

类别

宏观市场月报

日期

2024年8月30日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)

020-38909340

hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)

021-60635739

huangwenxin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)

021-60635731

dongbin@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：冯泽仁(宏观集运)

021-60635727

fengzeren@ccb.ccbfutures.com

期货从业资格号：F03134307



美联储降息时点渐行渐近

近期研究报告

《宏观专题-20240710-美联储货币政策
的罗生门迷雾》

《宏观专题-20240607-美国总统大选
对地缘政治和宏观市场的影响》

《宏观专题-20240422-央行降息、
实体补库与再通胀过程》

《贵金属专题-20240410-美联储博弈
占优策略与黄金上涨空间测算》

《贵金属专题-20240325-伦敦黄金
突破五重顶，上涨空间彻底打开》

《宏观专题-20240301-2024年美国
总统大选特朗普会否东山再起》

观点摘要

- 2024年中国经济呈现外需强内需弱格局，全球经济增长动能边际回升改善中国的外部需求，而房地产市场持续疲软拖累中国的内部需求，房价股市走弱则进一步抑制居民部门的消费意愿。因应金融市场动荡与经济势头偏弱，中国央行在一季度与7月份分别实施全面降息降准等全域性宽松措施；因应房地产市场疲软，决策层在5月份推出包括降首付降首付去库存等措施的房地产市场一揽子刺激政策；因应中美博弈百年变局，三中全会通过《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。而在中菲南海纷争、台海风险恶化、美欧新能源贸易摩擦和美国总统大选等系列地缘贸易风险的抑制下，中国金融市场风险偏好并没有系统性好转，避险需求、央行宽松与资产荒逻辑推动国债利率曲线陡峭式下行，8月初中国10年期国债利率下降至2.13%的历史低点，但在央行强力干预下下行动能有所减弱；偏弱经济、政策刺激、地缘政治与悲观预期综合作用下，中国股市大跌后底部偏弱运行，截至8月底万得全A指数年内下跌12.4%，大盘蓝筹股相对偏强而小盘成长股偏弱；国际经济增长势头回暖而中国经济增长动能偏弱使得大宗商品走势严重分化，年内大宗商品显著反弹后再次下跌，截至8月底贵金属指数上涨22.4%而黑色链下跌19.3%。
- 美国国就业通胀韧性减弱、美国经济衰退风险以及全球金融市场剧震为美联储开启降息进程提供了必要条件，美联储降息预期一方面压低美元汇率和美债利率另一方面也为中国加大政策刺激力度提供了时间窗口，这意味着全球经济四大负面因素中的两个开始边际缓和，这毫无疑问会利好股市和工业商品。8月下旬我们看到了中国股市和工业商品企稳反弹的初步迹象，我们预计这些转折随着9月份美联储降息将得到进一步的明确。在这种情况下，我们建议继续超配股票和原油，标配利率债和黄金，低配信用债和货币。

目录

一、2024年1-8月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 5 -
2.1 中国经济增长动能偏弱	- 5 -
2.2 就业数据引发美国衰退担忧	- 7 -
2.3 美联储大概率9月份降息	- 10 -
三、资产市场分析	- 11 -
四、中期资产配置	- 14 -

一、2024年1-8月份宏观市场回顾

2024年中国经济呈现外需强内需弱格局，全球经济增长动能边际回升改善中国的外部需求，而房地产市场持续疲软拖累中国的内部需求，房价股市走弱则进一步抑制居民部门的消费意愿。因应金融市场动荡与经济势头偏弱，中国央行在一季度与7月份分别实施全面降息降准等全域性宽松措施；因应房地产市场疲软，决策层在5月份推出包括降首付降首付去库存等措施的房地产市场一揽子刺激政策；因应中美博弈百年变局，三中全会通过《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。而在中菲南海纷争、台海风险恶化、美欧新能源贸易摩擦和美国总统大选等系列地缘贸易风险的抑制下，中国金融市场风险偏好并没有系统性好转，避险需求、央行宽松与资产荒逻辑推动国债利率曲线陡峭式下行，8月初中国10年期国债利率下降至2.13%的历史低点，但在央行强力干预下下行动能有所减弱；偏弱经济、政策刺激、地缘政治与悲观预期综合作用下，中国股市大跌后底部偏弱运行，截至8月底万得全A指数年内下跌12.4%，大盘蓝筹股相对偏强而小盘成长股偏弱；国际经济增长势头回暖而中国经济增长动能偏弱使得大宗商品走势严重分化，年内大宗商品显著反弹后再次下跌，截至8月底贵金属指数上涨22.4%而黑色链下跌19.3%。

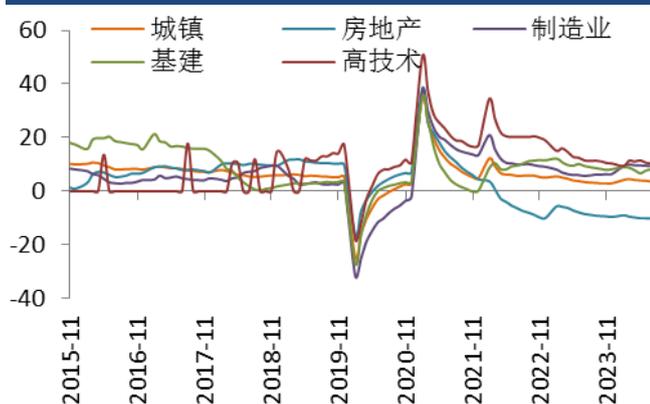
美国政府财政刺激力度不减与美联储实施非标准性降息，加上人工智能技术革命和地缘政治机遇等因素，共同增强美国经济就业与通胀韧性，倒逼美联储延后首次降息时点并收缩降息幅度预期；5月份以来美国经济就业通胀韧性再次减弱，8月初日本央行持续加息以及美国经济衰退担忧使得美日套息交易策略解除并引发全球金融市场剧震，这为美联储9月份降息提供了必要条件，多位美联储官员表态支持9月份降息并最终由美联储主席鲍威尔在Jackson Hole全球央行年会上锤定音。由于美国以外的发达经济体大多没有在疫情后继续实施大规模财政刺激，经济增长动能与通货膨胀压力走弱提供降息机会，3月21日瑞士央行拉开欧美央行本轮降息进程的帷幕，至今瑞士央行、瑞典央行、加拿大央行、欧洲央行、英国央行和新西兰联储等已经实施降息操作；但私人部门加杠杆与汇率贬值使得日本通胀压力高企，日本央行在3月份加息并结束收益率控制政策YCC之后，在7月底再次加息并开始逐步削减QE规模。地缘政治方面，以色列以自卫反击借口横扫加沙地带试图彻底铲除 Hamas 威胁，这造成了严重的人道主义灾难并引起国际社会公愤，但以色列在美国无条件支持下依然我行我素，7月底以色列在伊朗暗杀 Hamas 领导人引发中东新一轮紧张形势；7月21日拜登决定退选并由哈里斯替代参选，美国总统大选形势出现戏剧性变化，目前特朗普与哈里斯势均力敌，特朗普摇摆州微弱领先但哈里斯普选领先。

二、宏观环境评述

2.1 中国经济增长动能偏弱

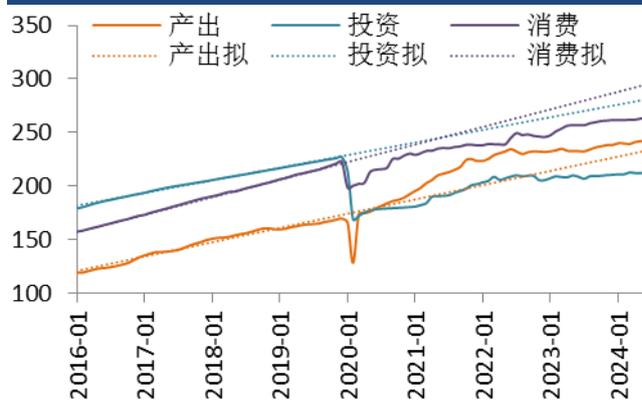
2024年1-7月份中国城镇固定资产投资累积28.76万亿元，累积同比增长3.6%，增速较1-6月份回落0.3个百分点但较2023年全年加快0.3个百分点。其中制造业投资累积同比增长9.3%，增速较1-6月份回落0.2个百分点但较2023年全年加快2.8个百分点，体现国内高新产业升级与国际库存周期转折的双轮驱动；基础设施建设投资累积同比增长8.14%，增速较1-6月份加快0.44个百分点且连续两个月回升，显示下半年财政扩张落地速度加快；房地产投资累积同比萎缩10.2%，萎缩程度较1-6月份扩大0.1个百分点，房地产销售端的疲软继续抑制投资端的扩张。

图1：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：需求疲软施压供应端



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

1-7月份中国社会消费品零售总额累积27.37万亿元，同比增速3.5%较1-6月份回落0.2个百分点且较2023年全年放缓3.7个百分点；其中消费增速较高的商品有体育娱乐(11.1%)、餐饮(7.1%)和石油制品(3.8%)，拖累程度较大的品类有办公用品(-5.3%)、汽车(-1.7%)、建筑装潢(-1.3%)和首饰(-1%)。1-7月份中国工业产出累积同比增长5.9%，增速较1-6月份回落0.1个百分点但较2023年全年高出1.3个百分点，其中制造业、公用事业和采矿业产出分别累积同比增长6.3%、5.7%和2.8%。截至2024年7月份投资和消费分别较2016/19年线性趋势值低24.5%和11.2%且差距进一步扩大，产出较2016/19年线性趋势值高3.8%而出超幅度自2022年下半年以来持续回落。

2024年7月份中国房地产景气指数录得92.22，为2024年2月份以来的最高值但绝对值仍然偏低；在持续出台的房地产刺激政策支持下，房地产市场特别是存量房市场以价换量逐步企稳，但新房市场还是较为疲软。1-7月份新房销售面

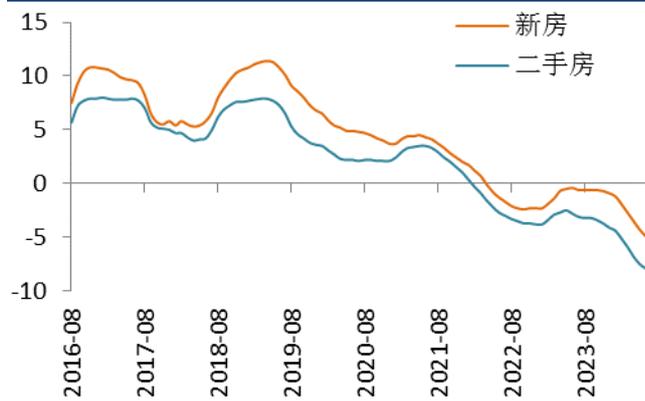
积累同比萎缩 18.6%，萎缩程度较 1-6 月份收窄 0.4 个百分点但较 2023 年全年扩大 10.1 个百分点；施工面积累积同比萎缩 12.1%，萎缩程度较 1-6 月份扩大 0.1 个百分点且较 2023 年全年扩大 4.9 个百分点；新开工面积和竣工面积的累积萎缩程度也都在 20% 以上，这一方面拖累房地产下游消费，另一方面推高房企土地库存压力。

图3：房地产库存依然高企



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：房地产价格继续调整



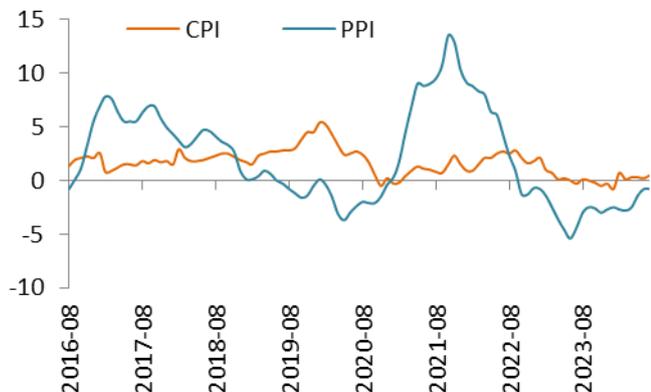
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

以近 12 个月销售面积滚动平均计算，7 月份待售商品房去化周期为 8.19 个月，以待售面积+施工面积-竣工面积计算的去化周期为 82.75 个月，均较 6 月份进一步上升。7 月份中国七十大中城市房价继续调整，新房和二手房房价环比分别下跌 0.6% 和 0.8%，跌幅较 6 月份小幅收窄，新房和二手房房价同比跌幅分别扩大到 5.3% 和 8.2%。7 月份新房房价环比上升的有上海和西安等 2 个城市，比 6 月份减少 2 个；二手房房价环比上升的只有上海，比 6 月份减少 3 个。绝大多数城市的新房和二手房价格处于持续调整过程当中，这意味着房价下跌与需求受抑的正反馈循环将继续制约中国房地产市场。

2024 年 7 月份中国 CPI 同比增长 0.5%，增速较前一月加快 0.3 个百分点但仍略低于 2 月份的阶段性高点 0.7%；从环比看 7 月份 CPI 由上月下降 0.2% 转为上涨 0.5%，涨幅处于近年同期较高水平。分类别看，食品价格由上月下降 0.6% 转为上涨 1.2%，影响 CPI 环比上涨 0.21 个百分点；其中，受部分地区高温降雨天气影响，鲜菜和鸡蛋价格分别上涨 9.3% 和 4.4%，合计影响 CPI 环比上涨约 0.20 个百分点。非食品中，暑期出游需求较旺，飞机票、旅游和宾馆住宿价格分别上涨 22.1%、9.4% 和 5.8%，涨幅均高于近十年同期平均水平，合计影响 CPI 环比上涨约 0.24 个百分点。受市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行等因素影响，7 月份中国 PPI 同比萎缩 0.8% 环比萎缩 0.2% 均持平于上一月，其中非金属矿物制品业价格下降 5.6%，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 3.7%，电气机械和器材制造业价

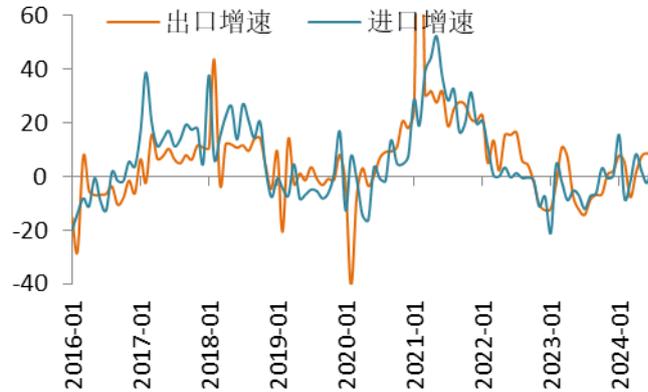
格下降 2.8%，农副食品加工业价格下降 2.7%，计算机通信和其他电子设备制造业价格下降 2.6%，汽车制造业价格下降 2.1%，上述 6 个行业是影响 PPI 同比下降的主要因素，合计下拉 PPI 约 1.25 个百分点。

图5：中国物价增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国进出口增速



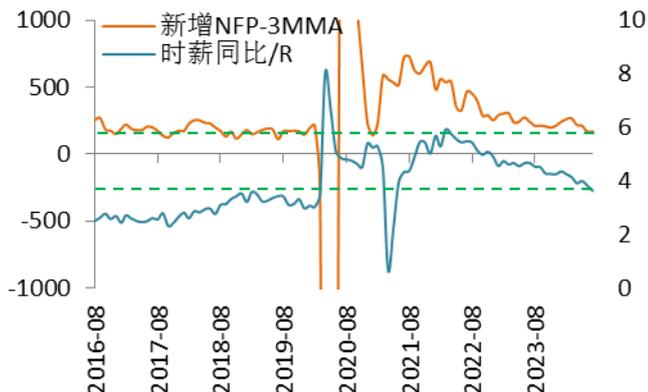
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7 月份中国出口同比增长 7%，1-7 月份出口累积同比增长 4%；贸易盈余累积 5180 亿美元，同比增长 7.9%。分国别看 1-7 月份对美国出口累积同比增长 2.4%，增速较 1-6 月份回升 0.9 个百分点；对欧盟出口累积同比萎缩 1.1%，萎缩程度较 1-6 月份收窄 1.5 个百分点；总体看美强欧弱但欧美出口形势在持续改善，这与美国政府财政扩张力度不减与欧洲央行开启降息进程推动制造业库存周期转折的判断是一致的。对东盟出口累积同比增长 10.8%，对俄罗斯出口累积同比萎缩 1.1%，均稳定在 1-6 月份水平附近。

2.2 就业数据引发美国衰退担忧

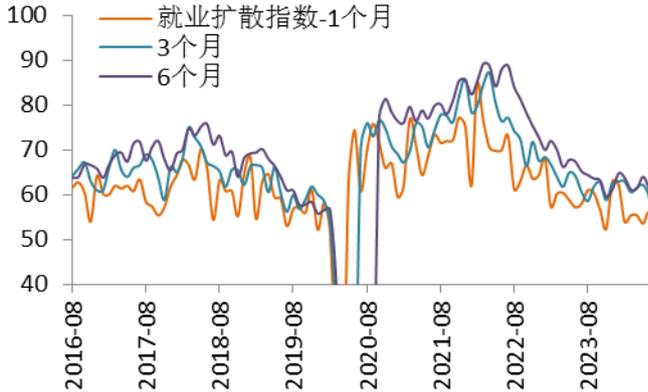
8 月 2 日美国劳工统计局数据显示，7 月份美国新增非农就业 11.4 万，低于市场主流预期的 17.5 万，6 月份和 5 月份读数分别下修 2.7 万和 0.2 万；新增非农就业三个月移动平均值下降至 16.97 万，较 2024 年前三个月的月均 26.73 万显著减少，也略低于 2019 年上半年的月均 17.33 万（美联储于 2019 年 7 月份开启新一轮降息进程，2 月和 5 月新增非农 初值分别为 2 万和 7.5 万）。7 月份之后一个月、三个月和六个月的就业扩散指数均有所下降，其中之后一个月的就业扩散指数是自 2020 年 5 月份以来首次低于 50%，意味着有过半非农行业就业规模是收缩的。7 月份私人非农平均时薪 35.07 美元，同比增速较 6 月份回落 0.2 个百分点至 3.63%，也是 2021 年 6 月份以来的最低增速，近六个月环比折年率则下降至 3.25%。

图7：新增非农与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：美国就业扩散指数

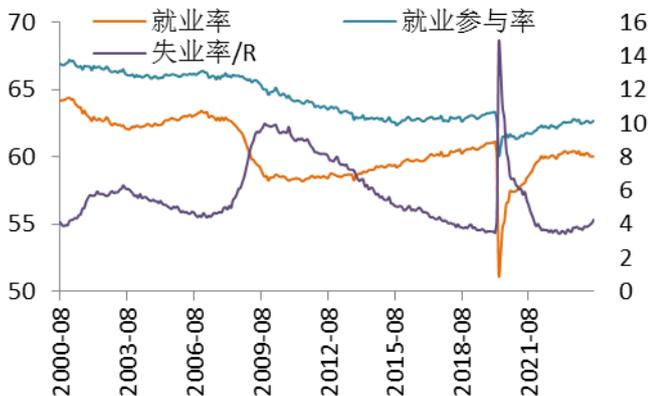


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7月份美国整体就业参与率上升到62.7%，为2023年12月以来的最高值，并且逼近2023年8月份的疫后阶段性峰值62.81%。分阶段看中老年人参与率继续偏弱，青年参与率大致持稳，而壮年参与率上升到84%，为2001年4月份以来的最高值。壮年参与率的持续上升，一方面是居民部门超额储蓄消耗殆尽，人们涌入就业市场以拓展更多收入来源；另一方面也说明美国就业市场仍处较为健康的状态，薪资增长稳健且吸纳劳动力能力较强。当然，由于疫情对人们就业休闲观念的冲击以及美国人口老龄化趋势，美国整体就业参与率要想回到2019年阶段性峰值63.33%还是比较困难的。

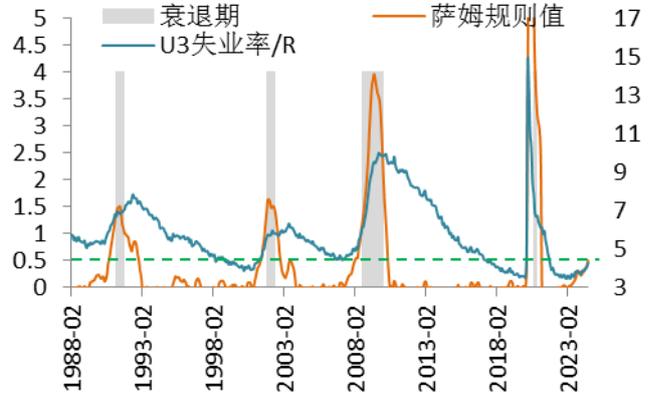
7月份美国失业率环比上升0.2个百分点至4.25%，这是2021年11月份以来的最低值；市场关心的萨姆法则观测值上升到0.494个百分点(若失业率取两位小数计算则为0.53)。由于萨姆法则观测值超过0.5个百分点，意味着美国经济已经进入衰退或即将进入衰退的经验法则，经受了1948年以来的所有检验，因此7月份就业数据引发市场对于美国经济即将进入衰退的极度担忧。

图9：就业参与率与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：萨姆规则观测值

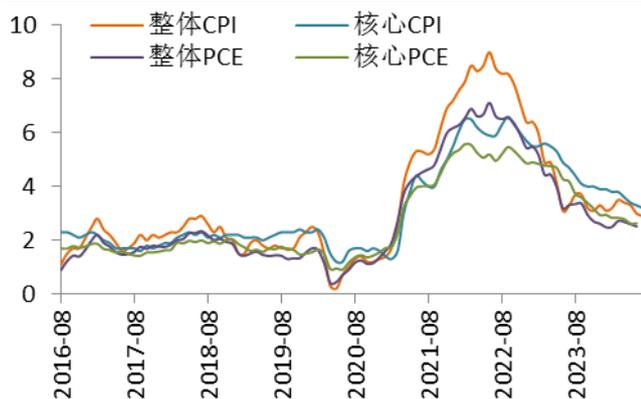


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7月份美国就业数据一方面反映了美国就业市场逐步正常化的中期趋势，另一方面也受到飓风 Beryl 的短期影响。劳工统计局报告显示，7月份因恶劣天气而没有上班的非农工人和农业工人分别为 43.6 万和 46.1 万，这一数据是历年7月份平均水平的 10 倍以上；有 100 多万人由于天气状况只能从事兼职工作，这也创下了历年7月份的最高纪录；7月份统计的失业人数中，表示“失业只是暂时情况”的人数是过去三年来最高的，占总失业人口的一半以上。8月6日提出萨姆规则的美联储前经济学家 Claudia Sahm 在访谈节目中表示萨姆规则可能失效，因为目前失业率的上升不是因为市场对工人的需求减弱，而是由于劳动力供给的增加，因此失业率上升已经不能作为衰退指标来参考。

7月份美国 PPI 同比增长 2.3%，增速较 6 月份回落 0.4 个百分点；其中商品 PPI 同比增速从 6 月份的 1.3% 加快至 1.7%，而服务 PPI 同比增速从 6 月份的 3.5% 显著回落到 2.6% 且逆转了 2024 年以来的上升趋势，需要观察服务 PPI 是短期回落还是中期转势。7月份美国 CPI 同比增速从 6 月份的 2.98% 回落到 2.92%，核心 CPI 同比增速从 6 月份的 3.28% 回落到 3.21%，为 2021 年 5 月份以来最低值，近三个月通胀增速逐步回落支持美联储 9 月份降息；但 7 月份 CPI 和核心 CPI 环比增速均回升到 0.16% 附近，尤其是住房 CPI 环比增速回升到 0.35% 的四个月高点，意味着通胀的回落并非一帆风顺，数据公布后市场削减了对美联储 9 月份大幅度降息的押注。

图11：美国通胀同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国周度失业数据



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

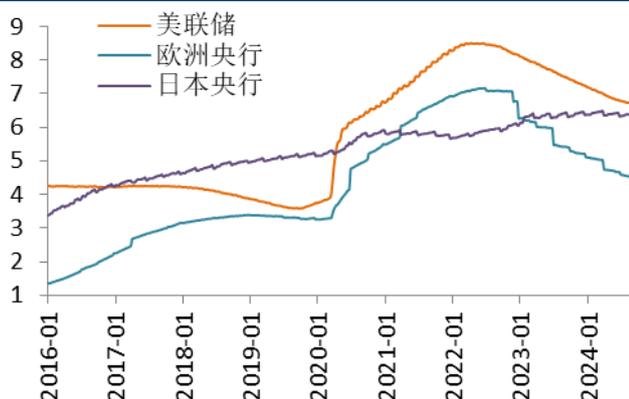
7月份美国零售销售环比增长 1%，为 2023 年 2 月份以来的最高水平，数据进一步缓解了市场关于美国经济衰退的担忧；剔除汽车和汽油后的零售额环比增长 0.4%，超过市场主流预期的 0.1%，但较 6 月的 0.8% 有所放缓。8 月份 Markit 美国制造业 PMI 初值环比回落 1.6 个百分点至 48%，但服务业 PMI 初值环比回升 0.2 个百分点至 55.2%；欧元区制造业 PMI 初值环比回落 0.2 个百分点至 45.6%，而服

务业 PMI 初值环比回升 1.4 个百分点至 53.3%，综合 PMI 初值 51.2% 创近三个月最大值，可能初步体现了欧洲央行降息对欧洲经济的刺激作用。

2.3 美联储大概率 9 月份降息

虽然美国 7 月份就业数据部分反映了短期影响因此并不必然指示美国经济的衰退前景，但美联储 9 月份降息可能性却因此而得到提振，现在我们的基线预测是美联储分别在 9 月份和 12 月份各降息 25BP。此前二季度美国通胀压力的进一步缓解已经增强美联储对通胀回到 2% 的信心，但经济与就业市场韧性使得美联储倾向于延后首降时点，以免在大选之年遭到共和党的严厉指责。但惨淡的 7 月就业数据意味着美联储如果选择 9 月份开始降息，是完全符合其就业最大化和物价稳定双重使命的，即使 8 月份美国就业数据好转也不能削弱美联储 9 月份降息的合理性，因为一个月的良好就业数据无法彻底消除美国就业市场趋势性恶化的可能性，但能支持美联储以更稳健的步伐推进降息进程，特别是在通胀压力温和回升的基准预期之下。

图13：美欧日央行QE账户规模



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：市场对2024年美联储降息幅度预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

7 月份非农就业数据公布之后，美联储官员纷纷表态将支持 9 月份降息，最鹰派官员也不再强调继续加息的必要性。8 月 23 日美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行年会上明确表示：现在是时候政策调整了，前进的方向是明确的，降息的时机和步伐将取决于即将到来的数据、不断变化的前景以及风险的平衡；我们将尽一切努力支持强劲的劳动力市场，同时在价格稳定方面力求进一步进展。我们相信美国政府财政扩张、环球央行携手宽松以及制造业补库有利于美国经济软着陆，这样美联储降息将是渐进、有序且有限的，目前市场对美联储降息预期过于激进；美联储降息以及美联储看跌期权有利于实体经济和风险资产（股市和工业商品），但避险资产的涨势可能接近尾声（虽然依然偏强运行），美元指数下跌空间或相对有限。

8月21日公布的美联储7月会议纪要显示，几乎所有与会者都指出，尽管有关通胀的数据好转，但还需要更多信息来增强美联储对通胀率正持续向2%目标迈进的信心，在此之前降低利率是不合适的。会议纪要指出，企业定价能力持续减弱、经济增长放缓以及疫情期间积累的超额家庭储蓄逐渐减少等因素使得美国通胀最近有所下降，未来几个月这些因素可能继续推动通胀下行。绝大多数与会者认为，如果数据走势继续如预期发展，那么在下次会议上放宽货币政策可能是合适的。联邦基金利率期货行情显示，市场预计美联储9月份百分百降息(降息50BP的概率为36%)，2024年内合计降息103BP(即两次25BP加一次50BP)，2025年上半年继续降息82BP。

三、资产市场分析

2024年美国国债利率先反弹再回落，10年期国债利率从2023年底的3.78%上升到4月下旬的4.7%然后再回落到8月初的3.78%，2/10期限利差倒挂程度从45BP回落到大致平水；8月中下旬美国经济韧性重新显现，推动10年期国债利率小幅反弹至3.87%。1-4月份国债利率反弹是因为美国经济增长、就业市场与通货膨胀展现出较强韧性，市场对美联储降息预期持续减退；5月份至7月份国债利率回落是因为经济通胀数据边际走弱、美联储降息预期升温、美联储放缓缩表步伐以及8月初全球金融市场剧震。我们认为美国政府财政扩张力度不减、人工智能技术革命以及地缘政治机遇使得美国经济增长呈现出较强韧性，但移民数量剧增在推高失业率的同时也压低薪资增速，美联储紧缩货币政策的限制性持续累积，经济状况的正常化意味着美联储货币政策也需要正常化。近期美国就业通胀韧性的减弱以及8月初全球市场剧震有助于美联储9月份开启降息进程，年内美债利率将延续陡峭化下行趋势，但经济韧性以及潜在通胀压力意味着长端利率的下行将较为崎岖，尤其是市场对美联储降息预期过于乐观的情况下。

国际地缘政治风险、国内房地产市场疲软和中国股市偏弱运行提振中国国债的避险需求，市场持续憧憬中国央行加大货币宽松力度，中国央行1月份全面降准、2月份不对称降息以及7月份全面压降社会融资利率则进一步强化市场预期，充裕流动性在疲软经济增长前景下催生资产荒逻辑并在8月初将10年期国债利率推低至2.09%的纪录低点。一方面，人口结构老龄化、房地产市场转入下行周期以及国际地缘政治风险等因素使得中国中期经济展望偏弱，决策层多次强调促进社会融资利率下行以支持经济，在这种情况下中国国债利率缺乏大幅上行动能；另一方面，全球央行携手宽松推动制造业库存周期转折和经济增长动能回升，对全球制造业生产基地中国而言无疑也是利好的，中国经济通胀压力年初以来已经逐步缓解，这意味着短期内长端国债利率也没有大幅下行空间，目前中国央行已

经未雨绸缪指导机构降低债市杠杆。由此我们预计 2024 年下半年 10 年期国债利率偏底部区间波动，核心波动区间为 2-2.5%。

图15：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

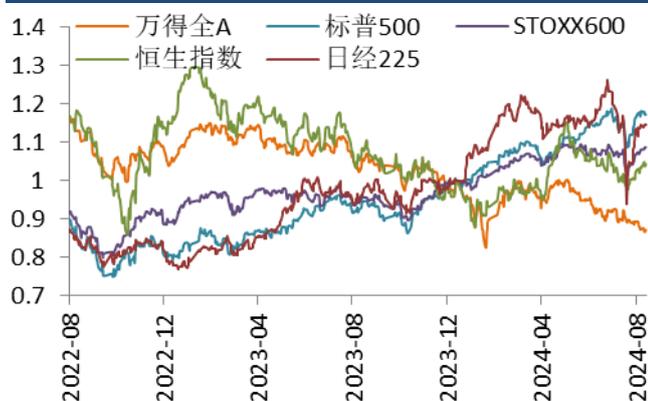
2023 年底至 2024 年 4 月份美元指数从 100.6 震荡反弹至 106.5 并接近 2023 年阶段性峰值 107.3，美国增长动能与通胀压力双双企稳回升使得美联储降息预期持续减退和美债利率震荡回升，与此同时日本央行虽然加息 0.1BP 但货币政策仍然偏宽松，加拿大央行和欧系央行陆续开启降息进程，利差优势与经济增长前景差异增强美元汇率基本面。5 月份至 8 月份美元指数偏弱回调到 100.6 附近，原因是美国就业通胀韧性减弱增强美联储降息预期，并与美联储放缓缩表步伐一道打压美债利率，7 月底日本央行再次加息以及 8 月初美国失业率使得美日套息交易策略解除，美国经济衰退担忧和全球金融市场剧震导致美联储降息预期显著增强。中期看中期看美国对欧日英的相对经济韧性与利差因素利多美元，但美联储降息一方面削弱美元的利差支撑另一方面削弱美元的海外避险需求；我们预计美元指数将震荡下行，但下行空间或相对有限，核心波动区间 98-103。

人口结构老龄化对中国中期经济增长的抑制将持续存在，中外巨大利差和地缘政治风险影响下资金抽离中国的意愿继续存在，中线维度看人民币兑美元汇率还有贬值空间；但欧美央行携手宽松为中国加大政策刺激力度提供了时间窗口，美元指数走弱和美债利率下行可能推动巨额未结汇贸易盈余集中结汇。我们判断 2024 年下半年人民币兑美元汇率将继续升值并大概率突破 7 关口，上方阻力在 6.7-7.8 一线。

2024 年美欧日股市偏强而陆港股市相对偏弱，截至 8 月底日经 225 指数、标普 500 指数和欧洲 STOXX600 指数年内分别上涨 14.6%、17.2%和 9.5%，恒生指数上涨 4.3%而万得全 A 指数下跌 12.8%。日元汇率贬值和企业利润改善预期继续推

动日本股市创新高，但日本央行加息和外汇市场干预打压日股市场风险偏好；美国政府财政扩张力度不改和人工智能技术革命使得美股震荡上行，欧洲央行降息利多欧股但政治风险带来调整压力，地缘政治风险和房地产市场疲软抑制陆港股市；国内股市大盘蓝筹股显著好于小盘成长股，上证50和沪深300指数分别下跌0.4%和4.5%而中证500和中证1000指数分别下跌16.1%和22.8%。目前A股估值水平处于历史低位，股债差值指标显示股票性价比远好于国债，我们判断美联储降息将为中国加大政策刺激力度提供时间窗口，人民币兑美元汇率升值或驱动巨额未结汇贸易盈余集中结汇，政策刺激预期和流动性溢价为中国股市提供估值修复机会。

图17：中美欧股票指数(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：国际重点商品(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年大宗商品先涨后跌而国际商品好于国内商品，截至8月底标普高盛商品指数上涨6.7%(年内最高上涨14.2%)而南华商品指数下跌2.5%(年内最高上涨10.3%)，国内贵金属指数上涨21.4%而工业品和农产品指数分别下跌5.4%和2.1%，工业品中有色金属上涨6.5%而黑色链和能化品分别下跌18.8%和5.3%，国际商品中伦敦黄金、WTI原油和LME铜分别上涨22.2%、6.6%和8.3%。全球央行携手宽松和制造业库存周期转折提振大宗商品的流动性溢价和工业大宗商品的需求预期，央行降息预期以及需求改善预期已经带来大宗商品的春季躁动；但经济通胀韧性使得美联储推迟启动降息进程，美欧央行缩表和中国房地产市场动荡抑制流动性溢价和工业需求预期，5月下旬至8月初大宗商品回调整理；8月初全球市场剧震使得美联储坚定9月份降息决心，美联储降息也为中国加大政策刺激力度提供时间窗口，抑制大宗商品价格的两个负面因素得以缓解。我们判断8月中旬开始商品市场重新走强，本轮牛市中率先启动的黄金仍有上涨动能但上涨幅度或相对有限，表现最好的商品品种应该是与国际需求联系紧密且供求关系偏紧的工业金属，原油价格受政治因素影响而呈现出较为复杂的走势，农产品价格仍将取决于天气因素对供给的扰动。

四、中期资产配置

2024年迄今已经有中国央行(两次降息一次降准)、瑞士央行(50BP)、瑞典央行(50BP)、加拿大央行(50BP)、欧洲央行(25BP)、英国央行(25BP)和新西兰联储(25BP)等全球主要央行实施降息操作,美联储也从6月份开始放缓缩表步伐,虽然日本央行两次加息且逐步缩减QE规模,但全球央行携手宽松的判断毫无疑问是成立的,上半年全球经济增长势头和工业商品价格也因为央行宽松推动制造业库存周期转折而获得阶段性提振。但全球经济仍受四大负面因素影响,其一是美国经济通胀韧性使得美联储推迟加息,从而美联储紧缩货币政策对美国经济的限制性持续累积;其二是中国房地产市场持续疲软,并拖累地方政府财务状况和居民部门投资消费意愿;其三是美国总统大选形势扑朔迷离而中外贸易纷争进入新阶段;其四是东欧、中东和南海等区域地缘政治风险。这些因素使得6月份至8月初中国经济增长势头走弱,而美国就业通胀韧性减弱;直至7月底日本央行加息和8月初美国失业率触发萨姆法则引发美国经济衰退担忧,而美日套息交易策略解除则引发全球金融市场剧震。

表1: 中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长, 货币收益率偏低;
债券	利率债	标配	美联储降息为中国加大经济刺激力度提供时间窗口, 但中国中期经济增长前景仍然偏弱;
	信用债	低配	信用利差处于较低水平, 经济复苏不平衡, 留意特定行业信用风险;
股票	价值股	超配	中国短期经济增长动能大概率改善, 企业盈利状况有望好转, 从基本面支持价值股估值;
	成长股	标配	股市严监管与地缘政治风险抑制成长股估值水平, 但企业盈利状况有望好转;
商品	原油	超配	全球经济复苏前景、地缘政治风险与 OPEC+持续减产支撑油价, 回调后油价性价比上升;
	黄金	标配	避险需求与抗通胀需求推动黄金价格突破上行, 但中短期看黄金市盈率已经偏高;
主要风险因素			美联储前瞻指引, 中国经济刺激, 美国总统大选

数据来源: 建信期货研究发展部

但美国就业通胀韧性减弱、美国经济衰退风险以及全球金融市场剧震为美联储开启降息进程提供了必要条件, 美联储降息预期一方面压低美元汇率和美债利率另一方面也为中国加大政策刺激力度提供了时间窗口, 这意味着全球经济四大负面因素中的两个开始边际缓和, 这毫无疑问会利好股市和工业商品。8月下旬我们看到了中国股市和工业商品企稳反弹的初步迹象, 我们预计这些转折随着9月份美联储降息将得到进一步的明确。在这种情况下, 我们建议继续超配股票和原油, 标配利率债和黄金, 低配信用债和货币。

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739

有色金属研究团队 021-60635734

黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738

农业产品研究团队 021-60635732

量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区鹏程一路8号深圳建行大厦39层3913

电话:0755-83382269 邮编:518026

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室

电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室

电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室

电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室

电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A

电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室

电话:0574-83062932 邮编:315000

总部专业机构投资者事业部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼

电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室

电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室

电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)

电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室

电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座

电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908

电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号

电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼

邮编:200120

全国客服电话:400-90-95533 转5

邮箱:khb@ccb.ccbfutures.com

网址:<http://www.ccbfutures.com>