



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行 冠通 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06月19日

www.gtfutures.com.cn

核心观点

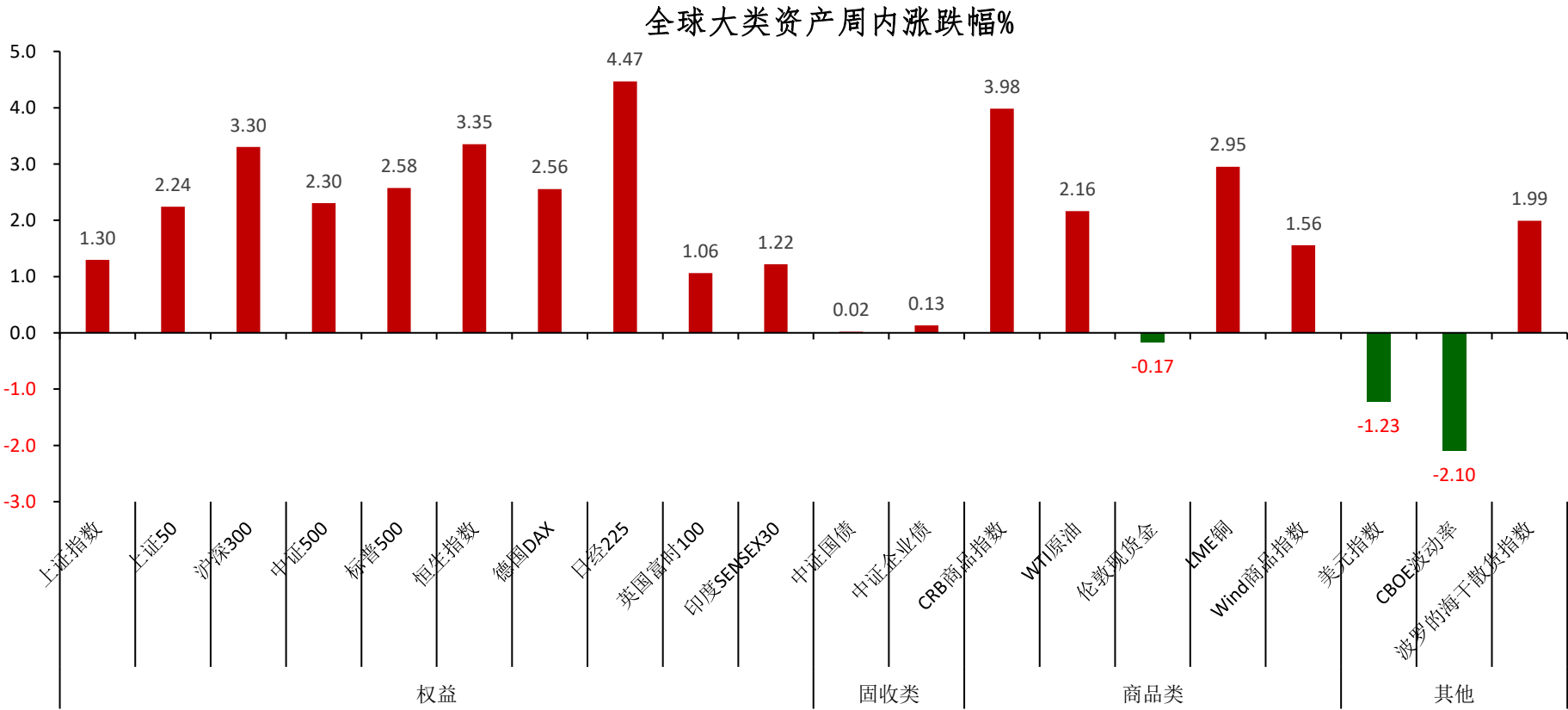
最近一周，资本市场风险偏好持续抬升，VIX指数连续第三周收跌，海外美联储暂停加息，布林肯访华中美关系略有缓和，国内降息并计划出台一揽子稳增长政策，投资者信心提振，市场重回强预期弱现实风格。美元指数下跌，全球股市尤其是亚太市场多数收涨，中国股指全线上扬。BDI反弹，大宗商品大幅上涨，普涨格局，油脂领涨。国内债市全线收跌，股指普遍上涨，商品红火热点轮动多数上涨；股指全线上扬，沪深300领涨四大股指，成长风格表现略优于价值；债市近强远弱，国债期货跌幅长期>中期>短期。

商品期货的表现来看，商品红火热点轮动多数上涨，wind商品指数周+1.56%，油脂油料接棒领涨，非金属建材和有色等多个板块明显收涨，仅有贵金属和软商品板块逆势收跌。资本市场风险偏好大幅回升，海外美联储暂停加息，布林肯访华中美关系略有缓和，国内降息并计划出台一揽子稳增长政策，投资者信心提振，市场重回强预期弱现实风格。市场乐观情绪推动，商品期货呈现出热点轮换板块普涨的红火，未来一段时间，各项稳增长措施料将陆续出台，大宗商品有望进一步反弹。

未来一周，最新LPR出炉料将跟随MLF调降，关键是在于5Y与1Y调降幅度的差异，市场以此来研判政策对于房地产的态度是否转向。同时，临近端午假期，时间虽然不长，但恰好处在市场分歧最大风格切换的关键时刻，资金波动加剧，需要更加注重风险控制。

大类资产

最近一周，资本市场风险偏好持续抬升，VIX指数连续第三周收跌，海外美联储暂停加息，布林肯访华中美关系略有缓和，国内降息并计划出台一揽子稳增长政策，投资者信心提振，市场重回强预期弱现实风格。美元指数下跌，全球股市尤其是亚太市场多数收涨，中国股指全线上扬。BDI反弹，大宗商品大幅上涨，普涨格局，油脂领涨。

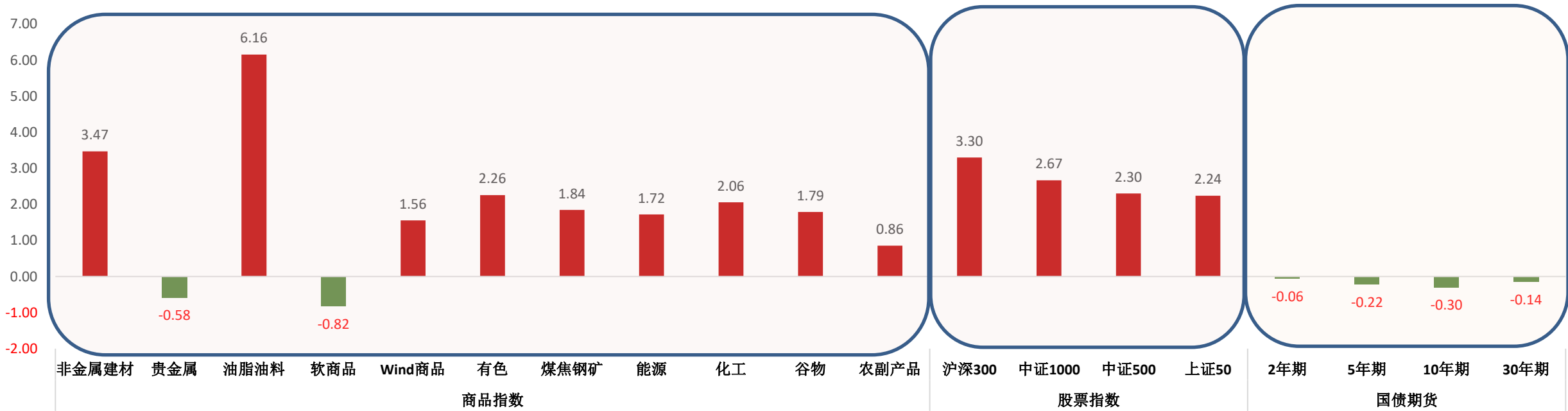


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

- 国内债市全线收跌，股指普遍上涨，商品红火热点轮动多数上涨；
- 股指全线上扬，沪深300领涨四大股指，成长风格表现略优于价值；
- 债市近强远弱，国债期货跌幅长期>中期>短期；
- 商品红火热点轮动多数上涨，wind商品指数周+1.56%，油脂油料接棒领涨，非金属建材和有色等多个板块明显收涨，仅有贵金属和软商品板块逆势收跌。

上周期市板块涨跌幅

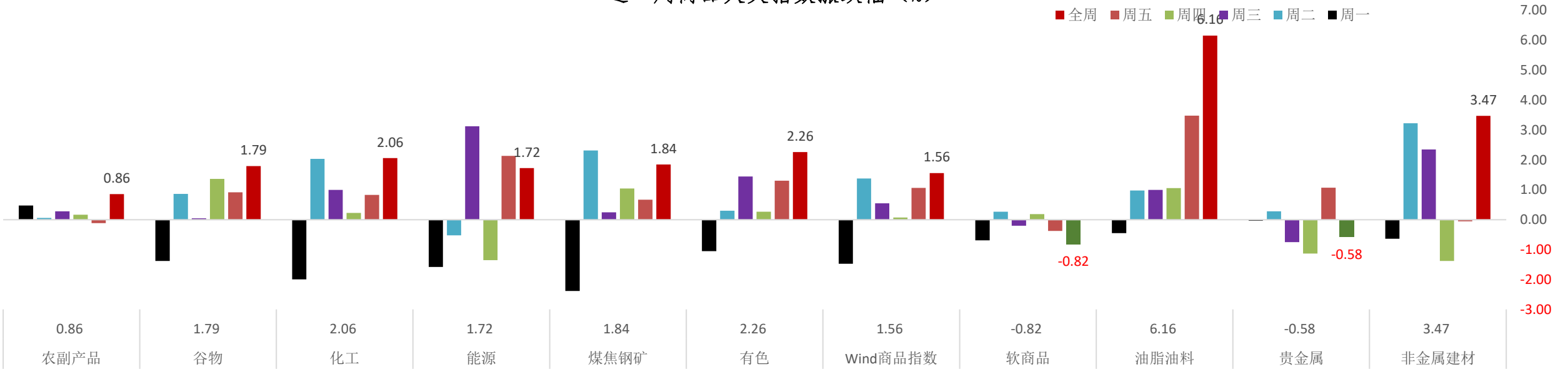


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

商品期货的表现来看，商品红火热点轮动多数上涨，wind商品指数周+1.56%，油脂油料接棒领涨，非金属建材和有色等多个板块明显收涨，仅有贵金属和软商品板块逆势收跌。资本市场风险偏好大幅回升，海外美联储暂停加息，布林肯访华中美关系略有缓和，国内降息并计划出台一揽子稳增长政策，投资者信心提振，市场重回强预期弱现实风格。市场乐观情绪推动，商品期货呈现出热点轮换板块普涨的红火，未来一段时间，各项稳增长措施料将陆续出台，大宗商品有望进一步反弹。同时，需要注意的是，临近端午假期，资金波动加剧，需要更加注重风险控制。

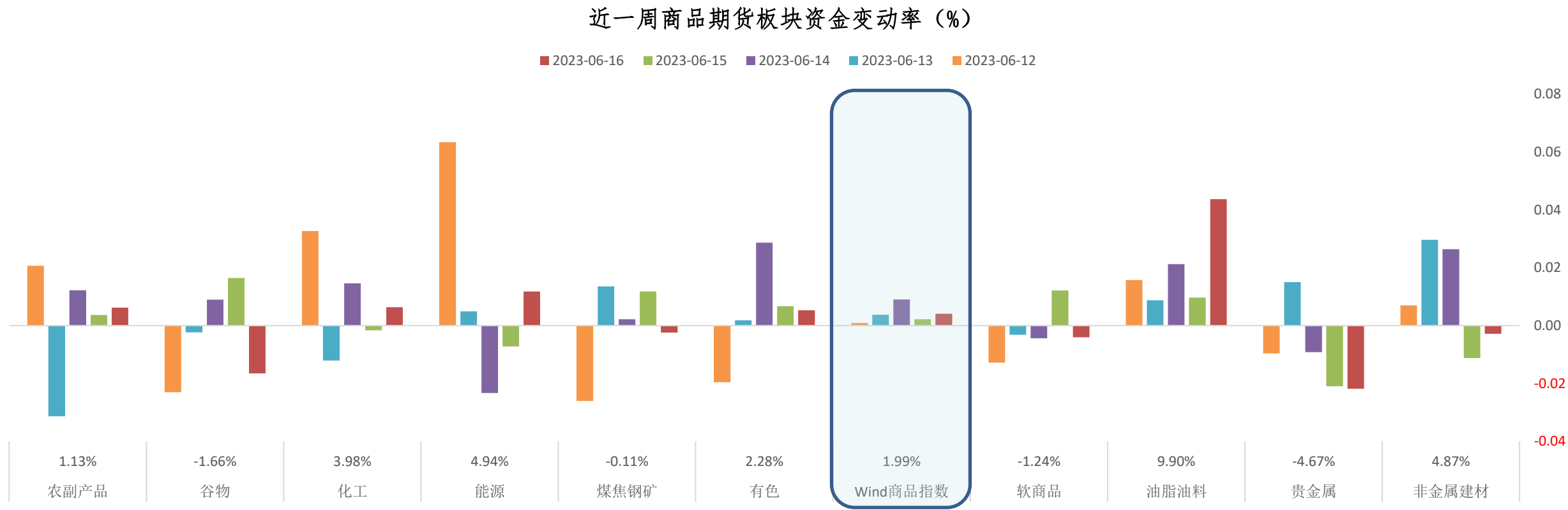
近一周商品大类指数涨跌幅（%）



注：数据均来源于Wind、冠通研究

资金流向

上周，商品期货市场资金轮动，从曾经前期涨幅居前的软商品和贵金属板块流出；油脂油料、能源、非金属建材和化工板块吸金效应明显。

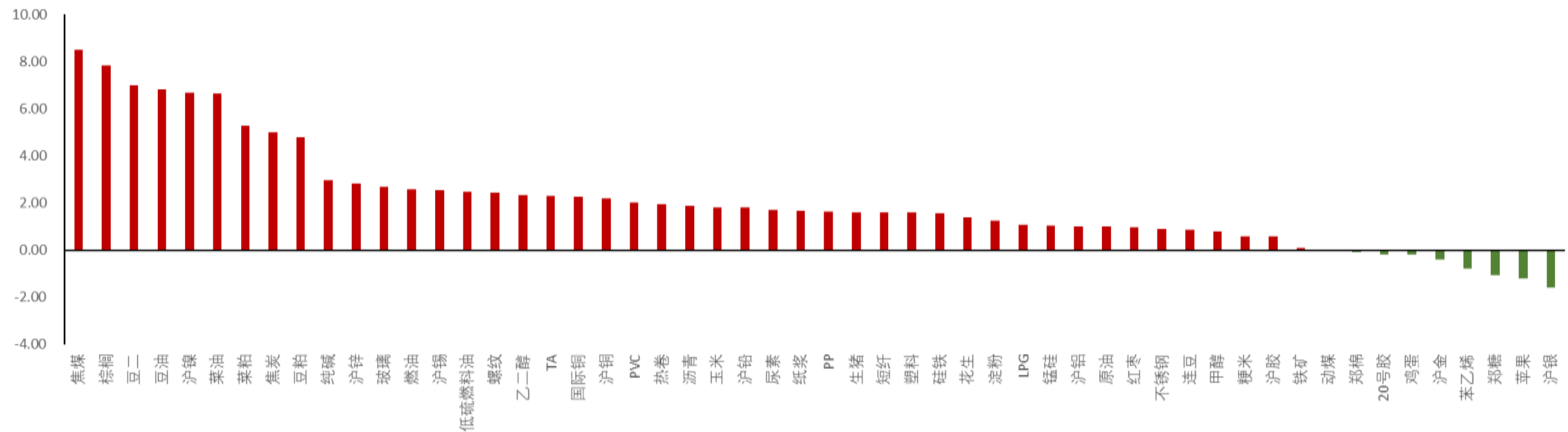


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

近一周，国内主要商品期货迎来普涨，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**焦煤、棕榈和豆二**；跌幅居前的商品期货品种为**沪银、苹果和郑糖**。

上周商品期货品种涨跌幅（%）

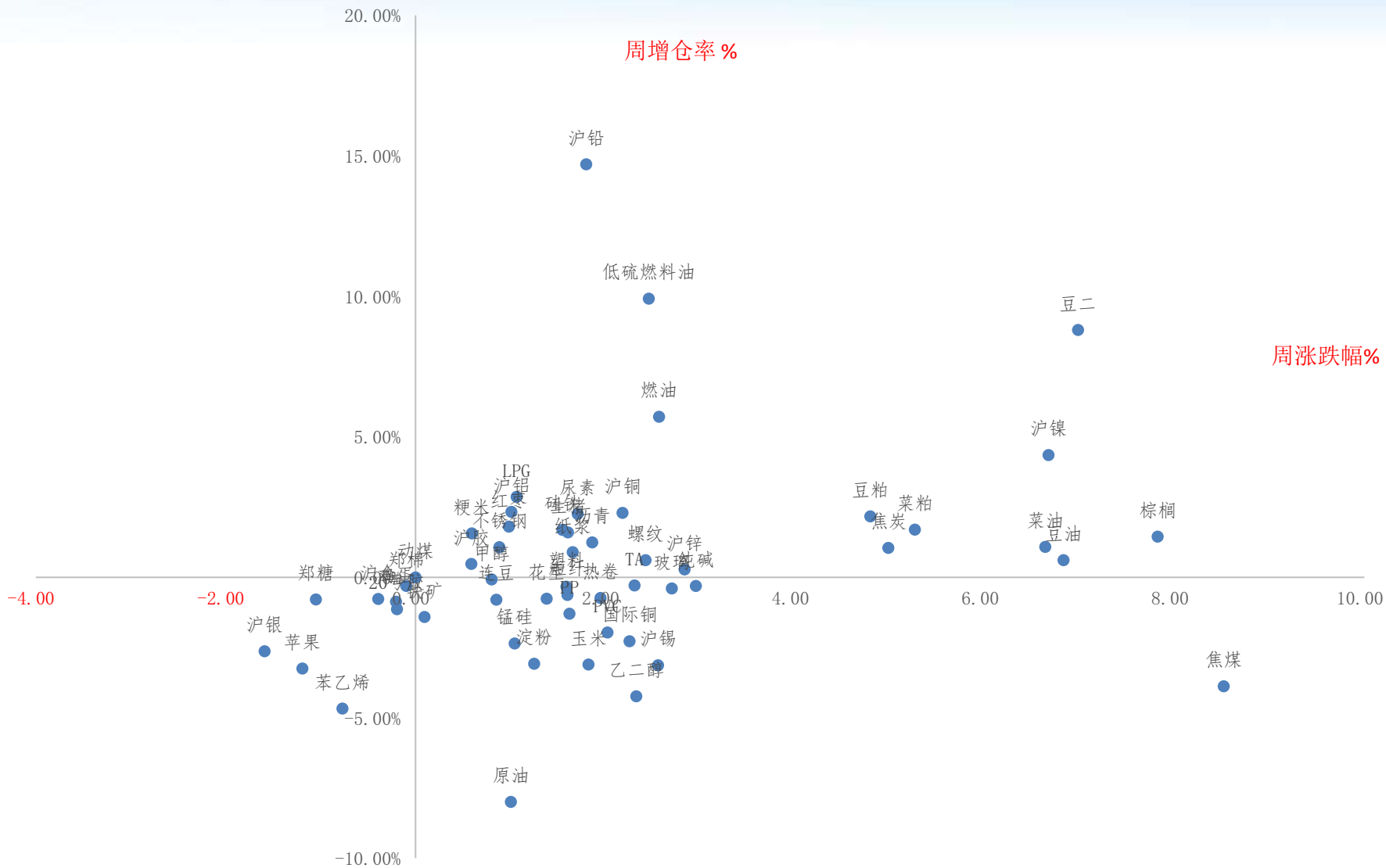


注：数据均来源于Wind、冠通研究

市场情绪

上周，从量价配合的角度来看：

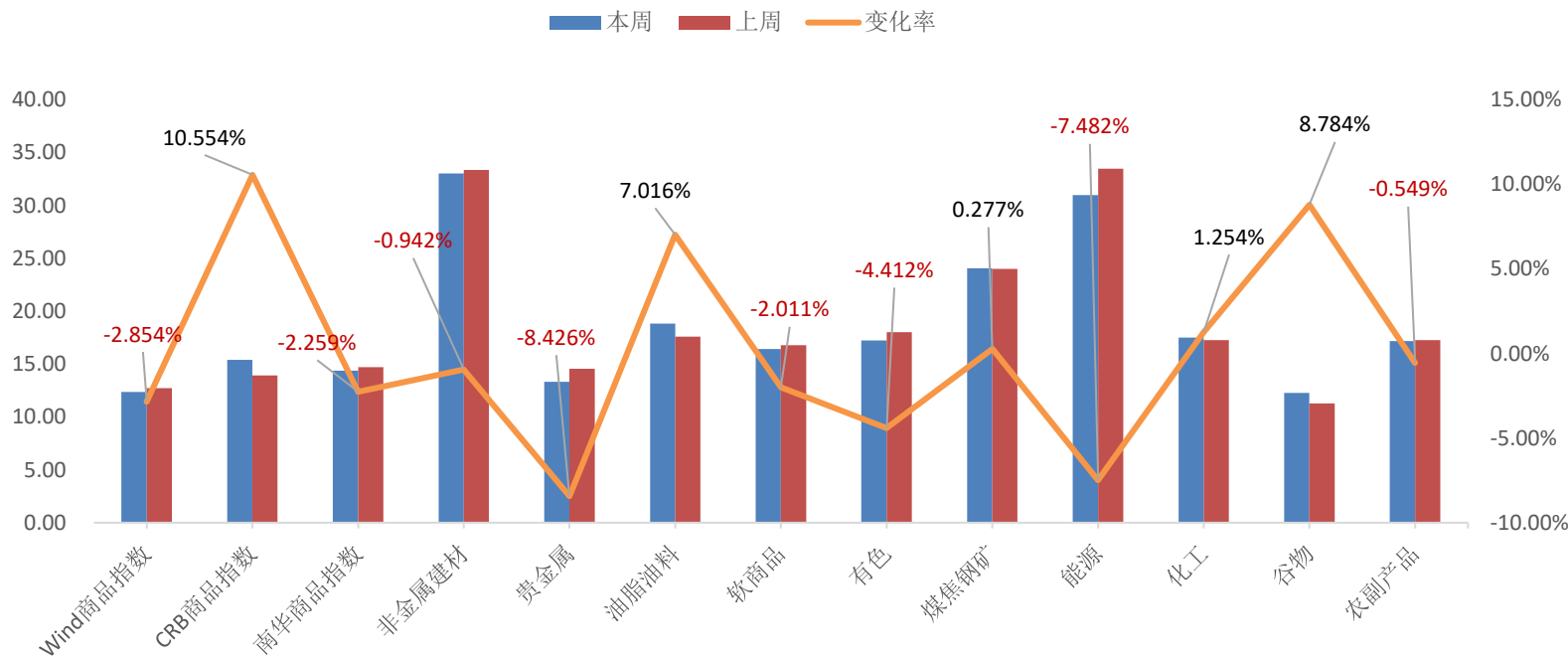
- 出现明显**增仓上行**的商品期货品种**较多**，**值得关注的是棕榈、沪铜和尿素**；
- 出现明显**增仓下行**的商品期货品种**几乎没有**。
- 值得重点关注！



波动特征

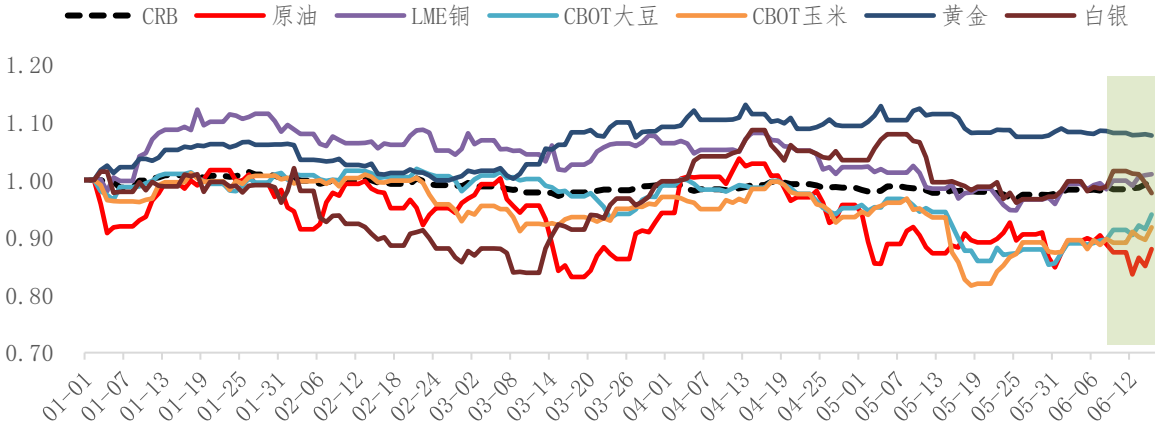
上周，国际商品指数CRB大幅升波，国内wind和南华商品期货指数波动率小幅降波，农产品板块波动率的抬升与工业品的下降形成鲜明对比；分板块来看，商品期货大类板块的波动率周度变化涨跌互现，升波幅度居前的板块是油脂油料和谷物；降波居前的则是贵金属和能源板块。

近一周商品指数波动率变动

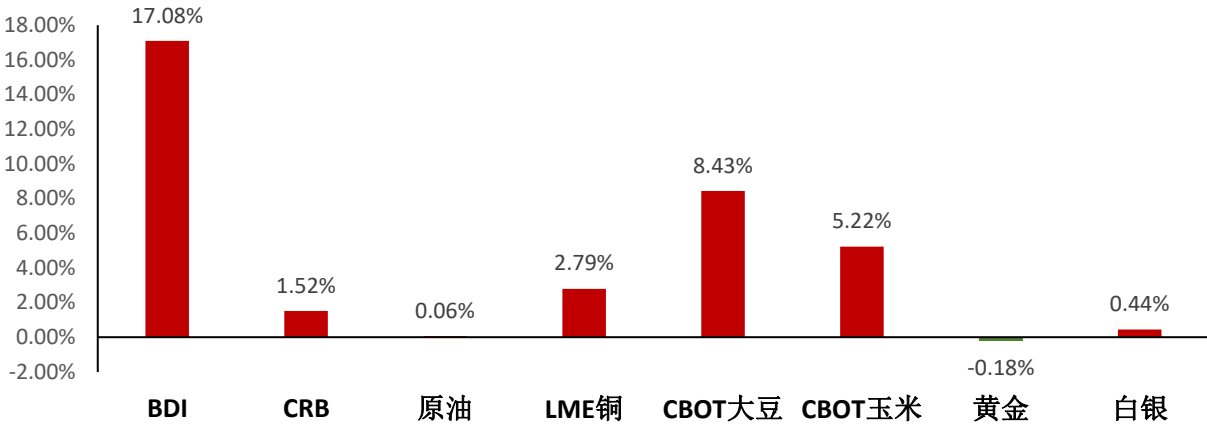


数据追踪——国际大宗商品延续反弹多数收涨，BDI大涨，风险偏好明显抬升，金油比与金银比背离。

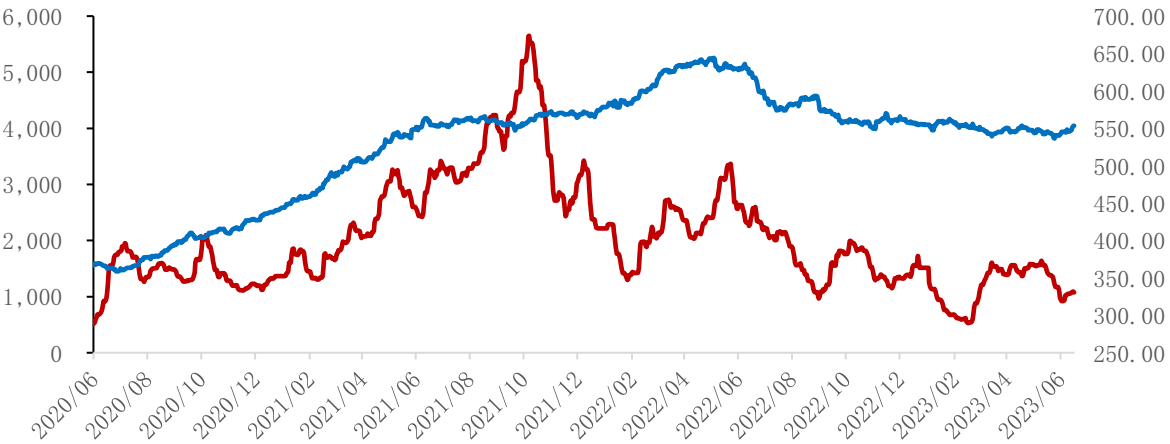
国际主要大宗商品2023年内收益表现



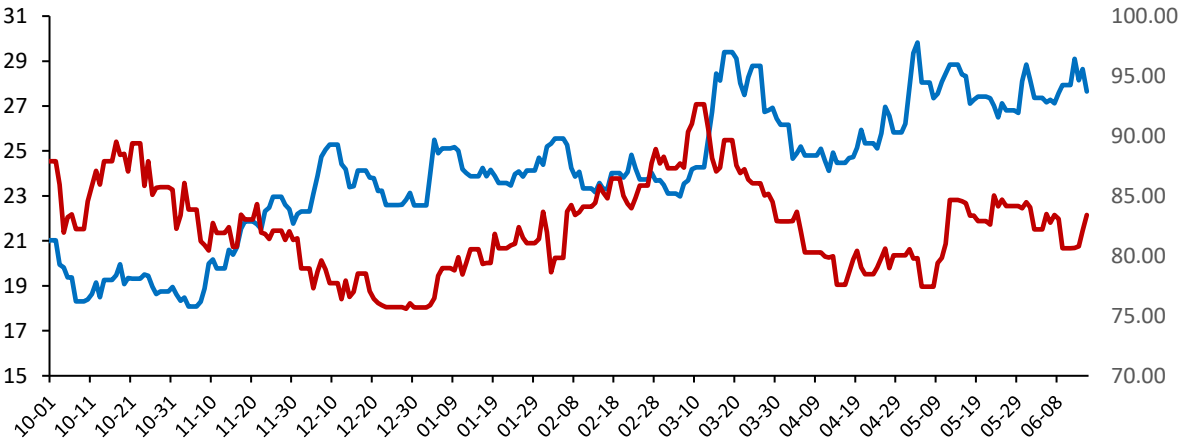
近一周主要国际大宗商品涨跌幅(%)



波罗的海干散货指数(BDI) CRB现货指数:综合:右轴



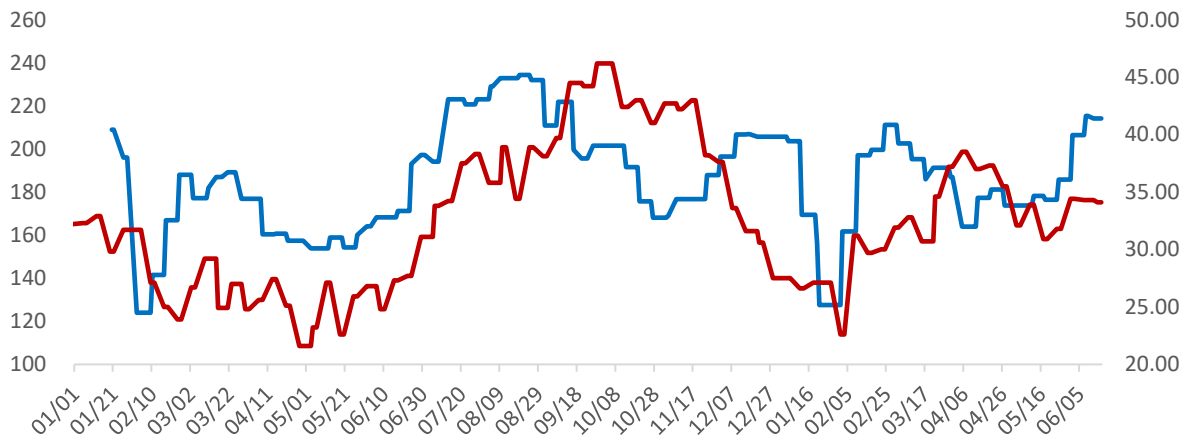
金油比 金银比:右轴



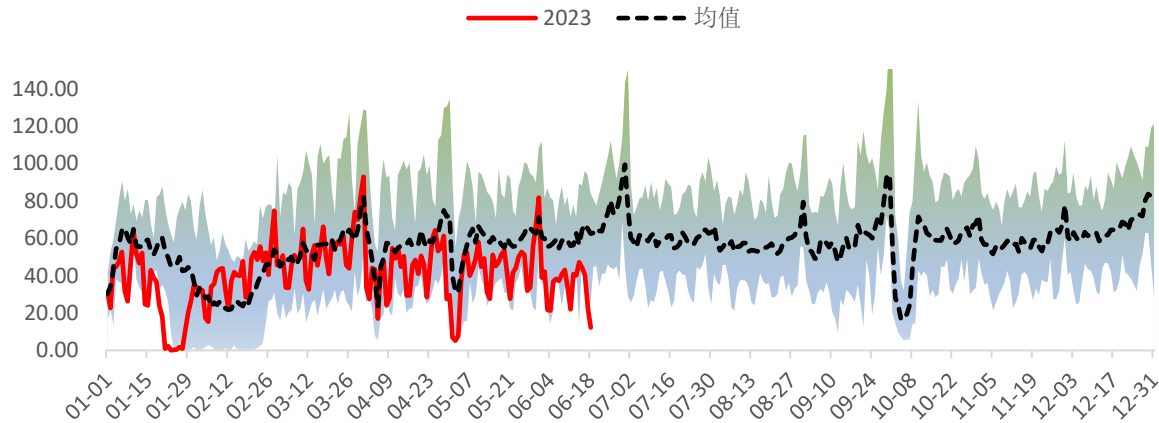
注:数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——国内地产销售再次转跌，出口运价拐头下行，煤炭日耗反弹，沥青开工率进一步反弹。

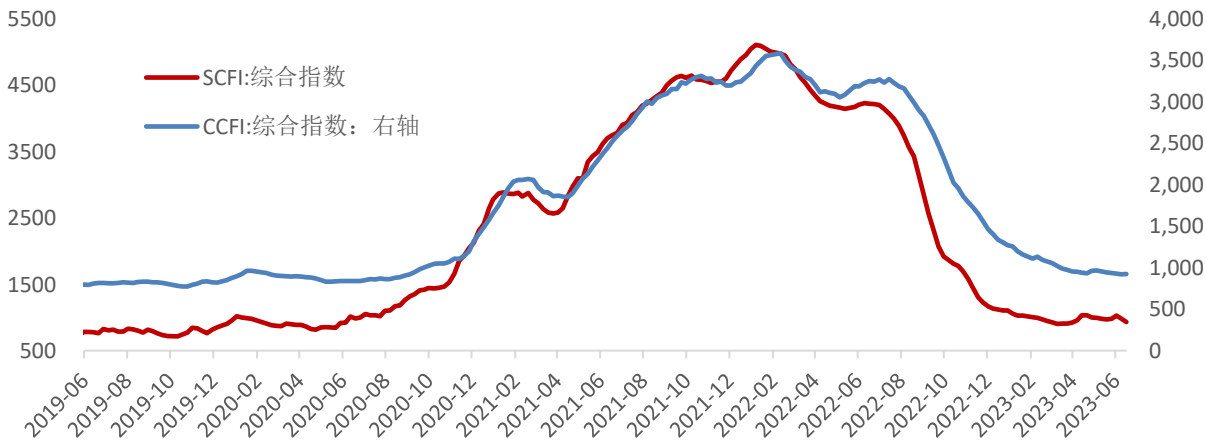
— 日耗量:煤炭:南方八省电厂 — 开工率:石油沥青装置: 右轴



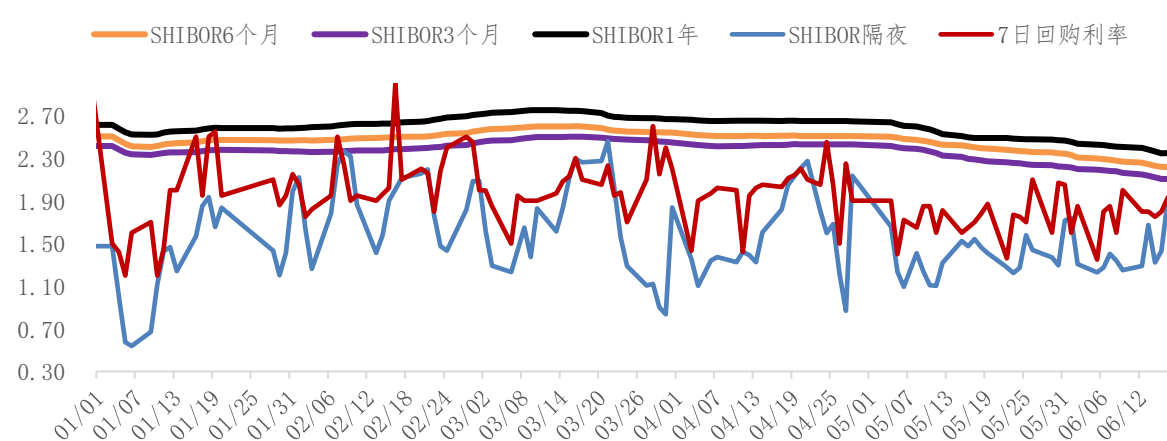
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位: 万平方米)



国内出口运价指数



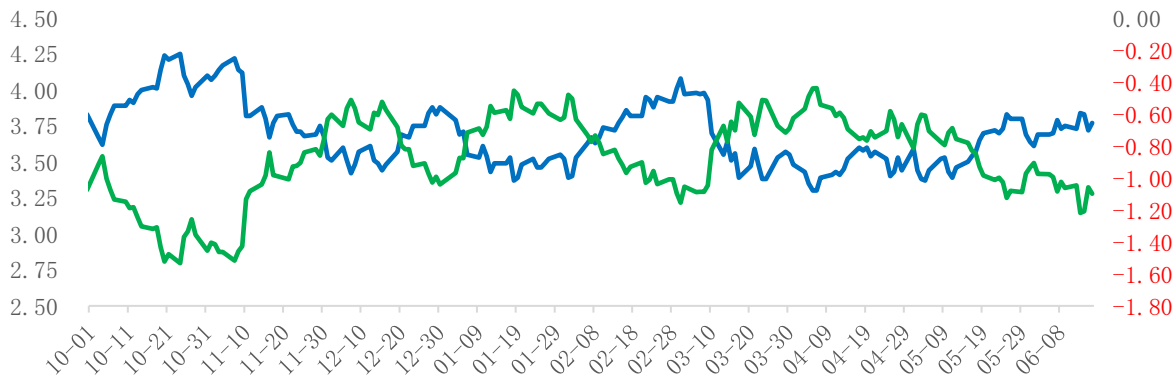
国内货币市场资金利率



数据追踪—美债小幅抬升，中美利差回落，通胀预期回升，金融条件平稳，美元大跌，人民币先贬后升。

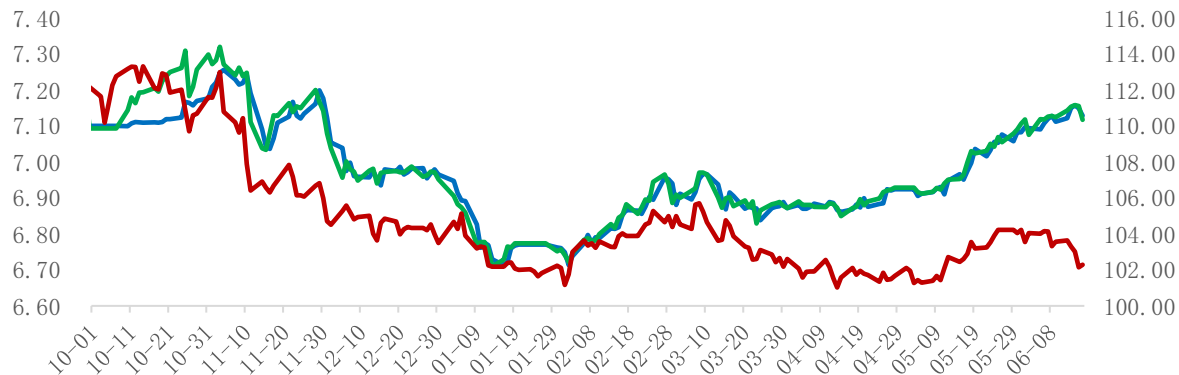
中美利差 (10Y)

— 美国:国债收益率:10年 — 中美利差10Y: 右轴



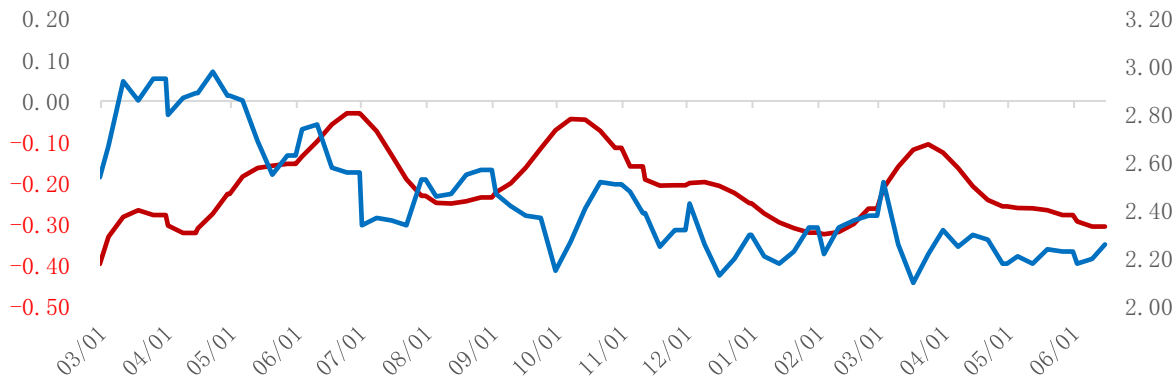
美元指数与人民币汇率

— 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



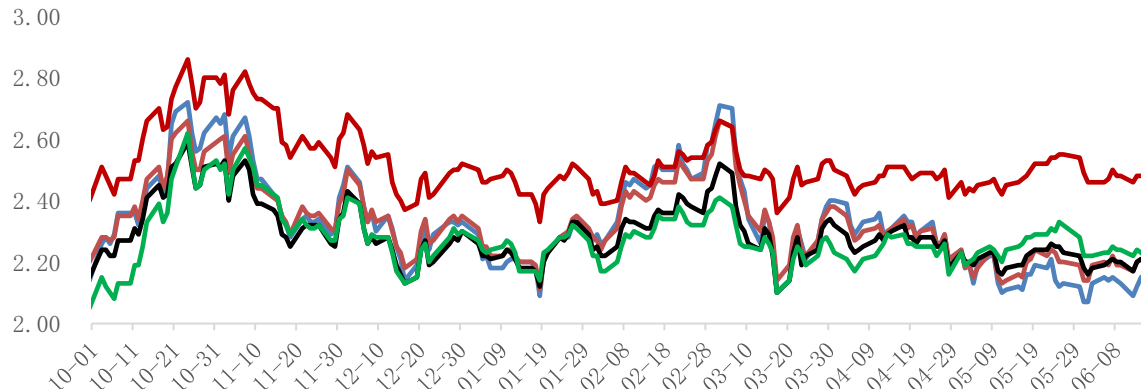
美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 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



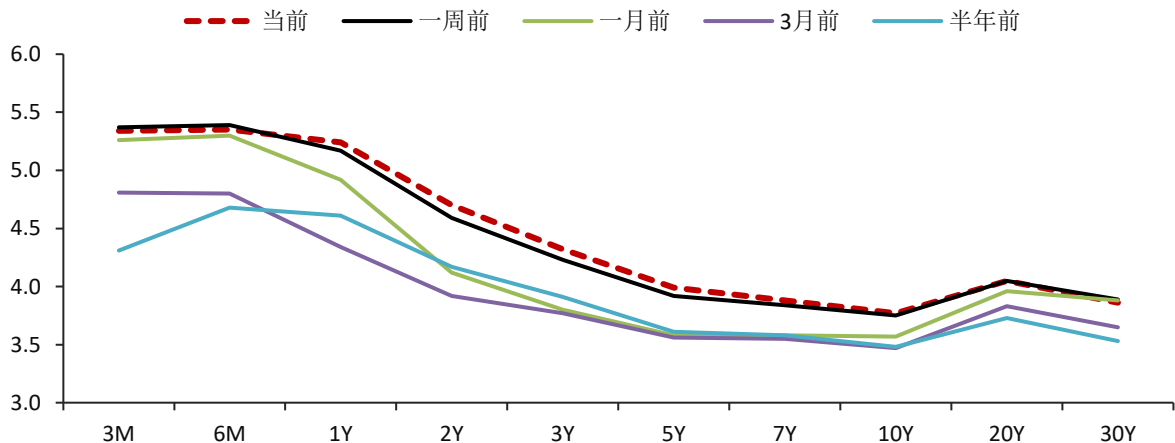
美国国债隐含通胀预期近期走势图

— 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

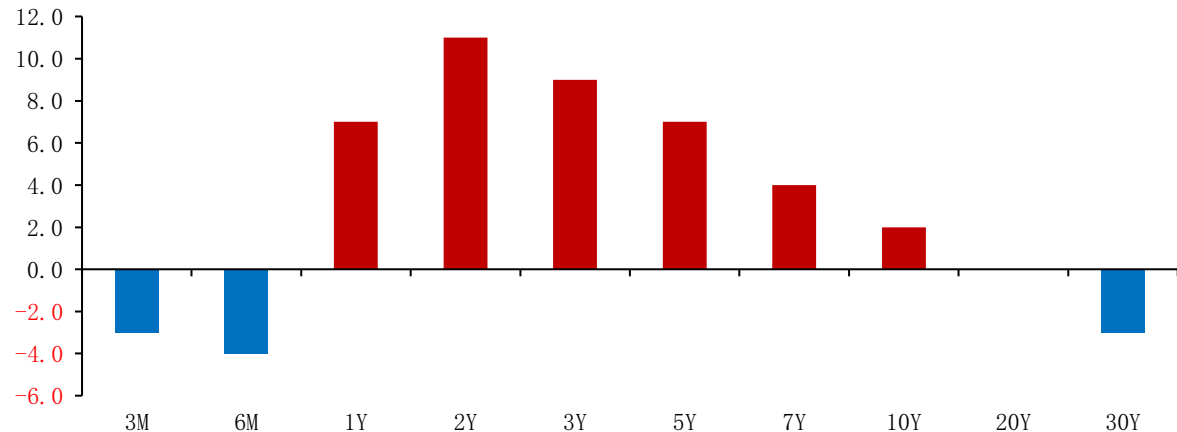


宏观逻辑——美债收益率近强远弱，期限结构的深度back结构变动不大，期限利差略微走低，实际利率冲高回落。

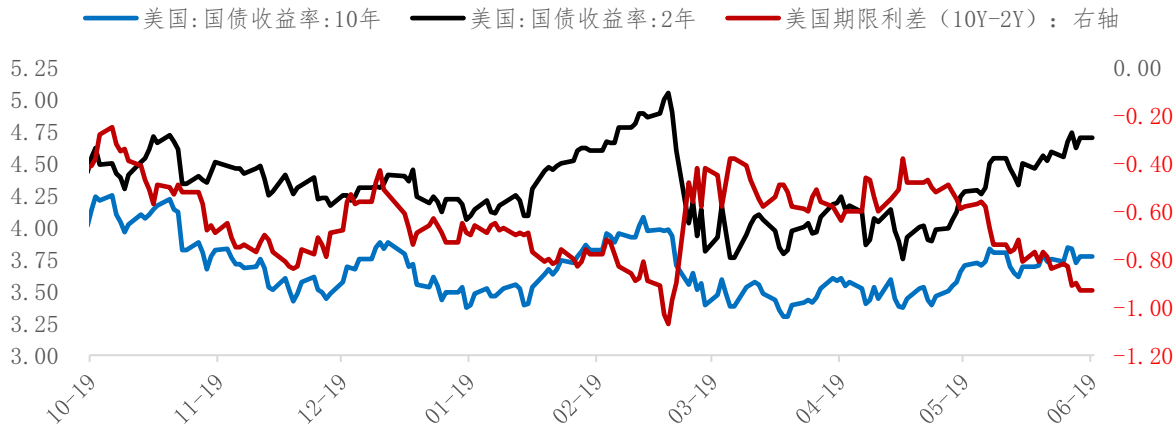
美国国债收益率曲线



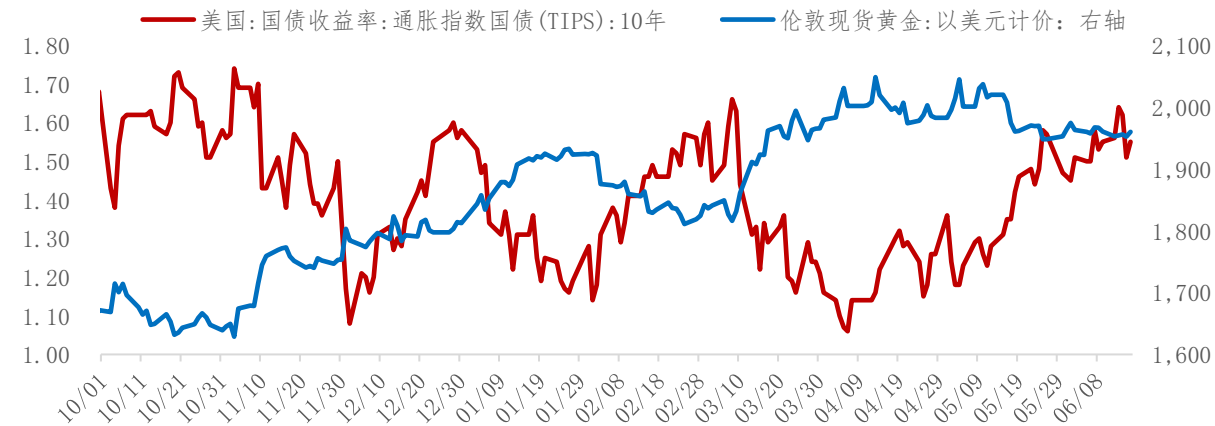
美国国债周收益率变化 (BP)



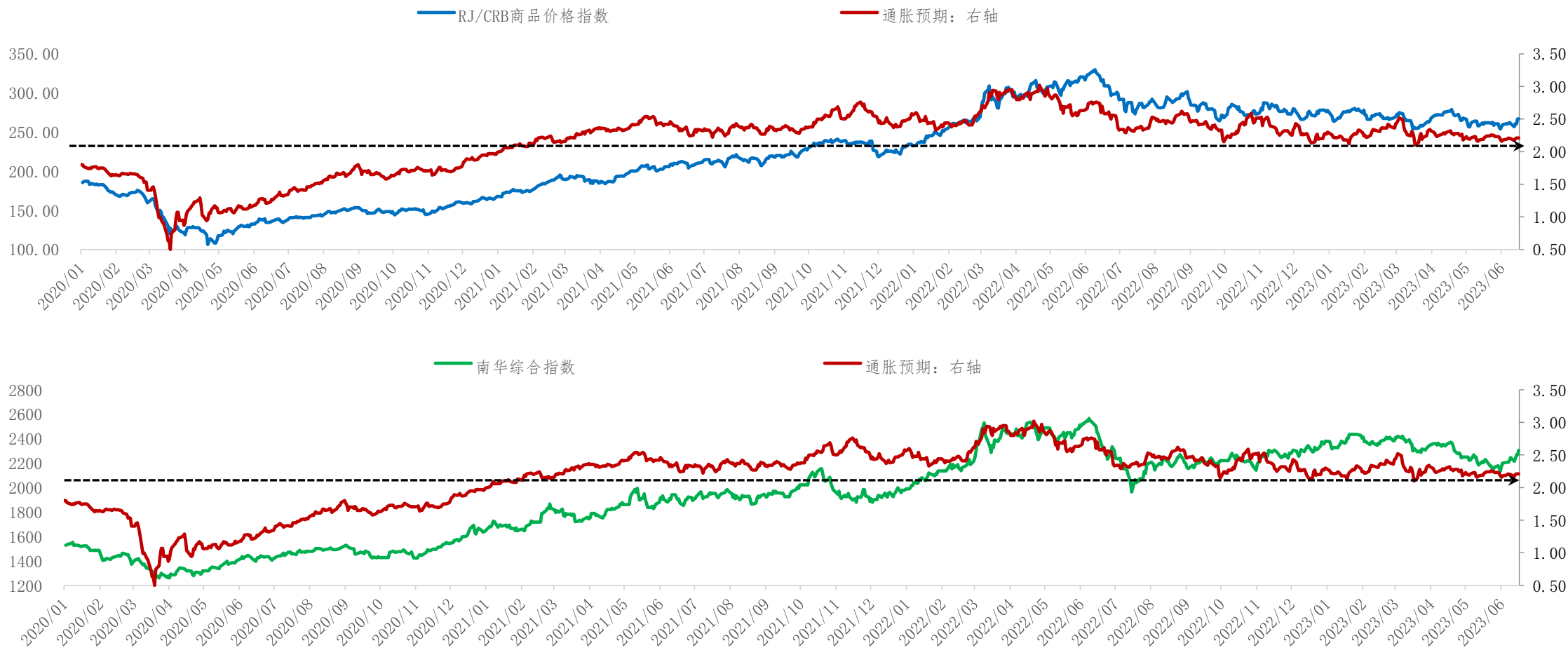
美国期限利差 (10Y-2Y)



美债实际收益率与金价

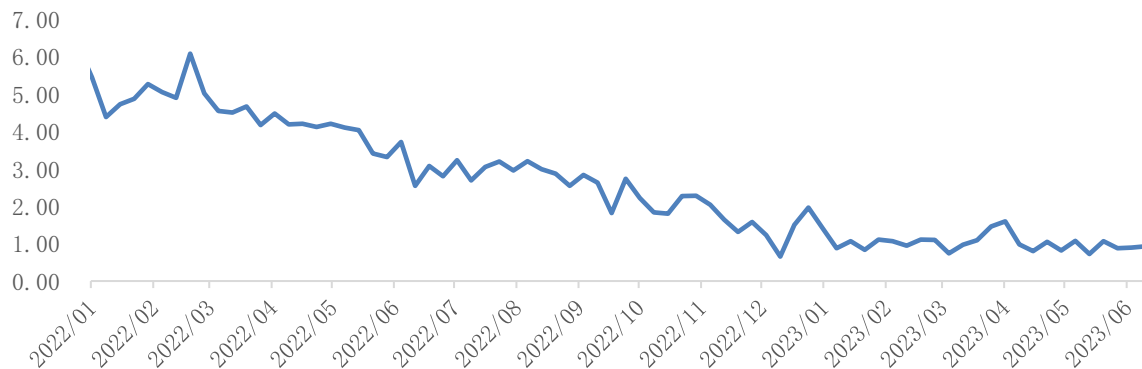


宏观逻辑——近期，国内商品再次开始强于国际，前段时间的国内弱国际强风格反转，前段时间极度悲观预期所造成的商品超跌终于迎来了反弹。同时，从国内外商品指数来看，也下行到了一个长期来看都有较强支撑力的位置，叠加国内外各种利好的共振，商品料将结束快速下跌的阶段，走向震荡，等待切实的政策措施去指引今后的方向。同时，伴随着期市氛围回暖，波动区间有所加大。

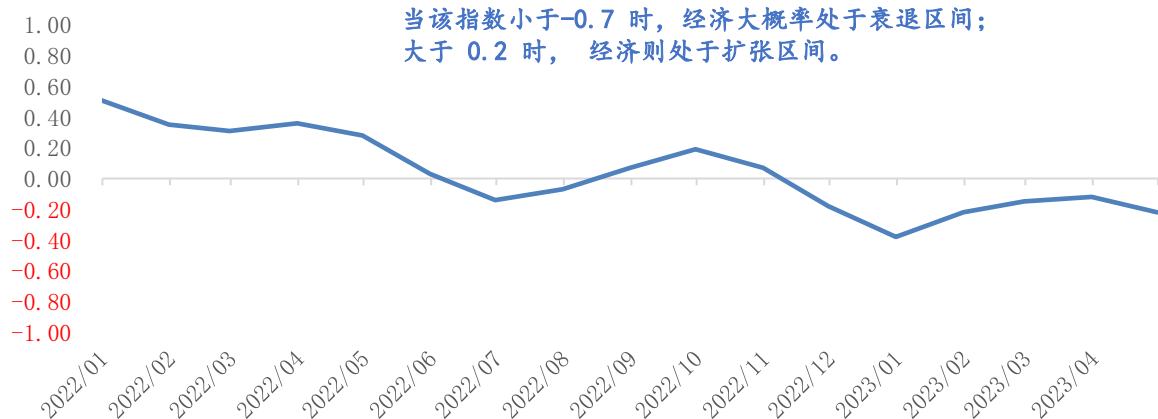


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”继续走向衰退，个别数据虽有所反复，但对经济衰退的担忧主导着资本市场。

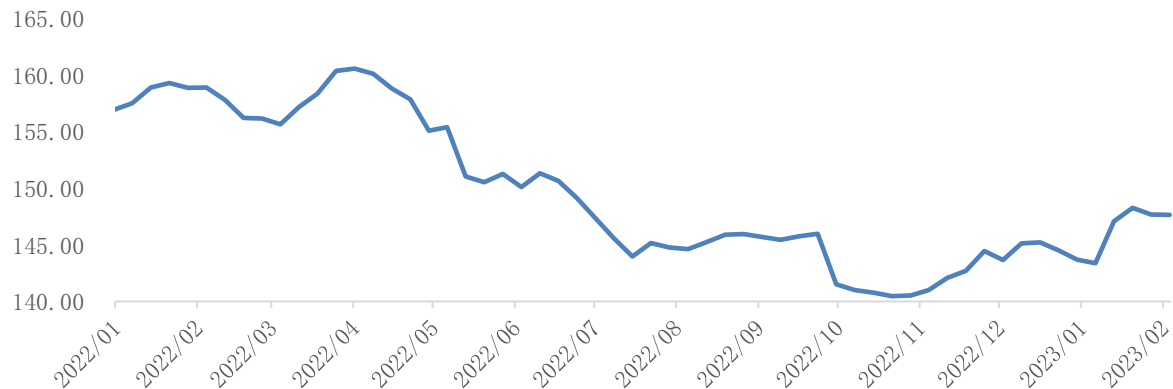
美国：周度经济指数走势图



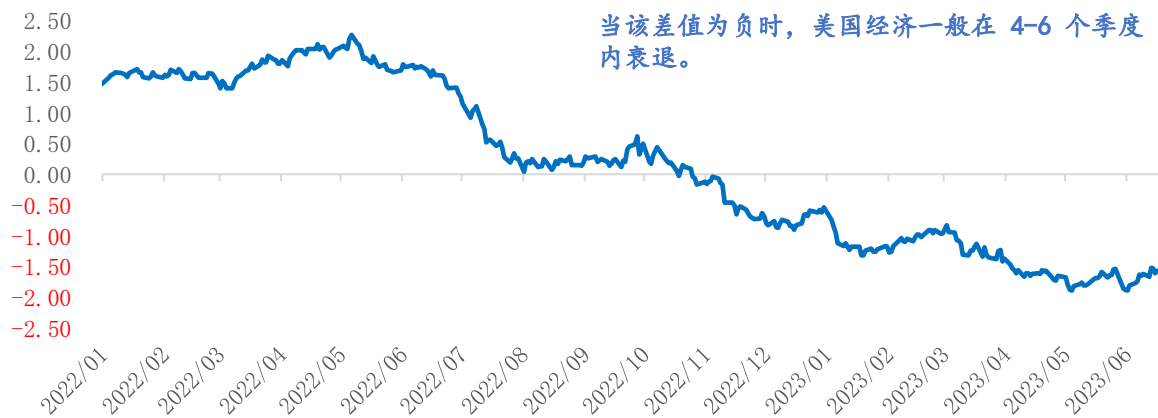
美国：芝加哥联储全国活动指数(3个月移动平均)走势图



美国：ECRI领先指标走势图



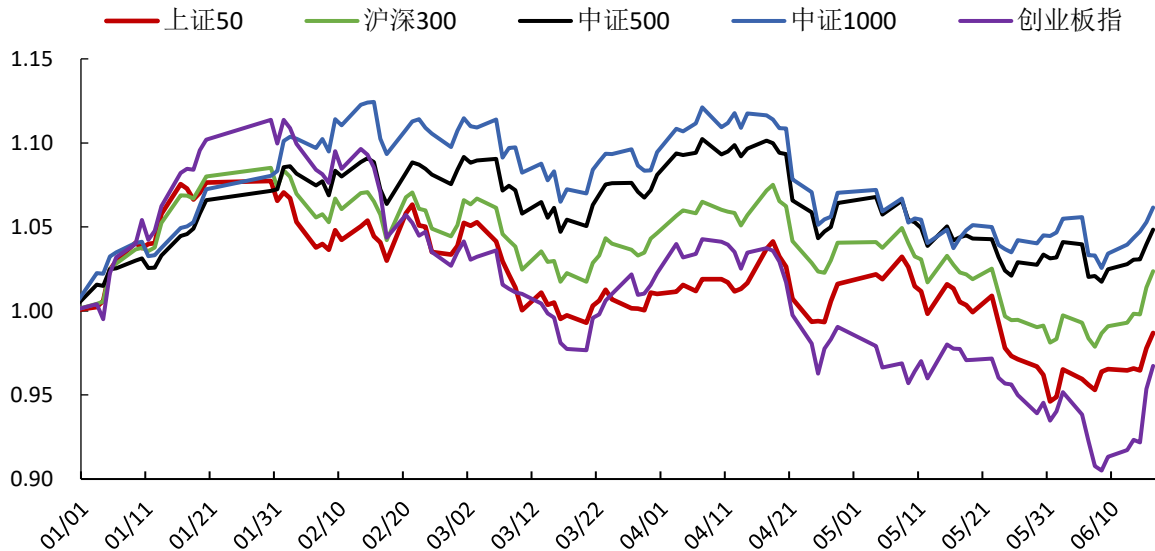
美债10Y-3M利差走势图



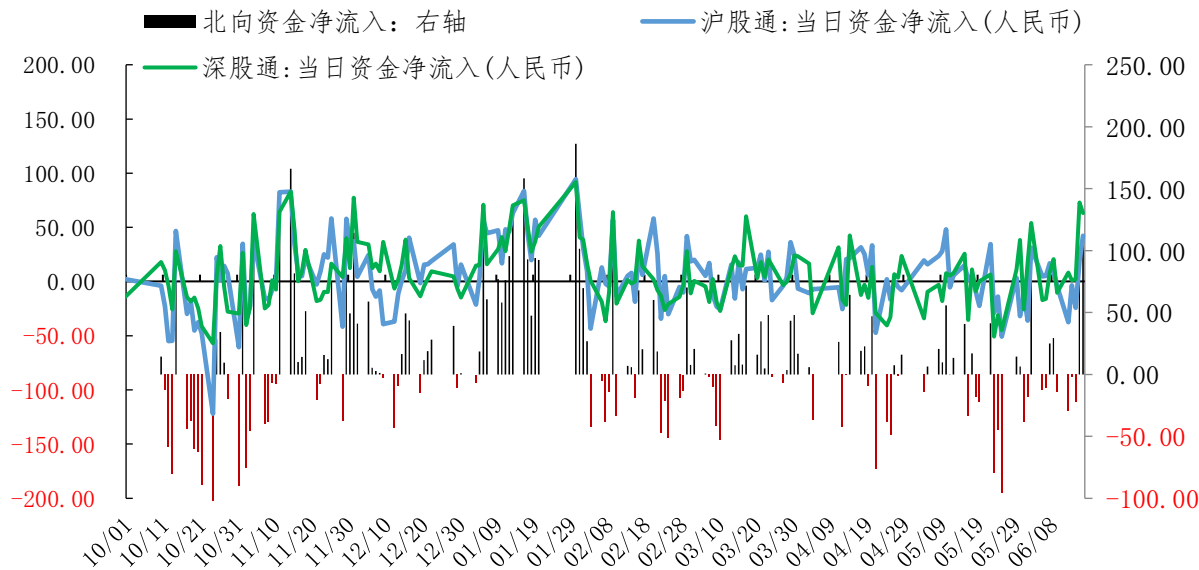
宏观逻辑—股市全线上扬，北向资金积极入市。

- 上一周，股市全线上扬，四大股指均大幅收涨，市场风险偏好抬升，外资积极回流入市；
- 股市投资风格分化不明显，成长型领涨，特别是创业板大幅上涨。

股票指数2023年内收益表现



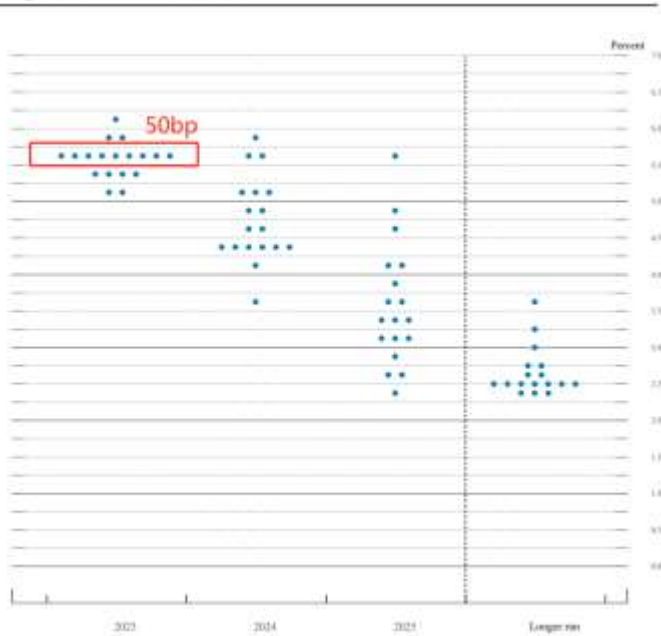
北向资金每日净流入额（单位：亿元）



美联储按下加息暂停键，未来是否再次加息仍有争议

北京时间6月15日凌晨，6月FOMC会议落下帷幕。与市场预期一致，美联储选择“按兵不动”，基准利率维持在5~5.25%。由于“暂停”加息在此次会议前已经是普遍共识，因此没有太多意外。相比之下，市场更关注的是7月和之后会议是否还会再度加息。相比会议前市场预期7月可能还有一次加息的预期，美联储更新的“点阵图”预计可能还会有两次加息（从3月5.125%上调至5.625%），是明显偏鹰的，美股因此一度明显回调，随后在鲍威尔略微缓和的新闻发布会发言提振下才收复失地。美联储会议声明表示此次暂停加息是希望有更多信息来监测已有紧缩政策滞后的效应。同时，美联储也大幅上调了对于年底的核心PCE和GDP增速的预测。

Figure 2: FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



我们认为，6月份大概率会暂停加息，5.25%很有可能是本轮加息周期的顶点，但不是终点。6月的FOMC会议，甚至不是Skip，而真的是No Change，市场所隐含的7月与9月的再次加息恐将破灭。美联储的官方政策目标在于稳定通胀和充分就业，在此基础上充当最后贷款人的角色去维护金融市场的稳定。

本轮加息周期，自2022年3月17日首次加息开始，连续加息10次，自0-0.25%加息到5-5.25%，幅度高达500bp，无论是加息的力度还是速度，都是几十年来少有的，核心诉求就是为了治理通胀。时至今日，通胀自去年6月见顶以来高位回落，虽然仍有在高位还有韧性，但更多体现在住房等滞后性指标上，有数据统计上的错位，大宗商品价格早已跌落，全球有些地区甚至还有通缩之忧。对于美联储而言，通胀虽仍关键，但重要性上还要兼顾就业和金融稳定的问题。劳动力的短缺支撑着当前就业市场的强劲，而高利率给金融市场所带来的压力早已显现，甚至愈演愈烈，上半年的各种欧美银行危机，相信也只是个序曲，不会就此结束。此外，美债上限问题虽然暂告一段落，但即将新发行的万亿国债，高利率所带来的高昂利息成本怕也是难以令人承受的。基于以上种种，美联储继续加息的压力可想而知，6月大概率不会加息。

再说为啥我觉得7月和9月可能也不会加息。那是不是要先思考一下，美联储为啥会再次加息？目前能想到的唯一原因，就是通胀再次大幅飙升，看一下去年7月以来的大宗商品价格，想想这一年来全球的经济状况，还有什么能支撑美国通胀再次大幅飙升的因素吗？我暂且想不到。。。反过来，美联储如果是Skip的话，鲍威尔所带来的信誉问题，就像是曾经的伯恩斯一般的摇摆反复，怕是致命的，而鲍威尔的榜样，甚至是所有美联储主席所仰慕的，应该都是曾经的通胀战士-沃尔克吧。而要学沃尔克，我想重要的不是他不断地加息，而是他的坚持，他对美联储独立性的坚持，对货币政策连续性的坚持。

央行“预降息”，开启新一轮政策预期

2023年6月13日，央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，6月13日以利率招标方式开展20亿元7天期逆回购操作，中标利率1.9%，上次为2.0%。Wind数据显示，当日20亿元逆回购到期，因此当日完全对冲到期量。

我们认为，7天期逆回购操作利率OMO是短端政策利率，受此影响，本周四的MLF利率和20日的LPR利率大概率也会调降，这也是为啥说OMO的下调是“预降息”，当下市场真正期待的还是贷款利率的下降，指的是LPR，而LPR是与MLF利率挂钩的，但OMO短端利率的下调会影响MLF。同时，本次OMO利率为时隔近10个月来的首次调降，前段时间，伴随着各家银行集中下调存款利率，叠加此次逆回购中标利率的下调，MLF利率调降的预期也随之进一步升高。6月9日，中国人民银行行长易纲日前赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作。易纲表示，人民银行将按照党中央、国务院决策部署，继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。这一系列的操作，意味着政策性降息的开启，更有望拉开本轮政策措施的序幕，市场期待已久的“政策底”显现。



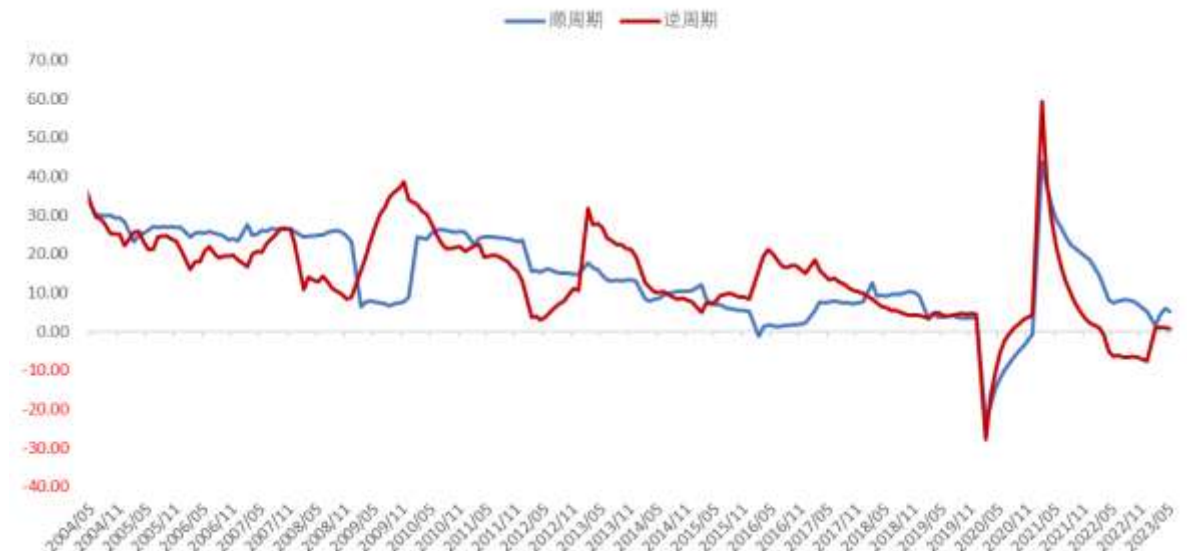
五月经济数据全线转弱，市场重回强预期弱现实风格

5月经济数据全线转弱，央行降息扭转悲观情绪，资本市场重回“弱现实强预期”。5月数据的“差”如期而至，三驾马车全都熄火，内需难振外需转弱，消费降温投资趋冷，地产投资失速再起，物价疲软PPI再创新低，货币供需双弱，失业率居高不下。投资对经济拉动的关键性作用有心无力，基建虽探底回升，制造业却进一步降速，地产投资加速下行，尤其是房屋新开工面积：累计同比-22.6%跌幅加剧，潜藏的亮点是房屋竣工面积累计同比19.6%保持高速增长势头，商品房销售额：住宅：累计同比涨幅略微扩大，地产对经济的拖累依旧，特别是新开工增速所表征的房产对于信用的派生作用受到抑制，这也是社融增速难振的重要原因。消费对经济增长的基础性拉动作用开始拐头，5月份，社会消费品零售总额37803亿元，同比增长12.7%，比上月回落5.7个百分点，不及市场预期的13.6%；此外，出口增速开始转负，让上半年来稍显好于预期的仅存硕果跌落神坛，加上全球经济衰退的阴霾仍旧笼罩，凸显出中国经济全面下行弱现实。最后，5.2%的城镇调查失业率与上月持平，但高于市场预期的5.1%，16-24岁的劳动力调查失业率仍然高达20.8%，青年人就业压力不断加大。

冠通点评：

当前市场在美联储暂停加息落地，中国降息开启稳增长序幕，国内资本市场重回“弱现实强预期”的风格。从近一周的期货市场走势来看，国内经济现实的差已然price in在资产价格中，美联储加息的达摩利斯之刃暂且抬起，一段时间内外部利空缓解，国内对更多政策的预期，当下相对处于低位的商品，国内投资所面临的“资产荒”，很有可能刺激风险偏好高的资金入市“抄底”，继而带来阶段性的超跌反弹行情，而这种行情无关基本面，更多是在情绪和技术面上的反应。对于商品期货而言，那些处在价格的绝对低位，持仓量与成交量异常，基差偏高的品种，诸如尿素、纯碱等，需要引起投资者的关注。

顺周期与逆周期指标联袂转弱，刺激政策转向，加大逆周期调节力度。



本周关注

1. 6月19日09:00, 上期所氧化铝期货上市交易, 交易保证金为合约价值的9%; 涨跌停板幅度为 $\pm 7\%$, 首日涨跌停板幅度为其2倍; 期货挂牌合约A02311、A02312、A02401、A02402、A02403、A02404、A02405、A02406, 挂牌基准价为2665元/吨。
2. 6月19日, 因六月节假日, CME旗下贵金属、美国原油期货合约交易提前于北京时间20日03:30结束; ICE旗下布伦特原油期货合约交易提前于北京时间20日01:30结束; 美国ICE原糖、棉花、CBOT农产品交易休市一日。
3. 6月20日09:15, 中国公布至6月20日一年期、五年期贷款市场报价利率。中国央行6月15日发布公告称, 中期借贷便利(MLF)操作中标利率较上月下行10个基点。市场人士预计, 6月MLF操作中标利率下调后, 将带动贷款市场报价利率(LPR)跟进下调。
4. 6月20日18:00, 国际铝业协会(IAI)公布5月全球和中国原铝产量数据。4月份全球原铝产量为562.8万吨; 4月中国原铝产量为331.5万吨。
5. 6月20日待定, ITS/AMSPEC/SGS公布马来西亚6月1-20日棕榈油出口数据。6月21日待定, SPPOMA公布马来西亚6月1-20日棕榈油产量预估。高频数据显示马棕油6月1-15日出口和产量环比减少, 但得益于天气形势的不确定及周边市场的大涨行情, 内外盘棕榈油纷纷走高。分析师称, 今年厄尔尼诺天气发生概率较高, 棕榈油供给端存在着不确定性, 叠加地缘政治问题也可能造成供给阶段性扰动。
6. 6月21日04:00, USDA公布农作物生长报告。截至6月13日当周, 约51%的美国大豆种植区域受到干旱影响, 而此前一周为39%。分析师称, 油脂油料已进入北半球油籽天气市阶段, 外盘成本端表现主导国内油粕走势。
7. 6月21日22:00, 美联储主席鲍威尔出席众议院金融服务委员会听证会。6月22日22:00, 美联储主席鲍威尔出席参议院银行委员会听证会。此前鲍威尔表示, 美联储官员尚未决定是否在7月加息, 但他一度将周四维持利率稳定的决定称为“跳过”(Skip)。而几位分析师表示, 他们认为这无意中透露出鲍威尔倾向于下个月加息。
8. 6月21日21:00, 因端午节假期, 上期所、大商所、郑商所不进行夜盘交易。6月22日-25日, 上期所、大商所、郑商所、中金所、广期所、上金所休市。6月26日(星期一)起照常开市。
9. 6月22日20:30, 美国公布至6月17日当周初请失业金人数。美国至6月10日当周初请失业金人数录得26.2万人, 强于市场预期。有机构称, 初请失业金人数强于预期, 部分原因是明尼苏达州最近的政策变化, 使得非教学教育人员有资格在暑假期间领取州失业救济金, 暗示了就业市场有所走软。
10. 6月23日17:15, 2025年FOMC票委、圣路易斯联储主席布拉德将在爱尔兰央行会议上发表讲话。此前他表示, 当前的紧缩周期是“某种程度上向货币政策正常化的回归, 根据数据适当地上调或下调利率, 且他认为美联储应该再加息两次。

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

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