

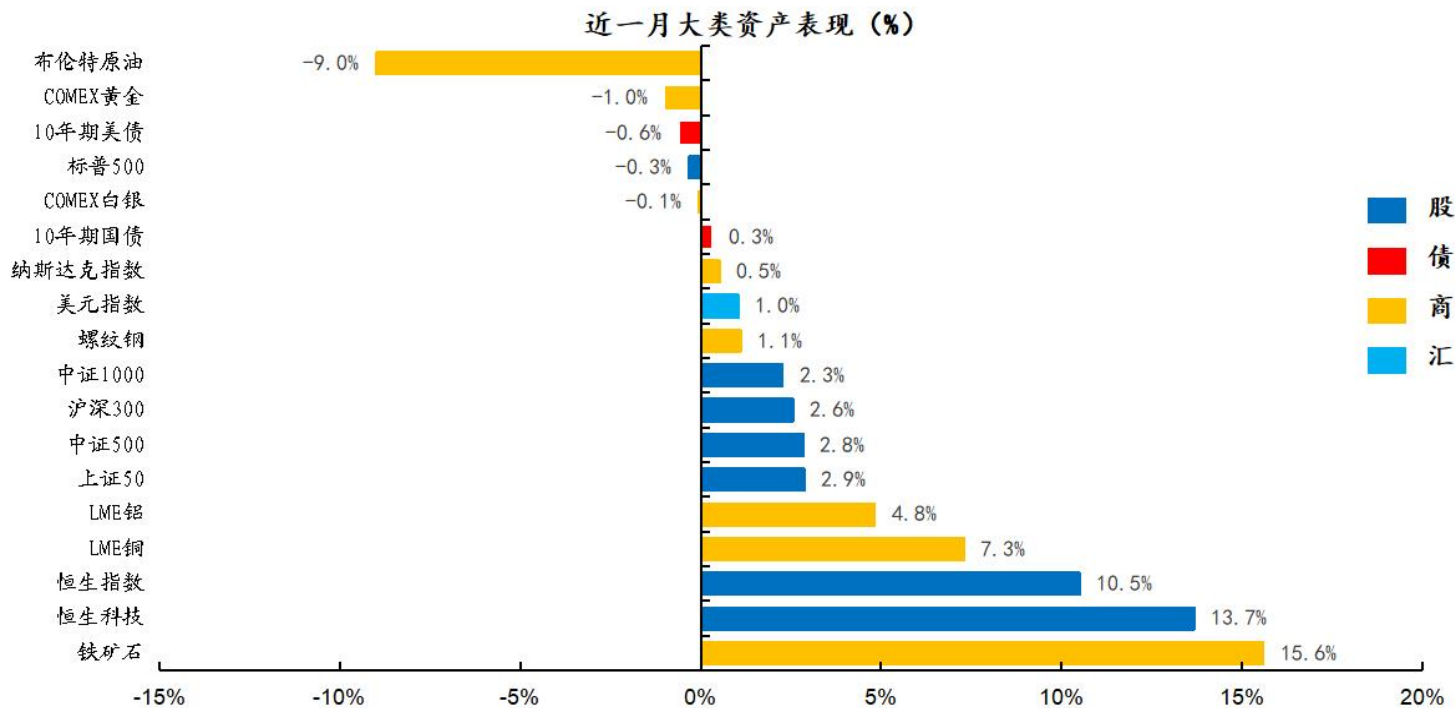
国内定价品种峰回路转 ——大类资产5月月报

胡国鹏(证券分析师)
S0350521080003
hugp@ghzq.com.cn

陈艺鑫(联系人)
S0350122080060
chenyx03@ghzq.com.cn

- 1、有色内部或出现分化，铜配置价值优于铝，前者受益于供给收紧，后者受到国内复产、电价下调等因素的拖累。
- 2、原油方面，地缘冲突对原油的溢价在经历4月下跌后被挤出，我们预计油价持续下跌的空间有限。
- 3、黑色方面，总量和地产政策积极对螺纹钢和铁矿石价格形成支撑，但供给偏松或对铁矿的上涨空间形成压制。
- 4、美股方面，美国消费部门的韧性较强，美联储转鸽的空间大于转鹰的空间对美股形成支撑；A股方面，我们预计积极的政策预期将推动A股在二季度持续上涨。
- 5、贵金属方面，我们认为美联储首次降息兑现前黄金仍有持续上涨的空间；汇率方面，我国内外需的改善和积极政策将缓解人民币的贬值压力。
- 风险提示：积极的地产政策未见效，经济失速下行，通胀超预期上行，中美摩擦加剧，产业政策推进不及预期，OPEC+超预期增产。

图表：有色延续强势，国内定价困境反转



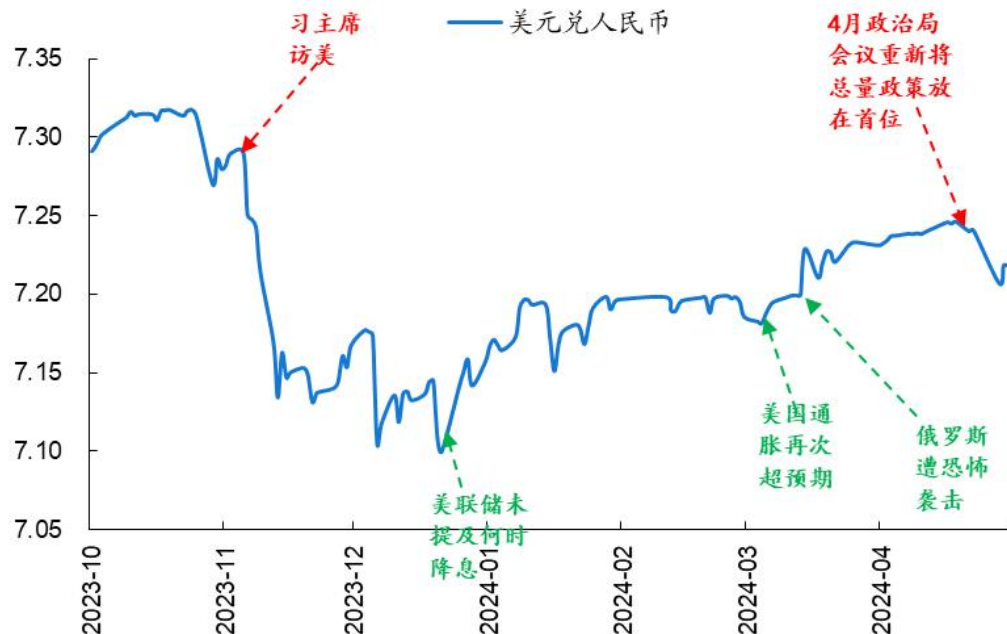
资料来源：Wind、国海证券研究所；注：红色为债、深蓝色为股、天蓝色为外汇、黄色为商品；统计区间为2024年4月8日-2024年5月8日

➤ 2024年4月国内定价峰回路转，有色金属延续强势。首先，国内定价的A股、螺纹钢和铁矿石峰回路转，核心原因是地产政策和4月政治局会议重新将总量政策放在首位。其次，铜和铝由于核心需求集中在我国，近期国内地产政策积极导致铜和铝延续强势，尤其是铜更受益于TC的持续走低。再次，黄金和原油在地缘冲突边际缓和的驱动下有所回调。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 贵金属
- 有色金属
- 黑色金属
- 风险提示

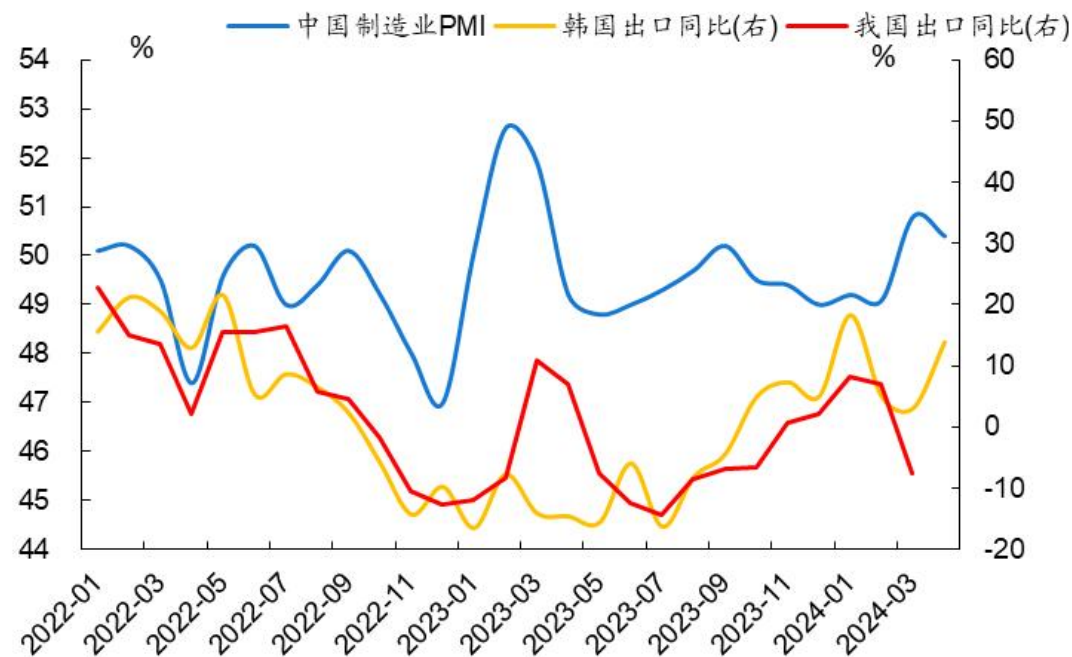
图表：国内政策积极，人民币贬值压力得到缓解



注：红字对应人民币升值、绿字对应美元升值

资料来源：Wind、新华社、第一财经、中国政府网、国海证券研究所

图表：4月我国制造业PMI维持在50%以上，出口改善动能仍存在

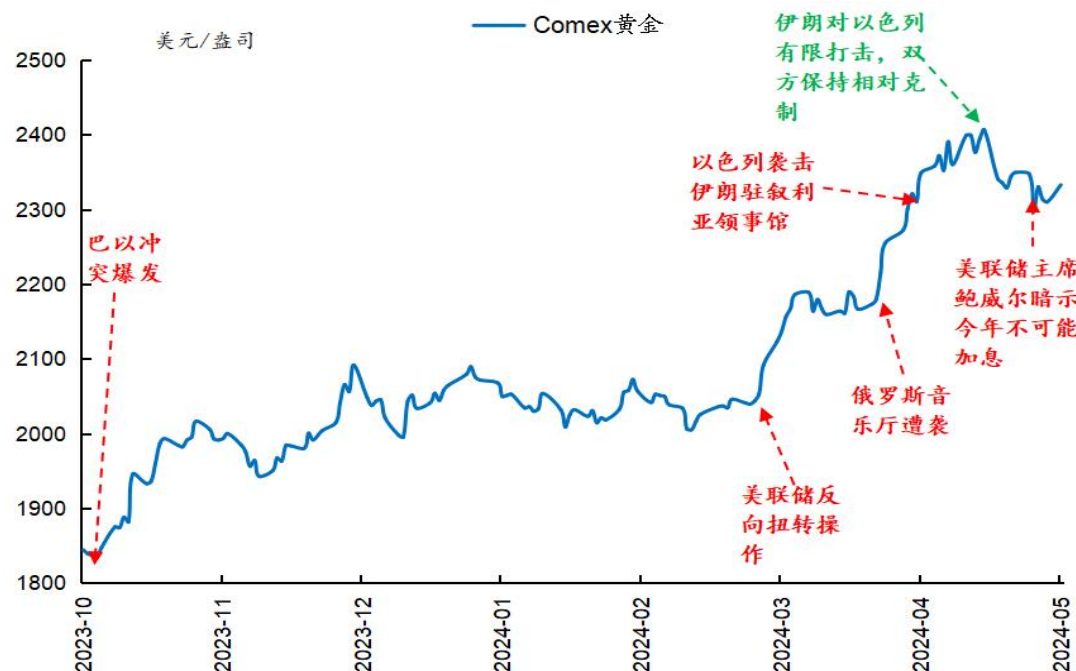


资料来源：Wind、国海证券研究所

- **4月政治局会议政策基调积极，人民币贬值压力或缓解。**2024年3月下旬开始，随着俄罗斯遭受恐怖袭击和以色列袭击伊朗驻叙利亚领事馆，美元兑人民币快速突破7.2，4月下旬在政治局会议对总量政策和地产政策定调积极的驱动下，美元兑人民币重新回归至7.2以内。
- **4月我国制造业PMI仍然维持在50%以上，出口延续强势，人民币贬值压力有望得到缓解。**在4月政治局会议定调积极的背景下，我国内需改善动能强势。虽然3月我国出口同比出现负增长，但是4月韩国出口同比回升至13.8%，我国出口改善的动能仍然存在。人民币贬值压力缓解在经济基本面得到支撑。

地缘冲突缓和下黄金有所回调

图表：地缘冲突缓和下黄金有所回调



注：红字表示利多、绿字表示利空

资料来源：Wind、新华社、21世纪经济、环球时报、央视网、财新、国海证券研究所

图表：CME预期美联储首次降息在2024年9月

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	91.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	29.2%	68.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.2%	49.7%	32.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.8%	28.8%	43.4%	20.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.9%	18.7%	36.7%	31.1%	9.5%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.9%	10.7%	27.0%	34.1%	21.0%	5.1%
2025/3/19	0.1%	1.1%	6.7%	19.5%	30.8%	27.1%	12.5%	2.3%
2025/4/30	0.5%	3.3%	11.7%	23.9%	29.3%	21.3%	8.5%	1.4%

资料来源：CME、国海证券研究所；截至2024年5月7日

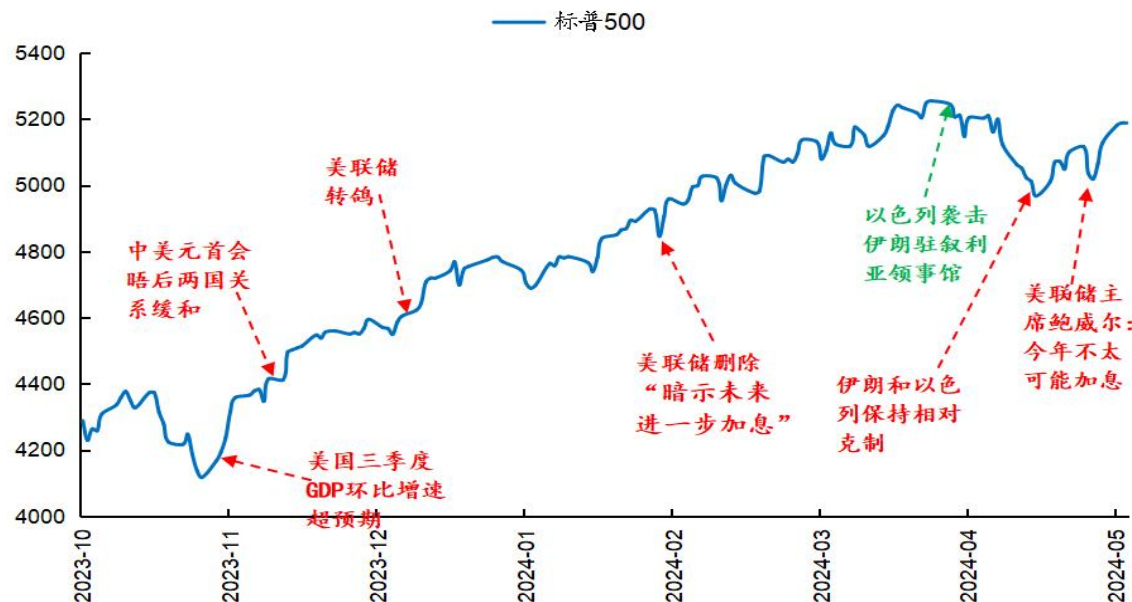
- **伊朗和以色列保持相对克制，黄金价格有所回调。**4月1日以色列袭击伊朗驻叙利亚领事馆以来，市场担忧以色列和伊朗双方失控，Comex黄金一度冲高突破2400美元/盎司，4月中旬在伊朗对以色列报复范围有限（仅袭击以色列无人机），双方保持相对克制的情况下，黄金价格回落至2300美元附近。5月2日在美联储主席鲍威尔暗示“2024年不太可能加息”，黄金价格逐步企稳。
- **我们预计黄金在美联储首次降息兑现前或仍有上涨空间。**在美国通胀韧性较强的环境下，美联储在2024年边际转鹰的空间有限，目前CME预计2024年9月首次降息，由于黄金价格对联邦基金目标利率具有抢跑性，我们预计美联储首次降息前地缘冲突升级、美联储转鸽派或继续推动黄金上涨。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

地缘冲突缓和和美联储释放偏鸽信号导致美股企稳回升

图表：地缘冲突缓和和美联储主席鲍威尔释放偏鸽信号导致美股企稳回升



注：红字为利多、绿字为利空

资料来源：Wind、财新、华尔街见闻、新华网、新华社、央视网、环球时报、国海证券研究所

图表：美国消费部门具有较强韧性

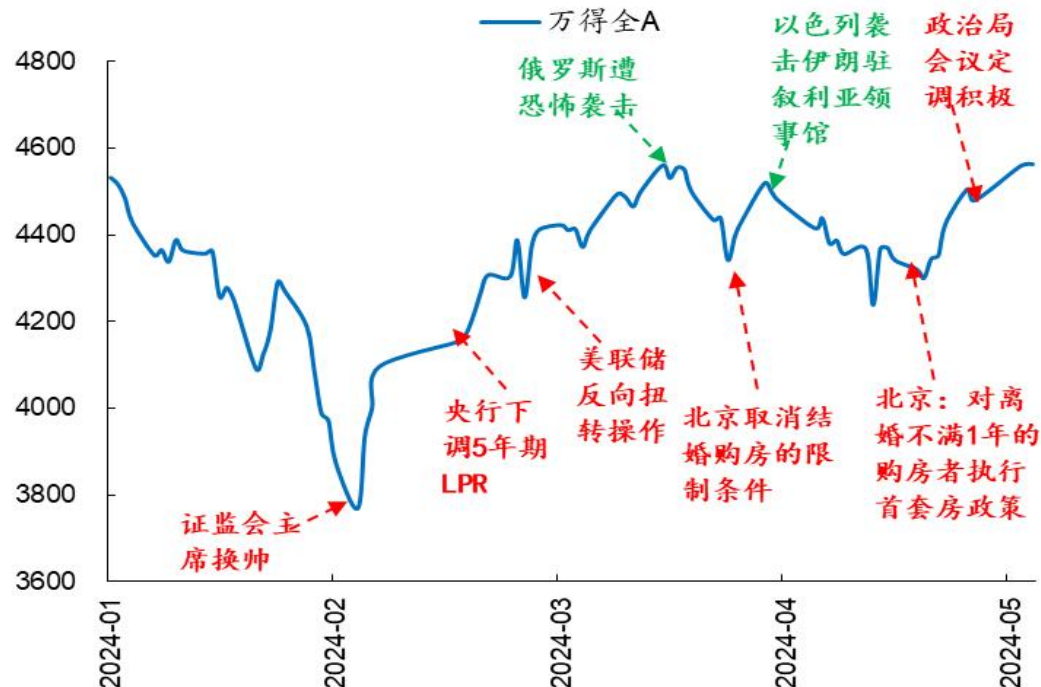


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 美国消费部门韧性较强，地缘冲突缓和和美联储主席鲍威尔释放鸽派信号导致美股企稳回升。虽然4月美国制造业PMI重新回落至50%以下，但是美国消费者信心指数并未出现大幅回落，美国消费部门仍然具有较强韧性。4月上旬在以色列袭击伊朗驻叙利亚领事馆导致市场担忧地缘冲突升级，美股有所回调。4月下旬和5月上旬在伊朗和以色列双方保持相对克制、美联储主席鲍威尔暗示“今年不太可能加息”的驱动下，美股再次企稳回升。

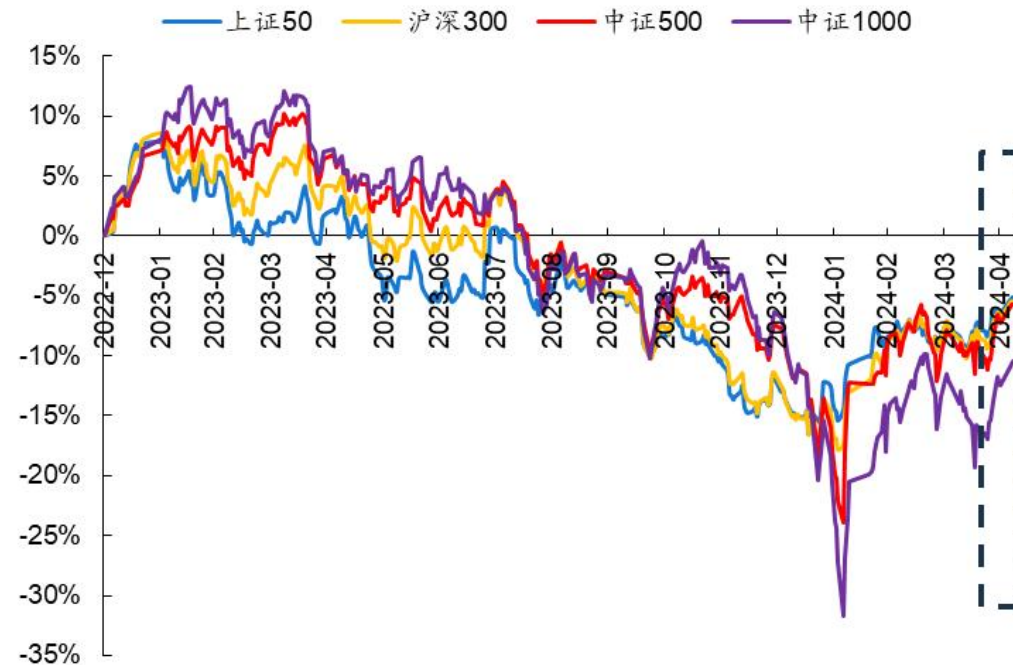
我们预计二季度A股有望持续上涨

图表：4月下旬开始，政策积极导致A股上涨



资料来源：Wind、华尔街见闻、新华社、环球时报、中国经济周刊、第一财经、国海证券研究所；注：红字为利多、绿字为利空

图表：2024年4月下旬开始，政策基调积极导致A股企稳回升



资料来源：Wind、国海证券研究所

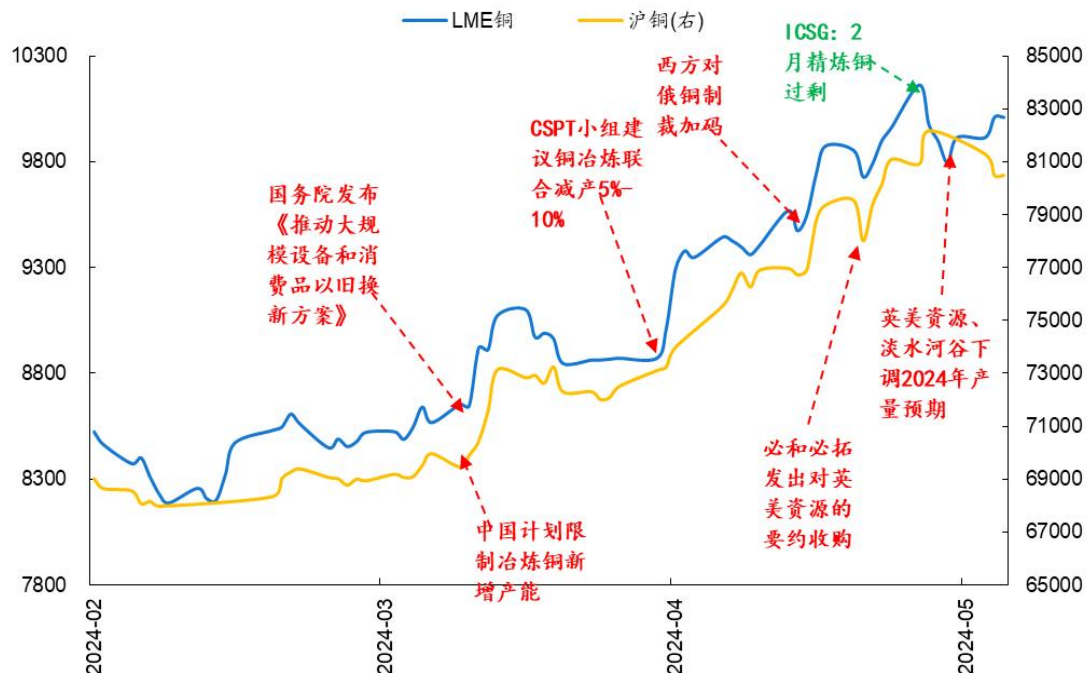
- **2024年4月A股实现企稳回升。**4月上旬和中旬在地缘冲突升级的背景下，A股短期受挫。4月下旬开始，随着地产政策的放松和4月政治局会议重新将总量政策放在首位，A股实现企稳回升，万得全A回升至3月21日的高点附近。
- **我们预计二季度积极的政策或持续发布，A股在二季度仍有持续上涨的空间。**一方面，我国基建部门实现复苏，水泥磨机开工率回升至2023年同期水平附近。另一方面，以北京为代表的一线城市陆续放松房地产的限购条件，再加上4月政治局会议重新将总量政策放在首位，二季度政策基调将持续积极。综上所述，我们预计二季度A股持续看涨。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

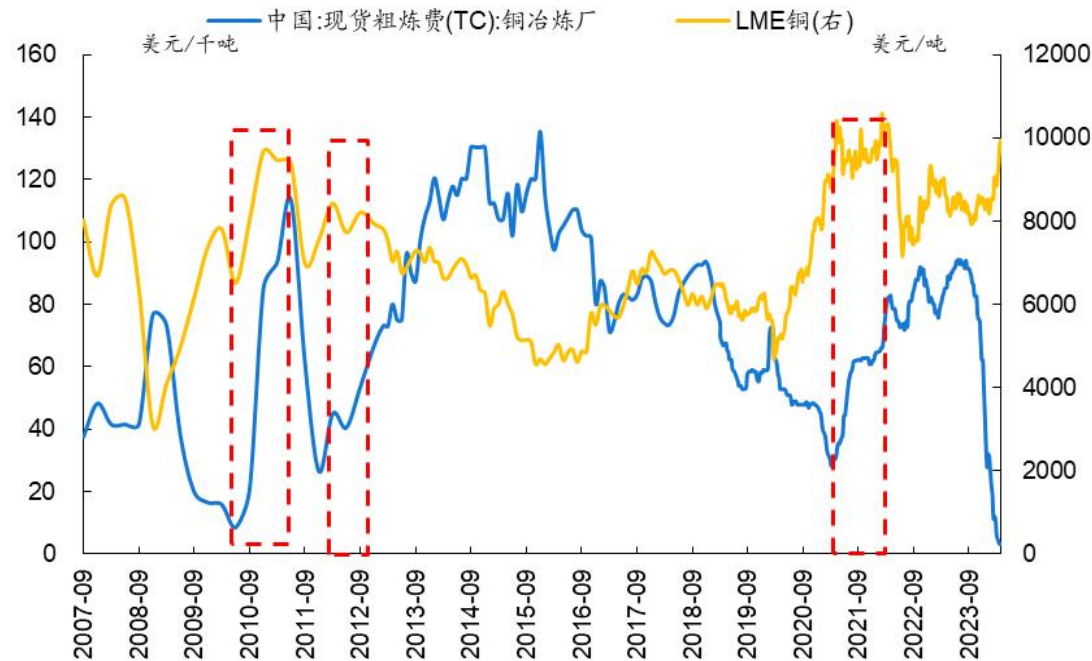
铜：减产预期催化铜价突破1万美元大关

图表：铜价在供给收紧和经济复苏的驱动下大幅上涨



资料来源：Wind、证券时报、中国有色网、21世纪经济、SMM、文华财经、国海证券研究所；注：红字为利多、绿字为利空；左轴单位为美元/吨，右轴为元/吨

图表：TC见底至铜价牛转熊有1年左右，铜价走熊的概率较小

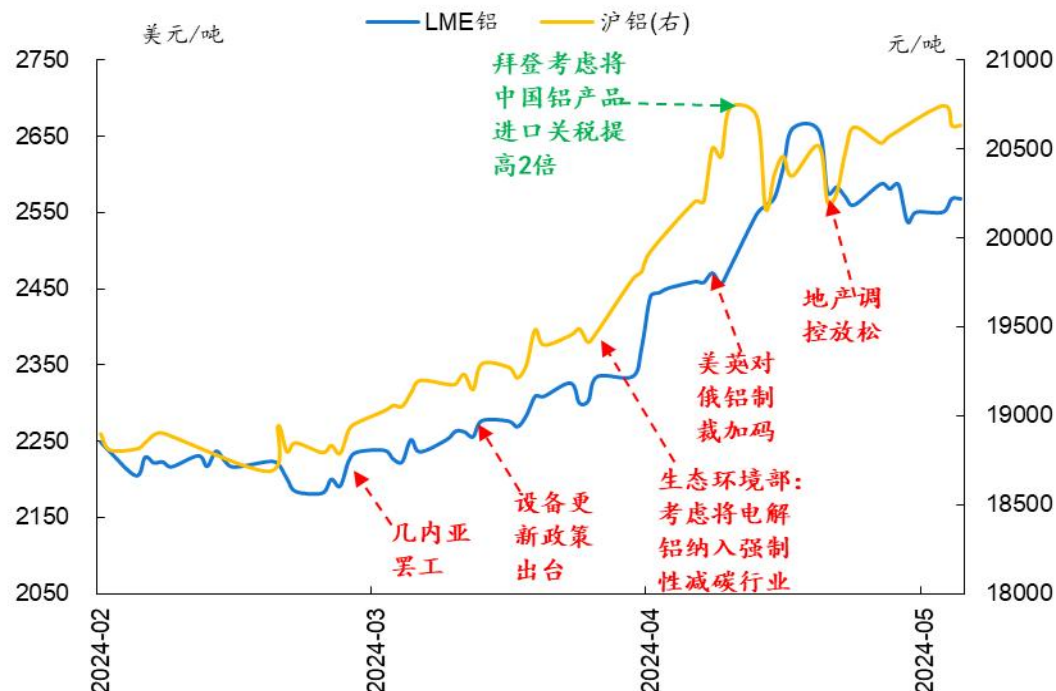


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 供需双弱格局下，铜价博弈减产预期和要约收购事件大幅上涨，LME铜突破1万美元大关。3月13日北京召开了铜冶炼企业家座谈会强调“国家将提高新建项目准入门槛”，会议拉开了本轮铜价上涨的序幕，LME铜向上突破9000美元。4月上旬和中旬在CSPT小组计划联合减产5%-10%和英美制裁俄铜的催化下，LME铜向上突破9500美元。4月下旬必和必拓向英美资源发出要约收购和英美资源、淡水河谷下调2024年产量预期，LME铜在4月29日突破1万美元大关。
- 我们认为在TC见底后铜价短期仍有一定的上涨空间，但是走熊的可能性较小。

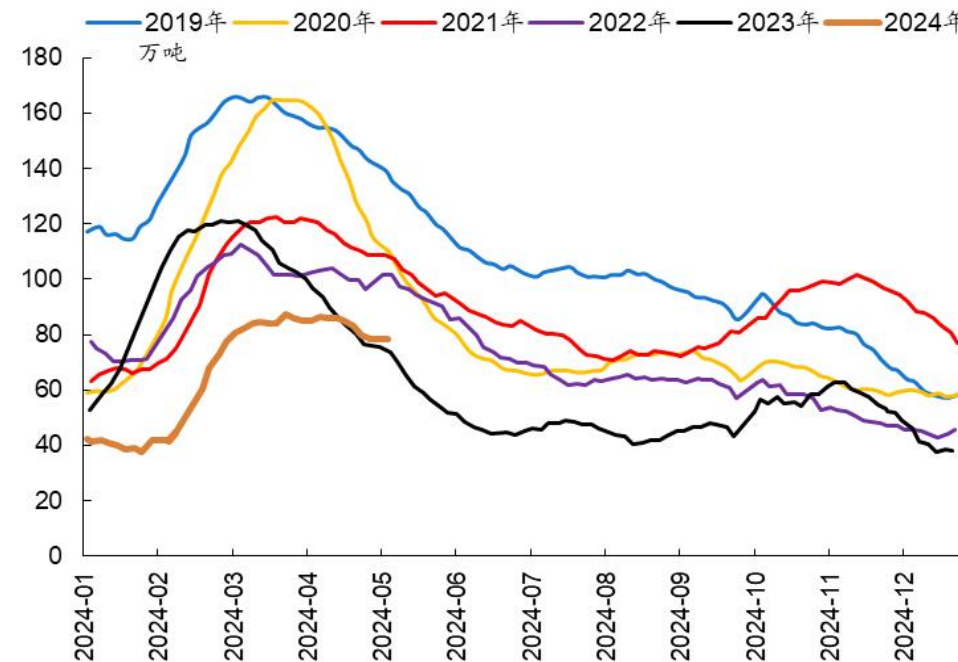
铝：去库斜率放缓，铝的配置价值低于铜

图表：政策积极持续带动铝价上涨



资料来源：Wind、华尔街见闻、中国清洁发展基金、SMM、第一财经、中国政府网、国海证券研究所；注：红字为利多、绿字为利空

图表：2024年4-5月我国电解铝去库斜率低于2023年同期水平



资料来源：Wind、国海证券研究所；此图为我国电解铝总库存

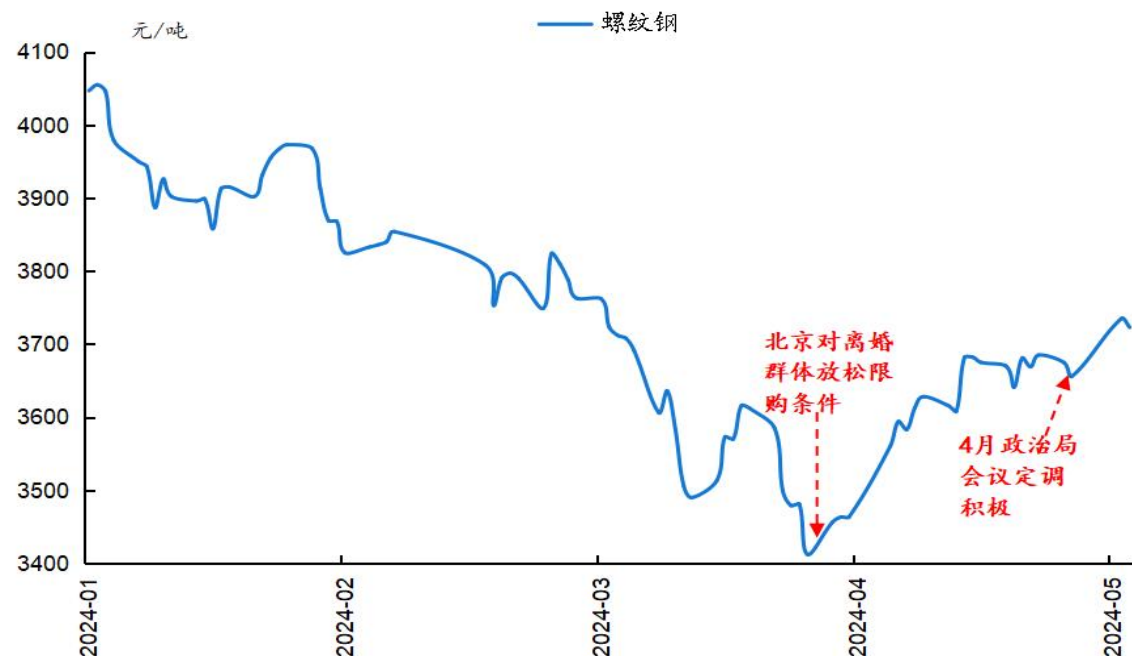
我国电解铝库存去化斜率放缓，我们认为当前沪铝配置价值低于铜。4月沪铝上涨的催化剂为生态环境部考虑将电解铝纳入强制性减碳行业，美英对俄铝制裁加码和国内地产调控的放松，沪铝在2万元以上站稳。值得注意的是，4-5月我国电解铝库存去化斜率低于2023年同期水平，原因是铝棒开工率不足和我国电解铝逐步复产。我们认为6月随着用电高峰季的来临，商业用电下调、云南电解铝复产进度超预期或成为铝价下跌的导火索。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

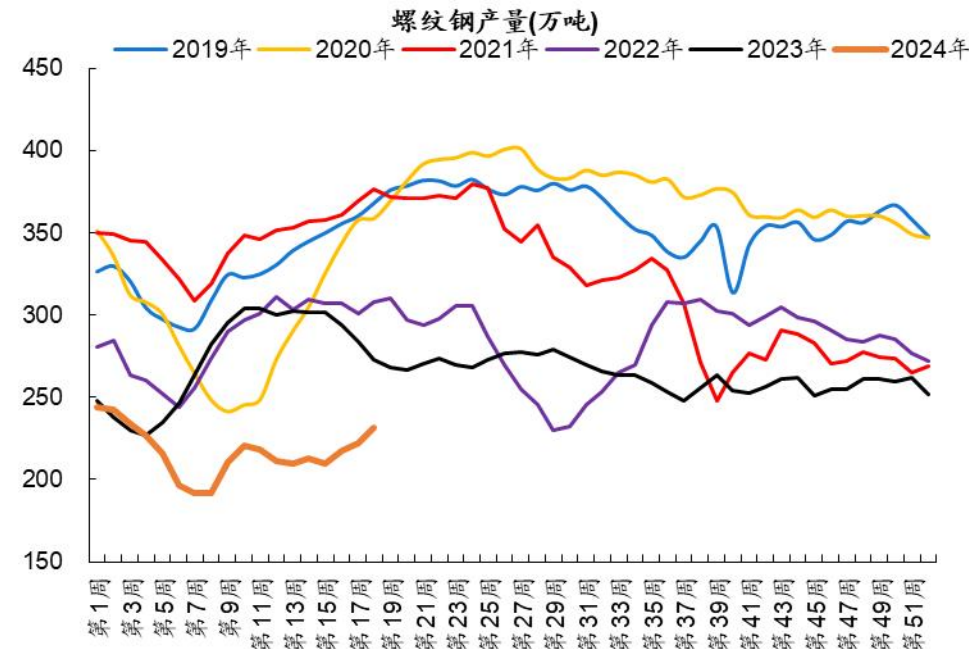
螺纹钢：地产政策积极推动螺纹钢价格企稳回升

图表：地产政策积极推动螺纹钢价格持续回升



资料来源：Wind、虎嗅网、新华社、国海证券研究所；注：红字为利多、绿字为利空

图表：2024年前17周螺纹钢产量低于过去5年同期水平

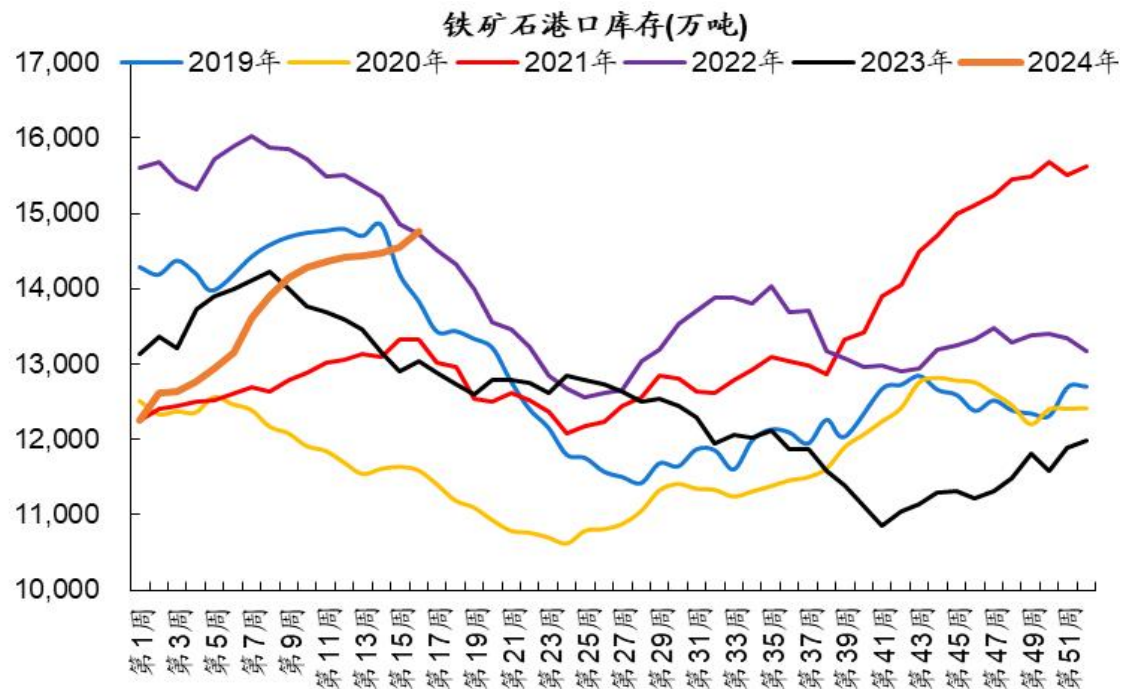


资料来源：Wind、国海证券研究所

- 我们预计国内总量政策和地产政策积极将带动螺纹钢持续上涨。
- 从供给端的角度来看，供给收紧对钢价形成支撑。2024年我国螺纹钢产量低于2019-2023年同期水平，发改委压缩粗钢产量的政策基调短期内难以发生改变，供给端的收紧将对螺纹钢价格形成支撑。
- 从需求和政策预期的角度看，地产调控放松对螺纹钢价格形成利多。从3月27日北京对离婚群体放松限购条件开始，深圳、成都等城市先后放松了地产调控，再加上4月30日政治局会议对地产定调积极，并在地方政府债务中强调“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”，对后续螺纹钢价格上涨形成支撑。

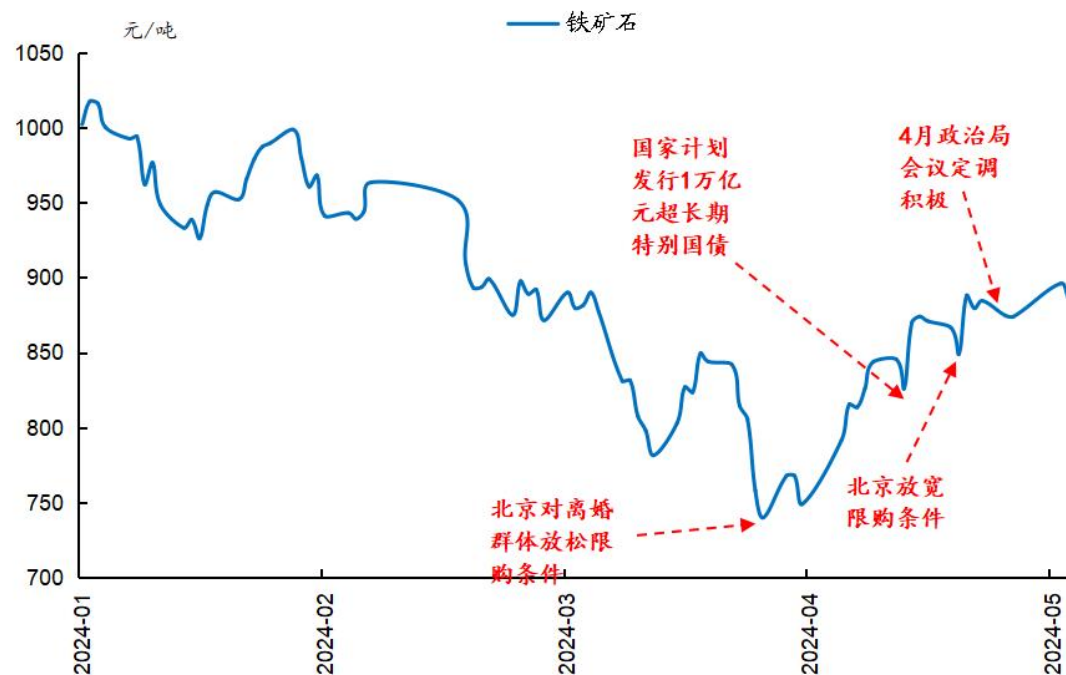
铁矿：铁矿将持续交易“强预期、弱现实”

图表：4月以来我国铁矿石持续累库



资料来源：Wind、国海证券研究所

图表：2024年4月铁矿博弈积极政策预期而上涨



资料来源：Wind、第一财经、新华社、虎嗅网、国海证券研究所

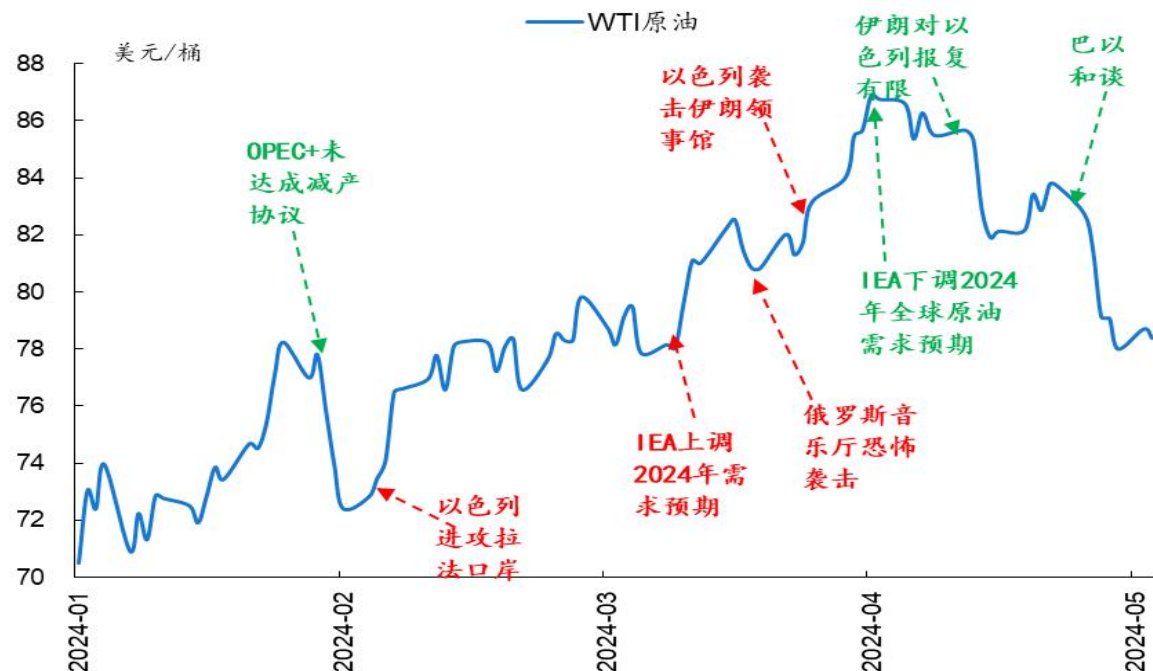
- **总量和地产政策积极，铁矿石触底回升至900元/吨附近。**3月底北京对离婚群体放松限购条件，铁矿石开始触底反弹，后续随着我国基建部门的复苏、1万亿元超长期国债发行、地产调控政策放松和4月政治局会议定调积极，4-5月铁矿石价格持续上涨。
- **我们预计铁矿石上涨空间有限。**我国铁矿石港口库存持续累库，2024年第16-18周巴西和澳洲总发货量高于2023年同期水平，铁矿石供给偏松的局面并没有改变，虽然国内政策积极，但是供给的宽松对其上涨空间形成压制。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

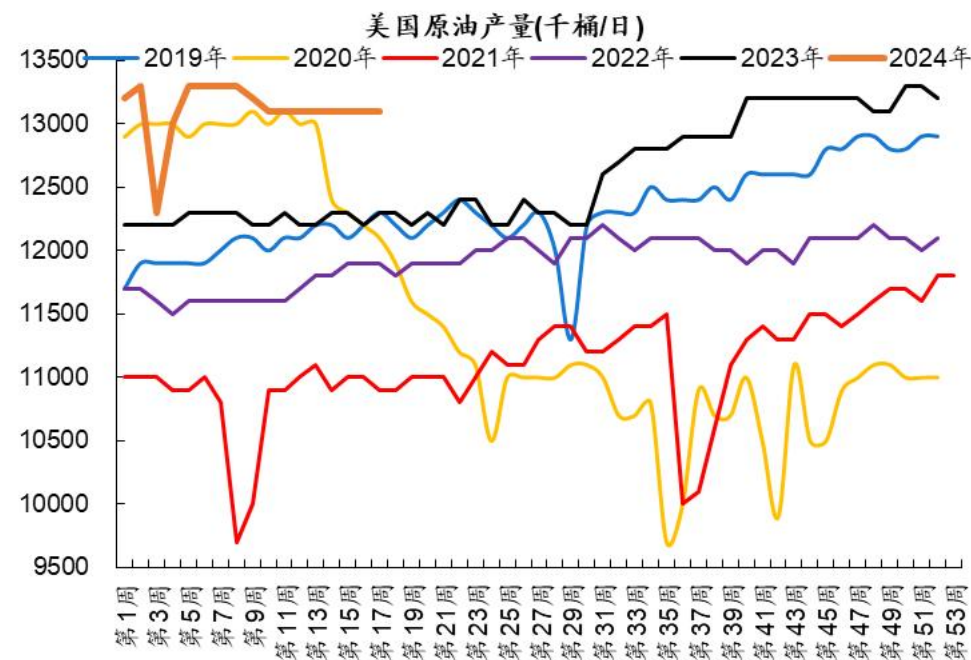
原油：地缘冲突边际缓和，WTI原油回落至80美元以内

图表：原油价格在80美元附近面临压力



资料来源：Wind、新华社、中国石油石化、环球时报、国际能源网、IEA、国海证券研究所；
注：红字为利多、绿字为利空

图表：2024年1-17周美国原油产量高于2019-2023年同期水平



资料来源：Wind、国海证券研究所

- 本轮油价下跌的核心原因是IEA下调2024年全球原油需求预期和地缘冲突缓和。4月12日IEA下调全球2024年全球原油需求预期13万桶/日拉开了本轮油价回调的序幕，伊朗对以色列报复行为有限和巴以和谈成为了4月16日-5月7日油价回调的主要催化剂，地缘冲突缓和后WTI原油重新回到80美元以内。
- 我们认为地缘冲突对原油的泡沫溢价已经被挤出，由于沙特财政盈亏平衡线在80美元附近（WTI口径），油价跌破80美元后原油下跌空间有限。

目录

- 汇率和贵金属
- 股指
- 有色金属
- 黑色金属
- 能化
- 风险提示

- 积极的地产政策未见效
- 经济失速下行
- 通胀超预期上行
- 中美摩擦加剧
- 产业政策推进不及预期
- OPEC+超预期增产

策略研究小组介绍

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

袁稻雨，策略联席首席分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

崔莹，策略分析师，对外经济贸易大学硕士，侧重政策跟踪与分析、产业专题研究等。

陈婉妤，分析师，伦敦政治经济学院硕士，侧重行业比较，国别比较以及消费板块研究等。

陈艺鑫，研究助理，上海财经大学硕士，侧重大类资产配置和大势研判等。

分析师承诺

胡国鹏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 策略研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597