



宏观研究

【粤开宏观】大类资产配置研究(一): 当前国内资产的宏观交易主线及未来 价格走势

2024年09月08日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：原野

执业编号：S0300523070001
电话：15810120201
邮箱：yuanye_zb@y kzq.com

分析师：孟之绪

执业编号：S0300524080001
邮箱：mengzhixu@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】如何理解城投“退平台”与
声明市场化经营主体？》2024-09-05

《【粤开宏观】当前宏观政策面临的两大
“叙事陷阱”》2024-09-01

《【粤开宏观】如何看待产业外迁与企业出
海？——出口系列研究之二》2024-08-29

《【粤开宏观】中国式现代化的财税改革逻辑
》2024-08-28

《【粤开宏观】数字经济时代财税体系面临
的挑战与发展趋势》2024-08-28

摘要：

今年以来，国内资本市场整体呈现“债牛股熊”的格局，背后的交易逻辑高度一致，即微观主体信心不足，追求安全稳定的确定性回报。例如，股票市场整体下行，但银行、公用事业等红利板块表现突出，出现高息股抱团行情。这些板块的股票具有典型的“类债”属性，稳定的分红可类比为债券的票息，防御特征明显。机构大举买入相关股票和今年债市走牛的逻辑本质是相似的。

究其原因，主要有两点：一是新旧动能转换存在阵痛，经济恢复基础不牢，仍有一定下行压力。房地产和地方财政两大关键因素仍然拖累经济修复速度。二是稳增长政策的力度、节奏与预期比尚有差距。财政政策总体积极，但受制于税收和土地出让收入不及预期、专项债发行进度偏慢等因素，支出力度弱于预期。货币政策，受制于内外部约束，名义利率降息幅度仍低于物价下行幅度，实际利率有所上升。国内银行净息差持续缩窄，二季度末为1.54%，位于警戒线1.8%之下；人民币贬值压力较大，近期压力才有所减轻。这导致降息速度慢于预期，从2月5年期LPR调降之后，7月迎来10bp全面降息。

经济恢复基础不牢、政策力度低于预期，使得市场参与主体处于低风险偏好状态，进而有了资金在场内押注高息板块，在场外涌入长期国债，国内定价商品弱于国际定价商品的基本情形。2024年初至9月6日，大类资产表现为：债券>股票≈大宗商品，中债指数（5.0%）>沪深300（-5.8%）>南华商品指数（-6.9%）>上证指数（-7.0%）。

进入8月市场产生了一些边际变化。中下旬，强势了大半年的债券市场开始宽幅震荡；月末，高歌猛进近一年的高息银行股出现明显下跌。这是否意味上半年的交易逻辑已经出现变化？背后原因是什么？未来如何配置？本文尝试回答以上问题。

一、股市：抱团高息股行情仍将持续

1、2024年以来，A股行情分化特征明显，一边是宽基指数震荡下行，一边高息红利板块持续强势，且资金向波动性更低、确定性更强的银行板块集中。

银行高息股上涨主要由资金面驱动。一是居民风险偏好下降，保费收入持续增加，并流入银行股。今年上半年保险公司保费收入累计3.5万亿元，同比增长10.7%。6月末，财产险和人身险投向股票的余额分别为1369.5亿元和1.9万亿元，同比增长6.7%和4.2%。二是2023年下半年以来，出于稳定市场的目的，中央汇金等国家队资金加大对ETF增持力度，沪深300ETF为重要标的，银行业在其中权重较高，间接受益。

2、银行股之所以成为保险等低风险偏好资金抱团的标的，除了高股息这一基本特征，还由于其价格波动水平更低，业绩、分红更稳定。银行持债规模大，



债市走牛，银行股间接受益。2024年二季度，42家上市银行归母净利润较去年同期仅增长0.4%，但投资净收益增长27.8%。

3、8月末银行股出现回调，更多是受情绪面以及高拥挤度下短期资金获利了结所影响。

4、展望后市，高息股抱团行情将持续演绎，短暂的抱团松动或只是“昙花一现”，年内高息银行股仍具有配置价值。

其一，当前低利率环境下，具有高股息、低估值的银行股投资逻辑没有根本改变。中证银行指数股息率与10年期国债收益率差值处在历史较高水平，高息银行股仍具有性价比。

其二，从标的来看，应重点关注国有大行。本轮险资主导的高息股抱团行情，与2019-2021年公募基金主导的白马股抱团行情有所不同。2019至2021年白马股抱团，走的是“扩散”逻辑，由白酒龙头茅台，向医药龙头迈瑞医疗、新能源龙头宁德时代等不断扩散，背后是产业和宏观经济的向上共振。而当前的高息股抱团，走的是“收缩”逻辑，一开始范围较广，包括银行、高速、水电燃气、石油煤炭等，目前主要集中在银行股，背后是市场风险偏好不断下降，保险等资金存在较高的配置需求。这一过程中，安全性、确定性更高的国有大行胜率或更高。

其三，微观主体活力和信心的扭转仍需时间，市场期待的指数级别、持续反弹的行情需要超预期的政策外力推动。9月美联储将迎来确定性降息，人民币贬值压力减轻，为货币政策腾挪出更多空间，需密切关注。如果没有超预期的降准、降息，市场将仍然延续防御策略，那么银行股经历近期下跌后，股息率抬升，反而更具吸引力；如果降准降息超预期，风险偏好大幅回升，那么即使有风格切换，普涨行情下银行下跌空间也不大。

二、债市：耐心等待调整后配置机会

1、今年以来，债市整体走牛，债券收益率持续下行，其宏观背景是经济弱复苏和债券供需失衡引发“资产荒”。10年期、30年期国债收益率仍从年初的2.56%、2.84%最低下行至2.13%、2.34%。

2、8月中下旬，债市出现明显调整，收益率有所上行，主要是央行监管、信用债调整等因素所致。一是在央行提示风险后，部分金融机构对央行意图存在误读，“一刀切”地暂停了国债交易，暂时离场观望，导致债市成交量下滑，市场情绪低迷；二是今年以来信用利差已被压缩至历史低位，本轮调整5年AAA城投债的信用利差最低为17BP，处于2014年以来0.4%的分位数水平，这意味着信用债的估值相对利率债来说已较高，这种情况下信用债对利空的边际敏感度更高；三是在市场面临流动性压力的情况下，部分机构选择加点抛售信用债，这引发了信用债大幅度调整。

3、展望后市，考虑到本轮债市下跌主要是由于资金面和情绪面变化引起的机构行为调整，属于对前期债市过热情绪的纠偏，预计收益率将维持低位震荡格局，建议等待调整结束后的配置机会。



三、商品：需求较弱，反弹空间有限

1、年初以来，大宗商品整体呈现出先上涨、再下跌的倒“V”型走势。就与宏观经济密切相关的工业品种来看，国内品种整体表现弱于国际，其背后是国内经济基本面的差异所致。如螺纹钢、玻璃持续震荡下行，铜、原油则先涨后跌。

2、8月下旬以来，螺纹钢、铜等品种在经历前期大跌后有所反弹。展望后市，我们认为在地产和基建等相关需求均没有超预期改善的情况下，商品整体的反弹空间有限。

一是螺纹钢，供给决定方向，需求决定力度。由于钢价低迷，钢厂处于持续减产中，供给端对价格有一定支撑；需求端，表观消费量虽然环比有所改善，但较往年同期仍有差距，掣肘上涨空间。二是铜，从库存来看，国内随着建筑和家电消费旺季的到来，需求有所改善，库存去化，而国外仍处在库存累积过程中。三是原油，供给方面，欧佩克+计划在10月增产以弥补利比亚和伊拉克的减产，需求方面，美国能源信息署（EIA）8月30日数据显示，6月美国石油消费放缓，低于往年季节性水平，对油价形成拖累。

四、汇率

1、近期，受到美元指数偏弱和出口企业集中结汇影响，人民币汇率走强，其中企业结汇或为主要影响因素。前期，出口企业在贬值预期影响和内外投资收益差驱动下选择暂缓结汇。截至2024年7月底，企业货物贸易结汇率仅为47.6%，远低于过去五年54.2%的月均结汇率。8月以来，美国降息基本已经是明牌，人民币升值预期强烈，企业集中兑现前期积压的结汇需求，反过来又进一步推动人民币汇率升值，形成了汇率升值与结汇行为的正向循环。

2、展望后市，我们认为人民币汇率短期仍可能保持上行，但空间有限。一是美国“硬着陆”风险较低，美联储降息节奏可能偏缓，中美利差倒挂可能持续，人民币贬值压力并没有完全消除。二是国内经济恢复仍在进行继续中。三是央行政策工具箱充足。人民币汇率关系我国贸易进出口，与我国经济恢复程度相关，央行有意愿和能力保持人民币汇率在合意区间内运行。

风险提示：政策发力不及预期、美联储降息不及预期



目 录

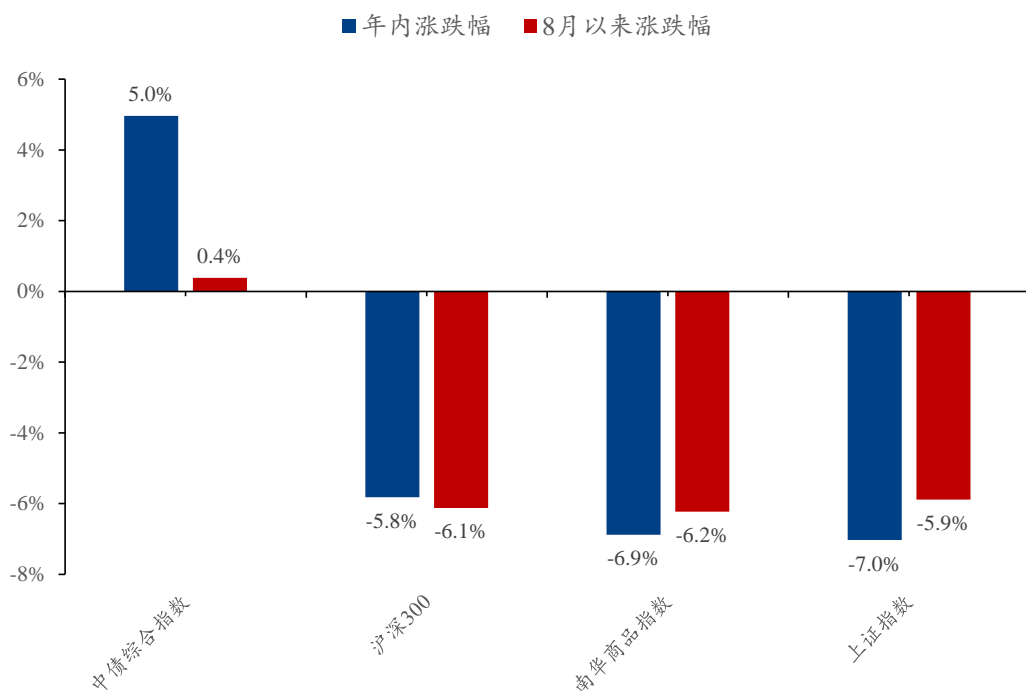
一、股市：抱团高息股行情仍将持续演绎.....	5
二、债市：耐心等待调整后配置机会.....	12
三、商品：需求较弱，反弹空间有限.....	14
四、汇率：单边大幅升值可能性较低.....	16

图表目录

图表 1： 2024 年初至 9 月 6 日，大类资产表现为：债券>股票≈大宗商品.....	5
图表 2： 2024 年以来，银行、公用事业等高息股板块涨幅较大.....	6
图表 3： 2024 年 1-8 月银行指数和主要宽基指数涨跌幅情况.....	6
图表 4： 保费收入增长带来股市配置需求.....	7
图表 5： 2023 年三季度以来，险资重仓银行股市值占比有所提升.....	8
图表 6： 高息股适合在熊市跑相对收益.....	9
图表 7： 银行股的价格和 ROE 波动水平更低.....	9
图表 8： 六大国有行 ROE 情况.....	10
图表 9： 银行股的分红较其他行业高息股更稳定.....	10
图表 10： 股息率拆解公式.....	11
图表 11： 中证银行指数股息率与 10 年期国债收益率差值仍处在历史较高水平.....	12
图表 12： 2024 年以来长期国债收益率走势.....	13
图表 13： 2024 年以来 5 年 AAA 城投国债收益率及信用利差走势.....	13
图表 14： 2024 年国内外大宗商品走出倒“V”型走势（2024/1/2 基准为 1）.....	14
图表 15： 螺纹钢、玻璃期货结算价持续震荡下行.....	15
图表 16： 受全球制造业景气度影响，年内铜、油价先升后降.....	15
图表 17： 2024 年一二季度，中美制造业 PMI 先升后降.....	16
图表 18： 8 月人民币快速升值，截至 8 月底已收复年内跌幅.....	17
图表 19： 8 月 27 日，美元指数结束持续下行趋势.....	18
图表 20： 近期结汇率处于低位，货物出口企业持有大量待结汇外汇.....	18
图表 21： 2023 年以来中美利差倒挂幅度加深.....	19



图表1：2024年初至9月6日，大类资产表现为：债券>股票≈大宗商品



资料来源：Wind、粤开证券研究院

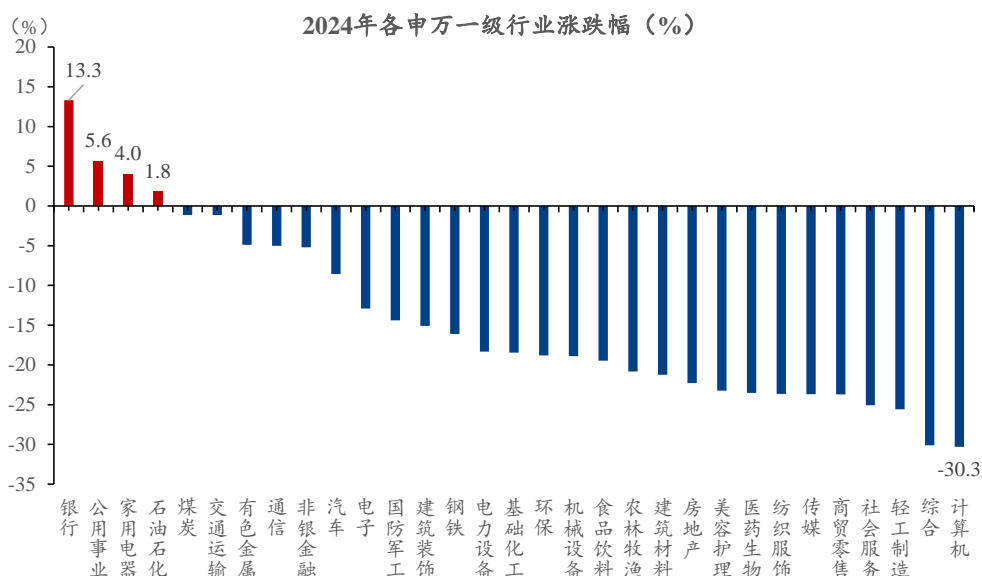
一、股市：抱团高息股行情仍将持续演绎

1、2024年以来，A股行情分化特征明显，一边是宽基指数震荡下行，一边高息红利板块持续强势。交易主线相对明确，即资金抱团高息股，且向波动性更低、确定性更强的银行板块集中。

2024年初至8月30日，申万31个一级行业中，银行涨13.3%，公用事业涨5.6%，涨幅居前二。同期，沪深300指数跌3.2%，上证指数跌4.5%。5月底，高息股出现回调，但进入8月，资金再次回流高息股，特别抱团在银行板块。六大国有行中，除了邮储银行，工、农、中、建、交股价均在8月走出历史新高。即使月底连续三天的回调，六大行依然保持较高的涨幅，涨幅最小的邮储银行年内涨14.5%，最多的工商银行涨了31.7%。

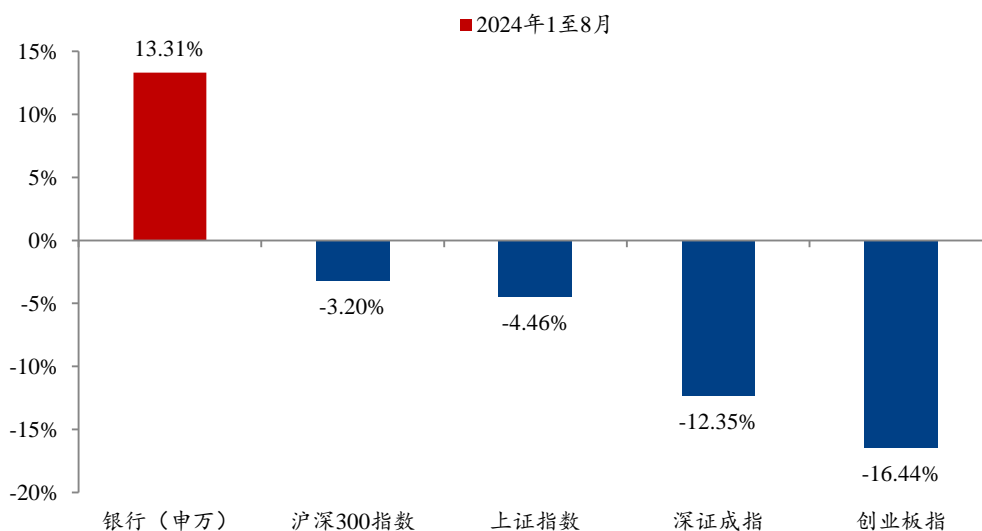


图表2：2024 年以来，银行、公用事业等高息股板块涨幅较大



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：2024 年 1-8 月银行指数和主要宽基指数涨跌幅情况



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、银行高息股上涨主要由资金面驱动，保险资金、ETF 被动基金是重要增量资金。

疫情之后，银行持续让利实体经济，代表其核心盈利能力的净息差不断缩窄，加上化解房地产风险、地方政府债务风险、中小银行风险的压力，很难从基本面的角度解释银行上涨，因此从资金面入手或能准确找到银行上涨的答案。

其一，广谱利率下行背景下，保险机构保本保息的储蓄型产品对投资者具有较高吸引力，加上居民风险偏好下降，促使保险资金负债端的保费收入持续增加，并流入银行股。根据国家金融监督管理总局数据，今年上半年保险公司保费收入累计 3.5 万亿元，同比增长 10.7%；保险资金运用余额达 30.9 万亿元，同比增长 11.0%。保费规模增加，



部分资金流入 A 股。6 月末，财产险和人身险投向股票的余额分别为 1369.5 亿元和 1.9 万亿元，同比增长 6.7%和 4.2%。银行股由于具有稳定的高分红，成为险资配置的重点。2023 年三季度起，险资持续增配银行股，重仓股中银行股市值占比从 26.2%上升至 2024 年一季度的 29.4%，二季度略有回落至 27.2%。

其二，2023 年下半年以来，出于稳定市场的目的，中央汇金等国家队资金加大对 ETF 增持力度，沪深 300ETF 为重要标的，银行股间接受益。银行业在沪深 300 指数中权重最高，为 13.3%。截至 2024 年 8 月末，股票型 ETF 年内净流入 7088.4 亿元，绝大多数流入跟踪沪深 300 指数的相关 ETF，华泰柏瑞、易方达、华夏、嘉实四大沪深 300ETF 净流入 4881.8 亿元，占比 68.9%。

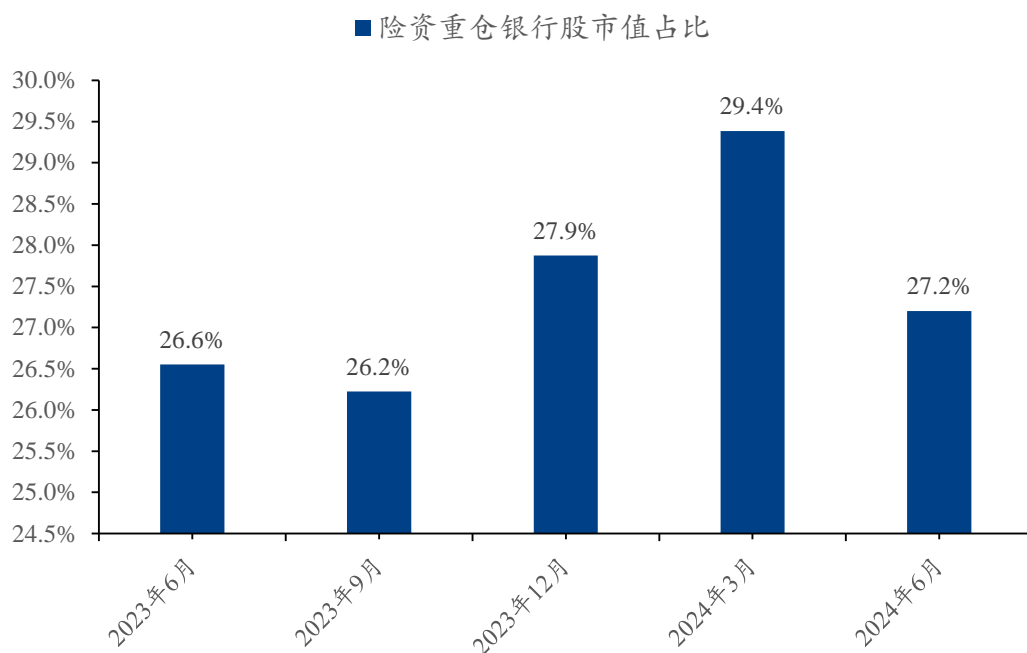
图表4：保费收入增长带来股市配置需求



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：2023 年三季度以来，险资重仓银行股市值占比有所提升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、更进一步，银行股之所以成为保险等低风险偏好资金抱团的标的，主要由于其价格波动水平更低，业绩、分红更稳定。

其一，高股息是基本逻辑，意味银行股具有相对确定性收益。根据 Wind 数据，8 月 30 日六大国有行股息率均值为 5.21%，10 年期国债收益率为 2.17%，两者利差约 300 个基点，国有大行具有较高溢价。特别是在当前配置长债资金出现波动的背景下，高息银行股的性价比更加凸显。

拉长周期来看，高息策略在熊市往往能跑出相对收益，是标准的防守工具。以中证高息策略指数为例，2021 年以来都有相对收益，特别是 2023 年，高股息组合收益率近 20%，且市值越大的高股息组合，收益越好（见图表 6）。

其二，银行股是高息股中价格波动更小，业绩、分红更稳定的品类。高息股必然集中在垄断性行业，像计算机电子、生物医药这类非垄断性行业，即便中短期拥有高股息也很容易证伪。因为非垄断性行业要面对激烈的市场竞争，高分红挤占了资本开支和研发费用，这也是为什么高息股天然集中在金融、石油电力、公用事业等拥有牌照、特许经营权的行业。

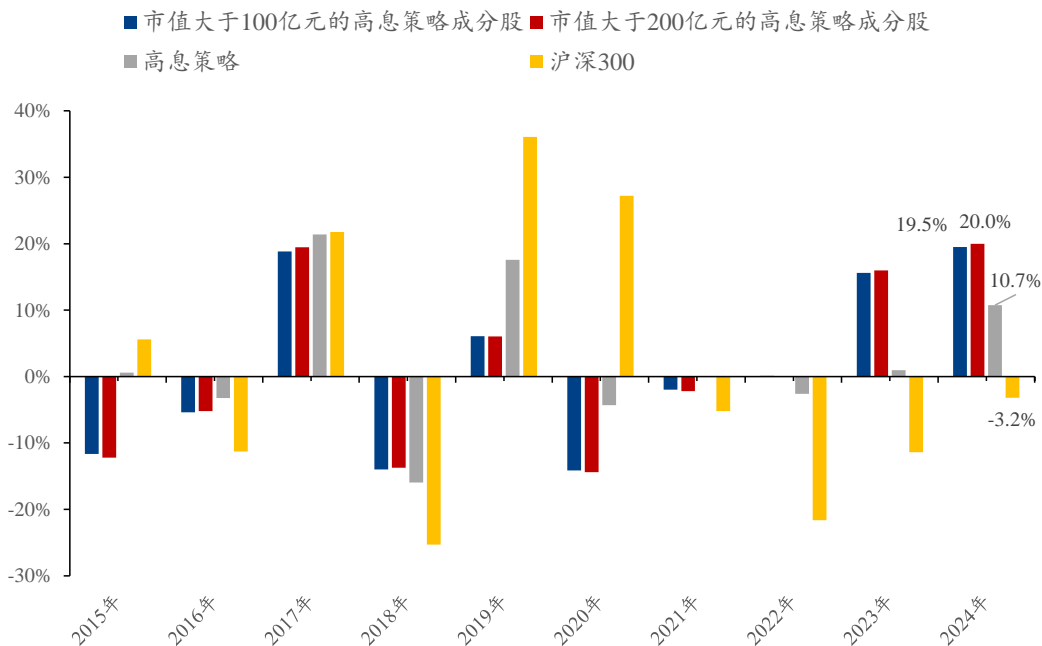
而在垄断性行业中，银行业的业绩更稳定，股价波动水平更低。我们计算了 2024 年以来各个行业股票的价格变异系数，银行股价格波动更小，变异系数为 2.97，显著低于公用事业股（5.54）、煤炭股（6.59）等其他高股息行业（见图表 7）。银行股的盈利能力也更稳健，根据二季报数据，国有大行的年化 ROE 基本能保持在 10%左右（见图表 8）。此外，银行股的分红较其他高息股而言，也更加稳定（见图表 9）。

其三，银行持债规模大，债市走牛，银行投资收益“水涨船高”。根据中债登数据，2024 年 7 月末，银行持债规模 71.8 万亿元，占银行间市场的 74.1%。息差承压背景下，债券牛市为银行利润提供了一定的安全垫。2024 年二季度，42 家上市银行归母净利润较去年同期仅增长 0.4%，但投资净收益增长 27.8%。19 家银行投资收益增速超 50%，既包括常熟银行、无锡银行等地方城商行，也包括中国银行等国有大行。而投资收益主要来



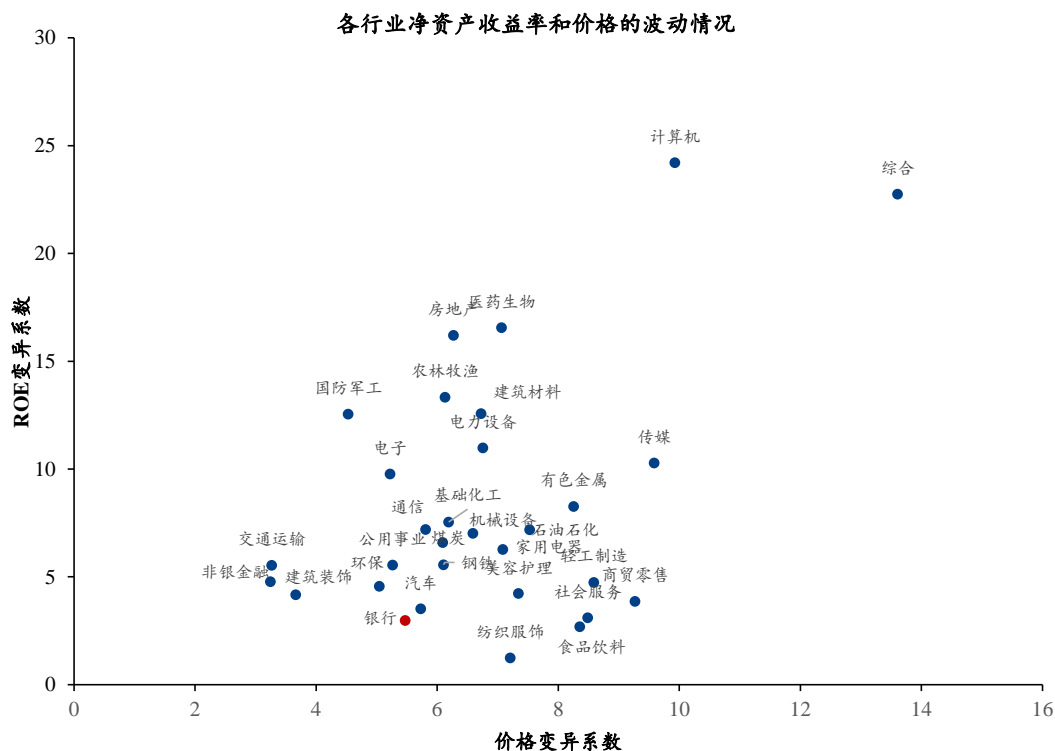
源于债券，或者底层资产为债券的公募基金。

图表6：高息股适合在熊市跑相对收益



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：银行股的价格和ROE波动水平更低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：样本为2024年8月30日A股所有个股，行业股价按成分股流通市值加权平均，行业ROE为成分



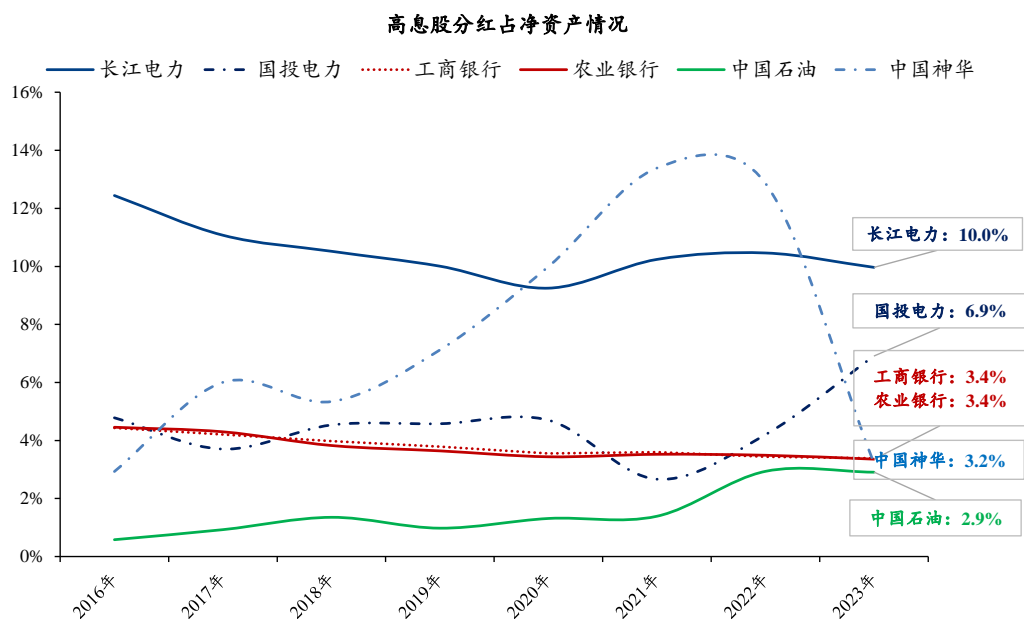
股 ROE 的算术平均值，统计区间为 2024 年 1 月 2 日至 8 月 30 日。

图表8：六大国有行 ROE 情况

证券简称	2024 年上半年 ROE(平均)	2024 年上半 ROE(加权)	年化 ROE (平均)	年化 ROE (加权)
邮储银行	5.0%	5.7%	10.0%	11.4%
建设银行	5.1%	5.4%	10.3%	10.8%
交通银行	4.1%	4.6%	8.3%	9.3%
工商银行	4.5%	4.8%	9.0%	9.5%
农业银行	4.6%	5.4%	9.2%	10.8%
中国银行	4.5%	4.8%	9.0%	9.6%
平均值	4.6%	5.1%	9.3%	10.2%

资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：银行股的分红较其他行业高息股更稳定



资料来源：Wind、粤开证券研究院

4、8 月末银行股出现回调，市场观点莫衷一是，我们认为更多是受情绪面以及高拥挤度下短期资金获利了结所影响。

部分观点认为是银行披露的业绩表现较弱所致；部分观点认为是监管对资金的限制所致。上述观点都有明显缺陷，缺乏解释力。

针对前者，近两年银行净息差不断缩窄，业绩承压一直存在，估值早已反映了极度悲观预期。如果把下跌归因于业绩等基本面问题，那么沿着这一逻辑，上涨也是因为银行业绩超预期，这与现实明显背离。基本面逻辑已经很难解释银行股价变动。

针对后者，股市和债市完全不同，债市是由于过热，所以监管提示风险，而股市如



此低迷的情况下，低风险偏好的长期资金买入银行股，即能稳定指数，又能保证一定安全收益，没有理由进行强干预。因此银行股短期回调更多是受情绪面以及高拥挤度下短期资金获利了结所影响，如存量房贷转按揭等等。

5、展望后市，高息股抱团行情将持续演绎，8月末银行股回调、抱团松动或只是“昙花一现”，年内高息银行股仍具有配置价值。

其一，当前低利率环境下，具有高股息、低估值的银行股投资逻辑没有根本改变。股息率由净资产收益率（ROE）、分红率以及市净率决定，尽管经历了前期大幅上涨，目前银行市净率仍然较低。截至9月2日，中证银行指数市净率为0.6倍，处在近十年21.9%的分位数水平。同时银行分红和ROE相对稳定，对股息率形成一定支撑。中证银行指数股息率与10年期国债收益率差值处在历史较高水平，高息银行股仍具有性价比（见图表11）。

其二，从标的来看，应该优中选优，重点关注国有大行。本轮险资主导的高息股抱团行情，与2019-2021年公募基金主导的白马股抱团行情有所不同。2019至2021年白马股抱团，走的是“扩散”逻辑，由白酒龙头茅台，向医药龙头迈瑞医疗、新能源龙头宁德时代等不断扩散，背后是产业和宏观经济的向上共振。一方面，经历了长期的供给侧结构性改革后，我国产业结构得到优化，叠加“消费升级”概念带来需求的想象空间，各个产业链龙头的业绩增长较快。另一方面，2020年后中国率先恢复生产，填补世界产业链空缺，出口、工业增加值高增，PPI回升，经济复苏势头良好。两者叠加导致市场风险偏好的不断提升，反映在股价上，茅台等标的经历了从正常到高估，再到泡沫的过程，动态市盈率一度达到70倍水平。而当前的高息股抱团，走的是“收缩”逻辑，一开始范围较广，包括银行、高速、水电燃气、石油煤炭等，目前主要集中在银行股，背后是市场风险偏好不断下降，保险等资金存在配置需求下的“无奈选择”。这一过程中，安全性、确定性更高的国有大行胜率或更高。相较中小银行，特别是一些经济增长动能不足区域的中小银行而言，国有大行负债成本更低，分散经营能力更强，业绩更稳定。

其三，微观主体活力和信心的扭转，很难自发完成，市场期待的指数级别、持续反弹的行情更多需要超预期的政策外力推动。7月政治局会议明确提出：“宏观政策要持续用力、更加给力”。8月专项债发行速度明显加快，财政支出力度加大；9月美联储将迎来确定性降息，人民币贬值压力减轻，为货币政策腾挪出更多空间。下一阶段应密切关注相关政策力度和落地情况。

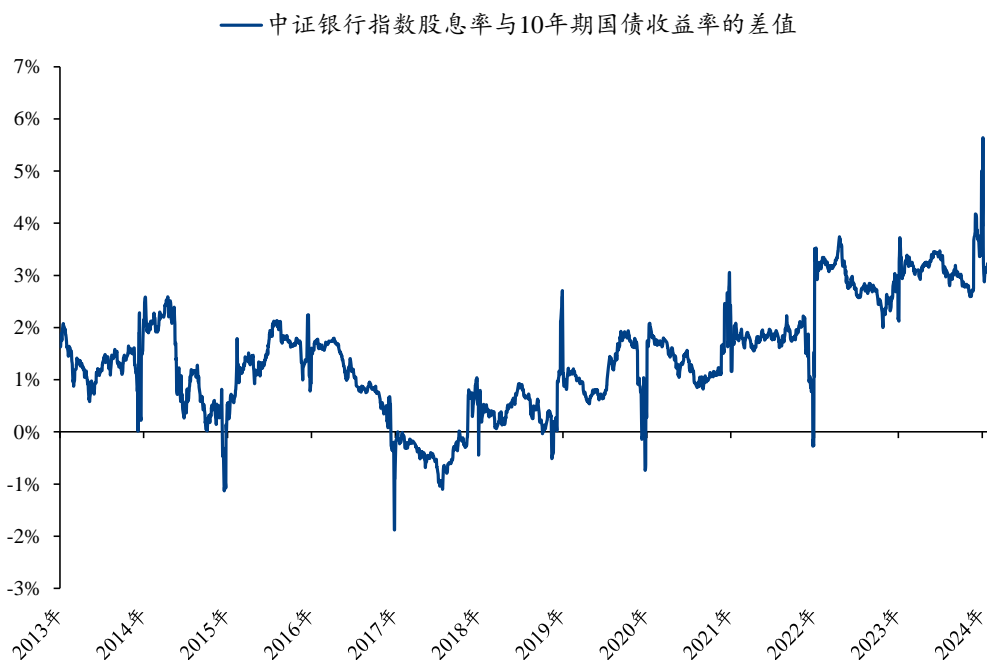
图表10：股息率拆解公式

$$\text{股息率} = \frac{\text{股息}}{\text{股价}} = \frac{\text{利润} * \text{分红率}}{\text{股价}} = \frac{(\text{净资产} * \text{ROE}) * \text{分红率}}{\text{股价}} = \frac{\text{ROE} * \text{分红率}}{\text{股价} / \text{净资产}} = \frac{\text{ROE} * \text{分红率}}{\text{市净率}}$$

资料来源：粤开证券研究院



图表11：中证银行指数股息率与10年期国债收益率差值仍处在历史较高水平



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、债市：耐心等待调整后配置机会

1、今年以来，债市整体走牛，债券收益率持续下行，其宏观背景是经济弱复苏和债券供需失衡引发“资产荒”。

虽然央行多次喊话提示长端风险，10年期、30年期国债收益率仍从年初的2.56%、2.84%最低下行至2.13%、2.34%，分别下行了43、510BP，创历史新低。

2、8月中下旬，债市出现明显调整，收益率有所上行，主要由于央行监管、成交量萎缩、信用债调整所致。

10年期国债收益率小幅上行至2.17%，信用债调整幅度更大，5年AAA城投债的收益率较低点上行20BP。究其原因：一是部分金融机构在央行提示风险后，对央行意图存在误读，“一刀切”地暂停了国债交易，暂时离场观望，导致债市成交量下滑，市场情绪低迷；二是今年以来信用利差已被压缩至历史低位，本轮调整5年AAA城投债的信用利差最低为17BP，处于2014年以来0.4%的分位数水平，这意味着信用债的估值相对利率债来说已较高，这种情况下信用债对利空的边际敏感度更高；三是近期债市成交量下滑，在市场面临流动性压力的情况下，部分机构选择加点抛售信用债，这引发了信用债大幅度调整。

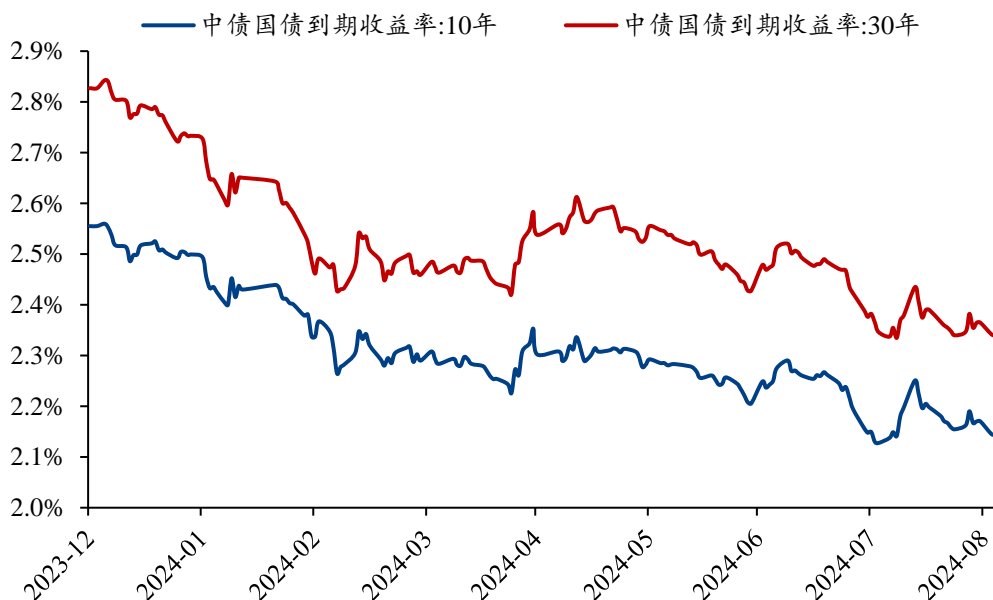
8月30日央行发布《国债买卖业务公告》第1号公告，明确了今年8月央行开展了公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为1000亿元。“买断卖长”表明了央行引导收益率曲线向上倾斜的意图，在此基础上保持净买入1000亿元体现了央行对债市流动性的呵护。

3、展望后市，考虑到本轮债市下跌主要是由于资金面和情绪面变化引起的机构行为调整，属于对前期债市过热情绪的纠偏，预计收益率将维持低位震荡格局，建议等待调整结束后的配置机会。



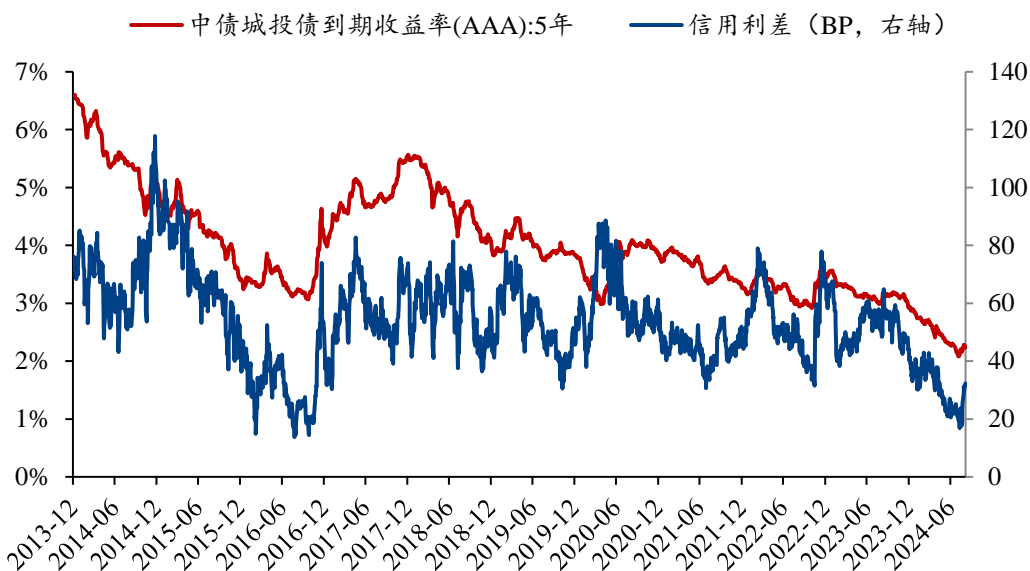
一方面，在经济弱复苏的背景下，央行维持货币政策宽松的意图明确；另一方面，美联储降息，打开了我国货币政策降准、降息空间。但同时要注意到，地方债加速发行将改善债市的供需格局，缓解“资产荒”局面，叠加央行对长端收益率的调控意愿仍强，10年期国债收益率预计很难突破前期低点 2.1%。

图表12：2024 年以来长期国债收益率走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院、截至 2024 年 9 月 3 日

图表13：2024 年以来 5 年 AAA 城投债收益率及信用利差走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院、截至 2024 年 9 月 3 日



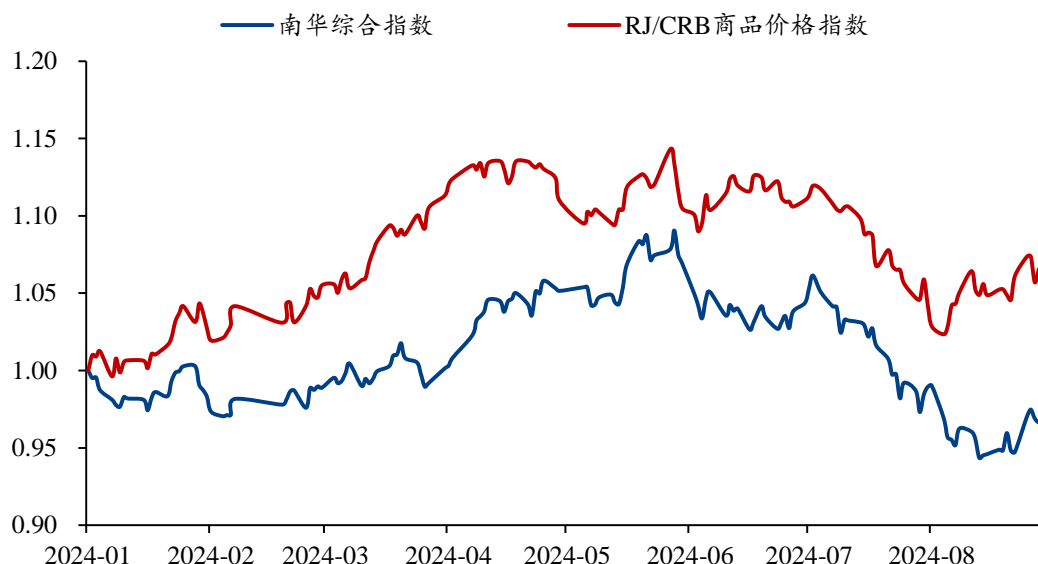
三、商品：需求较弱，反弹空间有限

1、年初以来，大宗商品整体呈现出先上涨、再下跌的倒“V”型走势。就与宏观经济密切相关的工业品种来看，国内品种整体表现弱于国际，其背后是国内外经济基本面的差异所致。

由于国内地产周期下行、基建力度不足，螺纹钢、玻璃等国内定价品种价格表现较弱，持续震荡下行。截至8月30日，螺纹钢期货主力合约结算价为3243元/吨，较年初年内跌幅达19.7%；玻璃期货主力合约约为1264元/吨，较年初年内跌幅达32.8%。

铜、原油等国际定价品种，今年一季度在供应扰动叠加全球制造业走强的影响下涨幅较大，LME铜期货价格较年初最大涨幅为28.8%；布伦特原油期货价格较年初最多上涨20.1%。二季度后随着全球经济放缓，制造业逐步走弱导致的需求疲软，铜、原油价格下跌。截至8月30日，铜、原油价格较年内高点跌幅分别为13.6%和15.1%。

图表14：2024年国内外大宗商品走出倒“V”型走势（2024/1/2 基准为1）



资料来源：Wind、粤开证券研究院、截至2024年8月30日



图表15: 螺纹钢、玻璃期货结算价持续震荡下行



资料来源: Wind、粤开证券研究院、截至2024年8月30日

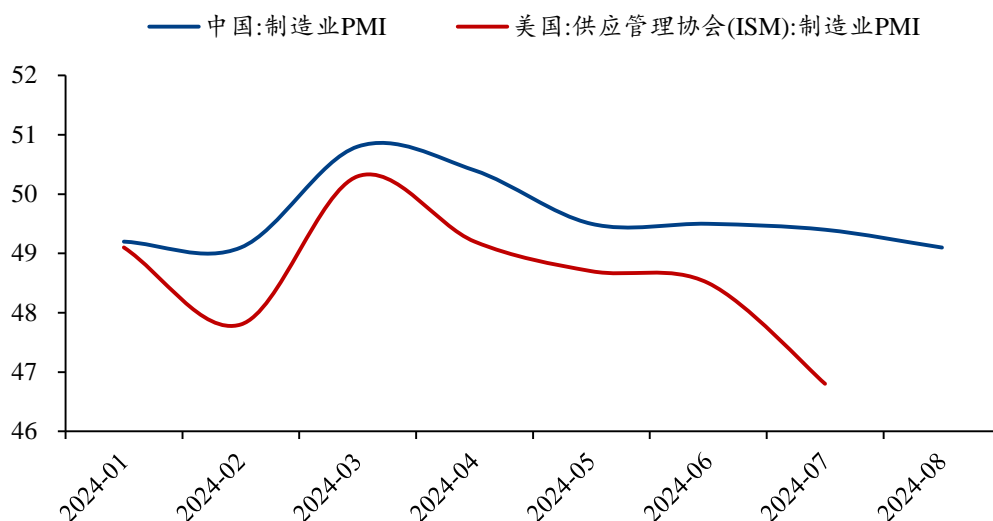
图表16: 受全球制造业景气度影响, 年内铜、油价先升后降



资料来源: Wind、粤开证券研究院、截至2024年8月30日



图表17：2024年一二季度，中美制造业PMI先升后降



资料来源：Wind、粤开证券研究院、截至2024年8月30日

2、8月下旬以来，螺纹钢、铜等品种在经历前期大跌后有所反弹。一方面，商品在经历价格大幅下跌后，下游的补库需求有所修复；另一方面，国内即将进入传统的“金九银十”需求旺季，重大项目施工进度加快，螺纹钢、铜等品种的市场需求存在季节性环比改善的空间。

3、展望后市，我们认为在地产、基建、制造业相关需求均没有超预期改善的情况下，商品整体的反弹空间有限。具体来看：一是螺纹钢，供给决定方向，需求决定力度。由于钢价低迷，钢厂处于持续减产中，供给端对价格有一定支撑；需求端，表观消费量虽然环比有所改善，但较往年同期仍有差距，掣肘上涨空间。二是铜，从库存来看，国内随着建筑和家电消费旺季的到来，需求有所改善，库存去化，而国外仍处在累库过程中。三是原油，供给方面，欧佩克+计划在10月增产以弥补利比亚和伊拉克的减产，需求层面，美国能源信息署（EIA）8月30日数据显示，6月美国石油消费放缓，低于往年季节性水平，对油价形成拖累。

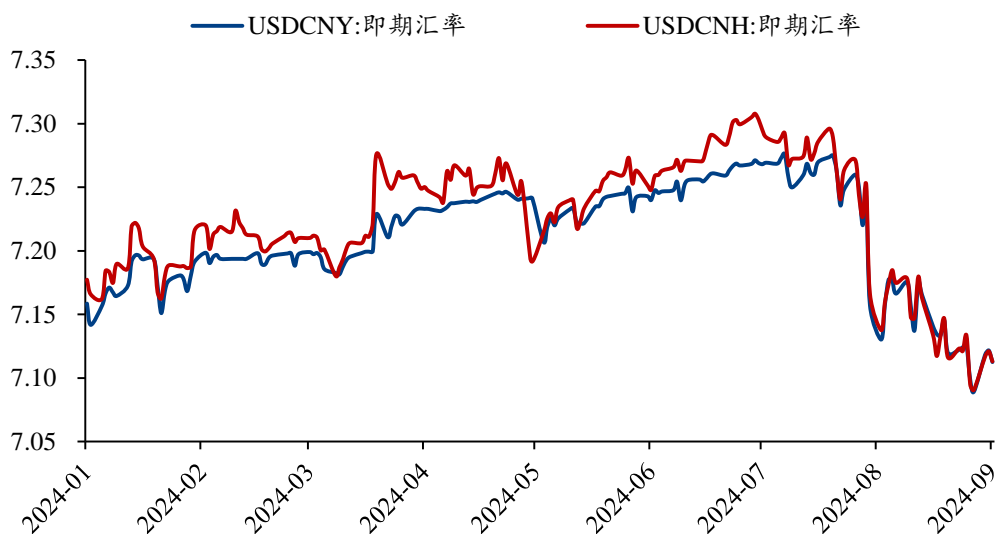
四、汇率：单边大幅升值可能性较低

1、8月以来，人民币快速升值，收复年内跌幅。

2024年初以来，人民币持续承压，在岸人民币汇率由年初的7.0999一度跌至7月10日的7.2762。8月以来，人民币开始走强，不断突破整数关口。其中，8月5日单日上涨267点，创年内新高。截至8月30日，在岸人民币汇率升至7.0892，离岸人民币汇率为7.0904，均收复年内跌幅。



图表18: 8月人民币快速升值, 截至8月底已收复年内跌幅



资料来源: Wind, 粤开证券研究院, 截至2024年9月3日

2、近期人民币汇率走强, 主要受到美元指数偏弱和出口企业集中结汇影响, 其中企业结汇或为主要因素。

其一, 美联储降息将至, 引发非美货币强劲反弹。8月美元指数连续四周走弱, 8月27日一度逼近100关口。

其二, 企业结汇需求集中释放。企业结汇选择与中美利差、人民币汇率走势相关。2023年初以来, 中美利差倒挂幅度逐步加深, 人民币汇率持续承压, 出口企业在贬值预期影响和内外投资收益差驱动下选择暂缓结汇。以当月银行代客货物贸易结汇与银行代客货物贸易涉外收入之比计算, 境内企业货物贸易结汇率持续下滑, 企业货物贸易产生的结汇需求大量积压。截至2024年7月底, 企业货物贸易结汇率仅为47.58%, 远低于过去五年54.24%的月均结汇率。而一旦人民币汇率走势转向, 升值预期会推动企业大量集中结汇, 降低汇率损失。例如, 2023年底受美元指数走弱驱动, 人民币汇率出现短暂的升值, 期间企业货物贸易结汇率明显抬升。8月以来, 美国降息基本已经是明牌, 人民币升值预期强烈, 企业集中兑现前期积压的结汇需求, 反过来又进一步推动人民币汇率升值, 形成了汇率升值与结汇行为的正向循环。

值得注意的是, 8月最后一周, 美元指数和人民币汇率出现同步上涨的现象, 表明当前人民币汇率快速升值主要受企业结汇影响。截至9月2日, 美元指数涨至101.6452, 较一周前上涨1.08%; 与此同时人民币汇率同步上行。

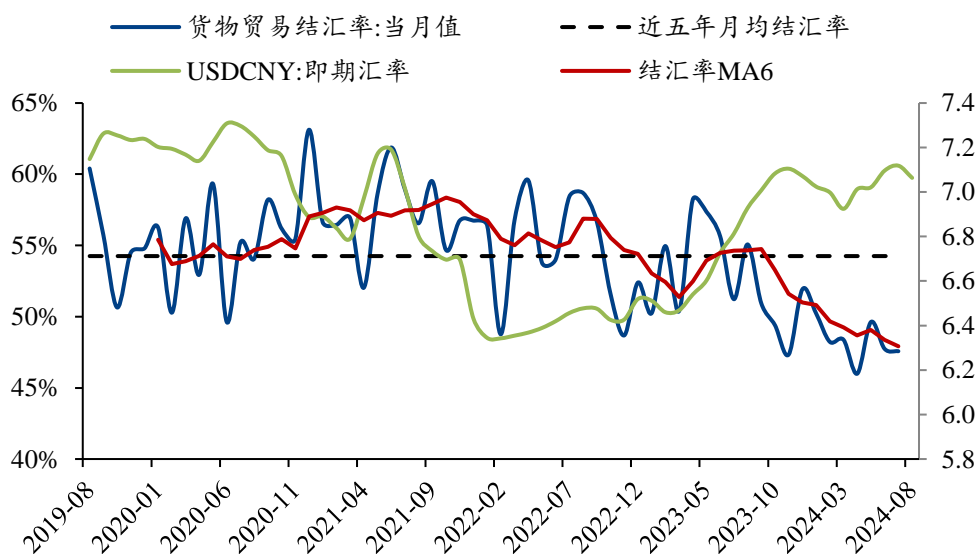


图表19: 8月27日, 美元指数结束持续下行趋势



资料来源: Wind、粤开证券研究院, 截至2024年9月3日

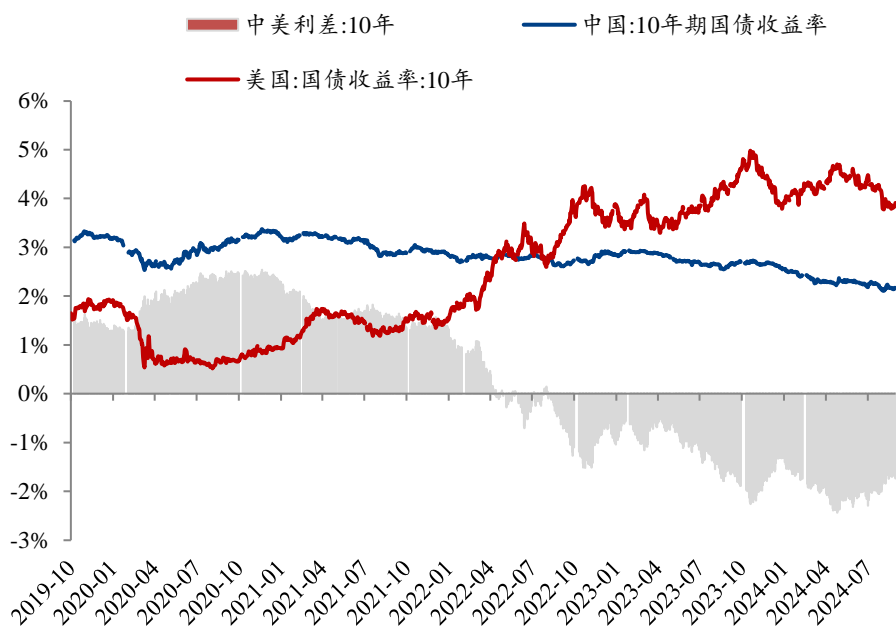
图表20: 近期结汇率处于低位, 货物出口企业持有大量待结汇外汇



资料来源: Wind、粤开证券研究院, 结汇率=银行代客货物贸易结汇/银行代客货物贸易涉外收入



图表21：2023年以来中美利差倒挂幅度加深



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、展望后市，我们认为人民币汇率短期仍可能保持上行，但空间有限。一是美国“硬着陆”风险较低，美联储降息节奏可能偏缓，中美利差倒挂可能持续，人民币贬值压力并没有完全消除。二是国内基本面仍偏弱。8月中采制造业PMI为49.1%，环比下降0.3个百分点，不及市场预期，经济下行压力仍较大。三是央行政策工具箱充足。人民币汇率关系我国贸易进出口，与我国经济恢复程度相关，央行有意愿和能力保持人民币汇率在合意区间内运行。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

孟之绪，华北电力大学学士、硕士，2022年8月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300524080001。

原野，对外经济贸易大学学士、硕士，北京大学博士，2021年7月加入粤开证券，现任资深宏观分析师，证书编号：S0300523070001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者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。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com