

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

仍需警惕预期差

报告日期：

2024 年 7 月 15 日

报告内容摘要：

◆**国外：**近期美国经济数据开始走弱，通胀也向着市场有利的方向演进。但对于 9 月能否达到降息的门槛，仍需观察 7-8 月的通胀数据。当前经济并没有达到需要政策去刺激来挽救的地步，降息的紧迫性并没有那么高。后期还面临着低基数的风险，通胀同比数据能否继续顺利下行也存在疑虑，个人认为仍需警惕降息的预期差。

◆**国内：**经济基本面对债市依然不构成威胁。本周国债期货再次全线走强。尽管央行举动频繁，但债市依然在走自己的逻辑。当前经济处于新旧动能转换期，“旧已破，新未立”，通胀延续低迷，进口数据显示内需有走弱迹象，加之“资产荒”延续，债牛格局仍在。需要警惕的可能是 8-10 月的供给高潮，和来自央行的阶段性扰动。

风险提示：美国经济超预期走弱 国内政策超预期

目录

一、	内需走弱，信贷供给持续较低.....	3
二、	美国 9 月降息预期走高	6
三、	总结	7

表目录

表 1: 国内 6 月 CPI 及分项	3
表 2: 国内 6 月社融和信贷.....	5
表 3: 美国 6 月 CPI 及分项	6

图目录

图 1: 6 月进口趋弱 (%)	4
图 2: 韩国和越南出口势头延续 (%)	4
图 3: 全球制造业周期仍在 (%)	4
图 4: M1、M2 以及社融存量同比增速仍在下降 (%)	5
图 5: 3 个月年化核心 CPI 再次回落至 2.5% 以下 (%)	7
图 6: 6 个月年化核心 CPI 仍在高位 (%)	7

一、内需走弱，信贷供给持续较低

6月CPI同比增长0.2%，较5月下跌0.1个百分点，环比下跌0.2个百分点，5月环比下跌0.1个百分点。分项来看，食品端环比降幅较大，同比也较5月下滑0.1个百分点。非食品端同比增速持稳，环比继续下降。核心CPI同比也是呈现持稳状态，而环比却仍在下滑，表明内需依然疲弱。

大家可能非常关注猪周期。确实，由于前期产能收缩，生猪供给量受限，猪肉价格大幅上涨，同比增速高达18.1%，环比增速也上升到11.4%。但其他畜肉类价格仍在下跌，且同比跌幅较大。加之部分应季蔬果和水产品集中上市，鲜菜、薯类、鲜果和虾蟹类价格分别季节性下降7.3%、4.8%、3.8%和2.4%，所以整体来看，食品端价格环比降幅较大。猪肉价格并不能撑起整个食品端的CPI，自然也撑不起整体CPI。未来，尽管猪肉仍有可能上涨，但涨幅预计受限。

此外，受“618”促销等影响，汽车、家用器具、文娱耐用消费品价格降幅也较大。

整体价格维持疲弱状态。

表1：国内6月CPI及分项

单位：%	环比增速				同比增速			
	2024年6月	2024年5月	2024年4月	环比变化	2024年6月	2024年5月	2024年4月	同比变化
CPI	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.3	-0.1
食品	-0.6	0.0	-1.0	-0.6	-2.1	-2.0	-2.7	-0.1
非食品	-0.2	-0.2	0.3	0.0	0.8	0.8	0.9	0.0
消费品	-0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	0.0	-0.1
服务项目	0.0	-0.1	0.3	0.1	0.7	0.8	0.8	-0.1
核心CPI（不含食品和能源）	-0.1	-0.2	0.2	0.1	0.6	0.6	0.7	0.0
食品烟酒	-0.4	0.0	-0.7	-0.4	-1.1	-1.0	-1.4	-0.1
食用油	0.0	-0.3	-0.4	0.3	-4.2	-5.1	-5.3	0.9
畜肉类	4.5	-0.4	-0.8	4.9	3.5	-2.2	-3.2	5.7
牛肉	-2.5	-3.6	-2.7	1.1	-13.4	-12.9	-10.4	-0.5
羊肉	-0.9	-1.2	-1.3	0.3	-7.1	-7.5	-6.8	0.4
猪肉	11.4	1.1	0.0	10.3	18.1	4.6	1.4	13.5
奶类	-0.2	0.0	-0.5	-0.2	-1.8	-1.7	-1.8	-0.1
粮食	-0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.4	0.5	0.5	-0.1
蛋	1.5	2.2	-2.0	-0.7	-3.9	-7.4	-10.6	3.5
水产品	-0.2	-0.1	-0.5	-0.1	1.2	0.1	0.2	1.1
鲜菜	-7.3	-2.5	-3.7	-4.8	-7.3	2.3	1.3	-9.6
鲜果	-3.8	3.0	-2.0	-6.8	-8.7	-6.7	-9.7	-2.0
卷烟	0.0	0.0	0.1	0.0	1.1	1.1	1.2	0.0
酒	-0.6	-0.2	0.1	-0.4	-1.6	-1.3	-1.0	-0.3
生活用品及服务	-0.4	-0.7	0.4	0.3	0.9	0.8	1.4	0.1
家用器具	-1.2	-1.1	-0.1	-0.1	-1.3	-0.9	-0.3	-0.4
家庭服务	0.1	0.1	0.0	0.0	1.7	1.8	1.7	-0.1
衣着	-0.2	0.4	-0.1	-0.6	1.5	1.6	1.6	-0.1
服装	-0.2	0.4	-0.1	-0.6	1.8	1.8	1.8	0.0
鞋	-0.4	0.4	-0.1	-0.8	0.5	0.7	0.8	-0.2
交通和通信	-0.6	-0.8	1.0	0.2	-0.3	-0.2	0.1	-0.1
交通工具	-1.0	-0.9	-0.6	-0.1	-5.3	-4.7	-4.3	-0.6
交通工具用燃料	-2.0	-0.8	2.9	-1.2	5.6	6.3	6.9	-0.7
交通工具使用和维护	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.4	0.4	0.3	0.0
快递服务	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.5	-0.5	-0.3	0.0
通信工具	0.8	-0.4	-0.9	1.2	-1.5	-2.5	-2.9	1.0
通信服务	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	0.1
教育文化和娱乐	-0.2	-0.1	0.5	-0.1	1.7	1.7	1.8	0.0
教育服务	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	1.8	1.7	0.0
旅游	-0.8	-0.6	2.7	-0.2	3.7	4.2	4.1	-0.5
居住	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
房租	0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
水、电、燃料	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	0.8	0.6	0.1
医疗保健	0.1	0.0	0.2	0.1	1.5	1.5	1.6	0.0
中药	0.0	0.0	0.3	0.0	4.0	4.8	5.4	-0.8
西药	0.0	-0.2	-0.2	0.2	-0.9	-0.9	-0.7	0.0
医疗服务	0.1	0.1	0.3	0.0	1.9	1.8	1.3	0.1
其他用品和服务	-0.2	0.1	2.0	-0.3	4.0	3.6	2.9	0.4

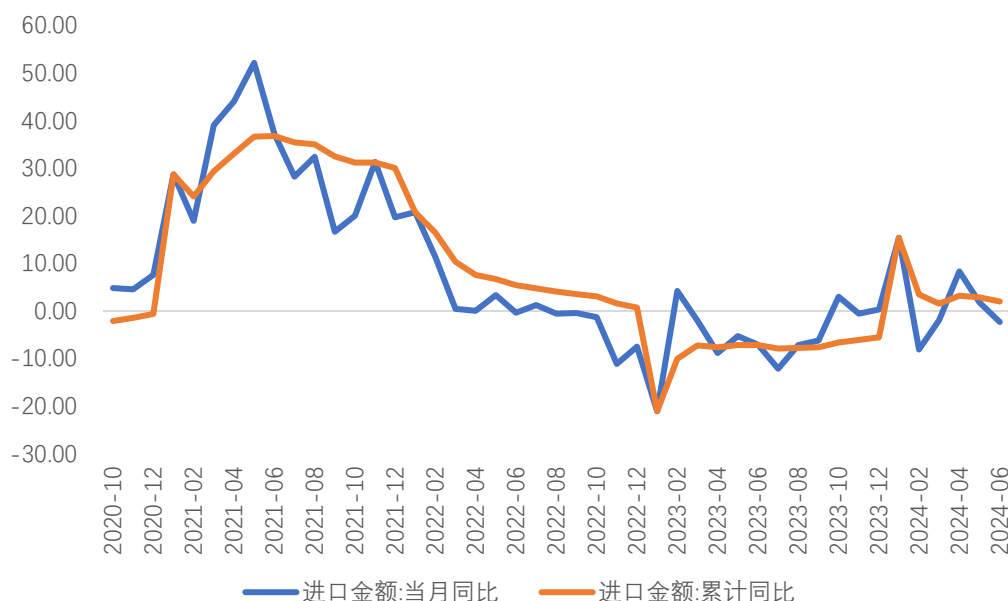
资料来源：Wind，信达期货研究所

与CPI信号一致，进口数据也出现明显走弱。6月进口同比-2.3%，低于Wind一致预期的

请务必阅读正文之后的免责条款3

4.2%。

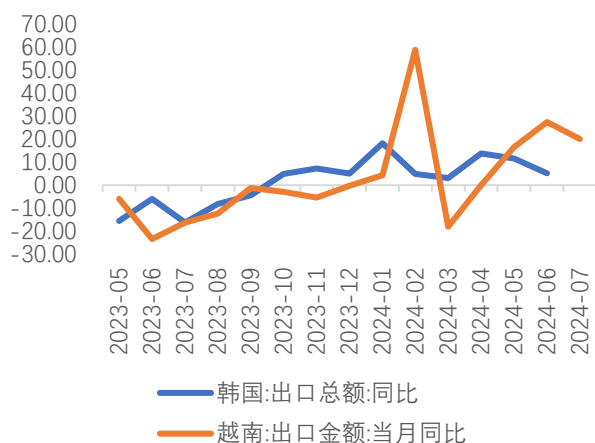
图 1: 6 月进口趋弱 (%)



资料来源: 公开信息, 信达期货研究所

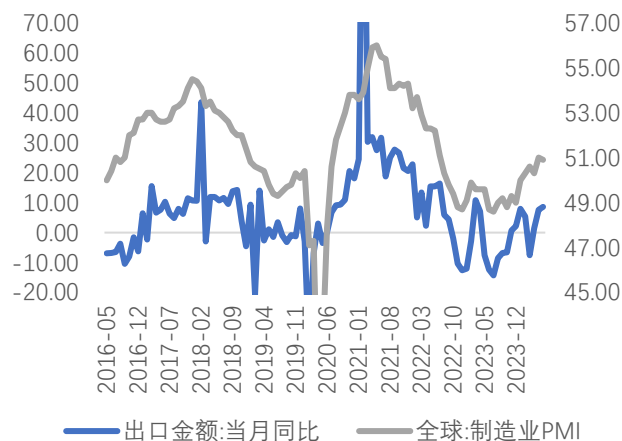
但出口的势头仍在维持。越南和韩国出口仍然保持较高增速，全球制造业 PMI 形势并未走坏。从当前的情况来看，年内出口的逻辑都还能走走，要转弱预计也是年末的事情了。

图 2: 韩国和越南出口势头延续 (%)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 3: 全球制造业周期仍在 (%)



资料来源: Wind, 信达期货研究所

社融和信贷方面，6 月社融为 3.3 万亿，低于去年和 5 年均值水平。相比于 5 月，其实 6 月的社融结构好很多。人民币贷款和企业发债量都有上升，政府债券供给量也依然较大。

信贷结构中，居民中长期贷款依然偏弱，销售好转并未带来贷款的明显改善，可能提前还贷仍在持续，或者不唯规模论下，银行经营贷规模减少；企业中长期贷款也不高，一方面是需求不足，另一方面可能跟项目审批严格，来自财政的推动力量还未显现有关。

值得注意的是票据融资规模萎缩。以往信贷数据不好通常伴随着票据融资的高增，但 6 月这

个规律被打破，有可能是考核机制转变下，银行更加注重利润，减少了低收益资产的配置。

目前央行在引导“信贷增长已由供给约束转为需求约束”，更加强调存量资源对实体的支持力度。在这种情形下，社融和信贷低增的局面仍将持续。

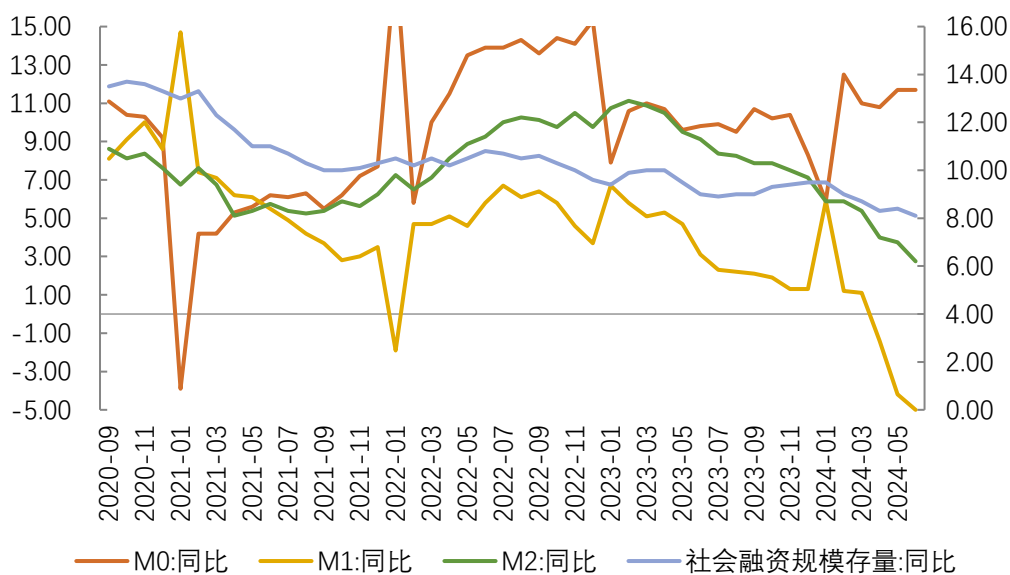
表 2: 国内 6 月社融和信贷

指标 (亿元)	2024-06	占比 (%)	2024-05	占比 (%)	环比变化	去年同期	占比 (%)	同比变化	前5年均值	占比 (%)	绝对值变化
新增社融	32,982.00		20,648.00		12334.00	42,265.00		(9283.00)	38,426.46		(5444.46)
人民币贷款	21,960.00	66.58	8,197.00	39.70	13763.00	32,413.00	76.69	(10453.00)	24,380.18	63.45	(2420.18)
外币贷款	-806.00	(2.44)	-487.00	(2.36)	(319.00)	-191.00	(0.45)	(615.00)	83.84	0.22	(889.84)
委托贷款	8.00	0.02	-9.00	(0.04)	17.00	-56.00	(0.13)	64.00	-444.18	(1.16)	452.18
信托贷款	748.00	2.27	224.00	1.08	524.00	-154.00	(0.36)	902.00	-573.02	(1.49)	1321.02
未贴现银行承兑汇票	-2,047.00	(6.21)	-1,330.00	(6.44)	(717.00)	-691.00	(1.63)	(1356.00)	206.61	0.54	(2253.61)
企业债券融资	2,128.00	6.45	285.00	1.38	1843.00	2,249.00	5.32	(121.00)	2,729.42	7.10	(601.42)
非金融企业境内股票融资	154.00	0.47	111.00	0.54	43.00	700.00	1.66	(546.00)	587.25	1.53	(433.25)
政府债券	8,487.00	25.73	12,266.00	59.41	(3779.00)	5,371.00	12.71	3116.00	8,682.45	22.59	(195.45)
新增人民币贷款	21,300.00		9,500.00		11800.00	30,500.00		(9200.00)	22900		(1600.00)
短期贷款及票据融资	8,778.00	41.21	2,615.00	27.53	6163.00	11,542.00	37.84	(2764.00)	9,249.37	40.39	(471.37)
中长期贷款	12,902.00	60.57	5,514.00	58.04	7388.00	20,563.00	67.42	(7661.00)	15,011.54	65.55	(2109.54)
居民贷款	5,709.00	26.80	757.00	7.97	4952.00	9,639.00	31.60	(3930.00)	8,847.60	38.64	(3138.60)
短期	2,471.00	11.60	243.00	2.56	2228.00	4,914.00	16.11	(2443.00)	3,752.57	16.39	(1281.57)
中长期	3,202.00	15.03	514.00	5.41	2688.00	4,630.00	15.18	(1428.00)	5,031.94	21.97	(1829.94)
非金融性公司及其他部门	16,300.00	76.53	7,400.00	77.89	8900.00	22,803.00	74.76	(6503.00)	15,578.60	68.03	(721.40)
短期	6,700.00	31.46	-1,200.00	(12.63)	7900.00	7,449.00	24.42	(749.00)	5,181.00	22.62	(1519.00)
中长期	9,700.00	45.54	5,000.00	52.63	4700.00	15,933.00	52.24	(6233.00)	9,979.60	43.58	(279.60)
票据融资	-393.00	(1.85)	3,572.00	37.60	(3965.00)	-821.00	(2.69)	428.00	315.80	1.38	(708.80)
非银行业金融机构	-1,417.00	(6.65)	363.00	3.82	(1780.00)	-1,962.00	(6.43)	545.00	-1,295.00	(5.66)	(122.00)

资料来源: Wind, 信达期货研究所

同样，手工补息被叫停、金融业增加值核算方式转变继续影响着货币类指标。考虑到同比指标基数作用很关键，除 M0 外，其余指标的影响时限预计一年。

图 4: M1、M2 以及社融存量同比增速仍在下降 (%)



资料来源: 公开信息, 信达期货研究所

本周国债期货再次全线走强。尽管央行举动频繁，但债市依然在走自己的逻辑。当前经济处于新旧动能转换期，“旧已破，新未立”，通胀延续低迷，进口数据显示内需有走弱迹象，加之“资产荒”延续，债牛格局仍在。需要警惕的可能是 8-10 月的供给高潮，和来自央行的阶段性扰动。

二、美国 9 月降息预期走高

本周海外围绕美国通胀展开。

6 月，美国核心 CPI 环比增长仅 0.1%，相比上月 0.2%，下降 0.1 个百分点，低于市场预期的 0.2%。这是自 2021 年 1 月以来最低的核心 CPI 环比增速。

其中房租项的去通胀进程有了明显进展。主要住所和业主等价租金环比增速均从 0.4% 下降至 0.3%。剔除住房外的超级核心服务通胀本月继续环比负增长。

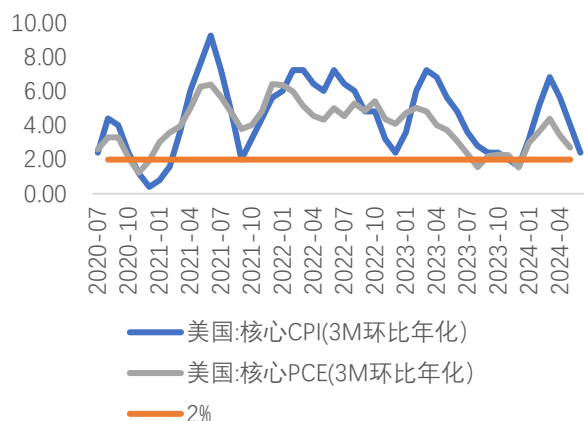
表 3：美国 6 月 CPI 及分项

单位：%	环比增速				同比增速			
	2024年6月	2024年5月	上月环比变化	本月环比变化	2024年6月	2024年5月	上月同比变化	本月同比变化
CPI	-0.1	0.0	-0.3	-0.1	3.0	3.3	-0.1	-0.3
食品	0.2	0.1	0.1	0.1	2.2	2.1	-0.1	0.1
家庭食品	0.1	0.0	0.2	0.1	1.1	1.0	-0.1	0.1
肉禽鱼蛋	0.2	0.2	0.9	0.0	2.6	2.4	1.3	0.2
水果蔬菜	-0.5	0.0	0.8	-0.5	-0.5	0.6	-1.1	-1.1
非家庭食品	0.4	0.4	0.1	0.0	4.1	4.0	-0.1	0.1
能源	-2.0	-2.0	-3.1	0.0	0.9	3.5	1.0	-2.6
能源商品	-3.7	-3.5	-6.2	-0.2	-2.3	2.1	1.0	-4.4
能源服务	-0.1	-0.2	0.5	0.1	4.3	4.7	1.2	-0.4
核心CPI (除食品和能源外)	0.1	0.2	-0.1	-0.1	3.3	3.4	-0.2	-0.1
商品 (除食品和能源外)	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-1.7	-1.7	-0.5	0.0
服装	0.1	-0.3	-1.5	0.4	0.8	0.8	-0.6	0.0
新车	-0.2	-0.5	-0.1	0.3	-0.9	-0.8	-0.4	-0.1
二手车	-1.5	0.6	2.0	-2.1	-9.5	-8.6	-2.3	-0.9
医疗保健商品	0.2	1.3	0.9	-1.1	3.1	3.1	0.6	0.0
酒精饮料	0.2	0.1	0.0	0.1	1.8	1.7	-0.3	0.1
烟草	0.5	1.6	1.6	-1.1	8.2	7.8	1.1	0.4
服务 (除食品和能源外)	0.1	0.2	-0.2	-0.1	5.0	5.2	-0.1	-0.2
住房	0.2	0.4	0.0	-0.2	5.2	5.4	-0.2	-0.2
主要住所租金	0.3	0.4	0.0	-0.1	5.1	5.3	-0.1	-0.2
业主住房等价租金	0.3	0.4	0.0	-0.1	5.4	5.7	-0.1	-0.3
医疗服务	0.1	0.0	-0.1	0.1	0.8	1.4	0.5	-0.6
运输服务	-0.5	-0.5	-1.4	0.0	9.2	10.3	-0.8	-1.1
特殊统计类别								
除居所外	-0.2	-0.2	-0.5	0.0	1.8	2.1	-0.1	-0.3
除食品、居所外	-0.3	-0.3	-0.6	0.0	1.7	2.1	-0.1	-0.4
除食品、居所、能源、二手车和卡车外	0.0	-0.1	-0.4	0.1	2.5	2.5	-0.1	0.0
商品	-0.4	-0.4	-0.6	0.0	-0.3	0.1	-0.2	-0.4
服务	0.1	0.2	-0.2	-0.1	5.0	5.2	0.0	-0.2
耐用品	-0.5	-0.5	0.0	0.0	-4.1	-3.8	-0.6	-0.3
非耐用品	-0.5	-0.4	-1.0	-0.1	1.3	1.8	0.0	-0.5

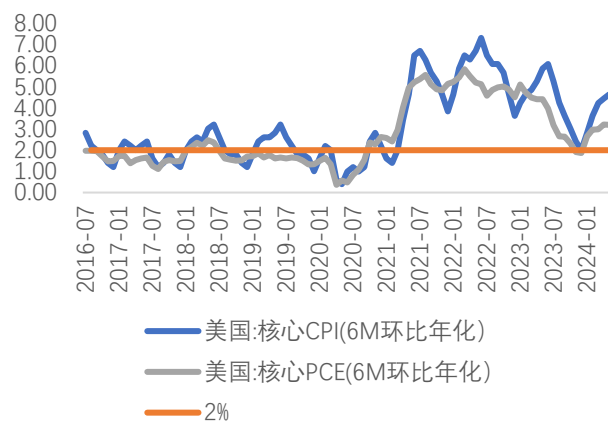
资料来源：Wind，信达期货研究所

从 3 个月年化数据来看，核心 CPI 已回落到 2.4%，但 6 个月年化 CPI 仍在高位，等待进一步的好消息。

目前，数据层面确实利好降息预期。但对于 9 月能否达到降息的门槛，仍需观察 7-8 月的通胀数据。当前美国经济确实在向着均衡水平靠近，伴随着就业和通胀的回落，天平确实也在向就业倾斜，但经济并没有达到需要政策去刺激来挽救的地步，降息的紧迫性并没有那么高。后期还面临着低基数的风险，通胀同比数据能否同比继续顺利下行也存在疑虑，个人认为仍需警惕降息的预期差。

图 5：3 个月年化核心 CPI 再次回落至 2.5%以下（%）


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 6：6 个月年化核心 CPI 仍在高位（%）


资料来源: Wind, 信达期货研究所

三、总结

国内经济基本面对债市依然不构成威胁。本周国债期货再次全线走强。尽管央行举动频繁，但债市依然在走自己的逻辑。当前经济处于新旧动能转换期，“旧已破，新未立”，通胀延续低迷，进口数据显示内需有走弱迹象，加之“资产荒”延续，债牛格局仍在。需要警惕的可能是 8-10 月的供给高潮，和来自央行的阶段性扰动。

国外，近期美国经济数据开始走弱，通胀也向着市场有利的方向演进。但对于 9 月能否达到降息的门槛，仍需观察 7-8 月的通胀数据。当前经济并没有达到需要政策去刺激来挽救的地步，降息的紧迫性并没有那么高。后期还面临着低基数的风险，通胀同比数据能否继续顺利下行也存在疑虑，个人认为仍需警惕降息的预期差。

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