



2024年6月11日

美国降息预期摇摆, 资产价格见顶回落

核心观点

- **美国经济**: 一季度GDP和PCE双双下修, CPI年内首次如期下行, 地产销售、制造业景气偏冷, 就业和服务业景气偏热, 但就业数据未走向一致, 5月新增非农大超预期, 失业率却上行至4.0%, 或与移民持续流入有关。冷热不均的数据及联储表态导致降息预期反复摇摆, 基准情景为年内11月降息一次, 关注6月FOMC会议及经济预期。
- **中国经济**: 国内经济仍然呈现“供好于需”的局面, 物价维持低位运行, 随着相关政策的出台, 部分行业产能过剩的局面将得到缓解, 叠加基数效应, 未来一个季度预计CPI、PPI将温和回升。金融数据开启“挤水分”模式, 社融、M1双双转负, 居民、企业信贷尚未见起色, 但未来将更真实反应融资需求。地产方面迎来重磅新政, 供需两端齐发力, 体现政策对房价企稳的诉求, 新旧动能缺口缓慢弥合中。
- **大类资产**: 5月国内外大类资产走势分化, 海外资产表现更优。国内市场方面, 商品(1.68%) > 债券(0.49%) > 人民币(-0.64%) > 权益(-1.21%); 海外市场方面, 权益(3.46%) > 债券(1.31%) > 商品(0.97%) > 美元(-1.60%)。5月权益资产及主要大宗商品围绕着“美联储降息预期”这一主线定价, 纷纷在5月20日左右见顶回落。较为亮眼的资产为纳斯达克指数, 在AI业绩、宽松预期的催化下, 接连创下历史新高。
- **风险因素**: 政策效果不及预期, 地产修复不及预期, 海外降息时点晚于预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号: F0297587

投资咨询号: Z0011509

黄蕾

☎ 021-68555105

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号: F0307990

投资咨询号: Z0011692

高慧

☎ 021-68555105

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号: F03099478

投资咨询号: Z0017785

王工建

☎ 021-68555105

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号: F3084165

投资咨询号: Z0016301

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	7
二、大类资产表现	9
1、权益市场.....	10
2、债券市场.....	14
3、商品市场.....	16
4、外汇市场.....	18
三、经济数据预测	20

图表目录

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速	5
图表 2 美国 GDP 环比贡献项	5
图表 3 美国 CPI 及核心 CPI	6
图表 4 美国 CPI 同比贡献分项	6
图表 5 美国非农就业人数及失业率	6
图表 6 美国 ISM 制造业分项指标	6
图表 7 美国联邦基金目标利率	6
图表 8 芝商所 FedWatch 工具	6
图表 9 中国经济指标单月同比增速概览（截至 4 月）	7
图表 10 工业增加值同比增速	8
图表 11 社会消费品零售总额	8
图表 12 M1-M2 增速剪刀差	8
图表 13 居民中长期贷款	8
图表 14 30 城商品房成交面积	8
图表 15 PPI 分行业环比增速前五、后五	8
图表 16 2024 年 5 月国内外大类资产收益率概览	9
图表 17 权益市场表现	10
图表 18 A 股成交额	11
图表 19 A 股换手率	11
图表 20 沪深 300 风险溢价	12
图表 21 中证 1000 风险溢价	12
图表 22 主要宽基指数市盈率（TTM）	12
图表 23 融资融券余额	12
图表 24 北向资金	12
图表 25 一致预期净利润同比增速	13
图表 26 工业企业利润	13
图表 27 AH 股溢价率	13
图表 29 南向资金	14

图表 30 恒生指数换手率	14
图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率.....	14
图表 32 恒生指数与美元指数	14
图表 34 主要资金利率	15
图表 35 政府债发行与到期情况	15
图表 36 票据贴现利率	15
图表 37 国债收益率曲线	16
图表 38 国债期限利差	16
图表 39 伦敦金现与美元指数	17
图表 40 中国官方黄金储备	17
图表 41 国内外铜价走势	17
图表 42 LME 铜库存.....	17
图表 43 美国商业原油库存	18
图表 44 美国炼油厂产能利用率	18
图表 45 中美利差	19
图表 46 在岸、离岸人民币汇率	19
图表 47 美元指数	19
图表 48 花旗经济意外指数	19
图表 49 国内主要经济指标预测	20

一、宏观经济

1、美国

美国经济数据冷热交织，指向边际降温。一季度美国 GDP 环比折年率下修至 1.3%，主要系个人消费支出变动拖累，核心 PCE 也同步下修。5 月公布的一系列美国经济数据均呈现不同程度的降温，包括 4 月非农、PMI、地产销售、PCE、职位空缺等，降息预期也有所松动，而 6 月上旬公布的经济数据又有所偏强，表明目前美国经济冷热交织，后续或继续反复。最新 GDPNow 预计二季度 GDP 环比折年增速为 3.1%，此前最高为 4.2%、最低为 1.8%，其中个人消费支出和私人库存为主要驱动项。

去通胀最后一公里，4 月 CPI 如期下行。4 月美国 CPI 同比录得 3.4%，预期 3.4%，前值 3.5%，为年内首次未超预期；核心 CPI 同比录得 3.6%，预期 3.6%，前值 3.8%，为 2021 年 5 月以来最低，且核心商品、核心服务双双降温。值得关注的粘性通胀方面，根据 Zillow 房租指数，其同比自 2022 年高点回落后持续放缓至 2023 年 9 月，领先 CPI、PCE 房租项一年，因此今年 Q3 前通胀项中房租同比增长将放缓。

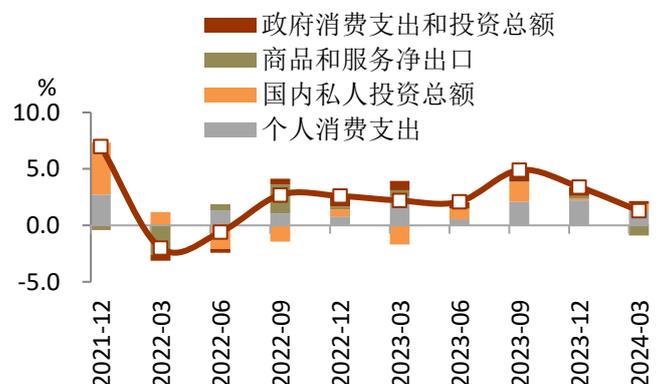
非农就业升温，景气有所分化。5 月美国新增非农就业 27.2 万人，预期 18 万人，3-4 月累计下修 1.5 万人；失业率录得 4.0%，前值 3.9%，创 2 年多来新高。这两者持续背离的原因可能是移民的流入及具有多份工作的人数占比提高。工资增速回升至 0.4%，预期 0.3%；劳动参与率录得 62.5%，低于前值和预期 62.7%。分行业看，商品和服务部门就业均升温，其中建筑业、商业服务、休闲酒店增长显著。景气方面，5 月 ISM PMI 制造业不及预期，回落至荣枯线下方；而服务业大超预期，创九个月新高。

5 月 FOMC 会议纪要偏鹰，降息预期反复摇摆。5 月中下旬公布的会议纪要中，官员们表达了对通胀下降进展不足的担忧，认为需要更多时间才能对降息充满信心，因此暗示将继续维持高利率的观望状态更长时间。偏鹰的纪要与降温的经济数据导致降息预期反复摇摆，目前基准情景为年内降息 1 次，重点关注 6 月 FOMC 会议及经济预期。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速

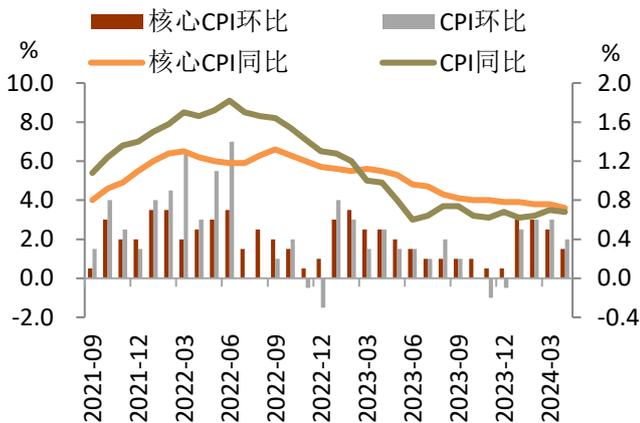


图表 2 美国 GDP 环比贡献项

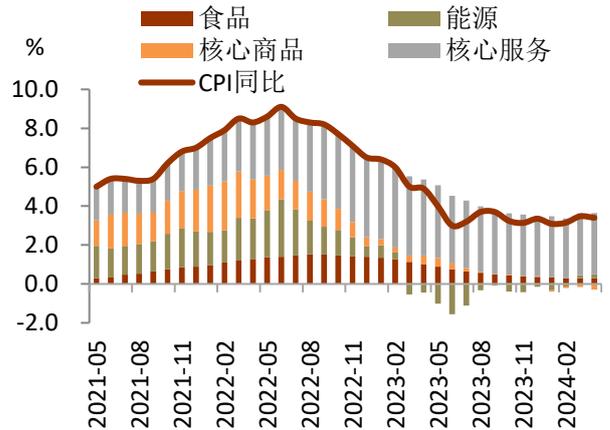


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表3 美国CPI及核心CPI



图表4 美国CPI同比贡献分项



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表5 美国非农就业人数及失业率

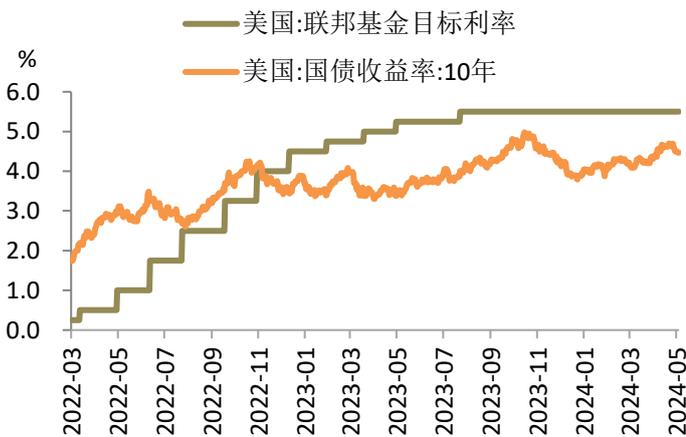


图表6 美国ISM制造业分项指标



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表7 美国联邦基金目标利率



图表8 芝商所FedWatch工具

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	99.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	8.8%	91.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	45.0%	51.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	16.0%	46.8%	36.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.7%	10.6%	35.5%	40.0%	13.2%
2025/1/29	0.0%	0.3%	5.0%	21.3%	37.5%	28.4%	7.5%
2025/3/19	0.2%	2.8%	13.6%	29.9%	32.7%	17.4%	3.5%
2025/4/30	1.1%	6.6%	19.3%	30.9%	27.3%	12.5%	2.3%

资料来源：iFinD，CME FedWatch，铜冠金源期货

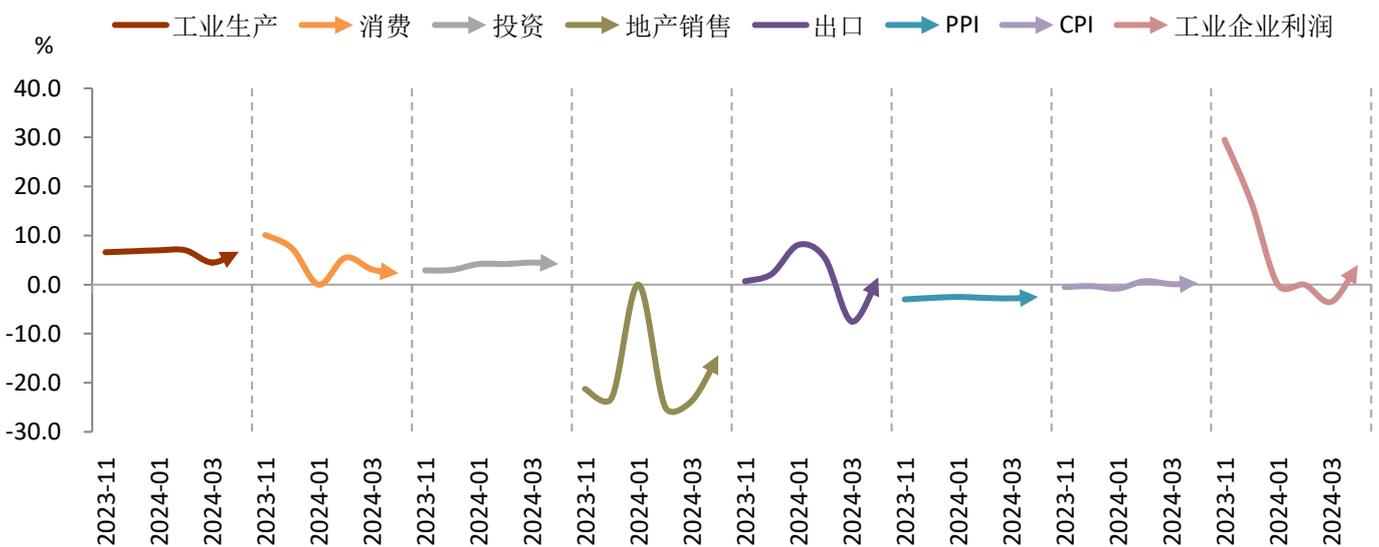
2、中国

经济依旧呈现“供好于需”的局面。5月公布的经济数据显示，工业生产偏强运行，出口链相关行业表现较好；投资方面结构分化，制造业>基建>地产格局延续；社零低于预期，必选消费好于可选消费，大件消费延续以价换量趋势。供给好于需求的情况下，物价保持低位运行，4月CPI同比0.3%，PPI同比-2.5%。5月29日，国务院发布《2024-2025年节能降碳行动方案》，方案要求优化产能布局，有望从供给侧缓解产能过剩局面。预计未来一个季度物价将在低基数、供给侧优化推动下回升。

金融数据挤水分，融资需求未见起色。4月社融新增-1987万亿元，同比少增14236亿元，不仅弱于往年同期，同时为2005年来首次负增。信贷方面，居民端信贷延续弱势，企业端依靠票据冲量。4月M1同比录得-1.4%，预期1.2%，前值1.1%；M2同比录得7.2%，预期8.3%，前值8.3%。社融与M1双双转负的背后，一方面受到央行防止资金空转禁止“手工补息”影响，另一方面也表明目前实体融资需求依然偏弱。

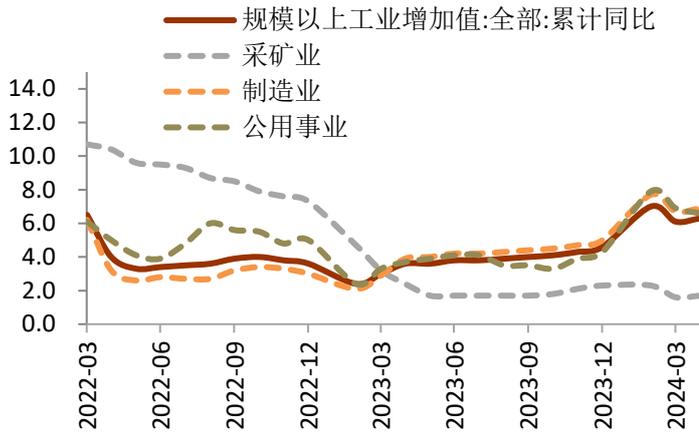
地产迎来重磅新政，供需两端齐发力。在上半年地产销售尚未企稳的背景下，5月17日央行出台地产优化政策，需求端下调首付比例、取消贷款利率下限、松绑限购等，供给端央行设立3000亿元保障性住房再贷款，用于支持地方国企收储以消化存量库存。地产政策的重点逐渐从供给侧（房企融资三只箭、三大工程、白名单等）转向需求侧，体现政策对房价企稳的诉求，以防范房价过快下滑带来的系统性风险。在经济增速中长期下台阶的背景下，政策的思路是“发展新动能，托举旧动能”，因此经济复苏呈现波动或为常态。

图表9 中国经济指标单月同比增速概览（截至4月）



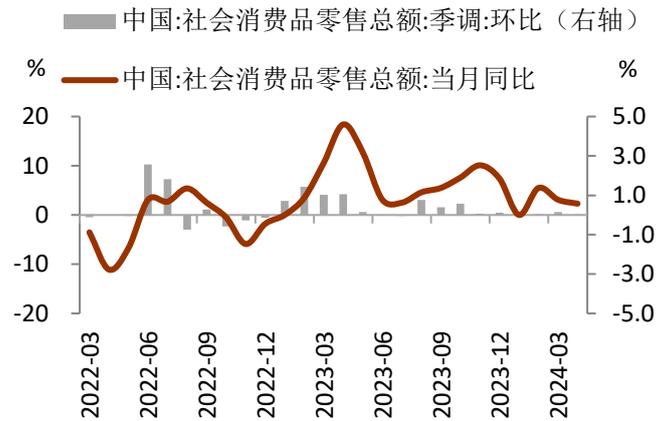
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 10 工业增加值同比增速

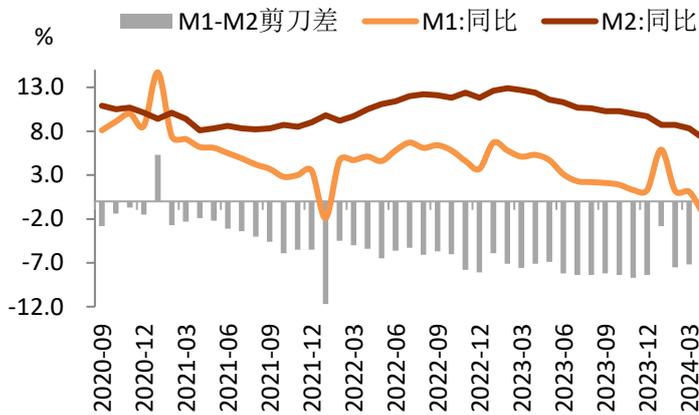


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 11 社会消费品零售总额

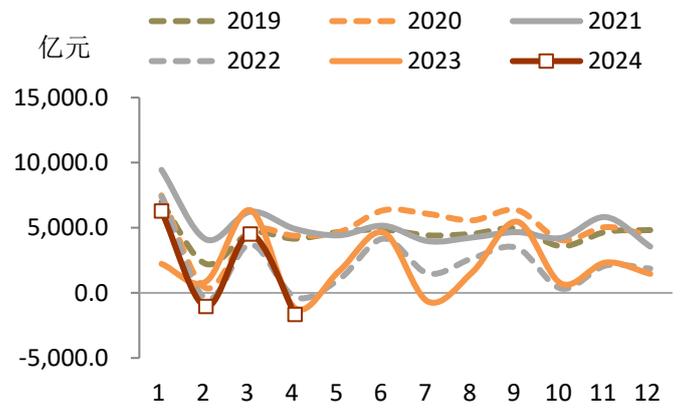


图表 12 M1-M2 增速剪刀差

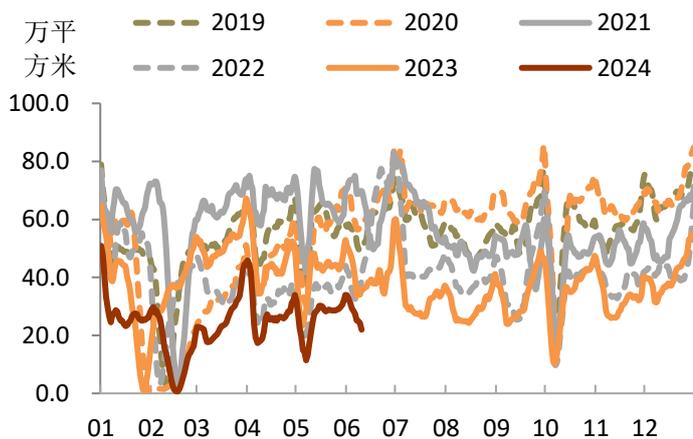


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 13 居民中长期贷款

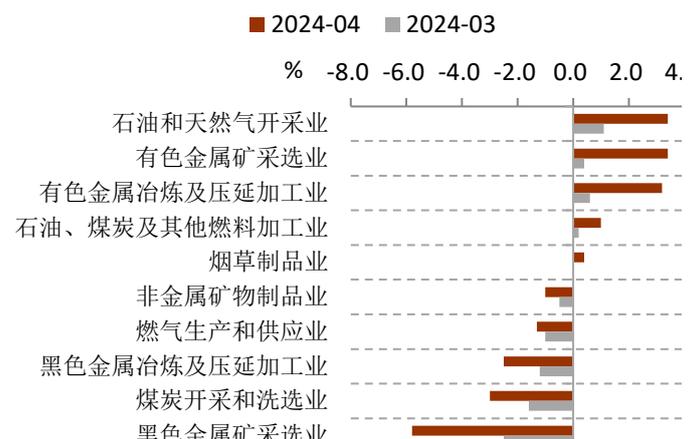


图表 14 30 城商品房成交面积



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 15 PPI 分行业环比增速前五、后五



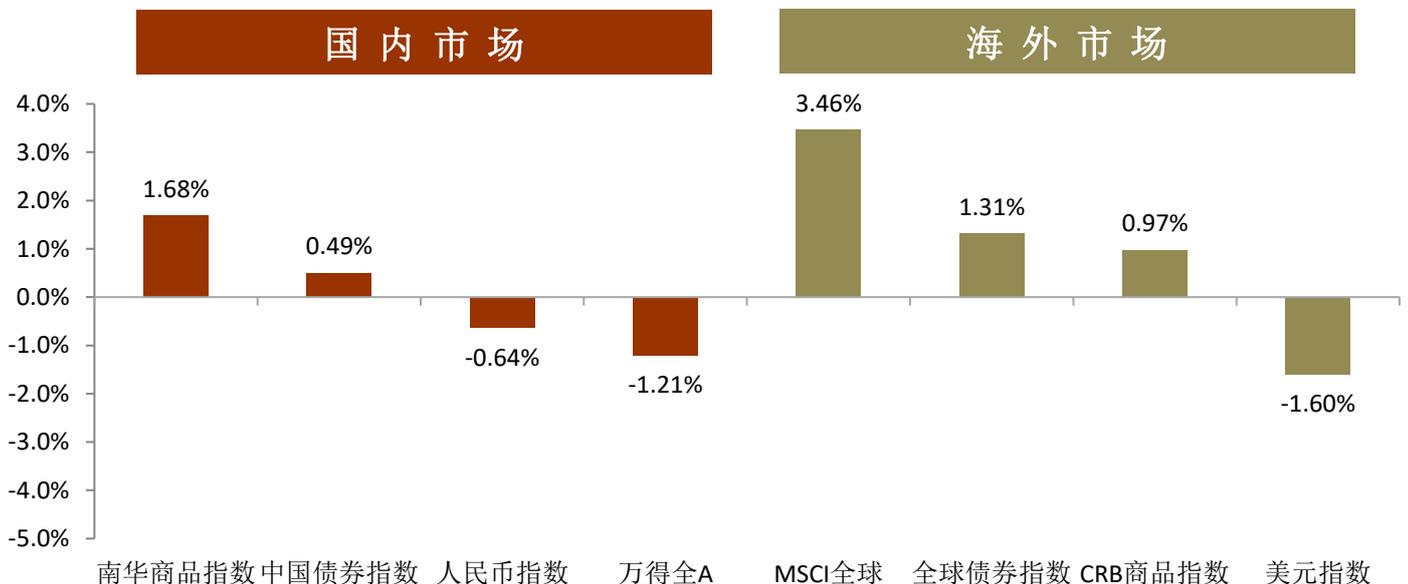
二、大类资产表现

2024年5月，国内外大类资产走势分化，海外市场>国内市场，国内商品及全球股市相对占优。

国内市场方面，商品(+1.68%)>债券(+0.49%)>人民币(-0.64%)>权益(-1.21%)。
南华商品指数5月收益率录得1.68%，各板块均收涨，贵金属(+7.34%)>有色(+3.72%)>农产品(+2.94%)>工业品(+0.95%)>能化(+0.65%)>黑色(+0.3%)；**中国债券综合指数**(Bloomberg)5月收益率录得0.49%，涨幅较4月有所上升，呈单边上行走势；**人民币指数**(CFETS)5月收益率录得-0.64%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币转弱，在岸美元兑人民币贬值0.02%，离岸美元兑人民币贬值0.11%；**A股**5月收益率录得-1.21%，结束连续3个月连涨趋势，全月震荡后回落。

海外市场方面，权益(+3.46%)>债券(+1.31%)>商品(+0.97%)>美元(-1.60%)。
MSCI全球指数5月收益率录得3.46%，美股涨幅居前、纳斯达克全月收涨近7%，欧洲国家次之，亚洲国家整体表现偏弱；**全球债券综合指数**(Bloomberg)5月收益率录得1.31%，美国、新兴市场债券涨幅较好，欧洲小幅收跌；**CRB商品指数**5月收益率录得0.97%，金属、工业品、油脂、家畜板块收涨，纺织品、食品收跌；**美元指数**5月涨跌幅录得-1.60%，近期美国通胀回落、就业市场降温带动美元指数震荡走弱，从106.3回落至104.7。

图表 16 2024年5月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

1、权益市场

2024年5月，国内外权益市场涨跌背离，其中美股>港股>A股。**国内方面**，A股5月收跌-1.21%，其中沪深300收跌-0.68%、中证1000收跌-2.59%，创业板收跌-2.87%，科创50收跌-3.16%，北证50%收跌-5.24%，整体震荡回落，大票占优风格延续。

港股方面，5月恒生指数收涨1.78%，恒生科技收跌-0.27%，上旬延续4月来的强势，下旬受到海外流动性收紧回落。**海外方面**，美股受到AI行业业绩催化、降息预期增强影响，再创新高，但纳斯达克与道琼斯工业指数自5月下旬后呈显著分化；欧元区主要国家及日本收涨，印度、韩国收跌。

图表 17 权益市场表现

指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
万得全A	4426.33		-1.21	-3.04
上证指数	3086.81		-0.58	3.76
深圳成指	9364.38		-2.32	-1.68
创业板指	1805.11		-2.87	-4.56
A股				
上证50	2462.18		-0.08	5.85
沪深300	3579.92		-0.68	4.34
中证500	5308.54		-2.44	-2.22
中证1000	5355.21		-2.59	-9.04
中证2000	2026.29		-2.20	-15.55
科创50	743.23		-3.16	-12.77
北证50	771.57		-5.24	-28.73
港股				
恒生指数	18079.61		1.78	6.06
恒生科技	3690.76		-0.27	-1.95
恒生中国企业指数	6392.58		-1.89	10.82
海外				
道琼斯工业指数	38686.32		2.30	2.64
纳斯达克指数	16735.02		6.88	11.48
标普500	5277.51		4.80	10.64
英国富时100	8275.38		1.61	7.01
法国CAC40	7992.87		0.10	5.96
德国DAX	18497.94		3.16	10.42
日经225	38487.90		0.21	15.01
韩国综指	2636.52		-2.06	-0.71
印度SENSEX30	73961.31		-0.70	2.38

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.1 A股

5月A股主要宽基指数均下跌，前半月延续4月窄幅震荡趋势，下旬市场风险偏好转弱，呈现单边下跌。风格方面，上证50、沪深300代表的大票优于中证1000、中证2000代表的小票，此外科创50、北证50跌幅较深。

分子端强预期弱现实、分母端边际回暖。从分子端看，经济数据仍然呈现“供好于需”的局面，金融数据受到“挤水分”影响偏冷，物价低位运行，工业企业利润有所企稳；地产引来了重磅政策，供给端收储去库存，需求端降低首付比、取消贷款利率下限，政策旨在稳住房价、防范风险。从分母端看，5月公布的一系列美国经济数据均呈现边际降温迹象，10Y美债利率从呈“V形”走势，年内降息预期略有强化；国内5月未降准降息，6月货币宽松预期仍在、但不宜过高。

月均成交延续缩量，市场情绪回落。从成交额看，5月份沪深两市日均成交额约为8477亿元，较上个月份减少686亿元，环比-7.5%，连续第二个月缩量。从换手率看，5月两市换手率较4月有所回落，回到去年四季度水平，情绪在连续2个月改善后降温。

市场风险偏好小幅收缩，大票性价比降低。5月沪深300的风险溢价从5.98%小幅回升至6.02%，上证50的风险溢价从7.25%回升至7.26%，中证500的风险溢价从1.92%回升至2.02%，中证1000的风险溢价从0.3%回升至0.36%。上证50和沪深300的性价比较低，中证1000次之，中证500相对较高。

宽基指数估值均下修，小票幅度更大。从估值端看，万得全A市盈率从17.1倍回落至17.0倍，上证50市盈率持平上月10.5倍，沪深300市盈率从12.1倍回落至12.0倍，中证500市盈率从23.6倍回落至23.1倍，中证1000市盈率从38.4倍回落至37.6倍。

两融、北向均净流入。从杠杆资金端看，5月末两融余额为15265亿元，较4月末增加144亿元，整体处于近4年偏低水平。从外资端看，5月北向资金呈现净流入88亿元，流入速度较4月略有提高，或受到美国通胀如期放缓、降息预期增强影响。

财报空窗期，4月工业企业利润企稳。从盈利端看，5月万得全A一致预期净利润同比增速从4月末17.5%下修至16.2%，上证50从6.7%下修至6.0%，沪深300从10.7%下修至9.8%，中证500从29.4%下修至26.3%，中证1000从49.8%下修至47.4%，中证2000从60.1%下修至53.8%。从宏观数据来看，4月工业企业利润累计同比增速为4.3%，持平前值呈现企稳修复态势，未来几个月在PPI的修复下，企业盈利读数或将好转，但实质性的反转，仍需看到产能过剩缓解、内生需求反弹带来的价格改善。

图表 18 A股成交额

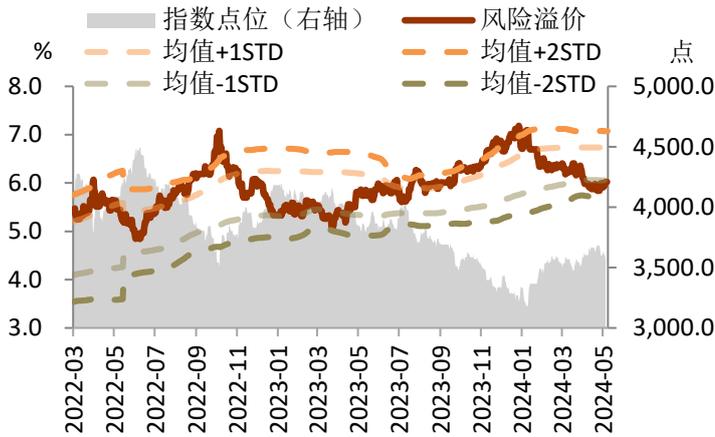


图表 19 A股换手率

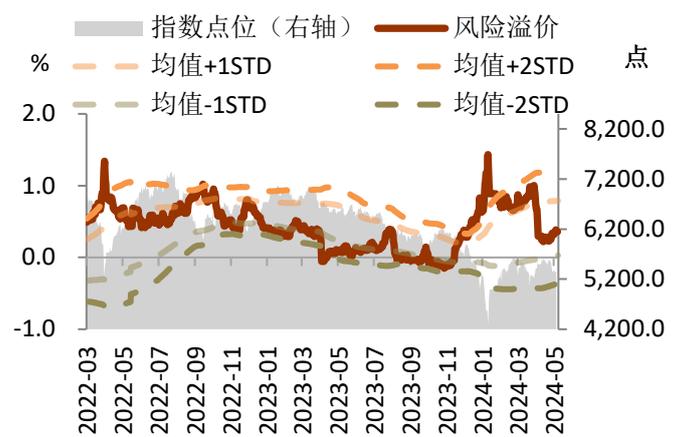


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 20 沪深 300 风险溢价

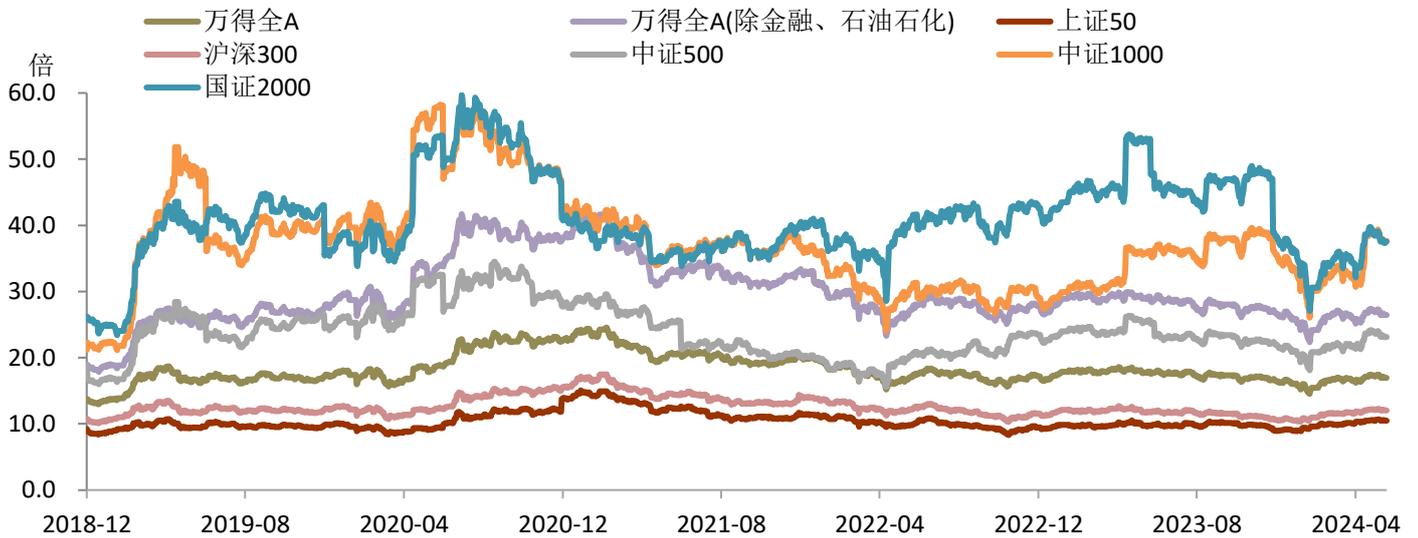


图表 21 中证 1000 风险溢价



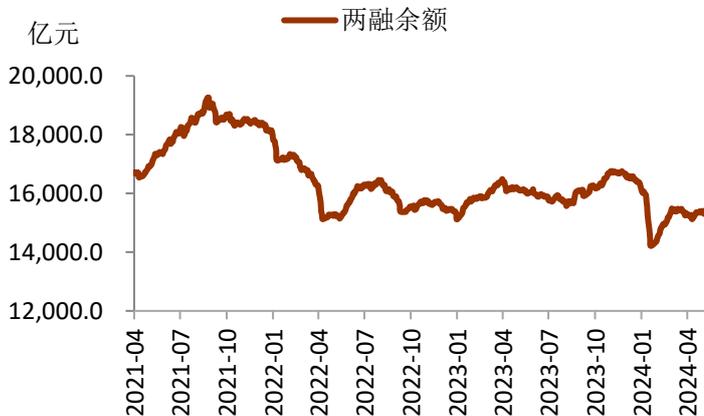
资料来源：iFinD，铜冠金源期货（风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率）

图表 22 主要宽基指数市盈率（TTM）

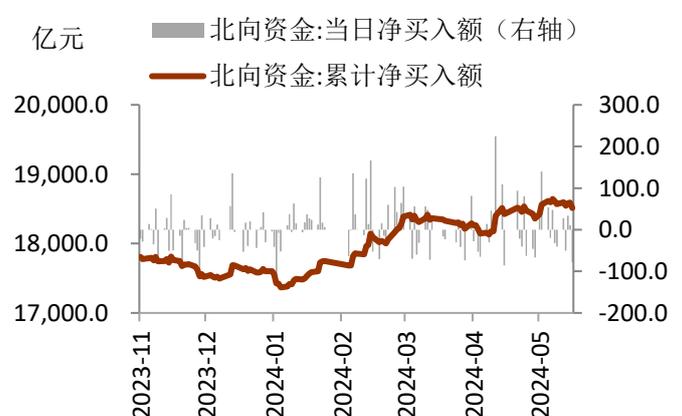


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 融资融券余额

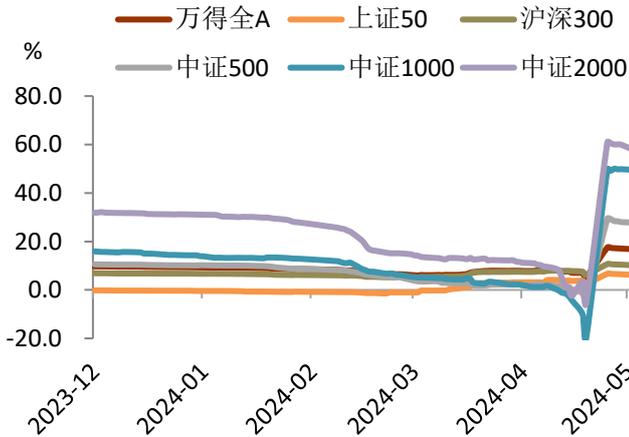


图表 24 北向资金



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 25 一致预期净利润同比增速



图表 26 工业企业利润



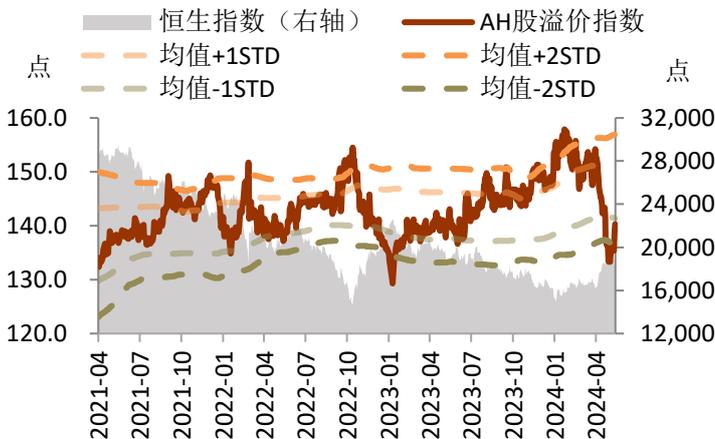
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.2 港股

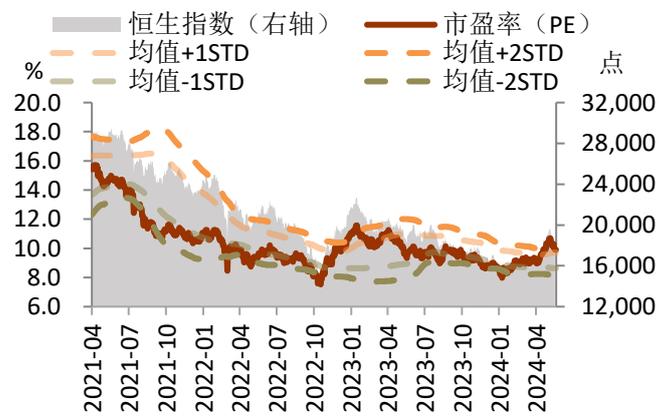
5月港股走高后回落。港股5月前三周延续4月强势，分子端受到国内政策加码提振、分母端美国经济数据降温、降息预期强化。最后一周在国内经济数据疲软、降息预期回落、短期情绪面见顶等多重因素共振下，市场迎来大幅回调。

估值持续修复，南向持续流入，市场情绪短期见顶。恒生指数的市盈率（P/E）在5月末为9.9倍，4月末为9.6倍，修复至2023年10月水平。南向资金延续4月份以来的流入趋势，在5月实现净流入645.01亿元，略低于前值，处于近3年偏高水平，内地资金持续加码港股。同时，恒生指数的换手率在5月份持续冲高、最后一周有所回落，市场交易活跃度增加，但近期过热情绪有所降温。

图表 27 AH 股溢价率



图表 28 恒生指数市盈率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 南向资金

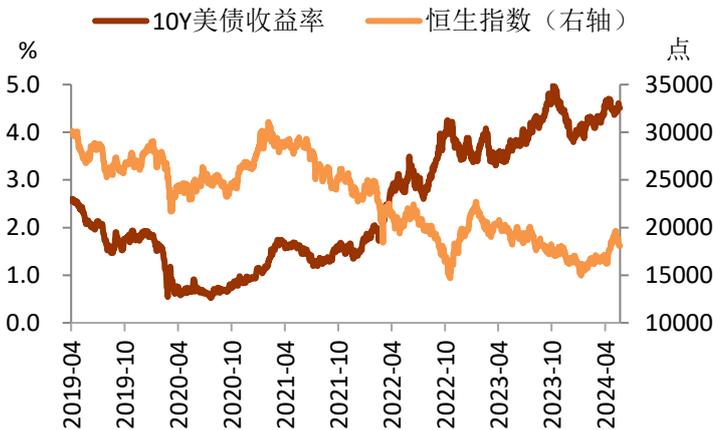


图表 30 恒生指数换手率

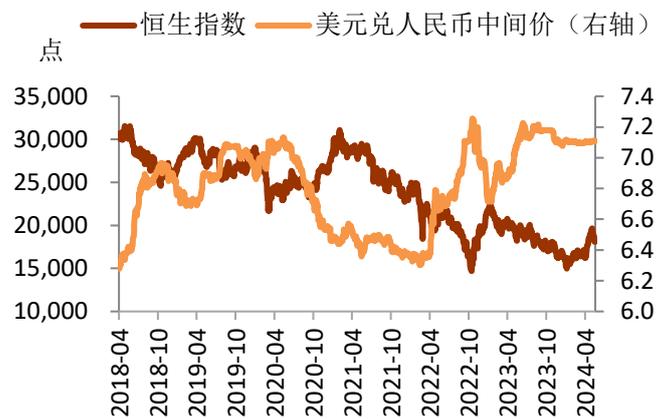


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 32 恒生指数与美元指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

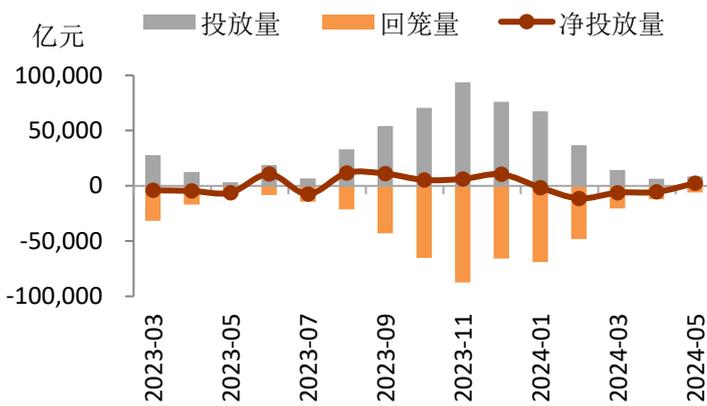
2、债券市场

央行转向净投放，资金面延续宽松，利率中枢下行。资金供给方面，5月央行公开市场净投放 2340 亿元，结束连续 5 个月净回笼，其中逆回购投放 6460 亿元、到期 4820 亿元，MLF 投放 1250 亿元、到期 1250 亿元，国库现金定存投放 700 亿元、到期 0 亿元。资金价格方面，5 月利率中枢整体下行，R001 较 4 月末下行 14.0BP 至 1.99%，DR001 较 4 月末下行 12.4BP 至 1.81%；R007 较 4 月末下行 22.4BP 至 1.87%，高出政策利率 6.55BP，DR007 较 4 月末下行 24.2BP 至 1.87%，高出政策利率 6.75BP。资金需求方面，5 月政府净融资 11575.28 亿元，较 4 月增加 12398.76 亿元，较去年同期增加 5269.35 亿元，中旬特别国债发行安排出炉，节奏较为平滑，地方债发行偏慢；票据贴现利率 5 月均值为 1.32%，较 4 月下行 17.1BP，表明 5 月信贷需求继续走弱。

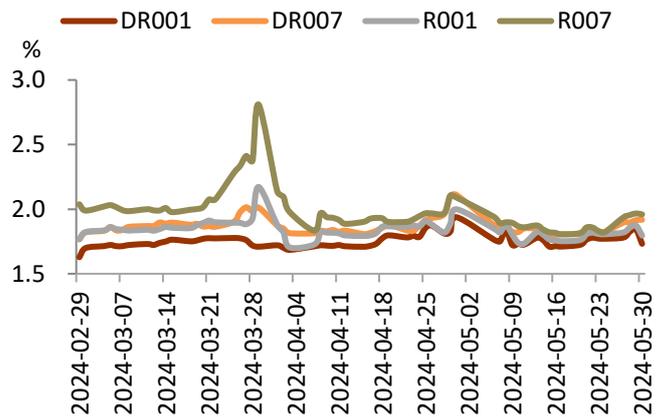
国债利率中短端下行、长端上行，曲线走陡。5月末，10年期国债收益率为2.29%，较4月末下行1.02BP；30年期国债收益率为2.55%，较4月末上行1.7BP。2年期国债收益率为1.80%，较4月末下降8.13BP。10Y-2Y期限利差为0.5%，较4月末走阔7.14BP；30Y-10Y期限利差为0.26%，较4月末走阔0.89BP。

债市基本面偏多，监管多次点名，多空交织震荡。5月债市波动上行，两大利空因素出尽，一则万亿特别国债发行计划落地，供给冲击扰动弱于预期；二则430政治局会议提及的地产新政落地，需求侧降低首付比例、取消利率下限等，供给侧地方收储以加速去库存、规模略不及预期。与此同时，5月公布的社融、M1超预期转负，一方面受到禁止手工贴息影响，另一方面也透露着目前内需偏弱的事实，经济复苏波动支撑债市多头情绪。5月央行多次“点名”长债收益率，月末称“必要时将卖出国债”“10年期国债收益率合理区间约在2.5%至3%”。尽管客观数据支撑做多债市，但监管喊话导致利率难以趋势向下，多空交织呈现震荡走势。

图表 33 货币市场公开操作

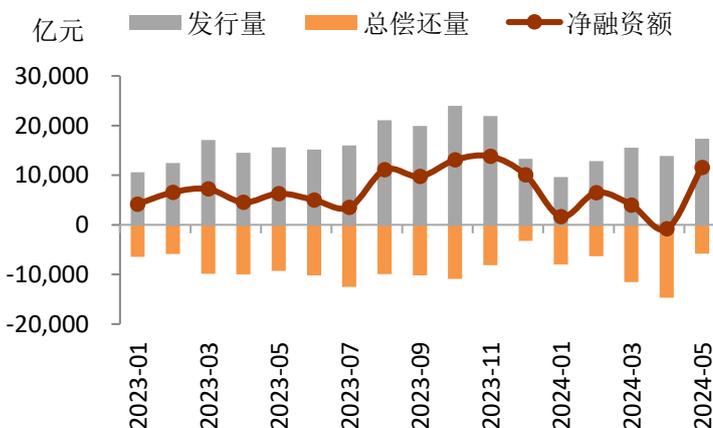


图表 34 主要资金利率

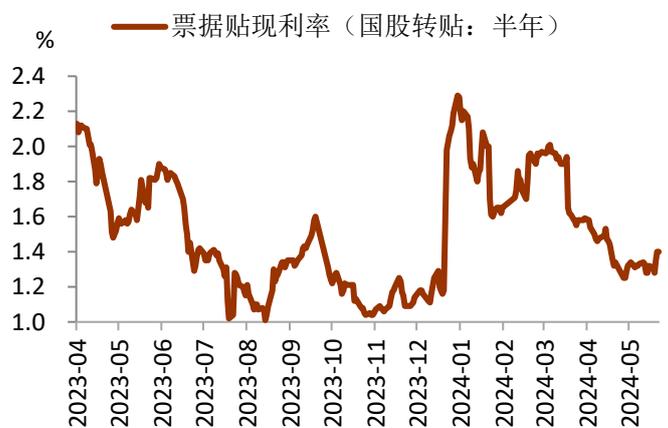


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 政府债发行与到期情况

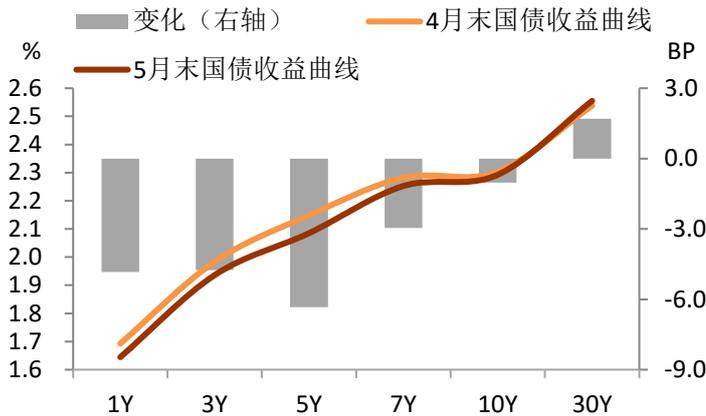


图表 36 票据贴现利率

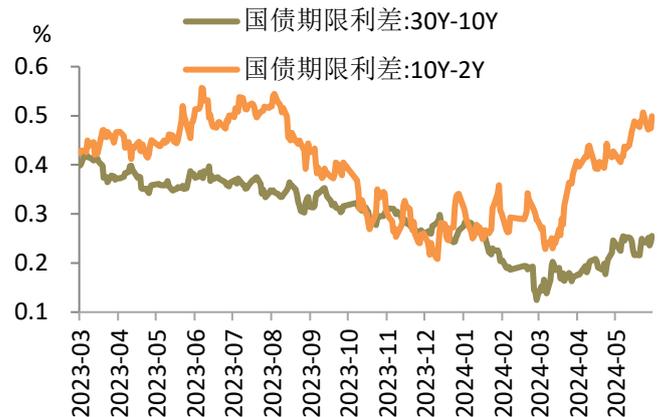


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 国债收益率曲线



图表 38 国债期限利差



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品市场

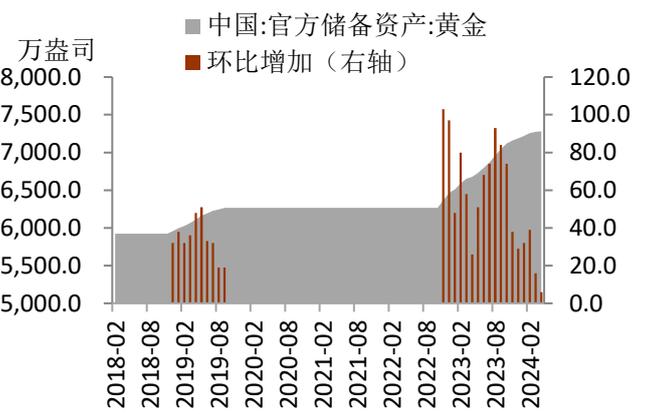
3.1 黄金

5月金价冲高回落。5月末，伦敦金现收于2326.97美元/盎司，月涨幅1.8%，最高至2450.1美元/盎司再创历史新高；沪金收于556.86元/克，月涨幅0.63%，未突破前高，自5月下旬起金价进入回调阶段。(1) 降息预期提高、地缘风险共同推高金价。5月公布的数据显示，美国非农就业降温、CPI如期下行、制造业PMI回落，导致市场降息预期前置；与此同时，中东战区风险扩大，导致的避险需求再度推升了金价。(2) 金价进入回调阶段。5月下旬公布的联储会议纪要偏鹰，叠加以色列与美国就搁置大规模进攻拉法计划达成一致，对金价形成抑制。(3) 有色投机情绪缓和。5月20日起COMEX铜逼仓风险缓和，美铜大幅回落带动包括黄金在内的有色金属价格下行，多数品种回吐此前涨幅。(4) 往后看，美国经济数据冷热交错，带动降息预期反复摇摆，短期金价或随之调整；中长期而言，“去美元化”进行中，各国央行仍在增持黄金，地缘政治不确定性未减，作为非主权货币的黄金将受到青睐。

图表 39 伦敦金现与美元指数



图表 40 中国官方黄金储备

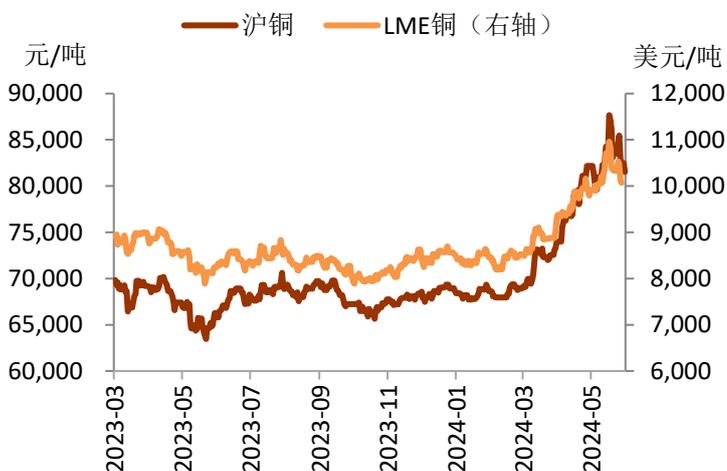


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

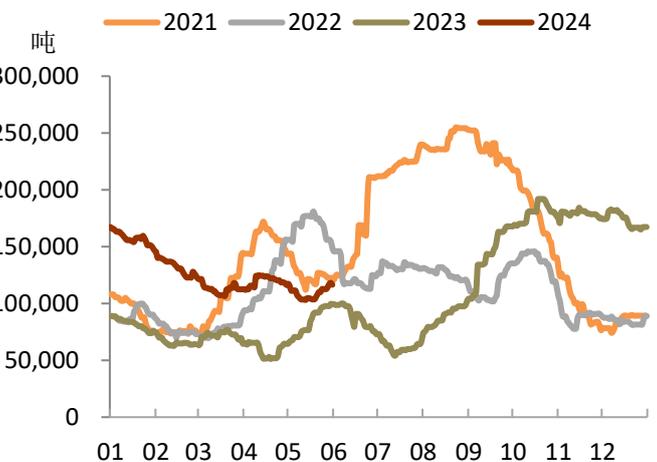
3.2 铜

投机情绪带动铜价再创新高后回落。5月末，伦铜收于10069美元/吨，月涨幅0.78%；沪铜收于82500元/吨，月涨幅0.52%，内外盘铜价均创新高后回落。(1) 从宏观面看，美国5月经济数据降温，市场降息预期提前；叠加国内地产出台重磅政策，利好铜价上行。(2) 从基本面看，在铜价走强背景下，国内精铜紧平衡预期并未兑现，消费偏弱状态下社库持续累积，拖累铜价高位快速回落。(3) 从消息面看，5月中旬起COMEX铜逼仓事件愈演愈烈，多头情绪助推铜价再创新高；随着空头交仓压力的逐步缓解，短期投机情绪已经消退。(4) 展望后市，随着美铜挤仓风险平息、国内持续累库、供需偏松的背景下，铜价短期上涨空间有限，或将震荡回调。

图表 41 国内外铜价走势



图表 42 LME 铜库存

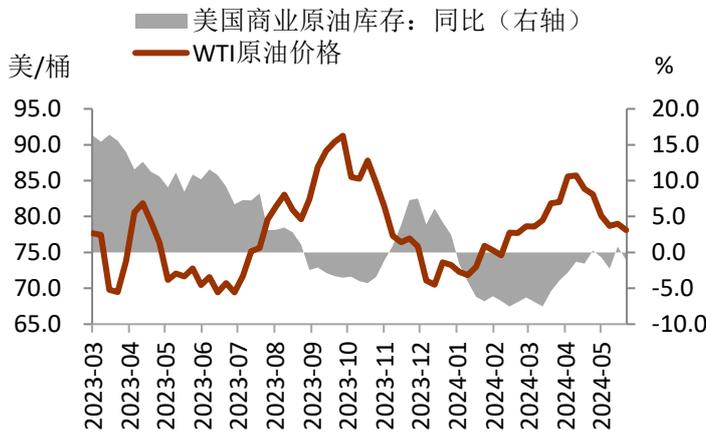


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.3 原油

油价震荡回调，OPEC+减产时间不及预期。5月末，WTI原油收于77.18美元/桶，月涨跌幅-5.8%；布伦特原油收于81.37美元/桶，月涨跌幅-5.75%，油价在5月震荡回调。(1) 地缘风险溢价消退。5月中东地区就停火协议展开会谈，整体地缘风险虽反复波动，但较4月有所缓和，短期无显著扩大趋势，多头情绪逐渐消退。(2) 从基本面看，5月主要能源机构下调石油消费预测，针对2024年全球每日石油消费的预估，EIA和IEA分别下调至92万桶和110万桶（原预估为94万桶和120万桶），主要的下调因素来自欧洲，反映了由于暖冬导致的柴油消费量减少。供给端，市场预期6月2日OPEC+会议将延长减产时间至年底，原油供需格局收紧，价格震荡。事后看OPEC+实际收紧力度不及预期，当日跌幅较大。(3) 从宏观面看，美国4月非农不及预期，主要经济数据均指向边际转冷，叠加美联储会议纪要偏鹰，宏观因素对油价形成压制。

图表 43 美国商业原油库存



图表 44 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

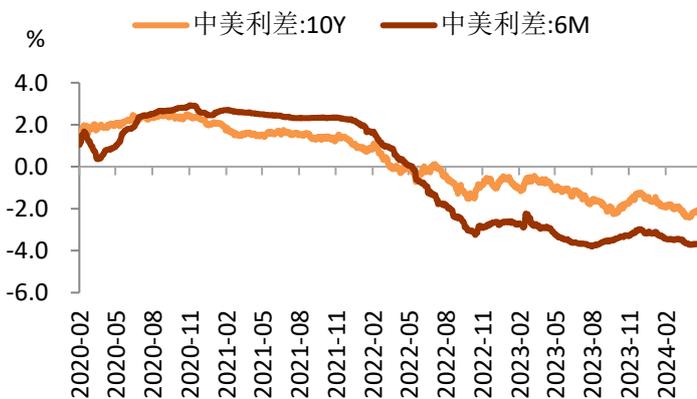
4.1 美元

经济降温、降息预期摇摆，美元指数震荡下行。5月美元指数从105.65震荡下行至104.63。(1) 美国就业市场降温。4月美国新增非农就业17.5万人，大幅不及预期和前值，失业率上行至3.9%，首次未超预期的非农就业导致市场降息预期打开。(2) 美国通胀如期下行。自去年12月以来，美国CPI连续4个月高于预期，而4月公布的通胀首次未超预期录得3.4%，核心CPI同比回落至3.6%，且粘性通胀住房项、时薪增速仍在回落的趋势上。(3) 联储会议纪要偏鹰。5月降温的经济数据提升了市场降息预期，但下旬公布的会议纪要显示，官员对去通胀有所担忧，需要更多时间观望。

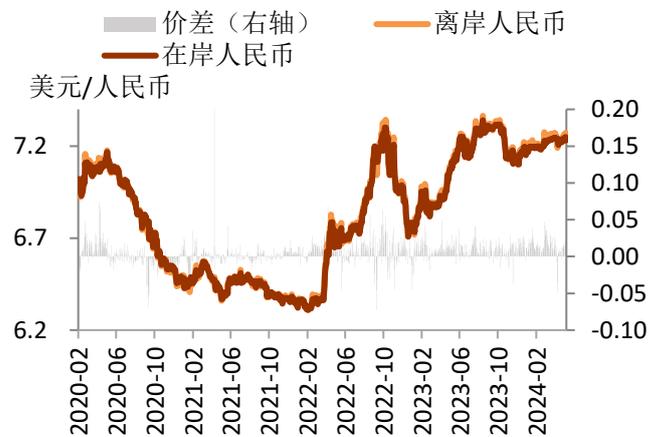
4.2 人民币

人民币震荡贬值。5月在岸人民币汇率从7.2416下跌至7.2440，离岸人民币汇率从7.2555涨至7.2629，人民币中间价从7.1063调至7.1088。(1) 从内部环境来看，5月经济仍呈现波动复苏，供给好于需求，物价温和增长，金融数据偏冷，新旧动能切换中，地产出台重磅政策。(2) 从外部环境来看，美国经济降温，降息预期反复摇摆，但较4月有所好转，中美利差倒挂程度在5月有所缓和。(3) 总体而言，中国经济企稳但弹性较弱，美国经济呈现边际降温，两者温差在不断收窄，后期或有反复。在美联储开启降息前，国内货币政策仍然受到掣肘，中美利差倒挂在短时间内可能无法显著缓解，人民币汇率将保持震荡偏弱运行。

图表 45 中美利差

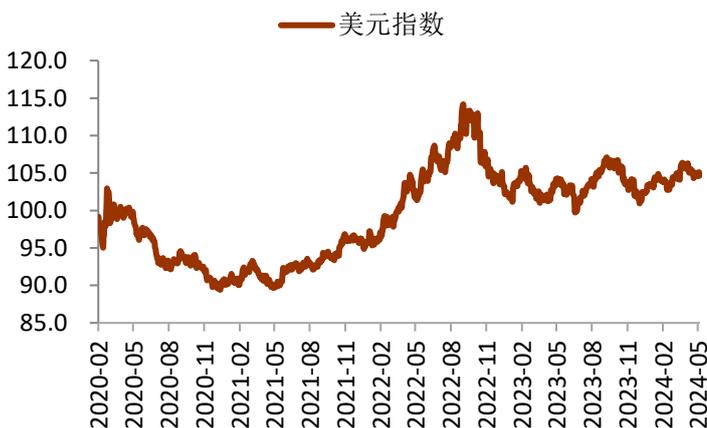


图表 46 在岸、离岸人民币汇率

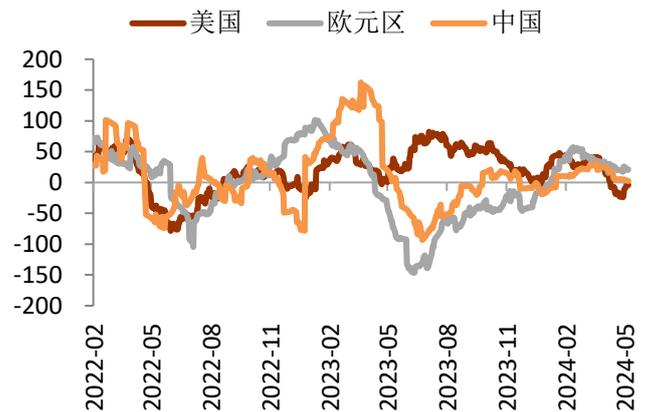


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 47 美元指数



图表 48 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、经济数据预测
图表 49 国内主要经济指标预测

指标	单位	5月预测	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月	7月	6月	5月	4月	3月
内需																
社会消费品零售总额	当月同比 (%)	2.8	2.3	3.1	5.5	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6
规模以上工业增加值	当月同比 (%)	6.0	6.7	4.5	7.0	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9
固定资产投资	累计同比 (%)	4.2	4.2	4.5	4.2	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1
——制造业投资	累计同比 (%)	10.0	9.7	9.9	9.4	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0
——房地产开发投资	累计同比 (%)	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8
——基建投资	累计同比 (%)	8.5	7.8	8.8	8.9	8.9	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	10.1	9.5	9.8	10.8
外需																
出口	当月同比 (%)	7.5	1.5	-7.5	5.6	8.2	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5	-14.2	-12.4	-7.6	7.1	10.9
进口	当月同比 (%)	1.8	8.4	-1.9	-8.2	15.4	0.2	-0.7	2.9	-6.3	-7.2	-12.1	-7.0	-5.2	-8.8	-2.0
贸易差额	当月值 (亿美元)	721.5	723.5	585.5	397.1	854.6	753.4	694.5	561.3	753.2	672.6	794.2	694.9	649.3	850.3	770.6
物价																
CPI	当月同比 (%)	0.4	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.7
PPI	当月同比 (%)	-1.8	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5
货币																
新增人民币贷款	当月值 (亿美元)	10000	7300	30900	14500	49200	11700	10900	7384	23100	13600	3459	30500	13600	7188	38900
金融																
社会融资规模增量	当月值 (亿美元)	23000	-720	48675	15211	65364	19401	24554	18441	41326	31279	5366	42265	15560	12249	53867
M1货币供应量	当月同比 (%)	-1.7	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3	1.3	1.9	2.1	2.2	2.3	3.1	4.7	5.3	5.1
M2货币供应量	当月同比 (%)	7.1	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7	10.0	10.3	10.3	10.6	10.7	11.3	11.6	12.4	12.7
利率																
1年期MLF利率	当月报价 (%)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.65	2.65	2.75	2.75
1年期LPR利率	当月报价 (%)	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.55	3.55	3.65	3.65
5年期LPR利率	当月报价 (%)	3.85	3.95	3.95	3.95	3.95	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	4.30	4.30

资料来源：iFinD，铜冠金源期货预测

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。