

策略报告

从宏观的边际驱动看市场的企稳

2023 年 05 月 29 日

专题报告

相关报告

1. 20221215 招期宏观策略年报：沉舟侧畔，静待良辰-赵嘉瑜
2. 20220929 招期策略专题报告：拆解大宗商品的四象限-赵嘉瑜

- 宏观分析除了静态给出大趋势判断外，也可以基于边际驱动模型，动态提供小趋势信号。
- 从 2022 年中复归需求侧交易以来，商品市场经历了三次趋势和两次震荡。
- “全面做空工业品”的逻辑贯穿 2023 年，但短期或划上“逗号”。

赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

Z0016776

在4月初提出“全面做空工业品”后，我们在近期提出这一趋势或划上一个“逗号”。4月以来的下跌主要交易国内因素，从弱现实的确认到弱预期的确认，而海外主要贡献了“银行业危机”这一利空。

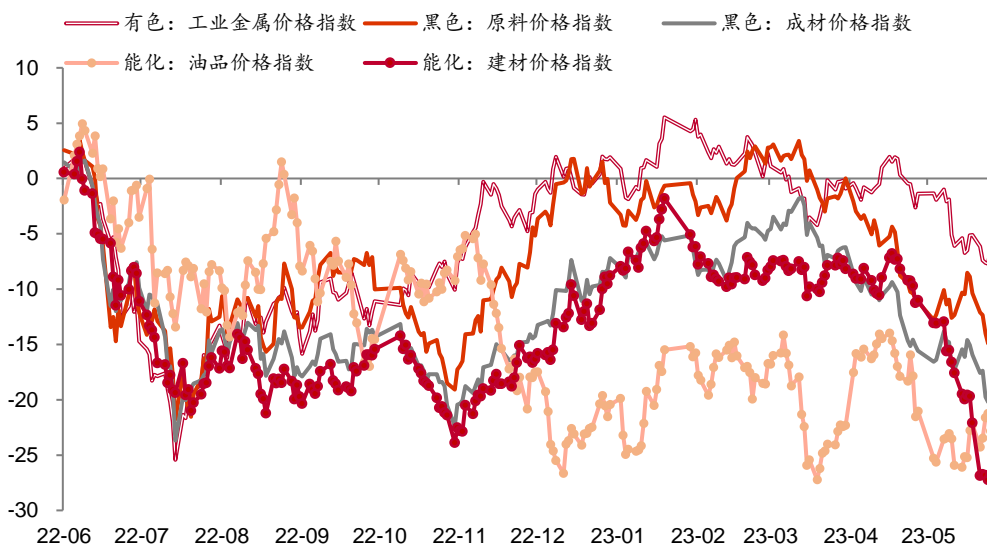
做商品交易的朋友都熟悉基于基本面的边际定价，核心是基于供需平衡表的调整和基差、库存等核心矛盾变量的边际变动来进行交易。不过很多时候，成交量、库存等基本面数据似乎更多是起到了加强趋势的作用：当价格低位，供给端开始抵抗，而当市场情绪有所好转时，下游开始补库，成交量提升、显性库存下降，价格拉涨，产业链此时往往反馈需求不错，地产销量、商品需求等高频数据也同步给印证；而当价格高位，供给端往往放量，而当市场情绪边际转差时，下游隐性库存显性化，成交下降，负反馈开启，产业链此时往往反馈需求不好，高频数据也同步给印证。有意思的是，这个情绪往往来源于一些宏观事件的驱动。因此，宏观分析除了静态给出大趋势判断外，也可以基于边际驱动模型，动态提供小趋势信号。

我们从去年年底的年报中，就确定了今年商品（除贵金属外）下跌的大基调（请参考《20221215 招期宏观策略年报：沉舟侧畔，静待良辰-赵嘉瑜》）。如果是从大类资产配置（中长期投资）的角度去说，商品一定是空配的，国内外需求端确定下行：产能扩张的能化和农产品跌幅更大；而有色供给有刚性且有需求的大故事可讲，显得相对抗跌；黑色由于减产不力，铁矿暂时强于螺纹。宏观在我们的分析框架中是去判定商品的趋势方向的，而基本面是用于找寻最强势/最弱势的品种去进行多空。

从中长期趋势来看，商品的颓势还没走完，在于国内弱需求和海外需求下行的两大逻辑没有改变。当下的宏观环境类似于2019年，海外经历货币紧缩后的宽松，国内迎来经济复苏的曙光；但与19年有所不同的是，中国和美国之间的经济周期在彼时相对同步。当下，对于美国重启信贷周期并不像19年那样从年初开始贯穿全年，今年11、12月降息两次的预期还存在很大的修正空间，美国的高通胀和低失业组合是由逆全球化和俄乌冲突等底层逻辑变化所导致，美联储正基于其强劲的服务业数据去抑制制造业，并用向全球吸血后的强劲数据来抑制全球。对于中国需求向好的预期在2019年更具持续性，彼时多数人相信贸易战会结束，而当下面临的是三年大疫后经济基础削弱和地产行业的托而不举。参考2019年的资本市场，股市表现强于商品，商品全年偏震荡运行。如果仅从需求端来讲，当下商品端面临的宏观环境不如2019年。工业品震荡偏弱的格局并未根本改变。

我们此后会再发一篇文章去探讨今年商品到底要跌到什么位置（找寻合理估值）。但在这样的一个下跌中，我们应该如何去把握节奏，从宏观策略研究的角度就引出了边际驱动的问题。也如我们近期的观点一样，本轮的下跌可能需要划上一个“逗号”，因为短期的宏观市场的确看到了一些稳定的因素。

图 1：子版块价格指数（2022 年 6 月 1 日为基期，左轴反映涨跌幅变化）



资料来源：招商期货

由于 2022 年中开始全面回到需求端交易，因此我们从彼时开始梳理商品市场逻辑。

表 1：商品市场主线逻辑

商品市场主线逻辑				
时间	趋势/震荡	国内驱动	海外驱动	转折的节点
2022 年 6 月中旬 -2022 年 7 月中旬	趋势，全面向下	疫情在特大城市肆虐，市场否认 5.5%预期，7 月交易烂尾楼事件	美国 2 年期-10 年期收益率倒挂，暗示衰退，6 月、7 月交易高 CPI	6.10 美国 CPI 数据公布
2022 年 7 月中旬 -2022 年 10 月下旬	震荡	地产烂尾事件得到政策兜底，保交楼	7 月加息 100bp 被否定，向下驱动未加强	7.15“鹰王”布兰德否认 100bp；为烂尾楼购房者提供还贷缓冲期
2022 年 11 月中旬 -2023 年 1 月中旬	趋势，黑色、有色向上，能化向下	疫情、地产政策 V 形反转	美国 3 年期-10 年期收益率倒挂，进一步暗示衰退	11.10 美国 CPI 不及预期；11.11 优化防控二十条；11.15 金融 16 条
2023 年 1 月下旬 -2023 年 4 月上旬	震荡	复苏，数据政策预期难证伪，黑色事实上在 3 月才见顶	经济数据强劲，加息预期与过热现实交替	美国 2 月 1 日非农数据大超预期；春节后股票和商品市场多头热情削弱
2023 年 4 月上旬 -至今	趋势，全面向下	弱现实，弱预期	3 月中开始的银行业危机让原油等商品明显承压，衰退交易加深	4 月第一周螺纹钢表需回落(高频走弱)，4.11 国内通胀发布

资料来源:招商期货

过去商品的趋势往往都在 1-2 个月，而震荡为期 3 个月左右。本轮来看，持续了近两个月的趋势或许将短暂停下，进入震荡格局。而带着这样的“结论”去找宏观驱动点，的确能够发现一些稳定因素。我们或许可以去合理推测利空出尽，商品在此步入震荡。

仍旧从内外的角度来看，首先是外部。美国债务上限谈判对于商品的短节奏是有明显影响的。梳理下时间线，5 月 15 当周对债务上限谈判比较乐观，商品也整体企稳；当周六释放出第二轮谈判破裂的消息，这引发了上周一商品全面跳空低开和进一步下行；而 5.28 日报道谈判达成了初步协议，此事基本上画上了一个句号，商品市场获得边际利多。

而从中美关系的角度来看，也出现了一些利多的信号。中国商务部长接连召开美资企业座谈会，会见美国商务部长和贸易代表，这是美国有求于中国时的一次见面（美国举债，

近 40% 是外债)，乐观者将其解读为经贸领域谈判的再重启。

从中国国内来看，弱现实和弱预期从 4 月初就在交易，商品价格已然大幅回落，我们观察到产业链正抵抗宏观的下行：体现在黑色和能化的减产，下游逢低补库，基差的全面扩大等等。而周五释放出的国内数万亿新债发行的消息恐怕难以在短期迅速被证伪（虽然拥有最多聪明钱的国债市场反映有限，但股票和商品市场反映剧烈），这也构成了另外一个边际的利多。

研究员简介

赵嘉瑜：招商期货研究所策略与金工团队主管。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。