

宏观策略周报



撰写人：寇宁 张晨 肖利娜

寇宁

期货从业资格号：F0262038

交易咨询从业证书号：Z0002132

审核人：车美超

期货从业资格号：F0284346

交易咨询从业证书号：Z0011885

2024年6月24日

张晨

期货从业资格号：F0284349

交易咨询从业证书号：Z0010567

肖利娜

期货从业资格号：F3019331

交易咨询从业证书号：Z0013350



目录

CONTENTS

- 01 大类资产走势回顾
- 02 国内经济跟踪
- 03 海外经济跟踪
- 04 资产配置建议
- 05 本周重要数据及事件

01.

大类资产走势回顾



国内股指全面收跌 内外商品双双走弱

17日当周，受国内风险情绪走弱的影响，国内主要股指全面收跌，在国内主要大类资产中表现偏弱，其中，中证500指数当周下降2.12%，领跌国内资产。国债市场维持强势，10Y国债继续上涨，国债收益率周内下降0.06%，但降幅较前一周收窄。国内黑色产业价格走低叠加海外商品回落，南华商品指数当周下行0.51%，延续跌势，美国经济数据周初走弱下，降息预期升温，沪金主力反弹，当周上涨1.83%。

17日当周周初，受美国经济数据表现不及预期，提振市场降息预期的影响，美国主要股指获得支撑止跌转涨，其中，道琼斯工业指数当周上涨1.45%，在全球主要资产中表现偏强。受美国6月PMI超预期走高的影响，10年期美债收益率周末反弹，全周上涨1.19%，美元指数获得提振同步止跌，当周上涨0.28%，国际商品价格因此承压，CRB指数周内下跌0.28%，Comex金价下跌0.58%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

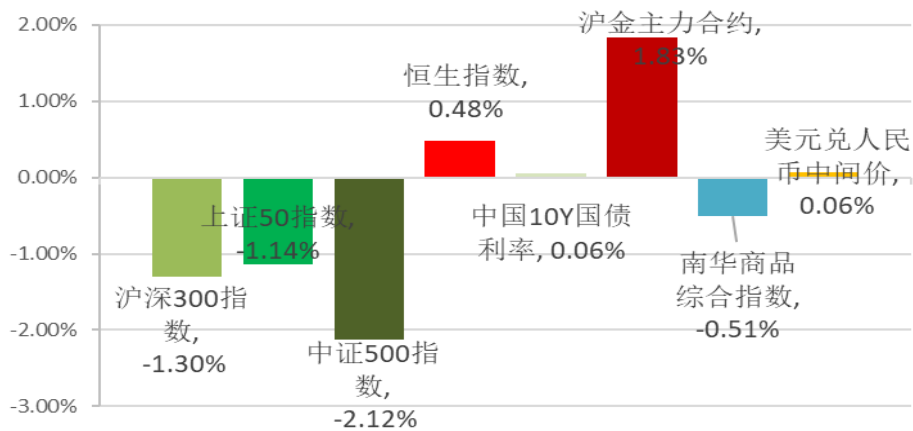
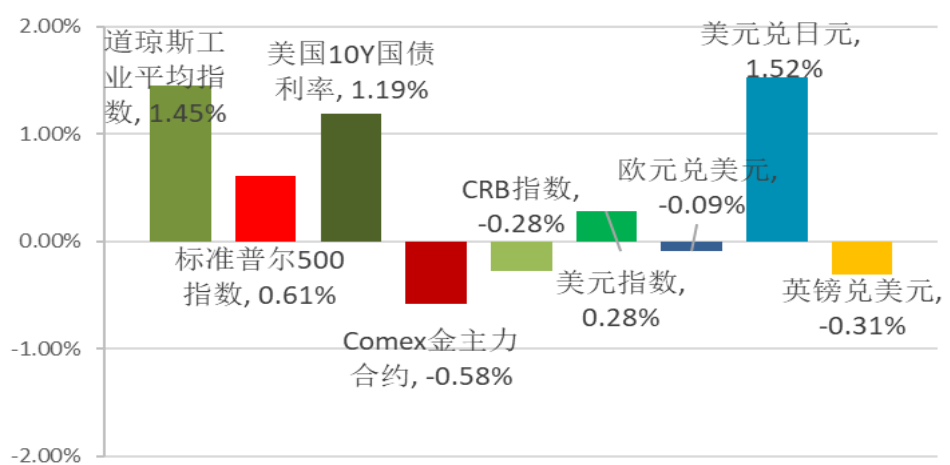


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02.

国内经济跟踪



经济总体平稳 内需压力犹存

受假期错位导致4月产出偏高的影响，5月工业增加值同比增长5.6%，较上月回落1.1个百分点，但开年以来环比增长均值持稳于去年同期，国内生产维持稳定。结构上看，出口相关的下游高技术行业生产维持较快增长，上游行业在工业稳增长政策的支撑下，产出增长加快，但建筑相关水泥产量降幅较大，显示国内基建、地产行业运行依旧较弱。

需求端，1-5月固定资产投资同比增长4%较前值4.2%小幅回落，其中，制造业投资在出口及设备更新政策的推动下增长加快，仍是国内需求额主要支撑，结构上，设备购置、电子设备、通用设备投资增长加快。在去年万亿国债资金下发落地后，今年以来新增专项债发行进度偏慢的影响下，基建投资增速小幅下行，随着超长期国债的发行及新增专项债额度下发，后市基建投资增速有望回升。房地产投资5月延续下行，主要投资增长继续探底，地产销售降幅有所收窄，但仍维持较大负增长，517地产新政政策效果仍待观察。社会消费品零售总额5月同比增长上行1.4个百分点至3.7%，结构上看，以旧换新政策推动的通讯器材、家电消费对消费总体拉动较为明显，但汽车、珠宝等耐用品消费同比下降显示收入对居民消费增长仍形成制约，消费脉冲反弹后仍有下行压力。

总体看，当前国内经济运行总体平稳，但消费、地产偏弱仍对内需形成压力，经济的持续修复仍需要观察基建、地产政策落地的效果。

图2.1: 国内固定资产投资当月同比 (%)

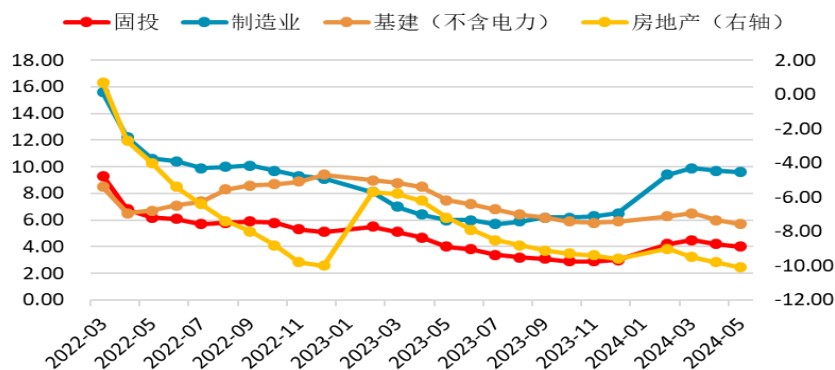
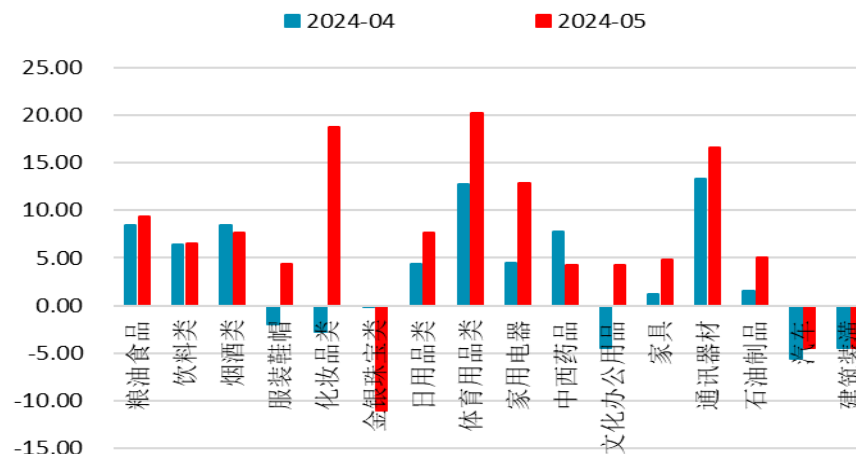


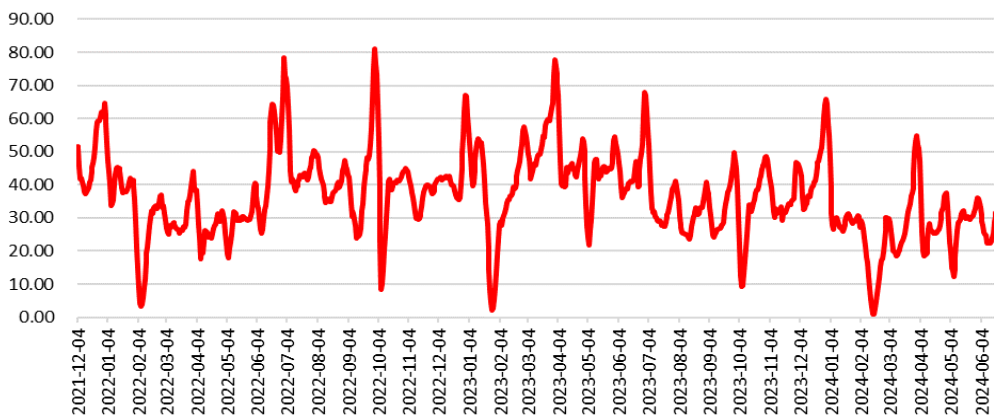
图2.2: 国内主要消费当月同比 (%)



地产成交环比反弹 乘用车销售加速回落

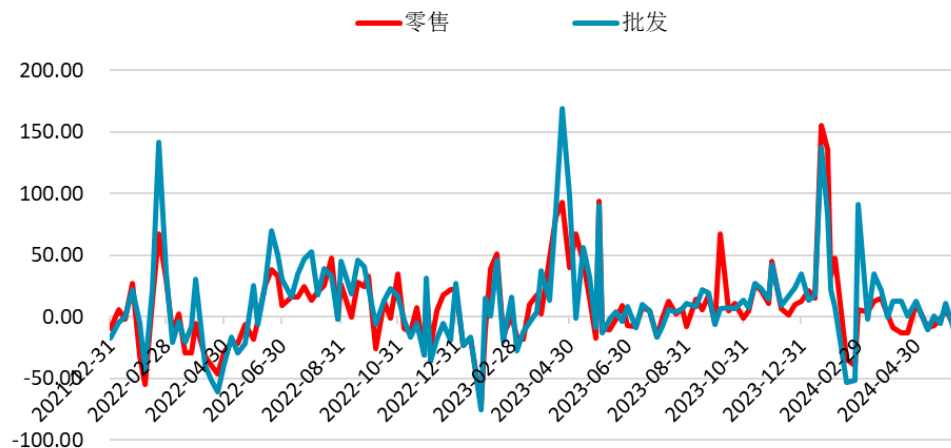
- 17日当周，国内房地产成交环比反弹，30大中城市商品房日均成交面积环比上涨36.11%，周环比涨幅创两个月最高，成交面积同比降幅大幅收窄至16.82%，核心城市地产成交放量，支撑517新政政策兑现程度，商品房成交面积7日移动平均值升创6月以来新高。
- 6月第二周，国内乘用车销售同比加速回落，其中，乘用车日均零售同比下降18.63%，批发量同比下降27.62%。据乘联会分析，借助“618”等契机，汽车厂商的促销力度再次加大，但价格的持续下探，反而加重了消费者的观望情绪，令6月乘用车市场整体规模或将同比显著下滑。乘用车预测，6月国内狭义乘用车零售规模约为175.0万辆，环比稳增2.3%，同比下滑7.6%。

图2.3：30大中城市商品房日均成交面积7MA（万平方米）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

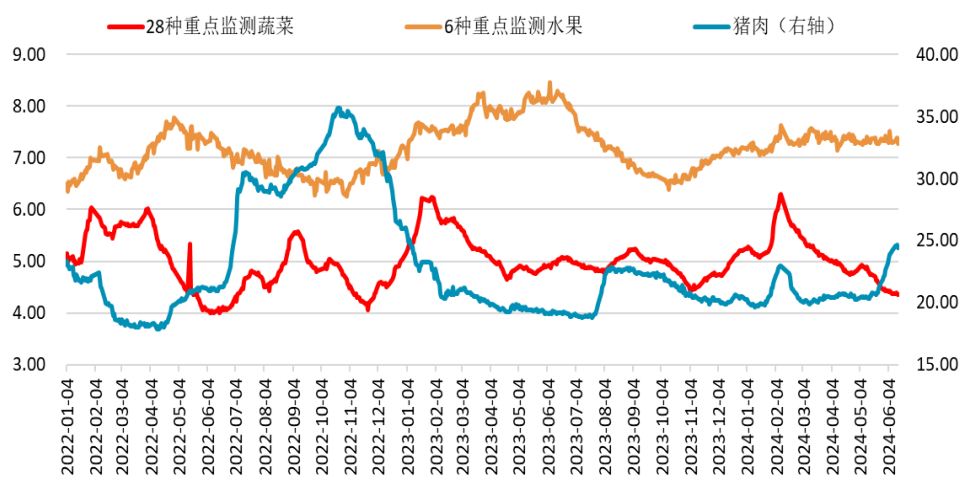
图2.4：乘用车销量当周同比增长（%）



猪肉价格涨幅收窄 果蔬价格延续跌势

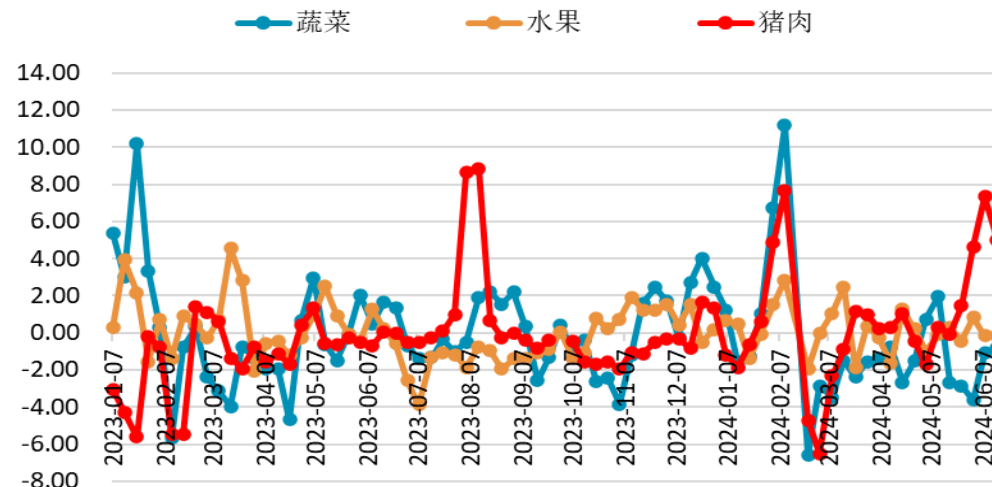
□ 17日当周，国内猪肉与果蔬价格走势延续分化，国内猪肉当周日均价格环比上涨0.78%，连续第五周上行，但涨幅进一步收窄。果蔬供给季节性增加下，果蔬价格延续跌势，其中，蔬菜当周日均价格环比下降1.48%，连续第六周环比下降，当周日均价格环比下降3%，降幅较前一周显著加大。

图2.5：国内猪肉、果蔬平均批发价（元/公斤）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.6：国内猪肉、果蔬日均价当周环比（%）



MLF缩量平价续作 LPR维持不变

□ 17日当周，央行分别进行了3980亿元逆回购及1820亿元MLF投放，当周分别有80亿元逆回购、2370亿元及700亿元国库现金定存到期，当周净投放2650亿元。受月中缴税因素影响，银行市场资金面收紧，银行市场利率环比走高，DR001周均值环比上涨16BP至1.87%，DR007周均值环比上涨9BP至1.9%。

□ 6月央行缩量平价续作MLF，主因6月以来银行体系流动性充裕及信贷投放力度偏弱，市场对MLF需求减少。MLF操作利率不变下，6月LPR如期持稳，1年期LPR持平于3.45%，5年期以上LPR持平于3.95%。在商业银行净息差水平处于历史低位的背景下，517新政后房贷利率下调银行净息差压力加大是此次LPR持稳的主因，但随着禁止银行手工补息的政策效果的释放，银行负债端成本下降，内需修复偏弱的背景下，后市LPR仍有调降的空间和可能。

图2.7：央行公开市场净投放（亿元）

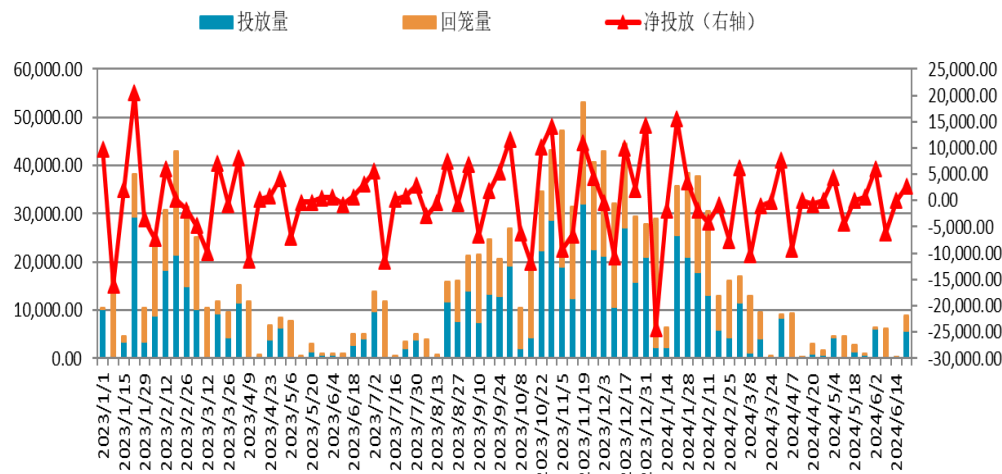
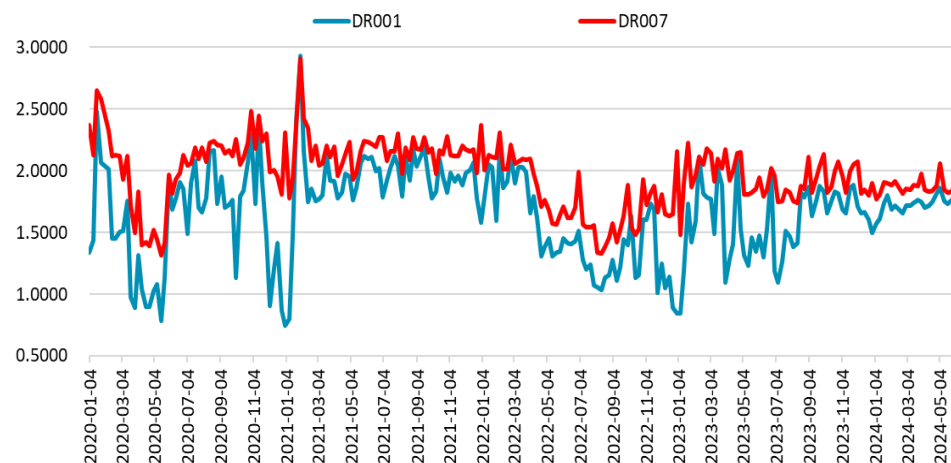


图2.8：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

03.

海外经济跟踪



美国经济景气高位上涨 经济增长预期加快

□ 美国6月经济景气高位上涨，6月美国标普全球综合PMI初值创下54.6的26个月新高，好于市场预期的53.5。结构上，制造业、服务业扩张再度双双加快，制造业PMI初值升至51.7的3个月新高，为连续第二个月扩张，服务业PMI初值升至55.1的26个月新高。驱动因素上，一方面需求持续增长拉动服务业维持强劲扩张仍是美国经济的主要驱动，另一方面，制造业恢复温和扩张，对经济支撑增强，在此基础上，企业对经济前景的乐观预期也带动的就业的增长，与此同时，综合PMI的价格指数降至2020年以来的第二低水平，显示美国通胀压力降温，尽管通胀回落，但近两个月美国综合PMI维持54%以上的强劲扩张，同比趋势回升至二季度以来最高，预示二季度美国经济增长将再度加快，因此对美联储降息预期形成打压。

图3.1： 美国SPGI PMI (%)

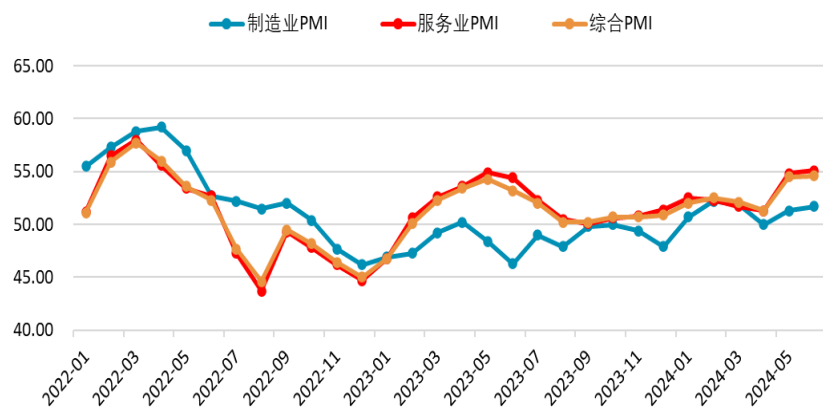
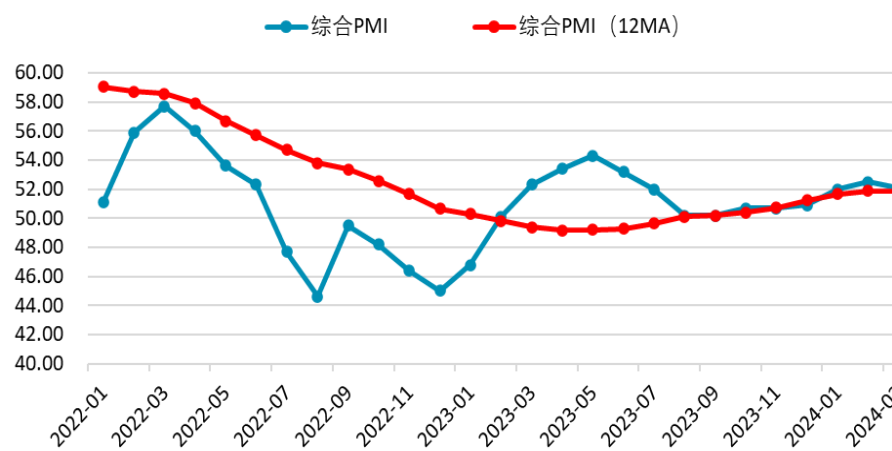


图3.2： 美国SPGI综合PMI 12MA (%)



资料来源： Wind 、 一德宏观战略部

美国消费延续下行 地产投资初步放缓

□ 主要受汽油价格下跌导致汽油支出下滑的影响，美国5月零售销售环比增加0.1%，不及0.3%的市场预期，前值由0%下修至-0.2%。剔除汽车、汽油、建筑材料和食品服务的核心零售销售环比增长0.4%，好于预期的0.3%，其中，日用杂货消费受阵亡将士纪念日的影响环比反弹，但餐饮酒吧消费环比下降，表现低迷。总体看，美国零售销售延续2月以来的下行走势，体现了劳动力市场走弱及高利率下家庭债务压力增大对消费的抑制作用较为明显，后市在美联储维持利率水平不变及失业率上涨的情况下，消费增长仍将承压。

□ 美国5月成屋销售小幅回落，继续维持历史低位，但成屋中位数价格创下41.93万美元的历史新高，价格同比上涨5.8%，为2022年10月以来最大涨幅。这表明成屋销售低迷仍主要受到供给不足的影响，但高房价导致供求双方达成一致难度增加，受此影响，成屋库存环比大幅增长6.7%，消化周期进一步升至3.7个月，但总体仍低于5个月的正常水平，成屋市场依旧紧张。由于需求转向成屋市场，受新屋需求下降导致新屋库存大幅增长的影响，美国5月新屋开工年化开工总数环比下降5.5%至127.7万户，创2020年6月以来最低水平，营建许可环比大幅下降3.8%至138.6万户，大幅低于137万户的市场预期，营建许可连续三个月回落，地产投资放缓趋势初步确立。

图3.3： 美国零售销售主要分项环比 (%)

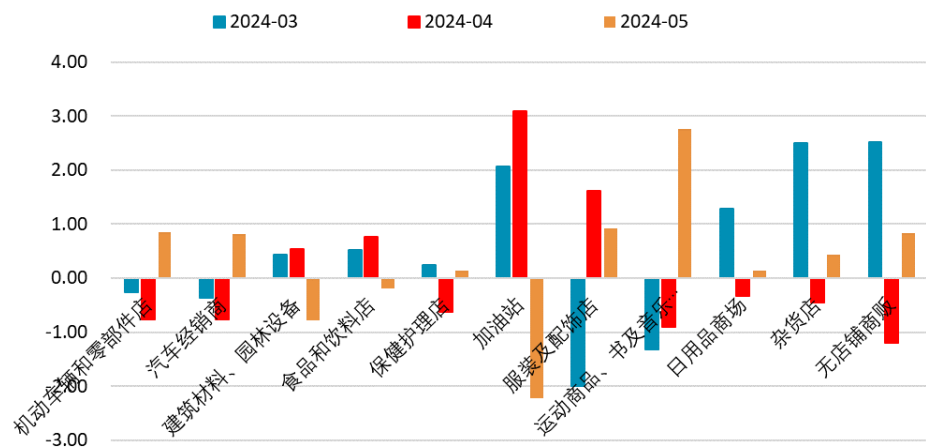
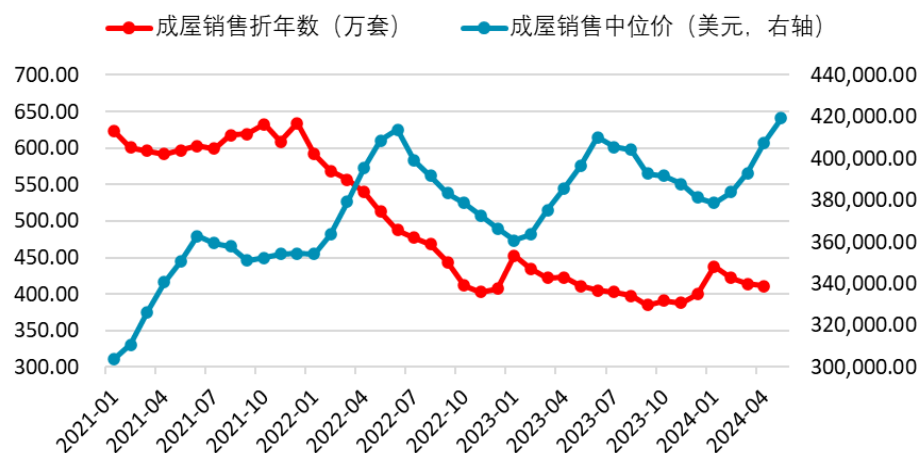


图3.4： 美国成屋销售与成屋中间价



资料来源：Wind、一德宏观战略部

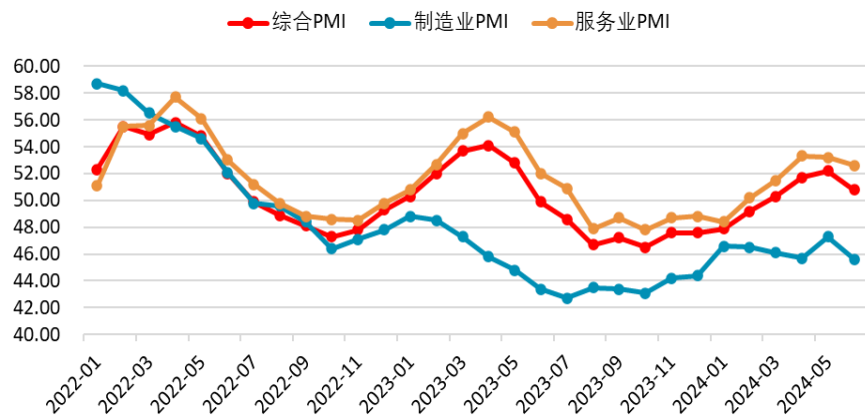
欧元区景气超预期下滑 经济回暖势头停滞

□ 欧元区6月综合PMI初值由52.2降至50.8，不及52.5的预期，欧元区经济景气超预期下滑。其中，受订单需求大幅下降的影响，制造业PMI初值由47.3降至45.6的年内新低,不及预期的47.9,制造业加速收缩；价格上涨抑制服务业扩张，服务业PMI初值由53.2降至52.6,不及53.5预期,服务业扩张放缓。欧元区经济短暂修复后，复苏势头再度转弱，且价格回升背景下，对欧央行进一步降息形成制约，欧元区经济复苏风险加大。

□ 德国6月ZEW经济景气指数从由5月的47.1上升至47.5，连续第11个月出现上升，但不及50的市场预期，经济现况指数小幅下降至-73.8，受企业对供应链安全及政治的担忧的影响，市场对当前德国经济维持改善的预期下降，对经济景气回升的预期减弱。受德国经济走势下滑的影响，欧元区ZEW经济现况指数持平于前月的-38.6，二季度以来的经济回暖出现停滞，经济景气指数由的47上升至51.3。

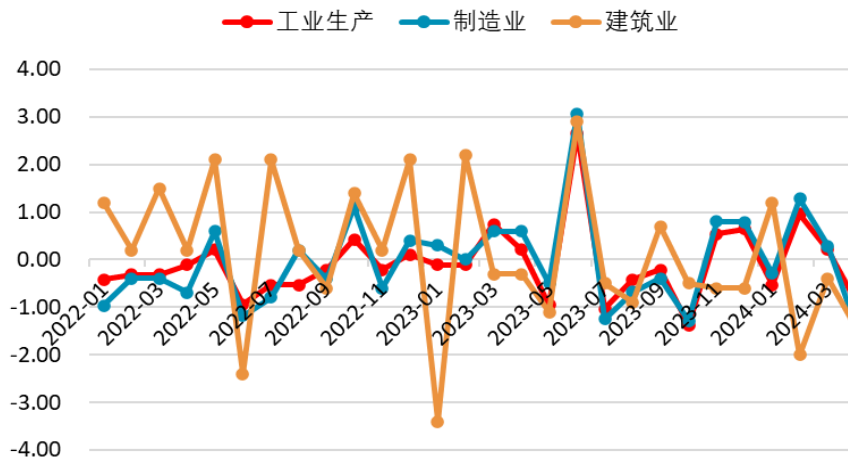
□ 欧元区 6 月消费者信心指数上涨0.3至 -14，创28个月新高，但低于市场预期的 -13.8，年初以来实际工资上涨对消费信心形成支撑，但随着欧元区经济景气再度转弱，未来欧元区消费仍将面临压力。

图3.5：欧元区SPGI PMI (%)



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图3.6：ZEW经济指数



美联储观察工具维持年内2次降息乐观定价

当周，美联储官员讲话总体偏向谨慎，经济数据总体仍低于预期，市场降息预期维持乐观，次数总体延续1-2次定价波动：美联储观察工具显示的年内降息预期维持2次，高于6月点阵图委员们预计的1次水平。此外，市场对于降息起始时点预测维持在9月，概率接近七成但较上周有所降低；12月降息预期亦有所回落，7月会议按兵不动概率维持不变。

图3.7：美联储未来几次会议降息概率

| CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 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% | 10.3% | 89.7% |
| 2024/9/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 6.4% | 59.5% | 34.1% |
| 2024/11/7 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.3% | 25.2% | 50.5% | 22.0% |
| 2024/12/18 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.7% | 19.8% | 44.6% | 28.7% | 5.2% |
| 2025/1/29 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.1% | 13.0% | 35.2% | 34.7% | 14.1% | 2.0% |
| 2025/3/19 | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 9.0% | 27.7% | 34.9% | 21.0% | 6.0% | 0.7% |
| 2025/4/30 | 0.0% | 0.3% | 4.6% | 17.9% | 31.1% | 28.3% | 13.9% | 3.5% | 0.3% |
| 2025/6/18 | 0.2% | 3.0% | 12.8% | 26.0% | 29.4% | 19.4% | 7.5% | 1.6% | 0.1% |
| 2025/7/30 | 1.3% | 7.0% | 18.2% | 27.4% | 25.3% | 14.6% | 5.1% | 1.0% | 0.1% |

资料来源：CME、公开信息、一德宏观战略部

图3.8：主要经济体央行官员发言要点

| 序号 | 官员 (2024票委*) | 主要观点 |
|----|--------------|---|
| 1 | 费城联储哈克 | 基于对美国经济的基准预测，美联储今年将能够降息一次。 |
| 2 | 纽约联储威廉姆斯* | 尽管近期通胀数据令人鼓舞，降息时机或程度的任何决定都将取决于即将发布的经济数据。 |
| 3 | 美联储理事库格勒* | 如果经济状况如预期般发展，今年晚些时候可能适合降低利率。 |
| 4 | 里士满联储巴尔金* | 在看到通胀持续降至美联储2%的年度目标之前，不会考虑改变利率。即便未来降息一次后按兵不动可能是合理的。 |
| 5 | 波士顿联储柯林斯 | 目前确定通胀是否持久地回归到2%的目标水平还为时过早，我们不应该对一两个月的好消息反应过度。 |
| 6 | 明尼阿波利斯卡什卡利 | 通胀可能需要一到两年的时间才能回到2%，当前薪资增长可能仍有些过高，现在通胀无法回到2%。 |
| 7 | 英央行议息会议 | 维持利率在5.25%不变，委员投票结果为7：2，对通胀形势仍持谨慎看法，政策会议记录称，对一些MPC委员来说，维持利率不变的决定是“微妙平衡”的。 |

04.

资产配置建议



国内市场风险情绪进一步走弱

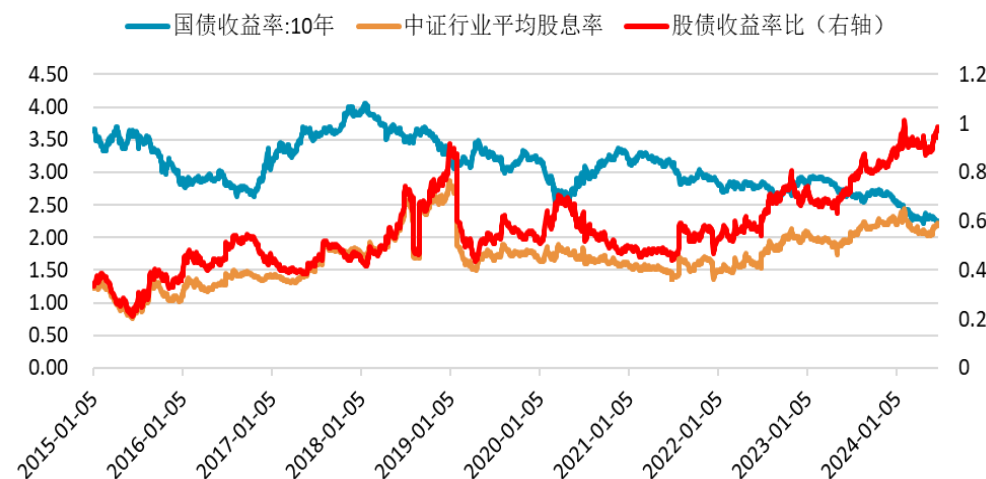
□ 17日当周，国内市场风险情绪进一步走弱，其中，股债收益率差持稳由历史82.96%的分位数水平上升至历史84.78%的分位数水平；股债收益比由历史93.98%的分位数水平进一步升至历史96.2%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差



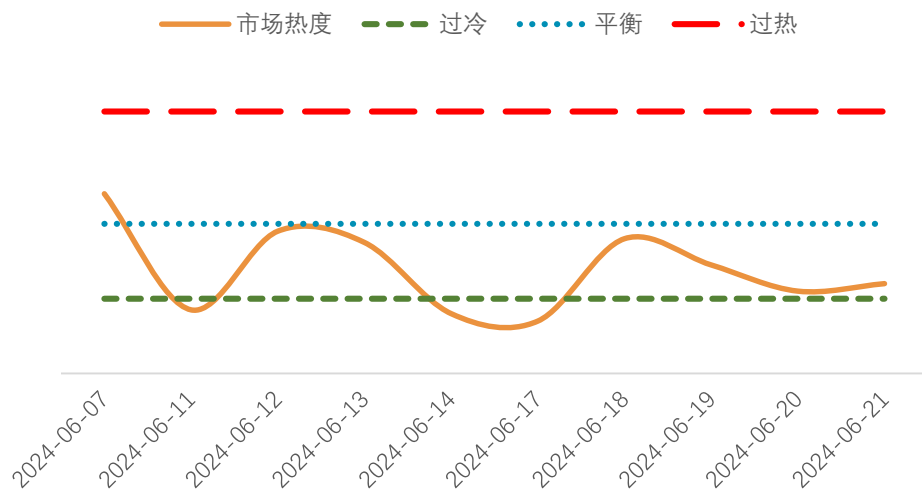
资料来源：Wind、一德宏观战略部

图4.2：股债收益率比



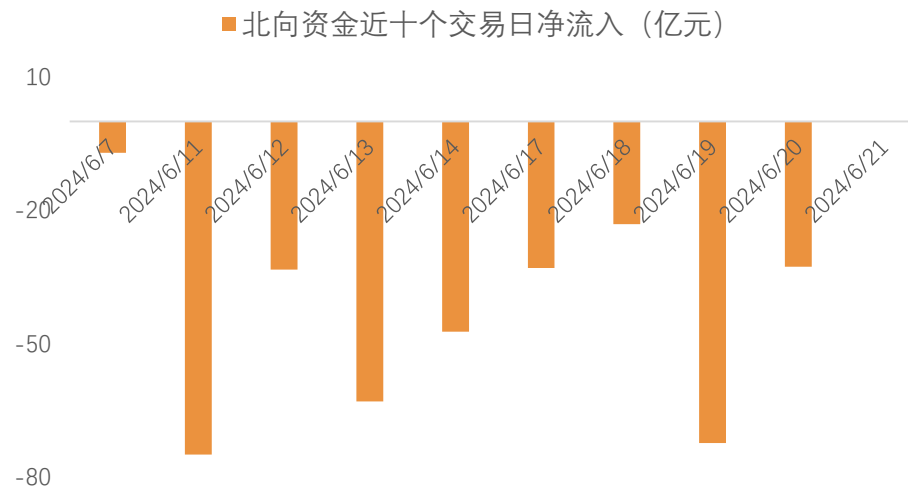
□ 17日当周，A股连续5周调整，主板走势开始强于创业板。日均成交额继续回落，连续7周位于万亿下方，北向资金连续2周流出，周度赚钱效应开始回落。海外权益市场风偏趋于回升，持有成本两端继续分化，降息预期维持强势，外因对A股压力减弱。内因方面，市场情绪再度走低，行情仍以轮动为主，空间指引缺失叠加地产等超跌板块尚未企稳成为制约行情止跌的主因。技术上，距离3月低点2984一步之遥，如告破则标志年初以来的反弹行情结束，后续反抽也需相应降低预期。策略上，3050下方入场后持仓为主，等待反抽后高抛机会。

图4.3：近10日市场热度图



资料来源：wind、一德宏观战略部

图4.4：近10日北向资金表现



□ 17日当周，国债收益率先升后降，但长债利率周五强劲反弹，全周收益率收涨，长短期国债收益率差先跌后升，总体走阔。5月国内经济平稳修复，但消费，地产减弱，继续对债市形成支撑，19日央行行长讲话提出货币政策保持支持性，不会收紧，降准降息灵活运用，货币政策宽松增大债市中期上涨空间？但短期看，随着季末临近，跨季资金趋紧对债市形成压力，操作上，维持配置仓位，等待债市回调的加仓机会。

图4.5：国债到期收益率（%）

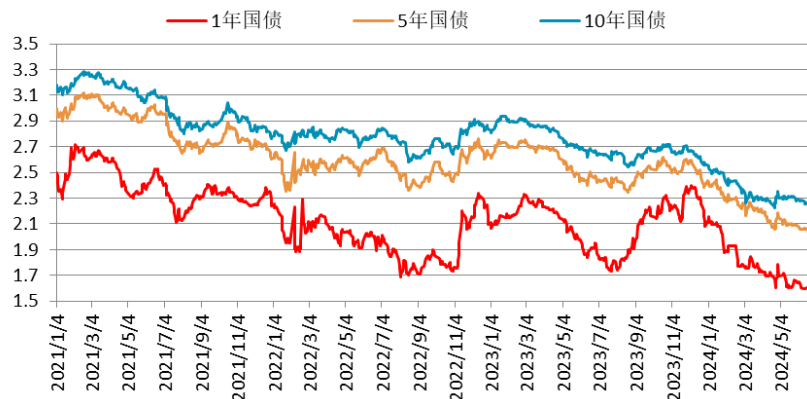
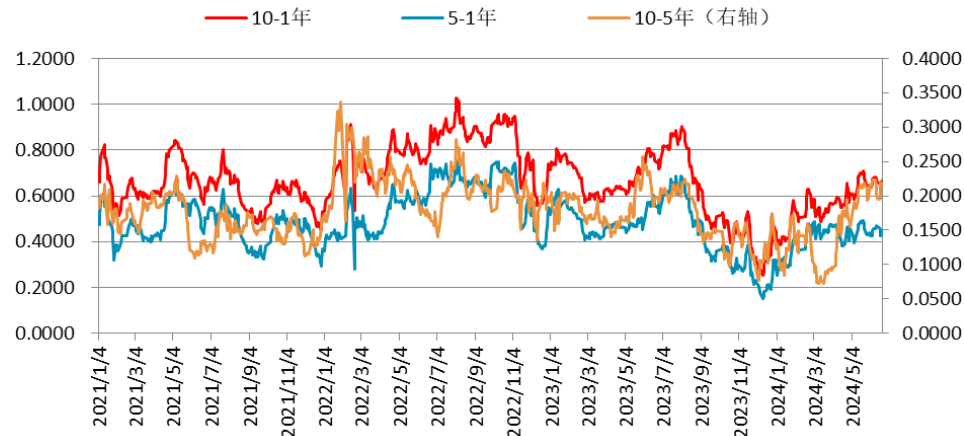


图4.6：国债利差（%）



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

□ 17日当周，金价大幅冲高后有所回落，持有成本两端继续分化。当周公布的经济数据延续下行基调，支撑市场降息预期在联储官员讲话偏谨慎的背景下维持强势，但周五公布的制造业数据显著超出市场预期令降息预期小幅走弱，利率和汇率双双反弹，黄金大幅回落。考虑到当前美联储仍维持年内降息总体方向不变，黄金即便阶段性面临逆风，预计总体回落空间或有限，任何预期的回摆都将是配置回补入场的良机。特别是基于白银突破2021年高位情况下，黄金再创新高概率依然较大。策略上，上周入场回补后可适当高抛，等待后续低位回补机会。

图4.7：美国10Y国债实际利率与名义利率（%）

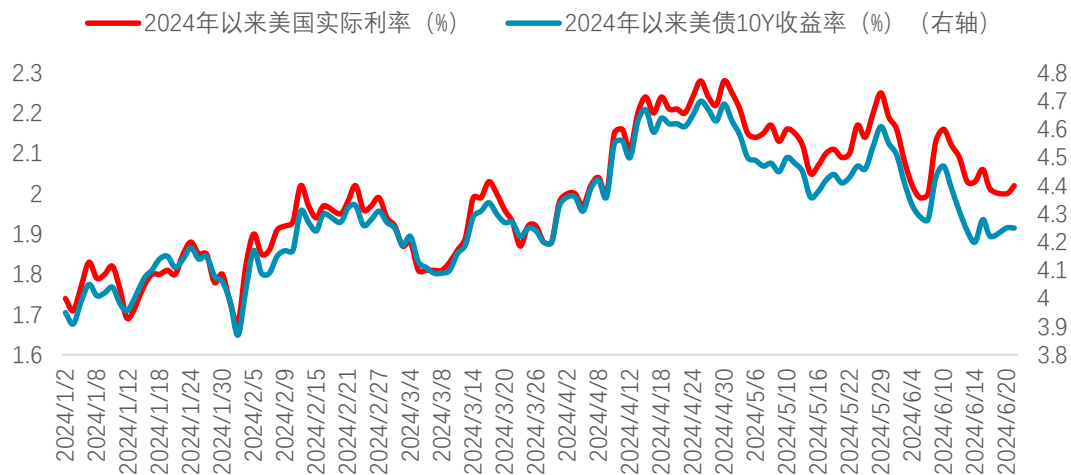
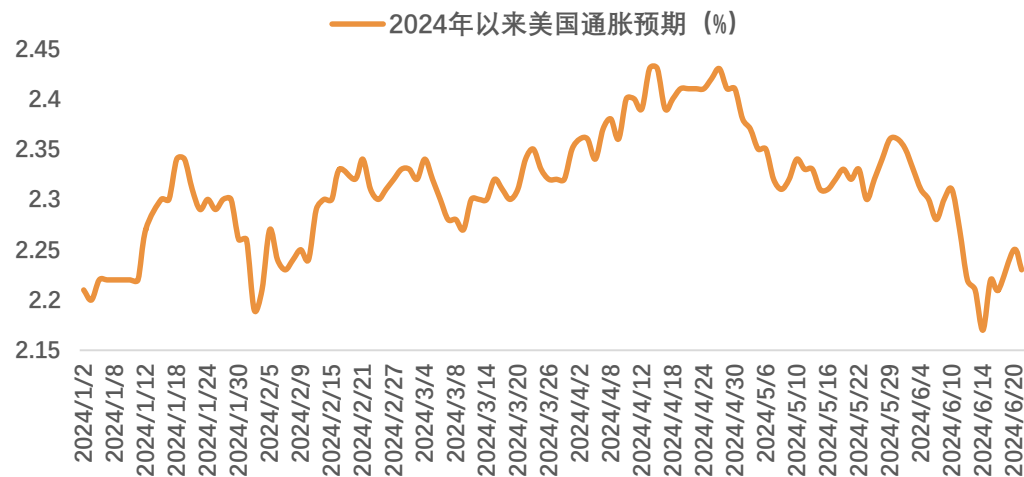


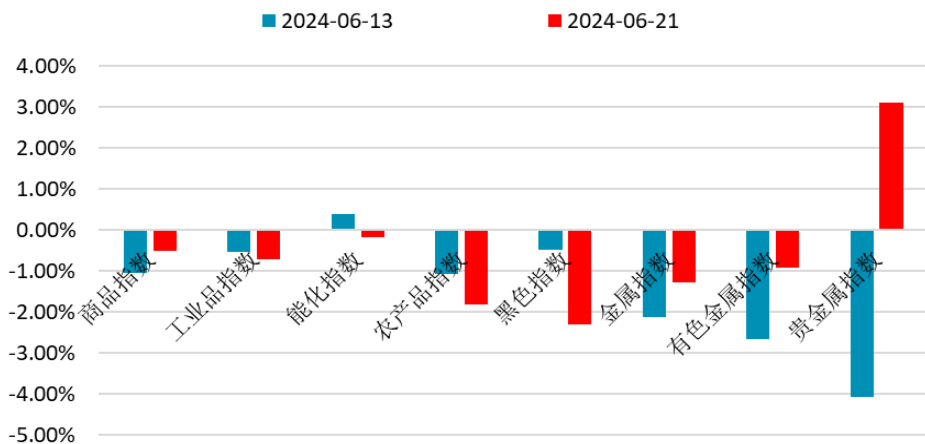
图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



资料来源：wind、一德宏观战略部

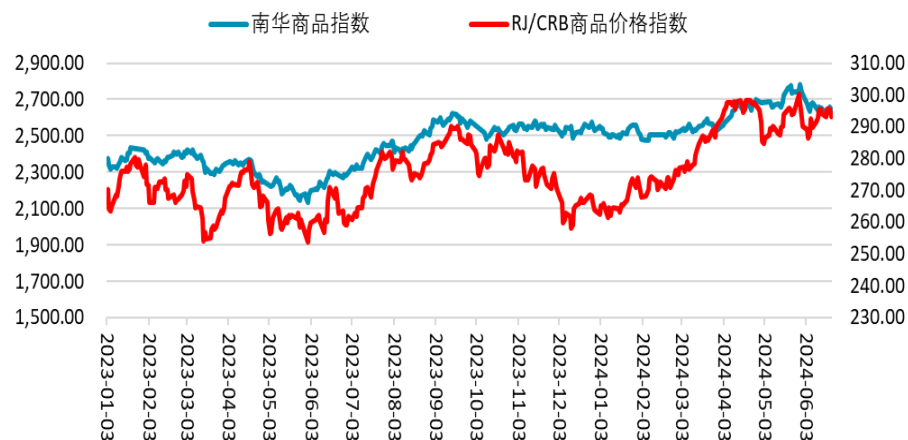
- 17日当周，国内大宗商品价格延续下行走势，为连续第四周回落，工业品、农产品继续双双回落，工业品中，受需求走弱预期的影响，黑色指数跌幅较前一周扩大，在国内商品中表现偏弱，能化指数受国际油价上涨的支撑，降幅较小，贵金属价格在美国经济周初走弱的提振上，强劲反弹。
- 国际大宗商品价格周初在美国经济走弱提振降息预期的支撑下，一度上涨，但周末公布的美国6月PMI超预期走强再度打压市场降息预期，提振美元指数止跌走高，国际商品价格因此承压回落，CRB指数全周收跌，但国际油价在需求季节性回升叠加库存走低的推动下，连续第二周上涨，受国际油价的支撑，CRB指数当周跌幅总体小于国内商品。

图4.9：南华指数周度涨跌（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图4.10：南华商品与CRB指数

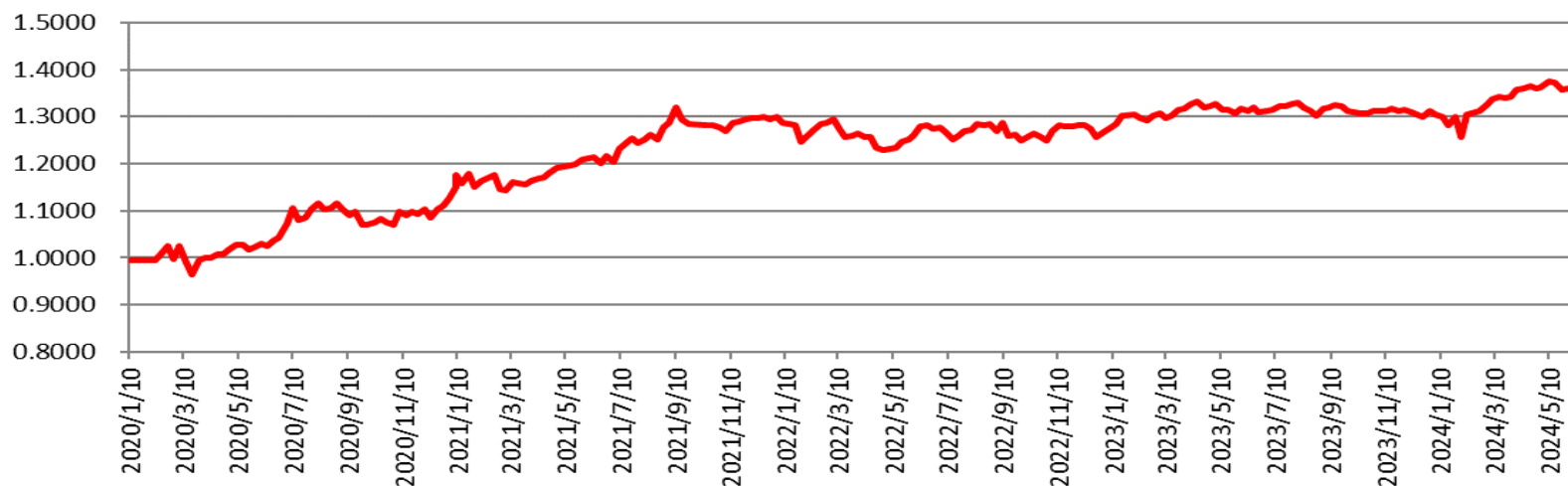


配置建议与策略跟踪

配置建议

| 大类资产 | 周度配置 | 较上周变化 | 中长期比例 |
|------|------|-------|-------|
| 股票 | 25% | — | 30% |
| 国债 | 15% | — | 15% |
| 黄金 | 10% | — | 10% |
| 商品 | 10% | — | 15% |
| 现金 | 40% | — | 30% |

策略跟踪



资料来源：一德宏观战略部

05.

本周重要数据及事件



重要财经数据与事件 (6.24-6.30)

| 重要财经数据与事件关注 | |
|-------------|-----------------------------------|
| 2024/6/24 | 德国6月IFO商业景气指数, 前值89.3, 预期89.3 |
| 2024/6/25 | 美国6月谘商会消费者信心指数, 前值102, 预期100 |
| 2024/6/26 | 美国5月新屋销售, 前值63.4万户, 预期65万户 |
| 2024/6/27 | 中国5月规模以上工业企业利润同比, 前值4% |
| | 欧元区6月经济景气指数, 前值96 |
| | 美国5月耐用品订单环比初值, 前值0.6%, 预期0% |
| | 美国一季度实际GDP年化季环比终值, 前值1.3%, 预期1.5% |
| | 美国一季度个人消费支出(PCE)年化季环比终值, 前值2% |
| 2024/6/28 | 拜登和特朗普进行美国大选首次辩论 |
| | 英国一季度GDP季环比终值, 前值0.6%, 预期0.6% |
| | 德国6月失业率, 前值5.9%, 预期6% |
| | 美国5月PCE物价指数环比, 前值0.3%, 预期0% |
| | 美国5月个人消费支出(PCE)环比, 前值0.2%, 预期0.3% |
| | 美国5月个人收入环比, 前值0.3%, 预期0.4% |
| | 美国6月密歇根大学消费者信心指数终值, 前值65.6 |
| 2024/6/30 | 中国6月官方制造业PMI, 前值49.5 |
| | 中国6月官方非制造业PMI, 前值51.1 |
| | 中国6月官方综合PMI, 前值51 |
| | 法国选举首轮投票日 |

资料来源: 汇通财经、华尔街见闻、一德期货宏观战略部

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货交易咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何交易、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路188号信达广场16层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn