

## 策略报告

## 战略进攻，战术防守

2023年06月16日

## 宏观 2023 年中期投资策略

## 相关报告

1. 20220929 招期策略专题报告：拆解大宗商品的四象限-赵嘉瑜
2. 20221215 招期宏观策略年报：沉舟侧畔，静待良辰-赵嘉瑜
3. 20230322 招期策略专题报告：上行趋势犹可期，商品配置正当时-赵嘉瑜
4. 20230529 招期策略专题报告：从宏观的边际驱动看市场的企稳-赵嘉瑜

## 赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

Z0016776

- 国内经济具备内生修复动能：1) CPI 已经见底，PPI 在 6 月见底；2) 当下主动去库，最快有望在下半年开启复苏性的被动去库；3) 中国出口有国别和产品类别的双重 alpha，具备韧性。
- 在二十大报告“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”的战略指导下，会持续有扩大内需的政策释放出来；而“防止宏观经济大起大落”、“维护金融安全”等要求政策的战略定力。市场不能按照过去的思维去猜测政策的释放力度。
- 经济呈现明显的结构化。一是服务业整体表现强于制造业；二是制造业中，技术密集型的新兴产业强于资源密集型的传统产业。而这样的结构性修复又可能会反过来降低政府出台支持传统资源密集型产业的意愿。一定程度上说，经济预期好转与商品价格走强的联结点有所下降。
- 海外因素对商品来说依旧是利空点。从去年初至今，加息预期是在不断上修的；而降息预期是不断后移的。市场可能仍低估底层逻辑改变对于美国短期经济的强有力支撑，逆全球化和俄乌冲突导致了美国的高通胀与低失业。此外，美国当下处于去库周期，距离下次补库恐怕还有一年左右的时间。
- 随着印度、印尼等国家年内有望跨入老龄化的行列，本轮产业转移正式进入后半段，对应着美元走弱，美国信贷宽松、全球资本开支有望增加，商品需求获得强有力支撑。不过基建投资对应的债务久期比较长，对利率比较敏感。因此东南亚、南亚、非洲等地区开启投资的关键在于美元信贷宽松与降息周期的开启，这样他们可以不断用更便宜的新债去置换原来比较贵的旧债。
- 做多时机的选择很重要。资本市场有预期交易，但这样的交易往往是矫枉过正的，预期的摆动还会对市场产生诸多扰动，例如某些时间节点上可能存在政策预期的修正、美国的加息利率终点继续抬升等问题。由于在全球产业转移的大背景下有战略做多的机会，我们倾向于在右侧去建仓会更为稳妥。最佳的时间节点是降息确认和全球利率下行周期开启之时，这个时间也对应着中国内生经济动能的充分释放以及外部压力的减小。
- 除了铜、锡、铝等有色金属具备长期供需矛盾，值得战略配置之外，贵金属也值得长期多头持有，只是短期需要等待有进一步的海外衰退信号/流动性宽松信号才会形成新一轮驱动。而黑色、能化存在板块内的套利机会：铁矿供需压力减弱，下半年供应逐渐充足，而钢材有限产预期，螺矿比可以考虑逢低做多；原油的供给扰动多于煤炭，多油化工空煤化工仍可持续。

## 一、行情回顾：

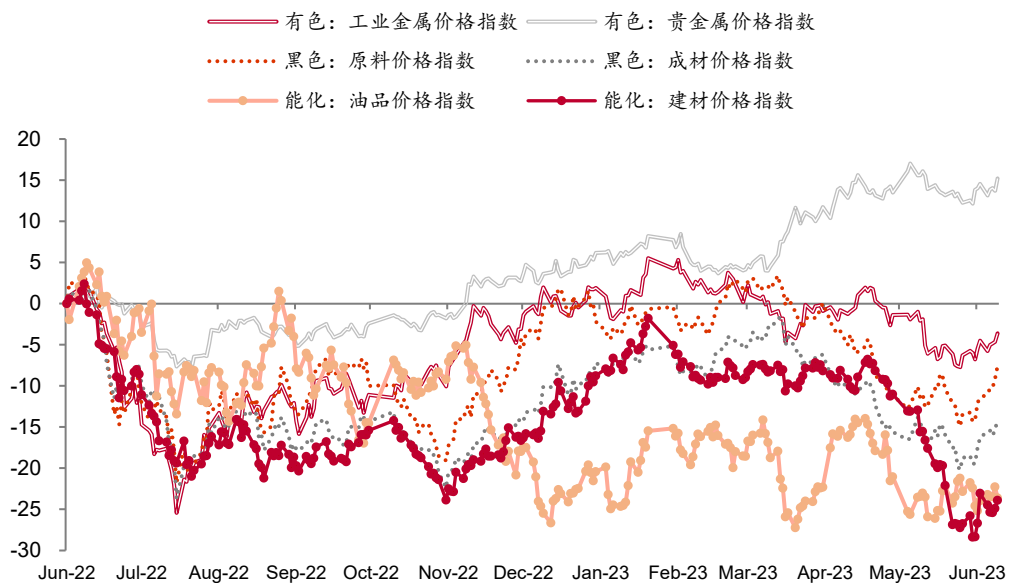
### （一）宏观视角下的商品市场

我们的宏观逻辑框架按供给需求与国内海外的线索切分出了四象限。无论是政策引导还是市场自发，宏观对商品的影响更多是在需求侧。然而我们确实看到了2020-2022年疫情、运动式减碳、俄乌冲突等的供给侧扰动，造成了价格的高弹性上涨。而在2022年6月后，需求预期下行，供给侧随着欧洲寻找替代需求、中国全力保供稳价，其不再构成瓶颈，商品复归需求侧交易。

我们也需要关注国内外的差异，在于国内和海外有不一样的经济周期（“屁股”）和资金情绪（“脑袋”），会引发短期节奏上的差异：时而同向共振，时而某个逻辑占主导，时而相互抵消。由于商品不同板块的定价中心不同，也会产生诸如11月份黑色上涨、能化下跌的结构化行情。

我们致力于通过动态地去看宏观主线的边际变化，去找寻商品整体的节奏。

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：WIND，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	经济复苏, 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 -5月中旬	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月第一周螺纹表需回落(高频走弱), 4.11国内通胀发布
2023年5月下旬-至今	震荡	政策预期	美国经济软着陆, 6月不加息, 但加息终点可能抬升	货币、地产等政策预期出现

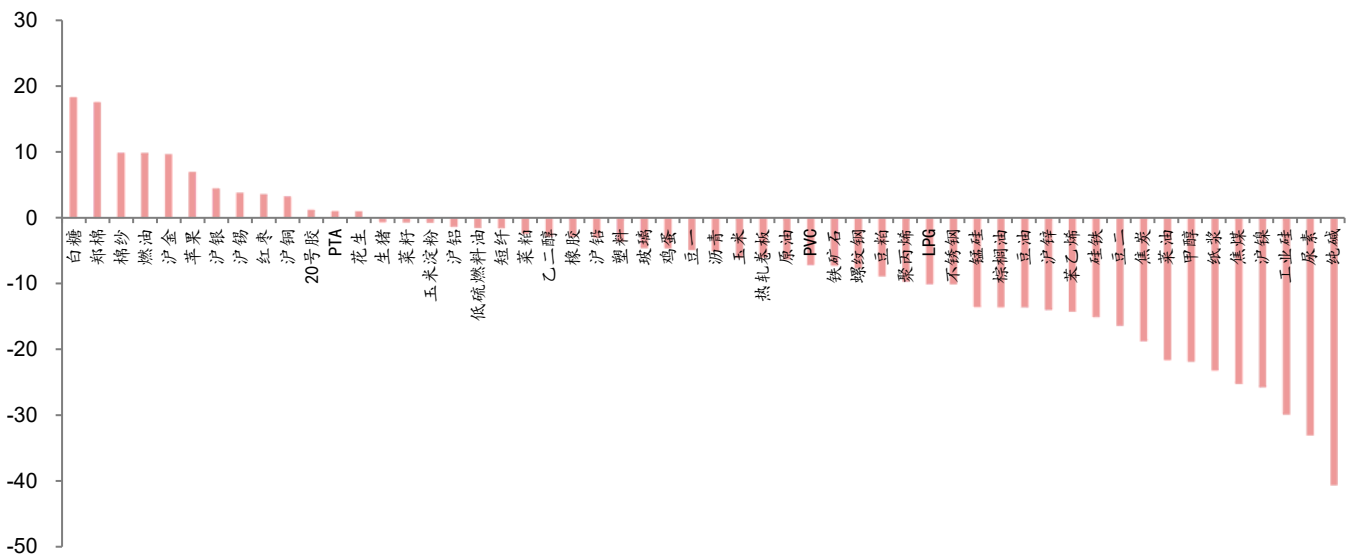
资料来源:招商期货

从2022年6月至今, 商品的趋势往往都持续1-2个月, 而震荡为期3个月左右。其实在2019年前, 我们也经常观察到工业品类似的情况, 某一条宏观的主线逻辑经过一个多月的时间被市场充分消化后复归震荡。我们也是的确基于这样的判断, 预先在4月初给出了全面做空工业品的判断, 以及在5月中下旬提出商品将迎来反弹的判断。

而如若依样画瓢, 商品将在7-8月以及12月迎来两个重要的趋势窗口期。

## (二) 品种的涨跌幅情况

图2: 年初至今品种涨跌幅(%)

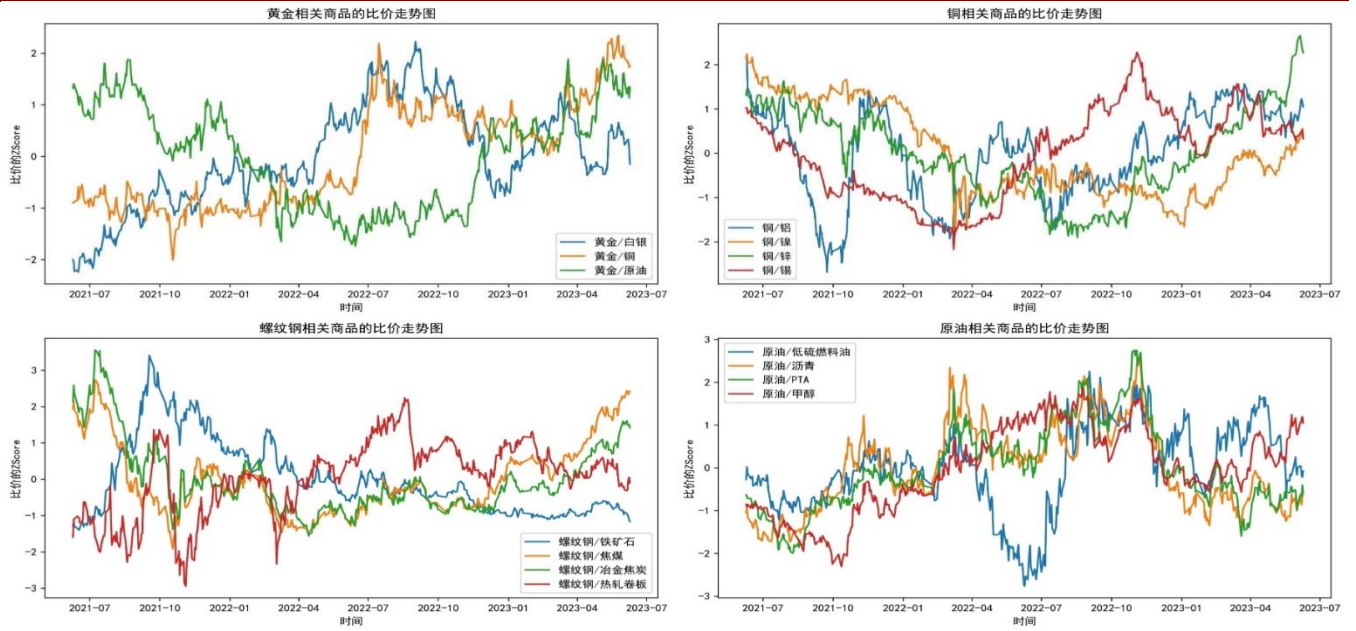


资料来源: WIND, 招商期货

年初至今, 纯碱领跌, 白糖领涨。农产品中软商品较强, 油粕偏弱; 工业品中有色最强, 黑色和能化表现偏弱。

我们以几个核心品种来观察商品比价的情况, 黄金相关品种代表强金融属性, 铜相关品种代表有色系, 螺纹相关品种代表黑色系, 原油相关品种代表能化系。

图 3 品种比价情况 (过去三年的 Z-score)



资料来源：WIND，招商期货

今年以来：1) 强金融属性板块中，黄金表现最为强劲，其他带有工业属性的白银、原油、铜都跑不赢纯金融属性的黄金；2) 有色系中，铜走势最为强劲，锌是很好的空配；3) 黑色系中，煤炭是很好的空配，铁矿强于钢材；4) 能化品中，原油比照其他炼油产品以及油化工产品表现偏弱，不过相较煤化工系列表现偏强。

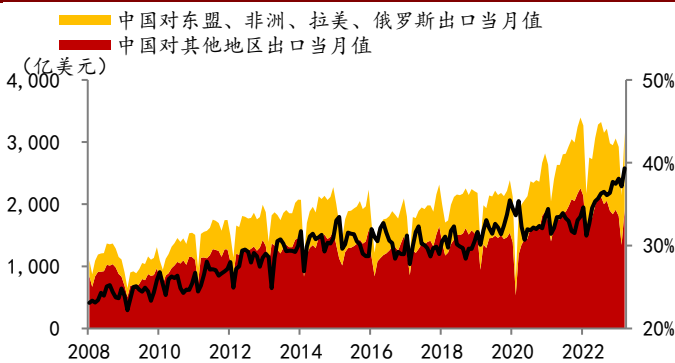
## 二、认识当下：

### (一) 国内经济具备修复的内生动能

国内经济预期主要看两个方面，一是市场经济的内生动力，二是政策预期。

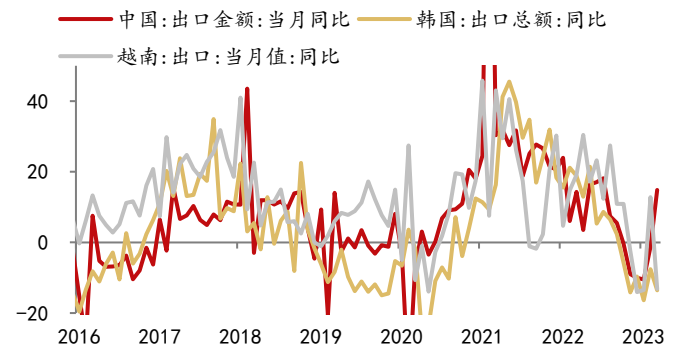
尽管在二季度初的时候恢复斜率有一些放缓，但经济依旧具备内生修复动力是毋庸置疑的。

图 4：中国对东盟+非洲+拉美+俄罗斯出口占比



资料来源：WIND，招商期货

图 5：中国、韩国、越南出口劈叉 (%)



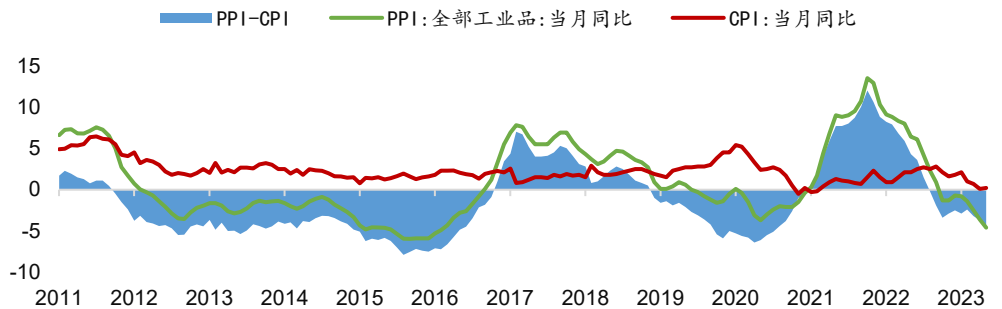
资料来源：WIND，招商期货

从总量来看，一季度整体的 GDP 是超预期的，而出口也绝对是超大家预期的利好点。这样的出口背后动能是有望持续的。与韩国、越南出口的劈叉，暗示中国在全球贸易伙

敬请阅读末页的重要声明

伴和出口产品结构上具备自身的 alpha。从国别结构上看，中国出口到欧美的体量在下降，但出口到东南亚、中东、俄罗斯的量在近一年显著增加，这与俄乌冲突后全球战略格局变化以及 RCEP 的签订密不可分。而从商品出口结构来看，中国的新能源、光伏等出口显著增加，基建、制造业等出口保持较高水平，展示了中国产业链布局的优势。

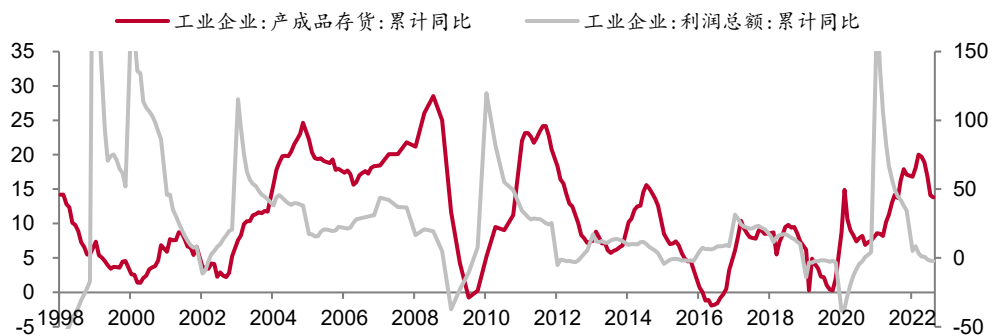
图 6：CPI 和 PPI (%)



资料来源：WIND，招商期货

CPI 已经触底反弹，暗示需求侧在逐渐恢复。而根据我们的模型，PPI 也将在 6 月前触底反弹。根据我们的模型，PPI 同比有望在 6 月触底，而 PPI 触底回升往往对应着企业扩大生产。

图 7：库存周期 (%，%)



资料来源：WIND，招商期货

从库存周期的角度来看，国内的确正处于由主动去库（利润降、库存降）向被动去库（利润升、库存降）转化的过程之中，而对应着复苏的被动去库最快可能在下半年到来。

## （二）政策会持续释放，汇率不会掣肘货币宽松

近期的利率下移让市场情绪回暖，各式各样的产业政策预期也增添了市场的信心。

一方面，党的二十大报告提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，改变了十九大报告中“深化供给侧结构性改革”的大基调。供给侧改革更多地表现为供给曲线的左移，政策多少有些收缩性。而二十大后，提到了扩大内需，本质上是扩张性政策。从大方向来看，政策是可以期待的。

另一方面，“防止宏观经济大起大落”、“维护金融安全”等要求政策进出需要有战略定力。考虑到整体经济是在内生恢复的，随着时间的推移经济会向好，因此在当下选择用太强劲的刺激手段或许不大必要。换言之，市场不能按照过去的思维去猜测政策的释放

力度，太极端的预期可能会存在修正的空间。

值得一提的是，中美利差扩大之下的套息交易一定程度上导致了人民币的持续贬值，但我们认为，货币政策的宽松环境不会被人民币汇率的贬值所掣肘。

人民币决定于两个方面，一是美元指数篮子，二是中国经济动能。

图 8：美元指数与美元兑人民币汇率



资料来源：WIND，招商期货

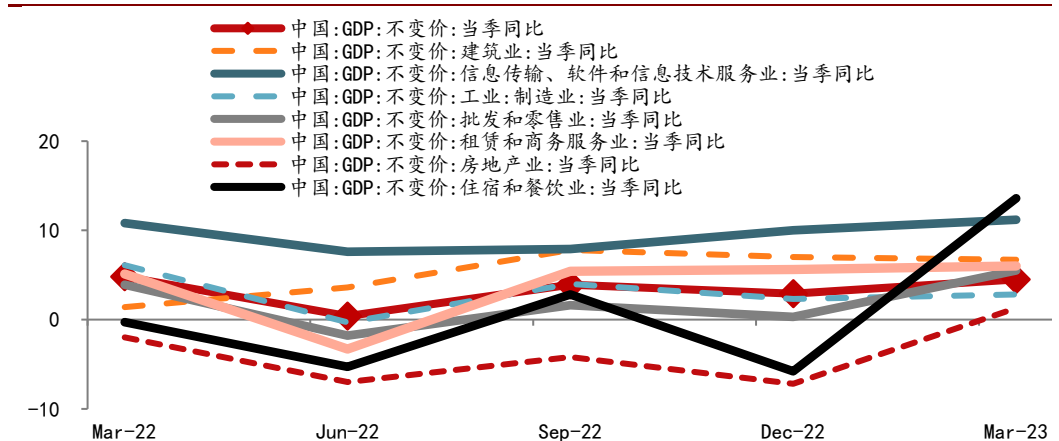
在今年 3 月之前，美元指数和美元兑人民币汇率的波动基本同幅度，但 4 月后的汇率市场表现一定程度上表示出对中国经济修复动能的质疑。不过好消息是，美元再次上行的动力是不足的，这让人民币持续贬值的压力减小。从经济学的角度看美元已经处于拐点：1) 欧洲加息比美国强劲；2) 欧洲经济逐渐从俄乌冲突的泥潭中走出来，追赶上了美国；3) 商品价格较去年大幅回落，削减了美元支付比例。

而如前文所述，国内经济内生动能正在恢复，人民币汇率的压力就更小了，因此货币维持宽松或是继续降息都不会被汇率问题所掣肘。

只是货币对于信用的传导路径不畅并不是单从货币端就能解决问题的。“大水漫灌”不具备可能性，政府大概率会出台更多疏通传导路径的政策。

### (三) 经济的修复是结构化的

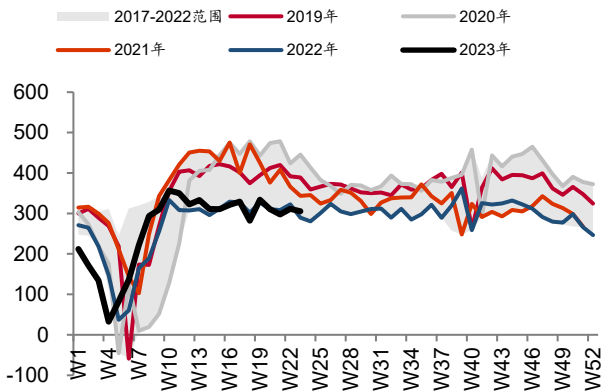
图 9：GDP 分项表现 (%)



资料来源：WIND，招商期货

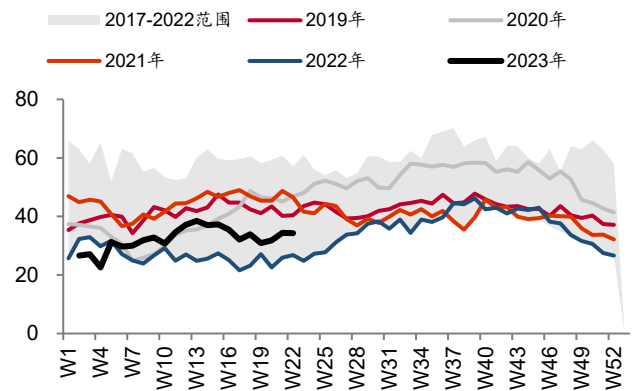
经济无疑是整体向好的，但呈现明显的结构化表现。一是服务业整体表现强于制造业；二是制造业中，技术密集型的新兴产业强于资源密集型的传统产业。

图 10：螺纹表需（万吨）



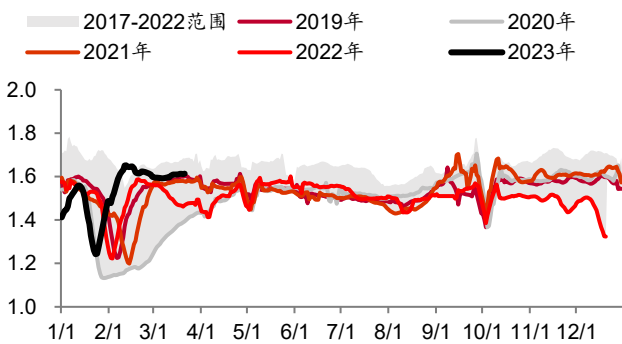
资料来源：钢联，招商期货

图 11：石油沥青开工率（%）



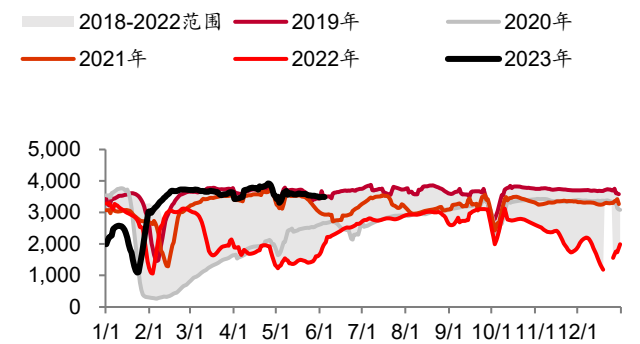
资料来源：WIND，招商期货

图 12：百城平均拥堵延时指数



资料来源：WIND，招商期货

图 13：一线城市地铁客运量（万人，MA7）



资料来源：WIND，招商期货

现实情况是，螺纹表需、沥青开工等高频数据处于过去几年低位，而刻画服务业的数据处于过去几年的高位。

而从疫后恢复的角度来看，服务业后续的内生反弹动力也更强。疫情中服务业受损更多，而制造业由于闭环管理，因此在疫情中影响有限。

一定程度上说，经济预期好转与商品价格走强的联结度有所下降。而这样的结构性修复又会反过来降低政府出台支持传统资源密集型产业的意愿。

另外一个差异是在制造业内部，新能源等技术密集型行业对经济的正贡献大于地产等资源密集型行业，对于有色需求的拉动会强于黑色。而无论是供给侧还是需求侧的政策引导都是有战略定力的，需求侧的政策也会匹配供给侧的政策。换言之，新能源、半导体等产业获得的扶持力度会远强于地产、基建等传统领域，有色的需求增量预期会持续强于黑色和能化。

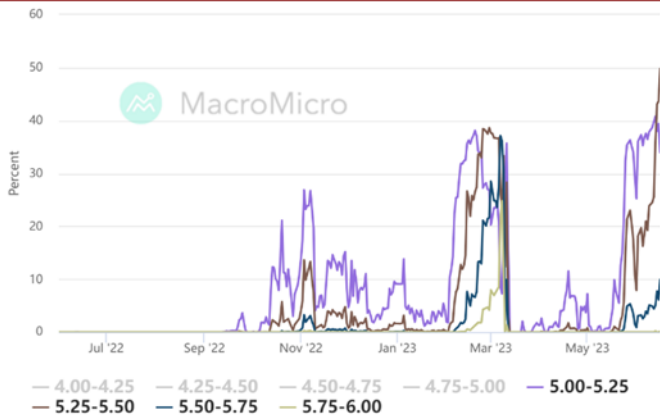
#### （四）海外还未进入实质衰退，降息的信号继续往后推？

海外因素对于商品来说依旧是利空点。不同于长久期的股票，商品属于短久期资产，不光要考虑预期，也会交易近端的现实情况。因此我们往往在加息缩表后半段看到股票/

黄金交易流动性再次宽松的预期而走强，而商品在交易衰退的现实而承压。

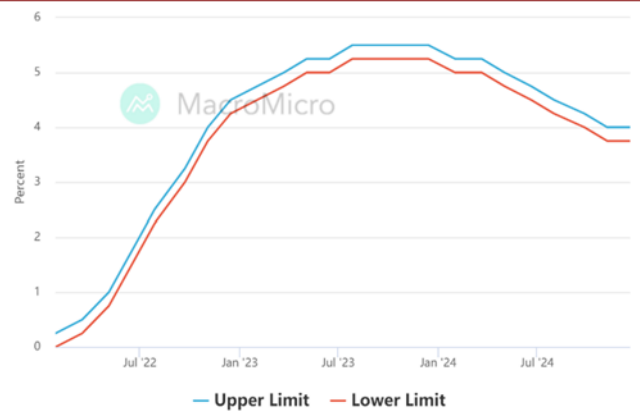
首先我们无法对是否再次发生银行业危机等黑天鹅事件做出判断，只是按目前情况来看美国年内软着陆的可能性比较大。我们接下来的分析围绕着软着陆的路径去进行探讨。

图 14：2023 年底 Fedwatch 预测的美联储利率中枢



资料来源：MacroMicro，招商期货

图 15：美国联邦利率的市场预期（6/16 的数据）



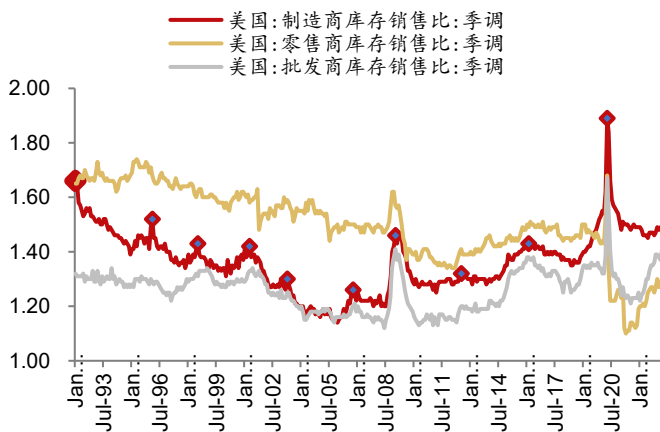
资料来源：MacroMicro，招商期货

从去年初至今，加息预期是在不断上修的；而降息预期是不断后移的。而在两个月前，市场的一致预期是 7、9 月不加息，11 月、12 月各降息 25bp。

部分人士认为，经济数据在未来略微变差一下，那预期会摆回到结束加息和开启降息，但这是短期思维，我们反复强调的是市场远远低估了改变的底层逻辑对于美国短期经济的强有力支撑。逆全球化和俄乌冲突导致了美国的高通胀与低失业。换言之，美国的增长具备韧性，美国的通胀也具备粘性，低失业环境也不容易改变，而这是其继续维持高利率环境的基础。然后美国基于自己吸血之后的强劲数据抑制全球，基于自己强劲的服务业数据抑制全球制造业。而我们认为，本轮加息结束和降息开启的预期，还存在着修正空间，这对于商品来说是一个不可忽视的利空点。

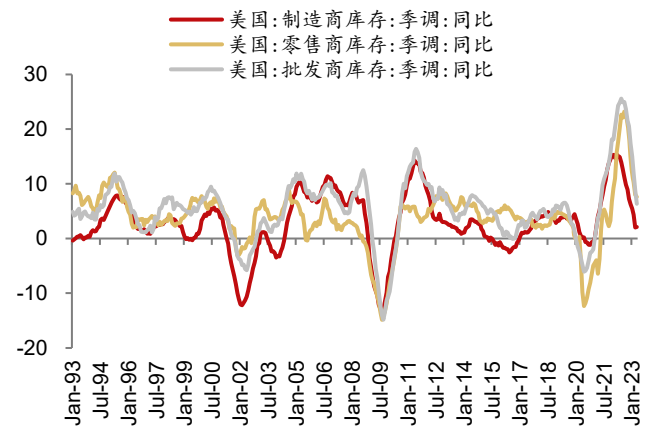
另外一个利空点在美国的库存水平。

图 16：美国库销比在下滑



资料来源：WIND,招商期货

图 17：美国在去库周期中 (%)



资料来源：WIND,招商期货

库销比的顶点相差大致 3-4 年，与库存周期长度相匹配，上一轮库销比见顶是 2020 年 4

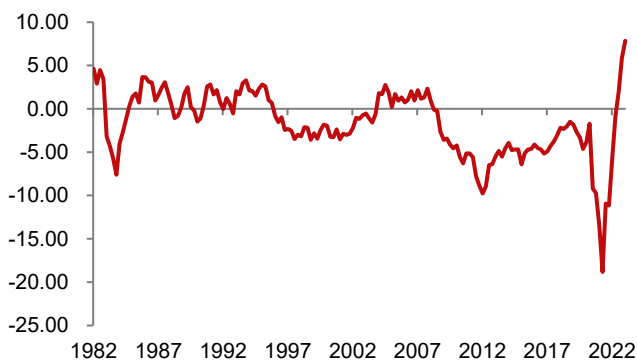


月,本轮见顶时间大概率是在今年年内;结合库存情况来看,当下美国正在主动去库阶段。到下一轮开启补库周期还要跨过被动去库阶段,这对于出口需求来说有一定的抑制。

### 三、策略

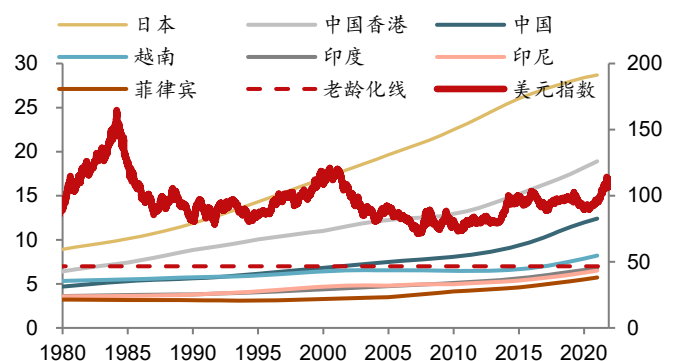
#### (一) 把握战略进攻的机会

图 18 : 我们的信贷指标显示美国有望开启新一轮扩张



资料来源: WIND,招商期货

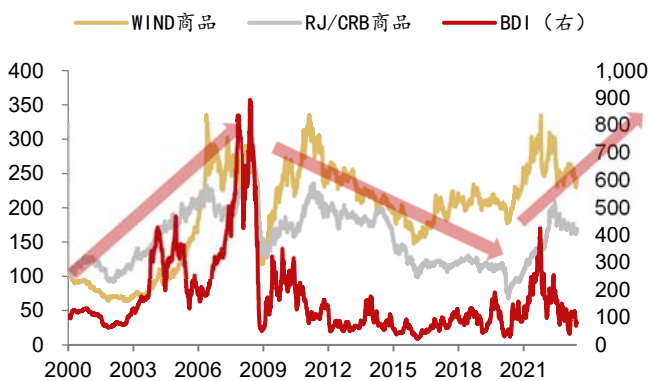
图 19 : 产业转移 (左轴为 65 岁以上老人占比, %)



资料来源: WIND,招商期货

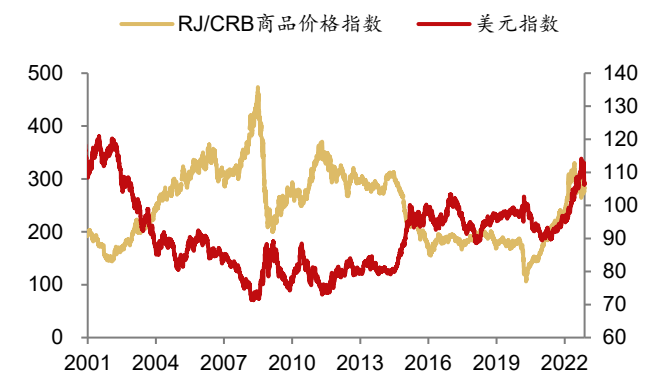
结合两张图来看,产业转移的前半段,输入国劳动力成本不高、资本不够富集,对应美元走强以及美国信贷偏收缩的状态,而产业转移的后半段对应美元走弱和信贷偏宽松。

图 20 : 商品价格与 BDI (2000/1/1 为基期)



资料来源: WIND,招商期货

图 21 : 美元与商品的长期反向



资料来源: WIND,招商期货

随着印度、印尼等国家年内有望跨入老龄化(65 岁以上老人占总人口比重 7%)的行列,本轮产业转移正式进入后半段:美元走弱,美国信贷偏宽松。全球资本开支有望增加,商品需求获得强有力支撑。

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。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(请参考《20221215 招期宏观策略年报:沉舟侧畔,静待良辰-赵嘉瑜》)。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,这也将是对于商品巨大的贡献点。

不过全球除中国等少数几个国家能保持货币政策自主外，无不受美国利率上行的压力而被迫加息。基建对应的债务久期比较长，对利率比较敏感。因此东南亚、南亚、非洲等地区开启投资的关键在于美元信贷宽松与降息周期的开启，这样他们可以不断用更便宜的新债去置换原来比较贵的旧债。

我们还应该破除两个迷思：第一个是中国当时的需求增长有一半来源于海外的需求，因此本轮新兴国家的需求增量会比较有限。这种说法是不正确的，中国也可以充当当年欧美的角色，逻辑无非就是扩大内需和更新换代；第二个是现在技术进步了，不需要像当年一样消耗那么多的商品。这种说法有一定道理，但在本轮快速成长的新兴国家还是需要重复走中国以及其他欧美国家所走过的路，这是产业经济发展的客观要求，该国需求不可能一蹴而就地去匹配上供给。

## （二） 战术上多些防守的心态

做多时机的选择很重要。由于资本市场有预期交易，而这样的交易往往是矫枉过正的，因此预期的摆动还会对市场产生诸多扰动，例如某些时间节点上可能存在政策预期修正，美国的加息利率终点继续抬升等问题。

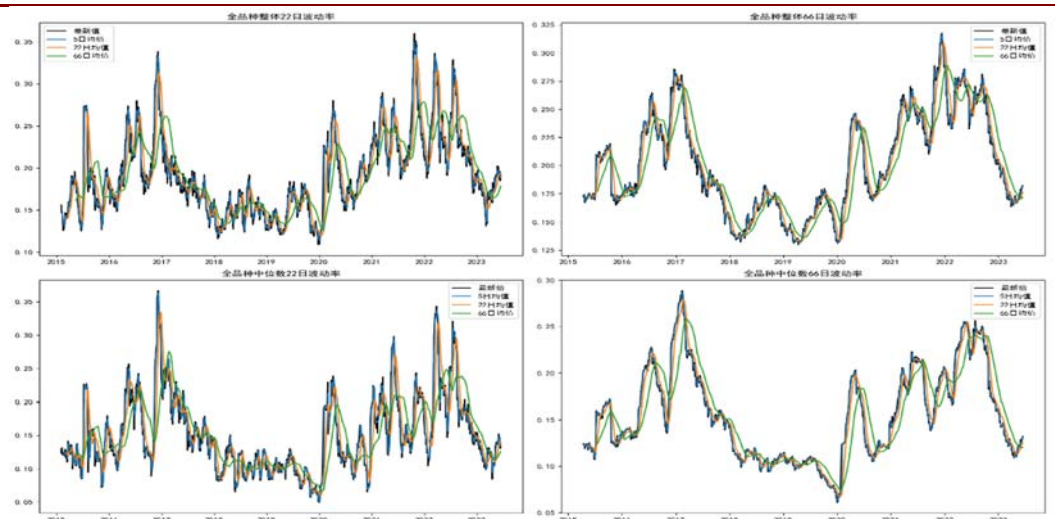
例如我们了解到，国内看好铜的长期资金在去年底就在期货市场上进行了布局，但今年4月份的大跌中部分长期资金选择出局观望。他们看好未来的经济，但商品毕竟是短久期资产，会受到近端供需的一些影响。

由于在全球产业转移的大背景下存在着战略做多的机会，我们倾向于在右侧去建仓会更为稳妥，而最佳的时间节点是降息的确认和全球利率下行周期的开启，这个时间也对应着中国内生经济动能充分释放且外部压力减小之时。

此外，我们还可以通过一些微观上的观察来把握价格的反弹力度。例如，如果期货上行是通过收基差而非现货带动的方式来实现，那价格的持续性上行就会受到考验。

而从量化的角度来看，也支持战略进攻和战略防守的观点。商品全板块指数的波动率处于历史低位，此时波动率的反转会被解读为CTA的战略布局机会来临。

图 22： 商品全板块指数波动率维持低位（2015 年至今）



资料来源：WIND，招商期货

但是，长时间的低位波动率并不意味着立刻反转，CTA 连续亏损时间刷新历史并不意味着立刻开始赚钱。

### (三) 布局有长期供需矛盾的品种

有人会质疑，拉长长时间看，商品各板块走势大概率是同向的，板块之中差异性不大。但其实，商品价格的确是相关度较高，但商品的收益率相关度比较小。

图 23：过去三年板块指数相关度

	全商品	贵金属	黑色	农产品	能化	有色
全商品	1.00	0.12	0.97	0.98	0.73	0.99
贵金属	0.12	1.00	0.16	0.00	-0.30	0.17
黑色	0.97	0.16	1.00	0.91	0.58	0.95
农产品	0.98	0.00	0.91	1.00	0.77	0.96
能化	0.73	-0.30	0.58	0.77	1.00	0.69
有色	0.99	0.17	0.95	0.96	0.69	1.00

资料来源：WIND，招商期货

图 24：过去三年日收益率相关度

	全商品	贵金属	黑色	农产品	能化	有色
全商品	1.00	0.40	0.82	0.68	0.75	0.78
贵金属	0.40	1.00	0.17	0.22	0.23	0.28
黑色	0.82	0.17	1.00	0.40	0.39	0.51
农产品	0.68	0.22	0.40	1.00	0.54	0.46
能化	0.75	0.23	0.39	0.54	1.00	0.52
有色	0.78	0.28	0.51	0.46	0.52	1.00

资料来源：WIND，招商期货

换言之，商品运动的方向一致，但弹性并不相同。在国内政策预期强烈时，国内因素占比高的黑色系、建材系反弹力度较高，预期消退时，跌幅也比较大；而交易海外衰退时，原油为代表的能化品跌幅较大；而有色相较来说有更多的长期资金参与，因此会表现为抗跌……这也正是套利类型 CTA 会显著好于趋势类 CTA 的原因，我们认为这样的情况会持续。

从商品的总供给和总需求角度来看，接下来的几年将复刻 21 世纪初的情况，总需求大幅上行，而总供给有些瓶颈，商品进入数年牛市；而数年之后，需求降速，供给（大概率是废料回收）产能释放，商品价格再次下行……这正是周期的魅力。而对部分周期品来说，由于供给有瓶颈、需求有增量，在未来几年的时间内会短暂地变为成长板块。从这个角度来说，有色最值得进行战略上的多配。

供给端来看，能化因为所处发展阶段不同，国内一体化产能仍在扩产，去挤占日韩市场；黑色板块中，国内钢材产能有意压缩但实际效果一般，而煤炭在发展安全的要求下会强力保供，海外来看铁矿供给和钢厂产能都不存在长期瓶颈；相比之下，有色板块中的铜、锡、铝等全球供应增量相对有限。需求端来看，地产对于黑色和能化的影响大于有色，而新能源对有色拉动强于黑色和能化。

除了铜、锡、铝等有色金属具备长期供需矛盾，值得战略配置之外，贵金属也值得长期多头持有，只是短期需要等待有进一步的海外衰退信号/流动性宽松信号才会形成新一轮驱动。而黑色、能化存在板块内的套利机会：铁矿供需压力减弱，下半年供应逐渐充足，而钢材有限产预期，螺矿比可以考虑逢低做多；原油的供给扰动多于煤炭，多油化工空煤化工仍可持续。

## 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，担任人大、哈工大（深圳）客座讲师。

## 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。