



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12月02日

www.gtfutures.com.cn

核心观点

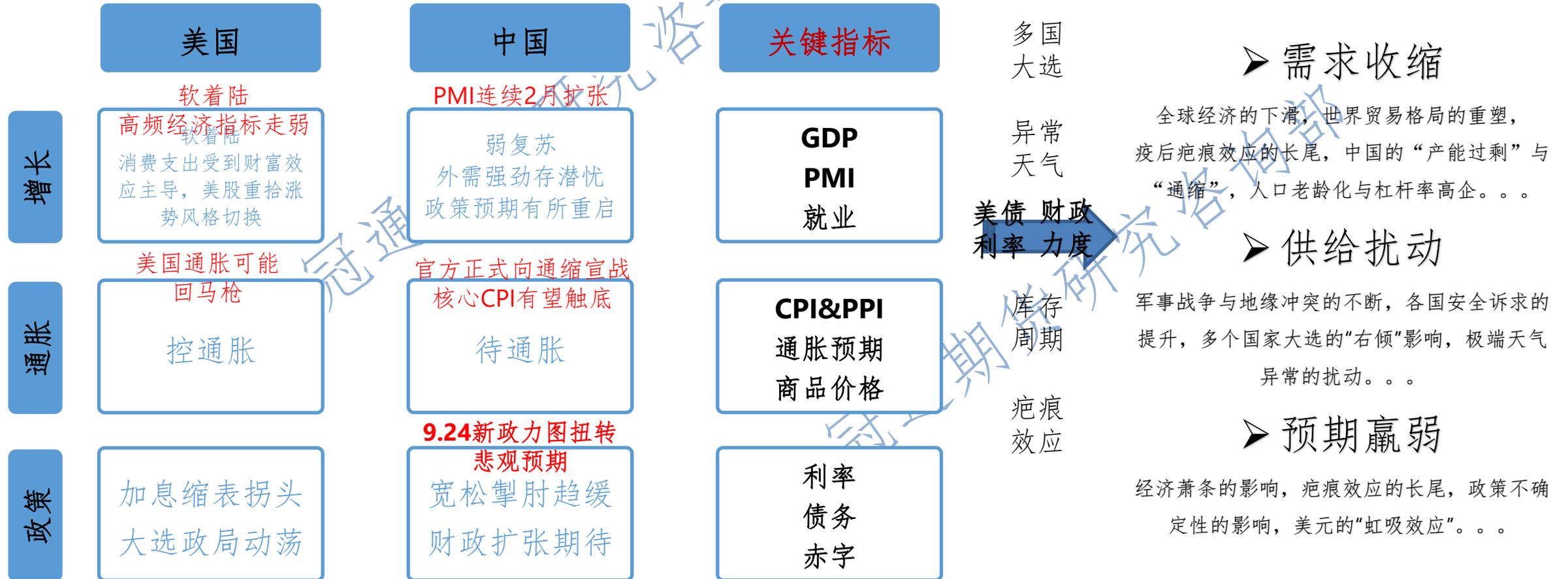
最近一周，全球资本市场的特朗普交易在部分资产上出现转向，值得关注的是美元与美债的大幅回落。通胀的担忧，降息预期的增强，带来美债利率的大幅下行，并拖累美元的高位回落。关税战第一枪打在了加拿大与墨西哥，以增加关税的方式去施压加墨政府严控移民，一石二鸟之策彰显出特朗普挥舞关税大棒之目的。关税贸易战只是手段，借此来帮助美国去解决困扰自身而又鞭长莫及的难题是目的。纵然地缘局势仍旧此消彼长，但投资者的恐慌情绪则日渐消减，波动率VIX指数大幅回落，BDI指数也在中东局势的“和平曙光”的照耀下出现暴挫，同时也强化了原油的弱势。国内债市集体走高近弱远强、股指普遍收涨成长风格强于价值，商品大类板块涨跌互现；股市普遍明显收涨，成长型风格表现相对于价值型风格涨幅更大，市场表现活跃；国内商品大类板块涨跌互现，wind商品指数周涨跌幅为-0.49%。具体商品大类表现来看，原油价格的弱势拖累能源板块，本周以-3.45%领跌商品大类，农副产品板块跌幅-2.27%紧随其后，贵金属、谷物、有色板块也都悉数收跌；油脂三剑客的重拾涨势带动油脂油料板块以5.95%的涨幅领涨商品大类板块，软商品板块上涨3.61%周度涨幅排名第二，化工与非金属建材、煤焦钢矿均小幅收涨。

11月的制造业PMI景气度连续扩张，表征内需的新订单指数和外需的新出口订单指数联袂大幅上扬，需求的回暖带动利润的回升，企业不再去库，产成品库存止跌反弹，生产动能明显回升。同时，伴随着企业采购量的攀升，生产端的扩张进一步强化，继而提振着企业的生产经营活动预期。只是，价格端重新拐头下行，为今后景气度的进一步扩张埋下隐患。

美元指数的走弱如期而至，不过，有两点特征值得注意。1、美债利率的下行比美元指数更快更多。美债利率的下行，表面上看是对于未来降息预期的强化，更深层次则表征着投资者对于未来全球经济增长的担忧，这一点，与美债期限结构的再次倒挂相呼应；2、美元在上周相对于美债利率的抗跌，源于避险情绪，是受到俄乌战争局势恶化所带来的避险需求所支撑，这一点，与黄金的相对抗跌相呼应。

投资上，美元指数的回落如期而至，后市料将进一步持续。与此同时，则需要警惕金价的阶段性大幅回落。俄乌局势的加剧，叙利亚内乱的恶化，虽然一定程度上支撑了金价的相对抗跌，但其作为“储备货币”对冲美元信用弱化的价值，则遭受着特朗普所提出的“创意”的打击，叠加临近年底的“落袋为安”效应，需要警惕未来一段时间，金价的阶段性大幅回落风险。

2024年宏观经济--美强中弱的轮转，资产的波动与分化



➤ 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，中国的“产能过剩”与“通缩”，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”。。。

12月降息25bp预期概率上升，未来降息预期强化。

出口退税政策调整



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

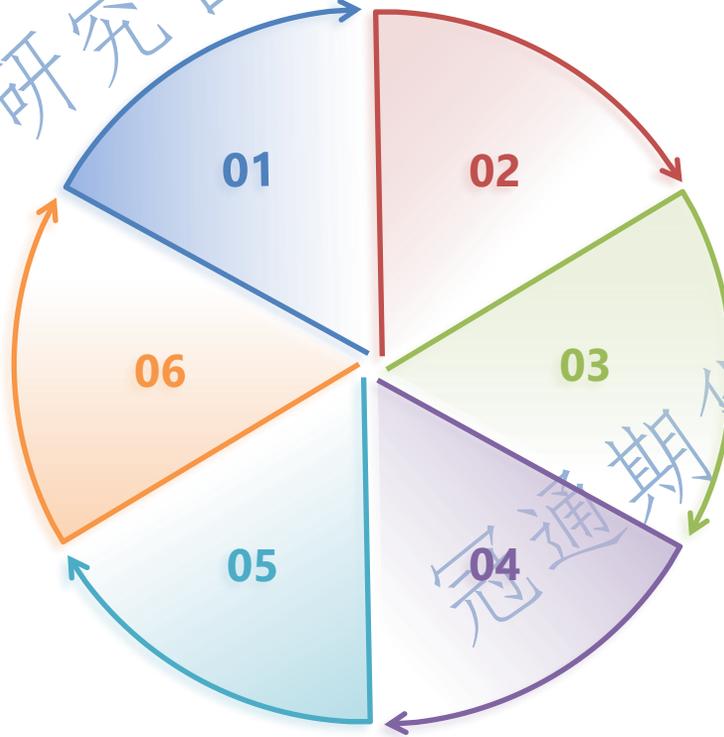
- 12月降息25bp预期强化；
- 实际利率走低，金价震荡承压；
- 通胀预期高位明显回落；
- 中美利差探底回升，美元高位回落，人民币汇率走势平稳；

库存周期的轮转

关注中美库存周期的共振；
中美库存周期七个月联袂上行后出现拐头；
地产长周期的压制之下，
本轮国内库存周期强度相对有限。

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

美股风格切换，
美元与美债的大幅回落，
比特币在美元储备中的地位提升打压金价。
投资者对于明年的财政扩张仍有期待

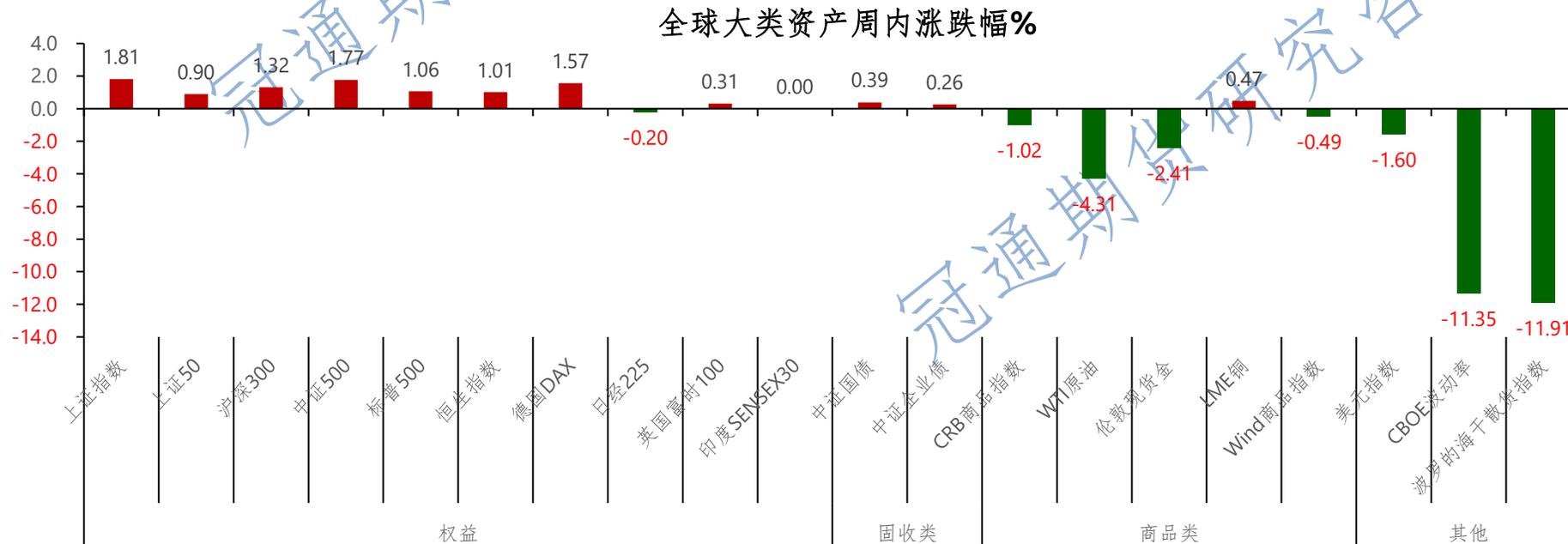
世界多国的大选

特朗普关税大棒率先打在了加拿大与墨西哥；
中东紧张局势此起彼伏，
俄乌战争阶段性升温，
日元的大幅升值施压美元。

异常天气的扰动

大类资产

最近一周，全球资本市场的特朗普交易在部分资产上出现转向，值得关注的是美元与美债的大幅回落。通胀的担忧，降息预期的增强，带来美债利率的大幅下行，并拖累美元的高位回落。关税战第一枪打在了加拿大与墨西哥，以增加关税的方式去施压加墨政府严控移民，一石二鸟之策彰显出特朗普挥舞关税大棒之目的。关税贸易战只是手段，借此来帮助美国去解决困扰自身而又鞭长莫及的难题是目的。纵然地缘局势仍旧此消彼长，但投资者的恐慌情绪则日渐消减，波动率VIX指数大幅回落，BDI指数也在中东局势的“和平曙光”的照耀下出现暴挫，同时也强化了原油的弱势。俄乌局势的加剧，叙利亚内乱的恶化，虽然一定程度上支撑了金价的相对抗跌，但其作为“储备货币”对冲美元信用弱化的价值，则遭受着特朗普所提出的“创意”的打击，叠加临近年底的“落袋为安”效应，需要警惕未来一段时间，金价的阶段性大幅回落风险。

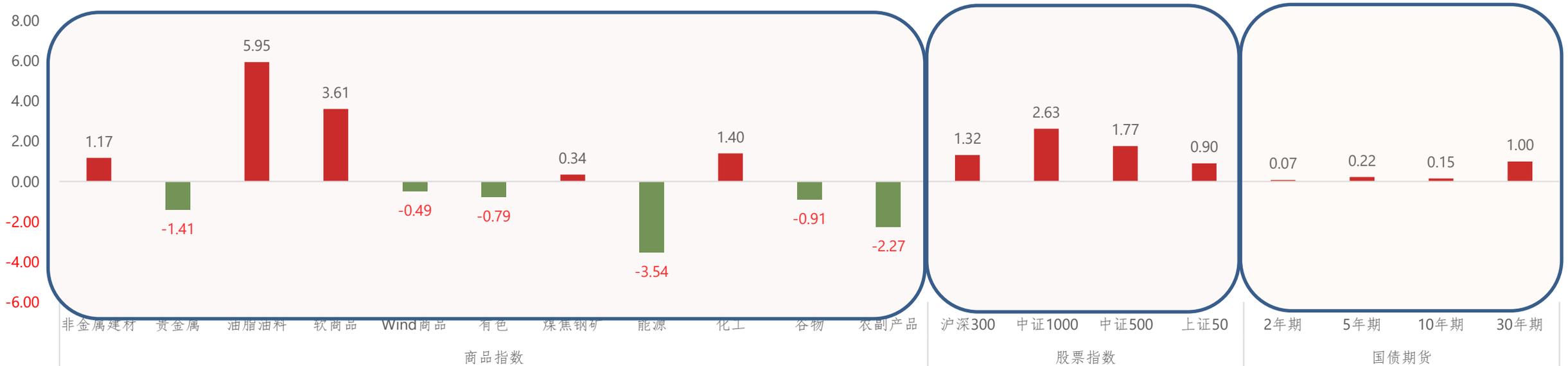


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

- 国内债市集体走高近弱远强、股指普遍收涨成长风格强于价值，商品大类板块涨跌互现；
- 股市普遍明显收涨，成长型风格表现相对于价值型风格涨幅更大，市场表现活跃；
- 国内商品大类板块涨跌互现，wind商品指数周涨跌幅为-0.49%。具体商品大类表现来看，原油价格的弱势拖累能源板块，本周以-3.45%领跌商品大类，农副产品板块跌幅-2.27%紧随其后，贵金属、谷物、有色板块也都悉数收跌；油脂三剑客的重拾涨势带动油脂油料板块以5.95%的涨幅领涨商品大类板块，软商品板块上涨3.61%周度涨幅排名第二，化工与非金属建材、煤焦钢矿均小幅收涨。

上周期市板块涨跌幅



注：数据均来源于Wind、冠通研究

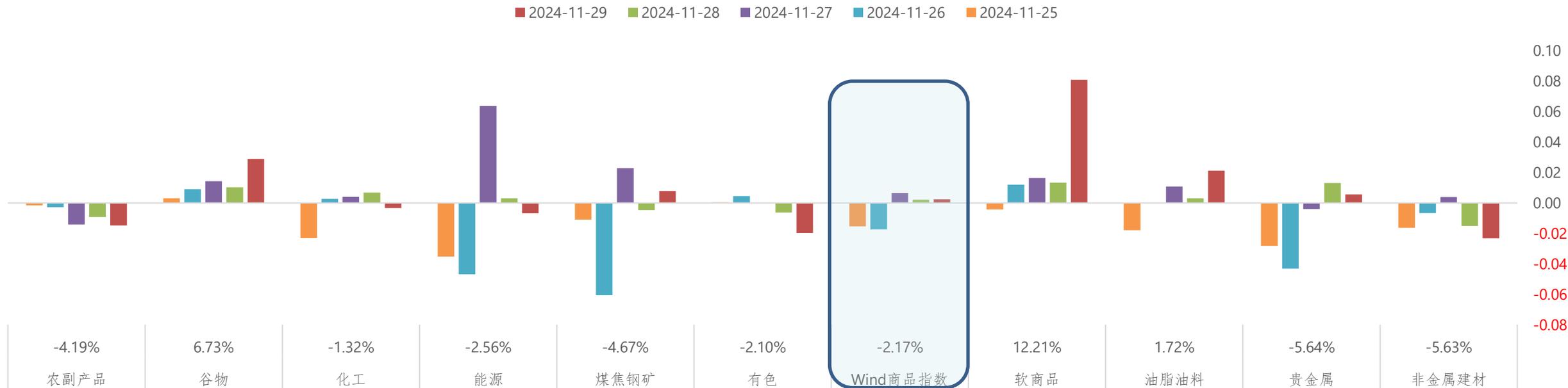
资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流出；

资金流出板块上，煤焦钢矿、农副产品、非金属建材与贵金属板块的资金流出值得关注；

资金流入的板块上，软商品、谷物与油脂油料板块的资金流入较为明显值得关注。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

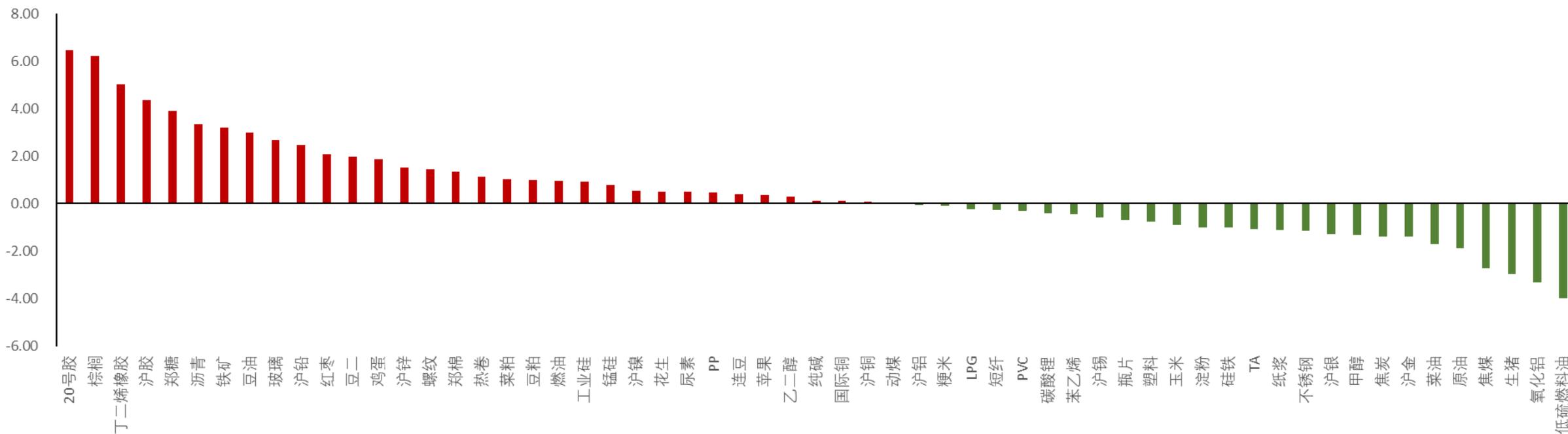


注：数据均来源于Wind、冠通研究

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**橡胶、棕榈与郑糖**；跌幅居前的商品期货品种为**低硫燃料油、氧化铝与生猪**。

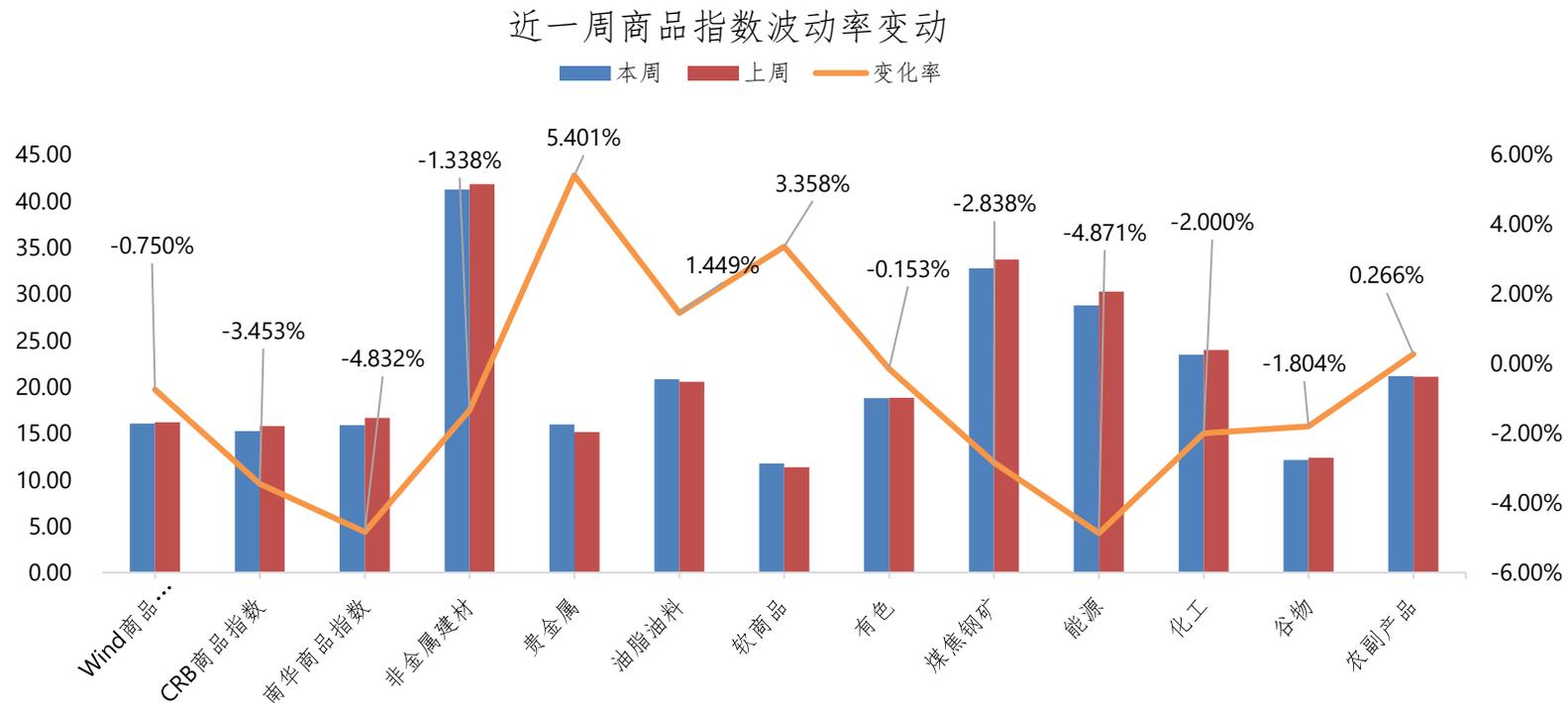
上周商品期货品种涨跌幅（%）



注：数据均来源于Wind、冠通研究

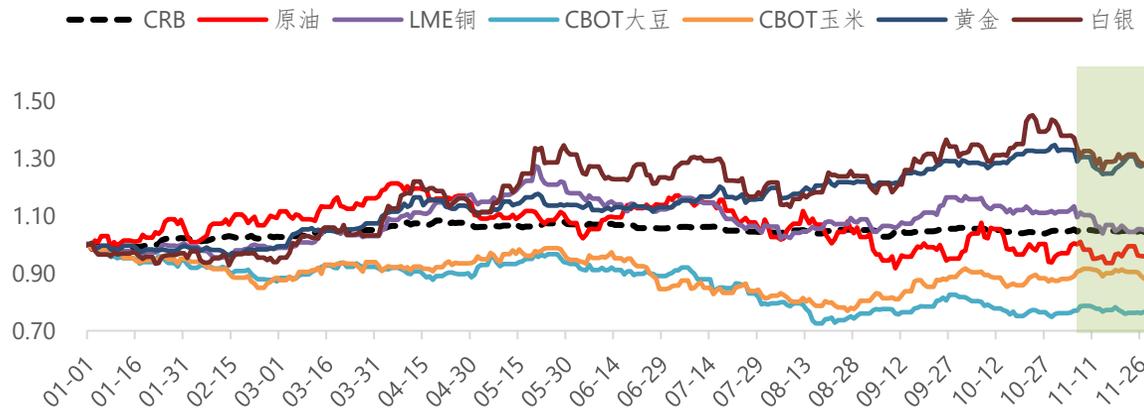
波动特征

上周，国际CRB商品指数波动率明显下挫，国内的wind商品指数波动率与南华商品指数同样是降波；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数下降，能源、煤焦钢矿与化工板块降波较为明显；贵金属与软商品板块逆势大幅升波值得关注。

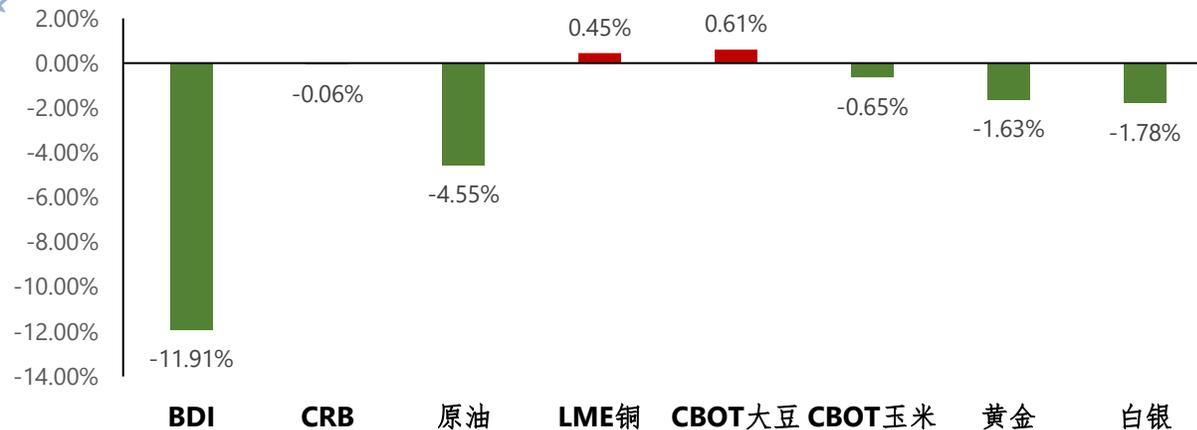


数据追踪——国际主要商品跌多涨少，油价跌幅居前，大豆与铜逆势小涨，**BDI**大幅下跌，金银大跌，金油比与金银比震荡。

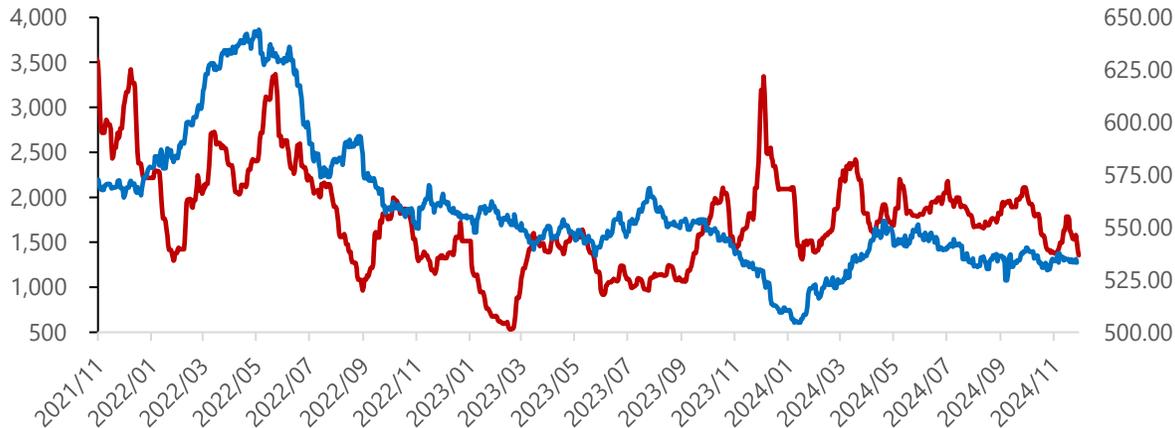
国际主要大宗商品2024年内收益表现



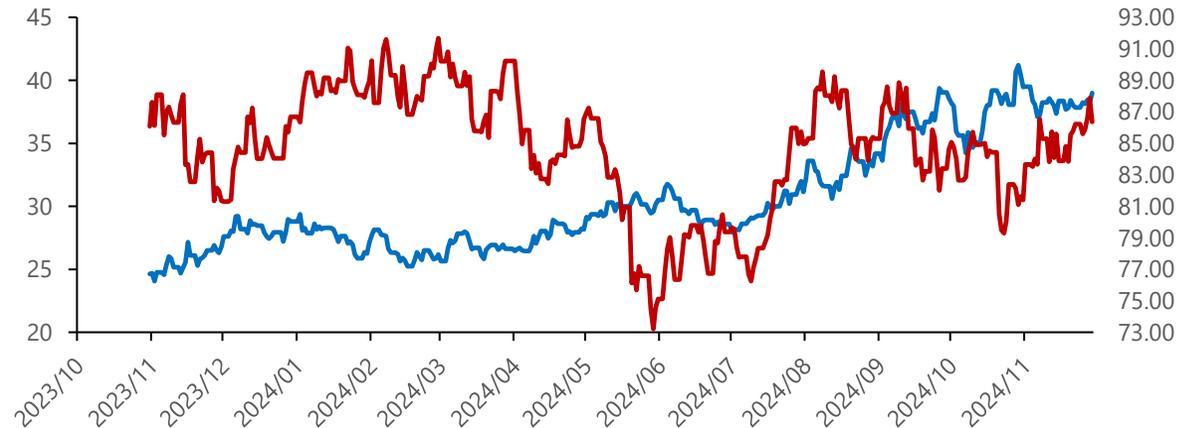
近一周主要国际大宗商品涨跌幅 (%)



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

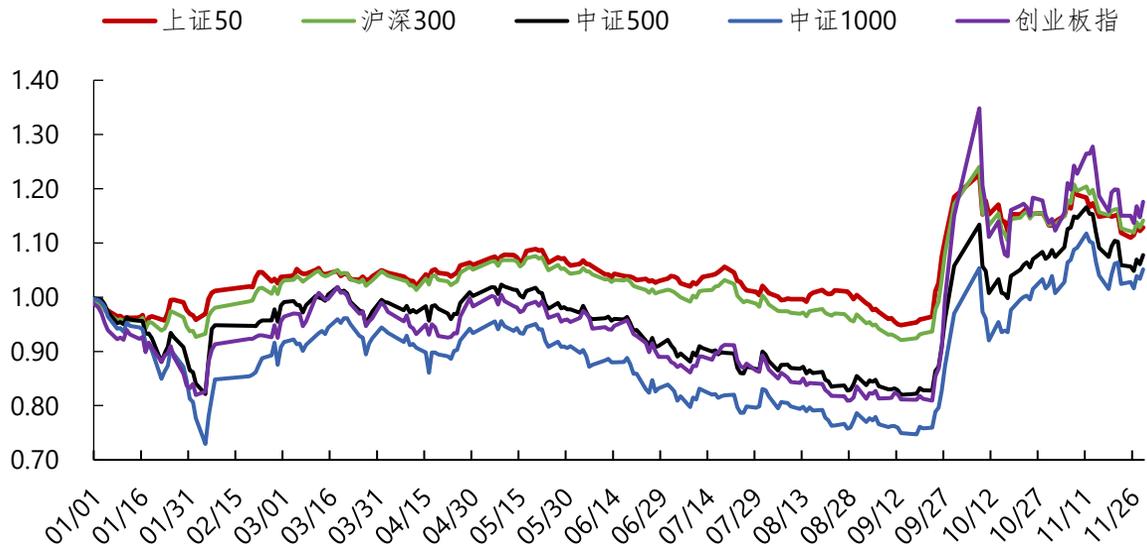


注：数据均来源于Wind、冠通研究

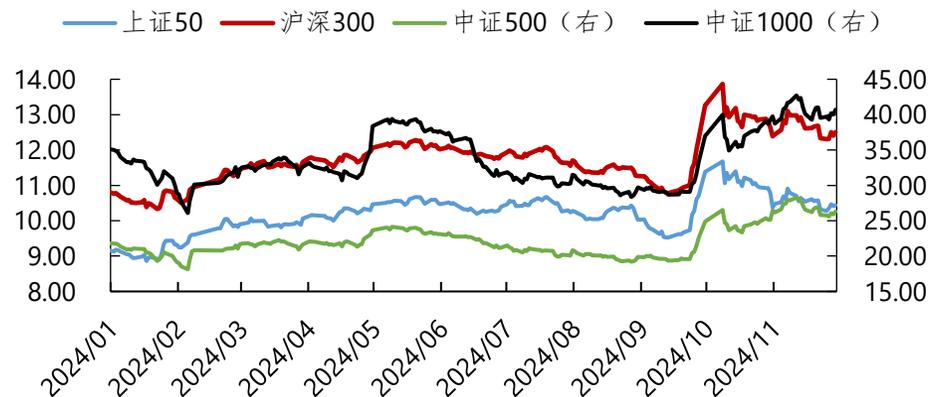
宏观逻辑—股指走势震荡收涨，市盈率PETTM估值回升，风险溢价ERP平稳。

- 上一周，国内四大股指走势震荡收涨，成长风险表现明显强于价值股；
- 市场情绪回升风险偏好提振，估值回升风险溢价ERP平稳。

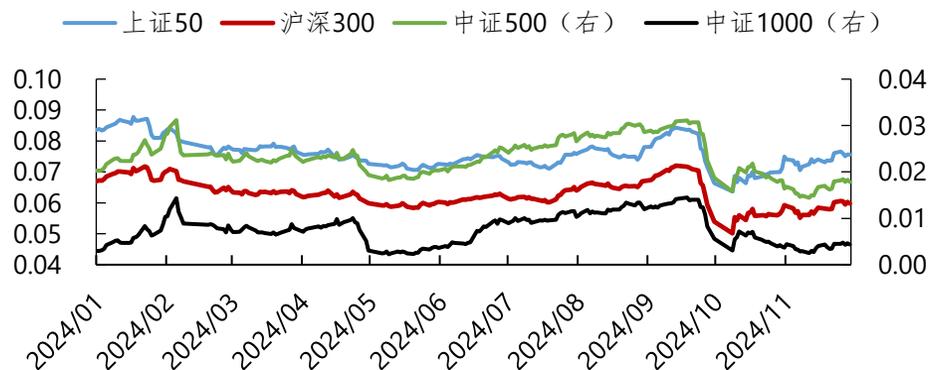
股票指数2024年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)

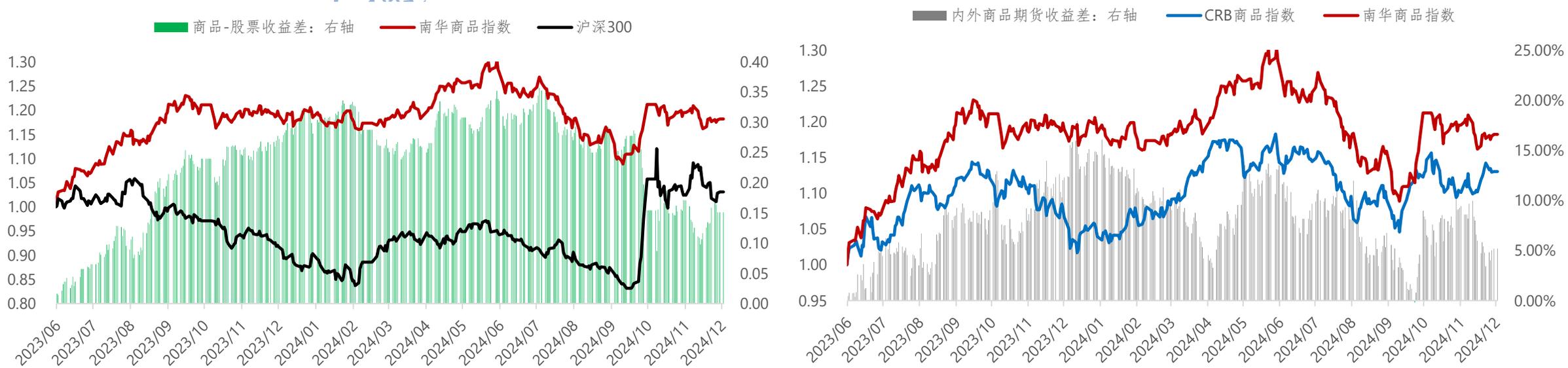


主要股指风险溢价

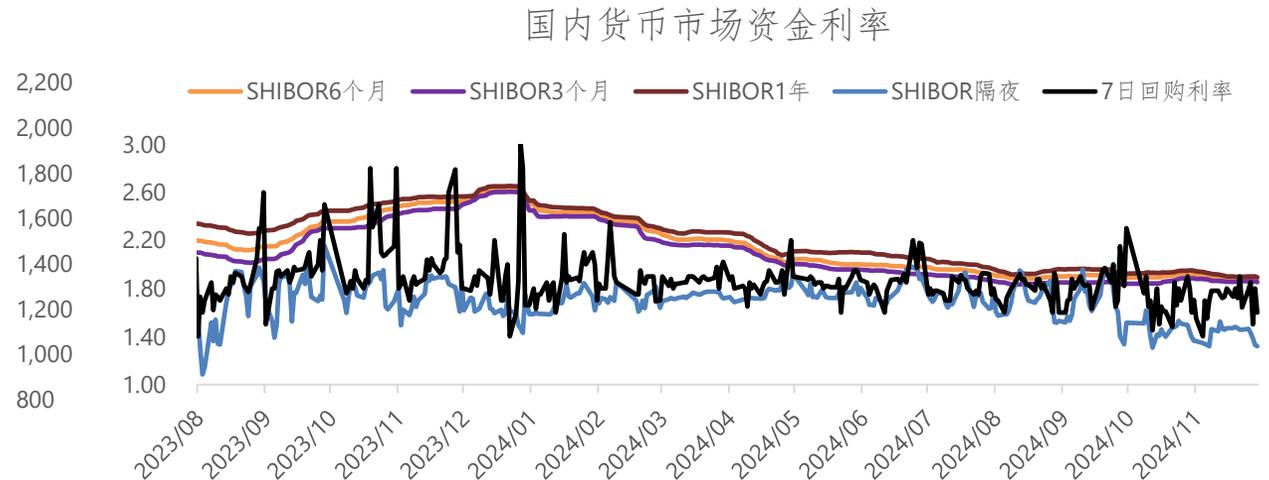
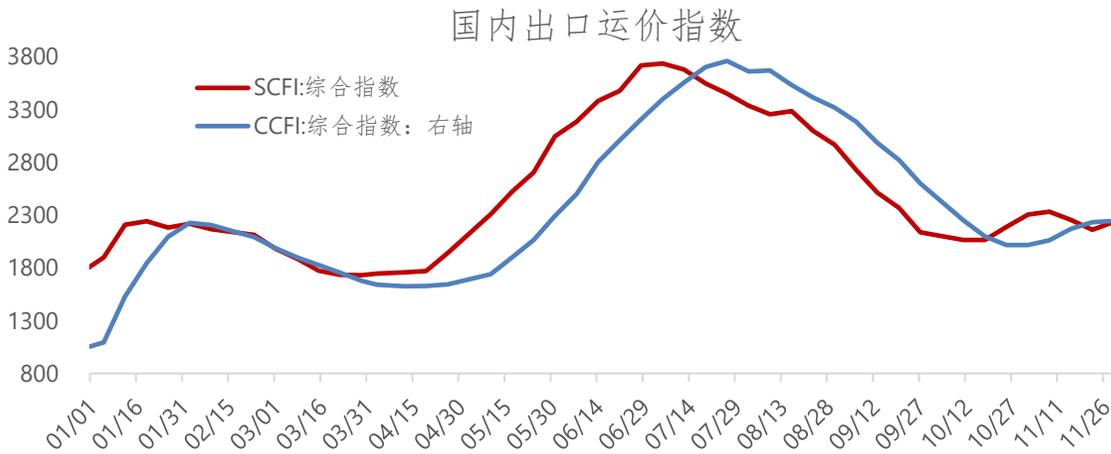
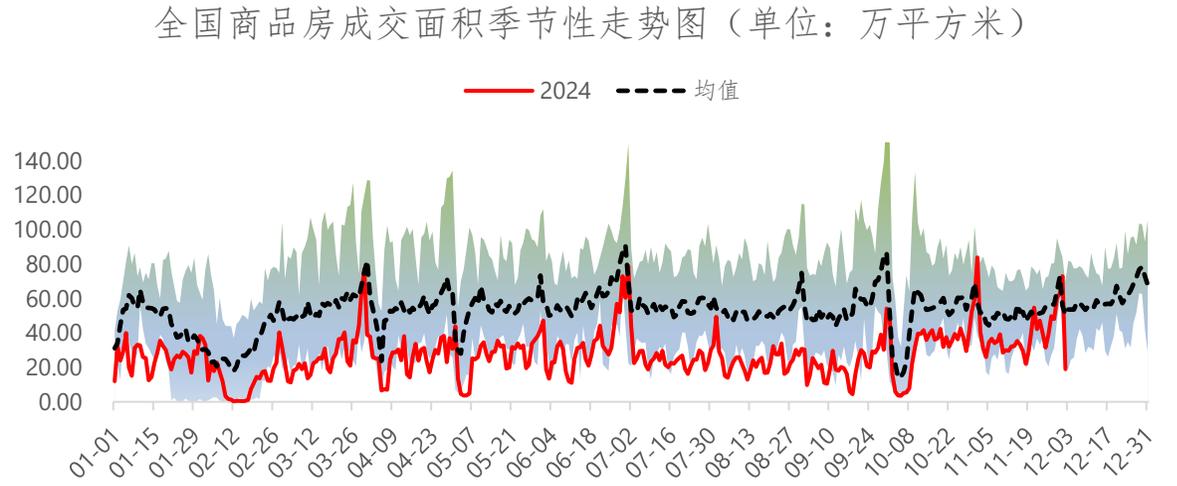


商品内弱外强风格，资金跷跷板效应需要持续追踪关注

- 上一周，股市小幅反弹，商品走势震荡分化，商品-股票收益差小幅收敛；
- 从商品的内外强弱风格来看，国内定价商品表现更抗跌，南华商品指数与CRB商品指数的收益差小幅走扩。



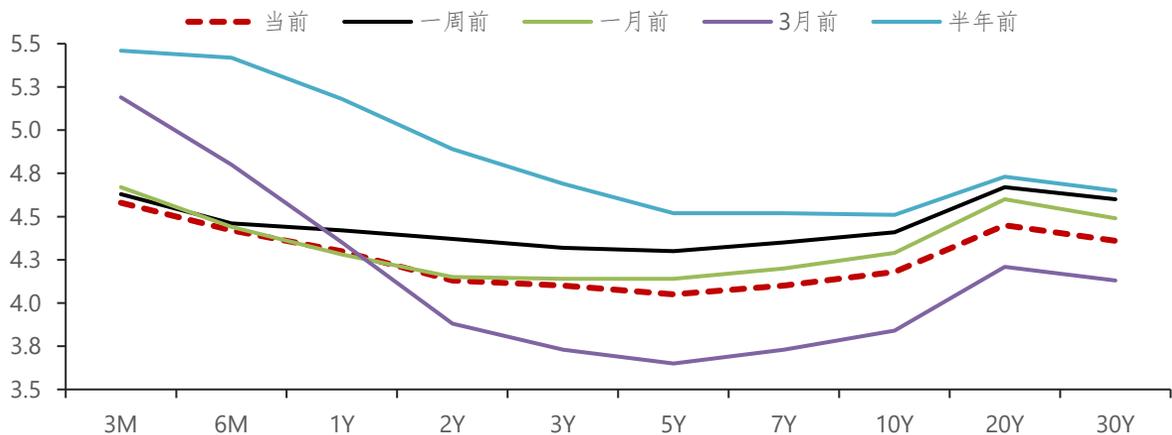
数据追踪——沥青开工率进一步反弹，地产销售快速反弹后回落，运价震荡收敛，短期资金利率明显下行



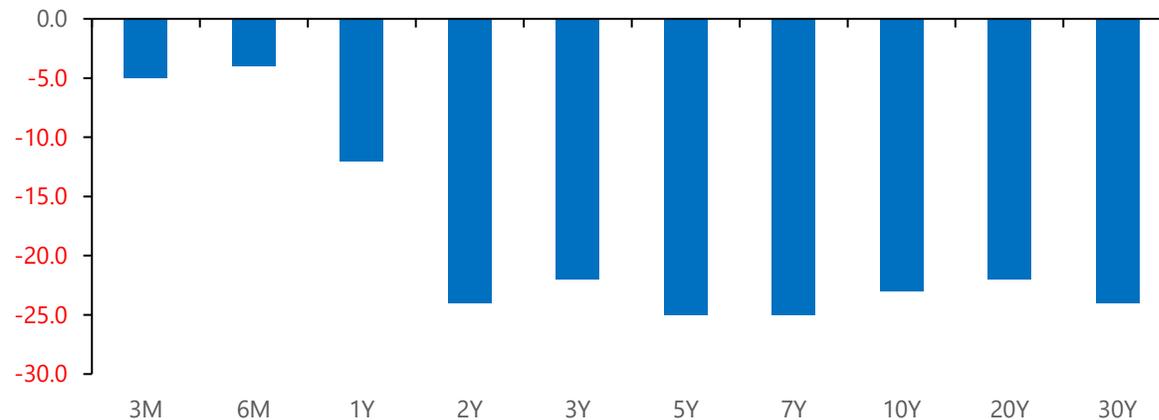
注: 数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美债收益率全线收跌近强远弱，期限结构牛陡，期限利差收敛，实际利率下行支撑金价，国际金价高位震荡。

美国国债收益率曲线



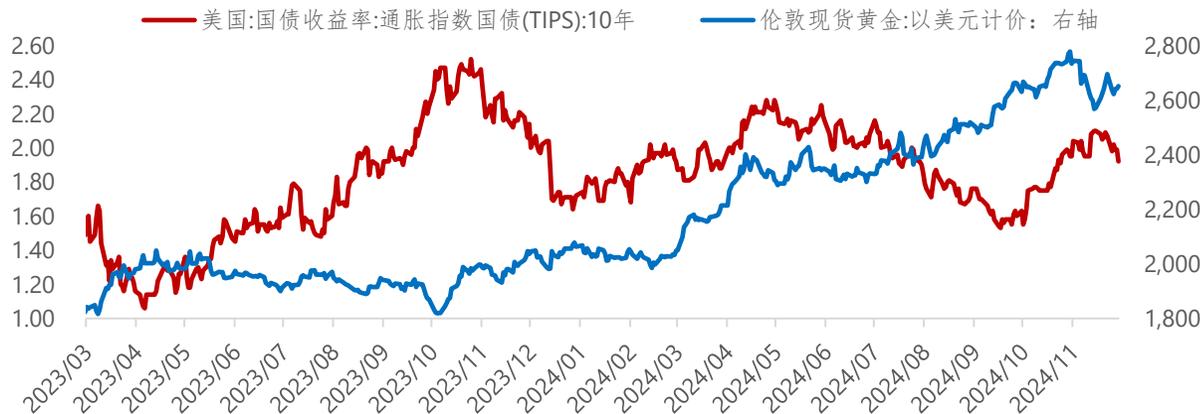
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y)



美债实际收益率与金价



注：数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——美债利率大幅回调，中美利差触底回升，通胀预期高位回落，金融条件明显宽松，美元冲高回落，人民币汇率表现平稳

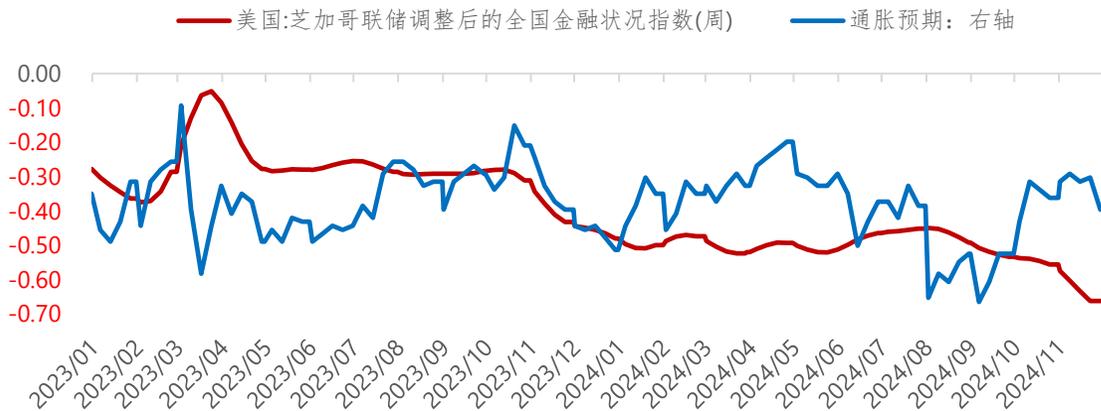
中美利差 (10Y)



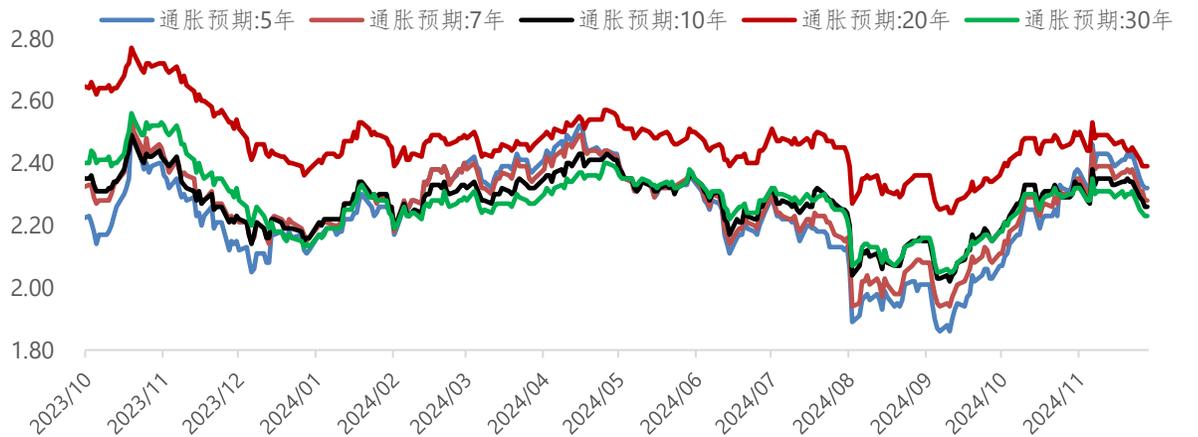
美元指数与人民币汇率



美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期



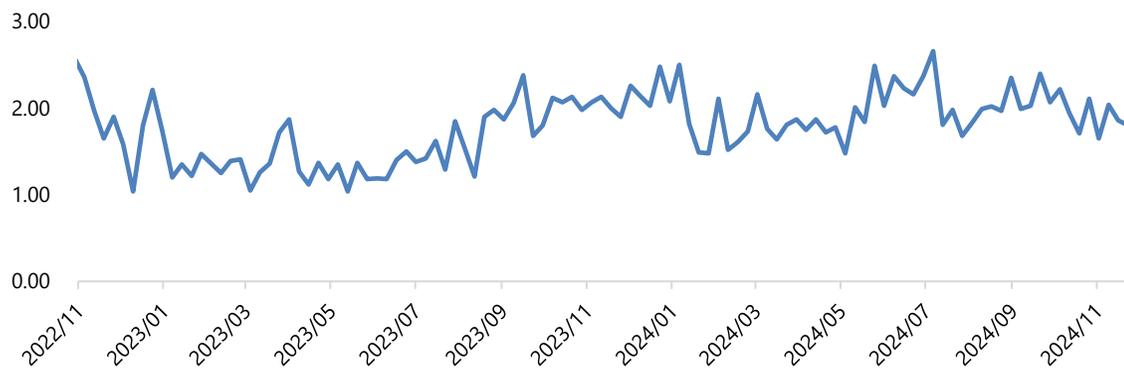
美国国债隐含通胀预期近期走势图



注: 数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美国高频“衰退指标”边际进一步走弱，美债利差10Y-3M的倒挂逼近收平值附近后重新拐头下行。

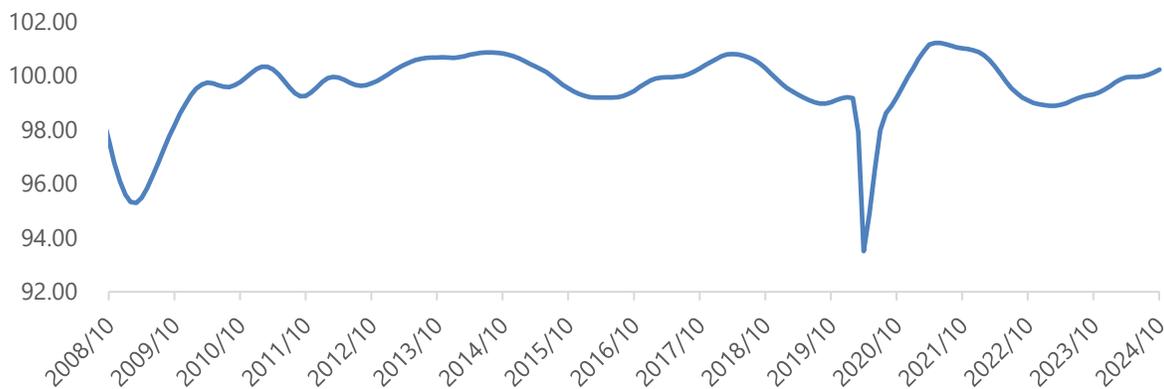
美国:周度经济指数走势图



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



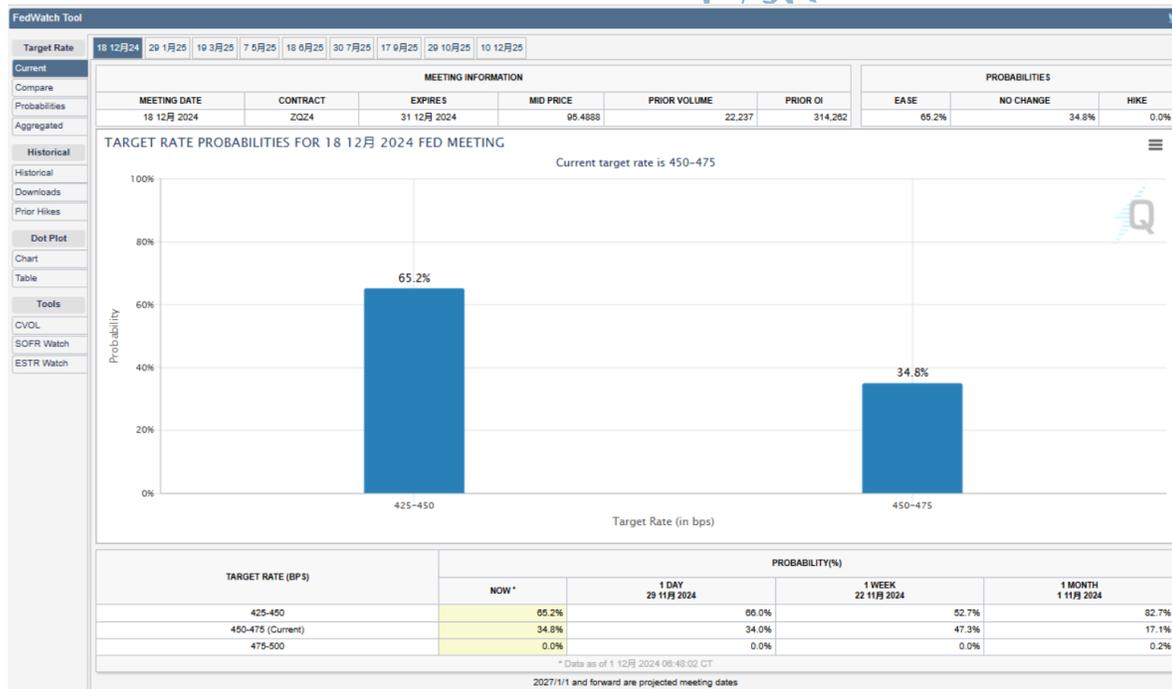
美债10Y-3M利差走势图



市场对未来的降息预期开始有所强化

CME Fedwatch工具最新数据显示：

当前，市场对于12月降息25bp的预期概率为65.2%，高于于上一周的52.7%，但低于一个月前的82.7%；同时，对于2025年的降息预期概率来看，1月与3月维持利率在4.25-4.5%不变，5月再次降息25bp，随后维持到7月，9月再次降息25bp到3.75-4%，一直维持到2025年底。



MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18	0.00%	0.00%	0.00%	65.18%	34.82%
2025/1/29	0.00%	0.00%	0.00%	90.83%	9.17%
2025/3/19	0.00%	0.00%	44.83%	55.17%	0.00%
2025/5/7	0.00%	0.00%	74.37%	25.63%	0.00%
2025/6/18	0.00%	18.03%	81.97%	0.00%	0.00%
2025/7/30	0.00%	42.83%	57.17%	0.00%	0.00%
2025/9/17	0.00%	74.38%	25.62%	0.00%	0.00%
2025/10/29	0.00%	96.83%	3.17%	0.00%	0.00%
2025/12/10	17.50%	82.50%	0.00%	0.00%	0.00%

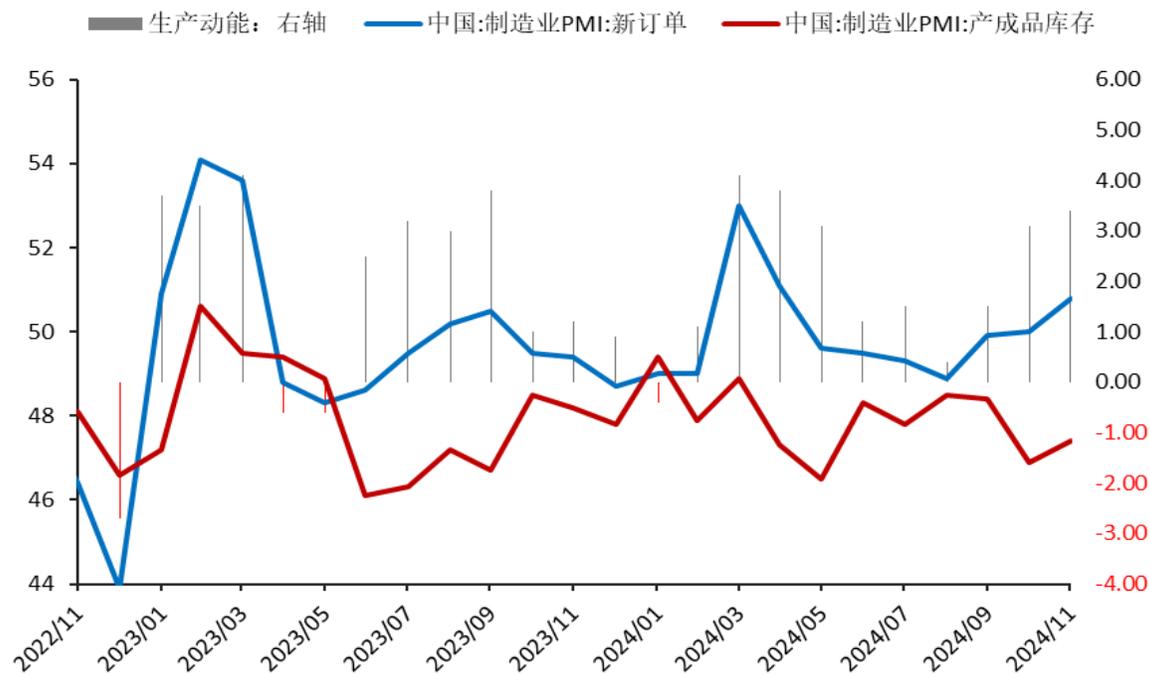
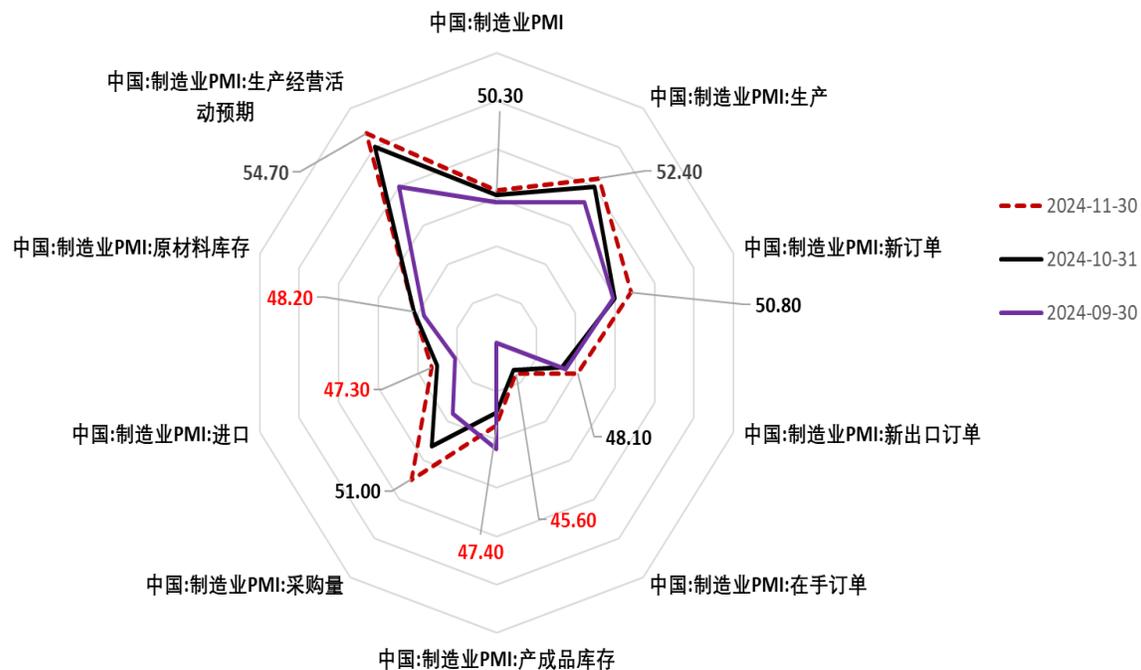
11月PMI超预期扩张，经济景气度连续第二个月位于荣枯线上方

11月30日，国家统计局发布数据显示，中国11月官方制造业PMI 50.3，较上月上升0.2个百分点，高于预期50.2，前值50.1。非制造业PMI 50，前值50.2，比上月下降0.2个百分点，位于临界点，非制造业景气水平小幅回落。服务业景气水平与上月持平。服务业商务活动指数为50.1%，继续保持在扩张区间。建筑业景气水平有所回落。受天气转冷户外施工逐渐进入淡季等因素影响，建筑业生产活动有所放缓，商务活动指数为49.7%，比上月下降0.7个百分点。综合PMI产出指数为50.8%，与上月持平，表明我国企业生产经营活动总体继续扩张。构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为52.4%和50.0%。

类别	名称	环比变动	2024年11月	2024年10月	2024年9月	2024年8月	2024年7月	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月
中国官方制造业PMI		↑ 0.20	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	49.50	50.40	50.80	49.10	49.20	49.00
中国:制造业PMI:生产		↑ 0.40	52.40	52.00	51.20	49.80	50.10	50.60	50.80	52.90	52.20	49.80	51.30	50.20
中国:制造业PMI:新订单		↑ 0.80	50.80	50.00	49.90	48.90	49.30	49.50	49.60	51.10	53.00	49.00	49.00	48.70
中国:制造业PMI:新出口订单		↑ 0.80	48.10	47.30	47.50	48.70	48.50	48.30	48.30	50.60	51.30	46.30	47.20	45.80
中国:制造业PMI:在手订单		↑ 0.20	45.60	45.40	44.00	44.70	45.30	45.00	45.30	45.60	47.60	43.50	44.30	44.50
中国:制造业PMI:产成品库存		↑ 0.50	47.40	46.90	48.40	48.50	47.80	48.30	46.50	47.30	48.90	47.90	49.40	47.80
中国:制造业PMI:采购量		↑ 1.70	51.00	49.30	47.60	47.80	48.80	48.10	49.30	50.50	52.70	48.00	49.20	49.00
中国:制造业PMI:进口		↑ 0.30	47.30	47.00	46.10	46.80	47.00	46.90	46.80	48.10	50.40	46.40	46.70	46.40
中国:制造业PMI:出厂价格		↓ -2.20	47.70	49.90	44.00	42.00	46.30	47.90	50.40	49.10	47.40	48.10	47.00	47.70
中国:制造业PMI:主要原材料购进价格		↓ -3.60	49.80	53.40	45.10	43.20	49.90	51.70	56.90	54.00	50.50	50.10	50.40	51.50
中国:制造业PMI:原材料库存		↑ 0.00	48.20	48.20	47.70	47.60	47.80	47.60	47.80	48.10	48.10	47.40	47.60	47.70
中国:制造业PMI:从业人员		↓ -0.20	48.20	48.40	48.20	48.10	48.30	48.10	48.10	48.00	48.10	47.50	47.60	47.90
中国:制造业PMI:供货商配送时间		↑ 0.60	50.20	49.60	49.50	49.60	49.30	49.50	50.10	50.40	50.60	48.80	50.80	50.30
中国:制造业PMI:生产经营活动预期		↑ 0.70	54.70	54.00	52.00	52.00	53.10	54.40	54.30	55.20	55.60	54.20	54.00	55.90
中国:制造业PMI:大型企业		↓ -0.60	50.90	51.50	50.60	50.40	50.50	50.10	50.70	50.30	51.10	50.40	50.40	50.00
中国:制造业PMI:中型企业		↑ 0.60	50.00	49.40	49.20	48.70	49.40	49.80	49.40	50.70	50.60	49.10	48.90	48.70
中国:制造业PMI:小型企业		↑ 1.60	49.10	47.50	48.50	46.40	46.70	47.40	46.70	50.30	50.30	46.40	47.20	47.30

内外需共振上行，企业不再去库，生产动能明显回升

11月的制造业PMI景气度连续扩张，表征内需的新订单指数和外需的新出口订单指数联袂大幅上扬，需求的回暖带动利润的回升，企业不再去库，产成品库存止跌反弹，生产动能明显回升。同时，伴随着企业采购量的攀升，生产端的扩张进一步强化，继而提振着企业的生产经营活动预期。只是，价格端重新拐头下行，为今后景气度的进一步扩张埋下隐患。

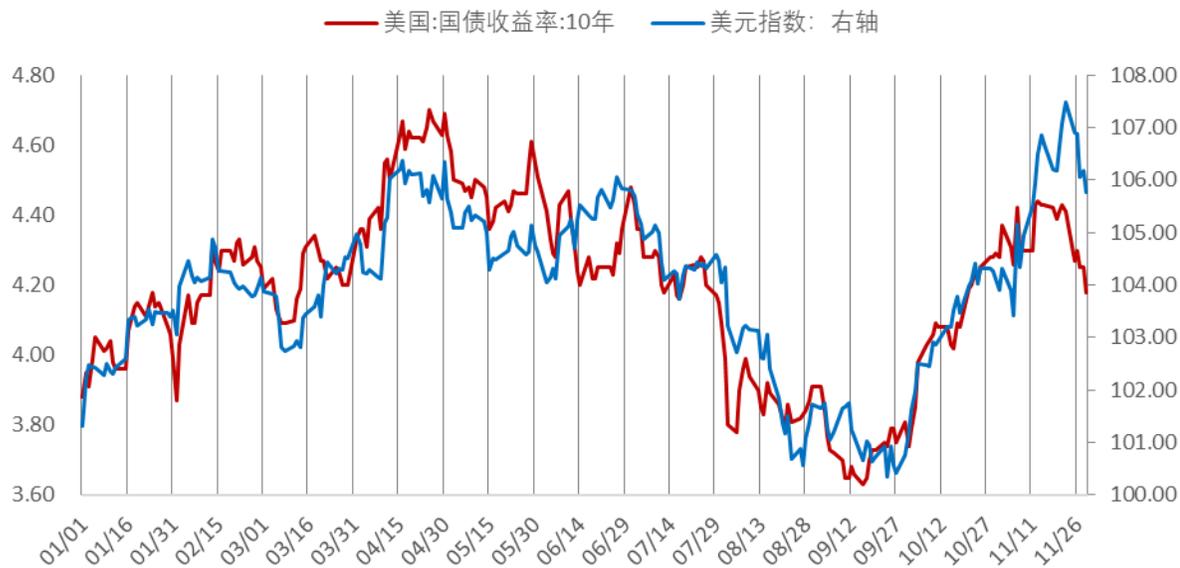


美元的走弱如期而至

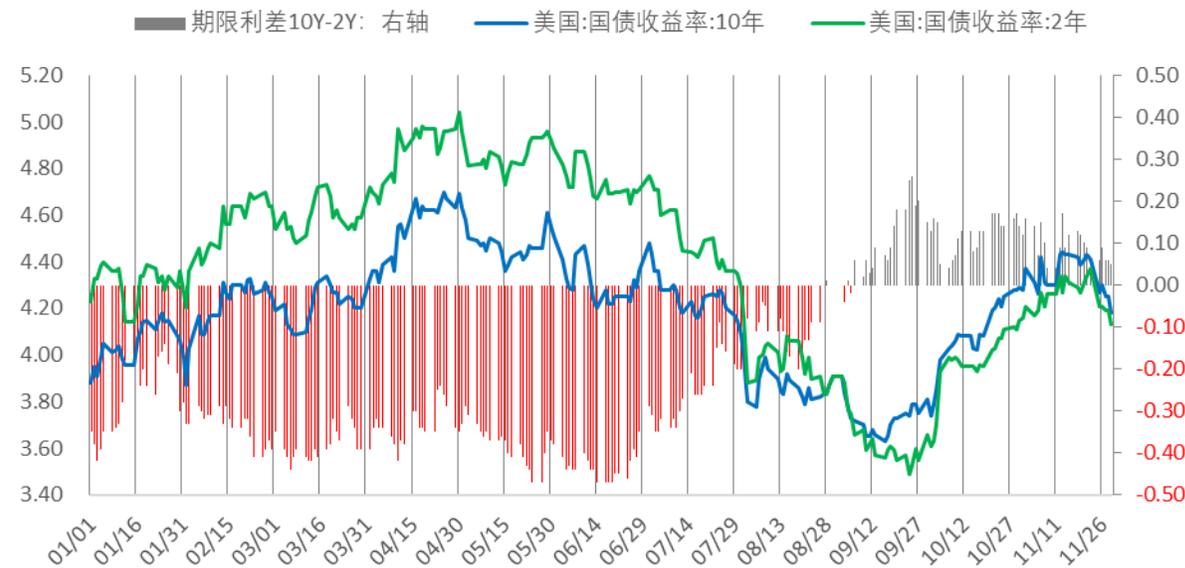
美元指数的走弱如期而至，不过，有两点特征值得注意。

- 1、美债利率的下行比美元指数更快更多。美债利率的下行，表面上看是对于未来降息预期的强化，更深层次则表征着投资者对于未来全球经济增长的担忧，这一点，与美债期限结构的再次倒挂相呼应；
- 2、美元在上周相对于美债利率的抗跌，源于避险情绪，是受到俄乌战争局势恶化所带来的避险需求所支撑，这一点，与黄金的相对抗跌相呼应。

近期，美元与美债利率联袂高位回落



美债利率近强远弱，期限利差重新收敛



警惕金价的阶段性大幅回调

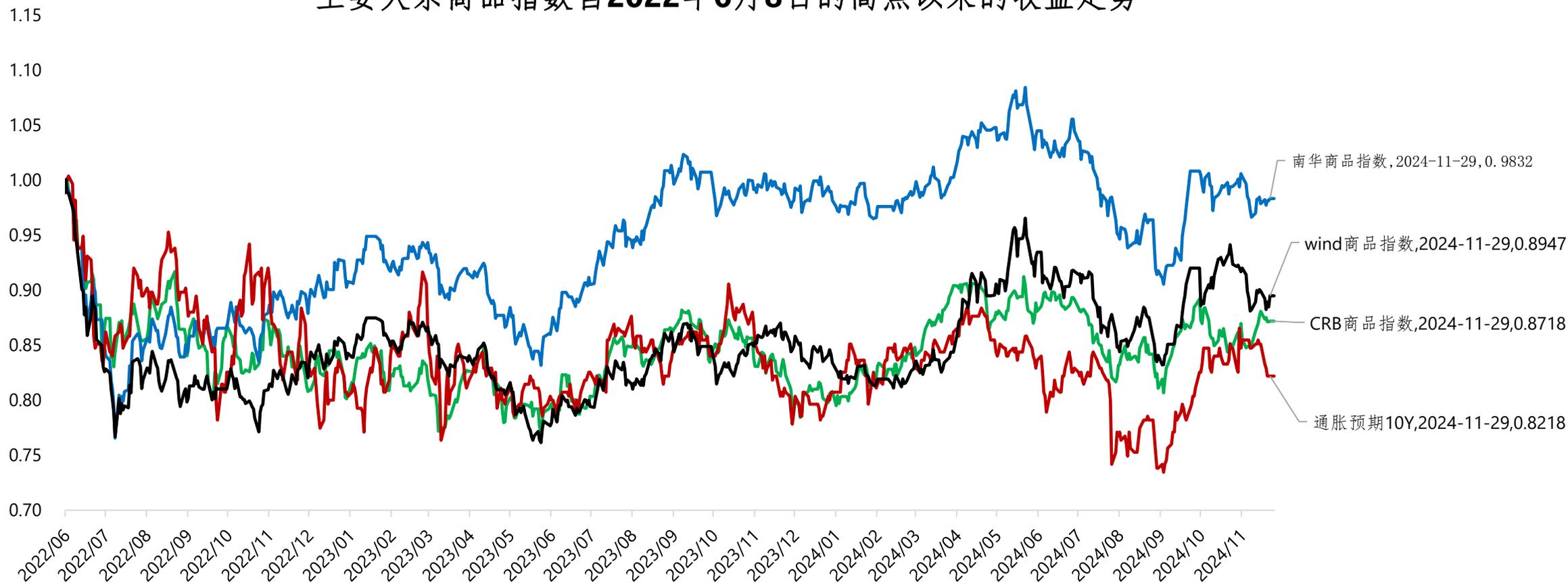
投资上，美元指数的回落如期而至，后市料将进一步持续。与此同时，则需要警惕金价的阶段性大幅回落。俄乌局势的加剧，叙利亚内乱的恶化，虽然一定程度上支撑了金价的相对抗跌，但其作为“储备货币”对冲美元信用弱化的价值，则遭受着特朗普所提出的“创意”的打击，叠加临近年底的“落袋为安”效应，需要警惕未来一段时间，金价的阶段性大幅回落风险。



宏观逻辑——大宗商品价格指数反弹，而通胀预期大幅回落，预期与现实表现背离



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



注：数据均来源于Wind、冠通研究

本周关注

1. 12月2日9:45，中国11月财新制造业PMI。此前，中国10月财新服务业PMI为51.9。12月4日9:45，中国11月财新服务业PMI。此前，中国10月财新服务业PMI为52。
2. 12月2日待定，马来西亚11月1-30日SPPOMA产量预估；12月6日待定，马来西亚11月1-30日MPOA马棕油产量预估、马来西亚12月1-5日SPPOMA马棕油产量预估。此前数据显示，马棕油出口疲软，产量下降。需密切观察最新的供需端变化情况。
3. 12月3日4:15，美联储理事沃勒发表讲话；5:30，FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯参加皇后区商会举办的一次对话；12月4日21:45，2025年FOMC票委、圣路易联储主席穆萨莱姆发表讲话；12月5日3:00，美联储主席鲍威尔受邀在纽约时报主办的DealBook/Summit会议上接受采访；12月7日1:00，2024年FOMC票委、克利夫兰联储主席哈玛克就经济前景发表讲话。关注美国重要官员的讲话的鹰鸽程度变化。
4. 12月4日21:15，美国11月ADP就业人数。此前，美国10月ADP就业人数录得23.3万人，预期11.4万人，大幅上涨。好于预期的ADP数据可能会提升市场对非农就业数据的乐观预期，减少对美国经济的担忧。
5. 12月4日待定，国内成品油将开启新一轮调价窗口。
6. 12月4日待定，中国光伏行业协会召开2024光伏行业年度大会。大会同期还将召开光伏供应链配套发展研讨会、光伏创新应用发展研讨会及各项专题会议等活动。关注大会对相关期货品种的情绪端变化。
7. 12月5日3:00，美联储公布经济状况褐皮书。此前，尽管通胀数据高于预期，美联储主席鲍威尔的鸽派立场也减弱了，但市场仍然看好12月美联储降息的前景。
8. 12月5日21:30，美国至11月30日当周初请失业金人数。此前美国至11月23日当周初请失业金人数录得21.3万人，预期21.6万人，低于预期，劳动力市场依然强劲，这一数据下降暗示美国就业市场继续保持平稳。
9. 12月6日21:30，美国11月季调后非农就业人口、美国11月失业率。此前，美国10月季调后非农就业人口录得1.2万人，为2020年12月以来最小增幅。10月失业率保持在4.1%不变。花旗预计下周美国11月非农就业人数数据将录得15万人，失业率为4.3%。

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