

# 宏观预期改善，奠定有色金属上涨行情

## ——央行政策&中央政治局会议点评

2024年09月26日

### 核心观点

- 中央政治局会议重新定调稳增长，一揽子重磅政策出台助力国内经济修复：**9月24日，央行一揽子重磅政策密集推出，包括降准50BP、调降政策利率20BP、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展、以及会同金融监管总局出台了五项房地产金融的新政；9月26日，中央政治局会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度、促进房地产市场止跌回稳、努力提振资本市场等。本轮政策的幅度、节奏均超出市场预期。
- 宏观预期改善确立有色金属上涨行情：**今年以来，宏观预期对有色金属行业及有色金属价格趋势的引导具有决定性作用，国内经济修复节奏、美国经济衰退风险带来的宏观预期变化，均反映在了有色金属价格及有色金属指数趋势上。9月美联储超预期幅度降息下美国经济软着陆预期抬升，有色金属价格摆脱下跌趋势企稳反弹。而本次央行降息降准、降低存量房贷利率与统一房贷最低首付比例的政策组合拳，以及中央政治局会议强调要求加大财政货币政策逆周期调节力度，努力完成全年经济社会发展目标任务，超预期的政策力度有望带动国内宏观预期的改善，利好有色金属价格进一步确立上涨趋势，而此前比商品价格更受宏观预期压制的A股有色金属行业指数，亦有望反转走出持续上行行情。
- 行业基本面已有明显改善，宏观预期改善下基本面利好有望凸显：**三季度以来铜铝行业基本面改善明显，库存开始去化。7月起国内铜社会库存持续去化，电解铝也在9月开始去库，且8月以来铜铝下游加工开工率提升，需求边际好转。央行出台降息降准等政策组合拳，中央政治局会议定调加强经济稳发展，后续财政政策将进一步发力（发行超长期特别国债和地方政府专项债，更好的发挥政府投资带动作用），基建端投资有望加快，消费品端以旧换新政策也将持续改善铜铝的需求，铜铝库存有望持续去化。此前因国内经济动能与预期较弱而被市场忽视的行业基本面改善状况，有望在宏观预期提升下，更全面地展现出来，重新被市场计入定价中，进一步支撑有色金属商品价格上涨。
- 创新货币政策工具支持股票与商品市场长期向好：**中央政治局会议要求努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市；央行出台证券、基金、保险公司互换便利与股票回购增持再贷款等创新工具，增量资金有利于A股市场的长期向好。叠加央行降息降准，国内的金融条件进一步宽松，也有利于商品市场金属价格的上涨。中长期看，商品市场与股票市场的走势是相辅相成的，后续资本市场中A股市场与商品期货市场受增量资金提振，有色金属商品价格上涨与A股有色金属行业指数更容易形成相互支撑的正向反馈，实现螺旋式上涨。
- 投资建议：**本次中央政治局会议定调加大经济稳增长力度，与央行重磅政策组合拳，以及后续财政政策等一系列政策预期的提升，有望带动国内宏观预期的改善，有利于有色金属价格进一步上涨，奠定A股有色金属行业的上涨趋势。与经济相关性更大，受流动性外溢影响更显著的铜铝等工业金属板块受益更大，建议重点关注铜铝板块龙头标的，包括铜矿板块的紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、金诚信；铝板块的神火股份、云铝股份、中国铝业、天山铝业等。
- 风险提示：**1) 国内经济复苏不及预期的风险；2) 美联储降息不及预期的风险；3) 金属价格大幅下跌的风险；4) 政策不及预期的风险。

### 有色金属行业

推荐 维持

### 分析师

华立

☎：021-20252629

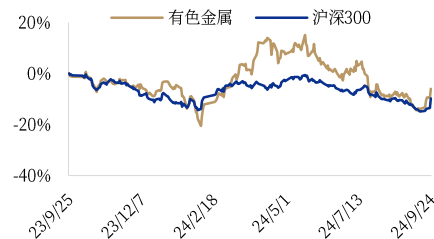
✉：huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130516080004

研究助理：孙雪琪

### 相对沪深300表现图

2024-09-25



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河有色】行业周报\_美联储超预期开启降息周期，金属价格普涨 20240922

## 一、事件：一揽子重磅政策支持经济增长

9月24日，国新办新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清介绍金融支持经济高质量发展有关情况，并答记者问。会上，监管机构主动发布了一系列重磅政策，政策主要涉及：

1) 近期下调存款准备金率0.5个百分点，释放约1万亿元流动性，年内视情况可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点；2) 降低7天逆回购操作利率（主要政策利率）0.2个百分点，同时引导LPR、存款利率同步下调；3) 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右，每年给居民节约1500亿元利息支出；4) 将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调至15%；5) 创设两项用于支持资本市场稳定发展的工具：金融机构互换便利和回购增持股票专项再贷款等。

9月26日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下一步经济工作。会议强调，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。要降低存款准备金率，实施有力度的降息。要促进房地产市场止跌回稳，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。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。要努力提振资本市场，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。要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。

## 二、宏观预期改善确立有色金属上涨行情

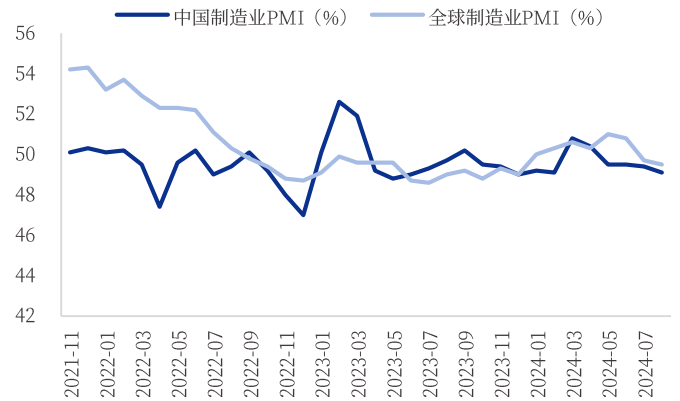
今年以来，宏观逻辑与预期对A股有色金属行业行情及有色金属价格趋势的引导具有决定性作用。2024Q1国内经济的复苏势头加快，我国3月制造业PMI时隔5个月后重回扩张区间，一季度我国GDP同比增速5.3%超出预期，市场对国内经济预期的好转，确立了有色金属价格与A股有色金属行业指数在3、4月的大涨走势。而伴随5月后国内经济修复放缓，制造业PMI重新回落至收缩区间，有色金属价格与指数也见顶回落。7-8月美国就业数据超预期的大幅下滑，使得市场对美国经济的衰退预期上行，致使有色金属价格进一步下跌。2024年前8个月，市场对宏观预期经历了由弱转强再转弱的变化，较好地反映在了宏观经济预期对有色金属商品价格与A股有色金属行业指数走势的驱动。

图1: 2024年A股有色金属行业与价格表现随宏观预期波动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

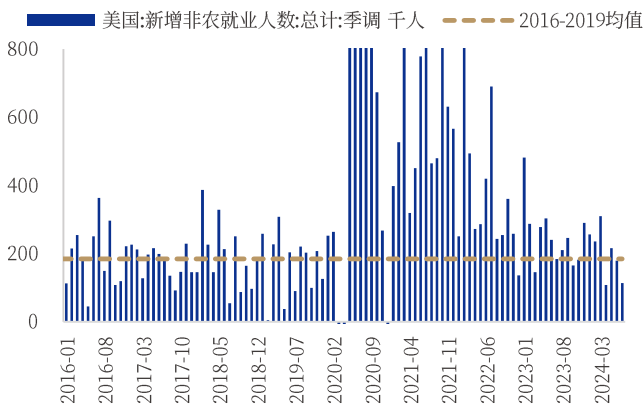
图2: 中国、全球制造业 PMI 变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

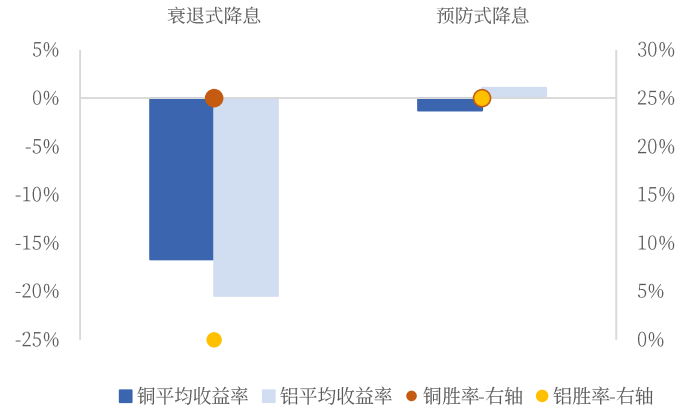
**9月美联储超预期开启降息周期, 美国经济软着陆概率上升, 有色金属价格企稳反弹。**美联储在上周议息会议上宣布降息 50 个基点至 4.75%-5.00%, 为 2020 年 3 月后首次降息, 本轮美联储降息周期正式开启。自此, 除日本外的主要发达国家经济体均进入降息周期。美联储进入降息周期, 且在开局超预期降息 50 个基点, 表明了美联储尽力避免经济衰退的态度, 使市场对美国经济衰退的担忧有所缓解, 美国经济软着陆的概率加大, 暂时解除了一个宏观风险点对有色金属价格的压制, 使得有色金属价格摆脱持续下跌的趋势, 开始触底企稳反弹。历史上看, 美联储预防式降息最终使经济实现软着陆相比衰退式降息, 铜、铝价格平均收益率分别高出 15、22pct, 且铝价胜率要提升 25pct。

图3: 美国新增非农就业人口显著降低



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

图4: 美联储预防式降息与衰退式降息背景下铜铝价格表现比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**国内政策利好, 经济预期边际向好驱动有色金属板块行情。**9月24日以央行为首出台降息、降准等一系列政策组合拳, 9月26日中共中央政治局会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度、促进房地产市场止跌回稳、提振资本市场等, 超出市场预期的政策面利好释放, 以及后续财政政策等其他政策出台的预期加强, 有望带动市场对于国内经济复苏预期的抬升, 利好有色金属价格进一步上涨。而此前比商品价格受宏观预期压制更多的A股有色金属行业指数, 亦有望反转走出持续上行行情。2023年6-7月A股有色金属行也因政策预期产生了全年唯三行情中的其中一波行情。

图5：2023年A股有色金属行业指数与有色金属价格走势图

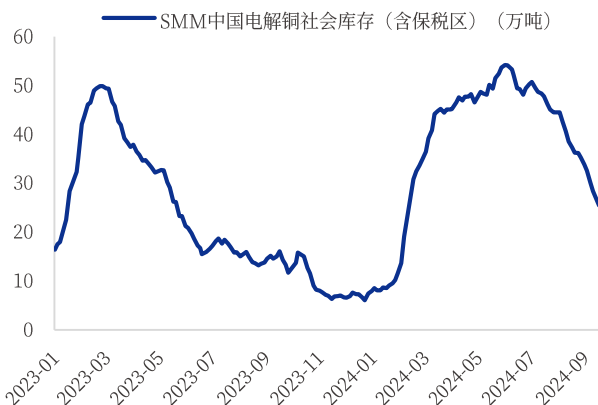


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

### 三、行业基本面已有明显的改善

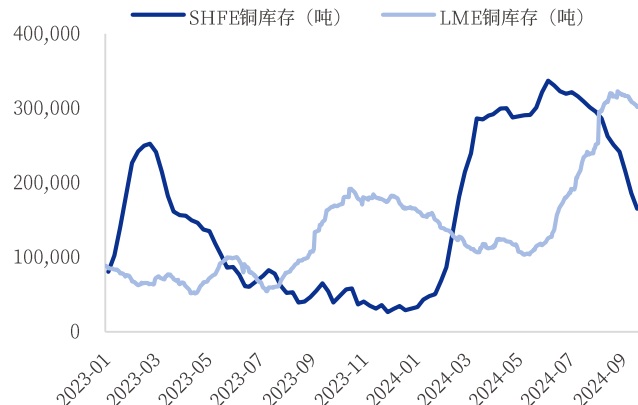
三季度开始，铜、铝行业基本面改善明显，库存有进入去化阶段。2024年2月后，国内电解铜、电解铝供应过剩问题显现，并出现加速累库。截至2024年9月19日，国内电解铜、电解铝社会库存分别较年初增加18、30.7万吨。铜、铝等金属品种此前供应过剩，不及预期的行业基本面一定程度上成为压制有色金属价格的利空因素。但进入三季度后，铜、铝的行业基本面已有所改善，7月起国内铜社会库存持续加速去化，国内电解铝与海外电解铜也在9月开始去库。

图6：国内电解铜社会库存变化



资料来源：SMM, 中国银河证券研究院

图7：交易所电解铜库存变化



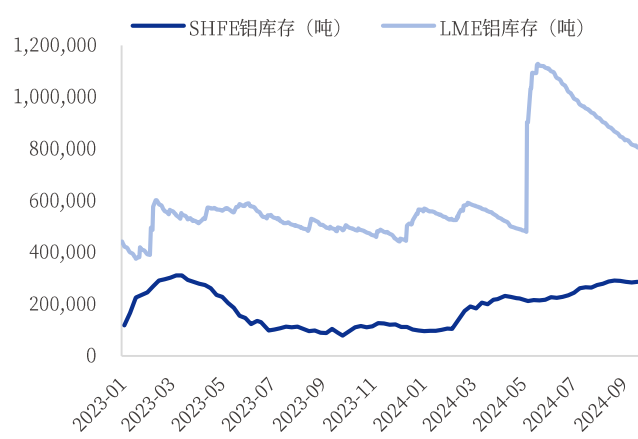
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图8: 国内电解铝社会库存变化



资料来源: 钢联, 中国银河证券研究院

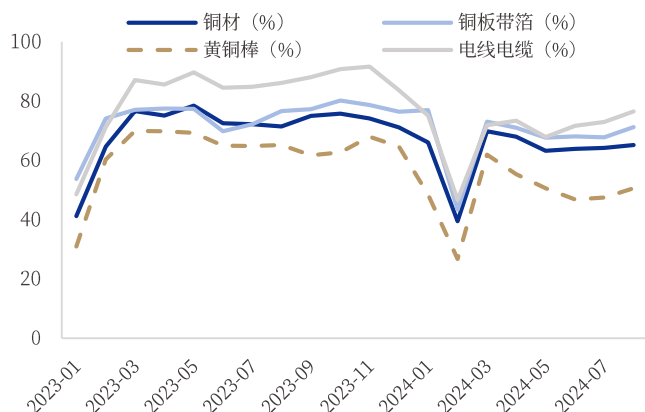
图9: 交易所电解铝库存变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

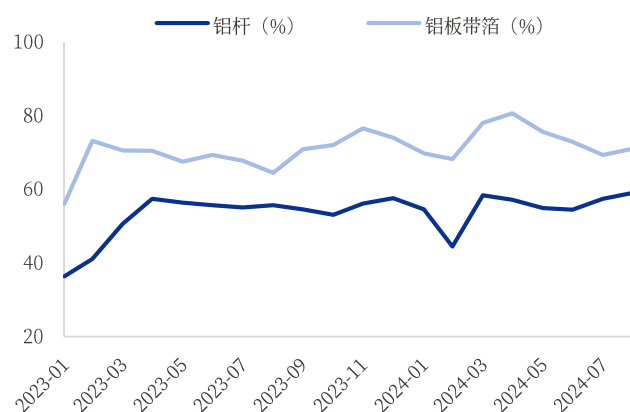
**下游开工率提升, 铜铝需求出现边际好转。**从下游开工情况来看, 2024年8月铜材、铜板带箔、黄铜棒、电线电缆开工率分别环比提升1、3.5、3.1、3.6pct, 铝杆、铝板带箔开工率分别环比提升1.7、1.8pct, 三季度中下旬国内铜铝库存的去化, 一方面得益于商品价格下跌带来的下游采购力度加大, 另一方面也表明下游市场需求的边际改善, 铜铝消费好转。

图10: 国内铜材、铜板带箔、黄铜棒、电线电缆开工率变化



资料来源: 钢联, 中国银河证券研究院

图11: 国内铝杆、铝板带箔开工率变化



资料来源: 钢联, 中国银河证券研究院

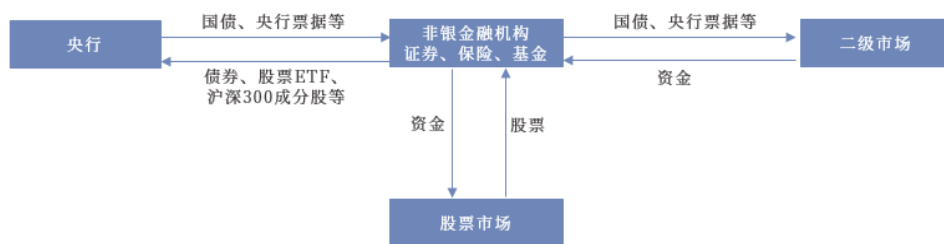
此次中央政治局会议要求促进房地产市场止跌回稳, 央行降息降准、降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例, 一系列政策措施下房地产市场企稳概率增加。中央政治局会议要求加大财政货币政策逆周期调节力度, 保证必要的财政支出, 后续财政政策将进一步发力(发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债, 更好发挥政府投资带动作用), 基建端投资有望加快, 以及消费品端以旧换新政策也将持续改善铜铝的需求, 铜铝库存有望持续去化。此前因国内短期经济动能与预期较弱而被市场忽视的行业基本面改善状况, 有望在宏观预期提升下, 更加充分全面地展现出来, 重新被市场计入定价中, 进一步支撑有色金属商品价格的上涨。

## 四、创新货币政策工具支持股票与商品市场长期向好

**中央政治局会议强调大力引导中长期资金入市。**此次政治局会议强调，要努力提振资本市场，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；要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。相关部署显示了国家对资本市场建设的高度重视，通过积极引导中长期资金入市，改善资本市场资金供需结构，有望为 A 股向上行情奠定坚实基础。

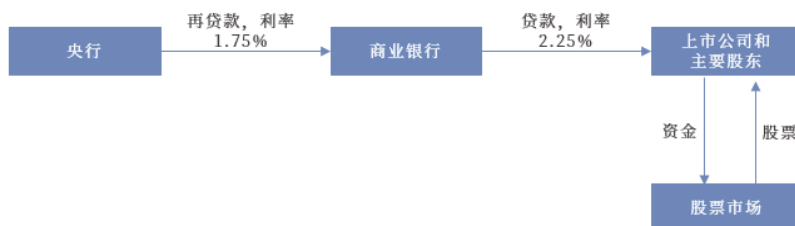
**央行创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展。**第一项是创设证券、基金、保险公司互换便利，支持符合条件的证券、基金、保险公司通过资产质押，从中央银行获取流动性，这项政策将大幅提升机构的资金获取能力和股票增持能力。第二项是创设股票回购、增持专项再贷款，引导银行向上市公司和主要股东提供贷款，支持回购和增持股票。这也是央行第一次创新结构性货币政策工具支持资本市场，增量资金有利于 A 股市场的长期向好。

图12：证券、基金、保险公司互换便利工具传导路径



资料来源：新华网，中国银河证券研究院

图13：股票回购、增持再贷款工具作用路径



资料来源：新华网，中国银河证券研究院

**中长期增量资金入市，有望带动有色金属商品价格与 A 股有色金属行业指数形成螺旋式上涨。**中央政治局会议要求努力提振资本市场，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；证券、基金、保险公司互换便利与股票回购增持再贷款，增量资金有利于 A 股市场的长期向好，叠加央行降息降准，国内的金融条件进一步宽松，也有利于商品市场金属价格的上涨。中长期看，商品市场与股票市场的走势是相辅相成的，后续资本市场中 A 股市场与商品期货市场受增量资金提振，有色金属商品价格与 A 股有色金属行业指数更容易形成相互支撑的正向反馈，实现螺旋式上涨。

## 五、投资建议

---

本次中央政治局会议定调加大稳增长力度，与央行出台降息降准等重磅政策组合拳，以及后续财政政策等一系列政策预期的提升，有望带动国内宏观预期的改善，有利于有色金属价格进一步上行，奠定 A 股有色金属行业指数形成上涨行情。与经济相关性更大，受流动性外溢影响更显著的铜铝等工业金属板块受益更大，建议重点关注 A 股铜铝板块龙头标的，包括铜矿板块中的紫金矿业（601899）、洛阳钼业（603993）、西部矿业（601168）、金诚信（603979）；铝板块中的神火股份（000933）、云铝股份（000807）、中国铝业（601600）、天山铝业（002532）等。

## 六、风险提示

---

- 1) 国内经济复苏不及预期的风险；
- 2) 美联储降息不及预期的风险；
- 3) 金属价格大幅下跌的风险；
- 4) 政策不及预期的风险。



## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

华立，有色金属行业分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准   | 评级                       | 说明                      |
|--|--------------------------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级                     | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上      |
|  |                          | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 |
|  |                          | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上       |
| 公司评级   | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上       |                         |
|  | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 |                         |
|  | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间   |                         |
|  | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |                         |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn