

扰动因素增多，商品市场波动加剧

摘要

近期市场情绪较为谨慎，商品市场的波动明显加大，主要原因一是，货币政策的预期发生变化，总量宽松转为结构性的适度宽松；二是，海外疫情处于失控状态，全球经济复苏的前景仍充满不确定性；三是，中美之间的关系波折不断，频繁影响市场情绪。

我们认为，中长期来看，经济不断修复过程中，商品市场仍存在较多的机会，不过，随着金融环境的变化，商品市场的金融属性或弱化，商品属性将得到更多的体现。货币对商品的驱动将减弱，供需结构的变化将更多影响商品的定价。

1) 国内经济持续修复。近期的经济数据表明我国经济整体的修复形势向好，在“加快形成国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”大战略下，扩大内需战略重要性进一步提升，经济持续恢复预期增强。

2) 政策的支撑仍在。尽管货币政策边际上出现了调整，但更多是结构性的，在经济没有恢复到正常增长趋势前，全面收紧的可能性较低。下半年财政发力空间更大，按照今年地方专项债应于 10 月底前全部发行完毕的安排，预计后续地方债发行将持续加速，对基建等投资的支撑将进一步强化。

3) 商品板块间的分化或延续。随着经济的不断复苏，货币进一步宽松的必要性将下降，甚至一些非常规的宽松工具将逐步退出，货币对商品的驱动或减弱。同时，在实体经济不断修复过程中，商品供需结构的变化将更多影响商品的定价。铜、铝等库存压力较小，需求回升确定性高的品种或维持强势；而钢材等库存高企，需求回升确定性高的品种或面临更大的波动；原油等库存高企，需求面临较大不确定性的品种将维持弱势格局。

国贸期货
宏观金融小组

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

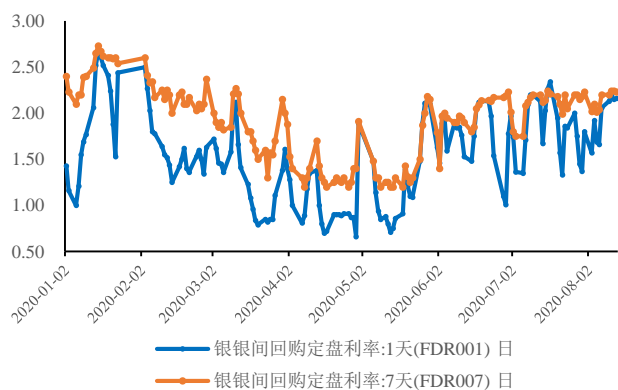
随着全球经济逐步修复，货币政策进一步宽松的空间受限，同时，海外疫情迟迟得不到控制，压制需求的释放，叠加国际地缘政治关系风起云涌，市场情绪变化较大，商品市场波动明显加剧。

一、国内货币政策预期的变化

近几个月市场利率中枢出现了明显的上行，DR007 由 6 月初期 1.5% 左右的中枢升至现在的 2.2% 附近，10 年期国债收益率一度突破 2.9%。8 月 21 日来，央行多次进行 14 天逆回购操作，更是引发市场对于央行再次通过公开市场操作“缩短放长”的担忧。

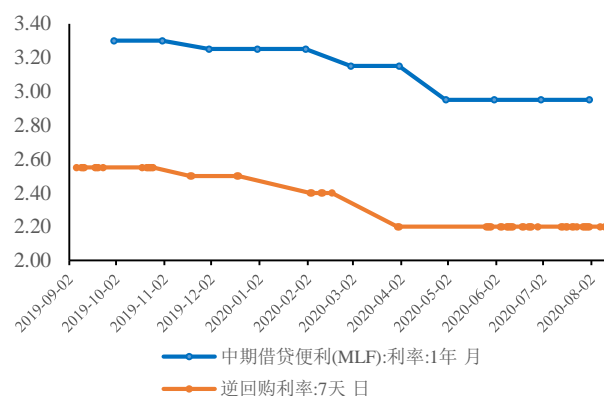
我们认为，随着国内经济的持续复苏，货币政策全面宽松的必要性下降，为了在实现“六保”目标的同时有效防范金融风险，国内的货币政策开始由疫情前期的总量超宽松转向下半年的结构性适度宽松。

图表 1：货币市场利率中枢上行



数据来源：Wind

图表 2：四月中下旬以来政策利率未再调降



数据来源：Wind

1) 经济持续修复，货币政策转向适度宽松。7 月 30 日，中央政治局会议高度肯定了国内经济修复“好于预期”，且不再强调综合采用“降准降息、再贷款”等手段释放流动性，而是强调货币政策的“灵活适度”、“精准导向”，指向未来一段时间通过大量释放流动性刺激经济的政策导向大概率不会重演。8 月 6 日，央行公布《二季度货币政策执行报告》基调与 7 月 30 日政治局会议基本相同，进一步确认货币政策将逐步回归常态，再次强调了“稳健的货币政策更加灵活适度，精准导向”。至此货币政策有所转向，从上半年的总量超宽松转向下半年的结构性适度宽松，总量货币政策淡化，向结构性、直达性、有效性方向推进。

2) 货币政策防风险的考量提升。宽松的货币环境可能带来更多的金融风险，货币政策对防风险的考量有所提升，监管层也开始整治部分资金空转的问题。截至 5 月底，商业银行结构性存款余额为 11.8 万亿元，较上年末大幅增加超 2 万亿元。日前银保监会印发《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》，提及“严厉打击资金空转和违规套利行为”，督促金融机构将资金用于实体经济领域。

二、海外局势仍充满不确定性

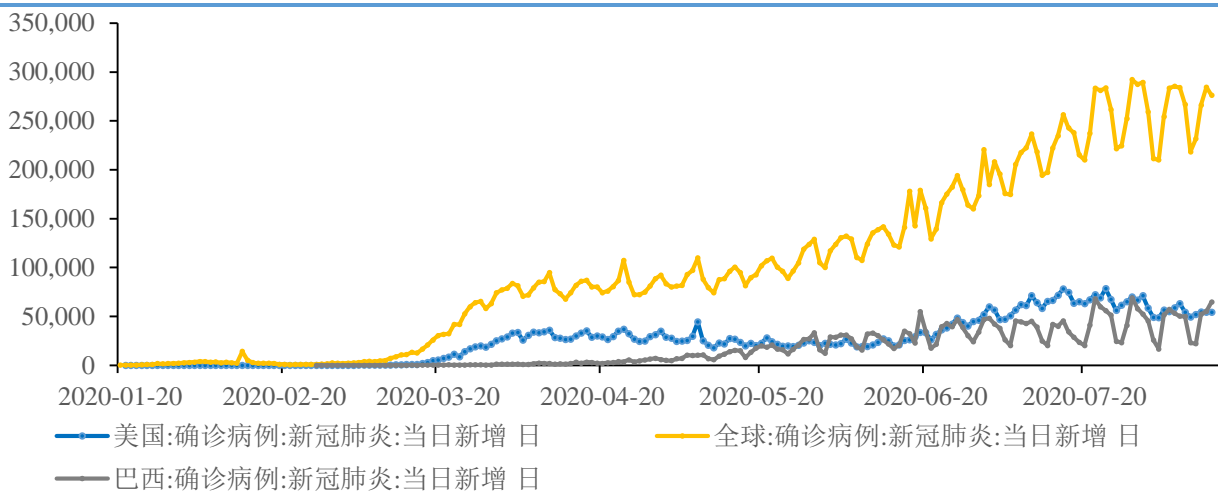
1) 海外疫情仍然较为严重，疫苗研发尚未成功。截至当地时间 8 月 26 日，世卫组织发布全球各地区疫情数

据，全球新增新冠肺炎确诊病例 210183 例，死亡新增 4588 例。疫情最为严重的美洲区域确诊病例达到 12608786 例（新增 88805 例），死亡 446716 例（新增 2354 例）。

虽然 8 月 11 日俄罗斯宣布该国首支新冠疫苗已完成注册，并预计在 9 月首批投入民用，成为全球首支完成注册并投入使用的疫苗，但关于俄罗斯研发的新冠疫苗的有效性受到很多国家和专业机构的质疑，世卫组织在新闻发布会上称俄罗斯疫苗截至目前“没有发布详细的临床试验数据，无法评估其有效性”，不具备世卫组织规定的上市使用的标准条件。按照疫苗正常的疫苗研发和使用程序，国际范围内最早进入临床试验的疫苗至少得到 12 月之后上市。

根据 WHO 消息，截至 7 月 31 日，全球目前进入临床试验阶段的新冠疫苗成品仅有 26 支，进入三期临床试验阶段的仅有六种。所以符合世卫规定的新冠疫苗的上市且批量生产至少得今年年底，在此之前全球疫情的控制只能通过居家隔离、防范等较为原始的方式控制。

图表 3：全球的每日新冠确诊病例仍然处于高位



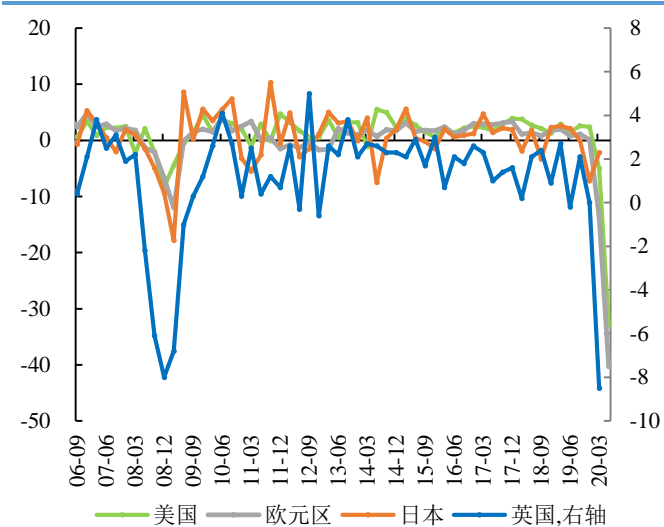
数据来源：Wind

2) 全球经济复苏面临不确定性。美国作为在疫情爆发后经济受到重创最严重的国家之一，7 月 ADP 就业变动指数为 16.7 万，远低于预期的 120 万人和前值 431.4 万，而 7 月制造业就业人数增减为 2.6 万，也远低于预期的 25.5 万和前值 35.7 万。三季度以来，美国疫情再度恶化，处于失控状况，再度冲击陆续放松管制的经济复苏步伐，各州均延缓或暂停经济复苏进展，美国再度面临经济停滞的危机，此前好转的宏观经济数据已经出现边际放缓的趋势。

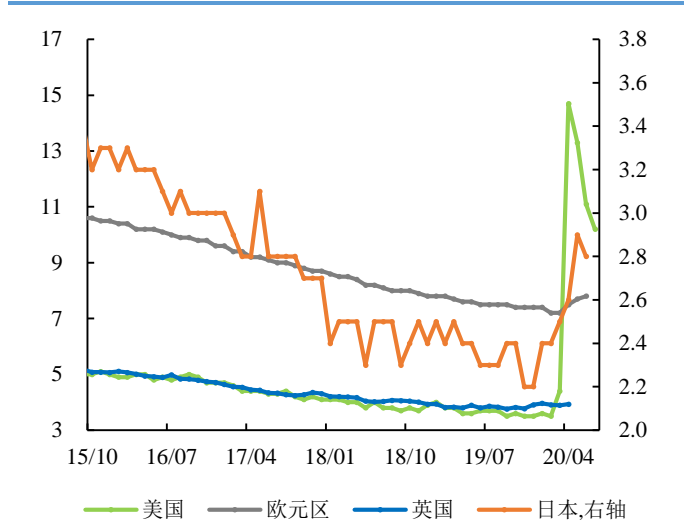
欧元区虽经济修复情况明显好于美国，但整体修复步伐仍较为缓慢。根据欧盟预测报告，受新冠病毒危机影响，欧元区经济今年将萎缩 7.7%，2021 年回增 6.3%，就算是明年经济增长，也无法弥补今年的损失。欧元区失业率，从 2019 年的 7.2% 升到 6 月的 7.8%，6 月季调后 GDP 环比大幅跌至 -40.3%。

图表 4：G4 国家季调后 GDP 仍处于历史低谷

图表 5：美国、英国的失业率虽有回落但仍处于较高区间



数据来源: Wind



数据来源: Wind

三、中美关系波折不断

2020 年 7 月份至今, 中美关系再起波澜, 美国对华政策焦点从贸易领域转向外交和科技, 两国关系出现负反馈循环。近期特朗普总统民调支持率明显下滑, 落后民主党候选人拜登 10 个百分点左右, 在大选前, 除了美国政府各部门采取的限制活动之外, 中美之间任何能够强化总统角色的突发事件, 都有可能成为特朗普总统加以利用, 来实现提振选民支持率的选项, 投资者将不得不直面对中美新格局的现实, 并逐渐消化对市场情绪影响。

图表 6: 7 月以来美国对华的挑衅频率大幅提升

时间	事件
7 月 9 日	美国国务院和财政部制裁部分新疆政府机构和官员, 美国国防部批准向台湾提供洛克希德·马丁公司的爱国者-3 导弹。
7 月 14 日	特朗普参与英国封杀华为参与 5G 建设, 说服多国放弃华为, 宣布签署涉港法规“制裁中国”。
7 月 15 日	美国国务卿蓬佩奥宣布, 美国将对华为部分员工实施制裁; 7 月 22 日, 美国国务院指示关闭中国在休斯敦的领事馆, 隔两日中方对等要求关闭美国驻成都总领馆。
7 月 25 日	美国情报部门逮捕了一名中国科研人员。
8 月 3 日	特朗普在白宫发表讲话称, 除非 TikTok 被微软或其他公司收购, 否则该应用将在 9 月 15 日被关闭。
8 月 6 日	特朗普签署行政令, 称移动应用程序抖音海外版 (TikTok) 和微信对美国国家安全构成威胁, 将在 45 天后禁止任何美国个人或实体与抖音海外版 (TikTok)、微信及其中国母公司进行任何交易。
8 月 26 日	美国商务部发布消息称, 美国将 24 家中国企业列入制裁名单, 原因是这些企业参与在中国南海领域修建人工岛。

数据来源: 国贸期货根据公开资料整理

四、未来行情展望

当前市场情绪较为谨慎，商品市场短期的波动明显加大，主要原因一是，国内货币政策的预期发生变化，总量宽松转为结构性的适度宽松；二是，海外疫情处于失控状态，全球经济复苏的前景仍充满不确定性；三是，中美之间的关系波折不断，频繁影响市场情绪。

中长期来看，经济不断修复过程中，商品市场仍存在较多的机会，不过，随着金融环境的变化，商品市场的金融属性或弱化，商品属性将得到更多的体现。货币对商品的驱动将减弱，供需结构的变化将更多影响商品的定价。

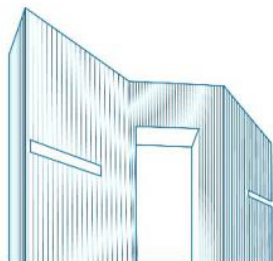
1) 国内经济持续修复。我国宏观经济基本面持续恢复，二季度我国 GDP 同比增长 3.2%，制造业 PMI 连续 5 个月位于荣枯线上方，生产需求双回升，表现我国经济整体恢复形势较好，同时 7 月政治局会议强调“加快形成国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”扩大内需战略重要性进一步提升，经济持续恢复预期增强。

2) 政策的支撑仍在。尽管货币政策边际上出现了调整，但更多是结构性的，7 月经济数据显示，国内消费仍然负增长，在经济没有恢复到正常增长趋势前，全面收紧的可能性较低。下半年财政发力空间更大，截止 7 月底，今年已累计发行地方债 37586 亿元，其中新增一般债完成全年计划的 57.4%，新增专项债发行完成全年计划的 60.4%。按照今年地方专项债应于 10 月底前全部发行完毕的安排，预计后续地方债发行将持续加速，对基建等投资的支撑将进一步强化。

3) 商品板块间的分化或延续。随着经济的不断复苏，货币进一步宽松的必要性将下降，甚至一些非常规的宽松工具将逐步退出，货币对商品的驱动或减弱。同时，在实体经济不断修复过程中，商品供需结构的变化将更多影响商品的定价。铜、铝等库存压力较小，需求回升确定性高的品种或维持强势；而钢材等库存高企，需求回升确定性高的品种或面临更大的波动；原油等库存高企，需求面临较大不确定性的品种将维持弱势格局。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

