

外定下行方向，内决反弹力度



- 招商期货研究所 赵嘉瑜
- zhaojiayu@cmschina.com.cn
- 执业资格号 F3065666 Z0016776

目录

01 主线逻辑梳理

- 1) 为何震荡?
- 2) 为何下行?

02 海外下行加快

- 1) 需求降速;
- 2) 加息缩表;
- 3) 美元指数

03 国内政策限制

- 1) 信贷政策;
- 2) 地产情况;
- 3) 疫情防控

04 商品板块分析

- 1) 库存结构;
- 2) 配置建议

目录

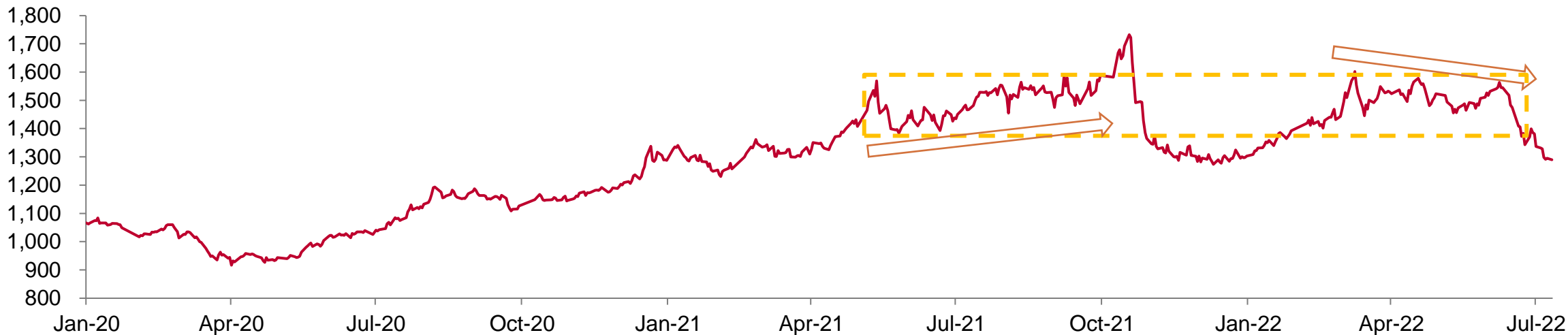
01 主线逻辑梳理

02 海外下行加快

03 国内政策限制

04 商品板块分析

图：全商品指数



两次高位震荡的对比：又是一个供给故事，但需求已今非昔比

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——原油为锚

需求

强劲

降速

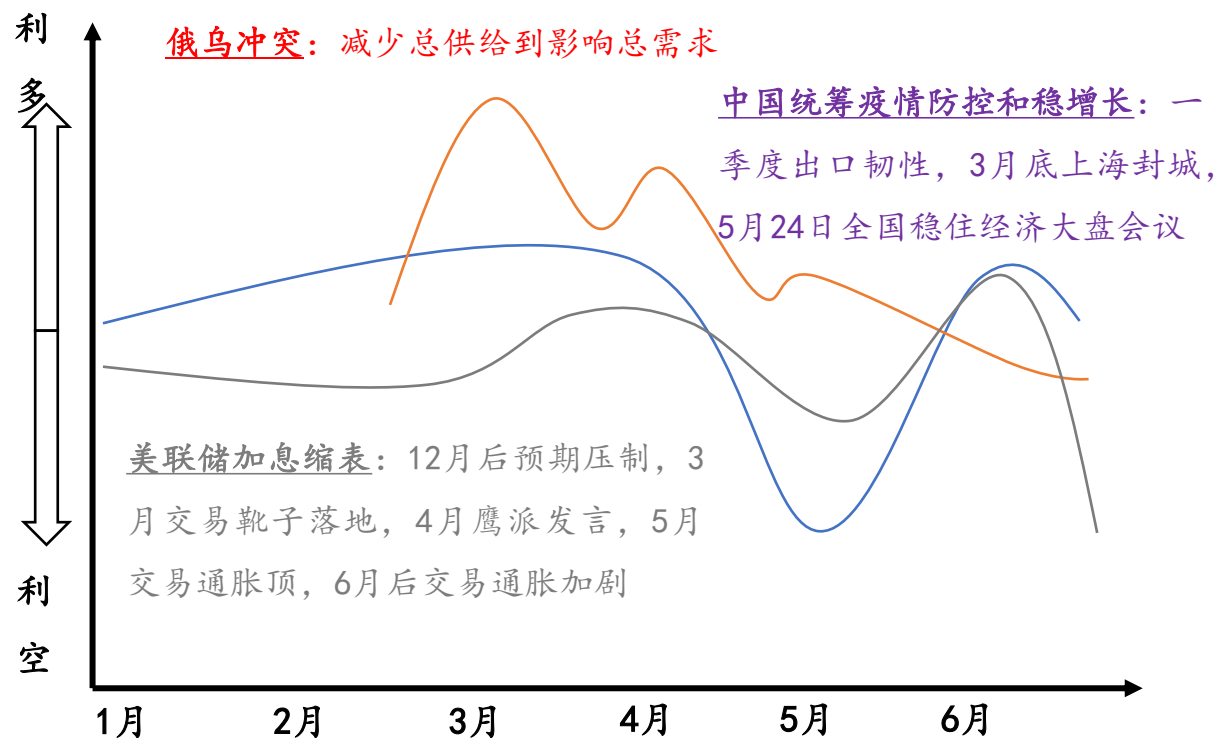
库存

低，去库

低，难累库

I 上半年三条宏观线索的边际变化决定商品的宽幅震荡

图：三条主线的节奏



图：商品的事件性驱动

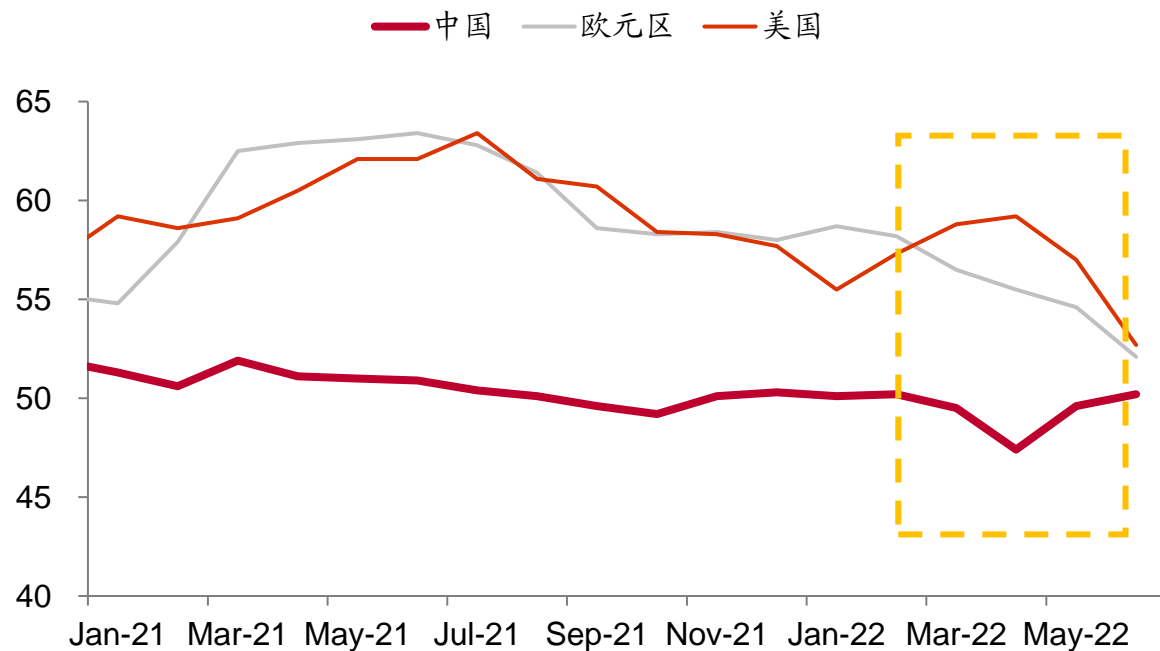


I 为何下行?

当下的宏观主线逻辑是国内稳增长对抗海外弱需求，国内外经济与信贷并不同步。

为何下行？1. 海外抑制因素强化；2. 国内对商品的需求拉动受限。

图：制造业PMI

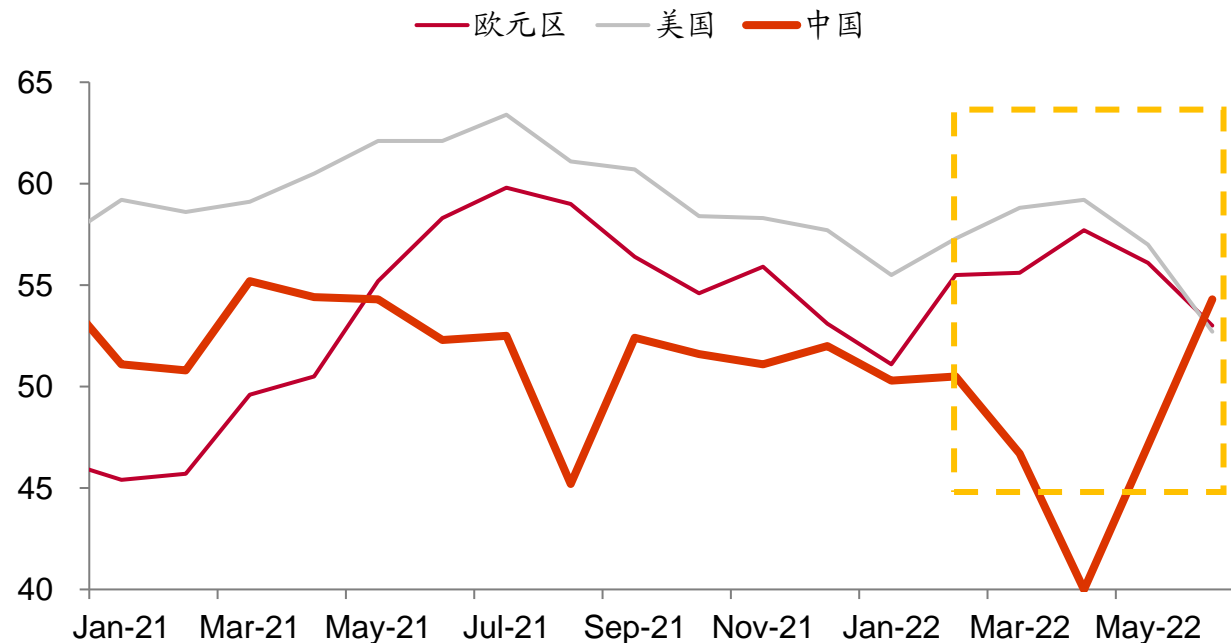


是否继续下行：是！

1. 海外因素未消除；2. 国内限制依旧在。

数据来源：Wind，招商期货研究所

图：服务业PMI



目录

01 主线逻辑梳理

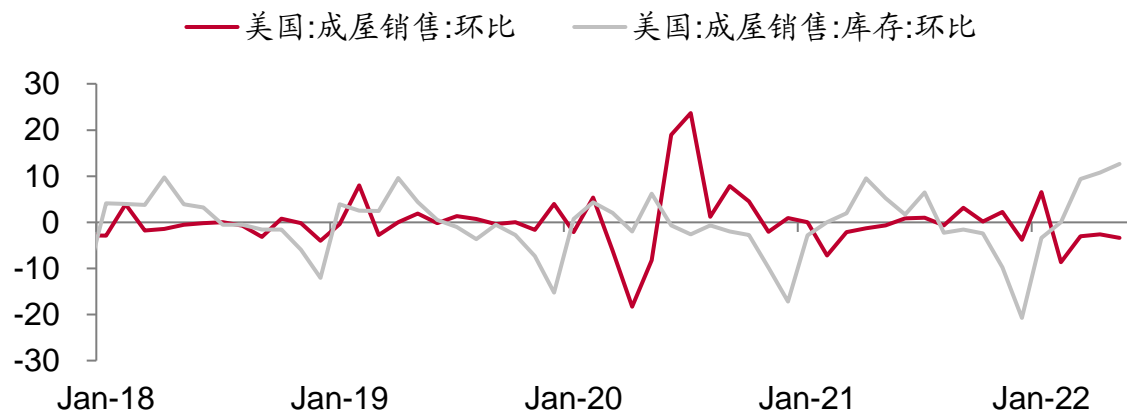
02 海外下行加快

03 国内政策限制

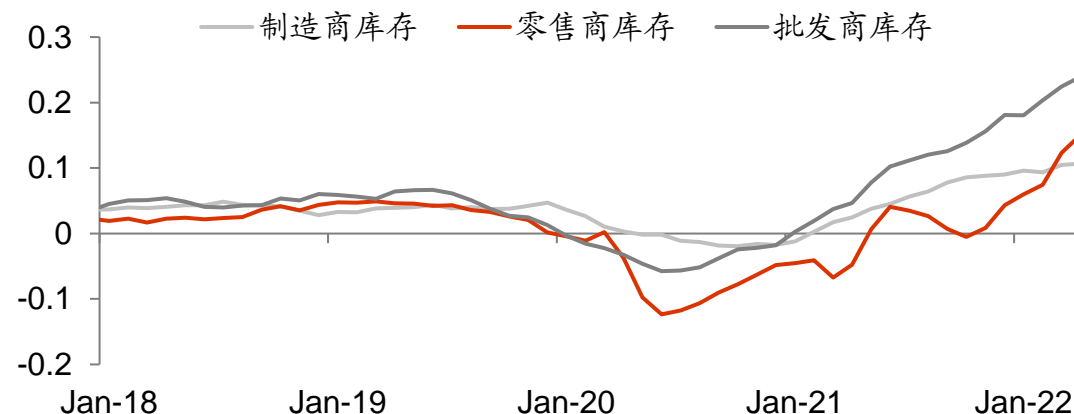
04 商品板块分析

桥水做空ASML，三星停止原材料采购，Target提供罕见折扣清仓，德国逆差，都是不平凡的讯号……

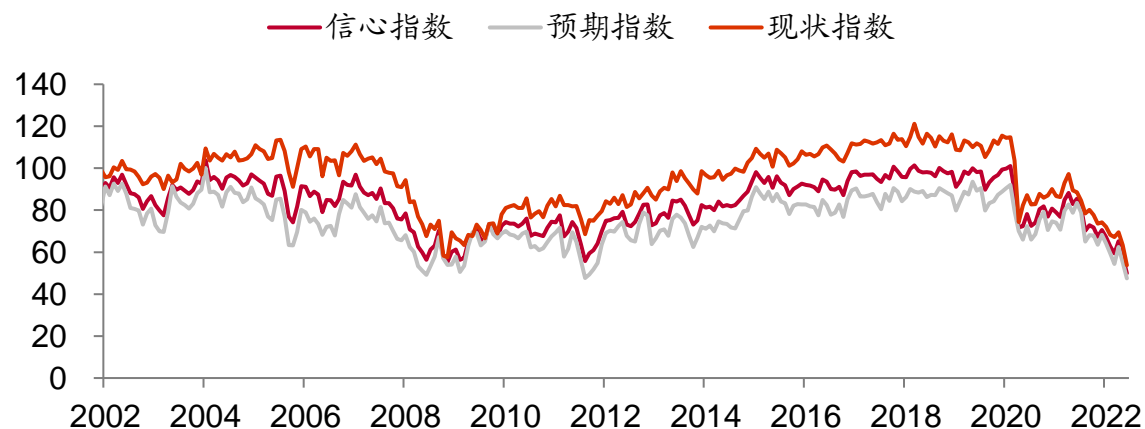
图：美国:成屋销售情况 (%)



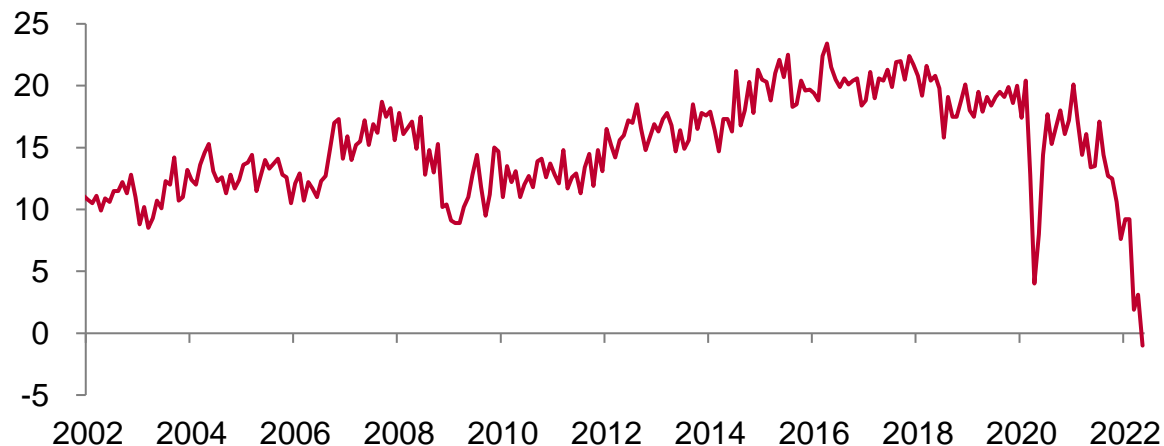
图：美国:库存同比变化 (%)



图：美国:密歇根大学消费者指数



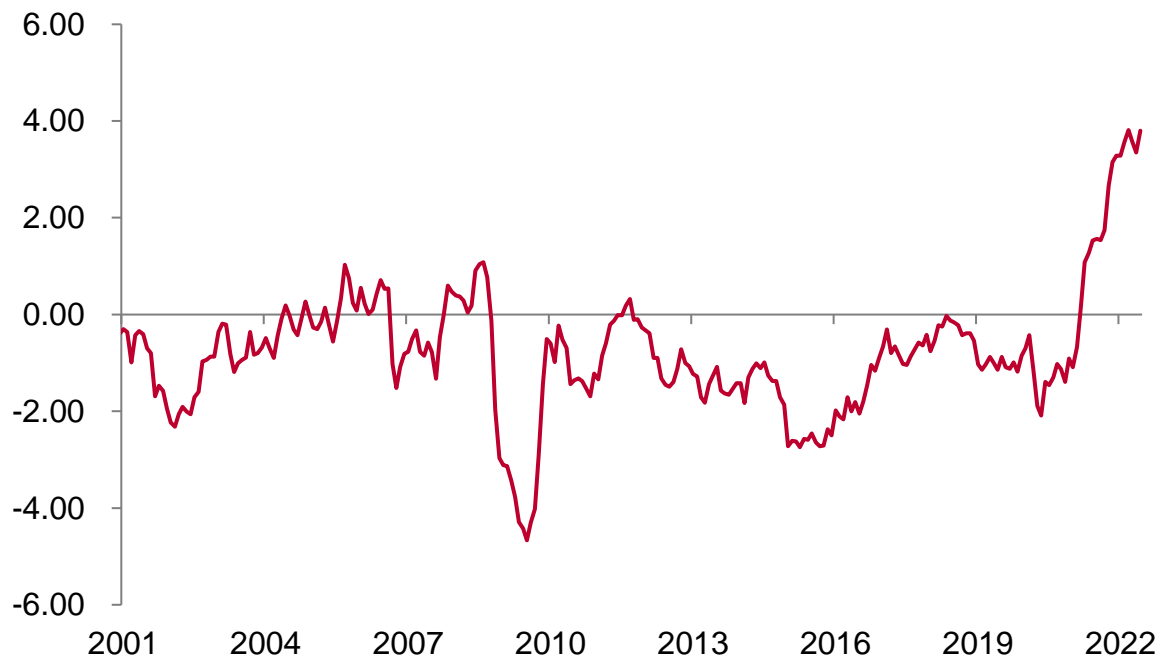
图：21世纪德国首次贸易逆差



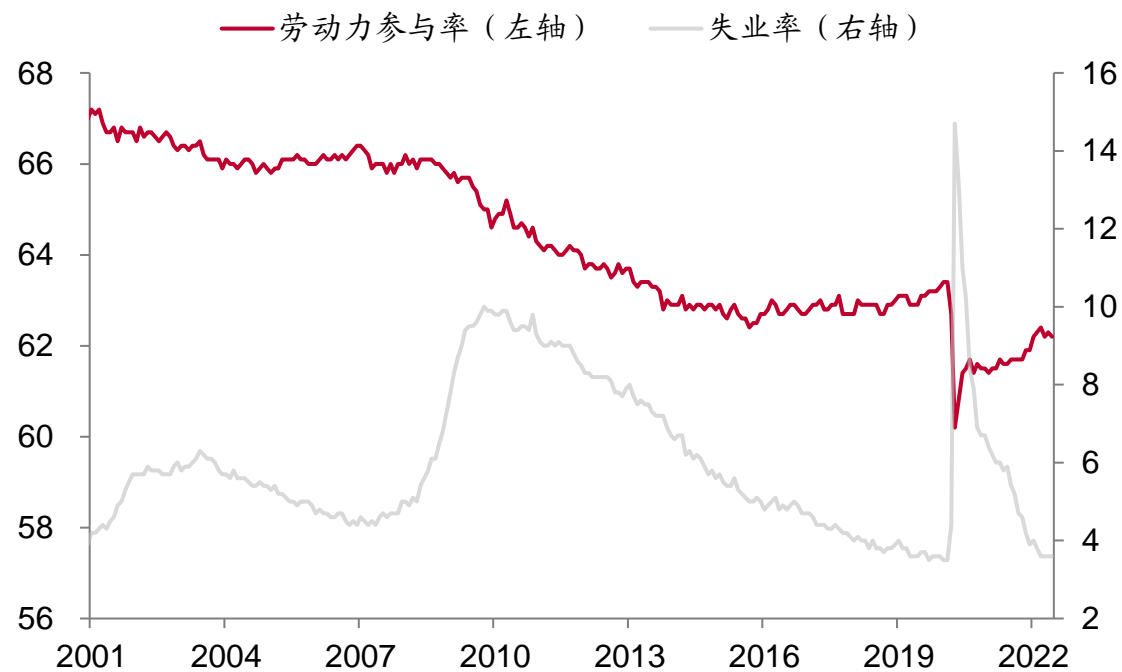
通胀为矛，就业为盾：

1. 通膨高企是核心矛盾，失业率高支持了更快速的加息；
2. 就业强劲。即使劳动参与率回到疫情前水平，对应失业率仅1.6%的上行。

图：美国PCE — 上年同期的一年后通胀预期（%）
现实远超通胀预期的预期



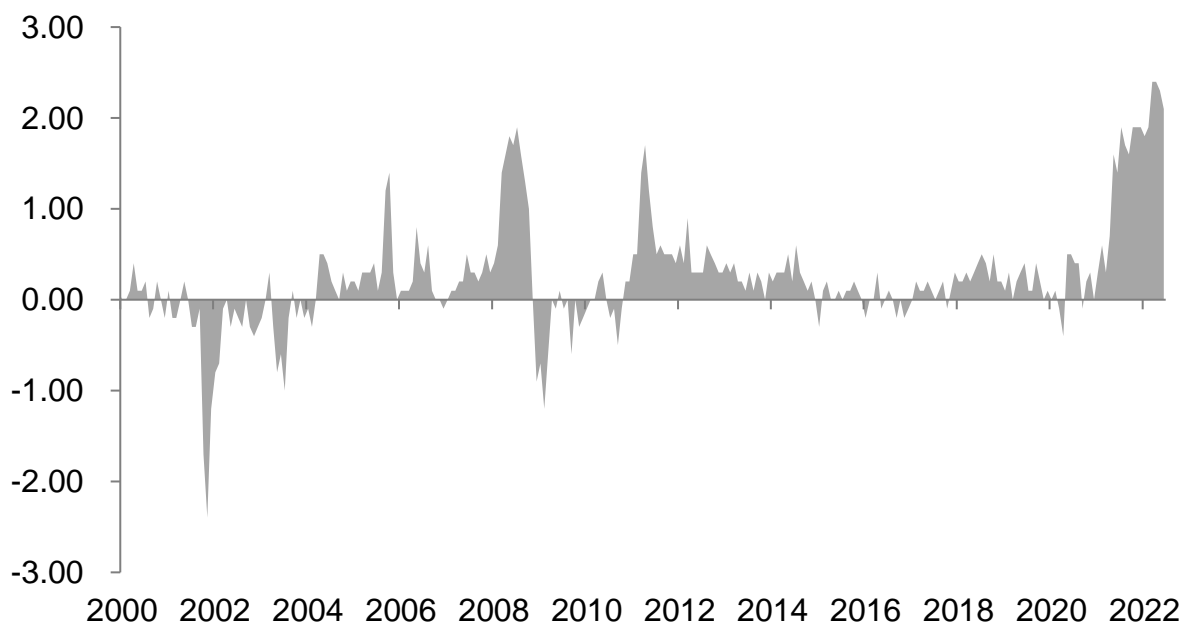
图：就业强健（%，%）



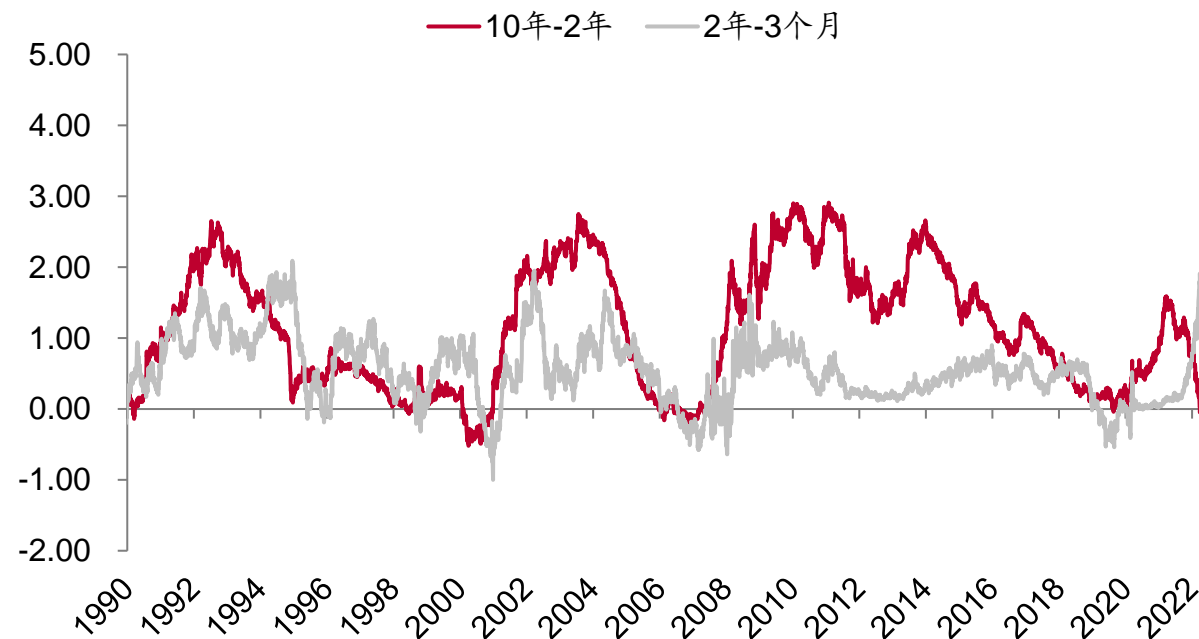
I 海外——加息缩表：无论怎么退出，商品都承压

1. 增加供给：压制近端通胀——迫使产油国扩大生产，降低中美贸易关税……
2. 降低需求：进入衰退，失业率高企。确认衰退，股票涨，商品跌。

图：美国通胀预期：1年后-5年后差值（%），通胀大back结构



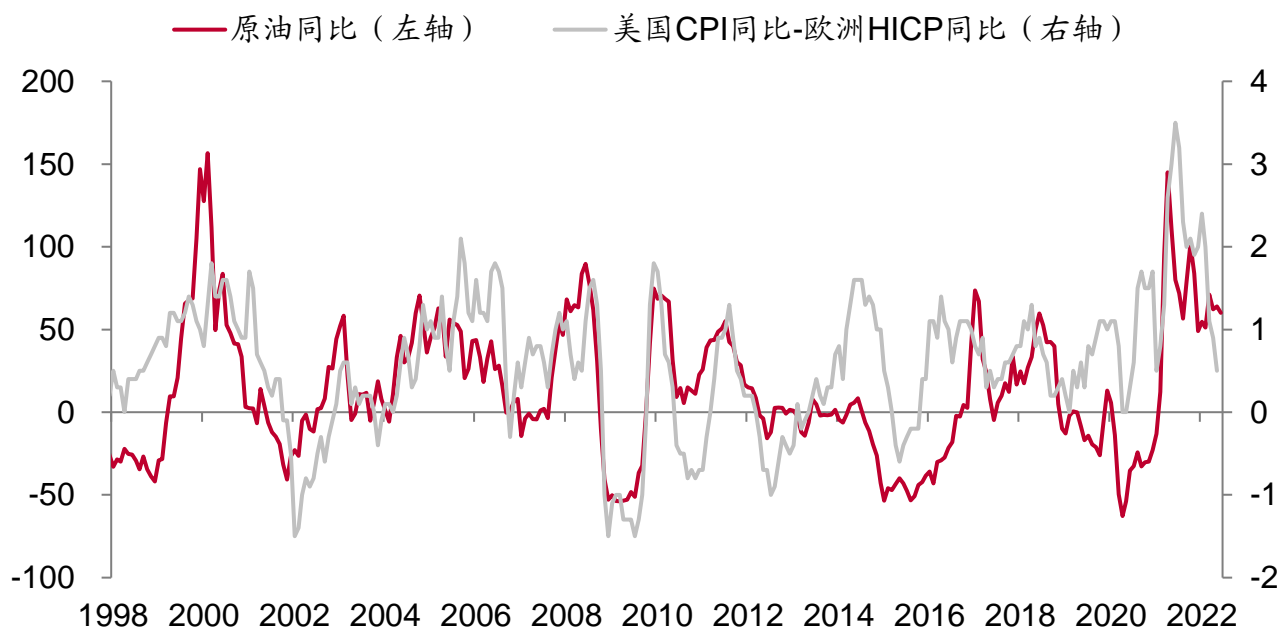
图：短端名义利率的大contango在收窄：
一个月前类似于94年加息75bp时，而当下有衰退的意味



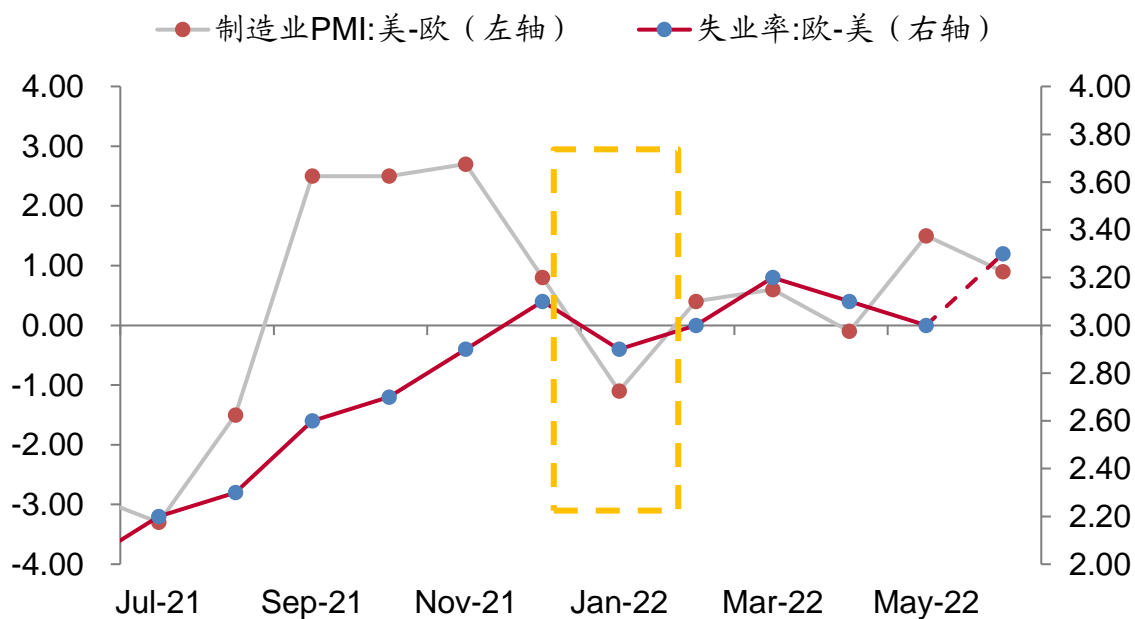
I 海外——美元指数：俄乌冲突推升

俄乌冲突下，美国相比欧洲有更强劲的经济和更高的通胀，表征为美国更有动力和空间去进行加息。

图：美-欧物价差与原油（%， %）

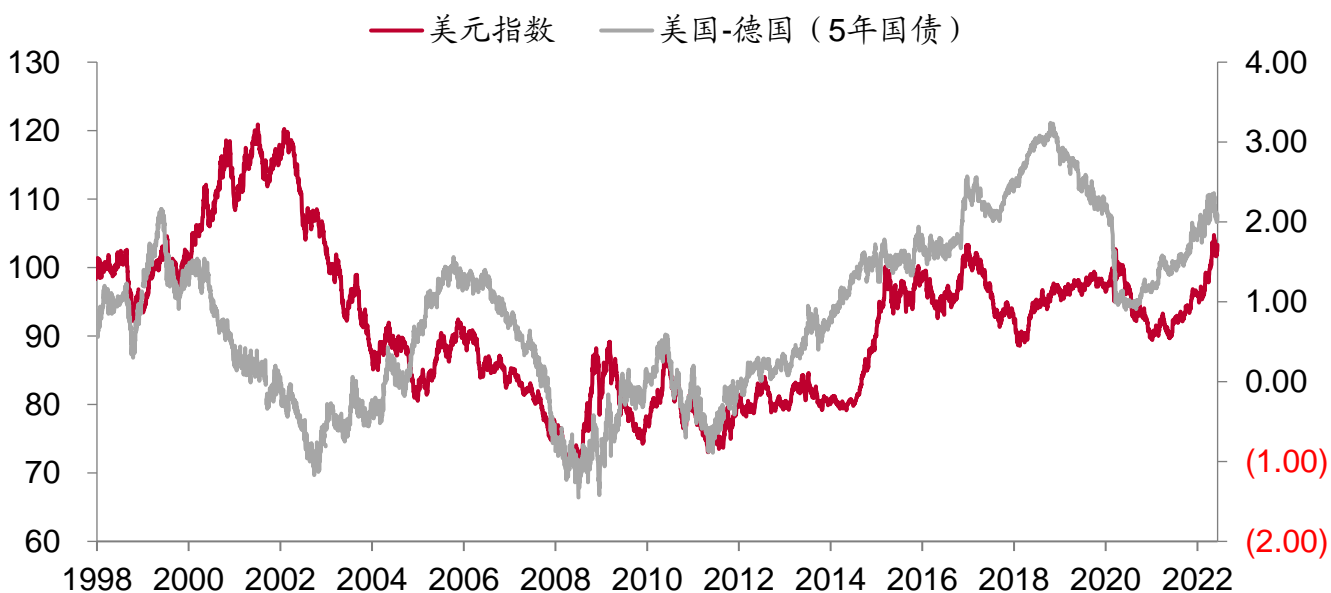


图：美-欧制造业PMI与失业率



从欧央行政策执行的角度来看，由于欧元区内部各国经济表现存在差异，相较美国来说在利率执行层面阻碍更大。

图：高度相关的美元指数与美德利差：
印证了美欧强弱决定美元指数的观点



图：德意利差 (%，%)：
俄乌冲突加剧了欧洲内部的分化



目录

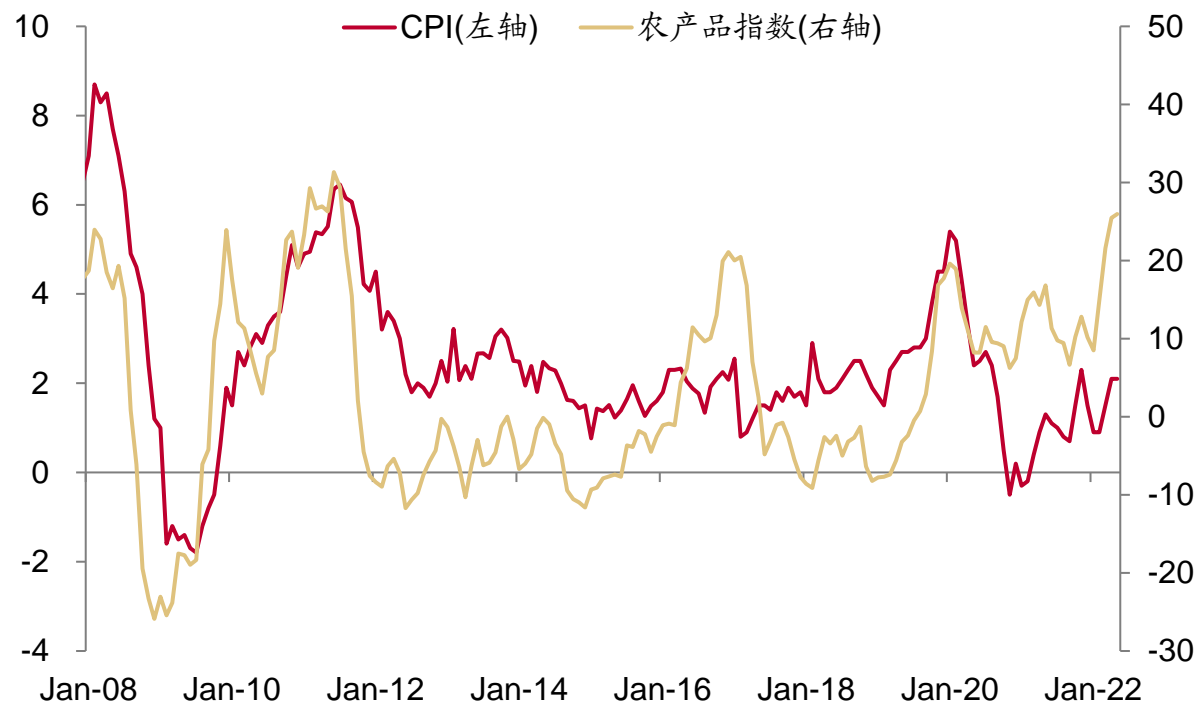
01 主线逻辑梳理

02 海外下行加快

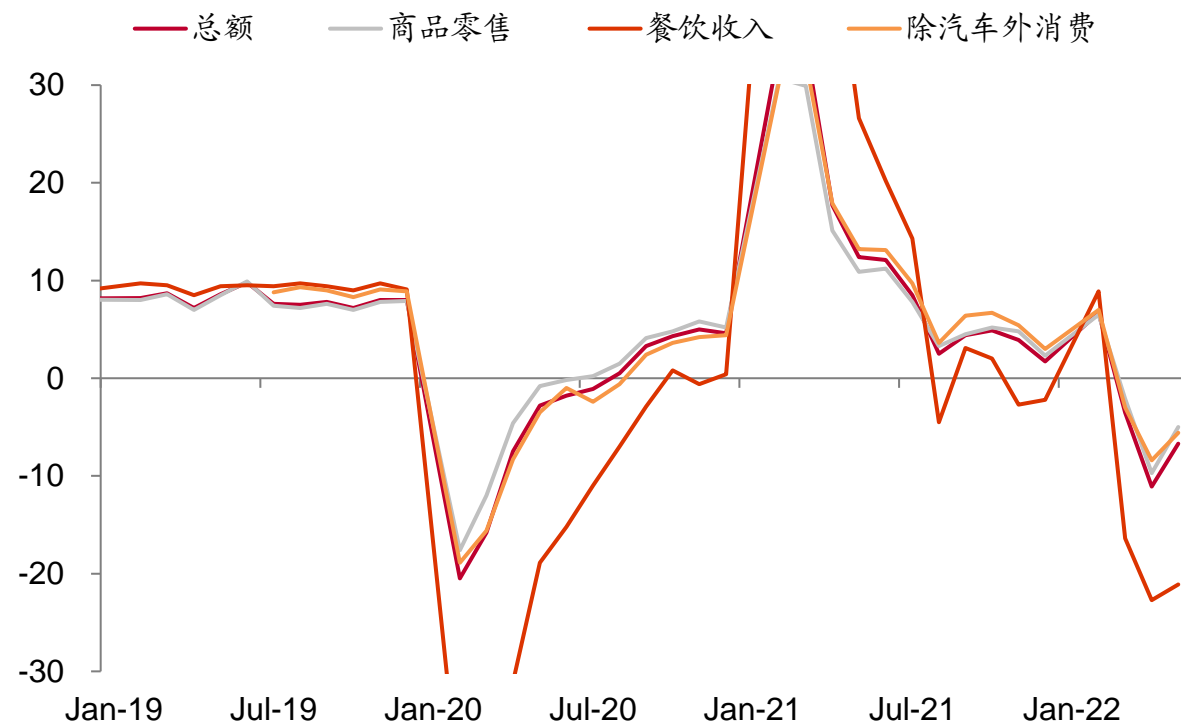
03 国内政策限制

04 商品板块分析

图：猪周期开启

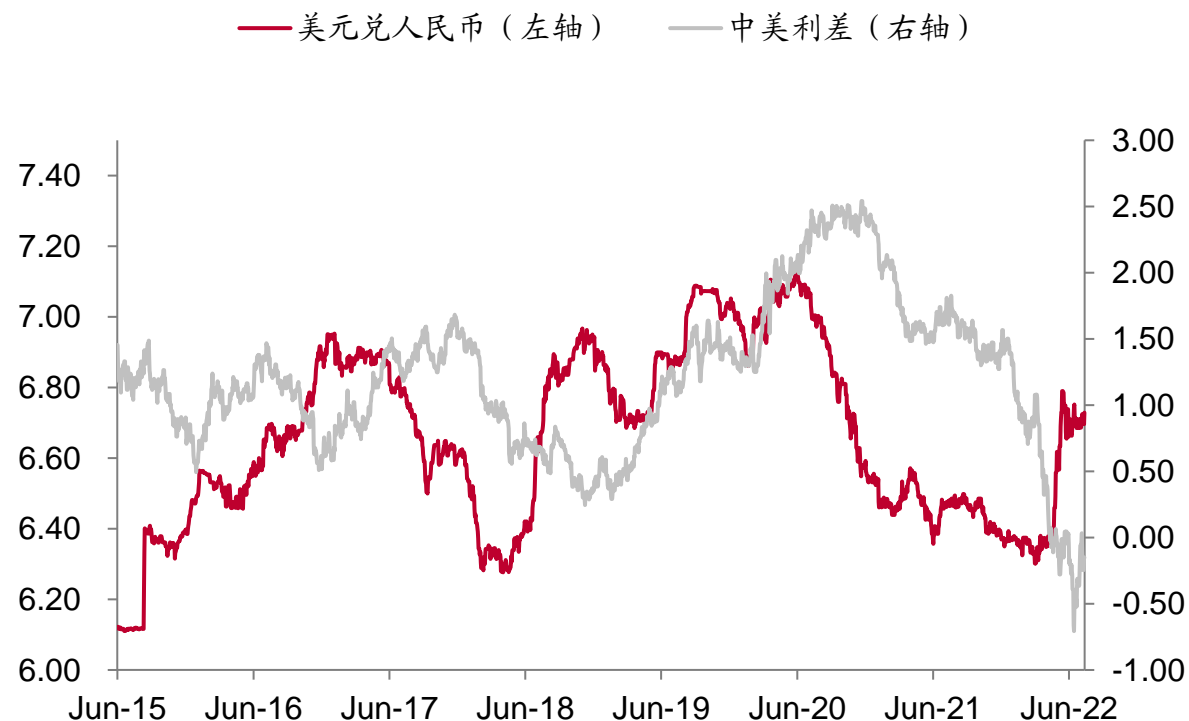


图：“衰退式通缩”的恢复

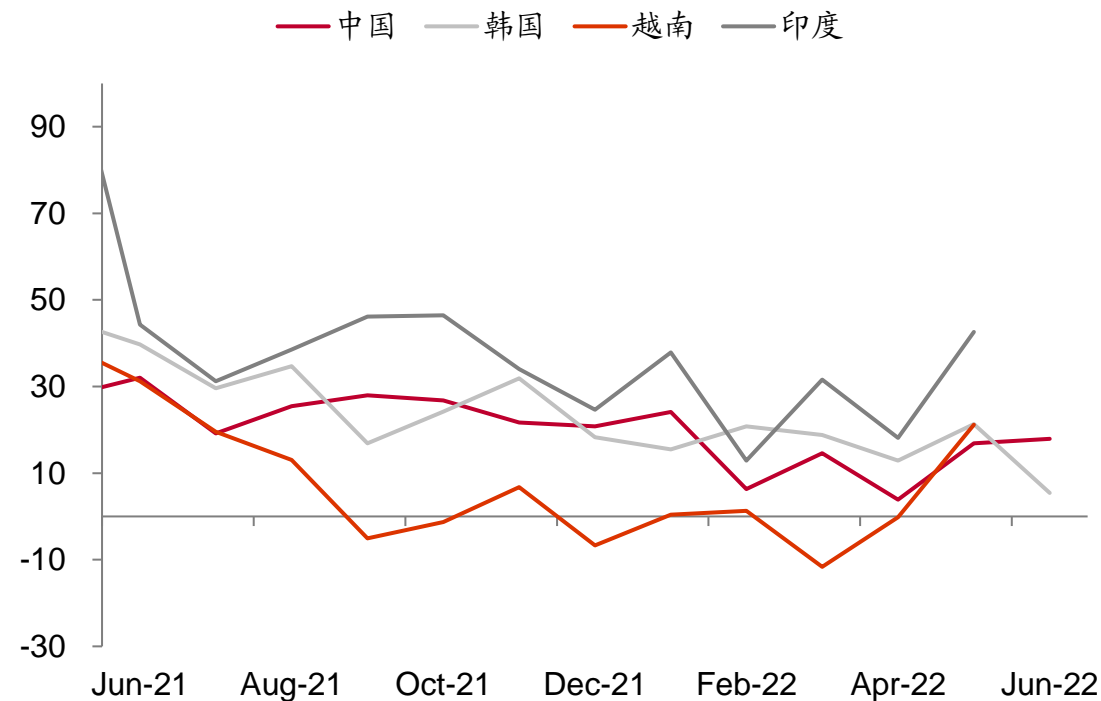


5、6月出口超预期表现稳定了人民币汇率预期，短期给予货币和信用宽松的空间，但后续存在出口下行的压力。

图：人民币汇率与中美利差（元/美元，%）

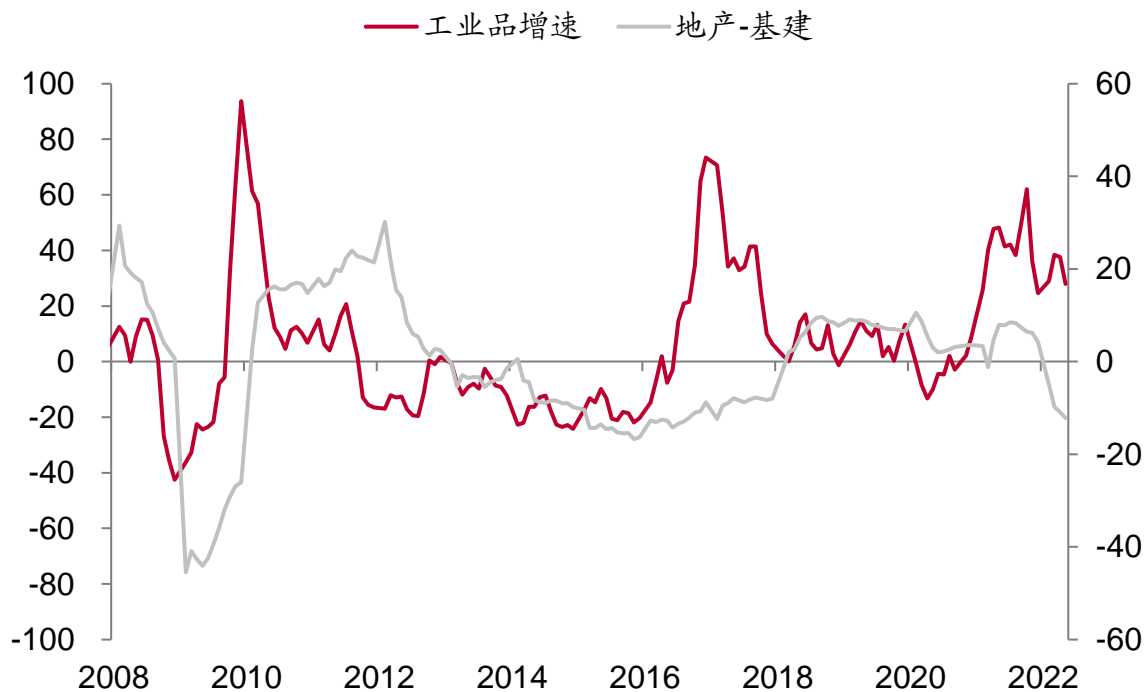


图：出口金额同比（%）

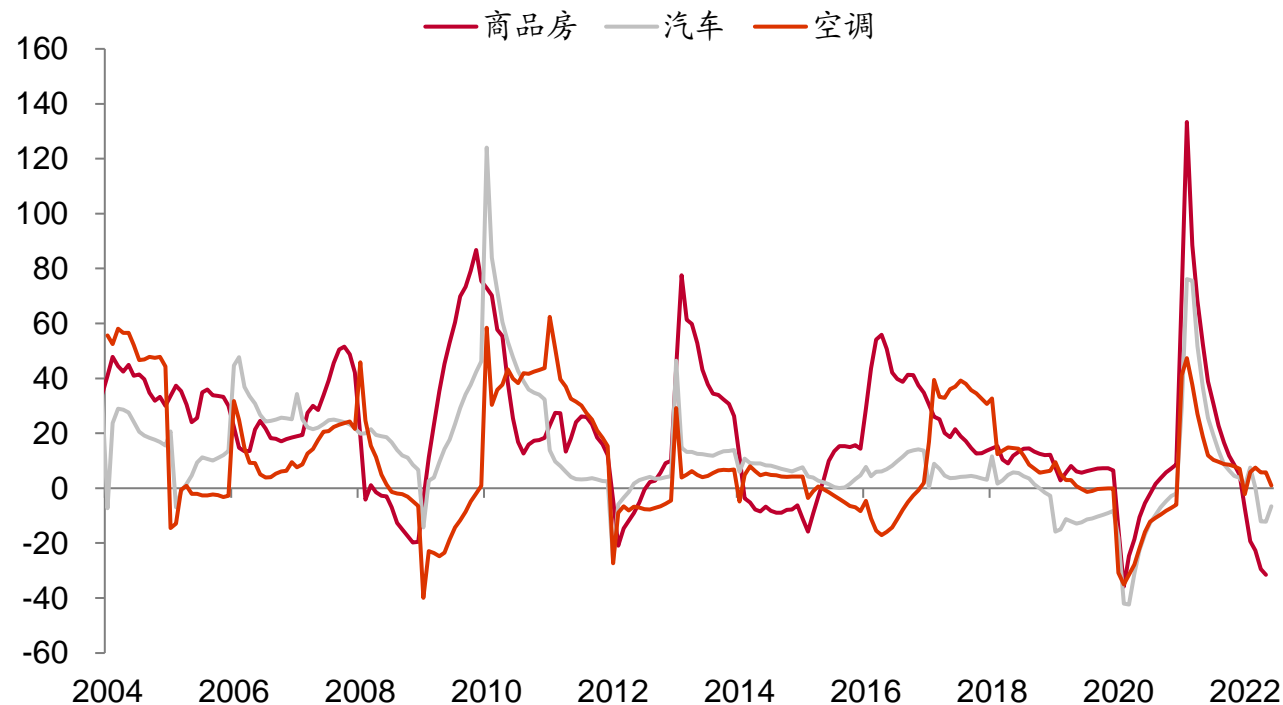


1. 在地产增速不如基建增速且差值扩大时，工业品往往承压；而当差距缩窄时，商品价格会走强；
2. 家电、汽车消费与房屋销售相关度很高，因此难以脱离地产销售去谈家电和汽车消费。

图：08年之后，强基建通常意味着弱地产



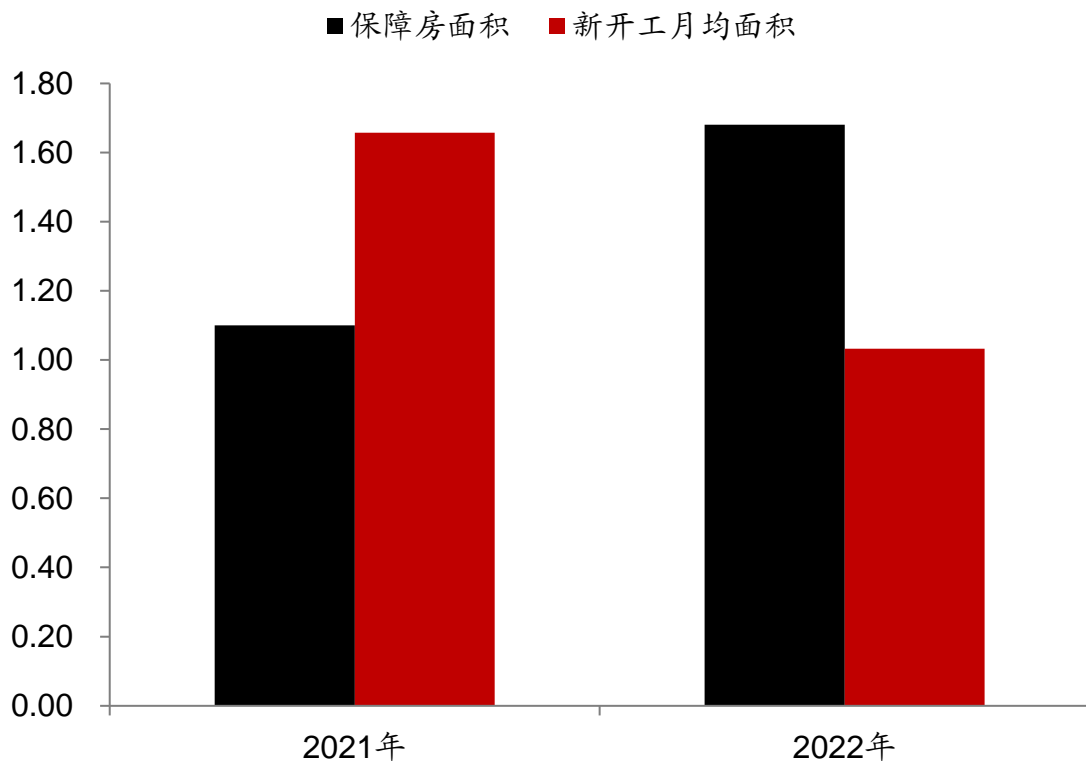
图：销售:累计同比 (单位: %)



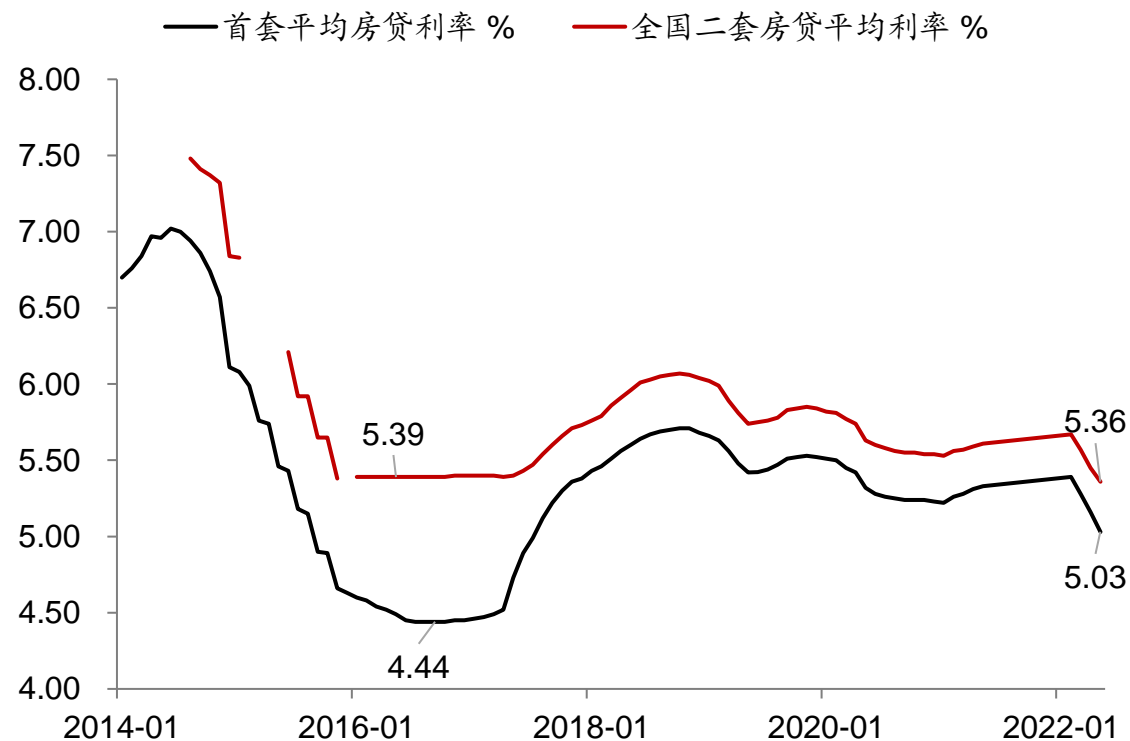
I 国内——地产：存在发力空间，但不见得有意愿

1. 政府可操作空间很大；
2. 但意愿不强，只想稳住而不是刺激房地产：1) 劳动力/商品密集型向资本/技术密集型过渡——降低经济与地产关联度；
2) 共同富裕的客观要求

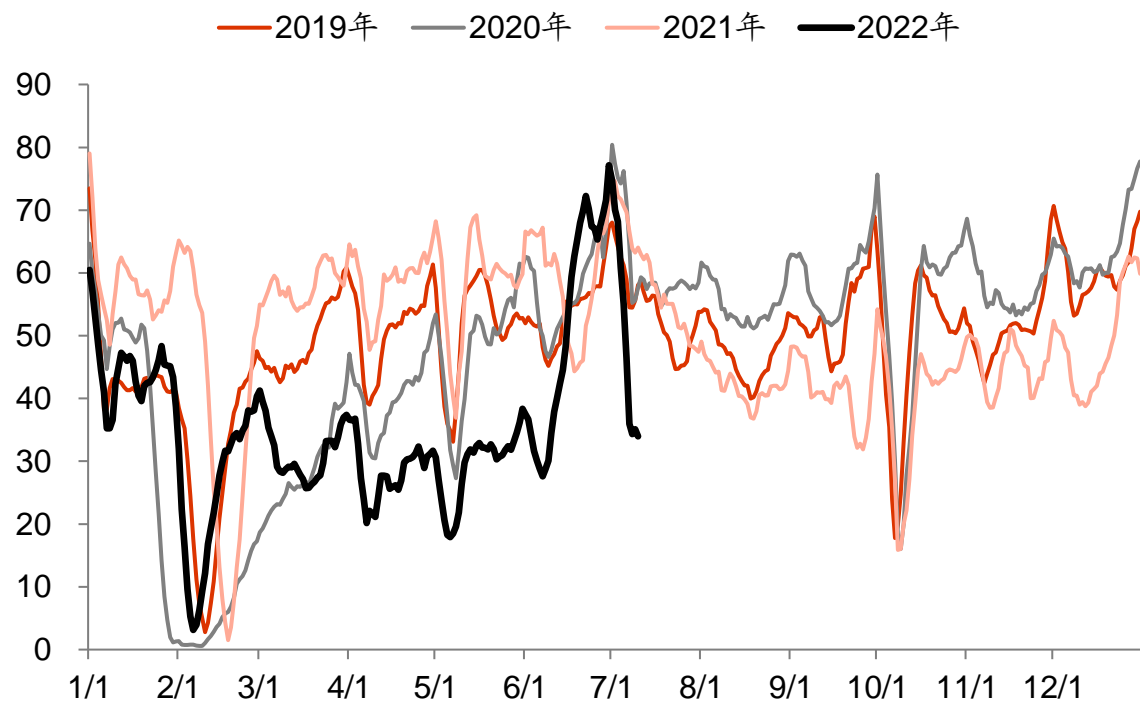
图：保障房与当年新开工月均面积（单位：万平方米）



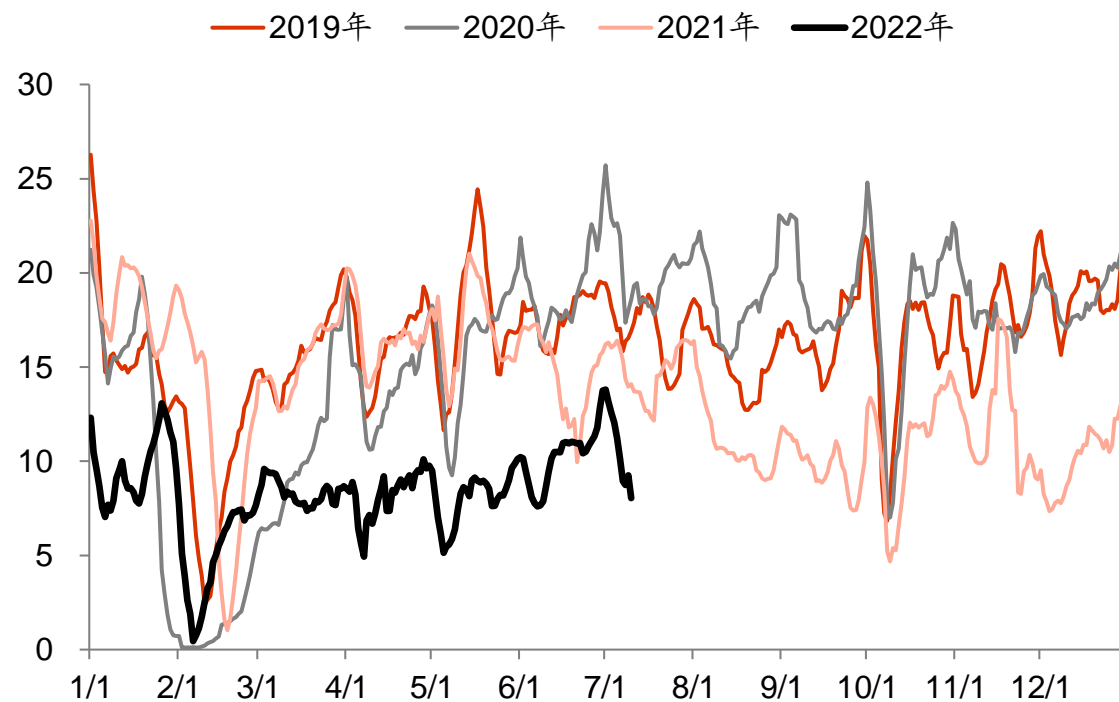
图：首套与二套房平均房贷利率



图：30大中城市商品房成交面积（7日平均，万平方米）



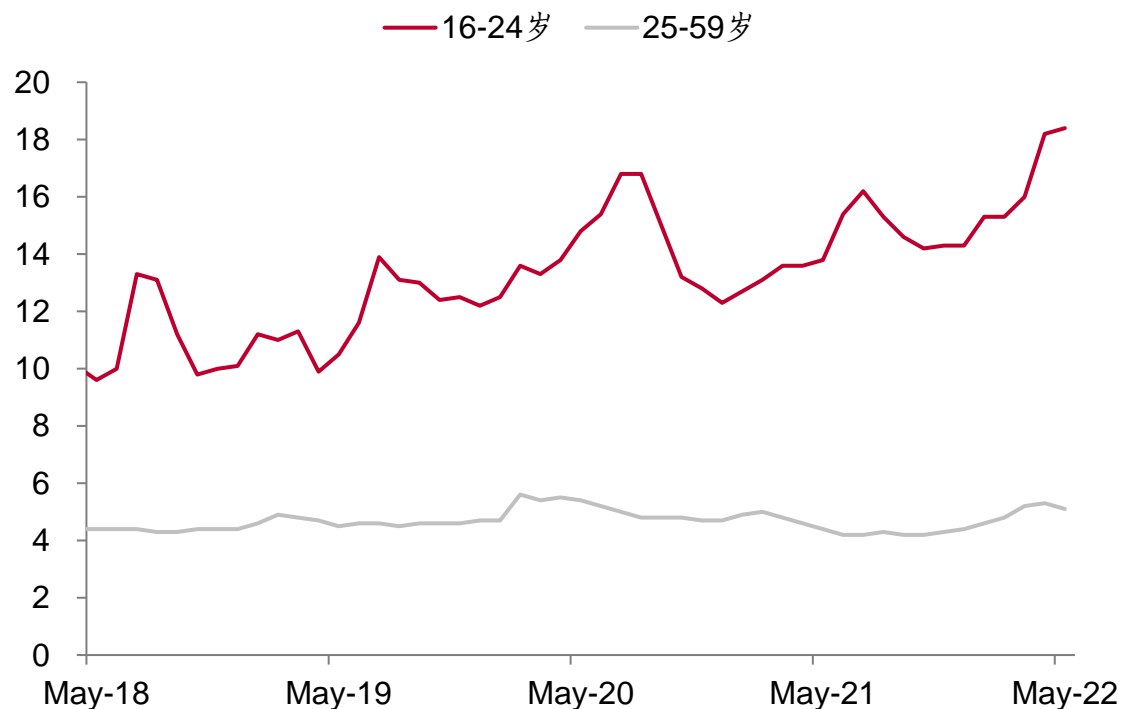
图：三线城市商品房成交面积（7日平均，万平方米）



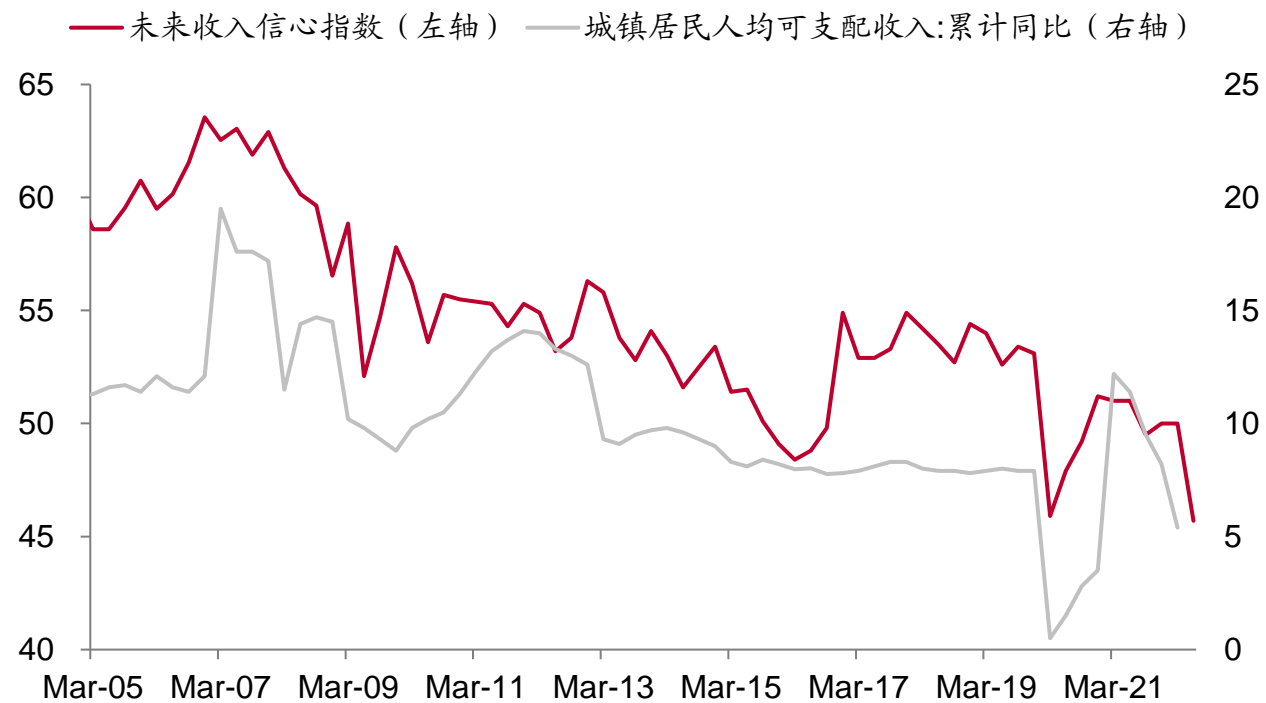
I 国内——地产：中年人不想买，年轻人买不起

房企资金主要来源由银行贷款转向销售款。

图：调查失业率（%）

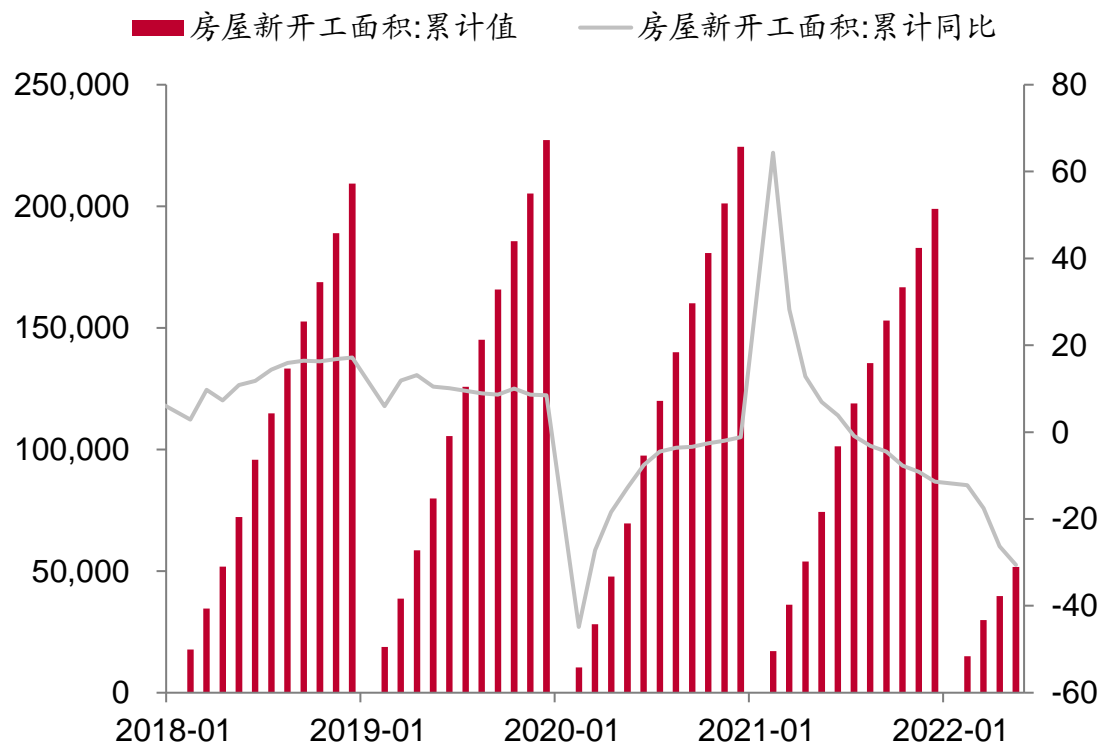


图：收入下滑，影响购房意愿

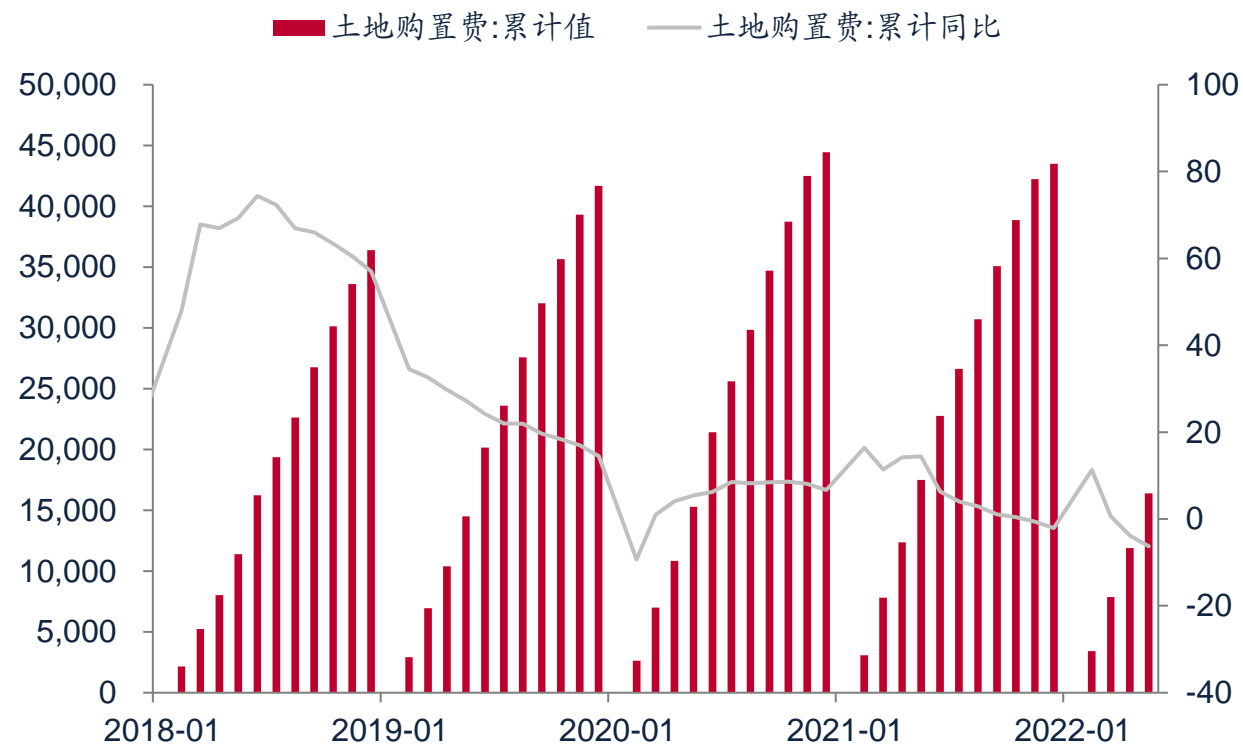


地产资金链好转也很难传导到新开工。

图：房屋新开工

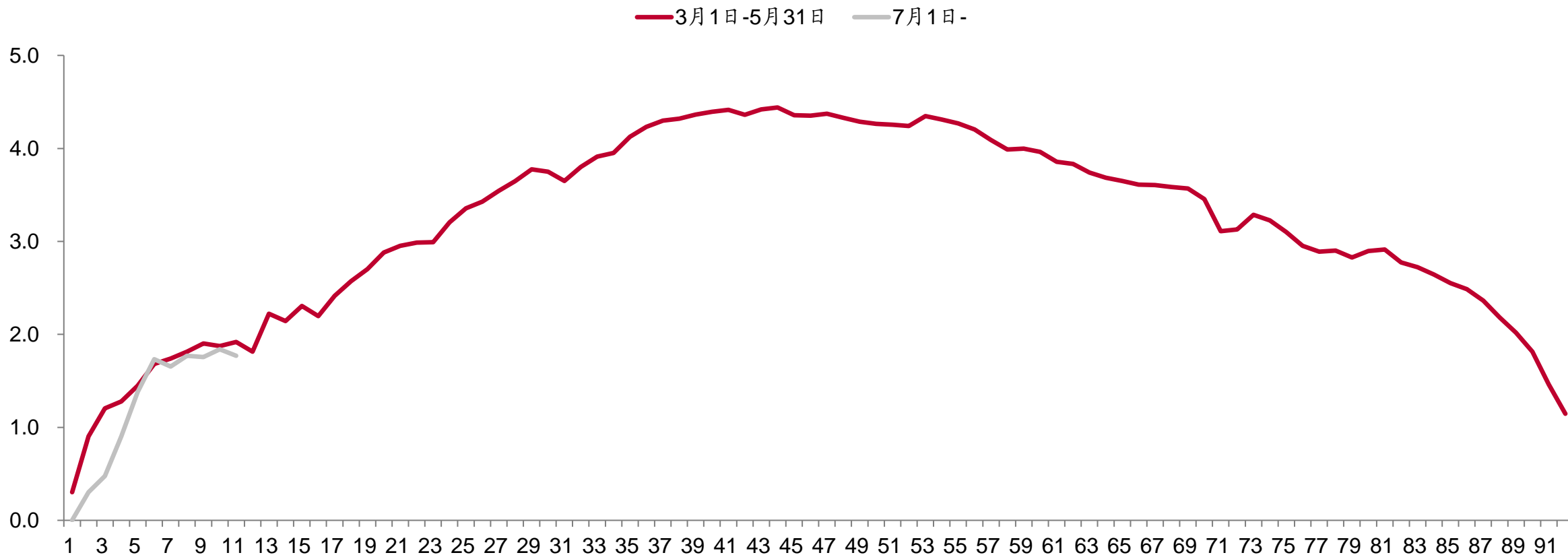


图：土地购置费



BA. 5毒株R0值为18.6，上一轮上海流行毒株为9.5

图：上海阳性病例（对数刻度）



目录

01 主线逻辑梳理

02 海外下行加快

03 国内政策限制

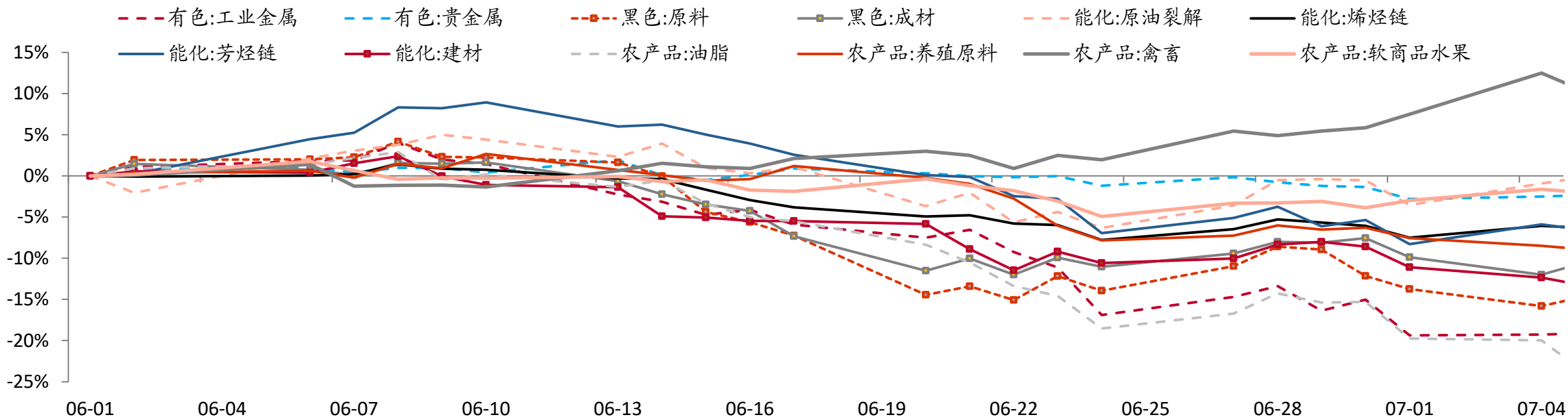
04 商品板块分析

I 怎么跌——估值与基本面的戴维斯双杀

戴维斯双杀：

1. 估值：去金融属性——加息缩表
2. 基本面：供需趋松
 - 1) 供给：俄乌冲突、天气等供给问题移除
 - 2) 需求：海外衰退，国内地产弱

图：12个子版块价格指数（2022年6月至今）

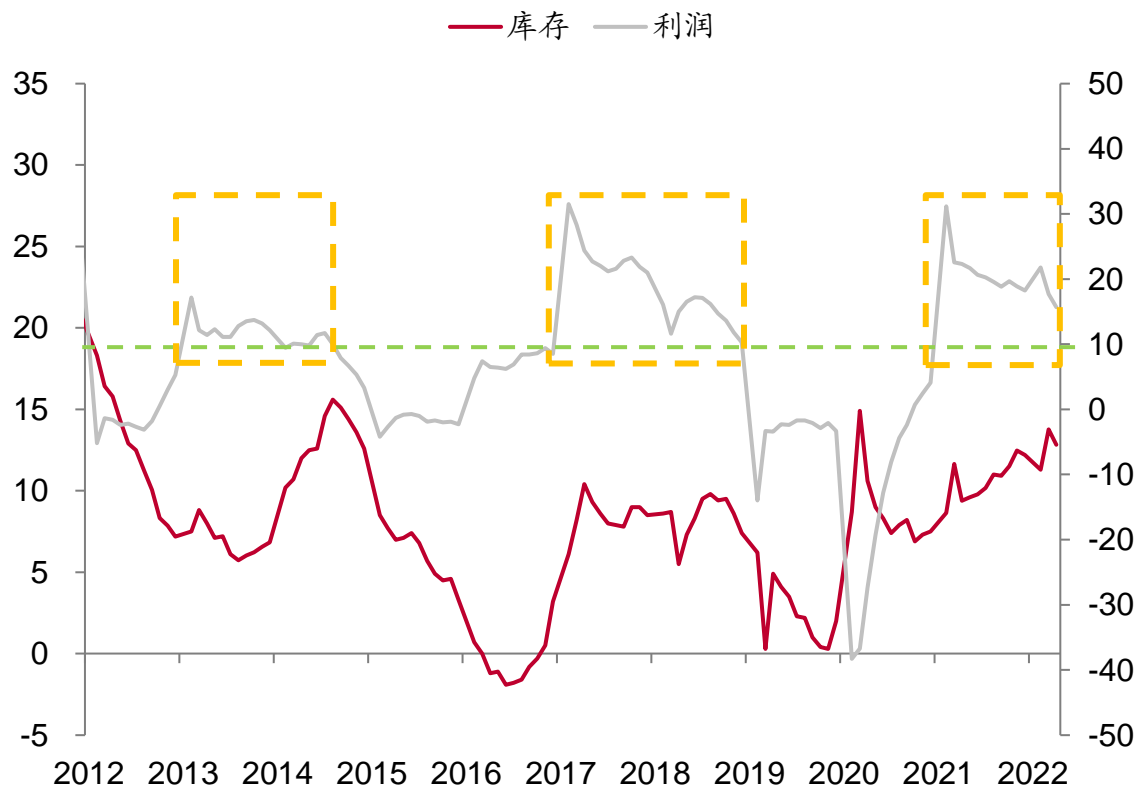


数据来源：Wind，招商期货研究所

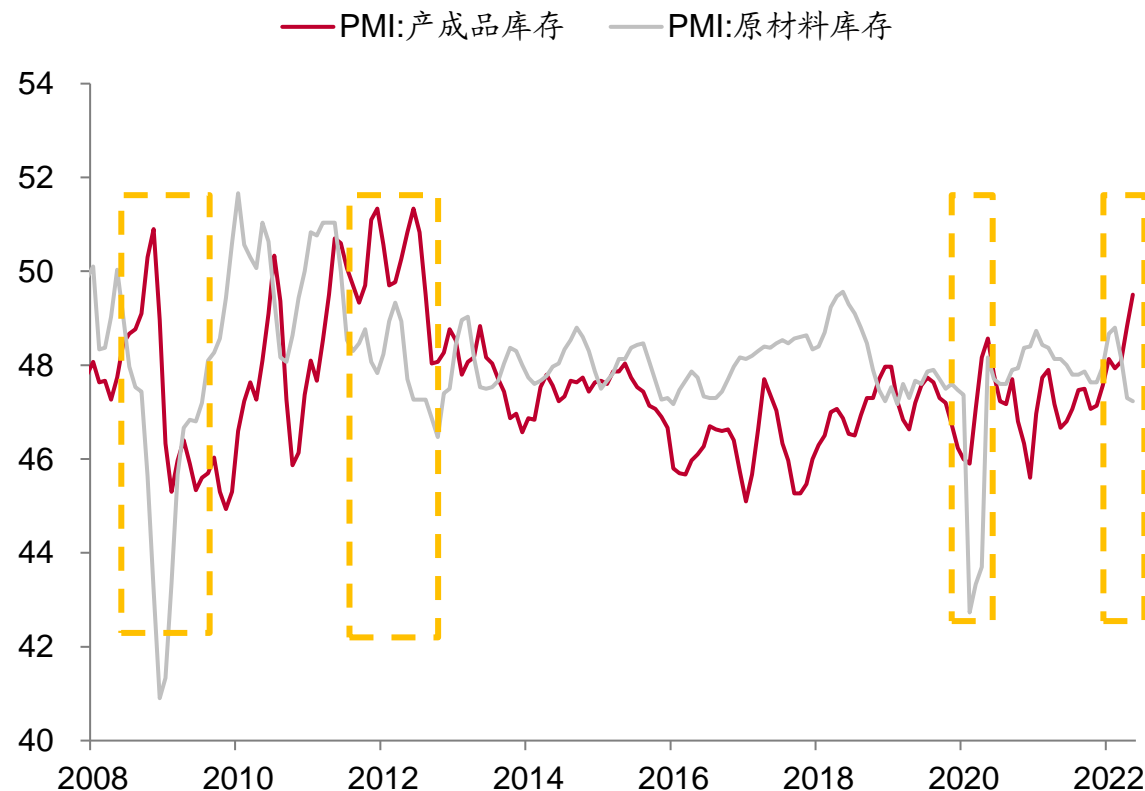
I 国内——库存周期：开启主动去库

1. 从历史上看，过去两次工业企业利润维持高位（以10%为界）的持续时间约为一年半，而此后迎来利润增速和库存增速大幅下滑，同期工业品价格下挫；
2. 下游以销定产：产成品库存PMI超过原材料库存PMI时，下游对于原料的补库意愿下降，通常对应价格下跌。

图：库存周期（2021-2022相对2019）

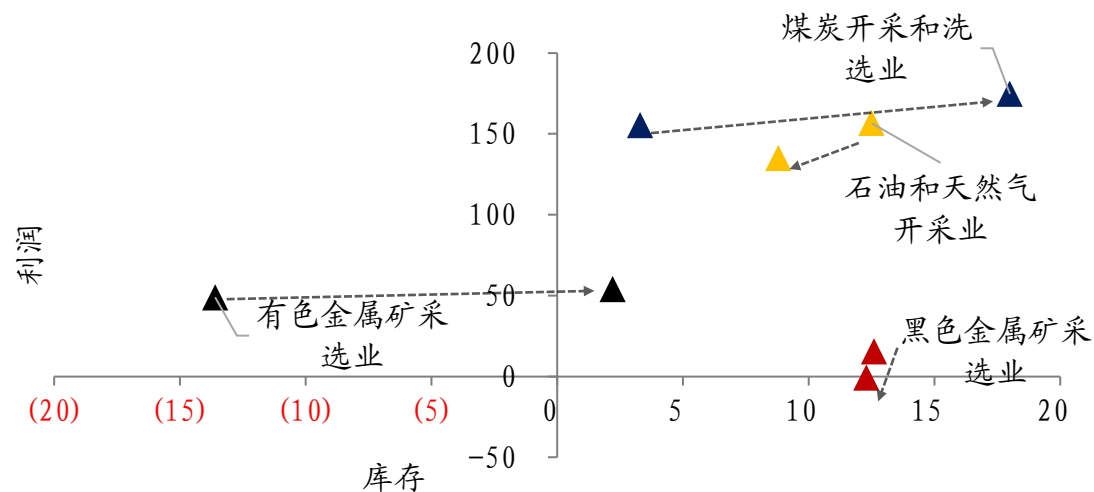


图：PMI库存细项（3个月平滑）

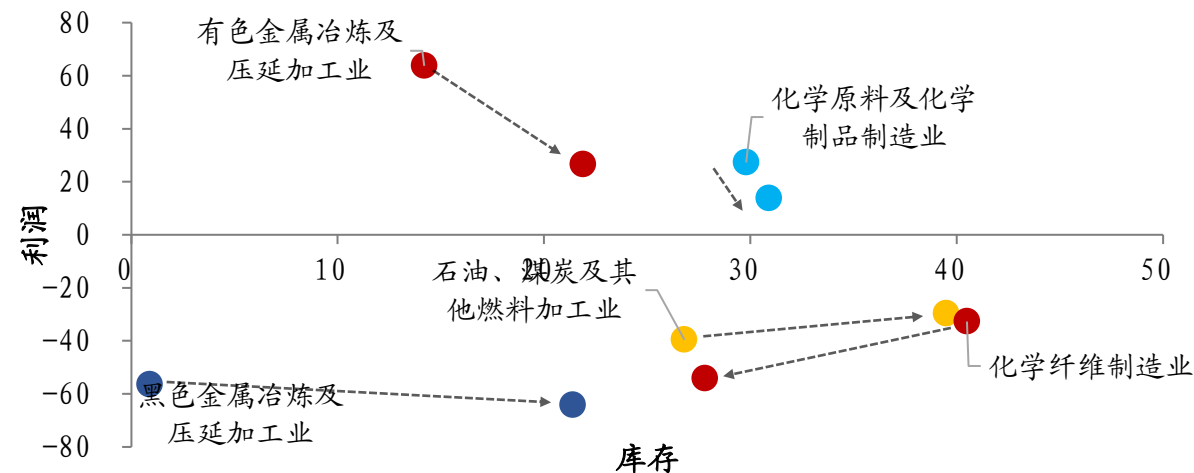


I 国内——库存周期：自下而上负反馈的验证

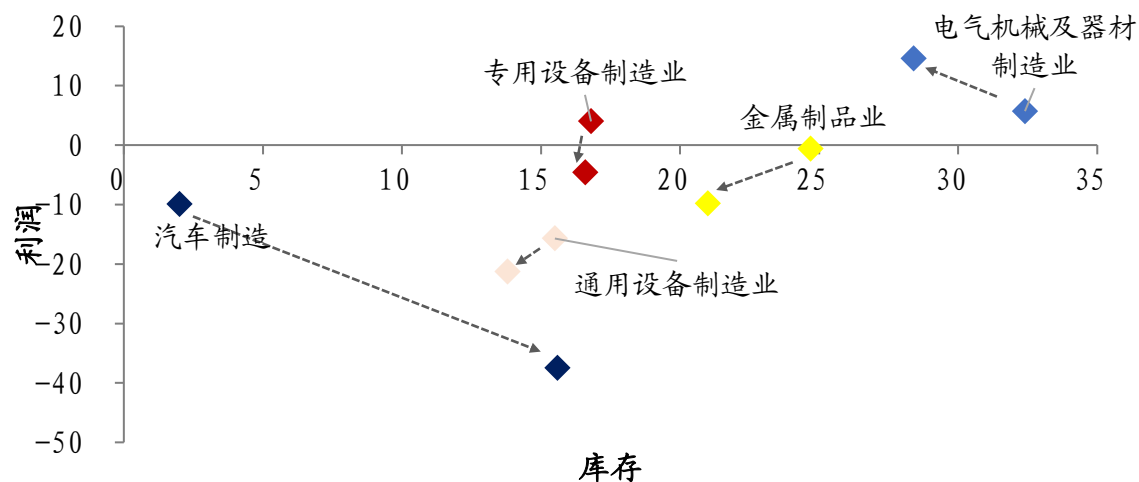
图：上游以主动补库为主（2月-5月）



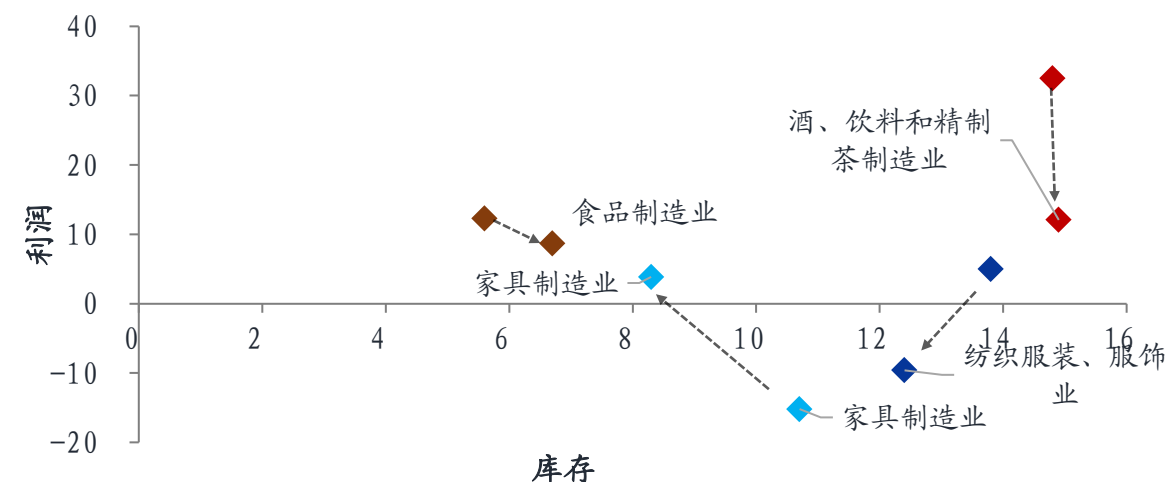
图：中游以被动补库为主（2月-5月）



图：下游工业品以主动去库为主（2月-5月）



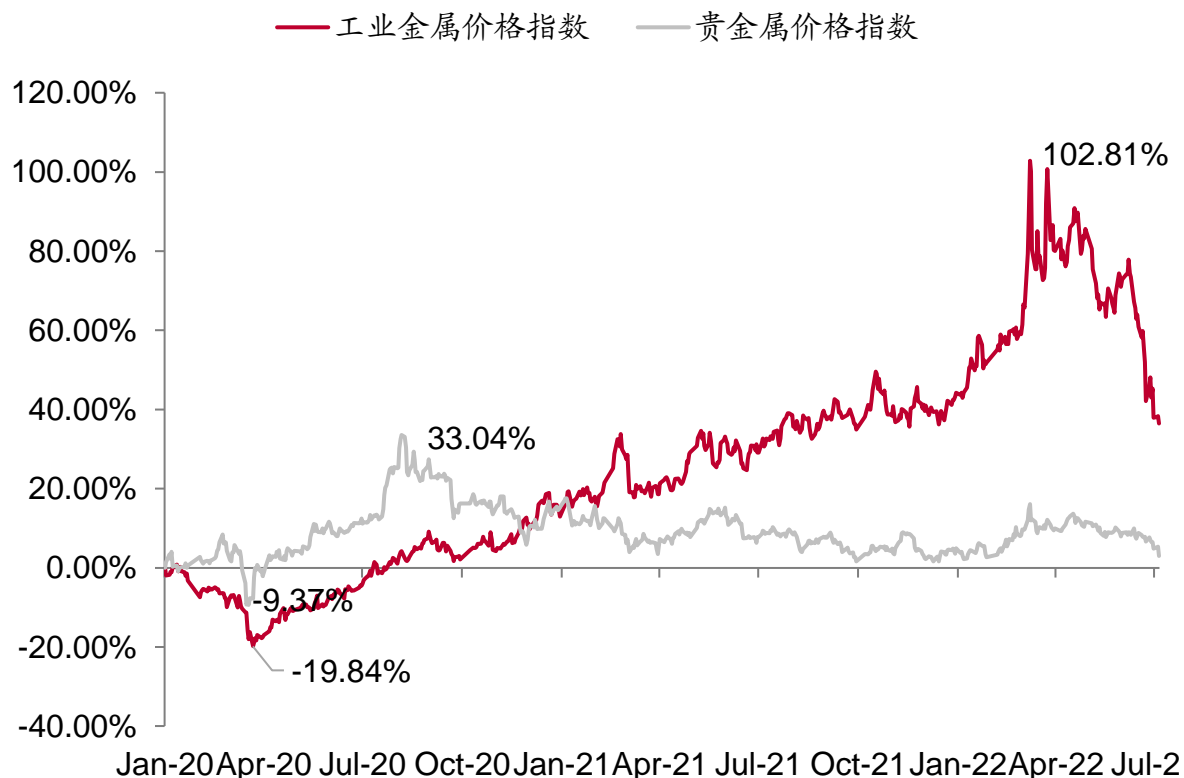
图：下游消费品差距较大（2月-5月）



I 有色——四大板块中相对最弱

1. 金融属性最强——美联储加息缩表影响最大；
2. 海外定价较多——国内稳增长对抗海外下行背景下受益打了折扣；
3. 前期风险升水高——俄乌冲突由影响总供给到抑制总需求。

图：有色板块价格指数（2020年至今）

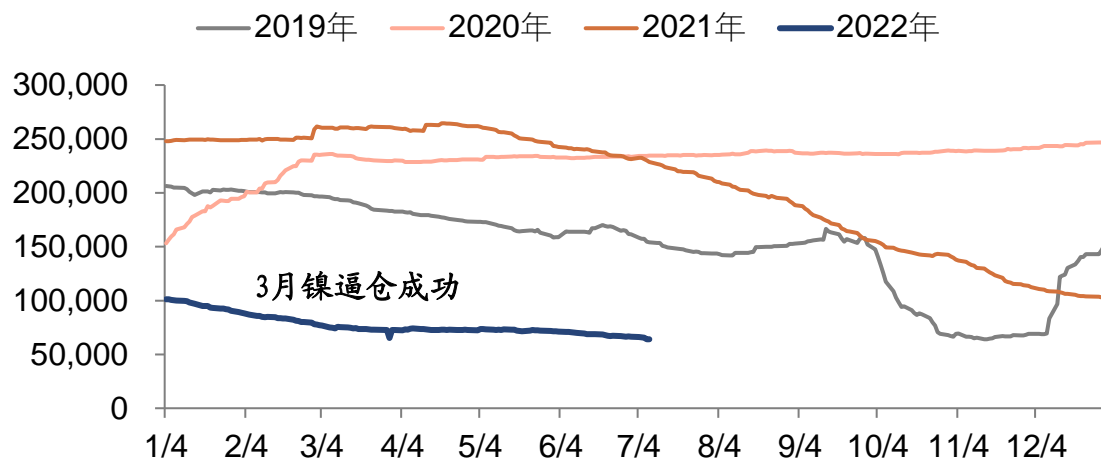


图：有色板块价格指数（2022年至今）

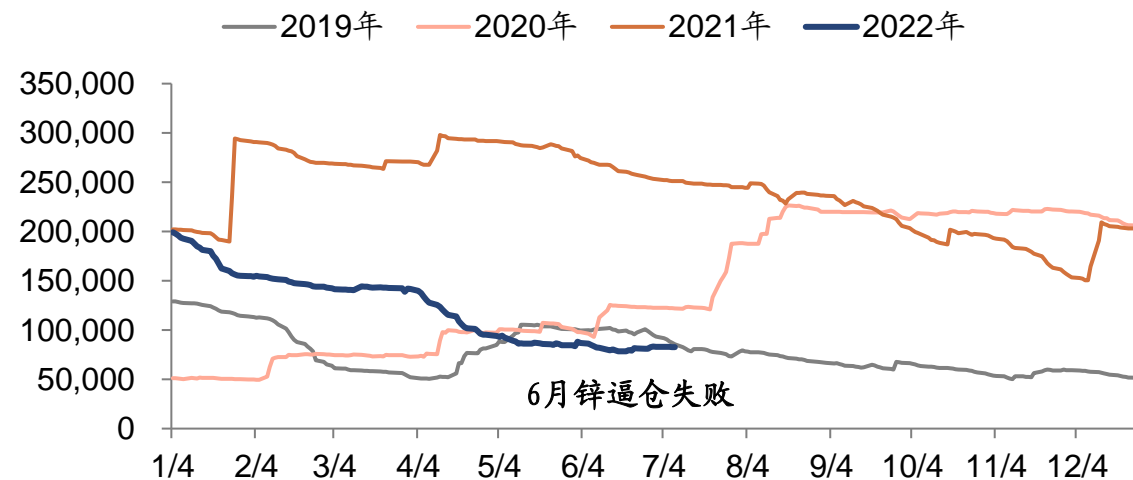


I 有色——低库存下的两次逼仓已经很说明需求弱的问题

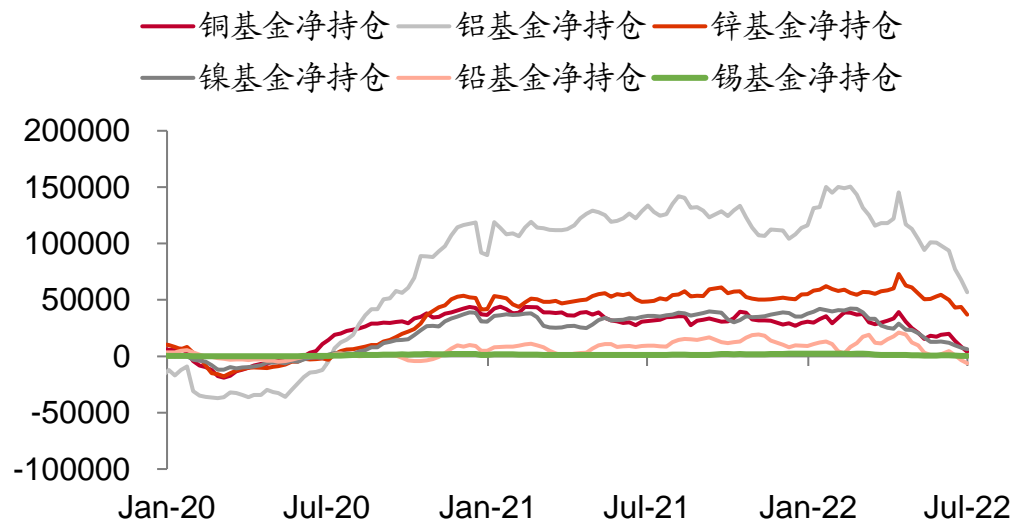
图：LME镍库存（单位：吨）



图：LME锌库存（单位：吨）

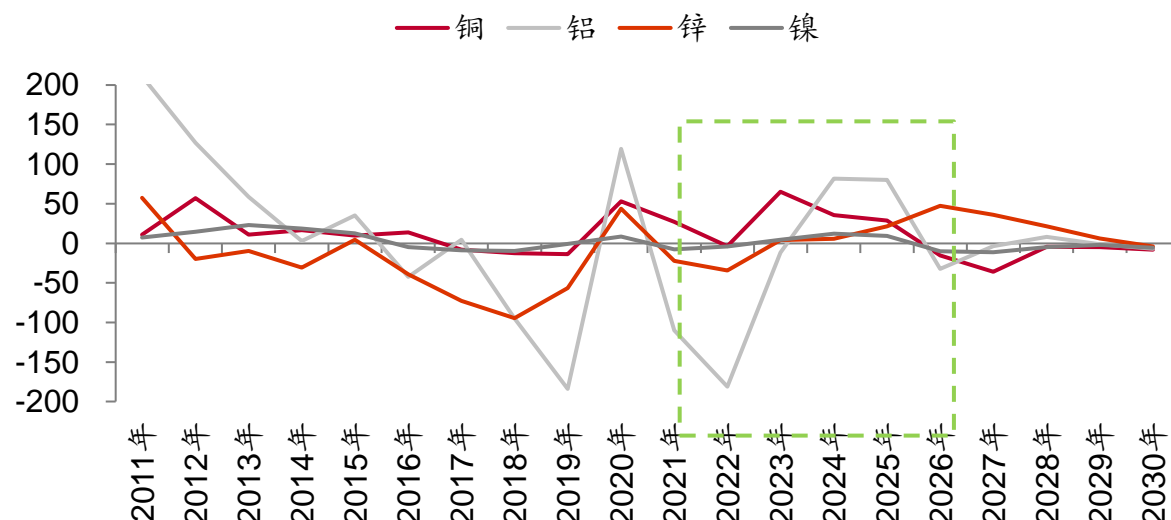


图：净多头离场

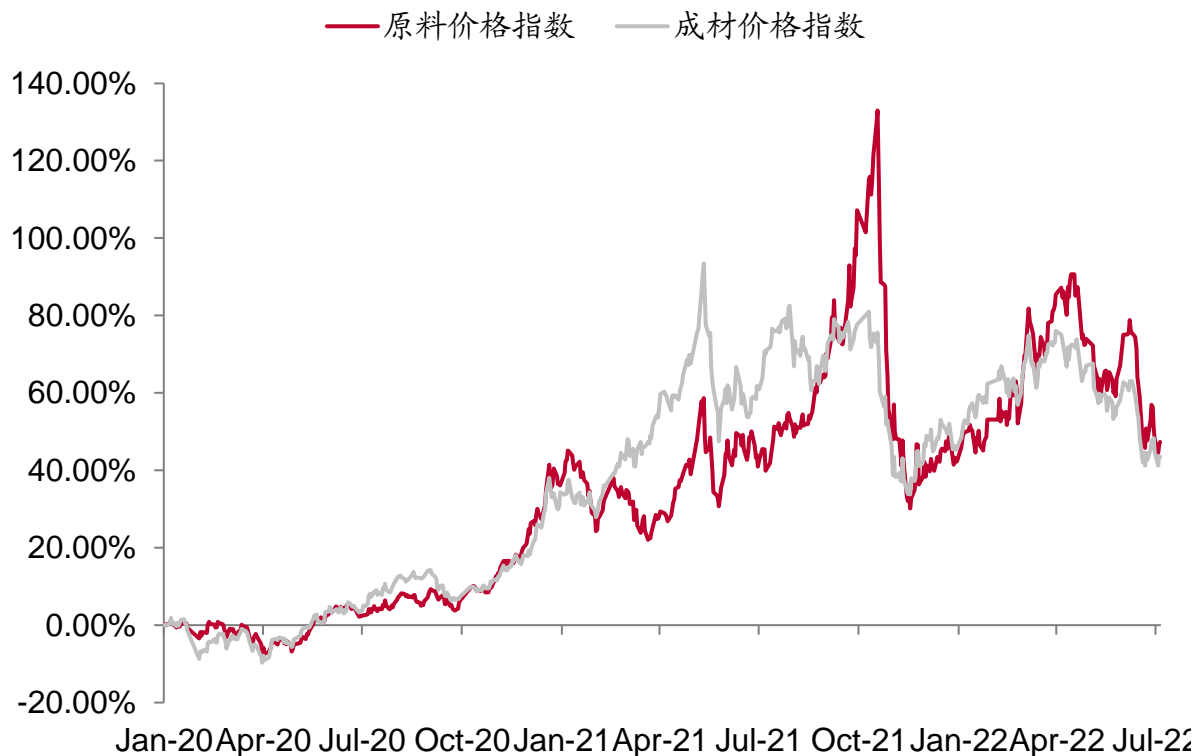


数据来源：Wind，招商期货研究所

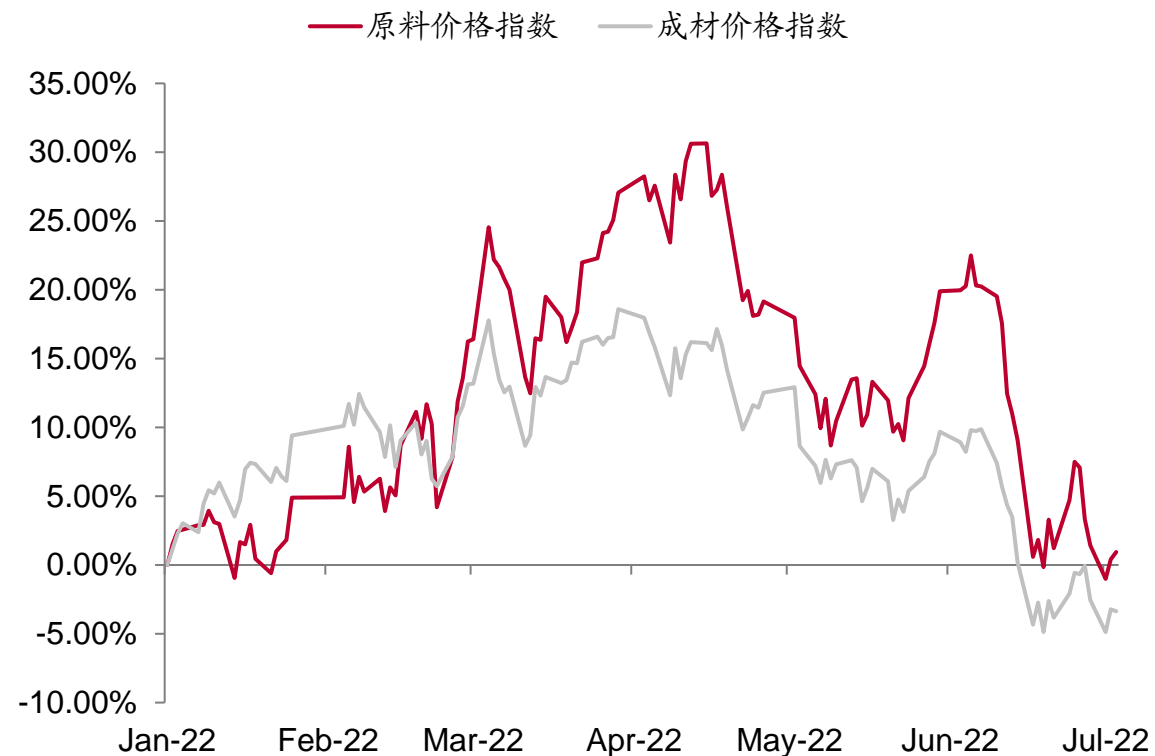
图：供需平衡（万吨）——供需边际趋松



图：黑色板块价格指数（2020年至今）

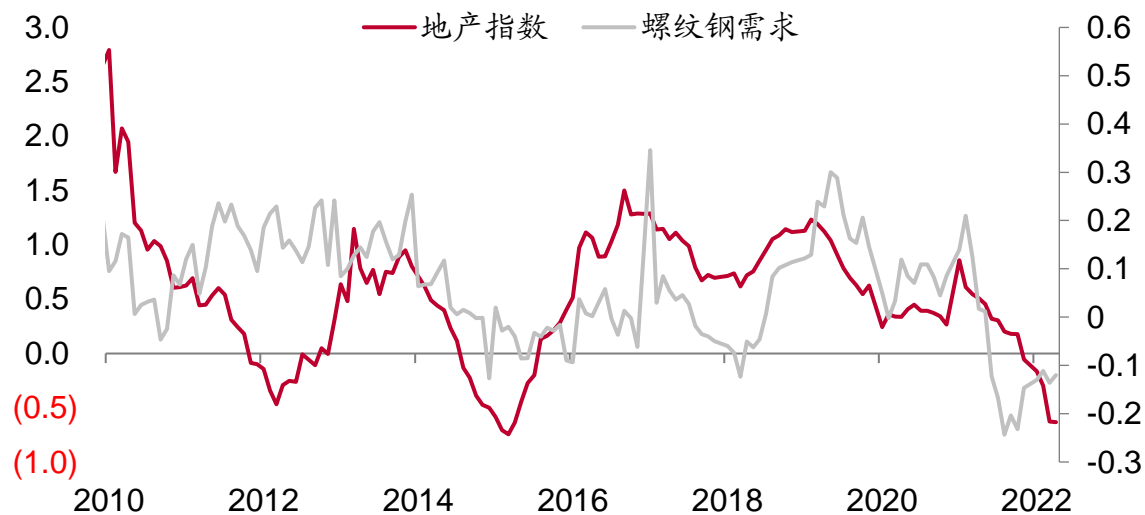


图：黑色板块价格指数（2022年至今）

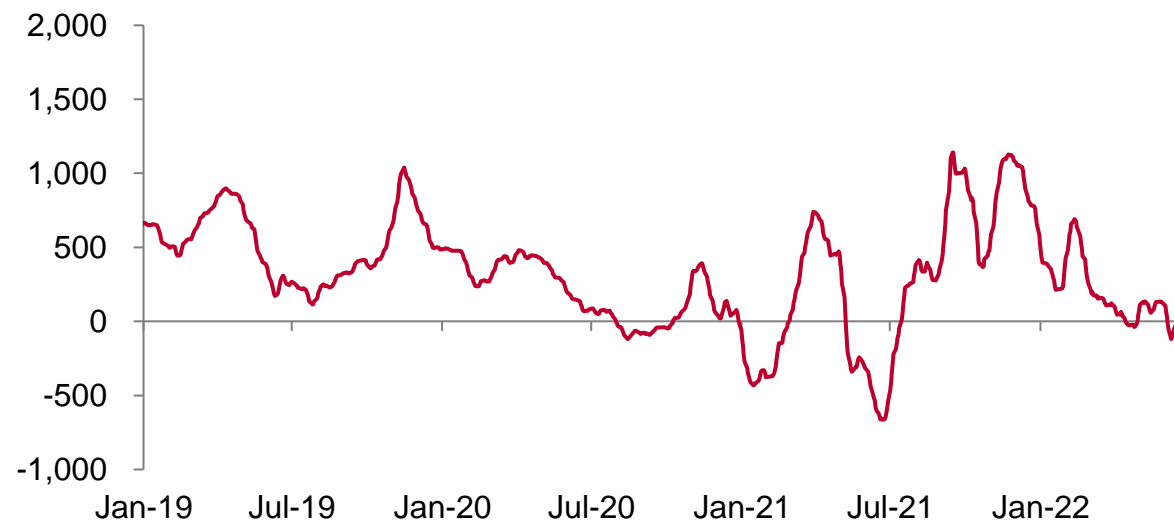


I 黑色：全产业链估值看地产，原料在下半年有累库压力

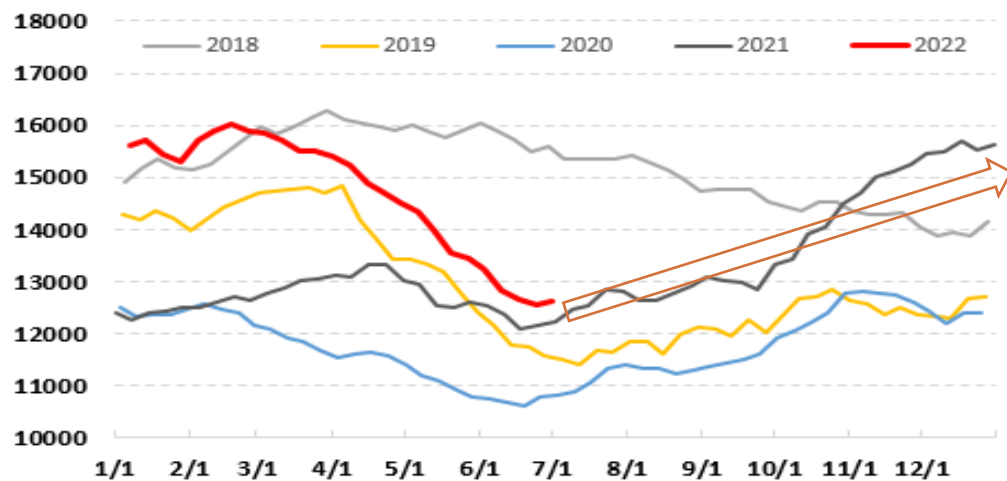
图：地产指数拟合螺纹钢需求（同比情况）



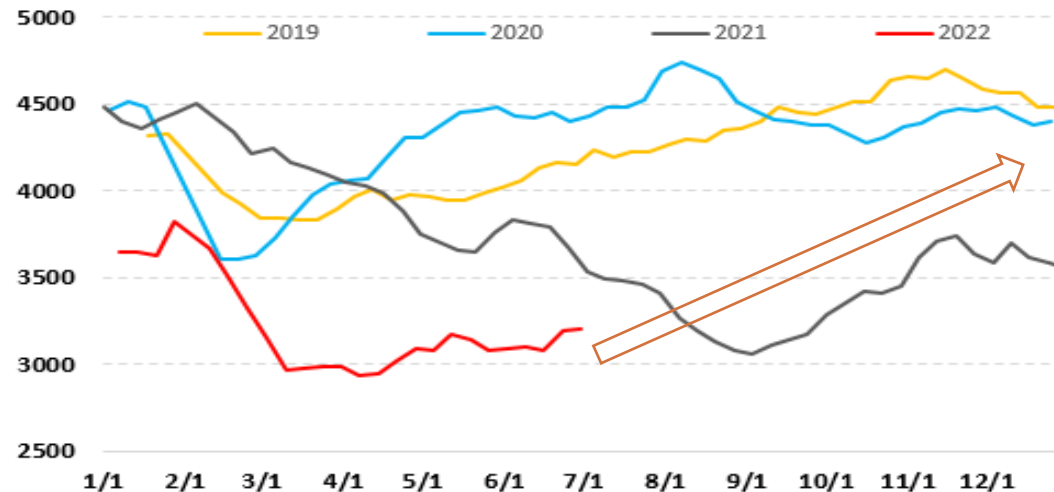
图：地产弱，螺纹利润难有起色



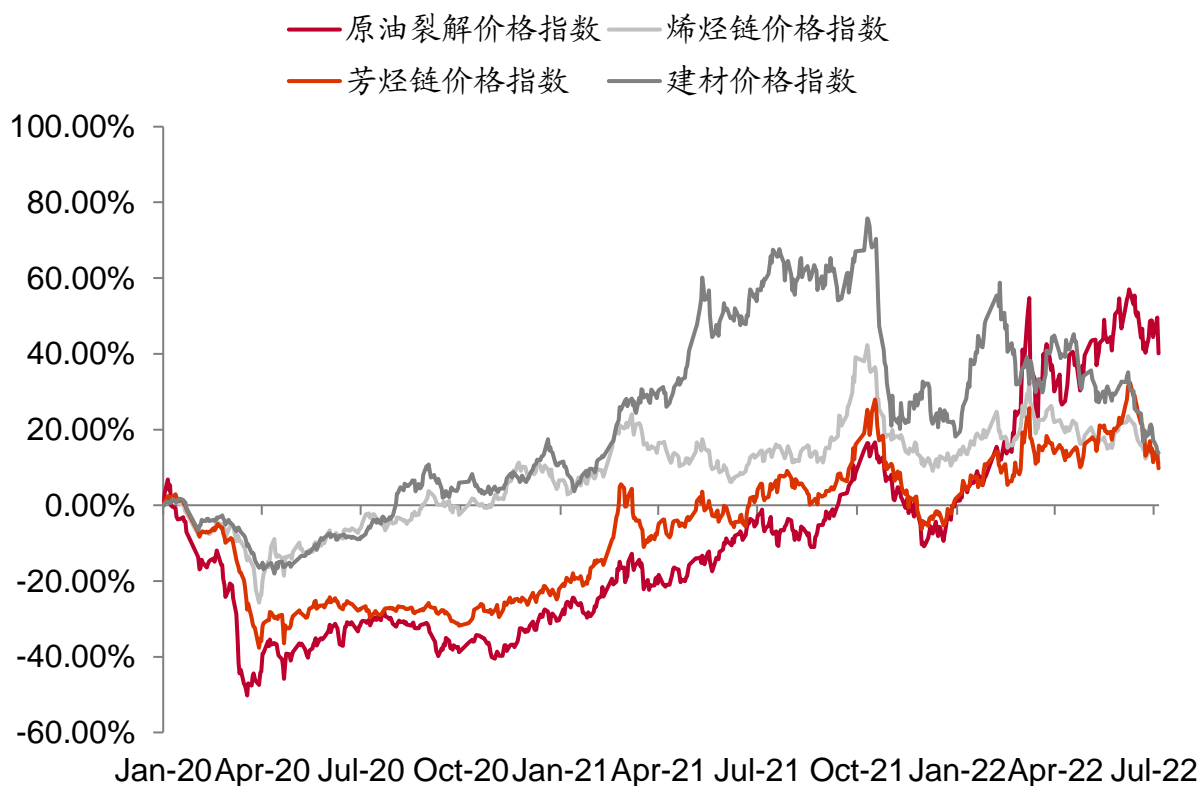
图：铁矿石库存



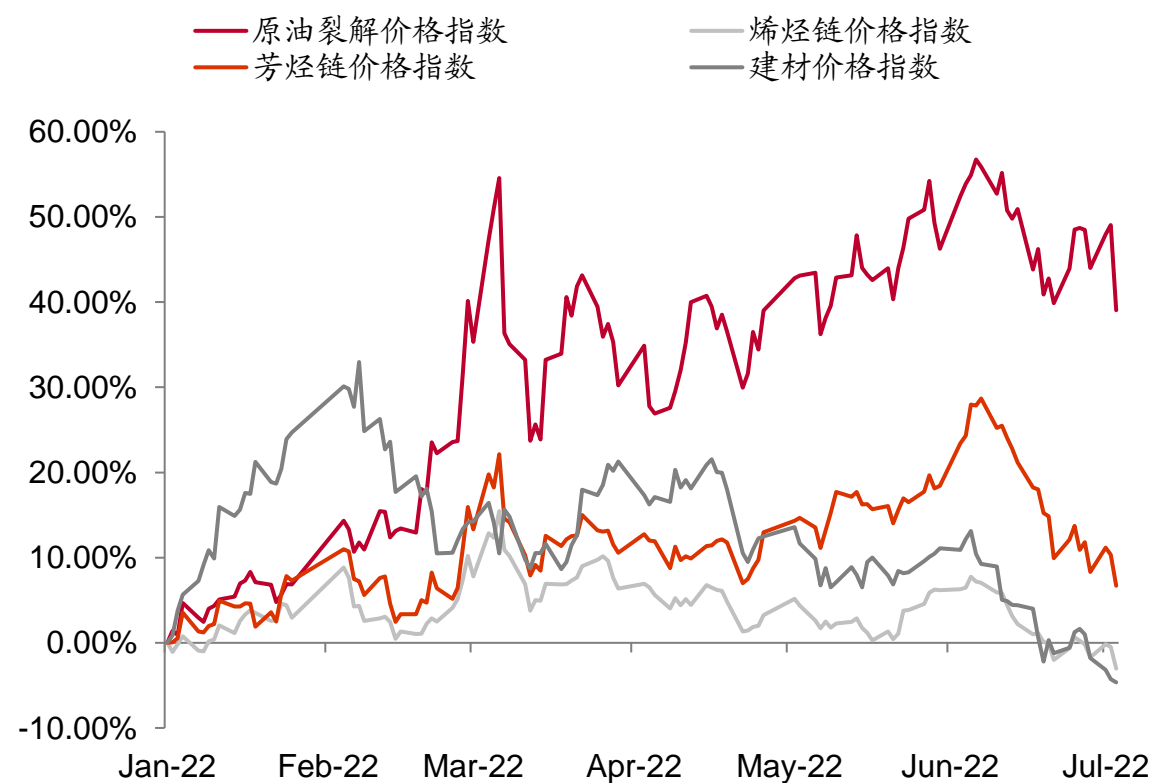
图：焦煤库存



图：能化板块价格指数（2020年至今）



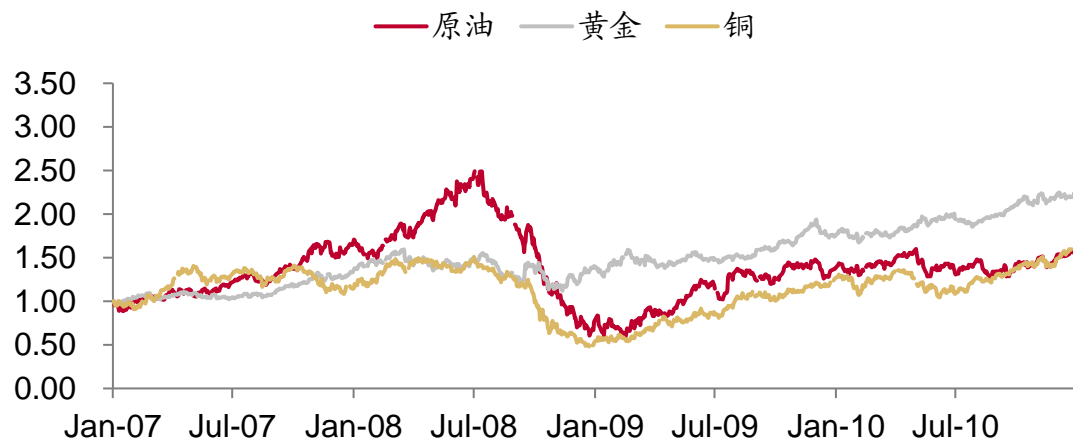
图：能化板块价格指数（2022年至今）



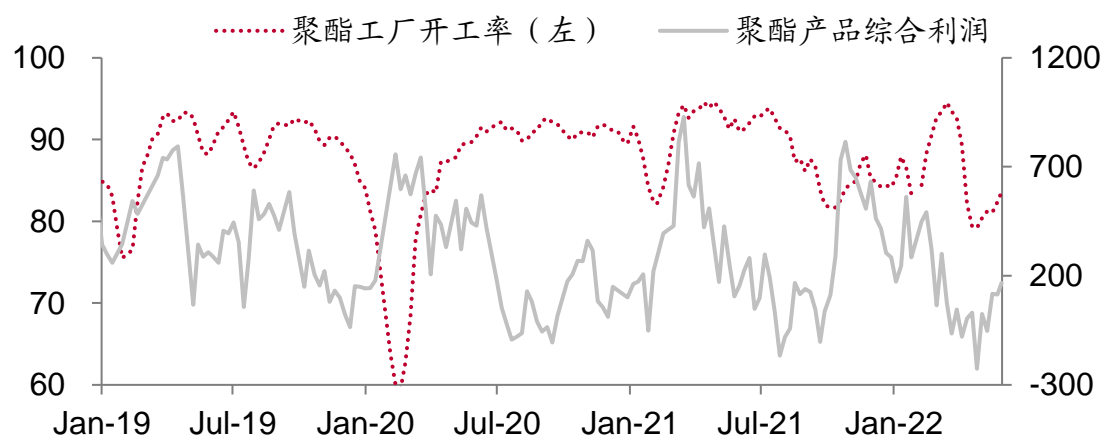
I 能化：空下游利润，等待原油下跌

1. 做空烯烃、芳烃下游利润：大扩产、（内、外）需求差；
2. 原油往往最后迅速下跌。

图：地产弱，全产业链估值弱



图：聚酯利润——需求不好空利润

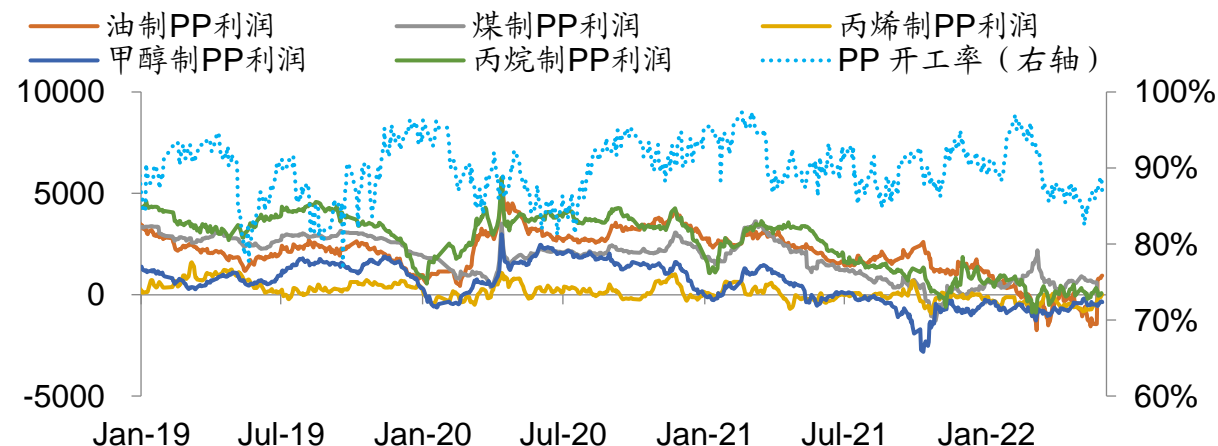


数据来源：Wind，招商期货研究所

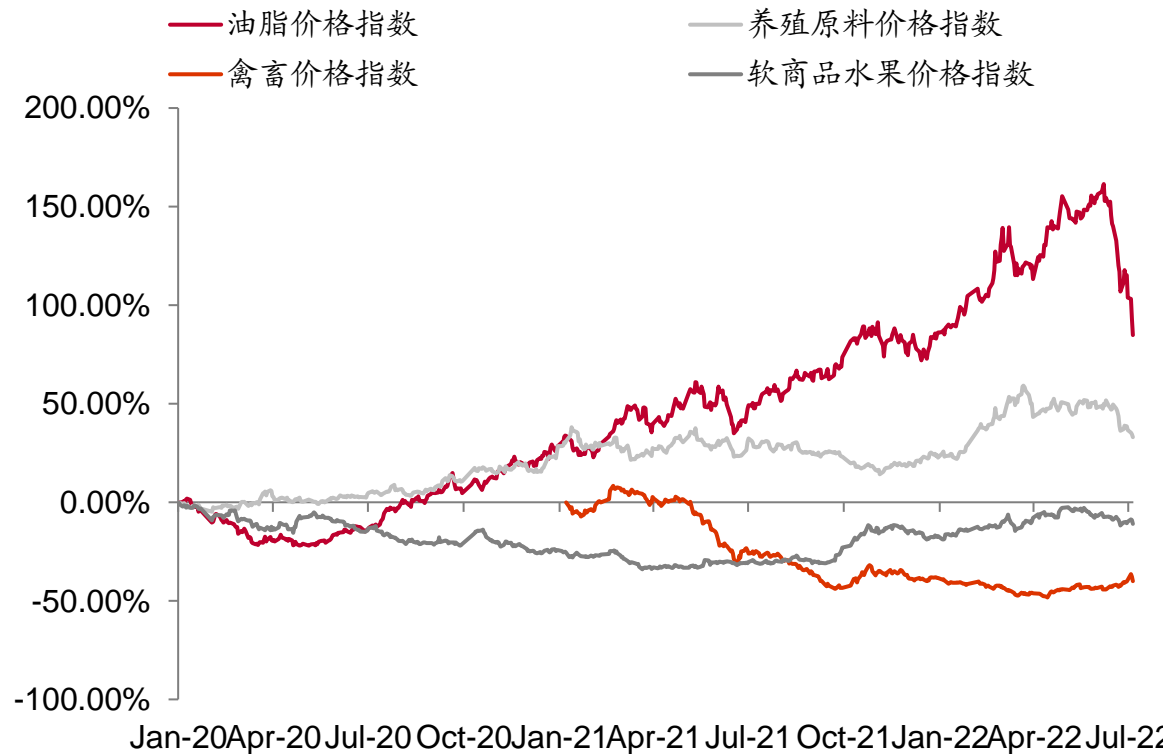
图：地产弱，螺纹利润难有起色



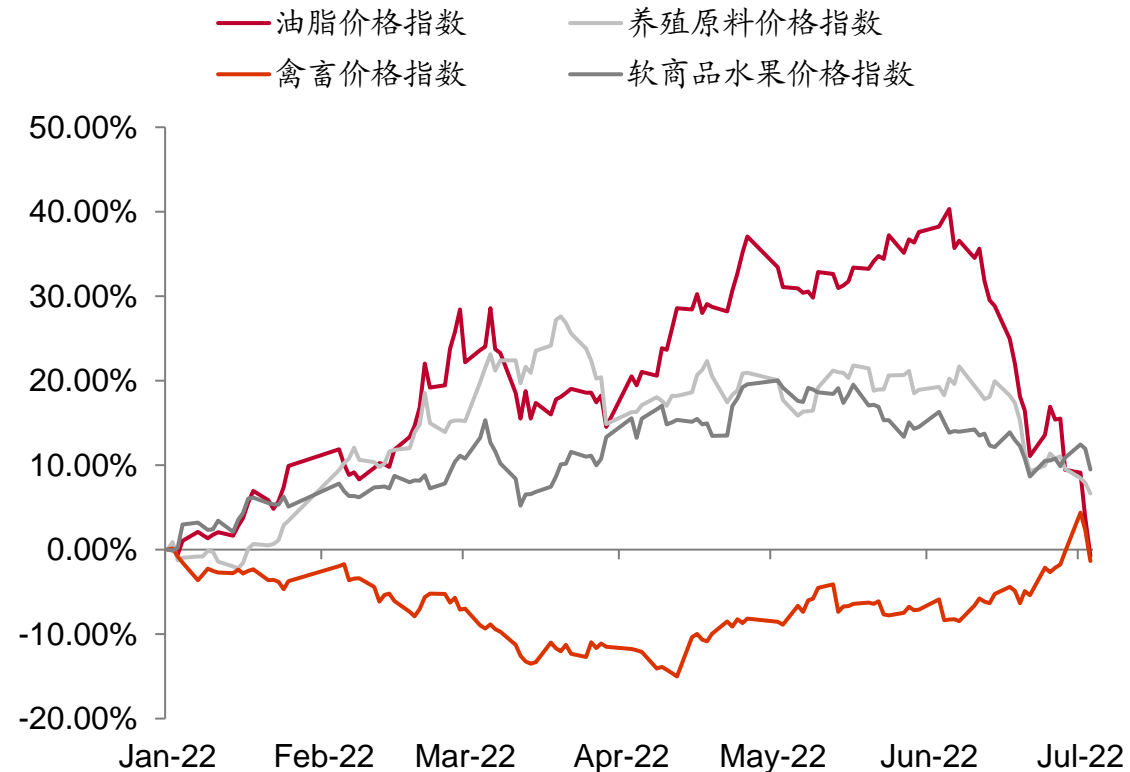
图：PP利润——大扩产空利润



图：农产品板块价格指数（2020年至今）



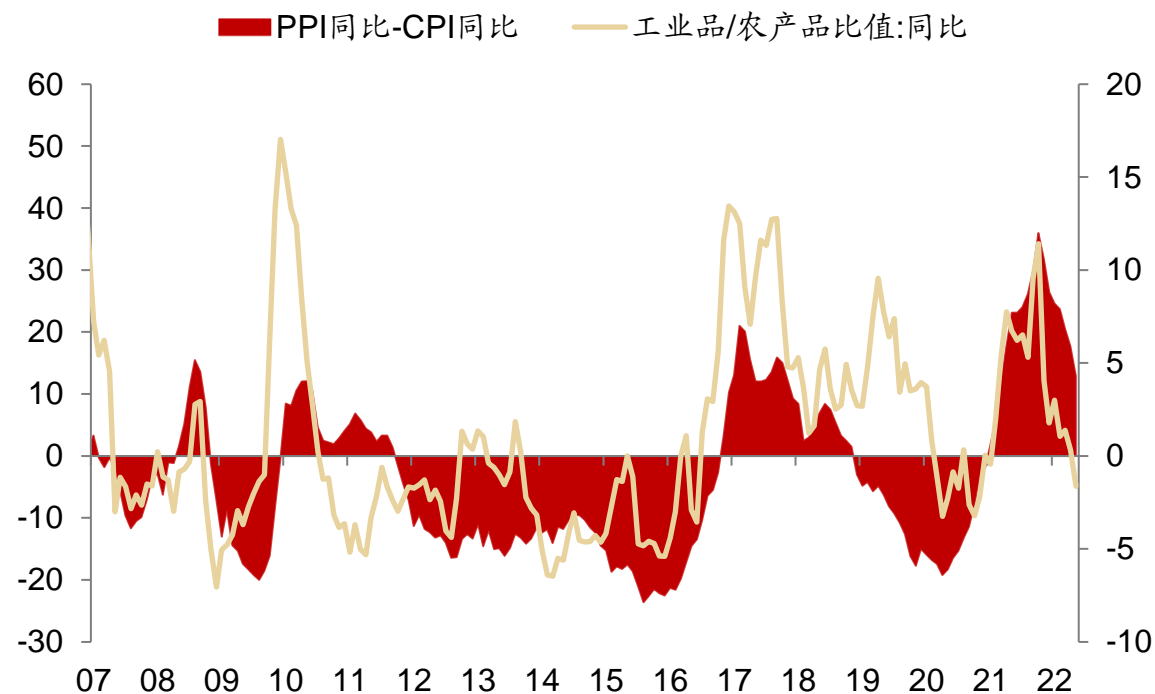
图：农产品板块价格指数（2022年至今）



I 农产品——关注生猪和养殖原料板块做多的机会

1. 关注PPI-CPI剪刀差的修复，系统性地多农产品空工业品；
2. 农产品板块中选取生猪和养殖原料板块做多。

图：剪刀差与工业-农产比值（单位：%、%）



图：猪周期



I 商品下行，去向何方？——参考0.618黄金分割比例

货币中性的角度：

1. 仅从缩表的角度，4.13万亿——8.93万亿——6万亿，对应抹去61%涨幅；
2. 当下联邦基金利率刚回到疫情前水平，考虑加息的去杠杆效应，0.618也不是极限。

“0.618”并不荒诞：

1. 经济运行有周期，没有“疫情+放水”的组合，美国房地产周期也能开启，多放水的部分刺激了短期能够快速变动的“投机需求”。2. 短期商品供给无弹性，货币扭曲了实际供需；但长期商品供给有弹性，货币开始变得“中性”。3. 长期来看，供给问题在未来数年仍会持续存在，决定了商品相较过去十年底部会整体抬升

图：全商品指数（金融属性强的商品亦可比照）



1. 宏观：海外主导，中期下行

- 1) 海外决定中期下行方向：加息缩表造成商品无差别下杀，俄乌冲突背景下美元指数维持强势，欧美需求确定性下行；
- 2) 国内决定短期反弹力度，稳增长上升到为二十大做准备的战略高度，但信贷空间被掣肘，地产有结构性矛盾，疫情反复；
- 3) 经历2020年海外疫情、2021年双碳转型、2022年俄乌冲突对供给端冲击之后，商品将回到供给定弹性、需求定方向的常态。

2. 商品基本面：下游需求负反馈，供给趋松

- 1) 下游主动去库，可空下游利润；
- 2) 加工端阶段性减产及需求阶段性恢复或给出短期的反弹机会；
- 3) 原料被迫让利。

3. 板块套利策略：

- 1) 多配农产品的禽畜及养殖原料板块，空配工业品；
- 2) 基本面难对抗宏观，沽空高估值品种，把握油系的下行机会；
- 3) 逢高沽空工业品下游利润；
- 4) 有色最弱，但也需要考虑当下估值情况。

研究员简介

赵嘉瑜：招商期货研究所大宗商品策略研究主管，借调招商基金。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，曾在曼氏集团纽约办公室工作，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》等媒体发表文章，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或服务的风险及特征，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。

招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  招商期货

感谢聆听
Thank You



招商期货有限公司

总部地址：深圳市福田区福华一路111号招商证券大厦16、17楼

CMF  **招商期货**