



光期研究

2024年四季度 大类资产配置策略报告

宏观金融组

2024年9月29日



光大期货
EVERBRIGHT FUTURES

摘要

1. 海外宏观分析：四季度海外宽松预期将会强化

(1)**关注美国经济基本面表现**：在过去的两个月，商品与服务价格分化持续扩大，非农就业数据连续下修，使得美国经济衰退的担忧逐步升温，市场对于货币宽松的预期不断强化，这也为首次降息提供了条件。从会后公布的点阵图来看，美联储在未来几个月可能会有更多降息举措以维持经济软着陆的预期，因而经济基本面表现对货币政策路径存在持续扰动。

(2)**欧元区经济面临较大压力**：在地缘政治紧张局势加剧和全球需求疲弱等因素影响下，欧元区经济前景难言乐观，仍存在陷入技术性衰退的风险。特别是如果欧元区通胀下降出现停滞，欧央行可能无法通过简单的降息来刺激经济，面临较大的下行压力。

(3)**日央行或再度加息**：随着石破茂意外胜选，其对于日央行应当加快货币政策正常化的发言也“点燃”日本加息预期。虽然居民薪资涨幅取决于通胀预期的变化，但当前居民薪资增长面临有利环境，并且薪资与通胀螺旋的循环不断强化，日央行存在年内再次加息的可能。

(4)**国内通胀继续稳步抬升**：央行的组合拳对症下药，第一降息降低企业融资成本，第二降准释放流动性为接下来的政府债发行提供流动性，第三房地产政策宽松提振销售预期，在逐渐摆脱天气因素影响的“银十”的投资旺季，预计基建以及地产项目会有明显的提速。

2. 大类资产表现：**海外关注美国经济软着陆预期能否实现，国内盯紧政策加码落地实施情况**。全球大类资产市场交易逻辑主线或重回经济基本面，风险资产易受到宏观情绪影响。**四季度，美元大类资产配置顺序：黄金>债券>股票>大宗>美元。人民币大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>货币。**

(1)**股市**：海外方面，美国能否实现经济“软着陆”和美联储货币政策路径走向仍将是影响权益市场的最大因素，美联储正式进入宽松周期，将继续支撑美股估值上行。国内方面，政治局会议强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，后续产业、财政等增量政策施行空间较大，或持续带动基本面改善和市场信心修复，叠加当前A股估值处于较低值以及人民币升值的支撑，**国内权益市场表现上涨的确定性较高。**

(2)**债市**：美债方面，随着美联储开启降息行动后，长期美债利率和美元汇率均止跌回升，市场此前已经有一些定价，属于利好兑现，且降息后美国经济软着陆概率在提升，**美债收益率或继续变陡**。国内方面，稳增长政策持续发力背景下，四季度经济回暖预期较为确定，长端债券面临调整压力。同时降准降息引导资金面合理充裕的同时资金中枢下移，**短端债券预计较为稳定，收益率曲线陡峭化趋势仍将延续。**

(3)**汇率**，全球经济复苏较预期偏慢，尤其是欧元区在6月的预防式降息后，未能挽回制造业疲软态势，欧元对美元的升值压力偏弱。同时，在美联储降息周期中，若美国经济软着陆预期不断强化，那么**美元指数将会有上行可能，预计四季度大概率将在100点上方企稳反弹。**

(4)**大宗商品**，宏观情绪转好对市场有一定提振，但商品基本面仍然高度分化。欧美补库节奏、地缘政治走向、天气因素等因素或主导部分商品行情。

3. 风险提醒：关注美国大选走向以及地缘政治走向

(1)**关注美国总统大选情况**：从民调结果来看，即使哈里斯最终获胜当选新一任美国总统，在国会方面也将大概率出现“府会分治”的结果。市场可能会对此情况有所担忧，因为债务上限暂停即将在2025年1月到期，若无法顺利达成谈判，或使得美债市场再度陷入恐慌。

(2)**全球地缘政治存在外溢风险**：黎以冲突进一步升级影响，市场风险情绪迅速升温，红海航线中断叠加欧美多个港口出现罢工情况，大宗商品海运供应链存在较大不确定性。此外，俄乌冲突依旧焦灼，并且三季度以来乌克兰对俄罗斯本土的袭击明显加强，尤其是针对石油炼化设施的打击，易引发市场对于能源供应端的担忧。总的来看，地缘政治风险的扩散，或使得商品市场波动风险将进一步放大。

大类资产配置策略

图表：大类资产2024年三季度涨跌幅

权益类	三季度	二季度	债权类	三季度 (单位, bp)	二季度	美元/日元	-11.59%	6.28%
MSCI 世界领先	5.94%	2.18%	美国1年期	-121.00	6.00	瑞郎/美元	6.92%	0.35%
MSCI 世界	6.07%	2.41%	美国2年期	-122.00	12.00	美元/人民币	-1.64%	0.45%
MSCI 发达国家	8.73%	-3.12%	美国5年期	-86.00	12.00	美元/离岸人民币	-4.11%	0.64%
MSCI 新兴市场	7.10%	4.41%	美国10年期	-62.00	-60.00	大宗商品	三季度	二季度
纳斯达克	2.20%	7.82%	美国10-2yr	60.00	38.00	COMEX黄金	13.96%	4.08%
标普500	5.22%	3.92%	中国10年期	-13.30	-8.43	现货金	14.51%	4.34%
道琼斯工业指数	7.81%	-1.73%	中美利差	41.70	-17.43	现货银	9.16%	16.74%
德国DAX	5.70%	-1.39%	德国10年期	-27.00	15.00	WTI期货 (NYMEX)	-16.79%	-1.96%
法国CAC40	3.71%	-8.85%	英国10年期	-25.48	24.93	布伦特期货 (ICE)	-16.87%	-1.22%
富时100	1.64%	2.66%	日本10年期	-21.40	31.20	TTF天然气	9.64%	23.91%
日经225	0.62%	-1.95%	外汇	三季度	二季度	LME铜	4.59%	8.26%
恒生指数	16.02%	7.12%	美元指数	-4.65%	1.30%	LME铝	5.15%	8.02%
沪深300	-7.19%	-2.14%	美元/澳元	-3.38%	-2.33%	LME锡	-1.04%	19.26%
上证50	-6.34%	-0.83%	欧元/美元	4.23%	-0.98%	CBOT玉米	3.90%	-10.12%
中证500	-9.07%	-6.50%	英镑/美元	5.96%	0.08%	CBOT大豆	-9.08%	-3.44%
中证1000	-8.72%	-10.02%	美元/加元	-1.19%	1.01%	ICE棉花	5.80%	-23.60%

资料来源：Bloomberg, WIND, iFinD, 光大期货研究所

- 大类资产配置方面，海外关注美国经济软着陆预期能否实现，国内盯紧政策加码落地实施情况。全球大类资产市场交易逻辑主线或重回经济基本面，风险资产易受到宏观情绪影响。四季度，美元大类资产配置顺序：黄金>债券>股票>大宗>美元。人民币大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>货币。

目 录

- 1、海外宏观解读与走势分析
- 2、资产表现回顾与未来展望
- 3、分析观点总结与风险提示

目录

1、海外宏观解读与走势分析

全球经济增长平稳但缓慢

图表：全球经济增长预期（单位：%）

实际GDP增速	2023年	2024年预估	
		IMF 7月预测	彭博市场一致预期
全球	3.1	3.2	3.0
中国	5.2	5.0	4.9
美国	2.5	2.6	2.5
欧元区	0.5	0.9	0.7
英国	0.1	0.7	0.4
日本	1.9	0.7	0.8

资料来源：IMF, Bloomberg, 光大期货研究所

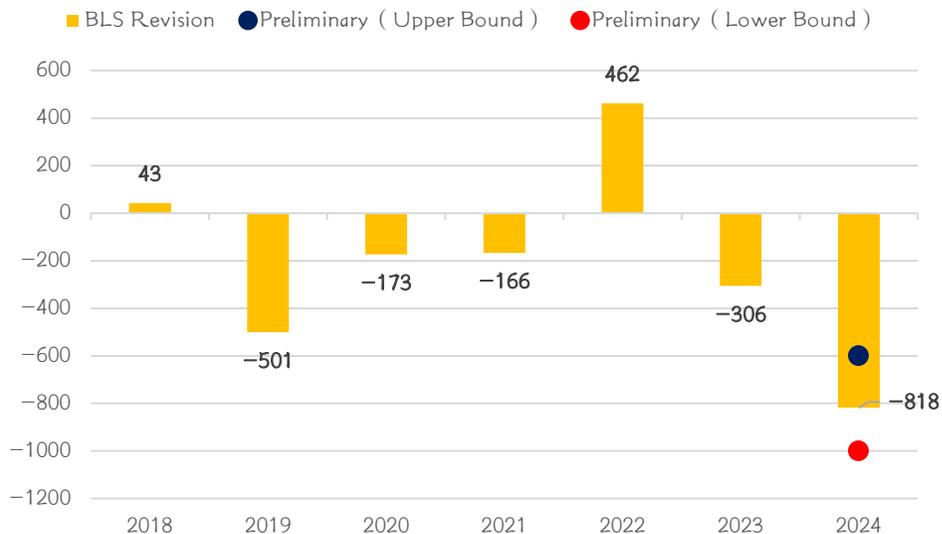
IMF 世界经济展望报告（7月发布）：在持续的服务业通胀下，全球增长基本保持不变

<https://www.imf.org/en/Publications/WEQ/Issues/2024/07/16/world-economic-outlook-update-july-2024>

中国与美国已完成与IMF的2024年第四条磋商活动，中国经济增速由前值4.8%上调至5%，主要是基于中国政府对于地产市场的支持性政策加码，而美国经济增速由前值的2.7%下调至2.6%，反映出IMF对于日益增加的美国财政赤字存在较高的担忧。

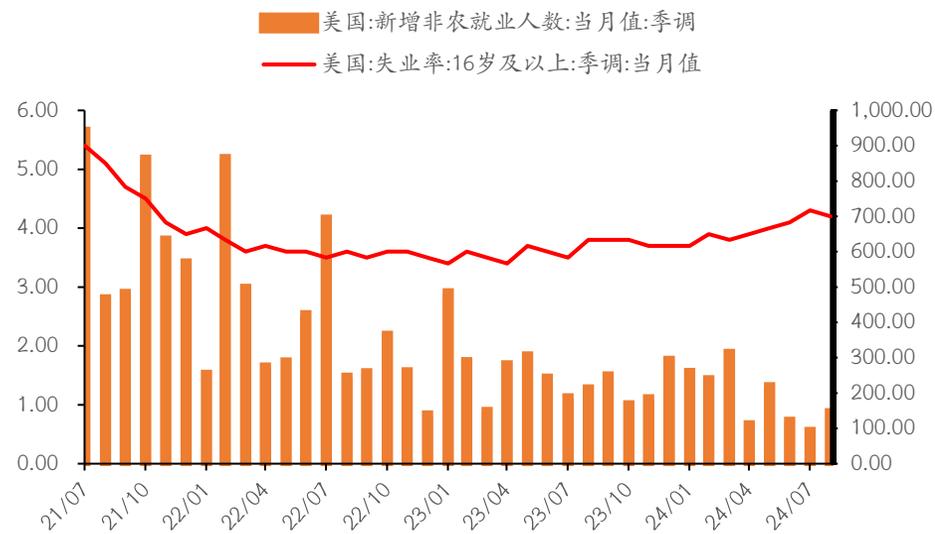
美国就业市场显著降温 美联储宽松预期进一步强化

图表：2023年4月到2024年3月的非农就业人数大幅下修（千人）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：三季度失业率明显升高（千人，%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

从三季度公布的数据来看，就业数据的降温是最为明显的。尽管最新的初请失业金申请人数不论是绝对数值还是占劳动力人口比重仍处在历史低位，但非农就业的绝对水平相对健康。但薪资增长的持续放缓以及核心服务通胀居高不下，对于居民消费与投资存在较大压力。

美国三季度经济数据好坏参半

图表：美国经济正在边际走弱

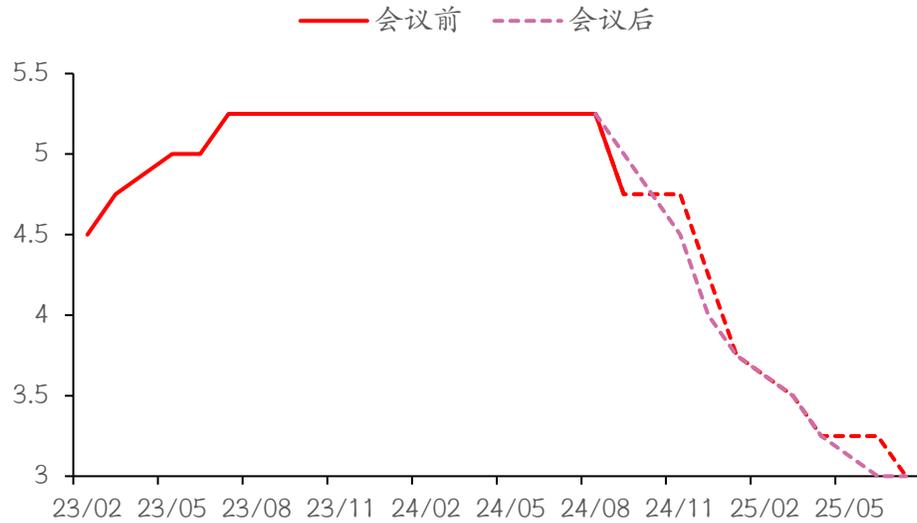
指标名称	频率	单位	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
美国:GDP:不变价:支出法:当季同比	季	%				3.10			3.10		
美国:Markit:制造业PMI(初值)	月		47.00	48.00	49.50	51.70	50.90	49.90	52.50	51.50	50.30
美国:Markit:服务业PMI:商业活动(初值)	月		55.40	55.20	56.00	55.10	54.80	50.90	51.70	51.30	52.90
美国:制造业:新订单:季调:当月同比	月	%			2.20	-3.70	1.00	0.90	1.50	0.80	-2.30
美国:成屋销售:季调:折年数	月	万套		386.00	396.00	390.00	411.00	414.00	422.00	438.00	400.00
美国:已开工的新建私人住宅:折年数	月	千套		1,356.00	1,237.00	1,329.00	1,315.00	1,377.00	1,299.00	1,546.00	1,376.00
美国:新增非农就业人数:当月值:季调	月	千人		142.00	89.00	118.00	216.00	108.00	310.00	236.00	256.00
美国:失业率:16岁及以上:季调:当月值	月	%		4.20	4.30	4.10	4.00	3.90	3.80	3.90	3.70
美国:CPI:当月同比	月	%		2.50	2.90	3.00	3.30	3.40	3.50	3.20	3.10
美国:CPI:当月环比	月	%		0.10	0.10	0.00	0.20	0.40	0.60	0.60	0.50
美国:核心CPI(不含食物、能源):当月同比	月	%		3.20	3.20	3.30	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90
美国:核心CPI(不含食物、能源):当月环比	月	%		0.30	0.10	0.10	0.20	0.30	0.50	0.60	0.60
美国:核心PCE物价指数:当月同比	月	%		2.68	2.65	2.63	2.67	2.89	2.98	2.93	3.06
美国:核心PCE物价指数:季调:当月环比	月	%		0.10	0.20	0.20	0.10	0.30	0.30	0.20	0.50
美国:人均可支配收入:季调:当月环比	月	%		0.10	0.18	0.17	0.36	0.30	0.56	0.37	1.31
美国:个人支出:消费支出:季调:当月环比	月	%		0.24	0.52	0.25	0.48	0.26	0.72	0.54	0.10

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 其它的经济指标，如制造业、服务业PMI，个人消费支出、新房成交量等数据表现也都相对偏弱，尤其是制造业与服务业分化持续走扩，指向近期美国经济边际上是在走弱的，这也是美联储在9月决定采取预防式降息50bp的主要原因之一。

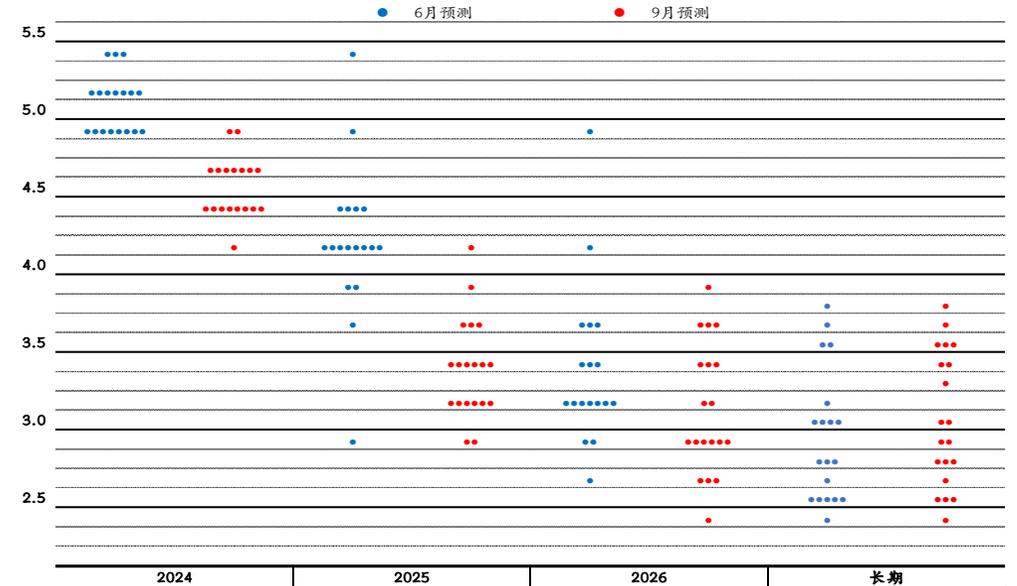
陡峭幅度开局的美联储预防式降息

图表：美联储陡峭降息开局强化宽松预期（%）



资料来源：CME，光大期货研究所

图表：点阵图显示利率中心大幅下移（%）

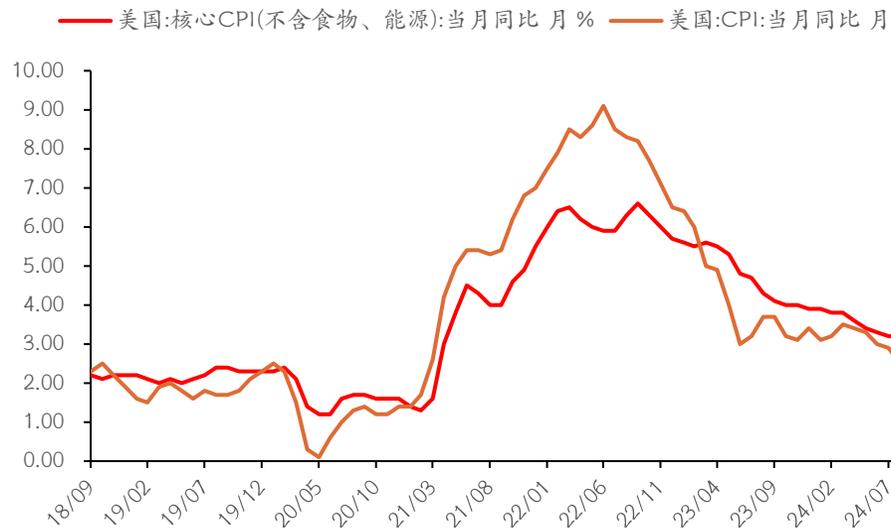


资料来源：FRED，光大期货研究所

- 美联储在9月份的降息50bp是自2020年3月以来的首次，标志着美联储的货币政策正式转向宽松周期。在经历了漫长的加息周期后，通胀下行至2%目标水平的进展趋于稳定，美联储现在更加关注于支持就业市场的稳定，这也为首次预防式降息提供了条件。

预防式降息的路径无法简单线性外推

图表：美国通胀处于稳步降温中（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：SEP下调年内经济增长与通胀预期（%）

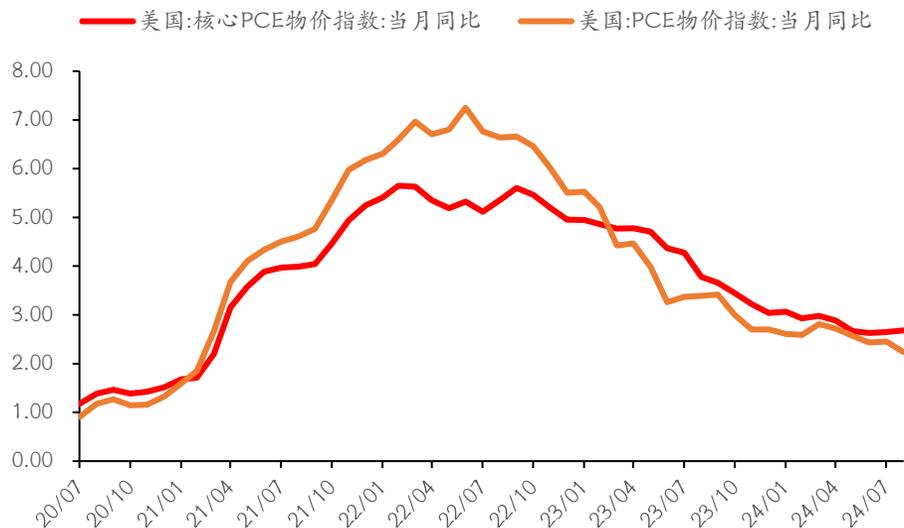
		2024	2025	2026	2027	长期
GDP	6月预测	2.1%	2.0%	2.0%	/	1.8%
	9月预测	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
失业率	6月预测	4.0%	4.2%	4.1%	/	4.2%
	9月预测	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
PCE通胀	6月预测	2.6%	2.3%	2.0%	/	2.0%
	9月预测	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
核心PCE 通胀	6月预测	2.8%	2.3%	2.0%	/	/
	9月预测	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	/
利率中位 数	6月预测	5.1%	4.1%	3.1%	/	2.8%
	9月预测	4.4%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%

资料来源：FRED，光大期货研究所

- 但首次降息幅度大超市场预期，加之美国经济数据韧性仍存，使得后续的政策路径充满不确定性。从会后公布的经济预测来看，美联储后续或继续面临经济就业与通胀的风险前景反复切换的风险。大幅降息虽然可能使得企业投资与居民消费前景改善，但货币宽松预期过于乐观也可能带来通胀反弹的风险。
- 此外，美国通胀降温速度虽有所放缓，但整体下行趋势延续，因而年内再度大幅降息的空间较为有限，除非美国经济与就业出现快速恶化。

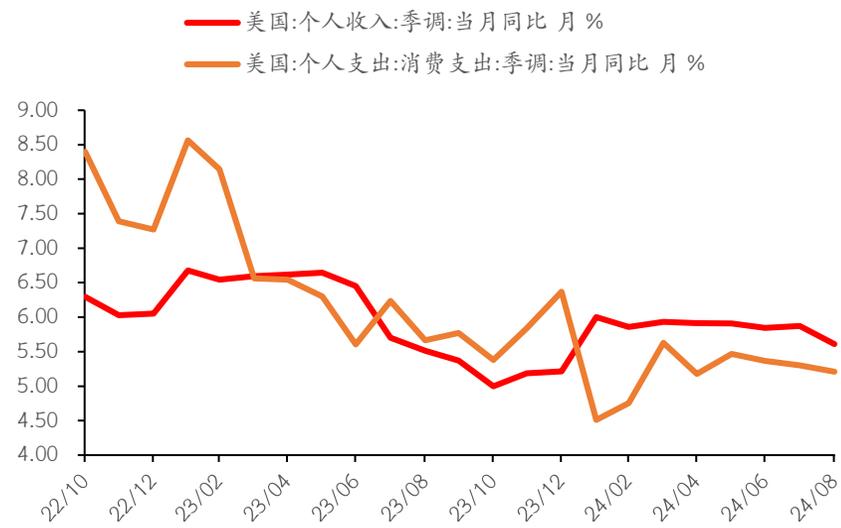
居民消费支出降温助力通胀回落

图表：美国核心通胀进展缓慢（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：个人消费支出与收入水平同步回落（单位：%）

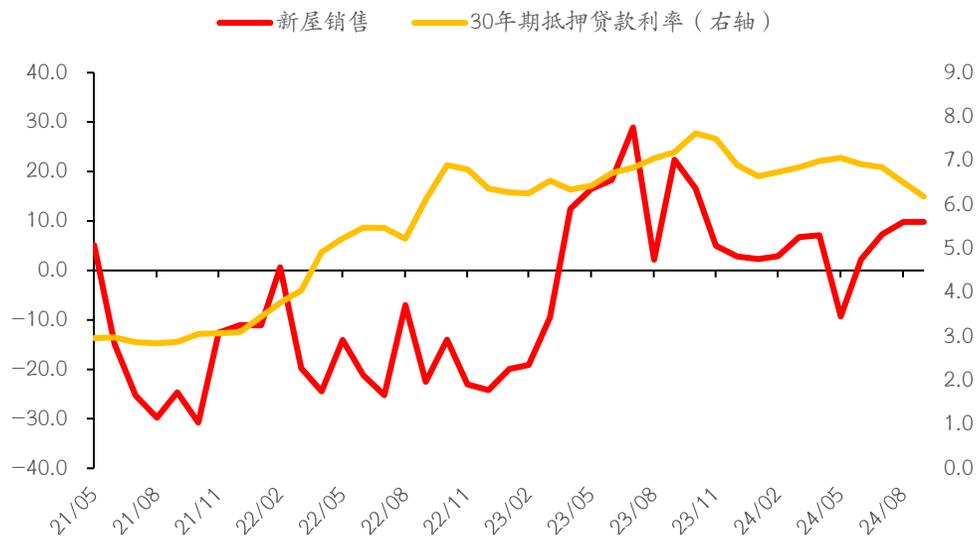


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美国8月核心PCE物价意外小幅反弹，这表明美国居民消费具有一定韧性。8月核心PCE物价指数同比上涨2.7%，前值2.6%，为4月以来新高，支出增长是由服务支出增加推动的。
- 同时公布的数据显示，8月核心PCE物价环比仅上涨0.1%，创5月以来新低。并且8月份收入和支出的增长均低于预期，储蓄率降至低点，或使得长期消费力有所削弱，助力通胀持续降温。

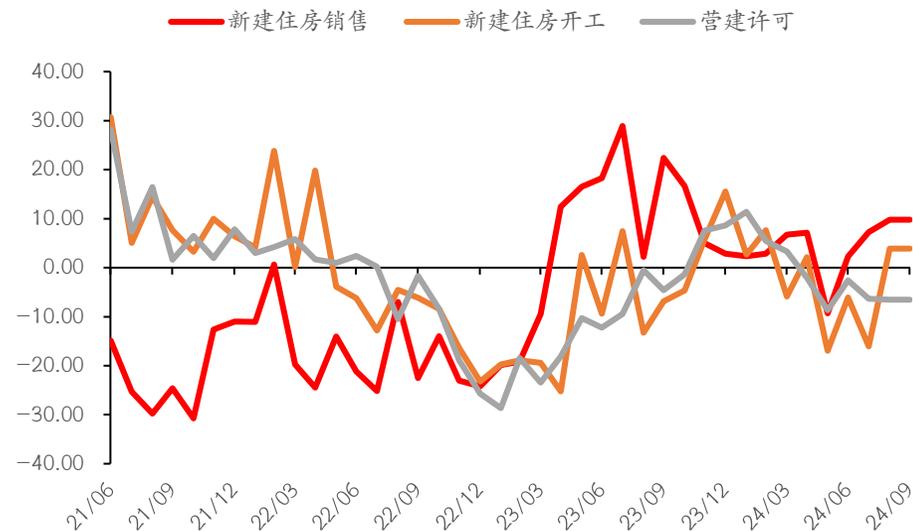
抵押贷款利率下调 刺激美国地产复苏

图表：抵押贷款利率下调刺激居民购房需求（%）



资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

图表：新屋销售与开工逐步回暖（%）

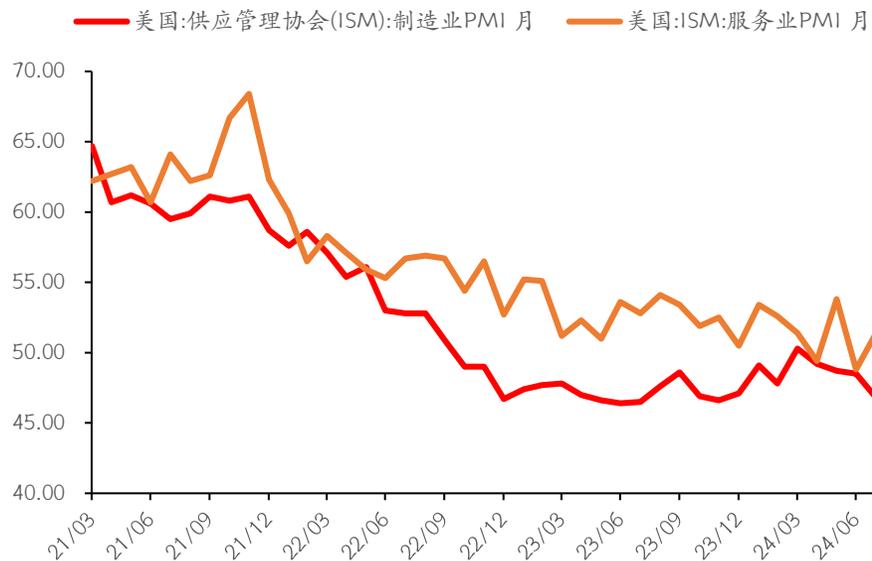


资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

➤ 在成屋价格持续走高的环境下，新屋开发的积极性在二季度明显承压，但随着三季度宽松预期的不断强化，贷款利率的持续回落，对于新屋销售与新屋开工的提振较为明显。预计四季度抵押贷款利率仍有下调空间，新屋投资的增速仍将保持较快的节奏。

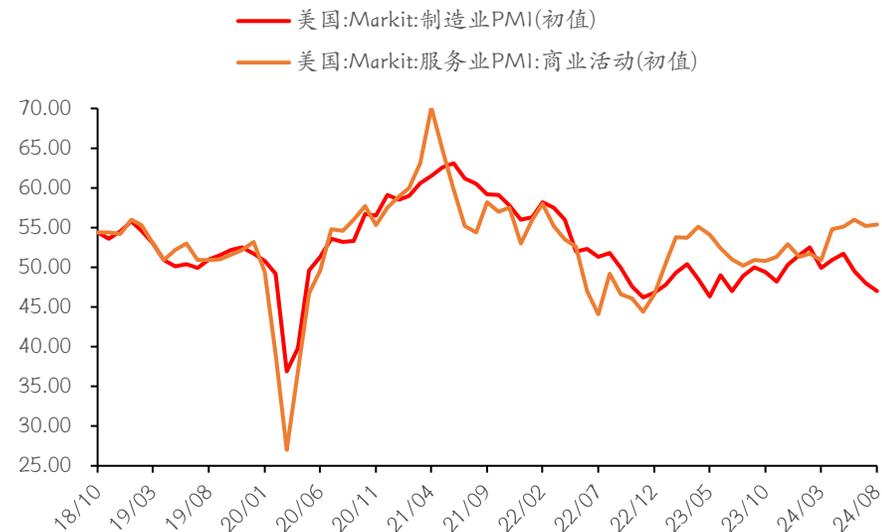
宽松预期改善或加快制造业重新扩张

图表：美国ISM制造业PMI持续萎缩（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：Markit PMI显示制造业与服务业加速分化（%）

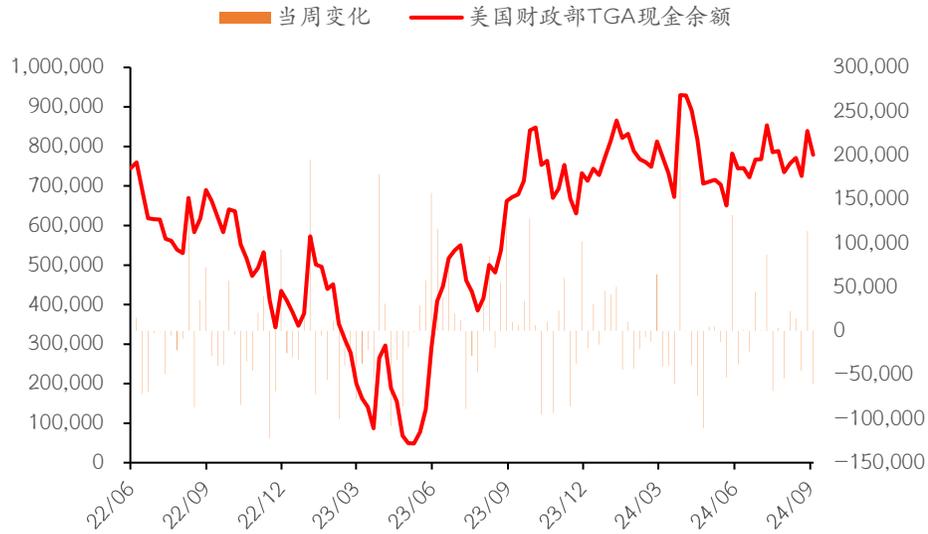


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 最新数据表明，美国经济活动继续出现日益严重的分化，制造业受新订单大幅下滑影响继续萎缩，而服务业继续扩张。持续的高成本和利率压力经常被认为对业务绩效产生了负面影响，并导致销售和流量疲软。
- 但随着美联储正式开启降息周期，企业的融资成本压力或有所减轻，宏观预期的改善或带动制造业重归扩张路径。

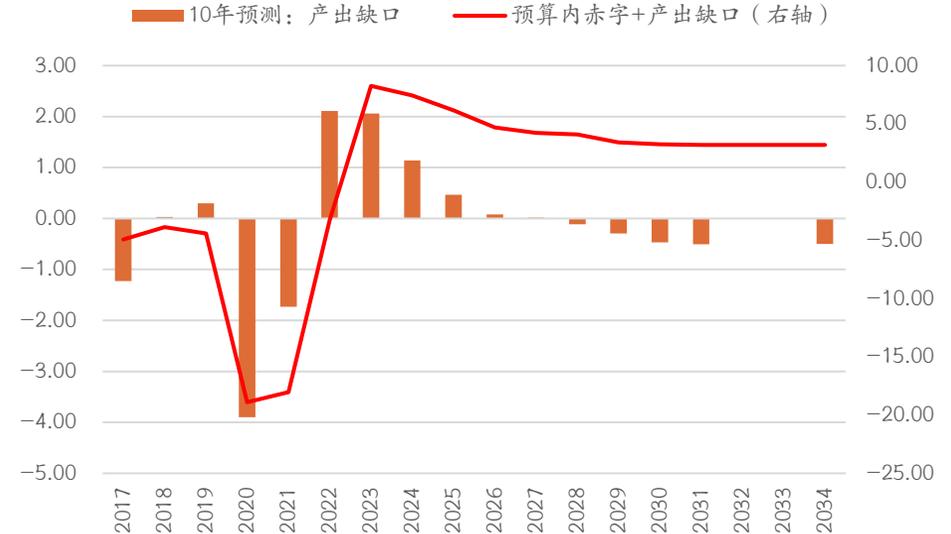
财政主动增支可能持续产生正向拉动

图表：美国2024财年财税收入超预期增加（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：财政主动增支可能持续产生正向拉动（GDP占比，%）

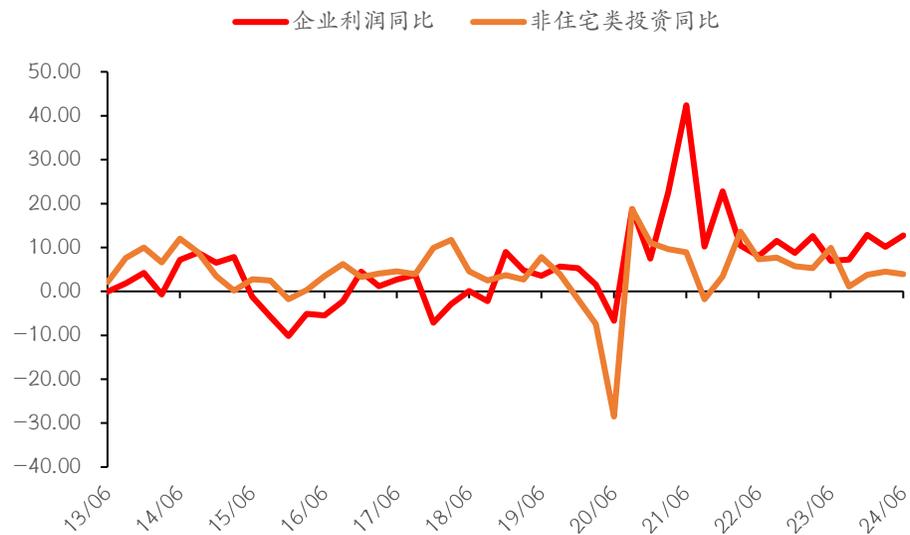


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 即便财政支出受到赤字水平约束，无法明显加力，但美国财政对经济的支持仍“留有余温”。2024财年税收预期的超预期增加，使得美国财政得以继续主动增支。在扣除潜在产出缺口的影响后，预算内赤字仍将对GDP持续产生正向拉动，虽然这种作用将逐步趋缓。

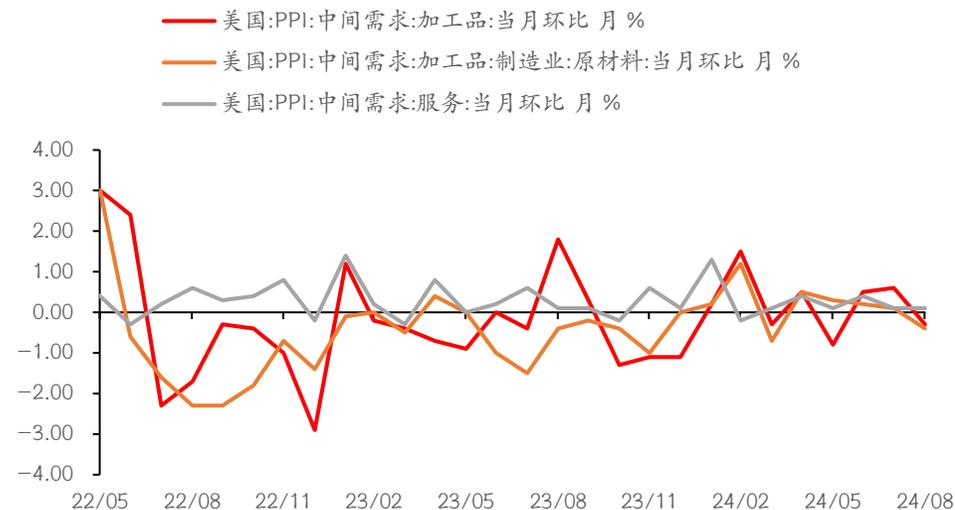
企业投资或继续获得财政加持

图表：美国企业利润与非住宅投资走势相近（%）



资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

图表：中间产品需求明显分化（%）

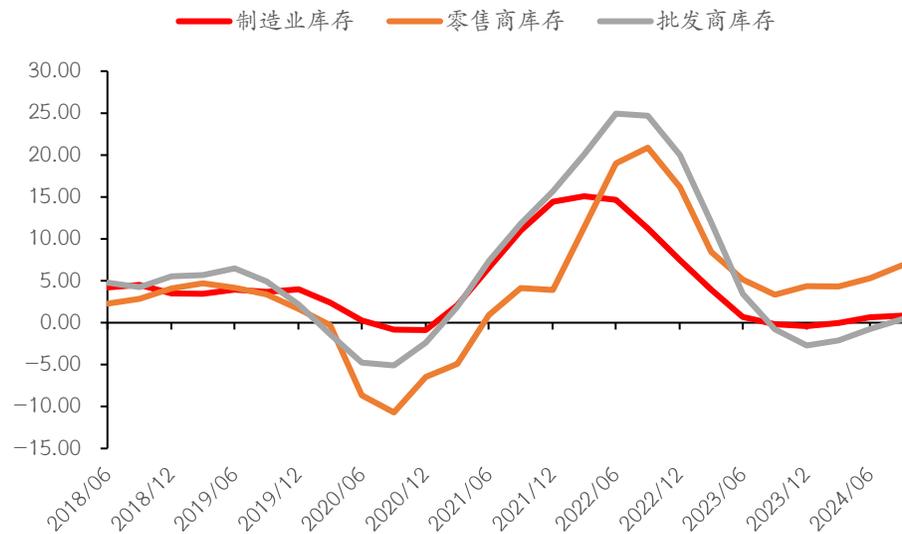


资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

- 虽然偏高的实际利率水平或对企业利润和投资意愿形成一定压力，对于中间产品的需求也出现较为明显的分化，但受益于基建及高端制造领域的政策支持，美国企业利润与非住宅投资在2024年至今都得到了一些改善。当前美国财政现金水平仍处于较高水平，四季度对于企业投资的支持或将延续。

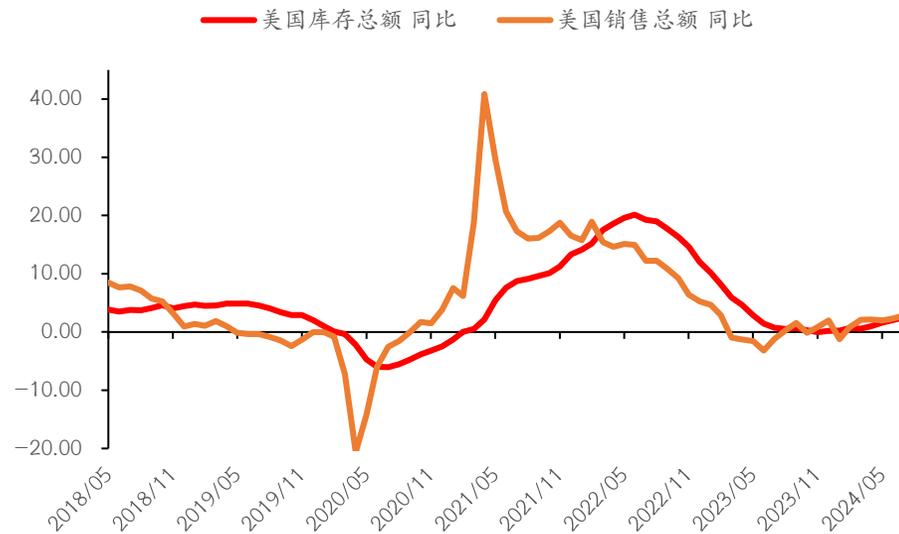
美国企业“主动补库”或将到来

图表：三大库存累库速度有所加快（%）



资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

图表：宽松预期提振下，企业或开始主动补库（%）



资料来源：Bloomberg, 光大期货研究所

- 从库存的领先指标来看，美国销售总额同比增速已于2023年下半年触底回升，虽然上半年有所放缓，但在消费支出与销售额持续扩张支持下，三季度企业主动补库的水平有着明显的改善。四季度随着市场对于美联储宽松乐观预期将会为需求端带来持续的改善，库存累计节奏或有加快的可能。

美元市场流动性风险降低

图表：市场风险处于较低水平（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元强势是吸引资金的重要保障（点，%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美联储降息使得美元市场流动性风险降低，四季度经济软着陆预期不断强化，长端债券面临调整压力，资金利率中枢下移，这将带动美债收益率曲线持续陡峭化，长短端美债收益率结束倒挂。

美联储历次降息周期回顾

图表：美联储历次降息大周期回顾

降息周期	1995-1998	2001-2003	2007-2008	2019-2020	2024-2025
降息背景	储贷危机后的金融风险管理	互联网泡沫爆发	次贷危机	贸易摩擦引发的流动性危机	就业市场降温金融风险管理
降息类型	预防式	救急式	救急式	预防式	预防式
经济是否衰退	否	是	是	否	否
利率峰值	6%	6.50%	5.25%	2.50%	5.50%
降息幅度	150bp	550bp	500bp	75bp	/
首次降息幅度	25bp	50bp	50bp	25bp	50bp
降息节奏	缓降	骤降	骤降	缓降	骤降
降息效果	软着陆	硬着陆	硬着陆	软着陆	软着陆？硬着陆？

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 从历史经验来看，美联储在转向宽松周期的过程中对于降息节奏以及降息幅度的判断难度远高于加息周期，因而降息过程一定不确定性。过早或过快降息存在一定的通胀反弹的风险，而滞后性的降息往往在经济快速下行中难以挽回经济颓势。
- 目前来看，美联储的降息路径仍存修正可能，这取决于美国经济数据接下来的表现，尤其是就业数据的表现，经济能否实现软着陆将对美联储的货币政策走向至关重要。若软着陆预期得以维持，年内继续小幅降息的概率较高。反之若经济陷入滞涨或存在衰退风险，将迫使美联储加速降息步伐。

美联储降息周期下的大类资产表现

图表：美联储历次降息对于大类资产的影响

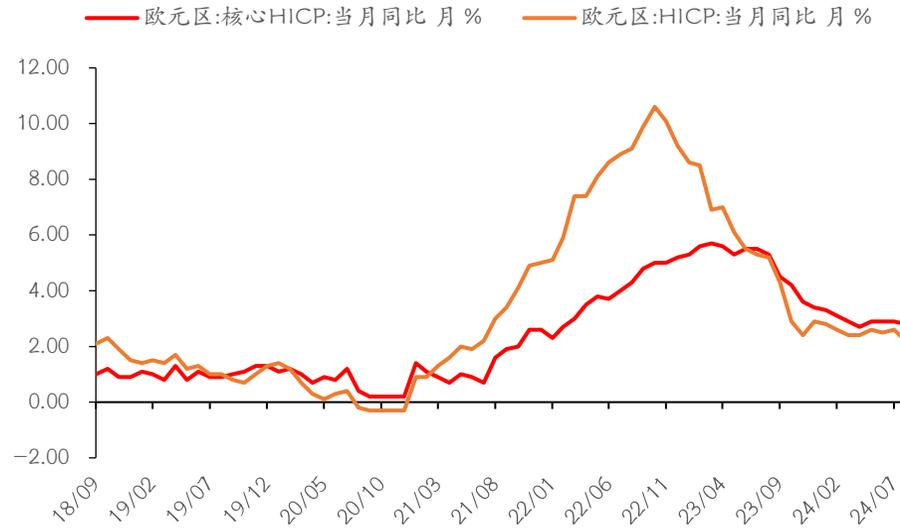
美联储历次降息对于大类资产的影响	权益类			债券类	外汇类		大宗商品						
	标普500	纳斯达克	上证	美债十年期	美元指数	美元兑人民币(在岸)	伦敦金	伦敦银	WTI原油	LME铜	LME锡	ICE棉花	CBOT大豆
1995年7月至1998年11月	105.66%	97.13%	102.36%	-3.03%	16.77%	-0.27%	-23.65%	-3.61%	-28.32%	-45.92%	-18.80%	-44.13%	-6.11%
2001年1月至2003年6月	-27.62%	-38.75%	-29.28%	4.51%	-14.72%	-0.01%	29.55%	1.33%	6.96%	-3.65%	-10.22%	-9.24%	29.26%
2007年9月至2008年12月	-39.91%	-40.04%	-63.60%	-4.21%	1.50%	-9.08%	18.60%	-13.71%	-46.51%	-59.53%	-27.22%	-29.09%	-11.45%
2019年8月至2020年3月	-16.01%	-11.21%	0.51%	-3.41%	-0.86%	1.02%	9.06%	-3.15%	-41.61%	-7.78%	-7.07%	-3.46%	0.94%
平均值	5.53%	1.78%	2.50%	-1.54%	0.67%	-2.08%	8.39%	-4.78%	-27.37%	-29.22%	-15.83%	-21.48%	3.16%

资料来源：Bloomberg, Wind, 光大期货研究所

- 从过去数次降息周期的资产表现来看，黄金的避险与抗通胀属性表现更为突出。若软着陆预期得以维持，年内继续小幅降息的概率较高，金价上行节奏较为平缓。反之若经济陷入滞胀或存在衰退风险，将迫使美联储加速降息步伐，大幅降息将驱动金价走出较为陡峭的上行走势。此外，虽然美债收益率已出现陡峭化走势，但在降息预期的强化下，利率中心或将继续下移，对于长端美债价格仍有一定支撑。
- 另外，大类资产表现也受到其他国家经济表现的影响，若其他经济体陷入衰退，或使得美元指数大幅反弹，并抑制其他资产价格。

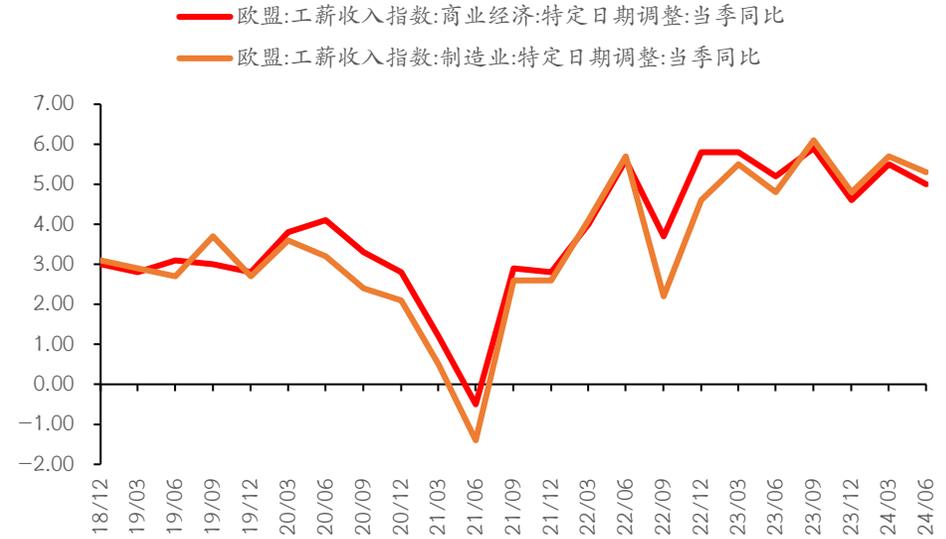
欧元区：年末降息速率有加快风险

图表：欧元区核心通胀下降趋缓（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：薪资增速放缓压力下，经济或将继续低迷（单位：%）

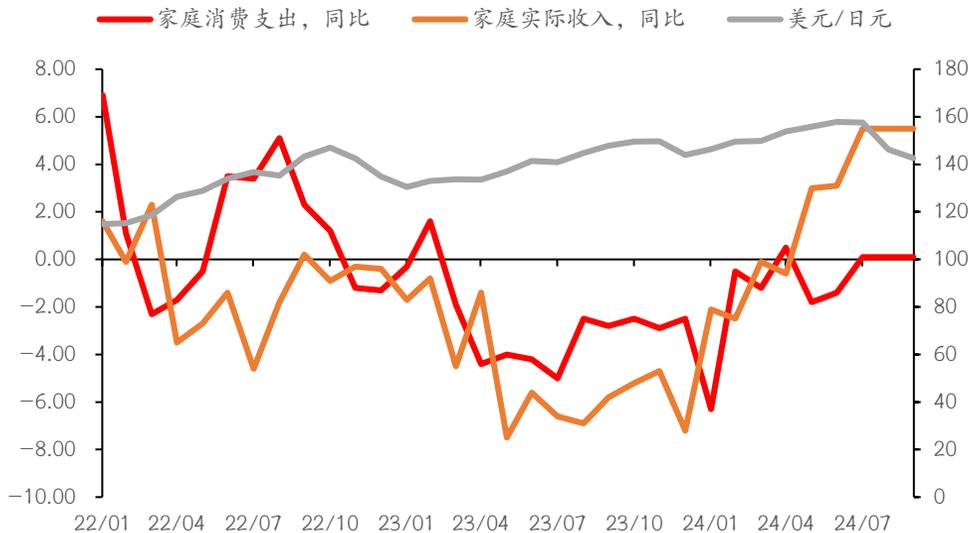


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 9月欧洲央行议息会议上，欧洲央行基于对通胀前景的信心与对潜在通胀仍居高位的谨慎，做出继续以25bp幅度降息的货币政策决策。
- ▶ 但欧元区薪资增速压力较大，经济活动持续萎缩，这将使得欧央行不得不面对通胀回落速率加快，经济陷入衰退的局面。因而，欧央行年末降息速率有加快风险。

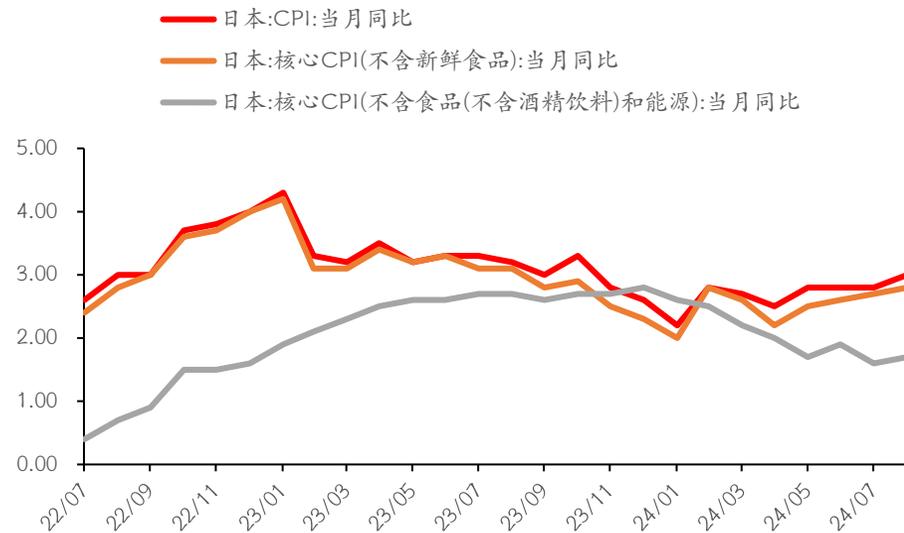
日央行：年内是否会再度加息？

图表：薪资与通胀螺旋的循环不断强化（%，点）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：日本通胀持续扩张中（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

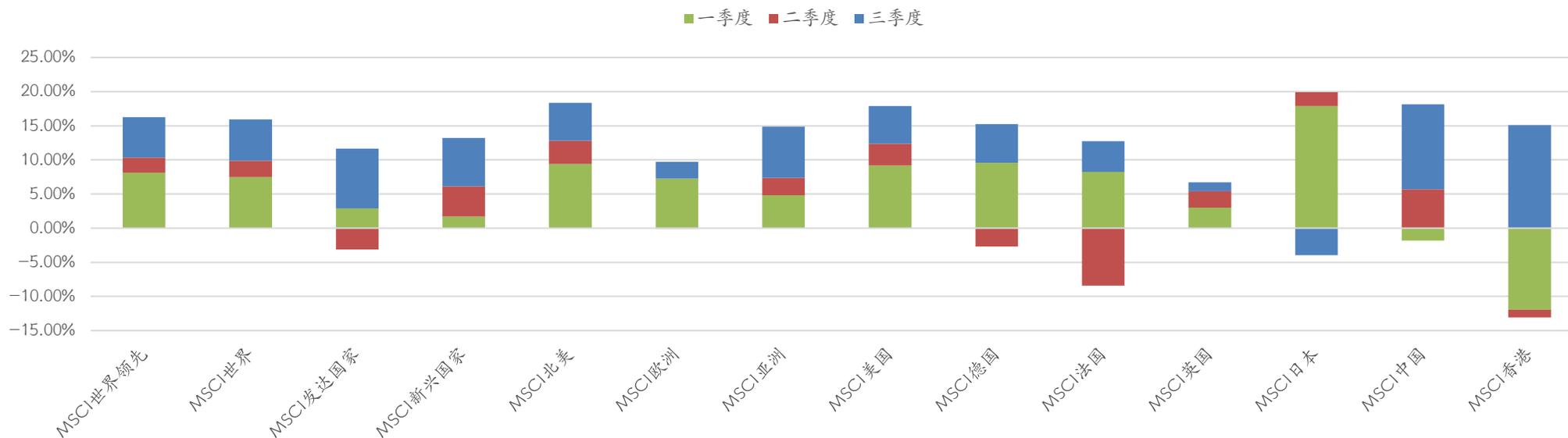
➤ 日本方面，随着石破茂意外胜选，其对于日央行应当加快货币政策正常化的发言也“点燃”日本加息预期。虽然居民薪资涨幅取决于通胀预期的变化，但当前居民薪资增长面临有利环境，并且薪资与通胀螺旋的循环不断强化，日央行存在年内再次加息的可能。

目录

2、资产表现回顾与未来展望

权益类：三季度，美联储宽松预期扰动下，市场波动有所扩大

图表：MSCI 全球指数涨跌幅（单位：%）

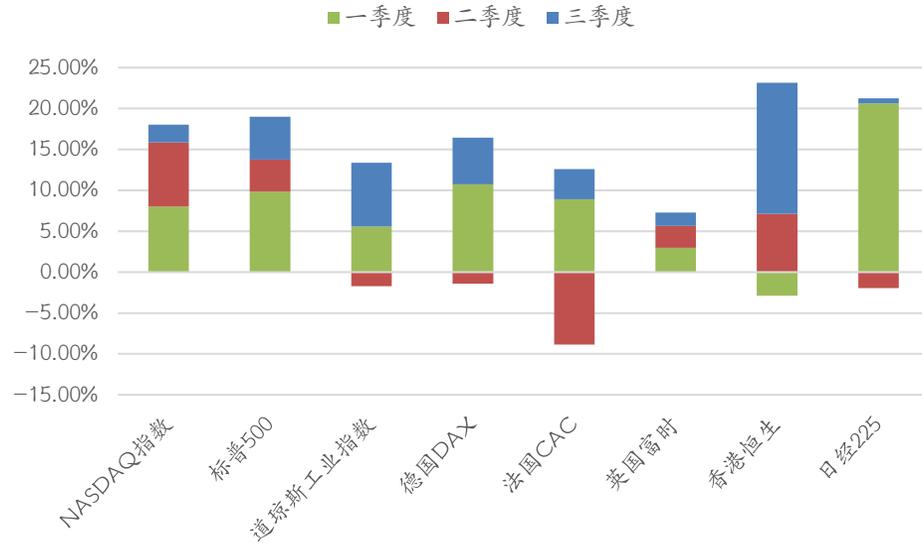


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 在宏观情绪影响下，三季度全球权益类资产的波动有所扩大，反映了市场对于全球经济走向以及欧美日货币政策走向不断分化下的主动博弈和调整。
- 其中最大的扰动因素便是美联储降息与日央行加息。尤其是8月初日央行宣布加息所引发的套息交易逆转危机，才引发了美联储对于降息以维护市场流动性的思考。市场风险偏好在美联储降息预期不断强化的前提下明显改善。

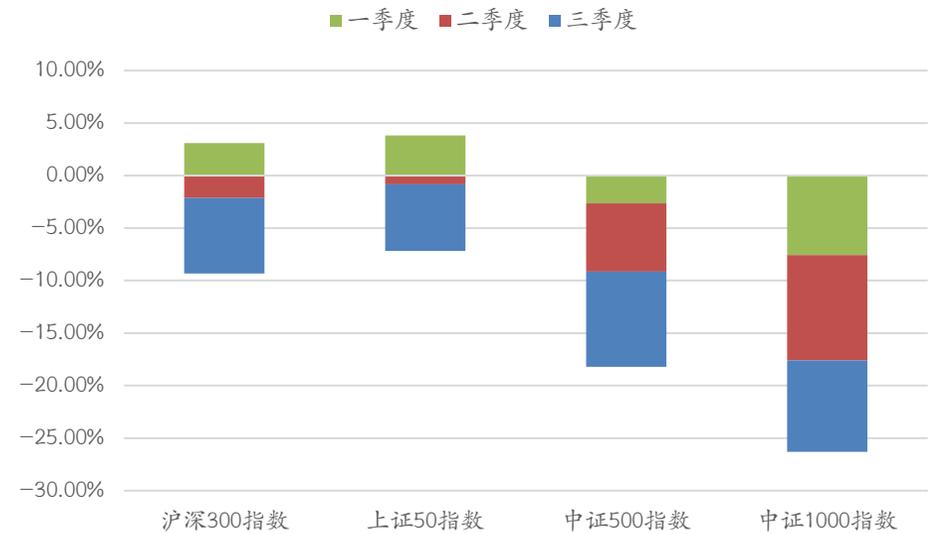
四季度，全球进入宽松周期，经济基本面重回交易视野

图表：海（境）外股指表现（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：国内股指表现（单位：%）

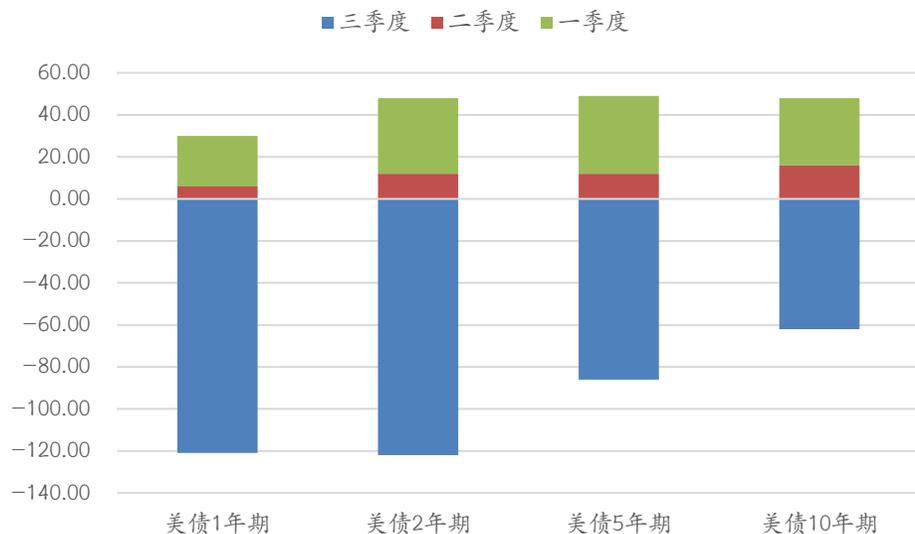


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 海外方面，美国能否实现经济“软着陆”和美联储货币政策路径走向仍将是影响权益市场的最大因素。当前来看，美国经济增长依旧强劲，通胀如下行但下行幅度符合市场预期也从侧面印证了美国经济韧性仍在，而美联储正式进入宽松周期，将继续支撑美股估值上行。
- 国内方面，政治局会议强调“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，后续产业、财政等增量政策施行空间较大，或持续带动基本面改善和市场信心修复，叠加当前A股估值处于较低值以及人民币升值的支撑，国内权益市场表现上涨的确定性较高。

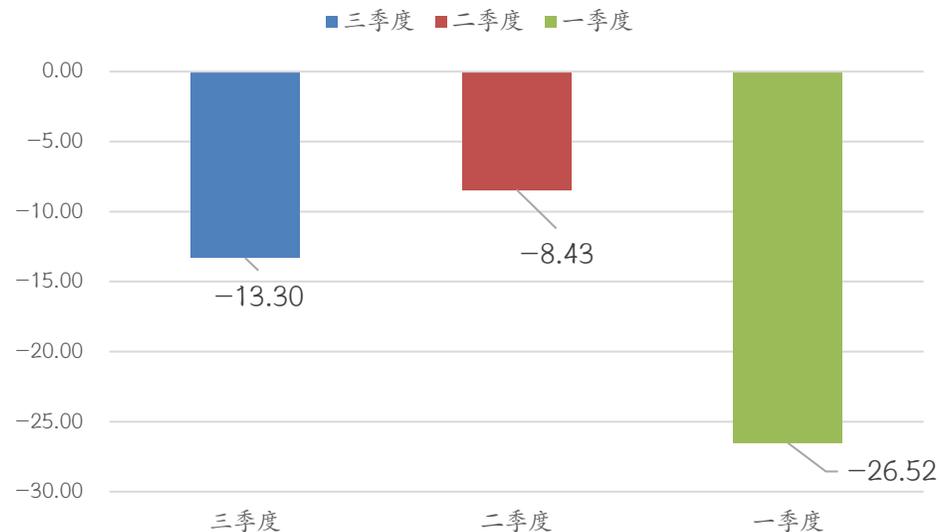
债券类：三季度，海外宽松预期大幅调整，国内维持货币稳定宽松

图表：美债各期限收益率变化（单位：bp）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中国国债十年期收益率变化（单位：bp）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 海外方面，三季度随着市场对于经济衰退的担忧，美联储降息预期的不断强化，这也使得美债收益率中心持续下移，长短期美债利率利差结束倒挂，收益率曲线逐渐陡峭化。
- 国内方面，三季度资金面整体保持平稳，但在货币政策宽松预期以及增量财政政策预期不断强化的情况下，长债利率存在一定调整压力。此外，央行出于防范债券市场风险、保持债券市场平稳运行的目的，对于收益率曲线正常化的诉求仍然存在，收益率曲线呈现陡峭化趋势。

四季度，美债收益率或加速变陡，国内债市多头情绪或仍有支撑

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债方面，随着美联储开启降息行动后，长期美债利率和美元汇率均止跌回升，市场此前已经有一些定价，属于利好兑现，且降息后美国经济软着陆概率在提升，美债收益率或继续变陡。但需要注意年末，美债将再度面临债务上限问题扰动，需要谨慎对待。
- 国内方面，稳增长政策持续发力背景下，四季度经济回暖预期较为确定，长端债券面临调整压力。同时降准降息引导资金面合理充裕的同时资金中枢下移，短端债券预计较为稳定，收益率曲线陡峭化趋势仍将延续。

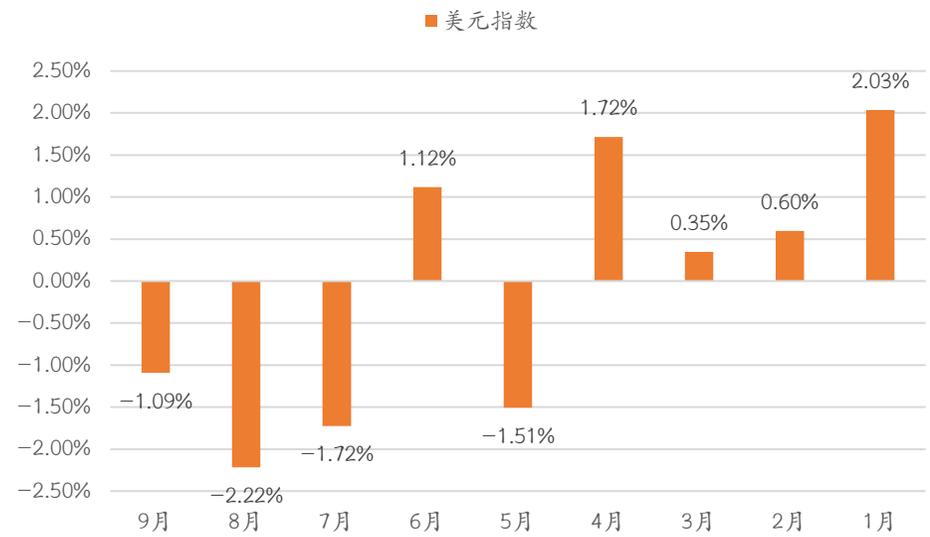
全球汇率：若软着陆预期持续强化，美元指数或企稳反弹

图表：美元指数回落至100点支撑位（单位：点）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元指数涨跌幅（单位：%）

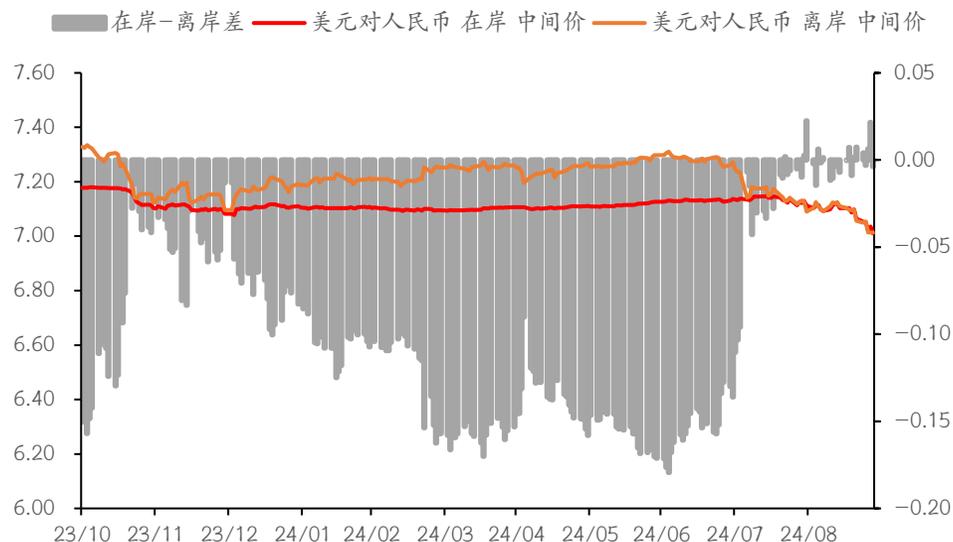


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 海外方面，三季度随着经济数据、价格指数与就业出现降温迹象，美联储降息预期快速走强，并且在日央行宣布加息后，美元指数持续承压。随着美联储9月正式宣布降息，市场对于美国经济衰退的担忧有所缓和，也使得美元指数在100点支撑位附近企稳震荡。
- ▶ 展望来看，全球经济复苏较预期偏慢，尤其是欧元区在6月的预防式降息后，未能挽回制造业疲软态势，欧元对美元的升值压力偏弱。同时，在美联储降息周期中，若美国经济软着陆预期不断强化，那么美元指数将会有上行可能，预计四季度大概率将在100点上方企稳反弹。

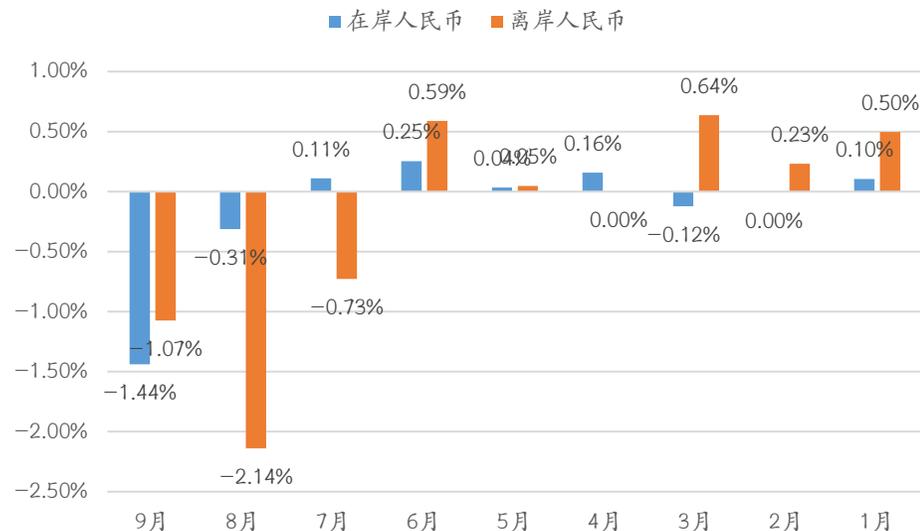
全球汇率：人民币汇率存在双向波动风险

图表：美元兑人民币汇率短暂破7（单位：美元/人民币）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率变化（单位：%）

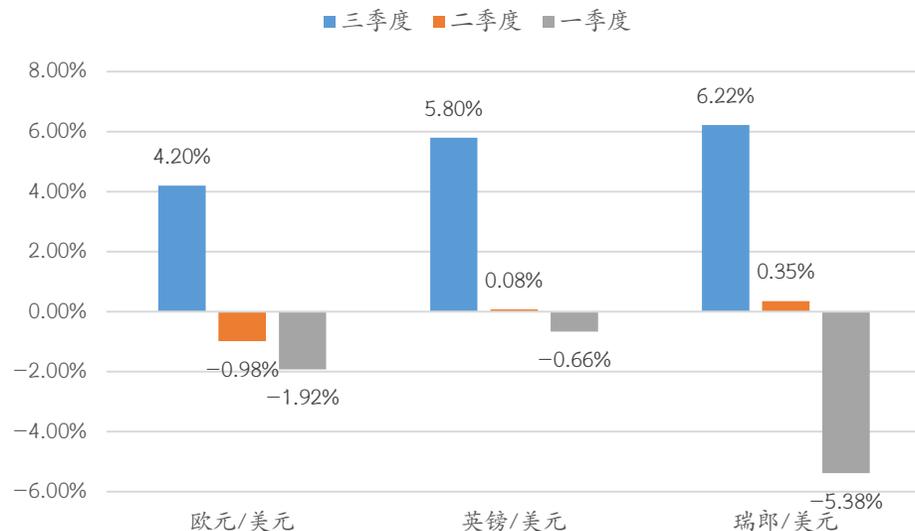


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 国内方面，近期美元对人民币汇率短暂破7，考虑到国内降息、降准以及宏观政策调控对于流动性的支持，叠加外资对于中国经济在四季度加速反弹更为乐观，短期内将会继续助推人民币升值，尤其是离岸人民币表现更为强势。
- 但热钱大幅涌入也可能会带来通胀快速上行的风险，不利于人民币汇率的稳定。同时，当前全球经济形势复杂多变，即使是在国内经济逐步复苏的背景下，若海外经济衰退风险增加，出口减少可能会导致贸易顺差收窄，进而对人民币汇率带来下行风险。

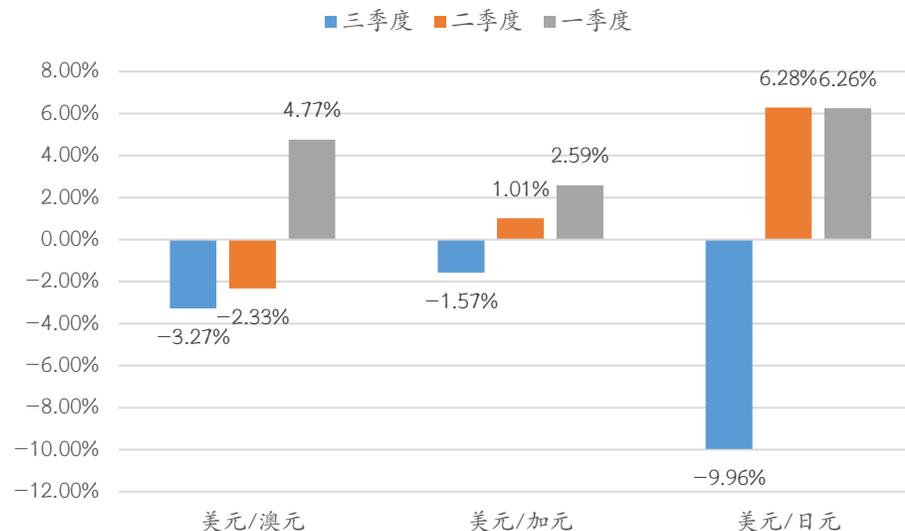
全球汇率：美联储的降息将继续影响其他主要货币

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元

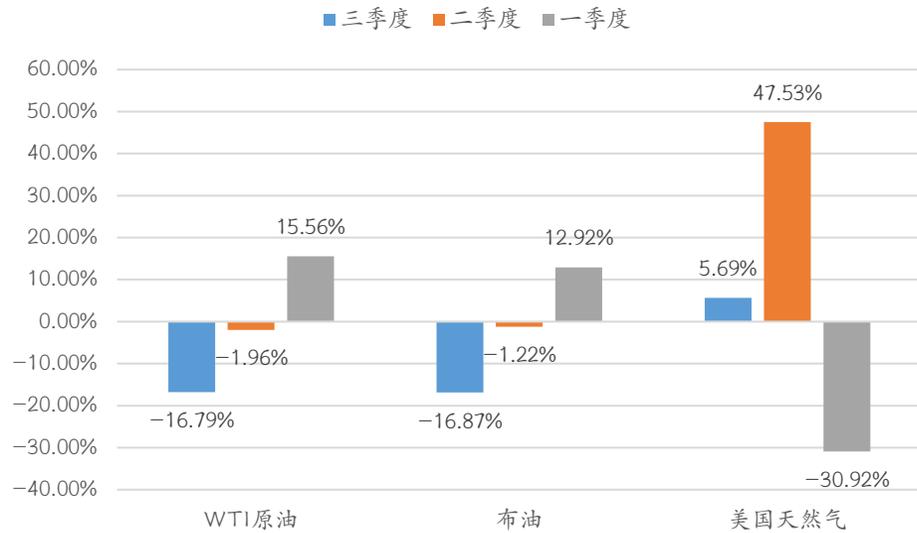


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 欧元区当前面临薪资增速加速回落的局面，同时当前降息操作不足以提振低迷经济，因而市场预计欧央行降息节奏在 2024 年 12 月议息会议或 2025 年年初提高至 50bp。但四季度来看，欧元表现变数更多在于美联储的降息节奏及空间，整体波动区间较为有限。
- 日元方面，日央行会否在四季度再度加息的观察窗口期较长，需要关注日本服务业通胀是否会在四季度继续上涨，以及在日投资行为是否强劲。若日央行维持当前的货币政策前景展望，那么四季度日元走势取决于美联储的货币政策走向，日元或出现逐步走弱的情况。

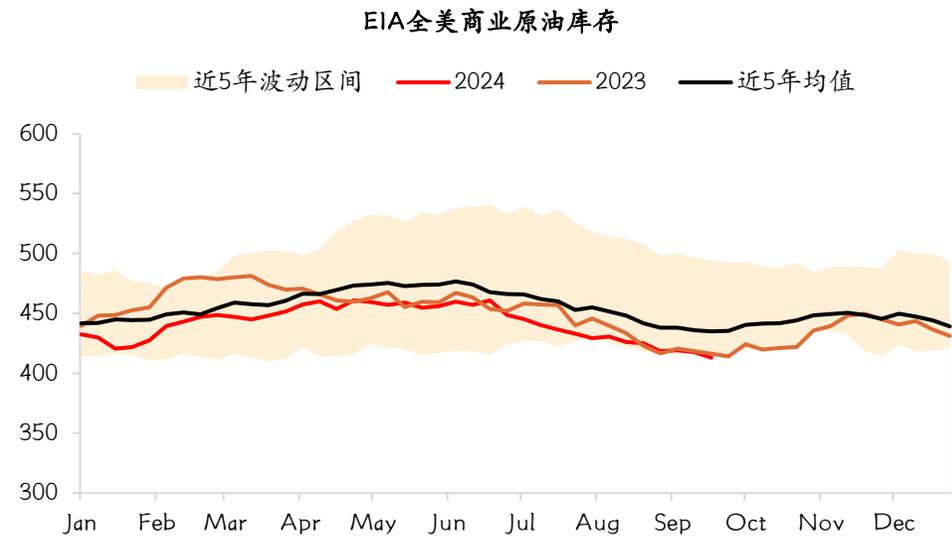
原油：长期供应或将过剩，油价存在下行风险

图表：原油和天然气期货价格变化（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：原油库存变化（单位：百万桶）

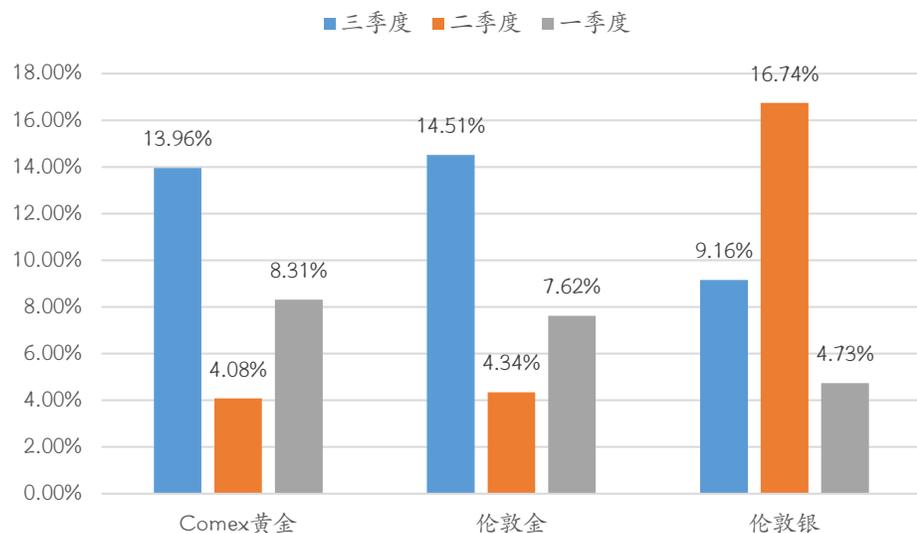


资料来源：EIA，光大期货研究所

- 能源方面，OPEC和EIA在最新报告中双双下调2024年全球石油需求增长预测，叠加欧美制造业PMI持续萎缩，导致国际原油价格接连下挫。同时，虽然OPEC将增产计划延后至年末，但在非OPEC+成员国持续增产的情况下，明年原油供应将出现严重过剩。因而，从长期的供需平衡来看，原油价格存在一定的下行风险。
- 但短期来看，当前全美原油库存仍有小幅去库，且整体水平处于近五年均值低位，四季度随着全球宽松周期的不断强化，或为原油市场带来信心上的提振，后续关注原油需求端的边际改善情况。

贵金属：宽松周期助力金价走高，但节奏仍存在一定不确定性

图表：贵金属期货与现货价格变化（单位：%）



图表：预防式降息前后，贵金属价格表现（单位：%）

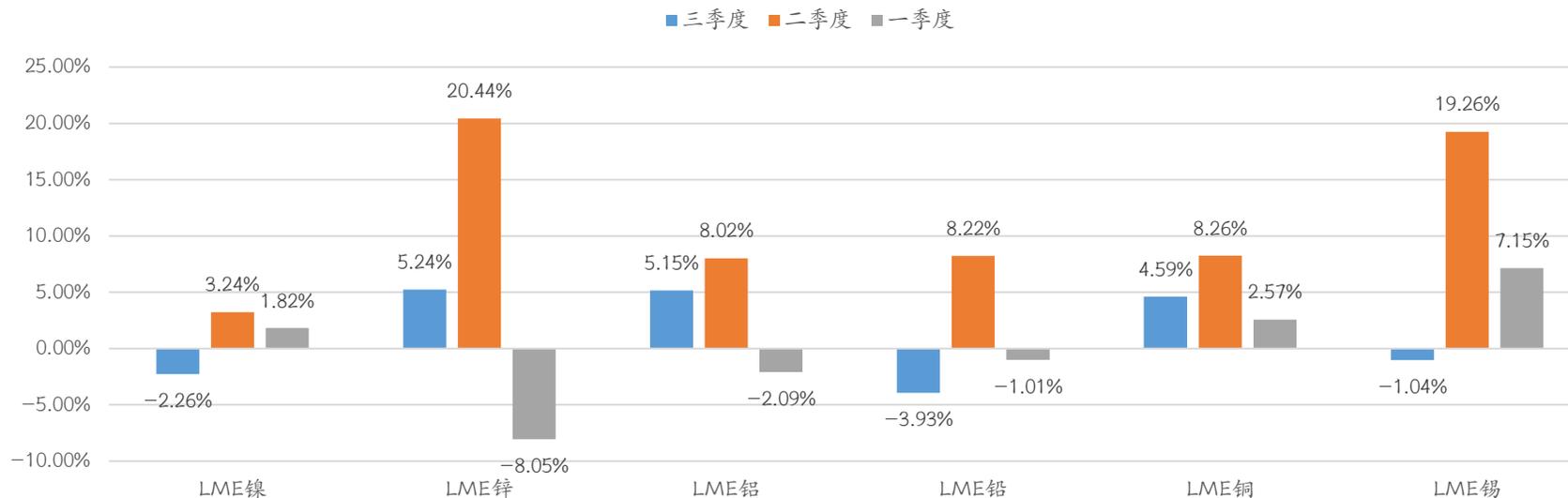
首次降息时间	1995年7月	2001年1月	2007年9月	2019年8月
T-6	2.39%	-5.55%	7.81%	6.68%
T-3	-2.28%	-1.20%	8.67%	10.03%
T-1	-0.01%	6.09%	8.38%	1.13%
T+1	-0.04%	-0.17%	6.91%	8.47%
T+3	-0.43%	-3.76%	10.52%	6.06%
T+6	1.30%	0.45%	41.48%	11.89%

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 贵金属方面，在过去的数次预防式降息周期中，黄金在整个降息周期中多数表现是上行的，但金价上行的节奏仍存在一定不确定性。
- 过早或过快降息存在一定的通胀反弹的风险，对金价形成压制。例如，1995年降息后的通胀快速反弹使得金价出现明显回调。而滞后性的降息往往在经济快速下行中难以挽回经济颓势，从而凸显黄金的避险属性。例如，2008金融危机后货币传导机制失灵，经济陷入衰退，降息已经很难起作用，资金大量转向持有黄金避险，金价快速上行。

有色金属：美元价格走弱或支撑需求边际改善

图表：LME有色期货价格变化（单位：%）

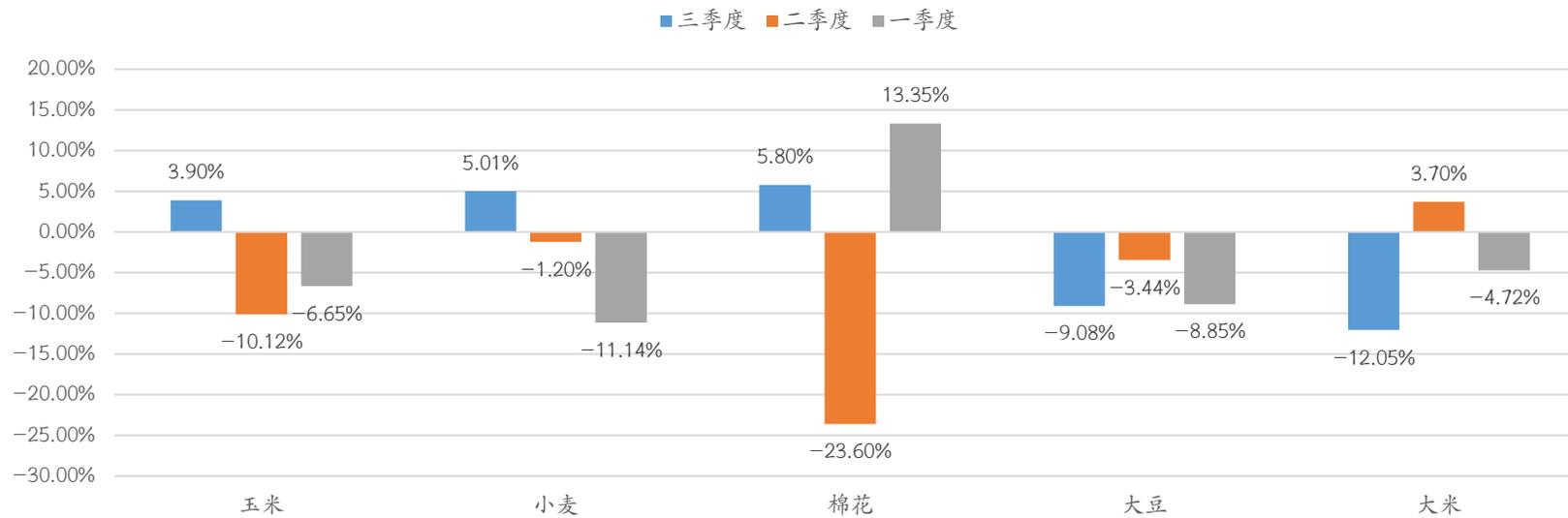


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 有色金属方面，随着货币政策路径逐渐清晰，叠加全球进入宽松周期后对于欧美新一轮补库周期预期不断强化，在美元偏弱运行的支撑下，四季度有色金属价格预计保持偏强走势。但需要注意欧美制造业PMI可能会继续萎缩，并且降息对于需求端边际改善存在滞后性，短期内供大于求的情况仍可能存在，这部分将带来一定的调整压力。

农产品：宏观看跌情绪好转或带动农产品价格反弹

图表：海外农产品期货价格变化（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 农产品方面，三季度农产品因美洲产区丰产预期而承压走低，价格接近2020年低点。四季度来看，随着大部分负面因素已经被计入定价，叠加美联储宽松预期利好，市场的看跌情绪有所缓解，农产品价格或迎来转机。此外，随着厄尔尼诺逐渐向拉尼娜转变，极端天气对于市场的供需平衡判断扰动加大，因而天气因素将是四季度农产品市场中的主导因素。

目录

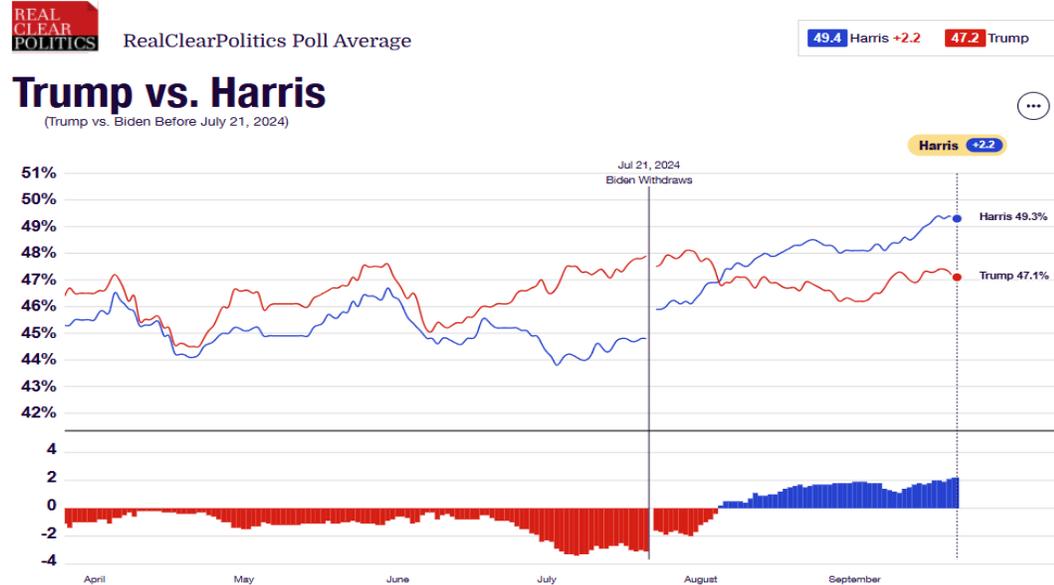
3、分析观点总结与风险提示

分析观点总结

- **四季度关注美国经济基本面表现：**美联储在9月份的降息50bp，标志着美联储的货币政策正式转向宽松周期。此次降息的主要原因是为了应对通胀的放缓以及就业市场的疲软迹象。在过去的两个月，商品与服务价格分化持续扩大，非农就业数据连续下修，使得美国经济衰退的担忧逐步升温，市场对于货币宽松的预期不断强化，这也为首次降息提供了条件。从会后公布的点阵图来看，美联储在未来几个月可能会有更多降息举措以维持经济软着陆的预期，因而经济基本面表现对货币政策路径存在持续扰动。
- **四季度欧元区经济面临较大压力：**欧洲经济增长较美国缓慢，制造业持续萎缩，尤其是法国与德国的经济表现差强人意。但欧元区率先开启降息周期，经济活动有着部分改善迹象。四季度来看，在地缘政治紧张局势加剧和全球需求疲弱等因素影响下，欧元区经济前景难言乐观，仍存在陷入技术性衰退的风险。特别是如果欧元区通胀下降出现停滞，欧央行可能无法通过简单的降息来刺激经济，面临较大的下行压力。
- **国内四季度通胀预计将继续稳步抬升：**央行的组合拳对症下药，第一降息降低企业融资成本，第二降准释放流动性为接下来的政府债发行提供流动性，第三房地产政策宽松提振销售预期，在逐渐摆脱天气因素影响的“银十”的投资旺季，预计基建以及地产项目会有明显的提速。
- **大类资产配置方面，海外关注美国经济软着陆预期能否实现，国内盯紧政策加码落地实施情况。**全球大类资产市场交易逻辑主线或重回经济基本面，风险资产易受到宏观情绪影响。四季度，美元大类资产配置顺序：黄金>债券>股票>大宗>美元。人民币大类资产配置顺序：股票>债券>大宗>货币。

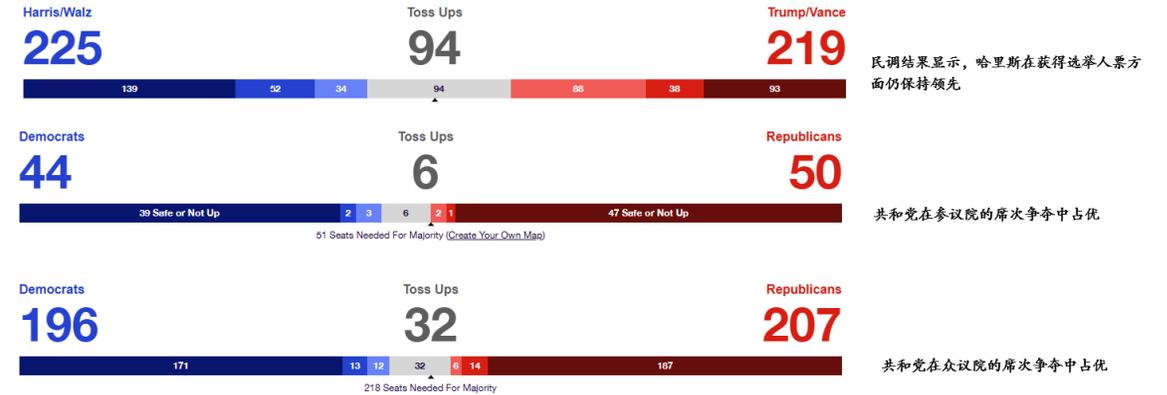
风险提示：美国大选将是四季度最大变数

图表：民主党换帅哈里斯，民调反超特朗普（截至9/27）



资料来源：realclearpolitics, 光大期货研究所

图表：哈里斯当选或再现“府会分治”局面



民调结果显示，哈里斯在获得选举人票方面仍保持领先

共和党在参议院的席次争夺中占优

共和党在众议院的席次争夺中占优

资料来源：realclearpolitics, 光大期货研究所

- 2024年11月5日美国总统选举日当天将会公布大选结果，而在选举结果出炉的后一天，也就是11月6日将会召开美联储议息会议，美国大选结果将会对美联储的货币政策路径产生影响。
- 目前，明尼苏达州、南达科他州和弗吉尼亚州已经率先开启提前现场投票。从民调结果来看，即使哈里斯最终获胜当选新一任美国总统，在国会方面也将大概率出现“府会分治”的结果。市场可能会对此情况有所担忧，因为债务上限暂停即将在2025年1月到期，若无法顺利达成谈判，或使得吗，美债市场再度陷入恐慌。

风险提示：全球地缘政治存在外溢风险

图表：地缘政治局势有扩散化趋势



资料来源：公开新闻，光大期货研究所

- ▶ **全球地缘政治存在外溢风险：**黎以冲突进一步升级影响，市场风险情绪迅速升温，红海航线中断叠加欧美多个港口出现罢工情况，大宗商品海运供应链存在较大不确定性。此外，俄乌冲突依旧焦灼，并且三季度以来乌克兰对俄罗斯本土的袭击明显加强，尤其是针对石油炼化设施的打击，易引发市场对于能源供应端的担忧。总的来看，地缘政治风险的扩散，仍可能使得商品市场波动风险进一步放大。

研究员简介

- 朱金涛，吉林大学经济学硕士，现任光大期货国债分析师。期货从业资格号：F3060829；期货交易咨询资格号：Z0015271。
- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。期货从业资格号：F03107639。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。