



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

期货投资热点追踪

冠通期货 研究咨询部 王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

2023年05月22日

www.gtfutures.com.cn

核心观点

最近一周，资本市场震荡波动，中国经济复苏力度不及预期的现实不断演进，美国债务上限的问题不断扰动市场，全球经济衰退阴霾笼罩，美元指数走高施压主要非美货币，人民币破7引发市场关注。全球股市涨跌互现，日经股市持续强势，中国股市小幅反弹。BDI大跌，大宗商品走势分化，实际利率抬升打压金价。

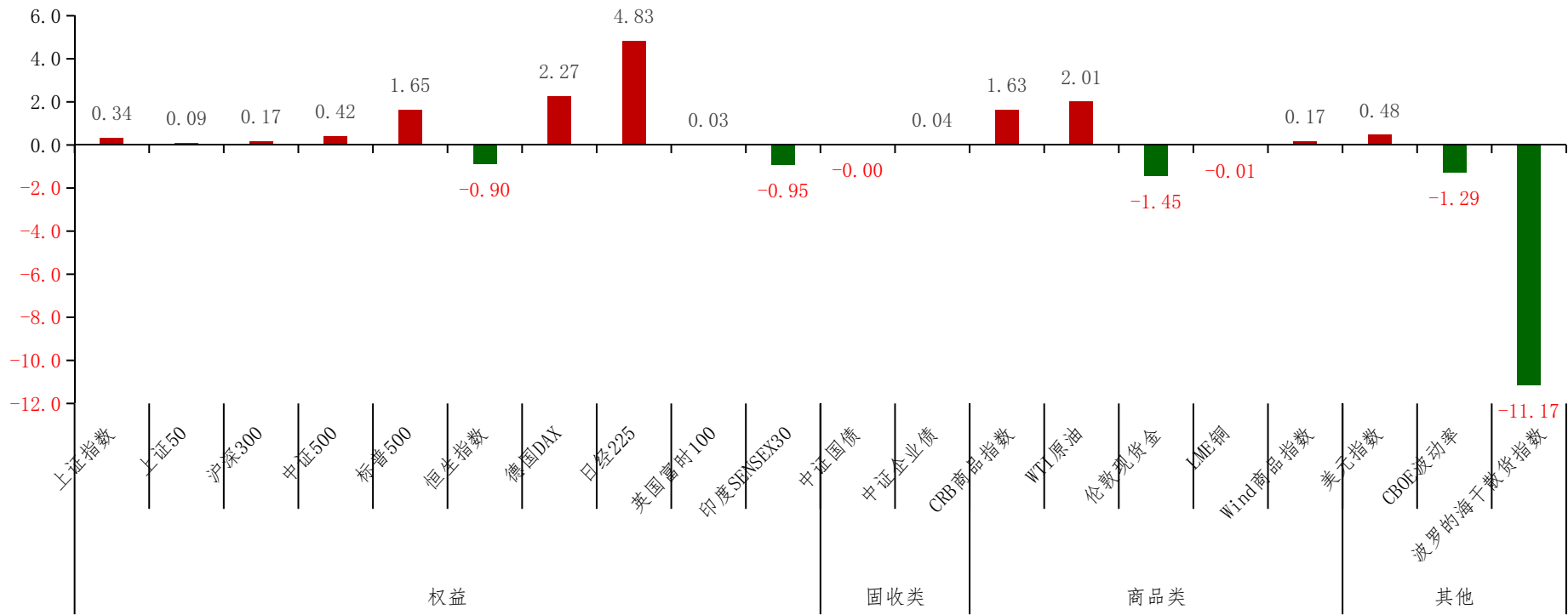
商品期货的表现来看，商品走势分化震荡小幅收涨，wind商品指数周度涨跌幅0.17%，非金属建材、农副产品和油脂油料跌幅居前，能源、煤焦钢矿和软商品板块明显反弹收涨。美国债务上限的问题不断扰动商品市场，国内经济弱复苏的特征凸显，现实层面数据陆续得到验证，预期层面过渡的悲观也有日益消耗殆尽的苗头，故此，商品更加贴近品种自身的供需基本面，走势上一致性扩散化，阶段性底部震荡盘整格局。诸如，石化板块与煤化工链条的分化，煤焦钢矿与纯碱玻璃的劈叉，焦煤焦炭与钢矿的强弱，农产品板块内部的巨大差异等等。

当前一段时间，期市在内外双重扰动下波动加剧走势分化，美国债务上限的问题不断扰动商品市场，带来大宗商品总体走势的震荡反复；国内经济弱复苏的特征凸显，现实层面数据陆续得到验证，预期层面过渡的悲观也有日益消耗殆尽的苗头，故此，商品更加贴近品种自身的供需基本面，走势上一致性扩散化，造成不同板块间的分化加剧。未来一周，伴随着周一LPR的持平，国内降息窗口关闭，美国债务上限问题料将依旧是全球投资者关注的焦点，主导资本市场走势，大宗商品震荡分化的特征也将持续，呈现出阶段性底部弱势震荡盘整的格局。

大类资产

最近一周，资本市场震荡波动，中国经济复苏力度不及预期的现实不断演进，美国债务上限的问题不断扰动市场，全球经济衰退阴霾笼罩，美元指数走高施压主要非美货币，人民币破7引发市场关注。全球股市涨跌互现，日经股市持续强势，中国股市小幅反弹。BDI大跌，大宗商品走势分化，实际利率抬升打压金价。

全球大类资产周内涨跌幅%

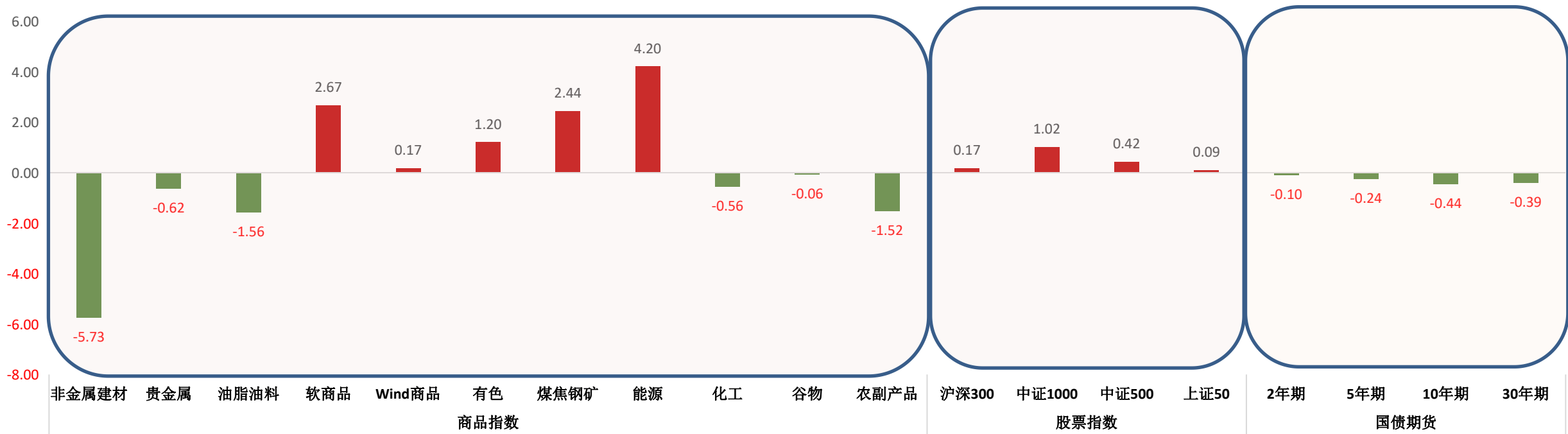


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

- 国内债市收跌，股指震荡反弹，商品走势分化涨跌互现；
- 四大股指全线收涨，中证1000指数大幅反弹领涨，成长风格表现优于价值；
- 债市近强远弱，国债期货跌幅长期>中期>短期；
- 商品走势分化涨跌互现，wind商品指数周+0.17%，非金属建材、农副产品和油脂油料跌幅居前，能源、煤焦钢矿和软商品板块明显反弹收涨。

上周期市板块涨跌幅

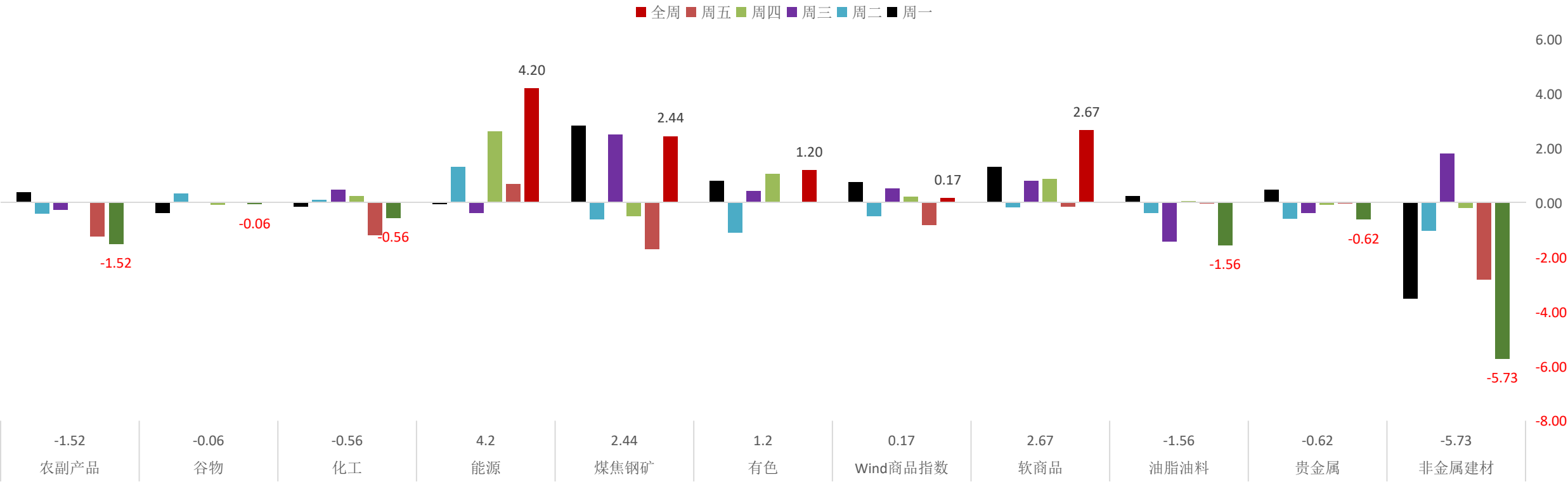


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

商品期货的表现来看，商品走势分化震荡小幅收涨，wind商品指数周度涨跌幅0.17%，非金属建材、农副产品和油脂油料跌幅居前，能源、煤焦钢矿和软商品板块明显反弹收涨。美国债务上限的问题不断扰动商品市场，国内经济弱复苏的特征凸显，现实层面数据陆续得到验证，预期层面过渡的悲观也有日益消耗殆尽的苗头，故此，商品更加贴近品种自身的供需基本面，走势上一致性扩散化，阶段性底部震荡盘整格局。

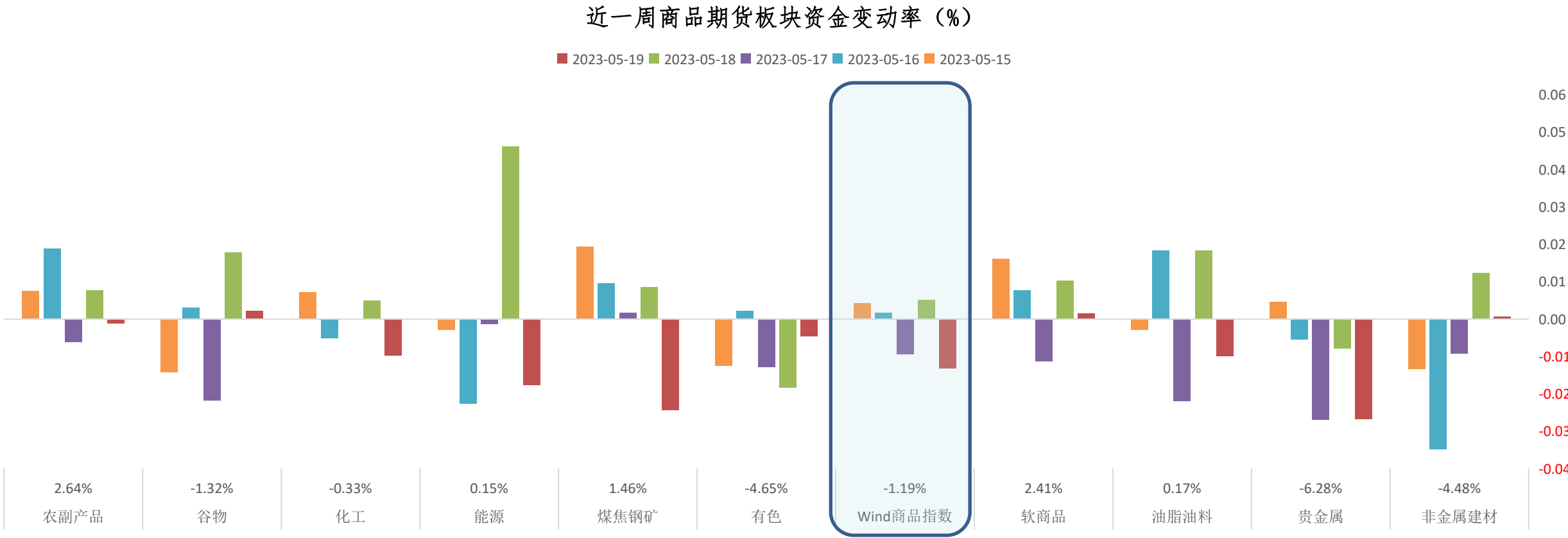
近一周商品大类指数涨跌幅（%）



注：数据均来源于Wind、冠通研究

资金流向

上周，商品期货市场资金是五一节后积极回流，贵金属和软商品等板块资金流出明显。
 有色、油脂油料和能源板块资金明显流入值得关注。

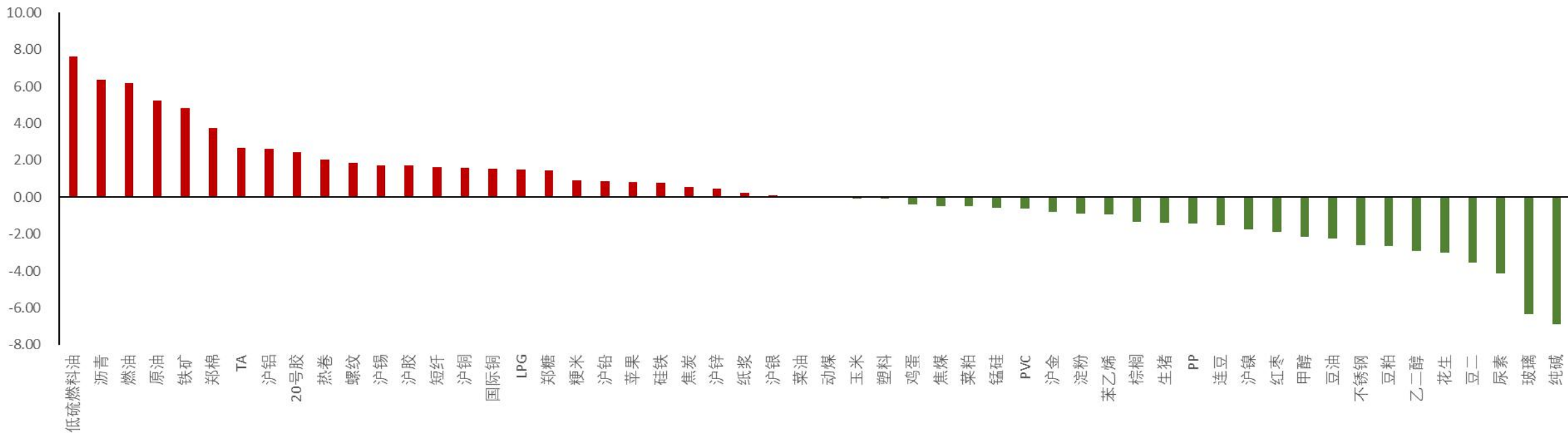


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

近一周，国内主要商品期货涨跌幅旗鼓相当，从商品期货具体品种指数表现来看，上涨居前的商品期货品种为低硫燃料油、沥青和燃油；跌幅居前的商品期货品种为纯碱、纯碱和尿素。

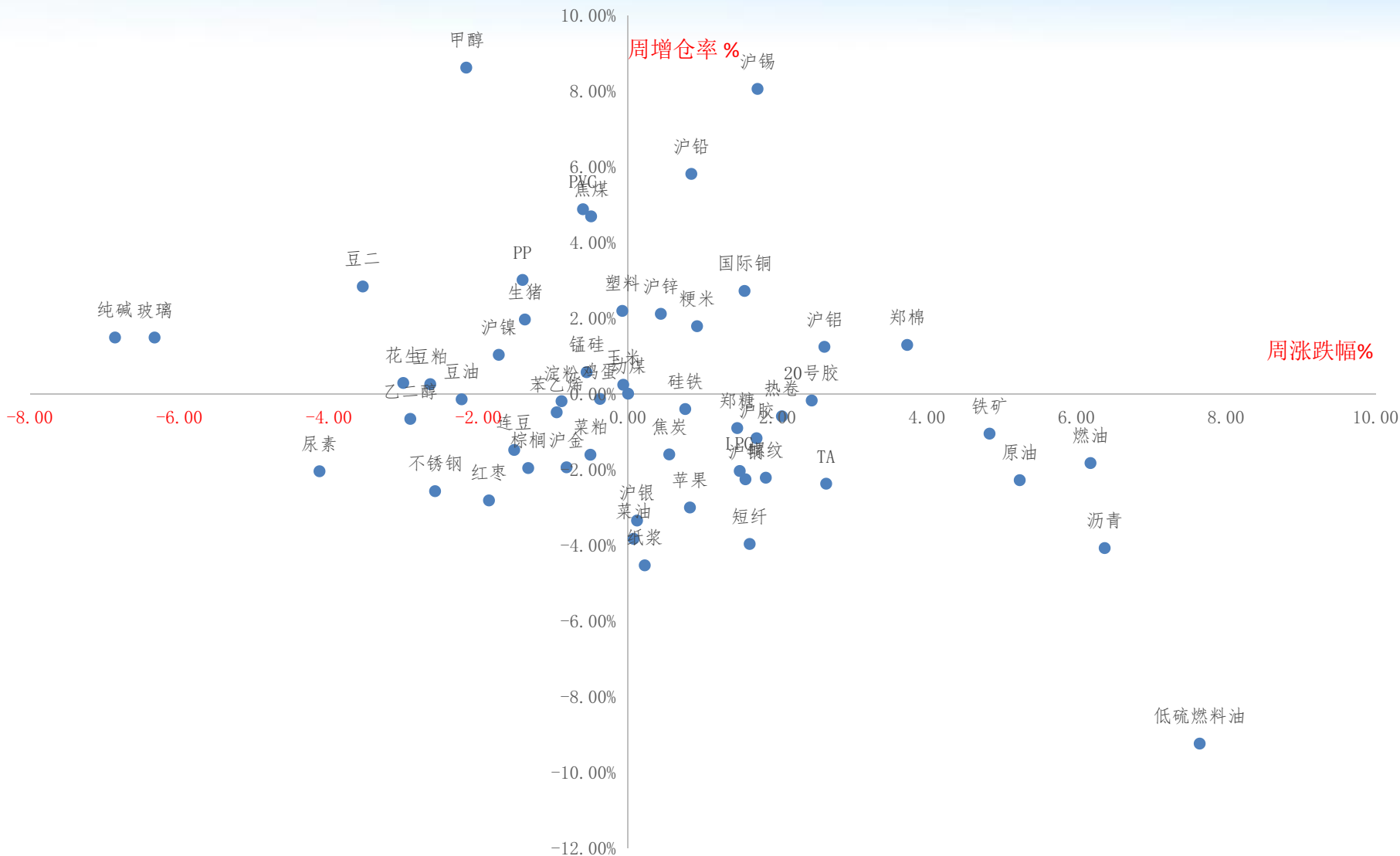
上周商品期货品种涨跌幅（%）



市场情绪

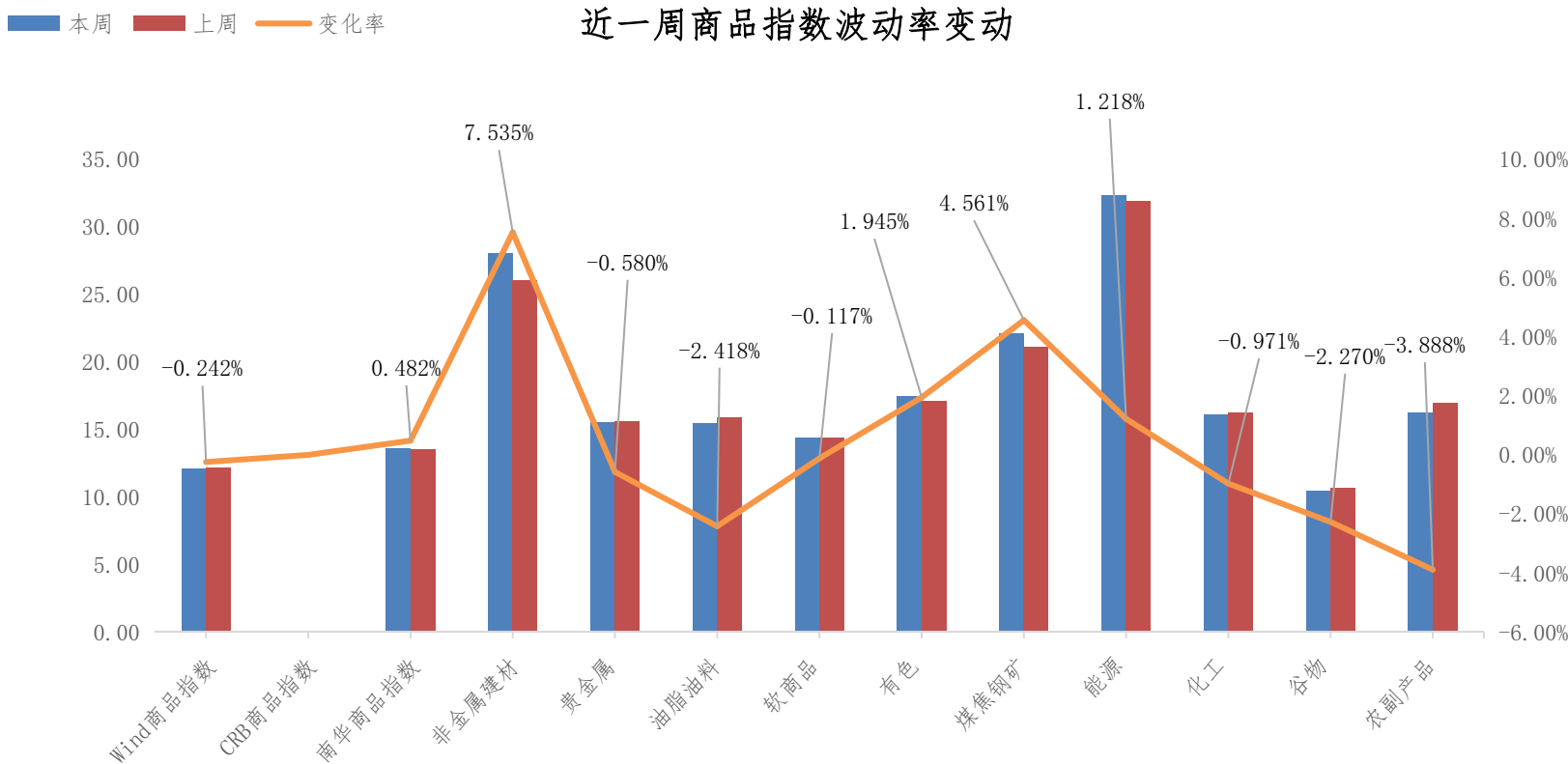
上周，从量价配合的角度来看：

- 出现明显**增仓上行**的商品期货品种**较少**，值得关注的是**沪锡、郑棉和沪铝**；
- 出现明显**增仓下行**的商品期货品种**很多**，纯碱、玻璃和甲醇
- 值得重点关注！



波动特征

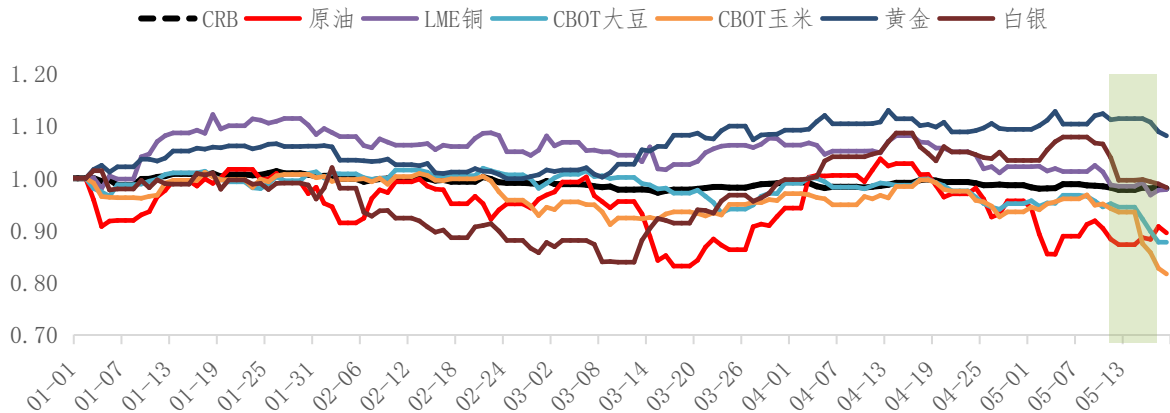
上周，国内wind和南华商品期货指数波动率波动不大；分板块来看，商品期货板块的波动率变动涨跌互现，升波幅度居前的板块是煤焦钢矿和非金属建材，小幅降波的板块是油脂油料和农副产品。



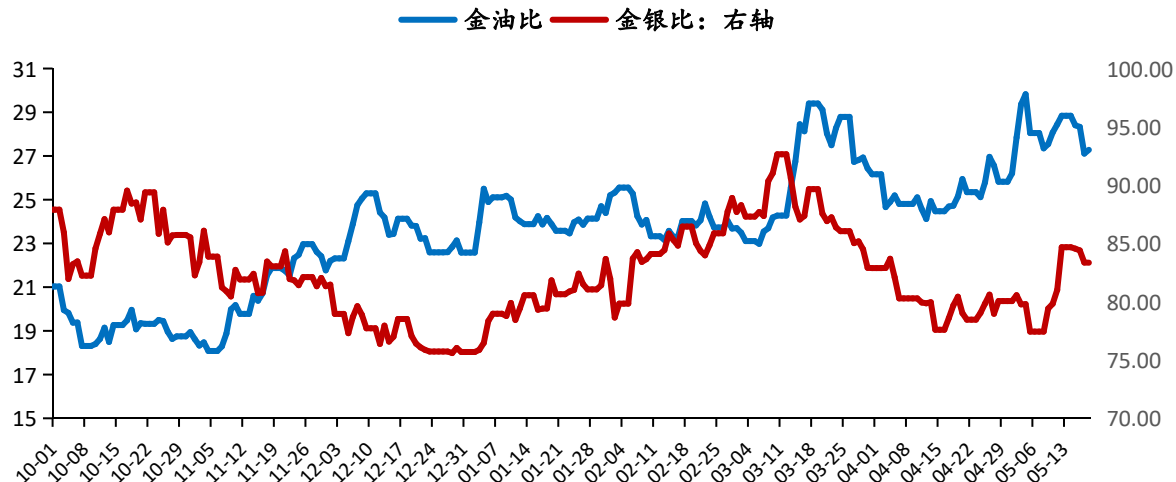
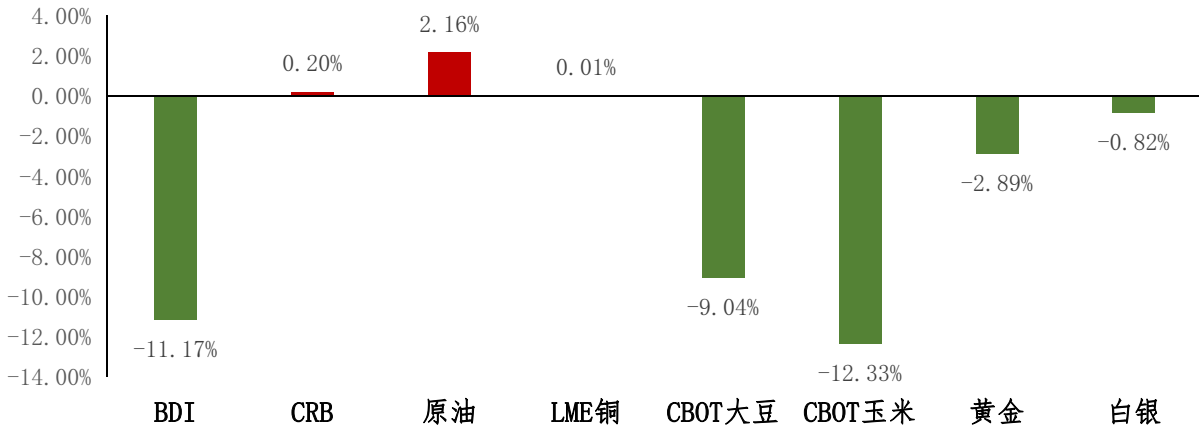
注：数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——国际大宗商品走势分化多数下跌，大豆玉米重挫，BDI大跌，避险情绪略有缓和，金油比与金油比下行。

国际主要大宗商品2023年内收益表现



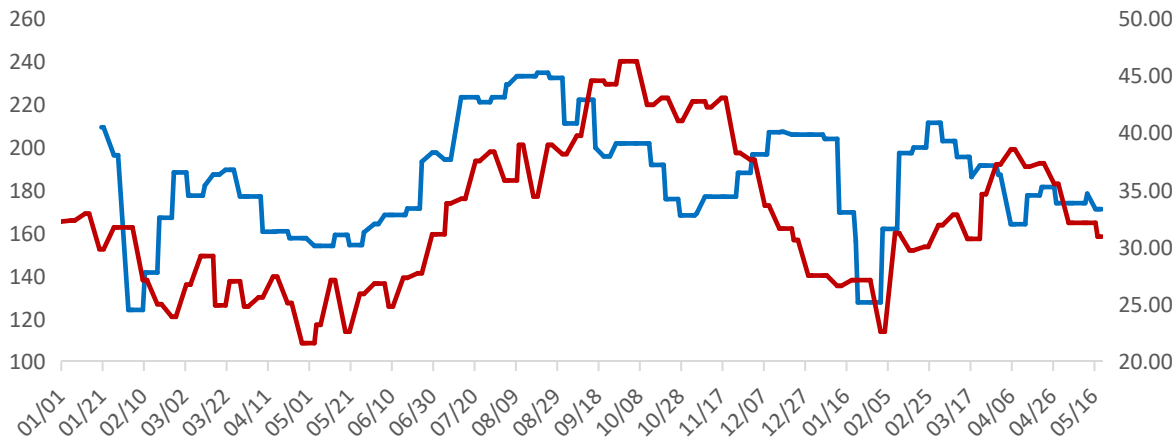
近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



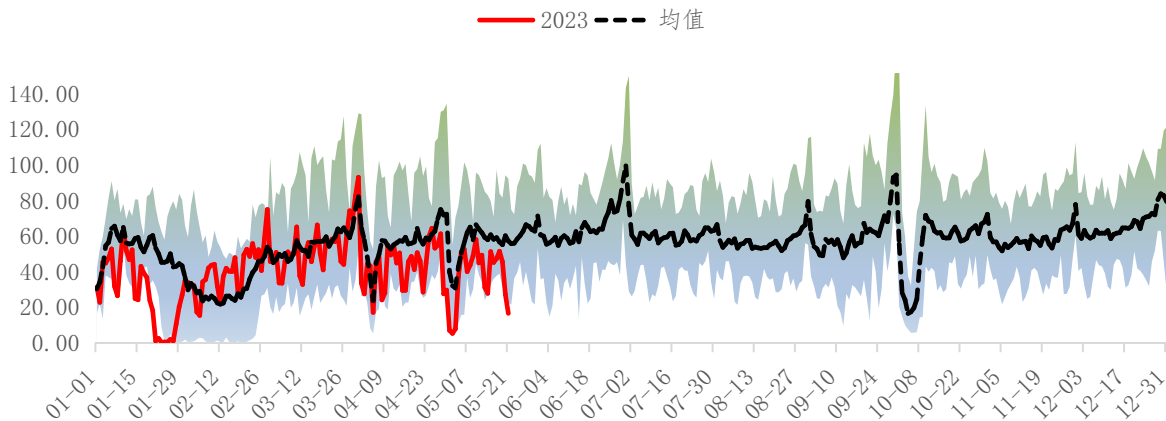
注：数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——国内地产销售再次下行，煤炭价格下行带来成本坍塌，资金利率持续低位运行。

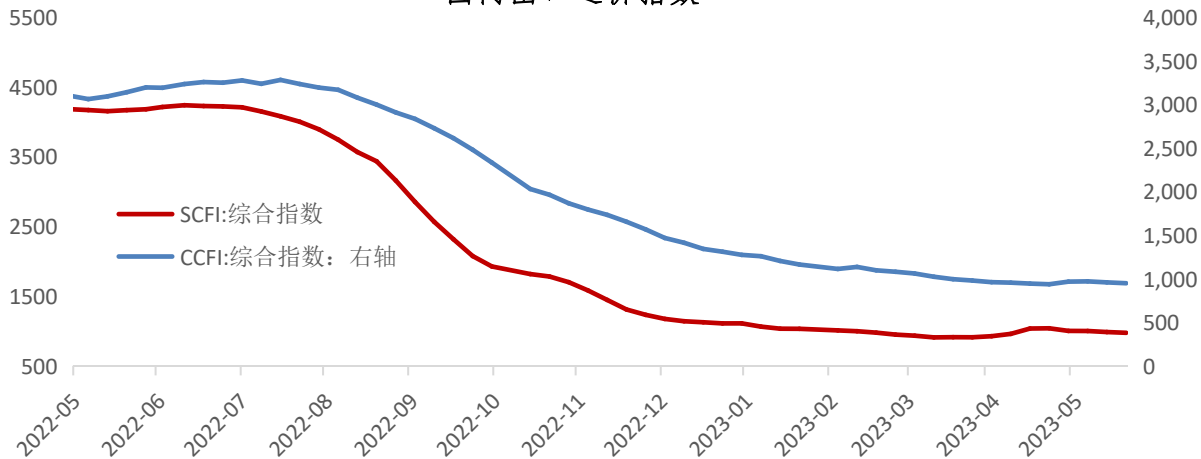
— 日耗量:煤炭:南方八省电厂 — 开工率:石油沥青装置: 右轴



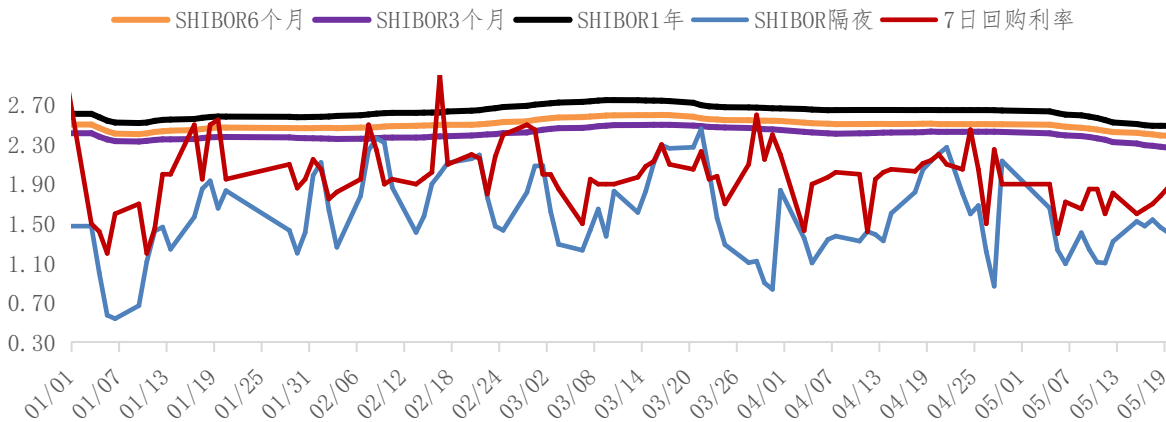
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位: 万平方米)



国内出口运价指数



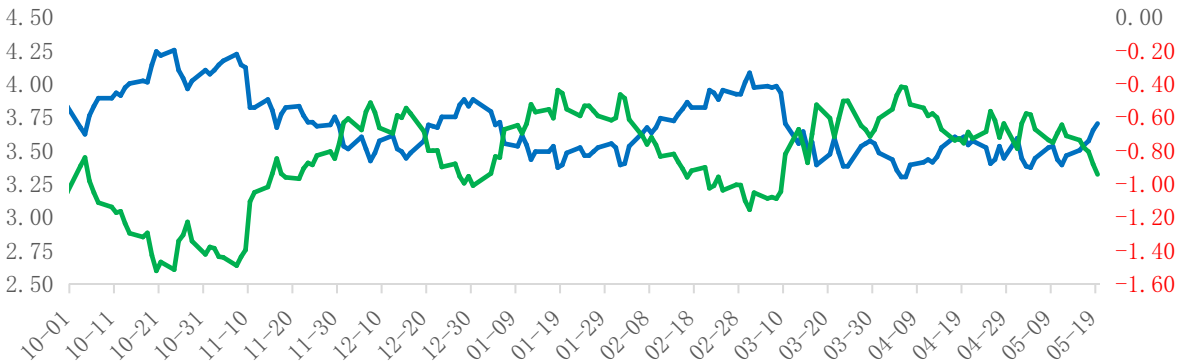
国内货币市场资金利率



数据追踪——美债震荡走高，中美利差快速下行，通胀预期抬升，金融条件平稳，美元大涨，人民币破7走贬。

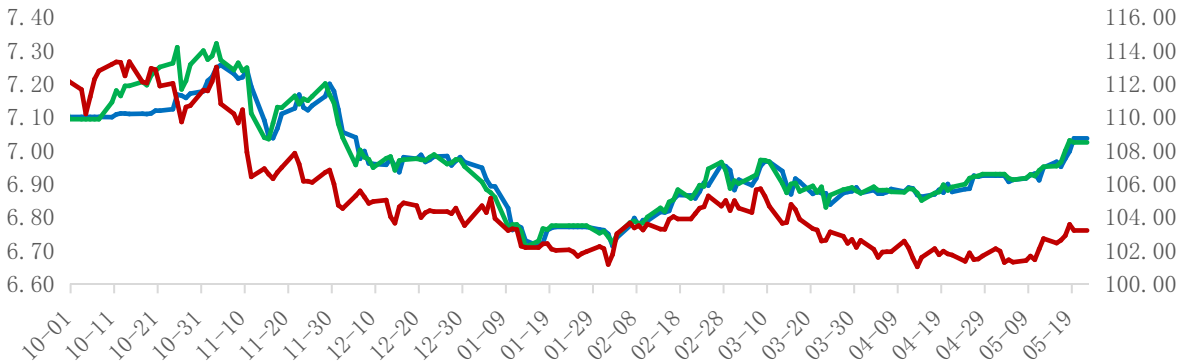
中美利差 (10Y)

— 美国: 国债收益率: 10年 — 中美利差10Y: 右轴



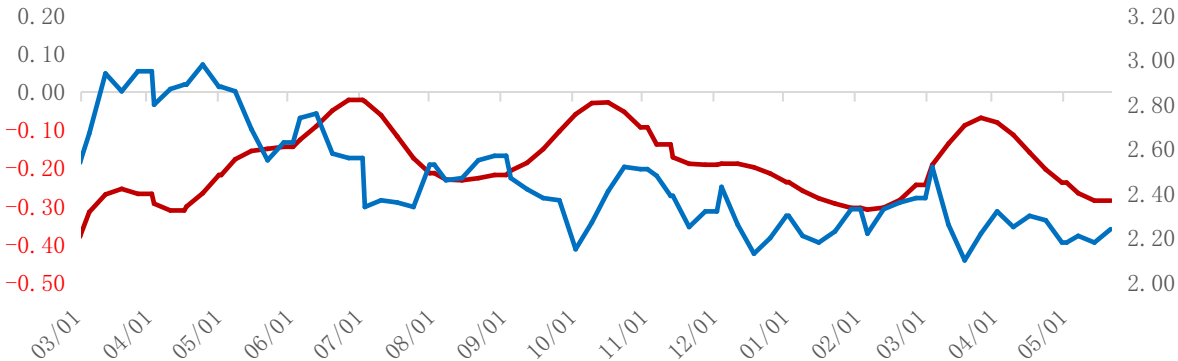
美元指数与人民币汇率

— 中间价: 美元兑人民币 — 即期汇率: 美元兑人民币 — 美元指数: 右轴



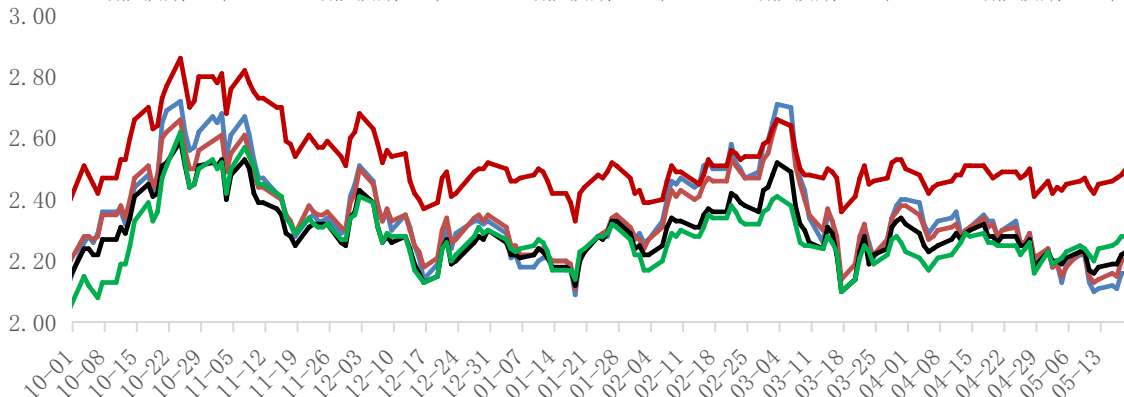
美国: 芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 美国: 芝加哥联储调整后的全国金融状况指数(周) — 通胀预期: 右轴



美国国债隐含通胀预期近期走势图

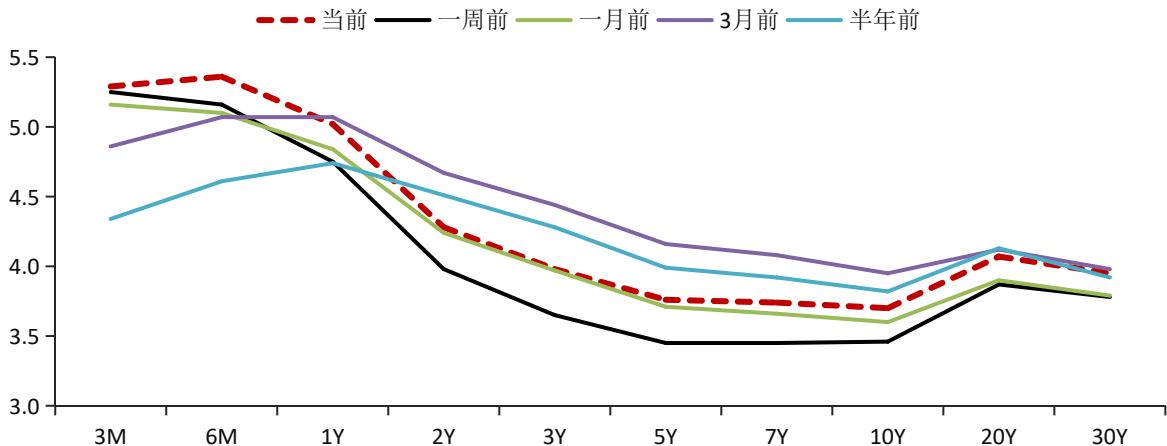
— 通胀预期: 5年 — 通胀预期: 7年 — 通胀预期: 10年 — 通胀预期: 20年 — 通胀预期: 30年



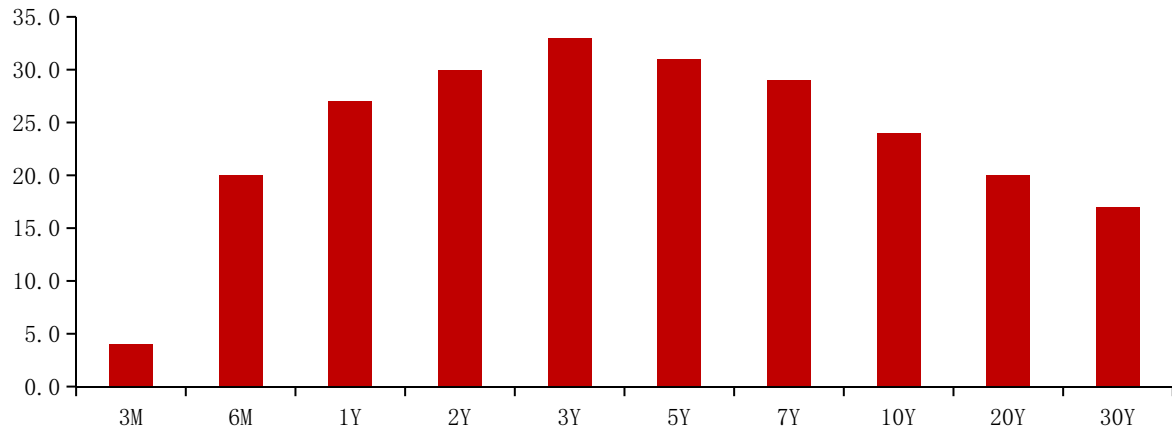
注: 数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美债收益率走高，期限结构仍近高远低深度back结构，期限利差小幅缩窄，实际利率快速走高打压金价。

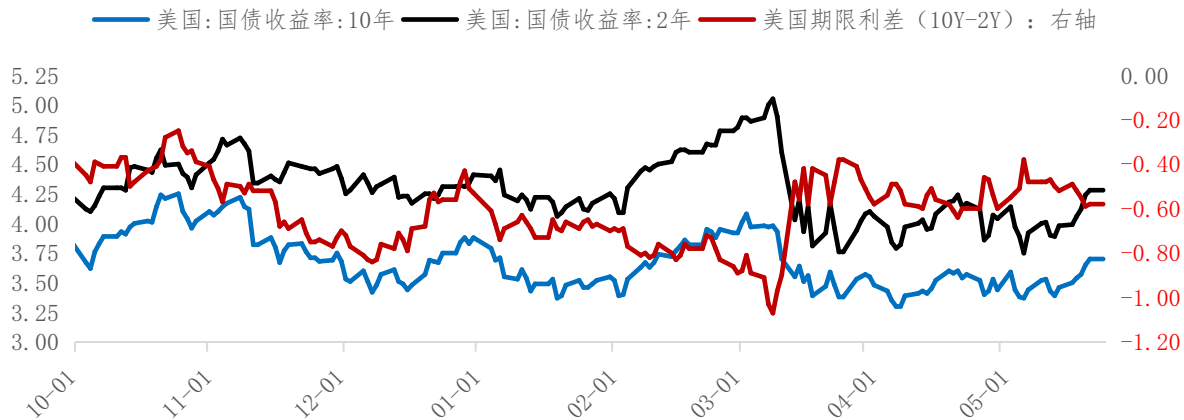
美国国债收益率曲线



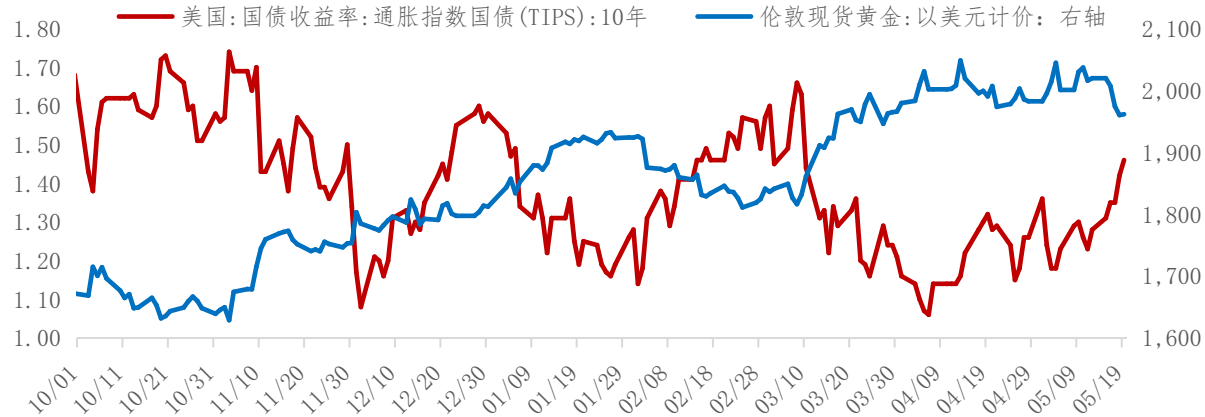
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y)



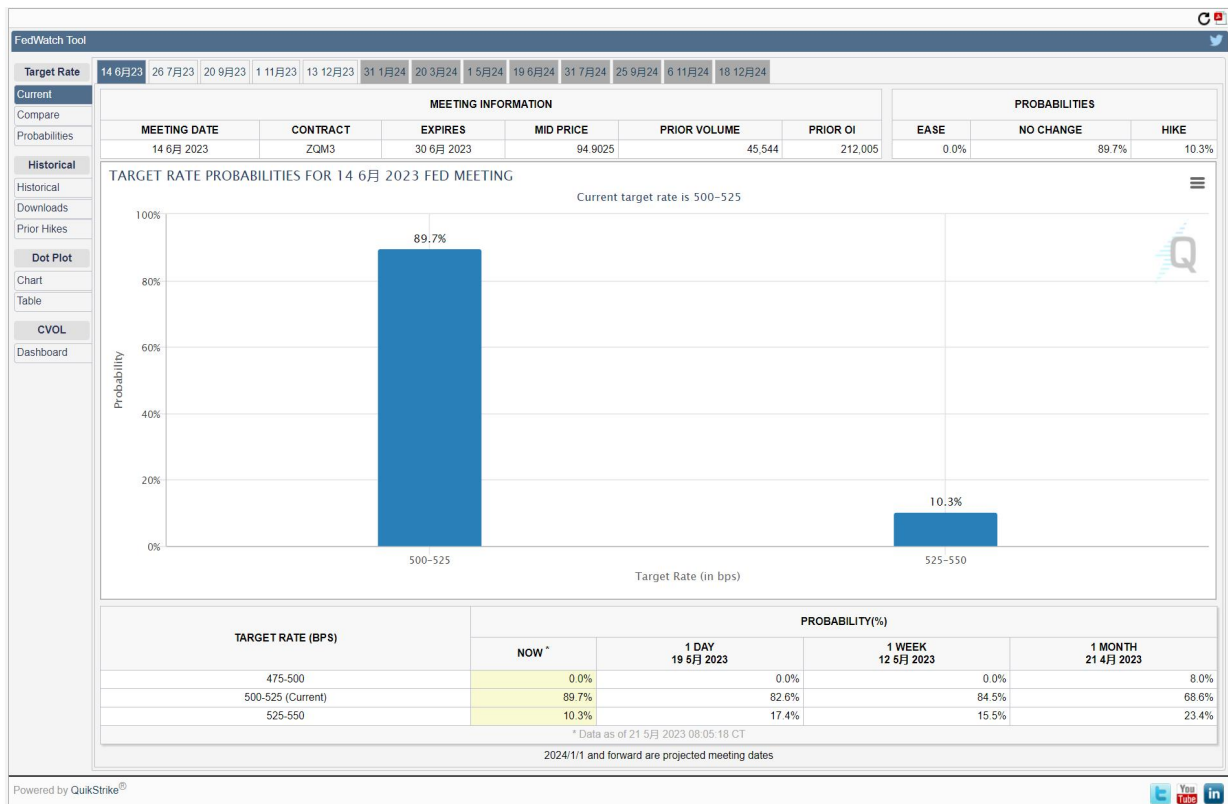
美债实际收益率与金价



注：数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——市场对6月份再次加息25bp的预期有所弱化,但对何时开始降息的问题内部分歧仍旧较大。

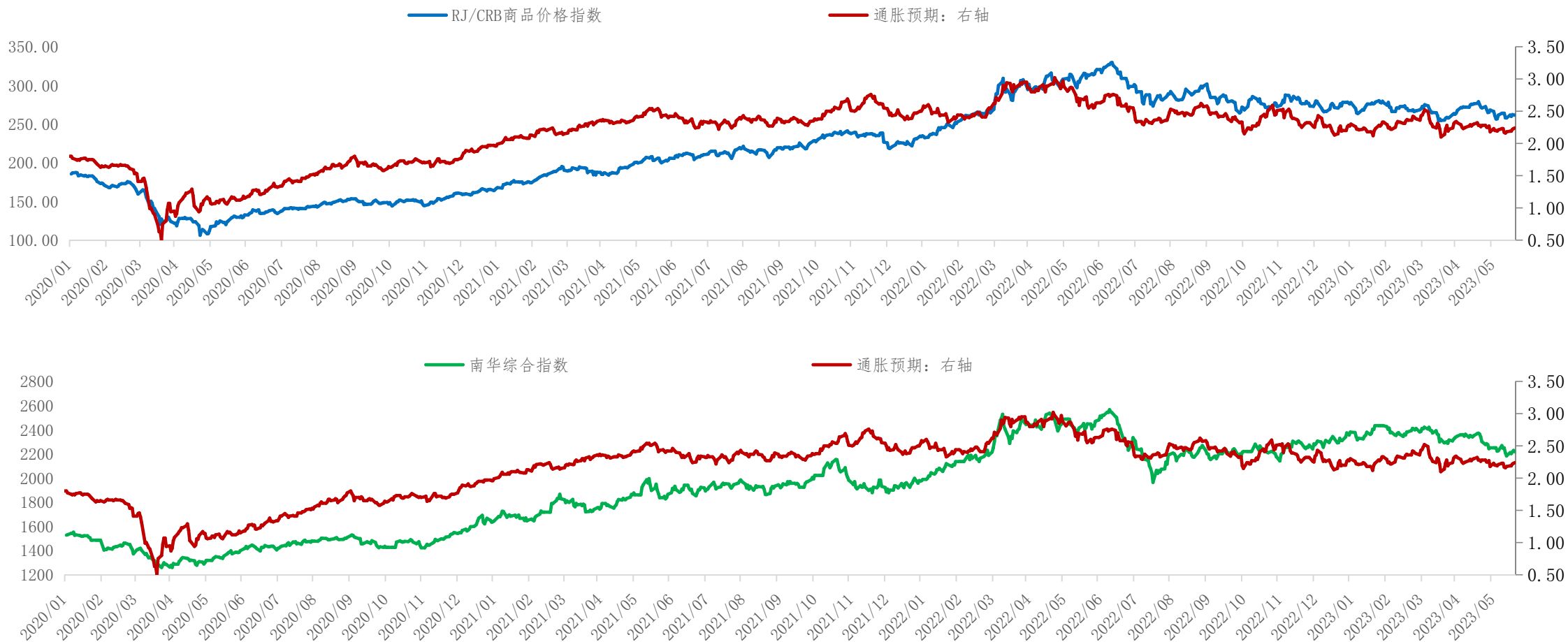
- CME的FedWatch Tool显示,当前市场对于美联储6月14日议息会议按兵不动,维持5-5.25%的概率为89.7%,较一周前的84.5%有所上升,同时,对加息25bp到5.25-5.5%的预期概率从一周前15.5%下降到10.3%,市场对6月份再次加息25bp的预期有所弱化,但对何时开始降息的问题内部分歧仍旧较大,目前市场定价大概率是要到今年11月份美联储才会开始进行首次降息。



MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.7%	10.3%
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	87.7%	10.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	35.6%	57.4%	6.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	28.8%	53.2%	16.1%	1.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	22.0%	47.3%	25.1%	4.8%	0.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	18.5%	43.1%	28.7%	8.1%	1.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	16.9%	40.9%	30.0%	10.0%	1.7%	0.1%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	19.8%	39.6%	27.6%	9.0%	1.5%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.4%	31.2%	32.7%	16.9%	4.7%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	9.8%	26.8%	32.4%	20.6%	7.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.5%	4.8%	17.1%	29.2%	27.3%	15.0%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	2.5%	10.7%	22.8%	28.3%	21.4%	10.2%	3.1%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

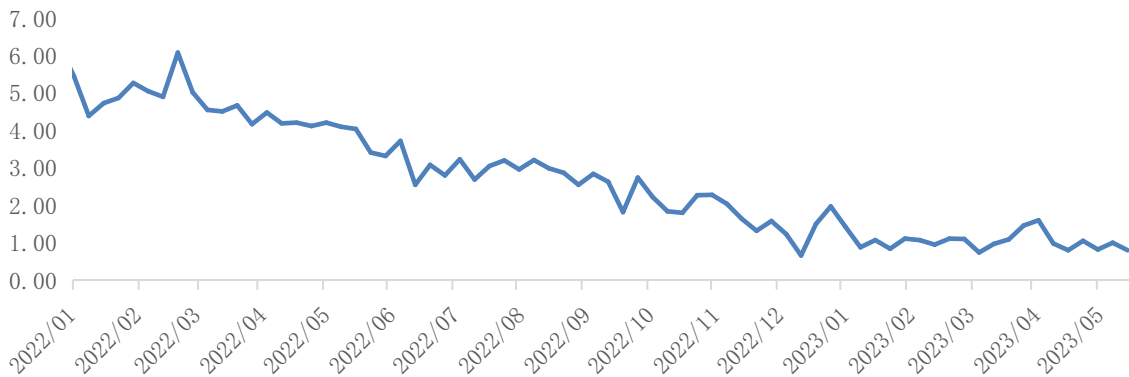
TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2023/6/14	23	0.00%	89.66%	10.34%
2023/7/26	65	2.22%	87.69%	10.08%
2023/9/20	121	36.42%	57.43%	6.15%
2023/11/1	163	82.71%	16.09%	1.19%
2023/12/13	205	94.90%	4.81%	0.29%
2024/1/31	254	98.93%	1.03%	0.05%
2024/3/20	303	99.86%	0.14%	0.00%
2024/5/1	345	100.00%	0.00%	0.00%
2024/6/19	394	100.00%	0.00%	0.00%
2024/7/31	436	100.00%	0.00%	0.00%
2024/9/25	492	100.00%	0.00%	0.00%
2024/11/6	534	100.00%	0.00%	0.00%

宏观逻辑——商品价格指数与国债隐含通胀预期走势的背离开始收敛，4月中旬以来国内南华商品指数开始表现弱于国际，更多可以理解为是对前期一直以来的背离的补跌，隐含着对于中国经济能否继续领涨全球的担忧。同时，需要关注国内政策端的后续发力，是否可以扭转悲观预期，稳定增长。

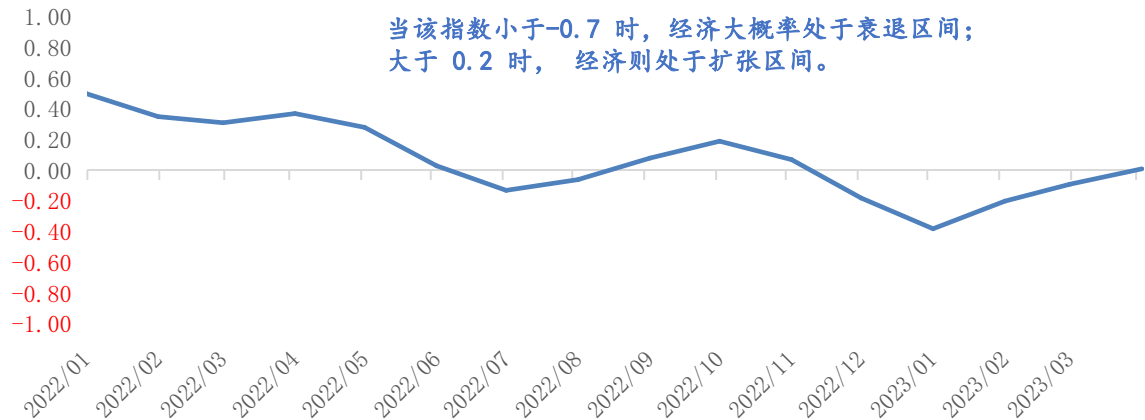


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”继续走向衰退，个别数据虽有所反复，但对经济衰退的担忧主导着资本市场。

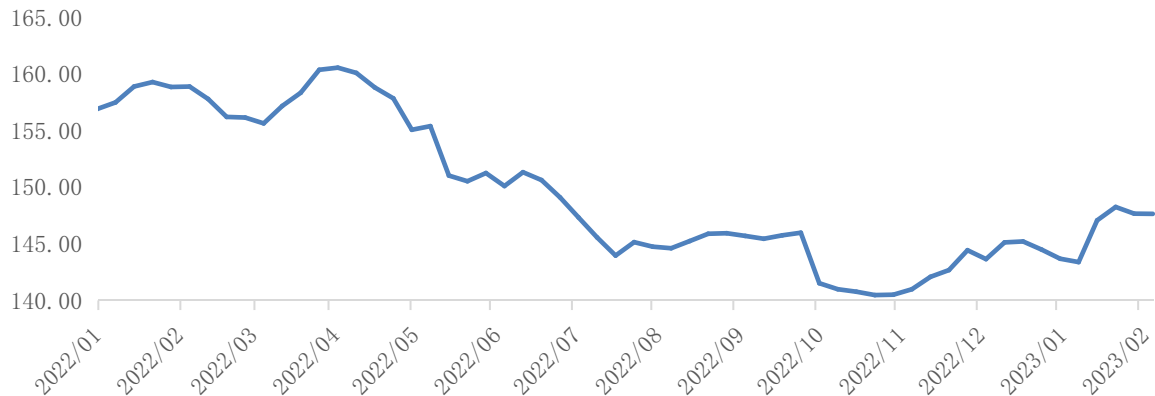
美国：周度经济指数走势图



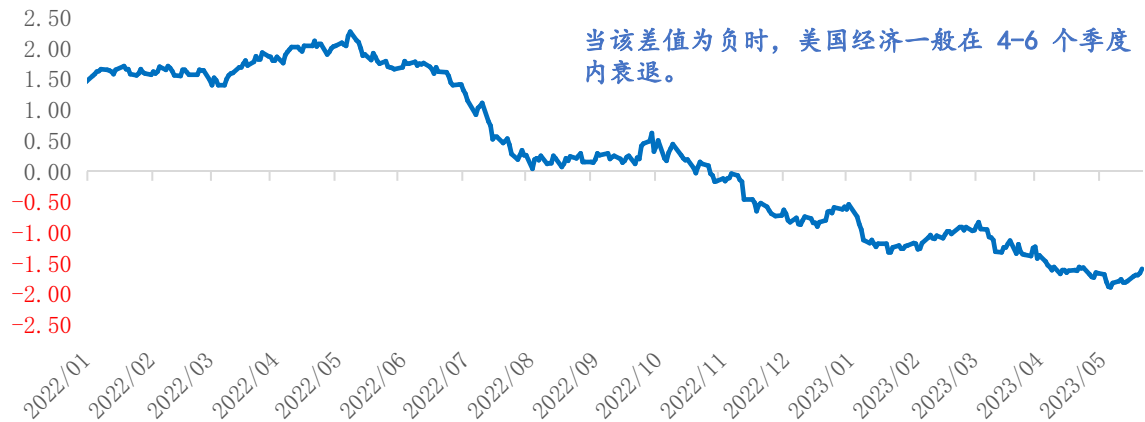
美国：芝加哥联储全国活动指数(3个月移动平均)走势图



美国：ECRI领先指标走势图



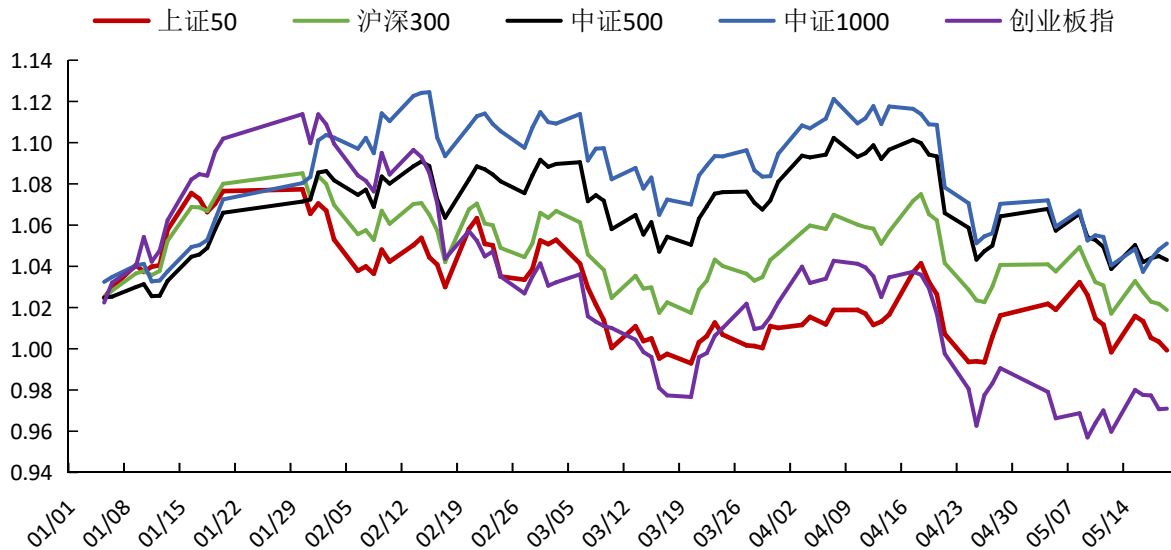
美债10Y-3M利差走势图



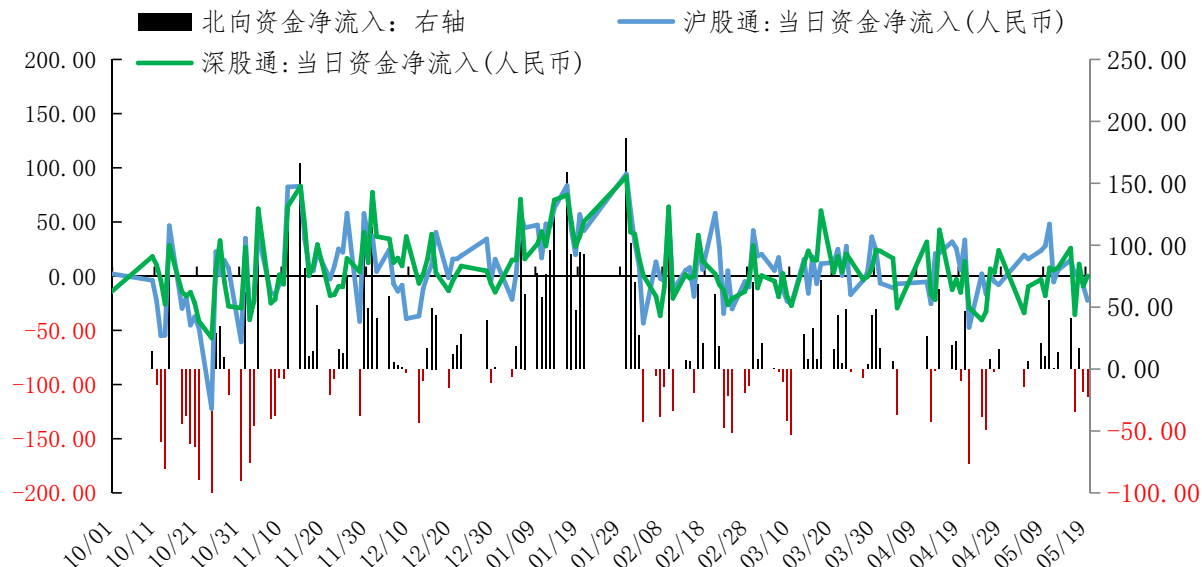
宏观逻辑—股市全线反弹走高，北向资金表现徘徊。

- 上一周，外资开始表现徘徊，人民币破7，打击外资积极性；
- 股市全线反弹，投资风格分化局面再次呈现，价值型疲弱，成长型特别是中证1000表现抢眼。

股票指数2023年内收益表现

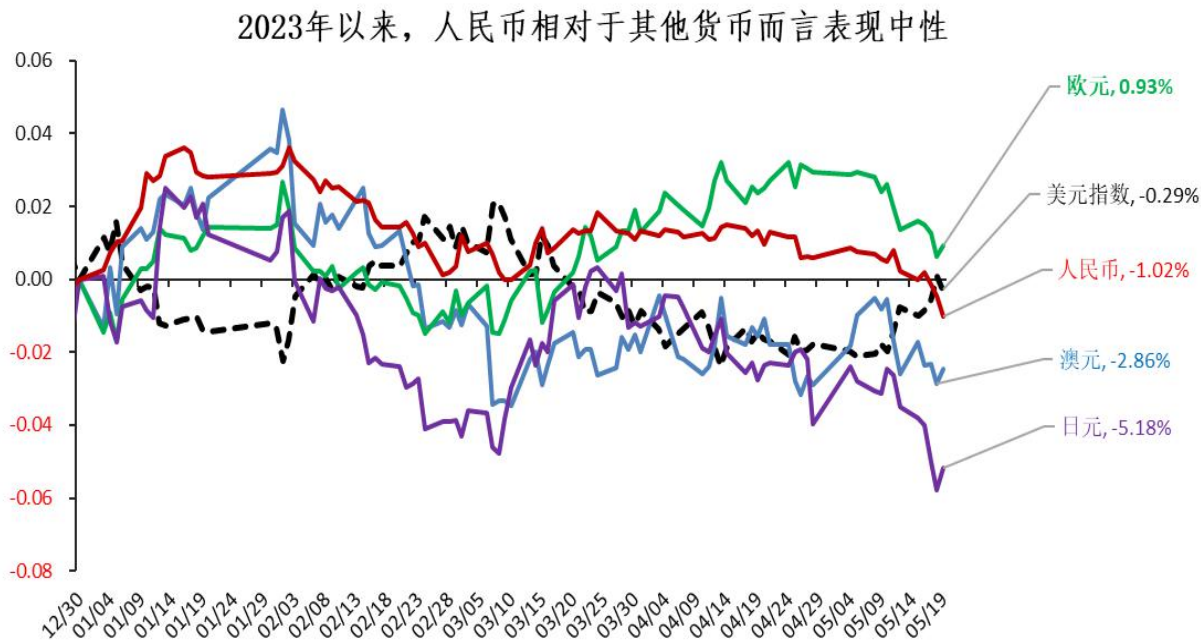
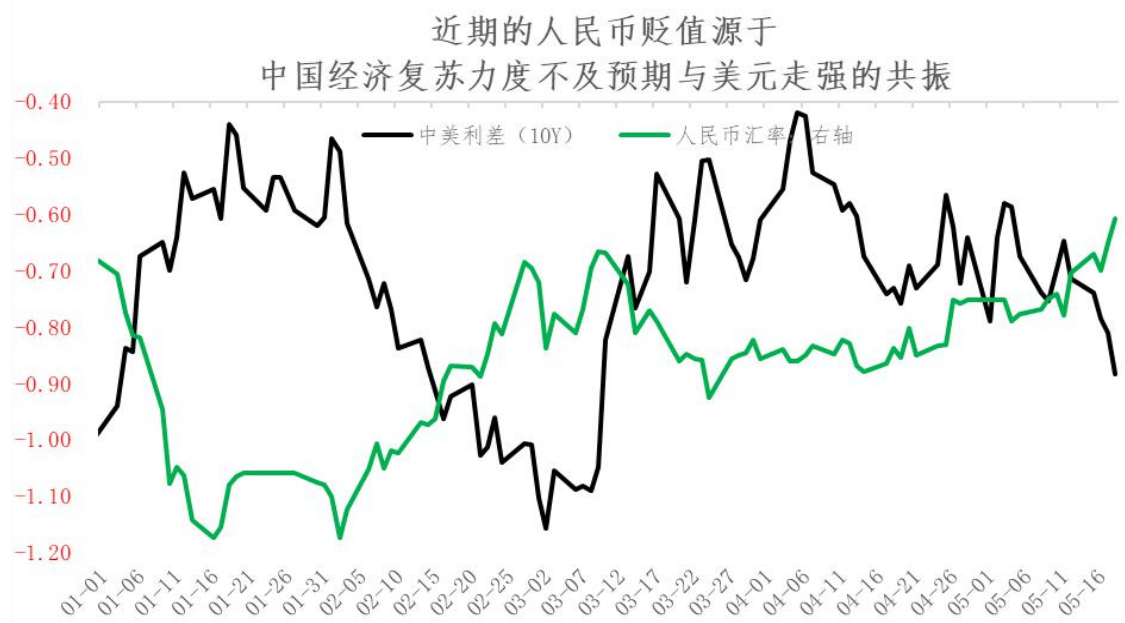


北向资金每日净流入额（单位：亿元）



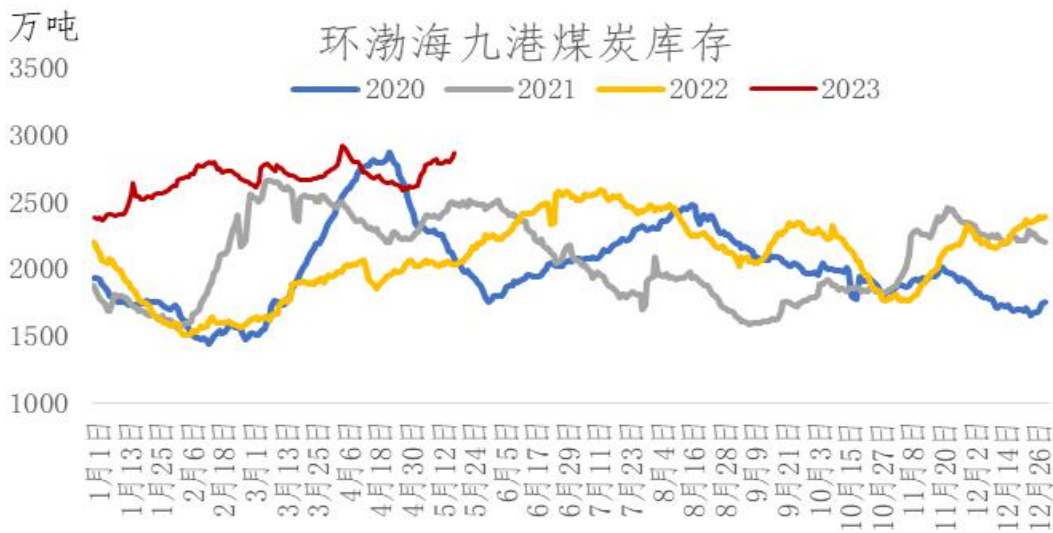
人民币汇率贬值空间有限

汇率是对比的结果，人民币的汇率的升贬，当前主要还是取决于中美的相较。一方面，是中国经济自身的好坏，另一方面，则是美国经济的强弱。展望未来，伴随着美联储本轮加息进程顶点的显现，降息的日益临近，美元短暂反弹后再次转而下行的概率还是很大的。同时，中国经济的复苏仍在路上，难免波折坎坷。近段时间的表现虽隐含着对前景的担忧，弱复苏的特征明显，但资本市场上的表现还是有点过渡了，尤其是商品期货市场的超卖值得注意。此外，中国出口的韧性不断超市场预期，即便是诸多质疑，但2023年内的出口增速等数据还都是非常亮眼的，尤其是出口目的国的调整和出口商品结构的优化升级，这对人民币保持坚挺奠定了基础。最后，从人民币所处的相对位置来说，7左右相对中性，眼下的中国经济再差也不至于到防疫放开前的去年十一后，因此，未来人民币贬值空间有限。



成本坍塌，煤化工板块延续疲弱

上周，陕西中亚峰会叠加主产地排查安全隐患，供应阶段性收紧，并且4月份能源生产数据来看，煤炭产量环比下降，而电力需求表现同比增幅扩张的同时，发电结构中水电消退，加剧电煤发电压力，令市场情绪有所反复；在港贸易商存煤成本高位，本就有挺价情绪支撑下，港口煤炭价格在上周有所反复。但好景不长，供应环比虽有减量，但同比增幅明显，加上进口规模远超去年同期水平，供应同比显著增加，而中间环节来看，环渤海港口煤炭库存持续居于同比高位，贸易商出货压力加大，更重要的是，电厂库存持续攀升，已经运行至高位水平，在中长期合同加大覆盖、进口积极补充下，电厂北上采购意愿非常有限，“迎峰度夏”前的采购补库预期或难以发挥作用，煤炭价格旺季不旺的概率正在增加。目前，制约价格持续回调的两个不确定因素，一是汛期水电出力能否改善，另一个是国际煤炭价格走势。



本周关注

1. 5月22日9:15，中国公布至5月22日一年期、五年期贷款市场报价利率，市场预期其将保持不变，分别为3.65%、4.30%。
2. 5月22日19:00，国际铝业协会（IAI）公布4月全球、中国原铝产量。此前公布的3月全球原铝产量为577.2万吨，前一个月修正值为526.5万吨。预计3月中国原铝产量为338.7万吨，前一个月修正值为310.5万吨。关注4月铝产量是否持续增长。
3. 5月22日待定，SPPOMA公布马来西亚5月1-20日棕榈油产量预估，市场预期马棕油即将步入增产期，而5月1-15日马来西亚棕榈油产量增加16.72%，留意是否能维持增产扩大的趋势。
4. 5月22日20:30，2025年FOMC票委、圣路易斯联储主席布拉德就美国经济和货币政策发表讲话。此前布拉德表示将对6月的下次政策会议保持“开放心态”，但暗示他倾向于支持再次加息。
5. 5月22日23:05，2024年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克和2024年FOMC票委、里奇蒙德联储主席巴尔金发表讲话。博斯蒂克和巴尔金在此前的发言中均呈现鹰派态度，关注此次讲话中两位对于货币政策的观点。
6. 5月23日4:00，USDA公布农作物生长报告，截至5月14日当周，美国大豆播种进度达到49%，远高于五年同期均值，留意大豆播种进度是否持续加快，或将为美豆价格提供新的指引。
7. 5月23日，Unica公布5月上半月中南糖压榨量、中南糖产量。此前公布的4月下半月中南糖压榨量为2100.3万吨，同比减少12.54%；糖产量为98.9万吨，略微不及市场预期，同比增加5.85%，低于141.5万吨的五年均值水平。关注此次产量变化。
8. 5月23日，MPOA公布5月1-20日马棕油产量预估。马来西亚4月1-30日棕榈油产量预估减8.33%，其中马来半岛减6.1%，马来东部减少11.35%，沙巴减11.71%，沙撈越减10.06%。
9. 5月25日2:00，美联储公布货币政策会议纪要。北欧联合银行分析称，美联储在5月初货币政策会议上发出的信号，被普遍视为利率可能已经见顶的信号。新的措辞与2006年的措辞非常相似，那次加息的确是该周期的最后一次。然而，2006年和2007年的利率维持在高水平的时间达到一年多，而目前的市场定价预计利率最早将在秋季开始下降。我们自己的基准实际上包括美联储再加息25个基点，而我们预计直到2024年才会降息。
10. 5月25-26日，第20届上海衍生品市场论坛在上海期货交易所举行。
11. 5月26日20:30，美国公布4月核心PCE物价指数月率、年率。此前美国3月核心PCE物价指数年率录得4.6%，超过预期的4.5%；美国3月核心PCE物价指数月率录得0.3%，与预期和前值相同。
12. 5月27日9:30，国家统计局公布中国4月今年迄今规模以上工业企业利润年率。此前中国3月今年迄今规模以上工业企业利润年率为-21.4%。关注4月份数据是否有所好转。

分析师介绍:

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货投资咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢