



大类资产周报第 22 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：贾璐熙（执业 S1130523120002）
 jjaluxi@gjzq.com.cn

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

商品价格“背离”，何时迎来反转？

2月中旬以来，商品市场整体上涨，但外盘明显强于内盘、有色与黑色间的表现更是“冰火两重天”。商品市场分化背后的经济线索、未来可能的演绎？本文分析，可供参考。

热点思考：商品价格“背离”，何时迎来反转？

一问：近期，商品市场的新变化？全球商品整体上行，但内外盘、有色黑色间存在分化

近期，商品市场整体上涨，主因全球经济复苏、海外流动性缓和，部分品类供给端也有一定支撑。2月19日以来，国内外商品共振上行，南华综合指数和彭博商品指数分别上涨2.5%、3.8%。背后原因：第一，全球经济企稳改善，从需求端形成支撑；第二，全球流动性环境趋于宽松，彭博金融条件指数改善；第三，原油、铜等供给收缩也有扰动。结构上来看，商品表现内部存在“外盘强内盘弱”、“有色强黑色弱”的两大分化。一方面，2月7日以来，内盘的南华工业品指数微涨1.6%、而外盘彭博工业金属指数大涨6.1%。另一方面，国内有色金属与黑色金属表现更是“冰火两重天”，2月7日以来，SHFE 阴极铜大涨6.5%，SHFE 螺纹钢则大跌4.4%，铁矿石、焦炭等黑色系表现普遍不振。

二问：商品市场分化背后的经济线索？前期海外经济韧性更强，国内经济结构明显分化

线索一：年初至今海外经济持续修复，或较国内“韧性”更强。年初以来，外需占比高的商品表现相对更强，或因海外经济韧性的支撑：1) 原油内需占比仅16%，一定程度上反映了欧美制造业PMI的持续修复。2) 铜铝间外需占比均为50%，但铜的制成品家电、电线出口依赖度更高，1-2月出口明显增长；近期铜铝的分化也侧面印证了外需的韧性。线索二：国内经济结构有明显分化，建筑业弱、制造业强；同时建筑业内部竣工强于新开工。铜的建筑业需求占比仅9%、远低于钢的55%，近期铜钢比创2016年以来新高，反映了国内制造业持续强于建筑业的结构性变化。年初以来，制造业相关领域的政策力度加码，而春节、极端天气则扰动了“稳增长”落地，也进一步加剧了两者间表现的分化。

三问：商品市场可能的演绎？铜金等需警惕估值端冲击，内需主导品类或更具确定性

当前，中美库存周期均处低位，补库的共振有望对商品需求有一定支撑；但外需主导的品类，或需警惕估值端的冲击。历史回溯来看，铜价走势与美元指数多负相关，10年期美债实际利率也仍在左右金价的波动。当下，美国经济仍强、而“去通胀”的进程则慢于预期，美元指数或居高不下，进而从估值端对铜、金等品类产生一定压制。

而内需主导的品类，受益于阶段性扰动消退后“稳增长”的进一步落地，上涨或更具确定性。微观层面来看，去年11月以来代表性基建央企新签订单额同比14.2%，伴随资金下达、项目落地有望加速；春节与极端天气等扰动因素逐步消退后，沥青开工率也呈现平稳回升。随着“稳增长”项目的逐步落地，黑色系等国内主导品类需求或将进一步改善。

周度回顾：海外债市收益率多数下行，人民币汇率再度承压 (2024/03/18-2024/03/22)

股票市场：发达市场股指多数上涨，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，日经225上涨5.6%，纳斯达克指数上涨2.9%，英国富时100上涨2.6%，法国CAC40下跌0.2%；恒生指数下跌1.3%；新兴市场股指，创业板指下跌0.8%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率全线下跌。美国10年期国债收益率下行9bp至4.22%，德国10年期国债收益率下行7bp至2.39%，法国10年期国债收益率下行8bp至2.79%，日本10年期国债收益率下行4bp至0.76%。

外汇市场：美元指数上行，人民币兑美元贬值。美元指数上行1%至104.4，美元兑人民币升值0.5%，美元兑在岸人民币和离岸人民币分别为7.23和7.28。欧元兑美元贬值0.7%，英镑兑美元贬值1.1%，日元兑美元贬值1.6%。

商品市场：铁矿石和焦煤涨幅较大，受供给预期影响镍价下跌。受铁水复产影响，铁矿石及焦煤价格分别上涨8%以及6.5%；周二，印尼政府下放24年镍矿生产配额，随后镍价出现明显下跌，截至周五，镍价下跌5.3%。

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：商品价格“背离”，何时迎来反转？	4
一问：近期，商品市场的新变化？全球商品整体上行，但内外盘、有色黑色间存在分化	4
二问：商品市场分化背后的经济线索？前期海外经济韧性更强，国内经济结构明显分化	6
三问：商品市场可能的演绎？铜金等需警惕估值端冲击，内需主导品类或更具确定性	8
二、大类资产高频跟踪（2024/03/18-2024/03/22）	11
（一）权益市场跟踪：发达市场股指多数上涨，新兴市场股指走势分化	11
（二）债券市场跟踪：发达国家 10 年期国债收益率全线下跌	13
（三）外汇市场跟踪：美元指数上行，其他货币兑美元分化	14
（四）大宗商品市场跟踪：黑色多数上涨，有色多数下跌	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：近期，国内外商品价格整体回升	4
图表 2：外盘商品近期的表现略强于国内	4
图表 3：海外油气、有色金属表现居前，国内玻璃、铁矿石、焦炭等品类领跌	4
图表 4：全球经济整体呈现复苏态势	5
图表 5：近期，全球流动性环境也趋于宽松	5
图表 6：多数产油国计划将“减产”延续至 2 季度	5
图表 7：冶炼费用暴跌促使精炼铜冶炼商计划减产	5
图表 8：近期，内外盘工业品价格明显分化	5
图表 9：国内市场，铜、钢价格更是“冰火两重天”	5
图表 10：近期，外需主导的商品品类市场表现更强	6
图表 11：我国对油气的能源依赖度明显低于欧美	6
图表 12：欧美制造业 PMI 自 2023 年 Q4 以来持续改善	6
图表 13：近期，家电、电线等出口需求较为旺盛	6
图表 14：近期，铜钢比快速上行	7
图表 15：2022 年，铜、铝、钢等终端需求	7
图表 16：近期，制造业相对景气，而建筑业表现较差	7
图表 17：2021 年以来地产下行周期中，竣工强于新开工	7
图表 18：1-2 月设备工器具投资复苏	8
图表 19：3 月 1 日，国务院再度强调推动设备更新	8
图表 20：全国高炉开工率处于过去 6 年相对较低的水平	8
图表 21：地产链条主要的商品价格表现较弱	8
图表 22：中美库存周期目前均处于“磨底阶段”	9



图表 23:	当下,我国部分商品库存的历史分位数情况.....	9
图表 24:	美国部分行业已经进入补库周期.....	9
图表 25:	铜价走势与美元指数多呈负相关.....	10
图表 26:	10 年期美债实际利率仍在影响着黄金的定价.....	10
图表 27:	美国 CPI 同比拉动拆解.....	10
图表 28:	美国 CPI 环比拉动拆解.....	10
图表 29:	1-2 月,水利管理投资显著扩张.....	11
图表 30:	新增万亿国债项目投向.....	11
图表 31:	主要上市公司当月新签合同额.....	11
图表 32:	春节后沥青开工率平稳回升.....	11
图表 33:	当周,发达市场股指多数上涨.....	12
图表 34:	当周,新兴市场股指走势分化.....	12
图表 35:	当周,美国标普 500 行业多数上涨.....	12
图表 36:	当周,欧元区行业多数上涨.....	12
图表 37:	当周,恒生指数全线下跌.....	13
图表 38:	当周,行业方面多数下跌.....	13
图表 39:	当周,发达国家 10 年期国债收益率全线下跌.....	13
图表 40:	当周,10Y 收益率美英德全线下跌.....	13
图表 41:	当周,新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨.....	13
图表 42:	当周,土耳其和巴西 10Y 利率.....	13
图表 43:	当周,美元指数上行,其他货币兑美元全线下跌.....	14
图表 44:	当周,英镑、欧元兑美元贬值.....	14
图表 45:	当周,主要新兴市场兑美元多数下跌.....	14
图表 46:	雷亚尔和韩元兑美元贬值,土耳其里拉升值.....	14
图表 47:	当周,人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值.....	14
图表 48:	当周,美元兑人民币升值.....	14
图表 49:	当周,黑色多数上涨,有色多数下跌.....	15
图表 50:	WTI 原油、布伦特原油价格均上涨.....	15
图表 51:	当周,焦煤价格下跌.....	15
图表 52:	当周,铜铝价格分化.....	16
图表 53:	当周,通胀预期升至 2.35%.....	16
图表 54:	当周,黄金、白银分化.....	16
图表 55:	当周,10Y 美债实际收益率降至 1.87%.....	16



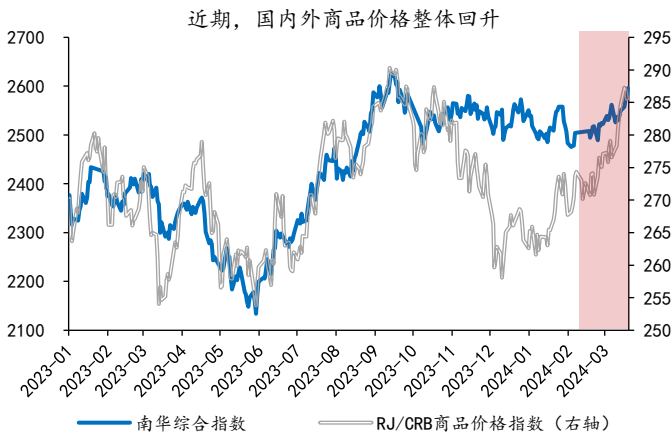
2月中旬以来，商品市场整体上涨，但外盘明显强于内盘、有色与黑色间的表现更是“冰火两重天”。商品市场分化背后的经济线索、未来可能的演绎？本文分析，可供参考。

一、热点思考：商品价格“背离”，何时迎来反转？

一问：近期，商品市场的新变化？全球商品整体上行，但内外盘、有色黑色间存在分化

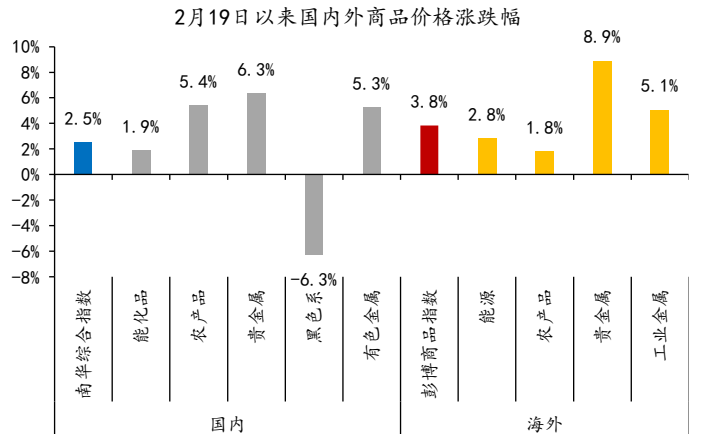
近期，全球商品市场整体上涨，其中贵金属、有色金属等品类尤为突出。本轮海外商品的上涨始于2023年12月12日，迄今累计涨幅已达10.7%。而2月19日以来，南华综合指数也开始回升，国内外商品共振上行。分类别来看，截至3月22日，南华综合指数和彭博商品指数分别上涨2.5%、3.8%，贵金属、有色金属表现最为突出，仅国内黑色系表现不振、下跌6.3%。分品种来看，NYMEX天然气、COMEX金、LME镍等外盘定价的商品涨幅相对居前，而玻璃、铁矿石、焦炭、螺纹钢领跌，分别下跌14.9%、11.8%、7.6%和6.2%。

图表1：近期，国内外商品价格整体回升



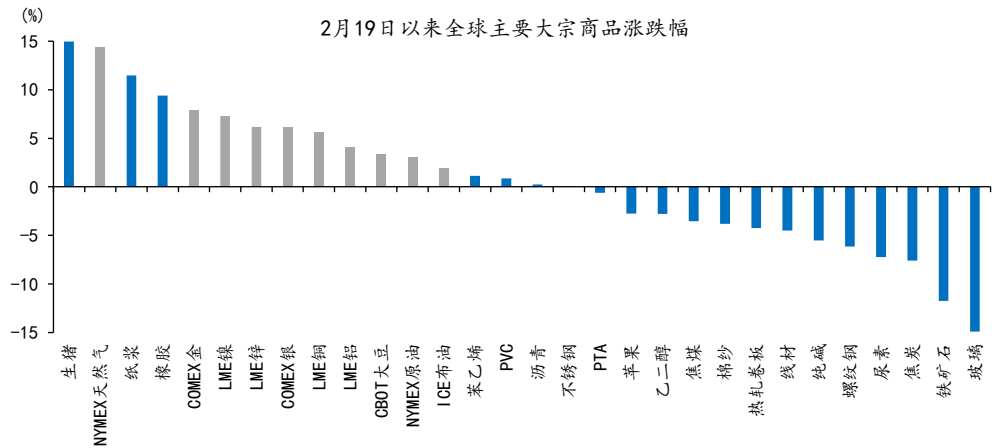
来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表2：外盘商品近期的表现略强于国内



来源：Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表3：海外油气、有色金属表现居前，国内玻璃、铁矿石、焦炭等品类领跌



来源：Wind, 国金证券研究所

整体来看，全球经济的复苏、海外流动性的边际缓和是商品价格多数上行的主要动能，部分品类的供给端也有一定支撑。第一，年初以来，全球经济整体呈现复苏态势，G10国家和中国的花旗经济意外指数分别从-13.1、-8.8回升至25.4、22.5；经济的企稳改善从需求端对商品价格形成支撑。第二，2月以来，全球流动性环境也趋于宽松，美联储、英格兰银行议息会议相继放鸽，瑞士更是成为首个历经长期高通胀后降息的发达经济体；期间，美元指数下跌0.3%，彭博金融条件指数也有小幅改善。第三，部分品类供给也有扰动，如OPEC+“意外”将减产延续至2季度，冶炼加工费暴跌也促使精炼铜冶炼商计划减产。

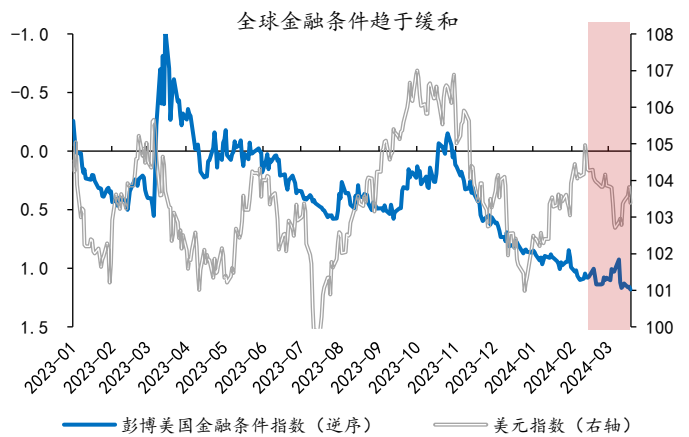


图表4: 全球经济整体呈现复苏态势



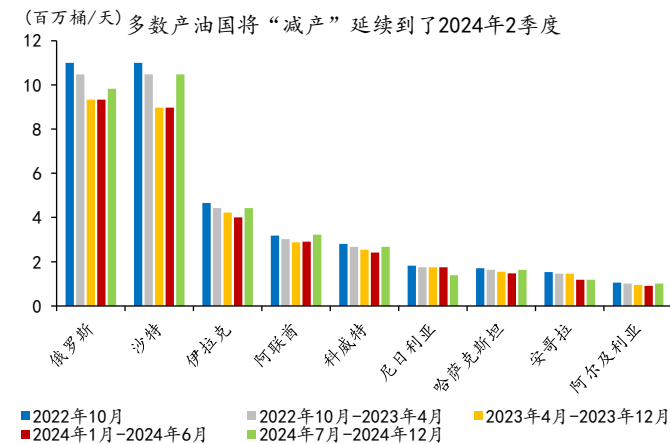
来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: 近期, 全球流动性环境也趋于宽松



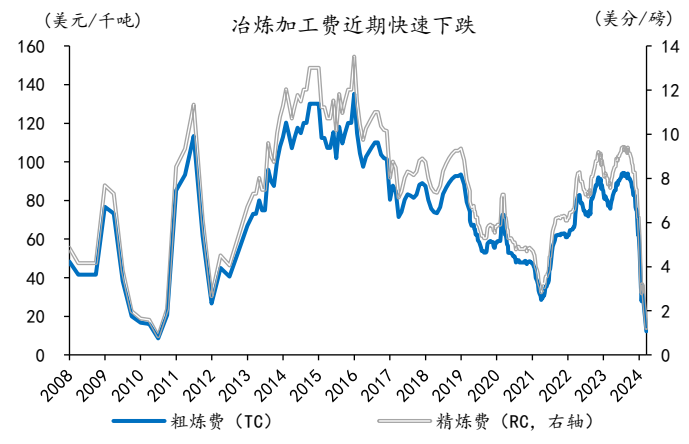
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 多数产油国计划将“减产”延续至2季度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

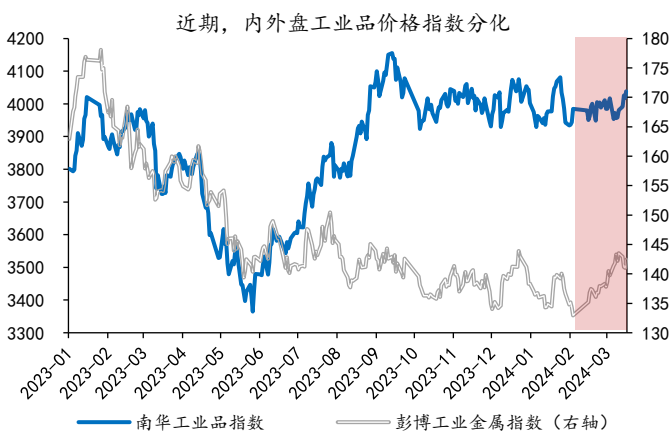
图表7: 冶炼费用暴跌促使精炼铜冶炼商计划减产



来源: Wind, 国金证券研究所

但结构上来看, 商品表现内部仍存在“外盘强内盘弱”、“有色强黑色弱”的两大分化。一方面, 2月7日以来, 内盘的南华工业品指数微涨1.6%、而外盘彭博工业金属指数大涨6.1%, 期间人民币汇率相对稳定、不足以解释内外盘工业品表现的分化。另一方面, 国内有色金属与黑色金属的表现更是“冰火两重天”, 2月7日以来, 有色金属的代表SHFE阴极铜大涨6.5%, 而SHFE螺纹钢则大跌4.4%, 铁矿石、焦炭等黑色系表现普遍不振。

图表8: 近期, 内外盘工业品价格明显分化



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表9: 国内市场, 铜、钢价格更是“冰火两重天”



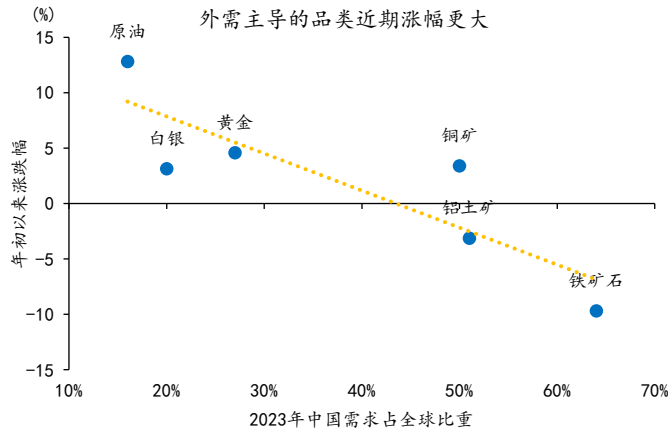
来源: Wind, 国金证券研究所



二问：商品市场分化背后的经济线索？前期海外经济韧性更强，国内经济结构明显分化

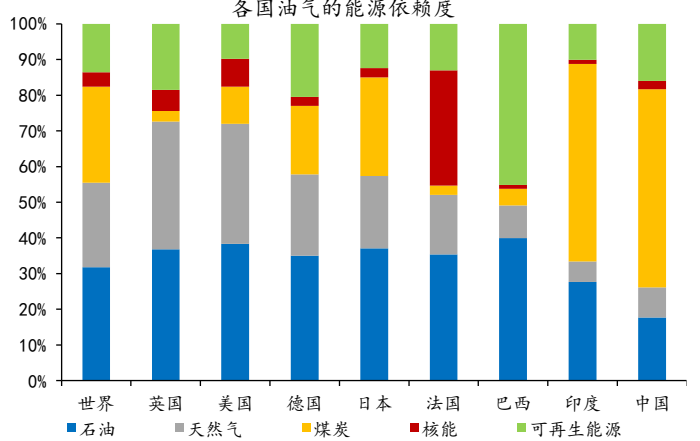
线索一：年初至今海外经济持续修复，或较国内“韧性”更强。从市场表现来看，截至3月22日，外需占比较高的商品表现相对更强，或因海外经济韧性的支撑：1) 表现最为突出的原油，国内需求占全球比重仅16%，且国内生产对油气的能源依赖度仅26.2%，远低于美国的71.9%、德国的57.8%。油价一定程度上是需求端海外经济的映射，与欧美制造业PMI的持续修复相对应。2) 铜铝的内需占比看似接近、均为50%，但铜在电力、消费品端的需求占比达72%、高于铝的27%，制成品家电、电线等近期出口的高速增长也在一定程度导致了铜铝间的分化。3) 主要由内需主导的铁矿石等价格表现近期相对萎靡。

图表10：近期，外需主导的商品品类市场表现更强



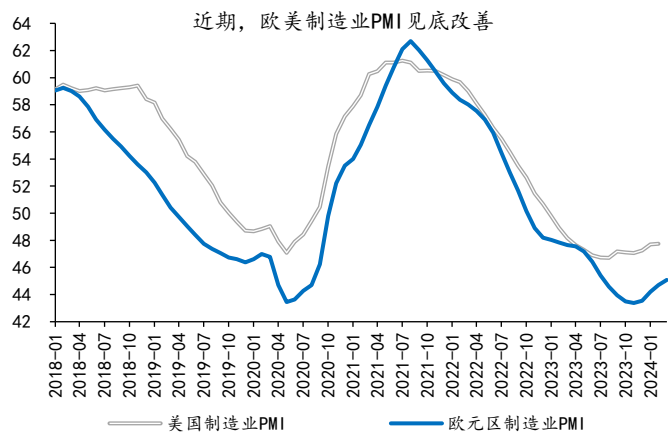
来源：Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表11：我国对油气的能源依赖度明显低于欧美



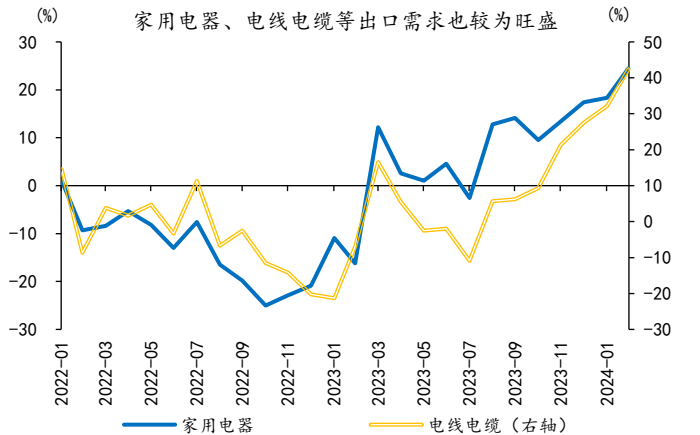
来源：EIA, 国金证券研究所

图表12：欧美制造业PMI自2023年Q4以来持续改善



来源：Wind, 国金证券研究所

图表13：近期，家电、电线等出口需求较为旺盛

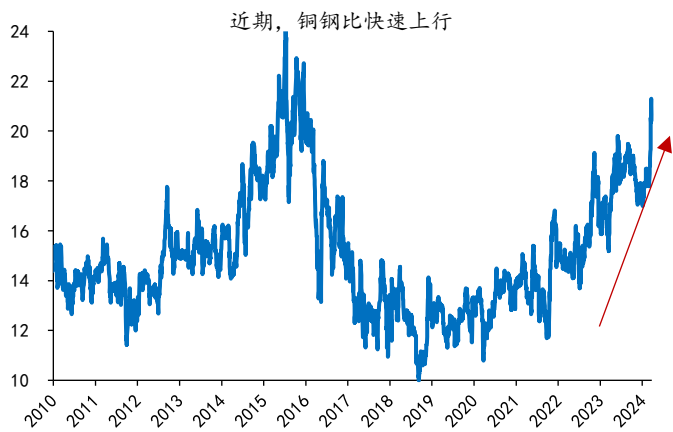


来源：Wind, 国金证券研究所

线索二：国内经济结构也有明显分化，一方面，建筑业较弱、制造业较强；另一方面，在建筑业内部也呈现为竣工强于新开工。我国铜钢比自2018年底以来即逐步上行，近期更是明显加速、创2016年以来新高；这或源于两者需求结构的差异。铜的建筑业需求占比仅9%、远低于钢的55%。历史回溯来看，2011年-2015年的铜钢比持续上行，发生在地产前端弱于后端、制造业强于建筑业的背景下，本轮或同样如此：第一，地产链持续表现不佳、前端弱于后端，2023年新开工面积累计下降20.4%、2024年1-2月下降29.7%；但竣工略强，对家装等后周期有一定支撑。第二，制造业增加值同比增长7.1%，强于建筑业。

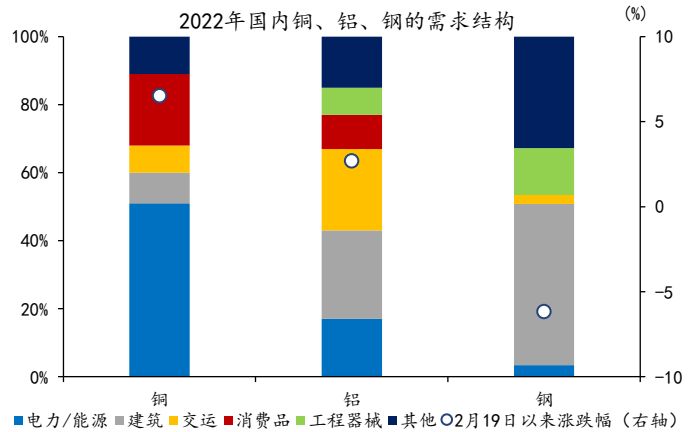


图表14: 近期, 铜钢比快速上行



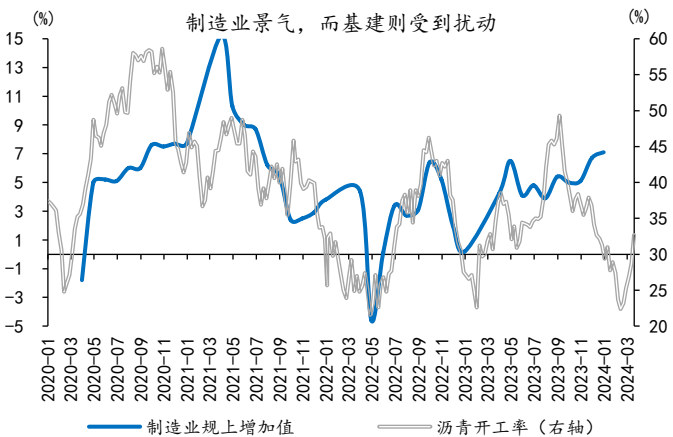
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 2022年, 铜、铝、钢等终端需求



来源: Wind, Bloomberg, 百川盈孚, 国金证券研究所

图表16: 近期, 制造业相对景气, 而建筑业表现较差



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 2021年以来地产下行周期中, 竣工强于新开工

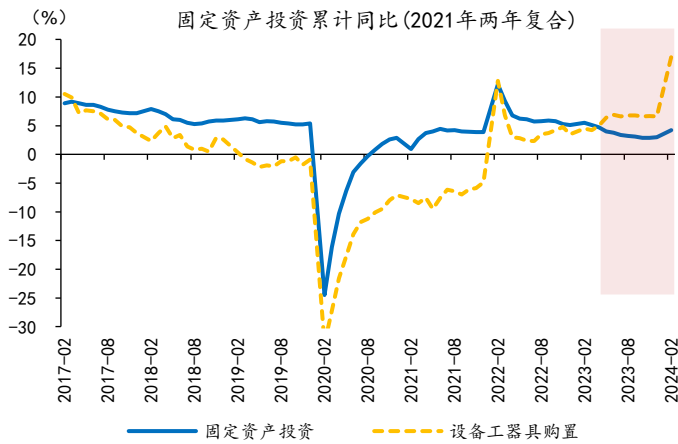


来源: Wind, 国金证券研究所

年初以来, 政策对制造业相关领域的支持力度加码, 而春节假期、极端天气则扰动了“稳增长”的落地, 或进一步加剧了地产链条与制造业链条商品表现的分化。3月1日, 国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 机械设备更新、家电等消费品以旧换新等无疑将进一步增加对铜、铝等商品的需求; 1-2月我国设备工器具购置同比增速高达17%、明显回升。而春节假期、极端天气扰动下, 基建落地则相对滞后, 2月23日沥青开工率仍低至23.7%、为近6年次低, 直至近期才小幅回升; 地产下行、基建滞后, 不仅钢铁需求不振、高炉开工率仅76.9%, 玻璃、水泥等相关建筑链商品也均明显下跌。



图表18: 1-2月设备工器具投资复苏



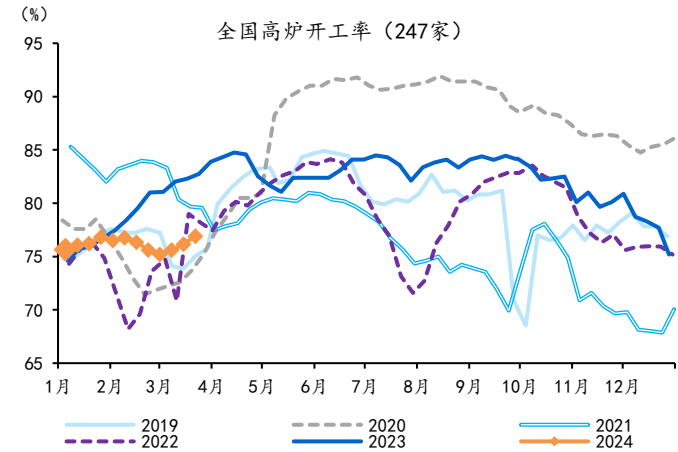
来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 3月1日, 国务院再度强调推动设备更新

发布时间	推动大规模设备更新	支持企业创新的财税政策	设备更新改造专项再贷款	阶段性支持企业创新的财税政策	中小微企业设备器具所得税税前扣除
2024年3月7日	2023年3月24日	2022年9月28日	2022年9月7日	2022年3月4日	
目的	聚焦钢铁、有色、石化、化工、建材、电力、机械、航空、船舶、轻工、电子等重点行业, 大力推动生产设备、用能设备、运输设备、环保设备等更新和技术改造	实施阶段性减税政策支持创新	人民银行设立设备更新改造专项再贷款, 向金融机构提供低成本资金, 引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下, 向制造业等领域发放设备更新改造专项贷款	实施阶段性减税政策支持创新	促进中小微企业设备更新和技术升级
支持领域	工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域	企业开展研发活动中实际发生的研发费用	人民银行专项再贷款支持领域的教育、卫生健康、文体体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造	高新技术企业购置、改造和新建设备; 企业出资材料研发等基础研究支出	中小微企业在2022年1月1日至2022年12月31日期间新购置的设备、器具, 单位价值在500万元以上的
发放对象	/	企业	设备更新改造专项再贷款的发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构	高新技术企业	中小微企业
实施细节	自2022年1月1日起, 按照实际发生额的100%在税前加计扣除; 形成无形资产, 自2023年1月1日起, 按照无形资产成本的200%在税前摊销	企业开展研发活动中实际发生的研发费用, 未形成无形资产计入当期损益的, 在按规定据实扣除的基础上, 自2023年1月1日起, 再按照实际发生额的100%在税前加计扣除; 形成无形资产的, 自2023年1月1日起, 按照无形资产成本的200%在税前摊销	人民银行专项再贷款本金按100%予以专项贷款, 首贷利率不低于2000亿元, 期限一年, 可展期两次, 落实中央金融工作会议精神, 2022年1月1日起, 按照实际发生额的100%在税前加计扣除; 2022年1月1日起, 按照实际发生额的100%在税前加计扣除; 2022年1月1日起, 按照实际发生额的100%在税前加计扣除	2022年第四季度, 对高新技术企业购置设备的, 允许一次性税前扣除并100%加计扣除; 对现行按75%税前扣除的设备, 企业出资材料研发等基础研究支出, 税前全额扣除	中小微企业在2022年1月1日至2022年12月31日期间新购置的设备、器具, 单位价值在500万元以上的, 按照单位价值的一定比例自选择在企业所得税税前扣除。

来源: Wind, 国务院, 国金证券研究所

图表20: 全国高炉开工率处于过去6年相对较低的水平



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 地产链条主要的商品价格表现较弱



来源: Wind, 国金证券研究所

三问: 商品市场可能的演绎? 铜金等需警惕估值端冲击, 内需主导品类或更具确定性

当前, 中美库存周期均处低位, 补库的共振有望对商品需求有一定支撑, 部分库存偏低品类表现值得关注。从库存周期来看, 中美库存均处于“磨底阶段”, 部分品类已进入补库周期, 如美国的交运设备、基础化学品、金属加工制品等; 国内的黑色金属冶炼加工、化纤、金属制品、通用设备等。中美补库的共振下, 黑色、有色、化工等相关链条商品的需求有望得到带动, 焦煤、焦炭、苯乙烯等品类商品自身的低库存或进一步放大需求支撑。

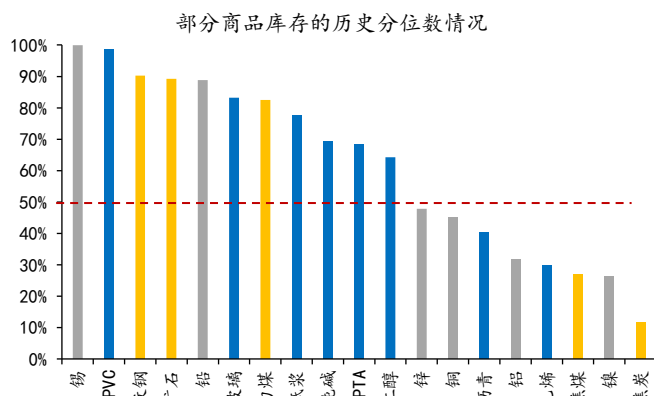


图表22: 中美库存周期目前均处于“磨底阶段”

图表23: 当下, 我国部分商品库存的历史分位数情况



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 历史分位数统计时间范围为 2010 年以来。

图表24: 美国部分行业已经进入补库周期

美国制造业库存		库存状态	库存增速			交货增速				
指标名称	单位		分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11
总体	制造业	%	24	-0.37	-0.32	-0.21	42	-0.66	-0.65	-0.58
	制造业: 不包括运输	%	29	-1.13	-0.96	-0.68	43	-0.88	-1.06	-1.20
	制造业: 不包括国防	%	24	-0.53	-0.46	-0.33	41	-0.87	-0.90	-0.86
	制造业: 含未发货订单	%	30	1.35	1.36	1.33	47	1.94	2.59	3.10
按行业划分	耐用品	%	26	1.15	1.09	1.04	42	0.88	1.32	1.76
	非耐用品	%	24	-2.70	-2.48	-2.13	40	-2.08	-2.44	-2.69
	交通运输设备	%	37	2.86	2.42	1.79	52	0.57	1.66	2.91
	基础化学品	%	12	-0.29	-0.69	-1.16	50	1.31	1.90	1.64
	金属加工制品	%	25	-0.42	-0.47	-0.58	56	2.88	2.44	2.03
	初级金属	%	34	-2.87	-3.17	-3.57	45	-0.10	0.26	-0.19
	木制品	%	8	-4.05	-4.21	-4.21	19	-1.08	-1.28	-1.46
	石油及煤产品	%	44	-6.22	-4.69	-2.37	40	-11.48	-13.11	-13.64
	纺织制品	%	15	-6.31	-7.04	-7.64	26	-3.30	-3.12	-3.71
	食品	%	4	-2.47	-1.73	-1.06	25	0.19	0.33	0.29
	纺织厂	%	9	-4.39	-4.89	-4.96	25	-5.36	-5.48	-5.91
	橡胶和塑料制品	%	5	-4.69	-4.62	-4.64	33	0.47	0.02	-0.63
	非金属矿产	%	54	3.08	3.08	3.50	10	-0.93	0.55	1.16
	机械	%	49	3.02	3.50	4.28	49	1.56	1.26	1.48
	电气设备及其他设备	%	39	1.97	2.83	3.67	67	3.28	5.00	6.30
	其他耐用品	%	24	1.13	1.09	1.04	44	0.34	0.53	0.80
	计算机和电子产品	%	19	-0.07	-0.08	-0.07	41	1.16	1.22	1.21
	饮料和烟草	%	4	-1.36	-1.45	-1.08	79	9.31	9.37	10.25
	纸制品	%	13	-2.95	-3.06	-3.21	36	-0.88	0.02	0.37
	家具及相关产品	%	2	-4.46	-4.30	-3.79	20	-2.68	-2.73	-2.23
服装	%	17	-6.19	-5.89	-5.10	36	-9.33	-7.22	-4.15	
皮革及相关制品	%	8	-6.71	-7.65	-7.01	63	4.23	4.21	1.76	
印刷	%	7	-8.72	-9.06	-9.08	28	-2.61	-3.00	-2.56	

来源: Wind, 国金证券研究所

但外需主导的品类, 需要警惕估值端的冲击; 美国经济韧性、通胀粘性下, 美元指数或居高不下, 进而从估值端对铜、金等品类产生一定压制。历史回溯来看, 铜价走势与美元指数多负相关, 10 年期美债实际利率也仍在影响着金价的波动。当下, 美国经济韧性仍强, 而“去通胀”的进程则慢于预期。短期, 油价是 CPI 反弹的主要动力, 叠加低基数效应、今年 3-4 月或进一步向上拉动 CPI 同比; 中期, 核心通胀同比下行的趋势仍在延续, 但已经放缓, 从房价与租金的滞后关系看, 租金通胀或在 8 月前后见底反弹。通胀粘性叠加经济的韧性, 美元指数或仍将居高难下, 对铜、金等品类产生一定压制。

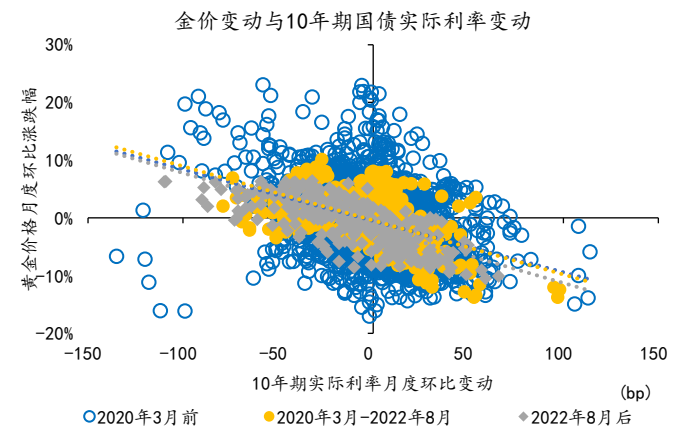


图表25: 铜价走势与美元指数多呈负相关



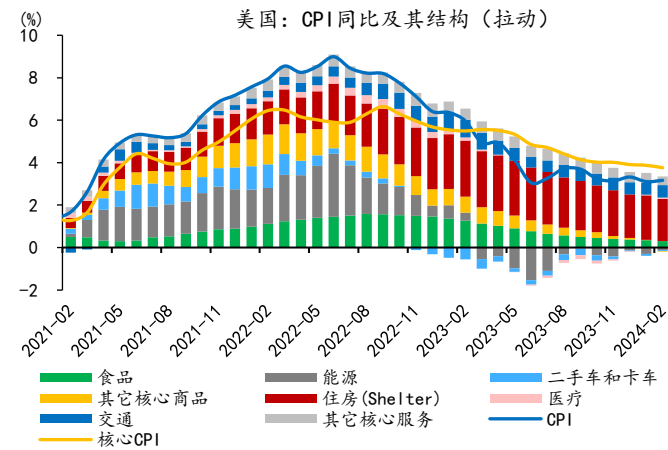
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 10年期美债实际利率仍在影响着黄金的定价



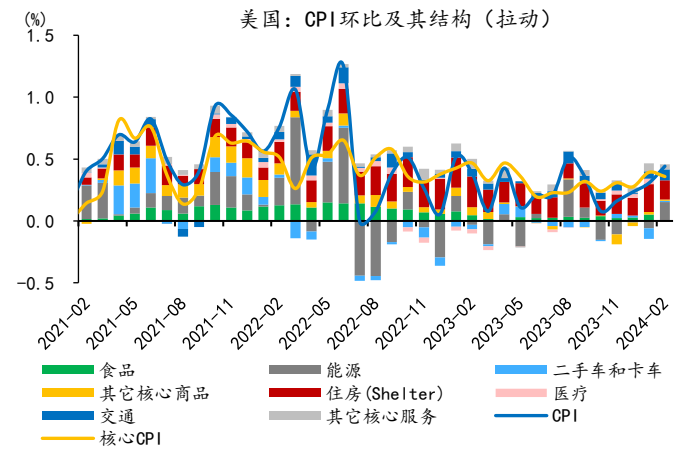
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 美国 CPI 同比拉动拆解



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表28: 美国 CPI 环比拉动拆解

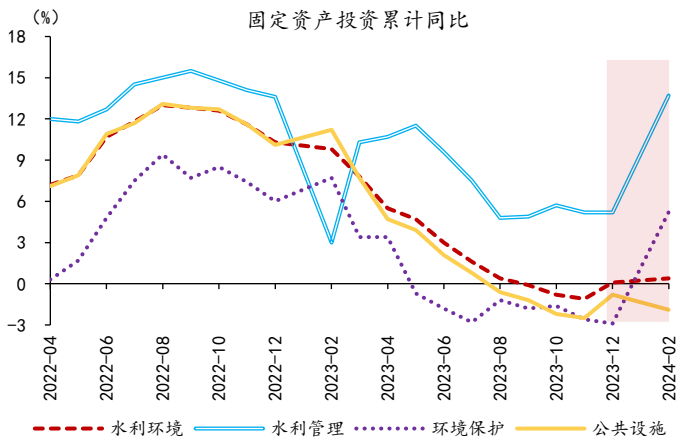


来源: CEIC, 国金证券研究所

而内需主导的品类, 上涨或更具确定性; 主要受益于阶段性扰动消退后“稳增长”的进一步落地。截至今年2月, 1万亿元国债项目清单已全部下达, 已实施国债水利项目1488个、完成投资293.1亿元, 对于投资的拉动作用还将持续体现。微观层面, 去年11月以来, 代表性基建央企新签订单额同比增长14.2%, 可与投资数据相互印证; 春节后极端天气等扰动因素消退, 沥青开工率也呈现平稳回升。随着“稳增长”项目的逐步落地, 黑色系等国内主导品类的需求或将进一步改善。

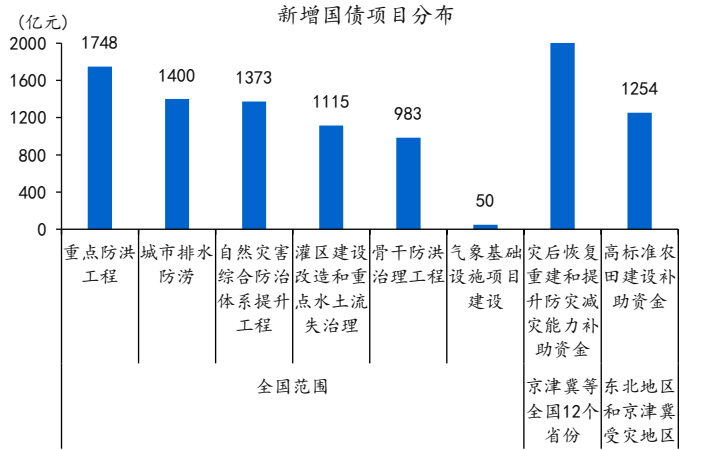


图表29: 1-2月, 水利管理投资显著扩张



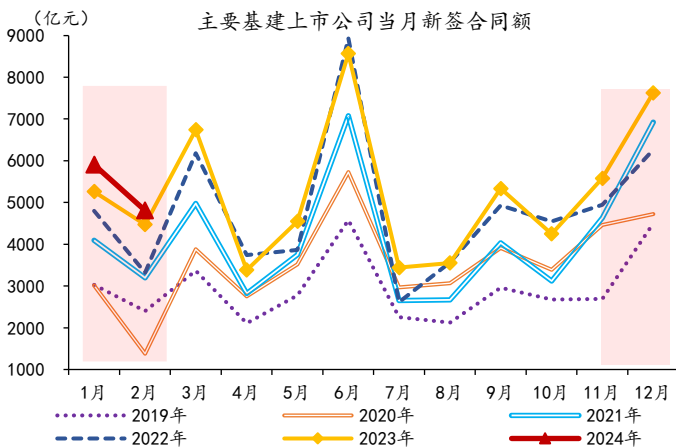
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 新增万亿国债项目投向



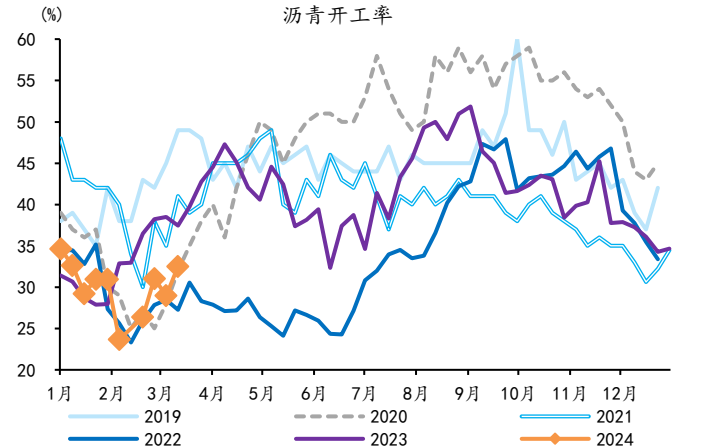
来源: Wind, 国家发改委, 国金证券研究所

图表31: 主要上市公司当月新签合同额



来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 春节后沥青开工率平稳回升



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1、近期, 商品市场整体上涨, 主因全球经济复苏、海外流动性缓和, 部分品类供给端也有一定支撑。结构上来看, 商品表现内部存在“外盘强内盘弱”、“有色强黑色弱”的两大分化。一方面, 2月7日以来, 内盘的南华工业品指数微涨1.6%、而外盘彭博工业金属指数大涨6.1%。另一方面, 国内有色金属与黑色金属表现更是“冰火两重天”, 2月7日以来, SHFE 阴极铜大涨6.5%, SHFE 螺纹钢则大跌4.4%。
- 2、商品市场分化背后, 映射了两条经济线索: 1) 年初至今海外经济持续修复, 或较国内“韧性”更强。2) 线索二: 国内经济结构有明显分化, 建筑业弱、制造业强; 同时建筑业内部竣工强于新开工。年初以来, 制造业相关领域的政策力度加码, 而春节、极端天气则扰动了“稳增长”落地, 也进一步加剧了两者间表现的分化。
- 3、当前, 中美库存周期均处低位, 补库的共振有望对商品需求有一定支撑; 但外需主导的品类, 或需警惕估值端的冲击。而内需主导的品类, 受益于阶段性扰动消退后“稳增长”的进一步落地, 上涨或更具确定性。

二、大类资产高频跟踪 (2024/03/18-2024/03/22)

(一) 权益市场追踪: 发达市场股指多数上涨, 新兴市场股指走势分化

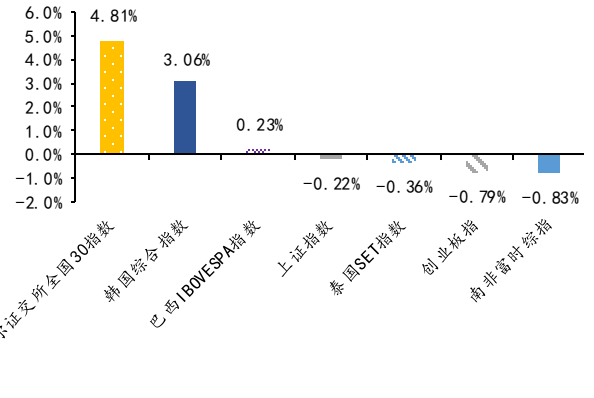
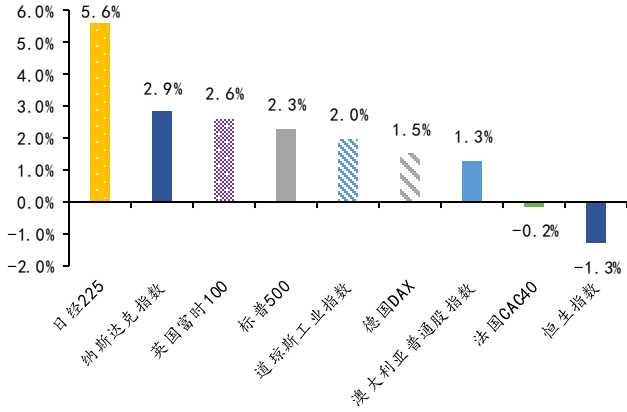
发达市场股指多数上涨, 新兴市场股指走势分化。发达市场股指, 日经225上涨5.63%, 纳斯达克指数上涨2.85%, 英国富时100上涨2.63%, 法国CAC40下跌0.15%; 恒生指数



下跌 1.32%；新兴市场股指，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 4.81%，韩国综合指数上涨 3.06%，巴西 IBOVESPA 指数上涨 0.23%，泰国 SET 指数下跌 0.36%，创业板指下跌 0.79%，南非富时综指下跌 0.83%。

图表33: 当周，发达市场股指多数上涨

图表34: 当周，新兴市场股指走势分化



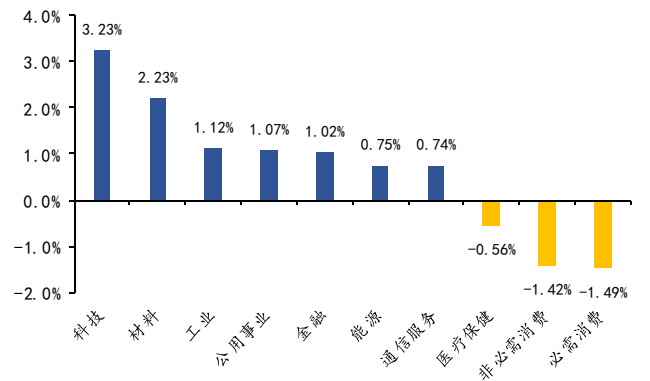
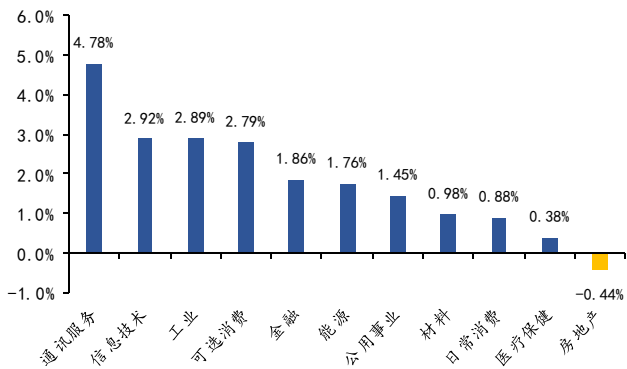
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

美国标普 500 行业，通讯服务上涨 4.78%，信息技术上涨 2.92%，工业上涨 2.89%，房地产下跌 0.44%；欧元区行业，科技上涨 3.23%，材料上涨 2.23%，工业上涨 1.12%，医疗保健下跌 0.56%；非必需消费下跌 1.42%；必需消费下跌 1.49%。

图表35: 当周，美国标普 500 行业多数上涨

图表36: 当周，欧元区行业多数上涨



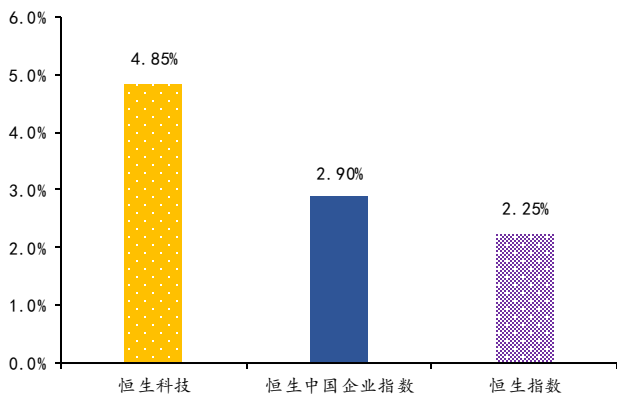
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

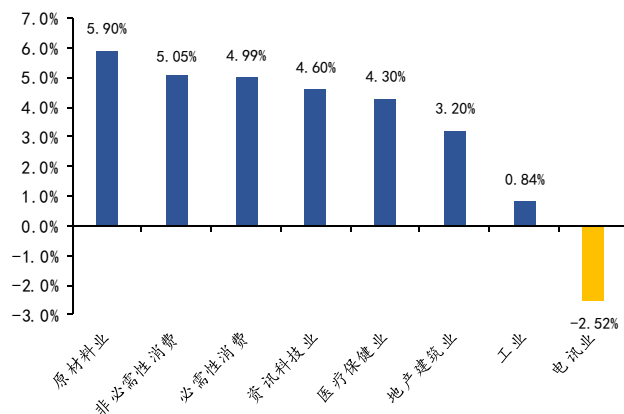
恒生指数全线下跌，行业方面多数下跌。恒生指数，行业方面，电讯业上涨 1.53%，资讯科技业上涨 0.06%，非必需性消费下跌 2.42%，地产建筑业下跌 4.18%，医疗保健业下跌 6.15%。



图表37: 当周, 恒生指数全线下跌



图表38: 当周, 行业方面多数下跌



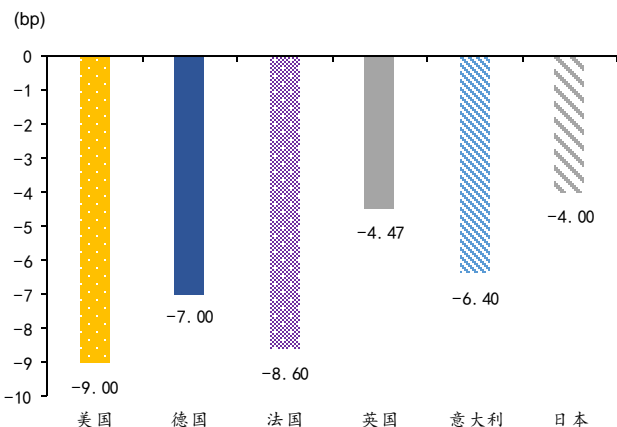
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

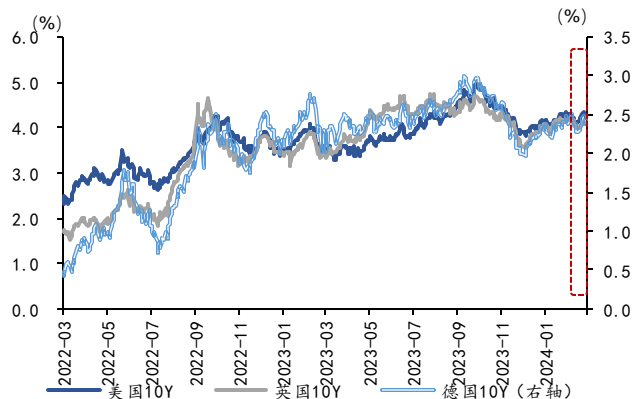
(二) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率全线下跌

发达国家10年期国债收益率全线下跌。美国10年期国债收益率下行9bp至4.22%，德国10年期国债收益率下行7bp至2.39%，法国10年期国债收益率下行8.6bp至2.79%，英国10年期国债收益率下行4.47bp至4.07%，意大利10年期国债收益率下行6.4bp至3.64%，日本10年期国债收益率下行4bp至0.76%。

图表39: 当周, 发达国家10年期国债收益率全线下跌



图表40: 当周, 10Y收益率美英德全线下跌

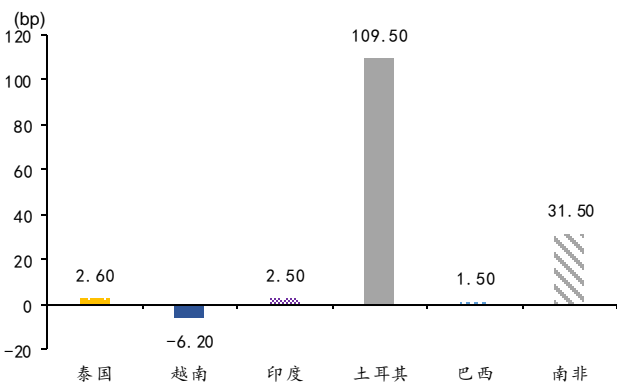


来源: Wind, 国金证券研究所

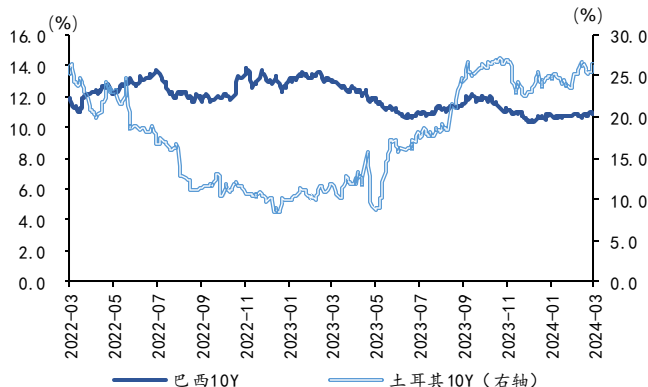
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场10年期国债收益率多数上涨。泰国上行2.6bp至2.57%，越南下行6.2bp至2.56%，印度上行2.5bp至7.09%，土耳其上行109.5bp至26.49%，巴西上行1.5bp至10.88%，南非上行31.5bp至10.68%。

图表41: 当周, 新兴市场10年期国债收益率多数上涨



图表42: 当周, 土耳其和巴西10Y利率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

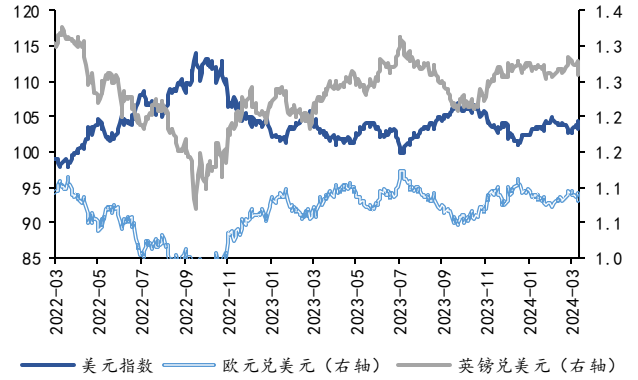
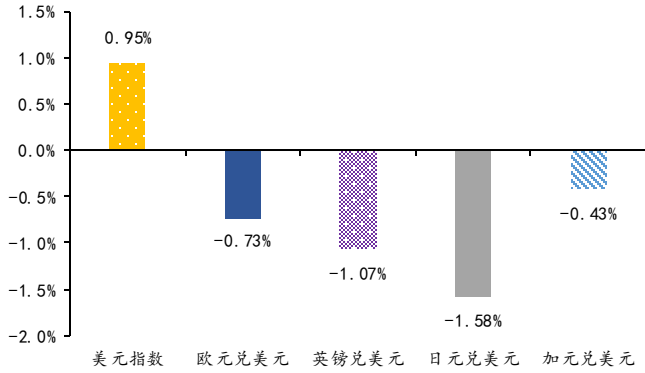


(三) 外汇市场追踪：美元指数上行,其他货币兑美元分化

美元指数上行,其他货币兑美元全线下跌。美元指数上行 1%至 104.43。欧元兑美元贬值 0.73%, 英镑兑美元贬值 1.07%, 日元兑美元贬值 1.58%, 加元兑美元贬值 0.43%, 挪威克朗兑美元贬值 1.26%, 主要新兴市场兑美元全线下跌。土耳其里拉兑美元升值 0.28%, 印尼卢比兑美元贬值 1.05%, 菲律宾比索兑美元贬值 1.52%, 雷亚尔兑美元贬值 0.09%, 韩元兑美元贬值 0.97%。

图表43: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元全线下跌

图表44: 当周, 英镑、欧元兑美元贬值

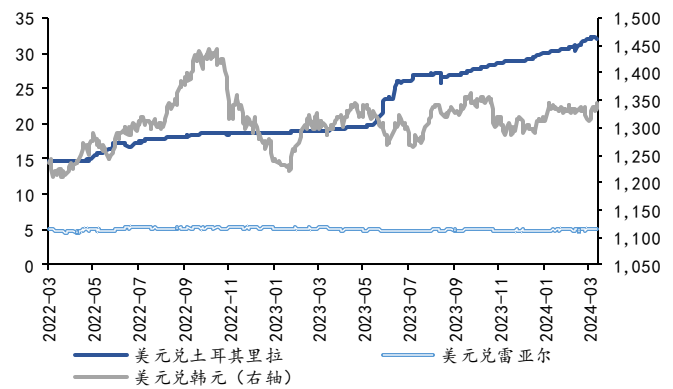
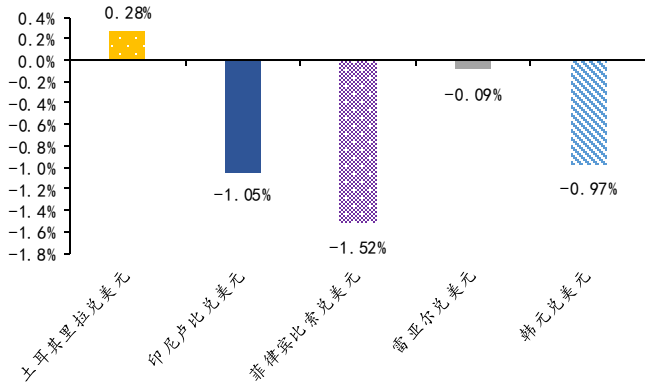


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表45: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌

图表46: 雷亚尔和韩元兑美元贬值, 土耳其里拉升值



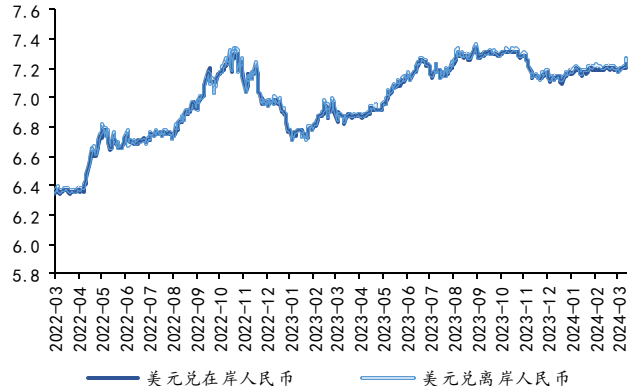
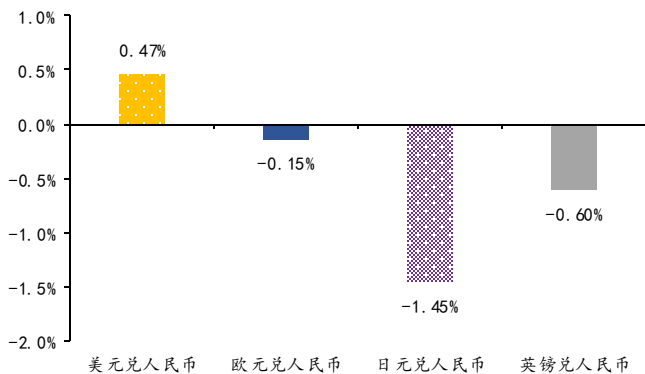
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值。美元兑人民币升值 0.47%, 欧元兑人民币贬值 0.15%, 日元兑人民币贬值 1.45%, 英镑兑人民币贬值 0.6%。

图表47: 当周, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值

图表48: 当周, 美元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



(四) 大宗商品市场追踪：黑色多数上涨，有色多数下跌

本周黑色多数上涨，需要注意的是，受铁水复产影响，铁矿石及焦煤价格大幅上涨，分别上涨 8.00% 以及 6.46%。钢联最新数据显示，本周铁水日均产量 221.39 万吨，环比增加 0.57 万吨，结束春节后以来持续减产局面。

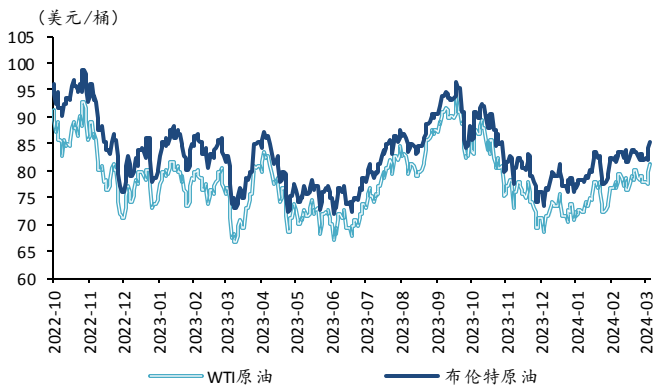
图表49：当周，黑色多数上涨，有色多数下跌

类别	品种	2024-03-22	2024-03-15	2024-03-08	2024-03-01	2024-02-23
原油	WTI原油	-0.51%	3.88%	-2.45%	4.55%	-3.41%
	布伦特原油	0.11%	3.97%	-1.76%	2.36%	-2.22%
贵金属	COMEX黄金	0.30%	-0.92%	4.52%	2.28%	1.48%
	COMEX银	-2.24%	3.68%	4.65%	0.93%	0.50%
有色	LME铜	-1.74%	4.25%	1.97%	-0.69%	1.57%
	LME铝	1.06%	0.64%	1.58%	1.12%	-1.50%
	LME镍	-5.32%	1.52%	3.50%	0.23%	6.10%
	LME锌	-3.00%	0.98%	5.57%	0.67%	0.93%
黑色	玻璃	-4.49%	-0.93%	-2.00%	-2.60%	-6.41%
	焦煤	6.46%	-9.54%	-2.86%	0.82%	1.15%
	沥青	0.71%	1.27%	-1.41%	0.14%	-0.22%
	铁矿石	8.00%	-10.89%	0.63%	-3.06%	-6.69%
	螺纹钢	3.50%	-5.45%	-1.91%	-0.71%	-1.66%
农产品	生猪	2.64%	0.26%	2.58%	0.27%	9.01%
	棉花	-0.63%	-1.27%	0.31%	-1.04%	1.84%
	豆粕	0.73%	1.79%	4.80%	3.00%	-0.37%
	豆油	0.61%	2.25%	2.80%	2.42%	1.11%

来源：Wind，国金证券研究所

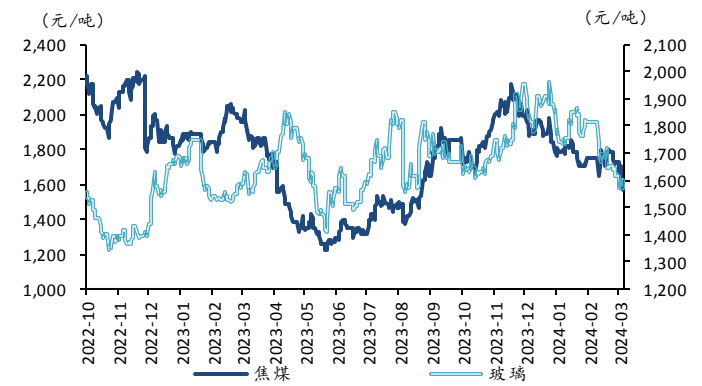
黑色价格几乎全线下跌，焦煤下跌 9.54%，铁矿石下跌 10.89%。焦煤市场延续“供应增加、需求偏弱”的逻辑，期货价格振荡向下。3月12日焦炭的第5轮降价全面落地后，焦煤市场的悲观情绪进一步恶化，现货市场焦煤价格跌幅扩大，期货在现货降价及悲观情绪的影响下，3月14日焦煤期货 2405 合约跌破 1600 元/吨，这也是自 2023 年 10 月以后首次跌破 1600 元/吨。铁矿石价格大跌主要原因有两方面：一是铁矿供应明显高于去年同期。钢联数据显示，2月澳、巴发运 9337 万吨，同比增长 3.77%。二是钢厂生产自律性加强，需求未有明显好转。近期由于唐山环保限产和其他地区钢厂临时检修，上周 247 家样本钢厂铁水日均产量为 222.25 万吨/天，环比下降 0.61 万吨/天。

图表50：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51：当周，焦煤价格下跌



来源：Wind，国金证券研究所

有色多数下跌，铜、镍、锌分别下跌 1.74%、5.32%、3.00%，仅铝上涨 1.06%。镍价格大跌主因供给将增多，根据 3 月 19 日最新消息，印尼矿业部官员表示，24 年印尼政府已批准的镍矿生产配额为 1.52 亿吨，截至目前已向包括镍、锡和铜矿的共计 191 家生产商发放生产配额，其中镍矿商有 107 家，市场对 24 年印尼镍矿供应不足的担忧大幅缓解。消息公布后，镍价出现明显下跌，后续行情受到市场关注。通胀预期从前值的 2.32% 升至

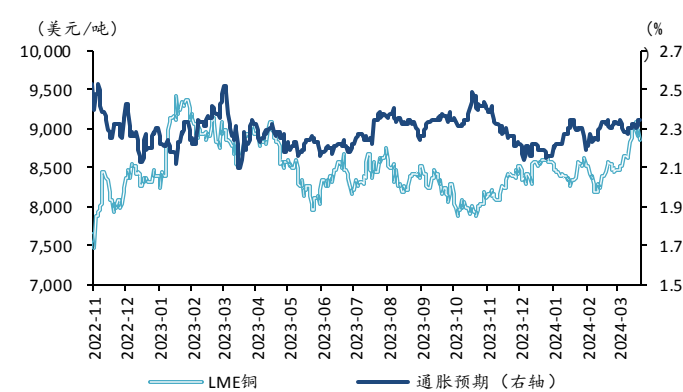


2.35%。COMEX 黄金升至 2164.2 美元/盎司,10Y 美债实际收益率从前值的 1.99%降至 1.87%。

图表52: 当周, 铜铝价格分化



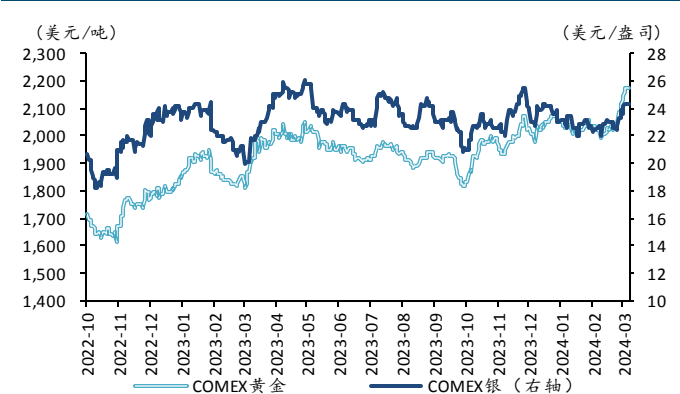
图表53: 当周, 通胀预期升至 2.35%



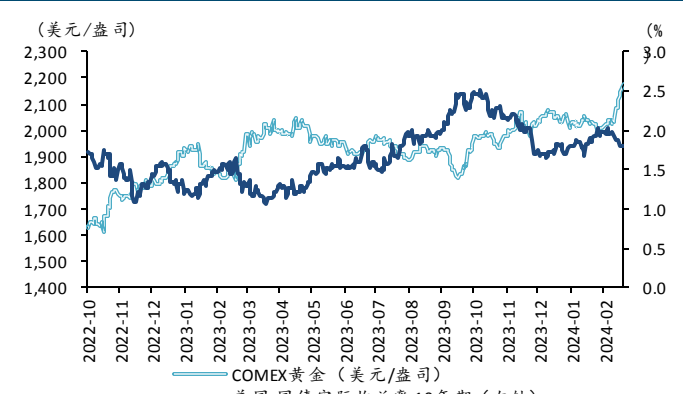
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: 当周, 黄金、白银分化



图表55: 当周, 10Y 美债实际收益率降至 1.87%



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究