

研报精选

2024年4月21日 第167期

宏观专栏

分化中的复苏——来自高频的证据

报告认为，高频指数显示疫后地产和非地产复苏显著分化。从地产分项看，供求、融资及上下游均表现不佳。房地产企业拿地仍谨慎，新开盘项目以刚性及改善性需求为主。从非地产分项看，流动指标表现最好，出口趋势改善，消费呈现复苏态势，但是波动较大。

美国二次通胀初现端倪，铜油金大周期共振开启

报告认为，美国制造业、地产、库存、资本开支周期渐趋同步，在这四大周期的共同作用下，叠加供给冲击扰动，美国二次通胀风险加剧。报告预计美国通胀平均水平将较疫情前显著抬升。

专题聚焦

新“国九条”助力建设金融强国

报告认为，新“国九条”的发布有助于规范市场参与主体行为，优化资本市场投融资功能，推动“科技——产业——金融”的良性循环，助力我国现代化产业体系建设与新质生产力发展。

美债季报：再通胀下的美债需求转弱

报告认为，年初以来，美债利率整体呈上行态势，主要由风险中性利率抬升驱动。更深层次看，美债利率受到偏强的经济基本面、财政宽松和货币政策紧缩预期的持续影响。

宏观专栏

分化中的复苏——来自高频的证据

今年来国内经济数据边际改善，1-2月生产端工业与服务业增加值和需求端三驾马车均好于市场预期（其中有闰年因素的贡献），3月PMI也较预期高，4月清明旅游收入比较亮眼，客单价重回疫情前。但物价依然疲软、钢材需求持续走低、煤炭行业安监限产仍无法阻挡煤炭价格的下行、基建实物量高频仍在低位。如何从分散的高频指标中观察总体的经济情况显得愈发重要。我们选取了46个多方面的高频指标编制了中金宏观高频指数，以追踪经济复苏总体与结构的特点。

由于我国正处于金融周期下行及增长动能转换期，我们将高频指数分为两个大类——地产高频指数与非地产高频指数。地产高频指数包括销售（新房及二手房量价）、供给（拿地与新开盘房源）、融资（房企及居民融资）、上游（钢材、水泥、玻璃）、下游（家电）五个维度20个指标，非地产高频指数包括流动（人流、物流）、消费（汽车、纺织、酒店、票房等）、出口（量价）、生产（发电耗煤、沥青、汽车、化工开工率等）四个维度26个指标。我们运用季调及移动平均剔除高频指标中的节假日、闰年因素和异常值，并通过主成分分析法（85%的方差贡献率）降维合成总体高频指数、地产高频指数、非地产高频指数和各子项指数。

高频指数显示，疫后地产和非地产复苏显著分化。总体经济高频指数于2023年一季度脉冲式反弹；二季度在场景修复式需求快速释放后，重回内生动能，总体和地产高频指数重新放缓，但非地产高频指数仍在上行；三季度在专项债加快发行、稳地产组合拳、一揽子化债方案、新增万亿国债后，地产高频指数企稳回升，非地产高频继续高位波动；四季度初地产高频重回下行，直到12月一线新一轮放松后小幅回升，但今年以来地产高频趋势下行，与非地产高频分化加大。这与我们观测到的去年以来地产和金融业对GDP负贡献、非金融地产行业对GDP增长正贡献一致，与代表老经济的螺纹钢价格与代表新经济的铜价背离亦一致。

地产分项看，供求、融资及上下游均表现不佳。

► **从销售看，新房量价齐缓**，我们观测的30城销售面积、百强房企新房销售面积与金额均趋势放缓，3月新房去化周期延长至28个月。二手房以价换量，3月中金地产组编制的52城中金同质二手住宅成交价格环比再度转跌1.2%，同比跌幅扩大至-15%，样本城市二手住宅成交量继续走高，二手房挂牌量持续上升，调价幅度持续走扩，平均成交周期上升为209天。

► **从供给看，房企拿地仍谨慎**，300城土地成交建面和价款趋势回落，流拍率高、溢价率低，新开盘房源数仍在历史低位徘徊，新开盘项目以刚性及改善性需求为主。

► **从融资看**，尽管3月百城首套和二套房贷利率已经降至历史低位的3.59%和4.16%，银行平均放款周期也在历史低点附近的22天，但1-3月新增居民中长期贷款仅在去年低位基础上多增300亿元，今年来房企信用债累计净融资仅有15亿元。

► **从上下游看**，今年来，高炉、焦化企业开工率、螺纹钢产量和表观需求量、水泥发货率趋势下行，但受益于家电以旧换新等政策，线上和线下家电两年复合增速均较去年12月有所改善。

非地产分项看，流动指标表现最好，出口趋势改善，消费复苏波动较大。无论消费还是出口复苏均是量先于价，以价换量或因供给恢复快于需求，以PMI分项衡量的供给（生产与产成品库存分项）与需求（新订单、新出口订单与在手订单）之差与PPI走势成反比亦是体现。

► **流动方面，人流好于物流**。整车物流自去年来有所恢复，但仍低于2021年的同期水平。但全国迁徙规模、国内航班数、拥堵指数、地铁客运量均已超过疫情前水平，港澳台及国际航班数亦达到2020年3月以来高点。

► **消费方面，量先于价**。去年2季度以来乘用车零售和批发销量快速上升，但CPI交通工具价格同比从2021年11月的1.1%持续回落至2024年3月的-4.6%。量先于价、以价换量在食品、酒类、旅游、通信器材、衣着等消费方面均存在，

实际社零同比自去年来趋势回升，但社零平减指数同比趋势放缓。而价的复苏开始有迹象，清明旅游客单价疫后首次升超疫情前水平(疫情前同期的100.5%，旅游人次自去年劳动节即恢复超疫情前)，今年假期连休天数是过去十年最多，有助于服务消费需求的释放和服务价格的恢复。

► **出口方面，同样量好于价。**二十大港口离港船舶载重吨数在历史高位附近，而出口集装箱运价指数去年持续下滑，今年来小幅回升。这与去年疫情放开后，总体出口数量同比趋势回升、出口价格同比趋势回落一致。

► **生产方面，今年以来，25省发电耗煤量同比增长5.7%，高于去年4季度的3.7%，剔除季节性后，PX、聚氯乙烯、涤纶长丝及下游织机的开工率趋势上行，显示消费品生产较为旺盛，但沥青开工率有所下滑，表明基建实物量仍较缓慢。**

与统计局月度指标对比看，非地产高频指数与制造业和服务业PMI走势、地产高频指标与地产投资和销售走势有一定的相似度。对资产的含义来看，由于采用波动贡献率(PCA)方法，总体高频指数受波动更大的地产高频影响更大，其与国债收益率的走势相关性更大，而使用加权平均法计算的总体高频指数与Wind全A表现去年来更为相关，地产和非地产高频各自与地产和非地产A股板块表现更为相关。

以上观点来自：2024年4月15日中金公司研究部已发布的《分化中的复苏——来自高频的证据》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

薛皓月 联系人 SAC 执证编号：S0080122080580 SFC CE Ref: BUN826

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

美国二次通胀初现端倪，铜油金大周期共振开启

再次升温的美国通胀，共振上涨的大宗商品，脱虚向实行稳致远。

脱虚向实的起点：2022年5月，我们在《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》中指出，过去三十多年的大缓和时代渐行渐远，全球将迎来较高通胀、较高利率、宏观波动加剧的新宏观范式，将趋势利好三类资产：实物资产、能够产生稳定现金流的资产、以及高效的生产性资产。

脱虚向实的接力：2023年5月，在《[从新宏观范式看“中特估”](#)》中，基于对过去一百多年四轮大宗商品超级周期的深入复盘、和对后金融危机时代及疫后供需、储蓄vs投资格局的细致分析，我们判断第五轮大宗商品超级周期有望重启，但仍需催化。

商品超级周期的触发剂：2023年12月，我们在《[2024年破立之间：海外市场的共识与变数](#)》和《[提前降息，低利率时代的确认终结](#)》中指出，2024年美国经济周期有望全面启动，进而拉动全球制造业周期时隔两年后共振重启，再通胀甚至二次通胀风险加剧，铜金油大周期有望共振开启。

去年底以来，我们多次提示美国经济韧性和二次通胀风险¹。近期，随着美国制造业、地产、库存、资本开支周期渐趋同步，强劲的增长和持续偏紧的就业市场已证明了经济韧性，3月CPI同比回升至3.5%，核心CPI同比持平于3.8%，环比升至0.4%，核心服务同比升至5.4%，前值5.2%，剔除住房的超级核心服务同比5.0%，前值4.5%。二次通胀的风险已难以忽视。通胀压力促使降息预期再度受挫，10年期美债利率一度冲上4.5%。在劳动力市场结构性紧张、大宗商品价格趋势回升的基础上，我们预计年底CPI同比可能回升至4%以上。往中长期看，鉴于本轮通胀存在明显的结构性因素，我们预计通胀中枢将较疫情前显著抬升至3%以上。

¹ 参见《[提前降息，低利率时代的确认终结](#)》《[停止缩表？从金融裂缝到财政驱动](#)》《[美国经济新变化如何影响资产价格](#)》

多周期同步开启推升通胀

当前，美国地产、库存、制造业、资本开支周期同步上行，支撑经济持续偏热。去年6月起，FHFA、S&P等主要房价指数同比转头向上，11月以来的四个月里，成屋销售快速回升，连续超预期，新屋开工有三个月超预期，地产上行周期开启的迹象已趋明显。我们在《[2024年破立之间：海外市场的共识与变数](#)》中指出，美国住宅市场存在结构性供不应求。2008年金融危机后，新屋开工长期偏低，造成供给不足。而四十年来最健康的家庭资产负债表，叠加近年来千禧一代进入购房年龄，带来较强的刚需。去年二季度起，在30年期抵押贷款利率由6.3%一路攀升破7.7%的情况下，家庭新增住房贷款仍然触底反弹，至2023年底三个季度增量累计达1.2万亿美元，其中30-39岁人群贷款增加3628亿美元。同时，地产周期上行和房价的回升带来的财富效应，可能形成正向反馈，持续释放家庭消费动能。

库存周期反弹的趋势逐步确定。2月总商业库存同比升至1.0%，为连续第三个月上行。强劲的销售引领补库需求，2月批发商销售环比涨2.3%，远超预期0.4%和前值-1.4%，拉动批发商库销比下行至1.34。我们在《[美国经济新变化如何影响资产价格](#)》中指出，本轮补库受益于地产链和服务消费韧性带来的终端需求，反映在家具及家具装饰、五金水暖、服装服饰、商业及专业设备等相关行业补库趋势较为明显。而这些下游行业景气回升可能继续带动上游生产端和资源需求的回暖。

制造业周期上行确认开启。近期制造业PMI以及达拉斯、费城等地方联储制造业指数同步回升，其中3月ISM制造业PMI录得50.3%，为自2022年10月以来首次回归扩张区间。制造业营建支出仍保持自《基础设施与就业法案》通过以来的扩张态势，支出规模为2021年9月的2.7倍，特别是电脑、电子与电器行业当前支出规模为2021年9月的11.8倍。由此打开的资本开支周期仍在进行时。2022年和2023年，标普500资本开支总量分别升20.6%和16.5%。从产能利用率对资本开支的指引来看，2024年资本开支或仍能保持较高增速。同时，随着银行对大中型企业和小企业的工商贷款借贷条件边际转宽松，我们预计企业总资

本开支和小企业扩大资本开支的净比例均会在近期开启上行。

四大周期共同作用下，美国经济易热难冷，叠加供给冲击扰动，二次通胀风险加剧。从ISM制造业和服务业PMI价格指标对CPI同比的前瞻性来看，我们预计通胀回升将成为接下来半年内的大概率事件。通胀粘性问题的愈发严重：一方面，服务通胀再起，核心服务和剔除房租后的超级核心CPI环比均出现了明显的抬升，接近三年来的高点；另一方面，供应链改善带来的通胀下行或已告罄，纽约联储供应链压力指数持续上涨，带动进口品价格同比回升，据San Francisco联储估算，供给侧驱动的核心PCE通胀在2月触底反弹升至1.4%（前值1.3%）。根据我们的模型估计，预计至今年底，CPI同比可能回升至3.9%附近，核心CPI则升至4.1%。

在《[2024年破立之间：海外市场的共识与变数](#)》和《[提前降息，低利率时代的确认终结](#)》中我们指出，开启降息前，伴随地产和制造业周期重启，再通胀有望实现。开启降息后²，（耐用品）消费和小企业等终端需求将得到有效提振，进一步拉动投资（地产、制造业）进一步展开，经济周期有望全面启动，加剧二次通胀风险。站在当下，如果地缘冲突升级进而供给冲击加剧，我们评估即使未开启降息，二次通胀风险恐将提升。

伴随美国周期重启（进而带动全球制造业周期重启）以及通胀趋势回升，我们维持自去年底以来的判断：看好铜金油、工业品等顺周期或通胀型资产在接下来几个季度的继续表现。警惕短期高位回调风险，但不影响我们对铜油金全年的乐观判断。往前看，伴随美国制造业周期向前进行及经济持续韧性，我们看好铜金比从低位回升。

结构性因素推升通胀中枢

美国本轮通胀并不是短周期现象，而是结构性的供不应求促使宏观范式由低通胀向高通胀转换的具象化表现（参见《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》）。

² 鉴于今年为大选年，拜登政府有较强的降息动机，且持续高企的美债利率拉高政府和小企业贷款压力，我们认为今年仍有大概率降息

从需求侧来看，美国财政持续做大。自2018年以来联邦财政逐渐呈现出二战结束以来罕有的顺周期性，即经济较强劲时，财政力度反而更大，比如失业率趋势下行或较低，而赤字率趋势上行或较高。我们在《[美国选举年的大类资产：不确定性中寻找确定性](#)》中指出，兼顾供给侧与需求侧的新供给侧经济学³已逐渐成为两党共识，而这需要财政的持续发力。事实上，进入2024财年以来的5个月，基本赤字规模仍然维持偏强态势，持续支撑经济热度。我们预计2024财年赤字可达1.6万亿美元，仅略低于2023财年的1.7万亿美元（历史第三高赤字）。但同时，高利率正在侵蚀财政赤字的有效性，自加息以来利息支出占赤字比例逐渐增高，特别是本财年以来，利息支出远超历史季节性。但本财年以来长债发行量不断走高（2023财年长债净发仅占19%，而去年四季度净发行量1894亿美元，占比31%，今年一季度净发1890亿美元，占比33%，二季度我们预计净发行2650亿美元，而国债总净发为50亿美元），可能使得这部分债务锁定高利率，进一步侵蚀财政扩张的空间。我们预计，如果大财政和高利率的矛盾持续，可能增加财政部门对美联储的压力，迫使货币配合财政（比如增加美联储持有的美债占比），而这可能导致通胀中枢抬升。

而供给侧来看，供给紧缺的问题较难解决。我们在《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》和《[从新宏观范式看“中特估”](#)》指出，逆全球化趋势正造成结构性供需错配：美国等消费国面临持续的供给不足，叠加全球范围内在能源、资源、基建等“老经济”自2008年金融危机以来长期的投资不足，新供给的形成大概率伴随资源品等实物资产价格中枢的趋势上行。随着美国婴儿潮人群退出劳动力市场，我们预计用工短缺或将是长期存在的问题，偏紧的劳动力市场正在制造工资通胀压力。

综合供需，我们看到，在2008年后全球“供给充足、需求偏弱”情况下沉寂许久的“产出缺口-通胀”正相关关系重现。如果在大财政托举下美国经济持续需求旺盛而供给不足，我们认为通胀中枢抬升将是跨周期的问题。根据我们的模型，未来一段时期的通胀中枢将远高于疫情前水平，未来三年（2024-

³ 最初由耶伦提出，详见<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0565>

2026年)通胀中枢平均在3.5%，对比2010-2019通胀中枢均值1.8%。往长期来看(2027-2033年)，如果不发生大的宏观冲击，基准情形下，我们假设财政赤字按CBO预测走阔⁴，美联储持债比例按2008年金融危机后趋势上行，则我们的模型预计通胀中枢将平均在3.1%，2033年上行至3.3%；如果财政主导逐步兑现，财政赤字超CBO预测走阔，货币配合财政力度增强，我们测算通胀中枢平均3.3%，且上行趋势明显，至2033年达到3.6%。而如果货币能够保持独立，美联储持债比例不变，则我们预计通胀中枢相对较低平均2.9%，但财政扩张依然使得通胀中枢下行阻力较大，2033年中枢终值为2.9%。无论何种计算方式，我们预计通胀中枢均将显著高于疫情前的“三低”时期。正如过去两年多我们一直强调，美联储最终或将不得不提高通胀目标及通胀容忍度，选择与高通胀中枢共存⁵。

高通胀中枢下的资产定价

这将对资产定价产生深刻含义。首先，通胀回升将压制金融资产表现，特别是利率敏感的长久期美债可能受到压制。鉴于通胀再起已逐步兑现，我们预计在开启降息前10年期美债利率的底大致在4.2%-4.4%之间，降息开启可能再度刺激美国经济增长，10年期利率可能再次走高至4.5%-4.7%附近，高点取决于美国经济和通胀反弹力度、美联储结束缩表的节奏、以及“逆向扭曲操作”(买短债卖长债)的力度。中长期来看，10年期利率中枢可能在4.5%-5.0%(约3%-3.5%的通胀中枢+1.5%的实际利率)。这与我们在《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》中测算的4.0%-4.7%，以及在《[三论美债利率的顶：自然利率视角](#)》中测算的4.0%-4.5%基本一致。

其次，高通胀利好大宗商品。一方面，大部分大宗商品(尤其能源类)有顺通胀的特征，超预期的通胀水平(反映在通胀惊喜指数的上升)与CRB现货指数也存在明显的同向波动关系。另一方面，如果二次通胀兑现，通胀波动率再度上行，可能进一步推升铜、油、金相对通胀波动下行期的相对表现，而对

⁴ <https://www.cbo.gov/publication/59711>

⁵ 参见《[提前降息，低利率时代的确认终结](#)》

股、债起到抑制作用。同时，跨周期的需求韧性将增加实物资产消耗，特别是制造业、地产、库存等实体经济的重启将利好顺周期的铜和油等资源品。我们在《[从新宏观范式看“中特估”](#)》中指出，新的实物资产超级周期正在徐徐展开，不仅传统的大宗商品，电网、交通基建、生产设备等广义实物资产投资或将迎来春天。另外，在大财政、地缘政治风波不断和通胀回归的背景下，黄金的估值已向上偏离与实际利率的负相关关系，反映更多的避险与避通胀需求。从长期来看，自金本位终结以来，黄金价格与美国政府债务/GDP比例呈显著的正相关关系。我们预计，如果大财政趋势继续，财政主导回归，可能进一步拉升黄金价格。

最后，从股市风格上来看，通胀波动抬升期间，价值表现往往好于成长，而利率中枢抬升，资金变得更为挑剔，相对利好更具性价比的资产，例如具有稳定现金流的价值股或具有扎实盈利兑现能力的高质量成长股。正如我们在《[提前降息，低利率时代的确认终结](#)》所提出的，对于高利率不必过于恐慌，高利率带来的资金相对稀缺更有可能起到筛选作用，挖掘出真正有盈利能力的标的，可能反而有助于企业效率和社会全要素生产率（TFP）的提升。从上市当年能够盈利的企业占比来看，虽然2023年又是一个高利率年份，但46%的美国新上市企业实现了盈利，延续三年上升趋势。而在2008年后的低利率时代这一比例持续下行，同期美国经济和TFP增速也处于1980年代以来的低位。

以上观点来自：2024年4月14日中金公司研究部已发布的《美国二次通胀初现端倪，铜油金大周期共振开启》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

新“国九条”助力建设金融强国

资本市场迎来第三个“国九条”

2024年4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》⁶（以下简称新“国九条”）。新“国九条”为资本市场指导性文件，包含九个重要方向，新提法、新亮点较多。我们建议关注以下领域：

一是在总体要求上，提出未来5年基本形成资本市场高质量发展的总体框架。二是严把发行上市准入关方面，关注上市环节趋严，如提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准；明确上市时要披露分红政策；强化新股发行询价定价配售各环节监管，等。三是严格上市公司持续监管方面，关注分红监管的强化，如对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示；推动一年多次分红、预分红、春节前分红，等。制定上市公司市值管理指引。四是加大退市监管力度方面，关注收紧财务类退市指标、进一步畅通多元退市渠道、进一步削减“壳”资源价值、加强并购重组监管、严厉打击违法行为等。五是加强证券基金机构监管，关注支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力等。六是增强资本市场内在稳定性方面，关注交易监管加强、健全预期管理机制等。七是大力推动中长期资金入市方面，关注发展权益类公募基金，大幅提升权益类基金占比；推动指数化投资发展；提升企业年金、个人养老金投资灵活性；鼓励银行理财和信托资金提升权益投资规模等。八是进一步全面深化改革开放，包括着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章；推动股票发行注册制走深走实；稳慎有序发展期货和衍生品市场；拓展优化资本市场跨境互联互通机制，等。九是推动形成促进资本市场高质量发展的合力方面，包括深化央地、部际协调联动；落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策，健全有利于创新资本形成和活跃市场的财税体系，等等。

⁶ https://www.gov.cn/zhengce/content/202404/content_6944877.htm

新“国九条”与历史上两次“国九条”有何不同？

2004年“国九条”提出了股权分置改革，后续着力解决落实上市公司非流通股份的上市流通问题。2014年“新国九条”重视发展多层次股票市场，积极稳妥推进股票发行注册制改革，并鼓励市场化并购重组等。本次文件发布同日证监会党委书记、主席吴清接受专访时表示⁷，本次文件相比前两次有三个重要特点：一是充分体现资本市场的政治性、人民性。更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益。二是充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线。三是充分体现目标导向、问题导向，加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

关注相应我国资本市场改革尤其是“1+N”政策体系建设

证监会表示⁸新“国九条”坚持系统思维、远近结合、综合施策，会同相关方面组织实施的落实安排，共同形成“1+N”政策体系。“1”即是《意见》本身，“N”是若干配套制度规则。《意见》发布后，证监会、上交所、深交所同步发布配套制度规则。其中，证监会就发行监管、上市公司监管、证券公司监管、交易监管等方面的6项规则草案公开征求意见，并发布《关于严格执行退市制度的意见》⁹。沪深交易所就发行上市审核、发行上市标准、重大资产重组、减持、分红、退市等13项业务规则进行修订¹⁰，并向市场公开征求意见。后续仍需关注“1+N”政策体系的完善与落实。

新“国九条”对我国资本市场与实体经济意义及影响

从对我国资本市场影响角度，我们认为：**1）本次指导性文件站位高、目标明确**，充分体现党中央、国务院对我国资本市场的高度重视和殷切期望。高规格制度发布有助于活跃资本市场，改善投资者情绪。**2）增强资本市场内在稳定性**。新“国九条”针对上市公司、证券基金机构等相关主体行为、监管部

⁷ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7473584/content.shtml>

⁸ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7473584/content.shtml>

⁹ <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7473588/content.shtml>

¹⁰ http://www.sse.com.cn/lawandrules/publicadvice/c/c_20240411_5737789.shtml;https://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20240412_606828.html

门自身的监管，做出了全方位、立体化布局。同时，对运用中长期资金、其他相关各方合力推动资本市场健康发展做了系统性规划。明确着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。相关举措的推出与落实，有助于规范市场各参与主体行为，助力建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。3) 提升我国资本市场服务实体经济能力。结合此前党的二十大精神及去年召开的中央金融工作会议要求，新“国九条”发布对进一步完善资本市场基础制度，优化资本市场投融资功能，促进上市公司高质量发展等方面具有重要意义。同时，助力实现建设金融强国，推动“科技—产业—金融”的良性循环，助力我国现代化产业体系建设与新质生产力发展，引导资本市场更好服务实体经济。



以上观点来自：2024年4月14日中金公司研究部已发布的《新“国九条”助力建设金融强国》

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

伊真真 分析员 SAC 执证编号：S0080519030002 SFC CE Ref: BTT989

专题聚焦

美债季报：再通胀下的美债需求转弱

回顾年初以来的美债市场表现，美债利率整体呈上行态势，主要由风险中性利率抬升驱动，背后受偏强的经济基本面、财政宽松和货币政策紧缩预期持续的影响。我们去年在《[2024年破立之间：海外市场的共识与变数](#)》中指出，美国经济当前的韧性可能跨越一般的经济周期，开年以来逐步被验证，家庭消费韧性仍在，地产、库存、制造业、资本开支四大周期共振开启。而财政政策亦基本符合我们在《[财政与美债1：见微知著](#)》的判断，在边际放缓的情况下仍保持偏宽松态势，继续催化经济韧性，使美国经济呈现易热体质。有韧性的基本面和通胀再起的风险，打压降息预期，抬升风险中性利率，促使美债利率持续攀升。

虽然利率攀升，但供需在第一季度相对平稳。今年上半年财政发债量较去年四季度下降，受短债季节性影响，我们预计二季度总发债量将达到谷底。虽然美联储仍在减持，但海外持债情况边际好转，多数期限美债的拍卖情况在今年1-3月持续向好，美债供需相对平稳，流动性指标改善。但需求自3月底以来明显疲软。由于基本面指标持续超预期，特别是3月CPI数据展现再通胀特征，美债需求受到压制，拍卖情况急转直下，10年期利率站上4.6%的高位。

往前看，虽然美联储可能推迟降息或削减降息幅度，但在财政融资成本上升和大选年经济维稳的双重压力之下，我们预计降息或仍会于年内开启。我们维持在《[美国二次通胀初现端倪，铜油金大周期共振开启](#)》中的判断，10年期美债利率本轮波动的底或在4.2%-4.4%之间，有望在美联储开启降息前达到，而降息后随着经济周期重启，利率可能于年底回升至4.5%-4.7%附近，中长期利率中枢则在4.5%-5%之间（约3%-3.5%的通胀中枢+1.5%的实际利率）。

以上观点来自：2024年4月18日中金公司研究部已发布的《美债季报：再通胀下的美债需求转弱》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.4.15 中国图说中国宏观周报：分化中的复苏——来自高频的证据
- 2024.4.16 中国宏观简评：外需改善相对更明确——2024年3月经济数据点评
- 2024.4.17 联合解读：3月经济数据与资产配置
- 2024.4.18 海外宏观专题报告：美债季报：再通胀下的美债需求转弱
- 2024.4.18 中国宏观专题报告：如何看待中国住房的租售比？

策略及大宗商品

- 2024.4.15 有色金属：聚焦：铝：供需偏紧，恰逢俄铝“制裁风险”
- 2024.4.16 大宗商品：数据观察：3月数据点评：需求表现进一步分化
- 2024.4.16 联合解读：一季报预览：哪些公司业绩有望超预期？
- 2024.4.18 主题策略：港股盈利修复到哪了？——2023年报总结与一季报预览
- 2024.4.20 全球资金流向监测：南向流入加速

固定收益

- 2024.4.15 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.4.16 简评：地产仍待提振，关注社融放缓对经济影响，债牛未尽——2024年一季度经济数据分析
- 2024.4.16 招投标备忘录：贴现国债24年第19、20期新发，农发债24年第1、10期增发——利率债招标分析
- 2024.4.17 简评：宏柏新材转债上市定价分析
- 2024.4.17 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.4.18 简评：4Q2023理财前十大持仓分析
- 2024.4.18 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.4.18 招投标备忘录：贴现国债24年第21、22期新发——利率债招标分析
- 2024.4.19 中国可转债策略周报：AI语言模型视角下的业绩期
- 2024.4.19 简评：耐用品消费表现平淡，收益率曲线整体下移——中金固收高频数据跟踪
- 2024.4.19 简评：伟24转债上市定价分析
- 2024.4.20 中国利率策略周报：短期债券利率下行腾出息差空间

行业

- 2024.4.15 机械：中金通用自动化周报：CCMT 2024成功落幕，4月制造业需求延续回暖趋势
- 2024.4.15 汽车及零部件：高股息系列跟踪#1：汽车行业分红派息复盘
- 2024.4.15 机械：CCMT2024见闻：全产业链渐进创新，新质生产力赋能
- 2024.4.15 REITs：公募REITs周报（4.8-4.12）：新“国九条”支持推动REITs市场高质量发展
- 2024.4.15 电力电气设备：三部门发布县域充换电设施补短板试点通知，看好24年充电桩建设超预期
- 2024.4.15 主题研究：光伏1Q24业绩前瞻：主产承压，辅材修复
- 2024.4.15 煤炭：煤炭周度观察（4.5~4.12）：铁水产量回升；煤炭产能储备、山西煤炭资源税政策落地
- 2024.4.16 有色金属：美英对俄金属实施制裁，供应扰动进一步加剧
- 2024.4.16 主题研究：光伏北向资金监测（14）：北向资金略有回暖，主产价格持续下跌
- 2024.4.16 不动产与空间服务：周评#386：上周新房销量大体延续一季度跌势
- 2024.4.16 机械：煤炭产能储备制度落地，煤机设备持续景气
- 2024.4.16 交通运输物流：双周报#388：跨境空运运价同比转正
- 2024.4.16 房地产：3月房地产各项基本面指标表现仍较弱
- 2024.4.16 可选消费：3月社零同比+3.1%，服务类消费增长较快
- 2024.4.16 煤炭：3月点评：煤炭供需两弱，关注日耗拐点
- 2024.4.16 传媒互联网：动画电影：国潮文化新时代，AI提效正当时
- 2024.4.17 钢铁：3月数据点评：看好钢铁制造业核心资产估值修复
- 2024.4.17 基础材料：3月：钢材出口超预期，水泥玻璃需求偏弱
- 2024.4.17 传媒互联网：OTA 4Q23回顾与1Q24展望：韧性显现
- 2024.4.17 电力电气设备：优化储能调度方式，储能市场化有望加速
- 2024.4.17 传媒互联网：3月电商数据：线上渗透率同比持续提升
- 2024.4.17 可选消费：数说消费4月刊：内需仍在平稳修复
- 2024.4.18 交通运输物流：航空3月点评：国际客座率疫情以来首次超过2019年同期，国内需求仍有韧性
- 2024.4.18 建筑与工程：3月投资点评：制造业、基建投资延续支撑
- 2024.4.18 博彩及奢侈品：区域竞争和体育赛事可能会影响板块增长速度
- 2024.4.18 机械：钨资源供给持续紧张，刀具企业涨价传导成本压力

- 2024.4.18 半导体：全球观察-ASML：1Q24新签订单偏弱系下单节奏所致，预计后三季度新签订单回暖
- 2024.4.18 农业：养殖专题五：原料下行、终端回暖，饲料板块业绩释放节奏如何？
- 2024.4.19 半导体：全球观察-台积电：1Q24费用管控取得成效，预计全年行业呈弱复苏
- 2024.4.19 传媒互联网：全球观察-Netflix：1Q24业绩再超预期，1Q25起计划停止披露付费用户数据
- 2024.4.19 家电及相关：出货景气延续，渠道备货积极
- 2024.4.19 汽车及零部件：全球汽车系列之一：日本汽车路在何方？
- 2024.4.20 公募洞察系列：公募降佣落地：以投资者为本、靠投研能力取胜
- 2024.4.20 家电及相关：全球暖通机遇下的变革，欧美龙头频繁整合
- 2024.4.20 REITs：协作共赢——简评REITs首次纳入互联互通
- 2024.4.20 机械：3月制造业PMI回归荣枯线以上，持续关注新质生产力



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn