



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

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8月12日

www.gtfutures.com.cn

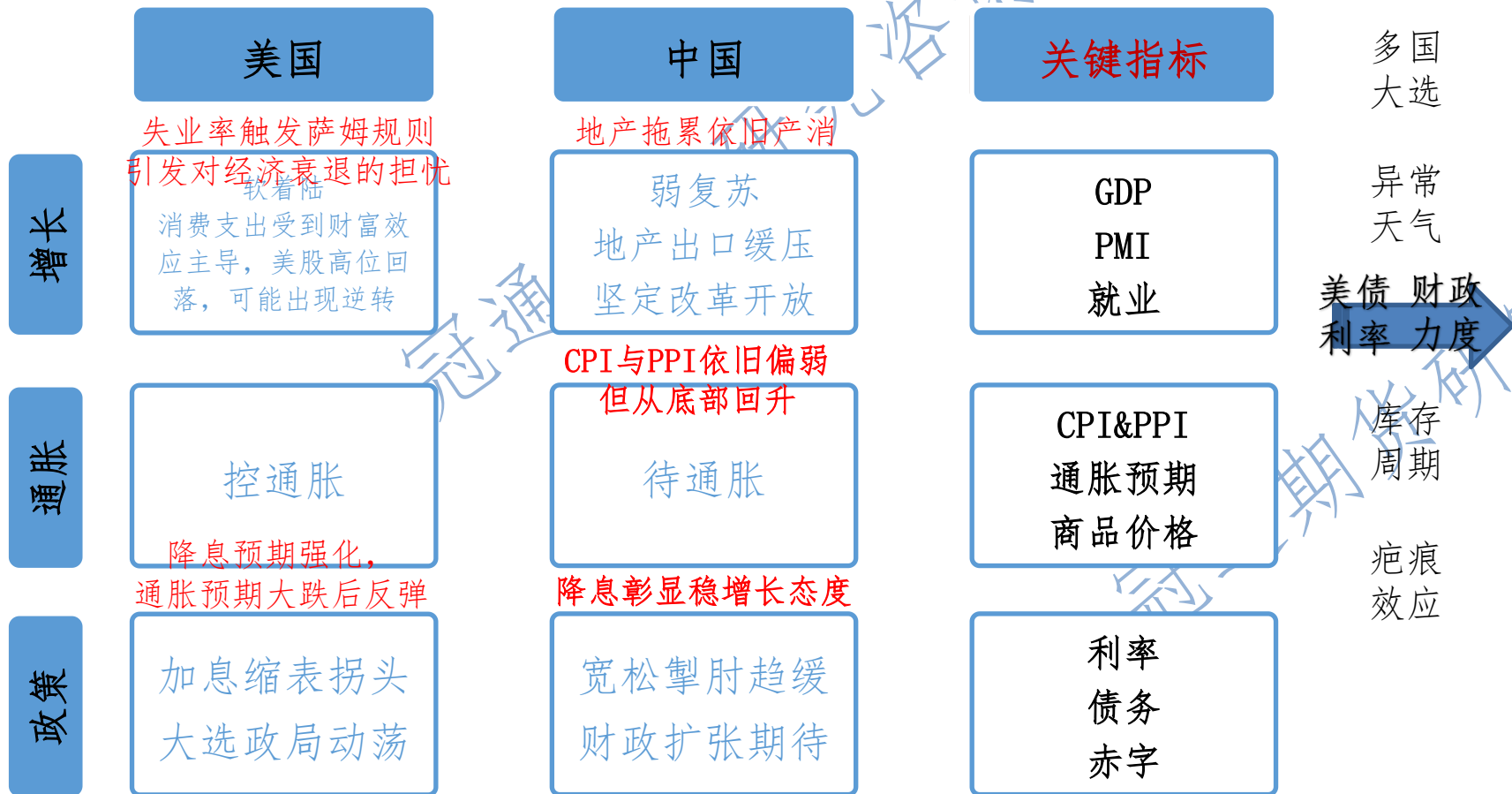
核心观点

上周，“黑色星期一”给全球资本市场破了盆冷水。日央行加息引爆套息交易，美国就业数据触发萨姆规则点燃经济衰退的忧虑，巴菲特抛售苹果股票加剧市场恐慌。虽然，日央行高官“投降”喊话放鸽与美国高频的经济数据略微好转安抚了市场的恐慌情绪，恐慌指数VIX自高位大幅回落，风险资产触底反弹；但伴随着巴黎奥运会的落幕地缘冲突的扩大与战争的激化仍旧暗潮涌动一触即发。全球股市涨跌互现，大宗商品走势分化。宏观逻辑快速切换，衰退交易是一闪而过还是刚刚开启仍旧有待观测。海外的动荡映衬着国内的稳健，但价值的低估仍旧难抵上行驱动的欠缺，地产的颓势仍旧拖累着经济而令内需不足的问题成为顽疾，继而在商品上表现为国内定价商品相对于国际定价商品更为疲弱。

国内债市集体收跌近强远弱、股指全线下挫，商品全军收绿；股市承压全线下挫，价值型风格表现相对于成长型风格抗跌；国内商品全军收绿，wind商品指数周涨跌幅为-2.79%。日本加息与美国经济衰退忧虑，引来全球资本市场巨幅震荡，风险资产先抑后扬大幅波动。日央行的紧急表态安抚市场，投资者恐慌情绪有所修复，但地缘冲突与战争的加剧依旧暗潮涌动，期市股债商出现少有的全球收跌，大宗商品整体承压各大类板块全线收跌，风格上来看，黑色系领跌，非金属建材与煤焦钢矿板块跌幅居前，农产品除了油脂油料板块之外整体表现相对抗跌，农副产品与谷物板块相对跌幅较小。通胀预期相对于商品指数的下跌更为明显，并创出了2022年6月以来的新低，而商品指数则基本回吐了年内以来的涨幅。

8月初的“黑色”仿佛一场压力测试，虽然看似有惊无险，但也值得警惕。政治和军事的紧张局势背景仍旧，估值的高位挑战着投资者对于AI前景的信念，预期的摇摆和对未来不确定性的担忧则是快速大幅下挫的根源。央行的妥协看似暂时安抚了市场的恐慌，某个高频数据的好坏左右着市场紧绷的神经。然而，趋势已然转向，更大的动荡还在酝酿之中，对于投资而言，相对于火中取栗的冒险，更加需要注重的应该是风险管理。现金为王，避险为主，远离“火场”。

2024年宏观经济--美强中弱的轮转，资产的波动与分化



首次降息时间为9月，幅度分化25或50bp；年内预期降息100bp。

多国
大选

异常
天气

美债 财政
利率 力度

库存
周期

疤痕
效应

➤ 需求收缩

全球经济的下滑，世界贸易格局的重塑，疫后疤痕效应的长尾，金融条件的收紧，人口老龄化与杠杆率高企。。。

➤ 供给扰动

军事战争与地缘冲突的不断，各国安全诉求的提升，多个国家大选的“右倾”影响，极端天气异常的扰动。。。

➤ 预期羸弱

经济萧条的影响，疤痕效应的长尾，政策不确定性的影响，美元的“虹吸效应”。。。



2024年宏观经济的逻辑主线——持续更新

美债利率的走向——大幅回落后低位反弹

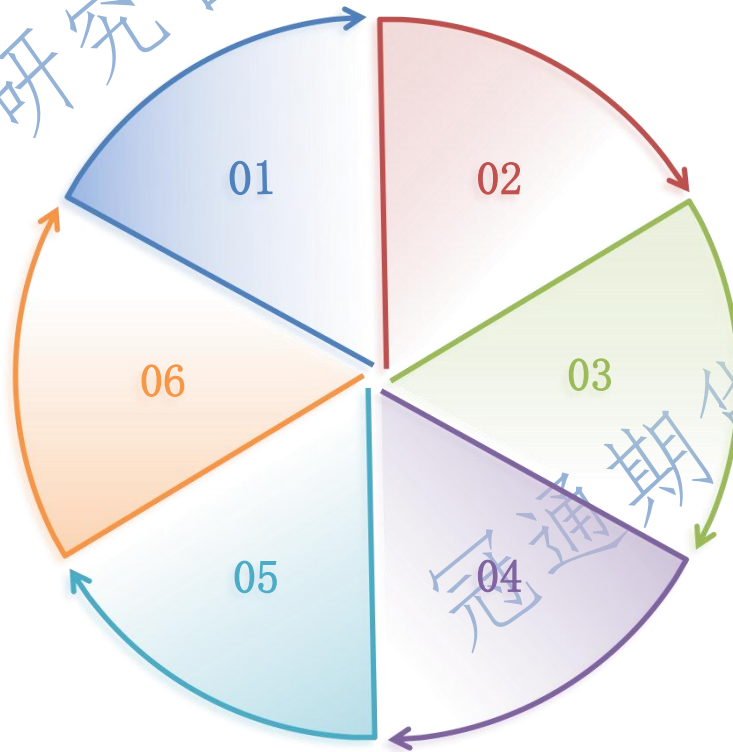
- 降息预期9月共识，美债利率大幅回落后低位反弹；
- 实际利率触底回升，金价高位震荡；
- 通胀预期低位反弹，“衰退交易”一闪而过；
- 中美利差冲高回落，美元触底反弹，人民币汇率先升后贬；
- 宏观交易逻辑快速切换。

库存周期的轮转

关注中美库存周期的共振；
中美库存周期连续五个月联袂上行；
地产长周期的压制之下，
本轮国内库存周期强度相对有限。
眼下有上行受阻的迹象，
大宗商品明显承压回落。

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

美国居民超额储蓄的消耗殆尽，
美股上涨带来的财富效应有逆转风险。
中国财政的以进促稳。
超长期特殊国债的加紧落实
多个重磅地产救市政策出台，地产的“政策底”出现，
三中全会召开决议彰显未来改革的决心

世界多国的大选

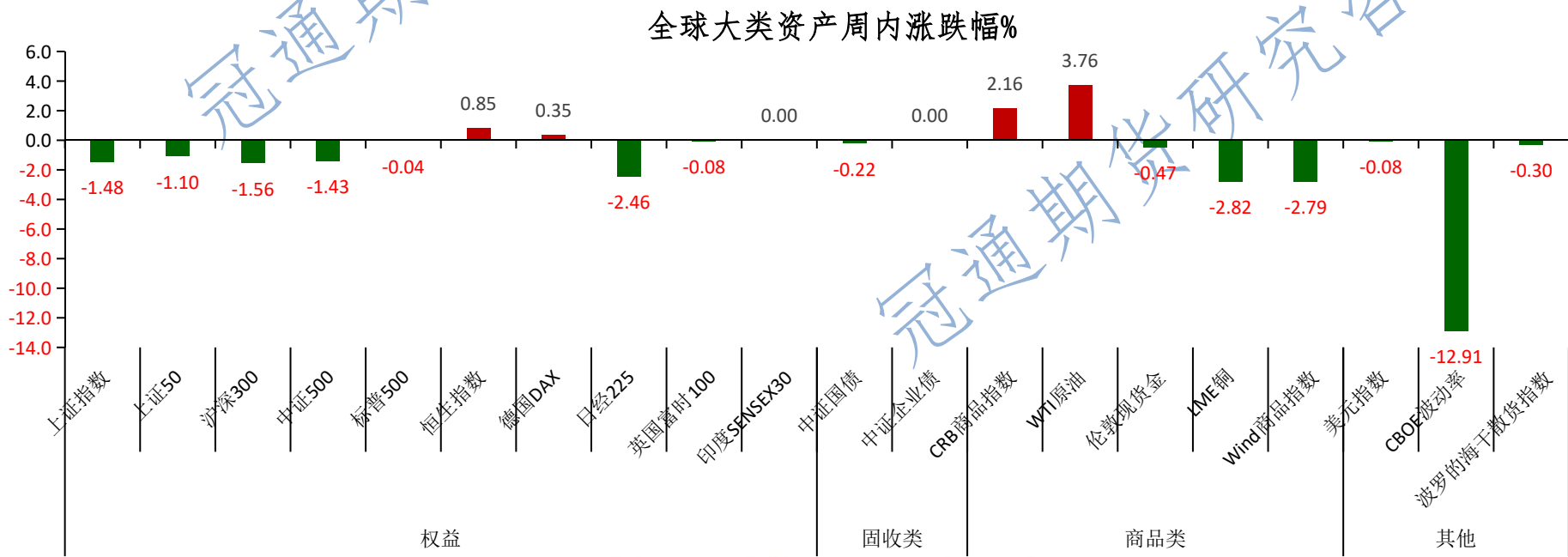
特朗普遇刺未遂人气大涨，
拜登退选后哈里斯代表民主党竞选，
美国大选的不确定性增加，
哈马斯领导人在伊朗的被杀

正在酝酿引爆 一场大规模的中东战争 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，
形成时间延后到9-11月，
继而影响棕榈油等农产品的投资机会

大类资产

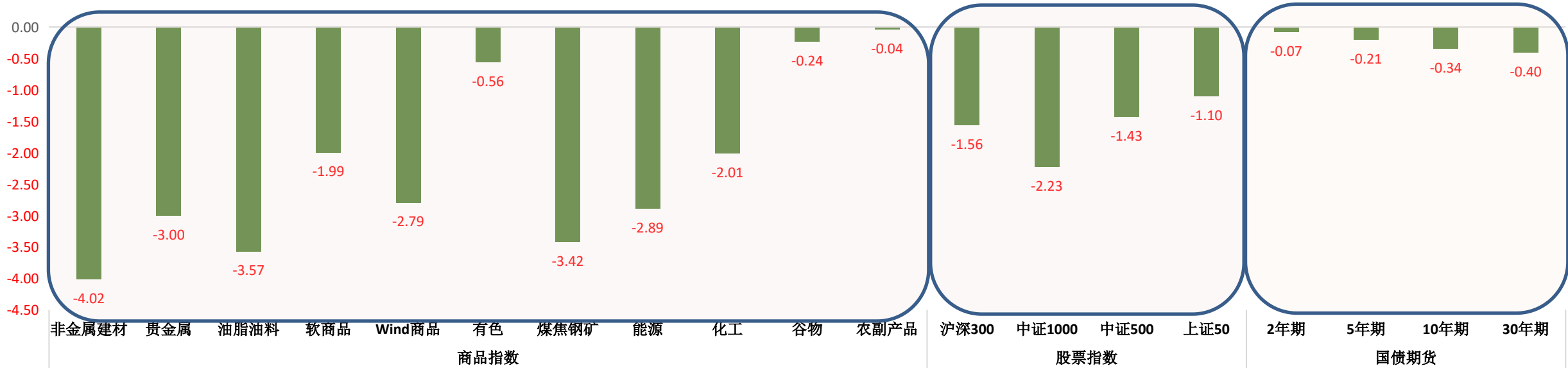
上周，“黑色星期一”给全球资本市场破了盆冷水。日央行加息引爆套息交易，美国就业数据触发萨姆规则点燃经济衰退的忧虑，巴菲特抛售苹果股票加剧市场恐慌。虽然，日央行高官“投降”喊话放鸽与美国高频的经济数据略微好转安抚了市场的恐慌情绪，恐慌指数VIX自高位大幅回落，风险资产触底反弹；但伴随着巴黎奥运会的落幕地缘冲突的扩大与战争的激化仍旧暗潮涌动一触即发。全球股市涨跌互现，大宗商品走势分化。宏观逻辑快速切换，衰退交易是一闪而过还是刚刚开启仍旧有待观测。海外的动荡映衬着国内的稳健，但价值的低估仍旧难抵上行驱动的欠缺，地产的颓势仍旧拖累着经济而令内需不足的问题成为顽疾，继而在商品上表现为国内定价商品相对于国际定价商品更为疲弱。



板块速递

- 国内债市集体收跌近强远弱、股指全线下挫，商品全军收绿；
- 股市承压全线下挫，价值型风格表现相对于成长型风格抗跌；
- 国内商品全军收绿，wind商品指数周涨跌幅为-2.79%。日本加息与美国经济衰退忧虑，引来全球资本市场巨幅震荡，风险资产先抑后扬大幅波动。日央行的紧急表态安抚市场，投资者恐慌情绪有所修复，但地缘冲突与战争的加剧依旧暗潮涌动，期市股债商出现少有的全球收跌，大宗商品整体承压各大类板块全线收跌，风格上来看，黑色系领跌，非金属建材与煤焦钢矿板块跌幅居前，农产品除了油脂油料板块之外整体表现相对抗跌，农副产品与谷物板块相对跌幅较小。

上周期市板块涨跌幅

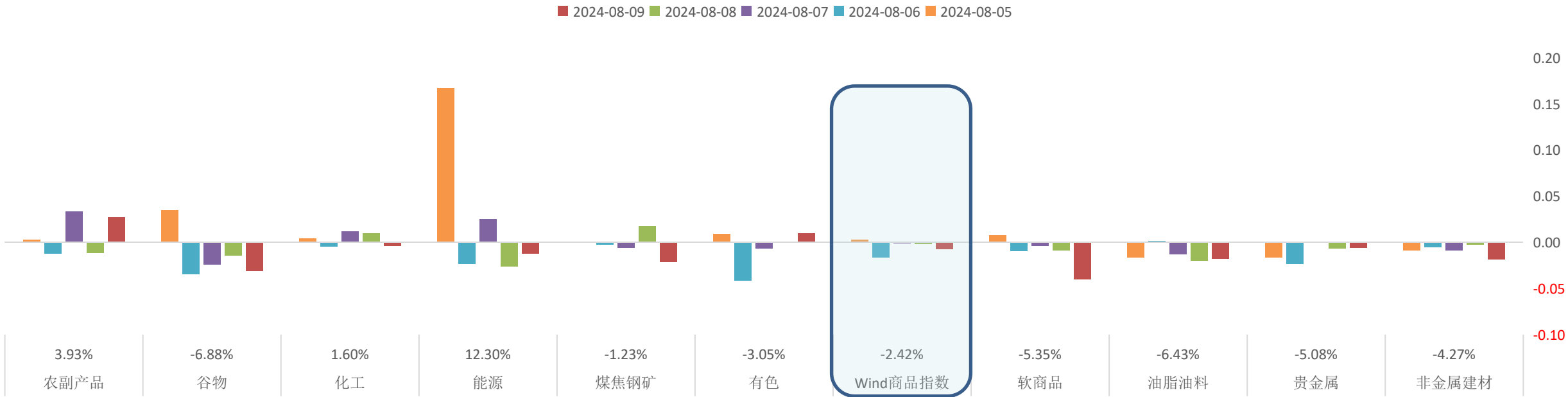


注：数据均来源于Wind、冠通研究

资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流出；
资金流出板块上，油脂油料、贵金属与谷物、软商品板块的资金流出值得关注；
资金流入的板块上，能源、农副产品、化工板块资金逆势流入。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

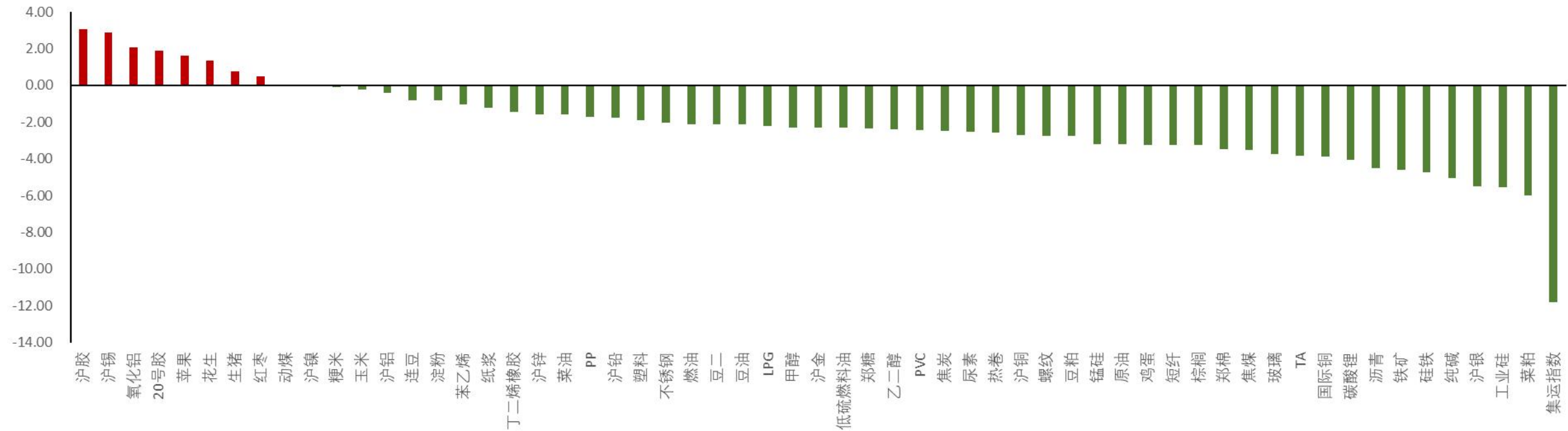


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

近一周，国内主要商品期货多数下跌，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菜油、菜粕与郑棉；跌幅居前的商品期货品种为集运指数、沪锡与沪银。

上周商品期货品种涨跌幅（%）



注：数据均来源于Wind、冠通研究

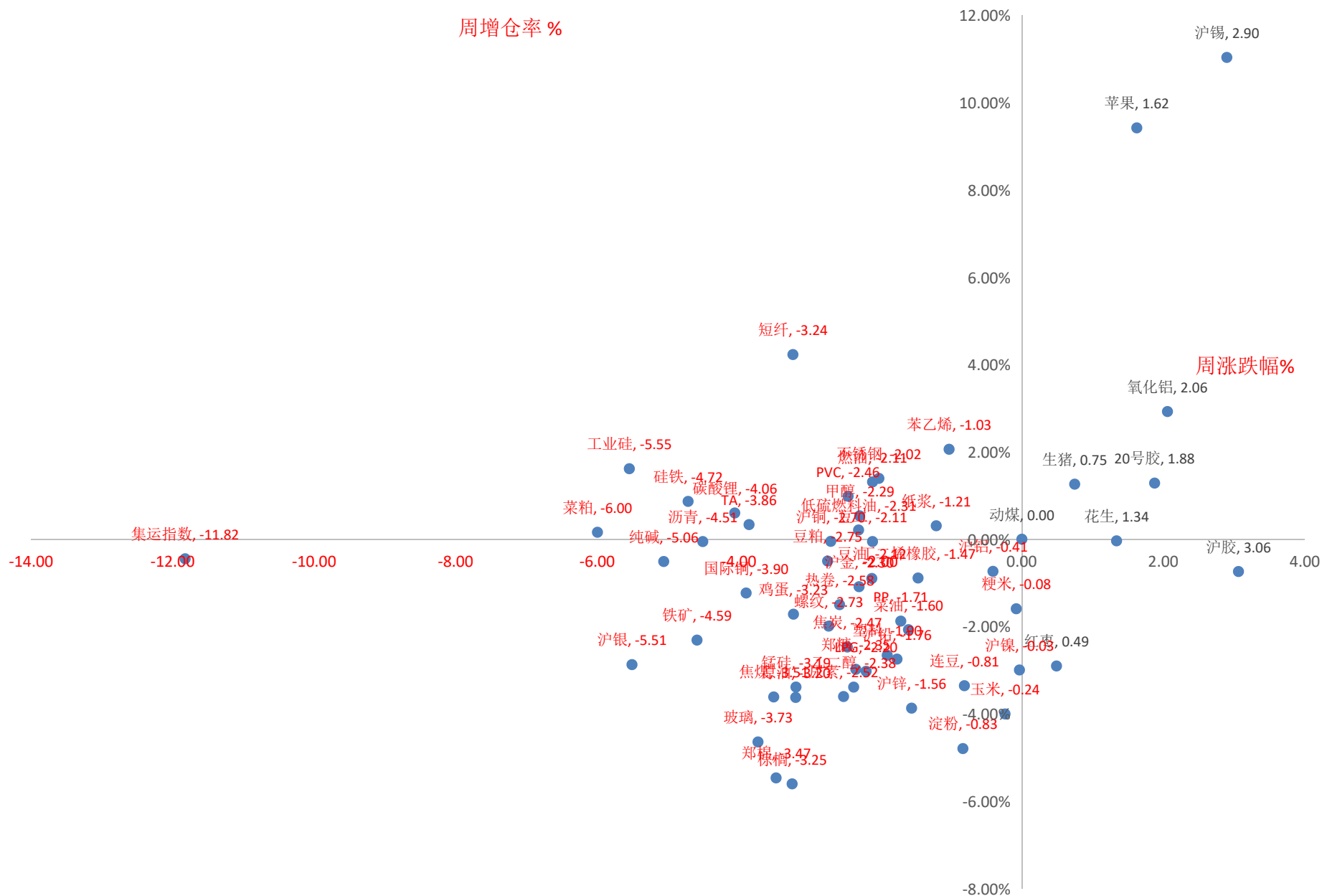


市场情绪

上周，从量价配合的角度来看：

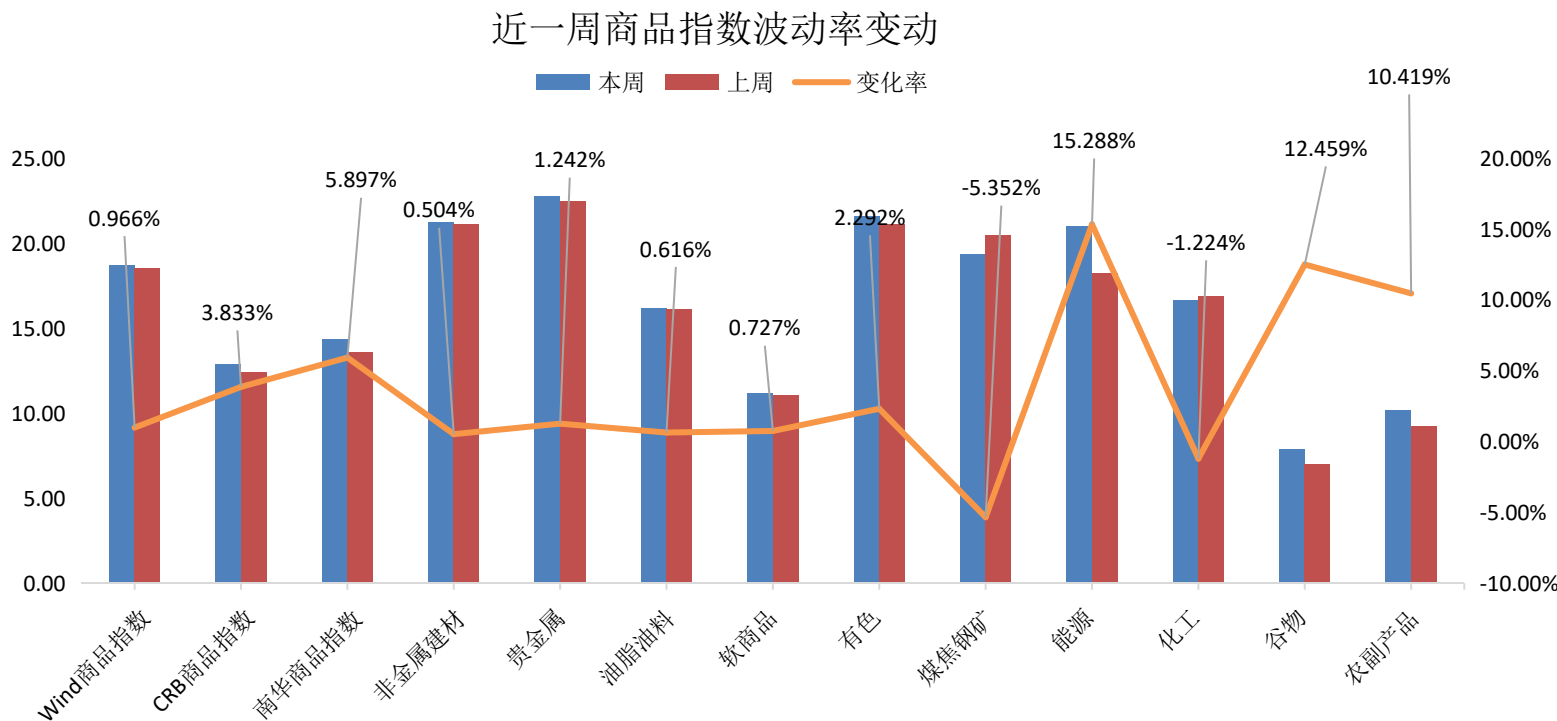
- 出现明显增仓上行的商品期货品种不多，值得关注的是氧化铝、苹果和生猪；
- 出现明显增仓下行的商品期货品种很多，值得关注的是短纤和工业硅。
- 值得重点关注！

注：数据均来源于Wind、冠通研究



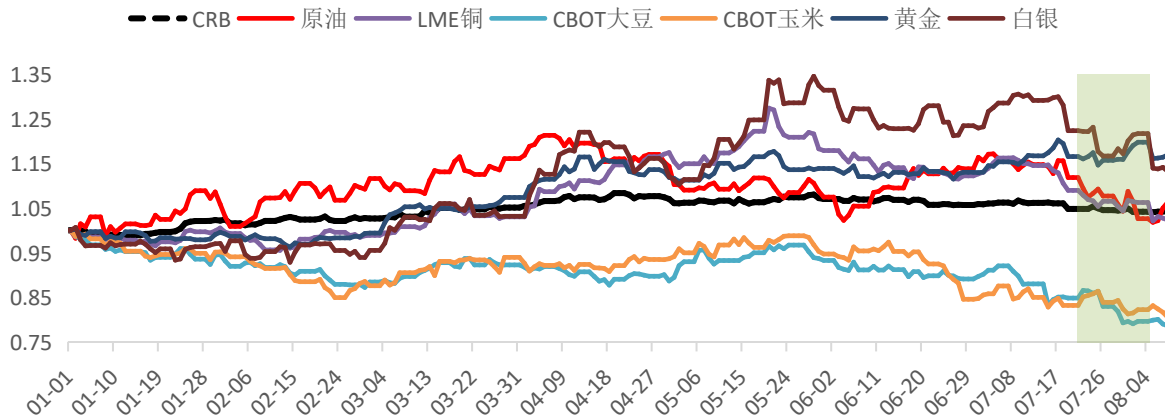
波动特征

上周，国际CRB商品指数波动率明显上扬，国内的wind商品指数小幅升波，南华商品指数升波幅度更为明显；分板块来看，商品期货大类板块的波动率表现各异，能源、谷物与农副产品板块升波明显；降波幅度较大的板块是煤焦钢矿和化工板块。

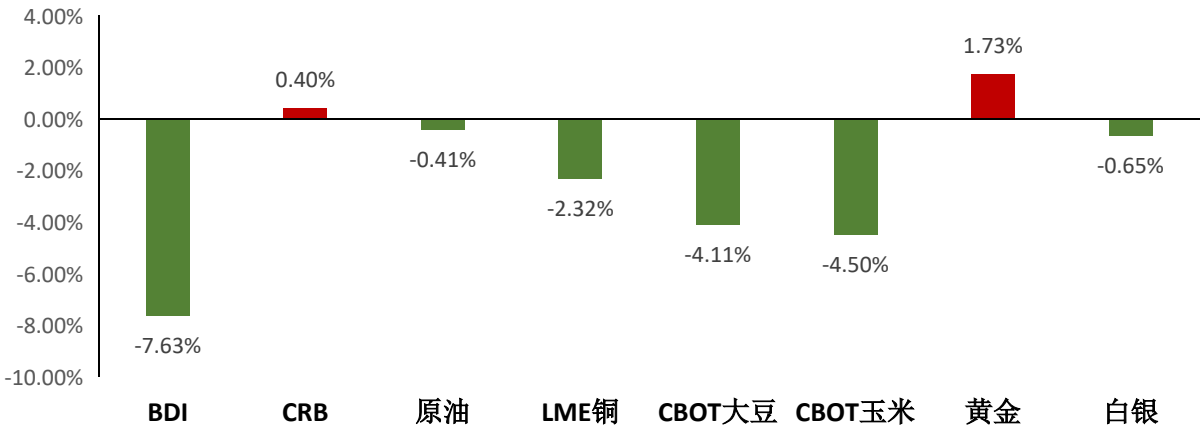


数据追踪——国际主要商品涨跌互现，BDI跌幅下挫，美豆玉米大跌，黄金逆市上扬，金银比与金油比冲高回落。

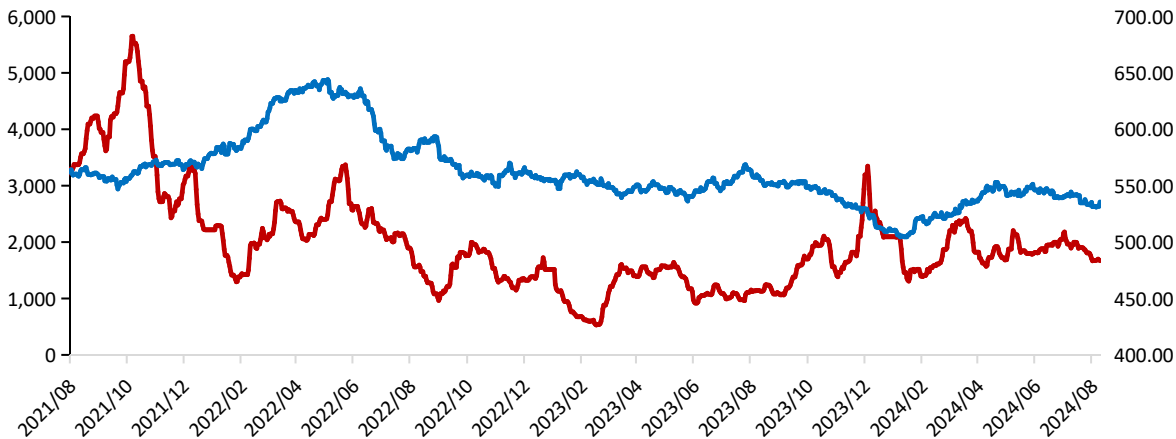
国际主要大宗商品2024年内收益表现



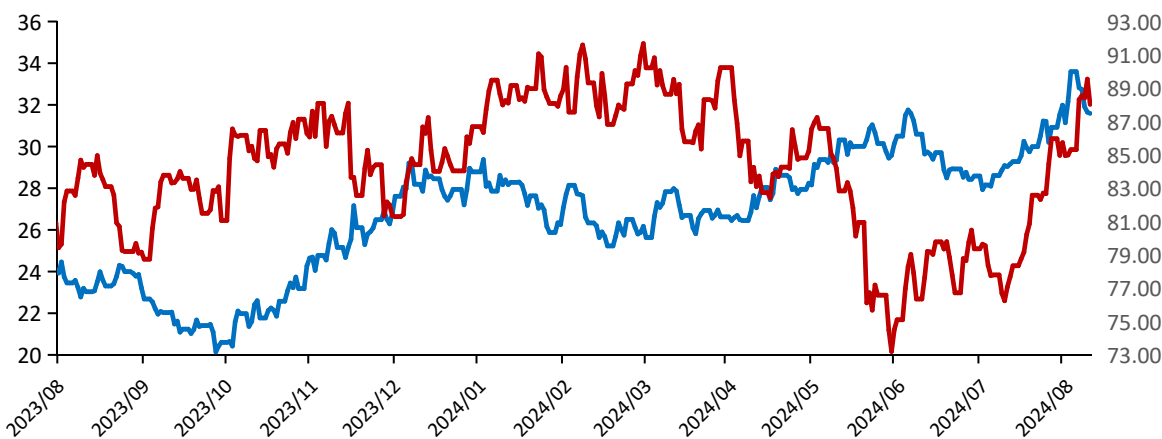
近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



波罗的海干散货指数(BDI) CRB现货指数:综合:右轴

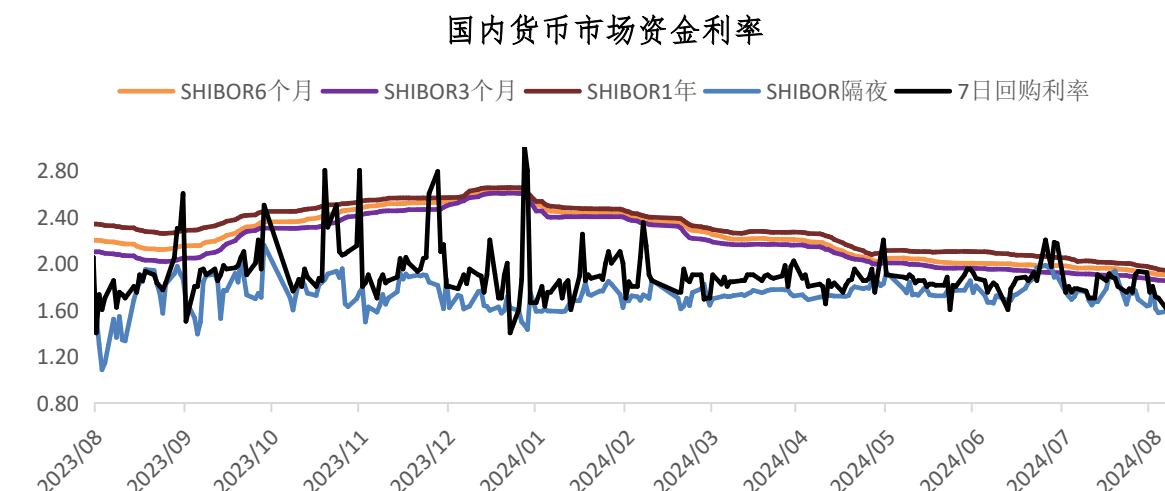
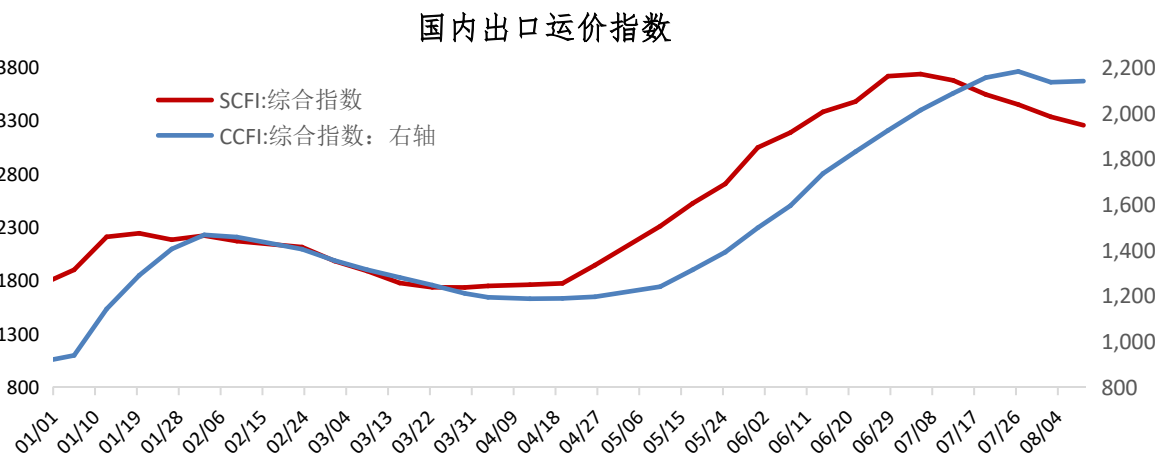
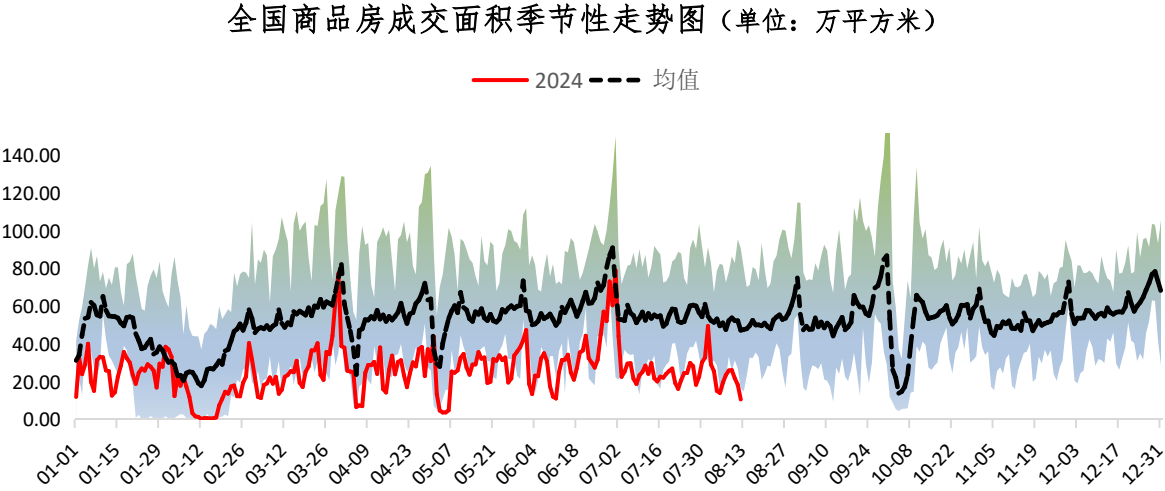
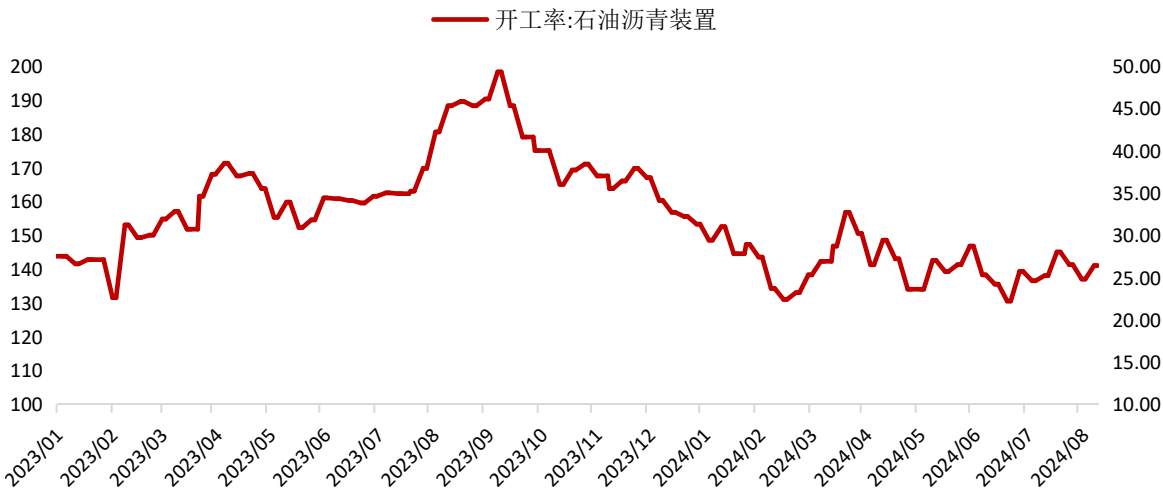


金油比 金银比:右轴



注：数据均来源于Wind、冠通研究

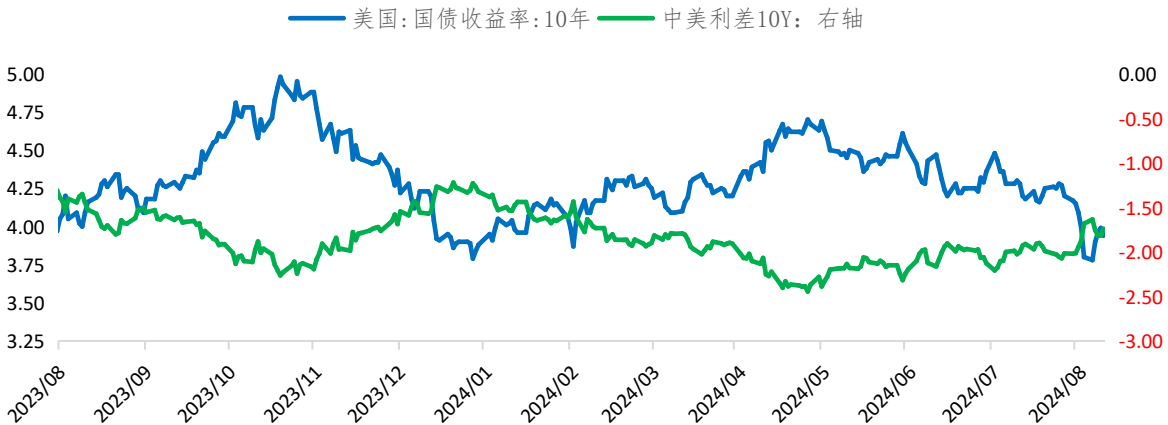
数据追踪——沥青开工率震荡回升，地产销售疲弱探底，运价走势分化，短期资金利率低位运行先抑后扬



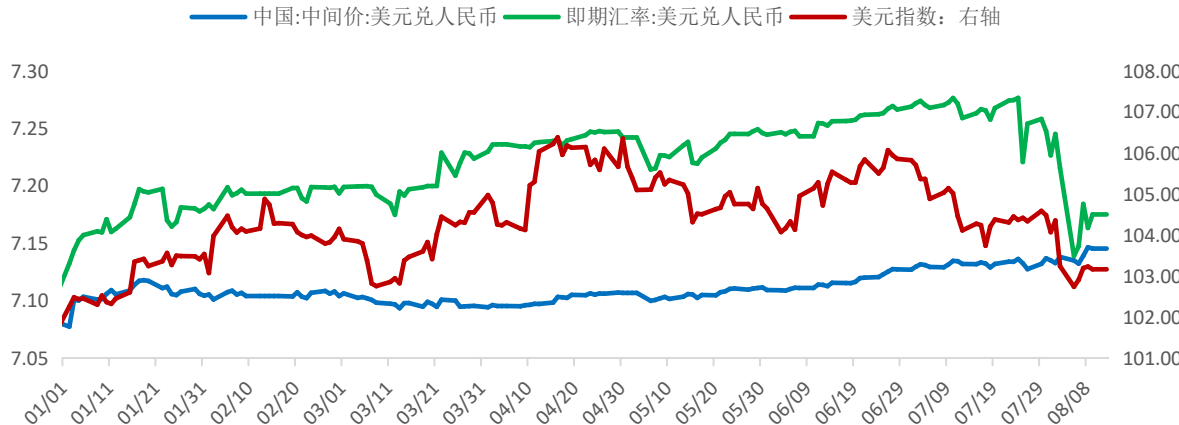
注：数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——美债利率低位反弹，中美利差小幅回落，通胀预期触底回升，金融条件延续宽松，美元低开高走，人民币汇率先升后贬

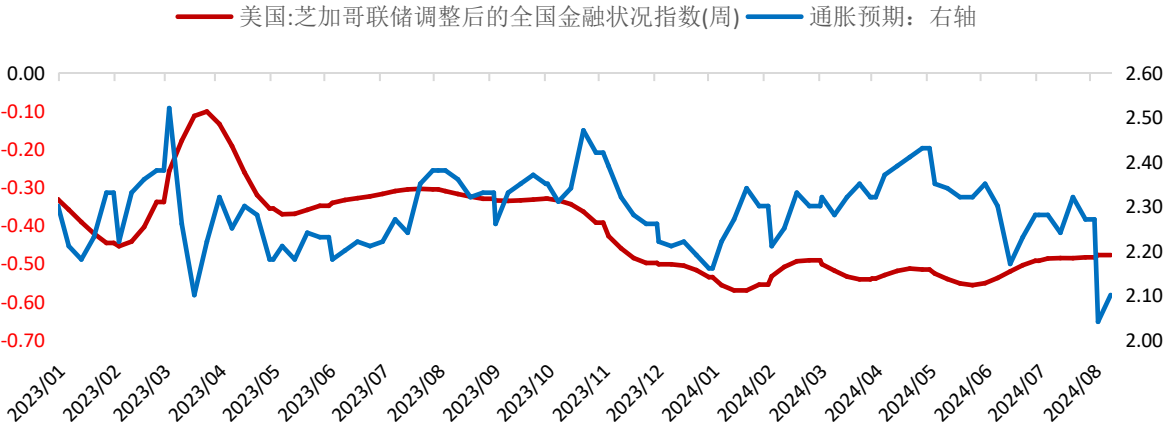
中美利差（10Y）



美元指数与人民币汇率



美国: 芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期



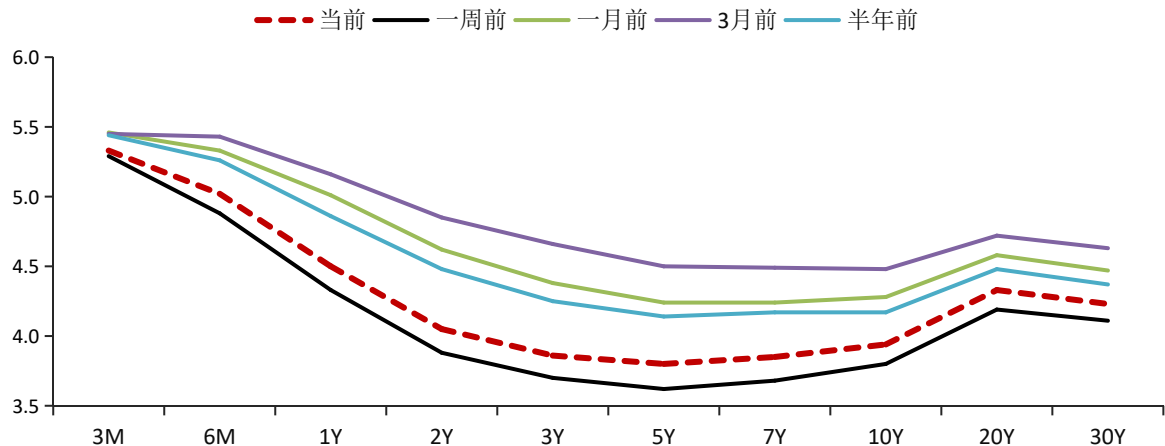
美国国债隐含通胀预期近期走势图



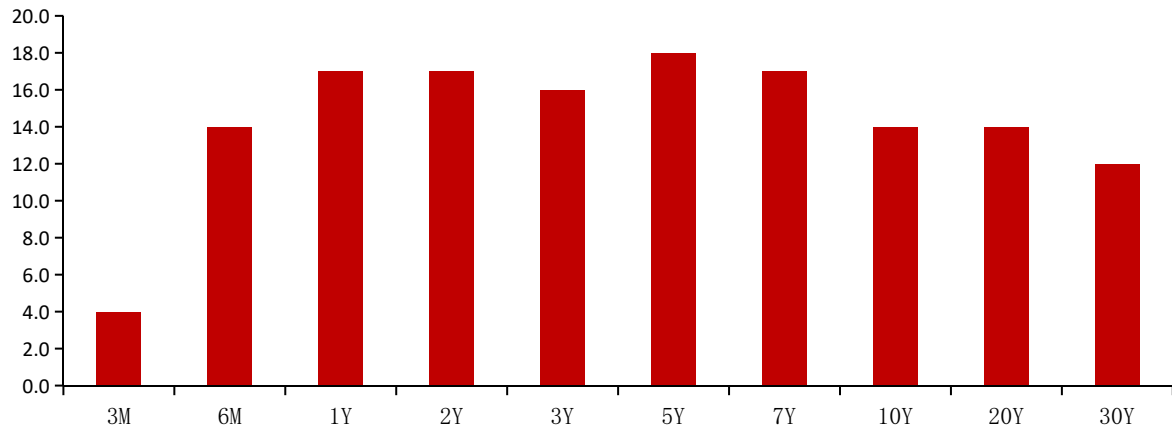
注: 数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美债收益率低位反弹，期限结构熊平，期限倒挂逼近转正，实际利率回升，国际金价高位震荡。

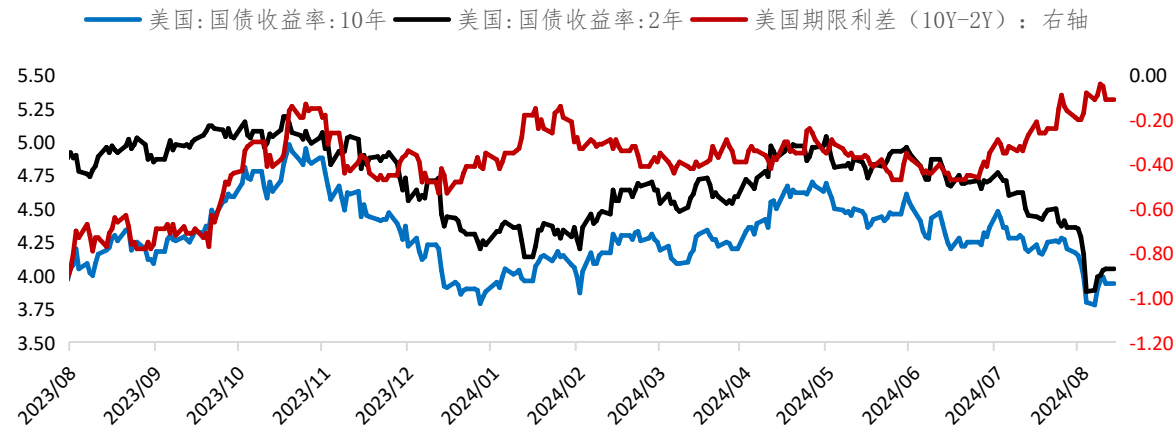
美国国债收益率曲线



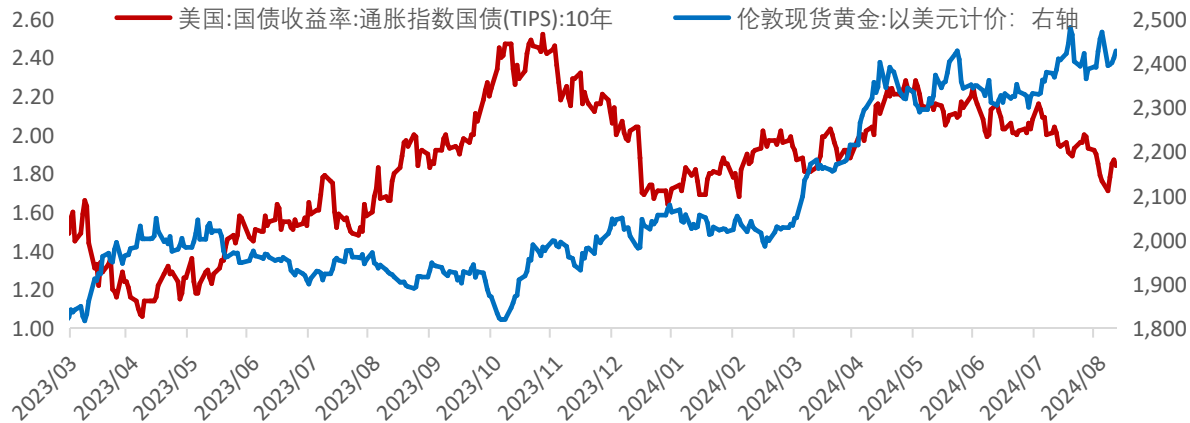
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y)

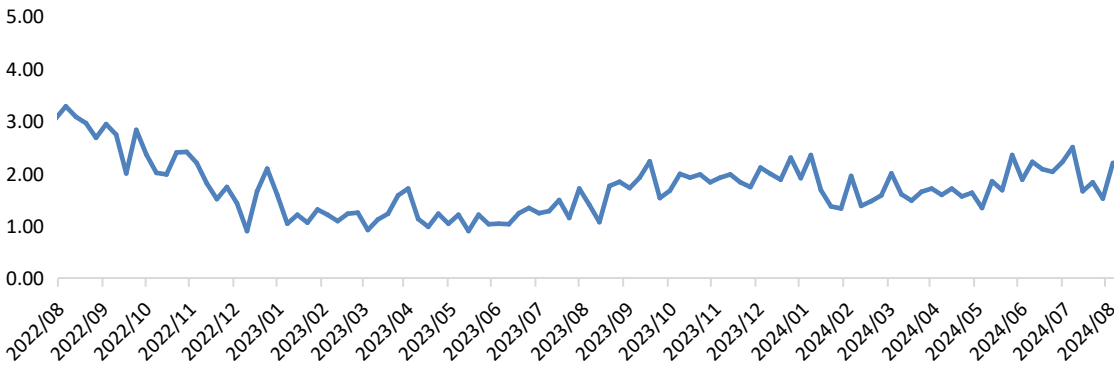


美债实际收益率与金价

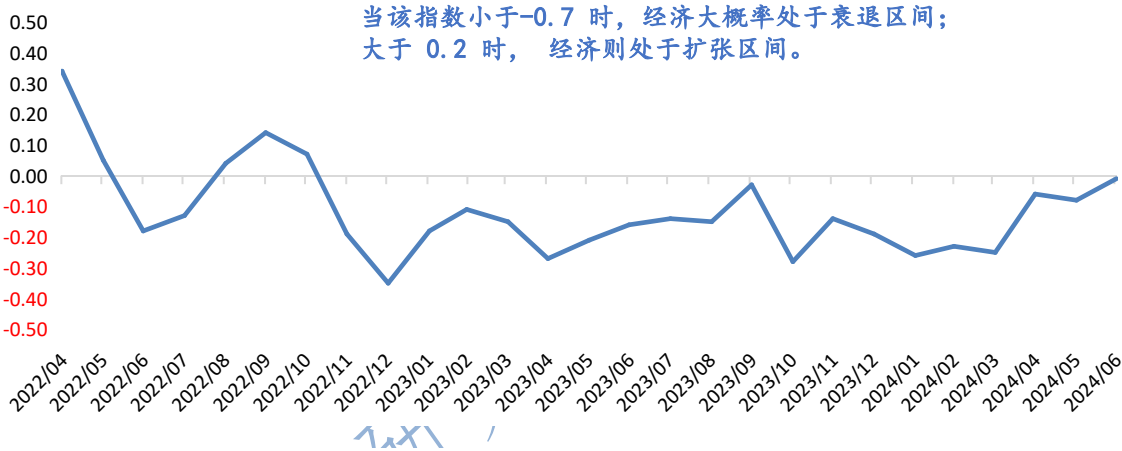


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”并未出现大幅的转弱，更多在指向软着陆。

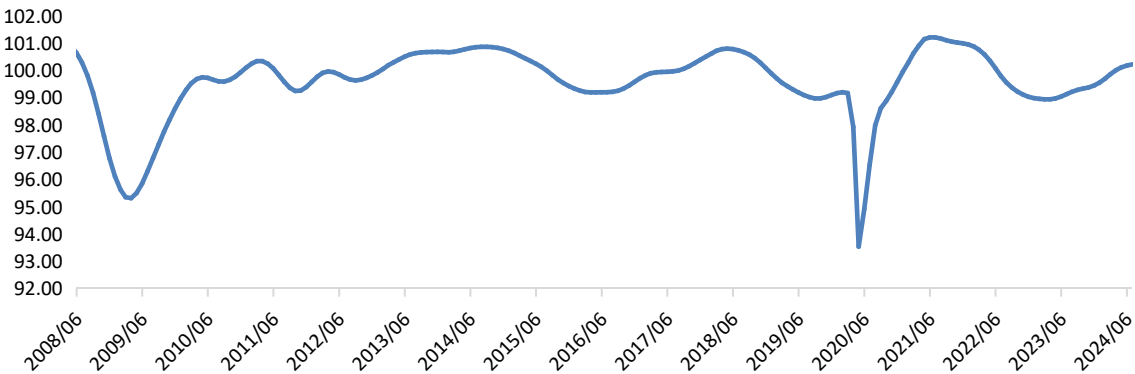
美国:周度经济指数走势图



美国:芝加哥联储全国活动指数(3个月移动平均)走势图



OECD综合领先指标:美国



美债10Y-3M利差走势图

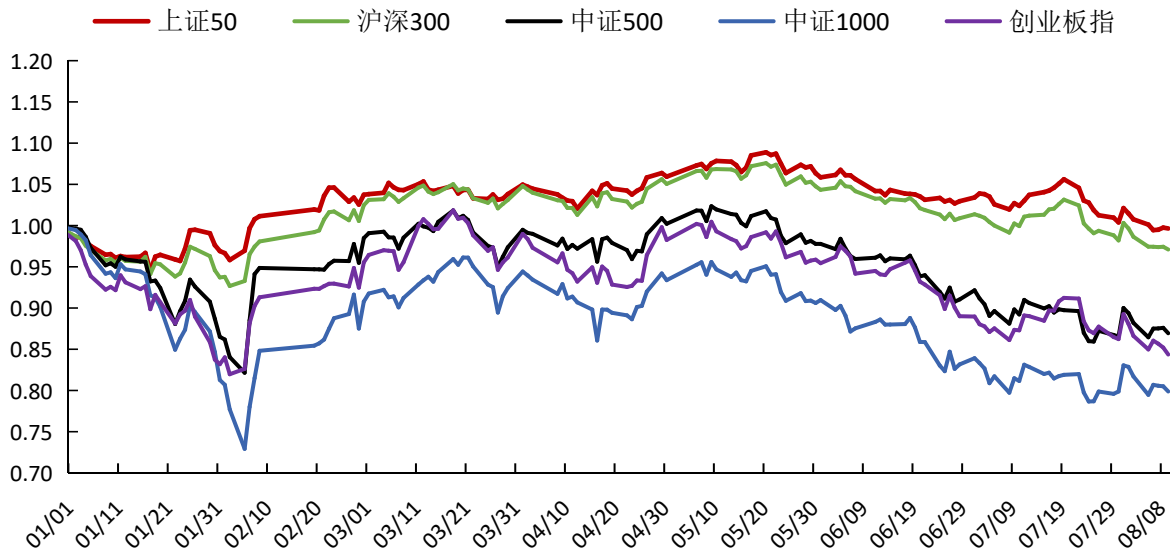


注：数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——股市整体承压全线收跌，北向资金大幅流出。

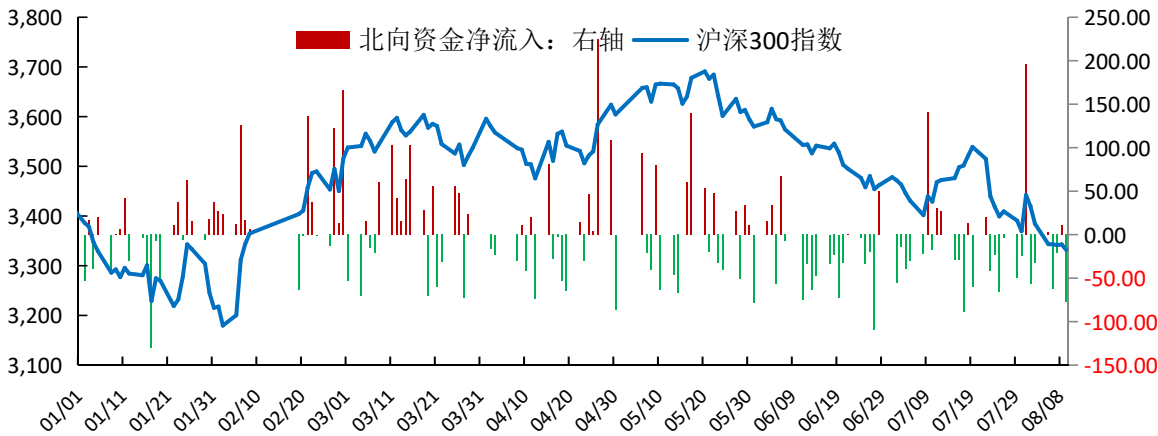
- 上一周，股市走势整体承压全线收跌；
- 股市风险偏好回落，价值型相对于成长型风格表现抗跌，北向资金大幅流出。

股票指数2024年内收益表现

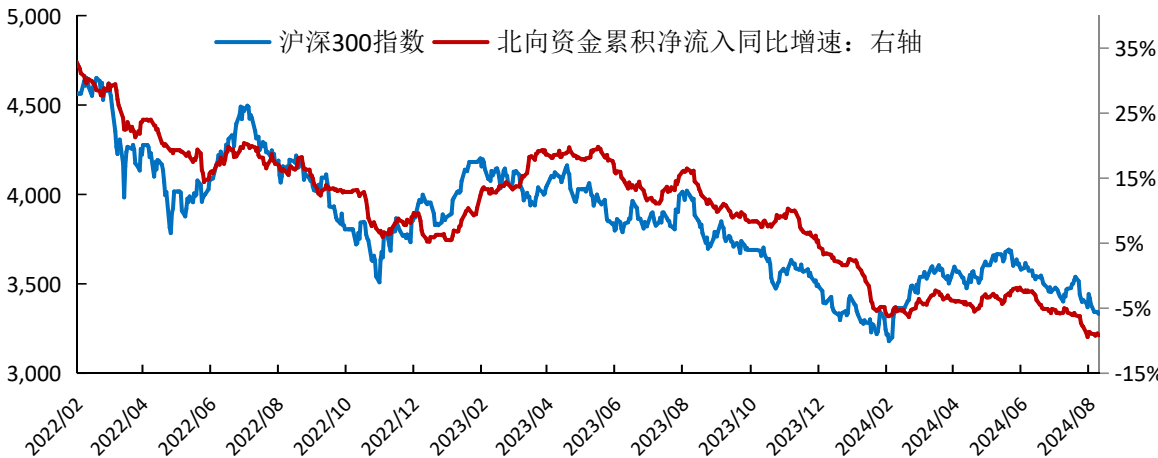


注：数据均来源于Wind、冠通研究

北向资金每日净流入额（单位：亿元）



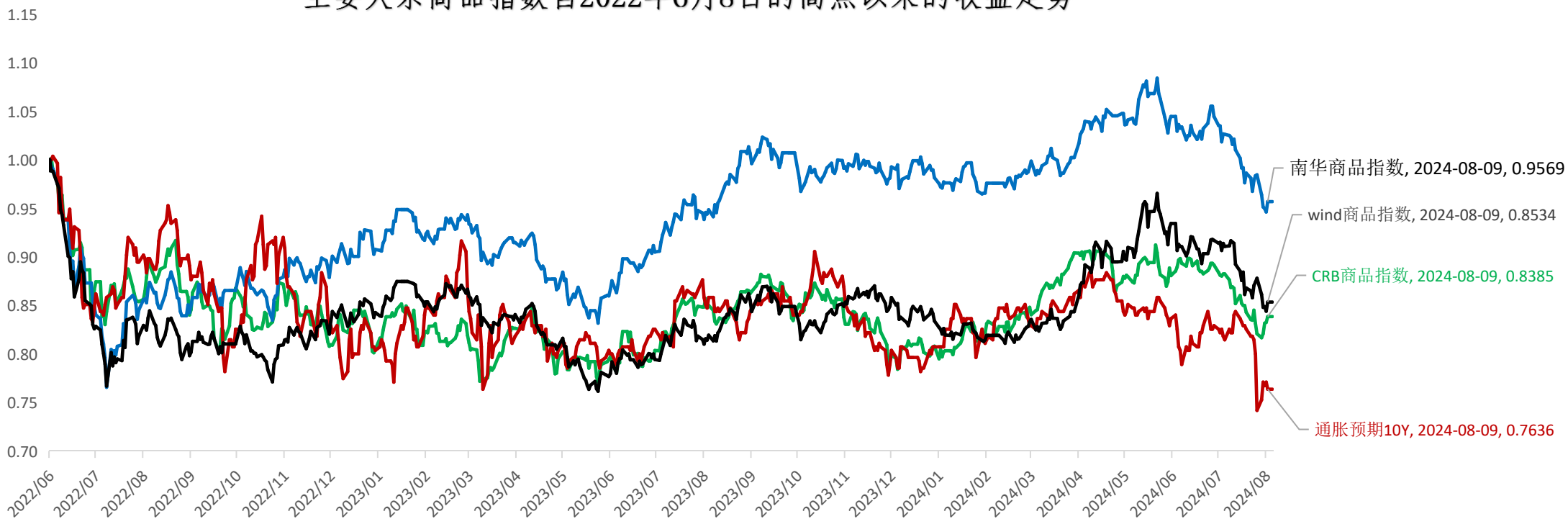
2022年以来，北向资金累积净流入同比增速与沪深300指数走势高度一致



宏观逻辑一

“黑色星期一”给全球资本市场破了盆冷水。大宗商品整体承压，快速下跌之后走势分化。宏观逻辑快速切换，衰退交易是一闪而过还是刚刚开启仍旧有待观测。海外的动荡映衬着国内的稳健，但价值的低估仍旧难抵上行驱动的欠缺，地产的颓势仍旧拖累着经济而令内需不足的问题成为顽疾，继而在商品上表现为国内定价商品相对于国际定价商品更为疲弱。通胀预期相对于商品指数的下跌更为明显，并创出了2022年6月以来的新低，而商品指数则基本回吐了年内以来的涨幅。

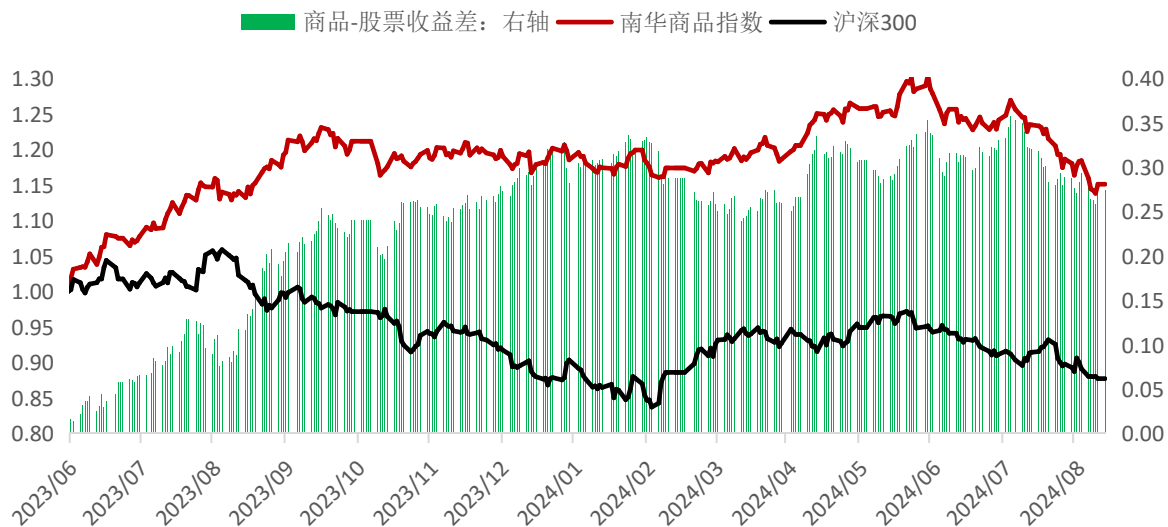
主要大宗商品指数自2022年6月8日的高点以来的收益走势



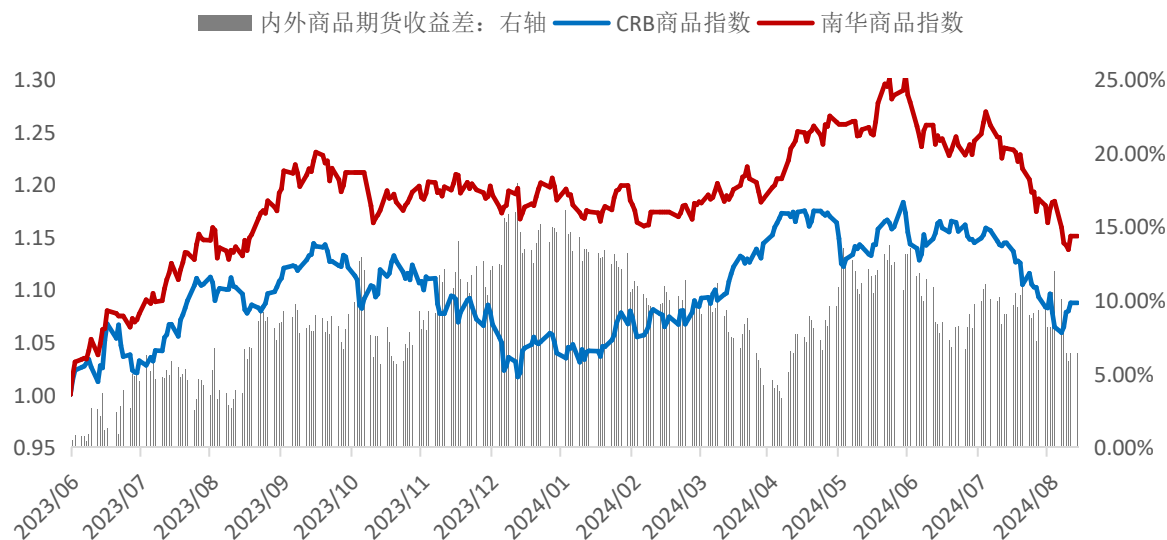
商品内弱外强风格，资金跷跷板效应需要持续追踪关注

上周，商品-股票的收益差小幅回升，股市相对于商品更为明显的弱势下行，令二者之间的资金跷跷板效应再次显现。与此同时，商品内部的强弱分化，整体呈现出工弱农强，外强内弱的风格特征。伴随着日央行的表态，投资者的恐慌情绪有所修复，国际定价的大宗商品迎来反弹，淡季叠加连续的雨天强化着需求的疲弱，黑色系的领跌拖累着国内定价商品。

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



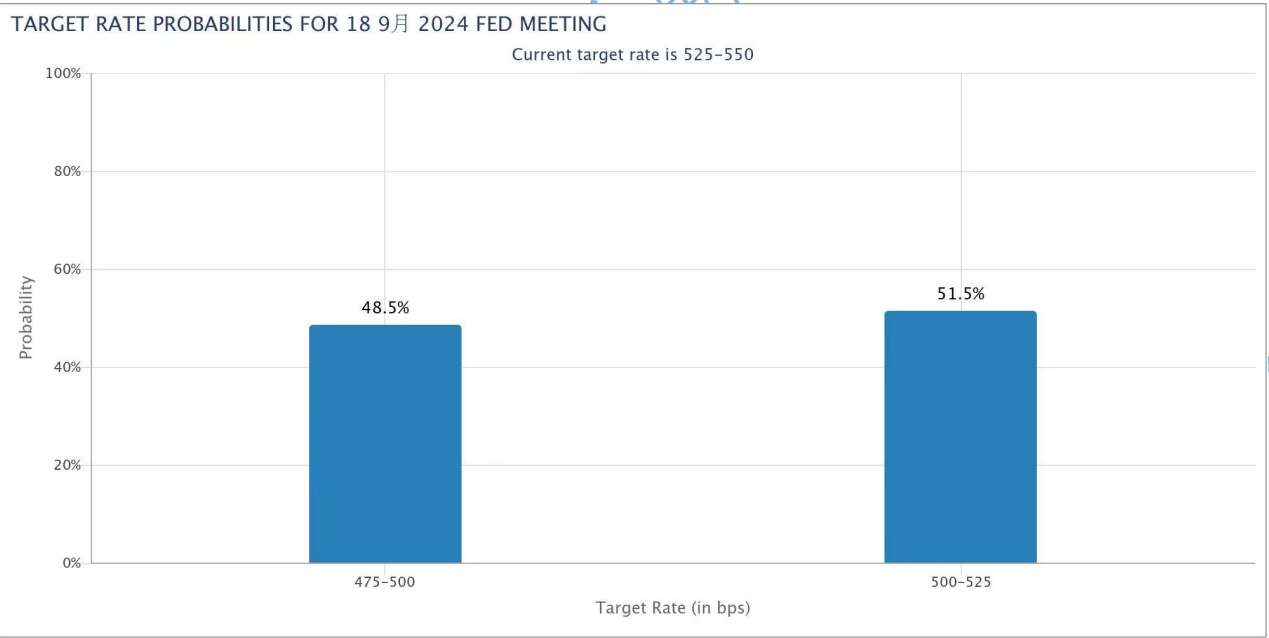
2024年以来，国内商品走势开始明显弱于国际商品，最近一周该风格特征再次显现



市场对于美联储的降息预期回摆，市场笃定9月开启降息，幅度有分歧

CME Fedwatch工具最新数据显示，投资者共识于美联储从9月开始降息，但对降息的幅度出现明显的分歧，调降25bp与50bp的概率几乎是五五开。此外，对于年内降息的幅度也大幅加大，目前为降息100bp。

当前市场隐含的主流预期最新数据为：2024年内降息100bp到4.25-4.5%，累积概率为96.5%。



CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18							0.0%	0.0%	0.0%	48.5%	51.5%
2024/11/7		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.3%	49.3%	37.4%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	23.2%	46.0%	27.1%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	21.9%	44.4%	28.4%	1.9%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	20.6%	42.9%	29.5%	3.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.6%	12.0%	31.9%	36.1%	16.4%	1.9%	0.1%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	1.2%	9.2%	26.6%	35.0%	21.7%	5.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.5%	4.5%	16.5%	30.1%	29.4%	15.0%	3.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	48.50%	51.50%
2024/11/7	0.00%	0.00%	75.85%	24.15%	0.00%
2024/12/18	3.50%	96.50%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/1/29	96.50%	3.50%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/3/19	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/4/30	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/6/18	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/7/30	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

民主党的反击：哈里斯的民调开始反超特朗普，增大竞选的不确定性

REAL
CLEAR
POLITICS

RealClearPolitics Poll Average

47.6 Harris +0.5 47.1 Trump

Trump vs. Harris

(Trump vs. Biden Before July 21, 2024)



➤ 美国东部时间7月21日下午，美国总统拜登宣布退出2024年总统竞选，并表示支持提名副总统哈里斯为民主党总统候选人。

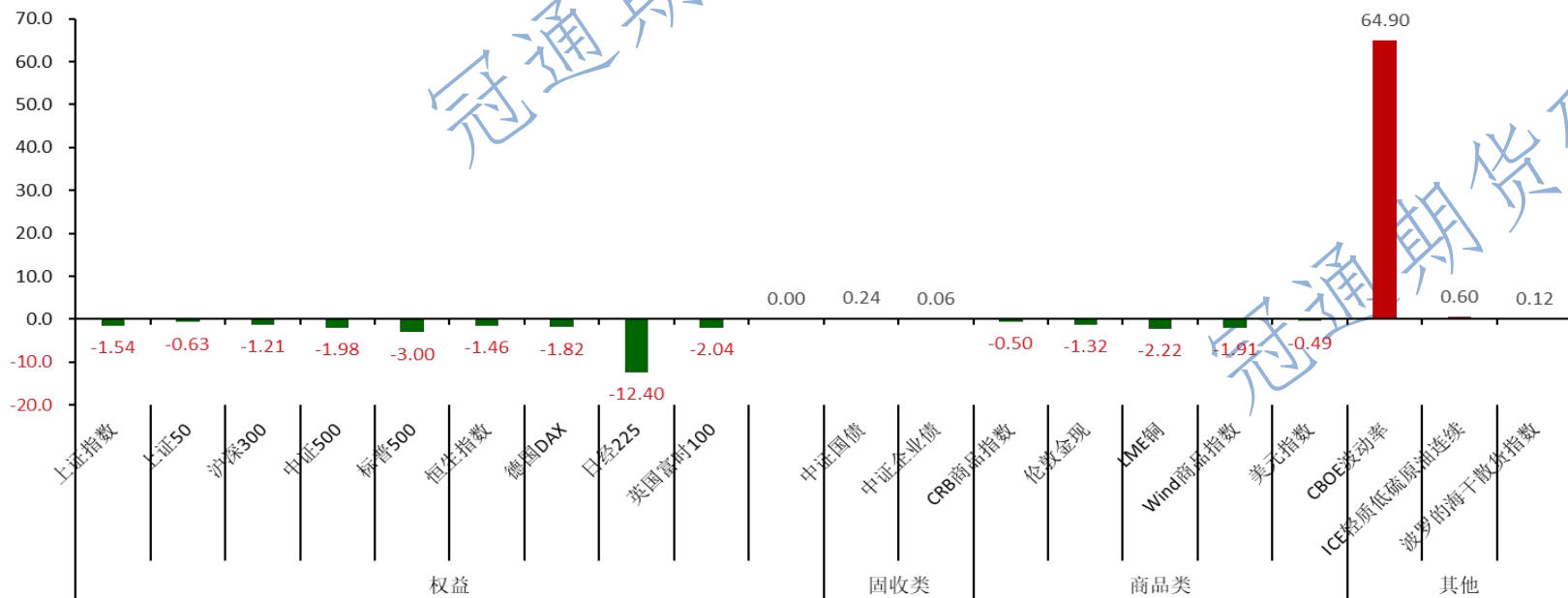
➤ 当地时间8月5日，美国副总统哈里斯正式获得民主党总统候选人提名，成为首位领导主要政党进行美国总统竞选的有色人种女性。

➤ 8月6日，已锁定民主党总统候选人提名的哈里斯选择沃尔兹为其竞选搭档；同日，美国民主党全国委员会宣布，沃尔兹已经正式接受提名，成为2024年美国总统选举民主党副总统的候选人。

黑色星期一：全球风险资产暴跌，飙涨的只有恐慌指数“VIX”

8月5日早间，日韩股市一开盘就迎来猛烈抛售，随后，恐慌情绪蔓延全球。截至当日收盘，日经225指数累跌12.4%，抹平2024年初至今的涨幅，也创下史上最大下跌点数，超越1987年10月黑色星期一的纪录；韩国综指创2008年以来最大跌幅，日韩及土耳其等国股市主要指数触发熔断机制。澳大利亚、印度等亚太市场均出现大幅抛售，欧股开盘后也遭遇重挫。随后，美股低开，“七巨头”开盘全线重挫。凌晨，美股三大指数集体大幅收跌，道指跌2.6%，纳指跌3.43%，标普500指数跌3%。热门科技股普遍下挫，英伟达、英特尔跌超6%，苹果、特斯拉、谷歌跌超4%。

2024-8-5 “黑色星期一” 全球大类资产涨跌幅%



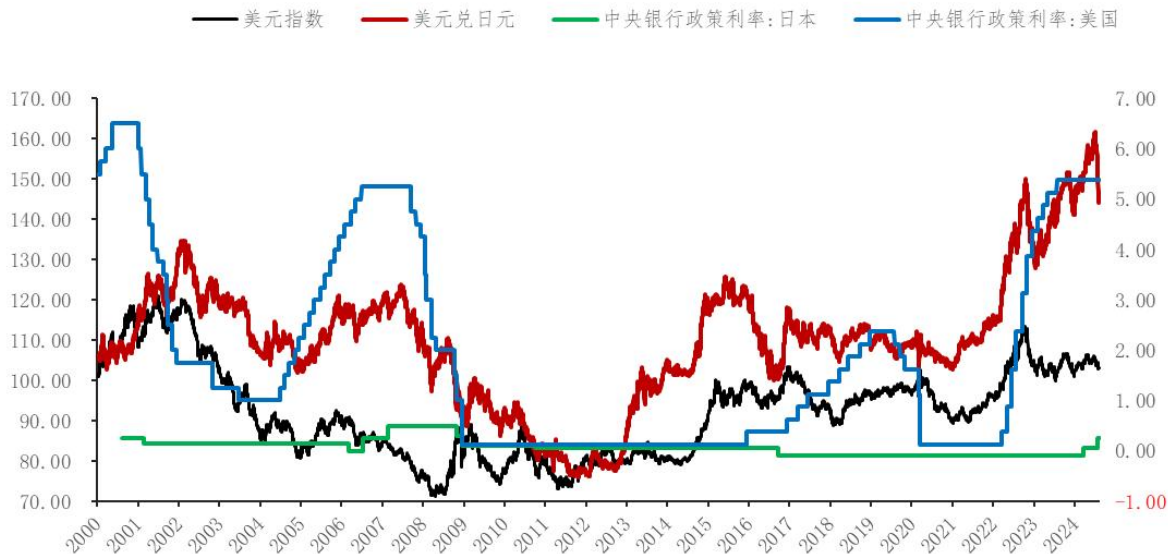
全球股市遭遇黑色星期一，有多重冲击叠加的原因：

- 疲软的美国就业及经济数据打击；
- 日本央行上周罕见加息后日元飙升；
- 巴菲特抛售苹果股票；
- 叠加中东地缘政治紧张局势，全球投资者担忧经济衰退信心受挫。

日央行：引爆“黑色星期一”的导火索

- 7月31日，日本央行宣布最新利率决议，宣布加息15个基点，将政策利率上调0.15%—0.25%。同时，日本央行公布缩表计划，国债购买规模每个季度减少4000亿日元，将不再提供债券购买范围而是提供指定金额。此次加息为今年3月放弃负利率政策以来的首次加息。日元随后快速升值，导致日本企业业绩下滑的预期加剧日股下跌。
- 8月7日，日本央行副行长内田真一公开发出强烈鸽派信号，以稳定市场信心。他表示，在市场不稳定时，日本央行不会加息。这是自7月31日日本央行加息以来，日本央行官员首次公开发表讲话。在他发表讲话后，日元兑美元汇率下跌逾2%，日本股市随即反弹。

美日利差与日元汇率走势图



美国标普500指数与VIX指数走势图



萨姆规则：引发投资者对美国经济衰退的担忧

- 8月2日，爆冷的美国7月非农就业报告引发了美股“地震”，并引发了对美联储下个月可能降息幅度的激烈讨论。
- 按最新失业率计算，美国失业率从今年以来的低点飙升了0.6个百分点，触发了基于失业率预测衰退的“萨姆规则”。这一规则指出，当美国失业率的3个月移动平均值相对于过去12个月的最低点上升超过0.5个百分点时，经济衰退就可能开始。这一规则自上世纪70年代以来的准确率为100%。7月失业率数据已经触及这一阈值，这意味着当前美国可能已经进入衰退状态。
- 数据公布后，美股三大股指期货、美元指数和国债收益率迅速走低，恐慌情绪加速蔓延。交易员开始押注美联储9月降息50基点的可能性，并预测今年的降息幅度将超过100基点。

花旗经济意外指数(%)



本周关注

1. 8月12日12:30, MPOB公布马来西亚棕榈油7月供需报告。彭博社调查显示, 由于产量反弹超过了出口激增, 马来西亚棕榈油库存可能升至自2月以来最高水平。但路透社调查认为, 马来西亚棕榈油7月库存预计将在连续三个月上升后首次下降。关注马来西亚棕榈油库存实际变动。
2. 8月12日待定, 欧佩克公布月度原油市场报告。欧佩克7月月报维持今明两年全球原油需求增速预期不变, 美国7月非农就业人数低于市场预期, 7月失业率达到4.3%引发经济衰退担忧, 关注本次月报会否下调全球原油需求增速预期。
3. 8月12日待定, 农业农村部发布月度供需报告。7月月度供需报告显示, 供需形势预测与6月保持一致, 关注8月月度供需形势预测是否与前期保持一致。
4. 8月13日0:00, USDA公布8月月度供需报告。根据USDA 7月的供需报告, 2024/2025年度美国大豆的单产预估为52蒲式耳/英亩。市场分析机构普遍预计, 8月的USDA供需报告可能会将这一数字调整至51.5到53.9蒲式耳/英亩之间, 粮油市场报更是预测单产将上调至53到54蒲式耳/英亩, 关注单产会否如期大幅上调。
5. 8月13日4:00, USDA作物生长报告。本周公布的USDA作物生长报告显示, 美国大豆优良率为68%, 较前期增加1%, 本周美国天气迎来变动, 关注下周优良率能否持续高于市场预期。
6. 8月13日16:00, IEA公布月度原油市场报告。7月月报显示, IEA对需求仍边际悲观, 将今、明两年全球石油需求预期分别调低10万桶/日、20万桶/日, 关注本月会否继续下调需求预测。
7. 8月14日20:30, 美国公布7月未季调CPI年率、季调后CPI月率、季调后核心CPI月率、未季调核心CPI年率。分析师Tatiana Darie表示, 如果CPI和零售销售数据其中任何一个令人失望, 对硬着陆的担忧可能很容易再次成为焦点。
8. 8月15日9:20, 中国公布至8月15日中期借贷便利(MLF)中标利率和操作规模。7月25日, 央行意外开展2000亿元1年期MLF操作, 并将中标利率下调至2.30%。专家分析称, 从实际效果看, 本次MLF利率适度下行, 较好地弥合了与同业存单等市场利率的差异。关注央行会否再次下调中标利率。
9. 8月15日10:00, 国家统计局公布中国7月工业增加值、社零、房地产、固定资产投资、失业率等数据, 并就国民经济运行情况举行新闻发布会。此前国家统计局表示, 上半年国民经济延续恢复向好态势, 运行总体平稳、稳中有进。关注7月份工业生产数据的情况。
10. 8月15日待定, ITS/AmSpec/SGS公布马来西亚8月1-15日棕榈油出口数据。ITS数据显示, 马来西亚8月1-5日棕榈油出口量为196350吨, 较上月同期出口的277705吨减少29.3%。关注马棕油出口减少趋势会否延续, 若继续减少则可能利空棕榈油价格。
11. 8月15日待定, 国际谷物理事会(IGC)发布月度谷物市场报告。此前7月19日国际谷物理事会(IGC)发布月报, 预计2024/25年度全球谷物(小麦和粗粮)总产量为23.21亿吨, 比6月预测值调高了900万吨。关注谷物产量能否延续增长态势。
12. 8月16日0:00, NOPA公布月度大豆压榨报告。NOPA上月公布数据显示, 美国6月大豆压榨量和豆油库存均环比下滑, 关注美豆7月压榨量会否继续减少, 若减少则说明美豆需求变差。

分析师介绍:

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、上期所优秀宏观分析师，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

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