



2024年9月12日

美联储9月降息在即，中美债市延续涨势

核心观点

- **美国经济：**此前因经济数据大幅不及预期带来的“衰退担忧”逐渐消散，8月新增非农不温不火，失业率小幅回落，但就业市场的脆弱性提高，市场对“衰退”线索的敏感度也在上升。三季度美国去通胀整体顺利，8月CPI同比来到2.5%，但粘性通胀“就业”与“住房”降温有所放缓，让此前纠结于9月降息幅度的市场预期走向25BP。美联储“预防式”降息周期开启在即，我们维持此前的基准情景：9月降息25BP，年内共降1-2次。
- **中国经济：**目前内需不足依旧掣肘经济复苏，通缩压力尚未缓解，8月CPI、PPI均不及预期，且核心CPI（剔除食品能源）回落至历史极低水平，商品及服务消费需求偏弱。制造业、服务业景气均回落，私人部门风险偏好低迷仍是近期主基调。9月进入政策窗口期，货币宽松仍可期，但信贷传导机制受阻的背景下，财政增量政策对扩大总需求或更为有效，市场关注国债增发可能性。
- **大类资产：**8月国内外大类资产走势分化，海外好于国内，债券表现延续占优。国内市场方面，债券(+0.1%)>人民币(-1.3%)>商品(-1.5%)>权益(-3.9%)；海外市场方面，债券(+2.4%)>权益(+1.6%)>商品(-0.4%)>美元(-2.2%)。8月初全球经历“黑色星期一”后，市场引来修复性反弹，股指及大宗商品交易9月降息确定性提高，但波动率较前期明显上行，也蕴含着市场对未来“衰退担忧”的敏感性增强。
- **风险因素：**国内消费复苏不及预期，美国衰退风险加大，国内政策效果不及预期，地缘政治冲突加剧。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	7
二、大类资产表现	9
1、权益市场.....	10
2、债券市场.....	15
3、商品市场.....	17
4、外汇市场.....	19
三、经济数据预测	20

图表目录

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速	6
图表 2 美国 GDP 环比贡献项.....	6
图表 3 美国 CPI 及核心 CPI.....	6
图表 4 美国 CPI 同比贡献分项.....	6
图表 5 美国非农就业人数及失业率.....	6
图表 6 美国 ISM 制造业分项指标	6
图表 7 美国联邦基金目标利率	7
图表 8 芝商所 FedWatch 工具.....	7
图表 9 中国经济指标单月同比增速概览（截至 7 月）	8
图表 10 工业增加值同比增速.....	8
图表 11 社会消费品零售总额.....	8
图表 12 M1-M2 增速剪刀差	8
图表 13 居民中长期贷款.....	8
图表 14 30 城商品房成交面积	9
图表 15 中国 GDP 同比及环比	9
图表 16 2024 年 7 月国内外大类资产收益率概览.....	10
图表 17 权益市场表现	10
图表 18 A 股成交额.....	12
图表 19 A 股换手率.....	12
图表 20 沪深 300 风险溢价.....	12
图表 21 中证 1000 风险溢价	12
图表 22 主要宽基指数市盈率（TTM）	12
图表 23 融资融券余额.....	13
图表 24 北向资金.....	13
图表 25 一致预期净利润同比增速.....	13
图表 26 工业企业利润	13
图表 27 AH 股溢价率.....	14
图表 29 南向资金.....	14

图表 30 恒生指数换手率	14
图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率	14
图表 32 恒生指数与美元指数	14
图表 34 主要资金利率	16
图表 35 政府债发行与到期情况	16
图表 36 票据贴现利率	16
图表 37 国债收益率曲线	16
图表 38 国债期限利差	16
图表 39 伦敦金现与美元指数	17
图表 40 中国官方黄金储备	17
图表 41 国内外铜价走势	18
图表 42 LME 铜库存	18
图表 43 美国商业原油库存	19
图表 44 美国炼油厂产能利用率	19
图表 45 中美利差	20
图表 46 在岸、离岸人民币汇率	20
图表 47 美元指数	20
图表 48 花旗经济意外指数	20
图表 49 国内主要经济指标预测	20

一、宏观经济

1、美国

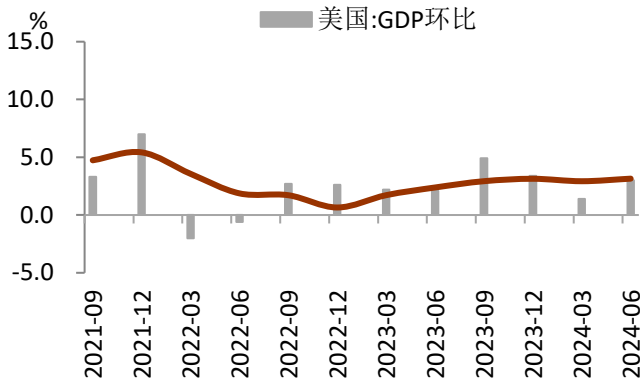
8月非农就业不及预期、失业率小幅回落，就业市场脆弱性在提高。美国8月新增非农就业14.2万，预期16.5万，前值下修至8.9万，其中制造业、零售业为主要拖累项，与近期美国制造业PMI连续回落相一致。失业率回落至4.2%，预期4.2%，前值4.3%，劳动参与率持平62.7%。此前公布的7月JOLTs职位空缺767.3万人，弱于预期810万人；8月ADP就业人数9.9万人，弱于预期14.5万人。如果把就业市场供需分为三个阶段：空缺→招聘→裁员，前两者出现显著降温，判断就业市场已陷入衰退为之过早，但市场对此的敏感性在不断提高。

Q3去通胀整体顺利，粘性通胀降温有所放缓。8月美国CPI录得2.5%，预期2.6%，前值2.9%，创下2021年2月来的低点；核心通胀录得3.2%，持平预期及前值，粘性较强的租金通胀有所回升，抹去市场9月降息50BP的预期。8月就业市场小幅回暖，每小时薪资同比录得3.8%，预期3.7%，前值3.6%，表明服务通胀粘性犹存。三季度通胀较上半年显著放缓，此前去通胀道路上的两大阻碍“就业通胀”与“住房通胀”回落势头放缓。

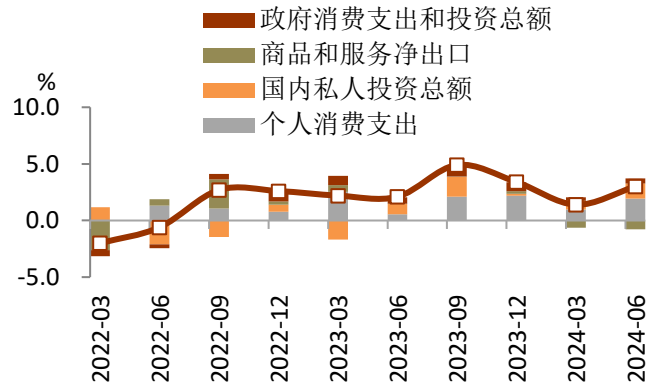
二季度GDP上修，消费偏强，投资转弱，补库动能回升。Q2美国GDP环比折年率上修至3.0%，预期2.8%，初值2.8%，个人消费对GDP贡献升至1.95%，其中商品消费在二季度转为正贡献、服务消费保持韧劲。贸易逆差的负贡献进一步扩大，表明二季度美国消费动能依旧偏强。库存对GDP的贡献从一季度的-0.42%升为0.78%，补库动能回升。投资方面受到地产投资、建筑投资拖累，设备投资分项回升。截至9月11日，亚特兰大联储GDPNow模型预计三季度GDP环比折年增速为2.5%，表明目前美国实体经济动能依旧偏强。

9月降息即将落地，市场寻找降息幅度线索。8月23日，鲍威尔在杰克逊霍尔年会确认鸽派转向。①利率指引方面：政策调整的时机已经到来，政策的走向是明确的。降息的时机和步伐将取决于数据、前景以及风险的平衡；②通胀方面：对通胀回归2%的信心增强；③就业方面：短期内劳动力市场不太可能成为通胀压力上升的来源；并不寻求劳动力市场进一步降温；④风险平衡：通胀的上行风险已经减弱，就业的下行风险也在增加。我们认为基准情景为：9月降息25BP，年内共降1-2次。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速

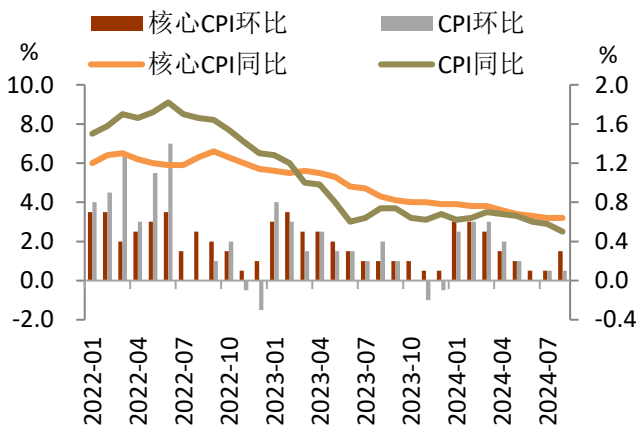


图表 2 美国 GDP 环比贡献项

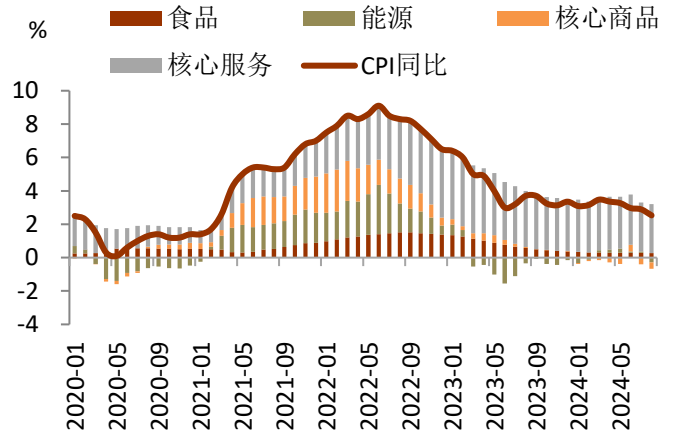


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 美国 CPI 及核心 CPI

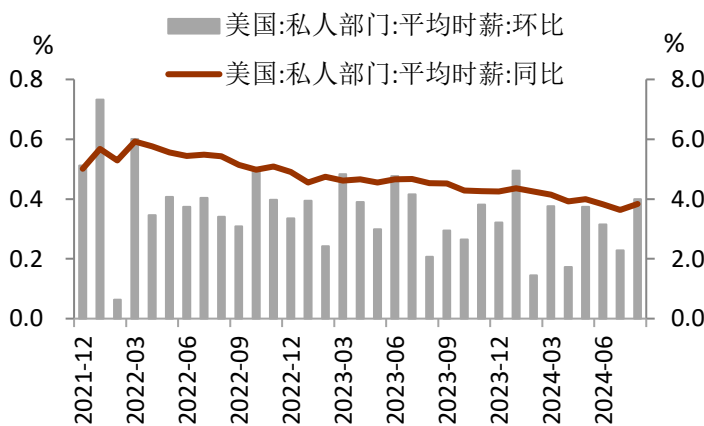


图表 4 美国 CPI 同比贡献分项

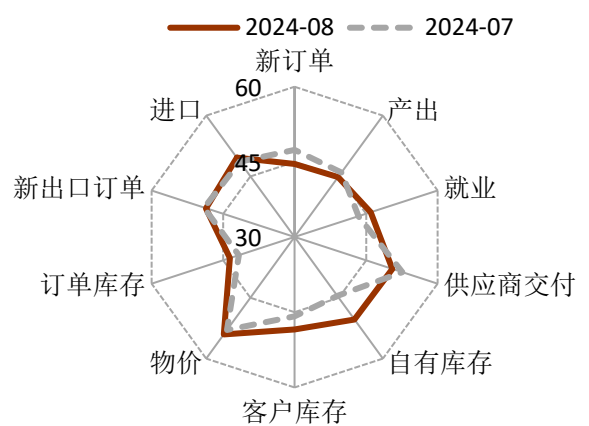


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 美国非农就业人数及失业率

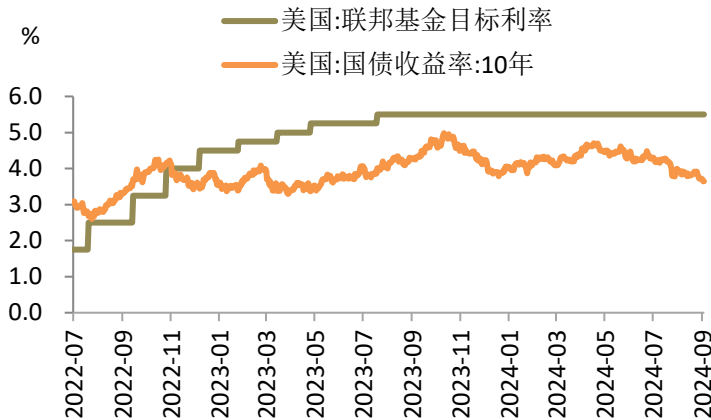


图表 6 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 美国联邦基金目标利率



图表 8 芝商所 FedWatch 工具

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES													
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18										0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	85.0%
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	45.3%	48.2%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	29.4%	47.0%	19.7%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	16.5%	38.2%	33.5%	9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.8%	25.2%	36.3%	24.1%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.7%	25.0%	36.1%	24.2%	6.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.6%	6.0%	20.8%	33.4%	27.1%	10.6%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.3%	3.2%	13.2%	26.9%	30.4%	19.1%	6.2%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	1.4%	6.9%	18.2%	28.2%	26.2%	14.3%	4.2%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：iFinD，CME FedWatch，铜冠金源期货

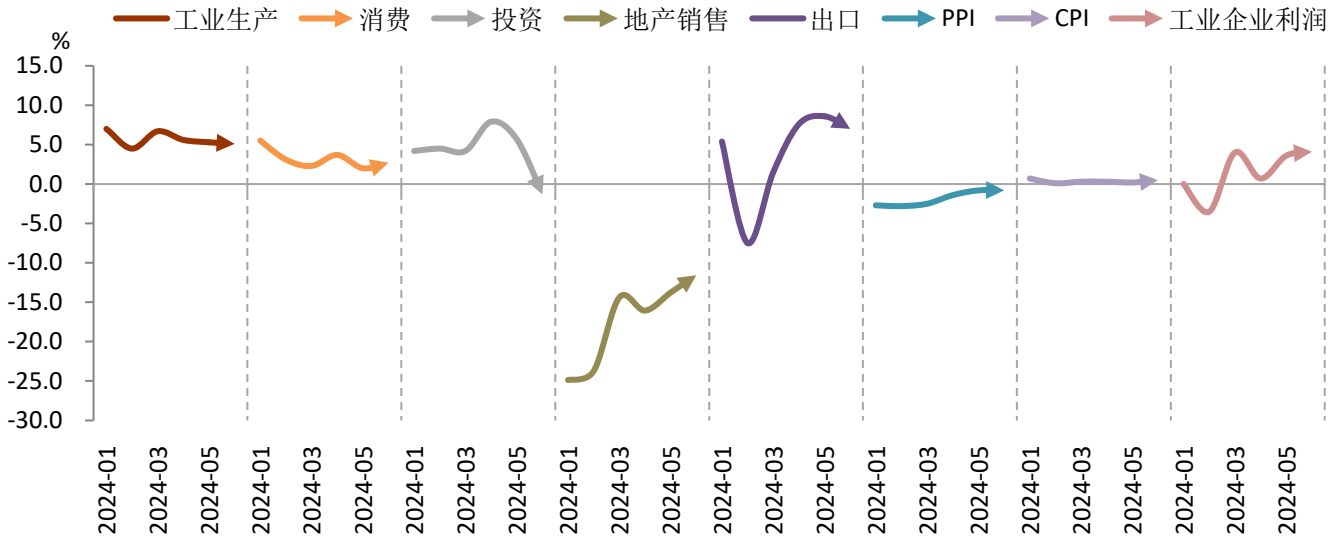
2、中国

内需不足依旧掣肘经济，通缩压力尚未缓解。7月经济数据表明，上半年较为亮眼的生产端降温，投资显著回落，消费小幅回升，地产仍在底部波动，全年完成5%的目标仍需政策加码，市场预期三、四季度GDP同比为4.7%、4.6%，较此前有所下修。8月CPI录得0.6%，PPI录得-1.8%，均不及市场预期，值得关注的是核心CPI同比进一步回落至0.3%，为历史极低水平，表明目前的温和通胀由食品价格上涨主导，商品和服务消费需求依旧较弱，近期各地消费品“以旧换新”政策陆续推出，其效果后续有待观察。

制造业、服务业景气均回落，私人部门风险偏好低迷仍是近期主基调。8月制造业回落至年内低点，服务业依旧维持在历史同期低位，景气收缩压力在三季度尚未缓解。与此同时，社融持续偏弱运行，信贷结构有待优化上居民端在地产压制下延续弱势、企业端依靠票据冲量。在私人部门信贷需求疲弱的背景下，存款端的资金“活化”程度也有所下降。截至7月，居民和企业部门的活期存款占比均处于历史低位，反映了私人部门的风险偏好持续收缩，防御性动机进一步增强。7月M1同比-6.6%，M2同比6.3%，M1-M2剪刀差扩大至-12.9%。尽管近期金融数据存在“禁止手工补息”的扰动，但私人部门信心不足、风险偏好持续下降，表明实体经济的复苏动力仍需进一步增强。

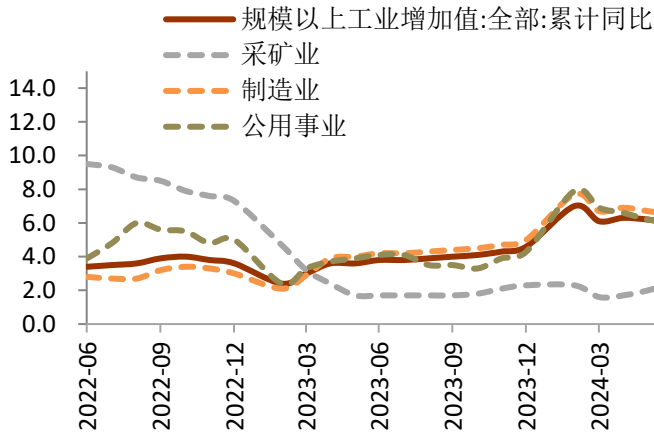
9月进入政策窗口期，财政加速、货币宽松仍可期。8月整体处于政策真空期，货币政策方面并未降准降息，但据彭博报道“存量房贷利率或将分2次下调80BP”，若此政策实施，虽然未必会提振、扭转地产颓势，但将减轻居民资产负债表萎缩的压力，从而避免“通缩螺旋”的风险加剧。8月美元兑人民币快速升值至7.09，此前货币政策掣肘被打开，9月初央行表态“降准还有一定空间”，年内货币宽松仍然可期。财政政策放方面，进入8月专项债发行进度明显加快，市场关注9月10日召开的人大常委会是否将增发国债，以弥补今年扩大的财政收支缺口。

图表9 中国经济指标单月同比增速概览（截至7月）



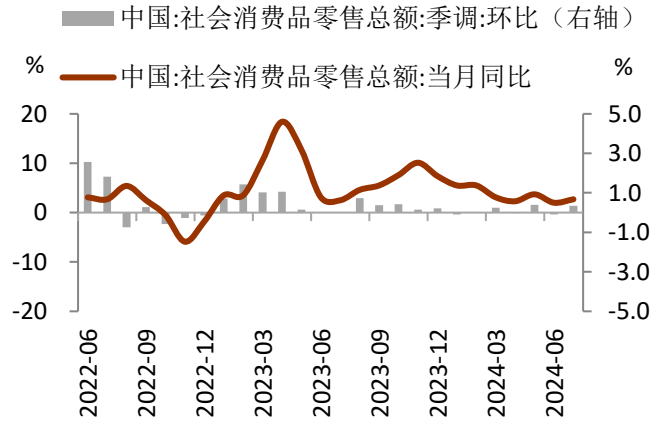
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表10 工业增加值同比增速

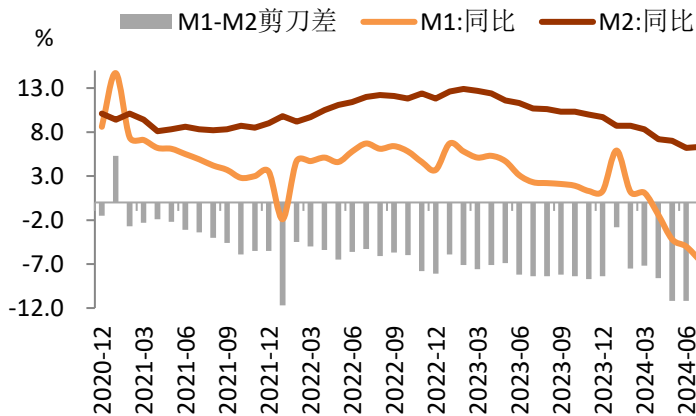


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

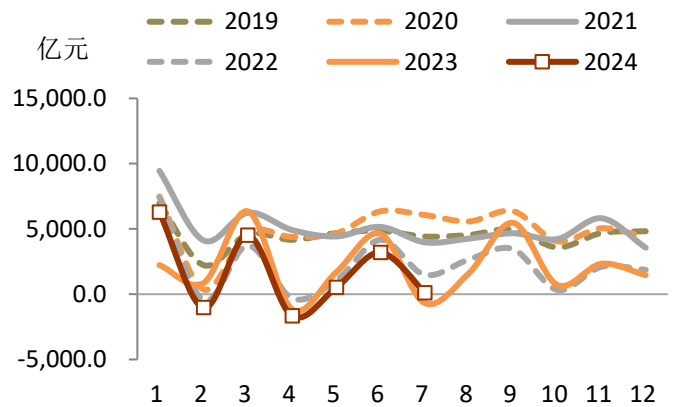
图表11 社会消费品零售总额



图表12 M1-M2 增速剪刀差

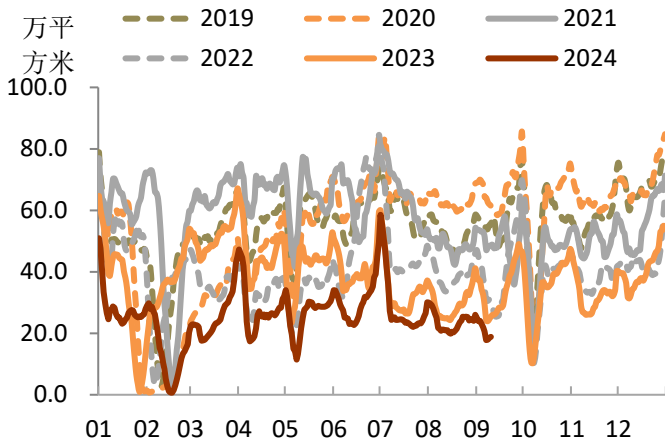


图表13 居民中长期贷款



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 14 30 城商品房成交面积



图表 15 中国 GDP 同比及环比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

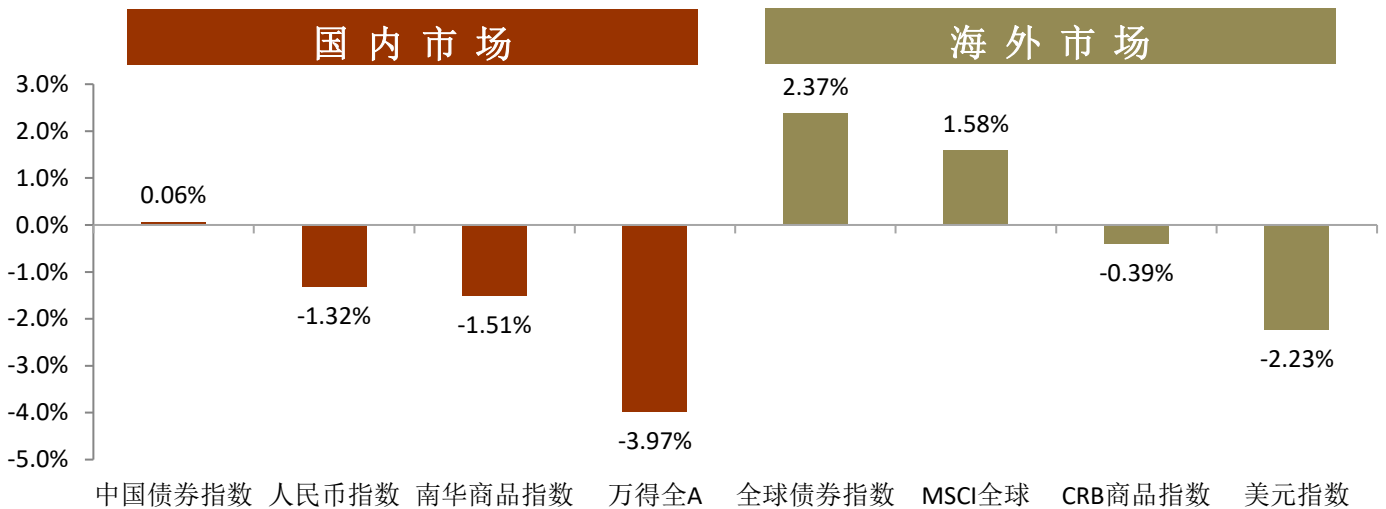
二、大类资产表现

2024 年 8 月，国内外大类资产走势分化，海外市场>国内市场，债券延续 7 月表现占优，商品内外盘均下跌，股市外涨内跌，美元指数显著回落。

国内市场方面，**债券(+0.06%)>人民币(-1.32%)>商品(-1.51%)>权益(-3.97%)**。
中国债券综合指数（Bloomberg）8 月收益率录得 0.06%，延续 7 月上漲的趋势，但幅度放缓；**人民币指数**（CFETS）8 月收益率录得-1.32%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币转弱，在岸美元兑人民币升值 2.19%，离岸美元兑人民币贬升值 2.12%，8 月初美国经济数据走弱、日元套息交易 unwind 带动美元兑人民币升破 7.15 关口，月末外交暖风、企业结汇带动美元兑人民币升破 7.10 关口；**南华商品指数** 8 月收益率录得-1.51%，各板块涨跌不一，有色(+3.39%)>贵金属(+2.42%)>农产品(-0.00%)>工业品(-0.35%)>黑色(-1.76%)>能化(-1.78%)；**A 股** 8 月收益率录得-3.97%，成交低迷重回跌势。

海外市场方面，**债券(+2.37%)>权益(+1.58%)>商品(-0.39%)>美元(-2.23%)**。
全球债券综合指数（Bloomberg）8 月收益率录得 2.37%，美国、欧洲、新兴市场债券市场均收涨；**MSCI 全球指数** 8 月收益率录得 1.58%，欧美、印度、香港股市整体收涨，中国、日韩股市回调；**CRB 商品指数** 8 月收益率录得-0.39%，食品、油脂、家畜板块收跌，金属、工业品、纺织品收涨；**美元指数** 8 月涨跌幅录得-2.23%，延续 7 月跌势，美国制造业 PMI、非农就业显著降温带动美元指数高位回落，从 104.5 高位回落至最低 100.5，回到年初水平。

图表 16 2024 年 8 月国内外大类资产收益率概览



资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

1、权益市场

2024 年 8 月, 国内外权益市场涨跌不一, 其中港股 > 美股 > A 股。国内方面, A 股 8 月收跌-3.97%, 其中沪深 300 收跌-3.51%、中证 1000 收跌-5.31%, 科创 50 收跌-6.62%, 北证 50 收跌-8.85%, 两市成交量低迷, 风格上大票更抗跌。港股方面, 8 月恒生指数收涨 3.72%, 恒生科技收涨 1.24%, 扭转前两月的跌势。海外方面, 美股 8 月初在“衰退”交易+日元套息交易 unwind 下急跌, 随后“衰退”被证伪+鲍威尔定调 9 月降息下反弹; 欧元区主要国家及印度收涨, 日韩收跌。

图表 17 权益市场表现

指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
万得全A	4043.63		-3.97	-13.00
上证指数	2842.21		-3.28	-5.51
深圳成指	8348.48		-4.63	-14.20
创业板指	1580.46		-6.38	-18.74
A股				
上证50	2335.21		-1.69	-1.13
沪深300	3321.43		-3.51	-4.84
中证500	4639.11		-5.06	-16.25
中证1000	4629.32		-5.31	-23.01
中证2000	1768.38		-3.78	-27.50
科创50	694.16		-6.62	-21.36
北证50	654.39		-8.85	-41.22
港股				
恒生指数	17989.07		3.72	5.52
恒生科技	3560.61		1.24	-5.41
恒生中国企业指数	6331.14		3.67	9.75
海外				
道琼斯工业指数	41563.08		1.76	10.28
纳斯达克指数	17713.62		0.65	18.00
标普500	5648.40		2.28	18.42
英国富时100	8376.63		0.10	8.32
法国CAC40	7630.95		1.32	1.16
德国DAX	18906.92		2.15	12.87
日经225	38647.75		-1.16	15.65
韩国综指	2674.31		-3.48	0.72
印度SENSEX30	82365.77		0.76	14.02

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.1 A股

8月A股主要宽基指数均收跌，两市成交额低迷再创地量，上证50相对抗跌，中证1000、创业板指、科创50、北证50跌幅较深。

分子端定价“弱现实”延续，分母端海外降息定音。从分子端看，具有领先性的金融数据持续偏冷，信贷结构依旧有待改善，值得关注的是居民、企业短贷创历年同期新低。实体经济同样偏弱，仅进口、基建超预期，此前较为亮眼的生产端降温，投资显著回落，消费较弱，地产仍在底部波动，市场定价国内经济基本面下修。8月中上旬处于政策真空期，中下旬起各地“以旧换新”政策推进，外媒传“存量房贷利率下调”、“地方政府发债收购商品房”。从分母端看，市场与美联储已达成9月开启降息的共识，10Y美债利率中枢从4.2%大幅回落至3.8%，但降息幅度尚有争议，我们维持9月降息25BP的判断。8月国内未降息，在目前人民币大幅升值、海外降息即将落地的背景下，国内货币政策空间被打开，未来3个月内降息降准皆可期。

量能萎缩加剧，市场情绪极冷。从成交额看，7月份沪深两市日均成交额约为5972亿元，较上个月份减少587亿元，为2020年1月以来最低水平，其中8月13日4799亿创下单日地量。从换手率看，8月两市换手率较7月继续回落，处于2020年来极低水平，市场情绪延续7月冰点。

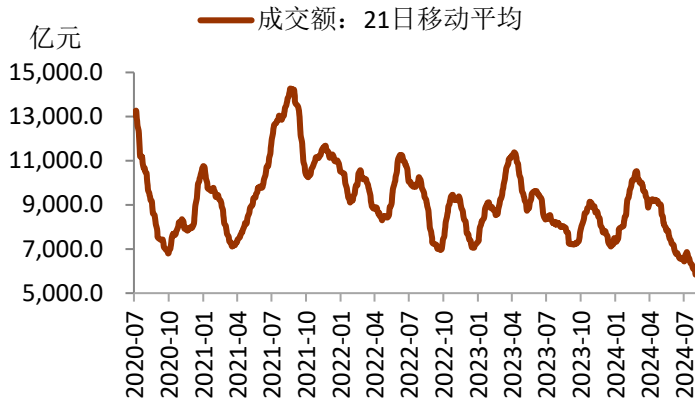
风险溢价持续上行，市场风险偏好收缩。8月上证50的风险溢价从7.58%回升至7.74%，沪深300的风险溢价从6.4%回升至6.61%，中证500的风险溢价从2.66%回升至2.77%，中证1000的风险溢价从1.03%回升至1.16%。中证500、中证1000持续处于2倍标准差的“高性价比”区间，然而需要注意的是风险溢价揭露的是“赔率”，8月“低性价比”的上证50、沪深300在护盘资金的助力下跌幅有限。

宽基指数估值均下修，中证1000下修幅度较大。从估值端看，万得全A市盈率从16.06倍回落至15.52倍（-3.4%），上证50市盈率从10.28倍回落至10.08倍（-1.9%），沪深300市盈率从11.70倍回落至11.38倍（-2.7%），中证500市盈率从20.85倍回落至20.21倍（-2.9%），中证1000市盈率从31.49倍回落至29.98倍（-4.8%）。

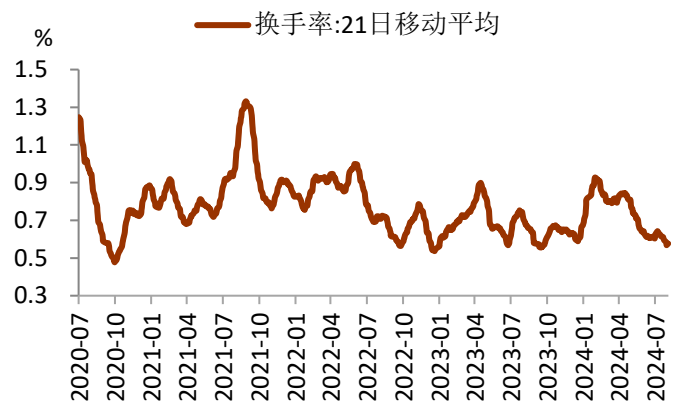
两融回落至低位、北向资金持续净流出。从杠杆资金端看，8月末两融余额为13928亿元，较7月末减少441亿元，从3月末起持续收缩，目前已回落至2020年9月以来低点。从外资端看，7月北向资金呈现净流出166亿元，流出速度较6月有所放缓，海外资金仍对国内股市持有谨慎的态度。

二季度利润增速延续负增，7月工业企业利润小幅上行。从盈利端看，二季度全A上市公司营收增速-2%，净利润增速-1.5%，仍在探底中。8月万得全A一致预期净利润同比增速从7月末15.95%下修至14.31%，上证50从5.99%下修至5.67%，沪深300从9.41%下修至8.86%，中证500从25.36%下修至22.11%，中证1000从41.16%上修至37.42%，中证2000从42.67%下修至32.80%。从宏观数据来看，7月工业企业利润同比增速为4.2%，前值3.6%，呈现企稳修复态势，中上游采选利润回落、中下游制造利润改善。

图表 18 A 股成交额

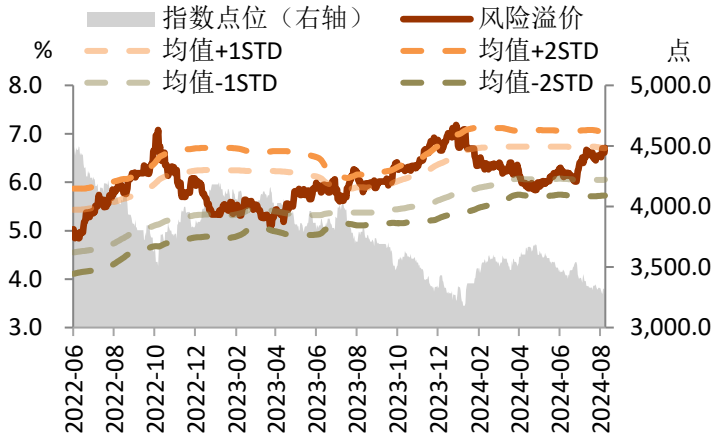


图表 19 A 股换手率

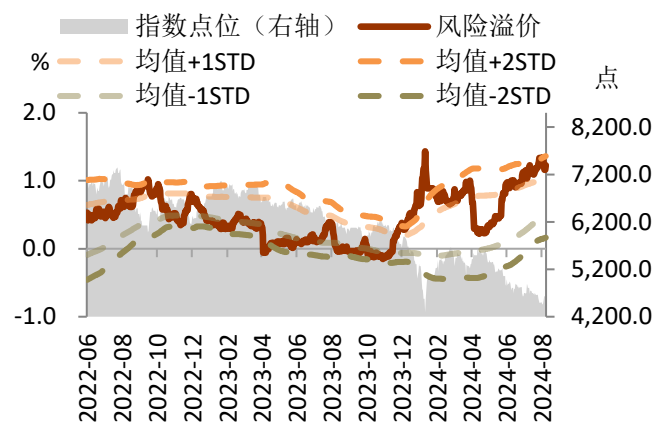


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 20 沪深 300 风险溢价

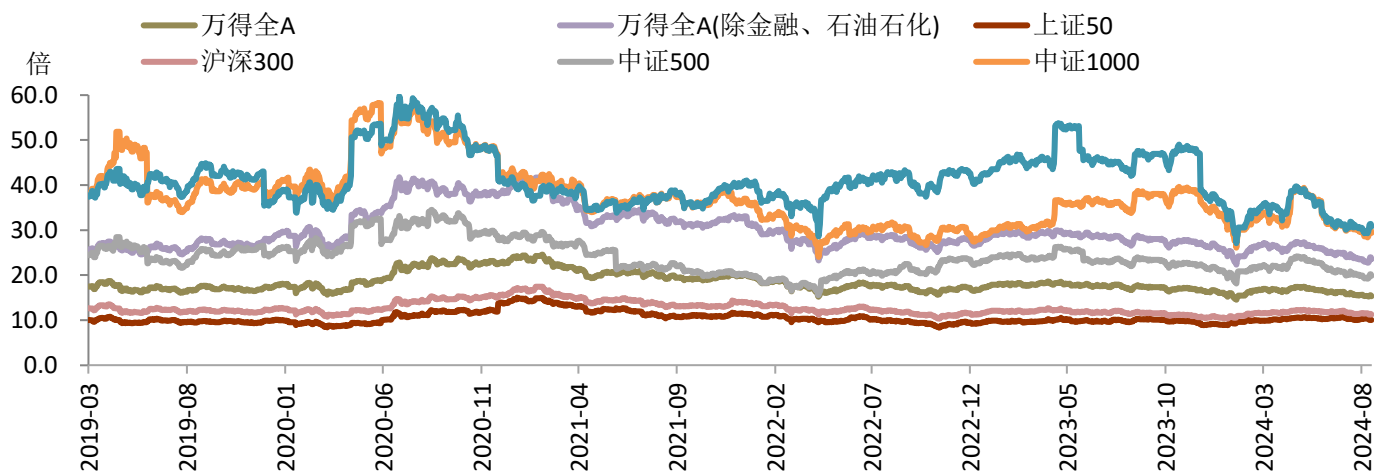


图表 21 中证 1000 风险溢价



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率）

图表 22 主要宽基指数市盈率 (TTM)

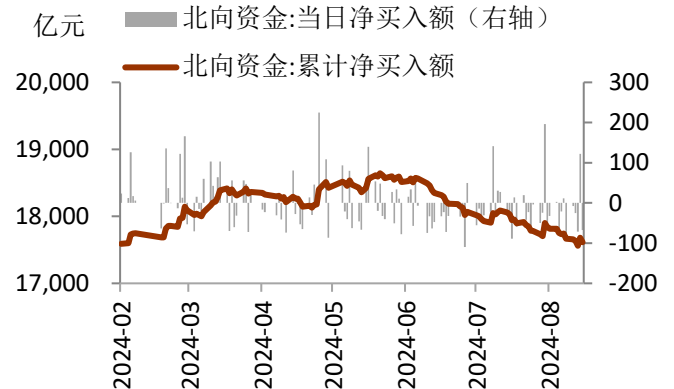


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 23 融资融券余额

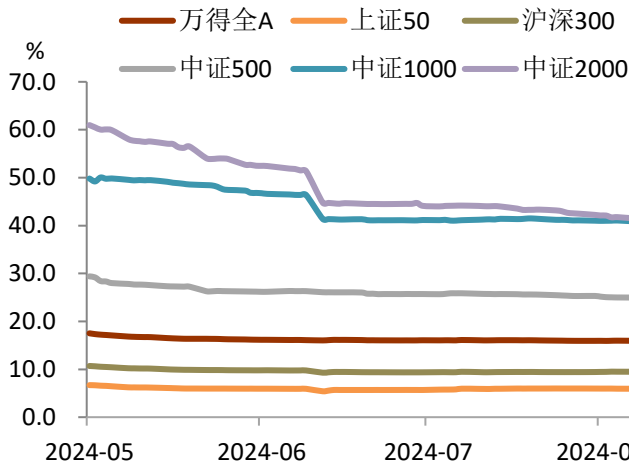


图表 24 北向资金

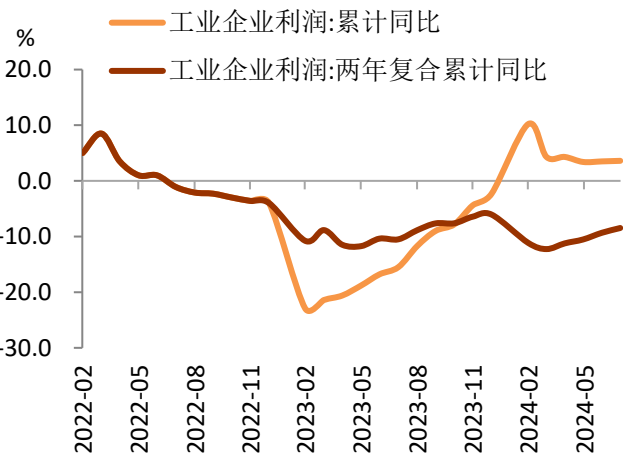


资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：北向资金 8 月 19 日起停止披露）

图表 25 一致预期净利润同比增速



图表 26 工业企业利润



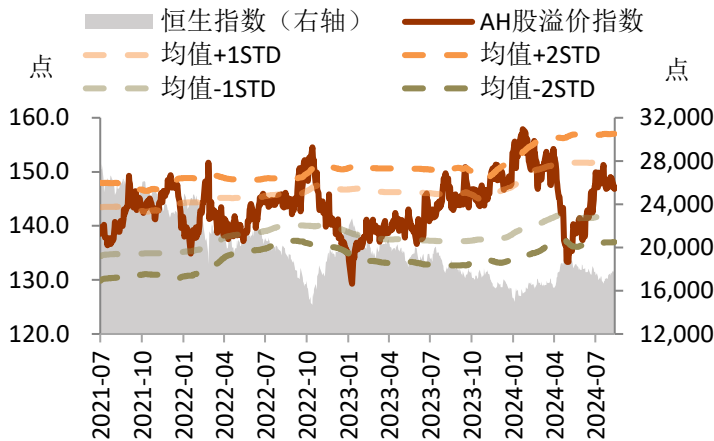
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.2 港股

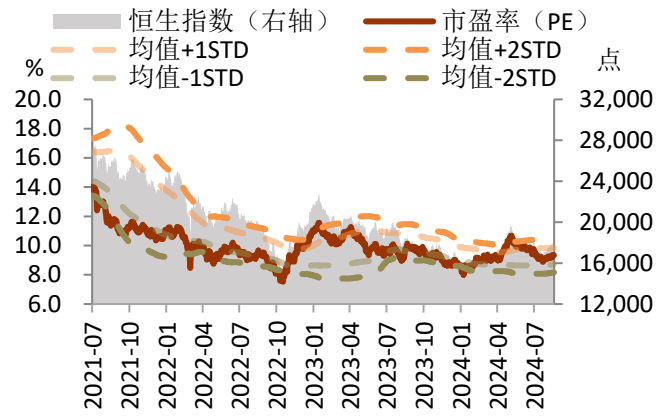
8 月港股迎来反弹。 港股在全球股市经历“黑色星期一”后开启反弹行情，分子端上半年港股净利润增速持续回升，互联网、消费龙头企业中报亮眼；分母端鲍威尔定音 9 月降息，海外流动性修复助推港股上涨。

估值小幅上修，南向流入放缓，市场情绪偏冷。 恒生指数的市盈率（P/E）在 8 月末为 9.35 倍，7 月末为 9.24 倍；南向资金延续 7 月的流入趋势，在 7 月实现净流入 384 亿元，流入速度连续 2 月边际递减。同时，恒生指数的换手率在 8 月份持续回落，市场交易活跃度相比二季度显著降温。

图表 27 AH 股溢价率



图表 28 恒生指数市盈率

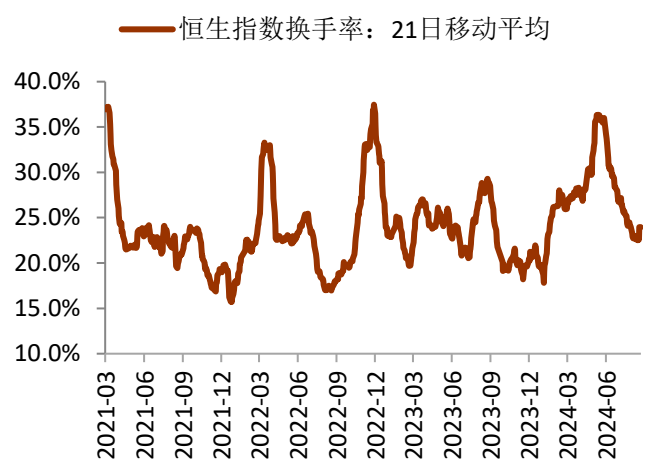


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 29 南向资金

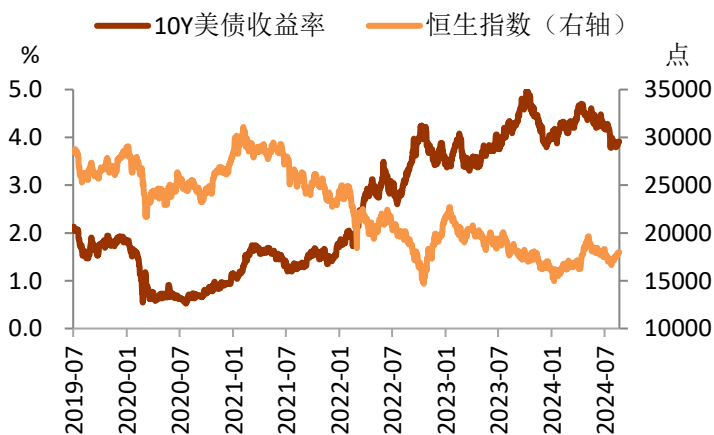


图表 30 恒生指数换手率

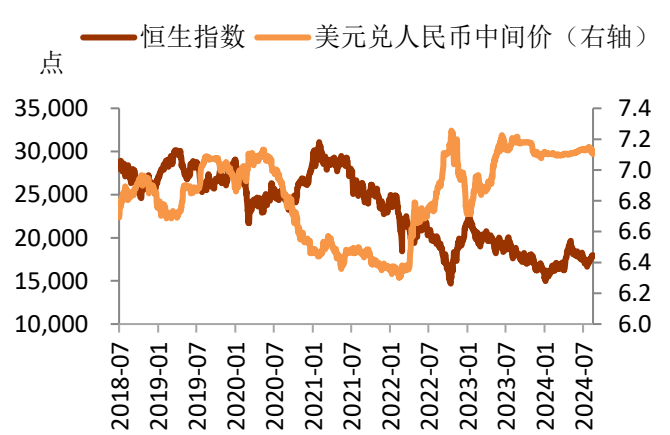


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 32 恒生指数与美元指数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

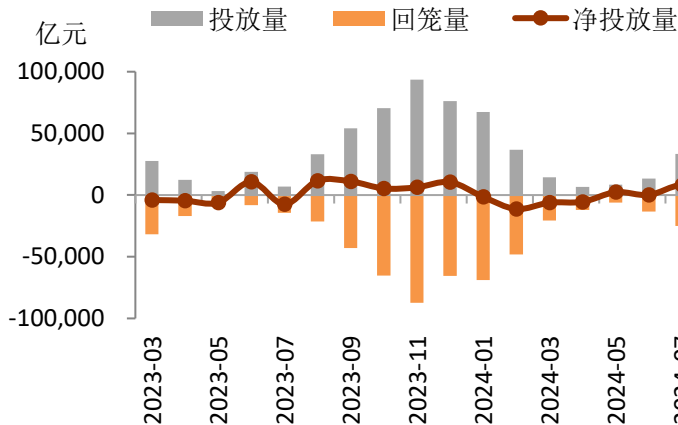
2、债券市场

央行净投放力度减弱，资金面偏宽松、利率波动加大。 资金供给方面，8月央行公开市场净投放1081亿元，较7月大幅回落，其中逆回购投放41773.3亿元、到期41381.9亿元，MLF投放3000亿元、到期4010亿元，国库现金定存投放1700亿元、到期0亿元。资金价格方面，8月利率中枢整体下行，R001较7月末下行30.52BP至1.66%，DR001较7月末下行26.6BP至1.53%；R007较7月末下行5.5BP至1.84%，高于政策利率（7天逆回购利率）14.4BP；DR007较7月末下行10.0BP至1.69%，低于政策利率1BP。资金需求方面，8月政府净融资16809亿元，较7月增加10517亿元，较去年同期增加5714亿元，8月国债与地方债发行进度显著加快；票据贴现利率8月均值为0.99%，较7月下行11.8BP，指向8月信贷需求或仍偏弱，但下旬创低点后有所反弹。

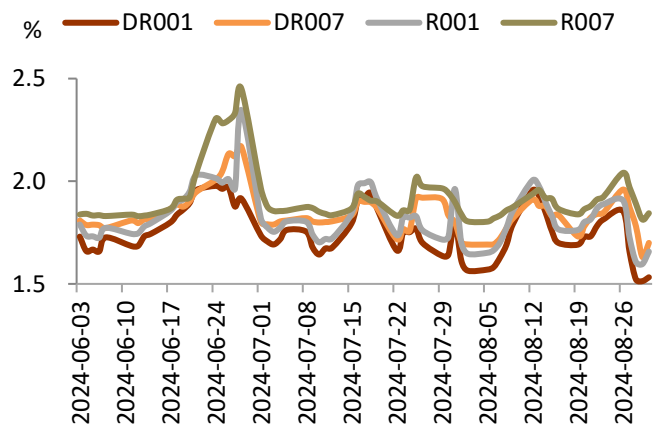
各期限国债利率走势分化，长端利差走陡。8月末，10年期国债收益率为2.17%，较7月末上行2.88BP；30年期国债收益率为2.36%，较7月末下行1.93BP。2年期国债收益率为1.52%，较7月末下降0.34BP。10Y-2Y期限利差为0.65%，较7月末走阔3.22BP；30Y-10Y期限利差为0.19%，较7月末收窄4.81BP。

8月债市波动加大，9月警惕供给端、政策冲击。8月上旬，监管对4家农商行启动自律调查、大行出手卖出长久期债券、多家做市商不进行长债做市交易，债券利率在监管主导的情绪、资金面下走高；中旬发布的金融数据依旧偏冷、经济延续弱复苏、鲍威尔定调9月降息共同支撑利率持续回落。随着债市在监管干预下流动性大幅减弱，由信用债“负反馈”带来的债基赎回传导至利率债，随后监管表态“并未禁止中小银行交易国债、未设置长债利率区间”纠偏市场。短期来看，长债“投机资金”在监管的施压下逐渐流出市场；中长期看，市场风险偏好仍在回落的趋势上，各大机构、居民避险的“刚需资金”或仍将对债市形成支撑。9月需注意的利空有①政策进入窗口期。9月初外媒传闻“存量房贷利率将分2次下调”；市场关注9月中旬召开的人大常委会是否将增发国债。②9月政府债供给将继续放量。③央行增设“公开市场国债买卖业务公告”栏，警惕央行卖债导致波动加大。

图表 33 货币市场公开操作

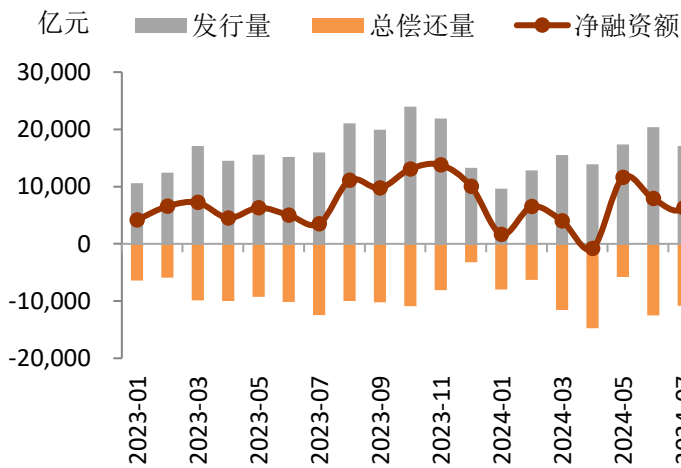


图表 34 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 政府债发行与到期情况

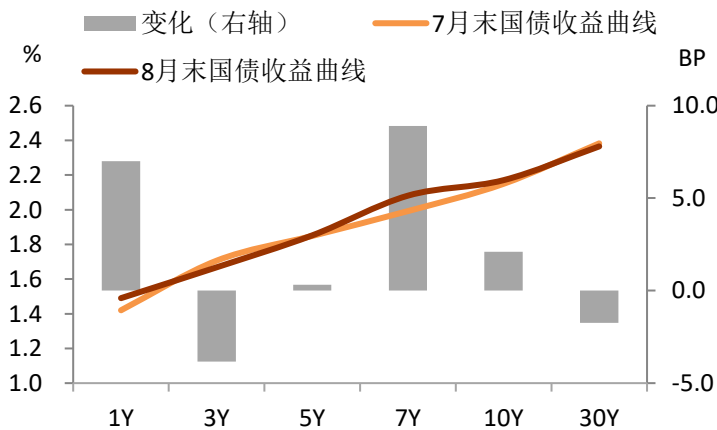


图表 36 票据贴现利率

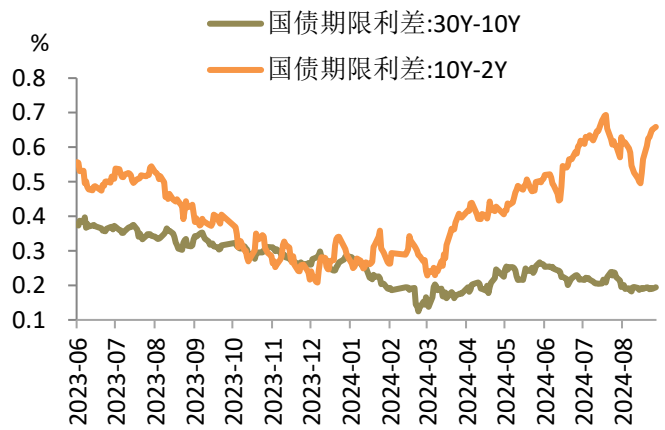


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 国债收益率曲线



图表 38 国债期限利差



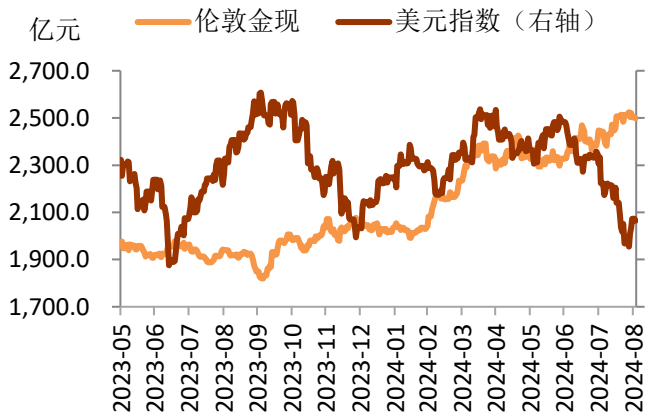
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品市场

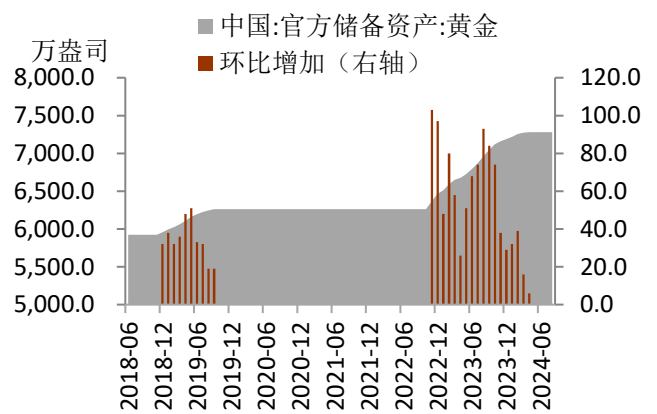
3.1 黄金

8 月金价回落后再创新高，9 月降息预期或已充分定价。8 月末，伦敦金现收于 2502.98 美元/盎司，月涨幅 2.29%，最高升至 2531.67 历史新高；沪金收于 574.06 元/克，月涨幅 1.9%，因人民币大幅升值，内盘涨幅低于外盘。(1) 日元套息交易平仓与美国“衰退担忧”共振，金价随全球资产急挫。7 月起日元触底升值，引发日元套息交易平仓，7 月末日央行超预期加息，叠加美国经济数据显著走弱、美国科技股财报不及预期，全球资产发生短暂的流动性危机（黑色星期一），权益及主要商品急剧下跌。(2) 衰退交易的退散，金价修复性走高。8 月 15 日公布的美国零售数据好于预期，同时初次申领失业金人数走低，市场“衰退担忧”缓和，伦敦金突破 2500 美元创历史新高。(3) 往后看，美元指数回落，实际利率走低，黄金定价的降息预期较为充分。随着美国就业降温、去通胀顺利，美联储 9 月开启降息箭在弦上，美元指数跌落 100 关口、实际利率（10Y 美债利率-长期通胀预期）降至一年新低，而“软着陆”带来的降息计价已较为充分，后续降息落地或对金价支撑有限。中长期而言，“去美元化”进行中，各国央行仍在增持黄金，全球地缘政治不确定性未减，作为非主权货币的黄金将持续受到青睐。

图表 39 伦敦金现与美元指数



图表 40 中国官方黄金储备



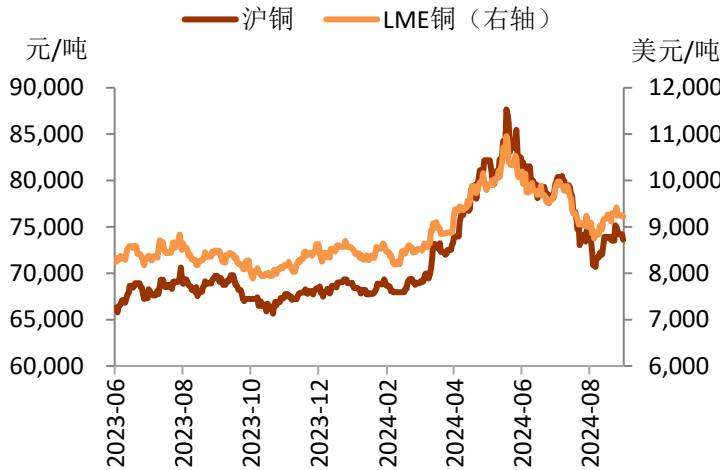
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3.2 铜

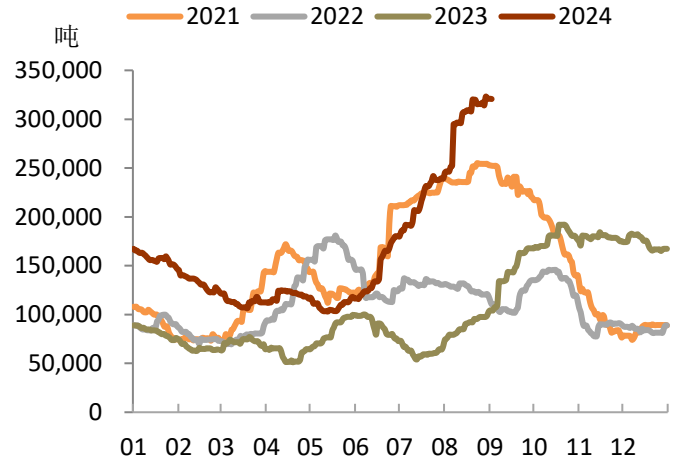
宏观面主导铜价触底反弹，9 月或有所承压。8 月末，伦铜收于 9251.5 美元/吨，月涨幅 0.29%；沪铜收于 74220 元/吨，月涨幅 0.79%，内外盘铜价均触底回升。(1) 宏观主导铜价波动加大。8 月初日元套息交易瓦解及美国“衰退担忧”共振，铜跟随全球资产价格暴跌；随后披露的美国经济数据尚可、“衰退担忧”散去，铜价迎来修复性上涨。(2) 基本面边际变化不大。8 月全球库存延续回升，国内平稳去库，海外累库放缓；需求端，铜价重心下

移吸引部分下游需求缓慢复苏；供给端，国内产量维持高位、进口小幅回落，TC 小幅下滑，全球铜矿供需趋紧；8 月智利矿山罢工停产，现已平息。(3) 展望后市，目前整体库存仍偏高，全球制造业 PMI 有见顶回落迹象（8 月录得 49.5，连续第三个月回落），国内需求弹性不足、9 月传统“金九银十”旺季可能落空，虽然矿端中期供应有收缩预期，铜价或震荡走低。

图表 41 国内外铜价走势



图表 42 LME 铜库存

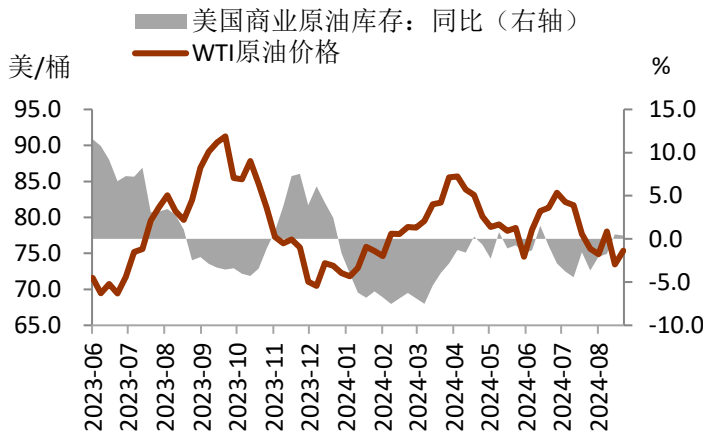


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

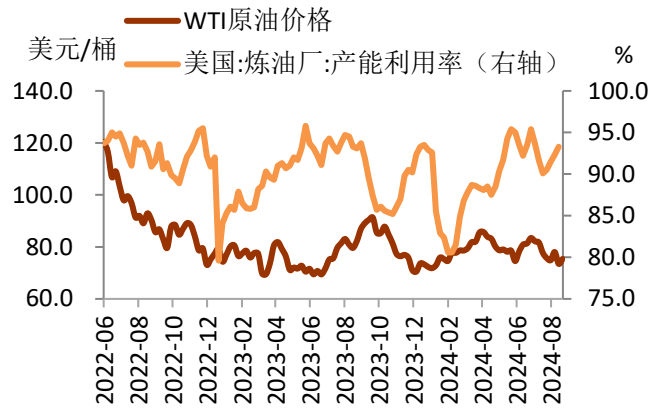
3.3 原油

油价 8 月震荡下行，供需基本面偏弱。8 月末，WTI 原油收于 73.65 美元/桶，月涨跌幅 -5.47%；布伦特原油收于 77.05 美元/桶，月涨跌幅 -4.69%，8 月油价中枢继续下行。(1) 弱需求主导油价下跌。过去四个月，全球石油需求持续下滑，8 月中旬 OPEC 将全球石油消费的日增长预测从 225 万桶下调至 211 万桶，为过去一年来首度调整相对乐观的预期。同时，由于中国需求疲软，原油进口量已降至 2022 年三季度以来的最低水平。(2) 美国原油产量创新高，OPEC+ 仅推迟增产计划，长线供给增多预期不改。8 月美国原油产量再创新高（1340 万桶/日），2025 年产量有望升至 1370 万桶。9 月 5 日，OPEC+ 将原计划 10 月开启的增产推迟到 12 月开启。(3) 展望后市，随着欧美地区旺季需求逐渐放缓，中国传统工业需求乏力，以及 OPEC+ 和美国的原油产量不断回升，中长期油价将受到基本面因素的压制；短期看，油价易受到降息开启、地缘政治冲突扰动上行。

图表 43 美国商业原油库存



图表 44 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

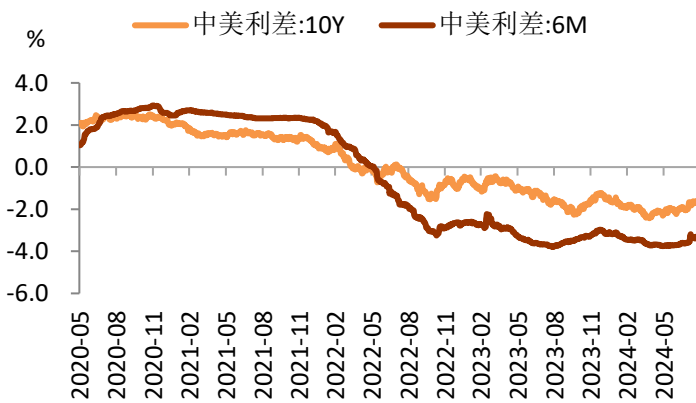
4.1 美元

就业降温、通胀下行、降息在即，美元指数回落。8月美元指数从104.04震荡下行至101.73，最低触及100.51，为2023年7月以来新低。(1) 美国就业降温、去通胀顺利。8月美国失业率小幅回落至4.2%，新增非农就业14.2逊于预期，职位空缺数、ADP小非农数据偏弱同样印证美国就业市场已落在降温的轨道上。7月美国核心PCE弱于预期，核心商品降温、核心服务升温，整体PCE通胀呈现温和回升态势。(2) 鲍威尔定调9月降息。8月23日，鲍威尔在杰克逊霍尔年会确认鸽派转向，对通胀回归2%的信心增强，就业下行风险增强，称利率调整的时机已到来，但市场对于9月降息幅度尚未达成共识。(3) 往后看，美联储9月将开启预防式降息，虽然就业市场降温，但美国消费尚有韧劲，预计将震荡运行。

4.2 人民币

人民币兑美元被动升值。8月在岸人民币汇率从7.2423升值至7.0892，离岸人民币汇率从7.2266升值至7.0904，人民币中间价从7.1323调至7.1124。(1) 从内部环境来看，经济延续弱复苏，金融数据持续偏冷，通缩压力未减，8月为政策真空期，9月将进入窗口期，国内基本面不构成本轮升值的理由。(2) 从外部环境来看，美国就业降温、通胀下行，9月降息确定，中美利差倒挂程度在8月继续收敛，本轮美元兑人民币单边升值主要由美元走弱所主导，同时中美外交暖风也起到了助推作用。(3) 展望后市，8月人民币兑美元走强，但CFETS人民币汇率指数却显示人民币对一篮子非美货币贬值。目前中国经济波动复苏，美国经济边际降温，虽然两者温差仍在缓慢收缩，但由于国内复苏弹性较弱，中长期看人民币升值空间不大，同时需注意企业结汇带来的脉冲效应。

图表 45 中美利差



图表 46 在岸、离岸人民币汇率

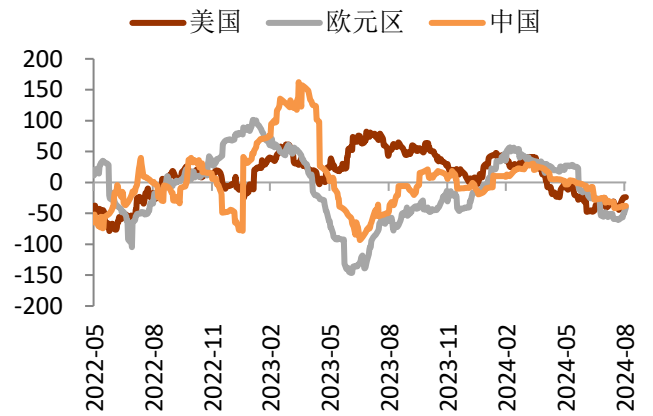


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 47 美元指数



图表 48 花旗经济意外指数



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

三、经济数据预测

图表 49 国内主要经济指标预测

指标	单位	8月预测	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月
社会消费品零售总额	当月同比 (%)	2.2	2.7	2.0	3.7	2.3	3.1	5.5	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6
规模以上工业增加值	当月同比 (%)	4.7	5.1	5.3	5.6	6.7	4.5	7.0	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5
内需														
固定资产投资	累计同比 (%)	3.5	3.6	3.9	4.0	4.2	4.5	4.2	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2
——制造业投资	累计同比 (%)	9.2	9.3	9.5	9.6	9.7	9.9	9.4	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9
——房地产开发投资	累计同比 (%)	-10.0	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8
——基建投资	累计同比 (%)	7.2	8.1	7.7	6.7	7.8	8.8	8.9	8.9	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0
出口	当月同比 (%)	5.5	7.0	8.6	7.6	1.3	-7.7	5.6	8.2	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5
进口	当月同比 (%)	2.0	7.2	-2.3	1.8	8.3	-1.9	-8.2	15.4	0.2	-0.7	2.9	-6.3	-7.2
贸易差额	当月值 (亿美元)	785.0	846.5	990.5	825.5	719.6	581.2	397.1	854.6	753.4	694.5	561.3	753.2	672.6
物价														
CPI	当月同比 (%)	0.5	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1
PPI	当月同比 (%)	-1.2	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0
新增人民币贷款	当月值 (亿人民币)	10000	2600	21300	9500	7300	30900	14500	49200	11700	10900	7384	23100	13600
货币														
社会融资规模增量	当月值 (亿人民币)	28000	7724	32999	20623	-658	48335	15211	65364	19401	24554	18441	41326	31279
金融														
M1货币供应量	当月同比 (%)	-7.0	-6.6	-5.0	-4.2	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3	1.9	2.1	2.2	2.2
M2货币供应量	当月同比 (%)	6.2	6.3	6.2	7.0	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7	10.0	10.3	10.3	10.6
利率														
1年期MLF利率	当月报价 (%)	2.30	2.30	2.30	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
1年期LPR利率	当月报价 (%)	3.35	3.35	3.35	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
5年期LPR利率	当月报价 (%)	3.85	3.85	3.85	3.95	3.95	3.95	3.95	3.95	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20

资料来源: iFinD, 铜冠金源期货预测

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室
电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室
电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室
电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号
电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室
电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。