



2024年7月17日

经济外升内乏，金与债皆可贵

核心观点

- **海外经济**：2024年起，全球制造业周期向上，发达经济体企稳修复，新兴国家保持高景气；美国经济温和，就业降温，通胀回落，年末有望开启降息周期，而经济相对较弱的欧元区已于6月率先降息。下半年，在AI、新能源革命带动的产业链投资以及欧美需求逐步恢复的背景下，预计全球制造业持续回暖，但欧美、中东地区地缘政治风险或将加大，关注其对资产价格可能的影响。
- **中国经济**：国内上半年经济面临“供与求”“量与价”“内外需”三大不平衡；地产仍拖累经济，新旧动能顺畅切换需时日，私人部门风险偏好回落。下半年，不平衡有望扭转，重在“内需的修复”，预计物价受到基数推动温和回升；外需在海外开启补库周期下仍有支撑，但受到贸易摩擦、高基数下读数或有所降温；供需缺口将在市场自身调节、政策引导下逐步弥合。
- **大类资产**：1-6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（4.7%）>债券（3.9%）>人民币（2.7%）>权益（-8.0%）；海外市场方面，权益（12.2%）>商品（10.1%）>美元（4.4%）>债券（-3.2%）。展望下半年，国内看好国债，机构资产荒、私人部风险偏好下行是主线；海外看好黄金，主要国家开启降息、地缘风险上行、逆全球化大趋势，金价有望创新高。
- **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，地缘政治风险加剧。

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、宏观经济分析	4
1、海外.....	4
2、中国.....	7
二、大类资产表现	10
1、权益市场.....	11
2、债券市场.....	15
3、商品市场.....	18

图表目录

图表 1 海外主要国家 PMI	4
图表 2 美国 GDP 环比增速及贡献项.....	5
图表 3 美国 CPI 及核心 CPI.....	5
图表 4 非农就业及失业率	5
图表 5 芝商所 FedWatch 工具.....	5
图表 6 欧元区通胀.....	6
图表 7 欧元区 PMI.....	6
图表 8 欧元区失业率	6
图表 9 欧元区基准利率	6
图表 10 英国央行系统性风险调查.....	7
图表 11 2024 年美国大选概率预测	7
图表 12 中国经济指标单月同比增速概览（截至 6 月）	8
图表 13 中国 GDP 同比及环比.....	8
图表 14 中国进、出口同比及贸易差额.....	8
图表 15 活期存款占比	9
图表 16 居民新增中长期贷款.....	9
图表 17 固定资产投资各分项.....	9
图表 18 30 城商品房成交面积	9

图表 19 地方新政专项债发行进度.....	10
图表 20 广义财政收支.....	10
图表 21 2024 年 1-6 月国内外大类资产收益率概览.....	11
图表 22 权益市场表现.....	12
图表 23 2024 上半年 A 股走势.....	12
图表 24 A 股成交额.....	14
图表 25 A 股换手率.....	14
图表 26 沪深 300 风险溢价.....	14
图表 27 中证 1000 风险溢价.....	14
图表 28 主要宽基指数市盈率（TTM）.....	14
图表 29 融资融券余额.....	15
图表 30 北向资金.....	15
图表 31 一致预期净利润同比增速.....	15
图表 32 工业企业利润.....	15
图表 33 2024 上半年债市走势.....	16
图表 35 主要资金利率.....	17
图表 36 政府债发行与到期情况.....	17
图表 37 票据贴现利率.....	17
图表 38 国债收益率曲线.....	17
图表 39 国债期限利差.....	17
图表 40 2024 上半年黄金走势.....	18
图表 41 伦敦金现与美元指数.....	19
图表 42 中国官方黄金储备.....	19
图表 43 2024 上半年铜价走势.....	20
图表 44 国内外铜价走势.....	21
图表 45 LME 铜库存.....	21
图表 46 2024 上半年油价走势.....	21
图表 47 美国商业原油库存.....	22
图表 48 美国炼油厂产能利用率.....	22

一、宏观经济分析

1、海外

全球制造业周期向上，发达经济体企稳修复，新兴国家保持高景气。自 2024 年起，全球各国制造业呈现回暖复苏态势，全球制造业 PMI 持续在荣枯线 50 上方。分国别看，美国、日韩、中国台湾企稳向上修复，欧洲已脱离深度低迷区间，新兴经济体制造业景气度较高。与此同时，海外库存周期开启补库，以美国为例，截至 4 月库存同比从去年年末 0.2% 回升至 0.96%，零售商、批发商、制造商的库存同比分别回升至 4.8%、-1.7% 和 0.4%。以劳动密集型出口为主的越南、半导体电子出口为主的韩国、中国台湾在上半年外贸均有显著起色，全球主要国家出口均在 2023 年触底。展望下半年，在 AI 革命带动的算力产业链投资以及欧美需求逐步恢复的背景下，预计全球制造业景气将继续延续回暖趋势。然而，地缘政治的不确定性和供应链的潜在风险仍在，或扰动全球制造业的持续复苏。

图表 1 海外主要国家 PMI

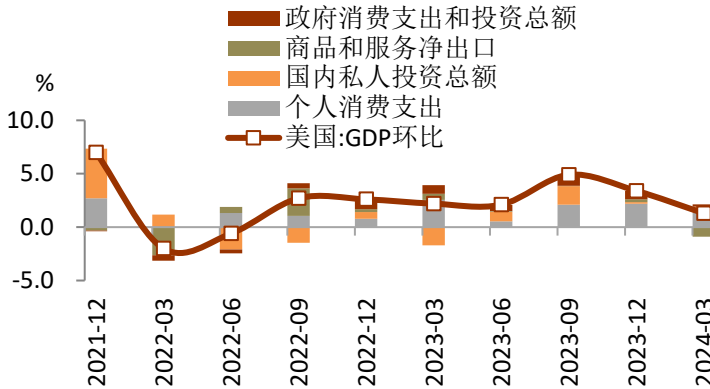
国家	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
美国	51.6	51.3	50.0	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0
欧元区	45.8	47.3	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7
德国	43.5	45.4	42.5	41.9	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8
法国	45.4	46.4	45.3	46.2	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1
英国	50.9	51.2	49.1	50.3	47.5	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3
希腊	54.0	54.9	55.2	56.9	55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5
意大利	45.7	45.6	47.3	50.4	48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5
日本	50.0	50.4	49.6	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6
韩国	52.0	51.6	49.4	49.8	50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4
中国台湾	53.7	55.4	49.4	47.9	48.1	48.0	46.8	46.8	47.1	48.2	45.5	46.1
东盟	51.7	51.7	51.0	51.5	50.4	50.3	49.7	50.0	49.6	49.6	51.0	50.8
越南	54.7	50.3	50.3	49.9	50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7
泰国	51.7	50.3	48.6	49.1	45.3	46.7	45.1	47.6	47.5	47.8	48.9	50.7
印尼	50.7	52.1	52.9	54.2	52.7	52.9	52.2	51.7	51.5	52.3	53.9	53.3
马来西亚	49.9	50.2	49.0	48.4	49.5	49.0	47.9	47.9	46.8	46.8	47.8	47.8
印度	58.3	57.5	58.8	59.1	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7
巴西	52.5	52.1	55.9	53.6	54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8
墨西哥	51.1	51.2	51.0	52.2	52.3	50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	51.2	53.2
俄罗斯	54.9	54.4	54.3	55.7	54.7	52.4	54.6	53.8	53.8	54.5	52.7	52.1
南非	43.2	44.8	49.1	50.3	51.9	41.8	48.5	54.9	48.7	46.6	50.7	44.8

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

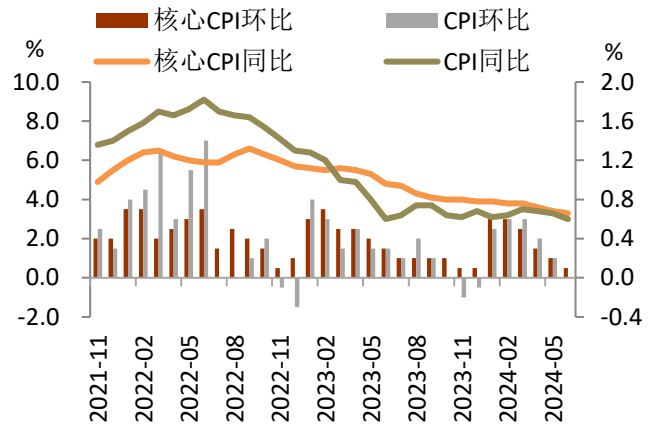
美国经济温和，就业降温，通胀回落，年末有望开启降息周期。一季度美国 GDP 初值大幅不及预期，而通胀超预期，数据发布后引发市场交易“去通胀不顺”，10Y 美债利率突破 4.7%，创下年内新高。细看分项，一季度 GDP 的弱主要是贸易逆差、商品消费、建筑投资的拖累，而服务消费、地产投资、高科技产业投资的韧劲犹存。截至 7 月 10 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对二季度 GDP 的预测为 2.0%，好于一季度 GDP 终值 1.4%。就业方面，2024 年上半年美国新增非农就业月均 22.3 万人，优于疫情前大部分时期；而持续偏低的失业率在 6 月录得 4.1%，创下 2021 年 11 月以来新高，劳动力参与率小幅升至 62.6%，薪资增速仍在回落的趋势上，美国就业市场已从过热状态逐渐降温，但依然保持相对稳健。与此同时，6 月美国通胀也超预期降温，粘性较强的住房通胀及商品通胀双双回落，结构上的优化加强市

场降息预期，定价 9 月开启降息概率升至 90%、全年降息次数从 2 次增至 3 次。

图表 2 美国 GDP 环比增速及贡献项

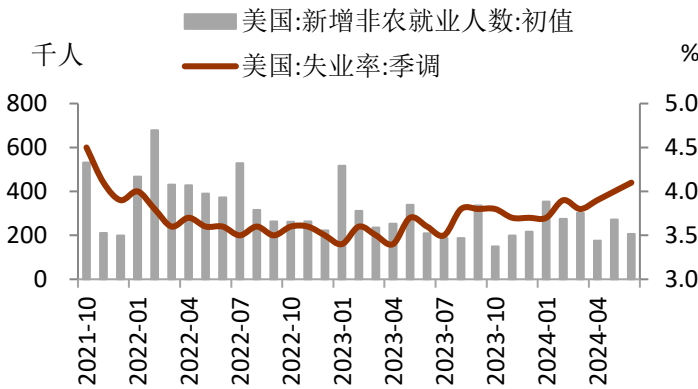


图表 3 美国 CPI 及核心 CPI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 4 非农就业及失业率



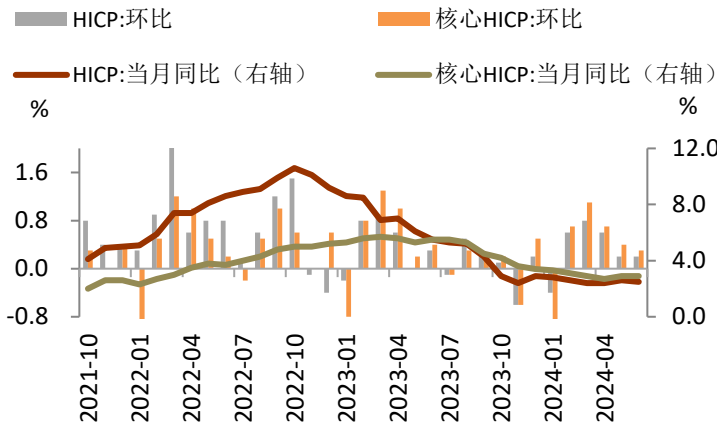
图表 5 芝商所 FedWatch 工具

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	300-325	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%	6.7%	93.3%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	93.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	60.3%	35.6%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	54.0%	38.3%	4.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	41.6%	42.2%	12.5%	1.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	33.9%	42.1%	18.4%	3.3%	0.2%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.0%	1.3%	20.2%	38.5%	28.6%	9.8%	1.5%	0.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.9%	14.2%	32.7%	31.7%	15.7%	4.1%	0.5%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.4%	6.4%	21.9%	32.3%	25.1%	10.9%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

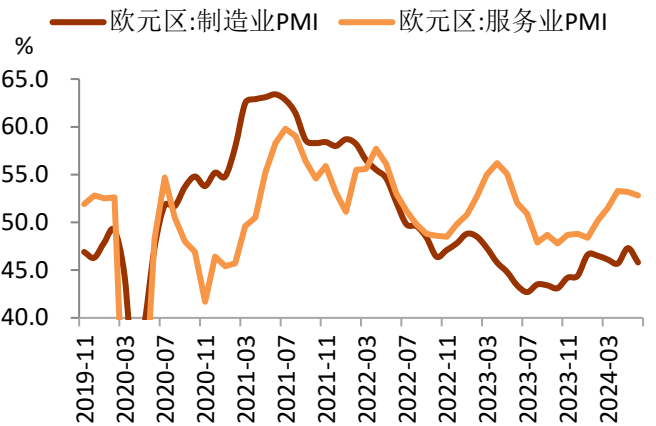
资料来源：iFinD，CME FedWatch，铜冠金源期货

欧元区率先开启降息周期，通胀回落，经济回暖。6月6日，欧央行鹰派降息 25BP，且行长拉加德未对利率路径做预先承诺、未来决策将依赖数据，同时上调欧洲 2024 年 GDP 和通胀预期，市场定价年内仍有 2 次降息。上半年欧元区通胀仍在降温，但速度较 2023 年放缓，6 月 CPI 同比录得 2.5%，前值 2.6%；核心 CPI 同比初值录得 2.8%，预期 2.8%，较前值小幅回落。从主要组成部分来看，6 月份服务业的同比通胀率最高，加强了欧央行谨慎降息的理由。欧元区一季度 GDP 季环比终值录得 0.3%，此前 2 个季度曾陷入停滞，就业缓慢恢复，失业率处于历史低位。景气度方面，制造业及服务业均呈回暖势头，但近期动能有所回落。此外，欧元区较美国更早开启降息，这也反映出其经济相对疲软。

图表6 欧元区通胀

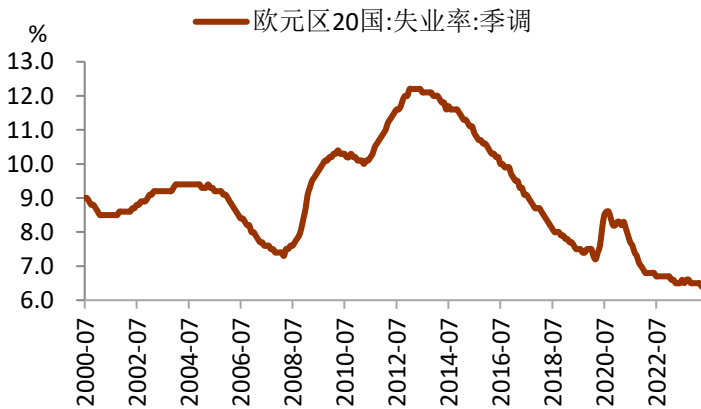


图表7 欧元区PMI

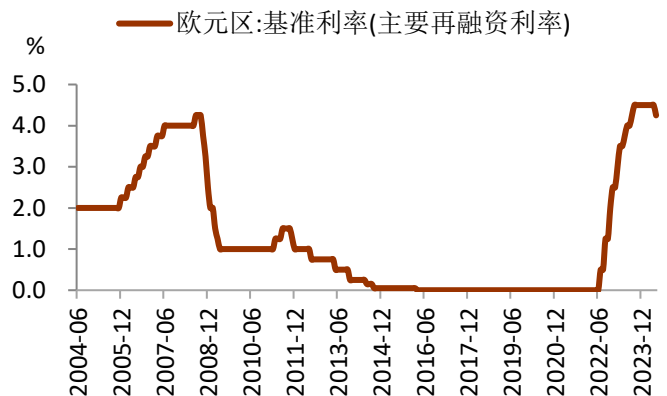


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表8 欧元区失业率



图表9 欧元区基准利率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

下半年全球地缘政治风险加剧, 关注其对资产价格可能的影响。随着美国总统大选进入关键阶段, 其结果将深刻影响美国的国内外政策, 并可能重新塑造全球政治与经济格局, 下半年影响权重将提高。近期2个相关事件引发关注: 6月末总统候选人辩论后, 拜登表现不佳在民主党内引发换人分歧, 事后共和党支持率上行; 7月13日, 共和党候选人特朗普遇袭未遂, 这一事件大大增加其选民支持率, 民调显示特朗普赢得总统大选概率已上行至68%, 随后“特朗普交易”如火如荼, 美债利率曲线走陡、美股走强。欧洲方面, 法国议会选举意外爆冷, 同样引发资产价格波动, 股市下跌、国债遭到抛售、法德利差扩大, 该国迈入政治僵局, 组建政府之路坎坷。此外, 巴以冲突、红海危机、俄乌战争仍在进行中, 交织的地缘动荡给世界增添不确定性, 关注其对资源品价格、全球贸易、航运的影响。

图表 10 英国央行系统性风险调查



图表 11 2024 年美国大选概率预测

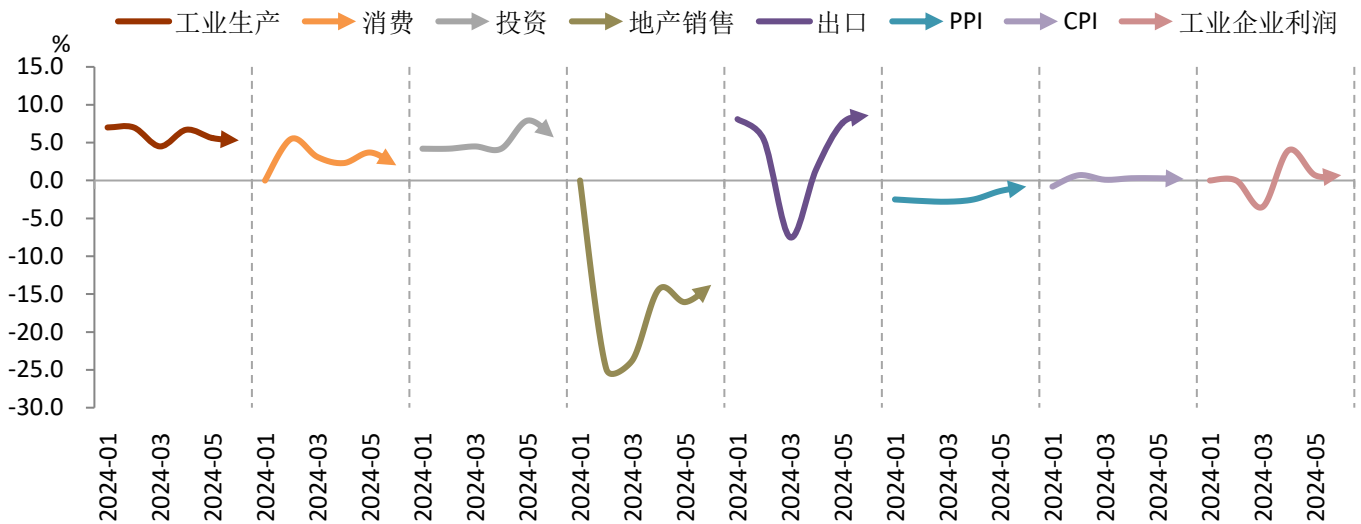


资料来源：iFinD，BOE，PredictIt，铜冠金源期货

2、中国

上半年经济面临“供与求”“量与价”“内外需”三大不平衡。年初至今，经济数据呈现一个结构性特点 M：工业生产受到政策、出口链带动偏强运行，消费低于预期，大件消费延续以价换量趋势。在供给大于需求的局面下，一季度产能利用率创 4 年新低 73.6%，二季度回升至 74.9%，但仍偏低。上半年 GDP 同比录得 5.0%，呈现前高后低特征，而因 GDP 平减指数只有-0.9%，名义 GDP 同比增速只有 4.1%，导致企业及居民微观体感偏弱。以汽车销售为例，1-6 月全国乘用车市场零售数量同比增长 3.2%（乘联会口径），而同期汽车零售总额同比-3.3%（统计局），车企“价格战”自 2023 年初来打响一轮又一轮，体现了企业不得不牺牲利润、以价换量的战略举措。相比疲弱的内需，外需成为上半年经济中相对亮眼的一环，前 6 个月累计出口同比录得 3.6%，远好于去年全年-4.7%的读数，其中汽车、船舶、电子产品、劳动密集型产品景气度较高，全球制造业周期上行对外贸形成一定支撑。展望下半年，不平衡的扭转尚需时日、重在“内需的修复”，预计物价受到基数推动温和回升，PPI 降幅收窄、CPI 低位运行；外需在海外开启补库周期下仍有支撑，但受到贸易摩擦、高基数效应下读数或有所降温；供需缺口将在市场自身调节、政策引导下逐步弥合。

图表 12 中国经济指标单月同比增速概览（截至 6 月）

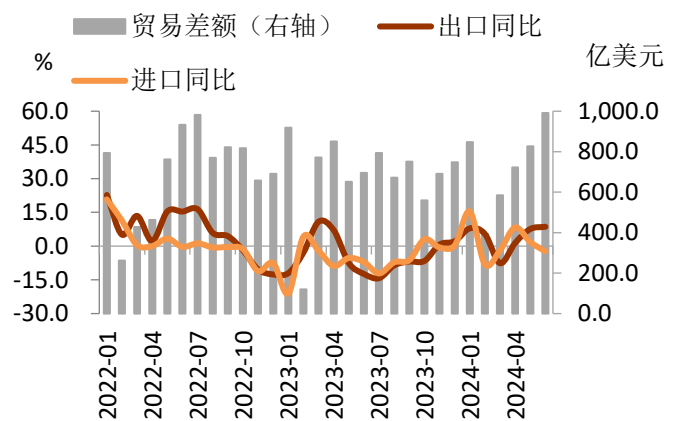


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 中国 GDP 同比及环比



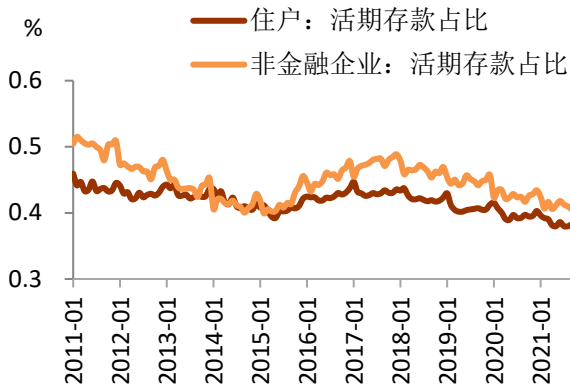
图表 14 中国进、出口同比及贸易差额



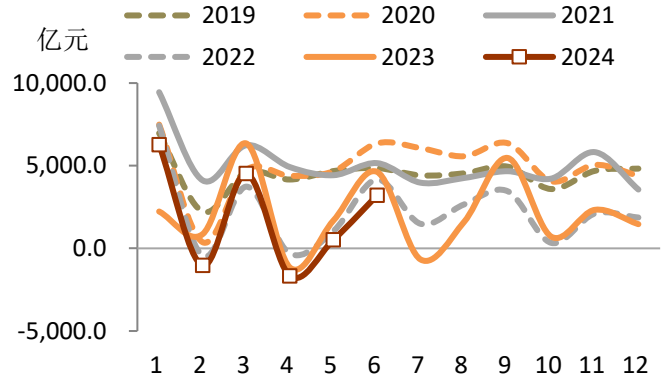
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

金融数据“挤水分下”近期失真，私人部门风险偏好回落。年初以来，金融数据开启“挤水分”模式 1-6 月新增社融 18.1 万亿元，较去年同期减少 3.5 万亿元，且 4 月负增、创下数据发布以来的历史新低。信贷结构同样有待改善，居民端在地产压制下延续弱势，企业端依靠票据冲量。私人部门信贷需求羸弱的同时，存款端资金“活化”程度也在降低，截至 6 月居民和企业部门的活期存款占比均处于历史低位，表明私人部门风险偏好持续收缩、防御动机增强。货币方面，6 月 M1 同比-5%，M2 同比 6.2%，M1-M2 剪刀差扩大至-11.2%。M1 增速大幅回落与禁止“手工补息”相关，导致部分企业高息存款继续流出。尽管存在“数据失真”扰动，但金融数据仍然指向私人部门信心不足、风险偏好持续回落、实体经济动能有待进一步回升。

图表 15 活期存款占比



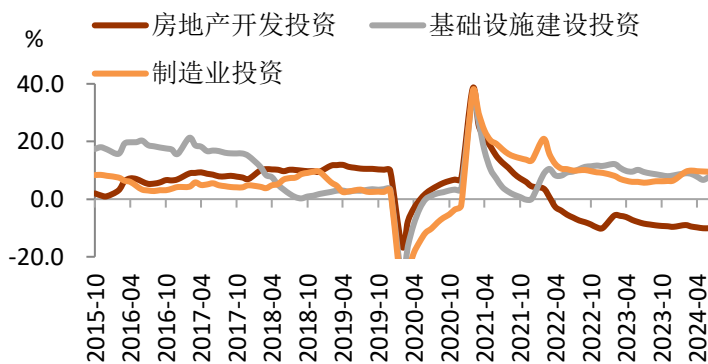
图表 16 居民新增中长期贷款



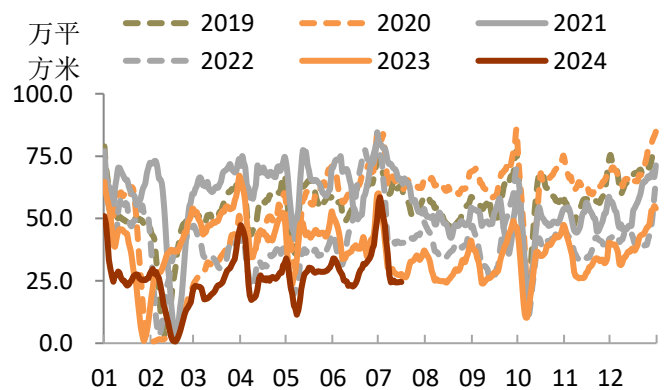
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

地产仍拖累经济，新旧动能顺畅切换需时日。自 2022 年起市场对地产复苏的预期差始终存在，从各地因城施策到中央的“三只箭”、“三大工程”，地产销售总是呈脉冲式修复、持续性不强。截至 5 月，商品房销售面积累计同比-20.2%，地产投资累计同比-10.1%，新开工、施工、竣工累计同比分别为-24.2%、-11.6%和-20.1%。在此背景下，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。预计下半年地产销售将在低基数及政策呵护下收窄降幅，但私人部门低风偏、房价下行预期将压制修复斜率。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”，因此在新旧动能转换期间，经济复苏的波动可能成为常态。

图表 17 固定资产投资各分项



图表 18 30 城商品房成交面积

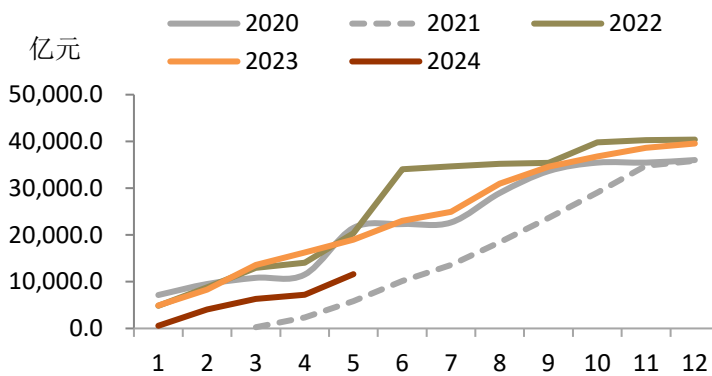


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

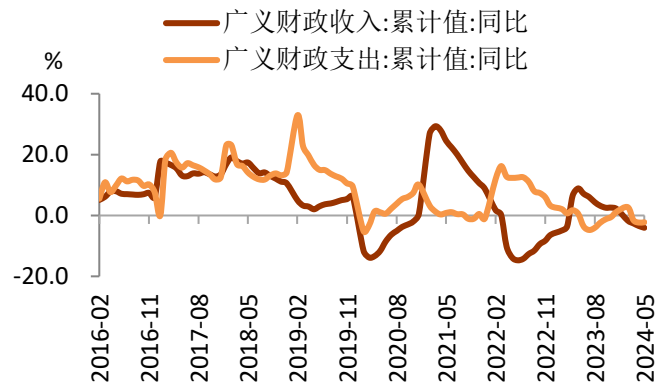
货币政策、财政政策有望在下半年加码。上半年货币政策总体较为克制，仅在 2 月降准 10BP、LPR 五年期利率下调 25BP，在内部银行净息差过低、外部汇率的约束下，二季度降息预期再度落空，显示出政策利率依旧偏克制，似乎与市场利率存在一定分歧。与此同时，央行行长潘功胜在 6 月陆家嘴论坛释放信号：①明确短期利率为主要政策利率，淡化 MLF 利率

的政策利率属性；②发挥利率走廊对短端利率调控作用。7月8日，央行宣布将开展临时隔夜回购操作，明确了政策利率的锚为7天逆回购利率，并收窄利率走廊。尽管央行近期在长短端利率调控框架上有所改革，但目前实际利率偏高、地产尚未企稳，未来货币宽松仍具有必要性。财政政策在上半年同样偏紧，1-5月广义财政收入（财政收入+政府性基金收入）累计同比-4.1%，广义财政支出累计同比-2.2%，在面对地方债务化解、土地出让收入持续下降、缺乏优质项目以及财政收入放缓的多重约束下，今年上半年的财政逆周期调节力度较弱，专项债券的发行进度不及往年同期，导致基建增速放缓。在美联储启动降息周期之后，下半年国内货币政策掣肘减少、宽松的概率加大，而财政政策同样有望加码但预期不宜过高。

图表 19 地方新政专项债发行进度



图表 20 广义财政收支



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

二、大类资产表现

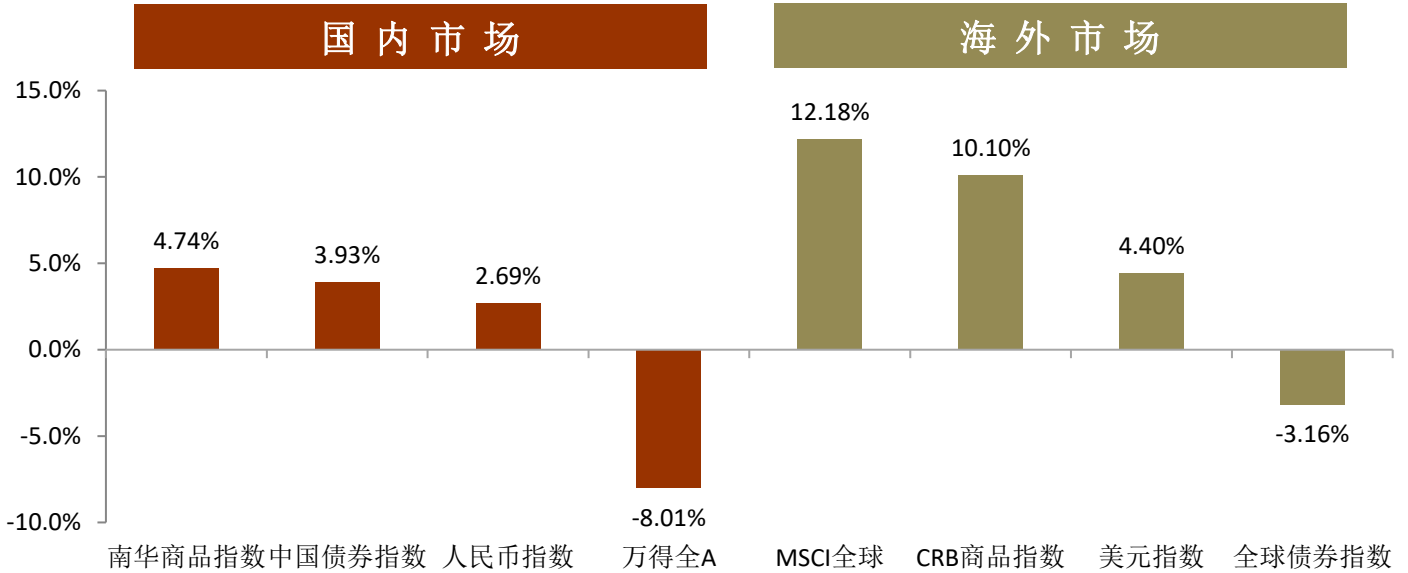
2024年1-6月，国内外大类资产走势分化，海外市场>国内市场，全球股市、商品涨幅较大，国内股市、全球债券下跌。

国内市场方面，商品(+4.74%)>债券(+3.93%)>人民币(+2.69%)>权益(-8.01%)。
南华商品指数1-6月收益率录得4.74%，多数板块均收涨，贵金属(+20.13%)>有色(+10.4%)>能化(+4.75%)>工业品(+2.85%)>农产品(+0.35%)>黑色(-10.93%)；
中国债券综合指数(Bloomberg)1-6月收益率录得3.93%，总体呈单边上行走势；
人民币指数(CFETS)1-6月收益率录得2.69%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币转强，在岸美元兑人民币贬值2.45%，离岸美元兑人民币贬值2.45%；
A股1-6月收益率录得-8.01%，一季度V形反弹后，二季度呈现下滑态势。

海外市场方面，权益(+12.18%)>商品(+10.10%)>美元(+4.40%)>债券(-3.16%)。
MSCI全球指数1-6月收益率录得12.18%，主要指数总体收涨，美股、日股涨幅居前，法国股指偏弱；
CRB商品指数1-6月收益率录得10.10%，商品、家畜板块涨幅达2位数，金属、工业原料收涨，纺织品、油脂收跌；
美元指数1-6月涨跌幅录得4.40%，美国就业及通胀在

一季度仍有韧劲，年初乐观的降息预期不断被延后，美元指数从年末的 101.4 回升至 105.8；
全球债券综合指数（Bloomberg）1-6 月收益率录得-3.16%，新兴市场上涨 2.22%，美债下跌 0.71%，欧洲下跌 1.2%。

图表 21 2024 年 1-6 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 1-6 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 1-6 月收跌-8.01%，其中沪深 300 收涨 0.89%、中证 1000 收跌-16.84%，创业板收跌-10.99%，科创 50 收跌-16.42%，北证 50%收跌-34.52%，风格上大票抗跌。

港股方面，1-6 月恒生指数收涨 3.94%，恒生科技收跌-5.57%；**海外方面**，美股受到 AI 行业业绩催化、降息预期增强影响，屡创新高，纳指表现远好于道指；欧元区主要国家、日本、印度、韩国收涨。

图表 22 权益市场表现

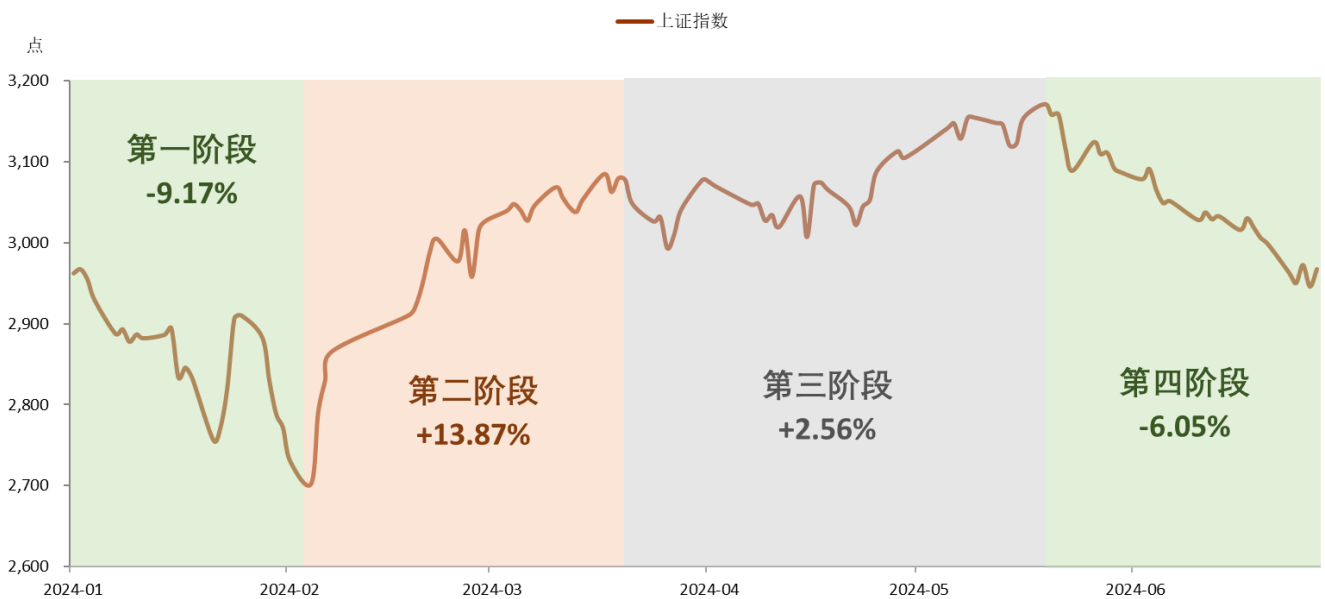
标的	现价	1-6月走势	1-6月涨跌幅 (%)	2023年涨跌幅 (%)
A股				
万得全A	4199.37		-8.01	-5.19
上证指数	2967.40		-0.25	-3.70
深圳成指	8848.70		-7.10	-13.54
创业板指	1683.43		-10.99	-19.41
上证50	2394.87		2.95	-11.73
沪深300	3461.66		0.89	-11.38
中证500	4942.78		-8.96	-7.42
中证1000	4895.99		-16.84	-6.28
中证2000	1840.84		-23.28	5.57
科创50	712.08		-16.42	-11.24
北证50	708.97		-34.52	14.92
港股				
恒生指数	17718.61		3.94	-13.82
恒生科技	3554.45		-5.57	-8.83
恒生中国企业指数	6331.86		9.77	-13.97
海外				
道琼斯工业指数	39118.86		3.79	13.70
纳斯达克指数	17732.60		18.13	43.42
标普500	5460.48		14.48	24.23
英国富时100	8164.12		5.57	3.78
法国CAC40	7479.40		-0.85	16.52
德国DAX	18235.45		8.86	20.31
日经225	39583.08		18.28	28.24
韩国综指	2797.82		5.37	18.73
印度SENSEX30	79032.73		9.40	18.74

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.1 A股

2024年上半年A股波动较大,多数宽基指数均下跌,其中上证50、沪深300代表的大票收跌,小票中证1000、中证2000及北证50跌幅较深。上半年整体而言风险偏好较弱,红利、防御板块相对占优,“涨指数、不涨个股”导致赚钱效应较差,其主要分为以下4个阶段。

图表 23 2024 上半年 A 股走势



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

第一阶段：趋势下行，筑双底（1.1-2.5）。2024年初为经济数据真空期，总体延续去年12月弱复苏，稳增长的政策定力较强，分子端乏力；海外经济数据超预期，带动美元指数、美债利率上行，导致海外流动性边际收紧，加上1月国内降息落空，分母端承压。与此同时，“雪球”集中敲入、量化融券做空等加剧小票下跌，并点燃恐慌情绪。外部地缘政治风险也在1月加剧，外资持续流出。

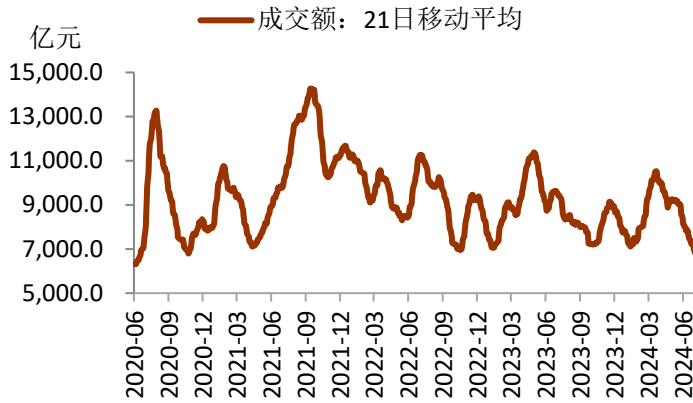
第二阶段：监管呵护，超跌修复（2.6-3.21）。2月7日吴清出任证监会主席，市场情绪明显回暖，并预期“融资市”将得到制度上的修正。该阶段经济基本面并无显著变化，但此前悲观定价已经结束，市场对两会的政策利好有一定预期。沪深300、上证50ETF放量上涨，监管对部分机构的做空行为监管加强，海外科技、大宗有色上涨、政策驱动的“低空经济、设备更新”等题材陆续推动股市走高。

第三阶段：多空交织，横盘震荡（3.22-5.22）。3月下旬起，市场进入了窄幅震荡的阶段。开年经济数据受到春节错位影响，1-2月高、3月低，一季度整体尚可，但宏微观体感有所分化，症结还是物价低迷；市场从此前的预期回到现实，A股一季报披露，整体盈利偏弱。与此同时，4月中旬国九条出炉，资本市场供给侧改革揭开序幕；4月末政治局会议召开，确定三中全会的召开日期及主题，且地产政策整体超市场预期，引来了一波小反弹。而海外通胀超预期，美元指数、美债利率一度冲至年内新高，对分母端形成压制。

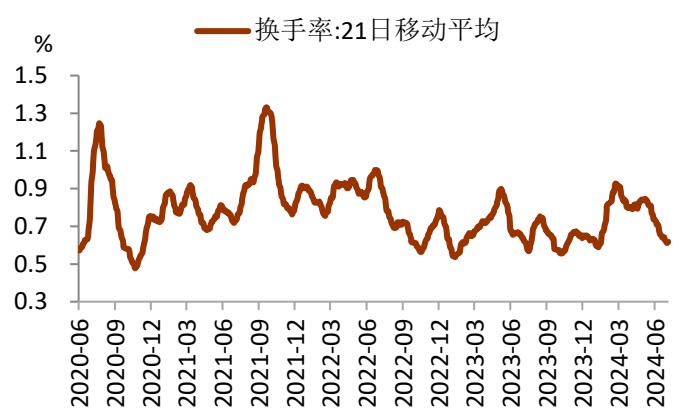
第四阶段：反转未至，持续走低（5.23-6.30）。5月下旬市场再度进入交易弱现实阶段，虽然地产政策超预期，但经济延续弱复苏、金融数据偏冷、物价低位徘徊，基本面改善依旧未见起色。资本市场监管政策陆续出台，影响市场情绪，叠加风险偏好持续低迷，量能收缩，指数下跌，市场投资者陷入悲观。人民币汇率同步承压，自6月起单边下跌，突破2023年11月低点，北向资金持续流出。

展望下半年，等待内外共振。分子端，经济复苏波折进行中，供大于需的格局逐步缓解，PPI走出深度负区间，对企业盈利的拖累将减少。分母端，欧洲已经开启降息周期，美联储也有望在9月开启，海外宽松周期利于权益资产；国内上半年降息预期不断落空，下半年宽松仍然可期。

图表 24 A 股成交额

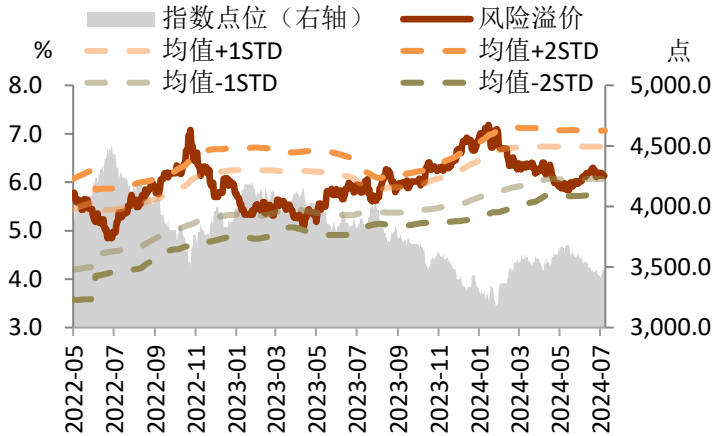


图表 25 A 股换手率

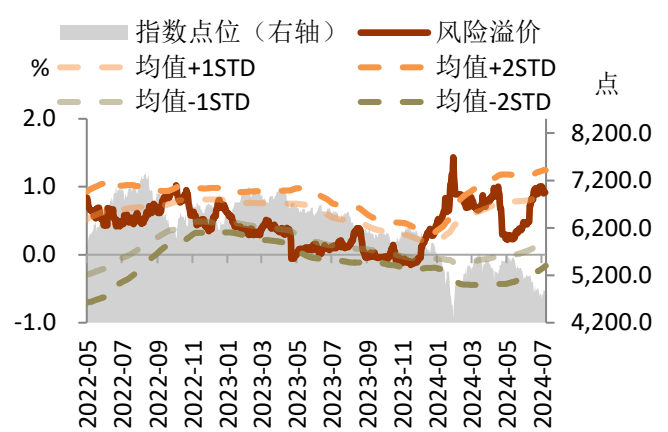


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 26 沪深 300 风险溢价

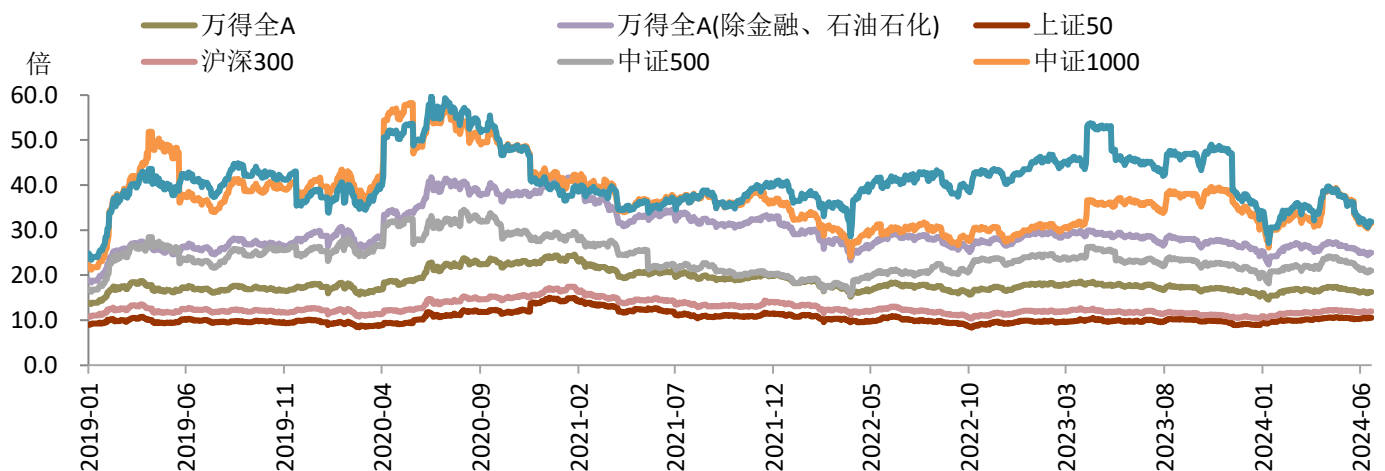


图表 27 中证 1000 风险溢价



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 28 主要宽基指数市盈率 (TTM)

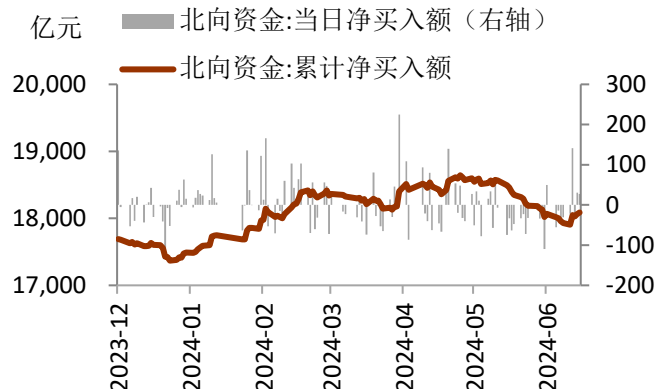


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 融资融券余额

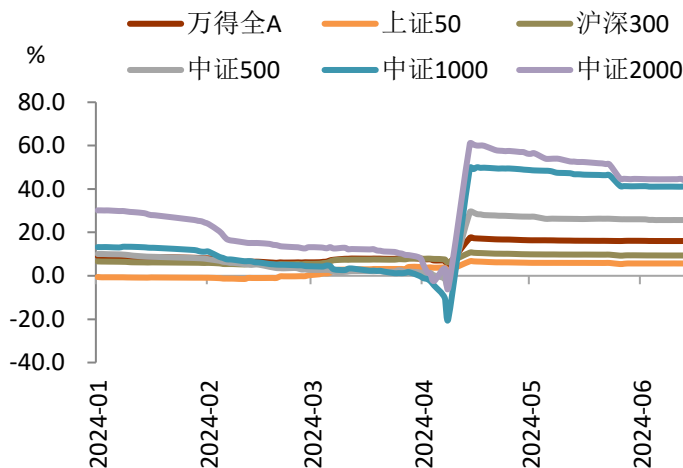


图表 30 北向资金

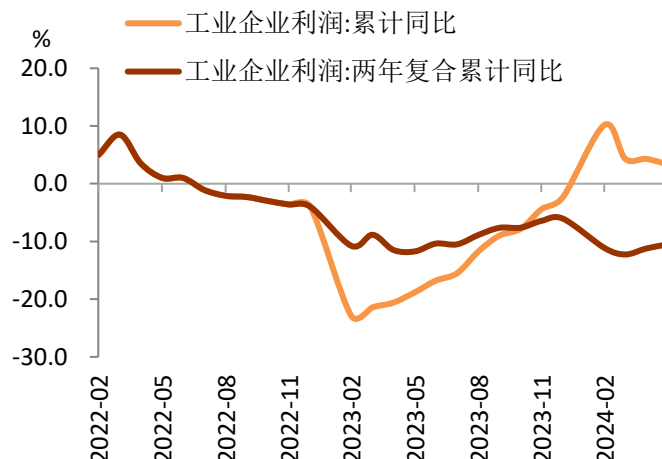


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 一致预期净利润同比增速



图表 32 工业企业利润

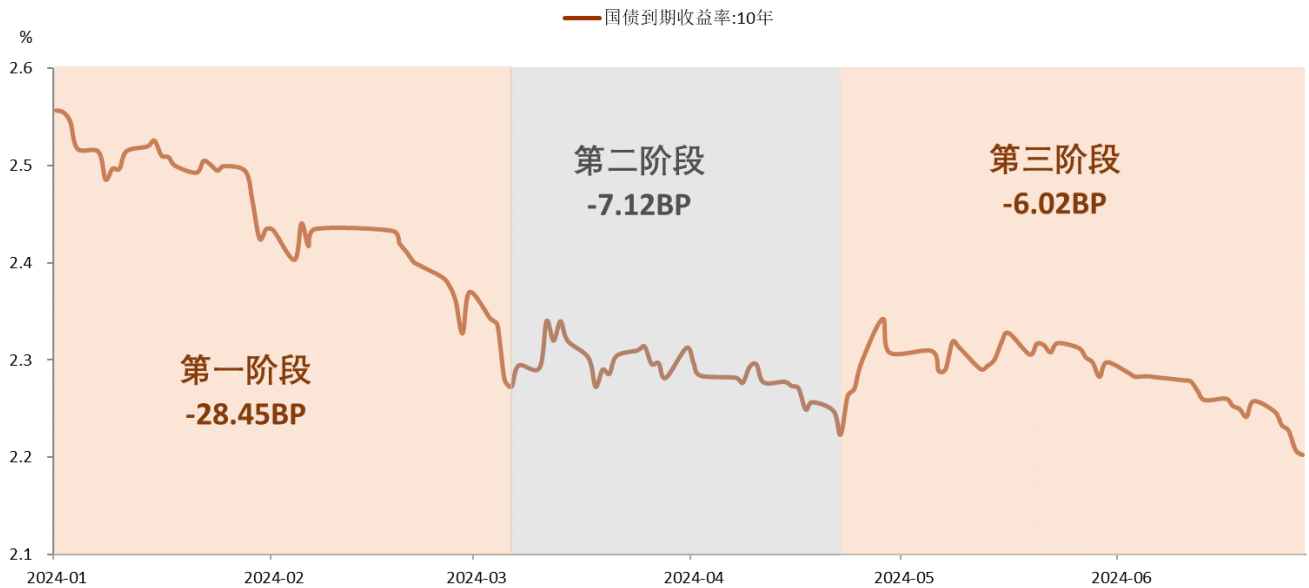


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、债券市场

2024 年上半年债市延续了去年末的牛市行情，经济基本面复苏弹性不足是底色，市场风险偏好低、机构资产荒是主线，债券供给、央行喊话影响节奏，其走势主要分为以下 3 个阶段。

图表 33 2024 上半年债市走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

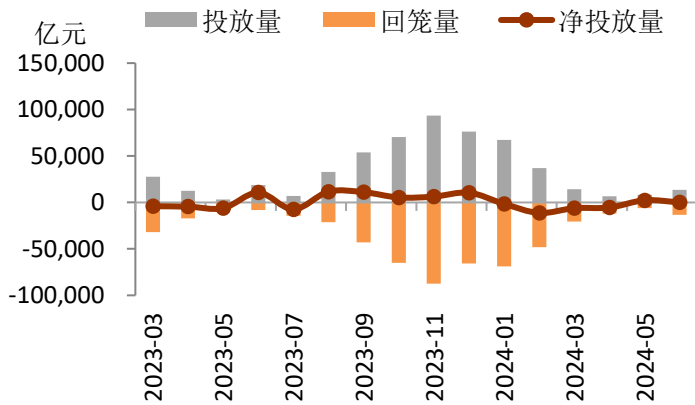
第一阶段：年初机构配置+基本面+降息预期，利率快速下行（1.1-3.7）。2024 年年初经济数据处于真空期，高频数据显示实体经济较弱，1 月央行宣布降准 50BP，2 月 LPR5 年期非对称降息 25BP，多家中小银行下调存款利率，市场博弈降息预期。与此同时，2 月后债券供给偏慢+股市急跌均对债市上涨构成利好，叠加 3 月初两会政策未超预期，3 月 7 日 10 年期国债利率下行至 2.27% 的一季度低点。

第二节阶段：地产松绑+供给偏缓+监管指导，利率震荡下行（3.8-4.23）。3 月上旬起各地因城施策，地产扩大松绑区域及力度，叠加监管对农商行购债进行风险提示，债市从此前的趋势性行情转向震荡。4 月初央行禁止手工补息，资金利率显著下行，社融开启“挤水分”模式，市场关注的超长期特别国债、地方债发行偏缓，债市做多情绪犹存，4 月 23 日 10 年期国债利率下行至 2.22%，再度创下历史新低。

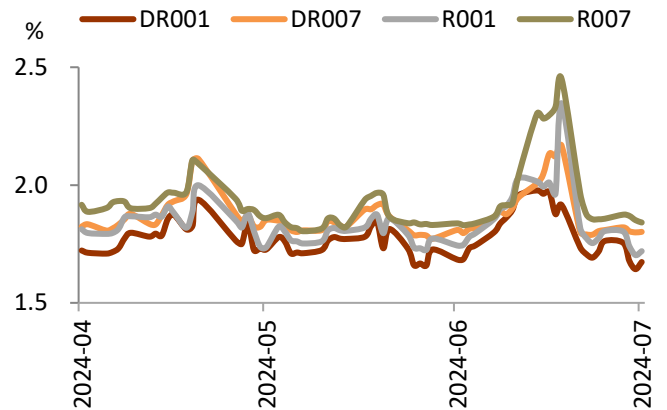
第三节阶段：央行多次提及长端风险，债市多头未逆转（4.24-6.30）。4 月下旬起央行提醒长债收益率过低，长债连续 4 日回调；5 月特别国债发行节奏平滑，供给扰动消退；地产迎来供需两侧齐发力的新政策，债市选择交易平庸的现实，风偏较低+资产荒的逻辑未变。6 月债市多头情绪逐渐走向了一致，此前担忧的利空出尽，且对监管喊话逐渐“钝化”，地产量价修复平庸，6 月末 10 年期国债利率行至 2.20% 的关键临界点。

展望下半年，基本面底色若不改，债牛或延续。7 月初央行宣布将“借债卖出”以维持长端利率在合理区间，一周后宣布开展临时“正、逆回购”以减小资金短期波动，监管旨在防范利率下行过快的风险，无法扭转利率中长期向下的趋势。下半年经济将保持波动复苏，物价延续低位运行，内需弹性较小，地产继续寻求企稳，基本面下带来的多头底色犹存。目前私人部门风险偏好维持低位，国债作为相对“安全”的资产将继续受到追捧，同时“资产荒”背景下机构配置需求仍在，利率中长期向下趋势不改，创新低或只是时间问题。

图表 34 货币市场公开操作

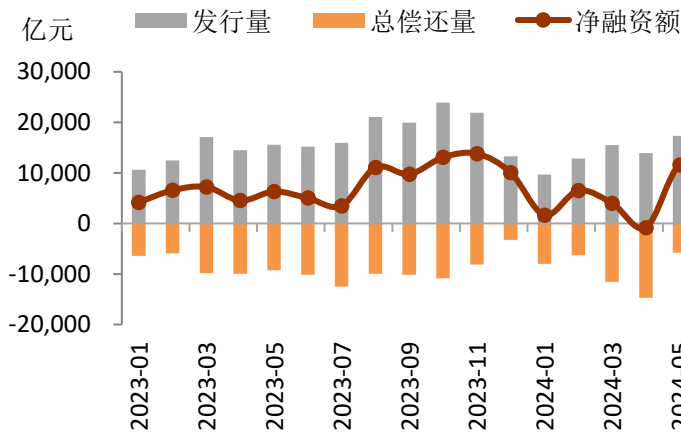


图表 35 主要资金利率



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 政府债发行与到期情况

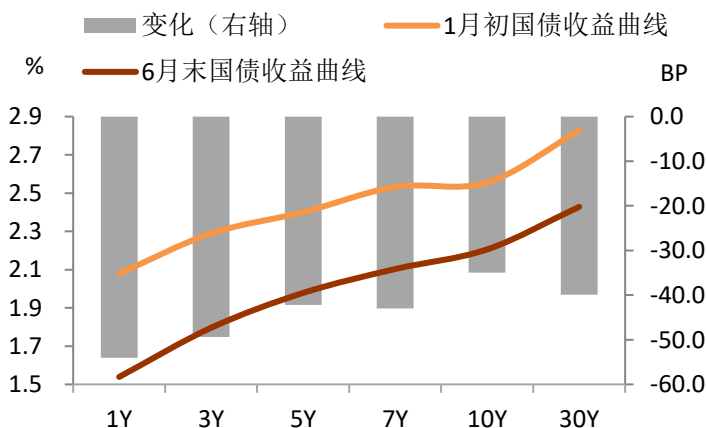


图表 37 票据贴现利率

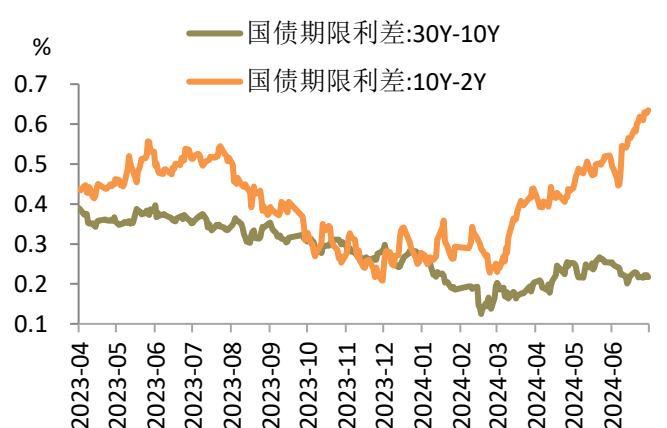


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 38 国债收益率曲线



图表 39 国债期限利差



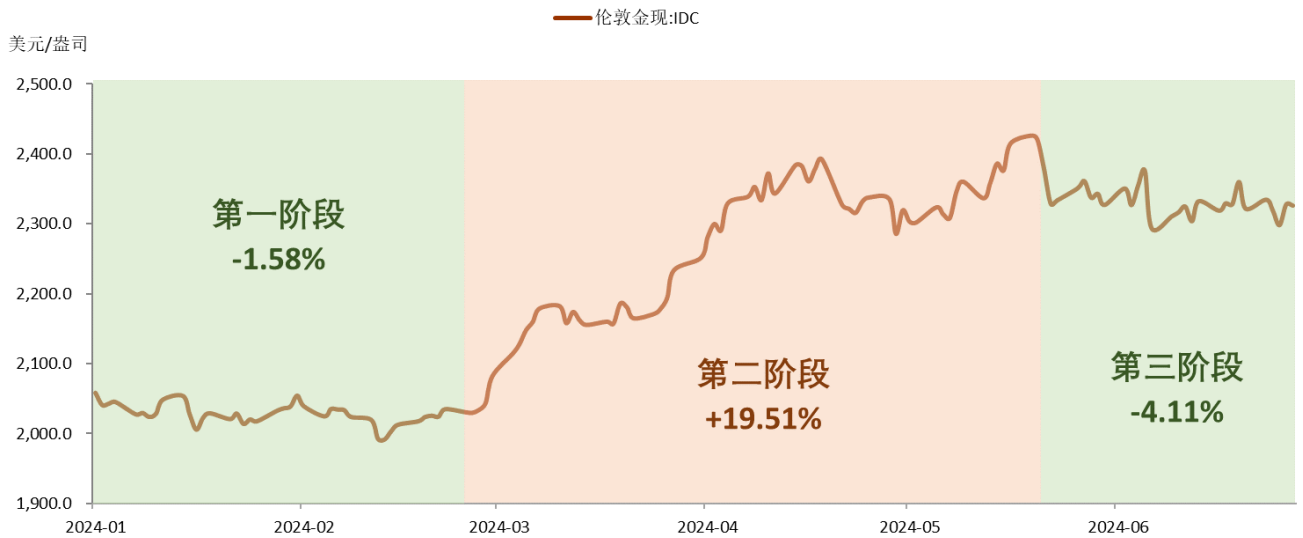
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

3、商品市场

3.1 黄金

2024 年上半年，金价的涨幅超出大部分人的预期，其金融属性、抗通胀属性、避险属性共振推动上涨，加上资金、情绪的催化，金价屡屡创下历史新高，其主要走势分为以下 3 个阶段。

图表 40 2024 上半年黄金走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

第一阶段：美国经济超预期，降息预期延后，金价承压（1.1-2.27）。2023 年 12 月 FOMC 鲍威尔释放鸽派信号，市场降息预期大起；2024 年初美国就业数据仍然充满韧劲，美联储对降息表态偏谨慎，首次降息预期从 3 月推迟至 6 月、全年降息 6 次的乐观预期被不断打压。尽管年初中东冲突不断发酵，支撑黄金避险需求，但美联储的降息仍然是市场主线，该阶段金价震荡下行。

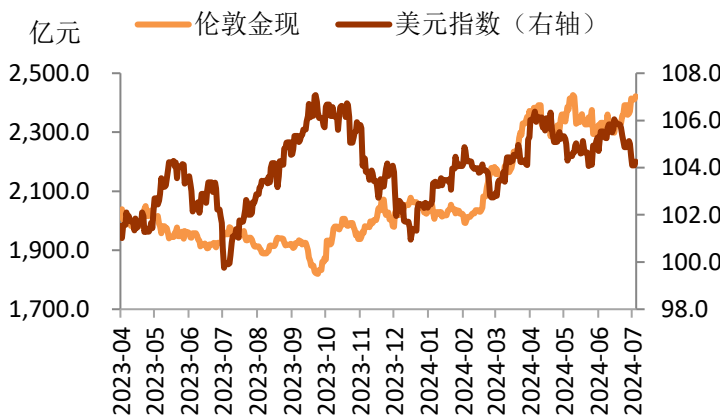
第二阶段：抢跑降息预期+担忧二次通胀+地缘政治风险，三者共振推高金价。（2.28-5.20）。美联储 3 月 FOMC 偏鸽，缓解市场对于再度紧缩的担忧，市场抢跑降息预期。与此同时，美国制造业复苏，原材料和能源价格加剧了商品通胀的压力，带来二次通胀的担忧，黄金抗通胀属性凸显。4 月 12 日，金价站上 2430 美元创下历史新高，尽管 4 月降息预期的延后、美元指数的走高并未给金价带来较大压力，背后是受到避险情绪、主权货币信用减弱的影响，导致黄金价格与实际利率、美元指数脱钩。4 月中旬后，地缘风险有所收敛，美国经济数据向好打压降息预期，叠加美联储官员鹰派发声，金价迎来为期两周的回调。5 月中旬 COMEX 铜逼仓，资金情绪带动金价再创新高站上 2450 美元。

第三阶段：多头情绪暂缓，美国通胀下行，金价回调震荡。（5.21-6.30）。COMEX 铜逼仓风险缓和，美铜大幅回落带动有色金属、贵金属价格下行；美国通胀数据如期下行，结

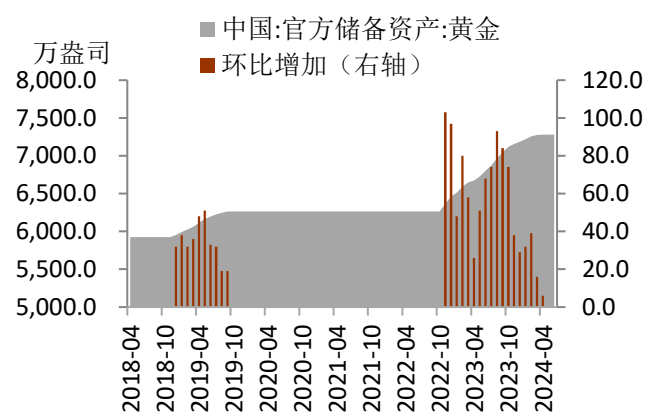
构上核心商品、核心服务双双回落，再通胀担忧消退。6月FOMC维持利率不变，未对降息路径做出明确表态，同时美国就业市场已从过热降温至稳健状态。此外，中国央行暂停购金进一步压制多头情绪。

展望下半年，主要国家开启降息+地缘风险上行+逆全球化大趋势，金价有望创新高。近半年来黄金定价范式已发生显著改变，金价与实际利率脱钩，主要因主权国家信用货币风险上行。全球通胀及利率中枢提高，黄金抗通胀吸引力增强；各国央行已陆续开启降息周期，美联储大概率也将在四季度开始降息。此外，近期一系列事件表明，下半年地缘政治不确定性仍在上行：拜登特朗普之辩加剧了民主党内分歧、特朗普遇袭未遂、法国议会选举爆冷导致国家信用风险增加，黄金的避险属性也将得到强化。

图表 41 伦敦金现与美元指数



图表 42 中国官方黄金储备

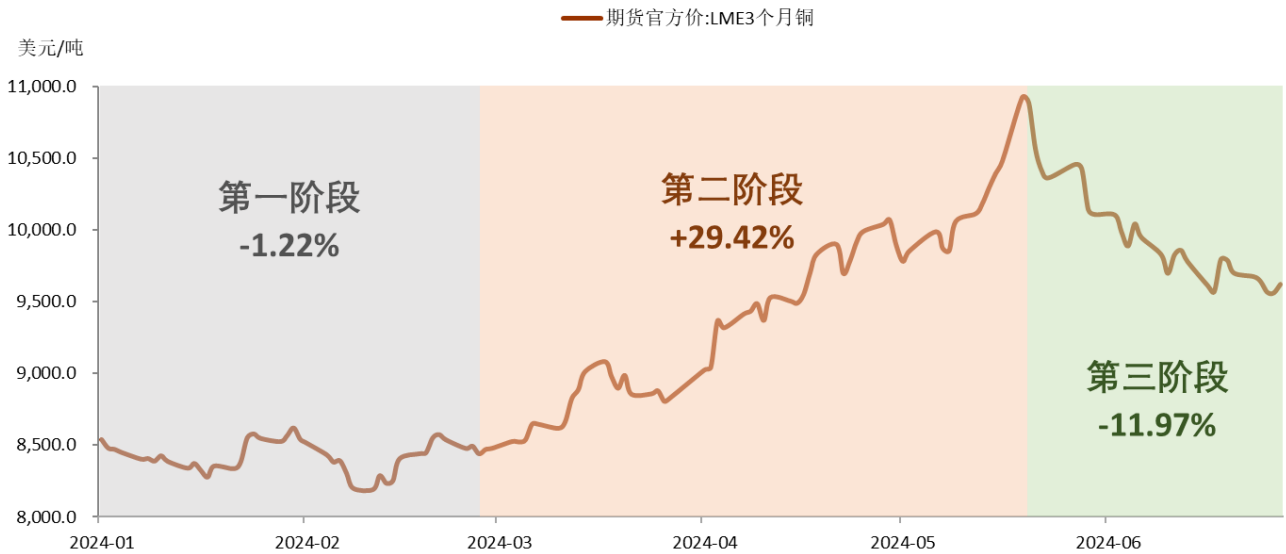


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 铜

2024年上半年，铜作为基本金属中涨幅较高的资产备受关注，其无视利空不断上涨并创下新高，其主要走势分为以下3个阶段。

图表 43 2024 上半年铜价走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

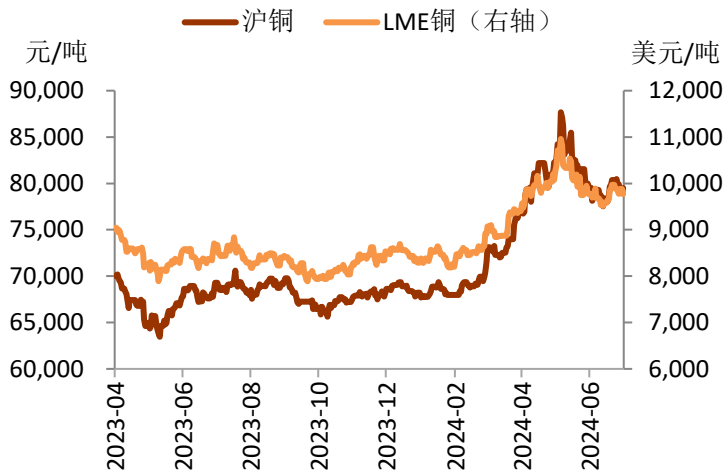
第一阶段：供需偏松，降息预期摇摆，铜价震荡（1.1-2.28）。年初铜消费处于淡季，矿端干扰未平息，现货 TC 大幅下滑，海外库存高位回落，但不足以抵消国内累库幅度，整体供需趋宽。FOMC 会议偏鹰且对降息表态谨慎，经济数据显示美国就业偏强、通胀回落缓慢，市场对 2024 年降息起点、幅度预期经历先起后落，基本面及宏观面均对铜价施压。

第二阶段：无视基本面与宏观利空，铜价强劲上行（2.29-5.21）。进入 3 月，国内“以旧换新”政策刺激需求端、冶炼减产支撑供应端；海外美联储 FOMC 偏鸽，缓解市场对于再度紧缩的担忧，有色抢跑降息预期，铜价走出震荡、上行至一年高位。4 月紧平衡预期并未充分兑现，海外库存偏低、国内去库不畅；美国通胀超预期、较强的经济数据导致降息预期延后，而市场无视基本面与宏观的利空因素、买盘情绪浓烈推动铜价继续上涨，此时下游消费也产生一定的畏高情绪。5 月初铜价稍作休整，中旬 COMEX 铜逼仓事件再度点燃多头情绪，LME 铜创下 11104.5 美元的历史新高。

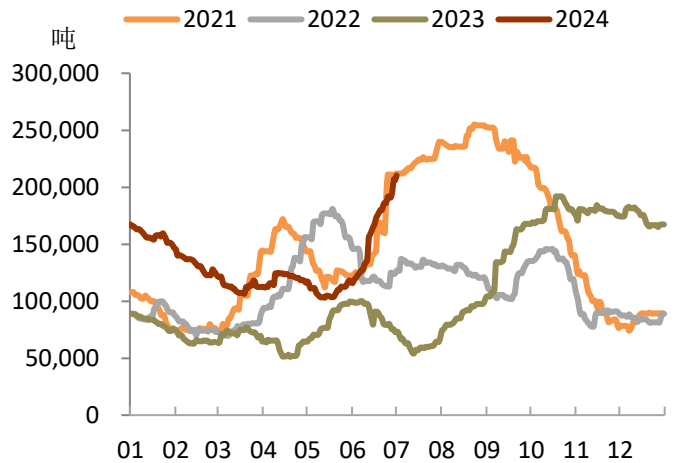
第三阶段：多头情绪退潮，回归现实叙事，铜价持续回落（5.22-6.30）。5 月下旬起 COMEX 铜逼仓事件缓和，供需始终维持宽松状态，美国非农强劲打压降息预期，美元指数一度站上 106，而国内经济数据也略显乏力，宏观情绪整体偏弱。铜价回归现实叙事，进入持续调整阶段。

展望下半年，铜价下有支撑，中枢整体上移。2024 年 1 月起，全球制造业进入向上周期，各国制造 PMI 显著复苏，电动汽车、可再生能源、人工智能等新兴产业投资对铜需求加大趋势延续；下半年矿端预计持续趋紧，同时废铜供应转弱，在铜下游加工利润收缩背景下，冶炼减产面或增加，铜价下方有支撑。逆全球化格局下，各国推动供应链的本土化、贸易壁垒增加、地缘政治紧张，资源品溢价易上难下。

图表 44 国内外铜价走势



图表 45 LME 铜库存

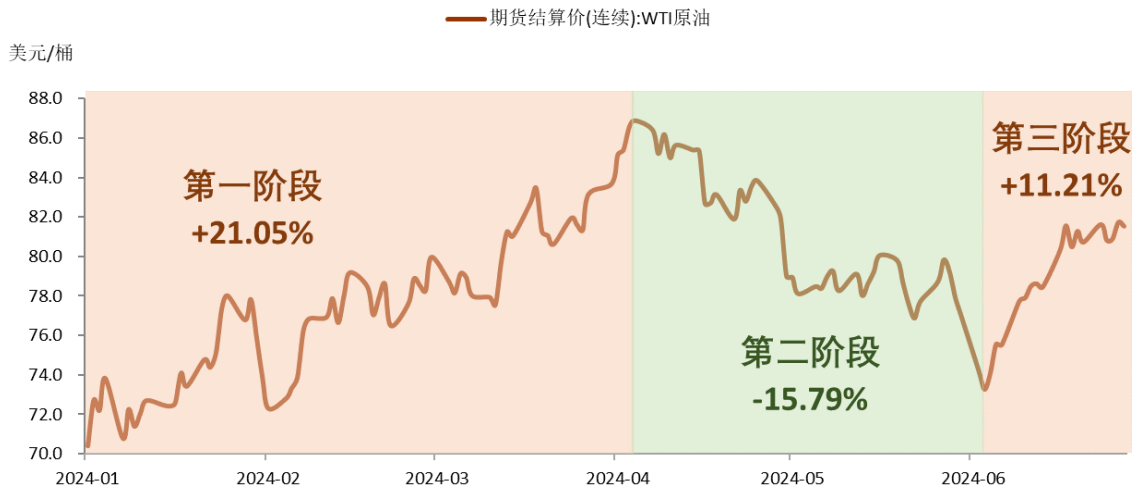


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.3 原油

2024 上半年，大宗之王原油价格波动较大，地缘冲突范围扩大、程度加剧，供给端 OPEC+ 减产力度影响油价走势，其政策重心逐渐从“控制油价”到“稳定份额”，其主要走势分为以下 3 个阶段。

图表 46 2024 上半年油价走势



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

第一阶段：地缘冲突为主旋律，供需双双支撑，油价上行（1.1-4.5）。2024 年一季度原油基本面偏强，OPEC+ 延长减产，需求具有韧劲，美国炼油厂的产能利用率触底反弹，商业原油去库至一年多低位。同时，红海危机持续发酵，导致油轮运输路线延长，多方因素支撑油价高位震荡。4 月初，俄罗斯炼厂多次遇袭、以色列袭击伊朗大使馆等冲突事件升温，原油地缘溢价大增，WTI 原油站上 87 美元、ICE 布油站上 92 美元，创下年内高点。

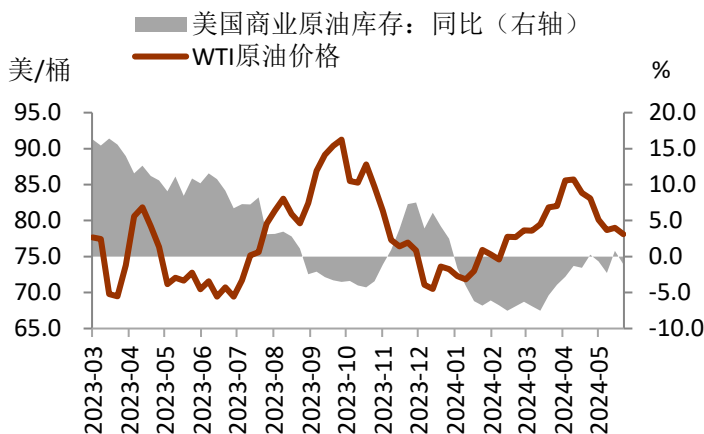
第二阶段：地缘风险暂缓，回归弱需求，油价进入调整（4.6-6.5）。4 月中旬起伊以冲

突未升级，地缘风险趋缓，同时供给紧缺程度不及市场预期的严重，能源机构下调 2024 年消费预期，持续累库，油价回吐涨幅后进入震荡。6 月初 OPEC+会议延长减产时间不及预期，空头情绪达到极致，油价大幅下挫。

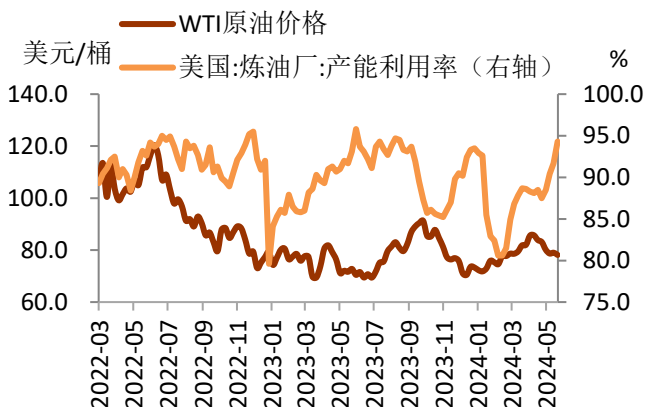
第三阶段：消费进入旺季，油价超跌反弹，（6.6-6.30）。中东地缘风险再起，原油消费来到了旺季，美国炼厂开工率上行，美国汽油需求好转；此前大幅调整导致对冲基金入场做多，油价引来反弹。

展望下半年，需求仍是隐忧，油价低位整理。供给方面，近期市场对 OPEC+内部的凝聚力有所怀疑，Q4 减产撤销后将对油价构成利空；三大能源机构对 2024 年油价消费预期产生分歧，IEA 连续 3 个月下调需求预期，表明欧美地区消费较为疲软。此外，美洲国家石油产量走高、新旧能源更替等中长期因素对油价利空。尽管下半年地缘政治风险未减，高库存、弱需求或抑制油价走高。

图表 47 美国商业原油库存



图表 48 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

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。