

# 政策与大类资产配置周观察

证券研究报告

2024年09月25日

## 海外转向后政策空间进一步打开

作者

吴开达 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110524030001  
wukaida@tfzq.com叶慧超 联系人  
yehuichao@tfzq.com

相关报告

- 《投资策略: A股策略周报-财政收支降速, 静待重要会议》 2024-09-22
- 《投资策略: 两只 REITs 上市, 发改委再提常态化发行-周观 REITs》 2024-09-22
- 《投资策略: 海外与大类周报-赛点 2.0, 恒生先行》 2024-09-20

### 海内外政策要闻

**国常会再度研究创业投资发展。**9月18日李强总理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。要夯实创业投资健康发展的制度基础, 落实资本市场改革重点举措, 健全资本市场功能, 进一步激发创业投资市场活力。

**美联储时隔四年多首次启动降息。**美国联邦储备委员会当地时间18日宣布, 将联邦基金利率目标区间下调50个基点, 降至4.75%至5.00%之间的水平。这是美联储自2020年3月以来的首次降息, 也标志着由货币政策紧缩周期向宽松周期的转向。另外点阵图显示, 19名联邦公开市场委员会成员预计, 到今年年底, 基准联邦基金利率将保持在4.4%。

### 国内外政策导向分析

**上周(9.16-9.20)海外政策聚焦美联储降息50bp, 正式启动宽松周期, 特朗普遭遇党内信任危机, 与哈里斯民调差距有所拉大, 另外疑似遭遇二度暗杀未遂。**9月FOMC会议降息50bp, 点阵图显示今年还有50bp下降空间, 预计11月和12月各降25bp。

**上周(9.16-9.20)国内政策主要聚焦国常会再度研究鼓励创投方面细化政策落地, 要求夯实创业投资健康发展的制度基础。**另外渐进式延迟法定退休年龄工作针对扩大青年人就业、保障劳动者权益、加大托育服务等延迟退休直接涉及的民生问题作了部署。货币政策方面, 央行上海总部数据显示境外机构持续增持人民币债券; 资本市场方面, 证监会进一步完善证券公司风险控制指标体系; 产业方面, 发改委表示适时推出一批操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措。

**1、权益:** A股方面, 由于中秋假期上周仅有三个交易日, 三大指数同步上涨1%以上, 其中沪深300反弹1.32%。**政策影响:** 中美经济工作组第五次会议加强双方战略沟通; 证监会进一步完善券商风险指标管理体系。

**2、固收:** 上周央行持续释放流动性, 当周净投放资金达到1882亿元。但8月底央行超预期现券买断和国债买卖效果回落明显, 上周DR007逐步回升, 9月19日达到近2%的近期高点。**政策影响:** 8月财政收支差扩大加剧增量政策预期; 境外机构持续增持银行间债券, 外资配置人民币资产意愿保持稳定。

**3、大宗商品:** 有色金属明显反弹; 能化小幅上涨; 贵金属再创新高; 黑色金属低位回调; 前期高温依旧拖累猪肉价格。**政策影响:** 8月规模以上能源生产稳步增长; 印度预算案改革促使黄金ETF净流入明显; 发改委表示四方面加速低碳转型; 双节线下消费复苏情况是近期农产品主导因素。

**4、外汇:** 上周美元指数由受美联储降息50bp影响, 周三后回落至100点左右。人民币上周反弹力度再度延续, 离岸汇率上周接近7.0大关。**政策影响:** 美联储正式开启降息周期; 海外央行步调尚未完全一致; 8月人民币支付占比略微下调; 人民币升值预期下8月结售汇差额明显收窄。

### 大类资产轮动展望

短期来看, **权益赛点 2.0 临近**, 重视黄金, 利率债风险上升; 长期来看, 具备垄断性、稀缺性的高股息资产有望获得价值重估, 长期风格切换需耐心等待更多右侧信号, 仍需**“保持耐心”**, 目前海外政策转向下宽松空间已经打开, 等待后续政策全面发力、美国大选不确定性消散后新周期开启。

**风险提示:** 全球货币宽松不及预期; 政策落地不及预期; 地缘政治冲突升级; 美国大选不确定性增加。

## 内容目录

1. 海内外政策要闻.....	4
1.1. 国内政策要闻.....	4
1.2. 海外政策要闻.....	5
1.3. 政策导向分析.....	7
2. 权益市场分析.....	8
2.1. 市场回顾.....	8
2.2. 政策影响分析.....	8
3. 固收市场分析.....	11
3.1. 市场回顾.....	11
3.2. 政策影响分析.....	11
4. 大宗商品市场分析.....	13
4.1. 市场回顾.....	13
4.1.1. 有色金属.....	13
4.1.2. 原油能化.....	13
4.1.3. 贵金属.....	13
4.1.4. 黑色金属.....	13
4.1.5. 农产品.....	13
4.2. 产业政策影响分析.....	15
4.2.1. 有色金属.....	15
4.2.2. 原油能化.....	15
4.2.3. 贵金属.....	16
4.2.4. 黑色金属.....	16
4.2.5. 农产品.....	17
5. 外汇市场分析.....	17
5.1. 市场回顾.....	17
5.2. 汇率政策影响分析.....	17
6. 大类资产轮动展望.....	20
7. 本周大事前瞻.....	20
8. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1: 中国创业投资资本总额 (亿元).....	6
图 2: 9 月 FOMC 会议降息 50bp (%).....	6
图 3: 哈里斯领先程度持续扩大 (%).....	7
图 4: 主要指数表现 (点).....	9
图 5: 主要指数表现 (点).....	9
图 6: 主要股指换手率 (%).....	9
图 7: 沪深两市市盈率 (倍).....	9

图 8: 南向资金变化 (亿元)	10
图 9: 港交所主要指数市盈率 (倍)	10
图 10: 恒生 AH 溢价 (点)	10
图 11: 股指期货走势 (点)	10
图 12: 主要美股波动率 (%)	10
图 13: 主要美股走势 (点)	10
图 14: 境外机构持有人民币债券 (亿元)	11
图 15: 8 月财政收支差扩大 (%)	12
图 16: 卖地收入依旧下行 (%)	12
图 17: 美国国债收益率变化 (%)	12
图 18: TIPS 通胀预期 (%)	12
图 19: 中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)	12
图 20: 中资美元债指数 (点)	12
图 21: 联邦基金利率溢价 (%)	13
图 22: 美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准)	13
图 23: RJ/CBR 指数 (点)	14
图 24: LME 铜价逆势反弹 (美元/吨)	14
图 25: 原油价格延续回落 (美元/桶)	14
图 26: EIA 库存有所回落 (千桶)	14
图 27: 金价再创历史新高 (美元/盎司)	14
图 28: 贵金属期货同步走强 (美元/盎司)	14
图 29: 金银比再度回落 (美元/盎司, 点)	15
图 30: 黄金 ETF 波动率小幅回落 (点)	15
图 31: 螺纹钢低位震荡 (元/吨)	15
图 32: 生猪价格维持震荡 (元/吨, 元/公斤)	15
图 33: 美元指数 (点)	18
图 34: 三大人民币汇率指数 (点)	18
图 35: 在岸-离岸利差 (点)	18
图 36: 离岸-NDF 利差 (点)	18
图 37: TED 利差 (%)	18
图 38: FRA-OIS 利差 (点)	18
图 39: 8 月人民币支付比例微幅下调 (%)	19
图 40: 8 月银行结售汇差额明显收窄 (亿美元)	19
图 41: CME 观察工具降息预期 (截至 9 月 22 日)	19
表 1: 近期国内政策汇总	5
表 2: 9 月 FOMC 季度预测 (%)	7
表 3: 历次中美经济工作组会议	8
表 4: 各类资产涨跌幅汇总 (9.13-9.20)	16
表 5: 本周大事前瞻 (9 月 23 日-9 月 27 日)	20

## 1. 海内外政策要闻

### 1.1. 国内政策要闻

**国常会再度研究创业投资发展。**9月18日李强总理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，听取今年粮食生产形势和农业工作情况的汇报，审议通过《烈士褒扬条例（修订草案）》以及《中华人民共和国两用物项出口管制条例（草案）》。会议指出，创业投资事关科技创新、产业升级和高质量发展。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，促进创投行业良性循环。同时指出，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。要夯实创业投资健康发展的制度基础，落实资本市场改革重点举措，健全资本市场功能，进一步激发创业投资市场活力。

**政策简评：**2024年6月15日，国务院办公厅印发了《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，是继2016年国务院出台《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》后，国家层面再次出台推动创业投资发展重要文件。文件重点鼓励和支持多元主体、多渠道资金来源参与创业投资，鼓励长期资金投向创业投资。在6月举行的政策吹风会上发改委副主任表示，“募投管退”环节是指：**募资端**，动员有条件的社会资本做“耐心资本”；**投资端**，解决钱往哪里投的问题；**管理端**，持续加强对政府和国有企业出资的创业投资基金的管理，以及持续落实落细创业投资企业的税收优惠政策。《意见》出台以来，上海、重庆已经相继发布推动创投发展的区域性指导文件。本次国常会主要是对此前政策落地细节上进行完善，强调尽快疏通“募投管退”各环节存在的堵点卡点，另外会议指出完善国有资金出资、考核、容错、退出相关政策措施，我们预计后续将会出台针对国有企业资金投向科创和新兴领域的激励政策，促进产业升级以及释放新质生产力的资本市场红利。

**国务院细化部署渐进式延迟法定退休年龄工作。**9月19日，国务院召开实施渐进式延迟法定退休年龄工作动员部署视频会议，中共中央政治局常委、国务院总理李强在会上强调，要深入学习贯彻习近平总书记重要指示精神，稳妥有序实施渐进式延迟法定退休年龄改革，为推进中国式现代化提供重要支撑。李强指出，渐进式延迟退休是积极应对人口老龄化、促进人口高质量发展的客观要求，是充分释放人才红利、助力中国式现代化的现实需要。同时强调要坚持按“自愿、弹性”原则执行好延迟退休政策，同时对因法定退休年龄变化需要调整的政策要在充分评估后抓紧制定实施。

**政策简评：**2021年3月11日由十三届全国人大四次会议表决通过《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，该纲要明确提出，要按照“小步调整、弹性实施、分类推进、统筹兼顾”等原则，逐步延迟法定退休年龄。党的二十届三中全会《决议》对健全人口发展支持和服务体系作出部署，提出“按照自愿、弹性原则，稳妥有序推进渐进式延迟法定退休年龄改革。”2024年9月13日，十四届全国人大常委会第十一次会议通过了《全国人民代表大会常务委员会关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定》，通过了延迟男、女职工的法定退休年龄、延长缴费年限、弹性自愿退休等一系列重大人口政策。本次专题会议特意针对扩大青年人就业、保障劳动者权益、加大托育服务等延迟退休直接涉及的民生问题作了部署，体现出政策制定者的全局性和前瞻性。延迟退休政策牵涉到保险、育儿、就业等一系列问题，且各地有不同情况，具体落地时需要进行全方位、多维度打磨，我们预计四季度各部委会出台针对性细则，最大化熨平退休新政的潜在负面影响。

表 1：近期国内政策汇总

	政策名称	市场影响
重大会议&讲话	李强召开国务院常务会议	进一步细化落实促进创业投资发展政策
	国务院召开实施渐进式延迟法定退休年龄工作动员部署视频会议	针对 <b>扩大青年人就业、保障劳动者权益、加大托育服务</b> 等问题作出部署
	习近平在庆祝中国人民政治协商会议成立75周年大会上发表重要讲话	统筹完善协商民主体系，着力健全协商民主机制
财政货币政策	央行上海总部发布境外机构持债数据	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
证监会系统政策	中证协下发《 <b>证券公司网络安全事件舆情处置示范案例</b> 》	防范和减少网络安全事件对公司和投资者造成的损失和负面影响
	中证协修订发布《 <b>证券公司保荐业务规则</b> 》	进一步压实投行“ <b>看门人</b> ”责任，强化对保荐代表人的声誉约束
	证监会修订发布《 <b>证券公司风险控制指标计算标准规定</b> 》	进一步完善证券公司风险控制指标体系，推动证券公司落实全面风险管理要求
	证监会提供系统离职人员信息查询比对服务	大幅削减离职人员“ <b>职务身份价值</b> ”，严防离职人员利用在职时公权力
其他金融政策	广东研究推动金融高质量发展	要加快构建现代金融体系，推进粤港澳大湾区国际金融中心建设
	上海发布《 <b>金融支持人才创新创业22条措施</b> 》	为各类人才在沪创新创业提供更加全面、优质、高效的金融服务
	上海发布《 <b>关于优化投资促进机制加强招商和服务一体化推进的实施方案</b> 》	加快建立招商服务全生命周期管理体系，切实提升招商工作能级和企业服务水平
	国家金融监管总局修订发布《 <b>金融租赁公司管理办法</b> 》	增强租赁公司风险抵御能力
地产政策	北京发布贯彻《 <b>中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定</b> 》的实施意见	适时取消普宅与非普宅标准
产业政策	四部门部署做好2024年度享受加计抵减政策的集成电路企业清单制定工作	企业可于当期一并计提前期可计提但未计提的加计抵减额
	发改委举行9月新闻发布会	加强政策预研储备，适时推出一批 <b>操作性强、效果好、让群众和企业可感可及</b> 的增量政策举措
	《 <b>工业重点行业领域设备更新和技术改造指南</b> 》发布	加强对推动工业领域设备更新和技术改造工作的指导
	国务院国资委召开中央企业董事会建设工作推进会	大力建设科学理性高效的董事会 加快完善中国特色现代企业制度
	世界黄金协会公布7月ETF数据	亚洲地区7月黄金ETF流入约4.38亿美元
	第36次上海市市长国际企业家咨询会议召开	引领范式变革，扩大开放合作，深化新时期上海国际科技创新中心建设

资料来源：中国政府网、中国人民银行等，天风证券研究所

## 1.2. 海外政策要闻

**美联储时隔四年多首次启动降息。**美国联邦储备委员会当地时间18日宣布，将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%至5.00%之间的水平。这是美联储自2020年3月以来的首次降息，也标志着由**货币政策紧缩周期向宽松周期的转向**。在会后举行的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔称50个基点的降息是一个“**强有力的行动**”，同时表示联邦公开



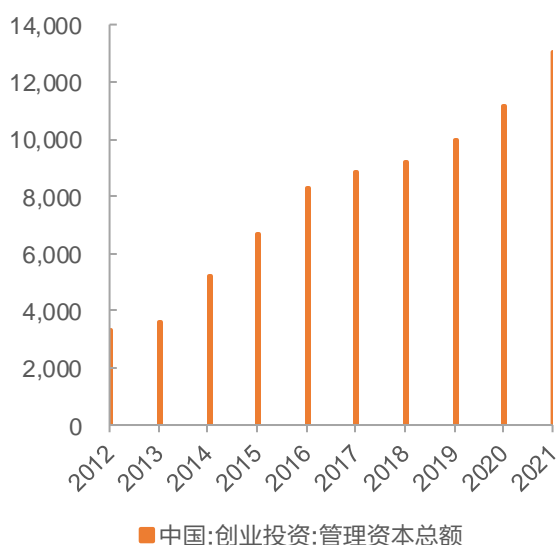
市场委员会并不认为降息行动慢了，而是认为这是及时的举措。从会后公布的点阵图来看，19名成员预期美联储在今年年底前还将进一步降息，其中9人预计将降息50个基点，7人预计将降息25个基点。

**政策简评：**早在8月23日的杰克逊霍尔会议上，鲍威尔接近官宣降息周期即将开启，**坦言目前货币政策调整的时机已到**。但我们在此前报告（《中美周期错位有望收敛》，2024年9月18日）中原先预计大选在即下本次美联储或趋于相对保守，鲍威尔在会后的发布会上表示如果7月会议时能看到当月非农，可能会提前降息。我们认为本次降息幅度超过此前预期的主要原因在于美联储担忧政策调整对就业市场的影响存在一定滞后性，**从而进行“补偿式”降息提振就业市场**。从会后发布的季度预测来看，美联储下调了今年GDP增速至2%，同时将2024年失业率上调至4.4%，并且将2024年PCE及核心PCE下调至2.3%和2.6%。另外点阵图显示，19名联邦公开市场委员会成员（包括投票和不投票的成员）预计，到今年年底，基准联邦基金利率将保持在4.4%，相当于4.25%至4.5%的目标区间。由于今年还剩11月和12月两次会议，**我们预计后续每次各降息25bp，整个降息周期或将预计持续2年左右**。

**特朗普遭遇党内重大背叛。**在9月初的首度辩论表现不及民主党候选人哈里斯后，特朗普近日再度遭到共和党内群体背叛。美国当地时间9月18日，超过100名曾效力里根、两位布什总统，以及特朗普政府的前共和党国家安全官员发表联名信，公开表示支持民主党总统候选人哈里斯，并表示**“特朗普不适合再度出任美国总统”**。签署联名信的人士包括前美国防长威廉·科恩、查克·哈格尔，前中央情报局局长迈克尔·海登、威廉·韦伯斯特，前美国副国务卿和世界银行行长罗伯特·佐利克等人。而一般而言美国共和党的总统候选人会被视为与美国安全机构——**军队、情报、外交政策官员**更亲近一些，由此可见特朗普和7月初拜登类似，正面临党内严重信任危机。

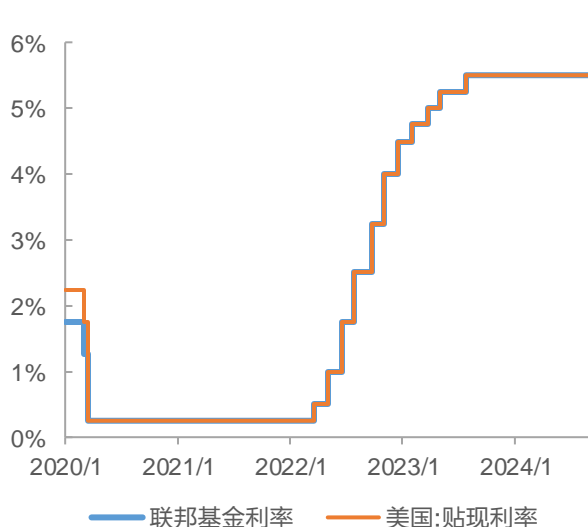
**政策简评：**我们认为此前共和党前总统小布什明确拒绝就2024年大选发表个人观点，事实上对特朗普的选情造成了不小冲击。从经济层面看，近期通胀持续回落无形中说明民主党通过的**《降低通胀法案》**开始生效，从而有望为候选人哈里斯争取了选民支持，同时上周美联储超预期降息也迎合了华尔街的呼声。9月15日，共和党总统候选人特朗普所有的位于佛罗里达州西棕榈滩的高尔夫俱乐部附近发生枪击事件，特朗普疑似再度遭遇暗杀未遂。说明随着选情持续推进，**美国政治暴力仍在酝酿**。当地时间9月21日，哈里斯宣布接受美国有线电视新闻网（CNN）的邀请，参加10月23日举行的第二场总统选举辩论，但目前遭到特朗普拒绝。我们认为接下来一个月双方针对**摇摆州的政治博弈将会显著升级**。根据**“真实清晰政治”**截至9月22日民调显示，目前哈里斯领先程度有所上升至2%。

图 1：中国创业投资资本总额（亿元）



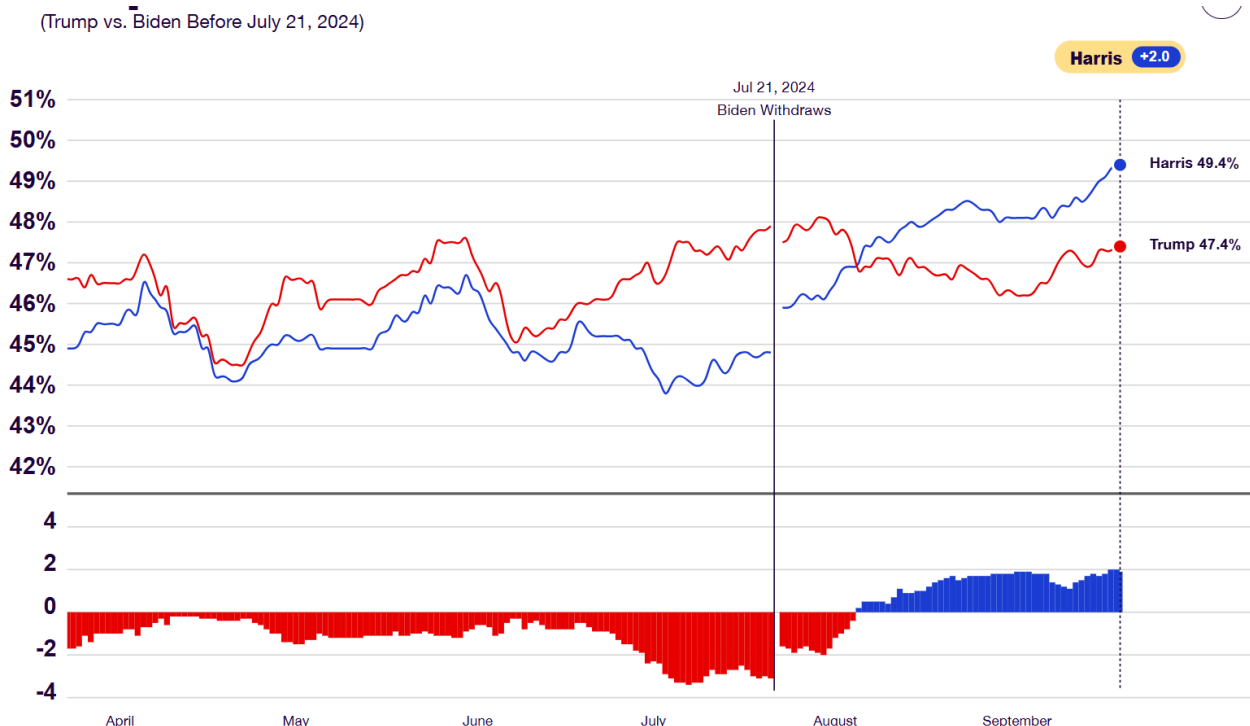
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：9月 FOMC 会议降息 50bp (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：哈里斯领先程度持续扩大（%）



资料来源：RealClearPolitics，天风证券研究所

表 2：9 月 FOMC 季度预测（%）

		2024	2025	2026	2027	长期
GDP	9 月预测	2%	2%	2%	2%	1.8%
	6 月预测	2.1%	2%	2%		1.8%
失业率	9 月预测	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
	6 月预测	4%	4.2%	4.1%		4.2%
PCE 通胀	9 月预测	2.3%	2.1%	2%	2%	2%
	6 月预测	2.6%	2.3%	2%		2%
核心 PCE	9 月预测	2.6%	2.2%	2%	2%	
	6 月预测	2.8%	2.3%	2%		

资料来源：美联储官网，天风证券研究所

### 1.3. 政策导向分析

上周（9.16-9.20）海外政策聚焦美联储降息50bp，正式启动宽松周期，特朗普遭遇党内信任危机，与哈里斯民调差距有所拉大，另外疑似遭遇二度暗杀未遂。我们预计随着选举日临近，美国两党“政治暴力”出现概率日益增加，后续不排除特朗普团队“不按常理出牌”。9月FOMC会议降息50bp，点阵图显示今年还有50bp下降空间，我们预计11月和12月各降25bp。

上周（9.16-9.20）国内政策主要聚焦国常会再度研究鼓励创投方面细化政策落地，要求夯实创业投资健康发展的制度基础，落实资本市场改革重点举措，健全资本市场功能，进一步激发创业投资市场活力。另外渐进式延迟法定退休年龄工作针对扩大青年人就业、保障劳动者权益、加大托育服务等延迟退休直接涉及的民生问题作了部署。货币政策方面，央行上海总部数据显示境外机构持续增持人民币债券；资本市场方面，证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，进一步完善证券公司风险控制指标体系；产业方面，发改委举行9月新闻发布会强调加强政策预研储备，适时推出一批**操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措**；国资委召开中央企业董事会建设工作推进会，加快完善中国特色现代企业制度；其他金融政策方面，上海发布《关于优化投资促进机制**加强招商和服务一体化推进的实施方案**》，加快建立招商服务全生命周期管理体系。

## 2. 权益市场分析

### 2.1. 市场回顾

A股方面，由于中秋假期上周仅有三个交易日，三大指数同步上涨1%以上，其中沪深300反弹1.32%。9月第三周微盘股指数小幅反弹1.09%，但从分位数角度仍处于年内低位区间。换手率方面，9月第三周三大指数换手率同步反弹。南向资金整体依旧为净流入，上周两个交易日累计流入54.42亿元。MSCI中国A股指数反弹1.26%，中秋后反弹至2700点以上。股指期货方面，9月第三周四大品种节后小幅反弹0.6%左右。外盘方面受降息影响，三大指数9月第三周集体反弹明显，道琼斯指数反弹超过1.6%。波动率方面除道琼斯外都再度回落，降息预期确定下市场不确定性再度收敛。9月港股主板市盈率大幅反弹，AH溢价指数上周整体维持在150点以下。

### 2.2. 政策影响分析

#### 货币财政政策：

**中美经济工作组进行第五次会议。**9月19-20日中美经济工作组在京举行第五次会议。此次会议由财政部副部长廖岷与美国副财长尚博共同主持，两国经济领域相关部门到会交流。中美双方遵照双方牵头人旧金山会谈和广州会谈达成的共识精神，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。

与上个月举行的中美金融工作组会议一样，中美经济工作组也是2023年为落实两国元首重要共识所设立的双边机制，由中美经贸双方牵头人共同推动、两国财政部副部长级官员牵头，至今举行过五次会议。根据官方通稿，此次工作组会议中方是由财政部副部长廖岷牵头，财政部、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、人民银行官员参会。同时美方则是由副财长尚博牵头，主要由财政部、美联储官员参与。国务院副总理何立峰会见了美方代表尚博，后者向何副总理转达了中美经贸美方牵头人、美财长耶伦的口信，表示**美方愿与中方保持经济领域沟通，发展健康的中美经济关系**。上个月美国总统安全事务助理沙利文访华中美，双方前后谈了6轮11个多小时，讨论了中美关系、敏感问题以及重大国际和地区热点问题。我们认为本次经贸会谈也是落实上个月沙利文访华的成果之一，但需要注意的是，我们此前报告（《中美周期错位有望收敛》，2024年9月18日）中曾表示，**阶段性缓和中美贸易摩擦的必要性在目前政府中有所降低**，预计大选前两党仍会将对华经贸作为主要筹码。

表 3：历次中美经济工作组会议

	时间	地点	主要内容
第一次会议	2023年10月24日	视频	两国及全球宏观经济形势和政策、双边经济关系、合作应对全球挑战等议题
第二次会议			未见公开报道
第三次会议	2024年2月5-6日	北京	两国宏观经济形势及政策、二十国集团财金合作、发展中国家债务、产业政策等议题
第四次会议	2024年4月17日	华盛顿	落实牵头人重要共识，就全球及中美宏观经济形势和平衡增长、下步沟通安排等议题
第五次会议	2024年9月19-20日	北京	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

资料来源：财政部等，天风证券研究所

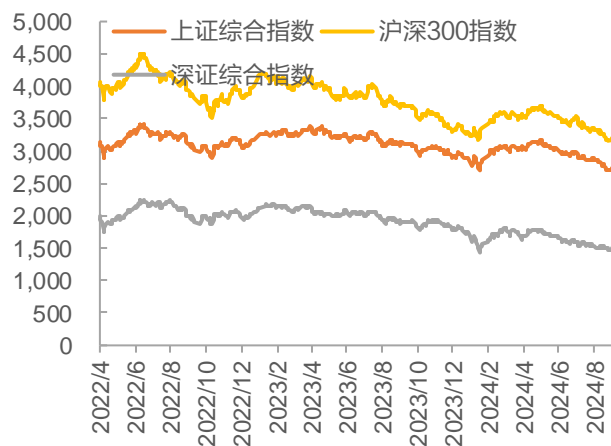
#### 证监会系统政策：

**证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》。**为贯彻落实中央金融工作会议精神和“新国九条”要求，进一步完善证券公司风险控制指标体系，推动证券公司落实全面风险管理要求，提升服务实体经济质效，促进证券公司高质量发展，证监会修订发布《**证券公司风险控制指标计算标准规定**》。



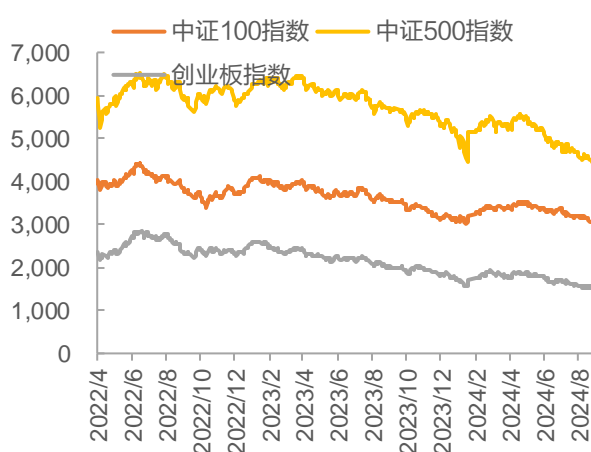
2020年1月证监会修订发布了现行《计算标准》。本次调整主要涉及《风控指标规定》中净资本计算表、风险资本准备计算表、表内外资产总额计算表、流动性覆盖率计算表、净稳定资金率计算表、风险控制指标计算表等6张计算表。主要目的在于：1.完善业务计量标准，引导发挥功能作用；2.优化分类计量，引导主动加强风险管理；3.明确证券公司参与公募REITs等新业务的风险控制指标计算标准；4.强化资本约束，加强重点业务风险防范。对场外衍生品等适当提高计量标准，加强对私募非标资管、托管等业务的监管力度，提高监管有效性，维护市场稳健运行。

图 4：主要指数表现（点）



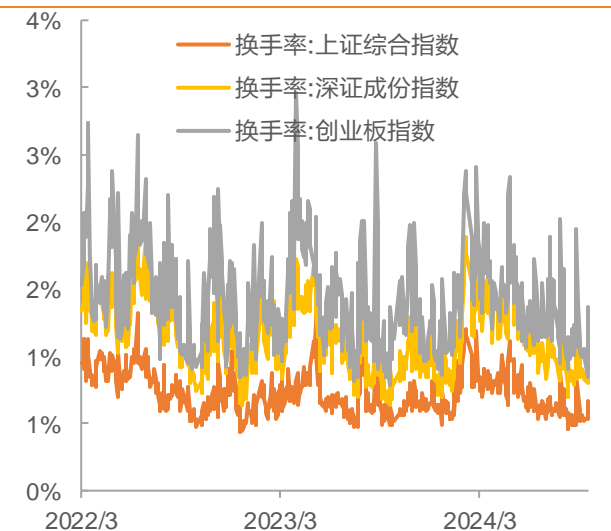
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：主要指数表现（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：主要股指换手率（%）



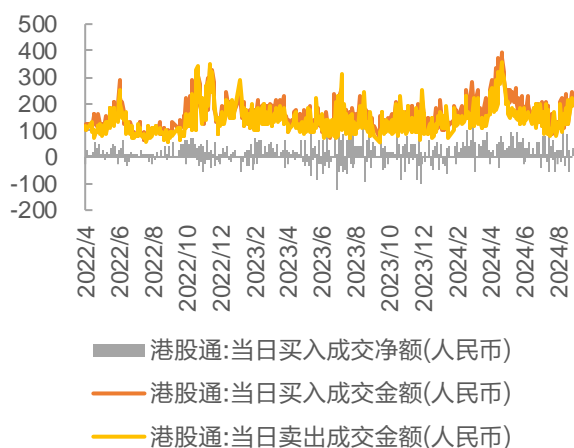
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：沪深两市市盈率（倍）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：南向资金变化（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：港交所主要指数市盈率（倍）



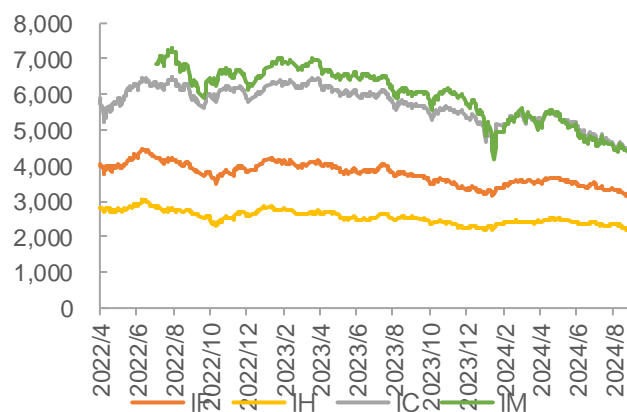
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：恒生AH溢价（点）



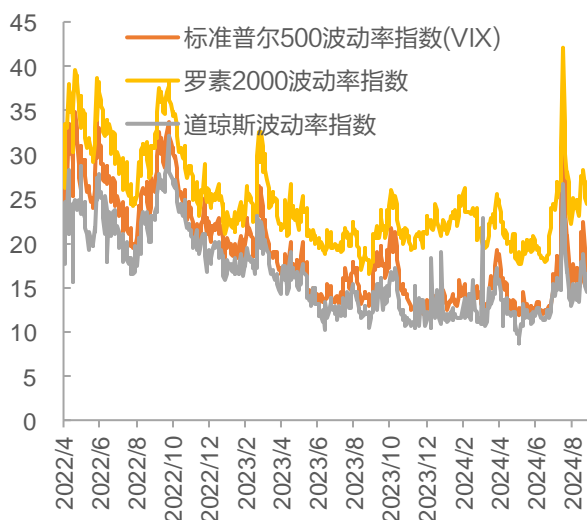
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：股指期货走势（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：主要美股波动率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：主要美股走势（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 固收市场分析

#### 3.1. 市场回顾

上周央行持续释放流动性，当周净投放资金达到1882亿元。但8月底央行超预期现券买断和国债买卖效果回落明显，上周DR007逐步回升，9月19日达到近2%的近期高点。但与此同时受经济数据不及预期影响，长期收益率提振效应再度退坡，9月18日十年期国债收益率再度跌破至2.04%，刷新2007年以来新低。

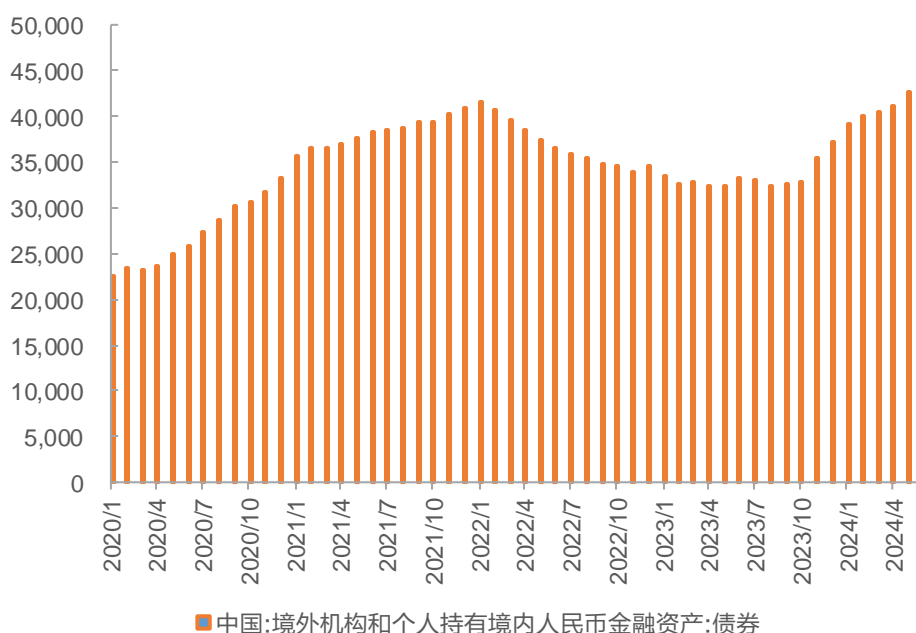
#### 3.2. 政策影响分析

##### 货币财政政策：

**8月财政收支差持续扩大。**根据财政部数据，今年8月份全国一般公共预算收入约1.2万亿元，同比下降2.8%，降幅较之前略有扩大。今年8月份全国政府性基金收入3526亿元，同比下降34.4%，降幅也较之前有所扩大。我们认为原因有两个，首先2022年中国实施了制造业中小微企业缓税政策，这笔缓税收入延缓至2023年入库，抬高了去年基数。另外2023年下半年出台了个税减税等减税降费新政，这一新政翘尾减收因素也影响今年部分收入。从收入来看，今年前8个月，地方政府性基金预算本级收入中的国有土地使用权出让收入约2万亿元，同比下降25.4%。其中7月和8月这一收入降幅均超过40%。在“以收定支”原则下，财政收入走弱，使得整体上财政支出受限。支出方面，今年前8个月，全国一般公共预算支出约17.4万亿元，同比增长1.5%。这一增速较前7个月有所下滑，其中8月份这一支出同比下降6.7%。结合上周发改委发布会表示及时推出增量政策，我们预计10月人大常委会或将和去年一样新增国债额度，同时上调赤字率，全力完成年初既定目标。

**境外机构增持我国银行间市场债券。**人民银行上海总部9月18日发布数据显示，截至8月末，境外机构持有银行间市场债券4.52万亿元，约占银行间债券市场总托管量的3.1%。这意味着今年8月境外机构继续增持银行间市场债券，当月增持规模约600亿元。从券种看，境外机构持有国债2.28万亿元、占比50.4%，同业存单1.12万亿元、占比24.8%，政策性金融债0.95万亿元、占比21.0%。外管局负责人表示8月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。

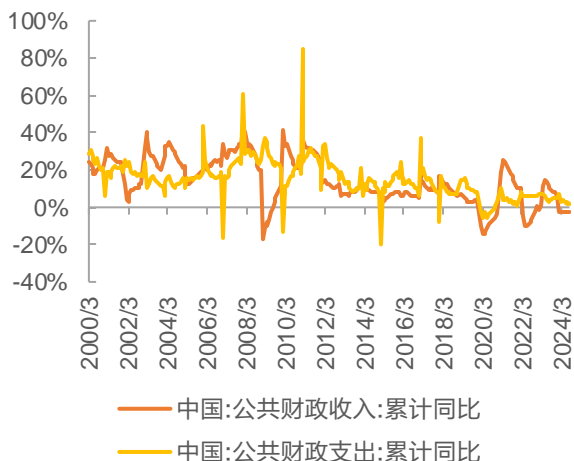
图 14：境外机构持有人民币债券（亿元）



■ 中国:境外机构和个人持有境内人民币金融资产:债券

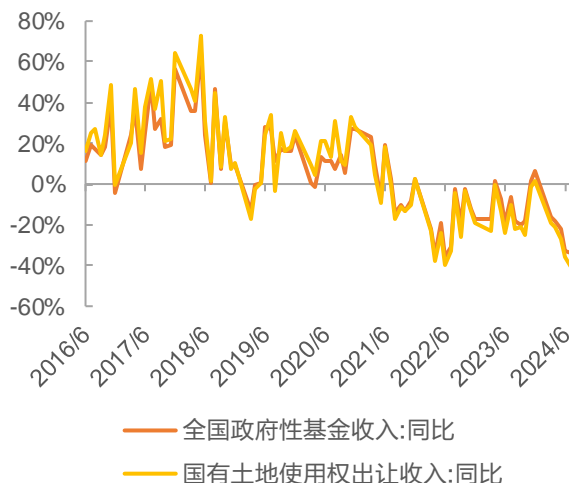
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：8 月财政收支差扩大 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16：卖地收入依旧下行 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17：美国国债收益率变化 (%)



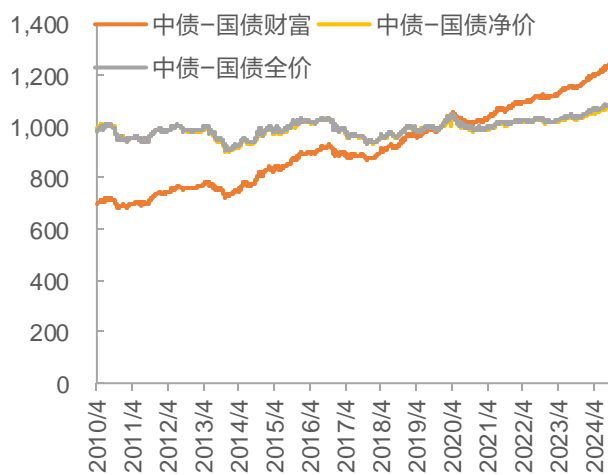
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18：TIPS 通胀预期 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19：中债国债指数变化 (2020 年 1 月 2 日为基准)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

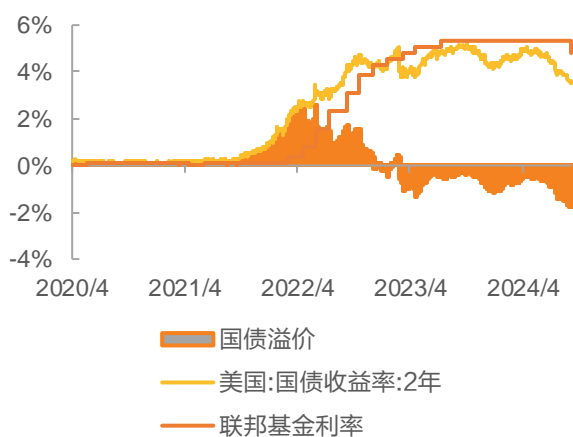
图 20：中资美元债指数 (点)



资料来源: 彭博, 天风证券研究所

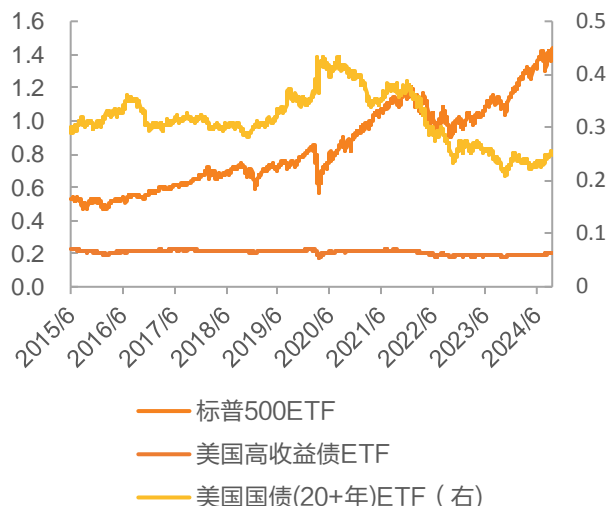


图 21：联邦基金利率溢价 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：美国国债 ETF 表现 (2022 年 9 月 1 日为基准)



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 大宗商品市场分析

### 4.1. 市场回顾

#### 4.1.1. 有色金属

**降息刺激下有色开始反弹。**9月20日当周国内定价有色受降息影响反弹，其中南华沪铜指数上周大幅回升，周四收复6200点。LME铜期货更是延续涨势，上周连续4天上涨，周五收于9530美元/吨。

#### 4.1.2. 原油能化

**上周原油价格小幅上涨。**9月第三周布伦特原油收盘于76.12美元/桶，周环比回升2.85%，WTI原油反弹至70美/桶元以上，周五收于71美元/桶，且周环比回升3.42%。

#### 4.1.3. 贵金属

**黄金价格再创新高。**受美联储降息50bp提振，上周金价高位再创新高，9月20日收盘于2621.74美元/盎司。COMEX黄金期货主力合约也基本维持至2600美元/盎司以上，周五收盘于2621.8美元/盎司。白银市场也再度反弹，COMEX白银期货主力合约反弹1.37%至31.5美元/盎司。上周金银比有所回落，整周维持在83左右。

#### 4.1.4. 黑色金属

**黑色系上周低位回调。**上周螺纹钢价格低位回调，上期所螺纹钢主力合约回落至3200元/吨以下，现货价格上周基本持平，收于3310元/吨。目前已经进入传统旺季，地产政策加力下，“金九银十”终端需求有望有所修复。Wind数据显示上周螺纹钢库存回落34.56万吨，冷轧库存回落2.4万吨，热卷库存也有所回落至332.86万吨，上游去库存仍未结束。

#### 4.1.5. 农产品

**高温对下游消费拖累延续。**9月20日猪肉批发价小幅回落至26.66元/公斤，9月20日当周大商所生猪主力合约反弹回落明显，收盘至17775元/吨。当前期货价格波动较大，价格攀升至高位，目前二次育肥积极性高，但集团猪企的出栏计划有所增加。9月11日大中城市出场价格回落至20.05元/公斤。

图 23: RJ/CBR 指数 (点)



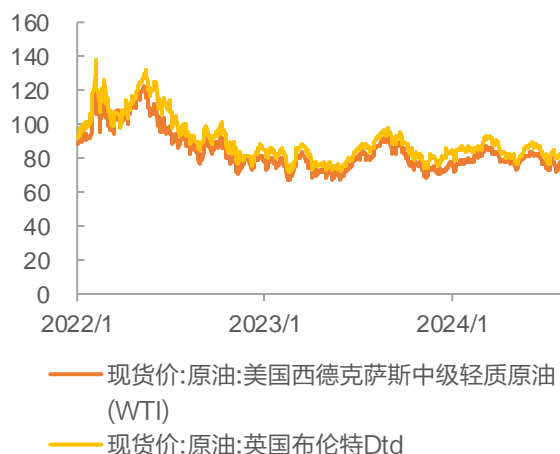
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: LME 铜价逆势反弹 (美元/吨)



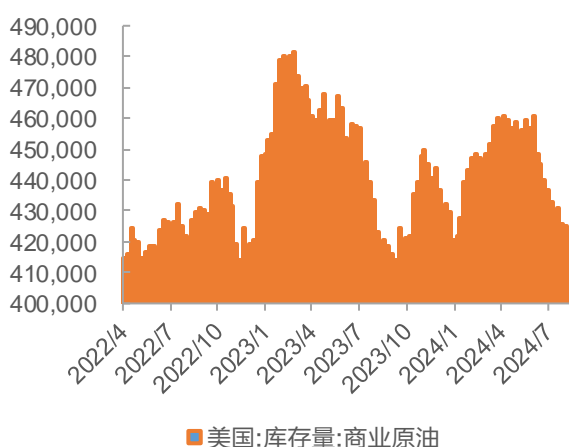
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 25: 原油价格延续回落 (美元/桶)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 26: EIA 库存有所回落 (千桶)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 27: 金价再创历史新高 (美元/盎司)



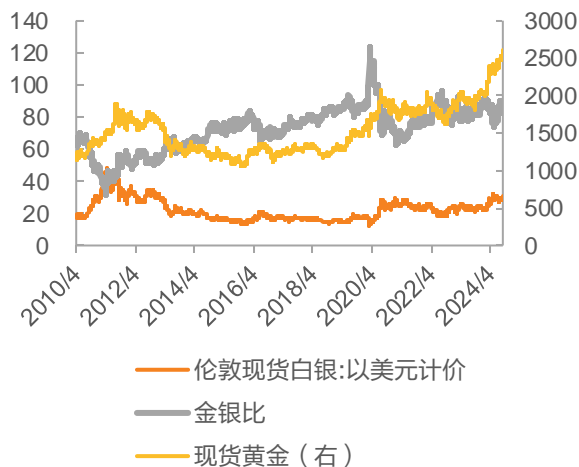
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 28: 贵金属期货同步走强 (美元/盎司)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29：金银比再度回落（美元/盎司，点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：黄金ETF波动率小幅回落（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：螺纹钢低位震荡（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：生猪价格维持震荡（元/吨，元/公斤）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4.2. 产业政策影响分析

### 4.2.1. 有色金属

**8月全球铝产量增长明显。**国际铝业协会(IAI)9月16日公布的数据显示，8月全球原铝产量同比增长1.2%，至617.9万吨；8月原铝日均产量为19.93万吨，7月为19.95万吨，上年同期为19.70万吨。数据显示，全球最大的铝生产国-中国8月原铝产量预计同比减少1.3%至369万吨。亚洲其他地区产量增加3%至40.8万吨。

### 4.2.2. 原油能化

**8月规模以上能源企业生产平稳增长。**国家统计局发布2024年8月份能源生产情况。8月份，规模以上工业原煤、原油、天然气、电力生产平稳增长。8月份，规上工业原煤产量4.0亿吨，同比增长2.8%，增速与7月份持平；日均产量1279.2万吨。进口煤炭4584万吨，同比增长3.4%。1—8月份，规上工业原煤产量30.5亿吨，同比下降0.3%。进口煤炭3.4亿吨，同比增长11.8%。8月份，规上工业原油产量1783万吨，同比增长2.1%；日均产量57.5万吨。进口原油4910万吨，同比下降7.0%。1—8月份，规上工业原油产量14279万吨，同比增长2.1%。进口原油36691万吨，同比下降3.1%。8月份，规上工业天然气产量200亿立方米，同比增长9.4%，增速比7月份加快1.5个百分点；日均产量6.5亿立方米。进口天然气1176万吨，同比增长9.1%。

### 4.2.3. 贵金属

7月亚洲地区黄金ETF连续净流入。据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。8月上海黄金交易所黄金出库量102吨，月环比增长17%，但消费疲软对上游需求依旧造成拖累。截至9月20日，SPDR黄金ETF达到875.39吨，SLV白银ETF略微回落至14239.03吨。

### 4.2.4. 黑色金属

发改委发布会表示加速低碳转型。9月19日，发改委召开9月新闻发布会，国家发展改革委政策研究室主任、委新闻发言人金贤东表示今年以来中央统筹部署加快经济社会发展全面绿色转型，同时加快夯实碳达峰碳中和工作基础且加力实施新一轮节能降碳行动。后续低碳转型工作将聚焦于四个方面：一是制定《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》重点任务清单，压实部门责任，进一步细化政策举措。二是建立能耗双控向碳排放双控全面转型新机制。三是加快绿色低碳先进技术研发示范推广应用，修订发布绿色技术推广目录，启动第二批绿色低碳先进技术研发示范项目申报遴选工作。四是深入推进国家生态文明试验区、国家碳达峰试点、生态产品价值实现机制试点建设。

表 4：各类资产涨跌幅汇总（9.13-9.20）

天风外盘播报		2024/9/21			
外盘周度收益情况汇总					
品种	单位	9月13日	9月20日	涨跌	涨跌幅
标普500	点	5,626.02	5,702.55	76.53	1.36%
欧洲STOXX50	点	4,424.72	4,386.98	-37.74	-0.85%
富时中国A50期货	点	11,128.00	11,246.00	118.00	1.06%
美元指数	点	101.11	100.73	-0.38	-0.37%
ICE布油连续	美元/桶	72.18	74.72	2.54	3.52%
伦敦金现	美元/盎司	2,577.62	2,621.74	44.13	1.71%
伦敦银	美元/盎司	30.71	31.17	0.46	1.49%
LME铝	美元/吨	2,473.00	2,486.00	13.00	0.53%
LME铜	美元/吨	9,257.00	9,486.00	229.00	2.47%
LME锌	美元/吨	2,899.50	2,867.00	-32.50	-1.12%
LME镍	美元/吨	15,920.00	16,470.00	550.00	3.45%
ICE11号糖	美分/磅	18.94	22.72	3.78	19.96%
ICE2号棉花	美分/磅	69.86	73.56	3.70	5.30%
CBOT大豆	美分/蒲式耳	1,006.50	1,013.50	7.00	0.70%
CBOT豆粕当月连续	美元/短吨	323.00	320.20	-2.80	-0.87%
CBOT豆油当月连续	美分/磅	38.94	41.35	2.41	6.19%
CBOT小麦当月连续	美分/蒲式耳	595.25	569.50	-25.75	-4.33%
CBOT玉米当月连续	美分/蒲式耳	413.75	401.50	-12.25	-2.96%
MDE原棕榈油指数	林吉特/吨	4,331.00	4,452.00	121.00	2.79%
***各价格为该日收盘价格。					
数据来源：Wind					

资料来源：Wind，天风证券研究所



#### 4.2.5. 农产品

当前生猪出栏积极性有所提高，双节消费是近期猪价主要变量。据农业农村部监测，9月20日“农产品批发价格200指数”为133.92，比前一天上升0.08个点，“菜篮子”产品批发价格指数为137.19，比前一天上升0.09个点。截至9月20日14:00时，全国农产品批发市场猪肉平均价格为26.66元/公斤，比前一天下降1.6%。9月11日大中城市猪粮比已较上周有所回落至8.29，在集团出栏意愿上升背景下前期供给约束逐步消散，当下正值中秋国庆双节期间，猪价后续仍回到居民线下消费需求反弹程度以及可持续性的逻辑上。

## 5. 外汇市场分析

### 5.1. 市场回顾

上周美元指数由受美联储降息50bp影响，周三后回落至100点左右。人民币上周反弹力度再度延续，离岸汇率上周接近7.0大关。离岸-在岸利差上周再度出现负值，贬值预期再度收敛。上周离岸人民币与NDF利差周五扩大至近200bp，显示前期升值预期有所回调。9月第三周三大汇率指数分别小幅反弹0.19、0.17及0.25。9月第三周3个月美元Libor甚至回落至5.0%以下。

### 5.2. 汇率政策影响分析

#### 国际大事影响：

海外央行暂未完全转向。尽管上周美联储降息50bp正式落地，宣布货币政策转向开始，但目前海外央行节奏尚未完全统一。印尼央行在美联储降息之前意外宣布降息25bp，超过市场预期，也是三年多以来首次降息。印尼行长表示将继续动用其工具来支持本币并将通胀控制在目标之内。除此以外，上周英国央行和日本央行宣布维持利率不变，巴西央行甚至宣布加息25bp。英国央行行长贝利表示控制通胀在低位尤为重要，所以不能降息过快。我们预计年底英国央行仍有至少一次25bp降息。日央行在上周会议后发布会上表示“如果通货膨胀率像央行委员会目前预计的那样持续达到2%的目标，那么日本央行准备进一步加息。”9月18日美联储降息当天，巴西央行货币政策委员会一致投票决定，将基准利率上调25个基点至10.75%，这也是巴西两年以来首次加息。巴西央行在政策声明中称，未来利率调整步伐与周期取决于巴西通胀目标与通胀动态。我们认为目前海外央行政策分化主要由于国际分工下各国通胀的主导因素不一致，且各自回落速度有阶段性差异，整体上供给冲击缓和下明年大多数经济体或将转向宽松。

8月人民币支付占比略微下调。9月19日环球电讯协会发布数据显示，8月Swift人民币在全球支付中占比4.69%，依旧位列第四，前值4.74%。同时在国际支付中若以欧元区以外的国际支付作为统计口径，人民币使用占比达到3.16%，低于第四名英镑4.71%。

#### 对外贸易政策：

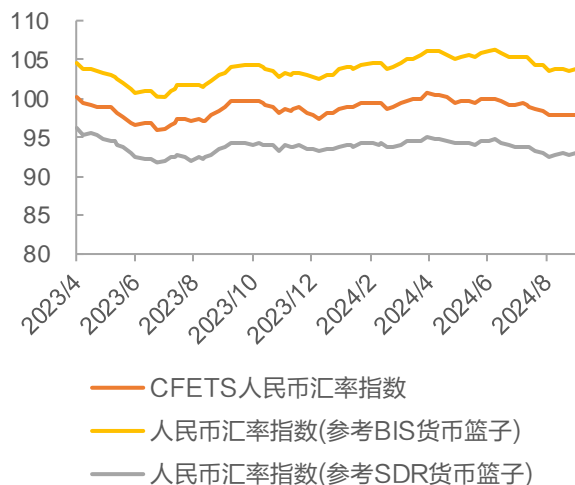
8月银行结售汇差额明显收窄。9月18日，外管局数据显示2024年8月，银行结汇13570亿元人民币，售汇13657亿元人民币。2024年1-8月，银行累计结汇102311亿元人民币，累计售汇114369亿元人民币。按美元计值，2024年8月，银行结汇1902亿美元，售汇1914亿美元。2024年1-8月，银行累计结汇14385亿美元，累计售汇16080亿美元。8月，境内主体购汇节奏有所回落、结汇需求稳中有升，银行结售汇差额趋向均衡。在内外环境持续改善的作用下，近期外汇市场预期更加平稳，市场交易保持理性有序。展望未来，从内部看，我国经济运行中的积极因素和有利条件不断积累，经济回升向好态势将持续巩固和增强。从外部看，随着欧美等发达经济体货币政策进入降息周期，国际金融市场环境有望进一步改善。

图 33：美元指数（点）



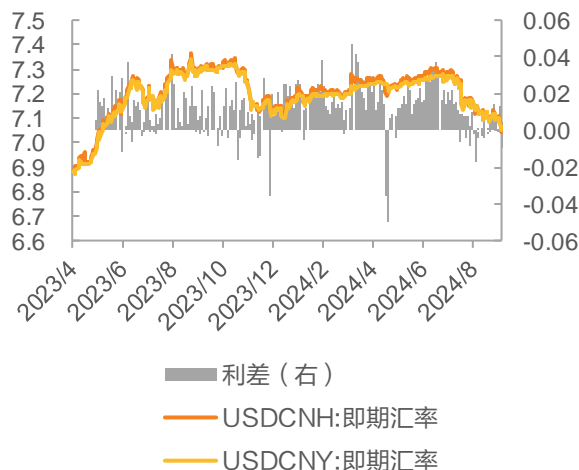
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：三大人民币汇率指数（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：在岸-离岸利差（点）



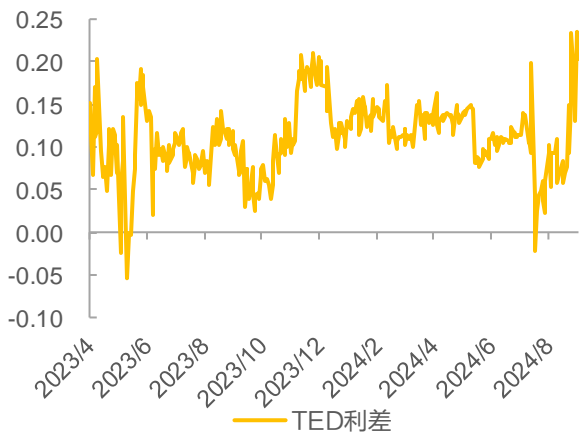
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：离岸-NDF 利差（点）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：TED 利差（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：FRA-OIS 利差（点）



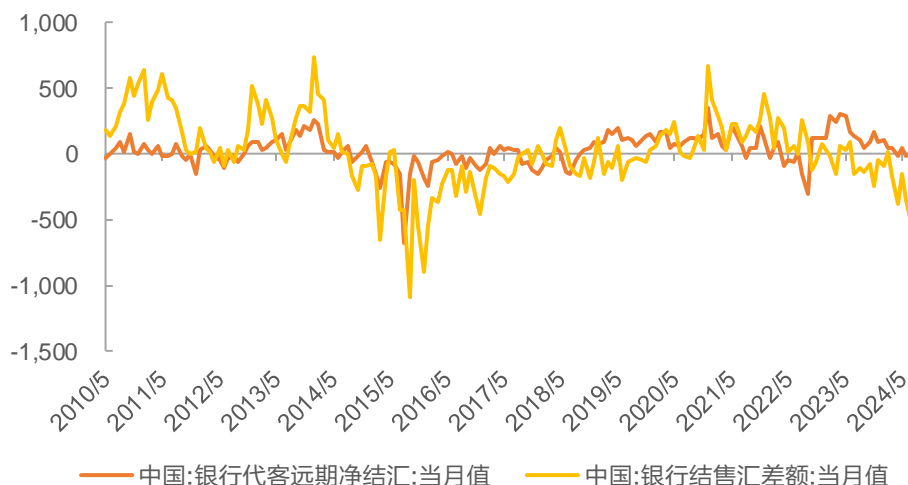
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 39：8 月人民币支付比例小幅下调（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：8 月银行结售汇差额明显收窄（亿美元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：CME 观察工具降息预期（截至 9 月 22 日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/11/7								0.0%	0.0%	0.0%	51.4%	48.6%
2024/12/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.1%	50.1%	25.8%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	33.1%	41.7%	16.9%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	15.3%	35.5%	34.7%	12.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	13.1%	32.0%	34.9%	16.0%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.5%	26.0%	34.0%	22.0%	6.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.5%	4.2%	15.3%	28.8%	29.8%	16.6%	4.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.1%	1.5%	7.2%	18.9%	29.0%	26.2%	13.3%	3.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.3%	2.3%	9.0%	20.5%	28.6%	24.3%	11.8%	2.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，天风证券研究所

## 6. 大类资产轮动展望

短期来看，**权益赛点2.0**临近，重视黄金，利率债风险上升；长期来看，具备**垄断性、稀缺性的高股息**资产有望获得价值重估，长期风格切换需耐心等待更多右侧信号，**仍需“保持耐心”**，目前海外政策转向下宽松空间已经打开，等待后续政策全面发力、美国大选不确定性消散后新周期开启。

## 7. 本周大事前瞻

表 5：本周大事前瞻（9月23日-9月27日）

9月23日	9月24日	9月25日	9月26日	9月27日
欧元区9月制造业PMI；美国9月Markit PMI	79届联合国大会开幕；澳大利亚央行政策利率	9月MLF操作；瑞典央行政策利率；	瑞士央行政策利率；美国8月耐用品订单；美国二季度GDP初值；美国二季度个人PCE	中国8月工业企业利润；日本自民党总裁选举；美国8月PCE物价&实际个人支出

资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

## 8. 风险提示

全球货币宽松不及预期；政策落地不及预期；地缘政治冲突升级；美国大选不确定性增加。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com