

美联储超预期首次降息 50bp 下，海内外交易了哪些叙事？

——跨资产观察周报（9.16-9.22）

分析师：何佳焯

执业证书编号：S0740523060002

电话：15221685053

Email：hejy01@zts.com.cn

相关报告

资产配置框架系列报告：

1 重新认识美林时钟

——大类资产配置框架研究系列 1

2 以普林格时钟为鉴，我们

如何搭建资产配置框架？

——大类资产配置框架研究系列 2

3 基于普林格时钟框架，中

美行业轮动规律有哪些共同

的特点？

——大类资产配置框架研究系列 3

资产配置周期系列报告：

资产配置深度报告：库存周期与普林

格时钟有什么关系？

——大类资产配置周期研究系列之

一

资产配置跨资产研究系列报告：

大类资产触底顺序有何规律？-资产

配置跨市场研究系列之一

投资要点

■ 一、美联储超预期降息交易了哪些叙事？

9月18日，美联储宣布降息50个基点，这是四年来的首次降息，旨在应对美国劳动力市场和通胀问题。美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，重点为：1) 降息50BP，联邦基金利率调整为4.75-5.00%，此次为2020年3月之后首次降息。2) 点阵图中位数预测年内还将降息2次。3) 经济预测摘要：失业率上修，PCE下修。劳动力取代通胀成为了美联储重点关注问题。

关于首次降息后资产走势，海外资产走势较为纠结，而国内资产的逻辑更为流畅：

对于首次降50bp，海外市场主要交易了三个叙事：第一种观点认为美国真的进入了衰退，美联储已经behind the curve；第二种认为美国超预期降息，可以助力于美国进行软着陆；第三种认为降息靴子超预期落地，之后可能有回调风险。这三个叙事反映在资产交易里面，就体现出了资产走势非常纠结的特点，尤其美债、美元、黄金分别在美联储降息宣布后走出了三段走势。美元指数和债券收益率呈现相同走势，黄金价格与两者相反。美国三大股指当天集体收跌，道指呈震荡下跌的趋势，最终收跌0.25%；标普500在降息宣布的时候迎来一波大幅上涨，但是随后震荡下跌，最终收跌0.29%；纳指与标普500走势相似，也在降息宣布的时候迎来大幅上涨，但是最终收跌0.31%。标普500指数下跌29个基点。在宣布降息第二天后，美股走势强劲。

亚太主要股指收盘集体上涨，其中A股和港股交易的逻辑都比较顺畅，都是走美联储降息利好新兴市场的逻辑。A股市场在周期性行业（如煤炭、房地产等）的带动下出现回暖，尤其是与基本面强相关的行业表现较好。同时，人民币汇率也因中美利差的缩小而走强。

■ 二、资产观察室：

人民币汇率再创新高：美联储50个基点降息的消息落地后，人民币汇率大涨。20日央行LPR宣布不变的消息后，推动人民币又强势上升。20日在岸、离岸人民币兑美元双双走高，收盘价分别到7.0417和7.0517。同时，中美利差缩小背景下人民币资产吸引力也大幅增强，外资已持续加码人民币资产，尤其债券类资产。

黄金破2600美元大关：因美联储降息引发美元走软，加之地缘政治局势紧张，现货黄金本周收盘飙升，在美联储降息后的周四和周五，金价出现大幅上涨。现货黄金周五9月20日最高触及2625美元/盎司，创下历史新高。长期展望，降息后美国经济走势、美国大选将是驱动金价进一步上行的重要因素，基于美国“宽财政”+“高通胀”结构下的降息背景，金价长期或仍具上行空间。

■ 三、重要数据点评：

LPR维持不变：9月20日央行公布贷款市场报价利率（LPR）为1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为3.85%，维持不变。考虑到银行净息差压力和央行刚在7月全面降息，再次降息需要时间。但综合考虑当前经济下行压力不小，需求不足仍是主要制约，年内LPR继续下行或仍可期。

财政发力仍有空间：在2024年的前八个月内，我国广义财政收入和支出的增长速度均有所放缓。具体来看，1-8月累计一般财政收入14.78万亿，同比-2.6%，8月一般财政收入1.21万亿，同比-2.8%。1-8月一般财政支出累计17.39万亿，同比1.5%；8月一般财政支出1.84万亿，同比-6.7%。在税收和国有土地转让收入增长不力的背景下，广义财政收入持续低迷，这直接影响了财政支出的能力，导致广义财政支出显著减缓。一般公共预算支出呈现减弱趋势，尽管专项债券发行速度加快，但政府性基金支出的增长速度仍然受到政府性基金收入下降的拖累。

风险提示：模型测算偏差风险；研报使用信息数据更新不及时风险；政策超预期。

内容目录

一、美联储超预期首次降息 50bp 下，资产出现哪些异动？	- 4 -
二、资产观察室	- 6 -
三、重要数据点评	- 7 -
3.1 9 月 LPR 维持不变	- 7 -
3.2 财政发力仍有较大空间	- 8 -
四、资产&板块表现	- 9 -
五、跨市场分析	- 12 -
5.1 资产相关性	- 12 -
5.2 股债性价比	- 13 -
六、资金流动	- 14 -
七、市场情绪分析	- 16 -
八、下周关注事件	- 18 -
风险提示：	- 18 -

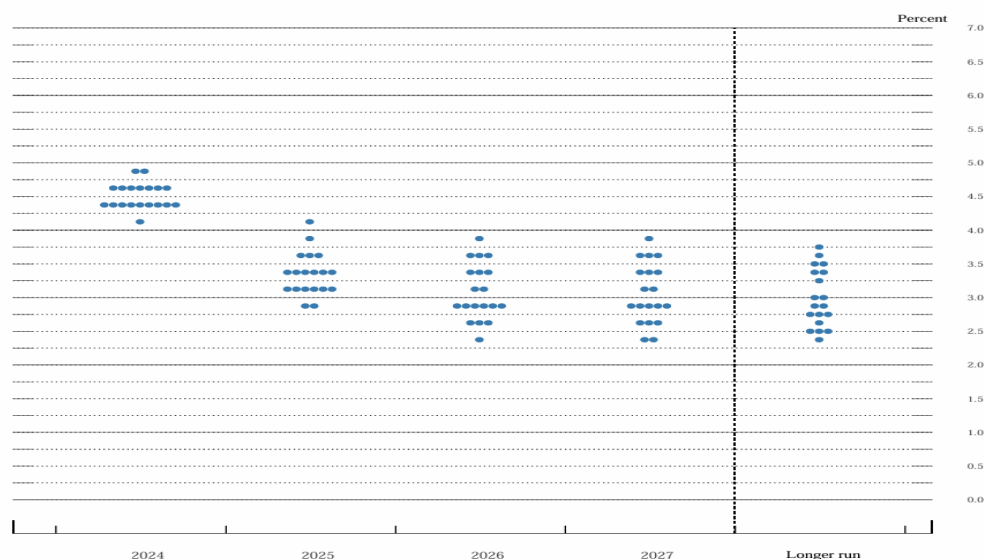
图表目录

图表 1: 9月 FOMC 议息会议点阵图	- 4 -
图表 2: 9月 FOMC 经济预测摘要	- 4 -
图表 3: 人民币汇率	- 6 -
图表 4: 伦敦金现货价格 (美元/盎司)	- 7 -
图表 5: LPR1 年和 5 年 (%)	- 7 -
图表 6: 公共财政支出&收入当月同比 (%)	- 8 -
图表 7: 大类资产价格表现 (%)	- 9 -
图表 8: 本周股指量价变化	- 10 -
图表 9: 申万一级行业涨跌幅 (%)	- 10 -
图表 10: 本周公开市场操作情况(单位:亿元)	- 11 -
图表 11: 中国国债收益率曲线 (%)	- 11 -
图表 12: 美国国债收益率曲线 (%)	- 11 -
图表 13: 商品 1W/YTD 涨跌幅	- 12 -
图表 14: 汇率周涨跌幅 (%)	- 12 -
图表 15: 沪深 300 跨资产相关分析	- 13 -
图表 16: Wind 全 A 跨资产相关分析	- 13 -
图表 17: A 股主要指数 PE-Bond	- 13 -
图表 18: A 股主要指数 DD-Bond	- 14 -
图表 19: 美股主要指数 PE-Bond	- 14 -
图表 20: VIX、美国国债、美元指数 CFTC 头寸 (单)	- 15 -
图表 21: 全市场“固收+”基金大类资产仓位变化	- 15 -
图表 22: 权益基金(剔除主题、行业基金)行业仓位变化	- 16 -
图表 23: 本周 ETF 流入&流出 (万元)	- 16 -
图表 24: 两融走势 (%)	- 17 -
图表 25: 全 A 成交额、换手率 (亿元、%)	- 17 -
图表 26: 下周关注事件	- 18 -

一、美联储超预期首次降息 50bp 下，资产出现哪些异动？

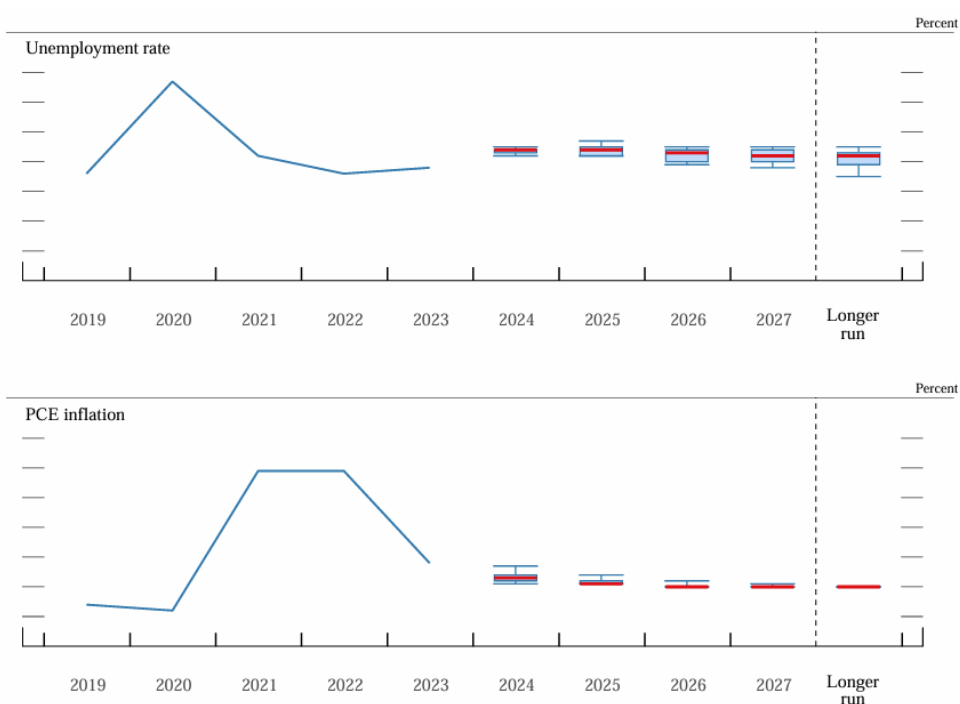
美国当地时间 9 月 18 日，美联储召开联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议并公布声明，重点为：1) 降息 50BP，联邦基金利率调整为 4.75-5.00%，此次为 2020 年 3 月之后首次降息。2) 点阵图中位数预测年内还将降息 2 次。3) 经济预测摘要：失业率上修，PCE 下修。劳动力取代通胀成为了美联储重点关注问题。

图表 1：9 月 FOMC 议息会议点阵图



来源：美联储官网、中泰证券研究所

图表 2：9 月 FOMC 经济预测摘要



来源：美联储官网、中泰证券研究所

时隔四年美联储终于再次降息，相比此前近乎板上钉钉的决议预期，这次经历了近两个月的激烈博弈，最终美联储选择降息 50 个基点。这一有力举措被鲍威尔主席描述为一种“重新校准”，旨在保护当前强劲的劳动力市场免受下行风险的影响。这一决定是在进一步将通胀率恢复至 2% 的背景下做出的。我们认为，首次无论降 25bp 或者 50bp，对市场的影响并没有那么重要，重点还是考虑后续降息的路径以及对最终利率的点的判断。

关于首次降息后资产走势，海外资产走势比较纠结，而国内资产的逻辑更为流畅。

对于首次降 50bp，海外市场主要交易了三个叙事：第一种观点认为美国真的进入了衰退，美联储已经 behind the curve；第二种认为美国超预期降息，可以助力于美国进行软着陆；第三种认为降息靴子超预期落地，之后可能有回调风险。这三个叙事反映在资产交易里面，就体现出了资产走势非常纠结的特点，尤其美债、美元、黄金分别在美联储降息宣布后走出了三段走势。

黄金：美联储宣布降息后，伦敦金现货开盘涨势迅猛一度冲上 2600 美元，但随后急剧下跌超 50 美元，随后在小幅波动后下跌后上冲，现货黄金向上触及 2580 美元/盎司。9 月 20 日伦敦金现货继续冲高至 2626 美元，维持上涨趋势。

美元指数：美联储宣布降息后，呈 V 型走势，其盘中先大幅下挫，并一度逼近 100 大关，然后迎来一波持续上涨，最终收跌 0.07%，报 100.94。美元指数走势较为纠结，美联储宣布降息后，先下挫并一度逼近 100 大关，接着上行冲高，随后大幅回落。

10 年美债收益率：美联储宣布降息后，美债收益率先迅速下跌，随后上行后再下行。

总结而言，美元指数和债券收益率呈现相同走势，黄金价格与两者相反。降息刚宣布后美债迅速下行反映了降息超一部分投资者的预期，但是本轮快速降息可能会更利于美国经济软着陆，故美债利率走高，但由于对劳动力市场走软的担忧继续引发了交易衰退。

美国三大股指：三大股指当天集体收跌，道指呈震荡下跌的趋势，最终收跌 0.25%；标普 500 在降息宣布的时候迎来一波大幅上涨，但是随后震荡下跌，最终收跌 0.29%；纳指与标普 500 走势相似，也在降息宣布的时候迎来大幅上涨，但是最终收跌 0.31%。标普 500 指数下跌 29 个基点，成交量与 5 日均值一致。最初对鲍威尔“重新校准”的膝跳反应是上涨，但之后市场情绪逐渐消退。债券收益率走高成为了焦点，最终拖累了股票。整体而言，周期性股票略微优于防御性股票。但在宣布降息后面的交易日，美股走势强劲。

相比于国际定价的资产纠结的日内走势，国内定价资产走势逻辑更加顺

畅。

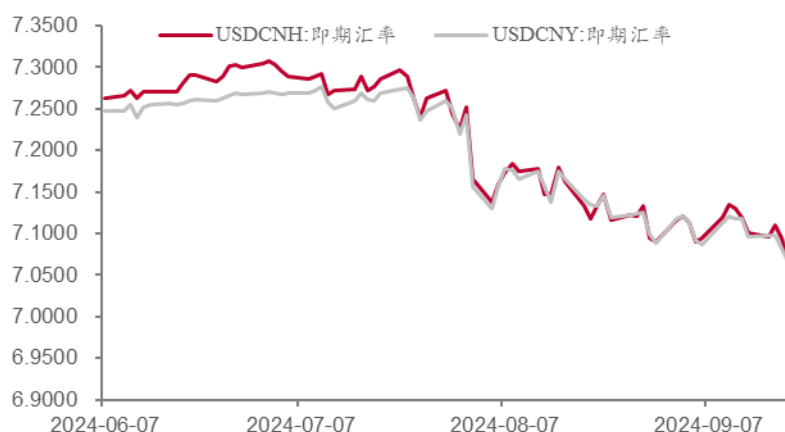
长短端债券利率均下行，北京时间 9 月 19 日，30 年期国债收益率至 2.1700%，10 年期国债收益率下行至 2.0450%，几破 2% 关口，但在午后国债期货走弱，截至收盘，国债期货全线下跌，30 年主力合约跌 0.37%，10 年期主力合约跌 0.11%。债券利率早盘下行主要是因为美联储超国内预期的降息，使得国内政策空间进一步打开，所以早盘债券利率向下走，但由于逼近 2.0% 关键位置，触发了一些止盈盘并且由于其他一些因素，故利率转为上行。

亚太主要股指收盘集体上涨，其中 A 股和港股交易的逻辑都比较顺畅，都是走美联储降息利好新兴市场的逻辑。9 月 19 日 A 股盘面，有色金属、钢铁、房地产等和基本面强相关的板块都迎来了不错的涨幅。截至 9 月 19 日港股收盘，恒生指数报 18,013.16 点，上涨 2%；恒生科技指数报 3,651.56 点，上涨 3.25%。

二、资产观察室

人民币汇率创新高：今年以来，人民币汇率整体较为弱势，7 月初在岸人民币兑美元汇率维持在 7.3 左右。但 7 月底以来，人民币出现强势反弹。8 月 5 日，在岸人民币兑美元汇率逼近 7.13 关口。进入 9 月以来，随着美联储降息预期升温，人民币汇率日渐走高，价格在 7.09 到 7.12 区间波动。9 月 19 日美联储 50 个基点降息的消息落地后，人民币汇率大涨。20 日央行 LPR 宣布不变的消息后，推动人民币又强势上升。20 日在岸、离岸人民币兑美元双双走高，收盘价分别到 7.0417 和 7.0517。同时，中美利差缩小背景下人民币资产吸引力也大幅增强，外资已持续加码人民币资产，尤其债券类资产。

图表 3：人民币汇率

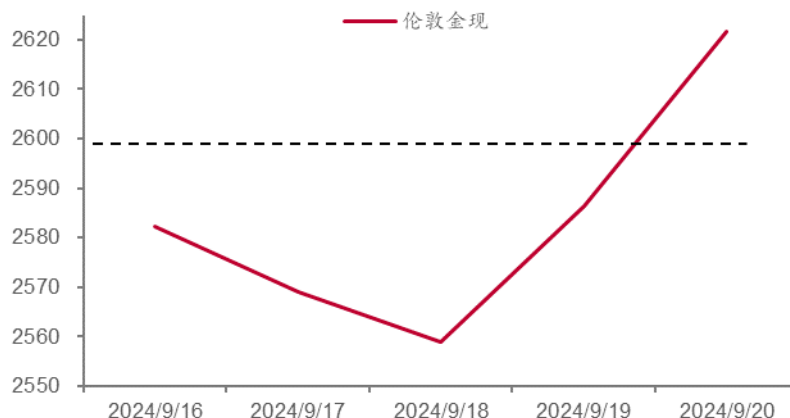


来源：wind、中泰证券研究所

黄金破 2600 美元大关。因美联储降息引发美元走软，加之地缘政治局势紧张，现货黄金本周收盘飙升，在美联储降息后的周四和周五，金价出

现大幅上涨。现货黄金周五9月20日最高触及2625美元/盎司，创下历史新高。长期展望，降息后美国经济走势、美国大选将是驱动金价进一步上行的重要因素，基于美国“宽财政”+“高通胀”结构下的降息背景，金价长期或仍具上行空间。

图表4: 伦敦金现货价格(美元/盎司)



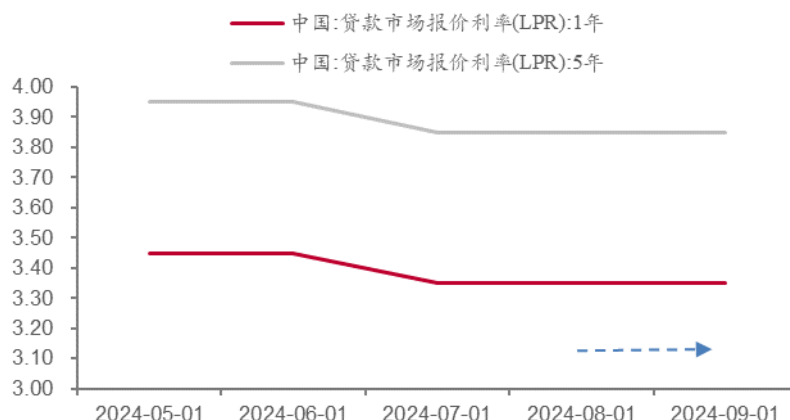
来源: wind、中泰证券研究所

三、重要数据点评

3.1 9月 LPR 维持不变

9月20日央行公布贷款市场报价利率(LPR)为1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为3.85%，维持不变。本次LPR没有调降原因可能是，当前商业银行净息差企稳压力仍不小，制约LPR的下调节奏。

图表5: LPR1年和5年(%)



来源: wind、中泰证券研究所

2024年6月，商业银行净息差1.54%，为历史最低水平，与前季持平。

今年4月“手工补息”整改，7月下旬六大行全面下调存款挂牌利率，其他银行跟进调整，一定程度减缓了净息差收窄的压力。

但与此同时，当前实体融资需求偏弱，近年来存款利息下行较快不利于银行资产端扩张，存款定期化、长期化趋势延续，银行经营承压。年内5年期LPR利率经历两轮下调，给资产端收益率带来一定下行压力，一定程度冲击负债端成本下行的空间和节奏。货币政策维持平稳宽松、市场利率逐步下降，叠加降低社会综合融资成本的要求下，贷款利率或仍将延续下行趋势，而随着“手工补息”整改影响的边际减弱，存款利率的下行节奏或将放缓，银行净息差的回稳压力仍不小。

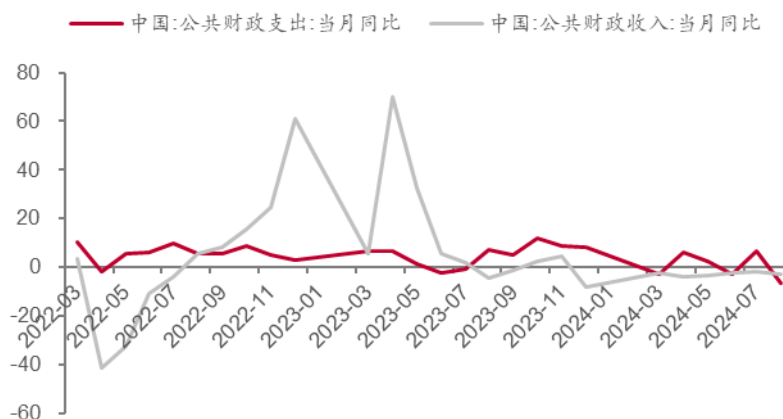
考虑到银行净息差压力和央行刚在7月全面降息，再次降息需要时间。但综合考虑当前经济下行压力不小，需求不足仍是主要制约，年内LPR继续下行或仍可期。

3.2 财政发力仍有较大空间

在2024年的前八个月内，我国广义财政收入和支出的增长速度均有所放缓。具体来看，1-8月累计一般财政收入14.78万亿，同比-2.6%，8月一般财政收入1.21万亿，同比-2.8%。1-8月一般财政支出累计17.39万亿，同比1.5%；8月一般财政支出1.84万亿，同比-6.7%。

在税收和国有土地转让收入增长不力的背景下，广义财政收入持续低迷，这直接影响了财政支出的能力，导致广义财政支出显著减缓。一般公共预算支出呈现减弱趋势，尽管专项债券发行速度加快，但政府性基金支出的增长速度仍然受到政府性基金收入下降的拖累。

图表6：公共财政支出&收入当月同比 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

四、资产&板块表现

图表 7: 大类资产价格表现 (%)

类别	名称	点位	1W	1M	1Y		
权益	A股	上证50	2,233.26	1.24	-4.37	-3.99	
		沪深300	3,201.05	1.32	-3.62	-6.71	
		深证综指	1,494.66	1.25	-3.21	-18.67	
		中证1000	4,463.36	1.14	-3.59	-24.19	
		创业板指	1,536.60	0.09	-2.78	-18.76	
		科创50	648.36	-1.02	-6.60	-23.90	
	港股	可转债指数	1,249.37	0.57	-4.06	-25.15	
		恒生指数	18,258.57	5.12	1.50	7.10	
		恒生中国企业指数	6,381.50	5.11	0.80	10.63	
		恒生科技	3,703.84	6.44	4.02	-1.61	
		罗素2000指数	2,227.89	2.08	0.46	9.91	
		道琼斯工业指数	42,063.36	1.62	1.20	11.60	
	海外	法国CAC40	7,500.26	0.47	-1.71	-0.57	
		美国富时100	8,229.99	-0.52	-1.75	6.42	
		德国DAX	18,720.01	0.11	-0.99	11.75	
		巴西IBOVESPA指数	131,065.44	-2.83	-3.63	-2.32	
		纳斯达克指数	17,948.32	1.49	1.32	19.56	
		越南VN30指数	1,326.92	2.52	-0.35	17.28	
		印度SENSEX30	84,544.31	1.99	2.64	17.03	
		韩国综合指数	2,593.37	0.70	-3.03	-2.33	
日经225		37,723.91	3.12	-2.39	12.73		
标普500		5,702.55	1.36	0.96	19.55		
债券		中国	银行间质押7日	1.97	8.24	4.79	-6.19
			SHIBOR1周	1.93	6.81	6.69	-1.13
			1Y国债活跃	1.38	6.15	-9.80	-36.62
			3Y国债活跃	1.48	1.72	-14.94	-37.29
	10Y国债活跃		2.04	-1.55	-5.39	-23.42	
	海外	期限利差(国债:10Y-3Y)	0.56	0.61	0.41	0.30	
		2Y美国国债收益率	3.55	-0.56	-9.44	-30.66	
		10年期美国国债收益率	3.73	1.91	-1.58	-16.93	
		美债期限利差(10Y-2Y)	0.18	0.09	-0.13	-0.63	
		中美10年国债利差(中国-美国)	-1.70	-1.59	-1.64	-1.83	
商品	贵金属	COMEX黄金	2,647.10	1.39	4.73	27.77	
		COMEX白银	31.50	1.35	8.07	30.76	
	有色金属	LME铜	9,486.00	1.91	2.72	10.83	
		LME铝	2,486.00	0.61	1.59	4.28	
		SHFE锌	24,170.00	1.77	0.54	12.37	
		SHFE镍	125,350.00	0.89	-4.73	-2.20	
	黑色系	SHFE螺纹钢	3,165.00	-0.97	-2.41	-20.88	
		SHFE热轧卷板	3,228.00	-0.74	-3.53	-21.46	
		DCE铁矿石	680.00	-3.41	-10.11	-30.15	
		ICE布油	73.93	4.05	-3.90	-4.04	
油 大豆	大豆2411	1,013.50	0.72	1.35	-18.64		
	外汇	美元兑瑞郎	1.36	-0.13	0.56	2.38	
澳元兑美元		1.12	0.79	1.05	1.14		
美元兑加元		1.33	1.51	1.49	4.61		
美元兑离岸人民币		100.73	-0.37	-0.98	-0.64		
英镑兑美元		0.85	0.13	0.02	1.03		
美元指数		7.04	-0.83	-0.69	-1.17		
欧元兑美元		0.68	1.57	0.67	-0.06		
美元兑日元		143.90	2.17	-1.58	2.04		
另类	VIX	16.15	-2.48	7.67	29.72		
	区块链指数	2,532.17	4.57	4.52	-25.54		

来源: wind、中泰证券研究所

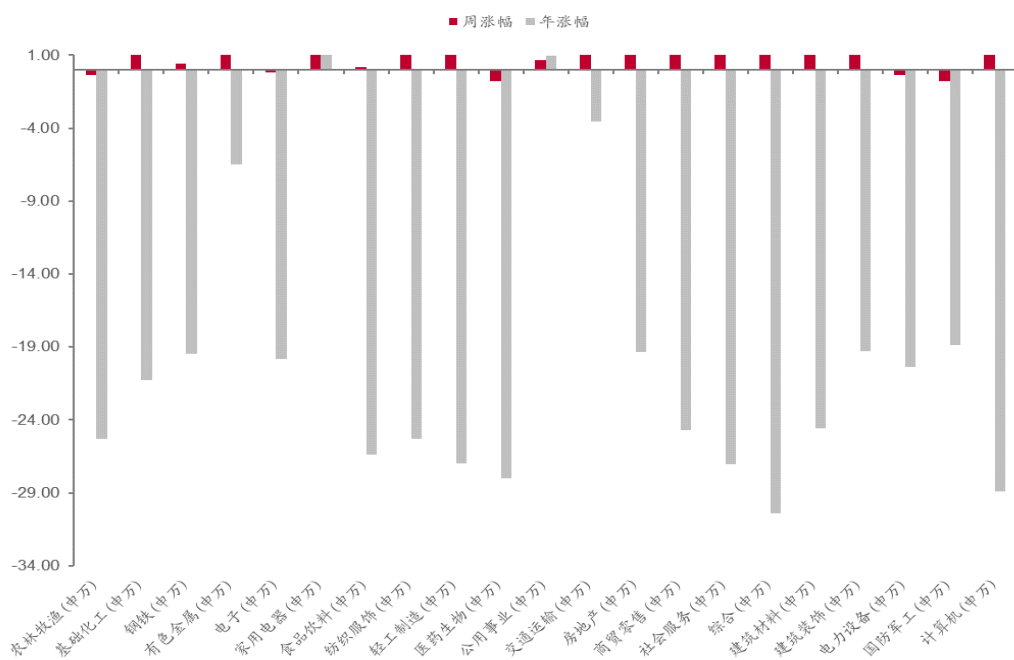
权益市场: 国内外权益市场普遍上涨, 其中港股>美股>A股。国内方面, 本周量缩价涨, 其中上证50累涨1.24%至2,233, 中证各指数均有不同

幅度上涨，其他指数也有小幅上涨，仅科创指数小幅下跌。受 iPhone 16 预订情况和华为新品的火热抢购，国内计算机行业上涨，消费板块小幅上涨，本周基本面数据有所恢复，周期板块如煤炭、石油化工等开始回暖。市场情绪有所改善，货币政策存在进一步宽松可能，整体基本面及资金面对债市仍偏利多。港股方面，恒生指数收涨 5.12%，涨幅较大。海外方面，美国三大股指全线收涨，**道琼斯工业指数和标普 500 指数等纷纷创下历史新高**，石油石化、消费服务、轻工制造和金融市场，各板块均上涨约 1%；日韩股市收涨。

图表 8：本周股指量价变化

简称	代码	最新收盘价	近1周涨跌幅%	近1年涨跌幅%	成交额周变化量%
上证50	000016.SH	2,233	1.24	-3.99	-29.63
沪深300	000300.SH	3,201	1.32	-6.71	-32.53
中证500	000905.SH	4,498	1.07	-17.14	-34.43
中证800	000906.SH	3,408	1.26	-9.52	-33.24
中证1000	000852.SH	4,463	1.34	-24.19	-37.91
国证2000	399303.SZ	5,574	1.32	-26.54	-36.49
创业板指	399006.SZ	1,537	0.09	-18.76	-39.68
科创50	000688.SH	648	-1.02	-23.90	-39.16
科创100	000698.SH	672	-1.20	-34.79	-40.61
恒生指数	HSI.HI	18,259	5.12	7.30	-17.21
日经225	N225.GI	37,724	3.12	12.73	-13.99
标普500	SPX.GI	5,703	1.36	19.55	27.87
纳斯达克100	NDX.GI	19,791	1.42	17.62	25.49

来源：wind、中泰证券研究所

图表 9：申万一级行业涨跌幅（%）


来源：wind、中泰证券研究所

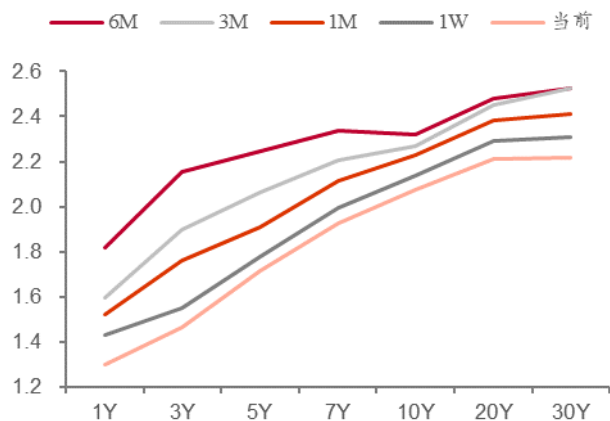
债券市场：本周中国债市的表现受多重因素影响。整体来看，利率债在

波动中上行。收益率一度下探接近到 2%，然而由于市场预期货币和财政政策可能出台新的举措，叠加股市反弹，债市随之下挫。尽管尾盘资金面有所缓和，但整体收益率仍较前一交易日有所上升。本周央行累计进行 16,637 亿元逆回购操作，当周共有 8,845 亿元逆回购到期，累计净投放 7,792 亿元。

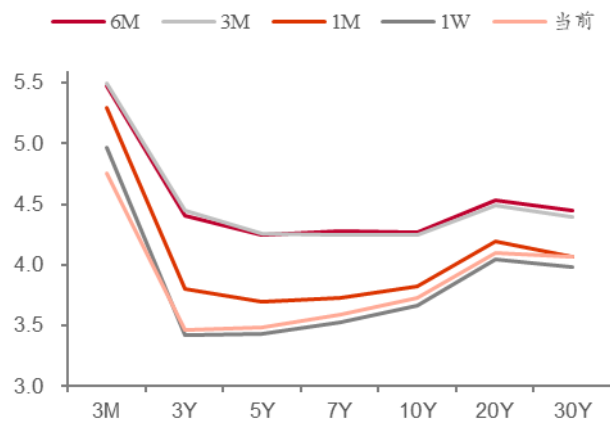
图表 10: 本周公开市场操作情况(单位:亿元)

日期	2024/9/16	2024/9/17	2024/9/18	2024/9/19	2024/9/20	合计
逆回购投放	0	0	5,682	5,236	5,719	16,637
逆回购到期	0	0	4,875	1,608	2,362	8,845
净投放	0	0	1,722	3,628	3,357	7,792

来源: wind、中泰证券研究所

图表 11: 中国国债收益率曲线 (%)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 美国国债收益率曲线 (%)


来源: wind、中泰证券研究所

商品市场:本周全球经济衰退担忧的缓解带动了商品市场情绪普遍回暖。有色金属和贵金属价格上涨,其中白银上涨 1.35%,黄金上涨 1.39%至 2,647.1 美元/盎司,全球经济衰退担忧减弱,以及美国降息预期加强,使得投资者对避险资产的需求增加,推动金价走高。黑色系商品继续调整,螺纹钢和铁矿石价格均受到需求疲软和供应过剩的影响而下跌。油价则受飓风影响短期上涨,但长期走势仍存在压力。未来,随着美国降息预期加强以及地缘政治风险的不确定性,贵金属尤其是黄金可能继续走高。同时,工业金属价格将取决于全球经济复苏的进程,特别是中国的需求表现。

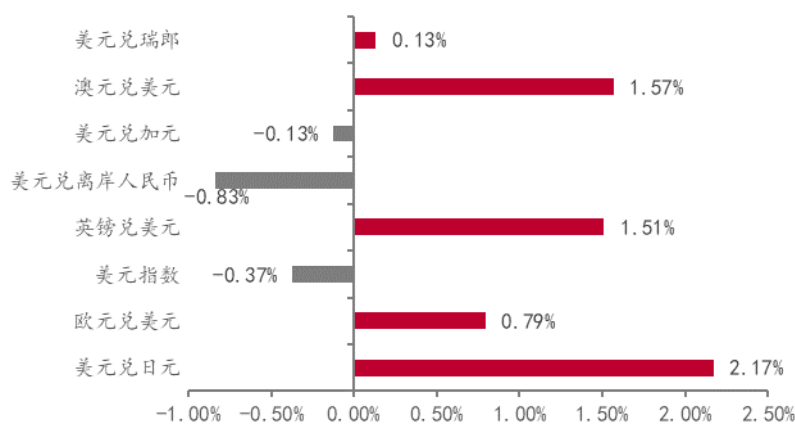
图表 13: 商品 1W/YTD 涨跌幅

商品种类	商品名称	价格	单位	本周涨跌幅(%)	本年涨跌幅(%)
贵金属	COMEX黄金	2,647.10	美元/盎司	1.39	27.77
	COMEX白银	31.50	美元/盎司	1.35	30.76
有色金属	LME铜	9,486.00	美元/吨	1.91	10.83
	LME铝	2,486.00	美元/吨	0.61	4.28
	SHFE锌	24,170.00	人民币/吨	1.77	12.37
	SHFE镍	125,350.00	人民币/吨	0.89	-2.20
	SHFE螺纹钢	3,165.00	人民币/吨	-0.97	-20.88
黑色系	SHFE热轧卷板	3,228.00	人民币/吨	-0.74	-21.46
	DCE铁矿石	680.00	人民币/吨	-3.41	-30.15
油	ICE布油	73.93	美元/桶	4.05	-4.04

来源: wind、中泰证券研究所

外汇市场: 本周外汇市场表现受到全球多重因素的影响。美元指数在上周表现下滑, 主要是由于美联储降息进一步强化及美国就业市场疲软, 市场对美国经济增长的担忧增加。具体来看, 美元兑日元上涨 2.17%, 主要受避险情绪推动, 日元创下新高; 欧元兑美元小幅上涨 0.79%, 欧洲经济数据表现不佳抑制了更大涨幅。英镑兑美元上涨 1.51%, 英镑受到英国经济表现略优的支撑。另一方面, 美元兑离岸人民币下跌 0.83%, 人民币继续保持稳定。整体而言, 本周汇市波动较大, 市场继续密切关注全球央行的政策动向及经济数据, 尤其是美联储的利率决策以及主要经济体的增长前景对汇率的影响。

图表 14: 汇率周涨跌幅 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

五、跨市场分析

5.1 资产相关性

债券方面, A 股股指和 10Y 美债整体呈负相关, 与 10Y 国债呈正相关, 且相关性逐渐增大; 外汇方面, 沪深 300 与人民币走势基本独立, Wind 全 A 与人民币呈正相关; A 股与美元股指走势几乎完全相反; 标普 500 与美元指数相关性较弱; 商品方面, 与黄金的走势呈负相关, 表现出一定的避险特征; 银、铜相关性下降; 沪深 300 与原油存在负相关关系。

图表 15: 沪深 300 跨资产相关分析

权益vs债券	当前	1M	1M-Chg	1Y
沪深300 vs 信用债AAA	-60.37%	-57.95%	-2.43%	-28.32%
沪深300 vs 10Y国债	73.63%	72.11%	1.51%	58.95%
沪深300 vs 10Y美债	-72.00%	-71.51%	-0.49%	-56.30%
权益vs外汇				
沪深300 vs CNY	16.41%	16.75%	-0.34%	19.51%
沪深300 vs DXY	-81.04%	-82.07%	1.03%	-80.35%
S&P500 vs DXY	26.13%	25.91%	0.22%	0.71%
权益vs商品				
沪深300 vs 金	-59.44%	-56.71%	-2.73%	-22.56%
沪深300 vs 银	-25.40%	-20.43%	-4.97%	43.28%
沪深300 vs 铜	-8.04%	-5.38%	-2.66%	26.80%
沪深300 vs 油	-48.06%	-48.48%	0.42%	-37.71%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 16: Wind 全 A 跨资产相关分析

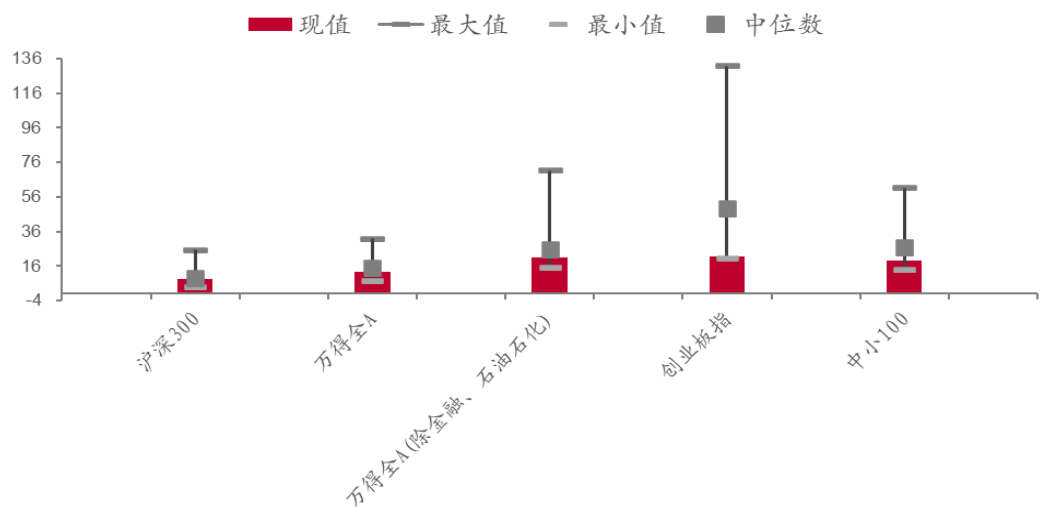
权益vs债券	当前	1M	1M-Chg	1Y
wind全A vs 信用债AAA	-23.56%	-17.96%	-5.60%	30.99%
wind全A vs 10Y国债	48.12%	43.86%	4.26%	14.98%
wind全A vs 10Y美债	-36.32%	-34.53%	-1.79%	-8.39%
权益vs外汇				
wind全A vs CNY	50.93%	52.44%	-1.51%	60.33%
wind全A vs DXY	-48.96%	-49.37%	0.40%	-38.90%
S&P500 vs DXY	26.13%	25.91%	0.22%	0.71%
权益vs商品				
wind全A vs 金	-40.01%	-34.56%	-5.45%	15.53%
wind全A vs 银	-14.21%	-7.62%	-6.59%	55.78%
wind全A vs 铜	25.57%	29.91%	-4.34%	67.16%
wind全A vs 油	-10.54%	-9.97%	-0.57%	7.85%

来源: wind、中泰证券研究所

5.2 股债性价比

创业板指和万得全 A(除金融、石油石化)虽然历史波动较大,但当前性价比相对较高,适合愿意承担较高风险的投资者;上证综指和沪深 300 性价比较低,适合寻求稳定、低风险的投资者;中小 100 在现阶段虽然性价比较低,但仍具备一定的提升空间。

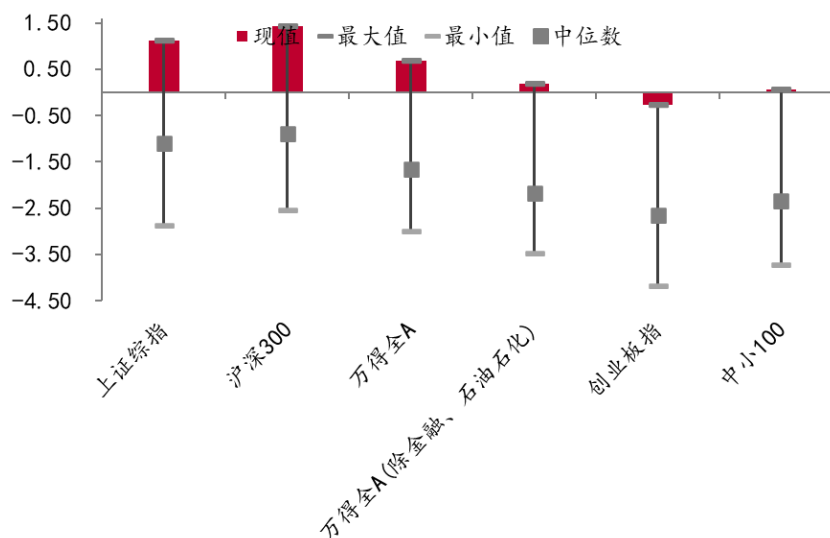
图表 17: A 股主要指数 PE-Bond



来源: wind、中泰证券研究所

上证综指和沪深 300 当前表现较为稳健,股息率高于债券收益率,适合风险偏好较低的投资者;万得全 A(除金融、石油石化)和中小 100 股息率较低,与债券收益率相差不大,投资者可能需要更多考虑市场风险;创业板指的股息率为负,显示出更高的风险。

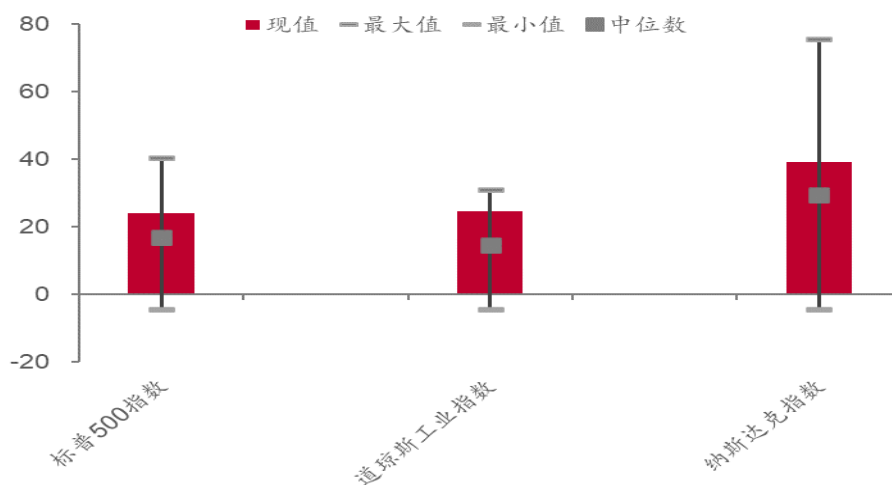
图表 18: A 股主要指数 DD-Bond



来源: wind、中泰证券研究所

美股三大指数的 PE-Bond 比值反映了市场对股票相对于债券的偏好，当前较高的 PE-Bond 可能意味着未来股市可能会面临一定的回调风险。

图表 19: 美股主要指数 PE-Bond

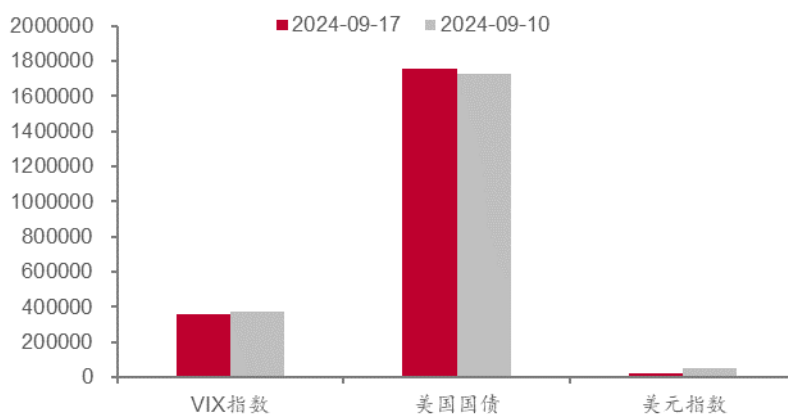


来源: wind、中泰证券研究所

六、资金流动

VIX 持仓下降市场情绪趋于稳定；美国国债的需求持续增加，较高的持仓量通常意味着投资者对避险资产需求增加；受降息影响，美元指数近期出现大幅下滑。

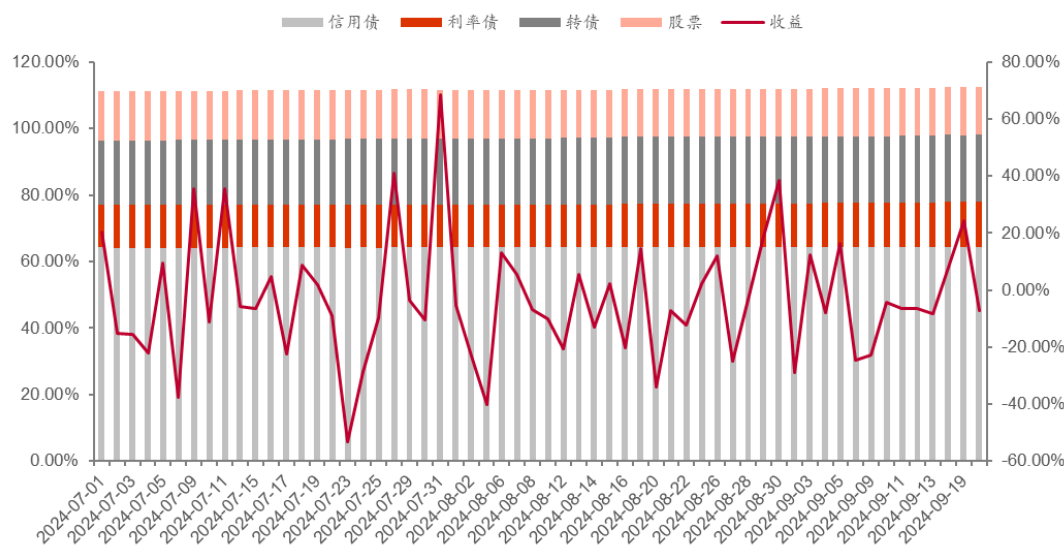
图表 20: VIX、美国国债、美元指数 CFTC 头寸 (单)



来源: wind、中泰证券研究所

8 月以来, 股票仓位整体呈下降趋势, 利率债仓位小幅上升, 转债与信用债基本维持不变。

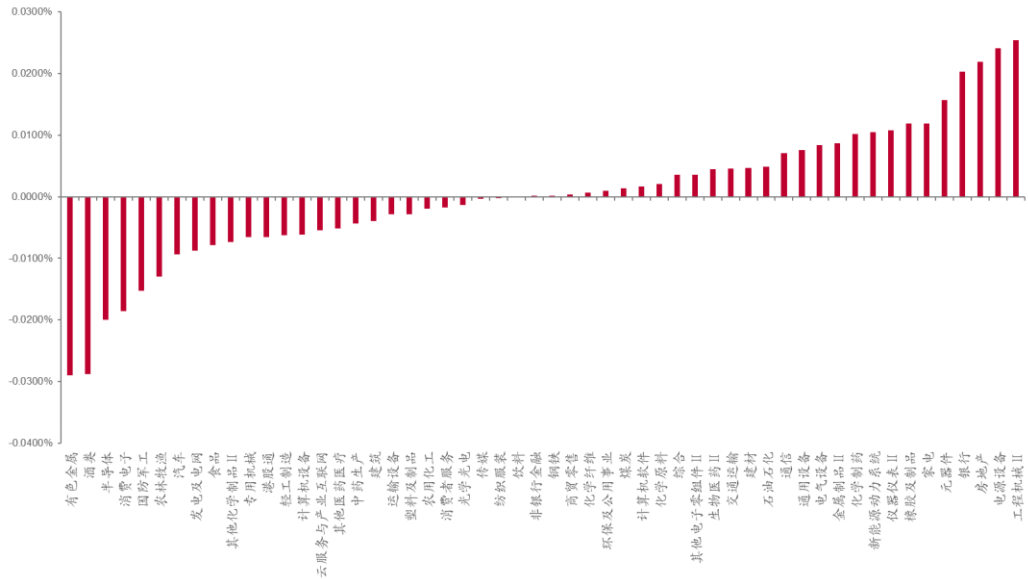
图表 21: 全市场“固收+”基金大类资产仓位变化



来源: wind、中泰金工组测算、中泰证券研究所

房地产、银行、工程机械、电源设备等行业表现较为强劲, 反映出市场对经济复苏和基建发展的信心, 而有色金属、酒类、半导体、消费电子等行业则出现了不同程度的回调, 与全球需求不确定性或市场情绪变化有关。

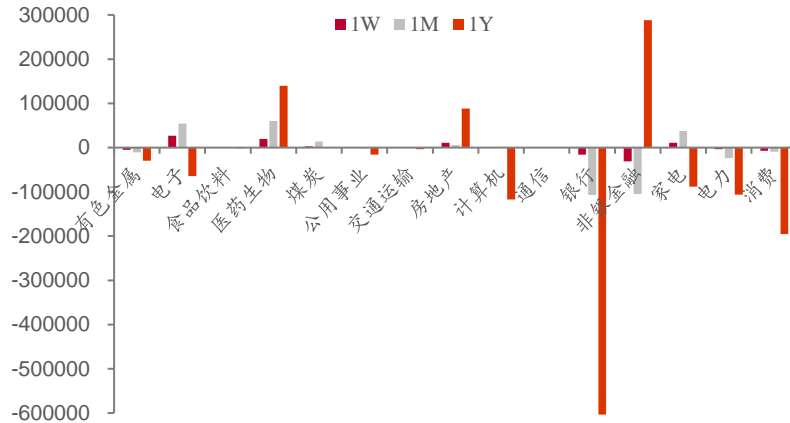
图表 22：权益基金（剔除主题、行业基金）行业仓位变化



来源：wind、中泰金工组测算、中泰证券研究所

从ETF来看，医药生物和电子近期表现最为强劲，吸引了大量资金；金融板块尤其是银行，在资金流动上表现不佳；消费和计算机板块在年度内资金流出较大，可能面临一定的回调或市场预期的下调。

图表 23：本周ETF流入&流出(万元)

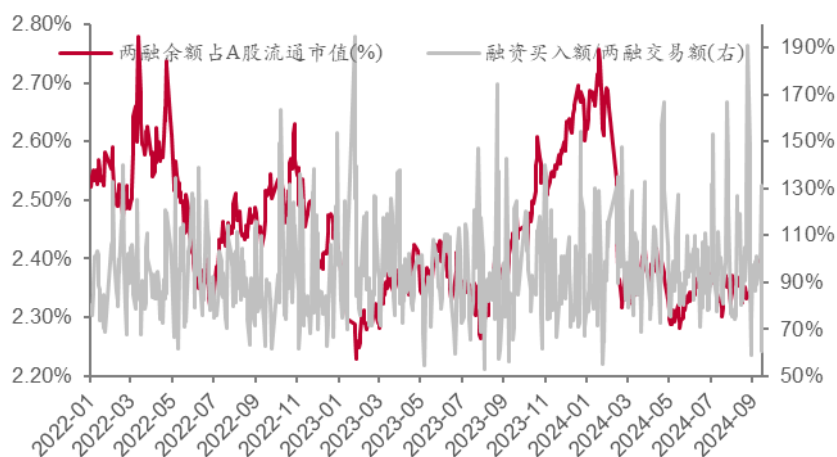


来源：wind、中泰证券研究所

七、市场情绪分析

两融余额占A股流通市值的比例在2.28%至2.76%之间波动。从数据来看，最近的比例呈现出小幅上升的趋势，接近2.4%。这表明融资余额在市场中的比重有所上升，反映出市场对股票的融资需求增加，投资者的杠杆意愿提升；融资买入占比快速回落或意味着市场存在潜在的不确定性和调整风险。

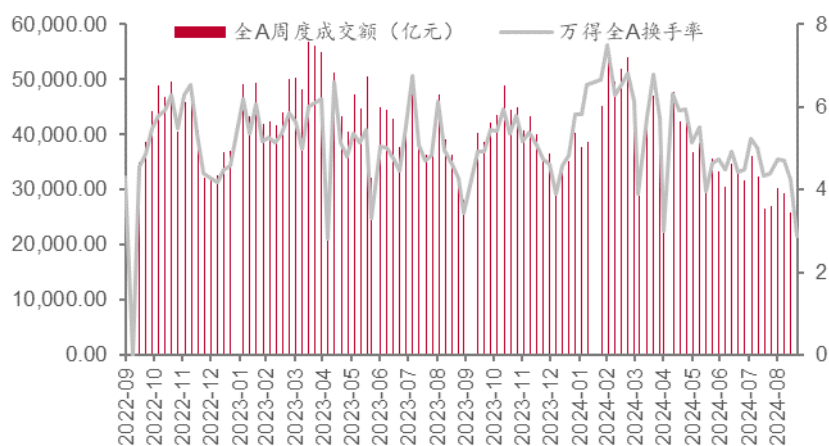
图表 24: 两融走势 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

在 2024 年 9 月 20 日的数据中，成交额仅为 16,879.1292 亿元，相比之前高点时期（如 2024 年 3 月 1 日的 55,002.6152 亿元）显著下降。表明市场交易的意愿减弱，投资者观望情绪增加。此外，换手率下降，投资者的交易频率减少，资金的流动性降低。

图表 25: 全 A 成交额、换手率 (亿元、%)



来源: wind、中泰证券研究所

八、下周关注事件

图表 26：下周关注事件

下周重点	
9.23 星期一	16:00 欧元区9月制造业、服务业、综合PMI初值 21:45 美国9月Markit 制造业、服务业、综合PMI初值
9.24 星期二	8:30 日本9月制造业、服务业、综合PMI初值 21:00 美国7月S&P/CS20 座大城市房价指数同比 21:00 美国7月FHFA房价指数环比 22:00 美国9月谘商会消费者信心指数
9.25 星期三	22:00 美国8月新屋销售环比
9.26 星期四	12:12 瑞士央行公布利率决议 20:30 美国二季度实际 GDP 年化季环比终值 20:30 美国9月21日当周首次申请失业救济人数(万人) 20:30 美国二季度核心个人消费支出(PCE)物价指数年化季环比终值 22:00 美国8月成屋签约销售指数同比
9.27 星期五	9:30 中国8月规模以上工业企业利润同比 20:30 美国8月核心 PCE 物价指数同比

来源：wind、中泰证券研究所

风险提示：

模型测算偏差风险；研报使用信息数据更新不及时风险；政策超预期。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。