



【建投策略】宏观混沌，瞄向产业供需过剩的品种

发布日期：2024年6月24日

分析师：田亚雄

电话：023-81157334

期货交易咨询从业信息：Z0012209

助理分析师：刘昊

期货从业信息：F03103250

上周重要的国内现实是人民币汇率进一步走弱，暗示着当前市场有着比较强的对于国内降息的预期，以至于可能在8月初就形成降息。有趣的现象是伴随着人民币贬值，市场出现对国内经济预期偏弱的计价，这表明当前市场在某种意义上并不刻意去关注政策加码，而是认为国内经济现实的疲软才会刺激新一轮政策加码。换言之，市场情绪的转变并不依赖于更大力度的政策出台，而是要看到经济比较显著的回升，才能形成风险偏好的上行。而能够表征国内宏观的高频数据和经济客观现实的同步指标或者领先指标主要包括社会发电量、水泥价格、水泥发运量、沥青开工率等，但我们理解这些数据本身在短期内带来的利多的增量信息是极为有限的。

另一个重要感受是2024年各个部门修复的节奏各不相同，进而各个部门对于本轮经济修复的感知亦存在差异。我们期待用煤炭价格作为重要的关键代理变量以试图构建统一性的理解。基于近期电厂日耗进而对国内煤炭的需求作进一步理清发现，本年度煤炭出现超季节性需求回升的可能性在短期内有限。

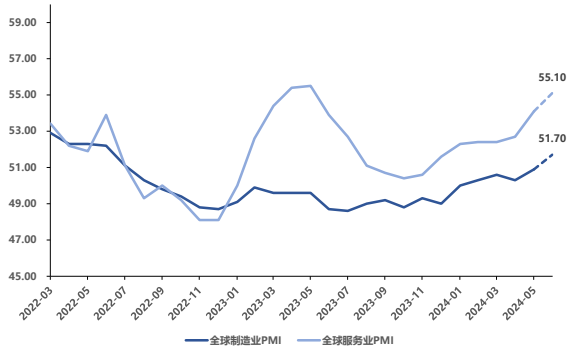
除此以外，尽管过去一段时间有较多的政策组合拳在刺激着房地产市场，但新开工的改善仍然只是预期。客观现实是二手房的存量、挂牌量基本达到新高，暗示着此前地产需求的复苏例如二手房成交在边际上有所增长这一事实之于二手房库存水平的新高而言很难被当作即刻利多的证据。

我们理解国内房地产市场的快速上行要求市场将地产视作可以投资的商品，也即需要看到它盈利效应或者安全边际存在的客观背景。我们通常用租售比去评价地产的安全边际，如果租售比在平均水平上没有显著超过同期银行理财产品，那么其吸引力就很有有限，更谈不上去讨论地产的涨价预期。

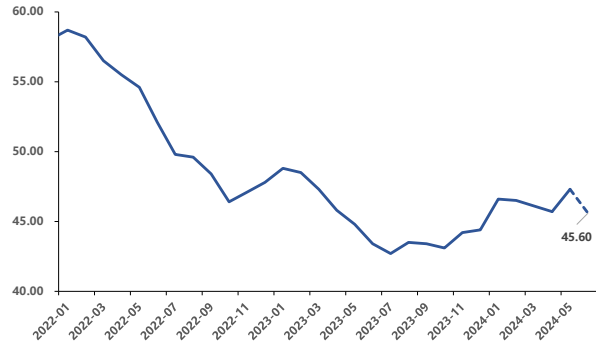
海外一侧的一个重要感受是我们应当对市场所谓的共识、常识这类集体性记忆保持警惕。6月全球制造业PMI初值51.7，为近三个月新高，高于预期51。全球服务业PMI初值更是创下26个月以来新高，初值55.1，预期54。理论上全球PMI数据的回升应当作为未来经济向好的表征，但上周五晚间商品市场出现一轮较大幅度的回调，市场似乎对这样的“好数据”置若罔闻，而选择性地计价偏弱的欧元区数据（制造业PMI初值45.6，为6个月以来新低），这暗示着当前一些高频数据还不具备能够让市场形成经济快速向好的共识的凝聚力。



图表 1：全球制造业/服务业 PMI



图表 2：欧元区制造业 PMI



资料来源：Wind，中信建投期货整理

资料来源：Wind，中信建投期货整理

过去两周原油价格出现反弹，从此前被认为是有安全边际的策略兑现为利润的实现，以至于多配原油空配有色成为过去两周备受追捧的对冲头寸。巴西罢工、厄瓜多尔受天气影响而导致供应端出现变化均是本轮原油反弹的驱动，6月以来WIT原油的V型反转阶段性出清了欧佩克会议减产力度不及预期的利空。现实端成品油的需求出现了季节性的反弹，但并没有出现“超季节性”利好。短期重要的时间窗口是7月4日即美国独立日假期，关注点在于假期能否带来一轮超预期的美国居民出行进而推动美国汽油消费、美国汽油裂解价差朝着超季节性方向作演进。相反，如果未来汽油消费旺季不旺的叙事被兑现，WIT原油也有跌破此前V型底部70-72美元支撑位的可能。

此外，我们观察到其他商品前期的空头势能阶段性有所缓和，例如LME铜价在9500-9600寻得支撑。我们理解短期商品向上弹性仍然不足，跟踪路径可能还是要锚向此前被诟病的美国成品油、汽油的弱需求能否走出颓势进入到上升周期。

对海外宏观的探讨自然离不开对联储降息时间的讨论，通胀和就业依然是关键指引，但我们理解未来能够让市场凝结共识的题材应该要等到8月底Jackson Hole央行会议的召开。值得指出的是，当下市场对于降息的认知可能出现了一些转变，即认为后续降息或者货币政策的决策路径大概率将盯住经济数据。即使出现一轮降息，考虑到通胀的韧性，也不太能够引致出大级别的、顺畅的降息活动。以往市场讨论降息对于资本市场都有着边际性利好，但是一旦预期模式由预防性降息朝着被动性降息转变，那么降息本身可能伴随的是现实经济数据的恶化，并进一步导致美国经济硬着陆或者衰退预期的加深，正如历史上多次降息周期开启之前商品会迎来一轮大跌的情形一样。



图表 2：降息叙事与商品价格映射

降息起点	降息终点	降息次数	降息幅度	黄金	白银	铜	原油	CRB商品
1984/9/20	1986/8/21	26	562.5	12.13%	-28.26%	-	-	-
1989/6/6	1992/9/4	24	681.25	-9.92%	-32.30%	1.60%	6.40%	-
1995/7/6	1996/1/31	4	75	5.30%	10.52%	-15.91%	2.13%	13.77%
1998/9/29	1998/11/17	3	75	0.24%	-8.08%	-4.68%	-22.09%	-7.26%
2001/1/3	2003/6/25	13	550	30.34%	1.60%	-8.01%	6.96%	8.16%
2007/9/18	2008/12/16	10	500	17.59%	-16.39%	-59.22%	-46.51%	-30.75%
2019/8/1	2020/3/16	5	225	4.07%	-20.67%	-8.91%	-47.35%	-23.20%
上涨概率				85.71%	28.57%	16.67%	50.00%	0.40%

资料来源：Wind，中信建投期货整理

图表 3：市场预期年内或有 2 次降息

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	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%	6.5%	60.3%	33.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	26.1%	50.4%	21.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	20.5%	44.7%	28.0%	4.9%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	13.4%	35.5%	34.3%	13.7%	1.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.7%	9.0%	27.7%	34.8%	21.0%	6.1%	0.7%
2025/4/30	0.0%	0.3%	4.7%	17.9%	31.0%	28.2%	13.9%	3.5%	0.4%
2025/6/18	0.2%	3.1%	12.9%	26.1%	29.3%	19.3%	7.4%	1.5%	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

上述内容表明当下宏观以及市场计价的逻辑处于混沌中。前期多头抢跑或许有些过多，使得好的数据不一定迎来商品的反弹，商品市场阶段性要与宏观脱敏，进而往着基本面定价因素作讨论。考虑到宏观等非基本面因素当下有所转弱，当视角切回至基本面，理应锚向那些在产业逻辑上也出现过剩的品种去作进一步



的空头押注，例如碳酸锂、镍和玻璃。即使在价格的相对低位区间，往空头方向的押注也并不是禁区。因为在当前风险偏好确定性回落的环境中，赔率体系不再适用，胜率体系登上舞台，即按照当前基本面的过剩指引往着更深的方向演进，例如打破所谓的成本不能被跌破的共识。前面提到的碳酸锂的供应实际仍有比较显著的回升预期，市场并不认为出清会那么快到来。镍的走弱主要来自下游三元前驱体需求持续下降，拖累了镍盐价格。这些品种未来1-2个月时间尺度下顺着趋势右侧布局空单的安全边际是比较大的，毕竟凝聚市场共识的宏观题材可能要等到8月才能看到。

农产品板块我们理解豆粕的胀库预期可能还会加深，使得豆粕空头有着进一步向下表达的空间。09合约仍在3350附近，但现货却朝着3100方向演进。另一种表达是豆粕胀库预期的加深大概率会引发油厂降低大豆压榨开机率，使得豆油产出被动下调，进而引发豆油库存去库的可能性，叠加7-8月豆油提货迎来季节性走强，油粕走势有望出现劈叉，多油空粕的安全边际较高。

化工方面阶段性的观察是此前一度被快速修复的MTO利润或许达到了瓶颈，进一步的修复极有可能触发PP装置开车时间点的提前，进而开工率提高，PP产出可能存在某种过剩可能性，暗示着可以尝试做MTO利润的空配，具体路径是三倍甲醇多头配上一倍PP空头。

多头方向可能还是锚向集运欧线。头部航司发布涨价函时间点提前叠加未来还有1-2轮甚至更多的涨价预期的背景下，欧线下方空间相对有限，上行空间仍有望被进一步打开。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。