

从战略相持到战略反攻

——2020年二季度宏观经济与大宗商品展望

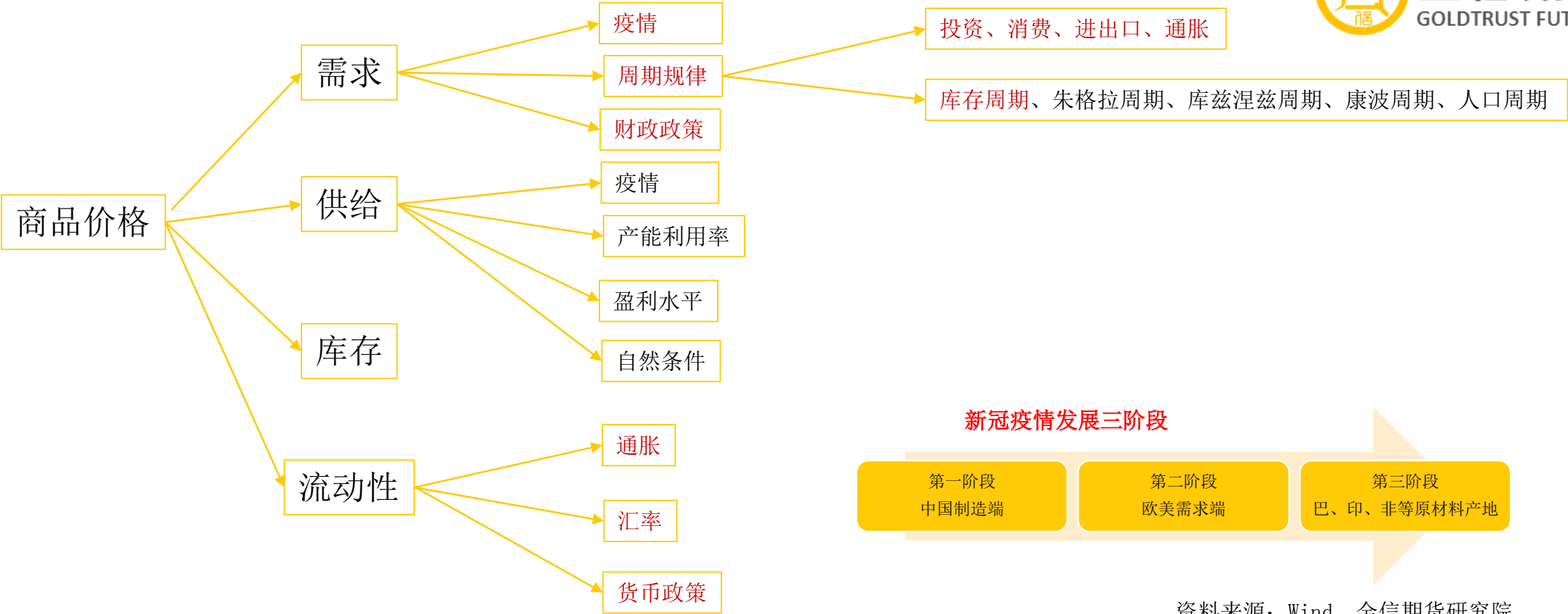
金信期货 研究院

2020年4月



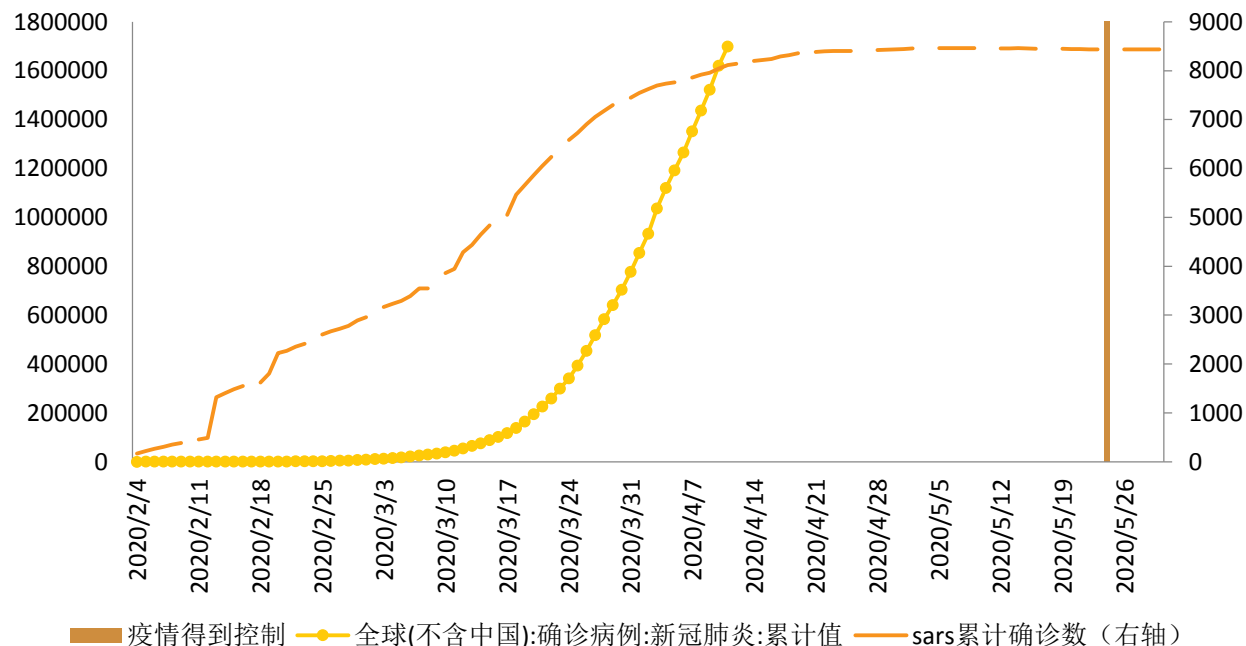
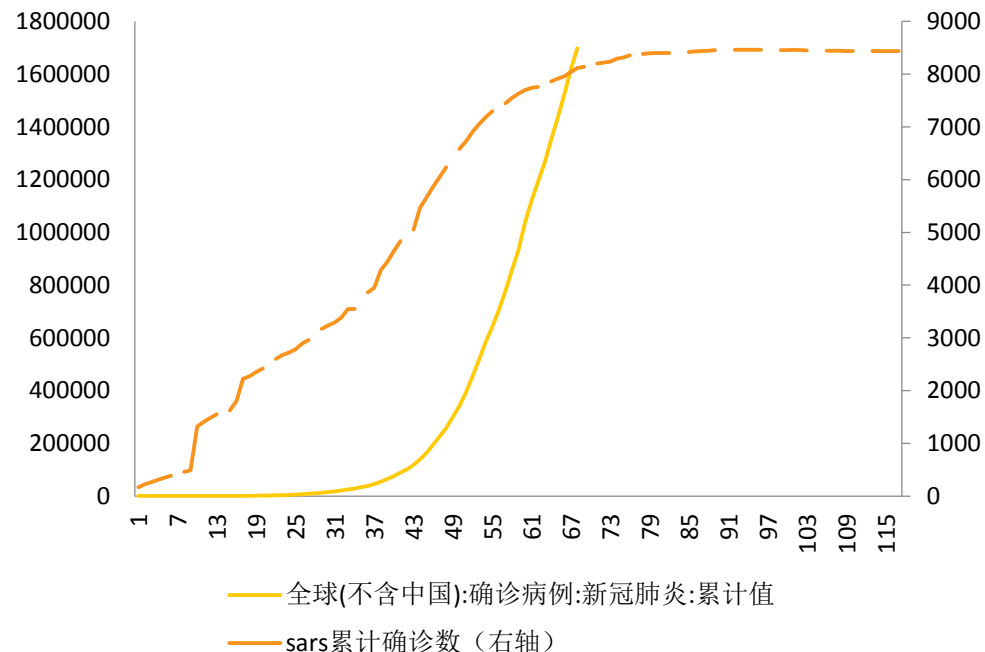
金信期货
GOLDTRUST FUTURES

诚挚如金
专业而信



资料来源：Wind，金信期货研究院

- 商品价格主要由需求、供给、库存和流动性决定，商品种类繁多，各种类供给和库存差异性大，这里主要从需求和流动性的角度进行分析。



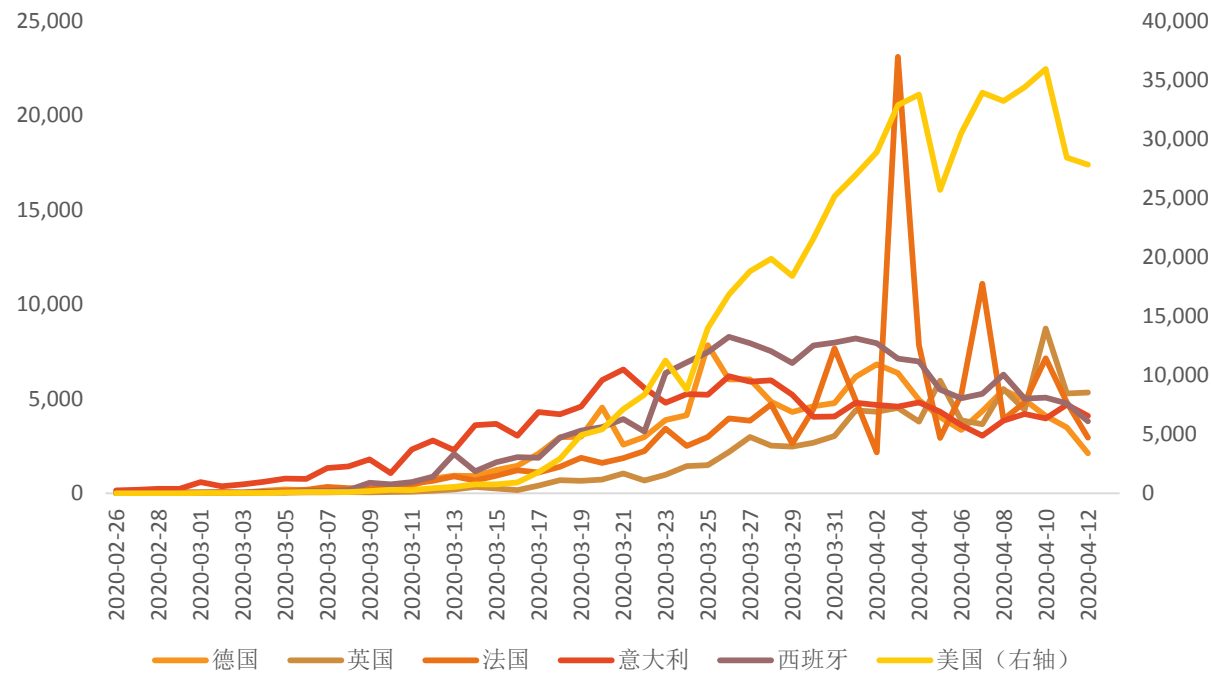
资料来源: Wind, 金信期货研究院

- 当前新冠疫情国内外分化明显，国内疫情基本得到控制，国外疫情正处高爆发态势，新冠疫情走势主要由国外决定，参考SARS全球走势，国外疫情在5月底6月初得到控制，这与国内外主流观点一致，近期欧美新增确诊人数高点已过对此观点形成支撑。

新冠疫情影响——欧美现疫情好转迹象，俄、印、巴西、非洲正蔓延



新冠肺炎新增确诊病例



指标	地区	GDP 占全球的比重（基于购买力平价:2005价）
疫情好转地区	美国、欧元区、英国、东亚和太平洋	54.4%
疫情确认好转地区	欧元区、东亚和太平洋	44.5%
疫情可能快速蔓延地区	南亚、中东、北非、撒哈拉以南非洲、拉丁美洲、加勒比和俄罗斯	30.2%
疫情正在蔓延地区	俄罗斯、印度、巴西、非洲	16.4%

资料来源：Wind，金信期货研究院

- 欧元区、东亚和太平洋地区疫情确认好转，GDP占全球的比重为44.5%，支撑全球经济，美国和英国疫情现好转迹象，GDP占全球比重为9.9%。
- 疫情正在俄罗斯、印度、巴西和非洲蔓延，这些地区GDP占全球比重为16.4%，对全球影响相对有限。

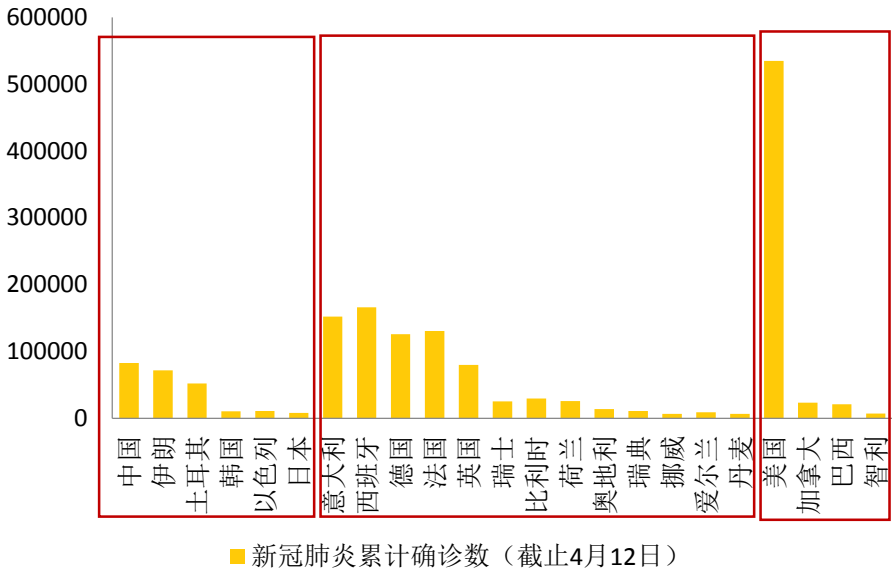
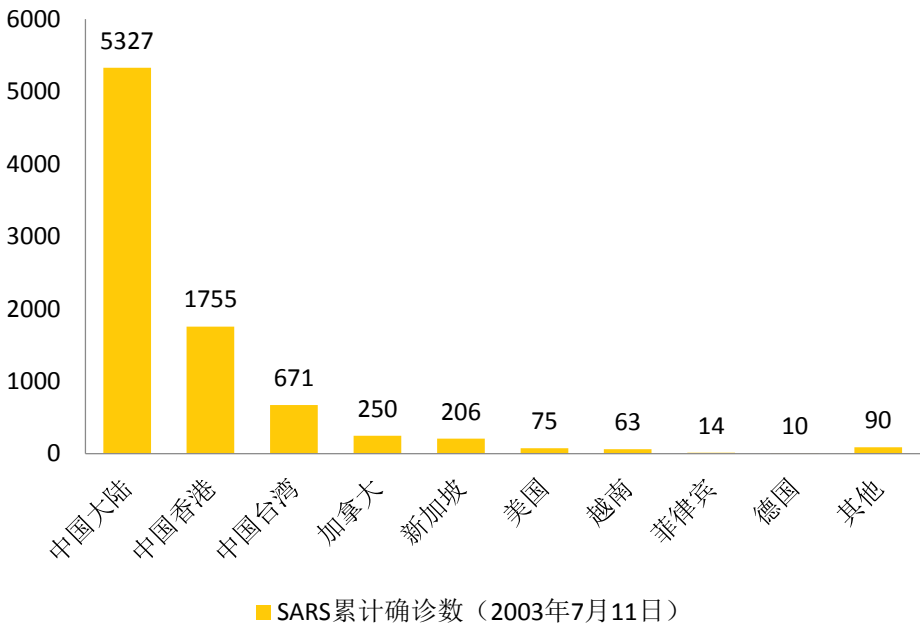
新冠疫情影响——主要疫区

中、欧、美、日、韩、英、伊朗等



主要国家封城和解封			
主要国家	城市地区	封城	解封
中国	武汉	1.23	4.08
日本	日本东京等七都府县	4.08	5.06
韩国	对疫情严重的地区进行限制封锁	2.25	
德国	全国	3.22	4.20
法国	全国	3.17	5.11
意大利	全国	3.10	4月中旬-5月
西班牙	全国	3.17	4.26
英国	全国	3.20	4.16
美国	对欧洲推出旅行禁令	3.22	正着手研究疫情不严重地区复工复产
印度	全国	3.25	5.30
巴西	黑帮封城	3.23	
奥地利	全国	3.16	4.12
丹麦	全国	3.11	4.15
捷克	全国	3.12	3.16
加拿大	限制入境	3.18	
新加坡	边境管控	3.23	
澳大利亚	限制旅行	3.22	

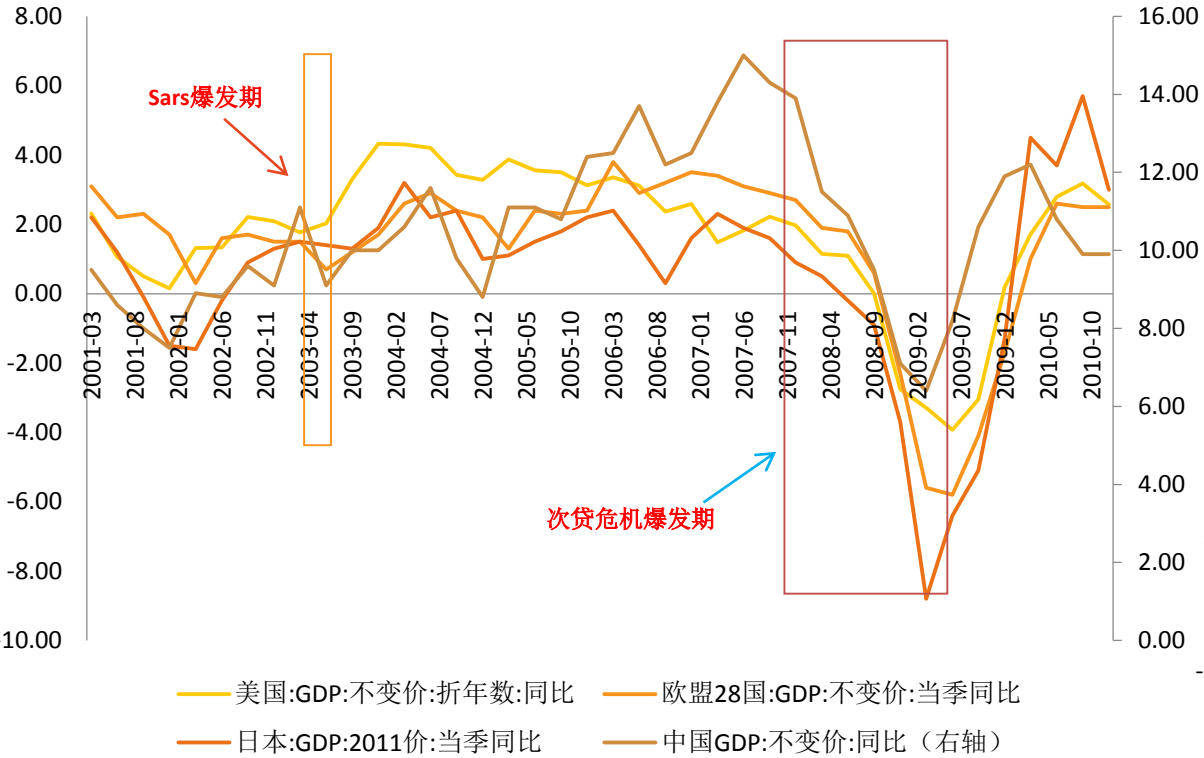
- 一、战略相持：疫情与经济基本面
- 二、战略反攻：政策与经济基本面
- 三、战略反攻：需求好转下的大宗商品展望



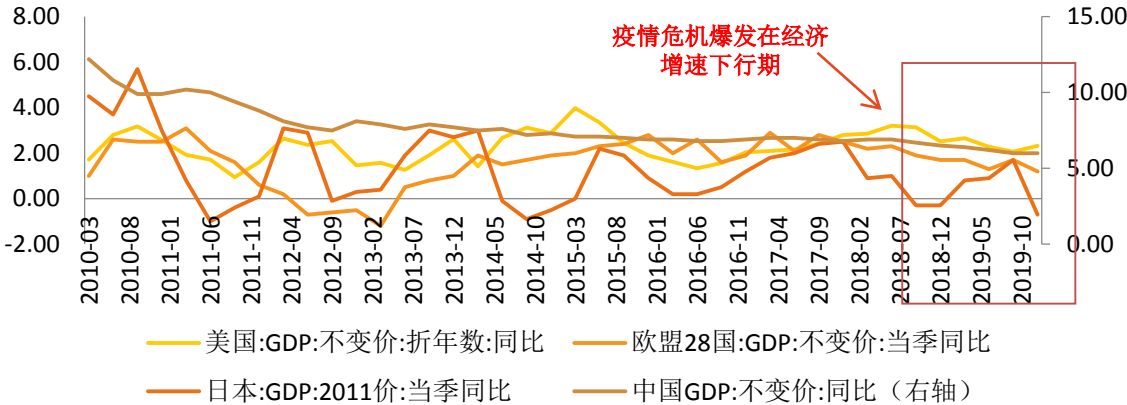
资料来源：Wind，金信期货研究院

- 2003年疫区（累计确诊超过1000例）GDP占全球GDP（基于购买力平价）比重为9.09%（以2003年数据计算）
- 截止4月7日，2020年疫区（累计确诊超过1000例）已经波及五大洲200多个国家，GDP占全球GDP（基于购买力平价）比重超过70%。

新冠疫情影响——对全球GDP的拖累 0.3至0.5个百分点，极端或达1.5个百分点



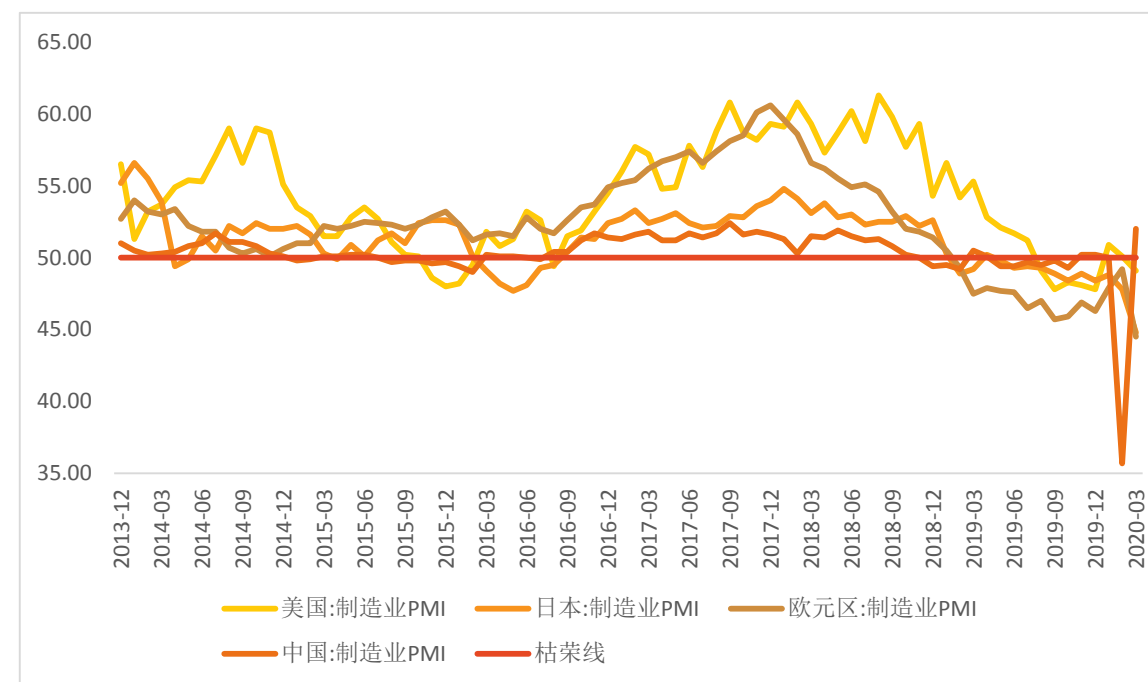
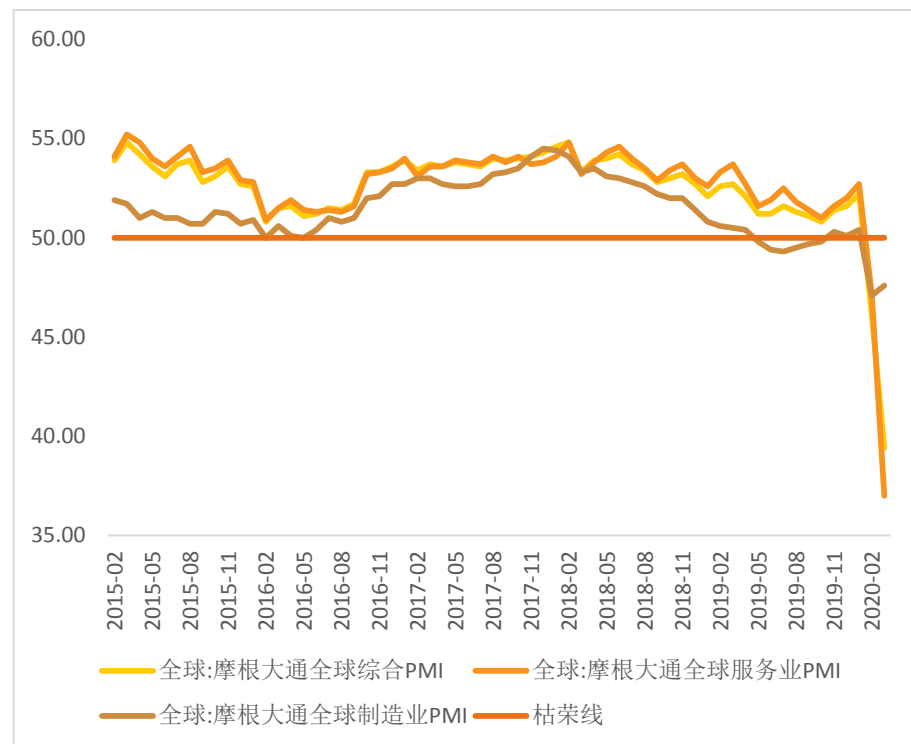
时间	预测部门	全球经济增速
4月2日	惠誉	小调至-0.5%到0%
3月19日	惠誉	由2.5%下调至1.3%
3月11日	印尼央行	2.7%至2.8%
3月11日	美银美林	由2.8%下调至2.2%
3月6日	亚洲开发银行	疫情拖累经济增速0.1至0.4个百分点
3月5日	国际金融协会	接近1%
3月5日	经合组织	由2.9%下调至2.4%，若疫情大蔓延增速或下滑至1.5%
3月5日	标普	疫情拖累经济增速0.5个百分点
2月29日	高盛	约2%



资料来源：Wind，金信期货研究院

- SARS爆发期，2003年二季度，拖累中国经济增速一个季度，对其他国家和地区的影响不大。
- 次贷危机爆发期，自2007年三季度开始，拖累经济增速6-7个季度，对全球主要经济体影响明显。
- 新冠疫情爆发期，预计在一季度和二季度，拖累经济增速大概率2-3个季度，对全球主要经济体影响明显。

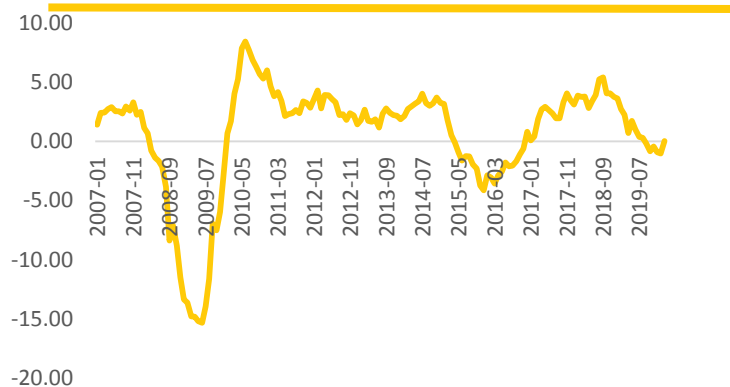
新冠疫情影响——全球景气度显著回落，服务业影响更甚



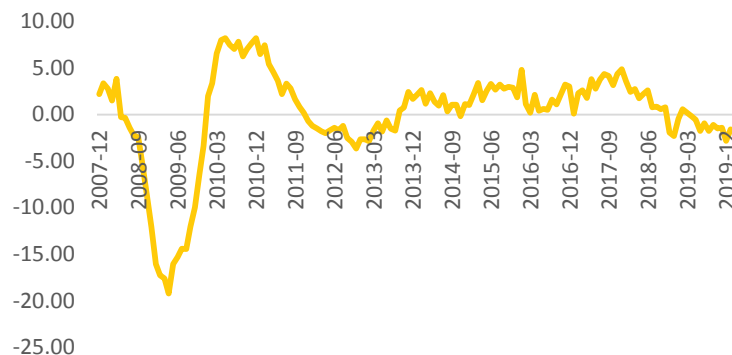
资料来源: Wind, 金信期货研究院

- 全球制造业PMI指数连续2个月低于枯荣线，服务业PMI连续2周大幅回落。近期主要经济体美国、欧元区、日本和中国的制造业PMI均回落明显，显示疫情对全球经济景气度冲击很大。

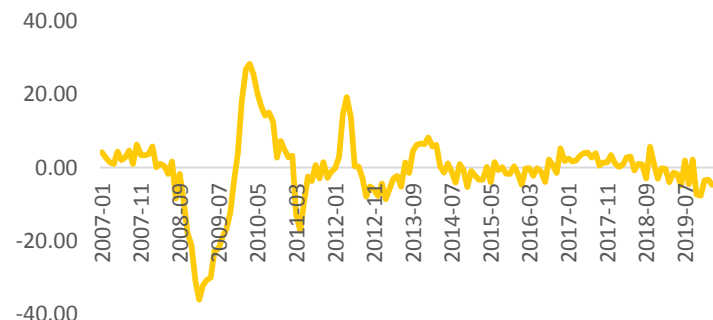
全球经济：主要经济体工业生产同比回升的势头被扼制



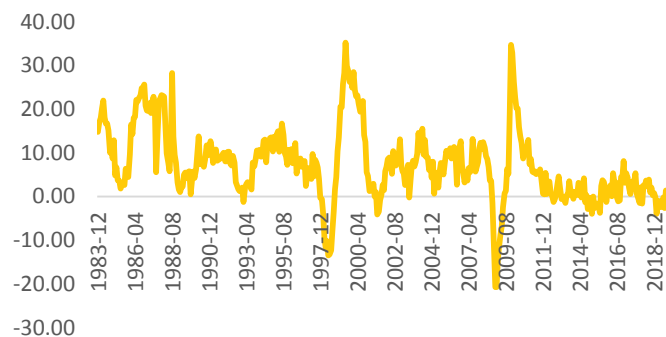
——美国:工业总体产出指数:季调:同比



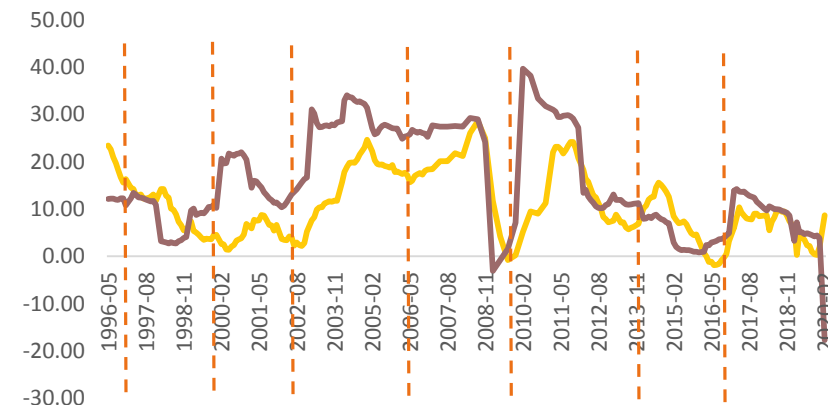
——欧盟28国:工业生产指数:季调:同比



——日本:生产者出货指数:采矿和制造业:同比



——韩国:工业生产指数:季调:同比

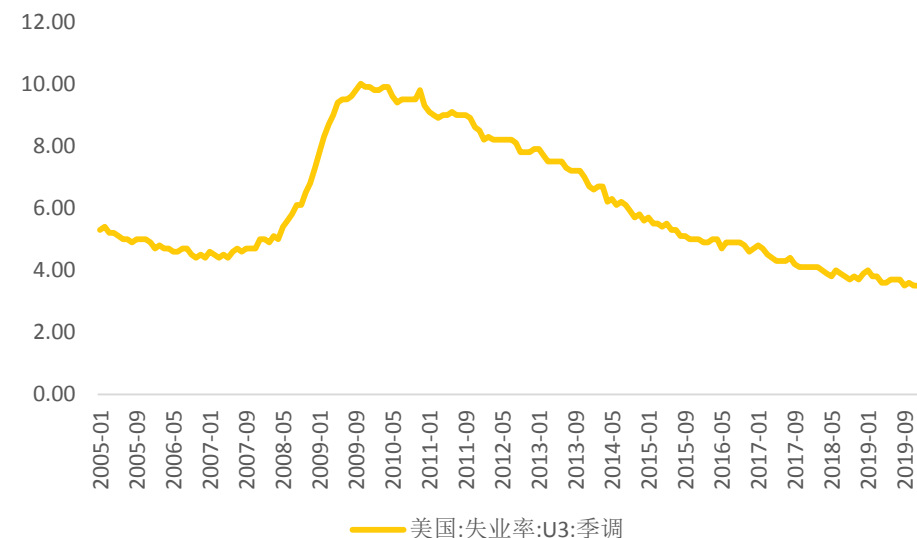
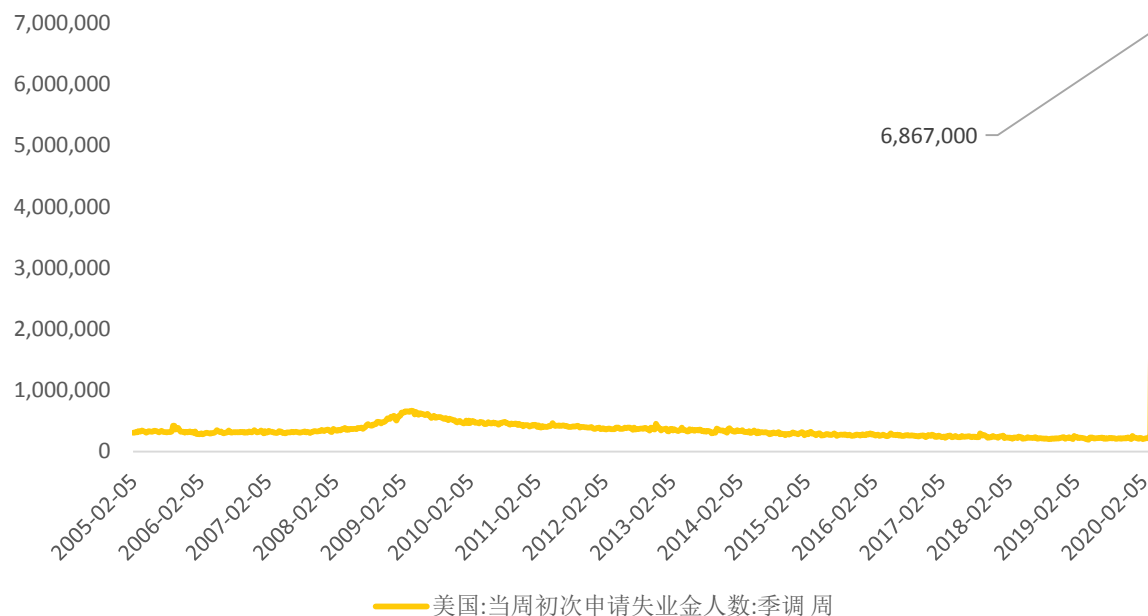


——工业企业:产成品存货:累计同比 ——工业企业:营业收入:累计同比

资料来源: Wind, 金信期货研究院

- 美、欧、中、日、韩工业生产处于不同阶段，在今年2月之前，美、中、日、韩工业生产活动都显现复苏势头，但1月底开始爆发的新冠疫情阻断了工业生产攀升势头，尤其是欧、美4月正处疫情高爆发期，企业陷入停工停产，全球工业生产陷入低迷。但只要疫情是短期冲击，则不会改变经济复苏的趋势。

新冠疫情影响——失业人数大增，疫情后恢复时间长



注：U3是官方公布的失业率并包含国际劳工组织(ILO)的定义，即无工作者但于过去4周内积极寻找工作。

资料来源：Wind，金信期货研究院

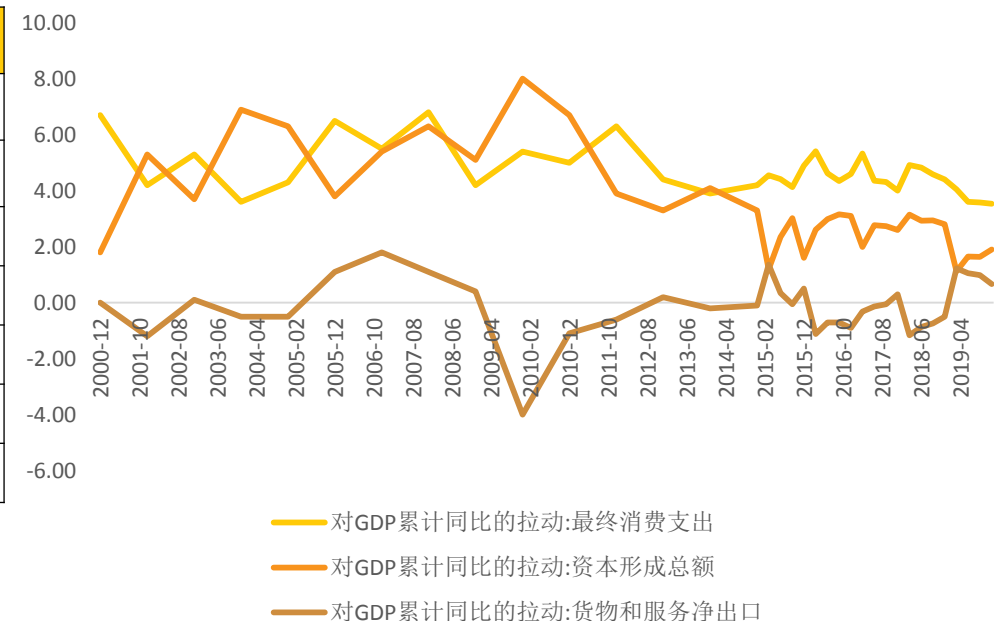
- 美国申请失业金人数在4月4日当周达687万人，是2009年高峰期的10倍，其为美国失业率的先行指标，或预示美国失业率（U3）将超过2009年高峰，有机构预测今年美国失业率可达30%。
- 从失业率曲线看，失业率达到高点后，下降速度缓慢，美国失业率从前期高点（2009年Q3）到近期低点（2019Q4）用时十年，除经济基本面外其原因在于岗位和工人匹配需要时间。

中国经济：2020年1-2月经济增速明显下滑



指标名称	2020年1-2月	2019年	2009年	2008年	2007年
固定资产投资增速	-24.5	5.4	30.4	26.6	25.8
消费品零售增速	-20.5	8	15.9	21.6	16.8
出口增速	-17.2	0.51	-16.01	17.4	25.8
进口增速	-4	-2.72	-11.18	18.48	20.8
贸易差额增速	-117.12	20.17	-16.35		
GDP增速		6.1	9.4	9.7	14.2

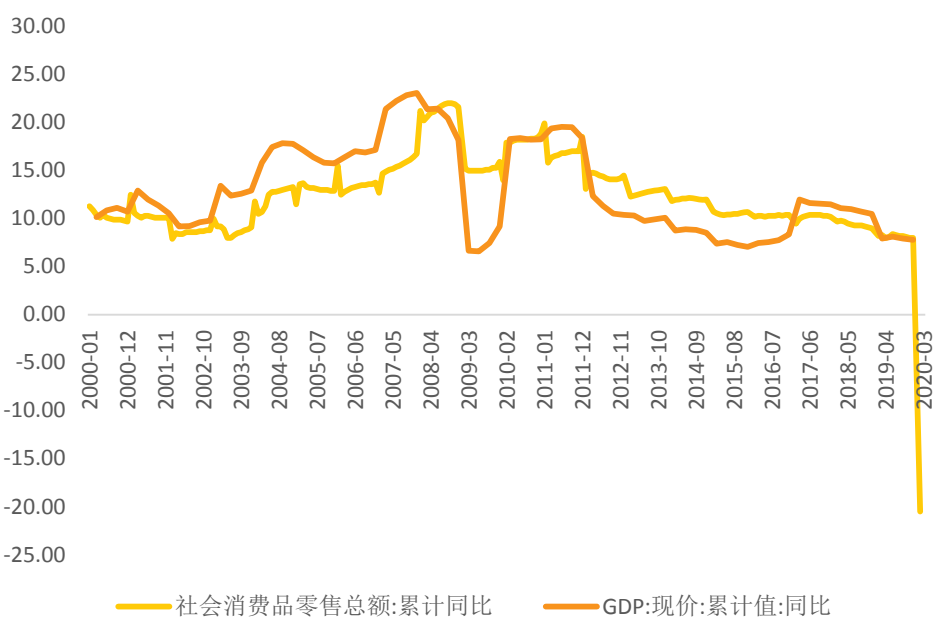
资料来源：WIND，金信期货研究院



资料来源：Wind，金信期货研究院

- 今年1-2月投资、消费和出口增速下滑速度明显快于2008至2009年，显示疫情对经济的负面冲击明显。3月中国疫情进入尾部阶段，企业复工恢复情况较好，制约企业生产行为因素由员工隔离转变为订单减少。
- 预计2020年，货物和服务净出口对GDP的拉动或再度转负，最终消费支出增速在政策倾斜的背景下预计仍小幅放缓，支撑经济增速的或主要在于投资增速拉升。

中国需求：社零增速大幅下滑，可选消费品受冲击大



指标名称	2020-02	2019-12	2019-11
限额以上企业商品零售总额: 累计同比	-22.20	3.70	3.70
零售额: 粮油、食品、饮料、烟酒类: 累计同比		9.70	9.60
零售额: 粮油、食品类: 累计同比	9.70	10.20	10.20
零售额: 饮料类: 累计同比	3.10	10.40	10.10
零售额: 烟酒类: 累计同比	-15.70	7.40	6.80
零售额: 服装鞋帽针纺织品类: 累计同比	-30.90	2.90	3.00
零售额: 服装类: 累计同比	-33.20	2.60	2.90
零售额: 化妆品类: 累计同比	-14.10	12.60	12.70
零售额: 金银珠宝类: 累计同比	-41.10	0.40	0.00
零售额: 日用品类: 累计同比	-6.60	13.90	13.90
零售额: 体育、娱乐用品类: 累计同比	-4.00	8.00	6.60
零售额: 书报杂志类: 累计同比	-32.70	11.10	10.40
零售额: 家用电器和音像器材类: 累计同比	-30.00	5.60	5.90
零售额: 中西药品类: 累计同比	0.20	9.00	9.10
零售额: 文化办公用品类: 累计同比	-8.90	3.30	5.30
零售额: 家具类: 累计同比	-33.50	5.10	5.50
零售额: 通讯器材类: 累计同比	-8.80	8.50	8.50
零售额: 石油及制品类: 累计同比	-26.20	1.20	1.00
零售额: 建筑及装潢材料类: 累计同比	-30.50	2.80	3.00
零售额: 汽车类: 累计同比	-37.00	-0.80	-1.10
零售额: 其他类: 累计同比		-0.50	-0.60

资料来源：Wind，金信期货研究院

- 社会消费品零售总额与GDP现价同比具有很强的同步性，居民预期当年收入明显下降并减少消费，社零增速放缓的概率高，虽然政策刺激国内消费，但政策只平滑下跌的速度不改变升降的趋势，必需消费品具有需求刚性受冲击较小，可选消费品（汽车、家具、金银珠宝等）受冲击大。

- 一、战略相持：疫情与经济基本面
- 二、战略反攻：政策与经济基本面
- 三、战略反攻：需求好转下的大宗商品展望

全球央行：开启降息潮

主要经济体降息表

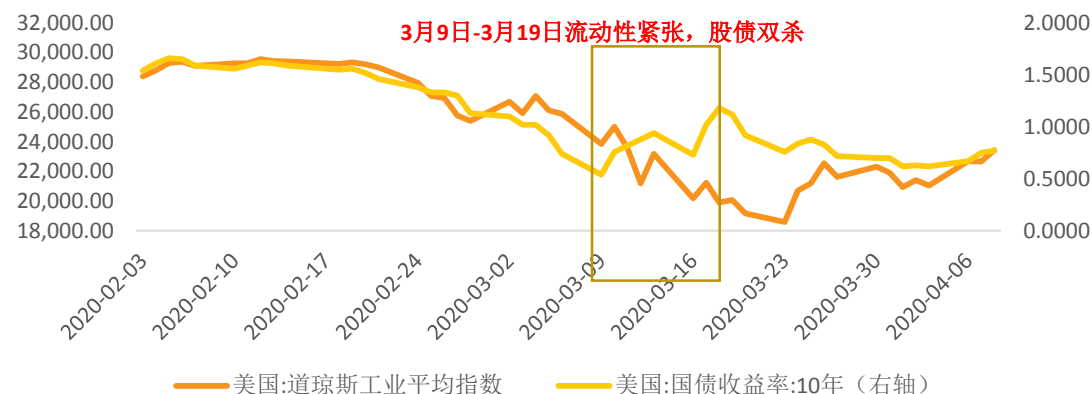
国家或地区	时间	降息幅度：单位：BP
美国	3月3日	50
	3月16日	100
加拿大	3月4日	50
	3月13日	50
澳大利亚	3月3日	25
	3月17日	25
	3月19日	25
英国	3月11日	50
	3月19日	15
韩国	3月16日	50
越南	3月17日	100
新西兰	3月16日	75
沙特阿拉伯	3月3日	50
阿根廷	3月6日	200
中国香港	3月16日	64
中国澳门	3月16日	64
中国台湾	3月23日	25
印度尼西亚	3月19日	25
印度	3月27日	75

- 3月16日，日本央行宣布维持利率在-0.1%不变，维持国债收益率目标在0%附近不变，但日本央行决定将ETF年度购买目标增加6万亿日元至12万亿日元，将日本房地产投资信托基金（J-REITs）购买目标提升至1800亿日元。调整企业债、商业票据购买操作，购买更多的企业债、商业票据，并引入新的贷款方案。
- 3月12日，欧洲央行宣布不降息，但将以-0.75%的利率向银行推出低息贷款，到今年底将共增加1200亿欧元的购债规模。3月18日欧洲央行宣布进行至今年底的规模为7500亿欧元的应对疫情大流行的紧急资产购买计划（PEPP），并把符合资格的资产扩大至非银行商业票据，使所有信用质量足够的商业票据都可在公司部门购买计划（CSPP）下购买。
- 除上述国家外，3月阿联酋、科威特、塞尔维亚、捷克、约旦、斯里兰卡、巴林、埃及、墨西哥、泰国、挪威等国也宣布降息，3月共40多个国家采取货币宽松政策，20多个国家或地区降息。

资料来源：Wind，金信期货研究院根据新闻整理

- 2020年年初全球央行降息暂缓，但因3月以来国外新冠疫情快速蔓延，全球央行再度进入快速降息通道，中美利差显著走扩，我国货币政策宽松的空间打开。

美国货币政策：大幅宽松



3月美联储措施	
3月3日	降息50BP
3月13日	提高回购上限至5000亿美元，计划开展5.5万亿美元回购
3月16日	降息100BP，利率区间为0%-0.25%，开展7000亿美元QE，下调贴现利率至0.25%，窗口期延长至90天
3月17日	设立商业票据融资机制（CPFF）
3月18日	自3月20日起启动一级交易商信贷便利机制（PDCF），到期时限最长90天，至少持续6个月
3月19日	批准货币市场共同基金流动性工具（MMLF），与9家央行流动性互换
3月23日	unlimited按需买入美债和MBS，每天购买750亿美元国债和500亿美元机构住房抵押贷款支持证券，每日和定期回购利率报价利率将重设为0%

- 3月由疫情触发的资产价格大幅下跌，导致资本市场流动性紧张，为此美联储把基准利率降至0%，但随着疫情的快速扩散，市场对疫情拖累美国经济增长的程度越来越悲观，市场流动性仍现紧张，美联储重启非常规政策工具，3月16日重启QE、3月17日设立商业票据融资机制（CPFF）、3月20日起启动一级交易商信贷便利机制（PDCF）、3月19日批准货币市场共同基金流动性工具（MMLF），3月23日宣布广泛采取新措施来支持经济，开启无限量“QE”模式。

资料来源：Wind, 金信期货研究院根据新闻整理

- 3月美联储大幅宽松的原因：首先，疫情在美国高爆发，美联储本次行为是为应对市场恐慌；其次，令市场担心的是由疫情大爆发带来的经济大衰退；再次，在财政刺激政策受挫的背景下美联储再度释放大规模刺激政策实是必须之举；
- 如果经济超预期衰退或疫情超预期大规模蔓延，美联储仍有政策工具可用，但难度较大。

美国2万亿财政政策
为年收入低于7.5万美元的成人每人发放1200美元现金支票，每个儿童500美元，年收入高于7.5万美元，收入每多出100美元，支票金额减少5美元
提高失业保险，除了受益人通常从各州获得的救济金以外，每周增加600美元，持续四个月
建立一个5000亿美元的纳税人资金池，用于向受危机影响的企业、州和市发放贷款、提供贷款担保或进行投资
向航空公司拨款250亿美元，向货运公司拨款40亿美元，专门用于支付员工工资、薪酬和福利，另外分别拨款250亿美元和40亿美元，用于贷款和贷款担保
为“对维护国家安全至关重要的企业”提供170亿美元贷款和贷款担保
拨款1170亿美元用于医院和退伍军人医疗
提供160亿美元用于国家战略药品和医疗用品储备
向小企业提供3500亿美元贷款，用于支付薪酬和福利，相当于雇主每月工资的250%，最高贷款额为1000万美元
针对被迫停业的企业或总收入较上年下降50%的企业的税收抵免
推迟针对雇主的工资税，要求2021年年底前缴纳一半递延税，2022年年底前缴纳另一半递延税
在9月30日之前暂停偿还联邦学生贷款，并且不收取利息

资料来源：金信期货研究院根据新闻整理

- 美国第三轮经济刺激救助法案规模达2万亿美元，据美媒第四轮经济刺激规模可达6000亿美元。白宫经济顾问库德洛于当地时间3月25日表示，除了2万亿美元的经济救助计划外，美联储还将提供4万亿美元以稳定金融市场，提供贷款担保支持，以及扶助一些受打击的行业。

中国财政政策：积极确认

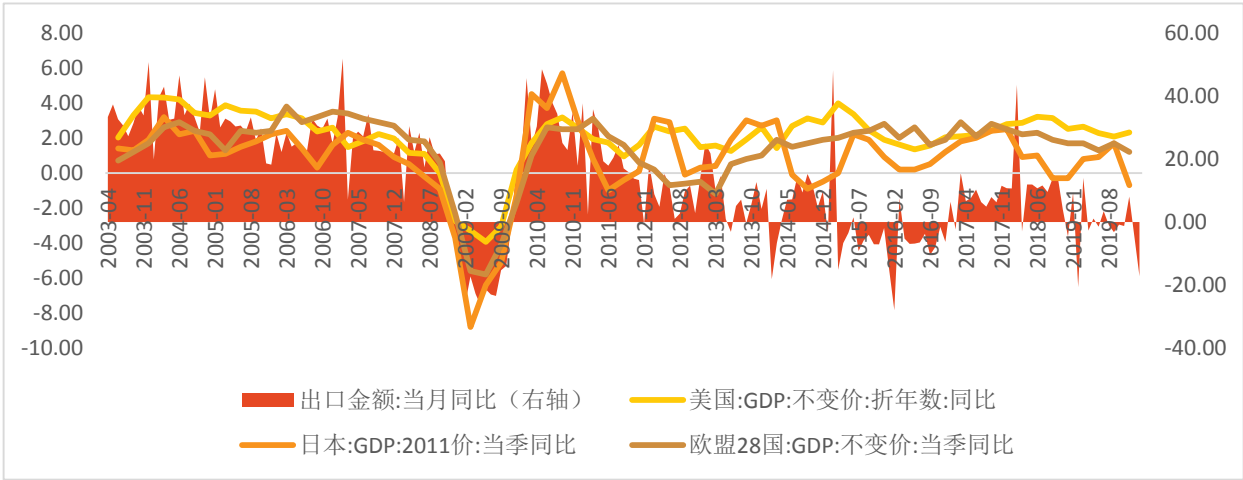
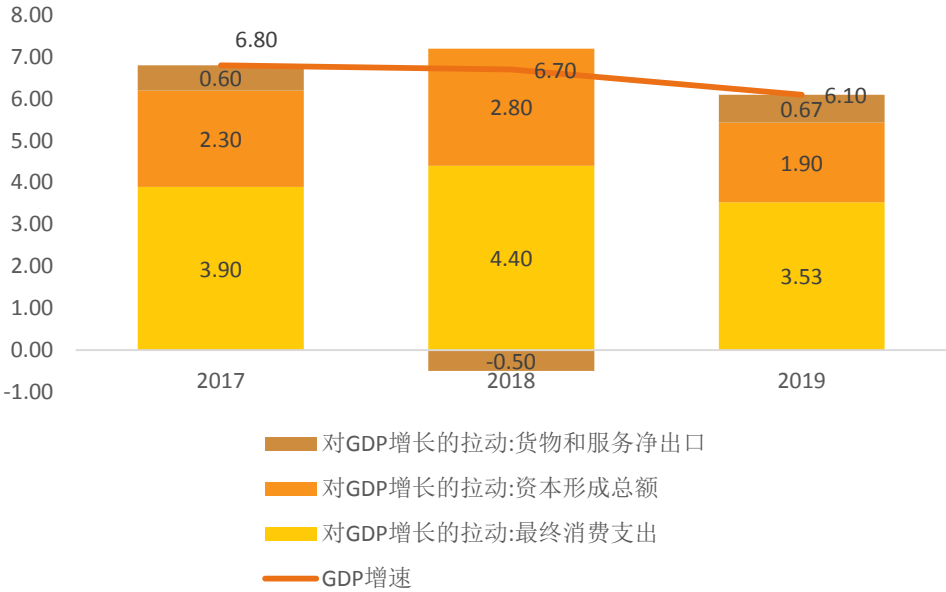


3月31日国务院常务会议主要内容	
发力点	具体举措
地方政府专项债	1、要进一步增加地方政府专项债规模，扩大有效投资补短板。
	2、要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，加快重大项目和重大民生工程建设。
	3、各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。
中小微企业金融支持	1、增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元，进一步实施对中小银行的定向降准，引导中小银行将获得的全部资金，以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款，支持扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。支持金融机构发行3000亿元小微金融债券，全部用于发放小微贷款。
	2、引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。
	3、鼓励发展订单、仓单、应收账款融资等供应链金融产品，促进中小微企业全年应收账款融资8000亿元。
	4、健全贷款风险分担机制，鼓励发展为中小微企业增信的商业保险产品，降低政府性融资担保费率，减轻中小微企业综合融资成本负担。
困难群体补助	1、从3到6月，将社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制的每月价格临时补贴标准提高1倍，并将孤儿、事实无人抚养儿童和符合条件的参保失业人员纳入政策范围。增加的补贴资金由中央财政按比例补助和在失业保险基金列支。上述政策覆盖人群超过6700万人。
	2、将受疫情影响的困难群众纳入低保、特困人员供养和临时救助等政策保障和就业援助范围。确保城镇失业人员失业保险金和农民工临时生活补助发放。抓紧研究失业保障提标扩围政策。
汽车消费	1、将年底到期的新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年。
	2、中央财政采取以奖代补方式，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车。
	3、对二手车经销企业销售旧车，从5月1日至2023年底减按销售额0.5%征收增值税。

资料来源：Wind，金信期货研究院根据新闻整理

- 当前稳就业是重中之重， 3月12日国务院常务会议上李克强总理强调，“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的。”，据人保部数据，1-2月城镇新增就业人数108万人，城镇失业人员再就业人数43万人，要完成全年1100万城镇新增就业目标压力较大，政策或在缓解企业贷款压力和刺激需求方面发力。

中国出口：或是今年拖累经济增速的重要原因

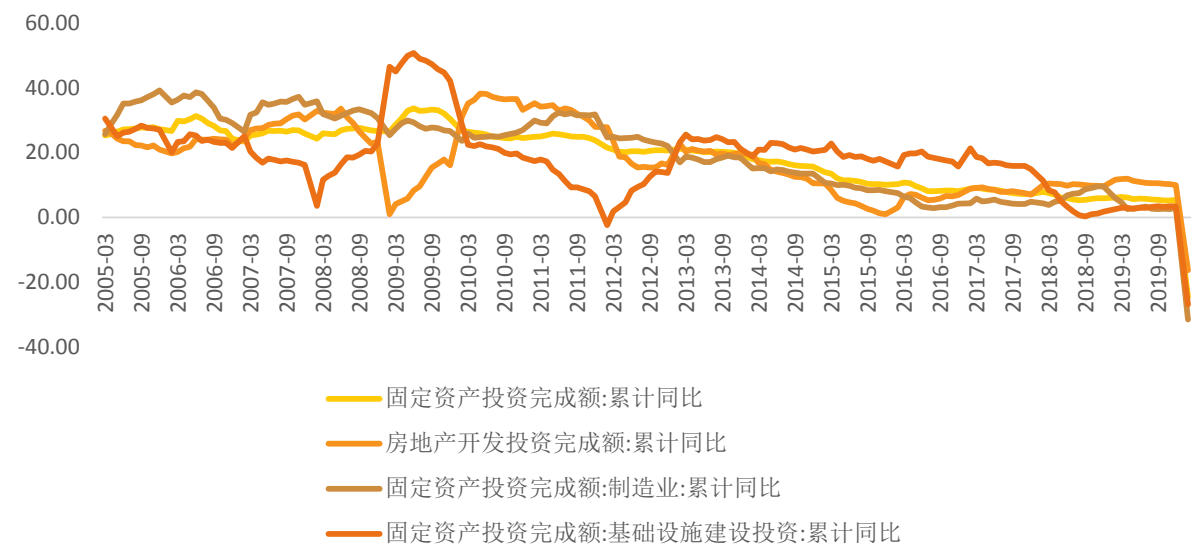


指标名称	2020预测	2019	2018	2017	2009	2008
贸易差额：人民币：亿元	20000	29,150	23,247	28,520	1803	21174
GDP:货物和服务净出口：亿元			7,440	14,154	15037	24227
对GDP增长的拉动:货物和服务净出口：%	-?	0.67	-0.5	0.60	-4.00	0.40

资料来源：Wind，金信期货研究院

- 今年疫情高爆发期，全球经济增速或大幅下降，美、欧、日GDP增速转负的概率大，我国出口增速下降确定性大，货物和服务净出口对GDP增长的拉动大概率转变为拖累。

中国投资：下行压力大，需加大基建投资力度



资料来源：Wind，金信期货研究院

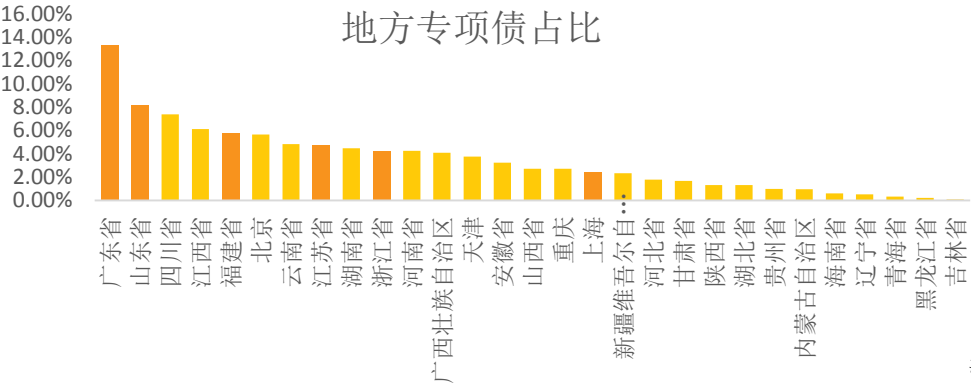
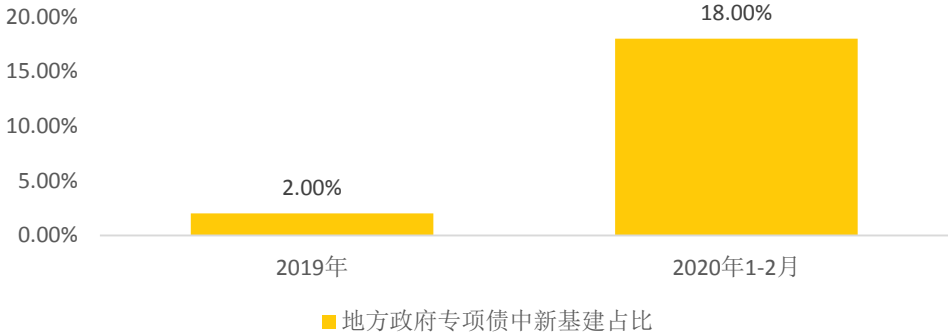
指标名称	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
制造业投资占总投资比例			30.65%	31.49%	32.70%	33.25%	33.76%	34.25%	33.97%	30.85%	30.24%	31.29%
基建投资占总投资比例	33.01%	27.72%	27.40%	25.48%	23.80%	22.35%	21.45%	21.15%	22.17%	26.85%	28.17%	25.96%
房地产投资占总投资比例	23.97%	18.92%	17.38%	17.20%	17.40%	18.93%	19.70%	19.68%	20.47%	19.99%	18.67%	21.06%
三项投资和占总投资比例			75.43%	74.17%	73.90%	74.53%	74.91%	75.09%	76.61%	77.69%	77.08%	78.32%

- 制造业投资属顺周期走势，在全球需求萎缩背景下制造业投资增速大概率趋势放缓；
- 由于房价的高位、房地产的高库存、人口结构的老龄化以及中央定调不以房地产作为短期刺激经济的手段，房地产投资增速大概率放缓；
- 基建投资一般属逆周期走势，在经济增速可能失速下行的背景下，加大财政政策刺激力度势必加大基建投资。

中国投资：基建投资中新基建投资占比快速提升



日期	地方政府债发行量(亿元)	同比	日期	地方政府债发行量(亿元)
2020年3月	2,382.32	-61.85%	2019-12-31	379.87
2020年2月	4,379.22	20.25%	2019-11-30	457.89
2020年1月	7,850.64	87.83%	2019-10-31	964.60
2019年3月	6,245.13		2019-09-30	2,195.83
2019年2月	3,641.72		2019-08-31	5,694.69
2019年1月	4,179.66		2019-07-31	5,559.37
2020年1-3月		3.88%	2019-06-30	8,995.51
			2019-05-31	3,043.22
			2019-04-30	2,266.76



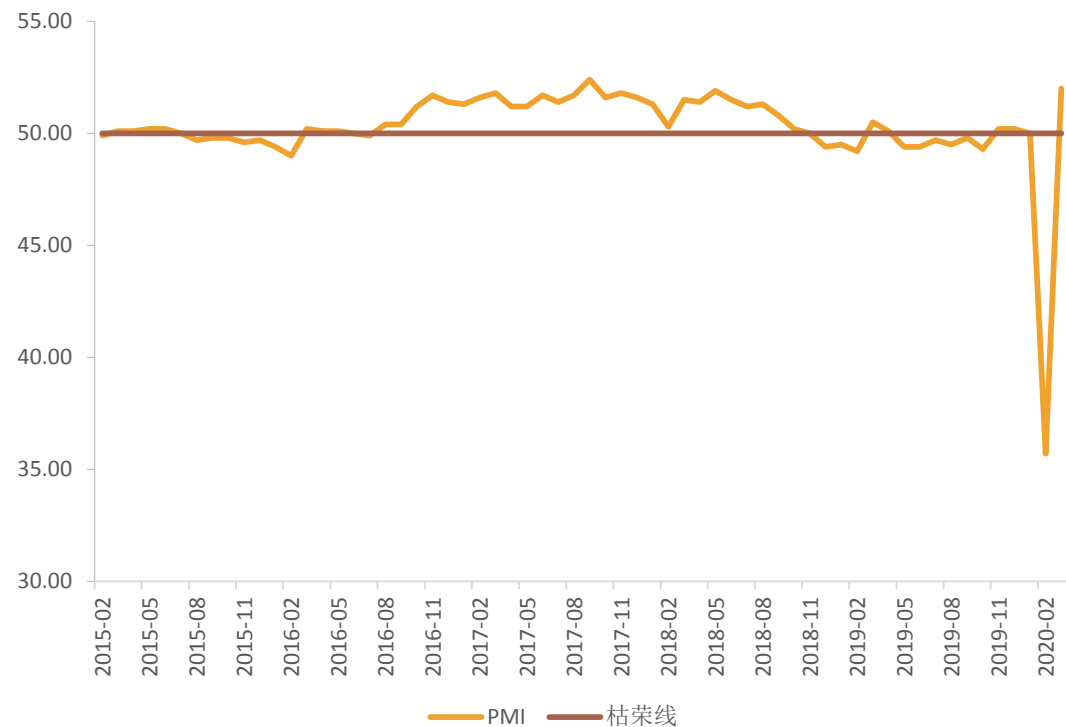
新基建方向	预计投资额
5G	2500-3000亿元
数据中心	4200亿元
人工智能	500-1000亿元
工业互联网	1000亿元
特高压	1128亿元
高铁	5500-6500亿元
轨道交通	7000-8000亿元
充电桩	250-300亿元
总和	22078-25128亿元

数据来源：WIND、信通院、赛迪顾问等

资料来源：Wind，金信期货研究院

- 新增地方政府专项债中新基建（产业园和轨道交通）占比快速提升，2019年占比2.0%，2020年1-2月占比提升为18.0%。
- 与新基建相关投资规模或达2万亿元，除高铁和轨道交通新基建投资规模大概率在0.8-1万亿元。
- 从1-2月地方专项债分省份占比看，东部地区占比较高。

中国景气度：制造业PMI仍有下行压力

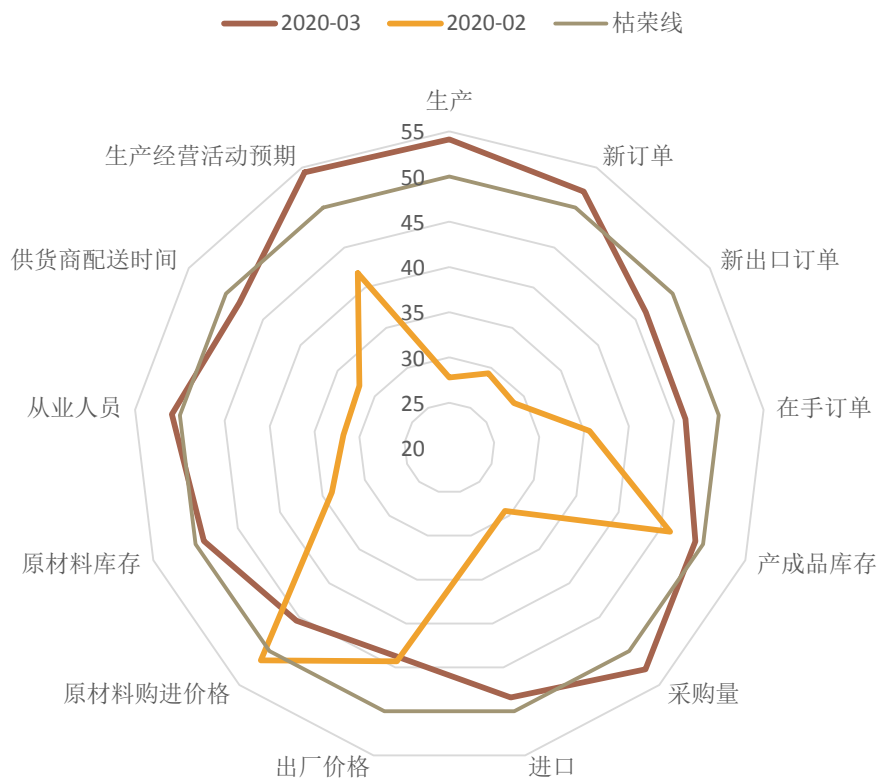


- 3月PMI大幅攀升的原因：
 - ✓ 首先，上月基数低，制造业PMI前值35.7，为2005年以来最低值；
 - ✓ 其次，企业开工率大幅抬升，据我们测算，截止3月27日，企业开工率约为去年农历同期的97%，而2月29日企业开工率约为去年农历同期的50%；
 - ✓ 最后，3月企业加大开工力度，居民外出时间明显增多，国内需求有所反弹，企业生产预期好转。

资料来源：Wind，金信期货研究院

- 因PMI为环比变化，单月PMI位于枯荣线上方并不能判断经济明显回暖。预计二季度疫情对景气度负面冲击明显，PMI回落至枯荣线下方的概率大，如果二季度疫情得到控制，三、四季度景气度有望攀升至枯荣线上方。

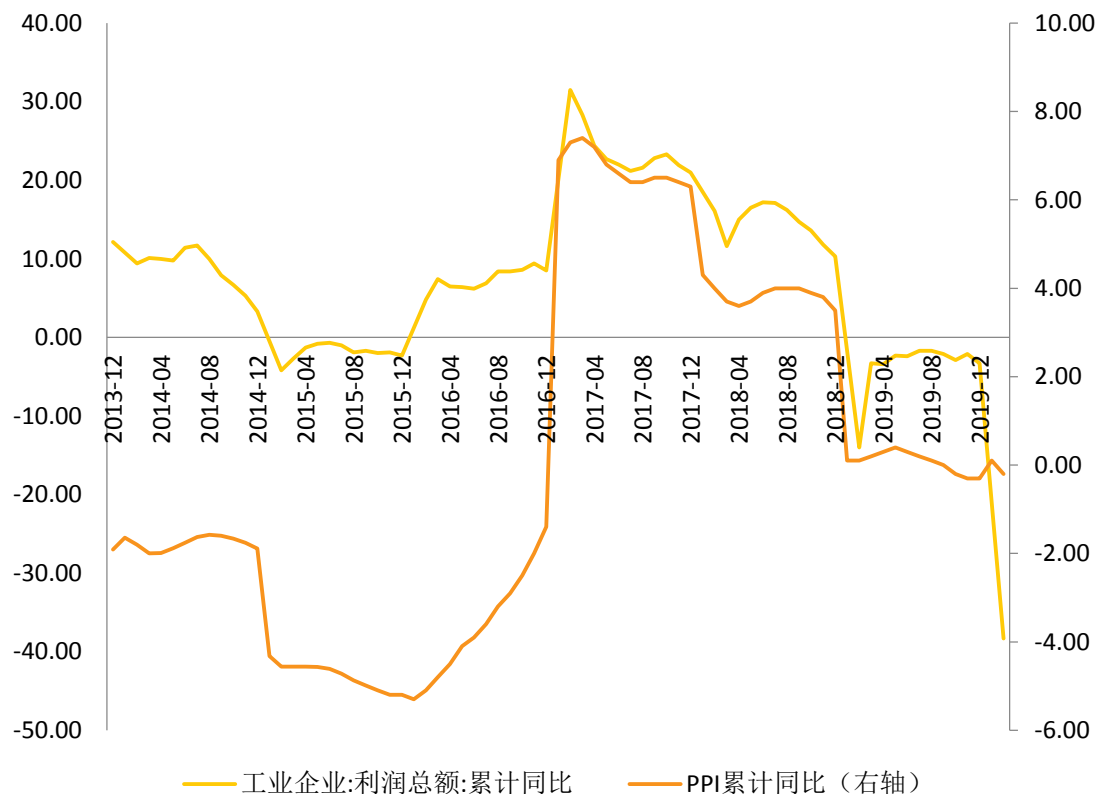
中国内外需：外需下滑，需稳内需



- 外需难乐观，截止3月31日，疫情已经扩散至全球六大洲200余个国家，**国家间扩散继续的同时国家内扩散深度进一步加大**，今年2-3季度新冠疫情对欧美的影响或仍明显，南亚、南美和非洲有疫情加速蔓延的迹象，**我国与全球人员流动和货物流动受到负面冲击且国外生产放缓，今年2-3季度外需或仍低迷。**
- 当前我国制造业企业开工率或已恢复至去年农历同期水平，服务业开工率预计与去年农历同期仍有差距，随国内疫情进入尾部，制约制造业和服务业开工率的主要矛盾已经由员工隔离转向需求萎缩，**4月开始我国居民外出活动明显增多且各地刺激消费逐步落地，相对来说内需有韧性，但居民预期全年收入萎缩一定程度压制消费，内需难持续攀升，急需刺激国内消费的政策出台。**

资料来源：Wind，金信期货研究院

中国企业利润：大幅下滑，需政策宽松

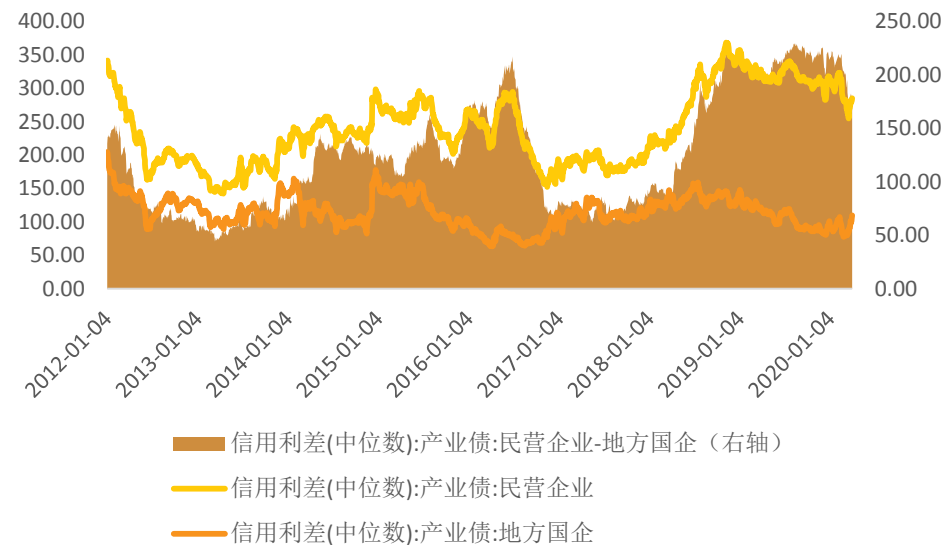
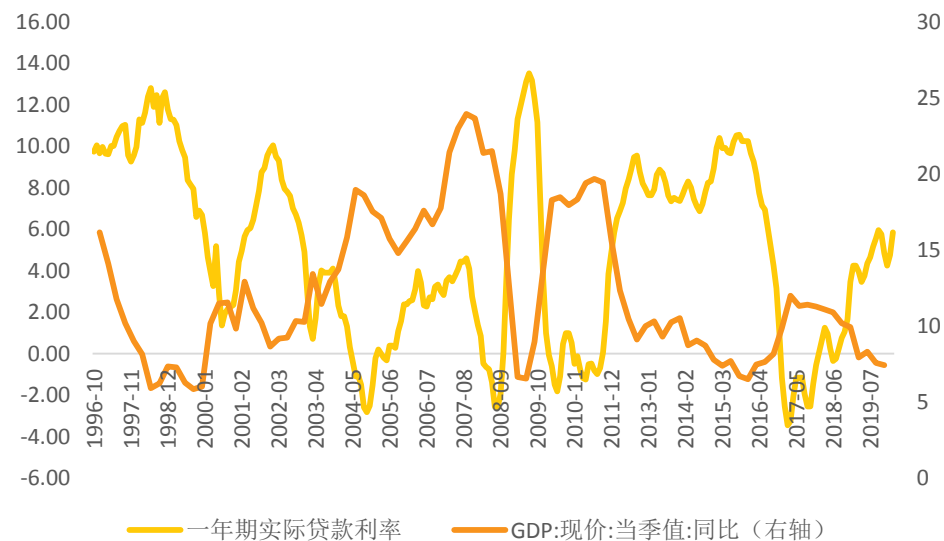


- 1-2月规模以上工业企业利润同比增长-38.3%，较去年全年跌幅扩大35.0个百分点。工业企业生产的量价齐跌是拖累利润增速。
- 结构上看，疫情冲击程度由小到大分别是国有企业、股份制企业和私营企业，**货币政策或继续发力以支持中小私营企业以缓解融资难和还贷难。**
- 41个工业大类中，37个行业利润总额同比减少，供应链较长或可选消费类行业同比跌幅较大，政策发力预计将呈现结构性以支持受疫情冲击更大的行业，**尤其可选消费类行业大概率从供需两端给予支持。**
- 2月企业存货同比被动大增，产成品周转天数大幅拉长，应收账款平均回收期累计值明显延长，或使企业现金流较同期紧张，仍**需定向释放流动性以解决企业资金流动性问题。**

资料来源：Wind，金信期货研究院

- 工业企业利润累计同比与PPI累计同比具有较一致的走势，二季度预计PPI同比趋势放缓，叠加需求萎缩，不利于工业企业利润累计同比增速企稳。

中国实际贷款利率：处于高位，有降息的必要



资料来源：Wind，金信期货研究院

- 我国经济增速与实际贷款利率（取为6个月至1年短期贷款利率与PPI月同比之差）负相关性明显，当前实际贷款利率和企业债信用利差再度攀升且处较高位置，在经济衰退期，仍需降低存贷款基准利率来刺激经济活动，有降息的必要性。

中国降准降息：仍有空间



时间	一年期存款基准利率			一年期贷款基准利率		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2012/6/8	3.50%	3.25%	-0.25%	6.56%	6.31%	-0.25%
2012/7/6	3.25%	3.00%	-0.25%	6.31%	6.00%	-0.25%
2014/11/22	3.00%	2.75%	-0.25%	6.00%	5.60%	-0.25%
2015/3/1	2.75%	2.50%	-0.25%	5.60%	5.35%	-0.25%
2015/5/11	2.50%	2.25%	-0.25%	5.35%	5.10%	-0.25%
2015/6/28	2.25%	2.00%	-0.25%	5.10%	4.85%	-0.25%
2015/8/26	2.00%	1.75%	-0.25%	4.85%	4.60%	-0.25%
2015/10/24	1.75%	1.50%	-0.25%	4.60%	4.35%	-0.25%

日期	2011/11/30	2012/2/18	2012/5/12	2015/2/4	2015/4/19	2015/6/27	2015/8/25	2015/10/23	2016/2/29
降准幅度	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-1.00%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%
日期	2018/4/17	2018/6/24	2018/10/7	2019/1/4	2019/5/15	2019/9/6	2020/1/6	2020/3/6	2020/4/3
降准幅度	-1.00%	-0.50%	-1.00%	-1.00%	定向降准	-0.50%	-0.50%	定向降准	定向降准

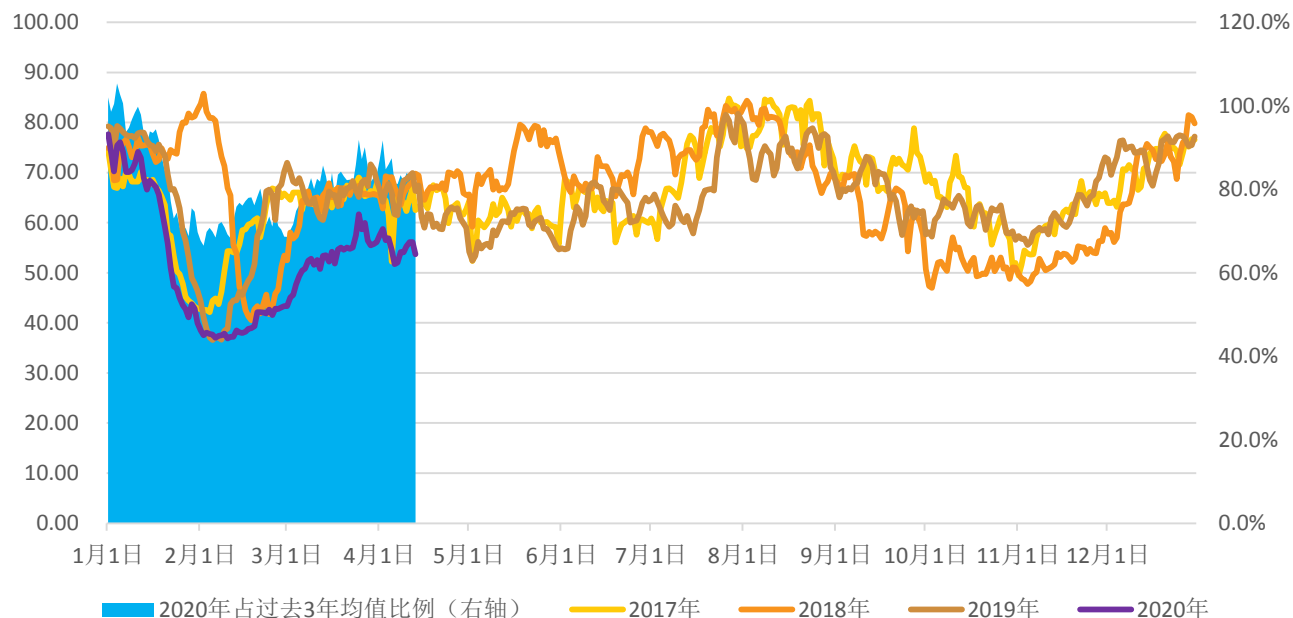
资料来源：Wind，金信期货研究院根据新闻整理

- 今年以来，我国货币政策宽松确认。今年已经2次调降MLF、LPR、OMO利率，1次全面降准，2次定向降准，并且4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金(IOER)利率从0.72%下调至0.35%，降低利率走廊下限，有利于短期利率下降，但长期还是要降低银行资金成本。
- 在经济逐步回暖的背景下，近期定向降准等措施降低了4月降低存贷款基准利率的必要性。

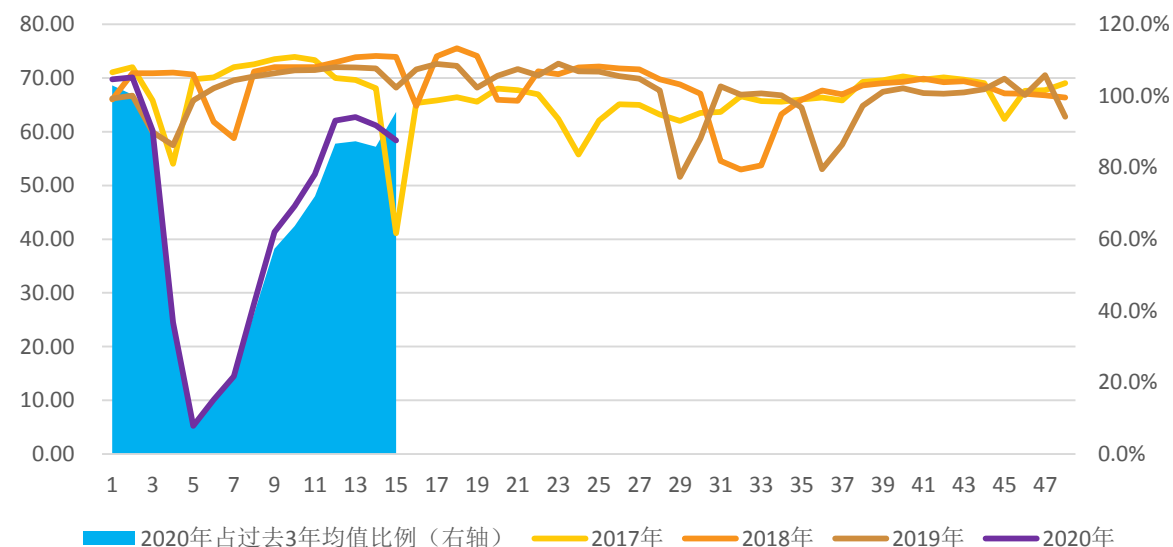
- 一、战略相持：疫情与经济基本面
- 二、战略反攻：政策与经济基本面
- 三、战略反攻：大宗商品展望——结构性行情

新冠疫情影响——中国复工复盘

6大发电集团日均耗煤量



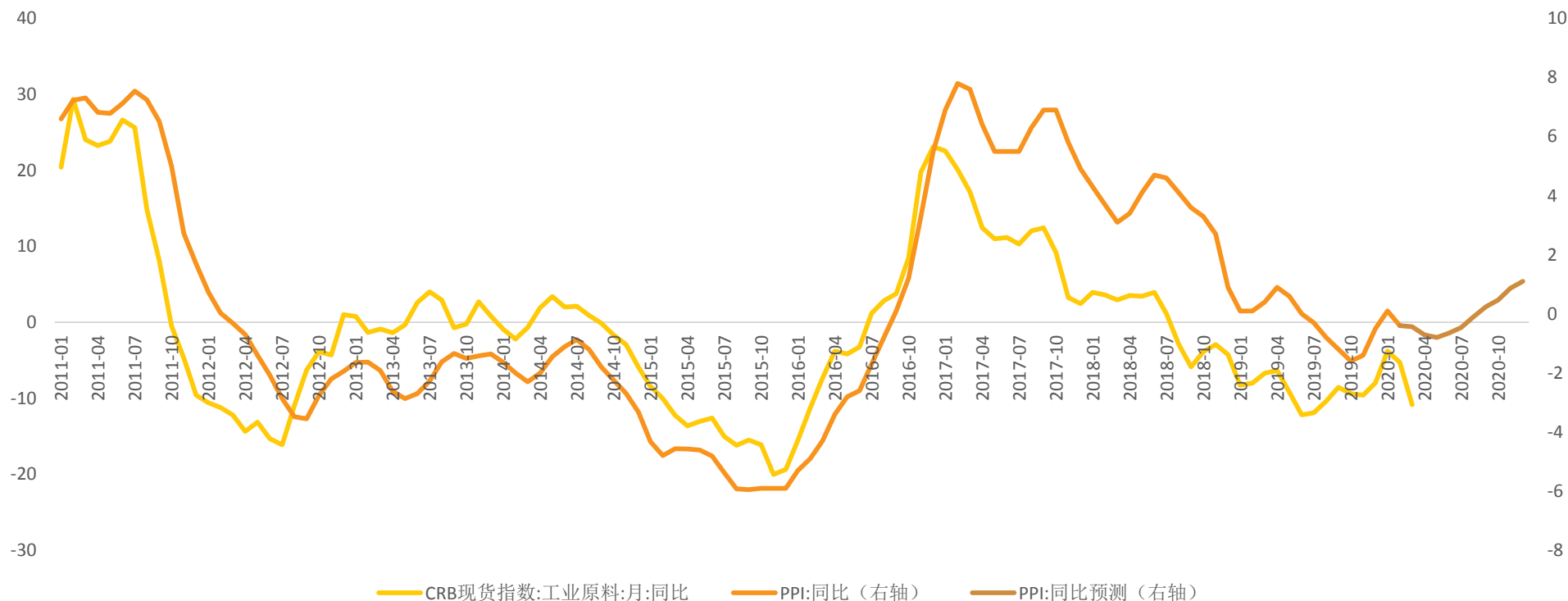
开工率:汽车轮胎:半钢胎:周



资料来源: Wind, 金信期货研究院

- 6大发电集团日均耗煤量是我国发电量的同步指标, 从发电耗煤量看, 从2月2日低点回升至3月25日高点耗时将近2个月。
- 汽车半钢胎开工率可以作为工业企业开工率的同步指标, 从1月31日最低点恢复到高点的3月26日耗时将近2个月。
- 注: 1、中国从新增确诊人数超过500的1月25日至新增确诊人数少于100的3月7日, 耗时1个半月左右, 欧美疫情控制速度较中国缓慢。
2、中国耗费2个月使复工率显著上升, 截止4月中旬六大集团耗煤量占过去3年均值比例为81.1%, 半钢胎开工率为过去3年均值的95.5%, 短期仍无法恢复到往年平均水平。

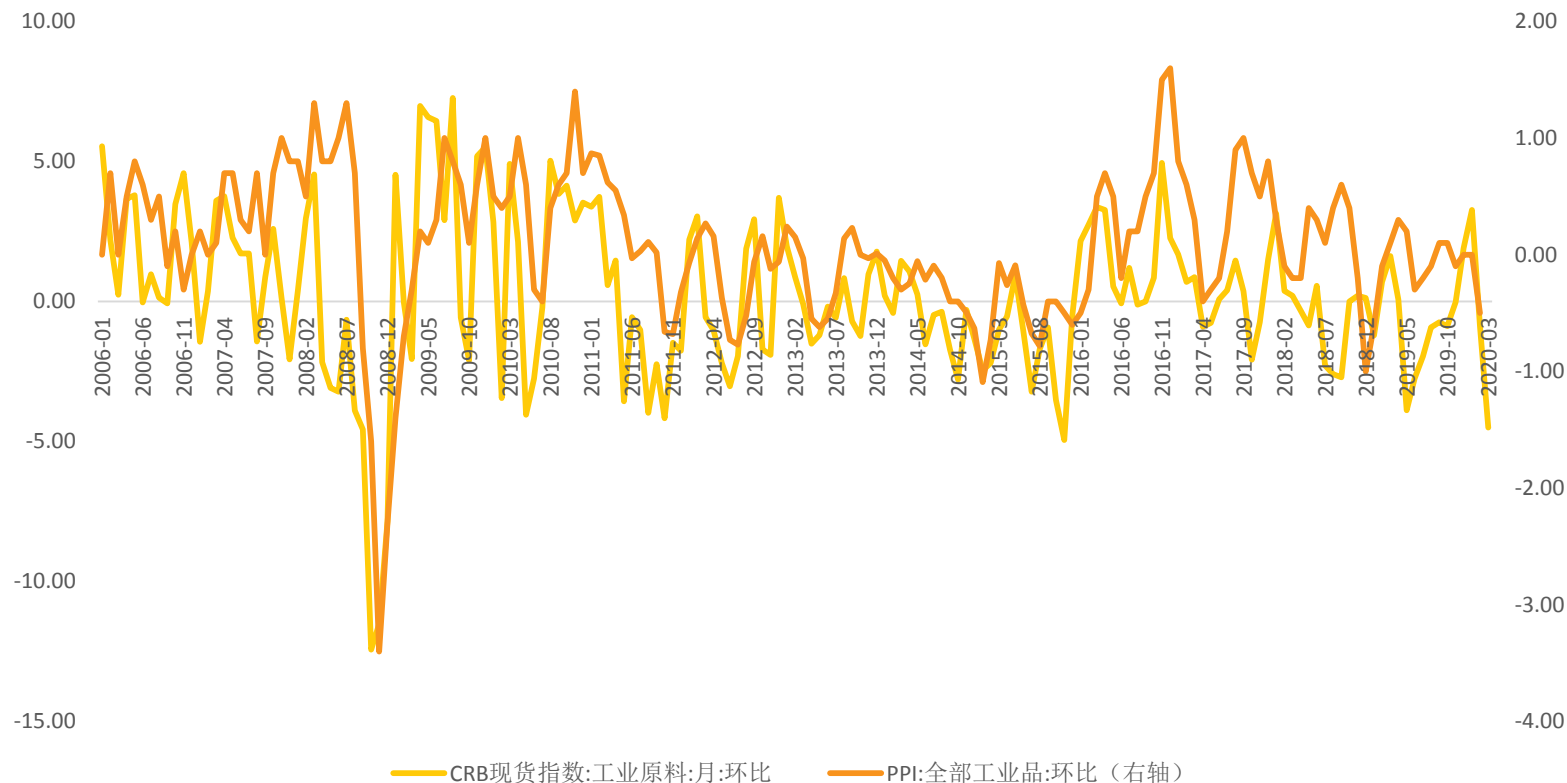
商品价格同比走势判断



资料来源: Wind, 金信期货研究院

- 商品价格同比走势与PPI同比走势具有很强的同步性，受基数效应和疫情影响集中在1-2季度的判断，PPI同比二季度大概率跌幅小幅扩大，下半年同比或较快速回升。二季度商品价格同比箱体震荡为主，下半年商品价格同比趋势回升。

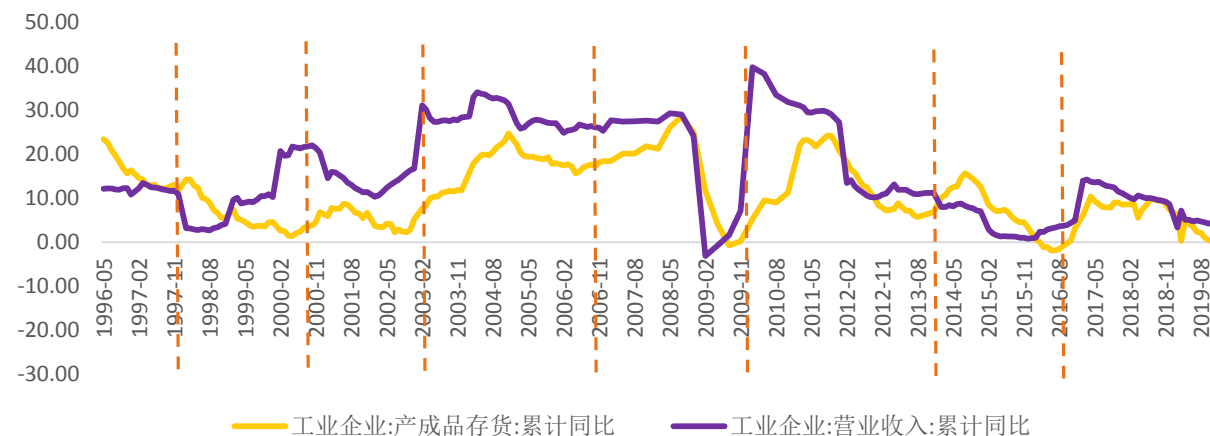
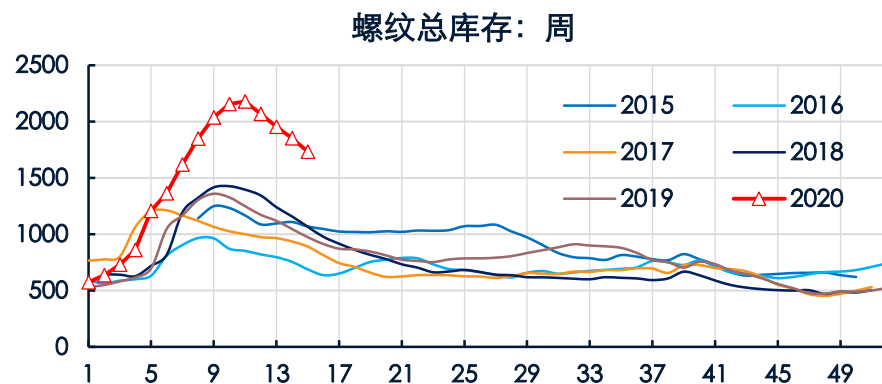
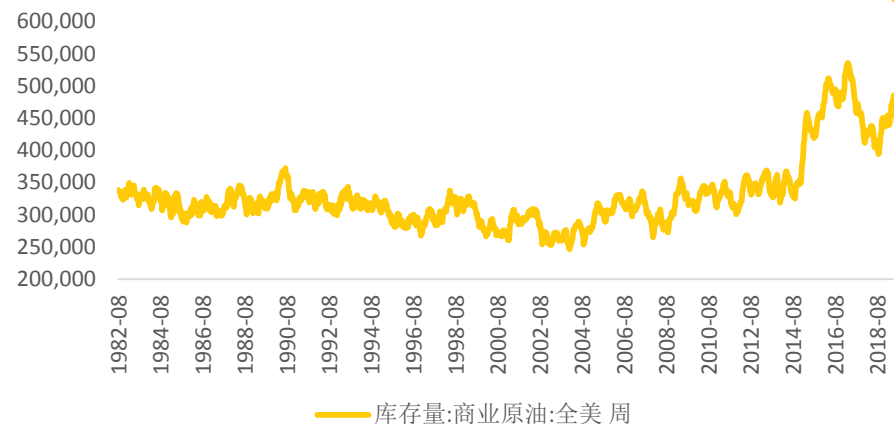
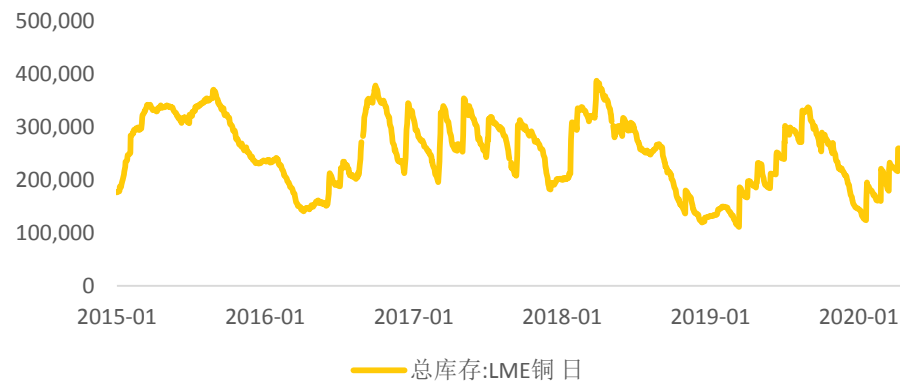
商品价格环比走势判断



资料来源: Wind, 金信期货研究院

- 3月疫情在欧美大爆发，使商品价格大幅下跌，4月初欧美疫情新增确诊病例数现下跌趋势，市场预期经济活动在5-6月会逐步活跃，2-3季度需求有望回升，商品价格环比震荡中小幅反弹。

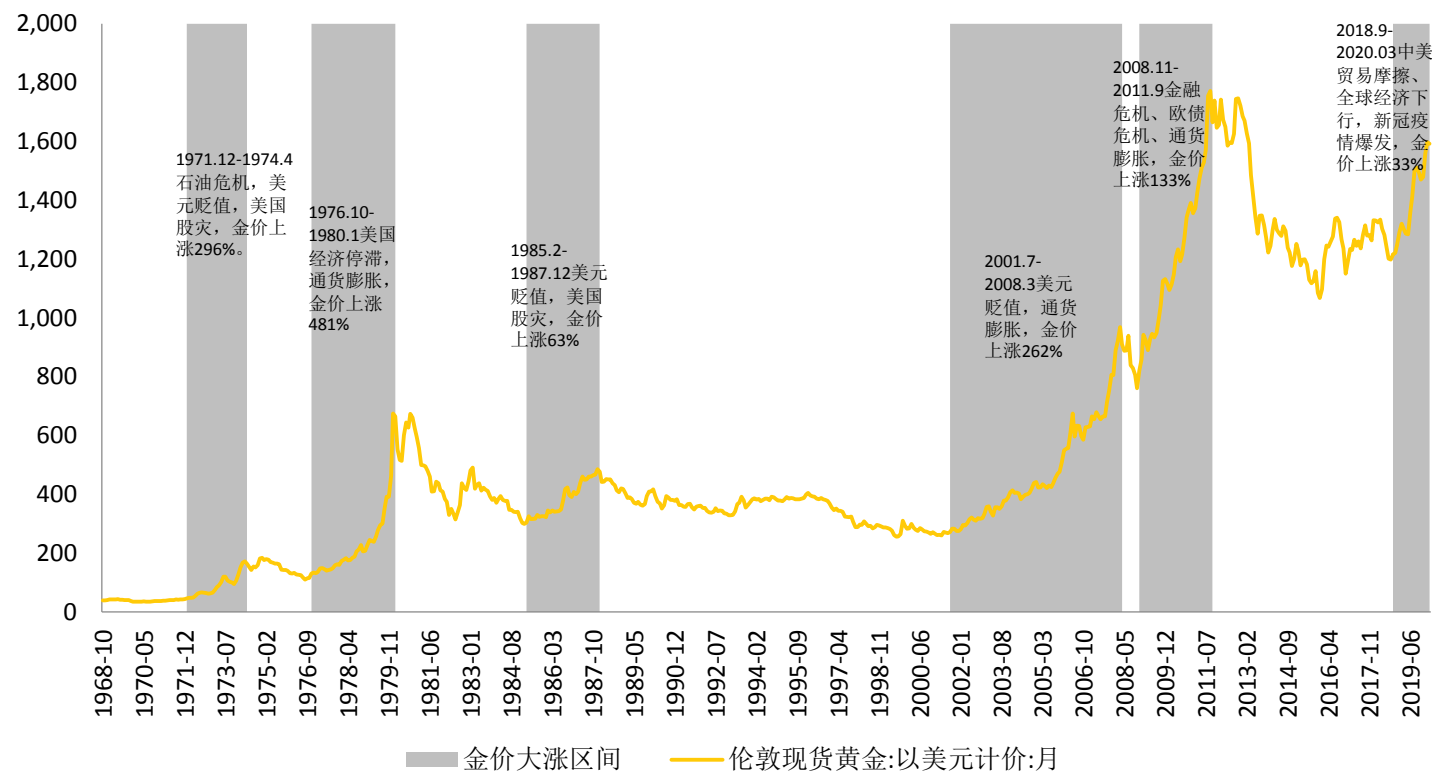
商品库存：将维持1-2季度高位



- 今年一季度疫情爆发以来，由于需求大幅萎缩，大部分商品库存量急剧上升，打破了原有变化趋势，即使疫情得到控制，但需求恢复需要时间（对应失业率缓慢下降），商品高库存将维持较长时间。

资料来源：Wind，金信期货研究院

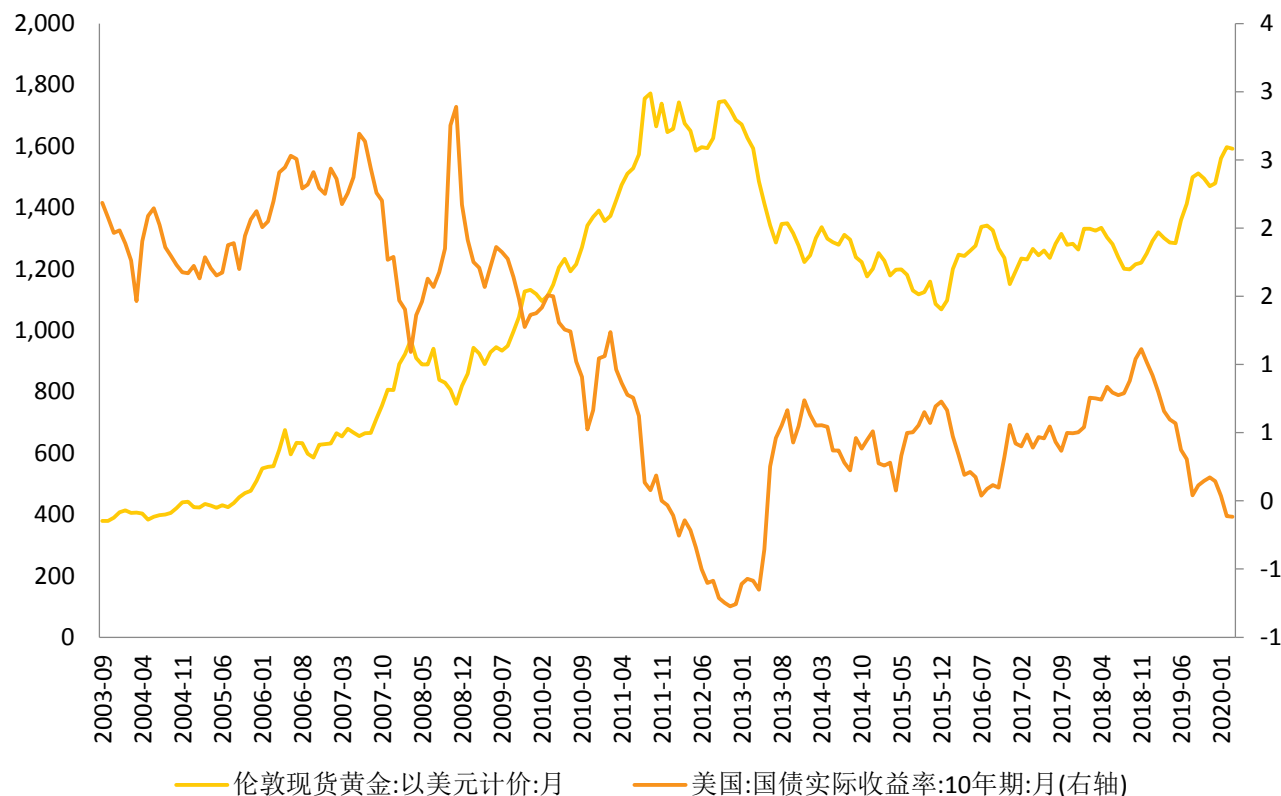
黄金历史走势：五次明显上涨



1968年以来，黄金主要经历了五个阶段的明显上涨。

1971年12月至1974年4月，由于石油减产导致的石油危机，同时美元贬值明显，美国股市大跌，金价一路攀升，期间涨幅搞到296%。1976年10月至1980年1月，美国经济进入滞涨阶段，金价大涨481%。1985年2月至1987年12月，美元进入贬值通道，美国股灾，金价上涨63%。2001年7月至2008年3月，美元贬值，通胀高升，金价上涨262%，2008年11月至2011年9月，美元指数低位震荡，金融危机爆发后，欧债危机接力，通货膨胀再度走高，金价上涨133%。2018年9月至2020年3月，中美贸易摩擦，全球经济增长下行，新冠疫情爆发，金价上涨近33%。

资料来源：Wind，金信期货研究院



- 3月美联储采取大幅宽松的货币政策，使美国资本市场流动性紧张局面显著缓解，叠加美联储本周宣布与海外央行启动临时性回购便利操作，允许外国央行利用其持有的美国国债获取美元，有助于相关国家资本市场的稳定，美元升值压力缓解，预计美元指数短期箱体震荡，对黄金价格的影响边际转弱。
- 欧美疫情仍在快速蔓延，中国PMI数据虽然环比大幅回升，但预计二季度仍大概率跌落枯荣线下方，尤其数据显示企业生产同比明显放缓，市场避险情绪或依然浓厚，黄金价格二季度或震荡上涨，下半年全球经济逐步复苏的概率大，黄金价格或易跌难涨。

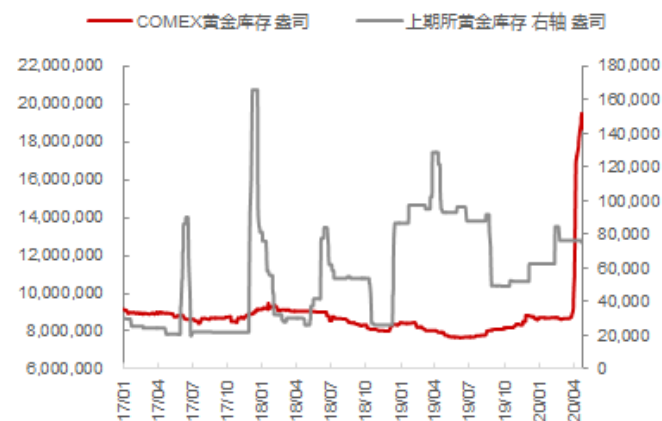
资料来源：Wind，金信期货研究院

- 黄金价格与美国国债收益率呈反向变化，即美国国债收益率降低（债牛，风险偏好低迷）期，黄金价格上涨概率较大，二季度美债收益率或维持低位，支撑黄金价格。
- 货币宽松已经到顶点，未来支撑黄金价格的因素可能是

- 黄金价格主要与美元指数和美国国债收益率相关，美元指数是黄金主要的计价货币，其与黄金价格一般呈反向变化，美国国债收益率衡量的是风险规避程度，其与黄金价格呈现高度反向变化。从最新数据看，疫情对欧元区的冲击大于对美国的冲击（比如欧元区PMI数据），我们判断，5-9月经济复苏势头美国大概率好于欧美，这意味着美元对欧元、日元、英镑大概率维持较强势，即美元指数大概率维持目前高位，相对来说对黄金的影响相对较小且偏负面。市场已经充分认识到新型肺炎疫情将贯穿今年全年，全球主要经济体加快复工复产步伐，5-9月处于疫情逐步控制期，经济回暖的确定性高，叠加流动性较宽松和全球资产价格处于低位，市场情绪在此阶段攀升后维持相对高位的可能性高，市场避险情绪下降的概率大，当前10年期美国国债收益率仍处历史低位，5-9月趋势回升的概率大，黄金价格趋势小幅下行的概率较大。我们认为黄金价格大幅下跌的可能性也不大，疫情对经济的冲击将持续全年，大量失业人口再匹配也需要时间，尤其秋冬季疫情可能迎来更大规模爆发，对黄金价格形成支撑。
- 就短期来看，资本市场对负面消息高度敏感，资产价格仍有下跌压力，黄金价格短期回调后仍有回升的可能。需警惕油罐满库压力使原油价格下跌、美国经济数据不及预期、疫情在中国的二度扩散、疫情在印度、巴西和非洲的超预期爆发风险。

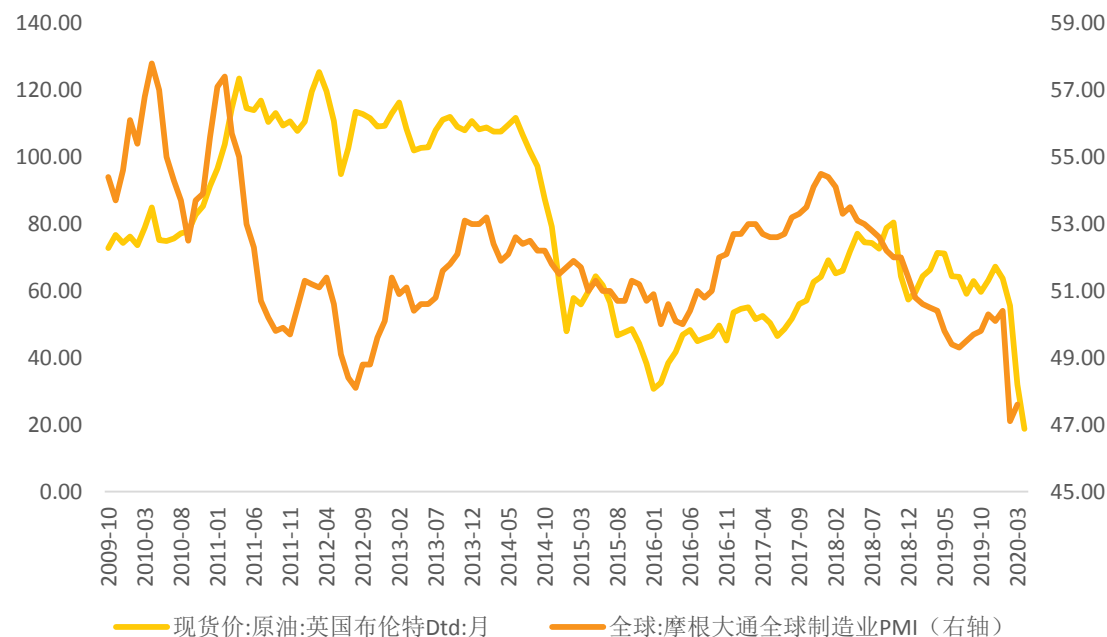
资料来源：Wind，金信期货研究院

黄金价格走势判断



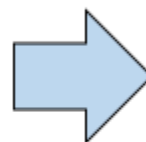
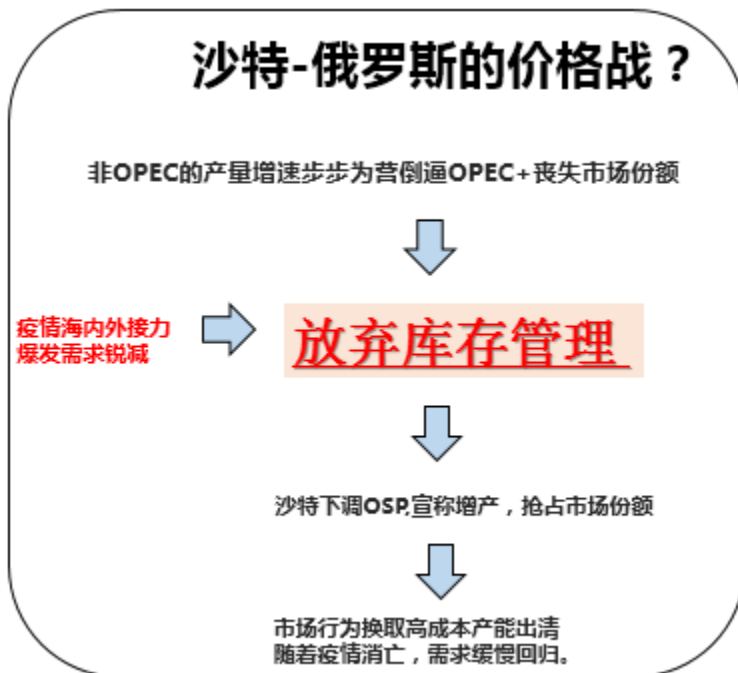
资料来源: Wind, 金信期货研究院

原油价格走势判断



- 供需对原油价格均有显著影响，当前正处供过于求时期，对油价形成明显压制。
- 需求方面，受新冠疫情影响，全球生产转慢，4月全球原油需求或下降达1000万桶/日；
- 供给方面，4月13日减产协议达成，短期原油价格有望平稳，但因储油设备储油量已经接近可储备量，叠加减产幅度大概率不及原油需求下降量，原油价格仍有较大大幅下跌风险。

资料来源: Wind, 金信期货研究院



原油价格取决于:

1. 疫情进展
2. 产能出清
3. 库存状况

资料来源: 金信期货研究院

原油的定价逻辑

价格战的产业过剩出清是否意味着必须10-20美金？

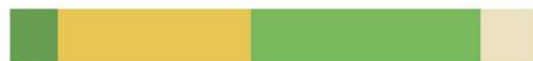


US Shale - \$23.35/bbl



Gross taxes	\$6.42	27.5%
Capital spending	\$7.56	32.4%
Production costs	\$5.85	25.1%
Admin/transport	\$3.52	15.1%
Total	\$23.35	

Canada - \$26.64/bbl



Gross taxes	\$2.48	9.3%
Capital spending	\$9.69	36.4%
Production costs	\$11.56	43.4%
Admin/transport	\$2.92	11.0%
Total	\$26.64	

Brazil - \$34.99/bbl



Gross taxes	\$6.66	19.0%
Capital spending	\$16.09	46.0%
Production costs	\$9.45	27.0%
Admin/transport	\$2.80	8.0%
Total	\$34.99	

Saudi - \$8.98/bbl



Gross taxes	\$0	0%
Capital spending	\$3.50	38.9%
Production costs	\$3.00	33.4%
Admin/transport	\$2.49	27.7%
Total	\$8.98	

Russia - \$19.21/bbl

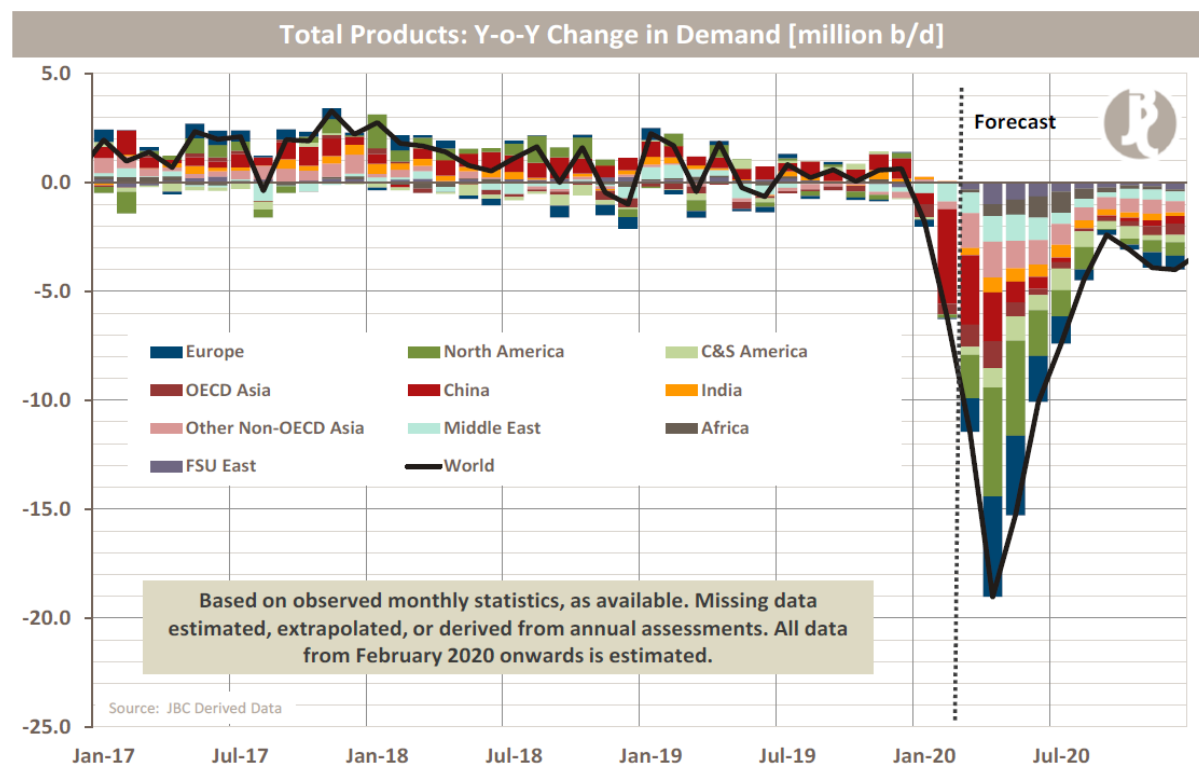


Gross taxes	\$8.44	43.9%
Capital spending	\$5.10	26.5%
Production costs	\$2.98	15.5%
Admin/transport	\$2.69	14.0%
Total	\$19.21	

产能出清加快。

资料来源: Rystad Energy, 金信期货研究院根据新闻整理

New Base Case



路径

1. Brent弱势倒逼WTI关闭出口窗口
2. 美国汽柴涨库倒闭炼厂关停
3. 炼厂关停+出口窗口关闭倒闭页岩油减产
4. 低价格高成本重油出清

策略：多原油远月

V型不可能，U型还是L型？

危机重奏三部曲

流动性危机

疫情危机

各国正在竭力避免

~~信用危机~~

U 型

L 型

沙特-俄罗斯的价格战？

非OPEC的产量增速步步为营倒逼OPEC+丧失市场份额

疫情海内外接力
爆发需求锐减

放弃库存管理

沙特下调OSP,宣称增产，抢占市场份额

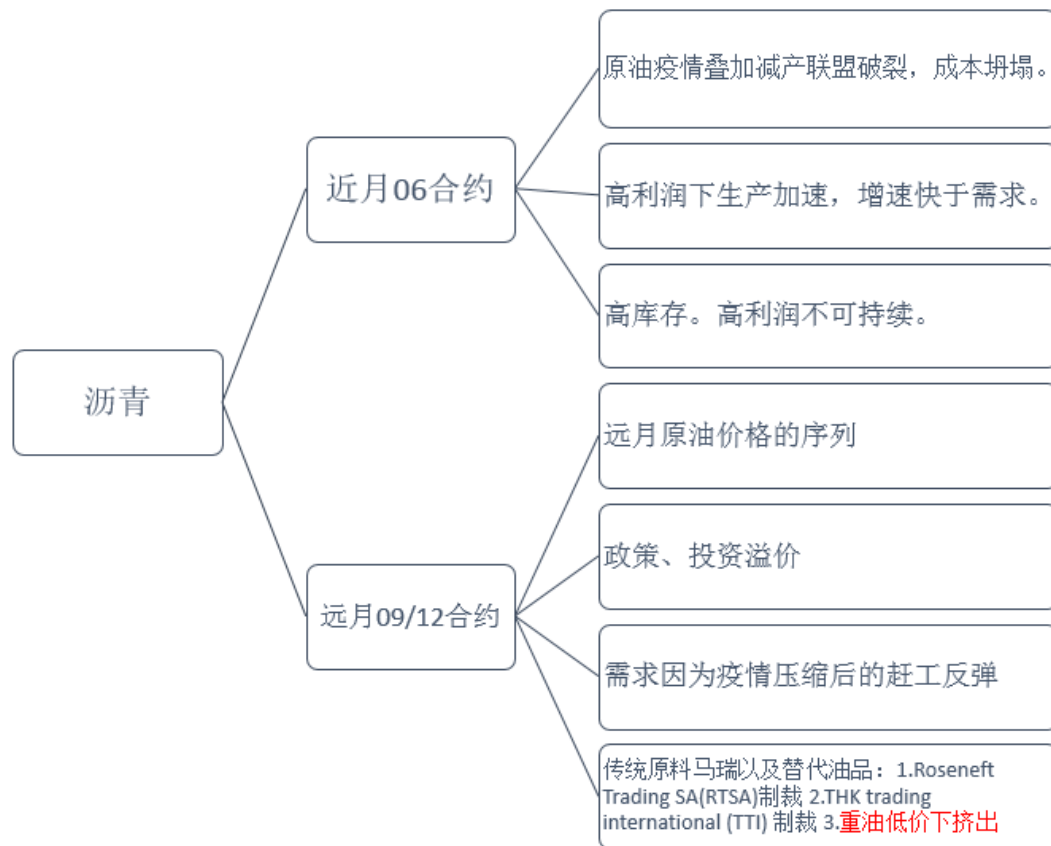
市场行为换取高成本产能出清
随着疫情消亡，需求缓慢回归。

产能出清

去库存

OPEC+合作再起

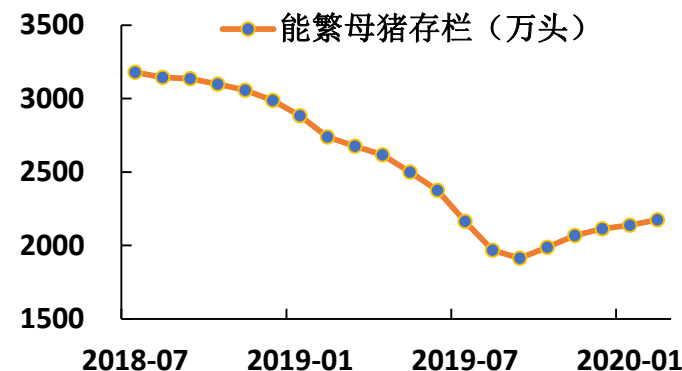
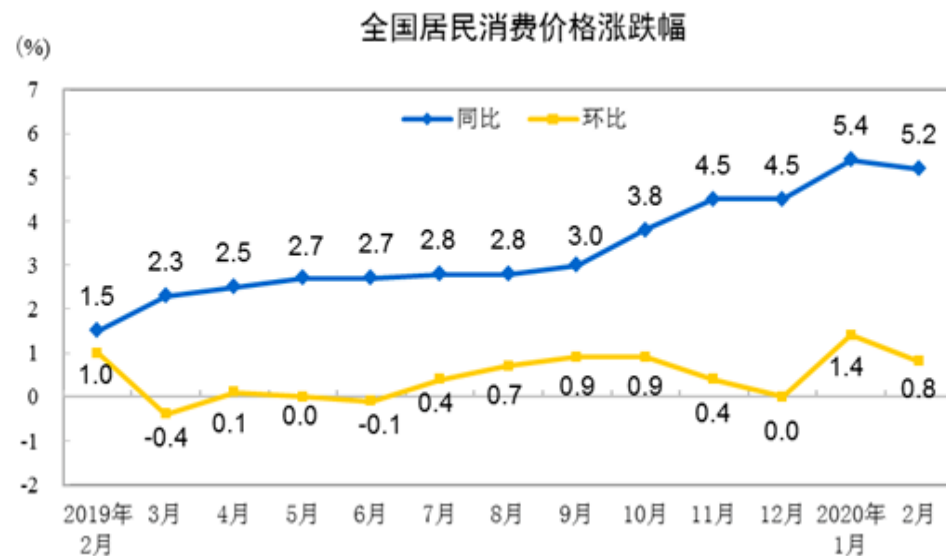
资料来源：金信期货研究院



- 产业端来讲：成品油地板价保护机制，沥青06利润高企。叠加4月原油现货以及产能出清压力开启，4月-5月是原油现货压力最大的月份。BU06在4月承压，不排除4月份BU06 价格下探较深，如1600，预计4月价格见底，出现长期价值机会。随着疫情和原油压力在2季度末缓解，沥青价格逐步上行，回归到2000附近。（风险点：宏观上，疫情下6稳加码超出预期，全球一致救市超出预期）
- 空沥青06多远月原油。布局短期看空沥青利润和长期原油估值。
- 远月等需求启动后，相对于原油会给出高溢价。价格高度受到长约销售价、高企利润压制。

资料来源：Wind，金信期货研究院根据新闻整理

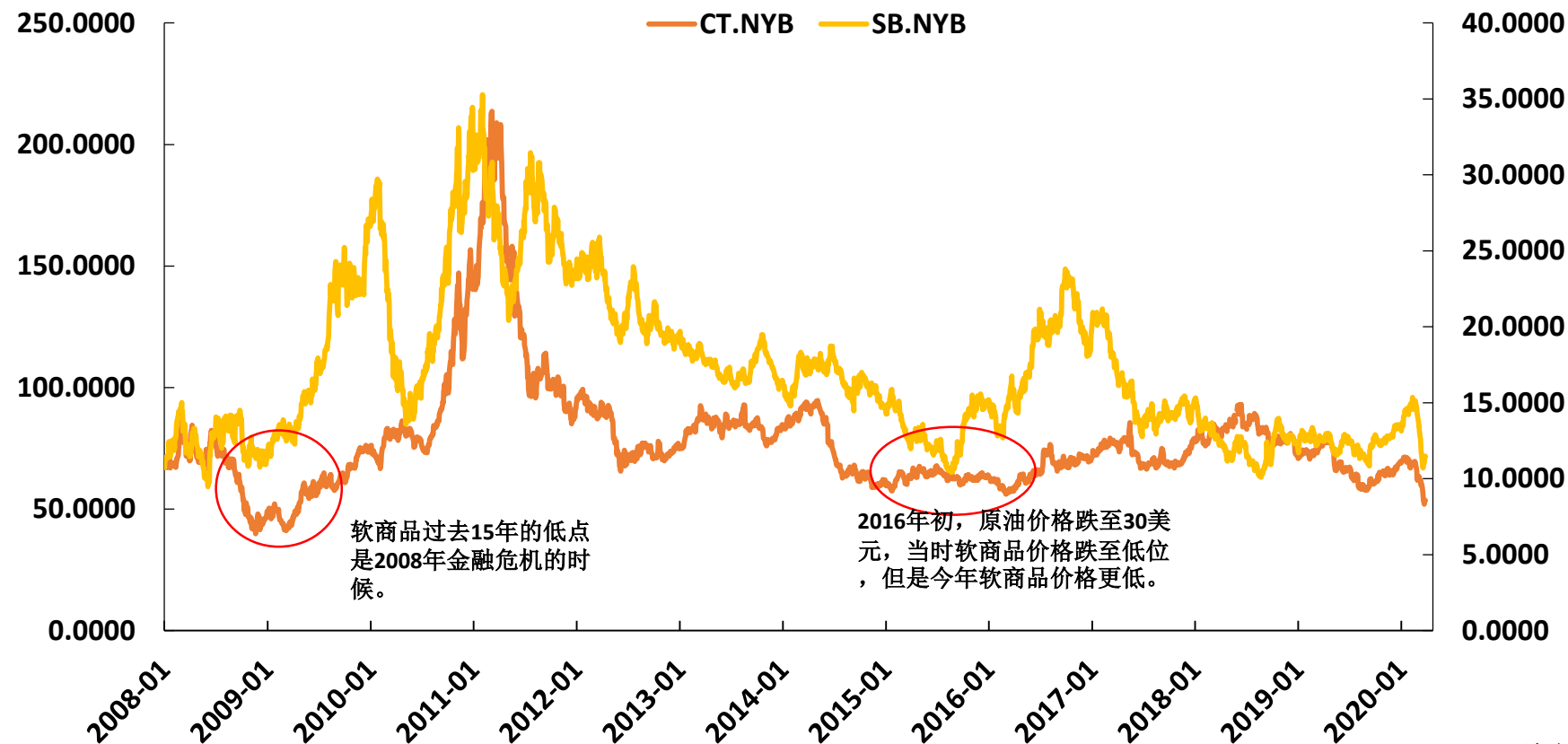
农产品：政策支持+供应不确定——建议关注饲料板块



资料来源: Wind, 金信期货研究院

- 多部委加大支持力度, 促进生猪稳产保供, 生猪产能将逐步、渐进恢复。
- 生猪存栏比非洲猪瘟发生之前下降了近40%, 生猪存栏的恢复预期推动饲料需求增长的预期, 并且这一预期将持续到生猪养殖利润明显回落。
- 需求增长的同时, 饲料及其原料的供应今年受到草地贪夜蛾、厄尔尼诺等因素的影响而面临不确定性。

农产品：低价+平衡表改善预期——建议关注软商品

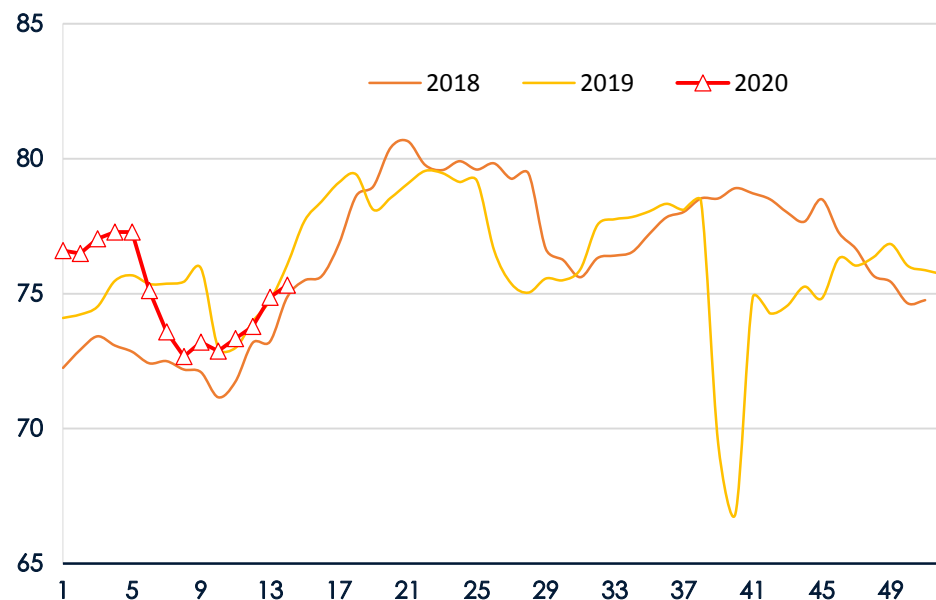


资料来源：Wind，金信期货研究院

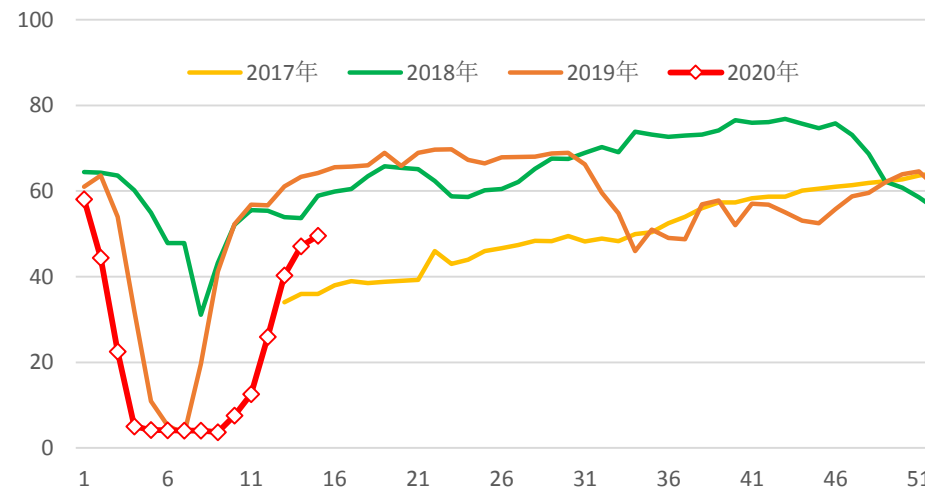
- 疫情引发需求崩塌担忧，国际主要软商品的价格跌至10年低位。
- 需求悲观预期已经Price in，而低价或导致未来几年的供应开始收缩。
- 需求和供应还存在时间上的错配，预期的变化会放大错配的矛盾。
- 长期来看，软商品逐步跌出了配置价值。

螺纹钢：高炉开工率、产能利用率低于往年水平

163家钢厂高炉产能利用率



53家独立电弧炉产能利用率

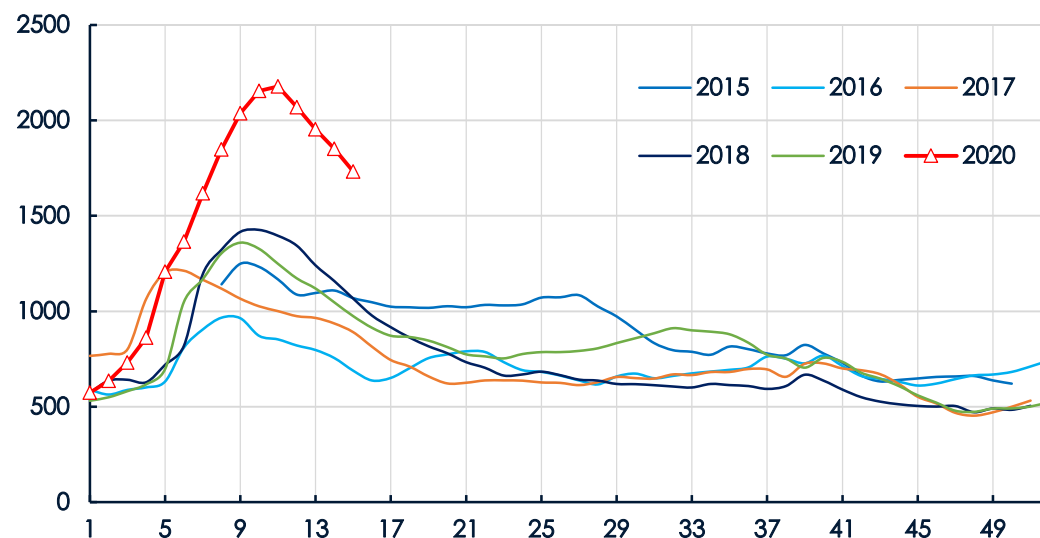


资料来源：Wind，金信期货研究院

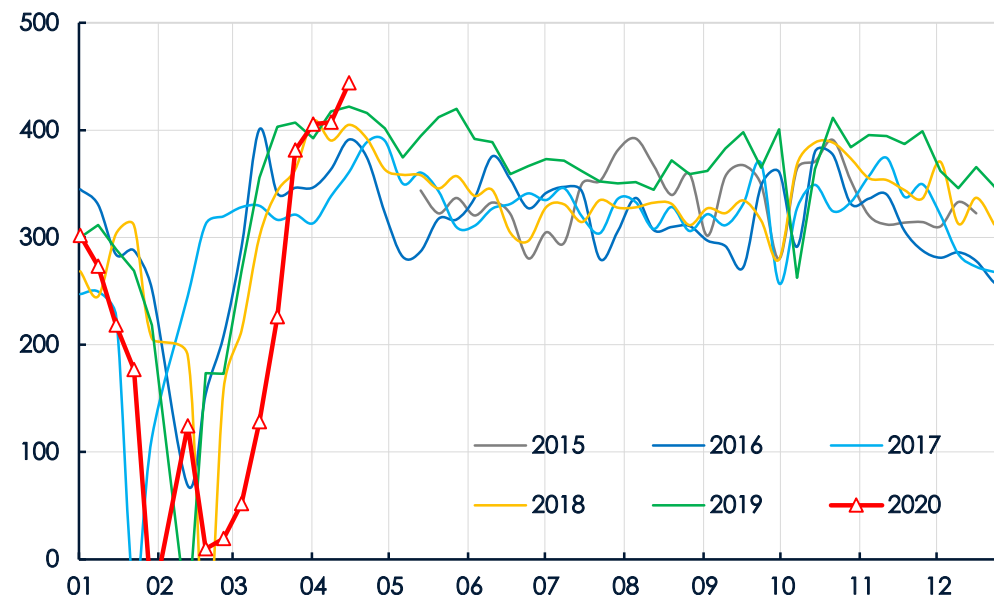
- 海外疫情持续蔓延，全球铁元素供应过剩逐步显现。
- 随着利润修复，钢材产量仍有上升空间。
- 在全年房地产增速放缓的前提下，螺纹走势偏向悲观。

螺纹钢：警惕超预期需求回落

螺纹总库存



螺纹表观需求



资料来源：Wind，金信期货研究院

- 进入四月，地产复工赶工行情集中爆发，短期去库速度加快。
- 叠加产量回升，螺纹表观需求创历史新高，提振盘面。
- 随着地产需求恢复正常，螺纹需求趋缓，预期后市走势偏悲观，建议空头配置观。



谢谢大家！

金信期货研究院

使用本研究报告的风险提示及法律声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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损失负任何责任。