



让衍生品
成为新的生产力

Make derivatives
the new productivity

王维芒

从业资格编号：

Z0000148

邮箱：

Wangwm@zhqh.com.cn

相关报告：

中辉期货-2024年宏观经济展望-筚路蓝缕启山林，栉风沐雨砥砺前行

中辉期货-山光正西落，池月渐东上-2023年下半年黄金展望

国内复苏和美国降息是关键,继续战略配置黄金

海外经济方面，不同国家经济增速出现分化，美国通胀去化不理想，主要国家宽松货币政策节奏不一致，但是整体上处在放水的时间窗口。国内经济方面，实体恢复程度和经济刺激效果是关注要点，最重要的是关注地产市场能否企稳。

2024年资产价格变化的关键在于美联储的降息路径、国内经济恢复程度和政策刺激的幅度。整体上，美元缓和会对大类资产价格产生支撑，但是全球经济下行也将带来压力，多空力量都比较大。另外需要关注地缘的演化。

贵金属而言，首先美联储如期连续五次会议在利率政策上按兵不动，鲍威尔暗示今年降息三次仍有可能，宽松货币政策预期明显，另外地缘问题升级，再叠加全球央行持续购买黄金，都对黄金产生支撑。

但是需要注意的是，如果对于降息交易过渡，则会有预期管理，这可能是影响贵金属价格波动的风险。

- 风险点：**
1. 国内经济复苏不及预期；
 2. 全球经济下行超预期；
 3. 美联储高利率持续时间较长。

目录

一、二季度关注海外降息	3
1.1 海外经济增速分化	3
1.2 工业、消费等数据显示韧性	4
1.3 部分国家通胀去化不及预期	7
1.4 各国央行表态反复影响较大	9
二、国内复苏有空间，地产是重点	11
2.1 三重压力出口或将走低	11
2.2 基建当继续发挥作用	13
2.3 制造业保持积极稳定	14
2.4 地产是重要变量	16
2.5 消费或趋于稳定	17
三、2024年二季度国内宏观政策积极宽松	19
4.1 货币政策灵活适度、精准有效	19
4.2 财政政策将加力提效、提质增效	20
四、黄金二季度支撑明显	21
4.1 黄金需求增加支撑贵金属价格	21
4.2 降息表态是影响黄金的重要因素	22
4.3 央行购金给黄金带来明显支撑	23
4.4 地缘局势波动助力黄金上涨	23
4.5 ETF 和非商业持仓减少	24
五、小结	25

一、2024 年二季度关注海外降息

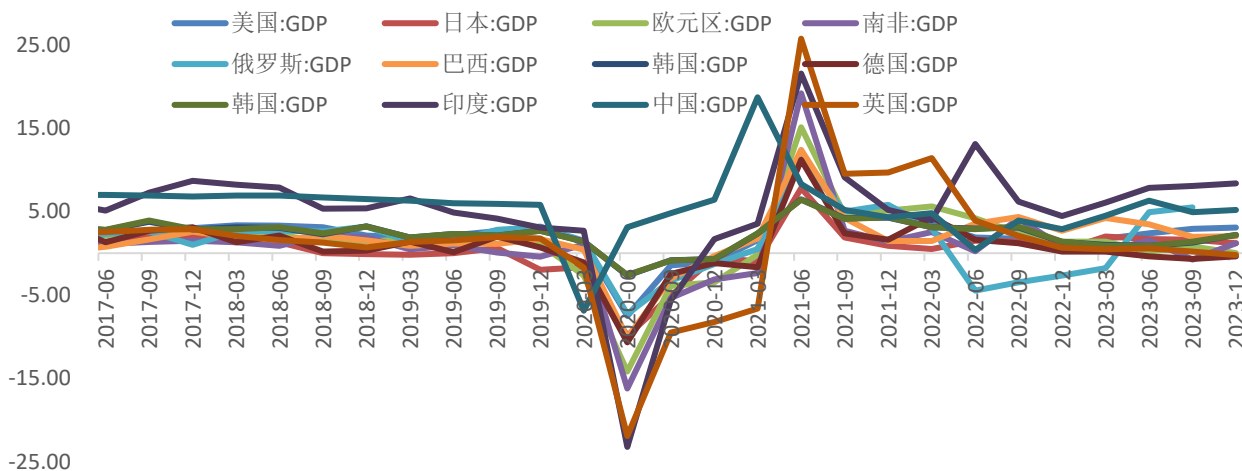
2024 年经济数据韧性和降息预期反复在主导全球市场，考虑到当前的通胀结构可能去化缓慢，为此海外的降息节奏或比较缓慢。

1.1 海外经济增速分化

2024 年一季度，全球主要国家经济政策出现分化，美欧结束了加息进程，其他发展中国家基本上完成了本轮加息。从经济表现来看美国经济表现出了很强的韧性，其他国家经济增速下滑。

2023年全年美国经济以2.5%的年化速度增长，超出预期。日本2023年名义GDP增长5.7%，达到591万亿日元。被疲软的德国反超，德国目前成为世界第三大经济体。欧洲央行2024年一季度GDP或增长仅为0.1%，全年增长率预计为0.6%。

图：主要国家 GDP 增速（%）

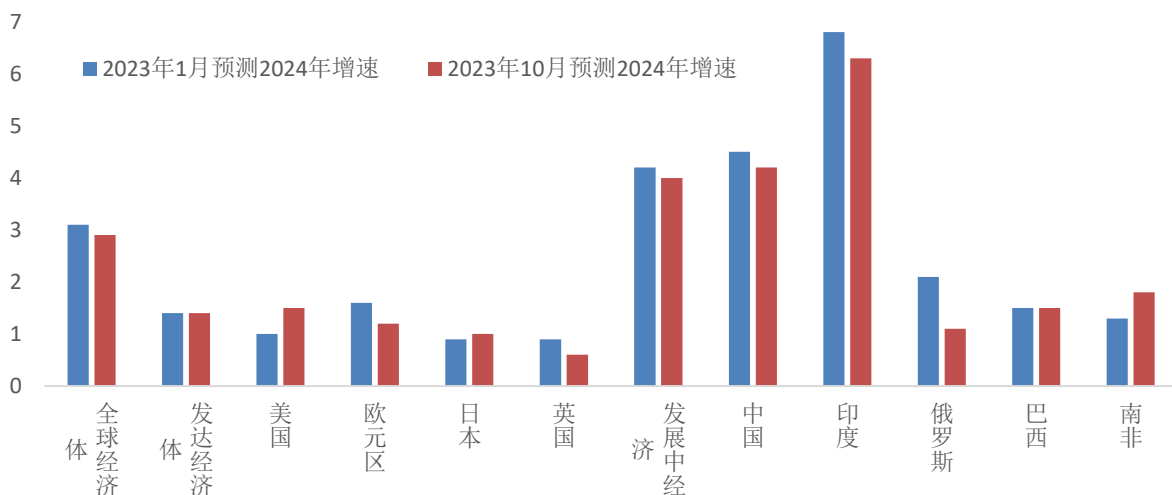


数据来源：wind，中辉期货

2024年1月份，今年美国的经济增长率为2.1%，欧元区和日本均为0.9%，英国为0.6%。包括巴西、印度和俄罗斯在内的大型新兴市场经济体的表现，也好于之前的预期。IMF的预测仍低于2000年至2019年3.8%的全球平均增长率。

但IMF也在报告中指出，紧缩政策导致大多数地区的通胀率下降速度快于预期IMF认为，2024年全球通胀率为5.8%，2025年为4.4%。发达经济体今年的通胀率将降至2.6%，明年将降至2%。

图：IMF 对全球经济 2024 年增速预测 (%)



数据来源：wind，中辉期货

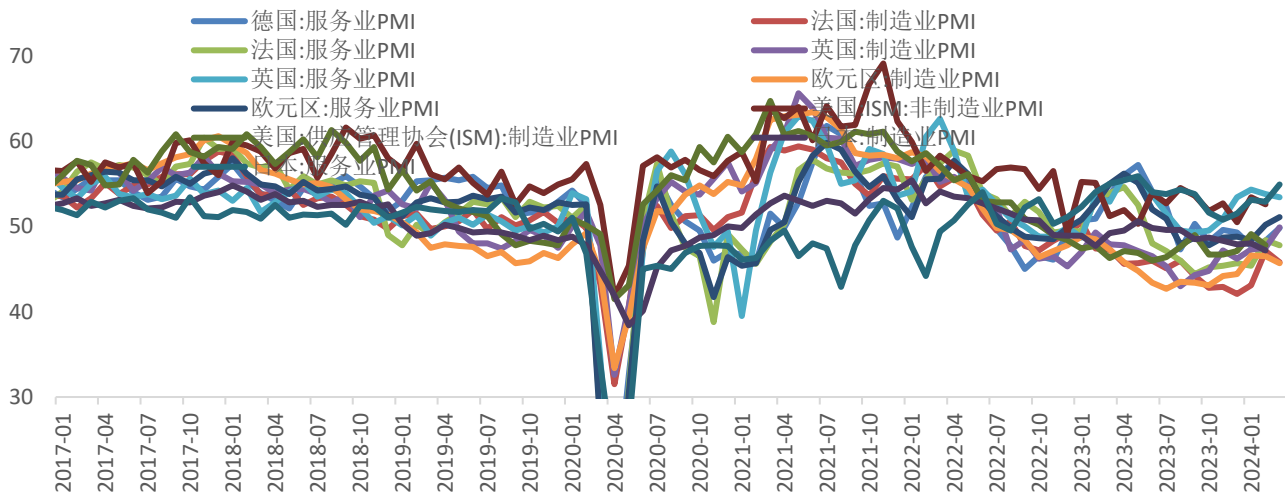
据国际货币基金组织（IMF）预测2024年全球经济增速将为2.9%。相比之下经合组织（OECD）对世界经济前景较为悲观。据OECD最新预测，明年全球经济增速将放缓至2.7%，这意味着2024年或将成为自2020年以来全球经济增速最低的一年，凸显出全球经济复苏的脆弱性和不确定性的增加。

1.2 工业、消费等数据显示韧性

第一，美国日本工业表现出韧性。

由于经济诱发因素基本上相同，大的节奏上全球工业表现出明显的同步性。

图：各国制造业PMI

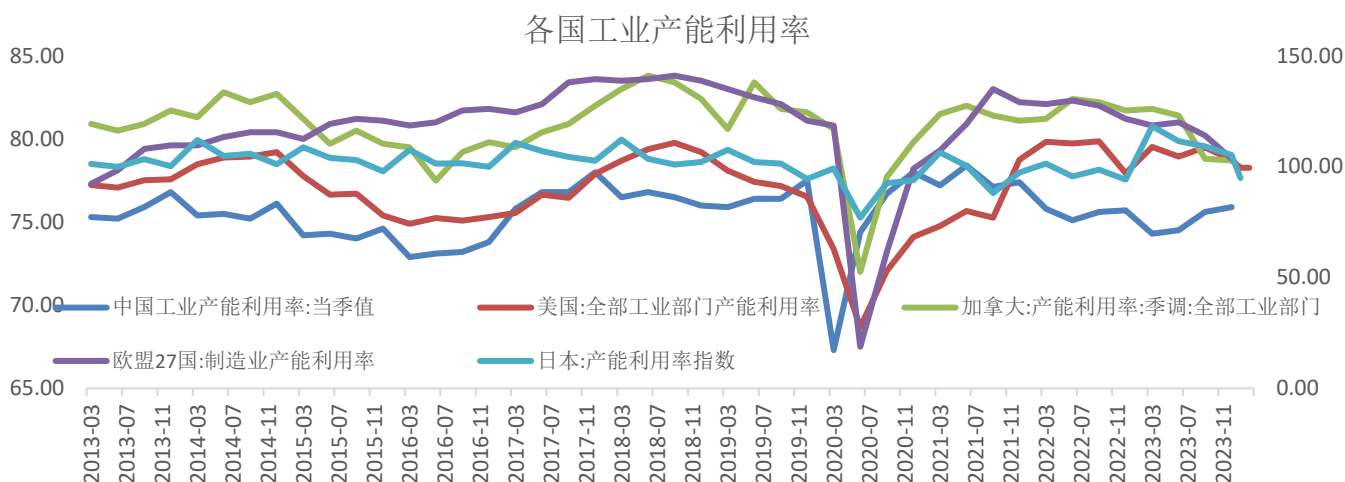


数据来源：wind，中辉期货

每一轮制造业PMI的下行大概是至少需要两年的时间才能见底，2008年次贷危机经历了两年的时间，全球主要国家PMI见底回升。2009年的次贷危机救助周期在2010年底结束。PMI从此开始进入下行阶段，直到2012年9月份。

此轮全球各国PMI在2021年3季度见顶，随后PMI开始回落，一直持续到现在，虽然年初至今，制造业PMI探底回升，美国2月ISM制造业指数47.8，不及预期的49.5，1月前值为49.1。但是因为样本原因，美国3月Markit制造业PMI初值52.5，创21个月新高。欧元区2月制造业PMI从1月的46.6滑落至46.1，逊于预期值47，显示欧元区制造业的低迷在本月进一步加深，自2022年7月以来，欧元区制造业PMI一直低于50。

图：各国工业产能利用率（%）



数据来源：wind，中辉期货

标普全球报告称，日本2月Jibun制造业PMI由上月的48跌至47.2，为2020年8月以来的最低水平，也是该指标连续第九个月低于荣枯线50。

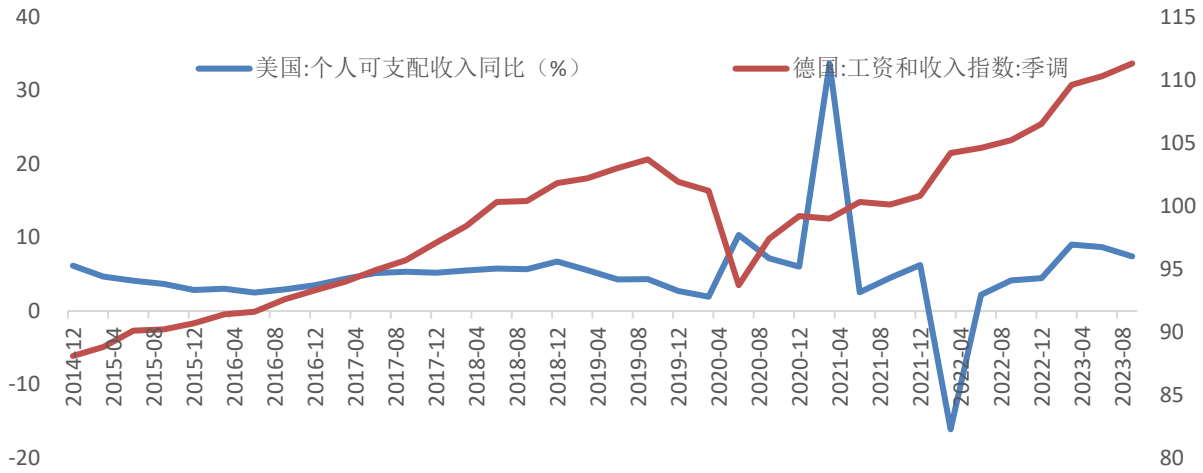
工业产能利用率方面，美国表现出了一定的韧性，2023年四季度产能利用率为78.25，较去年年终有所回落，不过仍然处于较高水平。2023年四季度日本工业产能利用率为105.2。不过1月份产能利用率季节性回落。欧盟27国和加拿大的产能利用率仍然在回落。

第二，欧美消费表现尚可，2024年存在不确定性。

收入分为两种，一种是财政补贴的外生收入增加，一种是工资性收入的内生因素。目前内生的工资收入是引领消费的主要动力。

2023年四季度数据显示，美国个人可支配收入同比增加6.98%，德国工资和收入三季度同比增长5.8%。欧元区20国工资收入指数为127，同比增长6.36%。

图：消费和收入的关系（%）

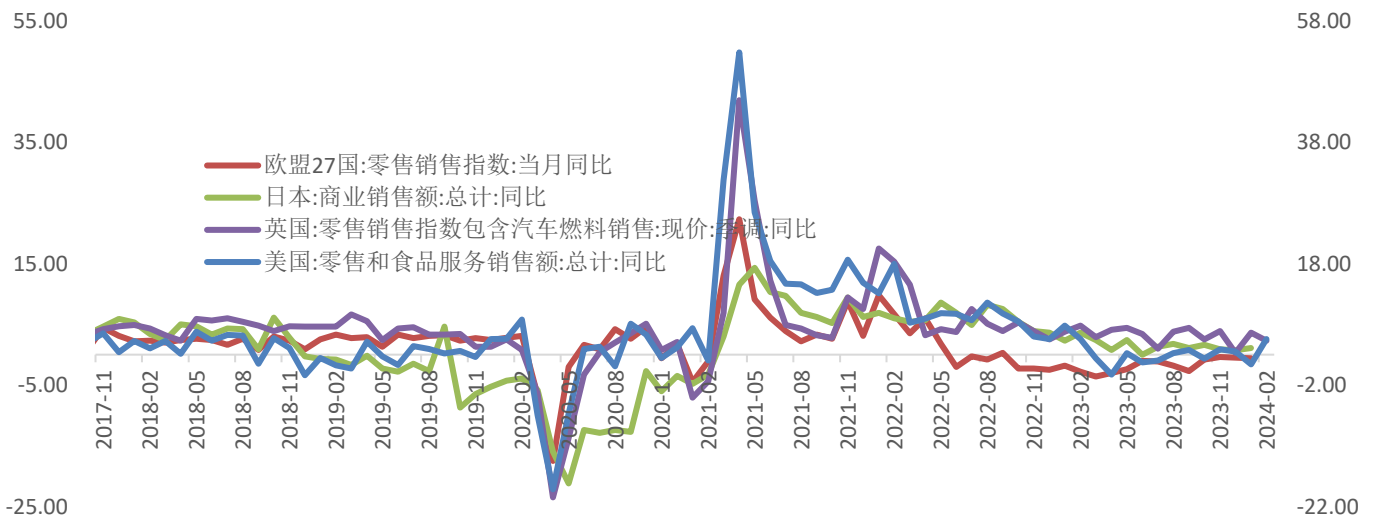


数据来源：wind，中辉期货

过去三年美国进行了三轮财政救助，共计约5万亿美元，促进了居民收入增长和消费恢复，增强了美国经济韧性。

欧美收入端还是比较积极，但是从未来消费者信心角度来看，随着高补贴退却，高利率并不能压低高通胀，多国的消费者信心情况有所反复。

图：各国消费情况

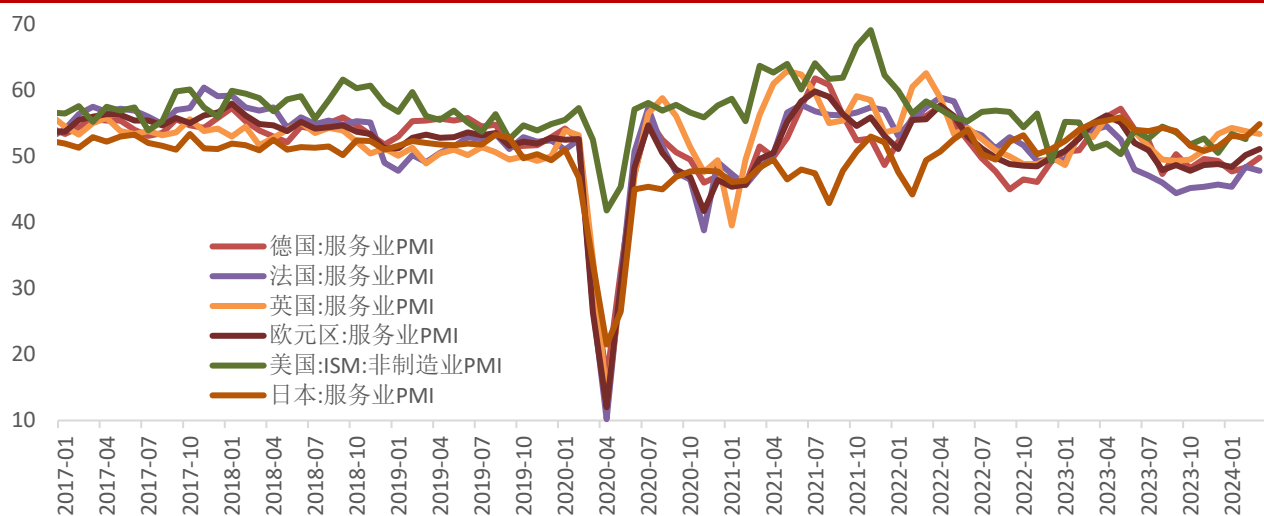


数据来源：wind，中辉期货

美国2月零售销售环比增速由负转正，环比涨0.6%，远超1月的-0.7%，但仍逊于0.8%的预期值，1月的零售销售环比数据进一步下修至-1.1%。美国3月密歇根大学消费者信心指数初值76.5，预期77.1，2月前值为76.9。

欧元区3月消费者信心略有改善，达到2022年2月以来最高水平，表明陷入困境的欧元区20国经济在缓慢复苏。消费者信心指数报-14.9，高于2月份的-15.5，接受调查的经济学家们的预估中值为-15。

图：各国服务业PMI



数据来源：wind，中辉期货

欧美发达国家的经济份额中，服务业占比较大。一季度服务业 PMI 也表现出了韧性，美国 2 月 ISM 服务业指数 52.6，虽然有所放缓，但是美国 ISM 服务业 PMI 一年多以来一直保持在 50 大关上方。由于对接下来收入前景的担忧，美英地法日等国的服务业 PMI 在 6 月份见顶之后，持续走低。

总之，2024 年一季度海外经济数据表现除了韧性，纽约联储数据显示，美国未来 12 个月经济衰退的概率超过 60%，相比于去年底的预测要减少。在经济数据下行不明显的情况下，高利率环境或持续较长时间，二季度是否降息是关键。

1.3 部分国家通胀去化不及预期

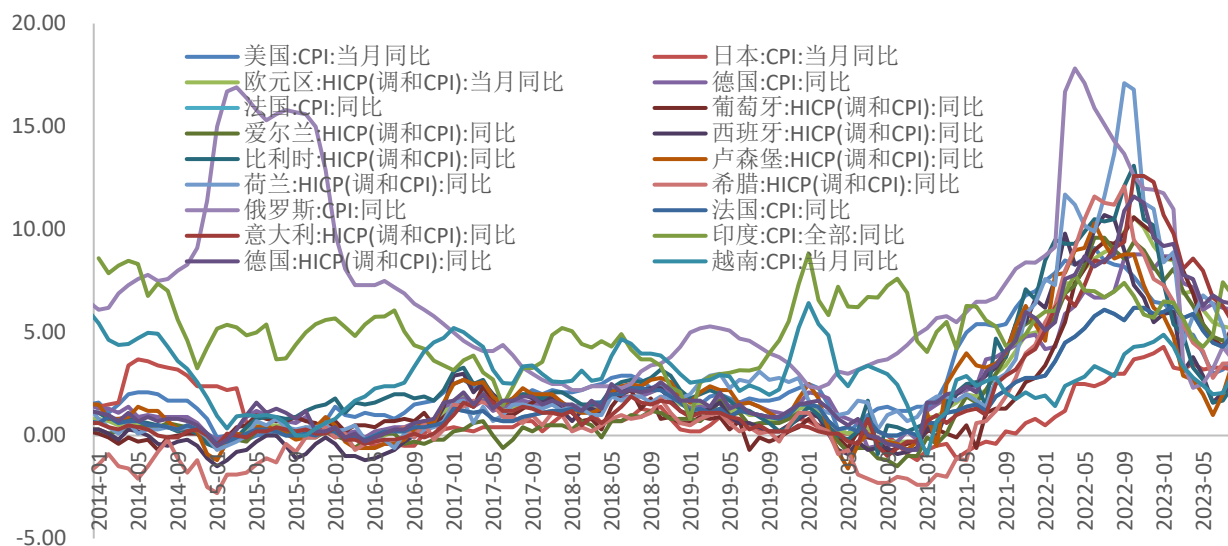
通胀曾给全球经济带来了挑战，目前看各国的通胀率去化取得效果。

美国 2 月 CPI 同比增 3.2%，高于预期的 3.1%，1 月份 CPI 为 3.1%。美国 2 月 CPI 环比增 0.4%，符合预期，但高出前值 0.3%。美国 2 月核心 CPI 同比增 3.8%，高于预期的 3.7%，较前值 3.9% 进一步回落，仍为 2021 年 5 月以来的最低水平。

2 月欧元区 CPI 从 1 月份的 2.8% 降至 2.6%，但高于市场预期的 2.5%，也高于欧央行 2% 的目标位。连续两个月在下降，不过去年 12 月份欧元区的 CPI 反弹。

英国 2 月 CPI 同比上涨 3.4%，剔除能源、食品、酒和烟草价格的核心 CPI 同比上涨 4.5%。1 月，英国 CPI 同比上涨 4.0%，核心 CPI 同比上涨 5.1%。

图：主要国家 CPI (%)



数据来源：wind，中辉期货

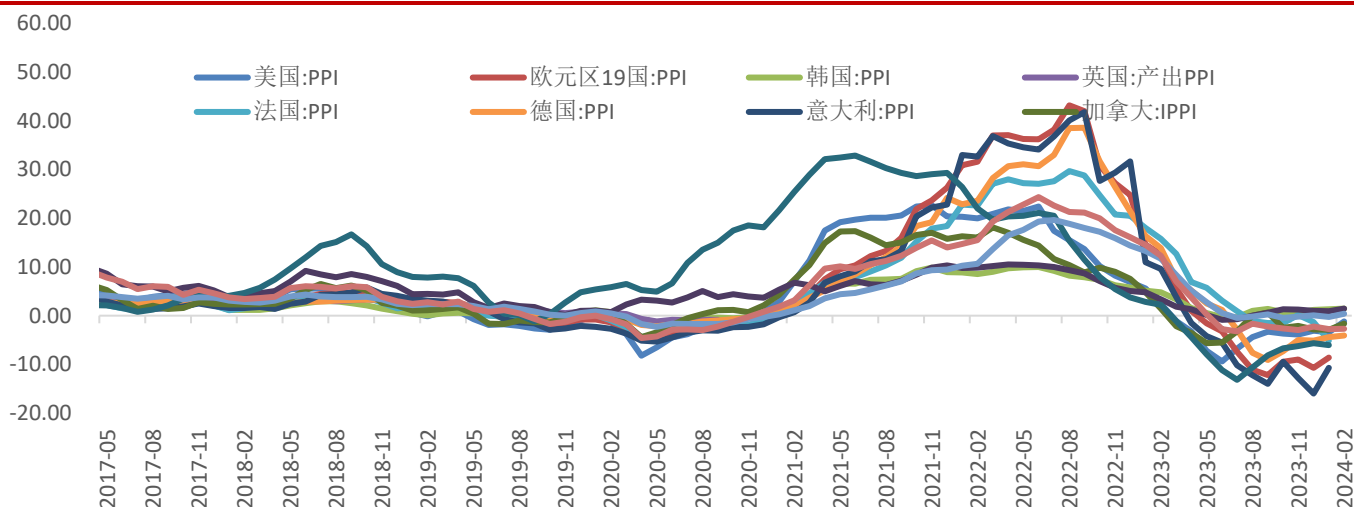
日本东京 2 月份的消费者价格指数（CPI）通胀数据显示出了显著的复苏迹象，同比上涨 2.5%，这一变化标志着 22 个月来通胀率的首次显著反弹。此前公布的日本 1 月整体 CPI 同比上涨 2.2%，虽较前值 2.6% 有所放缓，但明显高于预期的 1.9%。

除了日本之外，多数国家的通胀都呈现不同程度的回落。

从 PPI 角度来看，美国 2 月 PPI 超预期升温，同比上涨 1.6%，前值为 1.2%，远超预期的 0.9%；PPI 环比加速涨 0.6%，是预期值的两倍，前值 0.3%。

欧元区 1 月 PPI 同比下降 8.6%，降幅大于预期的 -8.1%，降幅较 12 月的 -10.6% 有所放缓，连续第九个月下滑。另外英国、德国、加拿大等国的 PPI 都是同比下降的状态，美国的通胀去化是关键。

图：主要国家 PPI (%)



数据来源：wind，中辉期货

1.4 各国央行表态反复影响较大

除了经济数据以外，降息节奏成为影响经济和市场波动。3 月份主要央行的表态前后反差较大。

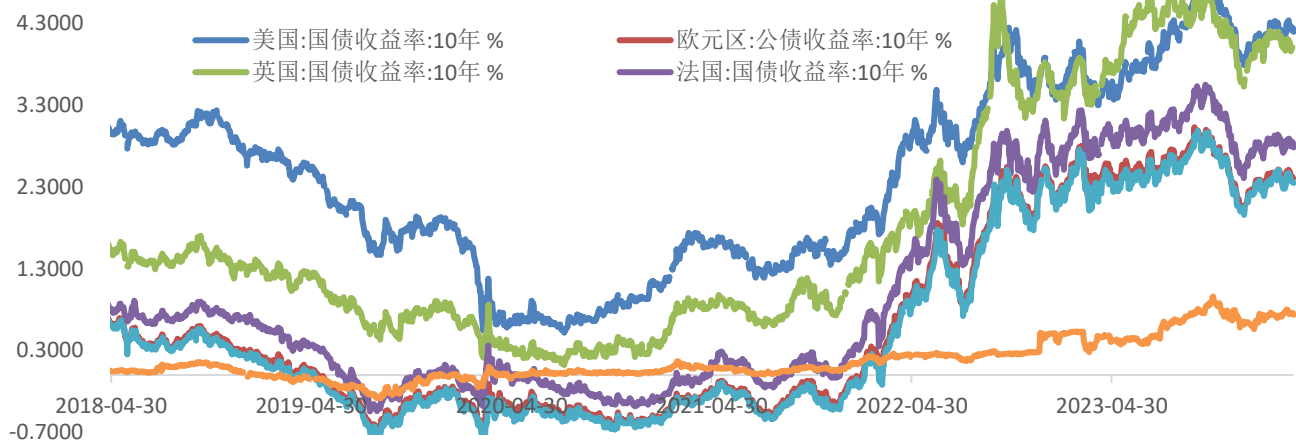
美联储如期连续五次会议在利率政策上按兵不动，声明重申等到对通胀更有信心再降息。点阵图仍暗示今年降息三次，此前有人担忧会鹰派转向改为降息两次。美联储还大幅上调了 2024 年的美国 GDP 增长预期，小幅上调今年核心 PCE 通胀预期至 2.6%，认为 2025 年起通胀更接近 2% 目标，下调 2024 年和 2026 年的失业率预期至 4%。

鲍威尔表态，相信利率可能处于周期性峰值，暗示今年降息三次仍有可能。同时，他重申美联储将放缓缩表速度，并表示这将很快发生，不希望储备金短缺的问题重演。大多数官员仍然认为有可能实现对通胀的信心，但同时承认，美国经济数据并未提振美联储对美国通胀进展的信心。劳动力市场仍然相对紧张，但供需条件持续趋向更好的平衡。

英国央行宣布维持基准利率在 5.25% 的 16 年高位不变，符合市场预期。英国央行行长贝利表示，关键通胀指标仍处高位，现在不是降息的时候。同时，市场普遍预期英国央行将在 8 月首次降息，而 6 月降息的可能性也已超过 50%。在通

胀预期方面，英国央行维持了一季度增长 0.1% 的预期，并预计夏季通胀率将略低于 2%，暗示届时或开启降息周期。

图：债券收益率 (%)

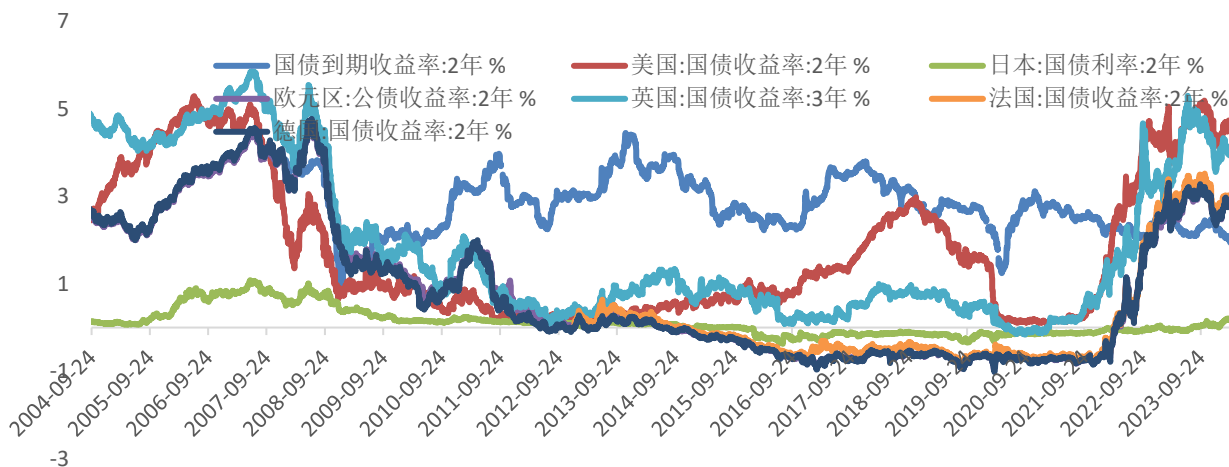


数据来源：wind，中辉期货

日本央行结束了长达 8 年的负利率政策，实现了货币政策的历史性转变，成为全球最后一个放弃负利率政策的主要经济体。日本央行结束了国债收益率曲线控制政策，并取消了购买 ETF 和房地产投资信托基金的政策。

瑞士央行则意外降息 25 个基点，将基准利率从 1.75% 下调至 1.5%，这一决定超出市场普遍预期。在经历了自疫情消退以来的首次降息后，瑞士央行这一举措也预示着美联储和欧洲央行可能在晚些时候采取宽松政策。

图：国债到期收益率 (%)



数据来源：wind，中辉期货

欧洲央行公布3月利率决议，如预期一致维持欧央行三大主要利率不变，将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率维持在4.5%，4%以及4.75%的历史高位。拉加德的表态也相对偏鸽，交易员增加对欧洲央行降息的预期，预计2024年将降息100个基点。

越来越多迹象表明，2024年将是广泛的降息之年，全球央行正集体转向宽松货币政策。二季度主要国家是否降息将成为影响市场的关键。

二、国内复苏有空间，地产是重点

2023年国内经济运行的三驾马车除了消费以外，其他均遇到了压力。由于地产占比较大，2024年二季度地产是否企稳、债务风险化解程度对经济的稳定比较关键。

2.1 三重压力出口或将走低

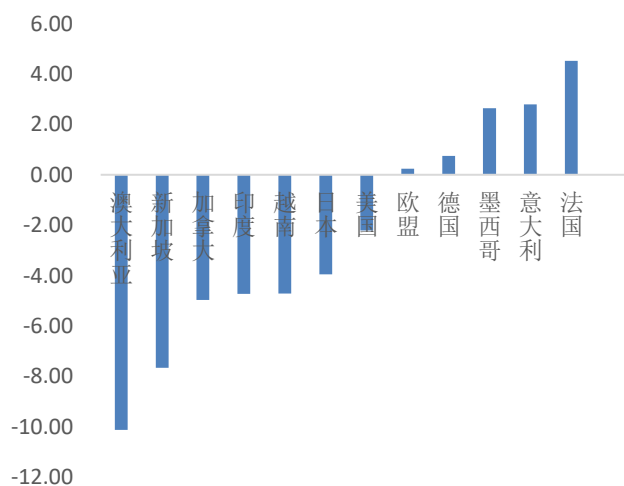
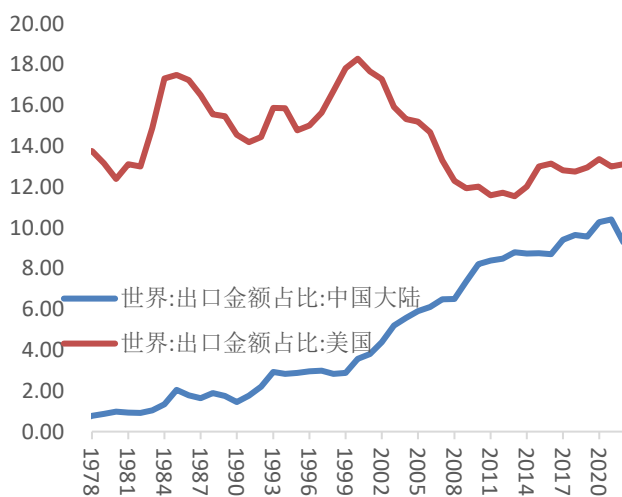
国内的出口在2023年遇到了压力。2024年同样面临压力，中国的出口同比和欧美的趋同性在走低。

第一，中国贸易全球出口占比下滑

世贸组织近期将2023年全球商品贸易增速从此前预测的1.7%下调至0.8%，近期表态显示贸易增速或更低。中国商品贸易累计值同比下降，低于平均水平。相比于欧洲墨西哥等国而言，中国对外贸易额增速回落，主要原因是全球其他国家产业链回流和贸易重塑。2024年全球贸易仍然不能回到从前。

图：中国出口全球占比(%)

图 全球各国商品出口额累计同比(%)



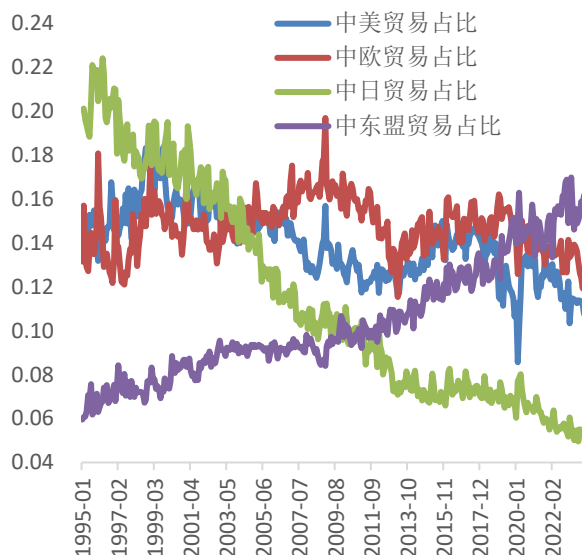
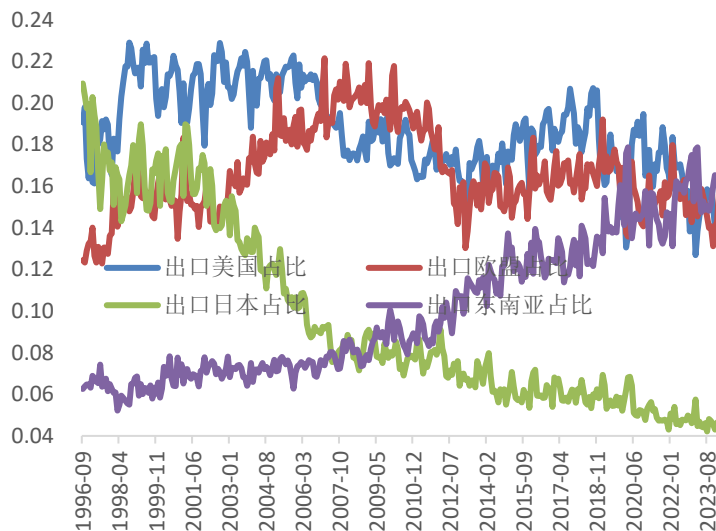
数据来源：wind，中辉期货

第二，中美贸易减少，中国东盟贸易减少，中欧贸易增加。

2024年2月份，中国对美国出口占比下滑至13.9%，中国对欧盟的出口占比上升1.4个百分点至15.6%，中国对东盟出口占比下滑0.9个百分点至16%。

图：国别出口占比(%)

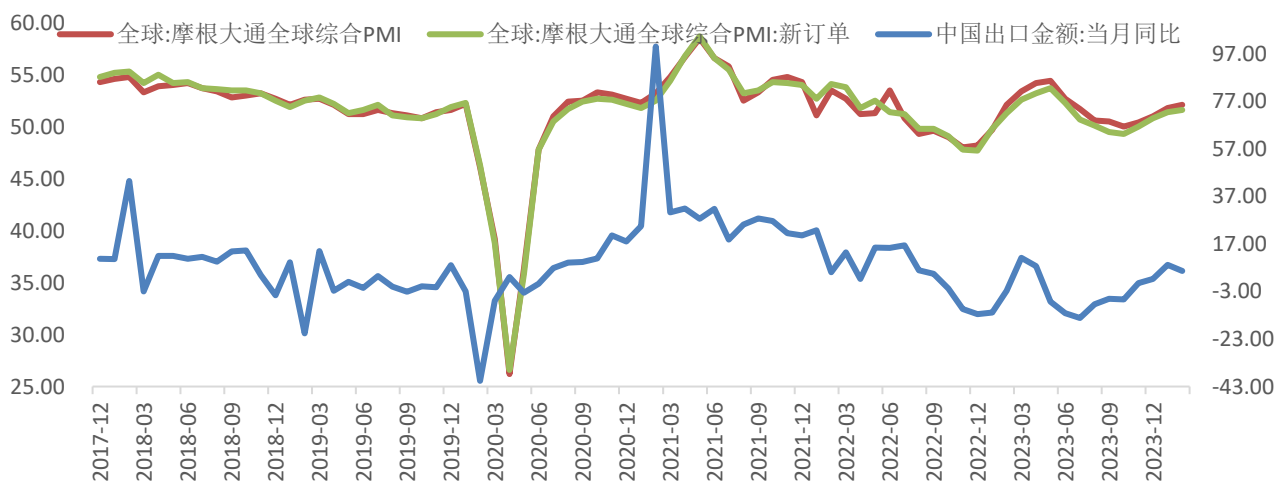
图：国别贸易占比(%)



数据来源：wind，中辉期货

从进出口贸易额角度来看，中美贸易、中欧贸易份额占比在下降，中国东盟贸易比重保持稳定。

图：中国出口与海外经济(单位:%)



数据来源：wind，中辉期货

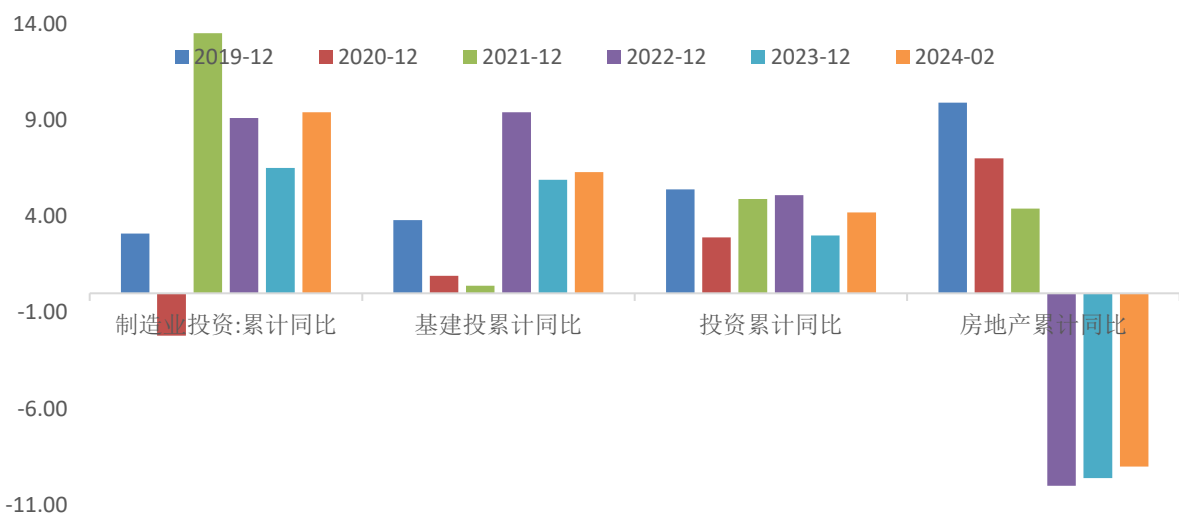
2024年外需对中国经济支撑作用有限。全球PMI指数跟国内出口相关性比较明显，但是今年以来全球PMI指数在走高，不过国内出口数据同比持续下滑。二季度在当前形

势下，国内出口增速大概率下行。

2.2 基建当继续发挥作用

2024年国内面临较大的外部约束和内需压力，城镇固定资产投资在1-2月累计增长4.2%，民间固定资产投资累计增速上涨0.4%，当月同比下降14.8%，环比9月份民间固定资产投资环比增长16%。

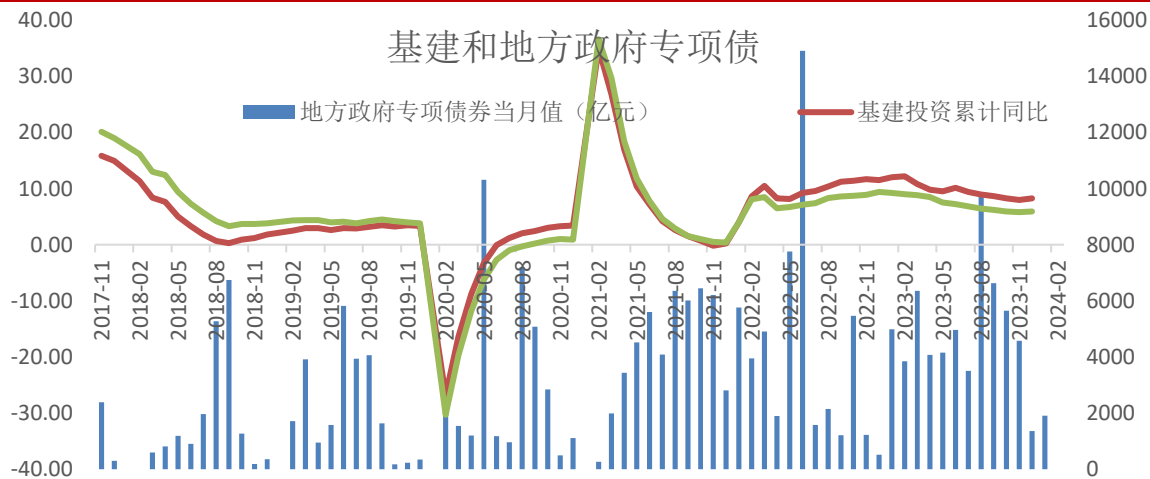
图：投资各项累计增速（单位：%）



数据来源：wind，中辉期货

在需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，基建投资成为稳增长的抓手。近5年来，房地产占固定资产投资的比重为23%左右，制造业占比是31%左右，基建投资占比是26%左右。

图：地方政府专项债及其速度(单位:%;亿)



数据来源：wind，中辉期货

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/996103231150010110>