

# 宏观交易逻辑回顾及展望

广州期货 研究中心

2024年8月



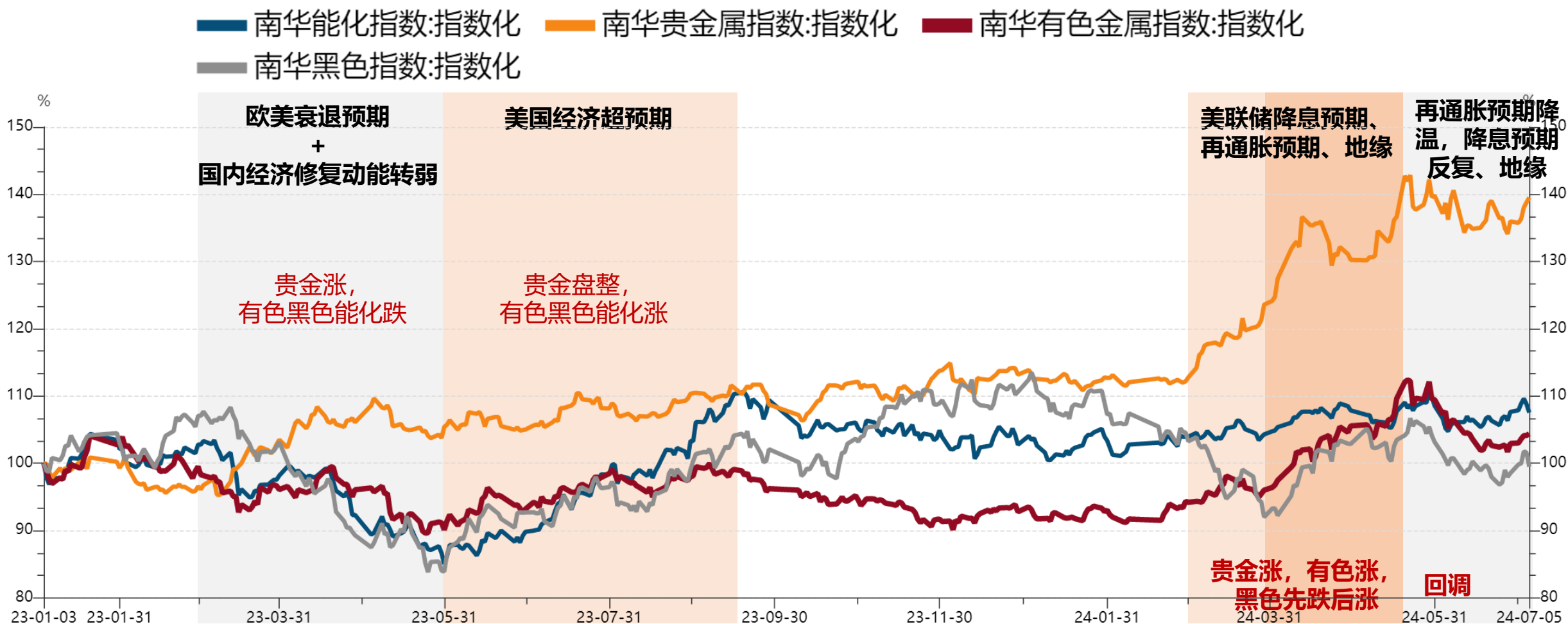
# 今年上半年大类资产走势

	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
中国股票	4.26%	-0.56%	-16.19%	-8.79%	22.63%	23.93%	-17.66%	29.88%	-6.15%	-0.62%
全球股票	12.46%	20.09%	-19.80%	16.80%	14.33%	24.05%	-11.18%	21.62%	5.63%	-4.26%
境内债券	3.71%	4.77%	3.30%	5.09%	2.97%	4.59%	8.21%	0.26%	1.83%	8.18%
全球债券	-2.08%	0.35%	-14.00%	-5.60%	7.48%	5.12%	-1.74%	-0.21%	-1.40%	-0.70%
黄金	15.83%	13.45%	0.08%	-3.41%	24.85%	18.63%	-1.88%	13.32%	8.66%	-10.44%
原油	12.75%	-10.28%	10.56%	50.46%	-21.64%	22.73%	-19.02%	17.25%	50.65%	-34.74%
外汇	1.55%	4.55%	10.81%	-0.75%	-3.15%	4.53%	7.36%	-2.66%	8.53%	7.62%
房地产	-6.94%	-11.66%	-3.52%	11.99%	11.78%	-0.28%	-2.56%	7.89%	31.58%	25.59%
工业品	3.48%	2.95%	21.19%	25.89%	8.74%	16.58%	-3.28%	11.68%	60.89%	-19.30%
农产品	1.40%	-5.19%	10.33%	15.11%	12.23%	3.77%	-8.79%	-6.81%	20.61%	-4.96%
现金	0.97%	1.91%	1.76%	2.17%	2.03%	2.29%	2.98%	2.86%	1.87%	2.73%

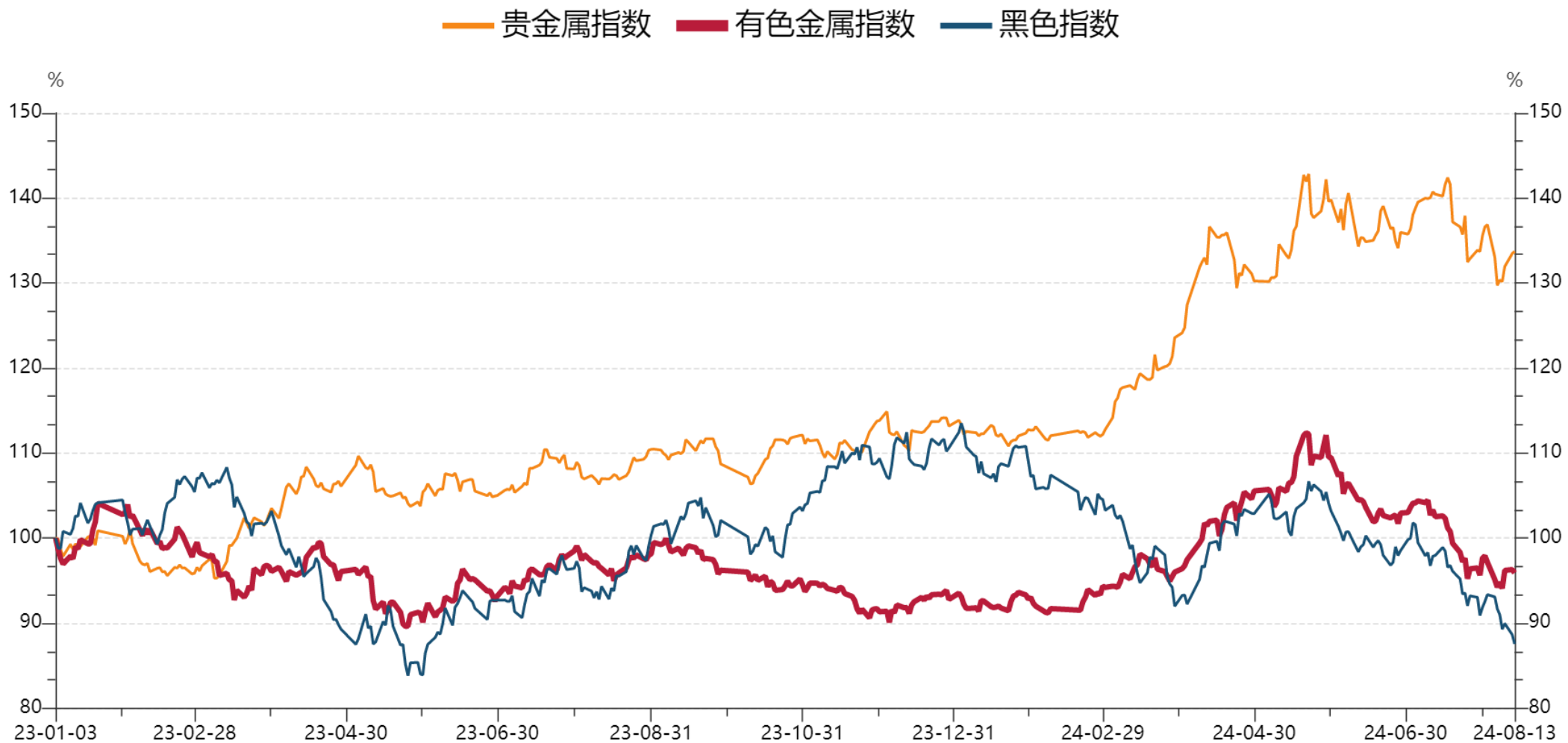
注：以上指标为中国股票-万得中国500指数，全球股票-MSCI 全球指数，境内债券-中债新综合财富（总值）指数，全球债券-CBOT10 年期美国国债，黄金-COMEX 黄金，原油-ICE 布伦特原油，外汇-万得外汇投资指数，房地产-万得一线城市房地产投资指数，工业品-南华工业品指数。数据截至2024年6月26日下午收盘。

# 商品板块走势的背离及趋同

今年以来，工业品板块走势经历了从背离到共振。

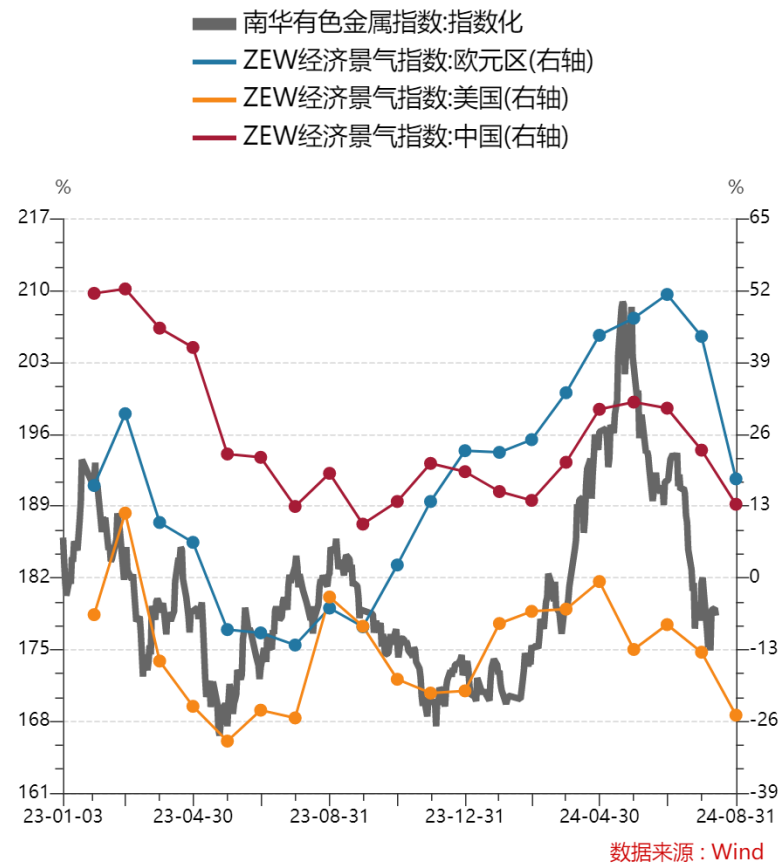
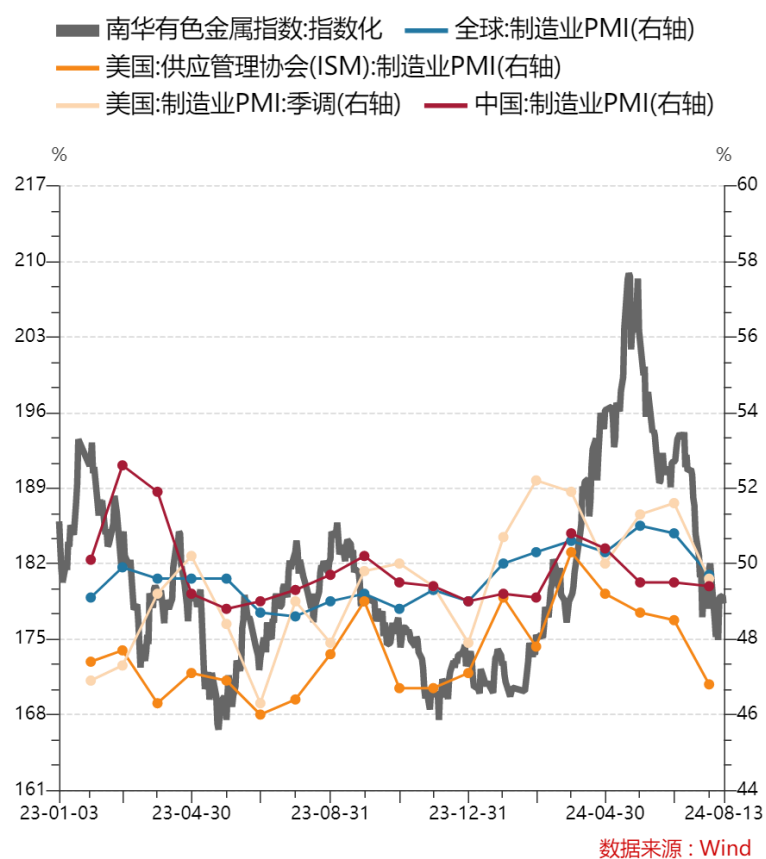


## 商品板块走势的背离及趋同



数据来源: Wind

## 今年以来，工业品板块走势经历了从背离到共振。

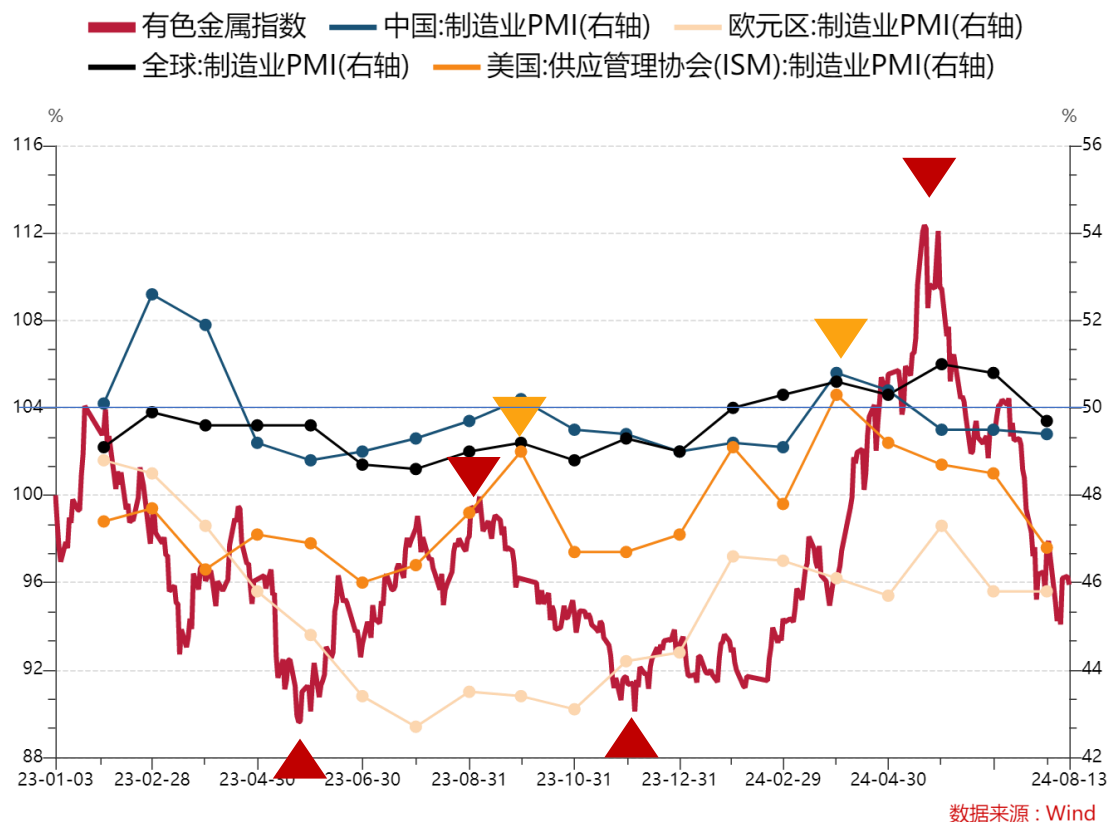


## 目录

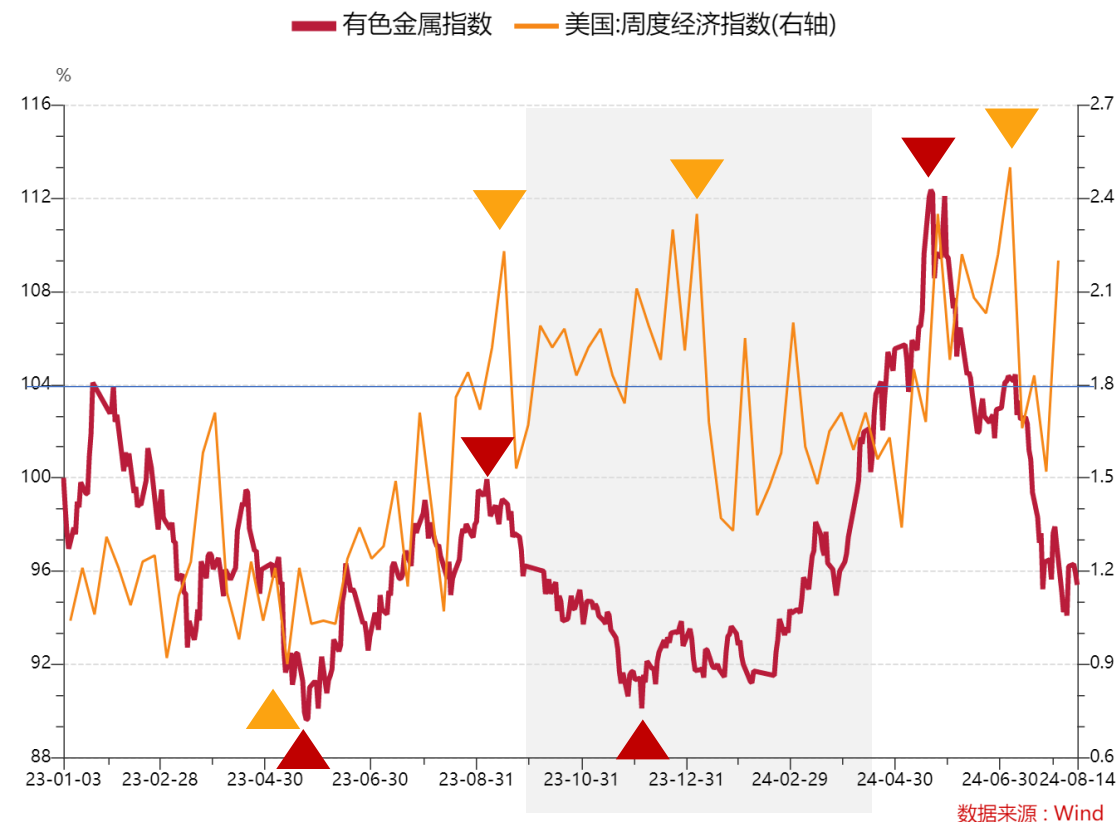
- 一、有色金属在交易什么宏观维度**
- 二、美联储降息、经济衰退的历史规律
- 三、有色金属中长期宏观交易逻辑

## 一、有色金属对宏观的交易维度：现实层面

**当中西经济周期错位时，有色板块整体与美国制造业PMI相关性更高，但拐点完全不一致**

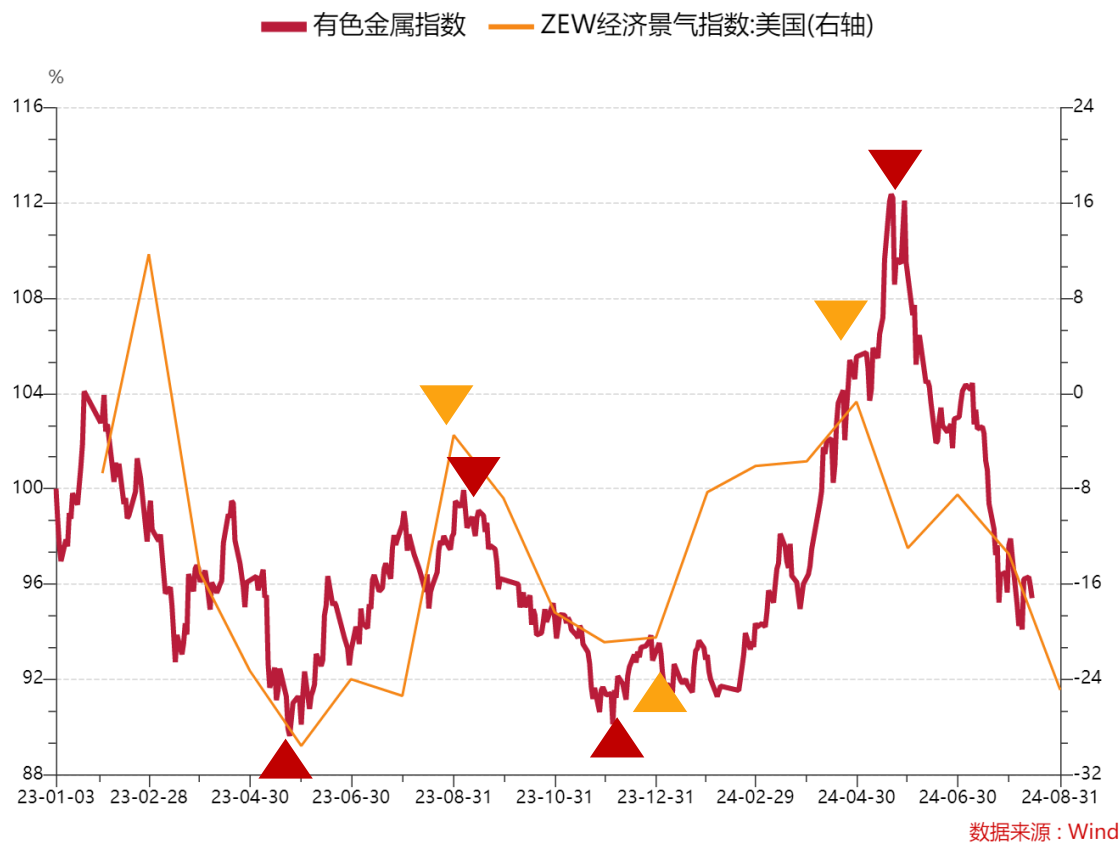


**有色板块走势与美国经济高频数据  
时而一致时而分化**

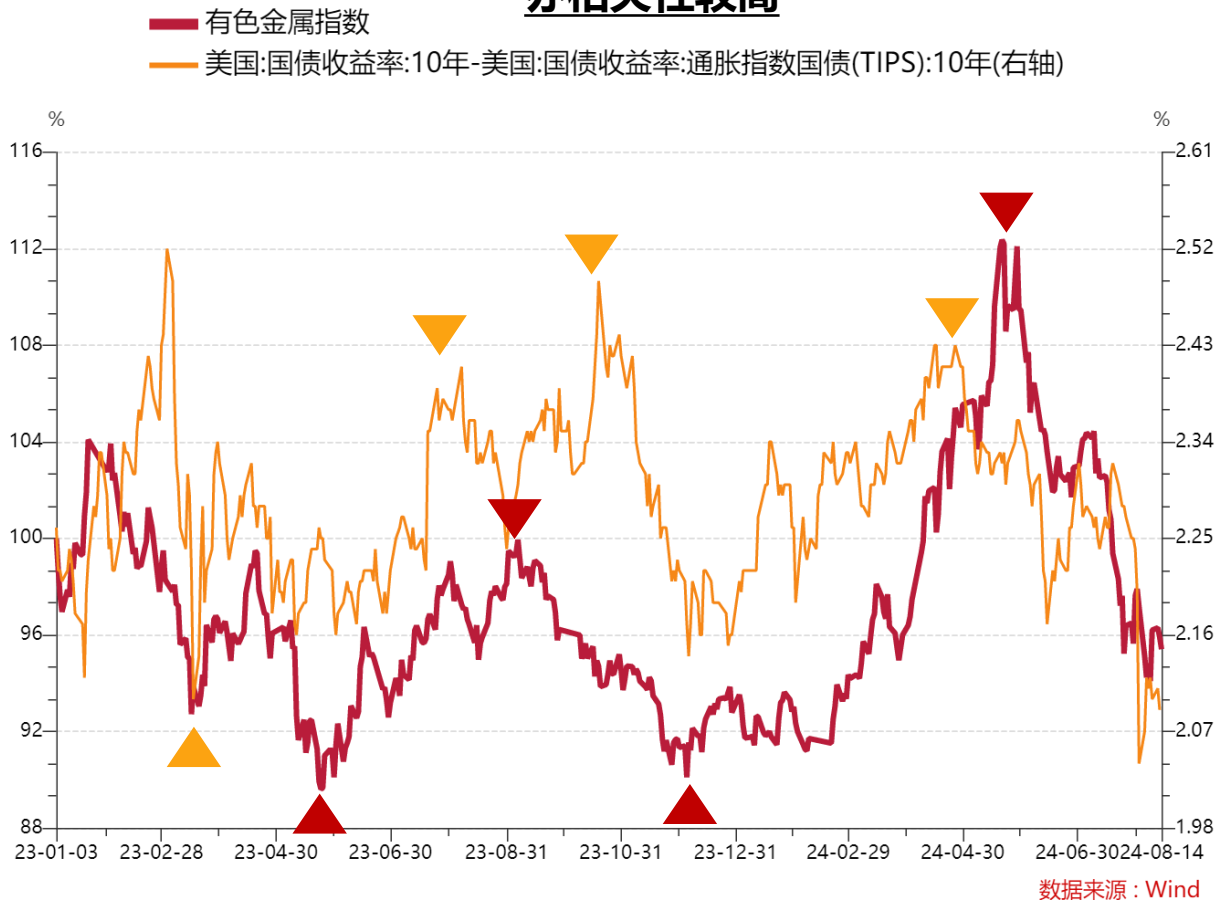


## 二、有色金属对宏观的交易维度：预期层面

### 有色板块走势与美国经济景气指数走势及拐点更为一致

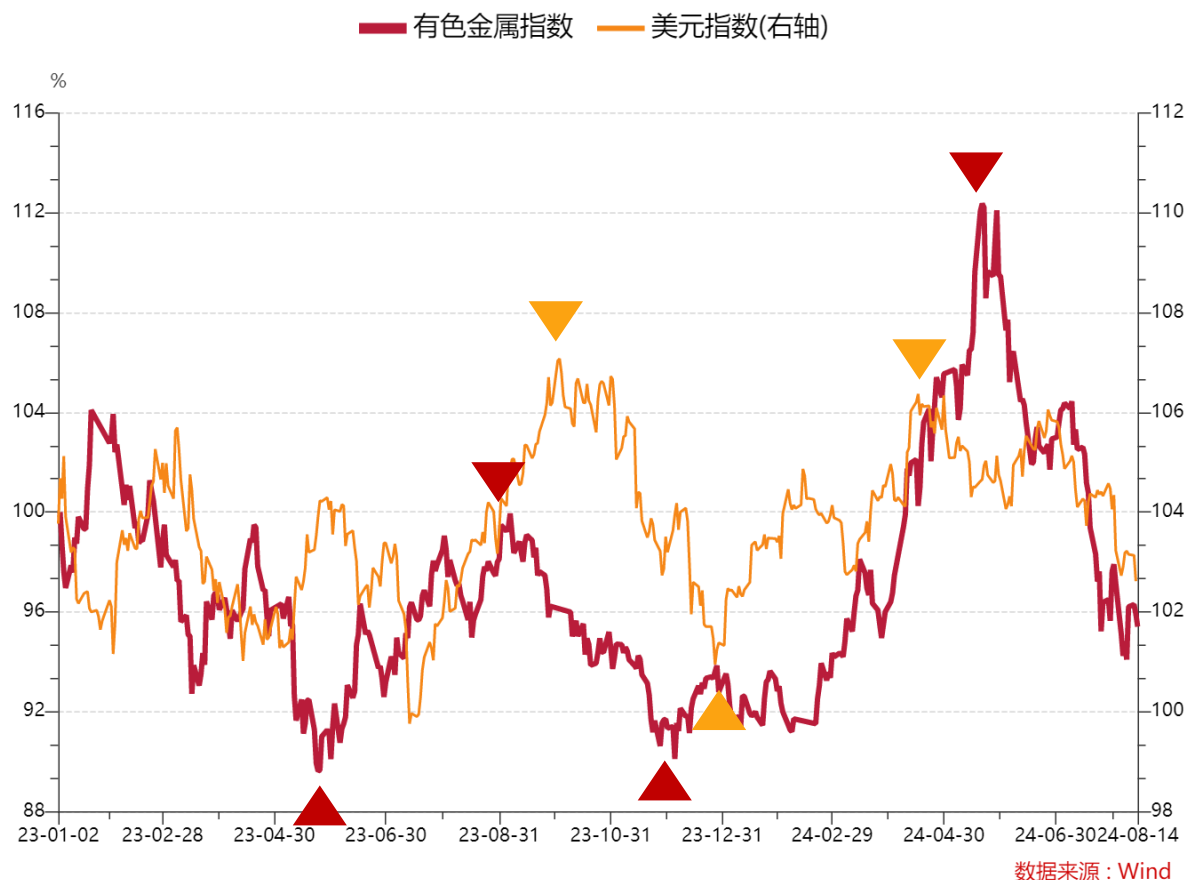


### 有色板块走势与美国通胀预期走势亦相关性较高

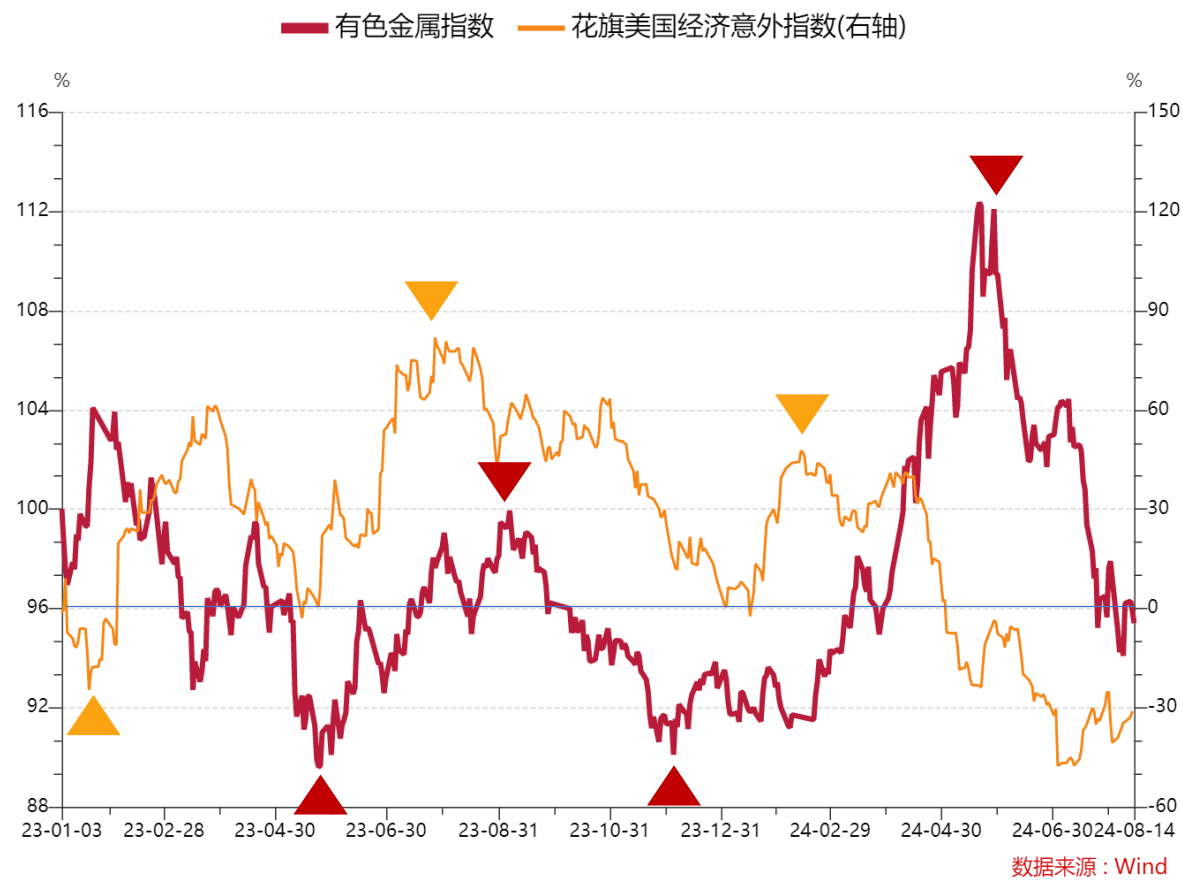


### 三、有色金属对宏观的交易维度：预期差层面

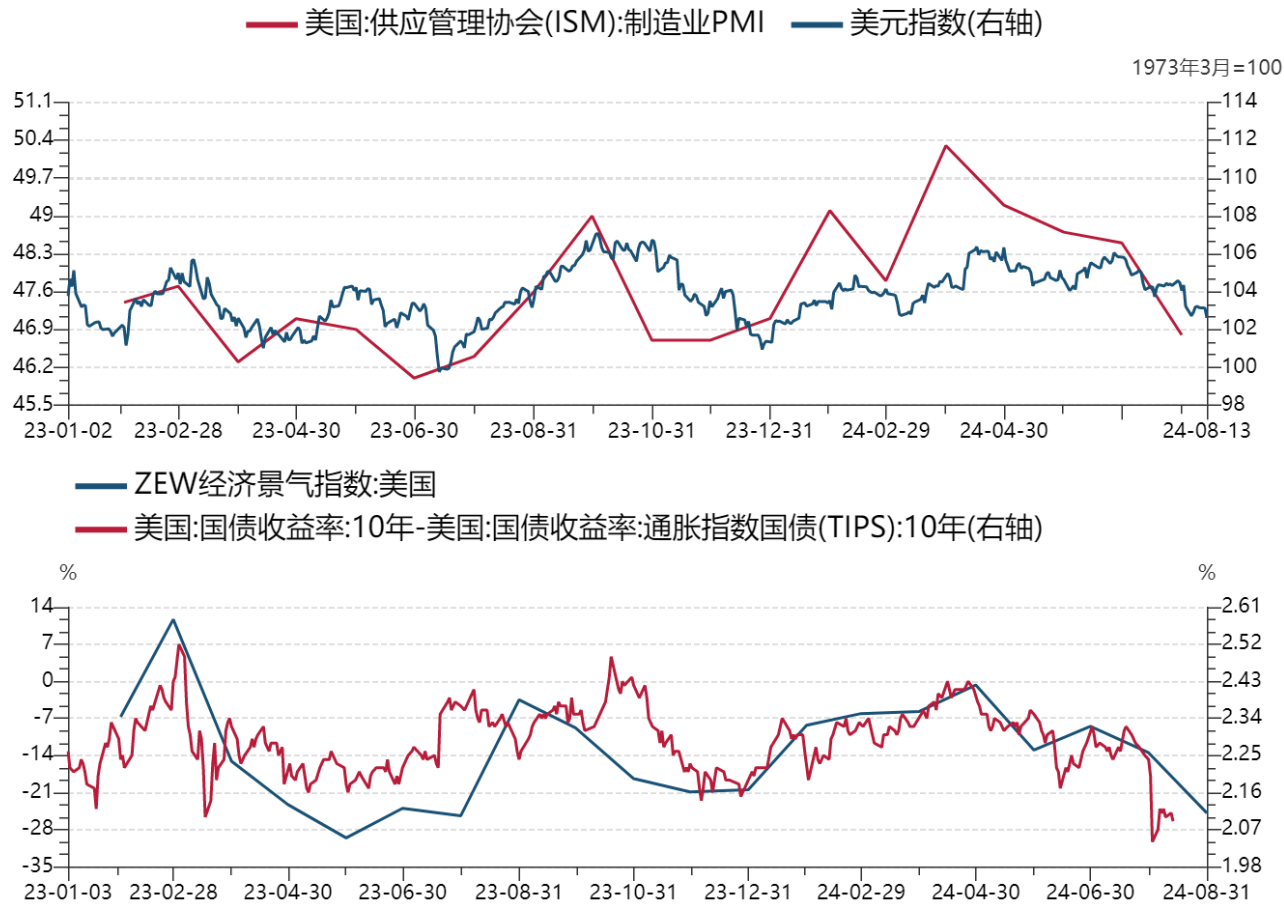
**当美元指数出现趋势性单边走势时，有色板块走势与其相关性较高**



**有色板块走势与美国经济预期差表现相关性不高**



## 有色板块主要交易宏观预期维度



数据来源：Wind

## 美国经济数据近期走势

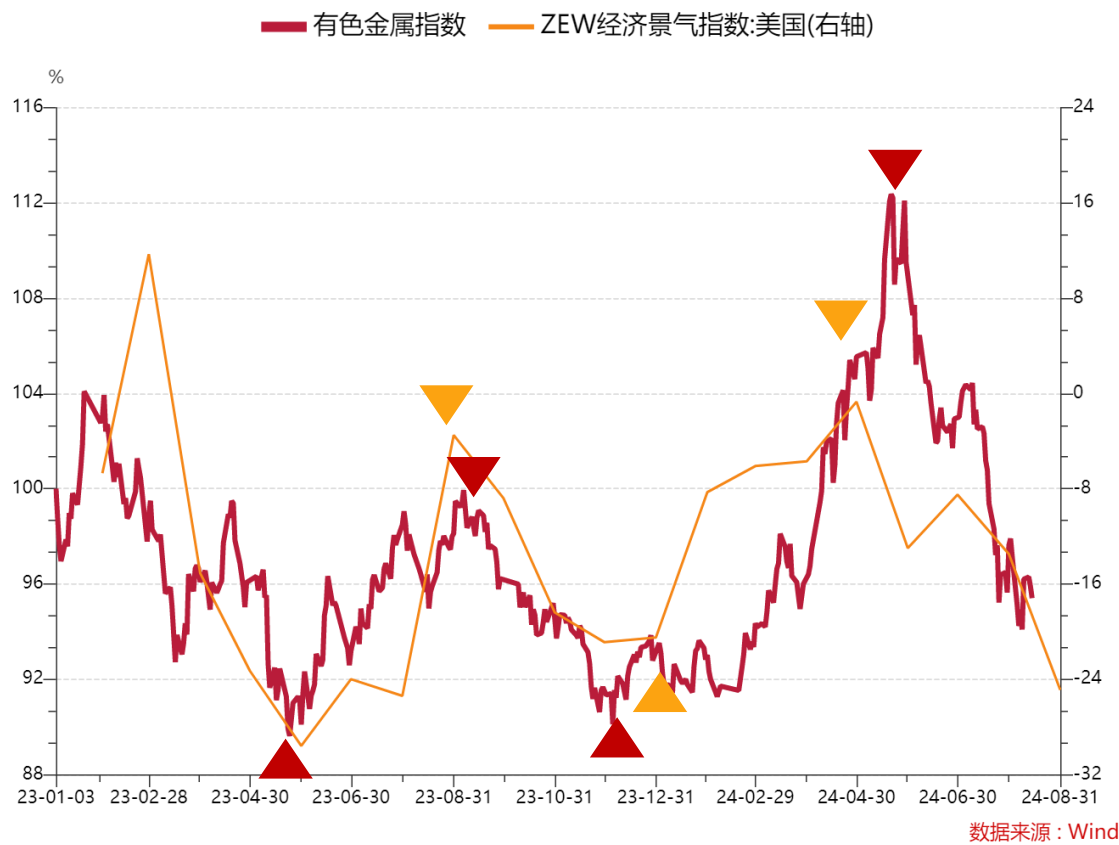
宏观维度	指标	发布日期	频率	表现
现实	Q2GDP	7月25日	季	高于前值和预期
	7月制造业PMI	8月2日	月	低于前值和预期
	7月零售销售	8月15日	月	走高且超预期
	7月CPI	8月14日	月	走弱，符合预期
	7月PPI	8月13日	月	走弱且低于预期
	7月新增非农	8月2日	月	走弱且低于预期
	7月平均时薪	8月2日	月	走高且超预期
	7失业率	8月2日	月	走高超预期
预期	8月ZEW经济景气指数	8月13日	月	走弱
	7月消费者信心指数	7月27日	月	走弱
	8月通胀预期	8月16日	日	较7月走低但近日小幅回升
预期差	8月经济意外指数	8月15日	日	不及预期区间但月内回升
	8月美元指数	8月16日	日	月内走弱，近日走强

## 目录

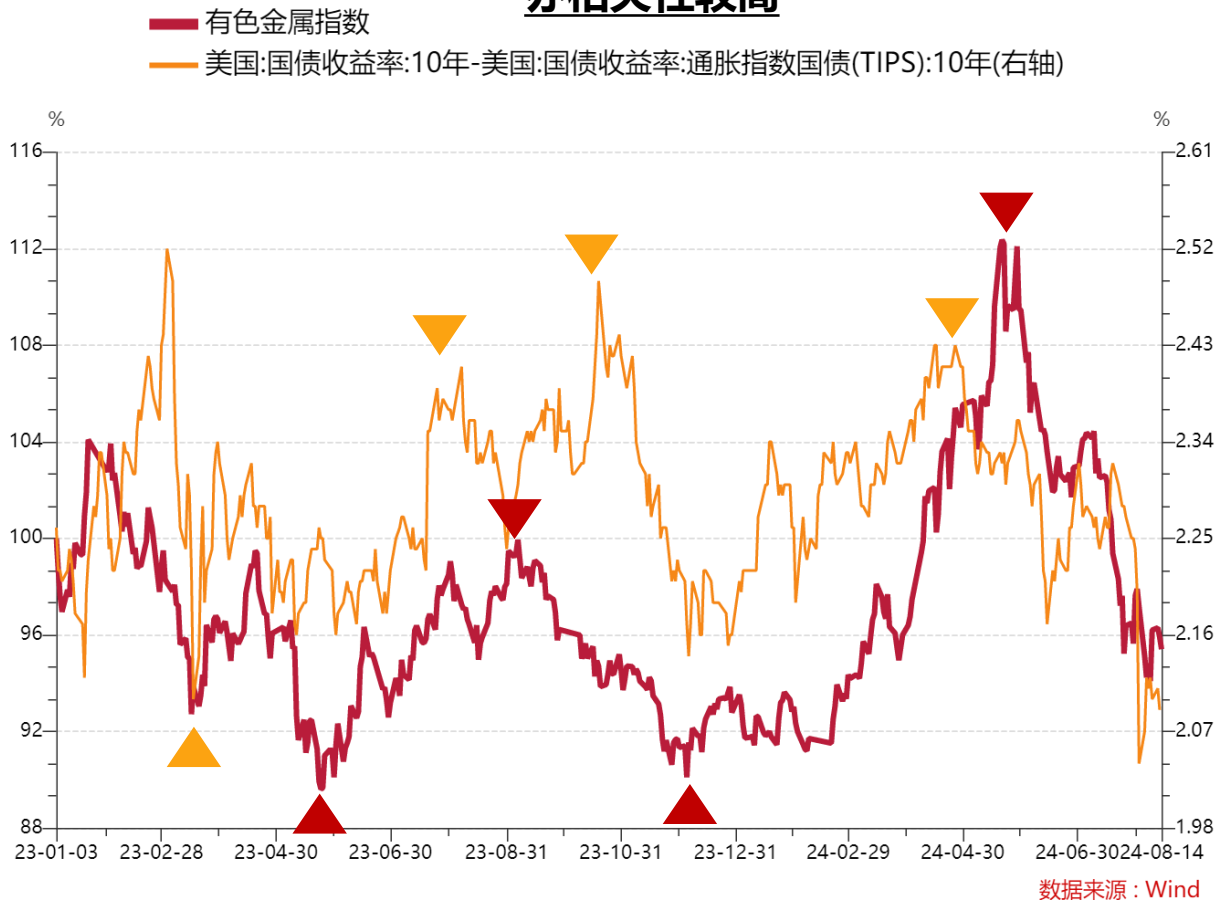
- 一、有色金属在交易什么宏观维度
- 二、美国经济衰退、美联储降息的历史规律**
- 三、有色金属短中长期宏观交易逻辑

## 二、有色金属对宏观的交易维度：预期层面

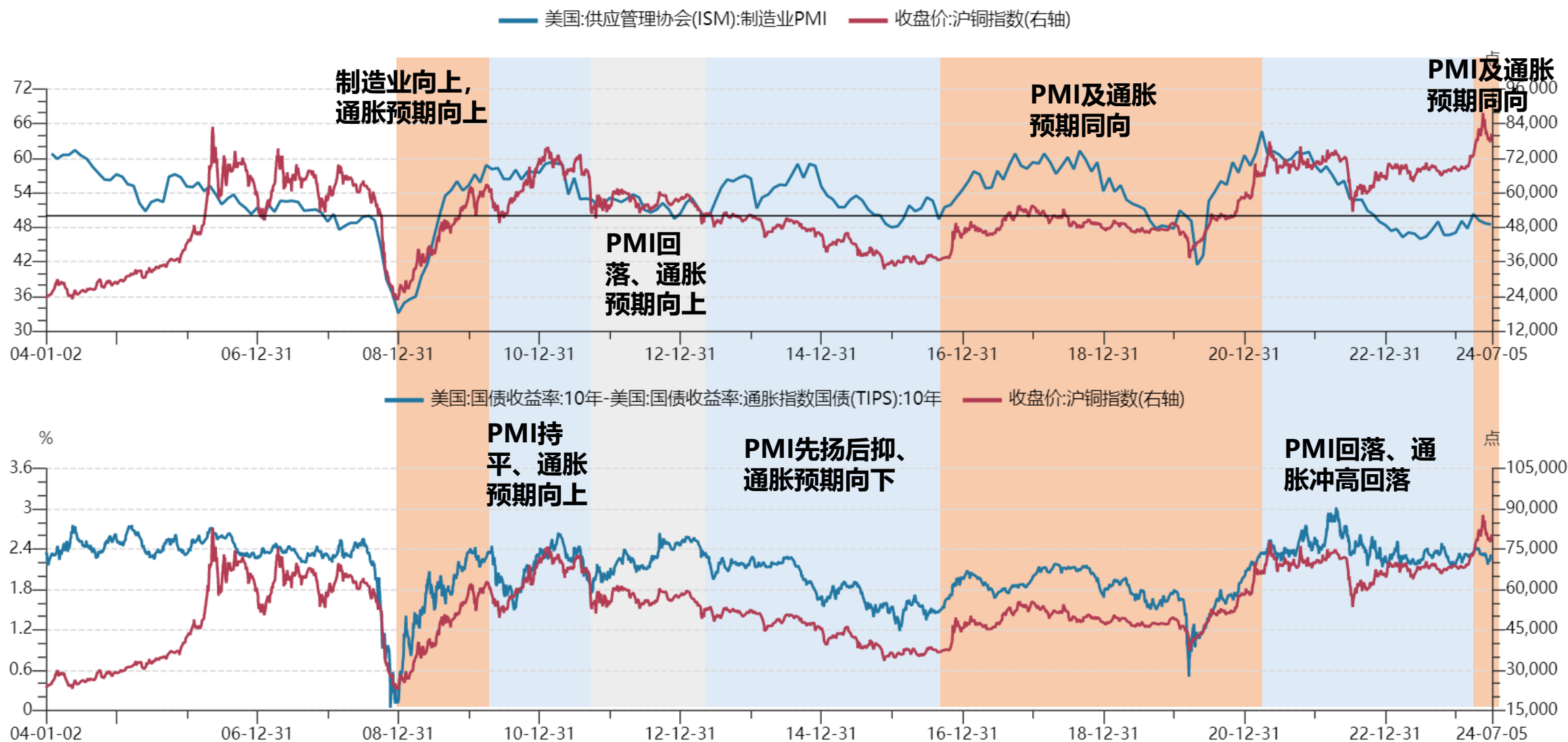
### 有色板块走势与美国经济景气指数走势及拐点更为一致



### 有色板块走势与美国通胀预期走势亦相关性较高

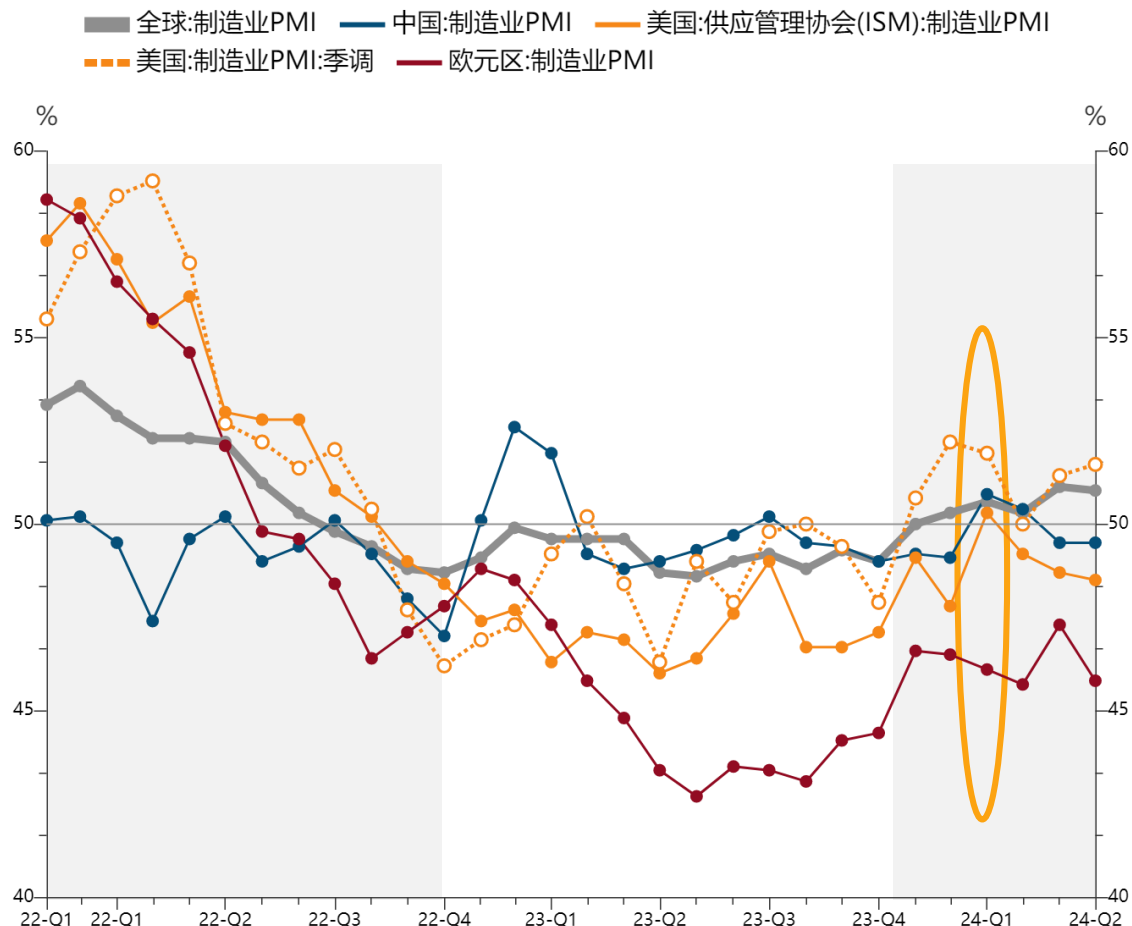


# 以铜为例，铜价上行周期通常对应着美国制造业复苏带动通胀预期上行

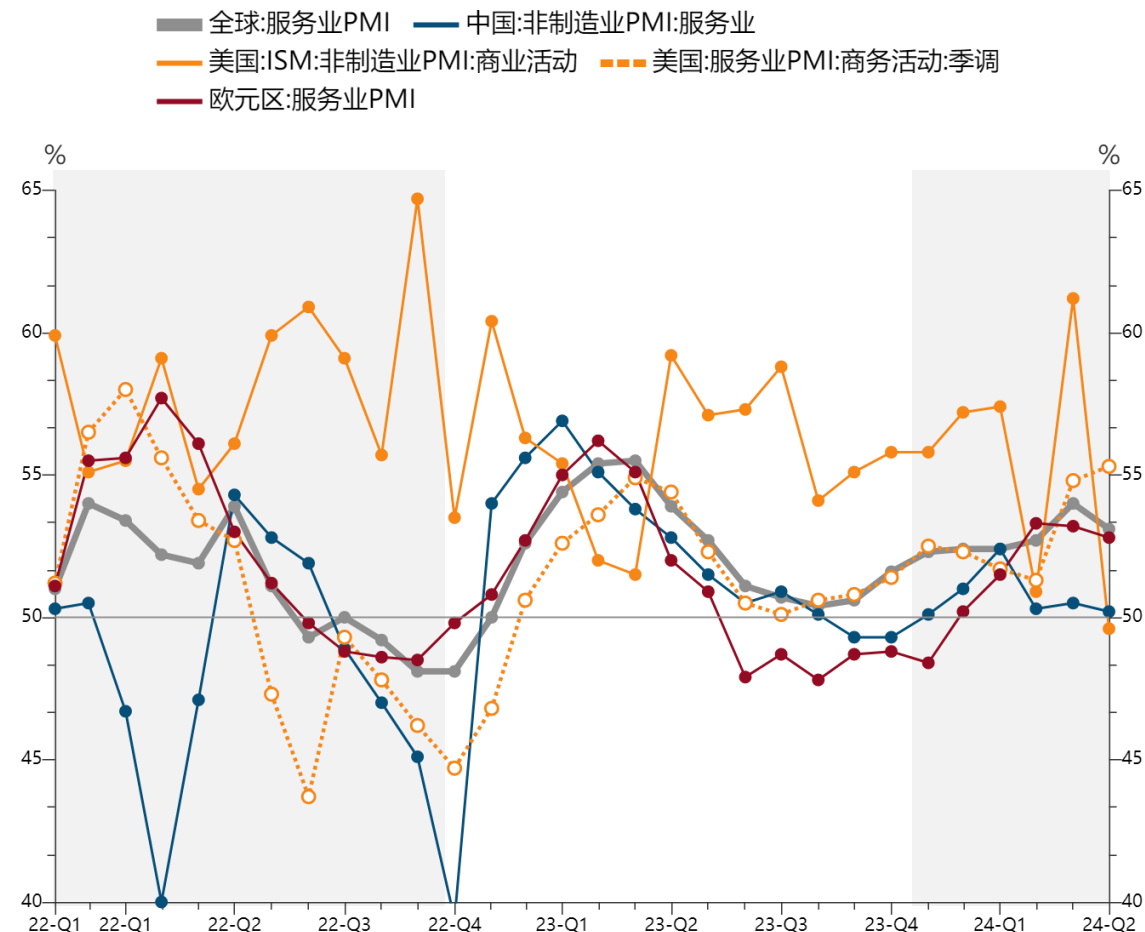


# 2023年全球经济格局的关键词之一是周期错位，今年以来有所收敛

## 3月中美制造业PMI共同踏上荣枯线以上，此后明显降温



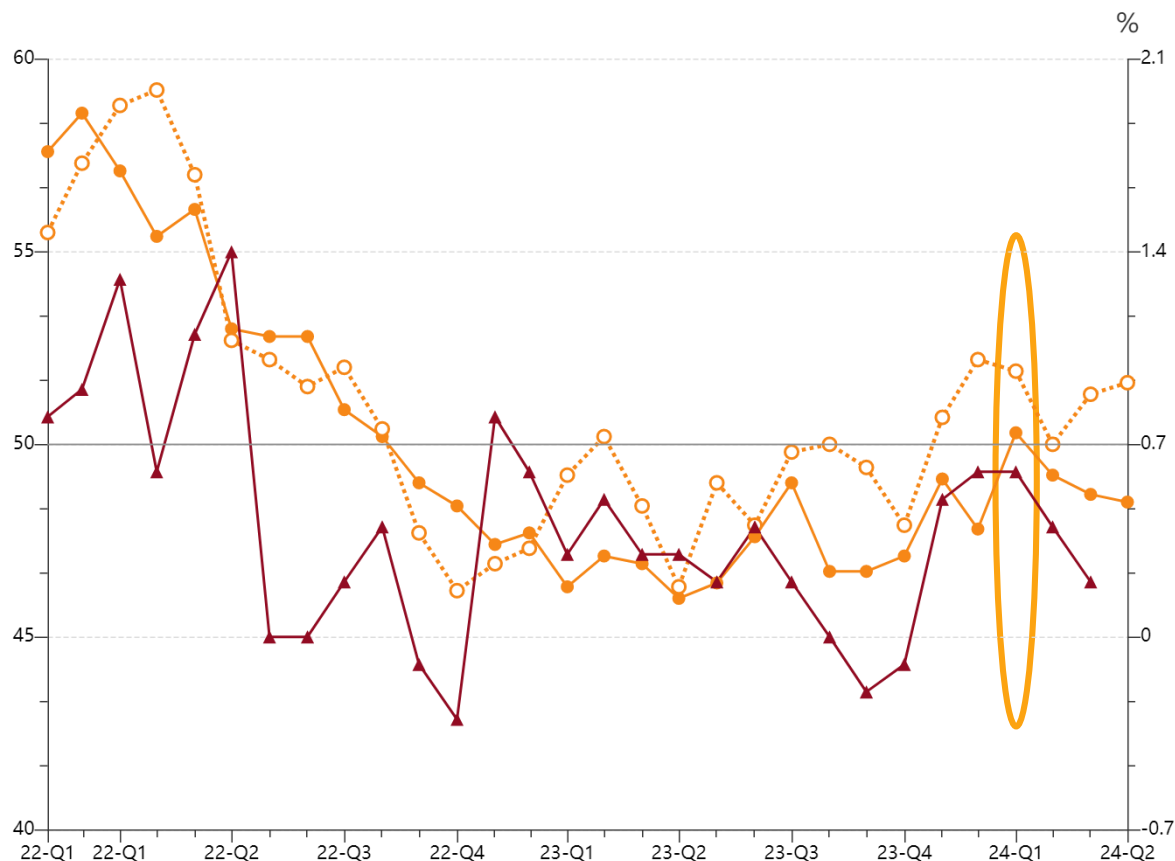
## 服务业PMI整体处扩张区间但波动较大



## 3月-5月宏观情绪乐观，受滞胀迹象及补库预期鼓舞

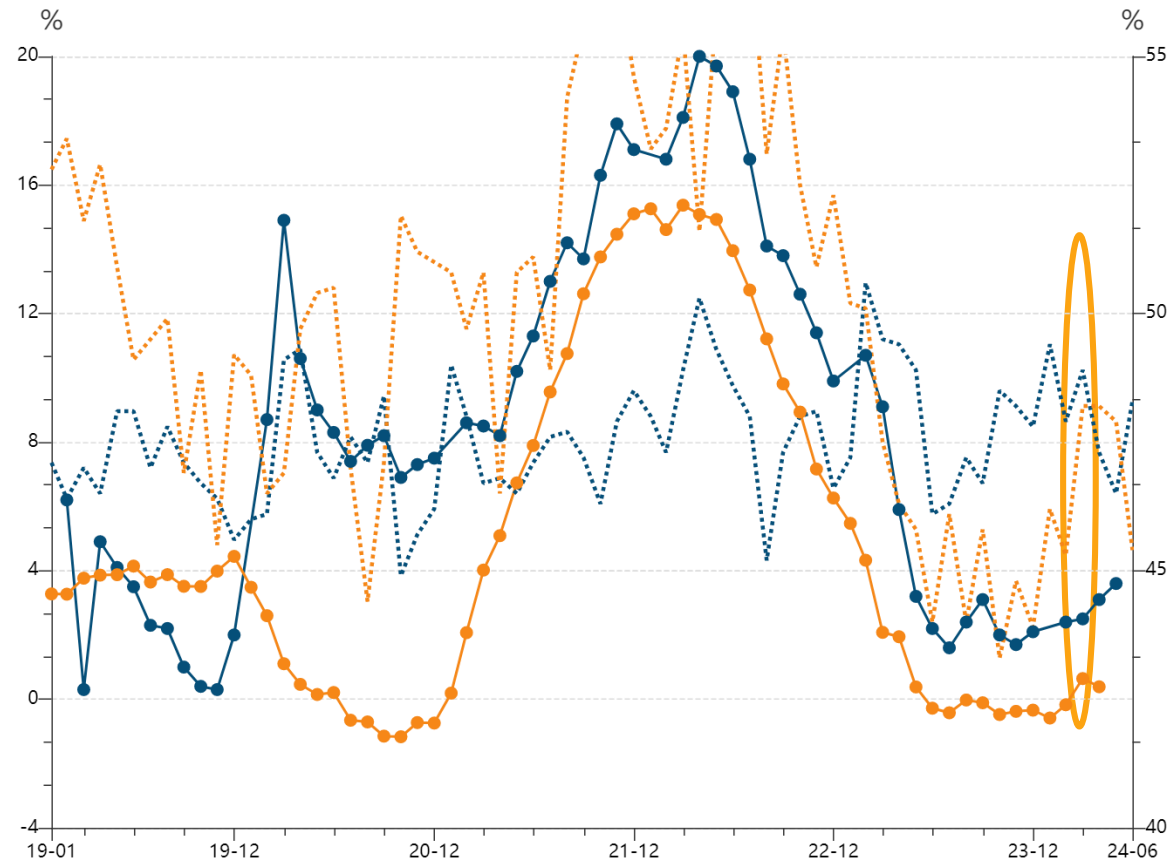
### 3月美国“滞胀”经济数据迹象带动再通胀预期，后随经济、通胀降温，预期调整

— 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI — 美国:制造业PMI:季调  
— 美国:CPI:环比(右轴)



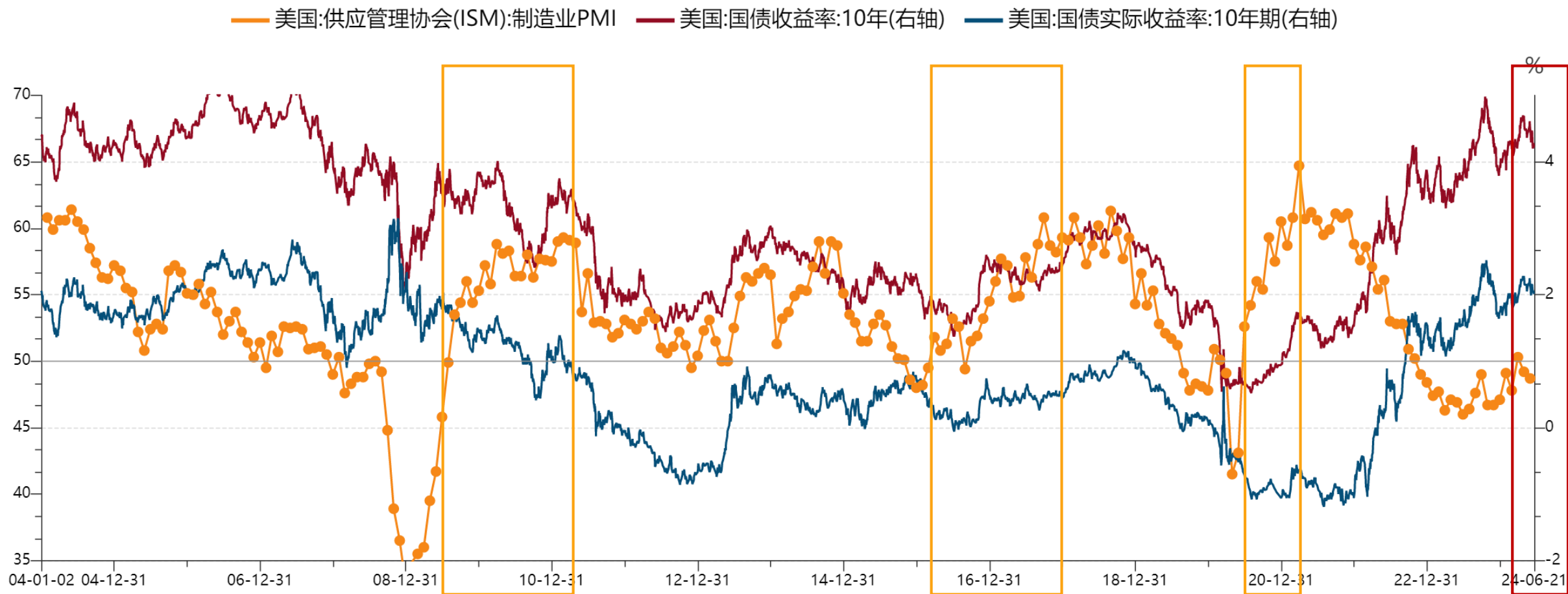
### 中美低库存周期已持续一年，美国库存同比在3月提升后再度回落

— 中国:工业企业:产成品存货:同比 — 美国:制造商库存:季调:同比  
— 中国:制造业PMI:产成品库存(右轴) — 美国:ISM:制造业PMI:自有库存(右轴)



## 宏观交易逻辑一、全球制造业周期上行预期抢跑与修正

### 以美国为代表的制造业修复预期主要基于对信用扩张周期的乐观预期



# 美国通胀回落速度不确定性仍大，市场对降息节奏来回博弈

## 数据反复说明美国通胀受控节奏不确定性仍大

	通胀	零售消费	非农就业	ADP就业
23年5月	同比略低于预期	环比高于预期	新增非农大幅超预期，小时工资符合预期	高于预期
6月	全面低于预期	环比低于预期	新增非农低于预期，小时工资环比高于预期	显著高于预期
7月	环比持平符合预期	环比高于预期	新增非农低于预期，小时工资环比高于预期	高于预期
8月	核心CPI同环比小幅超预期	环比高于预期	新增非农略超预期，小时工资增速放缓	低于预期
9月	CPI环比小幅超预期	大幅超预期	新增非农超预期，小时工资持平低于预期	低于预期
10月	超预期回落	环比转负但降幅低于预期	新增非农低于预期，小时工资持平低于预期	低于预期
11月	符合预期	环比转正，高于预期	新增非农及小时工资高于预期	低于预期
12月	超预期反弹	环比同比回升，高于预期	新增非农超预期，时薪增长快于预期	高于预期
24年1月	环比回升超预期	环比收缩	新增非农及时薪增长超预期	低于预期
2月	超预期回升	环比回升但弱于预期	新增非农超预期，时薪环比下降	低于预期
3月	CPI及核心CPI环比均超预期	超预期	新增非农大幅超预期，时薪增长符合预期	高于预期
4月	环比增速低于预期	环比增速弱于预期	新增非农不及预期	高于预期
5月	低于预期	低于预期	新增超预期	低于预期
6月	超预期降温	低于预期	新增非农略不及预期，失业率超预期	低于预期

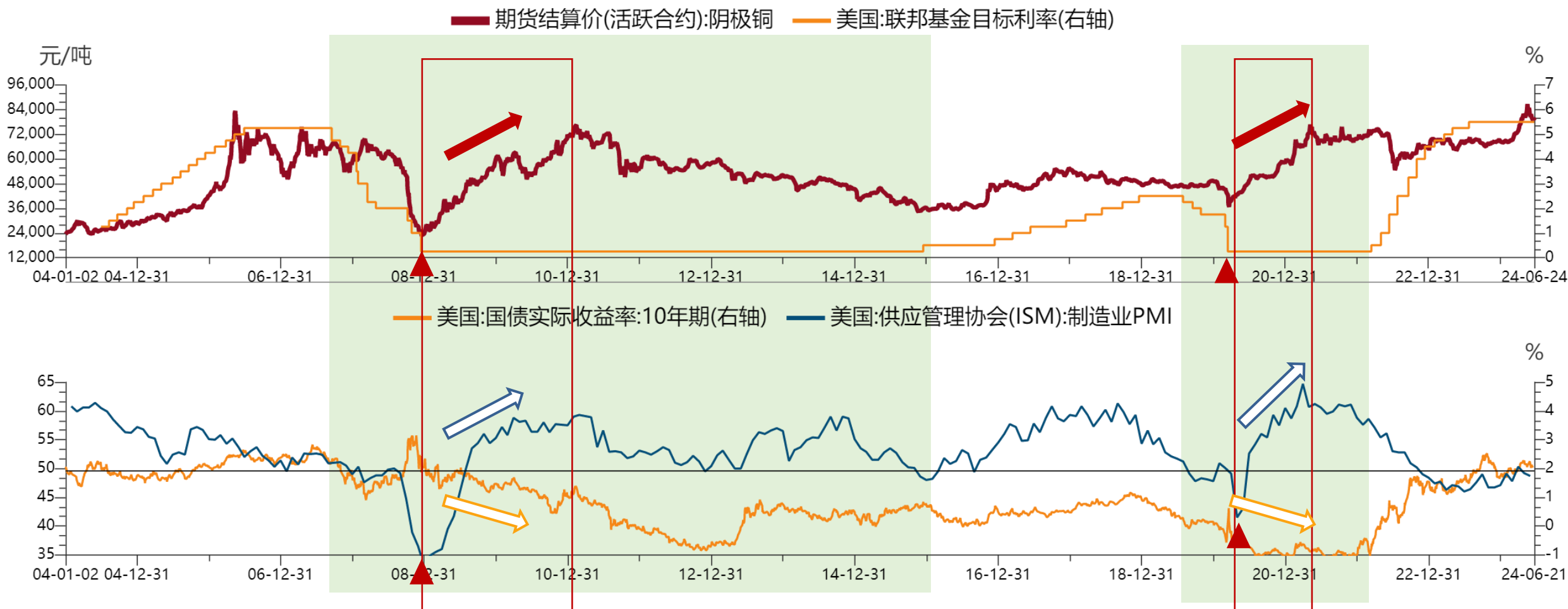
## 目前市场对9月降息预期概率提升至74%，至年底预期利率中值为4.75-5.00%，较6月点阵图乐观

截至7月6日下午	8月	9月	11月	12月	25年1月	3月
400-425					1.1%	9.7%
425-450				1.6%	16.9%	29.0%
450-475			2.2%	24.6%	39.0%	34.8%
475-500		5.2%	31.8%	46.3%	31.3%	19.9%
500-525	7.2%	68.8%	50.9%	23.8%	10.4%	5.4%
525-550 (目前)	92.8%	26.0%	15.1%	3.7%	1.2%	0.6%

- 2024年6月FOMC会议点阵图显示预计2024年降息1次，年底利率中值预测值为5.1%

## 宏观交易逻辑二、美联储降息节奏

**在预防式降息周期中，铜走势通常先跌后涨，与基本面一致，拐点通常在美国制造业PMI低点附近，货币周期内最大的上行行情出现在美债实际利率下行及PMI改善同时出现的阶段**

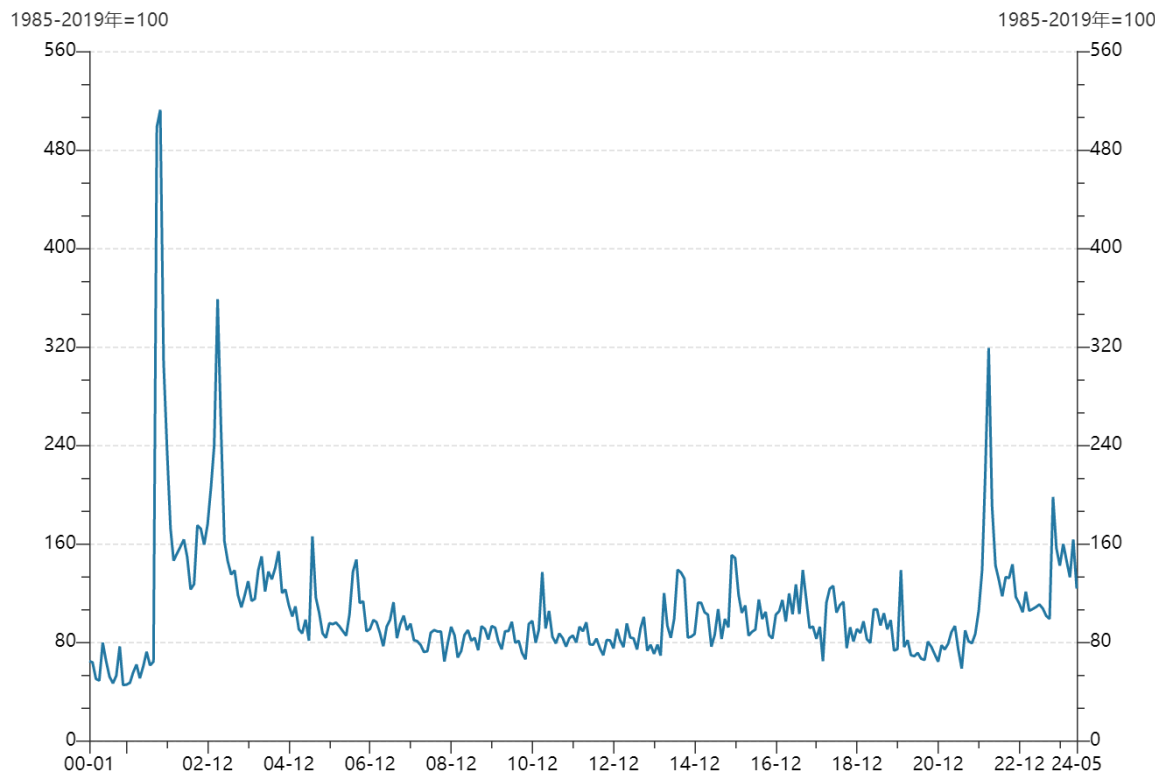


## 宏观交易逻辑三、国际形势不确定下供应风险常态化：地缘政治及超级大选年

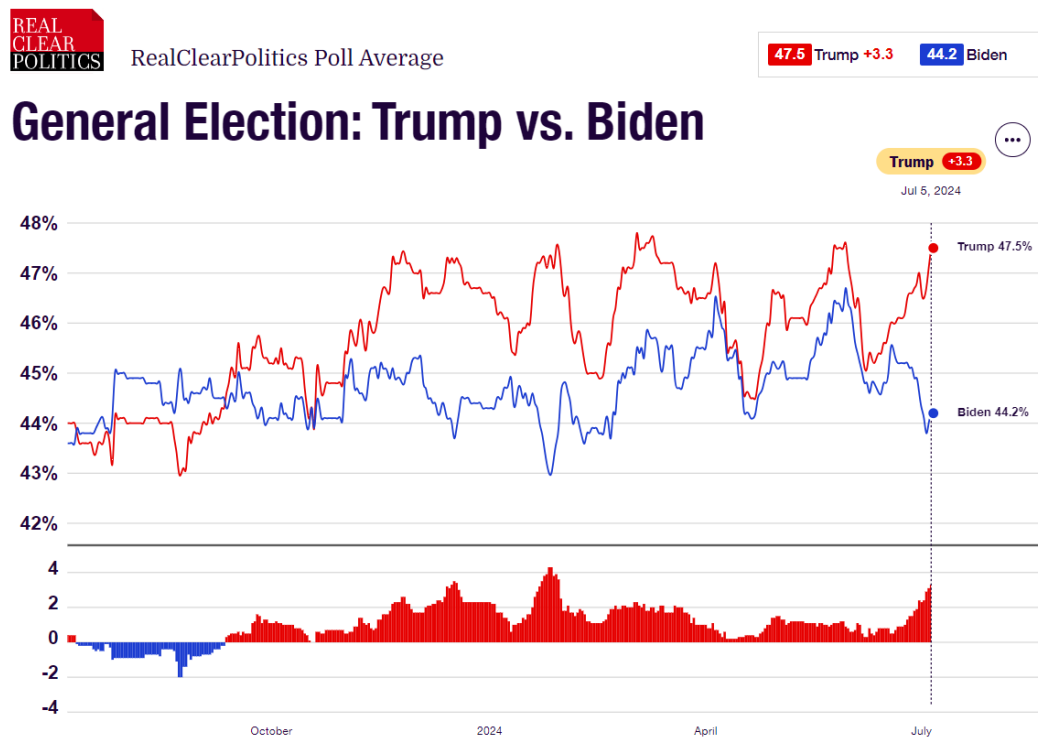
- 地缘冲突不断对全球经贸格局产生重大影响，一是各国政策对安全问题的强调将进一步提升，逆全球化思潮抬头，二是供应链风险成为大宗商品的持续扰动。
- 2024年是全球大选年，美国、欧盟、英国、俄罗斯等国均先后举行大选。经济和发展问题始终是大选的核心议题，在目前国际政经格局错综复杂背景下，保护主义抬头，容易在选举活动中加大碰撞，对未来几年中外关系产生重大影响。

### 地缘政治风险指数处历史高位

— 地缘政治风险指数



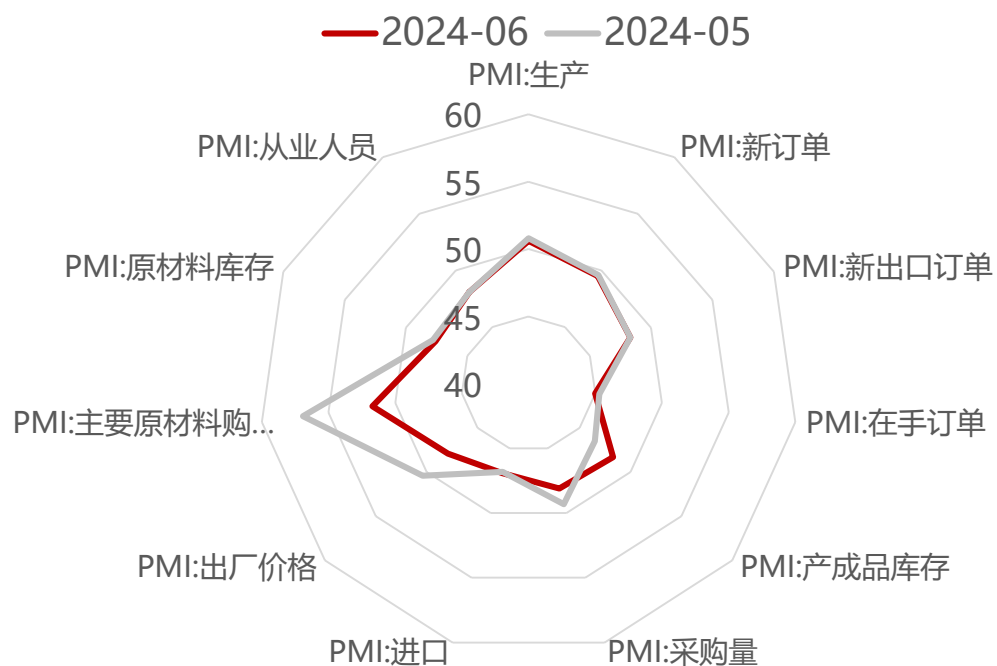
当前拜登与特朗普民调支持率差距有所拉开但均未过半。两人均推崇高关税政策、加大投资支出，拜登主张财政刺激、支持高端制造业和清洁能源，特朗普主张减税、支持传统能源和低端制造



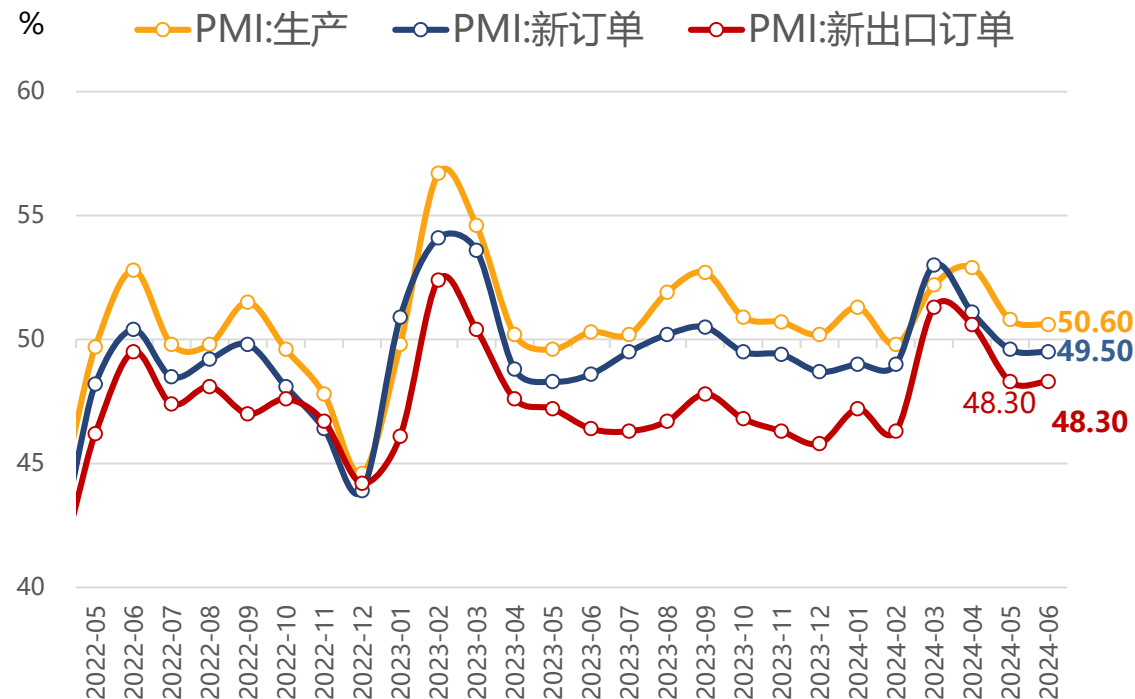
## 宏观交易逻辑四、国内经济修复斜率及政策节奏

- **经济延续波浪式修复及结构分化特征，供强需弱格局整体维持但生产端动能边际放缓，内需不足仍是症结。**
- **从制造业PMI数据看，一是需求相对不足对生产的拖累显现，PMI生产及需求分项连续两个月双双回落，其中生产指数分项回落但仍处扩张区间，需求分项在收缩区间小幅回落，生产分项回落幅度大于需求分项。二是需求端以外需为支撑，中小企业景气度有所回升，或受中小外贸企业景气度回暖所支撑。三是大宗商品价格回落，企业成本压力边际缓解但利润空间仍承压。四是6月数据重回被动补库特征，关注后续需求变化。**

与5月相比，制造业PMI生产分项回落但仍处扩张区间，需求分项基本持平，原材料购进价格回落，出厂价格回落至收缩区间



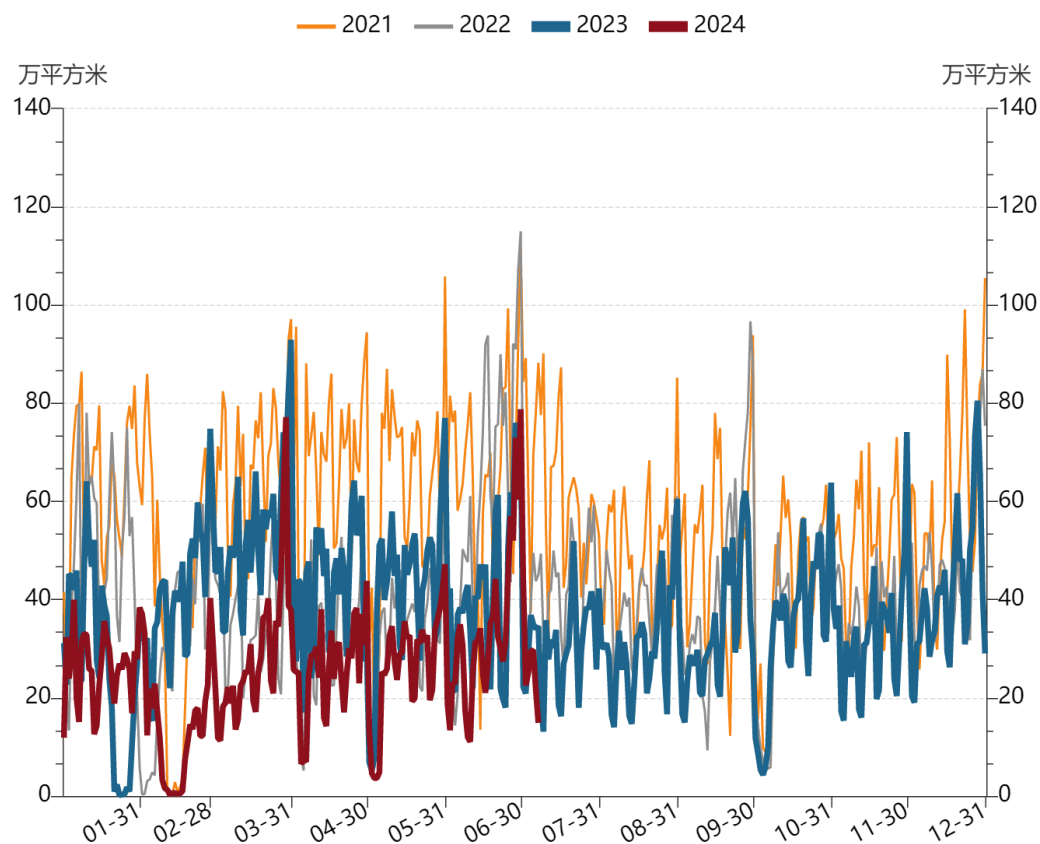
生产指数继续回落但仍处扩张区间，需求端指数在收缩区间小幅回落



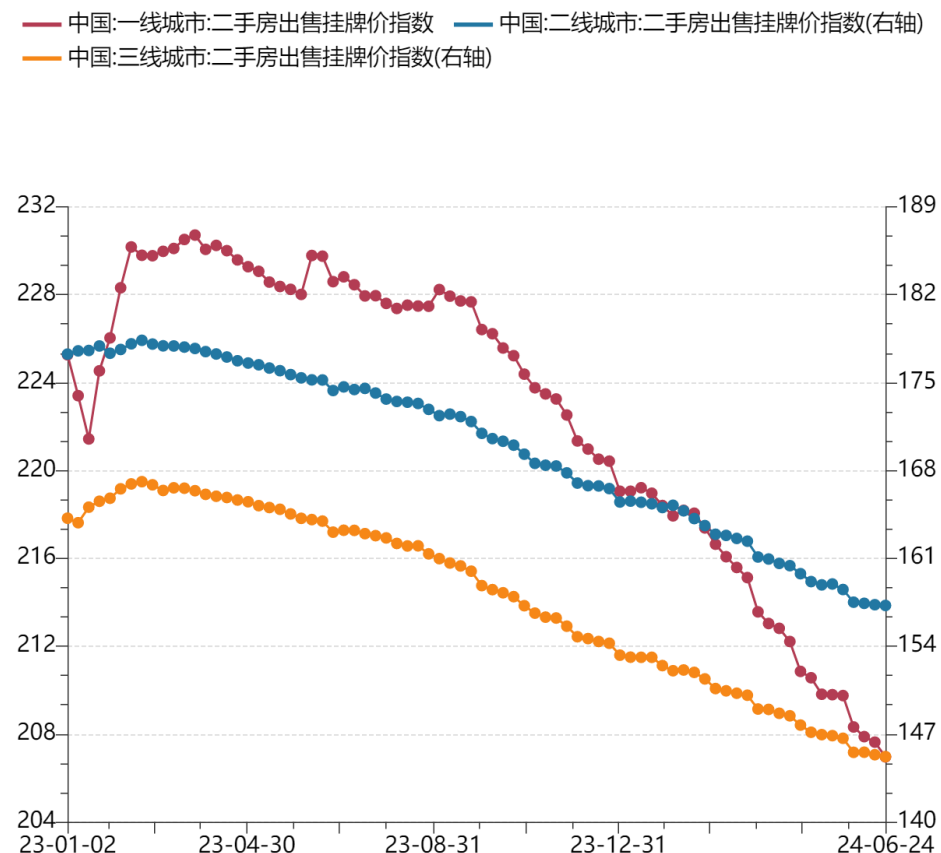
## 宏观交易逻辑四、国内经济修复斜率及政策节奏

- **房地产市场仍偏弱运行。**517房地产优化政策重磅落地后，二手房市场活跃度有所回暖，但以价换量仍是趋势，房价趋弱预期未见扭转。

商品房销售情况仍处过去四年同期低位



包括一线城市在内的二手房出售挂牌价指数未见企稳

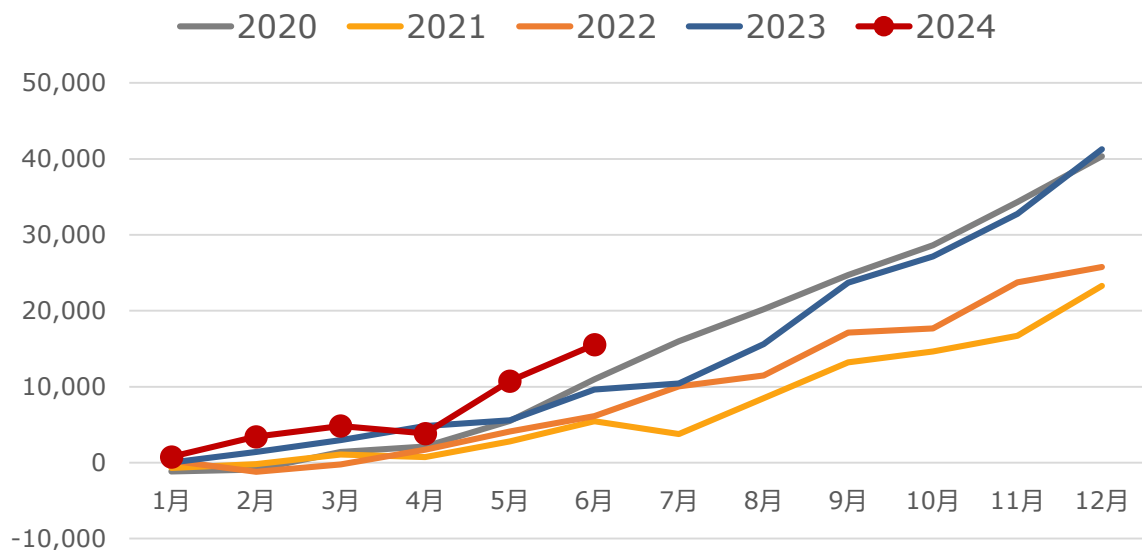


## 宏观交易逻辑四、国内经济修复斜率及政策节奏

- **财政及产业政策：加快推动“两重”（发行超长期特别国债支持重大战略实施和重点领域安全能力建设）、“双新”（大规模设备更新和消费品以旧换新）。**

自5月起，超长期特别国债发行

国债累计净融资额（亿元）

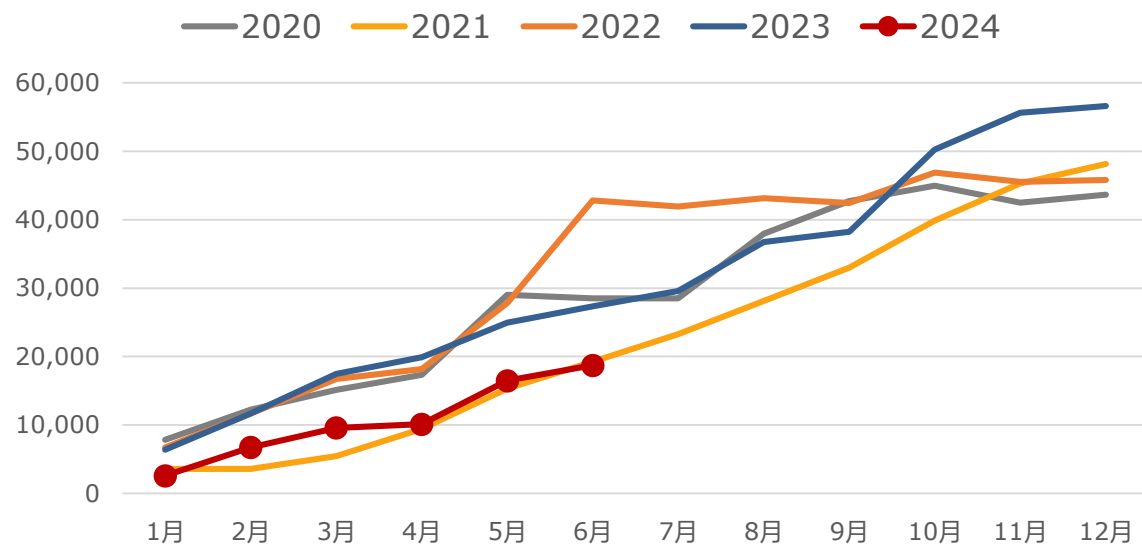


- 6月18日，国家发改委表示，去年增发万亿国债项目截至5月末项目开工率已超过80%。将加快推动“两重”（发行超长期特别国债支持重大战略实施和重点领域安全能力建设）、“双新”（大规模设备更新和消费品以旧换新）

- 截至6月14日，财政部已发行4期次超长期特别国债共1600亿元，其中，20年期400亿元，30年期850亿元，50年期350亿元

地方债发行节奏平稳

地方债累计净融资额（亿元）



- 4月22日，财政部表示，专项债一季度发行规模小于往年，一方面是以往年度为应对疫情冲击等特殊因素影响，加大年初发行规模，另一方面也与地方项目建设资金需求、冬春季节施工条件、债券市场利率等因素相关

## 宏观交易逻辑四、国内经济修复斜率及政策节奏

- **货币政策：**2024年6月19日，央行行长在陆家嘴论坛释放最新货币政策信号，重点包括一是调整政策利率框架，淡化MLF、重提利率走廊，二是在肯定支持性货币政策立场的同时提示内外部风险约束及长端利率风险。
- **7月5日，**央行表示将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。7月8日，央行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。

### 6月19日，陆家嘴论坛央行行长发表主旨发言释放最新货币政策信号

- “进一步健全市场化的利率调控机制……未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩……”
- “货币政策的立场是支持性的……我们将**继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期和跨周期调节**……保持政策定力，不大放大收……”
- “美国硅谷银行的风险事件启示我们……当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的**期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益曲线**，保持市场对投资的正向激励作用”
- “稳增长与防风险的关系。统筹兼顾支持实体经济增长与保持**金融机构自身健康性**的关系，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险”
- “我们坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性，但同时强化预期引导，**坚决防范汇率超调风险**……内部与外部的关系……”

### 7月以来，央行陆续发布公开市场新操作

- 7月1日，央行公告，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，人民银行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。
- 7月5日，央行确认，目前已签协议的金融机构可供出借的中长期国债有数千亿元，将采用无固定期限、信用方式借入国债，且将视债券市场运行情况，持续借入并卖出国债。
- 7月8日，央行公告，为保持银行体系流动性合理充裕，提高公开市场操作的精准性和有效性，从即日起，人民银行将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。

- **经济运行格局：**全球经济周期错位收敛，制造业总体企稳但预期抢跑，我国经济增长相对优势收窄。我国经济运行延续波浪式修复及结构分化特征，政策稳定性加强，关注微观预期
- **宏观交易逻辑：**一是美国制造业周期回暖及补库周期预期交易，二是美联储降息节奏博弈，三是地缘政治、大选之年对供应侧的扰动，四是国内经济修复斜率的变化
- **对铜等有色品种：**以海外逻辑为主，在美国经济数据韧性犹存时高位震荡，随经济数据显著降温、美联储开启降息周期后，受情绪面带动短暂上扬，后进入衰退交易（本次时间及幅度或与此前不同），后启动新一轮上行周期。而地缘政治及供应端风险将成为中长期扰动。

# 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：方旻 期货从业资格：F03105216 投资咨询资格：Z0021334 邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

# 欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：[www.gzf2010.com.cn](http://www.gzf2010.com.cn)