

内容目录

1 2024 年第二季度资产配置组合业绩表现和归因分析	4
1.1 2024 年第二季度大类资产表现回顾	4
1.2 2024 年第二季度大类资产配置组合表现	5
1.3 2024 年第二季度大类资产配置组合归因分析	7
2 2024 年第二季度宏观分析	10
2.1 海外经济：美国降息渐近，欧洲政策不确定性提升	10
2.1.1 美国：去通胀取得积极进展，就业市场降温推升 9 月降息概率	10
2.1.2 欧洲：欧央行鹰派降息落地，政坛右翼力量崛起	14
2.2 国内经济：经济温和运行，出口及制造业延续挑大梁.....	17
2.2.1 投资端	17
2.2.2 消费端	21
2.2.3 进出口端.....	22
3 2024 年第二季度大类资产定性分析	25
3.1 权益资产	25
3.2 债券资产	26
3.3 大宗商品	26
3.4 现金	26
4 基于量化模型的资产组合构建及验证	26
4.1 2024 年第三季度资产组合配置建议	26
4.2 基金标的选择	27
5 风险提示	30

图表目录

图 1：财信证券大类资产配置组合 2024Q2 净值变化曲线（20240401-20240628）	6
图 2：CPI 及核心 CPI 同比（%）	12
图 3：美国 CPI 同比增速及分项拉动率（%）	12
图 4：CPI 及核心 CPI 环比（%）	13
图 5：CPI 二手车分项及其领先指标（%）	13
图 6：CPI 食品分项及其领先指标（%）	13
图 7：美国制造业及非制造业 PMI.....	13
图 8：美国新增非农就业人数（万人）	13
图 9：美国失业率（%）	13
图 10：美国劳动力参与率（%）	14
图 11：美国平均时薪增速（%）	14
图 12：6 月美联储议息会议点阵图.....	14
图 13：欧元区 20 国工业生产指数同比（%）	15
图 14：欧元区 PMI	15
图 15：欧元区 20 国失业率情况（%）	16
图 16：欧元区 CPI 及核心 CPI（%）	16
图 17：欧洲议会选举情况.....	16
图 18：固定资产投资累计同比（%）	17
图 19：基建投资分项增速（%）	17
图 20：地方政府新增专项债发行进度（%）	18

图 21: 基建开工节奏小幅回落 (%)	18
图 22: 高技术制造业增速持续高于整体 (%)	18
图 23: 设备工器具购置按行业分 (%)	18
图 24: 工业企业利润增速领先制造业投资 (%)	19
图 25: 大规模设备更新助推制造业投资 (%)	19
图 26: 居民对未来收入及房价上涨预期低迷 (%)	20
图 27: 地产相关增速 (%)	20
图 28: 商品房库存仍偏高 (万平方米)	20
图 29: 居民加杠杆意愿不足 (%)	20
图 30: 百城住宅租金收益率 (%)	20
图 31: 2022 年人口增长率首次转负 (%)	20
图 32: 社零及各分项同比增速 (%)	21
图 33: 社零季调环比增速 (%)	21
图 34: 假期旅游出行恢复情况 (%)	21
图 35: 按品类分限额以上批发零售累计同比 (%)	21
图 36: 居民消费倾向 (%)	22
图 37: 居民人均可支配收入与消费者信心指数 (%)	22
图 38: 价格低迷拖累收入修复 (%)	22
图 39: 出口当月同比及两年复合增速 (%)	23
图 40: 5 月制造业 PMI	23
图 41: 全球制造业 PMI	24
图 42: 2024 年 5 月各贸易伙伴对我国出口增速的拉动率 (bp)	24
图 43: 出口抢跑现象明显	24
图 44: 价格因素对出口的拖累有望触底	24
图 45: 美国进入补库阶段 (%)	25
图 46: 库存领先指标指向美国补库有望延续	25
图 47: 标的基金的相关系数表	27
表 1: 2024Q2 大类资产收益及波动率 (%，数据截至 20240630)	5
表 2: 2024Q2 大类资产配置组合风险收益分析 (一) (20240401-20240628)	6
表 3: 2024Q2 大类资产配置组合风险收益分析 (二) (20240401-20240628)	6
表 4: 2024Q2 保守型组合风险收益分析 (20240401-20240628)	8
表 5: 2024Q2 保守稳健型组合风险收益分析 (20240401-20240628)	8
表 6: 2024Q2 稳健型组合风险收益分析 (20240401-20240628)	9
表 7: 2024Q2 稳健进取型组合风险收益分析 (20240401-20240628)	9
表 8: 2024Q2 进取型组合风险收益分析 (20240401-20240628)	10
表 9: 各类组合资产配置权重	28
表 10: 2024 年第三季度保守型组合大类资产配置组合	28
表 11: 2024 年第三季度保守稳健型组合大类资产配置组合	28
表 12: 2024 年第三季度稳健型组合大类资产配置组合	29
表 13: 2024 年第三季度稳健进取型组合大类资产配置组合	29
表 14: 2024 年第三季度进取型组合大类资产配置组合	30

1 2024 年第二季度资产配置组合业绩表现和归因分析

1.1 2024 年第二季度大类资产表现回顾

回顾 2024 年第二季度大类资产表现，全球资产市场剧烈波动。其中，伦敦银现涨幅达 16.7%，领跑其他类型资产。受益于投资者对美国经济即将实现“软着陆”的信心，叠加英伟达等科技公司一季度财报表现较优，美股市场整体表现亮眼，涨幅明显强于全球多数其他类资产。其中：纳斯达克指数第二季度上涨 8.3%，标普 500 指数上涨 3.9%，道琼斯工业指数上涨-1.7%；债市方面，在美国劳动力市场韧性超预期、通胀数据反复、美联储宽松预期后移的背景下，2024 年二季度美债表现不佳，10 年期美债期货最终收跌-1%；国内方面，二季度宏观经济弱复苏，叠加资产荒延续，债市多头情绪延续，但在央行反复提示长债风险的情况下，最终 10 年期国债期货小幅收涨 1.2%；权益类资产方面，全球股市表现分化，新兴市场表现明显强于发达市场。其中：印度 SENSEX30、恒生指数和标普 500 表现靠前，分别收涨 7.3%、7.1%和 3.9%，法国 CAC40、圣保罗 IBOVESPA 指数和沪深 300 领跌，分别收跌-8.9%、-3.3%和-2.1%；美元指数方面，在美强欧弱局面延续的背景下，二季度美元指数走势震荡偏强，最终收涨 1.3%。大宗商品方面，原油在地缘政治冲突溢价回落、未来需求预期走低及 OPEC 宣布 10 月起逐步解除自愿减产预留空间的背景下，最终二季度收跌-2.2%。伦敦金现则受益于地缘冲突及全球部分主要央行开启降息，继续上涨并创历史新高，最终收涨 4.1%。总体来看，2024 年第二季度全球大类资产表现为大宗商品>权益>债券。

表 1：2024Q2 大类资产收益及波动率（%，数据截至 20240630）

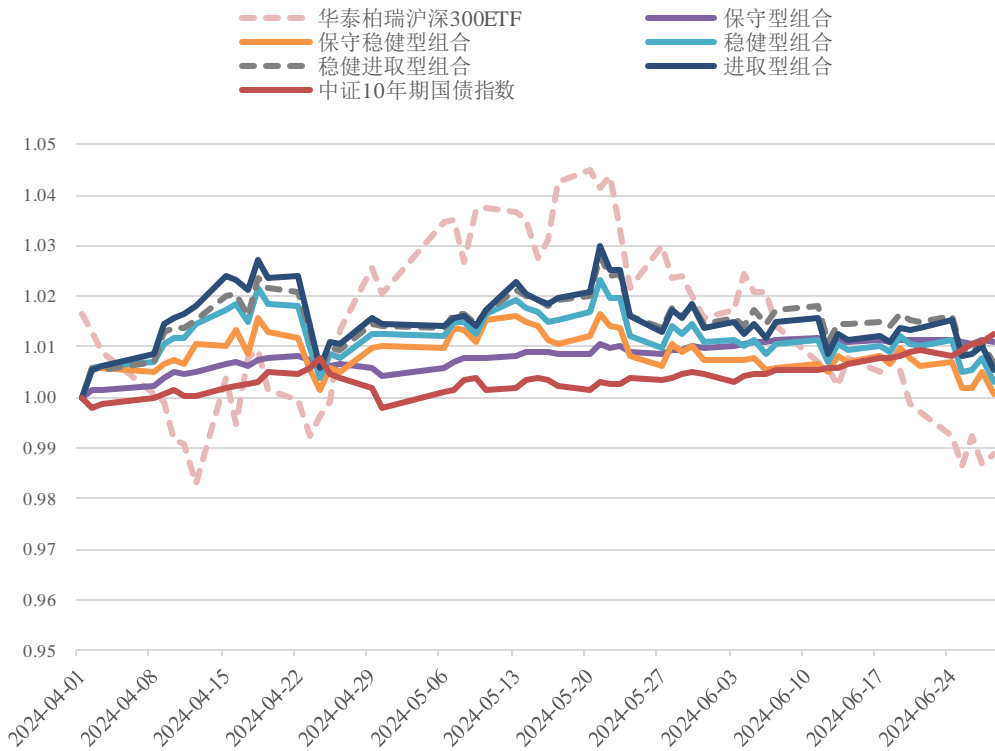
类别	名称	近一季 度收益	年初至 今收益	今年以来年 化波动率	2016 年以来 年化波动率
权益类	道琼斯工业指数	-1.7	3.8	21.4	17.9
权益类	纳斯达克指数	8.3	18.1	25.9	21.8
权益类	标普 500	3.9	14.5	21.9	18.2
权益类	富时 100	2.7	5.6	18.0	15.7
权益类	法国 CAC40	-8.9	-0.8	21.0	18.4
权益类	德国 DAX	-1.4	8.9	21.3	18.9
权益类	日经 225	-1.9	18.3	20.1	19.5
权益类（新兴市场）	印度 SENSEX30	7.3	9.4	19.9	16.9
权益类（新兴市场）	富时新加坡 STI	3.4	2.9	14.6	13.3
权益类（新兴市场）	圣保罗 IBOVESPA 指数	-3.3	-7.7	26.7	24.5
权益类（新兴市场）	沪深 300	-2.1	0.9	18.6	18.8
权益类	恒生指数	7.1	3.9	24.7	21.3
债券类	美国 10 年期国债	-1.0	-2.9	6.5	5.6
债券类	中国 10 年期国债	1.2	2.4	3.2	3.7
债券类	美国高收益债	-0.4	0.2	9.5	7.7
债券类	中国 5 年期国债	0.8	1.4	2.3	2.6
商品类	伦敦金现	4.1	12.8	15.1	13.7
商品类	伦敦银现	16.7	22.5	31.7	26.6
商品类	ICE WTI 原油	-2.2	12.2	54.2	45.4
商品类	南华商品指数	4.5	4.7	17.3	16.1
商品类	CRB 工业现货	2.3	2.4	7.2	6.5
货币类	美元指数	1.3	4.4	6.8	6.5
货币类	美元兑人民币	0.6	2.4	4.4	4.1

资料来源：iFinD，财信证券

1.2 2024 年第二季度大类资产配置组合表现

2024 年第二季度自 2024 年 4 月 1 日建仓开始至 2024 年 6 月 28 日，保守型、保守稳健型、稳健型、稳健进取型、进取型组合实现区间收益分别为 1.24%、0.60%、0.90%、1.23% 和 1.17%，均优于同期沪深 300 表现。其中，稳健进取型组合表现最优，较沪深 300 指数高 2.34pct。在风险控制上，其中：回撤是指持仓净值的阶段高点到阶段低点的波幅，而亏损是指持仓净值低于 1，也就是低于本金起始值时。五种风险偏好的资产配置组合在 2024 年第二季度年化波动率分别为 1.18%、4.66%、5.61%、5.79% 和 6.26%，最大回撤分别为 -0.39%、-1.57%、-2.01%、-2.15% 和 -2.45%，最大亏损为 0，Beta 值分别为 0.02、0.28、0.25、0.25 和 0.22。而同期沪深 300 指数的年化波动率为 11.56%，最大回撤为 -6.70%，最大亏损为 -2.36%，同期中证 10 年期国债的年化波动率为 2.04%，最大回撤为 -1.01%，最大亏损为 -0.22%。

图 1：财信证券大类资产配置组合 2024Q2 净值变化曲线（20240401-20240628）



资料来源：iFinD，财信证券

表 2：2024Q2 大类资产配置组合风险收益分析（一）（20240401-20240628）

指标名称	区间收益率	相对基准超额收益率	年化收益率	年化超额收益率	最高收益率	最大回撤	最大亏损/最小收益
保守型	1.24%	2.35%	5.06%	9.41%	1.24%	0.39%	0.00%
保守稳健型	0.60%	1.71%	2.42%	6.77%	1.65%	1.57%	0.00%
稳健型	0.90%	2.00%	3.63%	7.98%	2.32%	2.01%	0.00%
稳健进取型	1.23%	2.34%	5.02%	9.37%	2.79%	2.15%	0.00%
进取型	1.17%	2.28%	4.78%	9.13%	2.98%	2.45%	0.00%

资料来源：iFinD，财信证券

表 3：2024Q2 大类资产配置组合风险收益分析（二）（20240401-20240628）

指标名称	年化波动率	Alpha	Beta	Sharpe	日胜率	周胜率	月胜率
保守型	1.18%	0.02%	0.02	4.30	63.33%	75.00%	100.00%
保守稳健型	4.66%	0.02%	0.28	0.52	45.00%	54.55%	33.33%
稳健型	5.61%	0.02%	0.25	0.65	51.67%	45.45%	33.33%
稳健进取型	5.79%	0.03%	0.25	0.87	50.00%	58.33%	66.67%
进取型	6.26%	0.02%	0.22	0.76	55.00%	50.00%	66.67%

资料来源：iFinD，财信证券

1.3 2024 年第二季度大类资产配置组合归因分析

综合来看，2024 年第二季度资产配置组合的收益贡献主要来自债券类及大宗商品类资产，权益类资产成为收益贡献的拖累项。风险贡献主要来自权益类资产。如我们前期所述，对于大类资产配置来说，负收益贡献或正收益贡献的品种不代表其没有配置价值。虽然我们希望通过把握宏观周期的把握尽可能的提升组合的风险收益比，通过对更多风险相关度低的品种进行分散化配置，以期在长周期中实现平滑组合收益波动，降低组合风险。

收益端来看，第二季度资产配置组合的收益贡献主要来自债权类及大宗商品类资产，权益类资产成为收益贡献的拖累项。权益类，广发中证全指电力公用事业 ETF、国泰中证全指通信设备 ETF 和广发中证工程机械 ETF 录得正收益，广发中证传媒 ETF 及国泰中证机床 ETF 表现不佳，其余 ETF 收益小幅波动。债券类表现平稳，国泰上证 5 年期国债 ETF 和海富通上证城投债 ETF 区间收益率分别为 1.46% 和 1.37%。商品类资产表现亮眼，华安黄金 ETF 及南方原油 ETF 分别录得 3.34% 和 1.53% 的收益。通过品类分散化、对权益类资产与债券类资产等不同品类配置，我们一定程度上规避了单一市场的系统性风险。

风险端来看，第二季度风险贡献主要来自权益类资产。在保守型、保守稳健型、稳健型、稳健进取型和进取型组合中，权益类资产风险贡献比例分别为 27.14%、93.04%、65.67%、54.73% 和 40.45%；债券类资产风险贡献比例分别为 47.85%、-3.77%、-2.58%、-1.86% 和 -1.46%；商品类资产风险贡献比例分别为 25.01%、10.74%、36.90%、47.13% 和 61.01%。现金类资产一般被视为无风险收益。权益类资产在各类组合中的风险贡献较大，整体来看是广发中证工程机械 ETF、广发中证传媒 ETF 和广发中证全指电力公用事业 ETF 的风险贡献比例相对较大；而华泰柏瑞沪深 300ETF 和国泰中证 800 汽车与零部件 ETF 的风险贡献比例相对较小。

表 4：2024Q2 保守型组合风险收益分析（20240401-20240628）

ETF 标的	ETF 代码	配置比例	区间收益率%	收益贡献比例	风险贡献	风险贡献比例
华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.SH	1.34%	-1.11	-1.20%	0.02%	2.11%
国泰中证煤炭 ETF	515220.SH	0.40%	-0.56	-0.18%	0.04%	3.89%
广发中证全指电力公用事业 ETF	159611.OF	1.68%	7.52	10.20%	0.14%	12.07%
广发中证传媒 ETF	512980.OF	0.58%	-16.85	-7.89%	0.02%	2.15%
广发中证工程机械 ETF	560280.OF	0.21%	1.38	0.23%	0.02%	1.64%
国泰中证机床 ETF	159667.OF	0.25%	-10.29	-2.08%	0.01%	1.29%
国泰中证全指通信设备 ETF	515880.OF	0.33%	1.90	0.51%	0.02%	1.69%
国泰中证 800 汽车与零部件 ETF	516110.OF	0.61%	-0.86	-0.42%	0.03%	2.29%
权益类小计		5.40%	-0.19	-0.83%	0.31%	27.14%
海富通上证城投债 ETF	511220.OF	39.11%	1.37	43.23%	0.19%	16.40%
国泰上证 5 年期国债 ETF	511010.SH	37.40%	1.46	44.22%	0.36%	31.45%
债券类小计		76.51%	1.42	87.45%	0.55%	47.85%
华安黄金 ETF	518880.OF	2.91%	3.34	7.84%	0.28%	24.72%
南方原油 ETF	501018.SH	0.17%	1.53	0.21%	0.00%	0.29%
商品类小计		3.08%	3.24	8.05%	0.28%	0.29%
博时现金收益 A	050003.OF	15.00%	0.44	5.33%	0.00%	0.00%
合计		100%		100%	1.15%	1.15%

资料来源：wind，财信证券

表 5：2024Q2 保守稳健型组合风险收益分析（20240401-20240628）

ETF 标的	ETF 代码	配置比例	区间收益率%	收益贡献比例	风险贡献	风险贡献比例
华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.SH	6.49%	-1.11	-12.05%	0.48%	10.71%
国泰中证煤炭 ETF	515220.SH	2.79%	-0.56	-2.64%	0.35%	7.76%
广发中证全指电力公用事业 ETF	159611.OF	5.41%	7.52	68.27%	0.58%	12.76%
广发中证传媒 ETF	512980.OF	2.51%	-16.85	-70.98%	0.47%	10.45%
广发中证工程机械 ETF	560280.OF	3.85%	1.38	8.94%	0.83%	18.38%
国泰中证机床 ETF	159667.OF	2.64%	-10.29	-45.59%	0.52%	11.58%
国泰中证全指通信设备 ETF	515880.OF	2.32%	1.90	7.41%	0.50%	11.10%
国泰中证 800 汽车与零部件 ETF	516110.OF	3.37%	-0.86	-4.85%	0.47%	10.30%
权益类小计		29.38%	-1.04	-51.48%	4.20%	93.04%
海富通上证城投债 ETF	511220.OF	28.52%	1.37	65.54%	-0.11%	-2.38%
国泰上证 5 年期国债 ETF	511010.SH	18.42%	1.46	45.28%	-0.06%	-1.39%
债券类小计		46.94%	1.41	110.82%	-0.17%	-3.77%
华安黄金 ETF	518880.OF	2.42%	3.34	13.55%	0.16%	3.60%
南方原油 ETF	501018.SH	6.25%	1.53	16.03%	0.32%	7.14%
商品类小计		8.67%	2.03	29.58%	0.49%	10.74%
博时现金收益 A	050003.OF	15.00%	0.44	11.08%	0.00%	0.00%
合计		100%		100%	4.52%	100.00%

资料来源：wind，财信证券

表 6：2024Q2 稳健型组合风险收益分析（20240401-20240628）

ETF 标的	ETF 代码	配置比例	区间收益率%	收益贡献比例	风险贡献	风险贡献比例
华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.SH	5.60%	-1.11	-7.02%	0.33%	6.56%
国泰中证煤炭 ETF	515220.SH	3.17%	-0.56	-2.02%	0.46%	9.04%
广发中证全指电力公用事业 ETF	159611.OF	4.62%	7.52	39.36%	0.48%	9.47%
广发中证传媒 ETF	512980.OF	2.08%	-16.85	-39.72%	0.30%	5.89%
广发中证工程机械 ETF	560280.OF	3.68%	1.38	5.77%	0.68%	13.53%
国泰中证机床 ETF	159667.OF	2.19%	-10.29	-25.53%	0.35%	7.04%
国泰中证全指通信设备 ETF	515880.OF	1.94%	1.90	4.18%	0.37%	7.25%
国泰中证 800 汽车与零部件 ETF	516110.OF	3.02%	-0.86	-2.93%	0.35%	6.89%
权益类小计		26.30%	-0.94	-27.91%	3.31%	65.67%
海富通上证城投债 ETF	511220.OF	22.95%	1.37	35.61%	-0.08%	-1.62%
国泰上证 5 年期国债 ETF	511010.SH	17.70%	1.46	29.38%	-0.05%	-0.96%
债券类小计		40.65%	1.41	64.99%	-0.13%	-2.58%
华安黄金 ETF	518880.OF	11.80%	3.34	44.61%	1.41%	28.07%
南方原油 ETF	501018.SH	6.25%	1.53	10.82%	0.44%	8.83%
商品类小计		18.05%	2.71	55.44%	1.86%	36.90%
博时现金收益 A	050003.OF	15.00%	0.44	7.48%	0.00%	0.00%
合计		100%		100%	5.03%	100.00%

资料来源：wind，财信证券

表 7：2024Q2 稳健进取型组合风险收益分析（20240401-20240628）

ETF 标的	ETF 代码	配置比例	区间收益率%	收益贡献比例	风险贡献	风险贡献比例
华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.SH	4.02%	-1.11	-3.68%	0.22%	3.88%
国泰中证煤炭 ETF	515220.SH	2.81%	-0.56	-1.31%	0.38%	6.84%
广发中证全指电力公用事业 ETF	159611.OF	5.95%	7.52	37.00%	0.62%	11.20%
广发中证传媒 ETF	512980.OF	1.86%	-16.85	-25.92%	0.23%	4.13%
广发中证工程机械 ETF	560280.OF	2.96%	1.38	3.39%	0.50%	8.91%
国泰中证机床 ETF	159667.OF	2.00%	-10.29	-17.02%	0.29%	5.19%
国泰中证全指通信设备 ETF	515880.OF	2.76%	1.90	4.34%	0.50%	9.00%
国泰中证 800 汽车与零部件 ETF	516110.OF	2.98%	-0.86	-2.11%	0.31%	5.57%
权益类小计		25.34%	-0.25	-5.31%	3.05%	54.73%
海富通上证城投债 ETF	511220.OF	18.02%	1.37	20.41%	-0.06%	-1.08%
国泰上证 5 年期国债 ETF	511010.SH	22.10%	1.46	26.77%	-0.04%	-0.78%
债券类小计		40.12%	1.42	47.18%	-0.10%	-1.86%
华安黄金 ETF	518880.OF	18.7%	3.34	51.60%	2.58%	46.37%
南方原油 ETF	501018.SH	0.85%	1.53	1.07%	0.04%	0.77%
商品类小计		19.55%	3.26	52.67%	2.63%	47.13%
博时现金收益 A	050003.OF	15.00%	0.44	5.46%	0.00%	0.00%
合计		100%		100%	7.05%	100.00%

资料来源：wind，财信证券

表 8：2024Q2 进取型组合风险收益分析（20240401-20240628）

ETF 标的	ETF 代码	配置比例	区间收益率 %	收益贡献比例	风险贡献	风险贡献比例
华泰柏瑞沪深 300ETF	510300.SH	4.71%	-1.11	-4.45%	0.20%	3.33%
国泰中证煤炭 ETF	515220.SH	3.55%	-0.56	-1.71%	0.52%	8.59%
广发中证全指电力公用事业 ETF	159611.OF	3.83%	7.52	24.60%	0.35%	5.88%
广发中证传媒 ETF	512980.OF	1.64%	-16.85	-23.61%	0.16%	2.65%
广发中证工程机械 ETF	560280.OF	3.51%	1.38	4.15%	0.52%	8.61%
国泰中证机床 ETF	159667.OF	1.74%	-10.29	-15.30%	0.21%	3.52%
国泰中证全指通信设备 ETF	515880.OF	1.56%	1.90	2.54%	0.24%	3.94%
国泰中证 800 汽车与零部件 ETF	516110.OF	2.67%	-0.86	-1.96%	0.24%	3.92%
权益类小计		23.21%	-0.79	-15.73%	2.44%	40.45%
海富通上证城投债 ETF	511220.OF	17.38%	1.37	20.33%	-0.05%	-0.89%
国泰上证 5 年期国债 ETF	511010.SH	16.97%	1.46	21.24%	-0.03%	-0.57%
债券类小计		34.35%	1.42	41.57%	-0.09%	-1.46%
华安黄金 ETF	518880.OF	21.17%	3.34	60.35%	3.17%	52.67%
南方原油 ETF	501018.SH	6.26%	1.53	8.17%	0.50%	8.34%
商品类小计		27.43%	2.92	68.52%	3.67%	61.01%
博时现金收益 A	050003.OF	15.00%	0.44	5.64%	0.00%	0.00%
合计		100%		100%	7.83%	100.00%

资料来源：wind，财信证券

2 2024 年第二季度宏观分析

2.1 海外经济：美国降息渐近，欧洲政策不确定性提升

2.1.1 美国：去通胀取得积极进展，就业市场降温推升 9 月降息概率

6 月议息会议利率继续暂停加息，点阵图释放鹰派信号。美联储 6 月议息会议宣布，再度将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25-5.5% 水平不变，符合市场预期。具体声明措辞变化不大，与 5 月相比，维持了“当前经济活动继续以稳健的步伐扩张。就业增长依然强劲，失业率保持低位”等表述。在抗通胀进程方面，认可了当前在实现 2% 的通胀目标方面“取得了一些进展”。此外，本次声明删除了有关缩表计划调整的具体表述。本次点阵图为市场关注的核心，新的点阵图显示 2024 年年内降息次数由 3 次下调至 1 次。经济前景预测方面，维持前值不变，即：维持 2024 年经济增速 2.1%、2025 年及 2026 年增速 2%。就业市场方面，将 2025 年失业率预测小幅上调 0.1 个百分点至 4.2%。通胀方面，对 2024 年及 2025 年 PCE 通胀预测由分别上调 0.2 和 0.1 个百分点至 2.6% 和 2.3%，核心 PCE 上调至 2.8% 和 2.3%。中长期政策利率预测方面，美联储将 2024 年底的政策利率预测由 4.6% 上调至 5.1%。会后鲍威尔讲话整体增量信息有限，但值得注意的是，他表示大多数官员尚未就本月的 CPI 数据反应到点阵图里。整体而言，本次美联储会议表态整体较为克制，尽管本次点阵图指示 2024 年仅降息 1 次，但我们认为联储仍然保留了 9 月降

息的可能。首先是，本次实际投票中，支持年内降息 1 次及 2 次的差距极小，且未考虑 5 月通胀数据的继续降温。再者，近期美国劳动力市场实际已经出现降温迹象，失业率有所上行。因此，美联储降息路径不确定性仍大，9 月能否开启首轮降息，6-8 月的就业及通胀数据表现仍是关键，有了去年的经验，当前美联储对于数据的观测期将拉长，避免市场过度提前交易，防止金融条件提前宽松而阻碍通胀下行的路径。

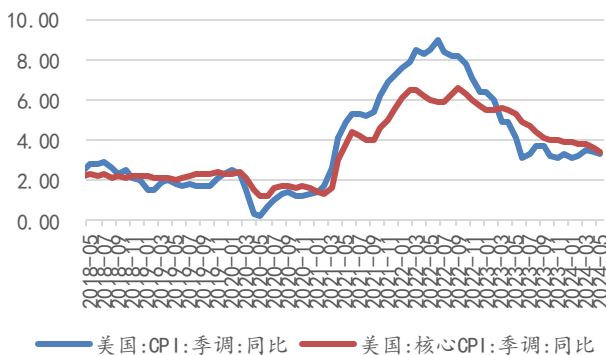
近期去通胀进程取得积极进展，能源分项及除住房项以外的超级核心服务项是 5 月通胀环比明显改善的主要助力。美国 5 月 CPI 同比增长 3.3%，市场预期 3.4%，前值 3.4%；CPI 环比增长 0%，市场预期 0.1%，前值 0.3%；5 月核心 CPI 同比增长 3.4%，市场预期 3.5%，前值 3.6%；核心 CPI 环比增长 0.2%；市场预期 0.3%，前值 0.3% 服务项小幅降温。核心服务项 3 月环比录得 0.5%，与前值持平。从分项来看，能源项是通胀降温的主要驱动，环比走势明显改善，较前值下滑 3.1 个百分点，录得-2%，主要受 5 月原油价格大幅回落影响，且高频汽油零售价格显示 6 月 CPI 能源分项或仍继续偏弱。核心服务项方面，5 月环比录得 0.2%，前值 0.4%。从分项来看，住房项粘性仍较强，环比持平 0.4%。其中：主要居所租金项环比持平 0.4%；业主等价租金项环比增速则持平 0.4%；学校住宿及酒店环比小幅回升 0.1 个百分点至-0.1%。CPI 中的住房分项滞后于房价，从领先指标看，短期内房租通胀或将继续回落，但幅度将放缓，且 3 季度存在二次上行风险。剔除住房租金的超级核心服务项明显降温，环比由前值的 0.42% 下行至-0.04%，亦是通胀降温的重要推手，该分项的走弱或指向美国通胀压力边际缓解。此外，核心商品项环比小幅微升。核心商品环比由-0.1% 回升至 0%。其中：二手车分项环比增速由-1.4% 回升至 0.6%，药品项环比由 0.4% 回升至 1.3%，是推动核心商品环比增速回升的主要贡献项，除此之外，其他主要核心商品分项环比变化不大。领先指标 Manheim 二手车批发价格指数指向后续二手车价格压力偏弱，预计后续核心商品通胀压力整体仍可控。食品方面，5 月食品项环比回升 0.1 个百分点至 0.1%。整体来看，美国 5 月去通胀出现积极进展。剔除住房分项的超级核心通胀，环比大幅下降。但鉴于当前通胀尚未全面开启降温，且暑期出游旺季叠加住房项粘性较强的影响，后续通胀能否继续超预期下行仍显波折。

就业市场方面，6 月新增非农就业 20.6 万人，略高于市场预期的 19 万人。同时，将 2024 年 4 月非农新增就业人数从 16.5 万人下修至 10.8 万人；5 月份非农新增就业人数从 27.2 万人下修至 21.8 万人。经过这些修正后，4 月和 5 月新增就业人数合计较修正前减少 11.1 万人。分行业看，本月新增非农就业主要集中于教育健康业、政府部门和建筑业，分别新增 8.2 万人、7 万人和 2.7 万人，占新增就业的 39.8%、34% 和 13.1%。从新增人数变动来看，政府部门新增就业是强劲非农数据的最主要增长项，新增就业人数较上月大幅提升 4.5 万人。服务业就业明显转弱，这与 6 月 ISM 服务业 PMI 走弱相互印证，尤其是具有一定周期性质的专业和商业服务业、零售业及休闲和酒店业，分别较上月新增就业减少 4.8 万人、1.6 万人和 1.5 万人。此外，美国 4-8 月为建筑业施工旺季，室内硬装需求回暖，带动建筑业韧性持续偏强。年初至今，除 3 月外，剩余月份非农就业初值均在后续出现明显下修，或主要由于：一则企业调查（CES）回复率降低。3 月仅为 43.5%，低于疫情前 60% 左右水平。二则多个数据之间冲突影响。6 月 ADP 新增就业及 ISM 制造

业就业分项均指向就业市场正在降温，非法移民对就业市场供给端统计造成扰动。今年以来非农新增就业已累计下修25万人，或指向美国劳动力市场新增就业精度存在一定失真，就业市场降温信号逐渐明确。根据CPS家庭调查数据显示，6月劳动力人口增加27.7万，其中就业人口增加11.6万，失业人口增加16.2万，推动6月劳动参与率进一步回升至62.6%，距离疫情前2020年1月水平仅差0.7个百分点。其中25-54岁年龄段劳动参与率由83.6%回升至83.7%，为就业人口供给修复的主要贡献。失业率方面，6月失业率小幅上行至4.1%，雇佣需求小幅降温。职位空缺率方面，5月JOLTS职位空缺数小幅上升至814万人，职位空缺率小幅反弹0.1个百分点至4.9%，但职位空缺数与失业人数之比维持在1.21:1，继续保持在三年来的最低水平。多项指标显示，劳动力供需缺口呈逐渐缩小态势，美国就业市场供需正逐渐向均衡回归。工资水平是美联储密切关注并视为是否会增加通胀压力的重要信号，6月时薪同比增速回落至3.9%，环比回落0.1个百分点至0.3%，显示出就业市场再平衡仍在持续，供需问题进一步改善，带动薪资增速回落。分行业看，商品生产类行业薪资待遇小幅改善，而服务业薪资多数回落，后续伴随失业率上升，中低端服务业的议价能力或将进一步下降。由于薪资同比与美国CPI服务项(除房租相关)相关度较高，薪资增速的回落有助于缓解后续核心服务的压力。

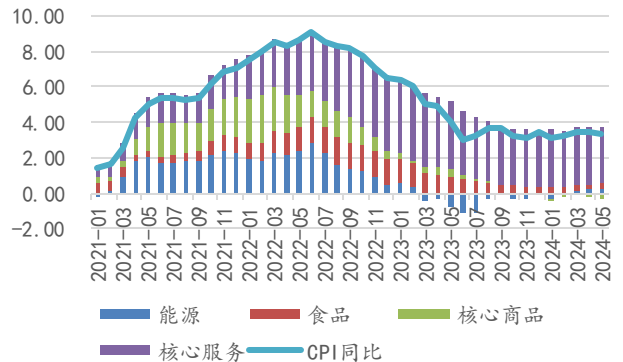
走弱的非农数据导致互换市场重新定价美联储年内2次降息预期，9月开启首轮降息概率升至接近80%。受到非法移民对不同调查口径下数据的影响，CES与CPS体现出的就业情况持续出现一定的背离，结合今年以来非农就业数据的多次下修，我们继续保持美国真实就业市场情况或弱于非农新增就业数据表现。当前失业率、薪资增速等数据，均指向美国劳动力市场需求有所改善，逐步向均衡回归。结合鲍威尔多次表示降息条件为就业市场出现超预期走弱及对通胀回落的信心，而近期美国通胀、就业及经济数据均出现边际走弱迹象，我们预计9月开启首轮降息的概率已较高，但需警惕大选临近所带来的政治不确定性影响。

图 2：CPI 及核心 CPI 同比 (%)



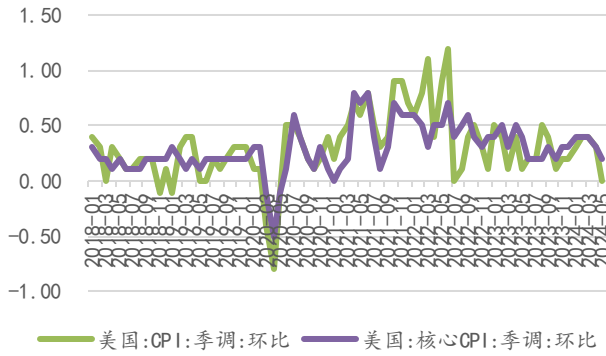
资料来源: wind、财信证券

图 3：美国 CPI 同比增速及分项拉动率 (%)



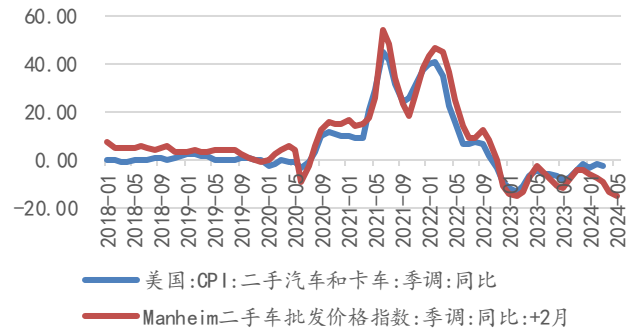
资料来源: wind (贡献值为测算数据)、财信证券

图 4：CPI 及核心 CPI 环比 (%)



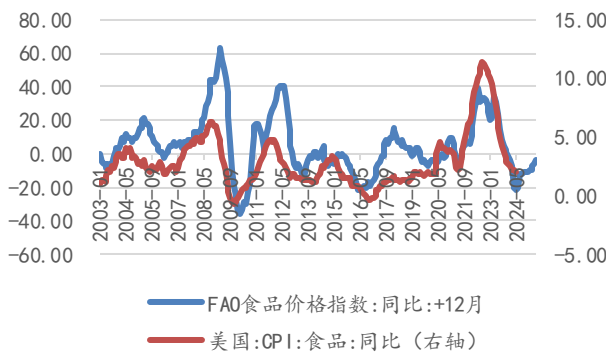
资料来源: wind、财信证券

图 5：CPI 二手车分项及其领先指标 (%)



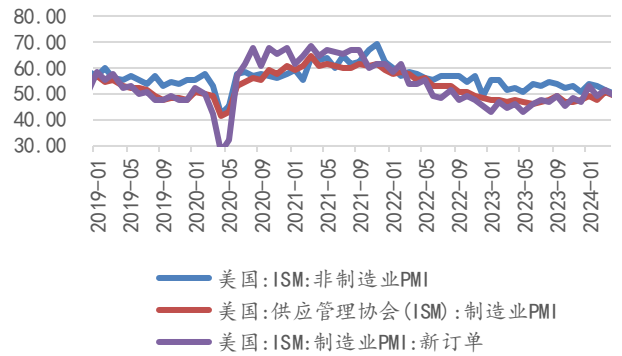
资料来源: wind、财信证券

图 6：CPI 食品分项及其领先指标 (%)



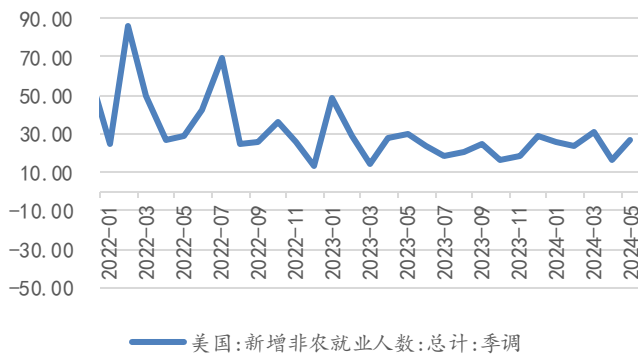
资料来源: wind、财信证券

图 7：美国制造业及非制造业 PMI



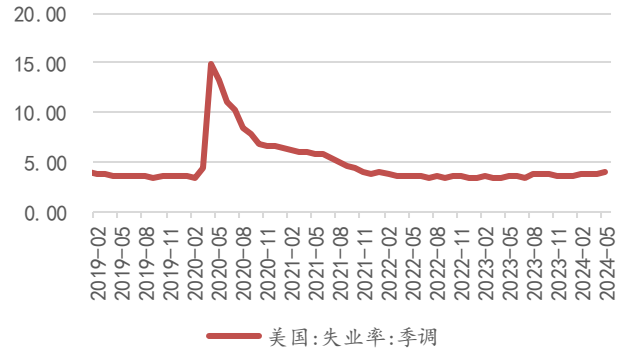
资料来源: wind、财信证券

图 8：美国新增非农就业人数 (万人)



资料来源: wind、财信证券

图 9：美国失业率 (%)



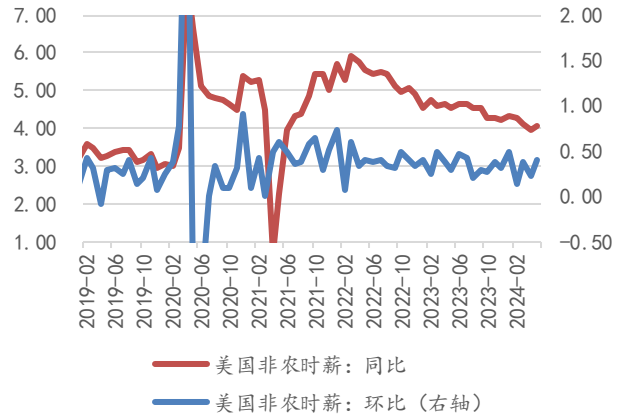
资料来源: wind、财信证券

图 10：美国劳动力参与率（%）



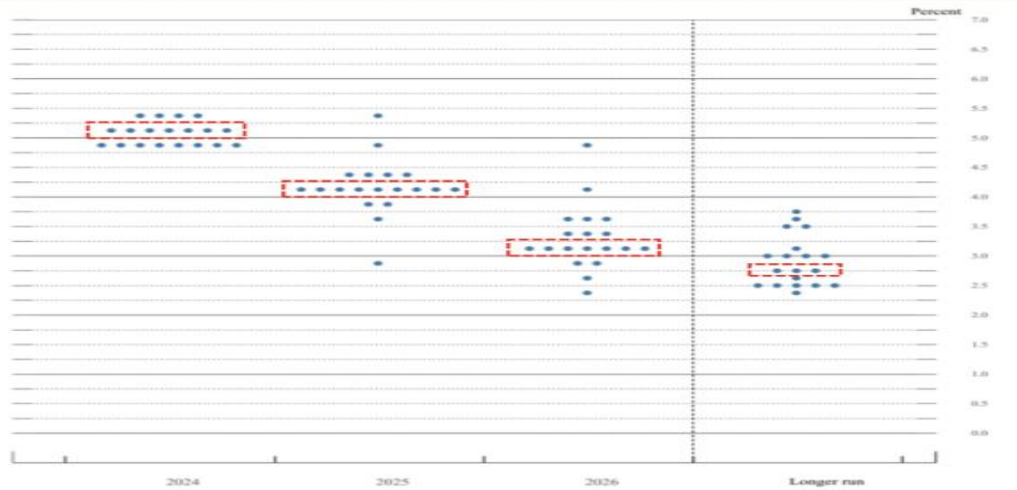
资料来源：wind、财信证券

图 11：美国平均时薪增速（%）



资料来源：wind、财信证券

图 12：6 月美联储议息会议点阵图

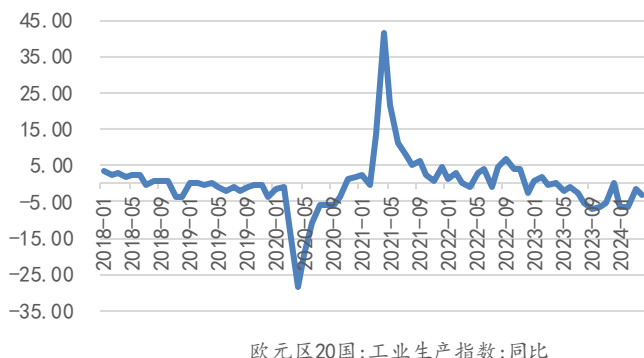


资料来源：美联储、财信证券

2.1.2 欧洲：欧央行鹰派降息落地，政坛右翼力量崛起

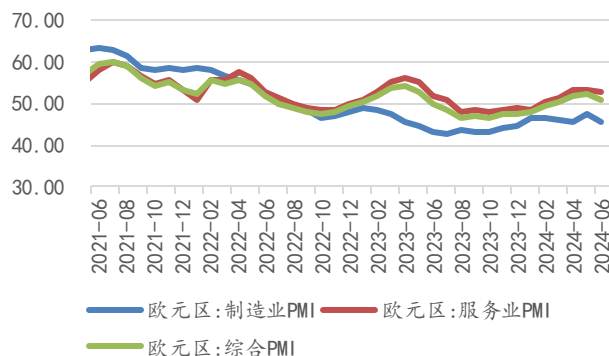
欧元区经济持续低迷。6月欧元区综合 PMI 录得 50.8, 低于市场预期的 52.5; 6月制造业 PMI 录得 45.8, 已连续 24 个月处于荣枯线以下, 同时 2024 年 4 月欧元区 20 国工业生产指数同比增速录得-3%, 继续处于负增区间, 反映出欧洲制造业景气度持续低迷; 在企业与居民收入的再平衡趋势下, 欧元区家庭购买力有所增强。6月欧元区服务业 PMI 录得 52.8, 已连续五个月运行在扩张区间。

图 13：欧元区 20 国工业生产指数同比 (%)



资料来源: wind、财信证券

图 14：欧元区 PMI



资料来源: wind、财信证券

欧元区通胀回落放缓,6月欧央行鹰派降息落地。2024年6月欧元区调和CPI同比增长2.5%，较上月回落0.1个百分点，符合市场预期；核心CPI增速录得2.9%，与上月持平，略高于市场预期的2.8%。分项来看，而食品、能源等项目继续小幅回落，而持续偏强劲的服务消费为后续通胀回落带来一定阻力。就业市场方面，5月欧元区失业率仍维持历史低位，录得6.4%，与此同时，欧元区一季度职位空缺率环比小幅下降但仍处于较高水平，为2.8%，二者共同反应出欧洲劳动力市场供求关系仍较为紧张，但趋势上有所改善。**6月欧央行鹰派降息落地。**6月6日欧央行如期降息25个基点。但同时，欧央行上调了2024年及2025年通胀预期，分别将通胀由2.3%和2%调整至2.5%和2.2%，将核心通胀分别由2.6%和2.1%上调至2.8%和2.2%。但值得注意的是，欧洲央行行长拉加德对于后续降息路径的表述仍为逐次决定，继续强调将保持限制性货币政策以实现通胀目标，不会对未来降息路径作出任何明确承诺。鉴于欧洲当前工资增长加快，国内价格压力依然强劲，后续欧央行开启降息后的道路仍存不确定性。

欧洲议会大选中右翼力量崛起,政策撕裂风险上升。6月初欧盟举行了5年一届的欧洲议会选举，由其27个成员国根据各国人口占全欧洲人口的比例最终选出720名议会议员。从选举结果来看，中间派保持微弱优势，合计获得399个席位（其中：EPP中右翼欧洲人民党188席、S&D中左翼社会主义者和民主人士进步联盟136席、Renew Europe中间派复兴欧洲党团75席）；而代表着极右翼的ECR欧洲保守派与改革派党团、ID身份与民主党团席位明显提升，分别获得83席及58席，较上届增加14席和9席。同时，成员国中的德、法两大执政党在此次选举中明显处于弱势，其中德国现任总理朔尔茨领导的SD社会民主党以13.9%的得票率的惨败给中右翼基民盟，后者获得30%的压倒性胜利，且极右翼选择党的支持率也明显抬升，以15.9%的选票率位居第二。对于马克龙而言，法国的情况同样不容乐观，其所带领的中间派复兴党在欧洲议会选举初选结果中开局不利。为此，马克龙超预期解散议会，并于6月30日及7月7日提前举行国民议会选举。从结果来看，尽管左翼拿下最多席位，但右翼政党所获席位已显著大增，当前三大阵营未有一派席位超过半数，预计悬浮议会与要求大幅增加政府支出的左翼联盟会在中期内对欧元构成压力。整体而言，本次选举显示出当前在欧洲通胀长期居高不下、经济发展停滞、俄乌战争消耗大量援助资金的背景下，欧洲右翼力量正逐步在政坛崛起，欧盟内部分裂加剧。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/996040043225010210>