



# 降息交易与特朗普交易“更上一层楼”

——海外宏观周报（7月8日-14日）

2024年07月15日

- 全球宏观和市场：**截至7月14日当周，美国公布了6月价格数据，CPI增速低于预期并可喜的展现进一步降低的势头，美联储官员发言的鹰派程度也有所缓和，因此市场显著提升了2024年的降息预期。除此之外，7月13日美国前总统特朗普遇刺生还，其突出的临场表现进一步加强胜选希望，公众对“特朗普交易”的预期也在升温。（1）美元指数显著下跌0.73%至104.0997，反映美国降息预期的加强；（2）美国国债收益率曲线全线回落，10年期美债收益率当周跌8.6BP至4.192%，降息交易依然是短期主线；（3）美国三大股指集体小幅上涨，CPI低于预期后科技巨头反而当日出现下跌，市场风格是否会在降息预期下从大盘股向小盘股更广泛的切换有待观察。（4）黄金价格上涨，白银以及铜价小幅下跌。从全球主要股指来看，涨幅居前的有恒生（科技）指数、创业板指数、道琼斯工业指数、欧元区STOXX50指数和沪深300指数；仅俄罗斯MOEX和韩国综合指数出现下跌。从全球主要货币汇率来看，美元指数回落，兑美元上行的其他主要货币有日元、英镑、欧元、澳元和瑞郎等；新西兰元和印度卢比兑美元下跌。从重要商品来看，当周主要以下跌为主，涨幅居前的是有色金属和COMEX黄金；跌幅居前的有CBOT小麦、煤炭行业、铁矿石、棕榈油、LME镍等。从花旗经济意外指数来看，中、美以及新兴市场经济表现较预期小幅回升，欧洲经济表现相对平稳；全球地缘政治风险指数7月出现明显回落。
- 美国-CPI使降息预期升温，“劫后余生”令特朗普交易加强：**价格数据方面，在劳动市场逐步抬升的失业率加强降息预期后，6月基本全方位低于预期的CPI数据更是令交易者对9月首次预防性降息信心大增，年内两次降息的概率也有显著提升，降息交易延续；此外，低于预期的消费者信心指数也预示着个人消费支出未来可能进一步走低。虽然在CPI之后公布的6月PPI数据超出预期（同比增2.7%，环比增0.2%），主要由于服务和建筑业环比增幅偏强，但并未在周五打断降息交易。我们仍然认为CPI三季度具备进一步降低的基础，而四季度其同比增速的小幅回升在失业率上行和消费下滑的情况下也未必制约二次降息。选举方面，特朗普在7月13日遇刺生还预计将加强“特朗普交易”，但无论谁入主白宫，美国的“大财政”模式应不会发生显著变化；需要警惕特朗普的减税、关税和移民政策增强美国通胀粘性，并扰动全球贸易的可能性。资产方面，短期美元强势仍将保持，但未来如果特朗普重返白宫，则不排除其在贸易战中支持降息并促进美元贬值增强出口竞争力的情况；美国国债短期仍在降息交易中，虽然特朗普的政策有加剧通胀的可能，但美联储降息的预期愈发受到走弱的经济数据支撑；黄金在未来特朗普政策导致的不确定性增大以及利率下行的背景下可能仍有表现。
- 日本再度出手支撑日元汇率：**日元近期在日央行货币政策保持谨慎、经济偏弱的环境下持续保持弱势，但在美国CPI数据低于预期导致美元走弱的关口，日本当局再度进行外汇干预，防止日元在160上方运行，等待7月日央行公布显著的缩减购买国债计划是否可以缩减美日利差并扭转日元贬值预期。但是从短期效果考虑，在日央行进一步收紧货币政策以及美联储降息前，本次干预可能与4月底5月初超600亿美元的干预一样难有持续的作用。央行数据显示，日本7月11日在其最新一次干预汇市时可能动用多达3.37-3.57万亿日元（上限约224.3亿美元），以造成日元升值的势头。同期，日本财务省财务官神田真人表示他不会透露当局是否干预了市场。
- 下周看什么？**7月15日-21日将公布美国6月零售销售数据，而欧盟将迎来6月CPI和7月利率决议。欧央行极大概率保持利率水平不变，而零售销售数据的整体趋势预计仍是放缓。数据上难有过多亮点，但当周美国政治局势的进一步演变，包括共和党大会以及拜登是否能顶住压力进一步参选都值得关注。

## 分析师

分析师：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

## 风险提示

1. 美国经济和通胀进一步加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

## 一、全球宏观和市场

截至 7 月 14 日当周，美国公布了 6 月价格数据，CPI 增速低于预期并可喜的显示出进一步降低的势头，当周美联储官员发言的态度也有所缓和，加强了对劳动市场走弱的强调，因此市场显著提升了 2024 年的降息预期。CME 数据显示不仅 9 月首次降息概率大增，市场甚至开始乐观的期待年内两次以上的降息。除此之外，7 月 13 日美国前总统特朗普遇刺生还，其突出的临场表现进一步加强胜选希望，公众对“特朗普交易”的预期也在升温。(1) 美元指数显著下跌 0.73% 至 104.0997，反映美国降息预期的加强；(2) 美国国债收益率曲线全线回落，10 年期美债当周跌 8.6BP 至 4.192%，降息交易依然是短期主线；(3) 美国三大股指集体小幅上涨，CPI 低于预期后科技巨头反而当日出现下跌，市场风格是否会在降息预期下从大盘股向小盘股更广泛的切换有待观察。(4) 黄金价格上涨，白银以及铜价小幅下跌。

从全球主要股指来看，当周主要股指以上涨为主，涨幅居前的有恒生（科技）指数、创业板指数、道琼斯工业指数、欧元区 STOXX50 指数和沪深 300 指数；仅俄罗斯 MOEX 和韩国综合指数出现下跌。从全球主要货币汇率来看，美元指数回落，兑美元上行的其他主要货币有日元、英镑、欧元、澳元和瑞郎等，日本当局可能进行了外汇干预支撑日元；新西兰元和印度卢比兑美元下跌。从重要商品来看，当周主要以下跌为主，涨幅居前的是有色金属和 COMEX 黄金；跌幅居前的有 CBOT 小麦、煤炭行业、铁矿石、棕榈油、LME 镍等。

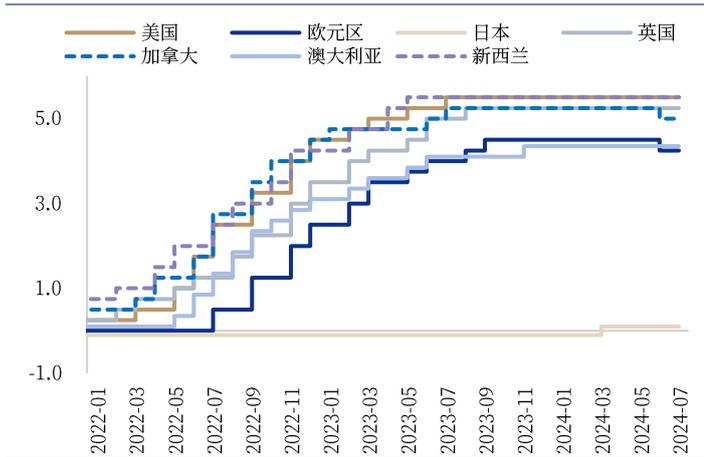
从花旗经济意外指数来看，中、美以及新兴市场经济表现较预期小幅回升，欧洲经济表现相对平稳；但整体上，经济表现逊于预期的趋势延续，经济恢复在高利率下仍面临压力。全球地缘政治风险指数 7 月出现明显回落。

图1：花旗经济意外指数（%）



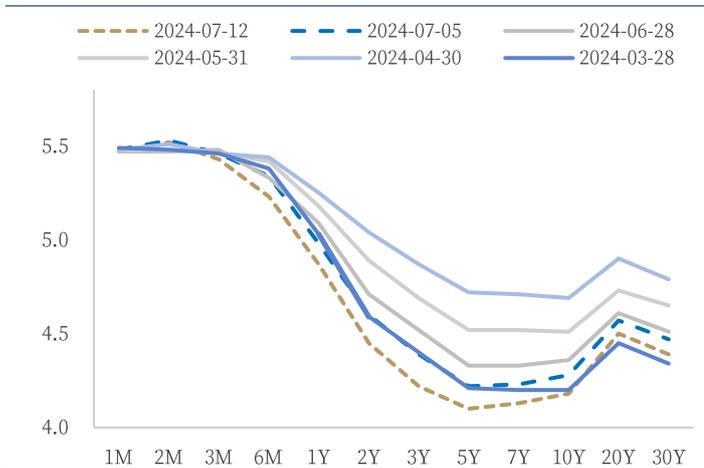
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2: 重要发达经济体政策利率变化 (%)



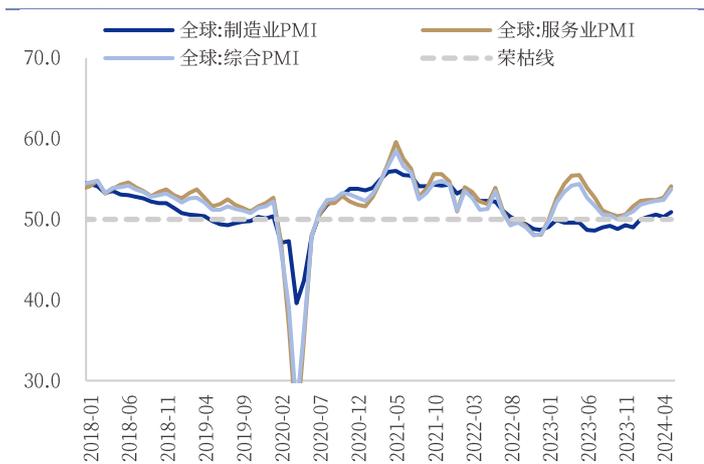
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美国国债收益率曲线 (%)



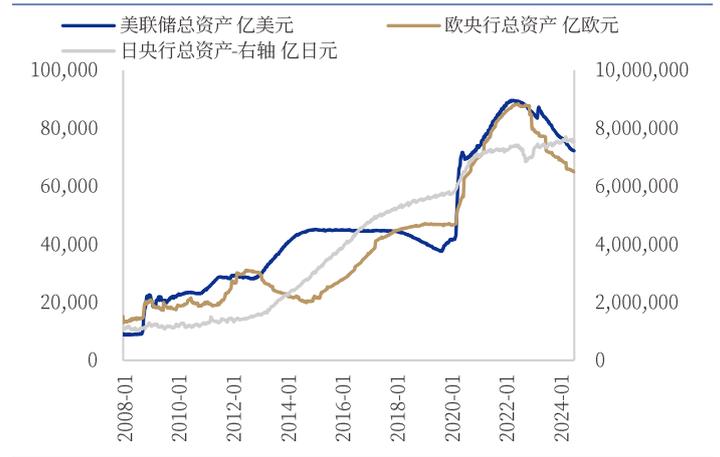
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 全球 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 美欧央行资产规模



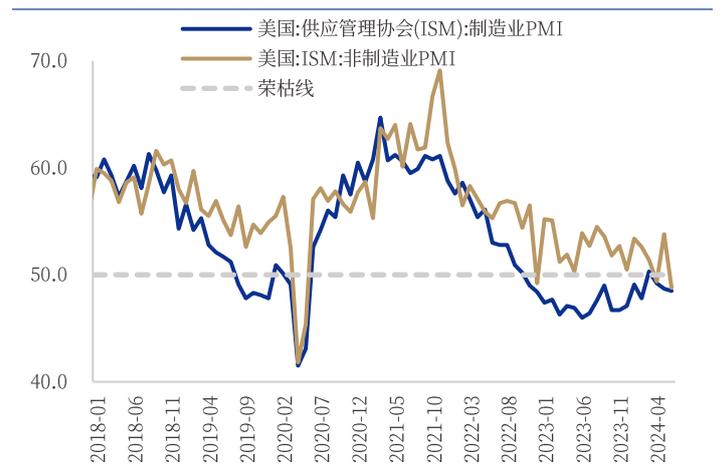
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美联储流动性监测



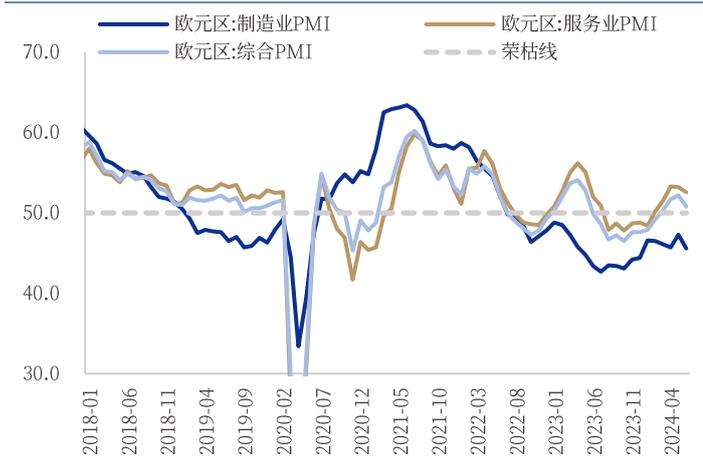
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: Markit 美国 PMI (%)



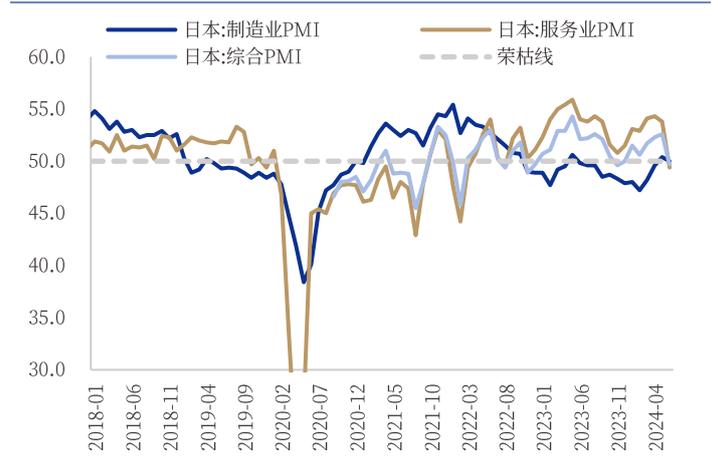
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 欧元区 PMI (%)



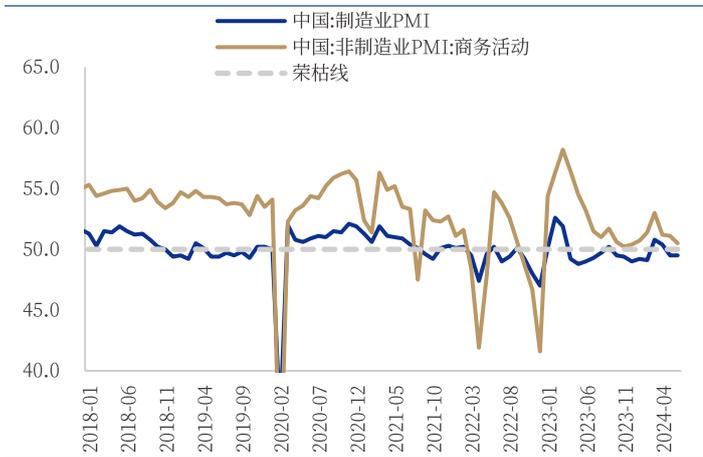
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 日本 PMI (%)



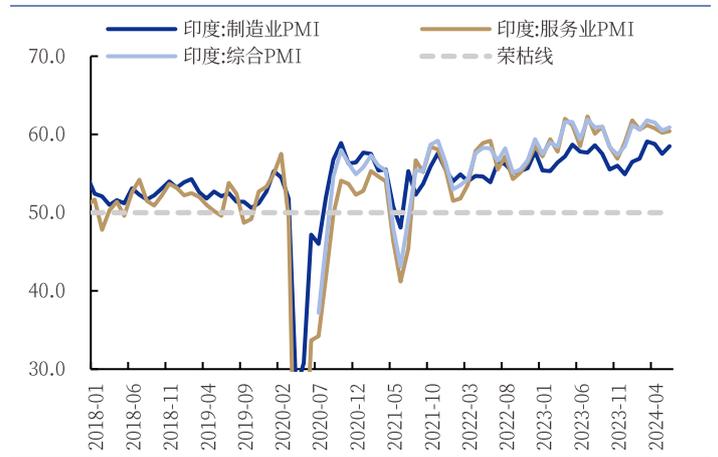
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中国 PMI (%)



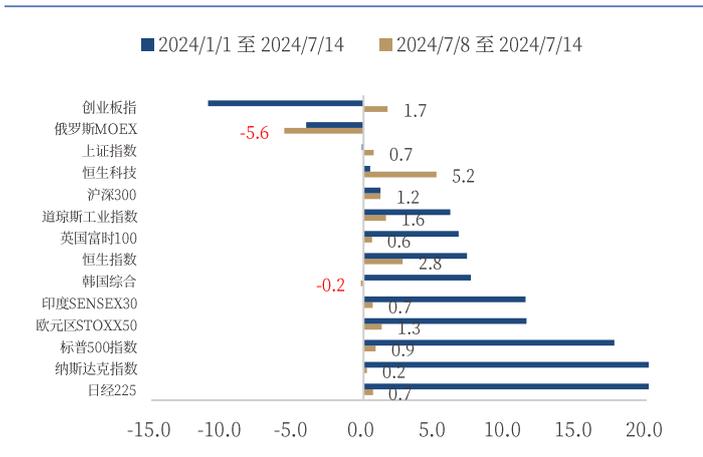
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 印度 PMI (%)



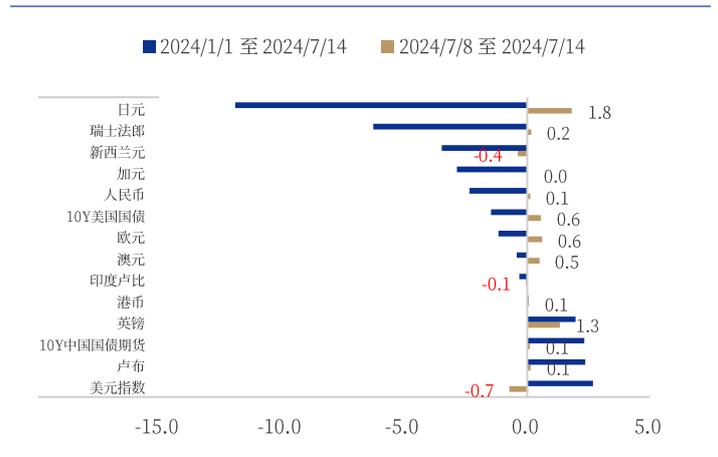
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



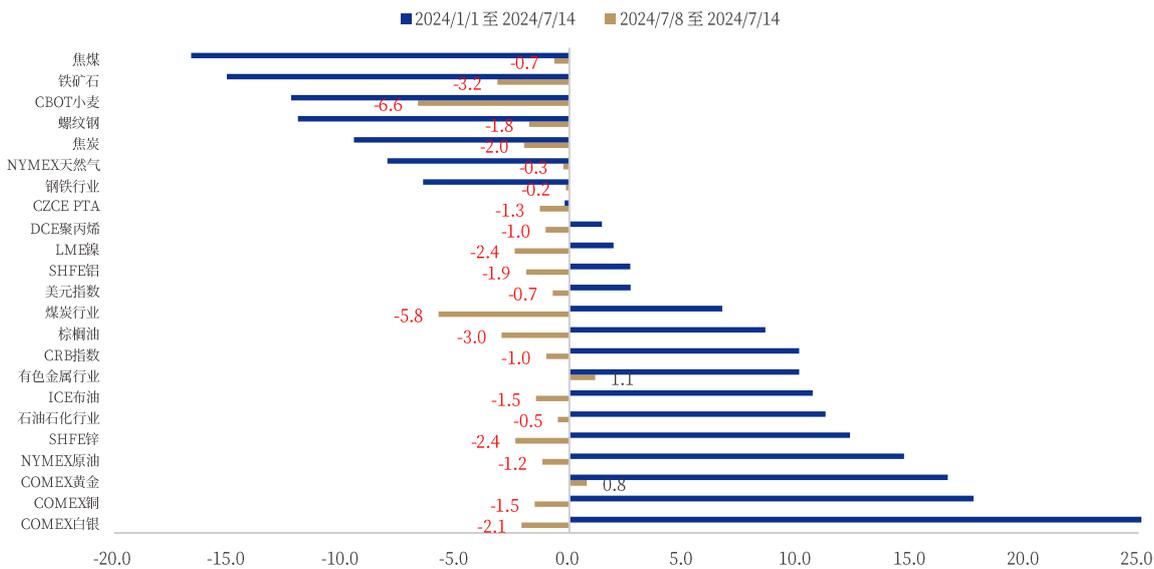
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全球主要商品变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、美国：降息与特朗普交易加强

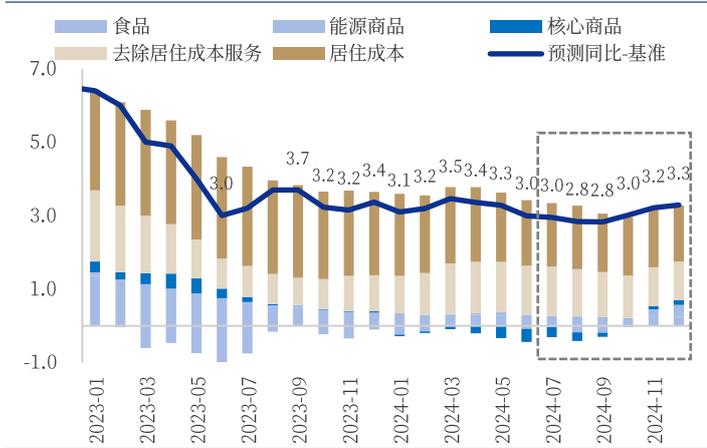
7月8日-14日当周，美国公布了6月CPI和PPI数据以及7月消费者信心指数，同时7月13日前总统特朗普遇刺生还，自首场辩论后进一步提升了其在总统选举中获胜的概率。价格数据方面，在劳动市场逐步抬升的失业率加强降息预期后，6月基本全方位低于预期的CPI数据更是令交易者对9月首次预防性降息信心大增，年内两次降息的概率也有显著提升，降息交易延续；此外，低于预期的消费者信心指数也预示着个人消费支出未来可能进一步走低。我们仍然认为CPI三季度具备进一步降低的基础，而四季度其同比增速的小幅回升在失业率上行和消费下滑的情况下也未必制约第二次降息。选举方面，特朗普在枪击事件后优势更加明显，其背后代表的扩张性财政政策、对内减税和对外关税、对移民的限制、对地缘政治冲突和美国外交形象的改变，以及对美国官僚系统的潜在重构（共和党的Project 2025）均值得关注。短期来看，降息交易的主线下，特朗普交易也会掺杂其中。

CPI同比从5月的3.3%降至3.0%，低于3.1%的市场预期；核心CPI同比从前值3.4%降低至3.3%，同样低于3.4%的预期。季调环比方面，CPI增速降至-0.1%，核心CPI增速缓和至0.1%，低于预期并继续放缓。分项来看，食品价格同比增幅依然稳定在2%附近；能源商品尚未反映6月原油价格的上涨，但在降息改善需求前上行压力有限；商品通缩进一步加深至-1.8%并持续支持通胀缓和；居住成本虽然整体降幅仍慢于领先指标但6月环比0.2%的增幅可喜，为通胀下半年进一步回落增加信心，而其他核心服务项目整体也在弱化当中。展望三季度，能源和其他大宗商品价格的回升仍受到高利率和低需求的压制，商品通缩预计延续，居住成本弱化有望略快于预期，劳动市场显露的疲态也将令其他服务成本缓和。

通胀年内依然有继续降低的空间：(1) 高利率环境下私人部门需求和劳动市场继续弱化，消费的降低和失业率的上行愈发明显；(2) 通胀中以居住成本、运输服务中的机动车保险以及金融服务为代表的滞后项目的同比依然可以进一步回落，BLS的新租户价格指数(NTR)显示居住成本四季度可能不会出现明显反弹；(3) 尽管全球降息国家增多，但欧元区等的总需求恢复还需时间，不易在三季度明显推升大宗商品和进口价格。不过，也有三类导致年底通胀回升的风险需要注意：(1) 2023年四季度较低的

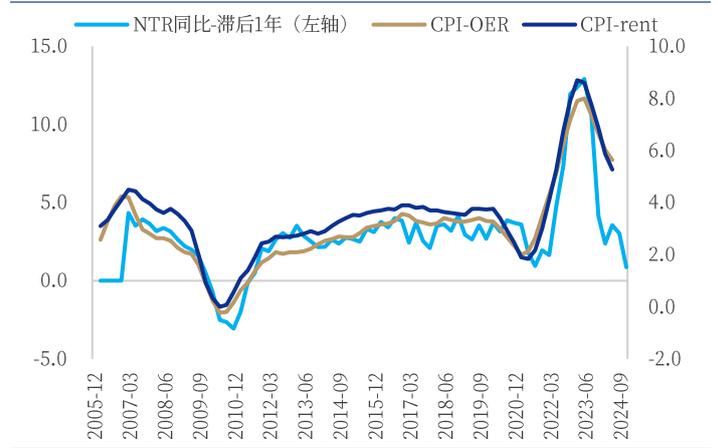
基数很可能在 2024 年四季度通胀环比 0.15% 以上的情况下引发 CPI 小幅回升；(2) 二、三季度降息预期增强可能再度引发类似 2024 年一季度需求回暖导致通胀回升超预期的情况；(3) 在大选年美国赤字率再度超预期的情况下，需要警惕政府需求和私人部门利息支付对价格的刺激作用。

图15: 美国 CPI 增速预测 (%)



资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院

图16: 居住成本同比增速 6 月下行, 未来有进一步降低空间 (%)



资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院

虽然在 CPI 之后公布的 6 月 PPI 数据超出预期（同比增 2.7%，环比增 0.2%），主要由于服务和建筑业环比增幅偏强，但并未在周五打断降息交易。具体来看，6 月 PPI 的商品、服务和建筑分项同比分别增 1.1%、3.5% 和 -0.6%，环比为 -0.5%、0.6% 和 0.4%；服务业价格对通胀的影响依然突出，这将在未来向 CPI 和 PCE 通胀传导，使消费者服务价格增速的放缓面临阻力。虽然如此，通胀整体回落的趋势将在三季度保持，但四季度回升的幅度仍需警惕，可能对第二次降息构成威胁。7 月密歇根大学消费者信心数据降低至 66.0%（前值 68.2%），也预示着超额储蓄转负、薪资缓慢下滑后消费进一步承压。消费者信心的下滑可能意味着实际个人消费支出未来趋势进一步下行，不过考虑到劳动市场的韧性、财政的托底等因素，美股经济仍在“软着陆”道路上；经济中裂痕的加大也表明 9 月进行预防性首次降息的必要性在提高。

最后，特朗普在 7 月 13 日遇刺生还预计将加强“特朗普交易”，但无论谁入主白宫，美国的“大财政”模式应不会发生显著变化；需要警惕特朗普的减税、关税和移民政策增强美国通胀粘性，并扰动全球贸易的可能性。资产方面，短期美元强势仍将保持，但未来如果特朗普重返白宫则不排除其在贸易战中支持降息并促进美元贬值增强出口竞争力的情况；美国国债短期仍在降息交易中，虽然特朗普的政策有加剧通胀的可能，但美联储降息的预期愈发受到走弱的经济数据支撑；黄金在未来特朗普政策导致的不确定性增大以及利率下行的背景下可能仍有表现。

图17: 美国 PPI 增速 (%)

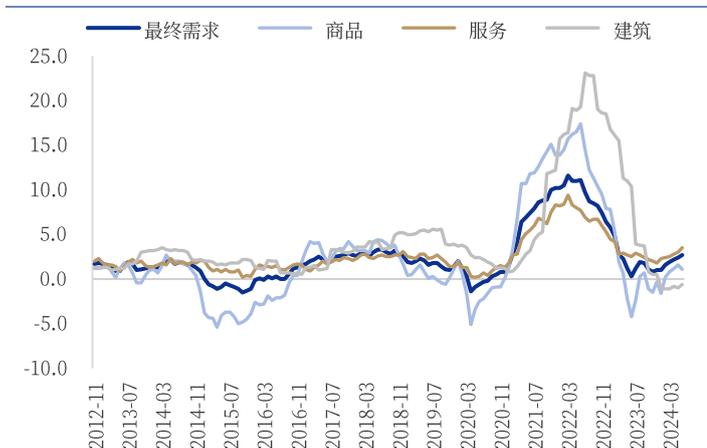
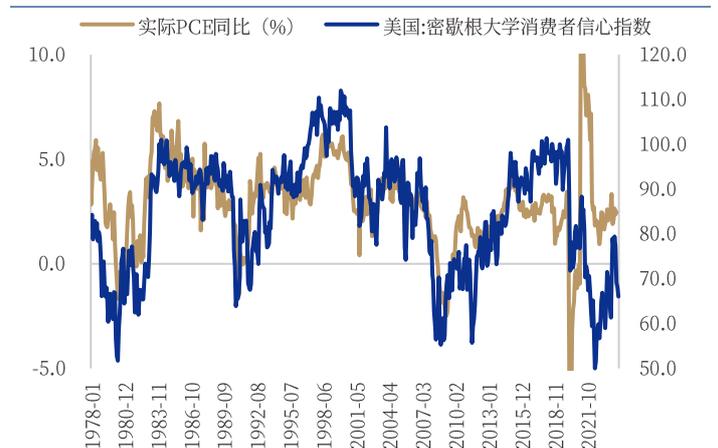


图18: 消费者信心指数下降预示消费可能进一步回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

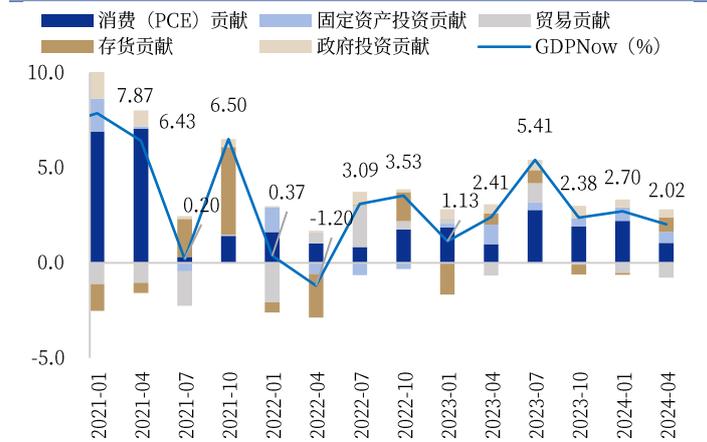
图19: 美国经济周度指数 7 月 6 日为 2.96%左右



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

资料来源: BLS, Wind, 中国银河证券研究院

图20: GDPNow 预测美国二季度实际经济环比折年增长 2.0%



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图21: 美国红皮书商业零售显示名义消费有望在 3%左右 (%)



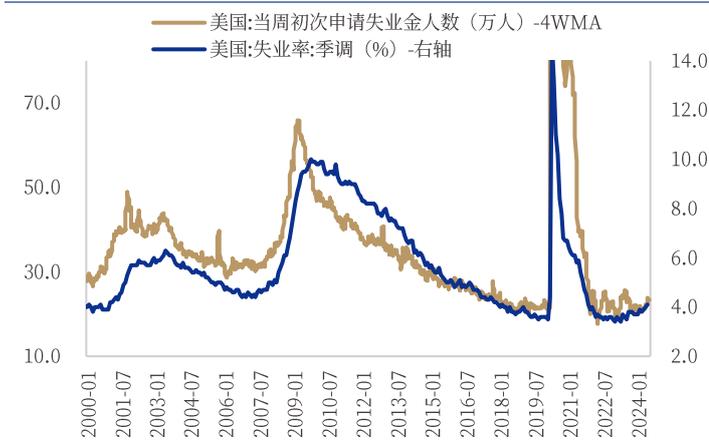
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 抵押贷款利率 6 月 20 日为 6.87%左右 (%)



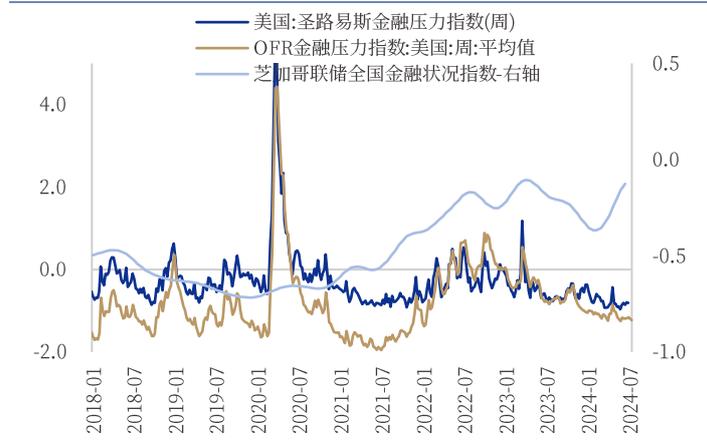
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 失业金初请人数 22.2 万人左右, 失业率缓慢上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 金融条件指数整体仍相对宽松



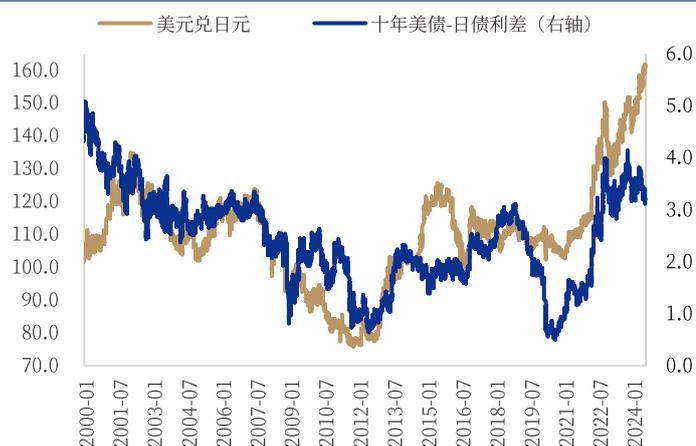
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

### 三、日本再度干预以支撑日元汇率

日元近期在日央行货币政策保持谨慎、经济偏弱的环境下持续保持弱势，但在美国 CPI 数据低于预期导致美元走弱的关口，日本当局可能再度进行外汇干预，防止日元在 160 上方运行，等待 7 月日央行公布显著的缩减购买国债计划是否可以缩减美日利差并扭转日元贬值预期。但是从短期效果考虑，在日央行进一步收紧货币政策以及美联储降息前，本次干预可能与 4 月底 5 月初超 600 亿美元的干预一样难有持续的作用。央行数据显示，日本 7 月 11 日在其最新一次干预汇市时可能动用多达 3.37-3.57 万亿日元（上限约 224.3 亿美元），以造成日元升值的势头。同期，日本财务省财务官神田真人表示他不会透露当局是否干预了市场。

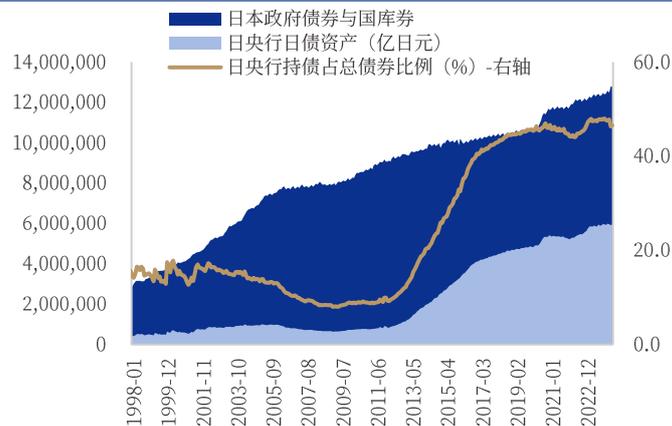
**日本当局仍在面临两难：**一方面，日元大幅贬值增加进口成本且并不利于贸易条件的改善，支撑日元需要货币政策进一步收紧；但另一方面，日本消费对经济增长贡献已经连续四个季度为负，薪资的上行并未传导至消费恢复，货币政策的紧缩并不利于日本经济的增长。短期来看，缩减日央行购债量似乎是比年中加息更加稳妥的选项。

图25: 日元贬值不仅来自于利差压力（右轴%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 日央行未来可能显著缩减购债规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 四、下周看什么？

7 月 15 日-21 日将公布美国 6 月零售销售数据，而欧盟将迎来 6 月 CPI 和 7 月利率决议。欧央行极大概率保持利率水平不变，而零售销售数据的整体趋势预计仍是放缓。数据上难有过多亮点，但当周美国政治局势的进一步演变，包括共和党大会以及拜登是否能顶住压力进一步参选都值得关注。

## 五、宏观日历

日期	事件或数据
7月15日（周一）	1. 中国第二季度 GDP 2. 中国第二季度人均可支配收入
7月16日（周二）	1. 欧盟 5 月进出口金额、贸易差额 2. 美国 6 月零售销售
7月17日（周三）	1. 欧盟 6 月 CPI
7月18日（周四）	1. 欧元区 7 月基准利率 2. 美国至 7 月 13 日当周初请失业金人数
7月23日（周二）	1. 欧元区 7 月消费者信心指数
7月24日（周三）	1. 欧元区 7 月 PMI 2. 美国 7 月 PMI 3. 美国 6 月新屋销售总数
7月25日（周四）	1. 美国第二季度实际 GDP、实际个人消费支出、PCE（初值）
7月26日（周五）	1. 美国 6 月核心 PCE 物价指数

资料来源：Wind，金十数据，中国银河证券研究院

## 六、风险提示

- (1) 美国经济和通胀进一步加速的风险
- (2) 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3) 对各国央行政策理解不到位的风险

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**章俊：**中国银河证券首席经济学家。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn