

远航未竟，曙光乍现

报告日期：2024 年 7 月 3 日

★ 美国：货币政策或在年末转向：

1) 美国的通胀压力持续缓解，市场对美联储降息的预期升温。核心商品和服务的通胀均有所缓解，显示出美联储更看重的降通胀趋势，但居住通胀压力和年底再通胀风险需关注。能源通胀的变化反映了供应链的改善和需求的相对平稳，预计 2H24 能源通胀存在反弹的可能。综合来看，通胀数据和市场预期均显示美联储可能在 2H24 降息，但需密切观察通胀的未来走势和经济形势的变化。2) 美国的劳动力市场依然强劲。虽然失业率和职位空缺等指标显示出劳动力市场的紧张程度略有下降，但新增非农就业超预期，整体仍偏紧，超级核心服务通胀存在回涨风险。美联储降息前需观察劳动力市场是否真正降温。3) 总统选举后或迎来降息窗口。6 月 FOMC 会议上美联储维持利率不变，鲍威尔表态与“低通胀与充分就业”目标一致，他认为通胀率显著下降，但仍然过高，劳动力市场恢复到更好的平衡状态。虽然市场预期 2024 年可能有 1 到 2 次降息，但考虑到通胀黏性和选举不确定性，预计首次降息的时间点将在总统选举后的 11 月或 12 月。

★ 2H24 大宗商品的风险：

美联储降息政策带来的流动性释放将成为市场主线，决定 2H24 大大宗商品交易的风险。1) 美联储降息后将向市场释放大量流动性，推动大宗商品价格上涨。美元指数预期下降，以美元计价的国际大宗商品价格将被推动上涨。观察 CRB 商品指数和美元指数的趋势，二者呈明显负相关关系。过往七轮降息后，CRB 商品指数平均涨幅在 3、6、12 个月分别为 -6.76%、6.81% 和 8.42%。即便看涨趋势，期间仍会有较大幅度波动，建议相关企业做好风险管理。2) 预期引导下抬高价格的信心。美联储宣布降息向市场传递刺激经济的信号，提振消费需求和投资信心。货币政策能通过引导市场预期调整总需求，推动大宗商品价格上涨。VIX 恐慌指数代表市场对未来经济的悲观情绪，宽松货币政策后市场信心有效提振，投资需求增长。

★ 风险提示：

美联储采取激进的货币政策：通胀降温则短期内大幅降息，通胀二次抬升则再度加息。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

吴奇翀

产业咨询高级分析师

从业资格号：F03103978

投资咨询号：Z0019617

Tel: 8621-63325888

Email: qichong.wu@orientfutures.com

CRB 现货商品指数



相关研报

- 2022.12.28 《为之于未有，治之于未乱》
- 2023.1.20 《双重博弈视角下的大宗商品》
- 2023.2.13《多一点真诚，少一点套路——“托克镍”事件的浅研》
- 2023.2.21 《通胀回落不及预期下的避险》
- 2023.4.11 《汽车企业大宗商品风险管理》
- 2023.5.15《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》
- 2023.7.7 《防守反击：2H23 的潜在风险》
- 2023.12.28 《未雨绸缪，破浪前行》
- 2024.3.31 《航程未卜，迷雾渐开》
- 2024.6.15 《断刃可以修复——“精炼铜消失”事件的浅研》
- 2024.6.15 《重芳烃与重芳烃衍生品的“罗生门”》
- 2024.6.27 《日本资源品获取战略浅研》
- 2024.6.28《生物燃料发展之于农产品风险的研究》

目录

1、美国：货币政策或在年末转向.....	5
1.1、通胀趋缓，降息预期升温.....	5
1.2、就业强劲，降息前景存疑.....	9
1.3、综合来看，选举后或迎来降息窗口.....	13
2、2H24 大宗商品的风险.....	16
2.1、流动性之于商品价格的推动.....	16
2.2、预期引导下抬高价格的信心.....	17
2.3、大宗商品风险的结论.....	17
2.4、部分商品风险的应对分析.....	18
3、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：2024 年 2 月美国 CPI 分项权重、同比及环比变动	6
图表 2：美国 CPI 同比	7
图表 3：美国核心 CPI	7
图表 4：美国超级核心通胀	8
图表 5：Zillow 房租和通胀房租	8
图表 6：OPEC 产量	9
图表 7：中国汽油表观消费量	9
图表 8：美国非农与失业率	10
图表 9：美国时薪增速	10
图表 10：美国非农数据_私人服务业分项	10
图表 11：美国非农数据_生产部门分项	10
图表 12：亚特兰大联储薪资增速	11
图表 13：美国薪资增速和核心通胀	11
图表 14：美国失业率	12
图表 15：劳动参与率和职位空缺	12
图表 16：美国职位空缺数与失业人口比值	12
图表 17：美国中小企业招聘	12
图表 18：美国劳动参与率 25-54 岁和 55 岁以上	13
图表 19：劳动力本国和外国	13
图表 20：2024 年 3 月 FOMC 会议点阵图	14
图表 21：2024 年 6 月 FOMC 会议点阵图	14
图表 22：截至 2024 年 6 月 28 日市场预测的利率区间概率 (%)	15
图表 23：美联储货币政策对大宗商品价格影响	15
图表 24：激进降息可能引起“双峰通胀”	15
图表 25：基础货币增加会带动大宗商品价格上涨	16
图表 26：CRB 指数理论上与美元指数负相关	16
图表 27：历轮美联储降息情况	17
图表 28：历轮美联储降息后部分大宗商品表现	17
图表 29：2H24 原油增产潜力可能受限	19
图表 30：原油需求增速可能回落	19

图表 31：电力行业是 2H24 需求的主导	19
图表 32：供需紧张局面趋于缓和	19
图表 33：房地产市场持续处于调整期	20
图表 34：基建方面可能不及预期	20
图表 35：中国通货膨胀情况	21
图表 36：母猪减产的影响正在逐步兑现	21

美联储货币政策或在年末转向。1) 美国的通胀压力持续缓解，市场对美联储降息的预期升温。核心商品和服务的通胀均有所缓解，显示出美联储更看重的降通胀趋势，但居住通胀压力和年底再通胀风险需关注。能源通胀的变化反映了供应链的改善和需求的相对平稳，预计 2H24 能源通胀存在反弹的可能。综合来看，通胀数据和市场预期均显示美联储可能在 2H24 降息，但需密切观察通胀的未来走势和经济形势的变化。2) 美国的劳动力市场依然强劲。虽然失业率和职位空缺等指标显示出劳动力市场的紧张程度略有下降，但新增非农就业超预期，整体仍偏紧，超级核心服务通胀存在回涨风险。美联储降息前需观察劳动力市场是否真正降温。3) 总统选举后或迎来降息窗口。6 月 FOMC 会议上美联储维持利率不变，鲍威尔表态与“低通胀与充分就业”目标一致，他认为通胀率显著下降，但仍然过高，劳动力市场恢复到更好的平衡状态。虽然市场预期 2024 年可能有 1 到 2 次降息，但考虑到通胀黏性和选举不确定性，预计首次降息的时间点将在总统选举后的 11 月或 12 月。

美联储降息政策带来的流动性释放将成为市场主线，决定 2H24 大大宗商品交易的风险。

1) 美联储降息后将向市场释放大量流动性，推动大宗商品价格上涨。美元指数预期下降，以美元计价的国际大宗商品价格将被推动上涨。观察 CRB 商品指数和美元指数的趋势，二者呈明显负相关关系。过往七轮降息后，CRB 商品指数平均涨幅在 3、6、12 个月分别为 -6.76%、6.81% 和 8.42%。即便看涨趋势，期间仍会有较大幅度波动，建议相关企业做好风险管理。2) 预期引导下抬高价格的信心。美联储宣布降息向市场传递刺激经济的信号，提振消费需求和投资信心。货币政策能通过引导市场预期调整总需求，推动大宗商品价格上涨。VIX 恐慌指数代表市场对未来经济的悲观情绪，宽松货币政策后市场信心有效提振，投资需求增长。

整体来看，2Q24 大宗商品面临的风险主要在于通胀的降温情况，影响美联储降息的时点与步调。维持温和衰退观点，市场不会引发剧烈风险，预期流动性松动将带来宏观层面的正面影响。极端宽松货币政策下，流动性过剩可能加剧商品价格波动，市场参与者需加强风险管理，特别宏观定价商品需进行精细化保值。

1、美国：货币政策或在年末转向

1.1、通胀趋缓，降息预期升温

5 月份美国的通胀压力持续缓解，市场对美联储降息的预期进一步升温。美国 5 月 CPI 同比上升 3.3%，增速较 4 月下降 0.1 个百分点，环比为 0.2%，较 4 月的 0.3% 有所下降；核心 CPI 同比上涨 3.4%，环比上升 0.2%，同比和环比增速均较 4 月份下降 0.1 个百分点，且略低于市场预期，但已经是 2021 年 4 月以来低点。按 5 月 CPI 的增速来看，美国的通胀压力有望继续缓解。若 CPI 保持 0.2% 的环比增速，则 3Q24CPI 同比将下跌突破 3%，而年内核心 CPI 同比或保持在 3.5% 左右，但我们认为保持这个增速存在一定难度。

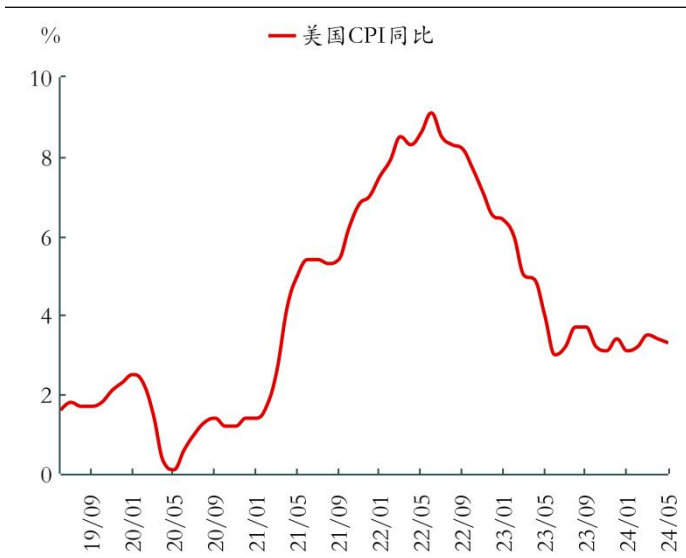
图表 1：2024 年 2 月美国 CPI 分项权重、同比及环比变动

CPI 分项	权重 (%)	2024 年 5 月未经调整 (%)		2024 年季调环比 (%)		
		同比	环比	2024 年 3 月	2024 年 4 月	2024 年 5 月
所有项目	100.00	3.30	0.20	0.40	0.30	0.00
食品	13.40	2.10	0.10	0.10	0.00	0.10
家庭食品	8.06	1.00	0.00	0.00	0.20	0.00
谷物烘焙	1.05	0.70	0.30	-0.90	0.60	0.20
肉禽鱼蛋	1.70	2.40	0.30	0.90	-0.70	0.20
乳制品	0.73	-1.00	-0.30	-0.10	0.10	-0.50
水果蔬菜	1.39	0.60	0.20	0.10	-0.80	0.00
非酒精饮料	1.03	1.30	-0.60	0.30	-0.20	-0.30
其他食物	2.17	1.00	-0.20	-0.50	0.10	0.00
非家用食品	5.33	4.00	0.40	0.30	0.30	0.40
能源	7.03	3.70	-0.20	1.10	1.10	-2.00
能源商品	3.94	2.20	-0.60	1.50	2.70	-3.50
燃油	0.08	3.60	-3.60	-1.30	0.90	-0.40
发动机燃料	3.78	2.00	-0.50	1.60	2.70	-3.60
汽油	3.67	2.20	-0.50	1.70	2.80	-3.60
能源服务	3.09	4.70	0.30	0.70	-0.70	-0.20
电力	2.44	5.90	0.30	0.90	-0.10	0.00
燃气服务	0.65	0.20	0.10	0.00	-2.90	-0.80
核心项目	79.58	3.40	0.20	0.40	0.30	0.20
核心商品	18.61	-1.70	-0.10	-0.20	-0.10	0.00
服装	2.61	0.80	-0.80	0.70	1.20	-0.30
新车	3.60	-0.80	-0.20	-0.20	-0.40	-0.50
二手车	1.90	-9.30	0.50	-1.10	-1.40	0.60
医疗保健品	1.46	3.10	1.30	0.20	0.40	1.30
酒精饮料	0.84	1.70	0.10	0.10	0.10	0.10
烟草	0.54	7.80	1.60	0.40	0.00	1.60
核心服务	60.97	5.30	0.30	0.50	0.40	0.20
住宅	36.14	5.40	0.40	0.40	0.40	0.40
主要房租	7.61	5.30	0.30	0.40	0.40	0.40
其他租金	26.63	5.70	0.40	0.40	0.40	0.40
医疗服务	6.49	3.10	0.30	0.60	0.40	0.30
医生服务	1.80	1.40	0.00	0.10	0.10	0.00
医院服务	2.00	7.20	0.50	1.00	0.60	0.50
运输服务	6.53	10.50	0.20	1.50	0.90	-0.50
车辆保养修理	1.24	7.20	0.30	1.70	0.00	0.30
车辆保险	2.94	20.30	-0.30	2.60	1.80	-0.10
机票	0.84	-5.90	1.30	-0.40	0.80	-3.60

资料来源：BLS，东证衍生品研究院

当前，通胀压力有所缓解，尤其是在核心商品和核心服务方面，同时能源价格的稳定也为整体通胀降温提供了一定支持。然而，居住通胀的持续压力和年底可能出现的再通胀风险仍需关注。整体来看，通胀数据和市场预期均显示美联储可能在 2024 年下半年降息，但需密切观察通胀的未来走势和经济形势的变化。

图表 2：美国 CPI 同比



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 3：美国核心 CPI



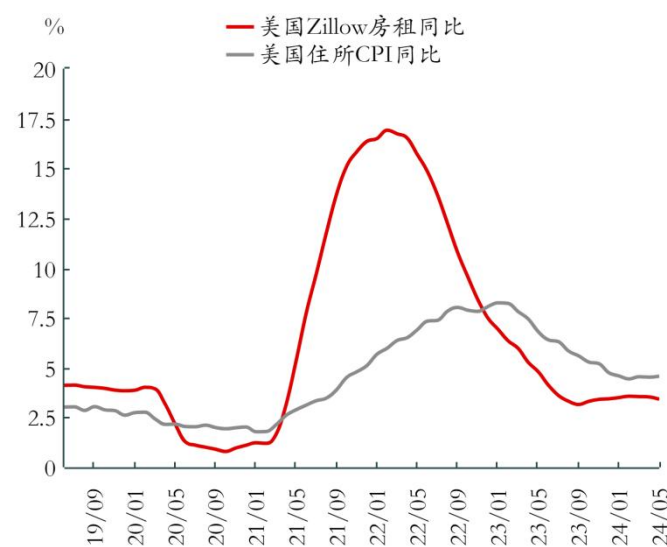
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

5 月核心商品和服务通胀均有所缓解，显示出美联储相对更看重的降通胀趋势延续不变。

1) 核心商品项方面，5 月同比下降 1.7%，较 4 月有明显回落，显示核心商品价格继续下行。2) 核心服务项方面，5 月同比增速保持在 5.3%，环比为 0.2%，较 4 月的 0.4% 有所下降。从细分项来看，5 月不含住所的服务通胀环比下降较快，为 2023 年 5 月以来低点，但住所通胀的下行速率较预期更为缓慢，5 月同比增速仅由 5.55% 小幅回落至 5.41%，环比反弹，显示出具有较的强黏性。根据 Zillow 的房租数据，3Q24 后房租可能开始保持增长，叠加 4Q23 的低基数，4Q24 住所或导致核心通胀反弹。所以，我们认为对于美联储而言，住所通胀的表现将是未来通胀路径的一个重要观察指标。此外，二手车、车险、机票等强黏性分项亦是 2H24 降息预期是否压缩的关键点。整体来看，延续 3 月 31 日的报告《航程未卜，迷雾渐开》中的观点，核心服务通胀速度下行趋势不变，但下行速度缓慢，对整体通胀回落的下拉力量或不及预期。

图表 4：美国超级核心通胀


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 5：Zillow 房租和通胀房租


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

能源项通胀降温显示出供应链的改善和需求的相对平稳，但后续对美国整体通胀的下拉力量预计有所反复。5月能源通胀同比增速为3.7%，较4月的2.6%有所回升，但环比下降0.2%。1H24原油价格先扬后抑，1Q24由于地缘政治、OPEC+减产和宏观改善的三重支撑，油价整体上行，能源价格成为美国CPI超预期的主要推手，然而2Q24地缘局势未有进一步激化，风险溢价逐渐消散，叠加美国宏观经济数据不及预期，导致油价开始回调。

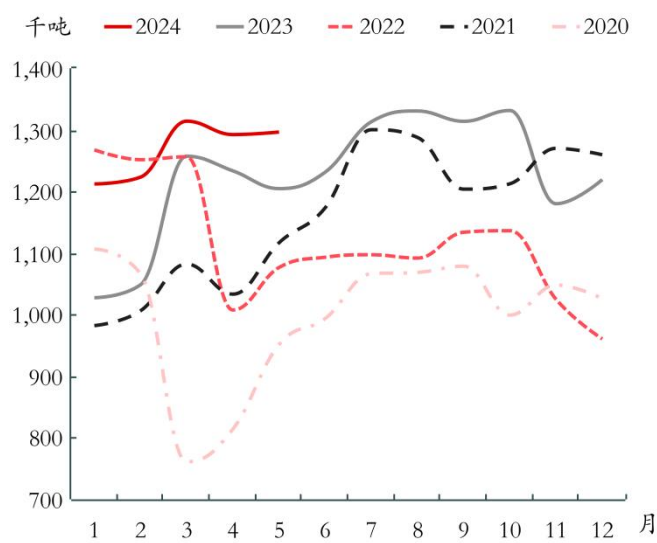
对于2H24而言，供需格局预计偏紧，低库存背景下的去库格局为油价提供了支撑，同时地缘政治因素亦可能推动油价上涨。1) 宏观方面，中美两国经济周期有望共振向上，且2H24可能重启降息交易，因此宏观上利多原油；2) 供需方面，供给层面3Q24供给端减产延续，4Q24或有所放松，需求层面美国有旺季需求预期支撑，中国需求在下半年仍有增量；3) 库存方面，3Q24库存预计处于偏低区间，且去库或较为明显；4) 地缘政治方面，仍是影响原油价格的重要因素，但溢价交易空间需根据具体事件发生进行评估，此外，由于两党执政风格不同，美国大选结果可能影响原油供需的边际变化。因此，2H24能源通胀存在反弹的可能，符合我们在2023年年度报告《未雨绸缪，破浪前行》中的观点，即能源项通胀后续对美国整体通胀的下拉力量预计有所反复。

图表 6: OPEC 产量



资料来源: Refinitiv, 东证衍生品研究院

图表 7: 中国汽油表观消费量

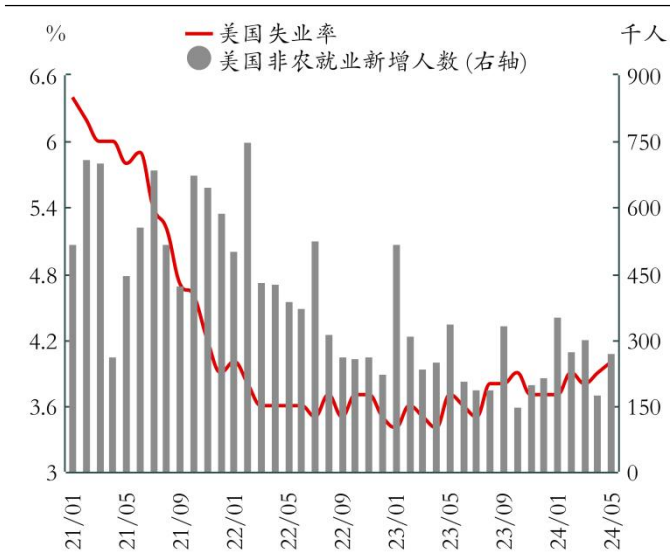


资料来源: 国家统计局, 隆众石化网, 东证衍生品研究院

1.2、就业强劲，降息前景存疑

关于美国的劳动力市场，我们在《未雨绸缪，破浪前行》中抛出三个观点，在当下仍然保持有效：1) 低通胀与充分就业，历来是美联储货币政策的核心目标。适度的通胀有助于鼓励消费和投资，但高通胀可能导致货币贬值，削弱购买力。实现充分就业意味着经济中的劳动力资源得到最大程度利用，有助于提高生产率，并减少社会不稳定因素；2) 若失业率如果有所突破，则美联储可能启动宽松的货币政策。5月失业率反弹至4.0%，显示出劳动力市场正在努力降温，但新增非农就业大超预期、薪资增速再次反弹，加大了市场对通胀的担忧，“工资-通胀”螺旋下，超级核心服务通胀可能反弹；3) 美国劳动力市场供不应求的格局并未转变，劳动力市场实际韧性仍然较强，因此超级核心服务通胀的韧性或持续阻碍进宽松政策的实施，即距离真正的降息尚需一段时间。

图表 8：美国非农与失业率



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

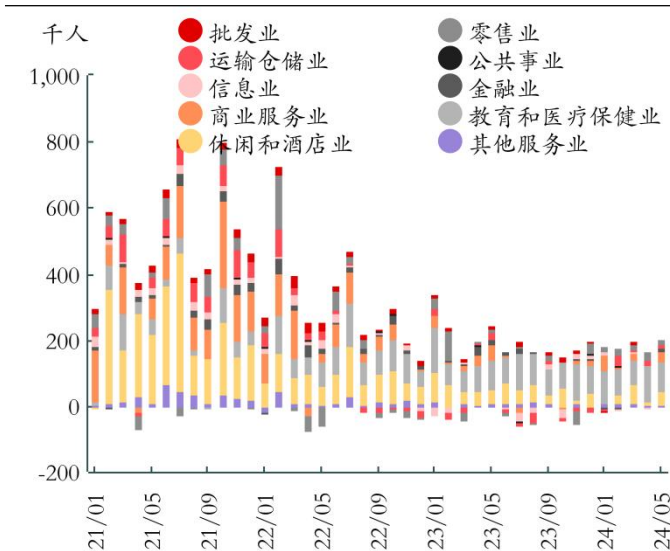
图表 9：美国时薪增速



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

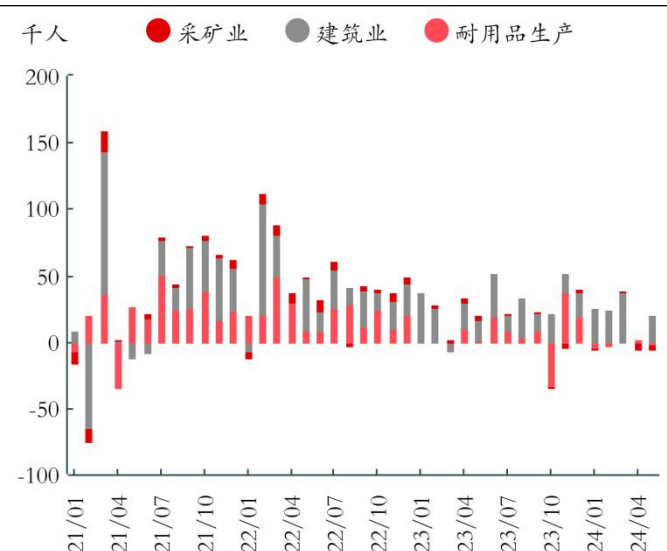
非农就业新增超预期，劳动力市场仍然偏紧。5月美国非农就业增加27.2万人，显著高于预期的18万人，新增就业主要来自教育医疗、休闲餐旅等服务业，占比75%以上。近三个月新增非农就业平均24.9万人，远超2H23的月均21.3万人，亦远高于美联储主席鲍威尔认为合适的10万人的月均新增就业。因此尽管后述其他部分就业数据走弱，但鉴于新增非农就业的重要性、突出性，及最能真实反应劳动力市场的状况，因此我们推断出劳动力市场仍然偏紧。

图表 10：美国非农数据_私人服务业分项



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：美国非农数据_生产部门分项



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

薪资增速回升，加大市场对通胀的担忧。5月时薪同比增长4.1%，环比增长0.4%，其中服务业薪资均录得较大涨幅，反映服务业的薪资压力持续存在，与非农新增的强劲前后呼应。我们在2023年半年度报告《防守反击：2H23的潜在风险》中提出，薪资增速的强韧性导致了核心服务通胀的强粘性，成为美国整体通胀下行的重要阻力，而只有当劳动力市场降温，核心服务通胀方能有缓和之机。就当前的薪资增速而言，市场对通胀的担忧情绪增加，“工资-通胀”螺旋下，超级核心服务通胀存在回涨风险。

图表 12：亚特兰大联储薪资增速



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

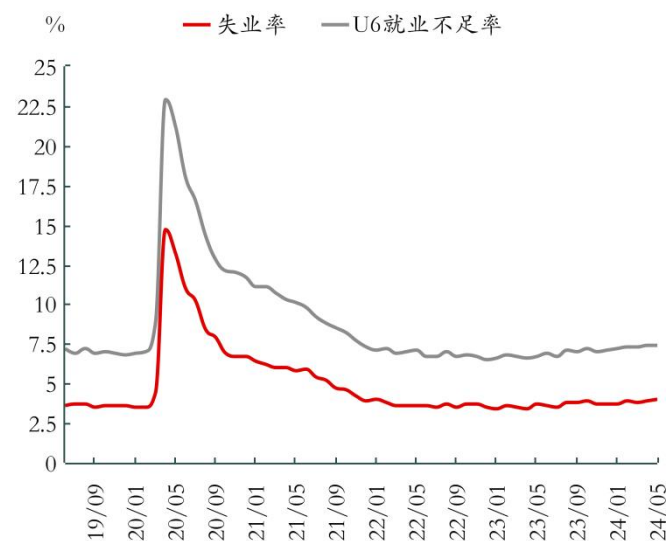
图表 13：美国薪资增速和核心通胀



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

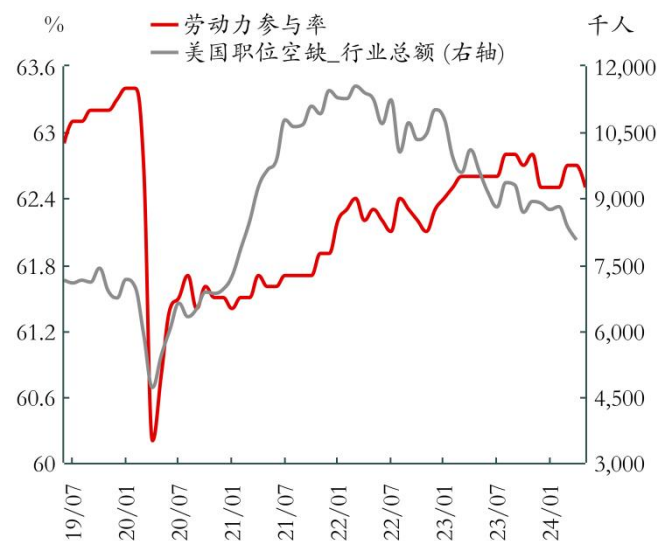
虽然劳动力市场仍然偏紧，但存在降温迹象。1) 5月失业率回升至4.0%，但主要由非洲裔、亚洲裔等少数民族的失业率反弹带动；2) 4月职位空缺数为805.9万，环比下降5.38%，职位空缺率为4.8%，职位空缺与失业的比率为1.24，显示出当前劳动力市场的紧张程度略有下降；3) 职工主动离职率降至2.2%，已低于疫情前水平，反映出职工对未来就业前景的观点开始恶化；4) 企业裁员率处于历史低位，反映出企业存在囤积劳动力行为。整体来看，除非农就业和薪资增速外其他数据几乎一致走弱，可见劳动力市场存在降温迹象，一定程度上为美联储降息提供条件。

图表 14: 美国失业率



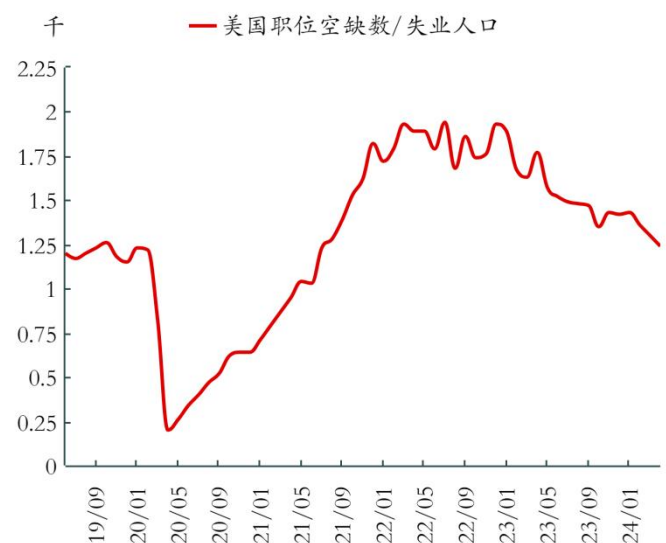
资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 15: 劳动参与率和职位空缺



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 16: 美国职位空缺数与失业人口比值



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

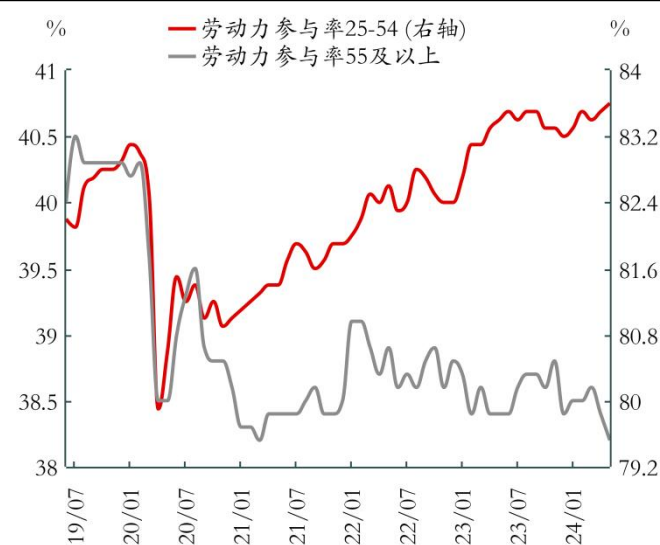
图表 17: 美国中小企业招聘



资料来源: Bloomberg, Wind, 东证衍生品研究院

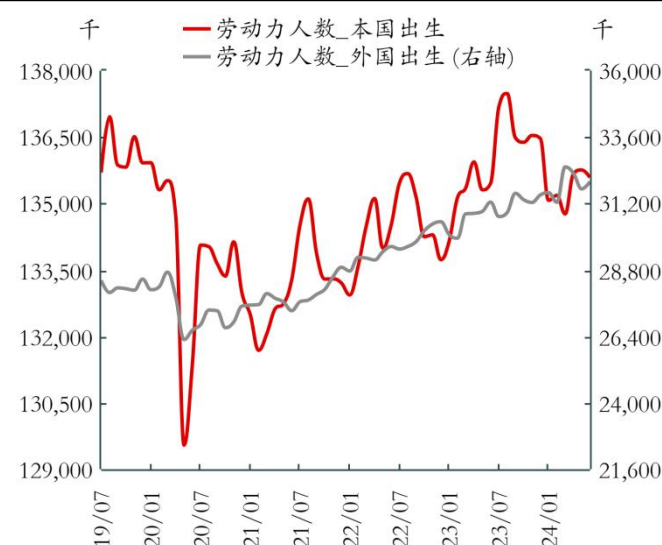
就业存在结构性问题仍存。5月劳动参与率回落至62.5%，一定程度上促进了失业率上行。具体而言，25岁至54岁人群劳动参与率环比小幅上升0.1个百分点，已处于疫情以来最高点，其中16岁至24岁人群劳动参与率环比下降0.7个百分点，两个数据综合来看显示出主力劳动群体就业意愿保持强劲的同时年轻群体的就业意愿有所下降。此外，55岁以上人群劳动力参与率为38.2%，较疫情前差距较大，可见劳动力供需存在缺口，即劳动力市场存在结构性问题。尽管移民对劳动力的补充有所增加，但移民本身的失业率亦在上行，故无法完全弥补固有劳动力供给不足的问题。

图表 18: 美国劳动参与率 25-54 岁和 55 岁以上



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 19: 劳动力本国和外国



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

1.3、综合来看，选举后或迎来降息窗口

2024 年 6 月 FOMC 会议上，美联储再度维持联邦基金利率于 5.25% 至 5.50% 不变。通过鲍威尔的发言，可以发现其表态与我们前述“低通胀与充分就业，历来是美联储货币政策的核心目标”的观点一致，二者目前均在向好可控范围内，而对于降息，则言之尚早：

1) 关于通胀，鲍威尔指出“通胀率确实大幅下降”（“inflation has come down really significantly”），并且“坚定地致力于将通胀率恢复到 2% 的目标”（“strongly committed to returning inflation to our 2 percent goal”），“但仍然过高”（“but is still too high”），因此，2024 和 2025 年底核心 PCE 增速预期分别上调至 2.8% 和 2.3%；

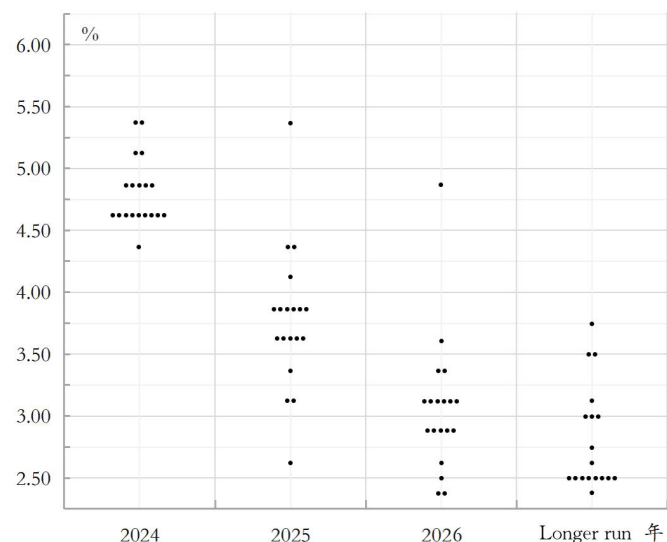
2) 关于劳动力市场，鲍威尔认为“劳动力市场已经恢复到更好的平衡状态”（“labor market has come into better balance”），“已经恢复到疫情前夕的水平——相对紧张，但没有过热”（“have returned to about where they stood on the eve of the pandemic—relatively tight but not overheated”）；

3) 关于货币政策，鲍威尔表示首先“并不是排除加息的可能性，但没有人以此作为基本情况”（“not to eliminate the possibility of hikes, but ... no one has that as their base case”），其次“如果放松政策时，价格会反映在市场里”（“when we do start to loosen policy ... the market will price in what it prices in”），因此，2024 年底和 2025 年底的联邦利率预测分别上调至 5.1% 和 4.1%；

4) 关于经济增长，鲍威尔认为“幸运的是，经济很强劲”（“fortunately, we have a strong economy”），一年前担心“经济增长放缓和经济衰退”（“slowing growth and a recession”），“但没有发生”（“that's not what happened”），鉴于经济几乎不会进入衰退的观点，2024 和 2025 年实际 GDP 增速预期分别与上期持平为 2.1% 和 2.0%。

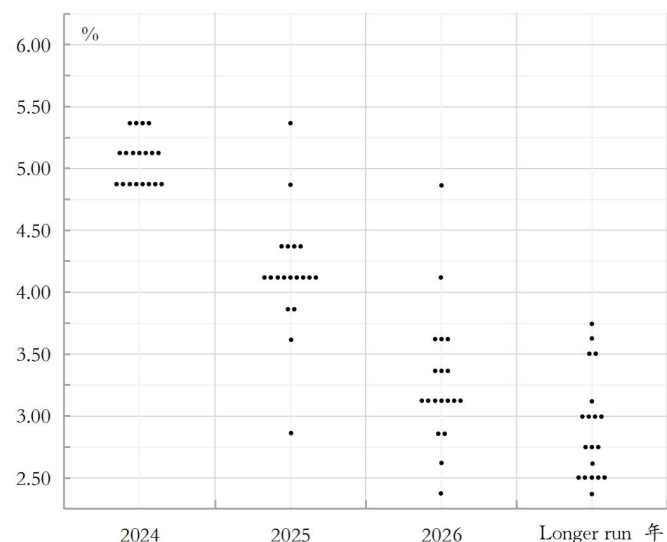
只要通胀持续回落,美联储大概率会有1到2次降息。根据6月FOMC会议点阵图显示,委员之间并没有就2024年政策利率的走势达成明确共识。具体来看,6月新的点阵图显示关于总共3种观点,认为年内2次降息的委员有8人,认为年内1次降息的委员有7人,认为年内没有降息的有4人。我们认为,加息是零概率事件,维持不变是小概率事件,而1到2次降息仍然是较大概率事件,但这也意味着未来情况存在变数,若通胀黏性始终较强,后续可能继续调降全年降息的预期。

图表 20: 2024 年 3 月 FOMC 会议点阵图



资料来源: FED, 东证衍生品研究院

图表 21: 2024 年 6 月 FOMC 会议点阵图



资料来源: FED, 东证衍生品研究院

从首次降息的时间点来看,美国总统选举前不会降息,选举后的11月或12月是合适的。根据CME Fed Watch Tool,市场认为美联储将在2024年9月和12月分别选择降息25bp,年内净降息合计达到50bp,我们认为尽管50bp净降息也许合适,但9月的首次时间为时过早。我们在《未雨绸缪,破浪前行》中提出,首次降息的时间点不宜过早,节奏也不宜过快,否则“双峰通胀”仍然会是威胁。因此,当前美国货币政策的转变必然都是温和的,一方面要考虑4Q24通胀存在反弹的固有可能性,另一方面也必须考虑11月美国总统选举的结果,假设特朗普上台,在其加征关税、限制移民等政策的加持下,必然构成“双峰通胀”的充分条件。就2024年美国总统选举而言,也能会对市场造成额外的不稳定风险。选举过程中的不确定性和政治动荡可能引发市场波动,导致投资者情绪波动加剧,进而影响到资本流动和投资决策。拜登与特朗普提出的不同经济政策可能对各行业和市场产生广泛影响,而市场通常对政策变革有所反应。同时,拜登或特朗普的胜选可能带来不同的政策路线,包括财政政策、税收政策和贸易政策等方面的改变,这种不确定性可能导致企业和投资者延缓决策,观望等待政策方向明朗化,进而影响到经济活动和投资环境。美国作为全球经济的重要参与者,其政策调整可能对国际贸易、全球经济增长和地缘政治局势产生连锁反应,甚至引发贸易摩擦,影响全球供应链和市场预期。因此,我们认为美国总统选举前不会降息,选举后的11月或12月是合适的,届时全球开始交易降息的概率较高。

图表 22: 截至 2024 年 6 月 28 日市场预测的利率区间概率 (%)

区间 (bp)	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.3	89.7
2024/9/18	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	56.3	37.7
2024/11/7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	22.2	50.3	25.5
2024/12/18	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	16.2	42.0	32.9	7.5
2025/1/29	0.0	0.0	0.0	0.8	9.6	30.5	37.0	18.8	3.4
2025/3/19	0.0	0.0	0.4	5.9	21.8	34.3	26.3	9.8	1.4
2025/4/30	0.0	0.2	2.7	12.5	27.0	31.0	19.5	6.3	0.8
2025/6/18	0.1	1.6	8.4	20.9	29.3	24.4	11.9	3.1	0.3
2025/7/30	0.6	4.0	12.8	23.8	27.6	20.0	8.8	2.2	0.2

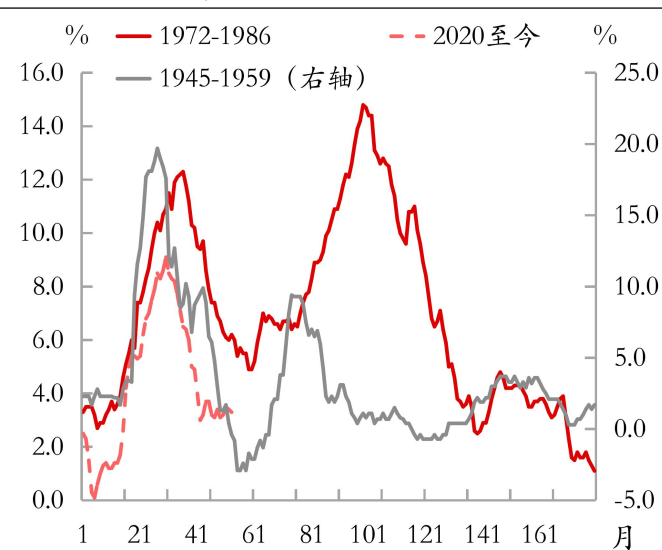
资料来源: CME, 东证衍生品研究院

图表 23: 美联储货币政策对大宗商品价格影响



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

图表 24: 激进降息可能引起“双峰通胀”



资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

2、2H24 大宗商品的風險

维持《未雨绸缪，破浪前行》中的观点，预计美国温和衰退的情况下，美联储降息政策带来的流动性释放将成为市场主线。因此，降息的时点与步调，以及市场对释放流动性节奏的预期，将决定 2H24 年大宗商品交易的风险。具体来看，美联储降息对大宗商品价格的影响，主要包括以下两个方面：一是通过释放流动性，提升大宗商品的需求，进而推高其价格；二是通过稳定全球市场，引导市场预期经济向好，并维持大宗商品价格稳定向上。

2.1、流动性之于商品价格的推动

从流动性的角度来看，美联储开启降息后将向市场释放大量流动性，大宗商品市场将充斥着大量资金，进而价格被推高。流动性过剩，叠加美元指数预计出现趋势向下的拐点，存在通胀二次抬升的可能，进而再度推高大宗商品价格。

美联储基础货币可以看作是其货币政策的反应物，在此前 2008 年和 2020 年实施量化宽松的货币政策期间，美联储基础货币大幅增加，带动大宗商品价格大幅上涨。降息后利率成本下跌，上游供应商、下游投资者和投机者均可能参与市场交易并推高商品价格。低利率意味着供应商能够以较低成本获取资金，低供给成本会激励其增加供给；同时低利率亦降低持有存货的成本，促使下游投资者更倾向于持有现货库存，从而通过补库增加对大宗商品的需求；此外，投机成本亦低，投机交易盛行，商品价格波动则会加剧。

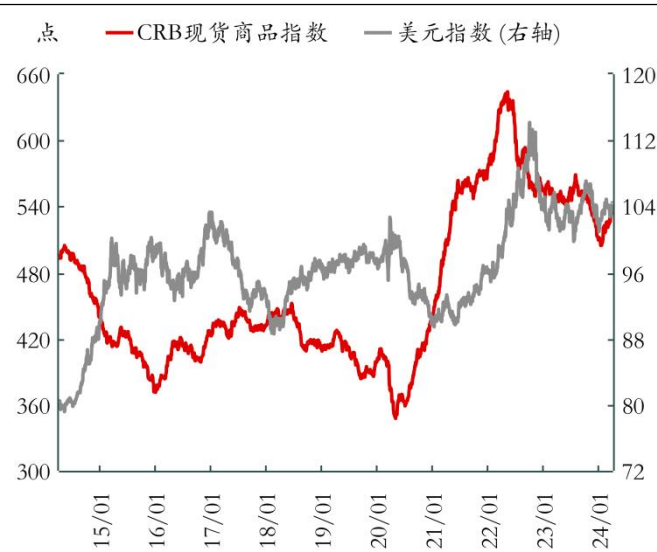
流动性扩张甚至过剩的情况下，美元指数预期下降，从而以美元计价的国际大宗商品价格则被推动上涨。通过观察 CRB 商品指数和美元指数的趋势可以发现，二者走势呈明显负相关关系。根据我们的统计，在过往七轮降息后的 3、6、12 个月，CRB 商品指数平均涨幅为-6.76%、6.81%和 8.42%。因此，即便是看涨的趋势，期间依然会有较大幅度的波动，建议相关企业根据不同品种行情做好风险管理。

图表 25：基础货币增加会带动大宗商品价格上涨



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 26：CRB 指数理论上与美元指数负相关



资料来源：Wind，Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 27：历轮美联储降息情况

起止时间	是否衰退	持续时间 (月)	降息次数	距加息时 长(月)	利率起点 (%)	利率终点 (%)	降息幅度 (%)	降息均幅 (bp)
1989.06-1989.09	是	39	23	3	9.75	3	6.75	-29
1995.07-1995.01	否	6	3	5	6	5.25	-0.75	-25
1998.09-1998.12	否	1	3	18	5.5	4.75	-0.75	-25
2001.01-2001.04	是	30	13	7	6.5	1	-5.5	-42
2007.09-2007.12	是	15	10	14	5.25	0	-5.25	-53
2019.07-2019.01	否	3	3	7	2.25	1.5	-0.75	-25
2020.03-2020.06	是	1	2		1.5	0	-1.5	-75

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.2、预期引导下抬高价格的信心

从引导预期的角度来看，美联储宣布降息可被视为向市场传递刺激经济的信号，表明对预期中的温和衰退做出回应，一定程度上能提振消费需求并增强投资信心。以 2008 年和 2020 年为例，美联储推出量化宽松政策后，注入市场流动性，促进了经济逐步复苏，整体需求增强，全球工业产出也逐渐回到正常水平。

货币政策能够通过引导市场预期，调整总需求并达到预期目标。降息政策可以通过引导市场对通胀、低利率和美元贬值的预期，推动大宗商品价格上涨。此处我们选取 VIX 恐慌指数以代表市场对未来经济的悲观情绪，过往来看，美联储推出宽松的货币政策后，市场信心有效提振，预期逐渐改善，投资需求增长。

2.3、大宗商品风险的结论

对于 2Q24 大宗商品面临的风险，我们仍将焦点定位在衡量衰退的程度和速度上，这将直接影响美联储降息的时点与步调。对于衰退，我们始终维持温和衰退的观点，市场不会引发剧烈风险，而随着预期逐渐趋向交易流动性松动，尤其当美元出现趋势向下拐点时，将对大宗商品市场，特别是受宏观因素主导的品种带来宏观层面的正面影响。此外，在极端宽松的货币政策下，流动性过剩可能进一步加剧商品价格的波动。这种波动亦会对市场参与者造成一定程度的挑战，尤其是在定价和预期管理方面。因此，考虑到这些趋势，我们建议产业企业需要根据不同商品的市场变化，加强风险管理，特别宏观定价商品，依据各自基本面行情，进行更为精细化的保值。

图表 28：历轮美联储降息后部分大宗商品表现

降息后时长	起止时间	CRB 商品指数	CRB 金属	CRB 食品	CRB 家畜	COMEX 铜	Brent 原油
三个月	1989.06-1989.09	-2.11%	-2.76%	-7.39%	2.99%	0.16%	-0.02%
	1995.07-1995.01	-4.20%	-15.58%	7.88%	-2.88%	-0.11%	0.02%
	1998.09-1998.12	-24.11%	-19.19%	-34.86%	-54.36%	-0.15%	-0.21%
	2001.01-2001.04	0.41%	-8.30%	13.97%	6.16%	-0.07%	-1.00%

	2007.09-2007.12	11.96%	22.58%	20.10%	-32.81%	-0.13%	0.22%
	2019.07-2019.01	-12.98%	-40.56%	-14.22%	-14.35%	-0.04%	-0.12%
	2020.03-2020.06	-16.30%	-15.82%	-15.56%	-64.14%	0.08%	0.32%
	平均值	-6.76%	-11.38%	-4.30%	-22.77%	-0.04%	-0.11%
六个月	1989.06-1989.09	-14.53%	-42.93%	-11.03%	9.11%	-0.05%	0.05%
	1995.07-1995.01	-10.96%	-19.33%	-3.75%	-19.65%	-0.21%	0.11%
	1998.09-1998.12	-29.63%	-18.91%	-32.39%	-49.40%	-0.21%	-0.04%
	2001.01-2001.04	7.65%	-16.66%	32.18%	58.04%	-0.15%	-0.05%
	2007.09-2007.12	65.23%	166.44%	75.72%	25.51%	0.13%	0.41%
	2019.07-2019.01	4.71%	28.69%	-8.50%	-1.42%	0.06%	-0.04%
	2020.03-2020.06	25.22%	92.64%	23.72%	15.14%	0.28%	0.35%
	平均值	6.81%	27.13%	10.85%	5.33%	-0.02%	0.11%
十二个月	1989.06-1989.09	-1.69%	-35.22%	3.58%	25.85%	-0.04%	-0.08%
	1995.07-1995.01	15.23%	-27.40%	47.58%	38.50%	-0.40%	0.27%
	1998.09-1998.12	-24.68%	5.30%	-33.05%	9.16%	0.06%	0.81%
	2001.01-2001.04	-14.10%	-36.06%	13.23%	-24.56%	-0.16%	-0.25%
	2007.09-2007.12	7.69%	-210.73%	62.11%	53.32%	-0.06%	0.21%
	2019.07-2019.01	-39.49%	-45.84%	-55.46%	-98.21%	0.06%	-0.34%
	2020.03-2020.06	116.00%	361.95%	100.34%	122.28%	0.71%	1.28%
	平均值	8.42%	1.71%	19.76%	18.05%	0.02%	0.27%

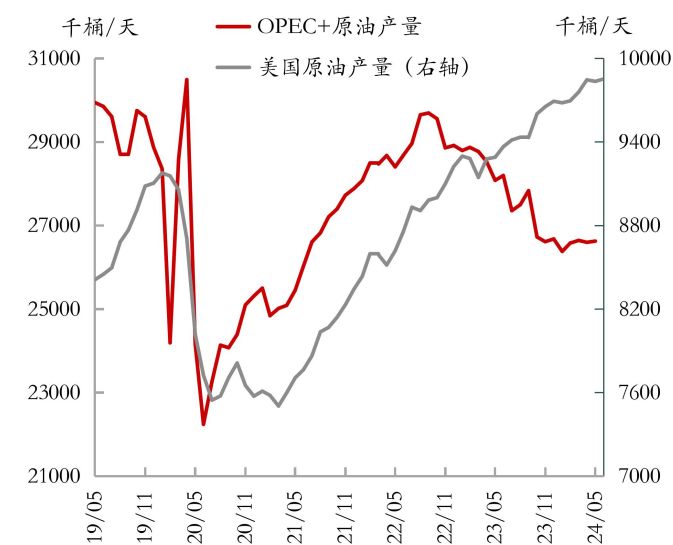
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

2.4、部分商品风险的应对分析

1、能源商品

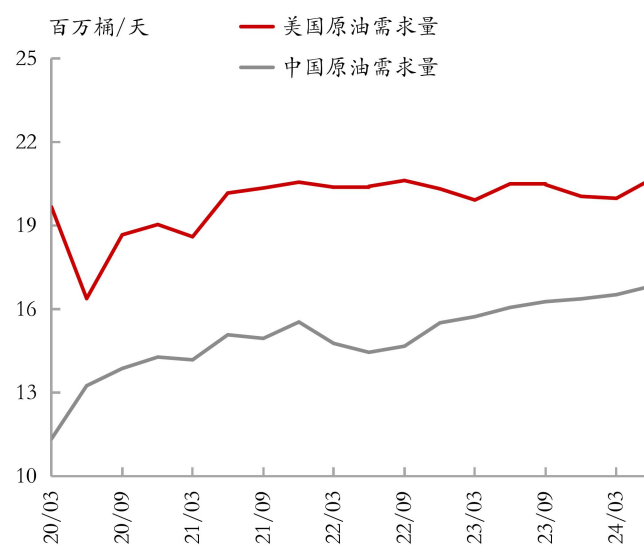
在原油方面，OPEC+放松供应约束和需求增速有所回落的情况下，2H24 油价可能前高后低。供给方面，OPEC+传递出放松供应约束的信号，对油价的利多效应边际递减，非 OPEC+产量 1H24 增长不及预期，但下半年预计环比回升，但要注意的是美国钻机数量下降，以及巴西、圭亚那和加拿大等过增产的逆风，可能导致增产潜力受限。需求方面，高利率环境下，全球主要地区汽油需求维持韧性但柴油需求低迷，对 2H24 需求前景的展望也偏向于减弱。综合来看，预计 2H24 油价呈前高后低走势，夏季油价反弹依赖于去库存趋势，Brent 油价波动中枢预期在 80 美元/桶附近，略低于 2H24，产业客户需择时入场保值。

图表 29: 2H24 原油增产潜力可能受限



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

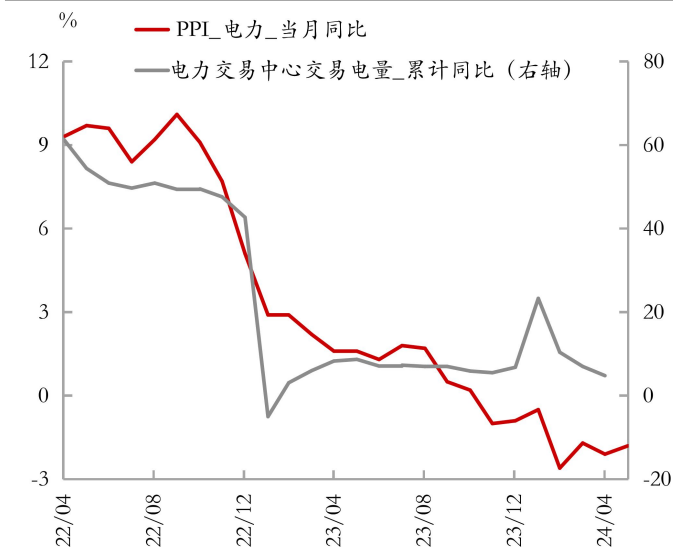
图表 30: 原油需求增速可能回落



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

在动力煤方面，盘面预期持续受益于政策托底及需求旺季。1H24 国内外煤炭供应均有缩减，进口煤价持续倒挂。5 月政策调控发力，坑口供需紧张局面趋于缓和。中长期供需和政策预期成为重要矛盾，市场预期偏强。电力行业是 2H24 需求的主导，电厂高库存和水电恢复对火电形成制约。预计高温天气将继续推高电厂日耗，迎峰度夏阶段性供应紧张局面将再现。而在工业用煤方面，钢材市场需求平淡，基建支撑和制造业恢复有限。煤炭市场策略以政策调控为主，盘面预期持续受益政策托底及需求旺季。

图表 31: 电力行业是 2H24 需求的主导



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

图表 32: 供需紧张局面趋于缓和



资料来源: iFind, 东证衍生品研究院

2、黑色商品：

1H24 钢材市场终端需求有所改善但幅度较温和，特别国债项目落地带来基建需求的起色，钢材出口超预期增长，但地产和制造业表现疲弱。当前房地产市场持续处于调整期，新建商品住宅和二手房价格普遍下跌，房地产投资持续下滑。特别是在供给侧改革的影响下，房地产开发投资同比下降了 9.8%，房价也出现了不同程度的下降，其中二手住宅价格同比下跌 6.8%。为刺激房地产市场活跃度，1H24 中国央行和各地方政府相继放松了对房地产市场的调控措施，包括取消首套和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率，以及调降首付比例等，有助于稳定房地产市场信贷需求，缓解市场下行压力，同时也为后续市场恢复提供了政策空间。

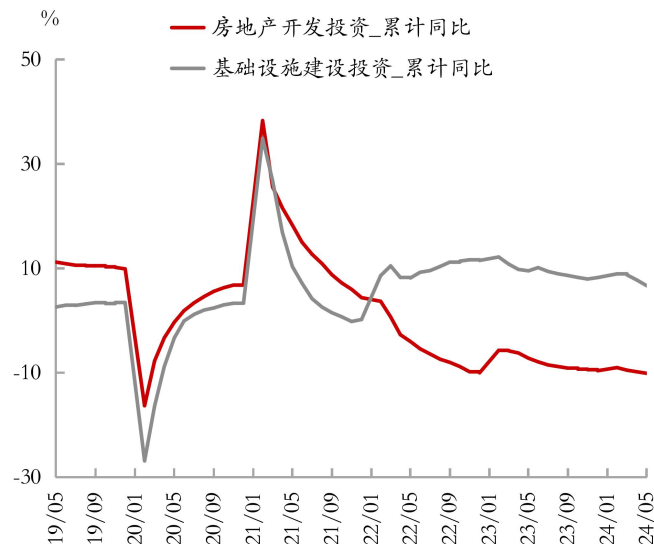
在中国房地产方面，用钢需求降幅将进一步扩大。房地产市场的复苏直接影响钢材需求的变化，房地产开发的复苏不仅将刺激对建筑钢材的需求增长，且随着房地产市场的活跃，相关的基础设施建设也将跟随增长，但我们认为虽然地产政策进一步放松，但销售尚未企稳迹象，预计用钢需求降幅将进一步扩大。此外，基建方面的地方政府专项债发行速度不及预期，制造业需求虽具韧性但增速回落，也支撑终端需求下降的观点。因此，**建议 3Q24 有库存的产业客户在钢材偏弱运行阶段可逢高卖出保值，而有采购需求的参与客户可在现实减产且需求未超预期下滑、钢价再度企稳后，逢低买入保值。**

图表 33：房地产市场持续处于调整期



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 34：基建方面可能不及预期



资料来源：iFind，东证衍生品研究院

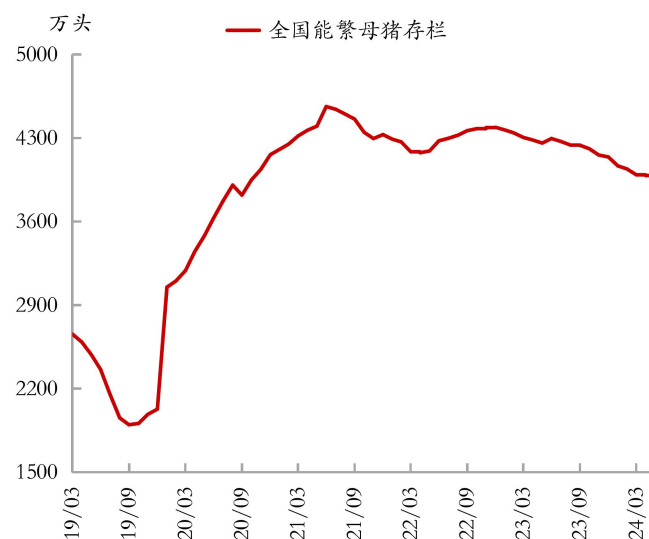
3、农业商品

鉴于 2H24 国内可能会迎来温和通胀，猪肉价格或有所回升。假设中国经济在 2019 年处于潜在产出水平，1H24 的产出缺口估计仍略为负值。随着财政再度扩张，国内需求有望增长，从而推动产出缺口进一步收敛至正数区间。对于生猪而言，2023 年母猪减产的影响正在逐步兑现，需求端的整体走弱和不及预期的消费是主要特点，但全年消费预计不会有显著波动。4 月猪肉 CPI 同比增长 1.4%，而 5 月下旬以来，猪肉价格已开始上涨，

尽管当前仍处于历史较低水平，但回升的趋势已逐步显示。因此，在国内 2H24 可能出现适度的通胀的情况下，猪肉价格或有所回升，建议相关企业可以在 17,000 元/吨下方逢低做好买入保值的准备。

图表 35：中国通货膨胀情况


资料来源：iFind，东证衍生品研究院

图表 36：母猪减产的影响正在逐步兑现


资料来源：iFind，东证衍生品研究院

3、风险提示

美联储采取激进的货币政策：通胀降温则短期内大幅降息，通胀二次抬升则再度加息。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com