

## 中线宏观逻辑不变 商品仍易涨难跌

2024年6月5日 星期三

兴证期货·研究咨询部

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

吴森宇

从业资格编号: F03121615

俞秉甫

从业资格编号: F03123867

联系人

林玲

邮箱:

linling@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 我们的观点

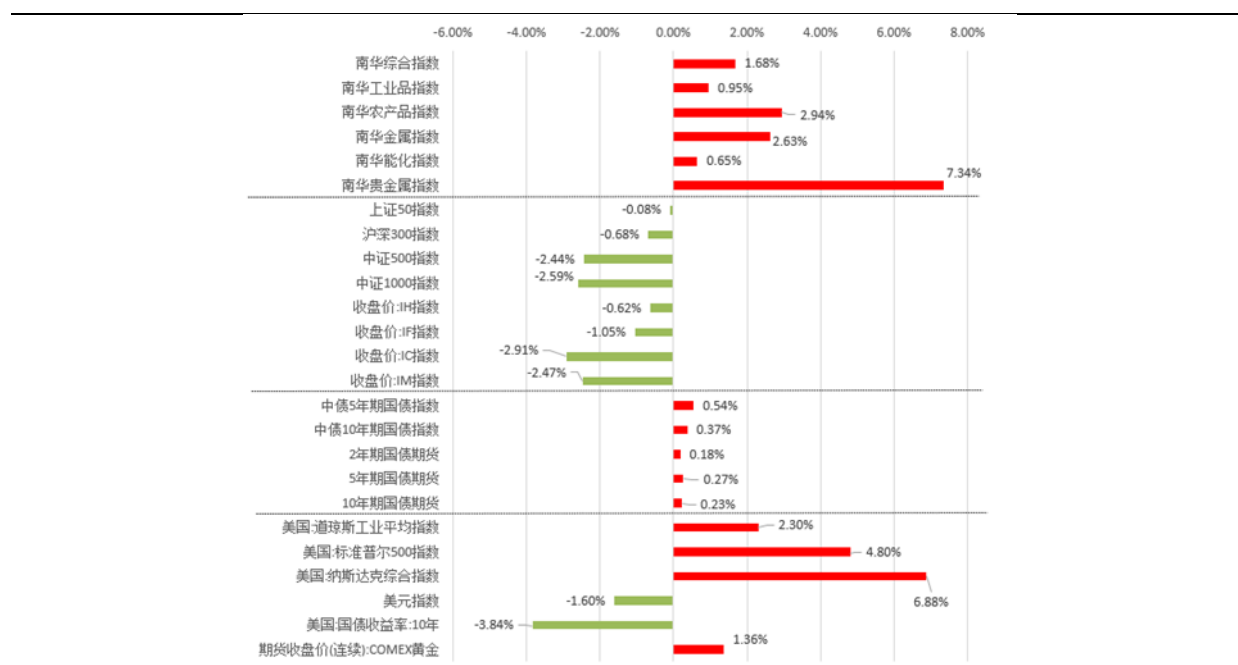
5月国内外大类资产行情出现一定程度分化,国内方面,5月以贵金属为代表的大宗商品整体仍以上涨为主,股市继续小幅阴跌,债市小幅收涨。海外方面,美股和黄金维持强势,美元指数和美债收益率小幅回落。

展望6月,宏观方面,随着国内外PMI数据及美国部分就业数据的回落,近期宏观情绪转弱,大宗商品价格出现回调。但中长线看,海外依旧处于利率见顶,库存见底的制造业扩张周期中,短期数据波动难以证伪海外经济韧性,而国内方面,预计也将等待新的刺激政策,因而中长线大宗商品仍处于易涨难跌的宏观环境。金融期货板块,股指得益于政策预期及估值偏低,中长线仍存震荡走强机会,债市在宽松的货币政策背景下或将维持偏强态势。商品期货板块,有色及贵金属在海外宏观强现实背景下中线仍偏强,短期回调后大概率企稳;黑色、化工等板块机会有限,特别是黑色,在钢材需求转入淡季后存在一定下行风险;农产品与宏观联动有限,以基本面驱动为主。

## 一、5月国内外资产行情回顾

5月国内外大类资产行情出现一定程度分化，国内方面，5月以贵金属为代表的大宗商品仍整体仍以上涨为主，国内股市继续小幅阴跌，债市小幅收涨。海外方面，美股和黄金继续维持强势，美元指数和美债收益率小幅回落。

图表 1、5月国内外资产行情回顾



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

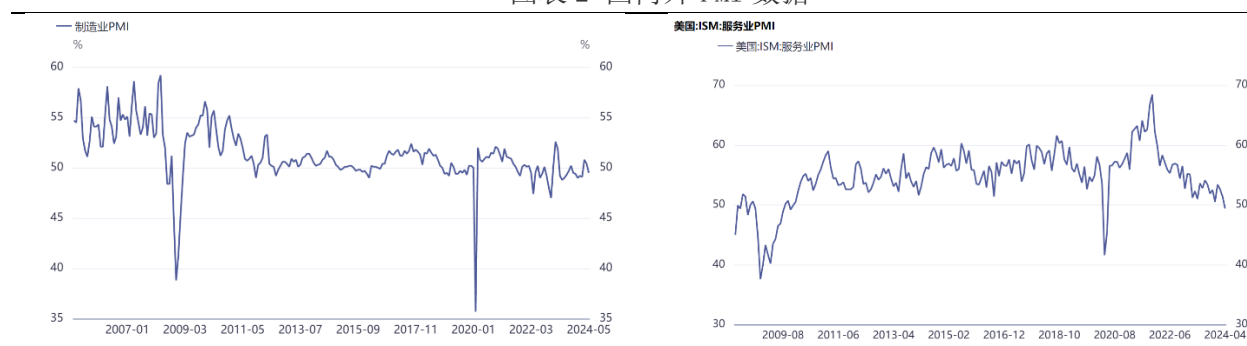
## 二、国内外宏观环境分析

5月国内宏观的事件主要是政府出台一系列地产刺激政策，以及超长期特别国债的发行。但从目前来看，地产政策的效果有待观察，特别是居民收入预期偏弱的情况下，系统性加杠杆的意愿不强。5月底国内公布官方制造业PMI数据，49.5处于荣枯线以下且低于市场预期，说明国内经济环比一季度有所走弱，但目前高频数据还是相对保持稳定，总体来说内需预期仍然维持偏平稳震荡。5月底国务院出台《2024-2025 节能降碳行动方案》，对相关高能耗产业进行限产，消息面对工业品有一定利多，但这类限产政策的实际执行情况还需要根据国内经济情况边走边看。近期大宗商品市场也因为现实数据的环比走弱有所回调。

海外方面，美国下修一季度 GDP 数据，核心 PCE 大体保持平稳，确认目前海外仍是处于利率见顶，库存周期见底的偏强宏观环境。不过近期美国劳动力市场数据有所走弱，市场担忧美国经济走弱会打破市场一季度以来经济持续改善的预期，加之前期投机资金过于集中在有色、贵金属等商品上，近期这类品种也出现了明显的回调。但我们认为，中长期海外还处于制造业扩张，补库存以及利率见顶的周期中，短期的数据波动不足以证伪，因而对于商品而言，中长线易涨难跌的格局仍将维持。

同时，6 月份我们需要重点关注的宏观数据包括：美国 5 月 CPI、非农就业以及美联储 6 月议息决议；国内 5 月 CPI、社融资、M2、消费、投资、进出口等数据。

图表 2 国内外 PMI 数据



数据来源：同花顺，兴证期货研究咨询部

### 三、6 月期货市场分析

金融期货板块，股指期货，中国 5 月官方制造业 PMI 数据环比下滑短期情绪面利空，国内地产组合利好政策落地后实施效果有待验证，居民杠杆率偏高或将抑制政策传导效果，基本面改善空间受到压制。两市成交量低迷，指数短期承压。从长期来看，指数估值低位，整体市净率偏低，风险溢价率较高，利好政策预期加持，股指中长期仍维持震荡偏强的判断。

国债期货，从当前基本面来看，内需不足的现象凸显，货币政策未至转向时点，保持稳健偏松配合财政发力为基准情形。政府债供给上，地方专项债供给节奏存在不确定性，不过 6 月政府债到期量较 5 月明显提升，资金面有望整体维持均衡状态。政策面上，当前综合降低实体经济融资成本需求和长债利率预期管理并存，货币政策工具上降准概率大于降息，如果出现资金压力大幅降准有概率落地，降息条件或需综合考虑外汇市场情况，存在较大不确定性。对应债市行

情，我们认为，若国内地产销售端没有出现明显边际好转迹象，国债收益率上下空间均将相对有限，6月中上旬资金面偏松，加之市场继续博弈政策利率调降，中短券表现将较为稳健，而央行不断透过主管媒体提示长债收益率风险，长债表现或将相对偏弱。

商品期货板块，贵金属方面，5月白银价格加速补涨，金银比修复，市场对于贵金属的多头投机情绪得到大幅宣泄，成交量高位回落，贵金属多头情绪边际下降。从基本面来看，美国债务规模达到临界值，由此引发市场对于美国债务信用风险的担忧，叠加全球多地政治经济风险的隐患，构成贵金属的利多因素，而美国通胀与经济就业韧性，实际利率高位，降息预期后移对贵金属价格形成压制。情绪面近期投机情绪回落，预计6月贵金属价格高位宽幅震荡为主。

有色金属：矿供应扰动因素不断，铜精矿现货TC已跌至负数，当前国内冶炼端受到原料的影响相对有限。需求方面，铜价走强后，刺激了铝线缆订单的增长，部分线缆企业也主动将订单重心暂时转向铝线缆订单，对铜订单造成挤压，且随着旺季消退，国内库存继续累库，高铜价负反馈效应已经显现。综合来看，近期铜的基本面供需都偏弱，且近期宏观情绪有所弱化，有色价格回落，但中长线宏观逻辑不变基础上，与海外宏观高度相关的铜预计还将维持中长线偏强态势。

黑色金属：5月黑金板块先涨后跌，现货波动幅度不大。首先是金属板块共振向上叠加地产重磅政策；其次铁水产量持续回升，但供仍大于求，港口未能去库；最后节能降碳方案出台，2024年粗钢调控预期。黑金在宏观推动下上涨，但基本面矛盾逐渐累积，最终转为下跌。展望6月，预计黑金震荡为主，存在一定下行风险。市场对宏观预期仍抱有期待，但基本面，钢材需求季节性转弱，铁水产量回升将加剧供需矛盾，一旦钢材累库，市场或将交易铁矿石高供应、高库存的逻辑。

原油：5月市场对中东局势炒作弱化伴随下游消费的疲软，驱动油价走弱。6月2日，OPEC+在第37次会议上正式达成协议，同意延长减产政策。OPEC+最新在2024年3季度前，保持年初至今的减产目标不变，此后自2024年4季度至2025年，OPEC+会适当增产。综合来看，在2024年3季度前，原油市场底部仍有较强支撑。长期看，由于OPEC+自四季度后可能会适当增产，重点关注未来原油需求复苏状况。

化工：5月化工板块整体走强，部分化工品呈现单边快速上涨，市场交易核心驱动在于大

宗商品资金轮动下，化工品补涨逻辑。随着 5 月官方 PMI 跌破荣枯值，市场氛围转弱，部分化工品减仓下跌，多头提前止盈明显，市场氛围转弱，且大部分化工供需面存转弱预期，预计 6 月化工品震荡承压。

农产品：油脂油料市场目前缺乏题材驱动，预计呈现低位震荡走势，等待 USDA 报告指引。生猪方面，市场情绪相对乐观，端午节日消费提振市场情绪，短期二育持续发力，养殖端挺价意愿较强，生猪库存去化，远期供应预计收紧。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。