



2024年8月9日

7月商品价格中枢下移，“衰退交易”或为之过早

核心观点

- **美国经济：**Q2经济有韧劲，消费偏强、投资转弱、补库动能初现。通胀加速降温，且粘性较高的住房通胀、就业通胀显著下行，结构上的改善增强市场降息预期。而7月非农就业数据不及预期、失业率升至4.3%，引发市场担忧并交易“衰退”，但失业率的上行主要因劳动力供给强、并非需求弱所致，因此目前美国就业转向平衡，尚难言陷入衰退。美联储与市场对降息时点已形成共识，分歧聚焦于降息的幅度与节奏，我们认为基准情景为：9月降息25BP，年内共降1-2次。
- **中国经济：**经济延续“供好于需”、“量升价跌”格局：生产好、消费弱、投资平、地产尚在底部波动。7月货币迎来超预期宽松，而受制于地方债发行进度偏慢及财政收入回落，上半年财政对经济支撑较弱，全年完成5%的增长目标下半年需货币维持宽松、财政加大发力。金融数据“挤水分”持续偏冷、且有所失真，但私人部门风险偏好回落仍在持续，其信心及预期尚未扭转。备受关注的三中全会召开，聚焦中长期经济结构改革，新制生产力、共同富裕、安全为重要主线。
- **大类资产：**7月国内外大类资产走势整体一致，海外好于国内，债券表现占优，商品跌幅较大。国内市场方面，债券(+0.8%)>权益(+0.3%)>人民币(-0.7%)>商品(-5.2%)；海外市场方面，债券(+2.8%)>权益(+1.1%)>美元(-1.7%)>商品(-4.3%)。7月中旬美国就业、通胀双双转弱，降息预期强化，市场风险偏好显著回落，权益资产、大宗商品均迎来流畅调整，而债市上行体现了市场对于衰退的担忧。
- **风险因素：**国内政策效果不及预期，海外衰退风险加大，海外降息时点晚于预期，地缘政治冲突加剧。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	7
二、大类资产表现	9
1、权益市场.....	10
2、债券市场.....	15
3、商品市场.....	17
4、外汇市场.....	19
三、经济数据预测	20

图表目录

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速	6
图表 2 美国 GDP 环比贡献项	6
图表 3 美国 CPI 及核心 CPI	6
图表 4 美国 CPI 同比贡献分项	6
图表 5 美国非农就业人数及失业率	6
图表 6 美国 ISM 制造业分项指标	6
图表 7 美国联邦基金目标利率	7
图表 8 芝商所 FedWatch 工具	7
图表 9 中国经济指标单月同比增速概览（截至 6 月）	8
图表 10 工业增加值同比增速	8
图表 11 社会消费品零售总额	8
图表 12 M1-M2 增速剪刀差	9
图表 13 居民中长期贷款	9
图表 14 30 城商品房成交面积	9
图表 15 中国 GDP 同比及环比	9
图表 16 2024 年 7 月国内外大类资产收益率概览	10
图表 17 权益市场表现	11
图表 18 A 股成交额	12
图表 19 A 股换手率	12
图表 20 沪深 300 风险溢价	12
图表 21 中证 1000 风险溢价	12
图表 22 主要宽基指数市盈率（TTM）	13
图表 23 融资融券余额	13
图表 24 北向资金	13
图表 25 一致预期净利润同比增速	13
图表 26 工业企业利润	13
图表 27 AH 股溢价率	14
图表 29 南向资金	14

图表 30 恒生指数换手率	14
图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率	15
图表 32 恒生指数与美元指数	15
图表 34 主要资金利率	16
图表 35 政府债发行与到期情况	16
图表 36 票据贴现利率	16
图表 37 国债收益率曲线	16
图表 38 国债期限利差	16
图表 39 伦敦金现与美元指数	17
图表 40 中国官方黄金储备	17
图表 41 国内外铜价走势	18
图表 42 LME 铜库存	18
图表 43 美国商业原油库存	19
图表 44 美国炼油厂产能利用率	19
图表 45 中美利差	20
图表 46 在岸、离岸人民币汇率	20
图表 47 美元指数	20
图表 48 花旗经济意外指数	20
图表 49 国内主要经济指标预测	20

一、宏观经济

1、美国

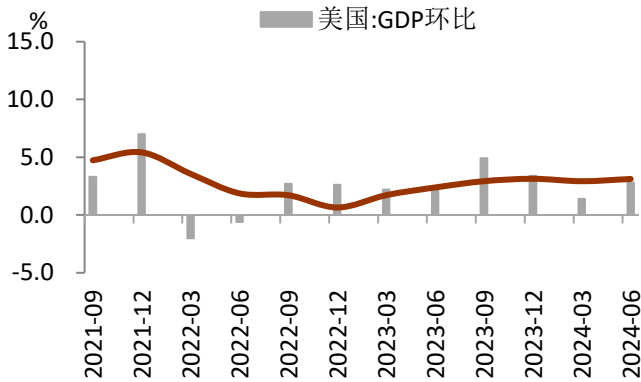
7月非农就业不及预期、失业率大幅上行，就业转向平衡而非指向衰退。美国7月新增非农就业11.4万，预期17.5万，前值17.9万，其中信息传播业、金融业为主要拖累项，教育医疗、休闲娱乐、建筑业则为支撑项。失业率回升至4.3%，预期4.1%，前值4.1%，触发萨姆法则（如果美国失业率3个月的均值高于过去12个月的低点0.5%，那么经济衰退已经开始），引发市场恐慌。然而这次或许不一样，目前失业率的上行并非因为就业市场的需求弱，而是因为劳动力供给强，由疫情后美国移民大幅流入导致。根据JOTLS数据，目前招聘人数降低，但裁员率维持在0.9%的低位，表明企业招工需求的转弱更多通过减少招聘来体现，对居民收入的影响尚不大。就业市场为当下跟踪美国经济的重点，后续密切关注周度初次申领失业金人数、非农就业报告、JOTLS裁员率。

去通胀进展顺利，Q2加速降温、结构改善。6月美国CPI录得3.0%，预期3.1%，前值3.3%，创下3年多来的低点；核心通胀录得3.3%，预期及前值为3.4%，粘性较强的租金通胀也明显回落，增强了市场及美联储去通胀的信心。7月就业市场转冷，每小时薪资同比录得3.6%，前值3.9%，创下近3年新低，为服务通胀降温打下基础。Q2通胀较Q1显著放缓，此前去通胀道路上的两大阻碍“就业通胀”与“住房通胀”双双回落，预计7月CPI及核心CPI仍在回落的趋势上。

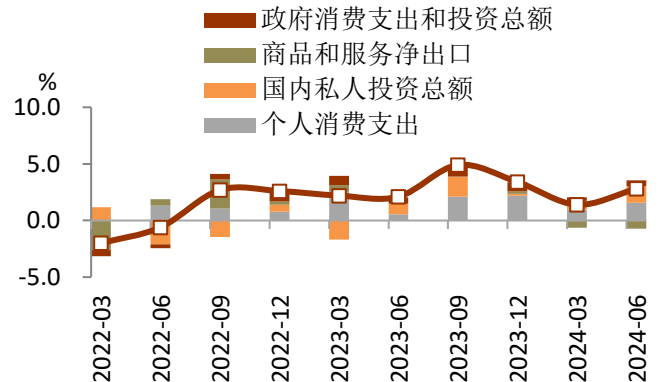
二季度经济有韧劲，消费偏强，投资转弱，补库动能初现。Q2美国GDP环比折年率录得2.8%，预期2.0%，前值1.4%，个人消费对GDP贡献升至1.57%，其中商品消费在二季度转为贡献、服务消费保持韧劲。贸易逆差的负贡献进一步扩大，表明二季度美国消费动能依旧偏强。库存对GDP的贡献从一季度的-0.42%升为0.83%，补库动能初现。投资方面受到地产投资、建筑投资拖累，设备投资大幅回升。截至8月8日，亚特兰大联储GDPNow模型预计三季度GDP环比折年增速为2.9%，表明目前美国实体经济动能偏强。

降息近在咫尺，市场预期蕴含衰退担忧。7月末FOMC会议召开，政策利率如期维持在5.25-5.50%区间，鲍威尔首度松口9月可能进行降息，软着陆预期下，各类资产均受到降息预期的提振。随即公布的7月制造业PMI、非农就业数据均大幅弱于预期，市场迅速交易“衰退”，CME利率期货定价9月降息50BP、11月及12月各降25BP。目前美联储与市场对降息时点已形成共识，分歧聚焦于降息的幅度与节奏，我们认为基准情景为：9月降息25BP，年内共降1-2次。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速

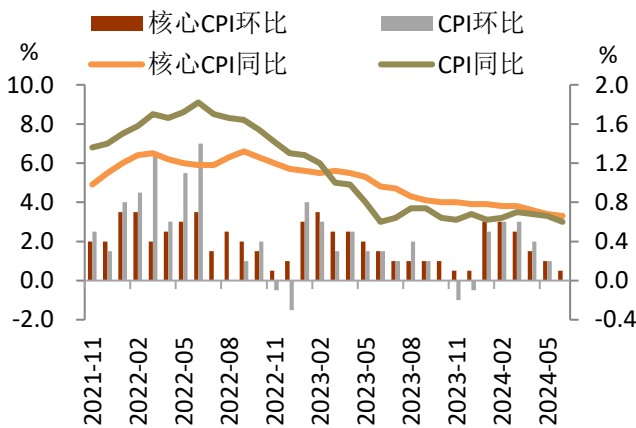


图表 2 美国 GDP 环比贡献项

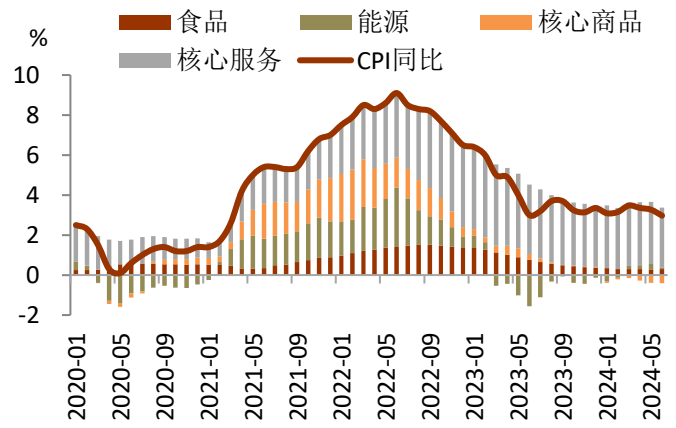


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 美国 CPI 及核心 CPI

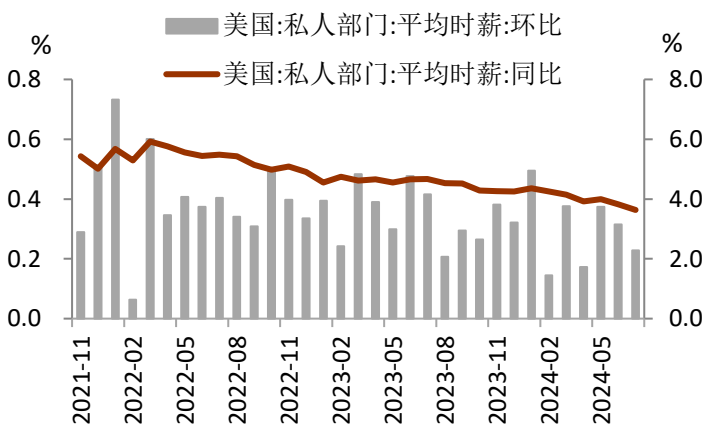


图表 4 美国 CPI 同比贡献分项

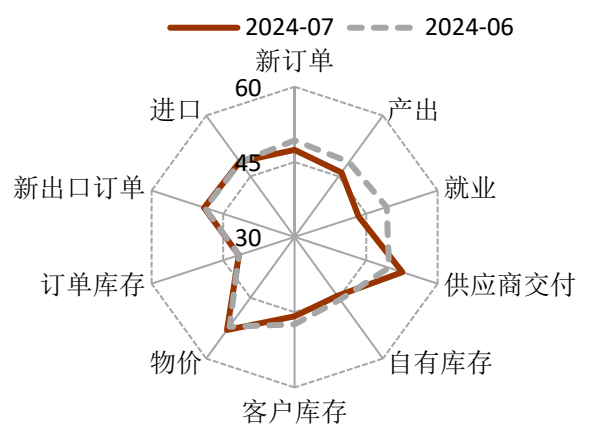


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 美国非农就业人数及失业率

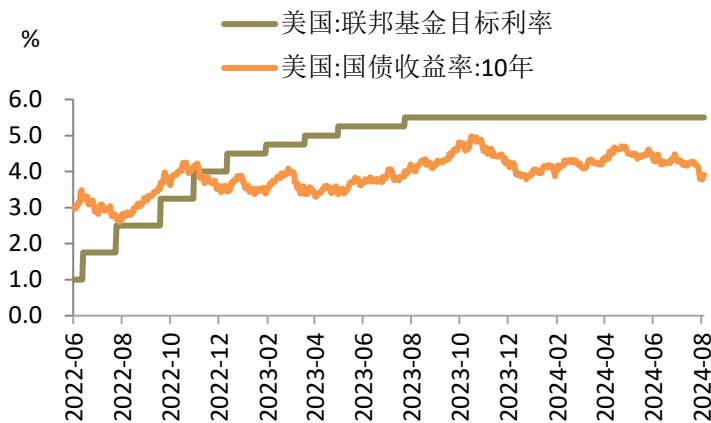


图表 6 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 美国联邦基金目标利率



图表 8 芝商所 FedWatch 工具

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/9/18							0.0%	0.0%	0.0%	63.5%
2024/11/7		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.6%	56.4%	27.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	26.0%	49.4%	20.6%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	22.5%	45.7%	25.1%	3.3%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	21.2%	44.1%	26.6%	4.8%	0.2%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	2.0%	14.9%	36.1%	32.7%	12.4%	1.8%	0.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	1.3%	10.3%	28.5%	33.9%	19.6%	5.6%	0.7%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.5%	4.9%	17.7%	30.7%	28.1%	13.9%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源：iFinD，CME FedWatch，铜冠金源期货

2、中国

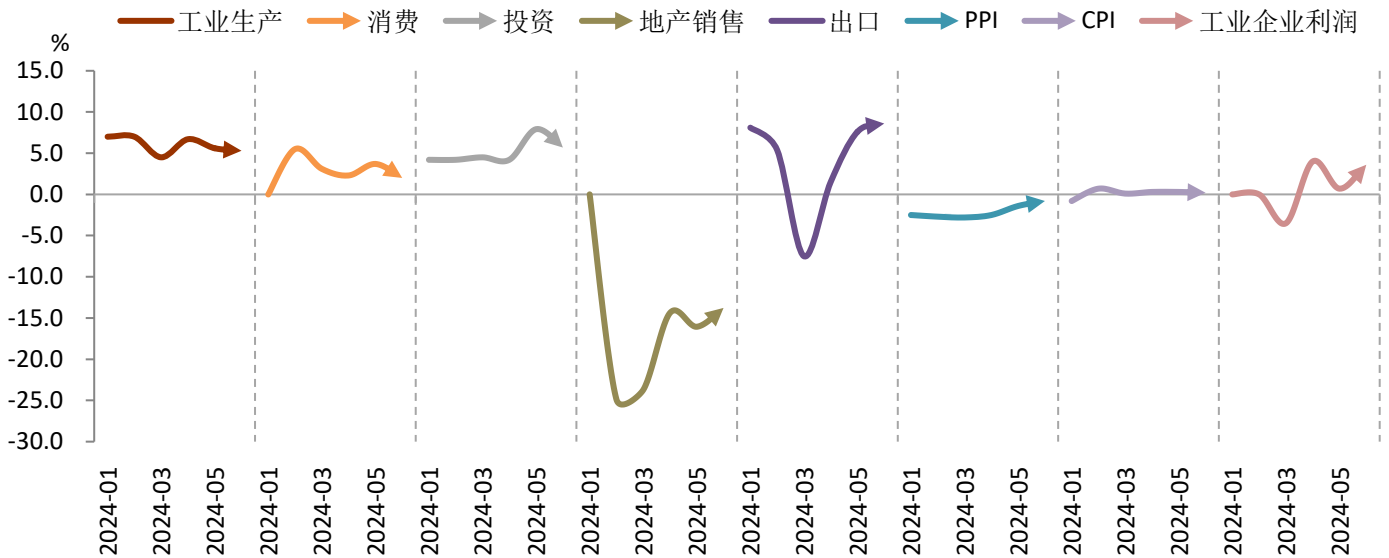
经济延续“供好于需”、“量升价跌”格局。二季度 GDP 录得 4.7%，弱于市场预期 5.1%，上半年 GDP 平减指数同比录得-0.9%，延续量升价跌局势。拆分结构看，GDP 中服务业的贡献自 2023 年 Q1 后回落，与此同时工业的贡献显著回升，表明供给强、需求弱的趋势仍在加剧。6 月经济数据亦是如此，生产好、消费弱、投资平，地产仍在底部波动，压制地产链上家电、建材等消费。全年完成 5%的目标仍需政策加码，目前市场预期三、四季度 GDP 同比均为 4.7%。

金融数据“挤水分”下失真，私人部门风险偏好回落。二季度来，社融偏弱运行，信贷结构有待优化：居民端在地产压制下延续弱势，企业端依靠票据冲量。私人部门信贷需求羸弱的同时，存款端资金“活化”程度也在降低，截至 6 月居民和企业部门的活期存款占比均处于历史低位，表明私人部门风险偏好持续收缩、防御动机增强。6 月 M1 同比-5%，M2 同比 6.2%，M1-M2 剪刀差扩大至-11.2%。M1 增速大幅回落与禁止“手工补息”相关，导致部分企业高息存款继续流出。尽管存在“数据失真”扰动，但金融数据仍然指向私人部门信心不足、风险偏好持续回落、实体经济动能有待进一步回升。

货币迎来宽松，财政支持偏弱。7 月 22 日，LPR 利率跟随 OMO 利率下调 10BP；7 月 25 日，MLF 月内第二次操作，利率下调 20BP。本次降息时点与幅度均超预期表明：①货币政策新框架逐渐形成，MLF 政策利率色彩被淡化，取而代之的是短期政策利率。②在 7 月中下旬美联储 9 月降息预期打满、人民币进入升值阶段时，国内货币政策掣肘减少，迅速降息以支持实体经济；与此同时，六大行均宣布下调存款利率，银行净息差也得到呵护。财政政策方面，上半年中央、地方财政收入均有所回落，同时地方专项债发行缓慢，导致财政赤字扩张力度偏弱，拖累上半年财政支出力度，下半年财政有望加码但预期不宜过高。

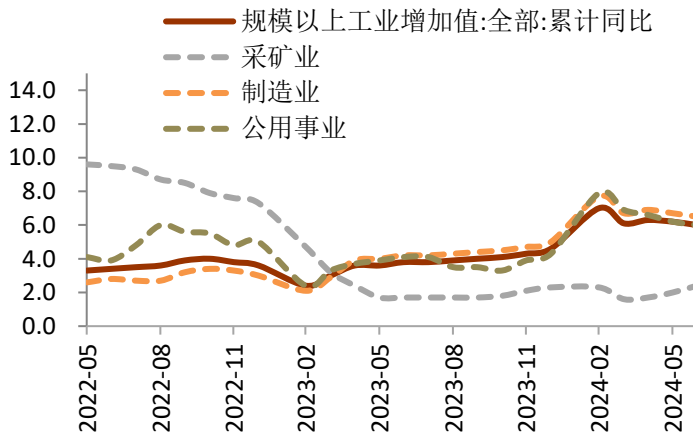
三中全会召开，聚焦中长期经济结构改革。7月备受关注的三中全会召开，主要内容涉及：①认可市场经济的必要性的同时，更加突出政府的调控地位，直面地方财政问题，提到与地方政府共享消费税、缓解其财政压力；②发展新制生产力，以制造业升级为经济新动能，提升产业链供应链韧性和安全，以举国体制培养科创人才；③缩减城乡差距，加快农业转移人口市民化；增强就业市场弱势群体社会保障，释放消费动能。

图表9 中国经济指标单月同比增速概览（截至6月）



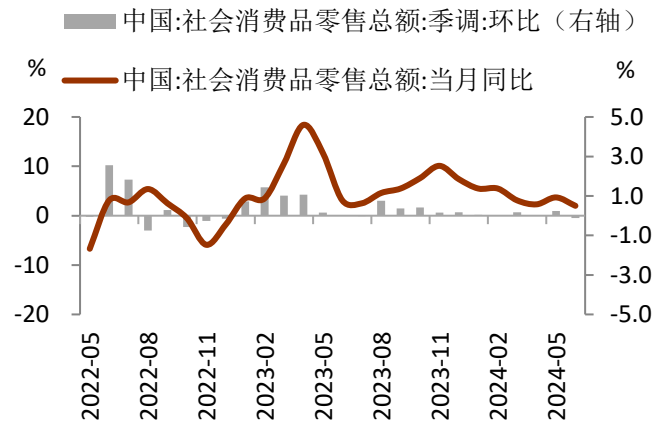
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 工业增加值同比增速

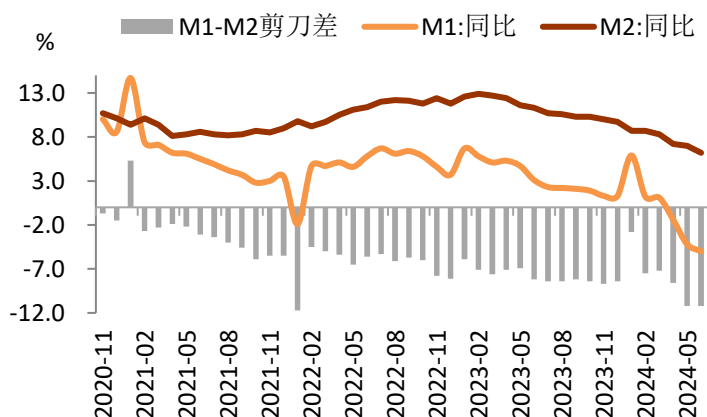


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

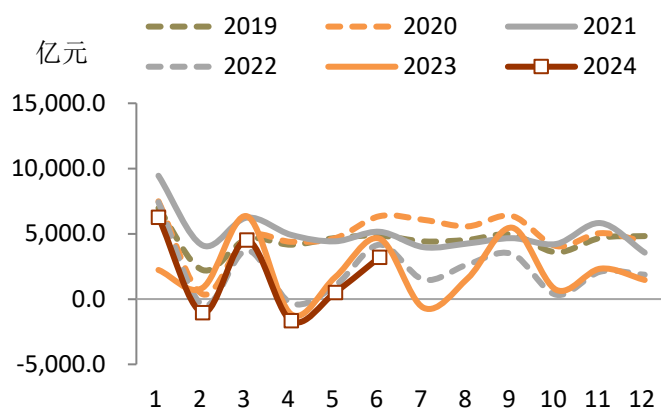
图表11 社会消费品零售总额



图表 12 M1-M2 增速剪刀差

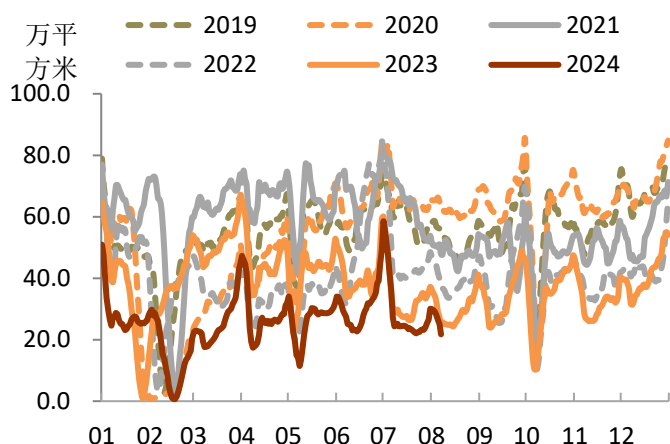


图表 13 居民中长期贷款

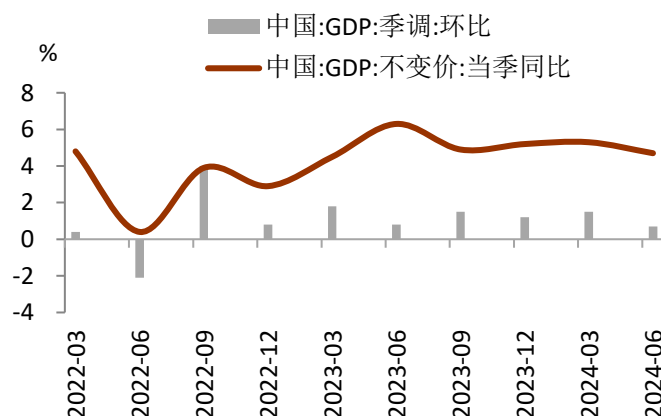


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 30 城商品房成交面积



图表 15 中国 GDP 同比及环比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、大类资产表现

2024 年 7 月，国内外大类资产走势整体一致，海外市场>国内市场，债券表现占优，商品跌幅较大。

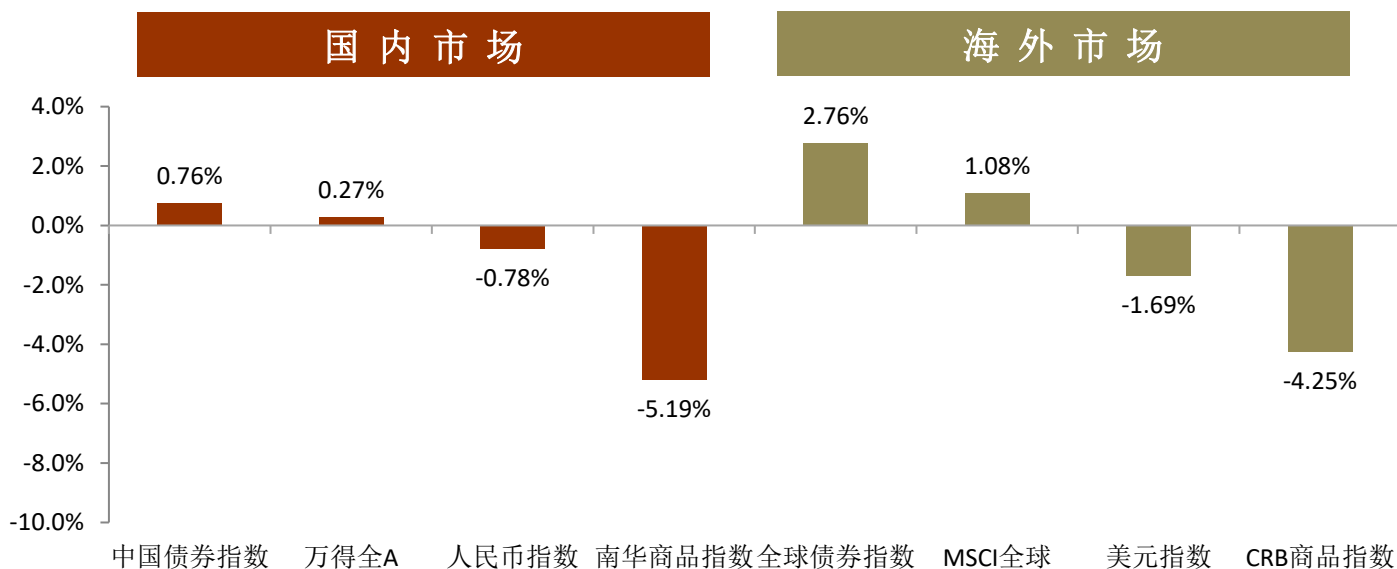
国内市场方面，**债券(+0.76%)>权益(+0.27%)>人民币(-0.70%)>商品(-5.19%)**。
中国债券综合指数（Bloomberg）7 月收益率录得 0.76%，延续 6 月上涨的趋势；**A 股** 6 月收益率录得 0.27%，扭转 6 月大幅下挫的局面；**人民币指数**（CFETS）7 月收益率录得-0.78%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币转弱，在岸美元兑人民币升值 0.55%，离岸美元兑人民币贬值 1.0%；**南华商品指数** 7 月收益率录得-5.19%，各板块均收跌，贵金属(-0.32%)>农产品(-1.56%)>有色(-5.16%)>工业品(-6.18%)>能化(-6.23%)>黑色(-6.80%)。

海外市场方面，**债券(+2.76%)>权益(+1.08%)>美元(-1.69%)>商品(-4.25%)**。

敬请参阅最后一页免责声明

全球债券综合指数（Bloomberg）7月收益率录得 2.76%，美国、欧洲、新兴市场债券市场均收涨；**MSCI 全球指数** 7月收益率录得 3.46%，欧美股市整体收涨，亚洲股市日韩回调、印度上行；**美元指数** 7月涨跌幅录得-1.69%，近期美国通胀回落、就业市场降温、特朗普交易带动美元指数趋势性走弱，从 106.0 高位回落至最低 103.6；**CRB 商品指数** 7月收益率录得 -4.25%，食品、油脂、家畜板块收涨，金属、工业品、纺织品收跌。

图表 16 2024 年 7 月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

1、权益市场

2024 年 7 月，国内外权益市场涨跌不一，其中美股>A 股>港股。**国内方面**，A 股 7 月收涨 0.27%，其中沪深 300 收跌-0.57 %、中证 1000 收跌-0.14 %，科创 50 收涨 4.4%，北证 50 收涨 1.26%，整体震荡偏弱，风格上小票占优。

港股方面，7 月恒生指数收跌-2.11%，恒生科技收跌-1.06%，延续 6 月震荡下跌的趋势。**海外方面**，美股在 7 月中旬接连创新高后呈分化走势，道指、标普收涨，纳指收跌，主要受到市场风格轮动、特朗普交易影响；欧元区主要国家及印度收涨，日韩收跌。

图表 17 权益市场表现

	指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	4210.76		0.27	-7.76
	上证指数	2938.75		-0.97	-1.22
	深圳成指	8754.09		-1.07	-8.09
	创业板指	1688.14		0.28	-10.74
	上证50	2375.39		-0.81	2.12
	沪深300	3442.08		-0.57	0.32
	中证500	4886.41		-1.14	-10.00
	中证1000	4889.08		-0.14	-16.95
	中证2000	1837.79		0.17	-23.41
	科创50	743.37		4.40	-12.75
港股	北证50	717.93		1.26	-33.69
	恒生指数	17344.60		-2.11	1.74
	恒生科技	3516.87		-1.06	-6.57
海外	恒生中国企业指数	6107.16		-3.55	5.87
	道琼斯工业指数	40842.79		4.41	8.37
	纳斯达克指数	17599.40		-0.75	17.24
	标普500	5522.30		1.13	15.78
	英国富时100	8367.98		2.50	8.21
	法国CAC40	7531.49		0.70	-0.15
	德国DAX	18508.65		1.50	10.49
	日经225	39101.82		-1.22	16.85
	韩国综指	2770.69		-0.97	4.35
	印度SENSEX30	81741.34		3.43	13.15

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.1 A股

7月A股主要宽基指数均收跌，两市成交量低迷，中上旬上证50、沪深300代表的大票趋势性上行，下旬国内超预期降息带动中证1000、中证2000代表的小票止跌反弹，此外科创50、北证50全月收涨。

分子端受到“弱现实、弱预期”压制，分母端海内外均宽松。从分子端看，二季度GDP不及预期，经济数据“供给强、需求弱”的趋势仍在加剧，物价偏低运行，工业企业利润企稳，地产量价偏弱；三中全会召开，整体未超出市场预期，主要聚焦于中长期改革，月末的政治局会议释放了促消费的积极信号。从分母端看，近期公布的一系列美国通胀、就业均呈现边温迹象，10Y美债利率中枢下移，市场对9月开启降息的预期计价充分；国内7月降息时点及幅度超预期，LPR利率下调10BP，MLF利率下调20BP，下半年降准降息依旧可期。

量能萎缩至4年新低，市场情绪极冷。从成交额看，7月份沪深两市日均成交额约为6559亿元，较上个月份减少668亿元，为2020年5月来最低水平。从换手率看，7月两市换手率较6月继续回落，为2023年9月来新低，市场情绪在7月陷入冰点。

市场风险偏好收缩，小票性价比更优。7月上证50的风险溢价从7.42%小幅回升至7.58%，沪深300的风险溢价从6.24%回升至6.4%，中证500的风险溢价从2.51%回升至2.66%，中证1000的风险溢价从0.96%回升至1.03%。中证500已来到2倍标准差的“高性价比”区间，中证1000次之，沪深300及上证50相对来说性价比不高。

宽基指数估值均下修，中证500下修较多。从估值端看，万得全A市盈率从16.25倍回落至16.06倍，上证50市盈率从10.39倍回落至10.28倍，沪深300市盈率从11.84倍回

落至 11.70 倍，中证 500 市盈率从 21.20 倍回落至 20.85 倍，中证 1000 市盈率从 31.59 倍回落至 31.49 倍。

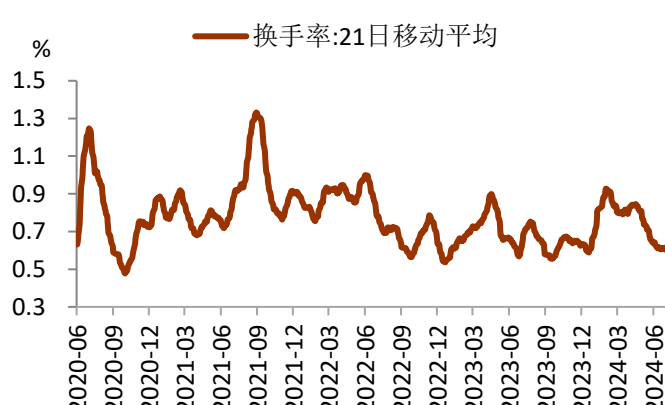
两融回落至低位、北向资金持续净流出。从杠杆资金端看，7 月末两融余额为 14369 亿元，较 6 月末减少 439 亿元，回落至今年 2 月股市低点的水平。从外资端看，7 月北向资金呈现净流出 166 亿元，流出速度较 6 月有所放缓，海外资金仍对国内股市持有谨慎的态度。

大票盈利预期上修，6 月工业企业利润企稳。从盈利端看，7 月万得全 A 一致预期净利润同比增速从 6 月末 16.04% 下修至 15.95%，上证 50 从 5.68% 上修至 5.99%，沪深 300 从 9.37% 上修至 9.41%，中证 500 从 25.71% 下修至 25.36%，中证 1000 从 41.10% 上修至 41.16%，中证 2000 从 44.48% 下修至 42.67%。从宏观数据来看，6 月工业企业利润同比增速为 3.6%，呈现企稳修复态势，上游好于下游格局延续。

图表 18 A 股成交额

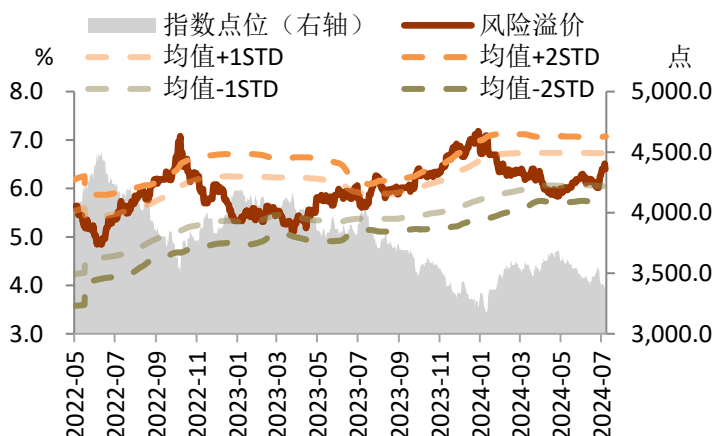


图表 19 A 股换手率

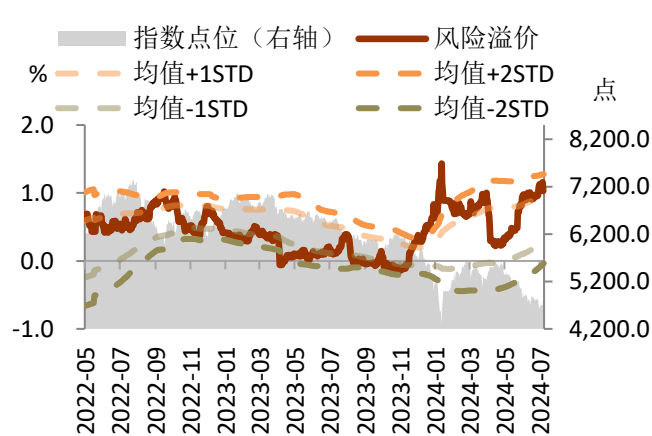


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 沪深 300 风险溢价

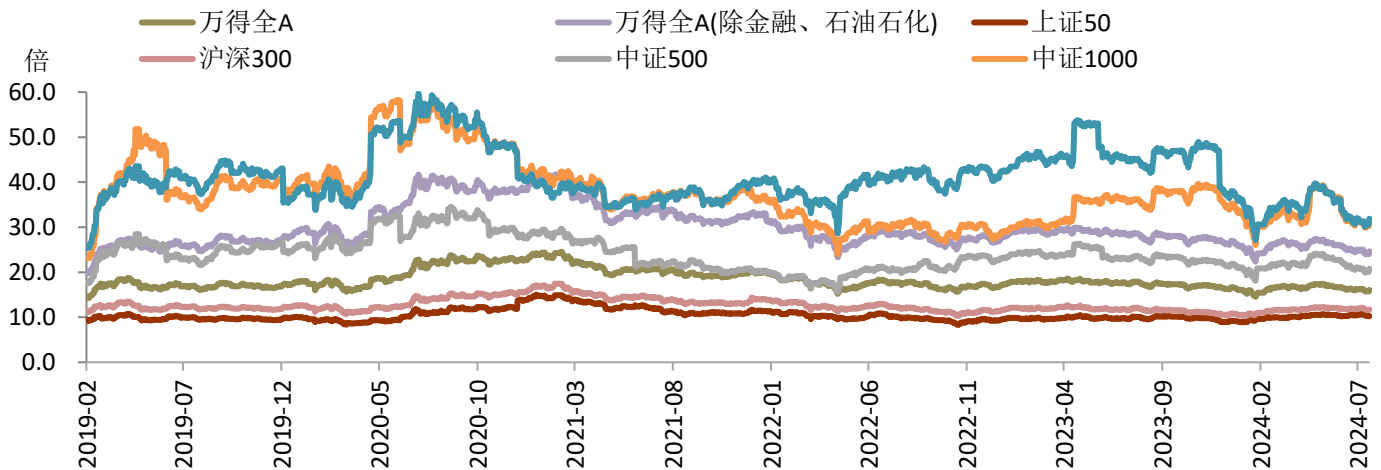


图表 21 中证 1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 22 主要宽基指数市盈率 (TTM)

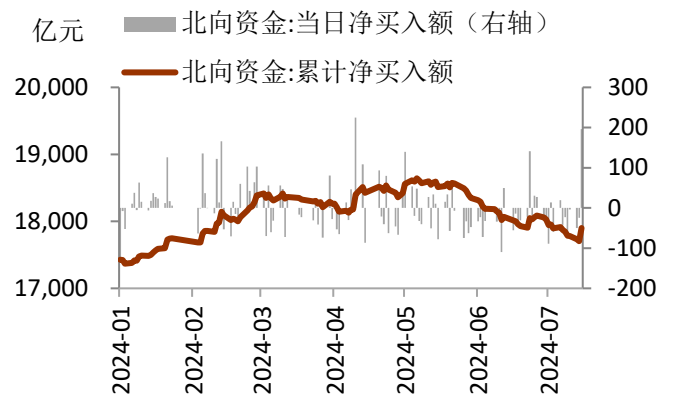


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 融资融券余额

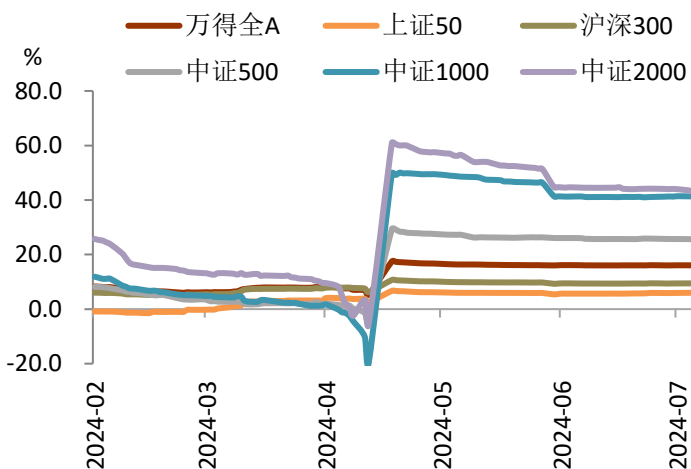


图表 24 北向资金

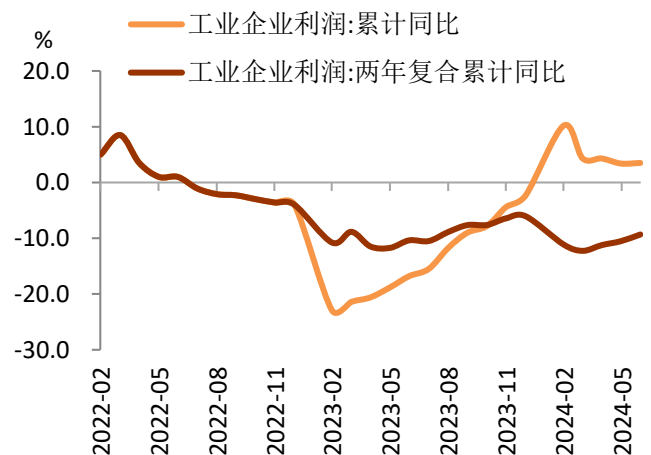


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 25 一致预期净利润同比增速



图表 26 工业企业利润



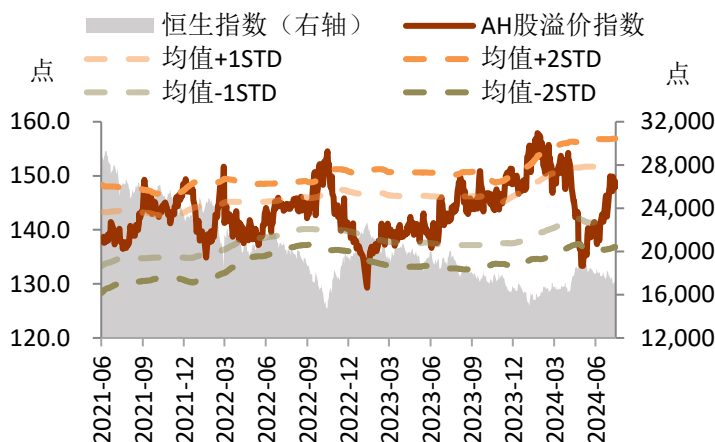
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.2 港股

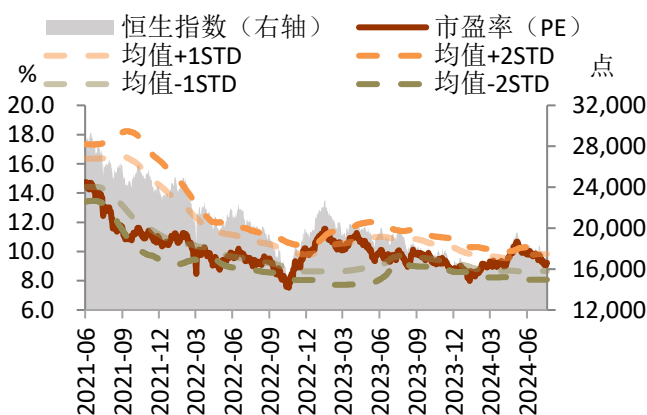
7月港股震荡回落。港股7月初延续6月末震荡走势后，在下旬趋势性回落，分子端国内经济增速环比回落、大会政策未超预期、LPR和MLF超预期降息；分母端美国就业及通胀降温、降息预期增强、海外月末交易“衰退”。

估值小幅下修，南向流入放缓，市场情绪降温。恒生指数的市盈率（P/E）在7月末为9.24倍，6月末为9.72倍，回落至4月趋势性大涨前的位置。南向资金延续6月的流入趋势，在7月实现净流入441亿元，但流入速度边际递减。同时，恒生指数的换手率在7月份持续回落，市场交易活跃度相比前两个月显著降温。

图表 27 AH 股溢价率



图表 28 恒生指数市盈率

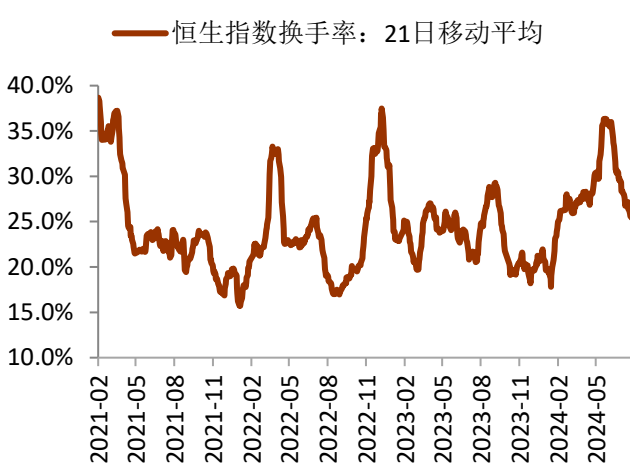


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 南向资金

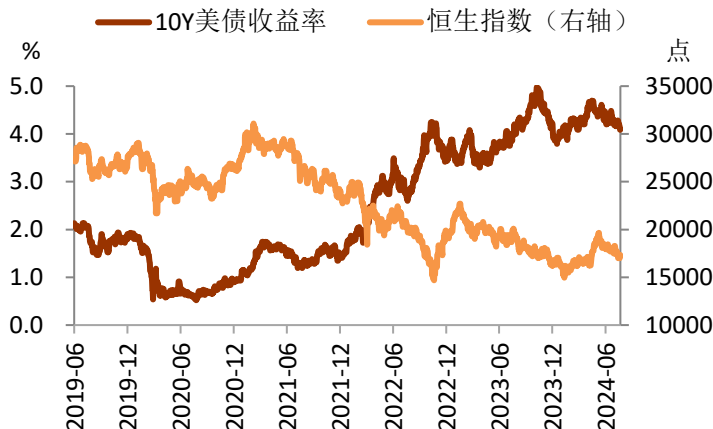


图表 30 恒生指数换手率

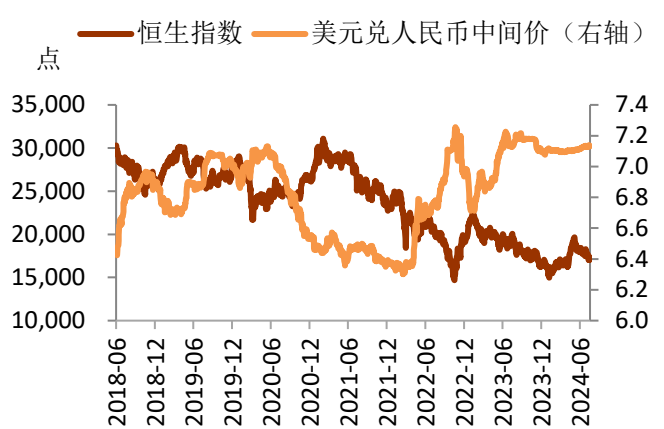


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 32 恒生指数与美元指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

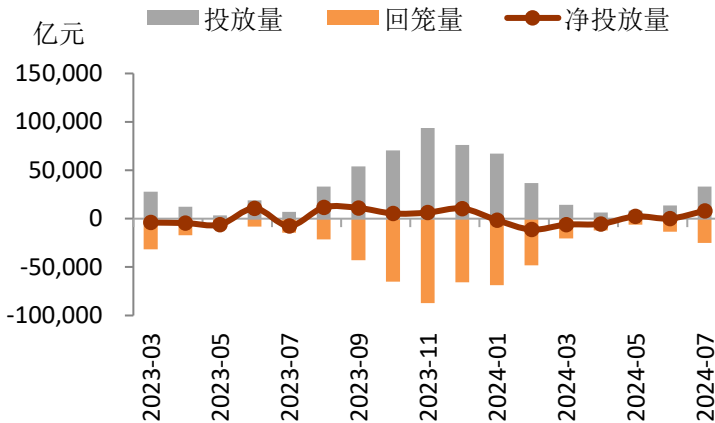
2、债券市场

央行增加净投放，资金面环比走松，利率中枢继续下行。资金供给方面，7 月央行公开市场净投放 8097 亿元，为年内最高月份，其中逆回购投放 11660 亿元、到期 10300 亿元，MLF 投放 1820 亿元、到期 2370 亿元，国库现金定存投放 0 亿元、到期 700 亿元。资金价格方面，7 月利率中枢整体下行，R001 较 6 月末下行 11.7BP 至 1.96%，DR001 较 6 月末下行 11.7BP 至 1.79%；R007 较 6 月末下行 55.0BP 至 1.89%，高出政策利率 19.9BP，DR007 较 6 月末下行 36.7BP 至 1.79%，高出政策利率 9.9BP。资金需求方面，7 月政府净融资 6292.91 亿元，较 6 月减少 1599.54 亿元，较去年同期增加 2801.39 亿元，国债净融资加快，而地方债发行延续偏慢；票据贴现利率 7 月均值为 1.11%，较 6 月下行 24.7BP，表明 7 月信贷需求继续走弱。

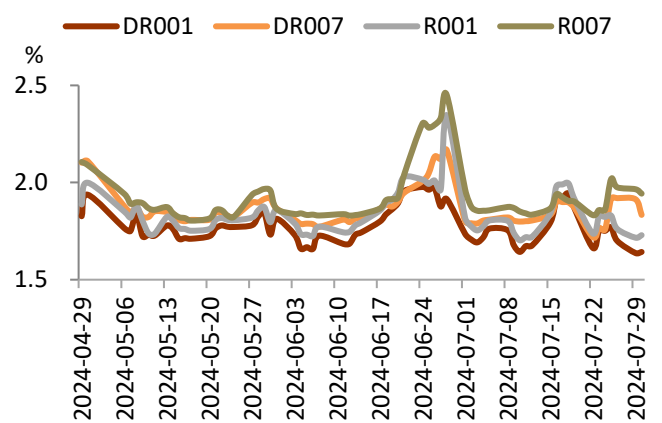
各期限国债利率均下行，曲线走陡。7 月末，10 年期国债收益率为 2.15%，较 6 月末下行 5.64BP；30 年期国债收益率为 2.38%，较 6 月末下行 4.57BP。2 年期国债收益率为 1.53%，较 6 月末下降 10.84BP。10Y-2Y 期限利差为 0.62%，较 6 月末走阔 5.26BP；30Y-10Y 期限利差为 0.26%，较 6 月末走阔 1.71BP。

债券牛市未尽，8 月警惕供给端扰动。7 月初央行宣布将“借债卖出”、并开展临时“正、逆回购”，以延缓利率过快上行，债市短暂调整；中旬经济数据公布，二季度 GDP 弱于预期，供需强弱格局延续，加之大会政策未超市场预期，利率开启下行趋势；下旬 LPR、MLF 降息时点、幅度均超市场预期，利率加速下行，债市多头情绪浓厚，10Y 国债利率下破 2.15%，30Y 国债利率下破 2.4%。经济基本面弱复苏为债牛底色，机构及居民资产荒为主要驱动，8 月迎来债市供给高峰期，或对市场形成扰动，但不改上行趋势。

图表 33 货币市场公开操作

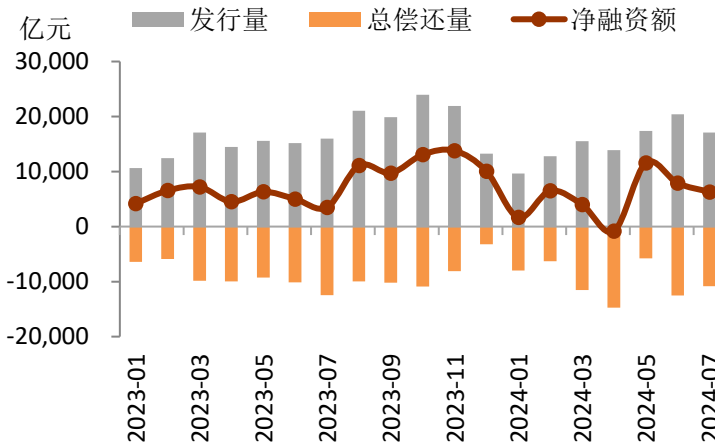


图表 34 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 政府债发行与到期情况

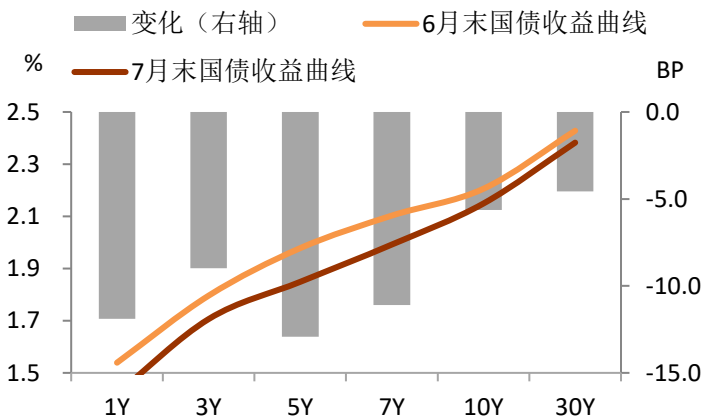


图表 36 票据贴现利率

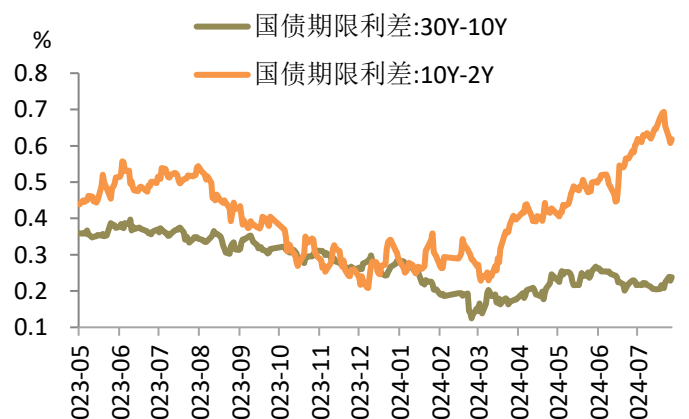


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 国债收益率曲线



图表 38 国债期限利差



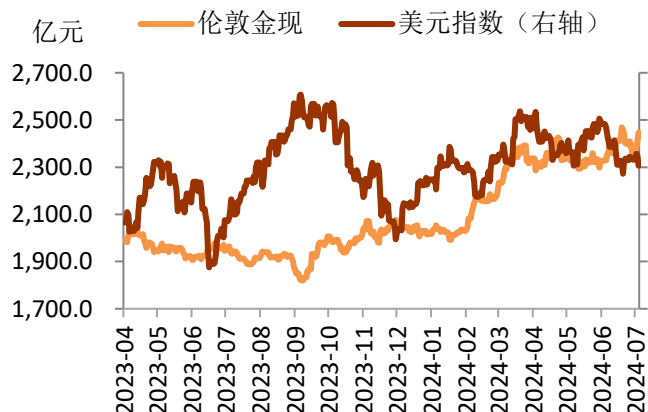
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品市场

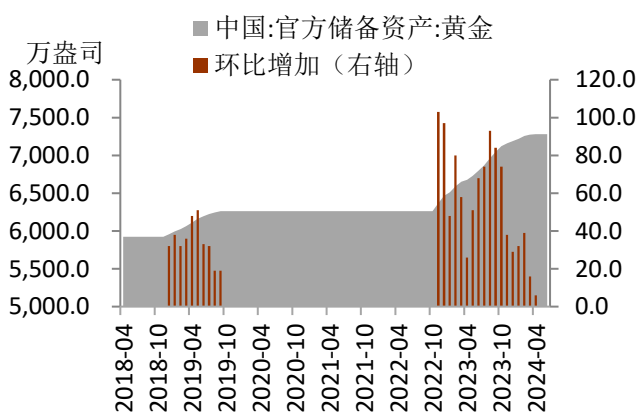
3.1 黄金

7 月金价冲高回落，8 月波动将加大。7 月末，伦敦金现收于 2447.06 美元/盎司，月涨幅 5.2%，最高至 2483.76 美元/盎司再创历史新高；沪金收于 566.28 元/克，月涨幅 2.46%，未突破前高，自 7 月中旬起内外金价均回落。（1）降息预期提高、“特朗普交易”共同推高金价。7 月上旬公布的数据显示，美国失业率上行至 4.1%、CPI 超预期降温、制造业 PMI 回落，鲍威尔鸽派发言，市场对 9 月降息预期升温，带动金价走出盘整、进入上升通道；与此同时，特朗普在遇袭后支持率大幅上行，市场定价其胜选再度推升了金价。（2）经济数据有韧劲，拜登退选导致“特朗普交易”降温，黄金回吐涨幅。7 月下旬起公布的美国零售、二季度 GDP 均超预期，同时拜登宣布退选，并支持哈里斯竞选，特朗普交易随之降温，金价回调超 4%。（3）往后看，虽然美国降息似乎箭在弦上，但“软着陆”带来的降息计价已较为充分；7 月非农报告不及预期，海外交易“衰退”，尚未传导至金价，叠加中东冲突持续发酵、美国大选不确定性增加，黄金波动率增加。8 月关注海外“衰退”交易的演绎、地缘政治风险；中长期而言，“去美元化”进行中，各国央行仍在增持黄金，地缘政治不确定性未减，作为非主权货币的黄金将持续受到青睐。

图表 39 伦敦金现与美元指数



图表 40 中国官方黄金储备



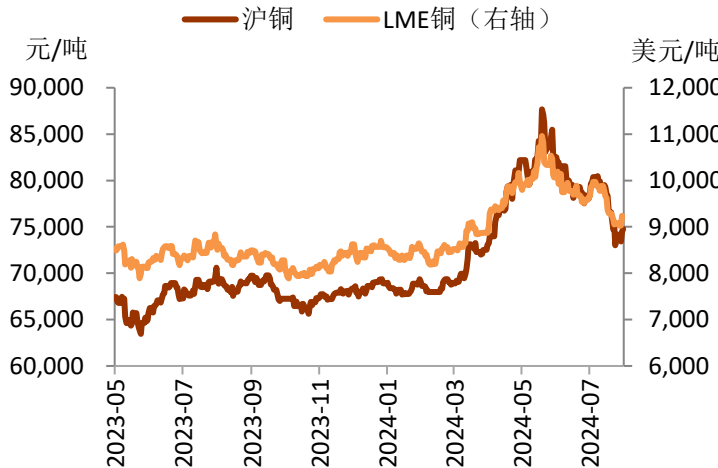
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 铜

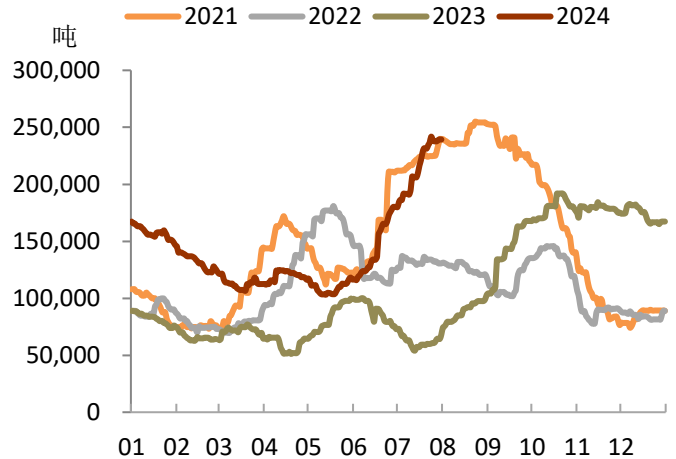
宏观情绪带动铜价回落，8 月震荡偏多。7 月末，伦铜收于 9031 美元/吨，月涨幅-3.74%；沪铜收于 74470 元/吨，月涨幅-4.85%，内外盘铜价均流畅回落至 4 月初位置。（1）宏观情绪内外降温，美国 7 月就业、通胀双双降温，鲍威尔发言偏鸽派导致 9 月降息预期上行；国内经济数据乏力，供需失衡格局延续，重要会议未超市场预期，地产下行压力犹存，市场信心偏羸弱。（2）基本面未能形成支撑，7 月全球库存总体延续累库趋势，国内去库幅度弱于

海外累库幅度，铜精矿加工费延续低位，随着铜价回落下游观望情绪增强。（3）展望后市，矿端供应偏紧、需求端弱现实难改、库存累高或难以支撑铜价趋势性反弹，同时全球市场“衰退交易”愈演愈烈、日元套息交易平仓导致全球市场流动性风险增加，预计 8 月铜价震荡上行。

图表 41 国内外铜价走势



图表 42 LME 铜库存

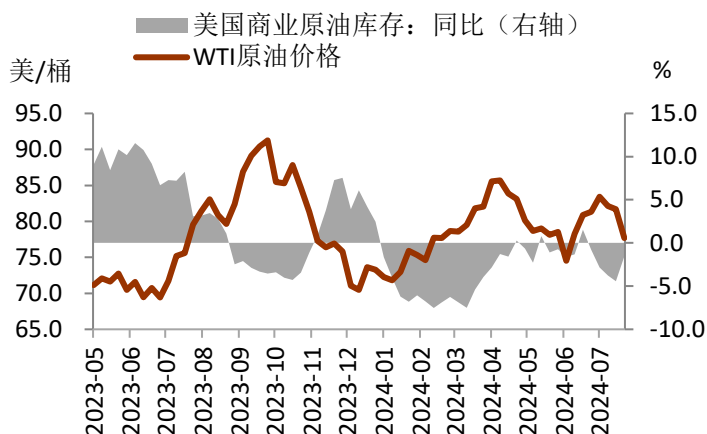


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

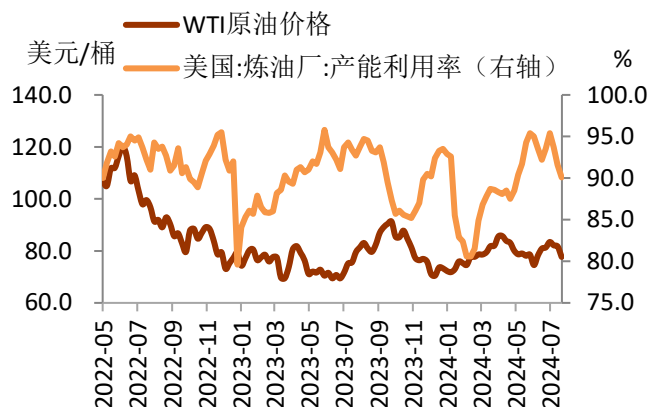
3.3 原油

油价先扬后抑，上方空间有限。7 月末，WTI 原油收于 78.64 美元/桶，月涨跌幅-3.56%；布伦特原油收于 81.85 美元/桶，月涨跌幅-4.11%，油价在 7 月中枢显著下行。（1）弱现实、弱预期主导油价下跌。7 月初起美国通胀回落、就业降温，市场对美联储 9 月预期充分。与此同时，全球制造业 PMI 在 7 月回落，年内首次处于收缩区间，宏观情绪降温，带动资源产品价格顺畅回落。（2）从基本面看，需求端亚美分化，美国原油库存持续回落，美国炼油厂产能利用率维持在 90% 上方，暑期旺季效应凸显；而亚洲市场略显疲态，2024 上半年中国原油进口量同比减少 2.4%，山东炼油厂产能利用率弱于往年同期、仅为五成。供给端 OPEC+ 减产短多长空，压力将在四季度凸显。（3）展望后市，Q3 欧美旺季、OPEC+ 减产、美联储降息临近对油价形成支撑，但长期供给将逐步打开，限制油价上方空间；地缘政治方面，中东局势发酵、特朗胜选概率降低将对油价形成利多。

图表 43 美国商业原油库存



图表 44 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

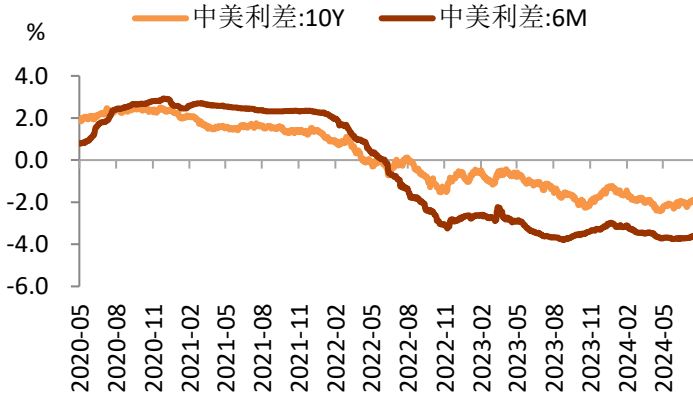
4.1 美元

经济降温、降息临近、政治事件催化，美元指数震荡下行。7月美元指数从105.84震荡下行至104.47。（1）美国就业市场显著降温。7月美国新增非农就业11.4万人，大幅不及预期和前值，失业率上行至4.3%，触发萨姆衰退信号；初次申领失业金人数上行至24.9万人，创下一年新高，9月开启降息已充分定价，而对于衰退的担忧导致降息幅度出现分歧。（2）美国通胀超预期下行。美国CPI连续3个月回落，6月CPI同比录得3%，核心CPI同比录得3.3%，粘性较强的住房通胀及商品通胀双双回落，美联储去通胀成果见效。（3）“特朗普”交易的催化。7月中旬特朗普遇袭，其胜选概率快速上升，市场交易其上任后实行“宽货币，弱美元”政策。

4.2 人民币

人民币被动升值，基本面尚未反转。7月在岸人民币汇率从7.2672升值至7.2202，离岸人民币汇率从7.2996升值至7.2442，人民币中间价从7.1268调至7.1346。（1）从内部环境来看，经济仍呈现波动复苏，二季度GDP同比录得4.7%不及预期，供强需弱特征延续，物价偏低运行，7月下旬迎来超预期降息，等待下半年财政政策加码。（2）从外部环境来看，美国就业降温、通胀下行，美联储降息周期有望在9月开启，中美利差倒挂程度在7月显著缓和。（3）日央行加息推动人民币升值。7月末日央行宣布加息0.15%，套息交易解杠杆，引发市场抛售风险资产、买入低息货币，美元兑人民币最高升至7.11。（4）展望后市，中国经济波动复苏，美国经济边际降温，两者温差仍在缓慢收缩，但由于国内复苏弹性较弱，人民币升贬或较为被动，8月流动性冲击带来的短暂升值后续或将回吐。

图表 45 中美利差



图表 46 在岸、离岸人民币汇率

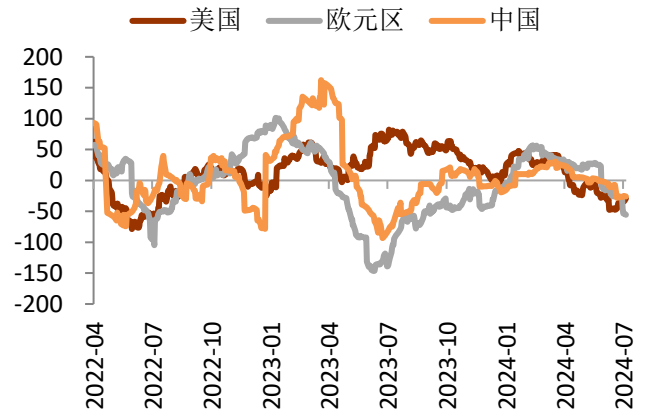


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 47 美元指数



图表 48 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、经济数据预测

图表 49 国内主要经济指标预测

指标	单位	7月预测	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月
社会消费品零售总额	当月同比 (%)	2.7	2.0	3.7	2.3	3.1	5.5	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5
规模以上工业增加值	当月同比 (%)	5.0	5.3	5.6	6.7	4.5	7.0	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7
内需	累计同比 (%)	3.8	3.9	4.0	4.2	4.5	4.2	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4
——制造业投资	累计同比 (%)	9.5	9.5	9.6	9.7	9.9	9.4	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7
——房地产开发投资	累计同比 (%)	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5
——基建投资	累计同比 (%)	5.4	7.7	6.7	7.8	8.8	8.9	8.9	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4
出口	当月同比 (%)	9.0	8.6	7.6	1.3	-7.7	5.6	8.2	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2
外需	进口	当月同比 (%)	4.0	-2.3	1.8	8.3	-1.9	-8.2	15.4	0.2	-0.7	2.9	-6.3	-12.1
贸易差额	当月值 (亿美元)	972.5	990.5	825.5	719.6	581.2	397.1	854.6	753.4	694.5	561.3	753.2	672.6	794.2
物价	CPI	当月同比 (%)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	-0.3
	PPI	当月同比 (%)	-0.9	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4
新增人民币贷款	当月值 (亿美元)	4000	21300	9500	7300	30900	14500	49200	11700	10900	7384	23100	13600	3459
社会融资规模增量	当月值 (亿美元)	9000	32999	20623	-658	48335	15211	65364	19401	24554	18441	41326	31279	5366
金融	M1货币供应量	当月同比 (%)	-5.5	-5.0	-4.2	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3	1.3	1.9	2.1	2.2
	M2货币供应量	当月同比 (%)	6.1	6.2	7.0	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7	10.0	10.3	10.6	10.7
利率	1年期MLF利率	当月报价 (%)	2.30	2.30	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	1年期LPR利率	当月报价 (%)	3.35	3.35	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
	5年期LPR利率	当月报价 (%)	3.85	3.85	3.95	3.95	3.95	3.95	3.95	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20

资料来源：iFinD，铜冠金源期货预测

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室

电话：021-68400688



深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。