

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

美指、美债利率整体仍偏高位运行

报告日期：

2024年6月10日

报告内容摘要：

◆**国外：**加拿大央行以及欧央行均打响降息第一枪，但未来能否顺利进入降息周期仍然依赖于经济数据表现，降息之路恐没有那么顺畅。前几周市场看衰美国经济，美债利率和美元指数均在下行，但本次非农再次佐证美国经济的含金量，美债利率和美元指数再次回升。我们继续认为美债利率和美元指数暂无趋势性下行的基础，整体仍偏高位运行。

◆**国内：**在上周制造业 PMI 公布后，质疑的声音开始出现，市场担忧经济整体再次陷入去年先走高，后回落的状态，宏观情绪整体走弱。但从经济基本面来看，尽管我们认为上限较低，但经济基本面依然是好于去年的，主要在于出口的逻辑还在运行。而且从当前情况来看，出口的故事应该还能延续，只是预期高度不高。在此情况下，基本面对于债市的影响依然有限，我们维持之前的看法，债市继续看多。

风险提示：美国经济超预期走弱 国内政策超预期

目录

一、	宏观情绪转弱	3
二、	部分经济体降息周期开启，美国非农超预期	5
三、	总结	7

表目录

表 1: 欧央行对未来通胀预测上升	5
表 2: 5 月非农及其分项	6

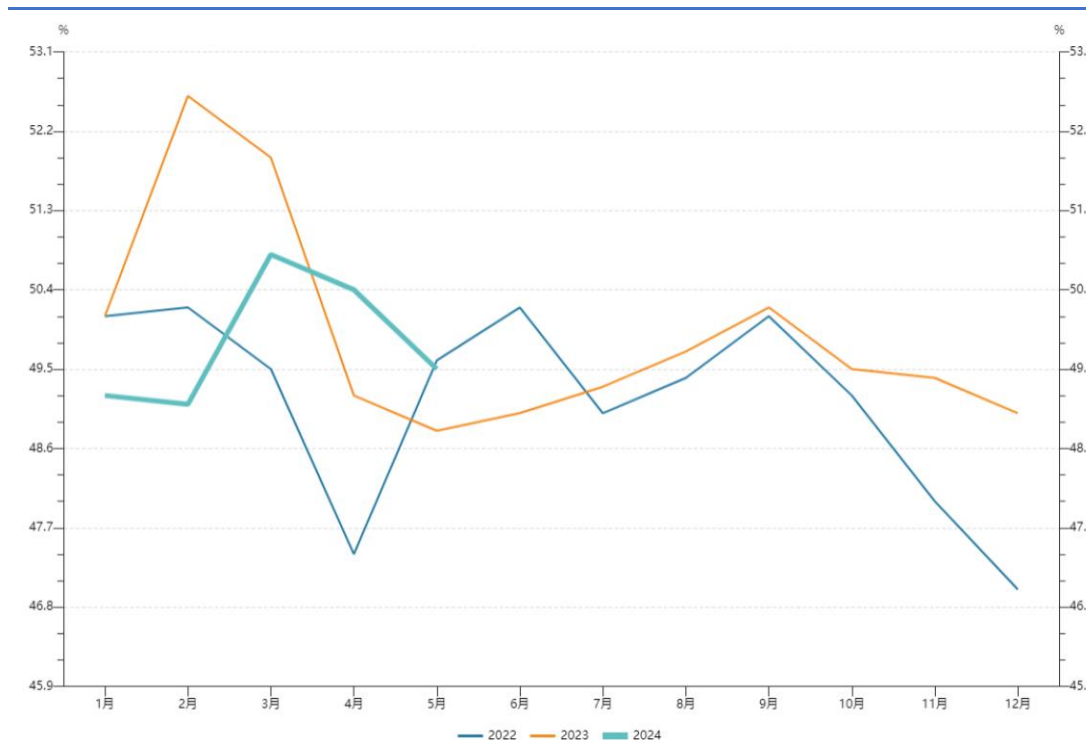
图目录

图 1: 5 月制造业 PMI 滑落 (%)	3
图 2: 全球制造业周期仍处于上升状态	4
图 3: 韩国和越南出口仍在回升状态 (%)	4
图 4: 30 大中城市新房销售面积季节性 (7DMA)	4
图 5: 一线城市新房销售面积季节性 (7DMA)	4
图 6: 二线城市新房销售面积季节性 (7DMA)	5
图 7: 三线城市新房销售面积季节性 (7DMA)	5
图 8: 政府新增就业人数回升 (千人)	6
图 9: 休闲和酒店业也出现回升 (千人)	6
图 10: 求人倍数整体下滑	7
图 11: 新增非农就业人数 (3MMA) 仍处震荡态势	7
图 12: 平均周薪增速仍在震荡区间内 (%)	7

一、宏观情绪转弱

自制造业 PMI 数据公布后，有关复苏的故事似乎就被泼了冷水。大家突然间意识到一个问题，就是年内经济会不会再次走出类似 2023 年的走势，即开局充满期待，但基本面不争气，后期进入疲弱状态，风险类资产也是顺势走低。

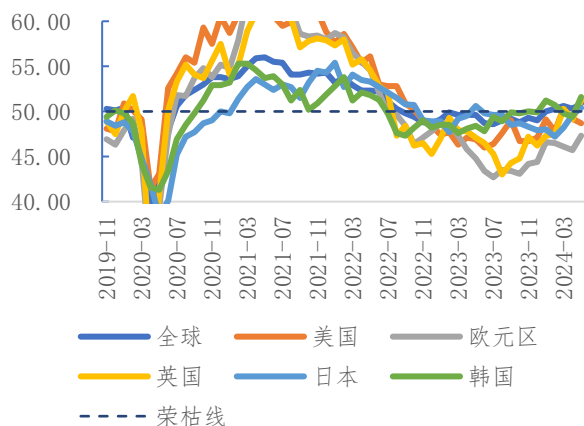
图 1：5 月制造业 PMI 滑落（%）



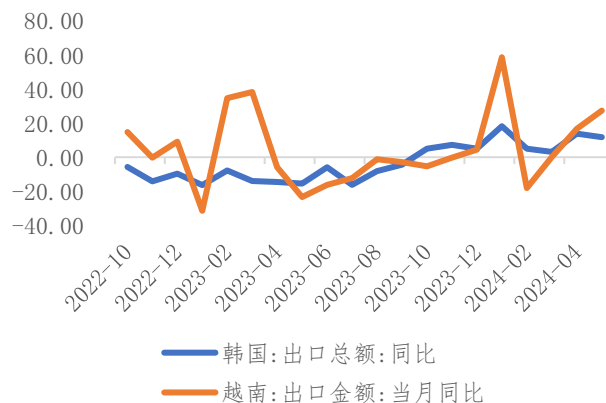
资料来源：Wind，信达期货研究所

其实从目前的情况来看，今年整体基本面是有底部抬升的迹象。与去年相比，今年最大的不同在于外部需求的回升。尽管 5 月制造业 PMI 数据中的新出口订单分项指数超预期走弱，引发忧虑，但事后来看更应该被视为一种数据扰动。当前虽然美国制造业 PMI 有所回落，但全球制造业仍处于震荡向上态势。韩国和越南出口数据也表现较好。再加上去年 3-4 月份疫情订单积压集中释放导致基数较高。伴随着这种高基数效应的过去，未来出口同比数值也将继续呈现改善态势。

尽管我们也曾说过并没有那么看好本次制造业周期、库存周期，但从当前的情况来看，出口链的故事应该还可以继续。

图 2：全球制造业周期仍处于上升状态


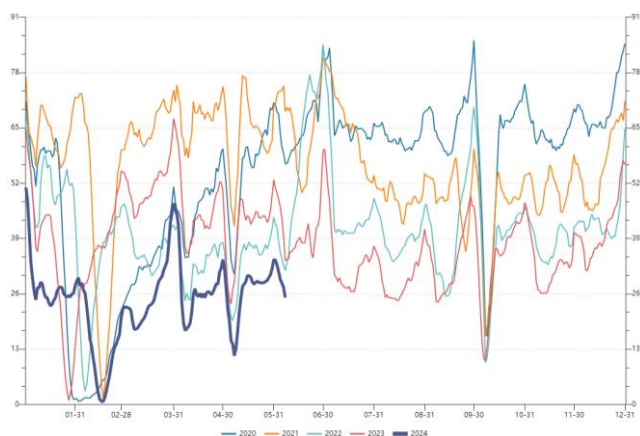
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 3：韩国和越南出口仍在回升状态（%）


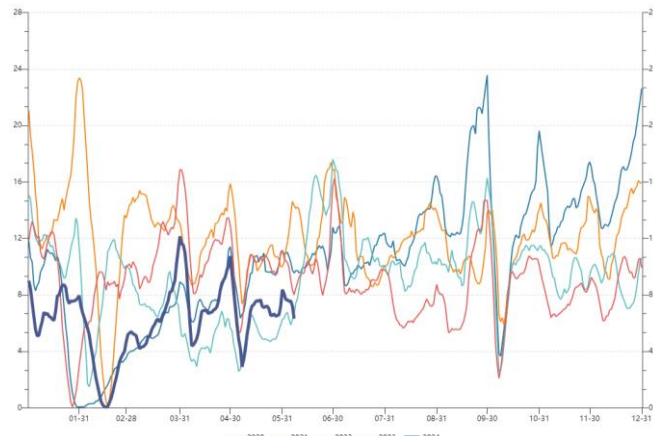
资料来源：Wind，信达期货研究所

地产方面，从 30 大中城市新房销售面积来看，新政的实施并没有带来多大的效果，销售面积基本遵循季节性走势，绝对值来看，依然是近 5 年最低点。分能级来看，一、二线城市均在下降，三线城市本来震荡，近期略有回升，但幅度并不大。

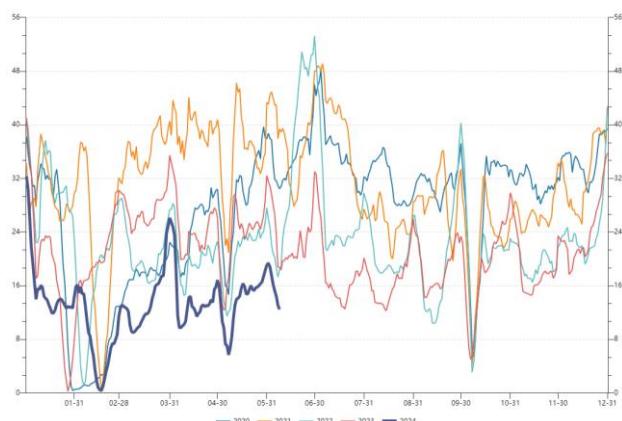
6 月 7 日国常会要求着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。说明地产这方面的政策还在持续，但离实质意义上的回升阶段预计还有段距离。

图 4：30 大中城市新房销售面积季节性（7DMA）


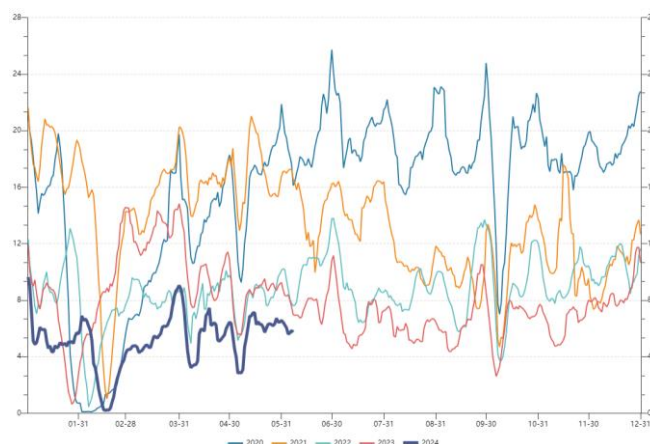
资料来源：Wind，信达期货研究所

图 5：一线城市新房销售面积季节性（7DMA）


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 6：二线城市新房销售面积季节性（7DMA）


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 7：三线城市新房销售面积季节性（7DMA）


资料来源：Wind，信达期货研究所

二、部分经济体降息周期开启，美国非农超预期

国外方面，加拿大央行以及欧央行相继开启降息周期，但美指并没有因此获得上升动力。究其原因还是在于欧央行的降息行为在意料之中，市场早已提前定价。信息差反倒是来自于欧央行对于未来的预期。与 3 月份的预测相比，成员对 2024 年和 2025 年总体和核心通胀的最新预测都有所上调，同时对于今年的增速预期也出现上调，表明欧央行对通胀更加担心，但对经济的忧虑有所缓解。因此，未来能否继续降息还是在于一系列经济数据如何表现。尽管首次降息已打响，但能否就此顺畅进入降息周期还是存在不确定性。

表 1：欧央行对未来通胀预测上升

	总体通胀 (%)		核心通胀 (%)		经济增速 (%)	
	6 月	3 月	6 月	3 月	6 月	3 月
2024 年	2.5	2.3	2.8	2.6	0.9	0.6
2025 年	2.2	2.0	2.2	2.1	1.4	1.5
2026 年	1.9	1.9	2.0	2.0	1.6	1.6

资料来源：欧央行，信达期货研究所

然而我们还是看到美元指数和美债利率在 6 月 7 日和 6 月 10 日出现了飙升，主要在于非农的超预期。美国 5 月非农就业人口增加 27.2 万人，远超预期的 18.5 万人。我们之前说过 4 月份的非农数据很可能是个意外，主要在于原先对于新增非农就业最大的支撑来自于政府、教育和保健服务以及休闲和酒店业。但 4 月政府、休闲和酒店业这个数据均大幅下滑。而从趋势看，二者很可能在 5 份反弹，正如我们预期一样，5 月，二者双双回升。

表 2: 5 月非农及其分项

行业 (千人)	2024-05	贡献占比 (%)	2024-04	环比变化
新增非农	272	100.00	165	107
政府	43	15.81	7	36
联邦政府	4	1.47	2	2
州政府	5	1.84	6	-1
地方政府	34	12.50	-1	35
私人	229	84.19	158	71
商品生产	25	9.19	0	25
采矿业	-4	-1.47	-6	2
建筑业	21	7.72	0	21
制造业	8	2.94	6	2
耐用品	-2	-0.74	2	-4
汽车及零部件	3.1	1.14	-0.3	3.4
非耐用品	10	3.68	4	6
服务生产	204	75.00	158	46
批发业	3.1	1.14	1.4	1.7
零售业	12.6	4.63	22.6	-10
运输仓储业	10.6	3.90	19.5	-8.9
公用事业	1.3	0.48	-0.5	1.8
信息业	0	0.00	-5	5
金融活动	10	3.68	-2	12
专业和商业服务	33	12.13	-1	34
教育和保健服务	86	31.62	106	-20
医疗保健和社会援助	83.5	30.70	100.5	-17
休闲和酒店业	42	15.44	12	30
其他服务业	6	2.21	5	1

资料来源: Wind, 信达期货研究所

本次非农引起较大争议还是在于失业率走升, 录得 4.0%, 不及预期的 3.9%, 与非农走势相反。我们之前其实提到过这个问题, 当时的解读是有两种解释, 第一种一个人打两份工的比较多, 第二种是非法移民较多。但无论哪种解释, 有这么多工作, 也就意味着劳动者总体能从企业家手里拿到的薪资较多, 那么私人主体的收入就有这么多, 从而能够继续支撑消费支出。

况且失业率其实并没有数字看上去那么多, 根据计算, 保留两位小数的话, 失业率应该在 3.96%, 4 月份为 3.86%, 3 月份为 3.82%, 说明 4 月份的失业率其实并未上升多少, 5 月份的失业率尽管是上升了, 但因四舍五入影响, 其实也没有大家想象中的那么高。

图 8: 政府新增就业人数回升 (千人)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

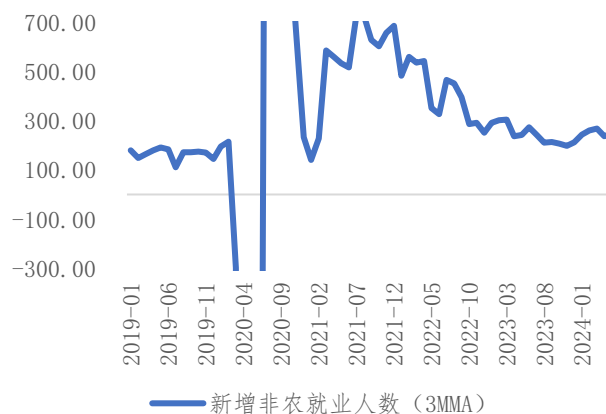
图 9: 休闲和酒店业也出现回升 (千人)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

总体来看, 美国就业市场依然在朝着均衡水平靠近, 求人倍数逐步向疫情前靠近, 但过程非常缓慢。目前来看, 以 3 个月移动平均来看的新增非农就业人数仍处于震荡态势。

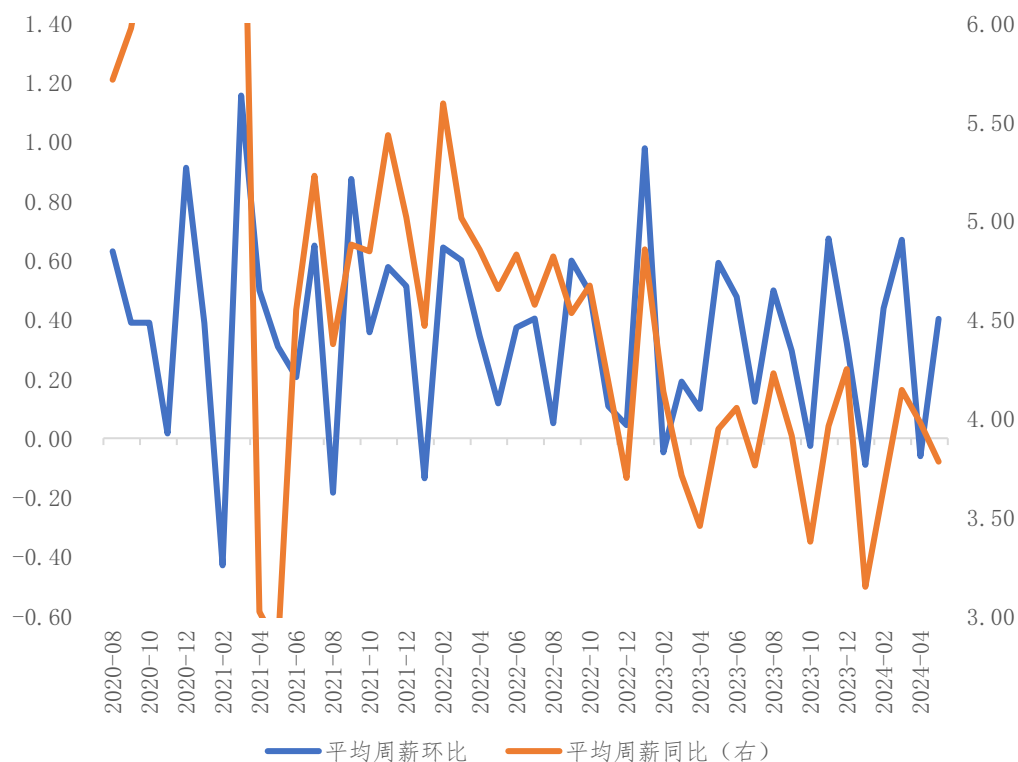
图 10：求人倍数整体下滑


资料来源：Wind，信达期货研究所

图 11：新增非农就业人数（3MMA）仍处震荡态势


资料来源：Wind，信达期货研究所

从薪资增速来看，我们看到周薪同比增速和环比增速仍处震荡态势，并没有明显的下行迹象，表明薪资角度的通胀压力其实仍然是存在的。

图 12：平均周薪增速仍在震荡区间内（%）


资料来源：Wind，信达期货研究所

三、总结

国内在上周制造业 PMI 公布后，质疑的声音开始出现，市场担忧经济整体再次陷入去年先走高，后回落的状态，宏观情绪整体走弱。但从经济基本面来看，尽管我们认为上限较低，但经济基本面依然是好于去年的，主要在于出口的逻辑还在运行。而且从当前情况来看，出口

请务必阅读正文之后的免责条款7

的故事应该还能延续，只是预期高度不高。在此情况下，基本面对于债市的影响依然有限，我们维持之前的看法，债市继续看多。

国外，加拿大央行以及欧央行均打响降息第一枪，但未来能否顺利进入降息周期仍然依赖于经济数据表现，降息之路恐没有那么顺畅。前几周市场看衰美国经济，美债利率和美元指数均在下行，但本次非农再次佐证美国经济的含金量，美债利率和美元指数再次回升。我们继续认为美债利率和美元指数暂无趋势性下行的基础，整体仍偏高位运行。

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】

