



2024 年 10 月 22 日

海外“特朗普交易”卷土重来

国内“弱现实”VS“强预期”

核心观点

- **美国经济：**美联储9月正式开启降息周期，50BP的幅度在意料之外、情理之中。9月新增非农就业大超预期，服务业支撑下的美国消费韧劲十足，预计三季度美国GDP环比折年率超过3%。通胀在三季度持续降温，其中粘性较强的住房通胀回落，后续美联储的重心从“抗通胀”转向“稳经济”。降息落地后，市场重回交易美国“不衰退”，美元指数、美债利率大幅上行，美股持续反弹，其中也蕴含着“特朗普胜选”的预期，近期美国总统大选对市场影响权重上升。鉴于美国经济彰显韧劲，就业市场的“脆弱性”有所消退，我们判断年内仅再降息25BP为基准情景。
- **中国经济：**三季度经济增速回落至4.6%，供需不平衡有所缓解，通缩压力犹存，私人部门的风险偏好持续收缩。在此“弱现实”的背景下，9月政策暖风给市场带来“强预期”，各类增量政策涵盖货币、财政、金融、地产等领域，目前市场焦点在于10月末人大常委会公布的财政细节（数额、投向领域）。后续基本面拐点可重点：核心CPI、PPI、金融数据、地产量与价。
- **大类资产：**9月国内外大类资产走势分化，国内好于海外，A股成为全球市场一枝独秀。国内市场方面，权益(+22.2%)>商品(+4.6%)>人民币(+0.4%)>债券(+0.3%)；海外市场方面，商品(+2.9%)>权益(+1.8%)>债券(+1.7%)>美元(-0.9%)。在分子端“强预期”起、分母端宽松落地的情况下，双重催化A股、港股大幅上涨。
- **风险因素：**财政力度及投向领域不及预期，美国降息幅度弱于预期，地缘政治冲突加剧。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68555105

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

✉ wang.gj@jyqh.com.cn

从业资格号：F0384165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

✉ zhao.kx@jyqh.com.cn

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

目录

一、宏观经济.....	5
1、美国.....	5
2、中国.....	7
二、大类资产表现	9
1、权益市场.....	10
2、债券市场.....	15
3、商品市场.....	17
4、外汇市场.....	19
三、经济数据预测	20

图表目录

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速	6
图表 2 美国 GDP 环比贡献项	6
图表 3 美国 CPI 及核心 CPI	6
图表 4 美国 CPI 同比贡献分项	6
图表 5 美国非农就业人数及失业率	6
图表 6 美国 ISM 制造业分项指标	6
图表 7 美国联邦基金目标利率	7
图表 8 芝商所 FedWatch 工具	7
图表 9 中国经济指标单月同比增速概览（截至 9 月）	8
图表 10 工业增加值同比增速	8
图表 11 社会消费品零售总额	8
图表 12 M1-M2 增速剪刀差	8
图表 13 居民中长期贷款	8
图表 14 30 城商品房成交面积	9
图表 15 中国 GDP 同比及环比	9
图表 16 2024 年 9 月国内外大类资产收益率概览	10
图表 17 权益市场表现	11
图表 18 A 股成交额	12
图表 19 A 股换手率	12
图表 20 沪深 300 风险溢价	12
图表 21 中证 1000 风险溢价	12
图表 22 主要宽基指数市盈率（TTM）	13
图表 23 融资融券余额	13
图表 24 北向资金	13
图表 25 一致预期净利润同比增速	13
图表 26 工业企业利润	13
图表 27 AH 股溢价率	14
图表 29 南向资金	14

图表 30 恒生指数换手率	14
图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率	15
图表 32 恒生指数与美元指数	15
图表 34 主要资金利率	16
图表 35 政府债发行与到期情况	16
图表 36 票据贴现利率	16
图表 37 国债收益率曲线	16
图表 38 国债期限利差	16
图表 39 伦敦金现与美元指数	17
图表 40 中国官方黄金储备	17
图表 41 国内外铜价走势	18
图表 42 LME 铜库存	18
图表 43 美国商业原油库存	19
图表 44 美国炼油厂产能利用率	19
图表 45 中美利差	20
图表 46 在岸、离岸人民币汇率	20
图表 47 美元指数	20
图表 48 花旗经济意外指数	20
图表 49 国内主要经济指标预测	20

一、宏观经济

1、美国

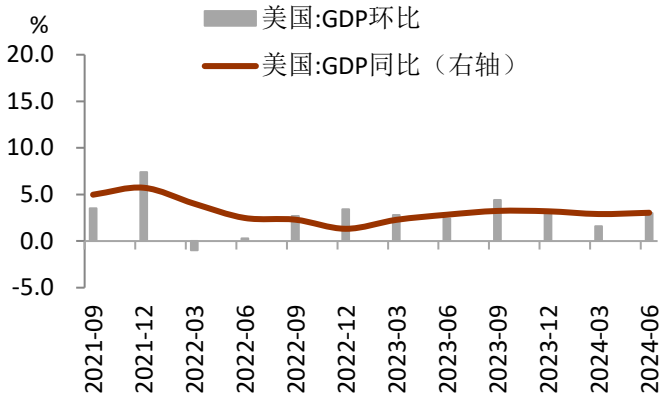
二季度 GDP 上修，三季度经济预期走高，消费偏强，投资转弱，补库动能回升。Q2 美国 GDP 环比折年率终值为 3.0%，预期 2.9%，初值 2.8%，个人消费对 GDP 贡献升至 1.9%，其中商品消费在二季度转为正贡献、服务消费保持韧劲；贸易逆差的负贡献进一步扩大，表明二季度美国消费动能依旧偏强；库存对 GDP 的贡献从一季度的-0.49%升为 1.05%，补库动能回升；固定投资方面受到地产投资、建筑投资拖累显著回落，但设备投资有所回升。截至 10 月 18 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型预计三季度 GDP 环比折年增速为 3.4%，表明目前美国实体经济动能依旧偏强。

9 月非农大超预期、失业率小幅回落，就业市场展现韧劲。美国 9 月新增非农就业 25.4 万，预期 14.0 万，前值上修至 15.9 万，其中制造业、教育健康、休闲餐饮为主要拉动项；失业率回落至 4.1%，预期 4.2%，前值 4.2%，劳动参与率持平 62.7%。与此同时，美国 9 月零售消费环比录得 0.4%，连续 4 个月超预期，实体零售大幅转暖，对就业市场形成支撑。高频数据初次申领失业金人数 10 月初受到飓风影响有所走高，后续观察是否持续高于 25 万人关口。总体而言，美国就业市场自 8 月初来呈现的脆弱性有所修复，9 月美联储降息落地进一步降低其陷入衰退的概率。

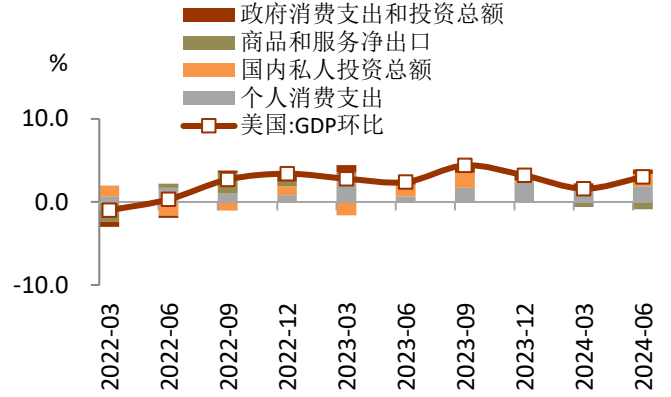
三季度通胀持续降温，住房通胀回落。9 月美国 CPI 同比录得 2.4%，预期 2.3%，前值 2.5%，为 2021 年 2 月以来最低水平；核心 CPI 同比录得 3.3%，预期 3.2%，前值 3.2%，为 2021 年 5 月来最低水平。从结构上看，核心商品、核心服务双双回落，粘性较强的住房服务通胀明显降温；而 9 月就业市场回暖，每小时薪资同比录得 4.0%，预期 3.8%，前值 3.9%，服务通胀粘性犹存。三季度通胀较上半年显著放缓，此前去通胀道路上的两大阻碍：“住房通胀”显著降温、“就业通胀”仍有韧劲。

美联储正式开启降息周期，首次降息幅度 50BP。9 月美联储议息会议决定降息 50BP，下调联邦基金利率目标区间在 4.75%-5.0%，略超市场预期。声明稿做出两点主要改变：①就业增长从“温和”改为“放缓”，强调通胀朝向 2%目标有进一步进展；②新增致力于“支持最大化就业”论述，反映美联储转向更关注就业市场放缓的讯号。点阵图显示年内再降息 50BP，本轮周期共降 250BP，经济预测报告小幅下调今年 GDP 至 2%，同时上调未来 2 年失业率至 4.3-4.4%，通胀中枢预期下调，整体经济预计仍偏稳健。

图表 1 美国 GDP 环比增速及同比增速

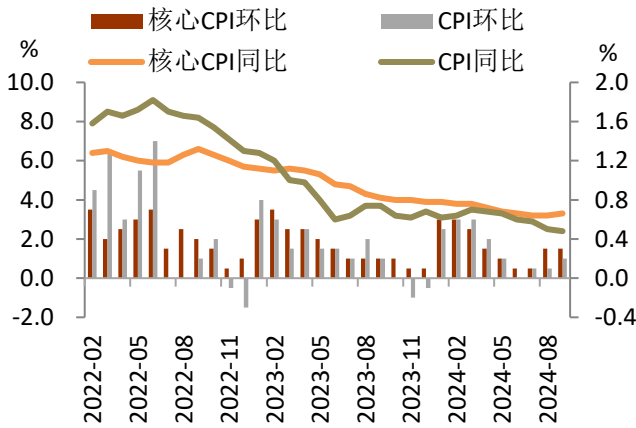


图表 2 美国 GDP 环比贡献项

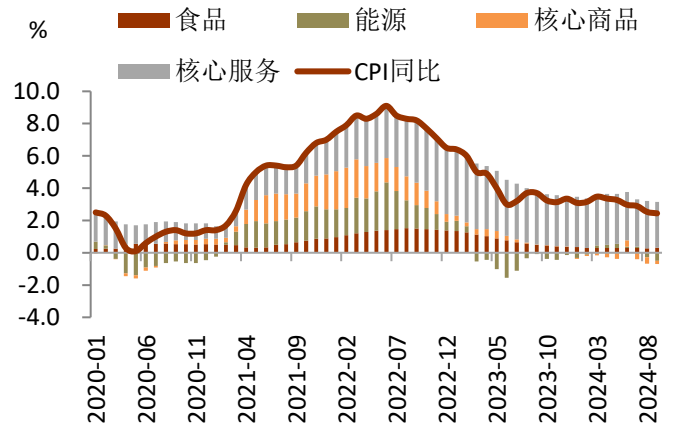


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 美国 CPI 及核心 CPI

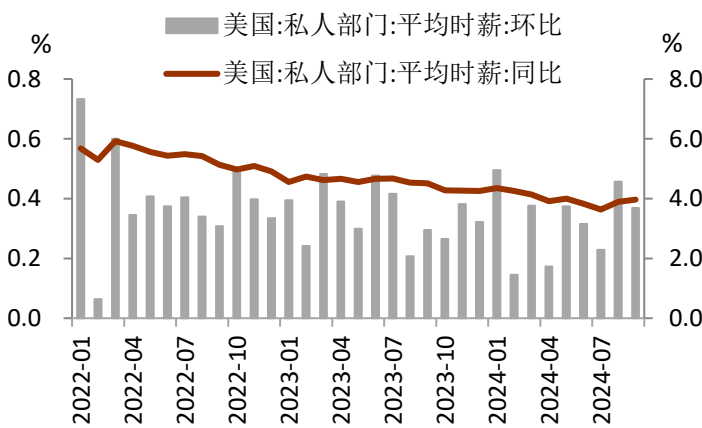


图表 4 美国 CPI 同比贡献分项

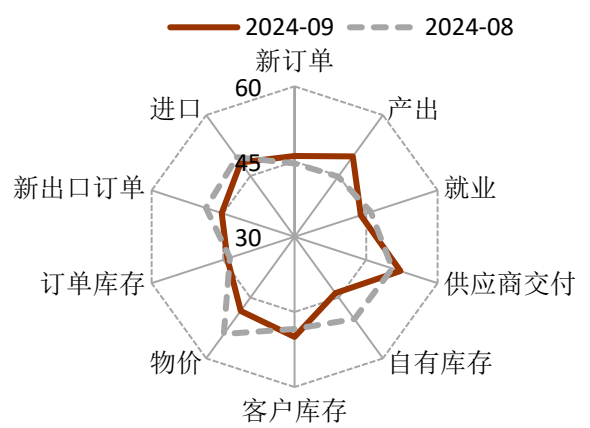


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 5 美国非农就业人数及失业率

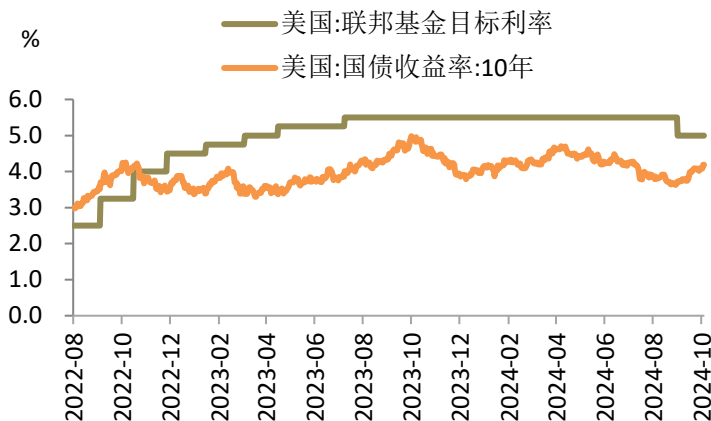


图表 6 美国 ISM 制造业分项指标



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 7 美国联邦基金目标利率



图表 8 芝商所 FedWatch 工具

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	89.0%	11.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	66.8%	30.4%	2.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.7%	41.9%	11.5%	0.9%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.4%	42.5%	16.4%	2.6%	0.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	40.9%	26.4%	7.9%	1.1%	0.1%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.7%	35.1%	31.3%	14.1%	3.4%	0.4%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	23.1%	33.7%	24.8%	10.0%	2.2%	0.3%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	2.2%	12.4%	27.0%	30.3%	19.2%	7.1%	1.5%	0.2%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.5%	4.6%	15.8%	27.8%	27.7%	16.4%	5.8%	1.2%	0.1%	0.0%
2025/12/10	0.1%	1.3%	6.8%	18.1%	27.8%	25.5%	14.3%	4.9%	1.0%	0.1%	0.0%

资料来源：iFinD，CME FedWatch，铜冠金源期货

2、中国

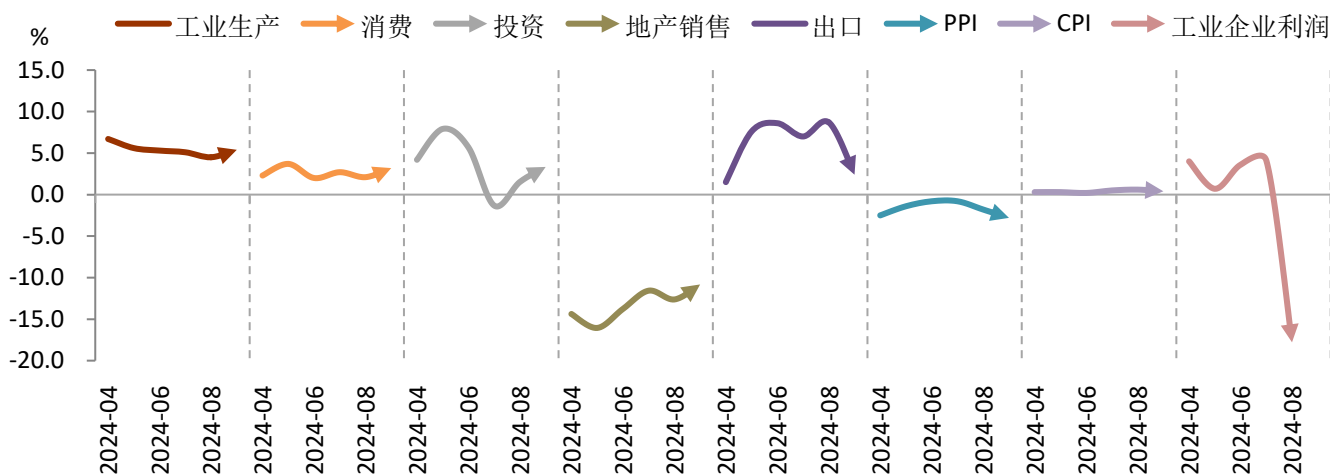
三季度经济增速回落，供需不平衡有所缓解，通缩压力犹存。2024 年三季度 GDP 同比增速录得 4.6%，预期 4.5%，二季度为 4.7%；环比增速录得 0.9%，处于历年同期次低水平。2024 年前三季度名义 GDP（现价）同比增速录得 4.0%，低于实际 GDP（不变价）同比增速 4.8%，GDP 平减指数同比录得-0.8%，较上半年有所改善。物价方面，9 月 CPI（+0.4%）、PPI（-2.8%）同比均不及预期，其中核心 CPI 同比仅有 0.1%，为数据公布来次低值，表明目前的温和通胀由食品价格上涨主导，商品和服务消费需求依旧较弱，同时各地消费品“以旧换新”政策持续推出，其效果保持观察。三季度产能利用率录得 75.1%，延续回升态势，显示出上半年较为突出的供需失衡情况有所缓解。

私人部门风险偏好仍在收缩，等待“弱现实”出现拐点。9 月金融数据延续偏冷、结构有待优化：社融主要靠政府债支撑、信贷由票据冲量、居民企业同比少增。在私人部门信贷需求疲弱的背景下，存款端的资金“活化”程度也继续下降，9 月居民和企业部门的活期存款占比均处于历史低位，反映了私人部门防御性动机进一步增强。9 月 M1 同比-7.4%，M2 同比 6.8%，M1-M2 剪刀差扩大至-14.2%，宽货币传导至宽信用仍需时间，9 月末新一轮稳增长增量政策出台，未来重点观察具有领先性的金融数据。

政策暖风带来“强预期”，涵盖货币、财政、金融、地产领域，后续关注财政细节。近期决策层与市场对经济的认识逐渐走向一致，9 月 24 日金融口新闻发布会及 9 月 26 日政治局会议召开的时点超市场预期，体现出稳经济的迫切性和决心，同时出台的增量政策超预期：①货币政策上，降准 50BP、降息 20-30BP，且给出未来宽松的预期指引；②地产定调“止跌回稳”，下调存量房贷利率、首付比例，多数一线城市周末已落实；③提振资本市场，首创货币工具支持股市发展，拓宽增量资金来源。10 月 12 日，财政部新闻发布会召开，增量政策重心落在“化风险、补缺口”，对于“稳增长、扩内需”的着墨较少，但表达了“中央还

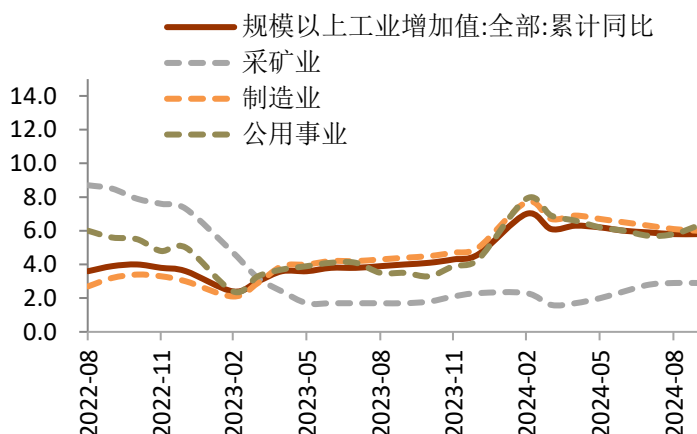
有举债加杠杆空间”、“后续还有其他政策”等，给予市场想象空间，关注 10 月末人大常委会公布的财政细节。

图表 9 中国经济指标单月同比增速概览（截至 9 月）



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（工业企业利润截至 8 月）

图表 10 工业增加值同比增速

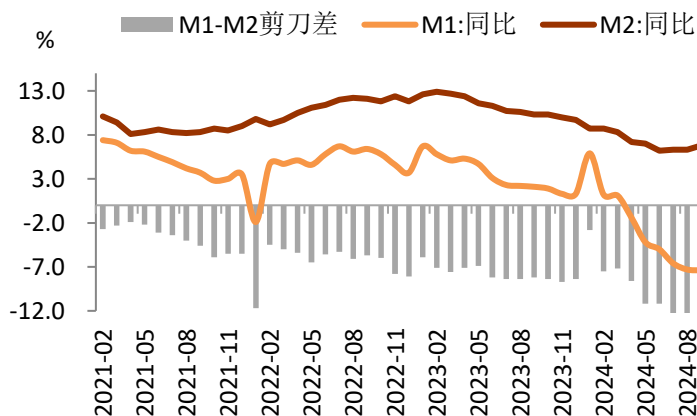


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

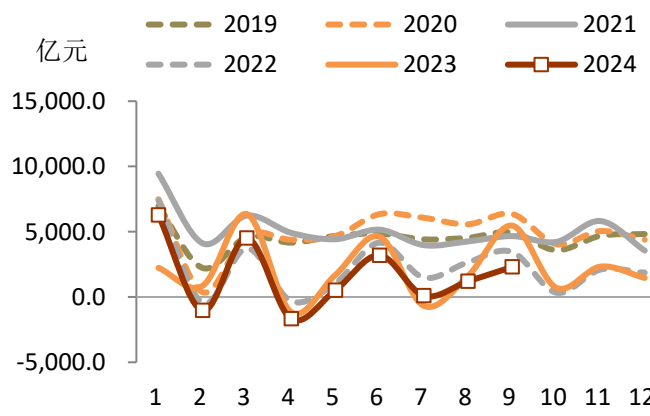
图表 11 社会消费品零售总额



图表 12 M1-M2 增速剪刀差



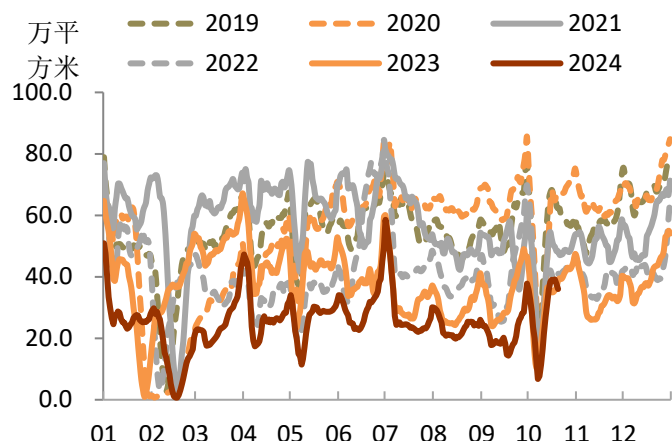
图表 13 居民中长期贷款



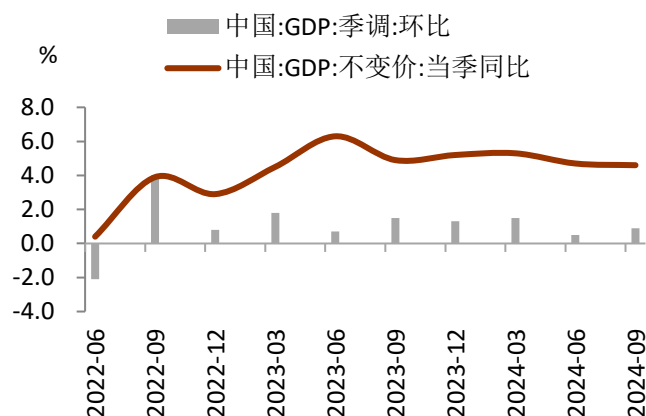
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

敬请参阅最后一页免责声明

图表 14 30 城商品房成交面积



图表 15 中国 GDP 同比及环比



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

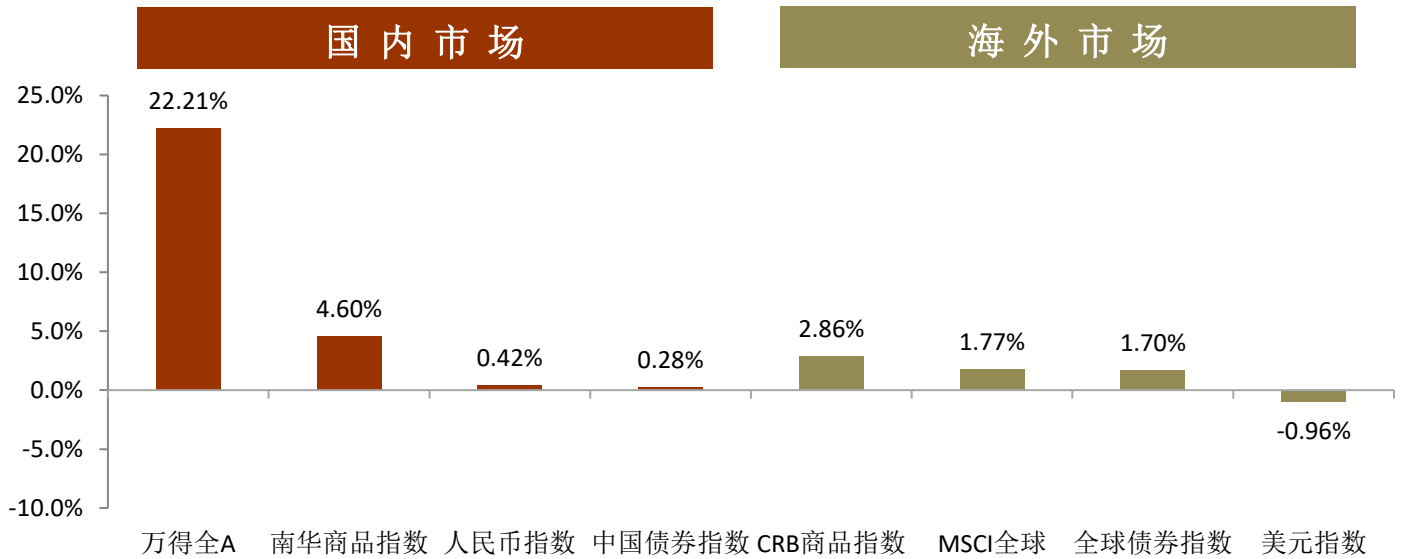
二、大类资产表现

2024 年 9 月，国内外大类资产走势分化，国内市场>海外市场，A 股成为全球市场一枝独秀，商品内外盘均上涨，相比之下债券表现转弱，美元指数下跌。

国内市场方面，权益(+22.21%)>商品(+4.60%)>人民币(+0.42%)>债券(+0.28%)。
A 股 9 月收益率录得 22.21%，9 月中上旬缩量下跌，下旬新一轮政策出台，市场预期得到显著改善，月末持续放量大涨。**南华商品指数** 9 月收益率录得 4.60%，各板块均收涨，黑色(+8.75%)>贵金属(+3.77%)>有色(+3.33%)>工业品(+3.54%)>农产品(+2.88%)>能化(+1.49%)；**人民币指数** (CFETS) 9 月收益率录得+0.42%，表明人民币在外汇市场上相对于主要贸易伙伴的货币转强，在岸美元兑人民币升值 1.02%，离岸美元兑人民币升值 1.18%，随着美联储 9 月正式开启降息周期，叠加国内政策时点、力度超预期，离岸人民币最高破 7.0 关口；**中国债券综合指数** (Bloomberg) 9 月收益率录得 0.28%，延续 8 月上涨的趋势，但涨幅相对其他资产较低。

海外市场方面，商品(+2.86%)>权益(+1.77%)>债券(+1.70%)>美元(-0.96%)。
CRB 商品指数 9 月收益率录得 2.86%，金属、工业品、纺织品、家畜板块收涨，食品、油脂板块收跌；**MSCI 全球指数** 9 月收益率录得 1.77%，欧美、印度、香港股市整体收涨，中国、日韩股市回调；**全球债券综合指数** (Bloomberg) 9 月收益率录得 1.70%，美国、欧洲、新兴市场债券市场均收涨；**美元指数** 9 月涨跌幅录得-0.96%，连续 3 个月下跌，9 月美联储正式开启降息周期，美元指数最低逼近 100 关口。

图表 16 2024 年 9 月国内外大类资产收益率概览



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

1、权益市场

2024 年 9 月，国内权益市场领涨全球，其中 A 股 > 港股 > 美股。**国内方面**，A 股 9 月收涨 22.21%，其中沪深 300 收涨 20.97%、中证 1000 收涨 23.32%，科创 50 收涨 25.67%，北证 50 收涨 34.60%，创业板收涨 37.62%，两市成交量从极低的 5000 亿、大幅放量至月末的 1.5 万亿，风格上成长、小票更占优。**港股方面**，9 月恒生指数收涨 17.48%，恒生科技收涨 33.45%，受益于美联储降息、国内超预期政策双重利好而大幅反弹。**海外方面**，月初制造业 PMI 大幅弱于预期，股市急跌后反弹，随着美联储开启降息、经济数据转强，美股企稳上行；欧元区主要国家及印度收涨，日韩继续收跌。

图表 17 权益市场表现

	指标	现价	上月走势	上月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
A股	万得全A	4941.73		22.21	7.49
	上证指数	3336.50		17.39	10.99
	深圳成指	10529.76		26.13	9.94
	创业板指	2175.09		37.62	17.00
	上证50	2755.40		17.99	17.75
	沪深300	4017.85		20.97	16.52
	中证500	5743.22		23.80	4.82
	中证1000	5708.83		23.32	-3.95
	中证2000	2166.17		22.49	-11.18
	科创50	872.37		25.67	11.99
港股	北证50	880.82		34.60	-11.11
	恒生指数	22736.87		17.48	21.06
	恒生科技	5227.13		33.45	23.28
海外	恒生中国企业指数	8156.50		18.62	27.69
	道琼斯工业指数	42352.75		1.85	12.80
	纳斯达克指数	18137.85		2.68	21.85
	标普500	5751.07		2.02	21.43
	英国富时100	8280.63		-1.67	6.60
	法国CAC40	7541.36		0.06	0.22
	德国DAX	19120.93		2.21	14.94
	日经225	38635.62		-1.88	17.68
	韩国综指	2569.71		-3.03	-2.18
	印度SENSEX30	81688.45		2.35	12.77

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

1.1 A股

9月A股主要宽基指数均大幅收涨，两市成交额从极度低迷转向大幅放量，创业板、北证50、中证1000为代表的成长小票涨幅领先，红利指数、上证50代表的价值大票涨幅相对较弱。

分子端“强预期”起、分母端宽松落地，双重催化大幅上涨。从分子端看，经济数据持续偏冷，9月上中旬市场持续定价国内经济基本面下修，9月下旬起新一轮政策推出，相关会议召开时点超市场预期，增量政策力度及预期提振市场情绪，从此前“弱现实、弱预期”走向“弱现实、强预期”。从分母端看，9月国内货币政策迎来宽松，降准50BP、降息20BP均落地，并给出未来的宽松指引；海外美联储也正式以50BP的幅度开启降息周期，内外宽松均在分母端构成利好。

量能触底反弹，情绪从“极冷”转向“极热”。从成交额看，9月份沪深两市日均成交额约为7969亿元，较上个月份增加1997亿元，扭转连续5个月走低趋势，其中9月24日起持续放量反弹至2.6万亿元。从换手率看，9月两市换手率较8月显著回升，接近今年4月水平，市场情绪在9月从“极冷”转向“极热”。

风险溢价快速回落，市场风险偏好反弹。9月上证50的风险溢价从7.74%回落至6.62%，沪深300的风险溢价从6.61%回落至5.37%，中证500的风险溢价从2.77%回落至1.85%，中证1000的风险溢价从1.16%回落至0.54%，随着A股放量上涨，市场风险偏好随之抬升。

宽基指数估值均大幅上修，中证1000弹性较大。从估值端看，9月万得全A市盈率从15.52倍回升至18.45倍(+18.91%)，上证50市盈率从10.08倍回升至11.38倍(+12.86%)，

沪深 300 市盈率从 11.38 倍回升至 13.26 倍(+16.51%)，中证 500 市盈率从 20.21 倍回升至 24.87 倍(+23.07%)，中证 1000 市盈率从 29.98 倍回升至 36.96 倍(+23.28%)。

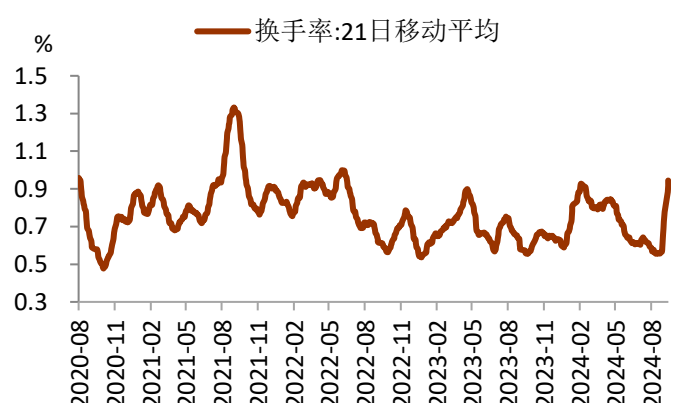
两融回落止跌回升、外资流入。从杠杆资金端看，9 月末两融余额为 14401.71 亿元，较 8 月末增加 473.48 亿元，扭转连续 3 月下滑趋势，两融资金随着股市有所回暖。从外资端看，9 月国内口径的北向资金已暂停披露，EPFR 口径表明 9 月流入 A 股的外资资金大幅跳升。

二季报利润增速延续负增，8 月工业企业利润再度回落。从盈利端看，二季度全 A 上市公司营收增速-2%，净利润增速-1.5%，仍在探底中。9 月末万得全 A 一致预期净利润同比增速从 8 月末 14.31%下修至 11.81%，上证 50 从 5.67%下修至 5.26%，沪深 300 从 8.86%下修至 7.00%，中证 500 从 22.11%下修至 17.73%，中证 1000 从 37.42%下修至 32.31%，中证 2000 从 32.80%下修至 26.23%。从宏观数据来看，1-8 月工业企业利润同比增速为 0.5%，前值 3.6%，上中下游利润增速均回落，略显疲态。

图表 18 A 股成交额

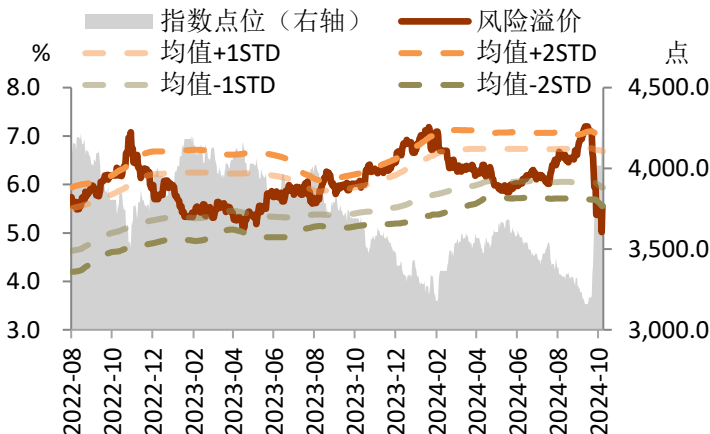


图表 19 A 股换手率

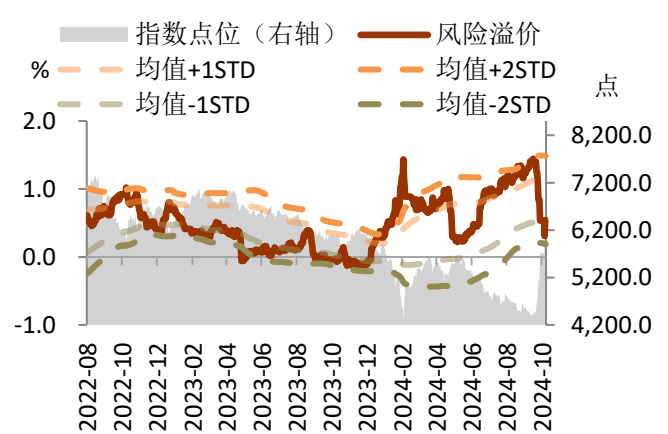


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 20 沪深 300 风险溢价

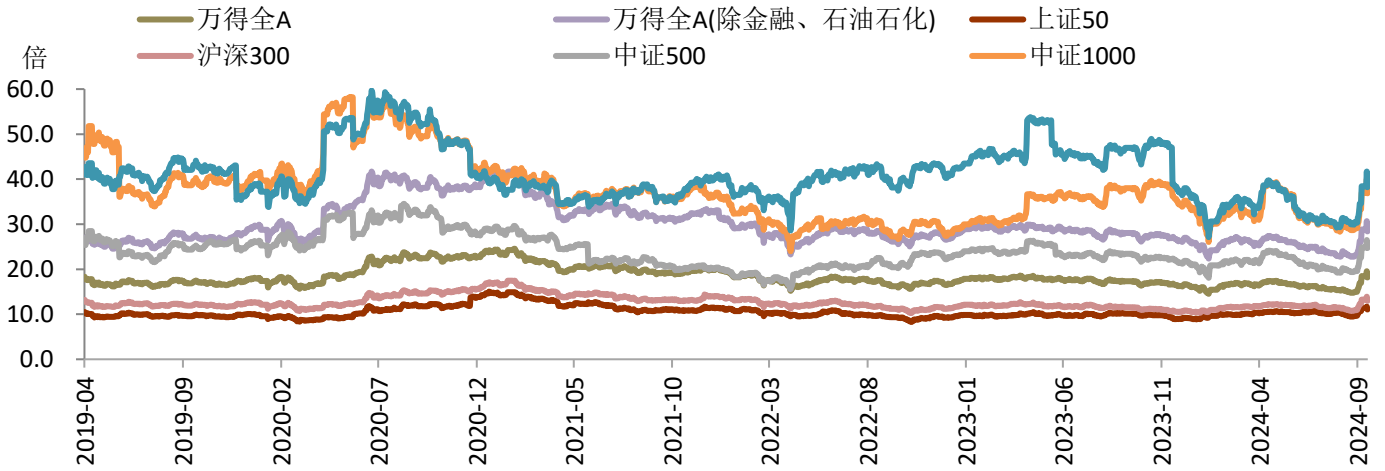


图表 21 中证 1000 风险溢价



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (风险溢价为 P/E 的倒数减去 10Y 国债收益率)

图表 22 主要宽基指数市盈率 (TTM)

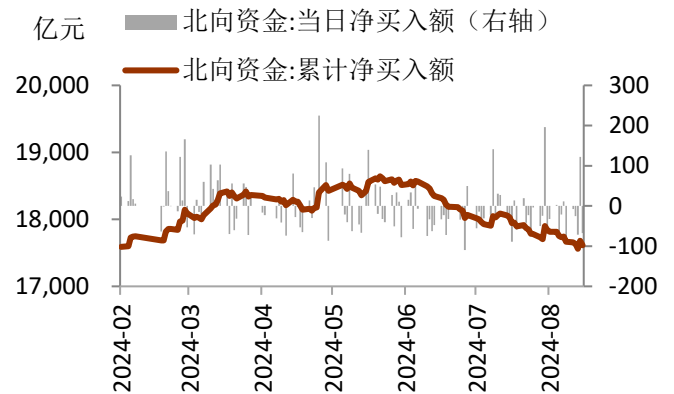


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 23 融资融券余额

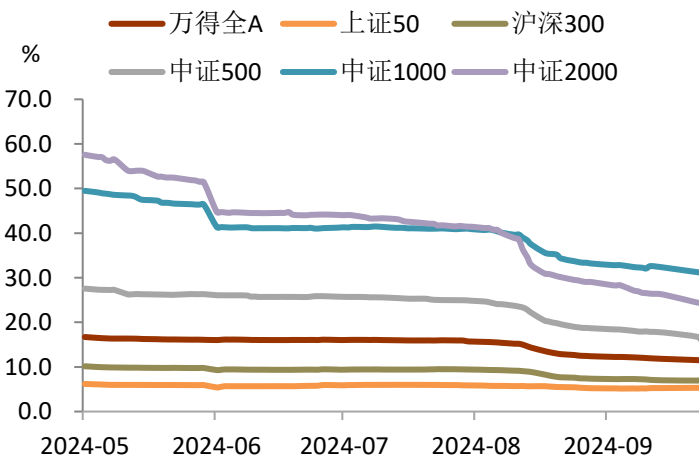


图表 24 北向资金

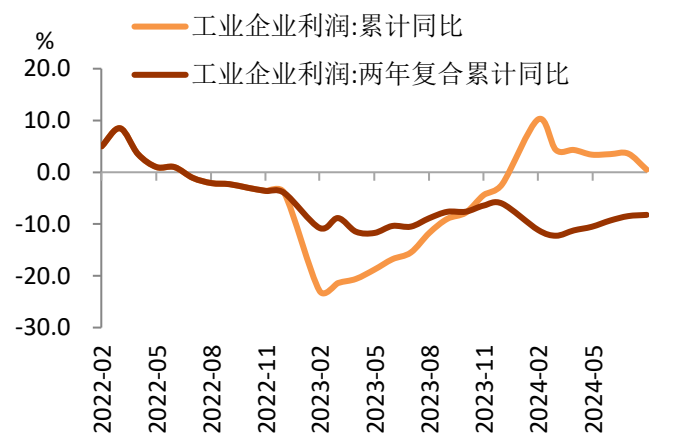


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货 (注: 北向资金 8 月 19 日起停止披露)

图表 25 一致预期净利润同比增速



图表 26 工业企业利润



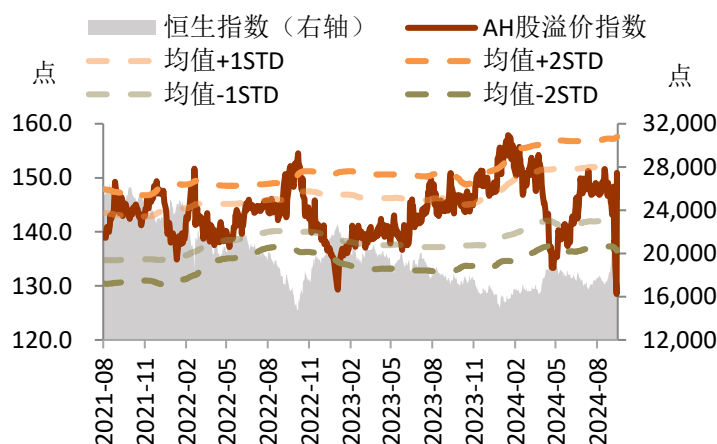
资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

1.2 港股

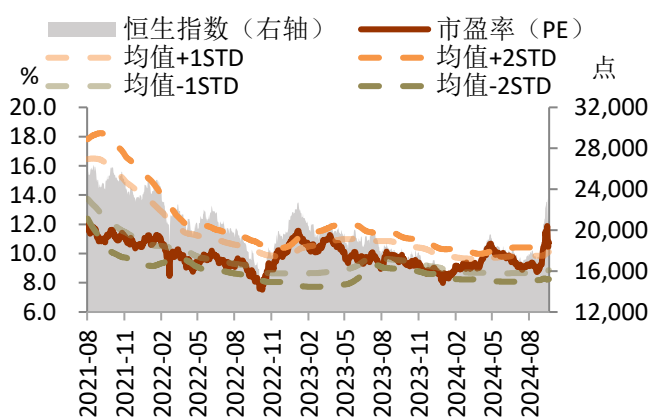
国内政策出台、美联储如期降息，9月港股大幅反弹。港股9月上旬持续阴跌，在中旬美联储降息催化下，市场交易海外流动性放松；随着国内新一轮增量政策的宣布，下旬快速上涨超15%，其中恒生科技弹性更大。

估值上修，南向保持流入，市场情绪显著回暖。恒生指数的市盈率（P/E）在9月末为10.74倍，8月末为9.35倍；南向资金延续8月的流入趋势，在9月实现净流入385亿元，流入速度持平前值。同时，恒生指数的换手率在9月份大幅调升，市场交易活跃度显著升温。

图表 27 AH 股溢价率



图表 28 恒生指数市盈率

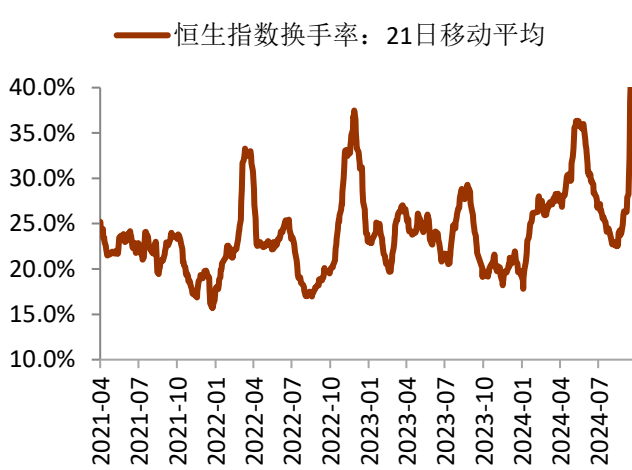


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 29 南向资金

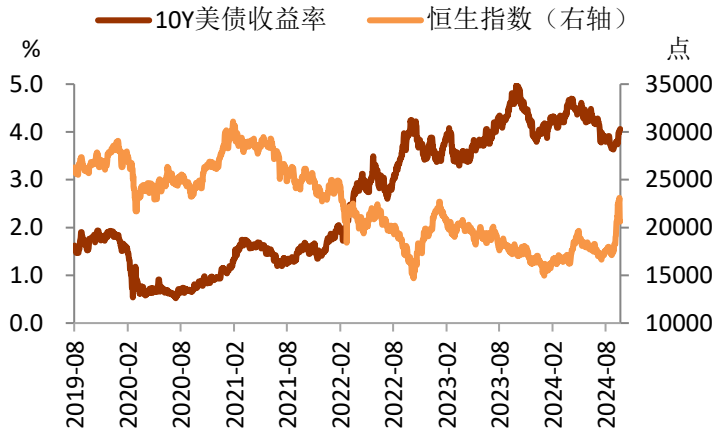


图表 30 恒生指数换手率

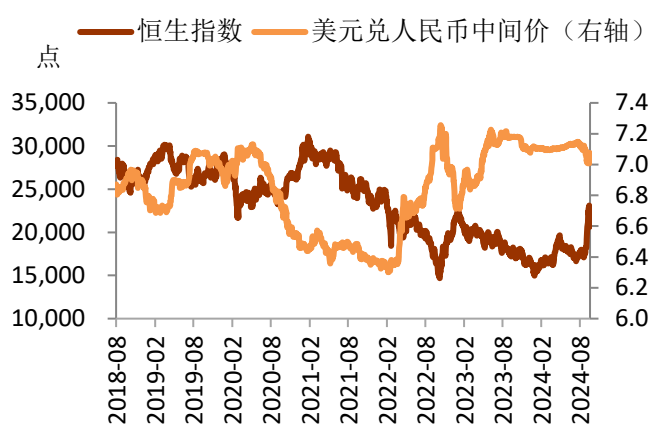


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 31 恒生指数与 10Y 美债收益率



图表 32 恒生指数与美元指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

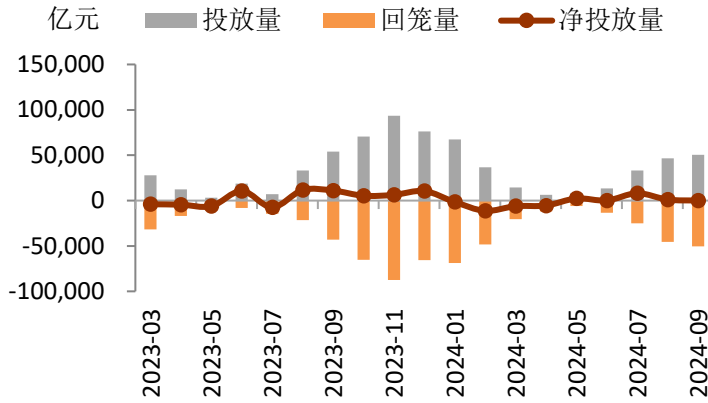
2、债券市场

央行净投放力度减弱，资金面偏宽松、利率波动加大。资金供给方面，9月央行公开市场净投放 23 亿元，较 8 月大幅回落，其中逆回购投放 47,523 亿元、到期 44,590 亿元，MLF 投放 3000 亿元、到期 5,910 亿元，国库现金定存投放 0 亿元、到期 0 亿元。资金价格方面，9 月利率中枢整体小幅下行，R001 较 8 月末上行 10.86BP 至 1.76%，DR001 较 8 月末下行 1.25BP 至 1.52%；R007 较 8 月末下行 1.18BP 至 1.83%，高于政策利率（7 天逆回购利率）33.24BP；DR007 较 8 月末下行 14.45BP 至 1.55%，低于政策利率 5BP。资金需求方面，9 月政府净融资 12,824 亿元，较 8 月减少 3,986 亿元，较去年同期增加 3,097 亿元，9 月国债发行进度显著加快；票据贴现利率 9 月均值为 0.97%，较 8 月下行 2BP，指向 9 月信贷需求或仍偏弱，与金融数据相一致。

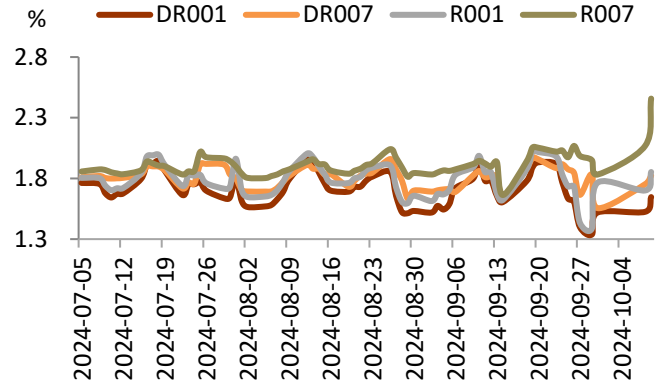
各期限国债利率 V 型走势，长端利差小幅走陡。9 月末，10 年期国债收益率为 2.17%，较 8 月末下行 0.55BP；30 年期国债收益率为 2.38%，较 8 月末上行 1.5BP。2 年期国债收益率为 1.54%，较 8 月末下降 1.36BP。10Y-2Y 期限利差为 0.63%，较 8 月末收窄 1.91BP；30Y-10Y 期限利差为 0.21%，较 8 月末走阔 2.05BP。

9 月债市从交易“弱现实”到“强预期”。9 月初资金面宽松、经济基本面下修共同驱动国债利率下行，核心通胀处于极低水平；中旬官方智库首次在公开场合提到“通缩”风险，经济目标表述从“坚定不移”改为“努力”，伴随着 LPR 降息预期落空，10Y 国债活跃券最低成交为 2.0%，创下历史新低。随着 9 月 24 日金融部委释放超预期政策、9 月 26 日超预期召开“稳经济”为主题的政治局会议，市场普遍认为政策立场已明显转向，月末债市迎来大幅调整。进入 10 月，债市最大的利空依旧是财政政策的力度及投向，股市涨跌与政府债供给增加也会形成扰动，因此短期债市波动或有所加大；中长期而言，债牛的转向仍需看到基本面的扭转。

图表 33 货币市场公开操作

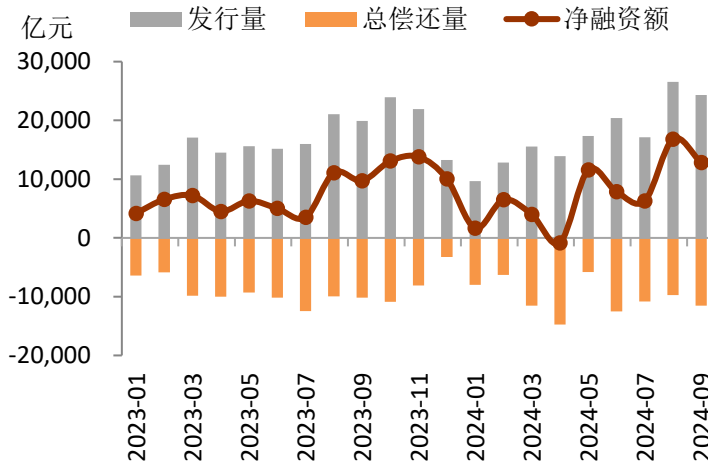


图表 34 主要资金利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 35 政府债发行与到期情况

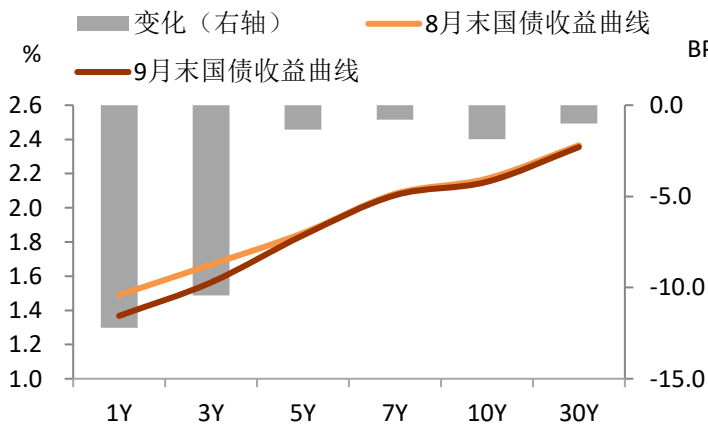


图表 36 票据贴现利率

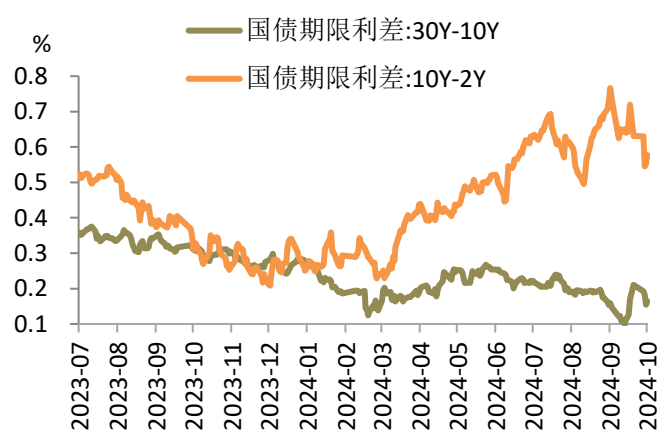


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 37 国债收益率曲线



图表 38 国债期限利差



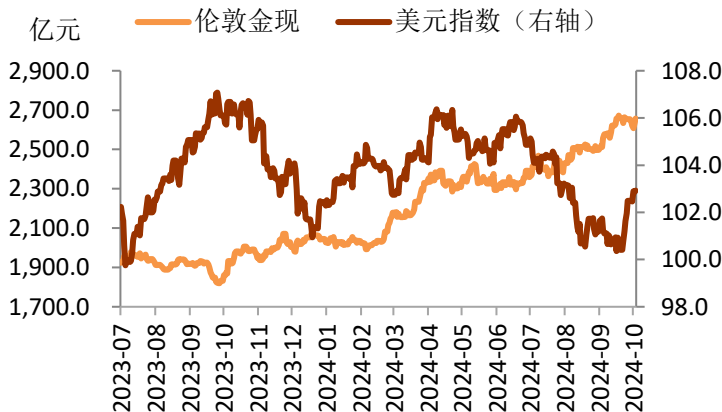
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

3、商品市场

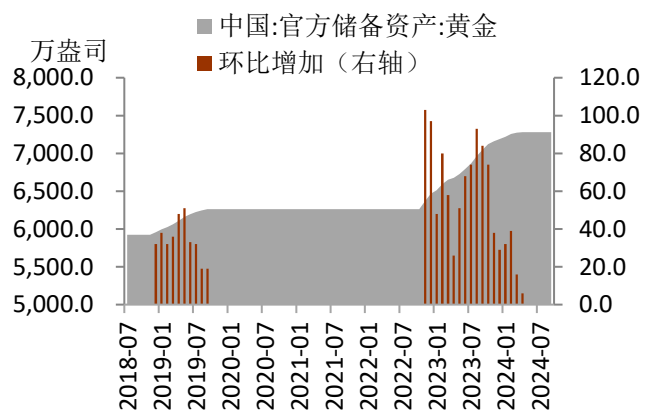
3.1 黄金

降息落地、地缘风险推动金价 9 月再创新高，年内仍有空间。9 月末，伦敦金现收于 2634.20 美元/盎司，月涨幅 5.24%，最高升至 2685.58 美元历史新高；沪金收于 596.72 元/克，月涨幅 3.52%，因人民币在 9 月持续升值，内盘涨幅低于外盘。（1）降息靴子落地，金价再创新高。9 月市场反复博弈降息幅度，最终美联储以 50BP 的开局步入降息周期，随着美债利率显著下行，金价在中下旬不断创下新高，站稳 2600 美元关口。（2）地缘政治风险持续演绎。9 月 10 日，乌克兰对俄罗斯首都发动迄今为止最大规模无人机袭击；9 月 17 日，黎巴嫩多地寻呼机爆炸，全面战争再度升温；9 月 24 日，以色列大规模空袭造成 274 人遇难，此后无视盟友的停火呼吁，冲突一再扩大。（3）展望后市，年内黄金仍有创新高的空间。短期而言，随着中东、俄乌、朝韩等地缘冲突扩大，且美国大选临近，避险属性或继续强化；美国通胀仍在下行趋势中、此前的衰退担忧消散，市场对年内降息预期逐渐形成共识，后续“软着陆”带来的降息计价或对金价支撑有限。中长期看，全球债务膨胀，新兴国家央行仍在增持黄金，“去美元化”进行中，全球地缘政治不确定性未减，作为非主权货币的黄金将持续受到青睐。

图表 39 伦敦金现与美元指数



图表 40 中国官方黄金储备



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

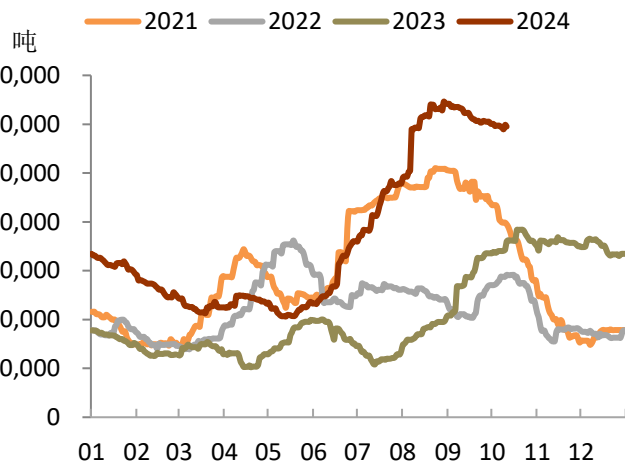
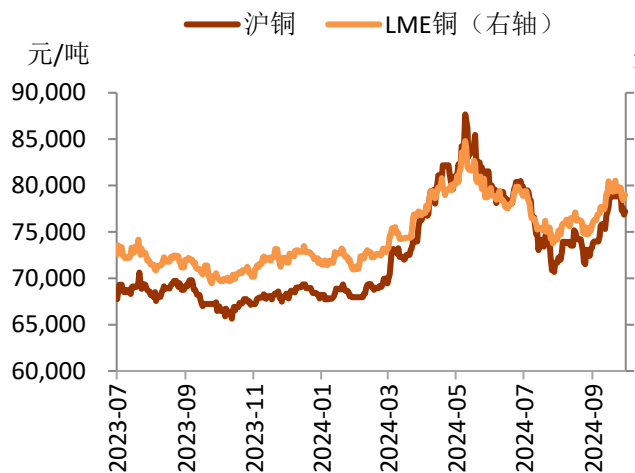
3.2 铜

宏观与基本面共振，9 月铜价单边上行。9 月末，伦铜收于 9865.0 美元/吨，月涨幅 6.82%；沪铜收于 78830 元/吨，月涨幅 6.54%，内外盘铜价均一路上涨。（1）国内外宏观情绪均转向。9 月市场关于美国的衰退担忧逐渐消散，尽管月初公布的制造业、服务业 PMI 持续分化，但中旬公布的零售数据好预期，就业市场也有边际转暖迹象；而美联储 50BP 的降息即在意料之外、又在情理之中，体现了美联储呵护经济的意图。中国在 9 月下旬开启新一轮稳

增长政策，涉及货币、财政、地产、金融等领域，国内外宏观情绪在 9 月得到共同好转。（2）传统旺季下游开工改善，精矿供应依旧趋紧。步入 9 月，国内精铜终端消费进入传统旺季，线缆需求好转、精铜杆开工率回升，国内电解铜产量略不及预期，TC 小幅上行但仍偏低，全球精矿供应趋紧格局未变。（3）展望后市，进入 10 月需求端转向淡季，同时废铜政策逐步清晰，原材料紧缺的状况有所缓解，基本面支撑或走弱，宏观预期博弈或提高。

图表 41 国内外铜价走势

图表 42 LME 铜库存

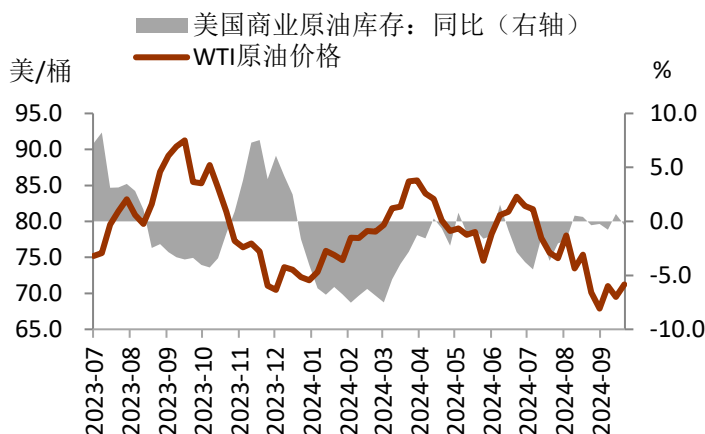


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

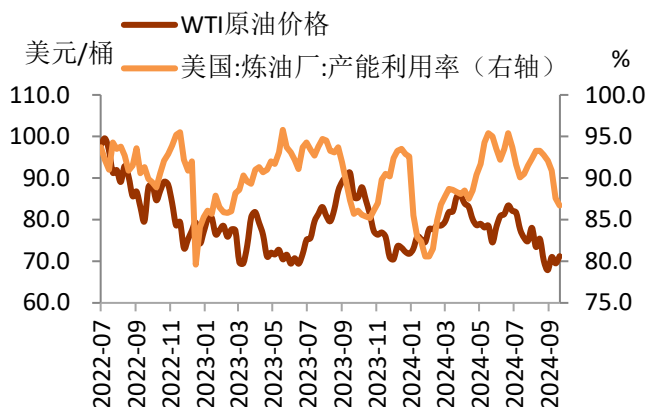
3.3 原油

油价 9 月震荡运行，供需基本面偏弱，地缘政治扰动加剧。9 月末，WTI 原油收于 68.29 美元/桶，月涨跌幅-7.15%；布伦特原油收于 72.0 美元/桶，月涨跌幅-6.41%，9 月油价中枢继续显著下行。（1）主要能源机构一致调降需求预期，中国能源消费走弱、欧美旺季进入尾声。EIA、IEA 和 OPEC 今年首次同步下调了对 2024 年全球每日石油消费增速的预期，平均值降至 129 万桶（前值 141 万桶），加剧 9 月油价的下跌趋势。中国由于传统建筑业、工业复苏偏慢及电动车等新兴产业的发展，7-8 月原油需求显著减少；海外方面，美北半球驾驶汽油需求旺季进入尾声，国商业原油库存同比回落。（2）OPEC+延后两个月增产、利比亚产量减半，供给短线承压。9 月中旬，油价跌至多数中东海湾国家的财政平衡点以下，OPEC+决定妥协，取消了原定于 9 月底开始的增产计划。沙特、阿联酋和俄罗斯等八个国家宣布将 220 万桶的自愿减产措施延长两个月至 2024 年 11 月底，同时保留灵活调整的可能性。同时，利比亚政治动荡再度加剧，9 月原油产量预计减少约 50 万桶，相比 2024 年上半年平均 110 万桶的产量几乎减半。（3）展望后市，随着海内外需求边际回落，以及年内增产计划的落地，在基本面上有所压制；短期而言，地缘政治冲突扰动对油价的定价权重仍在上升。

图表 43 美国商业原油库存



图表 44 美国炼油厂产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

4、外汇市场

4.1 美元

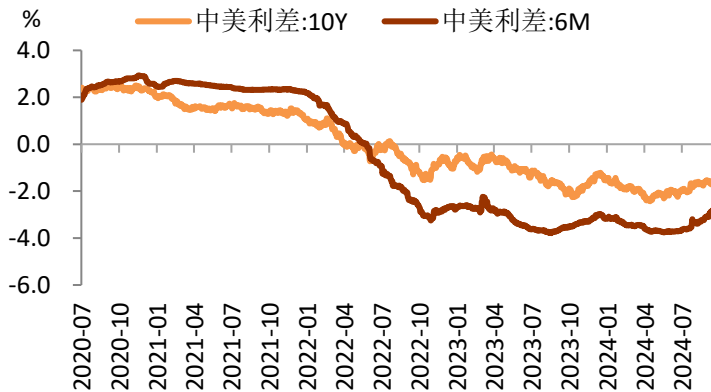
美联储 9 月降息 50BP，美元指数震荡走低。9 月美元指数从 101.6 震荡下行至 100.4，最低触及 100.1，创下 2023 年 7 月来新低。（1）制造业偏弱，就业市场温和，通胀回落。9 月初公布的美国制造业持续萎缩，非农数据偏中性，通胀如期回落，因此市场对经济放缓的担忧以及对美联储大幅降息的押注升温，美元指数震荡整理。（2）美联储以 50 个基点的幅度开启降息周期。9 月美联储在经济尚未陷入衰退时降息 50BP，或是对 7 月的补降，超出部分市场预期，同时点阵图显示年内再降 50BP，本轮降息周期共降 250BP。市场博弈已久的降息尘埃落定，带动美元指数下行。（3）展望后市，目前美国经济基本面相对欧洲较强，临近大选“特朗普交易”再度回归，同时 10 月地缘动荡助推资金避险情绪，美元指数预计易涨难跌。

4.2 人民币

海外弱美元、国内强预期共同推动人民币强势升值。9 月在岸人民币汇率从 7.0892 升值至 7.0176，离岸人民币汇率从 7.0904 升值至 6.9814，人民币中间价从 7.1027 调至 7.0074。（1）从内部环境来看，尽管经济依旧面临“弱现实”，而 9 月下旬起新一轮增量政策带给市场“强预期”，月末离岸人民币突破 7.0 关口。（2）从外部环境来看，美国就业温和、通胀下行、降息落地，中美利差倒挂程度在 9 月收敛，美元走弱助力人民币走强。（3）展望后市，短期而言或取决于海外，9 月推动人民币快速走强的因素正发生变化：美国经济基本面预期再度上调，美元指数、美债利率偏强，国内政策带来“强预期”情绪有所冷却。中长期而言，年内财政政策力度及其投向为主要抓手，中美经济温差仍在缓慢收缩，但“强预期”传导至“强现实”尚需时日，人民币大幅升值基础仍需夯实，同时需注意年末企业结汇带来

的脉冲效应。

图表 45 中美利差



图表 46 在岸、离岸人民币汇率

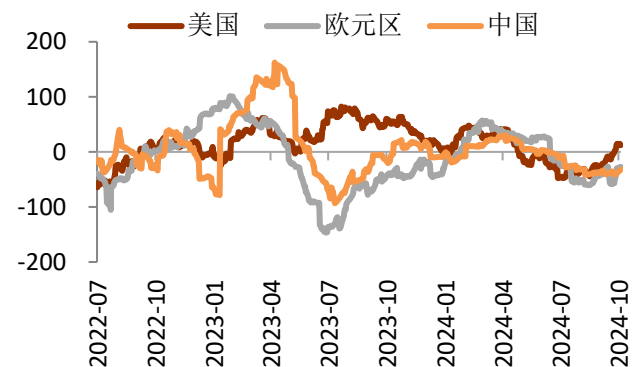


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 47 美元指数



图表 48 花旗经济意外指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

三、经济数据预测

图表 49 国内主要经济指标预测

指标	单位	9月预测	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月
社会消费品零售总额	当月同比 (%)	2.1	2.1	2.7	2.0	3.7	2.3	3.1	5.5	5.5	7.4	10.1	7.6	5.5	4.6
规模以上工业增加值	当月同比 (%)	4.2	4.5	5.1	5.3	5.6	6.7	4.5	7.0	7.0	6.8	6.6	4.6	4.5	4.5
内需	累计同比 (%)	3.3	3.4	3.6	3.9	4.0	4.2	4.5	4.2	4.2	3.0	2.9	2.9	3.1	3.2
——制造业投资	累计同比 (%)	9.0	9.1	9.3	9.5	9.6	9.7	9.9	9.4	9.4	6.5	6.3	6.2	6.2	5.9
——房地产开发投资	累计同比 (%)	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.1	-9.8	-9.5	-9.0	-9.0	-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8
——基建投资	累计同比 (%)	8.0	7.9	8.1	7.7	6.7	7.8	8.8	8.9	8.9	8.2	8.0	8.3	8.6	9.0
出口	当月同比 (%)	5.5	8.7	7.0	8.6	7.6	1.3	-7.7	5.6	8.2	2.3	0.7	-6.6	-6.8	-8.5
外需	当月同比 (%)	0.0	0.5	7.2	-2.3	1.8	8.3	-1.9	-8.2	15.4	0.2	-0.7	2.9	-6.3	-7.2
贸易差额	当月值 (亿美元)	914.2	910.2	846.5	990.5	825.5	719.6	581.2	397.1	854.6	753.4	694.5	561.3	753.2	672.6
CPI	当月同比 (%)	0.4	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.1	0.7	-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	0.1
物价	当月同比 (%)	-2.8	-1.8	-0.8	-0.8	-1.4	-2.5	-2.8	-2.7	-2.5	-2.7	-3.0	-2.6	-2.5	-3.0
新增人民币贷款	当月值 (亿人民币)	18000	9000	2600	21300	9500	7300	30900	14500	49200	11700	10900	7384	23100	13600
货币	社会融资规模增量	33000	30311	7724	32999	20623	-658	48335	15211	65364	19401	24554	18441	41326	31279
金融	M1货币供应量	-7.2	-7.3	-6.6	-5.0	-4.2	-1.4	1.1	1.2	5.9	1.3	1.3	1.9	2.1	2.2
	M2货币供应量	6.4	6.3	6.2	7.0	7.2	8.3	8.7	8.7	9.7	10.0	10.3	10.3	10.3	10.6
指标	单位	9月预测	8月	7月	6月	5月	4月	3月	2月	1月	12月	11月	10月	9月	8月
利率	1年期MLF利率	2.00	2.30	2.30	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	1年期LPR利率	3.15	3.35	3.35	3.35	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
	5年期LPR利率	3.65	3.85	3.85	3.85	3.95	3.95	3.95	3.95	3.95	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20

资料来源：iFinD，铜冠金源期货预测

敬请参阅最后一页免责声明

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室

电话：021-68400688



深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B2 栋 1302 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。