



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行 冠通 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09日

www.gtfutures.com.cn

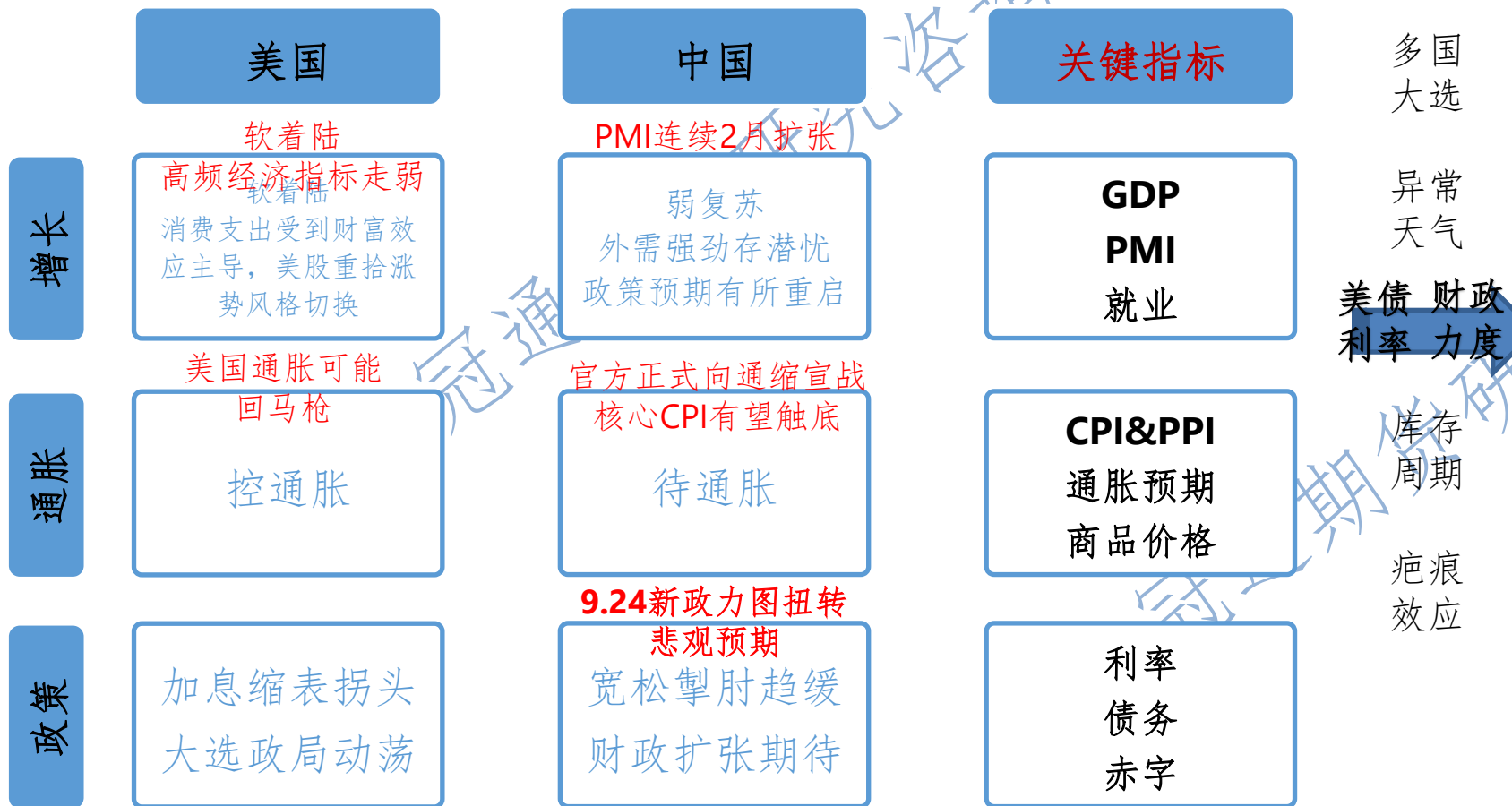
核心观点

最近一周，资本市场宏观逻辑弱化，资产价格走势震荡表现分化。海外，政治动荡在各地不断上演，中东局势加剧演变，贸易争端与大国外交你来我往，世界关注的焦点日渐从经济转向政治和军事。投资者的情绪并未显示出恐慌，波动率指数VIX和金价都在缓慢的回调之中，BDI指数的连续大跌，和以原油为代表的大宗商品价格的颓势，则表征着市场对于全球经济未来增长与贸易的担忧。世界各国的股市相对走势强劲，普涨的格局则隐含着对于货币宽松的预期。汇市上，美元的不再强势，也让广大非美货币得到短暂的喘气，而人民币汇率在关键价位的突破引发市场的关注。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多数收跌；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；国内商品大类板块多数收跌，wind商品指数周涨跌幅为-0.72%。具体商品大类表现来看，非金属建材大幅下挫，本周以下跌-4.88%领跌商品大类，谷物与煤焦钢矿板块跌幅均超-2.5%紧随其后，油脂油料、农副产品、软商品、贵金属和能源板块也都悉数收跌；有色与化工板块表现抗跌逆势收涨。国内，呈现出典型的弱现实弱预期的风格特征，国债期货延续着强势反映着投资者的宽松预期，股市则在流动性充裕的支撑下震荡上扬，大宗商品则显得更加悲观，伴随着不少期货品种主力合约的移仓换月，出现了破位下跌，甚至跌破了9.24前的低点，内弱外强的特征尤为明显。

近期，伴随着特朗普交易的日渐弱化，扰动期货市场的宏观因素也将出现转向。海外，美联储的降息预期开始有所强化，叠加对未来经济增长前景的担忧，美债利率在月初大幅回落；与此同时，美国对世界多国的贸易战陆续上演，地缘冲突仍旧此消彼长，美元的强势则给全球非美货币造成巨大压力，欧洲、格鲁吉亚和韩国等地的政治动荡星火蔓延，这都将给大宗商品在需求端以压力。投资者重点关注最新的美国通胀数据能否延续反弹，这影响着12月19日的2024年最后一次美联储议息会议的决议。目前，根据Fedwatch工具，市场对于美联储12月降息25bp到4.25-4.5%的隐含预期概率为89%。

对于国内，12月初，不少期货品种主力合约都在移仓换月，国内期货市场呈现出弱现实弱预期的风格特征，不及预期的悲观情绪之下，多个期货品种价格破位下跌，内部呈现出典型的内弱外强的特点，即以煤焦钢矿板块为代表的国内定价为主的黑色系品种，明显表现弱于有色板块为代表的国际定价为主的商品。不过，12月9日的政治局会议，中央定调明年更加积极有为，政策预期重启有望提振国内情绪，国内商品期货市场料将在政策预期的提升下走出泥潭，大宗商品价格止跌企稳值得期待。同时，弱现实的现状仍在，市场也将关注大的宏观定调后，有关经济方面的具体政策措施，关注本月即将召开的中央经济工作会议，对于明年经济工作的具体安排，特别是财政扩张的力度与货币政策的协同。

2024年宏观经济--美强中弱的轮转，资产的波动与分化



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

多国大选

异常天气

美债利率 财政力度

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，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”。。。

2024年宏观经济的逻辑主线--持续更新

美债利率的走向—延续回落

- 12月降息25bp预期强化；
- 实际利率走低，金价震荡承压；
- 通胀预期延续回落态势；
- 中美利差走势震荡，美元高位反复，人民币汇率波动加剧；

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。

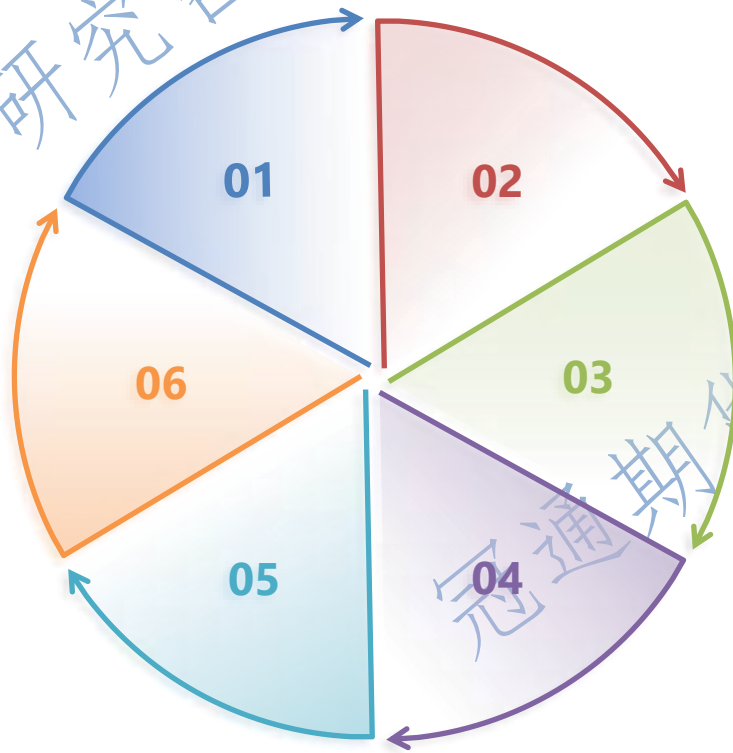
财政政策的强弱

美股风格切换，
美元与美债的波动收窄，
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

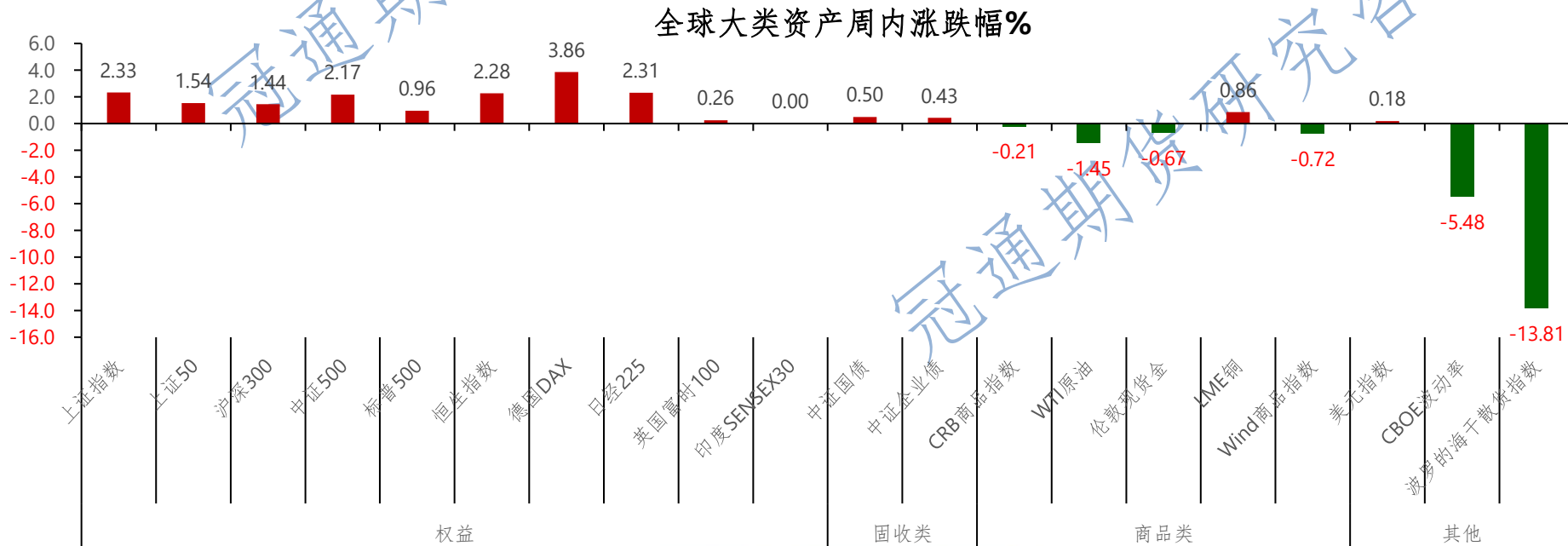
中国开始对美国贸易战进行反击；
特朗普出访法国，斡旋乌克兰；
中东紧张局势此起彼伏，
叙利亚内战引发全球关注；
俄乌战争仿佛看到曙光，
韩国政治动荡扰动亚太汇市。

异常天气的扰动



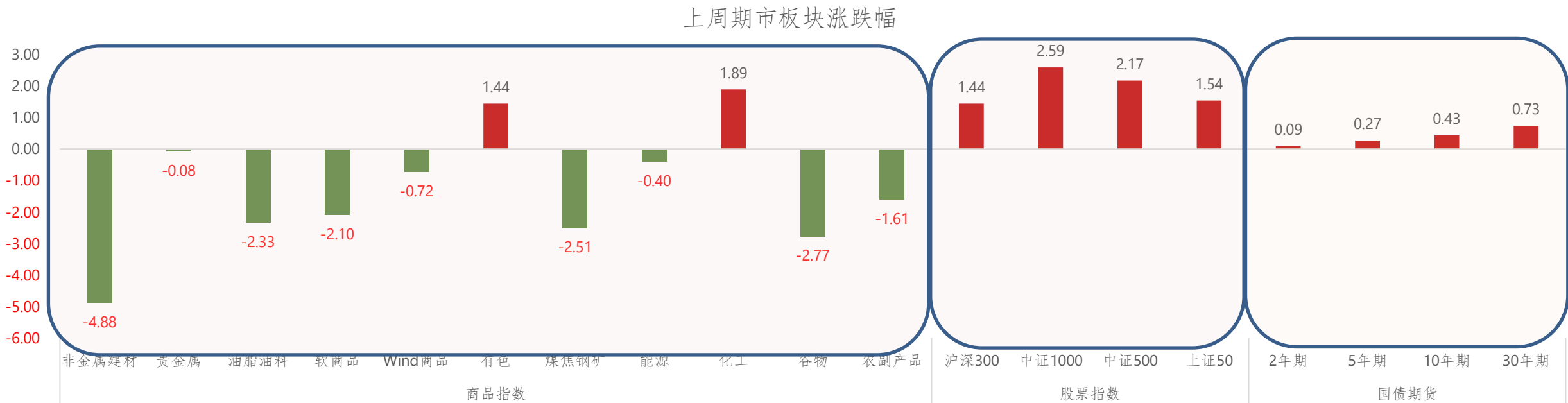
大类资产

最近一周，资本市场宏观逻辑弱化，资产价格走势震荡表现分化。海外，政治动荡在各地不断上演，中东局势加剧演变，贸易争端与大国外交你来我往，世界关注的焦点日渐从经济转向政治和军事。投资者的情绪并未显示出恐慌，波动率指数VIX和金价都在缓慢的回调之中，BDI指数的连续大跌，和以原油为代表的大宗商品价格的颓势，则表征着市场对于全球经济未来增长与贸易的担忧。世界各国的股市相对走势强劲，普涨的格局则隐含着对于货币宽松的预期。汇市上，美元的不再强势，也让广大非美货币得到短暂的喘气，而人民币汇率在关键价位的突破引发市场的关注。国内，呈现出典型的弱现实弱预期的风格特征，国债期货延续着强势反映着投资者的宽松预期，股市则在流动性充裕的支撑下震荡上扬，大宗商品则显得更加悲观，伴随着不少期货品种主力合约的移仓换月，出现了破位下跌，甚至跌破了9.24前的低点，内弱外强的特征尤为明显。



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多数收跌；
- 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；
- 国内商品大类板块多数收跌，wind商品指数周涨跌幅为-0.72%。具体商品大类表现来看，非金属建材大幅下挫，本周以下跌-4.88%领跌商品大类，谷物与煤焦钢矿板块跌幅均超-2.5%紧随其后，油脂油料、农副产品、软商品、贵金属和能源板块也都悉数收跌；有色与化工板块表现抗跌逆势收涨。

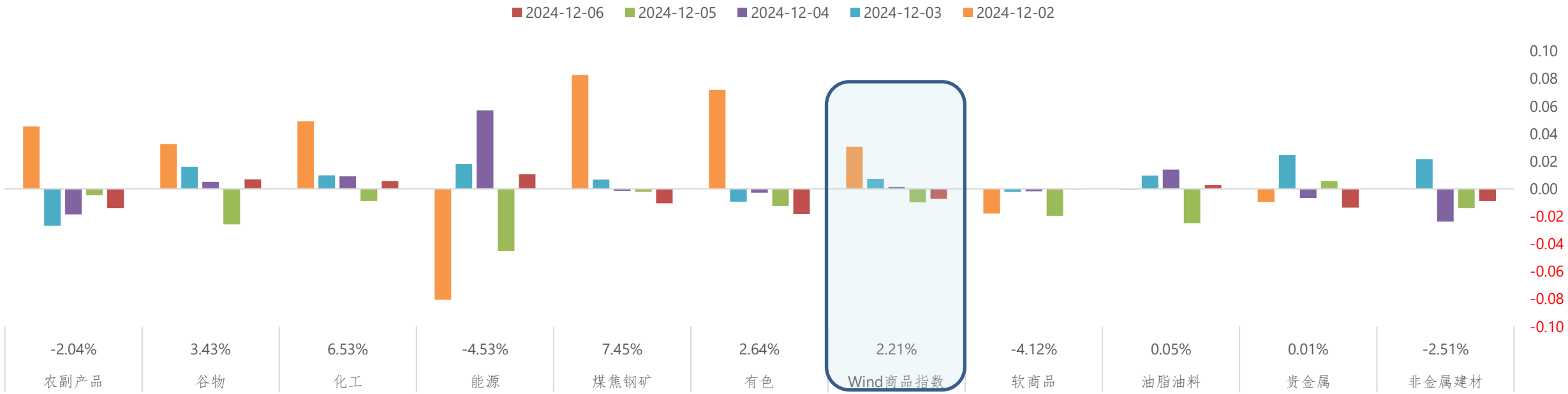


注：数据均来源于Wind、冠通研究

资金流向

上周，商品期货市场资金整体小幅流入；
 资金流出板块上，能源与软商品板块的资金流出值得关注；
 资金流入的板块上，煤焦钢矿与化工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（%）

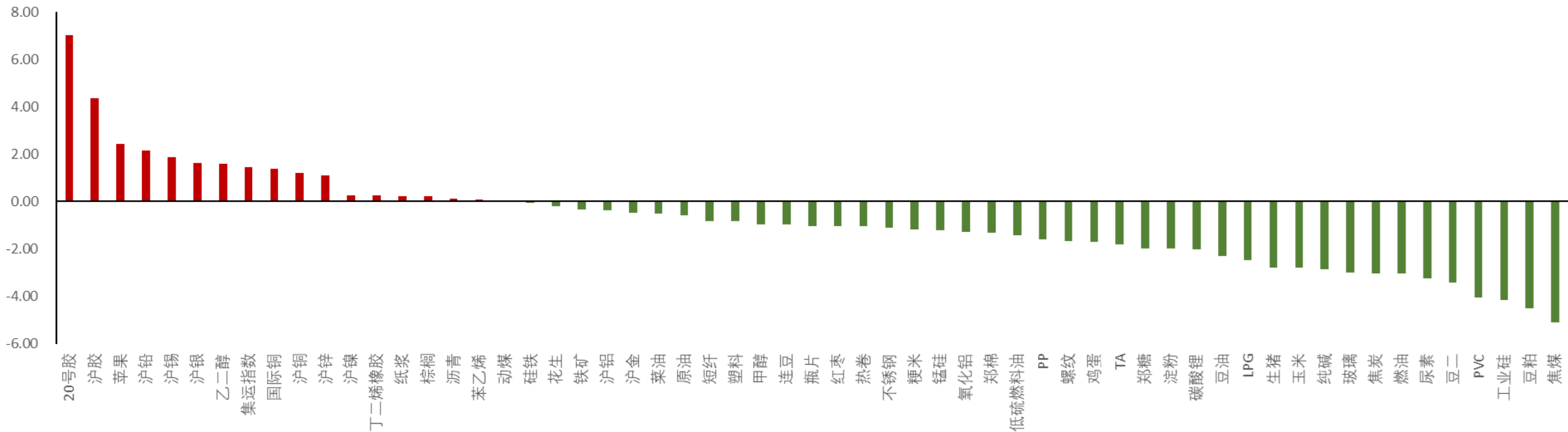


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

近一周，国内主要商品期货绿肥红瘦，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、苹果与沪铅；跌幅居前的商品期货品种为焦煤、豆粕与工业硅。

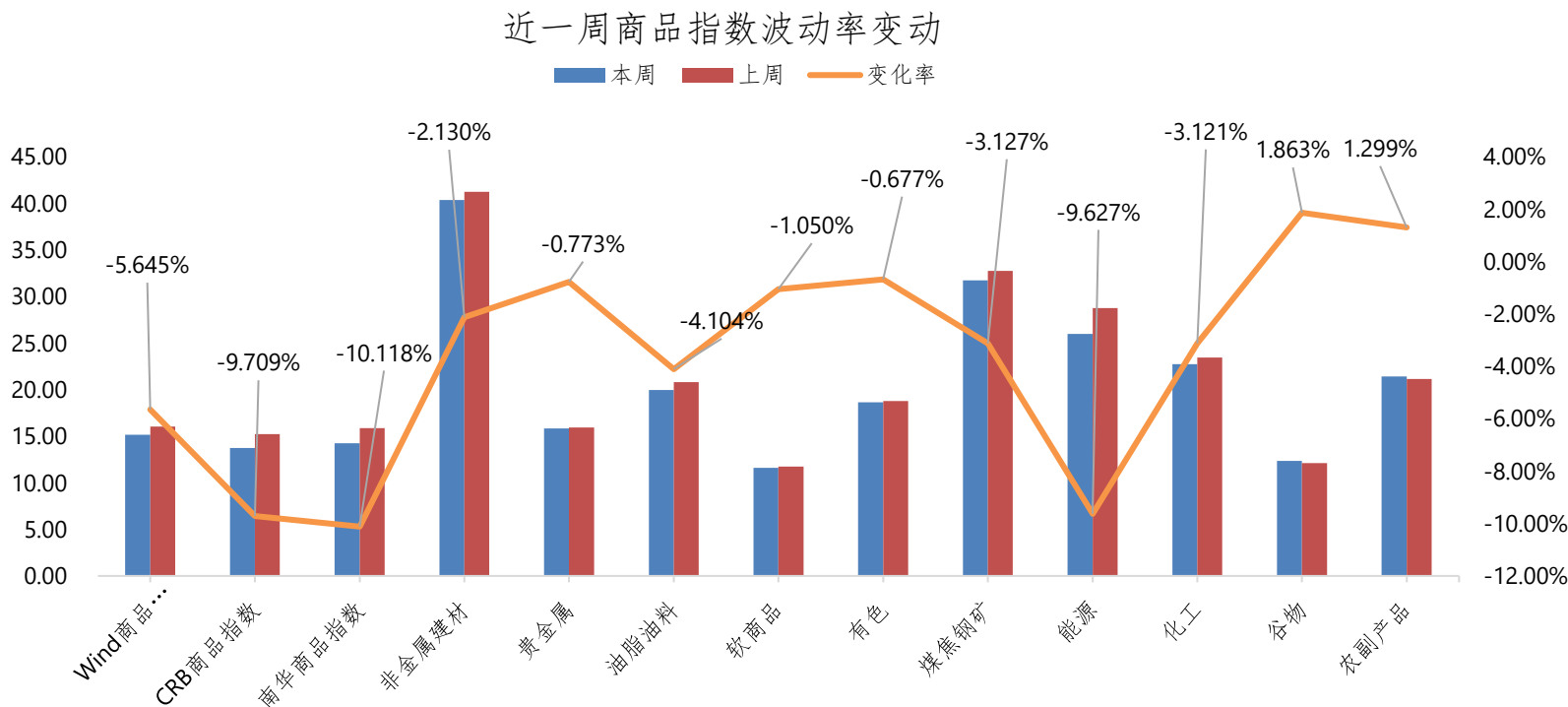
上周商品期货品种涨跌幅（%）



注：数据均来源于Wind、冠通研究

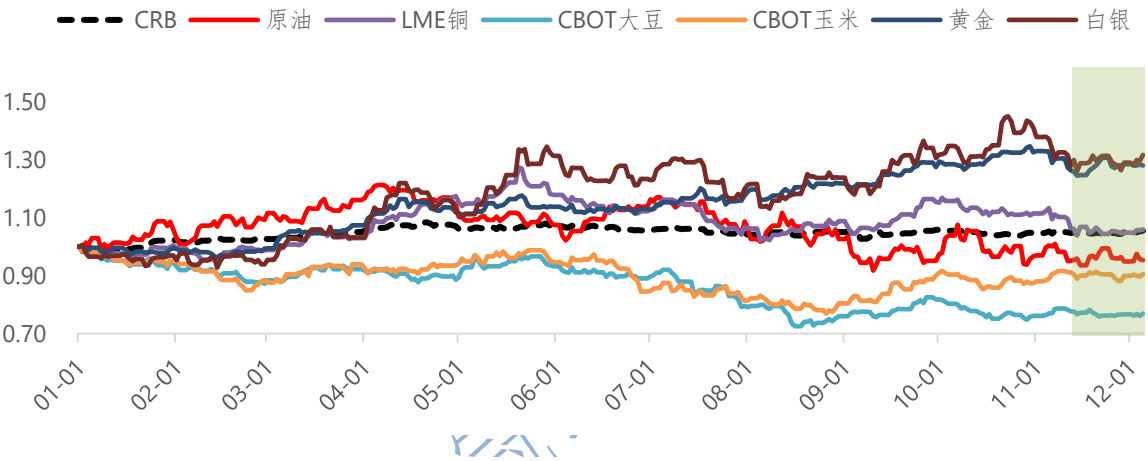
波动特征

上周，国际CRB商品指数波动率明显下降，国内的wind商品指数波动率与南华商品指数同样是大幅降波；分板块来看，商品期货大类板块的波动率多数下降，能源与油脂油料板块降波较为明显；谷物与农副产品板块逆势升波值得关注。

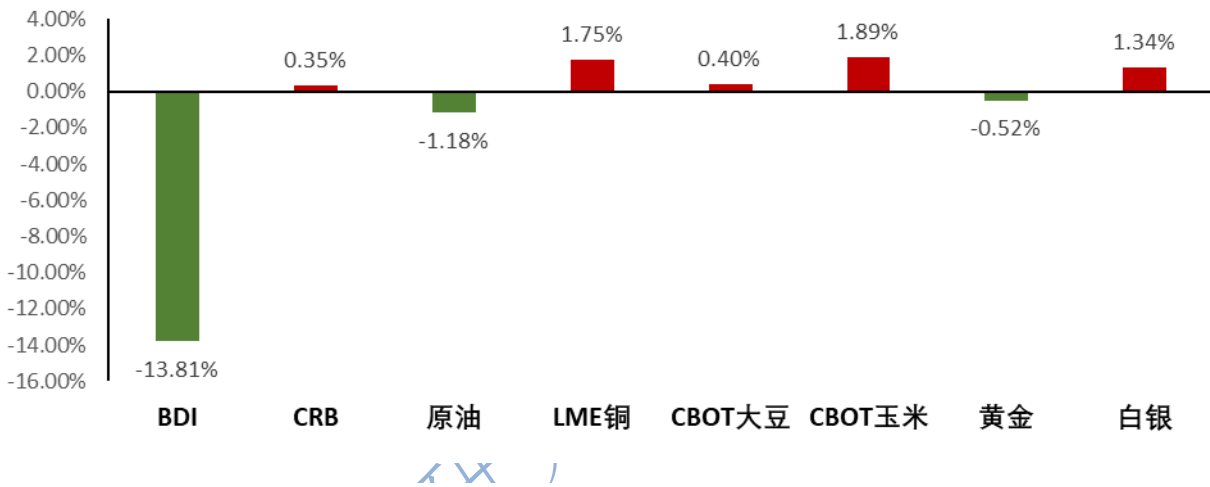


数据追踪——国际主要商品涨跌互现，BDI大跌，原油与黄金联袂下挫，其他商品收涨，金油比与金银比走势背离分化。

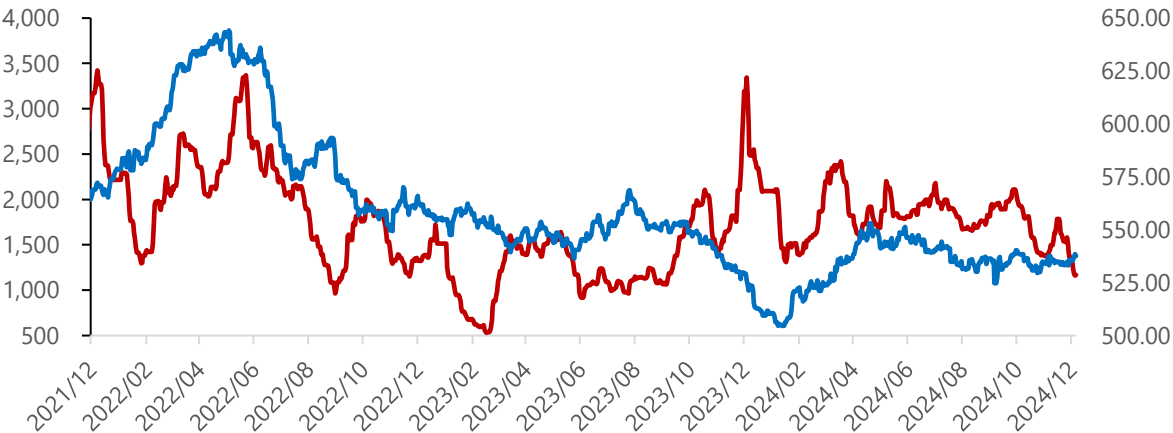
国际主要大宗商品2024年内收益表现



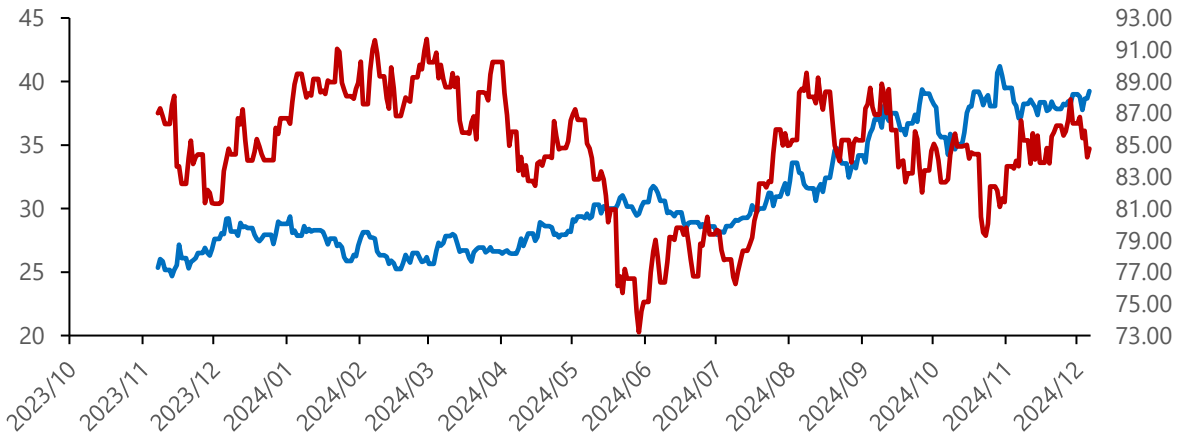
近一周主要国际大宗商品涨跌幅(%)



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

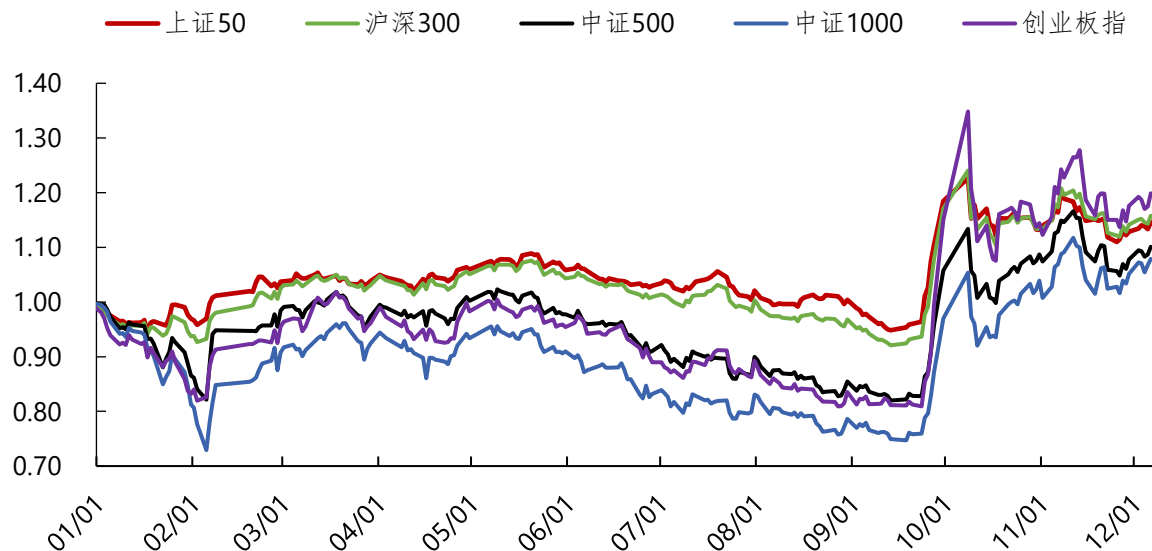


注：数据均来源于Wind、冠通研究

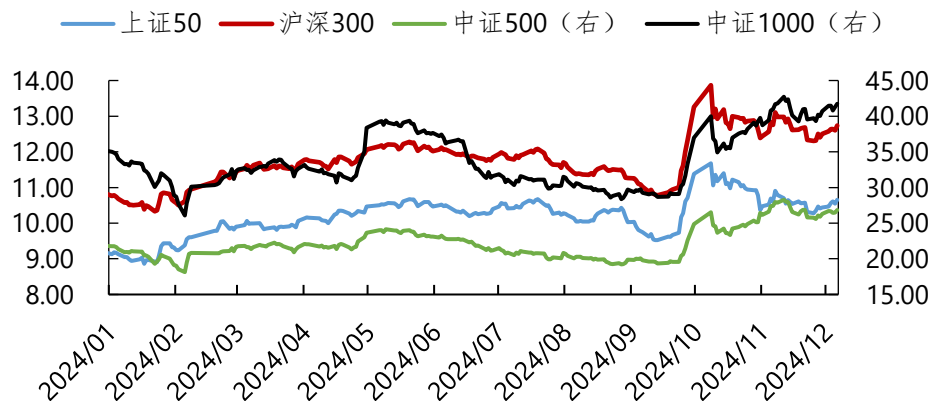
宏观逻辑—股指走势震荡攀升，市盈率PETTM估值小幅回升，风险溢价ERP平稳。

- 上一周，国内四大股指走势震荡攀升，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，估值小幅回升风险溢价ERP平稳。

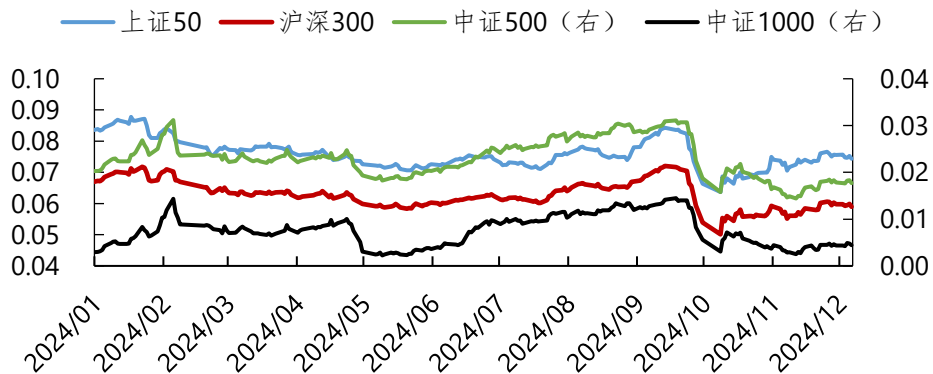
股票指数2024年内收益表现



股指市盈率PE (TTM)

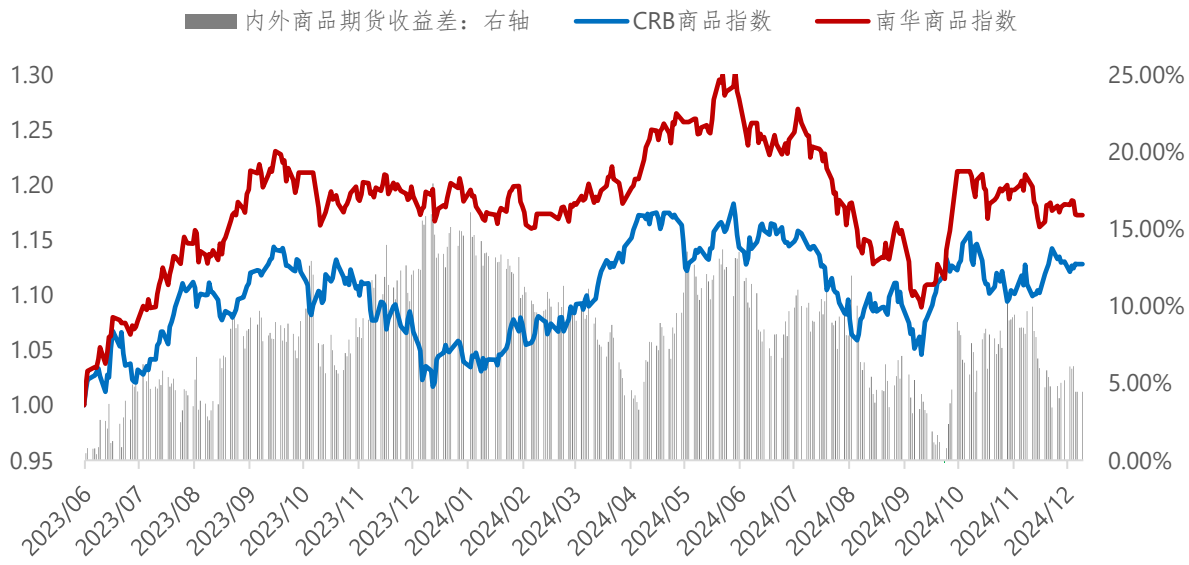
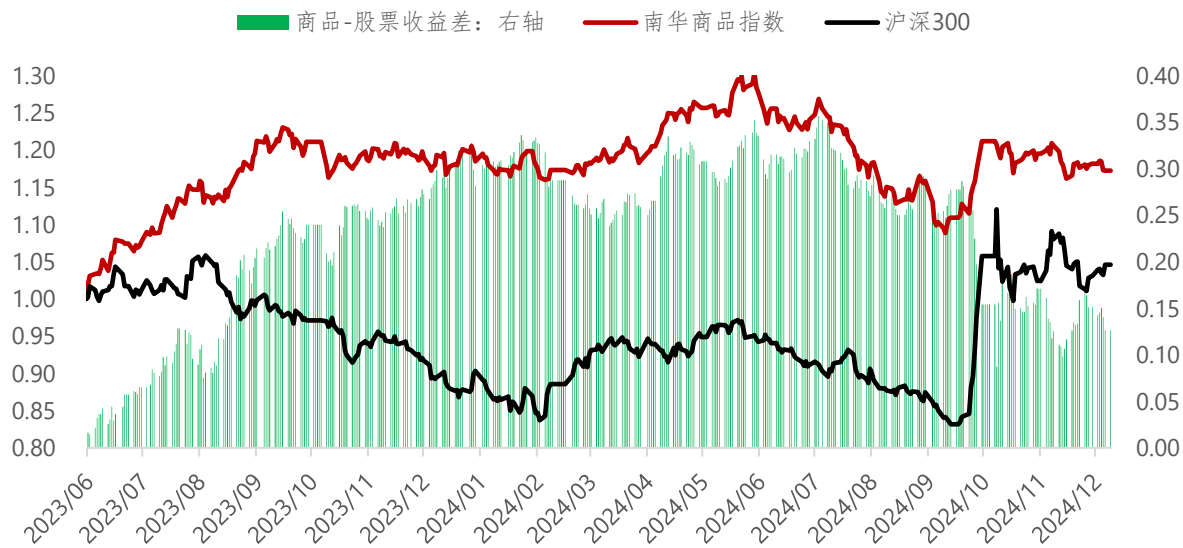


主要股指风险溢价



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，股市震荡反弹，商品走势承压分化，商品-股票收益差明显收敛；
- 从商品的内外强弱风格来看，国内定价商品表现更弱，南华商品指数与CRB商品指数的收益差明显收窄。

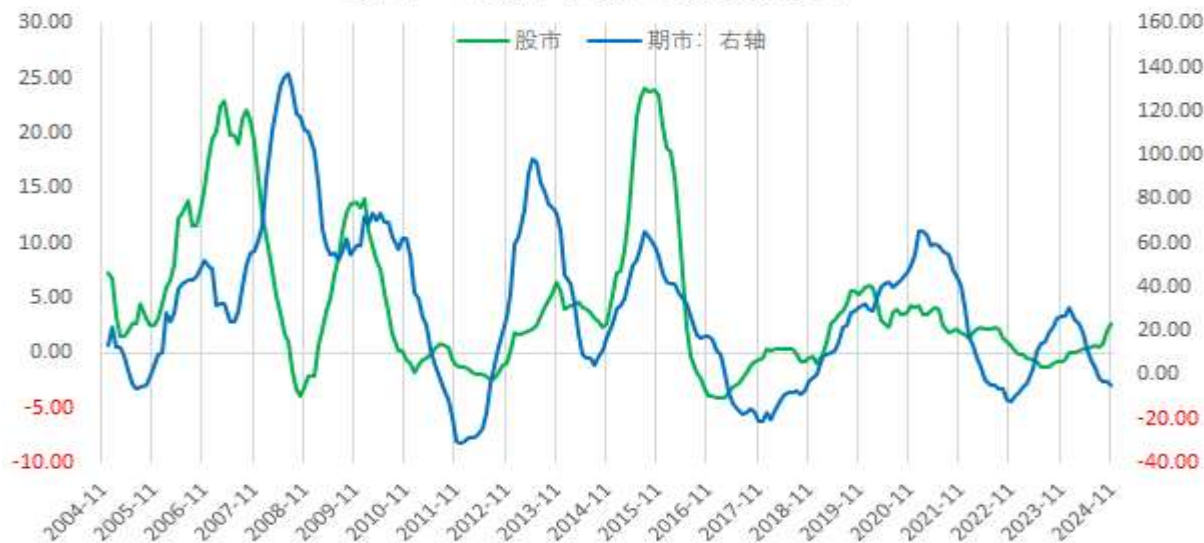


11月的成交情况表现出明显的股市与期市的资金跷跷板效应

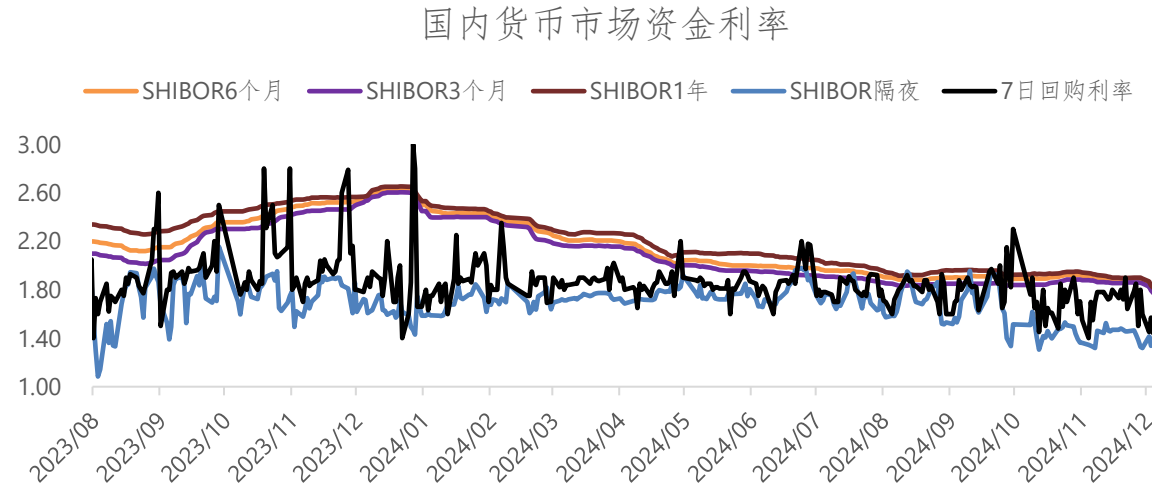
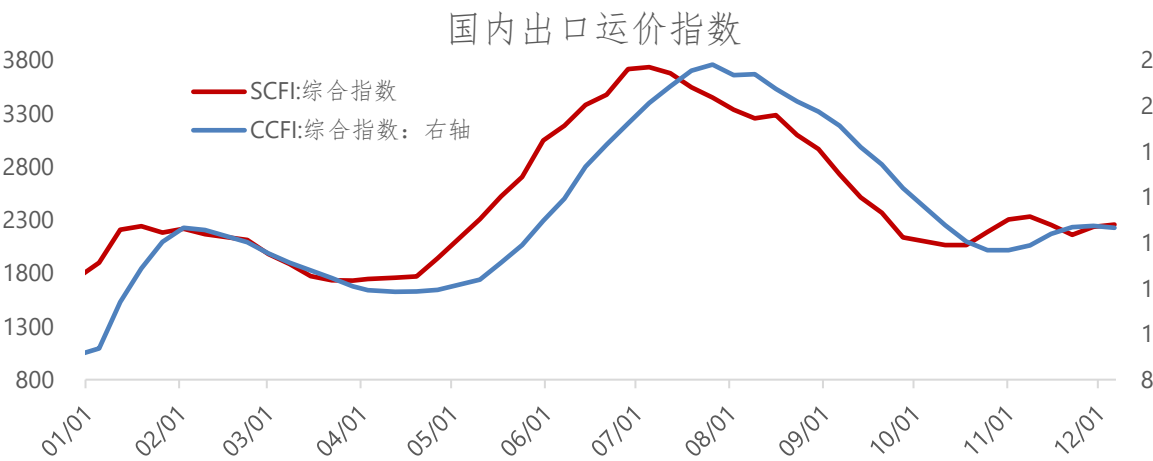
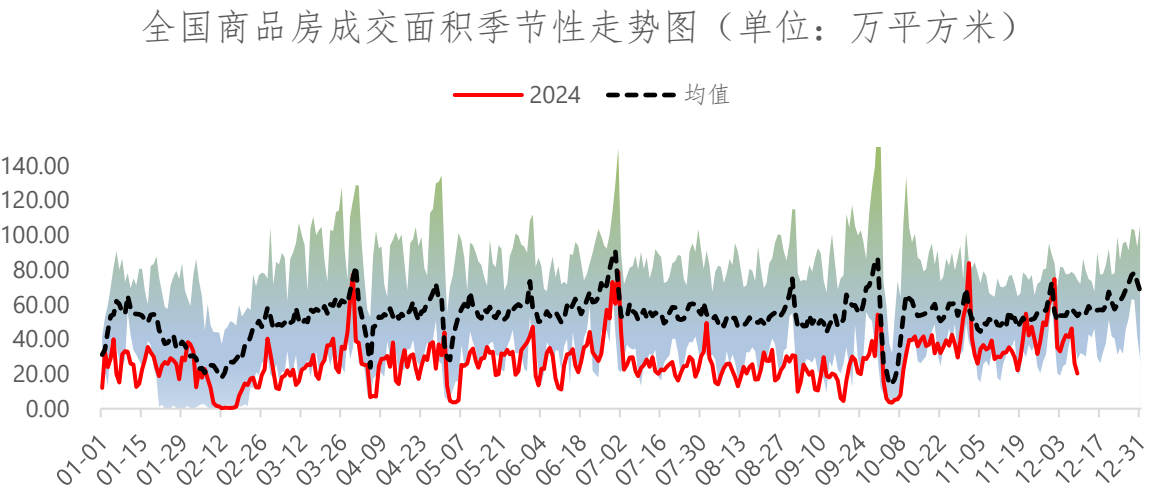
11月，相较于A股市场成交的火爆，期货市场显得相对平淡，成交总量上呈现出明显的量增额减、金融活跃商品缩量的特征。A股延续10月以来的韧性表现，提升了国内权益资产的吸引力，国债期货则受益于宽松预期震荡上扬强化着机构的配置需求；与此同时，大宗商品遭受特朗普交易的打压而承压收跌，令投资者更加青睐金融期货，故而带来期货市场11月在成交上的显著特征。

数据上看，中国期货业协会最新统计资料表明，以单边计算，11月全国期货交易市场成交量为677,800,965手，成交额为621,888.22亿元，同比分别下降14.3%和增长13.28%。1-11月全国期货市场累计成交量为7,074,167,692手，累计成交额为5,619,916.17亿元，同比分别下降9.42%和增长7.98%。中国金融期货交易所11月成交量为27,973,632手，成交额为234,929.82亿元，同比分别增长74.19%和78.47%。

股市与期市成交量变动关系



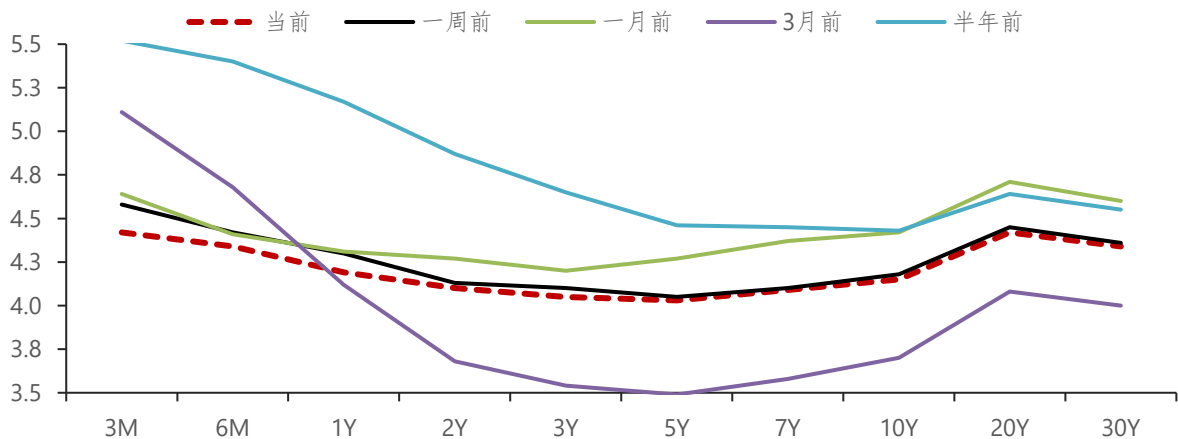
数据追踪——沥青开工率拐头下行，地产销售重拾跌势，运价震荡收敛，短期资金利率触底回升



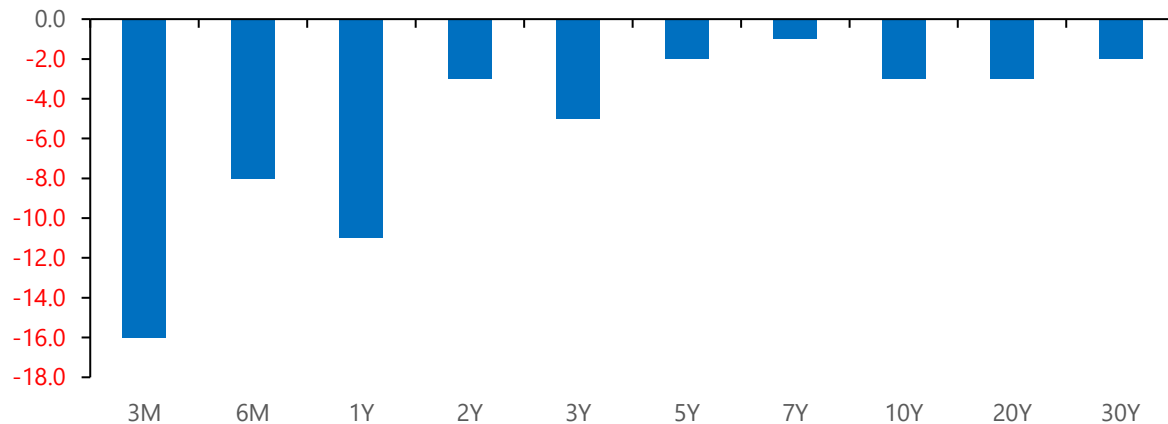
注：数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——美债收益率全线收跌近弱远强，期限结构牛平，期限利差持平，实际利率下行支撑金价，国际金价窄幅震荡。

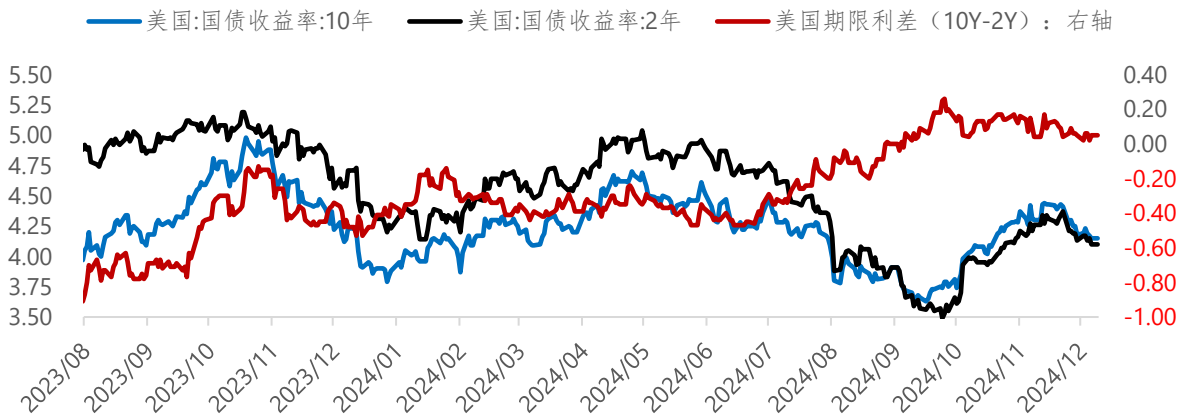
美国国债收益率曲线



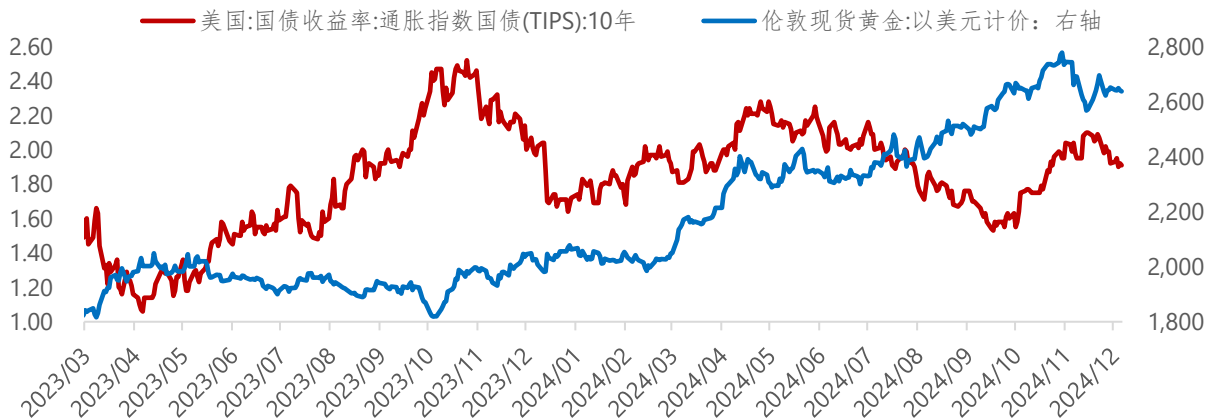
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y)



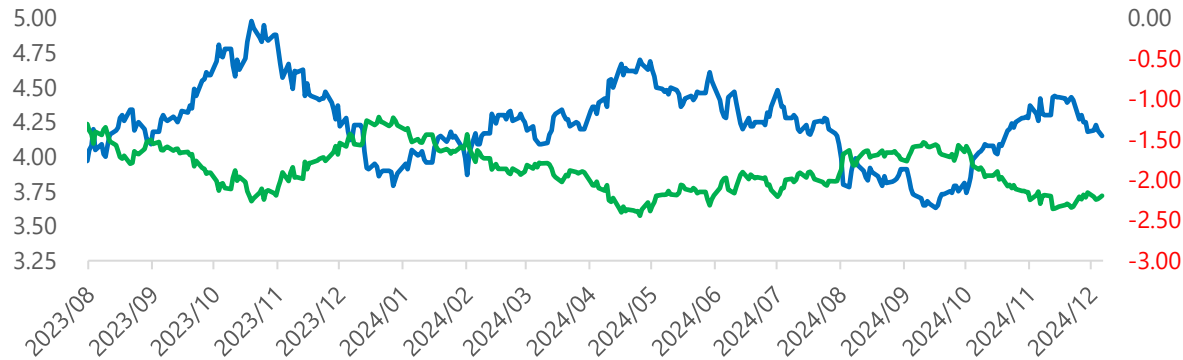
美债实际收益率与金价



数据追踪——美债利率继续回调，中美利差震荡，通胀预期延续回落，金融条件持续宽松，美元高位震荡，人民币汇率波动加大

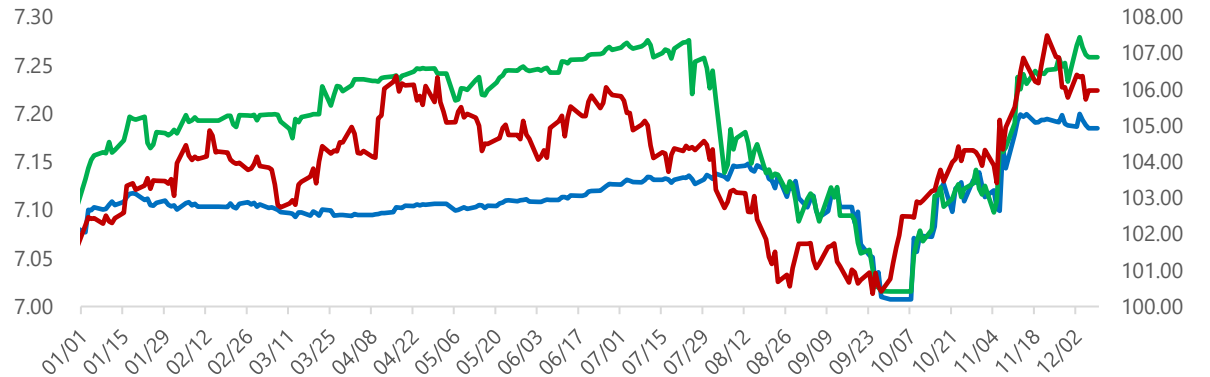
中美利差（10Y）

—美国:国债收益率:10年 —中美利差10Y: 右轴



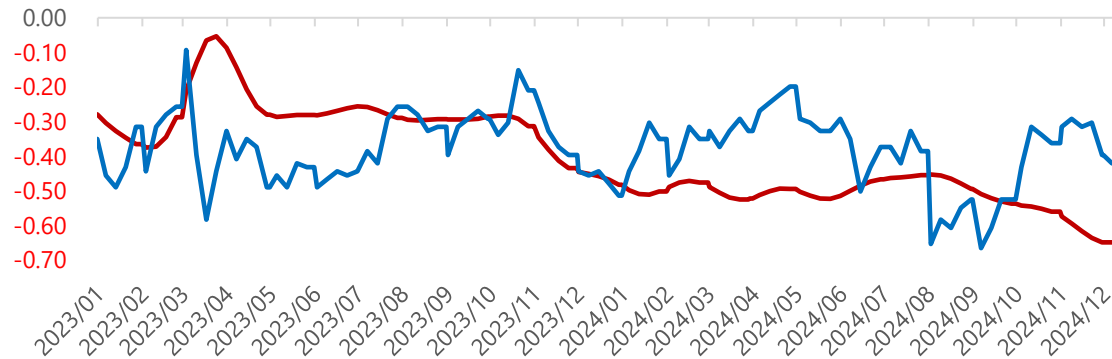
美元指数与人民币汇率

—中国: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



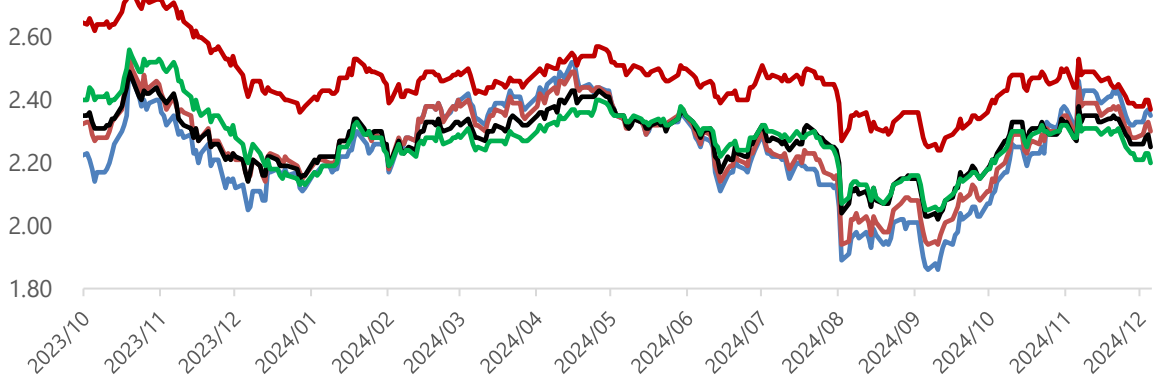
美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

—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



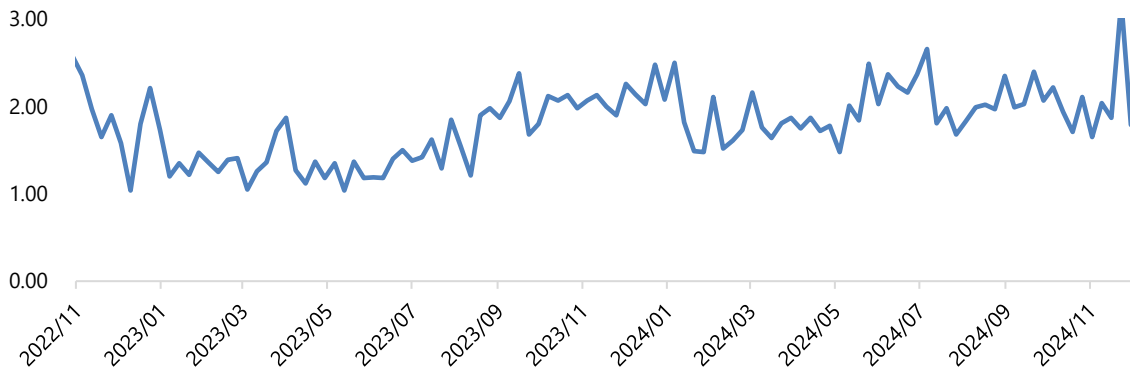
美国国债隐含通胀预期近期走势图

—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

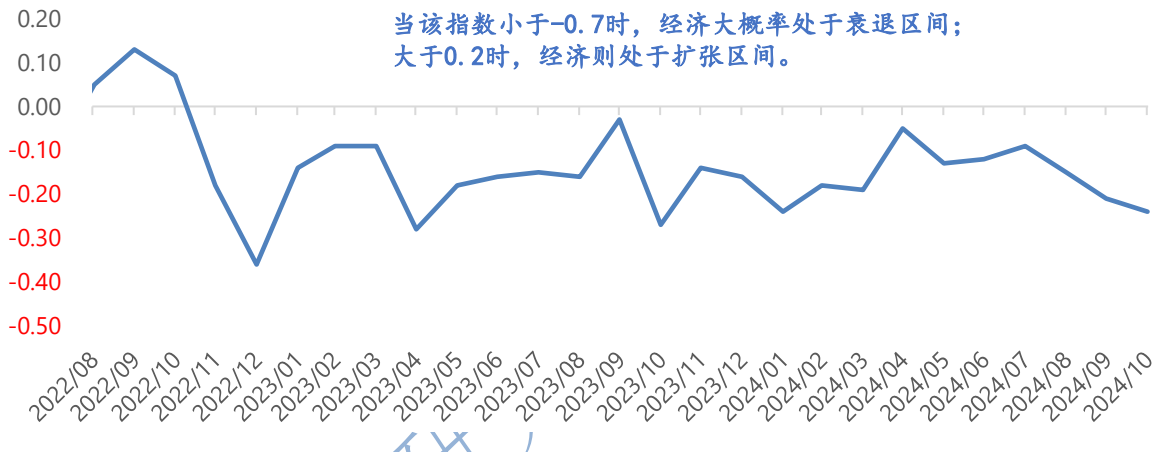


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”边际进一步走弱，美债利差10Y-3M的倒挂逼近收平值附近后重新拐头下行。

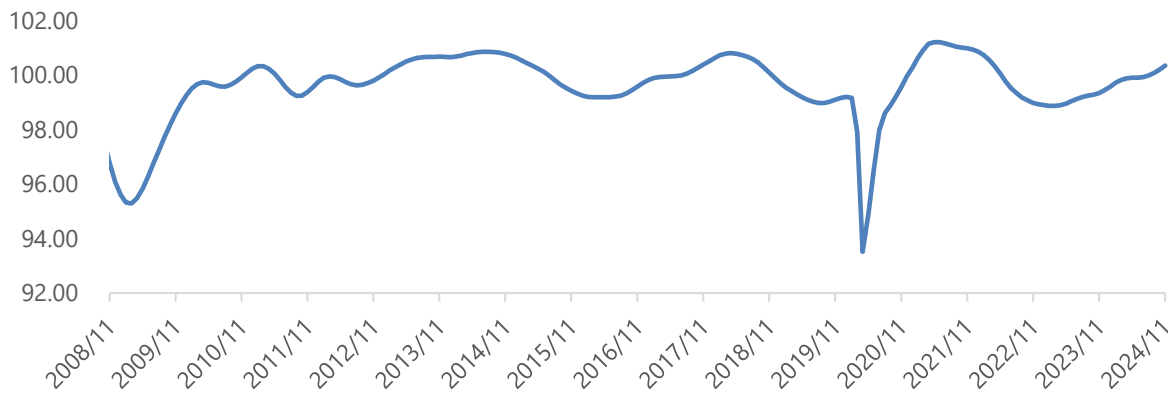
美国:周度经济指数走势图



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



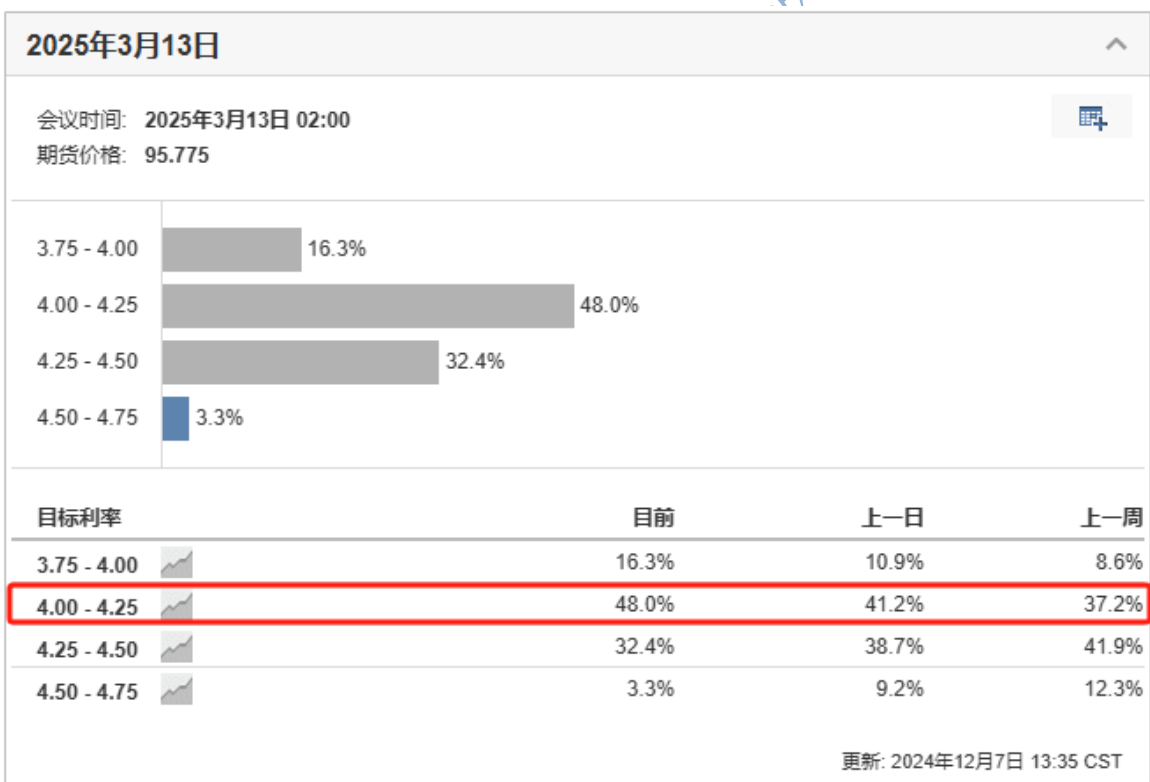
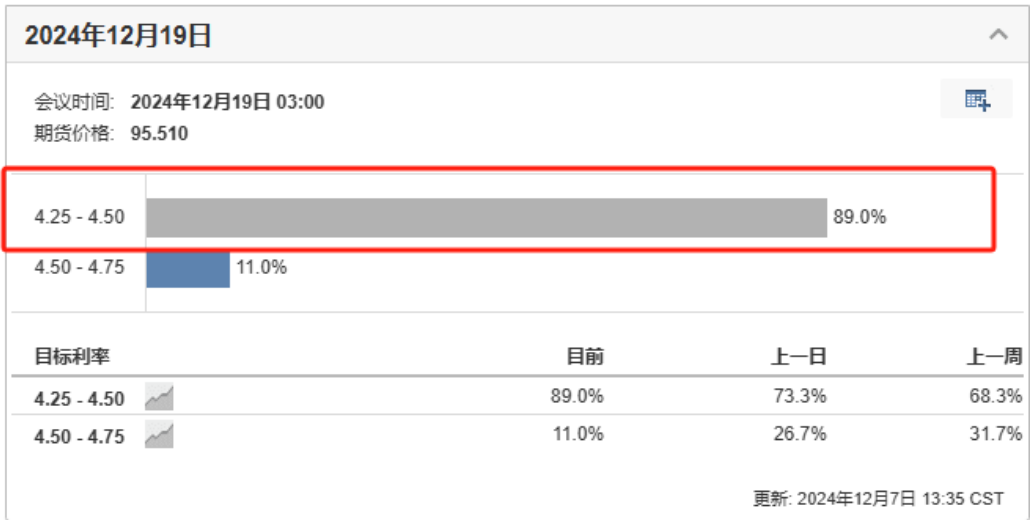
市场对未来的降息预期进一步强化

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89%，高于于上一周的68.3%；同时，对于2025年的降息预期概率来看，比较明显的是对于2025年3月降息25bp到4-4.25%的概率也有所提升。



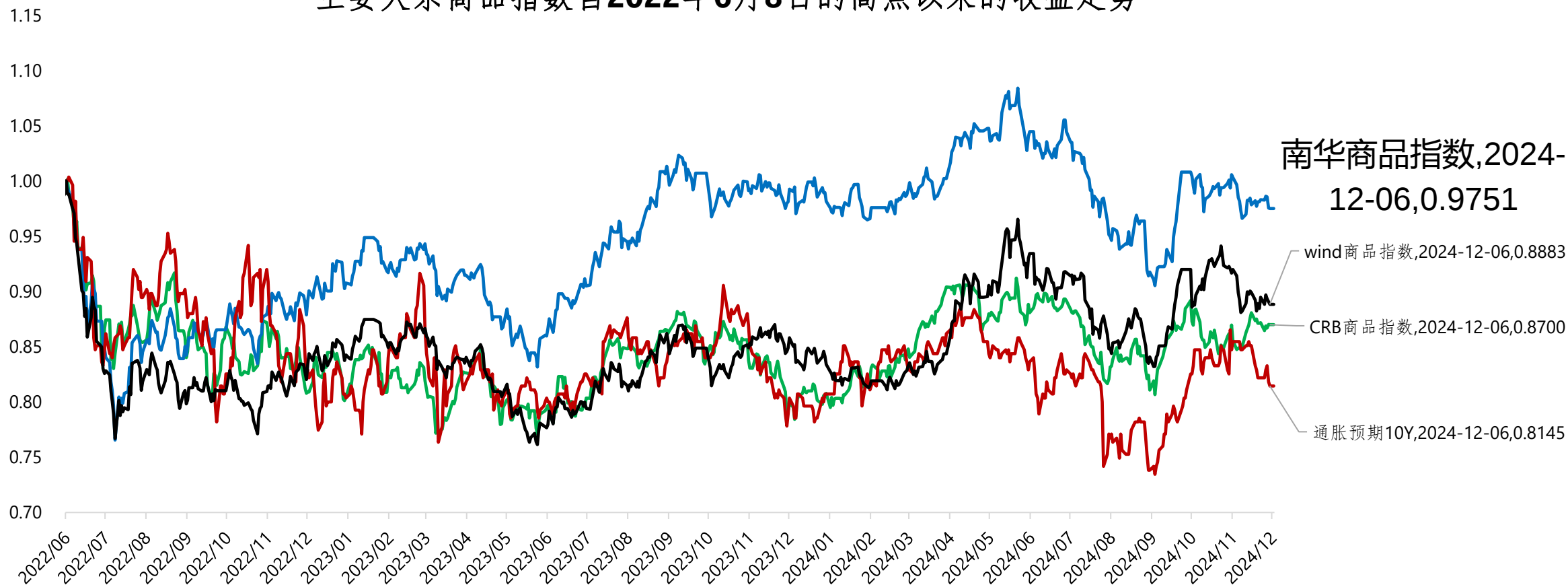
我们的美联储利率观测器是基于30天联邦基金期货价格，也就是用于表示市场对美联储货币政策中的利率变化可能性的预期。该观测器可让用户计算下一次会议美联储加息的概率。



宏观逻辑——大宗商品价格指数与通胀预期联袂下行，预期回落幅度更为明显



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



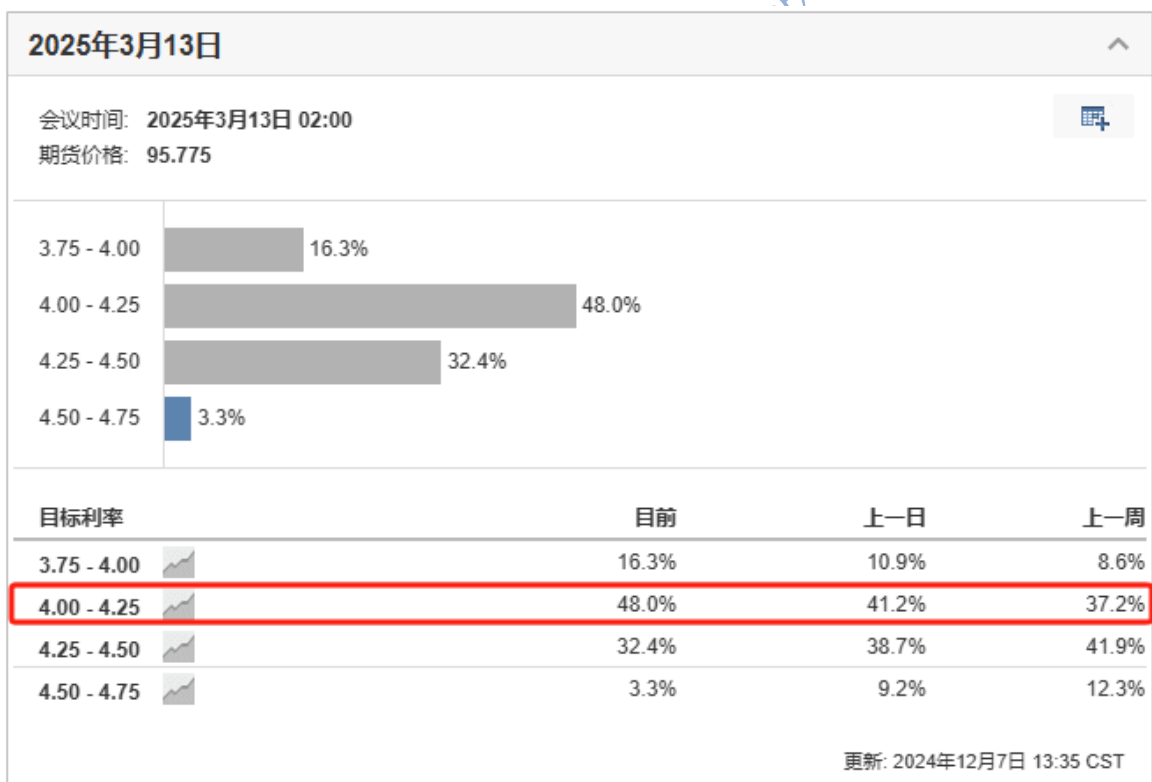
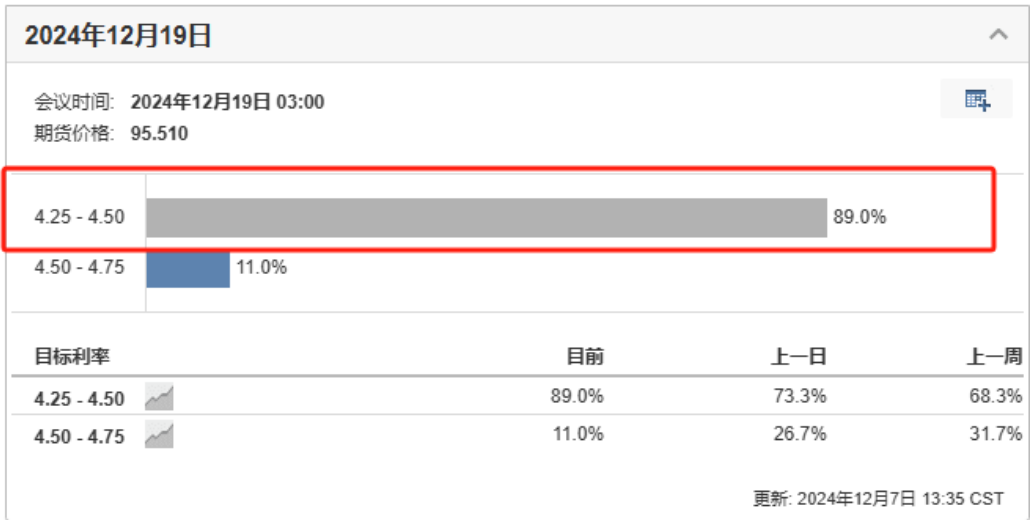
市场对未来的降息预期进一步强化

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89%，高于于上一周的68.3%；同时，对于2025年的降息预期概率来看，比较明显的是对于2025年3月降息25bp到4-4.25%的概率也有所提升。



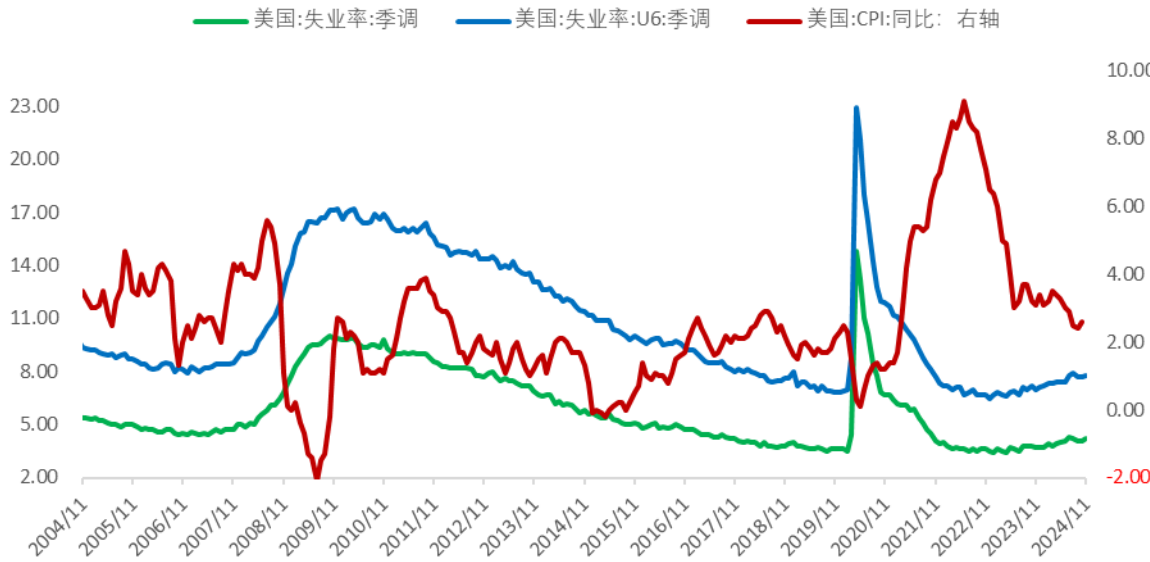
我们的美联储利率观测器是基于30天联邦基金期货价格，也就是用于表示市场对美联储货币政策中的利率变化可能性的预期。该观测器可让用户计算下一次会议美联储加息的概率。



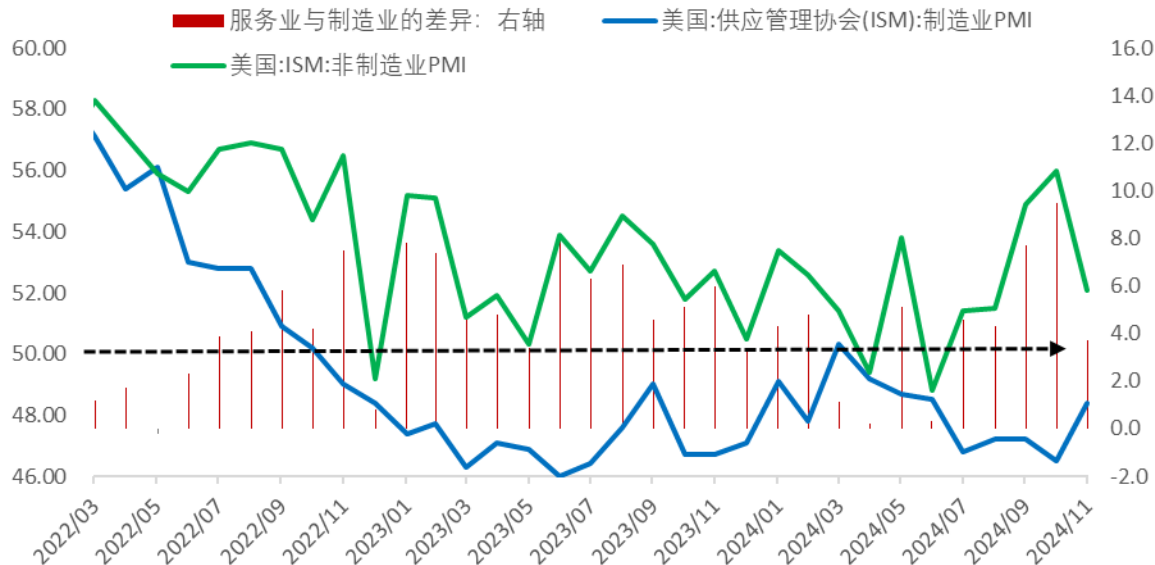
美国失业率与通胀双双重新抬头，景气度差异大幅收敛

12月6日讯，美国劳工统计局：9月份非农新增就业人数从22.3万人修正至25.5万人；10月份非农新增就业人数从1.2万人修正至3.6万人。修正后，9月和10月新增就业人数合计数较修正前高5.6万人。失业率保持在4.2%，变化不大。医疗保健、休闲和招待、政府和社会援助等行业的就业呈上升趋势。零售业就业岗位减少。非农就业增长几乎符合目标。平均每小时工资月率看起来强劲，达到0.4%，超出预期。但失业率上升并不是好事，尤其是在劳动力参与率下降的情况下。

美国的失业率与通胀双双重新抬头



11月，美国服务业与制造业的景气度差异大幅收敛



中央定调明年更加积极有为，政策预期重启有望提振国内情绪

冠通点评：中央定调明年更加积极有为，政策预期重启有望提振国内情绪。12.9日盘中国内资本市场表现平平，股市下跌商品绿肥红瘦；盘后政治局会议新闻出来后，离岸人民币汇率与恒生指数、富时A50等人民币资产大幅拉升，资本市场积极反应。会议指出将更加积极的财政政策放在首位，适度宽松的货币政策与之协同配合，逆周期调节直面当前经济存在的系列难题。多年以来，中央首次再提“适度宽松”的货币政策；超常规的表述给投资者想象空间。政策预期提振，侧重点在内需——投资与消费，大力提振消费在前，提高投资效益在后，扩大内需工作，更加突出消费的基础性作用。外需上则直面贸易战，坚定不移对外开放，积极应对。此外，会议表示要加快经济社会发展的全面绿色转型，明年有望借此开展供给侧改革，解决部分行业的产能过剩问题。强调“要做好民生保障和安全稳定各项工作，确保社会大局稳定。”，由此可见，维稳关乎宏观大局，保供稳价意义重大。

据新华社北京12月9日电 中共中央政治局12月9日召开会议，分析研究2025年经济工作；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署2025年党风廉政建设和反腐败工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议认为，今年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民，沉着应变、综合施策，经济运行总体平稳、稳中有进，我国经济实力、科技实力、综合国力持续增强。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，全年经济社会发展主要目标任务将顺利完成。

会议强调，做好明年经济工作，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。

会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。要以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。要加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型。要加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。

会议强调，要加强党对经济工作的领导，确保党中央各项决策部署落到实处。要充分调动各方面积极性，调动干部干事创业的内生动力。要坚持求真务实，统筹发展和安全，增强协同联动，加强预期管理，提高政策整体效能。要做好民生保障和安全稳定各项工作，确保社会大局稳定。



美国关注通胀与利率决议，中国政策预期料将重启

近期，伴随着特朗普交易的日渐弱化，扰动期货市场的宏观因素也将出现转向。海外，美联储的降息预期开始有所强化，叠加对未来经济增长前景的担忧，美债利率在月初大幅回落；与此同时，美国对世界多国的贸易战陆续上演，地缘冲突仍旧此消彼长，美元的强势则给全球非美货币造成巨大压力，欧洲、格鲁吉亚和韩国等地的政治动荡星火蔓延，这都将给大宗商品在需求端以压力。投资者重点关注最新的美国通胀数据能否延续反弹，这影响着12月19日的2024年最后一次美联储议息会议的决议。目前，根据Fedwatch工具，市场对于美联储12月降息25bp到4.25-4.5%的隐含预期概率为89%。

对于国内，12月初，不少期货品种主力合约都在移仓换月，国内期货市场呈现出弱现实弱预期的风格特征，不及预期的悲观情绪之下，多个期货品种价格破位下跌，内部呈现出典型的内弱外强的特点，即以煤焦钢矿板块为代表的国内定价为主的黑色系品种，明显表现弱于有色板块为代表的国际定价为主的商品。不过，12月9日的政治局会议，中央定调明年更加积极有为，政策预期重启有望提振国内情绪，国内商品期货市场料将在政策预期的提升下走出泥潭，大宗商品价格止跌企稳值得期待。同时，弱现实的现状仍在，市场也将关注大的宏观定调后，有关经济方面的具体政策措施，关注本月即将召开的中央经济工作会议，对于明年经济工作的具体安排，特别是财政扩张的力度与货币政策的协同。

本周关注

1. 周一：①数据：日本第三季度实际GDP年化季率修正值、10月贸易帐；中国11月CPI年率、中国11月M2货币供应年率；美国10月批发销售月率；瑞士11月消费者信心指数；欧元区12月Sentix投资者信心指数。②事件：国务院总理李强与全球主要国际经济组织负责人举行“1+10”对话会；乘联分会举行2024年12月乘用车市场分析发布会；欧元区财长会议。③财报：美股甲骨文(ORCL.N)、C3.ai(AI.N)。
2. 周二：①数据：中国11月贸易帐；美国11月纽约联储1年通胀预期、11月NFIB小型企业信心指数；德国11月CPI月率终值等。②事件：澳洲联储公布利率决议，澳洲联储主席布洛克召开货币政策新闻发布会；国家能源局每月15日左右发布全社会用电量数据；③财报：美股游戏驿站(GME.N)。
3. 周三：①数据：美国至12月6日当周API原油库存、EIA原油库存；美国11月末季调CPI年率、未季调核心CPI年率等。②事件：EIA公布月度短期能源展望报告；加拿大央行公布利率决议；欧佩克公布月度原油市场报告；韩国最大在野党计划再次发起针对尹锡悦的弹劾案。③财报：美股Adobe(ADBE.O)等。
4. 周四：①数据：美国至12月11日10年期国债竞拍；澳大利亚11月季调后失业率；瑞士至12月12日央行政策利率；欧元区至12月12日欧洲央行存款机制利率、主要再融资利率；美国至12月7日当周初请失业金人数、11月PPI年率、至12月6日当周EIA天然气库存等。②事件：瑞士央行公布利率决议；IEA公布月度原油市场报告；欧洲央行公布利率决议、行长拉加德召开货币政策新闻发布会。[同传] ③财报：美股博通(AVGO.O)等。
5. 周五：①数据：英国12月Gfk消费者信心指数、10月三个月GDP月率、10月季调后商品贸易帐、10月工业产出月率、10月制造业产出月率；德国10月季调后贸易帐；法国11月CPI月率终值；欧元区10月工业产出月率；加拿大10月批发销售月率；美国11月进口物价指数月率。②事件：美联储公布2024年第三季度帐户资金流动；

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

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