

# 宏观经济视角下的大宗商品走势展望

银河期货 宏观首席分析师 王鹏

投资咨询资格证号：Z0020170

## ■ 大宗商品上涨因素:

商品价格中枢抬升;

资产相对估值低;

需求韧性;

## ■ 大宗商品近期调整:

期货相关高供;

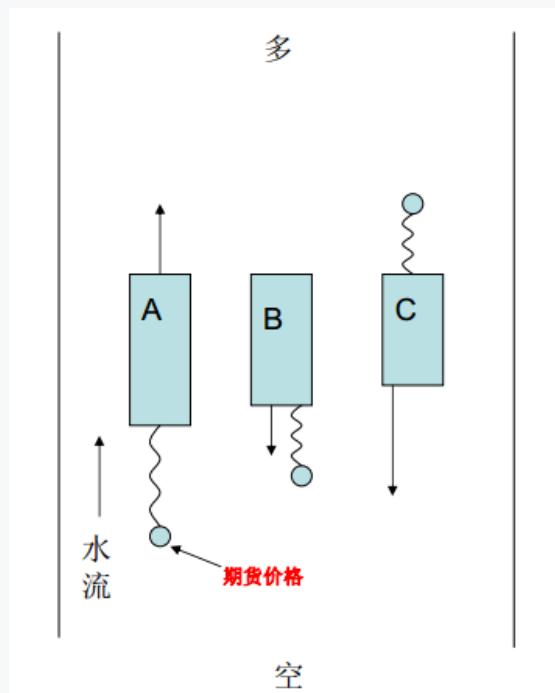
宏观预期摆动;

## ■ 未来展望:

看估值调整幅度;

国内需求, 需更多政策;

海外需求, 看“经济韧性+降息”组合变化;



- 决定现货价格的三要素：宏观（水流）+产业（船）+预期（不好定价）
- 影响期货价格的三要素：宏观（水流）+产业（船）+基差（弹簧）
- 要素的权重：宏观 > 产业 > 基差
- 要素的确定性：宏观 < 产业 < 基差

1、大周期走势对宏观环境及资产定价的影响

2、国内经济走势与特征

3、海外经济走势与风险

4、资产估值与大宗商品特征

5、商品的宏观驱动与未来演变

1、大周期走势对宏观环境及资产定价的影响

2、国内经济走势与特征

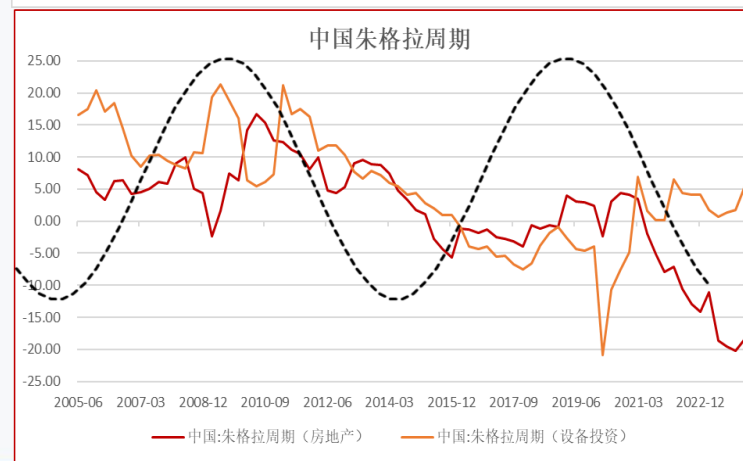
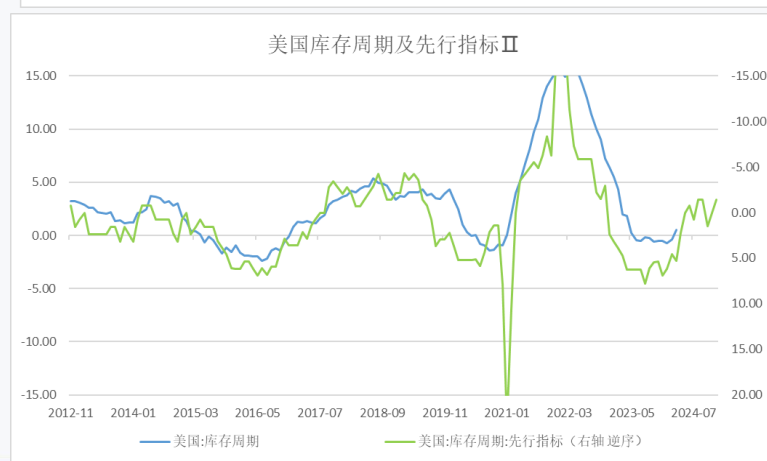
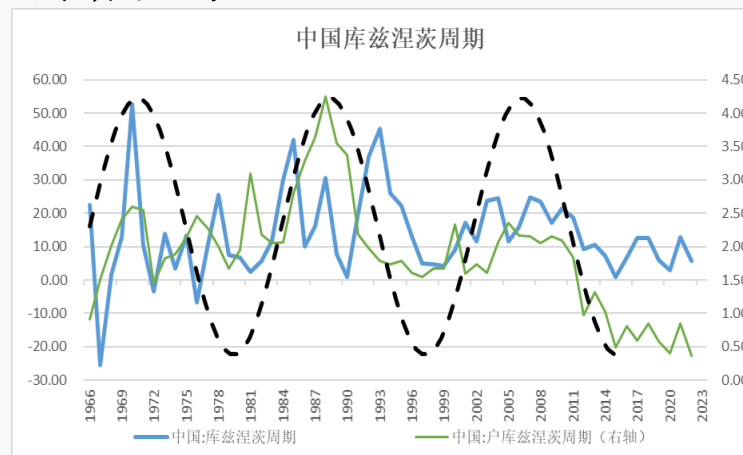
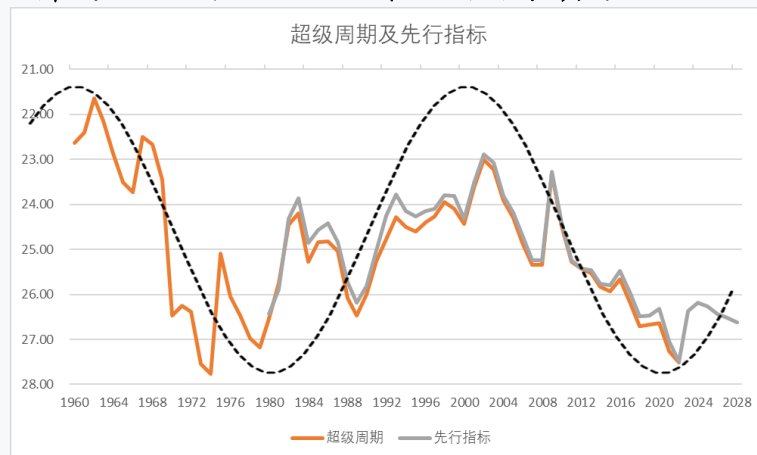
3、海外经济走势与风险

4、资产估值与大宗商品特征

5、商品的宏观驱动与未来演变

# 1.1、超级周期大拐点+中国库兹涅茨和朱格拉周期 坍塌引发巨大变动

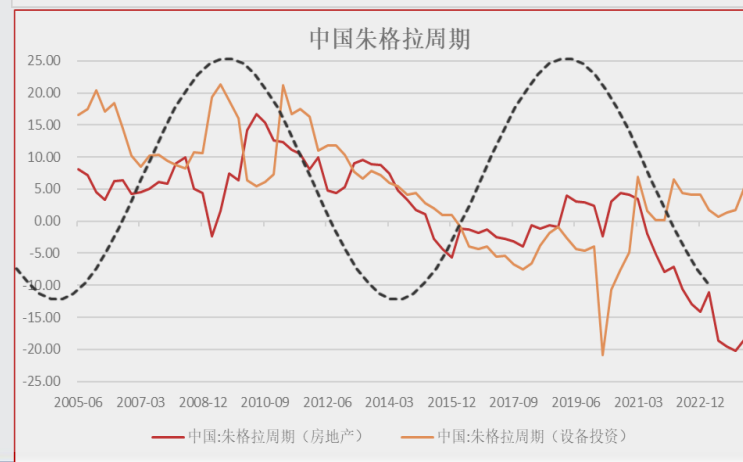
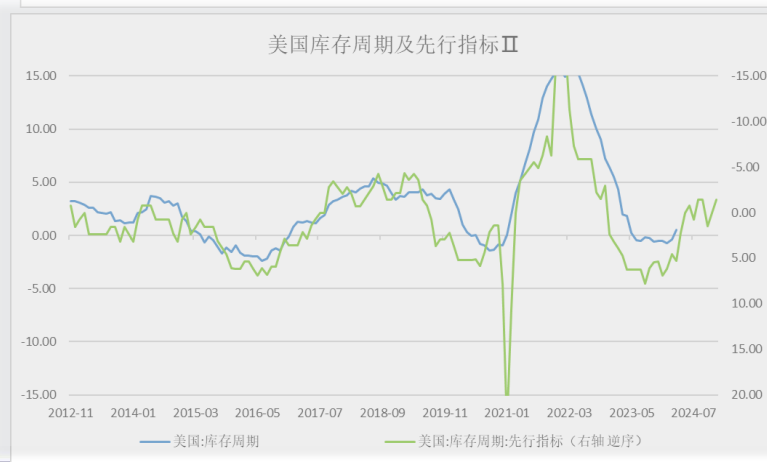
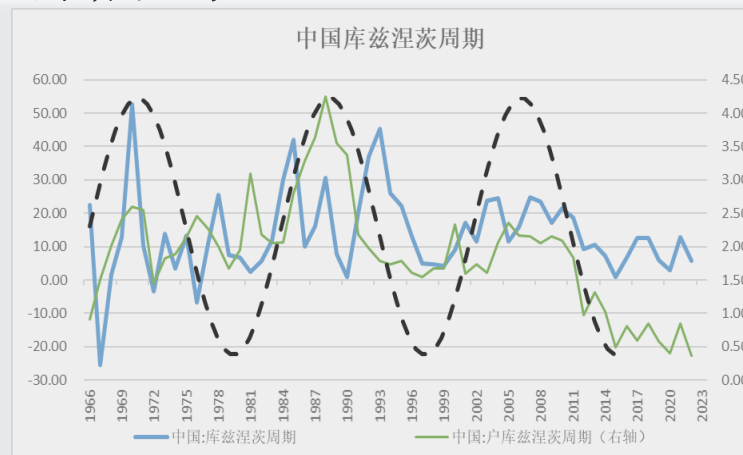
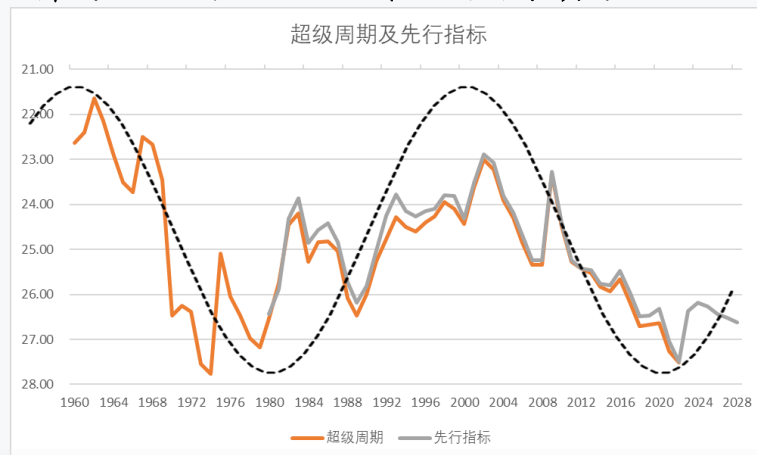
- 超级周期大拐点导致全球经济增长逻辑和国际协作模式出现巨大变动，大宗商品定价模式也出现变化；
- 房地产行业大幅下滑导致中国人口周期（库兹涅茨周期）和投资周期（朱格拉周期）坍塌，又引发中国经济连锁反应；
- 中美经济劈叉也表现为以朱格拉周期分化为代表的周期分化；



资料来源: wind资讯, 银河期货

# 1.1、超级周期大拐点+中国库兹涅茨和朱格拉周期 坍塌引发巨大变动

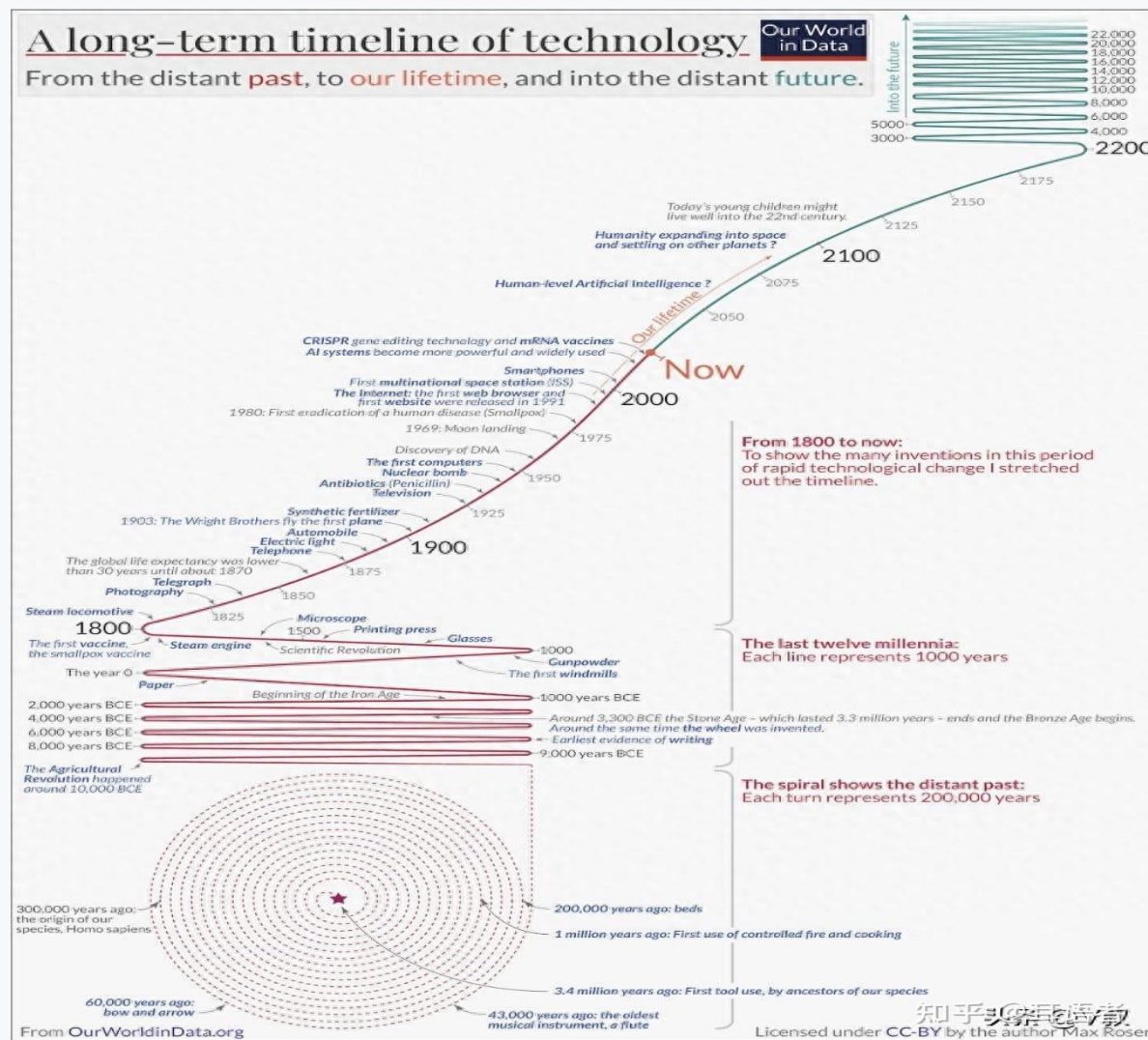
- 超级周期大拐点导致全球经济增长逻辑和国际协作模式出现巨大变动，大宗商品定价模式也出现变化；
- 房地产行业大幅下滑导致中国人口周期（库兹涅茨周期）和投资周期（朱格拉周期）坍塌，又引发中国经济连锁反应；
- 中美经济劈叉也表现为以朱格拉周期分化为代表的周期分化；



资料来源：wind资讯，银河期货

## 1.2、新的科技驱动超级周期进入新的阶段，也将更清晰的显示出 物质和意识对科技的约束

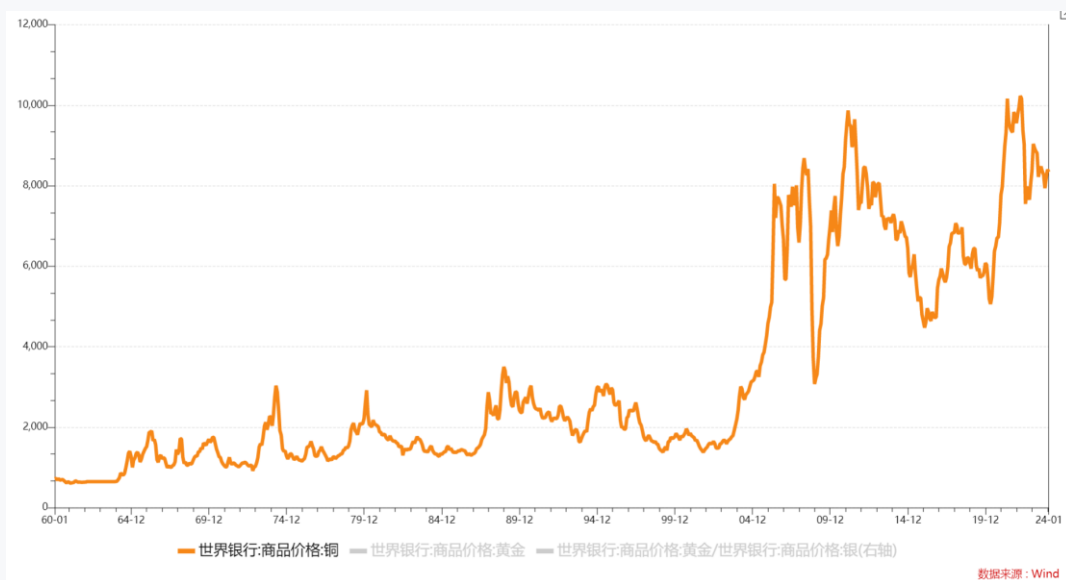
- 短期，硬件的出现将更明显的改变人类的生活方式；
- 预计2050-2075年出现人类级别的人工智能；
- 长期看，科技的约束仍是客观世界的物质和人类的意识；



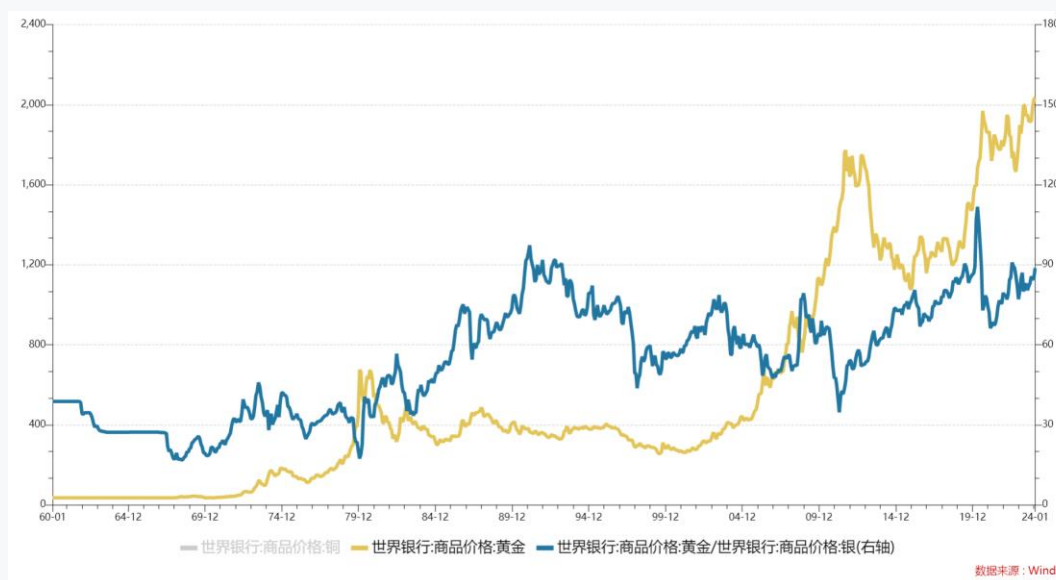
## 1.3、大宗商品定价新模式

- 受限于全球经济增长逻辑和国际协作模式的巨大变动，大宗商品定价模式增加新的溢价因素；
- 偏上游的商品、受限于供给约束的商品、受冲突影响较大的商品价格中枢显著抬升；
- 以铜、黄金、金银比价为代表的商品价格和指标将进入新阶段；

铜现货价格



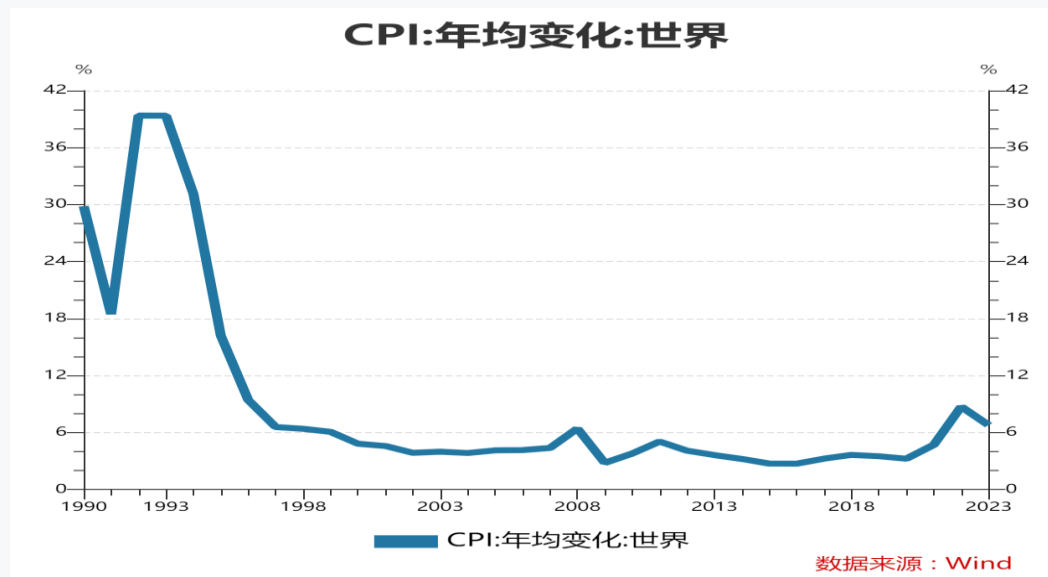
黄金价格与金银比价



资料来源: wind资讯, 银河期货

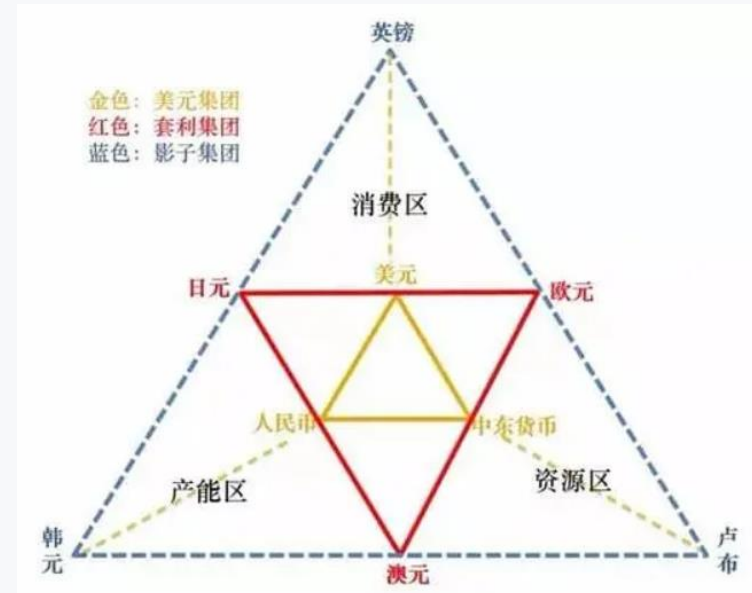
## 1.4、全球低通胀和低利率环境逆转

- 大宗商品价格变化导致全球低通胀趋势逆转；
- 全球40年国债收益率趋势下行阶段结束；
- 全球资产再定价；



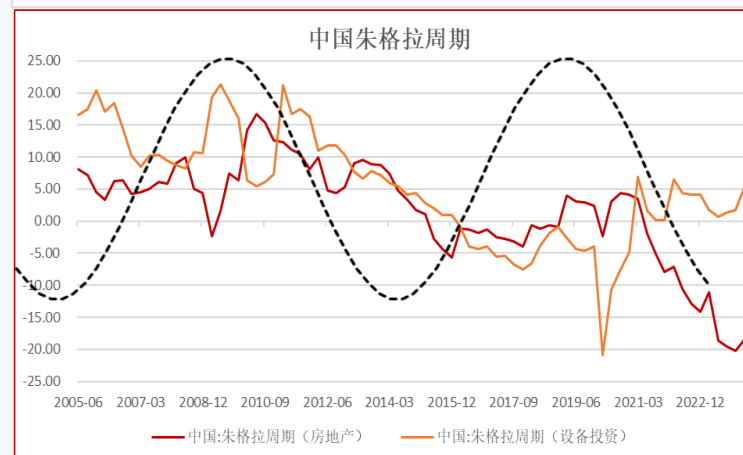
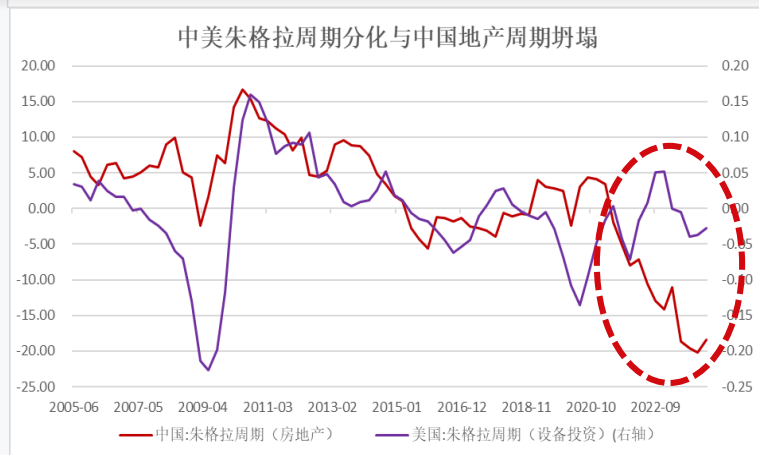
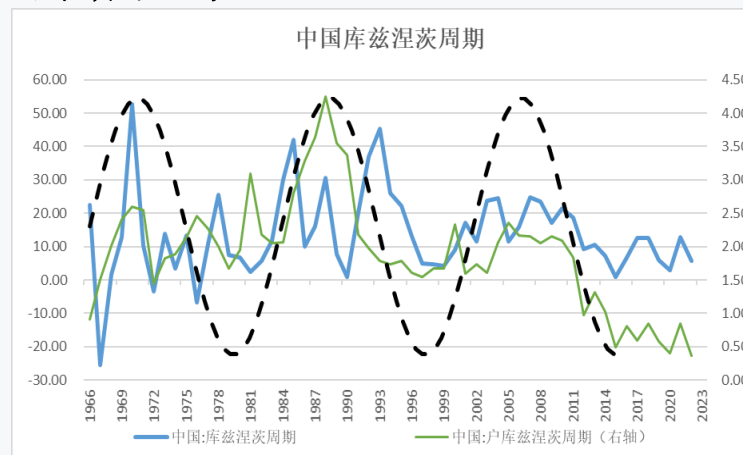
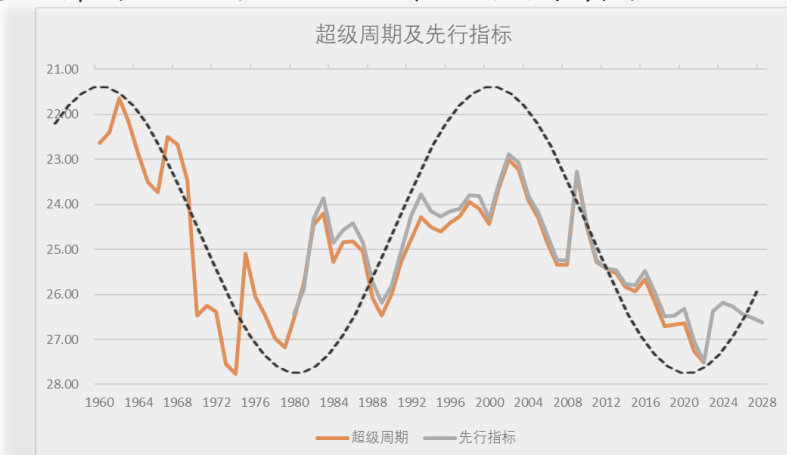
## 1.5、长期看，美元国际货币地位和美元资产受到挑战

- 美元之所以成为国际货币，除了本身的国际地位，经济和金融体量外，稳定的联系 人民币和中东货币是核心；
- 长期看，随着美国国力的下降，美元与产能区和资产区联系的解体，美元国际货币地位遭到挑战，美元资产需求下降；
- 人民币国际货币路还很长；



# 1.1、超级周期大拐点+中国库兹涅茨和朱格拉周期 坍塌引发巨大变动

- 超级周期大拐点导致全球经济增长逻辑和国际协作模式出现巨大变动，大宗商品定价模式也出现变化；
- 房地产行业大幅下滑导致中国人口周期（库兹涅茨周期）和投资周期（朱格拉周期）坍塌，又引发中国经济连锁反应；
- 中美经济劈叉也表现为以朱格拉周期分化为代表的周期分化；



资料来源：wind资讯，银河期货

# 1.6、人口结构和政策调整使得国内房地产行业持续下滑

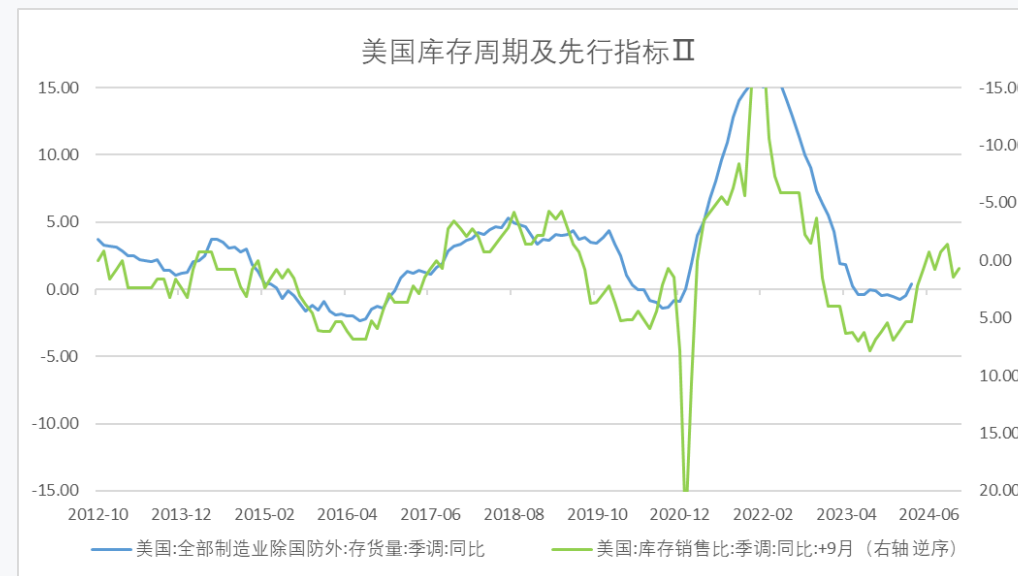
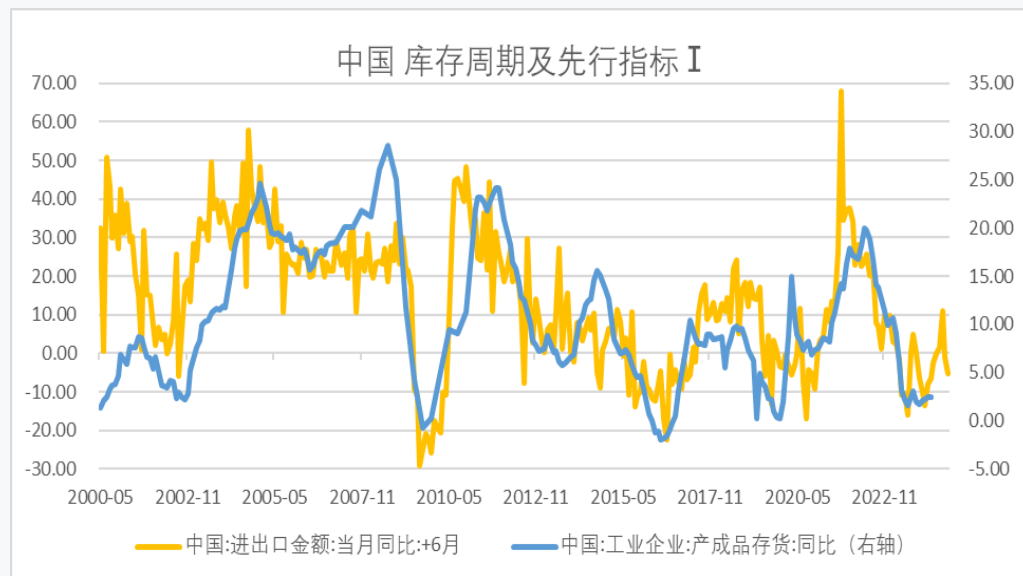
中国历年房地产数据							
指标	商品房销售面积（亿平米）	房屋新开工面积（亿平米）	房屋施工面积（亿平米）	房屋竣工面积（亿平米）	商品房待售面积（亿平米）	本年购置土地面积（亿平米）	房地产开发投资完成额（万亿）
2000年	1.70	2.83	6.35	2.30	1.05	1.53	0.49
2001年	2.08	3.59	7.72	2.73	1.13	2.17	0.62
2002年	2.50	4.23	9.28	3.25	1.25	3.04	0.77
2003年	3.22	5.43	11.69	3.95	1.28	3.70	1.01
2004年	3.82	6.04	14.05	4.25	1.23	4.00	1.32
2005年	5.55	6.81	16.61	5.34	1.47	3.83	1.59
2006年	6.19	7.93	19.48	5.58	1.46	3.66	1.94
2007年	7.74	9.54	23.63	6.06	1.35	4.02	2.53
2008年	6.60	10.26	28.33	6.65	1.86	3.94	3.12
2009年	9.48	11.64	32.04	7.27	1.99	3.19	3.62
2010年	10.48	16.36	40.54	7.87	1.92	4.00	4.83
2011年	10.94	19.12	50.68	9.26	2.72	4.43	6.18
2012年	11.13	17.73	57.34	9.94	3.65	3.57	7.18
2013年	13.06	20.12	66.56	10.14	4.93	3.88	8.60
2014年	12.06	17.96	72.65	10.75	6.22	3.34	9.50
2015年	12.85	15.45	73.57	10.00	7.19	2.28	9.60
2016年	15.73	16.69	75.90	10.61	6.95	2.20	10.26
2017年	16.94	17.87	78.15	10.15	5.89	2.55	10.98
2018年	17.17	20.93	82.23	9.36	5.24	2.91	12.03
2019年	17.16	22.72	89.38	9.59	4.98	2.58	13.22
2020年	17.61	22.44	92.68	9.12	4.99	2.55	14.14
2021年	17.94	19.89	97.54	10.14	5.10	2.16	14.76
2022年	13.58	12.06	90.50	8.62	5.64	1.01	13.29
2023年	11.17	9.54	83.84	9.98	6.73	#N/A	11.09
2024年	2.93	2.35	68.75	1.89	7.46	#N/A	3.09
同比	-20.20	-24.60	-10.80	-20.40	15.70	#N/A	-9.80

## 1.7、人口结构和政策调整使得国内房地产行业持续下滑

- 在经济快速增长的同时，亚洲国家总有 1-2 代人（十年为一代人），享受房地产高回报，也承担远高于常规经验的房价压力。例如 1950-1980 年代日本、1980-1990 年代的韩国、2001-2020 年的中国。
- 这种现象的底层逻辑是，战后亚洲经济体依次承接欧美国家工业体系，用 20-40 年时间快速实现工业化。工业化驱动城镇化，人口快速迁移城镇，带来 20-40 年时间维度的房地产供需缺口。
- 中国地产的未来—人口结构需求、城镇化需求和改善性需求全部减弱，供需平衡状态下的消费品时代。
  - 二手房成为影响中国房地产未来走势的关键变量；
  - 中长期房地产进入增速稳定期，短期绝对额能否企稳、特别是二手房能否企稳仍需观察，个人偏谨慎；
  - 未来将呈现新房需求和大量房屋闲置并存；
  - 城市间分化日渐明显，受政策影响越来越强；
  - 中短期房价可能无法趋势上行，投资收益差；

## 1.8、经济与库存周期走势

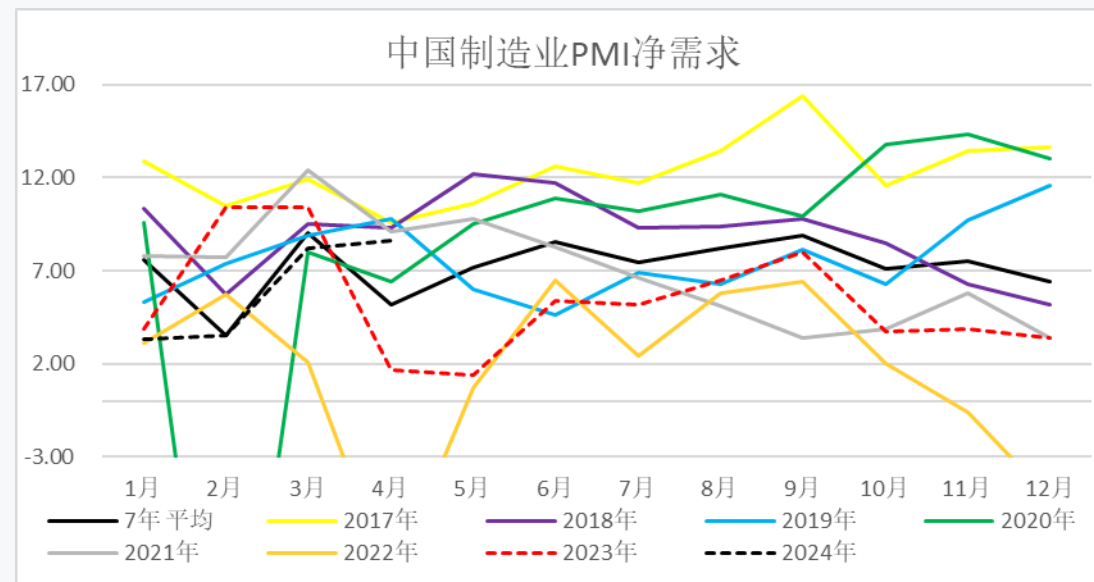
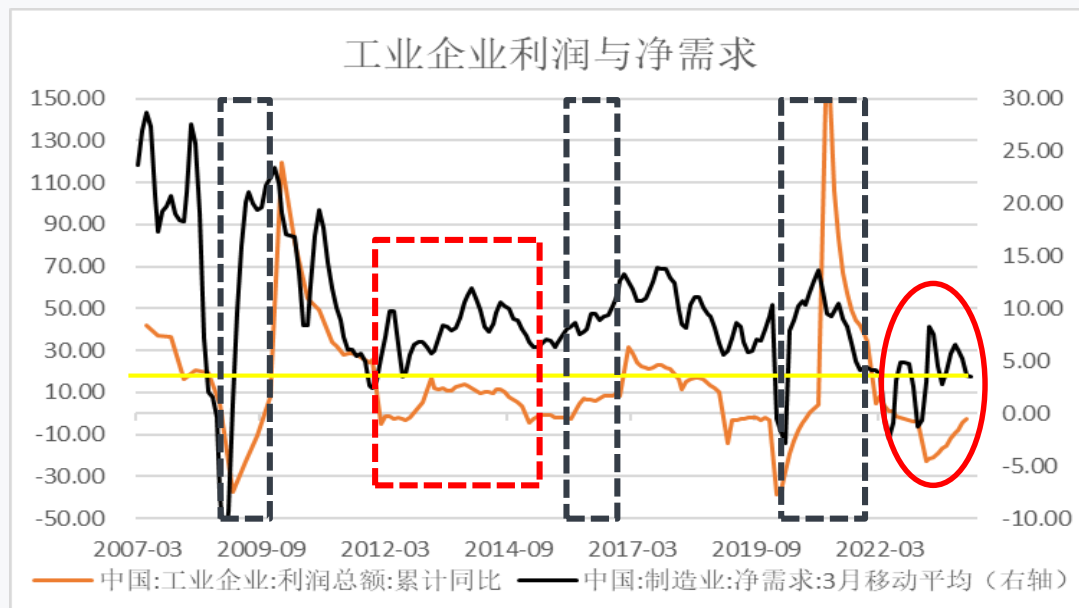
- 全球库存周期基本一致；
- 短期看，全球有望进入新一轮库存周期；
- 尽管先行指标已经提示将计入累库阶段，库存周期持续处于低位水平；



资料来源: wind资讯, 银河期货

## 1.9、经济与库存周期走势

- 从历史数据的角度，与 库存累积 相伴的还有 经济回暖；
- 历史上，即使并未出现商品价格大幅上涨和库存的高幅度积累，但利润改善和商品需求扩张均伴随累库周期同时出现；
- 目前，商品需求扩张的时间和幅度仍有所不足，这是我们担心新库存周期的节奏和幅度的核心原因，但这也符合第二库存周期的特征；



资料来源：wind资讯，银河期货

- ❑ 科技周期筑底回升导致新科技对经济发展进入新阶段，也导致国际合作方式、企业经营模式等均出现新的变化；
- ❑ 大周期对资产影响主要体现在商品新的定价逻辑、长期利率下行趋势结束和美元国际货币地位长期动摇等方面；
- ❑ 国内人口和地产投资后期坍塌使得包括地产在内的经济结构出现调整，未来中观地产是供需平衡下的消费品时代；
- ❑ 有利因素是短期全球将进入新的库存周期，对经济、风险资产价格都是支撑，但是个弱库存周期，经济复苏力度、资产趋势属性可能不强。

1、大周期走势对宏观环境及资产定价的影响

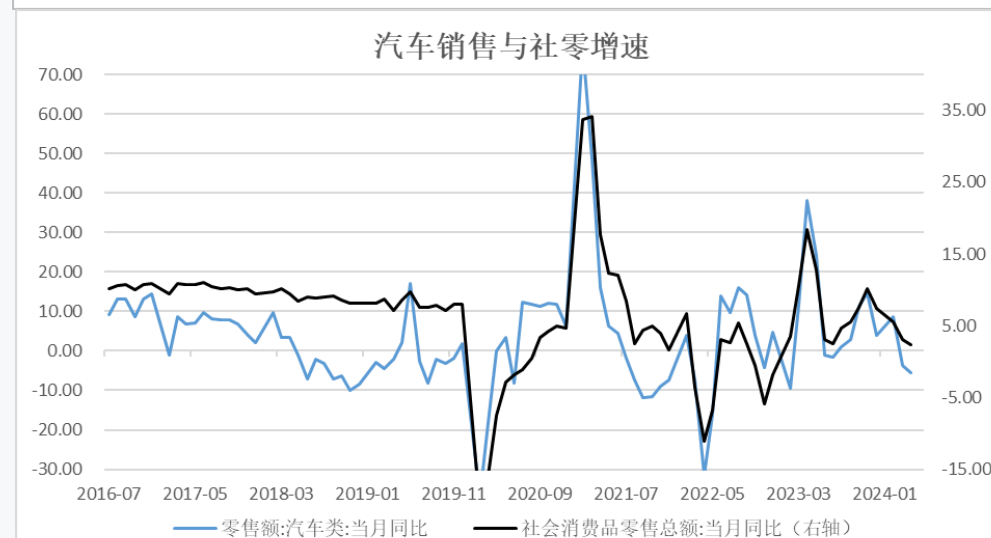
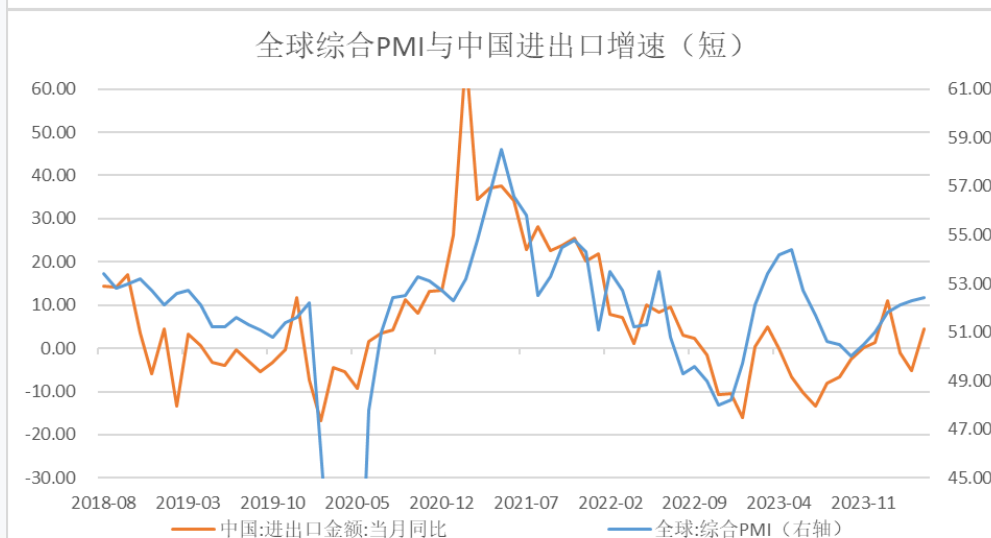
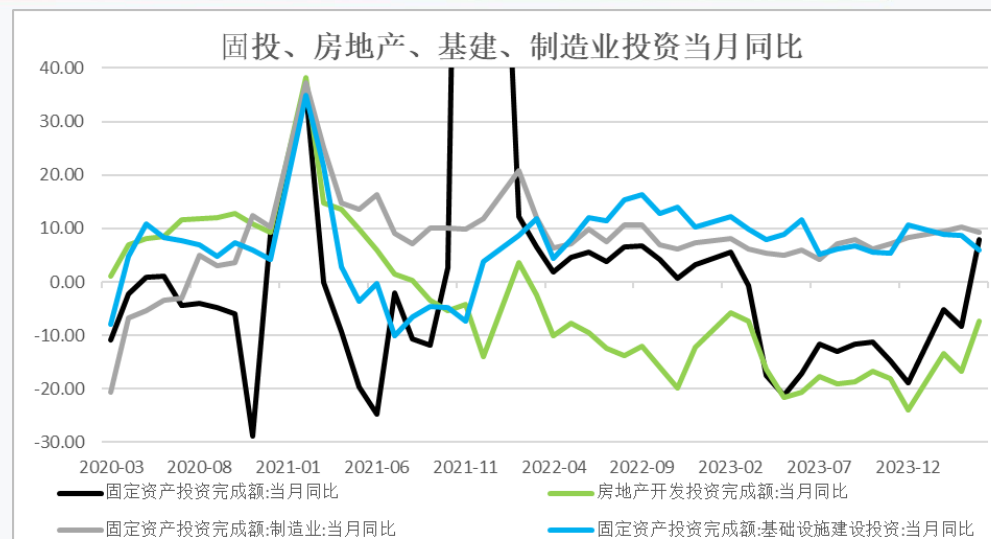
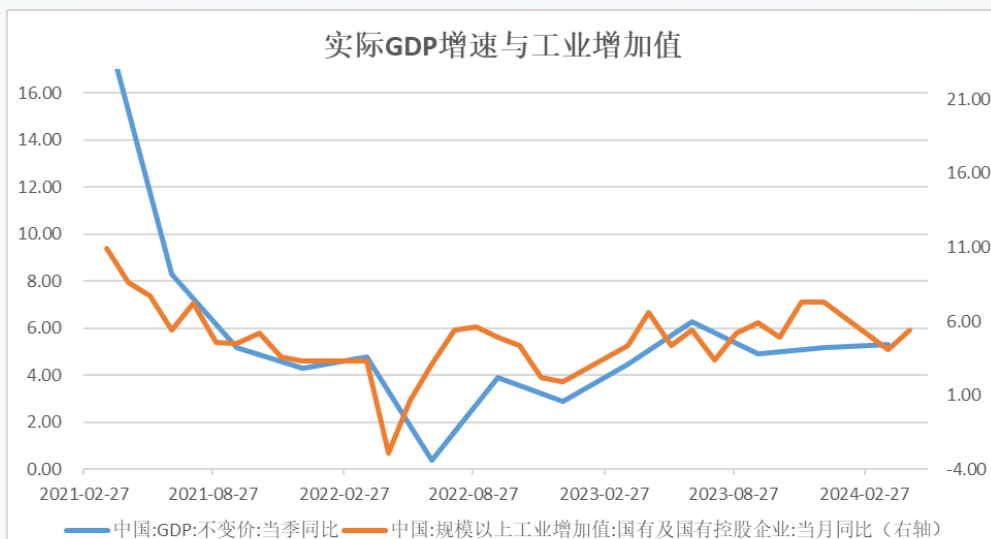
2、国内经济走势与特征

3、海外经济走势与风险

4、资产估值与大宗商品特征

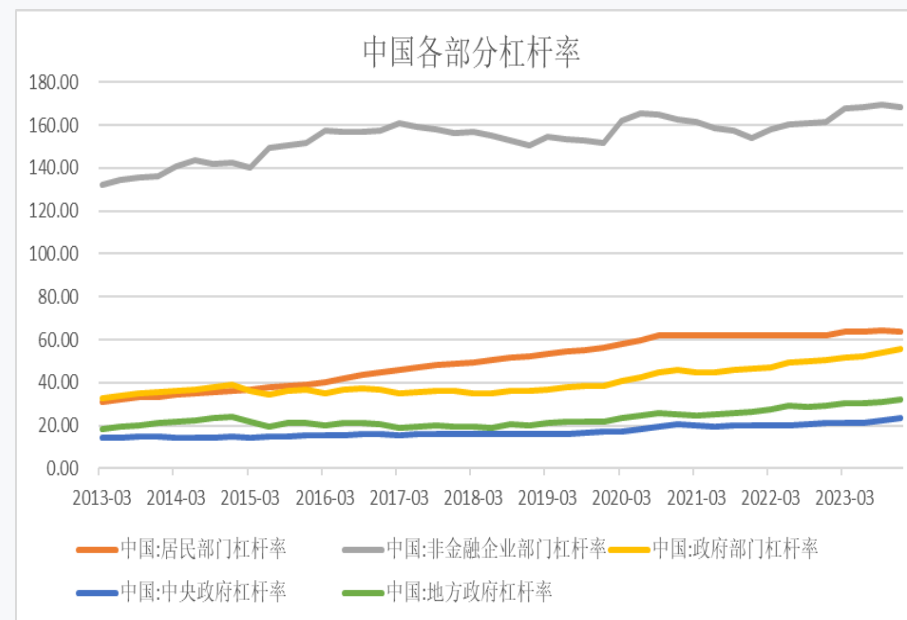
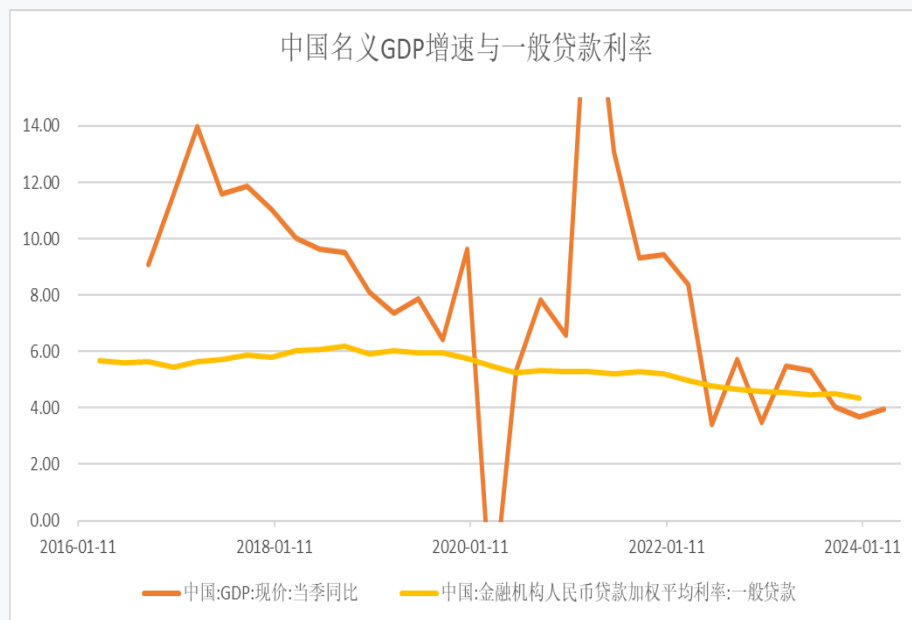
5、商品的宏观驱动与未来演变

## 2.1、国内短期经济数据尚可，但结构性问题突出



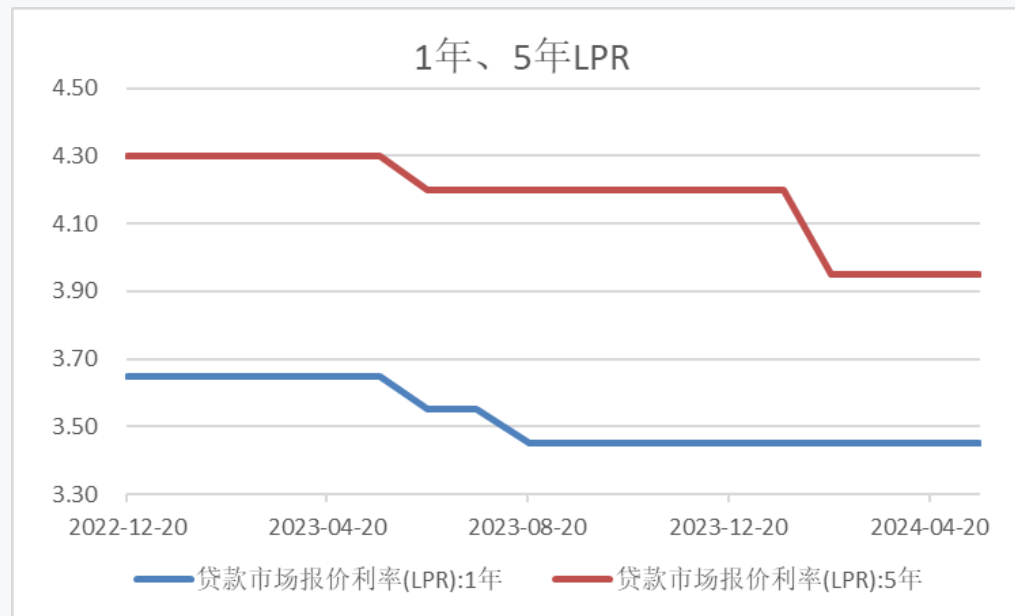
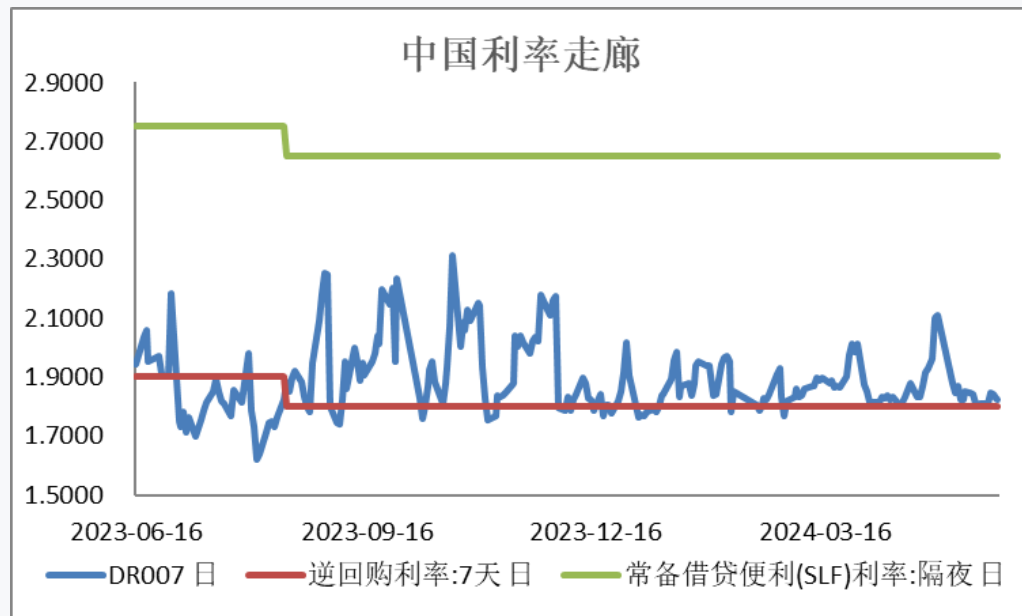
## 2.2、有效需求不足的原因之一是成本收益倒挂；降低融资成本和通过财政扩张提升有效需求仍是焦点

- 2023年下半年开始，以 名义GDP增速 为代表的收益与 一般贷款利率 为代表的资金成本 明显倒挂；
- 货币宽松将维持，但资金派生方式限制创造有效需求；
- 从各部门杠杆率水平，中央政府是加杠杆空间最大，约束最少的部分，财政政策仍是重点；
- 根据中金测算，欲使财政脉冲6月到高点，中央需要加杠杆5-6亿元；



资料来源：wind资讯，银河期货

## 2.3、叫停手工补息给降息创造空间，OMO\LPR\MLF利率存在下降空间



## 2.4、海外需求短期能延续，但有风险

- 此次美国再度征收关税主要针对 钢铁和铝制品、新能源、医疗用品、半导体、机械等六个品类，约**180亿元**的出口商品。以**2024年3月海关美元**数据为基准，综合看，对**铝和锂**等大宗商品需求影响较大，对中国出口整体影响有限。
- 鉴于美国逐步进入大选季，不排除本次提升关税仅仅是开始的可能性。如果其他国家受美国影响，也提升中国出口产品的关税额度，大宗商品需求可能进一步受到影响。
- 因美方暂未公布具体商品分类目录，对大宗商品需求的影响也需要继续跟踪修正。

项目	原税率	加税时间	新税率	出口美国金额（美元）	总出口金额（美元）	该品类对美出口 占整个品类比例 %	该品类对美出口 占对美出口比例 %	该品类对美出口 占出口总额比例 %
钢铁	0-7.5%	2024年	25.00%	52,782,799	6,670,540,453	0.79	0.14	0.0019
铝产品	0-7.5%	2024年	25.00%	304,749,482	2,910,419,854	10.47	0.83	0.0109
半导体	25.00%	2025年	50.00%	117,608,440	5,296,090,824	2.22	0.32	0.0042
电动汽车	25.00%	2024年	100.00%	15,749,966	3,027,174,968	0.52	0.04	0.0006
锂离子电动汽车电池	7.50%	2024年	25.00%	998,079,299	4,472,225,883	22.32	2.72	0.0357
锂离子非电动汽车电池	7.50%	2026年	25.00%	7,130,979	51,895,586	13.74	0.02	0.0003
太阳能电池（无论是否组装成组件）	25.00%	2024年	50.00%	5,594,255	3,219,041,588	0.17	0.02	0.0002
电池零部件（非锂离子电池）	7.50%	2024年	25.00%	0	197,472,188	0	0	0
永磁体	0	2026年	25.00%	34,972,728	315,629,410	11.08	0.10	0.0013
天然石墨	0	2026年	25.00%	3,090,972	19,323,940	16.00	0.01	0.0001
其他关键矿产	0	2024年	25.00%	——	——	——	——	——
船岸起重机	0	2024年	25.00%	715,851	370,272,321	0.19	0.00	0.0000
注射器和针头	0	2024年	50.00%	30,102,974	84,833,582	35.48	0.08	0.0011
口罩	0-7.5%	2024年	25.00%	2,417,647	58,753,501	4.11	0.01	0.0001
医用手套	7.50%	2026年	25.00%	41,103,540	116,356,718	35.33	0.11	0.0015

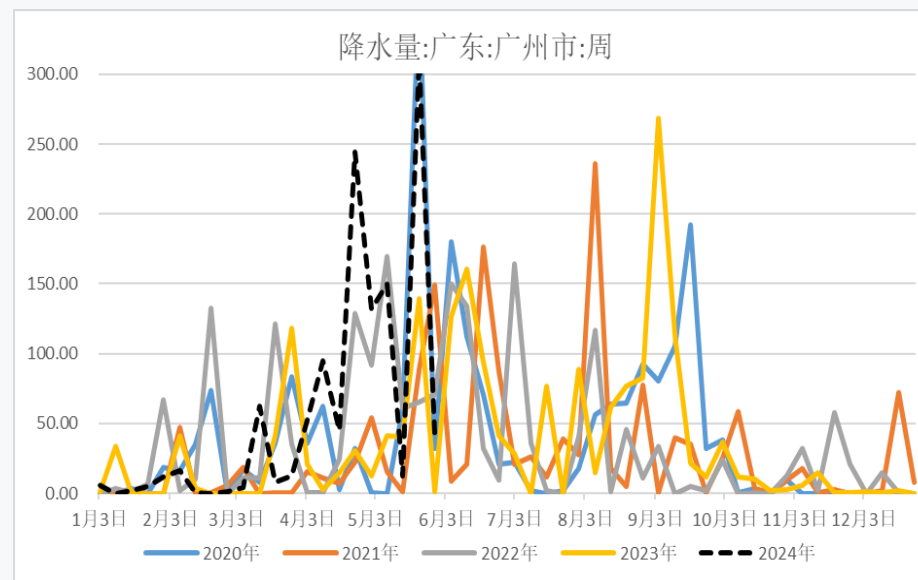
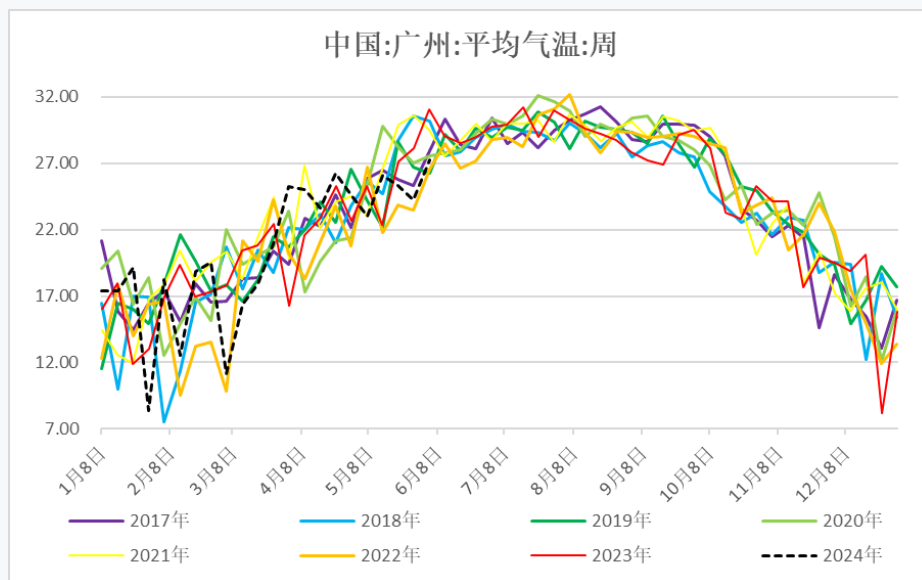
2.5、房地产政策作用

- 目前，二手房在房地产成交中占比越来越高，二手房价格走势仍在下滑，暂时也没有准确的库存数据，但根据测算，其库存规模显著大于新房狭义库存。在房价调整过程中，二手房价格变化也更直接的对居民资产负债表产生影响。
- 从目前测算的结果看，二手房象走势和后续政策将成为决定地产未来变化的重点。以5%可售率估算，目前二手房净库存14.85亿平，以二手房网签50%消化上述二手房净库存估计，目前二手房去化周期长达63个月，因此除目前合计8000亿元贷款外，仍可期待更多地产支持政策的出台，即使政府以折扣价格收购房地产库存，将库存去化到合意水平的过程也可能比较长。

政府收储房地产需求测算						
	可售二手房			商品房狭义库存		
	城镇普通住宅（亿平）	中国:商品房销售面积:住宅（亿平）	可售率	中国:商品房待售面积:住宅（亿平）	中国:房屋施工面积（亿平）	新增实际库存率
2020年	272.44					
2021年	267.52	15.65		2.28	69.03	
2022年	263.46	11.46		2.69	63.97	
2023年	259.27	9.48		3.31	58.99	
2024年4月	257.97	2.45		3.91	48.06	
总结	257.97	39.05	5%（乐性预计）	3.91	7.21	15%（乐观预期）
房地产库存（亿平米）	14.85			11.12		
2023年	二手房交易网签面积:月均（亿平）	0.475	二手房新增需求50%	中国:商品房销售面积:住宅:月均（亿平）	0.81	
目前去化周期（月）	62.53			13.73		
目标去化周期（月）	18.00			18.00		
当年消化库存（亿平米）	6.04			——		
中指研究院	2024年4月	百城新建住宅 均价（万元/平米）	1.64	百城二手住宅平均价格（万元/平米）	1.50	
统计局	2024年1-4月	全国新建商品房住宅 均价（万元/平米）	1.00	全国二手商品房 住宅 均价（万元/平米）	0.91	
完成去化目标 需要资金（万亿）			5.52			
假设年内整体可用资金	1.6万亿	收储二手房均价（万元/平米）	0.26	价格折扣	29%	

- 国内处于弱现实、强预期状态；
- 未来托底经济仍会继续推出，宽货币、宽财政，稳地产、促销费都是方向；
- 二、三季度国内经济走势可能逐步好转，中长期看，通胀上行是大方向；
- 经济改善预期持续，首先作用于股票等预期敏感资产，大宗商品逐步进入消费淡季，短期看预期落地对实际需求改善程度。

## 2.6、今年气温偏低，有利于商品需求维持韧性，但近两周降水突然增多，需关注 银河期货



1、大周期走势对宏观环境及资产定价的影响

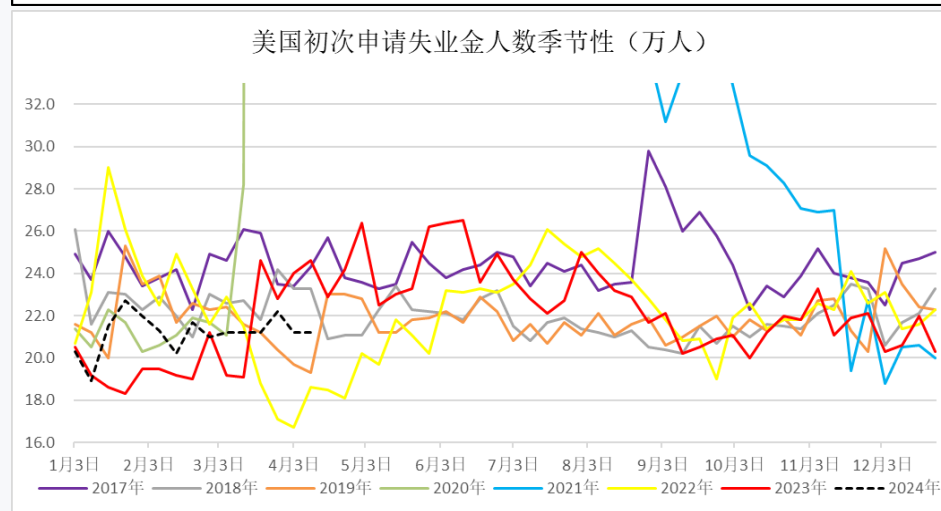
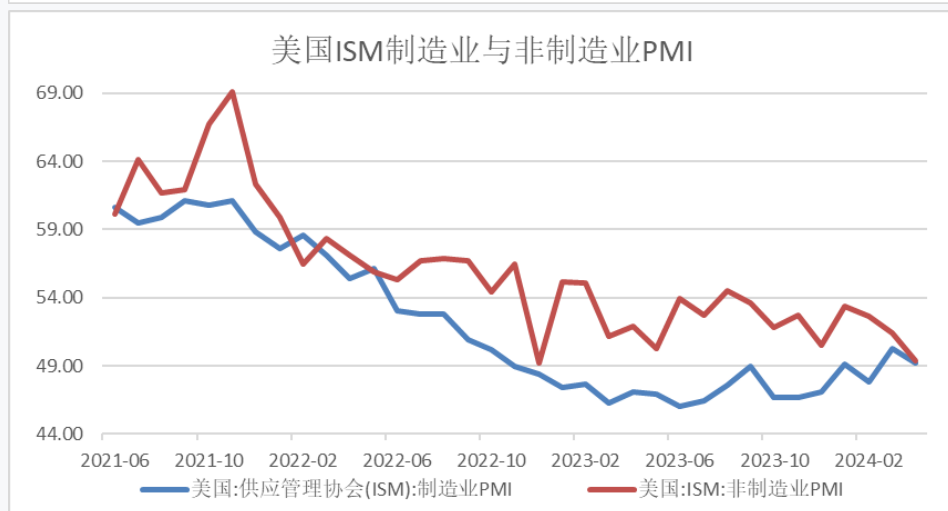
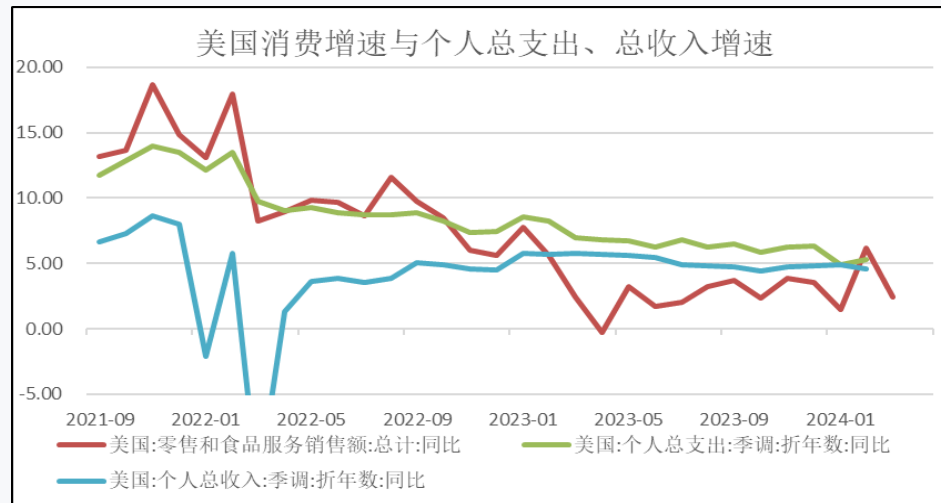
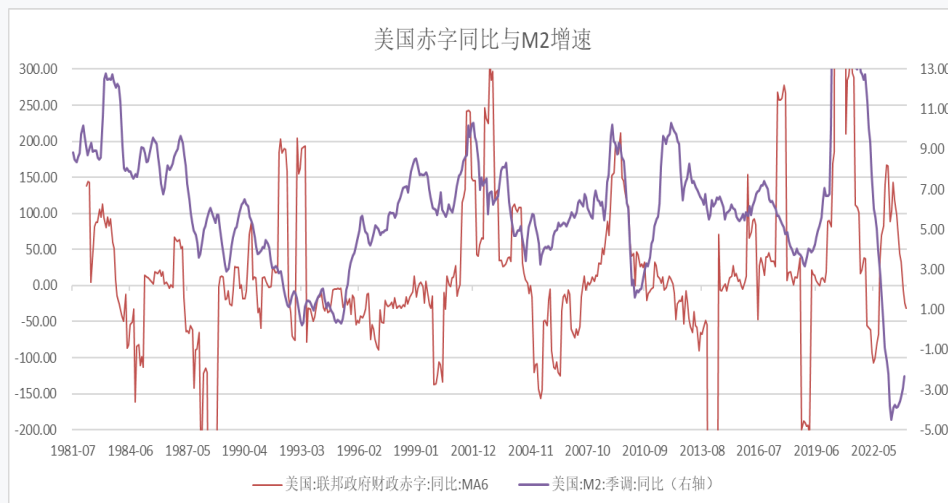
2、国内经济走势与特征

3、海外经济走势与风险

4、资产估值与大宗商品特征

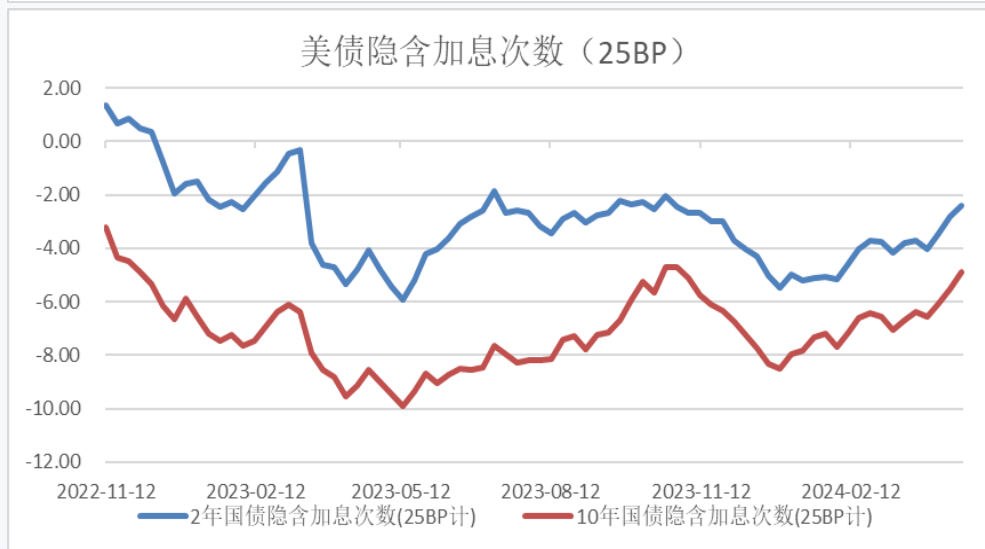
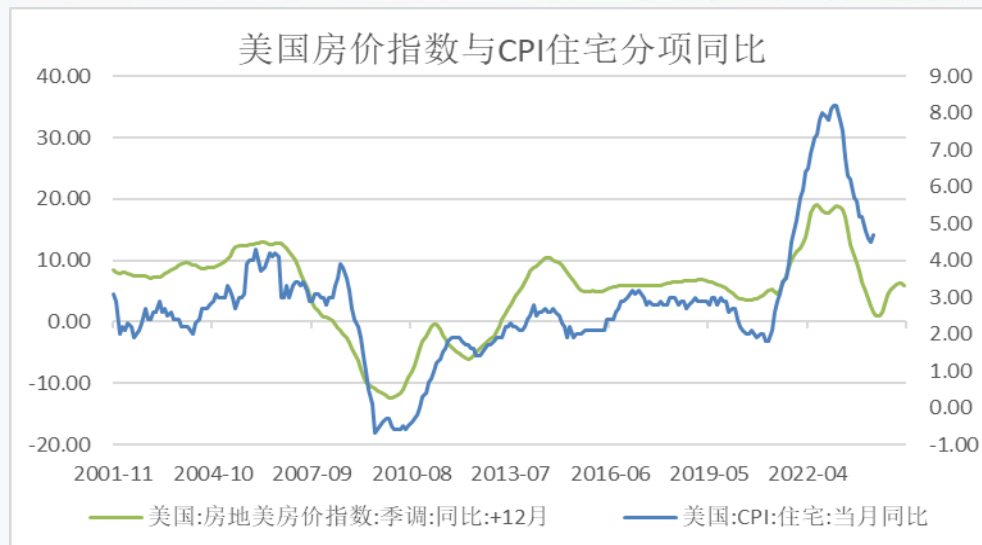
5、商品的宏观驱动与未来演变

### 3.1、前期财政扩张支撑海外消费韧性，背后是就业的支撑，但有转弱风险



资料来源: wind资讯, 银河期货

### 3.2、美国通胀韧性持续推后美联储降息预期，尽管倾向于最晚9月还是会见到货币宽松，但美债名义利率中枢抬升，实际利率下行空间也可能比较有限



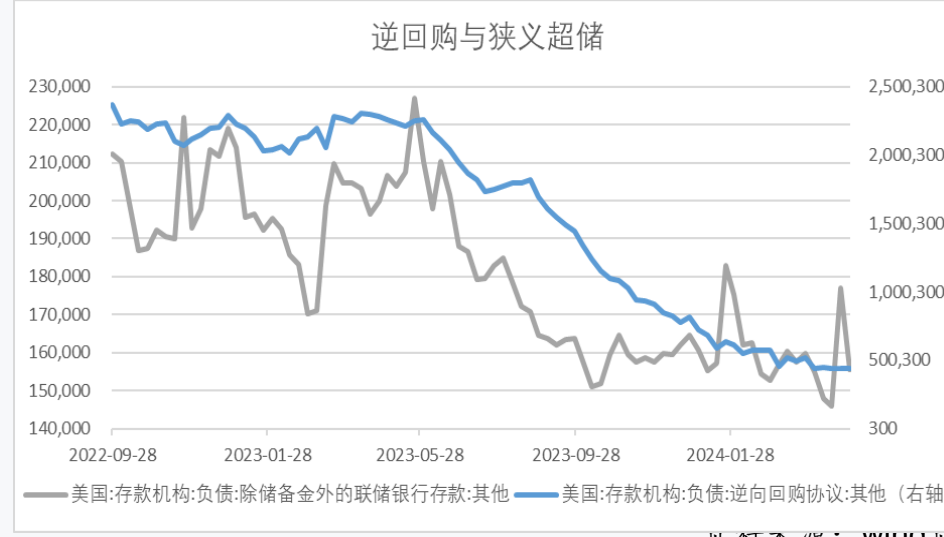
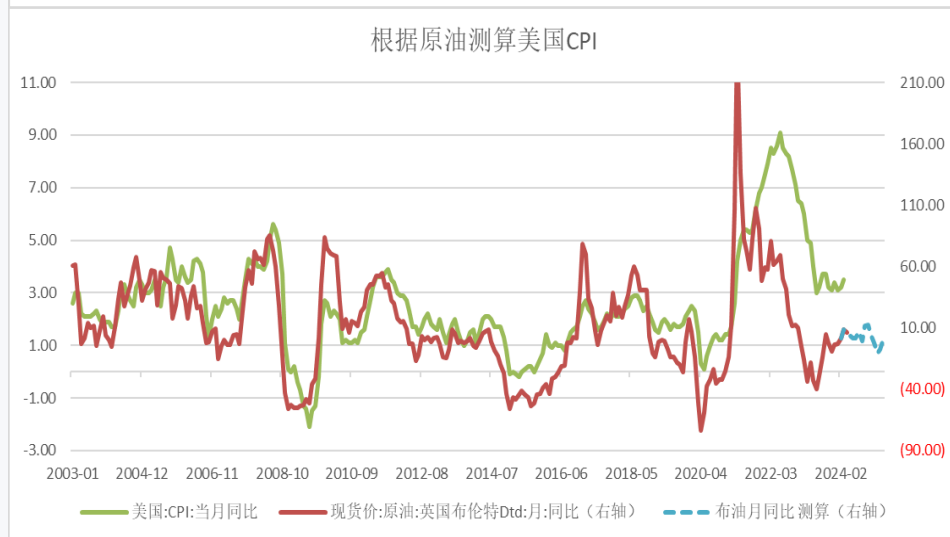
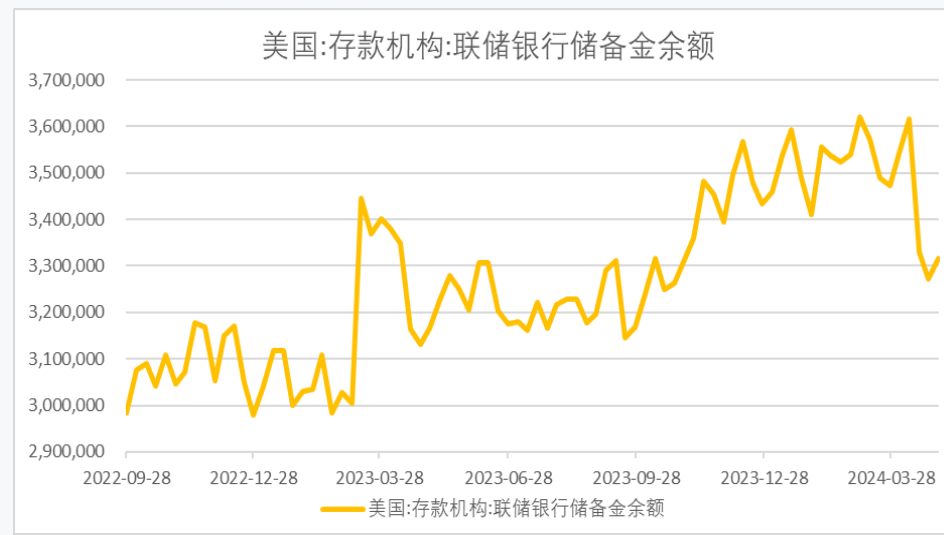
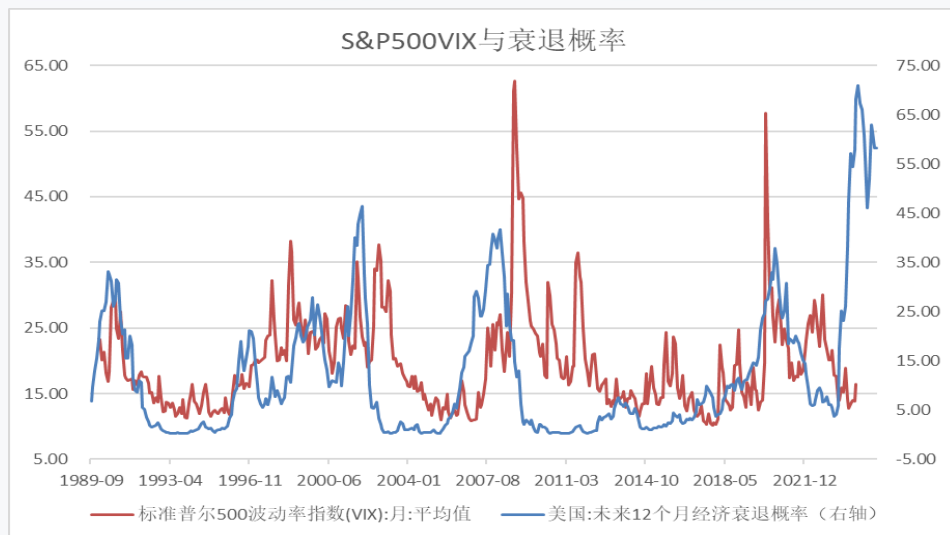
地区: 美国 » 工具: 联邦基金期货 »

目标利率 5.50 定价日期 04/18/2024

有效利率 5.33 当前隐含隔夜利率 5.329

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
05/01/2024	-0.026	-2.6%	-0.006	5.322	0.250
06/12/2024	-0.188	-16.2%	-0.047	5.282	0.250
07/31/2024	-0.525	-33.7%	-0.131	5.198	0.250
09/18/2024	-0.985	-46.0%	-0.246	5.083	0.250
11/07/2024	-1.269	-28.4%	-0.317	5.012	0.250
12/18/2024	-1.774	-50.5%	-0.444	4.885	0.250
01/29/2025	-2.085	-31.1%	-0.521	4.807	0.250

### 3.3、美股高估值和压力 以及 流动性风险是美国经济面临黑天鹅风险



- 国外处于强现实、弱预期状态；
- 短期经济预计仍能保持韧性，但金融市场和美元流动性风险明显；
- 市场预期不断摇摆，目前仍认为最晚9月大概率见到降息，结束QT在降息前，全年可能仅一次降息；
- 短期，全球资产价格围绕全球风险事件和美国降息预期反复摆动；

1、大周期走势对宏观环境及资产定价的影响

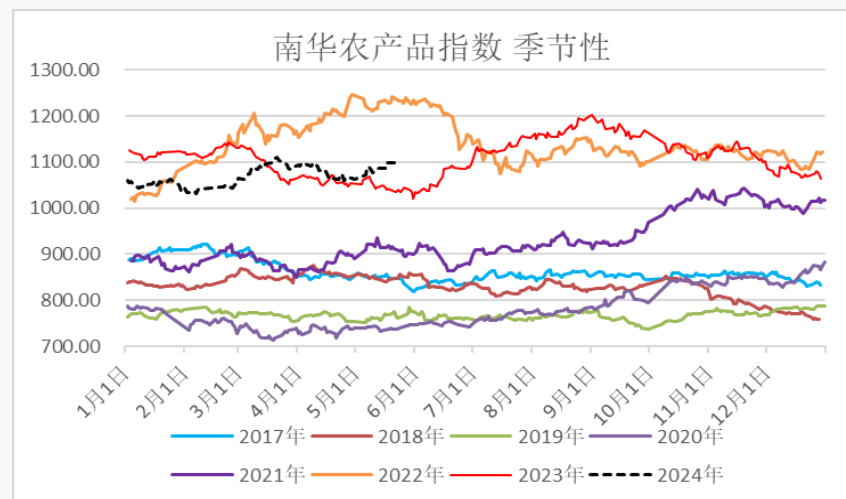
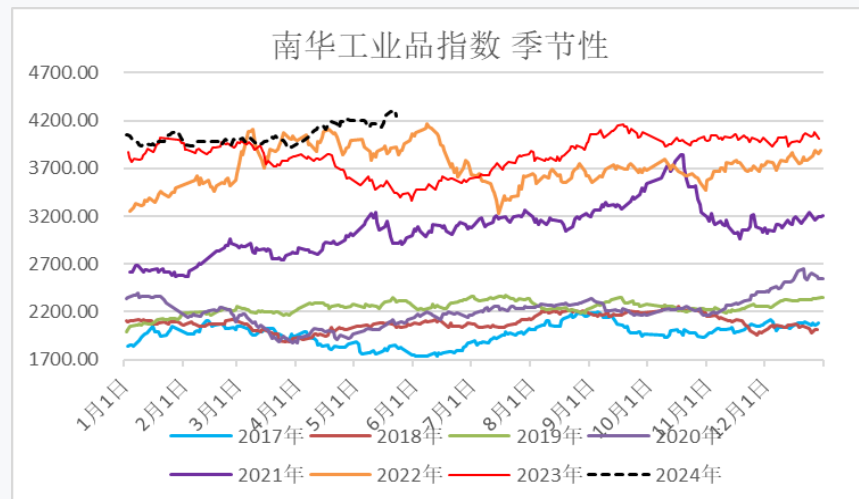
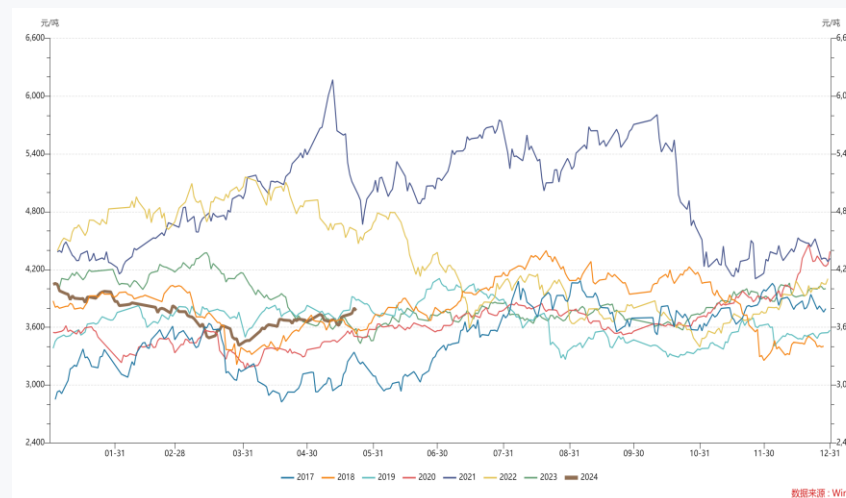
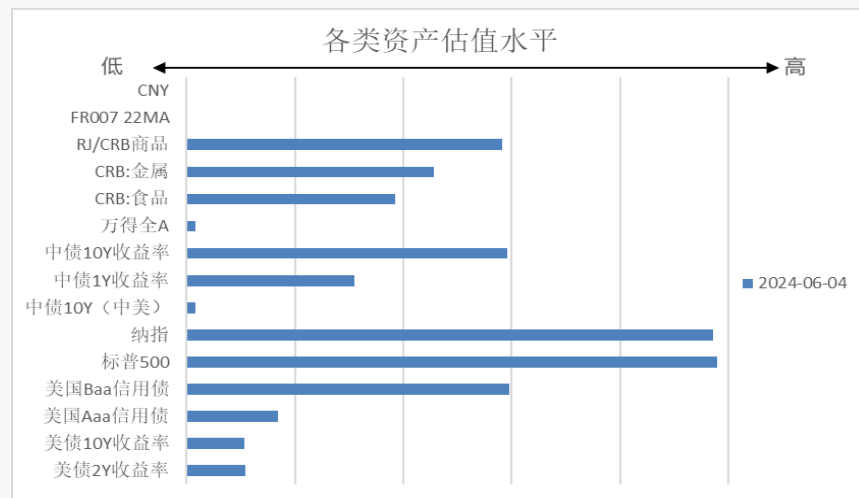
2、国内经济走势与特征

3、海外经济走势与风险

4、资产估值与大宗商品特征

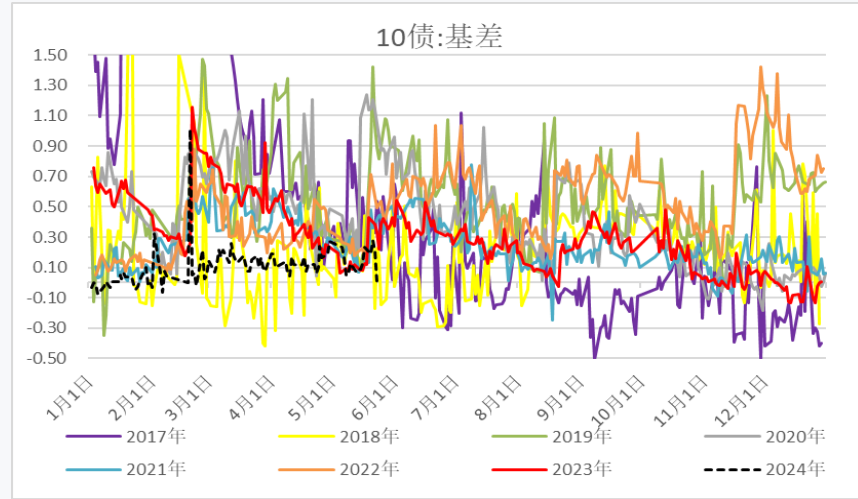
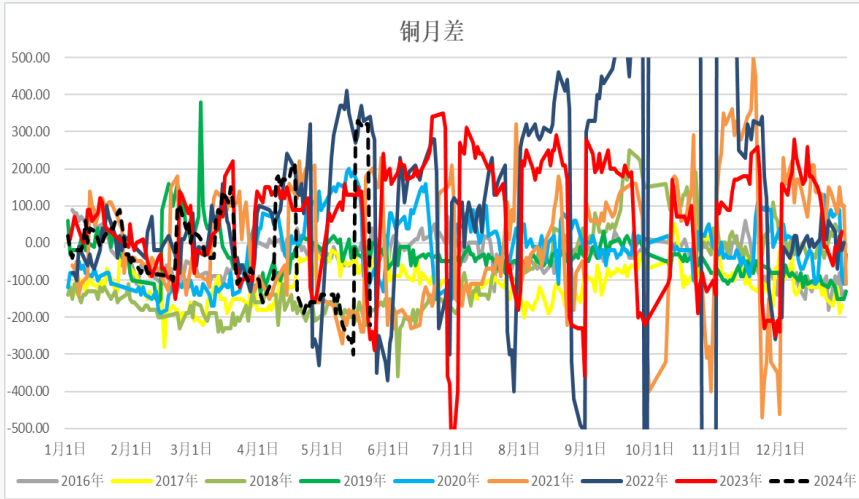
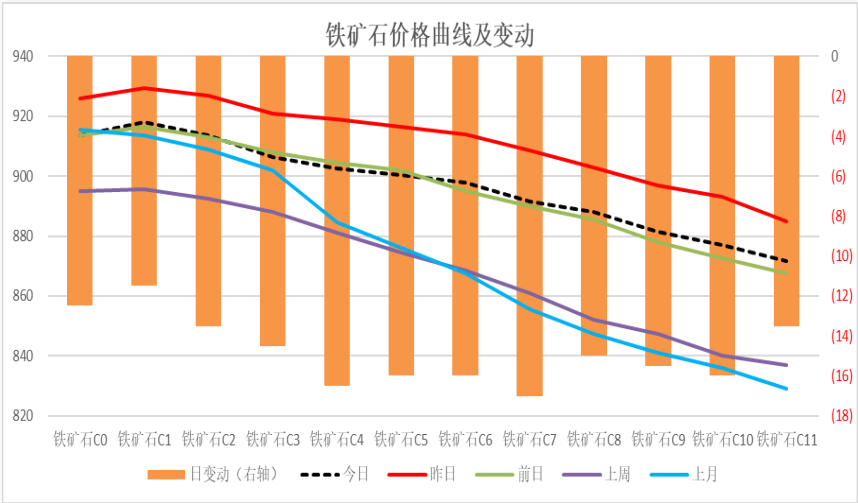
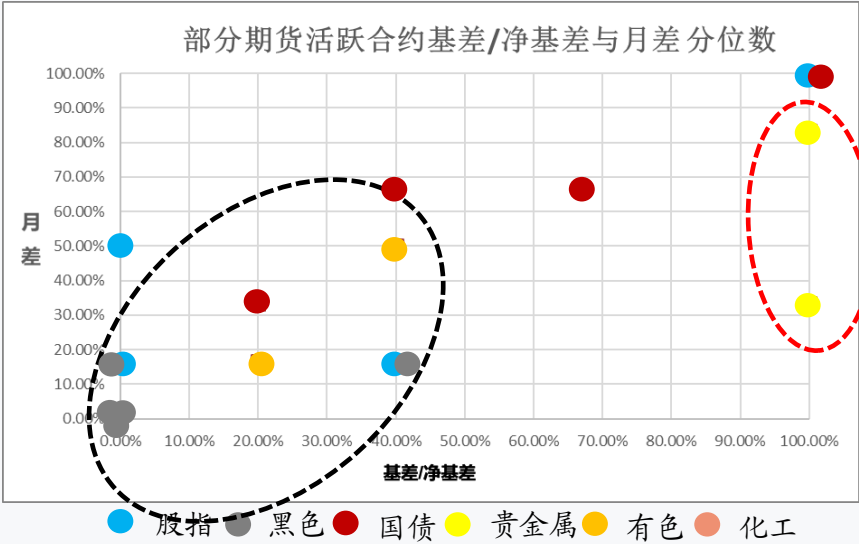
5、商品的宏观驱动与未来演变

## 4.1、大部分工业品绝对价格仍处于高位，相对估值中性，结构特征明显



资料来源: wind资讯, 银河期货

4.2、大部分资产现货和期货间、近月和远月间价差变小，这既有预期因素、也有资金成本等其他因素，或也预示一轮行情的阶段性位置



资料来源: wind资讯, 银河期货

1、大周期走势对宏观环境及资产定价的影响

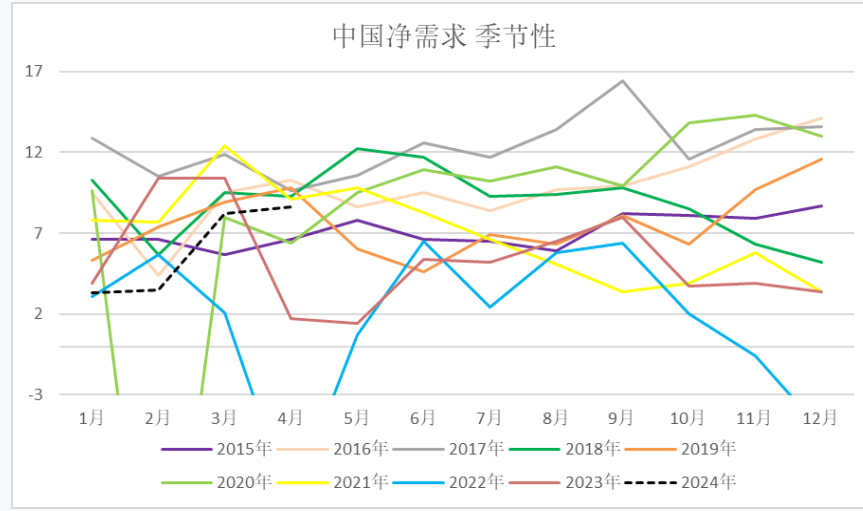
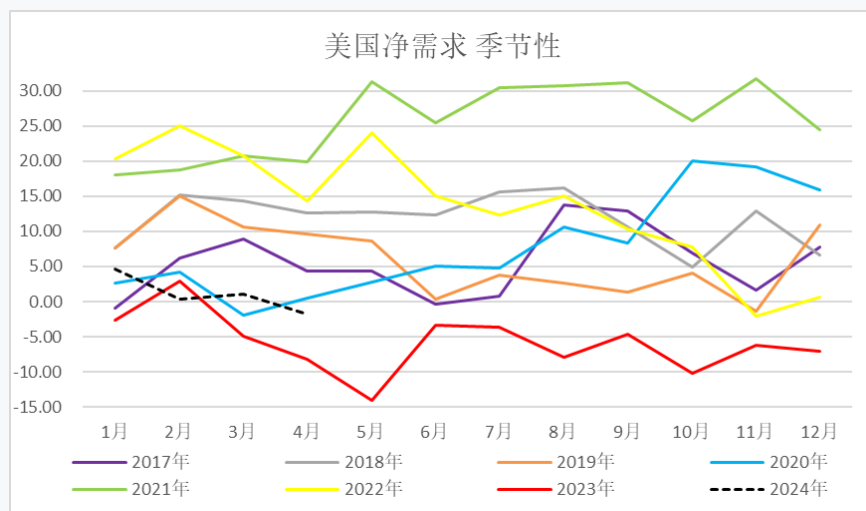
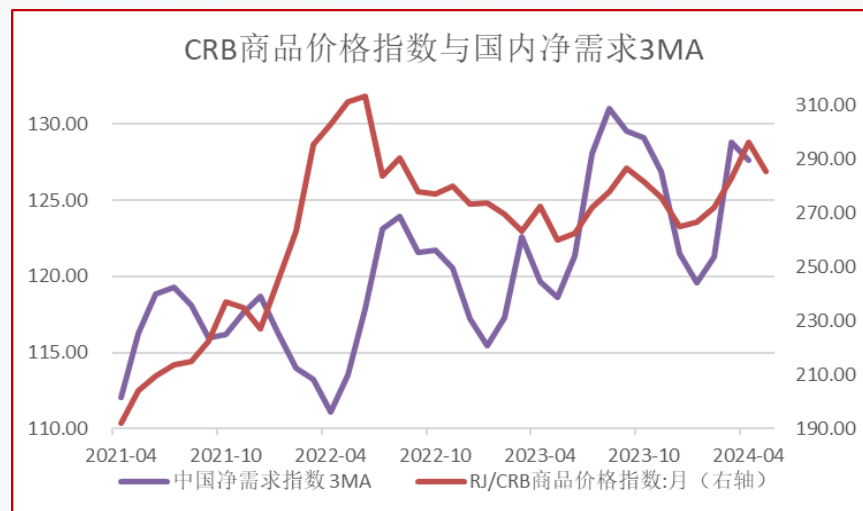
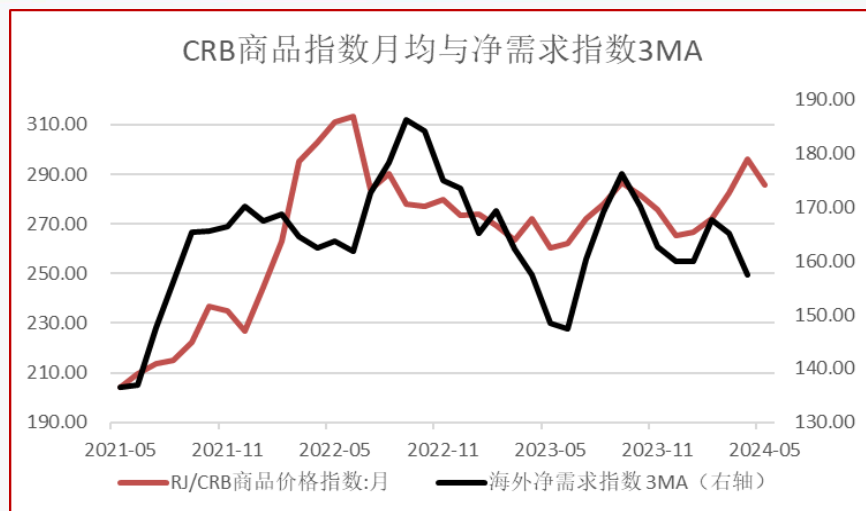
2、国内经济走势与特征

3、海外经济走势与风险

4、资产估值与大宗商品特征

5、商品的宏观驱动与未来演变

## 5.1、商品的价格宏观驱动因素是从海外需求向国内需求过度的过程，海外强现实、国内强预期



资料来源：wind资讯，银河期货



银河期货  
GALAXY FUTURES

金融衍生品研究所

宏观研究

专业·高效·合规·协同

# 数据快评

## 推动全球绿色发展 巩固我国特色优势

### ——《2024-2025年节能降碳行动方案》的宏观意义及全球节能降碳行动进展（概要）


**一、政策方向延续，但距全面完成“十四五”目标仍有距离**

《2030年前碳达峰行动方案》等文件中，均存在“到2025年，非化石能源消费比重提高到20%左右”等系列目标的设定，因此“双碳”政策和目标其一直在延续。


2022-2023年，中国单位生产总值能源消耗下降幅度有限，较《2024-2025年节能降碳行动方案》中设定约2.5%的目标仍有一定差距，要实现“十四五”规划的长期目标，更是需要更大的努力。

中国非化石能源消费占比持续提高，2022年达到17.5%，且近年来，其环比增长速度稳定，预计完成《2024-2025年节能降碳行动方案》中设定的目标，难度也并不高。

**中国:单位GDP能耗**



**中国:一次电力及其他能源消费总量及变动**



**二、节能降碳行动以“能源、钢铁、化工、有色金属、建材交通、建筑节能、公共机构和用能产品”等为重点行业和领域，以“严控产能和项目、新建低效设施设备、加强优化管理、设备被更新改造、”等方式为主要抓手。**（详细内容参见报告）

**三、节能降碳行动的宏观意义**

持续推进节能降碳工作不仅体现出我国对全球气候变化的积极应对态度，展示我国作为一个负责任大国的担当，也有助于推动我国产业结构优化调整，激励战略性新兴产业、高新技术产业和现代服务业的蓬勃发展，促进我国能源结构的转型升级，促使我国逐步减少对化石能源的依赖，构建以非化石能源为主体的新型能源体系和工业体系，同时，以此促进全球各国关注气候变化，以绿色环保方式发展，对巩固和发展我国清洁能源产业也具有十分重要的意义。

**四、全球节能降碳行动整体进展**

根据联合国环境规划署报告，国际社会在减少排放方面进展仍然缓慢。当前政策情景下，全球温室气体排放量预计在2030年将比2020年水平高出约3%，远未达到《巴黎协定》目标所要求的减排幅度。

尽管越来越多的国家设定了净零排放目标，但这些目标的实施细节、法律地位和与近期减排轨迹的一致性仍然存在不确定性。为了缩小排放差距并实现巴黎协定的长期目标，未来仍需要全球所有国家采取更大力度的减排行动。




Figure 05.4 Global GHG emissions under different scenarios and net emissions gap in 2030 and 2050 (median estimate and 50th to 90th percentile percentile range)



银河期货

风险管理  
财富管理

【免责声明】以上所载内容仅供參考，不构成投資建議



**银河期货**  
GALAXY FUTURES

金融衍生品研究所

# 宏观研究

专业·高效·合规·协同

## 数据快评

### 供应超预期走弱 后续政策仍可期待 ——中国5月PMI点评

**一、中国制造业PMI超预期走弱**

5月官方制造业PMI录得49.4%，再度低于50，其下幅度低于市场预期，但远逊于季节性。分分项中，新出口订单和生产下行较大，生产和需求下降能力制造业PMI下降的主要原因。出口、生产、需求、产成品库存、从业处于季节性低位。

官方数据与制造业生产数据和调查数据下行一致。但制造业PMI、尤其是制造业PMI进入衰退期的状态中。未来，出口可能改善，名义GDP仍改善，PMI有支撑，方能带动经济增速与PPI和经济指标的同步复苏状态，需关注后续数据变化。

官方制造业PMI超预期走弱，但制造业PMI与GDP等数据下行一致，经济仍处于结构性低位状态，后续稳增长政策可以期待，高增长、宽财政、稳地产、促消费都是可行的方向。

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

中国制造业PMI分季图

**二、中国非制造业PMI超预期，分项强项弱取决于季节性低位**

5月官方非制造业PMI录得51.1%，较4月+1.03，连续高于季节性。其中，内、外需、投入产出和价格供给分项下降至低位，以需求分项低于季节性低值，显示出5月内需和价格需求PMI处于历史低位，但其他分项高，地产投资增速仍有力，房价企稳企稳。

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

中国非制造业PMI分季图

**建筑业PMI与地产投资增速**

**PMI与GDP和PPI的对比**


**三、中国钢铁行业PMI超预期，但仍处于供需双弱库存高企**

5月官方钢铁行业PMI录得50.6%，较上月+1.5%，高于季节性，但库存高企拖累PMI上行受阻。

5月，钢铁行业生产超预期，净需求承压走弱，原材料和产品库存高企，钢铁行业仍处于供需双弱，库存高企阶段。未来，钢铁净需求仍可季节性好转，从历史走势，净需求或从弱复苏和企稳之下，钢铁行业仍可期待供需企稳。

——黑色金属采选加工行业PMI —— 黑色金属冶炼及压延加工业PMI

**钢铁行业净需求**



**银河期货**

风险管理  
财富管理

【免责声明】以上所载内容仅供参考，不构成投资建议

银河期货  
GALAXY FUTURES

金融衍生品研究所

数据·快评

宏观研究

专业·高效·合规·协同

大宗商品价格调整的宏观理解

一、今日大宗商品价格调整是估值、驱动双重冲击的结果

估值方面，一段时间以来，宏观上的乐观预期对商品期货价格产生明显支撑。但现货基本面改善有限，商品期、现货价格剪刀叉，体现在近期，大宗商品基差普遍偏低，期货持续处于高估状态。

驱动方面，市场对宏观逻辑：海外需求韧性、美联储降息、国内以房地产政策为代表的托底政策等因素的支撑作用有所消解。市场对未来的宏观政策从力度到方向，超预期支撑市场的预期转向悲观。

高估值叠加乐观驱动减弱共振制造成今天大宗商品价格的大幅调整。

二、未来宏观基本面无太大变化，主要变化的仍是市场预期

目前看，美国经济未见明显趋弱趋势。ISM制造业PMI先行数据显示该数据仍有可能上行；流动性稍紧，但各风险指标未进一步恶化；先行指标显示全球库存仍处于等待进入累库阶段的过程中。短期先观察今天美欧PMI数据的表现。其次看欧央会议决议，如果欧洲降息，可能再次刺激市场对美联储降息的预期。这些因素对商品价格整体仍较为有利。

国内5月PMI偏弱，但这或许也预示着未来仍未有托底政策出台。宽货币、宽财政、稳地产、促消费都是选项，推出的节奏也未必一定要等到7月。

三、商品短期可能进入累库阶段，内外分化或仍维持

未来，如果市场对美联储降息、国内托底政策等因素的认识不出现方向性改变，大宗商品市场短期也仅是震荡走势，调整幅度取决于估值位置和需求商品需求基本面的综合作用，内外分化格局维持。如果市场对上述宏观因素的乐观认识减弱，商品调整幅度可能稍大。

6月起，大宗商品消费即将进入淡季，宏观因素带动的预期变化可能再度成为主导商品价格因素之一。

银河期货

风险管理  
财富管理

【免责声明】以上所载内容仅供参考，不构成投资建议

## 5.3、国内和海外需求组合变化

- 国内需求，需更多政策：  
宽货币+宽财政+促销费等内需政策  
二十届三中全会
- 美国“经济韧性+降息”组合变化：  
经济韧性+降息一次（维持现状）  
经济韧性+降息多次（利好各资产）  
经济走弱+降息多次（衰退逻辑）

历次衰退阶段主要商品涨跌幅	2020-03	2008-01	2001-04	1990-08	1981-08	1980-02	1973-12	1970-01
	2020-04	2009-06	2001-11	1991-03	1982-11	1980-07	1975-03	1970-11
美元指数	1.08	4.14	0.52	1.39	11.99	-1.72	-7.59	-
黄金	6%	6%	6%	-8%	1%	-3%	67%	7%
白银	1%	-8%	-6%	-21%	10%	-54%	38%	-6%
铜	-2%	-29%	-14%	-19%	-19%	-25%	-40%	-33%
铝	-9%	-36%	-11%	-16%	-22%	-18%	45%	2%
锌	0%	-33%	-20%	-26%	-26%	-18%	-51%	-3%
镍	0%	-46%	-20%	-21%	-43%	-5%	31%	0%
原油	-35%	-24%	-27%	-32%	-3%	-5%	154%	0%

## ■ 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## ■ 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

# 致谢



银河期货微信公众号