国信期货宏观月报

宏观

短期波动不改长期向好趋势 3 季度大宗商品或迎来上涨行情

2020 年 07 月 26 日

主要结论

中美关系短期扰动不改经济长期向好的趋势：当前中美经贸政治关系出现了一定的波动，从短期来看对市场情绪也造成了一定的冲击。但是我们认为，从 2018 年中美贸易冲突开始升级的时候，市场已经提前 price in 了中美两个大国博弈长期化的预期。并且通过观察整理发现，在这两年的时间里面，不管是屡次的贸易谈判还是过程中对于科技企业制裁的升级等措施，短期都会对权益和债券市场产生一定的影响，但长期来看，市场受到波动扰动后总会回归到理性供需基本面的逻辑。主要有两个原因，一是中美经贸关系一直处于谈而不崩的情况，并没有出现不可挽回的破裂关系以及制裁，市场已经开始接受中美关系波动的常态化的预期。二是中国内需以及制造业经济的韧性仍在，所以我们认为这次中美关系的短期波动，并不会影响中国经济长期复苏向好的基本面，市场的波动也将逐渐趋于平缓。

货币政策最宽松的事件已经过去，美元长期走弱趋势不会改变：近期央行决定下调再贷款再贴现的利率，而没有进行降准降息等市场预期的大范围的利率工具的运用，说明央行谨慎的考虑了货币政策的负溢出效应，考虑到当前国内疫情防控的情况较好，并没有进行不顾一切的大水漫灌的流动性投放，而是试图在多目标中寻找货币政策的平衡性，随着货币政策的转向，我们预计受到经济下行压力影响，下半年宽松货币政策的基调不会改变，但是 2020 年货币政策最宽松的时期已经过去，短期内预计还是以公开市场调节工具为主，暂时不会出台更大规模的经济刺激政策，未来货币政策的重点可能更加倾向于防止资金空转以及引导资金脱虚向实为主。值得注意的是，近期中美关系的再度紧绷以及美国对于香港和南海问题的施压，都使得当前中美经贸关系承受了前所未有的压力。市场的避险情绪上升，也将持续激发美元的避险需求，预计如果中美经贸关系的紧张态势延续，美元或将出现小幅反弹，但是我们强调，受到美联储货币政策的负溢出效应和美元自身下行周期的影响，短暂的风险偏好的降低不会改变美元长期回落的趋势。

从库存周期来看，大宗商品在 3 季度或将迎来上涨行情：我们认为在中美关系依然是谈而不崩以及疫情没有出现二次爆发的前提下，此轮 2020 年商品市场已经具备了产生牛市的必要和充分条件，即 16 个月长期的被动去库存的周期以及宽松的货币政策和对市场未来通胀预期，预计 2020 年 3 季度末国内大宗商品极有可能走出一波较强的牛市行情。

分析师：顾琛
从业资格号：F3038154
电话：021-55007766
邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、全球宏观经济概述

1、国际政治经济局势短期出现波动 但不改长期经济复苏趋势

当前中美经贸政治关系出现了一定的波动，从短期来看对市场情绪也造成了一定的冲击。但是我们认为，从2018年中美贸易冲突开始升级的时候，市场已经提前price in了中美两个大国博弈长期化的预期。并且通过观察整理发现，在这两年的时间里面，不管是屡次的贸易谈判还是过程中对于科技企业制裁的升级等措施，短期都会对权益和债券市场产生一定的影响，但长期来看，市场受到波动扰动后总会回归到理性供需基本面的逻辑。主要有两个原因，一是中美经贸关系一直处于谈而不崩的情况，并没有出现不可挽回的破裂关系以及制裁，市场已经开始接受中美关系波动的常态化的预期。二是中国内需以及制造业经济的韧性仍在，所以我们认为这次中美关系的短期波动，并不会影响中国经济长期复苏向好的基本面，市场的波动也将逐渐趋于平缓。

同时货币政策方面，近期中国央行再度出招降低实体融资成本，下调再贷款和再贴现利率25个基点（bp），其中再贴现利率为近10年来首次调整。国常会允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。我们认为本次事件有两点值得关注：首先近期中小企业迎来新的利好，中国国务院常务会议称，在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规，通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金新途径。据国务院发展研究中心金融研究所银行研究室副主任王刚等此前撰文指出，中国4,000多家中小银行里，有605家资本充足率低于10.5%的最低监管标准。推动中小银行补充资本和完善治理，也有利于中小银行更好服务中小微企业。在中国中小企业具有明显的“五六七八九”的典型特征，即贡献了50%以上的税收，60%以上的GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇劳动就业，90%以上的企业数量。所以此次专项债补充中小银行资本金，将有力的支持中小银行和企业抵御疫情的冲击。其次此次央行决定下调再贷款再贴现的利率，而没有进行降准降息等市场预期的大范围的利率工具的运用，说明央行谨慎的考虑了货币政策的负溢出效应，考虑到当前国内疫情防控的情况较好，并没有进行不顾一切的大水漫灌的流动性投放，而是试图在多目标中寻找货币政策的平衡性，随着货币政策的转向，我们预计受到经济下行压力影响，下半年宽松货币政策的基调不会改变，但是2020年货币政策最宽松的时期已经过去，短期内预计还是以公开市场调节工具为主，暂时不会出台更大规模的经济刺激政策，未来货币政策的重点可能更加倾向于防止资金空转以及引导资金脱虚向实为主。

2、从汇率角度来看，美元长期走弱趋势不变，人民币大概率震荡为主

从美元角度来看：美国地区疫情数量在上周持续创出单日新高，新冠病毒感染人数的上升使得美国多个州复产复工的节奏再次停摆，并且影响到了美国的就业数据以及领取失业救济金的数据。同时中美关系的再度紧绷以及美国对于香港和南海问题的施压，都使得当前中美经贸关系承受了前所未有的压力。市场的避险情绪上升，也将持续激发美元的避险需求，预计如果中美经贸关系的紧张态势延续，美元或将出现小幅反弹，但是我们强调，受到美联储货币政策的负溢出效应和美元自身下行周期的影响，短暂的风险偏好的降低不会改变美元长期回落的趋势。

从人民币中间价来看：国内复产复工的节奏加快，虽然个别地区疫情出现了小幅反弹，但是并没有更改国内经济复苏的进程。6月经济数据的恢复程度也佐证了这一结论。但值得注意的是，当前中国面临的国际环境复杂多端，承受了一定外部压力，所以短期人民币或将受到美元指数和卖盘的压力，出现一定的波动。但是由于美元由于流动性过剩反弹空间有限，以及国际政治经济环境多有反复，利好利空大致相抵，预计人民币大概率依然在6.98-7.02附近关口震荡为主。

图：美元及人民币中间价走势

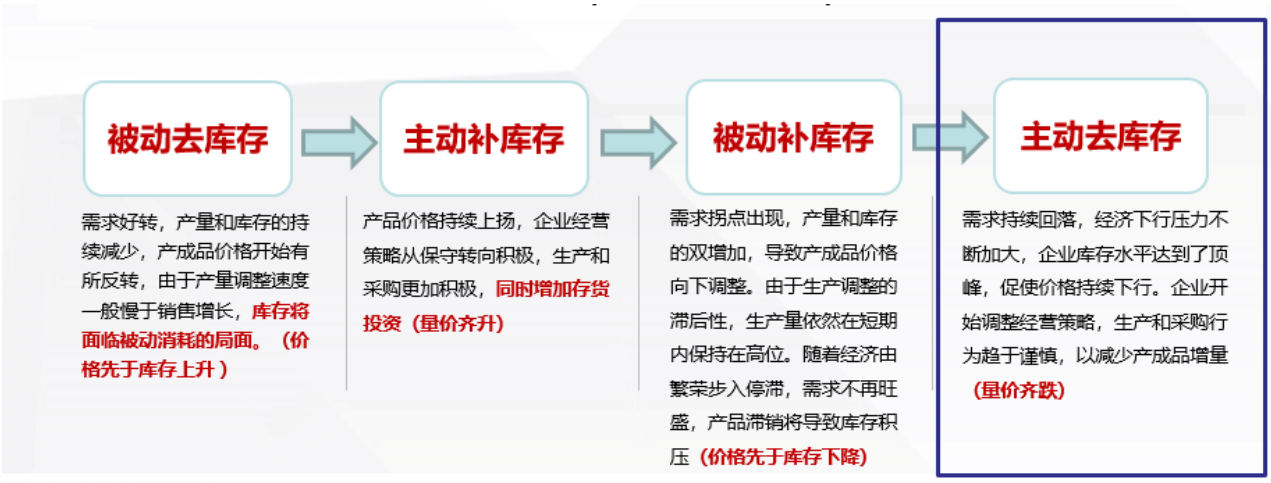


数据来源：wind 国信期货

3、从库存周期角度来看，3季度大宗商品或将走出趋势性行情

在中国大宗商品市场中，库存周期对于价格的指导作用比较明显。**研究库存周期的目的是为了寻找价格阶段性的高点和低点。**库存周期被划分为被动去库存，主动补库存，被动补库存和主动去库存四个阶段。 我们利用大宗商品的价格周期与产成品库存周期两个指标进行对比来制作中国大宗商品的库存周期指标，通过季节性和 HP 滤波处理之后发现一个规律，即在每一轮商品牛市，主动补库存（量价齐升）的阶段来临前，都会有一个必要条件的出现，即大宗商品市场都会经历一轮较长的主动去库存的过程（量价齐跌）

图：库存周期的

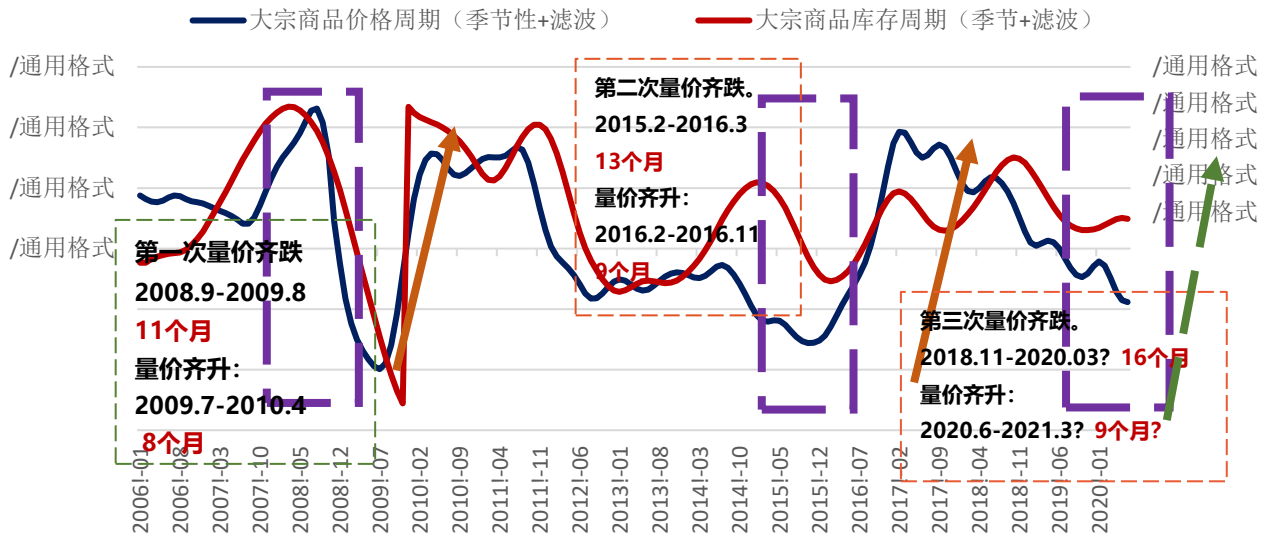


数据来源：wind 国信期货

这样的情况，在近年来出现过两次，一次是 2008 年底左右，一次是 2015 年年底左右，而在这之后，我们分别迎来了商品市场的两个大牛市。这两轮商品牛市前主动去库存的平均时长 11 个月左右，两轮牛市的长度在 9 个月左右。而 2020 年这一轮行情，商品市场的价格和库存周期已经经历了 16 个月左右的主

动去库存（量价齐跌），根据前两轮商品牛市的经验，此轮商品的主动去库存的周期已经走完，虽然当前大宗商品的库存周期依然在较低的底部，但是大宗商品的价格周期已经率先出现触底反弹，进入了被动去库存周期，并已经进行了 4 个月左右，根据历史规律预计不久即将进入下一个主动补库存的阶段。从库存周期的必要条件来看，**预计到 2020 年 3 季度末左右或会迎来新的一波大宗商品的趋势行情**

图：大宗商品库存周期和大宗商品价格周期的对比



数据来源：wind 国信期货

但是要形成一轮完整的商品牛市，光有必要条件（长期的被动去库存）还是不够，我们发现 2013-2014 年商品市场也经历了一轮较为长期的被动去库存的周期，但是却没有迎来大宗商品的牛市，因为还缺少两个商品牛市的充分条件。通过研究大宗商品 09 年和 16 年的两轮大牛市，我们认为形成牛市的两个充分条件为**宽松的货币环境和市场对于未来通胀的充分预期**。

从商品牛市的第一个充分条件来看（较为宽松的货币环境），2009 年和 2016 年市场流动性较为充裕，在第一轮 2009 年的商品牛市中经历了 4 次降准，第二轮 2016 年的商品牛市经历了 5 次降准，而 2020 年货币政策环境虽然没有出现大面积的降息和降准，但全面动用了公开市场操作的工具，所以从全市场释放的流动性角度来看，2020 年的货币环境相较于 2009 年和 2016 年的牛市还是较为宽松的。并且我们发现一个很有意思的规律，即两轮牛市的起点和终点，都分别与两轮货币政策的宽信用的起点和经济复苏到达高点的时间相吻合。2020 年货币政策宽信用的起点从 3 季度开始，从历史规律和宽信用的周期来看，此轮行情或将持续到 2021 年 2 季度。。

图：三轮商品牛市货币政策环境对比

三轮商品牛市的货币政策环境			
	第一轮商品牛市2009-2010	第二轮商品牛市2015-2016	第三轮商品牛市 2020年3季度？
货币政策的起点	2008年9月25号降准	2014年11月22号降息	2020年1月6日降准
货币政策的内容	4次降准	5次降准	全面动用公开市场操作工具
宽信用起点	2008年4季度（商品牛市起点）	2015年3季度（商品牛市起点）	2020年3季度？
经济复苏到达相对的高点	2010年1季度（商品牛市的尾声	2016年4季度（商品牛市的尾声）	2021年2季度？

数据来源：wind 国信期货

从商品牛市的第二个充分条件来看（对于通胀的预期），我们发现前两轮商品牛市，都处于通胀较为明显的时期。通过统计发现，在高通胀时期资本市场资产价格回报率方面，大宗商品的表现>债市>股市。通胀上行时期，货币政策的空间缩小，债市承压，股市受到 PPI 下行的影响更大，工业及消费需求疲软，打压企业利润，拖累股市和债市都出现了不同程度的下行。反观商品市场，虽然有高通胀的压力，但大宗商品除了金融属性，还有一定的刚性消费属性，所以在一定程度上呈现出了抗通胀的能力，所以大宗商品在高 CPI 低 PPI 时期的表现会好于股票和债市。在大宗商品的具体表现中，工业品价格或将受到低 PPI 的制约，而农产品由于消费的刚性强于工业品，所以在高 CPI 低 PPI 的情况下，农产品资产收益的表现会相对好于工业品。

总体而言，此轮 2020 年商品市场已经具备了产生牛市的必要和充分条件，即 16 个月长期的被动去库存的周期以及宽松的货币政策和对市场未来通胀预期，预计 2020 年 3 季度末国内大宗商品极有可能走出一波较强的牛市行情。

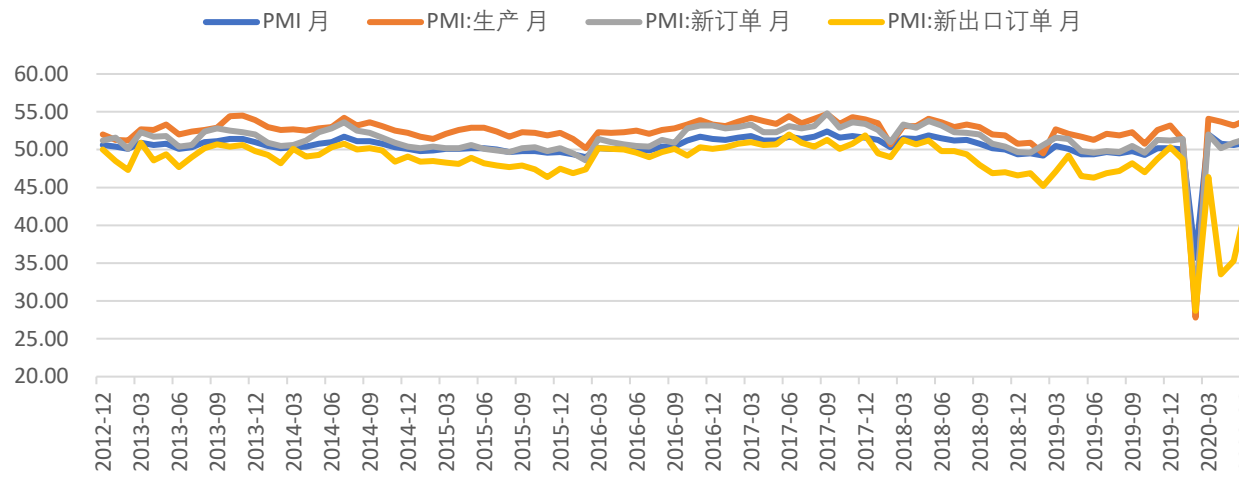
二、国内经济概述

1、PMI数据：超预期回升

6月份，中国官方制造业采购经理指数（PMI）为50.9%，比上月上升0.3个百分点。财新PMI中国6月服务业采购经理人指数(PMI)升至58.4，远超上月的55，并创2010年4月以来新高；综合PMI亦从上月的54.5升至55.7，为2010年11月以来最高。

中国6月财新服务业PMI数据创10年来新高，官方PMI数据超预期反弹至3个月以来的高位。本次数据有两点值得关注：1、官方和财新PMI数据均超预期，表明当前国内新冠疫情得到了较好的控制，复产复工的进度符合预期。从细分数据来看，企业规模方面，大、中型企业PMI分别为52.1%和50.2%，比上月上升0.5和1.4个百分点，小型企业PMI为48.9%，比上月下降1.9个百分点。说明大中型企业抗风险能力还是略高于中小企业，但是生产指数，新订单指数和原材料库存指数都出现了较为明显的上升，说明当前企业的投资意愿修复较为明显。2、服务业PMI方面，新订单数量创下了2010年8月份以来的最高增速，但是服务业用工人数有进一步收缩的趋势，同时7、8月份又将迎来大学生就业的毕业潮，今年用工压力或将超过去年同期水平，但是值得注意的是，今年国务院会议多次强调，要统筹推进疫情防控和社会发展，做好六稳工作，必须把稳就业放在首位，预计在政策的倾斜扶持下，3季度就业压力有缓解的可能性。

图：PMI 数据



数据来源：wind 国信期货

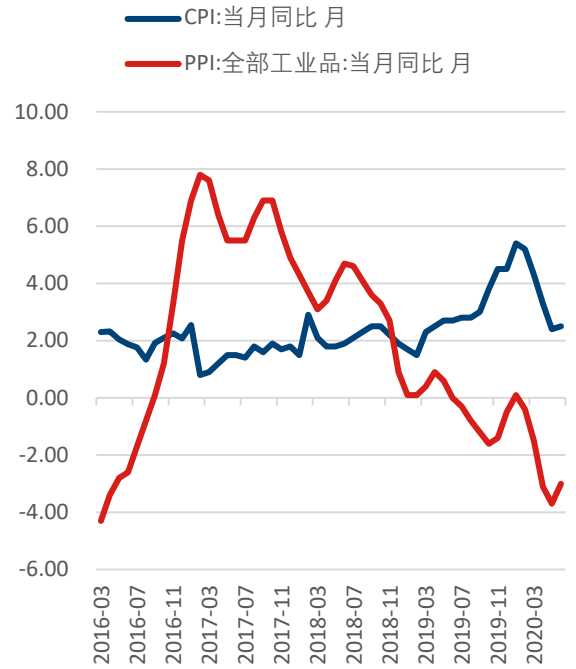
2、通胀数据：剪刀差小幅扩大

2020年6月份，全国居民消费价格同比上涨2.5%。其中，城市上涨2.2%，农村上涨3.2%；食品价格上涨11.1%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨3.5%，服务价格上涨0.7%。上半年，全国居民消费价格比去年同期上涨3.8%。2020年6月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.0%，环比上涨0.4%；工业生产者购进价格同比下降4.4%，环比上涨0.4%。上半年，工业生产者出厂价格比去年同期下降1.9%，工业生产者购进价格下降2.6%。

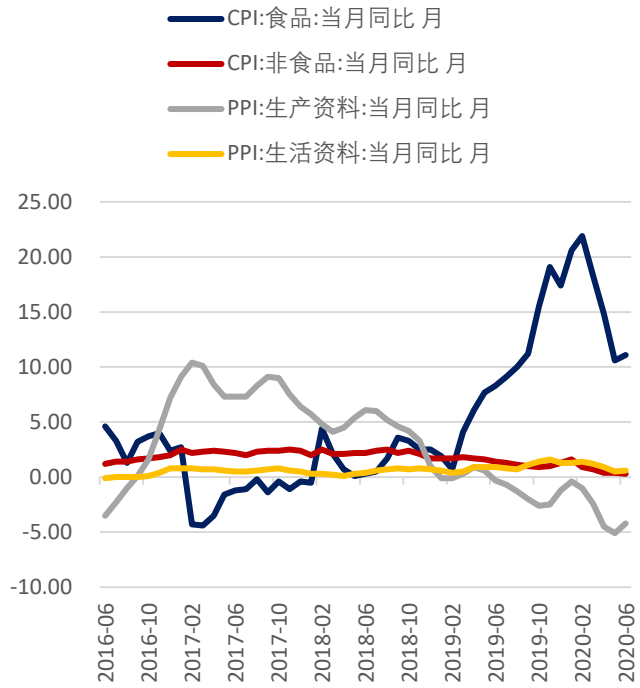
6月通胀数据有两点值得关注：1、从通胀数据来看，CPI方面，食品依然是影响CPI上涨的重要因素，猪肉供应紧张格局加剧，食品中，畜肉类价格上涨57.4%，影响CPI上涨约2.61个百分点，其中猪肉价格上涨81.6%，影响CPI上涨约2.05个百分点。但值得注意的是，7月份的数据或将受到南方多地大范围的强降雨和受到北京疫情新发地的影响，CPI中食品价格部分或将有小幅的上升。2、PPI方面，6月环比小幅转涨，同比小跌。主要受到原油价格上涨的影响，石化相关产业链产品价格也出现了一定程度的跟涨，是带动本月PPI上行的主要原因。总体来看，当前央行的货币政策力度适中，疫情对于国内市场的影响也逐步减小，下半年需要关注国内外需求恢复的程度，以及自然灾害等黑天鹅事件对于通胀数据的影响。

图：CPI 数据

图：PPI 数据



数据来源：wind 国信期货



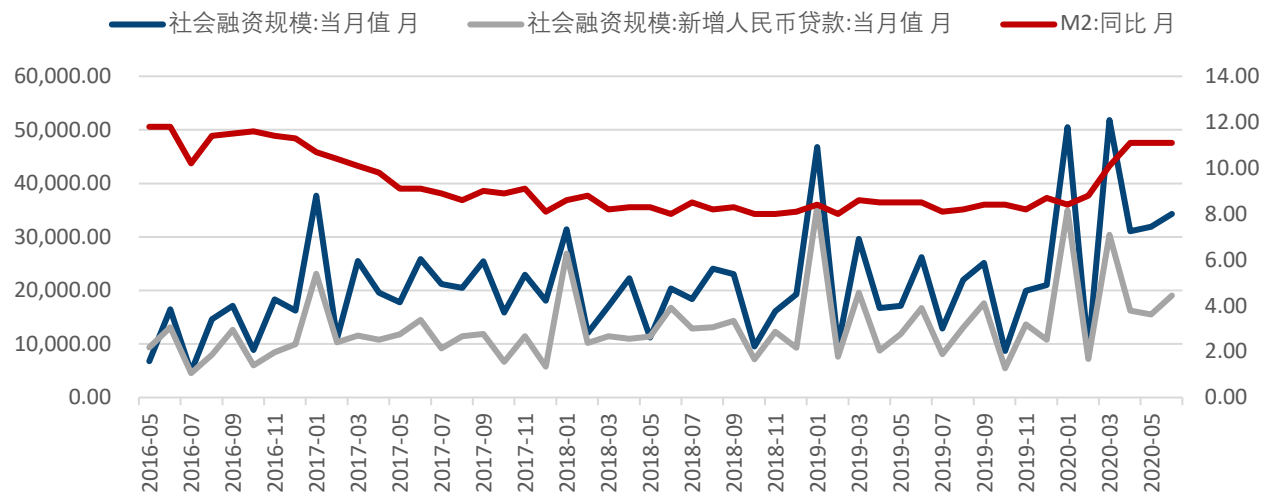
数据来源：wind 国信期货

3、3月社融数据点评：社融回暖

6月末人民币贷款余额165.2万亿元，同比增长13.2%，路透调查中值亦为13.2%。央行数据并显示，6月社会融资规模增量为3.43万亿元，略高于路透调查中值的3万亿元，比上年同期多8,099亿元；6月末社会融资规模存量为271.8万亿元，同比增长12.8%。上半年社会融资规模增量累计为20.83万亿元，比上年同期多6.22万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加12.33万亿元，同比多增2.31万亿元。

本次数据有两点值得关注。1、从总量的角度来看，6月社融数据小幅上行，从数据来看，居民中长期贷款和企业中长期贷款为历史同期最高，表明在政策引导下，银行放贷的风险偏好有所提高，居民在住房贷款方面的偏好也有所上升。但值得注意的是1季度宏观杠杆率出现了2位数的上升，并且从政策意图来看，2季度宏观杠杆率有进一步上升的空间。从理论上来说，社融增速应该与实际经济增速相吻合，未来需要持续关注社融增速和经济恢复的匹配度，防止出现资金淤积的流动性堰塞湖的情况。2、从细分项来看，M1和M2的剪刀差持续缩小，M1-M2剪刀差是指M1与M2的同比增速之差。企业经营的活跃程度反应在企业存款期限的转化之中，而M2较M1所增加统计口径的正是各种定期存款，因此M1-M2剪刀差反映了企业资金的大致期限结构和活化程度，是宏观考察实体经济内在情况的重要指标。表明当前企业投资意愿相对较弱，并且有把资金存款定期化的倾向。但是总体来看，当前的数据受宏观及政策扰动较强，不能完全反应出经济现状，对于社融数据还需要更多时间进行观察才能得出比较准确的判断。

图：社融增速



数据来源：wind 国信期货

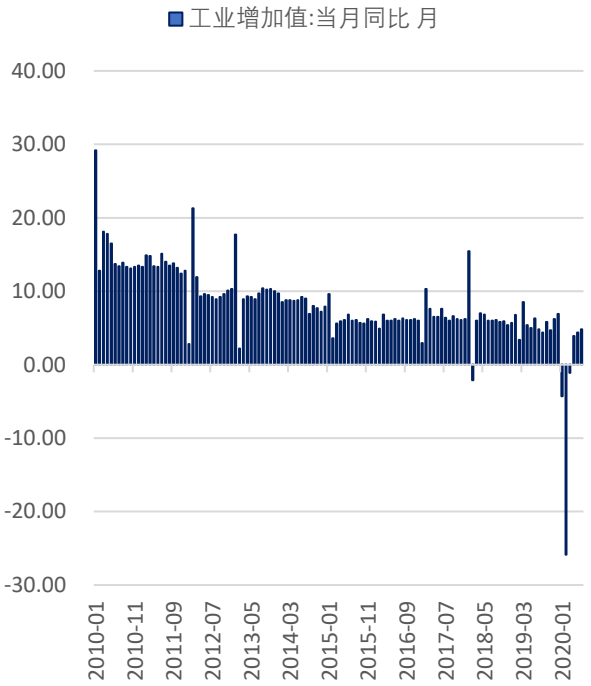
4、工业增加值及社会消费品零售数据

6月份，社会消费品零售总额33526亿元，同比下降1.8%（扣除价格因素实际下降2.9%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄1.0个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额29914亿元，下降1.0%。1—6月份，社会消费品零售总额172256亿元，同比下降11.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额155869亿元，下降10.9%。 6月份，规模以上工业增加值同比实际增长4.8%（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率），增速较5月份加快0.4个百分点。从环比看，6月份，规模以上工业增加值比上月增长1.30%。1—6月份，规模以上工业增加值同比下降1.3%。

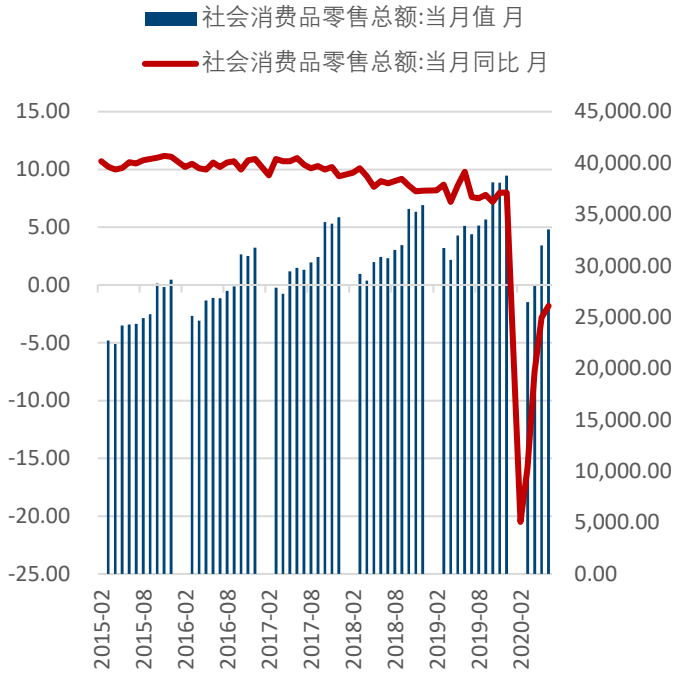
6月数据有两点值得关注：1、从社会消费品零售数据方面来看，当前国内需求复苏的速度弱于工业供给端恢复的速度。从细分项来看，实物商品网上零售额43481亿元，增长14.3%，占社会消费品零售总额的比重为25.2%，在实物商品网上零售额中，吃类和用类商品分别增长38.8%和17.3%，穿类商品下降2.9%。总体来看必选品的消费还是强于可选品消费。但内需恢复的总量还有待提升。2、从工业增加值的角度来看，第一产业投资8296亿元，同比增长3.8%，增速比1—5月份提高3.8个百分点，第二产业投资85011亿元，下降8.3%，降幅收窄3.5个百分点；第三产业投资188296亿元，下降1.0%，降幅收窄2.9个百分点。值得投资者注意的是，虽然工业增加值跌幅有所缩窄，但是斜率有所放缓。当前受政策和疫情的影响，国内企业复产复工基本到达极致，但是需求方面恢复的速度不及开工恢复速度，所以3季度更加需要关注需求恢复的程度能不能继续带动生产方面的增速。

图：工业增加值

图：社会消费品零售总额



数据来源：wind 国信期货



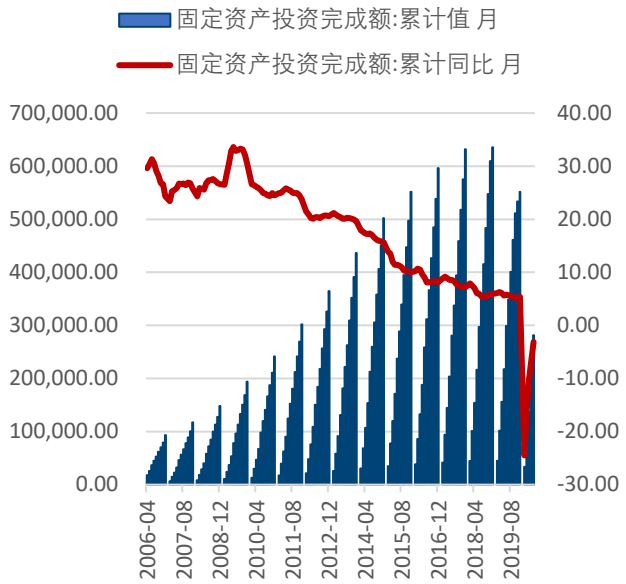
数据来源：wind 国信期货

5、房地产和固定投资数据

1-6月份，全国固定资产投资（不含农户）281603亿元，同比下降3.1%，降幅比1—5月份收窄3.2个百分点。其中，民间固定资产投资157867亿元，下降7.3%，降幅收窄2.3个百分点。从环比速度看，6月份固定资产投资（不含农户）增长5.91%。1—6月份，全国房地产开发投资62780亿元，同比增长1.9%，1—5月份为下降0.3%。其中，住宅投资46350亿元，增长2.6%，增速比1—5月份提高2.6个百分点。

6月数据有2点值得关注：1、从固定资产投资数据来看，同比下降，环比方面有较为明显的提升，受汛情的影响，第三产业中基础设施投资环比跌幅有所收窄，水利管理业投资增速较为明显，从产业结构来看，由于国内疫情管控较为得力，一二三产业环比降幅都有较为明显的收缩。总体来看，随着复产复工的速度不断加快，目前固定资产投资数据方面已经走出较为明显的V型反弹的趋势，目前由于政策对于开工端的扶持力度较大，三季度投资者可能更加需要关注需求方面的故事。2、从房地产开发投资数据来看，1-6月份房地产开发企业房屋施工面积和房地产开发投资额都有所上升，但是新开工面积和住宅竣工面积出现了一定的下滑。从房地产销售数据来看，在房住不炒的政策的指引下，1-6月份商品房销售面积出现了较为明显的回落。同时我们也注意到近期多地出台了有关房住不炒的政策，相信未来房价指数的变化在政策的指导下会更加趋于平稳。

图：房地产和固定资产投资数据





数据来源：wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。