



新冠疫情再次暴发对大宗商品影响

联系人：金国强

电话：18607166827

邮箱：jinguoqiang@zzfco.net

中州期货研究所

二〇二〇年十一月二日



目 录

CONTENTS

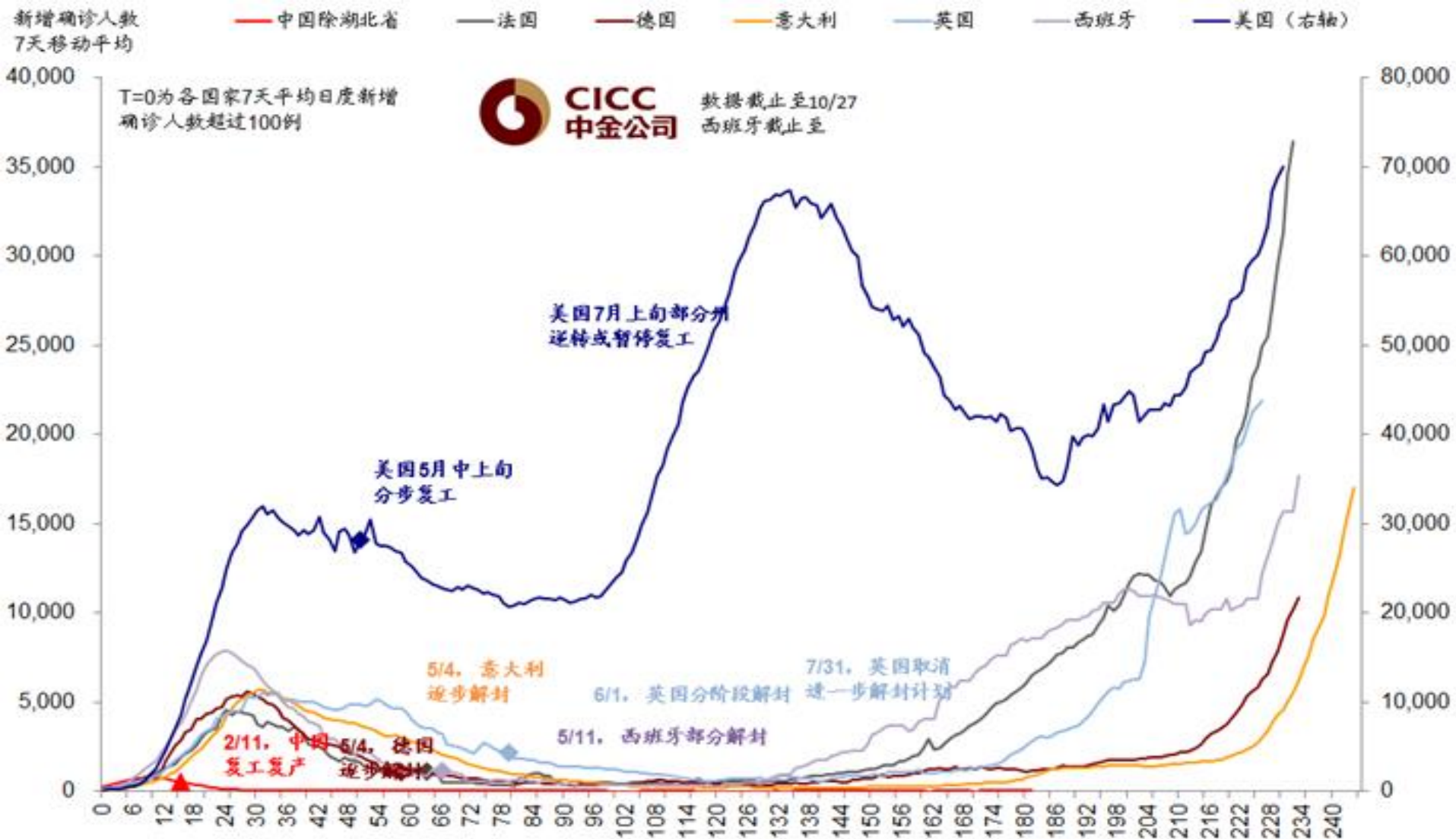
- 1** 疫情发展与大类资产表现
- 2** 疫情二次爆发会否带来系统性下跌风险?
- 3** 后疫情时期通胀和需求恢复带来的投资机会

PART 01



疫情发展与大类资产：历史重演？

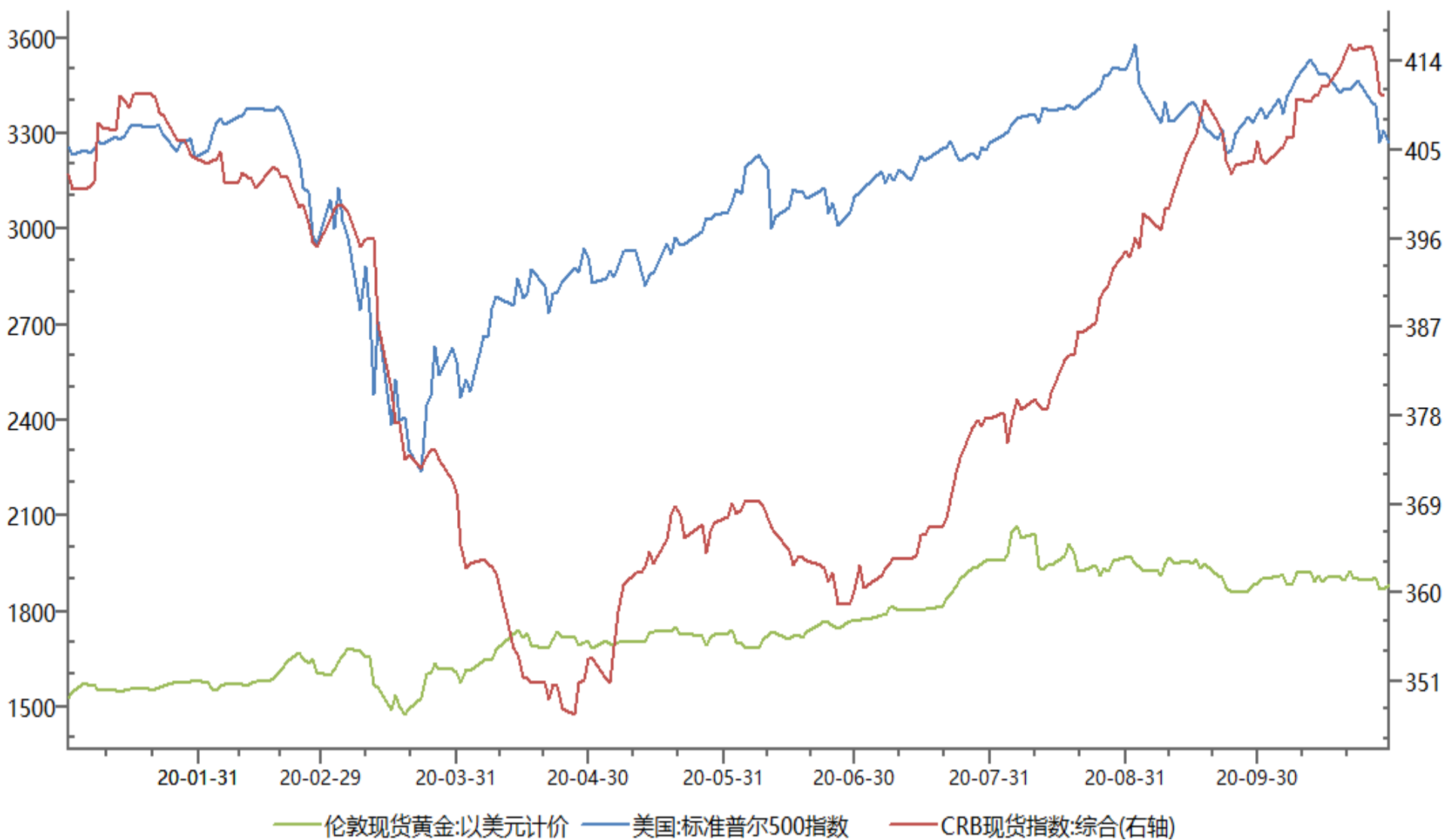
北半球进入四季度后，疫情再次爆发



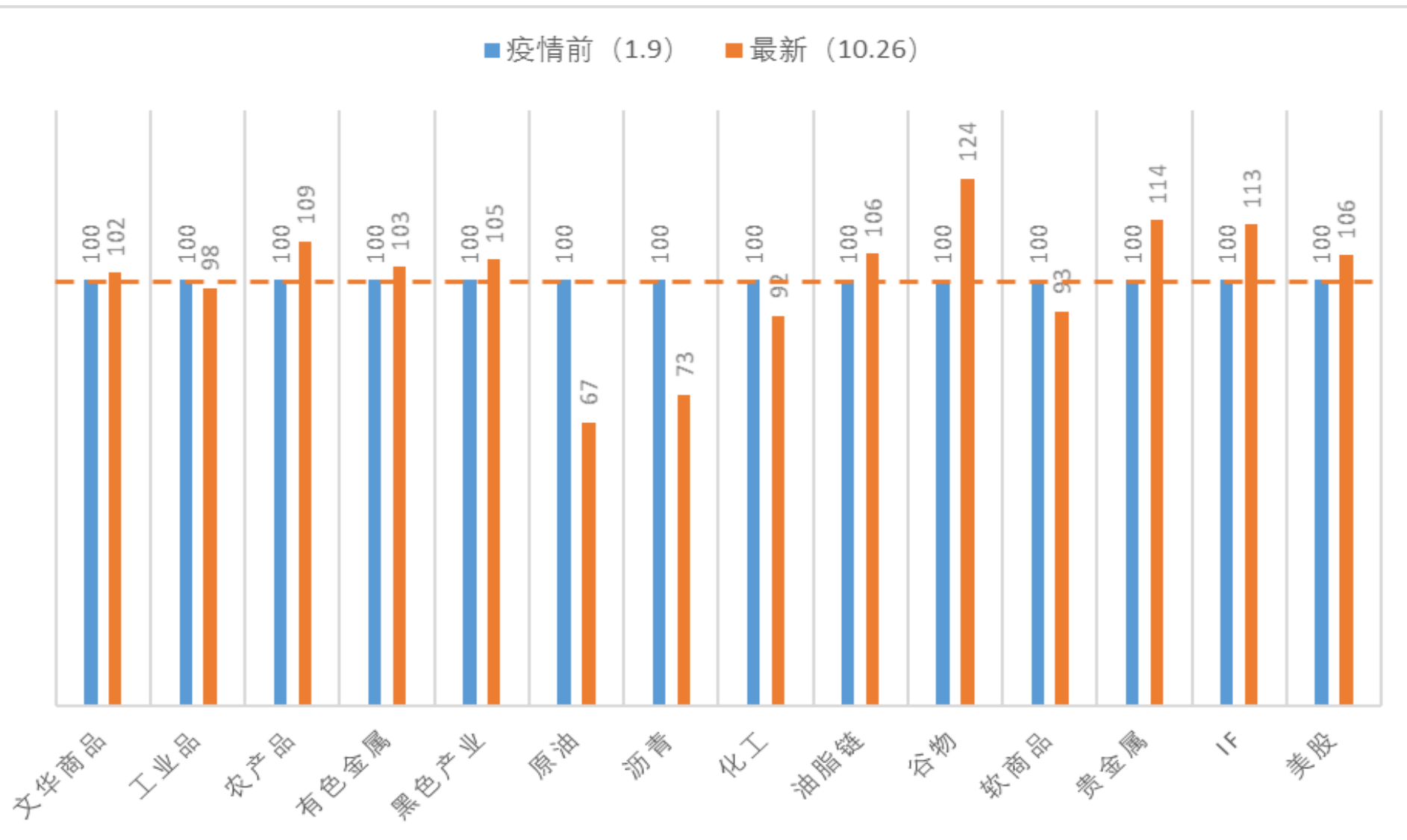
市场波动加剧而避险情绪上升，美元一枝独秀



大类资产普跌，股市领先商品下行，贵金属亦未幸免



与此同时，股市和商品价格水平已超过或接近疫情前水平



PART 02



历史重演：流动性风险会再次来临吗？

短期影响：将再度阶段性放慢复工节奏拖累部分需求

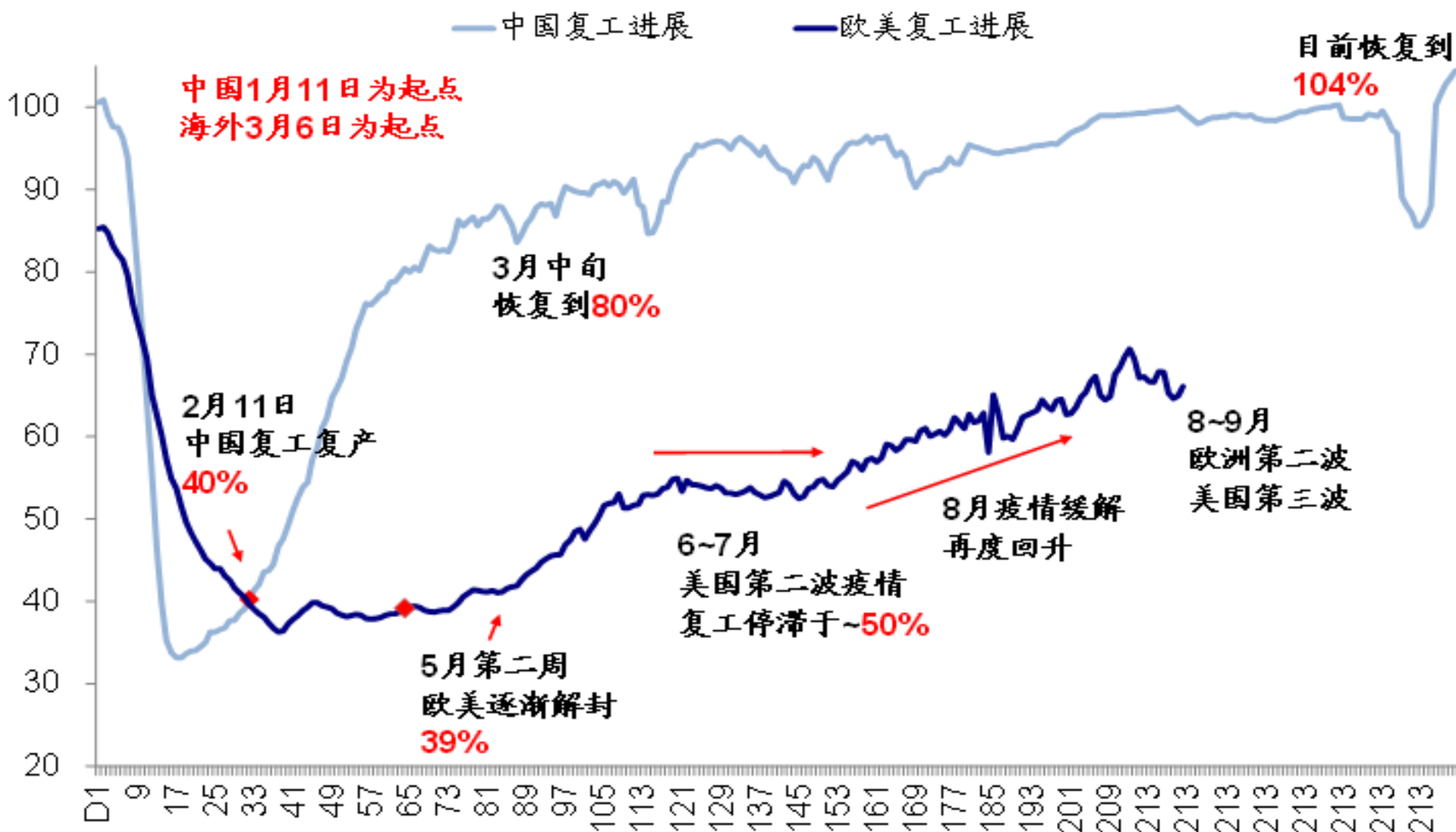
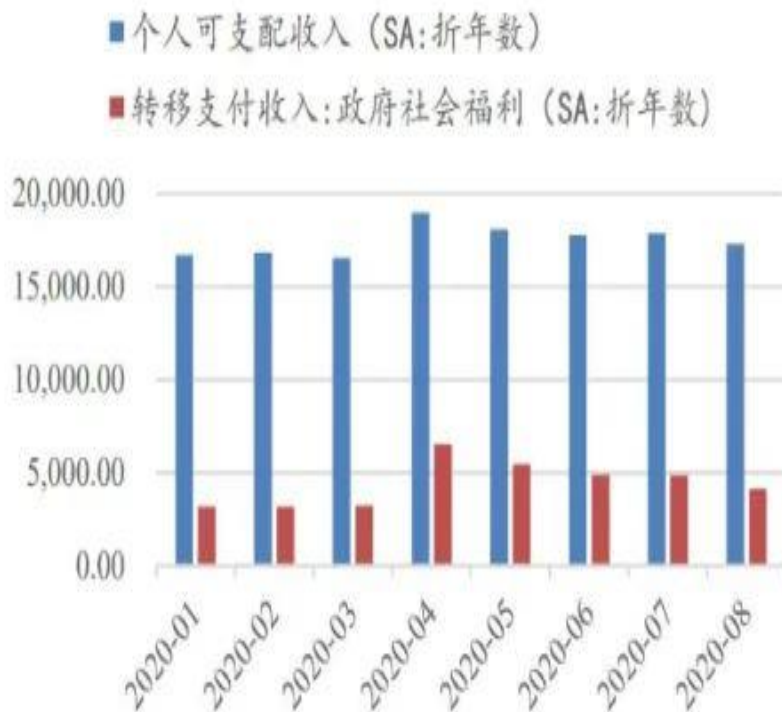
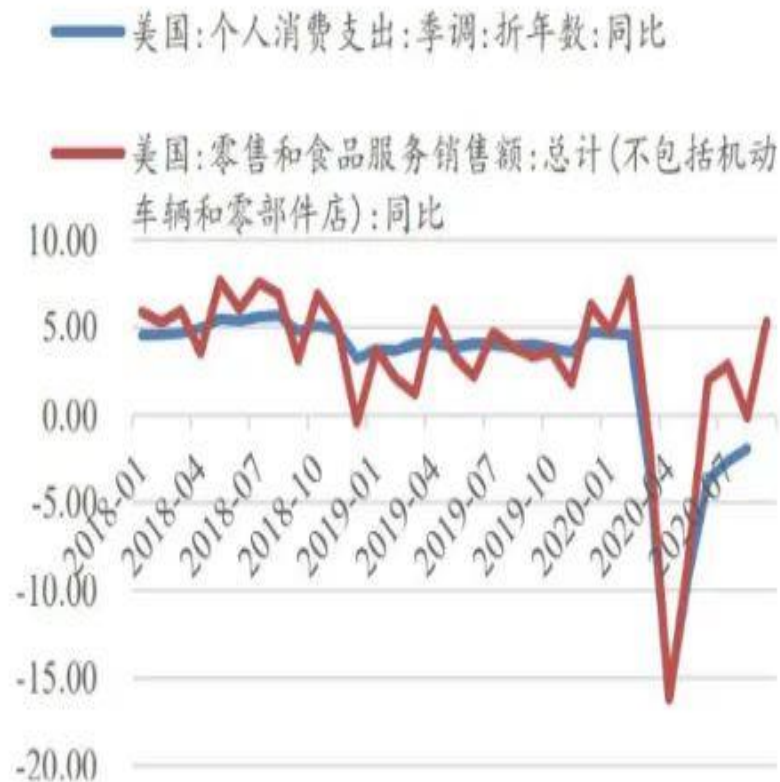


图 3：政府转移支付减少导致个人收入水平下行（亿美元）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

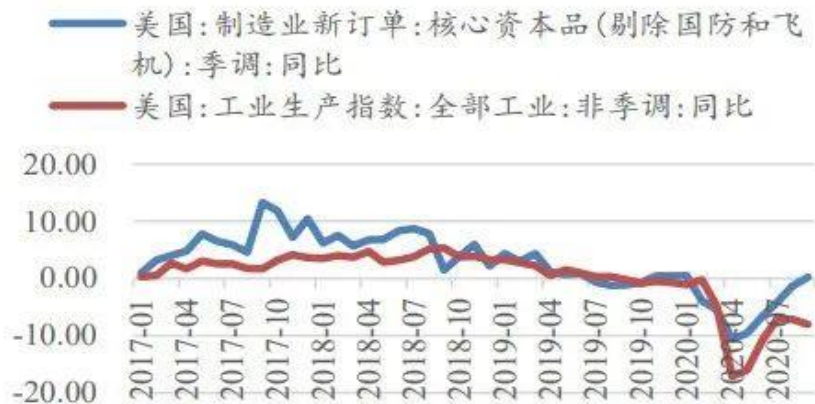
图 4：零售数据强劲但近期修复速率放缓



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

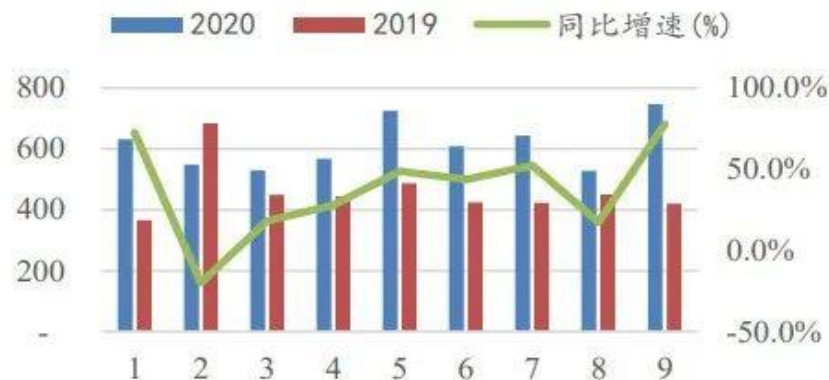
短期影响：美国疫情复发叠加财政断档将进一步拖慢经济修复速率

图 5：企业端供给恢复速率不及需求



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：Chapter11 企业破产数持续上升



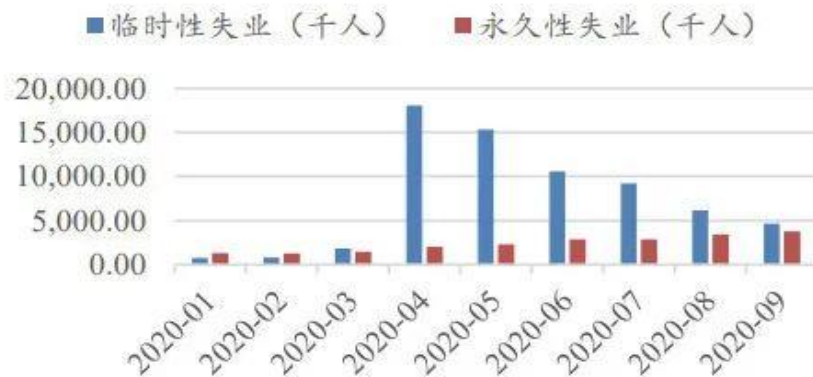
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：投资信心小幅改善，PMI 连续 4 月位于荣枯线以上



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

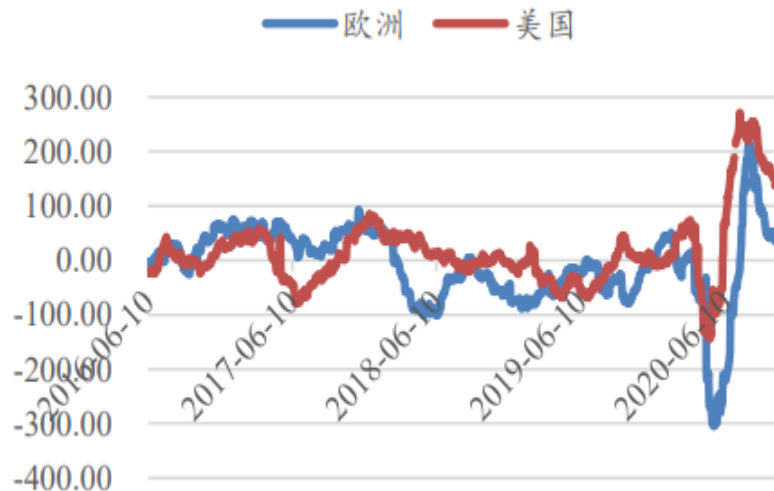
图 8：临时性失业改善，永久性失业恶化



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

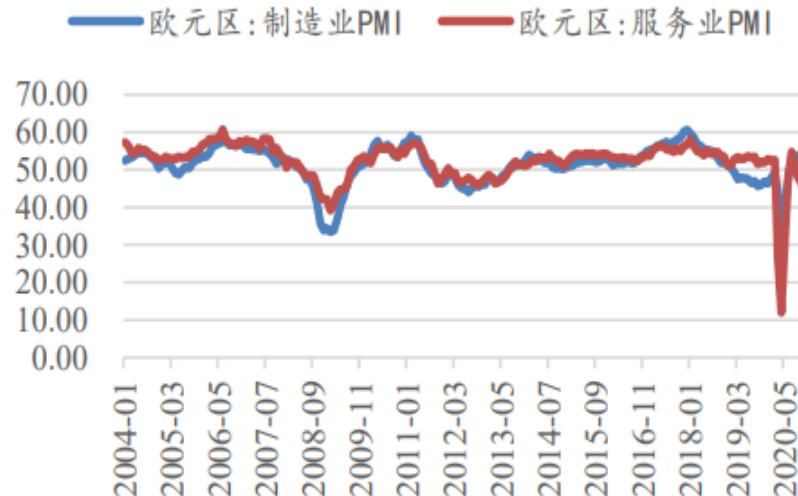
短期影响：欧洲服务业已受明显影响，后续通缩可能加剧

图 9：欧美花旗经济意外指数近期回落，欧洲下行更为明显



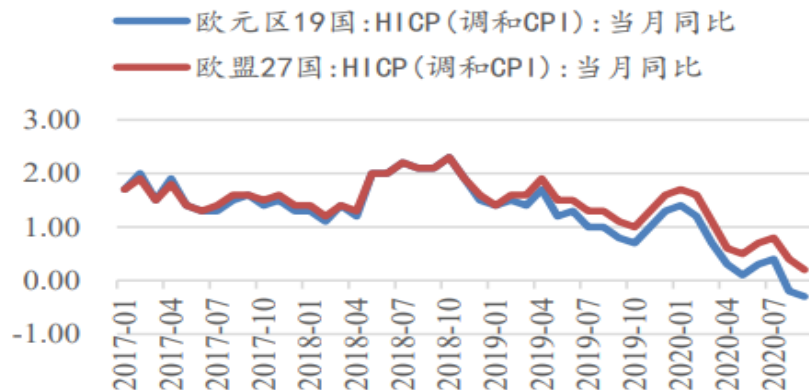
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 10：欧洲制造业暂未体现疫情影响，服务业 PMI 环比恶化



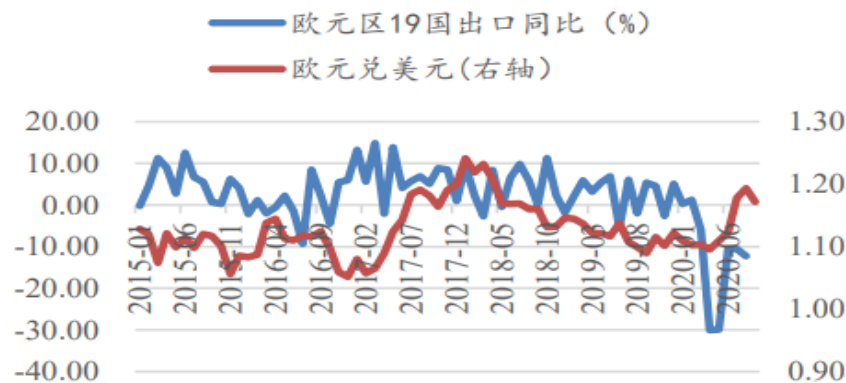
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 11：欧元区通缩压力严重较重



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 12：此前欧元汇率强劲导致欧元区出口速度修复不及预期



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

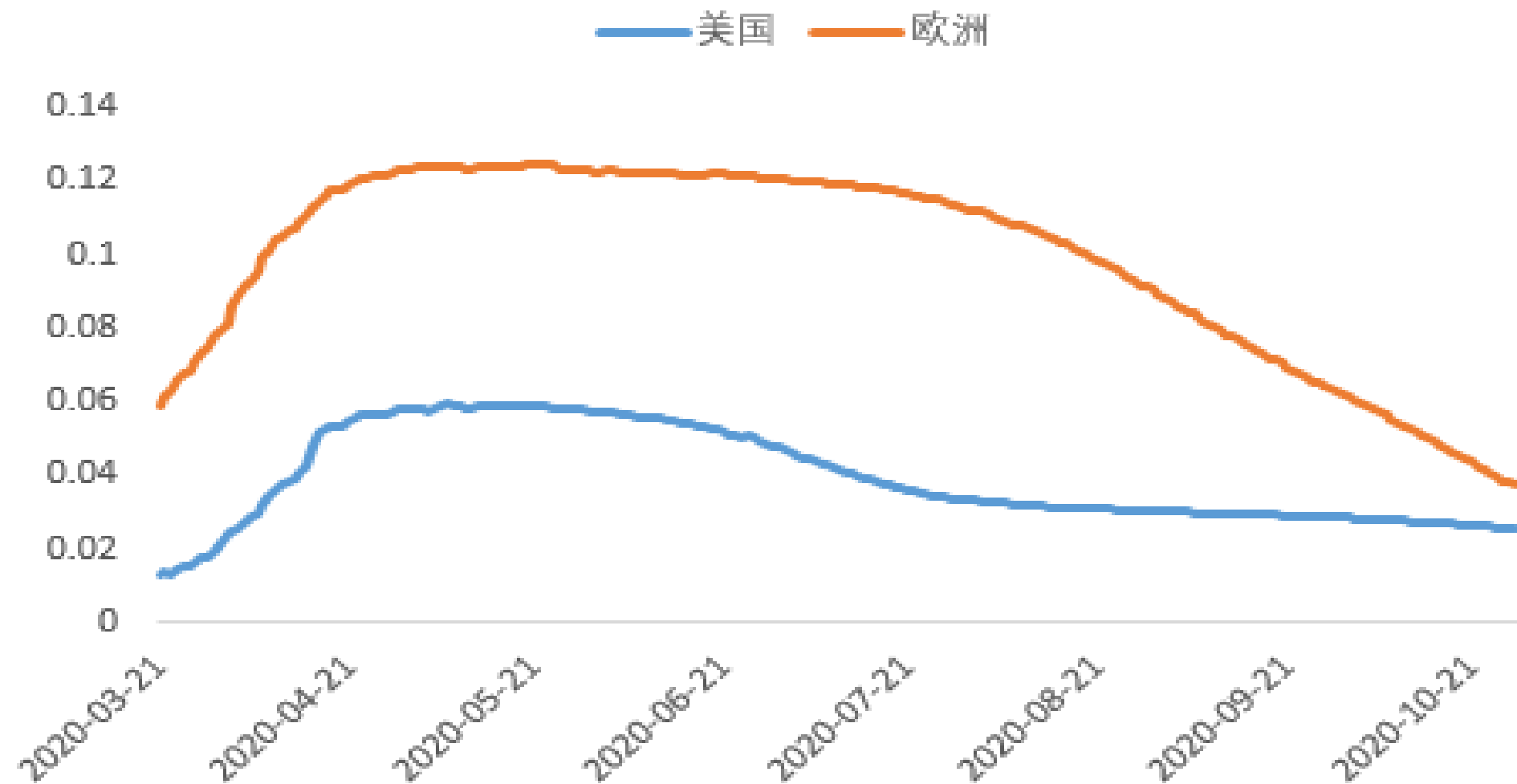
表 3：美国部分州近况、管控加严州的关停措施及疫情走势图

美国主要州	经济占比 (2019年)	近况	倒退州的关停措施	九月与十月疫情走势
加利福尼亚	14.62	倒退	8月下旬关闭酒吧和室内活动，推出根据风险水平重新开放和关闭的新计划；该州大部分地区：酒吧、健身房、夜总会和电影院仍处于关闭状态。	
德克萨斯	9.37			
纽约	7.66	倒退	9月30日，餐馆被允许提供25%的室内用餐，并附有额外的限制；10月再次关闭非必要业务。	
佛罗里达	4.98			
伊利诺伊	4.1	倒退	10月下旬，下令关闭不提供食物的室内酒吧，要求非必要业务必须在晚上10点至早上6点关闭。	
俄亥俄	3.22			
佐治亚	2.83			
马萨诸塞	2.72	倒退	10月下旬，国家公共卫生部命令室内溜冰场关闭至少两个星期。	
北卡罗来纳	2.66	暂停	原计划10月初开放电影院、酒吧和娱乐场所，因疫情延缓。	
科罗拉	1.85	倒退	7月16日，发布全州范围内佩戴口罩的命令，要求人们在公共室内空间以及公共和非私人交通服务(如出租车和搭车)上佩戴口罩。	
明尼苏达	1.77			
田纳西	1.73			
威斯康星	1.6			
密苏里	1.52			
阿拉巴马	1.06	暂停	4月30日重新开放，暂无限制措施。	
俄克拉何马	1.05			
爱达荷	0.91	倒退	10月下旬，爱达荷州关闭了夜总会，并限制了许多企业经营。	
犹他	0.86			
阿肯色	0.63	暂停	7月20日起实施口罩授权。	
新墨西哥	0.51	倒退	10月提出更为严格的限制措施，如要求在晚上10点之前关闭酒类的零售商店和营业场所的要求；如果该商店报告超过4个新冠病例，将被关闭两个星期；室内用餐的餐厅将被要求完成认证计划；博物馆和历史遗址被下令关闭。	
罗德岛	0.29	暂停	6月30日进入第三阶段，室内聚会仅限15人。	

欧洲疫情管控时间线

时间	国家	事件	持续时间
10月20日	爱尔兰	宣布自10月22日起封城6周，非必要经营场所一律关闭	12月初
10月26日	意大利	宣布自10月26日起至11月24日，娱乐场所暂停，餐饮6点后禁止营业	11月24日
10月28日	德国	默克尔宣布德国自11月2日起再次封锁一个月	12月2日
10月28日	法国	马克龙宣布自10月30日起全国关闭，至少持续至12月1日	12月1日
10月29日	西班牙	议会投票决定将国家紧急状态延长6个月	2021年5月
10月31日	英国	首相宣布从11月5日起英格兰封闭一个月	12月2日
10月31日	奥地利	总理宣布自11月3日起全国封锁一个月	12月3日
10月31日	希腊	首都和主要城市局部封锁一个月，全国夜间宵禁	12月初

短期影响：而且死亡率趋势性下降，缓解了疫情恐慌情绪



短期影响：更重要的是，疫苗研发进度稳步推进，目前全球已有11支疫苗处于三期临床阶段，其中6支疫苗进入有限制使用阶段

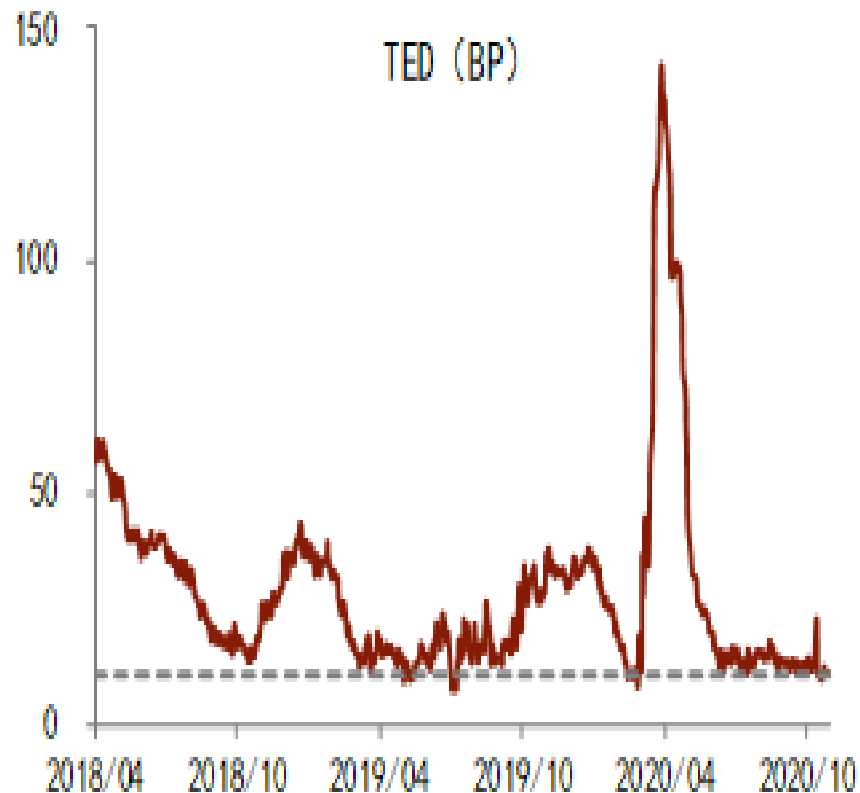
表 5：目前进入临床三期和有限制使用阶段的疫苗数量以及规模统计

序号	产地	研发公司	疫苗进度	疫苗数量
1	美国	Moderna	7月27日启动三期临床	此前美国、加拿大政府分别订购1亿、2000万剂疫苗，
2	德、美、中	美国茨、辉瑞、复星医药	三期进行中，原计划10月启动上市审查延后	美国要求12月交付1亿剂（后续补充5亿剂）；日本1.2亿剂；欧盟2亿剂
3	中国	康希诺	8月9日在沙特阿拉伯开展三期临床；6月25日供军队特殊使用	
4	俄罗斯	俄罗斯疾控研究中心	三期进行中；9月4日公布1/2阶段试验结果，发现疫苗产生了冠状病毒的抗体和轻微的副作用	俄罗斯向巴西、墨西哥和印度等国家提供疫苗达成协议
5	美国	强生公司	10月12日由于一名志愿者出现不良反应暂停试验，三期试验将于11天后继续进行	如果疫苗获批准，美国政府将购买1亿剂；欧盟2亿剂
6	瑞典、英国	阿斯利康&牛津大学	10月21日一名巴西志愿者死于疫情，10月23日重新开始三期试验	欧盟订购4亿剂
7	美国	Novavax	将于11月底在美国启动更大规模的三期试验	2021年1季度向美国供给1亿只
8	中国	北京科兴	7月批准在中国有限制使用，10月向从事高风险工作人员提供CoronVac	2021年3月前向印尼供给4000万只
9	中国	国药集团&武汉生物制品研究所	在阿联酋有限制使用	/
10	中国	国药集团&北京生物制品研究所	在阿联酋有限制使用	/
11	印度	印度医学研究理事会&国立病毒学研究所& Bharat Biotech	10月23日开始三阶临床试验	/

资料来源：NY Times, 浙商证券研究所

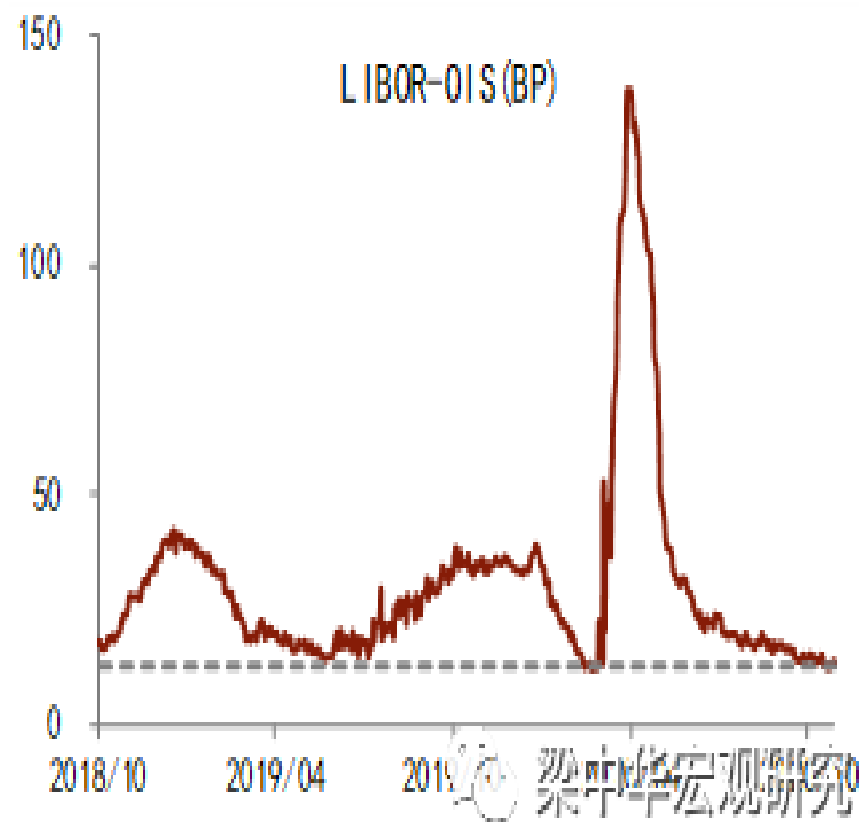
短期影响：此外，美元流动性充裕，美联储已将货币互换安排的有效期延至2021年3月，可随时启动应对流动性紧张情绪

图表：TED 利差 (BP)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表：LIBOR-OIS 利差 (BP)

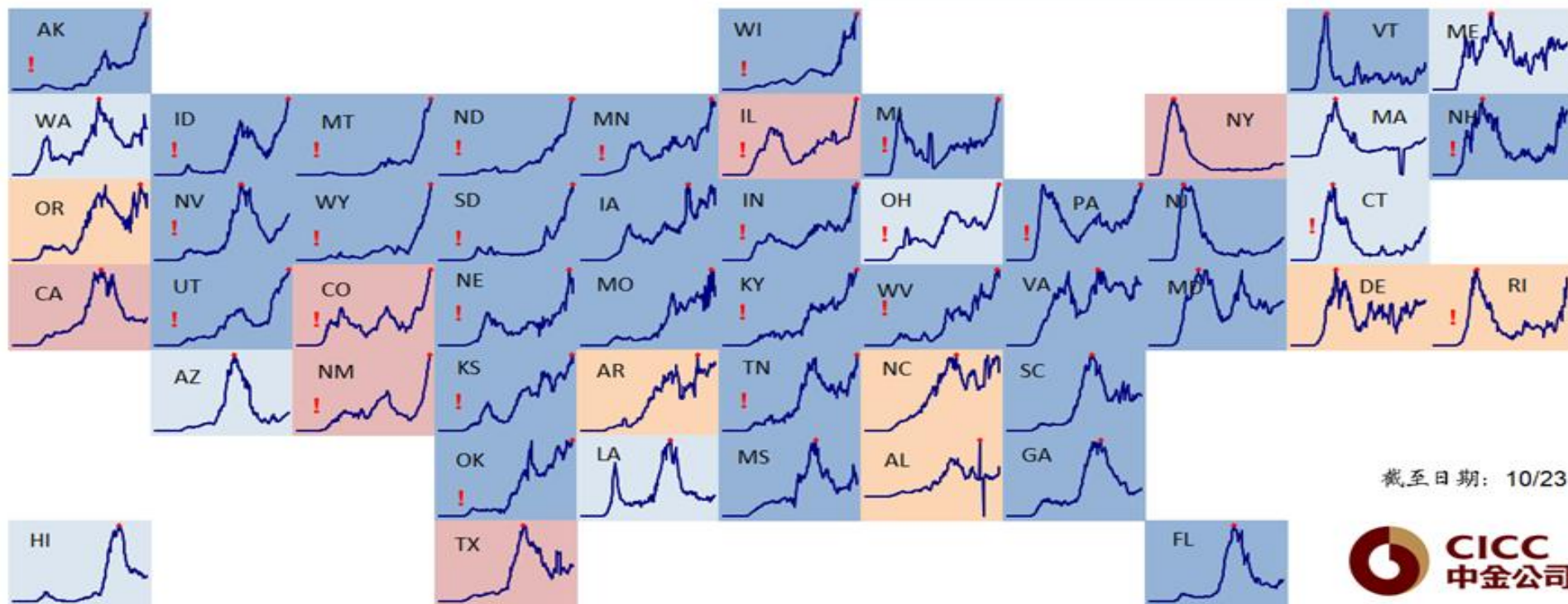


来源：WIND，中泰证券研究所

时间节点上，根据历史经验，从采取一定隔离和封锁措施到新增病例见顶大概间隔3~4周左右

美国各州新增确诊病例（7天移动平均）

部分逆转	暂停复工	正在复工	已经复工	近期新增病例攀升
------	------	------	------	----------

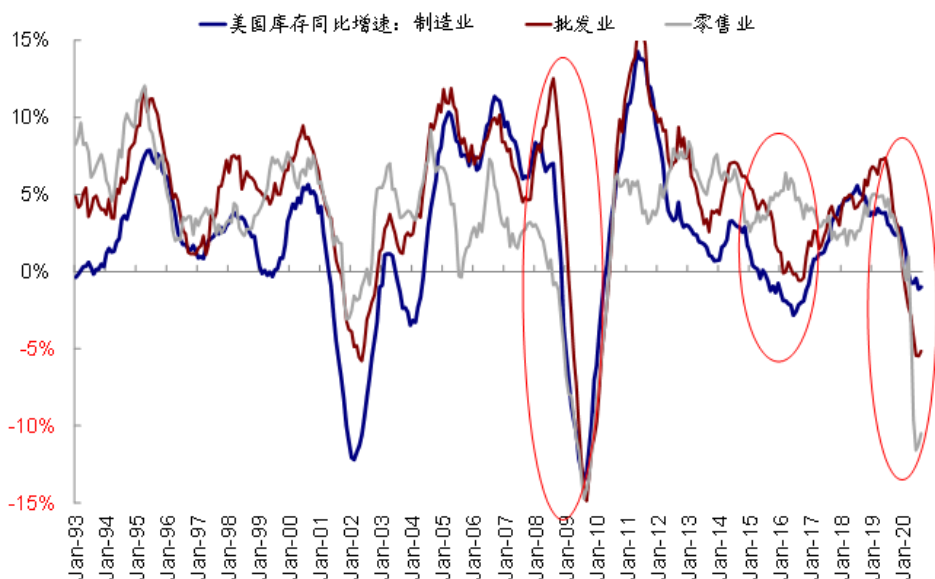


截至日期: 10/23

如果封锁措施实施恰当的话（毕竟有3月份的前车之鉴），未来几周可能会逐渐见到欧洲新增确诊的见顶回落。

相比之下，目前美国第三波疫情相对严重的中西部各州依然都处于完全的复工状态、尚未采取太多措施，且R0普遍高于1，因此预计当前疫情的升级仍将延续一段时间。

中期而言，常态化疫情拖累产能爬坡落后于需求，导致库存明显去化和进口增加以满足需求，美国消费端尤为显著



目前欧美复工进展仅修复至66%，明显落后于中国的104%。在消费需求相对稳健的背景下，供给迟迟无法跟上（9月美国零售消费环比1.9%，大幅好于预期；而9月工业产出却意外下滑），会使得库存快速去化（美国消费品库存增速都降至历史低位）并加大进口需求，甚至逐步开启新一轮补库周期。

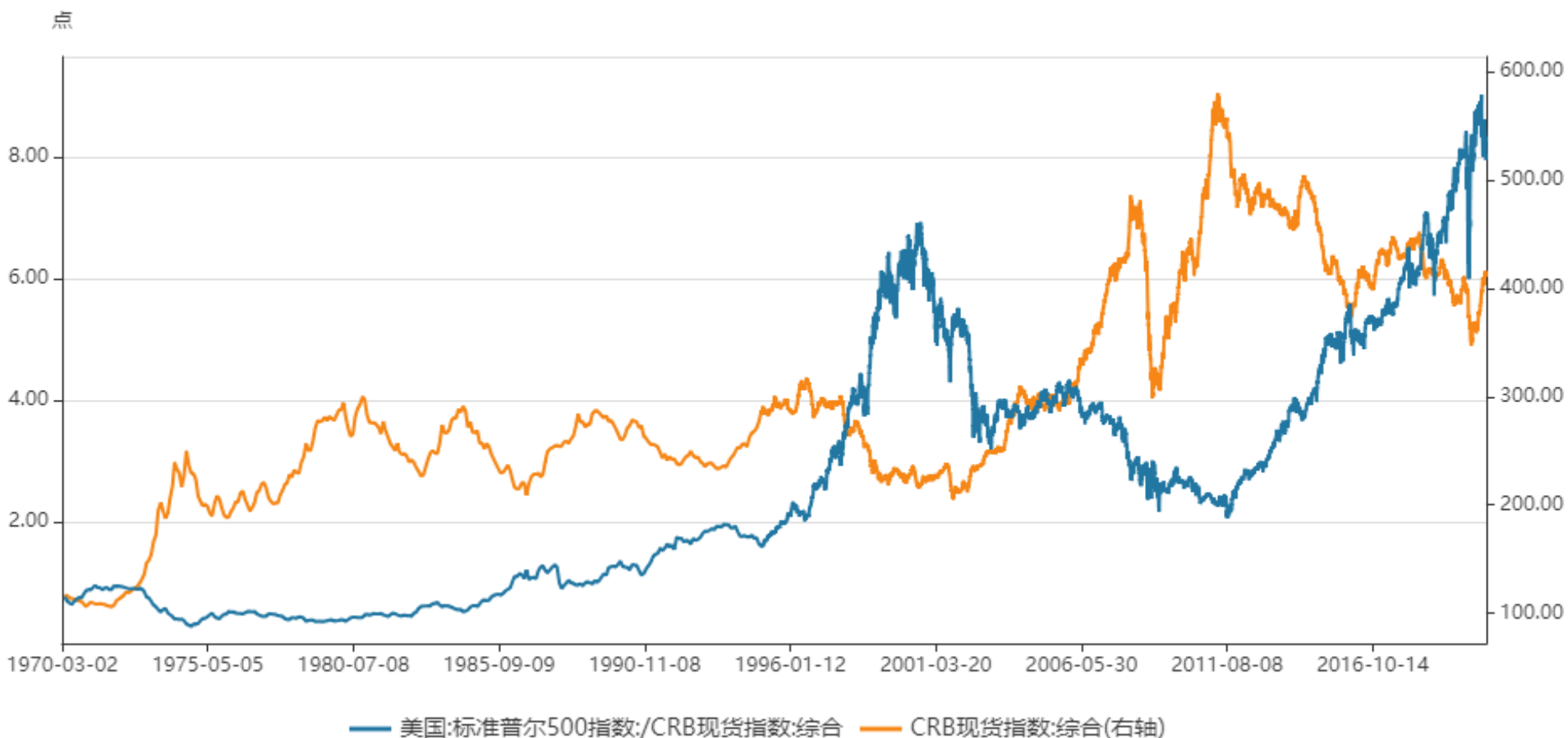
PART 03



后疫情时期通胀和需求恢复带来的投资机会

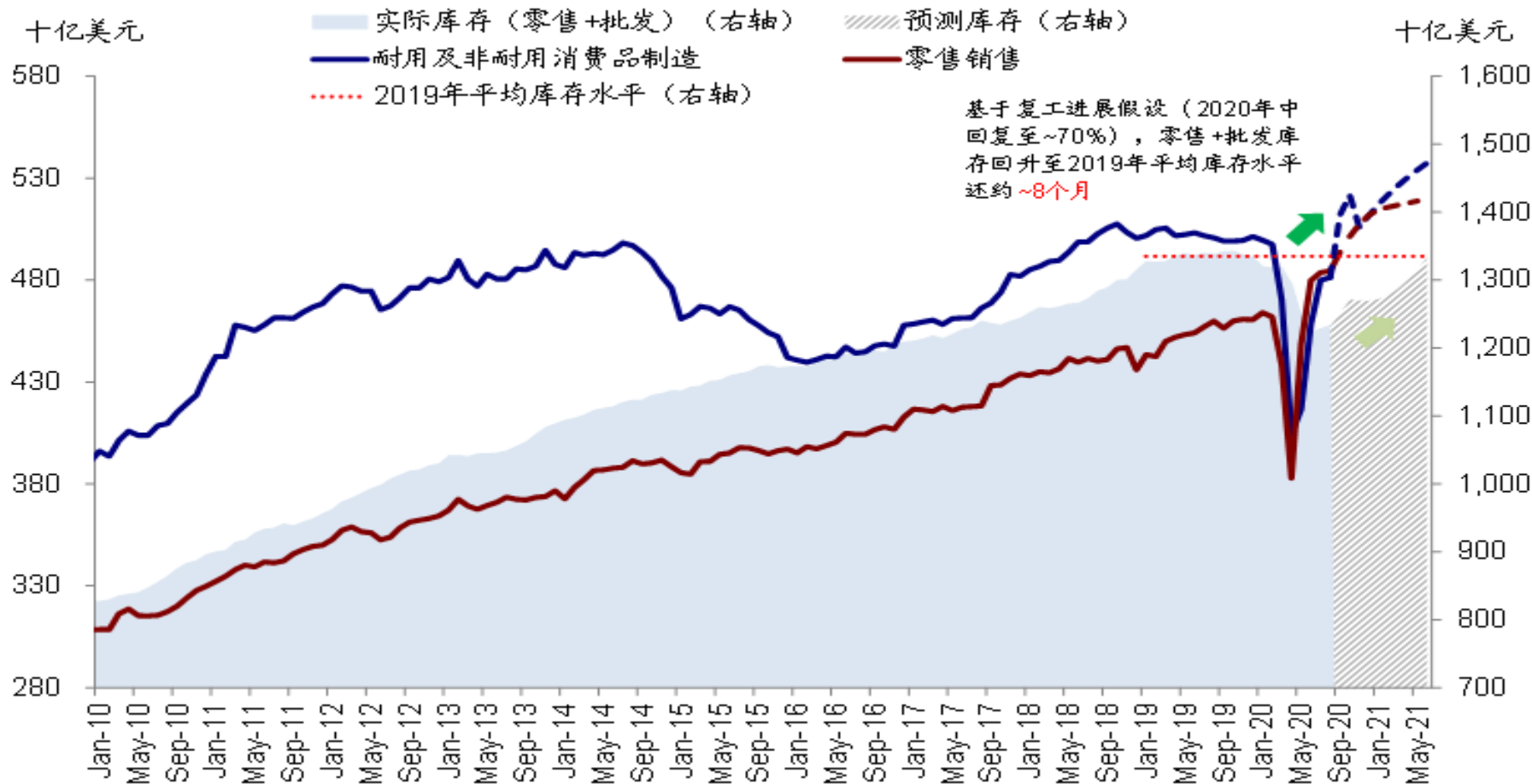


零利率为通胀回升创造了温床，而美国M2和美联储资产负债表同时扩张，意味着本轮放水流动性实实在在流入了实体经济，为后期需求拉动型通胀奠定了基础。



史无前例的大规模财政刺激下，由于疫情的阻碍，股市的表现好于商品；商品估值相对于股市仍然偏低。

而疫情终将结束，需求复苏将成为拉动商品的主动动力



在2020年新冠疫情冲击之后，随着疫苗的上市，疫情进入尾声。全球经济将迎来较大幅度复苏。根据IMF最新预测，2021年全球、中国、美国、欧元区、日本、印度、东盟5国的实际GDP将分别达到5.15、8.24、3.08、5.15、2.32、8.80、6.22。除中国是从1.85%加速之外，其余全部都是由负转正。但需要注意，较高的同比增速并不能表明需求绝对水平会恢复至疫情之前的水平。

1、疫情再次爆发短期内会导致总需求边际收缩


2、但历史不会简单重演，难以引发系统性下跌风险

3、时间节点看，12月份（疫情和大选）可能是关键窗口

4、中期而言，疫情后通胀回升和需求恢复将驱动商品再上台阶



敬请指正



声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。