

宽松风起时
工业秋未去, 金融冬已过, 农业春欲来

——资产配置与大宗商品年度展望
(2020 年度)

重要提示

本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

目 录

大类资产配置：2020年，抓住周期风口	2
商品策略：产能全面扩张，需求尚有韧性.....	3
宏观：央行宽松周期已再临 全球经济格局将重构	4
股指：机会在上半年，从低估值向科技板块切换	5
国债：货币政策定力依旧，债市投资重在波段	6
外汇：高波动下渐升值	7
贵金属：2020年贵金属有望先抑后扬.....	8
黑色金属：变局中的黑色金属市场展望	9
动力煤：凛冬朔风起，且行且珍惜.....	10
纯碱玻璃：地产后周期，需求韧性犹在	11
原油：地缘制衡，宽幅震荡	12
沥青：供需宽松叠加燃油拖累，沥青重心或下移	13
燃料油：低硫燃油支撑偏强，高硫燃油需求恐被低估.....	14
PTA&MEG：弱需求下，供应再平衡	15
LLDPE、PP：深秋之后，迎接寒冬.....	16
PVC：供应增长兑现与否决定行情节奏 PVC前强后弱.....	17
苯乙烯：产能扩张周期开启，成本将成为定价关键	18
甲醇：供应过剩加剧，甲醇将继续筑底	19
尿素：尿素供应继续增长，长线压力持续.....	20
橡胶：走出泥沼不易，底部抬高可期	21
纸浆：纸浆库存去化难解，底部震荡寻求出路.....	22
铜：莫谓需求瘦，曾见铜仙泣.....	23
铝：供应“深蹲”到“跳跃”，铝价重负下行	24
铅：积弱不振	25
锌：不破不立	26
镍：供应故事难持续，镍价落尽终有时	27
油脂油料：供减需增利多油脂，天气养殖仍存变数	28
生猪：产能复苏迎曙光，2020年生猪价格或前高后低.....	29
玉米：需求恢复驱动，2020年玉米期价震荡向上.....	30
白糖：供需较为平衡，把握阶段性投资机会	31
棉花&棉纱：供需边际改善 棉价重心或上移	32

2020年，抓住周期风口

2019-12-12

专题摘要：

整体展望：上半年重在节奏，下半年等待验证。展望2020年，市场主线将围绕两大要素来展开：库存周期切换与货币政策节奏。我们预计风险偏好回升，权益和商品市场率先发力。其中，商品关注基建原料的反弹与生猪存栏趋稳的粕类中长期做多机会，权益市场呈现先低估值后成长的轮动。货币政策预期或在年中出现明显宽松，由此带动债市多头布局机会。而下半年跟随PPI企稳回升、融资成本降低和经济数据验证的预期变化伺机而动，此时可以更多关注事件驱动下的贵金属做多机会。最后，时刻警惕市场一致预期增强时在期货市场中的提前反映。

核心逻辑：库存切换在前，通胀逻辑在后，货币政策定力依旧。新订单数据领先工业企业产成品库存回升，在房地产投资有韧性、汽车消费稳定的节奏下，需求略有复苏，被动去库存预计发生在上半年。定向降准、降成本等工具不会缺席，只是通胀在年初仍会对货币政策有限制，二季度货币政策预期的宽松空间打开。

资产变化：上半年注重风险资产，下半年持续谨慎。

- **权益风格从低估值到成长。**一季度的基建发力支撑低估值板块表现。在CPI制约下降、行业景气度回升的背景下，二季度市场风格逐渐转至成长。
- **债市节奏一波三折，上沿位置做配置。**一季度债市承压下行概率大，但在降成本的任务之下，货币政策预期的宽松空间有望扩大，二季度可以积极参与债券收益率在波动区间上沿的配置机会。
- **工业品紧跟库存周期，上半年优先布局。**工业品产能继续增加的概率大，在低波动的背景下，把握节奏更重要。地产、建材相关商品在上半年的多头机会相对确定，下半年关注补库情况。
- **猪价与油价将影响通胀及预期变化。**猪通胀的逻辑在一季度还能继续影响市场，随着节日消费的下降和生猪存栏的回升，政策调控将继续见效。二季度猪价承压走弱，带动CPI结构性走低，而油价高位震荡助推PPI下半年逐渐企稳。

一季度建议：做多黑色、沥青和铜，布局豆粕中长期多头，股市配置低估值板块，债市参与期债基差扩大。

二季度建议：做多成长板块和IC，持有工业品和豆粕，债市现券多头入场。

下半年建议：参照数据和政策验证调整仓位，增加黄金期货、期权避险对冲。

风险因子：基建、地产投资增速不及预期；猪价与油价带动的通胀超预期；货币政策不及预期，定向工具的加码和各类配套政策的推出对LPR调低必要性的抵消；贸易争端上升。

中信期货研究部

www.citicsf.com

更多资讯和研究

请关注本司网站

投资咨询业务资格

证监许可【2012】669号

大类资产配置

研究员

张革

021-60812988

zhangge@citicsf.com

从业资格号 F3004355

投资咨询资格号 Z0010982

姜婧

021-60812990

jiangjing@citicsf.com

从业资格号 F3018552

投资咨询号 Z0013315

产能全面扩张，需求尚有韧性

2019-12-12

报告摘要：

整体展望：产能扩张背景下工业品波动率降低，生猪养殖恢复预期下需求端对饲料原料的上行驱动增强。产能扩张、地产韧性、基建发力和生猪养殖恢复将为2020年商品市场的主要驱动因素。最后，警惕市场一致预期增强时在期货市场上的提前反映。

- **产能全面扩张**：在过去几年高利润的刺激下，黑色、有色、化工等工业品产能持续扩张，上游行业固定资产投资增速已超过下游制造业的投资增速，在产能全面过剩的背景下，工业品价格将整体受到压制，其波动率也将进一步降低。
- **地产韧性持续**：由于过去几年期房的大量销售，房地产在未来一两年将持续面临交付压力，存量施工面积将维持较高水平，地产韧性余波犹存，这将支撑钢材、水泥、玻璃、铝型材等相关商品需求。
- **基建阶段性发力**：经济下滑压力下，逆周期调节政策将再度发力，而基建将再度成为逆周期调节的主要手段，且专项债的发行将进一步向基建领域集中。预计明年基建和地产的节奏类似，均前强后弱，整体工业品可能呈现出前高后低的节奏。
- **库存周期见底**：全球制造业PMI反弹，明年上半年地产、基建有望对需求进一步拉动，进而造成被动去库，为新一轮库存周期的启动创造条件。在被动去库以及主动补库阶段，与制造业相关的工业品如铜、热卷将明显受到带动。
- **生猪养殖恢复**：在高利润和政策支持的驱动下，2020年生猪养殖规模大概率逐步恢复，在正常的生产条件下预计2020年上半年全国生猪存栏量逐步回升，下半年生猪出栏量逐步增加，饲料需求端对豆粕和玉米价格的上行驱动逐渐增强。
- **原油及化工品**：页岩油已成为影响国际油市供需平衡和油价的重要因素，尽管2020年美国页岩油产量增速或将放缓，但美国页岩油潜在产能仍将构成油价的上限，而页岩油的生产成本和OPEC+的减产将为油价下方的重要支撑，明年原油价格或呈现区间运行；在油价无趋势性行情的条件下，新产能的投放将继续驱动化工品震荡偏空运行。

一季度建议：黑色、沥青、铜、油脂油料、玉米做多为主；化工品逢高空为主。

二季度建议：黑色、油脂油料做多为主；化工品逢高空为主。

下半年建议：关注需求走弱逻辑下黑色做空的机会；生猪养殖恢复逻辑下继续关注豆粕、玉米做多的机会；黄金多头配置为主。

风险因子：基建、地产投资增速不及预期；贸易争端上升；地缘政治冲突升级；生猪养殖恢复不及预期。

中信期货研究部

www.citicsf.com

更多资讯和研究

请关注本司网站

投资咨询业务资格

证监许可【2012】669号

商品策略

研究员：

曾宁

021-60812995

zengning@citicsf.com

从业资格号：F3032296

投资咨询号：Z0012676

刘高超

010-57762988

liugaochao@citicsf.com

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689



央行宽松周期已再临 全球经济格局将重构

2019-12-12

本期摘要：

从我们一直以来关注的信贷周期来看，全球经济格局正在被重塑，经济体在周期中所处的位置变得相对集中了一些。而正是经济格局的变化，令全球各大央行的货币政策从此前的各自为政变成“齐步走”，越来越多的央行选择以各种方式放松货币政策，新一轮宽松周期再度降临。尽管我们在信贷周期上观察到了“聚拢”现象，但是这种“聚拢”只是相对概念。如果对全球经济进行更加细致的观察，在各个层面上的分化依然存在：宏观层面是经济增速绝对值的分化；中观层面是制造业和服务业的分化；微观层面则是投资和消费信心的分化。而正是由于分化的存在，主要经济体宽松政策的空间大不相同。虽然从广义货币加以考量，中国的宽松空间看似不大，但是如果过滤掉其中货币乘数带来的影响，仅考虑基础货币，那么我们最关注的四大央行之中，宽松空间从大到小依次为美联储 > 欧洲央行 ≈ 中国人民银行 > > 日本央行。

区域	经济展望	政策展望	风险因子
中国：长短因素共振时，经济增速底将至	明年经济增速降至5.8-6%。 1. 消费：明年继续承压，长期潜力可观。汽车销售增速明年有望缓慢升至1%，房地产销售则将继续在扩张与收缩边缘徘徊。 2. 投资：商品房投资增速或将降至个位数，存量房和保障房有潜力对其进行对冲；项目到位+资金到位，基建高点将再度前置，全年地方专项债或达3-3.2万亿	明年将继续偏宽松，财政政策为主，货币政策为辅。 1. 合理放宽对赤字容忍度，财政政策能够赢得更多施展空间 2. 短期流动性通过定向或全面降准补充。中长期引导公开市场操作利率下行是主流操作，如出现极端情况则可能全面降息。	1. 上行因子：更大力度的减税降费政策出台，包括但不限于个税、企业税及关税的调降；贸易关系出现突破性进展。 2. 下行因子：对赤字严格限制，制约财政收支；贸易摩擦加剧；猪肉调控政策失灵，倒逼加息。
美国：2019一枝独秀，2020或适度放缓	各种信号暗示明年经济增速放缓的概率相当大，但尚不至于发生衰退。 1. 纽约联储衰退模型继2008年后再次发出危机预警信号 2. 非金融企业杠杆率见顶，企业偿债能力受挑战 3. 美债抛售潮暗示市场对美国经济前景不确信 4. 制造业PMI及财政赤字则从经济指标的角度发出警告 根据目前的预测，明年美联储降息1-2次的可能性较大。		1. 对外贸易：中美以谈代打，2020年发生严重冲突的可能性有所降低；美欧之间冲突继续，但点到为止 2. 总统大选：历史经验及民调来看，特朗普连任概率大；民主党若胜选则拜登有可能上位。
欧元区：2019或已见底，2020有望温和复苏	成也外需败也外需，明年经济有机会温和复苏。 1. 美国明年注意力将更多地放在国内大选，令欧洲尤其德国的外需环境有喘息之机。 2. 听其言观其行，在精神上继续当美国的盟友不妨碍欧洲部分国家开始在行动上与中国建立更多的贸易联系		1. 短期风险：英国大选与脱欧 2. 中期风险：更多成员国考虑脱欧，一体化受到威胁 3. 长期风险：后默克尔时代谁能挑起扛欧大旗

中信期货研究部

www.citicsf.com

更多资讯和研究

请关注本司网站

投资咨询业务资格

证监许可【2012】669号

宏观

研究员

尹丹

0755-23991697

yindan@citicsf.com

从业资格号F0276368

投资咨询号Z0011352

联系人

罗奕劼

021-60812979

luohuanjie@citicsf.com

从业资格号F3016675

机会在上半年，从低估值向科技板块切换

2019-12-12

报告摘要：

增量资金市而非盈利修复市：2020年A股有望演绎为由资金面驱动的上攻行情。核心驱动力来自于两块，一是负利率环境下，大类配置有望从固收类资产向权益类资产转移，沪深300、恒生指数等无泡沫化倾向的权益类资产有望获得外资增配；二是资本市场改革提速，短期内虽会带来一定的减持压力，但中期来看，伴随并购市场、定增市场活跃，产业资本、国有资本将会加大A股的配置力度。

分歧在于节奏，警惕抢跑行情的可能：我们与市场的分歧在于节奏，市场普遍担忧一季度CPI高企会制约货币政策的空间，于是得到二季度行情启动的观点。但我们认为2020年春节之后存在“抢跑”的可能性，进入下半年反而面临一丝隐患：1) 历史上的滞胀期，10年期国债收益率往往锚定PPI，无风险利率在CPI上行后半段脱敏，政策约束不宜高估；其次，专项债节奏前移、信贷一季度集中投放，政策重心在上半年，届时伴随PPI企稳，或有经济复苏的预期。于是春节之前可能是最佳的布局时点；2) 外贸、地产令企业业绩难以呈现强修复，下半年存在修复此前乐观预期的可能。外贸维度，出于增加谈判筹码的考虑，美国会不断降低对于中国的依存度，一带一路建设短时难以有效弥补。地产维度，2020年面临竣工回升以及施工边际回落的组合，赶施工令地产投资仍具韧性。但2020Q3是地产信用债的到期高峰，届时若政策依然偏紧，不排除流动性隐忧引发负反馈的可能。

操作建议：策略维度，我们倾向机会在上半年，1月限售解禁风险释放完毕之后，春节之前将是最后的上车机会。进入下半年，反而需提防地产、外贸潜在的负反馈，股市将跟随宏观预期来回摇摆。配置上，一季度重点关注低估值链条，IH/IF相对占优，之后配置重心逐步向科技股转移，CPI制约不再、行业景气度回升提供配置逻辑，全年来看IC占优。

风险点：1) 地产数据断崖式下行；2) 特朗普&美国大选&中美贸易摩擦；3) 一月限售解禁。

中信期货研究部

www.citicsf.com

更多资讯和研究

请关注本司网站

投资咨询业务资格

证监许可【2012】669号

金融期货

研究员：

张革

021-60812988

zhangge@citicsf.com

从业资格号F3004355

投资咨询号Z0010982

姜沁

021-60812986

jiangqin@citicsf.com

从业资格号F3005640

投资咨询号Z0012407

方晨

021-60812981

fangchen@citicsf.com

从业资格号 F3014596

投资咨询号 Z001312



货币政策定力依旧，债市投资重在波段

2019-12-12

报告摘要：

2019年国债收益率一波三折，经历了先牛后熊的节奏切换，预计货币政策的定力在2020年将延续，国债收益率区间波动基调未改。在库存切换预期和基建投资拉动的背景下，上半年债券市场更偏向弱势整理，下半年在经济数据和实际的降成本效果之间做衡量，重新寻找方向。

上半年切换至被动去库存周期的可能性上升：新订单数据领先工业企业产成品库存回升，在房地产投资有韧性、汽车消费稳定的节奏下，被动去库存的切换有望在上半年到来，经济预期的乐观会覆盖货币政策的稳健和流动性的充裕。不过现在去判断补库存周期的启动可能为时尚早，或者幅度会不及2016年的表现，但是对于债市而言，边际预期的变化更重要。

通胀压力上半年更大：通胀节奏上来看，猪价已经开始反馈政策的调控效果，对于2020年的节奏而言，4月节日备货之前还能有所支撑，2019年上半年的低基数也将继续支撑猪通胀逻辑。不过在二季度之后，猪价回落和高基数效应将使得猪通胀压力缓解。同时油价的高位震荡将给CPI和PPI带来提振，在节奏的切换上和猪价相呼应，上半年受高基数影响对通胀贡献较低，下半年企稳切换。在通胀压力释放阶段，货币政策的锚定压力也相应下降。

货币政策强调定力，定向工具为主：货币政策的基调上，仍然是保持定力，不搞竞争性的零利率或量化宽松，重点任务在于降成本和制造业投资能见效果。结合上述对经济周期和通胀节奏的判断，LPR和定向工具的发力要等到二季度之后。另外还要考虑定向工具的加码和各类配套政策的推出对LPR调低必要性的抵消影响。

策略建议：2020年依然是收益率波动区间上沿做配置，下沿做对冲的操作思路。如果按照LPR调控的区间估算，国债收益率在2.8%-3.4%的区间内的波动基本覆盖年内的利多和利空空间。国债市场继续呈现波段性特征，一季度收益率上行压力大，二季度至三季度下行空间或有释放，四季度之后继续关注债市回调压力。操作方面建议把握年初或者交割期权扩大期间的基差扩大机会，曲线策略上陡峭比平坦会更易操作。

风险因子：通胀大幅回落，经济预期低迷，政策宽松空间短期迅速打开；贸易争端急剧恶化，避险情绪大涨。

中信期货研究部

www.citicsf.com

更多资讯和研究

请关注本司网站

投资咨询业务资格

证监许可【2012】669号

金融期货

研究员

张革

021-60812988

zhangge@citicsf.com

从业资格号 F3004355

投资咨询资格号 Z0010982

张菁

021-60812987

zhangjing@citicsf.com

从业资格号 F3022617

投资咨询资格号 Z0013604

联系人：

刘道钰

021-60816784

liudaoyu@citicsf.com

从业资格号：F3061482

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8573

