

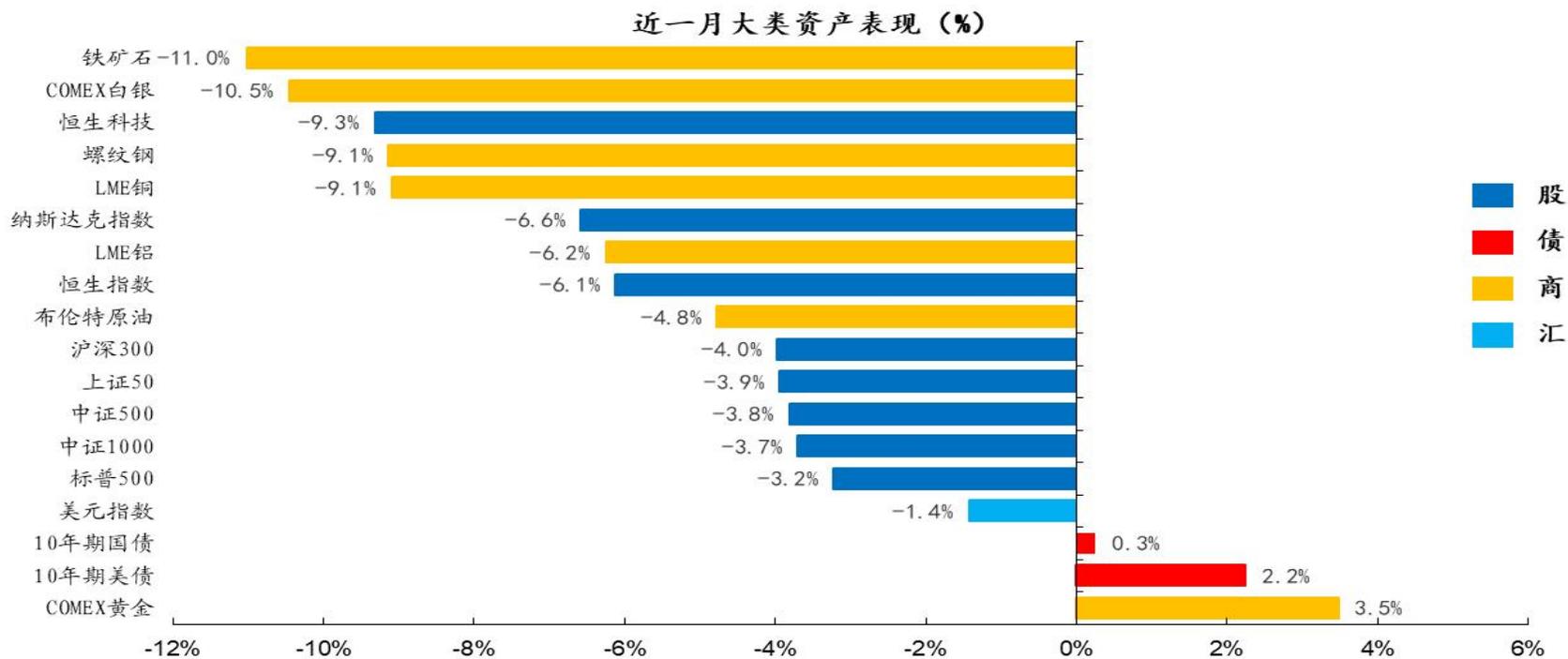
本轮大类资产交易衰退是短暂的 ——大类资产8月月报

胡国鹏(证券分析师)
S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn

陈艺鑫(联系人)
S0350122080060
chenyx03@ghzq.com.cn

- 1、2024年7-8月债市和黄金上涨，其他商品和股市呈现普跌，主要原因是美国失业率持续上升、日央行加息和特朗普胜选预期增强导致市场短期交易衰退。
- 2、我们认为随着7月美国非制造业PMI向上突破50%，美国经济韧性仍然较强并大概率迎来软着陆，美股短期下跌空间有限，8-9月市场或难以持续交易衰退。
- 3、有色方面，我们认为铜和铝配置价值较高，无论特朗普还是哈里斯谁胜选或在摇摆州取得优势，当前价位配置铜、铝正当时。
- 4、地缘冲突方面，我们认为WTI原油80美元/桶以上为地缘政治溢价部分，一旦地缘冲突缓和（如乌克兰在俄罗斯本土攻势被遏制、伊朗报复有限等）油价仍有回落风险。
- 5、贵金属方面，我们认为随着美联储首次降息的临近，做多黄金需谨慎；汇率方面，日元加息导致美元贬值提速，人民币贬值压力或得到大幅缓解。
- **风险提示：**国内经济复苏不及预期，美国通胀超预期，中美摩擦加剧，产业政策推进不及预期，OPEC+超预期增产。

图表：黄金和国债涨幅居前，市场交易衰退



资料来源：Wind、国海证券研究所；注：红色为债、深蓝色为股、天蓝色为外汇、黄色为商品；统计区间为2024年7月13日-2024年8月13日

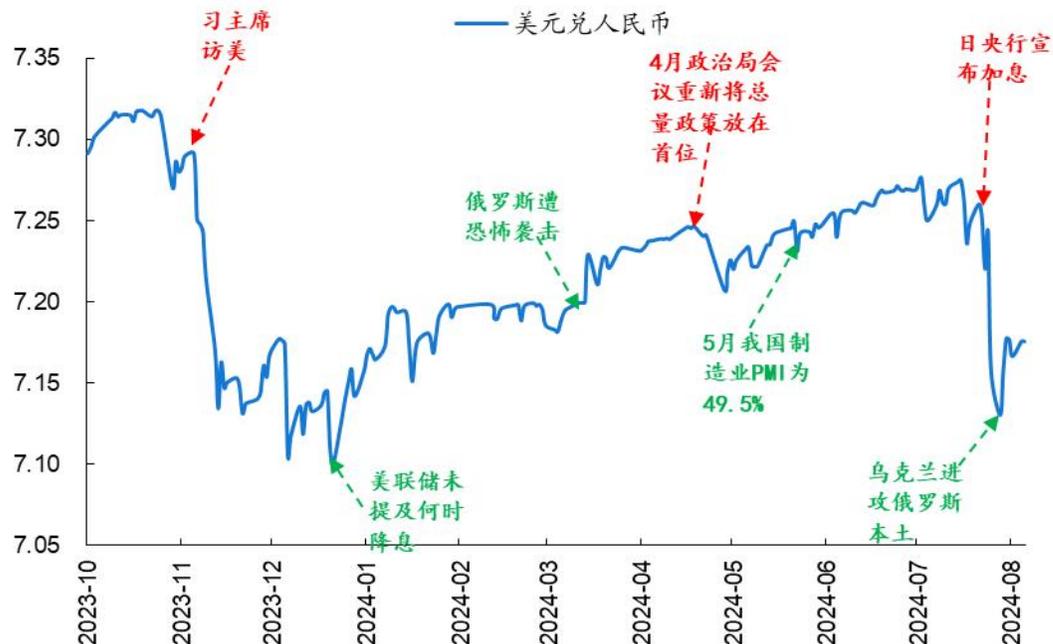
➤ 2024年7月13日-8月13日，黄金、美债和中债涨幅居前，市场短期交易衰退。一方面，黄金受益于地缘冲突反复和债务危机预警，英国政府破产预警和乌克兰进攻俄罗斯本土导致黄金在短期突破2500美元/盎司（对应2024年8月12日）。另一方面，特朗普胜选概率增加，英国政府破产预警和日本央行加息引发市场对衰退的担忧，国债和美债等固收类品种价格上涨，A股、美股、H股和除黄金以外的大宗商品普遍下跌。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 贵金属
- 有色金属
- 黑色金属
- 风险提示

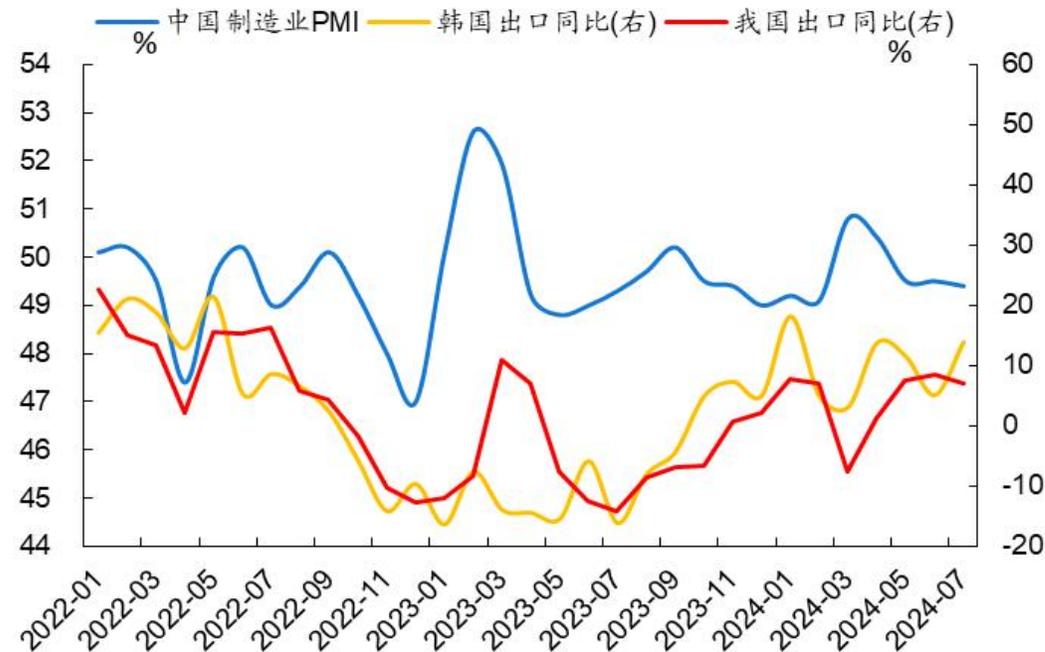
日央行意外加息，人民币汇率短期逼近7.15

图表：7月底日央行加息导致美元贬值，人民币汇率逼近7.15



注：红字对应人民币升值、绿字对应美元升值；2024年8月13日美元兑人民币为7.16
资料来源：Wind、新华社、第一财经、中国政府网、金融界、财新、国海证券研究所

图表：2024年7月我国出口延续强势，7月制造业PMI(49.4%)仍低于50%

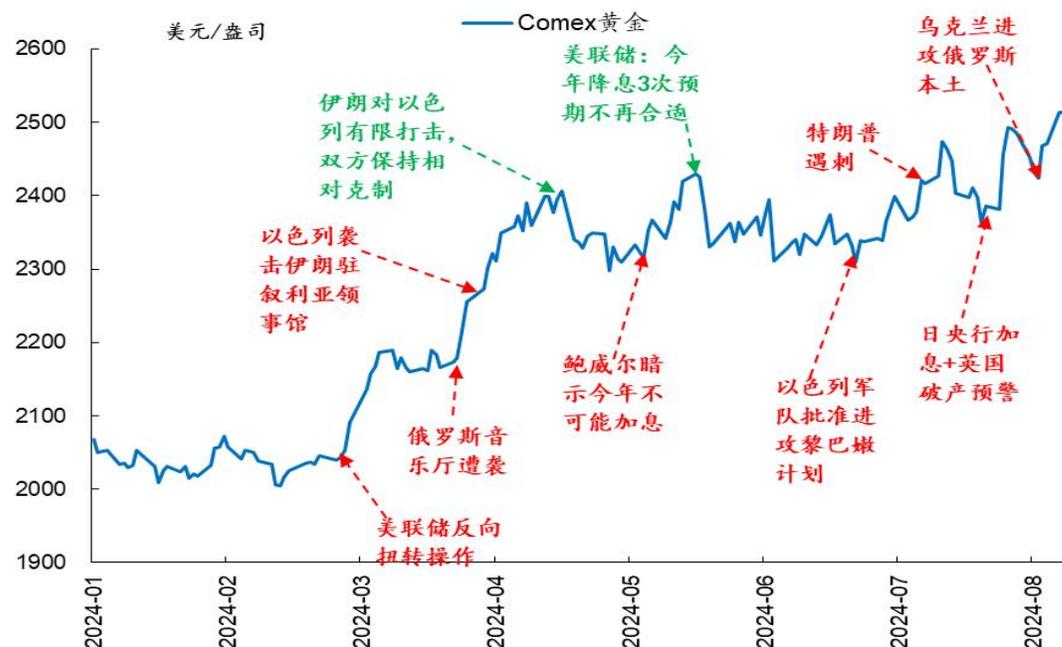


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 一方面，在我国出口维持强势的环境下，2024年7月底日央行加息对人民币汇率产生了显著的积极作用。虽然2024年7月我国制造业PMI（49.4%）仍低于50%，但是我国7月出口同比达到7%，出口部门延续强势。在此基础上，2024年7月31日日本央行首次加息为负利率时代划上句号，美元大幅贬值，人民币短期迎来快速升值。
- 另一方面，地缘政治局势的升温导致8月上旬美元兑人民币企稳回升。2024年8月上旬乌克兰对俄罗斯本土库尔斯克州发起进攻，美国向中东增兵，美英政府敦促公民撤离黎巴嫩，地缘政治局势反复导致美元兑人民币在7.1左右触底回升。

日央行加息和地缘冲突反复导致国际金价再次站上2500美元/盎司

图表：日央行加息和地缘冲突反复导致黄金再次突破2500美元/盎司



注：红字表示利多、绿字表示利空；资料来源：Wind、新华社、观察者网、新华财经、21世纪经济、环球时报、央视网、财新、经济日报、金融界、国海证券研究所

图表：CME预期美联储2022年以来首次降息或发生在2024年9月

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18							0.0%	0.0%	0.0%	54.5%	45.5%
2024/11/7		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.0%	51.5%	30.5%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.3%	29.8%	44.1%	19.8%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.8%	30.0%	43.7%	19.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.5%	7.9%	30.7%	42.4%	18.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/4/30	0.0%	0.3%	4.7%	20.9%	37.4%	28.8%	7.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.2%	3.6%	16.9%	33.3%	30.9%	13.1%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	1.8%	9.7%	24.4%	32.2%	22.7%	8.0%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME；截至2024年8月13日

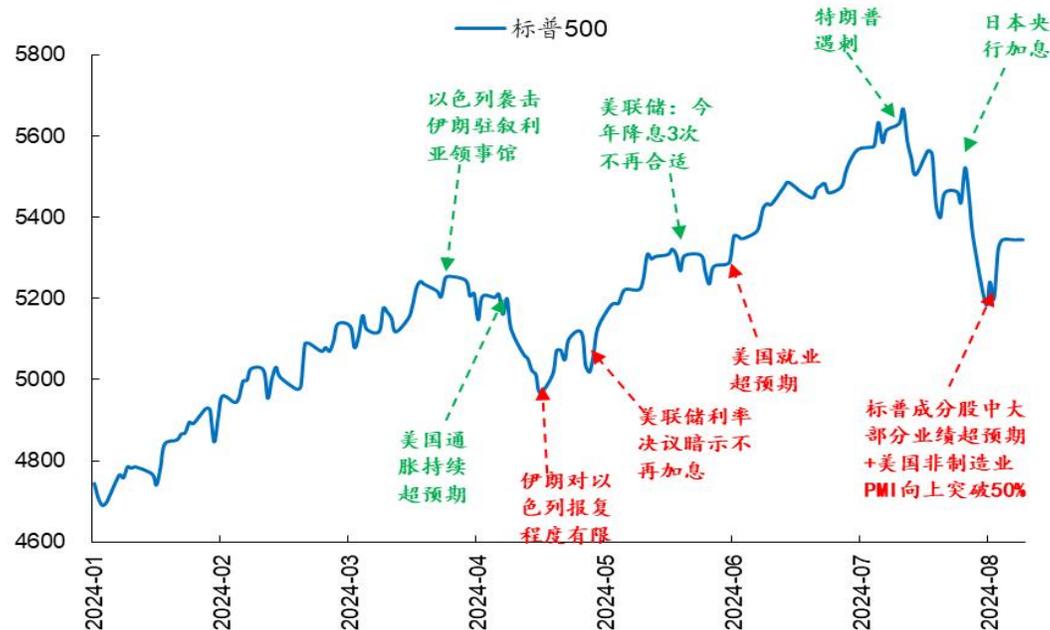
- **日央行加息和地缘冲突再升级导致黄金再次站上2500美元/盎司。**一方面，2024年7月底英国财政破产预警和日本央行加息，美元大幅贬值带动金价上涨；另一方面，2024年8月6日乌克兰进攻俄罗斯本土库尔斯克州、伊朗和以色列局势紧张导致黄金价格再次突破2500美元/盎司。
- **我们认为随着2024年9月美联储首次降息临近，做多黄金需谨慎。**根据CME最新预测，美联储在2024年9月首次降息（2022年以来）的概率高达54.5%，美联储首次降息兑现前黄金好比“看涨期权”，美联储降息兑现黄金利好出尽。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

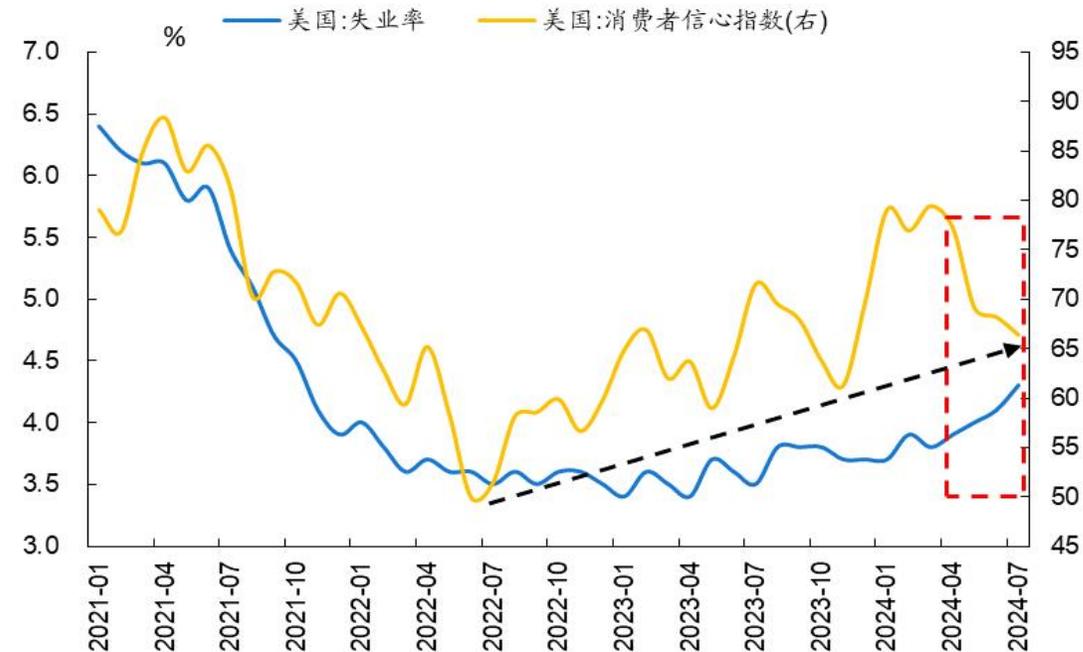
我们预计美股在2024年8-9月或迎来支撑

图表：2024年7月17日-8月5日，市场交易衰退导致美股迎来回落



注：红字为利多、绿字为利空；资料来源：Wind、每日经济新闻、证券时报、央视网、环球时报、财新、新华社、金融界、国海证券研究所

图表：2024年7月美国失业率达到4.3%，逼近自然失业率4.41%

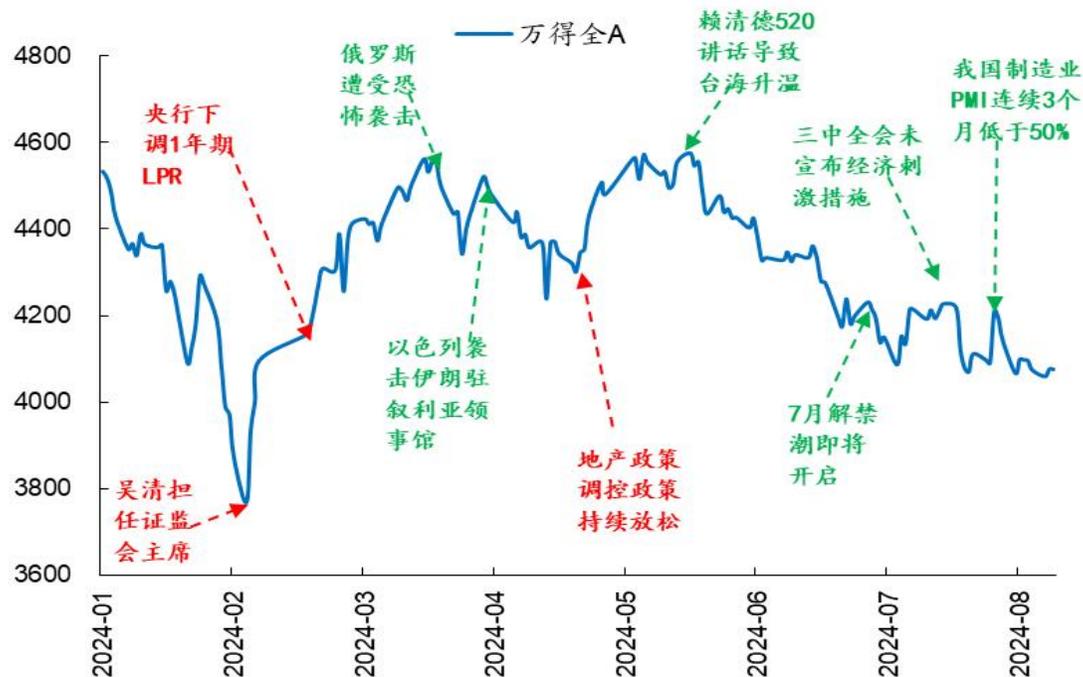


资料来源：Wind、国海证券研究所

- **2024年7月17日-8月5日美股下跌的主要原因是特朗普遇刺和日本央行加息。**2024年7月13日特朗普在宾夕法尼亚州演讲时遭遇暗杀，特朗普短期支持率大幅提升，市场担忧特朗普上台扩大贸易壁垒，美股开始高位回落；2024年7月31日日本央行意外加息引发全球股市动荡，标普500指数在8月5日一度下跌逼近5100点。
- **美国经济大概率迎来软着陆，我们预计美股或在2024年8-9月迎来支撑。**2024年7月美国失业率上升至4.3%，向上逼近长期自然失业率4.41%（2024H2），美国经济衰退担忧增强，美联储首次降息被推迟的概率较小。2024年7月美国ISM公布的非制造业PMI再次回到50%以上（51.4%），美股短期或迎来支撑。

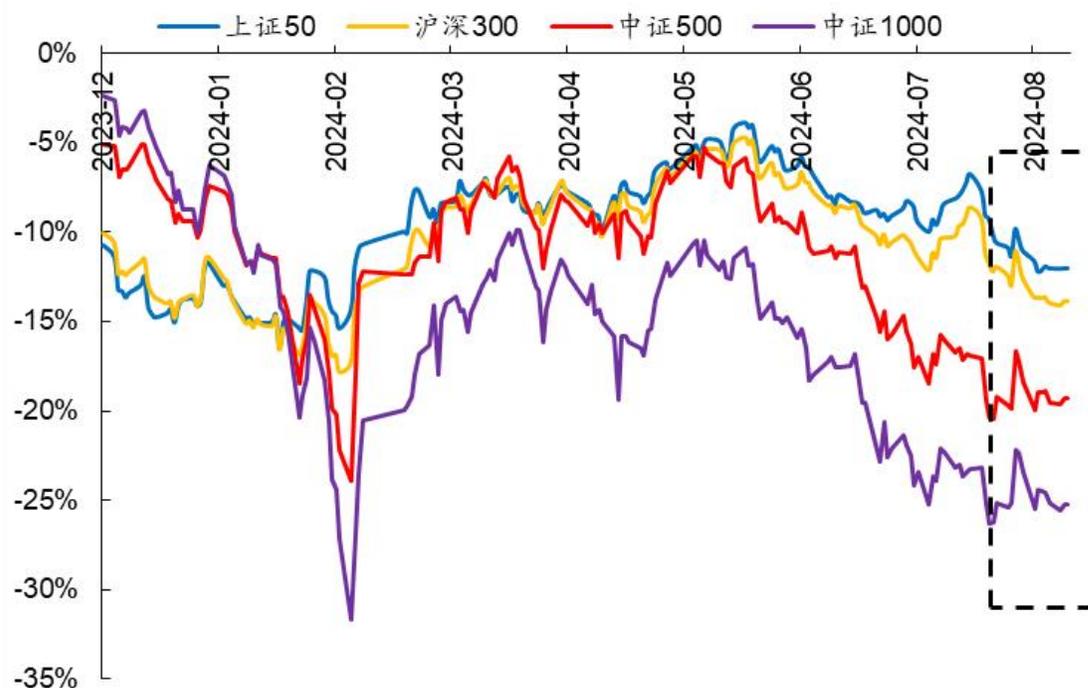
我们认为8-9月A股或维持震荡

图表：经济持续放缓是近期A股回调的核心原因



资料来源：Wind、第一财经、新华社、环球时报、证券时报、联合早报、国海证券研究所
注：红字为利多、绿字为利空

图表：2024年8月上旬，A股仍处于“弱预期、弱现实”



资料来源：Wind、国海证券研究所

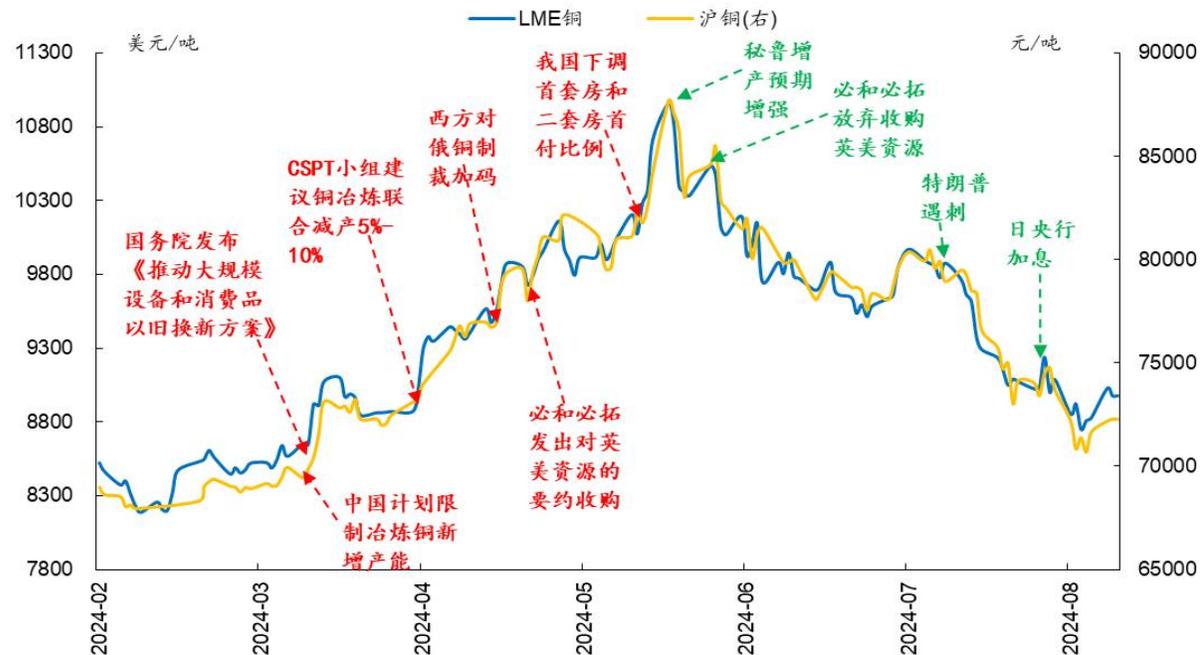
- **2024年7-8月A股迎来回调，主要原因是我国经济持续放缓和三中全会对经济的表述相对中性。**一方面，2024年5-7月我国制造业PMI已经连续3个月低于50%，我国经济复苏持续放缓是A股走弱的内因；另一方面，7月下旬的三中全会关于经济的表述相对中性，即使近期人民币快速升值对A股的利多作用相对有限。
- **我们认为经济的改善需要时间，A股或维持震荡。**A股在经历2024年5月下旬至8月上旬的调整后，“517新政”对地产的刺激作用相对有限，但美联储降息的预期或短期对A股形成利好，我们预计A股短期或维持震荡。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

铜：我们认为当前做多铜的赔率较高

图表：2024年7月以来“特朗普交易”和日央行加息导致LME铜跌破9000美元/吨 图表：TC触底回升，铜价高位回落



资料来源：Wind、证券时报、中国有色网、21世纪经济、SMM、文华财经、金十数据、联合早报、新华社、第一财经、经济日报、金融界、国海证券研究所；红字利多、绿字利空

资料来源：Wind、国海证券研究所

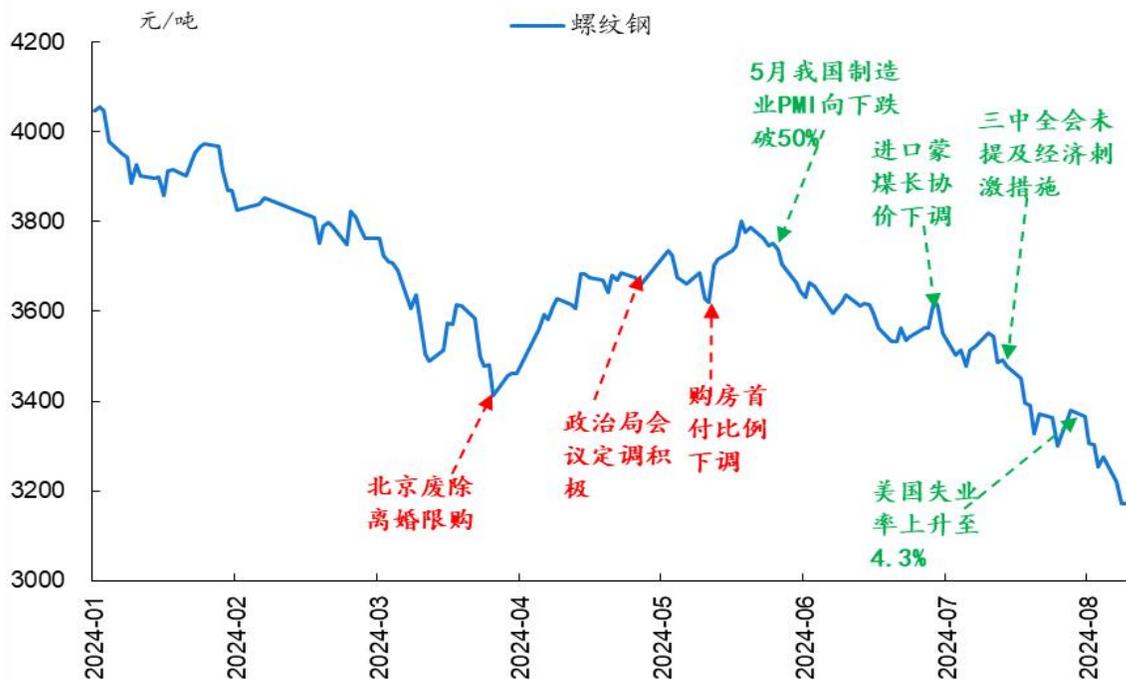
- 在“特朗普交易”和美国失业率持续回升的作用下，LME铜向下跌破9000美元/吨。从冶炼加工的角度看，2024年6-7月我国TC迎来触底回升，对应铜价迎来调整。2024年5月22日至今，在美国失业率持续回升、特朗普遇刺（特朗普胜选打压新能源对铜需求不利）和日央行加息的作用下铜价最低跌至8700美元/吨（对应8月7日最低价）附近，2024年3-5月因供给和地缘政治扰动带来的溢价部分被出清，LME铜配置的性价比较高。
- 我们认为当前做多铜的赔率较高：如果哈里斯胜选，民主党对新能源的支持政策将对铜价形成利多；如果特朗普胜选，经历本轮下跌后铜价已经将3-5月的泡沫出清，铜价下跌空间有限。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

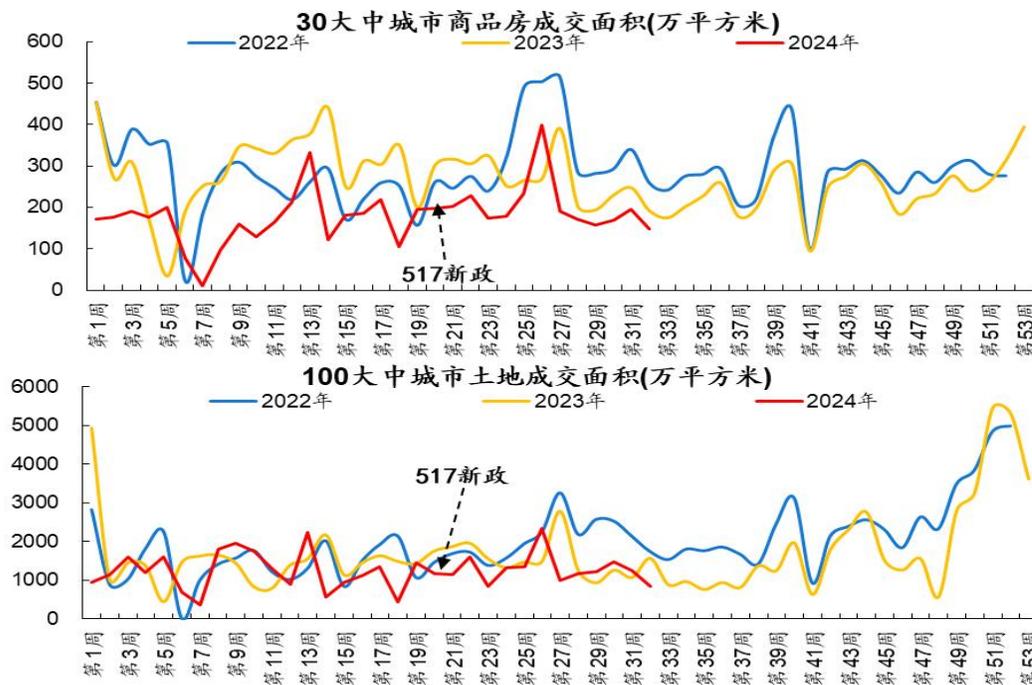
螺纹钢：需求疲弱是本轮螺纹钢下跌的根本原因

图表：需求疲弱是本轮螺纹钢价格持续下跌的根本原因



资料来源：Wind、虎嗅网、新华社、联合早报、中国金属学会、国海证券研究所；注：红字为利多、绿字为利空

图表：2024年“517新政”对楼市的积极作用有待商榷

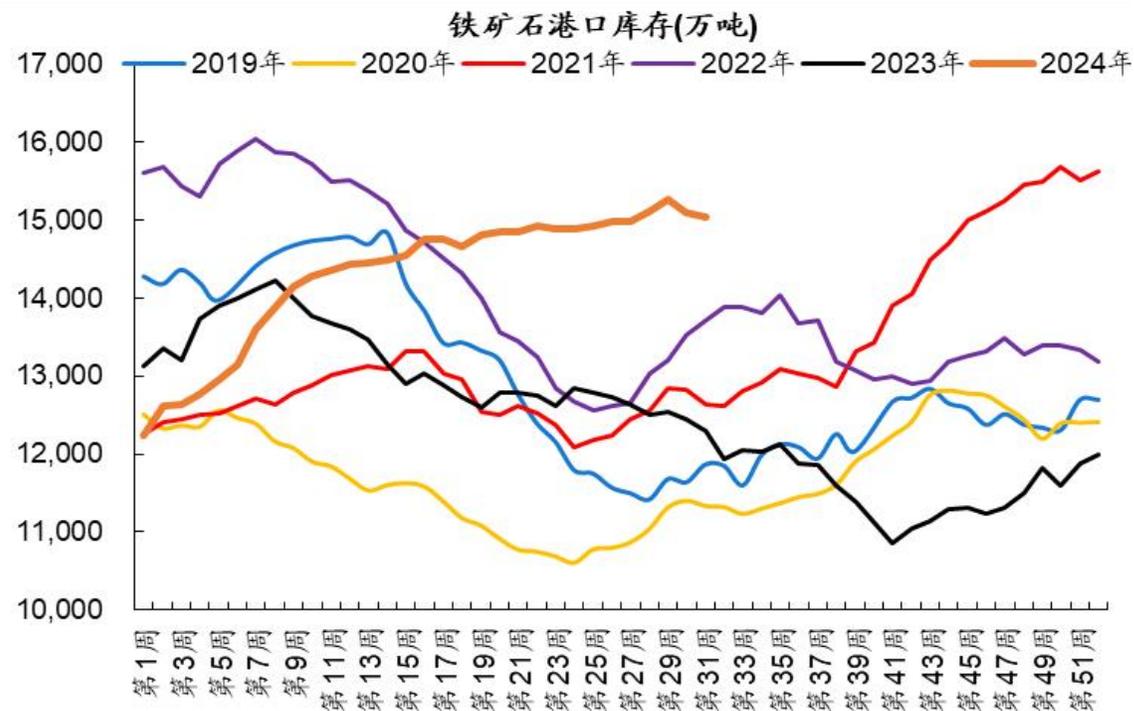


资料来源：Wind、新华社、国海证券研究所

- **需求疲弱是2024年7月以来螺纹钢价格持续回落的根本原因（交易衰退）。**截至2024年8月上旬，我国30大中城市商品房成交面积和100大中城市土地成交面积均低于2023年同期水平，“517新政”对我国楼市的积极作用有待商榷，螺纹钢需求走弱，再加上美国失业率的快速提升导致市场对衰退预期增强，螺纹钢价格下跌至3100元/吨附近。
- **我们预计我国地产的改善与否有待商榷，螺纹钢价格的企稳回升需要等待。**

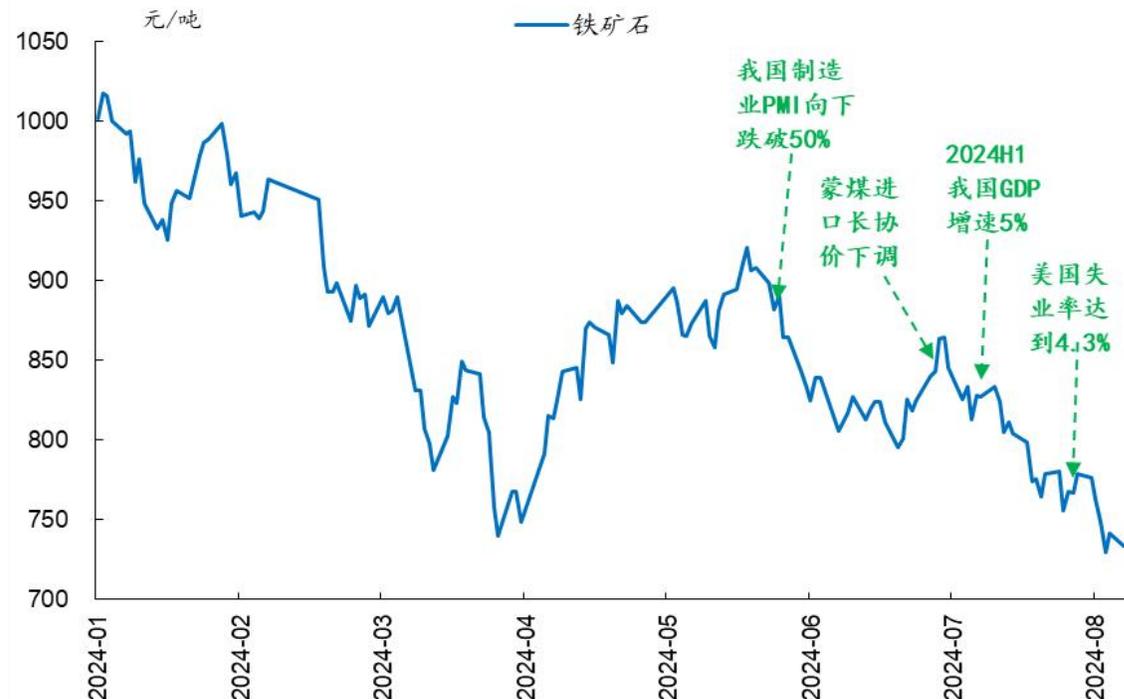
铁矿：高库存和需求疲弱对铁矿石价格形成压制

图表：截至2024年第32周，我国铁矿石港口库存远高于2023年同期水平



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：因市场交易美国经济衰退，铁矿石价格在近2个月持续走弱



资料来源：Wind、新华社、中国金属学会、中国政府网、国海证券研究所
注：红字利多，绿字利空

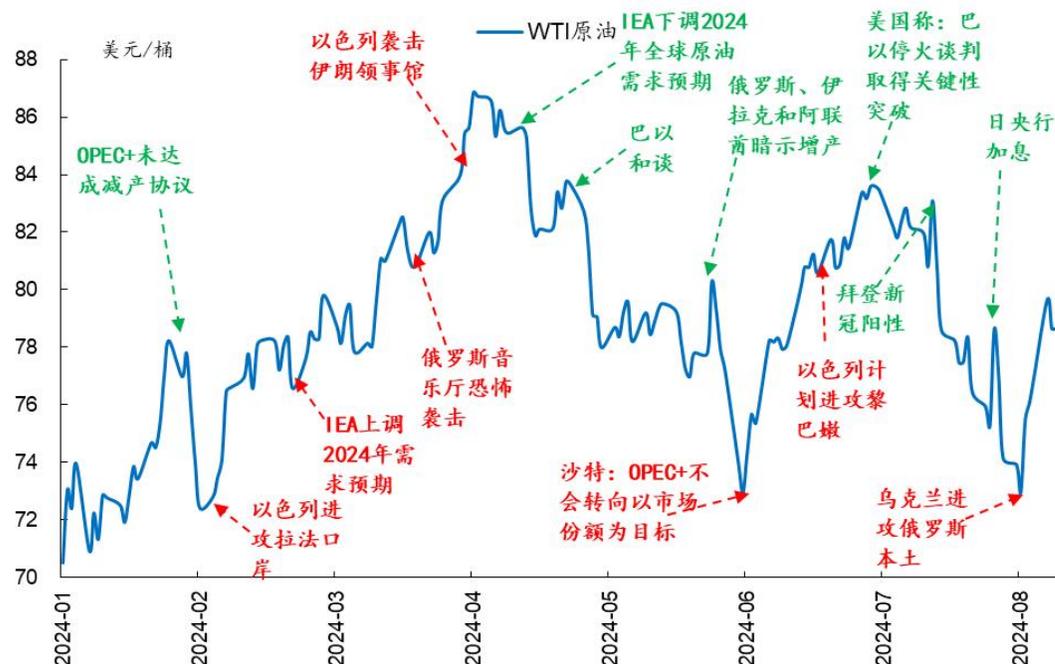
- 我们认为高库存和需求疲弱导致铁矿石价格承压。从需求端来看，2024年7-8月我国螺纹钢产量持续下滑，铁矿石需求相对疲弱；从供给端来看，截至2024年第32周巴西和澳洲铁矿石发货量持续高于2023年同期水平。综合来看，我国铁矿石库存（截至2024年第32周）仍然远高于过去5年同期水平，我们认为高库存大概率对铁矿石上涨空间形成压制。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

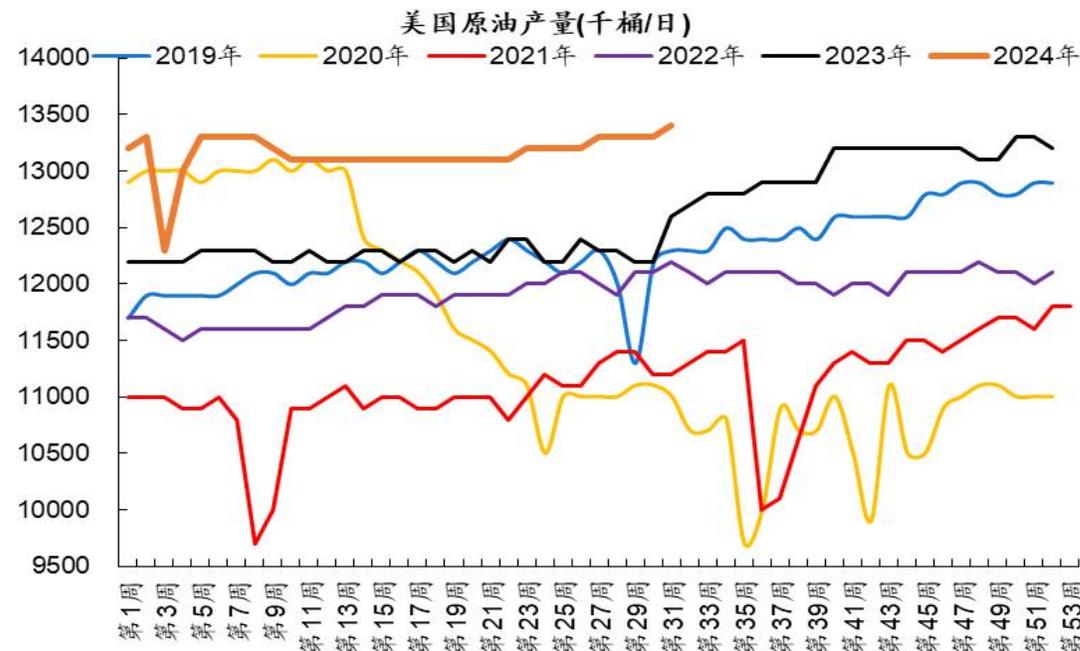
原油：地缘冲突再升级，WTI原油在71.67美元附近触底回升

图表：WTI原油在地缘冲突反复，2024年8月12日再次站上80美元/桶



资料来源：Wind、新华社、中国石油石化、环球时报、国际能源网、IEA、金十数据、新华网、金融界、央视新闻、国海证券研究所；注：红字为利多、绿字为利空

图表：截至2024年31周，美国原油产量高于2019-2023年同期水平



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 2024年7月6日-8月5日国际油价在地缘冲突缓和、特朗普胜选概率增大和日央行加息中迎来下跌。2024年7月17日拜登新冠检测呈现阳性，市场开始预期拜登退选的可能性增大，特朗普胜选主张通过原油增产以遏制通胀，油价开始出现大幅下跌，7月31日日本央行意外加息，WTI原油于8月5日盘中最低跌至71.67美元/桶。
- 2024年8月6日乌克兰进攻俄罗斯本土，中东局势在8月存在外溢的风险，WTI原油于8月12日突破80美元/桶。
- 我们认为WTI原油80美元以上为地缘冲突溢价部分，地缘冲突缓和或导致WTI原油难以维持在80美元以上，当前原油配置的赔率较低。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

➤ **国内经济复苏不及预期**

国内经济复苏不及预期指我国经济复苏持续放缓，国内定价品种（如A股、螺纹钢、铁矿石）面临回调风险

➤ **美国通胀超预期**

美国通胀超预期，可能导致美联储降息被持续推迟

➤ **中美摩擦加剧**

美国大选临近，中美关系可能会出现波折

➤ **产业政策推进不及预期**

国内产业政策推进不及预期，进而对我国经济复苏形成掣肘

➤ **OPEC+超预期增产**

OPEC+超预期增产将会对油价产生下行风险

策略研究小组介绍

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

崔莹，策略分析师，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

陈婉妤，分析师，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

陈艺鑫，研究助理，上海财经大学硕士，侧重大类资产配置和大势研判等。

分析师承诺

胡国鹏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 策略研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597