



稳增长亟需增量政策出台，静待分子端下行趋缓

——鑫元周观点（2024. 9. 16-2024. 9. 22）

一、核心观点

宏观方面，美联储当地时间 9 月 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，略超市场预期。此前，联储已经多次明确释放降息信号，故市场多聚焦于降息幅度，本次降息标志着从 2022 年 3 月开始的加息周期的结束。国内方面，9 月 20 日 LPR 利率按兵不动。财政部公布 8 月财政数据。1-8 月全国一般公共预算收入 147776 亿元，同比下降 2.6%，其中税收收入同比下降 5.3%，延续偏弱态势。一般公共预算支出 173898 亿元，同比增长 1.5%。8 月政府性基金收入同比降幅扩大至-34.4%，土地出让收入（-41.8%）拖累程度加深。总体来看，8 月财政政策力度指数继续下滑。

权益市场方面，上周走势继续偏弱，一方面出台内需刺激政策的预期并未实现，另一方面海外降息，国内 LPR 利率不变，打击了市场对于分母进一步宽松托底的预期。如 9 月下旬仍无新的财政刺激性政策，策略上继续建议降仓防守，等待分子下行的再度趋缓。如果后续降准，有利于银行估值的修复。

固收市场方面，全周央行累计净投放 3269 亿元，其中逆回购操作 18024 亿元，到期 8845 亿元，另外还有 5910 亿元 MLF 到期。资金面有一定收敛，资金价格明显上行，其中 R007 上行 39bp 至 2.05%。全周来看债市分化明显，其中 3 年期国债收益率上行 5bp 至 1.49%，10 年期上行 0.1bp 至 2.04%，30 年期下行 3bp 至 2.15%。上周信用债表现较弱，信用利差有一定走扩但利差整体依然处于历史较低分位。策略方面，居民部门缩表状态下基本面矛盾的积累导致收益率下行是长期主线，但节奏层面易受到央行干预以及专项债发行加速影响。长期看债市做多的思路不变，只是债市利率进一步触及新低后市场对利空会更加敏感，若后续降准落地，中短端资产或许有望迎来一定修复。

二、宏观动态

（一）国内宏观

国务院总理李强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。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。要落实资本市场改革重点举措，健全资本市场功能。

9月16日出版的第18期《求是》杂志将发表习近平总书记的重要文章《在党的二十届三中全会第二次全体会议上的讲话》。习近平强调，要扎实做好下半年工作，坚定不移实现全年经济社会发展目标；要落实好宏观政策，积极扩大国内需求，因地制宜发展新质生产力，加快培育外贸新动能，扎实推进绿色低碳发展，切实保障和改善民生；要落实好防范化解重点领域风险的各项举措；要有效应对外部风险挑战，主动塑造有利外部环境；搞好“五年规划”总结评估和谋划工作。

LPR 报价不变。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024年9月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.35%，5年期以上LPR为3.85%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。9月LPR利率保持稳定主要是银行的净息差压力偏大，今年2月、7月LPR利率两次较大幅调降，商业银行需要一定时间评估LPR利率调降的具体影响与效果。

证监会修订发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》。规定对证券公司投资股票、开展做市等业务的风险控制指标计算标准进行了完善，对优质证券公司的风控指标适当予以优化，放宽高评级优质券商风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数。业内人士指出，此举意在支持优质证券公司适度拓展资本空间，预计将释放近千亿元资金。

（二）海外宏观

美国上周首次申请失业救济人数意外下滑，降至21.9万人。美国上周初请失业金人数降至21.9万人，为四个月新低，预期为持平于23万人。至9月7日当周续请失业金人数为183万人，下降1.4万人。

美国8月零售销售额环比增长0.1%，高于市场预期。美国8月零售销售环比升0.1%，预期降0.2%，前值从升1.0%修正为升1.1%。核心零售销售环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.4%。美国8月工业产出环比升0.8%，预期升0.2%，前值从降0.6%修正为降0.9%。制造业产出环比升0.9%，预期升0.1%。

美联储将联邦基金利率下调50个基点至4.75%-5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美

联储四年来首次降息。政策声明显示，通胀虽已向 2% 目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。此外，点阵图显示，美联储预计今年还会降息 50 基点。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储的经济预测摘要中没有任何内容表明其急于完成降息，数据将推动货币政策选择，降息将根据需要加快、放慢或暂停；美联储没有处于任何预设模式，将继续逐次会议地做决定；所有人都不应当认为降息 50 个基点是新速度。利率决议后，美股和黄金冲高回落并最终小幅收跌，美债收益率先抑后扬、美元跌幅收窄。

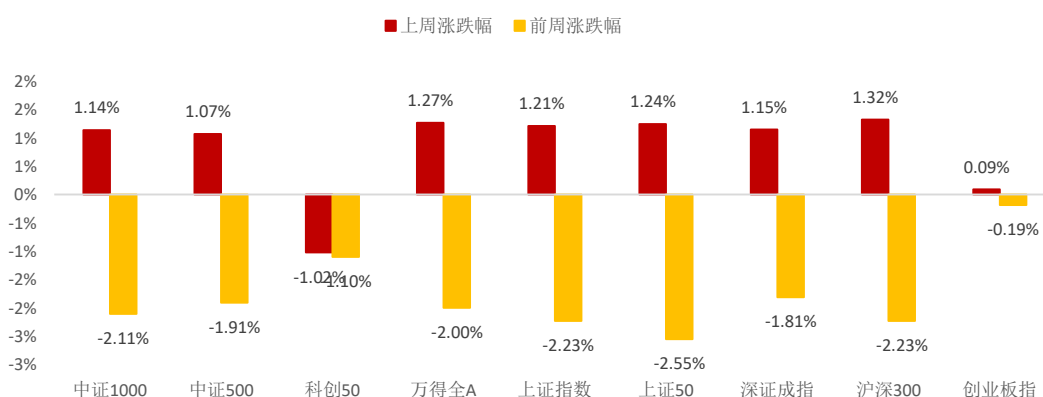
日本央行发布最新利率决议，维持政策利率水平在 0.15%-0.25% 不变，符合市场预期。日本央行表示，经济正在温和复苏、通胀预期适度上升，外汇波动对价格的影响已大于以往。日本央行行长植田和男重申，如果经济和通胀趋势符合展望，该行将继续加息。

三、市场回顾

（一）权益市场

1、权益市场走势

图 1：上周 A 股宽基指数涨跌幅



数据来源：Wind、鑫元基金

上周 A 股各宽基指数涨跌不一。截至 9 月 20 日，沪深 300 上涨 1.32%，万得全 A 上涨 1.27%，上证 50 上涨 1.24%，涨幅居前；科创 50 下跌 1.02%，跌幅居前。从行业板块看，上周房地产、有色金属、综合金融领涨，医药、农林牧渔、国防军工领跌。

2、权益市场估值

图 2：上周 A 股市场宽基指数 PE（TTM）

	2024/9/20	同比前周变化		历史以来	同比前周变化		10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
上证指数	12.2	↑	0.17	15.7	↑	1.98	22.9%	14.1%	10.5%
深证成指	19.6	↑	0.26	30.7	↑	1.16	22.4%	10.4%	3.5%
上证 50	9.7	↑	0.14	24.7	↑	6.09	38.1%	30.0%	22.9%
沪深 300	10.9	↑	0.16	15.9	↑	1.73	20.3%	9.5%	6.5%
中证 500	19.6	↑	0.21	5.0	↑	0.92	6.9%	12.2%	8.6%
中证 1000	29.1	↑	0.39	10.8	↑	1.48	10.8%	16.4%	8.2%
创业板指	23.6	↑	0.05	0.3	↑	0.07	0.4%	0.6%	0.9%
科创 50	47.0	↓	1.02	53.6	↓	0.49	53.6%	53.6%	56.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

图 3：上周 A 股市场中信一级行业 PE（TTM）

•	2024/9/20	同比前周变化		历史以来	同比前周变化		10 年分位数	5 年分位数	3 年分位数
石油石化(中信)	10.5	↑	0.15	12.39%	↑	1.17	12.4%	21.9%	31.6%
煤炭(中信)	11.8	↑	0.35	63.98%	↑	4.14	64.0%	93.6%	91.5%
有色金属(中信)	18.1	↑	0.95	15.45%	↑	1.82	15.4%	25.5%	36.8%
电力及公用事业(中信)	16.8	↑	0.06	13.36%	↑	0.20	13.4%	0.6%	0.8%
钢铁(中信)	27.9	↑	0.20	59.85%	↑	0.23	59.8%	78.5%	69.0%
基础化工(中信)	25.0	↑	0.24	25.82%	↑	1.01	25.8%	45.7%	35.6%
建筑(中信)	7.7	↑	0.13	0.21%	↑	0.21	0.2%	0.4%	0.5%
建材(中信)	23.5	↑	0.37	67.71%	↑	1.57	67.7%	94.5%	92.4%
轻工制造(中信)	21.2	↑	0.31	5.39%	↑	0.64	5.4%	9.5%	2.9%
机械(中信)	26.6	↑	0.11	1.43%	↑	0.11	1.4%	0.6%	0.9%
电力设备及新能源(中信)	29.6	↑	0.03	18.75%	↑	0.02	18.8%	33.2%	33.1%
国防军工(中信)	60.4	↓	0.29	24.29%	↓	0.63	24.3%	23.5%	17.0%
汽车(中信)	23.5	↑	0.51	51.96%	↑	2.38	52.0%	24.4%	1.7%
家电(中信)	13.8	↑	0.93	8.79%	↑	7.21	8.8%	9.9%	5.1%
纺织服装(中信)	18.5	↑	0.11	0.43%	↑	0.21	0.4%	0.8%	1.1%
医药(中信)	31.9	↓	0.23	7.50%	↓	0.44	7.5%	13.3%	7.1%
食品饮料(中信)	17.7	↑	0.01	8.29%	↑	0.13	8.3%	0.2%	0.3%
农林牧渔(中信)	56.6	↓	0.11	60.51%	↓	0.03	60.5%	67.2%	67.5%
银行(中信)	5.3	↑	0.10	29.98%	↑	3.17	30.0%	33.0%	47.5%
非银行金融(中信)	16.3	↑	0.31	34.50%	↑	3.54	34.5%	45.8%	55.2%
交通运输(中信)	15.6	↑	0.22	2.79%	↑	1.00	2.8%	2.1%	2.4%
电子(中信)	51.6	↓	0.05	43.61%	↓	0.15	43.6%	45.9%	38.2%
通信(中信)	19.4	↑	0.19	8.14%	↑	0.81	8.1%	14.4%	20.8%
计算机(中信)	77.4	↑	2.14	47.39%	↑	2.20	47.4%	25.7%	15.8%
传媒(中信)	36.0	↑	0.33	16.28%	↑	1.62	16.3%	21.7%	12.1%
综合金融(中信)	30.5	↑	1.31	21.57%	↑	3.45	21.6%	21.6%	23.0%

数据来源：Wind、鑫元基金

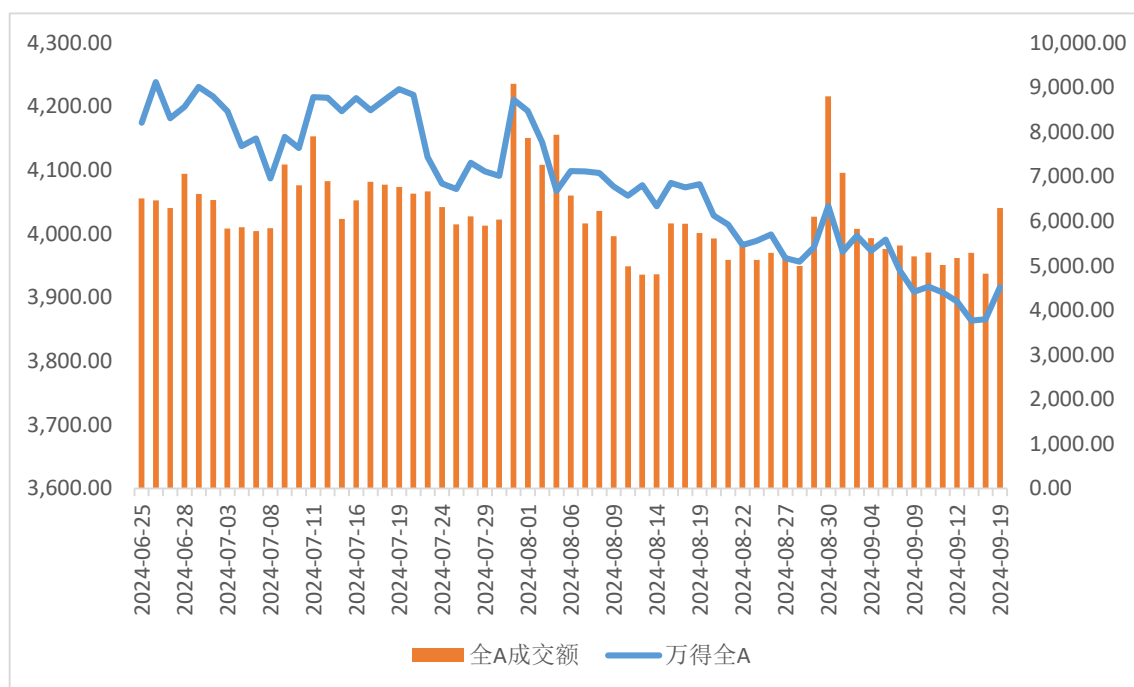
上周各宽基指数估值普遍上涨，国防军工、医药、农林牧渔、电子估值有所下行。当前各主要宽基指数估值水平，普遍在历史 50%分位数以下，未来仍有一定估值提升空间。从行

业板块看，上周计算机、综合金融、有色金属、家电估值上行最多，国防军工、医药、农林牧渔、电子估值估值下行最多。当前农林牧渔、建材、煤炭、钢铁、电子板块估值处于历史较高水平；建筑、纺织服饰、机械、轻工制造、交通运输板块估值处于历史较低水平。

3、权益市场情绪

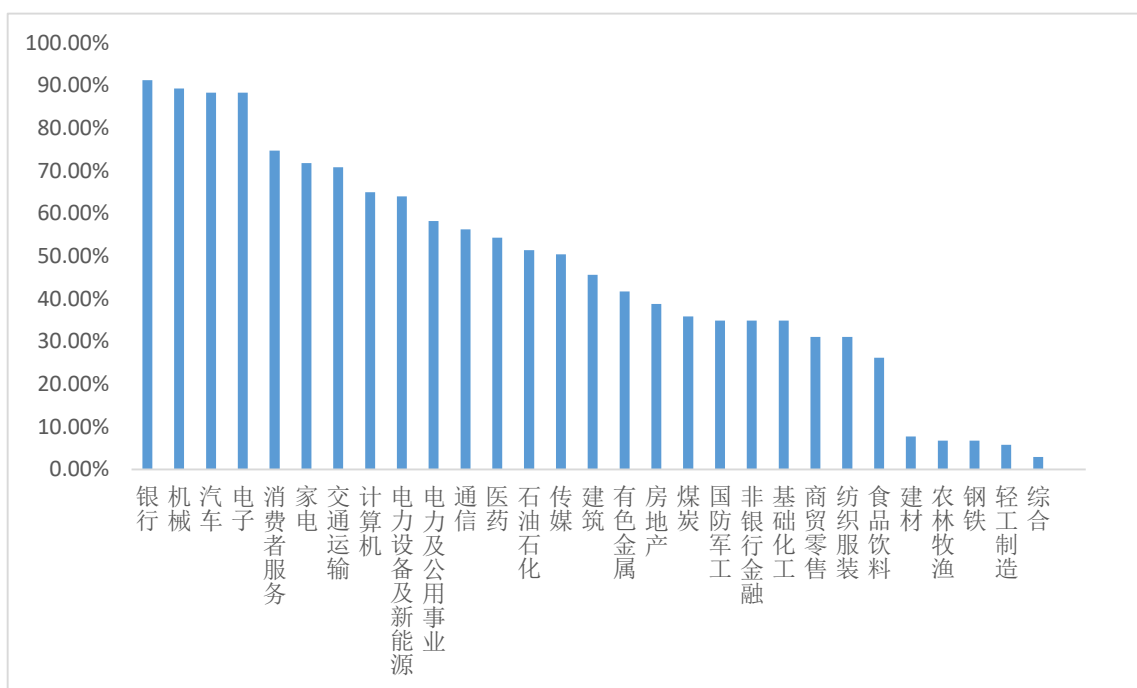
上周量化模型的信号为“中性偏空”。从全 A 换手率的角度看，上周市场阶段性放量反弹。从行业拥挤度的角度，银行，机械，汽车的拥挤度较高。从股债性价比大周期的角度，目前权益相对固收的风险溢价为 7.13%，处于历史 99.72%的分位数，所以从此时点看，长期持有仍是好选择。

图 4：全市场换手率



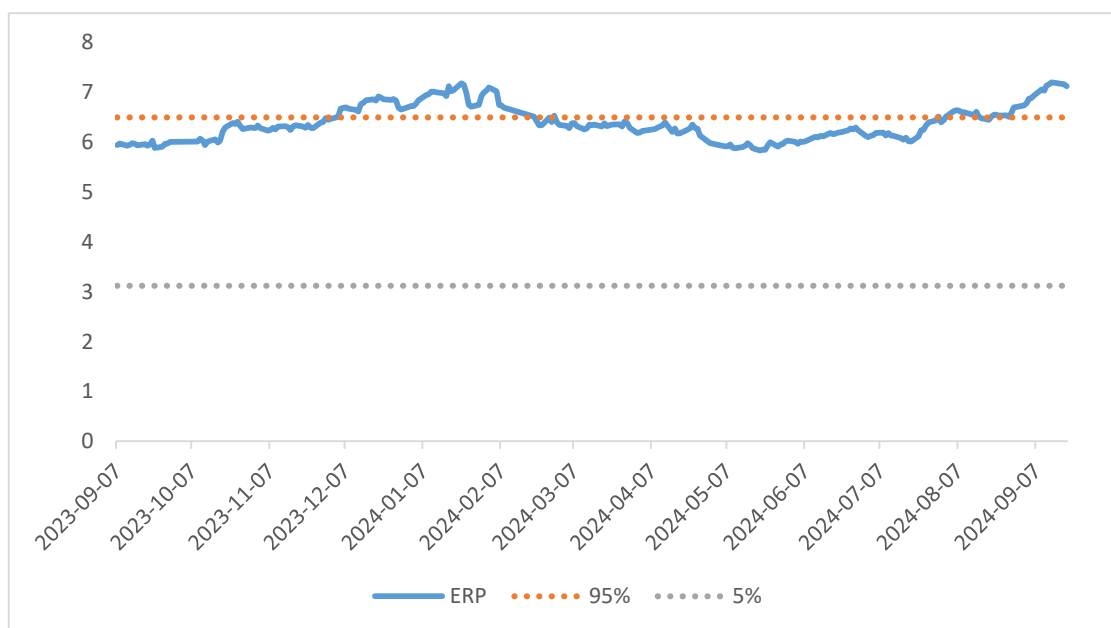
数据来源：Wind、鑫元基金

图 5：行业拥挤度分位数



数据来源：Wind、鑫元基金

图 6：股债性价比：沪深 300 与 10 年期国债

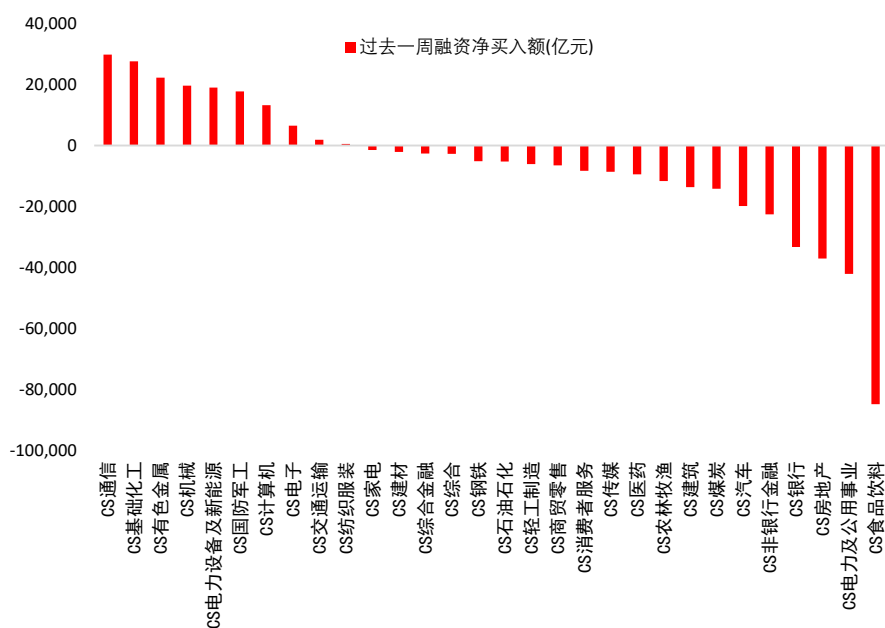


数据来源：Wind、鑫元基金

4、权益市场资金

9月20日，两融资金占比为8.14%，9月13日（上上周五）为6.77%，反映出杠杆资金加仓意愿上升。截至9月20日，当周融资净买入的前三行业为通信、基础化工、有色金属。

图 7：上周两融资金行业流向（万元）

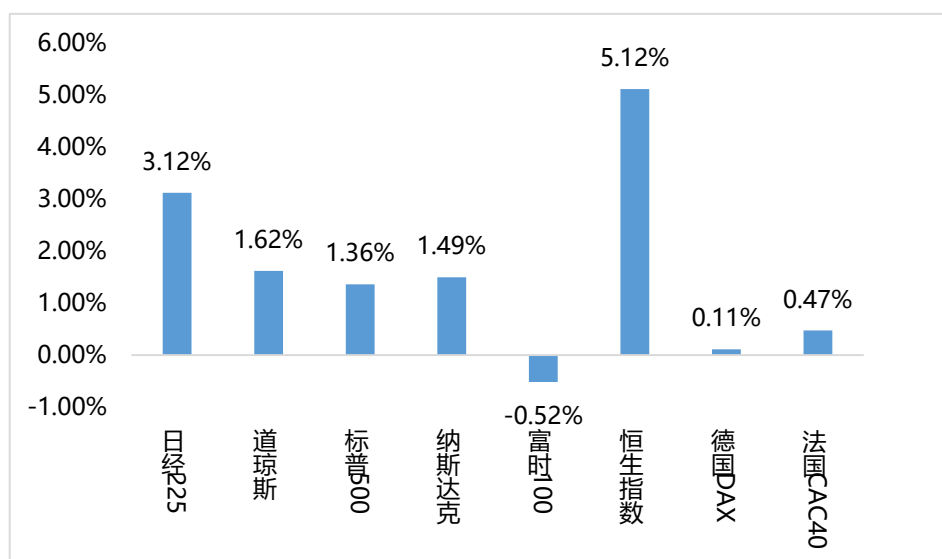


数据来源: Wind、鑫元基金

5、海外权益市场

上周海外股市普遍上涨。美国股市方面，道指上涨 1.62%，标普 500 上涨 1.36%，纳指上涨 1.49%；欧洲股市方面，德国 DAX 上涨 0.11%，英国富时 100 下跌 0.52%，法国 CAC40 上涨 0.47%；亚太股市方面，日经指数上涨 3.12%，恒生指数上涨 5.12%。

图 8：上周海外主要指数涨跌

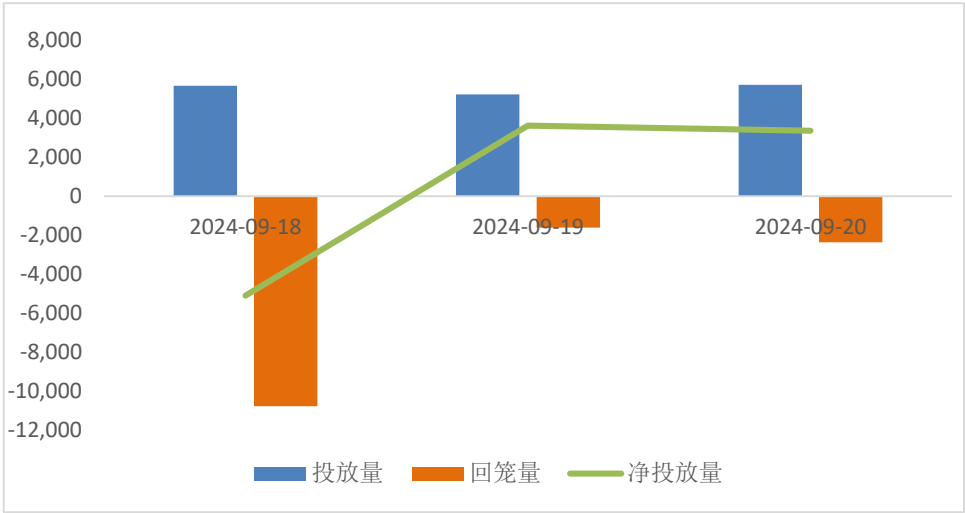


数据来源: Wind、鑫元基金

（二）资金市场

公开市场操作：上上周央行开展 16637 亿元逆回购操作，因有 8845 亿元逆回购到期和 5910 亿元 MLF 到期，上周累计实现净投放 1882 亿元。

图 9：上周公开市场操作情况



政府债发行：本周国债计划发行 3390 亿元，地方政府债计划发行 6017.3 元，整体净缴款 8275.8 亿元。

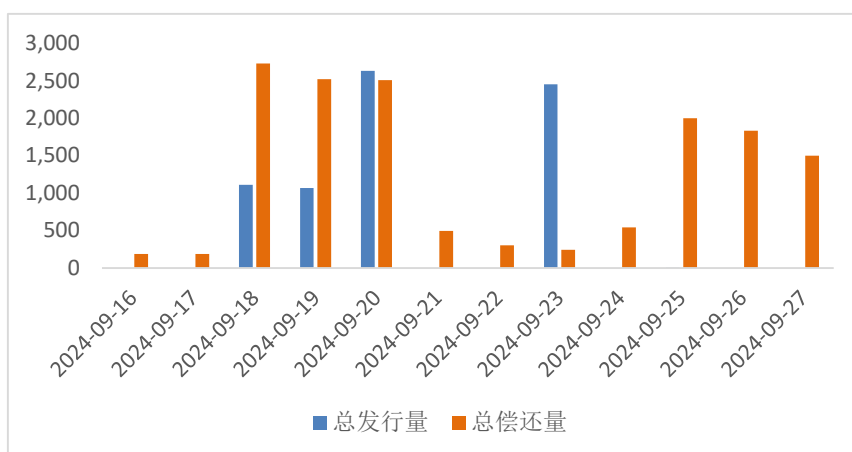
表 1：9 月 23 日-9 月 27 日政府债发行缴款

单位：亿元

	9 月 23 日		9 月 24 日		9 月 25 日		9 月 26 日		9 月 27 日	
	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债	国债	地方债
发行	0	723.9	3390	431.3	0	2100.5	0	2176.2	0	585.4
到期	1739.5	120.6	0	0	0	179.7	0	114.6	0	31.1
缴款	1500	269.4	0	723.9	3390	441.3	0	2100.5	0	2176.2
净缴款	-90.7		723.9		3651.6		1985.8		2145.1	

同业存单发行：本周到期 7444 亿元，低于前一周 8270 亿元，其后两周将降至 3499 亿元、5025 亿元。

图 10：同业存单到期与发行

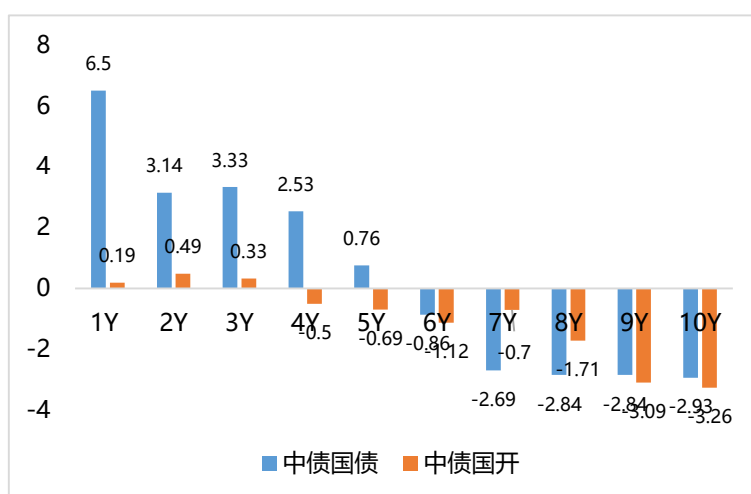


回购市场：9月18-20日，DR001从1.78%上行至1.93%，R001从1.87%上行至2.02%，二者中枢分别较前一周上行11bp、16bp。7天资金利率上行幅度也明显较大，DR007从1.88%上行至1.96%，R007则从1.94%上行至2.05%，二者均值均较前一周上行14bp。9月并非传统大税期，但和缴税规模更大的7月相比，资金利率上行幅度更大，当时隔夜利率最多上行不超过2%。

票据利率：买盘多数机构补充贴现到期压力显现，大行继续主导市场，持续进场降价配置，带动买盘情绪释放，市场交投活跃，买盘报价基本围绕大行报价。卖盘方面，票源供给虽维持千亿水平，但增长乏力。卖方逐步谨慎，纷纷压价出票，供需相互博弈下，票价整体震荡下行。而在周五午后，随着主要大行逐步收满离场，市场供需情绪转而上行，票据利率跌后回暖，12月到期票涨幅明显。

（三）债券市场

图 11：上周利率债各期限收益率涨跌幅（BP）



数据来源：Wind、中债估值、鑫元基金

表 2：中债国债期限利差

项目	3-1	5-3	10-5	10-R007
期限利差	10.53	23.18	31.5	-0.96
环比	-3.17	-2.57	-3.69	-14.71
年初以来	-10.45	12.11	15.98	-31.36
2016 年以来最大值	57.29	49.88	74.94	145.68
2016 年以来最小值	-8.62	-3.15	-6.03	-305.09
2016 年以来平均值	27.26	15.49	18.18	52.30
2016 年以来分位数	7.69%	92.08%	94.92%	8.15%

数据来源：Wind，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

表 3：中债中短期票据信用利差

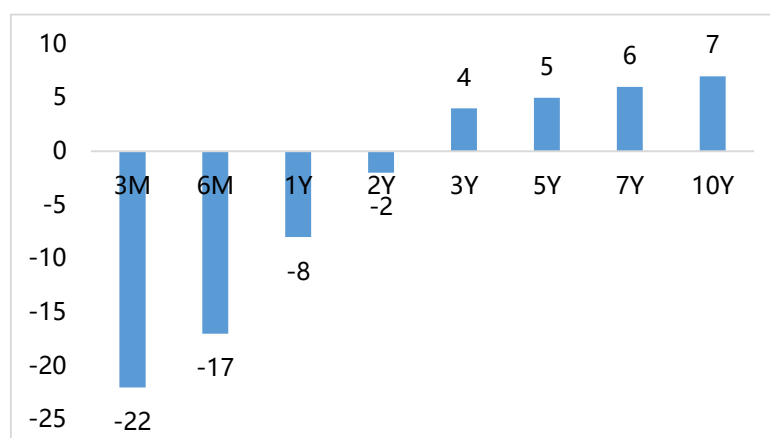
项目	AAA: 1Y	AAA: 2Y	AAA: 3Y	AAA: 4Y	AAA: 5Y
信用利差	34.92	30	31.6	32.07	30.14
环比	-0.11	-1.63	1.86	-0.55	-0.31
年初以来	2.58	-5.23	-5.66	-1.57	-14.98
2016 年以来最大值	98.01	78.03	77.29	76.64	93.82
2016 年以来最小值	13.98	5.79	11.66	12.58	12.62
2016 年以来平均值	45.97	36.46	38.97	42.87	44.16
2016 年以来分位数	28.38%	31.17%	24.35%	17.25%	13.04%

数据来源：Wind、鑫元基金，最大、最小、平均值区间均为 2016 年至今

上周长短端国债收益率涨跌互现。其中，中债国债 1 年期收益率上行 6.50BP 至 1.391，3 年期上行 3.33BP 至 1.4963，5 年期上行 0.76BP 至 1.8271，10 年期下行 2.93BP 至 2.0431。

高等级票据信用利差短期收窄，长期走阔。中债 1 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 0.11BP，中债 2 年期 AAA 级中短期票据信用利差收窄 1.63BP；中债 3 年期 AAA 级中短期票据信用利差走阔 1.86BP。

图 12：上周美债各期限收益率涨跌幅（BP）

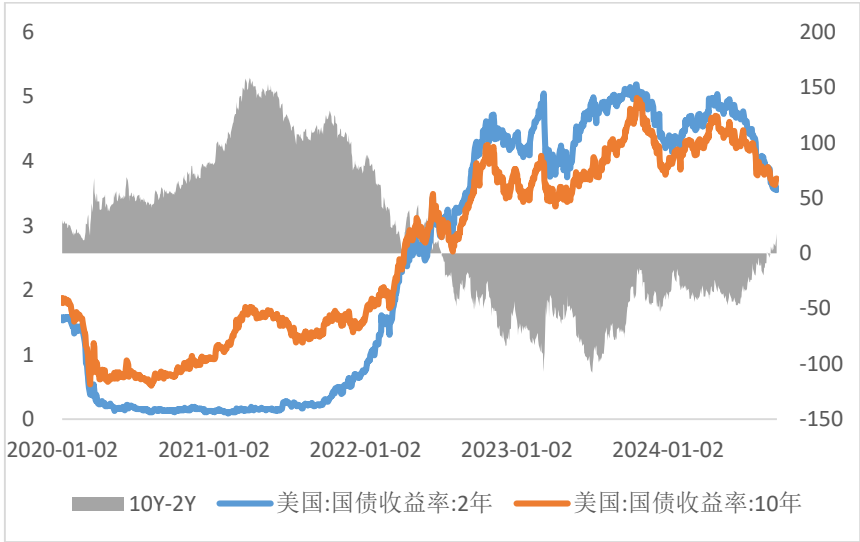


数据来源：Wind、鑫元基金

上周美债收益率短端下行，长端上行。上周 10 年期美债收益率上行 7BP，10 年期国债收

益率下行 2.93BP，中美利差倒挂程度加深。全周来看，1 年期美债收益率下行 8BP，3 年期美债收益率上行 3BP，10 年期美债收益率上行 7BP。

图 13：10 年期和 2 年期美债收益率走势



数据来源：Wind、鑫元基金

（四）外汇市场

上周美元指数下行，在岸和离岸人民币汇率均升值。上周美元指数下行 0.37%，在岸人民币汇率有所升值，中间价升值 0.54%，即期汇率升值 0.55%，离岸人民币汇率升值 0.83%。

表 4：上周美元及人民币汇率升贬值

项目	美元指数	美元兑人民币：中间价	美元兑人民币：即期汇率	美元兑人民币：离岸
选定日期	100.7335	7.0644	7.0552	7.0417
对照日期	101.111	7.103	7.0943	7.1009
涨跌	-0.37%	0.54%	0.55%	0.83%

数据来源：Wind、鑫元基金

注：外汇汇率数据为前周和上周最后一个交易日收盘价，涨跌幅反映当周变动幅度

四、市场展望及投资策略

（一）宏观展望

展望后续，美国方面，从会后公布的经济预测和点阵图来看，9 月对于经济的预期出现边际下降，但总体仍保持乐观。同时根据点阵图来看，当前票委多支持 2024 年累计降息 75-100BP，同时 25 年预计还有 100BP 的降息空间。降息周期开启后，全球权益资产将受益于降

息获得流动性迎来较好的配置机会。但是，美国二次通胀风险犹在，后续仍需密切关注。

国内方面，目前，两本账的收入完成度均处于历史较低水平，在广义财政收入下行的背景下，稳增长亟需更多财政增量政策。

（二）权益市场展望和策略

上周海外美联储降息 50BP，意在用预防性降息对冲就业增速的放缓，超出大众预期。对此，市场多下降 25BP 的正面反馈提高了美国经济软着陆的概率。因此，海外美国分子下行压力开始缓解，carry trade 正式结束。同时，美国经济软着陆概率上升，铜价和油价持续反弹，对国内的外需预期也是边际好转。国内方面，上周五的 LPR 并没有出现下调，降息空间仍有待明确。银行短端流动性紧张的问题，预计将通过降准来缓解。市场继续期望四季度可能的财政刺激政策，等待九月下旬能否落地。最近两周的策略持续建议“降低仓位，做好防守，等待分子下行的重新趋缓”。上周市场走势继续偏弱，一方面出台内需刺激政策的预期并未实现，另一方面海外降息，国内 LPR 利率不变，打击了市场对于分母进一步宽松托底的预期。如 9 月下旬仍无新的财政刺激性政策，策略上继续建议降仓防守，等待分子下行的再度趋缓。后续如果降准，有利于银行估值的修复。

（三）债券市场展望和策略

基本面方面，国内社融在总量维度依旧依靠票据冲量，而结构层面政府融资是唯一的支撑项，私人部门则延续躺平的状态，整体与此前公布的 8 月制造业 PMI 和地产成交的趋弱相符。此外 M1 增速继续处在回落区间，考虑到 4 月份以来手工补息整改接近完成，相关影响已经减弱，M1 当前的低迷更多反映的是内需的疲弱。政策层面 10 月份的政治局会议是下一个窗口期，但从上周长端市场的交易结果来看，无论是存量贷款利率调降还是国债增发的政策预期仅造成情绪上的扰动，在无法跳出现有政策框架下预计对市场影响有限。

展望来看，在缺乏有效政策破局的大环境下，无论是居民部门资产负债表的收缩，还是由此导致的内需的进一步疲软，都会在经济数据层面得到持续验证，从而进一步增强收益率的下行预期。策略层面，居民部门缩表状态下基本面矛盾的积累导致收益率下行是长期主线，但央行干预以及专项债发行加速会影响短期交易节奏。短期看长债需观察央行态度，只是债市利率进一步触及新低后市场对利空会更加敏感，若后续降准落地，中短端资产或许有望迎来一定修复。因此交易盘建议保持一定底仓，等待右侧驱动信号后加仓，配置盘仍然建议逢调加仓。

信用债方面，支撑长期逻辑的依然是国内资产荒以及不发生系统性金融风险的监管红线，

预计信用债特别是城投债收益率将继续被压缩。但短期理财规模可能受 9 月底回表影响，在收益率和利差偏低的情况下市场波动可能会加大，尤其是对于流动性偏弱的品种。所以可以提升信用债组合的流动性，中短端收益率回调之后可以适度配置。对于超长期的产业债，尤其是流动性较弱和信用资质相对偏弱的主体适度降低其久期。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就报告中的任何投资做出任何形式的担保。本报告内容和意见不构成投资建议，仅供参考，使用前务请核实，风险自负。本报告版权归鑫元基金管理有限公司所有，未获得鑫元基金管理有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。