

类别
宏观市场半年报

日期
2024年7月5日



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



央行宽松、实体补库与春季躁动

近期研究报告

《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年美国大选特朗普会否东山再起》

《宏观专题-20240202-2024年中美能共振开启主动补库阶段吗》

观点摘要

- 2023年四季度以来美联储以口头干预和鸽派前瞻指引实现非标准性降息，一方面给其他经济体降息提供时间窗口，并共同推动制造业库存周期从被动去库阶段转入主动补库阶段，与美国政府财政扩张共同增强美国经济在高利率环境下的韧性；另一方面也推动包括原油在内的大宗商品市场整体走强，与偏紧的就业市场和房地产市场一起使得美国通胀压力企稳回升，这反过来抑制美国实体经济表现、增大金融机构系统性风险并干扰美国总统大选形势，因此美联储6月会议微调货币政策预期管理。欧美央行3月份起陆续开启降息进程，欧洲议会选举显示极右翼势力大增，法国总统马克龙冒险举行议会大选引发政治风险，利差优势和海外政治风险推高美元汇率。
- 中国商品与债券同时走强而股票偏弱现象难以根本性逆转。环球央行携手宽松和制造业库存周期转折推动大宗商品中级上涨的逻辑不变，三季度大宗商品价格或延续偏弱调整步伐但调整空间相对有限，四季度美联储降息预期与落地将进一步推动大宗商品上行；虽然央行频频口头干预并实质性收紧债市流动性，但房地产大周期转折与地缘政治风险使得中国中期经济增长动能偏弱，这意味着国债短期回升之后或仍将继续下行；地缘政治风险、企业盈利能力偏弱以及货币政策框架调整使得中国股市持续偏弱运行。但股债在市场因素推动下远离基本面的确为股债相对估值的短期修复提供机会，特别是考虑到货币政策限制性累积最终提供美联储预防性降息条件的情况下。因此2024年下半年在继续看好大宗商品的情况下，我们着重关注三季度末加大股市配置而减配债券配置的可能性。

目录

一、上半年宏观市场回顾.....	- 4 -
二、国际经济：央行宽松与实体补库.....	- 5 -
2.1 欧美央行开启降息进程.....	- 5 -
2.2 制造业进入主动补库阶段.....	- 7 -
2.3 欧美政治风险扰动市场.....	- 18 -
2.4 美联储微调预期管理基调.....	- 21 -
三、中国经济弱复苏与跨期调控.....	- 23 -
3.1 出口回暖带动经济弱复苏.....	- 23 -
3.2 跨期调控与底线思维.....	- 25 -
四、大类资产市场分析.....	- 28 -
4.1 大类资产走势分析.....	- 28 -
4.2 大类资产配置建议.....	- 32 -

一、上半年宏观市场回顾

房地产市场疲软使得岁末年初中国经济增长动能继续偏弱，市场热盼中国央行宽松货币政策但债务杠杆压力和人民币汇率贬值压力限制央行宽松空间。政策刺激预期落空使得 2024 年初至 2 月初中国股市延续 2023 年 8 月份以来的调整趋势，并引发雪球敲入、融资止损和量化崩溃等结构性市场风险，2 月 5 日上证指数盘中创下 2635 的近五年低点。由于股市大跌与悲观情绪构成正反馈并引发系统性风险，决策层也逐步加大干预力度，中国央行在 1 月下旬和 2 月中旬分别降准 50BP 和不对称降息，国家队入场大量购买宽基 ETF 份额，2 月 7 日中国证监会主席实现新旧更替，中国股市也从 2 月 6 日开始持续反弹。

中国央行降息降准以及海外需求复苏推动中国经济增长动能回升，但房地产市场动荡以及财政支出进度偏慢使得 4 月份起中国增长势头再度走弱；5 月中旬决策层推出一揽子房地产刺激政策，这也激励股市创下阶段性高点。由于债市投资热潮、人民币汇率贬值压力和债务杠杆压力使得央行有意控制流动性，力图把握经济增长、经济结构调整和金融风险防范三者之间的合理平衡，金融市场承受流动性压力；菲律宾在美国鼓动下多次挑起南中国海争端，台湾地区当选领导人公开发表台独演讲，美国对自华进口的约 180 亿美元商品构建新贸易壁垒，欧洲追随美国对自华进口新能源汽车加征关税；经济势头偏弱、流动性压力和地缘政治风险使得 5 月下旬至 6 月份中国股市再次偏弱调整。

偏弱的经济增长势头、股票市场和房地产与一再下调的存款利率催生资产荒逻辑，中国 10 年期国债利率从年初的 2.56% 震荡回落到 2.2%，30 年期国债利率从 2.82% 回落到 2.42%，双双创下有数据记录以来的最低值，各信用利差也一再压缩。尽管央行因担忧利率曲线平坦化带来的远期亏损风险(金融机构开展信贷业务的基础是期限利差，期限利差大幅收窄甚至倒挂意味着金融机构收益微薄甚至亏损)而多次窗口指导，仍无法缓解资产荒逻辑下的债券投资热潮，当然这也给央行带来“债券投资热潮-期限利差和信用利差极限压缩诱发远期风险-央行抑制流动性并窗口指导-经济与股市承压-债券投资继续过热”的自循环难题。

2023 年四季度以来美联储以口头干预和鸽派前瞻指引实现非标准性降息，一方面给其他经济体降息提供时间窗口，并共同推动制造业库存周期从被动去库阶段转入主动补库阶段，与美国政府财政扩张共同增强美国经济在高利率环境下的韧性；另一方面也推动包括原油在内的大宗商品市场整体走强，与偏紧的就业市场和房地产市场一起使得美国通胀压力企稳回升，这反过来抑制美国实体经济表现、增大金融机构系统性风险并干扰美国总统大选形势，因此美联储 6 月会议微

调货币政策预期管理。欧美央行3月份起陆续开启降息进程，欧洲议会选举显示极右翼势力大增，法国总统马克龙冒险举行议会大选引发政治风险，利差优势和海外政治风险推高美元汇率。

地缘政治方面，以色列凭借自卫反击幌子下强力扫荡巴勒斯坦加沙地带，誓要彻底铲除 Hamas 威胁但也造成严重的人道主义灾难，胡塞组织以扰乱红海航运表示对 Hamas 的支持，国际社会借承认巴勒斯坦和裁定战争罪对以色列表示不满，美国拜登政府无条件支持以色列引发国内支持巴勒斯坦学潮。特朗普与拜登铁定获得总统大选候选人资格，但拜登在第一次大选辩论中未能消除选民对其年纪和精力的担忧，目前赌场赔率显示特朗普与拜登胜选概率分别为 54.8 和 19.2%，民主党内更换候选人呼声渐高。为争取选民支持，拜登政府以安保协议引诱沙特破坏 OPEC+ 减产限产协议并释放百万桶汽油储备，意图压低通胀增速并争取选民支持；通过价值 950 亿美元的一揽子对外军援法案，支持乌克兰、以色列和菲律宾继续闹事，以此树立对外强硬形象并争取军火复合体支持。

二、国际经济：央行宽松与实体补库

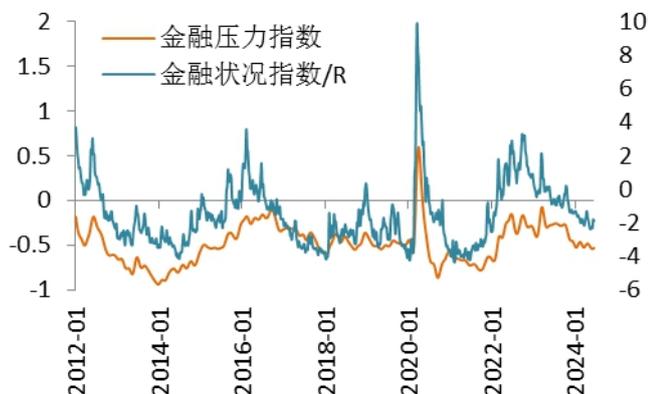
2.1 欧美央行开启降息进程

美联储于 2022 年底放缓加息步伐并于 2023 年 7 月份结束本轮加息进程，但此后美联储仍维持鹰派前瞻指引（强调通胀压力仍高美联储还会继续加息）；美国经济通胀韧性、美联储鹰派前瞻指引以及美国财政部在美国两党达成债务上限协议后加快发债补充一般账户 TGA，使得 2023 年 8 月份至 10 月上旬美国长债利率飙升（美债 10 年期利率从 3.8% 上升到 5%）并恶化美国财政前景。10 月中旬美联储官员纷纷表态长债利率飙升使得美联储可能无需继续加息，12 月美联储会议正式宣布本轮加息进程结束，且预计 2024 年和 2025 年将分别降息 75BP 和 100BP。美联储货币政策预期管理的转折激发市场对美联储降息的更乐观情绪，2023 年底市场一度预期美联储将从 2024 年 3 月份开始降息且年内降息 159BP。

虽然美联储政策利率维持在高位不变，但美联储通过口头干预和鸽派前瞻指引已经起到降息的作用。美国货币金融环境从偏紧状态回到 2012 年以来的偏松水平，美国 2 年期和 10 年期国债利率分别从 2023 年 10 月份高点 5.19% 和 4.98% 回落到 2023 年底的 4.14% 和 3.78%，15 年期和 30 年期抵押贷款利率分别从 2023 年高点 7.03% 和 7.79% 回落到 2024 年初的 5.76% 和 6.61%。在美联储实施非标准性降息以及美国政府继续推行扩张性财政的刺激下，美国经济增长动能较 2023 年下半年有所增强，制造业与服务业 PMI 震荡回升，月均非农就业人数从 21.3 万上升到

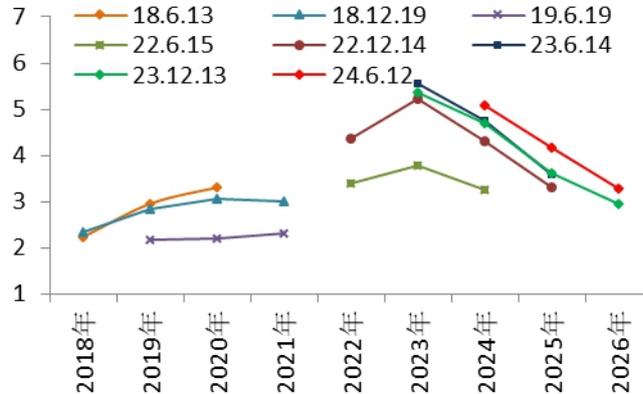
24.8 万；与之相随的是通胀压力也有所回升，2024 年 1-4 月份整体 CPI 与核心 CPI 环比增速均在 0.3-0.4% 之间。

图1：美国货币金融环境边际宽松



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

图2：美联储利率点阵图均值预期



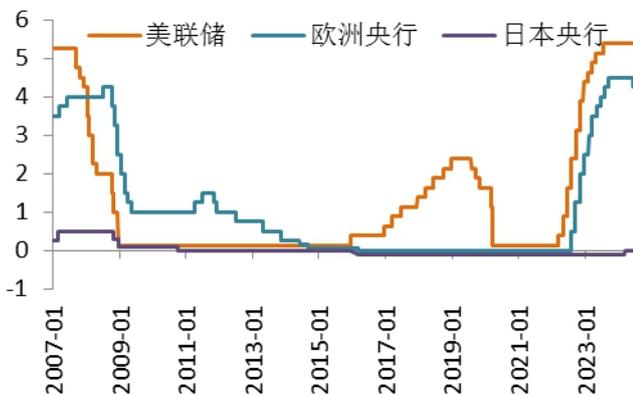
数据来源：Fed, 建信期货研究发展部

因应经济增长动能增强与通胀压力回升，2023 年底至 2024 年 4 月份市场对美联储降息预期持续修正，4 月 30 日美国 3 月份 PCE 物价数据公布后市场预计美联储年内仅降息 25BP，美元指数和美国 10 年期国债利率分别震荡回升到 106.5 和 4.7%。虽然少数美联储官员重视通胀压力企稳回升风险并表示有可能进一步加息，但 2024 年 1-5 月份美联储主席与纽约联储主席等核心成员持续维持鸽派前瞻指引(以崎岖下降、横向移动而非企稳回升来描述通胀压力，推迟降息时点但继续预期降息且认为不太可能加息)，美国货币金融环境继续宽松。美联储在 5 月份议息会议上决定从 6 月份开始放缓缩表步伐，将月度美国国债的赎回上限从 600 亿美元下降到 250 亿美元，机构债和机构 MBS 的月度赎回上限维持在 350 亿美元，并将超过这一上限的任何本金用于对美国国债的再投资；因此美联储缩表步伐将从每月 950 亿美元放缓到 600 亿美元，美国国债市场流动性因此迎来边际改善，6 月份美债 10 年期利率在 4.2-4.4% 之间运行。

3 月 21 日瑞士央行降息 25BP，正式拉开欧美央行本轮降息进程的帷幕，随后 5 月 8 日瑞典央行降息 25BP，6 月 4 日加拿大央行降息 2BP，6 月 5 日欧洲央行降息 25BP，6 月 20 日瑞士央行再次降息 25BP。除美国外的发达经济体大多没有实施大规模财政扩张，其通胀主要来源于新冠疫情和俄乌战争对全球供应链的扰乱，因此在央行紧缩政策抑制下经济增长动能偏弱且通胀也快速回落，从而为央行降息提供条件；但新冠疫情对欧洲劳动力市场的结构性影响更为深远，劳动薪资粘性与红海航线动荡恐使得欧洲面临新的通胀来源，并因此减缓欧洲央行的降息步伐。目前市场预计欧洲央行将在 9 月份和 12 月份继续分别降息 25BP，而英国央行有可能在 8 月份开始降息。

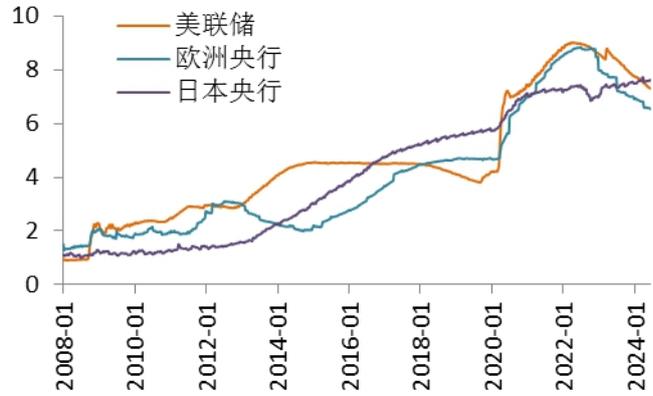
3月19日日本央行加息10BP(短期利率区间为0-0.1%)并结束收益率控制政策YCC,全球负利率现象彻底结束;6月14日日本央行表示未来将减少国债购买,并在7月底会议上决定具体的减少购债计划。尽管日本央行是唯一一家收紧货币政策的主要央行,但经济增长前景偏弱使得日本央行货币政策正常化较为缓慢,美日利差小幅收窄但依然处于高水平区间;利差劣势与经济增长前景差异使得日元兑美元汇率跌至1987年以来的新低,尽管4/5月份期间日本政府实施了约626亿美元的汇率市场干预。日本政府欢迎日元汇率贬值以摆脱通缩噩梦,但日元过快贬值也会扰乱社会经济秩序且侵蚀日企海外盈利,因此日本政府也会时不时敲打市场并逐步收紧货币政策。

图3: 美欧日央行政策利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图4: 美欧日央行资产规模



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

截至2024年6月26日,美联储和欧洲央行资产规模在本轮缩表过程中分别减少1.73万亿美元和2.3万亿欧元。美联储资产规模与美国经济总量之比为26.23%,2019年底该比值为19.62%,而2022年的阶段性峰值为38.54%;欧洲央行资产规模与欧元区经济总量之比为45.05%,2019年底该比值为39.14%,而2022年的阶段性峰值为70.15%;日本央行资产规模与日本经济总量之比为126.15%,2021年的阶段性峰值为134.86%。由于从6月份开始美联储缩表步伐将放缓至600亿美元/月,预计到年底美联储资产规模将减少至6.92万亿美元;假定2024年美国名义经济总量增长5%,则到2024年底美联储资产规模与美国经济总量之比将下降到24.44%,市场普遍预计美联储将于2024年底结束缩表。

2.2 制造业进入主动补库阶段

2.2.1 美国政府财政扩张力度不减

2008年金融危机与2020年新冠疫情爆发之后美国财政均显著扩张,2021年上台的拜登政府更是以提高经济竞争力应对中美博弈为由推出三个总规模达到

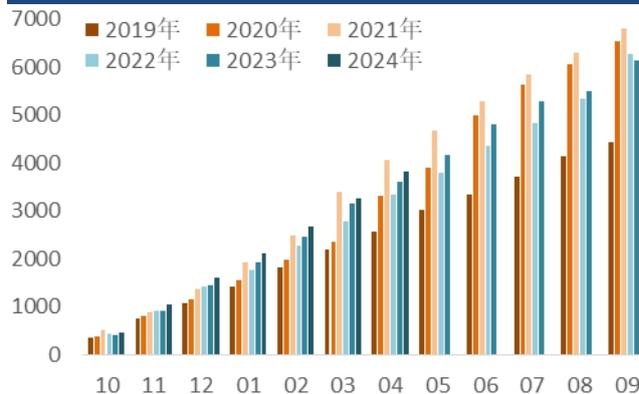
2.47 万亿美元的财政刺激方案(《基础设施投资与就业法案》、《芯片与科学法案》以及《通胀削减法案》), 这些财政刺激方案的执行时限可达十年之久, 并且以产业补贴为特征的财政刺激方案在实践中可以带动更多的民间投资。根据美国国会预算办公室 CBO 的估计, 2020 年至 2034 年美国财政支出占 GDP 比例平均将达到 24.89%(2005 年至 2019 年平均比例为 20.98%), 美国财政赤字占 GDP 比例平均将达到 7.2%(2005 年至 2019 年平均比例为 4.43%)。因此 2020 年以来(以及未来多年)美国持续并将继续处于大规模财政扩张环境当中, 这是美国经济在中长期内展现韧性的主要驱动来源。

图5: 美国政府中长期财政扩张



数据来源: CBO, 建信期货研究发展部

图6: 本财年财政扩张力度不减



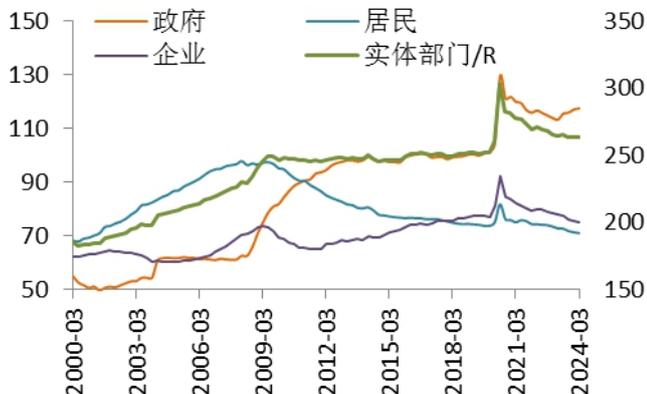
数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

虽然 2023 年中期的债务上限谈判在抑制拜登政府财政扩张意愿方面起到一定作用, 但三个财政刺激方案的核心内容得以完整保留下来, 而且在大选之年掌握权力的拜登政府也想方设法增加财政支出以争取选民支持。2024 财年(2023 年 10 月份至 2024 年 9 月份)前八个月美国累积联邦财政支出 4.49 万亿美元, 较 2023 财年同期增长 7.95%; 累积联邦财政赤字 1.2 万亿美元, 较 2023 财年同期增加 3.18%。6 月 18 日 CBO 估计本财年联邦财政支出占 GDP 比重较 2023 年的 22.74% 提升到 23.48%, 财政赤字将较 2 月份预估上调 40%至 1.9 万亿美元(财政赤字占 GDP 比重从 2023 财年的 6.28%提升到 6.73%), 影响因素包括对外军事援助(价值 950 亿美元的一揽子对外军事援助法案)、银行倒闭成本(美国第一共和银行等)、新学生贷款减免计划(预计支出 1450 亿美元)以及可自由支配支出的增加等, 由此可见 2024 财年拜登政府财政刺激力度并没有减弱。

美国政府财政扩张实质上是以政府部门加杠杆改善私人部门资产负债表状况, 进而促进居民消费(以及购房)倾向和企业投资意愿。2019 年底至 2024 年一季度美国政府部门杠杆率从 101.1%上升到 117.5%, 居民部门杠杆率先是从 73.8% 上升到 81.8%后回落到 71.1%, 非金融企业部门杠杆率先是从 76.9%上升到 92.1%

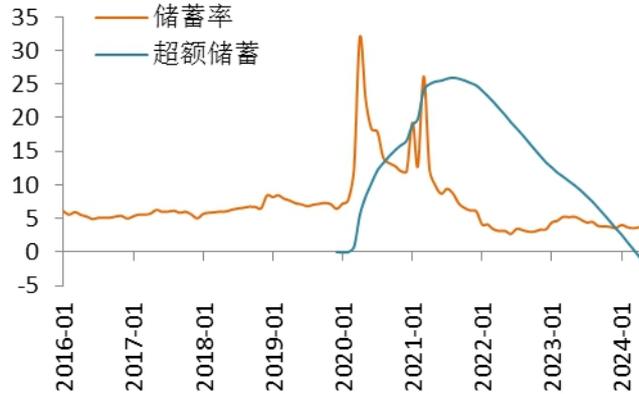
然后回落到 75.3%。因此美国政府加杠杆使得私人部门特别是居民部门资产负债表在疫情期间没有遭到过大冲击，在疫情冲击逐步减退后居民部门旺盛消费与企业部门投资热情共同推动美国经济增长。

图7：美国部门债务杠杆率



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

图8：超额储蓄已经消耗殆尽



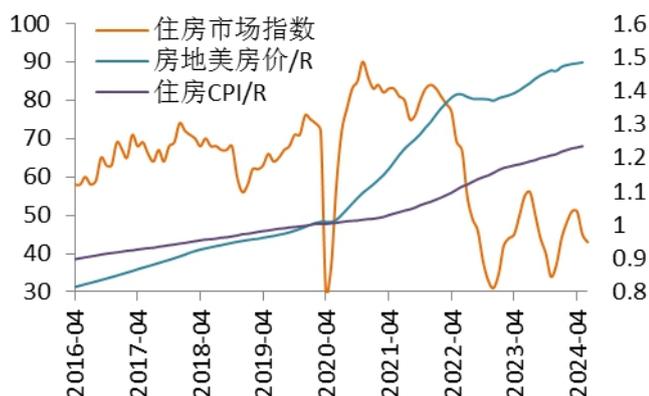
数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

尽管拜登政府财政刺激力度并没有减弱，但财政刺激效果是边际递减的。疫情期间美国特朗普政府与拜登政府先后推出总规模达到 5.68 万亿美元的五轮疫情救助计划，这使得美国居民在大规模失业的情况下仍然获得比正常年份更多的收入；而防范疫情扩散所必须的社交隔离措施则限制了居民消费场景，因此从 2000 年至 2021 年三季度居民部门最高积累起 2.6 万亿美元的超额储蓄(超额储蓄定义为 2016 至 2019 年收入线性趋势值与支出线性趋势值之差)。2021 年四季度以来随着疫情救助计划的终止以及疫情的减退和居民消费的恢复，尽管就业市场供需失衡使得居民收入继续高于疫情前线性趋势值，但支出的更大比例增长使得超额储蓄逐渐消耗，到 2024 年 3 月份美国居民部门的超额储蓄已经全部消耗殆尽。超额储蓄消耗殆尽后收入对支出的约束作用将越来越大，美国居民支出增长逐渐向收入增长(大部分由薪资构成)靠拢，甚至由于预防性储蓄增加而可能出现支出增长小于收入增长的情况；疫情过后美国储蓄率于 2022 年中和 2024 年上半年两次探底，2024 年 5 月份储蓄率 3.85% 显著低于 2016/19 年均值 6.23%，2022 年至今个人可支配收入与总支出的增幅完全一致。

居民部门良好的资产负债状况也是支撑美国房地产市场的重要因素。在 2022 年美联储因通胀压力而暴力式收紧货币政策之后，美国延续十二年的房地产上升周期转为下行周期。但低债务杠杆率与高收入增速使得居民购房能力在高利率环境中也保持稳健，建房原材料价格波动使得房地产开发商在下行周期中保持谨慎，结果是房地产库存压力仅小幅回升到 2019 年水平。低库存压力使得美国房地产价格在下行周期中保持坚挺，甚至在 2023 年之后开启二次上涨并屡创新高，房价上

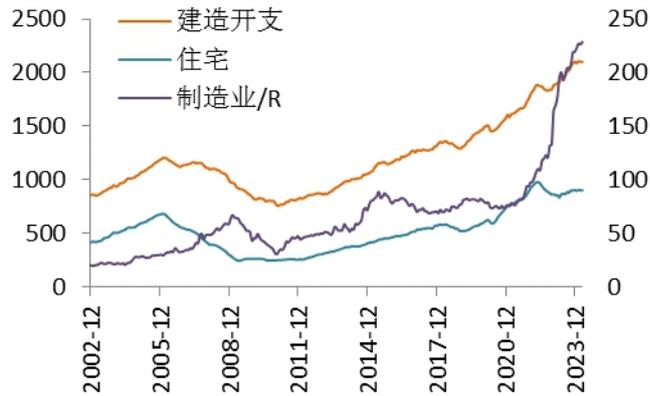
涨与购房意愿构成正反馈循环，且有力推动房租等服务业价格继续上涨，从而呈现出需求稳健、库存偏低、价格上涨的非典型熊市特征。2023年12月至2024年3月份，美联储鸽派前瞻指引压低房贷利率再次带来房地产市场小阳春，但在美联储降息预期减退而房贷利率再次上升之后，房价持续上涨、薪资增速放缓以及房贷利率回升对购房能力和房地产市场的压力再次呈现，5月份至6月份美国NAHB住房市场指数连续两个月回落，而房价增速自4月份开始显著放缓，我们预计住宅投资对美国经济的拉动作用和房租对美国通胀的拉动作用均有所减弱。

图9：美国房地产市场与房价



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国建造开支折年数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2008年金融危机之后美国历代政府推动制造业回流的努力，在2022年之后因新冠疫情诱发供应链担忧、拜登政府庞大产业补贴计划和人工智能技术革命而落到实处；2024年4月美国制造业建造开支年化2284.4亿美元，是2021年6月份的2.34倍。尽管拜登政府财政扩张力度不减，但随着全球范围内半导体和新能源产业竞争愈发激烈，以及美联储大幅度推高社会融资利率以抑制通胀，2023年12月份以来制造业建造开支增速也开始显著放缓，2024年以来美国建造开支增长实际上陷于停滞。

2.2.2 刺激政策使得美国经济不着陆

即使2024财年美国政府财政扩张力度不减，但财政刺激对居民购房消费和企业投资的影响在边际减弱；正常情况下这有利于美国经济增长势头和通货膨胀压力在美联储紧缩货币政策之下走弱，从而为美联储提供预防性降息机会。但2023年四季度美联储出于化解金融系统隐患、降低美国财政利息压力和为美国总统大选营造良好经济增长氛围等原因，通过口头干预和鸽派前瞻指引等方式实施非标准性降息，货币金融环境宽松为美国经济增长提供新的政策刺激，美国宏观经济趋势由硬着陆、软着陆变成不着陆。2024年3月份美联储将2024年美国经济增长

长预估从 1.4%上调到 2.1%(2023 年美国经济增长为 2.5%，美联储长期中性预估为 1.8%)，IMF 在其 1 月版和 4 月版《世界经济展望》报告中将 2024 年美国经济增长预估从 1.5%先是提高到 2.1%再提高到 2.7%。

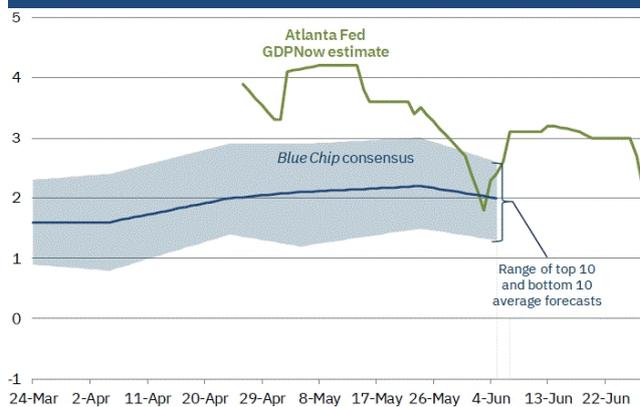
2024 年一季度美国实际 GDP 环比年率增长 1.41%，增速较 2023 年 Q4 的 3.4% 显著回落；与此同时，2024 年 Q1 价格指数环比年率从上一季度的 1.63%回升到 3.08%，因此名义 GDP 环比年率仅从上一季度的 5.12%小幅回落到 4.54%。拆分看 2024 年一季度个人消费拉动 0.98 个百分点，拉动率较 2022/23 年季度均值有明显回落，显示就业市场正常化、居民收入前景转弱以及居民部门超额储蓄消耗殆尽对个人消费的抑制作用；私人固定资产投资拉动 1.19 个百分点，显著高于 2023 年下半年的均值，主要是在非住宅投资维持较高水平的同时住宅投资明显好转。2024 年一季度个人消费和私人固定资产投资合计拉动 2.17 个百分点，较 2023 年下半年有所回落但高于 2022/23 年季度均值，说明美联储非标准性降息的确有助于增强美国经济增长动能和降低美国经济衰退风险，从而避免在大选之年影响到美国总统大选形势。

图11：美国经济增长及其分项



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美国Q2经济增长预测



数据来源：GDPNow，建信期货研究发展部

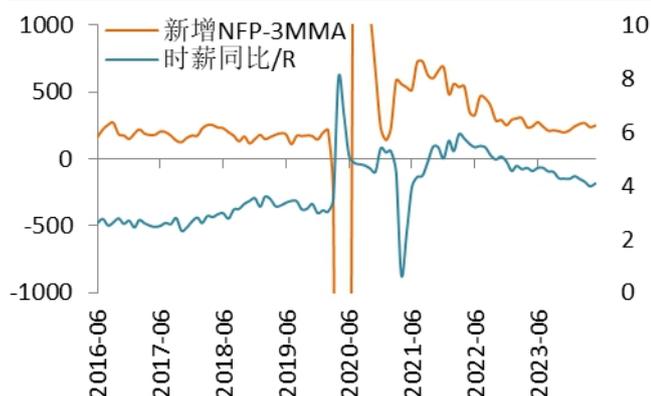
一季度拖累美国经济增长的是库存投资、净出口和政府支出。既 2023 年四季度库存投资拖累 0.47 个百分点之后，2024 年一季度库存投资再次拖累 0.42 个百分点，这显示出制造业库存周期转折并非一蹴而就，而且初期的库存增速回升更多体现在价格上而非数量上，由价格上升再带动价格与需求的正反馈循环。一季度净出口拖累 0.65 个百分点，这是 2022 年二季度以来首次出现拖累情况，也与美国经济增长动能增强相一致，内需强韧、供不应求才会导致净出口的萎靡。一季度政府支出拉动 0.31 个百分点，拉动力度下降至 2022 年三季度以来最低值，反映美国政府财政刺激对经济的拉动效果边际递减。

总体而言，我们预计美国 2024 年经济增速介乎 2-2.5% 之间，增速低于 2023 年但高于美国经济潜在增速，主要原因是美联储非标准性降息刺激私人固定资产投资和库存投资，大致抵消就业市场正常化和超额储蓄消耗殆尽对个人支出的拖累，但美国内需韧性使得净出口确定性地从拉动转为拖累。6 月 28 日亚特兰大联储最新估计 2024 年二季度美国经济增长 2.2%，其中个人消费支出和私人固定资产投资分别拉动 1.25 和 0.72 个百分点，库存投资和政府支出分别拉动 0.79 和 0.43 个百分点而净出口拖累 0.94 个百分点。

2.2.3 非法移民与劳动力市场正常化

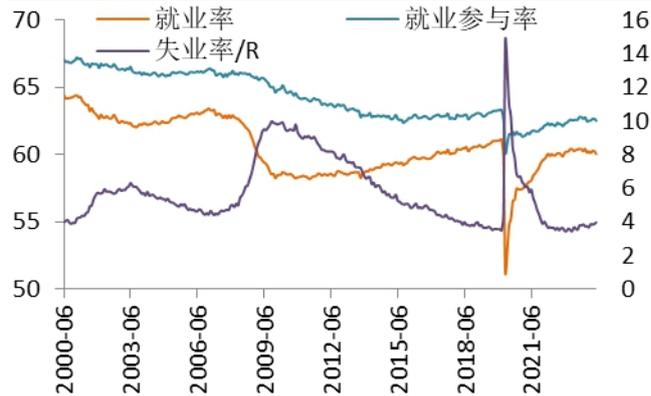
2024 年 1-5 月份美国月均新增非农就业 24.8 万，较 2023 年下半年的月均 21.3 万有所加快(但仍低于 2023 年上半年的 28.9 万)，其中增量主要分布在批零零售业(加快 3.26 万)和专业服务(加快 2.08 万)，另外休闲酒店业(放缓 1.2 万)和政府部门(放缓 0.5 万)就业扩张速度均有所放缓，信息业(加快 0.6 万)和金融业(放缓 0.5 万)一增一减基本抵消。2024 年 5 月份滞后 1 个月、3 个月和 6 个月的就业扩散指数分别为 63.4%、63% 和 66.2%，均较 2023 年 11 月的阶段性低点有显著回升，意味着近期就业扩张的行业分布是比较广泛的，就业增长既具有深度又具有广度。私人非农平均薪资同比增速从 2023 年底的 4.25% 震荡回落到 2024 年 4 月份的 3.98%，但 5 月份薪资同比增速小幅反弹到 4.08%，而近六个月环比折年率则维持在 3.8-4% 之间，可见薪资增速回落速度有所放缓。

图13：美国新增非农与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：美国失业率与就业率



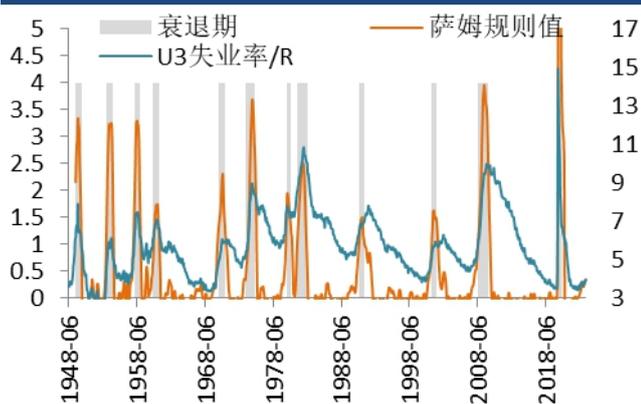
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

虽然机构调查给出的当期就业统计 CES 显示美国就业市场环比好转，但住户调查给出的当期人口调查报告 CPS 却显示出就业市场继续正常化的景象。2024 年 1-5 月份美国整体就业参与率维持在 62.52-62.67% 之间，低于 2023 年 8 月份的阶段性峰值 62.81% 但暂无显著回落迹象；其中壮年劳动力就业参与率上升到 83.6%，

创下 2003 年以来的最高值，显示出美国就业市场供不应求、薪资增速偏高运行背景下，超额储蓄持续消耗驱动壮年劳动力进入就业市场；而青年和中老年劳动力的就业参与率有不同程度的回落，其一是反映了就业匹配度较低情况下青年劳动力延长学习培训时间以求获得更好的就业机会，其二反映了新冠疫情对积累财富较多的中老年劳动力的劳动休闲观念的冲击。正如我们在年初专题报告《美国就业市场距离衰退标准还有多远》中所提出那样，疫情后就业市场火热带来的就业参与率短期上升阶段可能已经结束，人口结构老龄化对就业参与率中期下降趋势的影响开始发挥更大作用，由就业参与率回升带来的美国劳动力供应增长也告一段落，劳动力供应增长将主要依靠适龄就业群体的扩大。

CPS 报告显示从 2024 年前五月份美国适龄就业人口增长陷于停滞，月均新增数 5.1 万，远低于 2023 年全年的月均新增 52.5 万；再加上就业参与率于 2023 年 8 月份见顶后偏弱运行，使得 2025 年前五个月美国月均新增劳动力 5.6 万，远低于 2023 年全年的月均新增 40.9 万。劳动力供应增长的停滞，使得即使 2024 年月均就业减少 2 万，失业率也仅仅从 2023 年底的 3.74% 上升到 2024 年 5 月份的 3.96%，借以判断美国经济状况的萨姆指标(当前失业率 3 个月移动平均相对于过去 12 个月低点的差值)上升到 0.348 个百分点；若要萨姆指标超过 0.5 个百分点(意味着美国经济以及或很快进入衰退)，需要连续两个月的失业率超过 4.16%，而美联储在 6 月份会议上预计 2024 年底失业率为 4%。

图15：就业市场萨姆指标



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：非法移民对就业市场影响



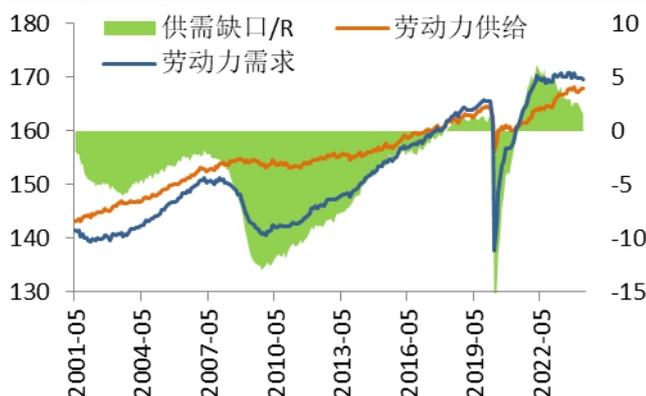
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2020 年之前非农就业与家庭就业的误差基本上在零轴附近波动，2020 年新冠疫情冲击阶段两者分歧短期内扩大又快速缩小，2021 年拜登政府上台后两者分歧开始持续性扩大。主要原因是住户调查样本是基于截止 2023 年 6 月份的人口普查数据，后续非法移民数量大增的情形并没有完全体现，因此家庭就业是相对低估美国就业市场状况的，2021 年以来非农就业与家庭就业的累计分歧与美国西南边

境非法移民数相关度达到 0.56。2024 年以来美国西南边境非法移民数量显著回落（4 月份为 18 万），而且 6 月份拜登政府发布非法移民熔断令，在日均非法移民数量达到 2 千/日或 6 万/月时将强制遣返非法移民，可想而知后续非法移民数量将进一步得到控制。我们认为后续非农就业与家庭就业的分歧将有所修复，新增非农就业数量减少但薪资增速回落速度也会放缓。

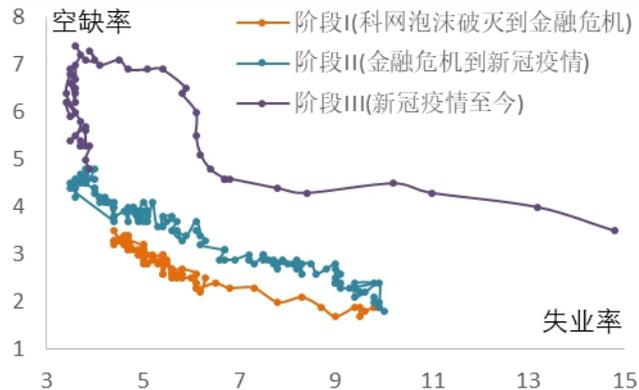
4 月份美国空缺职位数环比减少 29.6 万至 805.9 万（疫情前阶段性峰值为 759.4 万），劳动力市场供需缺口回落到 157 万，较 2022 年 3 月份阶段性峰值 619 万有显著缓解且接近疫情前阶段性峰值（148 万）。2023 年 3 月份至今劳动力供给增加 352 万、就业人数增加 286.4 万而职位空缺数减少 412 万，供需缺口的修复几乎全靠空缺数的减少。如上所述，住户调查 CPS 有可能低估劳动力市场供需并高估失业率，因此劳动力市场供需缺口可能被低估；但职位空缺数的显著下滑说明，美国劳动力市场持续正常化的结论是可以成立的，只不过正常化的速度比数据所显示的要相对慢一点。

图17：美国劳动力市场供需



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：贝弗里奇曲线(Beveridge Curve)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

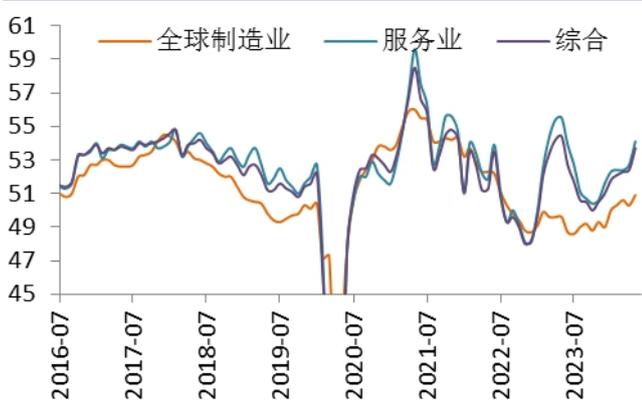
大量职位空缺使得美国就业市场正常化进程偏慢，因为高昂的招聘成本使得单位更愿意选择单位内调整而不是一边招聘一边裁员；我们看到 2022 年以来空缺率从 7.4% 回落到 4.8% 与此同时失业率仅从 3.45% 上升到 3.96%，表现为贝弗里奇曲线向左下角移动，说明随着时间推移美国劳动力市场的摩擦显著减少。目前贝弗里奇曲线已经基本上回到疫情前水平（2018 年 12 月），但职位空缺率还处相对高位，以空缺率下降来抑制失业率上升的趋势短期内不会有根本性改变，这保证了 2024 年内失业率不会显著上升，就业市场状况应该不构成美联储降息的必要条件。总体上看我们维持美国就业市场缓慢正常化的观点，有利因素包括美国政府财政扩张以及美联储非标准性降息改善美国经济增长动能，不利因素包括人口老龄化与新冠疫情的冲击、高利率环境对经济活动的抑制以及拜登政府开始限制非

法移民的大量流入。

2.2.4 制造业库存周期转入补库阶段

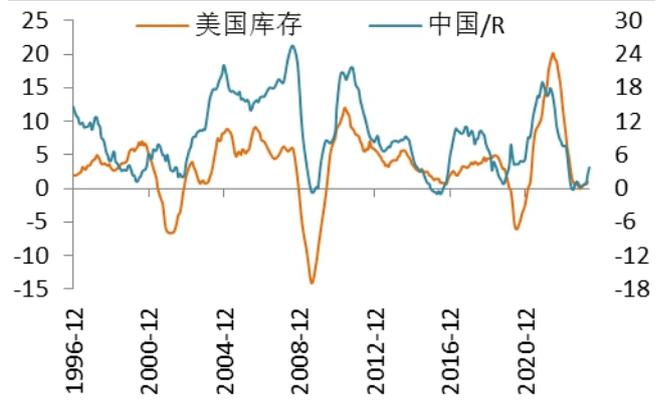
由于美中欧央行携手宽松以及中美继续实施扩张性财政，全球经济增长动能环比回升且推动制造业库存周期从被动去库阶段转到主动补库阶段。2024年5月份摩根大通全球制造业 PMI 环比上升 0.6 个百分点至 50.9%，为 2022 年 8 月份以来最高值且连续五个月位于扩张区间，全球制造业景气回升态势较为明朗。中美欧制造业 2023 年陆续进入被动去库阶段，从历史经验看中美欧制造业应当在 2023 年底至 2024 年初进入主动补库阶段；但目前中美库存压力（库存/销售比率）均处于较高水平，需要有较强的需求刺激才能推动制造业库存周期转折，而美中欧央行携手宽松刚好提供了这个前提条件。2024 年 5 月份中国制造业存货同比增长 3.74%，可以较为肯定地说中国制造业自 2024 年 2 月份进入主动补库阶段；2024 年 4 月份美国制造业库存同比增长 0.96%，美国制造业很可能自 2023 年 12 月进入主动补库阶段。

图19：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：中美制造业库存增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

具体来看，2024 年 6 月份美国 Markit 制造业 PMI 初值环比上升 0.4 个百分点至 51.7%，且是连续 6 个月位于荣枯分界线上；6 月份服务业 PMI 初值环比上升 0.3 个百分点至 55.1%，且是 2022 年 5 月份以来最高值；但 5 月份 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 走势迥异，显示大型企业受高利率环境影响较大。6 月份欧元区制造业 PMI 初值环比回落 1.7 个百分点至 45.6%，并且是连续 24 个月位于萎缩区间，虽然 2023 年下半年以来欧元区制造业 PMI 企稳回升态势不变，但地缘政治风险以及美国财政刺激对欧洲制造业的冲击继续存在；6 月份欧元区服务业 PMI 初值环比回落 0.6 个百分点至 52.6%，为连续五个月位于扩张区间。6 月份中国官方制造业 PMI 持平于 5 月份的 49.5%，为连续第二个月低于荣枯分界线，

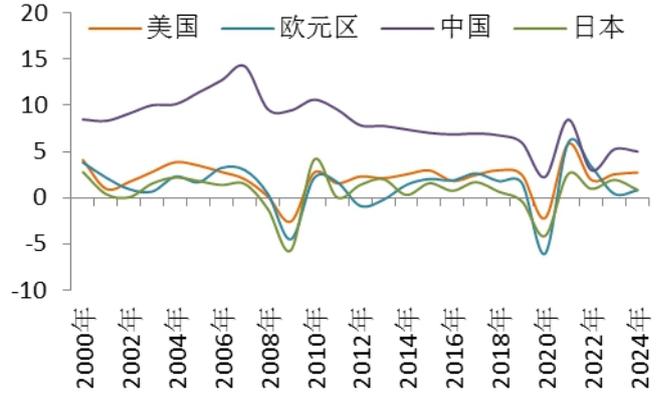
服务业 PMI 和建筑业 PMI 虽然继续位于扩张区间但环比双双回落，综合 PMI 环比回落 0.5 个百分点但为连续 18 个月位于扩张区间。总体上看拜登政府财政扩张继续利多美国制造业，海外需求好转支撑中国制造业但房地产市场疲软有所拖累，东欧和中东地缘政治风险对欧洲制造业的冲击继续存在。

图21：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图22：主要经济体经济增长



数据来源：IMF WEO，建信期货研究发展部

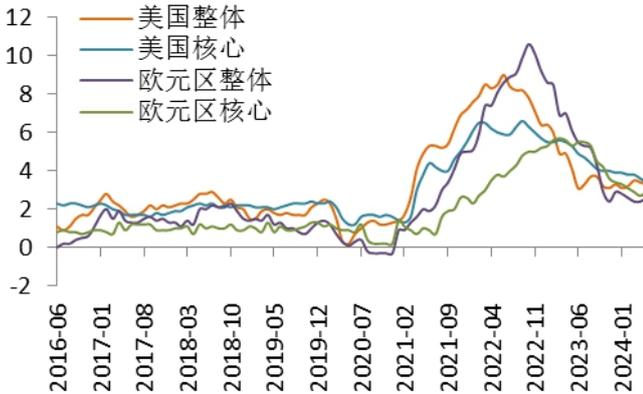
2024 年一季度美国经济环比增长 0.35%，增速较上一季度的 0.84%减少过半，主因净出口从拉动转为拖累；欧元区经济环比增长 0.31%，增速较上一季度的 -0.06%显著提升且避免了技术性衰退，通胀压力缓解对欧洲经济的提振作用较为明显；中国经济环比增长 1.6%，增速较上一季度的 1.2%有所提升，主因外需好转抵消了房地产拖累；日本经济环比萎缩 0.7%并基本上进入技术性衰退，日元汇率贬值、通胀压力高企和日本央行货币政策正常化对日本经济的负面冲击较大。国际货币基金组织 IMF 在其 4 月版《世界经济展望》中预计 2024 年全球经济增速持平于 2023 年的 3.2%，其中美国和经济增速分别从 2023 年的 2.5%和 0.4%加快至 2.7%和 0.8%，日本和中国经济增速分别从 1.9%和 5.2%放缓至 0.9%和 4.6%(5 月底 IMF 进一步上调 2024 年中国经济增速预估至 5%)。

2.2.5 通胀压力企稳回升风险隐现

美中欧央行携手宽松以及中美财政继续扩张，在增强经济增长动能的同时也带来通货膨胀压力；制造业库存周期从被动去库转变到主动补库，促使工业大宗商品供求关系趋紧并推高工业商品价格；另外巴以冲突持续恶化以及胡塞组织扰乱红海航线推高贸易成本，则从地缘政治角度增添通胀回升压力。2024 年 1-4 月份美国整体 CPI 和核心 CPI 环比增速均值分别为 0.36 个百分点和 0.35 个百分点，而 2023 年下半年分别为 0.258 个百分点和 0.267 个百分点；2024 年 1-4 月份欧元区整体 CPI 和核心 CPI 环比增速均值均为为 0.4 个百分点，而 2023 年下半年分

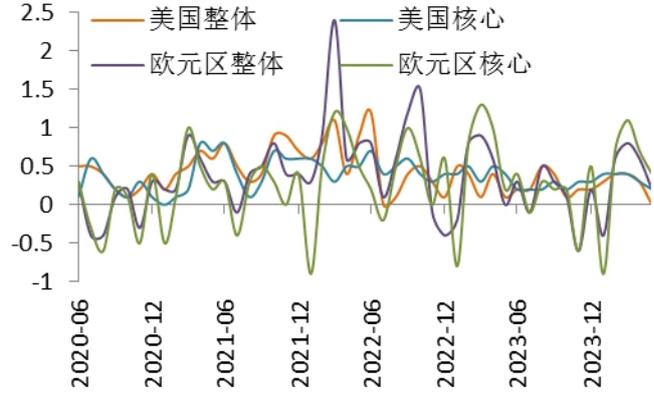
别为 0.07 个百分点和 0.08 个百分点。

图23：美欧CPI同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

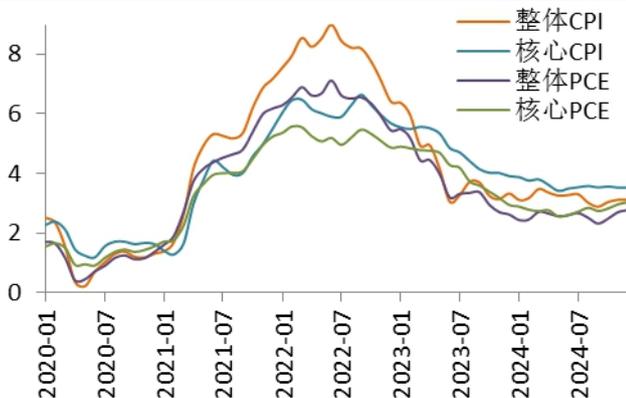
图24：美欧CPI环比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

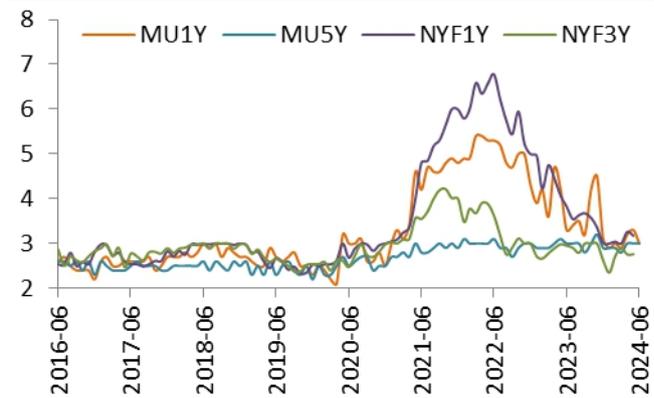
但通胀压力企稳回升反过来抑制经济增长动能，而且拜登政府也努力破坏 OPEC+联盟打压油价，5 月份欧美通胀环比增速均有显著回落。5 月份美国整体 CPI 和核心 CPI 环比分别增长 0.006 和 0.163 个百分点，整体 PCE 物价环比下跌 0.008 个百分点而核心 PCE 物价环比增长 0.08 个百分点。在这样的环比增速变化轨迹以及基数效应的共同作用下，5 月份美国整体 CPI 同比增速持续下滑至 3.25%(2023 年 6 月份阶段性低点为 3.05%)，核心 CPI 同比增速回落到 3.41%的三年低点；整体 PCE 物价同比增速持续回落到 2.56%(2024 年 1 月份阶段性低点为 2.43%)，核心 PCE 物价同比增速创下 2.55%的 3 年低点。在通胀压力企稳回升之际美国通胀预期也有所企稳，密歇根大学消费者调查报告显示 1 年期和 5 年期通胀预期分别从 2024 年 1 月份的阶段性低点 2.9%回升到 6 月份的 3%(5 月份时 1 年期通胀预期曾回升到 3.3%)，纽约联储对储户的调查报告显示 1 年期和 3 年期通胀预期分别从 2024 年 1 月份的阶段性低点 3%和 2.35%回升到 5 月份的 3.17%和 2.76%。

图25：美国通胀同比增速预估



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图26：美国通胀预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

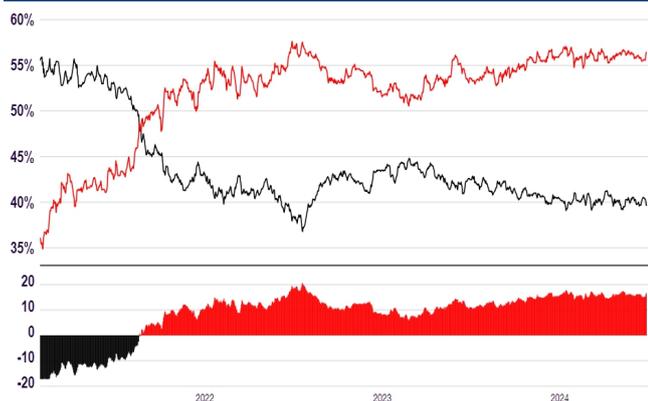
经济增长动能回暖必然与通胀压力回升相伴，叠加美国政府财政扩张力度不减以及中东战乱红海航线扰乱等因素，就使得 2024 年欧美通胀压力面临企稳回升风险。我们认为 1-4 月份的高环比增速有短期因素影响(服务业价格年初集中调整)，但 5 月份的低环比增速也有经济动能转弱和油价深度回调的短期因素。6 月 28 日克利夫兰联储的“*Inflation Nowcasting*”工具预测 6 月份美国整体 CPI、核心 CPI、整体 PCE 物价和核心 PCE 物价的环比增速分别为 0.07、0.28、0.08 和 0.21 个百分点，6 月份同比增速分比为 3.12%、3.52%、2.48% 和 2.61%，以此推算整体物价同比增速继续回落但核心物价同比增速将企稳回升，尽管回升幅度不大但方向的转折更为重要。以 3-5 月份环比增速均值作线性外推，2024 年 6-12 月份美国整体 CPI 同比增速在 2.88-3.3% 之间，核心 CPI 同比增速在 3.49-3.58% 之间，整体 PCE 物价同比增速在 2.31-2.77% 之间，核心 PCE 物价同比增速在 2.61-3.04% 之间，其中核心 PCE 物价同比增速企稳回升态势更为瞩目。

2.3 欧美政治风险扰动市场

2024 年美国、欧盟、英国、印度、南非、俄罗斯等多个重要经济体均举行换届选举，其中美国总统大选无疑是重中之重。2024 年 4 月初特朗普和拜登已经双双提前锁定共和党和民主党初选提名，2024 年美国总统大选大概率再次由特朗普对垒拜登。不同之处在于 2020 年拜登是挑战者而拜登在民意调查中持续领先特朗普，拜登抓住特朗普应对新冠疫情失误以及性格缺陷挑战成功；2024 年特朗普是挑战者而特朗普在民意调查中也持续领先拜登，拜登的主要问题在于年纪比特朗普大四岁且在巴以冲突中无条件支持以色列。面对特朗普的民意支持率优势，拥有总统权力的拜登自然不会坐以待毙而是积极应对，从而加剧美国国内外的政治风险。

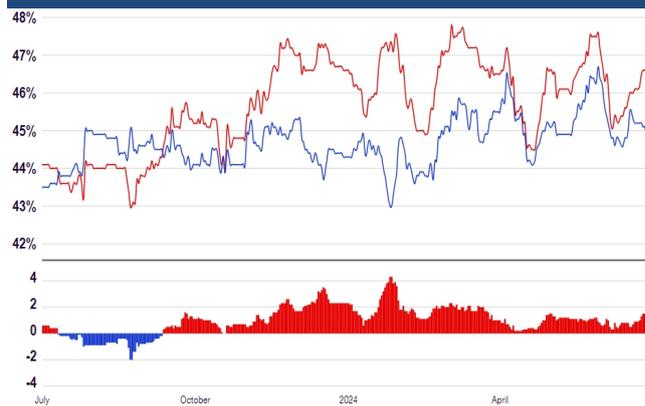
根据真实清晰政治(RCP)网站的汇总统计，2024 年至今拜登政府支持率在 40% 附近震荡，反对率在 56% 附近徘徊，结果是净支持率维持在-16 个百分点左右。2024 年 6 月 28 日拜登政府支持率为 39.7%，在拜登政府上任以来的支持率中算是比较低的，仅略高于 2022 年中通胀压力最大时期。从历史横向比较看，目前拜登政府的支持率也是比较低的，历史同期(首个总统任期第 4 年 6 月初)特朗普政府、奥巴马政府和小布什政府的支持率分别为 41.5%、47.9% 和 47.5%。从 2023 年底到 2024 年 6 月底，拜登政府在应对通胀和促进增长议题上的净支持率分别上升 5.2 和 1.8 个百分点，在应对移民和降低犯罪议题上的净支持率分别上升 1.2 和 2.5 个百分点，但是在应对巴以冲突和俄乌冲突议题上的净支持率分别下降 11 和 6.9 个百分点。6 月底拜登政府在应对巴以冲突、管理移民和控制通胀议题上的净支持率是所有议题当中最低的。

图27: 拜登政府支持率(黑线)



数据来源: RCP, 建信期货研究发展部

图28: 特朗普与拜登民意支持率



数据来源: RCP, 建信期货研究发展部

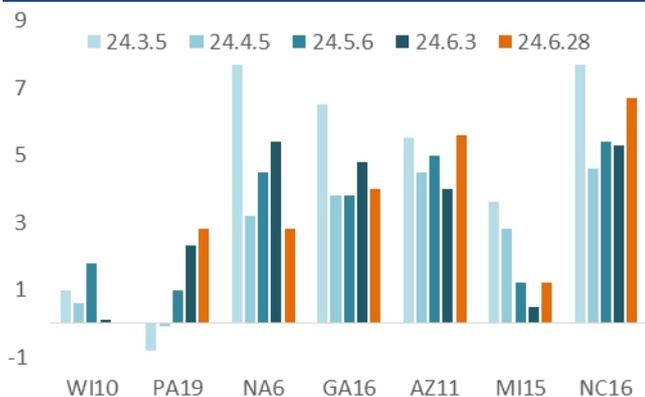
2023年9月份至2024年1月份, 特朗普利用拜登政府在应对非法移民和巴以冲突上的失误, 并成功把自己塑造成一系列诉讼案件的政治迫害者, 从而在对拜登的民意支持率上逐渐取得优势。2024年2月份至5月份, 拜登政府利用巨大的财务与权力优势攻击特朗普并发动民主党选民, 利用刑事诉讼降低特朗普在独立选民中的支持率; 虽然以色列的狂暴报复以及拜登政府对以色列的无条件支持, 引发大学校园内的支持巴勒斯坦运动, 并降低拜登在阿拉伯裔和年轻人中的支持率, 但总体上看特朗普对拜登的普选领先优势震荡收窄, 5月31日特朗普在封口费案中被定罪标志着这一过程的尾声。6月份以来, 特朗普再次利用封口费案炒作政治迫害者角色, 而拜登在与特朗普的首场总统大选辩论中老态尽显令人大失所望, 特朗普对拜登的民意支持率领先优势再次扩大到1.9个百分点。

美国总统大选采用选举人团制度, 民意支持率高低并不能完全确定总统大选胜负, 大选结果更多取决于各摇摆州的选举结果。在RCP网站识别出来的2024年7个摇摆州(总共有93张选举人票)当中, 特朗普在6个摇摆州取得对拜登的民意领先优势而在威斯康星州也堪堪打成平手, 除了威斯康星州和密歇根州外特朗普在其他五个州的领先优势超过或接近3个百分点。假定特朗普在全部7个摇摆州全数胜出, 加上有较大把握的219张选举人票, 则特朗普将取得312张选举人票从而再次当选美国总统; 如果特朗普仅丢失密歇根州和威斯康星州两个摇摆州, 则特朗普还是可以取得过半数的287张选举人票。因此从摇摆州情况看, 2024年特朗普再次当选美国总统概率较大。

由于民调数据需要较长时间来更新, 因此并不能完全反映6月27日拜登灾难式辩论的全部影响。RCP网站统计各大赌场盘口算出实时变化的胜选概率, 4月份特朗普与拜登竞选形势一度胶着, 5月份以来特朗普对拜登胜选优势逐步拉大到6月26日的16个百分点(51.7%对35.7%)。但首场电视辩论结束后特朗普与拜登胜

选概率分别为 53.7%和 19.7%，这意味着拜登基本上已经出局；即使拜登在辩论后坚持参选，政经观察员普遍认为拜登应该主动让贤，其中加州州长纽森(胜率 8%)、前第一夫人奥巴马(胜率 5.4%)和副总统哈里斯(胜率 5.3%)的胜率是外界较为看好的替代者。

图29：摇摆州特朗普领先优势



数据来源：RCP，建信期货研究发展部

图30：特朗普与拜登胜选概率



数据来源：RCP，建信期货研究发展部

目前距离 11 月 5 日大选投票日还有 4 个月时间，无论是继续由拜登竞选还是换人替代拜登，掌握行政权和参议院的民主党必然不会轻易放弃而是继续争取。民主党的发力途径为国内政治、国际政治和宏观市场，在国内力图表现出控制非法移民的积极性并借司法系统全力打击特朗普，在国外力撑乌克兰年内不败并在太平洋西岸煽风点火，在经济上继续加大财政扩张力度并全力破坏 OPEC+联盟以压低通胀。而市场也在为美国政权更换可能性做准备，目前有迹象表明特朗普第二个任期行事风格将有所变化，如近期特朗普政策顾问与日韩官员对话时表示，若特朗普再次入主白宫将继续推进美日韩三边军事、经济和外交合作；正如拜登政府全盘承接特朗普政府的对华关税壁垒一样，对于拜登政府已经初具成效的联盟建设，特朗普若再次上台当乐享其成而不是弃之敝屣。

6 月上旬欧洲议会选举结果显示右翼民粹政党快速崛起，背景是俄乌冲突和巴以冲突持续恶化、欧洲能源和生活成本大幅增加，政府部门和私人部门同时去杠杆使得欧洲经济增长动能偏弱。本届议会选举全部 720 个席位当中，中右翼的欧洲人民党党团获得 189 个席位，比上届议会增加 13 个席位；中左翼的社民盟党团获得 136 个席位，比上届议会减少 3 个席位，两大传统亲欧派党团连续第二届合计席位不到简单多数。奉行自由主义但同为亲欧派的复兴欧洲党团和绿党与欧洲自由联盟党团分别取得 83 和 53 个席位，比上届议会分别减少 19 和 18 个席位；相比之下，疑欧派的右翼欧洲保守与改革党团和极右翼身份与民主党团分别取得 74 个席位和 58 个席位，比上届议会分别多 5 和 9 个席位。

极右翼党团在本届欧洲议会选举中获得近 1/4 的席位，较上届有所增长但并未从根本上动摇欧洲议会格局。但在欧盟 27 个成员国中，有 16 个国家的极右翼政党民意支持率超过 20%，同时已经有 7 个国家的全国性政府由极右翼政党主导或参与其中，包括意大利、匈牙利、荷兰、芬兰、斯洛伐克、克罗地亚与捷克。德国极右翼选择党在欧洲议会选举中已经成为德国各党中得票率第二大的政党，15.6% 的得票率高于执政党社会民主党的 14.5%，仅次于在野党联盟党的 30.3%。法国极右翼国民联盟在欧洲议会选举中赢得了 31.7% 的选票，而法国总统马克龙所在的复兴党只有 14.5%。由于德国和法国是欧盟和欧元区核心成员国，一向被视为欧洲一体化的坚定支持力量，德法极右翼政党的崛起再次引起市场关于欧盟解体的担忧。即使国民联盟领袖勒庞声明支持法国留在欧盟内，但其执政纲领又是强调增强法国独立自主性的，因此与欧盟根基（成员国向欧盟机构让渡权力）是不相容的，极右翼势力崛起引发欧盟解体担忧是有道理的。

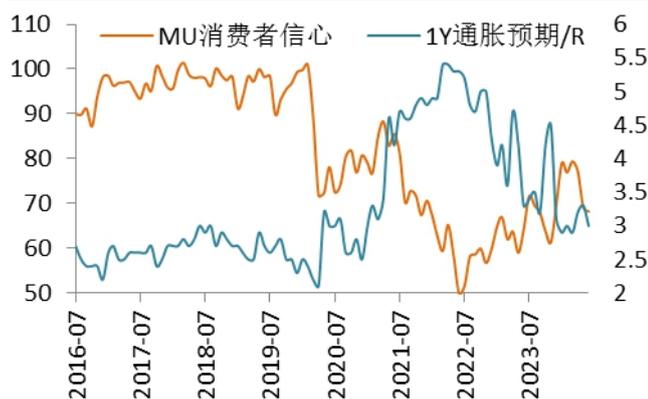
在欧洲议会选举结果出炉后马克龙立即宣布解散议会提前举行大选，在 6 月 30 日的第一轮法国议会选举中，官方结果显示国民联盟获得 33% 选票，包括马克龙的中间派联盟和匆忙组建的左翼联盟分别获得 22% 和 28% 的选票；但目前尚无法判定国民联盟铁定上台执政，消息称反对极右翼的党派试图建立统一战线以阻挠国民联盟上台。法国议会选举分位 577 个选区，如果没有候选人在第一轮选举得票率超过 50%，那么排名前两位的候选人以及所有获得 12.5% 登记选民支持率的候选人将自动获得参加 7 月 7 日第二轮选举的资格；在第二轮选举中，谁赢得最多选票，谁就能赢得该选区。

2.4 美联储微调预期管理基调

2023 年四季度至今美联储通过鸽派前瞻指引实施非标准性降息，意在化解美国金融系统隐患、降低美国财政付息压力和为美国总统大选创造适宜的经济金融环境。但美联储非标准性降息力度过大，加上美国政府财政扩张力度不减和其他经济体央行协调降息宽松，在推动经济增长动能回升的同时也妨碍了控制通货膨胀的努力。经济通胀双回升使得国债利率和房贷利率等融资成本企稳回升，一方面这使得金融系统隐患重新显现，2024 年一季度末美国银行业未实现证券亏损环比增加 389 亿美元至 5165 亿美元，不含耕地的商业地产贷款拖欠率上升到 2016 年以来的最高值；其次是反过来抑制经济增长动能，房地产等对利率较为敏感的行业 4 月份起已经重新走弱，而通胀预期回升也是近期美国居民消费走弱的重要原因之一；最后是通胀压力企稳回升也会扰乱美国总统大选形势，拜登政府在应对通胀议题上的净支持率在所有议题中始终是较为偏低的。

在这种情况下，美联储边际微调货币政策预期管理基调，期盼在支持经济增长的同时打压商品价格和通胀预期。在6月12日议息会议上美联储认为近期控制通胀的努力取得适度进展，但在经济通胀预测材料中，美联储将2024年四季度整体PCE物价和核心PCE物价同比增速预估均较3月份上调0.2个百分点，分别至2.6%和2.8%(5月份美国整体PCE物价和核心PCE物价同比增速分别为2.56%和2.55%)，这表示美联储认为年内通胀压力大概率会企稳回升。因应通胀运行轨迹前景的变化，美联储在利率点阵图上全线上调政策利率路径预估，2024年底、2025年底和2026年底的政策利率预估(均值)分别上调0.26、0.38和0.23个百分点，分别至5.07%、4.16%和3.3%，而且长期均衡政策利率预估也从2.81%上调到2.91%。3月份支持美联储2024年不降息、降息一次、降息两次、降息三次和降息四次的官员数量分别为2位、2位、5位、9位和1位，到6月份支持美联储2024年不降息、降息一次和降息两次的官员数量分别为4位、7位和8位。

图31：美国消费者信心与通胀预期



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图32：市场对2024年美联储降息幅度预期



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

美联储货币政策预期管理微调目前看成效不大。6月中下旬公布的美国经济数据整体偏弱，美债利率曲线低位运行，货币金融环境继续宽松，市场对美联储2024年度降息幅度预期在32-52BP之间波动而不再减少；虽然美元指数在欧洲政治风险刺激下持续反弹，但商品市场并没有出现流畅调整，伦敦金银价格分别在2280美元/盎司和28.6美元/盎司附近取得支撑，原油价格更是持续反弹至2024年4月份水平。我们认为拜登政府财政扩张力度不减情况下，美联储货币政策具有一定程度的限制性但不足以把通胀压低到疫情前水平；美联储非标准性降息使得货币金融环境宽松并促进经济和通胀回升，这反过来提高美联储标准性降息的门槛并阻碍美联储实施标准性降息。如果美联储货币政策预期管理微调无法使得货币金融环境重新收紧，在不出现金融系统暴雷和美国股市大跌等黑天鹅事件的情况下，美联储首次降息时点将因为经济和通胀持稳而不断延后，那么目前市场对美联储的降息预期(11月份开始降息，年内降息空间45BP)就面临再次修正的风

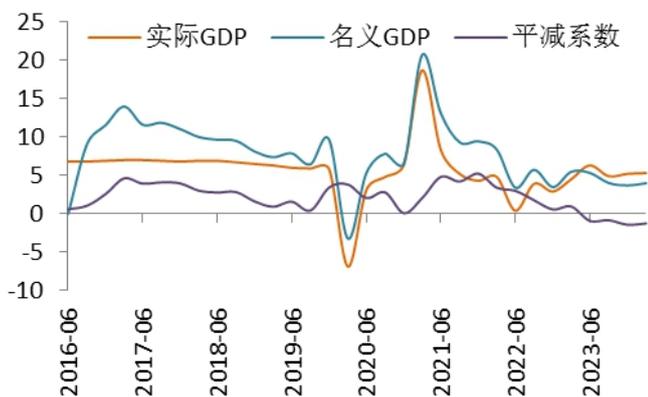
险，这种风险将在美国经济增长动能和通胀压力再次短期回升时给市场带来调整压力。

三、中国经济弱复苏与跨期调控

3.1 出口回暖带动经济弱复苏

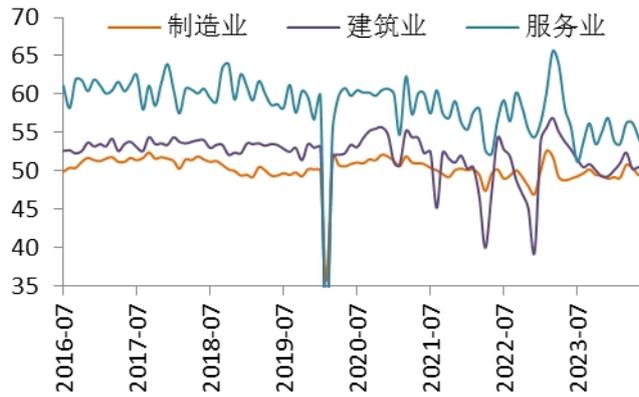
得益于美中欧央行携手宽松推动制造业库存周期转折带来的出口形势改善，2024年一季度中国实际GDP同比增长5.3%，季调环比增速较2023年四季度提升0.4个百分点至1.6%；与此同时通缩压力小幅缓解但依然偏高，2024年一季度GDP平减系数同比萎缩1.27%，萎缩程度略小于2023年四季度的1.43%，但仍是2010年以来的次高值，且为2000年以来首次出现连续四个季度萎缩。从需求端看，2024年一季度终端消费支出对GDP当季同比拉动3.91个百分点，拉动力度较2023年四季度减少0.25个百分点；资本形成总额对GDP当季同比拉动0.63个百分点，拉动力度较2023年四季度减少0.57个百分点，以上两项都是连续三个季度持续下滑，说明内部需求偏弱状况尚未明显改善。2024年一季度净出口对GDP当季同比拉动0.77个百分点，拉动力度较2023年四季度提升0.93个百分点，也是2022年四季度以来首次由拖累转为拉动。由此可见一季度超预期的经济增长，主要驱动力是全球经济增长动能回升带来的出口形势好转。

图33：中国整体经济增长



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图34：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年中国官方制造业和服务业PMI先回升后回落，2024年6月份制造业PMI持平于5月份的49.5%，为连续第二个月低于荣枯分界线；服务业PMI环比回落0.3个百分点至50.2%，为连续第六个月位于扩张区间；综合PMI环比回落0.5个百分点至50.5%，但仍为连续18个月位于扩张区间。制造业新订单和新出口订单都是连续3个月回落，这自然反应到企业采购和生产上面，供需两端的价格同步走弱。我们判断国内外需求走弱情况下，中国二季度GDP环比增速将有所放缓，

但通缩压力也会由于商品价格回升而有所减轻。

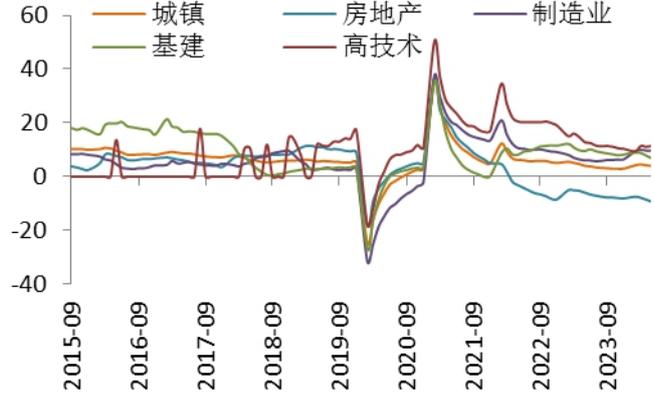
2024年1-5月份中国出口累积同比增长2.7%，增速较2023年全年提升7.4个百分点。分国别看对美国出口累积同比增长0.2%，增速较2023年全年提升13.3个百分点；对欧盟出口累积同比萎缩3.9%，萎缩程度较2023年全年收窄6.3个百分点；对东盟出口累积同比增长9.7%，增速较2023年全年加快14.7个百分点；对俄罗斯出口累积同比萎缩1.8%，在2023年高基数基础上由于美欧加强制裁俄罗斯而小幅减弱。总体上看对东盟等一带一路经济体出口份额持续扩大，对欧美出口形势因制造业进入补库周期而有所好转，但地缘政治风险和贸易壁垒阻碍贸易的发展。在出口产品类别方面，随着中国经济结构转型升级，汽车船舶飞机等装备制造业和集成电路在机电产品中占比从2019年的8.8%提升到14.4%，显示中国在跨国产业链中的位置逐步向中上游转移。

图35：中国出口增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图36：中国投资增速



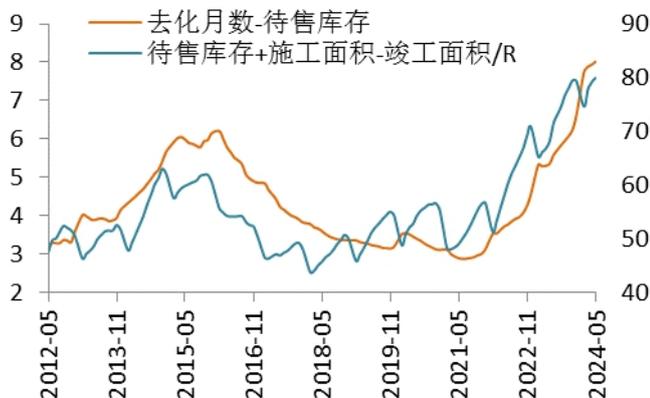
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年1-5月份中国城镇固定资产投资累积18.8万亿元，同比增长4%，增速较1-4月份放缓0.2个百分点且为连续第二个月放缓。其中房地产投资累积同比萎缩9.4%，萎缩程度较1-4月份扩大0.8个百分点，仍是固定资产投资乃至中国内需的最大拖累项目；制造业投资累积同比增长9.6%，增速较1-4月份放缓0.1个百分点但仍较2023年全年的6.5%有显著加快，显示重型机械、新能源和半导体领域继续扩张；广义基础设施建设投资累积同比增长6.68%，增速较1-4月份回落1.1个百分点且是连续第四个月回落，基层债务压力与发债进度落后共同制约基建投资。

2024年5月份中国房地产景气指数录得92.01，较4月份小幅下滑0.01个点，显示中国房地产市场探底之路尚未结束。1-5月份房地产销售面积累积同比萎缩20.3%，萎缩程度较2023年全年扩大11.8个百分点；1-5月份施工面积累积同比

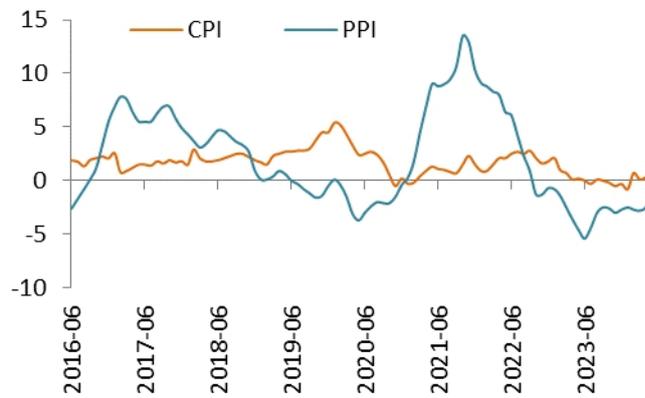
萎缩 11.6%，萎缩程度较 2023 年全年扩大 4.4 个百分点。5 月底待售面积为 7.4 亿平方米，以近 12 个月累积销售面积计算的去化月数上升到 8.01 个月，较 2016 年阶段性峰值高 1.8 个月，考虑到施工面积和竣工面积的去化月数达到 79.95 个月，较 2015 年等值高 16.91 个月。近期房地产支撑政策有效激发热点城市的二手房交易，但新房交易继续受到人口结构老龄化、居民收入前景预期和房地产价格前景预期的负面影响，房地产高库存与弱销售使得房价继续走弱，6 月 20 日住建部要求各地要推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。

图37：中国房地产继续累库



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图38：中国通胀增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年 2 月至 5 月份中国 CPI 同比增速在 0.1-0.7% 之间波动，初步摆脱 2023 年 10 月-2024 年 1 月份的萎缩局面，主要是食品价格拖累显著减轻。由于三年价格下跌推动过剩产能出清，2024 年 2 月中旬至 5 月份生猪价格上涨 25.5%，对推动食品价格乃至整体 CPI 回升起到重要作用；但服务业价格回升速度在 2023 年报复性消费过后已经放缓，而且工业制成品价格偏弱状况并没有根本性改善，3 月份之后核心 CPI 重返弱势。2024 年 5 月份中国 PPI 同比萎缩 1.4%，萎缩程度自 2023 年 7 月份以来持续收窄；主要得益于基数效应的减弱，而制造业补库周期的启动对原材料价格有推动作用；虽然 2021-2023 年产能过度扩张的负面影响继续存在，但利润空间极端压缩使得原材料价格能较为顺畅地转嫁到中下游。

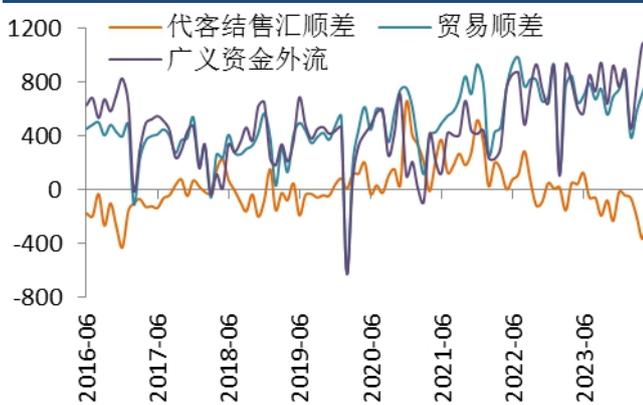
3.2 跨期调控与底线思维

尽管 2023 年 11 月中美领导人在旧金山举行第二次会晤，而且后续两国官员往来与沟通逐渐增多，但中美博弈态势非但没有缓和反而进一步加剧，中美围绕俄乌战争、台海形势、南海冲突和产业发展的博弈继续白热化。由于俄罗斯在乌东顽强推进，欧美对俄罗斯实施多轮新制裁，并威胁制裁中国银行系统，逼迫中国减少与俄罗斯的正常贸易往来；台湾地区领导人选举，务实台独派赖清德上台

执政，并在上台日发表包含两国论内容的反动宣言，拜登多次宣称美国将武力保卫台湾；菲律宾总统小马科斯上台后显著倾向美国，允许美国在菲律宾增加四个军事基地并部署中程导弹系统，菲律宾则借美菲共同防御条约不断侵犯中国南海岛屿；拜登政府上台后全盘继承特朗普时代建立起来的中美贸易壁垒，用小院高墙借口持续限制中美科技交流与贸易，并联合盟友以过剩产能为借口对中国出口新能源产品加征关税。

中美博弈白热化加大中国地缘政治风险并抑制外资投资，这会给中国经济增长带来负面影响进而推动中国国债利率下行；在美国国债利率因刺激性经济政策而持稳的情况下，中国国债利率下行会带来资金外流压力并施压人民币汇率，人民币汇率贬值预期会进一步推动资金外流，从而形成资金外流与人民币汇率贬值的正反馈循环。2024年1-5月份以贸易顺差与银行代客结售汇顺差之差定义的广义资金外流(包括金融资本账户逆差、服务贸易逆差和收入逆差等)累积达到4191亿美元，较2016年同期的阶段性峰值高出14.4%；2024年1-5月份外商固定资产投资累积同比萎缩15.4%，也是2004年有数据记录以来(同期)最低值。而随着中国国债利率持续下行，以人民币对美元汇率中间价对离岸价偏离程度衡量的汇率干预程度也达到了2020年以来最大值。

图39：中国跨境资金流动



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图40：人民币汇率与市场干预



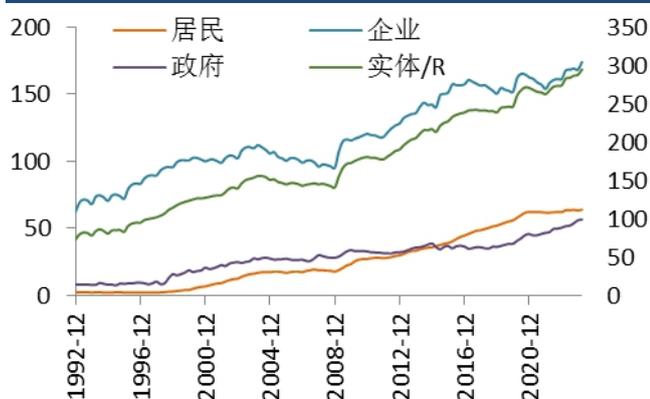
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

地缘政治风险抑制外资投资并推动资金流出，房地产市场动荡和就业收入前景不确定性则抑制居民投资意愿并推高预防性储蓄。2008年全球金融危机之后中国外贸红利和人口红利双双减退，决策层以基础设施建设投资为经济结构转型升级提供缓冲窗口，基建投资与房地产牛市构成正反馈循环，2008年四季度到2023年一季度中国居民部门债务杠杆率上升45.7个百分点至63.6%。而由于新冠疫情冲击、地缘政治风险和人口结构老龄化等原因综合影响，2022年开始中国房地产周期进入下行阶段，房地产价格显著调整沉重恶化房地产产业链的生产经营状况、

居民部门的资产负债表状况和地方政府部门的收入来源。

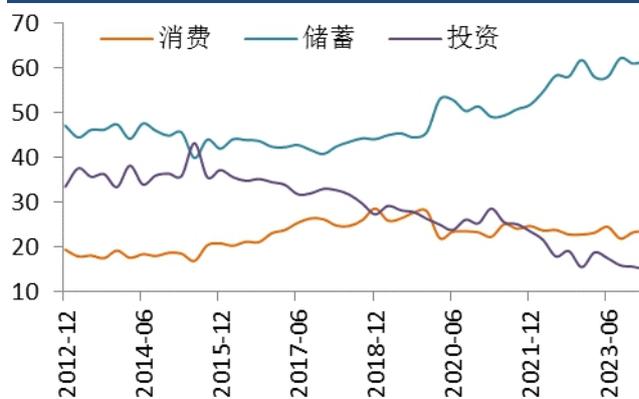
根据中国央行城镇储户问卷调查结果，2023年二季度至2024年一季度城镇储户就业预期指数和收入信心指数持续下滑，并接近或低于2015年四季度水平；2024年一季度在资金运用中倾向于更多储蓄的储户占比维持在60%左右，倾向于更多投资的储户占比持续下滑至14.9%，尽管倾向于更多消费的储户占比稳定在23%左右；预计未来房价上涨的储户占比下降至11%的记录新低，预计未来房价下跌的储户占比则上升至22%的记录新低。2022年至2024年一季度中国金融机构储蓄存款余额增长42%，其增速远超同期中国名义经济增幅10.7%。

图41：中国部门债务杠杆率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图42：城镇储户资金运用倾向



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在私人部门存在较强去杠杆意愿的情况下，应当以政府部门加杠杆作为对冲，以避免通缩风险并保持经济增长在合理区间。但是在中美博弈背景之下，经济政策规划要着眼跨期调控和贯彻底线思维，更多以产业政策推动经济结构转型升级；逻辑是尽量节约政策工具的使用，留出政策空间应对地缘政治的突发重大冲击。6月19日中国央行行长在第十五届陆家嘴论坛上对中国货币政策立场和框架作了深入阐述，在逆周期和跨周期调控中央行将注重把握和处理三方面关系：一是短期与长期的关系，把维护价格稳定、推动价格温和回升作为重要考量，灵活运用利率、存款准备金率等政策工具，同时保持政策定力，不大放大收；二是稳增长与防风险的关系，统筹兼顾支持实体经济增长与保持金融机构自身健康性的关系，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险；三是内部与外部的关系，主要考虑国内经济金融形势需要进行调控，兼顾其他经济体经济和货币政策周期的外溢影响。在未来货币政策框架中要继续优化货币政策中间变量，逐步淡化对数量目标的关注，更加注重发挥利率调控的作用；进一步健全市场化的利率调控机制，明确主要政策利率并适度收窄利率走廊的宽度；逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，将其定位于基础货币投放渠道和流动性管理工具，与其他

工具综合搭配共同营造适宜的流动性环境。

图43：中国广义财政收支



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图44：中国货币供应



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在制造业进入补库周期、海外需求回暖支撑中国经济弱复苏的基准判断下，2024年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；在促进经济增长运行在合理区间的同时，注重推动工业结构转型升级和防范重点领域风险；一方面以基建投资稳定整体经济并以高技术投资推动工业结构转型升级，另一方面以大规模设备更新、消费品以旧换新和房地产去库存促进需求。6月27日政治局会议重点研究进一步全面深化改革和推进中国式现代化问题，决定于7月15日至18日召开二十届三中全会。

由于广义财政收入受到房地产市场动荡等因素影响，财政支出受到优质项目储备不足和严控地方政府债务等因素影响，2024年1-5月份中国广义财政收支分别累积同比萎缩4.1%和2.2%，以此增速作线性外推可知2024年中国广义财政支出可能较2023年减少约1万亿元，房地产市场动荡严重约束中国财政扩张能力。在货币供应方面，2024年5月份广义货币M2同比增长7%，增速较2023年12月减缓2.7个百分点；狭义货币M1同比萎缩4.2%，增速较2023年12月减缓5.5个百分点；M2/M1增速差从8.4个百分点进一步拉大到11.2个百分点。2024年5月份社会融资存量同比增长8.4%，增速较2023年12月放缓1.1个百分点。

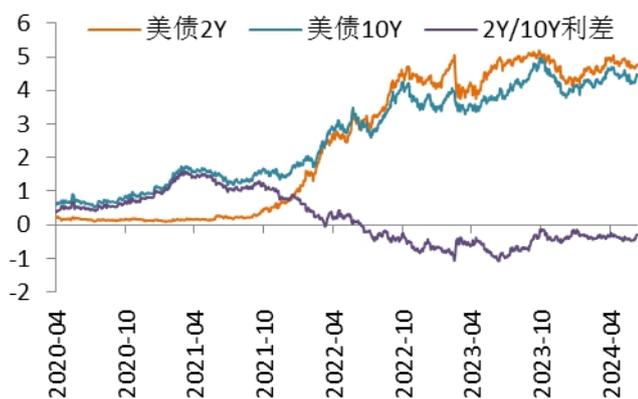
四、大类资产市场分析

4.1 大类资产走势分析

2024年上半年美国国债利率先反弹再回落，10年期国债利率从年初的3.88%上升到4月下旬的4.7%然后回落到6月底的4.36%，半年波动中枢持平于2023年下半年的4.3%，2/10期限利差维持25-45BP之间的倒挂。1-4月份国债利率反

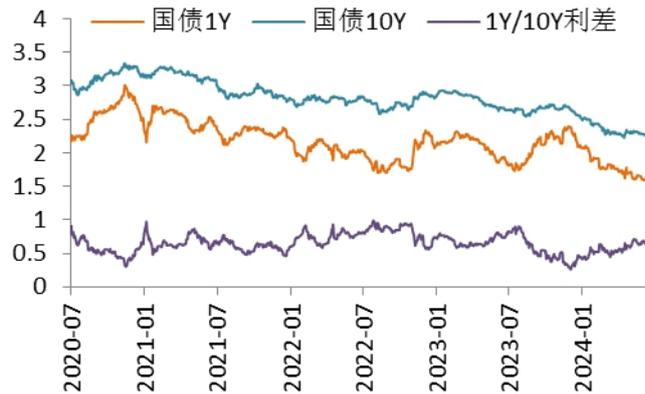
弹是因为美国经济增长、就业市场与通货膨胀展现出较强韧性，市场对美联储降息预期持续减退；5月份至6月份国债利率回落是因为经济通胀数据边际走弱、美联储放缓缩表步伐和美国财政部发债融资显著减少。我们认为美国政府财政扩张力度不减、美联储非标准性降息、人工智能技术革命以及地缘政治机遇使得美国经济、就业市场和通货膨胀保持较强韧性，而美中欧央行携手宽松推动制造业库存周期转折增添了外来通胀冲击；这意味着在没有黑天鹅事件冲击的情况下美联储可能持续延后首次降息时点，这将从根本上限制美债利率下行空间，而三季度美国财政部加大发债融资力度可能提供新的上行压力，但欧洲央行降息、欧洲政治风险以及美联储鸽派前瞻指引也会抑制美债利率上行幅度。总体而言我们判断2024年下半年美债利率先反弹后回落，10年期美债利率核心波动区间为4-4.8%，2/10期限利差继续维持倒挂格局。如果有黑天鹅事件出现或者美联储通胀容忍度显著上升，则美债波动区间将有所下移。

图45：美国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图46：中国国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

偏弱的经济增长势头、股票市场和房地产与一再下调的存款利率催生资产荒逻辑，中国10年期国债利率从年初的2.56%震荡回落到2.2%，30年期国债利率从2.82%回落到2.42%，双双创下有数据记录以来的最低值，各信用利差也一再压缩。尽管央行因担忧利率曲线平坦化带来的远期亏损风险(以美国为例，美国银行业在2020年至2021年低利率时期大量购债，2022年以来美国银行因通胀和利率回升而承受债券损失，目前未实现亏损约为美国银行业年度利润的两倍)而多次窗口指导，仍无法缓解资产荒逻辑下的债券投资热潮，当然这也给央行带来“债券投资热潮-期限利差和信用利差极限压缩诱发远期风险-央行抑制流动性并窗口指导-流动性折价导致经济与股市承压-避险需求使得债券投资继续过热”的自循环难题。我们认为美中欧央行携手宽松推动制造业库存周期从被动去库转到主动补库，海外需求回升与国内刺激政策势必使得中国经济增长动能有所改善，中国通缩压力已经开始缓和，缺乏基本面支撑的债券市场可能在利空因素积累后承受调

整压力；但与此同时财政刺激力度受限于地方政府债务压力与中美博弈竞争态势，房地产大周期转折与地缘政治风险使得中国中期经济增长动能偏弱，这意味着国债短期回升之后或仍将继续下行，预计2024年下半年10年期国债利率核心波动区间为2-2.4%。

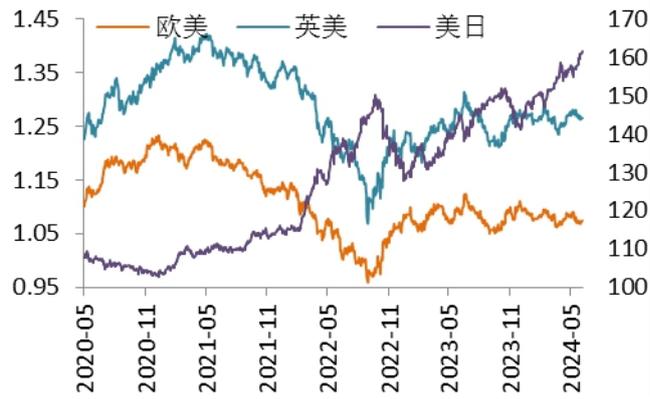
2024年1至4月份美元指数从100.6震荡反弹至106.5，主要驱动力是美国经济和通胀展现较强韧性、美联储降息预期持续减退，以及日本央行货币政策正常化进程因能登半岛地震和经济动能偏弱而慢于市场预期；5月份美元指数偏弱调整至104附近，因美国经济与就业数据短期走弱以及美债利率显著回落；尽管6月份美国经济与通胀数据继续走弱，但美联储微调预期管理基调且欧洲央行开始降息，加上欧洲议会选举引发欧洲政治风险，利差优势与避险需求仍推动美元指数反弹至106附近。我们认为美国政府财政扩张力度不减、美联储非标准性降息、人工智能技术革命以及地缘政治机遇使得美国经济、就业市场和通货膨胀保持较强韧性，经济增长前景差异和利差优势对美元汇率的支撑持续存在；欧洲央行降息以及全球经济动能回升削减美元的避险需求，但欧洲政治风险和海外地缘政治风险又提振美元的避险需求，尤其是美国总统大选形势逐渐明朗后市场可能提前开启特朗普交易。总体而言我们判断2024年下半年美元指数先涨后跌，核心波动区间为102-108；三季度上涨动能来自美国经济通胀韧性、美联储降息预期降温、欧洲政治风险和特朗普交易，美联储降息预期重新升温则在四季度施压美元指数。

图47：美元与人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图48：美元对欧英日汇率



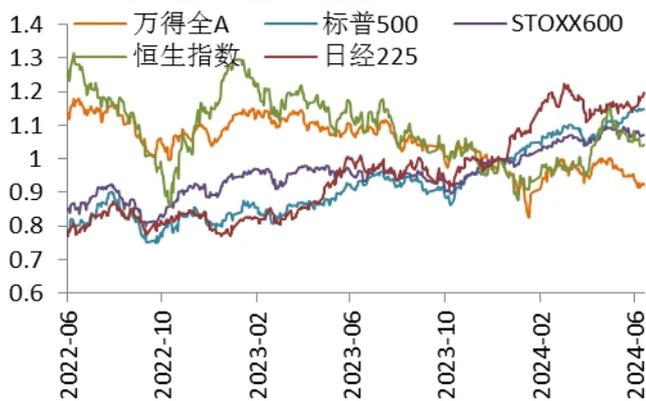
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

房地产市场进入下行周期以及人口结构老龄化对中国中期经济增长的抑制持续存在，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，尽管中国短期经济因外部需求改善和国内刺激政策而弱复苏，人民币汇率指数基本上延续了2023年下半年以来的上涨趋势，但在美元指数强势运行情况下人民币兑

美元汇率弱势难改，2024年上半年人民币汇率指数上涨2.64%而人民币兑美元离岸汇率贬值2.45%。根据2024年下半年美元指数先涨后跌、波动区间整体上移的基准预期，我们预计2024年下半年人民币汇率指数继续小幅回升，而人民币兑美元汇率继续承受贬值压力但四季度或企稳回升，核心波动区间为7.2-7.45。

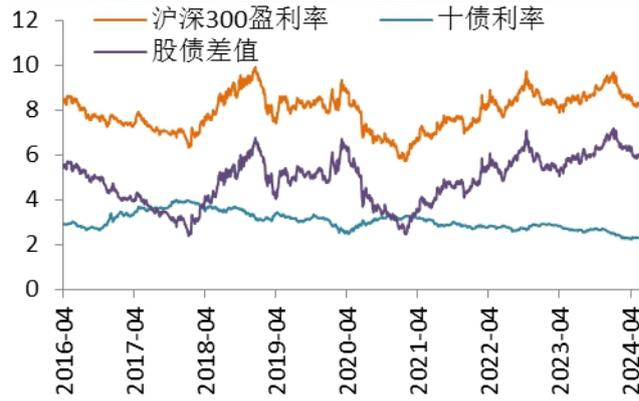
2024年上半年美欧日股市偏强而中港股市偏弱。日经225指数、标普500指数和欧洲STOXX600指数分别上涨18.3%、14.5%和6.8%，日元汇率贬值和企业利润改善预期继续推动日本股市创新高，美联储降息预期和人工智能技术革命使得美股震荡上行，欧洲央行降息利多欧股但政治风险带来调整压力；香港恒生指数上涨3.9%而万得全A指数下跌8%，国内股市大盘蓝筹股显著好于小盘成长股，上证50指数和沪深300指数分别上涨4.9%和2.7%而中证500指数和中证1000指数分别下跌7.5%和15.6%，主要受到地缘政治风险、企业盈利能力偏弱以及货币政策框架调整的影响。产能快速增长与内部需求偏弱导致企业盈利能力偏弱，汇率贬值压力和货币政策框架调整抑制整体估值水平，地缘政治风险打压股市风险偏好，这些因素下半年将继续存在；因此我们预计2024年下半年中国股市可能还会偏弱运行，反弹机会可能要由超跌后的估值修复来提供，但四季度若美联储降息带动美元汇率和美债利率下行也会利多中国股市。6月28日万得全A指数、沪深300指数和中证500指数对10年期国债利率的股债差值分别为3.95、6.24和2.51个百分点，2月5日阶段性高点分别为4.48、7.02和3.12个百分点(股债差值越高说明股市相对债市的性价比越高)。

图49：全球股票指数(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图50：沪深300指数股债差值



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年上半年中国南华商品指数和美国标普高盛商品指数分别上涨11.1%和4.7%，国内工业品、农产品和贵金属指数分别上涨2.9%、0.4%和20.1%，工业品中有色金属和能源化工分别上涨10.9%和4.8%而黑色金属下跌10.9%。环球央行陆续进入降息周期为大宗商品提供流动性溢价，美中欧央行携手宽松与中美财政

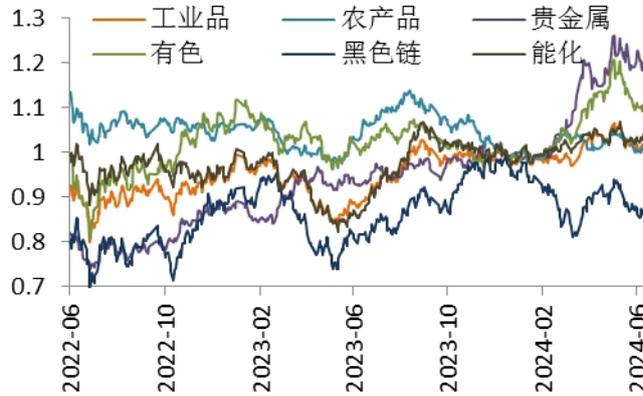
扩张推动制造业进入主动补库阶段，进一步提振工业商品的需求预期，而地缘政治风险和 OPEC+减产则推高原油价格波动中枢，但中国房地产市场动荡以及中国央行货币政策框架调整抑制国内商品特别是黑色链表现，2024 年上半年伦敦黄金、WTI 原油和 LME 铜分别上涨 12.8%、14.2%和 12%而上海螺纹下跌 11%。

图51：中外商品指数



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图52：中国商品分类指数(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

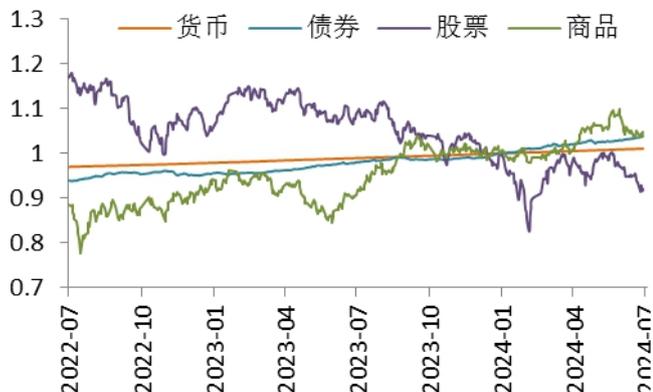
我们认为大宗商品市场在环球央行携手宽松和制造业库存周期转折、经济动能回升的双重影响下有望进入新一轮的中级上涨阶段，央行降息预期以及需求改善预期已经带来大宗商品的春季躁动。但美国政府财政扩张力度不减、美联储非标准性降息以及大宗商品春季躁动，在增强美国经济就业韧性的同时也加大了美国通胀韧性并使得美联储降息时点不断后延，欧洲政治风险抵消欧洲央行降息的刺激作用，中国央行货币政策框架调整意味着流动性增长放缓。因此抑制大宗商品的中短期利空因素有所增多，三季度大宗商品价格或延续偏弱调整步伐但调整空间相对有限，四季度美联储降息预期与落地将进一步推动大宗商品上行。在本轮中级牛市中率先启动的黄金仍有上涨动能但上涨幅度或相对有限，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，风险在于欧洲议会选举、美国总统大选引发的地缘政治动荡和国际贸易障碍。

4.2 大类资产配置建议

2024 年上半年中国股市先延续下跌趋势，然后在政策干预下 V 型反转，但在 2023 年底水平附近再次遇阻转弱；国债收益率在资产荒逻辑主导下整体持续下行并创历史记录，甚至在通缩压力减缓、央行多次口头干预以及回收债市流动性的情况下仍无改观；商品价格受到美欧央行进入降息周期和制造业库存周期转折的提振，但国内房地产市场动荡和央行货币政策框架调整施加调整压力。2024 年上半年中国货币(七天同业拆借利率累积)、债券(中债总财富指数)和商品(南华商品

指数)分别上涨 1.06%、3.87%和 4.74%而股票(万得全 A 指数)下跌 8.01%，大类资产表现为商品>债券>货币>股票，相对表现排序与 2022 年和 2023 年是完全一致的，差别只在于绝对涨跌幅度的变化。

图53：中国大类资产走势(2023年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图54：中国大类资产年度涨跌幅



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

在经典美林时钟模型中，复苏期大类资产表现排序为股票>债券>货币>商品，繁荣期大类资产表现排序为商品>股票>货币>债券，滞胀期大类资产表现排序为货币>商品>债券>股票，衰退期大类资产表现排序为债券>货币>股票>商品。可见 2022 年以来中国大类资产相对表现不符合经典美林时钟模型，造成这种情况的原因有大宗商品全球定价(因此不仅仅取决于中国经济通胀形势和经济政策)、工业产能持续高增(导致通胀形势与大宗商品走势脱节并恶化企业经营状况)以及地缘政治风险高涨(推高大宗商品价格、打压股市风险偏好并提振债券的避险需求)，另外还有碳中和趋势和新能源产业发展的长期结构性影响。

我们判断这些因素在中期视角内将继续存在，因此中国商品与债券同时走强而股票偏弱现象难以根本性逆转。环球央行携手宽松和制造业库存周期转折推动大宗商品中级上涨的逻辑不变，三季度大宗商品价格或延续偏弱调整步伐但调整空间相对有限，四季度美联储降息预期与落地将进一步推动大宗商品上行；虽然央行频频口头干预并实质性收紧债市流动性，但房地产大周期转折与地缘政治风险使得中国中期经济增长动能偏弱，这意味着国债短期回升之后或仍将继续下行；地缘政治风险、企业盈利能力偏弱以及货币政策框架调整使得中国股市持续偏弱运行。但股债在市场因素推动下远离基本面的确为股债相对估值的短期修复提供机会，特别是考虑到货币政策限制性累积最终提供美联储预防性降息条件的情况下。因此 2024 年下半年在继续看好大宗商品的情况下，我们着重关注三季度末加大股市配置而减配债券配置的可能性。

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	监管层打击债市过度投机行为，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	标配	中国经济弱复苏，价值股性价比突出；
	成长股	低配	地缘政治风险高涨抑制成长股估值水平；
商品	原油	标配	经济复苏前景推高油价，但油价大涨不利于美联储降息；
	黄金	超配	黄金中短期市盈率已经偏高，但地缘政治风险高涨和欧美央行降息前景依然利多黄金；
主要风险因素			美国经济与美联储降息预期，东欧/中东地缘政治，中国改革前景

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研投中心】

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：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211
电话：0755-83382269 邮编：518038

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：khh@ccb.ccbfutures.com 网址：<http://www.ccbfutures.com>