	<p>矿端受限问，复产进度不及预期</p>	<p>观望</p>
<p>锌</p>	<p>加工费低位，锌价偏弱震荡</p>	<p>1. 当前锌市场呈现供需双弱的态势，下游消费疲软打压锌价，但矿端偏紧和库存下降又为锌价提供一定支撑。</p> <p>2. 国产锌精矿加工费达到近年新低，考虑到目前冶炼维持亏损，炼厂生产积极性较低。</p> <p>3. 下游进入消费淡季，市场需求转差，维持偏弱震荡状态。</p>	<p>加工费持续下降，需求淡季</p>	<p>空单离场</p>
<p>锡</p>	<p>震荡</p>	<p>1. 宏观方面，海外降息预期和衰退预期轮番成为交易逻辑而驱动资产价格走势，国内预计以消化存量政策和出台增量政策并行为主，市场整体风险偏好或有所</p>	<p>宏观预期维持悲观，缅甸佷</p>	<p>短线择机多空</p>

		<p>好转。</p> <p>2. 供应端，矿端扰动仍然存在被炒作的可能，留意原料短缺对炼厂生产的实际影响；进口窗口打开、社会库存居于高位，整体供应弹性仍然较好。</p> <p>3. 需求端，电子焊料消费仍具韧性、光伏焊料整体低迷，锡化工需求并无明显亮点。</p> <p>4. 总体来看，市场整体风险偏好或好转，但价格走势的连续性存疑、或呈现震荡走势，操作以短线择机为宜。</p>	<p>邦突然宣布复产</p>	
金/银	<p>美国通胀普遍降温，贵金属保持逢回调做多</p>	<p>1. 对美联储在 9 月份降息的预期保持乐观，6 月美国就业数据疲软，通胀降温以及美联储高官的评论促使利率期货市场完全定价了 9 月降息 25 个基点的可能性。</p> <p>2. 最近美股持续大幅回调，外围市场风险情绪明显转弱。不过美国通胀普遍降温，贵金属依旧保持逢回调做多的观点。</p>	<p>美联储降息预期，中东地缘政治</p>	<p>回调做多</p>
股指	<p>震荡</p>	<p>1. 经济复苏偏慢，货币、地产、财政、消费刺激政策加码，但地产政策效果尚不明显。</p> <p>2. 政治局会议提振市场信心。</p> <p>3. 关注国内政策落地、增量政策及资金流入情况。</p>	<p>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。</p>	<p>谨慎做多</p>
蛋白粕	<p>震荡偏弱</p>	<p>1. 8 月美豆市场相比天气影响，美豆盘面资金情绪更值得关注。</p>	<p>美豆产区天气</p>	<p>区间操作</p>

		<p>2. 近期中国买船增加，预期期货上逢低买套也会增加，或支撑 CBOT 大豆空头回补，也有助于豆粕企稳。</p> <p>3. 8 月国内油厂大豆和豆粕供需依然宽松，现货季节性反弹预期要降低，目前只能寄希望于美豆价格表现。</p>		
油脂	震荡偏弱	<p>1. 国际油脂整体受美国大选的政策预期扰动，国际能源价格下跌冲击也较大，油料丰产预期也不变，油脂价格或偏弱震荡。</p> <p>2. 国内豆菜油国内供需宽松、库存累库的基本面不变；棕榈油受限于豆棕价差倒挂，去库也比较缓慢。</p> <p>3. 综合看，油脂震荡行情或依然维持。</p>	生柴政策预期，油料产区天气	区间操作
生猪	震荡偏强	<p>1. 8 月初集团场出栏压力可能暂缓，（库存）出栏体重有可能会增加；（供应）8 月预期集团场的计划出栏量环比依然会小幅增加；（需求）至 8 月需求增量不会太多，重点关注 8 月中下旬集中开学备货增加行情。</p> <p>2. 我们预期 8 月整体依然是难深跌的状态，考虑养殖风险及二育状态，我们认为 8 月猪再一直压栏到 9 月的可能性不大，价格会出现阶段性回调。</p>	8 月北方多地暴雨引发的养殖风险	LH11@18500 以上，择机空；LH09-11 反套
玉米	震荡偏强	<p>1. 中储粮继续增加小麦收储规模，政策托底作用明显，小麦-玉米价差有走扩趋势，提振玉米价格。</p> <p>2. 进入 8 月，市场交易重心逐渐转移至新旧交接，新作延迟上市预期+渠道库存整体不大，或造成阶段性供应不足的情况。然而深加工需求平稳且企业库存水平</p>	产区天气情况；稻谷拍卖	C2411，轻仓试多

		<p>偏高，采购压力不大。</p> <p>3. 综合来看，8 月期价逐步止跌企稳，或有反弹，可轻仓试多。</p>		
棉花	低位震荡	<p>1. 国际市场在供应充足和需求疲软的背景下，国际棉价在中期面临下行压力。</p> <p>2. 国内市场，从基本面来看，近期没有显著变化，棉花进口滑准税配额下发了 20 万吨，存在利空效果但影响有限，中期来看跟随国际市场波动，驱动向下。</p> <p>3. 当前市场需要持续关注下游需求的变化。</p>	棉花主产区天气因素	CF2409，逢高空配
白糖	震荡偏弱	<p>1. 目前原糖市场交易供给压力以及印度和泰国等地区未来增产的预期；而巴西干旱对最终产量的影响，可能需要时间验证。</p> <p>2. 国内进口利润打开，8 月及以后国内进口到港预计将明显放量。</p> <p>3. 短期内糖市震荡，中长期逢高沽空。</p>	巴西降水、巴西港口物流	SR2501，逢高空配

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