

2020年2月11日

## 中国宏观观察

### 新冠病毒疫情影响大宗商品短期定价

- ① 新冠肺炎的高传播性使得控制疫情需要高力度的限制人口流动措施。这使得自春节假期起至今，餐饮、旅游和娱乐等行业的商业活动步入低谷。而随着时间进入传统意义上的节后开工期，工业和制造业等行业处于避免人员聚集的防疫需求，亦存在较强的产能回升压力。目前虽然针对疫情的初步遏制已在数据上得到反映，但整体社会的经济生产秩序恢复正常仍需时间。
- ② 从供需关系看，紧急事态下中国经济的变化会影响大宗商品的定价。由于餐饮、旅游和娱乐的消费低迷和工厂产能复苏时间延长会降低整体经济的需求，继而对大宗商品交易构成冲击。但结合历史数据，我们认为这类冲击虽然在短期内影响定价，但大宗商品的长期定价依赖更深层次的经济周期走势。疫情的短期冲击可以创造投资空间，但长期影响有限。
- ③ 大豆价格受疫情短期冲击明显，短期内会一度上行，并在滞后一定时间后出现下跌，但长期效果有限。长期来看大豆价格受中美贸易关系的影响较大，中美贸易争端的缓和使得大豆需求得以恢复，对大豆价格修复提供支持。但大豆的价格长期增长动力疲软，2020年若南美没有严重天气灾害，则全球大豆供给偏向宽松。需求方面，国内猪瘟疫情导致生猪存栏量下降，影响豆粕需求。
- ④ 因控制疫情所执行的限制人口流动措施会严重影响原油需求，压制原油价格。但原油价格的长期走势受疫情影响有限。原油价格更多受全球整体经济变化的影响，而疫情的作用很难构成决定性的长期影响因素。综合来看，新兴市场经济增速的放缓制约原油需求扩大，而各主要经济体间的贸易争端不利于消费市场增长，继而影响油价。
- ⑤ 由于部分制造业以铜作为原料，因此疫情会对铜价构成压力。但随着疫情得到控制，铜价的长期走势仍与经济基本面密切相关。此外，步入2019年后，全球经济增长动能的下降抑制了铜价，但经济不确定性的上升则持续推升金价。

#### 彭非

fei.peng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1804

#### 谭淳

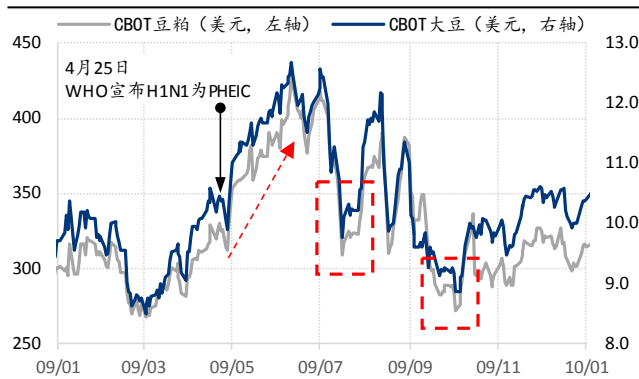
karen.tan@bocomgroup.com  
(852) 3766 1825

#### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(852) 3766 1805

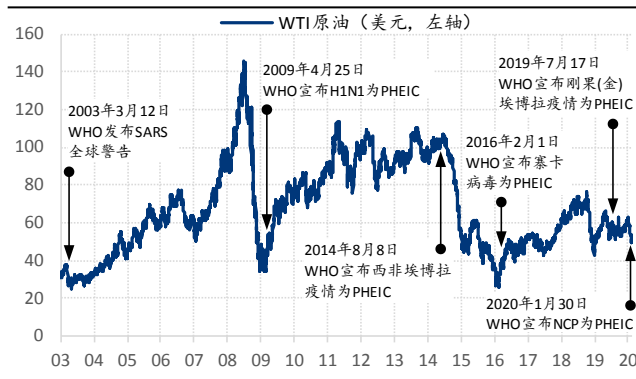
## 本周焦点图表

图表 1: H1N1 疫情影响大豆期货短期走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

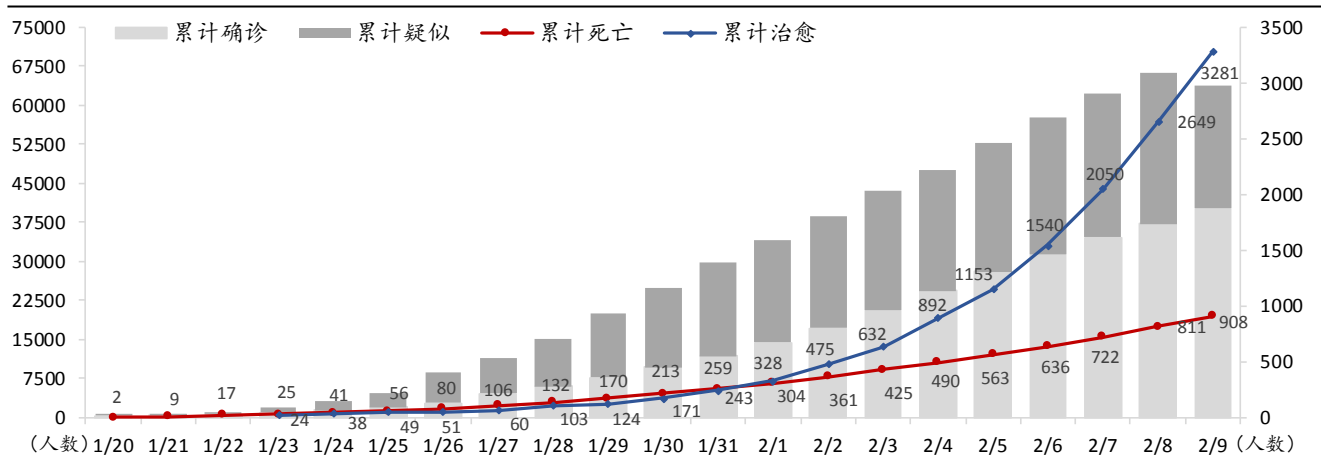
图表 2: 主要疫情对油价的长期走势影响有限



资料来源: 公开资料整理, 交银国际

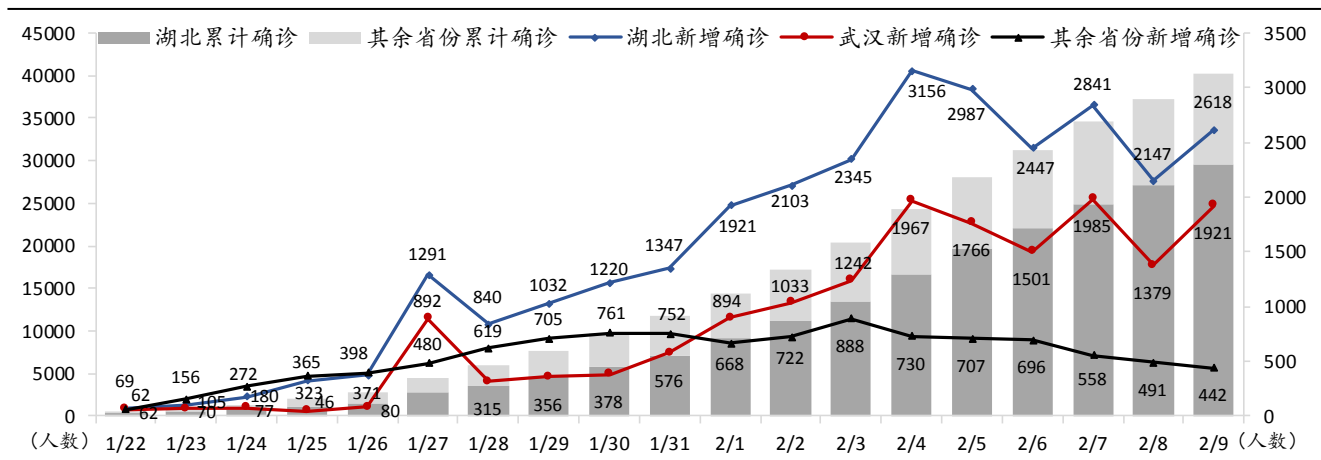
截至2月9日24时, 中国内地已累计确诊40171例新型冠状病毒肺炎(简称“新冠肺炎”或“NCP”), 总疑似病例23589例。数据显示新冠肺炎累计确诊病例仍处于上升阶段, 但累计确诊及疑似病例之和呈下降趋势。总治愈人数达到3281例, 增速持续增长。现在距离湖北1月23日封城已过近3周, 随着包括隔离和限行等降低人口流动的措施进一步实施, 疫情正逐步得到遏制。

图表 3: 新型冠状病毒累计确诊加疑似病例出现下降, 治愈人数持续上升



资料来源: 卫健委, 交银国际预测

图表 4: 湖北外省份新增确诊人数持续下行



资料来源: 卫健委, 交银国际预测

## 疫情对大宗商品定价的影响

新冠肺炎的高传播性使得控制疫情需要高力度的限制人口流动措施。这使得自春节假期起至今, 餐饮、旅游和娱乐等行业的商业活动步入低谷。而随着时间进入传统意义上的节后开工期, 工业和制造业等行业处于避免人员聚集的防疫需求, 亦存在较强的产能回升压力。目前虽然针对疫情的初步遏制已在数据上得到反映, 但整体社会的经济生产秩序恢复正常仍需时间。

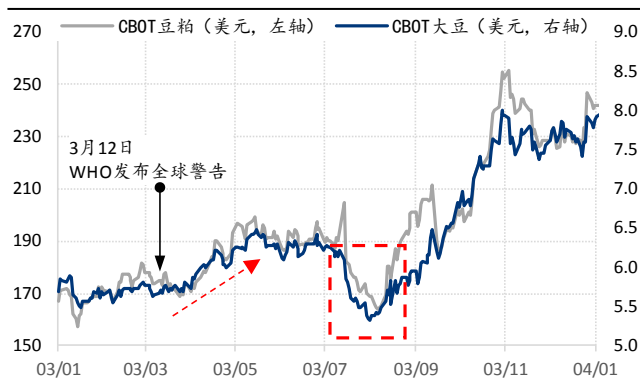
因此从供需关系上, 紧急事态下中国经济的变化会影响大宗商品的定价。由于餐饮、旅游和娱乐的消费低迷和工厂产能复苏时间延长会降低整体经济的需求, 继而对大宗商品交易构成冲击。但结合历史数据, 我们认为这类冲击虽然能够在短期内影响定价, 但大宗商品的长期定价依赖更深层次的经济周期走势。疫情的短期冲击可以创造投资空间, 但长期影响有限。

## 不同类型大宗商品的走势

### 大豆期货的影响

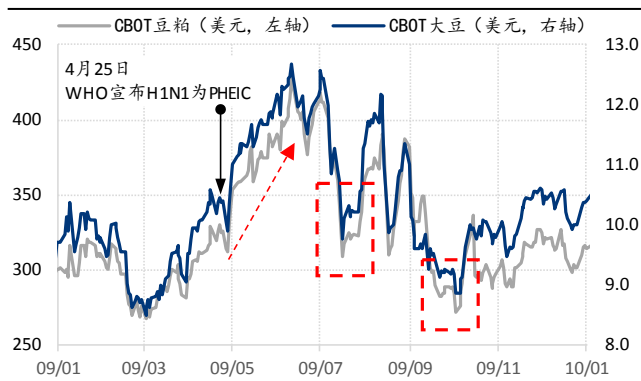
2003年SARS和2009年H1N1疫情期间CBOT大豆期货的走势显示, 大豆价格短期内会一度上行, 并在滞后一定时间后出现下跌。这是因为大豆通常的播种期在春季的4月和夏季的6月。而考虑到生长发育期, 春季大豆和夏季大豆的收获时间分别为7月和10月。由于SARS和H1N1流感爆发时间正值春季大豆播种期, 因此大豆种植活动受到严重制约, 供给端受到破坏, 导致价格上行。而其后由于生产计划被打乱, 导致夏季大豆播种量增加, 产能的上升压制大豆价格。SARS期间大豆价格就是先有一段增长, 然后在7月期间开始下跌。而在H1N1流感影响下, 大豆价格先是一路上扬, 然后在7月出现暴跌; 虽然价格在8月曾剧烈波动, 但7月大豆播种量增加使得10月大豆价格走弱。

图表 5: SARS 期间大豆期货出现短期下行



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: H1N1 疫情影响大豆期货短期走势



资料来源: Macrobond, 交银国际

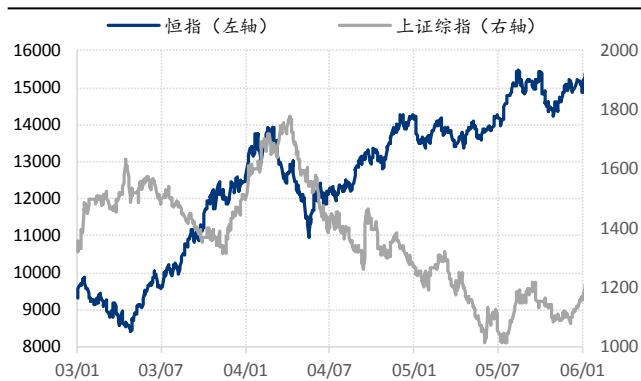
需要强调的是，虽然疫情对大豆价格的短期冲击明显，但长期效果有限。长期来看影响大豆价格的因素是多方面的。种植成本是优先考虑的因素，而这与补贴政策、人力费用、燃料成本、环保规定等关系密切。此外其他大宗商品的波动亦会影响大豆价格走势，例如玉米会影响大豆的种植面积，而原油影响大豆种植成本。而无论是原油、政策、和人力成本，均与全球经济环境有关。因此突发事件虽然会对大豆价格产生影响，但随着疫情得到控制，利空逐步消化，大豆价格仍遵循长期经济规律。大豆价格受中美贸易关系的影响较大，中美贸易争端的缓和使得大豆需求得以恢复，对大豆价格修复提供支撑。但大豆的价格长期增长动力疲软，2020年若南美没有严重天气灾害，则全球大豆供给偏向宽松。需求方面，国内猪瘟疫情导致生猪存栏量下降，影响豆粕需求。

图表 7: 大豆长期走势受全球经济环境综合影响



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: SARS 的短期冲击很难决定长期走势



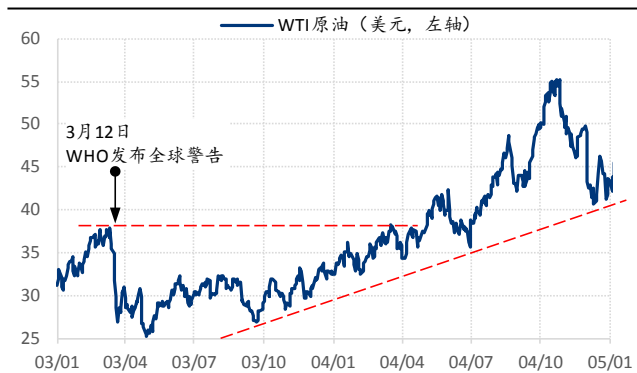
资料来源: Macrobond, 交银国际

## 原油价格的影响

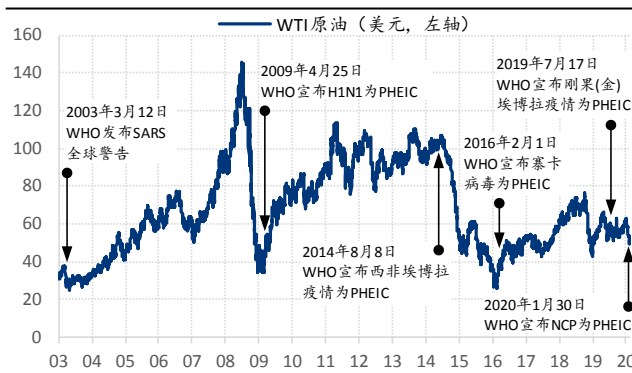
2003年SARS的爆发使得国际原油价格出现短暂跳水。WTI原油价格后续直到1年后的2004年4月才回到先前位置。这是因为工业制造业对原油的需求较大，而终端消费活动刺激工厂产能扩张，变相增大原油需求。因控制疫情所执行的限制人口流动措施会严重影响原油需求，压制原油价格。但另一方面，疫情的影响又是短期的。随着SARS疫情6月得到遏制，10月份起原油价格实际上就开始了上升通道，一直维系到2006年。

因此同大豆一样，原油价格的长期走势受疫情影响有限。我们列举了近17年来世界主要疫情期间原油价格的走势。数据显示原油价格更多受全球整体经济变化的影响，而疫情的作用很难构成决定性的长期影响因素。例如2009年H1N1流感期间油价并未出现下行，而是受金融危机后宽松的市场环境而出现持续上涨；而2014年导致油价暴跌的欧债危机、伊朗核问题、OPEC扩充产能等因素，并非由西非埃博拉疫情所导致；而2016年寨卡病毒期间，国际油价更是因美元贬值和供给下降等因素出现上涨。综合来看，影响全球原油需求的因素很多，新兴市场经济增速的放缓制约原油需求扩大，而各主要经济体间的贸易争端不利于消费市场增长，继而影响油价。

图表 9: SARS 期间油价跳水，但长期恢复上涨



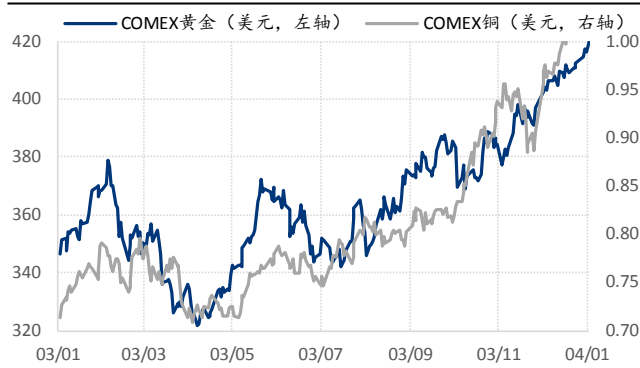
图表 10: 主要疫情对油价的长期走势影响有限



### 金属价格的影响

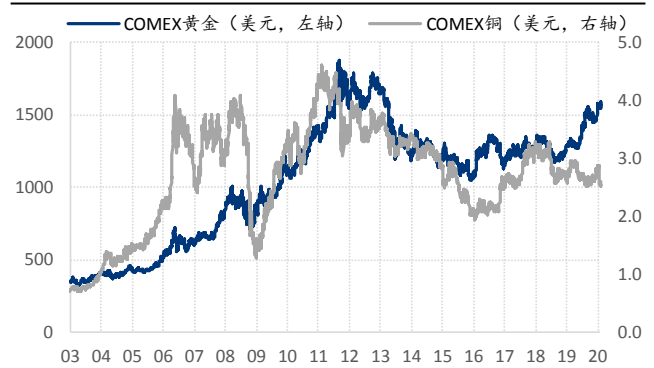
2003年SARS疫情对金价和铜价的影响同样限于短期。由于部分制造业以铜作为原料，因此疫情会对铜价构成压力。但随着疫情得到控制，铜价亦恢复增长。铜价的长期走势仍与经济基本面密切相关。此外，步入2019年后，全球经济增长动能的下降抑制了铜价，但经济不确定性的上升则持续推升金价。金价和铜价走势的分化预示着全球经济周期步入新的阶段。在大环境作用的影响下，疫情对价格的影响有限。

图表 11: SARS 对金价和铜价短期影响大于长期



资料来源：万得，交银国际

图表 12: 金价和铜价长期走势分化



资料来源：万得，交银国际

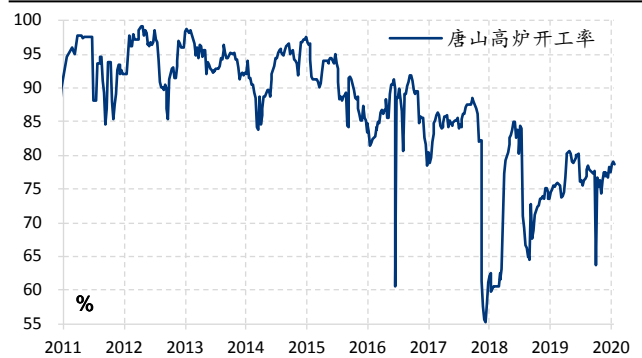
## 经济领先指标

图表 13: 螺纹钢价格 (周度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 14: 唐山高炉开工率 (周度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 15: 铁矿石价格指数及进口量



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 16: 铁矿石库存同比增速 (周度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 17: 水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

图表 18: 西部地区水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

注: 西部地区城市包括昆明、成都、重庆、贵阳、西安、兰州、西宁和银川。

图表 19: 长江有色市场无氧铜丝价格 (日度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 20: 生猪、豆粕价格 (周度)



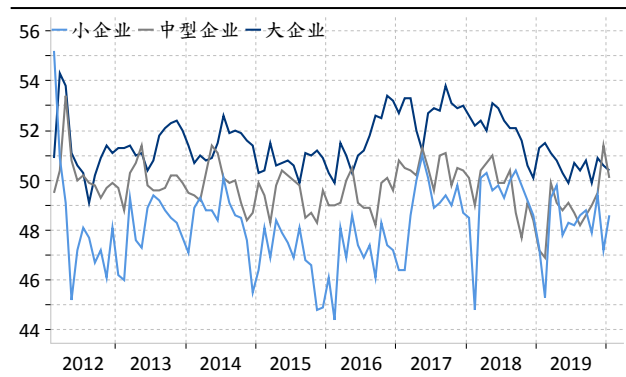
资料来源: 万得, 交银国际

图表 21: PMI 中国制造业与非制造业 (月度)



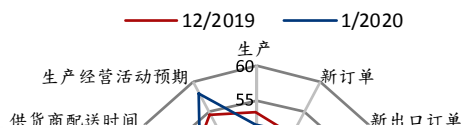
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 22: PMI 中国大中小企业 - 带季调 (月度)

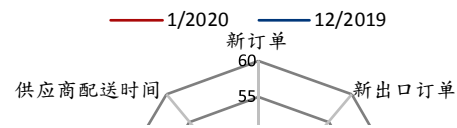


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 23: PMI 制造 (月度)



图表 24: PMI 非制造 (月度)



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1\\_7322](https://www.yunbaogao.cn/report/index/reportId=1_7322)

