



徽商期货
HUISHANG FUTURES



徽商期货金钥匙
HUISHANG FUTURES GOLDEN KEY

RESEARCH REPORT

徽商期货

国际宏观、国内宏观与产业边际好转
三者共振驱动有多强

徽商期货

徽商期货有限责任公司

投资咨询业务资格：皖证监函字【2013】280号

工业品部：刘朦朦

从业资格号：F3037689

投资咨询号：Z0014558

制作日期：2024年9月27日

【免责声明】

【免责声明】本课件所载信息我们认为是由可靠来源（截图、表格等相关资料整理自郑商所官网）取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本课件观点不应视为对任何期货商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本课件内容全部或部分发布、复制。



CONTENTS 目录

01 宏观分析

02 产业分析

03 观点总结

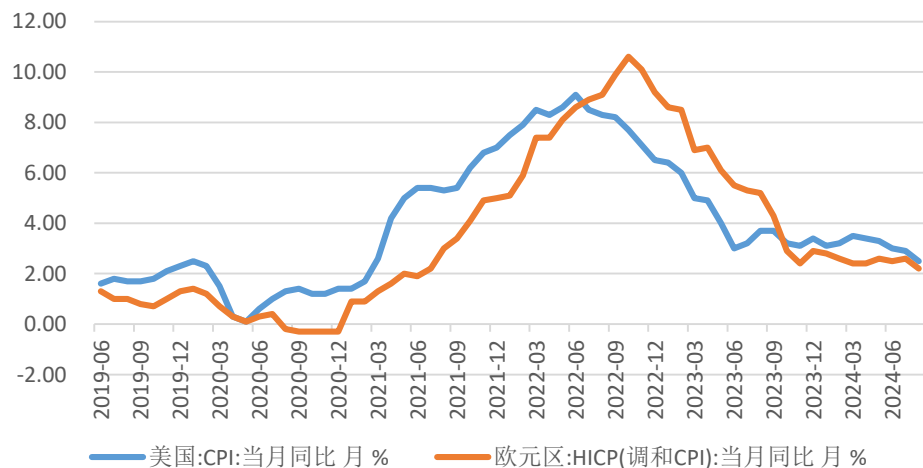


PART

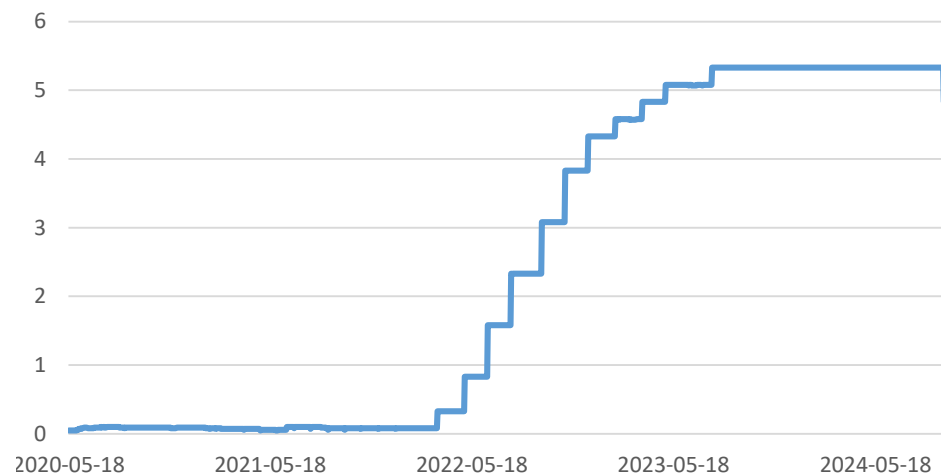
美国开启新一轮降息周期

- 美联储将联邦基金利率下调50个基点至4.75%-5.00%，降息幅度超出市场预期。这是美联储四年来首次降息。政策声明显示，通胀虽已向2%目标取得进一步进展，但仍处于“略高”水平，就业和通胀目标面临的风险处于平衡状态。此外，点阵图显示，美联储预计今年还会降息50基点。从历史的角度来看，美联储鲜有以50个基点开启降息周期。
- 历史表明，大宗商品的价格在降息周期中复杂波动，非线性关系。大宗商品跟CPI通常是同步见底。
- 在过去20年里，每一轮美联储启动的降息周期，往往都伴随着一轮较强的衰退周期，本次降息从前期的25个BP跃升到50个BP，在某种程度上加剧了投资者对未来经济走势恶化的担忧。大宗商品表现多空分歧进一步加剧。
- 参考过往，一般在降息周期开始的初始阶段（“预防式降息”），大宗商品往往会有一轮上涨，但是后期如果发现所谓的“预防式降息”依然难以抵挡经济下行的态势，美联储就会开启一轮所谓的“危机式降息”，这样的降息周期更短，幅度更大，在这个过程中往往大宗商品就会陷入一波较大幅度的下跌调整。

欧美CPI

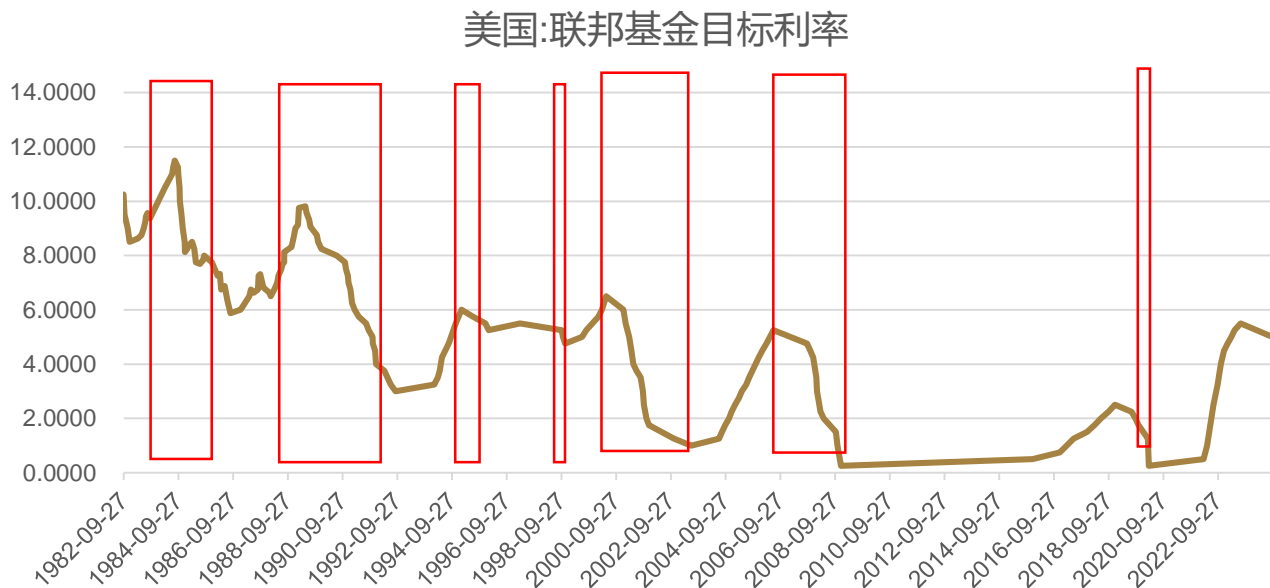


美国：联邦基金利率



- 历史上降息周期的表现和此次可能的不同点是什么？
- 从历史数据来看，降息周期往往与经济衰退同时发生，并可能导致大宗商品价格下跌。例如，1970年代美国经历的滞胀和多次降息周期，大宗商品价格普遍下跌。
- 但是，也有像2000年互联网泡沫和2007年的金融危机期间降息初期，大宗商品价格表现为先下跌后上涨的情形。
- 此次降息周期与之前不同的可能是，大宗商品价格已经在降息前出现了较大幅度的回调，市场可能已经在一定程度上预期了经济放缓的情景。

1982-2019年美国的七轮降息周期：



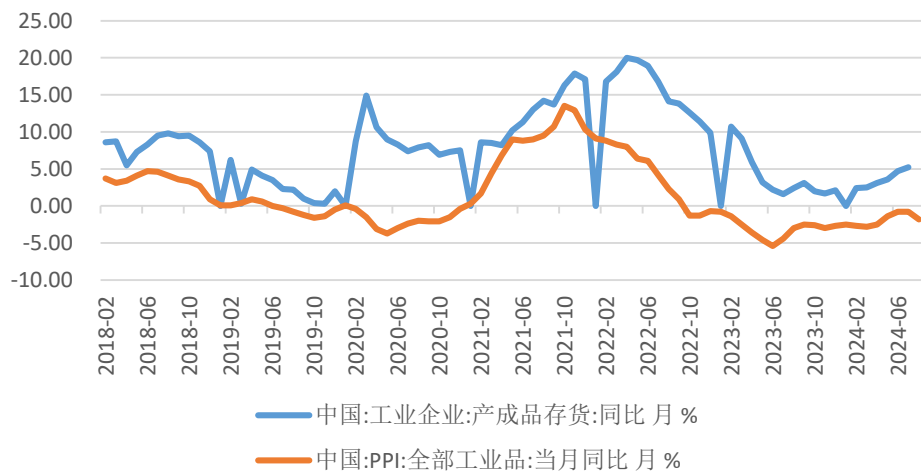
美国开启新一轮降息周期

- 美联储的降息对全球经济有哪些可能的影响？
- 美联储的降息决策通常会影​​响全球央行的政策决策，因此启动降息周期可能引导全球更多央行跟随降息，从而在全球范围内刺激经济。这一政策连锁反应可能带动全球经济活动，特别是制造业和大宗商品市场。
- 此外，美联储的降息也影响美元汇率和美元计价的大宗商品价格，通常美元贬值会推高大宗商品价格。因此，在未来的降息周期内，全球制造业和工业品的需求和价格可能会受到正面的影响。
- 9月19日，中国香港金管局、科威特央行、巴林央行、阿联酋央行、卡塔尔央行等集体宣布降息。而在美联储之前，已经有多家央行选择“抢跑”降息，其中，加拿大央行已连降三次。
- 德意志银行:预计欧洲央行将进入更快的降息周期，预计从12月开始将连续进行两次25个基点的降息。不排除欧洲央行在12月降息50个基点的可能性。

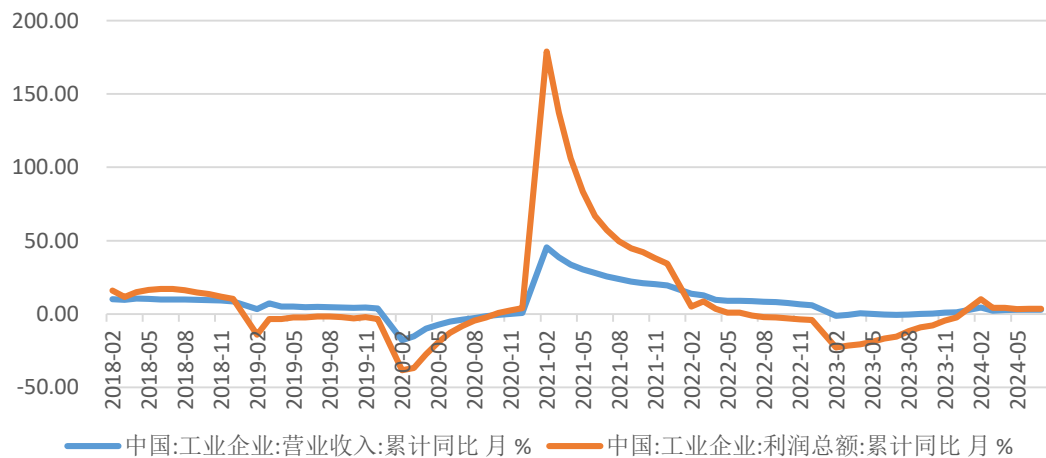
时间	降息
9月19日	中国香港金管局宣布，将基准利率下调50个基点至5.25%； 科威特央行宣布降息25个基点，至4%； 巴林央行下调隔夜存款利率50个基点，至5.50%； 阿联酋央行下调隔夜存款利率50个基点，至4.90%； 卡塔尔央行更为激进，下调存款利率55个基点至5.2%，下调回购利率55个基点至5.45%，下调贷款利率55个基点至5.70%。
前期	9月18日，印度尼西亚央行决定把基准利率下调25个基点至6%，同时，把存款利率下调至5.25%，贷款利率下调至6.75%； 9月12日，欧洲央行宣布年内第二次降息，将存款机制利率下调25个基点，主要再融资利率和边际借贷利率均下调60个基点，三大利率分别降至3.50%、3.65%、3.90%； 9月4日，加拿大央行下调关键利率25个基点至4.25%，为今年连续第三次降息；今年7月、6月，加拿大央行连续两次降息，将基准利率下调至4.5%；10月份再降息25个基点几乎铁板钉钉； 8月15日，菲律宾央行宣布降息25个基点； 8月14日，新西兰联储意外宣布降息25个基点，将基准利率从5.5%降至5.25%； 7月31日，英国央行宣布降息25个基点，将基准利率从5.25%下调至5%，为2020年3月以来首次降息； 今年6月，欧洲央行将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率均下调25个基点，这是该行自2019年以来的首次降息； 今年5月，瑞典央行宣布降息25个基点，这是该央行8年来的首次降息。 今年3月，瑞士央行打响了2024年全球降息之年的“第一枪”，瑞士也成为了第一个宣布降息的欧美发达国家；6月，该央行再度将借贷成本降至1.25%。

- 大宗商品价格可能平稳反弹
- 人民币保持强势影响大宗商品上涨，但涨幅较国际大宗商品低。
- 美国开启货币降息周期对中国的货币政策会造成影响，但大宗商品价格的恐慌式暴跌可能性不高。
- 降息周期开启后，大宗商品价格已经开始回落，未来大宗商品价格的企稳上涨可能会随着市场对周期和经济衰退关系的逐渐消化而到来，而全球央行开启降息周期对全球制造业则是利好。

库存变化



工业企业营收与利润



1

PART

国内宽货币周期开启

➤ 美联储降息之后，我国的政策空间被真正意义上的打开。

内容	解读
1、降准。存款准备金率降幅达到50bp	降准幅度达到50bp, 释放长期流动性1万亿元，同时潘功胜行长还表示年内会再择机降准25-50bp，即可能再释放5000亿元-1万亿元流动性。叠加今年2月已经降准50bp，即释放了流动性1万亿元左右。因此，综合来看，今年累计降准释放的流动性有可能达到3万亿元。
2、降息。公开市场七天期逆回购利率是央行的主要政策，此次下降20个点，从1.7%到1.5%。	在市场化利率的机制下，将带动国内市场基准利率的调整，带动中期借贷便利下调0.3%，预计贷款市场报价利率和存款利率也将随之下行0.2%—0.25%。保持上银行净息差保持稳定。 那么中期借贷便利(MLF)的下调将为金融市场降低中长期资金成本。此前由于国内通胀水平低迷，导致实际利率水平偏高，高利率环境下不利于构建健康的投资环境。因此，降息后降低了在资产价格和通胀增速下行环境中偏高的实际利率，同时美联储超预期降息也缓解了人民币贬值压力。
3、降低存量房贷利率至新发放房贷利率，平均的降幅是在50个BP左右。统一首套房和二套房首付比例，将二套房的最低首付比例25%下调至15%。	1、存量房贷利率下降50BP，这一项政策将惠集5000万户家庭、1.5亿人口，平均每年减少家庭的利息支出总数大约是1500亿元左右，银行利息也会相应减少1500亿元，大约占到全年利润总规模的6.3%。要使得银行净息差保持稳定，存款利率调整幅度应高于贷款利率大约50BP。这符合央行LPR利率、存款利率随之下行0.2到0.25个百分点的说法。 2、对于居民部门而言，利息支出减少有助于提振消费，但提振消费的规模比较有限（居民部门的消费意愿比较低）。 3、对地产基本面提振也有限。从去年的经验来看，即使存量房贷利率下调，居民主动去贷款购房的意愿仍然有限（去年八月份央行相应下调存量房贷利率，九月份落实，但后续居民部门提前还贷意愿再度出现）。 4、降低二套房首付比例能够激发部分增量需求，但需求释放的可持续性不强。（之前也推出过，但新房销售只是短暂经历了提振，后续再度走弱）。
4、保障性住房再贷款政策，人民银行出资的比例从原来的60%提高到了100%	核心城市租售比仍然偏低，项目成本和收益不匹配的问题仍然难以解决，预计该政策工具投放节奏偏慢。
5、创设新的货币政策工具向资本市场注入流动性，如证券基金保险互换便利和股票回购增持再贷款，总计提供了8000亿元用于市场流动性。	



PART

国内宽货币周期开启

➤ 货币政策超出市场预期，表现在3个方面

- 1、国内有第三次降准。
 - 2、降息幅度达20个BP，过去一般是10个BP。
 - 3、创设支持资本市场的结构性政策工具。
- ✓ （1）主要有两项政策工具，第一项工具是首期5000亿元的证券基金保险公司互换便利，根据央行的介绍，符合条件的证券基金保险公司可以使用他们持有的债券、股票ETF、沪深300成分股这些资产作为抵押，从中央银行贷入国债、央行票据这些流动性比较高的资产，将上述资产变现之后，资金只能用于投资股市。这个政策落地之后，符合条件的金融机构资产变现能力将会上升，实际上是可以通过加杠杆的方式来购买股票，这有利于改善全市场流动性不足的情况。
- 股票市场流动性明显出现改善，成交量大幅度上升。
- ✓ （2）第二项政策工具是首期额度3000亿元，利率1.75%的股票回购增持再贷款。
- ✓ 当前企业贷款加权平均利率的水平是3.63%，那么商业银行2.25%的回购贷款利率明显比较低，该政策将为有实际需求，但是资金不足的企业创造回购股票的条件，有助于稳定股价预期。



- 相较于货币政策，财政政策稳定需求、提振通胀的能力都更强，市场更为期待财政政策的发力。
- 此前财政政策保持定力的原因：（唯一亮点——一万亿超长期特别国债）
 - 汇率约束：大幅度增加国债将会造成通胀以及人民币汇率贬值。但美联储已经降息，人民币汇率正在升值。
 - 政策约束下降，财政政策空间在真正意义上被打开。
- 财政政策加码的必要性：
 - 稳增长压力较大。
 - 财政收支存在缺口。受经济基本面和物价偏弱影响，今年一般公共预算收入或低于预算目标，政府性基金收入则受土地市场调整拖累，地方化债也一定程度上挤占财政支出空间，财政收支平衡压力明显加大。需要增量财政资金以保障财政支出力度。在金融政策积极、利率水平较低背景下，有利于财政政策进一步发力。



- 此次会议对财政、货币、地产、资本市场、民营经济、民生就业等多方面均有着笔，强调要努力完成全年经济社会发展目标任务。
- 本次政治局会议对经济形势的定调有所变化：表述上更加务实积极；将更多行文用于讨论短期经济问题和应对措施。

	经济形势的定调
730会议	经济运行总体平稳、稳中有进， 延续回升向好态势
926会议	经济运行总体平稳、稳中有进。 要全面客观冷静看待当前经济形势，正视困难、坚定信心，切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感

- 具体的政策部署：
 - ✓ 货币政策：政治局会议强调加大货币政策的逆周期调节力度，要“降低存款准备金率，实施有力度的降息”。除了“预告”降准外，政治局会议也明确表示，此后的降息空间仍较为可观。0924国新会。
 - ✓ 财政政策：

▣ 房地产领域，会议强调“要促进房地产市场止跌回稳”，信号意义明确。

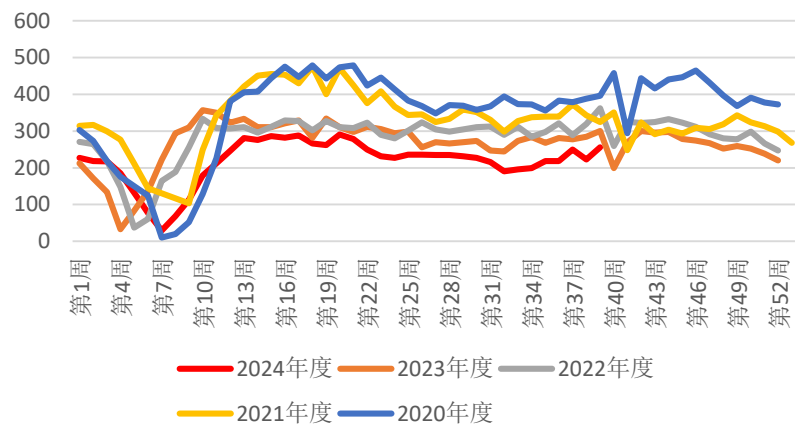
房地产领域政策表述	解读
对商品房建设要严控增量，优化存量，提高质量	从供给角度缓解目前房地产供需矛盾，严控增量有助于减少供给，加快房地产的去化。
加大‘白名单’项目贷款投放力度	有助于缓解地产开发商的流动性问题，助力“保交楼”进一步推进。截至9月24日，商业银行已审批通过的融资金额近1.43万亿元，支持400余万套住房如期交付，但之前贷款进度偏慢主要原因在于银行按照“白名单”放贷款后自身承担全部风险。未来若要加大投放力度或需形成风险共担的有效机制。
要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。	9月24日国务院召开新闻发布会也提到了降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，其中存量房贷利率的下调预计可以为居民每年节省1500亿元利息支出，有效缓解居民付息压力，我们预计未来将有更多细节政策出台推动构建房地产发展新模式。

1 PART 财政政策

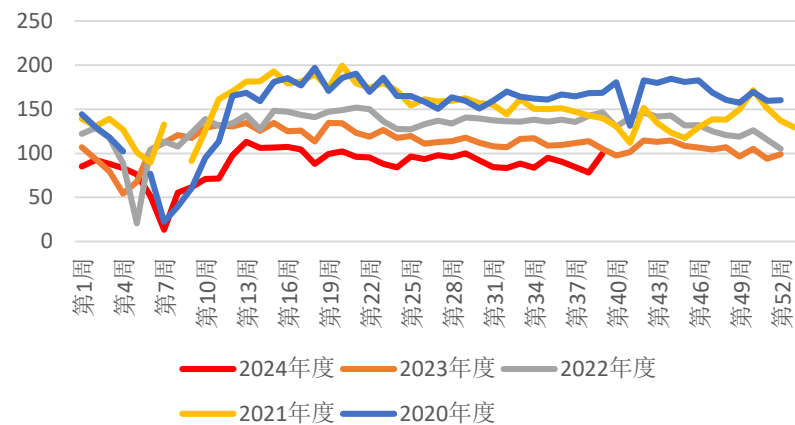
- “要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作。”
- 要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用”。
- 数据统计，今年前9月超长期特别国债和新增地方专项债分别发行7500亿元和3.6万亿元，9月底专项债发行提速，预计10月或全部发行完毕，资金下达进度也有望加快。

- 如何跟踪宽松政策的执行效果？
- 观察社融增长、尤其是票据外的自发性融资需求是否得以修复；
- 财政支出增速是否有效加速以判断财政是否有效宽松。
- 地产成交以及地产商融资等数据，有助于判断居民通胀和收入增长预期、以及地方财政是否明显修复

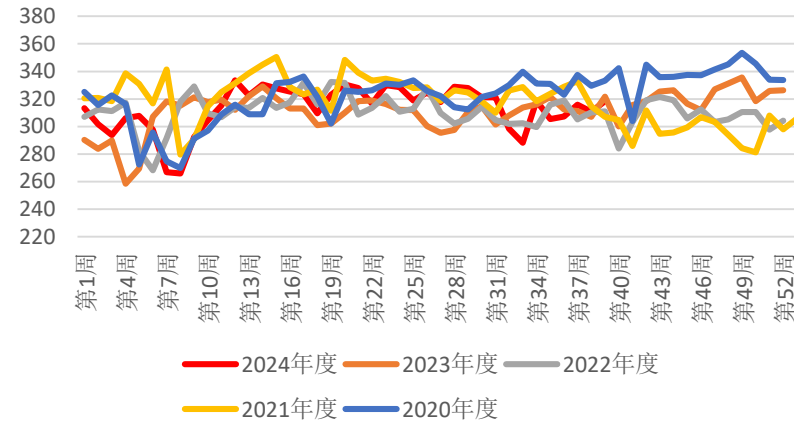
螺纹消费量



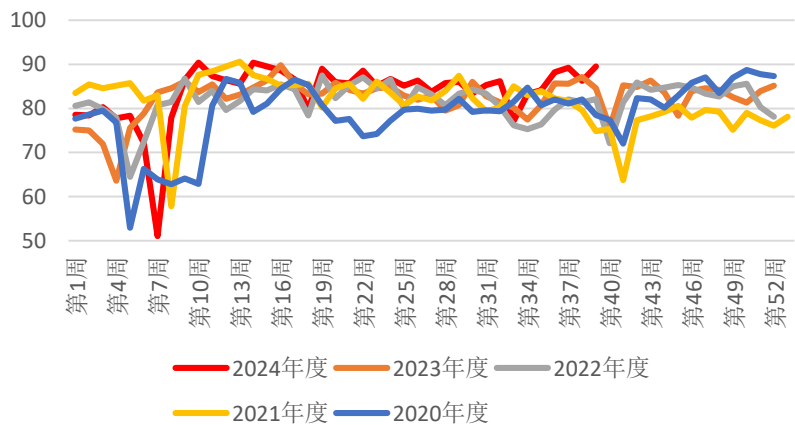
线材消费量



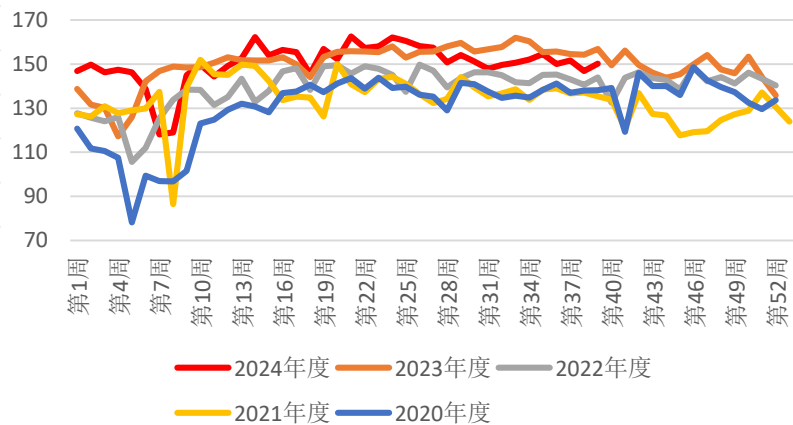
热卷消费量



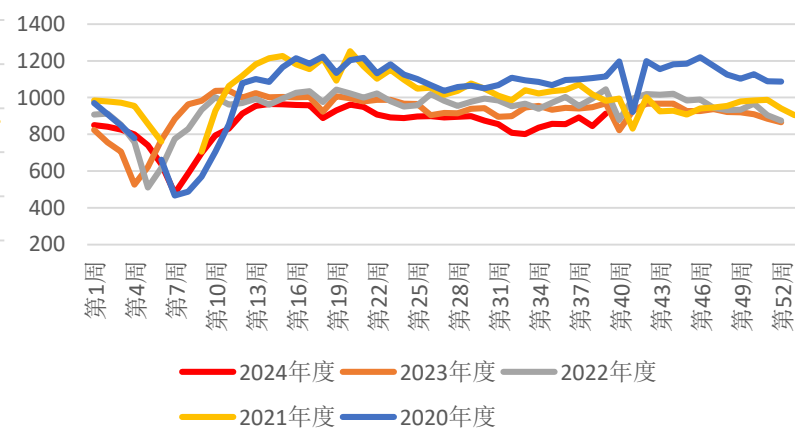
冷轧卷板消费量



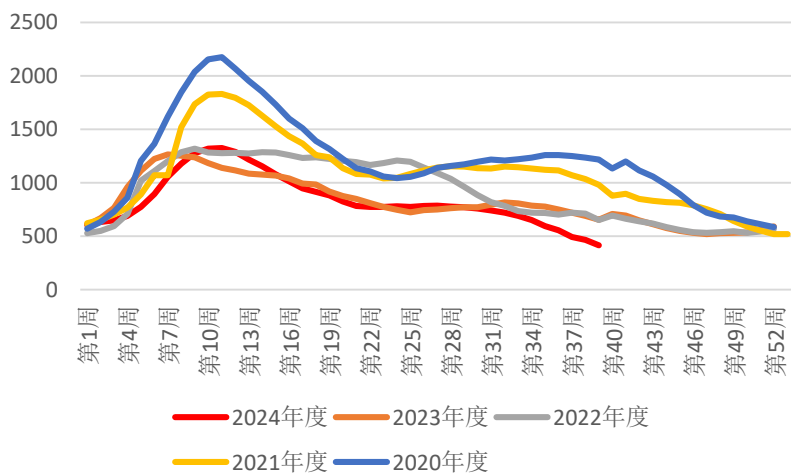
中厚板消费量



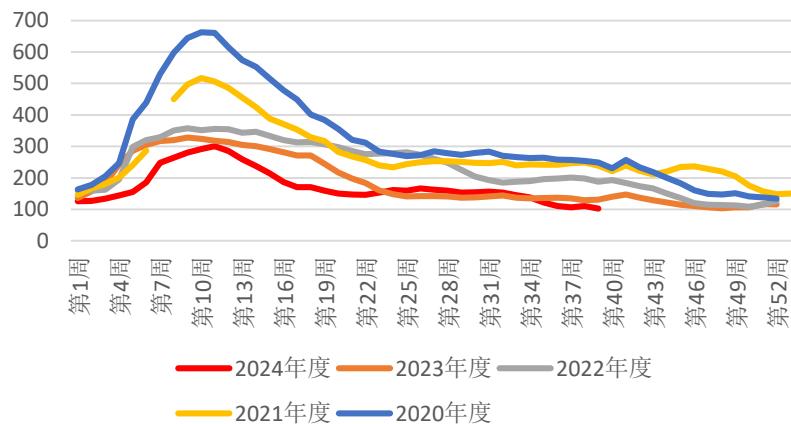
钢材消费量



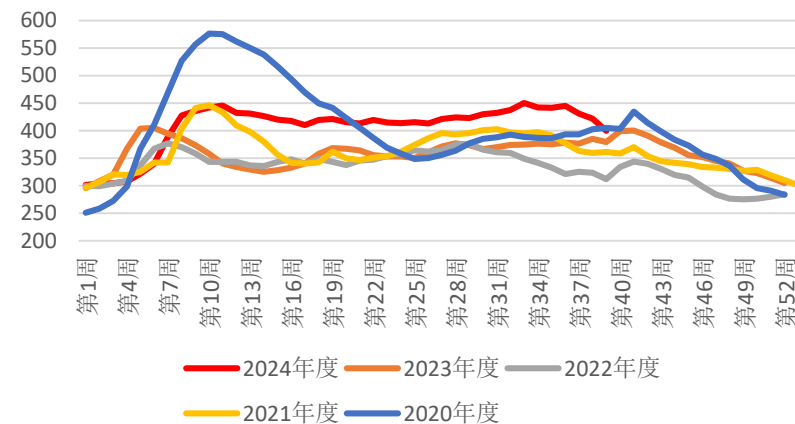
螺纹库存



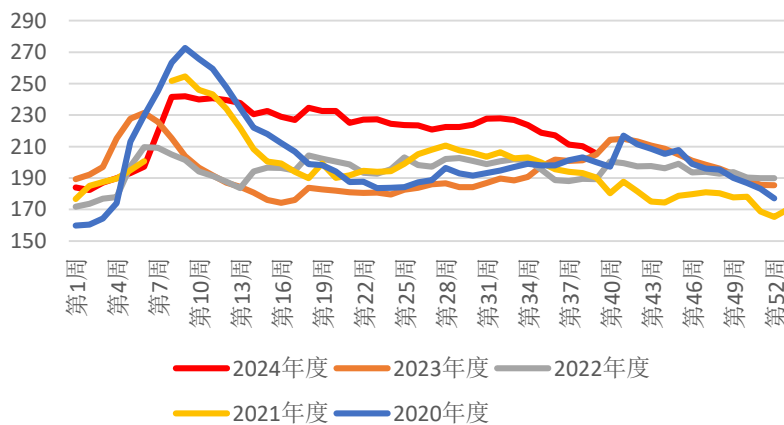
线材库存



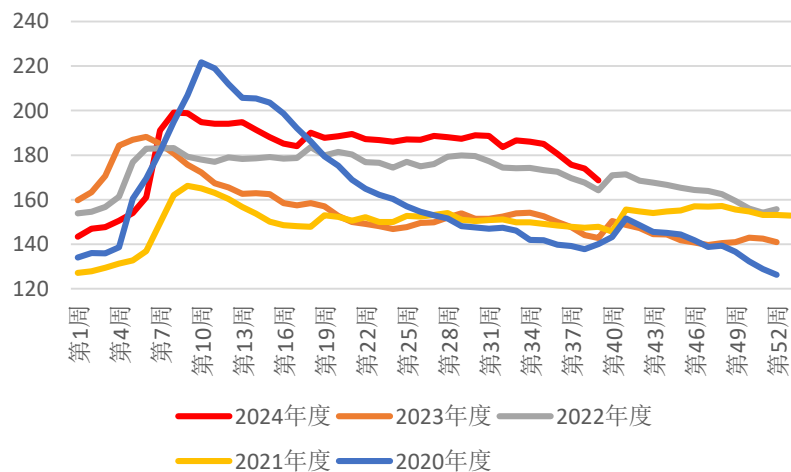
热卷库存



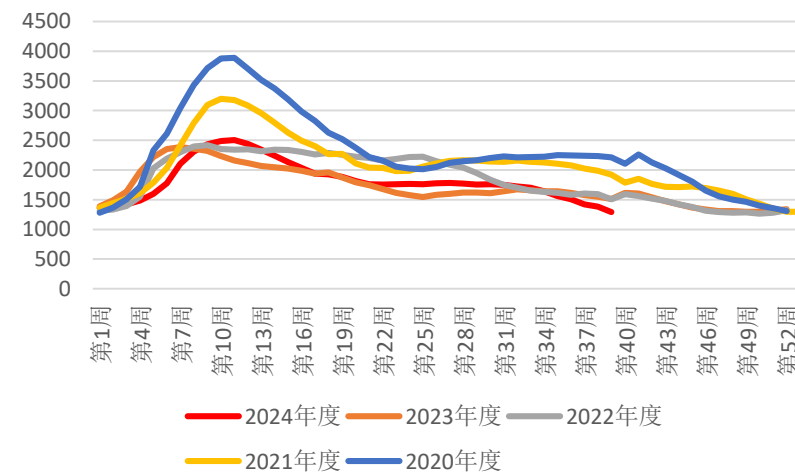
中厚板库存



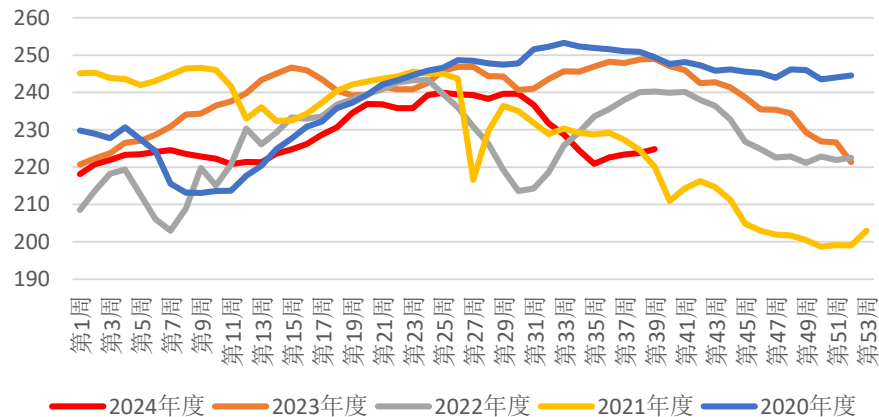
冷轧板卷库存



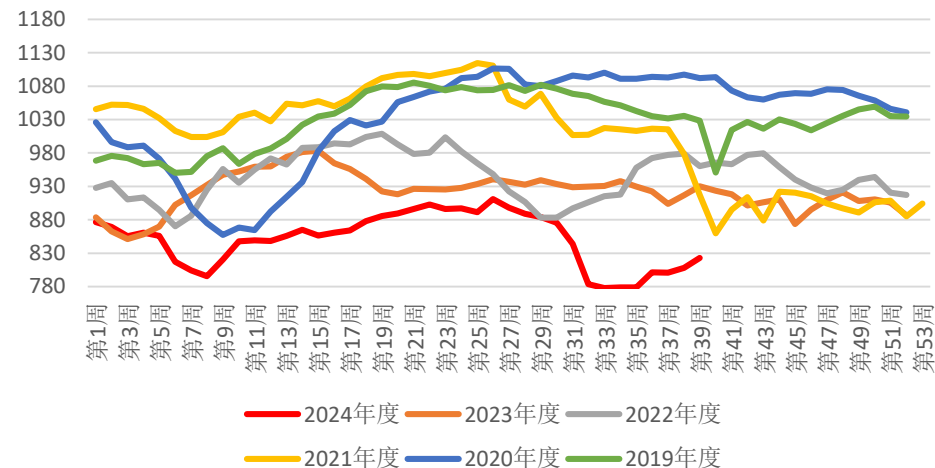
钢材总库存



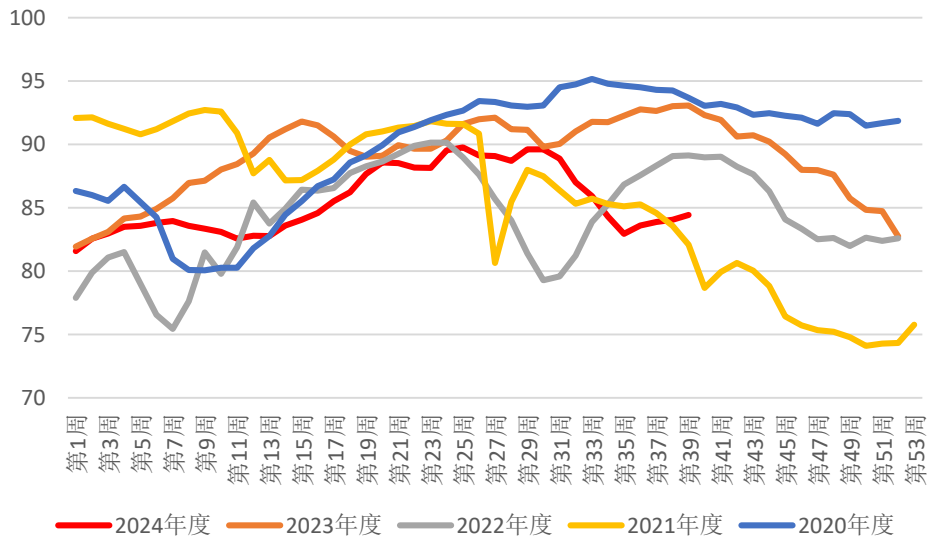
247家钢铁厂铁水日均产量



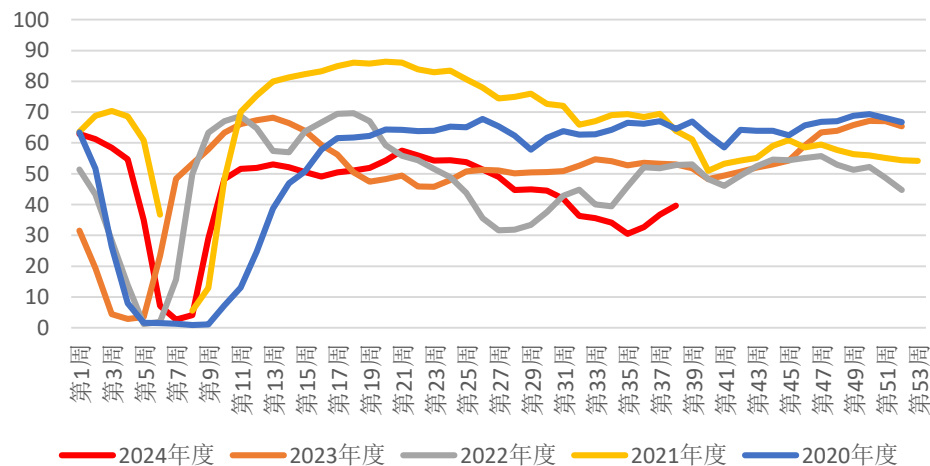
五大材产量



247家钢铁企业高炉产能利用率

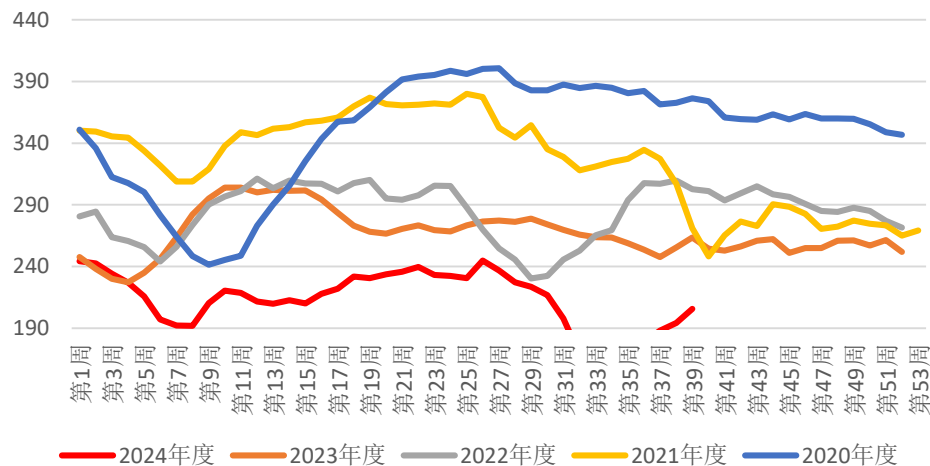


87家独立电弧炉产能利用率

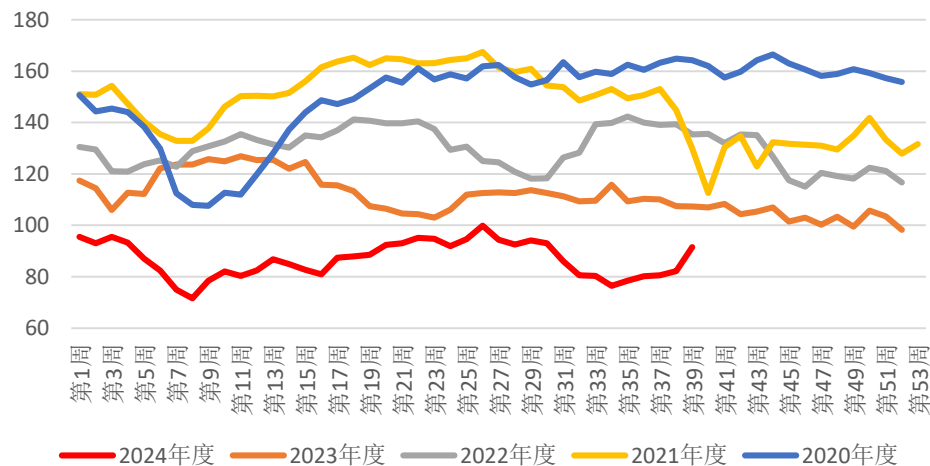


1 PART 供给温和回升

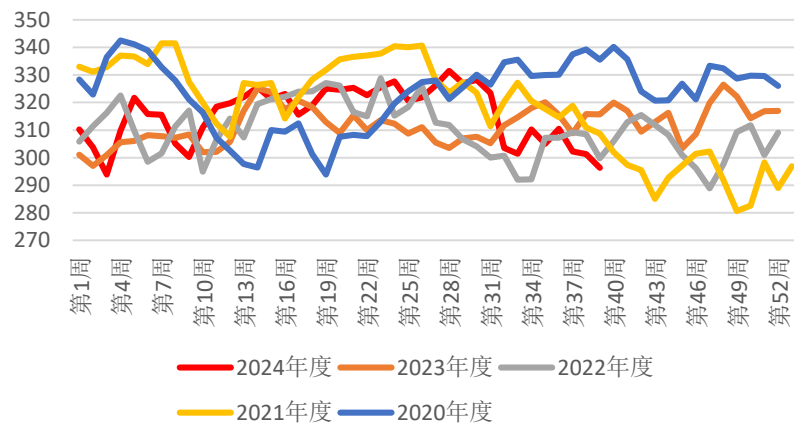
螺纹产量



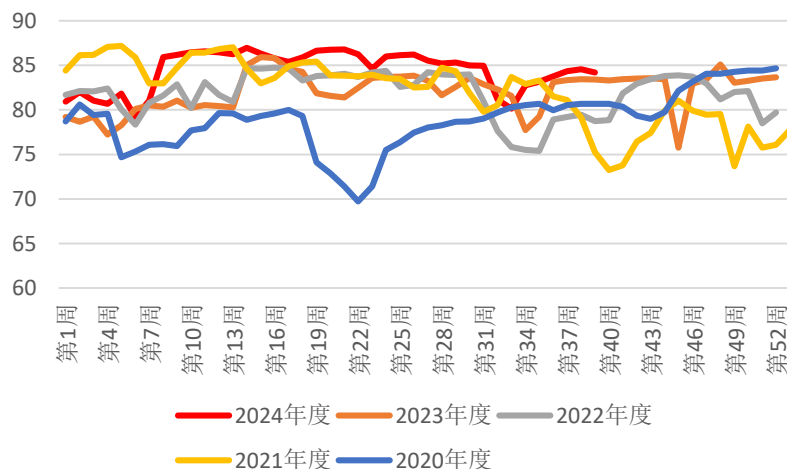
线材产量



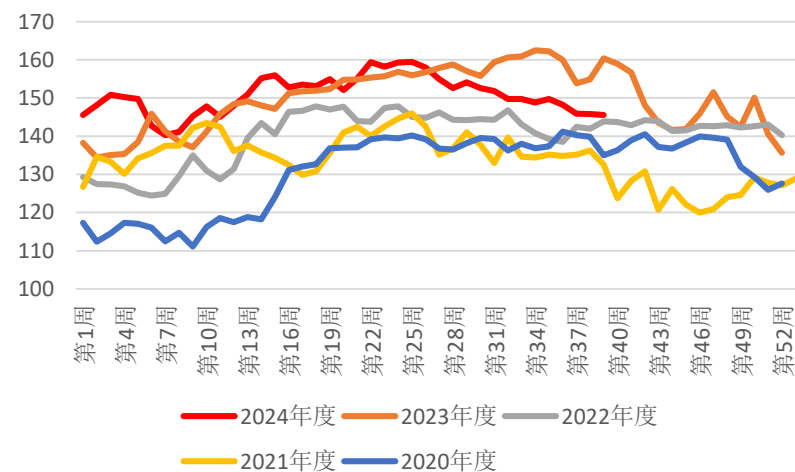
热卷产量



冷轧卷板产量

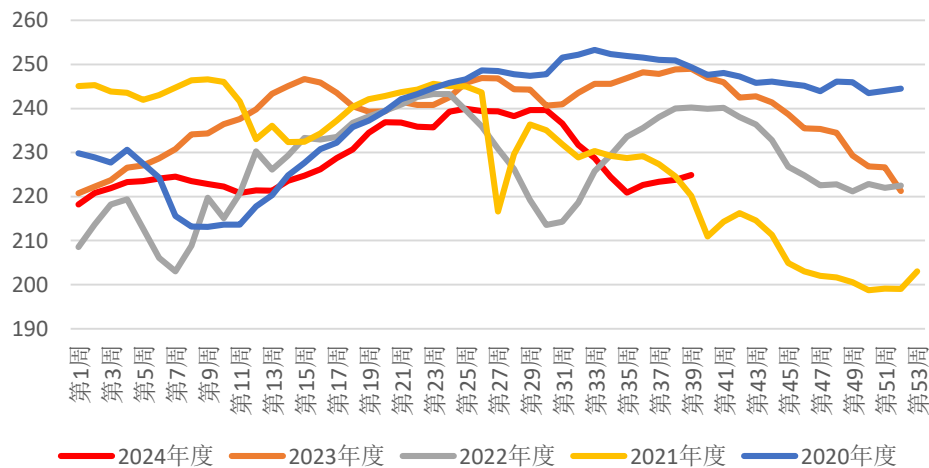


中厚板产量

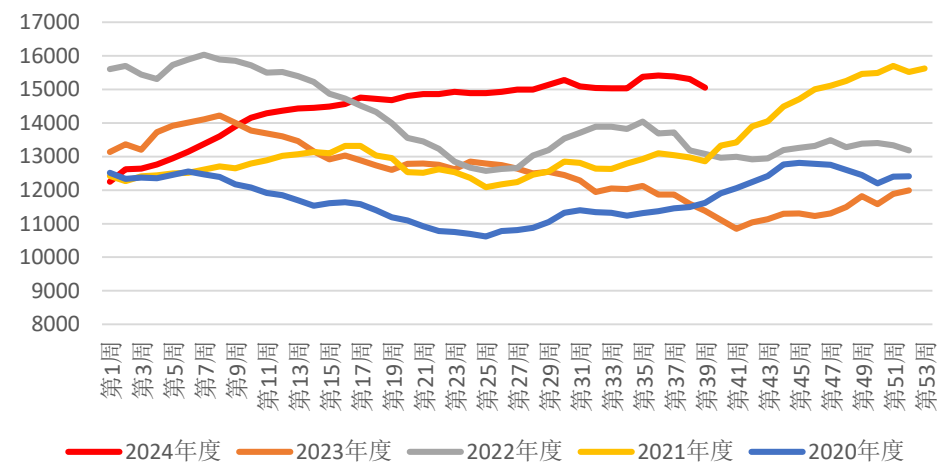


铁矿石-正反馈逻辑带来成本支撑

247家钢铁厂铁水日均产量



港口铁矿石库存



1 PART 观点总结

- 产业基本面总结：

- 1、利润修复下温和复产，进入正反馈逻辑。成本走强。
- 2、季节性需求回升+降库，绝对值库存降低
- 钢材的静态基本面偏好。反弹幅度取决于旺季需求改善程度，紧密观察需求变化。以及政策能刺激出多少需求？

- 钢材观点总结：

- 海外宏观降息利好 +国内货币政策财政政策利好 +产业基本面边际好转 =反弹；
- 在需求和政策尚未证伪之前，反弹持续。

- 短多长空：长周期视角下行业依然是产能过剩格局，在过剩产能未有效出清之前，价格难言已经到底。