

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

降息落空不改牛本色

报告日期：

2024年6月23日

报告内容摘要：

◆**国外：**美国方面经济数据喜忧参半，销售数据不佳，但PMI依然稳健，美债利率保持偏低位运行。从美联储官员讲话来看，多数对货币政策保持耐心，认为还是要观察经济数据走向。加之欧元区PMI疲弱，美元指数继续上行。我们继续总体对美债利率和美元指数抱有信心。

◆**国内：**经济数据公布，工业增加值和投资回落，消费略有回升，但大部分也是基数作用，不代表实质性走强，也就是说整体依然疲弱，基本面仍然不构成对债市的威胁。降息落空尽管不利于债市，但在资产荒作用下，我们看到本周国债期货仍然在上冲。季末将至，资金面有所趋紧，关注债市短期扰动，中长期依然保持看好观点。

风险提示：美国经济超预期走弱 国内政策超预期

目录

一、	降息落空	3
二、	国外制造业周期仍存	5
三、	总结	6

图目录

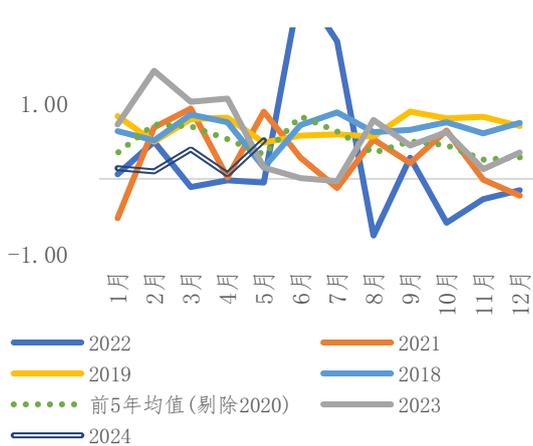
图 1:	社零环比增速位于均值以上区间 (%)	3
图 2:	社零同比增速回升 (%)	3
图 3:	固定资产投资累计同比增速回落 (%)	4
图 4:	房地产、基建均下滑 (%)	4
图 5:	房地产仍在下滑阶段	4
图 6:	美国制造业依然处于上升阶段	5

一、降息落空

5 月经济数据延续弱势。

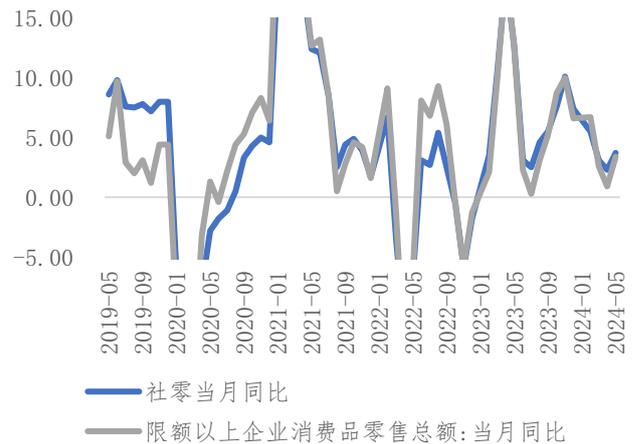
消费整体还成。环比来看，社零增速提升至 0.51%，较前 5 年均值（剔除 2020）高出 0.19 个百分点。只是这里也有一定 4 月基数低的效应在。同比来看，社零当月同比升至 3.72%，较 4 月提升 1.47 个百分点。数值来看提升较多，但也有基数效应的问题，去年 4 月社零当月同比增速为 18.41%，5 月则只有 12.69%。因此社零数据是提升了，但其中基数作用较为关键。

图 1：社零环比增速位于均值以上区间（%）



资料来源：Wind，信达期货研究所

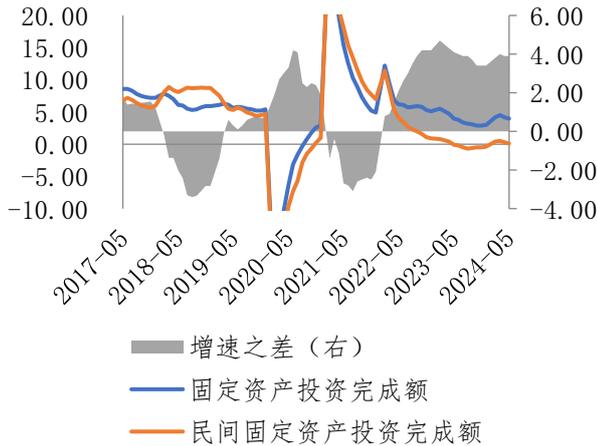
图 2：社零同比增速回升（%）



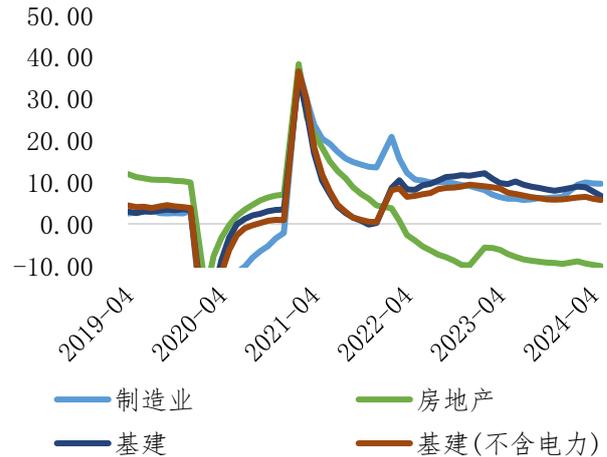
资料来源：Wind，信达期货研究所

投资整体下行，唯有制造业韧性较强。固定资产投资累计同比增速连续 2 个月下降，考虑到去年同比基数也是在走低，说明不是基数效应导致，而是实质上的下行。分类来看，制造业投资回落 0.1 个百分点至 9.6%，广义基建累计同比增速回落 1.1 个百分点至 10.1%，狭义基建回落 0.3 个百分点至 5.7%，房地产开发投资增速回落 0.3 个百分点至 -10.1%。

基建回落或与缺项目有关。2024 年 6 月份新闻发布会，国家发展改革委发言人表示，去年增发 1 万亿国债项目加快建设，截至 5 月末项目开工率已超过 80%。而在 5 月的新闻发布会上，该发言人表示开工率已超过 70%。也就是说尽管上层不断强调要推动增发国债项目 6 月底前全部开工建设，但项目进展还是比较缓慢的。考虑到去年增发 1 万亿国债时，计划 5000 亿当年用掉，剩余 5000 亿 2024 年用，现在的进程其实是远远滞后的。既然不缺钱，也不缺意愿，那只能是缺项目。当前中央既想要促经济，又想要提质量，但符合条件的项目不足或仍是制约项。

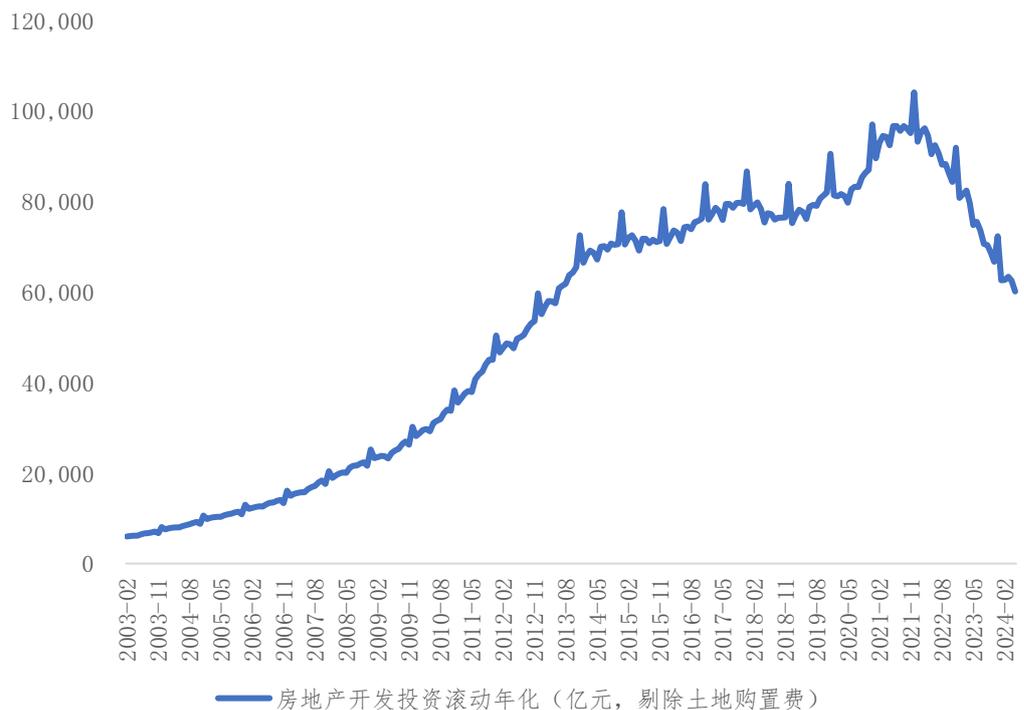
图 3: 固定资产投资累计同比增速回落 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 4: 房地产、基建均下滑 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

房地产方面, 我们关注剔除土地购置费后的年化开发投资额, 发现这一投资额下行斜率并没有改变, 即使当前供给端和需求端政策已经非常有诚意。因此, 以地产为核心的旧力量仍是明显的拖累项。

图 5: 房地产仍在下滑阶段


资料来源: Wind, 信达期货研究所

本身债市的一大风险点在于经济基本面回升, 如今来看, 这点丝毫不构成威胁。

在疲弱的基本面下, 市场依然在期待降息, 但 MLF 降息并未到来。我们猜测原因可能有二, 第一, 汇率约束。当前中美利差处于高位, 人民币贬值压力较大, 人民币基本沿着跌停板运行, 降息恐引发利率进一步走低, 令贬值压力加剧。

第二, 央行不断提示长端利率风险。当前尽管央行不断喊话, 但由于喊话较为密集, 威慑作用逐步下降, 降息或令长端债券再次上冲。

第三，可能 MLF 降息意义也不是很大。毕竟当前 1 年期国债利率已降至 1.6% 以下，一年期同业存单利率也远低于 2.5% 的 MLF 利率。市场利率远低于政策利率。从潘行长的陆家嘴金融论坛表述来看，未来 MLF 利率的政策意义或将淡化。

尽管政策面的预期强，但实际行动迟迟未至。资产荒继续推动债市走牛，如同我们的预期一样。目前来看，这一趋势仍将持续。

二、国外制造业周期仍存

零售不及预期。美国 5 月零售销售录得 7031 亿美元，环比 0.1%，不及市场预期的 0.3%，剔除汽车的零售销售环比-0.1%（市场预期 0.2%）。而剔除汽车和汽油的零售销售环比增速为 0.1%，不及预期的 0.4%。

但制造业和工业产出表现较好。6 月制造业 PMI 从 51.3% 上升至 51.7%。5 月工业产出环比 0.9%，高于预期的 0.3%，也高于前值 0%。而制造业产出增速上升至 0.9%，也高于预期的 0.3%。产能利用率也从 78.2% 提升至 78.7%。

从美国制造业表现来看，国内出口逻辑可能还可以持续。

图 6：美国制造业依然处于上升阶段



资料来源：Wind，信达期货研究所

整体来看，美国方面经济数据喜忧参半，美债利率保持偏低位运行。从美联储官员讲话来看，多数对货币政策保持耐心，认为还是要观察经济数据走向。加之欧元区 PMI 疲弱，美元指数继续上行。我们继续总体看多美元。

三、总结

国内经济数据公布，工业增加值和投资回落，消费略有回升，但大部分也是基数作用，不代表实质性走强，也就是说整体依然疲弱，基本面仍然不构成对债市的威胁。降息落空尽管不利于债市，但在资产荒作用下，我们看到本周国债期货仍然在上冲。季末将至，资金面有所趋紧，关注债市短期扰动，中长期依然保持看好观点。

国外，美国方面经济数据喜忧参半，销售数据不佳，但 PMI 依然稳健，美债利率保持偏低位运行。从美联储官员讲话来看，多数对货币政策保持耐心，认为还是要观察经济数据走向。加之欧元区 PMI 疲弱，美元指数继续上行。我们继续总体对美债利率和美元指数抱有信心。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

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，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
------	-----------	-----------	------------

请务必阅读正文之后的免责条款6

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

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 7家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
 大连营业部、石家庄营业部
 乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App