

本周市场热点多围绕政策展开，美联储释放 9 月降息信号，以及 8 月政治局会议的召开，让中美宽松共振成为了一种可能。

➤ 9 月降息之后，美联储如何行动？

本次 Jackson Hole 会议上，鲍威尔几乎明确释放了 9 月降息落地的政策信号 (the time has come for policy to adjust)。

鲍威尔对通胀未来下行非常有信心，就业取代通胀成为美联储下一阶段最重要的政策目标。但就会议内容而言，对于市场实际的增量信息依然有限，9 月份降息 25BP 还是 50BP，仍悬而未决。

我们预计市场仍围绕美国经济数据博弈，9 月 FOMC 会议的点阵图将给出降息节奏的明确指引。

➤ 哈里斯“蜜月期”结束，特朗普赢面回归？

长达 92 页的《2024 民主党党纲》重点描述了拜登第一任期的政绩，抨击特朗普将带来的灾难，并描绘“拜登第二任期”的政策承诺。文件草稿在拜登退选前就已完成，措辞上仍以“拜登”为主。民主党的承诺主要集中在推动社会公平，扶持小企业，住房可负担性，扩大医疗教育资源，推动清洁能源，修复移民制度等方面。

选情上，哈里斯“蜜月期”结束。目前，根据 RealClearPolitics 民调网站，两党获胜概率基本持平，8 月 24 日哈里斯领先特朗普 1.3 个百分点。**七大摇摆州的选情依旧焦灼。**RealClearPolitics 民调网站显示哈里斯在 2 个摇摆州领先，而 FiveThirtyEight 网站显示哈里斯在 6 个摇摆州领先。

➤ 为何 8 月政治局会议关注“西部大开发”？

8 月政治局会议提到“西部大开发”，其实这一议题并不陌生。早在 2017 年的十九大报告上，习总书记便对四大经济分区提出了不一样的定位——“强化举措推进西部大开发”、“深化改革加快东北振兴”、“发挥优势推动中部地区崛起”、“创新引领率先实现东部地区优化发展”。由此习总书记依次去了东北、中部和西部地区召开座谈会，包括今年的两次政治局会议（5 月“推动中部地区加快崛起”、以及 8 月“推动西部大开发形成新格局”）均与区域协调发展战略相关。**发挥地区比较优势**是促进我国各地区间分工协作、建设全国统一大市场、实现区域经济持续健康发展的“点睛之笔”。

➤ 债市成交量回落后，政策怎么走？

本周债市情绪明显回落，10 年期国债收益率在 2.15%-2.17% 区间窄幅震荡，债市日成交量也降至万亿元以内。央行提示债市流动性与长端利率稳定的重要性，但在债市投机行为减少的背景下，交易量可能难以短期回升。

为何央行持续提示利率风险？我们认为其中的原因可能不仅在债市本身。放眼于宏观政策层面，中美货币宽松可能即将迎来共振期：一是周末鲍威尔发言后，美联储 9 月降息几成定局，汇率贬值压力逐渐下降；二是从中美利差角度来看，国内长端债券利率保持稳定的背景下，中美利差回升有助于打开货币宽松的空间。

➤ 风险提示：未来政策不及预期、国内经济形势变化超预期、地缘因素超预期。



分析师 陶川

执业证书：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师 邵翔

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师 裴明楠

执业证书：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

分析师 吴彬

执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1. 本周经济热点：美国不衰退，中国调赤字？-2024/08/18
2. 2024 年 7 月经济数据点评：应对分化如何出招？-2024/08/15
3. 美国 7 月通胀数据点评：重估通胀的降息“份量”-2024/08/14
4. 金融数据点评：如何理解 7 月金融数据？-2024/08/14
5. 宏观事件点评：债市调整结束了吗？-2024/08/13

目录

1 本周经济热点.....	3
2 9月降息之后，美联储如何行动？	3
3 哈里斯“蜜月期”结束，特朗普赢面回归？	4
4 为何8月政治局会议关注“西部大开发”？	6
5 债市成交量回落后，政策怎么走？	8
6 风险提示	10
插图目录	11

1 本周经济热点

宽松的“风”，可能要由西向东吹了。本周海外尤其是美国释放的宽松信号是十分明确的，大幅下修的非农，不及预期的 PMI，以及周末 Jackson Hole 会议上鲍威尔释放的明确信号，**货币政策在 9 月转向宽松已基本“板上钉钉”**；美国民主党大会召开，无论谁入主白宫，**扩张的财政是不变的路线**。“西风东渐”，国内似乎也出现一些值得注意的变化，债市交易量回落的背景下，央行官媒的“澄清”反映出**管控债市金融风险 and 降准降息稳经济并不矛盾**。此外，8 月政治局会议召开，继续强调西部大开发，今年中央对于中、西部地区的发展十分重视，而这些地区也面临较大的债务的约束。再次强调区域发展，可能透露的信息是**特别国债的倾斜和债务去化上更多的支持**。

2 9 月降息之后，美联储如何行动？

本次 Jackson Hole 会议上，鲍威尔几乎明确释放了 9 月降息落地的政策信号 (the time has come for policy to adjust)：

其一，鲍威尔对通胀未来下行非常有信心。鲍威尔表示，“我们已恢复向 2% 目标迈进”，“通胀的上行风险已经减弱”，“对通胀将可持续地回到 2% 的信心有所增强”。整体上，发言当中表现出不再担忧通胀停滞不前。

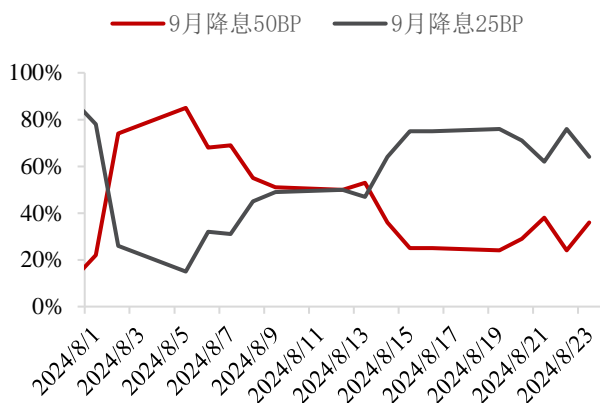
其二，劳动力市场成为美联储下一阶段最重要的政策目标。在发言中，鲍威尔并更加坚定地强调美联储对就业市场降温的容忍度已经达到极限 (We do not seek or welcome further cooling in labor market)，并指出“就业的下行风险已经增加”，并两次表示“劳动力市场状况现在没有像 2019 年疫情前那么紧张——那一年通胀率低于 2%”，这暗示劳动力市场比疫情前略有疲软对于解决通胀问题并不重要。

但对于市场而言，实际的增量信息依然有限，当下市场博弈的变量并得到解决：

首先，市场当下的矛盾不在于 9 月是否降息，而是降息幅度，Jackson Hole 会议并没有给出指引。尽管鲍威尔整体的发言偏鸽派，但市场对于 9 月降息 25BP 定价的隐含概率变动不大。**其次，后续降息路径仍不明确，市场预期摆动或将持续。**鲍威尔在发言中提到会依赖于未来的经济数据作出决定，这就意味着市场当下围绕着经济数据的博弈，仍没有结束，宏观叙事可能仍要在衰退和软着陆中反复切换。

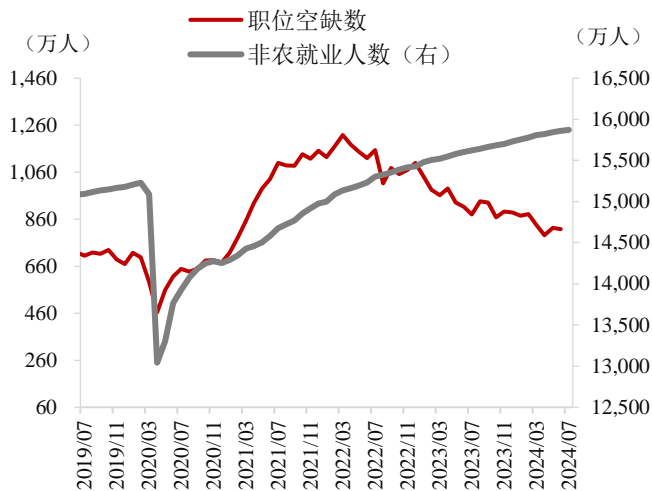
总体来说，Jackson Hole 符合当下市场对于降息的期待，大类资产定价仍围绕“软着陆”展开，我们预计 9 月 FOMC 会议的点阵图，或将给出降息节奏的明确信号。

图1：9月降息概率变动



资料来源：CME，民生证券研究院

图2：美国非农就业人数 vs 职位空缺数



资料来源：wind，民生证券研究院

3 哈里斯“蜜月期”结束，特朗普赢面回归？

本周民主党的政策蓝图正式出炉。长达 92 页的《2024 民主党党纲》重点描述了拜登第一任期的政绩，抨击特朗普将带来的灾难，并描绘“拜登第二任期”的政策承诺。文件草稿在拜登退选前就已完成，措辞上仍以“拜登”为主。民主党的承诺主要集中在**推动社会公平，扶持小企业，住房可负担性，扩大医疗教育资源，推动清洁能源，修复移民制度**等方面。

本次大选两党的竞选纲领主要聚焦于内政：除了两党素来在移民、LGBTQ、堕胎权、环境监管和新能源等领域观念对立之外，还值得注意：

经济政策：民主党承诺低收入个人不会被加税，主张堵住富人税收漏洞、提高新股回购税，并强调了对小企业的融资支持。

住房政策：两党都对首次购房者提供税收优惠，民主党对住房政策的着墨更多，提出了控制租金的方案，并提出解决低收入群体住房问题。

制造业：民主党强调发展美国制造业，将关键的供应链带回国内，加大美国投资基础设施，抨击特朗普的基建承诺“光说不做”。

图3：2024 年共和党和民主党的政策纲领对比

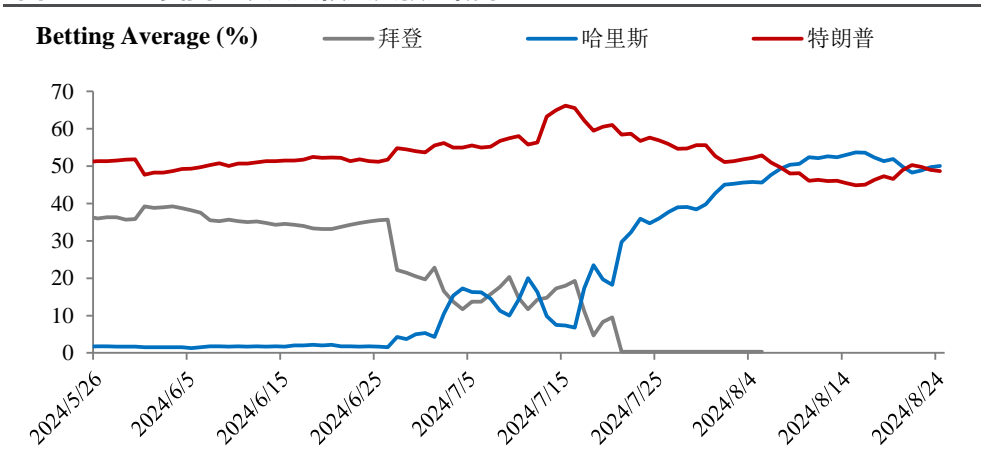
	相似	不同	
		民主党	共和党
经济政策	免征小费税；扩大儿童税收抵免。	弥补税收漏洞、防止富有群体避税。将新股回购税提高至4%，阻止新股回购给富有股东带来收益。	使特朗普减税法案永久化。
制造业	推动制造业，将关键供应链带回美国。	支持制造业低碳。为私营公司使用美国制造的低碳材料提供税收抵免。	主张削减阻碍制造业发展的法规。
住房	对首次购房者提供税收优惠。提高住房的可负担性。推动新房建设。	住房政策更详细。提出了具体的控制租金的方案。加快劳动力住房的发展。	
医保社保	扩大负担得起的医疗保健。降低处方药价格。	保护和扩大《平价医疗法案》。	
种族和移民		立法确保边境安全，修复破碎的移民制度，扩大合法移民。	启动美国历史上最大规模的驱逐计划。呼吁完成边境墙，阻止移民犯罪。
性别权利	保护妇女和儿童。	支持跨性别群体的权利。支持全国立法维护堕胎权。	反对跨性别群体的权利。堕胎由各州政府决定。
环境和能源	实现美国能源独立。	对清洁能源进行大量投资，提供税收抵免。	停止对石油、天然气、煤炭的市场限制。
外交	维护美国和欧盟关系，深化印太联盟以应对中国的影响力。	增加人道主义援助。对中国不寻求冲突。	
贸易	强调保护美国工人利益。	建立“小院高墙”以维护国家安全，重点限制敏感和先进技术。	对外国制造的商品普遍征收关税。
科研与创新	支持人工智能等前沿领域。支持航空航天科研。	没有提及加密货币。	捍卫开采比特币的权利，确保每个美国人都拥有自我保管自己的数字资产。
教育	增加高等教育的可负担性，增加传统四年制大学以外的教育培训。	强调了对少数族裔的教育投资。	废除美国教育部。严厉谴责教育中的“左翼宣传”。

资料来源：《2024 共和党党纲》，《2024 民主党党纲》，民生证券研究院

选情上，哈里斯“蜜月期”结束。目前，根据 RealClearPolitics 民调网站，两党获胜概率基本持平，8月24日哈里斯领先特朗普1.3个百分点。**七大摇摆州的选情依旧焦灼。**RealClearPolitics 民调网站显示哈里斯在2个摇摆州领先，而 FiveThirtyEight 网站显示哈里斯在6个摇摆州领先。

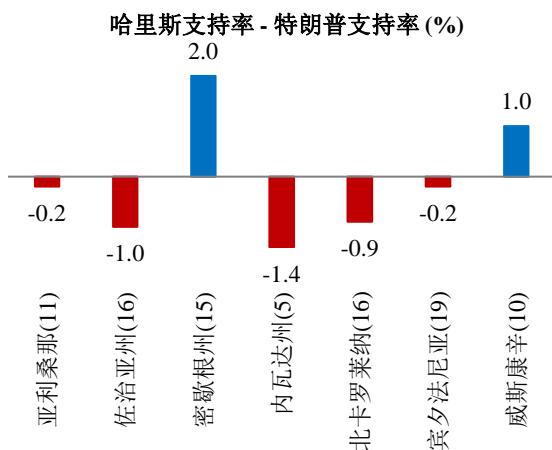
独立候选人小罗伯特·F·肯尼迪8月23日宣布退出总统竞选并声援特朗普。尽管其支持率较低，给特朗普带来的增量有限；但在当前焦灼的选情下，亦可能助力特朗普反转落后局面。

图4：2024 美国总统大选候选人获胜概率



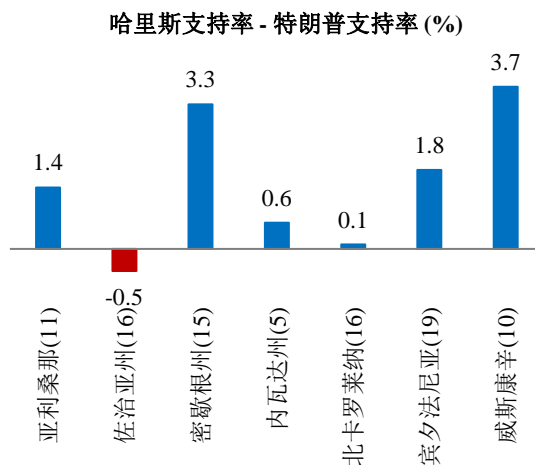
资料来源：RealClearPolitics, 彭博, 民生证券研究院

图5：七大摇摆州：哈里斯支持率减特朗普支持率——RealClearPolitics



资料来源：RealClearPolitics, 民生证券研究院绘制 (数据截至 2024 年 8 月 24 日)

图6：七大摇摆州：哈里斯支持率减特朗普支持率——FiveThirtyEight



资料来源：FiveThirtyEight, 民生证券研究院 (数据截至 2024 年 8 月 24 日)

4 为何 8 月政治局会议关注“西部大开发”？

8 月政治局会议提到“西部大开发”，其实这一议题并不陌生。早在 2017 年的十九大报告上，习总书记便对四大经济分区提出了不一样的定位——“强化举措推进西部大开发”、“深化改革加快东北振兴”、“发挥优势推动中部地区崛起”、“创新引领率先实现东部地区优化发展”。由此习总书记依次去了东北、中部和西部地区召开座谈会，包括今年的两次政治局会议（5 月“推动中部地区加快崛起”、以及 8 月“推动西部大开发形成新格局”）均与区域协调发展战略相关。

图7：对于四大经济分区的“定位”不同

时间	文件/会议	具体内容
2017.10.18	十九大报告	强化举措推进西部大开发形成新格局，深化改革加快东北等老工业基地振兴，发挥优势推动中部地区崛起，创新引领率先实现东部地区优化发展，建立更加有效的区域协调发展发展新机制。
2023.9.7	新时代推动东北全面振兴座谈会	新时代新征程推动东北全面振兴，...牢牢把握东北在维护国家“五大安全”中的重要使命，牢牢把握高质量发展这个首要任务和构建新发展格局这个战略任务，...奋力谱写东北全面振兴新篇章。
2024.3.20	新时代推动中部地区崛起座谈会	中部地区是我国重要粮食生产基地、能源原材料基地、现代装备制造及高技术产业基地和综合交通运输枢纽，在全国具有举足轻重的地位。要一以贯之抓好党中央推动中部地区崛起一系列政策举措的贯彻落实，形成推动高质量发展的合力，在中国式现代化建设中奋力谱写中部地区崛起新篇章。
2024.4.30	新时代推动西部大开发座谈会	西部地区在全国改革发展稳定大局中举足轻重。要一以贯之抓好党中央推动西部大开发政策举措的贯彻落实，进一步形成大保护、大开放、高质量发展新格局，提升区域整体实力和可持续发展能力...
2024.5.27	5月政治局会议：审议《新时代推动中部地区加快崛起的若干政策措施》	推动中部地区崛起是以习近平总书记为核心的党中央作出的重大战略决策。...始终紧扣中部地区作为我国重要粮食生产基地、能源原材料基地、现代装备制造及高技术产业基地和综合交通运输枢纽的战略定位，着力推进各项重点任务，推动中部地区崛起取得新的重大突破。
2024.8.23	8月政治局会议：审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》	准确把握西部大开发在推进中国式现代化中的定位和使命，...加快构建新发展格局，提升区域整体实力和可持续发展能力。

资料来源：新华社、中国政府网，民生证券研究院

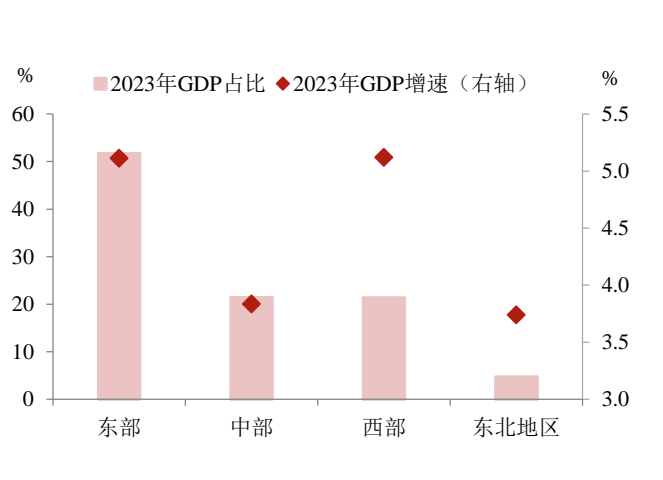
为何要发展区域经济？ 对于一个地区间要素资源禀赋差异显著的大国，**发挥地区比较优势**是促进我国各地区间分工协作、建设全国统一大市场、实现区域经济持续健康发展的“点睛之笔”。尤其是在四大经济分区 GDP 体量占比悬殊较大的情况下，赋予各地区不同的经济定位、“因地制宜”发展经济至关重要。此外，今年总书记依次到中部、西部地区开座谈会，并分别在 5 月、8 月政治局会议提到促进区域经济发展的相关议题，或许正是表明了对“新兴力量”崛起的重视——中部和西部地区 GDP 占比并不低，尤其是西部地区 GDP 增速甚至成功赶超了作为“GDP 优等生”的东部地区。

图8：中国内地划分为四大经济分区



资料来源：国家统计局，民生证券研究院绘制

图9：东部地区仍为“经济核心圈”、西部地区在崛起



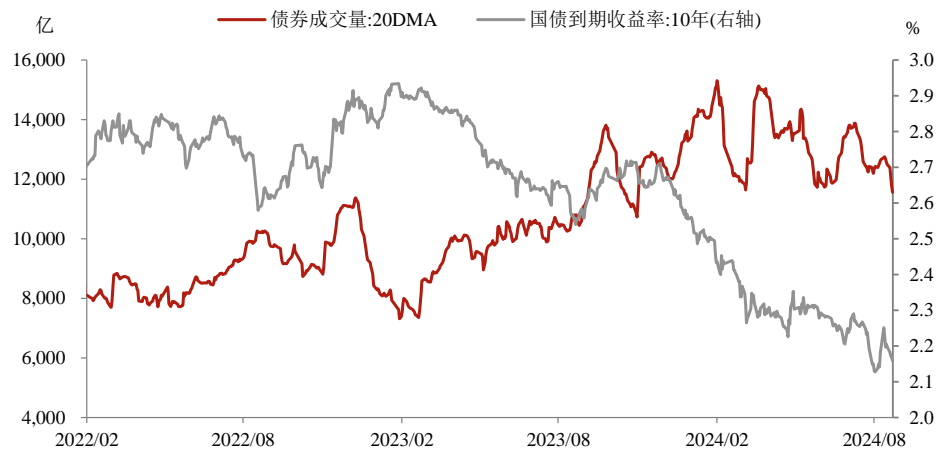
资料来源：Wind，民生证券研究院

然而区域经济发展与地方债务约束或许难以“兼得”。地方政府举债好似一枚“硬币”，一面难免隐藏不确定性、另一面却有助于促进经济增长。**根据 2022 年各省负债率排序，排名靠前的 15 个省市重点集中在西部、东北地区，但在地方债务约束之下，可能会存在地方财政资源受限的问题。**因此想要推动西部大开发新格局的形成、以及推动东北的全面振兴，财政部门可以“鼎力相助”的方法包括但不限于加大中央对这些区域的转移支付力度、优化防范化解地方债务风险政策的相关条件等等。这或许也是 8 月政治局会议再次强调“西部大开发”重要性的题中之义。

5 债市成交量回落后，政策怎么走？

债市进入“低活跃度”区间。本周债市情绪明显回落，10 年期国债收益率在 2.15%-2.17% 区间窄幅震荡，债市日成交量也降至万亿元以内。央行主管媒体金融时报于周三、周六引述“一刀切地暂停了国债交易是对央行意图的误读”、“警惕单边一致行为造成债市踩踏风险”，分别提示债市流动性与长端利率稳定的重要性，但在债市投机行为减少的背景下，交易量可能难以短期回升。

图10：债券收益率与成交量往往负相关



资料来源：wind, CFETS, 民生证券研究院
注：数据截至 2024/8/22

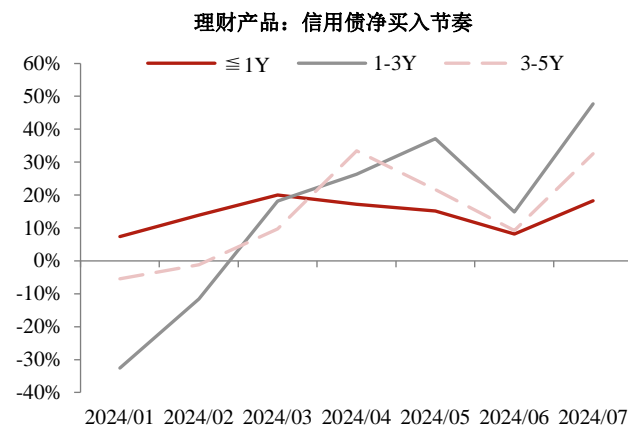
成交降温，债市赎回存在风险吗？一方面，前期买入的“羊群效应”有所控制，年初以来利率下行与成交量的上涨相互强化的交易拥挤局面也得到缓和，债市不易发生类似 2022 年年末的赎回潮。另一方面，也需要警惕市场低活跃度带来的单边调整风险，当下信用债的成交量已降至历史低位，且理财产品在今年 4-7 月对中长期信用债的加仓节奏较快，一旦市场进入调整，中长期信用债可能是债市赎回中较脆弱的一环。

图11：信用债日成交量 20 天移动平均值降至近两年以来的低位



资料来源：CFETS, 民生证券研究院
注：数据截至 2024/8/22

图12：理财产品在今年 4-7 月对中长期信用债加仓节奏较快



资料来源：CFETS, 民生证券研究院
注：月度数据，数据截至 2024 年 7 月

为何央行持续提示利率风险？我们认为其中的原因可能不仅在债市本身。放

眼于宏观政策层面，中美货币宽松可能即将迎来共振期：一是周末鲍威尔发言后，美联储 9 月降息几成定局，汇率贬值压力逐渐下降；二是从中美利差角度来看，国内长端债券利率保持稳定的背景下，中美利差回升有助于打开货币宽松的空间。

图13：人民币贬值压力减弱



资料来源：wind，民生证券研究院
注：数据截至 2024/8/23

图14：中美利差从低位回升



资料来源：wind，民生证券研究院
注：数据截至 2024/8/23

6 风险提示

1) 未来政策不及预期。在目前出口表现不弱的情况下，短期之内国内财政政策或许并不会大幅扩张；国内降息降准时间可能晚于预期。

2) 国内经济形势变化超预期。在国内内需尚未完全企稳、宏观经济运行态势仍存不确定性的情况下，国内经济形势变化具有不确定性。

3) 地缘因素超预期。美联储降息、地缘政治冲突带来的全球不稳定因素增加。

插图目录

图 1: 9 月降息概率变动	4
图 2: 美国非农就业人数 vs 职位空缺数	4
图 3: 2024 年共和党 and 民主党的政策纲领对比	5
图 4: 2024 美国总统大选候选人获胜概率	6
图 5: 七大摇摆州: 哈里斯支持率减特朗普支持率——RealClearPolitics	6
图 6: 七大摇摆州: 哈里斯支持率减特朗普支持率——FiveThirtyEight	6
图 7: 对于四大经济分区的“定位”不同	7
图 8: 中国内地划分为四大经济分区	8
图 9: 东部地区仍为“经济核心圈”、西部地区在崛起	8
图 10: 债券收益率与成交量往往负相关	9
图 11: 信用债日成交量 20 天移动平均值降至近两年以来的低位	9
图 12: 理财产品在今年 4-7 月对中长期信用债加仓节奏较快	9
图 13: 人民币贬值压力减弱	10
图 14: 中美利差从低位回升	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026