



冠通期货  
Guantong Futures

慎初笃行百冠  通底得人则通

# 宏观与大宗商品周报

冠通期货 研究咨询部 王静

执业资格证书编号: F0235424/Z0000771

2024年5月6日

## 核心观点

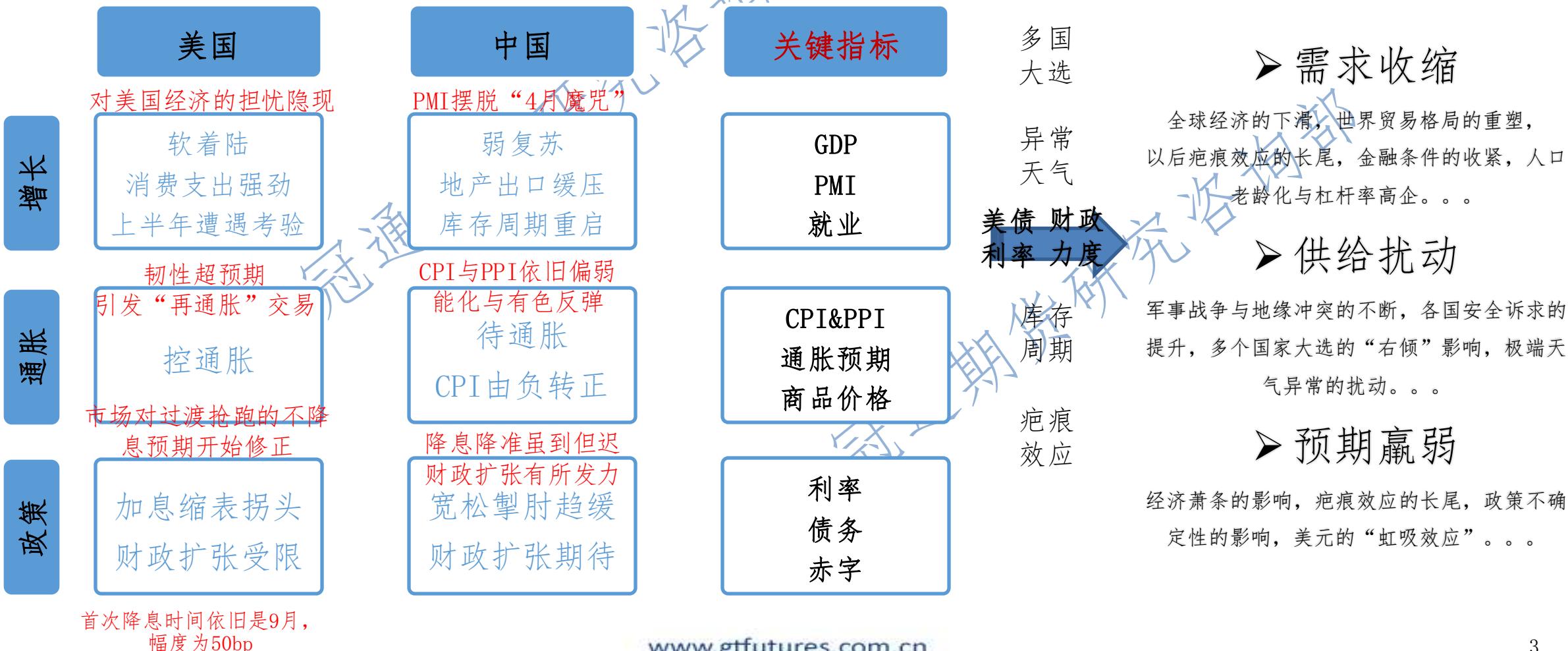
五一当周，全球资本市场风险偏好有所抬升，恐慌指数VIX大幅回落，接连爆冷的美国经济数据，令市场对过渡抢跑的美联储不降息预期进行调整，美债利率与美元联袂高位回落，风险资产的压力略有缓解而抬升，人民币资产的吸引力显现。全球股市多数收涨，A股与港股的涨幅居前，主要大宗商品涨跌互现多数承压，农强工弱的格局，BDI大幅上扬。

国内债市全线回落、股指迎来普涨，商品涨跌互现多数承压下行；四大股指全线收涨，中证1000与中证500涨幅居前，股市风险偏明显回暖，价值型风格表现不及成长型风格；国内商品涨跌互现多数承压下行，wind商品指数周涨跌幅为-2.31%。有色板块延续涨势，虽然涨幅收窄仍以0.72%的涨幅逆势领涨国内商品，油脂油料板块勉强收涨；非金属建材板块以-5.27%的涨跌幅领跌，化工与煤焦钢矿板块均跌超-2%紧随其后，其他商品大类板块呈现普跌格局。

五一当周，商品-股票的收益差走势平稳，股市相对于商品的资金跷跷板效应不甚明显，不过伴随着外资对于人民币资产的兴趣抬升，国内股市的人气日渐热络，“再通胀交易”所带来的商品-股票收益差快速走扩的趋势遭遇抑制，有见顶回落的迹象。与此同时，商品内部的分化则在节前开始模糊化，内弱外强的风格特征不再那么明显。

劳动节前的中国PMI数据摆脱“4月魔咒”，假期中美国的就业与PMI数据则接连爆冷，令投资者对于美国经济的太过乐观有所警惕，更加开始对过渡抢跑的不降息预期进行调整。再通胀交易的基础可能遭遇挑战，中美经济共振扩张所带动的全球经济复苏的进程也许会遭遇波折，但美强中弱的轮转在资本市场上已然开启。

# 2024年宏观经济—美强中弱的轮转，资产的波动与分化



# 2024年宏观经济的逻辑主线--持续更新

## 美债利率的走向—高位回落

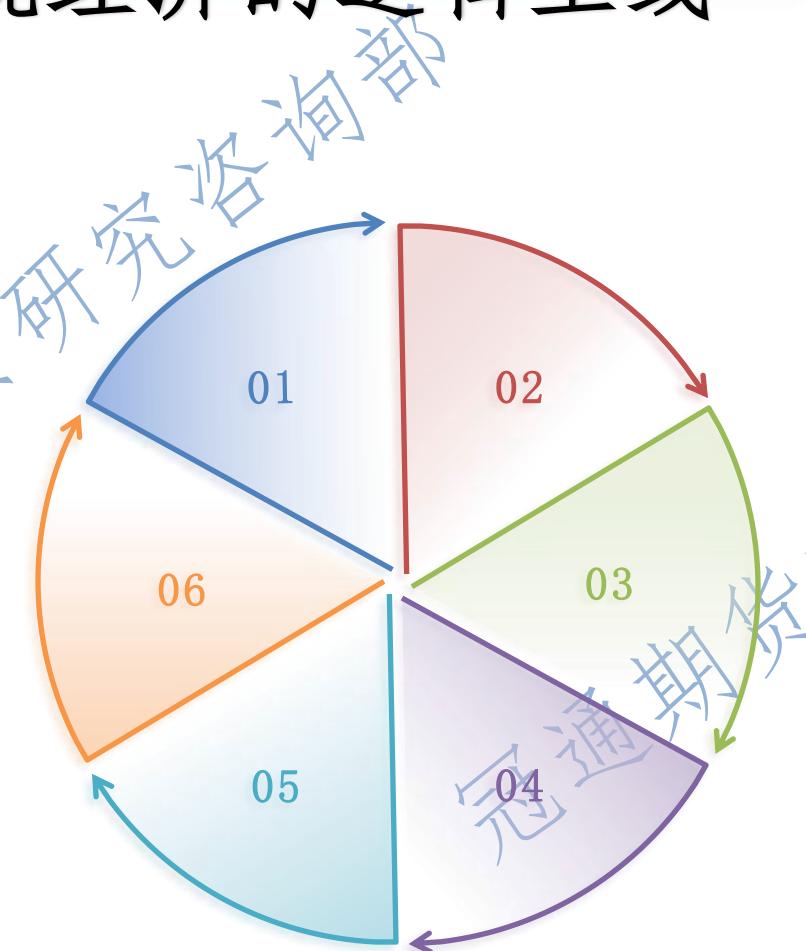
- 不降息预期修正，美债利率高位回落；
- 实际利率与金价联袂拐头下行；
- 通胀预期冲高回落，“再通胀交易”遭遇考验；
- 中美利差触底回升，美元高位回落，人民币汇率走势坚挺；
- 市场预期9月开始降息，降息幅度为50bp

## 库存周期的轮转

关注中美库存周期的拐点来临；  
中美库存周期连续两个月共振上行；  
地产长周期的压制之下，  
本轮库存周期强度相对有限。  
是当前预期全球经济复苏、  
“再通胀交易”的基础。

## 疫情的长尾效应

投资风险偏好的下降；  
消费倾向偏好的调整；  
疫情加速了中国的老龄化进程；  
安全性资产的追逐，黄金的飙升。



## 财政政策的强弱

美国财政力度的减弱，  
中国财政的以进促稳。  
超长期国债的加紧落实

## 世界多国的大选

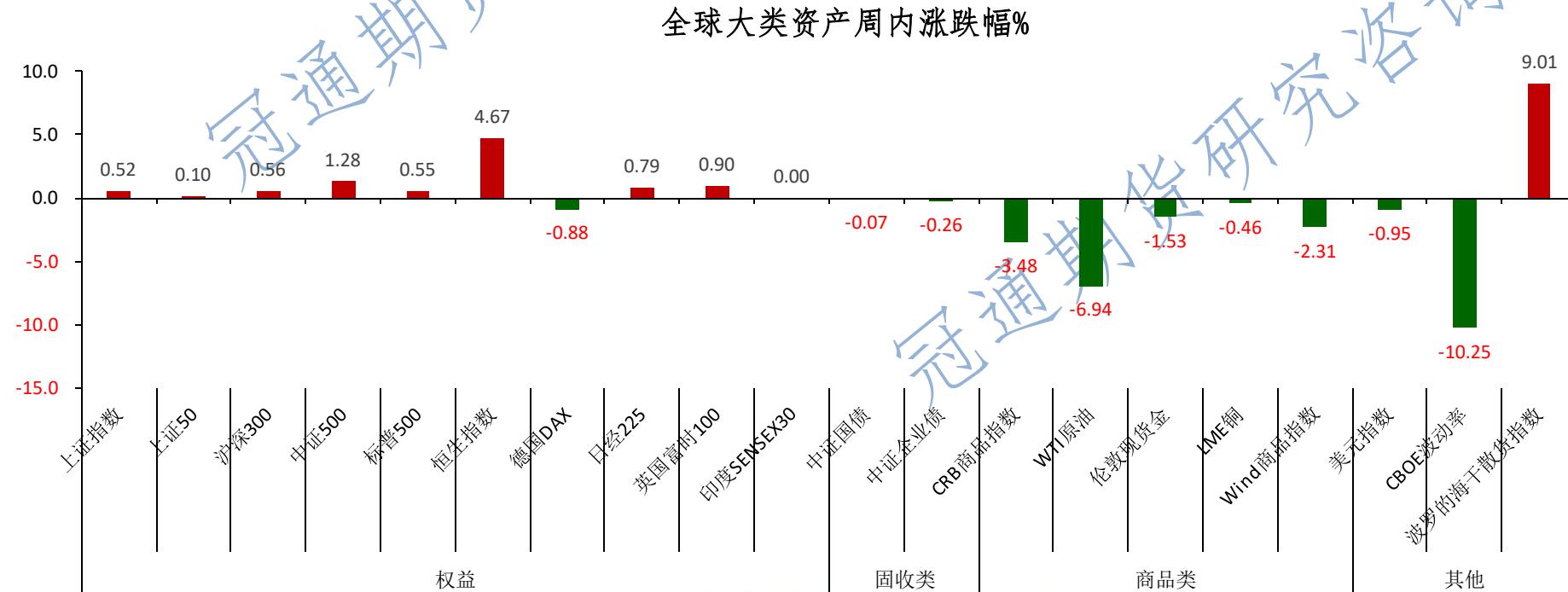
台湾赖清德当选，台海局势的隐忧长存；  
普京确定大选连任，俄罗斯恐怖袭击  
印度选举开启  
美国大选—高校的学运活动  
中东问题的复杂化与反复  
国际金价与油价的大幅回落。。。

## 异常天气的扰动

厄尔尼诺现象引发全球关注  
厄尔尼诺之后的拉尼娜，  
年内日本、台湾等地区的大地震，  
5月5日的太阳强耀斑

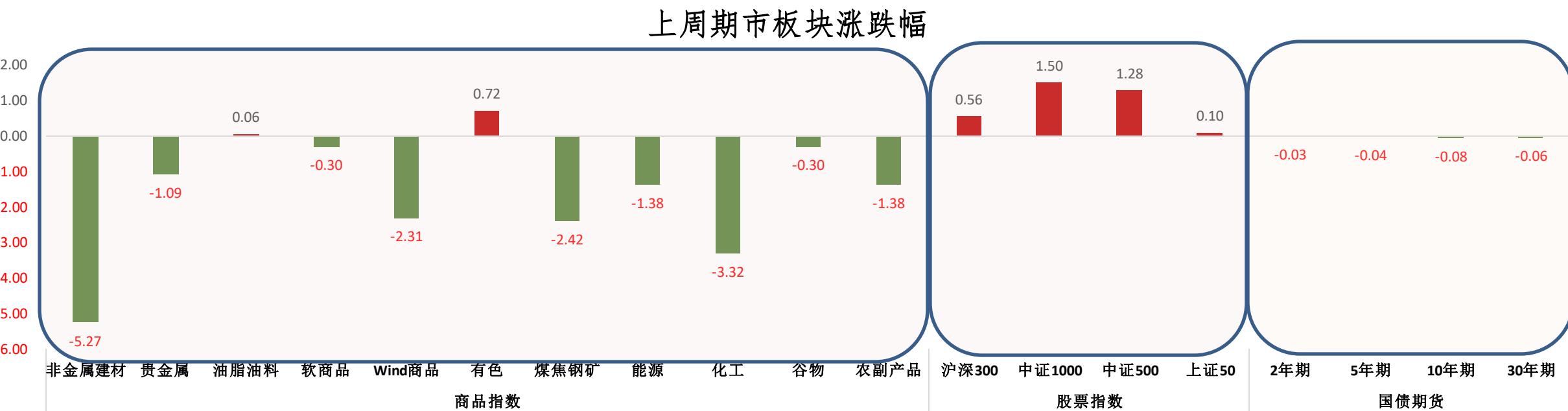
## 大类资产

五一当周，全球资本市场风险偏好有所抬升，恐慌指数VIX大幅回落，接连爆冷的美国经济数据，令市场对过渡抢跑的美联储不降息预期进行调整，美债利率与美元联袂高位回落，风险资产的压力略有缓解而抬升，人民币资产的吸引力显现。全球股市多数收涨，A股与港股的涨幅居前，主要大宗商品涨跌互现多数承压，农强工弱的格局，BDI大幅上扬。



## 板块速递

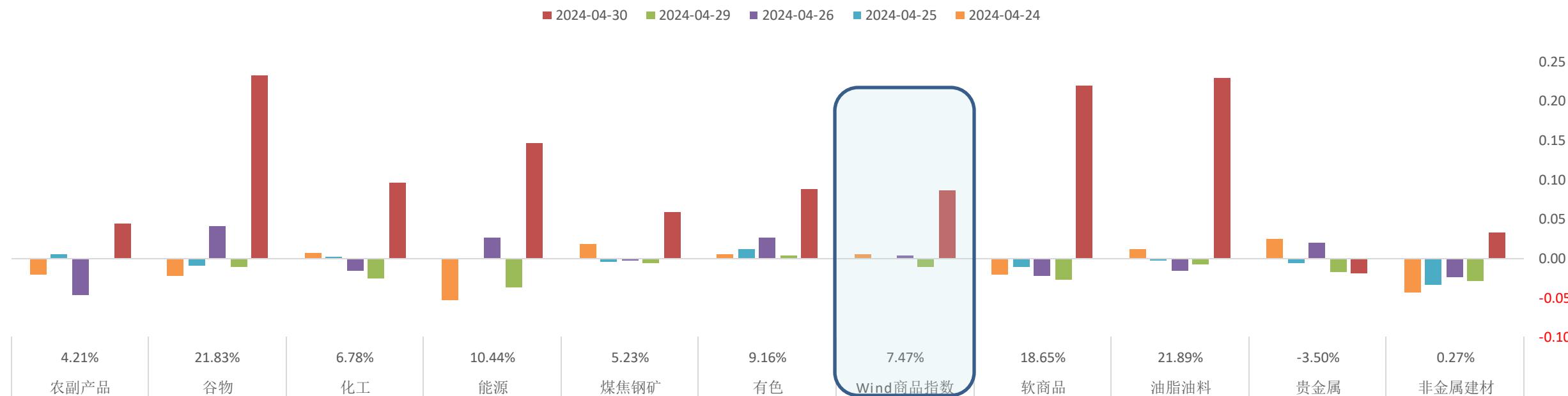
- 国内债市全线回落、股指迎来普涨，商品涨跌互现多数承压下行；
- 四大股指全线收涨，中证1000与中证500涨幅居前，股市风险偏明显回暖，价值型风格表现不及成长型风格；
- 国内商品涨跌互现多数承压下行，wind商品指数周涨跌幅为-2.31%。有色板块延续涨势，虽然涨幅收窄仍以0.72%的涨幅逆势领涨国内商品，油脂油料板块勉强收涨；非金属建材板块以-5.27%的涨跌幅领跌，化工与煤焦钢矿板块均跌超-2%紧随其后，其他商品大类板块呈现普跌格局。



## 资金流向

五一节前一周，商品期货市场因为交易所提保等原因，资金整体依旧流入；  
资金流入板块上，油脂油料、谷物、软商品与能源、有色板块的资金大幅流入值得关注；  
资金流出的板块上，贵金属板块资金流出相对明显。

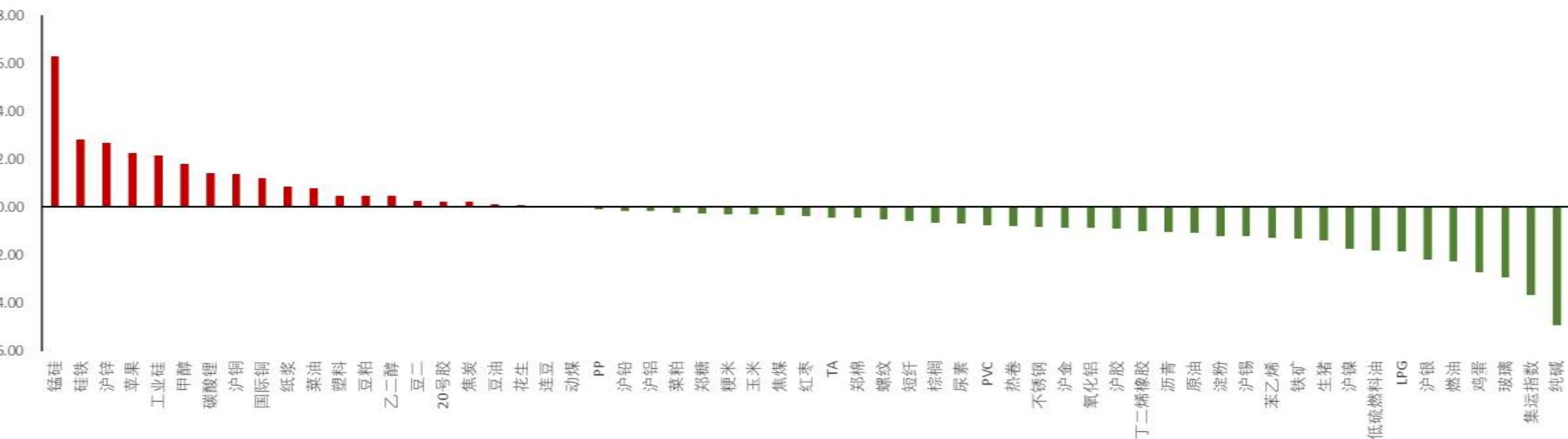
近一周商品期货板块资金变动率 (%)



## 品种表现

近一周，国内主要商品期货涨跌互现，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**锰硅、硅铁与沪锌**；跌幅居前的商品期货品种为**纯碱、集运指数与玻璃**。

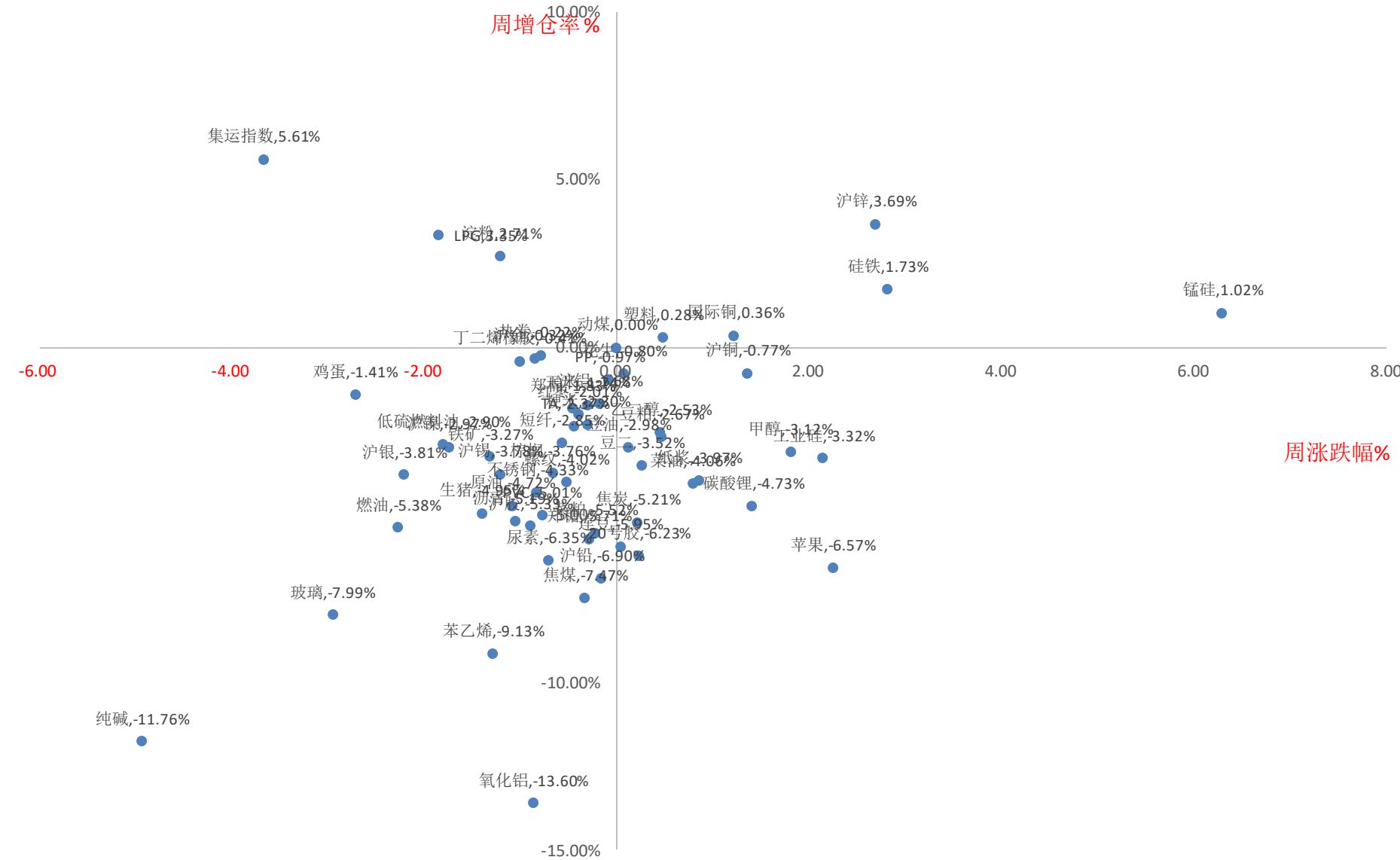
上周商品期货品种涨跌幅 (%)



## 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很少，值得关注的是沪锌、硅铁和锰硅；
  - 出现明显增仓下行的商品期货品种不多，值得关注的是集运指数、LPG和淀粉。
  - 值得重点关注！

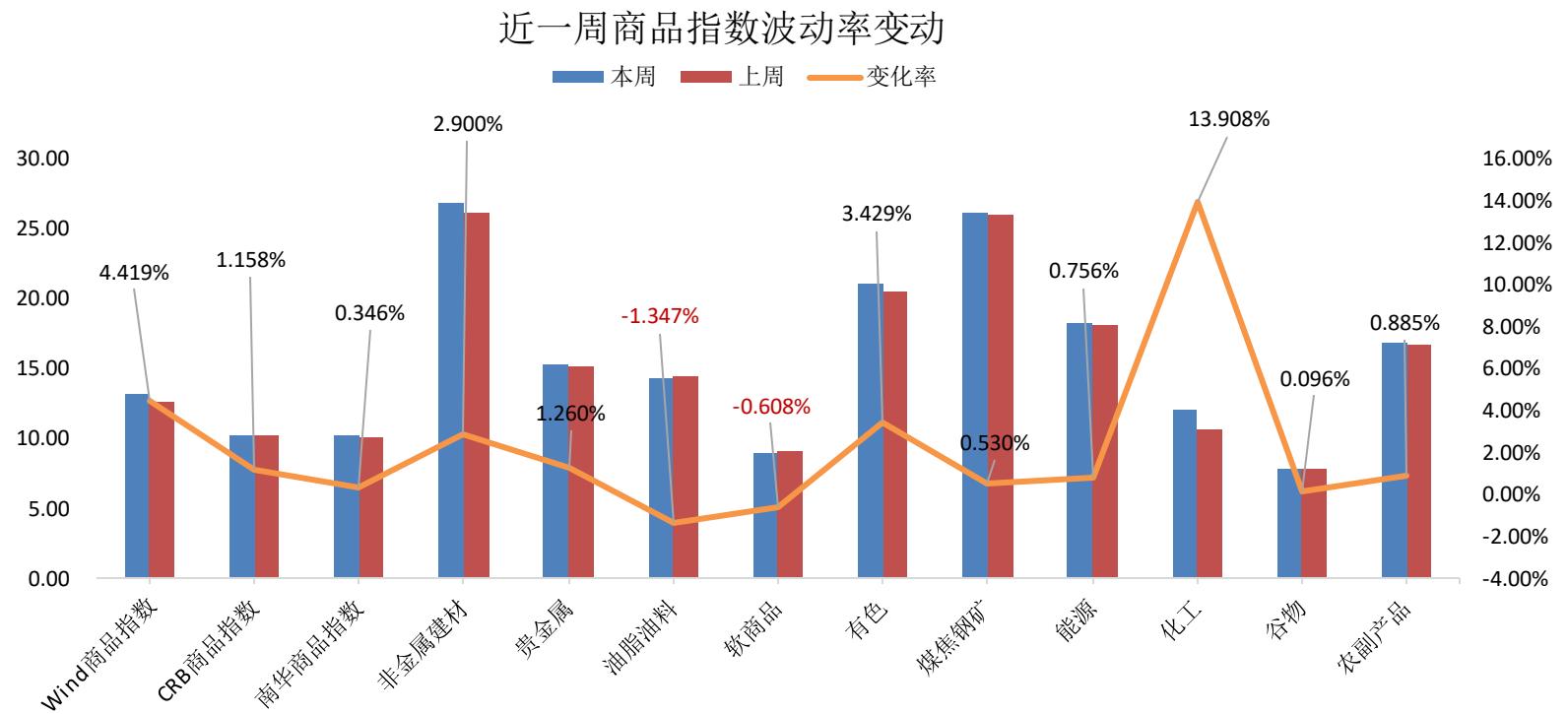


注：数据均来源于Wind、冠通研究

## 波动特征

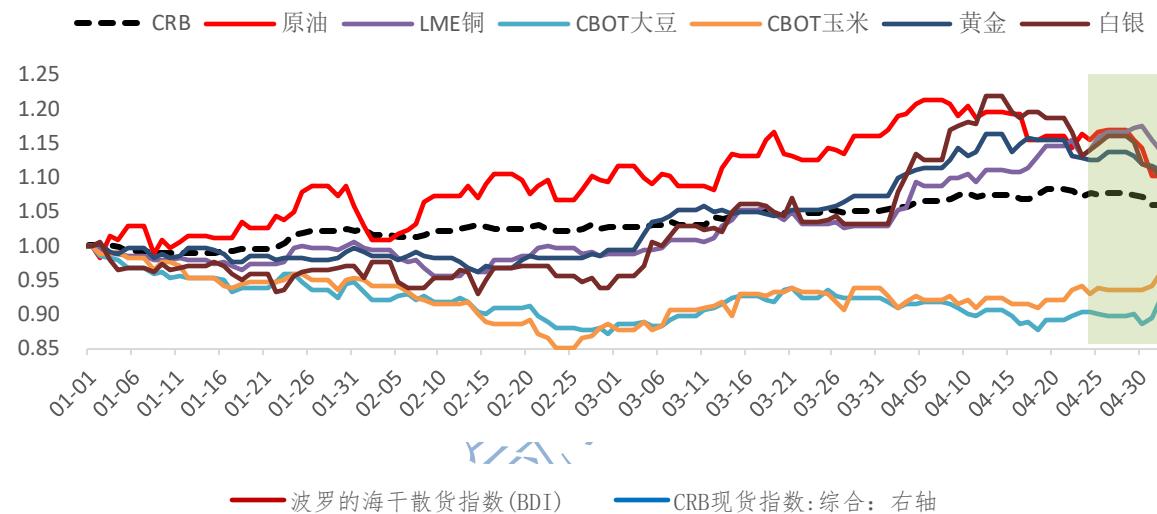
上周，国际CRB商品指数波动率小幅上升，国内的wind商品指数明显升波，南华商品指数小幅升波；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数上升表现分化，有色与化工板块升波明显；降波幅度较大的板块是油脂油料和软商品板块。

大波动

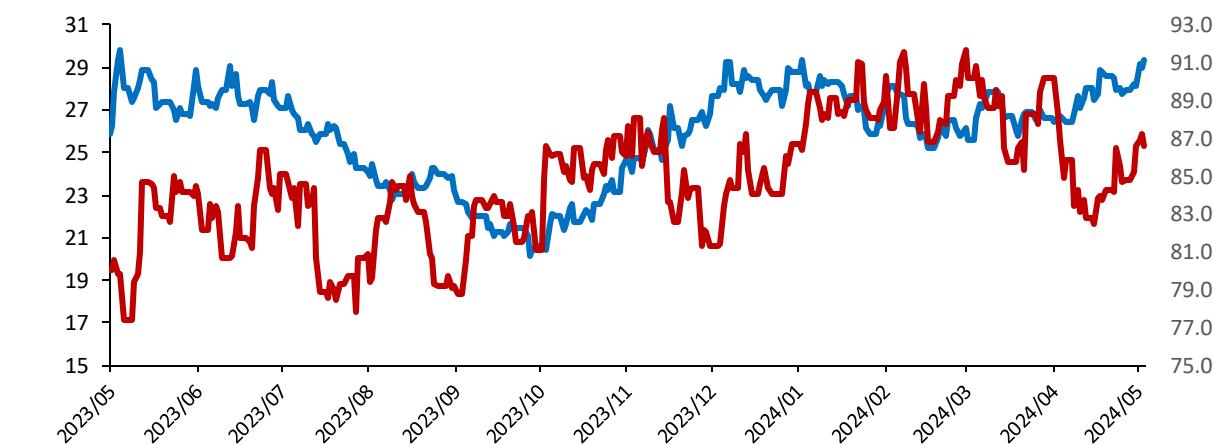
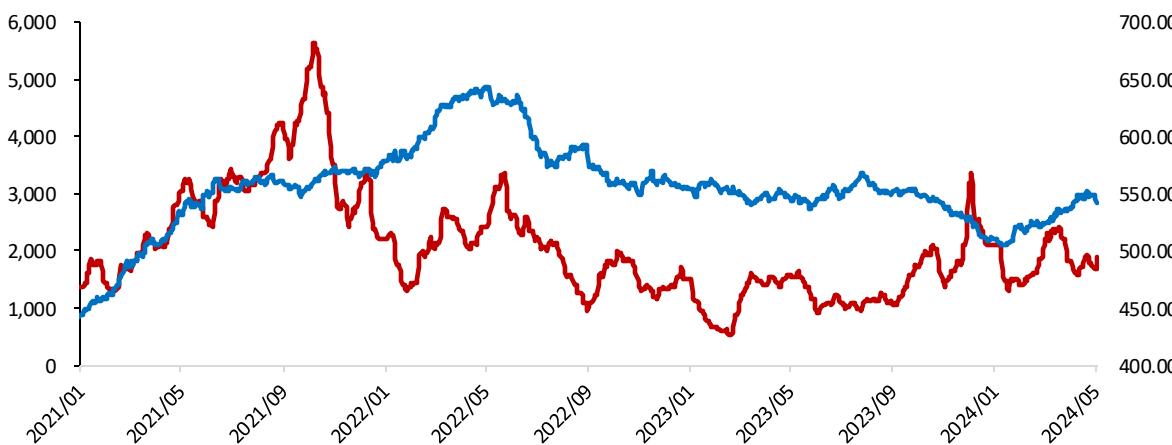
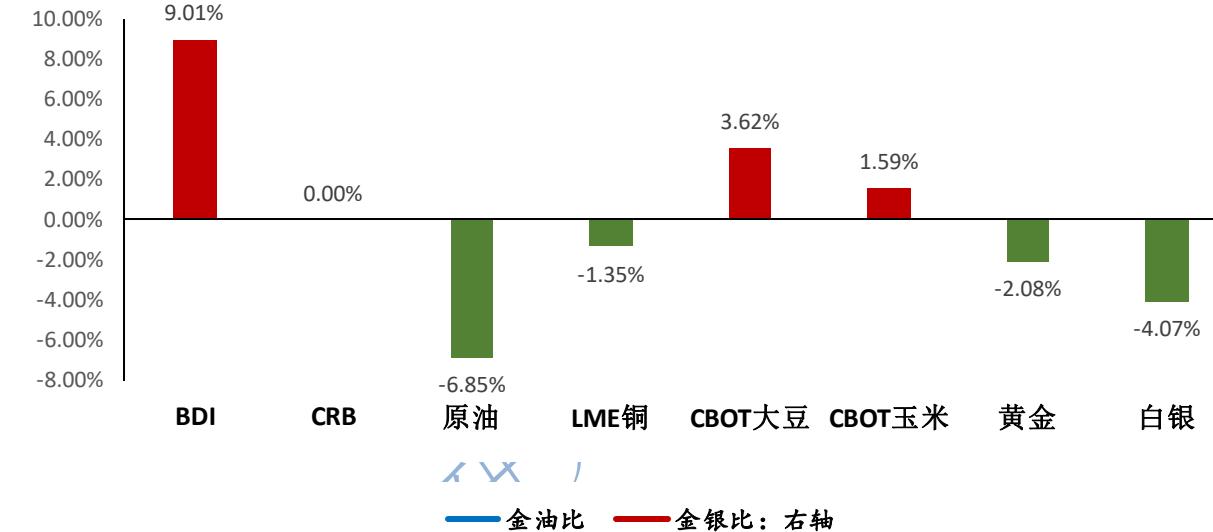


数据追踪—国际大宗商品多数收跌，BDI大涨，大豆玉米上扬，原油与贵金属高位回落，金银比高位回落，金油比上扬。

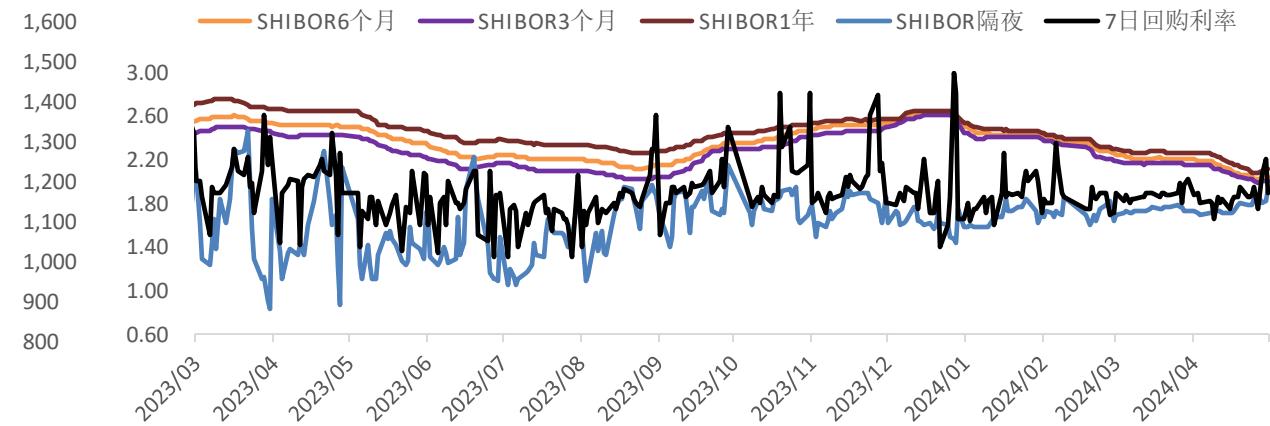
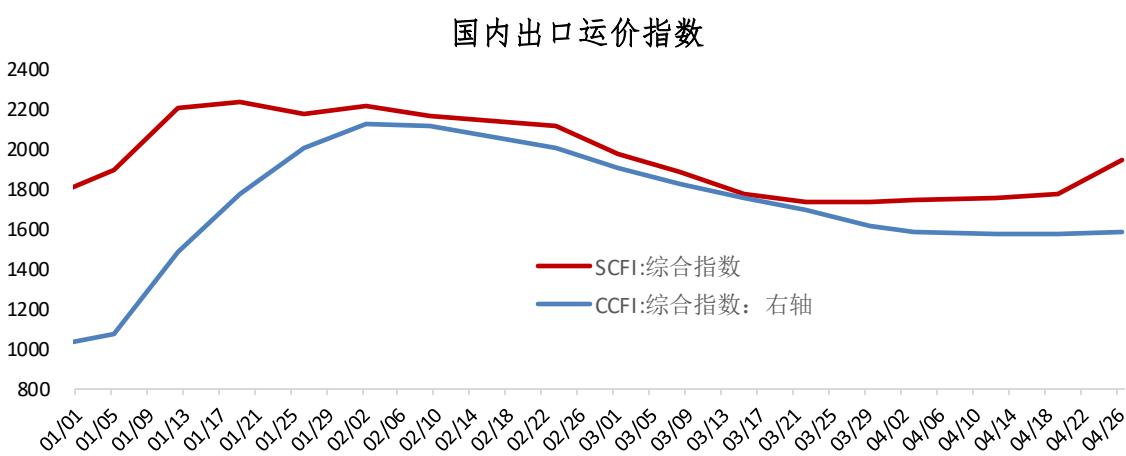
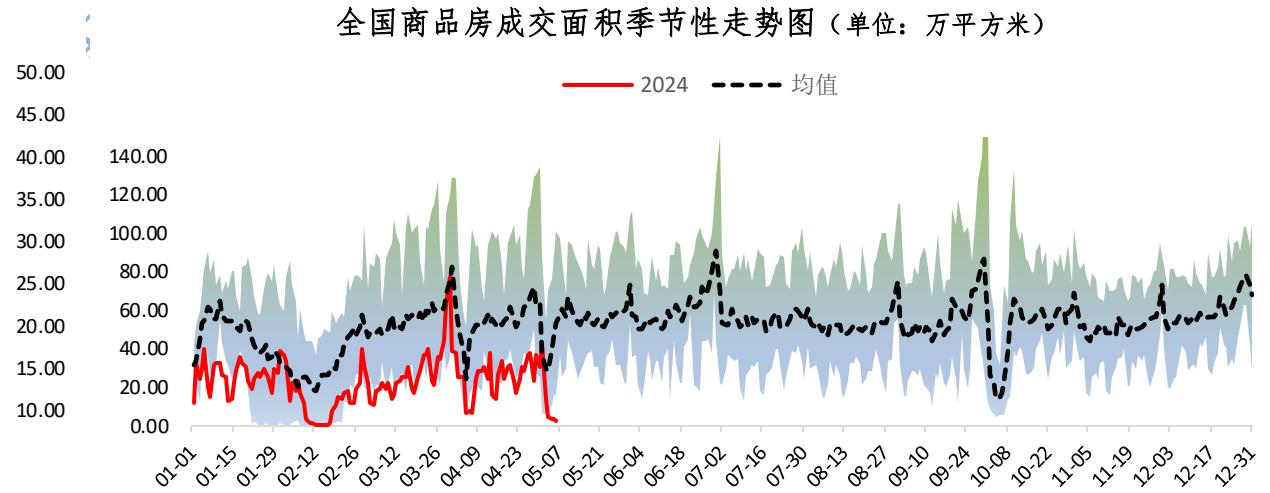
国际主要大宗商品2024年内收益表现



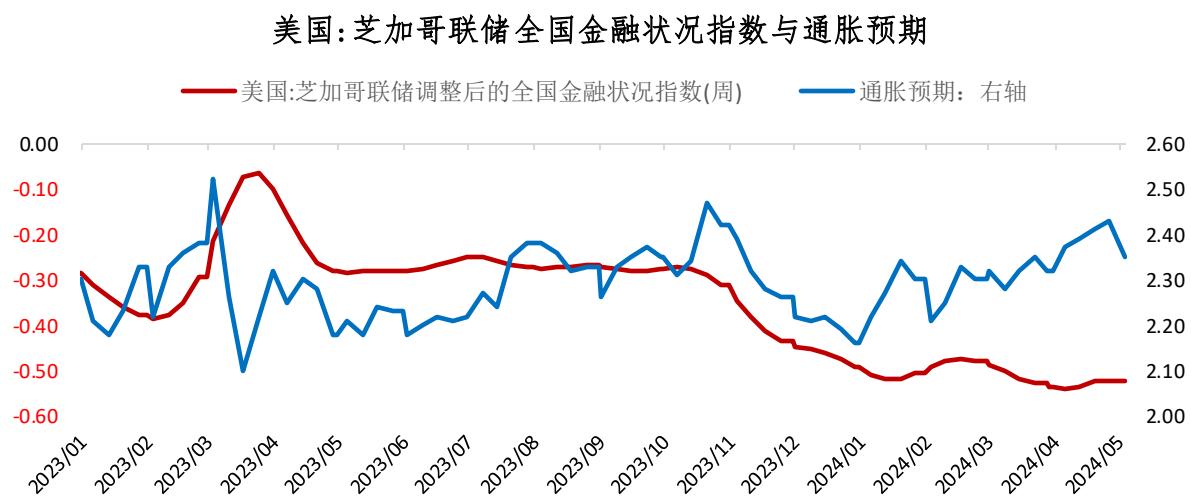
近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



## 数据追踪——地产销售假期跌入冰点，运价延续分化，沥青开工重回跌势，短期资金利率季节性抬升



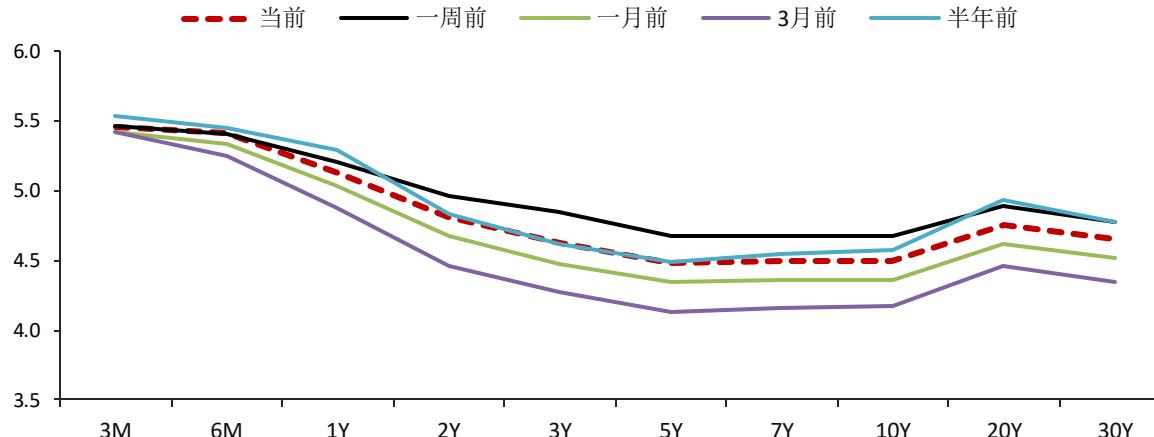
## 数据追踪——美债利率高位回落，中美利差触底回升，通胀预期转而下行，金融条件宽松，美元高位下挫，人民币汇率走势坚挺



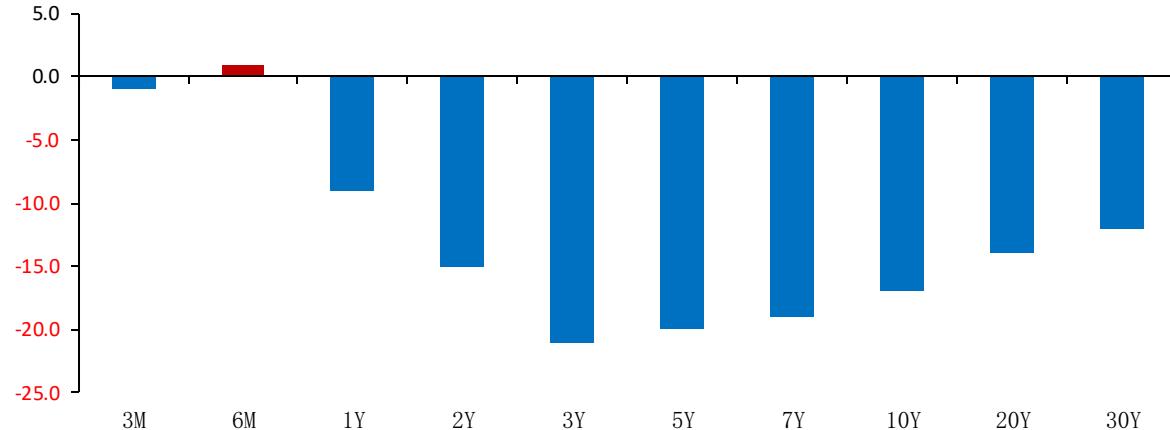
注：数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑—美债收益率高位回落，期限结构牛陡，期限利差冲高回落，实际利率与国际金价联袂拐头下行。

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



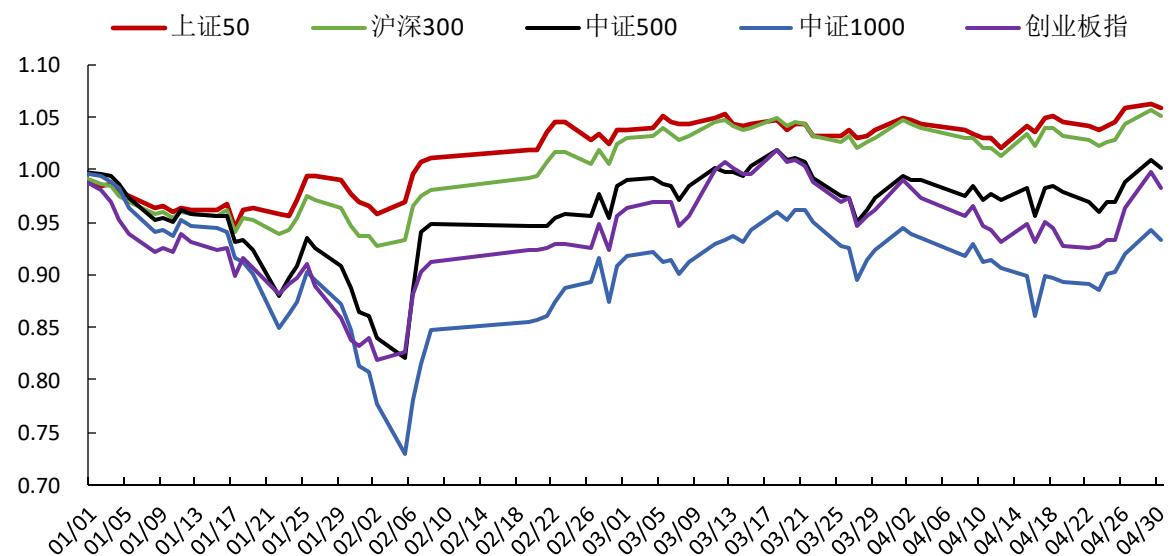
**宏观逻辑**——五一当周，全球资本市场风险偏好有所抬升，恐慌指数VIX大幅回落，接连爆冷的美国经济数据，令市场对过度抢跑的美联储不降息预期进行调整，美债利率与美元联袂高位回落，风险资产的压力略有缓解而抬升，人民币资产的吸引力显现。全球股市多数收涨，A股与港股的涨幅居前，主要大宗商品涨跌互现多数承压，农强工弱的格局，BDI大幅上扬。劳动节前的中国PMI数据摆脱“4月魔咒”，假期中美国的就业与PMI数据则接连爆冷，令投资者对于美国经济的太过乐观有所警惕，更加开始对过度抢跑的不降息预期进行调整。再通胀交易的基础可能遭遇挑战，中美经济共振扩张所带动的全球经济复苏的进程也许会遭遇波折，但美强中弱的轮转在资本市场上已然开启。



## 宏观逻辑—股市一周冲高回落，北向资金大幅流入。

- 上一周，股市一周冲高回落，北向资金先进后出；
- 股指全线收涨，中证1000与中证500涨幅居前，股市风险偏明显回暖，价值型风格表现不及成长型风格。
- 2024年4月12日，沪深港交易所宣布同步调整沪深港通交易信息披露机制，不再披露北向资金实时数据，预计一个月后实施。

股票指数2024年内收益表现

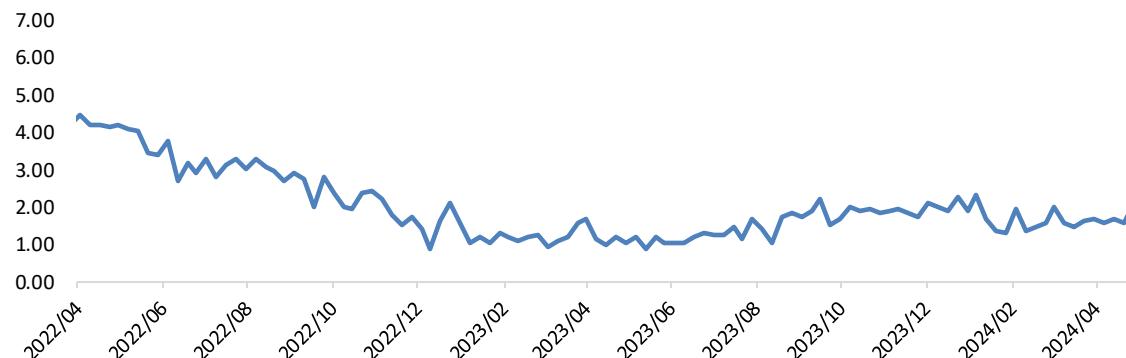


北向资金每日净流入额 (单位: 亿元)

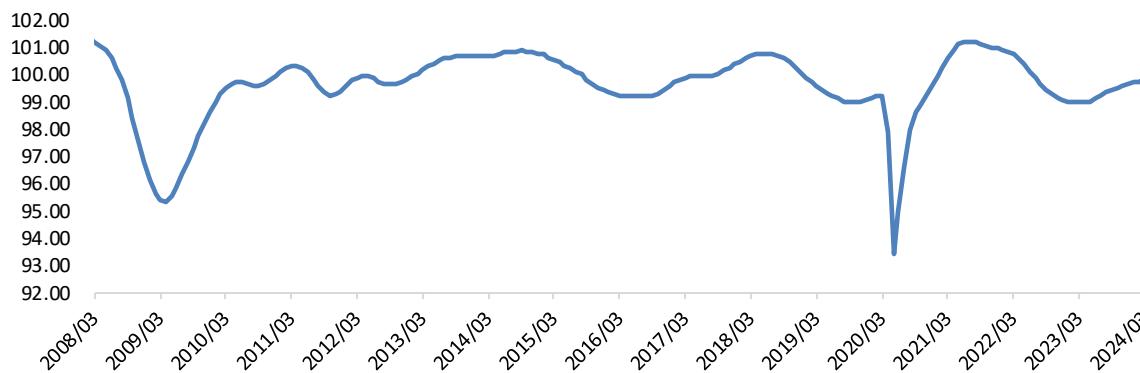


宏观逻辑一个别美国高频“衰退指标”有所反复，投资者对美国经济前景的乐观预期有点over price-in了。

美国:周度经济指数走势图



OECD综合领先指标:美国



注：数据均来源于Wind、冠通研究

美国:芝加哥联储全国活动指数(3个月移动平均)走势图



美债10Y-3M利差走势图



# 市场对于美联储的过渡抢跑的不降息预期开始出现调整

五一节后，市场对于美联储过渡抢跑的不降息预期开始出现调整，爆冷的非农就业数据成为催化剂。CME Fedwatch工具最新数据显示，投资者更多押注美联储从9月才开始降息，且降息的概率较一个月前有所增强。此外，对于年内降息的幅度有所扩大，当前市场隐含的主流预期最新数据为：2024年内降息50bp到4.75-5%，概率为36.5%，不过依旧低于美联储3月的点阵图预估的年内降息75BP。

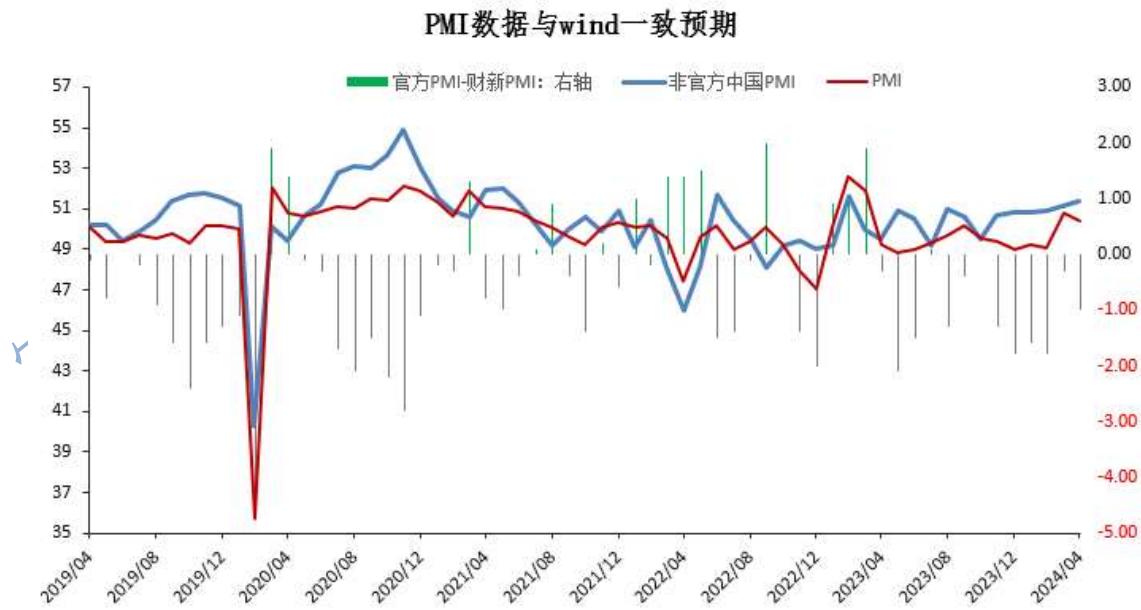
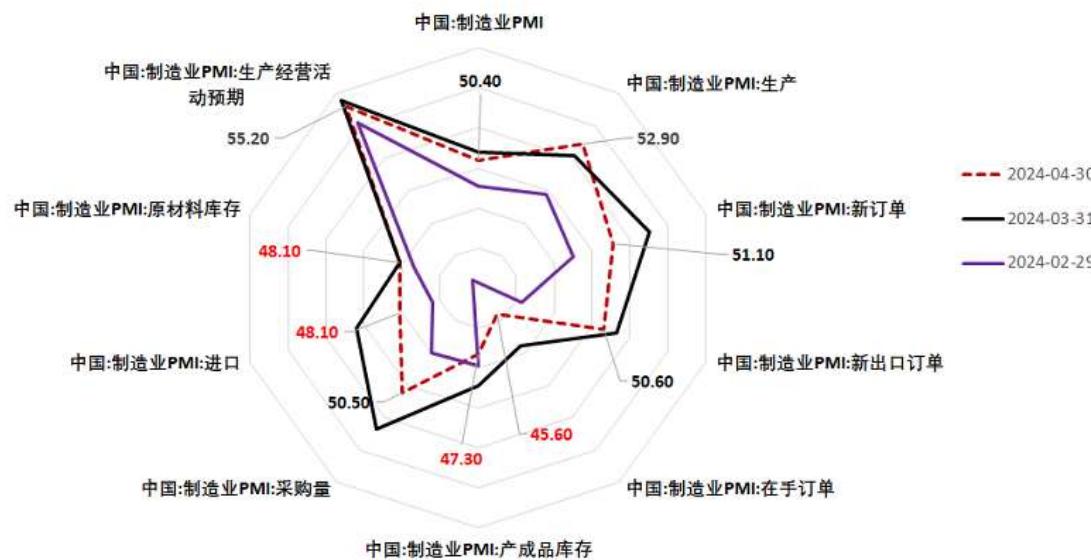


CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	91.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.4%	48.8%	32.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.3%	29.2%	42.7%	20.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	4.2%	19.2%	36.5%	30.6%	9.3%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.0%	10.8%	26.9%	33.9%	21.2%	5.2%
2025/3/19	0.1%	1.1%	6.6%	19.3%	30.6%	27.2%	12.7%	2.5%
2025/4/30	0.5%	3.2%	11.5%	23.6%	29.3%	21.7%	8.8%	1.5%

CME FEDWATCH TOOL - CUMULATIVE MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12	0.00%	0.00%	0.00%	8.36%	91.64%
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.00%	37.30%	62.70%
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	87.30%	12.70%
2024/11/7	0.00%	0.00%	24.83%	75.17%	0.00%
2024/12/18	0.00%	0.00%	79.01%	20.99%	0.00%
2025/1/29	0.00%	23.30%	76.70%	0.00%	0.00%
2025/3/19	0.00%	76.02%	23.98%	0.00%	0.00%
2025/4/30	14.30%	85.70%	0.00%	0.00%	0.00%

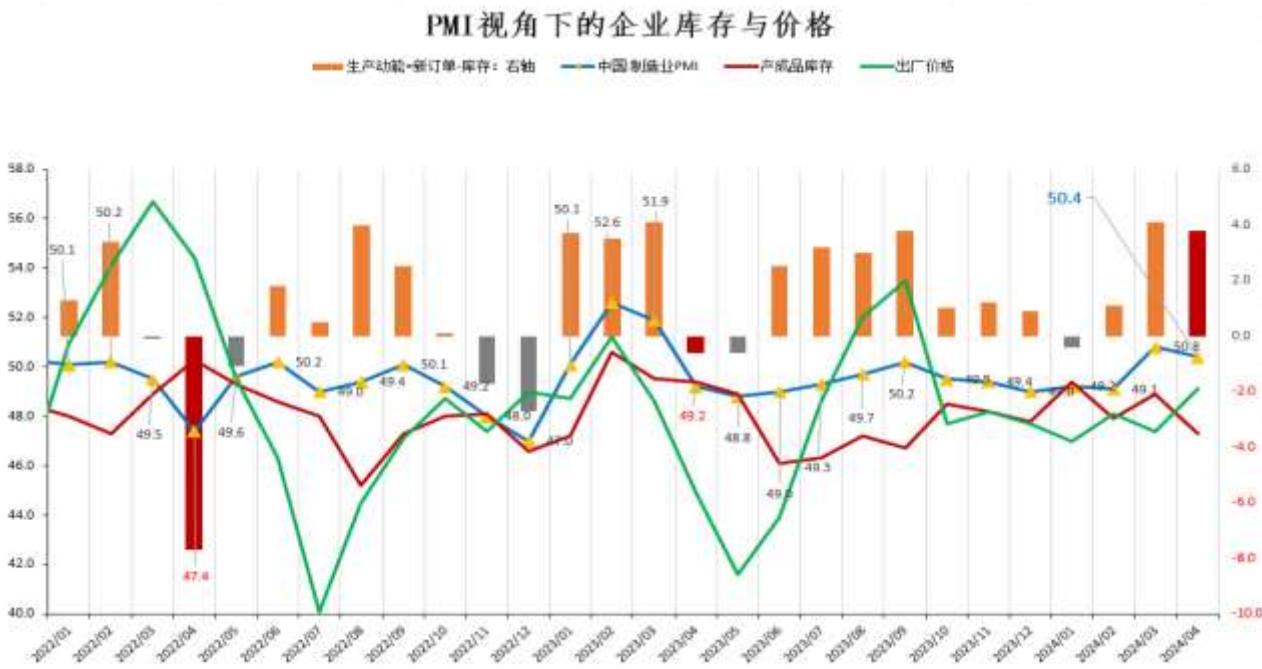
## 中国4月PMI数据-制造业景气度连续两个月扩张

4月30日，国家统计局数据显示，4月份，制造业采购经理指数（PMI）为50.4%，比上月下降0.4个百分点，连续两个月位于扩张区间，制造业继续保持恢复发展态势。非制造业商务活动指数为51.2%，比上月下降1.8个百分点，仍高于临界点，表明非制造业延续扩张态势。综合PMI产出指数为51.7%，比上月下降1.0个百分点，继续高于临界点，表明我国企业生产经营活动持续扩张。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。生产指数为52.9%，比上月上升0.7个百分点，表明制造业企业生产活动继续加快。新订单指数为51.1%，比上月下降1.9个百分点，继续高于临界点，表明制造业市场需求保持恢复。原材料库存指数为48.1%，与上月持平，低于临界点，表明制造业主要原材料库存量继续减少。从业人员指数为48.0%，比上月下降0.1个百分点，表明制造业企业用工景气度略有回落。供应商配送时间指数为50.4%，比上月下降0.2个百分点，仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。特别值得一提的是，今天同时公布的财新PMI也相当靓丽，4月财新中国制造业PMI为51.4，前值51.1，再度创2023年3月来新高，反映制造业生产经营活动继续加快扩张。



# 中国PMI数据走出“4月魔咒”，市场情绪可以更加乐观

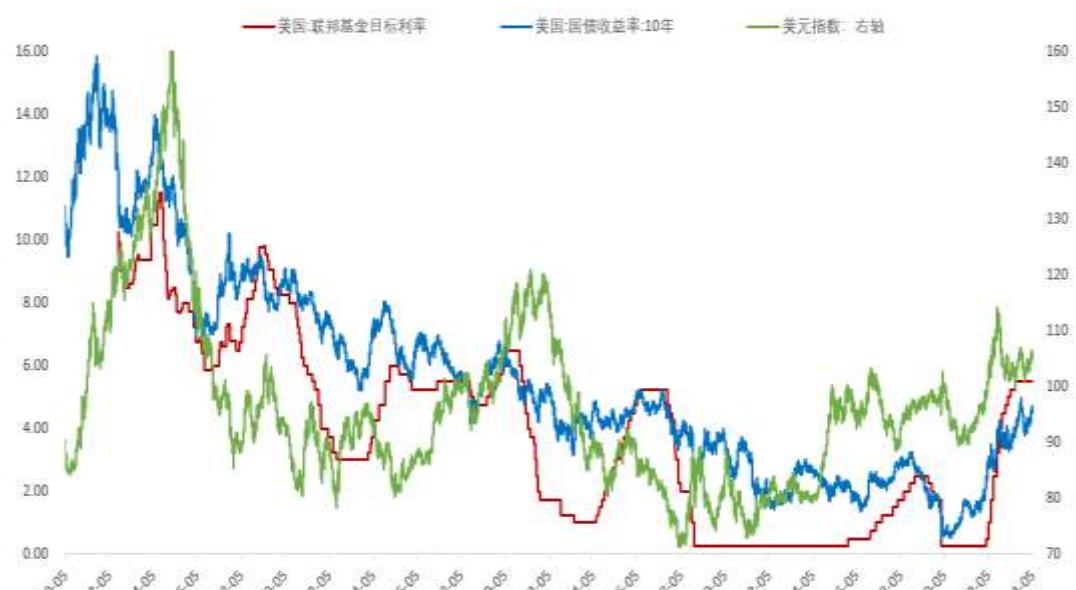
2022年以来，国内经济总是在一季度开门红之后，4月份开始急转之下，从而令原本是全年经济“旺季”的二季度表现不佳，导致资产价格，特别是大宗商品价格的大幅下挫。虽然原因各不相同，但结果却呈现出惊人的相似，所以在今年4月数据发布之前，不少机构还都是表现相当谨慎的，就是怕重演前两年的剧本。2022年，源于上海的封城，国内经济迅速转冷，2023年则是防疫放开后，遭遇国内修复与政策目标不及预期和美国硅谷银行破产事件的双重打击，国内强预期的调整带来国内风险资产的下杀。



- 从经济数据上的观测而言，PMI数据是发布最高频率最佳且数据质量和影响力都最大的，“4月魔咒”在PMI上的显现也异常明显。除了PMI指标外，结合PMI的分项指标——产成品库存、出厂价格和生产动能=新订单-产成品库存一起观测就一目了然了。无论是2022年还是2023年，由于经济景气度的转冷，4月份走出了生产动能的大幅转负，企业开始主动去库，从而带来出厂价格的连续回落。只是，去库的时间和出厂价格见底的时间有所不同而已。
- 今年四月，PMI数据虽然也出现了季节性的回落，但回落幅度很小，且仍旧处于50以上的景气扩张区间；企业明显去库，但出厂价格明显抬升，生产动能也居于相对高位，明显走出了前两年的“4月魔咒”。

## 美联储5月FOMC决议：利率维持不变，QT速度放慢

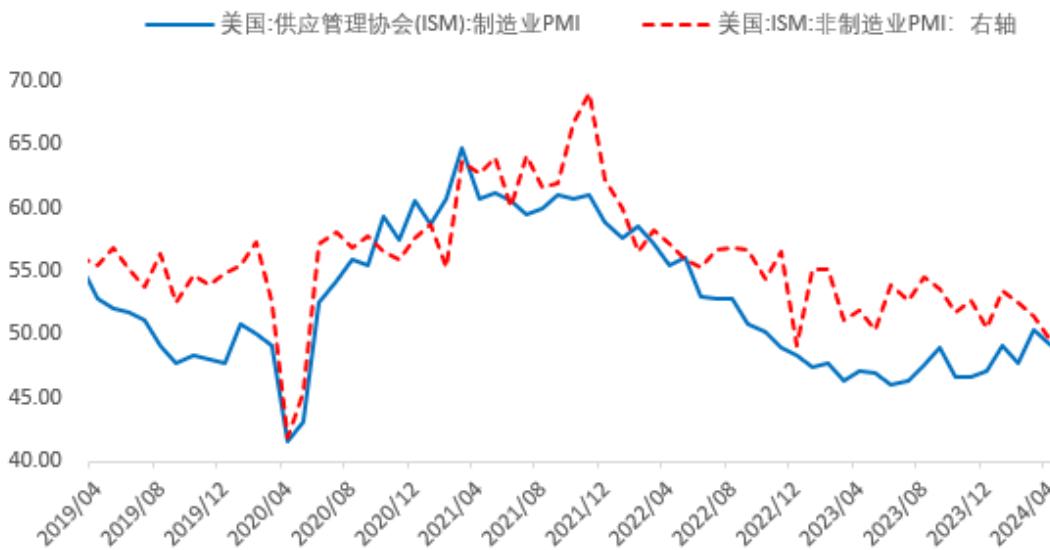
- 美联储5月议息会议结果基本符合预期，联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.50%，美联储6月放慢缩表速度，每个月减持美债的速度将放慢至250亿美元、维持350亿美元MBS上限不变。QT减码比预期的多一点，美联储的确暗示，一旦量化紧缩（QT）结束，就不会再投资MBS。
- 美国经济增长大幅低于预期，同时美国物价超预期反弹，使得美联储陷入两难。
- FOMC声明公布后，交易员对今年全年美联储降息押注小幅增加，至约30BP。交易员目前预计美联储今年全年只会降息一次。美国2年期国债收益率跌破5%，短线下跌2个基点，美国10年期基准国债收益率一度跌穿4.62%。现货黄金短线上扬大约6美元，涨幅重新扩大至超过0.8%。



## 美国4月多个重要经济指标转弱

- 美国劳工部劳工统计局周五发布的数据显示，4月，非农就业人数增加17.5万人，大幅低于预期的24万人。失业率升至3.9%，比上个月上升0.1个百分点。非农的爆冷值得警惕，不及预期的幅度可谓是近年来最大的，即便是后面还会有季调数据，但市场也开始越来越相信就业市场的降温。
- 制造业与非制造业PMI景气度的联袂转冷，美国4月ISM制造业指数降至49.2，不及预期的50，3月前值为50.3；4月ISM服务业指数降至49.4，创2022年12月以来的新低，大幅不及预期的52，低于媒体调查的所有经济学家的预期，3月前值为51.4。美国服务业的强劲一直是美国近两年经济的任性所在，如今的连续回落甚至是跌落至收缩区间，大幅不及市场预期，料将动摇投资者对于美国经济韧性的信念。美国制造业PMI的重回50以下，可能会动摇再通胀交易的基础，中美经济共振扩张所带动的全球经济复苏的进程也许会遭遇波折，但美强中弱的轮转在资本市场上已然开启。

美国经济的韧性在于服务业，如今也与制造业联袂回落



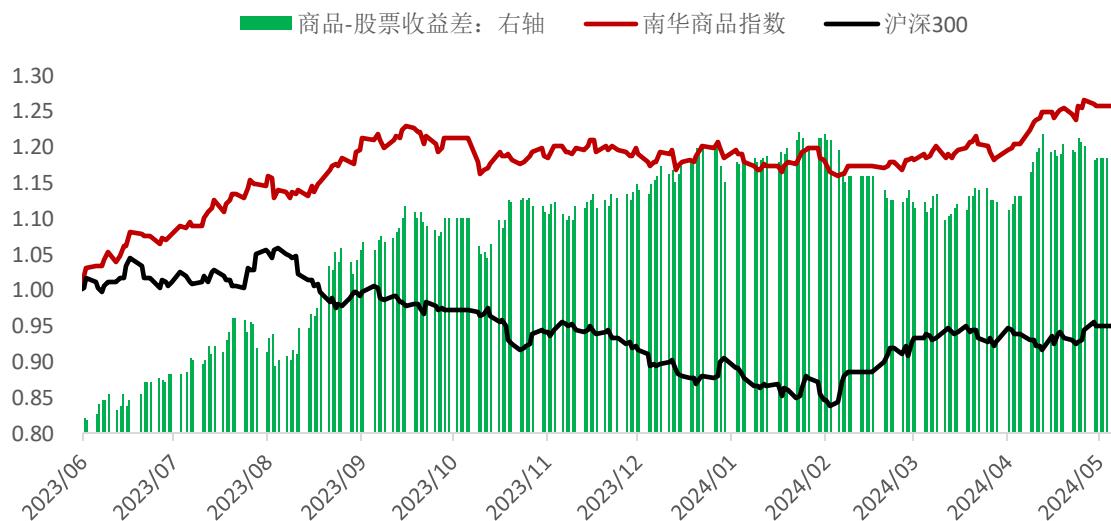
通胀的韧性，失业率的抬头加剧美联储决策的两难困境



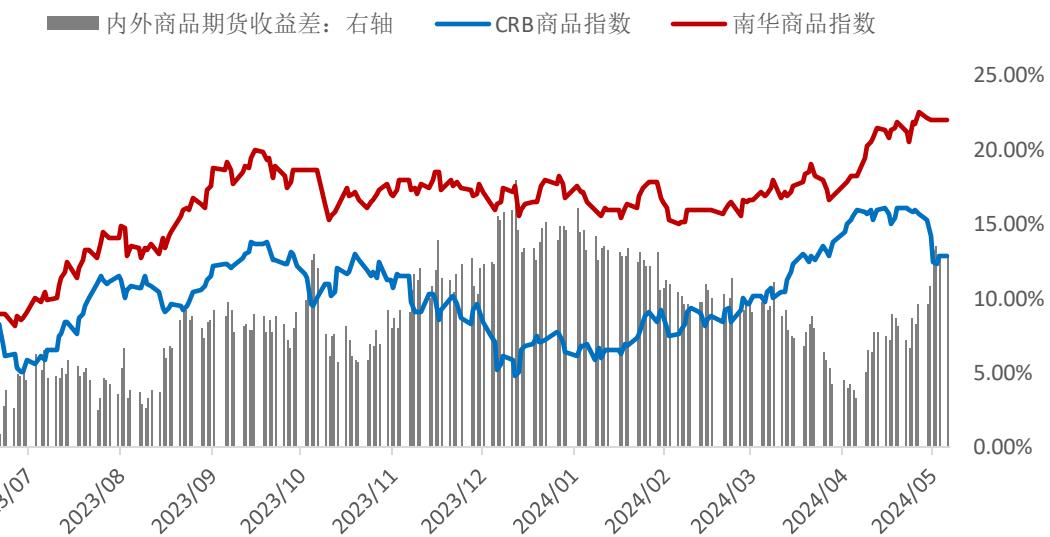
## 商品内弱外强风格，资金跷跷板效应需要持续追踪关注

五一当周，商品-股票的收益差走势平稳，股市相对于商品的资金跷跷板效应不甚明显，不过伴随着外资对于人民币资产的兴趣抬升，国内股市的人气日渐热络，“再通胀交易”所带来的商品-股票收益差快速走扩的趋势遭遇抑制，有见顶回落的迹象。与此同时，商品内部的分化则在节前开始模糊化，内弱外强的风格特征不再那么明显。

未来，要注意商品与股市的收益差收敛对资金跷跷板效应的影响



2024年以来，国内商品走势开始明显弱于国际商品，最近一周该风格特征不甚明显



## 本周关注

1. 5月6日待定, SPPOMA公布马来西亚棕榈油5月1-5日产量。最新数据显示, 马来西亚棕榈油4月产量环比增加3.76%, 马棕油进入增产周期, 产量增加的预期持续对价格产生压力, 关注马棕油产量实际变化。
2. 5月6日, 因五月初银行假日, 伦敦金属交易所(LME)休市一日。
3. 5月7日1:00, FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话。美联储5月决议基本符合市场预期, 鲍威尔在随后的发布会上表示, 美联储不会很快开始降息, 但也没有额外的加息计划。关注威廉姆斯看法是否一致。
4. 5月7日4:30, USDA公布农作物生长报告。美国农作物产区降雨持续, 市场担忧种植进度会否被进一步拖累, 关注大豆种植进度会否符合预期。
5. 5月7日20:30, 加拿大至3月31日油菜籽、小麦库存。此前欧洲恶劣天气引发的欧洲油菜籽减产担忧导致菜油价格大幅上涨, 关注加拿大油菜籽供应是否充足。
6. 5月8日0:00, EIA公布月度短期能源展望报告。上周, 尽管OPEC+有望继续减产, 但国际油价在美国经济的不确定性、以及巴以冲突带来的实际影响有限的情况下下跌, 关注本次报告能否带来新的指引。
7. 5月8日待定, Unica公布巴西中南部4月下半月甘蔗压榨量、糖产量。此前数据显示, 4月上半月, 巴西中南部2024/25年度糖产量高于去年同期, 如果本次报告依旧显示产量同比增加, 或继续打压糖价。
8. 5月9日10:00, 中国公布4月贸易帐、进口年率、出口年率等数据。关注大豆、铁矿石、棕榈油等重要商品4月的实际进口量, 尿素、钢材等主要商品的出口量。
9. 5月10日12:30, MPOB公布马来西亚棕榈油4月供需月报。据彭博调查显示, 马棕油4月库存将连续第六个月减少, 降至2023年4月以来最低的163万吨, 关注实际数据是否如预期般减少。
10. 5月11日0:00, 美国农业部(USDA)公布5月供需报告。USDA 5月供需月报将提供对新作物需求和单产潜力的首次预估, 这为市场全年的工作提供了一条基准线, 关注对美国2024/25年度大豆单产、产量的预测。
11. 5月11日9:30, 中国4月CPI年率、CPI月率、PPI年率、PPI月率。国家统计局数据显示, 2024年3月份, 全国居民消费价格同比上涨0.1%, 环比下降1.0%; 1-3月平均, 全国居民消费价格与上年同期持平。关注本次数据的变化。

## 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

期货交易咨询资格编号：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

惟初笃行，必定得人，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交易咨询业务资格）

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