

2020年10月10日

金信期货研究院

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

机大于危，相时而动

——四季度宏观经济展望与商品配置建议

内容提要

全球疫情快速蔓延，拖累经济复苏

9-10月全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数持续攀升，10月7日录得新增确诊人数最高值。我们认为，当前进入秋冬季正是呼吸道疾病高发病期，气温降低也有利于病毒在空气中更长时间保持活性，疫情快速蔓延或仍持续，疫情反弹国家经济活动或转慢，全球需求回暖料缓慢，全球货币政策和财政政策将维持宽松。

我国经济复苏偏慢，结构分化

3-9月，最终需求的“三驾马车”中消费恢复最慢，投资和出口恢复较快，投资和出口增速回升是驱动经济回暖的主动力。

消费不振的主因是我国居民收入增速大幅下滑，截止今年二季度，我国居民人均可支配收入累计实际同比录得-1.3%，仍未转正，较去年底的5.8%明显下滑。全球需求较弱的背景下，四季度我国消费或仍疲软。

三季度我国出口增速回升主因国外复工复产加速推动外需回暖，四季度全球疫情反弹或拖累我国出口增速。长期看，贸易保护主义抬头，我国与欧、美、印等国的贸易摩擦加剧，或使我国出口增速承压。我国积极推动全球化、平衡我国经常项目差额或使我国出口增速企稳。

投资是托底经济的压舱石。3-8月，投资三大类中，房地产投资平稳，基建投资恢复最快，制造业投资受需求疲弱影响恢复缓慢。我们预计，四季度，房地产投资增速将维持低加速，基建投资增速受专项债逐渐投放完毕影响斜率或趋平，制造业投资增速受经济弱复苏驱动缓慢加速。

我们认为：四季度，国内疫情大概率处于受控状态，国内疫情对我国的影响基本消除；而国外疫情反弹，或使外需疲软；投资或托底经济，出口增速承压和消费不振或倒逼相关适度的刺激政策出台，资产定价的逻辑为经济基本面修复。

商品配置建议

当前正处于低利率、通胀回升和经济过热期（指通胀同比加速且产出缺口为正，即通胀回升且经济回暖时期），商品价格上涨的概率较大。我们认为，如果疫情可控，则四季度商品价格大概率趋势上涨，如果疫情失控，经济衰退且通胀回落，则四季度商品价格大概率趋势下跌。

风险提示

海外疫情超预期爆发，全球贸易摩擦加剧，经济复苏不及预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



扫码关注获取更多资讯

目录

一、全球疫情快速蔓延，拖累经济复苏	3
(一) 全球疫情蔓延，短期疫苗难普遍接种.....	3
(二) 疫情对全球经济的拖累再转明显	5
(三) 全球货币政策维持宽松，美国财政政策短期难落地.....	6
1、主要经济体实行高度宽松的货币政策	6
2、短期宽松货币政策环境不变	7
3、美国纾困政策大选前难落地，大选后或较快速通过.....	8
二、国内经济复苏慢，结构分化	8
(一) 消费仍疲软	8
(二) 短期出口增速有支撑，长期出口压力大.....	9
1、疫情不失控背景下，我国出口增速仍有支撑	9
2、长期，我国出口承压	10
(三) 投资：托底经济的压舱石	11
1、基建投资：增速斜率或走平	11
2、房地产投资：增速处上升通道	12
3、制造业投资：经济弱复苏驱动缓慢加速	14
(四) 人民币兑美元大概率走强，资金或延续净流入.....	17
(五) 货币政策边际收敛	17
三、商品配置建议	18
(一) 资金利率处于低位时商品价格上涨概率较大.....	19
(二) 商品价格涨跌具有明显的季节性	19
(三) 商品价格涨跌对 CPI 同比变化较 PPI 同比变化敏感.....	20
(四) 在经济周期不同阶段商品价格涨跌分析.....	21
(五) 美国总统大选期间商品价格涨跌分析.....	22
风险提示	24
重要声明	25

9-10月全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数持续攀升，10月7日录得新增确诊人数最高值。我们认为，当前进入秋冬季正是呼吸道疾病高发期，气温降低也有利于病毒在空气中更长时间保持活性，疫情快速蔓延或仍持续，疫情反弹国家经济活动或转慢，全球需求回暖料缓慢，全球货币政策和财政政策将维持宽松。

四季度，国内疫情大概率处于受控状态，国内疫情对我国的影响基本消除，国外疫情反弹，或使外需疲软，投资或托底经济，出口增速承压和消费不振或倒逼相关适度的刺激政策出台，资产定价的逻辑为经济基本面修复。

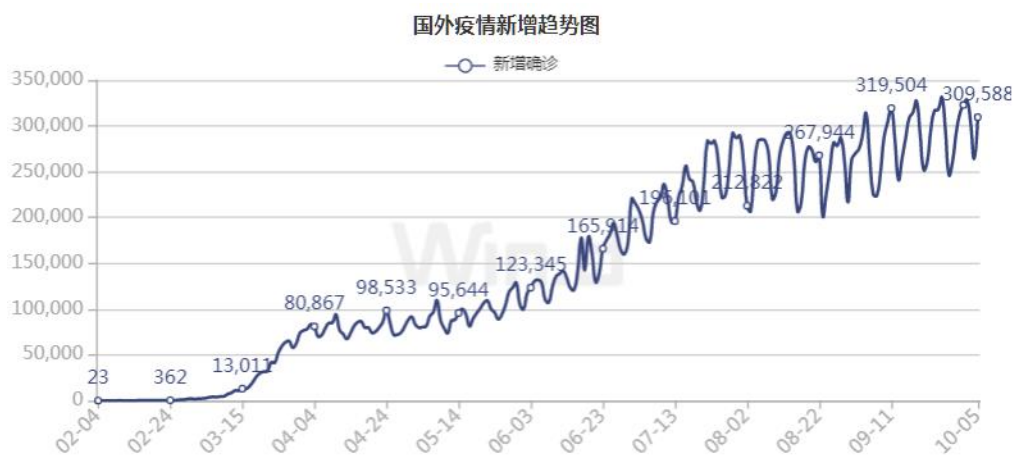
一、全球疫情快速蔓延，拖累经济复苏

（一）全球疫情蔓延，短期疫苗难普遍接种

截止10月5日，全球（中国除外）新冠病毒新增人数的最高点在9月25日，9月新冠疫情再度蔓延。我们认为，当前进入秋季正是呼吸道疾病高发期，气温降低也有利于病毒在空气中更长时间保持活性，疫情快速蔓延或仍持续，疫情反弹国家经济活动或转慢，全球需求回暖料疲弱，需求疲软的商品价格或易跌难涨。

新冠病毒疫苗正稳步推进，但全球疫苗普遍接种或要等到2021年夏季。据Wind，目前海外疫苗研发进度较快的是辉瑞、Moderna及阿斯利康，摩根士丹利预计，它们三期临床试验结果最有可能都在11月出炉，向FDA提交紧急授权使用申请可能要等到11月底。德国疫苗监管机构负责人称，预计欧洲新冠疫苗在2021年初获批。

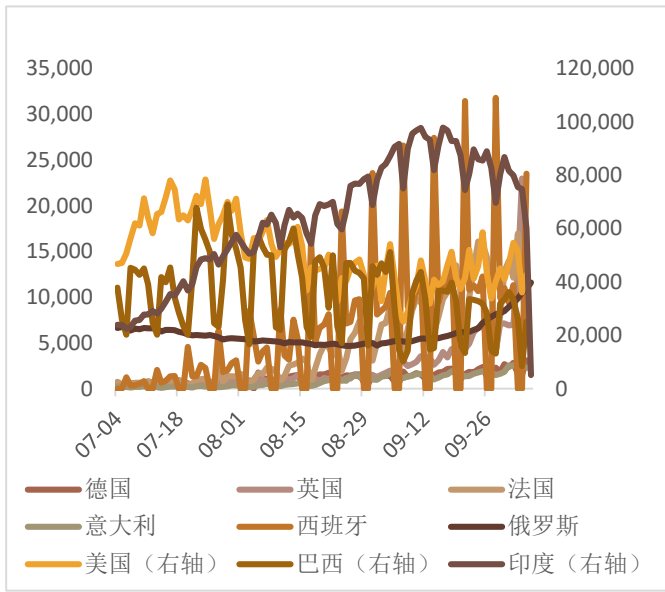
图1：国外新冠肺炎新增确诊人数：单位：例



资料来源：Wind，金信期货研究院

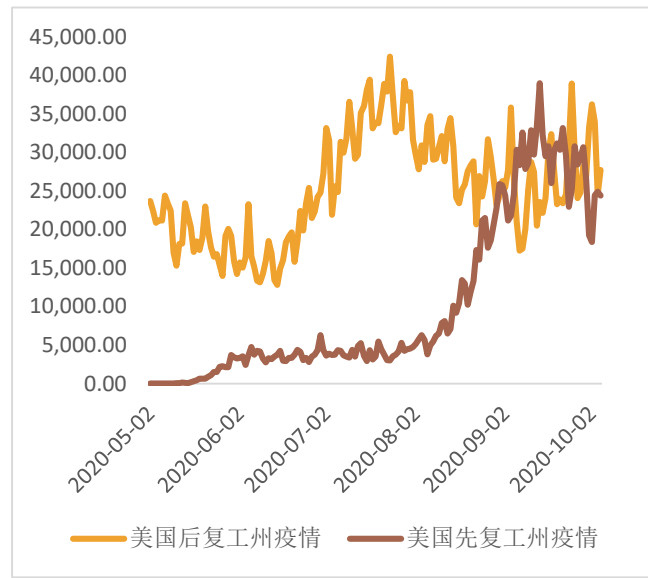
9-10月全球疫情再度蔓延，美国、印度、巴西、俄罗斯、哥伦比亚、西班牙、秘鲁、阿根廷、墨西哥、南非、法国、英国、伊朗、意大利、德国、土耳其、伊拉克等国疫情反弹。

图 2：部分大国新冠肺炎新增确诊人数：单位：例



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：美国新冠肺炎新增确诊人数：单位：例



资料来源：Wind，金信期货研究院

10月5日全球主要40个大城市活动指数均值为47.0%较9月27日的47.3%下降0.3个百分点，为4月城市活动指数月均值持续攀升来首次下降，显示全球复工复产受阻，如果今年秋冬季疫情快速反弹，全球城市活跃度或继续降低，3月15日该均值为71.6%，显示当前城市活动水平仍处较低位置。

表 1：主要城市活动指数

国家	城市	10月5日	9月27日	8月31日	7月30日	6月28日	5月31日	3月15日
日本	东京	7%	8%	8%	9%	10%	8%	48%
澳大利亚	墨尔本	10%	9%	8%	12%	30%	23%	97%
美国	旧金山	11%	10%	8%	7%	8%	6%	57%
美国	华盛顿	14%	16%	16%	10%	10%	6%	66%
美国	西雅图	17%	19%	19%	17%	16%	11%	47%
美国	洛杉矶	21%	20%	18%	17%	16%	11%	71%
美国	芝加哥	24%	25%	22%	18%	16%	9%	78%
美国	波士顿	25%	28%	22%	17%	15%	9%	64%
美国	纽约	27%	28%	24%	20%	15%	9%	67%
加拿大	蒙特利尔	28%	37%	32%	26%	32%	22%	91%
美国	费城	28%	31%	27%	22%	18%	11%	70%
美国	圣保罗	28%	26%	25%	19%	16%	12%	104%
荷兰	阿姆斯特丹	30%	34%	43%	44%	25%	13%	68%
墨西哥	墨西哥城	31%	28%	24%	18%	15%	10%	95%
加拿大	多伦多	33%	40%	41%	34%	30%	23%	84%
加拿大	温哥华	33%	32%	32%	36%	30%	24%	83%
韩国	首尔	37%	38%	26%	38%	40%	40%	42%
丹麦	哥本哈根	39%	41%	54%	36%	30%	23%	54%
澳大利亚	悉尼	39%	42%	40%	37%	40%	28%	93%
英国	伦敦	49%	52%	47%	39%	26%	18%	83%
德国	鲁尔	52%	51%	46%	41%	40%	28%	60%
西班牙	巴塞罗那	55%	48%	35%	37%	36%	19%	61%
葡萄牙	里斯本	55%	61%	56%	43%	34%	24%	87%
西班牙	马德里	55%	51%	34%	38%	37%	21%	46%
英国	曼彻斯特	55%	61%	44%	35%	23%	16%	89%
奥地利	维也纳	56%	56%	64%	62%	40%	22%	69%
英国	伯明翰	61%	57%	45%	36%	25%	19%	91%
中国	香港	62%	59%	46%	31%	72%	54%	54%
德国	汉堡	64%	67%	66%	65%	43%	30%	64%

德国	柏林	66%	59%	57%	54%	43%	30%	69%
瑞典	斯德哥尔摩	66%	68%	66%	48%	56%	43%	73%
意大利	罗马	67%	60%	41%	46%	37%	20%	16%
新加坡	新加坡	67%	72%	69%	68%	49%	16%	86%
俄罗斯	莫斯科	68%	80%	77%	64%	59%	23%	98%
意大利	米兰	69%	67%	26%	31%	28%	17%	9%
土耳其	伊斯坦布尔	76%	67%	63%	38%	34%	12%	93%
比利时	布鲁塞尔	81%	70%	50%	42%	45%	22%	71%
法国	巴黎	83%	85%	61%	62%	64%	36%	77%
俄罗斯	圣彼得堡	86%	90%	87%	71%	56%	39%	101%
法国	里昂	105%	99%	67%	62%	56%	31%	86%
平均值		47.0%	47.3%	40.9%	36.3%	32.9%	21.0%	71.6%

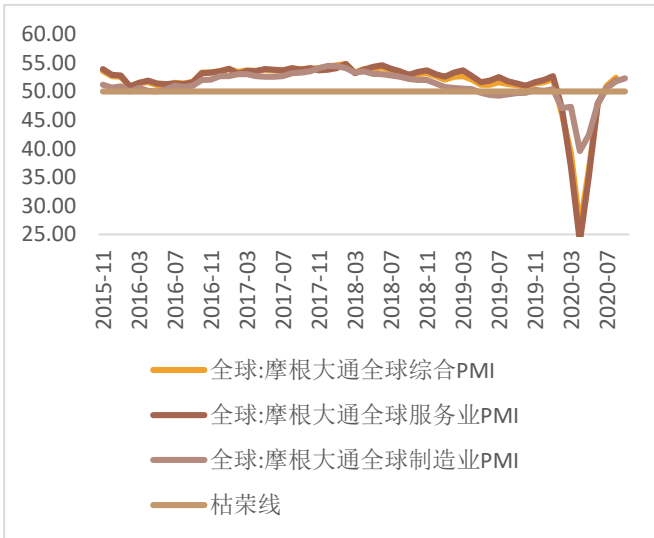
资料来源: Citymapper, 金信期货研究院

(二) 疫情对全球经济的拖累再转明显

9月欧元区、中国、日本制造业 PMI 攀升。9月美国制造业 PMI 小幅下行, 其中新订单和产出景气度下滑明显, 说明美国制造业 PMI 受生产和美国内需转弱拖累, 但新出口订单和就业景气度回升明显, 说明全球疫情反弹对美国的拖累还没有充分显现。

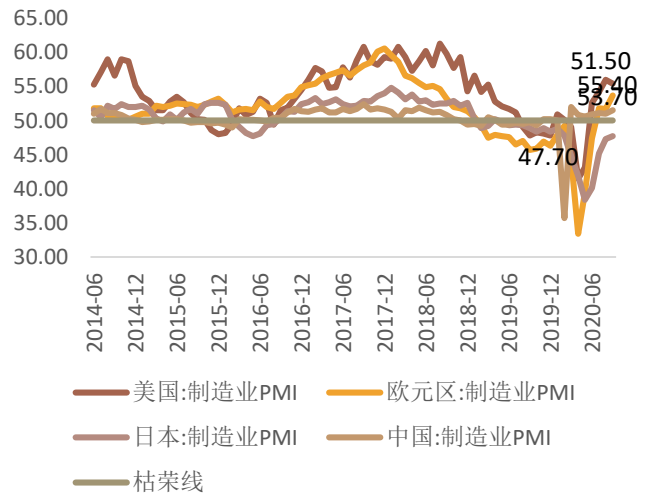
我们认为, 如果全球疫情可控, 疫情不导致封锁措施大幅增强, 那么疫情对经济复苏的拖累有限, 全球经济景气度有望维持趋势向上的局面, 否则疫情对经济复苏的拖累料将加剧。

图 4: 全球 PMI 重回枯荣线上方



资料来源: Wind, 金信期货研究院

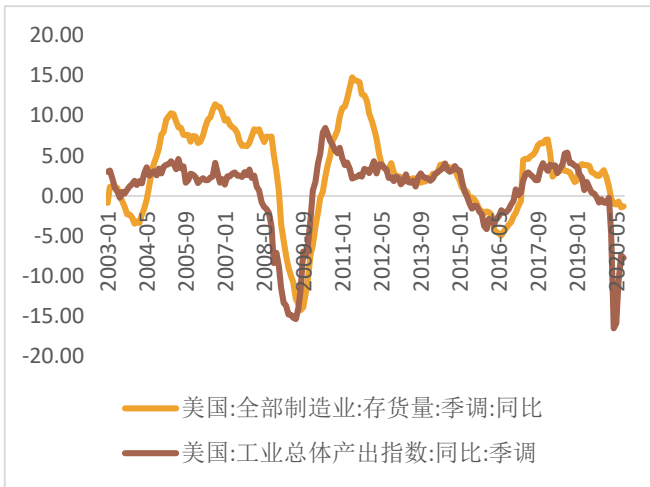
图 5: 主要经济体景气度有所回落



资料来源: Wind, 金信期货研究院

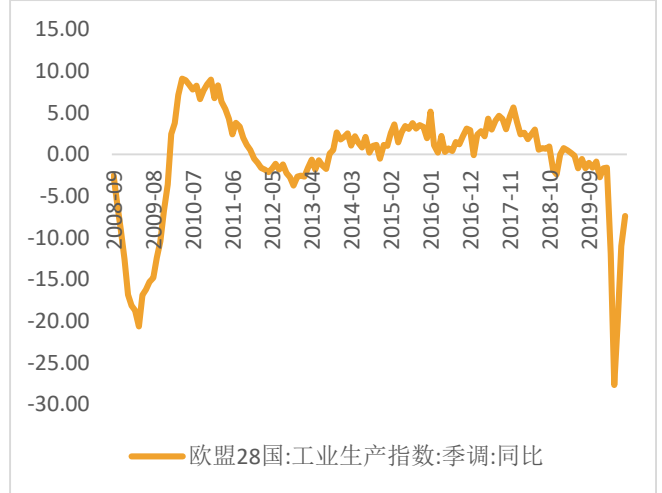
美国、欧盟、日本和韩国工业生产 4-5 月大幅下滑, 6-8 月大幅回升, 显示疫情对全球企业生产的影响渐小。因为全球疫情在 9 月开始大幅反弹, 疫情对经济的拖累或在 9 月加大, 疫情在四季度很大概率较快速蔓延, 需求恢复料将缓慢, 或拖累工业生产。

图 6: 美国工业产出同比反弹



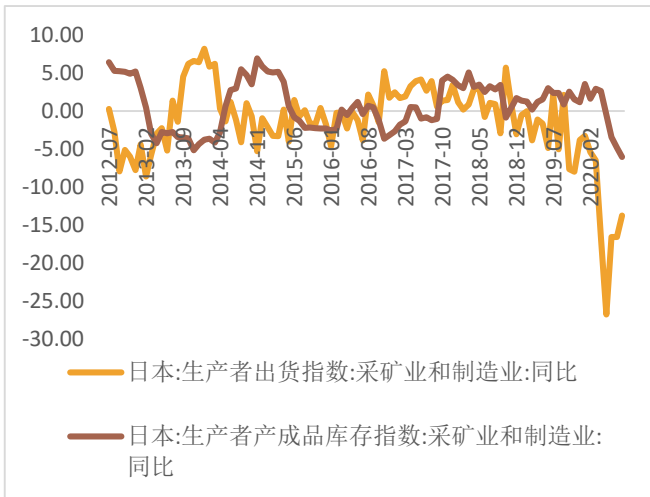
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 7: 欧洲工业生产反弹



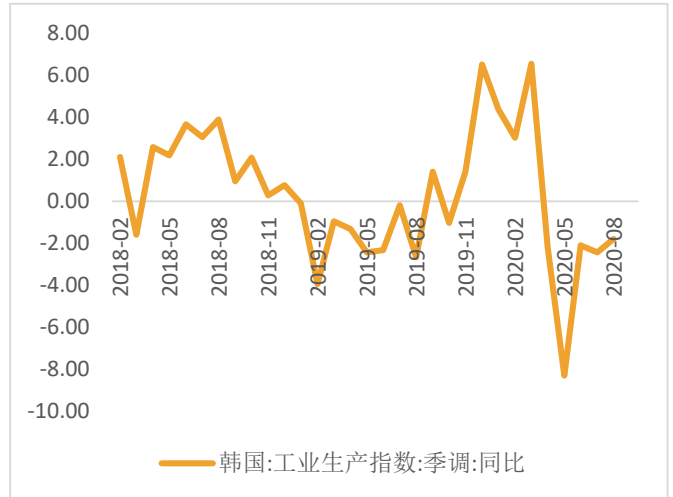
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 8: 日本工业产出同比反弹



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 9: 韩国工业生产同比反弹



资料来源: Wind, 金信期货研究院

(三) 全球货币政策维持宽松，美国财政政策短期难落地

1、主要经济体实行高度宽松的货币政策

美国 3 月以来实施了有史以来最宽松的货币政策,降息 150BP 使利率区间为 0%-0.25%,无限量 QE。

欧洲央行维持三大利率不变,紧急抗疫购债计划(PEPP) 的总规模达到 1.35 万亿欧元,将 PEPP 至少延长至 2021 年 6 月。

日本央行维持利率水平不变,取消购买国债的上限,通过扩大购买国债和企业债等手段加大货币政策宽松力度。

2、短期宽松货币政策环境不变

美联储 9 月会议纪要显示，根据会议纪要中的点阵图，几乎所有 FOMC 委员均认为在 2022 年底前联邦基金利率不会出现调整，而 2023 年实现加息的概率也不大。

参会委员表示美国经济三季度的快速恢复，其中超预期复苏的一个重要原因是财政刺激政策，而随财政刺激法案陷入僵局，经济复苏节奏或放缓。

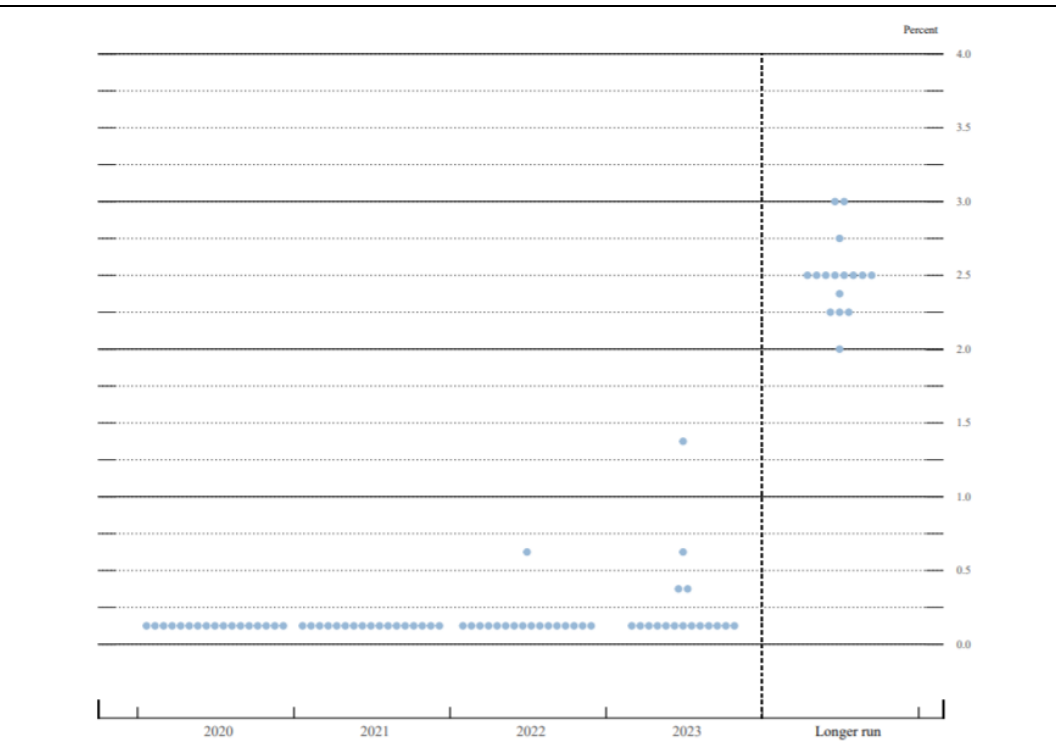
会议纪要显示部分委员提出在未来的会议上“进一步评估和交流 FOMC 资产购买计划如何更好地支持美联储双重政策目标”。此举也被解读为 FOMC 有可能在十一月和十二月的会议上增加国债和 MBS（不动产抵押贷款证券）购买规模的信号。

我们认为，虽然参会委员表达了对财政政策难符合预期的出台，但仍对美国经济趋势复苏抱有信心。美国大选后美国两党基于大选考虑的谈判僵局料将打破，财政政策有望在大选后快速出台，当前财政政策出台的缓慢对美国的影响偏短期且有限。

正是因为美国大选前刺激法案难出台，在疫情快速蔓延的情形下，美联储的货币政策有望维持宽松且加码，这也是市场认为美联储很有可能在十一月和十二月的增加国债和 MBS（不动产抵押贷款证券）购买规模的原因。

整体看，美联储会议声明符合预期，且释放增加购买国债和 MBS 的信号超出市场预期，在美国经济增速可能放缓的冬季，美联储偏鸽派的表态，利空美元，一定程度提振市场情绪。

图 10：美国 9 月美联储点阵图显示美国 0 利率将维持至 2022 年底



资料来源： 美联储，金信期货研究院

3、美国纾困政策大选前难落地，大选后或较快速通过

相对来说，美国财政刺激政策陷入僵局，在大选前财政政策落地的可能性低，美国经济复苏或缓慢，美元指数承压。美国时间 10 月 6 日，特朗普拒绝了民主党的刺激方案，随后他敦促美国国会即刻批准向航空业追加 250 亿美元工资援助，以及向小企业追加 1350 亿美元工资援助。但美国众议院议长佩洛西拒绝单项刺激法案。

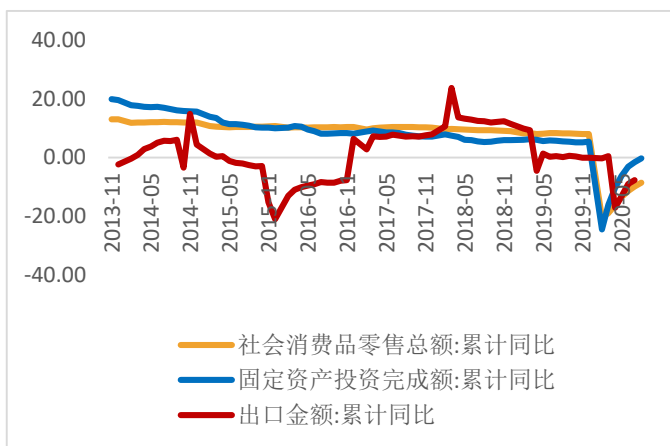
特朗普近期发推文称，“如果我赢了，我们将马上通过一个重大刺激议案，主要针对勤劳的美国人 and 小型企业”。说明美国财政刺激方案只是在美国大选前搁置，美国大选后美国两党基于大选考虑的谈判僵局料将打破，财政政策有望在大选后快速出台，当前财政政策出台的缓慢对美国的影响偏短期且有限。在大选后财政刺激法案如果顺利出台，则美联储宽松的货币政策可能边际收紧，在此背景下美元指数大概率走强。

二、国内经济复苏慢，结构分化

(一) 消费仍疲软

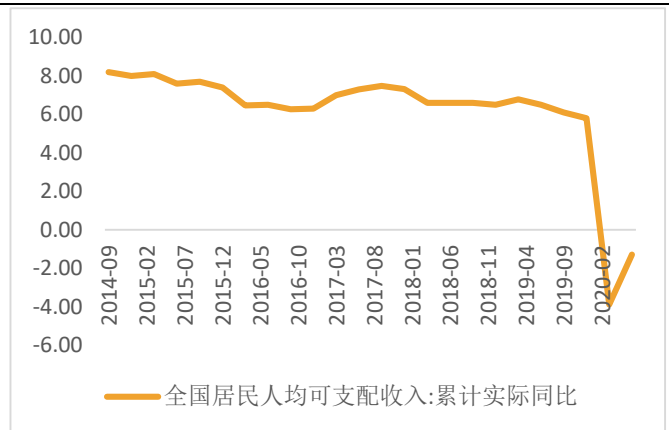
截止 8 月，消费是最终需求的“三驾马车”中恢复最慢的。究其主要原因，是我国居民收入增速大幅下滑，截止 Q2，我国居民人均可支配收入累计实际同比录得-1.3%，仍未转正，较去年底的 5.8% 下降。

图 11: 我国消费同比回升慢于投资和出口: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 12: 居民人均可支配收入累计实际同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

从 8 月零售同比大类看，已经出来数据的 15 个零售门类中有 9 个门类的零售额当月同比增速加快（7 月是 2 个门类增速加快）。从 9 月我国 PMI 数据看，我国生产、新订单、新出口订单景气度均大幅攀升，说明国内外工业需求回升明显。零售门类中，通讯器材类、化妆品类、文化办公用品类、金银珠宝类、服装鞋帽针纺织品类和家用电器和音像器材类零售额当月同比均较 7 月上升 6.5 个百分点以上（含 6.5），显示我国需求较全面大幅度上升。8 月粮油、食品类、烟酒类、家具类、石油及制品类、建筑及装潢材料类和汽车类零售当月同比下降，显示食品相关类、后地产产业和汽车消费均转弱。

表 2：零售额当月同比：单位：%

指标名称	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
粮油、食品类	4.2	6.9	10.5	11.4	18.2	19.2	9.7
饮料类	12.9	10.7	19.2	16.7	12.9	6.3	3.1
烟酒类	3.1	5	13.3	10.4	7.1	-9.4	-15.7
服装鞋帽针纺织品类	4.2	-2.5	-0.1	-0.6	-18.5	-34.8	-30.9
服装类	4.4	-4.2	-2	-1.5	-20.7	-36.9	-33.2
化妆品类	19	9.2	20.5	12.9	3.5	-11.6	-14.1
金银珠宝类	15.3	7.5	-6.8	-3.9	-12.1	-30.1	-41.1
日用品类	11.4	6.9	16.9	17.3	8.3	0.3	-6.6
体育、娱乐用品类	8.9	7.6	19.8	15.4	11.6	-7.1	-4
书报杂志类	15.2	12.8	17	10.8	-11.5	3.6	-32.7
家用电器和音像器材类	4.3	-2.2	9.8	4.3	-8.5	-29.7	-30
中西药品类	6.2	5.3	9.7	7.3	8.6	8	0.2
文化办公用品类	9.4	0.5	8.1	1.9	6.5	6.1	-8.9
家具类	-4.2	-3.9	-1.4	3	-5.4	-22.7	-33.5
通讯器材类	25.1	11.3	18.8	11.4	12.2	6.5	-8.8
石油及制品类	-14.5	-13.9	-13	-14	-14.1	-18.8	-26.2
建筑及装潢材料类	-2.9	-2.5	2.2	1.9	-5.8	-13.9	-30.5
汽车类	11.8	12.3	-8.2	3.5	0	-18.1	-37

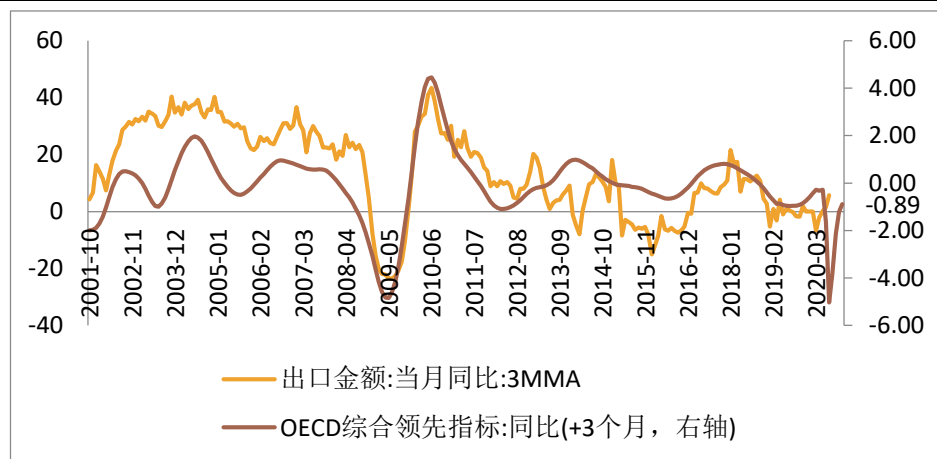
资料来源：Wind, 金信期货研究院

（二）短期出口增速有支撑，长期出口压力大

1、疫情不失控背景下，我国出口增速仍有支撑

短期看，国外复工复产加速推升外需回暖，我国出口增速 4-7 月趋势回升，出口增速领先指标——OECD 综合领先指标触底大幅反弹，预示着我国出口增速四季度趋势加速。如果疫情不失控，则疫情对全球经济的拖累有限，国外需求有望继续回升，对我国出口形成支撑。如果疫情失控，拖累全球需求恢复，则我国出口增速承压。

图 13：出口同比先行指标反弹：单位：%



资料来源：Wind, 金信期货研究院

就出口大类出口金额同比看，8 月 11 个大类中，4 个大类出口金额同比较上月攀升（7 月为 9 个），分别为服装及衣着附件、家具及其零件、成品油（海关口径）和未锻造的铝及铝材，8 月较 7 月增速分别提升 11.77、0.92、29.43 和 9.07 个百分点。7 个大类出口金额较上月下降，其中增速转弱最明显的 3 个行业分别为玩具、灯具、照明装置及类似品和集成电路，8 月较

7月增速分别下降 19.13、8.26 和 4.99 个百分点，显示外需复苏偏弱。近期防疫用具价格下跌，拖累纺织纱线、织物及制品出口同比增速放缓。

表 3：出口金额当月同比：单位：%

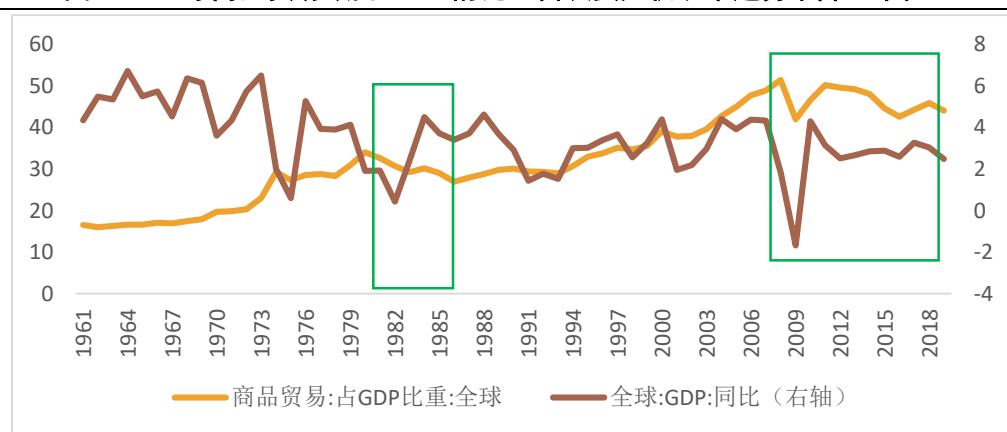
指标名称	2020年8月	2020年7月	2020年6月	2020年5月
农产品:当月同比	-2.05	-0.73	-7.26	-4.18
纺织纱线、织物及制品:当月同比	46.96	48.38	56.72	77.34
箱包及类似容器:当月同比	-23.45	-23.24	-31.91	-43.18
服装及衣着附件:当月同比	3.23	-8.54	-10.20	-26.93
玩具:当月同比	2.00	21.12	-5.04	-10.37
家具及其零件:当月同比	23.99	23.07	8.40	-15.49
灯具、照明装置及类似品:当月同比	17.76	26.02	9.89	3.33
稻谷和大米:当月同比			-25.30	-7.58
成品油(海关口径):当月同比	-38.81	-68.23	-62.04	-52.01
塑料制品:当月同比	90.61	90.62	84.05	54.41
贵金属或包贵金属的首饰:当月同比	-49.80	-44.51	-62.96	-67.43
钢材:当月同比			-11.83	-23.34
未锻造的铝及铝材:当月同比	-15.81	-24.89	-31.17	-30.74
集成电路:当月同比	10.91	15.90	8.42	18.66
集装箱:当月同比	39.34	-40.80	-14.77	-41.46
摩托车及有动力装置的脚踏车:当月同比	35.52	7.22	-1.44	-22.22
自行车:当月同比	52.86	44.82	38.52	10.73
手表:当月同比	-38.37	-37.48	-54.74	-54.50

资料来源：Wind, 金信期货研究院

2、长期，我国出口承压

我们以商品贸易占 GDP 比重作为全球化的衡量指标，1960 年以来全球有两个时期逆全球化明显，第一个时期，20 世纪 80 年代全球化程度降低，主因美国和日、欧的贸易摩擦加剧。第二个时期是 2008 年至今，因为次贷危机以来全球经济增速放缓，大部分国家经济增速放缓，欧美国家本土制造业有所萎缩，全球贸易摩擦加剧。

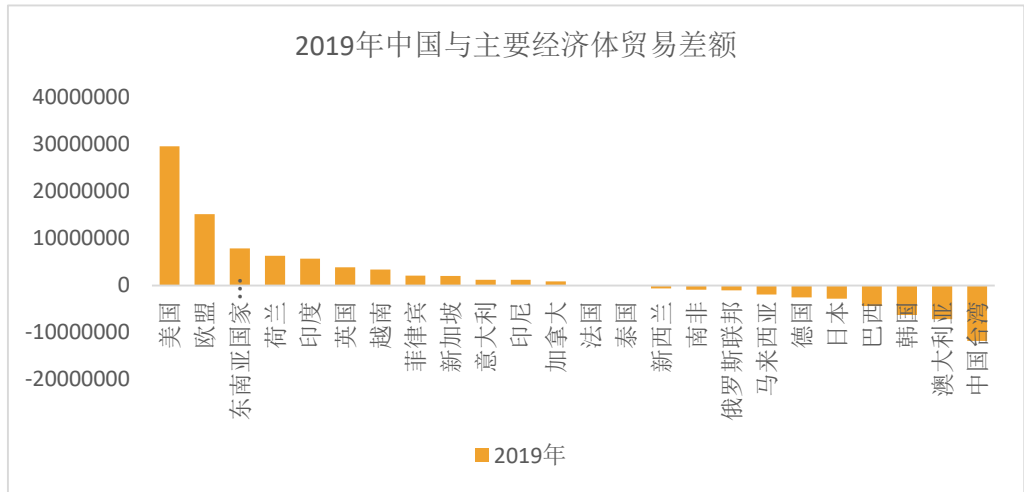
图 14：全球商品贸易额占 GDP 的比重自次贷危机以来趋势下降：单位：%



资料来源：Wind, 金信期货研究院

近年，我国与欧、美、印的贸易摩擦加剧，其中一个原因是我国与这些国家的贸易顺差较大，美国和欧盟均在寻求与中国贸易的平衡，中国也希望通过增加进口促进国内和国外的双循环。

图 15：2019 年中国与主要经济体贸易差额：单位：万美元



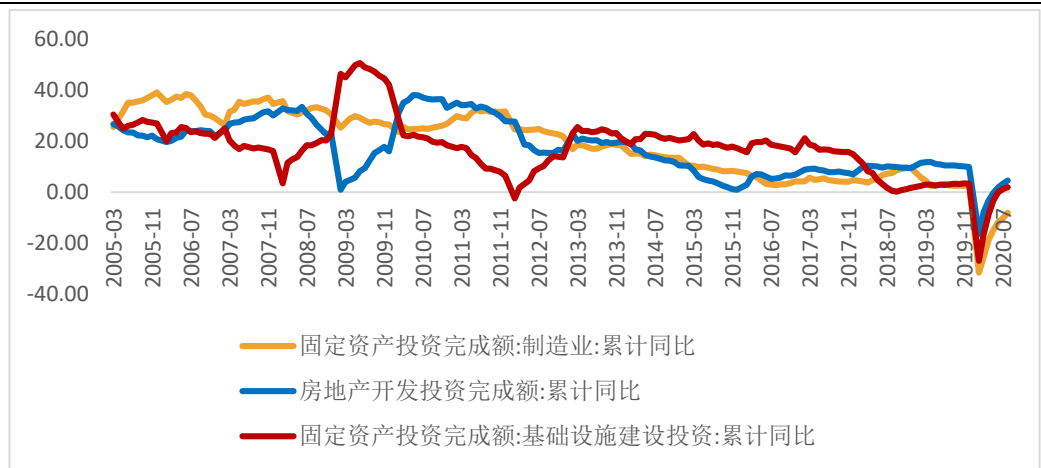
资料来源： Wind，金信期货研究院

(三) 投资：托底经济的压舱石

“三驾马车”中投资恢复最快，成为托底经济的压舱石。投资三大类中，房地产投资较平稳，基建投资恢复最快，制造业投资受需求疲弱影响恢复缓慢。

我们预计，四季度，房地产投资增速将维持低加速，基建投资增速斜率受今年专项债投放逐渐完成影响而转平，制造业投资增速受外需提振影响趋势回升，但因全球疫情快速蔓延，累计同比增速或难达到正增长。

图 16：制造业、房地产和基建投资增速：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

1、基建投资：增速斜率或走平

基建投资是逆周期调节的重要手段，比如在 2008 年次贷危机爆发后我国经济增长失速下滑，政府推出以“4 万亿”为主的经济刺激方案，基建投资增速由 2008 年 2 月低点的 3.56%，快速攀升至 2009 年 8 月的高位 48.38%。在 2012 年我国经济增长快速下行阶段，我国基建投资增速由 2012 年 2 月的-2.36%提升至 2013 年 3 月 25.6%。

截至今年 9 月 30 日，各级地方政府新增专项债券已发行约 33604 亿元，完成全年计划（37500 亿元）的 89.61%，10 月底今年专项债将基本投放完毕，四季度基建投资增速或逐渐走平，11-12 月对经济增长的拉动有限。

图 17：基建投资增速与 GDP 增速：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

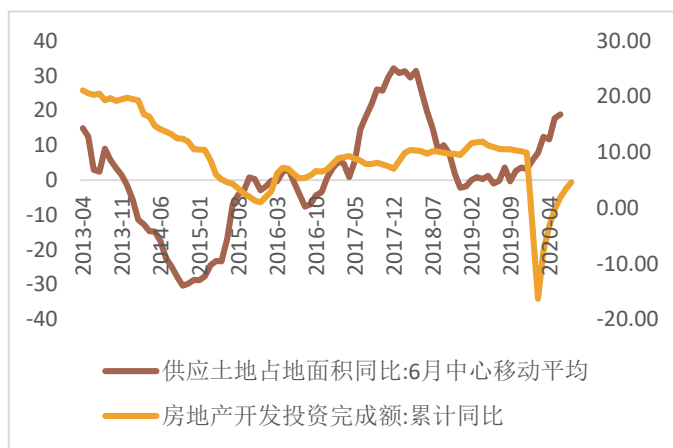
2、房地产投资：增速处上升通道

(1) 购置土地面积同比持续攀升或推升房地产投资增速

供应土地占地面积同比领先于房地产开发投资增速，2016 年下半年政府强调“房住不炒”压制了房地产投资增速，平滑了房地产投资增速。

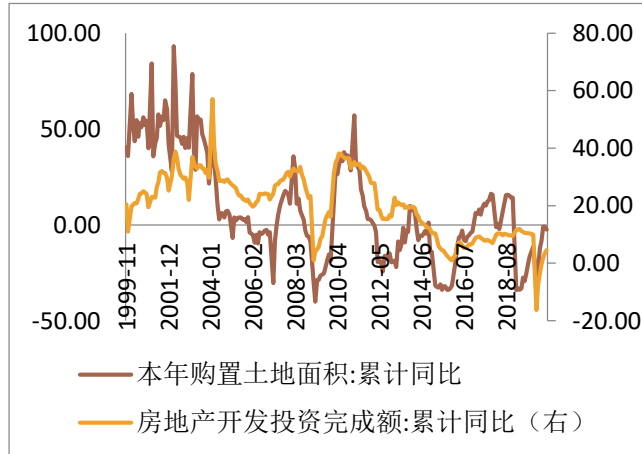
2019 年初以来供应土地占地面积和本年购置土地面积增速快速增加，意味着房地产投资增速将趋势回升。因房地产政策定调“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产信托资金受限和房地产市场严监管，房地产投资增速或回升缓慢，对经济的拉动有限。

图 18：供应土地面积与房地产投资同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 19：购置土地面积与房地产投资同比：单位：%



资料来源：Wind，金信期货研究院

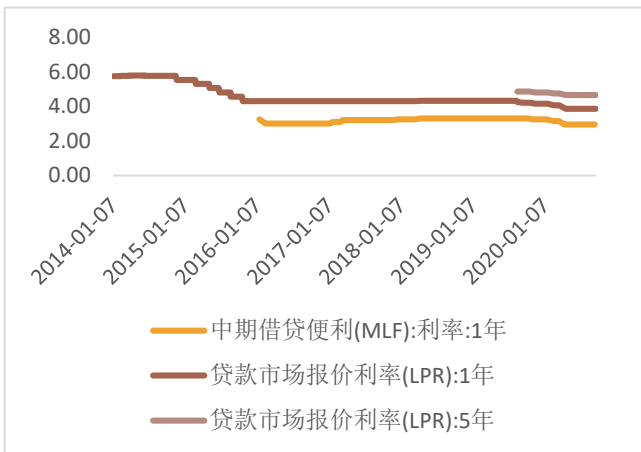
(2) 货币政策宽松也助推房地产投资增速回升

2018-2019 年，全球经济整体处衰退期，中美贸易摩擦加剧，为应对经济下行的压力，我国货币政策逐步宽松。

2019 年 8 月 17 日，央行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，8 月 20 日起各银行在新发放的贷款中主要参考 LPR 定价，并在浮动利率贷款合同中采用 LPR 作为定价基准。

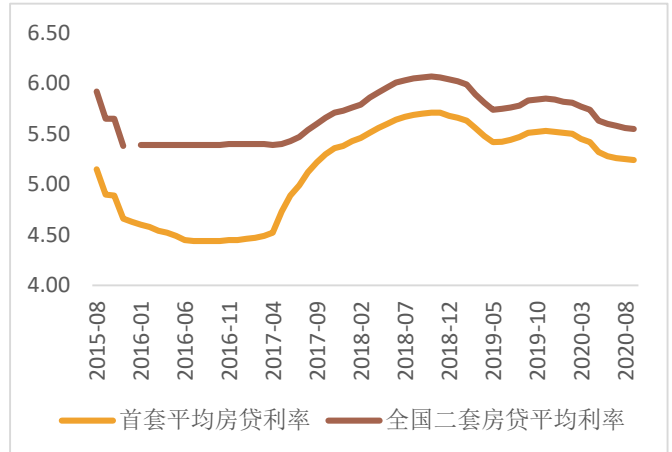
我国房贷利率以 5 年期 LPR 利率为基准，2019 年年底 5 年期 LPR 利率持续调降，房贷利率持续走低，刺激了商品房需求，助推房地产投资增速。

图 20: MLF 及 LPR 利率: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 21: 首套房与二套房房贷利率: 单位: %

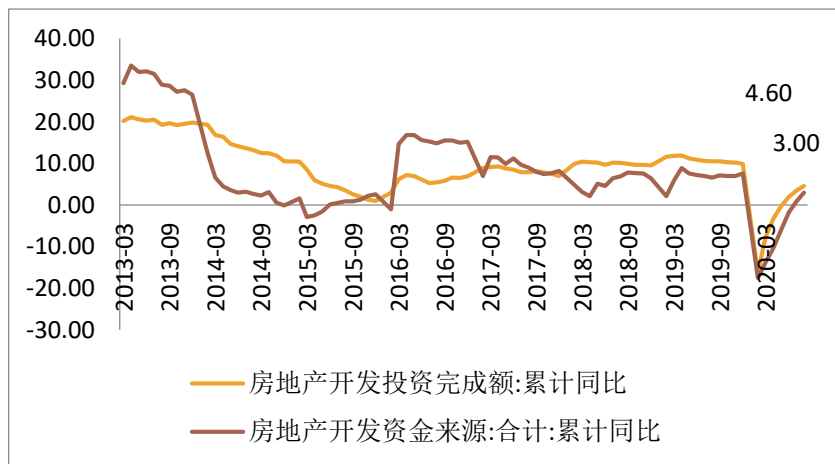


资料来源: Wind, 金信期货研究院

(3) 房地产资金来源同比快速攀升对房地产投资形成支撑

房地产开发资金来源中自筹资金和其他资金为主要组成部分（占比分别为 32.6%和 53.2%）。疫情受控以后房地产自筹资金和其他资金增速均快速回升，一方面与货币政策大幅宽松有关，另一方面疫情期间压制的买房需求得到释放。其他资金中定金及预收款和个人按揭贷款占比达 93.4%，主要与居民买房和还房贷相关，买房需求释放主要驱动的是其他资金上升。

图 22: 房地产投资及房地产资金来源同比: 单位: %



资料来源: Wind, 金信期货研究院

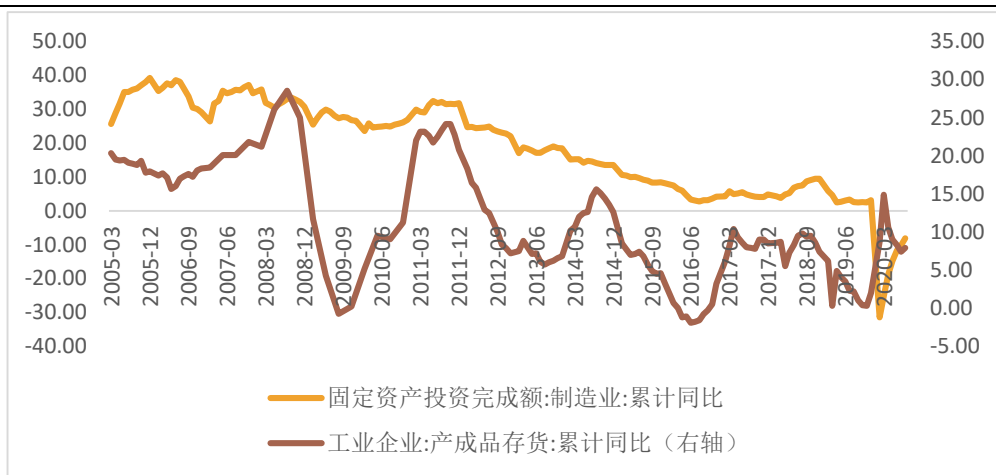
3、制造业投资：经济弱复苏驱动缓慢加速

(1) 制造业投资增速与库存增速相关性或提高

从逻辑上说，需求从底部恢复过程中，企业还处于生产低迷阶段，库存逐渐减少，当需求回升到一定阶段后，企业加大投资生产能力提升，企业库存从低位攀升，所以需求驱动投资，投资推升库存，制造业投资同比和库存同比存在较强的正相关关系，美国工业增长与库存同比、制造业投资于库存同比均具有较强相关性。

但从历史上看我国投资增速与库存周期的相关性较小。我们认为，当前我国正进行深化经济和金融改革，扩大对外开放，我国由投资驱动经济增长的时代正逐渐消退，取而代之的是由经济自身规律驱动的经济波动。因此库存同比与制造业投资的相关性将加强。

图 23：中国制造业投资同比与存货同比：单位：%

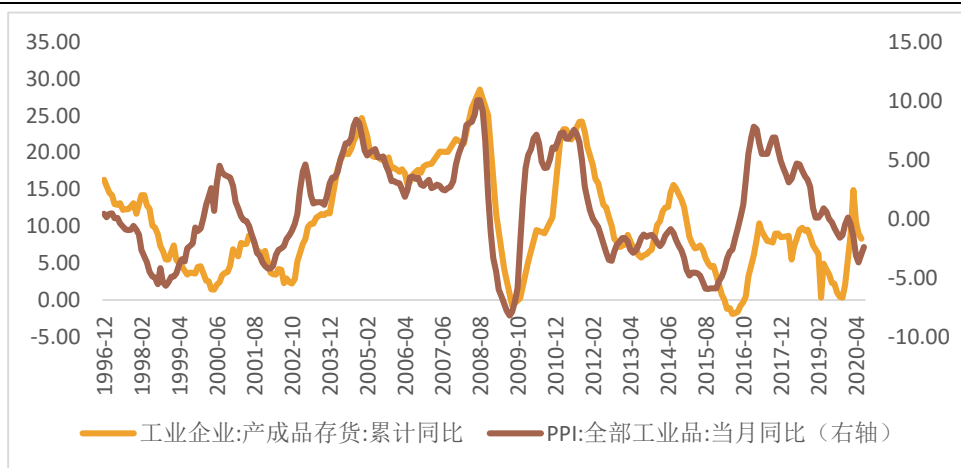


资料来源： Wind，金信期货研究院

(2) PPI 同比回升周期开启或促使库存回补

有数据统计以来，我国产成品存货同比增速具有较明显的 3 年左右的周期特征。PPI 同比是产成品同比的领先指标。

图 24：存货同比与 PPI 同比：单位：%



资料来源： Wind，金信期货研究院

我国 PPI 同比具有 3-5 年一个周期的周期性。随着全球需求的快速恢复，我国 PPI 同比已经连续 3 个月回升，PPI 同比或已进入回升周期。PPI 同比与 CRB 工业原料现货指数同比走势高度一致。CRB 工业原料现货指数也具有明显的 3 年左右的周期特征。

PPI 同比由新涨价因素和翘尾因素组成。2020 年 PPI 同比翘尾因素微幅震荡，PPI 同比主要由新涨价因素决定，也即由 PPI 环比决定。

PPI 环比与全球制造业 PMI 高度相关，我们判断全球制造业 PMI 趋势回升，全球需求趋势回暖，推升 PPI 环比，当前 PPI 同比开启回升周期基本确定。

(3) 制造业营收正逐步复苏，需求好转由下游传导至中上游

就库存周期看，制造业行业复苏具有明显的从下游往中上游传递的特征，一定程度说明随疫情受控，下游需求好转正逐渐传递至中上游。

表 4：中国制造业营业收入增速和产成品存货增速走势

制造业库存周期		营业收入增速	产成品存货增速
上游	煤炭开采和洗选业	平	升
	石油和天然气开采业	平	降
	黑色金属矿采选业	升	降
	有色金属矿采选业	平	降
	非金属矿采选业	升	升
	开采辅助活动	降	降
	其他采矿业	平	升
	农副食品加工业	升	升
	纺织业	升	降
	造纸及纸制品业	升	升
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	升	平
中游	石油、煤炭及其他燃料加工业	平	升
	化学原料及化学制品制造业	升	升
	化学纤维制造业	升	降
	橡胶和塑料制品业	升	升
	非金属矿物制品业	升	升
	黑色金属冶炼及压延加工业	升	平
	有色金属冶炼及压延加工业	降	升
	金属制品业	升	降
	通用设备制造业	升	平
	专用设备制造业	升	升
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	升	升
	电气机械及器材制造业	升	升
	仪器仪表制造业	升	降
	其他制造业增长	升	降
	废弃资源综合利用业增长	升	降
金属制品、机械和设备修理业	降	降	
下游	医药制造业	升	升
	汽车制造	升	降
	计算机、通信和其他电子设备制造业	升	降
	食品制造业	升	升
	酒、饮料和精制茶制造业	升	降
	烟草制品业	降	升
	纺织服装、服饰业	升	降
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	升	升
家具制造业	升	升	

印刷业和记录媒介的复制	升	降
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	升	升

资料来源：Wind, 金信期货研究院

(4) 制造业投资好转正由下游传导至中上游

就投资看，疫情对下游冲击最大，除受益于疫情的医药制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速回升明显外，其他下游行业投资增速回升缓慢。因疫情再度蔓延，全球需求回暖缓慢，下游投资增速回升速度或降低，需求疲弱由下游向中上游传导，中上游投资增速也承压。

表 5：中国制造业营业收入增速和产成品存货增速走势

固定资产投资增速	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
制造业:累计同比	-8.1	-10.2	-11.7	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5
农副食品加工业	-9.9	-13.7	-16.8	-22.9	-27.9	-32.8	-38.9
食品制造业	-6.6	-9.5	-12.6	-17.9	-21.5	-29.1	-35.1
酒、饮料和精制茶制造业	-15.3	-18.3	-19.8	-21.9	-24.6	-24.5	-39.2
烟草制品业	-21.4	-20.5	-24.1	-25.5	-22.6	-32.9	-30.3
纺织业	-13.9	-17.4	-22.4	-26.2	-32.5	-37.1	-44
纺织服装、服饰业	-34.2	-36.6	-37.9	-39.2	-41.7	-45.8	-50.2
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-16.7	-20.6	-20.9	-22.9	-20.4	-25.7	-24.3
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-24.1	-24.9	-28.2	-31.7	-33.4	-35.6	-36.7
家具制造业	-18.4	-19.4	-20	-22.2	-24.7	-29.4	-35.6
造纸及纸制品业	-14	-16.4	-17.1	-21.7	-24.2	-20.5	-16.8
印刷业和记录媒介的复制	-21.5	-22.2	-23.3	-27.1	-28.2	-32.5	-34.4
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-24.6	-26.5	-28.5	-32.3	-36.3	-40.7	-48.2
石油加工、炼焦及核燃料加工业	5.7	4	4.7	2.1	-2.5	-10.1	-5.9
化学原料及化学制品制造业	-10.4	-13.6	-14.2	-17.8	-22.4	-30.8	-33
医药制造业	18.3	14.7	13.6	6.9	-2.7	-11.9	-22.1
化学纤维制造业	-22	-21.2	-16.9	-23.2	-16.2	-19.2	-35.7
橡胶和塑料制品业	-9.7	-12.9	-15.4	-19.9	-24.9	-32	-42.5
非金属矿物制品业	-7.7	-8.9	-10.4	-13.2	-17.5	-24.2	-33.6
黑色金属冶炼及压延加工业	23.5	12.7	12.7	6.8	3.3	-1.2	-2.3
有色金属冶炼及压延加工业	-6.3	-6.5	-9.6	-5.6	-9.7	-11.6	-17.3
金属制品业	-15.4	-15.5	-16.5	-19.4	-23.8	-31.3	-38.1
通用设备制造业	-14.4	-16.9	-18	-20.2	-25.1	-32.1	-40.1
专用设备制造业	-9.9	-11.5	-12.7	-15.2	-19.6	-27.1	-36.2
汽车制造业	-19.3	-19.9	-20.9	-23.2	-22.9	-27.2	-41
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-9.4	-14.2	-16.3	-21.5	-26.2	-31.6	-39.7
电气机械及器材制造业	-13.1	-14.1	-17.1	-20.1	-23	-27.8	-33.7
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.7	10.7	9.4	6.9	1.1	-10.2	-8.3
仪器仪表制造业	-0.8	-3.2	-0.5	2	-5.1	-13.1	-15.5
其他制造业	-12.6	-12.1	-12.5	-11.8	-18.6	-23.5	-32.2
废弃资源综合利用业	-0.4	-1.9	-1.3	0.4	-1.2	-9.8	-14.7
采矿业:累计同比	-9.5	-11.9	-3.9	-8.7	-9.2	-3.2	-3.8
煤炭开采和洗选业	1.7	-3	-2.4	4	3.7	4.2	1.5
石油和天然气开采业	-22.1	-24.1	-6.7	-18.3	-14.9	1.4	2.3
黑色金属矿采选业	-11.4	-9.3	-7	-4.7	-13	-24.4	-18.8
有色金属矿采选业	-7.8	-9.3	-2.6	-4.5	-4.3	-10.8	-27.6
非金属矿采选业	5.8	2.8	0	-3.5	-8.8	-5.8	2.1

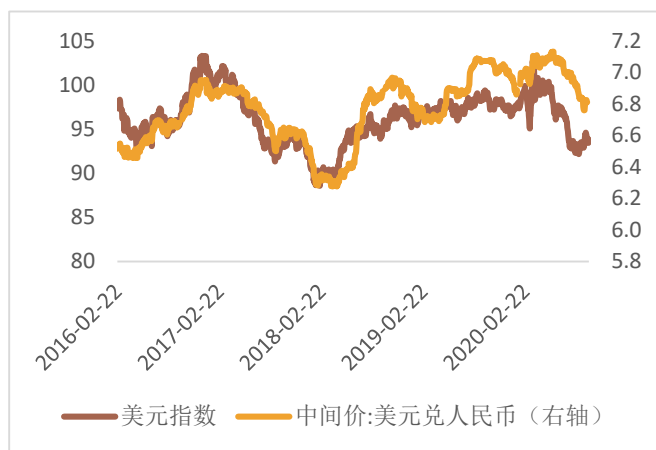
资料来源：Wind, 金信期货研究院

(四) 人民币兑美元大概率走强，资金或延续净流入

自我国 2015 年“811”汇改以来，人民币汇率与美元指数的相关性高，使得我国相对于全球主要非美货币汇率较稳定。7 月中央政治局会议定调货币政策“精准滴灌”，三季度货币政策较上半年边际明显收敛，美国大选前美元指数大概率走弱，人民币汇率易升难贬，美国大选后美元指数或反弹，人民币汇率或有所贬值。

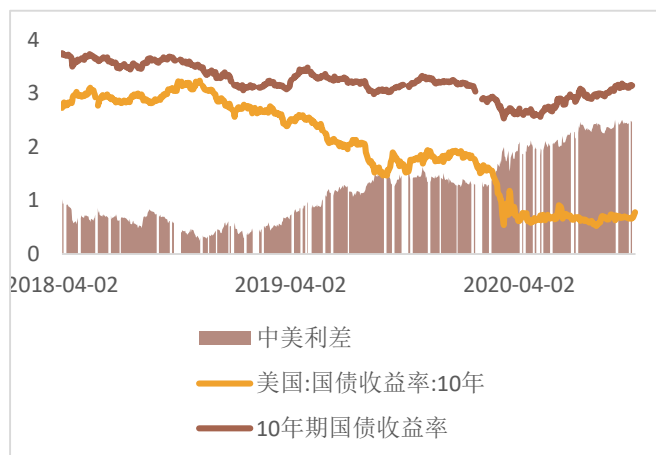
我国汇率的相对稳定，有助于我国与国外的资金相互流动。中美利差处于历史高位，美国大选前，美元指数大概率走弱，外资净流入或延续，美国大选后，美国政治不确定性减少，美元指数大概率反弹，外资净流入速度或放缓。

图 25: 人民币汇率与美元指数走势相似



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 26: 中美利差处历史高位



资料来源: Wind, 金信期货研究院

(五) 货币政策边际收敛

7 月 30 日召开中央政治局会议，认为经济好于预期较快速的复苏，下半年经济形势仍然严峻，且遇到很多问题是中长期的，比如中美摩擦加剧，全球经济增速放缓，贸易保护在全球抬头等，因此在保外贸的同时，强调加快形成国内大循环，补短板的同时升级长板，推进国内产业结构优化和升级，提升我国产业在全球的竞争力。

财政政策和货币政策受财政收支增速不平衡和实体经济杠杆率上升较快影响边际收敛，下半年更注重财政政策的实效和货币政策的精准滴灌，四季度国内资产定价的逻辑或主要是经济基本面修复。

表 6: 政治局会议 7 月与 4 月对比

	2020 年 7 月 30 日政治局会议	2020 年 4 月 17 日政治局会议
今年后续经济形势判断及经济工作基调	<p>加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。做好下半年经济工作，要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务。</p>	<p>在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战，加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。稳是大局，必须确保疫情不反弹，稳住经济基本盘，兜住民生底线。要在稳的基础上积极进取，在常态化疫情防控中全面推进复工复产达产，恢复正常经济社会秩序，培育壮大新的增长点增长极，牢牢把握发展主动权。</p>
财政和货币政策	<p>要确保宏观政策落地见效。财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。</p>	<p>要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。</p>
扩内需	<p>要持续扩大国内需求，克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件。要着眼长远，积极扩大有效投资，鼓励社会资本参与。要加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐。要以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新。</p>	<p>要积极扩大国内需求。要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要调动民间投资积极性。要支持企业出口转内销。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房租租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。</p>

资料来源：根据公开资料整理，金信期货研究院

三、商品配置建议

商品价格涨跌与宏观环境密切相关，本节研究了商品价格涨跌与利率、通胀、经济增速等宏观指标的关系。

在低利率环境、通胀回升和经济过热期（指通胀同比加速且产出缺口为正，即通胀回升且经济回暖时期），商品价格上涨的概率较大。我们认为，如果疫情可控，则四季度商品价格大概率趋势上涨，如果疫情失控，经济衰退且通胀回落，则四季度商品价格大概率趋势下跌。

（一）资金利率处于低位时商品价格上涨概率较大

以 DR007 利率衡量资金利率，在资金利率处于低位时商品价格上涨的概率较高，2004 年 7 月至 2020 年 9 月，当 DR007 月平均利率小于 1.86（含）时，金属和工业品价格指数上涨的概率均为 82.1%，能化和综合价格指数上涨概率分别为 64.2%和 69.2%，农产品上涨的概率为 53.8%，明显低于其他价格指数，显示农产品价格上涨与资金利率高低的关系不大。

表 7：南华指数上涨概率（2004.07-2020.09）

日期	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华综合	DR007 均值	DR007 均值环比
2009 年 4 月	77.48	82.75	20.68	78.26	52.87	0.94	-0.01
2009 年 1 月	165.09	68.55	37.23	106.10	73.25	0.95	-0.56
2009 年 5 月	5.10	26.09	33.94	16.12	25.94	0.95	0.01
2009 年 2 月	38.85	48.20	16.94	39.63	31.93	0.95	0.00
2009 年 3 月	115.03	206.96	47.32	162.44	109.78	0.95	0.00
2009 年 6 月	53.83	92.61	2.54	73.26	39.43	1.02	0.06
2005 年 6 月	70.59	116.48	-38.40	102.11	20.29	1.10	-0.05
2005 年 10 月	-21.51	36.67	-10.30	22.30	4.96	1.12	-0.07
2005 年 5 月	74.84	-38.61	32.06	-1.13	16.06	1.15	-0.14
2005 年 11 月	-44.08	34.87	-50.17	15.41	-21.75	1.19	0.07
2005 年 9 月	54.19	33.19	-3.44	37.69	10.84	1.19	-0.04
2005 年 7 月	177.71	60.86	-32.47	87.17	19.79	1.19	0.10
2005 年 8 月	-31.48	14.32	-24.36	3.06	-12.72	1.23	0.04
2005 年 4 月	-75.86	45.47	-41.96	3.81	-21.70	1.29	-0.42
2006 年 2 月	-65.24	-49.40	-24.16	-55.04	-32.92	1.39	-0.28
2009 年 11 月	55.91	57.57	74.38	62.85	71.18	1.43	-0.08
2010 年 1 月	-52.19	-123.51	-68.05	-94.25	-78.01	1.46	-0.01
2009 年 12 月	64.06	131.86	46.13	107.99	71.67	1.47	0.04
2009 年 8 月	-20.20	60.79	38.71	17.29	31.44	1.48	-0.04
2006 年 3 月	-70.94	126.66	-15.34	74.63	25.39	1.48	0.09
2008 年 12 月	65.00	-77.61	4.76	-9.70	-8.27	1.51	-1.14
2009 年 10 月	104.51	73.23	36.39	87.34	60.49	1.51	-0.08
2009 年 7 月	100.21	123.09	-10.54	114.66	50.31	1.51	0.50
2005 年 12 月	92.94	147.60	48.92	133.70	86.97	1.56	0.38
2020 年 4 月	-6.68	83.74	0.71	42.56	38.51	1.57	-0.47
2009 年 9 月	-80.82	-8.47	-42.89	-33.10	-32.40	1.59	0.12
2020 年 5 月	83.37	92.32	9.20	88.62	73.01	1.62	0.05
2010 年 3 月	-24.72	35.39	-11.36	4.47	-2.11	1.64	-0.21
2010 年 4 月	-8.51	-49.24	2.32	-33.56	-13.72	1.65	0.00
2007 年 1 月	41.64	-113.14	-14.66	-29.85	-30.52	1.67	-0.45
2006 年 1 月	252.40	127.89	8.85	157.02	74.46	1.67	0.11
2006 年 5 月	367.83	58.35	0.87	127.11	62.72	1.68	-0.01
2007 年 3 月	100.83	63.17	-11.36	69.09	30.32	1.68	-1.05
2006 年 4 月	78.95	302.30	-26.44	238.96	89.96	1.69	0.21
2005 年 3 月	-9.96	46.27	72.42	26.61	44.61	1.71	-0.35
2004 年 12 月	-64.08	41.31	-9.84	6.34	-6.14	1.84	-0.21
2005 年 1 月	5.47	28.90	-32.40	18.94	-5.80	1.84	0.00
2010 年 8 月	11.61	26.03	30.93	26.28	28.61	1.85	-0.19
2010 年 2 月	50.02	50.11	31.68	55.40	43.57	1.86	0.40
上涨概率	64.1%	82.1%	53.8%	82.1%	69.2%		

数据来源：Wind, 金信期货研究院

（二）商品价格涨跌具有明显的季节性

商品价格有明显的季节涨跌特征，1 月、2 月、4 月、6 月、7 月和 12 月商品价格上涨的可能性大，而 3 月、5 月、9 月、10 月和 11 月商品价格下跌的可能性大，8 月商品价格涨跌

的不确定性较高。

表 8：南华指数涨跌幅（2004.07-2020.09）

行标签	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华综合	平均值
1月	36.11	16.80	-3.02	22.28	11.56	16.75
2月	4.83	23.58	17.08	11.34	16.70	14.70
3月	-31.34	6.36	-8.43	-8.46	-13.52	-11.08
4月	10.06	45.94	-3.00	31.30	15.78	20.02
5月	10.72	-23.32	2.12	-10.88	-8.25	-5.92
6月	9.73	16.77	0.03	12.58	7.92	9.41
7月	23.05	40.93	-17.36	26.69	10.28	16.72
8月	-13.42	1.58	2.90	-5.03	2.08	-2.38
9月	-24.06	-7.14	-10.08	-14.46	-15.61	-14.27
10月	-9.88	-18.49	7.30	-15.17	-5.93	-8.43
11月	-15.62	-0.83	-6.68	-2.91	-4.57	-6.12
12月	36.77	32.46	10.76	38.41	26.23	28.93
平均值	2.96	11.23	-0.81	7.07	3.49	4.79

数据来源：Wind, 金信期货研究院

上涨概率超过 66.7%的商品价格指数包括：1 月的综合、5 月的农产品、7 月的金属和工业品、12 月的金属、农产品、工业品和综合。上涨概率低于 38%的商品价格指数包括：3 月的能化、金属、农产品和综合，5 月的金属和工业品，6 月农产品，8 月的综合，10 月的金属和综合、11 月的能化、金属、农产品和综合。

表 9：南华指数上涨概率（2004.07-2020.09）

行标签	南华能化	南华金属	南华农产品	南华工业品	南华综合
1月	50.0%	56.3%	50.0%	56.3%	68.8%
2月	62.5%	62.5%	56.3%	62.5%	62.5%
3月	31.3%	37.5%	37.5%	43.8%	18.8%
4月	50.0%	62.5%	50.0%	62.5%	43.8%
5月	43.8%	37.5%	68.8%	37.5%	50.0%
6月	56.3%	56.3%	37.5%	62.5%	50.0%
7月	64.7%	70.6%	41.2%	82.4%	64.7%
8月	47.1%	47.1%	58.8%	52.9%	35.3%
9月	52.9%	47.1%	47.1%	47.1%	47.1%
10月	43.8%	31.3%	56.3%	43.8%	37.5%
11月	37.5%	37.5%	37.5%	43.8%	31.3%
12月	62.5%	81.3%	68.8%	75.0%	81.3%
平均值	50.2%	52.3%	50.8%	55.8%	49.2%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

（三）商品价格涨跌对 CPI 同比变化较 PPI 同比变化敏感

商品价格除对资金利率敏感外，也对通胀和经济增长有关，通过分析 PPI 同比、CPI 同比和工业增加值同比变化与商品价格涨跌的关系，得到如下结论：

在宏观指标同比加速期，(1) PPI 同比加速期，金属、工业品、能化上涨的概率较大，农产品上涨的概率低于 50%；(2) CPI 同比加速期，金属、工业品、能化、农产品上涨的概率较大；(3) 商品价格对工业增加值增速不敏感，在工业增加值加速期，农产品上涨概率只有 41.7%，能化上涨概率也只有 51.0%，只有金属上涨概率略高达到 56.3%；(4) 商品价格对宏观指标敏感度从高到低的是 CPI 同比、PPI 同比和工业增加值同比。

表 10: 南华指数上涨概率 (2004.07-2020.09)

		南华综合	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
PPI 同比加速	上涨概率	53.8%	56.0%	48.4%	59.3%	54.9%
CPI 同比加速	上涨概率	57.3%	59.4%	56.3%	62.5%	53.1%
工业增加值加速	上涨概率	50.0%	53.1%	41.7%	56.3%	51.0%

数据来源: Wind, 金信期货研究院

在宏观指标同比放缓期, (1) PPI 同比放缓期, 金属、工业品、能化下跌的概率较大, 农产品下跌的概率低于 50%; (2) CPI 同比放缓期, 金属、工业品、能化、农产品下跌的概率较大; (3) 商品价格对工业增加值增速不敏感, 在工业增加值放缓期, 农产品和金属下跌概率小于 50%, 工业品和能化下跌概率大于 50%; (4) 商品价格对宏观指标敏感度从高到低的是 CPI 同比、PPI 同比和工业增加值同比。

表 11: 南华指数上涨概率 (2004.07-2020.09)

		南华综合	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
PPI 同比放缓	上涨概率	45.3%	46.3%	52.6%	49.5%	42.1%
CPI 同比放缓	上涨概率	40.7%	44.0%	42.9%	47.3%	44.0%
工业增加值放缓	上涨概率	46.9%	47.9%	55.2%	52.1%	43.8%

数据来源: Wind, 金信期货研究院

(四) 在经济周期不同阶段商品价格涨跌分析

我们把通胀上行且经济增速放缓阶段称为滞胀期, 把通胀上行且经济增速加速阶段称为过热期, 把通胀下行且经济增速放缓阶段称为衰退期, 把通胀下行且经济增速加速阶段称为过热期。

此处以经济增速是否放缓用产出缺口来衡量, 用季度 GDP 实际增速计算产出缺口, 产出缺口为正则判断经济增速加速, 产出缺口为负则判断经济增速放缓。

以 PPI 作为通胀指标, 统计 2004 年 7 月至 2020 年 9 月商品价格涨跌, 得到: (1) 在经济复苏期商品价格涨跌不一, 工业品和金属月涨跌幅均值录得正值, 农产品和能化月涨跌幅均值录得负值, 且能化上涨概率为 39.5%, 月均涨跌幅为-14.13%, 表明在复苏期能化价格下跌的可能性较大; (2) 在经济过热期, 商品价格月涨跌幅均值录得正值, 金属和工业品上涨概率达到 67.9%和 62.5%, 上涨概率较大; (3) 在经济衰退期, 商品价格月涨跌幅均值录得负值, 工业品和能化上涨概率均为 44.2%, 农产品在该时期录得 55.8%的上涨概率, 显示逆经济周期的价格涨跌; (4) 在经济滞胀期, 商品价格录得上涨, 但商品价格涨跌分化, 农产品上涨概率为 40.9%, 工业品和能化价格上涨概率均为 52.3%。

表 12: PPI 划分经济周期商品涨跌幅 (2004.07-2020.09)

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	-0.19	2.35	-3.66	11.28	-14.13
过热	15.83	22.26	5.78	23.85	24.73
衰退	-8.27	-8.14	-4.40	-1.75	-14.73

滞胀	5.25	10.31	-2.18	10.45	12.86
----	------	-------	-------	-------	-------

数据来源：Wind, 金信期货研究院

表 13: PPI 划分经济周期商品上涨概率 (2004.07-2020.09)

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	48.8%	48.8%	48.8%	53.5%	39.5%
过热	60.7%	62.5%	55.4%	67.9%	58.9%
衰退	42.3%	44.2%	55.8%	46.2%	44.2%
滞胀	47.7%	52.3%	40.9%	54.5%	52.3%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

以 CPI 作为通胀指标, 统计 2004 年 7 月至 2020 年 9 月商品价格涨跌, 得到: (1) 在经济复苏期, 商品价格月涨跌幅均值录得负值, 工业品、农产品、金属和能化上涨概率均小于 45.5%, 尤其是农产品上涨概率为 38.7%, 显示农产品在该时期下跌概率较大; (2) 在经济过热期, 商品价格月涨跌幅均值录得正值, 金属和工业品上涨概率达到 69.1% 和 63.2%, 上涨概率较大; (3) 在经济衰退期, 商品价格月涨跌幅均值录得负值, 工业品、农产品和能化上涨概率均为 45.0%, 下跌的概率大一些; (4) 在经济滞胀期, 商品价格录得上涨, 农产品上涨概率为 55.6%, 在商品大类中上涨概率较大, 工业品、金属和能化价格上涨概率均为 52.8%。

表 14: CPI 划分经济周期商品上涨概率 (2004.07-2020.09)

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	41.9%	41.9%	38.7%	45.2%	41.9%
过热	61.8%	63.2%	58.8%	69.1%	54.4%
衰退	40.0%	45.0%	45.0%	48.3%	45.0%
滞胀	52.8%	52.8%	55.6%	52.8%	52.8%

数据来源：Wind, 金信期货研究院

表 15: CPI 划分经济周期商品涨跌幅 (2004.07-2020.09)

	南华商品	南华工业品	南华农产品	南华金属	南华能化
复苏	-9.86	-8.64	-12.08	-2.12	-16.15
过热	17.16	23.42	7.84	27.34	18.52
衰退	-10.39	-8.35	-10.37	-3.54	-14.87
滞胀	11.80	14.75	8.25	16.14	19.22

数据来源：Wind, 金信期货研究院

(五) 美国总统大选期间商品价格涨跌分析

我们统计了 2004 年以来美国历次总统选举期间 (当年 10 月到次年 1 月) 商品价格涨跌情况, 分别是 2004 年小布什参选总统、2008 年奥巴马参选美国总统、2012 年奥巴马参选美国总统和 2016 年特朗普参选美国总统。可以看到 2008 年总统选举期间商品价格下跌明显,

而 2004 年、2012 年和 2016 年商品价格上涨的幅度较大，尤其是 2016 年商品价格上涨幅度很高。

表 16: 南华指数涨跌幅 (2004.07-2020.09)

PPI 划分	CPI 划分	月缺口 环比	日期	工业品	农产品	金属	能化	CPI	PPI
滞胀	衰退	-0.31	2004 年 10 月	-45.5	-42.3	-63.1	-9.9	4.3	8.4
衰退	衰退	-0.31	2004 年 11 月	52.6	5.9	108.9	-43.6	2.8	8.1
衰退	衰退	-0.31	2004 年 12 月	6.3	-9.8	41.3	-64.1	2.4	7.1
衰退	衰退	0.42	2005 年 1 月	18.9	-32.4	28.9	5.5	1.9	5.8
衰退	衰退	-0.70	2008 年 10 月	-390.6	-110.5	-413.3	-377.0	4.0	6.6
衰退	衰退	-0.70	2008 年 11 月	-94.0	-52.3	-61.6	-146.8	2.4	2.0
衰退	衰退	-0.70	2008 年 12 月	-9.7	4.8	-77.6	65.0	1.2	-1.1
衰退	衰退	-0.13	2009 年 1 月	106.1	37.2	68.6	165.1	1.0	-3.4
滞胀	衰退	0.18	2012 年 10 月	-21.6	-9.7	-41.7	0.1	1.7	-2.8
滞胀	滞胀	0.18	2012 年 11 月	-5.2	-11.6	3.2	-1.1	2.0	-2.2
滞胀	滞胀	0.18	2012 年 12 月	90.3	12.5	37.7	132.1	2.5	-1.9
滞胀	衰退	0.02	2013 年 1 月	22.9	21.8	23.3	20.1	2.0	-1.6
过热	过热	0.09	2016 年 10 月	148.9	48.2	144.5	203.4	2.1	1.2
过热	过热	0.09	2016 年 11 月	141.9	58.1	180.5	82.8	2.3	3.3
过热	复苏	0.09	2016 年 12 月	-9.3	-31.3	-35.0	5.2	2.1	5.5
过热	过热	0.09	2017 年 1 月	116.9	21.6	145.5	115.8	2.5	6.9

数据来源: Wind, 金信期货研究院

当前经济所处状态和 2016 年最为相似，即经济增速逐步加速，且 PPI 同比和 CPI 同比趋势回升，因此经济基本面支持商品价格上涨。与 2016 年类似，2020 年 4-9 月商品价格累计涨幅较大，如果经济稳步复苏的话今年 10 月至明年 1 月商品价格较大幅度上涨的概率较大，但可能上涨幅度小于 2016 年；如果疫情在 10 月至明年 1 月超预期快速蔓延导致疫情管控措施显著加强的话，全球需求料将疲软，或制约该段时间商品价格涨幅。

表 17: 南华指数涨跌幅 (2004.07-2020.09)

PPI 划分	CPI 划分	月缺口 涨跌	日期	工业品	农产品	金属	能化	CPI	PPI
滞胀	滞胀	0.03	2016 年 1 月	-3.5	-14.3	-7.6	2.5	1.8	-5.3
滞胀	滞胀	0.03	2016 年 2 月	71.0	-27.6	87.9	71.7	2.3	-4.9
滞胀	滞胀	0.03	2016 年 3 月	74.8	32.3	80.1	72.2	2.3	-4.3
滞胀	滞胀	-0.02	2016 年 4 月	153.6	83.8	154.3	168.6	2.3	-3.4
滞胀	衰退	-0.02	2016 年 5 月	-155.7	43.8	-173.9	-150.0	2.0	-2.8
滞胀	衰退	-0.02	2016 年 6 月	143.7	103.4	166.3	152.1	1.9	-2.6
滞胀	衰退	0.03	2016 年 7 月	15.7	-87.3	43.5	10.4	1.8	-1.7
滞胀	衰退	0.03	2016 年 8 月	-2.8	-2.1	-14.6	21.0	1.3	-0.8
滞胀	滞胀	0.03	2016 年 9 月	41.9	33.0	-0.8	74.0	1.9	0.1
过热	过热	0.09	2016 年 10 月	148.9	48.2	144.5	203.4	2.1	1.2
过热	过热	0.09	2016 年 11 月	141.9	58.1	180.5	82.8	2.3	3.3
过热	复苏	0.09	2016 年 12 月	-9.3	-31.3	-35.0	5.2	2.1	5.5
过热	过热	0.09	2017 年 1 月	116.9	21.6	145.5	115.8	2.5	6.9
滞胀	滞胀	-4.14	2020 年 1 月	-27.7	-29.9	-18.6	-38.2	5.4	0.1
衰退	衰退	-4.14	2020 年 2 月	-100.8	-63.9	-77.8	-114.4	5.2	-0.4

衰退	衰退	-4.14	2020年3月	-111.7	21.4	-47.4	-176.9	4.3	-1.5
衰退	衰退	3.39	2020年4月	42.6	0.7	83.7	-6.7	3.3	-3.1
衰退	衰退	3.39	2020年5月	88.6	9.2	92.3	83.4	2.4	-3.7
滞胀	滞胀	3.39	2020年6月	27.6	-2.0	38.1	20.5	2.5	-3.0
过热	过热	0.62	2020年7月	47.0	44.1	107.2	8.5	2.7	-2.4
过热	复苏	0.62	2020年8月	38.7	20.4	52.6	29.6	2.4	-2.0
过热	复苏	0.62	2020年9月	-61.9	33.0	-45.8	-60.8	2.2	-1.7

数据来源: Wind, 金信期货研究院

风险提示

海外疫情超预期爆发，全球贸易摩擦加剧，经济复苏不及预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。