

2024年9月2日

美联储即将开启降息，国内政策支持力度有待增强

——宏观月度策略报告

东海策略

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

宏观

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、美联储释放9月降息信号，美元持续走弱。虽然短期需求整体放缓，但市场对于美国经济衰退的担忧缓解，能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑；市场风险偏好大幅升温。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。虽然政治局会议强调实现年内经济目标，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，但政策力度不及预期，短期对国内股市和人民币汇率的支撑不强。中期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。

供需：需求方面，当前国外需求有所放缓，海外商品需求端继续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。美国需求有所放缓，工业生产整体有所放缓。国内供给方面，有色开工率有所上升，钢材、建材、化工开工率有所下降，供给整体有所下降；8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，政策支持力度有待增强，市场情绪低迷，股市短期偏弱震荡；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，人民币汇率短期贬值压力缓解。**大宗商品板块策略方面**，美元走弱，虽国外商品需求放缓，但海外衰退担忧缓解，商品价格震荡反弹。其中，**能源板块**，美元走弱，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，但海外经济衰退担忧缓解，有色震荡反弹；**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。

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：美联储即将开启降息，国内政策支持力度有待增强	4
1.1. 美国通胀继续回落，核心通胀压力缓解	4
1.2. 美国经济增长有所放缓，但韧性较强	4
1.3. 美联储将开启降息，美元持续走弱	5
1.4. 国内经济复苏偏慢，政策支持力度有待增强	5
2. 需求：欧美商品需求继续放缓，国内需求偏弱	6
2.1. 海外商品需求增长继续放缓	6
2.2. 国内商品需求整体偏弱	7
2.2.1. 房地产销售和投资有所修复，但仍旧偏弱	8
2.2.2. 基建投资有所回升	9
2.2.3. 制造业投资小幅下降	10
2.3. 国内消费增速有所回升，但整体较低	10
2.4. 7月国内出口有所放缓，但贸易总额延续回升	11
3. 供给：欧美供应增速有所下降，国内供给整体继续放缓	12
3.1. 国外商品供应增速有所下降	12
3.2. 国内工业生产有所放缓	13
3.3. 各行业开工整体下降	14
4. 2024年9月大类资产及商品策略	15
4.1. 2024年9月大类资产及商品板块策略	15
4.2. 2024年9月具体品种策略	15

图表目录

图 1 欧洲天然气和原油价格	4
图 2 美国通胀持续回落	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 7 月继续维持利率不变	5
图 6 欧央行 7 月维持利率不变	5
图 7 国内股市走势	6
图 8 人民币汇率短期走弱	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 美国房屋销售情况	7
图 12 美国房地产市场景气度	7
图 13 美国就业数据	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	10
图 22 建筑业景气度及订单	10
图 23 制造业投资数据	10
图 24 目前制造业处于补库初期	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	12
图 28 中国制造业 PMI 进出口分项	12
图 29 美国工业生产数据	13
图 30 欧洲工业生产数据	13
图 31 欧美制造业产出数据	13
图 32 美国处于补库阶段	13
图 33 国内工业生产	14
图 34 制造业生产 PMI	14
图 35 能源产量	14
图 36 钢材水泥等建材开工率	14
图 37 化工品开工率	14
图 38 有色金属产量	14

1. 宏观：美联储即将开启降息，国内政策支持力度有待增强

1.1. 美国通胀继续回落，核心通胀压力缓解

目前美国通胀整体继续回落，美国 7 月 CPI 2.9%，预期 3.0%，前值 3.0%，较上月下降 0.1%，略低于市场预期；环比 0.2%，预期 0.2%，前值-0.1%，低于市场预期。核心 CPI 3.2%，预期 3.2%，前值 3.3%，较上月下降 0.1%；环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.2%，符合市场预期。美国通胀整体回落且略低于市场预期。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，但整体继续回落。在整体通胀 2.9%中，能源和食品通胀共计贡献 0.4%，均维持不变。核心通胀方面，房屋租金继续下降，对通胀贡献维持不变为 1.6%，服务消费贡献持平于 1.5%，二手车下降 0.1%至-0.5%。

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 8 月标普全球制造业 PMI 初值 48，预期 49.6，前值 49.6；服务业 PMI 初值 55.2，预期 54，前值 55。综合 PMI 初值 54.1，预期 53.5，前值 54.3。制造业下降和服务业景气度上升，但美国经济景气整体有所放缓。就业方面，美国 6 月非农就业人口增长 11.4 万人，远低于预期 17.5 万人，前值自 20.6 万人下修至 17.9 万人。7 月失业率为 4.3%，预期持平于 4.1%。平均时薪同比升 3.6%，预期 3.7%，前值 3.8%；环比升 0.2%，预期升 0.3%，前值升 0.3%；薪资增速放缓。美国劳动力市场快速放缓短期引发市场对经济衰退的担忧。消费方面，美国 8 月密歇根大学消费者信心指数为 67.8，前值为 66.4，7 月实际消费支出环比增长 0.4%，预期 0.3%，消费增速有所加快，好于市场预期。

欧洲方面，欧元区 8 月制造业 PMI 初值为 45.6，预期 45.8，前值 45.8；8 月服务业 PMI 初值为 53.3，预期 51.9，前值 51.9；综合 PMI 初值 51.2，预期 50.1，前值 50.2；欧元区 8 月份 PMI 数据显示欧洲经济增速有所加快。

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



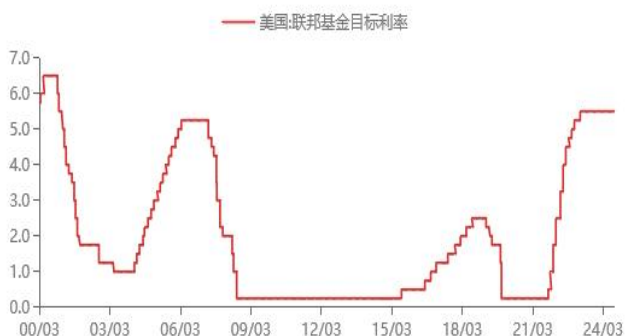
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 美联储将开启降息，美元持续走弱

美联储方面，美联储公布的7月份会议纪要显示，美联储官员上月强烈倾向于在9月的政策会议上降息，其中几位官员甚至愿意立即降息。纪要显示，通胀在过去一年有所缓解，但仍处于高位，在2%的通胀目标上取得了一些进一步的进展；劳动力市场的供需状况继续趋于平衡，失业率有所上升，但仍保持在低位；通胀前景的上行风险被视为已经减弱，而就业的下行风险被视为已经增加。因此，绝大多数政策制定者认为，如果经济数据继续与预期相符，那么在下次会议上放松政策可能是合适的。目前，市场普遍预计美联储将在9月中旬的会议上宣布首次降息已成定局，到今年年底，可能会降息100个基点，降息预期短期进一步增强。

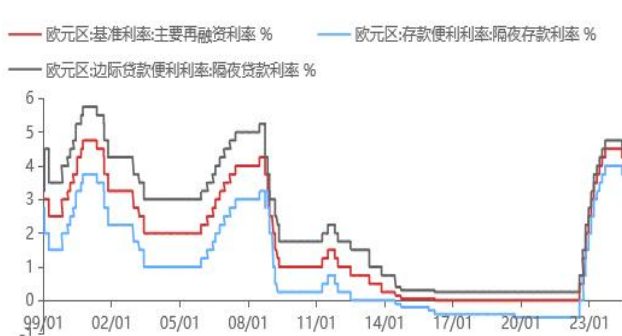
由于美国经济和就业市场有所放缓、通胀持续降温，美联储降息预期持续升温，而且，美联储主席表示政策调整的时机已经到来，对通胀回归2%的信心增强，并不寻求或欢迎进一步的劳动力市场降温；大多数官员表示支持9月降息，美联储即将开启降息，美元指数和美国国债收益率持续下降，全球风险偏好整体升温。

图5 美联储7月继续维持利率不变



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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

1.4. 国内经济复苏偏慢，政策支持力度有待增强

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。虽然政治局会议强调实现年内经济目标，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，但政策力度不及预期，短期对国内股市和人民币汇率的支撑不强。

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，虽政府专项债发行加速，但居民和企业融资需求放缓，宽信用过程整体有所放缓。

汇率方面，近期人民币汇率贬值压力缓解。主要是由于美元短期走弱，人民币汇率短期反弹。

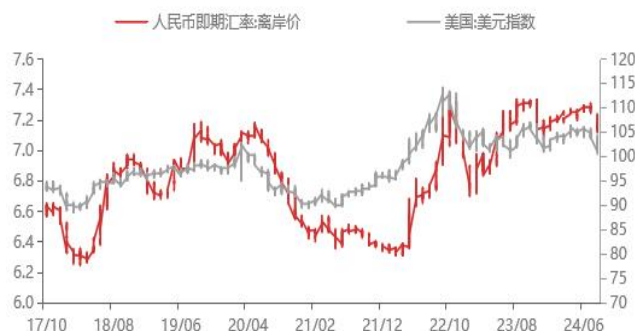
展望 2024 年 9 月，关注国内地产政策刺激效果、国内消费、投资、国内基建和房地产实际需求情况对内需型大宗商品市场的影响。

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，由于美国经济有所放缓、通胀回落、美联储释放 9 月降息信号，美元持续走弱。虽然短期需求整体放缓，但市场对于美国经济衰退的担忧缓解，能源、有色等国际大宗商品价格短期有一定的支撑；市场风险偏好大幅升温。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。虽然政治局会议强调实现年内经济目标，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，但政策力度不及预期，短期对国内股市和人民币汇率的支撑不强。中期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。

2. 需求：欧美商品需求继续放缓，国内需求偏弱

2.1. 海外商品需求增长继续放缓

欧美商品需求短期增长继续放缓。制造业方面，美国 8 月 Markit 制造业 PMI 48%，下降 1.5%；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 8 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，8月美国房贷利率处于整体有所下降，8月美国住房市场指数为39，前值41，房地产景气度继续下降；新屋和成屋销售略有回升，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。

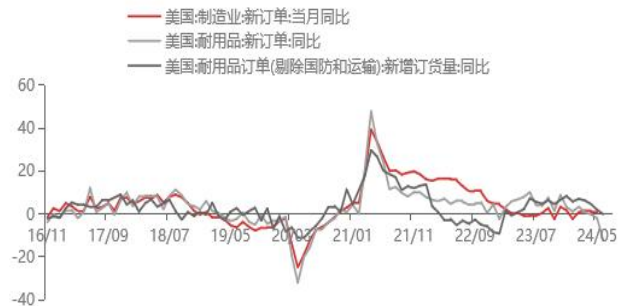
消费方面，美国7月个人消费支出同比5.3%，环比0.5%。其中，耐用品环比1.37%，同比6.8%。7月零售环比1%，增速大幅回升，且远超预期。美国消费支出短期有所加快，其中服务消费依旧较高，商品消费短期有所加快。

图9 欧美制造业PMI及订单PMI



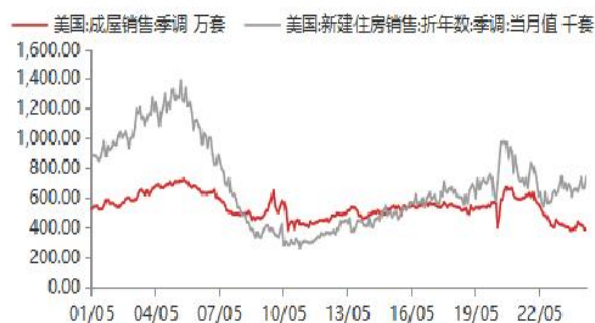
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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



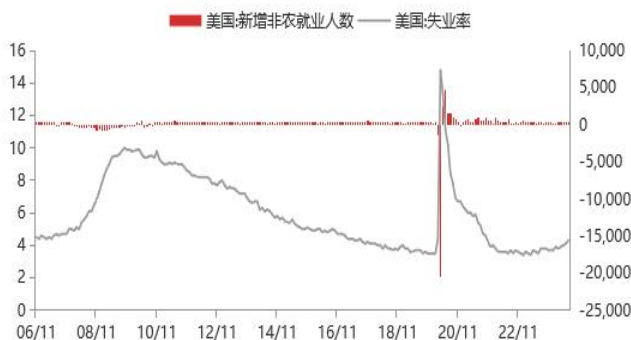
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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

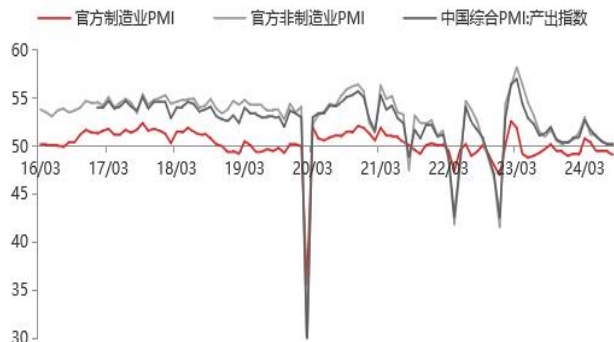


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2. 国内商品需求整体偏弱

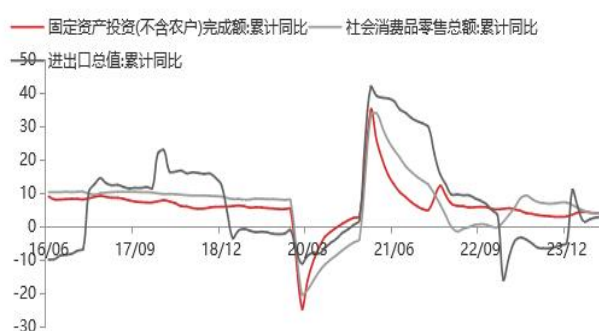
中国 8 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.1%、50.3%和 50.1%，分别比上月下降 0.3、上升 0.1 和下降 0.1 个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，但复苏步伐继续放缓。制造业 PMI 维持收缩，商品需求整体偏弱。从经济驱动力来看，其中 1-7 月固定资产投资累计同比 3.6%，较 1-6 月下降 0.3%；消费同比增长 3.5%，较 1-6 月下降 0.2 个百分点；1-7 月进出口同比 3.5%，降幅较 1-6 月上升 0.6 个百分点。目前国内经济增长三驾马车中，基建、制造业增长较快，但房地产投资修复偏慢；外贸出口短期增长较快；消费有所放缓，对经济的拉动作用减弱。

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



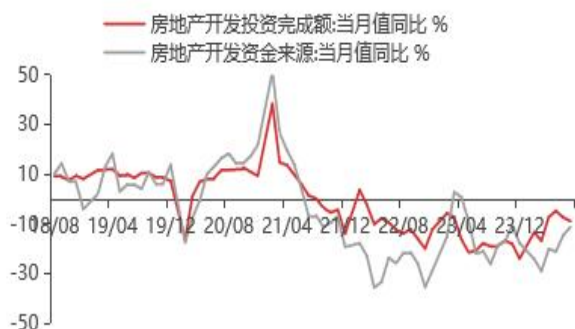
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.1. 房地产销售和投資有所修复，但仍旧偏弱

7 月商品房销售面积同比增长-11.6%，降幅较前值收窄 2.2%，商品房销售额同比增长-15.8%，降幅较前值扩大 2%，房地产销售整体仍旧偏弱。房地产开发资金来源方面，7 月当月同比增长-11.2%，降幅收窄 3.4%，资金来源压力仍旧较大；房地产开发投资同比增长-8.9%，降幅较前值扩大 1.5 个百分点，房地产投资仍旧较弱。7 月房地产新开工面积同比增长-19.5%，降幅较前值收窄 2.4%；施工面积同比下降-20.5%，降幅较前值收窄 13.7%；竣工面积同比增长-22.3%，降幅较前值收窄 7.4%；施工端仍旧较弱。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，但回暖的幅度以及延续性尚待进一步观察。

图 17 房地产投资及资金来源



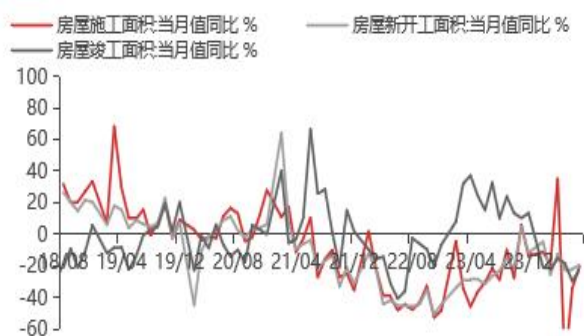
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 18 房屋销售面积、销售额数据



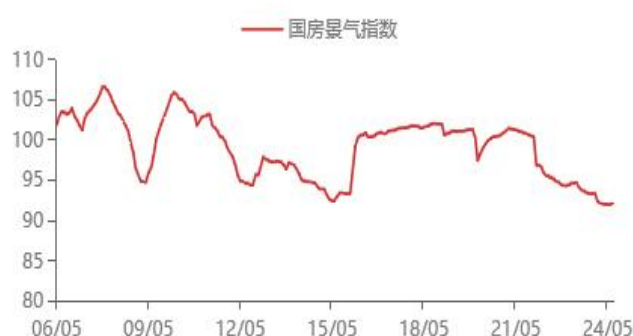
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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. 基建投资有所回升

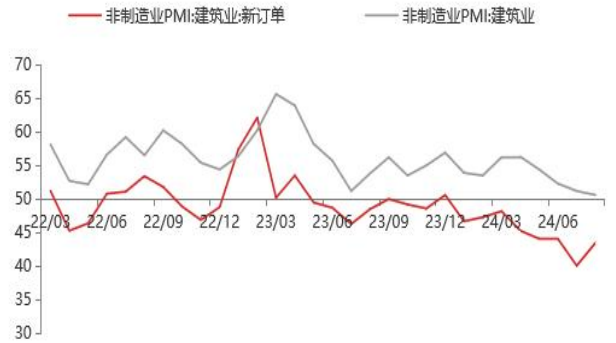
7月基建投资 10.8%，前值 10.2%，较前值上升 0.2%，基建投资增速继续上升。一方面虽然基建需求季节性放缓；但另一方面专项债发行加快，基建资金有所改善，基建投资增长有所加快。8月建筑业 PMI 50.6%，前值 51.2%，下降 0.6%，景气度继续下降；建筑业新订单 43.5%，前值 40.1%，较上月上升 3.4%，短期订单有所上升；需求端短期整体继续放缓。政策方面，7月30日政治局会议强调加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。因此，今年下半年财政支出的重点领域在于设备更新和消费品以旧换新，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



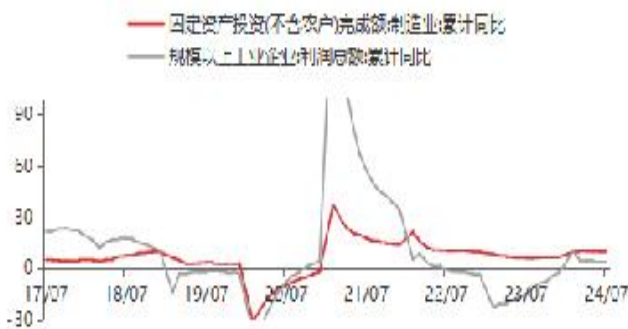
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.2.3. 制造业投资小幅下降

国内制造业投资保持较高速增长，7月制造业投资同比8.3%，前值9.3%，较前值下降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，对制造业投资有较强的支撑。其中，存货投资方面，7月工业企业产成品存货同比5.2%，较上月上升0.5%，制造业仍处于补库阶段。资本开支投资方面，1-7月工业企业利润增速同比增长3.6%，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。

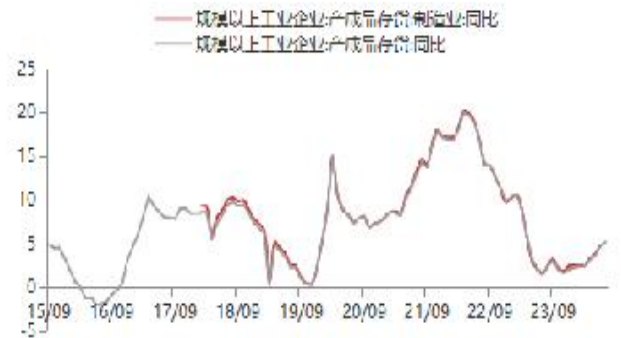
未来一方面随着制造业企业利润逐步筑底回暖以及国家设备更新“以旧换新”政策持续落地，未来企业资本开支意愿可能上升，对制造业投资有一定的支撑；但是，目前国外需求增速整体有所放缓，国内外补库力度有所减弱，短期制造业投资动力有所减弱，制造业投资短期有所放缓。

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. 国内消费增速有所回升，但整体较低

7月份，社会消费品零售总额同比增长2.7%，预期2.6%，前值2%，较前值上升0.7个百分点，略高于市场预期。一是由于7月消费整体平稳；二是由于消费刺激政策逐步落地。

其中饮料类消费同比增长 6.1%，体育娱乐消费同比增长 10.7%，通讯器材类消费同比增长 12.7%；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-2.1%。

政策方面，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。

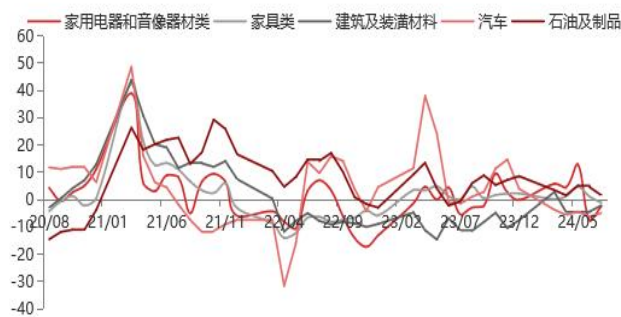
目前来看，消费复苏方向不变，但短期有所放缓；随着国内消费刺激政策逐步落地显效，国内消费将继续恢复。但是，需关注中长期收入增速放缓和消费倾向降低两个因素对消费的压制作用。

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

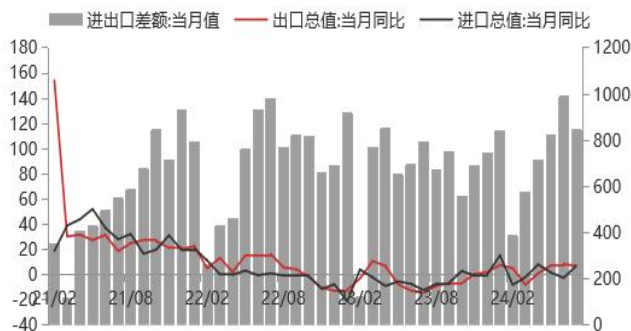


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

2.4.7 7月国内出口有所放缓，但贸易总额延续回升

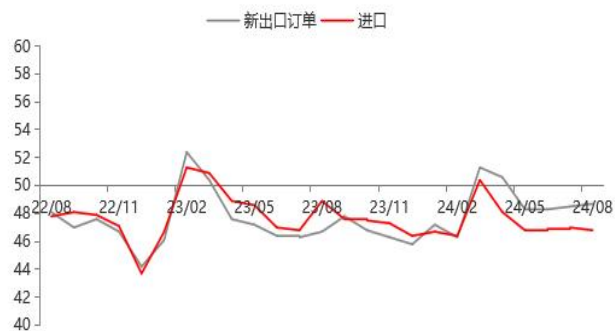
中国 2024 年 7 月进出口总额（以美元计）5164.66 亿美元，同比 7.1%，前值为 3.9%，上升 3.2%。其中，出口 3005.57 亿美元，同比上升 7%，预期上升 9.7%，前值上升 8.6%，下降 1.6%，超预期下降；进口 2088.08 亿美元，同比上升 7.2%，预期上升 3.5%，前值下降 2.3%，上升 9.5%；贸易顺差 846.5 亿美元，预期 990 亿美元，前值 990.5 亿美元。进出口订单方面，8 月新出口订单 48.7%，较上月上升 0.2%；进口订单 46.8%，较上月下降 0.2%，进出口订单增速整体仍旧偏弱。目前商品外需整体有所放缓、内需偏弱的局势导致国内顺差结构有所恶化。未来随着欧美经济放缓，以及低基数效应逐步降低，国内出口将有所放缓，但是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仍有一定的支撑。而进口由于专项债发行加速、制造业投资保持高位以及地产刺激政策加码出台，投资需求预期回升，商品需求有一定的支撑，预计进口增速有望延续回升，短期净出口对经济的拉动仍有一定的支撑。

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，海外经济整体继续放缓，欧美制造业景气及需求整体有所下降，商品消费整体继续放缓；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高位小幅回落，基建需求有所加快；房地产市场修复仍旧偏慢，投资需求整体有所放缓；且商品需求季节性放缓；短期对螺纹钢卷等黑色金属，铝、锌、铜等有色金属、以及甲醇等部分化工商品价格支撑不强。对商品价格影响方面，当前国外需求有所放缓，海外商品需求端继续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。

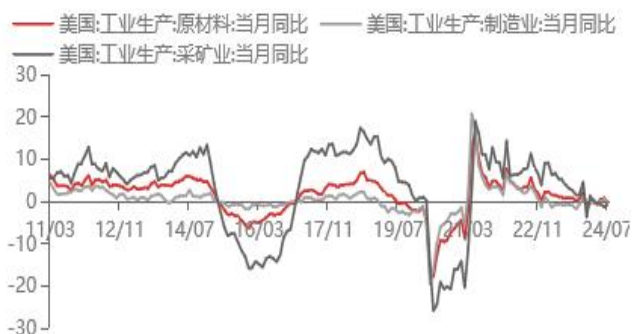
3. 供给：欧美供应增速有所下降，国内供给整体继续放缓

3.1. 国外商品供应增速有所下降

工业生产方面，7 月美国原材料、采矿业、制造业生产有所放缓，产能利用率下降；但仍然不及需求增速。欧洲工业生产由于需求放缓而继续下降。7 月欧美需求有所放缓，工业生产整体有所下降。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。

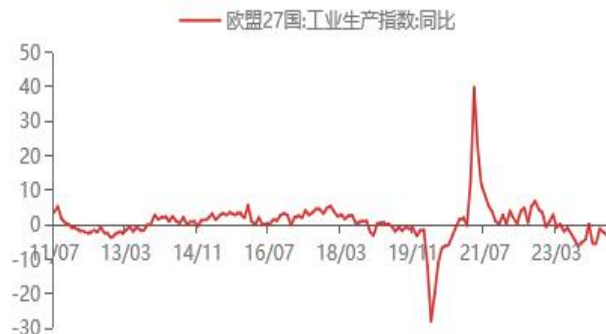
行业方面，能源方面，随着欧洲天然气供应渠道的增加，以及需求回升较慢，天然气价格偏弱运行。原油方面，OPEC+延续减产，全球经济增长有所放缓，且地缘风险对供应端的扰动减弱，对原油价格支撑减弱。

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

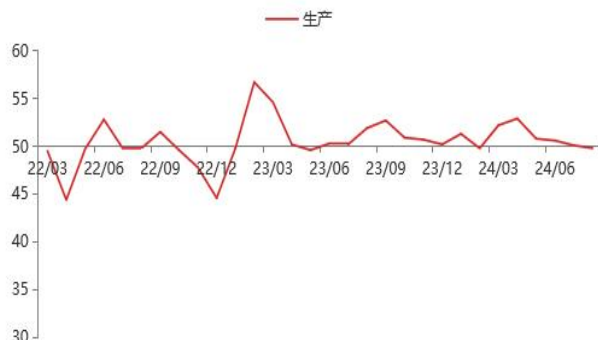
工业生产方面，7 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.1%，预期 5.2%，前值 5.3%，较前值下降 0.2 个百分点，略不及市场预期；主要由于内外需求放缓，工业企业开工率有所下降，工业生产增速整体有所回落。分三大门类看，7 月份，采矿业增加值同比增长 4.6%，制造业增长 5.3%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.0%。由于季节性需求回升，煤炭等采矿业生产有所上升；制造业由于国外需求放缓，制造业等工业生产有所放缓，汽车制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业同比录得 4.4% 和 14.3% 的增长，整体有所放缓。随着国内外经济整体复苏放缓，工业生产增速整体有所下降。8 月份，制造业生产 PMI 49.8%，较前值 50.1% 下降 0.3%，制造业生产继续放缓；8 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

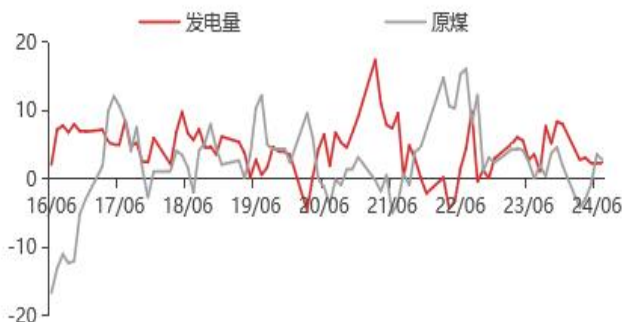


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 各行业开工整体下降

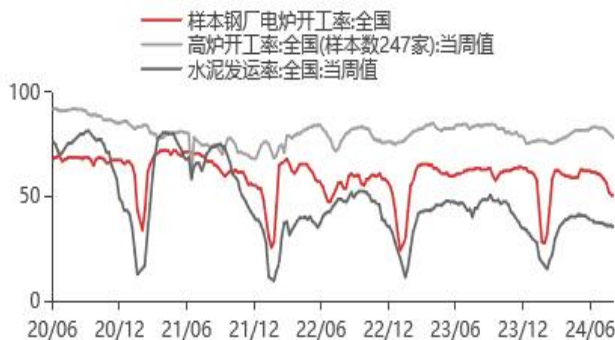
能源方面，7月原煤产量同比2.8%，较上月下降0.8%；发电量同比2.5%，较上月上升0.2%。建材方面，7月钢材产量同比-4%，下降7.2%；水泥-12.4%，降幅扩大1.7%；沥青-18.2%，降幅扩大4.6%。8月全国高炉开工率继续下降、沥青开工率有所上升，供应整体有所下降。化工方面，7月液化石油气4.6%，下降4.6%；塑料制品-4.6%，降幅扩大0.6%；8月PTA、甲醇开工率有所上升，聚酯聚合、PE、尿素以及纯碱等开工率有所下降。有色方面，7月十种有色金属同比8.2%，上升0.7%；铜材1.3%，上升4.7%。有色产量增速有所上升。国内供给方面，8月有色开工率有所上升，钢材、建材、化工开工率有所下降，供给整体有所下降。

图 35 能源产量



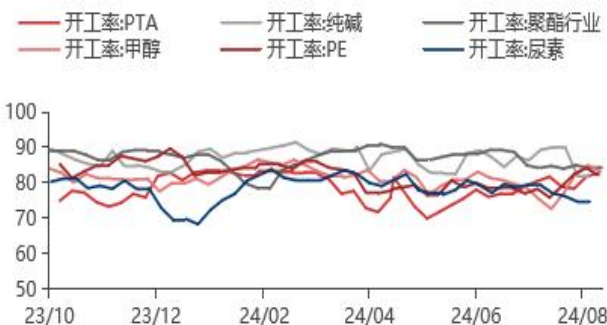
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 36 钢材水泥等建材开工率



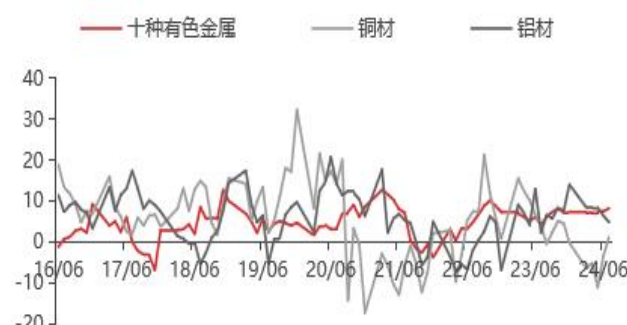
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

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。美国需求有所放缓，工业生产整体有所放缓。国内供给方面，有色开工率有所上升，钢材、建材、化工开工率有所下降，供给整体有所下降；8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，原油价格震荡运行。有色，美元短期走弱，且美国经济衰退担忧缓解，有色整体震荡反弹。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9月大类资产及商品策略

4.1. 2024年9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，美联储即将开启降息，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。国内货币、财政、地产政策支持力度有待加强，关注前期政策落地情况以及新增政策出台情况。

因此，股市方面，国内经济复苏偏慢，政策支持力度有待增强，市场情绪低迷，股市短期偏弱震荡；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，人民币汇率短期贬值压力缓解。大宗商品板块策略方面，美元走弱，虽国外商品需求放缓，但海外衰退担忧缓解，商品价格震荡反弹。其中，能源板块，美元走弱，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，但海外经济衰退担忧缓解，有色震荡反弹；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。

4.2. 2024年9月具体品种策略

商品	观点	逻辑	风险因素	策略
钢材	旺季将至，关注需求表现	1. 现实需求依然偏弱，但热卷和螺纹表现有所分化。 2. 钢厂利润恢复后，四季度有阶段性复产可能。 3. 旺季将至，市场对于需求恢复存在一定预期	政策力度低于预期，钢材需求继续大幅下滑	单边策略：螺纹、热卷以区间思路对待，关注前低附近支撑 套利：卷螺价差收缩套利止盈。

铁矿石	下游低库存，深度负反馈概率较低	<ol style="list-style-type: none"> 1. 外矿供应平稳，按船期推算 8-9 月到港量或回落 2. 钢厂利润恢复后，铁水产量阶段性见底 3. 前期高估值有明显修复 	铁水产量短期快速下降，钢材需求持续走弱	单边：铁矿石逢低买入 套利：关注 1-5 跨期正套
焦煤/焦炭	区间宽幅	<ol style="list-style-type: none"> 1. 供应端，国产煤维稳，进口煤方面，进口量可观，给予国产煤充足补充，供应端整体无忧。 2. 需求端，铁水回落持续探底，需求较弱，9 月淡旺季转化，关注 9 月铁水的及终端需求的变化。 	上行风险：供应量缩减，安监力度加严，需求大幅增加，宏观利多 下行风险：供应大幅增加，需求增幅不及预期，宏观情绪偏弱	区间操作
原油	油价长期偏空，短期供应扰动中东地缘风险支撑价格	<ol style="list-style-type: none"> 1. 海外需求不及预期，中国需求恢复缓慢，进入检修季后现货将逐渐失去支撑。 2. OPEC+仍未给出明确新减产政策，市场情绪将偏弱运行。 3. 降息交易进入尾声，后期就业率将成为最主要消费驱动。 	地缘政治事件再度影响供应安全，降息情况再度延后	等待逢高空机会
PTA	弱势震荡	<ol style="list-style-type: none"> 1. PTA 大装置检修计划仍有取消可能，PX 弱势也将持续成为后期成本弱势推动。 2. 终端开工恢复仍然缓慢，旺季预期仍在但验证仍需时间 3. 原油价格拖累，中枢整体下行 	下游需求恢复有限，原油/PX 价格出现大幅波动	TA01 5350-5550 区间累沽
乙二醇	港口库存持续去化，短期能化走低可适度进场做多	<ol style="list-style-type: none"> 1. 港口虽有小幅库存走高，但近期到港将走低，后期库存仍有去化驱动。 2. 终端开工逐渐恢复，后期乙二醇下游需求将环比增长，去库预期仍在，产能回归短期有限，后期价格仍有长期多配价值。 	产能存量装置短期大面积回归，下游需求长期走弱	EG01/05 买看涨期权
甲醇	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> 1. 8 月甲醇供需同步增长，从月底数据看国内供需水平恢复到今年 4 月左右水平，但由于当时进口大幅减少，港口货源紧缺导致库存持续下降，而当前，由于 7 月供需显著差异导致库存上涨延续至 8 月，绝对水平中性偏高。 2. 基本面最差的时候已经过去，甲醇盘面向下驱动有限，而 9 月到来供需进入供需同增相对稳定区间，国内外新增产能投放推迟，能否继续上行主要在于传统下游旺季恢复情况以及进口到港共同作用下能否进入去库周期。 	进口，MTO 装置。宏观、原油、地缘政治，政策风险等。	买看涨期权，2501 合约择机短多
聚烯烃	震荡偏弱	<ol style="list-style-type: none"> 1. 工业需求弱势下柴油需求将继续弱势计价，叠加降息交易进入尾声，原油长期仍然偏空。 2. 装置回归预期压力较大，供应仍然宽松，需求端逐 	装置、进出口。原油、宏观、地缘政治，政	区间操作为主，关注 01LP 价差走强。

		<p>步走出淡季，“金九银十”需求仍有一定提振（PE需求季节性弹性大于PP）。</p> <p>3. 成本利润亏损，虽8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>	策等	
铜	宽幅震荡	<p>1. 宏观方面，关注9月美联储利率决议的降息幅度，留意降息幅度与市场预期分化时对美元指数和商品价格带来的冲击，以及利多出尽后带来的商品价格回落。</p> <p>2. 供应端，铜矿加工费地位徘徊，但矿端扰动冲击减少，炒作矿紧的概率相对较小；炼厂生产整体较为稳定，进口窗口打开、电解铜持续流入市场。</p> <p>3. 需求端，铜价重心上移拖慢下游加工企业的补库节奏，但电缆等终端需求逐渐进入旺季、带动整体需求有所好转，社会库存不断去化。</p> <p>4. 整体来说，铜价9月走势受降息的驱动更大、基本面供需矛盾并不突出，价格走势或仍以区间突破、重心移动为主，整体走势或宽幅震荡。</p>	降息幅度超出预期，带动铜价趋势性上涨	降息前回落至支撑位时短中线做多，降息利多出尽后可短线试空。
铝	供给扰动有所减弱，关注旺季消费表现	<p>1. 基本面供需矛盾有所减弱。近期限电等扰动因素未对电解铝生产造成实质性影响，供应端相对平稳。</p> <p>2. 在传统旺季及国内经济刺激政策下下游消费逐渐复苏，去库拐点可期。</p> <p>3. 预计短期铝价维持震荡偏强势为主，警惕宏观降息幅度或旺季消费表现不及预期带来的价格回落风险。</p>	供给压力，需求旺季	观望
氧化铝	基本面依旧坚挺，对价格有所支撑	<p>1. 国内铝土矿供应短缺尚未得到根本缓解、外部铝土矿资源的补充也在季节性减少。</p> <p>2. 氧化铝的下游需求已经攀升至今年的最高点，并希望将这一势头保持到10月底，氧化铝的基本面依旧坚挺，对氧化铝价格有所支撑。</p>	矿端受限问，复产进度不及预期	观望
锌	冶炼厂联合减产消息持续提振市场多头情绪	<p>1. 基本上供需双弱格局未改，宏观环境的回暖、矿端紧缺与成本抬升逻辑在锌价底部形成有效支撑。</p> <p>2. 国产锌精矿加工费达到近年新低，市场仍在消费冶炼厂减产消息，冶炼厂联合减产消息持续提振市场多头情绪。</p>	加工费持续下降，需求淡季	多单持有
锡	震荡	<p>1. 宏观方面，关注9月美联储利率决议的降息幅度，留意降息幅度与市场预期分化时对美元指数和商品价格带来的冲击，以及利多出尽后带来的商品价格回落。</p> <p>2. 供应端，刚果（金）停采未复、8-9月进口量恐受影响，在缅甸佤邦未复产的情况下，留意矿端紧张对炼厂原料及生产的边际影响；9月炼厂暂无检修，进口亏损有所收窄、或为低成本货源带来进口机会，库存小幅反弹、维持偏高位置，整体供给弹性较好。</p> <p>3. 需求端，电子产品对锡焊料的消费仍然具有韧性，而光伏需求维持弱势；PVC则在地产的拖累下无明显增量、维持中等偏低的开工率水平，拖累锡化工的消费。</p> <p>4. 总体来看，9月锡价驱动或主要来源于降息对有色</p>	缅甸佤邦矿山复产	回落至支撑位时短中线做多

		金属的共振影响，另外需留意矿端紧张可能带来锡价走势与其他有色金属的分化——虽然降息落地后可能带来有色价格的回落，但在矿端扰动下，期价或难大幅下跌，或以振荡为主。		
金/银	美国通胀普遍降温，贵金属保持逢回调做多	1. 金价依然处于基本面总体利好的大局中。美联储9月议息会议即将开始美联储货币政策的转向，继续为金价上涨提供强大的刺激性能。 2. 地缘局势全球范围内进一步激化和紧张。中东局势随着黎以冲突的升级，可能进一步升级和扩大化。俄乌冲突也发生新变化，也为金价提供了持久支持。	美联储降息预期，中东俄乌地缘政治	回调做多
股指	震荡	1. 经济复苏偏慢，货币政策延续宽松，但地产政策效果尚不明显。 2. 经济增长不及预期，政策刺激预期增强。 3. 人民币汇率大幅升值，资金有重新流入的迹象。 4. 关注国内政策落地、增量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。	谨慎做多
蛋白粕	震荡偏强	1. 现阶段油厂大豆和豆粕胀库仍未缓解，且预计国内9月进口大豆到港800万吨以上，供应充足，现货然较难有实质性改善。 2. 9月美豆进入收割周期，高单产再计价空间有限，而回归出口销售定价周期面临中国采购缺口现实，预计CBOT大豆盘中基金净空持仓调仓并带动美豆震荡反弹得概率偏大，国内豆粕受成本驱动或同样出现震荡上涨行情。	关注9月USDA美豆单产数据，及后期收割、运输情况	区间操作
油脂	区间震荡	1. 国际油脂整体供应宽松格局不变，油料主导的豆菜油来自成本端的扰动或增加。 2. 9月随着油料价格反弹且在豆油去库趋势下，预计油脂震荡空间抬升后能够获得支撑。棕榈油价格受能源及政策面消费扰动增加，但相比豆菜油的性价比优势较差，预期突破上行空间概率不高。	印度节日备货采购；印尼生柴政策预期消息；中东地缘政治及能源价格波动	区间操作
生猪	震荡偏强	1. 9月生猪处于中秋及国庆备货周期，出栏量和体重预期同比均有明显增加，猪肉供应充足将限制猪肉上涨空间。 2. 目前需求表现同比偏差，市场看涨预期减弱，大肥猪提前出栏供应增加导致现货提前回调。 3. 预期9月猪肉或价格大体能够保持稳定，远期市场预期相对一致，期货端预期区间震荡为主。	9月关注二育补栏节奏及中秋消费状况	区间操作
玉米	区间震荡	1. 8月玉米去库效果明显，供应压力下降，基本面边际好转，并且现货价格表现较为抗跌，盘面受基差支撑反弹。 2. 9月产区天气风险上升，市场对新作玉米减产和上市延期的交易意愿增强，配合市场低库存情况，价格预计保持震荡偏强走势，但新玉米上市前贸易商有腾库需求，且对新季粮价不看好，因此反弹空间也不大。	东北产区天气及早期收割玉米情况值得关注	逢低试多

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