

# 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



中国工商银行(亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳 兰澜 吴起睿

曹凤文 张润锋 周文敏

王靖斐 杨妍

## 一揽子积极政策提振中国资产配置信心

——大类资产配置月度观察（2024年9月刊）

### 阅读摘要

9月，美联储超预期降息50BP，内地快节奏推出一揽子内需组合型支持政策。往后看，积极政策显效接力有望持续夯实中国资产价格走升基础，越南和印度外贸景气度仍高、日本经济温和回暖，央行政策路径是后续股市走势主要影响因素，欧央行10月降息概率走升提振欧股投资情绪，美联储开启降息路径、美国国债配置价值仍受青睐，但在高估值、增长放缓忧虑等影响下，市场对美股、高收益级美债的担忧情绪有所升温。

# 一揽子积极政策提振中国资产配置信心

——大类资产配置月度观察（2024年9月刊）

图表：EPL 框架下股债资产价格短期走势分析

	经济基本面 (E)	政策动向 (P)	流动性 (L, 8月)	9月涨跌 (截至27日)	短期走势展望	
股市	美国	零售销售数据显示消费仍有韧性,就业数据反映劳动力市场紧张程度放缓但未严重下行	美联储超预期降息50BP,年内再降50BP是大概率事件但再降息75BP概率走高	配置美股的资金净流入减少,本地注册基金减少更明显	纳指: +2.29% 道指: +1.80% 标普: +1.59%	关注就业数据如何影响后续美联储降息节奏,市场对美股担忧情绪有所升温
	欧洲	德法工业制造业疲弱,欧洲经济复苏步伐或慢于预期	欧央行9月如期下调3大利率,10月延续降息概率提升;英央行维持利率不变、符合预期,年内或仍有一次降息	欧洲股市资金转为净流入	富时100: -0.67% 德国DAX40: +3.00% 法国CAC40: +2.11% 欧元区STOXX50: +2.22%	欧央行降息预期对欧股有所提振,但长期来看欧元区经济基本面偏弱是欧股走升的制约因素
	日本	家庭收支增长良好,通胀中枢上移,制造业景气暂较低迷,就业市场延续偏强态势	日央行9月维持利率不变、但前瞻指引偏鹰派、对经济及通胀前景转乐观,石破茂当选提振年末加息概率	配置日本股市的资金净流入增加,注册在本地的基金净流入大幅扩容	日经225: +3.06%	日本股市分子端盈利增长趋势持续向好、资金端套息交易平仓风险有所缓释,仍有温和上涨基础,但需关注分母端加息前景强化对股市走升的影响
	中国香港	“物流(G)”延续活跃,赴港“人流(H)”消费提振效应边际转弱,“资金流(C)”地产及金融交投持续回暖前景可期	内地出台一揽子内需支持政策;港交所优化恶劣天气交易安排,特区政府推出“新型工业加速计划”	配置香港上市公司的资金净流入收窄,港股通南向资金净买入额阶段缩量(当前数据尚未反应9月末政策效应)	恒指: +14.69%	美联储超预期降息、美股估值高企,利好市场流动性释放、提升非美资产配置吸引力,叠加内地一揽子积极政策,提振港股趋势回暖基础
	越南	加工制造业支持工业生产保持积极增长态势;进出口保持双位数增长、贸易顺差延续下降	公开市场操作OMO利率下调25BP,越南央行有望随美联储降息逐渐打开降息窗口	配置越南股市的资金净流出小幅增加	胡志明指数: +0.55%	经济偏强仍对越南股市走势提供支持,在多国央行降息背景下,越南央行后续政策料是吸引资金流动和股市走势的关键线索
	印度	二季度GDP增速略低于预期,近期制造业生	央行大概率12月开启降息,大选后政府支	印度股市净流入规模续创历	SENSEX30: +3.89%	印度经济基本面仍有走强基础,后续降息路径

		产增速回升,通胀超预期反弹	出提速	史新高		亦是影响股市走势的重要因素
债市	美国国债	零售销售数据显示消费仍有韧性,就业数据反映劳动力市场紧张程度放缓但未严重下行	美联储超预期降息50BP,年内再降50BP是大概率事件但再降息75BP概率走高	债券市场资金净流入增加,投资级债券净流入增加、高收益级净流入减少	2Y美债利率: -36.2BP; 10Y美债利率: -15.8BP	美债利率趋势下行并无预期分歧,但下行路径仍有波折,市场仍青睐投资级美债中长期配置价值,需前瞻关注此轮降息周期终端利率抬高的潜在影响
	中国国债	内地经济总体延续“外需强于内需”的特征,积极政策提振年末增长动能	9月末一揽子组合型内需支持政策出台,聚焦支持楼市、股市,呵护宏观流动性,持续优化内外营商环境	配置中国债券的资金净流入小幅缩量,境外机构在银行间债券市场托管余额续创新高	2Y中国国债利率: -8.07BP; 10Y中国国债利率: +0.1BP	一揽子内需支持政策出台,提振增长信心,持续观察后续财政政策落地节奏以及经济数据表现,长端国债利率跟随政策利率小幅波动仍是基本预判
	中资美元债	内地经济总体延续“外需强于内需”的特征,积极政策提振年末增长动能	美联储超预期降息50BP、打开持续降息周期,叠加内地一揽子积极内需支持性政策,提振市场信心	资金净流出缩量	Markit iBoxx 中资美元债指数: +1.15%	美债利率回落、政策支持内地经济增长动能,有望共同延续提振中资美元债表现

图表: EPL 框架下大宗商品价格短期走势分析

	供需格局	美元、美债利率	避险情绪	9月涨跌(截至27日)	短期走势展望
黄金	8月全球黄金ETF连续第4个月净流入,为21亿美元,其中,北美连续第2个月净流入,为14亿美元。最新数据显示央行二季度购金规模环比下滑38.9%至183.4吨,但占总需求的比重仍较高、为19.7%。	美债震荡下行,美元指数区间波动	经济放缓担忧情绪有所抬升,中东地缘局势复杂化、美国大选不确定性影响避险情绪升温	伦敦现金: +5.91% COMEX期金: +5.56%	美联储延续降息、地缘形势延续复杂对金价仍有支持,但政策、地缘不确定性仍大背景下波幅料加大
原油	<b>供给:</b> 8个OPEC+国家将把220万桶/日的额外自愿减产延长两个月,至2024年11月底;利比亚冲突双方就央行危机问题签署协议,市场预期原油供给逐步恢复;沙特阿拉伯放弃100美元价格目标的传闻加大市场供给预期。 <b>需求:</b> 消费淡季预计放大终端需求压力,但美联储宽松预期、内地一揽子积极政策提振市场信心,市场期待更多积极经济数据。	美债震荡下行,美元指数区间波动	经济放缓担忧增加,避险情绪升温	布伦特原油: -6.58% WTI原油: -6.80%	短期油价大概率延续震荡态势,下行压力稍大于上行,需重点关注OPEC+动态。

## 正文

### 一、美国市场短期展望：关注就业数据如何影响后续美联储降息节奏，美债利率下行走势料波动、市场对美股和高收益美债担忧情绪有所升温

**（一）经济：零售销售数据显示消费仍有韧性，就业数据反映劳动力市场紧张程度放缓但未严重下行**

8月零售销售环比增长0.1%，超过预期的-0.2%，前值从1%上修至1.1%。职位空缺数不及预期。就业数据反映劳动力市场延续放缓、但非农数据稍微下行。7月JOLTS职位空缺数为767.3万人，大幅不及预期的810万，创2021年初以来的最低水平。8月新增非农就业人数14.2万人，不及预期的16万人，6月和7月新增就业人数合计下修8.6万人。8月失业率录得4.2%，为连续四个月上升以来首次下降。8月PCE同比增长2.2%，预期为2.3%，前值为2.5%，是2021年2月以来最低水平；8月PCE环比涨幅为0.1%，符合市场预期。分项看：住房相关成本的压力持续存在，8月份同比上涨0.5%，为1月份以来的最大涨幅，服务价格整体上涨0.2%，商品价格下跌0.2%。

**（二）政策：美联储超预期降息50BP，年内再降50BP是大概率事件但再降75BP概率走高**

美联储9月议息会议采取了“50BP降息+偏鹰派预期管理”的政策组合，联邦基金利率的目标区间超预期下调50

基点至 4.75%-5.00%，开启 2020 年 3 月以来的首次降息（详细分析请见前期报告《超预期降息的考量和影响》）。8 月 PCE 数据公布后，年底前降息 75BP 的概率走高，但后续降息路径仍是“数据依赖型”，需持续观察 11 月议息会议前就业等数据的变化。

**（三）流动性：美股和高收益美债资金净流入减少（逆转 7 月增势），投资级美债资金净流入增加（延续 7 月增势）**

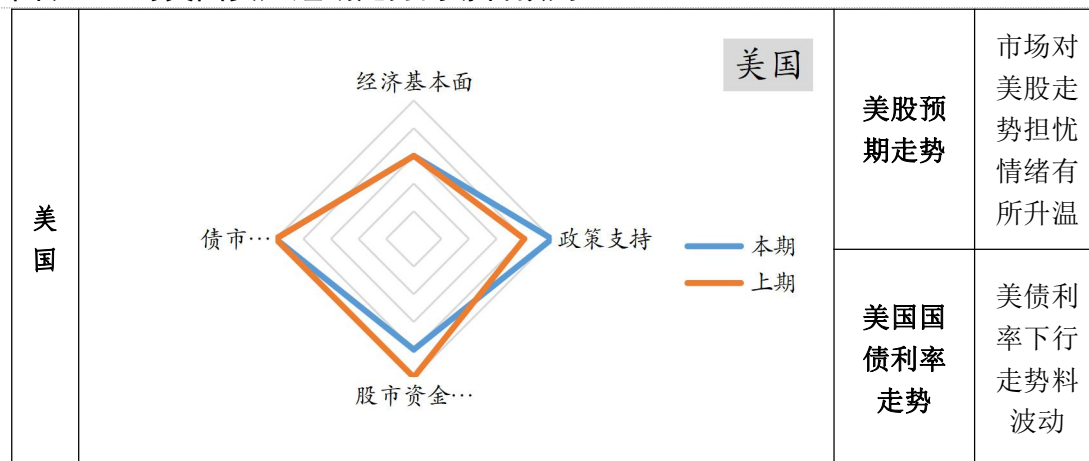
8 月配置美股资金净流入规模减少至 273.5 亿美元（上月净流入 505.2 亿美元），其中，境外注册基金配置美股净流入规模增加 22.8 亿美元，本地注册基金<sup>1</sup>净流入规模大幅减少 254.5 亿美元。债券市场资金净流入增加，投资级债券净流入增加、高收益级减少。8 月美国债市资金净流入 600.7 亿美元，较上月增加 7.9 亿美元，是年内单月净流入次高水平（1 月净流入 632.7 亿美元），其中：高收益债券净流入较上月减少 78.9 亿美元，投资级债券增加 46.8 亿美元；本地注册基金配置净流入扩容至 483.7 亿美元（上月 451.2 亿美元），境外注册基金配置净流入减少 24.6 亿美元。

EPL 框架综合看：9 月美联储超预期降息 50BP，反映了当前政策更加关注增长风险，配置美股、高收益美债资金净收入减少，反映市场对高风险美国资产的担忧情绪有所升温，美债利率趋势下行并无预期分歧，但下行路径仍有波折，市

<sup>1</sup> 基金注册于本地/境外 (Domestic Domicile/Foreign Domiciles) 并不必然表示其资金来自境内/境外，可能存在境外基金在本地注册而被分类为 Domestic Domicile 的情况。

场仍青睐投资级美债中长期配置价值，需前瞻关注此轮降息周期终端利率抬高的潜在影响（见图表 1）。

图表 1：对美国资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

## 二、欧洲市场短期展望：欧洲经济整体景气较弱，欧央行 10 月降息概率提升，欧股料可得到提振、欧债利率料延续下行

### （一）经济：德法工业制造业疲弱，欧洲经济复苏步伐或慢于预期

德国 7 月制造业订单指数（季调环比）增速为 2.92%，环比放缓 1.72 个百分点。法国 7 月制造业与工业生产指数亦有降温，制造业指数（季调同比）为-2.97%，较 6 月下降接近 1 个百分点。9 月欧元区 ZEW 经济景气指数进一步下落至 9.30，较 8 月下降幅度为 48%左右，该指数自 2024 年中以来持续下行，选举和财政赤字影响政策预期是重要因素，欧央行 9 月降息并未对市场预期有明显提振。

**(二) 政策：欧央行 9 月如期下调 3 大利率，10 月延续降息概率提升；英央行维持利率不变、符合预期，年内或仍有一次降息**

欧央行 9 月会议下调存款机制利率 (DF) 25BP 至 3.5%；下调再融资利率 (MRO) 60BP 至 3.65%；下调边际贷款利率 (MLF) 60BP 至 3.9%；下调未来三年（包括 2024 年）经济增速预期，上调核心通胀预期；**经济景气弱、美联储大幅降息提升欧央行 10 月连续降息 25BP 概率。**英央行议息会议如期维持利率水平在 5% 不变，同时宣布将在 2024 年 10 月至 2025 年 9 月期间减少 1,000 亿英镑的金边债券持有量，综合通胀走升压力、利率互换市场 (OIS) 交易结果预判英央行年内或再降息一次、25BP。

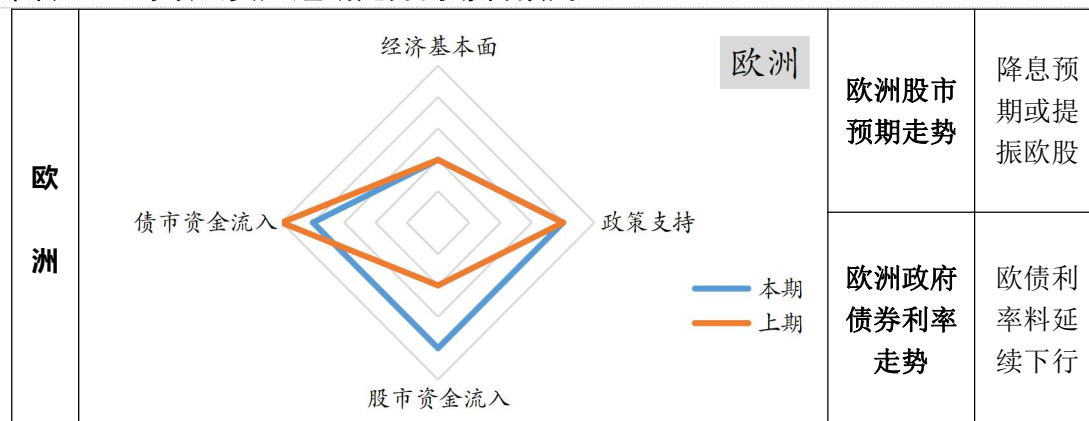
**(三) 流动性：欧洲股市转为资金净流入（逆转 7 月净流出态势），债券市场净流入缩量、投资级债券缩量更明显（逆转 7 月净流入增加态势）**

8 月配置欧洲股市的资金转为净流入 12.5 亿美元（上月净流出 13.7 亿美元）。债券市场净流入缩量，投资级债券资金净流入缩量更明显。欧洲债市资金净流入 70.0 亿美元，较上月减少 69.4 亿美元，其中：高收益债券基金净流入缩量 10.1 亿美元，投资级债券基金净流入缩量 57.2 亿美元。

**EPL 框架综合看：欧央行加息概率提升有望提振欧股短期走势，但降息预期确定性背景下欧债利率料延续下行，但**

由于经济偏弱、市场资金流向反映出更青睐投资级美债的倾向（见图表 2）：

图表 2：对欧洲资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

### 三、日本市场短期展望：通胀中枢上移、就业市场仍较强，日央行 9 月如预期未加息、但前瞻指引偏鹰派，石破茂当选增加年末加息概率

（一）经济：家庭收支增长良好，通胀中枢上移，制造业景气暂较低迷，就业市场延续偏强态势

日本 7 月家庭实际收入增长态势良好、同比增 5.5%（前值 3.1%），实际消费支出由负转正。通胀中枢上移，8 月 CPI 同比回升至 3.0%（前值 2.8%），剔除生鲜食品及能源的 CPI 回升至 2.0%（1.9%）且环比大涨 0.5%<sup>2</sup>。出口增速有所回落，受日元升值影响 8 月出口同比增速自 10.2% 下滑至 5.6%，其中运输设备为两年多以来首次负向拉动。制造业景气仍在荣枯线以下，8 月制造业 PMI 为 49.8（前值：49.1）、但服务

<sup>2</sup> 为 13 个月以来最高环比涨幅。



业 PMI 持平于 53.7。就业市场整体仍较紧，7 月新增就业 23 万人（前 6 月均值 30 万人、2023 年均值 24 万人），服务业就业有所放缓，失业率回升至 2.7%（前 6 个月均值 2.6%、2023 年均值 2.6%）。

## **（二）政策：日央行 9 月维持利率不变、但前瞻指引偏鹰派，石破茂当选增加年末加息概率**

日央行 9 月议息会议维持利率不变，认为汇率引发的通胀超调风险暂时缓解（加息不具备紧迫性），但已上调对私人消费的评估、需求驱动的通胀动能正在上升，若经济及物价符合预期将继续加息，主张调整修正安倍经济学的石破茂当选日本首相，也增加了日央行年末加息的概率。

## **（三）流动性：日股资金净流入增加（较 7 月增幅明显增加），注册于本地的基金贡献较大，债市资金净流入缩量（逆转 7 月净流入态势）**

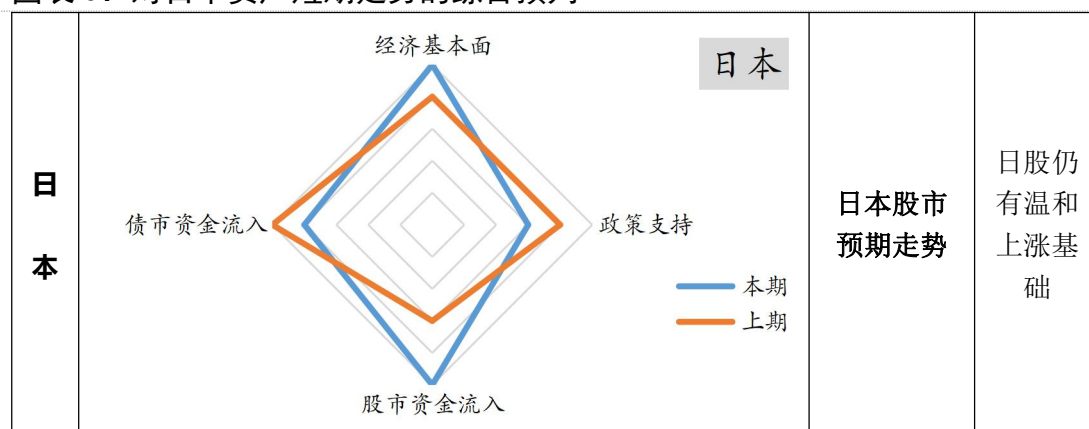
8 月配置日本股市资金净流入 61.8 亿美元（上月为净流入 0.3 亿美元），其中，注册在境外的基金净流出收窄至 1.4 亿美元（上月为净流出 4.3 亿美元），注册在本地的基金净流入大幅扩容至 63.2 亿美元（上月为净流入 4.6 亿美元）（见图表 6）。日本债市资金净流入规模收窄至 2.4 亿美元（上月净流入 5.8 亿美元）。

EPL 框架综合看：日本股市分子端盈利增长趋势持续向好<sup>3</sup>、资金端套息交易平仓风险有所缓释，仍有温和上涨基础，

<sup>3</sup> 2024 年一、二季度日本非金融企业利润同比分别增长 14.7%、18.5%。

但需关注分母端加息前景强化对股市走升的影响(见图表3)。

图表3：对日本资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

#### 四、中国市场短期展望：一揽子内需支持政策夯实股市趋势回升基础，长端国债利率围绕政策利率小幅波动仍是基本预判

（一）经济：出口保持韧性提振内地和香港经济增长动能，“资金流”回暖提振投资信心

内地，出口保持韧性，一揽子积极政策提振内需增长动能。8月出口同比增长8.7%（7月：7%，预期值：7%，美元计），对欧盟（13.4%）出口增速连续5个月回升，对美国（4.9%）出口增速转为放缓，对东盟（9.0%）出口增速连续3个月回落；社零8月同比增长有所放缓至2.1%（预期：2.7%；7月：2.7%），其中餐饮收入增速较前值升0.3个百分点至3.3%；固投增速小幅回落，前8月同比增长3.4%（预期：3.5%；前

值：3.6%）。9月下旬一揽子政策针对性提升消费、投资信心，及时提振4季度增长动能。

香港经济年末复苏动能有望受益于内地积极政策。根据“HGC模型”<sup>4</sup>，“物流（G）”持续活跃，7月商品出口、进口货值同比升13.1%、9.9%，升幅扩大。赴港“人流（H）”消费提振效应边际转弱，8月访港旅客同比续升9.2%，1-8月同比增44%；7月零售业销售值同比续跌11.8%，1-7月同比跌7.3%。但“资金流（C）”持续回暖可期，8月住宅楼宇买卖合约量、额同比分别：+12.5%、-0.6%，中小型楼盘交投较活跃。9月恒指先跌后升，尤其月中后受美联储超预期降息、内地一揽子内需支持性政策提振，波动走升至20,000点上方，月末港股主板成交额突破4,000亿港元。

## （二）政策：内地出台一揽子内需支持政策，港交所优化恶劣天气交易安排

内地出台一揽子内需支持政策。积极呵护宏观流动性，降准、降息、降存量房贷利率快节奏发力，9月25日MLF中标利率下调30BP至2.0%，27日7天OMO利率下调20BP至1.5%，降准50BP、释放1万亿流动性，预计年底前仍有25-50BP的降准空间；引导银行降低存量房贷利率、预计平均下降幅度约50BP；同时提出拟增强6大行核心一级资本。稳定楼市交投，一是降低二套房最低首付比例至15%；二是

<sup>4</sup> “HGC三元流动模型”为中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心建立的对香港经济进行分析预测的模型。“HGC三元流动模型”聚焦影响香港经济增长的三个重要变量：“人流”（Human）、“物流”（Goods）及“资金流”（Capital）。模型的预测方法以动态因子模型（dynamic factor model）为基础，主要采用向量自回归方法（vector autoregression）。预测因子包括宏观经济数据、行业货值数据、市场高频指数等。

将“金融 16 条”、经营性物业贷款两项政策由 2024 年 12 月 31 日延长到 2026 年 12 月 31 日；三是将保障性住房再贷款政策中人行出资比例 60%提高到 100%；四是研究允许政策性银行、商业银行贷款支持收购房企存量土地。**提振资本市场交投**，一是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押从人行获取流动性；二是创设股票回购增持再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款、用于回购和增持股票，首期额度为 3,000 亿人民币；三是扩大银行系股权投资试点范围至 18 个城市；四是推进平准基金研究。（详细分析请见前期报告《“3+12”视角解读超预期一揽子内需支持性政策》）。9 月 25 日国务院常务会议进一步释放积极政策信号，**一是明确积极财政政策要组合结构性发力**，“保证必要的财政支出”、“发挥政府投资带动作用”、“要守住兜牢民生底线”；**二是明确稳定楼市、提振股市是当前政策发力重点方向**，首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”、明确“大力引导中长期资金入市”；**三是明确要对内对外全面优化营商环境**，“要出台民营企业促进法”、“要加大引资稳资力度”。**港交所优化恶劣天气交易安排、特区政府推出“新型工业加速计划”**。9 月 23 日起，港交所落地恶劣天气交易安排。9 月 17 日，香港特区政府创新科技署推出“新型工业加速计划”，计划主要为生命健康科技、AI 与数据科学等企业在港建立智能生产设施提供资助。**对外扩大开放合作**。9 月 11-12 日举行的香

港第九届“一带一路”高峰论坛共促成 25 份合作备忘录签订，签订方涵盖香港、内地、东盟、中东等地的政府机构及企业。9 月 16 日，香港金管局与迪拜金管局合办首届联合气候金融会议，双方签署谅解备忘录。

### **（三）流动性：配置中国内地股票的资金连续第三个月净流入；境外机构在银行间债券市场托管余额续创新高**

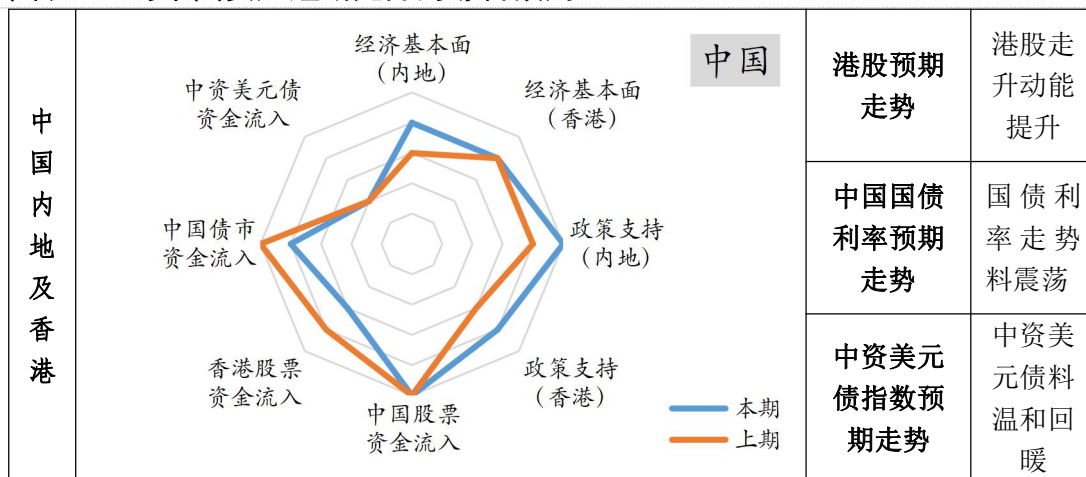
8 月配置中国上市公司（包括在 A 股、H 股和美股上市的中国企业）连续第三个月净流入，净流入规模 150.2 亿美元（上月为净流入 193.5 亿美元），其中：注册于境外的基金配置净流出收窄 17.6 亿美元，注册于本地的基金净流入 182.1 亿美元（上月为净流入 243.0 亿美元）。配置香港上市公司（仅指香港本地上市公司）的资金净流入规模收窄至 0.23 亿美元（上月为净流入 4.2 亿美元）；港股通南向资金净买入额为 418.76 亿港元，较上月减少 60.7 亿港元。

8 月基金配置中国债券（包括所有中国企业发行的各类债券）的资金净流入 5.2 亿美元，较上月减少 4.9 亿美元。截至 8 月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额 4.52 万亿人民币、续创新高，环比增 1.44%。中资美元债净流出 0.35 亿美元（上月净流出 0.24 亿美元）。

**EPL 框架综合看：**在外需延续韧性基础上，一揽子积极政策组合、节奏、力度均超预期，聚焦地产、股市等重点领域，统筹考虑优化营商环境，有利于提振短期市场信心，更

明确了未来一段时间政策主线，降准降息、叠加增长动能向好及明显低估值，中国资产配置价值凸显（见图表4）。

图表4：对中国资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

## 五、越南市场短期展望：工业生产和对外贸易延续强劲增长，后续降息窗口逐渐打开，越南股市短期表现可期

### （一）经济：工业生产和对外贸易延续强劲增长

加工制造业支持工业生产保持积极增长态势。2024年1-7月，越南工业生产指数同比增长8.5%（2023年同期下降0.8%）。其中，加工制造业仍是工业增长的核心，1-7月累计同比增长9.5%，为整体增长贡献8.2个百分点。进出口保持双位数增长、贸易顺差延续下降。2024年1-8月，越南货物进出口总额超5,111亿美元、同比增16.7%，实现贸易顺差190.7亿美元、同比减5.5%。其中货物出口同比增15.8%，美国仍保持越南第一大出口市场地位，同比增28.6%。

## **（二）政策：公开市场操作 OMO 利率下调 25BP，越南央行有望随美联储降息逐渐打开降息窗口**

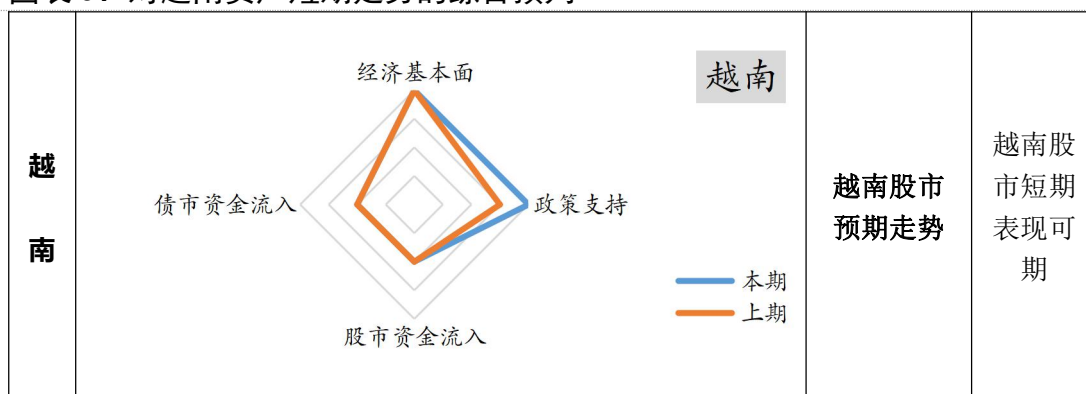
8 月 5 日，越南央行宣布公开市场操作 OMO 利率从 4.5% 下调至 4.25%（2022 年上调至 6.0%，2023 年 5 月下调至 4.5%）。不过，目前越南利率走廊继续维持在 3.0%-4.5% 区间不变。后续越南央行有望随美联储降息逐渐打开降息窗口，根据越南央行（SBV）数据，截至 8 月末该国信贷增长为 6.63%，距离年初设定的全年 15% 目标仍有距离，主因为年初信贷负增，4 月后已转正。随着美联储降息时点临近，越南盾币值走稳，越南央行可能在 2024 年末启动降息；若越南后续经济延续态势，则降息时点可能推后。

## **（三）流动性：越南股市、债市资金净流出小幅增加**

8 月配置越南股市的资金净流出 1.69 亿美元，较上月净流出幅度增加 0.04 亿美元；配置越南债市的资金净流出 103.5 万美元，上月为净流出 103.1 万美元。

EPL 框架综合看：经济偏强仍对越南股市走势提供支持，在多国央行降息背景下，越南央行后续政策路径料是吸引资金流动和股市走势的关键线索（见图表 5）。

图表 5：对越南资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强、货币政策越宽松、资金流入越多

## 六、印度市场短期展望：制造业生产增长强劲，大概率12月开启降息，大选后政府支出提速，股市料震荡走升

**（一）经济：二季度 GDP 增速略低于预期，近期制造业生产增速回升，通胀超预期反弹**

二季度 GDP 同比增速回落至 6.7%（预期：6.9%、前值：7.8%），主要受大选期间政府支出放缓、高基数效应等因素影响，其中私人消费（7.4%）仍是经济主要拉动项、政府消费增速转负（-0.2%），投资增长放缓至 7.1%，出口增速升至 8.7%。制造业生产改善，7 月工业生产指数（IIP）同比增 4.8%（预期：4.6%、前值：4.7%），其中制造业增速改善明显（6-7 月：3.2%、4.6%）。通胀仍有一定反弹压力，8 月 CPI 同比增 3.7%（预期：3.5%、前值：3.6%），伴随基数效应逐渐减弱、9 月读数仍有抬升压力。

**（二）政策：央行大概率 12 月开启降息，大选后政府支出提速**



大概率年内开启降息、12月可能性更高。央行行长表示通胀稳定在4%附近才会考虑降息，态度总体偏谨慎<sup>5</sup>。7-8月印度通胀虽维持4%以下，但部分受基数效应扰动，且核心通胀连续三个月回升，均指向降息条件尚不充足。此外，印度央行对经济前景保持乐观<sup>6</sup>，预计大概率10月维持利率不变、12月开启降息。政府资本支出在大选后提速，且后续发力空间仍大。7月政府总支出同比增速由负转正（0.1%，前值：-18.4%），其中资本支出提速显著（107.8%，前值：-66.2%）。4-7月，政府总支出13.0万亿卢比，约占年度预算目标的27.0%、低于去年同期的30.7%，反映受大选影响当前政府支出进度偏慢、后续发力空间较大，有望持续为增长提供动能。

### （三）流动性：印度股市、债市资金净流入缩量

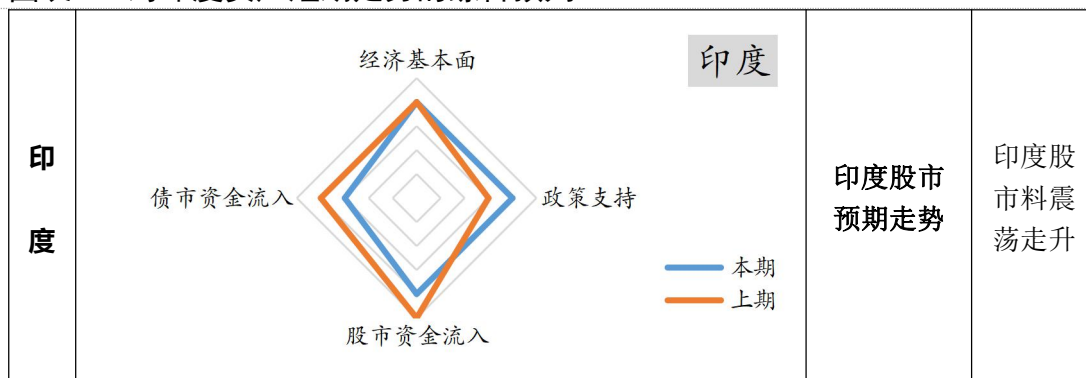
8月印度股市净流入51.1亿美元，较上月减少22.9亿美元；其中：本地注册基金净流入减少2.9亿美元，境外注册基金净流入减少20亿美元。印度债市资金净流入缩量5.5亿美元至6.6亿美元，本地注册基金净流入缩量5.1亿美元，境外注册基金净流入缩量0.3亿美元。

EPL 框架综合看：印度经济基本面仍有走强基础，后续降息路径亦是影响股市走势的重要因素（见图表6）。

<sup>5</sup> 印度央行行长达斯8月20日接受采访表示，印度通胀必须显示出稳定在央行4%目标附近的迹象，才会考虑降息。

<sup>6</sup> 印度央行行长达斯9月5日表示，尽管本财年一季度（2024年4-6月）印度经济增长放缓，但当前基本增长动能正在增强，全年仍有望实现7.2%的增长。

图表 6：对印度资产短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大表示基本面越强，货币政策越宽松，资金流入越多

## 七、大宗商品

**（一）黄金：美联储开启降息周期、地缘形势延续复杂对金价仍有支持，但政策、地缘不确定性仍大背景下波幅料加大**

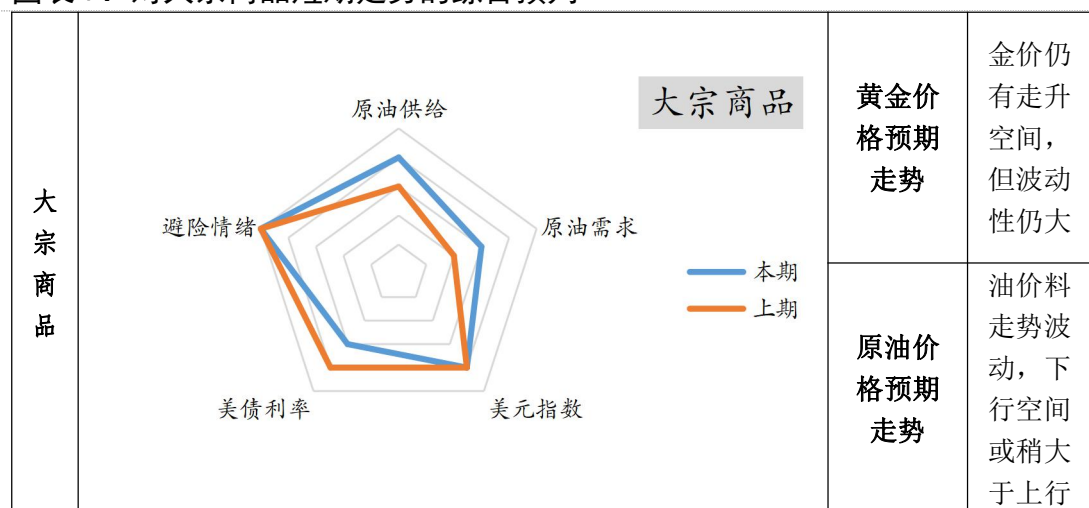
美联储超预期降息落地，金价刷新历史新高。9月上旬，金价走势震荡，进入中旬，在美联储乐观降息预期带动下，金价快速攀升，叠加中东局势复杂化，避险情绪升温，金价刷新历史新高。短期看，美联储超预期降息落地后，市场对后续美国经济放缓和终端利率走高的预期抬升，叠加中东地缘局势仍有较高不确定性，金价仍有走升空间。但美联储降息路径、地缘形势不确定性，料也加大波动性。

**（二）原油：短期油价大概率延续震荡态势，下行压力稍大于上行，需重点关注 OPEC+动态**

短期供给扰动以及市场风险情绪回升提振油价低位反弹。9月上旬，受需求疲弱的预期影响，油价延续下行，布

伦特原油最弱跌破 70 美元关口，为 2021 年 12 月初以来最低。此后，受极端天气扰动，市场对美湾地区原油供给担忧有所增加<sup>7</sup>，利比亚出口恢复受阻<sup>8</sup>，以及以色列空袭黎巴嫩令中东局势骤然升级，市场避险情绪升温，叠加美联储降息、内地出台一揽子内需支持政策提振市场需求预期，油价反弹、月度收窄跌幅。**短期看**，地缘局势前景不明、OPEC+减产挺价但具体措施仍有不确定性，利比亚央行危机签署协议、打开原油出口恢复空间，叠加传闻沙特阿拉伯计划放弃 100 美元价格目标，市场预期原油供给增加；政策提振中美印等主要经济体需求预期但市场仍期待更多积极数据，油价短期走势料延续波动，下行空间或大于上行。**后续重点关注主要消费国需求修复节奏和 OPEC+政策动态。**

图表 7：对大宗商品短期走势的综合预判



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：数字越大，表示对大宗商品价格支撑力度越大

<sup>7</sup> 9月12日，根据美国BSEE的公告，飓风弗朗辛导致美湾地区约38%的原油停产，9月18日，飓风弗朗辛的影响基本消散，美湾原油产量的下降已经减少至8%，9月25日，美国BSEE公告称，受热带风暴“海伦”影响，墨西哥湾约16%的石油生产被关闭。

<sup>8</sup> 近期，利比亚各政治派别为争夺中央银行和石油收入的控制权而陷入了权力斗争。西部政府决定撤换央行行长并组建新的央行委员会，东部政府暂停其控制下的所有石油生产和出口，要求撤回解职，并改变石油收入分配。目前利比亚就央行问题达成一致，但东部政府尚未解除对石油出口的限制。

