

宏观和大类资产配置周报

美联储正式开启降息周期

大类资产配置顺序：债券>大宗>股票>货币。

宏观要闻回顾

- 经济数据：**1-8月，全国一般公共预算收入同比下降2.6%，全国一般公共预算支出同比增长1.5%。
- 要闻：**中秋假期期间，全社会跨区域人员流动量预计日均超2.05亿人次，比2023年同期增长28.2%，全国国内出游1.07亿人次，按可比口径较2019年同期增长6.3%，国内游客出游总花费510.47亿元，较2019年同期增长8%；美联储9月降息50BP，日央行、英国央行维持利率不变。

资产表现回顾

- 人民币汇率升值带动人民币资产价格上涨。**本周沪深300指数上涨1.32%，沪深300股指期货上涨0.07%；焦煤期货本周上涨5.0%，铁矿石主力合约本周上涨1.4%；股份制银行理财预期收益率收于1.98%，余额宝7天年化收益率持平于1.38%；十年国债收益率下行6BP至2.04%，活跃十年国债期货本周上涨0.3%。

资产配置建议

- 大类资产配置顺序：债券>大宗>股票>货币。**结合美联储9月议息会议政策和美联储主席鲍威尔的讲话来看，降息对全球资本市场的影响来自几个方面：一是降息50BP是否超出市场预期，美联储降息前，市场预期出现过较大波动，直到降息前一周，市场一致预期才从此前的25BP转向降息50BP，如果市场认为美联储的货币政策宽松超预期，则对全球风险资产价格上行将产生较明显提振；二是美国经济走势的不确定性，美联储强调后续货币政策目标锚定通胀和就业，但截至8月美国数据显示通胀持续下行但仍在“略高”的水平，失业率有所上行但整体水平依然偏低，美联储货币政策试图“预调微调”，如果能帮助美国经济实现软着陆甚至不着陆，则明显利好全球风险资产价格，同时也会对货币宽松条件下美元指数和美元资产价格形成有力支撑；三是美联储与市场预期的博弈依然较强，美联储点阵图显示年内仍将降息50BP，但市场预期美联储年内降息空间或是75BP，如果年内美联储货币政策还想继续超出乐观的市场预期，则需要考虑届时市场是否会转而预期经济基本面超预期走弱，进而达不到政策效果。我们认为短期内，美联储降息对国内的影响，或主要通过人民币升值这一渠道实现。
- 风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

- 《策略周报》20240922
- 《1-8月财政数据点评》20240921
- 《9月议息会议点评》20240919

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

本期观点（2024.9.22）

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注稳增长政策落地	不变
三个月内	= 关注二十届三中全会改革政策逐步出台	不变
一年内	- 欧美经济前景仍有较大不确定性	不变

大类资产	本期观点	观点变化
股票	= 关注流动性边际收紧的情况	标配
债券	+ 货币政策偏宽松压制收益率上行空间	超配
货币	- 收益率将在2%下方波动	低配
大宗商品	+ 稳增长政策利好基建投资，房地产投资或见拐点	超配
外汇	= 中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

目录

一周概览	4
人民币资产价格以上涨为主	4
要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）	6
宏观上下游高频数据跟踪	7
大类资产表现	9
A股：权重股表现较好	9
债券：债市收益率进一步下探	10
大宗商品：关注入秋后经济数据的表现	11
货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方波动	12
外汇：美元走弱，人民币走强	12
港股：关注美联储降息 50BP 的外溢性影响	13
下周大类资产配置建议	15
风险提示：	15

图表目录

本期观点 (2024.9.22) 1

图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议 4

图表 2. 大类资产收益率横向比较 4

图表 3. 大类资产表现跟踪 (单位: %) 5

图表 4. 原材料产品高频指标周度表现 7

图表 5. 建材社会库存周度表现 7

图表 6. 北方港煤炭库存周度表现 7

图表 7. 美国 API 原油库存周度表现 7

图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动 7

图表 9. 30 大城市商品房周成交面积表现 8

图表 10. 汽车消费周同比增速表现 8

图表 11. 汽车周消费规模表现 8

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅 9

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势 10

图表 14. 信用利差和期限利差 10

图表 15. 央行公开市场操作净投放 10

图表 16. 7 天资金拆借利率 10

图表 17. 大宗商品本周表现 11

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅 (%) 11

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势 12

图表 20. 理财产品收益率曲线 12

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动 12

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势 12

图表 23. 恒指走势 13

图表 24. 陆港通资金流动情况 13

图表 25. 港股行业涨跌幅 13

图表 26. 港股估值变化 13

图表 27. 本期观点 (2024.9.22) 15

一周概览

人民币资产价格以上涨为主

人民币汇率升值带动人民币资产价格上涨。本周沪深 300 指数上涨 1.32%，沪深 300 股指期货上涨 0.07%；焦煤期货本周上涨 5.0%，铁矿石主力合约本周上涨 1.4%；股份制银行理财预期收益率收于 1.98%，余额宝 7 天年化收益率持平于 1.38%；十年国债收益率下行 6BP 至 2.04%，活跃十年国债期货本周上涨 0.3%。

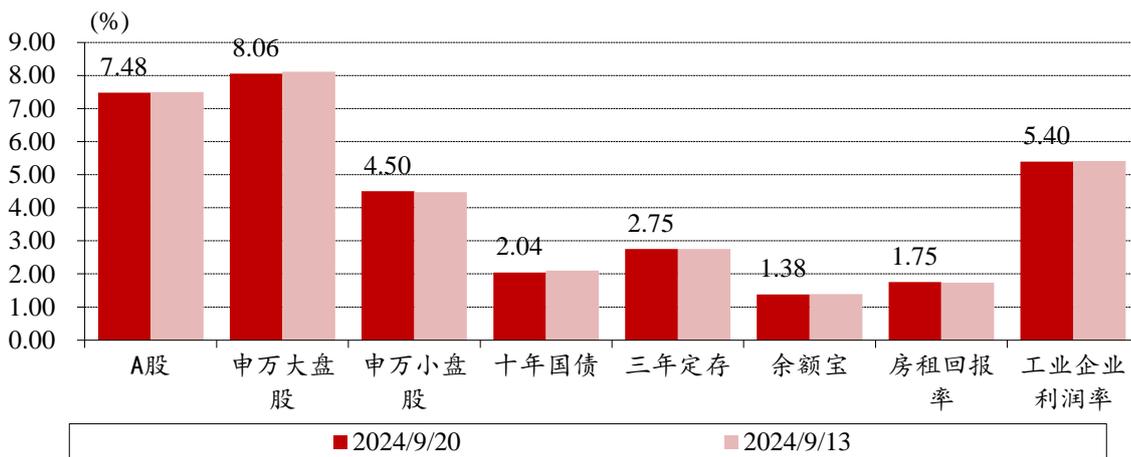
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深 300 +1.32% 沪深 300 期货 +0.07% 本期评论：关注流动性边际收紧的情况 配置建议：标配	10 年国债到期收益率 2.04%/本周变动 -6BP 活跃 10 年国债期货+0.3% 本期评论：货币政策偏宽松压制收益率上行空间 配置建议：超配
大宗	保守
铁矿石期货 +1.4% 焦煤期货 +5% 本期评论：稳增长政策利好基建投资 配置建议：超配	余额宝 1.38%/本周变动 0BP 股份制理财 3M 1.98%/本周变动 0BP 本期评论：收益率将在 2% 下方波动 配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

8 月经济数据整体仍显疲弱。本周 A 股指数普涨，估值表现分化，小盘股估值下降，大盘股估值小幅上升。本周央行在公开市场净投放 3269 亿元，资金面整体宽松，拆借资金利率小幅上行，周五 R007 利率收于 2.05%，GC007 利率收于 2.07%。本周十年国债收益率收于 2.04%，较上周五下降 6BP。8 月经济数据基本披露完毕，生产端依然明显好于内需，外需延续较好表现，整体特征与此前相同，但不同的是，8 月受国内天气高温多雨影响，生产端出现边际走弱的迹象，后续需要关注进入秋季后生产端是否能恢复较好表现。

图表 2. 大类资产收益率横向比较



资料来源：万得，中银证券

注：房租回报率和工业企业利润率为月度数据，因此图表显示的是最新两个月的数据。

美联储降息 50BP，美元指数如期走弱。股市方面，本周 A 股主要指数普涨，领涨的指数是沪深 300（1.32%），涨幅较小的指数是创业板指（0.09%）；港股方面恒生指数上涨 5.12%，恒生国企指数上涨 5.11%，AH 溢价指数下行 2.36% 收于 146.78；美股方面，标普 500 指数本周上涨 1.36%，纳斯达克上涨 1.49%。债市方面，本周国内债市普涨，中债总财富指数本周上涨 0.05%，中债国债指数上涨 0.1%，金融债指数上涨 0.04%，信用债指数上涨 0.03%；十年美债利率上行 7 BP，周五收于 3.73%。万得货币基金指数本周上涨 0.03%，余额宝 7 天年化收益率持平，周五收于 1.38%。期货市场方面，NYMEX 原油期货上涨 3.79%，收于 71.25 美元/桶；COMEX 黄金上涨 1.39%，收于 2647.1 美元/盎司；SHFE 螺纹钢下跌 0.97%，LME 铜上涨 1.91%，LME 铝上涨 0.61%；CBOT 大豆上涨 0.72%。美元指数下跌 0.37% 收于 100.73。VIX 指数下行至 16.15。本周美联储降息 50BP，带动美元走弱，美债利率上行，美股上涨，全球风险资产价格以上涨为主。

图表 3. 大类资产表现跟踪（单位：%）

大类资产	代码	名称	现价	本期时间 本期涨跌幅	2024/9/16 上期涨跌幅	- 本月以来	2024/9/20 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	2,736.81	1.21	(2.23)	(3.71)	(8.00)
	399001.SZ	深证成指	8,075.14	1.15	(1.81)	(3.27)	(15.22)
	399005.SZ	中小板指	5,192.76	0.59	(1.58)	(3.92)	(13.75)
	399006.SZ	创业板指	1,536.60	0.09	(0.19)	(2.78)	(18.76)
	881001.WI	万得全 A	3,912.55	1.27	(2.00)	(3.24)	(14.30)
	000300.SH	沪深 300	3,201.05	1.32	(2.23)	(3.62)	(6.71)
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	242.61	0.05	0.34	0.88	5.53
	CBA00603.C	中债国债	239.90	0.10	0.58	1.39	6.86
	CBA01203.C	中债金融债	240.69	0.04	0.27	0.68	4.67
	CBA02703.C	中债信用债	218.55	0.03	0.05	0.25	3.30
	885009.WI	货币基金指数	1,703.88	0.03	0.03	0.08	1.31
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	71.25	3.79	2.32	(3.13)	(0.56)
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,647.10	1.39	3.23	4.73	27.77
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,165.00	(0.97)	4.01	(2.41)	(20.88)
	CA.LME	LME 铜	9,486.00	1.91	2.90	2.72	10.83
	AH.LME	LME 铝	2,486.00	0.61	5.59	1.59	4.28
	S.CBT	CBOT 大豆	1,013.50	0.72	0.15	1.35	(21.92)
货币	-	余额宝	1.38	0 BP	0 BP	0 BP	-91 BP
	-	银行理财 3M	1.98	-2 BP	-10 BP	0 BP	48 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	100.73	(0.37)	(0.07)	(0.98)	(0.64)
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.06	0.55	(0.09)	0.46	0.52
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.87	(0.03)	0.01	(0.42)	(0.08)
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.91	2.73	(1.86)	(0.34)	2.27
港股	HSI.HI	恒生指数	18,258.57	5.12	(0.43)	1.50	7.10
	HSCEI.HI	恒生国企	6,381.50	5.11	(0.56)	0.80	10.63
	HSAHP.HI	恒生 AH 溢价	146.78	(2.36)	0.14	(0.08)	0.15
美国	SPX.GI	标普 500	5,702.55	1.36	4.02	0.96	19.55
	IXIC.GI	NASDAQ	17,948.32	1.49	5.95	1.32	19.56
	UST10Y.GBM	十年美债	3.73	7 BP	-6 BP	-18 BP	-15 BP
	VIX.GI	VIX 指数	16.15	(2.48)	(26.01)	7.67	29.72
	CRB.RB	CRB 商品指数	282.39	3.12	2.62	1.93	7.03

资料来源：万得，中银证券

注：大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

要闻回顾和数据解读（新闻来源：万得）

财政部最新披露，今年1-8月，全国一般公共预算收入147776亿元，同比下降2.6%，扣除特殊因素影响后可比增长1%左右。全国一般公共预算支出173898亿元，同比增长1.5%。

国家统计局发布数据显示，8月份，不包含在校生，全国城镇16-24岁劳动力失业率为18.8%，比上月上升1.7个百分点，连续两个月上升，且创今年以来新高；25-29岁劳动力失业率为6.9%，上升0.4个百分点；30-59岁劳动力失业率持平于3.9%。

国家能源局发布数据，8月份，全社会用电量9649亿千瓦时，同比增长8.9%。1-8月，全社会用电量累计65619亿千瓦时，同比增长7.9%，其中规模以上工业发电量为62379亿千瓦时。

9月16日出版的第18期《求是》杂志将发表国家主席习近平的重要文章《在党的二十届三中全会第二次全体会议上的讲话》。习近平强调，要扎实做好下半年工作，坚定不移实现全年经济社会发展目标；要落实好宏观政策，积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力，加快培育外贸新动能，扎实推进绿色低碳发展，切实保障和改善民生；要落实好防范化解重点领域风险的各项举措；要有效应对外部风险挑战，主动塑造有利外部环境；搞好“五年规划”总结评估和谋划工作。

国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究促进创业投资发展的有关举措。会议指出，要尽快疏通“募投管退”各环节存在的堵点卡点，支持符合条件的科技型企业境内外上市，大力发展股权转让、并购市场，推广实物分配股票试点，鼓励社会资本设立市场化并购母基金或创业投资二级市场基金。要推动国资出资成为更有担当的长期资本、耐心资本，完善国有资金出资、考核、容错、退出相关政策措施。要落实资本市场改革重点举措，健全资本市场功能。

国务院批复《南京市国土空间总体规划（2021—2035年）》，要求统筹水利、能源、环境、通信、国防等基础设施空间，积极稳步推进“平急两用”公共基础设施建设。

中秋假期期间，交通出行平稳安全有序，全社会跨区域人员流动量预计超6亿人次。全社会跨区域人员流动量预计日均超2.05亿人次，比2023年同期增长28.2%。其中，铁路客运量预计超过4299万人次。全国民航预计累计发送旅客511.16万人次，热门航线集中在京津冀、长三角、粤港澳、成渝四大城市群之间。

据文化和旅游部数据中心测算，中秋节假期，全国国内出游1.07亿人次，按可比口径较2019年同期增长6.3%；国内游客出游总花费510.47亿元，较2019年同期增长8%。

证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，对证券公司投资股票、开展做市等业务的风险控制指标计算标准进行了完善，对优质证券公司的风控指标适当予以优化，放宽高评级优质券商风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数。

金融监管总局修订发布《金融租赁公司管理办法》，将金融租赁公司主要出资人持股比例要求由不低于30%提高至不低于51%。《办法》强化业务分类监管，删除非主业、非必要类业务，将“固定收益类投资业务”“提供融资租赁相关咨询服务”两项业务由基础业务调整到专项业务。另外，优化增设杠杆率、财务杠杆倍数等多项监管指标。

工信部印发工业重点领域设备更新和技术改造指南，涉及石化化工、钢铁、有色金属、汽车、工业机器人、工业母机、锂电池、光伏等27个重点行业及工业软件、工业网络设备等四个领域。

住建部披露，1-8月份，全国新开工改造城镇老旧小区4.2万个。分地区看，江苏、吉林、青海、上海、重庆、江西等6个地区开工率超过90%。

据商务部，中秋假期，全国累计收到汽车以旧换新补贴申请超104万份，带动新车销售额约1300亿元。商务系统使用6.4亿元中央补贴资金，支持消费者购买八大类家电产品近80万台，带动销售额超33亿元。

全国养老服务工作推进会议透露，我国将加快完善养老服务网络，以县域为重点，着力构建县（区）、乡镇（街道）、村（社区）上下贯通、有机衔接、功能完善、分工科学的养老服务网络。

中美经济工作组在京举行第五次会议，就两国宏观经济形势与政策、应对全球性挑战、双方关切等议题进行了坦诚、务实、建设性的沟通。中方就美对华加征关税、对华投资限制、涉俄制裁、打压和影响中方企业利益等表达了严正关切。双方同意继续保持沟通。

中日双方就福岛第一核电站核污染水排海问题达成共识，主要内容是日方同意设立覆盖排海关键环节的长期国际监测安排、确保包括中国在内的利益攸关国实施独立取样监测。中方坚决反对核污染水排海的立场没有改变。

宏观上下游高频数据跟踪

上游周期品方面，本周各品种钢材开工率环比上周均上升，螺纹钢、线材开工率分别变动 1.32 和 0.62 个百分点；建材社会库存连续十一周下降，较前一周变动-41.27 万吨。9 月 19 日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周持平或上升，华东、华南和东北地区开工率较前一周上升，华北和西北地区开工率较前一周持平。或都较大程度上受到 9 月以来国内气候好转的影响。

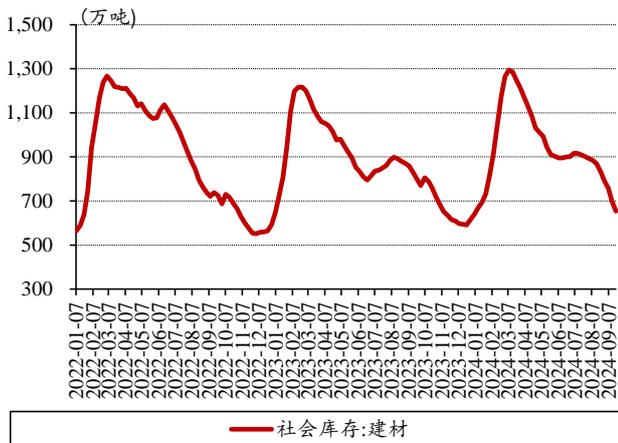
图表 4.原材料产品高频指标周度表现

周期品种	指标	当周值	周变动	较年初变动
钢铁	螺纹钢：主要钢厂开工率 (%)	38.05	1.32	(3.94)
	线材：主要钢厂开工率 (%)	46.53	0.62	(1.72)
石油沥青装置	开工率:华东地区	32.20	2.20	(0.60)
	开工率:华北地区	32.50	0.00	(5.70)
	开工率:华南地区	18.50	4.30	(5.70)
	开工率:东北地区	15.00	4.40	(3.90)
	开工率:西北地区	40.70	0.00	19.80

资料来源：万得，中银证券

海外机构持仓方面，本周 SPDR 黄金 ETF 持仓总价值变动 1.75%。原油库存方面，9 月 13 日当周，美国 API 原油库存上升，周环比上升 196.0 万桶，结束了此前三周的环比连续下降。

图表 5.建材社会库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 6.北方港煤炭库存周度表现



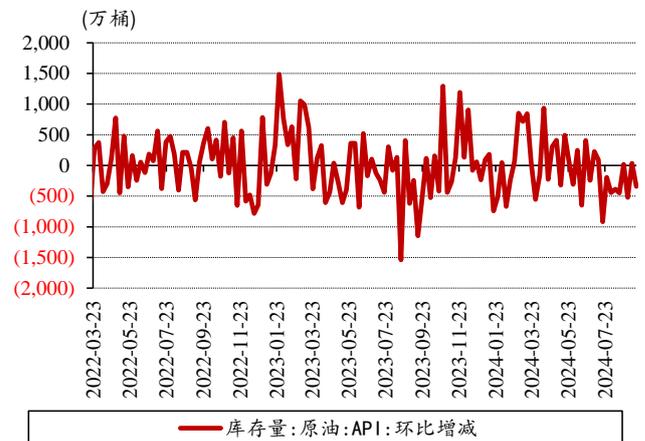
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7.美国 API 原油库存周度表现



资料来源：万得，中银证券

图表 8.美国 API 原油库存周环比变动



资料来源：万得，中银证券

图表 9.30 大城市商品房周成交面积表现

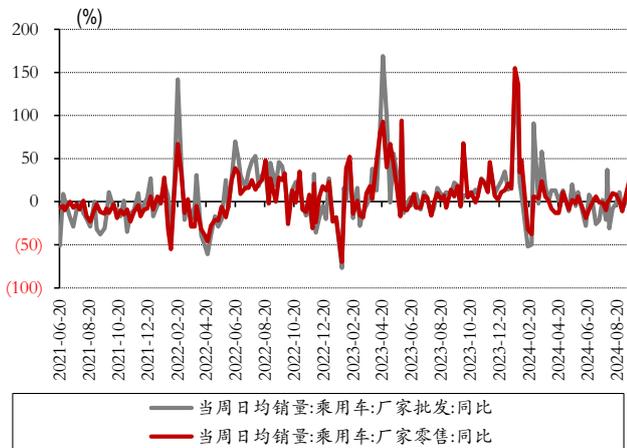


资料来源：万得，中银证券

商品房成交趋势出现下行趋势。9月22日当周，30大城市商品房成交面积下降，单周成交面积环比变动-38.90万平方米。30大城市商品房成交面积自7月以来出现持续下降的趋势，但从8月数据看，商品房销售额和销售面积累计同比增速仍在上行趋势，关注房地产销售在不同城市之间可能存在的分化情况。

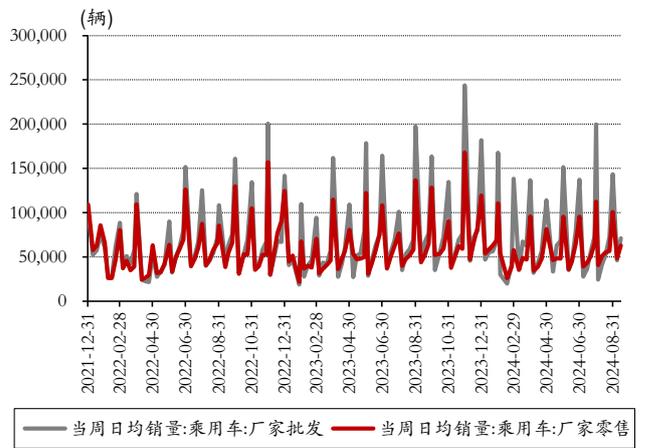
汽车方面，9月5日当周，国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为17.00%和26.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下，年内汽车销量或保持较好增速。

图表 10.汽车消费周同比增速表现



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 汽车周消费规模表现



资料来源：万得，中银证券

大类资产表现

A 股：权重股表现较好

房地产行业领涨。本周市场指数普涨，领涨的指数包括上证 380 (1.33%)、沪深 300 (1.32%)、上证 180 (1.32%)，涨幅较小的指数包括创业板指 (0.09%)、中小板指 (0.59%)、上证红利 (1.03%)。行业方面涨多跌少，领涨的行业有房地产 (6.99%)、有色金属 (5.27%)、家电 (4.62%)，领跌的行业有医药 (-0.79%)、农林牧渔 (-0.33%)、国防军工 (-0.15%)。本周房地产行业领涨，房地产产业链相关的行业如家电同样涨幅靠前。

图表 12. 权益类资产节前涨跌幅

市场指数 (%)		行业指数 (%)		主题指数 (%)	
上证 380	1.33	房地产	6.99	网络安全指数	6.09
沪深 300	1.32	有色金属	5.27	区块链指数	4.57
上证 180	1.32	家电	4.62	互联网金融指数	4.50
上证红利	1.03	国防军工	(0.15)	生物疫苗指数	(1.02)
中小板指	0.59	农林牧渔	(0.33)	太阳能发电指数	(1.17)
创业板指	0.09	医药	(0.79)	次新股指数	(1.93)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻 (新闻来源：万得)

锂电池 | 交通运输部等十部门联合出台若干措施，力争到 2027 年，动力锂电池运输的堵点卡点进一步打通，保障新能源汽车及动力锂电池产业链供应链安全稳定。措施提出，组织开展动力锂电池运输龙头企业培育行动。

核电 | 国家发改委：国务院常务会议最近核准的 5 个核电项目，分别拿出 10% 的股份吸引民间资本参与。下一步将吸引更多民间资本参与核电、铁路等重大项目建设。

贵金属 | 美联储将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%~5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美联储四年来首次降息。

集成电路 | 工信部等四部门联合发文，部署做好 2024 年度享受加计抵减政策的集成电路企业清单制定工作，明确了清单的管理方式、享受政策的企业条件等内容。

中医药 | 国家卫健委办公厅、国家中医药局综合司等三部门联合修订印发了《综合医院中医药工作指南 (2024 版)》。该指南主要内容包括前言、组织领导及管理措施、中医临床科室功能设置与建设等 9 部分内容。

苹果产业链 | 苹果称，macOS Sequoia 发布，带来 iPhone 镜像功能、苹果智能等多项新特性至 Mac；iOS 18 现已推出，预计从下个月开始，iOS 18 将引入苹果智能功能；vOS 18 现已作为免费软件更新推出，适用于 Apple TV 4K 和 Apple TV HD。

债券：债市收益率进一步下探

本周长久期利率债收益率下行幅度较大。十年期国债收益率周五收于 2.04%，本周下行 6BP，十年期国开债收益率周五收于 2.12%，较上周五下行 6BP。本周期限利差下行 12BP 至 0.65%，信用利差下行 2BP 至 0.61%。

图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势



资料来源：万得，中银证券

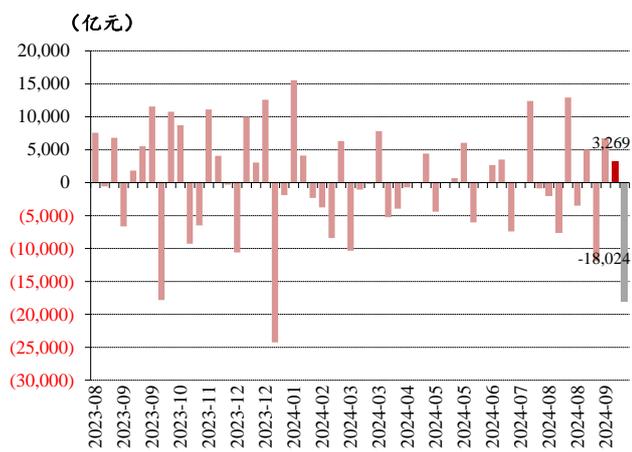
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

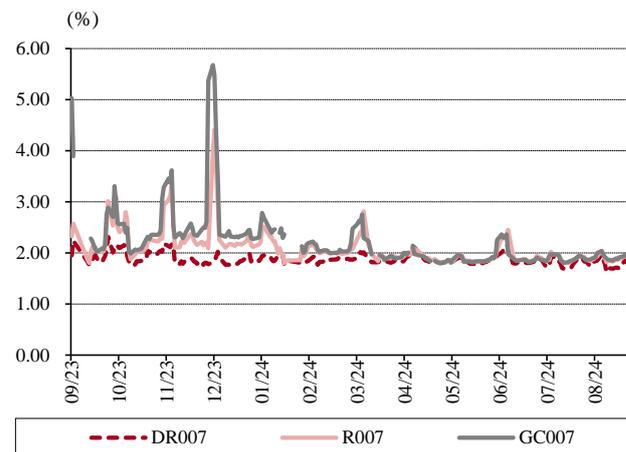
LPR 利率保持不变。从利率水平看，周五 R007 收于 2.05%，GC007 收于 2.07%。本周央行在公开市场净投放 3269 亿元，拆借利率波动上行。从货币市场表现看，虽然 8 月以来资金拆借利率分层情况较此前有所放大，但拆借利率整体仍位于偏低水平，货币市场流动性整体仍相对宽松，本周美联储降息 50BP，虽然此后央行并未调整 LPR 利率，但市场普遍认为宽松的货币政策环境没有改变，当前市场预期税期期间央行公开市场投放可能加大力度。

图表 15. 央行公开市场操作净投放



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 7 天资金拆借利率



资料来源：万得，中银证券

债券一周要闻 (新闻来源：万得)

中国 7 月所持美债减少 37 亿美元，至 7770 亿美元。

据中证报，中秋前夕，宁武瑞都村镇银行、来宾象州长江村镇银行、忻城县农村信用合作联社、蒙阴齐丰村镇银行等多家农村金融机构下调人民币个人存款利率，有机构下调幅度高达 55 个基点。

9 月 LPR“降息”预期落空。中国 9 月 1 年期 LPR 为 3.35%，5 年期以上 LPR 为 3.85%，均与前期持平，一度升温的“降息”预期并未落地。

大宗商品：关注入秋后经济数据的表现

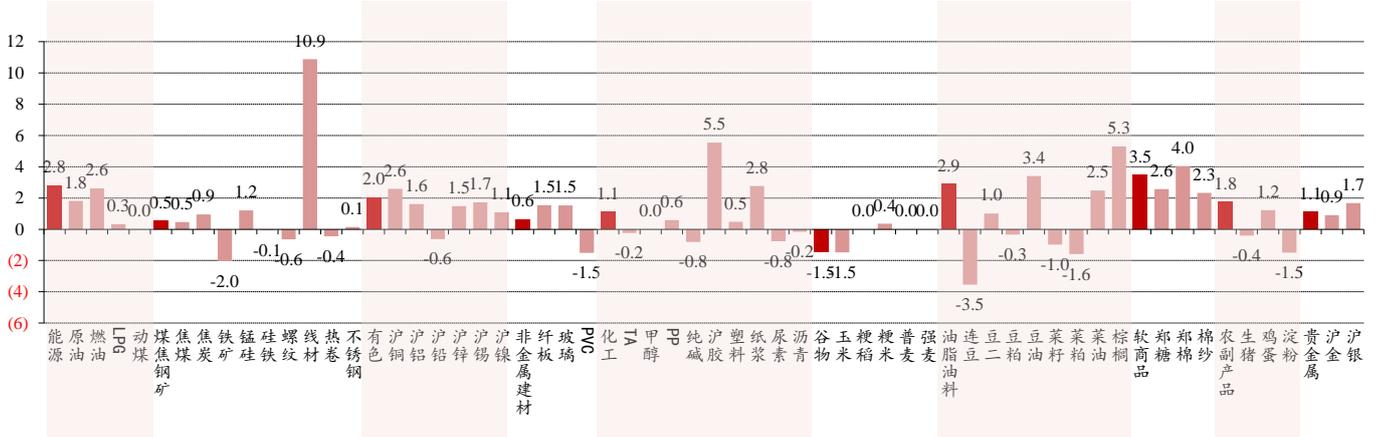
人民币汇率升值带动国内大宗商品价格回升。本周商品期货指数上涨 2.05%。从各类商品期货指数来看，上涨的有油脂油料（2.91%）、能源（2.8%）、有色金属（2.03%）、化工（1.13%）、贵金属（1.12%）、非金属建材（0.64%）、煤焦钢矿（0.52%），下跌的仅有谷物（-1.46%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有线材（10.88%）、沪胶（5.55%）、棕榈（5.31%），跌幅靠前的则有连豆（-3.54%）、铁矿（-2.03%）、菜粕（-1.59%）。虽然短期内人民币汇率升值对大宗价格的带动比较明显，但稳增长压力仍较大，关注接下来三个月的经济数据表现。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 +2.05%	能源 +2.8%	煤焦钢矿 +0.52%
有色金属 +2.03%	非金属建材 +0.64%	化工 +1.13%
谷物 -1.46%	油脂油料 +2.91%	贵金属 +1.12%

资料来源：万得，中银证券

图表 18. 本周大宗商品涨跌幅（%）



资料来源：万得，中银证券

大宗商品一周要闻（新闻来源：万得）

EIA 天然气报告：截至 9 月 13 日当周，美国天然气库存总量为 34450 亿立方英尺，较此前一周增加 580 亿立方英尺，为 7 月 5 日当周以来最大增幅，较去年同期增加 1940 亿立方英尺，较 5 年均值高 2740 亿立方英尺。

EIA 报告：上周美国原油库存减少 163 万桶，产量减少 10 万桶至 1320 万桶/日，出口增加 128.4 万桶/日至 458.9 万桶/日；美国战略石油储备（SPR）库存增加 65.5 万桶至 3.806 亿桶。

据国际铝业协会（IAI），8 月份全球原铝产量为 617.9 万吨，去年同期修正值为 610.6 万吨，前一个月修正值为 618.5 万吨。预计 8 月中国原铝产量为 369 万吨，前一个月为 369.1 万吨。

华储网发布关于 9 月 25 日中央储备冻猪肉轮换收储竞价交易有关事项的通知：本次收储挂牌竞价交易 27750 吨。

国际谷物理事会将 2024/25 年度全球小麦产量预测下调 100 万吨，至 7.98 亿吨；玉米产量预期下调 200 万吨，降至 12.24 亿吨。

巴西国家商品供应公司：2024-25 年巴西大豆产量将增长 13%，至 1.663 亿吨。

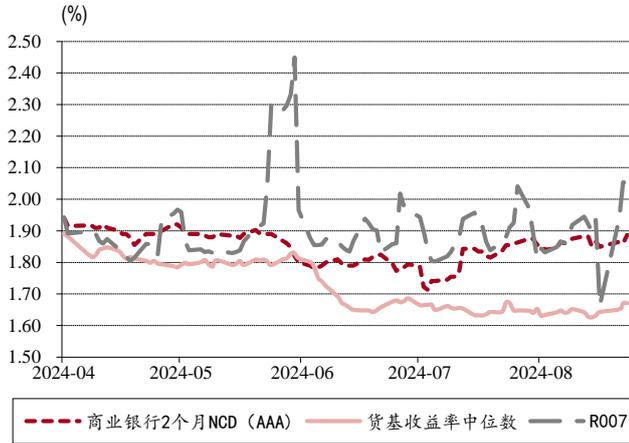
国务院关税税则委员会近日发布公告，自 9 月 25 日起，停止执行对原产于台湾地区的鲜水果、蔬菜、水产品等 34 项农产品免征进口关税政策，相关农产品进口关税按现行有关规定执行。

世界黄金协会公布的数据显示，黄金 ETF 亚洲地区 7 月流入约 4.38 亿美元，连续第 17 个月实现流入。其中印度市场的流入量最大得益于近期公布的预算案中所涉及的改革举措。在此改革举措中，有效缩短了长期投资认定期限并降低了相关税率，使得黄金 ETF 在此环境下与其他资产享受同等税率条件。当地货币计价的强劲金价也起到了一定作用。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 下方波动

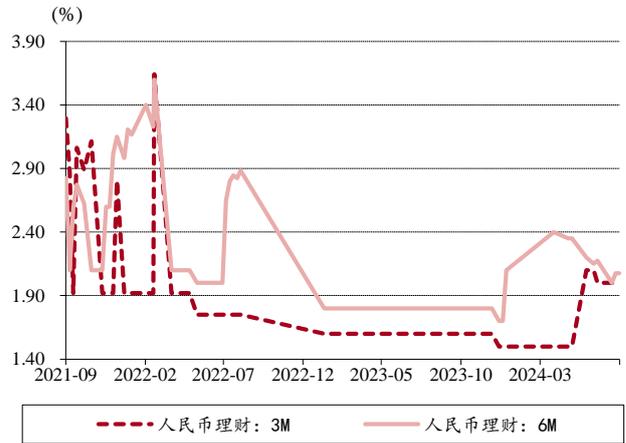
货币基金收益率延续偏弱的特点。本周余额宝 7 天年化收益率持平，周五收于 1.38%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率收于 2.08%。本周万得货币基金指数上涨 0.03%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.67%。

图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 理财产品收益率曲线

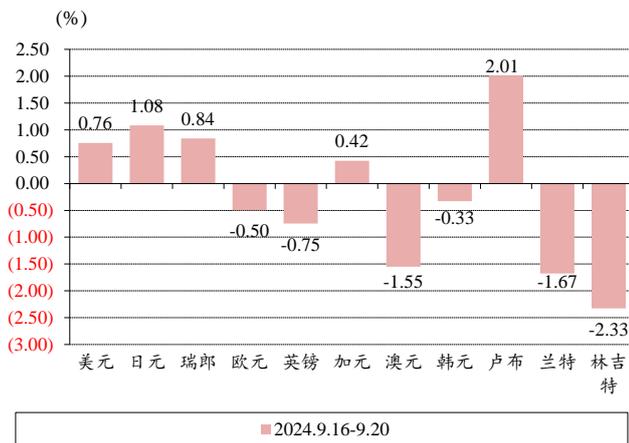


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元走弱，人民币走强

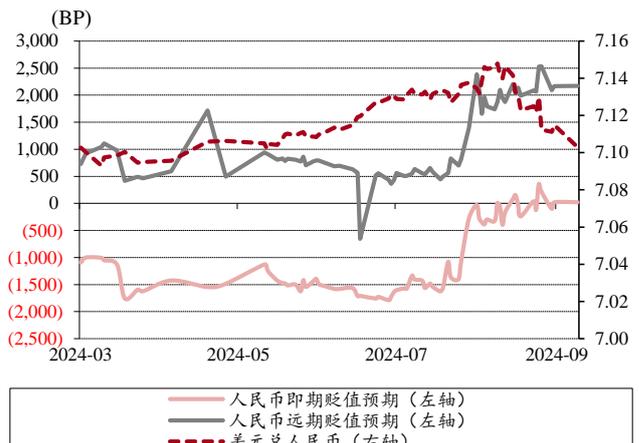
人民币兑美元中间价本周下行 538BP，至 7.0644。本周人民币对卢布(2.01%)、日元(1.08%)、瑞郎(0.84%)、美元(0.76%)、加元(0.42%)升值，对韩元(-0.33%)、欧元(-0.5%)、英镑(-0.75%)、澳元(-1.55%)、兰特(-1.67%)、林吉特(-2.33%)贬值。美联储降息 50BP 落地，美元指数延续走弱，带动人民币汇率走强。

图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势



资料来源：万得，中银证券

外汇市场一周要闻 (新闻来源：万得)

环球同业银行金融电讯协会 (SWIFT) 公布数据，8 月人民币支付占全球支付总额的 4.69%，连续第 10 个月保持全球第四大最活跃货币的位置。

外汇局介绍，8 月份，企业、个人等非银行部门跨境收支顺差 153 亿美元；同时，境内主体购汇节奏有所回落、结汇需求稳中有升，银行结售汇差额趋向均衡。8 月货物贸易项下跨境资金净流入环比增长 11%；境外机构继续净增持境内债券，外资配置人民币资产意愿保持稳定。

港股：关注美联储降息 50BP 的外溢性影响

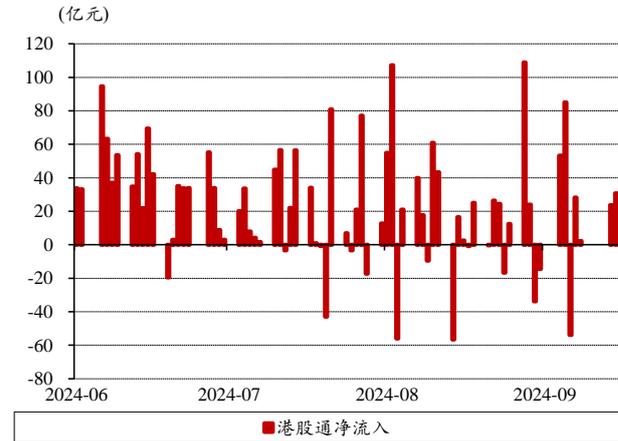
美联储 9 月降息前市场预期波动较大，落地降息 50BP 叠加鲍威尔的鹰派发言，一定程度上是超出市场预期的。行业方面本周领涨的有原材料业(9.25%)、非必需性消费(7.16%)、地产建筑业(5.94%)，涨幅较小的有电讯业(1.67%)、公用事业(2.52%)、工业(3.24%)。本周南下资金总量 30.85 亿元。

图表 23. 恒指走势



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



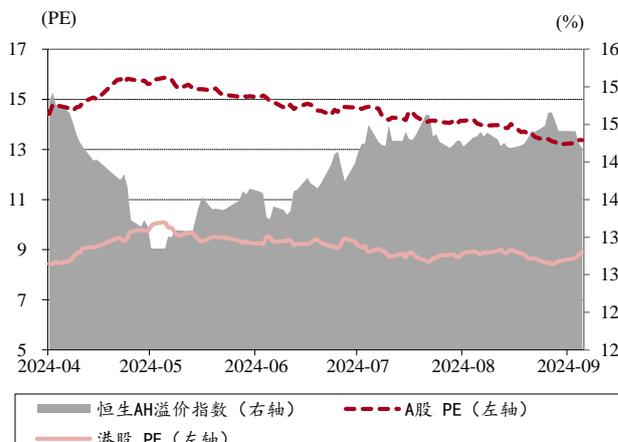
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 港股行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 港股估值变化



资料来源：万得，中银证券

港股及海外一周要闻 (新闻来源：万得)

美联储将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%~5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美联储四年来首次降息。政策声明显示，通胀虽已向 2% 目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。此外，点阵图显示，美联储预计今年还会降息 50 基点。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储的经济预测摘要中没有任何内容表明其急于完成降息，数据将推动货币政策选择，降息将根据需要加快、放慢或暂停；美联储没有处于任何预设模式，将继续逐次会议地做决定；所有人都不应当认为降息 50 个基点是新速度。利率决议后，美股和黄金冲高回落并最终小幅收跌，美债收益率先抑后扬、美元跌幅收窄。

英国央行宣布将基准利率维持在 5% 不变，符合市场预期。同时，英国央行维持缩表步伐，宣布将在未来 12 个月内削减 1000 亿英镑的债券购买量。英国央行行长贝利表示，通胀保持在低位至关重要，因此需要小心不要降息过快或降息太多。

日本央行发布最新利率决议，维持政策利率水平在 0.15%-0.25% 不变，符合市场预期。日本央行表示，经济正在温和复苏、通胀预期适度上升，外汇波动对价格的影响已大于以往。日本央行行长植田和男重申，如果经济和通胀趋势符合展望，该行将继续加息。

在美联储罕见降息 50 个基点后，全球多地掀起一轮“降息潮”。南非央行降息 25 个基点至 8%，自 2020 年以来首次放松政策。卡塔尔央行降息 55 个基点，巴林央行、约旦央行、阿联酋央行降息 50 个基点，科威特央行降息 25 个基点。印尼央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 6%，为自 2021 年 2 月以来首次降息。

加拿大央行会议纪要：没有预设的利率路径；政策制定者一致认为希望看到经济增长超过 2%。成员讨论了经济可能比预期更快反弹的情景；在这种情况下，可能适合放缓降息步伐；成员讨论了第二种情景，即经济和劳动力市场可能会疲软；在这种情况下，加快降息步伐可能是合适的。

日本政府发布月度经济报告，维持经济以温和和步伐复苏的观点不变，并自 2021 年 3 月以来首次上调对破产的评估。政府还四个月来首次修正了对企业商品价格的评估，因“近日上漲速度已经放缓”。

巴西央行加息 25 个基点，将基准利率上调至 10.75%。巴西央行表示，利率决策获得一致通过；未来利率调整的步伐以及整体调整幅度将受到坚定实现通胀目标的承诺的指导；当前形势需要更加具有限制性的货币政策。

美国上周初请失业金人数降至 21.9 万人，为四个月新低，预期为持平于 23 万人。至 9 月 7 日当周续请失业金人数为 183 万人，下降 1.4 万人。

美国 8 月成屋销售总数年化 386 万户，环比跌 2.5%，创去年 10 月以来新低，不及预期的 390 万户。中位价格同比上涨 3.1% 至 41.67 万美元，创纪录新高。库存连续第八个月增加，创 2020 年 10 月以来的最高。

美国上周 30 年期固定抵押贷款利率下降 14 个基点至 6.15%，创 2022 年 9 月以来的最低水平。美国 8 月新屋开工升至 135.6 万户，创 4 月以来最高；营建许可升至 147.5 万户，为半年来最高水平。

美国 8 月零售销售环比升 0.1%，预期降 0.2%，前值从升 1.0% 修正为升 1.1%。核心零售销售环比升 0.1%，预期升 0.2%，前值升 0.4%。美国 8 月工业产出环比升 0.8%，预期升 0.2%，前值从降 0.6% 修正为降 0.9%。制造业产出环比升 0.9%，预期升 0.1%。

日本 8 月份出口同比增长 5.6%，预期增 10.6%，前值增 10.2%；进口同比增长 2.3%，预期增 13.4%，前值增 16.6%。当月贸易逆差 6953 亿日元，连续两个月出现贸易逆差。

日本 7 月第三产业活动指数环比升 1.4%，预期升 0.9%，前值降 1.3%。

日本核心 CPI 同比上升 2.8%，符合市场预期，前值为升 2.7%。日本核心 CPI 已连续 36 个月同比上升，且涨幅连续 4 个月扩大。8 月米类价格较同比上涨 28.3%，创约 49 年来最大涨幅。

美联储下调 2024 年美国 GDP 增长预期至 2.0%。美联储 FOMC 经济预期：2024 至 2026 年底 GDP 增速预期中值均为 2.0%（6 月预期分别为 2.1%、2.0%、2.0%）。美联储下调美国 2024 年核心 PCE 通胀预期至 2.6%。美联储 FOMC 经济预期：2024 至 2026 年底核心 PCE 通胀预期中值分别为 2.6%、2.2%、2.0%（6 月预期分别为 2.8%、2.3%、2.0%）。美联储上调 2024 年美国失业率预期至 4.4%。美联储 FOMC 经济预期：2024 至 2026 年底失业率预期中值分别为 4.4%、4.4%、4.3%（6 月预期分别为 4.0%、4.2%、4.1%）。美联储点阵图显示，2024 年至 2026 年联邦基金利率预期中值分别为 4.4%、3.4%、2.9%（6 月预期分别为 5.1%、4.1%、3.1%）。

美国政府将向 14 个州的 25 个电池制造项目拨款 30 多亿美元，以促进电动汽车关键材料的国内生产。美国能源部表示，到本十年末，锂电池市场可能会扩大 5-10 倍。

下周大类资产配置建议

我国的货币政策坚持“以我为主”。中秋前夕，宁武瑞都村镇银行、来宾象州长江村镇银行、忻城县农村信用合作联社、蒙阴齐丰村镇银行等多家农村金融机构下调人民币个人存款利率，有机构下调幅度高达 55 个基点。此外，自 7 月 22 日贷款市场报价利率（LPR）下调后，部分银行已二次调整存款利率，二次调整主要针 1 年期及以上的整存整取存款。此前海外主要央行的货币政策整体处于紧缩周期当中，以美联储为例，即便在停止加息之后，缩表的进程也并未停止。我国的货币政策周期与海外存在明显差异，从稳增长和促转型两方面原因出发，较长时间内一直处于宽松周期当中。中美货币政策反向的一个主要市场影响，就是此前一段时间内，人民币汇率都承担了较大的贬值调整压力，自 7 月美联储引导降息预期开始，包括人民币在内的全球非美元货币贬值压力明显减轻。展望后续，预计我国货币政策仍将坚持“以我为主”，中期内将维持偏宽松的政策导向。

美联储 9 月落地降息 50BP。 美联储将联邦基金利率下调 50 个基点至 4.75%~5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美联储四年来首次降息。政策声明显示，通胀虽已向 2% 目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。此外，点阵图显示，美联储预计今年还会降息 50 个基点。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储的经济预测摘要中没有任何内容表明其急于完成降息，数据将推动货币政策选择，降息将根据需要加快、放慢或暂停；美联储没有处于任何预设模式，将继续逐次会议地做决定；所有人都不应当认为降息 50 个基点是新速度。美联储降息前后，全球多地掀起一轮“降息潮”，南非央行降息 25 个基点至 8%，卡塔尔央行降息 55 个基点，巴林央行、约旦央行、阿联酋央行降息 50 个基点，科威特央行降息 25 个基点，印尼央行宣布将基准利率下调 25 个基点至 6%。虽然本次美联储也强调了缩表的进程继续，但此次降息一定程度上正式开启了全球央行货币政策宽松周期。

美联储正式开启降息周期。 结合美联储 9 月议息会议政策和美联储主席鲍威尔的讲话来看，降息对全球资本市场的影响来自几个方面：一是降息 50BP 是否超出市场预期，美联储降息前，市场预期出现过较大波动，直到降息前一周，市场一致预期才从此前的 25BP 转向降息 50BP，如果市场认为美联储的货币政策宽松超预期，则对全球风险资产价格上行将产生较明显提振；二是美国经济走势的不确定性，美联储强调后续货币政策目标锚定通胀和就业，但截至 8 月美国数据显示通胀持续下行但仍在“略高”的水平，失业率有所上行但整体水平依然偏低，美联储货币政策试图“预调微调”，如果能帮助美国经济实现软着陆甚至不着陆，则明显利好全球风险资产价格，同时也会对货币宽松条件下美元指数和美元资产价格形成有力支撑；三是美联储与市场预期的博弈依然较强，美联储点阵图显示年内仍将降息 50BP，但市场预期美联储年内降息空间或是 75BP，如果年内美联储货币政策还想继续超出乐观的市场预期，则需要考虑届时市场是否会转而预期经济基本面超预期走弱，进而达不到政策效果。我们认为短期内，美联储降息对国内的影响，或主要通过人民币升值这一渠道实现。大类资产配置顺序：债券>大宗>股票>货币。

风险提示：

全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

图表 27. 本期观点（2024.9.22）

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注稳增长政策落地	不变
三个月内	=	关注二十届三中全会改革政策逐步出台	不变
一年内	-	欧美经济前景仍有较大不确定性	不变
大类资产		本期观点	观点变化
股票	=	关注流动性边际收紧的情况	标配
债券	+	货币政策偏宽松压制收益率上行空间	超配
货币	-	收益率将在 2% 下方波动	低配
大宗商品	+	稳增长政策利好基建投资，房地产投资或见拐点	超配
外汇	=	中国经济基本面优势支撑汇率宽幅波动	标配

资料来源：中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371