

期货研究报告

金融研究

宏观半年报

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

僵局之下

——2024年下半年宏观及大类资产配置展望

报告日期：

2024年7月1日

报告内容摘要：

◆国内：消费低迷，地产依然在寻底，基建资金充足，但缺项目，预计这些现象仍将在下半年持续。出口在上半年表现亮眼，从先行指标来看，出口的逻辑还能持续，即使反转也要年末了。国内经济整体仍处于转型阵痛期，行业分化严重，在新动能尚未形成，旧动能持续疲软下，居民体感较难改善。

◆国外：消费依然是美国经济的重中之重，从存量-家庭资产负债表以及增量-可支配收入增速来看，我们预计消费不会大幅下滑，仍将企稳。就业市场更应该注重新增非农就业数据，而不是来自家庭调查的失业率数据，从非农数据来看，就业市场正在向更加均衡的水平靠近。上半年美国财政并未发力，但下半年财政赤字可能增加，依然对美国形成支撑。在美国经济和就业市场的稳健表现下，有把握判断年内通胀回到2%的目标难度依然较大，警惕年内美联储降息落空风险。

◆大类资产走势展望：

权益	等待估值驱动
债券	中国：整体看涨，警惕央行应对 美国：利率偏高位运行
汇率	美元指数：高位震荡 人民币汇率：有贬值压力，重点看央行态度
商品	黄金：酝酿上行情绪 其他商品：供给为锚

◆风险提示：美国经济超预期 国内经济超预期走强 其他黑天鹅事件

目录

一、	美国僵局——迎来更平衡的经济.....	4
(一)	消费无需过于担忧.....	4
(二)	就业市场走向均衡.....	5
(三)	财政支撑可能上扬.....	6
(四)	美联储年内不降息风险依然较大.....	8
二、	国内僵局——结构转型阵痛期.....	9
(一)	消费低迷，地产难稳.....	9
(二)	基建“项目荒”.....	11
(三)	年内出口依然是看点.....	12
(四)	固本培元，年内以完成5%目标为主.....	13
三、	大类资产走势展望.....	14
(一)	债券——中美呈现一定分化.....	14
1、	美债利率：偏高位震荡.....	14
2、	中债利率——牛市未尽.....	14
(二)	权益资产——等待估值驱动.....	15
(三)	汇率：美指下行带来的动力.....	16
1、	美元指数：高位运行.....	16
2、	人民币：贬值压力仍存，央行态度是关键.....	16
(四)	商品：关注供给驱动.....	17
1、	黄金：酝酿上行情绪.....	17
2、	其他大宗商品：供给为锚.....	18

表目录

表 1: CBO 未来财政赤字预测 (2 月和 6 月对比, 单位: 十亿美元)	7
表 2: CBO 未来赤字率预测 (2 月和 6 月对比, 单位: %)	7
表 3: 美联储 6 月 SEP.....	8
表 4: 517 重磅地产政策.....	10
表 5: 拜登与特朗普政策主张对比.....	14

图目录

图 1: 可支配收入趋势性下降 (%)	4
图 2: 个人所得税高增导致可支配收入下降 (%)	4
图 3: 家庭超额净值仍远高于趋势水平 (百万美元)	5
图 4: 个人所得税高增导致可支配收入下降 (%)	5
图 5: 家庭资产变化, 根据收入阶层划分.....	5
图 6: 各阶层消费占比情况.....	5
图 7: 求人倍数回到 2019 年水平.....	6
图 8: 主动离职率也回到疫情前水平 (%)	6
图 9: 新增非农就业人数 (3MMA) 位于 20 万以上 (千人)	6
图 10: 失业率不断走高.....	6
图 11: 累计财政赤字节奏与 2023 年相似 (单位: 百万美元)	7
图 12: 消费远低于疫情前 (%)	9
图 13: 消费者信心一直低位徘徊.....	9
图 14: 首、二套房利率下降至极低水平.....	11
图 15: 一线城市仍稍高于二、三线城市.....	11
图 16: 地产下行斜率未变.....	11
图 17: 基建回落 (%)	12
图 18: 地方政府专项债发行节奏 (%)	12
图 19: 今年出口表现较好 (%)	12
图 20: 出口价值上升主要归因于出口数量上升 (%)	12
图 21: 全球制造业 PMI 仍在向上 (%)	13
图 22: 年内库存周期依然有望延续 (%)	13
图 23: 两会目标成为硬约束 (%)	13
图 24: 新质生产力相关产业远好于一般制造业 (%)	13
图 25: 银行利润空间持续下行 (%)	15
图 26: 全部债券类资产发行累计量 (亿元)	15
图 27: 经济回升并非股市上涨的唯一条件.....	15
图 28: 估值行情通常伴随着全球流动性宽松.....	15
图 29: 美德利差保持高位.....	16
图 30: 美元兑人民币汇率在贬值上限附近运行.....	17
图 31: 经通胀调整后的黄金价格并未突破历史新高.....	18

一、美国僵局——迎来更平衡的经济

进入二季度后，美国不少经济指标走弱，引发经济下行担忧。但基于消费、就业以及财政等角度，我们坚持认为美国经济没有衰退，经济下行的下限也很高，下半年美国经济整体呈现更加均衡的状态。

（一）消费无需过于担忧

根据以往的逻辑，我们继续重点看收入。这里，我们将收入分为增量收入和存量收入。

增量收入看可支配收入。自去年年中以来，个人名义/实际可支配收入同比增速波浪式下滑，今年以来下降速度明显加快。但我们发现个人总收入同比增速较为平稳，基本一直在 4.4% 左右徘徊。可支配收入下降的原因在于个人所得税增速上升。

那么个人所得税为什么升那么高？我们发现当前所得税同比增速那么高是因为去年基数低。去年基数低则是由于当时美国执行了新的税收通胀调整政策，纳税标准扣除额提高了约 7%。此外，美国国税局还宣布了个人所得税等级的变化、提高了税率等级的门槛，这对于工资增速低于通胀增速的人群来说，税率等级门槛的提高会在报税时省下更多的钱。因此去年的个人所得税异常低。

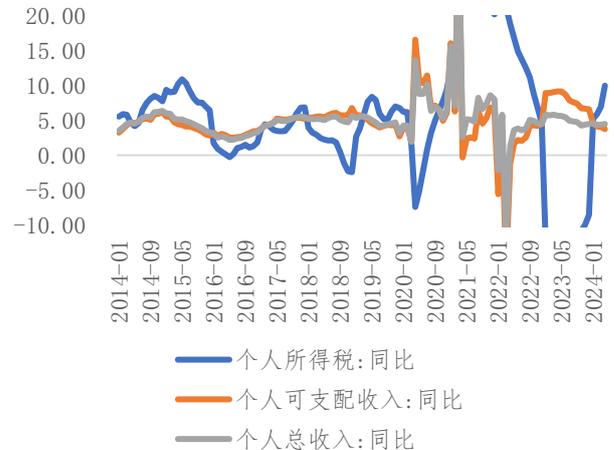
现在的关键是个人所得税同比增速未来还能继续大幅攀升，导致个人可支配收入降低吗？我们认为可能性已经不大。从基数效应来看，增速最低的出现在去年 5 月，为 -14.85%，但仅比 4 月降低 0.31 个百分点，此后就开始回升，因此，从这个角度看，个人所得税的同比增速走高现象很可能在 5 月以后就会有所缓解。所以，未来增量收入增速也大概率会企稳。

图 1：可支配收入趋势性下降（%）



资料来源：Wind，信达期货研究所

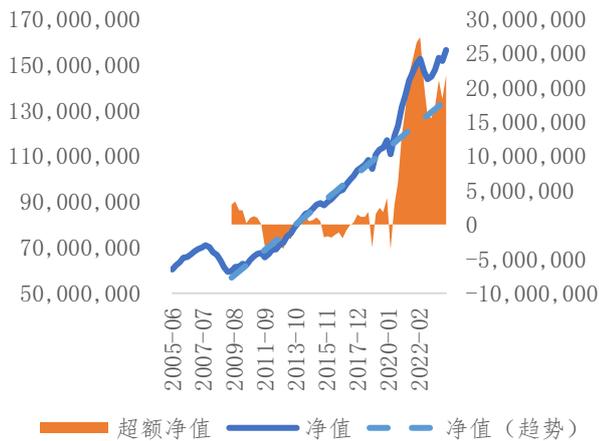
图 2：个人所得税高增导致可支配收入下降（%）



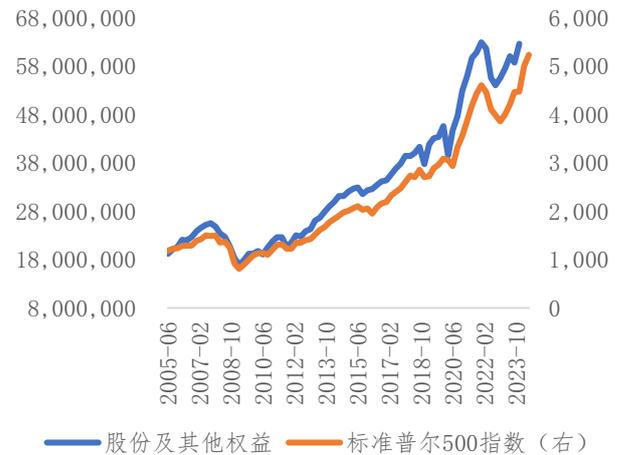
资料来源：Wind，信达期货研究所

存量角度，我们重点看家庭资产负债表。尽管这个数据很滞后，但也说明了问题所在。截至去年年末，家庭资产超额净值¹仍远高于趋势水平，甚至在去年四季度还有所回升。拆分总资产和总负债来看，我们发现总资产增量远高于总负债增量，也就是说超额净值的回升主要得益于超额总资产的回升。经过梳理，我们又发现总资产的上升主要来源于股权类资产的增加。股权类资产总额走势与美股走势高度相关。因此，即使该数据只更新至去年年末，鉴于美股今年以来明显大幅走高，我们可以预期股权类资产总额仍将上升，家庭超额总资产也将上升，从而带动超额净值继续维持在高位。

¹ 家庭资产超额净值=家庭资产实际净值-预期净值（假如没有疫情推算所得），家庭资产净值=家庭总资产-家庭总负债

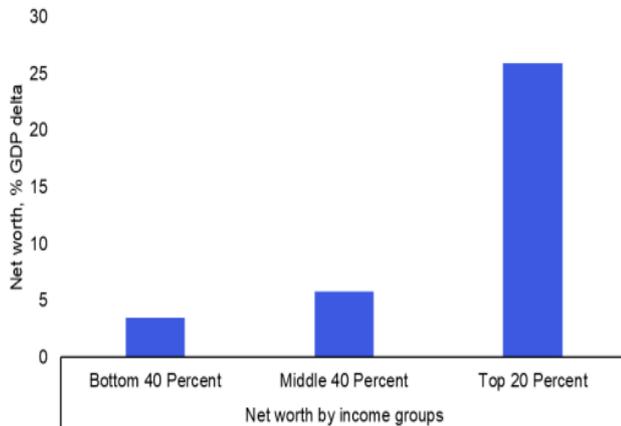
图 3: 家庭超额净值仍远高于趋势水平 (百万美元)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

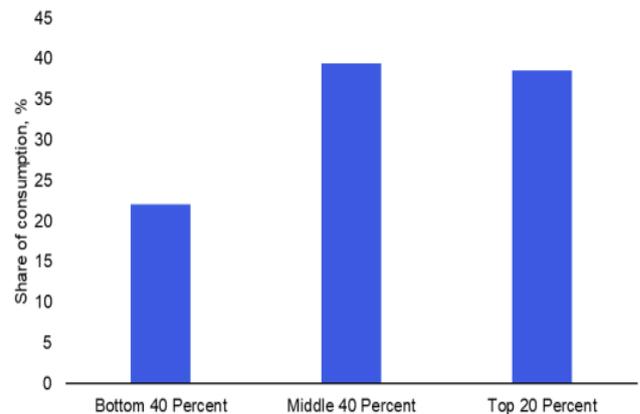
图 4: 个人所得税高增导致可支配收入下降 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

因此, 无论是增量收入还是存量收入, 均处于较高的状态, 仍能对消费形成支撑。这里可能会有个疑问, 即假如收入增量全部集中于高收入人群, 而他们的边际消费倾向较低, 会不会导致消费大幅下滑呢? 我们看到美国家庭净资产的增量确实集中在前 20% 的富人手中, 但是美国的消费也主要依赖于中高收入人群, 因此, 家庭净资产的增加仍将对消费形成明显促进作用。

图 5: 家庭资产变化, 根据收入阶层划分


资料来源: 花旗, 信达期货研究所

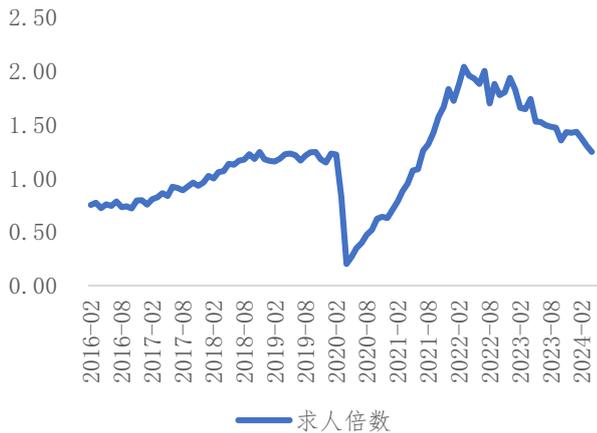
图 6: 各阶层消费占比情况


资料来源: 花旗, 信达期货研究所

综上, 尽管零售销售等数据显示美国消费正在走弱, 我们对于下半年依然不悲观。

(二) 就业市场走向均衡

当前就业市场供需双方正在走向均衡。求人倍数已从高位时的 2.03 回落至 1.24 附近, 回到 2019 年的高位水平。而主动离职率也从高位时的 3% 回落至 2.2%, 2019 年时这个数值是 2.3%。

图 7: 求人倍数回到 2019 年水平


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 8: 主动离职率也回到疫情前水平 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

现在的问题是就业市场会垮吗? 看新增非农人数, 尽管月间波动较大, 但 3 月均值依然保持震荡向上态势。看失业率, 5 月失业率为 4%, 相较低点时的 3.4% 已上升 0.6 个百分点, 且仍是向上趋势。

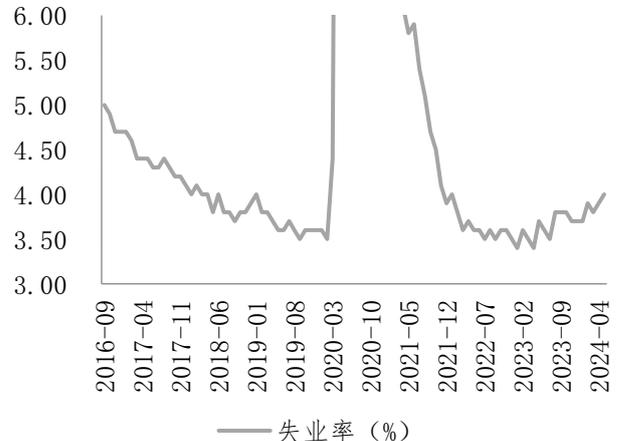
数据打架, 怎么看?

我们倾向于更加看重非农就业数据。非农数据来自于企业调查, 失业率数据来自于家庭调查。企业调查的数据底层是社会安全号码 (SSN), SSN 是个人纳税、缴纳保险的基础, 因此更为全面。家庭调查以电话或者面谈为主, 回复率较低。

因此, 美国就业数据依然稳健, 很可能接下来继续保持稳健态势。

图 9: 新增非农就业人数 (3MMA) 位于 20 万以上 (千人)

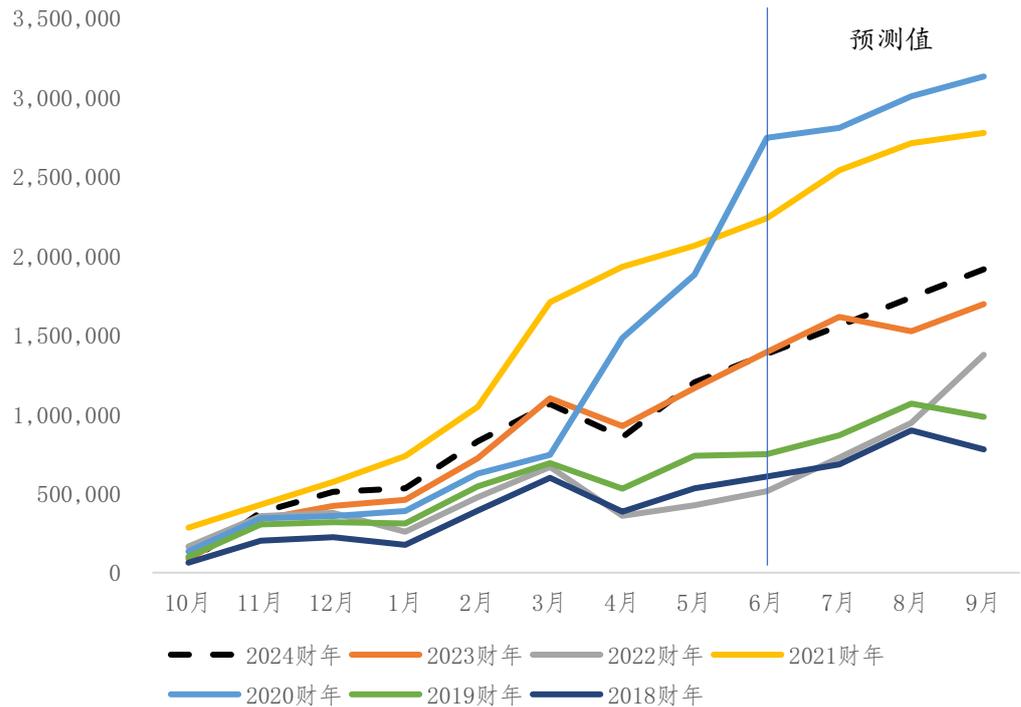

资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 10: 失业率不断走高


资料来源: Wind, 信达期货研究所

(三) 财政支撑可能上扬

去年年末, 我们将财政端对经济的影响定性为中性偏弱。从上半年的趋势来看基本吻合。截至 5 月, 2024 财年累计财政赤字为 1.2 万亿美元, 基本持平于 2023 年的 1.17 万亿美元。但未来财政支撑还会如此吗?

图 11: 累计财政赤字节奏与 2023 年相似 (单位: 百万美元)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

美国国会预算办公室 (CBO) 6 月最新预测大幅上调了财政赤字。从 2 月的 1.5 万亿上调至 1.9 万亿。赤字率则从 2 月的 5.3% 提升至 6.7%。按照这样的路径, 假如 6-9 月财政赤字平衡分布, 那么 8、9 月份财政开支将明显高于去年, 为经济提供支撑。

表 1: CBO 未来财政赤字预测 (2 月和 6 月对比, 单位: 十亿美元)

	2023 (实际)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2025 - 2029	2025 - 2034
财政赤字 2 月预测	1,695	1,507	1,772	1,692	1,640	1,844	1,723	1,917	2,054	2,238	2,556	2,579	8,672	20,016
财政赤字 6 月预测	1,694	1,915	1,938	1,851	1,756	1,942	1,949	2,193	2,283	2,487	2,822	2,862	9,436	22,083

资料来源: Wind, 信达期货研究所

表 2: CBO 未来赤字率预测 (2 月和 6 月对比, 单位: %)

	2023 (实际)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2025 - 2029	2025 - 2034
赤字率 2 月预测	6.3	5.3	6.1	5.5	5.2	5.6	5.0	5.4	5.5	5.8	6.4	6.2	5.5	5.7
赤字率 6 月预测	6.3	6.7	6.5	6.0	5.5	5.9	5.7	6.2	6.2	6.5	7.1	6.9	5.9	6.3

资料来源: Wind, 信达期货研究所

(四) 美联储年内不降息风险依然较大

按照鲍威尔的说法，降息只有两条路径：第一，经济走弱，就业走弱；第二，确信通胀可以回到 2% 的目标。但是观察美联储 6 月 SEP，我们可以发现无论是经济预测还是通胀预测，二者似乎都不满足。

先看经济预期，无论是 GDP 还是失业率相较 3 月都没有什么变化，仍优于长期水平，说明美联储对于经济走向依然乐观。再看 PCE，无论是 PCE 还是核心 PCE，都较 3 月上升 0.2 个百分点，说明美联储认为未来通胀下行之路将更加艰难。

在上述预期下，两条路径其实都不符合。目前，已经有美联储官员讲话中表达年内不降息的观点，我们认为年内不降息的风险依然较大。

表 3: 美联储 6 月 SEP

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1	1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3	3.5-4.5
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1	2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.3	2.0		2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1		2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3	
March projection	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6	2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源: Wind, 信达期货研究所

二、国内僵局——结构转型阵痛期

(一) 消费低迷，地产难稳

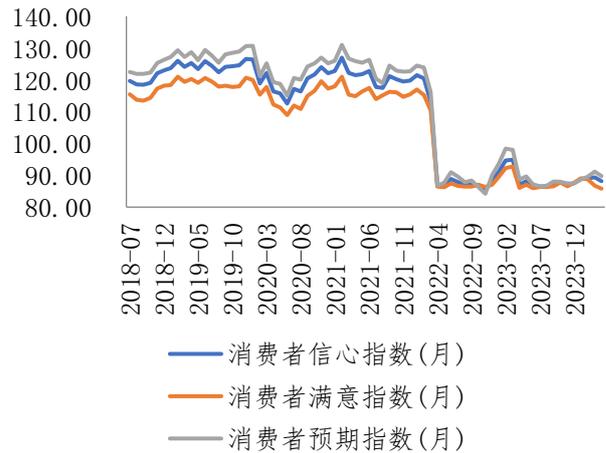
作为内生性最强的马车，消费端伴随着宏观经济的走弱，在疫情后持续表现低迷。跟疫情前相比，消费也是差距最大的那个。要期待消费回升，最终还是得依赖整体宏观面的改善，政策方面可以做的只有想方设法提高居民收入、提振信心，但这一切需要宏观面的配合。

图 12: 消费远低于疫情前 (%)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 13: 消费者信心一直低位徘徊



资料来源: Wind, 信达期货研究所

今年以来，地产重磅政策陆续发布，特别是5月17日，央行、国家金融监督管理局和住建部从供需两端双向发力。供给端主要是保交楼、去库存、为房地产企业融资，需求端则从降首付、降贷款利率两个方向展开。继5月17日后，一线城市地产政策陆续全面放松。根据贝壳研究院数据，百城首套房平均商贷利率降至3.45%，二套平均利率降至3.90%，分别较上月下降12BP、26BP。百城二套平均利率自2019年以来首次进入“3字头”。截至5月底，百城中超八成城市明确执行商贷购房最低首套首付15%、二套首付20%，沪深首二套首付比最低20%、30%。利率和首付比均已是历史极低水平。市场一度为之振奋。

表 4: 517 重磅地产政策

日期	部门	主要内容	作用
5月17日	中国人民银行	设立 3000 亿元保障性住房再贷款。支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次。	供给端 央行出资帮助企业降杠杆
5月17日	中国人民银行、国家金融监督管理总局	首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。 各地按照因城施策原则，自主确定辖区各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例下限。	需求端 提振需求，让居民加杠杆
5月17日	中国人民银行	自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%。	需求端 提振需求，让居民加杠杆
5月17日	中国人民银行	取消全国层面个人住房贷款利率政策下限。首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。	需求端 提振需求，让居民加杠杆
5月17日	住房和城乡建设部	一是打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险。按照市场化、法治化原则，分类处置在建已售未交付的商品住房项目，推动项目建设交付，切实保障购房人合法权益。 二是进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求。城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。 三是推动消化存量商品住房。城市政府坚持“以需定购”，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。 四是妥善处置盘活存量土地。目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。	供给端 保交楼 去库存 政府加杠杆，企业去杠杆

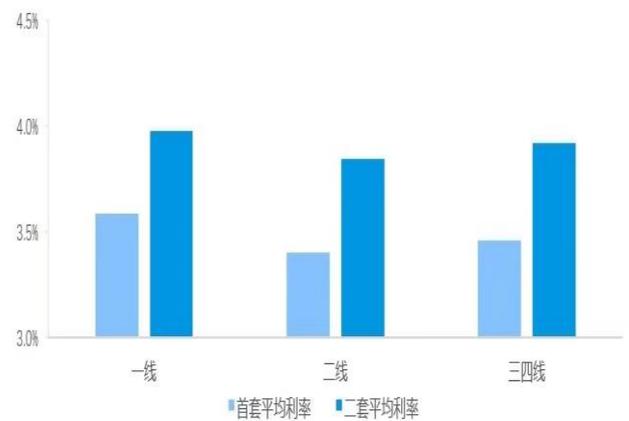
资料来源：公开新闻整理，信达期货研究所

图 14：首、二套房利率下降至极低水平



资料来源：贝壳研究院，信达期货研究所

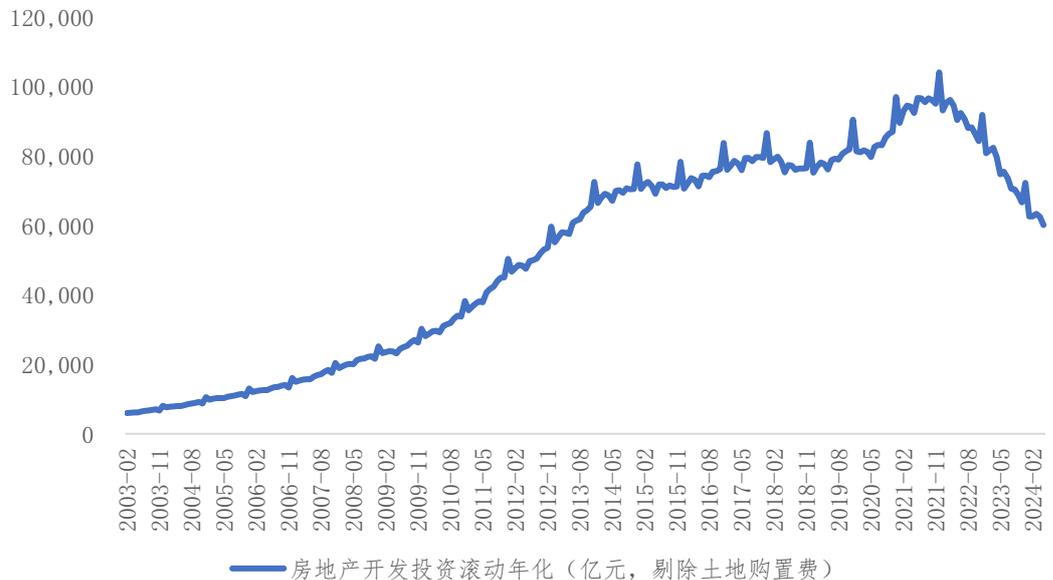
图 15：一线城市仍稍高于二、三线城市



资料来源：贝壳研究院，信达期货研究所

但从数据来看，这么多政策似乎并未带来太多水花。以房地产行业的“实物工作量”数据（剔除土地购置费的年化房地产开发投资）为例，当前下行斜率并未改变，依然保持着 2021 年开始的下行趋势。因此，地产市场依然是一个探底的过程。

图 16：地产下行斜率未变



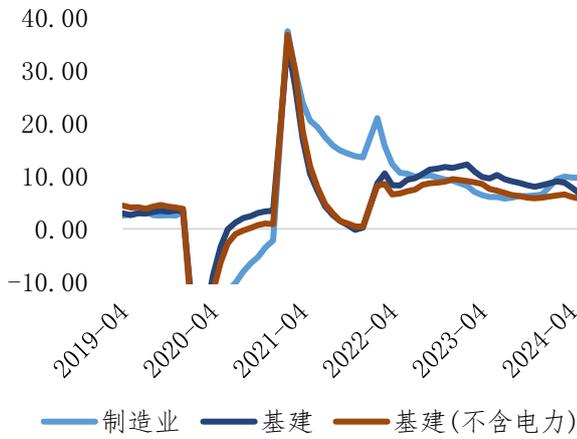
资料来源：Wind，信达期货研究所

（二）基建“项目荒”

在宏观经济稍显疲弱的同时，今年以来，基建投资增速却不断往下降，广义基建从1-2月的9%下降至5月的6.7%，而狭义基建则最高时的6.5%回落至5.7%。按理说今年的基建应该是重头戏，前有去年结转的5000亿增发国债可使用（实际结存额度应该更高），后有1万亿特别国债和3.9万亿地方政府新增专项债，但基建增速反而下行。归其原因，我们认为还是

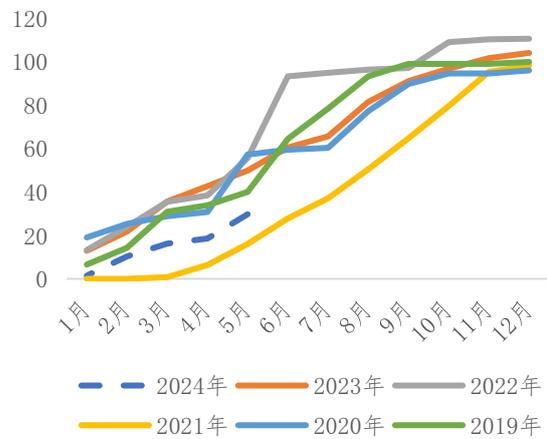
符合要求的项目过少，制约了整体投放速度，所以我们看到地方政府专项债的发行节奏仅快于 2021 年，1 万亿增发国债原本预期会在二三季度发完，但实际发行节奏更加平缓，时间也普遍后移。

图 17: 基建回落 (%)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 18: 地方政府专项债发行节奏 (%)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

(三) 年内出口依然是看点

外围经济仍处于温和回落中，总体需求仍然强劲，加之去年基数较低，今年出口增速就开始明显回升。出口金额的回升主要得益于出口数量的回升，PPI 仍然为负情况下，价格持续形成拖累，但数量同比始终为正。

图 19: 今年出口表现较好 (%)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 20: 出口价值上升主要归因于出口数量上升 (%)

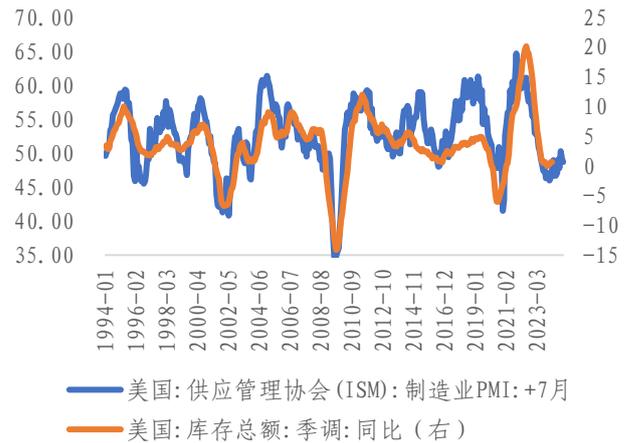


资料来源: Wind, 信达期货研究所

出口未来如何演变，仍然关注两点：第一个是制造业周期，第二个是库存周期。从制造业周期来看，当前全球仍处于上升阶段，从库存周期来看，制造业 PMI 是先行指标，既然制造业周期仍在，那么补库需求依然可以持续。尽管我们之前反复强调本轮周期高度有限，但从时间线来看，年内有望持续，即使提早变盘，那应该也是年末的事情了。

图 21: 全球制造业 PMI 仍在向上 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 22: 年内库存周期依然有望延续 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

(四) 固本培元, 年内以完成 5% 目标为主

近几年, 随着经济增速的下滑, 两会增速目标越来越成为硬约束。在经济压力一年比一年大的现在, 政府方面并没有必要把某一年抬得太高, 从而导致下一年基数增大。完成目标, 就好。

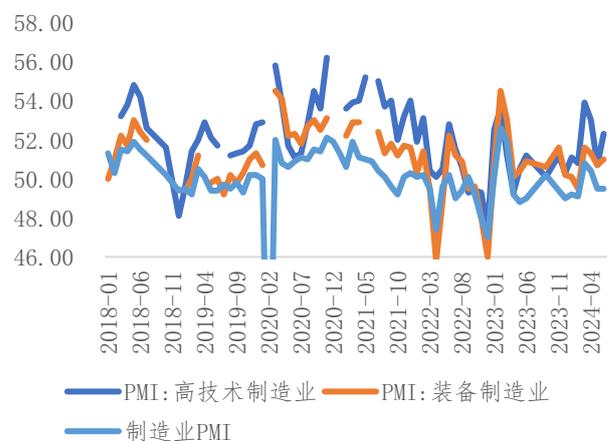
金融方面, 我们看到“防空转、挤水分”, 甚至于调整金融业增加值核算方法, 都表明“固本”是主题。

此外, 两会政府工作报告中, 2024 年政府工作报告第一条就是“大力推进现代化产业体系建设, 加快发展新质生产力。”其实这一块, 很早以前就得到了重视, 高技术制造业和装备制造业的 PMI 大部分时间都远高于制造业 PMI。

未来, 我们可能仍然在举全国之力, 助力新质生产力行业快速发展。整体经济也依然处于转型阵痛期, 居民体感较难改善。

图 23: 两会目标成为硬约束 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 24: 新质生产力相关产业远好于一般制造业 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

三、大类资产走势展望

(一) 债券——中美呈现一定分化

1、美债利率：偏高位震荡

如上逻辑所述，我们认为美国经济依然处于寻找平衡点的过程中，本轮经济周期衰退的概率并不大。年内假如数据有变化，可能走一段时间的衰退交易，但后期可能会重新交易美国经济韧性。即使年内迎来降息，预计美联储的讲话也会偏鹰派，即呈现鹰式降息，对美债利率的下降可能贡献也不会太大。

除基本面外，美债供应也是一个问题。根据 CBO 预测，本财年赤字率从 5.3% 上调至 6.7%，财政赤字相应从 1.51 万亿上调至 1.92 万亿，下一财年的赤字率则从 6.1% 上调至 6.5%，财政赤字从 1.77 万亿上调至 1.94 万亿美元。短期的财政缺口也许还可以靠短期债券满足，但长期性提高，势必要增加中长期付息国债的供应数量，也会导致美债收益率维持高位。

加之，今年是大选年，无论是民主党还是共和党，为了选票，在政策主张上其实都是倾向相对宽松的财政政策，缓解财政赤字的方式也是“开源”而非“节流”。二者只是程度区别而已。假如特朗普领先，通胀预期会更高，财政压力也会更大，对债市来说，利率上升的风险也更大。

表 5：拜登与特朗普政策主张对比

政策领域	特朗普政策主张	拜登政策主张
经济政策	主张减税，实施税收减免和就业法案 (Tax Cuts and Jobs Act)，降低个人和企业税率。	通过美国救援计划法案 (American Rescue Plan Act)，提供经济刺激以应对 COVID19 疫情。提出基建法案 (Infrastructure Investment and Jobs Act)，重点在于改善公共基础设施和创造就业。
贸易政策	主张强硬的贸易政策，尤其针对中国，强调关税和贸易保护措施。	强调多边合作和重新与盟友谈判贸易协议，关注公平贸易和工人权益。
外交政策	强调“美国优先”，削减国际援助，减少对国际组织的支持。退出伊朗核协议和巴黎气候协定。与北约盟友关系紧张，要求其增加国防开支。	强调多边外交和与盟友的合作。重返巴黎气候协定和世界卫生组织。加强与传统盟友的合作，包括北约和亚太地区伙伴。重启与伊朗的核协议谈判。
国防政策	增加国防预算，强调军事现代化和力量增强。推行太空部队的成立。	继续支持国防预算，但更多关注于技术创新和应对新兴威胁。结束美国在阿富汗的军事行动。
环境政策	放松环保法规，特别是对化石燃料行业的限制。支持石油和天然气行业的发展。	提出和推动清洁能源和气候变化政策。重视环保法规，提高对可再生能源的支持。
移民政策	实施了边境墙建设和其他严格的移民控制措施，推行“零容忍”政策。	撤销了部分特朗普时期的严格移民政策。推动移民法案，旨在为移民提供途径以合法身份留在美国。
医疗保健	推动废除奥巴马医保 (ACA)，但未能通过。在任期末期应对 COVID 疫情。	加强奥巴马医保 (ACA) 措施。推动 COVID 疫苗接种和公共卫生措施。
司法改革	提名保守派法官，强调“法律与秩序”。通过第一步法案 (First Step Act)，改革刑事司法系统。	在刑事司法改革方面尚无显著立法。提名并成功任命自由派联邦法院法官。
社会政策	保守派立场，反对堕胎，支持持枪权利。	自由派立场，支持堕胎权利，呼吁更严格的枪支管制。

资料来源：国金证券，信达期货研究所

2、中债利率——牛市未尽

国内债市仍以偏多看待，原因如下：

第一，基本面预期暂不构成威胁。国内仍处于新旧动能切换期，新动能的培养仍需要时间，旧动能的支撑整体依然较弱，居民体感不佳，悲观预期下，债市基本面难迎来反转；

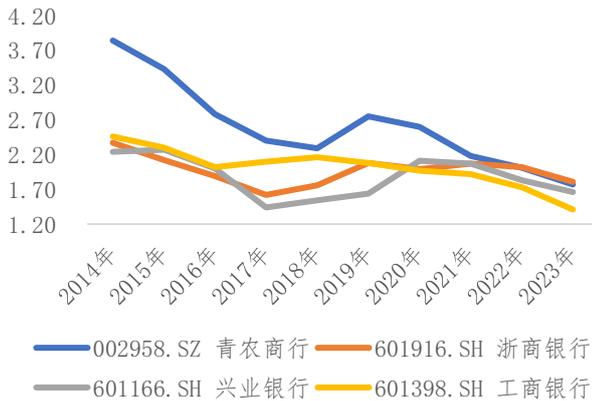
第二，货币政策仍以呵护为主。在基本面偏弱的情况下，加息没有基础。加之当前实际利率较高，通胀上行难度也较大，要缓解实际利率过高问题，最终还是需要降息，因此，降息仍是央行年内的政策选项。

第三，广谱利率依然处于下降中。银行利润空间持续被压缩，基本面较差的情况下，资产端收益率不断下滑，必然要求成本端负债成本率同步下行，也就意味着存款利率下行周期有可能在年内继续看到。

第四，“资产荒”延续。年初由于“项目荒”等原因，财政融资需求不强，债券发行量较少，可配置资产少，导致国债利率不断下行，4月中下旬，十年期国债利率一度低至2.2%附近。尽管央行有所干预，但“资产荒”延续下，债市整体仍然牛市氛围浓厚。5、6月尽管供给量上升，但配置需求依然非常旺盛。尽管下半年债市供给量相对上半年高，但“资产荒”现象很有可能延续。

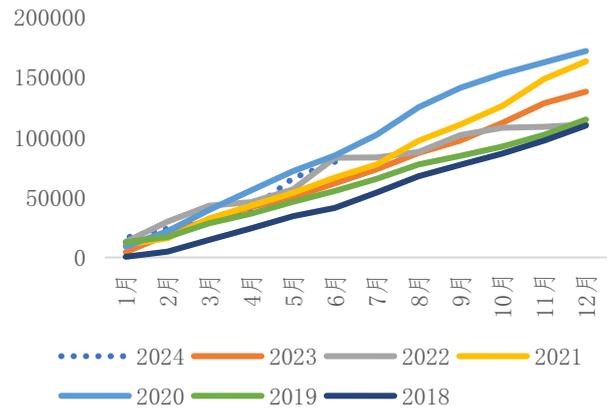
债市最大的风险来自于央行，需重点关注央行应对行为。

图 25: 银行利润空间持续下行 (%)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 26: 全部债券类资产发行累计量 (亿元)



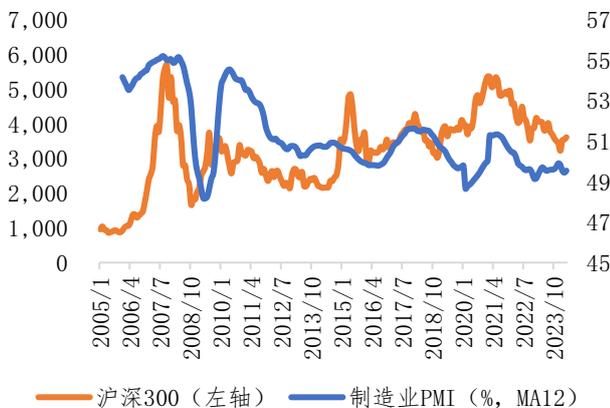
资料来源: Wind, 信达期货研究所

(二) 权益资产——等待估值驱动

盈利端的改善带来股市阶段性的回升，有可能，但鉴于当前的大环境，这方面的希望并不是很大，即使有所回升，其高度也相对较低。

我们认为更大的可能性在于估值端的回升。这种估值有可能来自内部（我们预期年内仍有一定概率降息），也有可能来自外部，譬如美联储开启本轮首次降息。从历史上来看，外部环境的改善确实有利于估值行情的出现。

图 27: 经济回升并非股市上涨的唯一条件



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 28: 估值行情通常伴随着全球流动性宽松



资料来源: Wind, 信达期货研究所

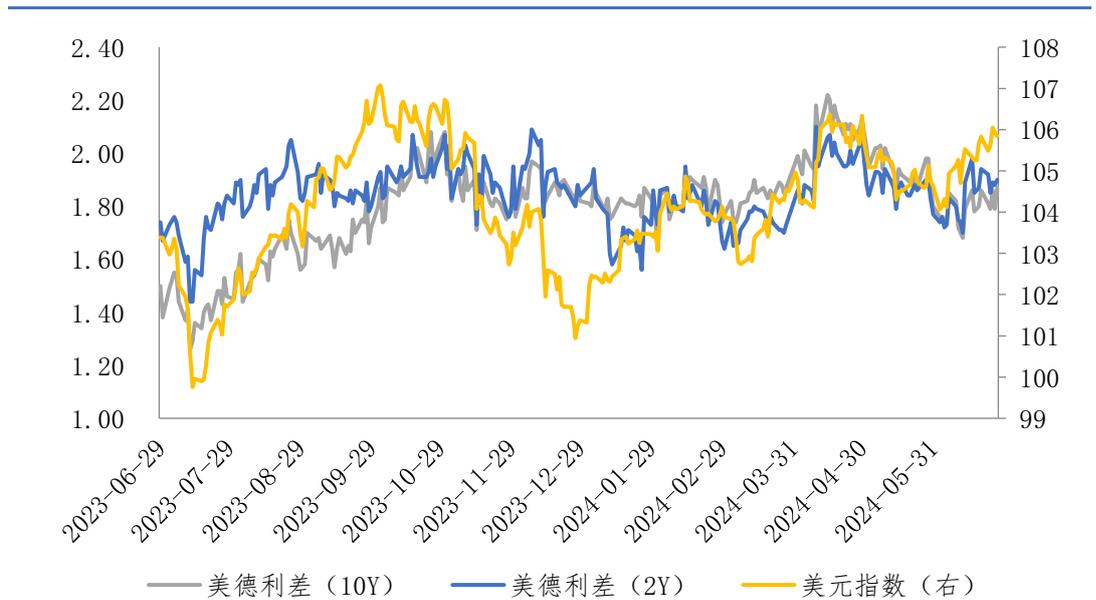
(三) 汇率：美指下行带来的动力

1、美元指数：高位运行

和美债的逻辑相似，美国基本面仍为美元指数提供支撑。宽财政下，通胀预期回升，美联储预期保持高利率时间更久，也是美元保持高位的理由之一。

从最重要的对手方来看，一方面，欧央行已开启降息大门，美联储相对定力较足，利差预计仍有望维持高位；另一方面，极右翼势力在欧洲议会选举中占据优势，欧元区政治风险上升，也在提振美元指数，重点关注欧洲各国选举结果。

图 29：美德利差保持高位



资料来源：Wind，信达期货研究所

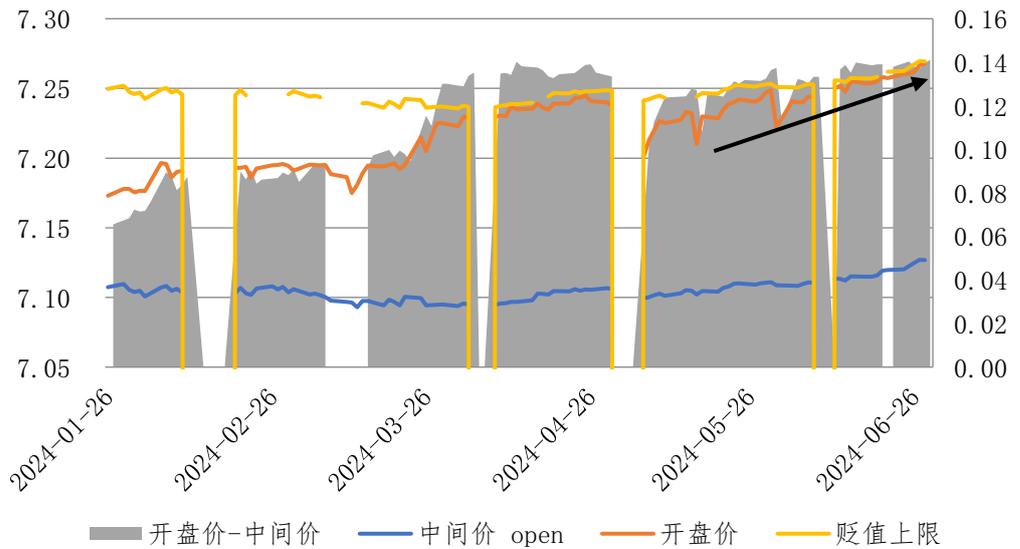
2、人民币：贬值压力仍存，央行态度是关键

在美元指数相对较强表现下，叠加国内仍处于转型阵痛期，能提供的支撑有限，人民币贬值压力显而易见。当前，美元兑人民币汇率日内一直在跌停板（中间价+2%）附近运行。

这个时候央行的态度非常关键。从中间价走势来看，央行似乎有意逐步提高中间价，缓慢贬值促进市场价逐渐回归合理价值。

值得注意的是，由于国内利率较低，人民币有了跟日元相似的属性，即融资货币属性。而且作为亚系货币的组成部分，人民币的走势有时也跟日元走势有雷同之处。

我们在年度展望中预期美元兑人民币汇率全年运行区间为 6.8-7.5。目前上限预估依然维持在 7.5。

图 30：美元兑人民币汇率在贬值上限附近运行


资料来源：Wind，信达期货研究所

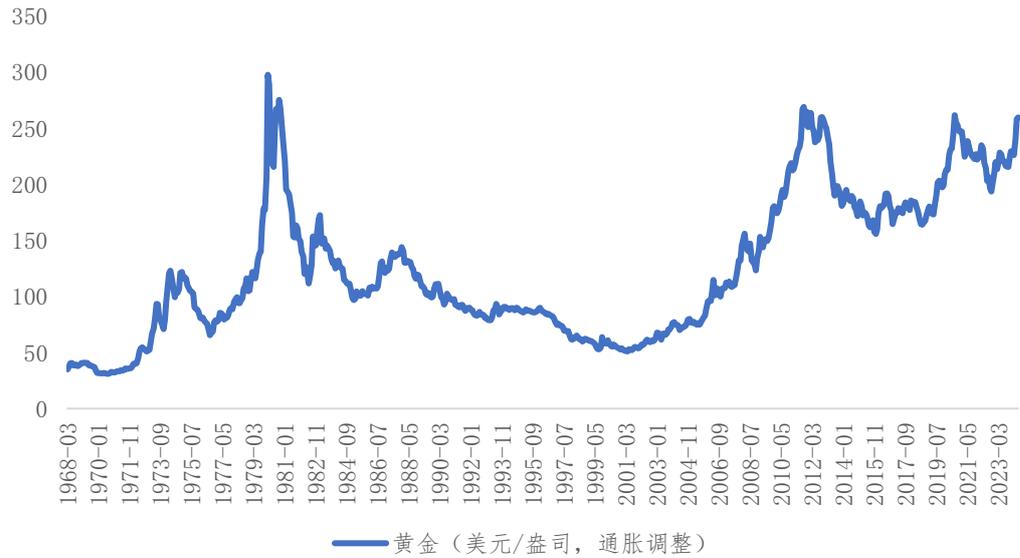
（四）商品：关注供给驱动

1、黄金：酝酿上行情绪

上半年，黄金迎来历史性行情，备受瞩目。现阶段，黄金已盘整将近3个月。未来对黄金的分析依然重点看金融属性和货币属性的变化。从金融属性看，美联储维持高利率时间可能较长，对于黄金价格依然偏空。但地缘政治扰动预计仍将不间断发生，大国博弈仍将继续，右翼势力的抬头可能导致全球不稳定因素增加，黄金的货币属性仍是潜在支撑力量。尽管央行暂停购金，但在这样的大背景下，各大央行的购金行为仍有望延续，对黄金价格形成持续支撑。

黄金整体的分析架构主要由货币属性和金融属性构成。当货币属性和金融属性形成对抗时，金融属性决定偏短期走势，货币属性决定中长期走势。在中长期趋势依然向好的状态下，短期虽有压力，但预计下行空间有限。况且现在经通胀调整后的黄金价格并未创下历史新高，预计黄金仍有上行空间。

图 31: 经通胀调整后的黄金价格并未突破历史新高



资料来源: Wind, 信达期货研究所

2、其他大宗商品：供给为锚

年内商品的需求集中在制造业和基建,基建资金足,但项目缺,可能影响实物工作量的形成。制造业主要还是看出口,我们预计出口的逻辑还能持续,但高度有限。因此需求端可能影响较为有限。

大的波动还是有望来自于供给端。供给偏紧或者供应端有突发情况的商品仍有望获得支撑,供应宽松的商品则有下行压力。

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）
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