

“金九银十”旺季来临 大宗商品市场成色堪忧

当前大宗商品开始进入传统的“金九银十”消费旺季,然而其近期的市场表现却出乎意料,不仅未出现预期中的上涨行情,还呈现显著下跌走势,文华商品指数更是一度触及去年6月以来新低。

业内人士表示,海内外宏观驱动因素边际走弱系本轮大宗商品市场显著下跌的主因。由于国内地产和基建需求尚未企稳,对有色和建材市场的提振作用不大。此外,随着海外经济衰退交易不断计价,悲观的市场偏好或拖累“金九银十”期间大宗商品市场表现。不过,贵金属等部分品种的交易机会相对较为确定。

● 本报记者 马爽



视觉中国图片 数据来源/文华财经 制图/马爽

近期,大宗商品市场整体延续下跌走势。文华财经数据显示,9月5日,反映国内大宗商品期货走势的文华商品指数一度触及166.31点,创下2023年6月1日以来新低,较今年5月30日盘中高点的192.76点,累计下跌13.72%,本月以来累计跌幅为3.98%。

其中,工业品指数跌幅显著大于农产品指数。分板块来看,截至9月5日收盘,本月以来煤炭板块、建材板块、钢铁板块指数跌幅较为显著,累计跌幅分别为9.14%、8.26%、7.49%。

拉长时间来看,此波大宗商品价格下跌行情始于5月底。“二季度以来,海内外宏观

驱动因素边际走弱,导致国内大宗商品市场出现一波显著下跌行情。”东证衍生品研究院商品策略分析师吴梦吟表示,从海外方面来看,一季度,资金抢跑美联储降息政策预期,贵金属及有色金属价格持续走高,带动商品指数出现震荡反弹。然而,从二季度开始,市场重燃对美国通胀风险的担忧,抑制了降息预期和空间,而美国高频经济数据走弱带来的衰退风险,致使前期货期多的海外宏观驱动转为利空。

“美国经济‘软着陆’溢价交易逻辑走弱是二季度以来部分大宗商品下跌的原因之

一。”中信期货宏观与大宗商品策略组负责人张文表示,由于美联储降息时机延后,经济数据走弱,“特朗普交易”导致后续经济不确定性上升,商品端因此出现溢价回落。此外,近期美股市场高市盈率下出现去杠杆,以及日本超预期加息带来的逆套息交易,也导致金融投机者风险偏好下降,或从商品端抽取流动性弥补金融端杠杆头寸。这些因素导致二季度以来海外定价的商品,比如原油、有色等价格普遍下跌。

国内方面,吴梦吟表示,中国制造业采购经理指数(PMI)在今年3月创下年内高点后

持续边际回落,分项数据也显示内需仍不足。终端驱动方面,地方财政缩表导致基建对经济的托底效应弱于2022年及2023年,市场对前期托底经济的消费和出口数据增长持续性存疑。

张文认为,国内地产和基建端对需求的拉动作用不足,地产新增投资数据持续维持底部,而新增专项债落地实物工作量持续不及预期,导致国内定价商品,比如黑色、建材等市场持续累库,企业生产过剩,带来价格下跌。此外,铁矿石发运量持续维持高位导致库存累积,同样令成本端出现坍塌。

根据以往表现来看,9月、10月不仅是消费的“金九银十”旺季,更是基建、化工等行业的开工密集期,大宗商品通常会迎来阶段性的“小牛市”。然而,步入9月后,大宗商品整体表现黯淡,这是否会令今年的“金九银十”成色大打折扣呢?

历史规律显示,“金九银十”阶段,往往代表着高温天气结束,不少商品迎来需

求恢复期,制造业开工率也将持续好转。然而,今年市场情况似乎有点不同。张文表示,通常“金九银十”旺季会对国内大宗商品形成普遍提振,如黑色、有色、建材、农产品(生猪、鸡蛋)等,但今年这种情况未必会持续。“由于国内地产和基建需求尚未企稳,对有色和建材市场的提振作用不大。”

吴梦吟也表示:“目前的数据显示,下游开工数据整体弱于往年的季节性特征水平,而上游供应端相对充裕,且还在逐步恢复。此外,随着海外经济衰退交易不断计价,悲观的市场偏好或拖累今年‘金九银十’期间大宗商品市场表现。”

卓创资讯宏观研究员刘新伟则认为,大宗商品价格经过一轮调整后,市场基

本面有所修复。虽然影响价格的弱需求问题依旧存在,但已经被充分计入价格中,且在政策逐步升温背景下,工业品价格短期可能会触底。此外,“金九银十”传统消费旺季的来临,也会在一定程度上修复市场对需求端的悲观预期。因此,建议不要对9月大宗商品市场总体走势持悲观看法。

站在当前时点来看,吴梦吟认为,年内大宗商品的宏观驱动因素仍将围绕中美政策周期变化。中长期来看,中美均处于实际利率亟待下降的周期。短期内,美联储降息时点及降息空间预期是扰动市场风险偏好的主要因素。

中金公司分析师郭朝辉认为,美联储主

席鲍威尔在8月末举办的杰克逊霍尔全球央行年会上,释放9月降息的明确信号,这意味着美联储在9月首次降息或成定局,但对于降息幅度和速度的指引或尚不明确。

在美联储加息大戏落幕、降息序幕即将奏响之际,哪些商品会脱颖而出呢?吴梦吟

表示,根据历史经验,在降息周期启动早期,相对受追捧的风险资产为贵金属及债权类资产,商品期货表现欠佳。因此,年内而言,确定性相对较高的策略或为多贵金属空工业品的对冲组合。待经济衰退风险交易结束,且利率下行改善了实体经济状态,届时商品市

场或迎来再次反弹。就年内大宗商品市场而言,张文认为,有色价格或会逐步企稳,并因经济“软着陆”预期而走强,而贵金属价格或也将因流动性预期进一步转弱得到提振。交易机会方面,建议关注有色和贵金属市场的多头交易机会。

降息预期引领风向 金价年内或先抑后扬

● 本报记者 马爽

自8月20日刷新历史新高之后,伦敦黄金现货、COMEX黄金期货价格双双展开高位震荡。9月17日至18日,全球资本市场将迎来备受关注的美联储议息会议。从机构预测情况来看,美联储降息“箭在弦上”,9月启动降息已是大概率事件。

业内人士表示,作为今年以来表现较好的大宗商品之一,黄金价格在降息开启前“抢跑”并创下历史新高。而根据历史上美联储启动降息周期来看,黄金通常会有不错的表现。此外,在美国财政赤字处于较高水平、地缘局势扰动仍存等因素支撑下,黄金中长期牛市基础仍存。

金价“抢跑”降息交易

今年以来,黄金作为传统的避险资产,在美联储降息预期下不断闪耀光芒,价格一度突破2500美元/盎司大关。Wind数据显示,8月20日,伦敦黄金现货、COMEX黄金期货分别触及历史新高2531.67美元/盎司、2570.4美元/盎司,此后便展开高位震荡,截至北京时间9月5日15:45,两者分别报2506.35美元/盎司、2536.4美元/盎司。

对于7月初以来的这波黄金价格上涨行情,东证衍生品研究院宏观策略首席分析师徐颖表示,主要是由海外资金推动。随



数据来源/Wind 制图/马爽

着美联储降息时间节点的临近,以及美国就业市场超预期走弱,美债收益率和美元指数走低,国际黄金价格不断上涨并创下历史新高。

一德期货贵金属分析师张晨表示,美联储降息预期发酵对下半年黄金价格上涨行情起了明显的推动作用。

目前,距离美联储9月议息会议还有不到两周时间。芝加哥商品交易所美联储观察工具最新数据显示,美联储在9月降息25个基点的概率低于60%,降息50个基点的概率

高于40%。简而言之,即投资者认为美联储在9月降息已经铁板钉钉,唯一的悬念则是降息幅度。

中长期牛市基础仍存

从历史数据来看,美联储每一次启动降息周期都会对全球资本定价和大类资产配置产生巨大影响。就黄金市场而言,自2000年以来的三轮降息周期中,国际黄金价格均实现不错涨幅。

资管业务 成上市券商中报“黑马”

● 本报记者 胡雨

A股市场上半年宽幅波动,使得券商近年来日渐“挑大梁”的自营业务收入下滑明显,不过资产管理业务却在多重因素合力下,成为券商上半年经营的一大亮点。超过半数上市券商上半年资产管理业务手续费净收入实现正增长,中小券商业绩增速明显跑赢头部机构。展望下半年经营计划,不少券商表示将集中力量和优势资源,实现业务协同发展,并在新产品开发上进一步下功夫。

过半券商资管业务收入正增长

从整体收入情况看,Wind数据显示,上半年,A股43家上市券商资产管理业务手续费净收入合计226.96亿元,较2023年上半年仅下滑1.44%,与其他业务相比保持了相对稳定;从单家券商情况看,上半年资产管理业务手续费净收入较上年同期增长的券商多达25家,占比超过一半,其中22家同比增幅在两位数以上,同比增幅翻倍的券商也有5家。

财达证券上半年资产管理业务手续费净收入合计1.41亿元,同比增幅接近300%,在A股上市券商中高居第一;从产品规模看,截至2024年6月底,公司资产管理业务存续产品163只,产品净值规模合计284.55亿元,较2023年底增逾24%。据财达证券介绍,上半年,在资产管理业务方面,公司固定收益类、混合类、权益类、FOF类等主动管理业务稳步发展,市场影响力不断提升。

国联证券上半年资产管理业务手续费净收入合计3.12亿元,同比增幅高达273.81%,紧随财达证券之后;南京证券、首创证券、西南证券同比增幅均在100%以上,西部证券、国元证券、东兴证券同比增幅排名靠前。从体量上看,这些资产管理业务增收明显的券商多属于中小型券商,从可比数据看,截至上半年末这些券商受托资管规模多数也较去年年底实现增长。

招商证券非银金融首席分析师郑积沙表示,上半年部分券商资产管理业务收入高增或为“资产荒”背景下资产管理子公司积极布局“固收+”策略、业绩回报可观所致,一些早期便并表公募基金规模的券商,母子协同效应,目前已进入红利释放期。

从收入规模看,头部券商仍然优势明显,不过多数头部券商上半年资产管理业务手续费净收入较上年同期下滑,或实现正增长但增幅远低于前述中小券商。国信证券在头部券商中表现相对亮眼,上半年,公司资产管理业务手续费净收入合计3.95亿元,同比增幅高达94.35%,在头部券商中排名第一,在全部上市券商中排名第六。

主动化、公募化进程加深

“在去通道背景下,证券公司资产管理业务正经历结构性变革,主要表现为向主动管理策略转变和对公募基金市场积极布局。”谈及上半年上市券商资产管理业务整体表现及变化,中信建投非银金融首席分析师赵然如是说。

资产管理新规发布后,券商私募资产管理规模经历一轮显著压缩,2024年上半年,其开始反弹,叠加券商自身在主动管理方面进一步耕耘,共同助推券商资产管理业务收入逆势增长。

数据显示,在获得公募基金资格方面,目前有14家券商及其资产管理子公司已经获批,另有4家正在等待审批。在推动设立资产管理子公司方面,截至2024年8月底,已有30家券商设立资产管理子公司。今年以来,国联证券资管、华安证券资管等券商资产管理子公司开业,券商资产管理子公司注册范围也逐渐向中西部地区扩张。

在进一步强化主动管理方面,上半年,在投资策略上推陈出新,积极拥抱市场行情及新变化,成为券商较为一致的共识。以国信证券为例,上半年,公司在做好固收、权益等传统优势策略基础上,发行了挂钩黄金的“固收+”、挂钩衍生品的指数增强等新策略,资产管理产品类型不断丰富、盈利能力进一步提升。同时,公司还积极服务国家重大战略,充分利用公募REITs、ABS等资本市场工具为实体企业提供融资服务。

展望下半年资产管理业务经营策略,各家券商均结合自身不同禀赋、区位优势提出了差异化发展路径。记者梳理发现,集中力量实现业务协同发展成为不少券商发力的方向之一。

东兴证券表示,对于资产管理业务,未来将整合各类投研资源,不断加强产品研发力度,通过多元化产品布局,满足投资者不同场景下的财富管理需求,同时加强集团业务联动,继续以中国东方资产管理股份有限公司AMC特色资源和公司投行优势资源为抓手,做好存量业务合作,协同拓展新增业务。

财通证券表示,未来公司将发挥财通集团军优势,践行“全企协同”,加快构建固收、权益、创新业务可持续发展格局,推动固收转型平稳过渡,锻造权益业务韧性,同时利用公募牌照优势以及积累的投研和口碑优势,在普惠金融、养老金融产品的开发设计、投资运作推广上积极探索并贡献力量。