山东黄金集团有限公司 SHANDONG GOLD GROUP CO.,LTD.
山金期货有限公司 SHANDONG GOLD FUTURES CO.,LTD.
SD-GOLD

2024年下半年国内宏观分析

报告人：曹有明
投资咨询资格证号：Z0013162

主 题

一、国内宏观经济形势分析与展望

二、金融环境分析

三、当前所处经济周期的位置及资产配置策略

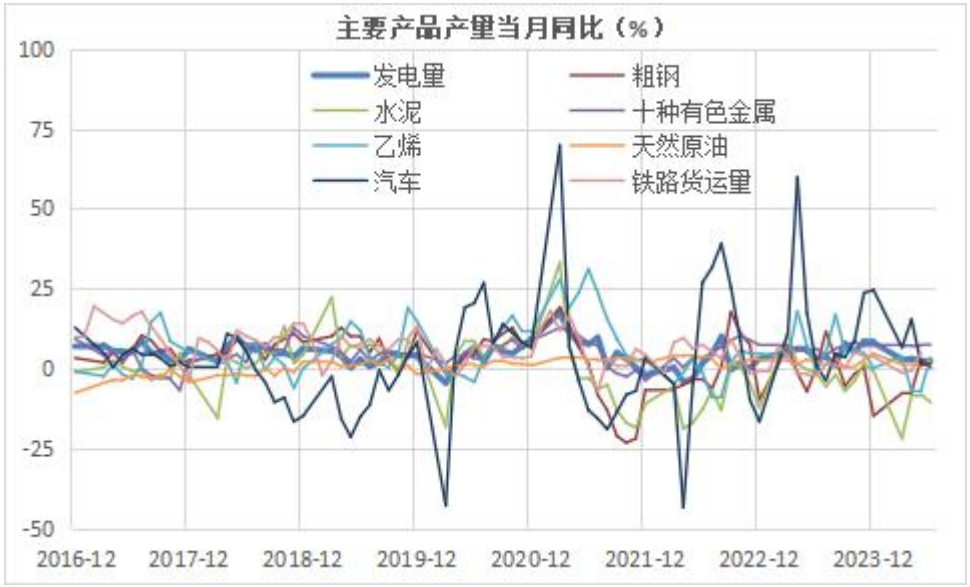
主要工业品产量增速回落，水泥、粗钢、发电量回落明显

☆主要工业品中，水泥、粗钢、乙烯、发电量的增速明显。其中，水泥、粗钢以及乙烯的月度产量同比已经较长时间处于负增长状态。

☆汽车的月度产量同比增速已经明显下滑。主要原因在于最近两年增速明显，基数已经很大，未来一段时间很难再维持高增速。

☆一季度主要工业品产量的数据仍相对较好，二季度增速下降

☆GDP数据和工业品增加值高度相关。



请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

固定资产投资主要靠制造业固定资产投资在支撑

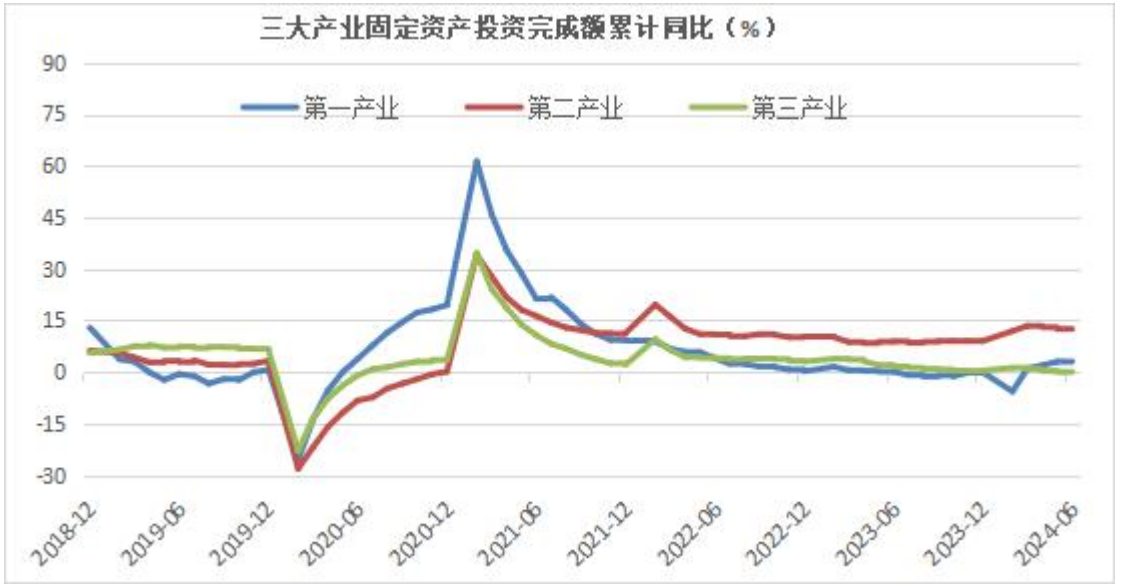
☆关于固定资产投资，需要注意的几点事实：

☆基础设施建设投资增速不断下滑。

☆民间固定资产投资增速很长时间以来处于零附近。

☆房地产开发投资增速处于-10%附近已经很长一段时间。

☆因设备更新方面的支持政策以及“内卷”的加剧，制造业固定资产投资增速成为唯一的亮点。不过，增速维持在10%附件已经有较长时间，继续上行难度大。



请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

零售销售增速不断回落，消费者信心降至历史低位附近

☆社会消费品零售总额的当月同比以及累计同比均呈逐月下降态势。

☆消费者信心指数已经降至近20多年的最低附近。

☆城镇居民可支配收入与社零呈现正相关关系。

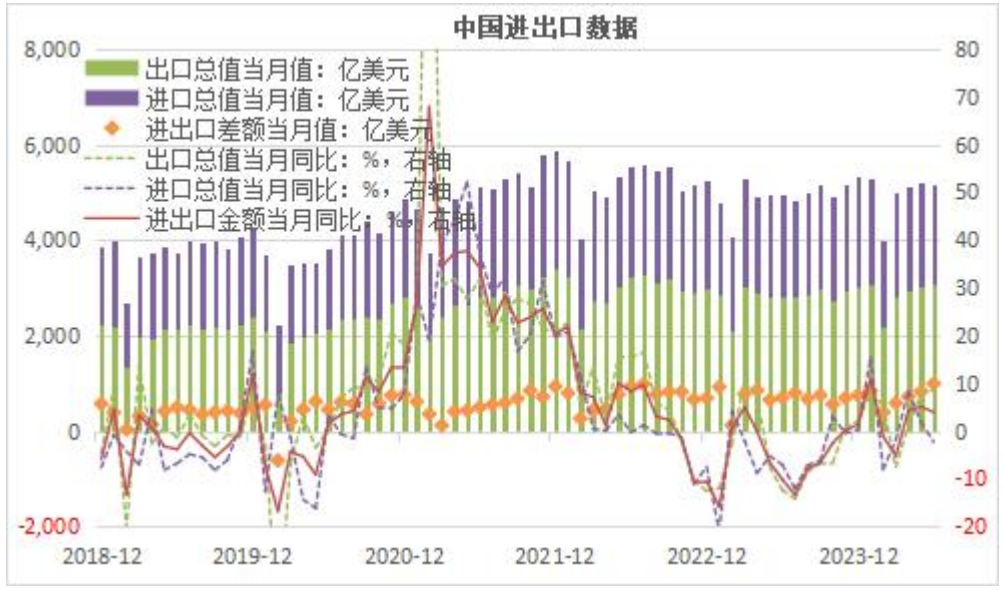
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

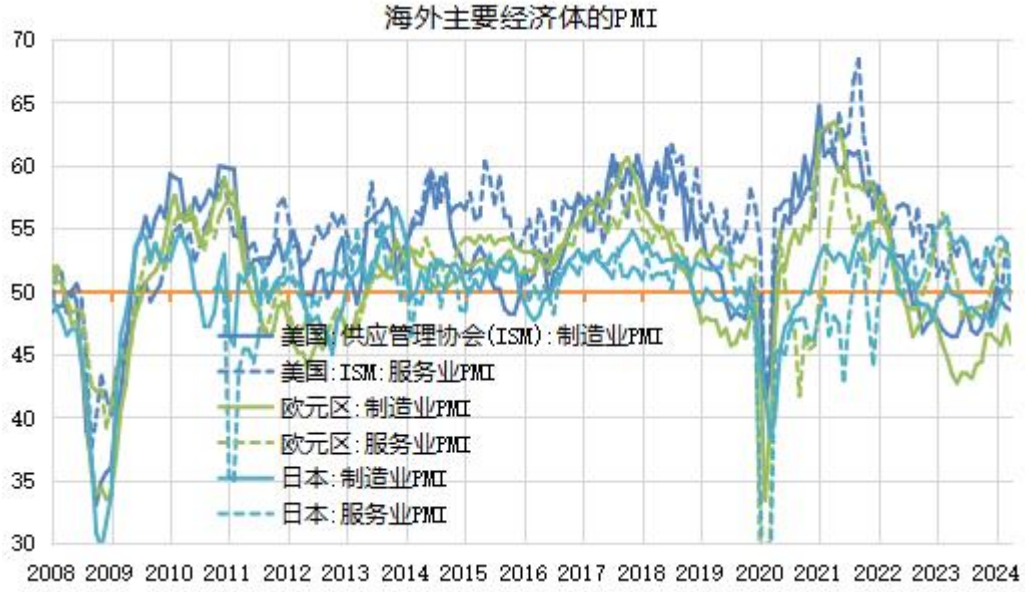
贸易保护主义的泛滥及海外景气度的回落，下半年外贸压力有可能扩大

☆目前出口增速尚可，但进口增速转负。从进出口的关系看，进口增速的回落，预示未来出口的增速大概率将回落

☆贸易账持续增加，6月创历史纪录。

☆随着贸易保护主义的扩散以及欧美经济景气度的回落，外贸形势并不乐观，进出口的总规模难以继续扩张。贸易账很难维持在高位





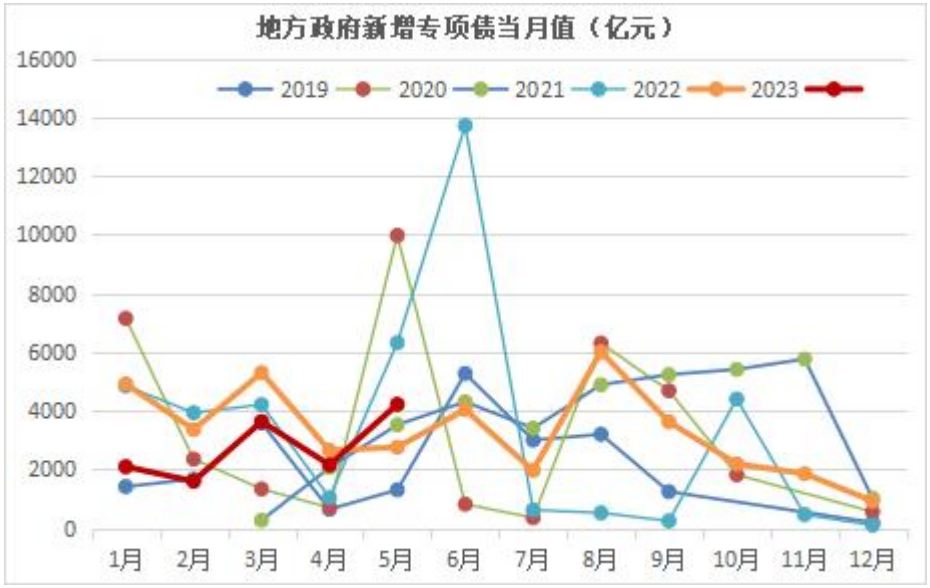
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

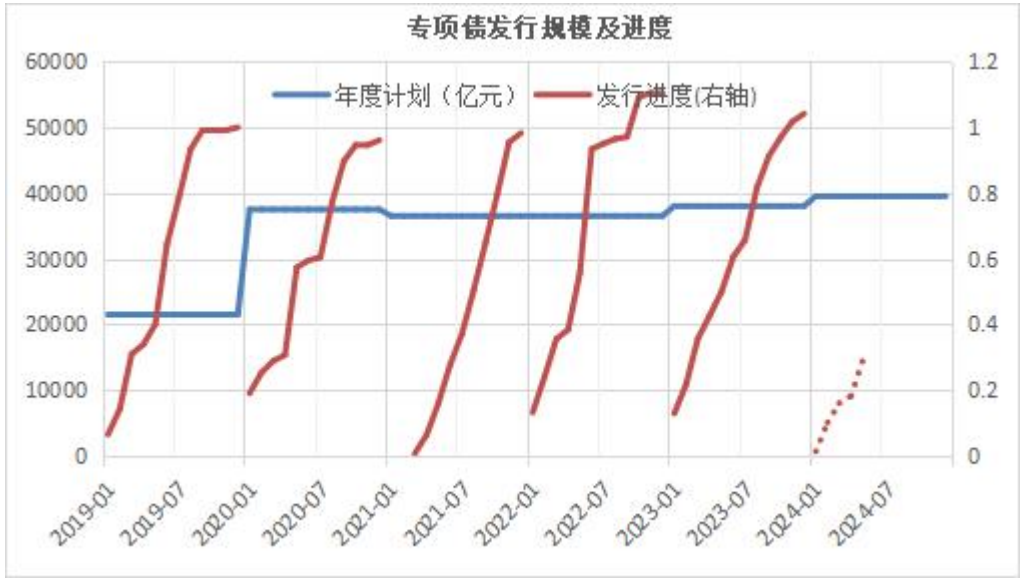
下半年财政发力有望成为亮点

☆ 去年年底，财政部提前下达了2024年部分地方债新增限额，其中专项债规模为22800亿元，一般债规模为4320亿元。今年3月，《政府工作报告》明确提出，今年全年新增债务限额为4.62万亿元，其中专项债3.9万亿元，一般债0.72万亿元。

☆ 到五月底，专项债发行规模11608意愿，发行进度不到30%。

☆ 随着下半年稳增长压力的增加，专项债发行进度会加大。



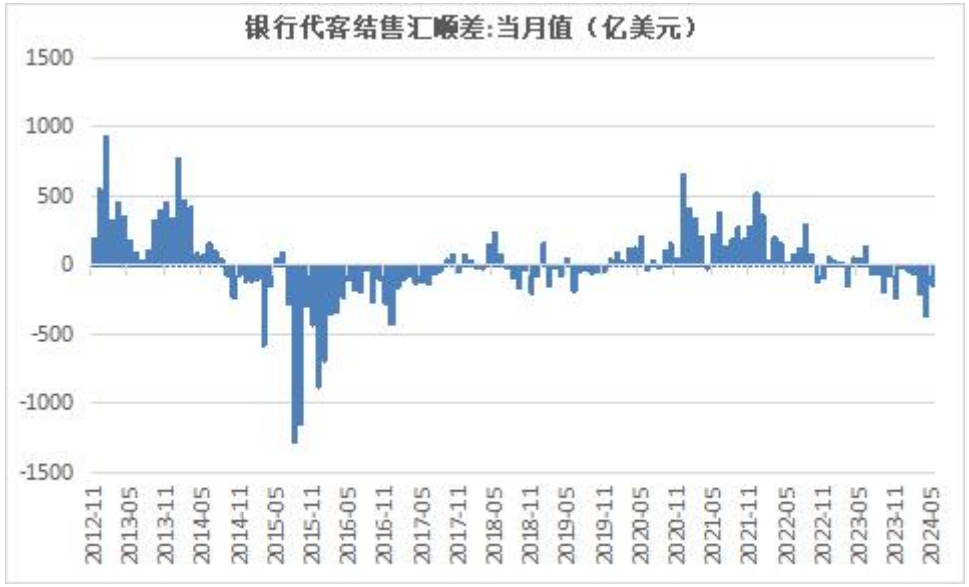


人民币仍存贬值压力，但继续下跌空间不大

☆ 中美利差已经来到了纪录低位

☆ 银行代客结售汇逆差处于2015年之后的高位

☆ 美元/人民币即期汇率与中间价的差值已经处于峰值水平很长时间



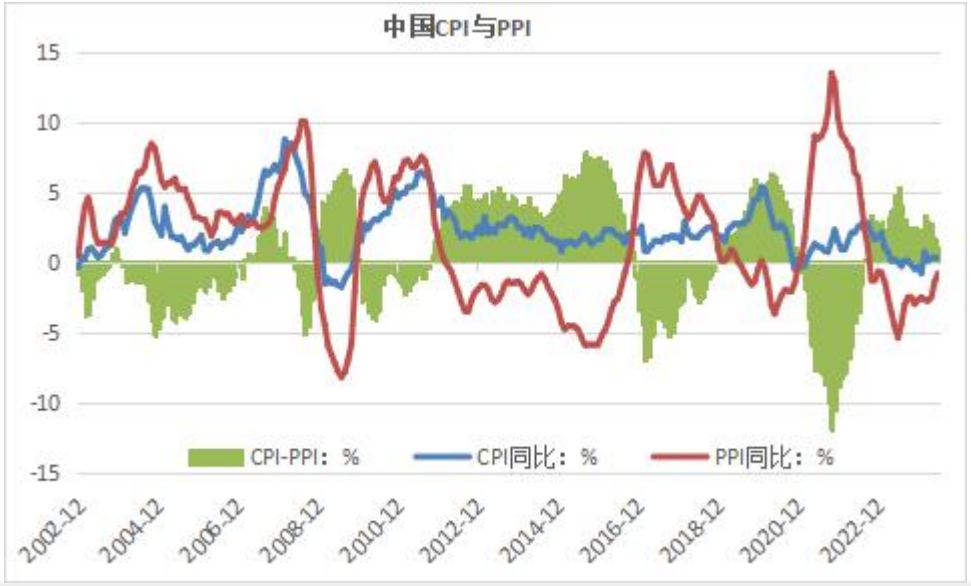
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

如果不考虑猪肉因素，CPI的表现更糟

☆ PPI下降的速度有所放缓，CPI一直处于低位徘徊

☆ 如果剔除猪肉价格变动因素，则CPI已经转为负值

☆ 核心CPI一直处于低位



请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

稳就业工作任重道远

☆失业率整体呈现下降的趋势

☆截至到6月，不包含在校生的16-24岁人口调查失业率是13.2%，比上月下降了1个百分点

请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

主要行业数据跟踪：房地产

☆投资、销售、土地购置已经长时间处于负增长状态

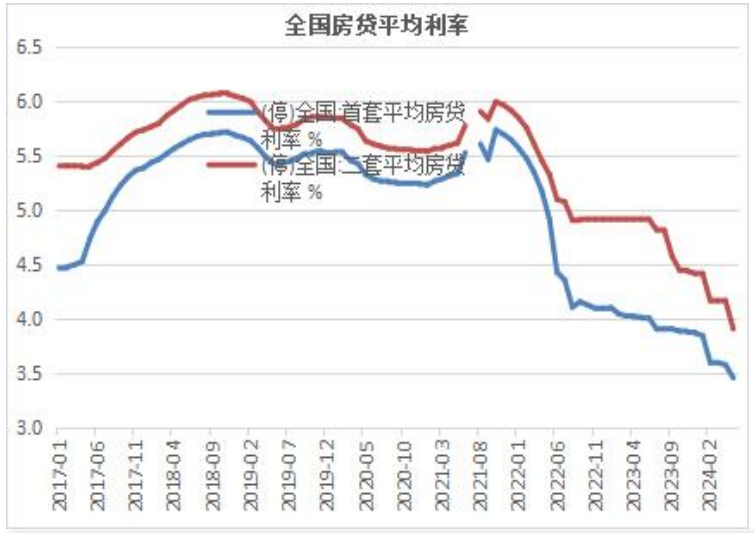
☆房地产销售与峰值时期相比，接近减半。

请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

主要行业数据跟踪：房地产

☆房地产企业和居民的房地产贷款负增长

☆房地产企业开发资金来源负增长，房地产景气指数持续下行



请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

主要行业数据跟踪：房地产

☆新开工、施工、竣工面积增速持续下行

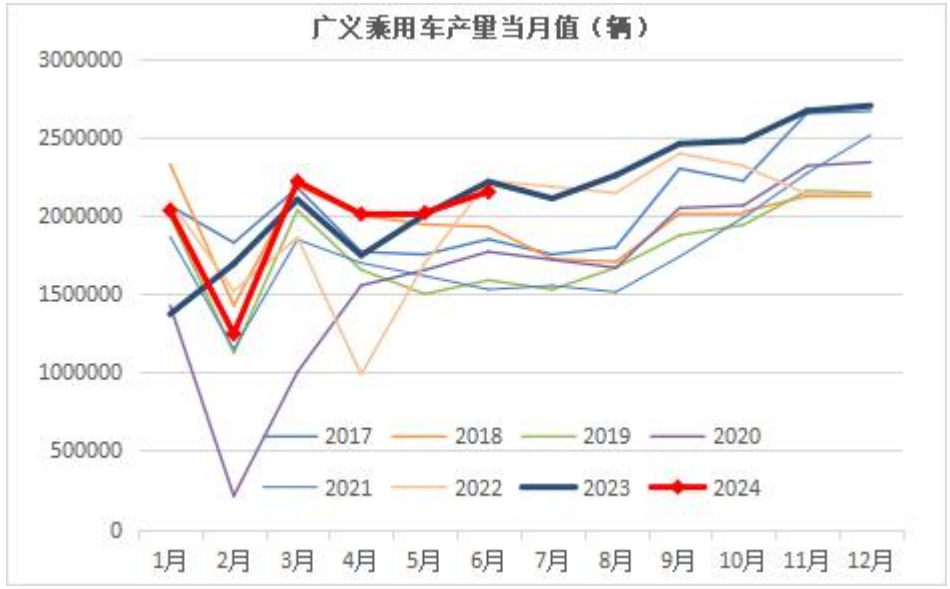
☆近2-3年累计的新开工面积已经回到2010年附近

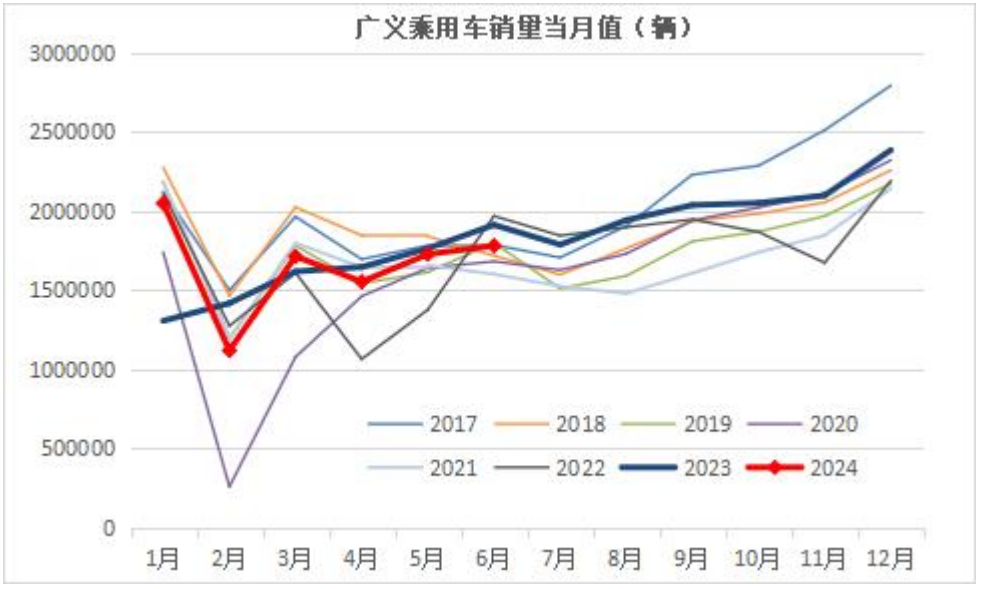
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

主要行业数据跟踪：汽车

☆产销量预计能小幅增长

☆在美国和欧美销售的国产车基数小，欧美和美国对中国产的电动汽车征收高额关税，对汽车的产销影响相对有限。





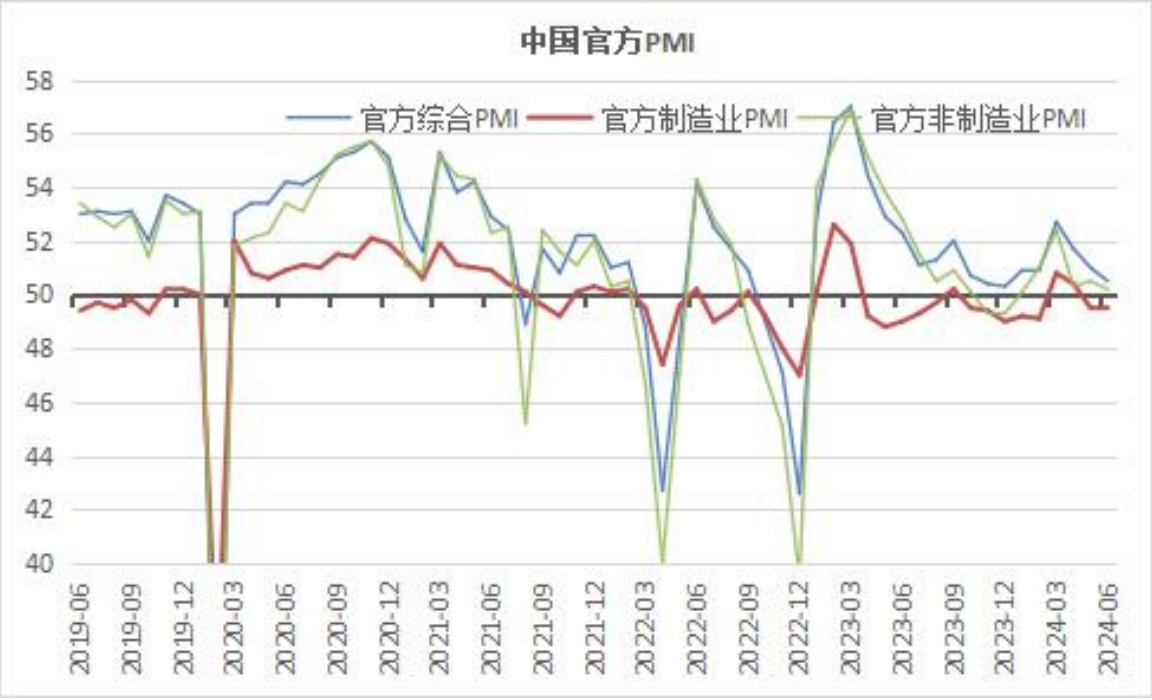
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

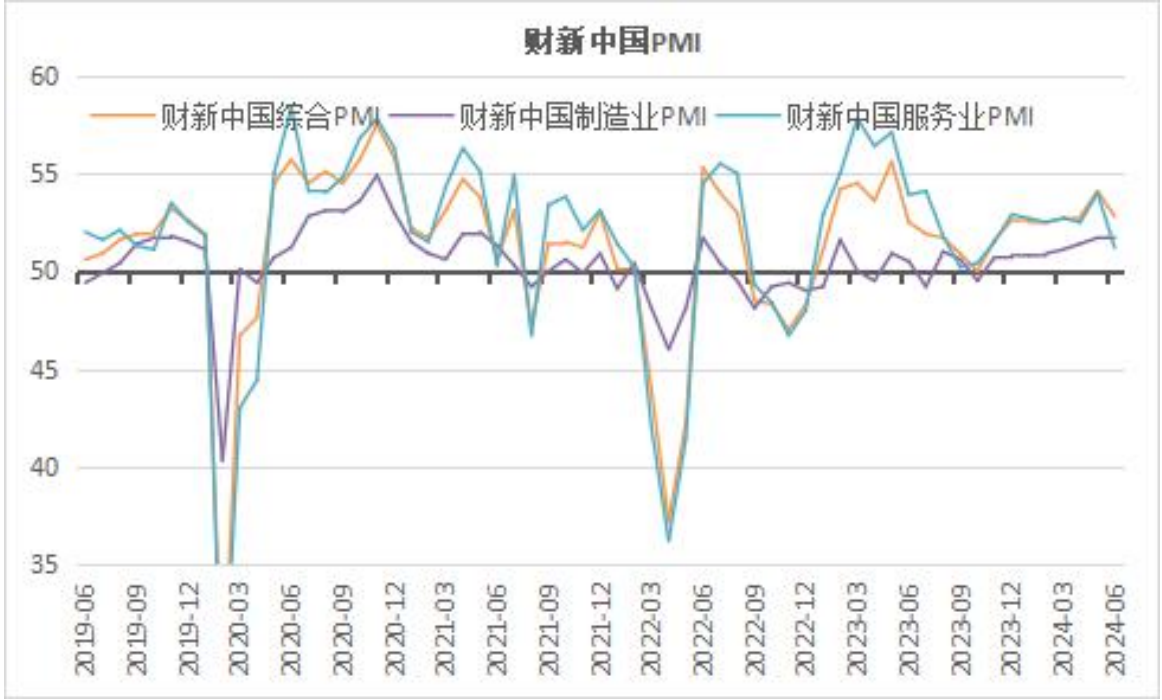
服务业PMI回落比较明显

☆官方制造业PMI已经回落至荣枯线下方，官方非制造业PMI已经回落至接近荣枯线附近

☆财新中国服务业PMI已经低于制造业PMI。不过，财新制造业PMI仍处于近几年来相对偏高的位置

☆服务业PMI的低迷从侧面印证消费的下行压力仍较大





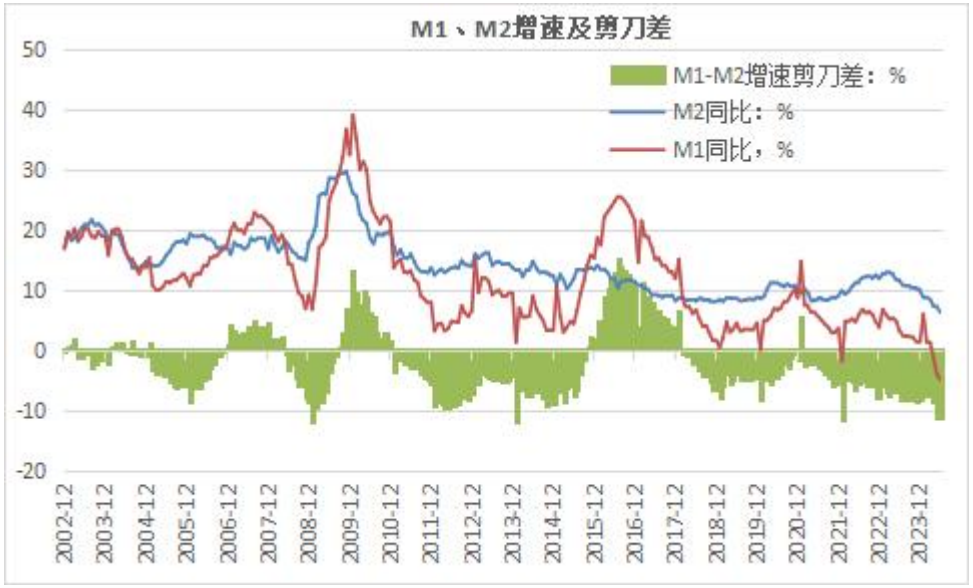
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

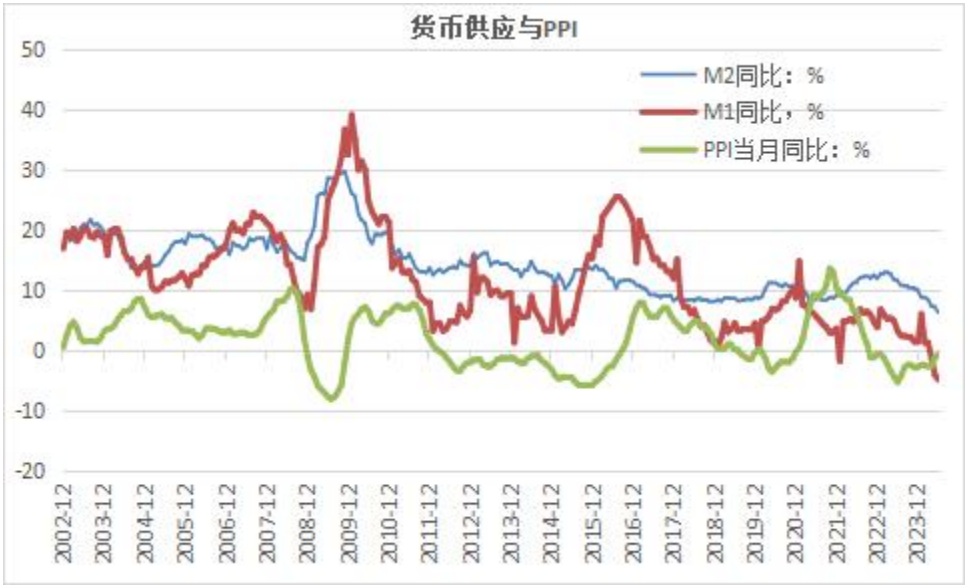
M1增速继续刷新纪录低位，M2增速继续回落，M1-M2剪刀差扩大

☆ M1增速不断刷新有数据纪录以来的低位。尽管因为政策面因素以及统计口径的变化，但数据依然反映企业资金活化偏弱、实体经济需求偏弱的现实

☆ M2同比进一步回落至6.2%、较上月回落0.8个百分点，同期信贷扩张放缓、财政投放偏慢可能仍是主因。存款端，6月存款增加2.46万亿，同比少增1.25万亿，其中，财政存款减少8193亿，同比少减2303亿，指向财政投放可能偏慢。

☆ M1的增速略微领先于PPI，M1-M2持续增加的趋势反映是市场的弱预期。





长期贷款占比偏低，信贷偏弱

☆ 6月新增信贷2.13万亿，同比少增9200亿、连续两个月同比少增，基本持平预期，但明显低于季节性（近三年同期均值2.66万亿）。其中：居民贷款新增5709亿，同比少增3930亿；企业贷款新增1.63万亿，同比少增6503亿；非银贷款减少1417亿，同比少减545亿。

☆ 居民贷款连续五个月同比少增，短期贷款和中长期贷款均不同幅度少增，指向消费、地产需求仍偏弱。6月居民短期贷款新增2471亿，同比少增2443亿，指向消费仍然偏弱；居民中长期贷款新增3202亿，同比也少增1428亿，连续5个月同比少增，房地产市场表现偏弱仍是主要拖累

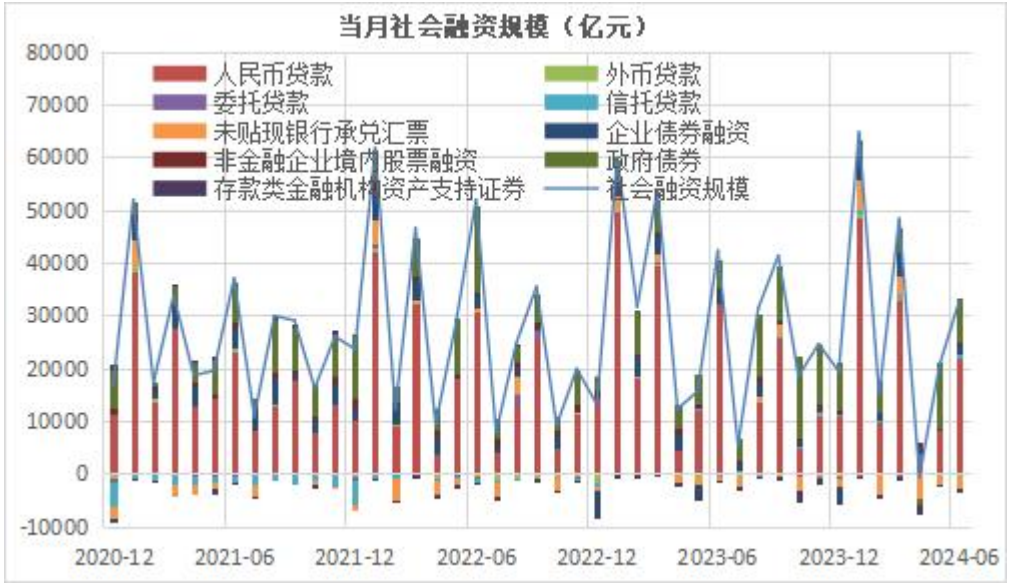
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

存量社融规模增速较上月进一步回落

☆新增社融规模明显低于季节性，除政府债券外多数分项均同比少增，存量社融增速较上月进一步回落0.3个百分点至8.1%、创历史新低。

☆总量看，6月新增社融3.3万亿，同比少增9283亿，略好于预期（预期3.22万亿），但明显弱于季节性（近三年同期均值4.37万亿）；存量社融增速较上月回落0.3个百分点至8.1%、为历史最低水平。

☆结构看，6月社融口径的人民币贷款新增2.2万亿，同比少增1.04万亿；政府债券新增8487亿，同比多增3116亿，是社融的主要拉动项；企业债券增加2128亿，同比少增121亿；表外融资减少1300亿，其中未贴现银行承兑汇票同比大幅少增、是主要拖累项。

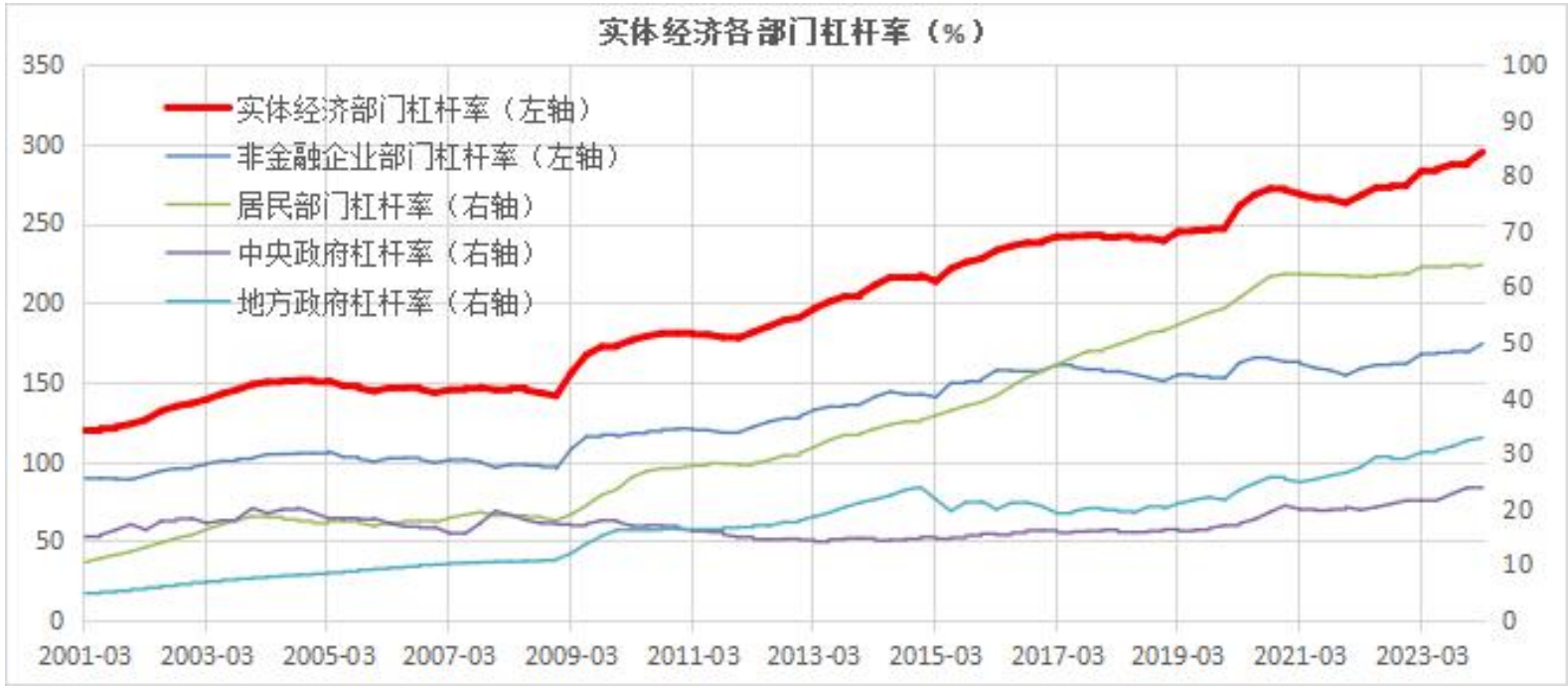


请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

实体经济加杠杆空间有限

☆实体经济部门杠杆率已经很高，已经接近300%。企业、居民、地方政府加杠杆空间有限。

☆中央政府杠杆率偏低，有加杠杆空间。未来中央政府财政发力动作需要关注。



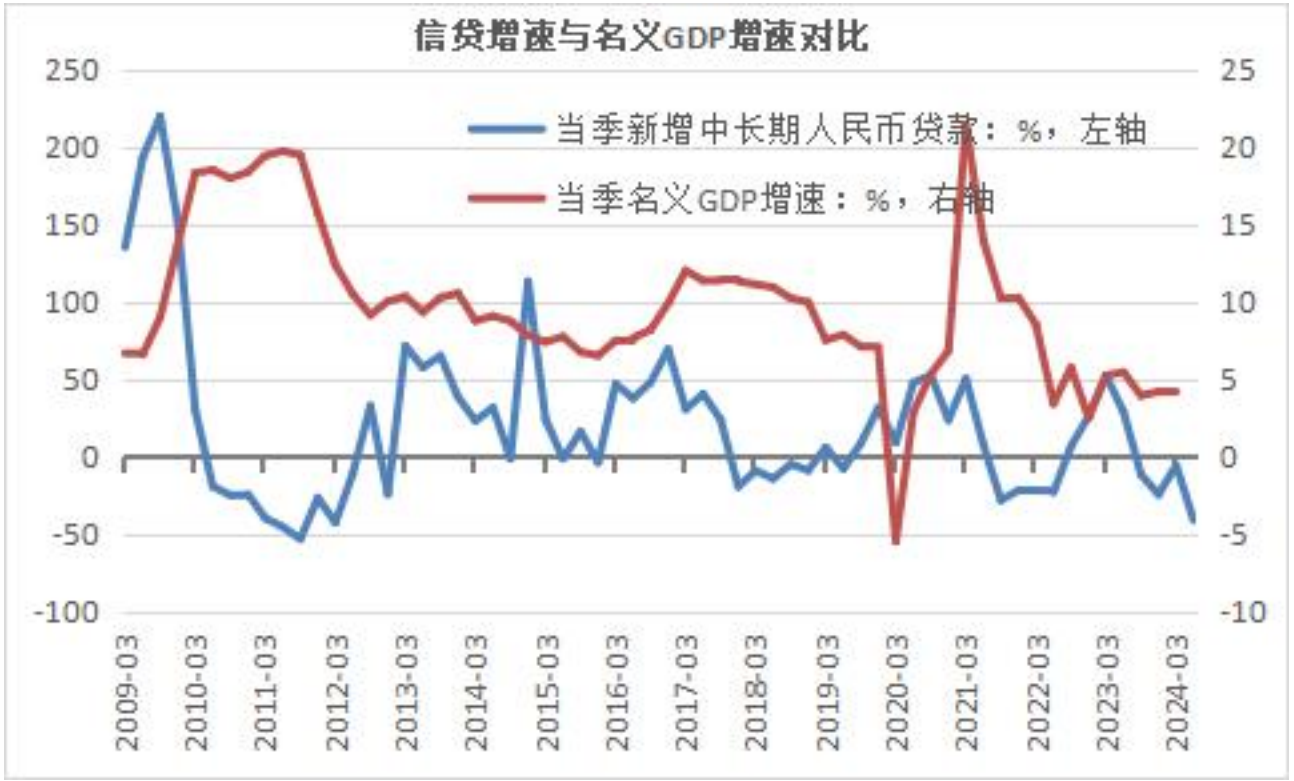
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

信贷脉冲向下

☆当季新增中长期人民币贷款增速同比跌幅较大，且该指标领先于名义GDP增速。

☆目前当季新增中长期人民币贷款增速为-41.2%，跌至近12年来最低的水平

☆由于目前加杠杆的空间有限，且信贷需求不足。因此，从信贷增量看，下半年稳增长压力仍大。



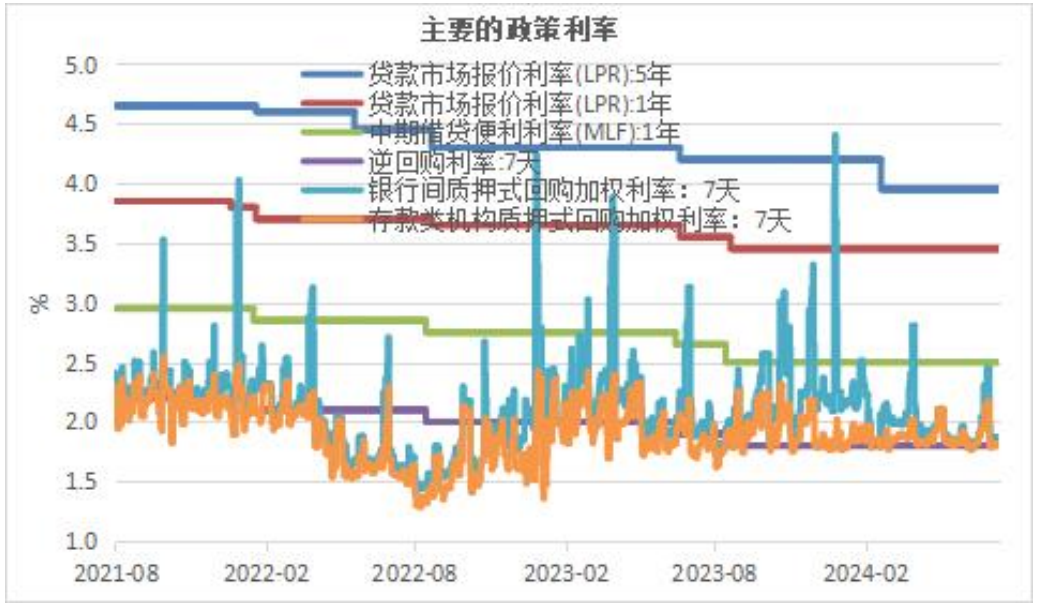
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

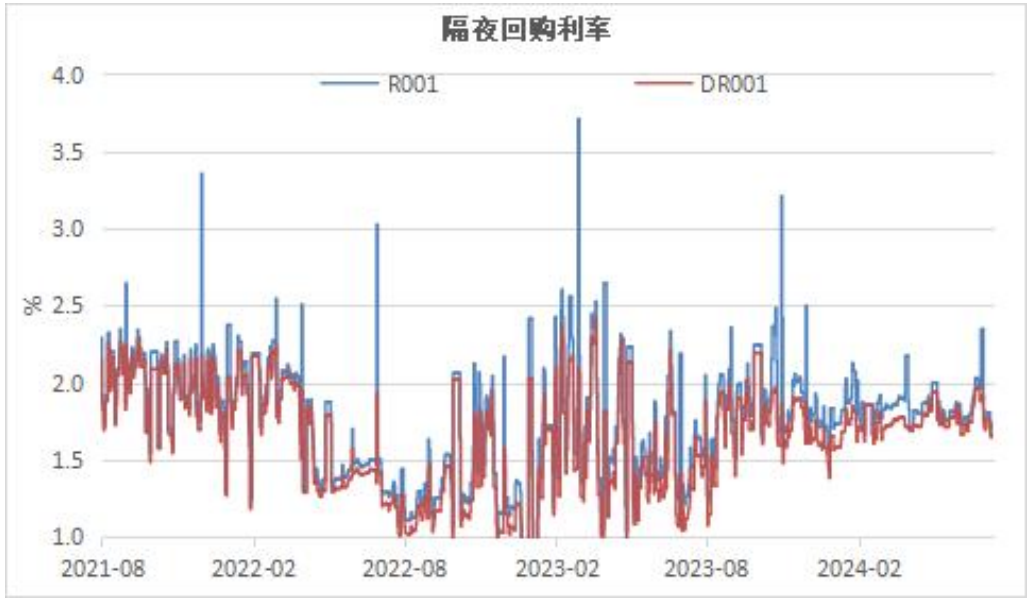
利率：通道下沿运行，未来仍有降息行动

☆受制于宏观经济的压力，市场预期未来央行仍存在下调存款准备金率和利率的空间

☆股市以及楼市的低迷，使得市场出现“资产荒”，资金进入债券市场，导致债券收益率持续下行

☆欧洲央行已经开始降息，下半年仍有可能降息1-2次。美联储大概率将于下半年降息25-50BP，首次降息的时间市场的预期是9月、6月美联储点阵图是下半年降息一次。目前海外市场已经比较充分的消化掉了美联储降息的预期，国内市场也很大程度上消化掉美联储降息1-2次的预期





请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

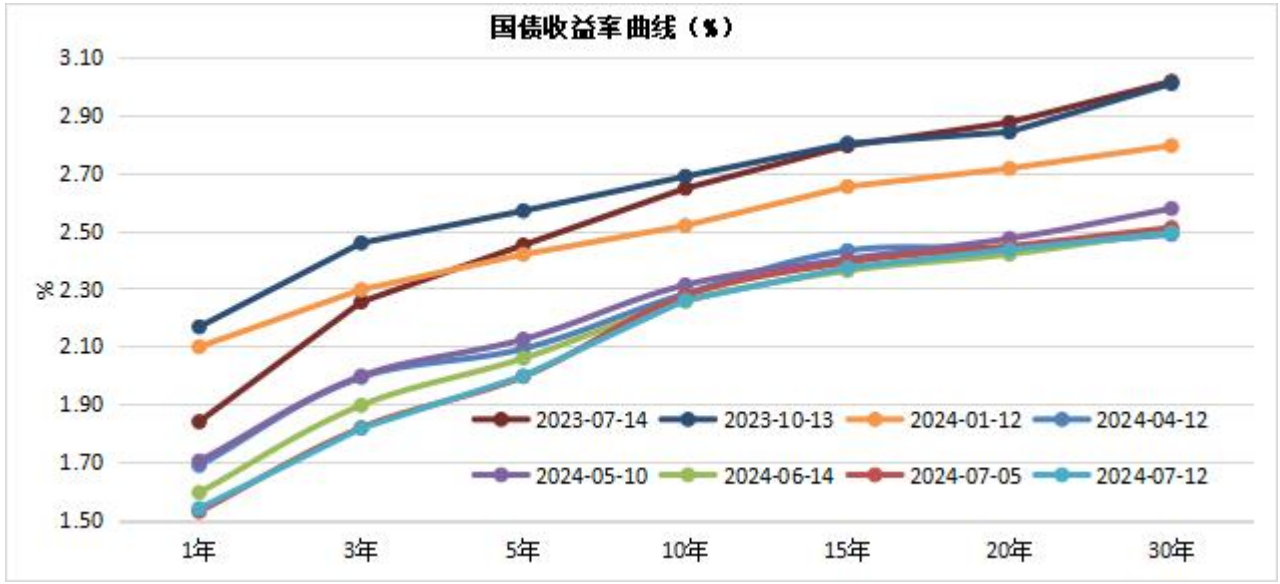
长期债券收益率偏低引发担忧

☆在目前的情况下，保汇率是央行的首要任务

☆长期债券利率偏低，1）存在期限错配的风险；2）交易过于拥挤，存在流动性风险；

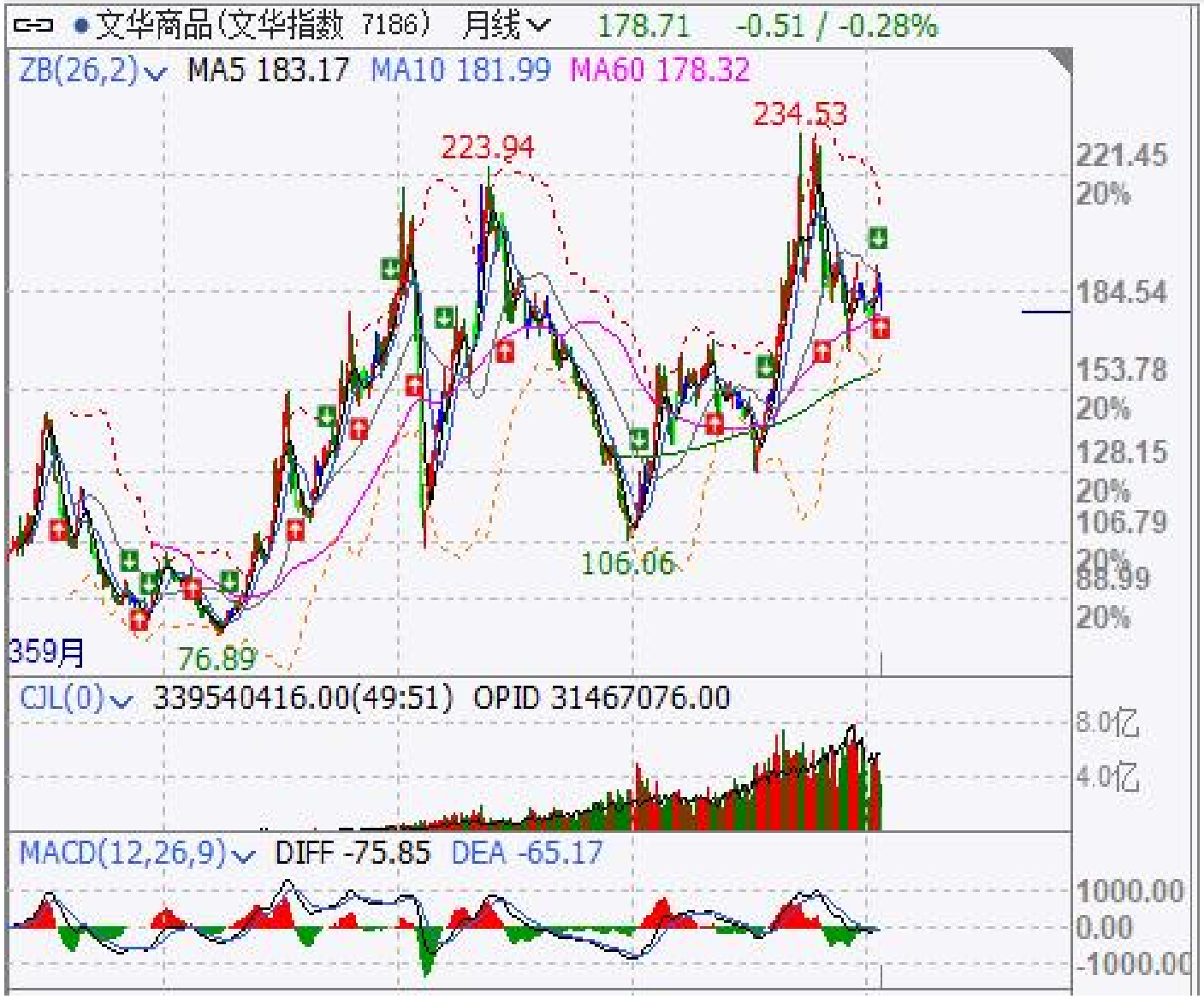
☆央行的行动：1）借入长期债券，可能会进行卖出操作，抬升长期债券的收益率。即使不卖出，对市场也是一种警告。2）通过进行隔夜的正/逆回购操作，将短期的资金利率控制在1.60%-2.30%之间。

☆短期来看，国债期货价格受到扰动，进入中期震荡概率大。但是，只要基本面没有出现明显的改善，长期来看，债牛仍没有结束。



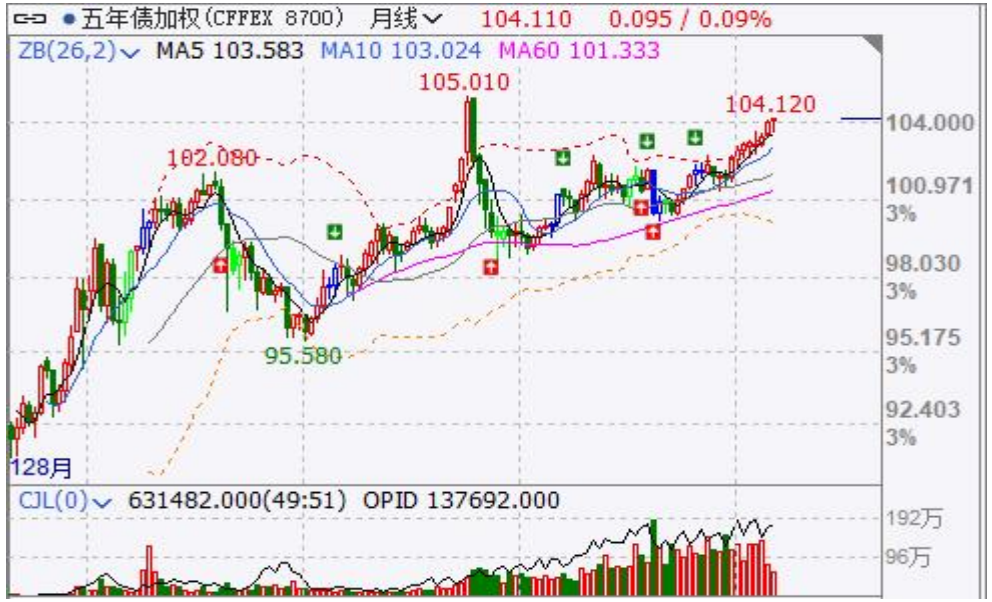
请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

商品的市场表现



请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

国债期货的市场表现



请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

股市的表现

请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

当前所处不同类型经济周期的位置

☆设备更新周期（朱格拉周期）：处于上行阶段，主要受政策支持。不过，由于民间固定资产投资增速最近两年基本维持在零附近。因此，设备更新周期可能更主要的表现在中大型企业以及国有企业，中小型民营企业的处于设备更新周期的下行阶段。

☆房地产周期：下行阶段。虽然房地产调控政策已经优化调整，但行业仍未出现明显改善迹象，销售、投资、土地购置等指标仍处于快速下跌状态

☆金融周期：处于下行周期。主要表现在，整体杠杆率已经很高，虽然利率一直向下，但市场信心弱，居民和企业信贷需求不足，加杠杆动力不足，以稳杠杆为主。另外，地方政府杠杆率高，中央政府杠杆率偏低，政府部门整体加杠杆空间有限。

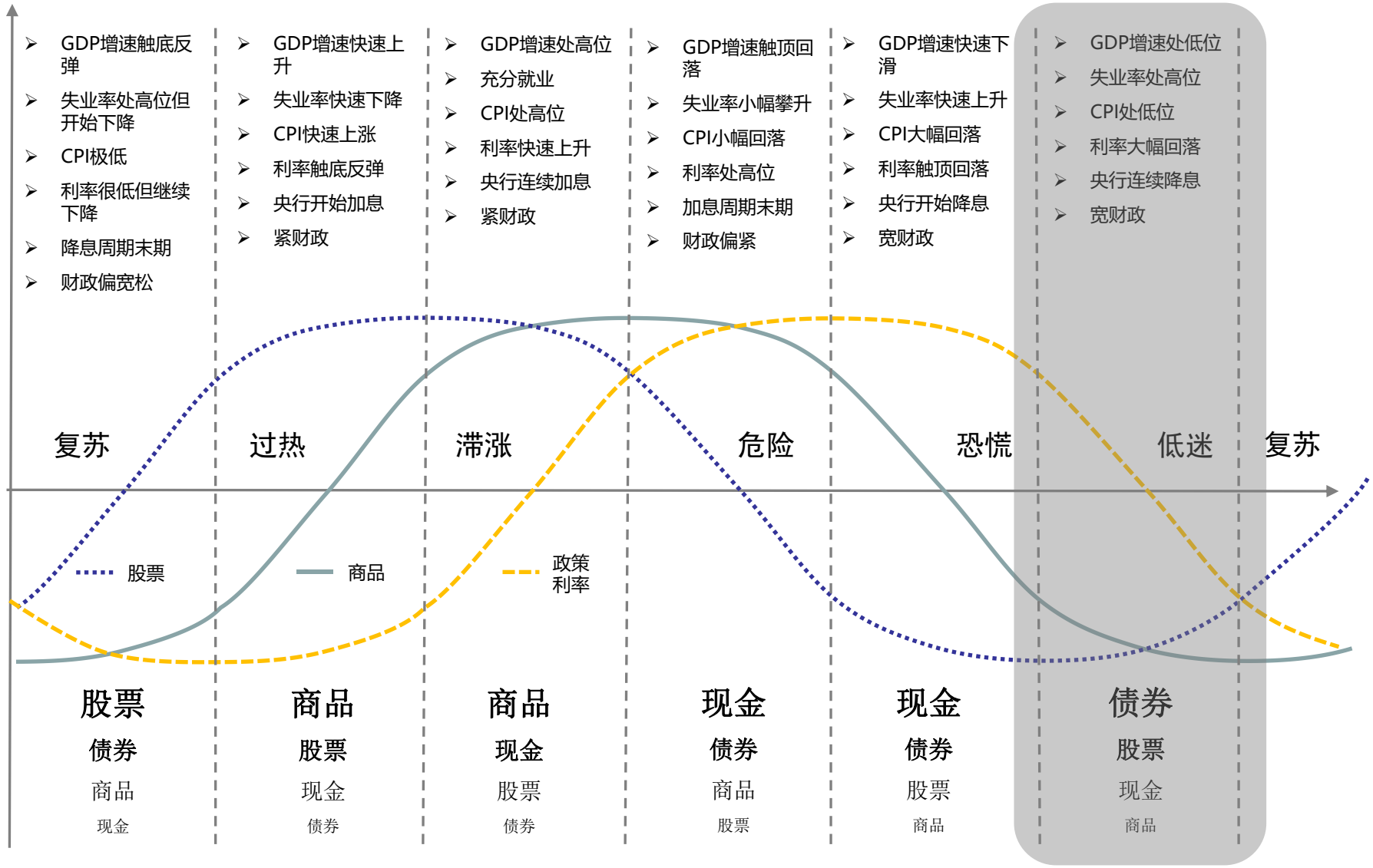
☆整体来看，当前处于房地产周期和金融周期的下行阶段，尚难说已经到这两个周期的底部。同时，当前处于设备更新周期的上行阶段，不过，不同企业的情形有所分化，意味着这轮设备更新周期的动力较弱，但好的方面是民营企业设备更新的潜力有待释放。

请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

宏观经济整体处于经济周期的低迷阶段

☆从周期中的各项数据表现来看，目前处于周期的底部，下一阶段即是复苏阶段。

☆不过，在复苏之前，宏观经济筑底的阶段可能会比较漫长



请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

资产配置策略建议

☆首选的资产仍是债券类。不过，由于目前市场已经比较充分的交易了经济疲弱以及降准和降息的预期，国债期货有可能将进入高位震荡阶段。操作上，逢低做多，逢高及时止盈，而且，当错过了做多机会时，如已经形成向上突破，则后市不宜再追涨。

☆股市获利潜力巨大。如果有牛市，则在牛市的起步和结束阶段，收益率最高。虽然目前以煤炭、电力、银行为代表的高股息概念表现仍强，但上行动力已经有所弱化。另外，中证500、中证1000指数也出现了企稳的迹象，且不排除已经处于右侧底部的可能。所以，对于股指期货，可能已经进入长期上行的趋势阶段。只不过，右侧的底（尚待确认）的筑底时间可能会比较漫长

☆在大宗商品市场，目前除了贵金属等个别品种处于牛市之外，黑色、化工、农产品均处于下行趋势或者地位宽幅震荡阶段。在经济仍面临较大下行压力的情况下，未来乐观的情形也就是宽幅震荡，很难形成长期的上行趋势。贵金属等强势品种，在美联储降息利多兑现之后，长期上行趋势也面临转势风险。因此，对于黑色等品种，仍以逢高做空为主。黄金等品种以逢低做多为主，但需要做好止盈。铜等有色品种，继续上涨的空间可能也相对有限，从均值回归的角度来看，趋势向下的可能性更大。

请务必阅读文后重要声明
投资有风险、入市须谨慎

山金期货简介

山金期货有限公司成立于1992年11月，注册资本6亿元，是山东黄金（SH.600547）旗下山金金控的全资子公司。公司具有商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询、资产管理业务资格，是中国四大交易所及上海国际能源交易中心的会员，是目前国内成立最早、运作最规范的期货公司之一。

公司自2014年股权变更以来，依托山东黄金实体产业背景，积极完成了企业战略、经营理念、发展规划等全方面转型。公司法人治理结构完善，内部管理体制和风险防范机制健全，现在上海、杭州、天津、济南、烟台、东营、厦门、晋江等城市设有分支机构。

公司立足长远，稳健经营，努力实现与客户双赢，正以昂扬的姿态全力打造特色鲜明、业内领先的产业化特色金融衍生品服务商！

免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎，了解市场风险，投资量力而行。

山东黄金集团有限公司 | 山金期货有限公司
SHANDONG GOLD GROUP CO.,LTD. | SHANDONG GOLD FUTURES CO.,LTD.
SD-GOLD

THANKS