

策略报告

沉舟侧畔，静待良辰

2022 年 12 月 15 日

2023 年度商品宏观策略

相关报告

1. 20220623 招期宏观策略半年报：外定下行方向，内决反弹力度-赵嘉瑜
2. 20220729 大宗商品的中观研究思路-赵嘉瑜
3. 20220902 招期策略专题报告：商品为何二次下探-赵嘉瑜
4. 20220915 招期策略专题报告：警惕四个预期差-赵嘉瑜
5. 20220929 招期策略专题报告：拆解大宗商品的四象限-赵嘉瑜

赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

Z0016776

□ 宏观研判：基于需求逻辑上的短空长多。

- 1) 加息缩表后半段对商品实质影响显现，会扭曲但不会改变三周期叠加上行；
- 2) 美元指数短强长弱：当下类似于 1982-1985 年，美元短期走弱需要欧洲战略自主，从产业转移以及美元结算的角度看，长期走弱的基础存在；
- 3) 地产销售难以向好，限制新开工的改善空间，此后会传导到施工和竣工，从地产对商品的负反馈来看，现实层面的触底反弹恐怕要等到明后年，而预期层面的触底反弹已经基本浮现，地产对商品需求的抑制作用在边际削弱；
- 4) 当下全球处于主动去库的阶段，正沿着产业链向上传导，去库完之后的补库可能是明年的主要行情；
- 5) 综合来看，当下需求现实和预期方向不一致，整体震荡偏弱，待到方向一致时才能酝酿出年度大行情，拐点或需等到加息结束。

□ 板块策略：

- 1) 2020 年以来的三波供给扰动（疫情、双碳、俄乌）逐步消纳，将回归需求占主导的行情，明年全球经济大概率放缓，结合上面的宏观研判，我们认为各大工业品板块均服从短空长多；
- 2) 有色是最值得做长期多头配置的板块，在于全球新能源进程叠加新兴国家电气化，其中以铜、铝、贵金属更为看多。相较之下，黑色和能化的长期多头配置价值有限；
- 3) 黑色在做困境反转，交易新开工 L 形触底后的边际改善，钢矿表现会强于煤炭，但都会面临弱现实与强预期的反复交易；
- 4) 能化板块或最弱，一是烯烃链、芳烃链大扩产下继续去利润，二是原油估值暂不具备大幅提升的空间；
- 5) 在见顶和见底过程中，往往黄金领先铜领先原油，如若黄金在今年 11 月已见底，那么铜接下来可能在明年上半年再次向下试探 7000 美元，油价也可能随后去试探 70 美金的近期低点，然后再分别确定走入上行趋势；
- 6) 对于商品来说，在绝对价格未走出趋势的情况下，更确定性的头寸或许在月差结构上。纯粹从需求侧来说，疫情放松、地产托底、加息缩表等多方面因素决定了近端承压的现实和远端向好的预期，需要关注黑色板块（除煤炭）和化工板块的 contango 机会。

正文目录

一、	前言：看清过去，认识当下	5
（一）	冲高回落与横盘震荡	5
（二）	从短期来看，全球未形成共振	5
（三）	从长期来看，亚洲其他地区接棒中国拉动商品消费	6
二、	总览：短空长多，谨慎乐观	7
（一）	加息后期商品不应乐观，结束后才有望开启新一轮信贷周期	7
（二）	美元由强走弱，但短期强势的基础仍在	10
（三）	新开工承压，传导到施工与竣工	13
（四）	当下产业链自下而上进入主动去库，印证短期弱势	16
三、	商品板块策略	18
（一）	供给扰动减弱，整体复归需求交易	18
（二）	从需求角度看，黑色着眼短期反弹，有色着眼长期发展	19
（三）	从供给角度看，能化板块最为弱势	21
（四）	从绝对价格来看，服从短空长多，低库存补库或是明年的主要行情	21
（五）	从相对价格来看，月差恐怕是对未来预期走好但现实走差的表达	22
四、	总结	23
	研究员简介	25

图表目录

图 1 : WIND 全商品价格指数	5
图 2 : 国内外经济通胀周期	6
图 3 : 商品宏观逻辑的四象限 (红色利多, 绿色利空)	6
图 4 : 亚洲铜人均消费量 (吨)	6
图 5 : 粗钢人均产量对比 (吨)	6
图 6 : 人均原油消耗量对比 (桶/日)	7
图 7 : 人均发电量 (千瓦时/年)	7
图 8: RJ/CRB 指数: 被十年大周期的波浪助推着, 但眼前也面临流动性冲击的漩涡	8
图 9 : 美国工会支持率与薪资和通胀同比	9
图 10 : 美国房屋租售比	9
图 11 : 70 年代以来历次加息周期的股票和商品表现 (标题日期为加息周期, 虚线为加息结束时)	9
图 12 : 商品价格与美元的关系	10
图 13 : 产业转移与美元的关系 (亚洲的产业转移: 日本——亚洲四小龙——中国——东南亚、南亚)	11
图 14 : 全球储备货币比例	11
图 15 : 俄乌冲突下美欧制造业 PMI 和失业率	12
图 16 : 美元的国际支付比例提升	12
图 17 : 80 年代货币指数 (反映一单位美元能兑换的该国货币数, 以 1980/1/1 为基期)	12
图 18 : 类似的 1982-1985 年: CRB 现货指数与美元	13
图 19 : 当下: RJ/CRB 商品价格指数与美元	13
图 20 : 房建影响因素	14
图 21 : 市场无形的手	14
图 22 : 新开工面积推演	14
图 23 : 地产指标表现 (累计同比, %)	15
图 24 : 地产高频数据: 累计同比 (%)	15
图 25 : 建材高频数据: 累计同比 (%)	15
图 26 : 美国库存同比增速 (%)	16
图 27 : 中国 PMI 库存细项	16
图 28 : 上游 (2-5 月): 分化	16
图 29 : 上游 (6-9 月): 多数被动补库	16
图 30 : 中游 (2-5 月): 多数被动补库	17
图 31 : 中游 (6-9 月): 全部主动去库	17
图 32 : 下游 (2-5 月): 多数主动去库	17
图 33 : 下游 (6-9 月): 分化	17
图 34 : 商品板块指数 (2-10 月表现)	17

图 35 : 各商品价格指数表现 (截止 11.26)	18
图 36 : 市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛 (元/吨)	19
图 37 : 原煤产量 (万吨)	19
图 38 : 欧洲电价 (欧元/MWh)	19
图 39 : 部分子版块价格指数 (2022 年 6 月至今)	20
图 40 : 黄金、原油、铜价 (以 2020/1/1 为基期)	20
图 41: 化工品产能增速	21
图 42 : 45 港口铁矿石周度库存 (万吨)	22
图 43 : 螺纹钢总库存 (万吨)	22
图 44 : 美国原油及成品油库存 (千桶)	22
图 45 : 全球显性铜库存 (万吨)	22
图 46 : WIND 全商品指数	23
 表 1: 两次高位震荡对比	 5

一、前言：认识当下

（一）冲高回落与横盘震荡

图 1：WIND 全商品价格指数



资料来源：WIND，招商期货

2022 年全年商品整体处于冲高回落、横盘震荡的趋势，尤其是在今年 1 月到 6 月由于俄乌冲突引发的震荡区间，还有去年 4 月至 9 月由于双碳战略的实施而引发的震荡，去年 10 月穿刺区间主要由于煤炭的疯狂上行和政策打压。

表 1：两次高位震荡对比

	两次高位震荡对比	
	2021 年 4 月-9 月	2022 年 1 月-6 月
信贷	海外流动性充足，国内偏紧	海外信贷由松收紧，国内宽松
供给	双碳——动力煤为锚	俄乌冲突——油气为锚
需求	强劲	降速
库存	较低，去库	极低，难累库

资料来源：招商期货

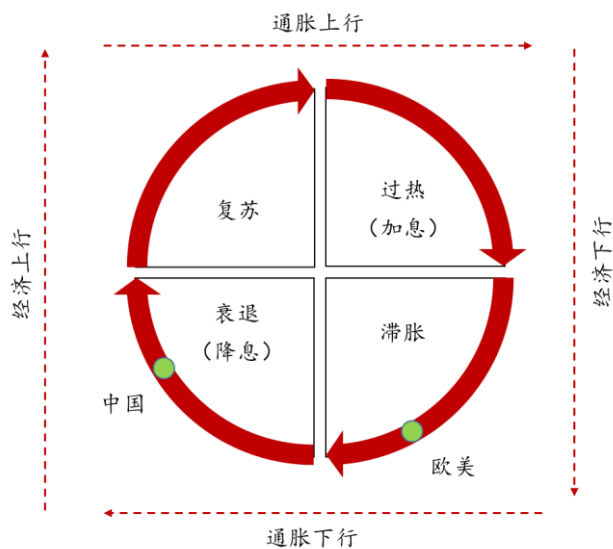
对比去年和今年震荡箱体的两个阶段，可以发现诸多相似之处，但在需求方面却截然相反。从某种意义上说，尽管过去三年供给扰动频繁，然而“需求定方向，供给定弹性”从大级别周期来看依然成立，只是在短期的驱动上供给比需求更为活跃。

而在快速下跌后当下又进入了第二段震荡。商品多数板块均处于震荡之中，而当下的震荡与上半年的震荡在宏观逻辑上如出一辙，这难免让我们思考震荡过后的方向问题。

（二）从短期来看，全球未形成共振

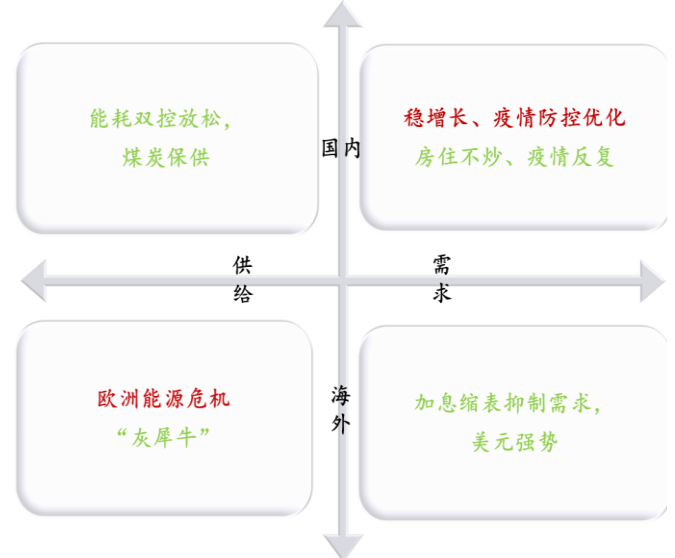
中国与欧美经济从 2020 年开始就一直错位，这在于对疫情防控政策和货币财政政策的不同态度。当下，中国经济有望从衰退走向复苏，而欧美正逐步从滞胀走向衰退。从内外的节奏可以看出，无论是俄乌冲突前的海外经济韧性对比 2021 年 4 季度中国经济放缓，或是 6 月份快速加息下的海外衰退预期对比中国经济稳增长，今年以来的行情更多是由海外所主导。

图 2：国内外经济通胀周期



资料来源：招商期货

图 3：商品宏观逻辑的四象限（红色利多，绿色利空）



资料来源：招商期货

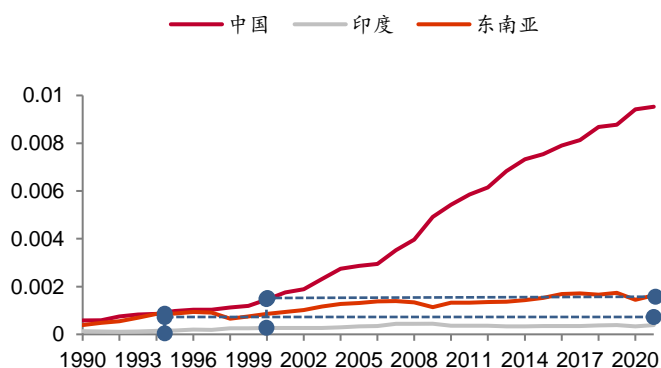
由于国内和海外存在差异，自然而然地，我们得以切分内外；而又由于供给以及需求都存在主线逻辑，我们进而按供需进行切分。从而得到了商品逻辑的四象限。

1) 国内供给：自从去年的动力煤事件之后，国家大力保供煤炭，压制了全球通胀，且为了保证经济的增长，能耗双控有一定的放松；2) 国内需求：今年的主线始终是疫情反复、房住不炒拖累稳增长预期，而随着防疫放开，地产政策深化，需求的长端预期进一步走强，只是短期仍面临大规模疫情冲击的困扰；3) 海外供给：俄乌冲突使得欧洲能源供应问题持续发酵，然而欧洲也在通过削减自身需求的方式来化解危机；4) 海外需求：加息缩表进程持续，海外由滞胀进入衰退，需求抑制从预期阶段走向现实阶段，强势美元也在持续抑制全球总需求。

而当下，从边际的角度来看，防疫放松、地产托底、加息放缓等都给予了商品多头以强劲的短期信号；而让多头更为兴奋的是，大宗商品即将重启超级大周期（或许持续 7 年之久）。

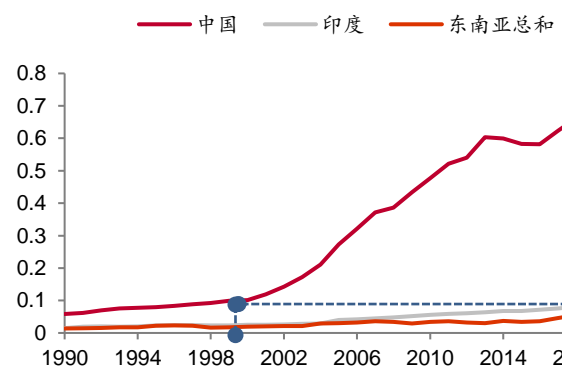
（三）从长期来看，亚洲其他地区接棒中国拉动商品消费

图 4：亚洲铜人均消费量（吨）



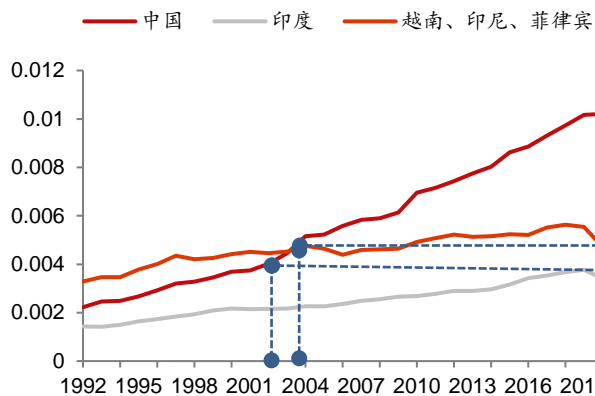
资料来源：WIND, Bloomberg, 招商期货

图 5：粗钢人均产量对比（吨）



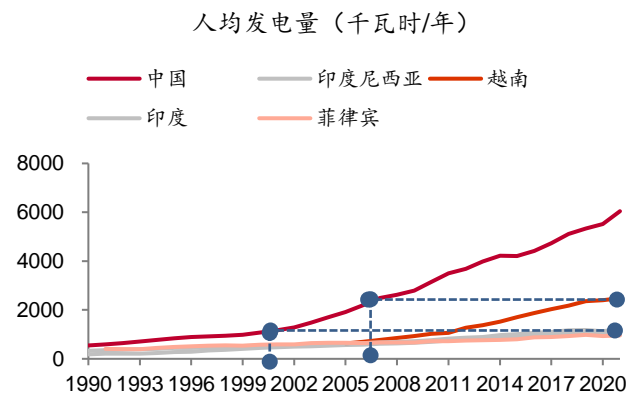
资料来源：WIND, Bloomberg, 招商期货

图 6：人均原油消耗量对比（桶/日）



资料来源：WIND, Bloomberg, 招商期货

图 7：人均发电量（千瓦时/年）



资料来源：WIND, Bloomberg, 招商期货

以东南亚、南亚为代表的新兴国家将有望接棒中国拉动全球商品需求增长。对比来看，这些地区人均用铜、人均产钢、人均耗油和人均发电均处于我国在 20 年前大爆发的水平。东南亚的快速发展除了其内生的经济动力之外，还在于中美竞争的大格局给予其多重红利。仅是粗略估算人均耗铜，如果依照中国 10 年增加 0.004 吨/人的路径，未来十年印度加东南亚共 20 亿人口将增加 800 万吨铜消费（折算每年拉动全球消费达 2.7%）。

除此之外，一带一路沿线国家尤其是中东地区国家正在大规模建设本国的基建项目以及大型城市圈，这将是对于商品巨大的贡献点。

基于此，我们非常认同商品在未来数年的投资机会，但唯有需求的现实和预期方向一致时才能酝酿出大行情。我们仍需要理性地面对当下，反问自己：全球需求已经在上行了吗？否，欧美在走向衰退，中国未爆发需求。东南亚、印度已经接棒了吗？否，全球信贷仍在收缩。需求始终确定着方向，我们还没有进入长期趋势性多头的最佳时间。

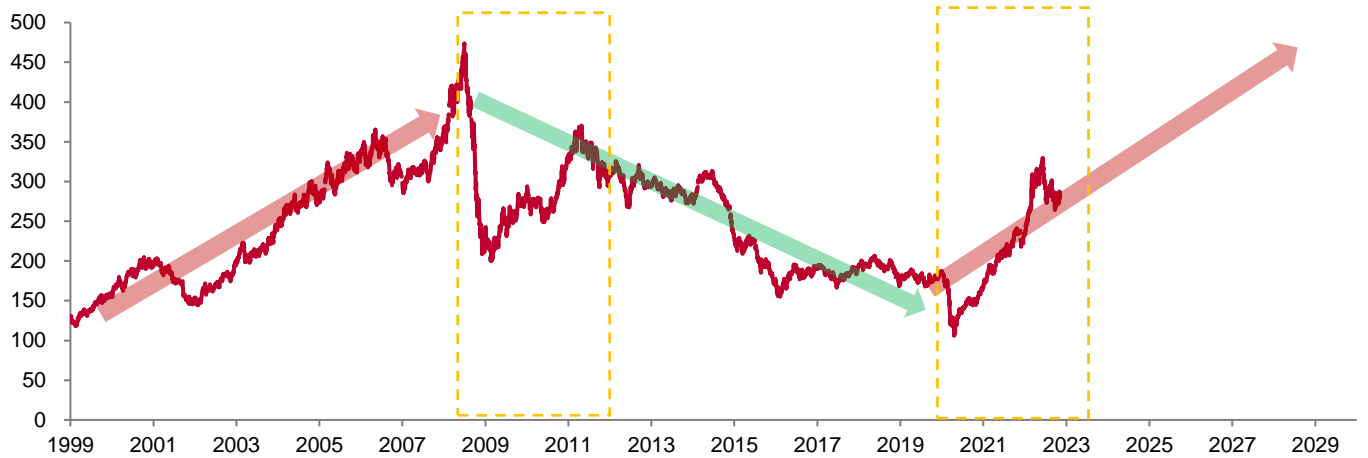
本文接下来将对商品整体进行综述，从需求的四个方面来阐述为何商品短期仍将承压，以及何时看到短空到长多的拐点。

二、总览：短空长多

（一）加息后期商品不应乐观，结束后才有望开启信贷扩张

我们如何认识加息缩表？

图 8: RJ/CRB 指数: 被十年大周期的波浪助推着, 但眼前也面临流动性冲击的漩涡



资料来源: WIND,招商期货

商品价格,大抵是从二十世纪开始经历了约 10 年的上行和约 10 年的下行,而当下正处于新一轮 10 年上行之中。当下的上行期由两方面所决定:一是本次朱格拉周期嵌套了库兹涅茨周期(人口周期)和康德拉季耶夫周期(新能源等),二是美元指数长期下行(后文将论证)以及未来可能的降息周期将激发全球信贷重启。这呼应了前文亚洲其他地区接棒中国商品消费。

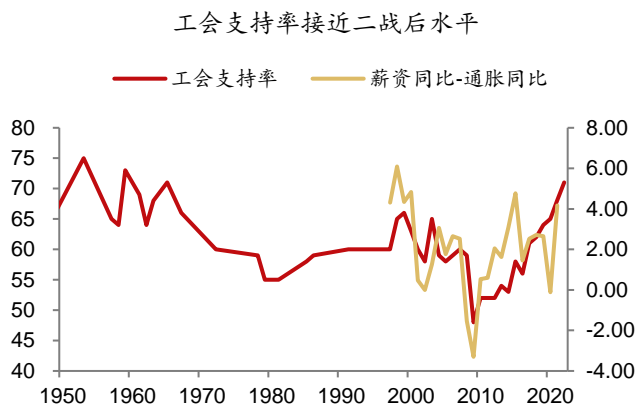
然而我们也需要观察到过去二十年发生的两次流动性冲击,包括 2008 年金融危机和 2020 年全球疫情,他们嵌套在朱格拉周期的不同位置。虽然成因及处理过程并不相同,但每一个流动性冲击都是由流动性衰竭、流动性释放和流动性抽离所构成。当下仍旧处于流动性冲击之中,而由于流动性冲击的主导国有既定的长期战略,因此流动性冲击只会扭曲周期的形态但不会改变周期的方向。

当下,我们首先需要回答的就是美联储加息所带来的流动性抽离是否已经充分计入价格的预期之中。结论是,现货市场还未真正感受到加息所带来的寒意,加息对商品的抑制作用仍将持续发酵。本次美联储加息速度快,利率在 3% 以下时,全球需求几乎无感,而四季度开始出口市场才出现明显下滑;如若利率维持高位,商品需求将持续受到抑制。我们从以下两方面进行分析加息对商品的抑制效应。

首先,加息的节奏并未板上钉钉。尽管美国 11 月 CPI 同比下滑到 7.1%,但距离 4% 的通胀目标仍有一段不小的距离;而 3.7% 的失业率较此前虽有小幅上涨,但仍处于 4% 以下的过热水平。“高通胀”与“低失业”的组合并未根本性改变。这就引发了市场对于加息终点、维持高利率时长、加息幅度等的臆测。

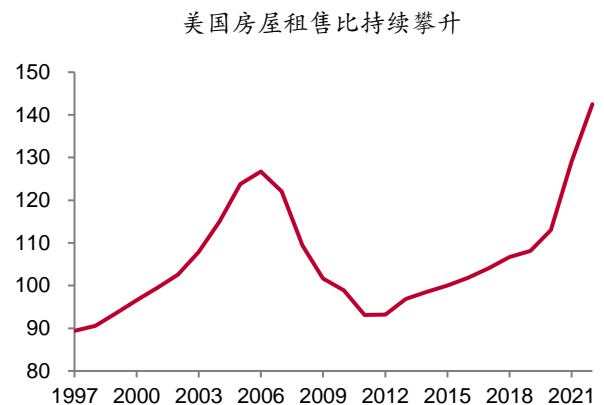
当下,通胀由商品价格推升的第一阶段进入工资、房租螺旋的第二阶段。

图 9：美国工会支持率与薪资和通胀同比



资料来源：WIND, Gallup, 招商期货

图 10：美国房屋租售比

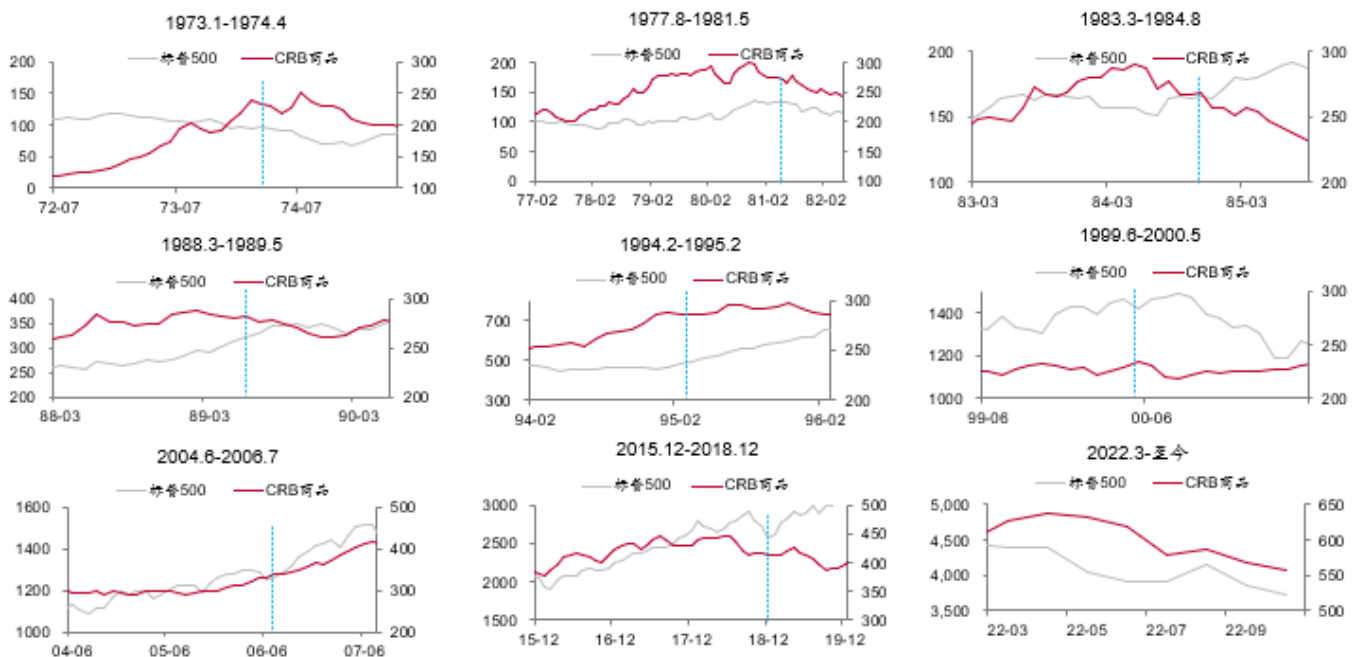


资料来源：WIND, Bloomberg, 招商期货

一方面，工会支持率与工资超通胀水平呈现正相关关系。当下美国工会支持率已经高达 70%，接近二战后水平（当时共产主义思潮泛滥），或多或少暗示着工资上升的顽固性。另一方面，美国的房屋租售比已经超过 2008 年金融危机的水平，房租也有一定的跟涨压力。

除了加息节奏存疑外，加息后半期引发确定性衰退，商品需求承压。

图 11：70 年代以来历次加息周期的股票和商品表现（标题日期为加息周期，虚线为加息结束时）



资料来源：WIND, 招商期货

可以看到在历次加息周期后半段到加息结束后的大半年，股票倾向于上行，而商品则倾向于下行，这一现象在 70-80 年代以对抗通胀为目的的加息周期里体现得更加明显。这是由于相较于股票来说，商品属于更短久期的资产，会有更大权重在近端现实。加息后半期的经济衰退意味着商品需求的萎靡，也意味着新一轮的信贷扩张即将来临，这对应了股票未来折现的增加。

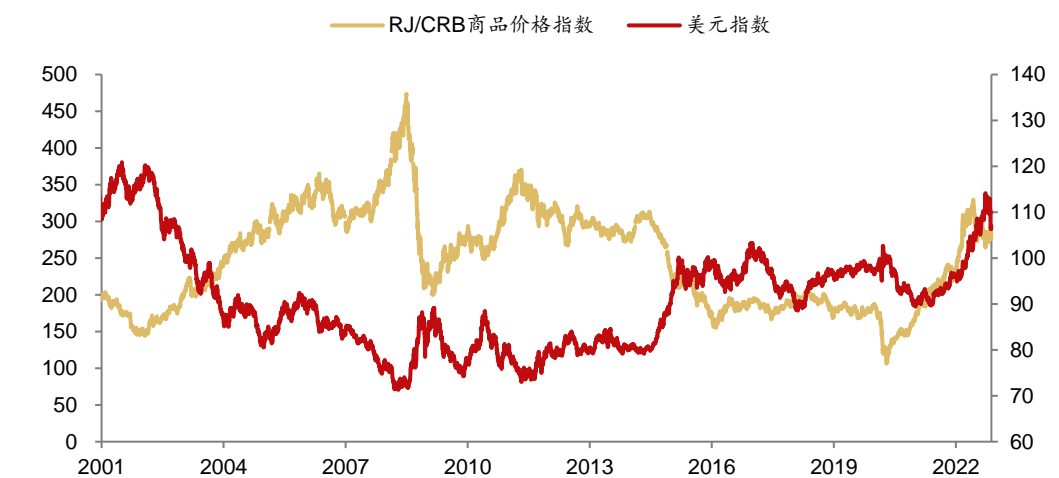
本轮加息中，利率处于 3% 以下时，实体经济并未有明显感觉，而随着加息步入后半段，衰退才逐渐显现。当下，对于除贵金属之外的大部分商品而言，加息幅度放缓并不是核

心问题，更应关注的是利率终点以及利率维持高位的时间。加息后半段引发确定性衰退，商品需求持续被抑制。因此，在加息结束前，我们都不宜对商品需求产生太多乐观情绪；待到加息结束并确定新一轮降息周期开启之时，全球需求才会爆发。这是支持短空长多的第一个逻辑。

（二）美元由强走弱，但短期强势的基础仍在

第二个逻辑是美元指数，结论是美元的长期下行奠定了商品的长期上涨（配合前文所述的新一轮全球信贷周期开启），而美元的短期下行可能伴随商品的短期下行。这个结论看似矛盾，但其实美元与商品的长期及短期关系要分开来看待。

图 12：商品价格与美元的关系



资料来源：WIND,招商期货

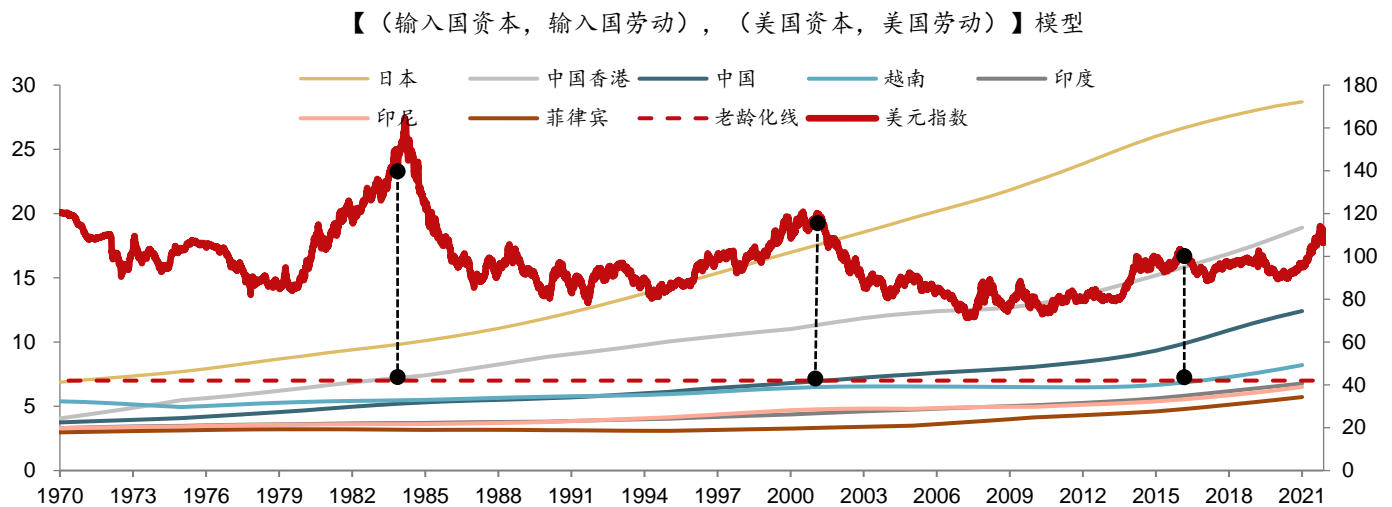
从长期来看，美元指数和商品价格指数高度负相关。一是大宗商品多以美元计价，美元增值则商品相对贬值；二是美元走强往往对应全球信贷收缩，大宗商品需求下降。

我们首先论证美元指数长期下降，再论证为何美元短期强势，继而从历史的角度分析可能的拐点，最后得出商品短空长多的结论。

使得美元走弱的第一个关键点在于产业转移的周期。我们构建出【（输入国资本，输入国劳动），（美国资本，美国劳动）】模型：在产业转移前期，输入国凭借低廉的劳动力成本吸引美国资本进入并帮助压制美国通胀，而美国通过跨境资本和跨国公司获取高附加值。此时，输入国资本和劳动项占比均较小，美国资本项占比较大，美元指数走强。而在产业转移后半期，输入国人力成本提升，输入国劳动占比增加，且输入国已经累积了一定的资本，该项占比提升（类似于“内循环”），这时美国资本项所占的比重下降，对应美元指数的走弱。

我们用 65 岁以上老年人占总人口比重（下图折线）来拟合输入国劳动和资本占比，一般来说该项越大，代表该国劳动力成本提升以及资本累积增加。通行标准下，7% 以上代表该地区进入老龄化。

图 13：产业转移与美元的关系（亚洲的产业转移：日本——亚洲四小龙——中国——东南亚、南亚）

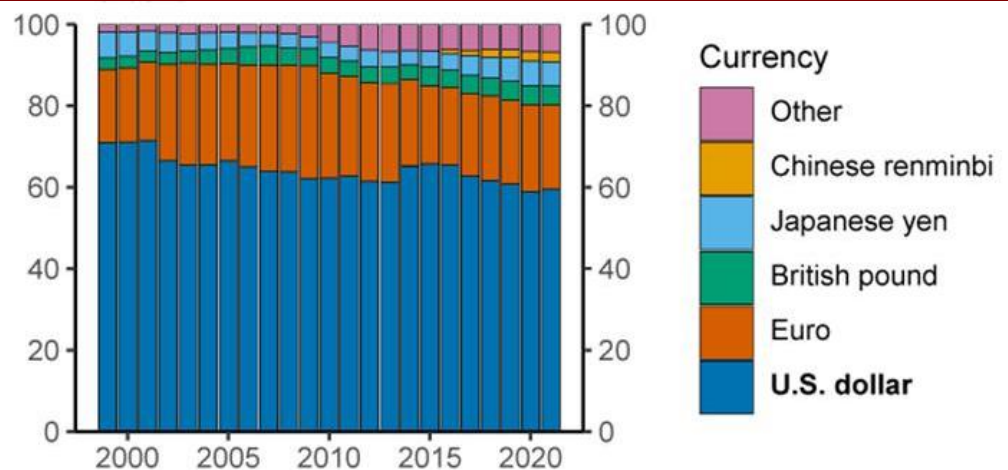


资料来源：WIND,招商期货

可以看到,1980年代与2001年前后美元的高点对应了香港与中国大陆进入老龄化社会,而在本轮产业转移的承接对象中,越南在2017年到达老龄化水平,印度预计在今明年到达,而印尼预计在明后年进入。从产业转移的角度来看,的确具备了美元长期走弱的基础。

另外一个长期削弱美元的逻辑是其逐渐下滑的结算及储备地位。

图 14：全球储备货币比例

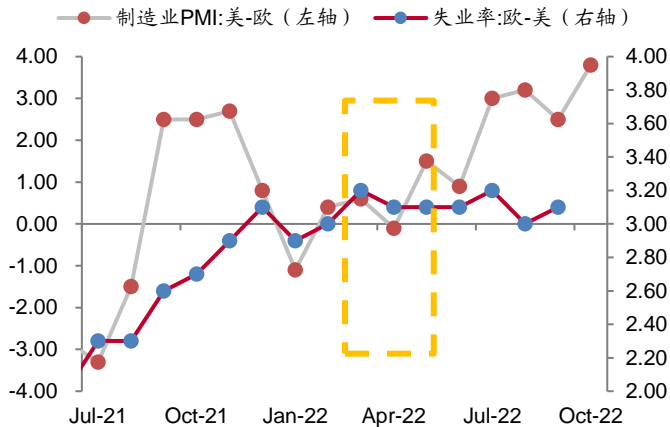


资料来源：IMF

俄乌冲突导致了主权国家和个人对于海外美元资产的担忧,卢布等非美货币结算增加。此外,中国也在积极布局降低自身原料交换的美元结算比例。其中,与中东的贸易协定将有利于形成人民币输出购买油气,及人民币输入购买基建能力的循环,人民币存储及结算比例将有显著提升。换言之,一个商品与商品交换的实体系统正在对抗由美国主导的货币与商品交换的金融系统。这是一个中长期的故事,但也印证了美元的长期走弱。

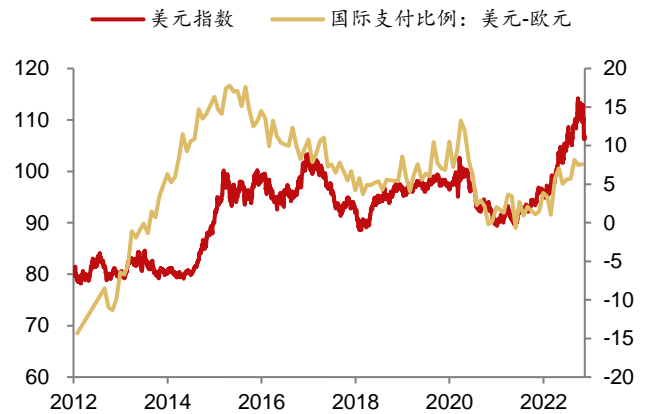
我们在此就不过多着墨,把视线拉回到短期。

图 15：俄乌冲突下美欧制造业 PMI 和失业率



资料来源：WIND,招商期货

图 16：美元的国际支付比例提升

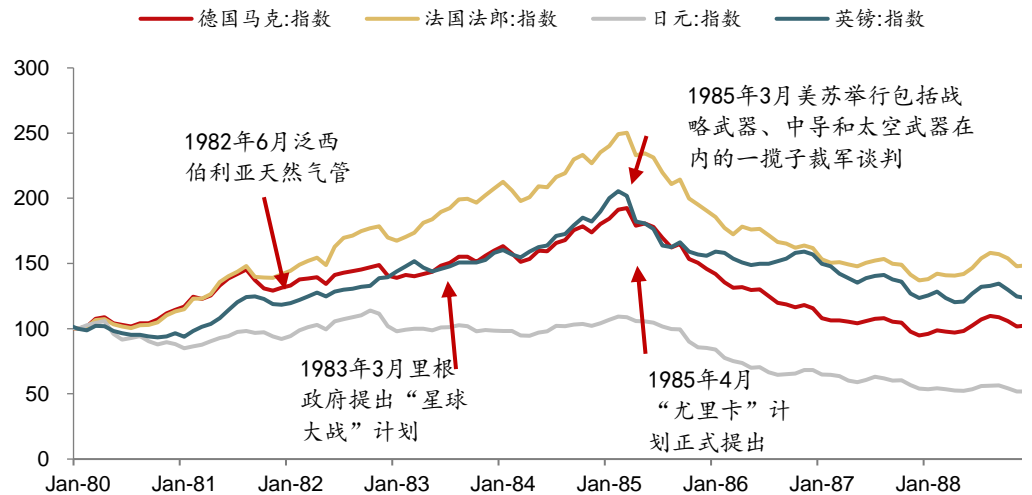


资料来源：WIND,招商期货

美元短期的强势有两方面的原因：一是俄乌冲突导致美强欧弱：事实上，一季度欧洲 PMI 已然超过美国，但随着俄乌战争打响，美国与欧洲的差距越拉越远。且欧元区内部经济差异较大，相较于美国的果敢加息，欧洲显得心有余而力不足。第二点，由于能源及其他商品价格的高企，美元支付比例短期走高，也促使了美元短期强势。

这就自然而然地延伸出一个问题，即美元什么时候出现由强到弱的拐点。我们需要在历史中寻找答案。当下情况类似 82 年-85 年。类似于今年，1982 年西伯利亚天然气管道也发生爆炸，原因是美国担心苏联获得能源暴利而赢得冷战。1983 年里根政府提出“星球大战”计划，与俄乌冲突类似，美苏与美俄在军事领域的对抗都会使欧洲受损。

图 17：80 年代货币指数（反映一单位美元能兑换的该国货币数，以 1980/1/1 为基期）



资料来源：WIND,招商期货

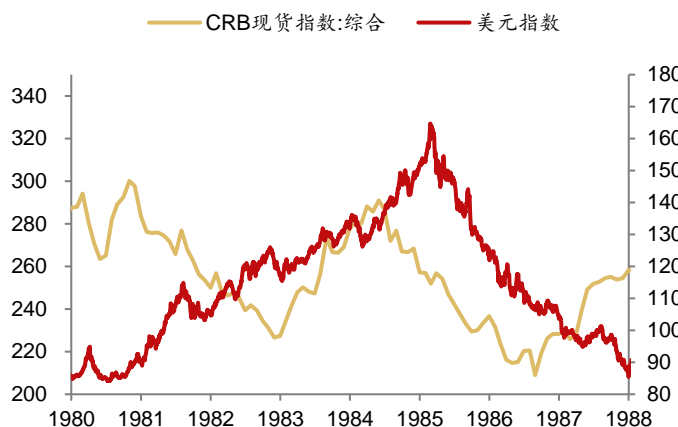
从上图可以看出 1980-1985 年日元并未下跌，美元的走强在于欧洲货币的贬值。本轮美元周期拐点出现在 1985 年 3 月前后，根本原因在于欧洲的战略自主。“星球大战”计划提出后，欧洲各国掀起反战情绪，迫使美国和苏联谈判，其中包括中导等武器在内的一揽子裁军；而在 1985 年 4 月，“尤里卡”计划的提出使得各自为阵的欧洲各国集中力量发展面向未来的科技。

纵观当下，美元的拐点依旧依赖欧洲的战略自主，即迫使美国与俄罗斯谈判，以及在经

济上更加团结，以面对美国抗通胀法案以及中欧投资协定等议题。而我们正在看到以上条件逐渐走向达成，美元的拐点已经逐步呈现。

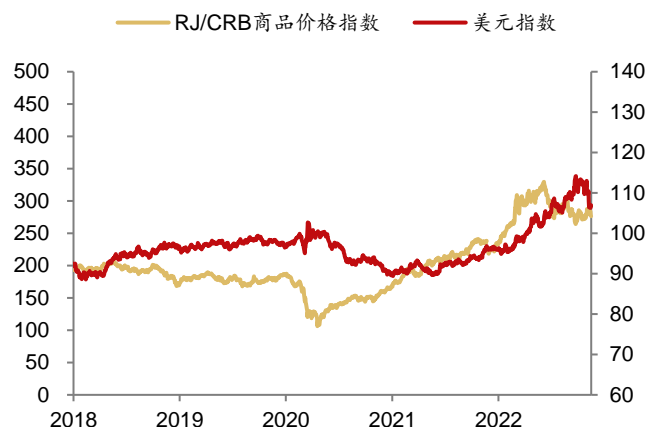
我们最后回到美元与商品的关系。

图 18：类似的 1982-1985 年：CRB 现货指数与美元



资料来源：WIND,招商期货

图 19：当下：RJ/CRB 商品价格指数与美元



资料来源：WIND,招商期货

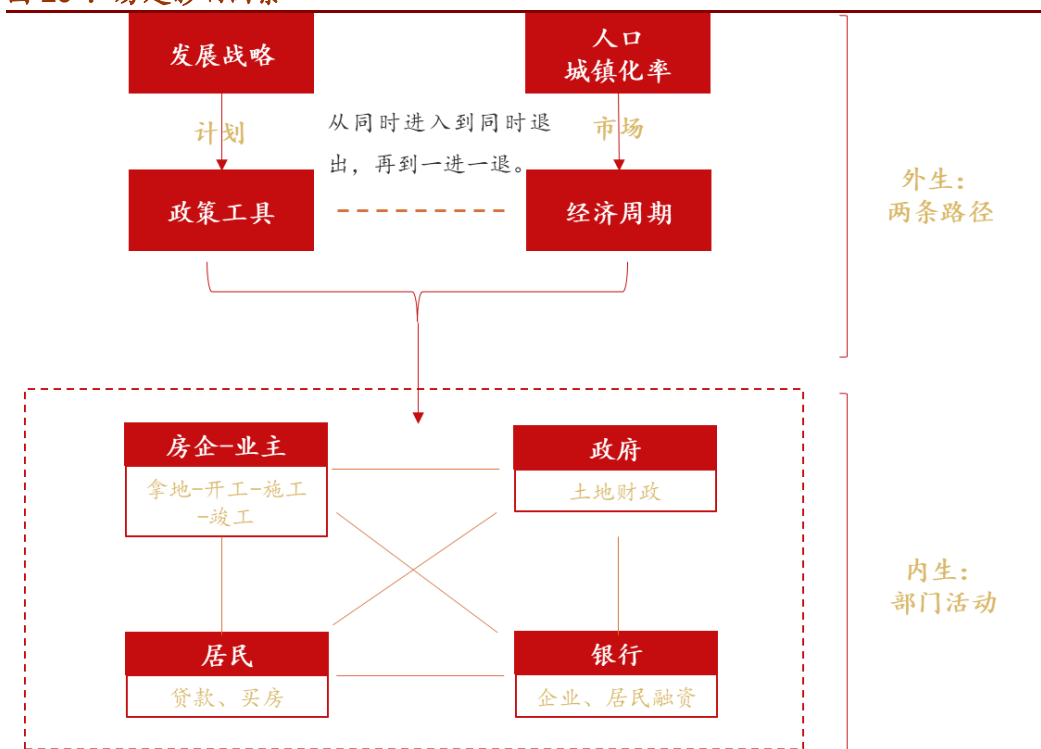
毋庸置疑的是，美元与商品长期负相关。但是短期，美元和商品的关系会比较紊乱。在 1980 年代，美元与商品经历了反向——同向上涨（1983-1984，该阶段美联储也在加息）——反向（1985）——同向下跌（1986-1987）——反向的过程，而当下，我们也刚刚经历完反向——同向上涨——反向的阶段，若俄乌冲突缓和，美强欧弱和商品供给扰动的局面会同步改变，接下来的确可能出现短期的美元和商品同降，然后再到长期的美元跌而商品涨。这也符合我们对商品对空长多的看法。

（三）新开工承压，传导到施工与竣工

国内议题的焦点在地产。早在半年报中我们就已阐明，地产在国内商品需求中占据主要地位，不仅是房地产对于商品需求的直接拉动，而且汽车、家电消费等攸关商品需求的部门也都会透过地产的财富效应而被影响到。

下图可以帮助我们理解从政治经济学的角度理解房地产市场。计划和市场的手同时作用在房地产市场，该市场的个体各自分工合作，推动循环。

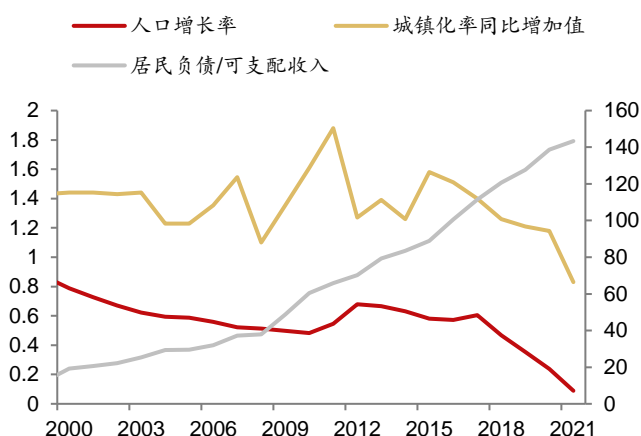
图 20：房建影响因素



资料来源：招商期货

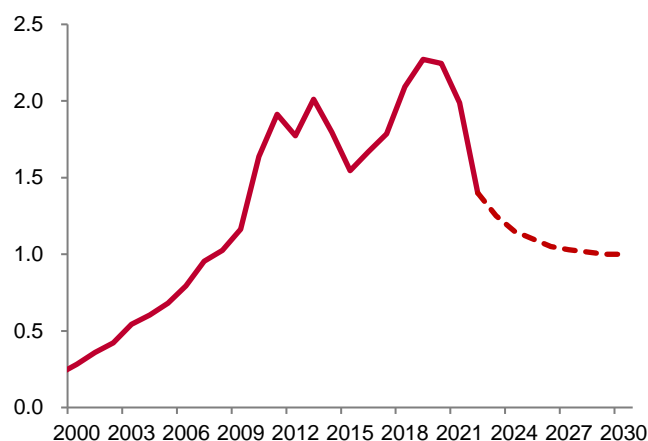
从有形的手的角度来看，当下无论是射了多少只箭，都只是施力在内生的部门活动，为的是让房企存活下去，让政府和居民的债务得以持续。“房住不炒”是服务于高质量发展战略的，对于商品/劳动力密集型经济向技术/资本密集型经济升级转移有着必然要求。而防范化解系统性金融风险则要求不能任由地产吹大泡沫，又要防止短期的矫枉过正引发快速崩盘。“稳而不举”依旧是政府对待地产的态度。而政府推动租赁住房，并在深圳等地率先采纳新加坡模式，都是在直接对抗投机需求。

图 21：市场无形的手



资料来源：WIND,招商期货

图 22：新开工面积推演



资料来源：WIND,招商期货

而当下真正决定房屋销售难以大幅改善的原因在于无形的手。人口增长率在 2018 年后快速下降，城镇化率增速连续下滑，而居民负债/人均可支配收入已经达到了 140%，超过美国 07 年和日本 90 年代爆发房地产危机时的 120%左右的水平。即使此时政策全面放开，投机性买房需求也难以再度回归。而新开工大体是由销售来决定，大概率也步入

“L”形态，预计在明后年新开工降幅显著收窄。不过考虑到今年土地成交金额下降约5成，而新房销售面积下降约3成，新开工介于中间，说明今年新开工的下行除了销售下降外，也受制于资金链问题。因此如若地产资金压力得到缓解，新开工增速也会获得一些利好刺激，不过从政策到现实落地仍需一段时间。

图 23：地产指标表现（累计同比，%）

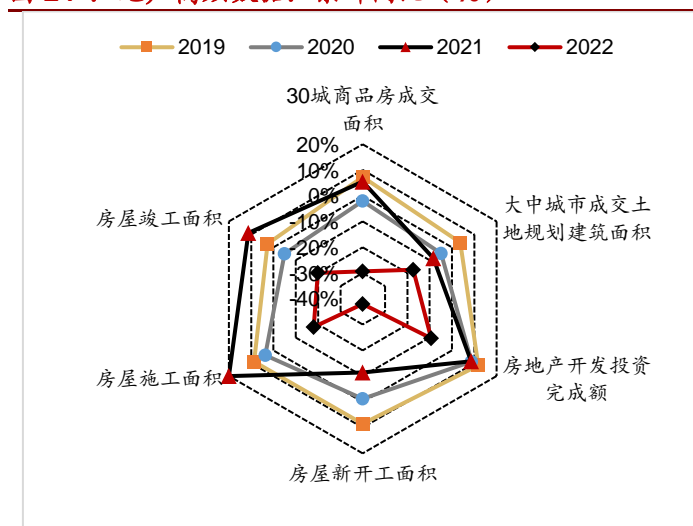
分类	指标名称	累计同比				累计同比趋势
		8月	9月	10月	11月	
房地产销售	新开工面积	-37.2	-38	-37.8		
	施工面积	-4.5	-5.3	-5.7		
	竣工面积	-21.1	-19.9	-18.7		
	土地成交金额	-42.5	-46.2	-46.9		
	100大中城市成交土地规划建筑面积	-18.37	-15.41	-11.62	-8.99	
	100大中城市成交土地溢价率	-75.41	-73.45	-72.51	-70.95	
	13城二手房成交面积	-9.42	-5.7	-0.81		
	一线城市商品房成交面积	-28.54	-24.39	-23.77	-23.75	
	二线城市商品房成交面积	-28.74	-28.52	-27.66	-27.72	
	三线城市商品房成交面积	-43.08	-40.01	-38.61	-37.04	
	螺纹表需	-20.63	-18.89	-16.2	-15.76	

资料来源：招商期货

结合来看，其实 2018 年已经具备了地产销售和新开工下行的条件（其中居民负债/人均可支配收入到达 120%），但由于发生了中美贸易战，中央出于对实体经济的保护让货币政策向松调整，这一定程度上引发了地产的再次上行，而中美贸易战对经济影响的不确定性已经基本消失，因此面对地产可以“壮士断腕”。

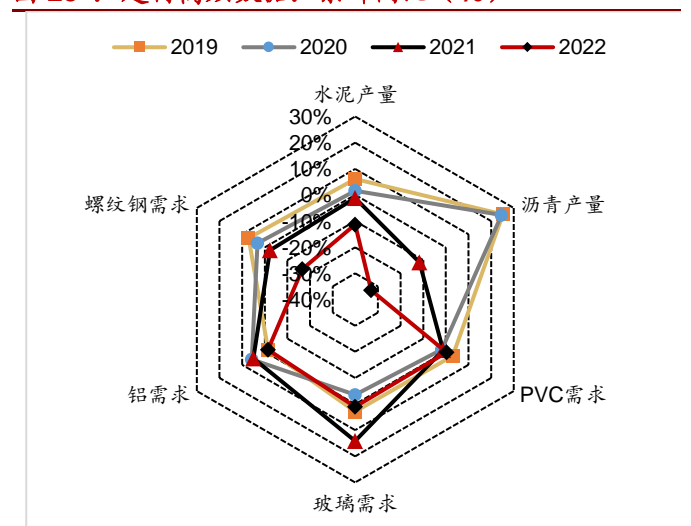
从新开工衍生出地产结构的问题。螺纹用于新开工及施工等环节，而玻璃和铝则多用于竣工端。今年，新开工、竣工和施工面积分别同比减少约 38%、6%和 19%。螺纹的总体需求减少了六分之一，铝、玻璃等偏后端商品的总体需求同比基本持平。尽管地产在各品种的需求占比有所不同，但这也一定程度上反映了地产结构对不同商品的差异。

图 24：地产高频数据：累计同比（%）



资料来源：WIND,招商期货

图 25：建材高频数据：累计同比（%）



资料来源：WIND,招商期货

今年受到保竣工和前几年新开工面积高位的影响，地产施工和竣工明显好于新开工。但今年断崖式的新开工会传导到施工和竣工，预计影响会在明年显现，不过地产整体对经济的抑制作用也有望在明年边际减弱。销售的好转依赖于经济的平稳以及居民收入稳定向好；而新开工的好转除了销售持稳外，也依赖于地产企业资金链问题解决。

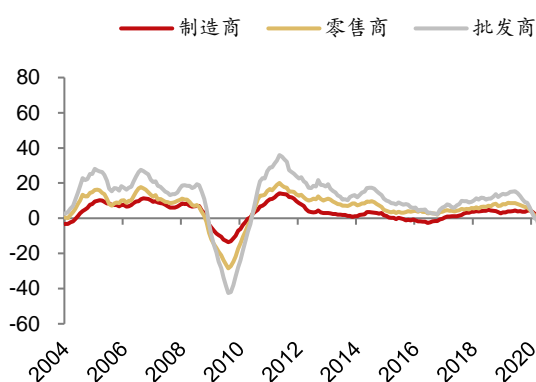
从地产对商品的负反馈来看，现实层面的触底反弹恐怕要等到明后年，而预期层面的触底反弹已经基本浮现。从预期和现实的综合作用来看，地产对商品需求的抑制作用在边际削弱，这也印证了我们关于商品短空长多的看法。

（四）当下产业链自下而上进入主动去库，印证短期弱势

流动性泛滥使得美国下游库存大量累积，事实上，日本、欧洲也面临类似的境况，结合全球需求下行，库存周期进入主动去库阶段。

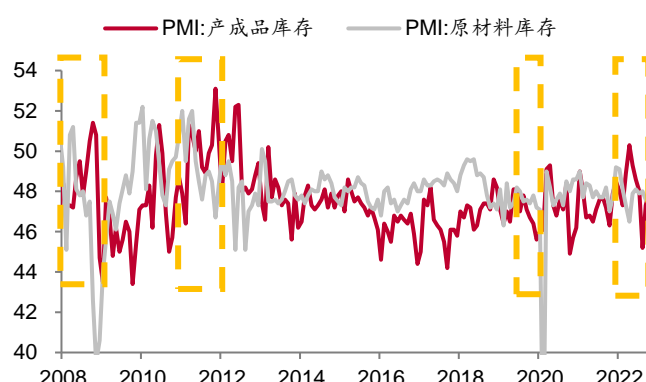
而从国内来看，由于国内终端制造及下游加工厂多数是“以销定产”，当产成品库存 PMI 超过原材料库存 PMI 之时，往往说明下游对于原料的补库意愿下降，商品价格承压。

图 26：美国库存同比增速（%）



资料来源：WIND,招商期货

图 27：中国 PMI 库存细项

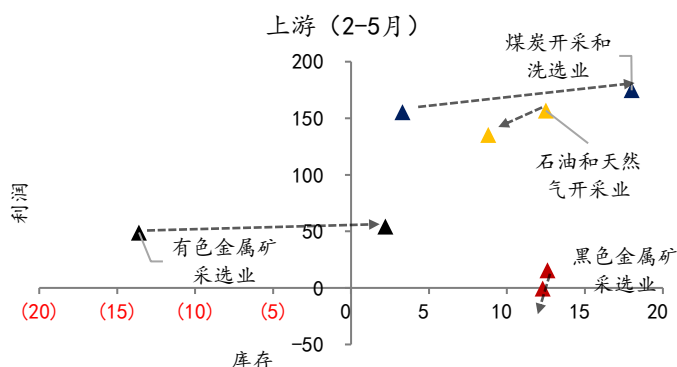


资料来源：WIND,招商期货

库存虽说是经济的后验指标，我们可以通过多种方式构建同步甚至领先性：1）从产业链上下游着手，由于需求的自下往上传导需要时间且商品集中在中上游，通过分析下游变化可以看到未来的上游变化；2）通过周期轮动的规律，从当下所处库存周期的阶段推演下一步进入什么阶段；3）通过大宗商品的库存和利润指标去弥补统计局数据的滞后。

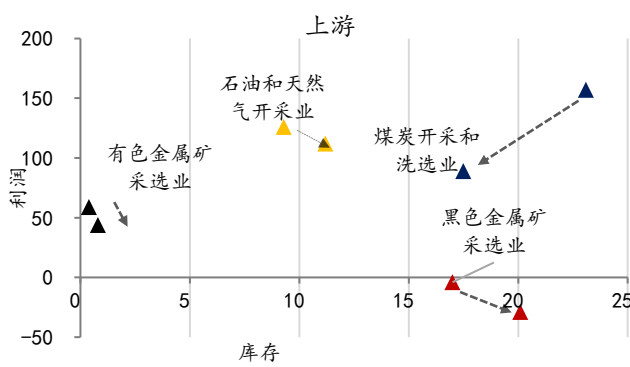
从产业链的角度来看，上半年下游的主动去库传导到三季度中游的主动去库，而上半年中游的被动补库传导到三季度上游的被动补库。

图 28：上游（2-5 月）：分化



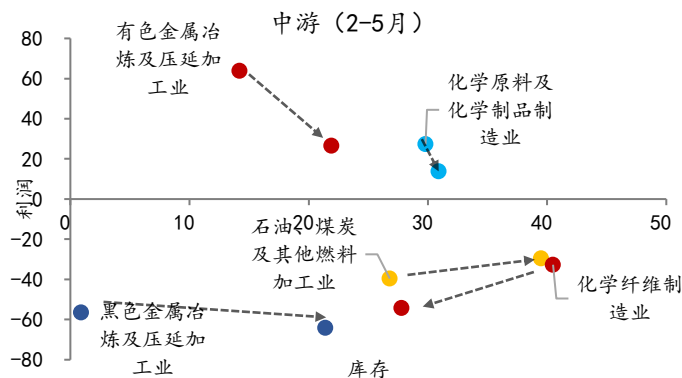
资料来源：WIND,招商期货

图 29：上游（6-9 月）：多数被动补库



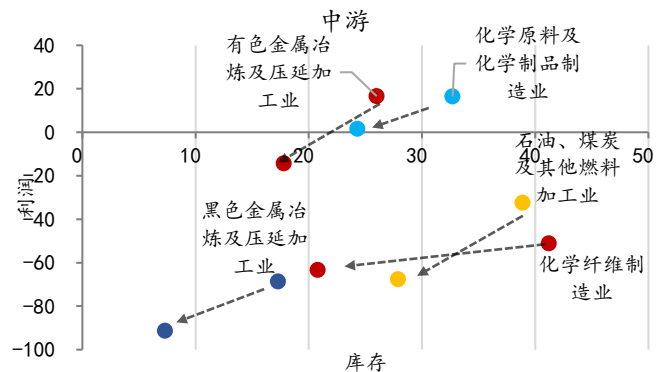
资料来源：WIND,招商期货

图 30：中游（2-5月）：多数被动补库



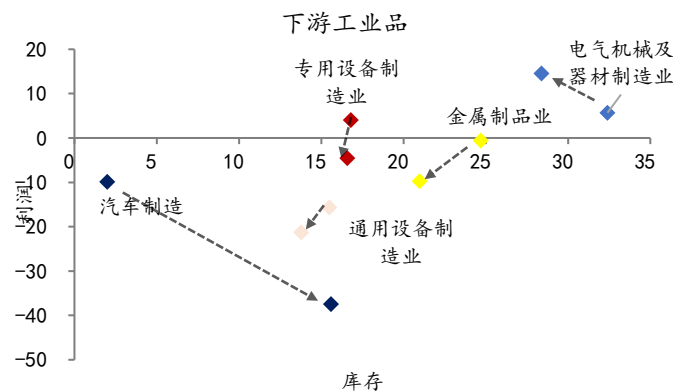
资料来源：WIND,招商期货

图 31：中游（6-9月）：全部主动去库



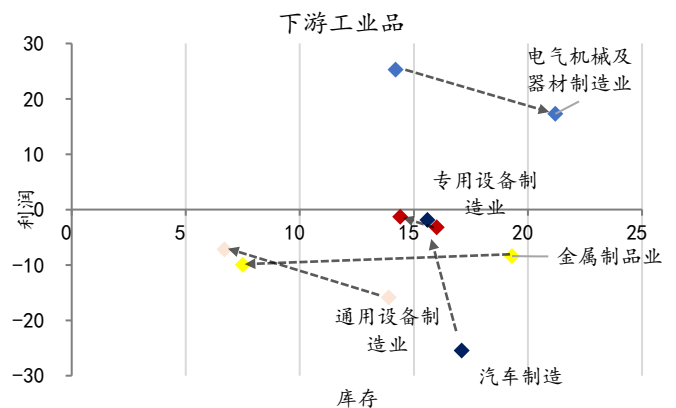
资料来源：WIND,招商期货

图 32：下游（2-5月）：多数主动去库



资料来源：WIND,招商期货

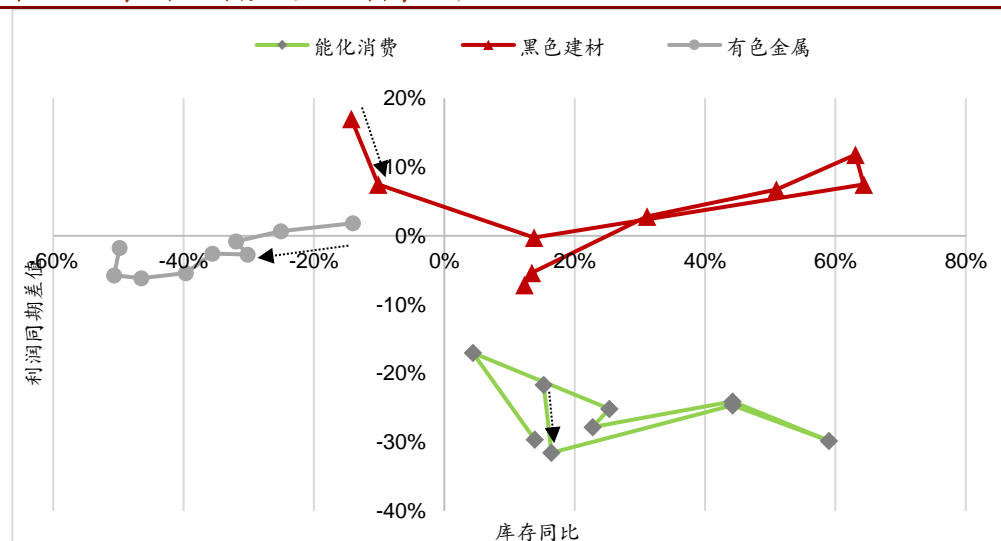
图 33：下游（6-9月）：分化



资料来源：WIND,招商期货

这意味着各阶段的传导时间大致为 1-2 个季度，需求端负向的传导逐渐来到上游。当下也正处于矿端/能源端让利下游的过程中。

图 34：商品板块指数（2-10月表现）



资料来源：WIND,招商期货

我们也通过大宗商品的数据构建出以上数据，其中各条指数均包含 5-6 个品种，并通过商品的一定占比将其指数化。可以发现，有色基本上全年都在主动去库，而黑色在下半

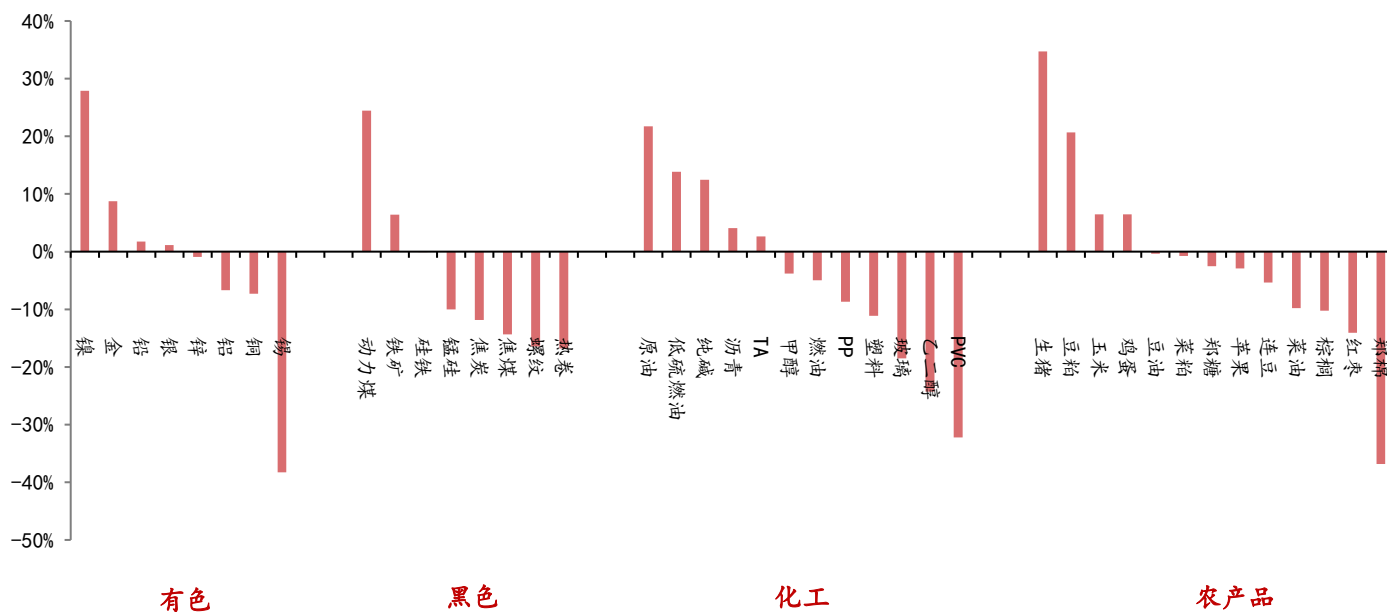
年开始也进入主动去库。

而当下，下游还未酝酿出新一轮的需求改善（往往体现为被动去库和主动补库），且还需要时间传导给上游。库存周期也帮助验证了商品短空长多的看法，只是此处的“长”指的是低于朱格拉周期级别的库存周期（3-4 年）。

三、商品板块策略

（一）供给扰动减弱，整体复归需求交易

图 35：各商品价格指数表现（截止 11.26）



资料来源：WIND,招商期货

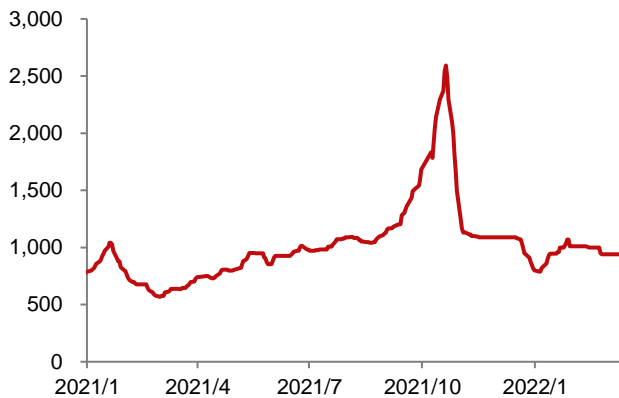
当我们观察年初到 11 月底各商品的表现，发现大多是下跌的，这是由需求下行所决定的；而对上涨的品种而言，或多或少存在供给扰动。但随着原油在 12 月的大幅下行，我们又一次看到疲软需求击穿供给扰动与低库存支撑，上一次是 6 月-7 月的有色下行。

如我们最开始所述，今年上半年与去年 4-9 月的商品价格震荡最大的不同点就在于需求：需求上行之时的供应扰动推波助澜，而需求下行之时的供应扰动难以力挽狂澜。

值得注意的是，2020 年以来的三波供给压力已经基本被全部消化：

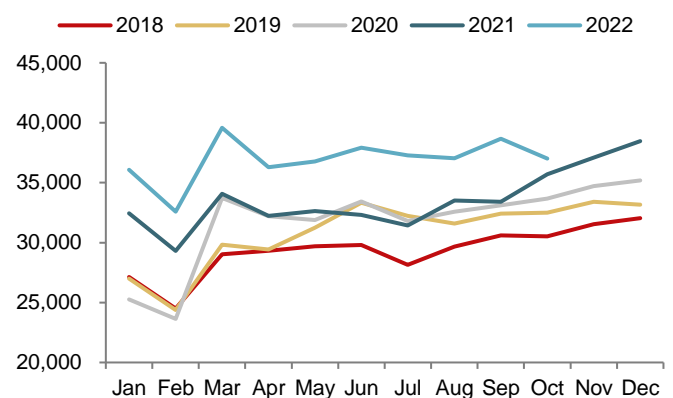
- 1) 2020 年疫情造成的供应链扰动通过疫情防控放开而得以稳定。
- 2) 2021 年动力煤的价格飙升由于国家的煤炭保供政策和削减工业需求得以缓解。

图 36：市场价:动力煤(Q5500,山西产):秦皇岛(元/吨)



资料来源：WIND,招商期货

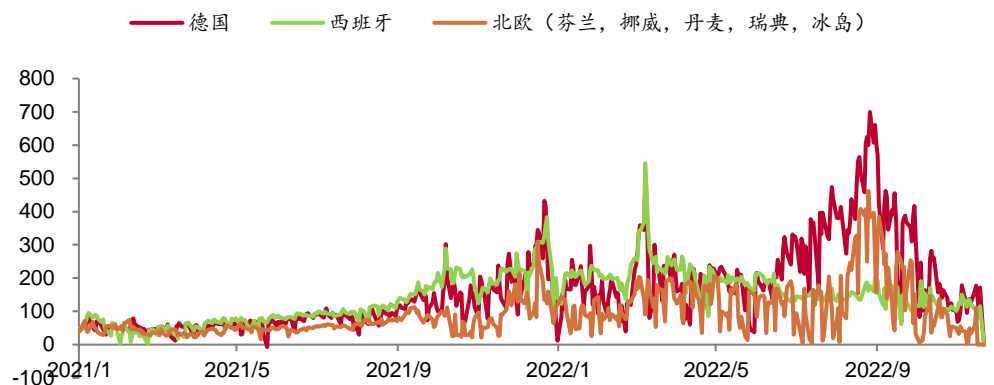
图 37：原煤产量(万吨)



资料来源：WIND,招商期货

3) 2022 年俄乌冲突引发的能源危机,通过 LNG 转运及欧洲削减工业需求,得到缓解。

图 38：欧洲电价(欧元/MWh)



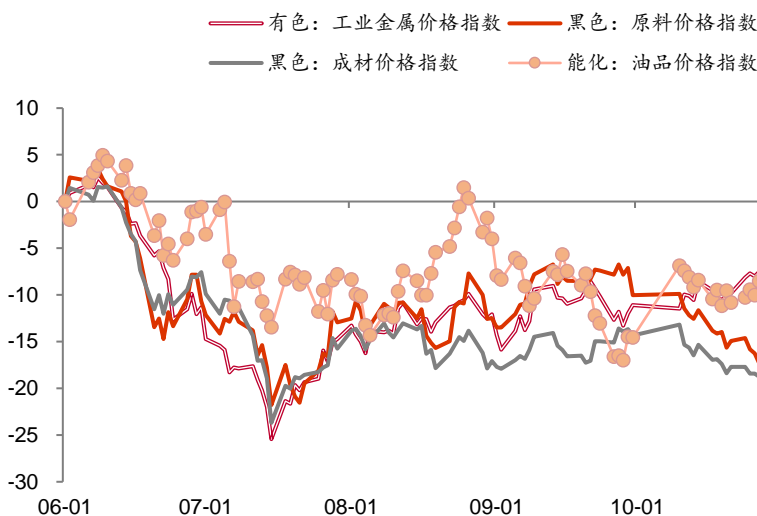
资料来源：Bloomberg,招商期货

除非新的供应端黑天鹅事件出现,否则商品会回归需求交易,各大版块都服从短空长多的逻辑。

(二) 从需求角度看,黑色着眼短期反弹,有色着眼长期发展

11 月以来,呈现出黑色强于有色的格局,在于近期“内上外下”的演绎。然而近期黑色预期打得有些满,并且配合了春节前的补库行情,且国内资金在控盘黑色上强于有色。但我们认为这更多是节奏上的差异,类似的行情在 6 月下旬到 7 月上旬也出现过一次。黑色板块不存在持续强于有色板块的基础。而从长期角度看,有色具备比黑色更有想象力的需求空间(新能源+新兴国家电气化等)。

图 39：部分子版块价格指数（2022 年 6 月至今）

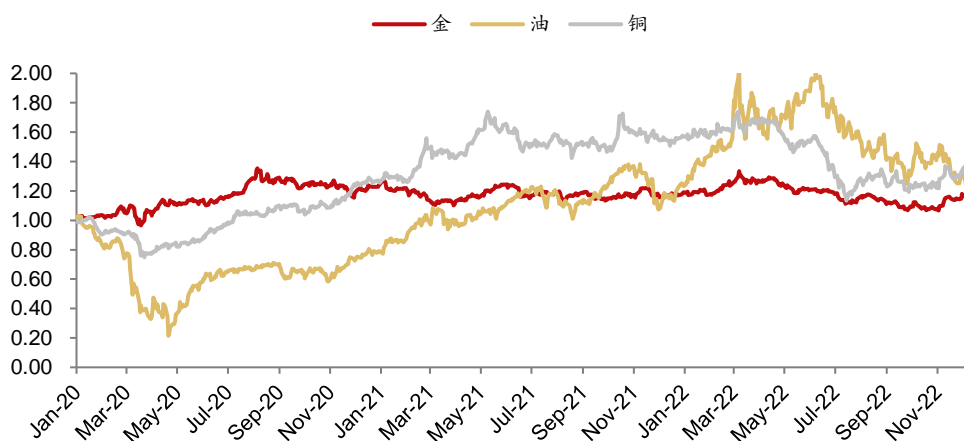


资料来源：WIND,招商期货

而能化板块近期下行明显，主要在交易需求的下行。

从节奏上来看，我们或许可以缘木求鱼，往往在周期见顶和见底时，黄金领先于铜，铜领先于油，逻辑在于黄金最早反映流动性的撤离和宽松，铜反映中国为首的新兴国家需求，而油反映美国为首的发达国家的需求。黄金领先于后两者，在于流动性的直接作用和间接作用（于商品需求之上）的差异。而铜领先于原油，在于无论是流动性的扩张还是抽离，新兴国家相对发达国家有更快的感受，且原油相对于铜来说需求弹性更小，而且当下周期中中国本就领先欧美一个身位。2020 年以来的见底和见顶都符合以上判断。

图 40：黄金、原油、铜价（以 2020/1/1 为基期）

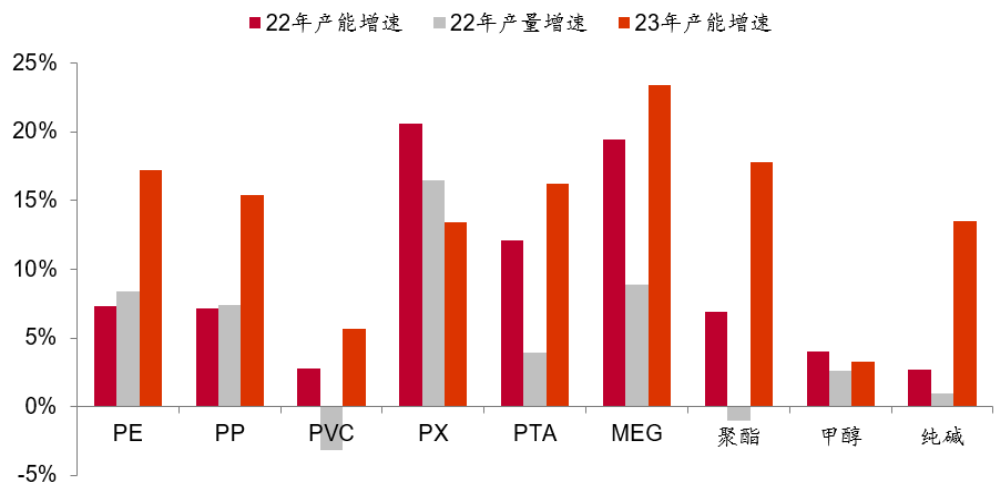


资料来源：WIND,招商期货

如果认为黄金在今年 11 月见底，那么铜可能还未见底，比 7 月 7000 美金更低的价格或许在明年上半年出现，而近期 70 美元的原油也可能不是低点，更低的价格会在铜价见底后出现。

（三）从供给角度看，能化板块最弱

图 41：化工品产能增速



资料来源：WIND, Bloomberg, 卓创，招商期货

能化板块是少有的大扩产板块，国内一体化产能释放挤占日韩市场。相较之下，有色板块多数品种的产能仅有小幅增加，而黑色焦化与成材产能在能耗双控要求下仍在去化。

能化品的大扩产与弱需求决定了下游利润的剥夺，而绝对价格的下行则依赖于能源端价格。短期能化品通过降低开工率来对冲高产能增速，即使需求恢复，能化品利润也难以给出大扩产前的水平。

黑色板块来看，成材的供给会匹配需求的变化，能耗双控在需求下行的背景下并不是一个硬性约束；而原料端煤炭和铁矿都有增产预期。

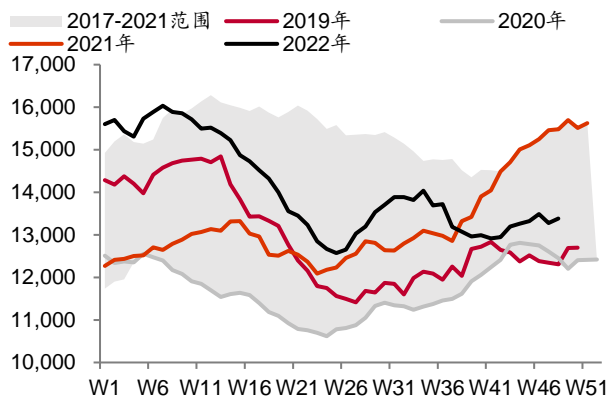
有色的供给在明年仍有释放，多数品种会从近两年的短缺走向短期过剩，但类似于铜矿资本开支下行、铝产能天花板等供给问题将在需求爆发式增长的背景下导致长期的供需缺口。

（四）低库存补库或是明年的主要行情

库存对商品来说是一把双刃剑，在于库存的主动去化和被动去化大相径庭，前者往往代表经济疲弱，而后者往往代表经济走强。然而就结果而言，但凡是低库存都容易增加商品上涨的弹性。当需求预期走好及下游集中补库时，由于原料弹性往往小于下游，因此短期容易形成脉冲式的上行行情。

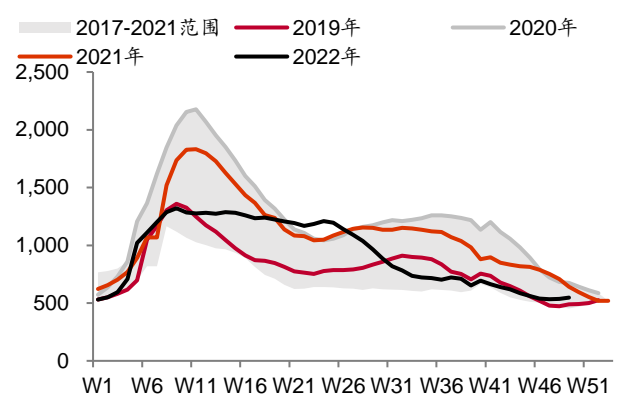
当下不少商品都处于低库存水平。无论是在“短空”阶段还是“长多”阶段，即无论是反弹还是反转，低库存都会提升弹性。

图 42：45 港口铁矿石周度库存（万吨）



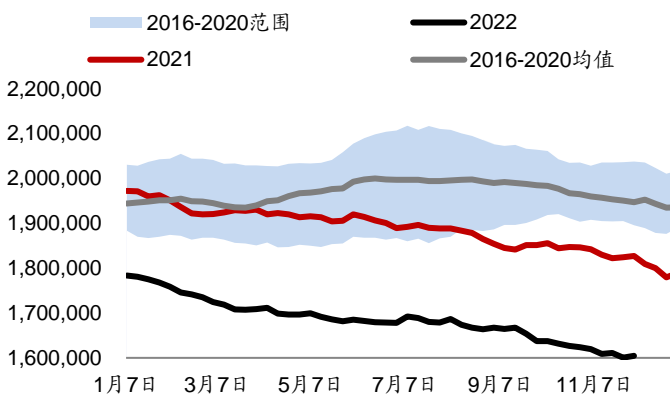
资料来源：WIND,招商期货

图 43：螺纹钢总库存（万吨）



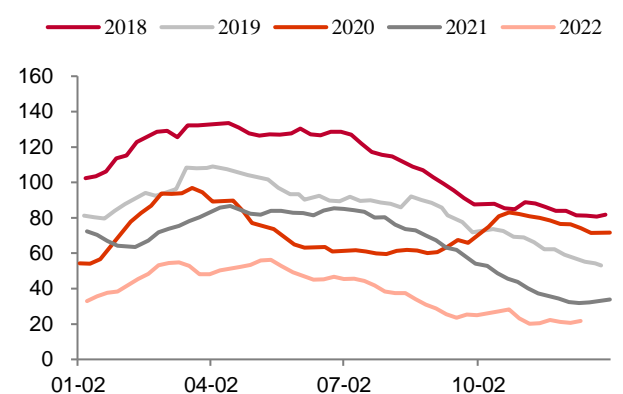
资料来源：WIND,招商期货

图 44：美国原油及成品油库存（千桶）



资料来源：WIND,招商期货

图 45：全球显性铜库存（万吨）



资料来源：WIND,招商期货

（五）从相对价格来看，月差恐怕是对未来预期走好但现实走差的表达

月差是在绝对价格难以走出趋势之下，对于商品需求变化的更好表达。

当下市场有三个利好，一是防疫放松，二是地产托底，三是加息放缓，而这些利好仍将在明年上半年延续。正如我们前文所述，在当下，这些因素对于长久期的权益市场的利好胜于短久期的商品市场。一是疫情放松：这显然是提振预期的，但短期问题是社会对于防疫放松的支持力度存在地域、年龄层的差别，这些差别不会影响长期的预期，但会造成短期的扰动；二是地产托底：“三支箭”防止了房地产资金链条的断裂，利多房企，但无法从根本上刺激出土地购买和商品房成交，持续弱的新开工也将逐步传导到明年的施工和竣工去抑制相关商品需求；三是加息缩表：加息缩表进程放缓意味着离信贷周期重启进了一步，但对于除贵金属之外的大部分商品而言，加息缩表进程放缓不是核心问题，而更应关注加息后半段引发确定性衰退，商品需求持续被抑制。

对于商品来说，更确定性的头寸应该在月差结构上。纯粹从需求侧来说，疫情、地产等多方面因素决定了近端承压的现实和远端向好的预期，需要关注黑色板块和化工板块的反套（买远卖近）机会。其中，黑色的铁矿、成材走需求修复逻辑，远月强于近月；而

化工板块虽然明年产能增速依旧较大，但考虑到实际产量可以通过开工率进行调节，及当下化工下游利润已难再压缩，以及原油端交易远期需求走好会从成本端支持化工远月走强，因此化工整体也看反套。

有色近端低库存抑制了 contango 结构的形成；而黑色板块的煤炭亦有远月供给增加的预期，呈现 back 结构。

四、总结

总体来看，商品短空长多，拐点或需等加息结束。

图 46：WIND 全商品指数



资料来源：WIND,招商期货

- 1) 加息缩表后半段对商品实质影响显现，会扭曲但不会改变三周期叠加上行；
- 2) 美元指数短强长弱：当下类似于 1982-1985 年，美元短期走弱需要欧洲战略自主，从产业转移以及美元结算的角度看，长期走弱的基础存在；
- 3) 地产销售难以向好，限制新开工的改善空间，此后会传导到施工和竣工，从地产对商品的负反馈来看，现实层面的触底反弹恐怕要等到明后年，而预期层面的触底反弹已经基本浮现，地产对商品需求的抑制作用在边际削弱；
- 4) 当下全球处于主动去库的阶段，正沿着产业链向上传导，去库完之后的补库可能是明年的主要行情；
- 5) 综合来看，当下需求现实和预期方向不一致，整体震荡偏弱，待到方向一致时才能酝酿出年度大行情，拐点或需等到加息结束。

板块策略如下：

- 1) 2020 年以来的三波供给扰动（疫情、双碳、俄乌）逐步消纳，将回归需求占主导的行情，明年全球经济大概率放缓，结合上面的宏观研判，我们认为各大工业品板块均服从短空长多；
- 2) 有色是最值得做长期多头配置的板块，在于全球新能源进程叠加新兴国家电气化，其中以铜、铝、贵金属更为看多。相较之下，黑色和能化的长期多头配置价值有限；

- 3) 黑色在做困境反转，交易新开工 L 形触底后的边际改善，钢矿表现会强于煤炭，但都会面临弱现实与强预期的反复交易；
- 4) 能化板块或最弱，一是烯烃链、芳烃链大扩产下继续去利润，二是原油估值暂不具备大幅提升的空间；
- 5) 在见顶和见底过程中，往往黄金领先铜领先原油，如若黄金在今年 11 月已见底，那么铜接下来可能在明年上半年再次向下试探 7000 美元，油价也可能随后去试探 70 美金的近期低点，然后再分别确定走入上行趋势；
- 6) 对于商品来说，在绝对价格未走出趋势的情况下，更确定性的头寸或许在月差结构上。纯粹从需求侧来说，疫情放松、地产托底、加息缩表等多方面因素决定了近端承压的现实和远端向好的预期，需要关注黑色板块（除煤炭）和化工板块的 contango 机会。

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，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任何人的投资建议，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。