

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳
周文敏 杨妍

怎么看下半年大类资产走势？

阅读摘要

2024年上半年全球市场历经“复苏交易一再通胀交易一降息交易”。股市：发达市场整体表现优于新兴市场，日经225指数累升18.3%、领涨全球，纳指（18.1%）、标普500（14.5%）在强劲科技股的带动下屡创新高，越南和印度股市均录得超9%的涨幅、领涨新兴市场，A股和港股温和修复；债市：美债利率上行，中美利差倒挂幅度有所走阔，日央行退出负利率后、10Y日本国债利率走升至1.0%上方；大宗商品市场：油价震荡走升，金价大幅上涨、创历史新高。

展望下半年，降息时点、经济景气差异是影响市场走势的主线，亦需关注地缘形势变化的非预期扰动。

怎么看下半年大类资产走势？

图表：EPL 框架下 2024 年下半年全球大类资产走势展望

		经济基本面 (E)	政策动向 (P)	流动性 (L, 亿美元)	上半年涨跌幅	下半年走势展望
股市	美国	经济“软着陆”是大概率事件，下半年增速料走弱	预计美联储 9 月开启降息	+755.05	标普 500: 14.5%;	货币政策趋松提振风险偏好和市场流动性，叠加 AI 创新、周期回补等利好，美股下半年仍有上行空间。但需要关注 AI 商用节奏、大选等扰动
	欧洲	欧元区下半年面临较为复杂的地缘不确定性，相应影响经济修复路径	预计英国央行将于 9 月开启降息、欧央行或再降息 1-2 次	-53.09	英国富时 100: +5.6% 法国 CAC40: -0.8% 德国 DAX: +8.9%	英欧货币政策趋松，欧洲经济正从底部修复，料支撑欧股。但欧洲大选、地缘博弈带来不确定性扰动。
	日本	日本经济“外热内凉”局面料可延续缓和	下半年加息、缩减购债等操作或仍审慎	+159.71	日经 225: +18.3%	日本经济延续修复，预计日股仍有上行空间
	中国香港	中国经济下半年可望实现好于上半年的增长表现	人行相机引导降低实际经济融资成本的机制更加灵活	-10.85 (中国股市+409.86)	恒生指数: +3.9%	外围风险情绪转暖，积极政策持续显效发力，三中全会布局新一轮改革政策蓝图，欲将带动港股估值和情绪面稳步修复。
	越南	越南继续受益于制造业周期向上	越南下半年若经济未出现明显恶化，降息概率或不大	-6.36	胡志明指数: +10.2%	随着越南国内信贷支持及稳汇率措施的持续推进，预计国际资金将在下半年逐步恢复回流，越南股市有望逐步收复前期跌幅
	印度	印度继续受益于制造业周期向上	下半年货币政策大概率维持现状	+290.57	印度 SENSEX30: +9.4%	印度经济增长前景较乐观，叠加企业盈利向好，支撑印度股市短期延续涨势
债市	美国国债	经济“软着陆”是大概率事件，下半年增速料走弱	预计美联储 9 月开启降息	+2577.07	10Y 美债利率: +48BP	美联储降息在即，美债利率中枢回落趋势不改，多因素影响下，大幅下行可能性不大
	中国国债	中国经济下半年可望实现好于上半年的增长表现	人行相机引导降低实际经济融资成本的机制更加灵活	+13.91	10Y 国债利率: -35BP	下半年国债收益率曲线料趋陡、中美利差倒挂收窄

	中资美元债	美债利率趋势下行料提振投资级中资美元债走势；积极政策利好高收益板块表现	-1.46	Markit iBoxx 中资美元债券指数: +3.3%	-
大宗商品	黄金	美联储降息在即, 地缘形势不确定性仍大, 央行购金意愿较高, 预计下半年金价仍有上行空间。		伦敦现货黄金: 13%; COMEX 期货黄金: +12.8%	-
	原油	供给: OPEC+减产计划延期, 原油供应量存在边际增加的可能; 需求: 3 季度出行和用电消费旺季来临, 宽松周期开启, 叠加全球制造业周期回暖, 美国战略石油储备补库等对原油需求仍有支撑; 油价料延续区间震荡。		Brent 原油: +10.1% WTI 原油: +14.2%	-

注：流动性（L）为 2024 年 1-5 月合计净流入（出）数。

一、2024 上半年大类资产表现回顾

（一）纵向对比：以经济增长和通胀为主线，上半年全球市场经历了“复苏交易—再通胀交易—降息交易”

（1）复苏交易（1月-3月）：美国经济数据超预期，AI 热潮提振市场风险偏好，欧美股市上涨；市场对欧美央行降息预期延后，美债利率、美元指数走升；日本“春斗”涨薪超预期，日央行退出负利率和 YCC，日股走升；新兴市场受益于出口反弹和制造业景气升温，股市波动上行。

（2）再通胀交易（4月-5月中旬）：超预期的通胀和经济数据令美联储降息时点预期延后，复杂地缘局势扰动投资风险偏好下行，欧美股市波动加大，新兴市场股市高性价比凸显受青睐；再通胀担忧下，大宗商品价格冲高，美国和中国国债收益率震荡上行。

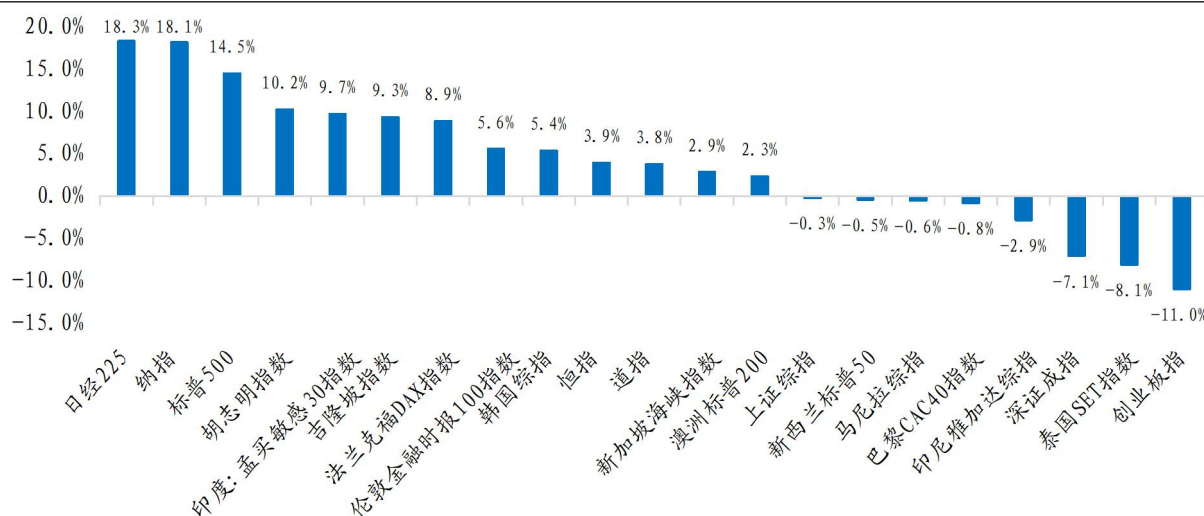
（3）降息交易（5月下旬-6月）：美国劳动力市场降温，通胀回落，美联储 6 月放缓缩表节奏，美股走升、美债利率回落；欧央行先行开启降息，但经济景气偏弱、政局动荡拖累欧股走跌；需求预期边际走弱拖累大宗商品价格回落；制造业景气度延续高企背景下，印度股市表现亮眼。

（二）横向对比：发达市场股市整体表现优于新兴市场，美债利率上行，油价震荡走升、金价大幅上涨

（1）股市：AI 热潮、高息差、经济整体表现好于预期，发达市场表现整体优于新兴市场。发达市场中，美国经济数据超预期、AI 热潮带动美股强势上涨，纳指（18.1%）、标

普 500 (14.5%) 屡创新高。欧股亦刷新历史新高，但经济弱复苏、地缘风险等共同掣肘下，涨势不及美股，其中受法国政治风波影响，6 月巴黎 CAC40 指数大幅回调近 10%。日股波动上涨，受益于日企全球化布局、经济逐步走出通缩以及日元贬值等因素影响，日经 225 指数刷新 1989 年创下的历史高位，上半年累升 18.3% 领涨全球。新兴市场中，越南、印度受益于产业链转移和全球制造业景气回升，经济强劲增长，吸引外资回流，胡志明指数和孟买敏感 30 指数均录得超 9% 的涨幅，领涨新兴市场；2 月起 A 股和港股温和修复，4 月下旬-5 月中旬港股强势反弹，步入 6 月观望情绪阶段升温，获利资金调仓带动港股、A 股技术性回调（见图表 1）。

图表 1：2024 年上半年全球主要经济体股市走势回顾



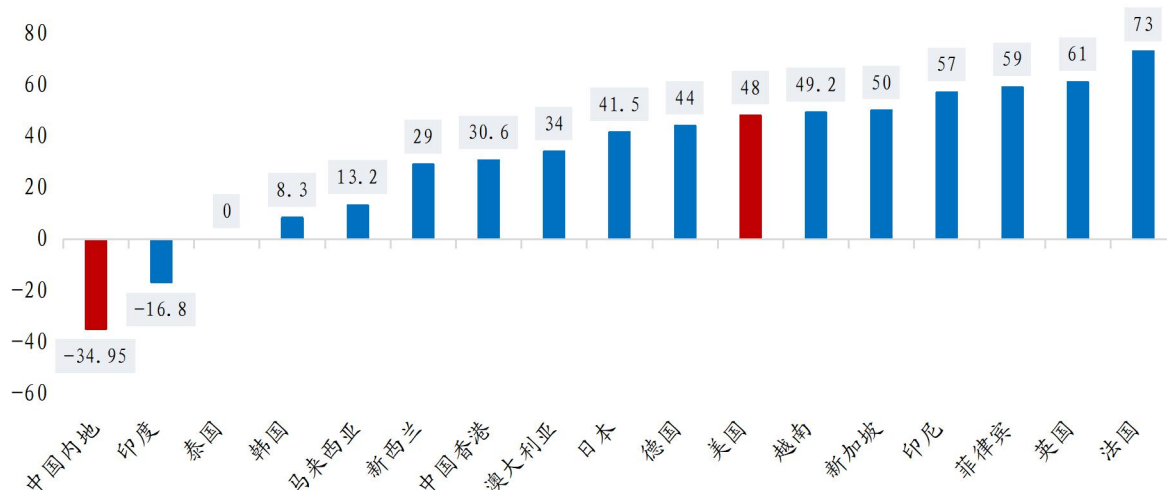
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（2）债市：美债利率震荡上行，10 年日债利率升超 1%。

美联储降息预期不断调整，10Y 美债利率震荡上行、上半年累升 48BP，10Y-2Y 期限利差倒挂幅度波动收平。3 月日央行退出负利率，此后市场对日央行继续紧缩预期升温，10Y 日

本国债利率最高接近 1.1%、为 2012 年以来最高水平，5 月以来美日利差快速收敛。政策引导降低实体经济融资成本背景下，中国国债利率下行（见图表 2）。

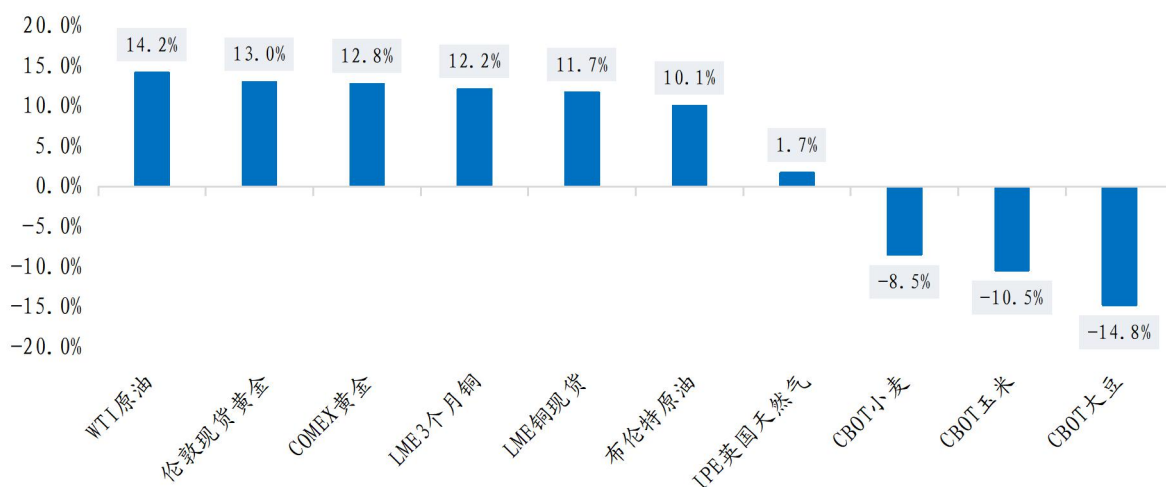
图表 2：2024 年上半年全球主要经济体 10Y 国债利率变动（BP）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（3）大宗商品：整体偏强震荡，供给扰动、需求预期改善提振油价，再通胀和避险交易驱动金价大幅上行。2024 年一季度 OPEC+ 延长减产，红海局势持续紧张加剧供给担忧，此外，主要消费国经济表现超预期、制造业景气回升等提振原油需求预期，油价震荡走升；二季度油价呈“V”型走势，地缘冲突影响钝化，需求边际走弱，以及 OPEC+ 会议 4 季度增产条款等拖累油价短暂下挫，直至 6 月美联储降息预期升温提振油价回暖；市场避险需求驱动金价与美元指数同升，COMEX 期货黄金最高升至 2,450 美元/盎司、创历史新高（见图表 3）。

图表 3：2024 年上半年全球主要大宗商品走势回顾



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、“EPL”框架下影响下半年大类资产走势的核心因素分析

（一）重点关注区域经济状况(E)：主要经济体经济景气分化延续收敛，美国经济降温、欧日持续复苏，外贸回暖提振新兴经济体增长动能

美国经济“软着陆”是大概率事件，下半年增速料走弱。近三个季度（2023年三四季度+2024年一季度）美国GDP同比折年率在3%上下波动，较2019年开启预防式加息前三个季度（2018年四季度+2019年一二季度）均值（2.04%）更高。但经济景气已出现降温迹象，失业率连续4个月走升至6月的4.1%，职位空缺率回落至接近疫情前水平¹；6月零售销售月率增0.0%，虽好于预期但高利率掣肘效应持续显现（详见前期报告《“软着陆”的逻辑和情景—2024年宏观中

¹ 职位空缺率=职位空缺数/登记失业人数，2024年5月为1.22，疫情前2019年均值为1.19。

期展望（美国篇）》）。大选前景不确定性带来的政策扰动隐忧仍存。

欧元区下半年面临较为复杂的地缘不确定性，相应影响经济修复路径。2024年一季度欧元区GDP同比增0.4%、环比增0.3%，暂时脱离衰退，主要由贸易和内需提供支撑。但仍需关注地缘形势的后续演绎动态，一是大选年欧洲内部政局动荡，政党博弈将使后续政策不确定性明显增加；二是乌克兰危机和巴以冲突前景仍有不确定性，或有贸易摩擦亦可能推高欧洲通胀水平。

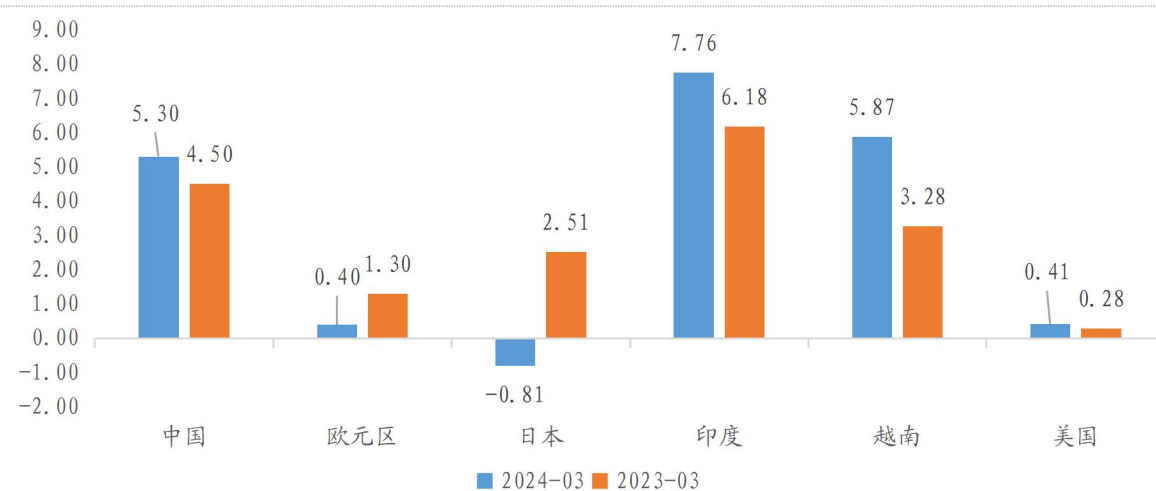
日本经济“外热内凉”局面料可延续缓和。“春斗”后家庭收支回暖夯实消费动能，有望逐步形成“工资-物价”良性循环，5月家庭实际收入同比增速自-0.6%大幅增长至3.0%；随着美联储政策转向，日美利差收窄、日元贬值压力缓和，有利于资金回流和提振内需；半导体产业景气向好提振出口。

中国经济下半年可望实现好于上半年的增长表现。全球制造业回暖延续支撑出口增长和制造业投资，专项债发行提速等支持基建投资增长，地产和消费支持政策效应有望持续显现（详见前期报告《下半年的增长路径和政策期待—2024年宏观中期展望（中国篇）》）。

越南和印度继续受益于制造业周期向上。2024年以来，全球制造业PMI重回荣枯线上方，美欧等主要央行逐步降息/延续降息，叠加美国制造业补库周期和房地产周期有望回

暖，越南、印度经济料继续受外贸高景气支持（见图表 4）。

图表 4：2024 及 2023 年一季度各经济体 GDP 增速对比



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：为统一对比标准，美国 GDP 增长换算为当季同比数。

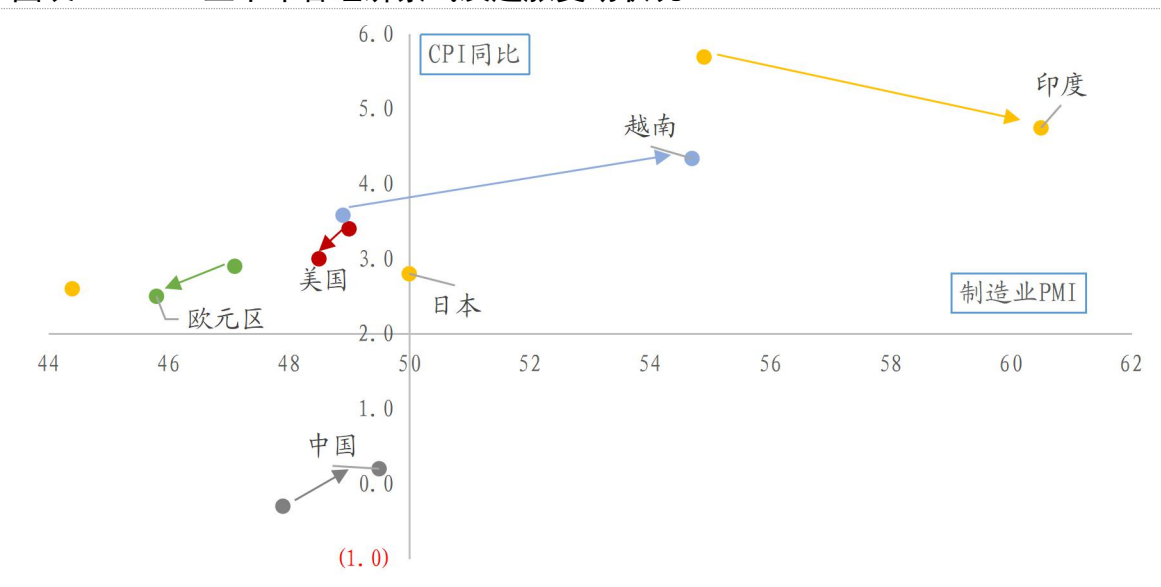
（二）更多央行政策趋向：发达和新兴市场国家货币政策周期差异收敛，美联储预计 9 月起引领发达经济体央行非连续性降息，亚太新兴经济体国家政策掣肘趋弱

欧美央行货币政策降息或延续降息。上半年瑞士（3 月和 6 月，各降息 25BP）、瑞典（5 月，降息 25BP）、加拿大（6 月，降息 25BP）、欧央行（6 月，降息 25BP）等开启降息。基准情形下，美联储、英央行可能 9 月加息 25BP，欧央行再度降息 25BP。

亚太主要央行政策空间更为灵活。日本在美联储降息、日元压力缓和、经济温和复苏背景下，后续加息、缩减购债等操作或仍审慎。创新流动性工具助力下，中国人行相机引导降低实际经济融资成本的机制更加灵活。越南央行上半年维持基准利率不变，二季度通胀风险有所上行，本地企业经营活动仍较疲弱，下半年若经济未出现明显波动，降息概率

或不大。印度当前通胀水平未超过央行的目标区间（ $4\% \pm 2\%$ ），且较 2023 年有明显回落，经济景气度仍较高，下半年货币政策大概率维持现状（见图表 5）。

图表 5：2024 上半年各经济景气及通胀变动状况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：同样颜色的点分别表示同一个经济体 2023 年 12 月和 2024 年 6 月的 PMI-CPI 组合（日本、印度最新为 2024 年 5 月），有经济体名称标签的为最新数。

（三）2024 年以来全球资金动向：相对于股票市场，债券市场资金对利率变动更敏感，美欧中印债市受青睐

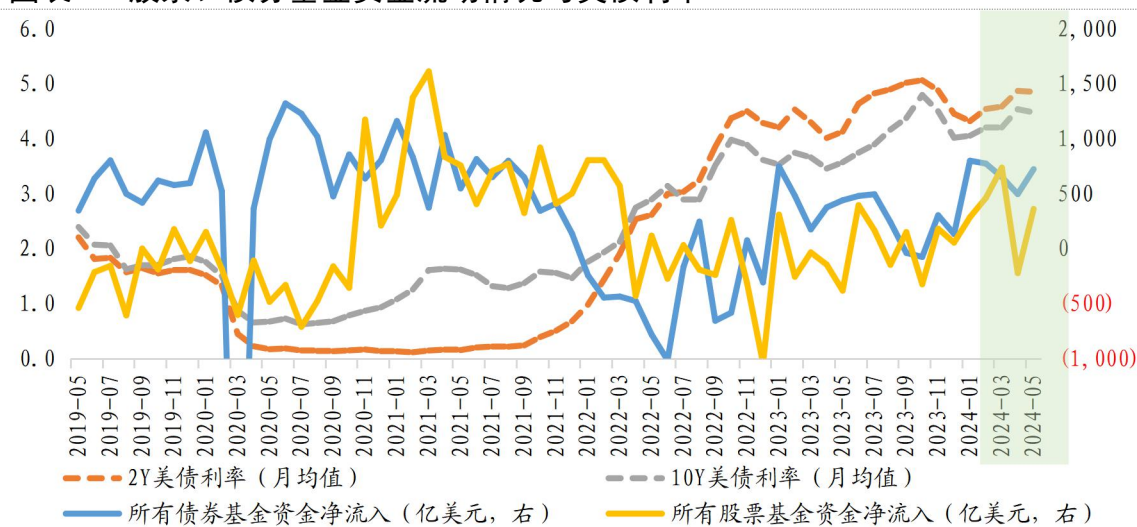
前 5 个月债券市场连续净流入，股票市场在 4 月短暂净流出后重新净流入。2024 年前 5 个月，债券基金呈现持续的资金净流入，净流入规模在 1 月创近三年新高后连续三个月回落，5 月又重新回升；股票基金则呈现 1-3 月净流入规模逐月增加、4 月净流出、5 月重回净流入的情况。投资基金的资金流动情况与市场基准利率具有较强相关性，尤其债券基金的资金流动更为敏感。观察近五年趋势，疫情突发，主要央行开启宽松货币政策，全球市场流动性充裕，债券基金

呈现持续的资金净流入，直至 2021 年 11 月美联储开启 Taper 后，债券基金于 2022 年 1 月起转为资金净流出；股票基金开启净流入区间较晚（2022 年 11 月），并直至 2022 年 3 月美联储正式加息后，才转为净流出（见图表 6）。

股票基金：2024 年前两个月资金更青睐新兴市场，尤其中国股票²净流入规模较大；3 月和 5 月资金转向发达市场，美股受青睐；其中，日本股市在前四个月呈现连续资金净流入，5 月转为净流出；印度股市连续 5 个月资金净流入。

债券基金，发达市场债市持续迎来资金净流入，其中美国和欧洲市场流入量较大，美国债市资金净流入量占发达市场债市资金净流入量的约八成、欧洲债市约两成，比较而言，投资级债券较高收益级更受青睐；新兴市场中，中国和印度市场对资金的吸引力较强，2-5 月中国债市资金净流入连续扩容，印度债市除 3 月外亦呈现资金净流入（见图表 7）。

图表 6：股票、债券基金资金流动情况与美债利率



数据来源：EPFR、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

² EPFR 数据统计以公司实际经营地为分类标准，中国股票包括在 A 股、H 股和美股上市的中国企业。

图表 7：2024 年 1-5 月基金配置情况（亿美元）

	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2024-05	
债券基金	801.14	775.05	653.07	497.41	724.59	
股票基金	287.31	462.82	737.79	(221.82)	362.77	
混合型基金	(140.56)	(162.12)	(130.08)	(167.28)	(141.71)	
股票市场						
发达市场	0.27	128.90	625.29	(235.22)	318.02	
美国	(29.66)	73.39	609.87	(296.66)	398.11	
欧洲	(15.27)	9.51	(25.83)	(32.66)	11.16	
日本	43.11	49.66	59.22	96.55	(88.83)	
发展中市场	286.50	331.80	112.18	16.77	41.76	
中国	213.49	257.29	1.14	(12.95)	(49.11)	
中国香港	(3.43)	(2.53)	(0.48)	(3.26)	(1.15)	
印度	40.82	70.81	56.75	40.89	81.30	
越南	(0.05)	(0.54)	(3.15)	(1.91)	(0.71)	
债券市场						
发达市场	795.06	752.48	705.04	433.51	679.59	
美国	632.70	591.52	558.54	279.95	514.36	
欧洲	138.17	115.21	117.15	129.85	140.59	
日本	4.14	17.31	3.63	(1.56)	4.82	
发展中市场	2.36	17.11	(55.65)	58.88	36.33	
中国	(6.29)	0.49	2.31	7.48	9.92	
中国香港	(1.02)	(0.52)	(0.79)	(0.49)	0.04	
中资美元债	(0.26)	(0.36)	(0.42)	(0.33)	(0.10)	
印度	4.91	1.08	(33.30)	39.75	2.84	
越南	(0.03)	(0.03)	(0.05)	(0.01)	0.00	

数据来源：EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、下半年大类资产走势展望

（一）股市：降息、补库、AI 创新等利好美欧日股市走升，利差收窄、增长前景向好提振亚太股市表现，越股 A 股港股投资价值凸显

发达市场：参考历史宽松周期，美欧日股市走势高度联动，降息周期内美股走跌。美联储降息开启前后，宽松货币政策尚未完全起效，但经济增长压力通常逐渐加大，美股自降息初期（3 个月内）高位震荡回落，直至降息结束时至阶段低点。欧央行普遍跟随美联储的货币政策，欧洲主要股

指与美股走势亦较为同步，即便是欧债危机期间欧央行与美联储货币政策分化，相关系数亦达到 0.8 上下。日经指数自亚洲金融危机后与美股联动性明显增强，近两年移动相关系数在 0.9 以上。

对比此次降息周期，或具有较为典型的预防式降息、非连续降息特征，叠加 AI 带动新一轮创新浪潮，美联储降息对发达市场股市的影响或不尽相同。展望未来一段时间，欧美货币政策趋松提振风险偏好和市场流动性，美国经济拥有 AI 创新、周期回补等利好，欧日经济正从底部修复，美欧日股市下半年仍有上行空间。但需持续关注 AI 商用节奏、美欧大选、地缘博弈带来的不确定性扰动。

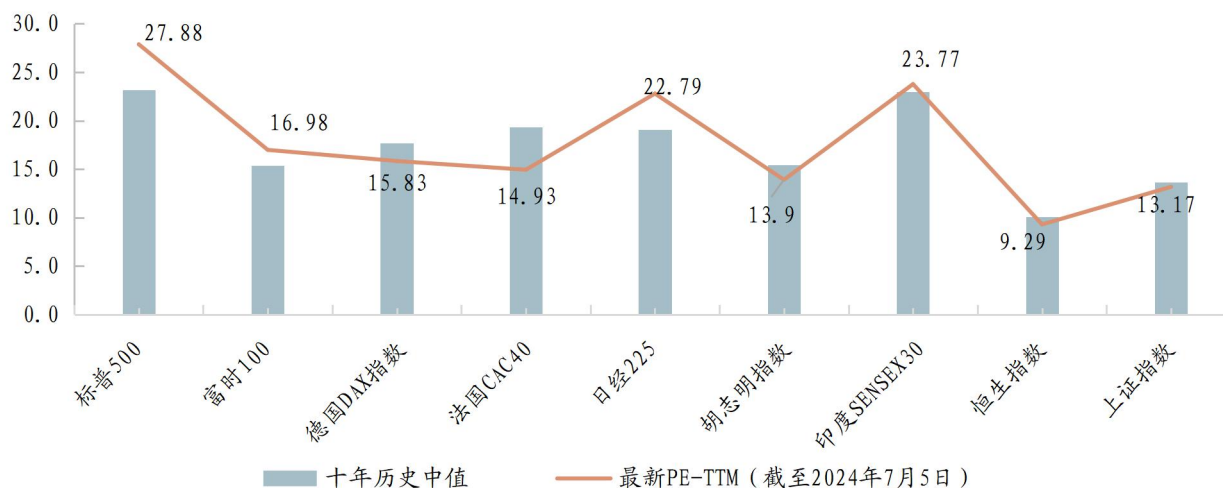
新兴市场：回顾历史，印度 SENSEX 指数自亚洲金融危机后与美股联动性明显增强，最新两年相关系数达到 0.88；恒生指数与美股的联动性在 2011 年后逐渐减弱，而与 A 股的相关性有所增强；越南胡志明指数与美股联动性普遍较弱，但需要警惕美联储加息周期内或维持高利率的“平台期”中，越南股市曾多次出现暴跌。

展望后市，下半年非美货币压力趋缓、全球贸易回暖提振增长前景，新兴市场特别是制造型经济体股市走升可期。外围风险情绪转暖，积极政策持续显效发力，三中全会布局新一轮改革政策蓝图，有望夯实 A 股趋势回暖基础、带动港股估值和情绪面修复。随着越南国内信贷支持及稳汇率措施的持续推进，预计国际资金将在下半年逐步恢复回流，越南

股市料温和回升、逐步收复前期跌幅。印度经济增长前景较乐观，叠加企业盈利向好，支撑印度股市短期延续涨势。

比较发达和新兴市场，新兴市场股指估值较低，投资性价比凸显。除了印度 SENSEX30 指数（最新 PE（TTM）约为 23.8 倍）之外，越股、A 股及港股的估值较低，处于十年历史中值下方，胡志明指数、上证指数 PE（TTM）分别为 13.9 倍、13.2 倍，恒生指数在全球主要股指的估值中最低，最新 PE（TTM）仅为 9.3 倍，投资性价比凸显。

图表 8：主要股指最新估值（PE-TTM）与十年历史中值对比



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）债市：美债利率中枢回落趋势不改，但大幅下行或空间不大；中国国债利率小幅波动，积极政策利好中资美元债高收益板块表现

美债利率：回顾历史，美债利率普遍在末次加息前（领先 1-3 个月）见顶，此时 10Y-2Y 期限利差倒挂程度最大，多数情况下，在高利率维持的“平台期”内期限利率倒挂幅度收窄³，降息开启后三个月美债利率多数延续走跌，但跌幅

³ 多数情况下，加息后期收益率曲线开始倒挂。在 6 次观察窗口中，10Y-2Y、10Y-3M 的期限利差除了

不及降息开启前三个月。

展望后市，下半年美联储降息在即，美债利率中枢回落趋势不改，但经济“软着陆”是大概率事件，大幅下行可能性不大。本轮美债利率高点出现在美联储末次降息（2023年8月）后（2023年10月10Y美债最高4.98%），截至2024年6月末已较高点回落62BP，对比历史（降息开启前三个月10Y美债利率平均降79BP）进一步下行空间不大，预计年内10Y美债利率预期在4.0%-4.5%区间波动（详见前期报告《怎么看美债利率后续走势？》）。

中国国债利率：下半年国债收益率曲线料趋陡、中美利差倒挂收窄。一是债券供给提速、料推高长端利率，上半年7只超长期特别国债完成发行、融资额共3,080亿元；按计划，5-11月是集中发行期，下半年长超期特别国债融资余额还剩七成，预计发行将提速。二是下半年人行综合运用传统货币政策工具引导降低实体经济融资成本，相机开展国债买卖，国债收益率大幅下行可能性不大。三是下半年经济表现预计可好于上半年（详见前期报告《下半年的增长路径和期待—2024年宏观中期展望》），亦酝酿利率中枢走升潜能。我们预计，10Y国债利率将在2.2%-2.4%的区间窄幅波动。

中资美元债：美债利率趋势下行料提振投资级中资美元债走升；积极政策利好高收益板块表现。伴随美联储降息、中美利差倒挂区间收窄，中资美元债新发融资料边际回暖，

1994-1995年加息周期外，其余每次加息中均出现长则超过一年，短则持续几日的倒挂。

同时利好投资级中资美元债指数走升；积极地产政策持续落地显效，化债政策支持、宏观经济向好提振高等级城投债表现，有望共同推动高收益级中资美元债指数走强。

图表 9：1990 年以来各轮降息周期开启前后市场走势情况

首次降息时间	1989-06-06		1995-07-06		1998-09-29		2001-01-03		2007-09-18		2019-08-01	
	-3M	+3M	-3M	+3M	-3M	+3M	-3M	+3M	-3M	+3M	-3M	+3M
标普500	10.0%	7.7%	9.5%	5.1%	-7.9%	18.4%	-6.2%	-17.9%	-0.7%	-4.3%	0.3%	3.8%
道琼斯指数	8.8%	9.0%	10.9%	2.3%	-10.2%	15.4%	2.8%	-13.3%	0.9%	-3.7%	0.0%	2.9%
纳斯达克	10.3%	4.8%	17.1%	6.2%	-8.3%	25.8%	-28.8%	-36.1%	1.0%	-2.1%	0.2%	3.4%
英国富时100	1.7%	13.4%	5.9%	4.1%	-13.2%	16.3%	-4.0%	-9.5%	-6.3%	-0.1%	2.2%	-3.7%
法国CAC40	7.7%	7.9%	0.0%	-4.2%	-21.4%	16.6%	-9.3%	-12.0%	-8.8%	-0.7%	-0.5%	3.7%
德国DAX	5.7%	15.5%	6.8%	3.1%	-22.6%	9.9%	-5.3%	-13.7%	-5.7%	3.6%	-0.7%	5.8%
日经225	4.9%	2.4%	-3.5%	21.3%	-10.1%	0.2%	-12.5%	-4.8%	-12.9%	-3.8%	-3.2%	6.1%
恒生指数	-29.7%	19.9%	11.4%	5.3%	-7.4%	30.5%	-6.8%	-13.7%	13.9%	8.8%	-7.2%	-1.7%
上证指数			-3.2%	12.9%	-9.5%	-7.2%	11.2%	0.0%	27.6%	-10.9%	-5.5%	1.7%
深证成指			-15.2%	11.2%	-14.9%	-9.4%	6.6%	2.6%	29.0%	-12.2%	-4.2%	5.8%
印度SENSEX30	7.7%	1.0%	-9.1%	13.6%	-4.3%	-3.2%	-0.7%	-11.2%	11.3%	21.8%	-5.2%	8.5%
胡志明指数							74.4%	30.3%	-10.4%	-1.7%	1.8%	1.8%
美债2Y (BP)	-101	-10	-110	17	-104	13	-106	-77	-101	-81	-54	-17
美债10Y (BP)	-90	-19	-104	1	-88	12	-66	-20	-65	-36	-61	-17
中债2Y (BP)									58.63	43.84	-13.36	0.49
中债10Y (BP)									40.17	13.12	-23.82	12.7
美债10Y-2Y (BP)	11	-9	6	-16	16	-1	40	57	36	45	-7	0
10Y中-美 (BP)	90	19	104	-1	88	-12	66	20	105.17	49.12	37.18	29.7
中资美元债券指数									2.8%	1.6%	2.6%	1.3%
伦敦现货黄金	-5.8%	-1.3%	-2.4%	-0.3%	0.8%	-3.1%	-2.4%	-3.8%	9.0%	12.5%	9.7%	7.3%
WTI原油	9.6%	-5.8%	-12.1%	-2.0%	13.6%	-26.7%	-9.2%	-6.5%	18.0%	11.0%	-15.6%	4.2%

数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

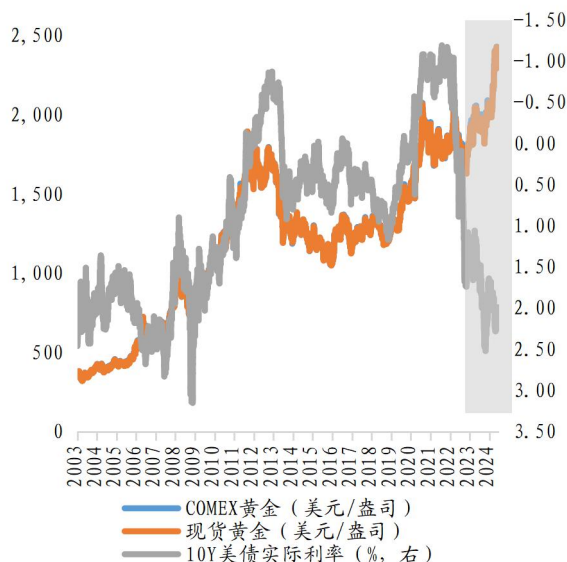
（三）大宗商品：降息和避险交易驱动下金价仍有上行空间；需求改善力度仍有一定不确定性、供给支撑下油价大概率延续区间震荡

黄金：下半年降息和避险交易驱动下金价仍有上行空间。参考历史经验，美联储宽松周期开启后，美债实际利率中枢下行，但美元指数表现不一，对金价的影响有不确定性（见图表 10）。但当前，地缘形势延续复杂，叠加大选年政党博弈加剧政策不确定性，市场避险情绪仍然浓厚（见图表 13），黄金 ETF 投资呈现净流入⁴；叠加多国央行购金水平意愿提升

⁴ 历史数据表明，伦敦现货黄金价格与黄金 ETF 持有量正相关性较高，2023 年初以来二者走势有所背离，表明目前 ETF 投资需求尚未饱和，详见

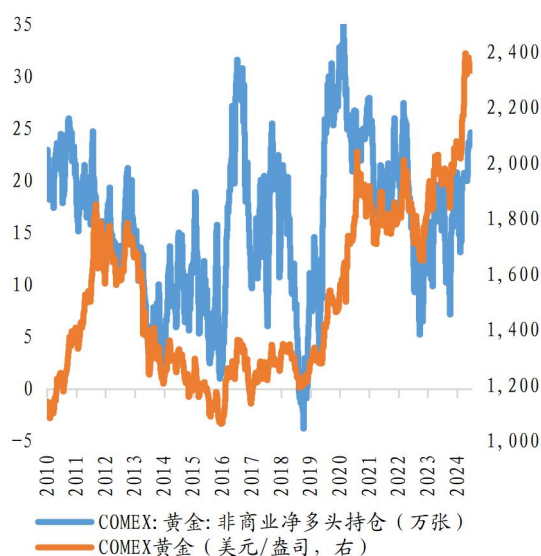
(见图表 12)。预计下半年金价仍有上行空间。

图表 10：2022 年 3 月以来国际金价和美债实际利率走势背离



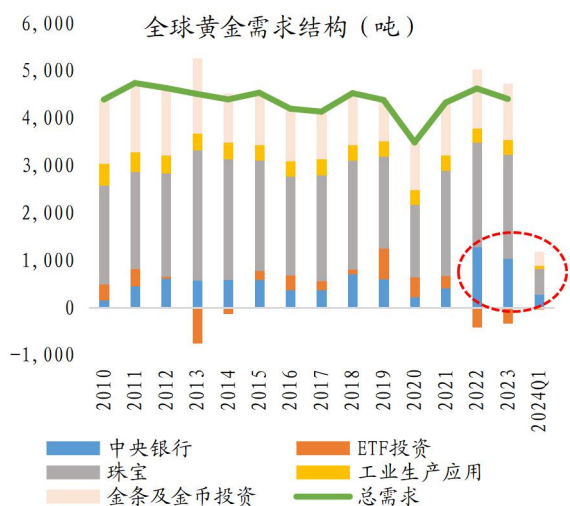
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：金价大涨带动投机仓位处于相对历史高位



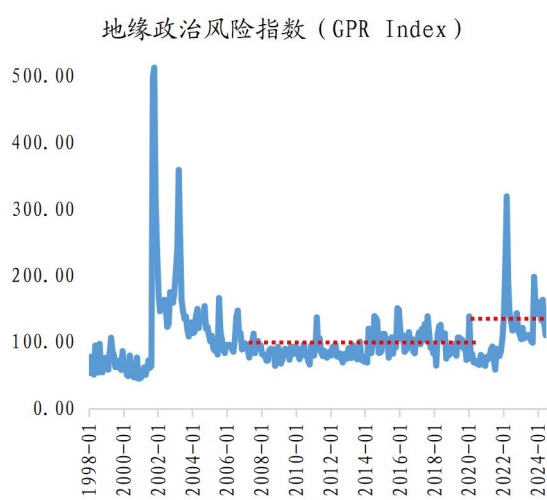
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 12：2022 年以来央行购金量增加推升总需求至历史高位



数据来源：世界黄金协会、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13：2022 年以来 GPR 指数中枢抬升显示地缘政治风险呈上升趋势

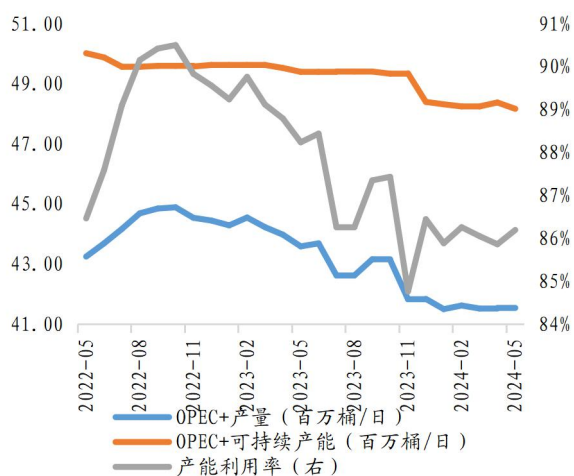


数据来源：Matteo Iacoviello、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

<https://www.gold.org/goldhub/research/gold-mid-year-outlook-2024>。世界黄金协会最新数据显示，5 月全球黄金 ETF 净流入 8.2 吨，为 12 个月以来首次净流入，或为 ETF 投资需求回升的一个积极信号。

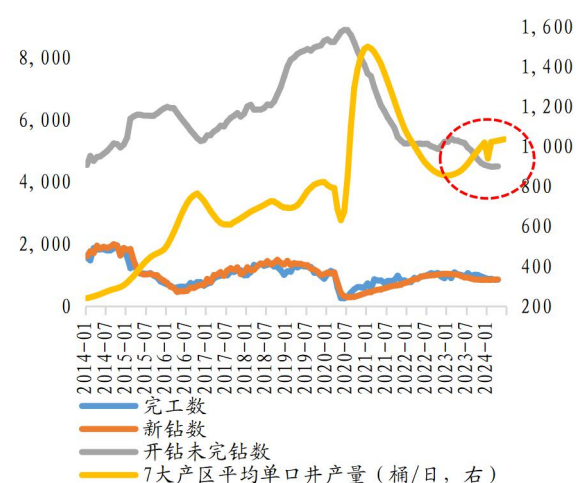
原油：下半年需求改善力度仍有一定不确定性、供给支撑下油价大概率延续区间震荡。供给方面存在边际增加的趋势，OPEC+减产计划延期至3季度，考虑到自愿减产措施约束力下降以及闲置产能处于高位，4季度存在原油供应量边际增加的可能（见图表14-15）；需求端有望改善，但力度仍有不确定性。一方面，3季度出行和用电消费旺季来临油品需求有望环比增长，炼厂开工率和加工量或稳步提升有望加速去库；另一方面，欧美主要央行开启宽松周期，叠加全球制造业周期回暖，对原油需求仍有支撑（见图表16-17）。此外，截至5月底，美国战略石油储备（SPR）的总储量降至3.7亿桶，处于历史的15分位数，根据计划，美国能源部预计2024年补充石油约4000万桶，前五个月美国战略石油储备仅增加不到1600万桶，下半年仍有一定补库空间，对原油价格亦构成一定支撑。整体来看，预计下半年供需基本面或先紧后松，**Brent 和 WTI 原油跌破70美元/桶，涨破90美元/桶概率较小**。后续需持续关注OPEC+减产计划和执行节奏、成品油需求变化以及主要消费国经济景气变化等，尤其是地缘风险、大选结果、极端天气等带来的直接和间接扰动影响。

图表 14: OPEC+产量、产能变化趋势 (IEA 口径)



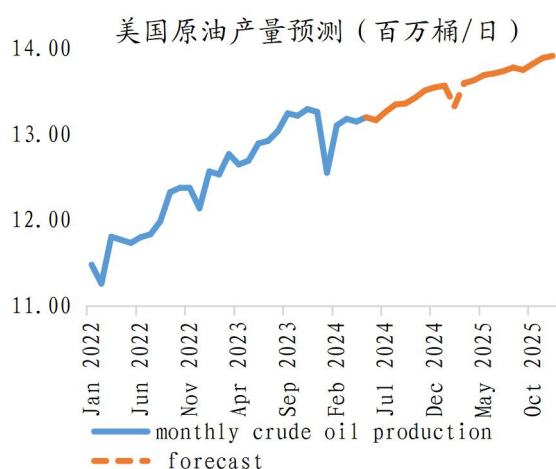
数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 15: 美国新井单产水平提高



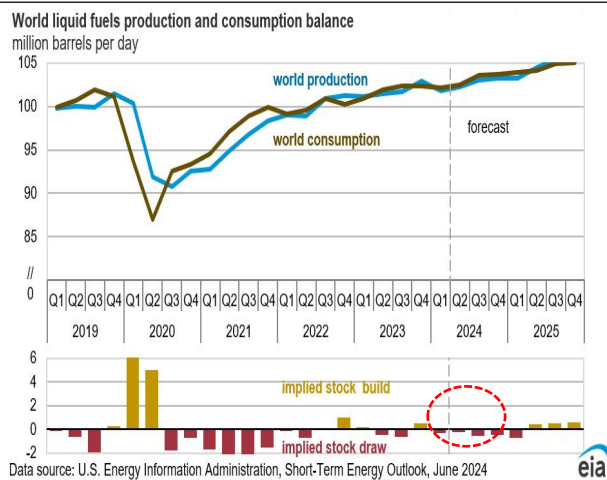
数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 16: 2024年6月EIA短期能源展望对美国原油产量的预测



数据来源: EIA、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 17: 原油市场供需紧平衡, EIA 预计全年小幅去库



数据来源: EIA、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**