

宏观报告

## 商品为何二次下探

2022 年 09 月 02 日

### 专题报告

- 我们不仅需要关注宏观的长期逻辑，也需要关注宏观逻辑在短期的边际变化。
- 本文对宏观逻辑进行国内外及供需进行四象限拆分。
- 商品本周的下探源于四象限的同步向下共振。
- 冬天或是商品上行的最有利时机，四象限可能会同步向上共振。
- 市场仍在进行逻辑的切换，而这一过程不会流畅，商品承压的局面没有改变。

赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

Z0016776

微信公众号：招商期货研究所



供需是商品的永恒主题，而宏观对商品价格研究的最佳切入方式也在供需。

无论是时间较长的康德拉季耶夫周期、库兹涅茨周期，抑或是较短的朱格拉周期或基钦周期，其对商品的影响均是直接作用在实际供需上，只是后者嵌套了信贷因素。而信贷货币的“价”逻辑，看似与供需的“量”逻辑不同，但信贷也直接作用于商品供需之上，例如大水漫灌放大了投机需求、刺激了实际需求，而短期商品供给缺乏弹性，供需错配下价格出现暴涨。

我们需要从供需两端梳理宏观逻辑。从宏观的传统认知上看，无论是政策引导还是市场自发，对商品的影响更多是在需求侧。然而我们也能明显看到传统经济因素以外的宏观事件会对供应端产生影响，例如 2020 年疫情、2021 年运动式减碳、2022 年俄乌冲突等，都不同程度地造成了供应链的压力。

我们也需要关注国内外的差异。当下（其实可以追溯到疫情以来），国内和海外经济存在错位，国内正用稳增长的政策引导经济复苏，而海外仍在经历加息缩表过程中的衰退，而这种内外经济反方向的运动是贯穿今年乃至延续到明年的一条主线。

因此，自然而然地可以得到以下矩阵，用于分析宏观主线逻辑对商品（工业品）的影响。

**表 1：商品（工业品）主线逻辑的矩阵拆分**

商品（工业品）主线逻辑的矩阵拆分		
	供给	需求
国内	能耗双控在稳经济中有所放松	1) 地产政策预期修复弱现实； 2) 疫情的掣肘
海外	欧洲能源危机的“灰犀牛”	1) 加息缩表压制需求； 2) 美强欧弱下的美元走强

资料来源:招商期货研究所

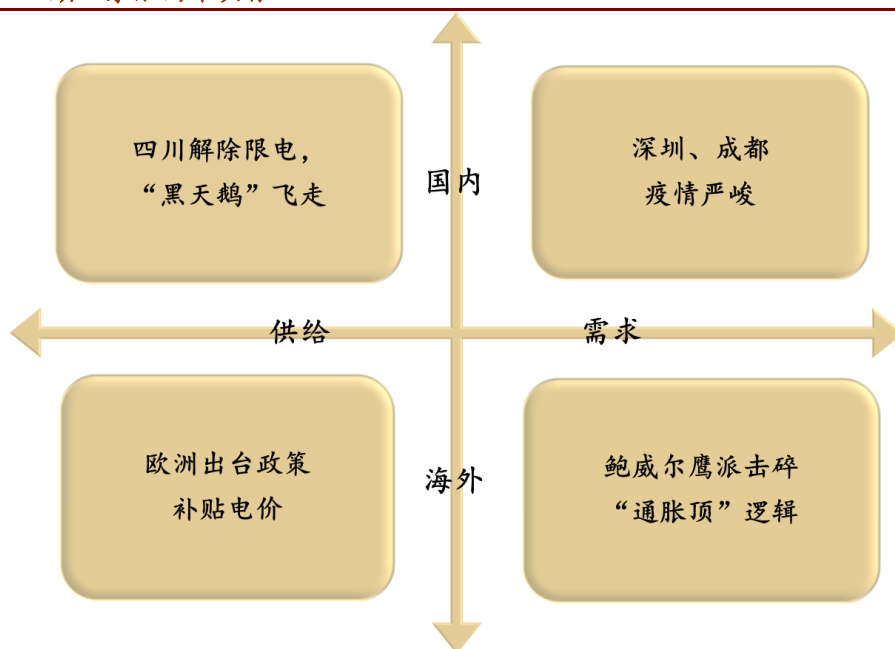
6-7 月商品的暴跌到修复都在进行需求端的交易。而近期由于欧洲能源危机愈演愈烈，国内也出现限电，市场在 8 月下旬试图复刻此前供给端的故事，推升商品价格。然而抛开需求去谈供给是不合适的，去年双碳转型时的总需求仍在上行，俄乌冲突时的总需求高位未减，而当下全球需求处弱势且有较大的下行压力。供给逻辑打了折扣。

我们始终认为商品未根本性地改变熊市格局，在于国内弱需求和海外需求下行的两大逻辑没有改变，而供给端引发的阶段性冲击势必会招致美联储更强力的应对。而在失业率出现连续攀升之前，美联储的第一要务仍是控通胀。需求逻辑的持续影响是商品需要经历至少两次下探的根本原因。

而下探的择时则需要关注宏观短期的边际变化，在大逻辑上不同向的宏观因素可能在短期的边际运动上产生同向的共振。

我们回到矩阵逻辑分析框架中去：

图 1：短期四象限向下共振

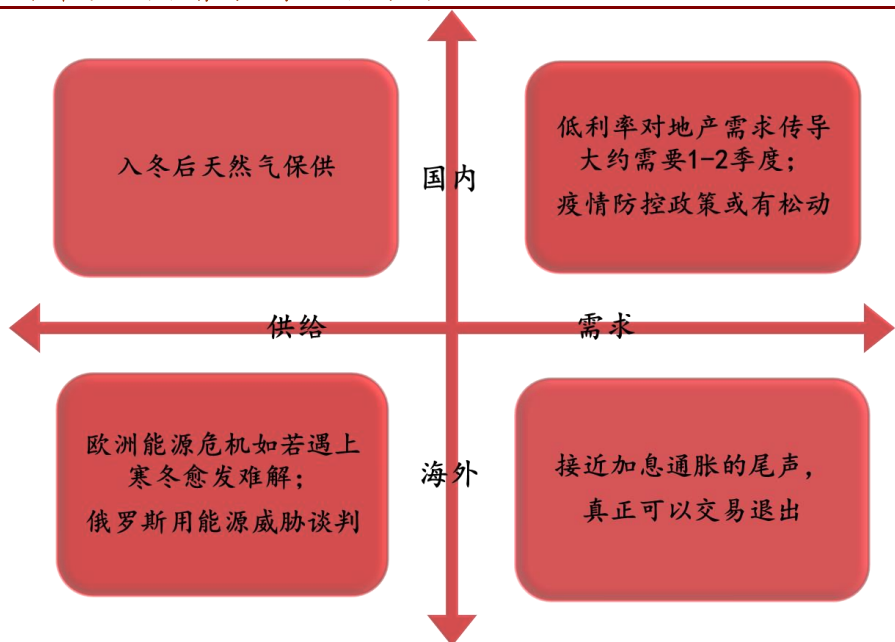


资料来源：招商期货研究所

可以看到当下以上四个维度都朝着对商品不利的方向同向共振，这也解释了商品本周的弱势表现。最先确认的是“海外需求”和“国内供给”逻辑的边际走弱，而本周新加入了“国内需求”和“海外供给”的边际走弱。

对于商品比较有利的局面不是供需双弱的现在，而应该是需求边际走好而供给预期走弱的阶段，这一局面可能在年底就会出现：

图 2：今年冬天可能有的四象限向上共振



资料来源：招商期货研究所

宏观瞬息万变，静态地去预测冬天亦有失偏颇。不过确定性的，市场仍在进行逻辑的切换，而这一过程不会流畅，商品承压的局面没有改变。

## 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。