

宏观和大类资产配置周报

“货币+财政”政策组合拳意在稳增长

大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

- **经济数据**：9月CPI同比增长0.4%，PPI同比下降2.8%。
- **要闻**：财政部部长蓝佛安介绍，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措；央行正式决定创设“证券、基金、保险公司互换便利”；央行和财政部已就央行国债买卖建立联合工作组。

资产表现回顾

- **股债调整，期货回落**。本周沪深300指数下跌3.25%，沪深300股指期货下跌5.8%；焦煤期货本周下跌1.44%，铁矿石主力合约本周下跌2.18%；人民币理财预期收益率收于1.98%，余额宝7天年化收益率上涨4BP至1.46%；十年国债收益率上行4BP至2.14%，活跃十年国债期货本周下跌0.60%。

资产配置建议

- **大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币**。9月24日国新办会议上，央行公布的货币政策包括下调存款准备金率0.5个百分点、降低中央银行政策利率、降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展、全国首套房二套房最低首付比例统一为15%、将此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%、股票回购增持再贷款首期额度为3000亿等等；10月12日国新办会议上，财政部公布的财政政策包括较大规模增加债务额度支持地方化解隐性债务，发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具支持推动房地产市场止跌回稳，加大对重点群体的支持保障力度等等。9月26日政治局会议提出“努力完成全年经济社会发展目标任务”，考虑到上半年我国实际GDP累计同比增长5.0%，但目前万得一致预期三季度实际GDP当季同比增速或为4.5%-4.6%，因此四季度稳增长压力有所加大。我们认为在稳增长的诉求下，货币政策宽松提供了必要的流动性，财政政策宽松有助于拉动内需，短期内需要关注宏观政策组合拳落地的效果，考虑到全球主要发达经济体的货币政策已经开始进入降息周期，我国低通胀、中高速增长、宏观政策积极稳健的基本面影响下，人民币资产的风险偏好有望延续向好趋势。
- **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。

本期观点 (2024.10.15)

宏观经济	本期观点	观点变化
一个月内	= 关注“增量”政策落实情况	不变
三个月内	= 关注四季度稳增长政策出台情况和实际效果	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“增量”政策落实情况	超配
债券	- “股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	- 收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	= 关注财政增量政策落实进度	标配
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

相关研究报告

《策略周报》20241013
《中银量化大类资产周报》20241013
《中银量化多策略行业轮动周报 - 20241011》
20241013

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

目录

一周概览	4
国庆假期后人民币资产价格出现回调	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	8
大类资产表现	10
A股：权重股波动相对较小	10
债券：债市收益率仍处于偏低水平	11
大宗商品：长假之后出现调整	12
货币类：货币基金收益率中枢在2%上下波动	13
外汇：美元指数小幅上行	13
港股：资产价格波动受美联储降息预期影响	14
下周大类资产配置建议	16
风险提示：	16

图表目录

本期观点 (2024.10.15)	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	8
图表 5. 建材社会库存周度表现	8
图表 6. 北方港煤炭库存周度表现	8
图表 7. 美国 API 原油库存周度表现	8
图表 8. 美国 API 原油库存周环比变动	8
图表 9. 30 大城市商品房周成交面积表现	9
图表 10. 汽车消费周同比增速表现	9
图表 11. 汽车周消费规模表现	9
图表 12. 权益类资产节前涨跌幅	10
图表 13. 十年国债和十年国开债利率走势	11
图表 14. 信用利差和期限利差	11
图表 15. 央行公开市场操作净投放	11
图表 16. 7 天资金拆借利率	11
图表 17. 大宗商品本周表现	12
图表 18. 本周大宗商品涨跌幅 (%)	12
图表 19. 货币基金 7 天年化收益率走势	13
图表 20. 理财产品收益率曲线	13
图表 21. 人民币兑主要货币汇率波动	13
图表 22. 人民币贬值预期和美元兑人民币汇率走势	13
图表 23. 恒指走势	14
图表 24. 陆港通资金流动情况	14
图表 25. 港股行业涨跌幅	14
图表 26. 港股估值变化	14
图表 27. 本期观点 (2024.10.15)	16

一周概览

国庆假期后人民币资产价格出现回调

股债调整，期货回落。本周沪深300指数下跌3.25%，沪深300股指期货下跌5.8%；焦煤期货本周下跌1.44%，铁矿石主力合约本周下跌2.18%；人民币理财预期收益率收于1.98%，余额宝7天年化收益率上涨4BP至1.46%；十年国债收益率上行4BP至2.14%，活跃十年国债期货本周下跌0.60%。

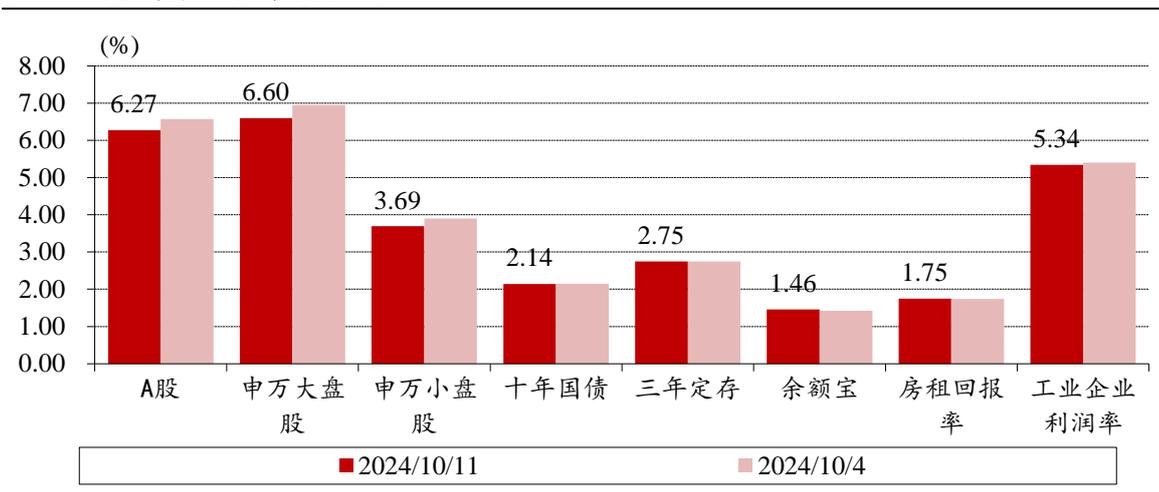
图表 1. 代表性资产一周表现和配置建议

股票	债券
沪深300 -3.25% 沪深300期货 -5.8% 本期评论：关注增量政策落实情况 配置建议：超配	10年国债到期收益率 2.14%/本周变动 +4BP 活跃10年国债期货 -0.6% 本期评论：“股债跷跷板”或将短期影响债市 配置建议：低配
大宗	保守
铁矿石期货 -2.18% 焦煤期货 -1.44% 本期评论：关注财政增量政策落实进度 配置建议：标配	余额宝 1.46%/本周变动 +4BP 人民币理财 3M 1.98%/本周变动 0BP 本期评论：收益率将在2%上下波动 配置建议：低配

资料来源：万得，中银证券

9月通胀同比增速低于万得一致预期。本周A股指数普跌，小盘股估值调整幅度超过大盘股。本周央行在公开市场净回笼1.35万亿元，资金面整体宽松，拆借资金利率较节前有所下降，周六R007利率收于1.53%，周五GC007利率收于1.90%。本周十年国债收益率收于2.14%，较上周五下降4BP。9月PMI数据显示经济出现环比回升情况，其中制造业生产指数重新回到荣枯线上方，但从通胀数据表现看，内需疲弱的特点依然延续，特别是9月PPI同比增速较8月进一步下降，生产资料价格疲弱对PPI的拖累较为明显。

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。

美国9月就业数据表现较好，市场预期美联储11月降息25BP，带动美元阶段上行。股市方面，本周A股主要指数普跌，跌幅较小的指数是沪深300(-3.25%)，领跌的指数是中小板指(-4.78%)；港股方面恒生指数下跌6.53%，恒生国企指数下跌6.57%，AH溢价指数上行9.12%收于142.75；美股方面，标普500指数本周上涨1.11%，纳斯达克上涨1.13%。债市方面，本周国内债市分化，中债总财富指数本周上涨0.25%，中债国债指数上涨0.4%，金融债指数上涨0.22%，信用债指数下跌0.02%；十年美债利率上行10BP，周五收于4.08%。万得货币基金指数本周上涨0.04%，余额宝7天年化收益率上行4BP，周五收于1.46%。期货市场方面，NYMEX原油期货上涨1.49%，收于75.49美元/桶；COMEX黄金上涨0.24%，收于2674.2美元/盎司；SHFE螺纹钢下跌0.09%，LME铜下跌1.41%，LME铝下跌0.57%；CBOT大豆下跌3.16%。美元指数上涨0.42%收于102.93。VIX指数上行至20.46。本周美元和美元风险资产价格表现相对坚挺。

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	2024/10/7 上期涨跌幅	- 本月以来	2024/10/11 今年以来
股票	000001.SH	上证综指	3,217.74	(3.56)	21.91	(3.56)	8.16
	399001.SZ	深证成指	10,060.74	(4.45)	30.40	(4.45)	5.63
	399005.SZ	中小板指	6,199.14	(4.78)	25.37	(4.78)	2.97
	399006.SZ	创业板指	2,100.87	(3.41)	41.55	(3.41)	11.08
	881001.WI	万得全A	4,742.18	(4.04)	26.30	(4.04)	3.88
	000300.SH	沪深300	3,887.17	(3.25)	25.52	(3.25)	13.29
债券	CBA00301.C	中债总财富指数	241.29	0.25	(0.79)	0.25	4.95
	CBA00603.C	中债国债	238.05	0.40	(1.17)	0.40	6.03
	CBA01203.C	中债金融债	240.07	0.22	(0.48)	0.22	4.40
	CBA02703.C	中债信用债	217.74	(0.02)	(0.35)	(0.02)	2.92
	885009.WI	货币基金指数	1,705.44	0.04	0.04	0.04	1.41
大宗商品	CL.NYM	NYMEX 原油	75.49	1.49	4.86	10.74	5.36
	GC.CMX	COMEX 黄金	2,674.20	0.24	1.02	0.56	29.08
	RB.SHF	SHFE 螺纹钢	3,468.00	(0.09)	11.18	(0.09)	(13.30)
	CA.LME	LME 铜	9,803.00	(1.41)	5.06	(0.26)	14.53
	AH.LME	LME 铝	2,638.00	(0.57)	7.18	1.01	10.65
	S.CBT	CBOT 大豆	1,005.00	(3.16)	2.54	(4.92)	(22.57)
货币	-	余额宝	1.46	4 BP	4 BP	4 BP	-83 BP
	-	银行理财 3M	1.98	-2 BP	-10 BP	0 BP	48 BP
外汇	USDX.FX	美元指数	102.93	0.42	1.75	2.15	1.53
	USDCNY.IB	人民币兑美元	7.07	(0.74)	0.56	(0.74)	0.34
	EURCNY.IB	人民币兑欧元	7.74	1.46	0.27	1.46	1.65
	JPYCNY.IB	人民币兑日元	4.75	3.52	(0.31)	3.52	5.42
港股	HSI.HI	恒生指数	21,251.98	(6.53)	24.53	0.56	24.66
	HSCEI.HI	恒生国企	7,620.74	(6.57)	27.81	1.48	32.11
	HSAHP.HI	恒生AH溢价	142.75	9.12	(13.15)	(5.61)	(3.88)
美国	SPX.GI	标普500	5,815.03	1.11	0.85	0.91	21.91
	IXIC.GI	NASDAQ	18,342.94	1.13	1.06	0.85	22.19
	UST10Y.GBM	十年美债	4.08	10 BP	25 BP	27 BP	20 BP
	VIX.GI	VIX 指数	20.46	6.51	18.95	22.30	64.34
	CRB.RB	CRB 商品指数	290.99	(0.23)	3.28	2.12	10.29

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）

2024年9月份，全国居民消费价格（CPI）同比上涨0.4%。其中，城市上涨0.4%，农村上涨0.6%；食品价格上涨3.3%，非食品价格下降0.2%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.2%。1-9月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.3%。2024年9月，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比下降2.8%，环比下降0.6%；工业生产者购进价格同比下降2.2%，环比下降0.8%。1—9月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.1%。

财政部部长蓝佛安介绍，将在近期陆续推出一揽子有针对性的增量政策举措，其中主要包括：加力支持地方化解政府债务风险，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务；叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳；发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本；加大对重点群体的支持保障力度。蓝佛安强调，已宣布的政策是已经进入决策程序的，还有更多政策正在研究中，比如中央政府在提升举债和赤字还有较大空间。另外，已初步形成深化财税体制改革的实施方案，拟在今明两年集中推出一批改革举措。

我国首个支持资本市场的货币政策工具落地。央行正式决定创设“证券、基金、保险公司互换便利”，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从央行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。即日起，接受符合条件的证券、基金、保险公司申报。

央行和财政部已就央行国债买卖建立联合工作组，并于近日召开工作组首次正式会议，确立了工作组运行机制。会议认为，央行国债买卖是丰富货币政策工具箱、加强流动性管理的重要手段。下一步，两部门将统筹发展和安全，继续加强政策协同，不断优化相关制度安排，在规范中维护债券市场平稳发展，为央行国债买卖操作提供适宜的市场环境。

期货市场迎来重磅综合性文件。证监会等七个部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》发布，系统全面部署8个方面17项政策措施。《意见》提出，要加强对各类交易行为的穿透式监管，研究对交易行为趋同账户实施有效监管；强化高频交易全过程监管，取消对高频交易的手续费减收。坚决抑制过度投机炒作，严防企业违规使用信贷资金从事大宗商品期货投机交易；从严查处操纵市场、内幕交易等违法违规行为，从严从快查办期货市场大要案件。丰富股指期货期权交易品种，稳妥有序推动商业银行参与国债期货交易试点，研究股指期货、国债期货纳入特定品种对外开放。

央行、金融监管总局等四部门联合发文，提出19项重点举措支持美丽中国建设，并重点支持美丽中国先行区建设、重点行业绿色低碳发展、深入推进污染防治攻坚、生态保护修复四大领域。文件提出，完善结构性货币政策工具，研究扩大碳减排支持工具支持范围，增设再贷款规模。稳步扩大全国碳排放权交易市场行业覆盖范围，逐步丰富交易品种、交易主体和交易方式。

金融监管总局发布《银团贷款业务管理办法》，从筹组模式、分销比例和二级市场转让等方面对银行开展银团贷款业务的要求进行了优化。其中，将单家银行担任牵头行时承贷份额和分销份额的原则下限分别由20%、50%调整为15%、30%，并增加对设置副牵头行、联合牵头行时的承贷份额要求。

存量房贷京沪深外统一降至LPR-30BP。工行、农行、中行、交行、建行等国有五大行及招行、浦发银行、浙商银行、兴业银行等多家银行发布存量房贷利率调整常见问答，明确除北京、上海、深圳二套房贷外，当前房贷利率高于LPR-30BP的，将统一调整为LPR-30BP。其中，工行确定在10月25日统一调整，其他银行在10月31日前完成调整。

国有六大行及招行、浦发、中信、光大、民生、广发、平安等多家股份行、城商行集体发布公告，将于10月25日起对存量个人房贷利率进行批量调整。除贷款在北京、上海、深圳等地区且为二套房贷款的情形外，其他符合条件的房贷利率都将调整为LPR-30BP。除部分情况需要借款人主动提出申请外，符合条件的借款人无需提出申请或提供材料。

民营经济促进法草案向社会公开征求意见。这是我国第一部专门关于民营经济发展的基础性法律。草案明确，支持民营经济组织参与国家重大战略和重大工程，参与国家科技攻关。禁止利用行政、刑事手段违法干预经济纠纷。规范异地执法行为。

“公共数据资源开发利用”顶层设计出炉！中共中央办公厅、国务院办公厅正式印发《关于加快公共数据资源开发利用的意见》，提出两个阶段的目标：到2025年，公共数据资源开发利用制度规则初步建立；到2030年，公共数据资源开发利用制度规则更加成熟，资源开发利用体系全面建成。

中国-东盟自贸区 3.0 版谈判实质性结束，双方在 9 个领域取得丰硕成果，全面拓展数字经济、绿色经济、供应链互联互通等新兴领域互利合作，加强标准和规制领域互融互通，促进贸易便利化及包容发展。双方确认将加快完成法律审核、国内程序等工作，推动 2025 年签署升级议定书。

国务院同意自即日起 2 年内，在厦门市暂时调整实施《诉讼费用交纳办法》、《广播电视管理条例》的有关规定，支持厦门开展综合改革试点。

据文化和旅游部数据中心测算，今年国庆假期，国内出游 7.65 亿人次，同比增长 5.9%；国内游客出游总花费 7008.17 亿元，同比增长 6.3%。国家移民管理局数据显示，共计 1309.8 万人次出入境，同比增长 25.8%。国家税务总局发布增值税发票数据显示，国庆假期，消费相关行业日均销售收入同比增长 25.1%。其中，全国二手车销量同比增长 65.9%，汽车新车销量同比增长 11.7%，其中新能源车同比增长 45.8%。家用电器和音像器材同比增长 149.1%。据交通运输部，国庆假期全社会跨区域人员流动量 20.03 亿人次，日均 28618.7 万人次，同比增长 3.9%。铁路客运日均 1875 万人次，同比增长 6.3%。民航客运日均 229.9 万人次，同比增长 11.1%。

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 0.67 和 1.78 个百分点；建材社会库存下降幅度有所减缓，较前一周变动-17.10 万吨。10 月 9 日当周，各地区石油沥青装置开工率环比上周波动分化较大，华南、华北和东北地区开工率较前一周上升，华东和西北地区开工率较前一周下降。其中一定程度上存在长假效应等因素影响。

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（%）	42.32	0.67	0.33
	线材：主要钢厂开工率（%）	49.43	1.78	1.18
石油沥青装置	开工率：华东地区	0.00	(31.50)	(32.80)
	开工率：华北地区	36.80	0.80	(1.40)
	开工率：华南地区	22.90	3.00	(1.30)
	开工率：东北地区	17.20	1.70	(1.70)
	开工率：西北地区	30.70	(10.00)	9.80

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 0.14%。原油库存方面，10 月 4 日当周，美国 API 原油库存上升，周环比上升 1095.8 万桶。

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



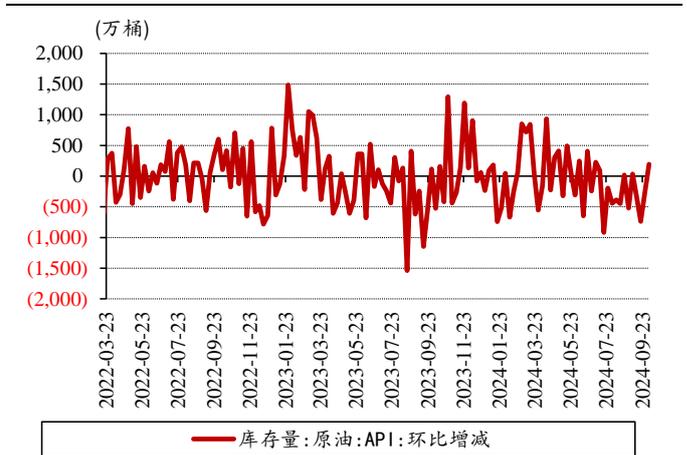
资料来源：同花顺，中银证券

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

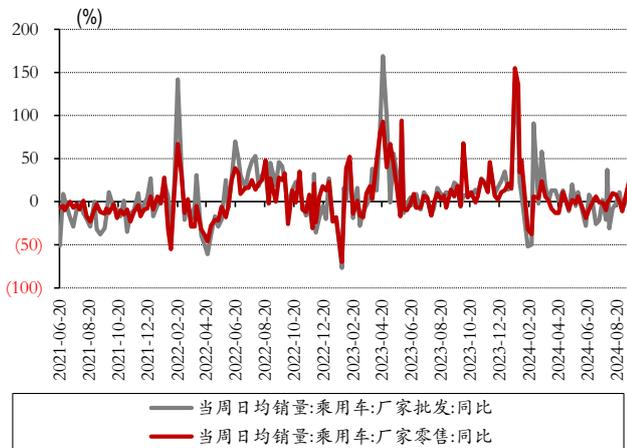


资料来源: 万得, 中银证券

商品房成交出现企稳趋势。10月13日当周, 30大城市商品房成交面积上升, 单周成交面积环比变动84.31万平方米。30大中城市商品房成交面积自7月以来出现持续下降的趋势, 但国庆长假前后出现企稳迹象, 考虑到长假前后货币政策和财政政策都出现了针对房地产行业的政策放松情况, 后续房地产成交情况有望止跌企稳。

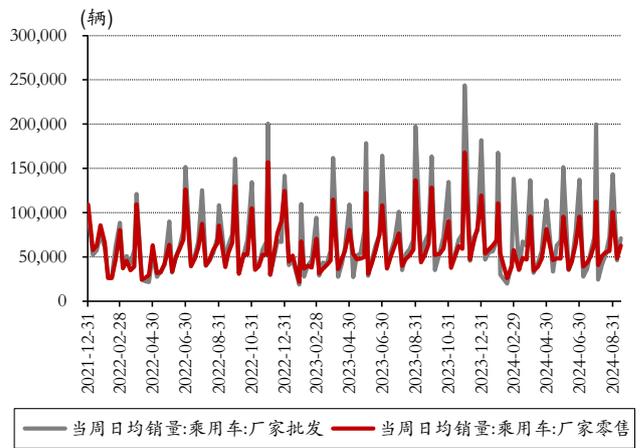
汽车方面, 9月30日当周, 国内乘用车批发、零售销量单周同比增速分别为-4.00%和-8.00%。维持看好在“以旧换新”等政策支持下, 年内汽车销量或保持较好增速。

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：权重股波动相对较小

A 股长假前后波动加大。本周市场指数普跌，跌幅较小的指数包括上证 180(-2.62%)、上证 50(-2.72%)、沪深 300(-3.25%)，领跌的指数包括上证 380(-5.19%)、上证红利(-5.17%)、中证 1000(-5.12%)。行业方面普跌，跌幅较小的行业有电子元器件(-0.57%)、银行(-0.63%)、非银行金融(-0.81%)，领跌的行业有餐饮旅游(-8.7%)、传媒(-8.39%)、房地产(-8.26%)。本周房地产行业调整幅度相对较大，关注 A 股市场外资流动的情况。

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 180	(2.62)	电子元器件	(0.57)	芯片国产化指数	1.48
上证 50	(2.72)	银行	(0.63)	海绵城市指数	0.26
沪深 300	(3.25)	非银行金融	(0.81)	区块链指数	0.09
中证 1000	(5.12)	房地产	(8.26)	文化传媒概念指数	(7.77)
上证红利	(5.17)	传媒	(8.39)	网络游戏指数	(8.07)
上证 380	(5.19)	餐饮旅游	(8.70)	电子竞技指数	(8.88)

资料来源：万得，中银证券

A 股一周要闻（新闻来源：万得）

航空 | 民航局：将尽快印发《民航推进通用航空和低空经济发展实施方案》并抓好落实，进一步加强适航审定体系和能力建设、完善基础设施建设标准、推进低空飞行服务保障体系建设、规范市场管理。

地产 | 工行、农行、中行、交行、建行等国有五大行及招行、浦发银行、浙商银行、兴业银行等多家银行发布存量房贷利率调整常见问答，明确除北京、上海、深圳二套房贷外，当前房贷利率高于 LPR-30BP 的，将统一调整为 LPR-30BP。

新能源 | 国家能源局要求加大开发建设力度，进一步落实好风电光伏大基地项目，输电通道及电网接入能力等硬任务建设，补齐制约新能源发展面临的短板。

快递 | 截至 9 月底，全国快递业务收入已突破 1 万亿元。自 2021 年首次超过 1 万亿元以来，我国快递年业务收入保持快速增长态势，突破万亿元的用时逐年缩短，今年比去年提前近一个半月。

地产 | 中指研究院最新数据显示，多数城市调研新房项目国庆假期平均认购量超过 9 月全月。一线城市中，广州、深圳监测项目假期平均认购量达 9 月全月 2 倍水平，北京、上海超过 9 月全月认购量。

华为产业链 | 华为原生鸿蒙操作系统——HarmonyOS Next 正式开启公测，从此智能手机操作系统开始“三分天下”。腾讯方面宣布，微信鸿蒙原生版同步开始邀请内测。支付宝宣布，支付宝鸿蒙版已于 10 月 8 日在鸿蒙应用市场上线。

券商 | 国庆假期港股持续上涨，其中券商行业大涨超过 40% 位居行业涨幅榜首位。

消费 | 美国发布的数据显示，“十一”假期，全国生活服务到店消费规模同比增长 41.2%，上海、北京、成都、深圳、重庆消费规模位居全国前五。其中，游客日均消费规模较上年假期同比增长 69.6%。

债券：债市收益率仍处于偏低水平

本周信用利差和期限利差都出现较明显下行。十年期国债收益率周六收于 2.14%，本周上行 4BP，十年国开债收益率周六收于 2.23%，较上周五下行 2BP。本周期限利差下行 6BP 至 0.73%，信用利差下行 15BP 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

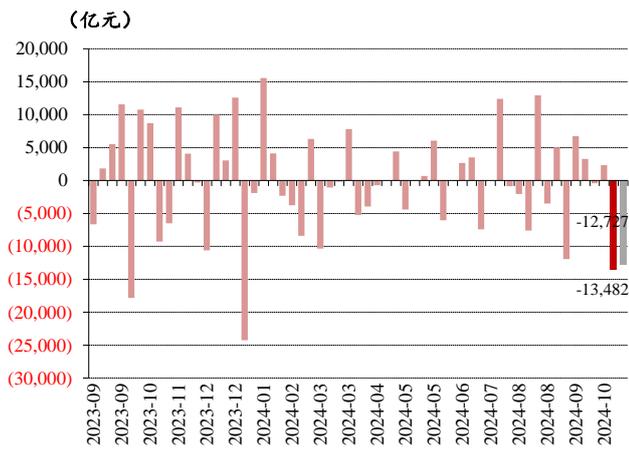
图表 14. 信用利差和期限利差



资料来源：万得，中银证券

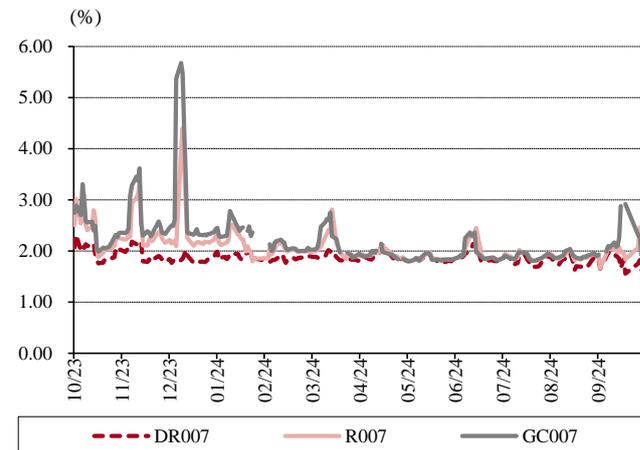
债券市场短期或以波动为主。从利率水平看，周六 R007 收于 1.53%，周五 GC007 收于 1.90%。本周央行在公开市场净回笼 1.35 万亿元，拆借利率在长假之后波动下降。短期内影响债券的因素相对较多，包括但不限于央行降准、降息、创设 SFISF，财政部拟加大化债力度、增加赤字规模等，我们预计对货币政策和债券市场来说，供给和需求两端都会出现较明显的波动，进而可能放大拆借利率和债券收益率的波动。

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)

财政部拟 10 月 11 日第一次续发行 500 亿元 30 年期超长期特别国债，票面利率为 2.19%。财政部拟 10 月 14 日第一次续发行 1150 亿元 2 年期记账式付息国债，发行 1040 亿元 5 年期记账式付息国债。

大宗商品：长假之后出现调整

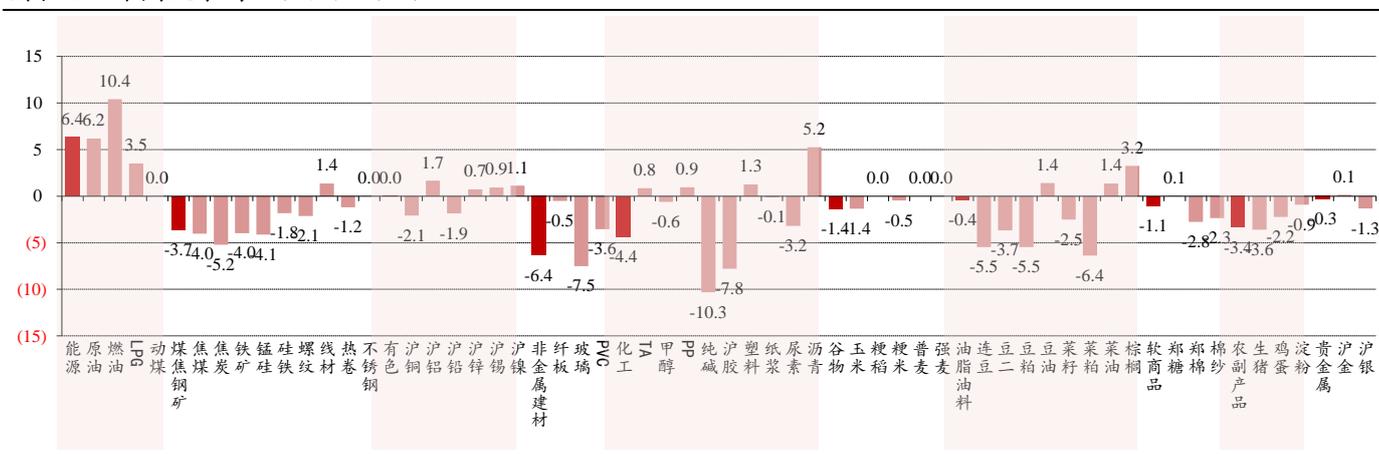
长假前后大宗商品市场波动放大。本周商品期货指数下跌 2.52%。从各类商品期货指数来看，上涨的有能源（6.36%）、有色金属（0.05%），下跌的有贵金属（-0.34%）、油脂油料（-0.39%）、谷物（-1.35%）、煤焦钢矿（-3.65%）、化工（-4.39%）、非金属建材（-6.36%）。各期货品种中，本周涨幅较大的大宗商品有燃油（10.41%）、原油（6.17%）、沥青（5.24%），跌幅靠前的则有纯碱（-10.33%）、沪胶（-7.79%）、玻璃（-7.52%）。我们预计周六的财政政策或将一定程度上提振后续大宗商品价格。

图表 17. 大宗商品本周表现

商品 -2.52%	能源 +6.36%	煤焦钢矿 -3.65%
有色金属 +0.05%	非金属建材 -6.36%	化工 -4.39%
谷物 -1.35%	油脂油料 -0.39%	贵金属 -0.34%

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 短期能源展望报告预计，2024 年布伦特价格为 81 美元/桶，此前预期为 83 美元/桶；2025 年布伦特价格为 78 美元/桶，此前预期为 84 美元/桶；2024 年 WTI 原油价格为 77 美元/桶，此前预期为 79 美元/桶；2025 年 WTI 原油价格为 73 美元/桶，此前预期为 80 美元/桶。

EIA 报告显示，上周美国原油库存增加 581 万桶，原油出口减少 8.4 万桶/日至 379.4 万桶/日，原油产量增加 10 万桶至 1340 万桶/日；战略石油储备（SPR）增加 40 万桶至 3.829 亿桶。

美国至 10 月 4 日当周 EIA 天然气库存增加 820 亿立方英尺，预期增加 710 亿立方英尺，前值增加 550 亿立方英尺。

俄罗斯副总理诺瓦克称，俄罗斯不打算再次禁止柴油出口。目前正在讨论欧佩克+协议的变化，欧佩克+稍后将决定 12 月 1 日的峰会形式。

国家发改委宣布，自 10 月 10 日 24 时起，汽、柴油零售限价每吨分别上调 140、135 元，折升价 92# 汽油、95# 汽油、0# 柴油分别上调 0.11 元、0.12 元、0.11 元。

俄罗斯宣布将小麦出口税上调 41%，从之前的每吨 1328.3 卢布上调至每吨 1872 卢布，自 10 月 16 日生效。

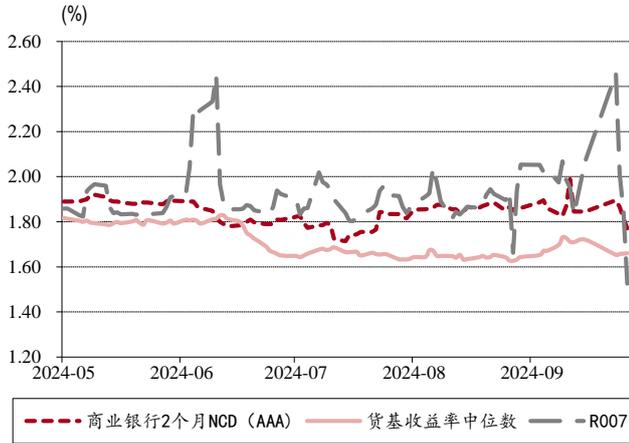
据世界黄金协会，8 月全球央行黄金净购买量约 8 吨。仅有 4 家央行增储黄金，分别是波兰、捷克、土耳其和印度的央行。土耳其央行今年累计净增黄金 52 吨，成为最大的官方黄金净买家。

中国 9 月黄金储备报 7280 万盎司（约 2264.33 吨），与 8 月持平，连续 5 个月保持不变。

货币类：货币基金收益率中枢在 2% 上下波动

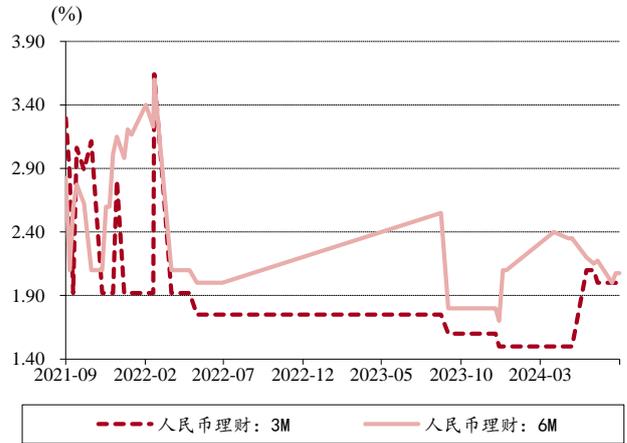
货币基金收益率延续偏弱的特点。本周余额宝 7 天年化收益率上行 4BP，周五收于 1.46%；人民币 6 个月理财产品预期年化收益率收于 2.08%。本周万得货币基金指数上涨 0.04%，货币基金 7 天年化收益率中位数周五收于 1.66%。

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

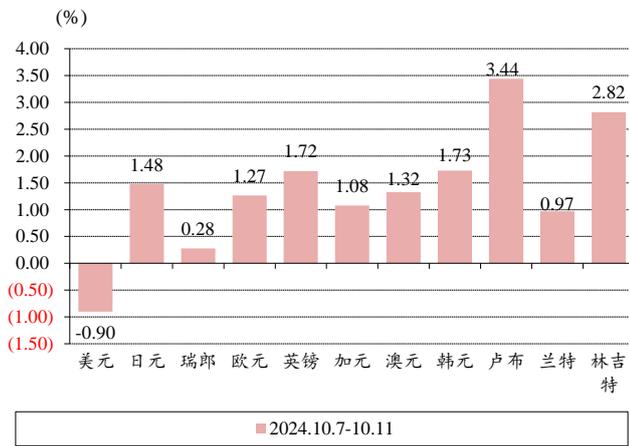


资料来源：万得，中银证券

外汇：美元指数小幅上行

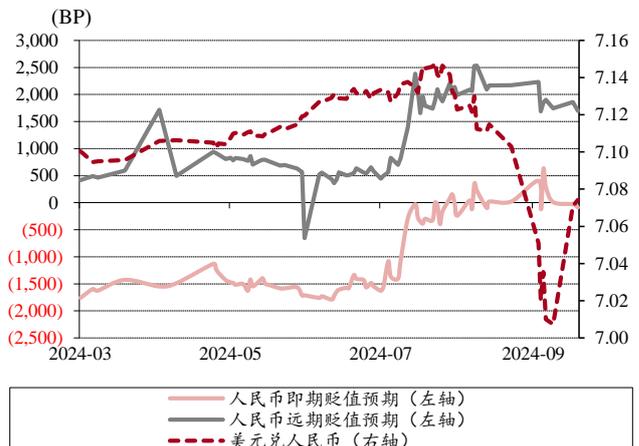
人民币兑美元中间价本周上行 630BP，至 7.0731。本周人民币对卢布(3.44%)、林吉特(2.82%)、韩元(1.73%)、英镑(1.72%)、日元(1.48%)、澳元(1.32%)、欧元(1.27%)、加元(1.08%)、兰特(0.97%)、瑞郎(0.28%) 升值，对美元(-0.9%) 贬值。美国 9 月就业好于预期，带动美元指数走强。

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)

国家外汇管理局：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%。

商务部发布数据显示，1-8 月，我国服务进出口总额 48865.6 亿元，同比增长 14.3%。其中，出口 20058.4 亿元，增长 13.3%；进口 28807.2 亿元，增长 15.1%；服务贸易逆差 8748.8 亿元。

中国人民银行近日发布的报告显示，截至 2024 年 8 月末，中国人民银行共与 42 个国家和地区的中央银行或货币当局签署过双边本币互换协议，其中有效协议 29 份，互换规模超过 4.1 万亿元人民币。

港股：资产价格波动受美联储降息预期影响

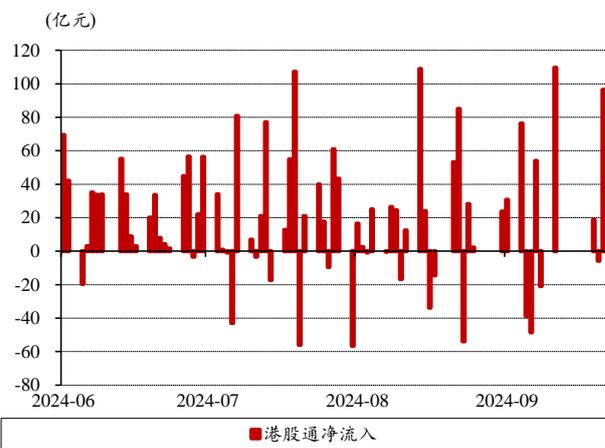
基于美国9月非农就业好于预期，市场预计美联储11月大概率降息25BP。行业方面本周跌幅较小的有电讯业(-0.97%)、公用事业(-4.16%)、综合企业(-4.22%)，跌幅靠前的有地产建筑业(-10.07%)、医疗保健业(-8.36%)、工业(-7.97%)。本周南下资金总量198.03亿元。

图表 23. 恒指走势



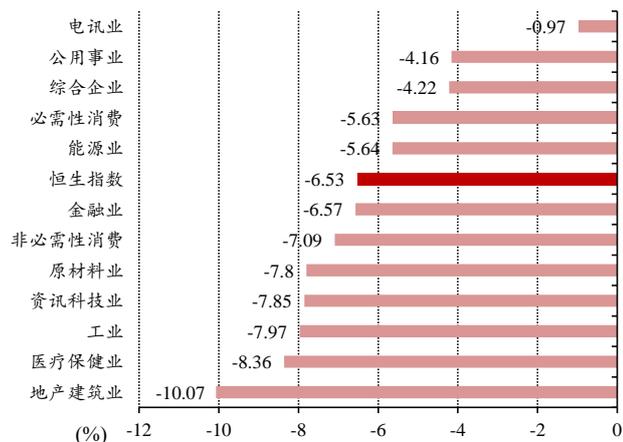
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 陆港通资金流动情况



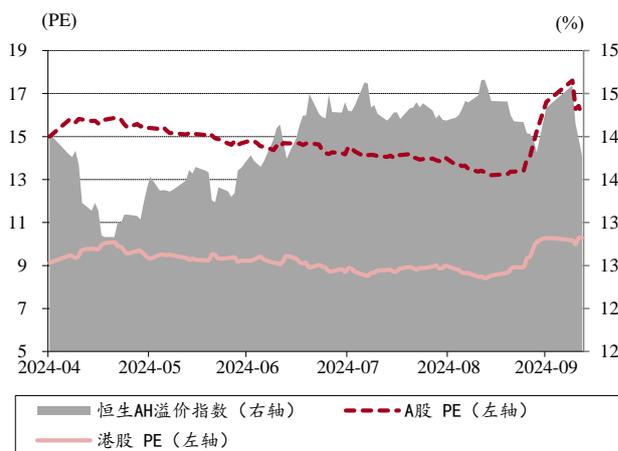
资料来源：万得，中银证券

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9月会议纪要显示，绝大多数成员支持将利率下调50个基点；部分与会者指出，在7月份的会议上，有合理的理由进行25个基点的降息。部分与会者表示，他们更倾向于在九月份的会议上降息25个基点，另有少数与会者表示他们可能会支持这一举措。所有官员均支持在九月份会议上降息；降息50个基点，预计将使利率与经济“更好地保持一致”。部分与会者表示，降息25个基点可能意味着更可预测的正常化路径。官员们一致认为，会议通过的更大幅度的降息不应被视为对经济前景感到担忧的信号，也不应被视为美联储准备迅速降息的信号。

纽约联储主席威廉姆斯表示，尽管存在小波折，美国通胀下行的整体趋势仍相当稳固。预计经济将允许美联储进一步降息。里士满联储主席巴尔金表示，通胀率正在向着正确的方向变化。芝加哥联储主席Goolsbee表示，最新通胀数据基本符合预期。

欧洲央行会议纪要显示，欧洲央行决策者在上月会议上似乎对通胀下降感到满意，但鉴于仍然面临压力，他们主张逐步放松政策。纪要显示，欧洲央行对增长前景的担忧加剧，同时对通胀在明年回归2%的目标更具信心。

澳洲联储会议纪要：当前的现金利率在通胀和劳动力市场风险之间达到了最佳平衡；考虑到经济前景的不确定性，降息、维持利率不变和加息的情景均在可想范围之内。

新西兰联储将基准利率下调 50 个基点至 4.75%，符合市场预期，为连续第二次降息。新西兰联储指出，通胀处于 1% 至 3% 目标区间，并趋于向 2% 的中点靠近。

印度央行维持基准利率在 6.5% 不变，符合市场预期。同时，印度央行将政策立场调整为“中性”，为下一步可能的降息打开大门。

韩国央行宣布下调基准利率 25 个基点至 3.25%，为 38 个月来首次放宽货币政策。韩国央行指出，通胀已显示出明显的稳定趋势，而国内需求则复苏缓慢。

美国 9 月 CPI 涨幅超预期，通胀下降进程停滞。美国劳工部公布数据显示，美国 9 月 CPI 同比上涨 2.4%，较前值 2.5% 有所放缓，为 2021 年 2 月以来最低水平，但超出预期值 2.3%。核心 CPI 同比上涨 3.3%，为 6 月以来新高，预期为持平于 3.2%。9 月 CPI 环比上涨 0.2%，核心 CPI 环比上涨 0.3%，均超出市场预期。交易员押注，美联储 11 月降息 25 基点的可能性高于 80%。

美国上周初请失业金人数大幅增加 3.3 万人 25.8 万人，远高于预期的 23 万人，创 2023 年 8 月初以来的最高。前一周续请失业金人数增加 4.2 万人，达到 186.1 万人。

美国 8 月批发销售环比降 0.1%，预期升 0.5%，前值升 1.1%；批发库存终值环比升 0.1%，预期升 0.2%，初值升 0.2%，7 月终值升 0.2%。

美国 9 月 PPI 同比升 1.8%，预期升 1.6%，前值上修为 1.9%；环比持平，预期升 0.1%，前值升 0.2%。核心 PPI 同比升 2.8%，预期升 2.7%，前值上修为 2.6%；环比升 0.2%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。

美国 8 月贸易逆差缩窄至 704 亿美元，为 5 个月以来最低水平。8 月出口额增长 2%，为 2 月以来最大增幅，而进口额则下降 0.9%。经通胀调整后，8 月商品贸易逆差收窄至 886 亿美元，为 2 月以来最小逆差。

日本 8 月出口额增长 6.2% 至 8.39 万亿日元，进口额增加 1.3% 至 8.77 万亿日元，贸易逆差 3779 亿日元。受益于巨额海外投资收益，当月经常项目顺差同比大增 65.8% 至 3.8 万亿日元，创有可比统计以来单月新高。

日本第二及第三季度约有 4990 家公司破产，较前一年增加 18.6%，企业破产数量创下 2013 年以来最高水平，企业越来越多地受到成本上升的冲击。

德国政府发布最新经济预测，预计今年德国 GDP 将萎缩 0.2%，这意味着该国经济可能连续第二年萎缩。而德国政府今年 4 月的预测为增长 0.3%。

日本首相石破茂宣布解散众议院，距离其就任日本首相仅过去 8 天，创下二战后的“最快纪录”。日本政府决定，本月 15 日发布下届众议院的选举公示，27 日举行众议院选举投票。

日本央行季度地区报告上调日本 9 个地区中 2 个地区评估，维持 7 个地区的评估不变；日本各地区经济温和复苏，呈现回暖或适度回升的趋势；许多地区的企业表示，由于结构性劳动力短缺，必须继续提高工资；许多地区表示价格涨势正在扩大。

时隔 24 年美国科技巨头分拆案再现！美国司法部公布一项文件，提议对谷歌实施一系列制裁，以确保其不再垄断搜索引擎市场。这些提议包括可能终止谷歌与苹果和三星等公司签订的独家协议，并禁止某些类型的数据跟踪；可能要求强制谷歌母公司 Alphabet 剥离部分业务，如 Chrome、安卓操作系统和 AdWords 广告平台。谷歌回应称，上述提议非常激进，且远远超出了搜索垄断诉讼一案的具体法律问题。

伯克希尔哈撒韦发行 2818 亿日元债券，为其 2019 年以来最大的一笔日元债券交易。

下周大类资产配置建议

9月通胀增速偏弱。2024年9月份，全国居民消费价格(CPI)同比上涨0.4%。其中，城市上涨0.4%，农村上涨0.6%；食品价格上涨3.3%，非食品价格下降0.2%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.2%。1-9月平均，全国居民消费价格比上年同期上涨0.3%。2024年9月，全国工业生产者出厂价格(PPI)同比下降2.8%，环比下降0.6%；工业生产者购进价格同比下降2.2%，环比下降0.8%。1-9月平均，工业生产者出厂价格比上年同期下降2.0%，工业生产者购进价格下降2.1%。9月通胀同比增速低于市场预期，主要原因还是内需疲弱；CPI同比增速较8月回落，食品是主要支撑项，服务价格和能源价格表现疲弱，关注核心CPI同比增速偏弱的情况；PPI同比增速继续走低，在生产资料价格影响下，PPI环比连续四个月负增长；9月下旬以来，以货币政策和财政政策为代表的稳增长组合拳加大出台力度，等待稳增长的政策对内需产生积极影响。

美国9月经济数据波动，就业好转、通胀强劲，市场因此调整对美联储年内降息幅度的预期。美联储9月会议纪要显示，9月降息幅度在美联储官员之间存在分歧。绝大多数成员支持将利率下调50个基点，部分与会者表示，他们更倾向于在九月份的会议上降息25个基点；所有官员均支持在九月份会议上降息。官员们一致认为，会议通过的更大幅度的降息不应被视为对经济前景感到担忧的信号，也不应被视为美联储准备迅速降息的信号。但近期美国经济数据出现波动，首先是9月非农就业数据表现好于预期；其次是美国9月CPI同比上涨2.4%，较前值2.5%有所放缓，但超出预期值2.3%，核心CPI同比上涨3.3%，为6月以来新高，预期为持平于3.2%；再者美国上周初请失业金人数大幅增加3.3万人至25.8万人，远高于预期的23万人，创2023年8月初以来的最高。目前市场的一致预期认为美联储在11月降息25BP是较大概率事件。受降息幅度预期调整影响，近期美元指数回升至102上方。

“货币+财政”政策组合拳意在稳增长。9月24日国新办会议上，央行公布的货币政策包括下调存款准备金率0.5个百分点、降低中央银行政策利率、降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展、全国首套房二套房最低首付比例统一为15%、将此前创设的3000亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由60%提高至100%、股票回购增持再贷款首期额度为3000亿等等；10月12日国新办会议上，财政部公布的财政政策包括较大规模增加债务额度支持地方化解隐性债务，发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具支持推动房地产市场止跌回稳，加大对重点群体的支持保障力度等等。9月26日政治局会议提出“努力完成全年经济社会发展目标任务”，考虑到上半年我国实际GDP累计同比增长5.0%，但目前万得一致预期三季度实际GDP当季同比增速或为4.5%-4.6%，因此四季度稳增长压力有所加大。我们认为在稳增长的诉求下，货币政策宽松提供了必要的流动性，财政政策宽松有助于拉动内需，短期内需要关注宏观政策组合拳落地的效果，考虑到全球主要发达经济体的货币政策已经开始进入降息周期，我国低通胀、中高速增长、宏观政策积极稳健的基本面影响下，人民币资产的风险偏好有望延续向好趋势。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>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 (2024.10.15)

宏观经济		本期观点	观点变化
一个月内	=	关注“增量”政策落实情况	不变
三个月内	=	关注四季度稳增长政策出台情况和实际效果	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“增量”政策落实情况	超配
债券	-	“股债跷跷板”或将短期影响债市	低配
货币	-	收益率将在2%上下波动	低配
大宗商品	=	关注财政增量政策落实进度	标配
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内容予任何其他人，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