



研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

资产表现

2024年国庆, 9月30日下午三点至10月7日下午4点, 人民币资产继续上涨, A50期货上涨12.54%, 恒生指数上涨9.09%; 大宗商品市场以能源上涨引起关注, WTI原油上涨8.62%, 英国天然气期货上涨7.25%; 外汇市场上美元兑日元上涨4.38%, 驱动美元指数反弹2.12%至102.50。

宏观跟踪

■ 宏观数据

美国非农就业: 9月非农就业增加25.4万人, 超预期。未来无论罢工、供应链问题亦或是产能回流等对于商品生产成本的回升带来的影响仍将趋于回升, 市场对于美联储“不降息”的定价在提升(即年内降息50BP概率回落)。

中国外汇储备: 9月外汇储备规模为33164亿美元, 升幅为0.86%, 黄金储备连续第五个月暂停增持。我们认为结构性货币政策进入到退潮期, 人民币正式进入到了去依附的过程, 黄金也完成了它的阶段性使命。

■ 宏观事件

地缘不确定性: 中东地缘热度进一步上升, 以色列或针对伊朗核设施进行报复性打击; 欧盟对从中国进口的纯电动汽车征收最终反补贴税的提议通过; 美国码头工人与港口运营商宣布达成了一项临时性协议, 工资将实现约62%的增长。我们认为需要关注未来通胀进一步回升的风险。

美联储降息预期: 美国前财长萨默斯提到9月份的50个基点降息是个错误; 石破茂当选为日本第102任首相。无论是美联储的不再激进降息还是日本货币政策的收紧可能, 都对于全球宏观流动性带来收缩的影响, 关注资产价格的波动风险。

中国市场和宏观政策: 国内宏观政策基调更为积极, 从总量货币宽松, 到房地产政策继续加力, 资本市场政策转向, 均释放出了积极信号, 宏观策略转为更为积极, 但市场在完成底部的构筑期间, 关注短期的波动风险。

■ 风险

经济数据短期波动风险, 金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
假期宏观数据综述	3
美国非农就业：罢工结束，就业超预期，美元反弹.....	3
中国外汇储备：外储环比回升，黄金继续暂停增持.....	4
假期宏观事件综述	5
地缘不确定性：通胀，还是通胀	5
美联储降息：关注“不降息”的流动性压力	7
中国市场政策：关注人民币资产积极影响	9
中国宏观政策：继续关注增量政策的落地	10

图表

图 1：9 月新增非农增至 25.4 万 单位：万人	3
图 2：9 月失业率回落至 4.1% 单位：%.....	3
图 3：官方储备资产 单位：亿美元	4
图 4：外储增速和出口对比 单位：%YOY.....	4
图 5：外储增速和黄金对比 单位：%YOY.....	4
图 6：以色列打击目标有可能更加多元化.....	5
图 7：油价、利率和权益资产 单位：指数点，%.....	5
图 8：美国租金通胀和房价 单位：%YOY.....	6
图 9：美国通胀结构 单位：%YOY.....	6
图 10：截止 26 日指数风格表现 单位：%PCT.....	9
图 11：截止 26 日行业指数表现 单位：%PCT.....	9
图 12：新增专项债发行进度 单位：%.....	10
图 13：地方债净融资额 单位：亿元.....	10

假期宏观数据综述

海外来看，美国就业市场超预期，降低美联储降息预期，美元走升。国内来看，央行继续暂停增持黄金，在央行公布了支持资本市场的非常规货币政策工具后，我们认为金融增量政策仍在路上。

美国非农就业：罢工结束，就业超预期，美元反弹

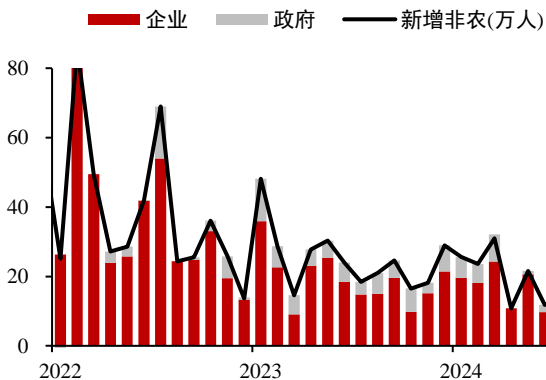
美国9月非农就业增加25.4万人，预期15万人，8月和7月就业合计上修7.2万人。9月失业率4.1%，低于预期的4.2%，8月为4.2%。9月平均每小时工资同比增长4%、环比增长0.4%，均高于预期。

华泰点评：就业增量意外反弹，总量增速维持1.56%。从就业总量来看，截止2024年9月，新增非农就业增加25.4万，其中政府增加3.1万，企业增加22.3万。从行业结构来看，教育保健和酒店服务新增8.1万和7.8万，保持相对高的增量，信息服务业转为增加0.4万人，相比较过去12个月净减少的1.2万改善。

综合就业供需特征，利率在高位背景下服务业薪资增速提升有限，关注商品生产薪资成本在建筑业（8月职位空缺增1.4万）驱动下继续回升的可能；因而虽然9月非农就业在服务业驱动下超预期改善（就业增加、薪资和失业率回落），未来无论罢工、供应链问题亦或是产能回流等对于商品生产成本的回升带来的影响仍将趋于回升，市场对于美联储“不降息”的定价在提升（即年内降息50BP概率回落）。

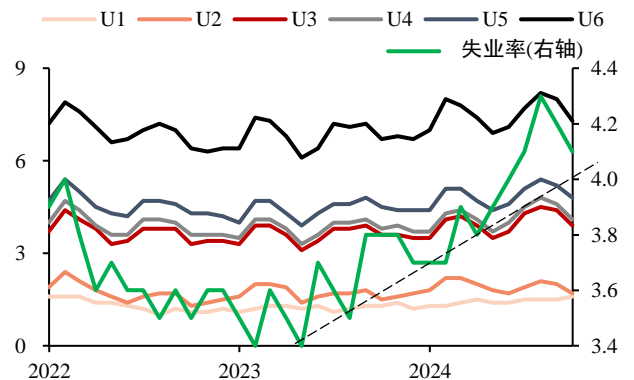
详见《美国就业系列六：罢工“结束”，就业超预期，美元反弹》

图 1：9月新增非农增至25.4万 | 单位：万人



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：9月失业率回落至4.1% | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

中国外汇储备：外储环比回升，黄金继续暂停增持

10月7日，国家外汇管理局公布数据显示，截至2024年9月末，我国外汇储备规模为33164亿美元，较8月末上升282亿美元，升幅为0.86%。黄金储备报7280万盎司，连续第五个月暂停增持黄金。

华泰点评：在央行资产结构从外汇资产向政府债权转变的过程中，通过创设结构性货币政策工具，银行债权（“对其他存款性公司债权”）成为中间的过渡形态。从“依附”下美元信用到“去依附”下人民币信用的转变，黄金成为转变过程中的主要增信工具。随着3月宣布特别国债进入到常态化发行，4月政策性银行开始归还PSL，5月央行停止增持黄金，8月央行开启国债买卖路径下的资产负债表扩张，我们认为结构性货币政策进入到退潮期，人民币正式进入到了去依附的过程，黄金也完成了它的阶段性使命。

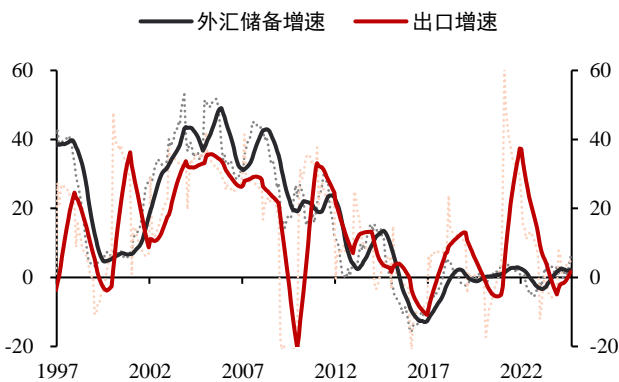
详见《中国货币政策系列九：人民币发行方式生变》

图3：官方储备资产 | 单位：亿美元

项目 Item	2024.01		2024.02		2024.03		2024.04		2024.05		2024.06		2024.07		2024.08		2024.09	
	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR	亿美元 100million USD	亿SDR 100million SDR
1. 外汇储备 Foreign currency reserves	32193.20	24207.52	32258.17	24298.76	32456.57	24513.12	32008.31	24286.82	32320.39	24419.67	32223.58	24498.20	32563.72	24513.09	32882.15	24418.55	33163.67	24450.28
2. 基金组织储备头寸 IMF reserve position	98.89	74.36	98.72	74.36	98.45	74.36	97.69	74.12	98.11	74.13	97.50	74.13	98.47	74.13	99.82	74.13	101.49	74.82
3. 特别提款权 SDRs	532.96	400.76	533.69	402.01	532.03	401.82	530.70	402.68	534.73	404.02	531.64	404.18	536.49	403.86	547.22	406.37	548.64	404.49
4. 黄金 Gold	1482.29	1114.60	1486.44	1119.67	1610.69	1216.49	1679.57	1274.40	1709.60	1291.69	1696.97	1290.13	1766.42	1329.71	1829.80	1358.82	1914.69	1411.63
5. 其他储备资产 Other reserve assets	3.36	2.53	-1.94	-1.46	-3.37	-2.55	-7.34	-5.57	-8.95	-6.76	-11.16	-8.48	-11.74	-8.84	-9.02	-6.70	-10.46	-7.71
合计 Total	34310.70	25799.77	34375.07	25893.34	34694.38	26203.24	34308.94	26032.45	34653.89	26182.75	34538.53	26258.16	34953.36	26311.95	35349.97	26251.17	35718.03	26333.51

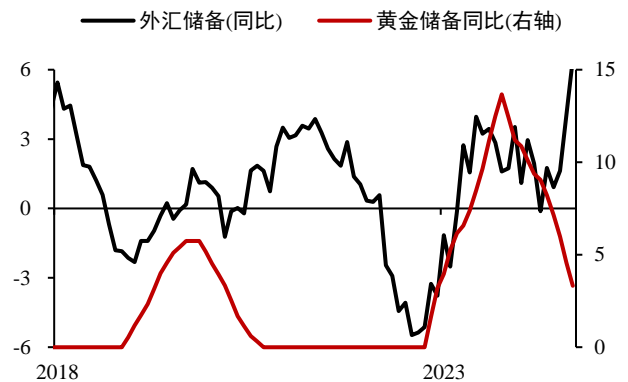
数据来源：PBC 华泰期货研究院

图4：外储增速和出口对比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图5：外储增速和黄金对比 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

假期宏观事件综述

海外来看，流动性收紧的风险随着地缘不确定性、日本政策收紧的可能而进一步增强。国内来看，宏观对冲政策的继续出台增强了人民币资产的信心，而随着经济压力的对冲、外部流动性风险的转变，需要关注的是市场波动的加大风险。

地缘不确定性：通胀，还是通胀

中东巴以冲突

10月1日，以色列地面部队进入黎巴嫩南部，对黎巴嫩南部的真主党目标进行“有限的、局部的和有针对性的地面袭击”。同日，伊朗向以色列发动大规模导弹袭击，共发射超过180枚弹道导弹。

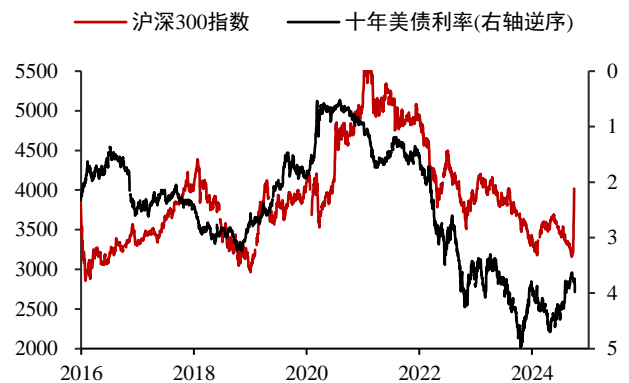
10月4日，以色列隔夜袭击了黎巴嫩真主党的情报总部。一名美国国务院高级官员表示，以色列方面并未向拜登政府保证不会针对伊朗核设施进行报复性打击。

图 6：以色列打击目标有可能更加多元化



数据来源：央视新闻 华泰期货研究院

图 7：油价、利率和权益资产 | 单位：指数点，%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

欧盟对华关税

欧盟通过对华电动车关税提案。10月4日，欧盟委员会提出的对从中国进口的纯电动汽车征收最终反补贴税的提议通过。其中，德国匈牙利等5国投了反对票。

时间线：去年10月4日，欧盟委员会启动对进口自中国的电动汽车发起反补贴调查，

今年7月4日开始对中国电动汽车开征临时反补贴税。8月20日欧盟发布中国电动汽车反补贴调查终裁草案，显示拟对中国电动汽车征收17%至36.3%的反补贴税。

美国码头罢工

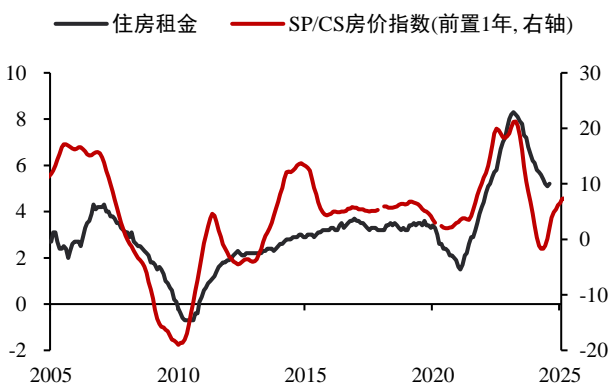
美国东海岸和墨西哥湾沿岸的码头工人罢工，达成临时协议上调时薪62%。

10月1日，美国东海岸和墨西哥湾沿岸的码头工人开始近50年来的首次大规模罢工，导致美国大约一半的远洋航运陷入停滞。

10月3日，码头工人与港口运营商宣布达成了一项临时性协议。该协议规定在六年合同期内，工资将实现约62%的增长，意味着平均时薪将从39美元提升至约63美元。此外，主合同期限被延长至2025年1月15日，以便双方能够重返谈判桌就未解决问题进一步磋商。

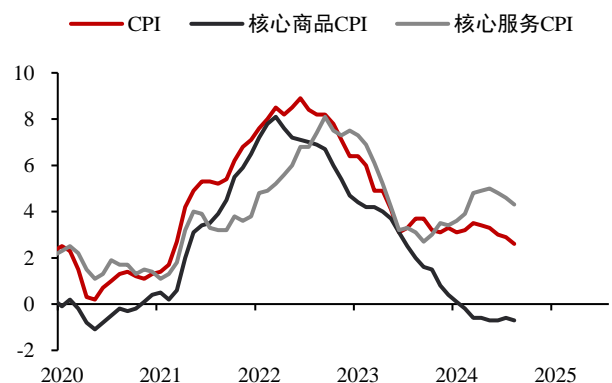
华泰点评：综合中东、欧洲和美国假期的地缘热点事件，都在述说着一件事，通胀的回落并不是一件容易的事，尤其是在潜在经济增长面临压力传导至非经济领域之后。这似乎将迫使转向支持经济的货币政策再次受制于通胀的回升，尽管对于美元资产而言，9月的非农数据上调，甚至二季度的国民经济数据上修，经济的压力因为数据的调整而表现得没有那么大，但是通胀的反复仍是一个关键的问题。

图8：美国租金通胀和房价 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图9：美国通胀结构 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美联储降息：关注“不降息”的流动性压力

就业超预期降低降息定价

10月4日，前财长拉里·萨默斯（Larry Summers）在 X 上的一篇帖子中表示，

“事后看来，9月份的50个基点降息是个错误，尽管这个错误并非具有重大影响。”

就业报告证实了人们的怀疑，即我们处于一个“高中性利率环境”，在这种情况下，货币政策在降息时需要谨慎行事。

“无着陆”和“硬着陆”是美联储必须应对的风险。

石破茂当选提升日元加息

9月27日，石破茂在自民党总裁选举中以决定性一票击败高市早苗，并于10月1日当选为日本第102任首相。政策上，石破茂更倾向于“希望货币边际紧缩、日元边际升值、财政收紧”，机构认为这将带来逆“安倍经济学交易”——日股跌，日元升值。石破茂的胜选意味着“进一步加息或将不再面临任何政治障碍”。

10月3日，石破茂和央行行长植田和男会晤后表示，不认为现在处于需要进一步加息的环境，目前的环境还不适合进一步加息。市场认为这是石破茂至今为止最为明确的表态，想摆脱货币鹰派的名声。

华泰点评：9月全球宏观政策发生了大的转变，从月中美联储50个基点的降息到月末中国央行祭出货币、地产和资本市场的政策组合拳，全球开启了新一轮的政策“逆周期”。展望10月，我们认为政策转向已经确定的背景下，短期需要关注的，一方面是美联储降息预期调整、日本宏观政策收紧带来的外部流动性环境收紧的影响，另一方面是国内经济数据实际表现低于预期所带来的二次调整风险。虽然这些都将推动宏观政策进一步发力，但是也增加了市场短期的波动。

详见《10月宏观月报：政策拐点后，等待周期的检验》、《美联储系列十：美联储降息50BP，短期继续释放风险》

表 1: 美联储 9 月 SEP 展望 | 单位: %

	中值					集中趋势					范围				
	2024	2025	2026	2027	长期	2024	2025	2026	2027	长期	2024	2025	2026	2027	长期
实际 GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9-2.1	1.8-2.2	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.8-2.6	1.3-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5	1.7-2.5
6 月预测	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9-2.3	1.8-2.2	1.8-2.1		1.7-2.0	1.4-2.7	1.5-2.5	1.7-2.5		1.6-2.5
失业率	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.0-4.4	4.0-4.4	3.9-4.3	4.2-4.5	4.2-4.7	3.9-4.5	3.8-4.5	3.5-4.5
6 月预测	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3		3.9-4.3	3.8-4.4	3.8-4.3	3.8-4.3		3.5-4.5
PCE	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2-2.4	2.1-2.2	2.0	2.0	2.0	2.1-2.7	2.1-2.4	2.0-2.2	2.0-2.1	2.0
6 月预测	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5-2.9	2.2-2.4	2.0-2.1		2.0	2.5-3.0	2.2-2.5	2.0-2.3		2.0
核心 PCE	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6-2.7	2.1-2.3	2.0	2.0		2.4-2.9	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0-2.2	
6 月预测	2.8	2.3	2.0			2.8-3.0	2.3-2.4	2.0-2.1			2.7-3.2	2.2-2.6	2.0-2.3		
加息路径															
利率	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4-4.6	3.1-3.6	2.6-3.6	2.6-3.6	2.5-3.5	4.1-4.9	2.9-4.1	2.4-3.9	2.4-3.9	2.4-3.8
6 月预测	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9-5.4	3.9-4.4	2.9-3.6		2.5-3.5	4.9-5.4	2.9-5.4	2.4-4.9		2.4-3.8

资料来源: FOMC 华泰期货研究院

中国市场政策：关注人民币资产积极影响

10月6日，上交所发布《关于延长接受指定交易申报指令时间的通知》，为了进一步提升指定交易业务办理效率，上海证券交易所决定对接受指定交易申报指令时间进行调整，接受指定交易申报指令时间由每个交易日的 9:15 至 9:25、9:30 至 11:30、13:00 至 15:00 调整为每个交易日的 9:15 至 11:30、13:00 至 15:00。

10月6日、7日中国结算提供身份核查照片返回功能，支持网上开户审核。

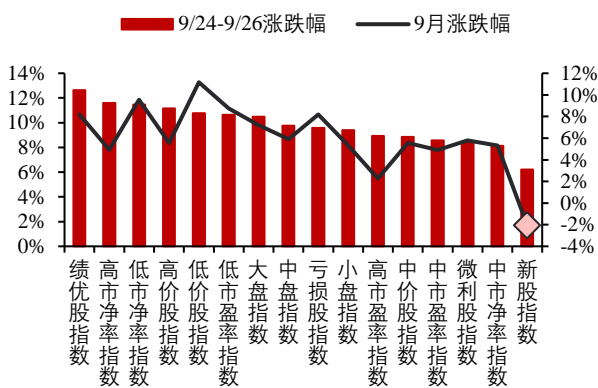
10月7日，上交所、深交所组织开展系统开机连通性测试，为相关机构开机验证提供连通性测试环境。

10月7日 8:30-17:30，中国期货市场监控中心临时开放期货网开系统，投资者可以在10月7日完成网开手续。

华泰点评：本次延长指定交易申报指令时间，主要是为提升指定交易办理效率。上交所实行指定交易制度，投资者与证券公司签订指定交易协议后，证券公司根据投资者的申请向上交所申报办理指定交易的指令，申报经上交所确认后即时生效。本次通知发布后，上交所接受指定交易申报指令时间有所延长，增加了上午 9:25 至 9:30 之间的时段，降低了 9:30 分的峰值数据，起到降压效果。

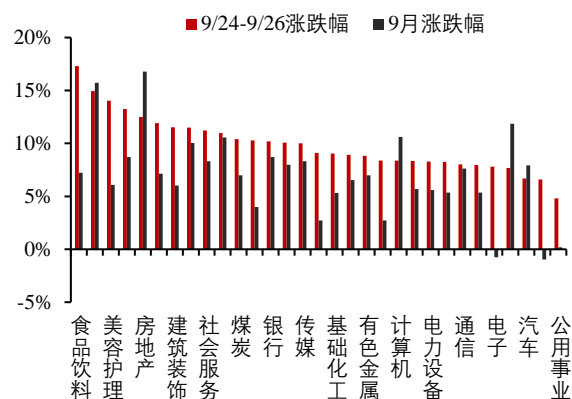
详见《联合解读：9.24 政策对商品的影响和展望》

图 10：截止 26 日指数风格表现 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：截止 26 日行业指数表现 | 单位：%pct



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

中国宏观政策：继续关注增量政策的落地

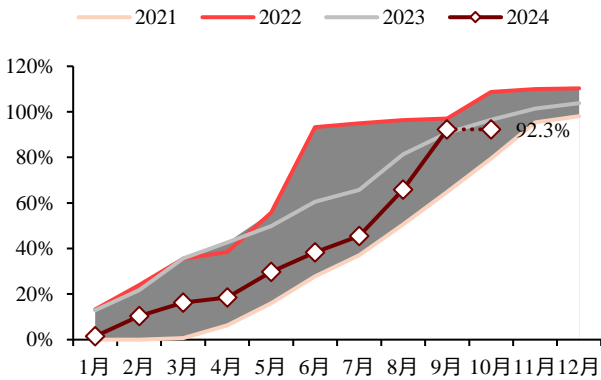
10月6日，国新办发布通知称，10月8日上午10时举行新闻发布会，发改委介绍“系统落实一揽子增量政策，扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况。

华泰点评：9月的末尾以激烈的向上突破描绘了预期改善状态下的修复，政治局会议一方面提出了对于房地产稳定的要求，另一方面对于宏观政策的基调也更为积极。政策拐点驱动市场反弹，但是8月数据描绘的经济现实仍告诉我们压力的现状仍在，从政策转变、到流动性改善、预期改善最终实现经济压力的缓和到宏观现实改善，仍存在底部区间的反复。我们维持对人民币资产的乐观判断，但是10月份阶开始的四季度，关注市场波动的风险。

国内宏观政策基调也更为积极，从总量货币宽松，到房地产政策继续加力，资本市场政策转向，均释放出了积极信号，宏观策略转为更为积极，但市场在完成底部的构筑期间，关注短期的波动。

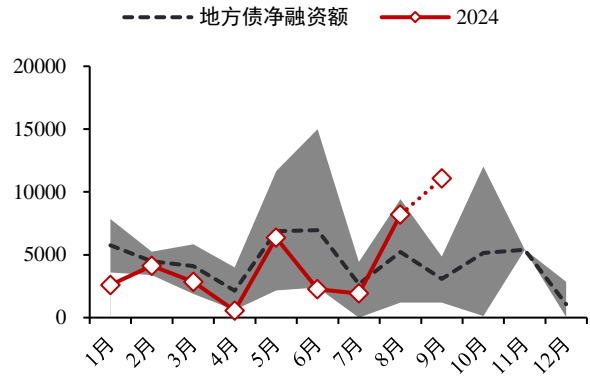
详见《政治局会议系列三：政策开始加力，关注房地产市场止跌回稳》

图 12：新增专项债发行进度 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：地方债净融资额 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com