

大类资产周报第8期

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
lixinyue@gjzq.com.cn

商品市场，缘何而强？

6月以来，国内大宗商品大幅走强，能化品与黑色系表现尤为突出。大宗商品大涨背后的原因、后续值得关注的投资逻辑？本文分析，可供参考。

热点思考：商品市场，缘何而强？

一问：近期大宗商品的表現？南华商品指数大幅走强、能化品与黑色系是主要拉动

5月31日以来，国内外大宗商品双双走强，其中国内商品的表现更为突出。年初至5月31日，大宗商品表现疲弱，仅黄金上涨8.5%，其他品类悉数下跌。5月31日以来，国内外大宗商品双双走强。截至9月7日，彭博商品指数大涨8.4%，南华综合指数涨幅更是高达19.8%。本轮上涨中经济基本面尚未明显改善，因而“股商”之间出现明显分歧。分板块来看，能化品、黑色系是此次大涨的主要拉动；分品类来看，原油、铁矿石、焦炭、纯碱等表现相对突出。5月31日以来，能化品、黑色系对南华综合指数拉动分别为9.0%、4.6%，解释了近7成的涨幅。其中，原油、铁矿石、焦炭、纯碱等品类对指数的拉动最大，分别贡献了3.4%、2.4%、1.5%、1.4%和1.0%。

二问：大宗商品大涨的原因？汇率贬值叠加供给冲击，低库存放大交易与供需扰动

汇率贬值下进口价格的被动抬升，供给冲击下油价对能化产业链的拉动，是国内商品价格大涨的重要驱动。第一，5月31日以来，人民币贬值3.9%，造成金属等海外交易所定价为主的品类、原油与铁矿石等进口依赖度较高的品类，内外盘价格分化。第二，供给收缩下油价大涨，原油带动能化产业链整体涨价，对南华综合指数拉动近8个百分点。此外，以铁矿石、纯碱为代表的部分品类，其低库存放大了供需面、交易面的扰动，导致了价格的大幅飙升。以铁矿石为例，5月以来铁矿石库存快速回落，处于历史同期较低水平；出口需求回暖的拉动下，低库存的铁矿石价格得到明显提振。纯碱库存的历史分位数更是低至1.8%；高温与碱厂年检影响下的供给扰动、交易行为等也被放大。

三问：商品市场的未来演绎？汇率与供给扰动或有所退坡，关注低库存与需求改善的共振

人民币贬值压力相对可控，汇率对商品价格推升或将弱化；部分品类的供给与交易面扰动，或也将陆续退坡。第一，近期，离在岸价差的收窄、3M风险逆转因子的走低显示贬值压力已得到一定释放。第二，四季度原油供给偏紧或将缓和；随着年检的恢复，纯碱等供给问题也将逐步消退。第三，发改委、郑商所已开始关注铁矿石、纯碱等品类的异动。随着经济逐步企稳、地产政策不断加码，需求端有望成为部分商品续涨的“接力棒”，关注有望受益地产边际改善、低库存但前期滞涨的品类。近期，政策加码下，8月制造业PMI已超季节性改善；基本面改善或成部分商品后续动能。铜、铝、螺纹钢、沥青等，在历轮地产周期中均有较好市场表现，叠加低库存的优势，后续或有更大价格弹性。

周度回顾：美国PMI意外上行，美元、美债延续强势（2023/09/04-2023/09/08）

股票市场：全球主要股指多数下跌，港股领跌。发达国家股指中，纳斯达克指数、澳大利亚普通股指数、标普500、法国CAC40和道琼斯工业指数领跌，分别下跌1.9%、1.8%、1.3%、0.8%和0.7%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率全线上行。美国10Y国债收益率上行8.00bp至4.26%，德国10Y国债收益率上行13.00bp至2.61%；英国、意大利、法国和日本分别上行13.90bp、10.50bp、6.80bp和3.10bp。

外汇市场：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值。日元、英镑、欧元和加元兑美元分别贬值1.09%、0.95%、0.71%和0.29%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.11%、1.30%至7.3410、7.3650。

商品市场：原油价格上涨，贵金属和有色均下跌，黑色和农产品价格多数下跌。沙特、俄罗斯宣布减产延至年底，力挺油价；同时油价也从成本端支撑沥青价格。受安监、暴雨影响，叠加钢厂利润修复，焦煤供需偏紧。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：商品市场，缘何而强？	5
一问：近期大宗商品的表现？南华商品指数大幅走强、能化品与黑色系是主要拉动	5
二问：大宗商品大涨的原因？汇率贬值叠加供给冲击，低库存放大交易与供需扰动	8
三问：商品市场的未来演绎？汇率与供给扰动或有所退坡，关注低库存与需求改善的共振	10
二、大类资产高频跟踪（2023/09/04-2023/09/08）	13
（一）权益市场追踪：全球资本市场普跌	13
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上行	15
（三）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑贬值	15
（四）大宗商品市场追踪：原油上涨，贵金属、有色均下跌，黑色、农产品多数下跌	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：年初以来，除黄金外大宗商品价格普跌	5
图表 2：2023 年 6 月以来，国内外商品双双走强	5
图表 3：相较彭博商品指数，国内商品涨幅更大	5
图表 4：8 月以来，国内出现“股商分化”现象	5
图表 5：南华商品各成分指数 5 月 31 日以来均大涨	6
图表 6：5 月 31 日以来，南华商品的价格走势	6
图表 7：南华商品各类别的权重分布	6
图表 8：6 月以来，各成分指数对南华指数的拉动	6
图表 9：5 月 31 日以来，国内大宗商品多数上涨	7
图表 10：南华能化指数各细分品类的拉动	7
图表 11：南华黑色指数各细分品类的拉动	7
图表 12：南华农产品指数各细分品类的拉动	7
图表 13：原油、铁矿石、焦炭对南华综合指数拉动最大	7
图表 14：5 月 31 日以来，彭博各成分指数的涨幅	8
图表 15：近期，人民币汇率出现较大幅度贬值	8
图表 16：6 月以来，南华与彭博贵金属指数明显分化	8
图表 17：6 月以来，南华与彭博有色金属指数明显分化	8
图表 18：7 月以来，国内外原油价格均大幅上涨	9
图表 19：沙特是近期 OPEC 国家减产的主要贡献者	9
图表 20：此前油价跌破 80.9 美元，沙特挺价意愿较强	9

图表 21: 4 月集体减产, 沙特、俄罗斯近期频频减产.....	9
图表 22: 铁矿石库存处于历史同期水平的相对低位.....	10
图表 23: 5 月以来, 钢材出口量持续高增.....	10
图表 24: 纯碱库存处于历史的极低水平.....	10
图表 25: 近期, 纯碱期货市场成交量、持仓量波动巨大.....	10
图表 26: 美欧经济基本面再度转向分化.....	11
图表 27: 企业居民未结汇资金有望形成支撑.....	11
图表 28: 当下, 人民币离、在岸价差已明显收窄.....	11
图表 29: 期权市场显示, 风险逆转因子近期大幅走低.....	11
图表 30: 美国页岩油的产量仍在缓慢增长.....	12
图表 31: 4 季度原油价格的供需缺口或将有所收窄.....	12
图表 32: 国内经济基本面即将企稳改善.....	12
图表 33: 近期稳地产政策不断加码.....	12
图表 34: 历轮地产周期中, 部分品类的最大涨幅.....	13
图表 35: 关注部分“低库存”品类的机遇.....	13
图表 36: 当周, 发达国家股指普跌.....	14
图表 37: 当周, 新兴市场股指多数下跌.....	14
图表 38: 当周, 美股行业多数下跌.....	14
图表 39: 当周, 欧元区行业多数下跌.....	14
图表 40: 当周, 恒生指数全线下跌.....	14
图表 41: 当周, 恒生行业多数下跌.....	14
图表 42: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行.....	15
图表 43: 当周, 10Y 收益率美英德均上行.....	15
图表 44: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益全线上涨.....	15
图表 45: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率上行.....	15
图表 46: 当周, 美元指数上涨.....	16
图表 47: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值.....	16
图表 48: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值.....	16
图表 49: 土耳其里拉、韩元、雷亚尔兑美元均升值.....	16
图表 50: 当周, 人民币兑美元、英镑和欧元贬值.....	16
图表 51: 当周, 人民币兑美元贬值.....	16
图表 52: 当周, 商品价格走势多数下跌.....	17
图表 53: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨.....	17
图表 54: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨.....	17
图表 55: 当周, 铜铝价格下跌.....	18

图表 56: 当周, 通胀预期升温.....	18
图表 57: 当周, 黄金、白银价格下跌.....	18
图表 58: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	18

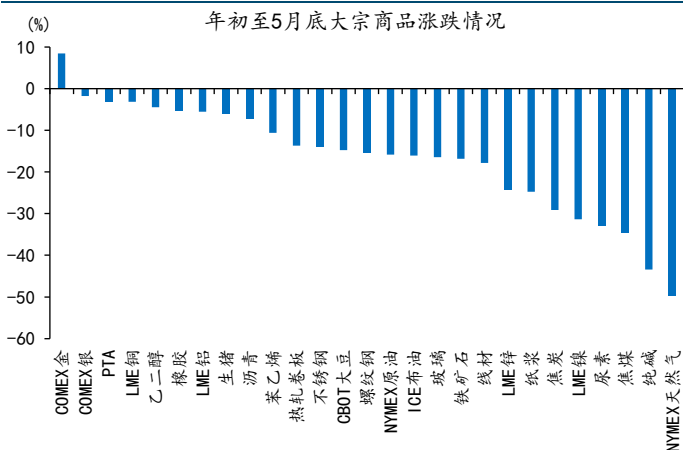
6月以来，国内大宗商品大幅走强，能化品与黑色系表现尤为突出。大宗商品大涨背后的原因、后续值得关注的投资逻辑？本文分析，可供参考。

一、热点思考：商品市场，缘何而强？

一问：近期大宗商品的表現？南华商品指数大幅走强、能化品与黑色系是主要拉动

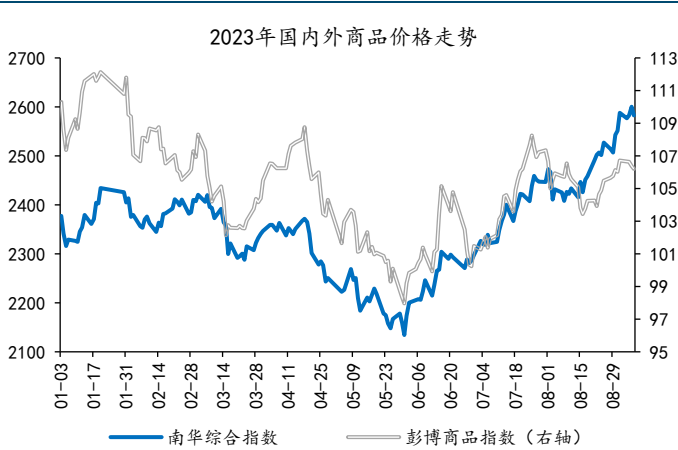
5月31日以来，国内外大宗商品双双走强，其中国内商品的表现更为突出。年初至5月31日，大宗商品表现普遍较弱，仅COMEX金上涨8.5%，其他品类悉数下跌；其中，纯碱、NYMEX天然气和LME镍领跌，跌幅分别达42.1%、38.0%和32.1%。5月31日以来，国内外大宗商品双双走强。截至9月7日，彭博商品指数大涨8.4%，南华综合指数的涨幅更是高达19.8%。本轮上涨中经济基本面尚未明显改善，因而“股商”之间出现明显分歧。

图表1：年初以来，除黄金外大宗商品价格普跌



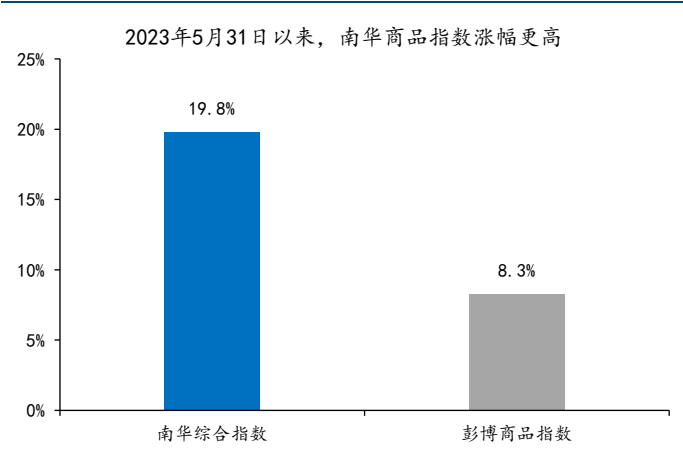
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：2023年6月以来，国内外商品双双走强



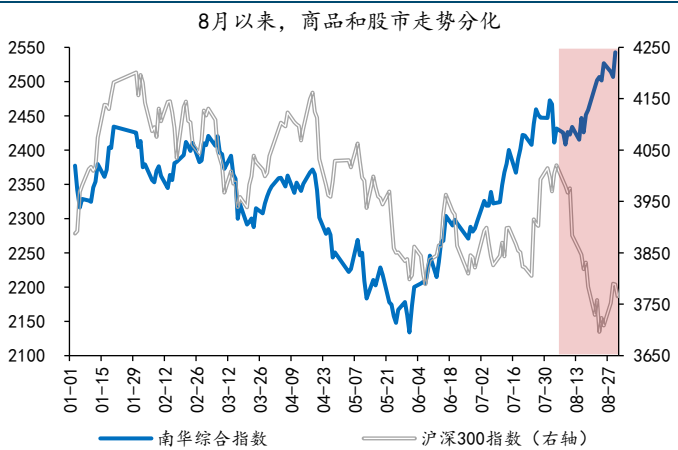
来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

图表3：相较彭博商品指数，国内商品涨幅更大



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

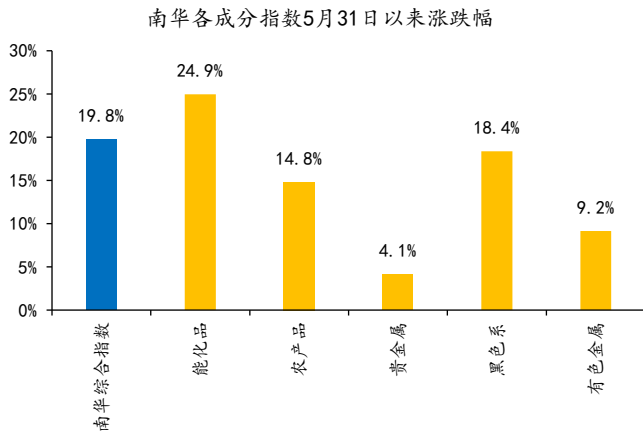
图表4：8月以来，国内出现“股商分化”现象



来源：Wind，国金证券研究所

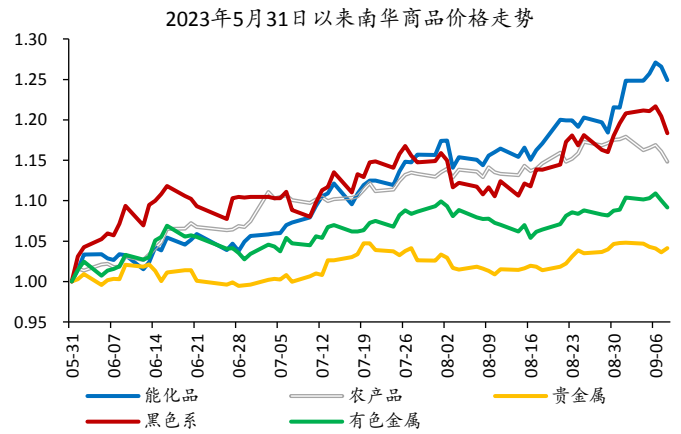
细分市场来看，能化品、黑色系是此次南华综合指数大涨的主要拉动。5月31日以来，能化品、黑色系、农产品、有色金属、贵金属板块均有上涨，截至9月8日，各板块涨幅分别为24.9%、18.4%、14.8%、9.2%和4.1%。其中，能化品、黑色系在南华综合指数构成中占比分别高达36.1%和24.9%；较高的权重、叠加领先的涨幅，使其成为南华综合指数的主要拉动，6月以来，二者对南华综合指数拉动分别为9.0%、4.6%，解释了近7成的涨幅。农产品、有色金属、贵金属对南华综合指数的拉动则分别为2.5%、1.8%和0.4%。

图表5: 南华商品各成分指数 5 月 31 日以来均大涨



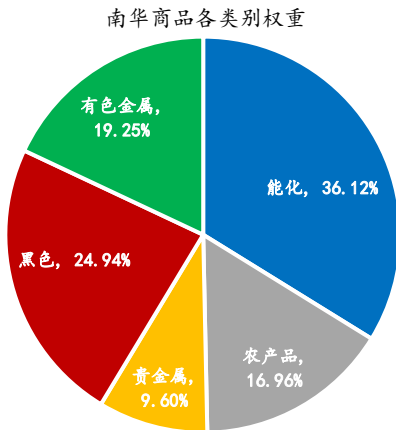
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 5 月 31 日以来, 南华商品的价格走势



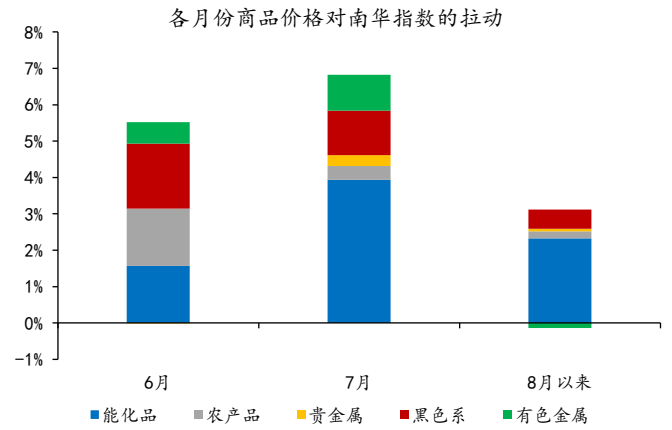
来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 南华商品各类别的权重分布



来源: 南华期货, 国金证券研究所

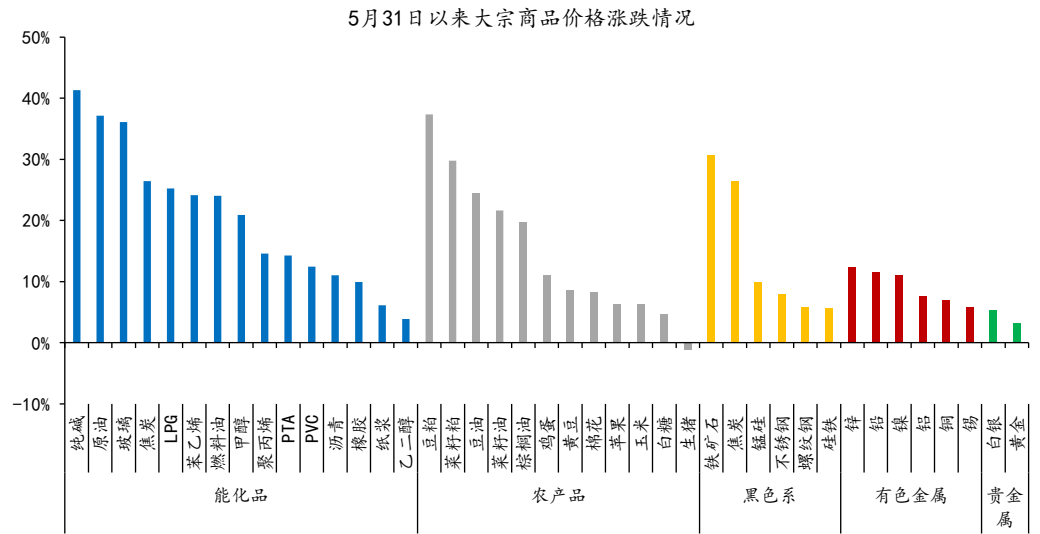
图表8: 6 月以来, 各成分指数对南华指数的拉动



来源: Wind, 南华期货, 国金证券研究所

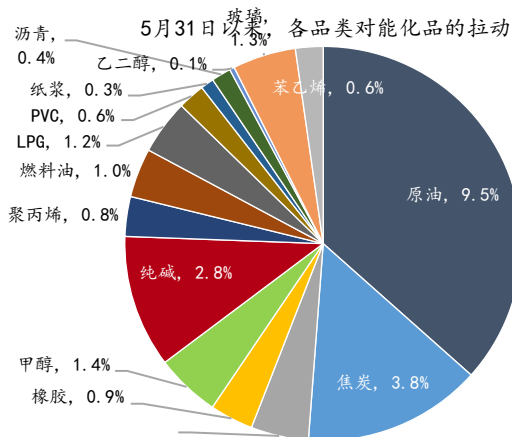
分品类来看, 除生猪外, 南华综合指数成分品悉数上涨; 其中原油、铁矿石、焦炭、纯碱是主要拉动。5 月 31 日以来, 国内主要大宗商品仅生猪微跌 1.3%、其他品类悉数上涨; 其中纯碱、豆粕、原油、玻璃、铁矿石、菜籽粕、焦炭领涨, 涨幅分别为 41.3%、37.3%、37.1%、36.1%、30.6%、29.8%和 26.5%。考虑到各品类在指数构成中的权重, 原油、铁矿石、焦炭、纯碱对南华综合指数拉动最大, 分别拉动了 3.4%、2.4%、1.5%、1.4%和 1.0%。

图表9: 5月31日以来, 国内大宗商品多数上涨



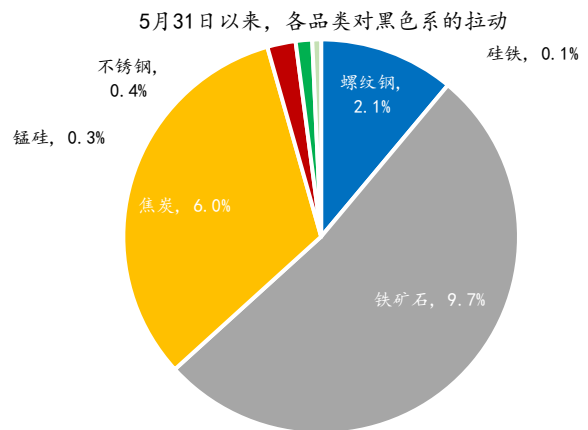
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 南华能化指数各细分品类的拉动



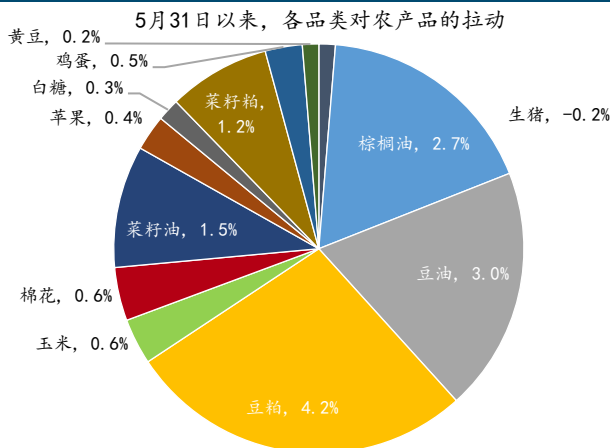
来源: Wind, 南华期货, 国金证券研究所

图表11: 南华黑色指数各细分品类的拉动



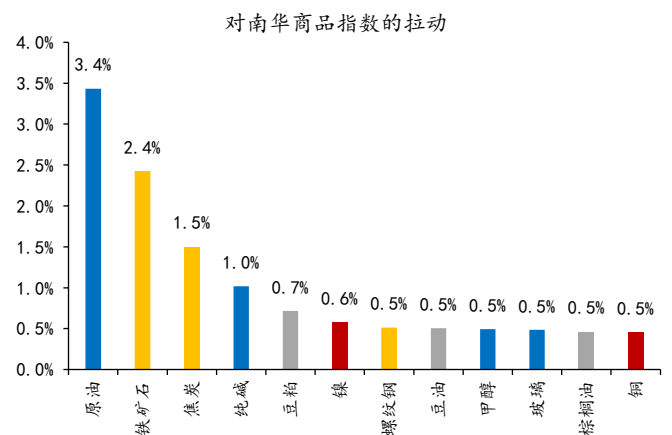
来源: Wind, 南华期货, 国金证券研究所

图表12: 南华农产品指数各细分品类的拉动



来源: Wind, 南华期货, 国金证券研究所

图表13: 原油、铁矿石、焦炭对南华综合指数拉动最大

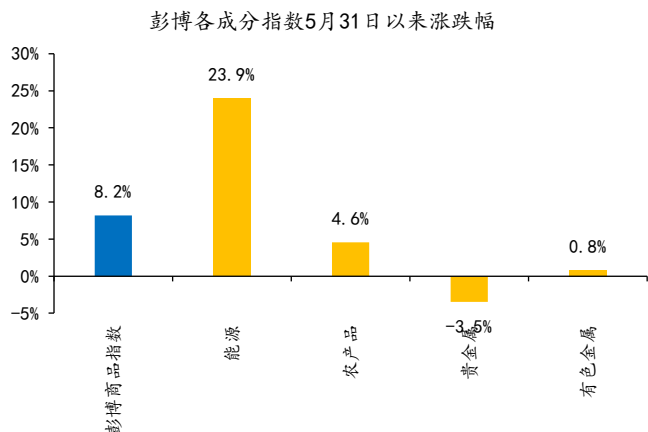


来源: Wind, 南华期货, 国金证券研究所

二问：大宗商品大涨的原因？汇率贬值叠加供给冲击，低库存放大交易与供需扰动

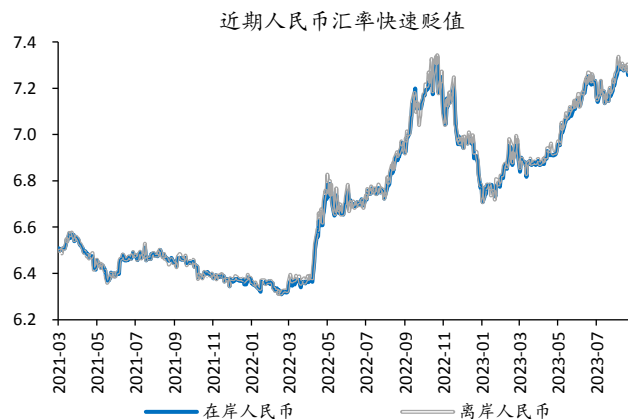
汇率贬值下进口价格的被动抬升，是近期国内商品指数表现远超海外的重要原因。拆解彭博商品指数可以看到，除能源板块大涨 23.9% 外，有色金属、贵金属表现均不尽人意；6 月以来，二者与南华有色、南华贵金属均显著分化。这其中，汇率是重要解释因素。当下，有色金属定价仍以伦敦金属交易所（LME）主导、贵金属定价高度依赖纽约商业交易所（COMEX），国内期货交易所的定价权仍相对欠缺。5 月 31 日以来，人民币贬值幅度达 3.9%，造成这些品类内外盘价格的明显分化。此外，原油、铁矿石、豆粕等进口依赖度较高的品类大涨，背后也有汇率因素的推动。综合来看，汇率对国内商品大涨的解释力近 3 成。

图表14：5月31日以来，彭博各成分指数的涨幅



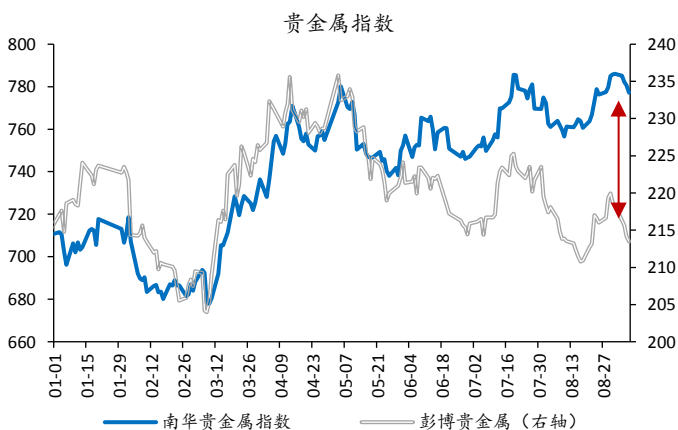
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表15：近期，人民币汇率出现较大幅度贬值



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表16：6月以来，南华与彭博贵金属指数明显分化



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

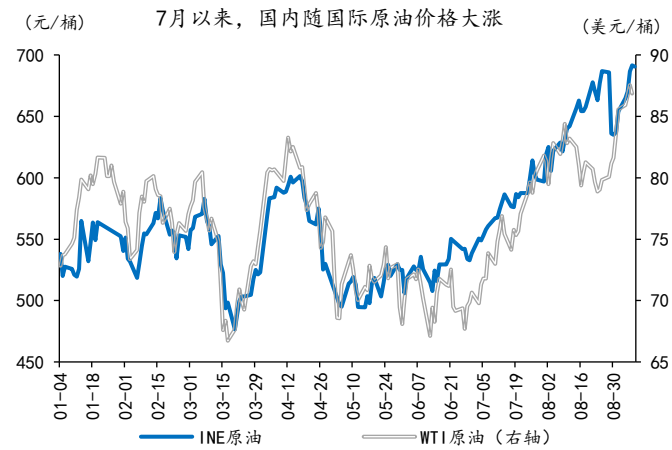
图表17：6月以来，南华与彭博有色金属指数明显分化



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

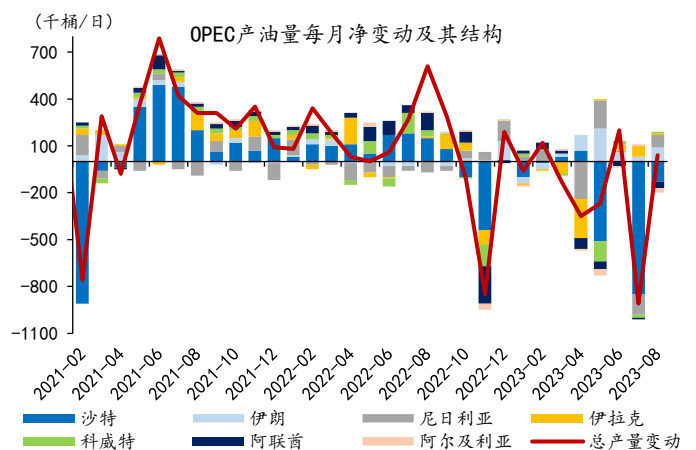
供给冲击也是国内商品价格大涨的重要驱动；其中，减产冲击下油价的大涨，带动能化品产业链的价格整体抬升。5 月 31 日以来，INE 原油与 WTI 原油分别大涨 31.5%、28.5%；原油直接拉动南华综合指数上涨 3.4 个百分点，还通过向产业链下游的传导间接拉动了近 5 个百分点。原油大涨的背后，供给收缩是主要推手；7 月 OPEC 国家总产量大幅收缩 91 万桶/天，沙特和地缘冲突扰动下的尼日利亚分别贡献了 85 万桶和 13 万桶。此前油价一度跌破 80 美元/桶、低于沙特外部盈亏平衡价，使得沙特挺价意愿较强，在 6 月、7 月主动减产合计 150 万桶。而俄油“价格上限”较差的执行情况也驱动俄罗斯也再度减产挺价。

图表18: 7月以来, 国内外原油价格均大幅上涨



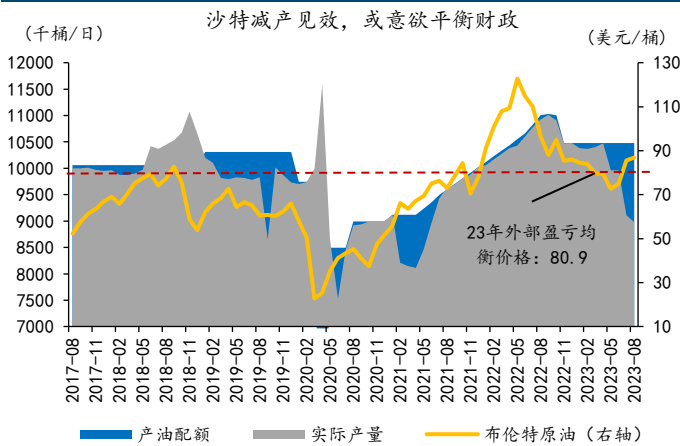
来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 沙特是近期 OPEC 国家减产的主要贡献者



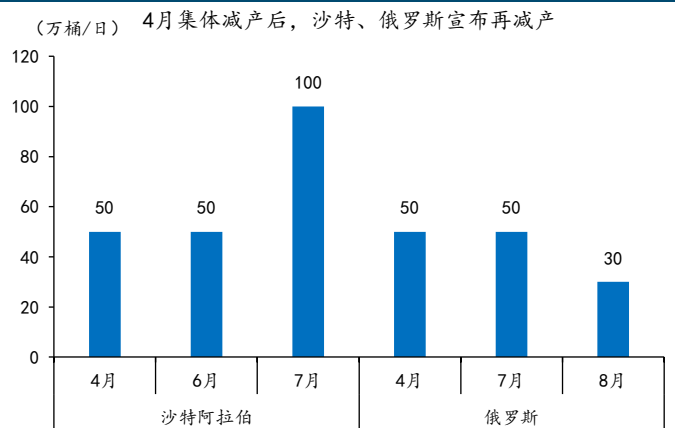
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 此前油价跌破 80.9 美元, 沙特挺价意愿较强



来源: Bloomberg, EIA, 国金证券研究所

图表21: 4月集体减产后, 沙特、俄罗斯近期频频减产

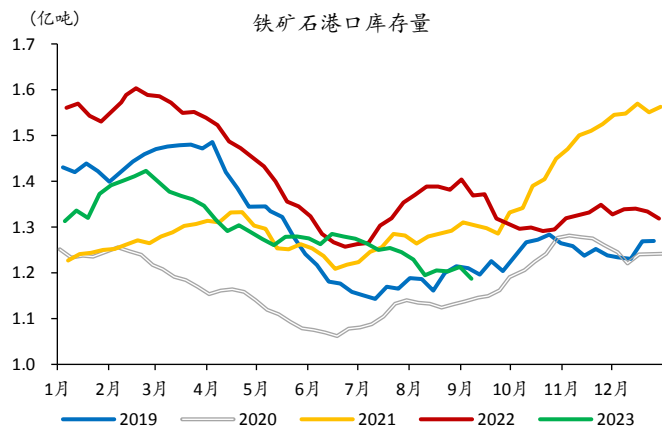


来源: Bloomberg, EIA, 国金证券研究所

此外, 以铁矿石、纯碱为代表的部分品类, 其低库存放大了供需面、交易面的扰动, 导致了价格的大幅飙升¹。以铁矿石为例, 5月以来铁矿石库存快速回落, 处于历史同期较低水平; 而钢材产量、出口规模则在持续攀升; 截至8月底, 钢材出口数量累计同比高增 28.4%。出口需求回暖的拉动下, 低库存的铁矿石价格得到明显提振。纯碱的库存更是处于极低水平、历史分位数低至 1.8%; 高温和碱厂年检影响下, 纯碱供给较 6 月下滑 30% 以上, 同时叠加交易面的扰动, 纯碱价格大幅震荡、一度涨超 60% (纯碱涨幅现已快速回落至 41.3%)。

¹ 参考报告《“低库存”下的投资机遇?》。

图表22: 铁矿石库存处于历史同期水平的相对低位



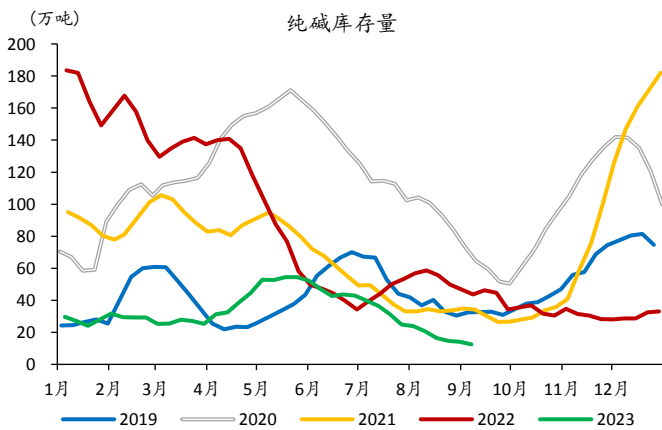
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 5月以来, 钢材出口量持续高增



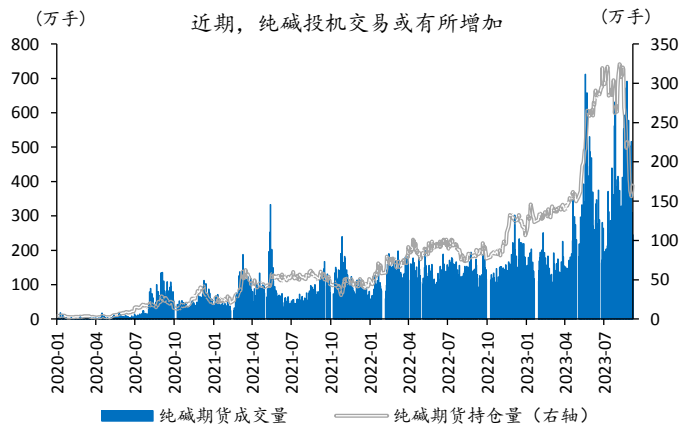
来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 纯碱库存处于历史的极低水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 近期, 纯碱期货市场成交量、持仓量波动巨大



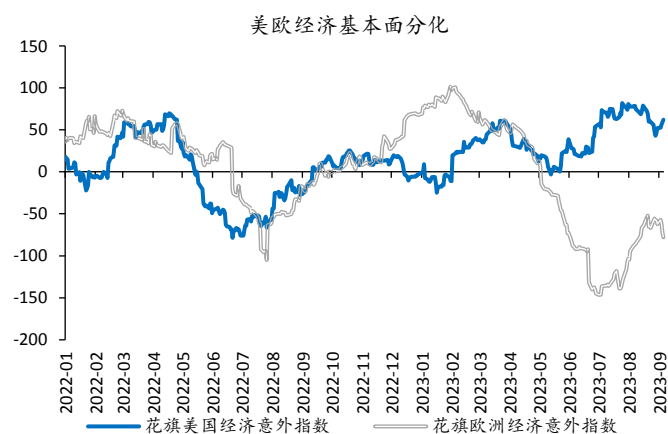
来源: Wind, 国金证券研究所

三问: 商品市场的未来演绎? 汇率与供给扰动或有所退坡, 关注低库存与需求改善的共振

近期, 央行的信心注入, 与外汇市场上企业、银行结汇意愿等变化, 或将缓和人民币贬值速度, 汇率贬值对国内商品的被动推升或将弱化。从企业行为来看, 前期贸易顺差下美元在企业、居民部门积累形成“二级储备”, 或减轻贬值的自我强化, 成为人民币贬值“缓冲垫”; 2022年8月至今, 我国涉外收付款与结售汇的差额大幅增加1102亿美元。与此同时, 银行向央行的结汇意愿也在边际走强, 这反映在7月其他存款性公司国外资产减少的58亿美元上。近期, 人民币离岸价差已由8月15日高位的420bp收窄至9月8日的240bp, 3个月风险逆转因子的大幅走低也显示贬值压力已得到一定释放。²

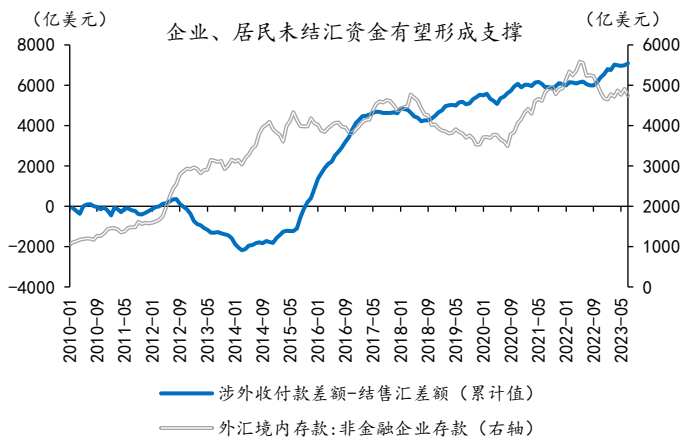
² 参考报告《人民币贬值, 何时休》、《外汇存款准备金率下调, 影响几何?》。

图表26: 美欧经济基本面再度转向分化



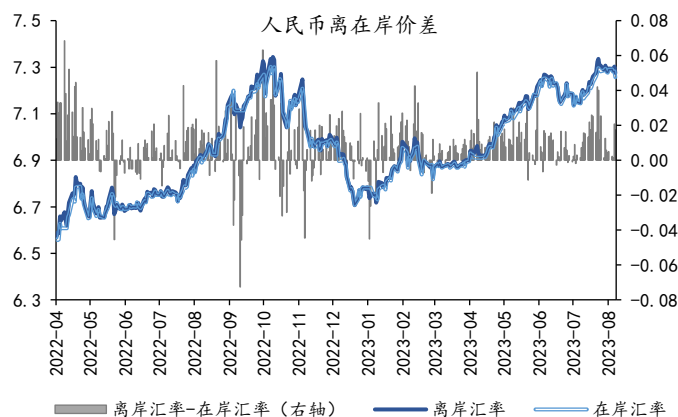
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 企业居民未结汇资金有望形成支撑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 当下, 人民币离、在岸价差已明显收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

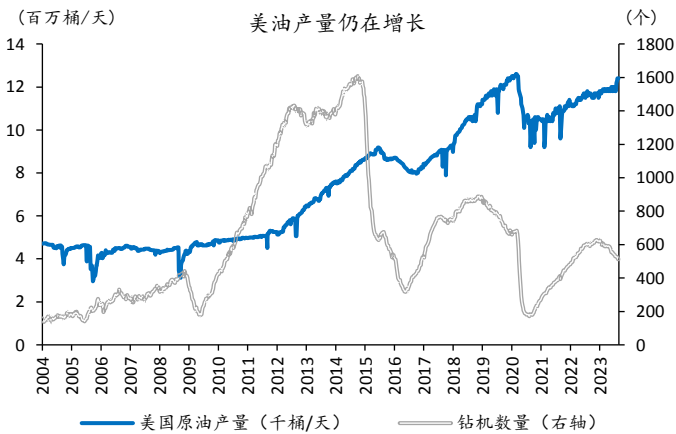
图表29: 期权市场显示, 风险逆转因子近期大幅走低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

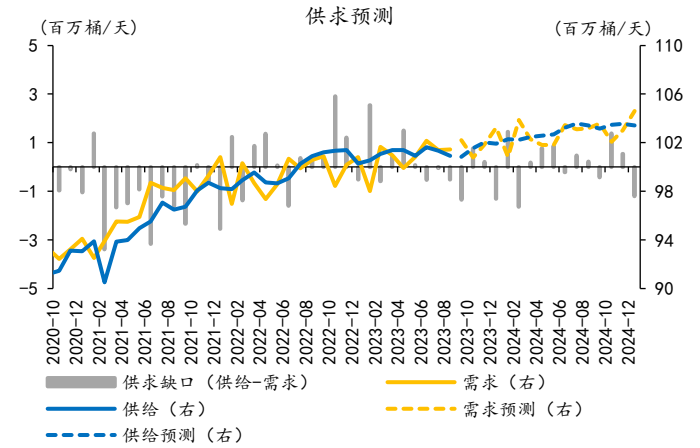
前期部分品类的供给与交易面扰动, 或也将陆续退坡。供给冲击方面: 1) 当前油价已达到沙特外部盈亏平衡的 80.9 美元/桶目标, 沙特等 OPEC 国家挺价意愿或有所弱化; 而俄罗斯乌拉尔原油价格已升至 9 月 8 日的 74.3 美元/桶、远高于 60 美元/桶的限价, G7 搁置的上限制裁审查或有重启可能; 综合而言, 根据 EIA 的预测, 四季度原油的供给偏紧或将缓和。2) 随着夏季高温多雨等气候扰动步入尾声与碱厂年检的陆续恢复, 纯碱等供给问题或也将逐步消退。交易扰动方面, 近日, 发改委价格司、证监会组织部分期货公司召开会议, 提醒企业全面客观分析铁矿石市场形势, 郑商所也严查纯碱相关的异常交易。

图表30: 美国页岩油的产量仍在缓慢增长



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

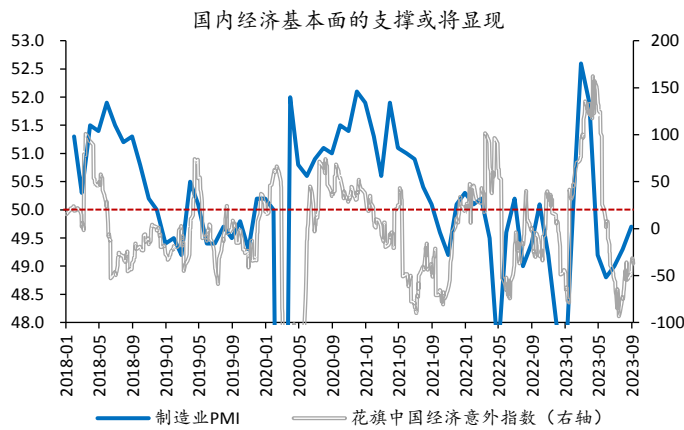
图表31: 4 季度原油价格的供需缺口或将有所收窄



来源: EIA, 国金证券研究所

随着经济基本面逐步企稳、地产政策不断加码，需求改善有望成为部分商品续涨的“接力棒”，关注有望受益地产周期边际改善、低库存但前期相对滞涨的品类。7 月以来，稳增长政策不断加码，近期，稳地产政策频出；地方层面因城施策不断推进，中央层面更是在 8 月 31 日对首付比率、存量房贷利率、二套房利率等予以下调。政策不断加码下，8 月制造业 PMI 已超季节性改善。向后看，基本面改善或将成为部分商品后续的主要动能。以铜、铝、螺纹钢、沥青为代表的部分品类，在 2008-09 年、2012-13 年、2015-16 年等地产周期中取得了较好的市场表现，叠加低库存的优势，后续或将出现更大的价格弹性。

图表32: 国内经济基本面即将企稳改善



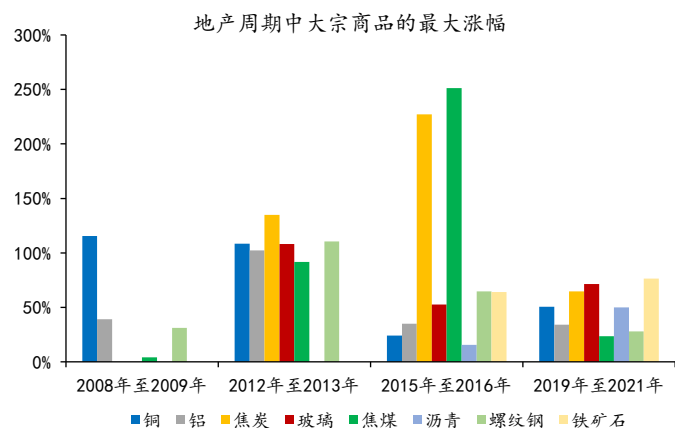
来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 近期稳地产政策不断加码

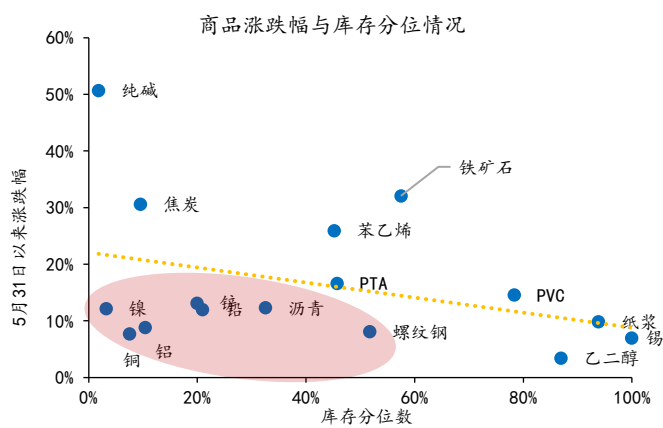
部门	文件/会议	日期	相关内容
证监会	《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》	2023年8月27日	房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。
国务院	《今年以来国民经济和社会发展计划执行情况》	2023年8月28日	加强风险预警和妥善处置，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，因城施策用好政策工具箱，优化供给结构，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
央行、金管局、证监会	金融支持民营企业发展工作推进会	2023年8月30日	证监会：综合运用股票、债券等多种工具，稳妥应对民营企业房地产企业风险。
央行、金管局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	2023年8月31日	降低存量首套住房贷款利率，借款人和央行自主协商降低首套住房利率，但不得低于原贷款发放时的利率政策下限。
央行、金管局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	2023年8月31日	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率最低首付比例统一为不低于20%，二套房商业性个人住房贷款利率最低首付比例统一为不低于30%。
地市	文件	日期	相关内容
嘉兴市	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的措施》	2023年8月25日	取消全部住房行政限制性措施，上调住房公积金贷款最高限额，实行土地预出让管理，加强规划条件管控，支持房地产企业健康发展合理融资需求、提升住宅建筑品质等。同时明确，首套住房公积金贷款，最低首付比例继续执行20%，二套房住房公积金贷款最低首付比例30%执行。商业贷款方面，指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
青岛市	《关于调整我市非限购区域住房公积金贷款首付比例的通知》	2023年8月28日	自2023年8月28日起，购买青岛市非限购区域的首套和二套自住住房，公积金贷款首付比例分别调整为20%和30%，8月28日起实施。
福州市	《关于调整优化房地产政策措施促进房地产市场平稳健康发展的通知》	2023年8月28日	涉及调整完善购房政策，优化施工许可审批手续2个方面。此前非福州第五城区居民家庭在限购区域内限购一套建筑面积144平方米及以下的商品住房（含二手住房），此次购房政策调整后，福州市户籍的非五城区居民家庭在限购区域内限购2套建筑面积144平方米及以下的商品住房（含二手住房）。
广州市	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	2023年8月30日	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
深圳市	《关于优化我市个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	2023年8月30日	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在我市名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。8月31日起执行。

来源: 证监会、国务院、中国人民银行、金管局、国金证券研究所

图表34: 历轮地产周期中, 部分品类的最大涨幅



图表35: 关注部分“低库存”品类的机遇



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

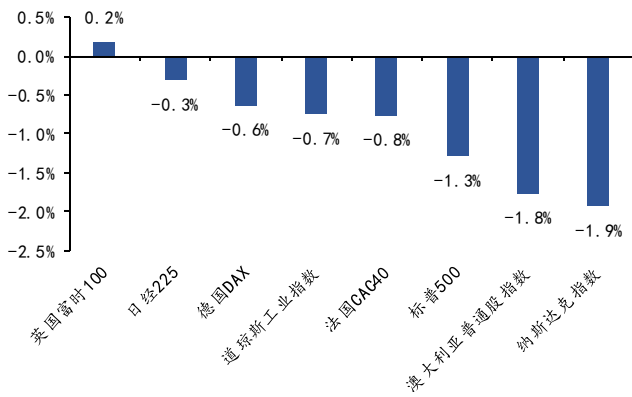
- 1) 5月31日以来, 国内外大宗商品双双走强。截至9月7日, 彭博商品指数大涨8.4%, 南华综合指数涨幅更是高达19.8%。分板块来看, 能化品、黑色系是此次大涨的主要拉动; 分品类来看, 原油、铁矿石、焦炭、纯碱等表现相对突出。5月31日以来, 能化品、黑色系对南华综合指数拉动分别为9.0%、4.6%, 解释了近7成的涨幅。其中, 原油、铁矿石、焦炭、纯碱等品类对指数的拉动最大, 分别贡献了3.4%、2.4%、1.5%、1.4%和1.0%。
- 2) 汇率贬值下进口价格的被动抬升, 供给冲击下油价对能化产业链的拉动, 是国内商品价格大涨的重要驱动; 此外, 以铁矿石、纯碱为代表的部分品类, 其低库存放大了供需面、交易面的扰动, 也带来了价格的大幅飙升。第一, 5月31日以来, 人民币贬值3.9%, 造成金属等海外交易所定价为主的品类、原油等进口依赖度较高的品类, 内外盘价格分化。第二, 供给收缩下油价大涨, 原油带动能化产业链整体涨价, 对南华综合指数拉动近8个百分点。第三, 出口需求回暖的拉动下, 低库存的铁矿石价格得到明显提振。纯碱库存的历史分位数更是低至1.8%; 高温与碱厂年检影响下的供给扰动、交易行为等也被放大。
- 3) 人民币贬值压力相对可控, 汇率对商品价格推升或将弱化; 部分品类的供给与交易面扰动, 或也将陆续退坡。第一, 近期, 离在岸价差的收窄、3M风险逆转因子的走低显示贬值压力已得到一定释放。第二, 四季度原油供给偏紧或将缓和; 随着年检的恢复, 纯碱等供给问题也将逐步消退。第三, 发改委、郑商所已开始关注铁矿石、纯碱等品类的异动。
- 4) 随着经济逐步企稳、地产政策不断加码, 需求端有望成为部分商品续涨的“接力棒”, 关注有望受益地产边际改善、低库存但前期滞涨的品类。近期, 政策加码下, 8月制造业PMI已超季节性改善; 基本面改善或成部分商品后续动能。铜、铝、螺纹钢、沥青等, 在历轮地产周期中均有较好市场表现, 叠加低库存的优势, 后续或有更大价格弹性。

二、大类资产高频跟踪 (2023/09/04-2023/09/08)

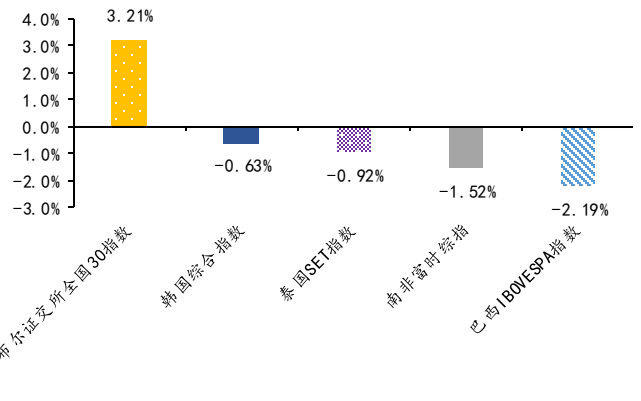
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场普跌

发达国家股指普跌, 新兴市场股指多数下跌。纳斯达克指数、澳大利亚普通股指数、标普500、法国CAC40和道琼斯工业指数领跌, 分别下跌1.9%、1.8%、1.3%、0.8%和0.7%。韩国综合指数、泰国SET指数、南非富时综指和巴西IBOVESPA指数分别下跌0.63%、0.92%和1.52%和2.19%; 仅伊斯坦布尔证交所全国30指数上涨3.21%。

图表36: 当周, 发达国家股指普跌



图表37: 当周, 新兴市场股指多数下跌

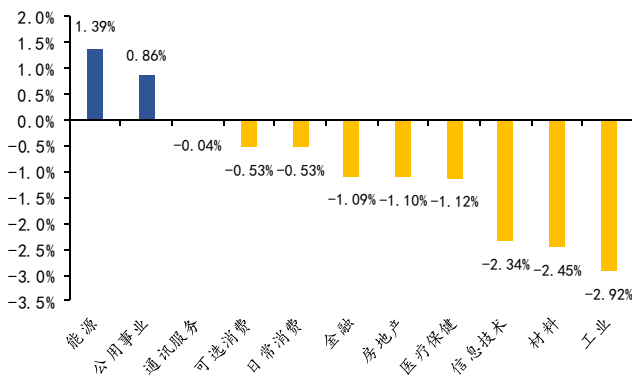


来源: Wind, 国金证券研究所

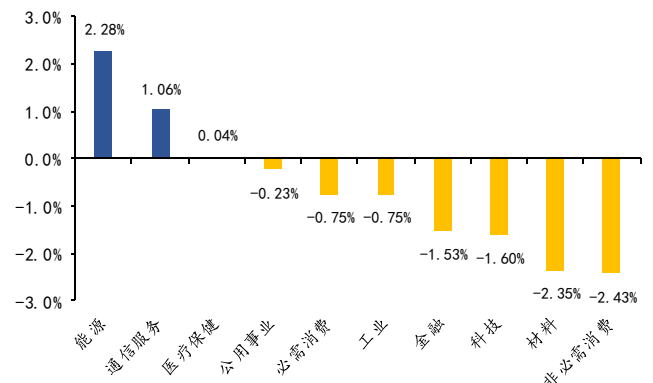
来源: Wind, 国金证券研究所

从美国标普500的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数下跌。其中工业、材料和信息技术领跌, 分别下跌2.92%、2.45%和2.34%; 仅能源和公用事业分别上涨1.39%和0.86%。从欧元区行业板块来看, 本周行业多数下跌。其中非必需消费、材料和科技领跌, 分别下跌2.43%、2.35%和1.60%; 仅能源、通讯服务和医疗保健分别上涨2.28%、1.06%和0.04%。

图表38: 当周, 美股行业多数下跌



图表39: 当周, 欧元区行业多数下跌

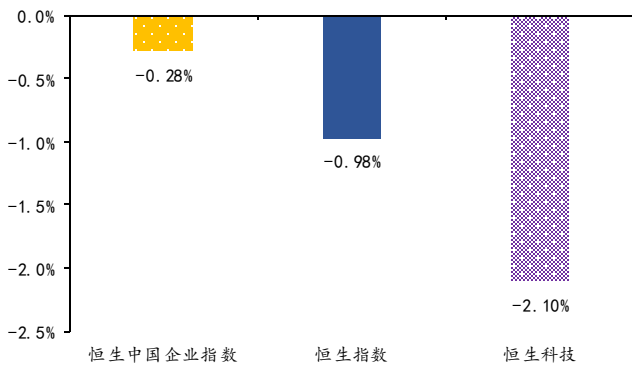


来源: Wind, 国金证券研究所

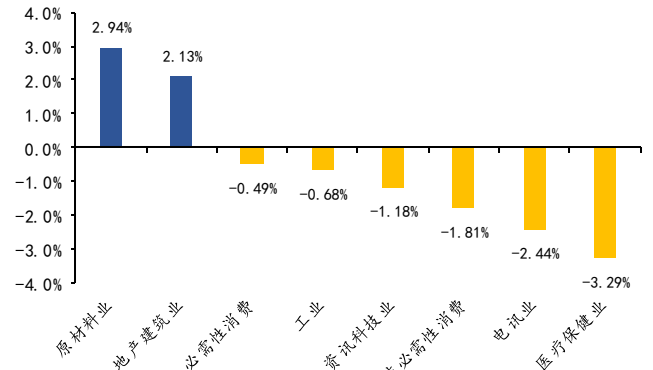
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生指数和恒生中国企业指数分别下跌2.10%、1.90%和0.28%。行业方面, 恒生行业多数下跌, 其中医疗保健、电讯业和非必需性消费领跌, 分别下跌3.29%、2.44%和1.81%, 仅原材料业、地产建筑业分别上涨2.94%、2.13%。

图表40: 当周, 恒生指数全线下跌



图表41: 当周, 恒生行业多数下跌



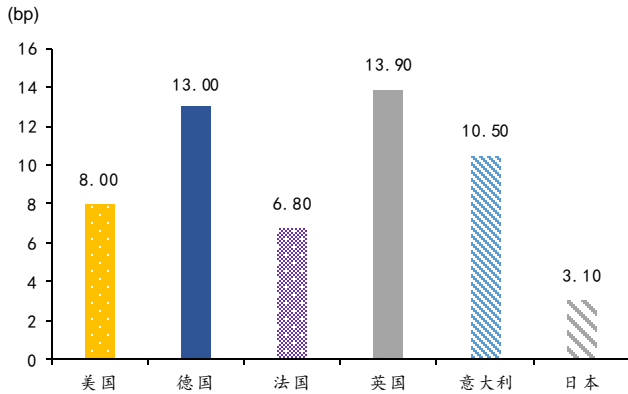
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

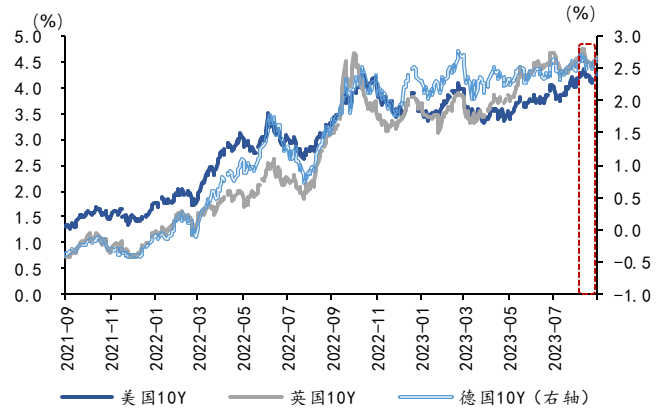
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上行

发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 8.00bp 至 4.26%，德国 10Y 国债收益率上行 13.00bp 至 2.61%；英国、意大利、法国和日本 10Y 国债收益率分别上行 13.90bp、10.50bp、6.80bp 和 3.10bp。

图表42：当周，主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行



图表43：当周，10Y 收益率美英德均上行

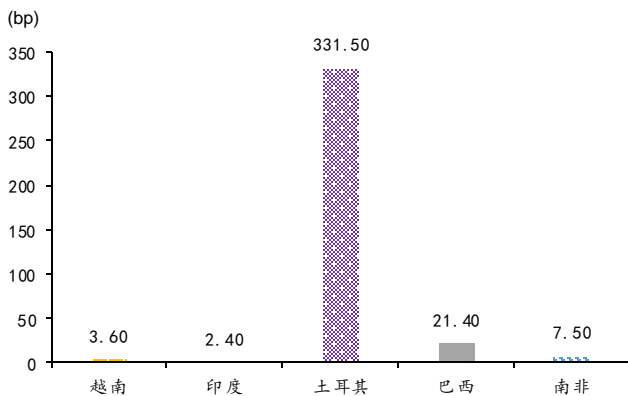


来源：Wind，国金证券研究所

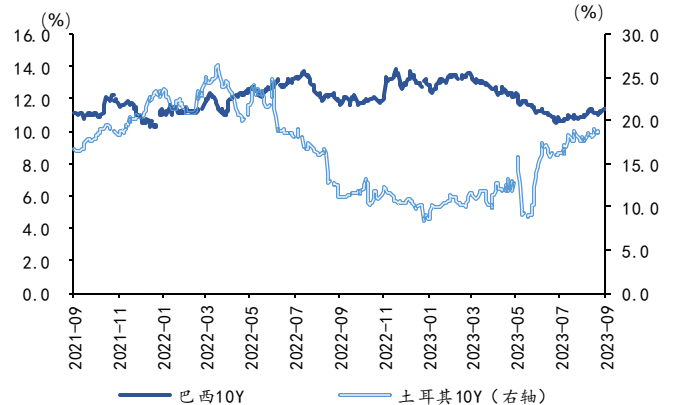
来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率全线上行。土耳其 10Y 国债收益率上行 331.50bp 至 21.77%，巴西 10Y 国债收益率上行 21.40bp 至 11.33%；南非、越南和印度 10Y 国债收益率分别上行 7.50bp、3.60bp 和 2.40bp。

图表44：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益全线上涨



图表45：当周，土耳其、巴西 10Y 利率上行



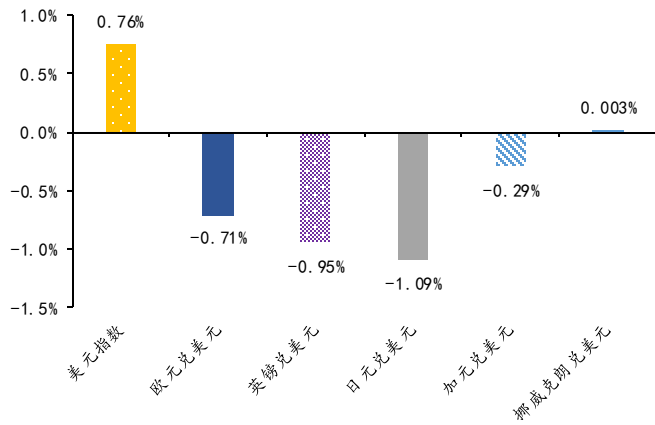
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

（三）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元、欧元和英镑贬值

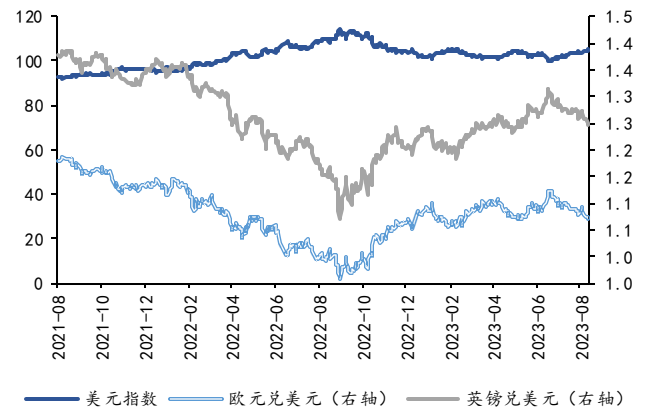
美元指数走强，本周上涨 0.76% 至 105.07。日元、英镑、欧元和加元兑美元分别贬值 1.09%、0.95%、0.71% 和 0.29%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨，韩元、印度卢比、雷亚尔和土耳其里拉兑美元分别升值 1.36%、0.79%、0.75% 和 0.41%，仅菲律宾比索贬值 0.28%。

图表46: 当周, 美元指数上涨



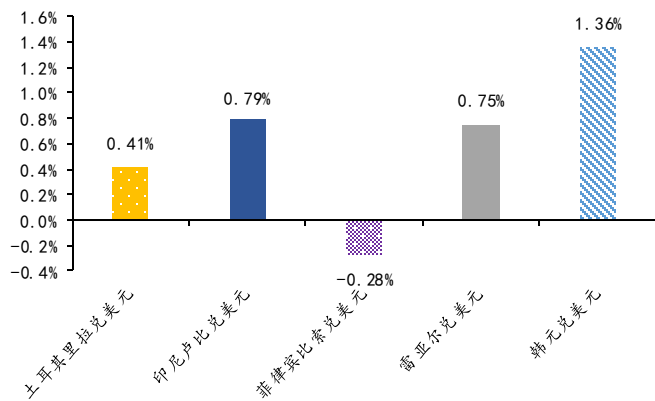
来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值



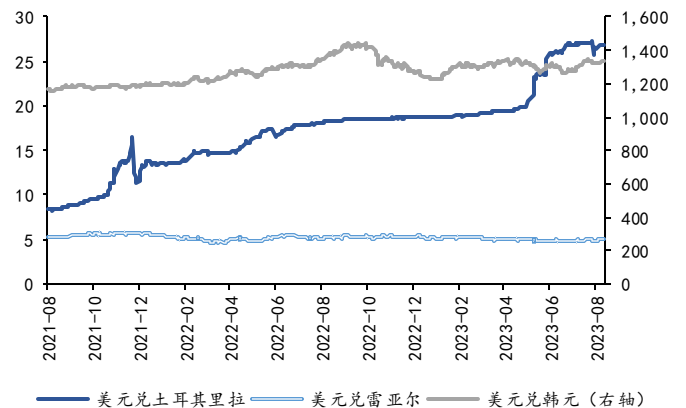
来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值



来源: Wind, 国金证券研究所

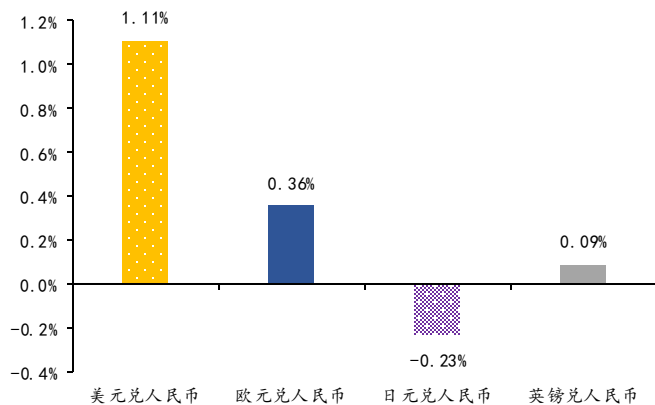
图表49: 土耳其里拉、韩元、雷亚尔兑美元均升值



来源: Wind, 国金证券研究所

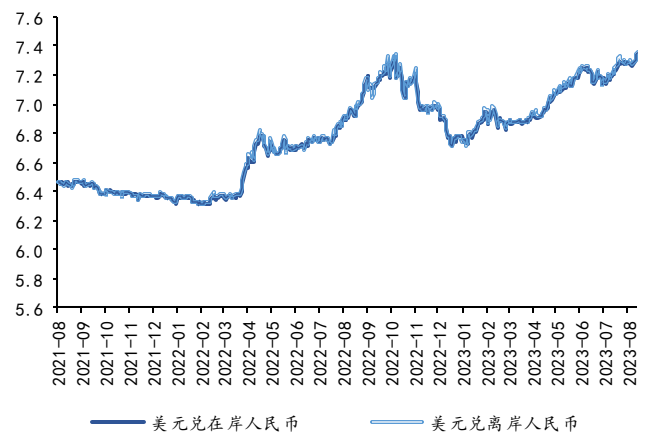
人民币兑美元贬值 1.11%，兑欧元、英镑分别贬值 1.36%、0.09%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 804bp 至 7.3410，美元兑离岸人民币汇率上行 943bp 至 7.3650。

图表50: 当周, 人民币兑美元、英镑和欧元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪：原油上涨，贵金属、有色均下跌，黑色、农产品多数下跌

原油价格上涨，贵金属和有色价格均下跌，黑色和农产品价格多数下跌。其中，棉花、COMEX银和玻璃领涨，分别上涨4.65%、4.50%和3.85%；焦煤、沥青和布伦特原油领涨，分别上涨6.11%、2.47%和2.37%。沙特、俄罗斯宣布减产延至年底，力挺油价；同时油价也从成本端支撑沥青价格。受安监、暴雨影响，叠加钢厂利润修复，焦煤供需偏紧。

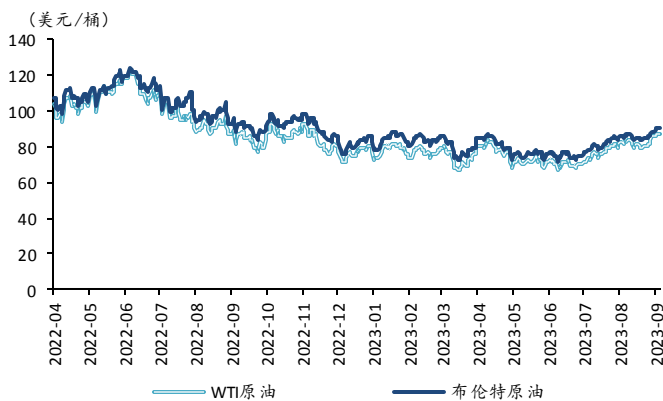
图表52：当周，商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023-09-08	2023-09-01	2023-08-25	2023-08-18	2023-08-11
原油	WTI原油	2.29%	7.17%	-1.75%	-2.33%	0.45%
	布伦特原油	2.37%	4.82%	-0.38%	-2.32%	0.66%
贵金属	COMEX黄金	-0.83%	0.97%	1.69%	-1.27%	-1.45%
	COMEX银	-4.65%	0.35%	6.54%	-0.47%	-3.52%
有色	LME铜	-3.45%	1.41%	2.50%	-0.79%	-2.64%
	LME铝	-2.40%	3.40%	1.08%	-1.84%	-1.49%
	LME镍	-2.66%	-1.90%	4.47%	-0.35%	-4.62%
	LME锌	-1.96%	3.68%	4.82%	-4.92%	-3.35%
黑色	玻璃	-3.85%	10.56%	-0.60%	-1.09%	1.27%
	焦煤	6.11%	2.07%	5.38%	1.31%	3.65%
	沥青	2.47%	-0.05%	-1.69%	2.06%	-0.98%
	铁矿石	-2.17%	3.42%	3.48%	-2.60%	-2.91%
	螺纹钢	-2.21%	1.75%	-0.39%	0.33%	-2.33%
农产品	生猪	1.32%	-0.55%	1.80%	-0.22%	-4.25%
	棉花	-4.50%	1.82%	2.84%	-0.67%	0.73%
	豆粕	-2.48%	1.05%	2.31%	3.37%	4.09%
	豆油	-1.87%	-1.13%	5.44%	3.72%	-0.64%

来源：Wind，国金证券研究所

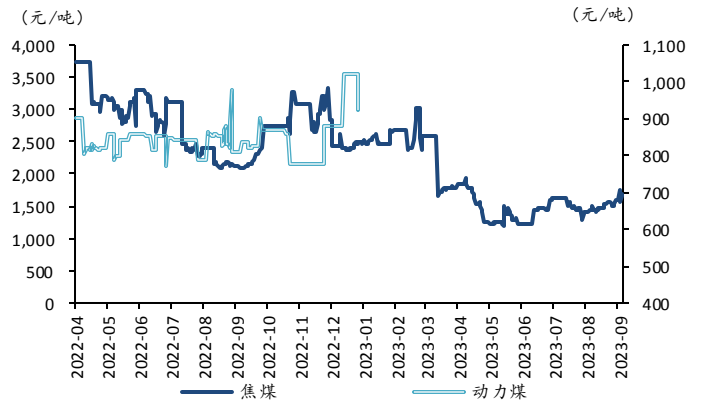
原油价格均上涨，黑色价格多数下跌。WTI原油价格上涨2.29%至87.51美元/桶，布伦特原油价格上涨2.37%至90.65元/桶。动力煤价格持平在921元/吨，焦煤价格上涨6.11%至1677元/吨；螺纹钢和铁矿石价格分别下跌2.21%至3580元/吨和2.17%至903元/吨，沥青上涨2.47%至3937元/吨。

图表53：WTI原油、布伦特原油价格均上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表54：当周，动力煤价格持平，焦煤价格上涨

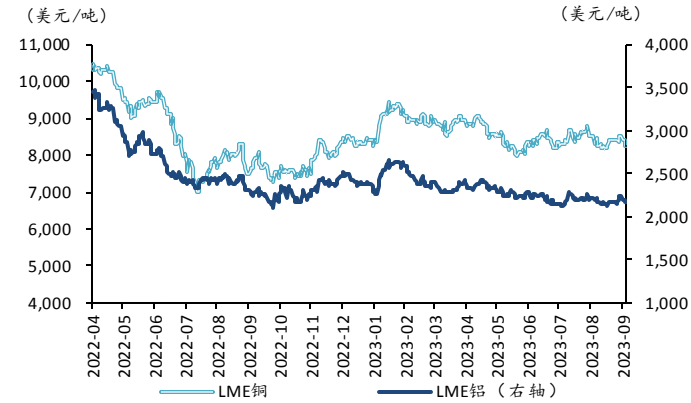


来源：Wind，国金证券研究所

铜铝价格下跌，贵金属价格下跌。LME铜下跌3.45%至8240.00美元/吨，LME铝下跌2.40%至2180.00美元/吨。通胀预期从前值的2.26%上升至2.33%。COMEX黄金下跌0.83%至

1922.50 美元/盎司，COMEX 银下跌 4.65%至 23.08 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.92%升至 1.93%。

图表55: 当周, 铜铝价格下跌



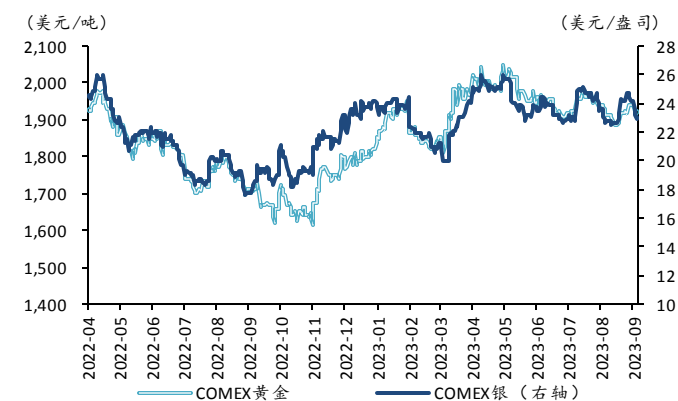
图表56: 当周, 通胀预期升温



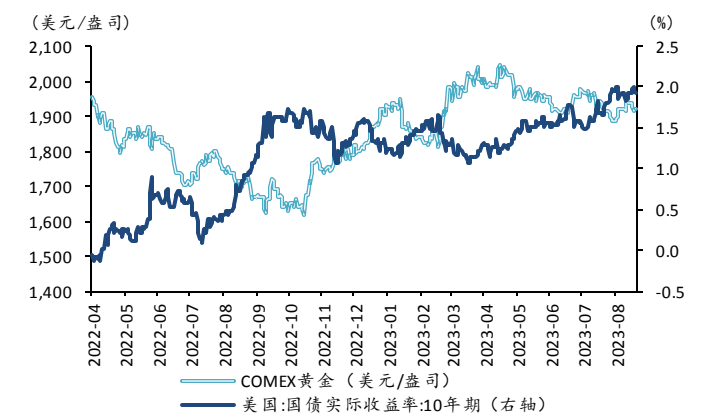
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 当周, 黄金、白银价格下跌



图表58: 当周, 10Y 美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023 年 1 月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806