

# 研报精选

2024年9月29日 第190期

## 宏观专栏

### 金融发力，更待财政加码 | 9月24日金融政策调整点评

9月24日上午，国新办就金融支持经济高质量发展有关情况举行新闻发布会。报告认为，降息以及续贷政策的调整有力降低了实体部门的还本付息负担，缓释了潜在的现金流风险。央行还首次创设结构性货币政策工具用于支持股票市场。

### 降息后何时见拐点？

报告通过回顾美国过去多轮降息周期后的宏观形势，并结合今年9月美联储降息50个基点的背后原因，认为利率变动传导需要时间，经济下行趋势可能会在降息之后保持2至3个季度。

## 专题聚焦

### 政策信号更加明确 | 9月26日政治局会议点评

报告认为，本次政治局会议对房地产、资本市场等领域进行重要部署，还强调将促消费和惠民生相结合。目前已有债务工具加快发行使用，全年财政政策力度有望提升。

### 新宏观策略研究（七）：大宗商品供需新范式，分化仍是主线

报告认为，绿色转型背景下，新能源未立而旧能源已破，能源供给可能缺乏弹性。大宗商品市场中，供给条件不足已初露端倪，但周期下半场的开启仍有待需求的趋势性破局。

## 宏观专栏

### 金融发力，更待财政加码 | 9月24日金融政策调整点评

9月24日上午，国新办就金融支持经济高质量发展有关情况举行新闻发布会<sup>1</sup>。降息以及续贷政策的调整有力降低了实体部门的还本付息负担，缓释了潜在的现金流风险。我们判断，降准幅度不止满足目前信贷扩张和既有财政发力的资金需求，可能部分用来置换MLF，也可能为潜在的财政发力做准备。央行首次创设结构性货币政策工具用于支持股票市场。其中，互换便利有一定可能导致央行扩表，不同的扩表方式对基础货币影响不同。如果没有基础货币投放，互换便利可能通过资产再平衡效应影响股债的价格，利多股市而令债市承压。货币政策的调整，叠加金融监管与资本市场改革措施，已经对股票市场的预期产生了积极影响。如果后续财政政策能够有较大幅度扩张，而且支出方向能够更有效率，实体经济的信心将进一步得到提振。金融周期下半场，财政扩张对提振增长、缓解金融风险非常重要，近期必要性也显著上升。

本次降息综合将为实体经济减轻付息负担6900亿元左右（年化），全年付息负担可能减少1.3万亿元（年化，GDP的1%左右）。本次央行降低7天逆回购利率20bp，后续大概率也将在10月调降1年期与5年期的LPR20bp，我们预计这一项将为实体经济节省5000亿元左右（年化，即每年节省5000亿元，下同）的利息负担。此外，除LPR下调之外，存量房贷利率的加点下调预计将带动存量房贷利率下降50bp，为实体经济减少1500亿元左右（年化）的利息负担。如果算上此前的利率下调，2024年5年期LPR预计将累计下调55bp、1年期LPR预计将下调30bp，是2020年以来最大的调整幅度。我们测算2024年LPR下调将为实体经济节省还本付息负担1.1万亿元（年化），再加上存量房贷利率加点下调节省的1500亿元，2024年利率下调合计降低实体部门付息负担约1.3万亿元左右（年化），相当于GDP的1%左右，其中大部分可能随着贷款重定价在明年1季度开始生效。

<sup>1</sup> <http://www.scio.gov.cn/live/2024/34875/index.html>

还本压力近年来一直持上升态势，续贷政策有助于实质性降低现金流风险，意义重大。根据我们的测算，近年来中国非政府部门还本付息压力的上升更多来自于还本压力，付息压力大体平稳。根据上市及发债银行年报推算，未来12月到期贷款占GDP的比例达到较高位置。本次国家金融监管总局从三个方面对续贷政策进行了优化，明显扩大了对小微企业的支持范围、阶段性续贷支持政策扩大至中型企业，对符合条件的续贷不因展期单独下调风险分类，这明显缓解了债务到期造成的现金流风险。

降准幅度不止满足目前信贷扩张和既有财政发力的需求，可能部分用来置换MLF，也可能为潜在的财政发力做准备。本次降准幅度达到50bp，释放长期流动性1万亿元，同时潘功胜行长还表示年内会再择机降准25-50bp，即可能再释放5000亿元-1万亿元流动性。今年2月已经降准50bp、释放流动性1万亿元左右，将以上规模相加，今年累计降准释放的流动性有可能达到3万亿元。考虑到现在银行资产负债表扩张的速度、假设MLF余额以及其他公开市场操作余额没有太大变化的情况下，3万亿元的流动性规模可能不止覆盖金融机构信贷扩张和既有财政融资计划所需要的流动性。我们判断部分降准释放的资金可能用来置换MLF或者近期对冲MLF回笼的逆回购，也不排除为潜在的财政或准财政发力做准备的可能。潘功胜行长今天也明确指出，“国债收益率水平是市场化形成的结果，人民银行尊重市场作用，为实施积极财政政策营造了良好的货币环境。”

央行首次创设的结构性货币政策工具用于支持股票市场，并表示未来还可以增加额度。本次央行创设了两个货币政策工具用于支持资本市场，第一是证券、基金、保险公司互换便利，第二是股票回购增持再贷款。央行本次不仅表示额度没有明确限制，还表示平准基金也在研究当中，在大方向上给了资本市场信心。从具体操作来看，互换便利和股票回购再贷款的盈亏风险由金融机构或者贷款人自身承担，央行负责提供流动性支持。从互换便利来看，证券、基金、保险公司可以将债券与股票ETF以及沪深300成分股抵押，抵押之后获得国债等。获得国债等流动性资产后，金融机构应该可以选择通过国债质押或者买卖的方式获得资金，相关资金只能用于投资股市。这个交易链条中可能涉及

到两次资产转换（一次是与央行的资产互换、另一次是与市场的参与者质押或买卖），这两个过程中的细节有待进一步明确。

**互换便利对央行资产负债表和基础货币的影响要复杂一些：**互换便利可能导致央行扩表（央票或者央行在二级市场购买国债），央行在二级市场购买国债将带来基础货币投放。央行接受金融机构的资产之后，将把央票或者国债给金融机构。存在三种情况：1）如果央行将央票换给金融机构，央行扩表、但基础货币不变；2）如果央行为了互换要在二级市场增加国债购买，则央行扩表、并投放基础货币；3）如果央行将存量国债换给金融机构，央行不扩表、不增加基础货币。考虑到央行资产负债表上仍有2万亿元国债、并且央行还有投放央票的选项，短期内互换便利可能不会增加基础货币投放。

**如果没有基础货币投放，互换便利可能通过资产再平衡效应影响股债的价格。**央行可以通过设置互换的价格来引导金融机构主动进行互换，比如可以设置较低的互换利率、较长的互换期限等。举例来说，如果互换利率足够低、互换期限足够长、股票资产的股息率要明显高于互换利率，在权衡价格风险之后，金融机构有可能进行互换操作并投资股市。互换便利的结果是市场上风险资产的供应减少（用于向央行抵押而不能出售），而安全资产（比如国债或者央票）的供应上升。假设原来全体金融机构持有的安全资产与风险资产的比例已经在一个合意水平，在互换发生之后，金融机构安全资产的权重上升、风险资产的权重下降，这样的结果是金融机构有动力进行资产的再平衡，风险资产的价值会上升而安全资产的价值会下跌，价值的变化使得安全与风险资产的权重重新回到金融机构的合意水平。

**房地产市场政策调整首付比、再贷款等政策，并表示将支持土地收购，总体上仍坚持市场化原则。**除了存量房贷的利率调整之外，本次房地产政策还有以下四个调整，包括全国层面的商业性个人住房贷款最低首付比例统一为15%（首套房和二套房一样）；保障性住房再贷款政策中人民银行出资的比例，由原来的60%提高到100%；允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地；房企存量融资展期、经营性物业贷款政策延期到2026年12

月31日。以上政策继续从需求方与供给方两个层面缓解流动性约束的问题，尤其是如果收购土地得到有力落实，将对房地产公司的现金流形成补充，其效果可能也与地方的可支配财力以及各类主体对房地产市场的预期有关。

货币政策调整，叠加金融监管与资本市场改革措施，已经对股票市场的预期产生了积极影响。如果财政扩张力度较大，支出效率提高，市场信心将进一步提高。除了货币政策以外，资本市场改革措施与金融监管措施也一同发布，包括给6家大型商业银行增加一级资本、证监会表示将进一步促进上市公司并购重组、金融监管总局提出扩大保险资金长期投资改革试点等等。我们的宏观模型显示，上证指数可能已经提前计入了短期增长的下行预期以及资金面压力，此外30年国债的期限利差似乎也显示债券市场计入了较多的低物价预期。这一系列政策发布改善了二级市场预期。根据我们的测算，居民净资产在2021年以来总体处于承压状态，非政府部门还本付息负担处于上升状态。统计局的数据显示，6月消费者信心指数中的收入预期指数处于历史较低位置；人民银行的数据显示，2024年二季度储户调查数据中的收入信心指数也处于历史较低位置。后续如果财政政策加大力度，投向方面也提高效率，市场信心将进一步提高，经济增长也将得到有效提振。

---

以上观点来自：2024年9月24中金公司研究部已发布的《金融发力，更待财政加码 | 9月24日金融政策调整点评》

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

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

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

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

## 宏观专栏

### 降息后何时见拐点？

美联储为何大幅降息50bp？9月FOMC会议降息50bp，新的散点图显示今年一共要降息100bp，明年降息100bp，后年降息50bp，本轮降息周期一共250bp，这与我们一直以来的预测一致：美联储不是浅降息晚降息，而是深降息快降息，降息幅度在200-300bp。尽管美联储否认落后于曲线，但首次降息50bp其实已经变相承认本轮降息已经启动太晚。我们在年初就反复提示，美国增长与通胀将同步下行，美联储Q1就应该开始降息（《[降息交易仍是市场主线](#)》，24/2/1发布）。但美国Q1增长与通胀数据出现系统性偏差，我们认为这可能误导了美联储判断，导致降息起点推迟至9月。为了避免衰退风险进一步扩大，美联储选择首次降息50bp，追赶降息进度。降息50bp后，股债商金等主要大类资产先涨后跌，可能受Powell在记者会释放的鹰派信号压制：Powell表示不能把50bp作为未来降息的固定节奏<sup>2</sup>，美联储可以根据经济情况放慢降息，甚至暂停降息；中性利率可能大幅上升，不会再回到低利率甚至负利率时代。与此对应，我们注意到散点图长期中性利率上修至2.9%。9月就业和通胀数据并没有很差，但美联储仍然选择降息50bp，说明降息门槛非常低，如果有必要，美联储也完全可以在当前路径上进一步加速降息，所以降息交易仍是当前确定性较高的投资方向。我们在2023年发布的报告中测算十年期美债利率中长期中枢为3.5%（《[美国进入高利率时代了吗？](#)》），现在利率接近3.8%，周期下行时资产价格也完全可以运行到中枢以下，因此利率仍有充分下行空间。我们的全景经济模型显示美国周期下行、部门分化（《[交易衰退还是交易降息？](#)》），经济前景并不确定，因此暂时维持标配全球股票，低配铜油等商品。

降息之后何时看到经济拐点？利率变动传导到经济需要时间，美联储2022年开始加息，美国经济2024年才逐渐显示下行压力。与此类似，降息之后经济拐点可能也不会立刻出现。我们复盘了1950年以来的13次美联储降息周期，为预测本轮经济拐点提供参考。在过去13轮降息周期中，美国经济有10次最终陷入衰退，只有在1995、1984、1966这3轮降息周期中避免衰退，软着陆的历史

<sup>2</sup> <https://wallstreetcn.com/articles/3728269?keyword=%E9%B2%8D%E5%A8%81%E5%B0%94>

胜率其实并不高。由于在一些降息周期中，美联储降息时点与衰退时点间隔较久，因此这些降息周期前期的经济市场环境其实与软着陆情景类似，而这段时期恰恰对应我们当下最关心的未来1-2个季度经济资产走势，所以在下文分析中，我们把“美联储降息后一年以内不出现衰退”也视为软着陆情景，这包含了**1989与2019**这两轮降息周期。因此在新定义下，我们得到8次硬着陆与5次软着陆。在硬着陆时期，PMI、GDP增速和失业率中位数显示经济通常需要9个月的时间逐步企稳，失业率则持续上升。在软着陆时期，PMI与GDP增速也要继续下行约6个月左右才能见底回升，失业率则保持平稳。上述复盘验证了我们的判断，无论最后是否出现衰退，**经济下行趋势可能都会在降息之后保持2-3个季度**。即使对于利率敏感型部门，历史复盘显示上行拐点也不会很快出现：硬着陆时期，美国信贷和房价增速在美联储开启降息1年左右才能见底回升。在软着陆时期，美国信贷增长同样面临约10个月左右的下行压力，房价增速也只是保持稳定而已，并没有在降息后很快回升。

**降息之后何时看到市场拐点？**我们持续建议超配美债黄金，低配铜油等商品，并提示全球股市波动（《[美联储停止加息的资产启示](#)》、《[大类资产2024H2展望](#)》等）。今年黄金越过2600美元，创出历史新高；十年期美债利率一度下行近100bp至3.6%，铜油从高位分别最深下跌12%与19%，全球股市在8-9月份波动剧烈，验证了我们的预测。展望后市，投资者关注点转为美债黄金何时确认下行拐点，商品何时确认上行拐点，股票何时结束波动？从历史复盘规律来看，我们发现无论是否出现衰退，十年期美债利率在降息后2个季度维度上平均仍有70bp左右的下行空间。软着陆背景下黄金下跌风险有限，硬着陆时上涨更多，但无论是否出现衰退，降息后2-3个季度里高点中位数在5%-10%区间。因此我们认为美债黄金的下行拐点并不会在降息后很快出现，仍可维持超配。与此同时，由于这两类资产此前涨幅较大，未来波动可能增加，也与历史复盘规律相匹配，我们建议利用波段机会逢低加仓。美股走势高度取决于经济衰退与否，硬着陆时前6个月平均下跌10%然后开启反弹，软着陆则持续保持上行。结构上看，标普500和罗素2000在经济衰退时表现更好，纳指下行压力更大，软着陆则更有利于纳指表现。由于我们对经济前景并不确定，因此对海外股票前景持中性态度。美元在硬着陆时存在一定下行压力，在7个月维度上逐步触

底，跌幅最深在5%左右，随后在下半年开启反弹，软着陆时美元通常在前三季度偏强震荡，但在第四季度走弱。商品方面，美联储加息后经济总需求受限，无论经济衰退与否，铜作为重要工业金属在美联储降息后前8个月维持回落态势。油价在硬着陆时保持上行势头，软着陆时反而下跌，可能反映历史上供给冲击（石油危机）造成的经济衰退，对当下市场前景可能指引有限。尽管近期国内海外政策转向，经济增长乐观预期推动商品价格出现阶段性反弹，但考虑到上述历史复盘规律，利率下行对实体经济传导尚需时间，经济周期下行风险仍存，我们认为商品上行拐点还需更多信号确认。

**美联储降息对中国资产有何启示？**中国资产价格时间序列较短，大部分资产只经历了最近 2-4 轮美联储降息时期，因此历史复盘启示相对有限，预测未来市场走势更多需要依靠演绎分析。美联储大幅降息，减少了对我国货币政策的掣肘，人民银行7月就开始降息，9月国新办新闻发布会提出进一步降准降息<sup>3</sup>，下调存量房贷利率，利好我国债市表现。由于我国真实利率偏高，货币政策仍有宽松空间，因此我们中长期仍对债市持积极观点。短期来看，国债利率已经在过去几个月大幅下行，央行宽松靴子落地，提振市场预期，同时债券供给增加，市场波动可能增大，我们建议短期标配，中期择机增配。对于股票资产，美联储降息从分母端形成明确利多，但考虑到海外衰退风险与美国总统大选伴随的关税不确定性，我们建议维持标配，结构上偏向港股与高股息资产。对于人民币汇率，我们认为海外利率下行、内外利差收窄为人民币双向波动创造了有利环境（《[新宏观策略研究（五）：中美利率分化，人民币汇率如何破局？](#)》），人民币近期明显升值，可能正是重回双向波动的起点。

---

以上观点来自：2024年9月25日中金公司研究部已发布的《降息后何时见拐点？》

李昭 分析员 SAC 执证编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

屈博韬 联系人 SAC 执证编号：S0080123080031

杨晓卿 分析员 SAC 执证编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

---

<sup>3</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202409/content\\_6976178.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202409/content_6976178.htm)

## 专题聚焦

### 政策信号更加明确 | 9月26日政治局会议点评

9月26日中共中央政治局召开会议，主要议题为经济工作。这是继今年7月召开以经济工作会议为主题的政治局会议之后，时隔两个月再次召开以经济工作为主题的政治局会议，说明政策制定者对经济形势高度重视。本次政治局会议对经济形势的定调有所变化，在宏观政策的表述上更加务实积极，也比较全面。房地产领域，会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”，信号意义明确；会议还强调“要帮助企业渡过难关”，“为非公有制经济发展营造良好环境”，“要努力提振资本市场”。扩内需政策兼顾促消费和惠民生，已有债务工具加快发行使用，全年财政政策力度有望提升。总体而言，我们对政策、经济与资本市场的走势充满期待。

本次政治局会议对经济形势的定调有所变化，在宏观政策的表述上更加务实积极。今年7月30日的中央政治局会议提出“经济运行总体平稳、稳中有进，延续回升向好态势”<sup>4</sup>，在本次政治局会议当中的表述则改变为“经济运行总体平稳、稳中有进”<sup>5</sup>。会议同时指出，“要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。”也将更多行文用于讨论短期经济问题和应对措施。

从具体的政策布置上来看，一些货币政策相关措施已经基本宣布，后续关注LPR的调降以及房贷调降的具体细则。本次政治局会议提到“降低存款准备金率，实施有力度的降息”，央行已经在9月24日会议中宣布相关政策，后续10月LPR大概率也会调降，存量房贷利率的调降还有一些细则有待明确。

房地产领域，会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”，信号意义明确。在当前房地产销售与投资双弱的大背景下，本次会议关于房地产领域的积极表述具有较强的信号意义，有助于提振市场信心。“对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大‘白名单’项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地”。从供给角度缓解目前房地产供需矛盾，严控增量有助于减少供给，加快房地产的去化。而加大“白名单”项目贷款投放则有助于缓解地产开发商的

<sup>4</sup> <https://www.12371.cn/2024/07/30/ARTI1722318043103487.shtml>

<sup>5</sup> <https://www.12371.cn/2024/09/26/ARTI1727327580274267.shtml>

流动性问题，助力“保交楼”进一步推进。截至9月24日<sup>6</sup>，商业银行已审批通过的融资金额近1.43万亿元，支持400余万套住房如期交付，但之前贷款进度偏慢主要原因在于银行按照“白名单”放贷款后自身承担全部风险。未来若要加大投放力度或需形成风险共担的有效机制。“要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。”9月24日<sup>7</sup>国务院召开新闻发布会也提到了降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，其中存量房贷利率的下调预计可以为居民每年节省1500亿元利息支出，有效缓解居民付息压力，我们预计未来将有更多细节政策出台推动构建房地产发展新模式。

**会议对资本市场的强调进一步提升。**相比以往政治局会议，本次会议在“提振资本市场”之前加上了“努力”，显示重视程度进一步提升。具体方式一方面包括“大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点”。而9月24日国新办发布会<sup>8</sup>证监会主席吴清表示：“证监会等相关部门制定了《关于推动中长期资金入市的指导意见》，近日将会印发。”“完善‘长钱长投’的制度环境。重点是提高对中长期资金权益投资的监管包容性，全面落实3年以上长周期考核。”另一方面也包括“支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施”。9月24日证监会<sup>9</sup>发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，在支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合、进一步提高监管包容度、提升重组市场交易效率等方面提出了支持措施。

**会议充分回应市场关切，强调对“为非公有制经济发展营造良好环境”。**会议强调“要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为”，从正向鼓励和负向禁止两个层面回应市场关切，较2018年10月政治局会议<sup>10</sup>提出的“研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难”更明确清晰。针对近期外商直接投资有所下滑的问题，会议提出：“要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施。”

<sup>6</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/shipin/202409/content\\_6976167.htm](https://www.gov.cn/yaowen/shipin/202409/content_6976167.htm)

<sup>7</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202409/content\\_6976186.htm](https://www.gov.cn/lianbo/fabu/202409/content_6976186.htm)

<sup>8</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5466659/index.html>

<sup>9</sup> <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7508366/content.shtml>

<sup>10</sup> <http://cpc.people.com.cn/n1/2018/1101/c64093-30374953.html>

**扩内需政策兼顾促消费和惠民生。**政治局会议提出，“要把促消费和惠民生结合起来”，延续了7月政治局会议的基调，强调对民生的重视。9月25日，《中共中央 国务院关于实施就业优先战略促进高质量充分就业的意见》发布，要求“把高质量充分就业作为经济社会发展优先目标”，提出六个方面24条举措，着力支持就业<sup>11</sup>。同日，民政部网站发布，民政部、财政部联合部署向特困人员、孤儿等困难群众发放一次性生活补助<sup>12</sup>。本次会议提出“要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系”，也体现了对重点民生领域的支持。在我国老龄化和城镇化加深的背景下，民生领域的潜在空间比较大，未来的具体部署值得关注。

**已有债务工具加快发行使用，全年财政政策力度有望提升。**政治局会议提出，“要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作。要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用”。根据我们的统计，今年前9月超长期特别国债和新增地方专项债分别发行7500亿元和3.6万亿元，9月底专项债发行提速，我们预计10月或全部发行完毕，资金下达进度也有望加快。整体上看，受经济基本面和物价偏弱影响，今年一般公共预算收入或低于预算目标，政府性基金收入则受土地市场调整拖累，地方化债也一定程度上挤占财政支出空间，财政收支平衡压力明显加大，我们认为年内存在新增政府债务或调用其他存量资金以保障财政支出力度的必要性和可能性。

---

以上观点来自：2024年9月26日中金公司研究部已发布的《政策信号更加明确 | 9月26日政治局会议点评》

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

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

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

吕毅韬 联系人 SAC 执证编号：S0080124050005

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

---

<sup>11</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/202409/content\\_6976470.htm](https://www.gov.cn/zhengce/202409/content_6976470.htm)

<sup>12</sup> [https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202409/content\\_6976482.htm](https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202409/content_6976482.htm)

## 专题聚焦

### 新宏观策略研究（七）：大宗商品供需新范式，分化仍是主线

大宗商品最近的颓势与上半年市场形成鲜明对比。上半年我们看到上游资本开支不足带来的供给约束更加具象，结构性短缺风势渐起，例如石油剩余产能集中和金属矿冶矛盾发酵。叠加需求增长预期改善，市场开始对铜、油等形成一致预期短缺的品种定价。大宗商品“超级周期”波澜再起。但进入下半年以后，宏观出现反复，预期调整带来的螺旋风险显现。美国就业与经济数据走弱，市场对硬着陆的担忧有所加深。中国财政向实物工作量的转化依然偏慢，金九银十需求可能乏善可陈。随着宏观预期转弱，大宗商品市场也面临较大的抛售压力，表征全球需求的原油和定价国内需求的铁矿与螺纹一度分别跌破70美元/桶、90美元/吨和3000人民币/吨，双双创下2024年以来的新低。站在当前时点，美联储降息50个基点落地，美国经济软着陆的可能性上升，市场对经济衰退的担忧有所缓和。国内需求磨底，能源和工业金属的表需边际改善，库存去化加快。内外宏观情绪改善的情况下，我们预计大宗商品定价将逐步回归各自基本面。

在可见的未来，我们认为大宗商品市场的主题仍然是下游新旧需求动能的转换，与上游产能投资和价格脱节之间的潜在矛盾。尽管从基本上我们判断2024年全球大宗商品可能已完成了从多数过剩到多数短缺的格局过渡，但绿色+新兴经济体需求的增量仍在量变进行时，尚未到质变拐点，传统存量需求仍然面临着全球经济潜在降速的拖拽。从平衡表短缺走向现实仍有赖于需求增长预期的兑现，而新旧动能的接力如果掉棒，提前定价短缺下的过度投机也将面临调整的风险。总而言之，我们认为超级周期的启动可能仍欠火候，供需新范式下，大宗商品市场定价可能仍将聚焦供需条件的分化。

#### 需求侧新旧接力，从量变走向质变

**新兴经济体可能接替中国成为新增量动能：**各国大宗商品需求的增长轨迹基本都遵循S型曲线。消费量（或人均消费量）先缓慢爬坡，再快速增长，最后见顶趋稳并进入长期趋势中。从S型曲线上所处位置看，中国各类大宗商品

消费量已处在达峰或即将达峰的阶段，而以印度为代表的新兴经济体，各类商品人均消费仍偏低，在S型增长曲线上仍位于前期。过去20年，中国的城镇化与工业化是驱动全球大宗商品消费增长的主要力量，但我们预计这股动能正在逐步放缓。中国人口达峰叠加城镇化增长斜率走缓并接近尾声，中国地产需求中枢已跨过拐点开启了下滑趋势，传统基建的增量空间也比较有限，工业金属消费将明显承压，过于依赖地产与基建的黑色系首当其冲。与此同时，随着经济日益增长，印度及东南亚等地作为处于需求上行通道的新生力量，能否在全球需求回归内生驱动之际，成为商品需求的增量贡献者，备受市场关注。新兴经济体城镇化与工业化的加速，可能给全球大宗商品需求带来比较大的增长潜能。

**绿色转型需求占比不断提升，部分品种与传统经济周期逐步脱钩：**全球经济降速、中国地产与基建需求见顶、双碳目标对化石能源消费也将形成比较大的压力。不过，在传统需求承压的同时，绿色转型也为部分商品带来新的机遇。以有色金属为例，在传统的需求框架中，有色金属需求主要受中国房地产与基建周期驱动。不过，对比2018与2023年的铜铝下游数据，我们发现五年间新能源需求占比呈迅速提升的趋势。在我们的历史平衡表中，铜的新能源需求占比（包括光伏、风电、新能源车）已从2018年的4%上升至2023年的14%，铝的新能源需求占比（包括光伏、特高压、新能源车）从2018年的3%上升至2023年的16%。虽然新能源增速边际有所放缓，但是从基数看已足以与传统建筑需求相抗衡，近年来新能源领域对铜需求的增量，已能基本抵消国内地产周期下行所带来的负面影响。

**供给侧，新旧能源、地域之间与上下游分化明显，可能埋下风险**

**新能源未立而旧能源已破，能源供给可能缺乏弹性：**在绿色转型压力下，我们看到跨国石油、煤炭企业保持了较高的产能纪律，过去几年较为丰厚的现金流向资本开支转化的比例并不高，资本开支意愿普遍不强，也面临诸多外部约束。这使得化石能源的供给侧可能缺乏足够应对需求波动的弹性。尽管对新能源的投入仍在不断加码，但受制于自然条件的新能源电力供给稳定性不足，

对电解铝、化工等能源密度较高的商品可能意味着阶段性的供给风险。为满足碳排放要求而实施的相关产业政策也会对商品供给形成约束。

**新兴资源国提供增量，但不确定性同步上升：**从地域分布看，大宗商品的产能挖掘愈来愈集中于亚非拉地区的新兴资源国，譬如智利和秘鲁的铜，印度的铁矿和煤炭，印尼的煤炭、镍和铜，蒙古的煤炭，几内亚的铝土矿和铁矿，缅甸的锡矿等。这些国家或出于本国城镇化和工业化需要，或出于商品出口需求，近年来矿业开发投资迅速增长。我们预计这些国家和地区或成为未来大宗商品的供给侧增量的主要来源。这些地区资源禀赋足够但港口、道路等基础设施不完善、政治局势风险较大，开发进度也存在一定不确定性。最重要的是，在逆全球化趋势下，资源国可能“持货而沽”，资源“保护主义”明显抬头。基于资源安全这一主题下的各类贸易政策可能将成为大宗商品市场不可忽视的供给风险来源。

**上下游资本开支密度和扩产周期不匹配，矿冶矛盾加剧：**我们看到近几年大宗产业链上的利润分配普遍向上游倾斜，具体表现为铜行业TC/RC的大幅下降，铁矿与焦煤价格对钢厂利润的挤占，或是农产品行业里饲料价格对生猪养殖利润的压制。相比于冶炼端，上游资本开支相对偏低，矿山的平均品位也在逐步下滑，供给相对更有瓶颈，这本质上可能是传统资源开发规模不经济特征与制造业规模经济的矛盾。下游制造业环节相比于上游原料扩产弹性较大，在利润分配中不占优势，同时相比于终端需求产能相对过剩，也使得成本压力难以往下传导。中间环节的利润不得不双向承压。

### 供需条件新范式，分化仍是当下主线

大宗商品市场中，供给条件不足已初露端倪，但周期下半场的开启仍有待需求的趋势性破局。在供需条件新范式下，分化仍是当下主线。需求是我们区分价格表现的主要依据。同样的上游投资不足，对于铜矿而言是价格向上的驱动，但对铁矿和煤炭而言却只可作为价格的底部支撑，本质在于需求方向的差异。我们预计黑色和有色的价格分化可能仍将是长期趋势。

对于铜等需求前景相对乐观的品种，投机情绪催化的脉冲式上涨对于供给

释放反而无益，只会放大需求的价格弹性，并触发需求端的负反馈。而持续稳定的高价可能是鼓励供给侧持续投入以满足缺口必不可少的途径。当然，所谓的供需缺口只是理论层面上对未来供需的推演，长期来看，供需双方将通过价格机制匹配彼此。价格将上涨直到刺激出足够的边际供应，或是挤出边际需求者。以铜为例，在需求相对刚性的前提下，为刺激出足够多的铜矿供应增量，铜的理论激励价格应在10600美元/吨以上。

对于铁矿、煤炭等需求相对悲观的品种，价格可能将向下寻求成本支撑，长期的均衡价格应当锚定成本曲线的边际位置。以铁矿为例，从成本曲线看我们预计远期价格的理论中枢在80美元/吨左右。但预期也有反身性，市场缺乏足够动力去扩大投资，也会造成成本曲线的自发收缩，从而缺少应对需求波动的弹性。

未来几年铜价的表现可能是过去几年铁矿价格走势的镜像。2021年以来，铁矿价格的中枢也逐步下移，同时价格波动的上下沿也在逐步收窄。在中国钢材需求达峰的转折点，市场的认知建立需要过程。市场对供需前景的认识愈清晰，价格波动也愈窄。对比之下我们预计未来几年铜价格可能是中枢震荡抬升但价格波动亦逐步收窄的过程，一方面，价格上涨是供需匹配的大概率路径，另一方面，铜的供需曲线的弹性也将更加明朗，极端的高价或低价因此可能更难出现。

---

以上观点来自：2024年9月22日中金公司研究部已发布的《新宏观策略研究（七）：大宗商品供需新范式，分化仍是主线》

王炙鹿 分析员 SAC 执证编号：S0080523030003

缪延亮 联系人 SAC 执证编号：S0080123070015 SFC CE Ref: BTS724

郭朝辉 分析员 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

李林惠 分析员 SAC 执证编号：S0080524060004

陈雷 分析员 SAC 执证编号：S0080524020004

赵烜 联系人 SAC 执证编号：S0080123080030

庞雨辰 分析员 SAC 执证编号：S0080524070004

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2024.9.23 中国图说中国宏观周报：收入继续承压，支出落地偏慢——8月财政数据点评
- 2024.9.24 联合解读：联合点评降准降息
- 2024.9.24 中国宏观热点速评：金融发力，更待财政加码 | 9月24日金融政策调整点评
- 2024.9.24 联合解读：联合解读降准降息
- 2024.9.26 联合解读：政治局会议联合解读
- 2024.9.26 中国宏观热点速评：政策信号更加明确 | 9月26日政治局会议点评

### 策略及大宗商品

- 2024.9.23 A股策略周报：红利风格分化后何去何从？
- 2024.9.25 大类资产观察：降息后何时见拐点？
- 2024.9.25 “1+N”政策体系（5）：市值管理与并购重组进入新周期
- 2024.9.26 农产品：农桑时录：第26期：4Q24仍聚焦基本面定价，走势或有分化
- 2024.9.28 全球资金流向监测：谁是买入的主力？

### 固定收益

- 2024.9.23 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.9.24 简评：货币政策放松力度加码，债券收益率曲线将牛陡
- 2024.9.25 简评：配置型机构持续回补债券仓位——2024年8月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2024.9.25 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.9.26 固收+：如何选择风险预算以内的固收+基金？
- 2024.9.26 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.9.26 简评：财政部再发欧元主权债，掀开中欧金融合作新篇章
- 2024.9.27 中国可转债策略周报：回馈左侧后的低阻路径
- 2024.9.27 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.9.28 深度研究：四季度中美经济及债市展望：全球降息周期下中美债牛延续
- 2024.9.28 信用债收益率跟踪周报：稳增长政策发力，债市调整明显

### 行业

- 2024.9.23 化工：草酸：低价下的需求提振
- 2024.9.23 软件及服务：探微智驾（四）：海外智能驾驶龙头技术栈——特斯拉FSD与Mobileye
- 2024.9.23 交通运输物流：航空8月点评：RPK同比增长超20%，供需改善客座率创2019年以来新高
- 2024.9.23 主题研究：8月出口金额环增，集中式逆变器需求加速
- 2024.9.23 可选消费：美妆医美月报：龙头公司1H24业绩增长强劲，8月线上龙头稳健增长
- 2024.9.23 汽车及零部件：乘用车出海洞察#2：加速全方位出海，挑战虽存不改长期趋势
- 2024.9.24 化工：8月油价宽幅震荡，化工品价格指数持续回调
- 2024.9.24 博彩及奢侈品：2Q24银河娱乐市场份额升幅最高
- 2024.9.24 不动产与空间服务：周评#408：上周调整后新房销售同比降约三成
- 2024.9.24 传媒互联网：8月电商数据：线上消费有所承压
- 2024.9.24 机械：看好降息带动美国五金工具需求中长期增长 | 看好降息带动美国五金工具需求中长期增长
- 2024.9.24 主题研究：行业周期磨底，经营分化显现
- 2024.9.24 房地产：地产政策超预期发力，板块进入效果观察期
- 2024.9.24 公用事业：1H24电力板块回顾（传统能源篇）：火电展现资产盈利价值；水核坚实稳健
- 2024.9.24 银行：解读新一轮金融政策组合拳
- 2024.9.25 主题研究：政策表态超预期，板块信心有望回温
- 2024.9.25 房地产：四问四答：从历史波动规律再看房价走势
- 2024.9.25 汽车及零部件：重卡跟踪月报：8月终端观望情绪较重，期待降准降息及以旧换新政策共振支撑
- 2024.9.25 汽车及零部件：特斯拉人形机器人追踪（二）：硬件降本为主逻辑，寻找具备弹性及确定性标的
- 2024.9.25 农业：金融政策支持加码，农业龙头有望价值修复
- 2024.9.25 家电及相关：以旧换新效果跟踪，零售延续高增
- 2024.9.26 物业管理：物业行业观察九：资产负债表端看企业回款
- 2024.9.26 农业：高盈利、慢回补，有望支撑猪价高位
- 2024.9.26 银行：银行角度解读政治局会议
- 2024.9.26 科技硬件：Meta发布新款ARVR，AI终端趋势明确
- 2024.9.26 建材：政治局会议首提“促进房地产止跌回稳”，建筑建材政策行情有望再启

- 2024.9.26 房地产：政治局会议表态，促进房地产市场止跌回稳
- 2024.9.26 建材：沿江熟料计划大幅提涨，行业展现复价决心
- 2024.9.27 公募洞察系列：产业链分润视角：产品创收更均衡、降费让利显成效——数说基金#1
- 2024.9.27 钢铁：政治局会议定调加码稳增长，看好行业“预期波”行情演绎
- 2024.9.27 农业：种业：生物育种扩面提速趋势已成，业绩弹性有望逐步兑现
- 2024.9.27 可选消费：政策利好与市场韧性兼具
- 2024.9.27 医疗健康：金融政策加码，医药优质资产有望估值修复
- 2024.9.28 博彩及奢侈品：2024年8月全球瑞士表出口同比增长6.9%
- 2024.9.28 科技：2Q24美股IaaS和SaaS公司业绩回顾：云计算受益逻辑稳固，静待AI应用落地
- 2024.9.28 传媒互联网：互联网周思考：进可攻，退可守
- 2024.9.28 旅游酒店及餐饮：关注政策及效果，现阶段优选合理估值龙头



CICCC  
中金公司

## **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