

永安宏观观点与大宗商品策略 (20210328)

—— 一致预期下的宏观经济与资产走势分析

永安期货研究中心 宏观团队

王鹏

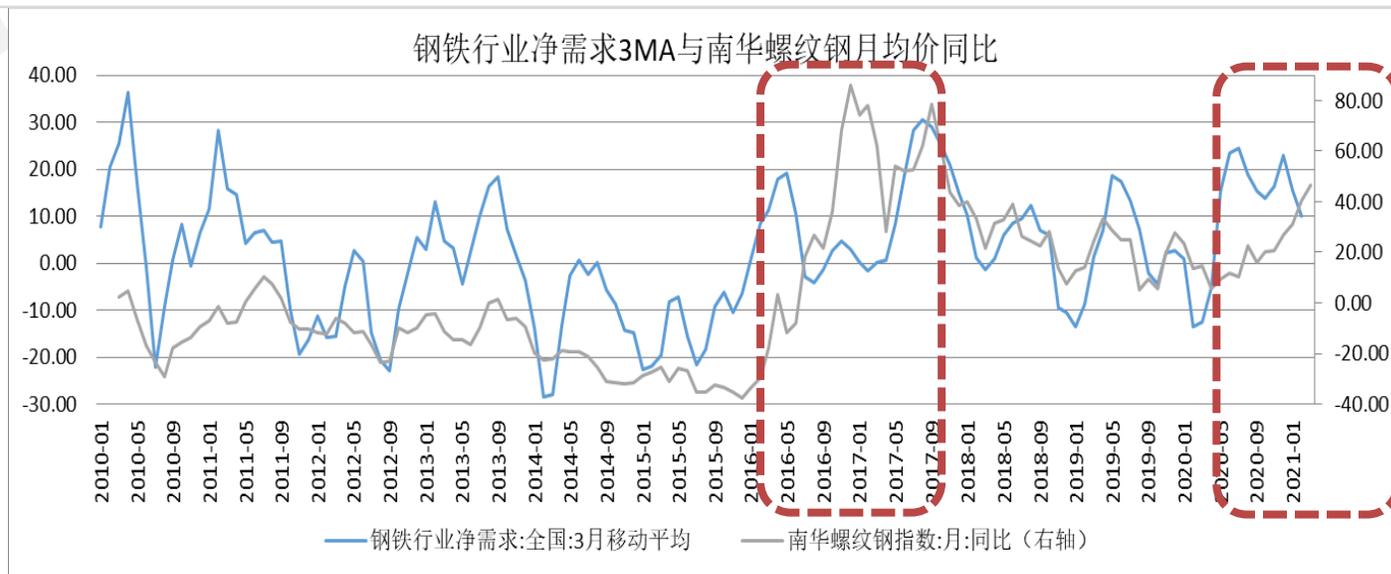
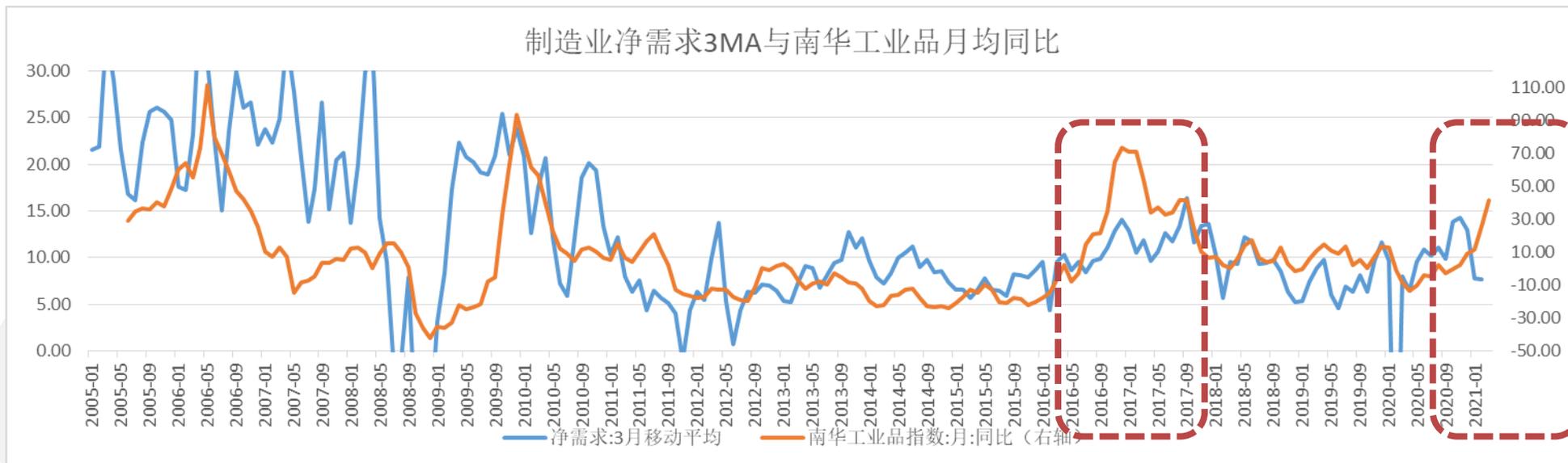
2021年3月27日

研究创造价值 一切只为客户

RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU



引子：大宗商品价格变动已超越中国经济基本面的约束，2005年以来，类似情况仅2016年发生过。

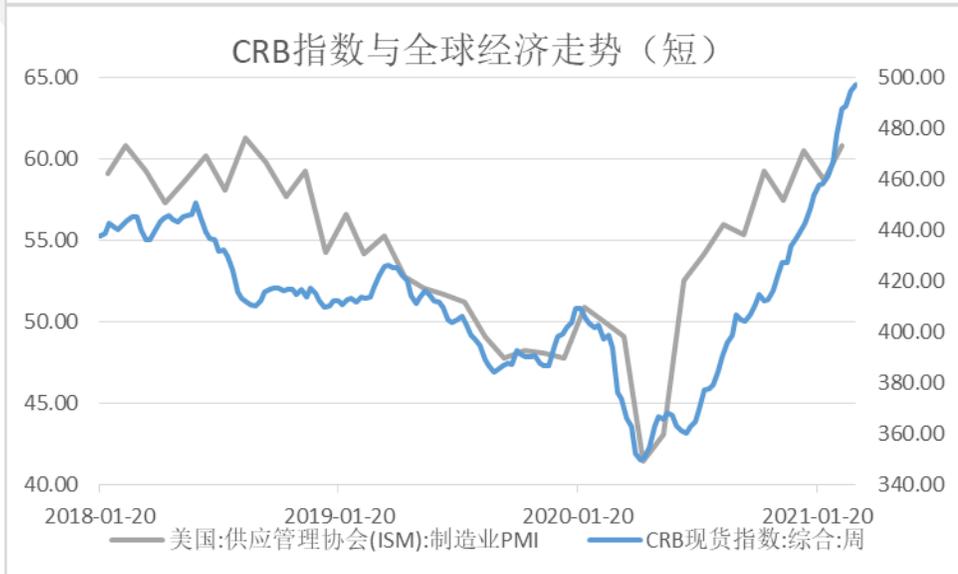
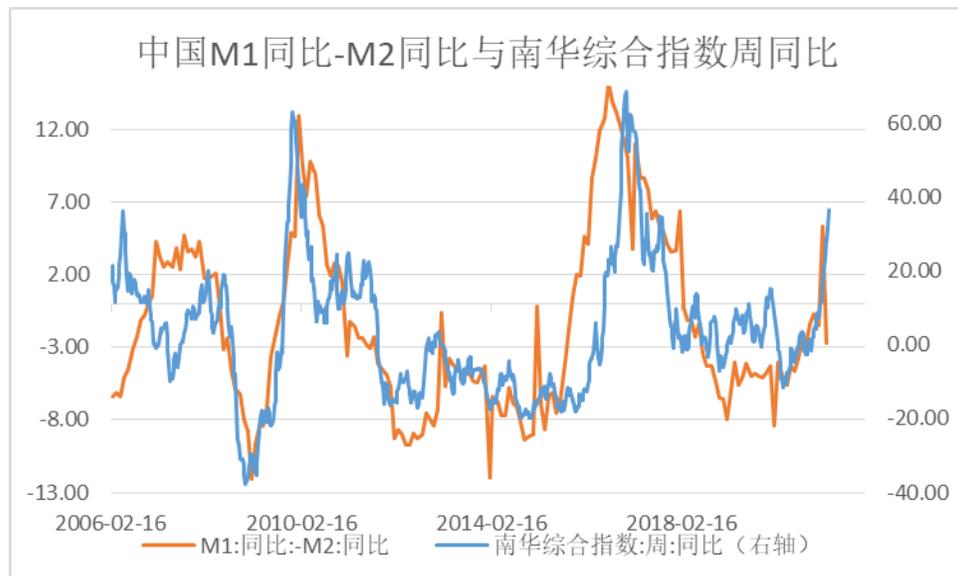
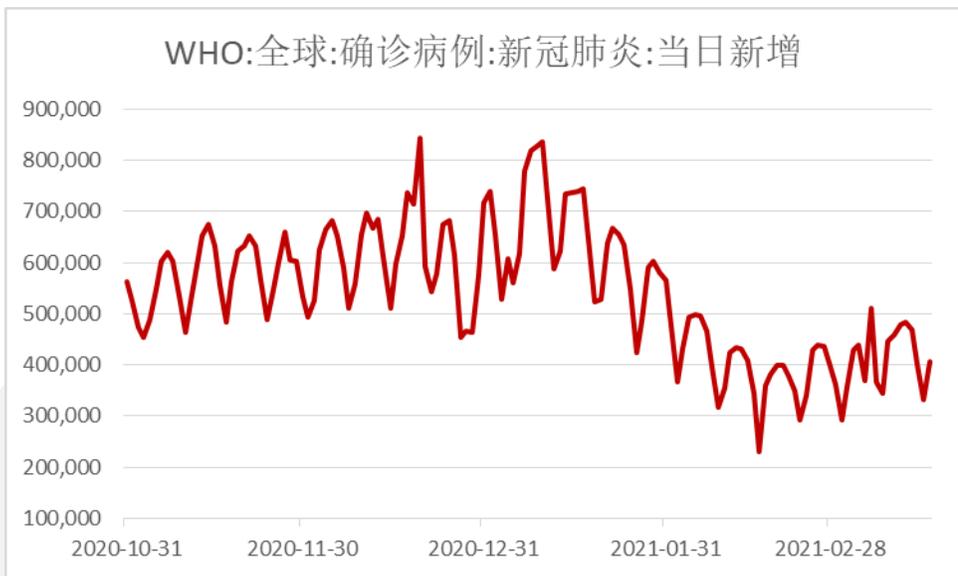


◆ 宏观经济复苏的趋势未变，核心动力来自美国，中国也不会出问题

源点资讯
SOURCE POINT

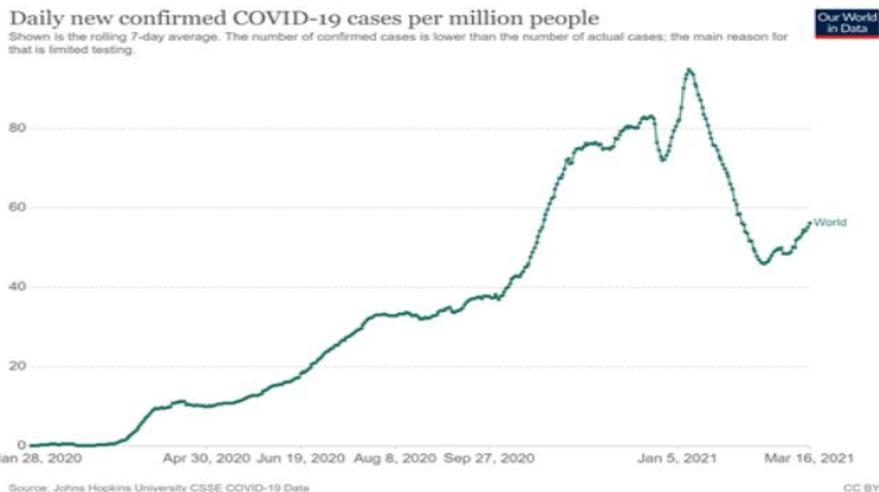


宏观角度，近期资产价格变动遵循新冠疫情好转、全球经济（特别是美国经济）恢复、货币宽松和美国刺激政策逻辑。

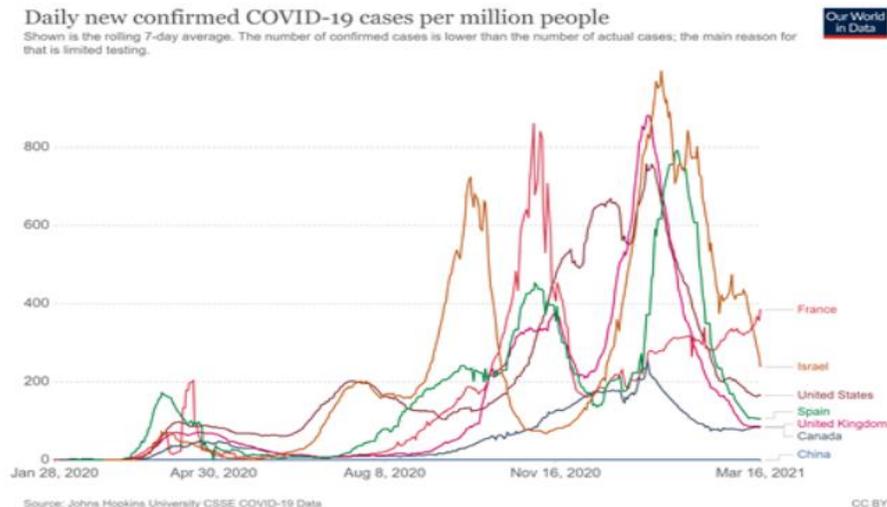


新冠疫情以来美国刺激计划			
序号	日期	名称	规模
1	2020/03/27	“新冠病毒援助、救济和经济安全法”	2.3万亿
2	2020/12/21	“新冠纾困法案”	9千亿
3	2021/03/11	“美国纾困法案”	1.9万亿
4	预期	“罗斯福新政”	3-5万亿

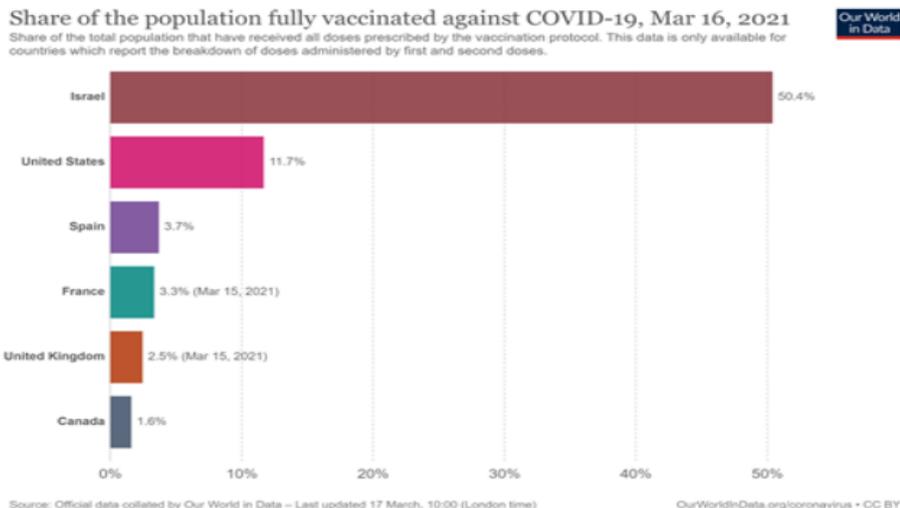
一、疫情：拜登表示所有美国成年人将能在5月1日前完成疫苗注射，美国有望于7月14日前全面解封，恢复正常生活，但近期全球和美国新增确诊人数走平，全球疫苗注射率最好的几个国家也都出现过反复，法国更是持续恶化，疫情后续变化只能跟踪，但方向是越来越好。



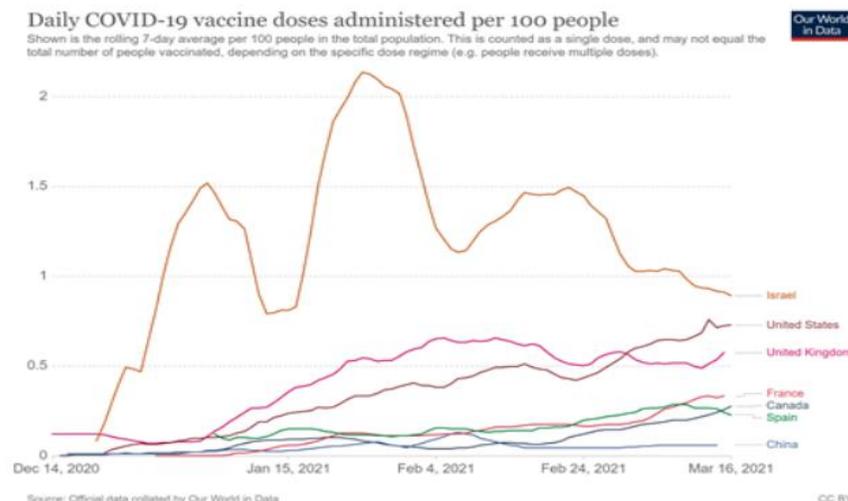
每日新增确诊病例/每百万人（世界，七日平均）



每日新增确诊病例/每百万人（单个国家，七日平均）



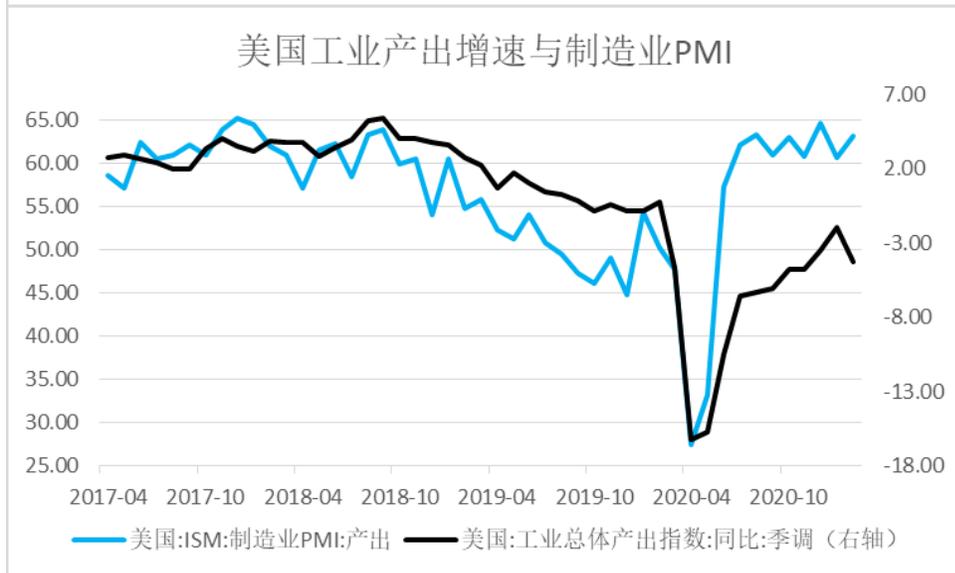
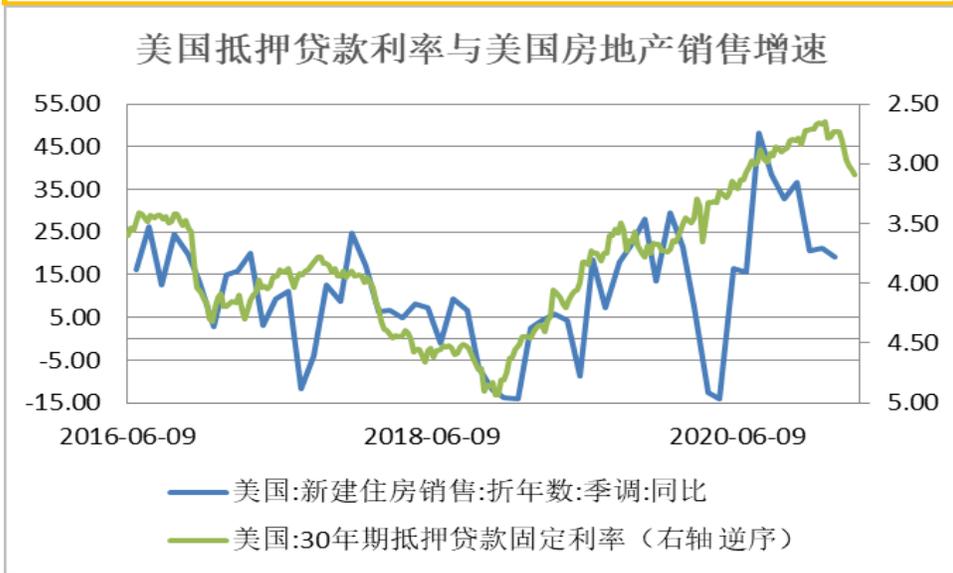
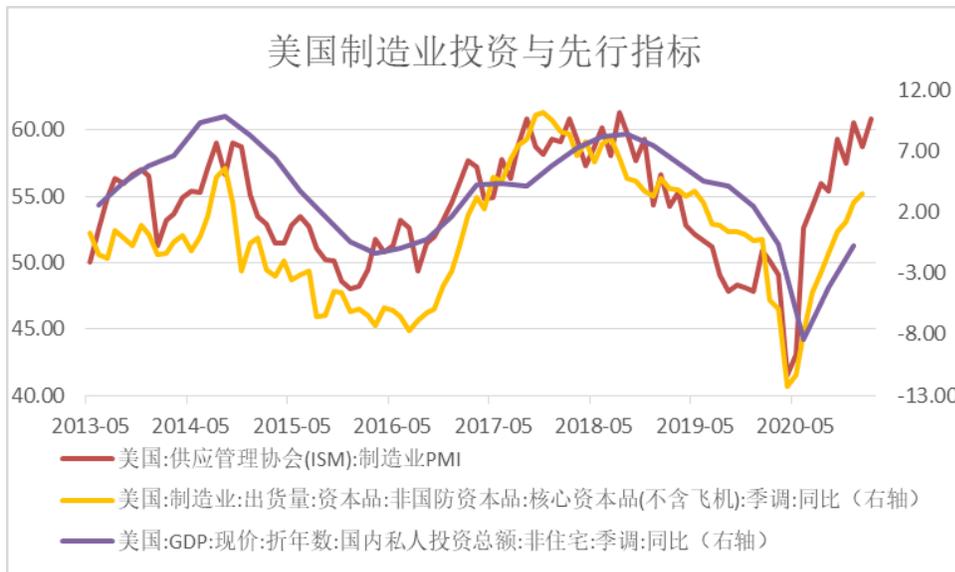
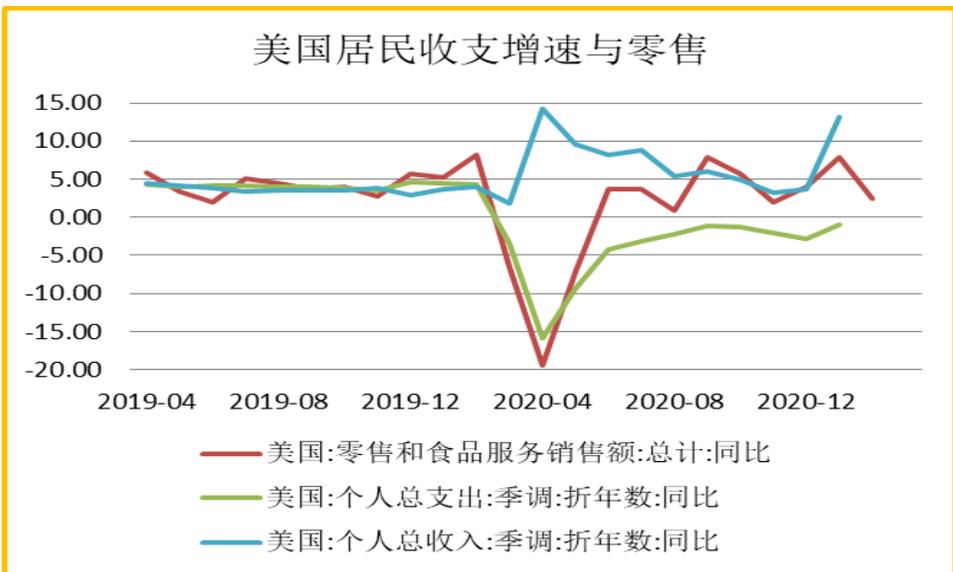
完全接种人口百分比（两剂接种）



单日新增使用疫苗剂数/每百人（七日平均）

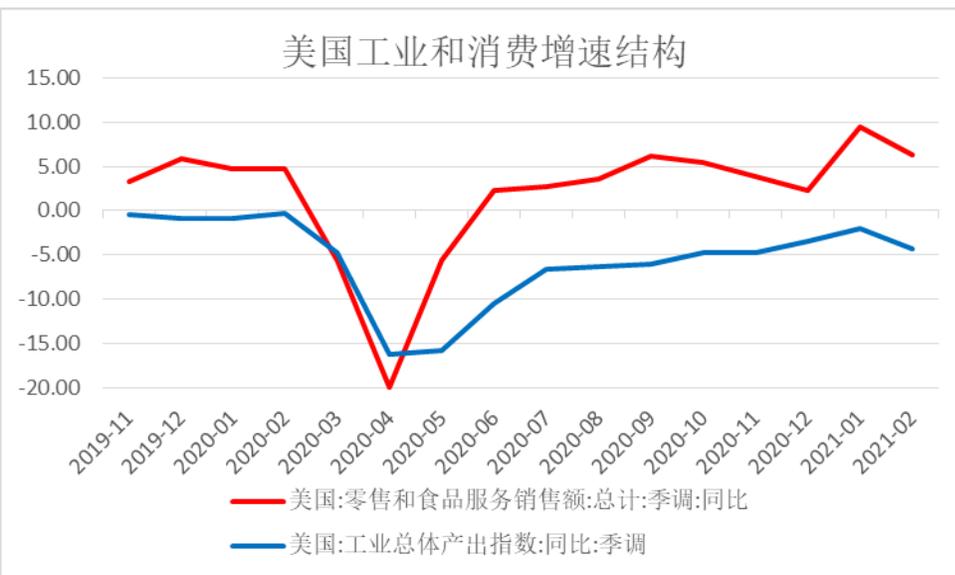
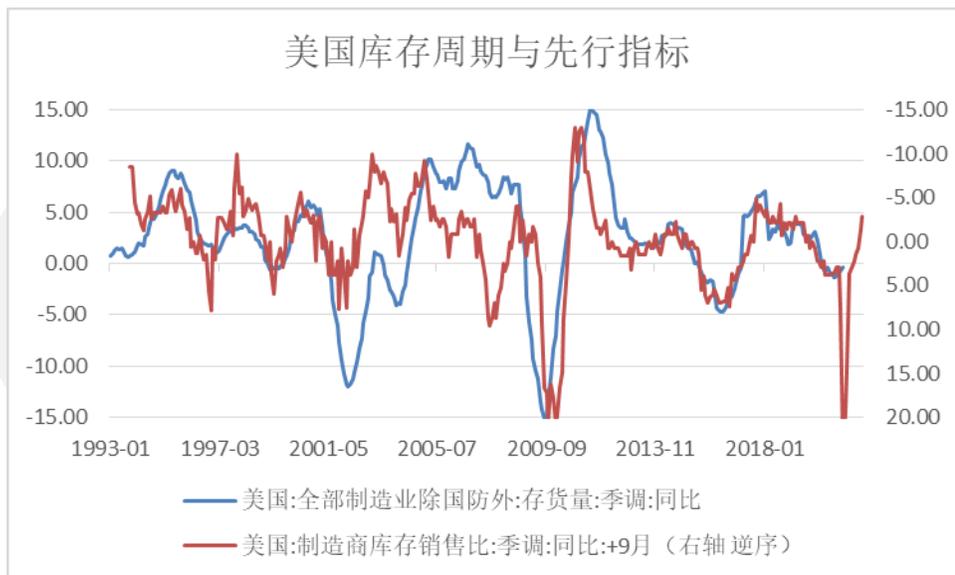


二、经济恢复：至少2021年上半年到三个季度，美国经济在疫情趋缓、纾困政策等因素支撑下仍将复苏，其中消费、制造业和产出回升是主要动力，房地产短期可能有波动，但预计不改美国经济恢复趋势。



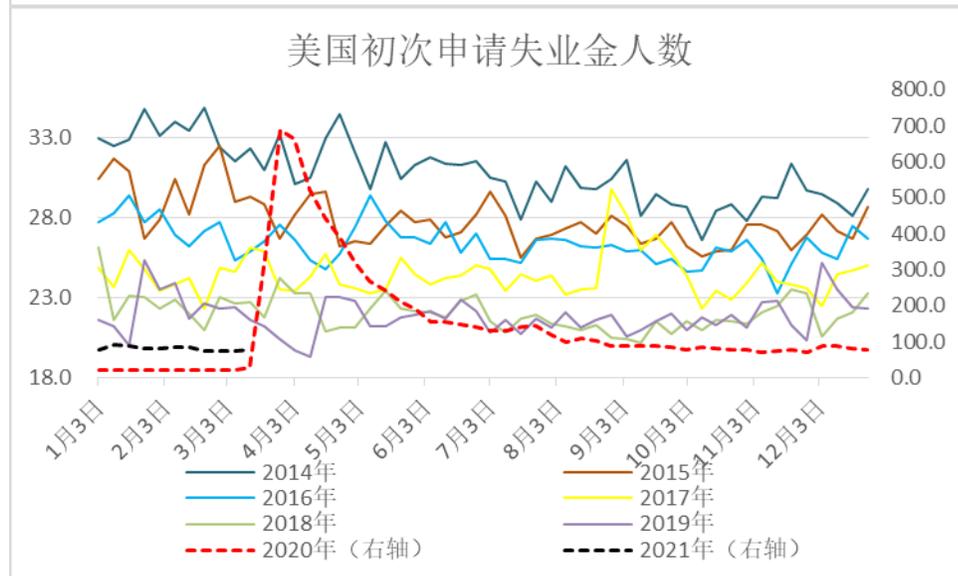
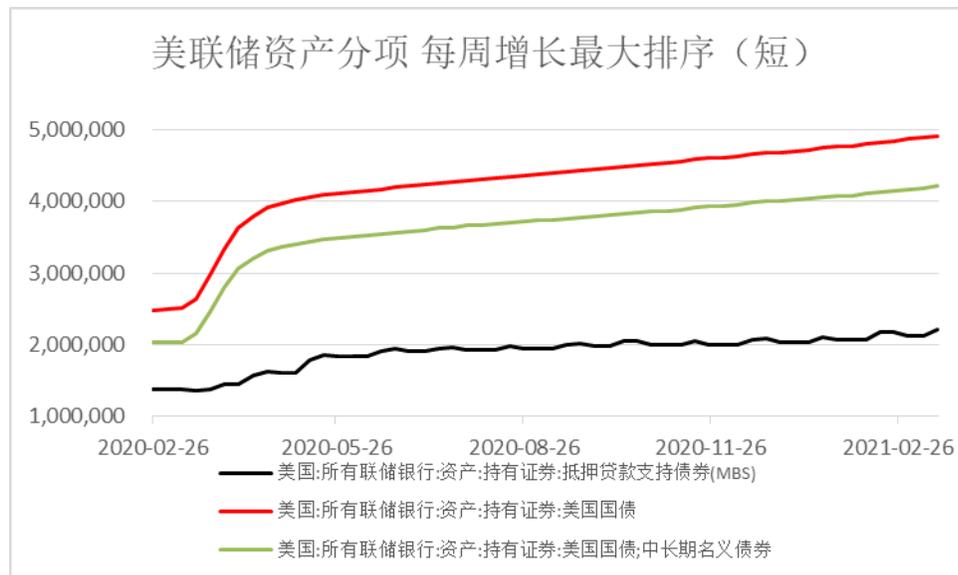
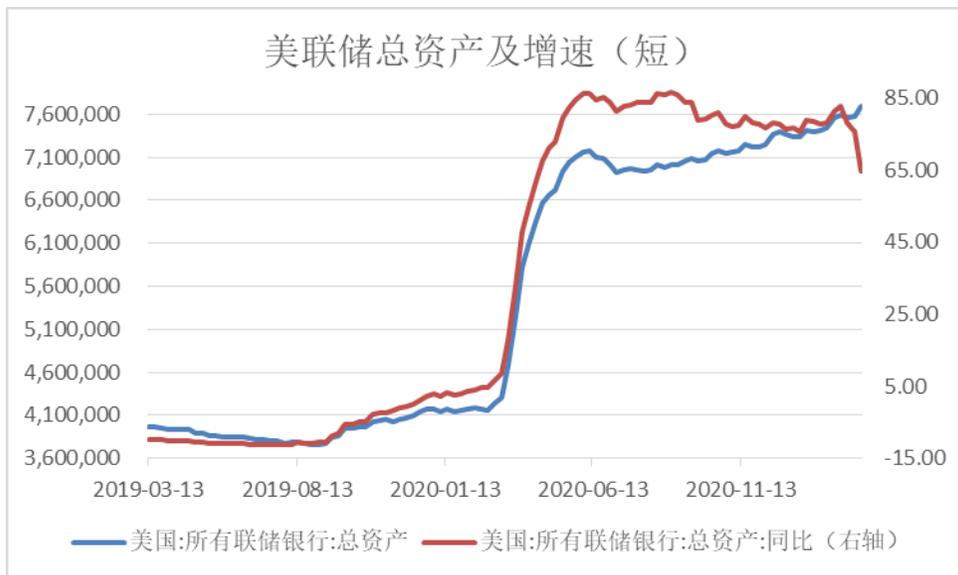


二、经济恢复：尽管美国2月消费增速和产出增速均有所回落，但预计恢复趋势不变，且美国库存周期仍有利。





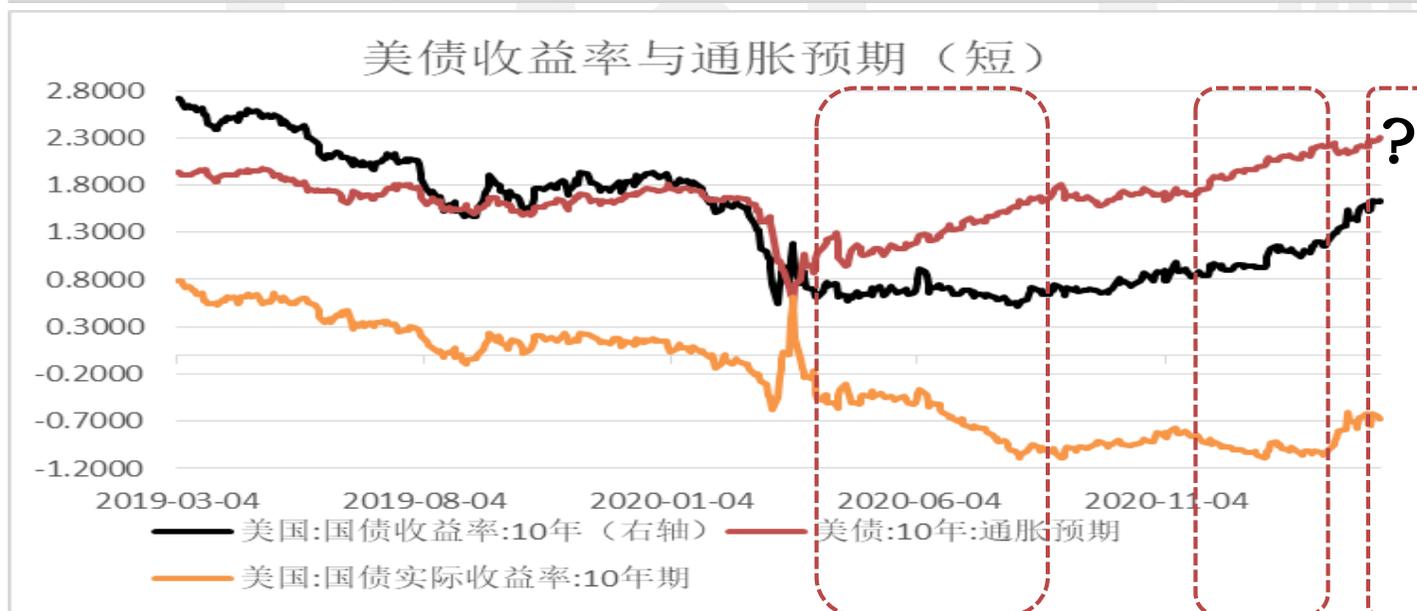
三、货币宽松：美联储资产保持扩张，其中美国长债和MBS是增长最大的部分。美欧央行资产增速差可能导致美元阶段性走强（其他因素也支持这点），失业仍处高位将支持美联储继续宽松。



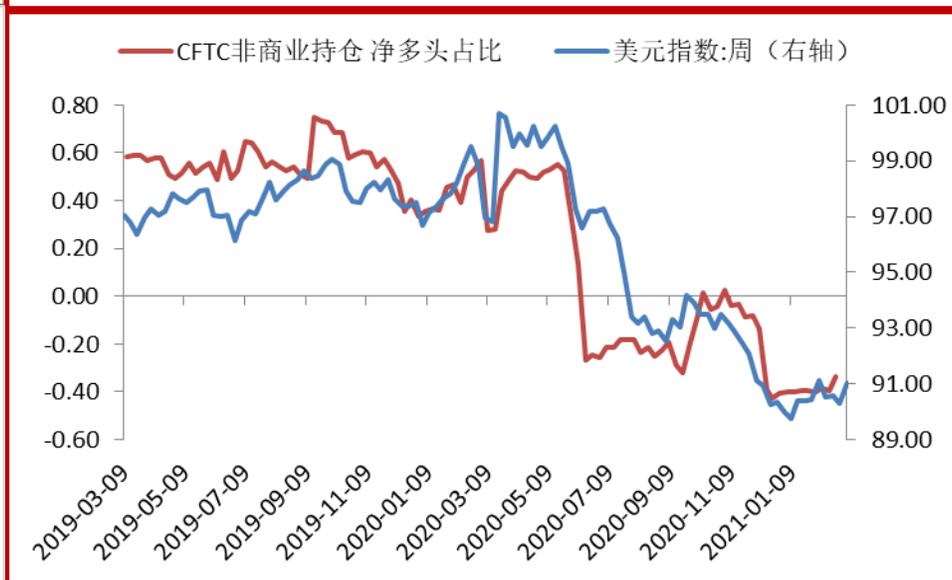
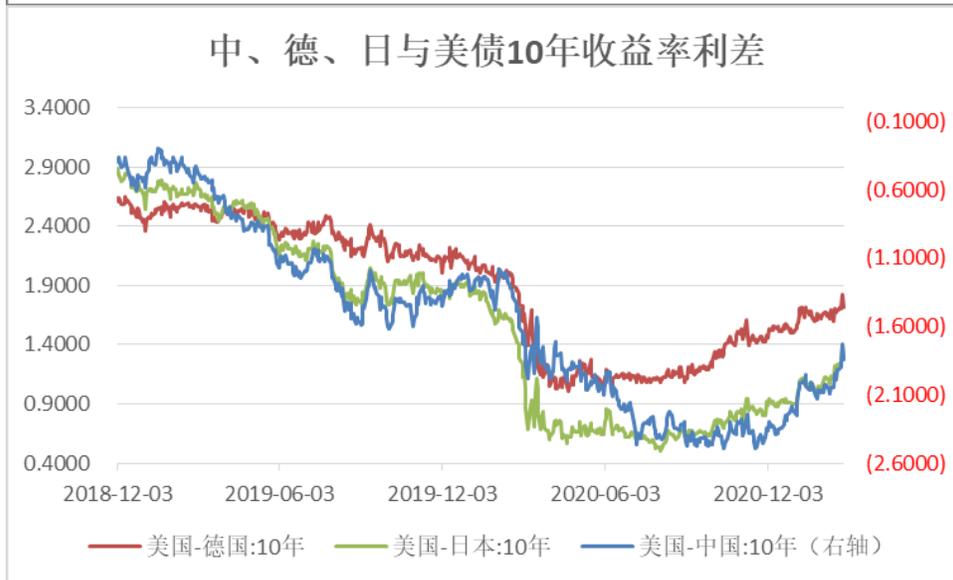
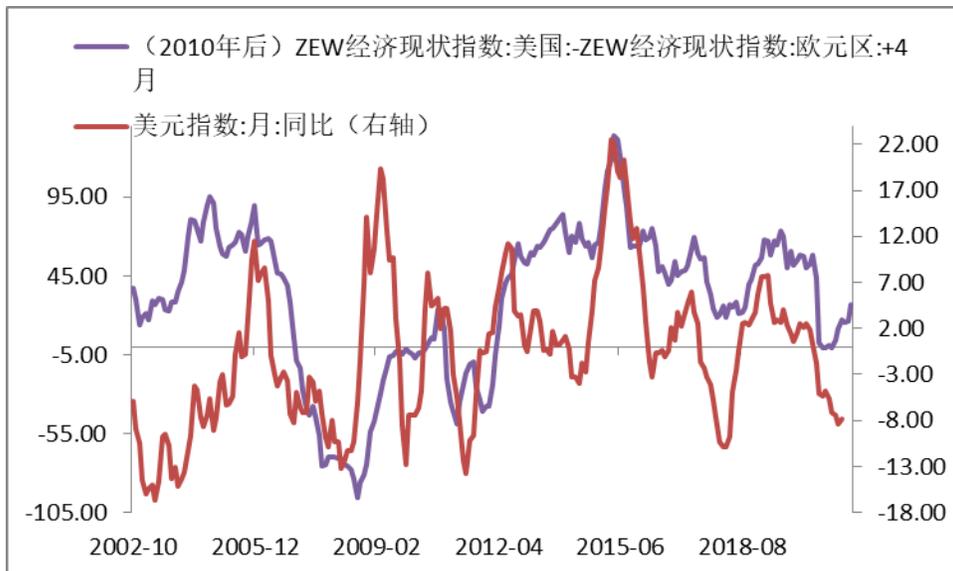


三、货币宽松：美股估值>美债信用利差>美债长端，这使得10Y美债收益率是否上到1.9-2位置存疑，短期看恐怕没有OT或者YCC，但资产扩张或将维持。美债市场再度出现通胀交易迹象，因此美债利率上行并不说明美联储将收缩，对大宗商品价格也未必是坏事，美股走势可能对美联储形成考验。

指标名称	美债收益率:10年	美债:10年:通胀预期	美债:10年:-:2年	美债:10年-2年:-:10年:通胀预期	美企债收益率:穆迪Aaa:-美债:10年	美债实际收益率:10年期
本周均值	1.6440	2.2800	1.5000	-0.7800	#N/A	-0.6360
上周均值	1.5540	2.2360	1.3980	-0.8380	1.4380	-0.6820
本月均值	1.50	2.2109	1.3577	-0.8532	#N/A	-0.7159
周、上周	9.00	4.40	10.20	5.80	#N/A	4.6

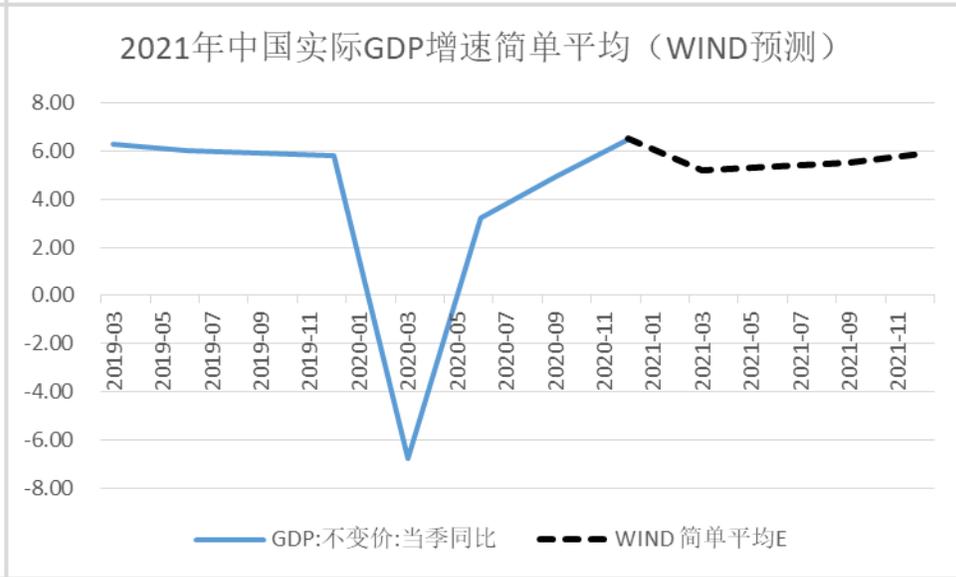
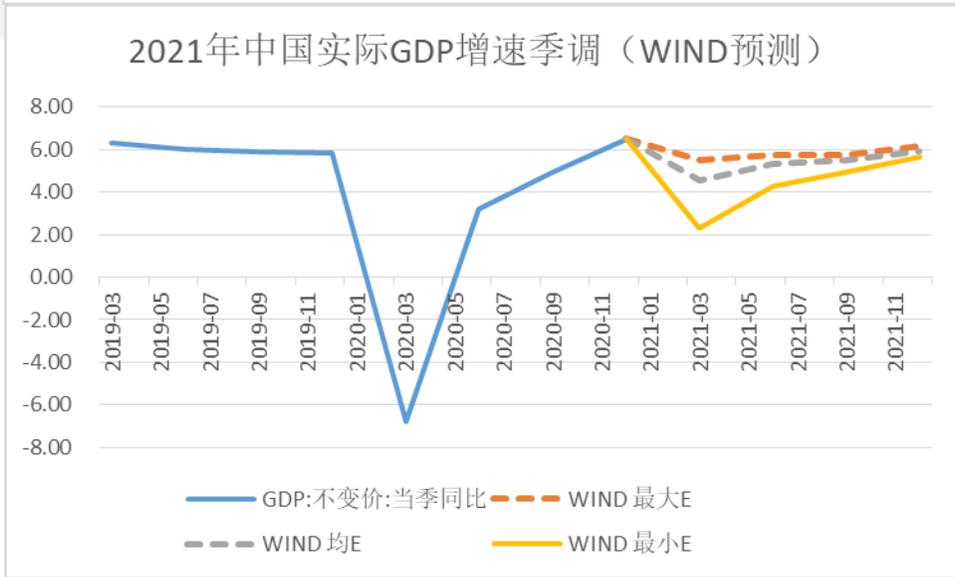
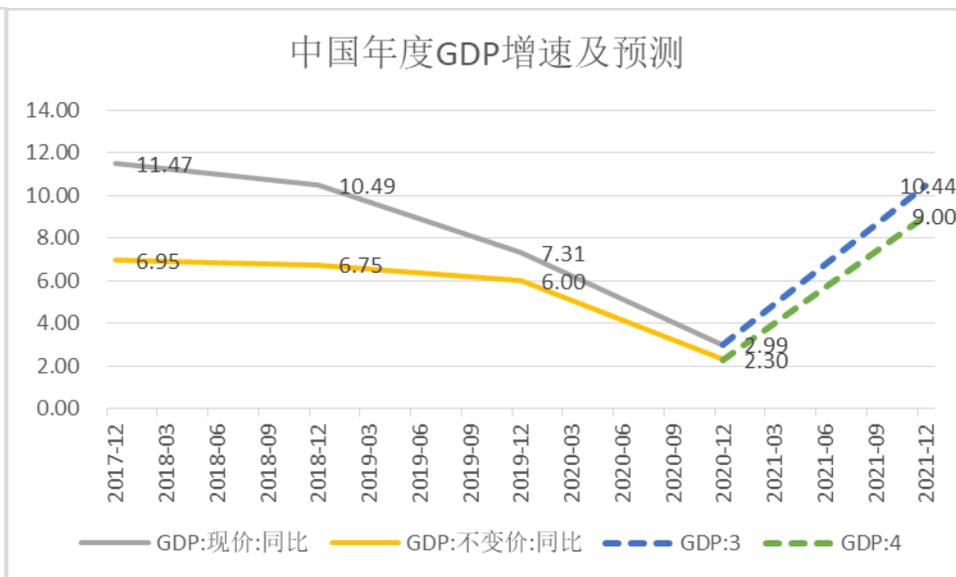


其他因素也支持美元不弱：不论从经济增速差、利率平价、空头拥挤等角度，短期美元都有支撑，因素至少美元指数短期可能不弱。





中国经济不出么蛾子，提供结构性差异。 2021年以来，中国全年经济前高后低，通胀有风险，上半年看股市、下半年看债券的预期比较一致。

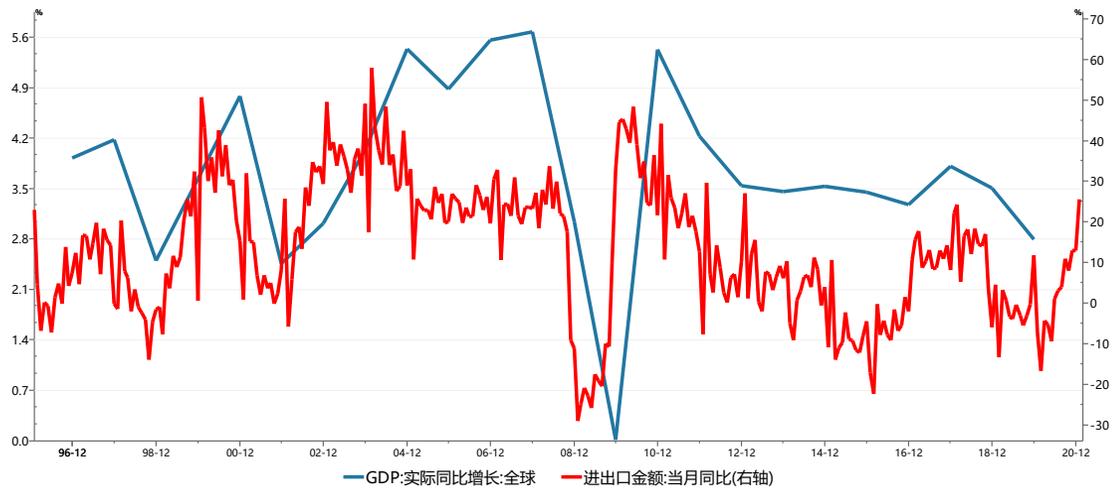




源点资讯
SOURCE POINT

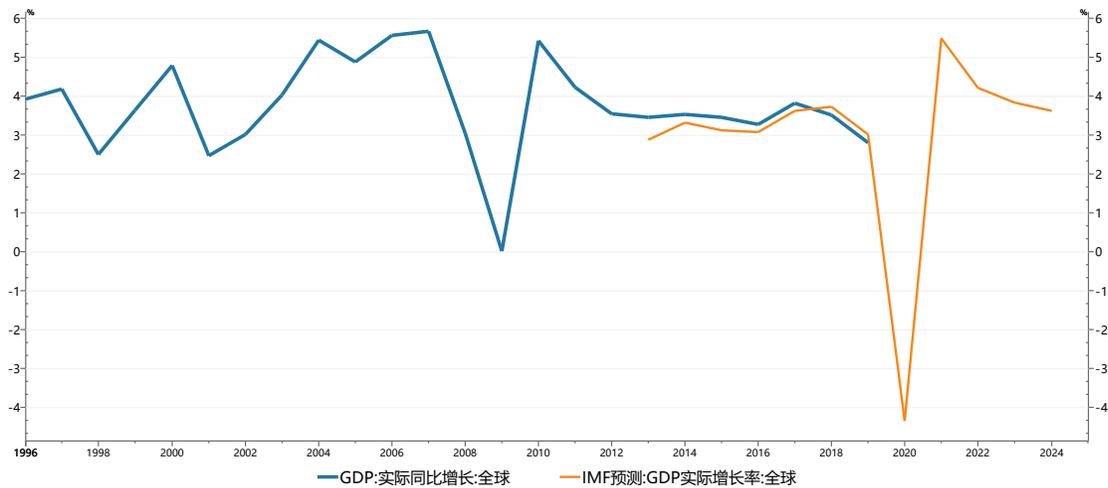
进出口：中国进出口增速可能仍能维持，但需关注外围市场复苏后，供应的替代作用，以及人民币汇率的走势。

全球经济增长与中国进出口增速



数据来源: Wind

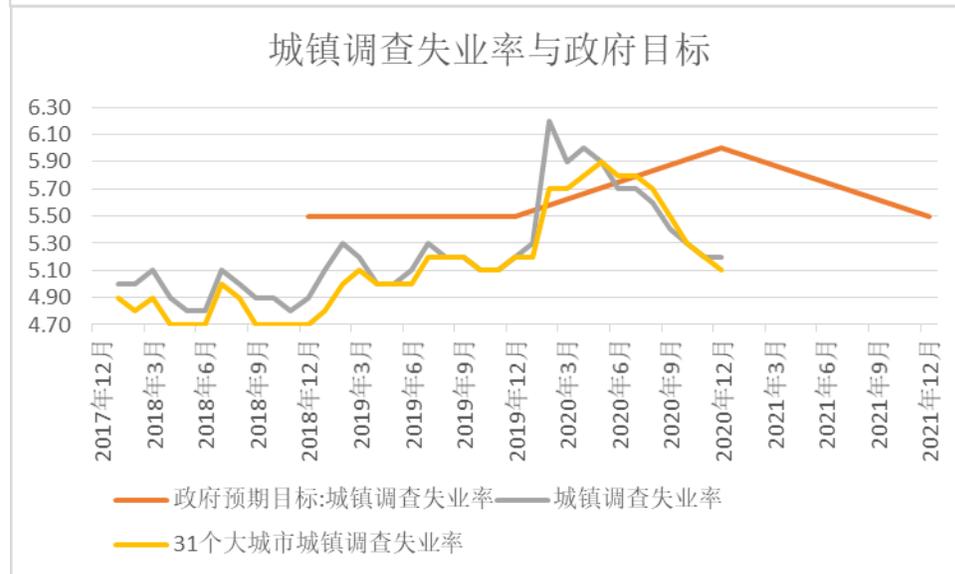
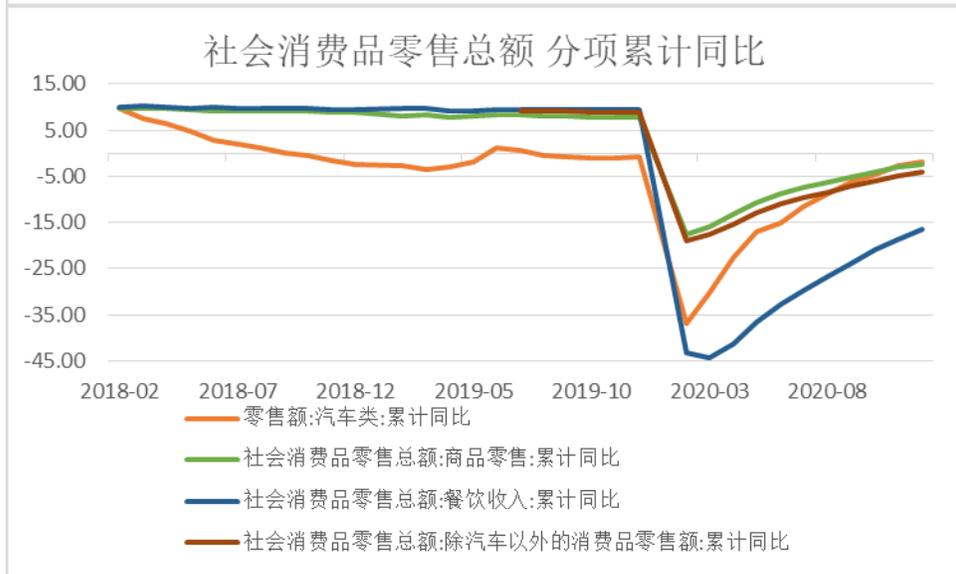
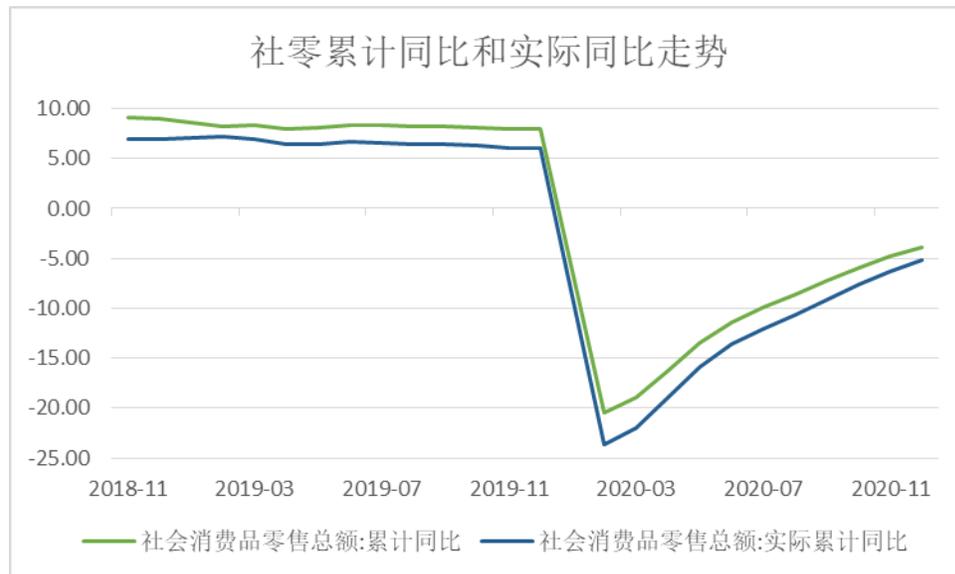
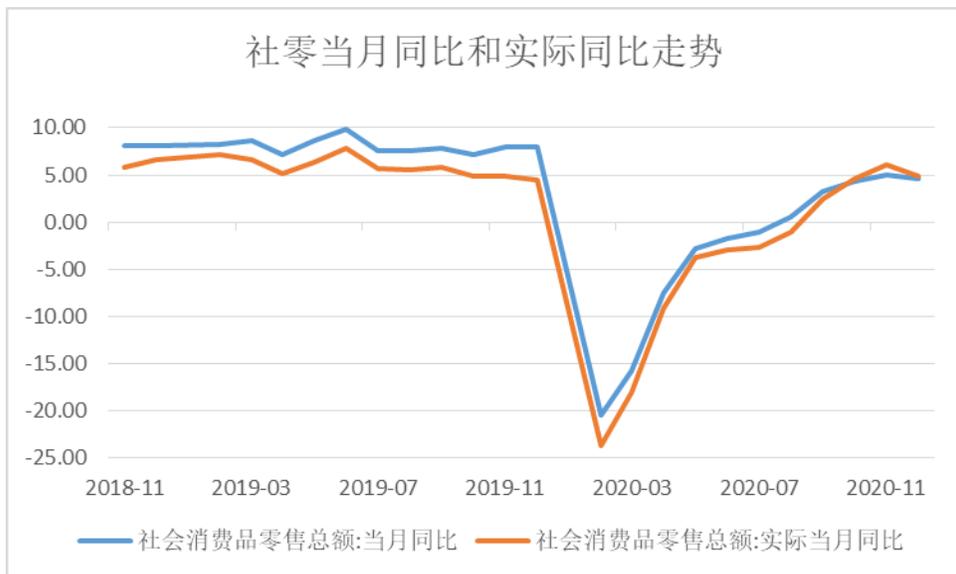
全球经济增长与IMF预测



数据来源: Wind

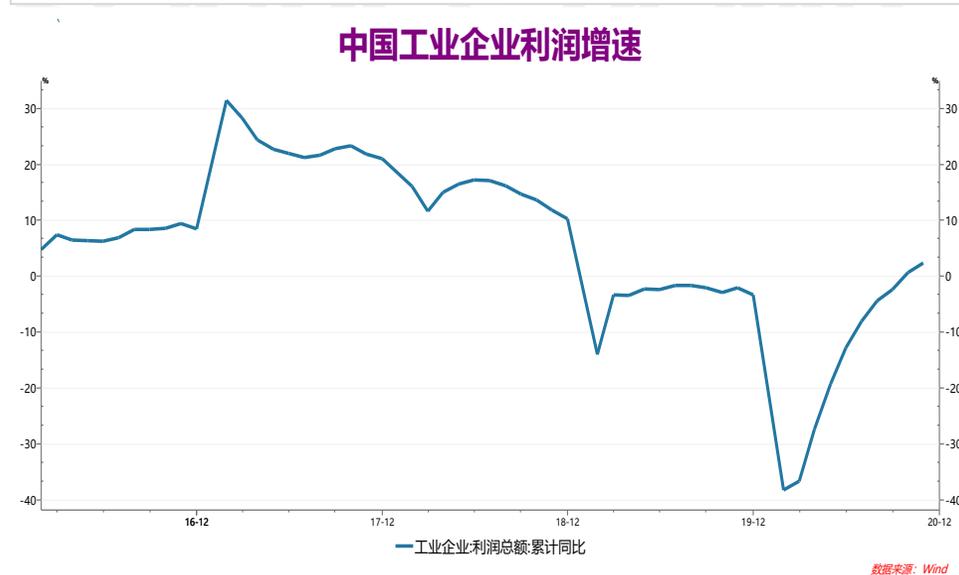
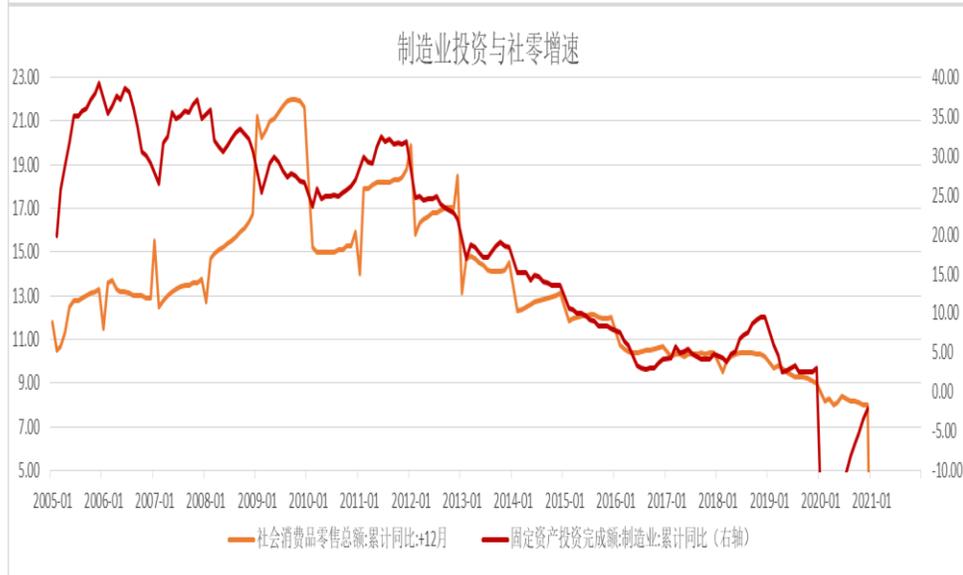
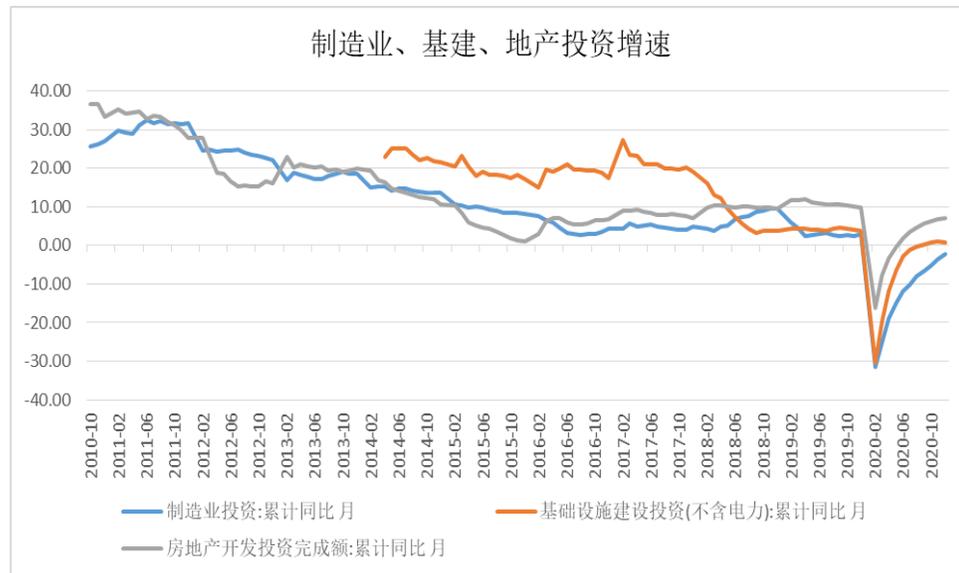
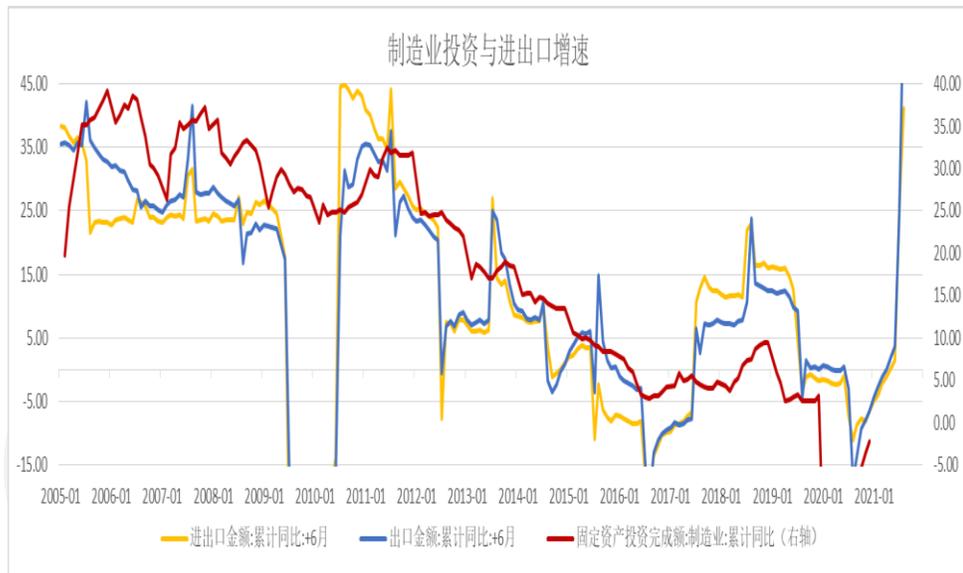


消费：消费仍是缓慢恢复的过程，其中餐饮恢复最慢，但作为唯一没有恢复疫情水平的部门，消费将随时经济恢复成为2021年中国经济继续恢复的保证。



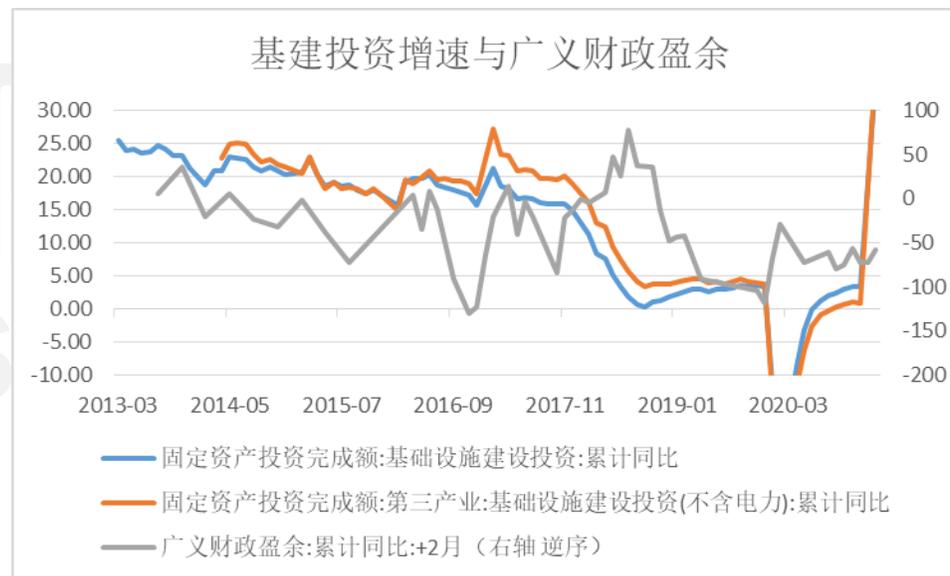


制造业投资：中国制造业的若干指标都指向制造业投资继续恢复。





基建投资： 2020年专项债支出中的其他专项债用途存疑，且2020年财政支出偏低，有结余将在2021年3月投放。两会报告提到2021年赤字率3.2%，专项债3.65万亿可能使得全年基建增速也不敢悲观。

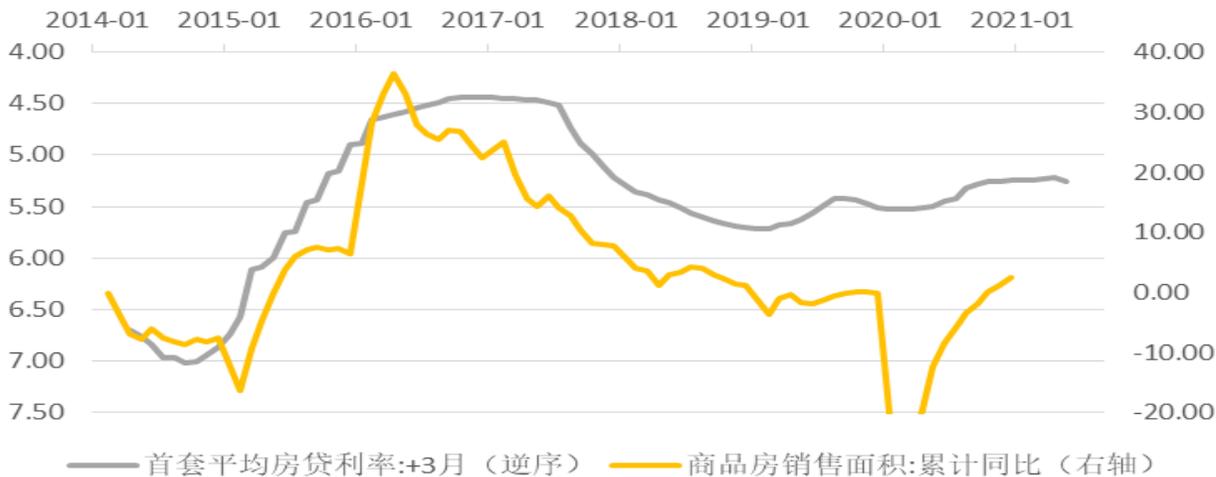




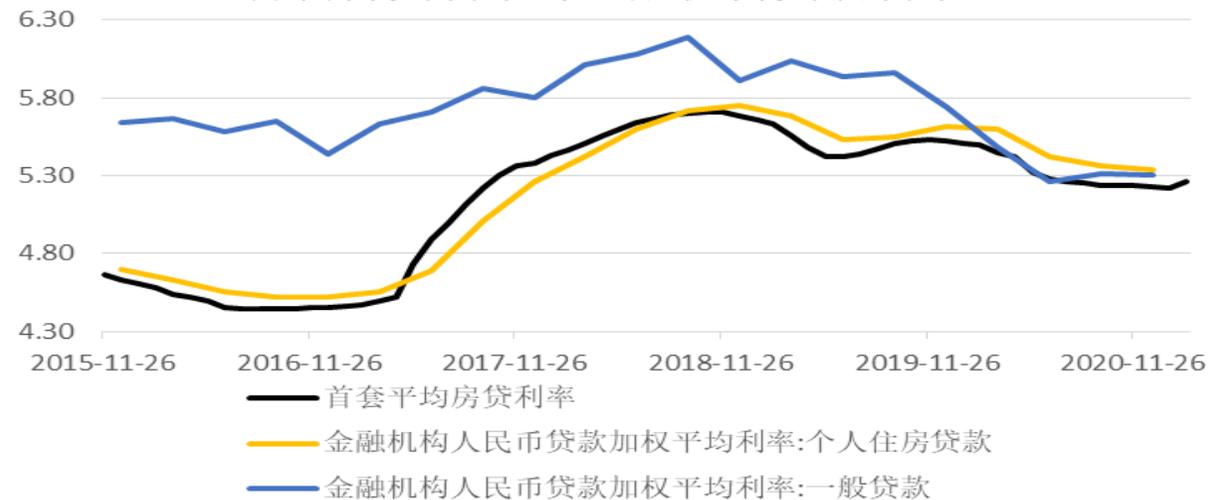
源点资讯
SOURCE POINT

房地产投资：房贷利率的变动对商品房销售可能会有影响，但贷款利率结构使得地产增速并不悲观（至少上半年）。

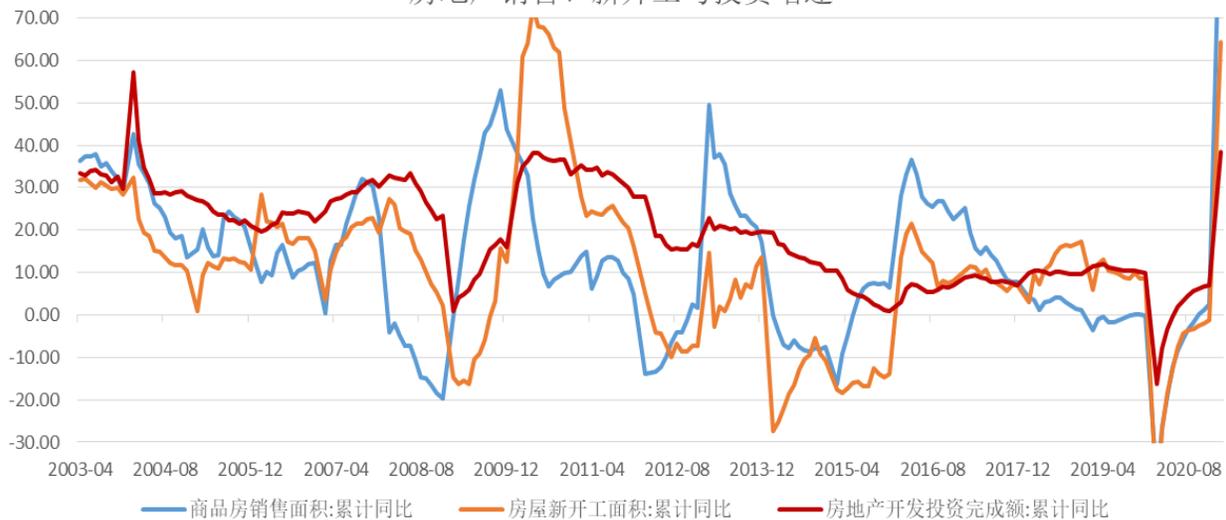
房地产销售与首套房贷利率+3（逆序）



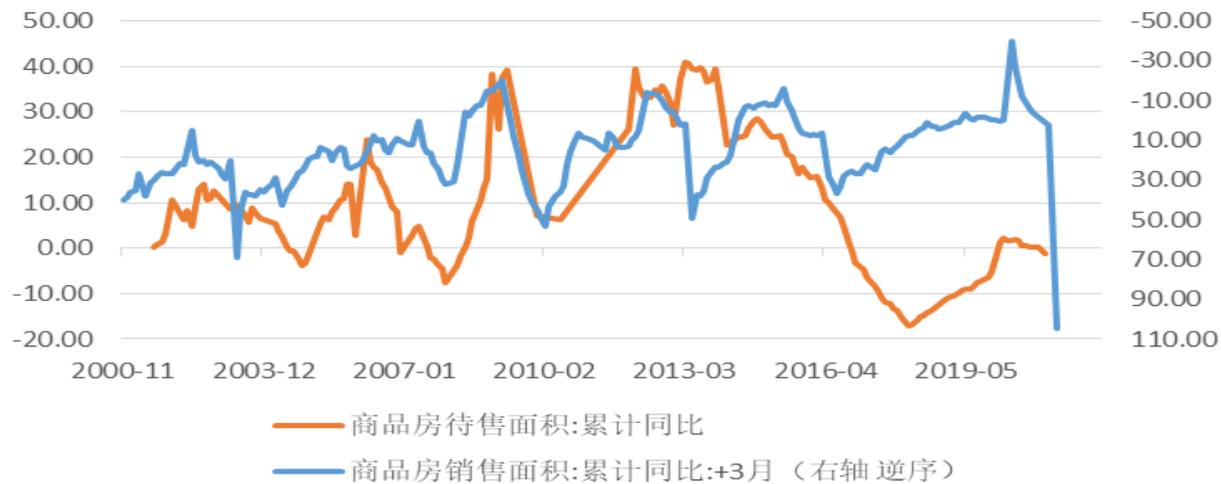
首套房贷利率与金融机构贷款利率



房地产销售、新开工与投资增速



商品房库存增速与销售先行

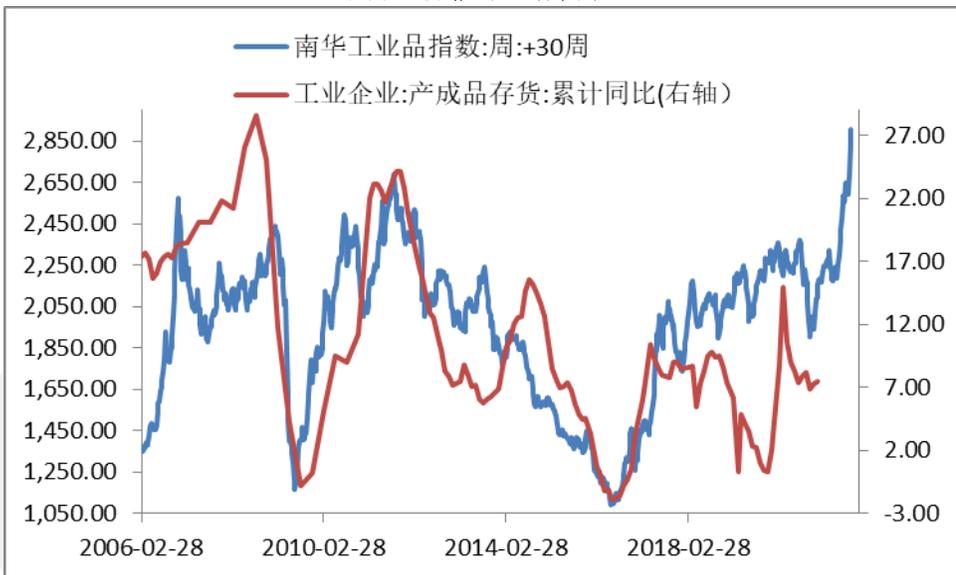




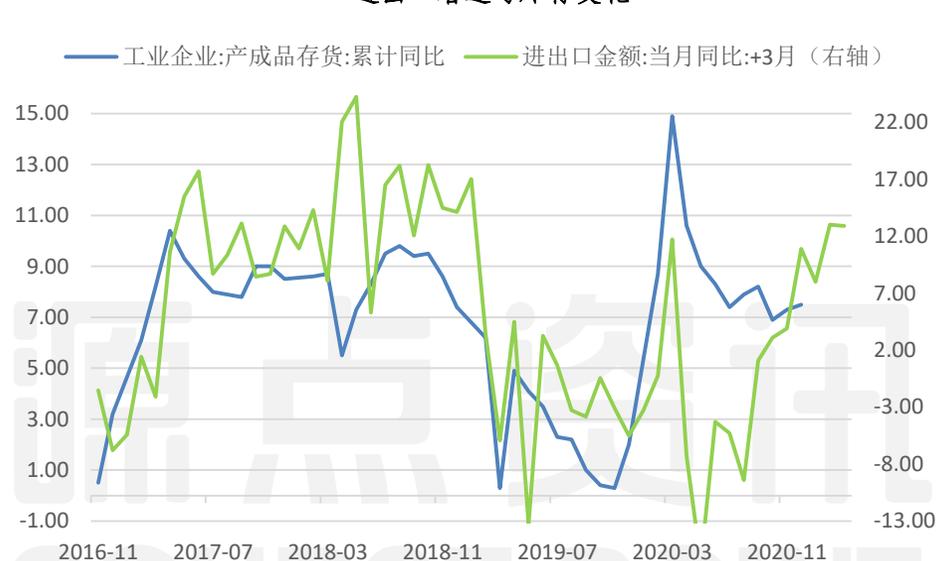
源点资讯
SOURCE POINT

库存周期：库存同比小幅反弹，符合先行指标指引，价格和进出口先行指标均显示库存可能继续累积，但是否有变动需密切关注。目前看名义GDP增速与国债收益率均可能上行。

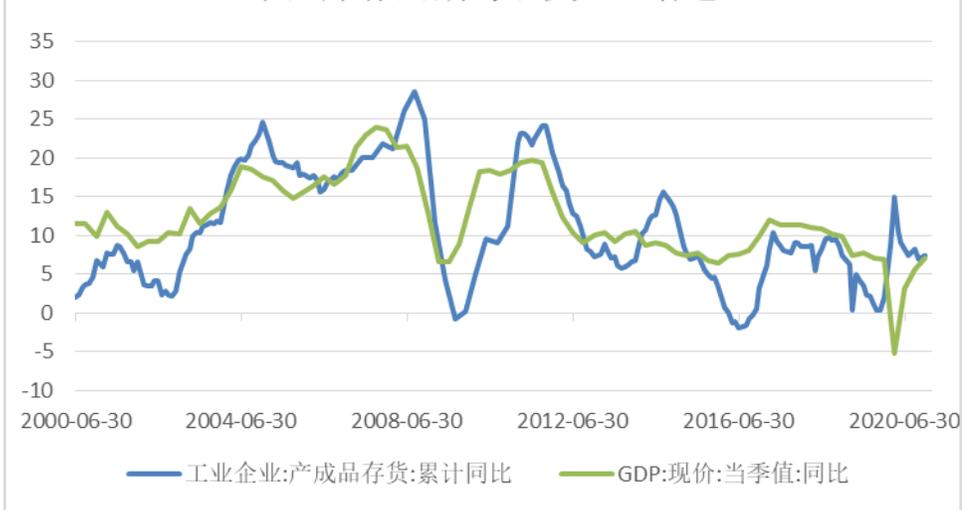
大宗商品价格与库存变化



进出口增速与库存变化



中国库存周期与名义GDP增速

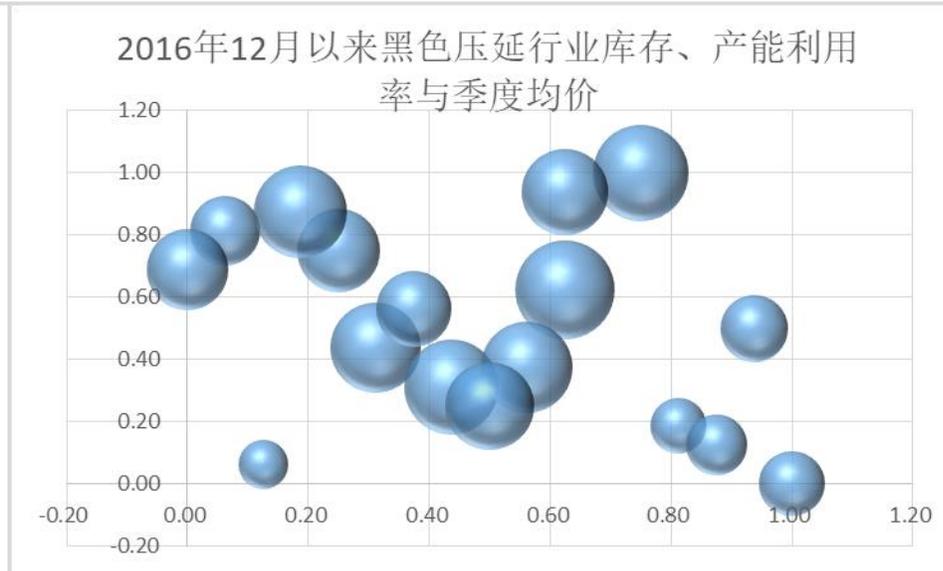
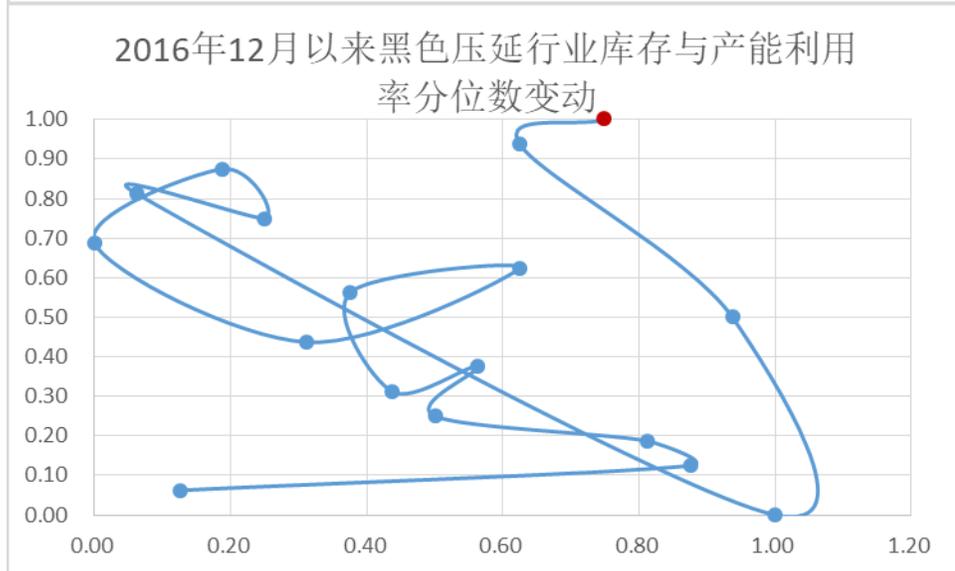
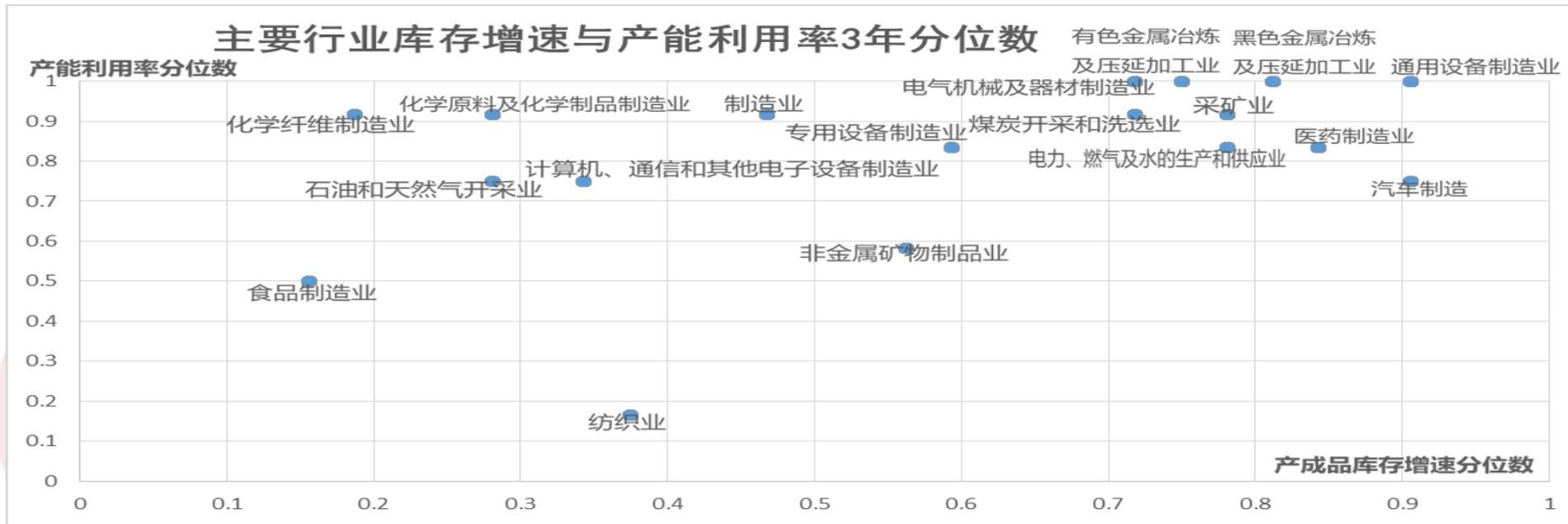


中国库存周期与10年国债收益率





2020年12月数据看中国主要工业企业产能和库存情况

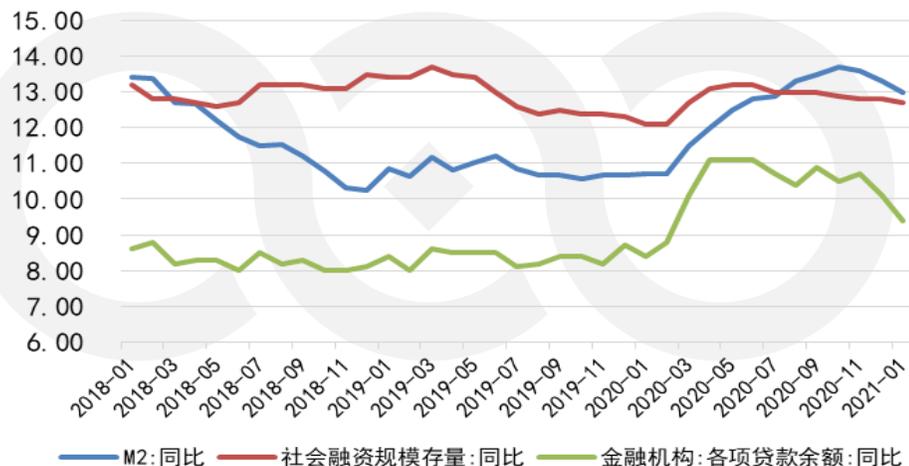


- ◆ 美国经济在疫情好转、货币宽松、刺激政策、弱美元等因素支持下将继续改善，这些因素短期正在经历波动，但中期方向暂未发现变化；
- ◆ 2021年中国经济实际走势可能并不像预测数据一样大幅下滑，在政策稳定情况下，中国经济对资产价格的影响主要体现在结构性差异上，如内外差、商品中金属能化差；
- ◆ 大宗商品走势脱离中国经济基本面约束，主要外围市场复苏逻辑，短期有调整压力，中期中枢未变；
- ◆ 美元指数短期可能继续回升，中长期看贬值，但时间不确定，人民币汇率升值空间有限；

✓ **风险点：中美货币政策、中国房地产等政策的变动可能成为商品价格方向性变动的方向。**

- 1、大宗商品价格大幅超预期带来美联储通胀的担忧；
- 2、美国经济和货币政策外溢性影响，使得国内政策转向收紧、去杠杆防风险等方向；
- 3、房地产政策、供给侧改革和碳中和政策；

2018-2020社融和信贷扩张情况

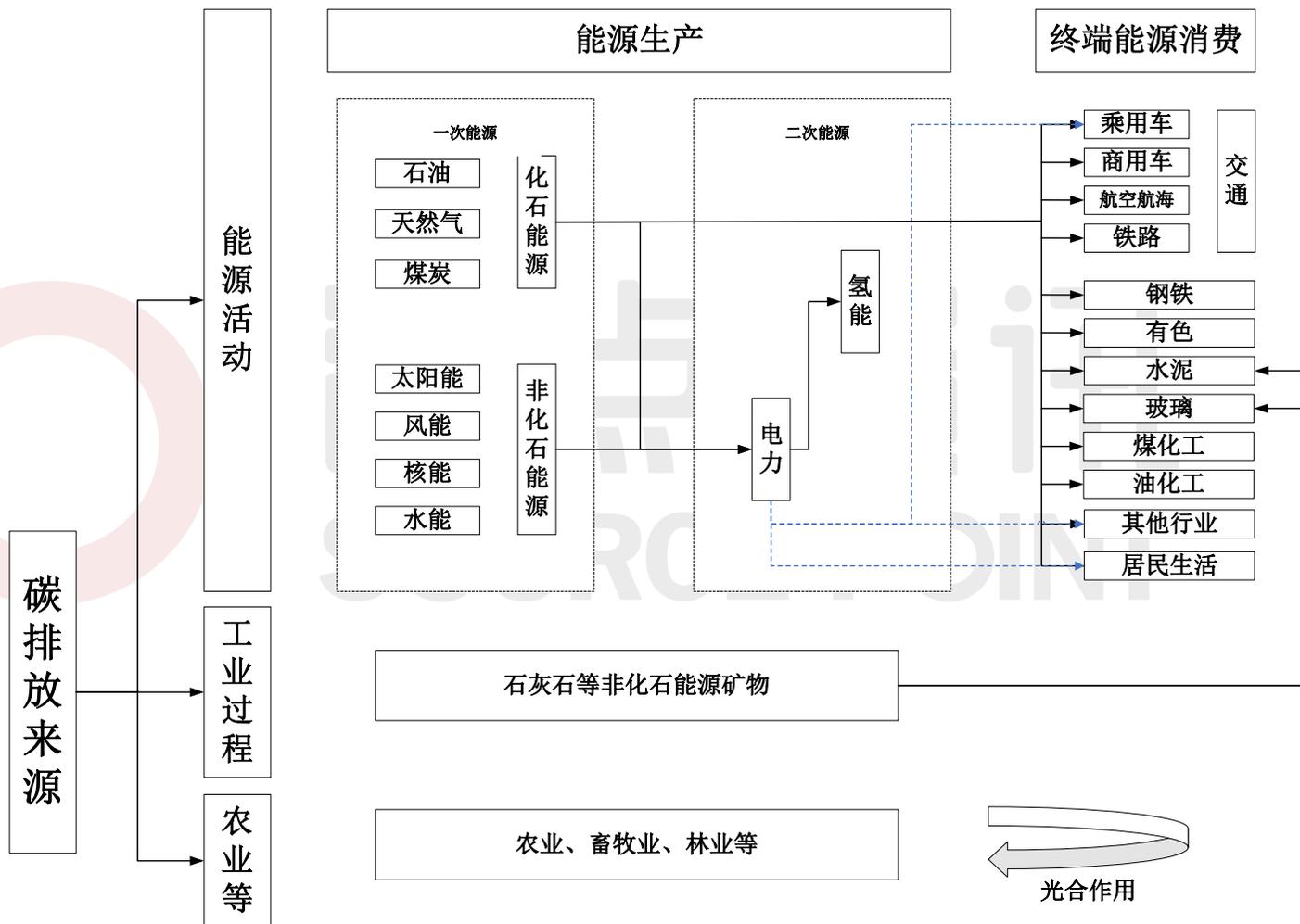


美国通胀与南华商品指数走势





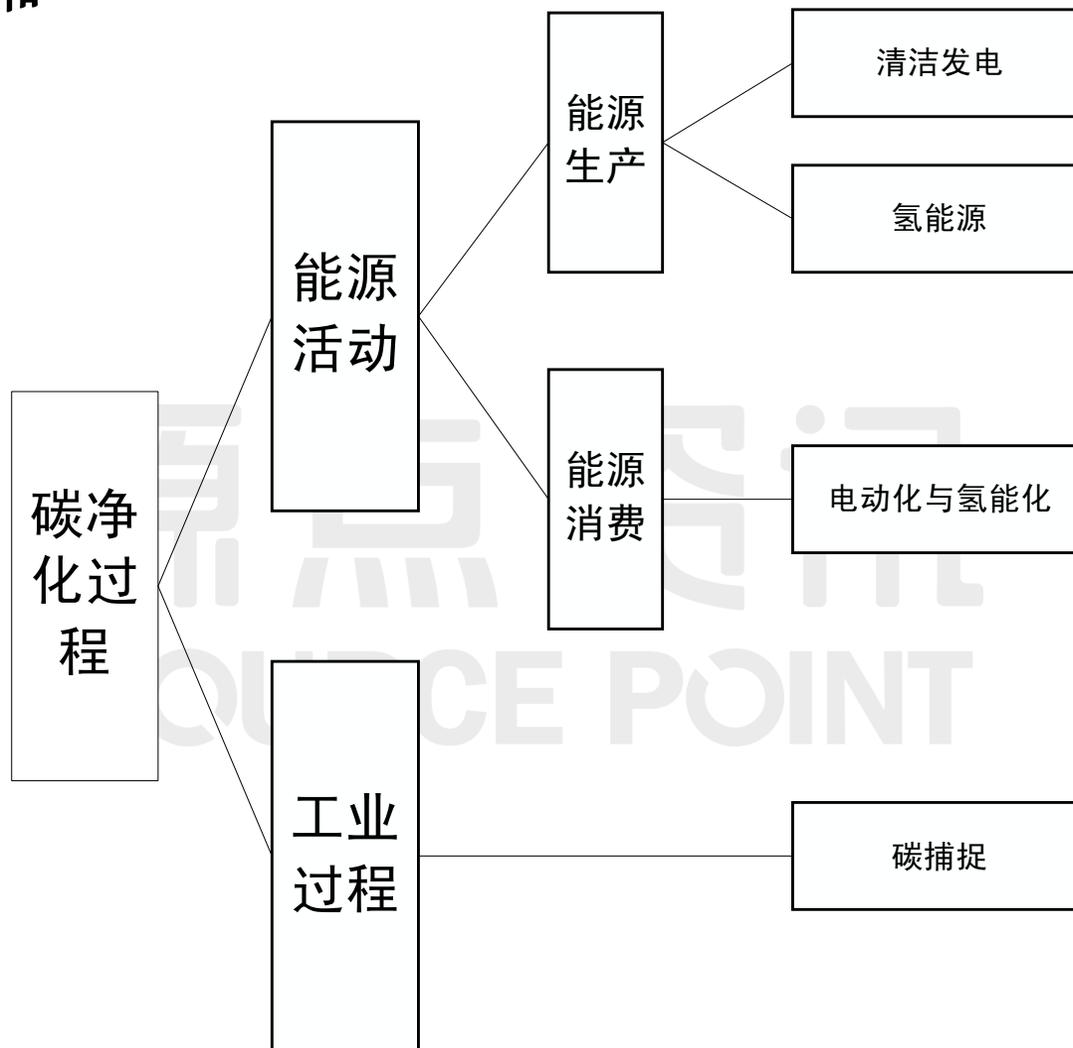
- 根据《IPCC国家温室气体清单指南》，碳排放来源可分为**能源活动**、**工业生产过程**、**农业、林业和废弃物处理**等五类；
- **能源活动**占比最高，约为85.5%；
- **工业过程**次之，约占15.4%；
- **农业、林业和废弃物处理**占比仅为-0.8%，表现为**净吸收**；



图表来源：根据中信证券报告绘制



- **替代**：生产端，**发电业**是目前最大的碳排放来源，实现碳中和需要使用**光伏、风电、核电、水电**等清洁能源完全替代火电；消费端，改变生产工艺流程，使用**电力和氢能源**替代传统化石能源；
- **补充**：由于电力的局限性（电池的能量密度），部分场景无法使用电力供能，**氢能源**将作为重要**补充**；
- **捕捉**：部分工业过程排放的碳来自于化石能源以外的矿物，例如煅烧石灰石，需要结合**碳捕捉技术进行中和**；



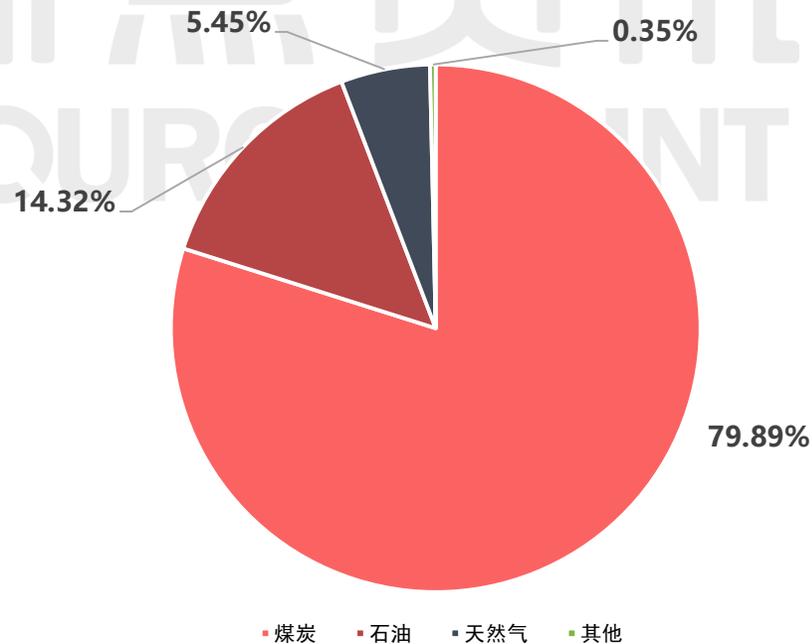


- 报告指出，“十四五”时期单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低13.5%、18%，今年实现单位国内生产总值能耗降低3%左右，主要污染物排放量继续下降；
- 推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电；
- 稳定增加汽车、家电等大宗消费，取消对二手车交易不合理限制，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系；

二氧化碳排放量与增速



二氧化碳排放占比



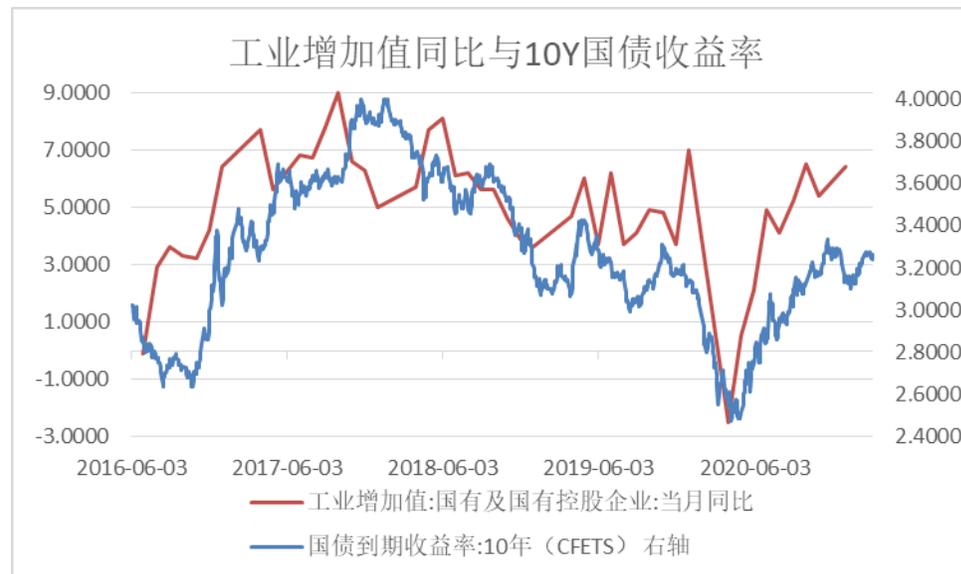
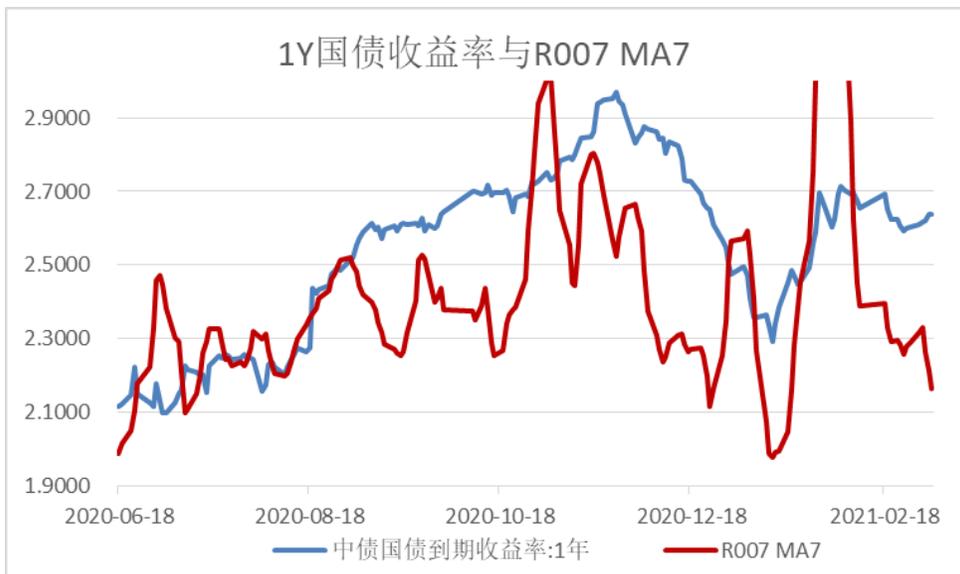
数据来源：IEA/International Energy Agency

◆ 大类资产配置展望

源点资讯
SOURCE POINT



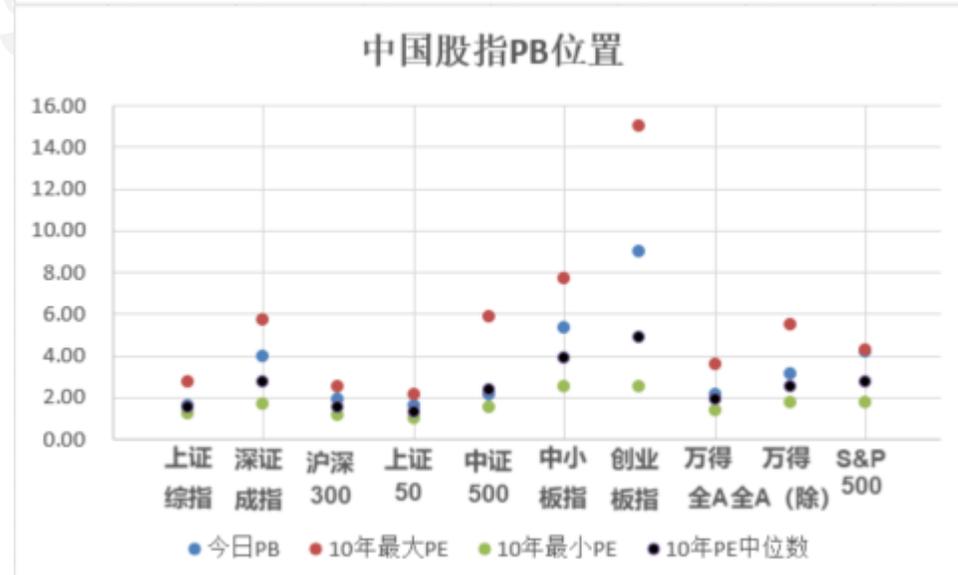
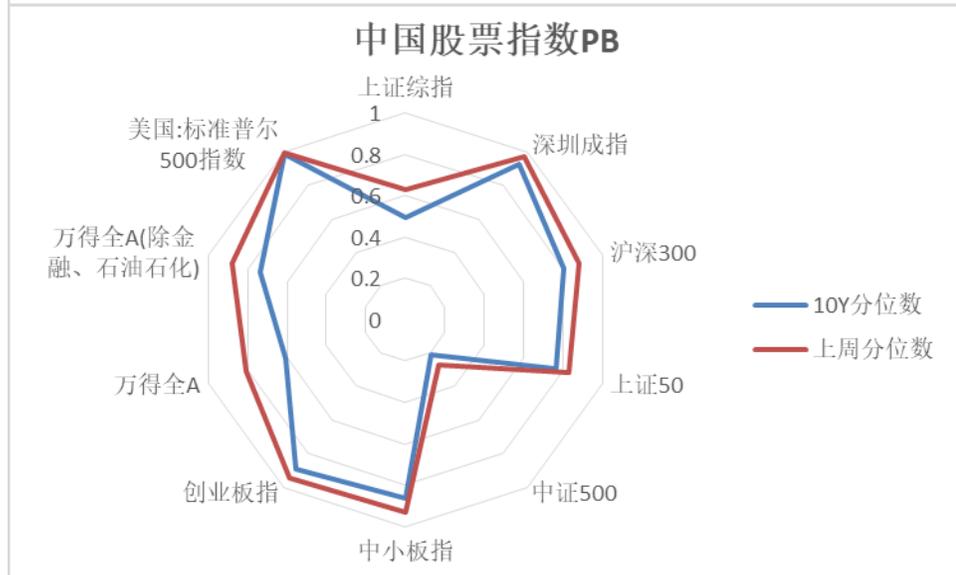
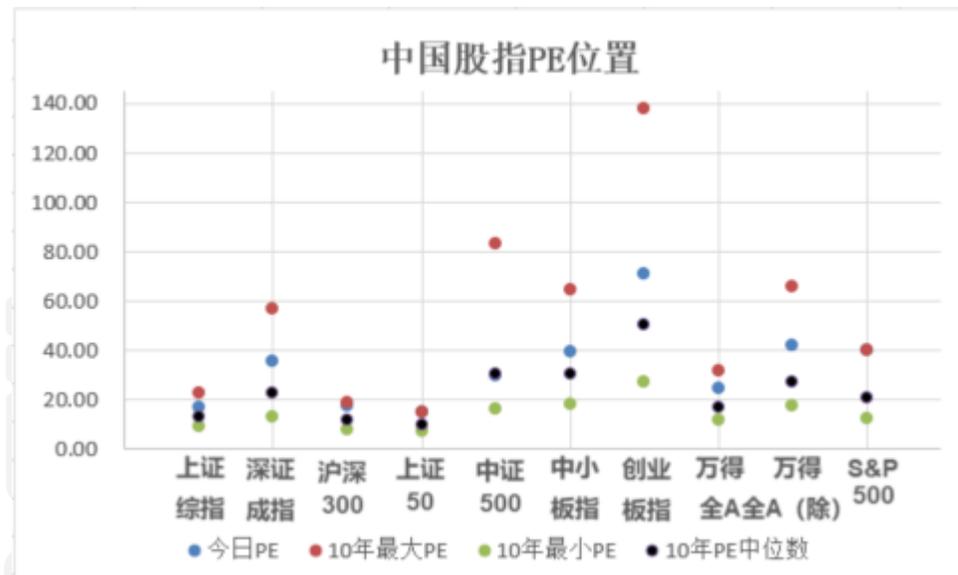
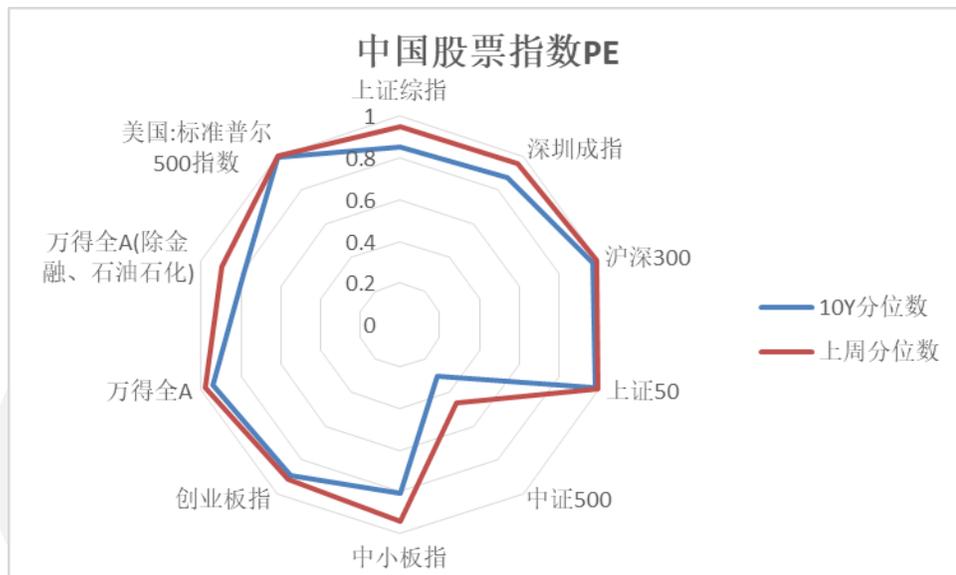
债券市场：债券价格全年可能都不乐观，且缺乏明确趋势性机会，短期利空到5月，全年建议高抛低吸，美债长端仍有上行驱动，主要看美联储意愿，曲线陡峭化策略仍有机会。





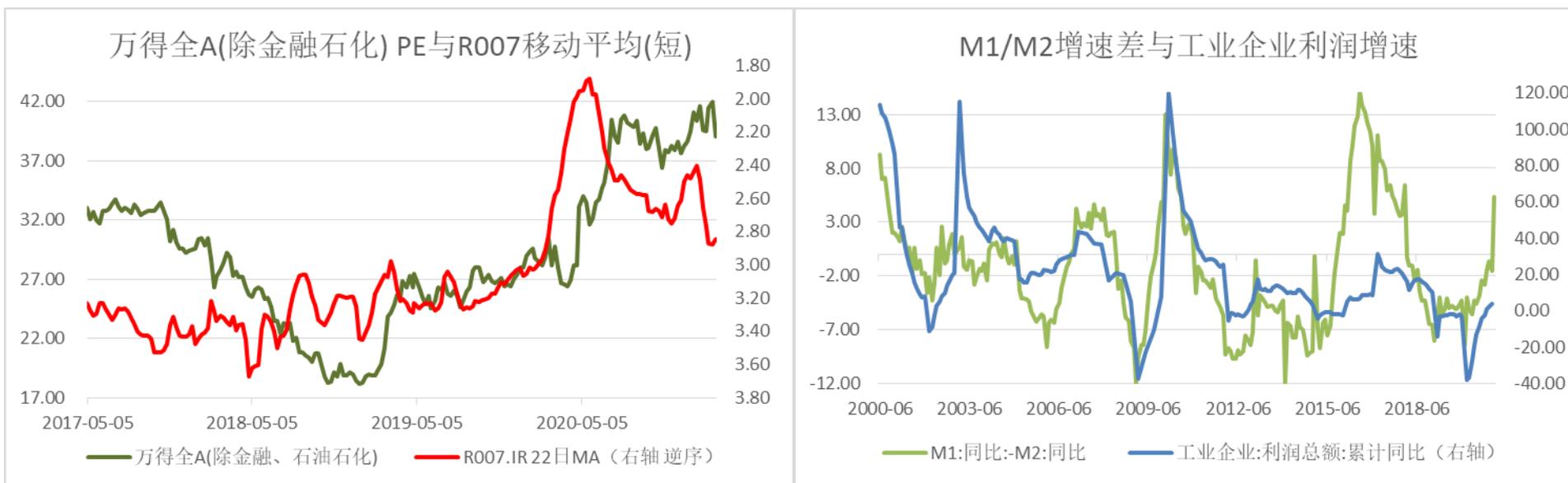
源点资讯
SOURCE POINT

股票市场：股市估值下降，目前中证500和上证股指较低，其他指数股指较高。

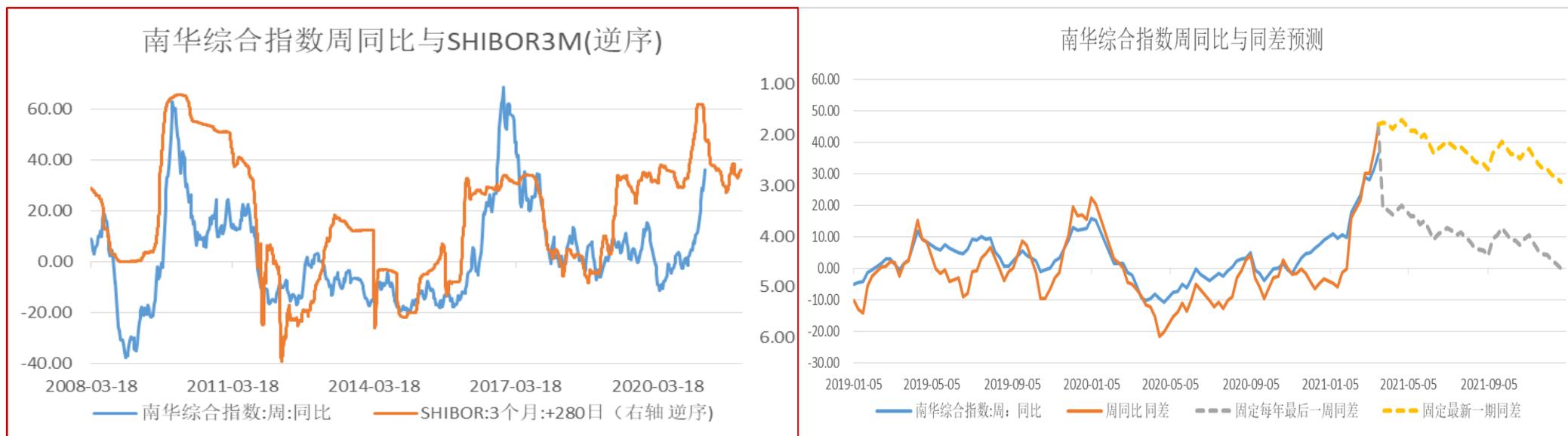




股票市场：流动性趋紧对股市估值有压力，货币数据继续驱动利润改善，股市缺乏明确机会，谨慎对待。

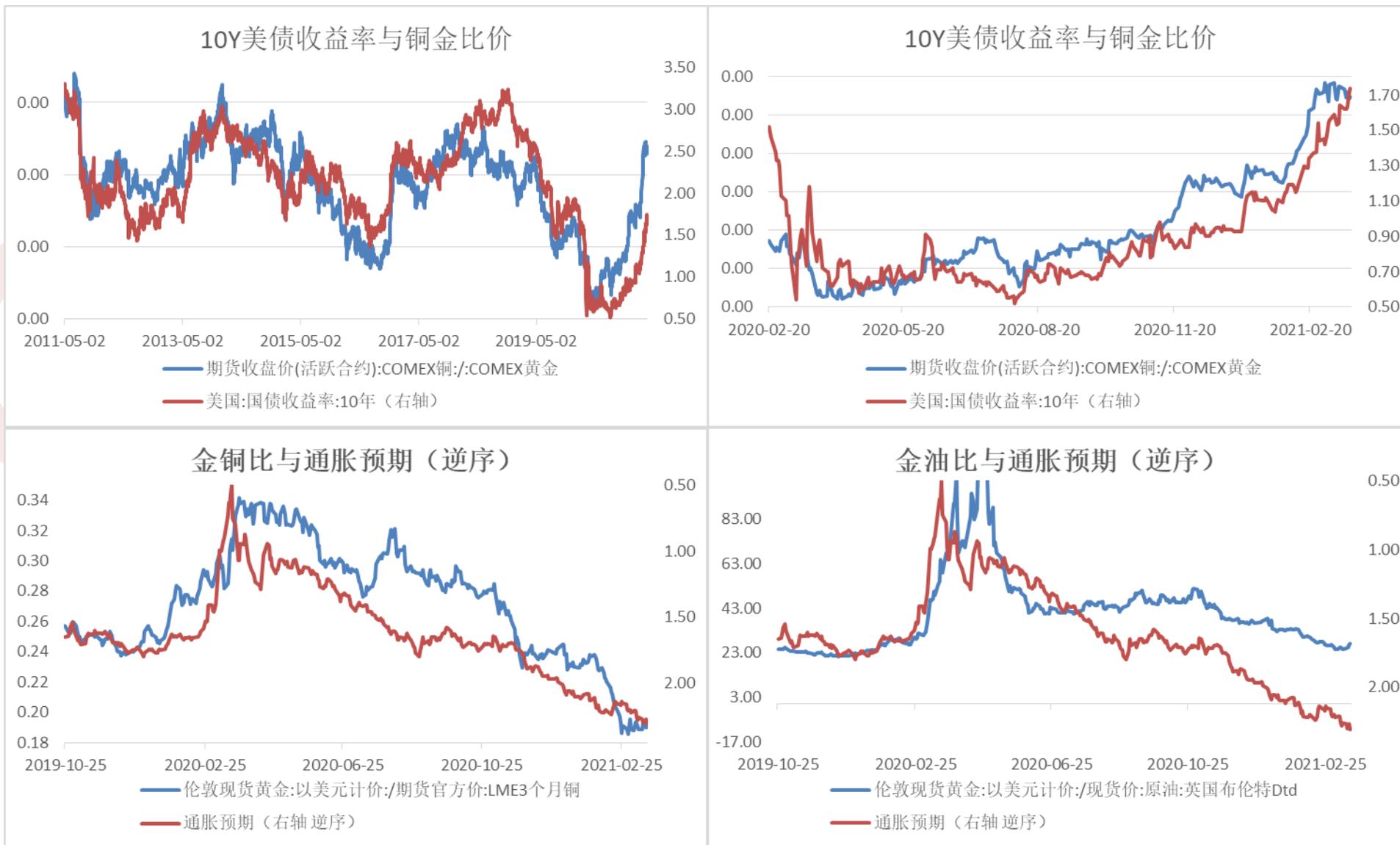


大宗商品走势：货币和同差先行指标看，目前大宗商品可能正在经历调整，而非方向变化，可能在5月-9月间寻找变化。





大宗商品走势：短期铜金与美债差距，中期金油比与通胀预期的差距以及金银比与宏观经济和商品价格的对冲。



金银比价与COMEX铜走势



数据来源: Wind

- ✓ 国内债券没有明确机会，3月利空出尽对债券价格是支撑，但4月可能又有压力，5月前明确偏空，全年高抛低吸，美债长端价格仍有压力，看美联储意愿。
- ✓ 利润改善对股市是支撑，预计是结构行情，谨慎对待。
- ✓ 大宗商品短期调整压力，中期仍向上，可能在5月-9月间或有变化，短期铜金与美债差距，中期金油比与通胀预期的差距以及金银比与宏观经济和商品价格的对冲。

THANK YOU

研究创造价值 一切只为客户
RESEARCH CREATES VALUE ALL FOR YOU

免责声明

本报告信息均源于公开资料，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，报告中的信息或建议并不构成所述证券和期货的买卖出价或征价，投资者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，须注明出处为永安期货，且不得对本报告进行有悖于原意的引用、删节或修改。