

海外宏观周报

“降息交易”与美股风格调整

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **海外经济政策。**1) **美国：**鲍威尔听证会发言偏中性，一方面强调无需通胀降至 2%才降息，且关注劳动力市场大幅降温风险，另一方面提到中性利率上升。**美国 6 月 CPI 和核心 CPI 超预期降温，能源、交运、住房租金等关键分项改善。**6 月 PPI 意外反弹，前值大幅上修，但用于计算 PCE 的分项数据相对温和。最新初请失业金人数低于预期，不过数据季节性扰动加大。亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测，美国二季度 GDP 环比折年增长 2.0%。美国银行体系准备金近一周上升 189 亿美元，近四周累计下降 930 亿美元。**CME 降息预期近一周大幅提前，9 月降息概率由 78% 上升至 96%，全年降息次数预期由 2.0 次上升至 2.5 次。**2) **欧洲：**法国议会选举“惊人逆转”，极右翼席位不及预期，但仍增加法国乃至欧盟的政治不确定性。**欧元区 7 月 Sentix 投资者信心指数超预期下滑。**
- **全球大类资产。**1) **股市：**全球股市多数继续上涨，恒生科技、墨西哥 **MXX 指数**等领涨，美股表现相对黯淡。美国方面，标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克综指整周分别上涨 0.9%、1.6%和 0.2%。宏观层面，美国 CPI 大幅降温，降息预期升温，理应利好美股。微观层面，**美股大型科技股调整，资金再配置于中小盘及价值股。**罗素 2000 指数整周大幅上涨 6.0%。标普 500 指数 11 个子行业中，房地产 (+4.4%)、公用事业 (+3.9%) 和材料 (+3.0%) 涨幅靠前，通讯服务 (-3.9%) 则大幅下跌。此外，中概股表现积极，纳斯达克中国金龙指数整周上涨 4.2%。2) **债市：**所有期限美债利率进一步下行。10 年美债收益率整周下行 10BP 至 4.18%，10 年 TIPS 利率（实际利率）整周下行 6BP 至 1.94%，隐含通胀预期整周下行 4BP 至 2.24%。2 年期美债利率整周下行 15BP 至 4.45%。3) **商品：**油价下跌，金银上涨，农产品价格回落。原油方面，布伦特和 WTI 原油整周分别下跌 1.7%和 1.1%，至 85.0 和 82.2 美元/桶。欧佩克 7 月 10 日的月度报告，维持对 2024 年和 2025 年全球石油需求增长的预测。不过报告指出，尽管需求前景保持乐观，但欧佩克+成员国在减产执行上仍存在不均衡，特别是伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯的产量继续超出配额。贵金属方面，黄金现货整周上涨 1.2%，升破 2400 美元/盎司大关，创 5 月下旬以来新高；白银现价整周上涨 0.5%。4) **外汇：**美元指数整周下降 0.73%至 104.10，创一个半月以来新低。非美货币中，日元、英镑等升值幅度较大，新台币、新西兰元等仍走贬。日本方面，美国降息预期升温叠加油价回落，日元贬值压力缓解，日元兑美元整周大涨 1.85%，美元兑日元汇率由 160 以上收于 157.8。
- **风险提示：**美国经济和通胀超预期上行，美联储降息超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

一、海外经济政策

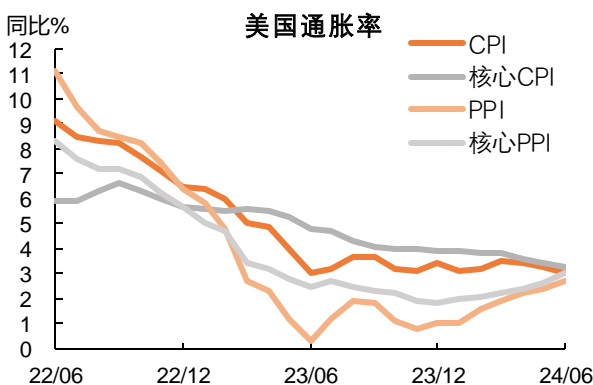
1.1 美国：CPI超预期降温

鲍威尔听证会发言偏中性，一方面强调无需通胀降至 2%才降息，且关注劳动力市场大幅降温风险，另一方面提到中性利率上升。7 月 9-10 日，美联储主席鲍威尔在国会听证会的两天讲话中表达了对通胀正在消退的信心，但同时指出，目前还不足以确信通胀能够持续放缓至 2%的目标水平。他强调，美联储不需要等到通胀率降至 2%才开始降息，但避免发出具体的降息时机信号，以应对行动过快或过慢的风险。此外，鲍威尔提到，中性利率至少在短期内已经上升。就业方面，鲍威尔提到，政策制定者非常关注劳动力市场的疲软。缩表方面，其重申了对缩减资产负债表的承诺，表示已经取得了相当大的进展，但仍有更多工作要做。银行监管方面，其提到监管机构接近同意改变迫使大银行增加资本金的计划。

美国 6 月 CPI 和核心 CPI 超预期降温，能源、交运、住房租金等关键分项改善。美国 6 月 CPI 环比-0.1%，低于预期 0.1% 和前值 0%，也是 2020 年 5 月以来首次环比负增；CPI 同比录得 3.0%，低于预期 3.1%和前值 3.3%，持平于 2023 年 6 月读数，为 2021 年 3 月以来最低水平。6 月核心 CPI 环比 0.1%，低于预期和前值的 0.2%，为 2021 年 8 月以来最低；核心 CPI 同比录得 3.3%，低于预期和前值的 3.4%，创 2021 年 4 月以来最低。分项看，能源、交通运输两大分项分别环比负增 2.0%和 1.3%，基本延续 5 月趋势；住房租金、医疗保健环比仅增长 0.2%，较上月分别下降 0.2 和 0.3 个百分点；食品、服装、娱乐等分项小幅反弹，仅“其他”分项环比反弹较大，上升 0.4 个百分点至 0.6%。整体来看，上半年美国通胀改善的“答卷”尚可，基本延续 2023 年下半年以来的乐观趋势。CPI 数据公布后，市场充分计价年内降息 2 次、且降息 3 次的预期也近五成。我们认为，美联储首次降息可能提前至 9 月，但此后的降息节奏与幅度仍有较大变数。（参考报告《美国 2024 年 6 月通胀数据点评：9 月降息可期，但后续仍待观察》。）

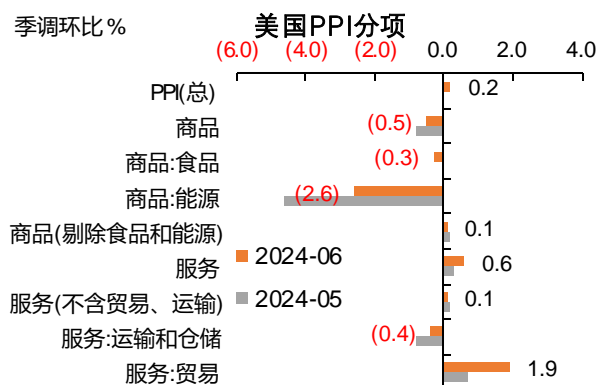
美国 6 月 PPI 意外反弹，前值大幅上修，但用于计算 PCE 的分项数据相对温和。美国 6 月 PPI 出现意外反弹，同比增速达到 2.7%，高于预期的 2.3%和前值 2.2%，环比增速为 0.2%，超出预期的 0.1%。核心 PPI 同比 3.0%，前值 2.6%。同时，5 月 PPI 同比、环比增速均被上修 0.2 个百分点，核心 PPI 同比、环比均被上修 0.3 个百分点。分项看，6 月服务成本环比上升 0.6%，主要由于批发商和零售商的利润率环比上升 1.9%；而商品成本则环比下降 0.5%，中间需求的加工产品成本下降了 0.2%。PPI 报告中用于计算 PCE 物价指数的类别喜忧参半：机票价格上涨 1.1%，投资组合管理服务价格上涨 1%；医护费用上涨 0.2%，医院门诊费用上涨 0.1%等。

图表1 美国 6 月 CPI 同比下降，PPI 同比回升



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 6 月 PPI 商品分项环比下降，服务反弹

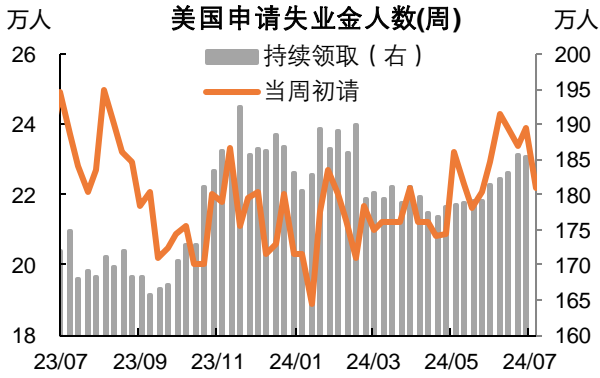


资料来源：Wind, 平安证券研究所

美国最新初请失业金人数低于预期，不过数据季节性扰动加大。美国截至 7 月 6 日当周初请失业金人数为 22.2 万，低于前值终值 23.9 万（初值 23.8 万）和市场预期的 23.6 万；截至 6 月 30 日当周续请失业金人数为 185.2 万，低于前值终值 185.6 万（初值 185.8 万）和市场预期的 186 万。美国最新初请失业金人数降幅大于预期，但每年这个时候（美国独立日假期），因汽车制造商让工厂停工进行重组，使得对就业市场的解读更加困难。

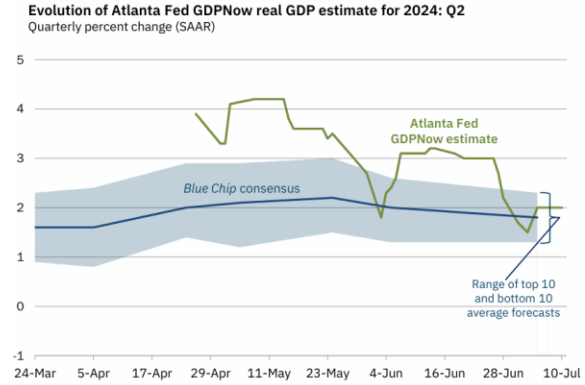
亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测，美国二季度 GDP 环比折年增长 2.0%。截至 7 月 10 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型预测，美国二季度 GDP 环比折年增长 2.0%，较前一周（7 月 3 日）预测的 1.5% 明显上修。其中，模型预计私人消费增长 1.5%，设备投资增长 10.5%，知识产权产品投资增长 6.2%，非住宅建造投资萎缩 4.2%，住宅投资萎缩 3.0%，政府支出增长 2.5%。

图表3 美国最新初请失业金人数下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 亚特兰大联储 GDPNow 模型最新预测

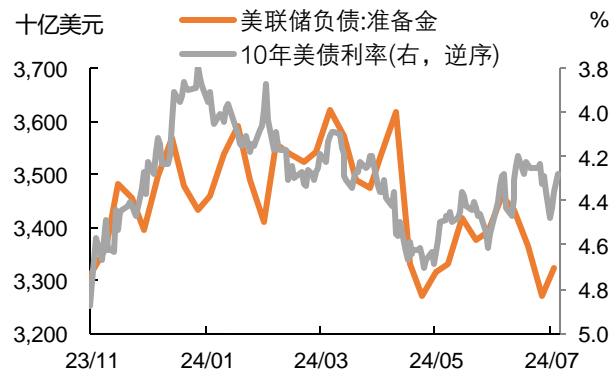


资料来源: 亚特兰大联储, 平安证券研究所

美国银行体系准备金近一周上升 189 亿美元，近四周累计下降 930 亿美元。美联储公布的周度数据显示，截至 7 月 10 日当周，美联储总负债较前一周上升 26 亿美元，其中准备金上升 189 亿美元（前值为上升 533 亿美元），逆回购协议上升 99 亿美元，财政部一般账户（TGA）下降 233 亿美元，其他负债下降 30 亿美元。（以上数据因四舍五入可能加总略有出入。）我们在报告《美联储缩表：前世、今生和未来风险》指出，美国银行系统中的准备金水平，较为直接地反映了金融体系中的流动性充裕程度，其走势与大类资产价格走势高度相关。

CME 降息预期近一周大幅提前，9 月降息概率由 78% 上升至 96%，全年降息次数预期由 2.0 次上升至 2.5 次。CME 数据显示，截至 7 月 12 日，市场认为 9 月至少降息一次的概率为 96.2%，前一周为 77.9%；认为 12 月至少降息一次的概率为 99.8%，前一周为 97.3%；认为 2024 全年降息次数（加权平均）为 2.5 次，前一周为 2.0 次；10 年美债利率整周下降 10BP 至 4.18%。

图表5 美国近一周银行体系准备金上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 近一周 CME 降息预期提前

CME FedWatch	6.28	7.5	7.12
9 月降息概率	64.1%	77.9%	96.2%
12 月降息概率	93.8%	97.3%	99.8%
全年降息次数	1.8	2.0	2.5
10 年美债利率	4.36%	4.28%	4.18%

资料来源: CME, 平安证券研究所

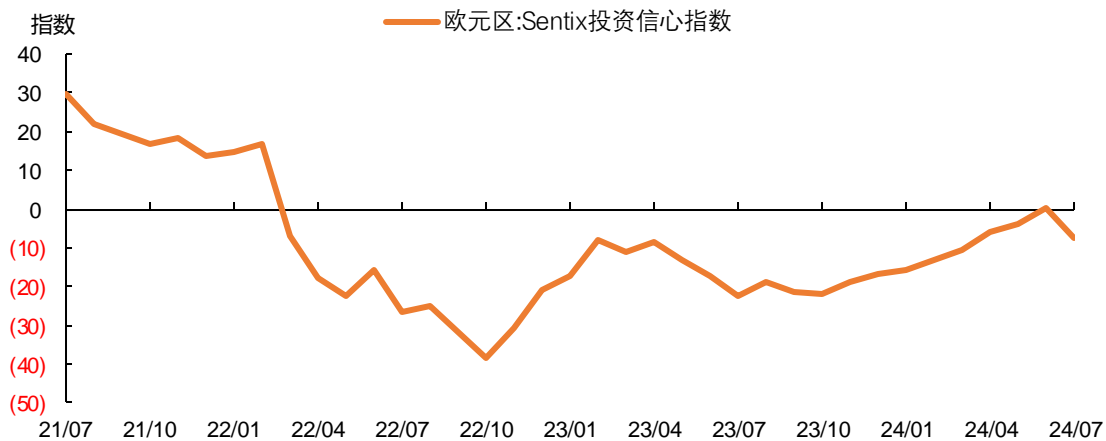
1.2 欧洲：投资信心下降

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

法国议会选举“惊人逆转”，极右翼席位不及预期，但仍增加法国乃至欧盟的政治不确定性。7月8日，法国公布国民议会选举最终结果，左翼联盟“新人民阵线”获得182个国民议会议员席位，法国总统马克龙所在的执政党复兴党及其中间派联盟合计占据163席，极右翼政党国民联盟拿到143席，右翼政党共和党占68席，其余各党派占据21席。由于没有一个政党或者执政联盟获得议会577个席位中的绝对多数席位，可能导致“悬浮议会”，有可能需要通过谈判组建政府。7月10日，BBC评论称，极右翼的“国民联盟”虽然在选举中排名第三，但可能会利用政治僵局推进自己的议程，并在随后的选举中增加选票份额。法国总统马克龙的中间派团体在选举中失去了大量席位，尽管他在政治上受到了创伤，但相较于之前仍显得较为坚强。这场选举的结果可能会让法国面临一段治理困难的时期，同时也为未来的政治格局带来了不确定性。

欧元区7月Sentix投资者信心指数下滑幅度远超预期。7月8日公布的数据显示，欧元区7月Sentix投资者信心指数从6月的0.3降至-7.3，远逊于市场预期的0.0，且打破了连续八个月改善的势头。预期指数有所下降，从6月的10.0降至7月的1.5。Sentix表示，这些数据“可能会让预测者感到担忧”，“欧洲经济近期的复苏戛然而止”。调查显示，投资者担心法国大选、德国即将举行的州选举以及今年晚些时候美国总统大选的不确定性。

图表7 欧元区7月Sentix投资者信心指数下滑



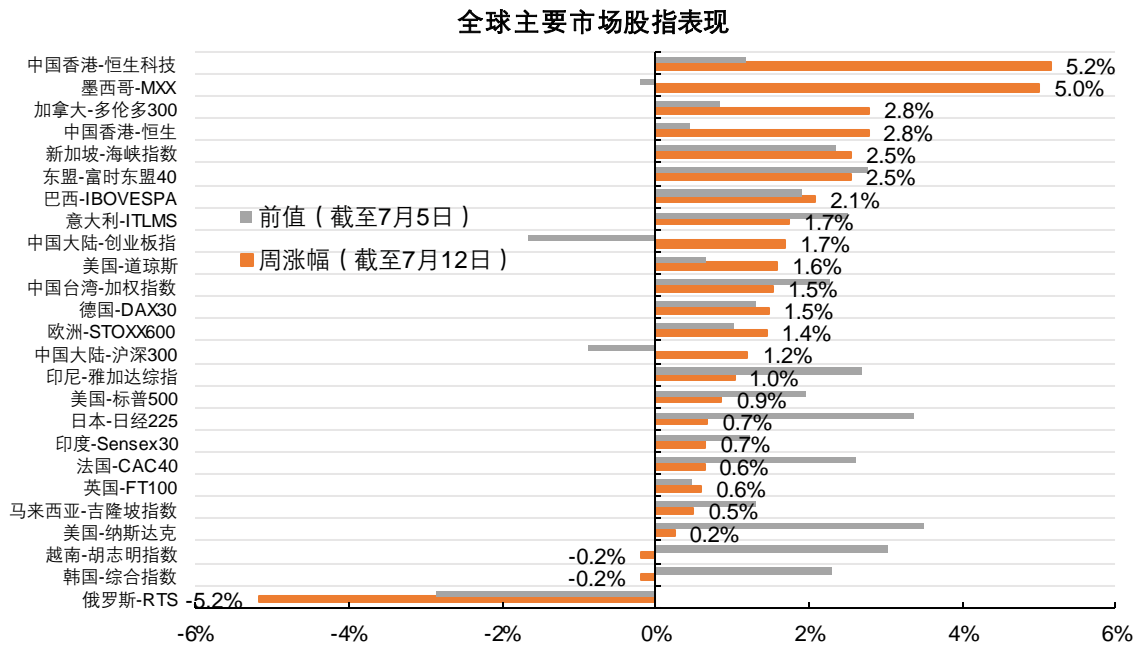
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、全球大类资产

2.1 股市：全球多数续涨

近一周（截至7月12日），全球股市多数继续上涨，恒生科技、墨西哥MXX指数等领涨，美股表现相对黯淡。美国方面，标普500指数、道琼斯工业指数和纳斯达克综指整周分别上涨0.9%、1.6%和0.2%。宏观层面，美国CPI大幅降温，降息预期升温，理应利好美股。微观层面，美股大型科技股调整，资金再配置于中小盘及价值股。罗素2000指数整周大幅上涨6.0%。标普500指数11个子行业中，房地产(+4.4%)、公用事业(+3.9%)和材料(+3.0%)涨幅靠前，通讯服务(-3.9%)则大幅下跌。此外，中概股表现积极，纳斯达克中国金龙指数整周上涨4.2%。欧洲方面，法国议会选举暂告一段落，不过Sentix投资指数意外下滑，欧股涨幅温和。欧洲STOXX600指数整周上涨1.4%，德国DAX、法国CAC40和英国FT100指数分别上涨1.5%、0.6%和0.6%。亚洲方面，恒生指数和恒生科技指数分别大涨2.8%和5.2%，日经225指数温和上涨0.7%，越南胡志明指数下跌0.2%。

图表8 全球股市多数继续上涨，恒生科技、墨西哥 MXX 指数领涨

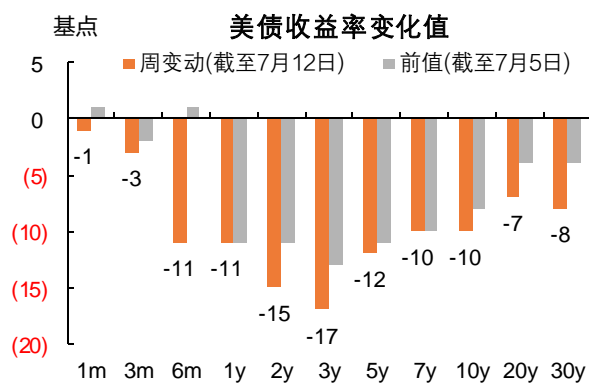


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 债市：美债利率大跌

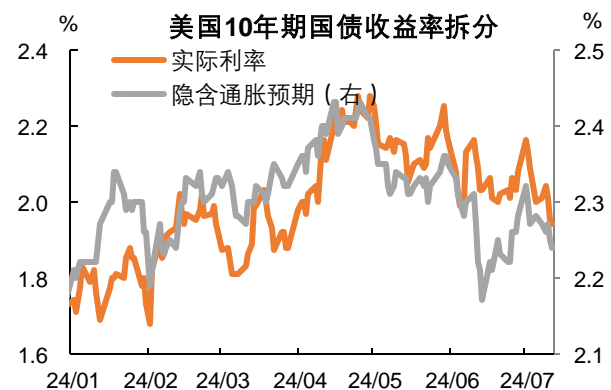
近一周（截至7月12日），所有期限美债利率进一步下行。本周CPI数据全面降温，市场降息预期大幅升温，CME年内降息的押注达2.5次，驱动美债利率大幅下行。10年美债收益率整周下行10BP至4.18%，10年TIPS利率（实际利率）整周下行6BP至1.94%，隐含通胀预期整周下行4BP至2.24%。2年期美债利率整周下行15BP至4.45%。非美地区方面，10年德国国债收益率整周下行8BP至2.51%。7月10日，日本40年期国债收益率自2007年开始发行以来首次触及3%。日元走势持续疲软，加剧了市场对日本央行将采取进一步货币政策正常化措施的猜测，包括寿险公司内的主要投资者对投资日债持谨慎态度。日本财务省7月11日公布的数据显示，海外投资者上周减持了日本中长期债券，为连续第四周净卖出，看齐约一年来的最长连卖纪录，加剧了市场看跌日债势头。

图表9 多数期限美债利率下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 10年美债实际利率、通胀预期下行

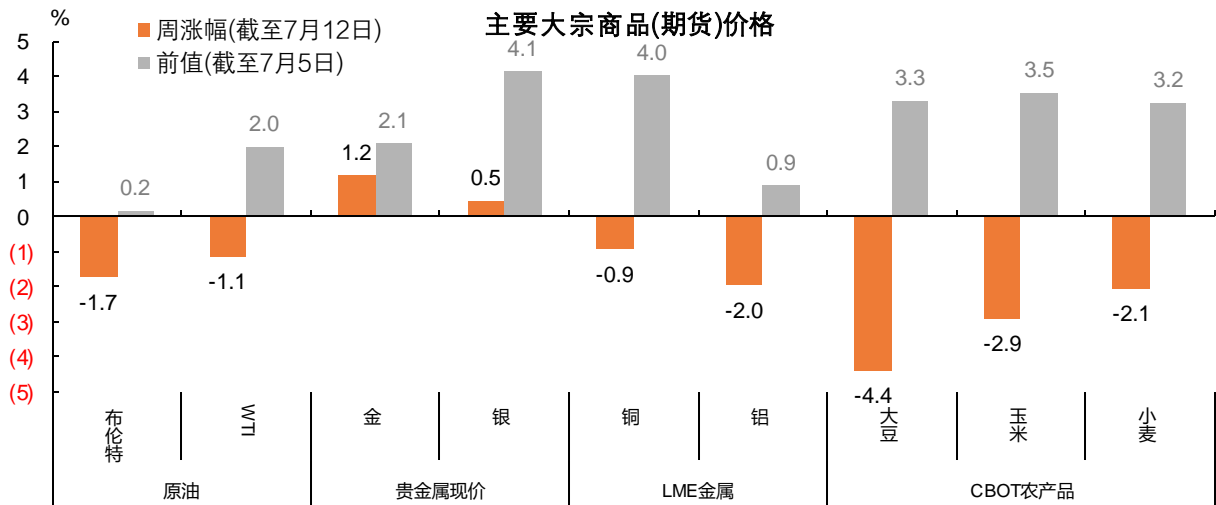


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 商品：油跌金涨

近一周（截至 7 月 12 日），油价下跌，金银上涨，农产品价格回落。原油方面，布伦特和 WTI 原油整周分别下跌 1.7% 和 1.1%，至 85.0 和 82.2 美元/桶。欧佩克 7 月 10 日的月度报告，维持对 2024 年和 2025 年全球石油需求增长的预测。同时，欧佩克上调了对 2024 年世界经济增长的预测至 2.9%，并指出有上升空间。不过报告指出，尽管需求前景保持乐观，但欧佩克+成员国在减产执行上仍存在不均衡，特别是伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯的产量继续超出配额。库存方面，EIA 最新数据显示，截至 7 月 5 日当周，美国商业原油库存继续下降 344.3 万桶，汽油库存下降 200.6 万桶。贵金属方面，黄金现货整周上涨 1.2%，升破 2400 美元/盎司大关，创 5 月下旬以来新高；白银现价整周上涨 0.5%。CPI 数据后，美国降息预期继续升温，美债利率和美元指数下降，提振贵金属表现。金属方面，LME 铜和铝整周分别下跌 0.9% 和 2.0%。

图表 11 油价下跌，金银上涨，农产品价格回落

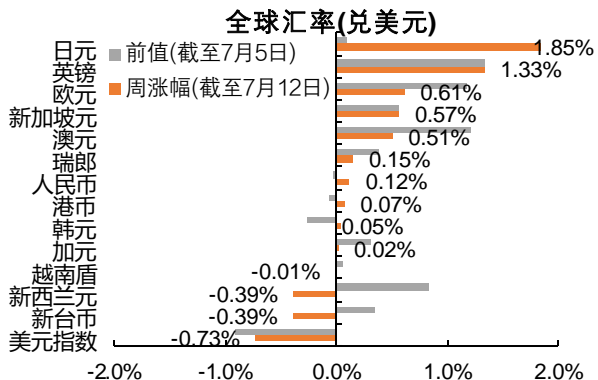


资料来源：Wind, 平安证券研究所。注：CBOT 大豆、小麦涨跌幅截至 7 月 11 日。

3.4 外汇：日元大涨

近一周（截至 7 月 12 日），美元指数整周下降 0.73% 至 104.10，创一个半月以来新低。非美货币中，日元、英镑等升值幅度较大，新台币、新西兰元等仍走贬。美国方面，CPI 数据令降息预期大幅提前，美债利率明显下行，驱动美元汇率走弱。欧元区方面，法国选举暂告一段落，但 Sentix 投资指数意外降温，限制欧元汇率修复，欧元兑美元整周上升 0.61%。英国方面，英国工党上台后，市场对英镑的乐观情绪延续，英镑兑美元整周上涨 1.33%。日本方面，美国降息预期升温叠加油价回落，日元贬值压力缓解，日元兑美元整周大涨 1.85%，美元兑日元汇率由 160 以上收于 157.8。

图表12 日元、英镑等升值幅度较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美元指数继续下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 美国经济和通胀超预期上行, 美联储降息超预期推迟, 国际金融风险超预期上升等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层