

2024年8月6日

全球市场波动加剧，后续何去何从？

——宏观策略报告

分析师：

明道雨
从业资格证号：F03092124
投资咨询证号：Z0018827
电话：021-68758120
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

投资要点：

- **从近期全球市场波动加剧。**股市方面，上周五欧美股市遭遇“黑色星期五”之后，本周一亚洲股市又遭遇“黑色星期一”。日经开盘熔断后暴跌了13%，在日经的抛压下，亚洲市场纷纷崩盘，台湾加权指数收跌8.4%，创下1967年以来的最大跌幅。韩国股市也触发熔断，收盘下跌8.7%。夜盘，纳指期货盘前就暴跌了6%，而道指则暴跌了1000点。汇率方面，美元兑日元周一继续大涨1.66%，美元指数跌破103，日内一度跌超1%；人民币汇率也一度涨超1%。短期全球股市、债市、汇率市场波动加剧。
- **全球市场波动加剧有两方面的原因：**一是由于市场对于美国经济衰退的担忧加深，导致全球金融市场开始交易衰退，短期造成股市大幅波动，大宗商品市场下跌。而美联储降息预期升温，造成美元走弱，非美货币走强，汇率市场波动加剧。二是由于日央行超预期加息，造成日元主动大幅升值，日本股市波动加剧，亚太乃至全球股市跟随大幅波动。
- **下半年市场走势分析：**股市方面，下半年国内股市预计会维持宽幅震荡走势。一是政治局会议以及三中全会强调坚定不移实现年内经济增长目标，政策刺激预期增强，对股市有一定的支撑。二是随着美联储降息预期增强，美元走弱、人民币汇率走强，为国内货币政策打开空间，货币政策支持力度有望加强。三是企业业绩逐步修复回升，但是回升力度尚不明显。四是，海外市场风险仍存可能对国内股市存在持续性的负面影响。**汇率方面**，下半年人民币汇率大概率呈相对偏强走势。一是下半年国内政策刺激预期增强，经济基本面有一定的支撑；但是海外经济将面临一定的压力；国内经济基本面可能好于海外。二是，美联储降息预期持续升温，美元指数持续走弱，推动人民币汇率被动走强。**大宗商品方面**，下半年国际大宗商品整体偏谨慎。当前美国补库周期力度不强，需求放缓，外需对商品支撑减弱，因此有色、能源国际大宗商品价格可能维持震荡；贵金属方面仍旧相对看好，在欧美经济放缓，美联储乃至全球央行进入降息周期的情况下，贵金属中长期偏强运行，可逢低做多；但是需要注意短期流动性风险。内需型大宗商品方面，下半年扩内需的政策有望加码出台，对于需求端有一定的支撑；但是涉及传统需求的基建和房地产、特别是房地产方面，短期难有较大起色。因此，下半年内需型商品价格表现可能好于外需型商品价格，但是整体回升幅度预计不大。
- **风险因素：**美联储货币政策超预期紧缩、国内政策刺激力度不及预期。

正文目录

1. 市场波动加剧原因	3
1.1. 美国经济增长放缓，引发衰退担忧	3
1.2. 日本央行超预期加息，引发日本市场巨震	4
1.3. 国内政策刺激预期增强，市场波动相对较小	5
2. 对市场的影响	5
2.1. 对国内股市的影响	5
2.2. 对人民币汇率的影响	6
2.3. 对大宗商品的影响	6

近期全球市场波动加剧。股市方面，上周五欧美股市遭遇“黑色星期五”之后，本周一亚洲股市又遭遇“黑色星期一”。日经开盘熔断后暴跌了 13%，再加上上周五的近 7% 的暴跌，成为了有史以来最大的两天暴跌。在日经的抛压下，亚洲市场纷纷崩盘，台指创造了 57 年来最大的单日暴跌，台湾加权指数收跌 8.4%，创下 1967 年以来的最大跌幅。韩国股市也触发熔断，收盘下跌 8.7%。夜盘，纳指期货盘前就暴跌了 6%，而道指则暴跌了 1000 点。美股恐慌指数 ETF 也完成了有史以来最大的单日飙升，到了类似于 2020 年 3 月新冠疫情和 2008 年 11 月全球金融危机的高度。汇率方面，美元兑日元周一继续大涨 1.66%，美元指数跌破 103，日内一度跌超 1%；人民币汇率也一度涨超 1%。短期全球股市、债市、汇率市场波动加剧。

1. 市场波动加剧原因

1.1. 美国经济增长放缓，引发衰退担忧

美国制造业 PMI 快速放缓。美国 7 月 ISM 制造业 PMI 为 46.8，预期 48.8，前值 48.5。非制造业 PMI 51.4，预期 51，前值 48.8。美国 7 月制造业下降和服务业景气度整体放缓，其中制造业 PMI 景气度下降明显。此外，美国 6 月制造业订单以及工厂订单大幅放缓，表明当前美国经济增长快速放缓，需求相对较弱。

美国通胀持续放缓。美国 6 月 CPI 3.0%，预期 3.1%，前值 3.3%，较上月下降 0.3%，超出市场预期；环比-0.1%，预期 0.1%，前值 0%，低于市场预期。核心 CPI 3.3%，预期 3.4%，前值 3.4%，较上月下降 0.1%；环比 0.1%，预期 0.2%，前值 0.2%，低于市场预期。美国通胀整体回落且超出市场预期。根据 7 月前瞻性数据，预计美国 7 月 CPI 将进一步下降至 3% 以内，进一步增强美联储降息的预期。

美国就业市场快速放缓。美国 7 月非农就业人口增长 20.6 万人，略高于预期 19 万人，前值自 27.2 万人修正至 21.8 万人。6 月失业率为 4.1%，为两年多来首次升至该水平，预期持平于 4.0%。平均时薪同比升 3.9%，预期 3.9%，前值 4.1%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.4%。薪资增速放缓。目前美国劳动力市场快速放缓但依旧较为强劲。就业—薪资—通胀螺旋上升循环依旧。

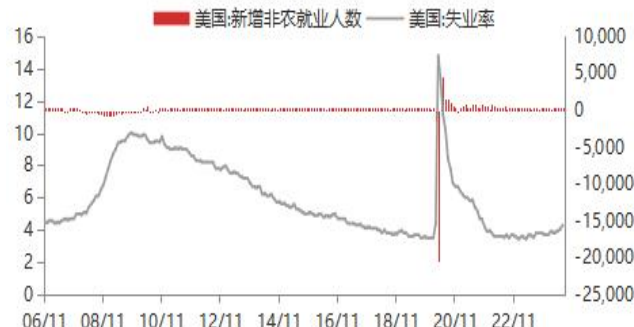
美联储方面，美联储 7 月议息会议一致同意连续第八次维持利率在 5.25%-5.5% 区间不变，符合市场预期。利率水平方面，表示正逐渐接近可以降息的时机，但尚未达到那个点。若通胀如期下降、劳动力市场持稳，最快 9 月就会降息。在本次会议上确实进行了关于降息的深入讨论。可以想象出现零次降息到多次降息的不同情景。将根据经济情况维持利率不变或提早行动。通胀前景方面，无需将注意力完全集中在通胀上。对实现 2% 的目标充满信心。通胀回落范围扩大、长期通胀预期似乎被牢牢锚定。通胀上行风险已减弱。经济方面，数据并未显示经济疲软或过热的迹象，或存在一些疲软迹象，但整体情况并不糟糕。有能力应对经济疲软。失业率保持在低位，劳动力市场已变得更加平衡，当前就业市场面临的下行风险真实存在。

但是由于美国就业市场快速放缓，失业率快速上升，以及金融市场波动加剧，市场对于美联储降息的预期在逐步增强，目前市场已完全定价美联储 9 月降息 50BP，年内预计降息 100BP。

由于市场对于美国经济衰退的担忧加深，导致全球金融市场开始交易衰退，短期造成股市大幅波动，大宗商品市场下跌。而美联储降息预期升温，造成美元走弱，非美货币走强，汇率市场波动加剧。

图1 美国制造业 PMI 持续下降

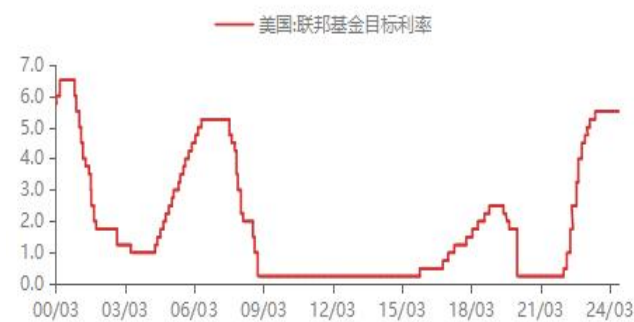

资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图2 美国就业市场大幅放缓


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图3 美国通胀持续放缓


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图4 美联储维持利率不变


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.2. 日本央行超预期加息，引发日本市场巨震

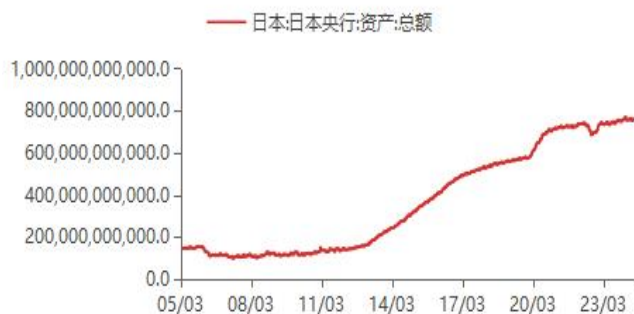
7月31日，日本央行将政策利率（无担保隔夜拆借利率）由0-0.1%上调至0.25%，即加息15个基点；并且计划自今年四季度开始，每个季度对日本国债减少购买0.4万亿日元。日本央行此次加息大出市场预期，市场此前预期本次议息会议会按兵不动，下次加息预计会在9月或者10月，即使加息也仅仅加息10BP；因此无论是在加息时间大幅提前还是在加息幅度方面，均超出市场预期。因此，短期导致日元汇率短期大幅升值，日元套利交易平仓踩踏，美元兑日元从最低的162升值至最高的143附近，升值幅度超过11%；同时也造成日本股市大幅波动。

日本央行此次提前超预期加息有三方面的原因。一是日本CPI和剔除能源的核心CPI已经连续27个月超出2%的通胀目标，这明显是日本央行决定提高利率的主要原因。二是日本央行面临着政治压力。自3月以来，日元持续贬值，尽管日本央行在4月底采取了干预措施，但效果并不理想。7月初，日元对美元的汇率一度升至161.7，创下自1986年6月以来的最低点，这进一步加剧了日本央行的政治压力。近期，日本多位官员公开且直接地表达了对央行加息的期望。三是日本央行的决策旨在避免与美联储可能的降息周期相冲突。由于市场普

市场预期美联储将在 9 月降息，如果日本央行选择在 10 月底的会议上加息，这可能会被视为过于激进的货币政策立场。

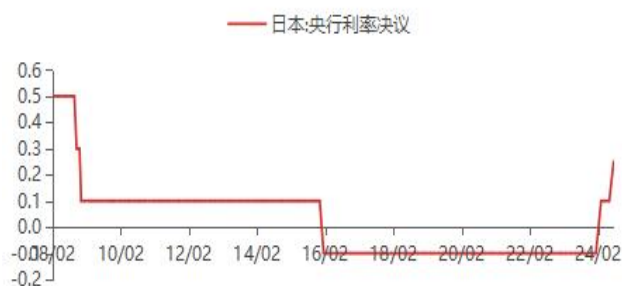
由于日央行超预期加息，造成日元主动大幅升值，日本股市波动加剧，亚太乃至全球股市跟随大幅波动。

图 5 日本央行资产规模



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 6 日本央行加息 15BP



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

1.3. 国内政策刺激预期增强，市场波动相对较小

国内方面，二季度 GDP 同比增长 4.7%，预期 5.1%，前值 5.3%，GDP 同比增长有所放缓且不及市场预期；环比 0.7%，预期 1.1%，前值 1.6%，GDP 环比放缓，且不及市场预期。而且中国 7 月份制造业 PMI、非制造业 PMI 和综合 PMI 分别为 49.4%、50.2% 和 50.2%，分别比上月下降 0.1、0.3 和 0.3 个百分点，我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势，但复苏步伐继续放缓。但是二十届三中全会以及政治局会议强调坚定不移实现年内经济目标，下半年政策刺激预期较强；而且央行连续下调 7 天期逆回购利率 10BP、下调一年期和五年期 LPR 利率 10BP，货币政策持续宽松；地产政策刺激进一步加强；国家发展改革委财政部统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新；政策支持力度持续加大，增量政策也有望在下半年陆续出台。短期对国内股市和人民币汇率有一定的支撑。

受此影响，在本轮全球股市大幅波动的情况下，国内股市波动较小，上证综指跌幅仅 1.54%。相反，人民币汇率大幅升值。离岸人民币汇率从 7 月份最低的 7.31 上升至今日最高的 7.11，升值 2000BP，升幅高达 2.7%。有自身内部原因，也有外部因素。内因是：三中全会和政治局会议强调坚定不移实现年内经济目标，下半年政策面上有望继续发力，国内经济走强的预期有所增强。外因有两方面：一方面是美元持续走弱，人民币汇率被动升值。另一方面是日元走强，带动人民币汇率走强。

2. 对市场的影响

2.1. 对国内股市的影响

股市方面，目前国内经济复苏偏慢、市场情绪低迷，股市短期回调；但是，政策支持力度加大，对股市有一定的支撑。本次全球股市大幅波动短期对于国内股市会造成一定的负面

影响。主要有两方面的逻辑：一是海外经济放缓以及经济衰退的担忧加深势必会对国内出口造成一定的影响，外需对经济的支撑减弱；二是美国经济衰退的担忧造成全球市场波动加剧，势必会影响国内市场情绪，短期国内风险偏好大幅降温。

下半年国内股市预计会维持宽幅震荡走势，短期大幅走强可能性相对较小。一是虽然外需可能放缓，但是政治局会议以及三中全会强调坚定不移实现年内经济增长目标，政策刺激预期增强，对股市有较强的支撑。二是随着美联储降息预期增强，美元走弱、人民币汇率走强，为国内货币政策打开空间，货币政策支持力度有望加强。三是当前国内 PPI 逐步修复，企业业绩逐步修复回升，但是回升力度尚不明显，股市业绩基本面支撑并不是特别强。四是，海外市场风险仍存可能对国内股市存在持续性的负面影响。

2.2.对人民币汇率的影响

人民币汇率方面，人民币汇率短期持续大幅升值，离岸人民币汇率从 7 月份最低的 7.31 上升至今日最高的 7.11，升值 2000BP，升幅高达 2.7%。内因是三中全会和政治局会议强调坚定不移实现年内经济目标，下半年政策面上有望继续发力，国内经济走强的预期有所增强。外因是主要原因。一方面由于美国经济持续放缓、通胀持续降温、就业市场恶化，美联储降息预期持续升温，美元持续走弱，人民币汇率被动升值。另一方面是日元走强，带动人民币汇率走强。

下半年人民币汇率大概率呈相对偏强走势。一是下半年国内政策刺激预期增强，经济基本面有一定的支撑；但是海外经济将面临一定的压力；国内经济基本面可能好于海外。二是，美联储降息预期持续升温，美元指数持续走弱，推动人民币汇率被动走强。

2.3.对大宗商品的影响

此次全球股市和汇率市场大幅波动，全球大宗商品市场短期也受到一定的影响。一是美国制造业 PMI 以及非农就业数据大幅不及预期，表明全球需求正在快速放缓以及引起市场对于需求进一步放缓的担忧，令有色、能源等国际大宗商品价格承压。二是市场对于经济衰退担忧的加深引起市场短期的衰退交易，国际大宗商品市场短期快速下跌，在一定程度上有超跌的可能。贵金属此次跟随下跌主要可能是由于全球股市、汇市下跌造成短期市场流动性紧缺，通过减持贵金属弥补流动性的不足。

下半年国际大宗商品策略方面，整体偏谨慎。当前美国补库周期力度不强，需求放缓，外需对商品支撑减弱，因此有色、能源国际大宗商品价格可能维持震荡，但是需要关注两个方面，一是美国经济衰退的证伪，二是供应端的扰动对价格的冲击。贵金属方面仍旧相对看好，在欧美经济放缓，美联储乃至全球央行进入降息周期的情况下，贵金属中长期偏强运行，可逢低做多；但是需要注意短期流动性风险。内需型大宗商品方面，由于三中全会以及政治局会议强调坚定不移实现年内经济增长目标，下半年政策刺激有望加码出台，对于需求端有一定的支撑；但是涉及传统需求的基建和房地产、特别是房地产方面，短期难有较大起色。因此，下半年内需型商品价格表现可能好于外需型商品价格，但是整体回升幅度预计不大。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn