

策略报告

警惕四个预期差

2022年09月15日

专题报告

- 本文将阐述地产、防疫、能源、加息等商品和股票市场普遍关注的议题，提示市场预期证伪的风险。
- 对于地产“金九银十”的期待暂未在高频数据中得到验证。
- 二十大后防疫政策放松可能并不具备条件，习主席的海外出访也不是放开的信号。
- 欧洲能源危机在冬天会更加恶化，但是对于商品的影响难以复刻去年的行情。
- 过早谈论美联储加息缩表退出恐怕是不合适的，尤其对于商品市场来说影响或才刚刚开始。
- 以上四个预期的落空对于商品市场均是不利的，我们维持对于商品市场延续弱势的判断。在当下我们仍需谨慎看待商品的每一次反弹。

研究员：赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

Z0016776

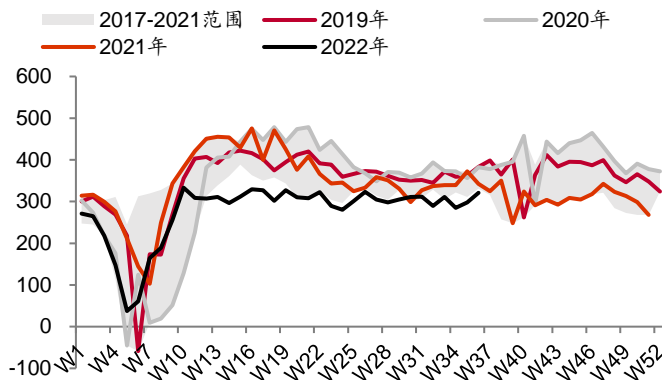
微信公众号：招商期货研究所



一、地产“金九银十”？

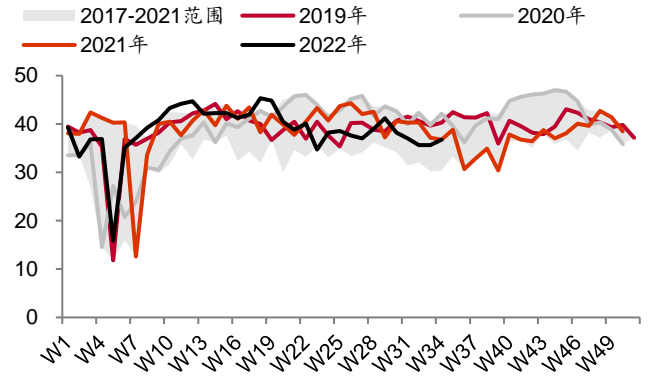
由于各地地产政策正加大释放，再者考虑到疫情致使前期政策传导不畅，市场对于今年的“金九银十”有更高的期待。而螺纹、PVC、玻璃的需求的确有些起色。

图 1：螺纹表需（万吨）



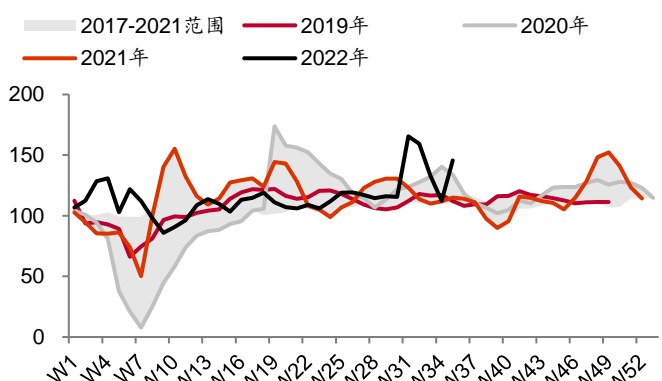
资料来源：钢联,招商期货

图 2：PVC 周度需求（万吨）



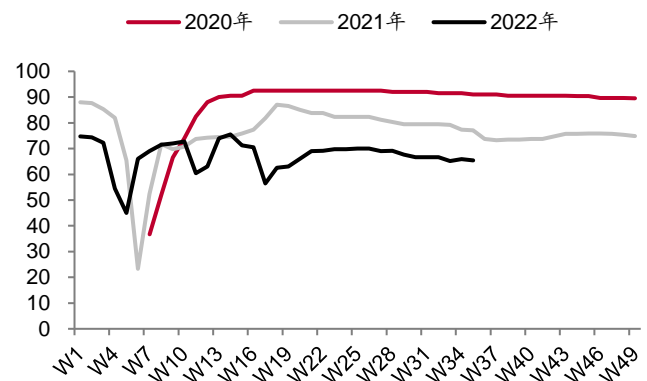
资料来源：WIND,招商期货

图 3：玻璃周度需求（万吨）



资料来源：WIND,招商期货

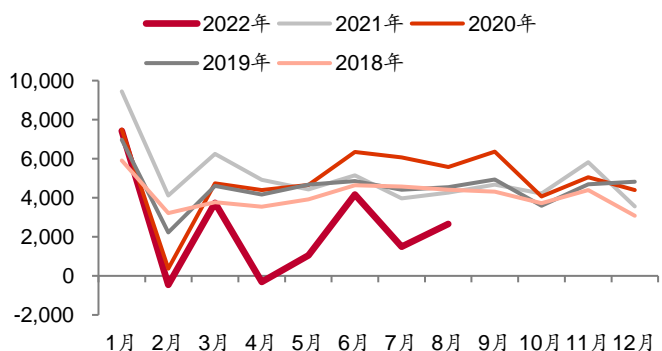
图 4：铝型材周度开工率（%）



资料来源：WIND,招商期货

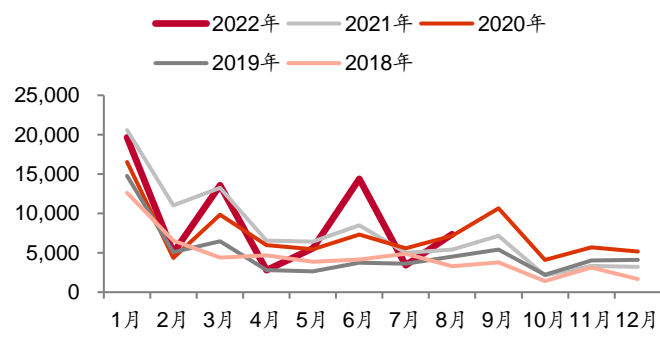
但这可能是基建而非地产的拉动。从央行公布的中长期贷款数据来看，企业端强于居民端，而 8 月企业中长期贷款大幅增加反映出基建的实物工作量逐步形成，但对应地产的居民端较 7 月有所恢复，但仍旧偏弱。

图 5：居民当月新增中长期贷款（亿元）



资料来源：WIND,招商期货

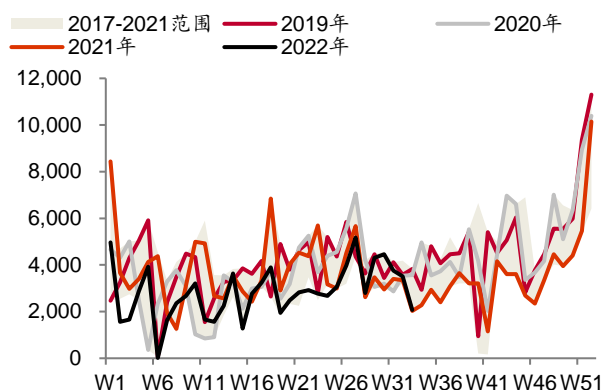
图 6：企业当月新增中长期贷款（亿元）



资料来源：WIND,招商期货

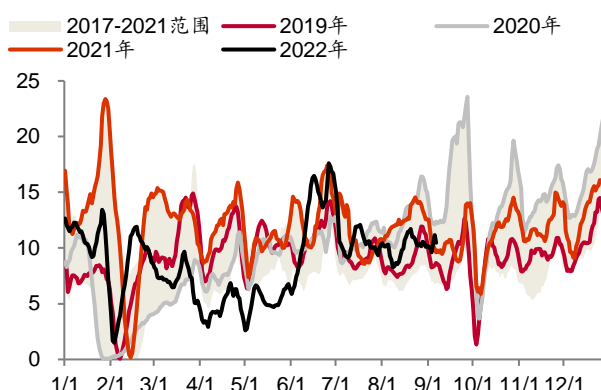
从高频数据来看，地产销售明显弱于建材表现。而由于房企资金的主要来源已经由银行贷款转向销售回款，销售端的弱势严重拖累房地产市场的复苏。

图 7：100 城成交土地规划建筑面积(万平方米)



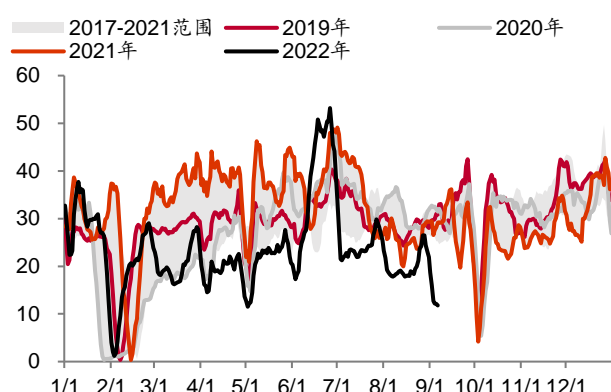
资料来源：WIND,招商期货

图 8：30 城商品房成交面积-一线城市（万平方米）



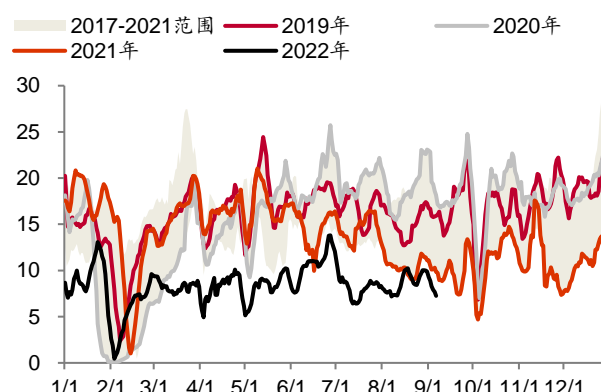
资料来源：WIND,招商期货

图 9：30 城商品房成交面积-二线城市（万平方米）



资料来源：WIND,招商期货

图 10：30 城商品房成交面积-三线城市（万平方米）



资料来源：WIND,招商期货

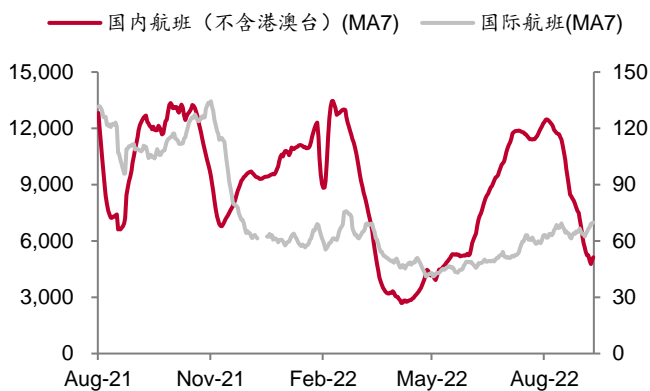
房企的困难依旧存在，上下游资金链断裂的问题依旧困扰，在国家保交付的压力之下，全面停工的项目虽然明显减少，但不少项目进度缓慢，只是在象征性地施工。

我们调研发现，深圳等地的工地实行严格的“两点一线”管理，但若施工地、居住区附近出现疫情，那么工地将面临较长时间的停工；而时开时停造成工人的熟练程度和安全意识下降，事故一旦发生又面临停工整改。

“金九银十”若无法兑现到销售数据上，那么大宗商品的工业板块将继续维持弱势震荡格局，债牛的根基也将持续存在。

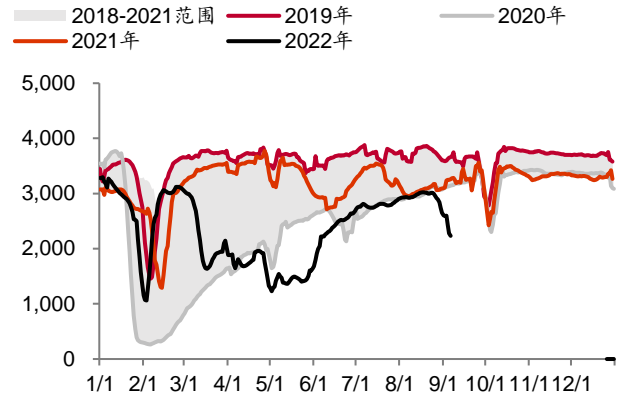
二、大会后调整防疫政策？

图 11：全国执飞航班数量（架次）



资料来源：WIND,招商期货

图 12：一线城市地铁客运量：（万人,MA7）



资料来源：WIND,招商期货

显然，疫情和层层加码的防疫制度对生活生产造成了不小的经济影响。随着海外逐渐全面放开，市场对国内疫情政策的调整有所期待。

而疫情以来习主席首次的海外出访被解读成在二十大之后放松防疫政策的信号，但这恐怕是过度解读。这一次出访的重要性在政经层面而远非防疫考量。

今年的上合峰会是俄罗斯战略重心确定东移后的首次会议。长期以来，俄罗斯对中国介入中亚有所忌惮，而此次同意中吉乌铁路修建可被视为全球地缘政治的重大变化，对中国的“一带一路”来说有重大的里程碑意义。这是一条绕过俄罗斯的铁路，是未来通畅连接伊朗、土耳其进入欧洲的基础，也是振兴西北的关键。习主席首访哈萨克斯坦也呼应了十年前在哈提出“一带一路”倡议。

随着成员的扩充，上合组织的职能将逐渐从最初设立时的反恐合作逐渐转向政经等全方位合作。本次的撒马尔罕峰会将吸纳伊朗为正式会员国，这已然是布热津斯基在《大棋局》中所构想的“对美最大危险”。5年内，白俄罗斯、土耳其、亚美尼亚、以色列、沙特阿拉伯等十多个国家将正式加入，有趣的是这将成为第一个能同时容纳以色列、伊朗、沙特的大型区域组织。中国庞大的制造业体量和这些国家的资源禀赋和发展需求相匹配，而在区域内使用本币兑换绕开美元既符合各国的安全需求也推动了人民币国际化的进程。

习主席的本次出访也为其他的出访打开了空间。此前外界盛传习主席将出访沙特等中东国家，以及参加 APEC 会议并与拜登见面。相较之下，上合组织会议的重要性明显更高。且在大会前出访和大会后出访的意涵也有所不同。

综上，仅仅把出访当成是防疫政策调整的信号太过片面。那么二十大之后是否会调整？

今年 7.28 政治局会议指出：“坚持就是胜利。要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战。”

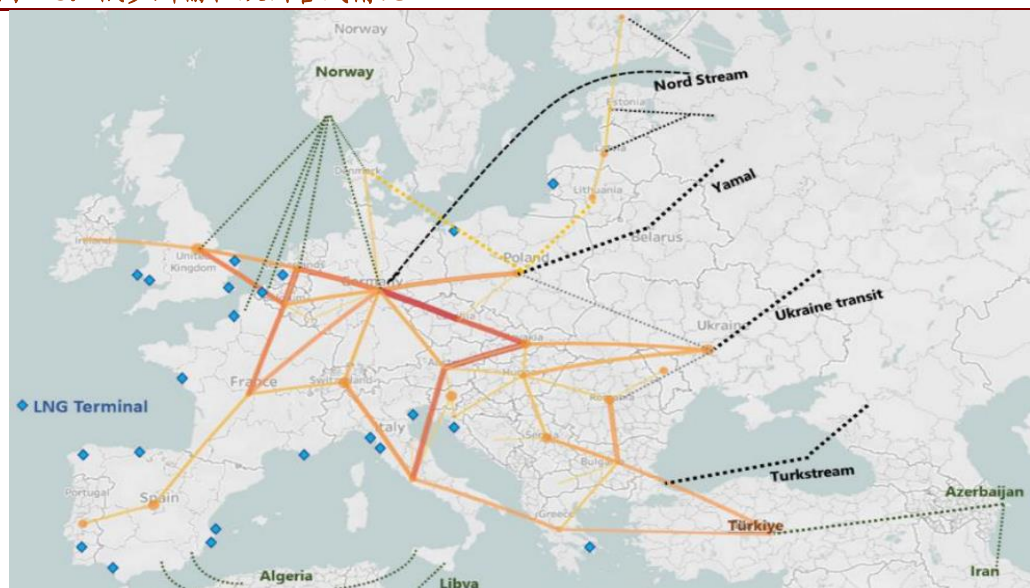
从“长远看”、“政治账”、“生命至上”等出发，至少需要看到新冠特效药有效化、国产

化，变异毒株重症死亡率下降，新冠后遗症探明这三大要件才会全面放开。而当下三个条件并不成熟。即使以上条件全部达成，政府愿意去推动，也需要一段时间来进行宣传引导，因为中国绝大部分群众仍旧畏惧新冠。这都决定了防疫政策短期放松的可能性很小。

如果预期落空，股票与商品市场难免会有情绪上的波动。但就实际来看，随着防疫的精细化和经验的积累，疫情对于实体经济的损伤将会边际下降。

三、欧洲能源危机在冬天恶化？

图 13：俄罗斯输往欧洲管线情况



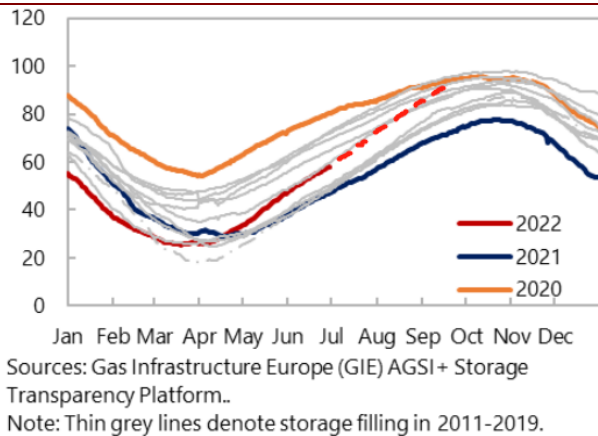
资料来源：公开资料整理,招商期货

欧洲能源危机被视为“灰犀牛”事件，在冬季来临。

北溪一号的无限期关停引发了欧洲能源危机的新一轮担忧。不过北溪一号在关停之前本就仅有 20% 的输气量，而在俄罗斯输往欧洲的四条管线中，经由乌克兰和土耳其的两条管线仍在送气。

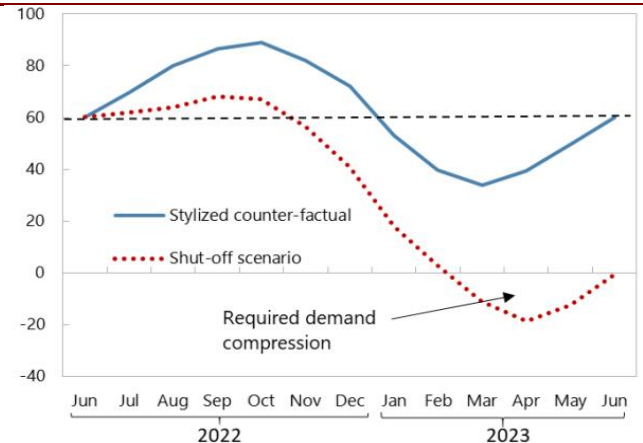
IMF 在 7 月对欧洲天然气的库容比做了如下推演。

图 14: 历史上的天然气库容比 (%)



资料来源: IMF,招商期货

图 15: 各种情境分析下的天然气库容比 (%)



资料来源: IMF,招商期货

右图是两种情境假设。实线比照 21 年的供应以及价格调节后的需求，虚线展示了俄罗斯完全断供但有 70% 缺口被替代的情况。按照 IMF 的估测，如若在 7 月份俄罗斯立刻断供，那么欧洲天然气库存将在明年 2 月份消耗殆尽。

尽管今年 7 月欧洲从俄罗斯天然气进口量较去年同期下降了 70%，但欧洲的累库速度超出预期。左图虚线展示了天然气库存的实际增长情况，当下欧洲天然气库容比已经接近 85%，在 10 月有望达到 90%。尽管俄气断供程度接近于右图的虚线情境，但现实却更接近于实线。

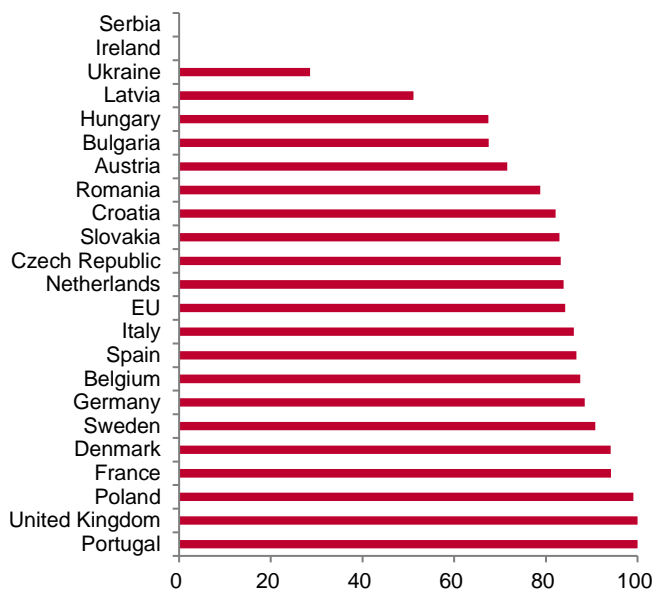
究其原因，东亚将大量的液化天然气长协订单转卖给了欧洲，而欧洲也使用了煤炭等替代能源。

如若按照 IMF 关于天然气完全停供的假设，考虑到 10 月库容峰值比其 7 月所作的预测高 20%，那么库存在明年 3 月将消耗殆尽，那么更大的压力应该在明年的冬季。

欧洲的政策也会引导供需结构的变化。若欧盟在今年 11 到明年 3 月强制减少 12% 的用电需求，那么库容比在明年 3 月的低位将向上提升 20%；而如若欧洲对天然气价格或电价进行管控，那么需求恐难以被抑制，库容压力会提升。

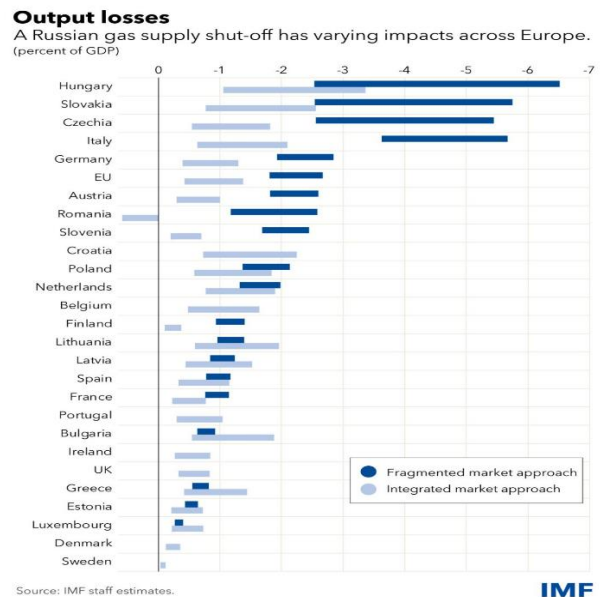
综合来看，冬天的欧洲能源危机可能难以复制 2021 年双碳转型时动力煤带动全商品上行的行情，关键在于当下总需求在下行，且中国煤炭保供压制了通胀。那么能源危机对于商品的影响是局部化的，大抵可以分为以下几类：一是直接使用天然气的化工品，如尿素供给受损的影响将远大于需求，价格支撑强；二是电价成本高且欧洲产能占比较高的品种，例如有色中的锌、铝，其成本支撑较强；三是对于其他大部分品种，或许对需求端的抑制胜过供给端的影响。

图 16：欧洲各国储气比例（9/12，%）



资料来源：AGSI,招商期货

图 17：俄气断供对欧洲各国 GDP 的影响 (%)



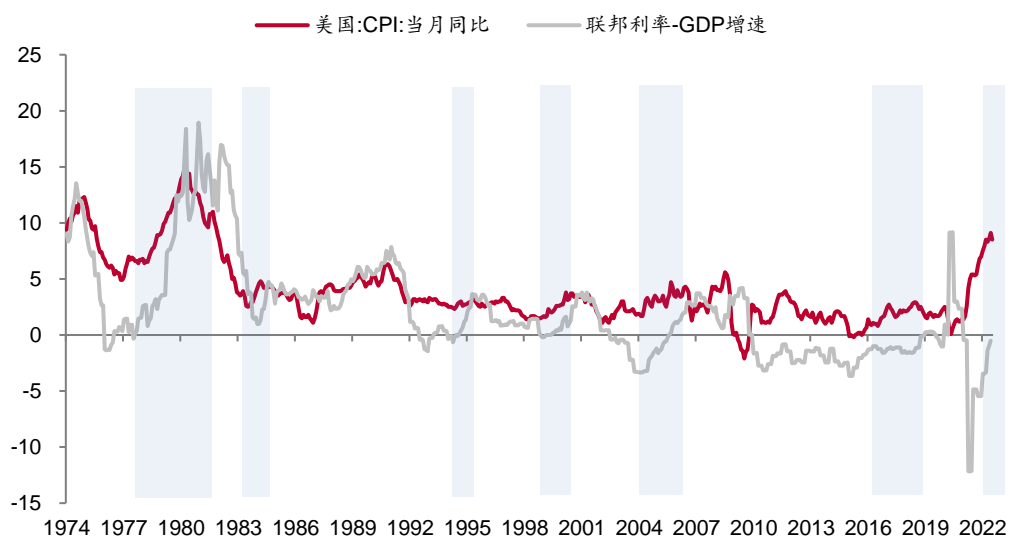
资料来源：IMF,招商期货

我们也需要留意欧盟内部问题。中东欧国家更加缺气，且各国经济实力不一，受到俄乌冲突的影响也不尽相同。这会对欧盟整体政策形成制约，而且局部地区（例如捷克）的社会动荡容易形成扩散效应。谨防政治风险和债务危机爆发使得避险情绪显著提升。

四、美联储明年上半年开启降息？

多头始终在期待美联储加息缩表早日退出。

图 18：历次加息周期 (%)



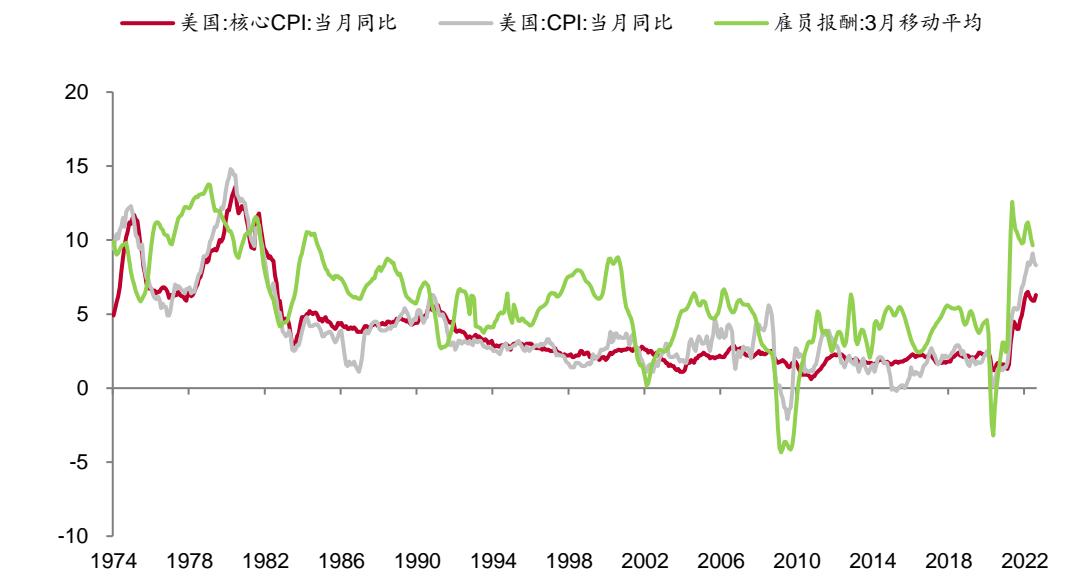
资料来源：WIND,招商期货

抛开泰勒公式及围绕其展开的复杂修正，我们用最简单的方式去理解利率。长期来看，名义利率=实际利率（GDP 实际增速）+通胀水平（CPI 增速）。除了 2018 年量化宽松条件下的预防性加息，可以看到以往每次加息的结果都是让两条实线（将 GDP 增速移

到等式左边)靠近并交叉。因此我们可以简单地做个估算,如果明年上半年的通胀水平维持在6%以上,而GDP增速同比为1%,那么利率升至5%以上也甚是合理。考虑到今年年底联邦利率到达3.75%-4%,那么明年上半年仍有加息的空间。

明年上半年继续维持高通胀是很有可能。当下对于通胀的担忧已经慢慢从原材料通胀的第一阶段走入工资、房租上涨的第二阶段,而第二阶段的螺旋一旦形成,就意味着通胀恐怕不是短期的问题。而如果商品在第二阶段继续推波助澜,那么这样的通胀一定会面临更强有力的加息。

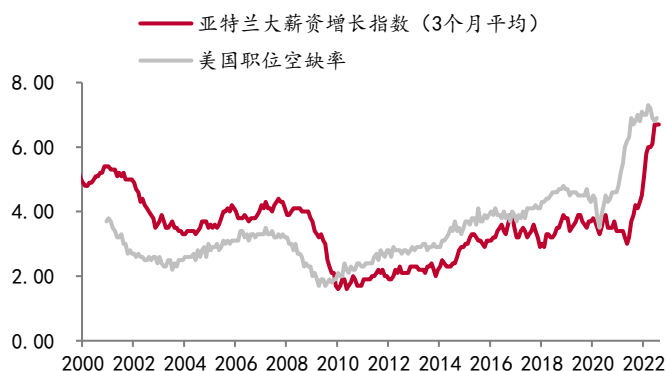
图 19：1970 年以来，本次工资-通胀螺旋的强度仅次于 70-80 大滞胀时期



资料来源：WIND,招商期货

此外，我们恐怕不能因为失业率小幅上行而认为加息缩表即将推出。一是4%以下的失业率本就被认定为过热的，二是美联储只能通过让失业率提升才能打破工资-通胀螺旋形成，矫枉必须过正。

图 20：近期由于薪资问题的罢工事件在欧美屡见不鲜



资料来源：WIND,招商期货

图 21：美国劳动力参与率已接近量化宽松以来的水平



资料来源：WIND,招商期货

本轮加息缩表的持续时间和强度不可被低估，至少在通胀大幅回落前很难看到美联储的转向，股票估值依旧承压。

而加息缩表对商品所关注的实体经济的影响更不可被低估。一方面，美国已经脱实入虚，制造业占比从70年代的4成降为现在的2成，服务业/制造业就业人数比重从2.3提升

到 6.2，美国正参照自身强势的服务业数据而惩罚全球的制造业；另一方面，俄乌冲突致使美强欧弱，美元强势保护了美国经济，基于美国自身强健经济的加息缩表让非美经济体雪上加霜。

当下，加息缩表通过流动性对于股债施加直接的影响；而随着时间的推移，流动性抽离将逐渐落到实体，这也意味着，商品需求在年底或明年将面临更大冲击。

关于本次美联储加息缩表如何与众不同及基于美林时钟对于资本市场的进一步影响，我们将会在未来的专题报告中进行更加细致的分析。

以上四个预期的落空对于商品市场均是不利的，我们维持对于商品市场延续弱势的判断。在当下我们仍需谨慎看待商品的每一次反弹。

研究员简介

赵嘉瑜：招商期货研究所大宗商品策略组主管。具有期货从业资格（证书编号：F3065666）和投资咨询从业资格（证书编号：Z0016776），美国纽约大学国际政治与国际经济硕士，上海交大经济学与法语双学士，巴黎政治学院交换，曾在曼氏金融工作，善于宏观、微观结合分析。在《中美聚焦》、《中国能源报》、《澎湃新闻》、《上海证券报》、《期货日报》等媒体发文，多次担任哈工大（深圳）期货训练营讲师。

重要声明

本报告由招商期货有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2011】1291号）。《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对他人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。