

研报精选

2024年9月22日 第189期

宏观专栏

人民币信贷“出海”

今年二季度以来，人民币信贷“出海”的现象比较明显。报告认为，经常账户推动的人民币国际化带来支付需求上升，是人民币信贷“出海”的底层动力，而监管政策的放松则进一步促进信贷出海。此外，汇率波动可能也是人民币信贷“出海”的重要原因。

美联储为软着陆而大幅度降息

美联储9月份会议降息50个基点。报告认为，美联储的行动表明，其反应函数已经从关注通胀完全转向了关注就业。在就业市场没有稳定之前，美联储都可能保持“鸽派”姿态。

专题聚焦

M1增速新低的背后：8月金融数据的细节

报告认为，8月M1同比下滑可能不仅是由于清理手工补息，也受到企业融资减少、缴税和财政支出缓慢、居民购房和消费偏弱的影响，反映出企业现金流周转的压力。

美联储降息下的中国市场

报告认为，在中美利差与汇率的约束下，美联储降息将为国内提供更多的宽松窗口和条件。国内经济基本面与宏观政策则是决定外资流向以及修复程度的重要因素。

宏观专栏

人民币信贷“出海”

今年二季度以来，人民币信贷“出海”的现象比较明显。经常账户推动的人民币国际化带来支付需求的上升，是人民币信贷“出海”的底层动力，而监管政策的放松则进一步促进出海。汇率波动也是人民币信贷“出海”的重要原因，M0的变化与汇率的相关性同时上升。人民币境外贷款以及M0的增速，可能有助于反映人民币的多空仓位。

今年二季度以来，人民币信贷“出海”的现象比较明显。人民币贷款大体可以分为三个部分，第一是给实体部门的贷款，这一部分记入社会融资规模的人民币贷款当中；第二部分是给非银行业金融机构的贷款，这部分不计入社融口径，但是记入每个月的新增信贷；还有一部分则是新增对外人民币贷款，这部分贷款记入每个月的新增信贷、不计入社融。对外人民币贷款是境内银行直接向境外企业发放的人民币贷款，按照规定，这部分贷款“原则上应用于境外企业经营范围内的相关支出、不得以任何形式直接或间接调回境内使用、不得用于证券投资、不得用于偿还内保外贷项下境外债务”、“如境外贷款用于境外直接投资，应符合国内相关主管部门有关境外投资的规定”¹。简单来说，人民币境外贷款主要用于境外的经营支出、部分可用于直接投资，但不能用于金融市场投资或者债务偿还。

截至2024年8月，人民币对外贷款余额1.85万亿元，虽然存量不大，但是同比增速达到48%，因此对总体人民币贷款的增量也形成一定贡献。今年二季度以来（4-8月），新增人民币境外贷款共4293亿元，占同期新增贷款的8.6%。以3个月移动平均来看，对外人民币贷款的增量占总体人民币贷款增量在疫情之前很少超过1%，今年2季度以来能达到6%-8%，已经是很大的提升。

经常账户推动的人民币国际化带来支付需求上升，是人民币信贷“出海”的底层动力，而监管政策的放松则进一步促进信贷出海。根据我们的测算，2019

¹ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/3581332/4463609/index.html>

年以来，中国涉外收付款的收入项中，以人民币支付的份额持续上升；从节奏上看，这一份额在2020年有一个明显的加速上升，在2021年之后继续稳步上行。根据央行的统计，2024年一季度，中国所有的货物贸易跨境（包含进口与出口）结算中，使用人民币结算的占比近30%²。中国银行发布的2024年《人民币国际化白皮书》提出，在其调研的境内工商企业样本中，反馈其境外贸易伙伴完全接受人民币结算的企业占37.3%³。截至2024年7月，人民币国际支付市场中的份额为4.7%，较疫情前2%以内的水平明显上升。

在底层支付需求的带动下，人民币境外借贷的需求也随之增加。监管政策顺应这一趋势，2021年9月18日，人民银行、国家外汇管理局共同发布《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的规定（征求意见稿）》⁴，并于2022年正式实施。在该规定之前，境内银行境外项目人民币贷款对象仅限于境外直接投资、对外承包工程和出口买方信贷相关企业，而该规定则放宽了这一限制，允许境内银行对境外企业直接开展人民币贷款业务。因此从2022年1月开始，人民币对外贷款增速就较快上升，其增速要明显快于全部对外贷款（本外币合计）的增速。进入2024年二季度之后，随着对资金空转的监督管理，国内信贷需求不足的问题进一步凸显，甚至出现了7月社融口径信贷单月为负的情况，因此人民币对外贷款的占比也逐步上升。

除了支付需求的结构性上升之外，汇率波动可能也是人民币信贷“出海”的重要原因，同时M0的变化与汇率的相关性也明显上升。境外企业虽然在借贷中使用人民币，但是在偿还贷款时未必直接使用人民币，可能会将外汇兑换为人民币偿还贷款。根据监管政策，“如境外企业确无人民币收入偿还境内银行境外人民币贷款，境内代理行或境外人民币清算行与参加行可为境外企业偿还境内银行境外人民币贷款所产生的跨境人民币结算需求办理人民币购售业务”⁵。如果借贷人民币再用美元偿还的话，人民币汇率贬值会降低借款成本；从结果上来看，人民币对外贷款的增速与汇率的变化密切相关：当人民币贬值

² <http://www.pbc.gov.cn/rmyh/3963412/3963426/5332318/index.html>

³ <https://www.cet.com.cn/cjpd/gd/10105821.shtml>

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/3941920/4345213/index.html>

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/3581332/4463609/index.html>

加速时，人民币对外贷款的增速也会上升，外币贷款的增速反而下降，这一轮人民币对外贷款上升的过程中也伴随着相似的现象。此外，疫情以来，M0（现金）增速的变化与汇率也有较为密切的联系，汇率贬值的过程当中，现金增速会上升。这意味着，人民币信贷以及M0的增速，可能对我们了解人民币多空仓位有一定的帮助。

今年以来，虽然人民币贬值的同比幅度有所收窄，但是对外人民币贷款的增速并未明显回落、M0增速仍在持续上升，有可能反映了实体部门较强的人民币贬值预期。短期内这种预期可能随着美元降息而有所调整，但最终仍然依赖于中国增长与通胀的路径。



以上观点来自：2024年9月17日中金公司研究部已发布的《人民币信贷“出海”》

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

宏观专栏

美联储为软着陆而大幅度降息

美联储9月份会议降息50个基点，货币政策声明强调就业最大化目标。美联储的行动表明，它的反应函数已经从关注通胀完全转向了关注就业。官员们对于失业率上升容忍度很低，他们不想因为过度紧缩而破坏“软着陆”的美好前景。往前看，我们认为在就业市场没有稳定之前，美联储都可能保持“鸽派”姿态。降息在短期内将进一步增加美国软着陆的可能性，但“宽财政，松货币”的政策组合也可能增加中期的通胀风险。

本次会议的背景是近两个月来美国通胀放缓，同时就业市场出现走弱迹象。市场想知道美联储将如何回应这些边际变化，它的反应函数（reaction function）是什么？在会议之前，市场已经充分预期了这次的降息，不确定性在于降息幅度是25还是50个基点。

从利率决议来看，美联储采取了更大幅度的50个基点的降息，比我们预期的更激进。货币政策声明中指出，最近的通胀数据让决策者对于实现2%的通胀目标有了更多信心。与此同时，随着失业率上升，美联储也强调致力于最大化就业的目标（The Committee is strongly committed to supporting maximum employment...）⁶。

美联储的行动表明，它的反应函数已经从关注通胀完全转向了关注就业。美联储主席鲍威尔在8月杰克逊霍尔会议上曾表示，“不欢迎就业数据进一步降温”⁷。在这之后公布的8月份非农数据喜忧参半，失业率虽较7月份下降，但新增非农就业人数继续放缓。很显然，鲍威尔认为这一变化触发了他所讲的情况，因此在这次会议上希望兑现承诺，推动降息50个基点。

尽管鲍威尔在记者会上否认抗通胀取得胜利，但他现在似乎只关注就业。鲍威尔表示，希望失业率保持在当前水平，不再继续抬升⁸。美联储官员们也预

⁶ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20240918a.htm>

⁷ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm>

⁸ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20240918.htm>

测，失业率将在今年底前进一步上升0.2个百分点，至4.4%。在2025和2026年，失业率都将稳定在4.4%附近。

我们认为这是一个信号，即美联储对失业率上升的容忍度很低，官员们不想冒险而破坏“软着陆”的美好前景。基于鲍威尔的表述，我们认为未来任何超过4.4%的失业率都可能触发更多降息。这也表明，在就业市场的数据没有稳定之前，美联储都将保持“鸽派”姿态。根据最新点阵图，在19名官员中，有10人预测今年底前至少还有两次降息，另外7人预测只有1次降息，2人预测不再降息⁹。这表明多数官员倾向于年底前还需要继续降息，以确保失业率被控制在4.4%以下的充分就业范围内。

不过，这次降息50个基点也并非所有人的共识。在12名投票的官员中，11人投了赞成票，理事鲍曼投了反对票，她更倾向于降息25个基点¹⁰。这也是自2005年以来首次有美联储理事投了反对票。另外比较微妙的是，在8月份非农数据公布后，美联储官员并未明确释放降息50个基点的信号，直到上周“静默期”开始后，才有消息称美联储正在考虑更大幅度的降息。这表明，决策者在降息25还是50个基点的问题上也有过犹豫。

往前看，由于美联储采取了更大幅度的降息，短期内经济软着陆的可能性将进一步上升。我们在此前报告《[通向软着陆的经济与政策](#)》中指出，历史上的软着陆通常都伴随降息，因为在大幅紧缩之后适度调整货币政策有助于避免过度紧缩。这一次，由于供给因素改善、通胀上行风险短期可控，美联储降息将支撑需求扩张，美国经济增长可能继续保持较高增速，从而提升软着陆的几率。美联储官员在最新预测中下调了对通胀的预测，对经济增长的预测保持不变，也表明了其对于软着陆的信心。

但中期来看，美国“宽财政，松货币”的政策组合可能增加通胀风险。美国财政部最新的数据显示，8月份财政赤字增加至3801亿美元，相比上月的赤字增加了1363亿美元，比去年同期的赤字增加了4693亿美元。从同比变动来看，

⁹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20240918.pdf>

¹⁰ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20240918a.htm>

8月份财政赤字增加幅度是过去三年的最高水平。此外，2024年1-8月累计财政赤字已经达到1.39万亿美元，相比去年同期增加了2840亿美元，增幅高达26%。这些数据表明今年的财政政策不但没有收紧，反而还在继续扩张。扩张的财政本来就具有提振经济的效果，再加上美联储现在为了压低失业率而采取更大幅度的降息，这可能会导致经济在中期维度重新回到“不着陆”状态。届时如果供给因素不再改善，那么需求的反弹也或将推高通胀。今天美联储议息会议后美债收益率不跌反涨，收益率曲线陡峭化，可能也反映了市场对于美联储激进降息可能带来长期通胀风险的关切。



以上观点来自：2024年9月19日中金公司研究部已发布的《美联储为软着陆而大幅度降息》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

M1增速新低的背后：8月金融数据的细节

人民银行发布8月金融数据，新增社融3.0万亿元，同比少增981亿元，余额增速8.1%，环比下行0.1ppt；贷款新增9000亿元，同比少增4600亿元。M1/M2增速 -7.3%/+6.3%，分别环比下行0.7ppt/持平。

居民企业融资继续走弱。8月信贷数据延续二季度以来的弱势，主要项目中仅票据贴现同比多增，其他均为同比少增，其中居民贷款同比少增2022亿元，与8月住房销售和消费的低迷相互印证；企业短期和中长期贷款分别同比少增1499亿元和1544亿元，分别由于清理手工补息和资金空转贷款的持续影响，以及基建和制造业投资需求偏弱。

国有大行票据冲量。分银行类型看，8月大型银行贷款同比少增2325亿元，中小银行同比少增1933亿元，均较为疲弱。大型银行短期贷款同比少增2888亿元，降幅高于中小银行的625亿元，主要由于手工补息清理影响；大型银行票据融资同比多增2055亿元，而中小银行同比少增140亿元，显示国有大行可能是票据冲量的主体。

政府加杠杆。社融同比少增幅度低于信贷，主要由于政府债券同比多增4371亿元。其中，8月地方专项债净融资约7000亿元，创今年单月新高，高于去年同期的6500亿元，可能与7月政治局会议强调“加快专项债发行使用进度”有关；但8月财政存款同比多增5678亿元，幅度高于政府融资规模，意味着实际资金使用进度仍然偏慢，也可能与“加大税费征管力度”的导向有关。此外，根据企业预警通统计，8月新发行地方专项债中约2700亿元为未披露“两案一书”的特殊专项债，占比约40%，实际用途包括偿还存量债务，对实物工作量的拉动可能相对有限。

M1创新低的背后。8月M1同比下滑7.3%，继续创历史新低，其中企业活期存款同比少增4401亿元，余额同比下降21.6%，降幅继续扩大。我们认为背后原因较为复杂，可能的原因包括：1) 手工补息清理的持续影响，企业短期对公贷款少增1415亿元可能由于存款用于偿债；2) 企业融资减少，企业贷款、

企业债券和股票分别少增1009亿元/1096亿元/905亿元,合计少增3010亿元;3)企业补缴税款和财政支出偏慢,导致财政存款增幅(同比多增5678亿元)超过新增政府债券规模(同比多增4371亿元),企业活期存款和机关团体存款同比少增4401亿元和2557亿元;4)居民购房和消费疲弱也导致向企业部门存款转移减少,8月居民贷款少增1959亿元,而存款同比少增763亿元,存款降幅小于贷款降幅。综上所述,我们认为M1增速创新低的背后可能不仅仅由于清理手工补息,也受到企业融资减少、缴税和财政支出缓慢、居民购房和消费偏弱的影响,反映出企业现金流周转的压力,也与8月PPI增速跌幅扩大相互印证。另一个值得注意的数据是中小银行单位活期存款8月同比少增2663亿元,降幅高于大型银行(同比多增896亿元),考虑到中小银行的客户中民企占比可能高于大型银行,民企的现金流情况更值得关注。

金融脱媒暂缓。8月M2增速6.3%与上月持平,我们测算信贷创造拖累M2增速环比变化0.2个百分点,财政投放和外汇流入各贡献M2增速0.1个百分点,金融脱媒对M2增速的影响不变。这一变化反映了8月由于债市回调导致金融脱媒暂缓,我们估算8月理财规模净增约1100亿元,低于去年同期的1500亿元;同时,人民币升值也导致出口商结汇贡献M2增长。

央行交易国债。8月30日央行公告“2024年8月中国人民银行向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债,全月净买入债券面值为1000亿元”,8月29日,央行公告从公开市场业务一级交易商买入4000亿元特别国债(财政部2007年发行、2017年续作的特别国债的再次到期续作),8月央行资产负债表“对政府债权”增加5071亿元可能反映了上述两项变化也可能由于央行借券卖出。由于4000亿元特别国债为借新还旧,需观察9月央行对政府债权是否回落。

以上观点来自:2024年9月17日中金公司研究部已发布的《M1增速新低的背后:8月金融数据的细节》

林英奇 分析员 SAC 执证编号: S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 分析员 SAC 执证编号: S0080523080007 SFC CE Ref: BUX153

周基明 分析员 SAC 执证编号: S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号: S0080516060001 SFC CE Ref: BHO055

专题聚焦

美联储降息下的中国市场

北京时间9月19日，在市场热烈的期待中，美联储如期开启降息，但降息幅度让市场意外，以50bp“非常规”的方式开局，使联邦基准利率降低至4.75%-5%，这在历史上并不常见，上世纪90年代以来仅有2001年1月、2007年9月和2020年3月这三次。这也是2020年疫情以来的首次降息，意味着2022年3月开启本轮加息周期、2023年7月停止加息后，本轮紧缩周期的结束（《[美联储“非常规”降息开局](#)》）。

除了对全球市场和资产的影响外，投资者更为关注美联储降息对于包括A股和港股在内的中国市场的可能影响，以及不同行业的敏感程度。本文中，我们通过梳理影响机制、历史经验以及当前市场独特情况等方面尝试解答。

美联储降息对中国的影响机制？政策空间、资金流向、行业板块与香港本地

对包括港股在内的中国市场而言，观察美联储降息的影响逻辑主要在于外围宽松效果如何传导进来，即美联储提供了政策空间，国内政策在这一环境下如何应对。这也是核心的分析思路与视角，具体又可分为政策空间、资金流向，行业以及香港本地等几个方面。

► **政策空间：**中美利差与汇率的约束下，美联储降息无疑将为国内提供更多的宽松窗口和条件，这也是当前相对较弱的增长环境和依然偏高的融资成本所需要的（《[中美信用周期的新变化](#)》）。从这个角度而言，美联储降息尤其是50bp大幅降息，有助于打开政策空间。当前中美短端利差320bp，如果假设按照美联储此次“点阵图”给的250bp的降息空间，那么有望使得利差收窄至70bp。不过，需要指出的是，空间不意味着必然，在现实约束下最终的降息幅度更为关键，如果能够更大的话，将对市场起到更为积极的效果。

► **资金流向与汇率：**美联储降息周期中，美国与他国利差收窄与美元阶段性走弱一定程度上有助于缓解新兴市场的资金流出压力。与此同时，美联储

降息往往伴随着阶段性的增长下行（虽然未必“衰退”），即便是短端无风险回报也会相应下行，因此可能提供一定资金外出寻找更高回报的动力。不过，利差不是资金流入的绝对理由，外资流向是海外流动性、地缘政治与国内基本面综合作用的结果。在决定外资流向以及修复程度的因素中，国内基本面与政策发力往往更为重要，2019年美联储降息外资继续流出，2017年美联储加息外资依然流入就生动地说明了这一点。

► **行业板块：**首先，美联储降息将直接影响中国企业的美元融资成本，尤其是对外负债较多，及出口型企业更为敏感。其次，由于我们判断本轮降息并非深度衰退，反而可以带来利率敏感部门如地产的修复，这将进而对中国相关出口链也起到提振效果。

► **香港本地：**相比A股，港股由于港币挂钩美元的联系汇率制度，使得美联储货币政策传导更为直接，例如香港金管局已经将基准利率从5.75%下调至5.25%，商业银行也有望相应下调最优贷款利率（Prime rate, 《[解析香港加息机制与市场影响](#)》）。这些都将直接降低香港本地的融资成本，改善港币流动性环境，进而直接影响与之相关的香港本地地产行业以及分红类资产。

美联储降息对中国影响的复盘：“平均规律”下港股弹性更大，成长与小盘跑赢；当前更类似2019年周期

基于90年代以来6次美联储降息周期中A股和港股市场表现的简单平均，可以发现以下规律：**1）降息后1个月港股和A股获正收益，港股弹性更大**（平均涨跌幅恒指+3.8%，恒生综指+2.6%），**A股涨幅较小**（上证指数+1.6%，万得全A+0.0%）；上证指数在降息后3-6个月转为下跌，恒生指数涨幅则走低至个位数，但维持正收益；**2）降息后1个月成长跑赢价值，小盘跑赢大盘**；但降息后6个月转为大盘跑赢，价值股上涨胜率也超过成长股；**3）A股除必需消费和能源板块外，各行业降息后普跌，港股多数板块在降息后1个月上涨**，其中电信（+11.5%）、信息科技（+10.1%）涨幅最大。**4）香港本地股降息初期表现不及中资股**，但在降息后保持正收益，而恒生中国企业指数则在降息后3个月涨幅转负。

不过，需要特别指出的是，简单的历史平均意义不大，尤其是在这种小样本且离散度很大的情况下，简单平均会受到单次干扰，因此可能不仅没有实际意义，甚至还会有误导性。不同历史背景下的降息周期并不相同，找到更为相似的宏观阶段作对比更为关键。具体分析中涉及两个关键问题：一是美联储降息是否能直接与回报率下行，尤其是相比其他市场的相对回报率下行划等号，这与美国自身的经济周期直接相关；二是美联储降息时，国内政策是同向更大幅度，同向更小幅度，还是反向，可能更为关键。

在当前环境下，前者（美国衰退）和后者（国内强刺激）可能都不必然，所以一定意义上更类似2019年的周期。A股和港股大幅反弹恰恰是2019年初鲍威尔表示停止加息的1-3月，而非正式降息的7-9月。究其原因，在2019年初鲍威尔表示停止加息时，中国也决定降准，内外部形成共振。相反，4月后政策重提“货币政策总闸门”与美联储宽松反向，因此即便美联储7月正式降息，A股和港股也整体维持震荡。参照2019年经验，降息后成长股走强，医疗保健、可选消费、信息技术板块领涨；人民币汇率并未大幅走强；外资也持续流出，直到2020年9月后才转为流入。

本轮周期中的中国市场：美国衰退和国内强刺激都非基准，短期关注成长与出口链，中期“高分红+科技成长”仍是主线

当前决定中美周期趋势走势的核心在于大财政、科技与资金再平衡三个支柱（《[本轮美股牛市的三大支柱](#)》），短期主要的决定因素则是信用周期（《[从信用周期看中美周期错位](#)》），只不过，美国大选前靠私人部门信用（通过货币宽松来调节与投资回报率的关系），中国在当前私人信用低迷甚至继续去杠杆的情况下，需要财政发力来提振。

我们测算中国实际利率与自然利率之差达到2.3ppt（2.7% vs. 0.4%），明显高于美国的0.2ppt（1.1% vs. 0.9%），因此需要大规模财政提振自然利率，或大规模降息来压低实际利率。然而，我们认为，短期的利差与汇率、以及长期的人口与杠杆约束，都决定了期待大规模的强刺激可能并不现实。如果是这样的话，美联储降息可以缓解流动性压力与政策宽松空间，带来阶段性的提振，尤

其是对利率敏感的成长板块，但彻底扭转当前市场震荡走势，可能还需要更大规模的内需刺激政策配合，这也是为什么我们认为美国大选相比美联储降息的影响可能更大的原因。

配置策略上，港股因为对外部流动性敏感，以及联系汇率安排下香港跟随降息的缘故，其弹性较A股更大。此外，港股盈利相对更好（《[寻找盈利亮点和超预期领域：港股2024年中报业绩预览](#)》）、估值和仓位出清更为彻底，也支撑港股的相对表现。我们测算，点位上，当前10年美债利率降至3.6-3.7%已将降息预期计入的较为充分，若风险溢价回到去年中，对应恒生指数约18,500-19,000；若盈利在此基础上增长10%，对应恒生指数点位21,000以上。行业层面，对利率敏感的成长股（生物科技、科技硬件等）、海外美元融资占比较高的板块、港股本地分红甚至地产等，以及受益于美国降息拉动地产需求的出口链条，也可能在边际上受益。

中期维度，在看到更大力度的财政支持前，宽幅区间震荡的结构性行情（高分红+科技成长）依然是主线。首先，高分红作为应对整体回报下行，对应稳定回报的高分红和高回购，即充裕现金流的“现金牛”，内部跟随经济环境沿着周期分红、银行分红、防御分红、国债和现金的顺序依次传导。其次，部分政策支持或景气向上板块仍有望受到利好提振而体现出较大弹性，如具有自身行业景气度（互联网、游戏、教培）或者政策支持的科技成长（科技硬件与半导体）。

以上观点来自：2024年9月20日中金公司研究部已发布的《美联储降息下的中国市场》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

张巍瀚 分析员 SAC 执证编号：S0080524010002 SFC CE Ref: BSV497

王牧遥 联系人 SAC 执证编号：S0080123060036

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.9.17 中国图说中国宏观周报：人民币信贷“出海”
- 2024.9.19 海外央行观察：美联储为软着陆而大幅度降息

策略及大宗商品

- 2024.9.17 大宗商品：图说大宗：海外降息在即，国内需求磨底
- 2024.9.17 A股策略周报：中秋假期阶段国内外有哪些关注点？
- 2024.9.19 主题策略：美降息对中国市场影响几何？
- 2024.9.19 海外策略：美联储“非常规”降息开局
- 2024.9.20 主题策略：美联储降息下的中国市场
- 2024.9.21 全球资金流向监测：降息开启后的资金流向

固定收益

- 2024.9.18 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.9.18 中国房地产债券月报：8月房地产债券月报：销售表现平淡
- 2024.9.18 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.9.19 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.9.19 专题研究：融资收缩，流动性压力持续上升——城投债券发行人2024年半年报点评
- 2024.9.21 信用债收益率跟踪周报：债市波动加大，长期限低等级信用表现偏弱
- 2024.9.21 专题研究：美国降息后，中美债券利率是否会继续走低？——中金债券市场调查2024年9月期

行业

- 2024.9.17 航空航天科技：需求渐进式复苏，关注龙头白马及高效费比装备机会
- 2024.9.17 化工：2025年二/三代制冷剂配额分配方案征求意见稿发布，景气周期持续
- 2024.9.17 银行：M1增速新低的背后：8月金融数据的细节
- 2024.9.17 公募洞察系列：三方机构表现亮眼、券商积极探索转型——评1H24基金代销数据
- 2024.9.17 化工：全球钾肥新增产能有限，看好行业景气度维持
- 2024.9.17 软件及服务：AI动态跟踪：OpenAI发布o1，强化学习及思维链助力数理逻辑突破

- 2024.9.17 科技硬件：光博会观察：关注硅光趋势和光电芯片国产化
- 2024.9.18 主题研究：光伏玻璃产能冷修出清，供需结构开始修复
- 2024.9.18 REITs：REITs新股系列研究（2）：招商蛇口租赁住房REIT
- 2024.9.18 REITs：公募REITs周报（9.9-9.13）：一级询价再现百倍认购，二级市场仍待企稳
- 2024.9.18 传媒互联网：中秋档回顾及国庆档前瞻：当前观影决策较为谨慎，关注头部影片票房表现
- 2024.9.18 新能源汽车：新势力2Q24业绩回顾：盈利及现金流改善、关注产品周期和智驾迭代
- 2024.9.18 传媒互联网：2024中秋OTA数据一览：国内旅游韧性持续，出入境人次超过2019年同期
- 2024.9.19 可选消费：数说消费9月刊：出海稳健，内需仍待政策提振
- 2024.9.19 不动产与空间服务：周评#407：上周楼市整体平稳，仍待政策发力
- 2024.9.19 机械：光伏设备季报（1）：1H24业绩回顾，盈利能力短期承压
- 2024.9.19 电力电气设备：电新双周报：美国±525kV 3GW柔直项目稳步推进，1H24工控板块整体符合预期
- 2024.9.19 家电及相关：8月空调内外销出货超预期，加大白电配置
- 2024.9.20 交通运输物流：双周报#397：油运/跨境/快递关注价格改善，航空油价利好票价承压
- 2024.9.20 电力电气设备：亚非拉新能源观察系列（2）：东南亚及东亚市场，储能高速增长拐点或将到来
- 2024.9.20 机械：第三方检测1H24业绩回顾：上半年行业仍有压力，板块景气度有所分化
- 2024.9.20 交通运输物流：刚果（金）调研：充满机遇与挑战的物流商业丛林
- 2024.9.21 家电及相关：以旧换新效果跟踪，白电零售表现亮眼
- 2024.9.21 家电及相关：直面挑战，家电产业高质量全球化
- 2024.9.21 证券及其他：风控指标修订落地：拓展优质券商资本空间

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn