

### ► 年内，货币宽松如何“三步走”？

进入9月，货币政策的走向逐渐清晰。一方面，美联储降息料将从预期走向现实，汇率的掣肘预计走弱；另一方面，央行本周也向市场吹风，“加大逆周期调节力度、继续着眼于总量、利率和结构”。作为增量政策的降准、降息、以及呼声渐起的存量房贷利率调降可能均已“箭在弦上”，但节奏预计是“渐进”的，尽量避免政策“重叠”，至少央行历史上极少在同月内降准降息。

具体节奏上，我们认为降准先行的概率较大，而降息和存量按揭利率调整可能“错位”落地。同时受限于银行净息差，存量房贷利率调降或难像去年一样“一步到位”，我们认为部分核心城市较高的存量房贷利率可能最先调降。

### ► 美股的低迷，还要持续多久？

本周五的非农数据并不算差，失业率甚至走低，但美股表现低迷，纳斯达克指数下跌2.55%，黄金、铜等商品也小幅下跌，当下低迷的市场情绪还要多久？我们认为当下，除了季节性因素外，宏观的两大不确定性变量仍是压制风险资产表现的核心原因：

**其一**是，美国未来经济和政策的不确定性，或仍持续压制美股至少降息落地。**其二**是，大选的不确定性压制，美股走势或在大选后明朗。此外，美股当前交易结构的脆弱性也是压制市场表现一大重要原因。

### ► 哈里斯“蜜月期”的终结？

哈里斯“热”在降温，美国大选的PK又进入僵局。RealClearPolitics综合民调网站显示，特朗普获胜概率在9月2日反超哈里斯，截至9月6日特朗普领先2.1个百分点；Polymarket网站显示，特朗普领先哈里斯2个百分点。

**7大摇摆州中，宾州、佐治亚州的选情最为焦灼**；密歇根州和威斯康辛州更偏向民主党，亚利桑那和北卡州更偏向共和党。

但考虑到民调统计的样本误差，当前两位候选人在全国、以及在摇摆州的差距均仅在5个百分点以内，不能说哪一方有明显优势。9月10日的总统辩论或是打破当前僵局的转折点。

► **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 吴彬**

执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

**分析师 裴明楠**

执业证书：S0100524080002

邮箱：peimingnan@mszq.com

**分析师 邵翔**

执业证书：S0100524080007

邮箱：shaoliang@mszq.com

### 相关研究

- 1.8月美国非农数据点评：8月非农的降息“角力” -2024/09/06
- 2.美国劳动力市场专题：用怎样的框架来研判非农就业？ -2024/09/06
- 3.宏观事件点评：“转按揭”的海外经验-2024/09/04
- 4.新质生产力系列：高校入学的“新质”成色 -2024/09/02
- 5.本周经济热点：政策等风来还要多久？ -2024/09/01

# 目录

1 本周经济热点.....	3
2 年内，货币宽松如何“三步走”？ .....	3
3 美股的低迷，还要持续多久？ .....	5
4 哈里斯“蜜月期”的终结？ .....	6
5 风险提示 .....	8
插图目录 .....	9

## 1 本周经济热点

九月开门以来政策不确定性和市场波动性有所上升，尤其是在央行新闻发布会和美国非农数据前后，我们认为本周的核心主线主要有两条：

一是国内，今年年内降准、降息以及“降存量”会如何落地？

二是海外，纠结的非农数据公布后，美联储的降息节奏会如何摆布？

对于国内政策，我们更倾向于认为年内三项政策工具都不会缺席，但也会避免“重叠”，关键在于顺序；

对于海外政策，年内美联储在剩下的三次会议中连续降息 25bp、全年降 75bp 是我们的基准预测情形。

当然市场可能对此有更多的想法，美股的波动可能在所难免。而随着美国大选进入冲刺期、总统辩论无疑会给政策和市场带来不小的变数。

## 2 年内，货币宽松如何“三步走”？

进入 9 月，货币政策的走向逐渐清晰。一方面，美联储降息料将从预期走向现实，汇率的掣肘预计走弱；另一方面，央行本周也向市场吹风，“加大逆周期调节力度、继续着眼于总量、利率和结构”。作为增量政策的降准、降息、以及呼声渐起的存量房贷利率调降可能均已“箭在弦上”，但节奏预计是“渐进”的，尽量避免政策“重叠”，至少央行历史上极少在同月内降准降息。

图1：央行历史上极少在同月内降准降息

	降准(公告日期)											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018	1/1 定向降准			4/17 -100bp		6/24 -50bp				10/7 -100bp		
2019	1/4 -100bp								9/6 -100bp		11/18 -5bp	
2020	1/1 -50bp	2/3 -10bp	3/30 -20bp	4/3 定向降准								
2021							7/9 -50bp					12/6 -50bp
2022	1/18 -10bp			4/15 -25bp				8/16 -10bp			11/25 -25bp	
2023			3/17 -25bp			6/13 -10bp		8/15 -10bp	9/14 -25bp			
2024	1/24 -50bp						7/22 -10bp					

资料来源：wind，中国人民银行，民生证券研究院

**降准先行的概率较大。**一是因为降准在决策层面往往相对“迅速”、“独立”，降息则需要协调银行成本。二是中长期流动性需要“补水”，MLF 逐渐缩量续作，国债买卖工具刚刚起步，降准可以及时补充政府债发行带来的资金缺口。

**降息和存量按揭利率调整可能“错位”落地。**以史为鉴，2023 年 8 月 5 年期 LPR 就曾“让位于”同月末的存量房贷调整公告。相似的是，央行在本周新闻发布会上表态“存贷款利率进一步下行还面临一定的约束”、“合理把握货币政策调整的力度和节奏”，可能意味着年内存量房贷利率调整与 LPR 降息“错月”落地。同时受限于银行净息差，存量房贷利率调降或难像去年一样“一步到位”，我们认为部分核心城市较高的存量房贷利率可能最先调降。

**图2：政策利率与 LPR 并不总是同步调整**

降息日期	OMO	MLF	LPR:1年	LPR:5年
2021年12月20日			-5bp	
2022年1月17日	-10bp	-10bp		
2022年1月20日			-10bp	-5bp
2022年5月15日				-15bp
2022年8月15日	-10bp	-10bp		
2022年8月22日			-5bp	-15bp
2023年6月13日	-10bp			
2023年6月15日		-10bp		
2023年6月20日			-10bp	-10bp
2023年8月15日	-10bp	-15bp		
2023年8月21日			-10bp	
2024年2月15日				
2024年2月20日				-25bp
2024年7月22日	-10bp		-10bp	-10bp

资料来源：wind，民生证券研究院

**图3：银行净息差水平较低**



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 美股的低迷，还要持续多久？

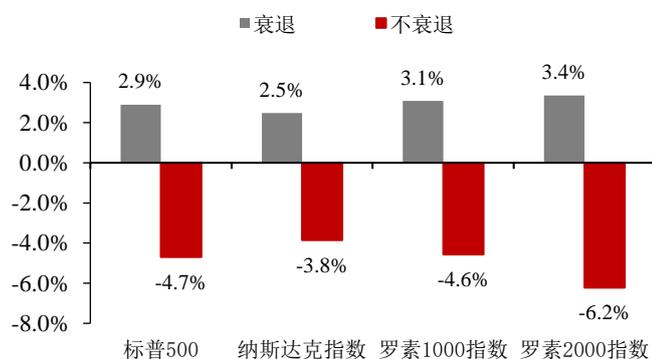
本周五的非农数据并不算差，失业率甚至走低，但美股表现低迷，纳斯达克指数下跌 2.55%，黄金、铜等商品也小幅下跌，当下低迷的市场情绪还要多久？我们认为当下，除了季节性因素外，宏观的两大不确定性变量仍是压制风险资产表现的核心原因：

#### 其一是，美国未来经济和政策的不确定性，或仍持续压制美股至少降息落地

我们在之前的报告中提到结合当前就业市场的整体情况，当前美联储更可能连续小幅降息，但是市场对此可能还存在更加“激进”的想法，这是波动的重要伏笔。

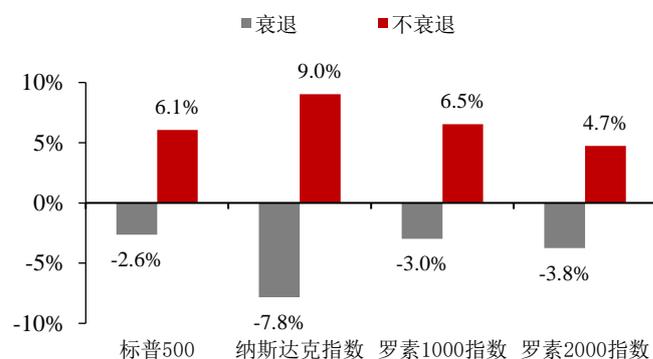
此外，复盘 1984 年以来的 8 次降息周期，美国经济是否出现衰退，在中期（3 个月的维度）来看，对美股走势的影响较大。但在短期内，由于宏观经济的难以预知性，即使经济不衰退，美股也不一定会表现得更好。最为典型的 1987 年，由于美股暴跌，美联储开始降息应对金融市场的大幅波动，但美国经济并没有出现衰退迹象。

图4：自 1984 年以来，首次降息前一个月美股表现



资料来源：wind, 民生证券研究院

图5：自 1984 年以来，首次降息后三个月美股表现



资料来源：Polymarket, 民生证券研究院

#### 其二是，大选的不确定性压制，美股走势或在大选后明朗。

自 1944 年以来，美股在大选后一个月平均表现好于大选前一个月，而近 8 次大选年中，标普 500 在大选后 1 个月表现好于大选前 1 个月的情况有 5 次，近两次大选年（2016、2020）均出现了大选后表现远远好于大选前的情况。尤其是在当下选情胶着，大选结果带来的政策不确定将持续压制美股表现。

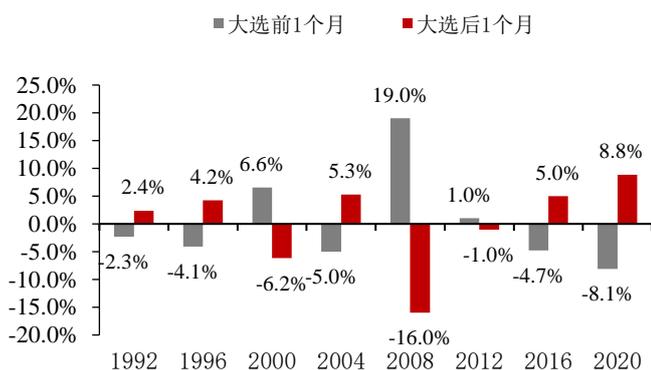
#### 此外，美股当前交易结构的脆弱性也是压制市场表现一大重要原因。

在微观交易上，8 月开始，年初以来的最为流行的交易策略出现了逆转，引发市场大幅波动。美股科技股今年大幅上涨，个人投资者买卖期权是市场行情一大助

推因素。我们看到在 8 月初的下跌中，期权成交量快速飙升。

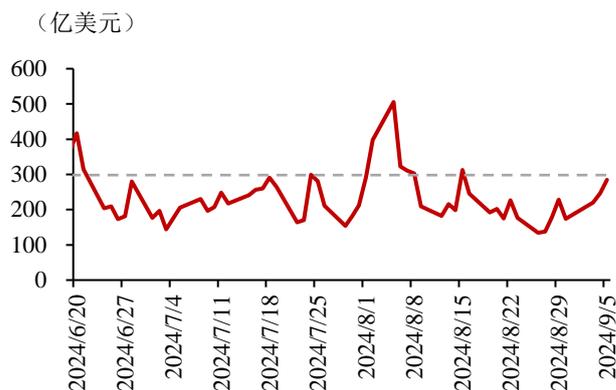
而近期，美股期权成交量有所回升，或反映 8 月中下旬以来的反弹，依然有大量的个人投资者通过期权手段“抄底”美股。而一旦市场有系统性的利空出现（如就业数据不及预期等），美股下跌会引发个人投资者快速的离场，引发美股短期暴涨暴跌。

图6：近 8 次大选中，标普 500 在大选后 1 个月表现好于大选前 1 个月的情况有 5 次



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：美股期权 5 日平均成交名义金额



资料来源：CBOE，民生证券研究院

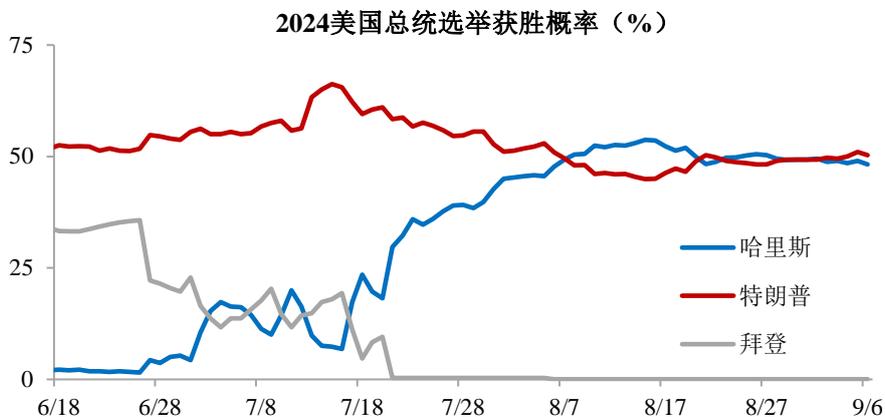
## 4 哈里斯“蜜月期”的终结？

**哈里斯“热”在降温，美国大选的 PK 又进入僵局。** RealClearPolitics 综合民调网站显示，特朗普获胜概率在 9 月 2 日反超哈里斯，截至 9 月 6 日特朗普领先 2.1 个百分点；Polymarket 网站显示，特朗普领先哈里斯 2 个百分点。

**7 大摇摆州中，宾州、佐治亚州的选情最为焦灼；**密歇根州和威斯康辛州更偏向民主党，亚利桑那和北卡州更偏向共和党。

但考虑到民调统计的样本误差，当前两位候选人在全国、以及在摇摆州的差距均仅在 5 个百分点以内，不能说哪一方有明显优势。**9 月 10 日的总统辩论或是打破当前僵局的转折点。**

图8：特朗普获胜概率反超哈里斯，但差距十分微小



资料来源：RealClearPolitics, 彭博, 民生证券研究院

图9：七大摇摆州的支持率：特朗普-哈里斯 (%)

7大摇摆州	RealClearPolitics	FiveThirtyEight	270towin
亚利桑那州	1.0	0.5	2.0
佐治亚州	-0.1	-0.4	0.0
密歇根州	-1.1	-2.0	-2.1
内瓦达州	-0.6	-0.5	-1.3
北卡罗莱纳州	0.7	0.6	0.5
宾夕法尼亚州	0.0	-0.7	-0.7
威斯康辛州	-1.4	-3.0	-3.2

资料来源：RealClearPolitics, 彭博, 民生证券研究院 (数据截至 2024 年 9 月 6 日)

图10：国会选举：两院的归属概率 (%)

		2024/9/6	2024/8/23	2024/8/6
参议院 Senate	民主党	25.0	28.5	28.5
	共和党	75.0	71.5	71.5
众议院 House	民主党	63.0	61.5	54.5
	共和党	37.0	38.5	45.5

资料来源：Polymarket, 民生证券研究院

**辩论规则上**，当地时间 9 月 10 日晚上 9 点，特朗普和哈里斯将进行 90 分钟的电视直播辩论，现场不设观众，对方发言时将会被静音麦克风。哈里斯此前曾要求全程开启麦克风（以暴露特朗普的性格缺点），9 月 5 日她同意了静音规则。双方或在 10 月将再次辩论，目前尚无具体安排。

**辩论议题上**，预计和 6 月 27 日特朗普和拜登的辩论类似，淡化对华政策，而是聚焦在国内经济政策上，包括通胀、企业和个人税收、住房、移民等问题。缺乏政策经验的哈里斯如何应对是一大看点。

**再往后看，值得关注的有**：1) 10 月 1 日副总统候选人辩论；2) 若通胀反弹、非农大幅走弱、美股大跌（例如美联储政策超预期等原因），则不利于执政党。

## 5 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；国内降息降准时点可能晚于预期。

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: 央行历史上极少在同月内降准降息 .....	3
图 2: 政策利率与 LPR 并不总是同步调整 .....	4
图 3: 银行净息差水平较低 .....	4
图 4: 自 1984 年以来, 首次降息前一个月美股表现 .....	5
图 5: 自 1984 年以来, 首次降息后三个月美股表现 .....	5
图 6: 近 8 次大选年中, 标普 500 在大选后 1 个月表现好于大选前 1 个月的情况有 5 次 .....	6
图 7: 美股期权 5 日平均成交名义金额 .....	6
图 8: 特朗普获胜概率反超哈里斯, 但差距十分微小 .....	7
图 9: 七大摇摆州的支持率: 特朗普-哈里斯 (%) .....	7
图 10: 国会选举: 两院的归属概率 (%) .....	7

## 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