

逆水行舟，不进则退

——宏观交易主线及7月大类资产配置建议

广州期货 研究中心

2023年7月5日



要点

➤ 6月宏观交易主线复盘

- ✓ 现实层面，6月中国、美国、欧元区制造业PMI持续处于荣枯线以下，我国环比小幅提升，美国小幅下降，欧元区继续下探。预期层面，6月中国、欧洲经济预期基本持平，美国预期有所改善。预期差层面，6月中国实际经济走势陷入不及预期区间，欧洲在不及预期区间继续下探，美国经济好于预期，相对优势拉大
- ✓ 6月美国经济韧性凸显特别是经济预期改善带动商品整体反弹。经济预期差角度看，我国由相对优势转为相对劣势，中美权益市场表现分化
- ✓ 6月国内政策博弈情绪浓郁，降息预期兑现。6月逆回购、MLF、LPR实现跟随式、对称性下调10bp，其中操作时间略超预期，5年期LPR调整幅度低于市场预期，市场对地产强刺激政策预期降温修正

➤ 当前海内外宏观经济主要矛盾

- ✓ **海外：**美国经济分化但整体韧性仍存，通胀粘性突出，美联储6月点阵图释放鹰派信号，加息预期再起。短期经济韧性及中期经济衰退预期加重形成背离
- ✓ **国际：**中美之间的矛盾具有长期性、根本性特征，中美关系整体紧张，近期有边际缓和迹象，整体国际形势仍复杂严峻
- ✓ **国内：**二季度经济复苏动能减弱，6月PMI持续处于荣枯线以下，大中小型企业景气度明显分化，5月基建投资增速维持较高水平，出口增速同比转负，内外需不足共振，房地产拖累加大，房价再次转跌，微观主体市场预期和信心二季度整体较一季度回落，但结构有分化。稳增长增量政策必要性提升

➤ 7月交易主线展望

- ✓ **交易主线之一是稳增长增量政策博弈，我们认为7月政治局会议很可能成为政策信号枪，市场抢跑和预期摇摆大概率出现，建议谨慎乐观看待。**国务院总理李强6月16日主持召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，预示着稳增长方向明确，而一揽子政策的内容和节奏仍有待确认。目前主要会议中央表态对经济形势的定调仍延续4月政治局会议口吻，整体偏乐观，稳增长政策发力的明确信号需要看到中央对经济形势判断出现转折，密切关注7月政治局会议表态。结合去年一揽子政策工具及经济形势对比看，降息降息+产业政策+地产因城施策仍是目前确定性最高的政策组合，政策性开发性金融工具扩容及地方专项债限额空间调增需等待进一步明确信号，特别国债及地产突破性政策等目前看可能性较低，对强刺激特别是地产政策不宜过分乐观。一方面，近期社会各界对刺激政策呼声明显提高，政策出台的舆论基础有所加强，另一方面，谨防再度出现预期落空情况，建议谨慎乐观看待
- ✓ **交易主线之二是美联储货币政策节奏及衰退交易后半程。**我们认为6月美联储议息决议点阵图更多为预期管理，为货币政策留有空间，其节奏仍取决于经济和就业市场的发展态势，高利率对金融系统及实体经济的潜在风险不可忽视，经济衰退仍大概率“虽迟但到”。目前市场已经此前交易的年内降息预期全部修正，认为7月加息概率高达90%，加息路径已与点阵图指引基本一致。我们认为，正如市场3月对货币政策转向极度乐观后经历了两个月时间的预期修正，市场将进入过于悲观的交易之中，若随着经济数据不同表现预期出现反转，其交易空间仍大

➤ 7月资产配置建议：多配股指、贵金属，空配有色、黑色、能化板块

➤ 风险提示 稳增长政策不及预期；美联储货币政策超预期；地缘冲突超预期

目录

- 一、6月宏观交易主线复盘**
- 二、海内外宏观经济主要矛盾**
- 三、7月交易主线及资产配置展望**

第一部分

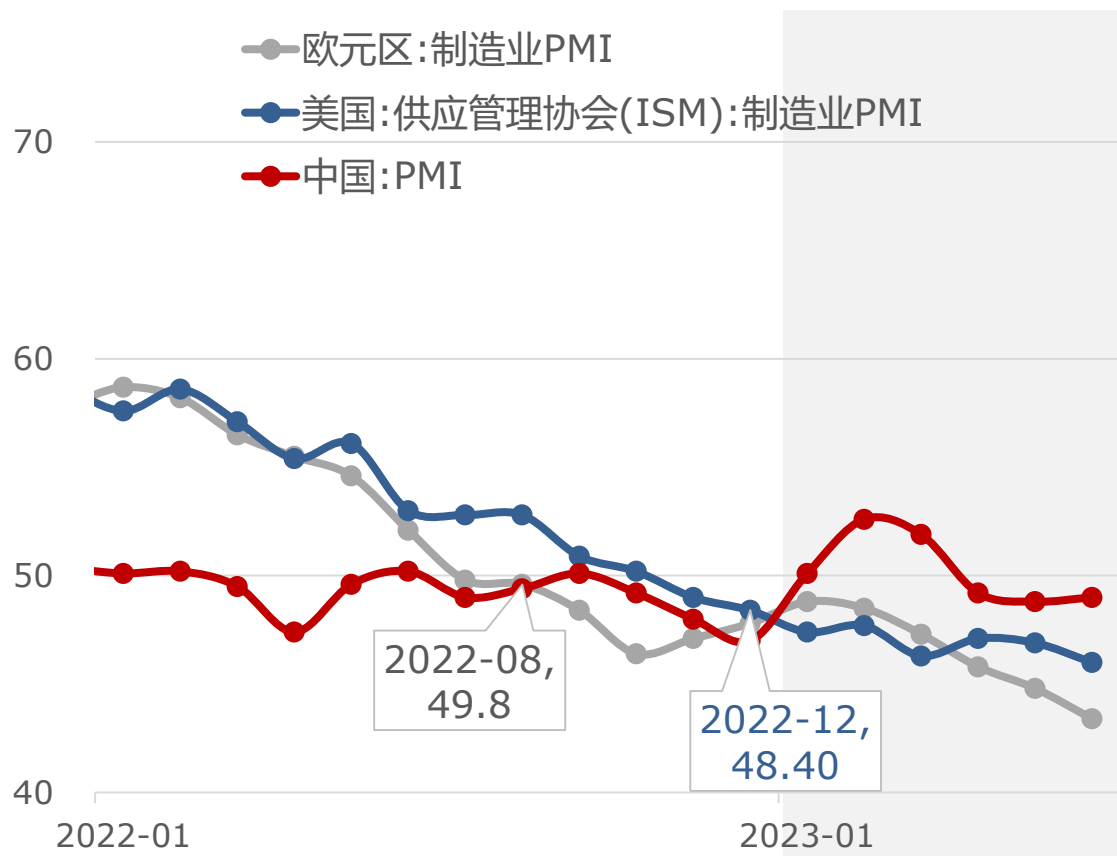
6月宏观交易主线复盘



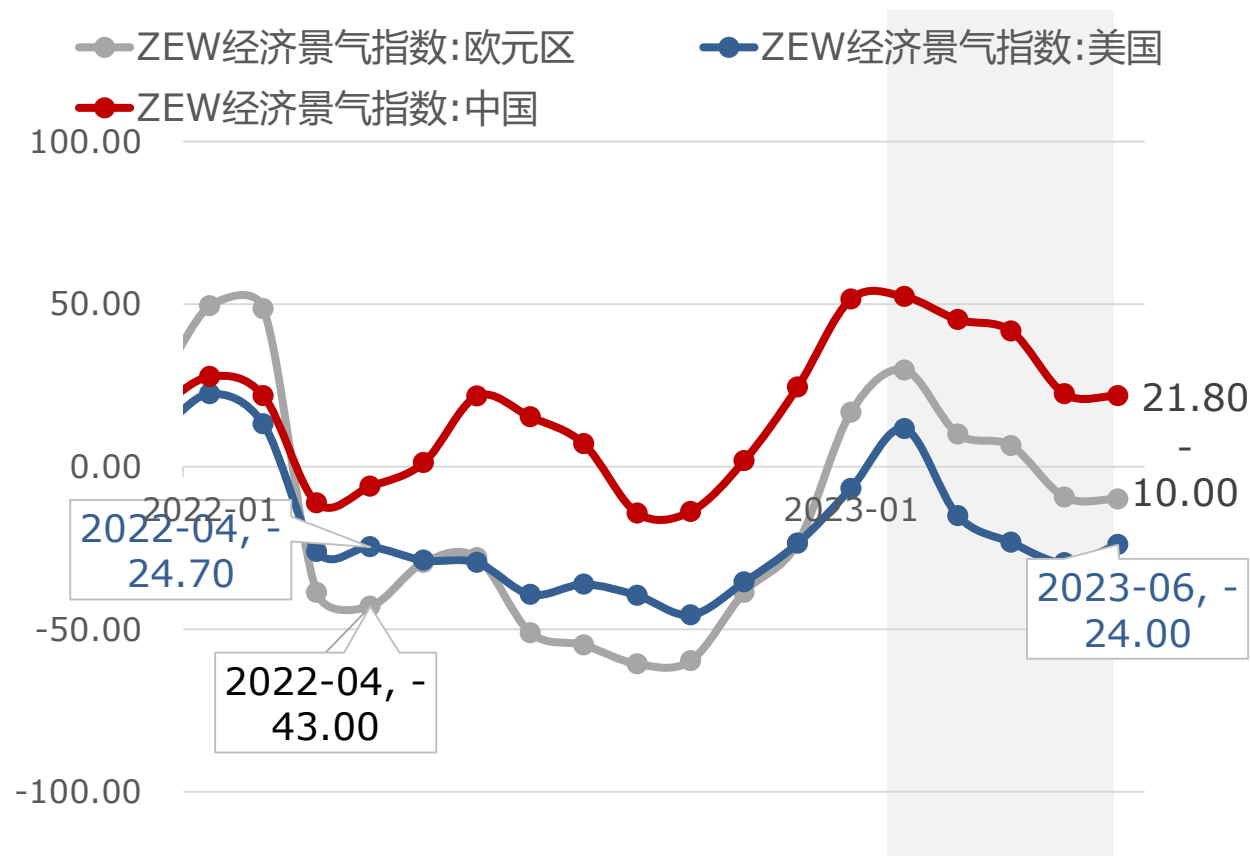
现实vs预期

- **现实：欧美PMI持续处于荣枯线以下，欧洲下探势头更明显，我国一季度强势扩张后重回收缩区间，相对优势收窄**
- **预期：经济预期今年以来整体呈回落态势，其中美国预期3月以来持续走弱，6月有所企稳**

**欧美PMI在去年三、四季度以来在荣枯线以下持续下探
我国一季度强势扩张后4月起步入收缩区间**

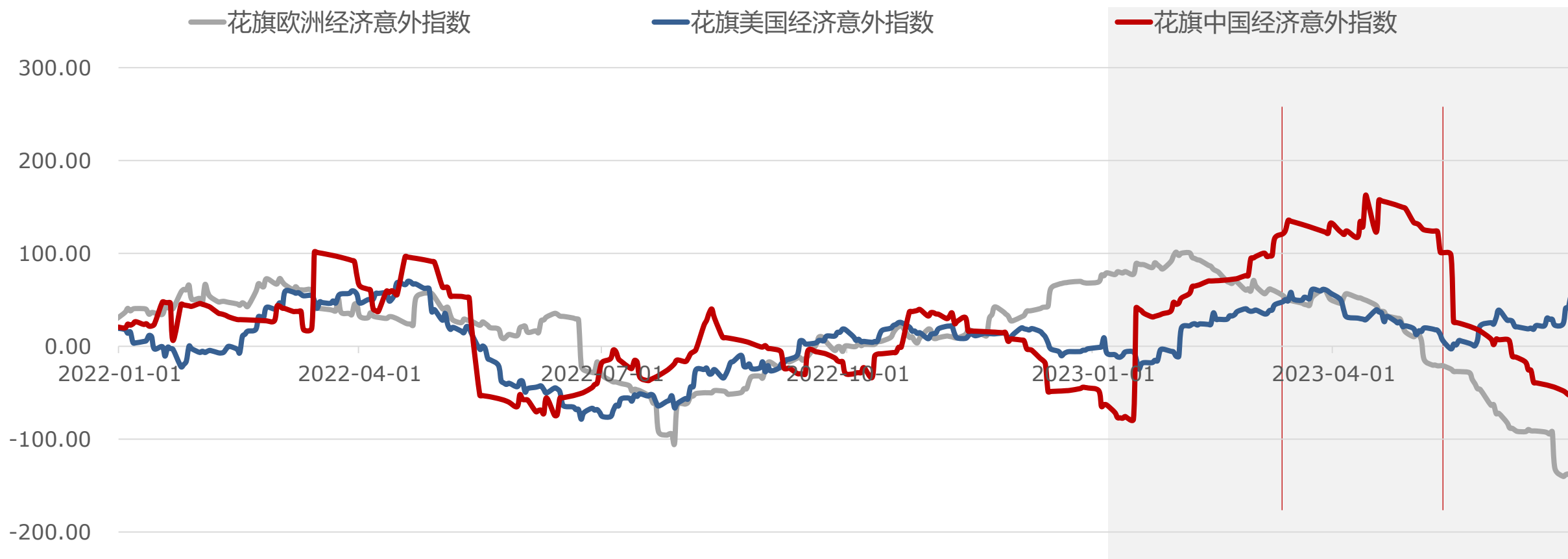


欧元区经济景气指数在1-4月挺进扩张区间，美国3月以来经济预期持续走弱，6月有所企稳



- 从经济预期差看，今年一季度欧洲经济景气度及实际超预期幅度超美国，但优势在收敛，在3月中旬后超预期程度和美国趋同呈下滑趋势。至5月份中欧先后进入不及预期区间，美国实际走势超预期幅度成为相对优势

今年以来，欧洲经济好于预期的幅度较美国收敛，自3月中下以来欧美同步下滑，而在5月上旬以来美国相对优势拉开



市场在交易什么？

- 权益市场交易的更多为预期差，商品市场交易的更多为预期层面：6月美国经济韧性凸显特别是经济预期改善带动商品整体反弹。预期差方面我国由相对优势转为相对劣势，中美权益市场表现分化

年初至3月中下旬

现实
 欧美PMI收缩，中国扩张。欧洲、中国较四季度改善，美国持续下探

中国 > 欧洲 > 美国

预期
 中美欧预期较四季度明显改善

中国 > 欧洲 > 美国

预期差
 欧洲经济超预期幅度超美国但差距在收敛，我国超预期程度与美国保持一致差距

欧洲 > 中国 > 美国

3月中下旬至5月上旬

中美欧PMI均处收缩区间。我国下探斜率最陡，欧洲持续下探，美国有所企稳

中国 > 美国 > 欧洲

中、欧预期改善幅度环比回落，美国预期转弱

中国 > 欧洲 > 美国

欧美经济超预期程度趋同呈下滑趋势，我国优势拉开

中国 > 欧洲 = 美国

5月上旬至6月底

中国预期改善幅度环比回落，欧美预期转弱，美国预期有所企稳

中国 > 美国 > 欧洲

中国、欧洲不及预期，美国符合预期拉开相对优势

美国 > 中国 > 欧洲

市场走势

		1月	2月	3月	4月	5月	6月
权益市场 涨跌幅%	道琼斯工业	2.8	4.2	1.9	2.5	3.5	4.6
	纳斯达克	10.7	-1.1	6.7	0.0	5.8	6.6
	标普500	6.2	-2.6	3.5	1.5	0.1	6.5
	英国富时100	4.3	1.3	-3.1	3.1	5.4	1.1
	法国CAC40	9.4	2.6	0.7	2.3	5.2	4.2
	德国DAX	8.7	1.6	1.7	1.9	-1.6	3.1
	上证指数	5.4	0.7	-0.2	1.5	3.6	-0.1
商品市场 涨跌幅%	贵金属	0.5	4.8	10.0	2.5	0.6	-0.5
	能源	3.9	-2.5	-5.7	-0.1	-7.3	5.6
	有色	-1.9	-3.0	-2.0	-1.8	5.1	1.6
	煤焦钢矿	1.6	2.7	-3.7	-13.9	4.4	9.6
	非金属建材	1.7	-0.6	3.3	12.5	-20	6.4
	化工	9.1	-5.5	-4.5	-6.1	10	2.7
	农副产品	1.3	7.5	6.1	0.0	7.6	2.0
	油脂油料	-2.3	-0.7	-8.1	-4.7	-6.3	13.1
债券市场 涨跌bp	美国10Y国债	-72	40	-44	-4	20	17
	英国10Y国债	-34	40	-32	20	46	23
	法国10Y国债	-37	38	-32	10	-5	8
	意大利10Y国债	-43	20	-35	23	-18	-10
	中国10Y国债	7	1	-4	-9	-8	-3

政策面：6月国内政策博弈情绪浓郁，降息预期兑现

- 6月逆回购、MLF、LPR实现跟随式、对称性下调10bp，其中操作时间略超预期，5年期LPR调整幅度低于市场预期。一方面，降息为一揽子政策“打头阵”坚定了稳增长政策方向，另一方面，主要针对房贷市场的5年期LPR调整幅度相对克制使得市场对地产强刺激政策预期有所降温
- 我们认为央行在目前经济环境仍倾向于留有一定政策空间。4-5月中小银行存款利率补降以及6月大行新一轮存款利率下调后银行净息差压力有所缓解，但随着本次LPR下调，银行净息差空间再次承压。在引导实体经济融资成本稳中有降的导向下，我们认为下半年降准有一定可能性，而再次降息还需要新的触发因素

	逆回购利率：7天		MLF：1年		LPR：1年		LPR：5年	
	利率	变动	利率	变动	利率	变动	利率	变动
2019-8-20					4.25	-0.06		
2019-9-20					4.20	-0.05		
2019-11-5			3.25	-0.05				
2019-11-18	2.50	-0.05						
2019-11-20					4.15	-0.05	4.80	-0.05
2020-2-3	2.40	-0.10						
2020-2-17			3.15	-0.10				
2020-2-20					4.05	-0.10	4.75	-0.05
2020-3-30	2.20	-0.20						
2020-4-15			2.95	-0.20				
2020-4-20					3.85	-0.20	4.65	-0.10
2021-12-20					3.80	-0.05		
2022-1-17	2.10	-0.10						
2022-1-17			2.85	-0.10				
2022-1-20					3.70	-0.10	4.60	-0.05
2022-5-20							4.45	-0.15
2022-8-15	2.00	-0.10						
2022-8-15			2.75	-0.10				
2022-8-22					3.65	-0.05	4.30	-0.15
2023-6-13	1.90	-0.10						
2023-6-15			2.65	-0.10				

- 6月13日，央行公开市场开展20亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%，较前值下调10个bp
- 6月13日，央行下调常备借贷便利利率，隔夜期下调10个bp至2.75%，7天期下调10个bp至2.9%，1个月期下调10个bp至3.25%
- 6月15日，央行开展2370亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率为2.65%，上次为2.75%
- 6月20日，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.55%，5年期以上LPR为4.2%，均下调10bp

第二部分

海内外宏观经济主要矛盾



海外：美国衰退预期VS短期经济韧性

- 美国未来12个月衰退概率创40年新高，今年下半年超25%，年底超50%，至明年5月超70%水平，概率远超2008年次贷危机时期最高42%和2001年互联网泡沫危机时期最高45%水平
- 另一方面，从核算修正值和初次核算值看，美国一季度GDP超预期上修

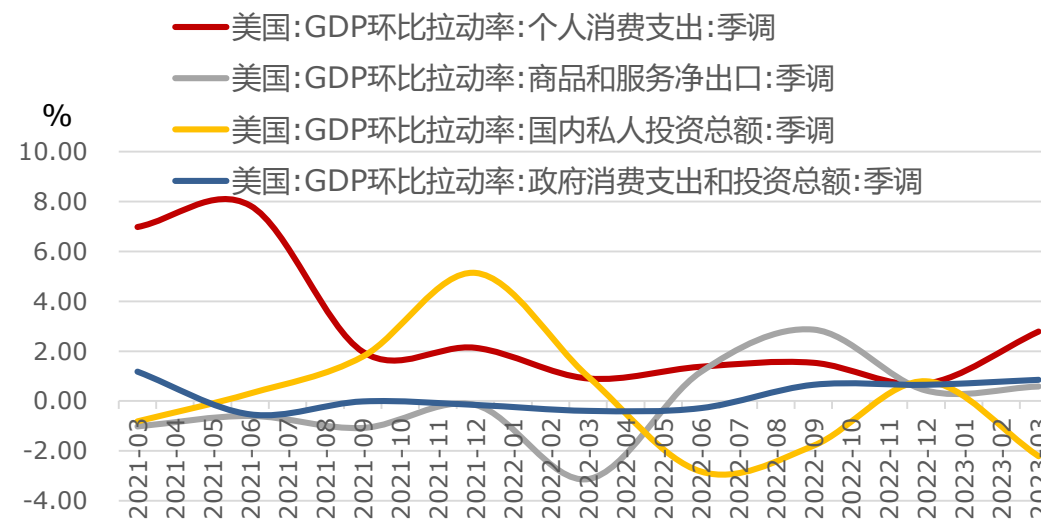
美国纽约联储根据国债期限利差构建经济衰退概率模型，历史经验看当模型概率超过 25%时发生经济衰退



注：灰色框表示NBER定义的美国经济衰退时期

一季度美国GDP按年增长2%，较此前公布的修正数据上修0.7%，超出市场预期的1.4%

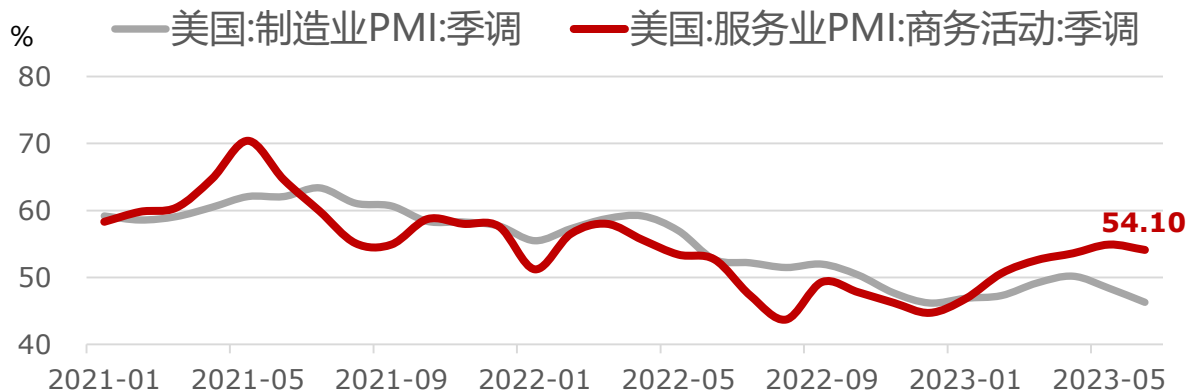
指标名称	美国:初次核算: 实际GDP增长环比折年率	修正值
2023Q1	1.10	2.00 ↑



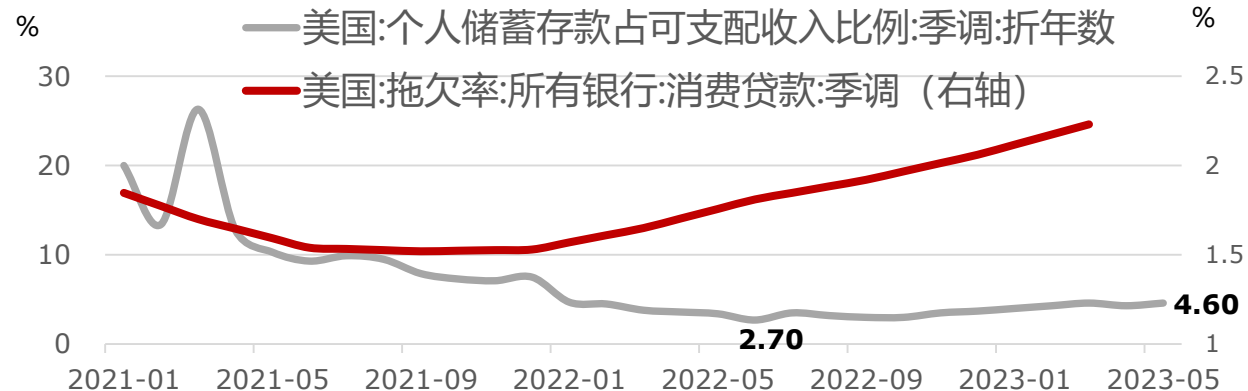
海外：美国经济分化，但整体韧性仍存，通胀粘性突出

■ 美国制造业PMI自去年5月陷入收缩区间，但服务业PMI维持扩张。虽然储蓄占可支配收入比例触底回升、消费贷款不良率攀升数据等暗示超额储蓄对消费的驱动力减弱，但较强劲增长的就业及收入增速回升仍短期消费韧性有所支持。消费及就业市场韧性使得通胀尤其是核心通胀黏性突出

美国制造业PMI自去年5月陷入收缩区间，但服务业PMI维持扩张



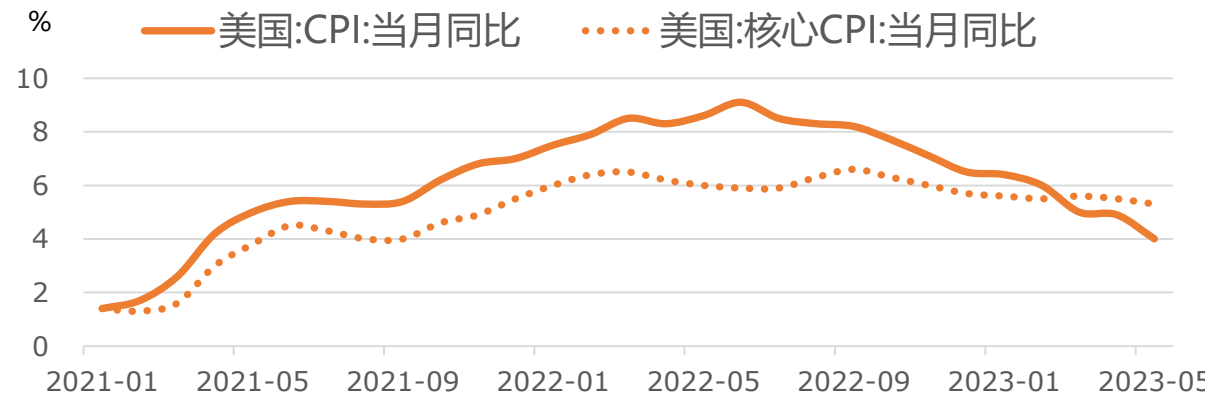
美国储蓄倾向自去年6月以来触底回升



美国劳动力市场在3月边际缓和，但4、5月再度超预期强劲



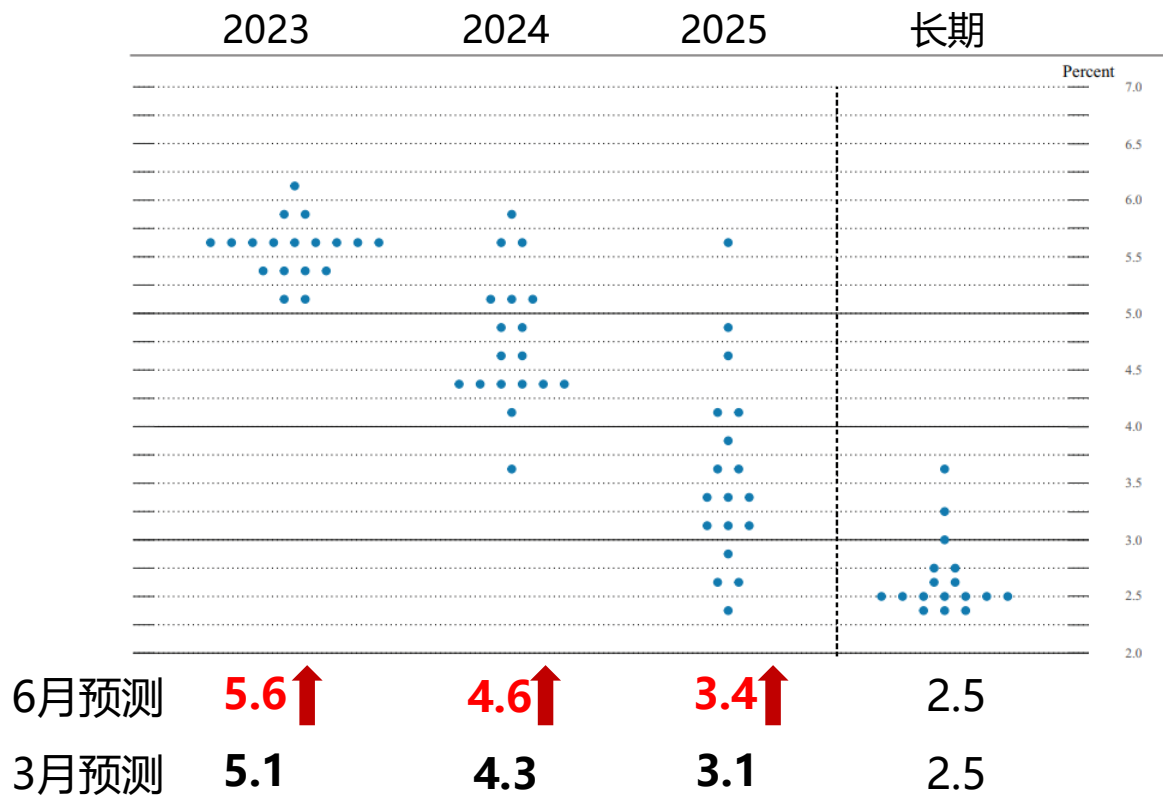
美国CPI于2022年6月触顶回落，但核心CPI回落速度不及预期



海外：美联储6月点阵图释放鹰派信号，加息预期再起

- 美联储6月议息会议维持利率水平不变，在连续加息10次、累计加息500个基点后按下暂停键，符合市场预期，但点阵图鹰派信号超出市场预期，点阵图显示年底利率中值由5.1%上调至5.6%，即年内还有两次加息，且在此情景下对四季度实际GDP增速的预测由0.4%上调至1.0%，对年底核心PCE由3.6%抬升至3.9%，说明美联储对经济韧性和通胀粘性的看法较为坚定

2023年6月FOMC会议点阵图显示预计2023年底利率达5.6%



6月FOMC会议对经济增速、失业率、通胀水平的预测

预测中值	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	1.0 ↑	1.1 ↓	1.8 ↓	1.8
3月预测	0.4	1.2	1.9	1.8
失业率	4.1 ↓	4.5 ↓	4.5 ↓	4.0
3月预测	4.5	4.6	4.6	4.0
PCE同比	3.2 ↓	2.5	2.1	2.0
3月预测	3.3	2.5	2.1	2.0
核心PCE同比	3.9 ↑	2.6	2.2	
3月预测	3.6	2.6	2.1	

国际：中美关系整体紧张，局部缓和

- 4月政治局会议提出“经济转型升级面临新的阻力”，暗示国际形势发生新的变化
- 中美之间的矛盾具有长期性、根本性特征，其背后包括了政治形态之争、大国地位之争。2019年贸易战矛盾最为激化，此后两国关系时有紧张时有缓和。近期出现了两国关系边际缓和的迹象，但我们仍需认识到国际形势整体仍愈加严峻

缓和迹象

- 5月24日，中国新任驻美大使谢锋抵美履新，结束驻美大使近5个月空缺的情况
- 5月26日，中国商务部部长王文涛在赴美国参加亚太经合组织贸易部长会议期间，在底特律会见美国贸易代表戴琪
- 6月6日，中国外交部美大司司长杨涛同来访的美国国务院亚太事务助理国务卿康达、白宫国安会中国事务高级主任贝莎兰举行了会谈
- 6月18-19日，美国国务卿访问中国，这是五年来美国国务卿首次访华

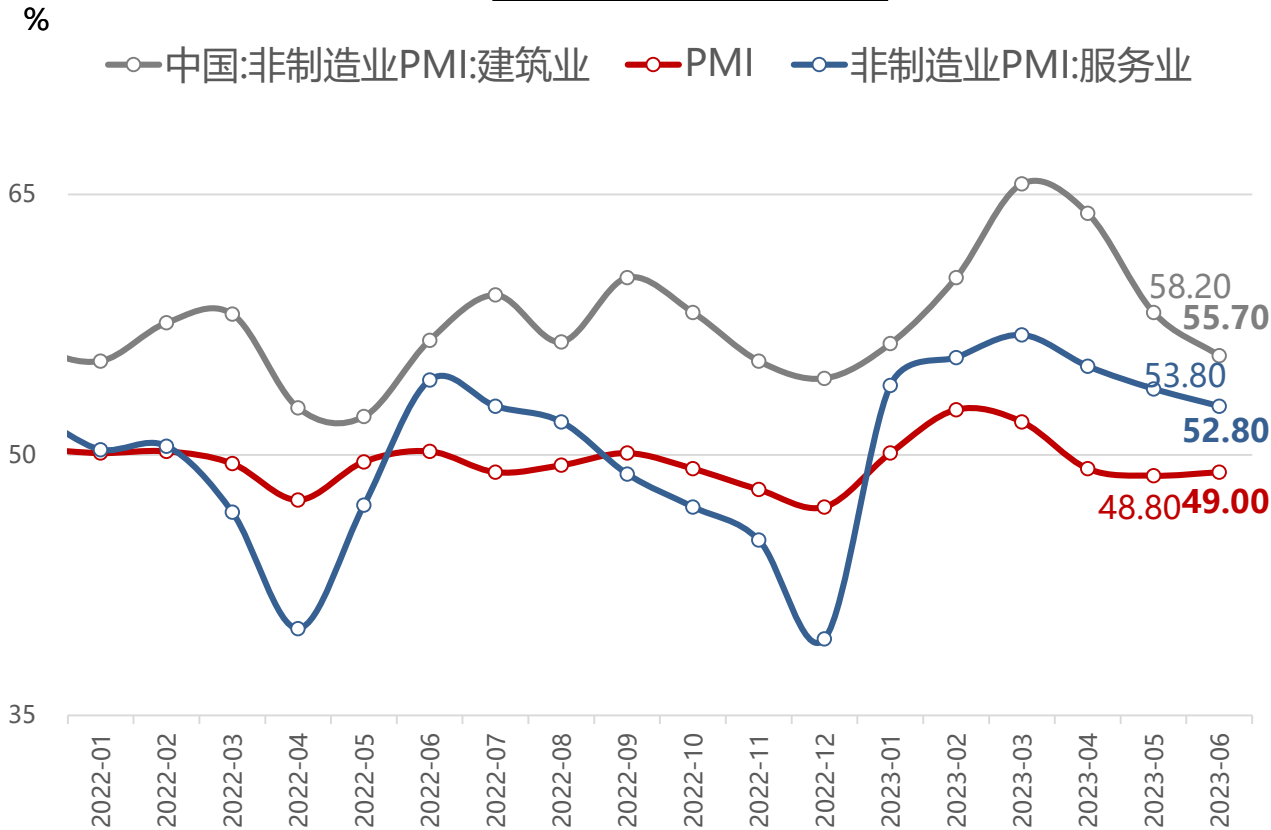
紧张迹象

- “新疆强迫劳动”持续炒作
- “军事演习”不断
- 6月3日，香格里拉峰会在新加坡举行，中美两国防长没有正式会谈

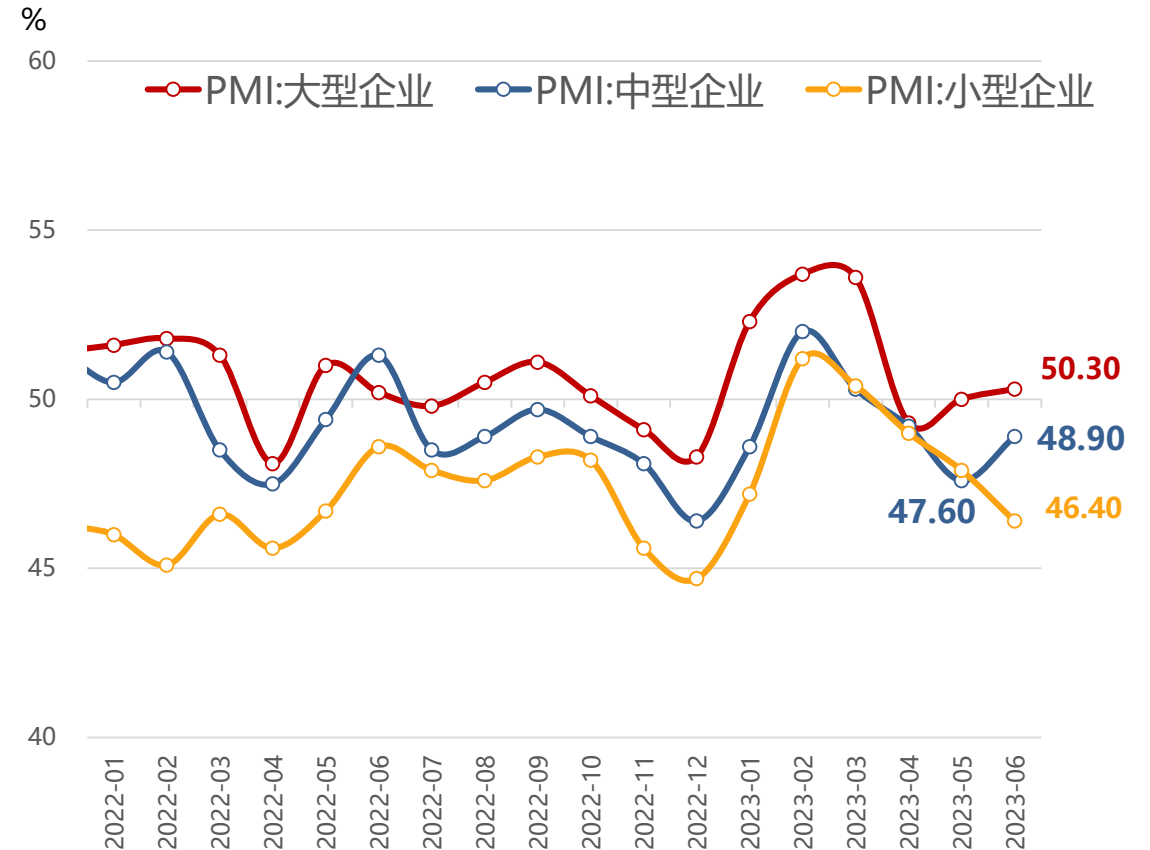
国内：6月PMI持续处于荣枯线以下，大中小型企业景气度分化

■ 一是供强虚弱再次出现，需求不振仍是核心矛盾。生产指数重回荣枯线以上，需求端新订单指数有所回暖但已连续三个月位于荣枯线以下，新出口订单指数进一步下探，出口增速回落压力明显。二是企业扩张意愿不强，整体仍处去库阶段。6月原材料库存指数、产成品库存指数均继续回落，而新订单指数小幅回升，表明企业仍处去库阶段。三是大中小型企业景气度分化明显。6月大型企业景气度踏上转好区间，中型企业景气度有所改善，小型企业进一步恶化

6月制造业PMI由48.8%小幅回升至49%，建筑业PMI回落斜率最陡，下滑2.5个百分点至55.7%



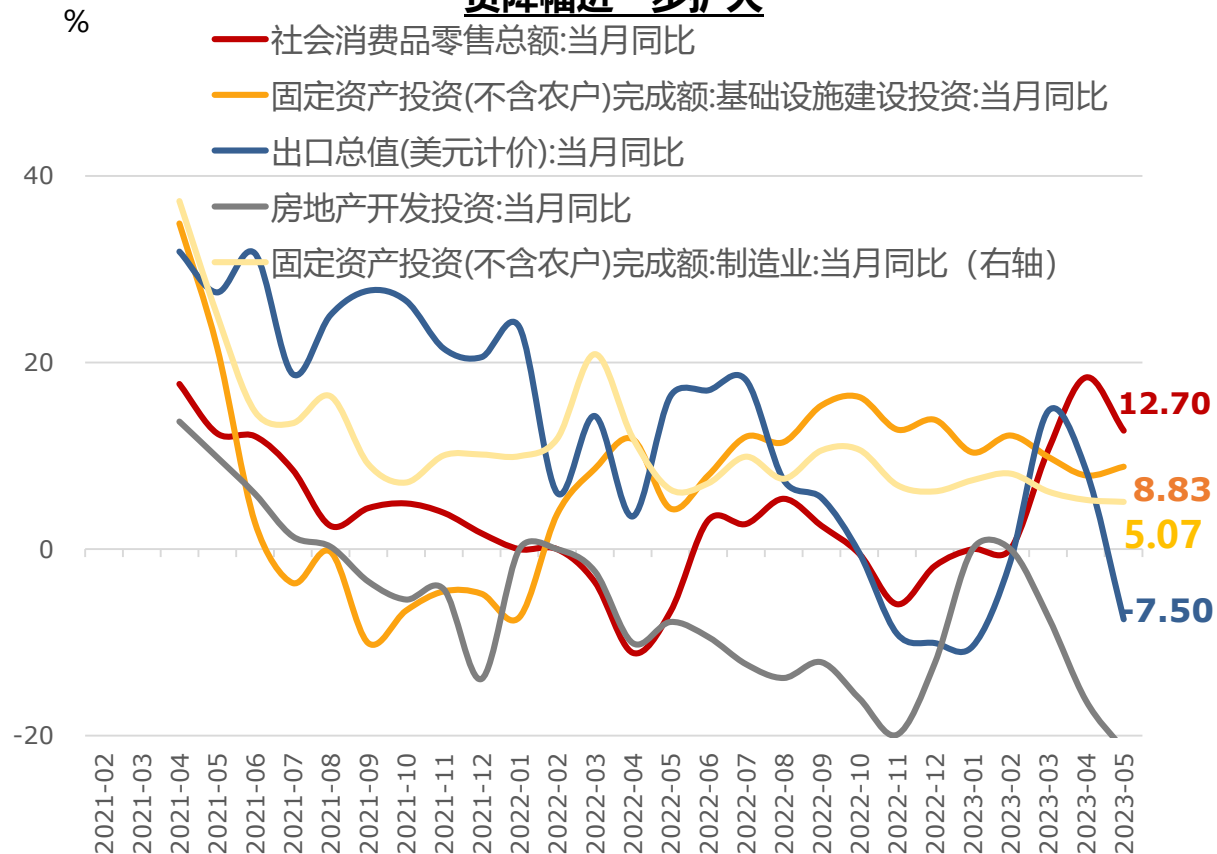
大中型企业景气度回升，小型企业景气度持续恶化



国内：5月经济数据同比增速放缓，环比有所改善但仍偏弱，整体不及预期

- 5月经济数据再次印证了经济修复放缓、内生动能仍有不足的观点，主要经济数据同比增速回落，环比增速有所改善，整体低于预期。分结构看，基建投资增速略高于预期，房地产投资拖累加大，出口增速转负，消费增速回落
- 结合高频数据，我们认为6月基建维持较高增速，地产拖累仍在扩大

5月基建投资增速小幅回升，消费同比增速回落，出口增速转负，房地产投资降幅进一步扩大



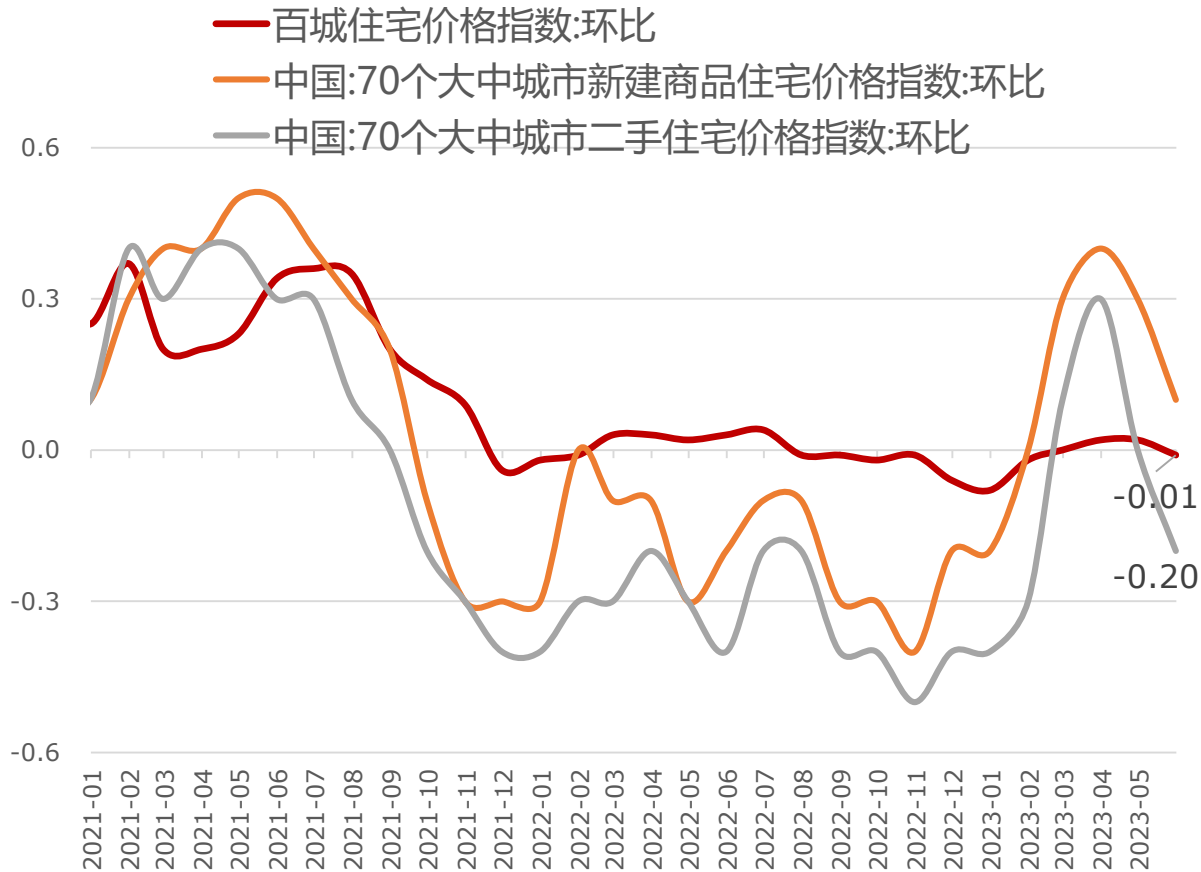
以两年复合增速看，5月社零、房地产投资、出口较4月转弱

指标	2023年5月 当月同比	前值	当月环比	前值	两年复合 增速	前值
工业增加值	↓ 3.50	5.60	↑ 0.63	-0.34	↑ 2.09	1.26
社零	↓ 12.70	18.40	↑ 0.42	0.20	↓ 2.50	2.60
固投: 房地产	↓ -21.52	-16.23	↑ 6.77	-22.46	↓ -14.94	-13.20
基建	↑ 8.83	7.90	↑ 11.04	-11.41	↑ 8.36	6.11
制造业	↓ 5.07	5.29	↑ 22.86	22.73	↑ 6.06	5.84
出口	↓ -7.50	8.50	↑ -4.03	-6.38	↓ 3.78	5.97
进口	↑ -4.50	-7.90	↑ 6.08	-9.74	↑ -0.61	-3.99
PPI	↓ -4.60	-3.60	↓ -0.90	-0.50		
CPI	↑ 0.20	0.10	↓ -0.20	-0.10		
社融存量	↓ 9.50	10.00	↑ 0.41	0.26		
M2	↓ 11.60	12.40	↑ 0.43	-0.22		

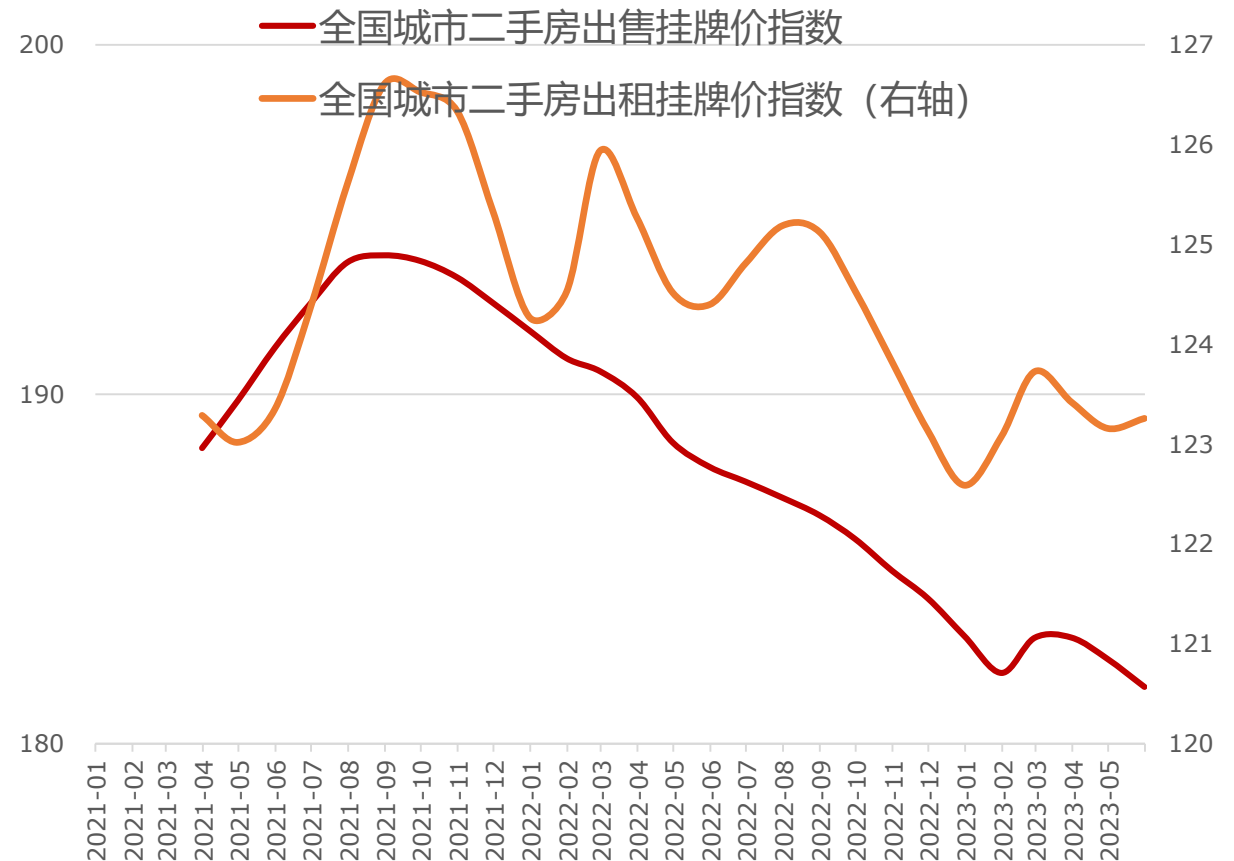
国内：房价再度转跌，销售端筑底还需时日

■ 70大中城市二手住宅价格环比指数及百城住宅价格指数环比结束连续三个月正值后在5月转负。从二手房及租赁市场看，3月份以来挂牌指数和挂牌价格指数均环比回落，房地产销售端筑底可能持续一段时间

一手房及二手房价格指数环比由正转负



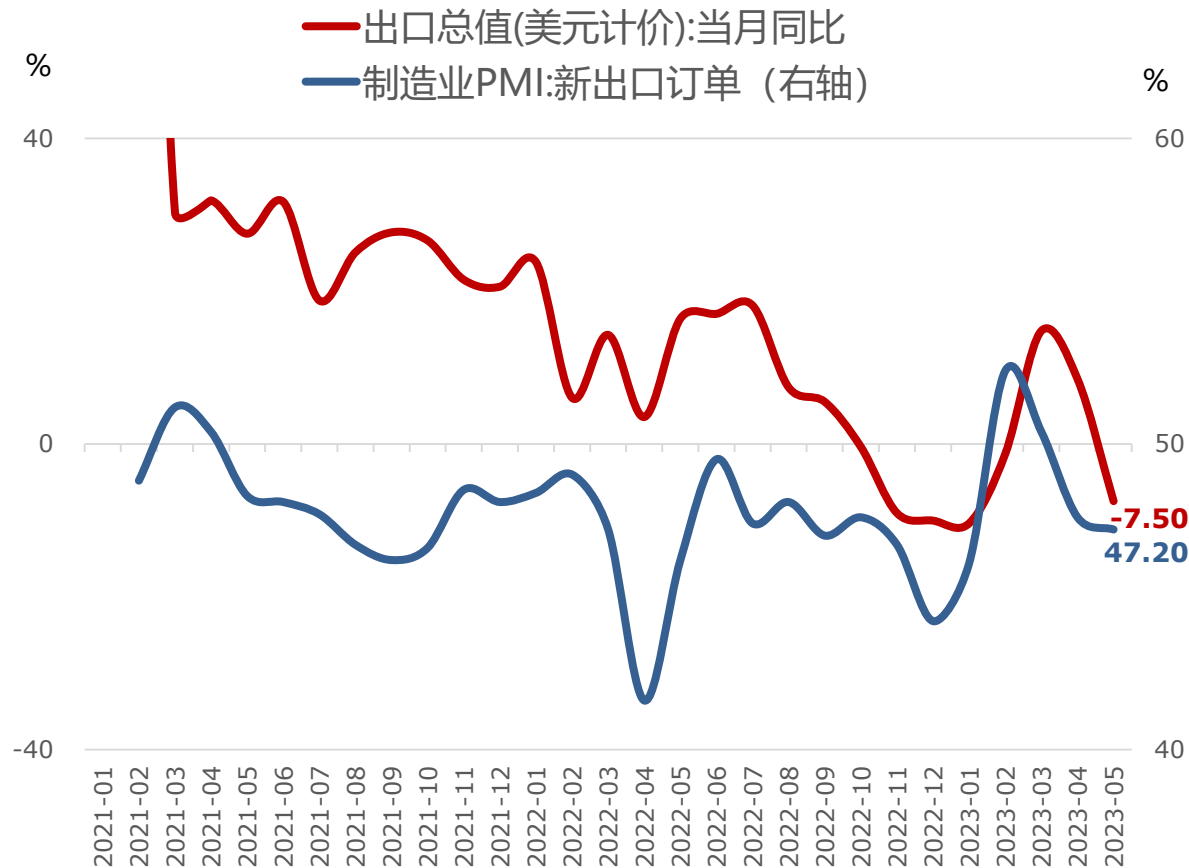
3月以来二手房及租赁房挂牌价格指数均环比回落



国内：5月出口增速由正转负，大幅不及预期

- 5月出口同比增速由前值得8.5%下降到-7.5%，大幅低于市场预期，进口同比增速由前值得-7.9%回升至-4.5%，略好于市场预期。贸易顺差由前值902亿美元下降至658亿美元，此前连续两个月的出口强+进口弱格局被打破
- 5月出口金额环比回落的幅度高于季节性，说明春节积压订单逐步消化后，出口回落压力明显

PMI新出口订单指数自3月以来显著回落，与出口增速回落指向一致



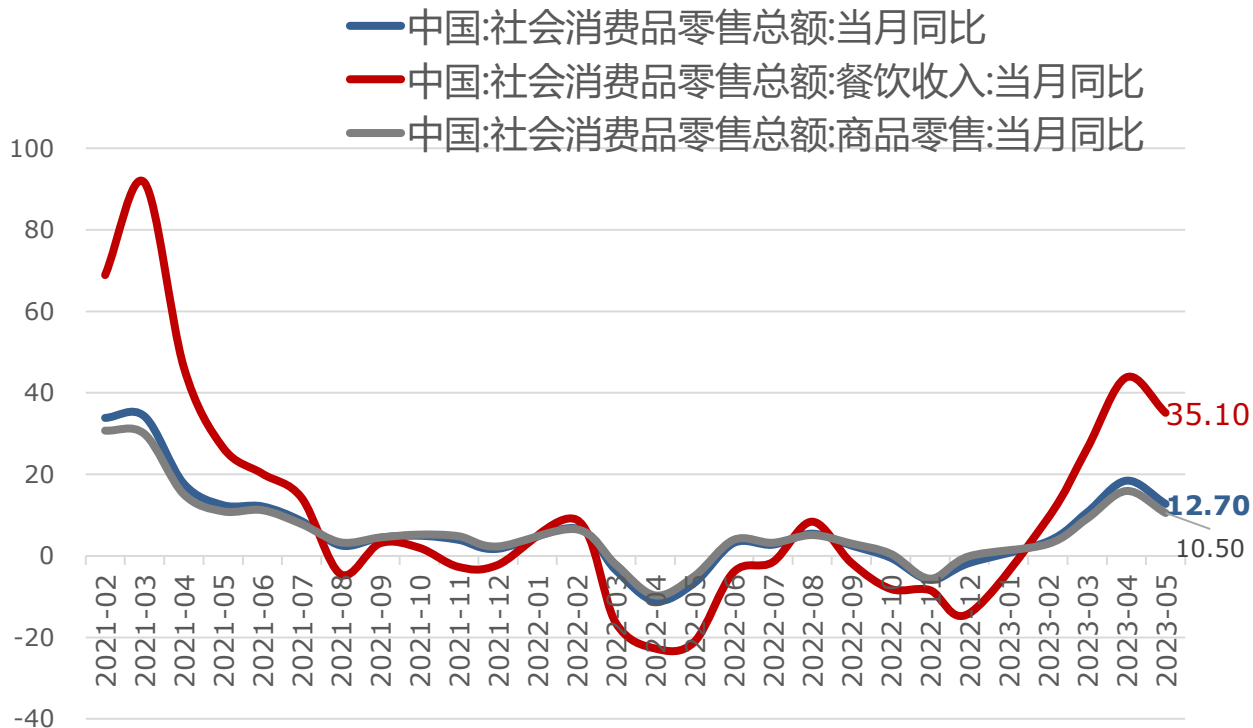
5月无论是当月同比或两年复合增速看，对主要经济体均增速回落，对美国出口的同比增速及两年复合增速均为负

指标	5月当月同比	前值	两年复合增速	前值
美国	-18.2 ↓	-6.5	-2.7 ↓	1.1
欧盟	-7.0 ↓	3.9	5.7 ↓	5.9
东盟	-15.9 ↓	4.5	2.9 ↓	6
日本	-13.3 ↓	11.5	-5.2 ↓	0.5
韩国	-20.3 ↓	0.9	-0.7 ↓	4.3
总出口	-7.5 ↓	8.4	3.8 ↓	6.0

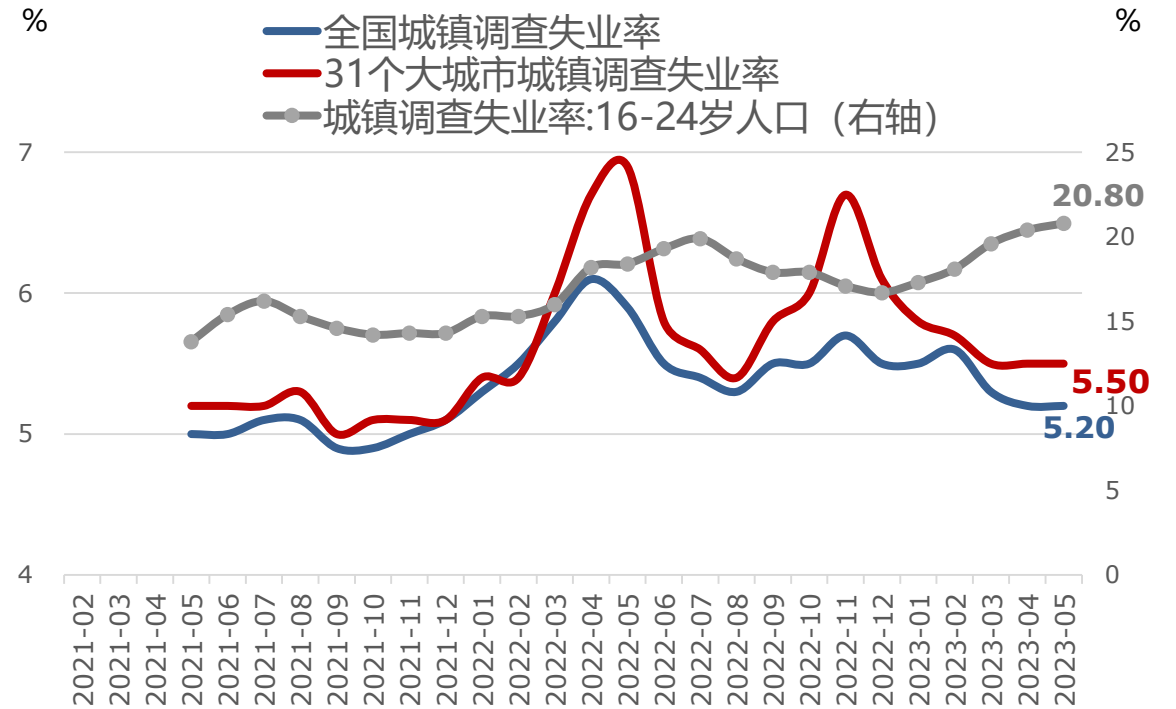
国内：消费复苏斜率放缓，分化持续，青年失业率仍在走高

- 5月社会消费品零售总额同比增速回落5.7个百分点至12.7%，低于市场预期，剔除基数影响后，两年复合增速基本持平。分结构看，餐饮复苏仍明显表现优于商品消费，汽车、手机等大额消费在打折策略下有所提升，家具、建材等地产相关消费品维持低迷
- 端午假期国内出游人次恢复至2019年同期的113%，国内旅游收入恢复至95%
- 青年人失业率的继续走高亦显示消费内生动力隐忧

5月社零同比增速回落，商品零售与餐饮等服务收入维持显著差距



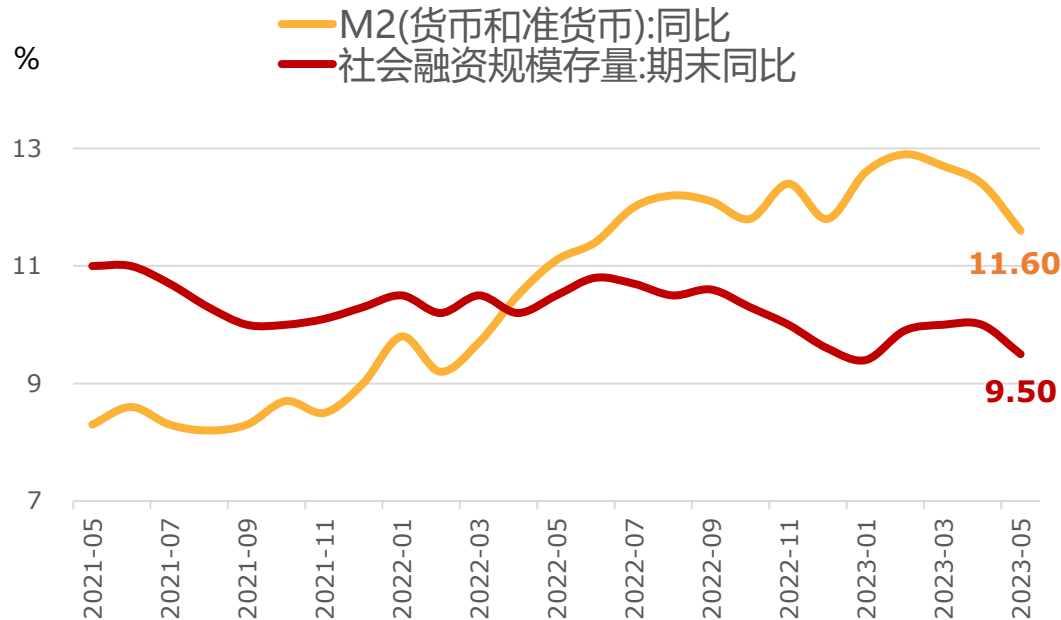
青年失业率继续走高



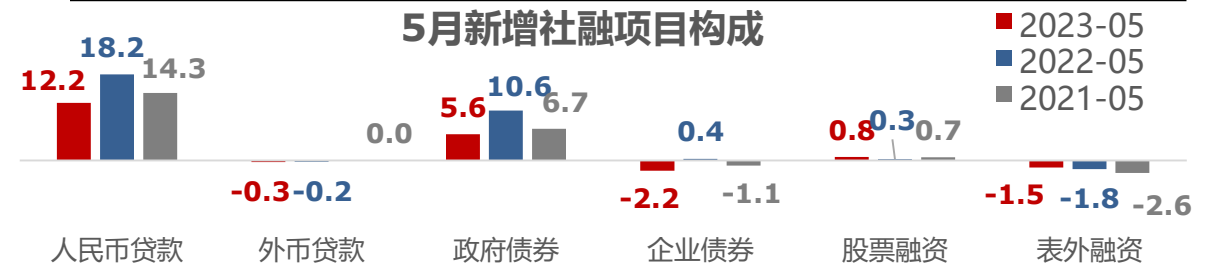
国内：5月社融信贷不及预期，信贷供需表现双双转弱

- 5月M2同比增速环比下降0.8个百分点至11.6%，M1同比下降0.6个百分点至4.7%。连续两个月出现居民存款、企业存款同比少增情况，侧面说明居民收入及就业的好转进程缓慢。M2与社融剪刀差小幅收窄但进程缓慢
- 5月新增社融1.56万亿元，新增人民币贷款1.36万亿元，均是环比多增、同比少增、低于预期。其中，社融口径新增信贷今年以来首次出现同比少增，专项债发行节奏二季度放缓与去年同期形成错位而成为拖累项，企业债净融资量价齐跌暗示实体需求不足；企业中长期贷款延续偏强惯性，主要仍为基建及制造业支撑，且低利率环境下银行及企业有拉长久期、锁定长期成本的置换需求；居民端贷款在基数作用下有所改善但未成趋势；信贷需求放缓背景下非银贷款及票据冲量行为不明显，说明信贷供给意愿转弱，这也与货币政策导向“总量适度、节奏平稳”所一致

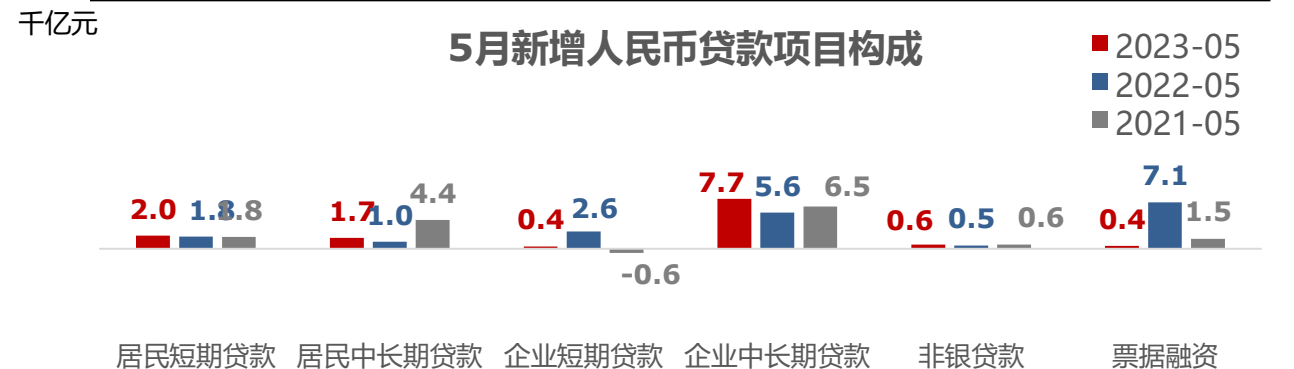
存量社融与M2同比增速剪刀差由3月的-2.7%进一步收窄至-2.1%，实体融资需求有所修复，但仍相对不足



5新增社融1.56万亿，新增人民币信贷1.22万亿，企业债券持续为负



新增人民币贷款1.36万亿元，同比少增5418亿元，居民中长期由负转正



第四部分

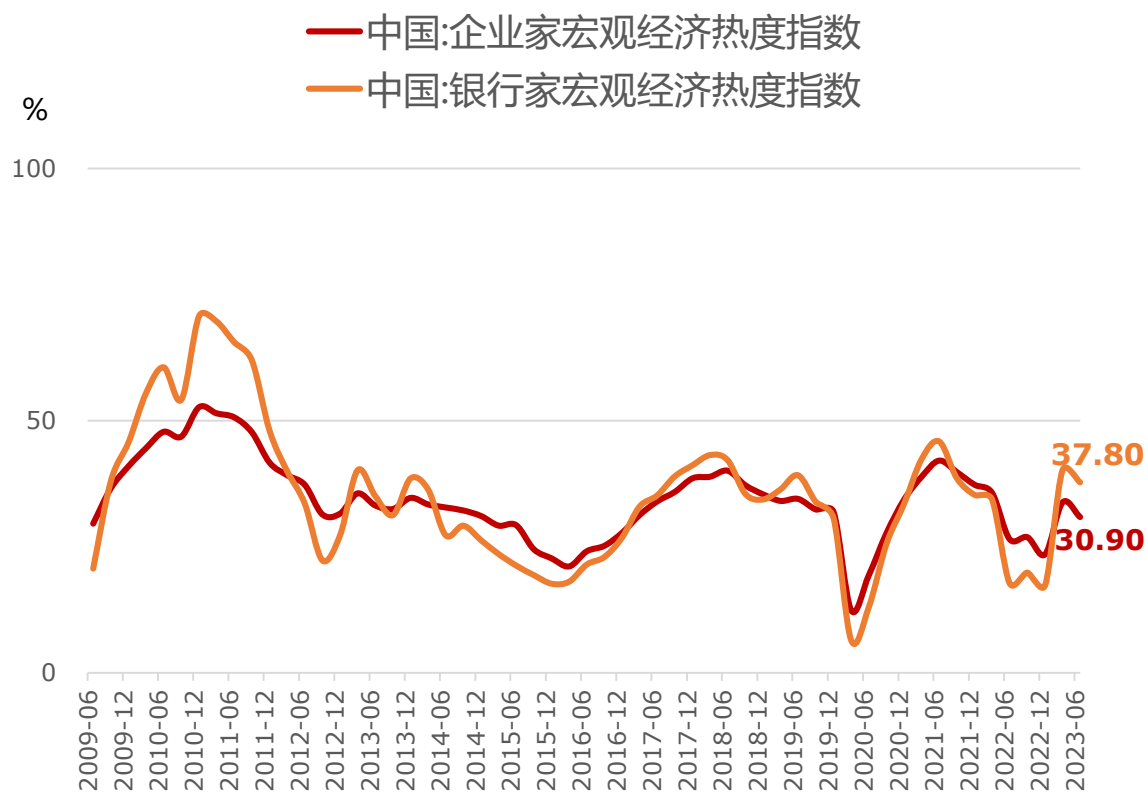
微观主体预期变化



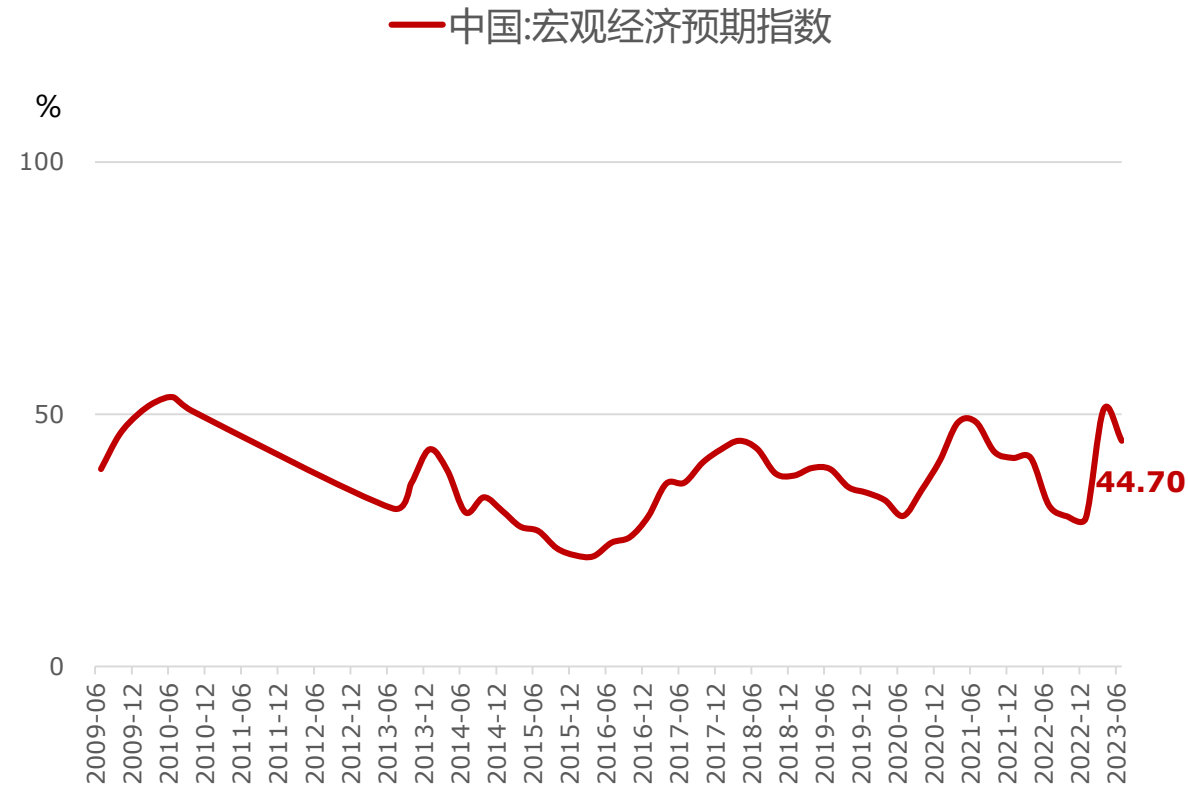
宏观经济热度及预期：2023年Q2感受环比降温，预期转入收缩区间

- 从宏观经济热度的感受看，银行家、企业家的看法均较一季度降温，企业家看法连续两个季度低于银行家。从对宏观经济的预期看，银行家预期指数回落至收缩区间

市场主体对宏观经济热度的感受二季度较一季度降温



银行家对宏观经济的预期转入收缩区间

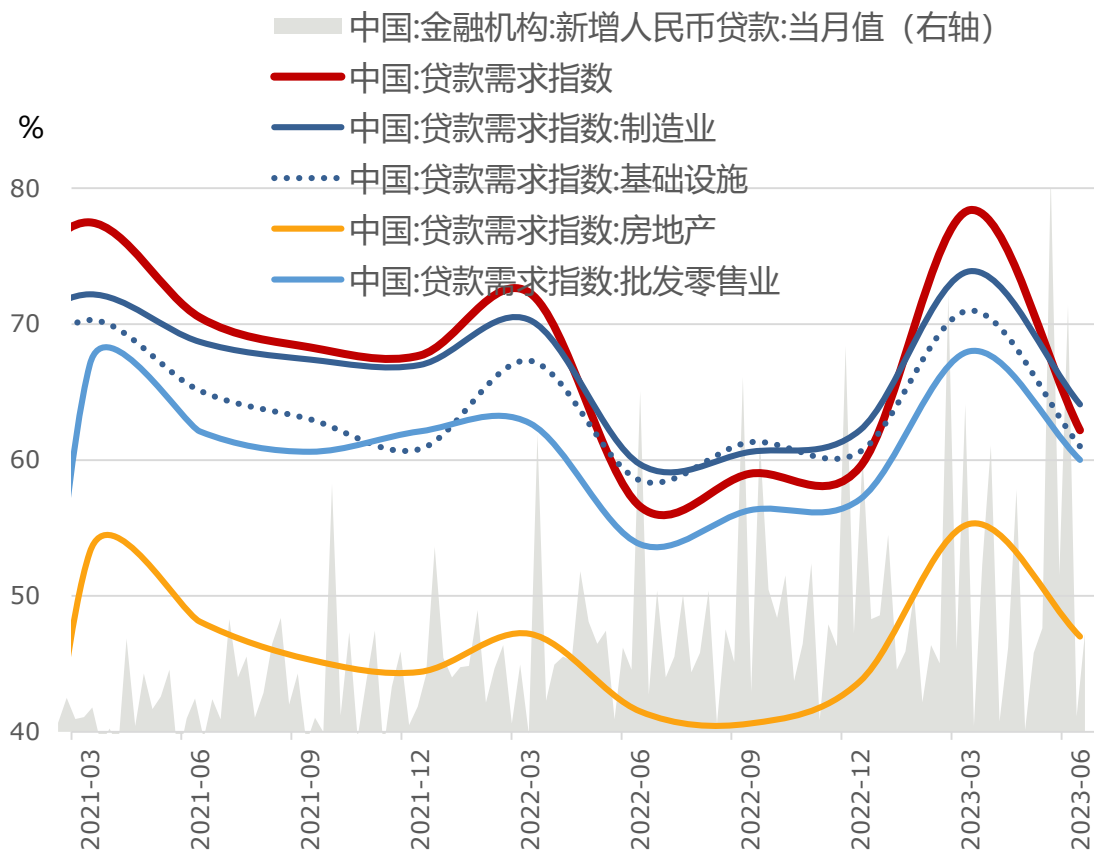


注：银行家及企业家相关数据来源中国人民银行季度调查。银行家问卷调查调查对象为全国各类银行机构（含外资商业银行机构）的总部负责人，及其一级分支机构、二级分支机构的行长或主管信贷业务的副行长。企业家问卷调查对象为全国范围内（除西藏外）的5000多户工业企业。指数在50%以上，反映该项指标处于向好或扩张状态；低于50%，反映该项指标处于变差或收缩状态

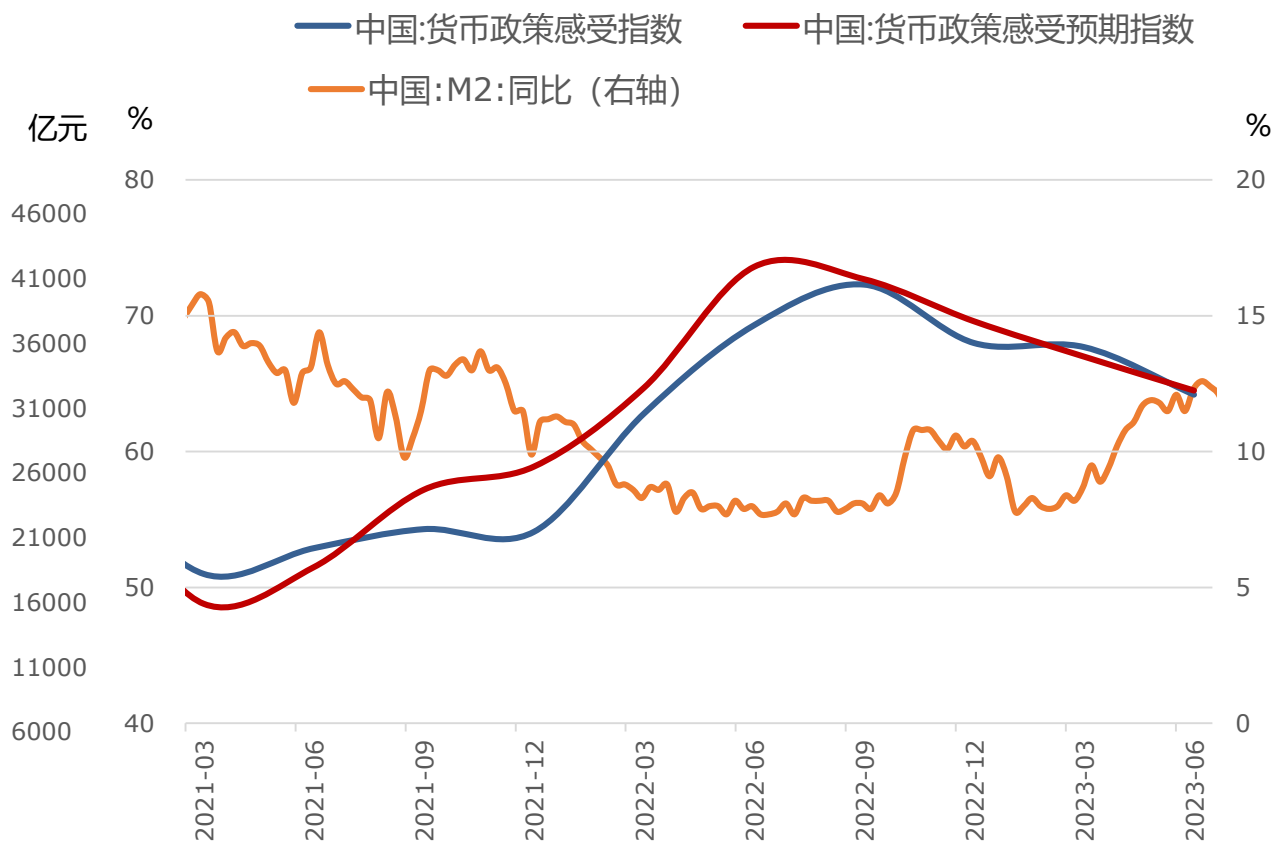
银行家调查：信贷由供需两旺变为供需两弱

■ 一季度贷款需求指数大幅抬升与新增人民币贷款维持高位说明贷款供需两旺。而二季度，贷款需求指数全面明显回落，信贷转向供需双弱。特别需要注意的是，房地产业贷款需求再次回落至收缩区间。同时，货币政策感受指数及预期指数都出现了环比回落

贷款需求指数二季度明显降温，房地产业贷款需求回落至收缩区间



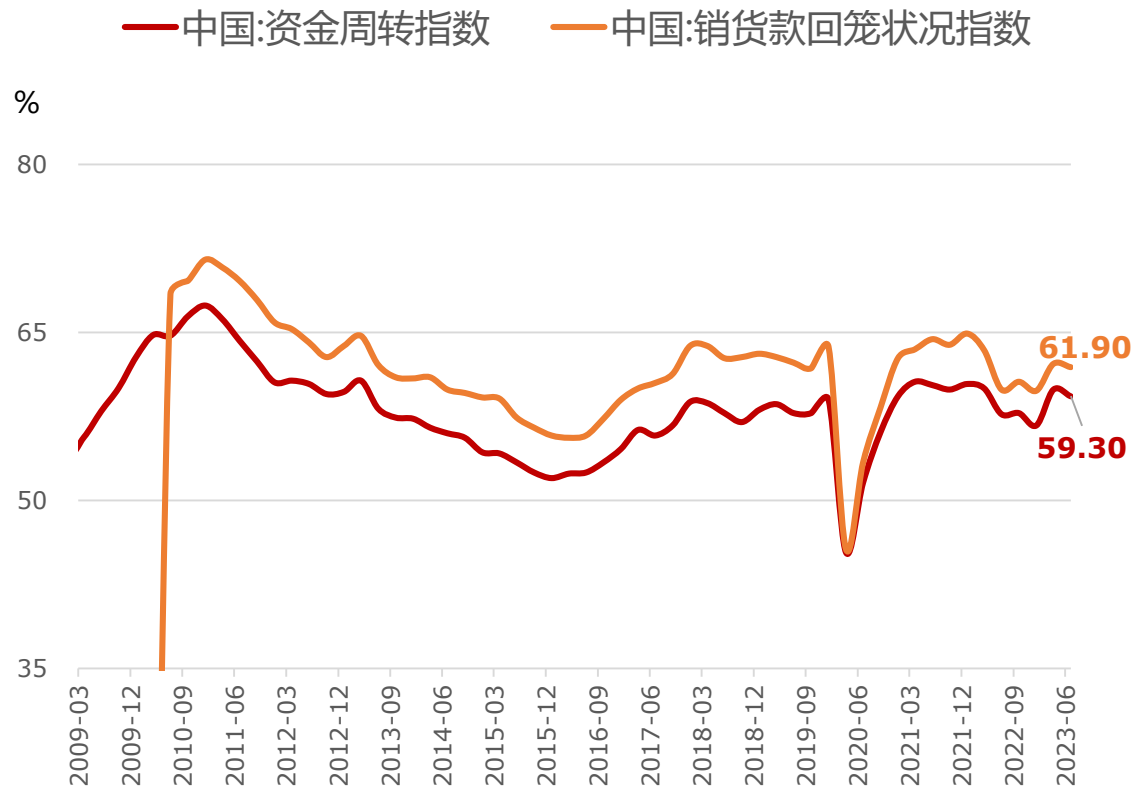
货币政策感受指数及预期环比有所回落



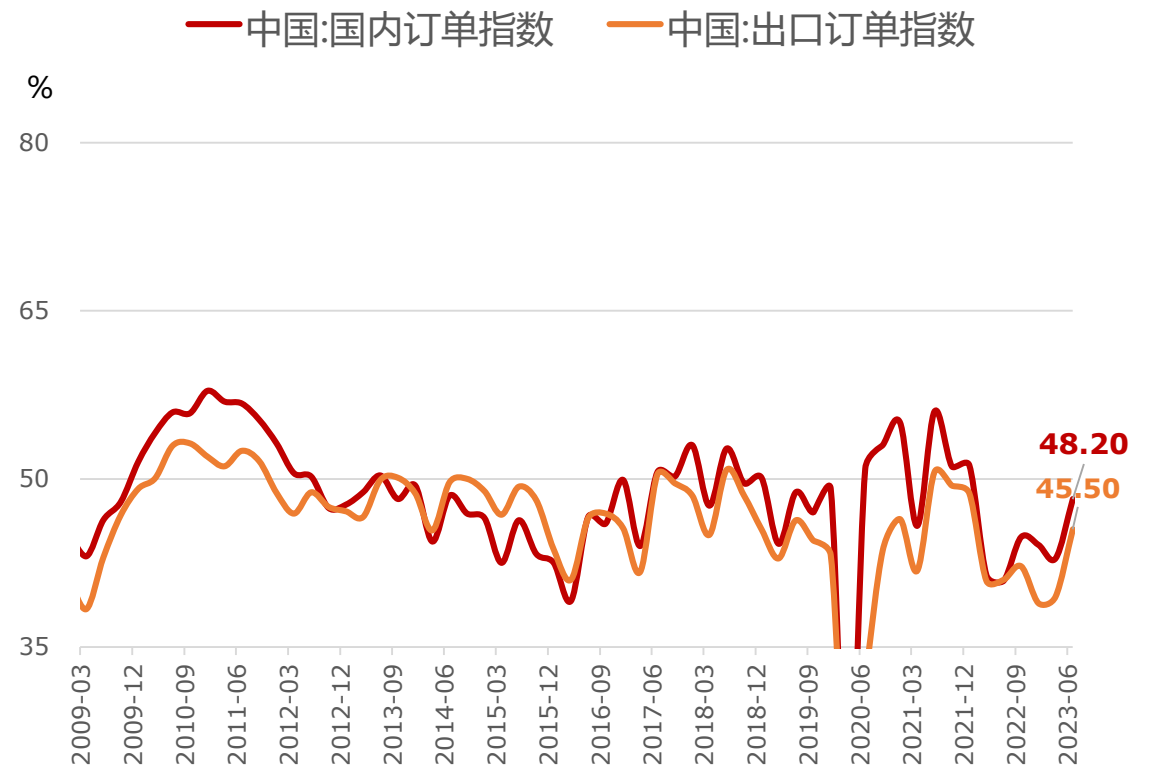
企业家调查：资金周转无虞，订单需求边际好转可能是结构性现象

- 企业家调查结果显示资金周转及销售回款情况二季度较一季度有所回落但仍持续处于向好区间，需求端无论是国内订单指数抑或出口订单指数均出现二季度较一季度环比回升的情况，这与PMI分项以及其他高频指数指向有所差异，可能是样本问题。PMI大型企业分项在二季度明显优于中型企业及小型企业，并且在5、6两个月位于荣枯线以上

资金周转指数及销售回款指数二季度有所回落但仍处向好区间



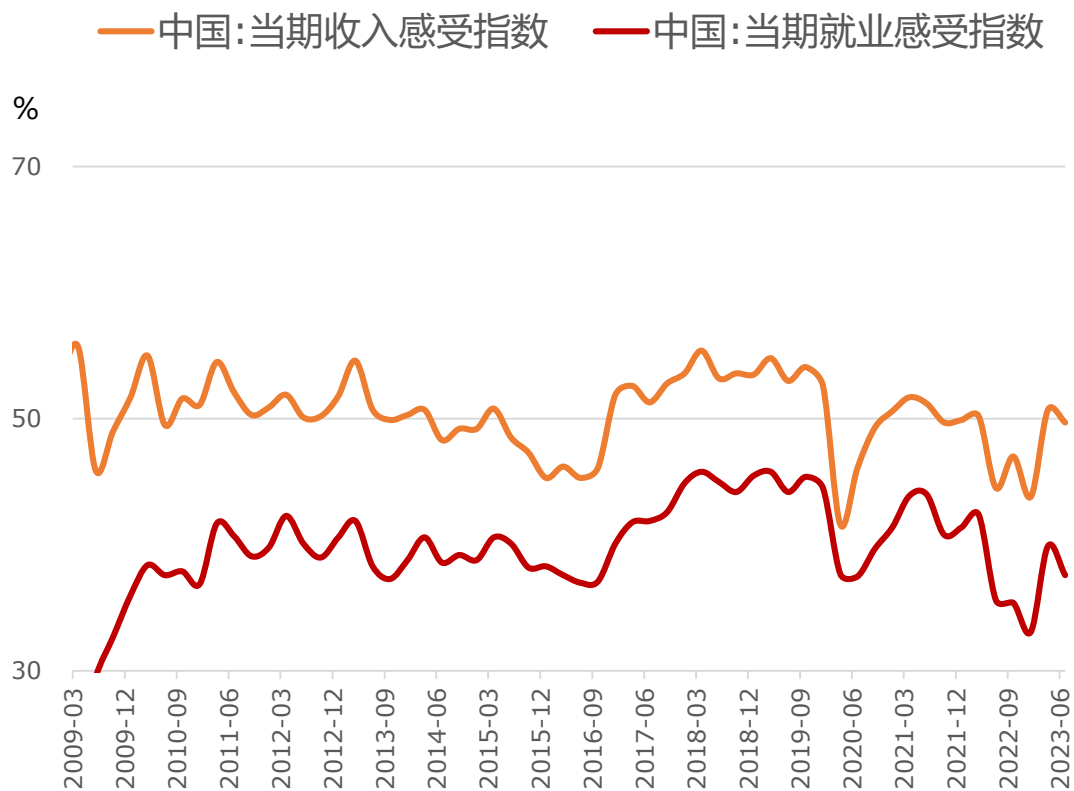
出口订单指数及国内订单指数二季度较一季度回升，可能是结构性现象



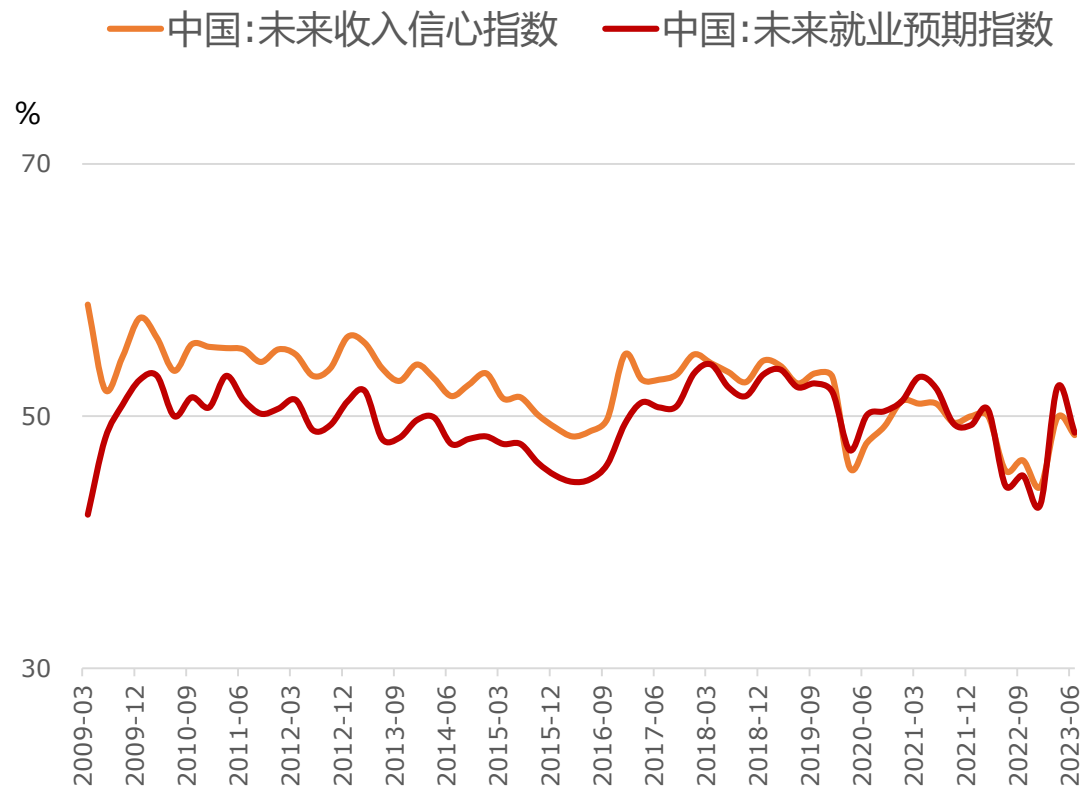
城镇储户：当期就业及收入感受和预期转弱

- 城镇储户调查显示，当期储户就业及收入感受指数环比回落，收入感受指数回落至转差区间，而对未来的收入信心指数及就业预期指数回落态势更为明显，两者均回落至收缩区间

本季储户就业及收入感受指数均环比回落



储户未来就业及收入预期指数环比回落至收缩区间

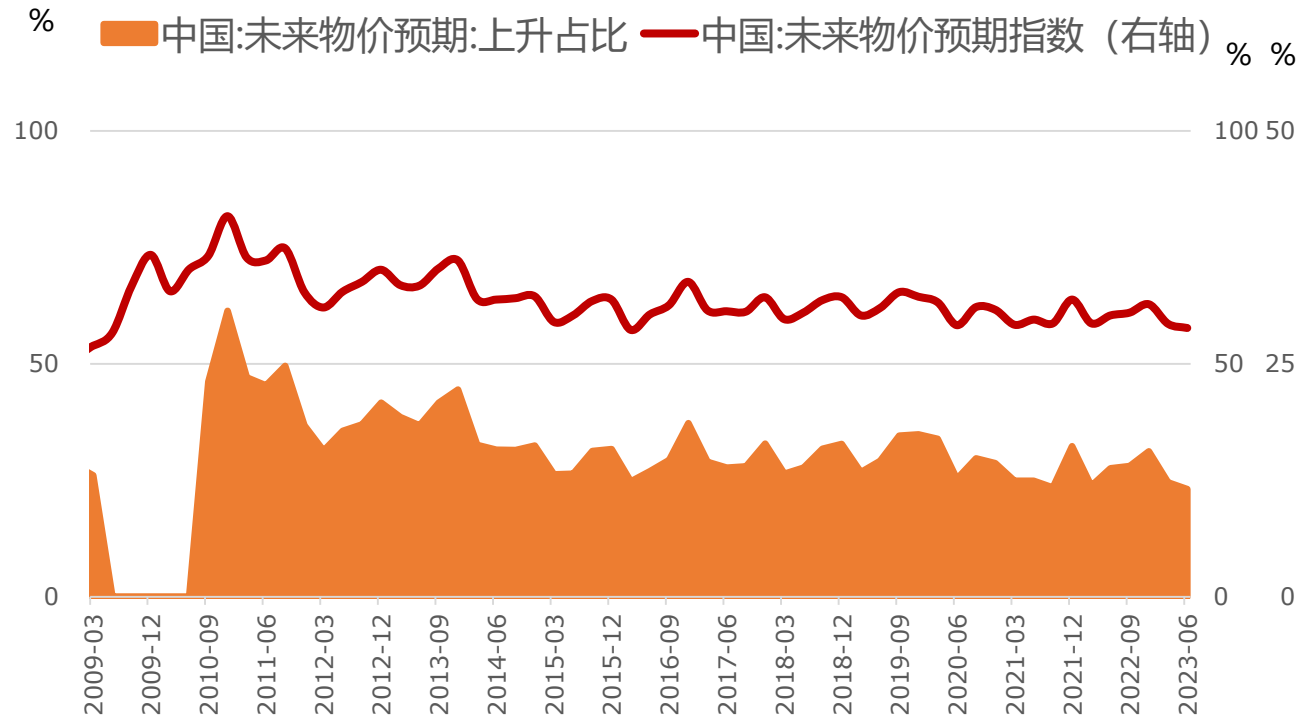


注：城镇储户问卷调查是中国人民银行建立的一项季度调查制度。每季在全国50个（大、中、小）调查城市、400个银行网点各随机抽取50名储户，全国共20000名储户作为调查对象。指数在50%以上，反映该项指标处于向好或扩张状态；低于50%，反映该项指标处于变差或收缩状态。消费者信心调查是统计局的月度调查，消费者满意指数是指消费者对当前经济生活的评价，消费者预期指数是指消费者对未来经济生活发生变化的预期

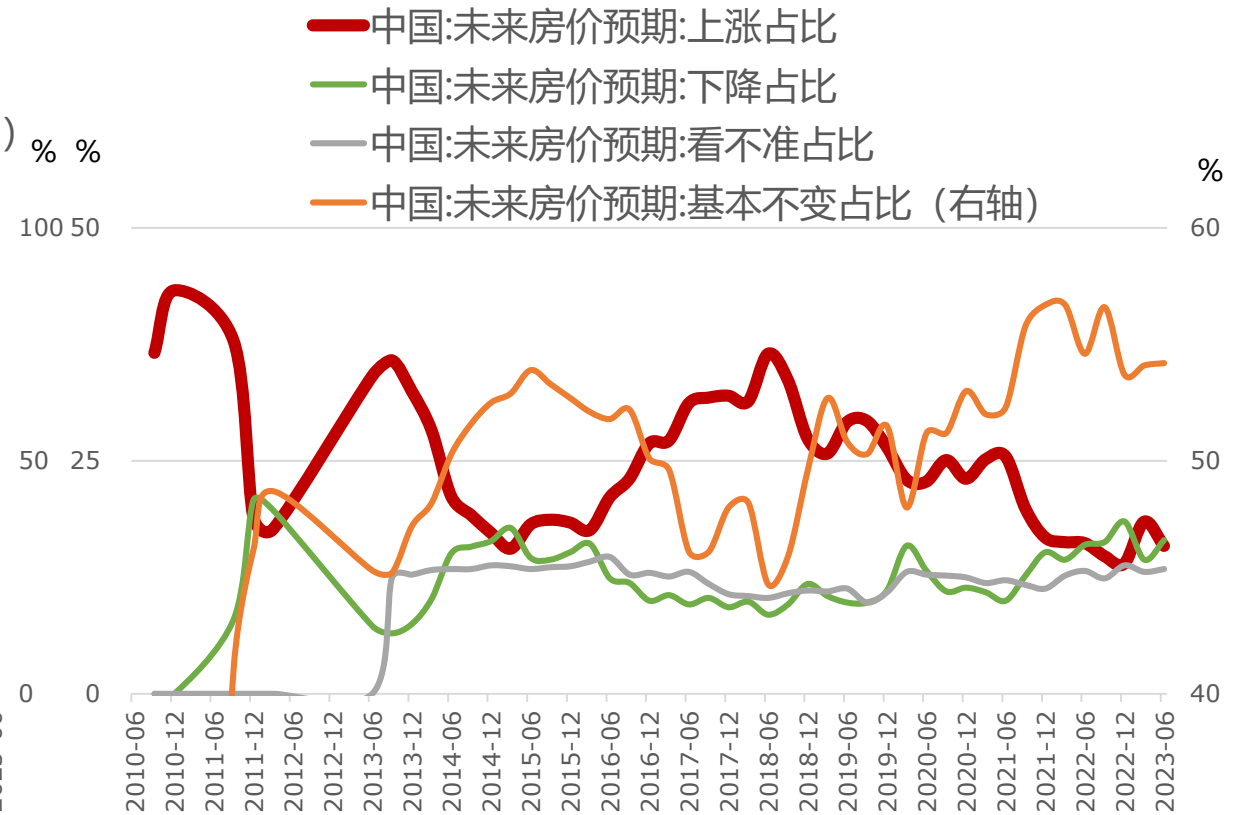
城镇储户调查：通胀预期较低，房价预期环比回落

- 城镇储户调查显示，对未来物价的预期指数回落至近点低位，预期物价上涨的占比亦环比继续回落，通胀预期较低
- 房价预期方面，预期不变占比基本维持，而预期上涨/下跌的比例分别环比下降/提高

物价预期指数回落至近年低位水平



6月房价预期上涨占比环比回落，预期下降占比环比提升

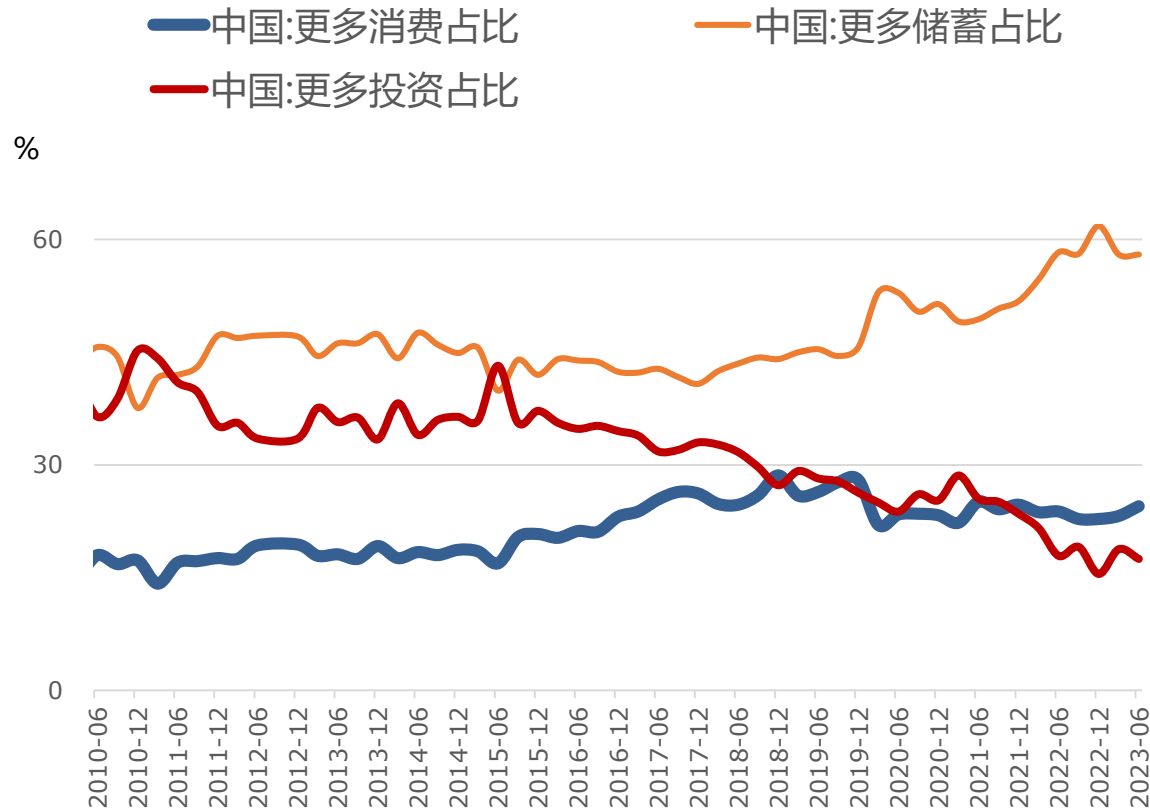


数据来源：Wind、广州期货研究中心

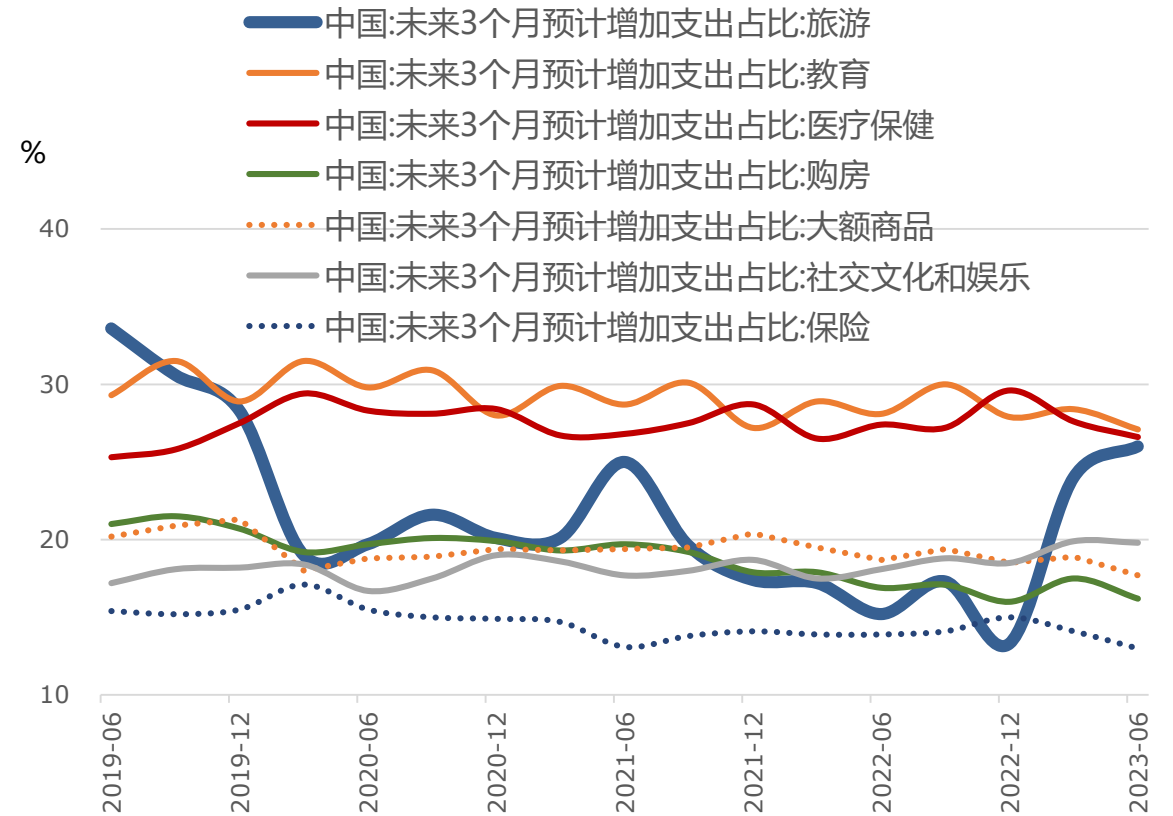
城镇储户调查：消费倾向回暖缓慢，预期新增支出主要在旅游

■ 自2020年以来，储蓄倾向显著抬升，储蓄倾向在今年一季度小幅回落后二季度持平，投资倾向二季度小幅回落，消费倾向小幅回升。新增支出中，旅游占比提升，购房占比再度回落

自2020年以来，储蓄倾向显著抬升，一季度储蓄倾向小幅回落，投资倾向小幅回暖，消费倾向基本持平



预计新增支出中，旅游类显著扩张，购房小幅回暖，医疗及保险类小幅回落



第三部分

7月交易主线及资产配置展望



市场交易主线之一：稳增长增量政策博弈

- **国务院总理李强6月16日主持召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，预示着稳增长方向明确，而一揽子政策的内容和节奏仍有待确认**

- 会议指出，当前**我国经济运行整体回升向好**，随着前期政策措施的出台实施，市场需求逐步恢复，生产供给持续增加，物价就业总体平稳，高质量发展稳步推进。同时，**外部环境更趋复杂严峻**，全球贸易投资放缓等，直接影响我国经济恢复进程
- 针对经济形势的变化，**必须采取更加有力的措施**，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，具备条件的政策措施要**及时出台、抓紧实施**，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应

- 对经济形势的定调整体延续4月政治局会议主基调，对国内经济整体较乐观，对外部环境较谨慎

- “必须采取更加有力的措施”，预示着稳增长方向明确，政策窗口渐行渐近
- 四个方面发力点包括“着力扩大有效需求”、“防范化解重点领域风险”等，说明强刺激概率不大，经济修复仍主要依赖于内生动力正反馈机制的缓慢形成，且地产、地方债务等风险防范仍是底线
- “研究提出了一批政策措施”、“及时出台”说明一揽子政策的内容和节奏仍有待确认

市场交易主线之一：稳增长增量政策博弈

- 目前主要会议对经济形势的定调延续4月政治局会议口吻，整体偏乐观，稳增长政策发力的明确信号需要看到中央对经济形势判断出现转折。7月政治局会议大概率成为政策信号枪，在此之前政策博弈占据市场主线

政治局会议定调	2022年4月	2022年7月	2023年4月
经济形势	我国经济运行总体实现平稳开局，新冠疫情和乌克兰危机导致风险增多， 我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升 ，稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战	面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务...疫情防控取得积极成效，经济社会发展取得新成绩... 当前经济运行面临一些突出矛盾和问题 ，要保持战略定力	我国 需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解 ， 经济增长好于预期 ，经济运行实现良好开局。但是，当前我国经济运行好转主要是恢复性的， 内生动力还不强，需求仍然不足 ，经济转型升级面临新的阻力，推高质量发展仍需要克服不少困难挑战
政策基调	要加大宏观政策调节力度 ，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合力区间。 要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度 ，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。	宏观政策要在扩大需求上 积极作为	形成扩大需求的合力
货币政策	用好各类政策工具	货币政策要保持流动性合力充裕，加大对企业的信贷支持，用好 政策性银行新增信贷和基础设施投资基金	稳健的货币政策要精准发力
财政政策	加快落地已确定的政策，实施好退税减税降费等政策	用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好 专项债务限额	积极地财政政策要加力提效

市场交易主线之一：稳增长增量政策博弈

- 2022年6-8月稳增长政策加码，除了货币政策降息外，财政政策动用政策性开发性金融工具、盘活地方专项债限额空间，地产刺激政策包括企业发债担保及因城施策，产业政策包括对汽车、家居、光伏等产业支持
- 降息降息+产业政策+地产因城施策仍是确定性最高的政策组合，政策性开发性金融工具扩容及地方专项债限额空间调增需等待进一步明确信号，特别国债及地产突破性政策等目前看可能性较低，对强刺激特别是地产政策不宜过分乐观
- 一方面，近期社会各界对刺激政策呼声明显提高，政策出台的舆论基础有所加强，另一方面，谨防再度出现预期落空情况，建议谨慎乐观看待

2022年6-8月一揽子稳增长政策

财政政策 货币政策

2022年6月1日，国常会部署一揽子政策，提出新增1400亿留抵退税，对金融支持基础设施建设调增政策性银行8000亿元信贷额度等

6月29日，国常会决定运用政策性开发性金融工具3000亿元用于补充重大项目资本金

8月15日，**逆回购利率和MLF利率下调10b**；8月22日，LPR一年期下调5bp，五年期下调15bp

8月18日，国常会提出依法**盘活地方专项债限额空间**

8月24日，国常会提出在3000亿元**政策性开发性金融工具**已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度

8月31日，国常会提出在用好新增3000亿元以上**政策性开发性金融工具**基础上，根据实际需要扩大规模；扩大政策性开发性金融工具支持的领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入

地产政策

8月监管层通过中债信用增信为优质民企提供全额担保，合计发债68亿元

8月19日，住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门出台措施，完善政策工具箱，通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付

8月24日，国常会出“允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求”

8月31日，国常会提出“支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款”

产业政策

7月29日，国常会提出“除个别地区外，限购地区要逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制。打通二手车流通堵点。延续免征新能源汽车购置税政策”

8月8日《关于推进家居产业高质量发展的通知》

8月18日，国常会提出“建立新能源汽车产业发展协调机制；大力推进充电桩建设，纳入政策性开发性金融工具支持范围”

8月24日，国务院常务会议提出“支持中央发电企业等发行2000亿元能源保供特别债，在今年已发放300亿元农资补贴基础上再发放100亿”

8月24日《关于促进光伏产业链供应链协同发展的通知》；8月25日《信息通信行业绿色低碳发展行动计划（2022-2025年）》

市场交易主线之二：美联储货币政策节奏及衰退交易

- 我们认为6月美联储议息决议点阵图更多为预期管理，为货币政策留有空间，其节奏仍取决于经济和就业市场的发展态势，高利率对金融系统及实体经济的潜在风险不可忽视，经济衰退仍大概率“虽迟但到”
- 目前市场已经此前交易的年内降息预期全部修正，认为7月加息概率高达90%，加息路径已与点阵图指引基本一致。我们认为，正如市场3月对货币政策转向极度乐观后经历了两个月时间的预期修正，市场将进入过于悲观的交易之中，若随着经济数据不同表现预期出现反转，其交易空间仍大

截至7月4日CME美债期货隐含市场对美联储利率操作的预期

	7月26日	9月20日	11月1日	12月13日
425-450	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
450-475	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
475-500	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
500-525 (目前)	10.1%	7.9%	5.8%	12.3%
525-550	89.9%	72.3%	55.6%	52.8%
550-575	0.0%	19.8%	33.4%	29.7%
575-600	0.0%	0.0%	5.1%	4.5%

截至6月2日CME美债期货隐含市场对美联储利率操作的预期

	7月26日	9月20日	11月1日	12月13日
425-450	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%
450-475	0.0%	0.0%	2.0%	10.9%
475-500	0.0%	3.9%	19.6%	30.8%
500-525 (目前)	32.1%	34.7%	41.9%	36.1%
525-550	53.5%	48.8%	30.4%	18.2%
550-575	14.4%	12.7%	6.2%	3.1%
575-600	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

7月大类资产配置建议：多配股指、贵金，空配有色、黑色、能化板块

		盈亏比				胜率				7月配置建议
		估值/价格水平		基差变化	近远月期限结构	供需格局	产业利润	政策导向	基本面总结	
		上市以来分位数	2020年以来分位数							
股指	IH	72%	40%	基差为正，基差走弱（剔除分红后）	远月贴水	-	-	中性偏利多	中性	多配
	IF	72%	54%	基差为正，基差走弱	远月贴水	-	-			
	IC	22%	27%	基差近月为正，远月为负，基差走弱	远月贴水	-	-			
	IM	18%	19%	基差为负，基差走弱	远月贴水	-	-			
国债	T	98%	96%	基差为正，基差走弱	远月贴水	-	-	中性	中性	中性偏多
	TF	97%	92%	基差为正，基差走弱	远月贴水	-	-			
	TS	93%	90%	基差为正，基差走弱	远月贴水	-	-			
	TL	50%	-	基差为正，基差走弱	远月贴水	-	-			
贵金属	黄金	99%	96%	基差为负，基差走强	远月维持升水	略微供不应求	合理利润	中性	中性偏利多	多配
	白银	86%	81%	基差为负，基差走强	远月维持升水	供不应求	合理利润			
有色金属	铜	90%	53%	基差为正，基差走强	远月贴水	略微供不应求	合理利润	中性偏利多	中性偏利空	空配
	锌	64%	24%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供过于求	薄利润			
	铝	82%	39%	基差为正，基差走弱	远月贴水	略微供过于求	丰厚利润			
	镍	90%	76%	基差为正，基差走弱	远月贴水	略微供不应求	盈亏平衡附近			
	不锈钢	48%	45%	基差为正，变化不大	远月贴水	供过于求	盈亏平衡附近			
	工业硅	22%	22%	基差为负，基差走弱	远月维持升水	供过于求	薄利润			
黑色建材	螺纹钢	51%	16%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供过于求	合理利润	中性偏利多	中性偏利空	空配
	焦炭	67%	4%	基差为负，基差走弱	远月贴水	略微供过于求	略微亏损			
	焦煤	66%	4%	基差为负，基差走弱	远月贴水	略微供过于求	薄利润			
	玻璃	75%	26%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供需平衡	合理利润			
	纯碱	34%	32%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供需紧平衡	合理利润			
农产品	棉花	74%	50%	基差为正，基差走弱	远月小幅升水	供需双弱	中幅亏损	分化	分化	
	生猪	19%	19%	基差为负，基差走强	远月升水	供大于求	严重亏损			
	玉米淀粉	80%	33%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供小于求	亏损			
	粕类	89%	70%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供需平衡	薄利润			
	油脂	79%	42%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供过于求	薄利润			
能源化工	原油	73%	52%	基差为负，基差走强	远月升水	供需紧平衡	合理利润	中性偏空	中性	空配
	PTA	41%	76%	基差为正，基差走弱	远月贴水	供需平衡	薄利润			
	乙二醇	21%	16%	基差为负，基差走弱	远月升水	供大于求	严重亏损			
	橡胶	36%	24%	基差为负，基差走强	远月维持升水	略微供过于求	薄利润			

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司	杭州城星路营业部	四川分公司	上海陆家嘴营业部
联系电话：021- 68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山分公司	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-31953184 办公地址：广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-63360528 办公地址：北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-66671202 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司	机构业务部	机构事业一部	机构事业二部
联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部	广期资本管理（上海）有限公司		
联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：021-50390265 办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn