

## 策略报告

## 结构牛的抬头

2024年7月1日

## 宏观 2024 中期投资策略

## 文华商品指数走势图



资料来源：文华财经, 招商期货

## 相关报告

1. 20240511 招期策略专题报告：长周期视角下的资源板块配置大机会-赵嘉瑜

2. 20240424 招期策略专题报告：铜螺纹比价正迎来第四次跃升——1960年代以来的长周期视角-赵嘉瑜

## 研究员：赵嘉瑜

(+86) 13686866941  
 zhaojiayu@cmschina.com.cn  
 F3065666  
 Z0016776

- 产业属性（总供需）与金融属性（流动性）是宏观角度分析商品的两大抓手。全球产业链重塑将提振总需求，而商品的金融属性也在流动性外溢之下凸显。我们认为，2020年以来的商品大周期仍在持续，而当下走入了牛市再出发的前夕。
- 短期来看，商品的整体上行仍面临一些阻碍。国内，产业角度未见到强劲的需求表现，我们需要看到 PPI 呈现出趋势性上行才能说宏观与产业共振；海外，美国的降息周期尚未开启，这拖累了“三位一体”商品需求大爆发的到来。
- 从库存周期的角度看，海外提前进入了主动补库，而国内也出现了补库迹象，这对商品需求来说是有明显支撑的，不过还需要工业企业利润的明显改善，才能提升本轮补库的强度。
- 在 PPI 未趋势性回升之时，国内仍旧会去交易 PMI 等经济数据以及政策节点。今年的“金九银十”显得格外重要，将是观察 PPI 是否能趋势性上行的重要时窗，欧美彼时也会切换至经济向好的预期，且国内在关税进一步加征前有抢出口的动能。
- 海外，随着美国选举形势逐渐明朗，市场会由交易“多次降息”转而交易“一次降息”或“不降息”，最后转向交易“2025 降息”，具体切换的时点预计会在 11 月选举结果出炉时看到，11 月前市场将跟随“美联储钟摆”而摆动。
- 商品的牛市将呈现结构化。除了长期看好金银等贵金属之外，我们还看好偏上游的，海外需求大的，以及有供给矛盾的板块和品种。有色尤其是工业金属存在着长期的供应问题且需求有明确的增量，值得多配；油品来看，至少在三季度供给是明显受限的，四季度之后需要再进一步观察；而生猪、棕榈油、橡胶等品种也都进入到自身的减产周期……而其他品种亦可能有供给扰动，当供给扰动发生时，价格很容易以高弹性的姿态上行。
- **风险提示：**短期的金融系统危机事件

## 正文目录

一、	2024 上半年商品走势回顾 .....	4
(一)	商品市场回顾 .....	4
(二)	分板块运行情况.....	5
(三)	分品种运行情况.....	5
二、	长期宏观格局——全球产业链重塑与商品的金融化.....	6
(一)	全球产业链重塑带来的商品重大机遇.....	6
(二)	商品的金融属性再次加强.....	12
三、	短期掣肘——两个问题.....	16
(一)	宏观和产业尚未共振 .....	16
(二)	海外降息周期尚未开启.....	20
四、	商品市场后市展望 .....	22

## 图表目录

图 1:	文华商品指数走势 .....	4
图 2:	各板块半年度走势 .....	5
图 3:	本文结构.....	6
图 4:	美国在 20 世纪 70 年代经历了商股劈叉.....	7
图 5:	日股则从 90 年代以来跑输商品.....	7
图 6:	2020 年以来, 我国似乎也在经历着股-商的分化表现 .....	7
图 7:	供应链重塑视角下的经济中枢下移 (单位: %) .....	7
图 8:	上世纪 70 年代日股与商品同步上涨.....	8
图 9:	本世纪初, 恒生指数与商品走势一致 .....	8
图 10:	近年来, 印度、越南股市与商品同时走强, 中国股市与商品的联结性降低.....	8
图 11:	铜人均消费量 (吨) 对比.....	9
图 12:	粗钢人均产量 (吨) 对比 .....	9
图 13:	原油人均消耗量 (桶/日) 对比 .....	9
图 14:	人均发电量 (千瓦时/年) 对比 .....	9
图 15:	商品需求的大爆发 .....	10
图 16:	大方向上, 美元与商品负相关 .....	10
图 17:	弱美元往往与美国信贷扩张同步 .....	11
图 18:	【(输入国资本, 输入国劳动), (美国资本, 美国劳动)】模型.....	11
图 19:	黄金-美利率的三个场景.....	12
图 20:	铜在“尊重”了美联储两年后, 也开始“脱缰”了.....	13

图 21: 铜全球库存处于 2020 年来的高位 .....	13
图 22: LME 铜处于 2000 年来最深的 Contango 水平 .....	13
图 23: 锰硅 .....	13
图 24: 纯碱 .....	13
图 25: 欧线 .....	14
图 26: 美国 ANFCI (金融条件指数) .....	14
图 27: 发达经济体 GSFCI (高盛金融条件指数, MA30) .....	14
图 28: 商品总持仓额/M2 和 A 股总市值 .....	15
图 29: 伯克希尔现金占比与南华商品指数走势 .....	15
图 30: 各经济体宏观债务率 (%) .....	15
图 31: 四国央行资产与 M2 同比 (%) .....	15
图 32: 中观各板块景气度企稳 .....	17
图 33: 高频经济活动指数企稳 .....	17
图 34: 规上工业增加值企稳 .....	17
图 35: PPI 的趋势性回升似乎还未到来 .....	18
图 36: 全球制造业 PMI 已然上行 .....	18
图 37: 中国对各经济体工程机械出口: 12 期滚动求和 (前推 5 个月), 同比 .....	19
图 38: 我国的补库周期已有启动迹象 .....	19
图 39: 美国已进入补库阶段 .....	19
图 40: 2019 年来, 各国基准利率 (%) .....	20
图 41: 美联储 6 月 FOMC 点阵图 .....	20
图 42: 美国企业债未偿额 (亿美元) .....	21
图 43: 大选结果也会影响美联储决策 .....	21
表 1: 各品种半年度涨跌幅 .....	5
表 2: 部分品种基本面情况 .....	16
表 3: 部分品种基本面情况 (续) .....	16

## 一、2024 上半年商品走势回顾

### (一) 商品市场回顾

我们在年初的策略周报中提到：“不同于 23 年的是，当下的开局是极度悲观的，换言之空头占据主导地位，因此在两会确定经济目标之前，全市场容易被空头氛围所笼罩，从宏观层面尤其需要警惕海外降息预期和国内政策预期打满后的修正；而在一季度未到二季度，随着金三银四的开启，且考虑到中美库存周期运行到补库阶段，市场情绪将明显改善，有望从悲观到乐观，迎来一波不错的反弹。”

2024 年的开局有别于 2023 年。2023 年以强预期开局，但走进了弱现实，而 2024 年以弱预期开局，慢慢走进强现实（以 3 月底 PMI 超预期为标志），在 3-5 月份迎来了一波不错的上涨行情。

上半年，全球经济并没有实质性的重大变化，这也决定了商品未有持续半年的趋势性行情。商品整体走势分为三个阶段：

- 1 月初到 3 月末：震荡。

2024 年以弱预期开局。类似于 2023 年，到 3 月底在复工复产检验需求成色后才开始择方向。

- 3 月末到 5 月末：持续上行。

3 月底 PMI 超预期上行奠定了商品向上择方向的基础，而资金的推动使得贵金属和有色在这一波中涨幅居前。与此同时，国内多地出台了地产松绑的政策，黑色系在 3 月底以来的反弹力度也非常强劲。

- 5 月末至 6 月末：部分回调。

5 月底 PMI 远不及预期使得市场对国内经济再次出现担忧，加之美国经济数据强劲进一步推后降息预期，中东地缘、欧洲政治等也使得美元处于短期强劲的地位，商品出现一些回调，资金获利了结。

图 1：文华商品指数走势



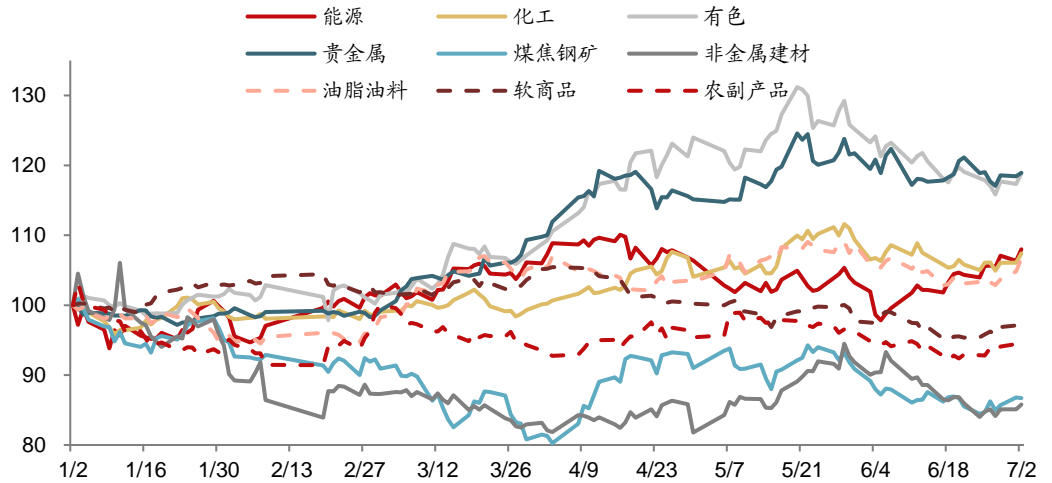
资料来源：文华财经、招商期货

## （二）分板块运行情况

上半年，各板块表现排序为：贵金属>有色>能源>化工>谷物>油脂油料>软商品>农副产品>煤焦钢矿>非金属建材。

其中，贵金属和有色是商品二季度走强的主要推动力；而地产、基建的现实基础仍较弱，黑色链条表现较差。

图 2：各板块半年度走势



资料来源：Wind、招商期货

注：各板块指数以 Wind 对应指数计算，2024.1.2 为基期

## （三）分品种运行情况

分品种看，上半年来，由于红海事件、巴以冲突等因素影响，去年新上市的欧线期货表现最好；白银、锡、铅和燃油等具有全球属性的品种表现也较为强势；双焦、玻璃、螺纹钢等黑色、建材相关品种表现较差。

值得注意的是，除欧线外，锰硅、人工橡胶、碳酸锂等小品种也存在大起大落的行情，原因或为流动性外溢造成的波动增加。

表 1：各品种半年度涨跌幅

半年领涨 ▲			半年领跌 ▼		
1	集运指数（欧线）	299.8	1	胶合板	-32.7
2	白银	27.7	2	红枣	-28.2
3	锡	27.1	3	工业硅	-22.8
4	铅	22.9	4	焦煤	-21.0
5	燃油	17.9	5	苹果	-20.5
6	锰硅	16.2	6	玻璃	-15.0
7	丁二烯橡胶	16.1	7	碳酸锂	-14.6
8	锌	14.4	8	焦炭	-13.8
9	苯乙烯	14.3	9	螺纹钢	-12.5
10	氧化铝	14.2	10	菜粕	-11.9

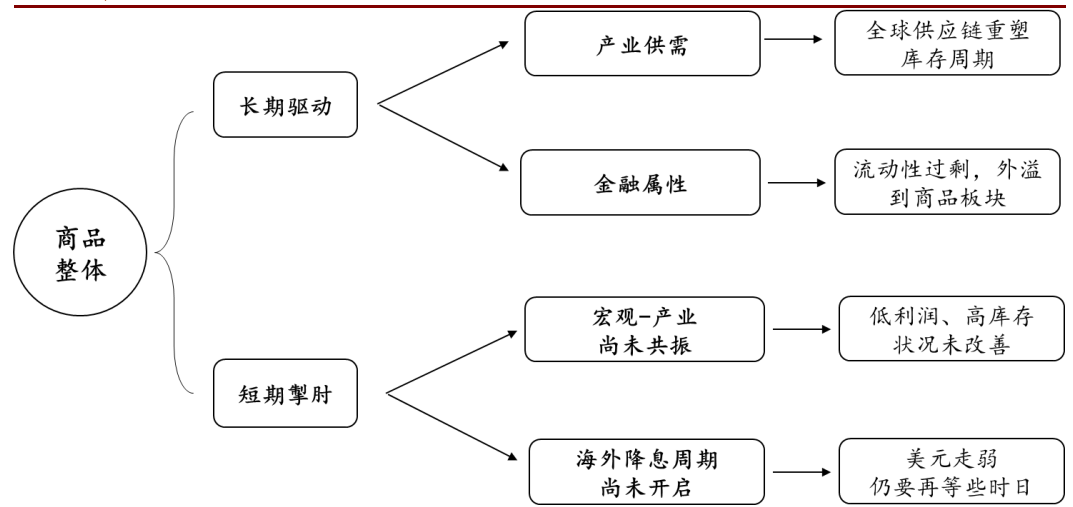
资料来源：Wind、招商期货

注：各品种涨跌幅按对应南华商品指数计算

当下，我们认为，2020 年以来的商品牛市仍在持续，只是在 2022-2023 年出现了一些波折，当下是牛市再出发的前夕。

如何观察宏观对于商品的影响？集中在两个方面：一是产业属性（总供需），二是金融属性（流动性）。而我们还需要以长周期的静态视角去判断宏观所处的周期和商品的大方向，也需要以短周期的动态视角去判断宏观事件对商品产生的短期驱动方向。从长期看，产业属性和金融属性对应了全球产业链重塑和商品的金融化；而短期，商品市场面临两个掣肘：宏观与产业尚未共振，以及海外降息周期尚未开启，这二者在延迟牛市到来的时间。

图 3: 本文结构



资料来源：招商期货

## 二、长期宏观格局——全球产业链重塑与商品的金融化

商品的两种性质——产业属性与金融属性，是研究宏观对商品影响的不二法门。如前文所述，产业属性——全球供应链重塑，以及金融属性——流动性的外溢或是本轮商品牛市的长期驱动力。

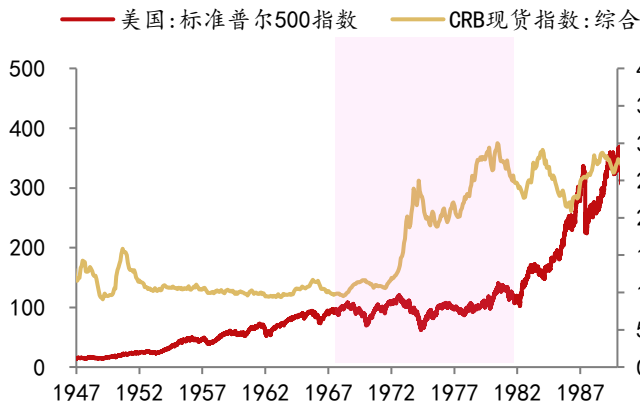
### （一）全球产业链重塑带来的商品重大机遇

#### 1. 资源配置视角下资源品的走强

有一个很有趣的现象，美国和日本股市历史上均出现过持续十余年的横盘，分别是 70-80 年代的大滞胀时期和 90 年代后的“失落的二十年”。与此同时，商品显著跑赢股票。而中国在 2022 年后也出现了商品跑赢股市的情况。

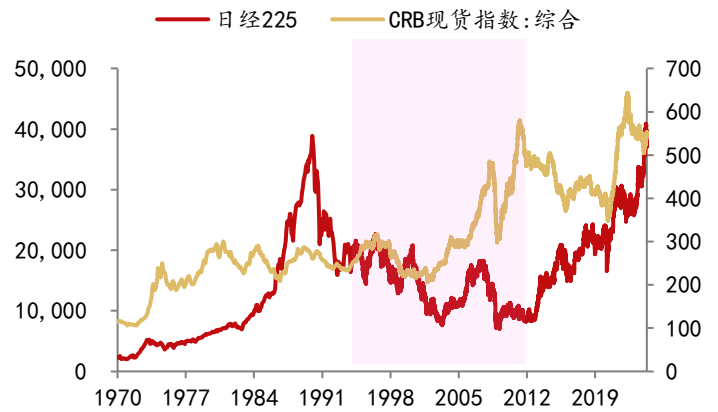


图 4: 美国在 20 世纪 70 年代经历了商股劈叉



资料来源: Wind、招商期货

图 5: 日股则从 90 年代以来跑输商品



资料来源: Wind、招商期货

图 6: 2020 年以来, 我国似乎也在经历着股-商的分化表现

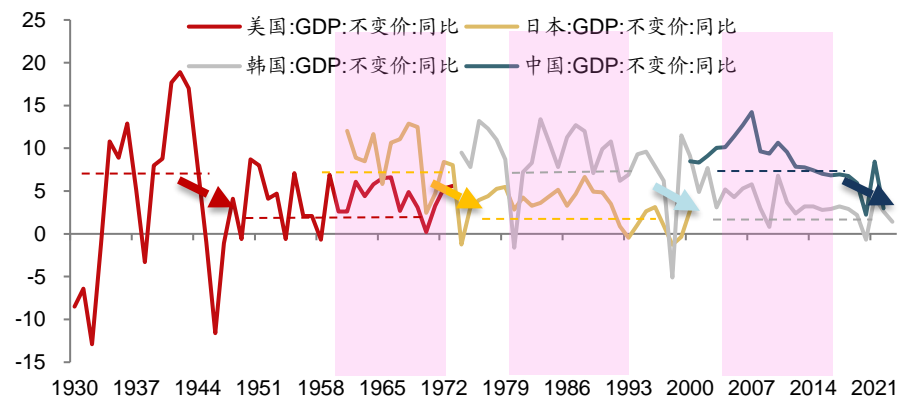


资料来源: Wind、招商期货

这些时间段, 商品超额收益的源头在何处? 我们归纳出以下两点:

- 商品的定价是全球性的, 而股市的定价是区域性的——配置商品与配置“出海”的内在逻辑一致。
- 全球产业链重塑视角下经济增速的变化——商品需求来源于新的增长引擎。

图 7: 供应链重塑视角下的经济中枢下移 (单位: %)

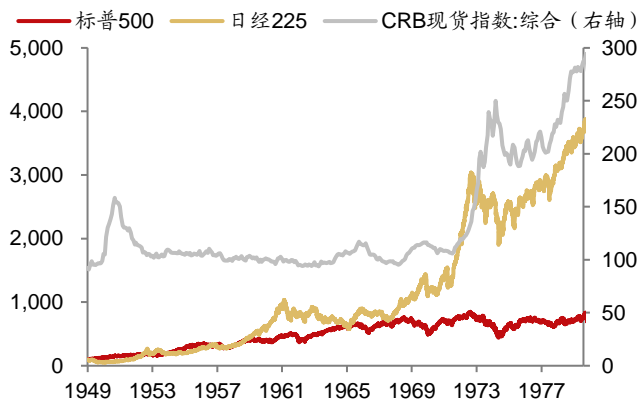


资料来源: Wind、招商期货

如上图，伴随着供应链重塑进程，迁出地区的经济增速出现中枢的下移，而迁入地区的增速会高于迁出地区，经济引擎发生转移。从历史上看，商品价格与迁入地区股市通常是同步上涨的，且与迁出地区股市的表现出现背离。

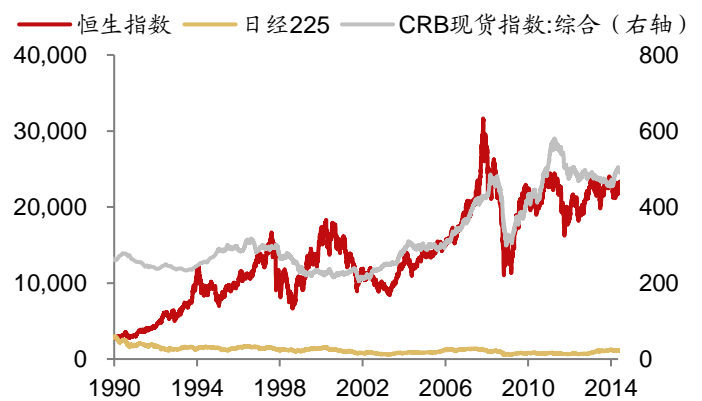
- 1960s-1970s，商品牛市由向日本的供应链重塑驱动。我们可以看到商品相较美股跑出了超额收益，且和日股走出了相近的向上趋势。
- 而本世纪初的商品牛市则由向中国的供应链重塑驱动。我们可以看到 1990-2010s，日股跑输商品，而恒生指数逐步上涨，且在 2000 年之后，与商品走出了相近的向上趋势。

图 8：上世纪 70 年代日股与商品同步上涨



资料来源：Wind、招商期货  
注：1. 标普 500 和日经 225 以 1949.5.31 为基期

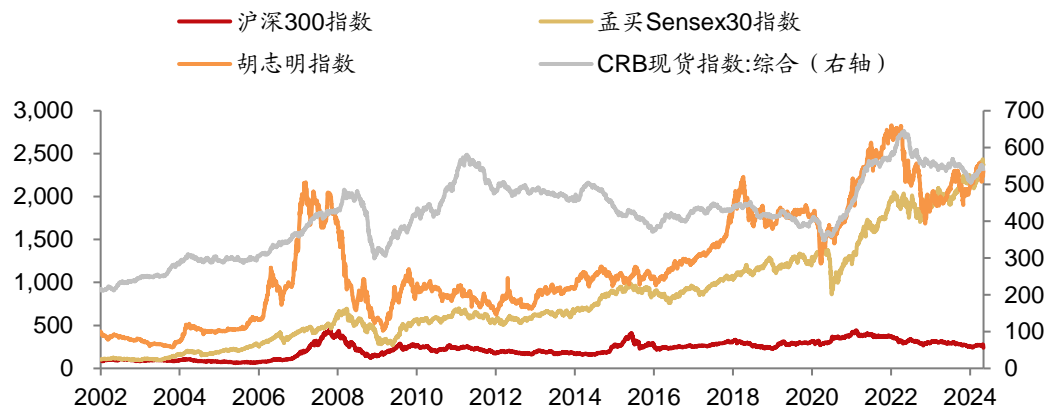
图 9：本世纪初，恒生指数与商品走势一致



资料来源：Wind、招商期货  
注：1. 恒生指数、日经 225 以 1964.7.31 为基期  
2. 采用恒生指数的原因是其相较 A 股有更长的历史，且 00 年前后其市场机制更加完善

目前，全球供应链重塑已进入到新兴国家赛程。从股市的表现看，2020 年来，孟买 Sensex30 指数、胡志明指数与商品指数的走势更为相近，而与沪深 300 的同向性显著下降。

图 10：近年来，印度、越南股市与商品同时走强，中国股市与商品的联结性降低



资料来源：Wind、招商期货



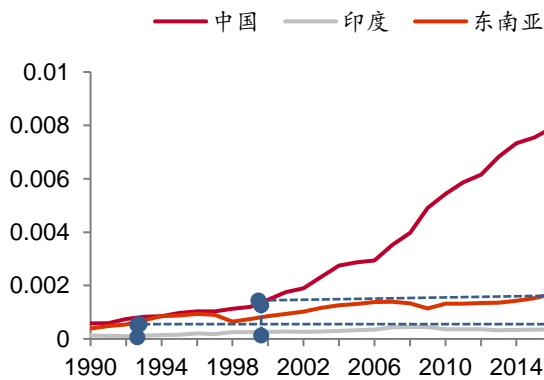
## 2. 本轮供应链重塑方向——新兴国家的“干柴”等待“烈火”

我国已从高速发展迈入高质量发展的阶段，商品需求的大爆发或以东南亚、南亚为首的新兴国家为主战场。

恐怕在世纪之交，也很难想象到中国 21 世纪初的经济腾飞以及对商品需求的蓬勃增长。从人口、资源消耗上看，新兴国家处于 20 世纪末期中国的位置。

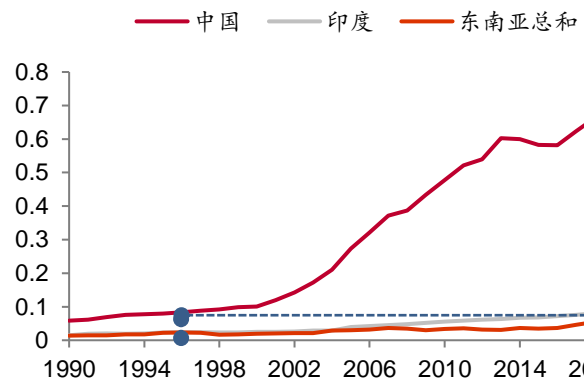
- 人口上，东南亚+南亚国家拥有 20 亿的人口，体量远超当时的中国。充足的人口意义呼之欲出：需求侧，当个体的需求亟待兑现时，人口效应会成倍放大其规模，对商品形成向上的推力；供给侧，相对便宜的人力资本会令基建、制造业的跃升来得更为容易。
- 资源消耗上，新兴国家的人均资源消耗仍较少，处于爆发前期。将中国与印度和东南亚国家对比（如下图），我们可以看到新兴国家的人均资源消耗、人均产出仍较低，低基数下蕴含着强大的爆发力。

图 11: 铜人均消费量 (吨) 对比



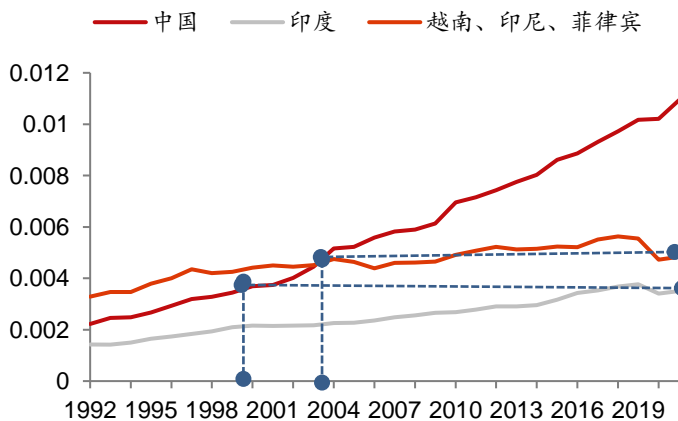
资料来源: Wind、Bloomberg、招商期货

图 12: 粗钢人均产量 (吨) 对比



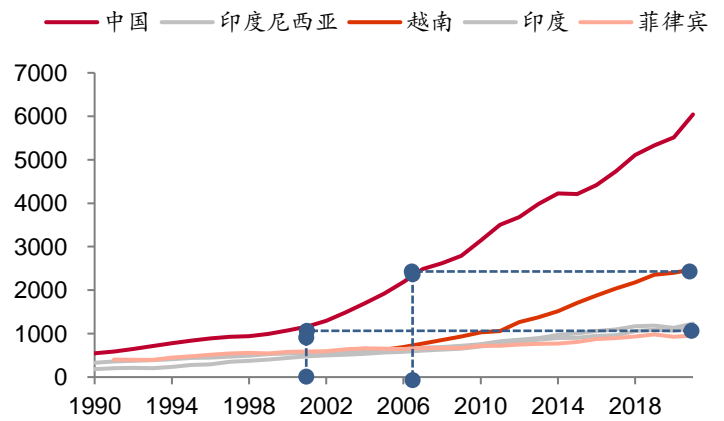
资料来源: Wind、Bloomberg、招商期货

图 13: 原油人均消耗量 (桶/日) 对比



资料来源: Wind、Bloomberg、招商期货

图 14: 人均发电量 (千瓦时/年) 对比

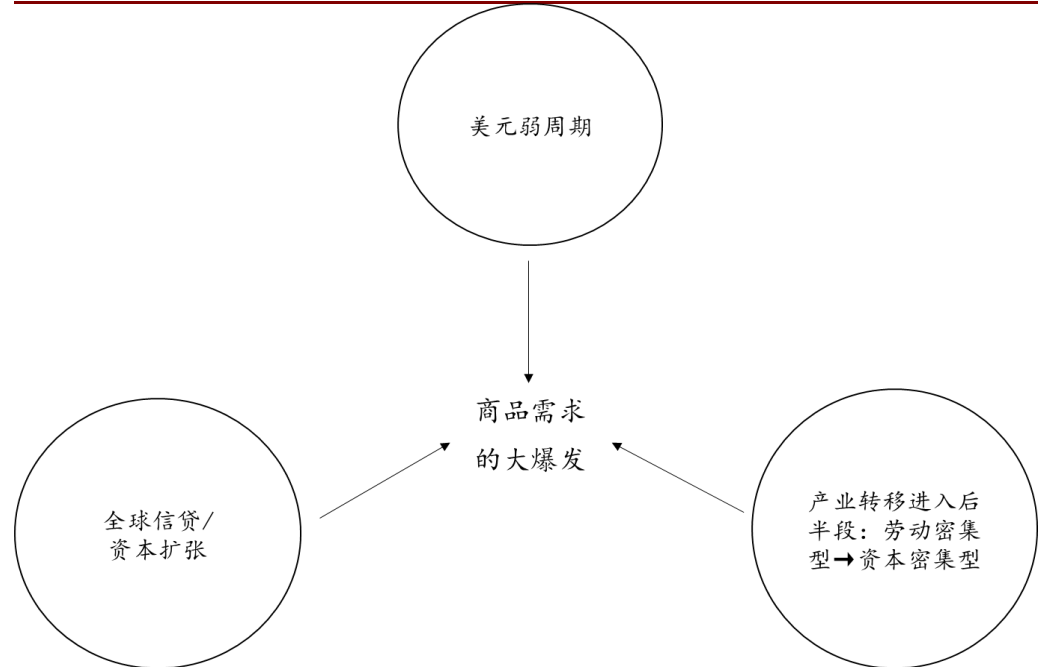


资料来源: Wind、Bloomberg、招商期货

### 3. “烈火”在哪？三位一体的商品需求大爆发

支撑新兴国家走向高速发展的“烈火”在哪？我们何时才能看到商品需求的大爆发？——答案是三位一体的：**美元进入弱周期、全球信贷扩张、产业转移进入后半段。**

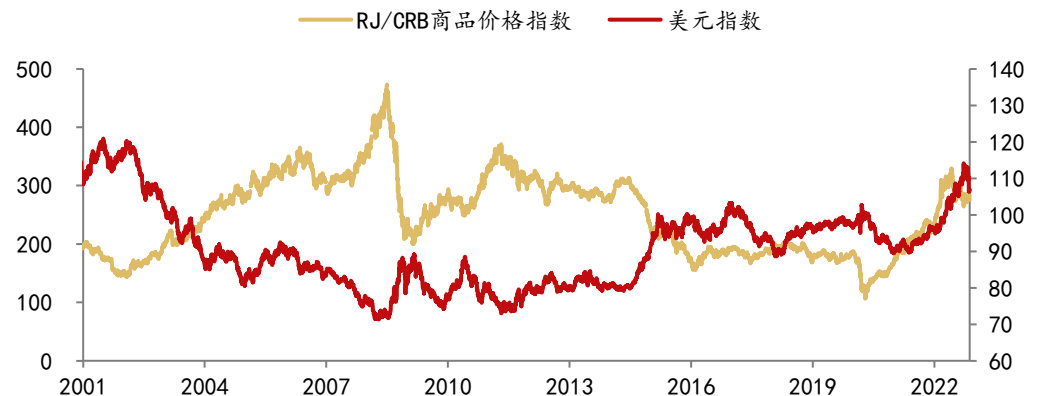
图 15: 商品需求的大爆发



资料来源：招商期货

1、**美元弱周期**。大方向上，美元与商品负相关。全球性的商品往往由美元率先定价：一旦美元走弱，资金便会流入风险资产，推动商品上涨。

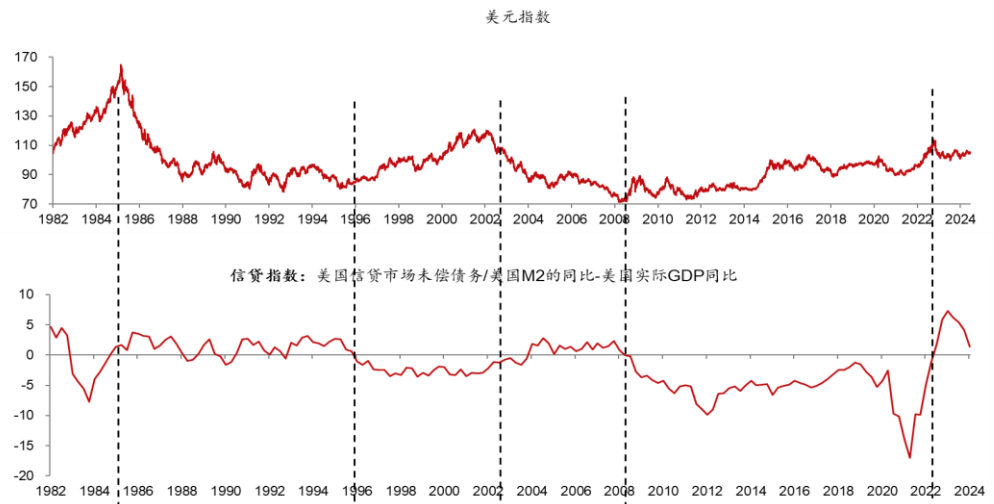
图 16: 大方向上，美元与商品负相关



资料来源：Wind、招商期货

2、**从内部看，美元走弱与美国信贷扩张同步**。从存量看，美元强势阶段积攒的存量信贷需求会在美元弱周期得到爆发；从增量看，美元走弱带动风险资产走强，投资供需会从金融和产业两个渠道传导至信贷市场，导致扩张。

图 17: 弱美元往往与美国信贷扩张同步



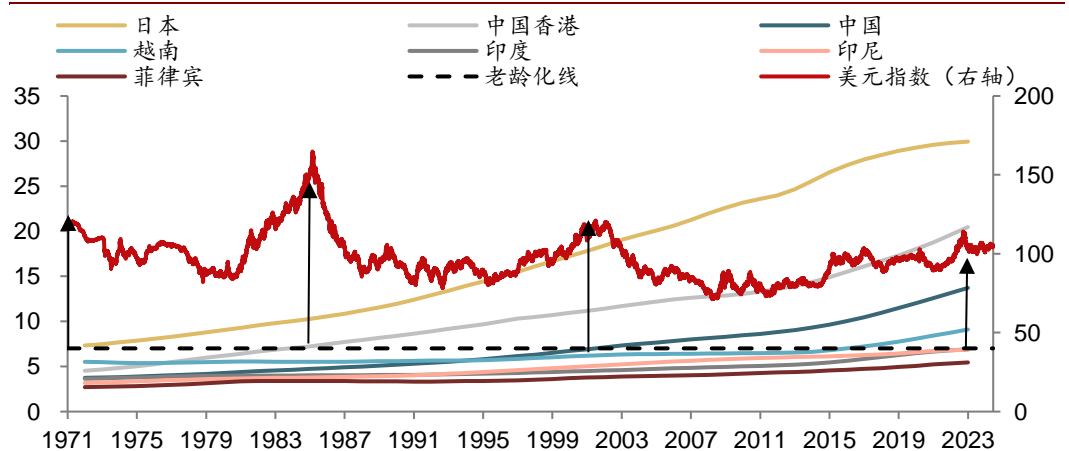
资料来源: Wind、招商期货

3、此外，美元走弱也意味着产业转移将进入后半程：

- **产业转移前期（劳动密集型阶段）**，输入国凭借低廉的劳动力成本吸引资本进入并压制美国通胀，而美国通过跨境资本和跨国公司获取高附加值，由于外国劳动占比较低，且这一阶段外国资本规模较小，美国资本占比较高，换言之美国资本获取高额利润，**美元指数走强**；
- **产业转移后期（资本密集型阶段）**，随着人力成本提升，输入国劳动占比增加，且输入国资本项占比提升，相对应之下美国通过资本所获取的利益减少，决定了**美元的走弱**。

我们可以通过人口老龄化程度来拟合资本和劳动力。通常情况下，人口老龄化程度越高，资本越富集且劳动力成本越高。过去，美元的三次定点分别对应了日本、香港、中国的人口到达老龄线（7%）；而本轮人口主体的印度和印尼等国，在这两年达到 7%，对应美元在这前后见顶并进入到走弱周期。

图 18: 【(输入国资本, 输入国劳动), (美国资本, 美国劳动)】模型



资料来源: Wind、招商期货

根据联合国 1956 年在《人口老龄化及其社会经济后果》中的界定，当一个国家或地区 65 岁及以上老年人口数量占总人口比例超过 7%时，则意味着这个国家或地区进入“老龄化”。

但必须承认，美元还处于从强势等待跨入到趋势性下移的阶段，美元利率还维持在高位，新兴国家大规模推进基建、制造业的成本仍较高，“干柴”正等待“烈火”。

## （二）商品的金融属性再次加强

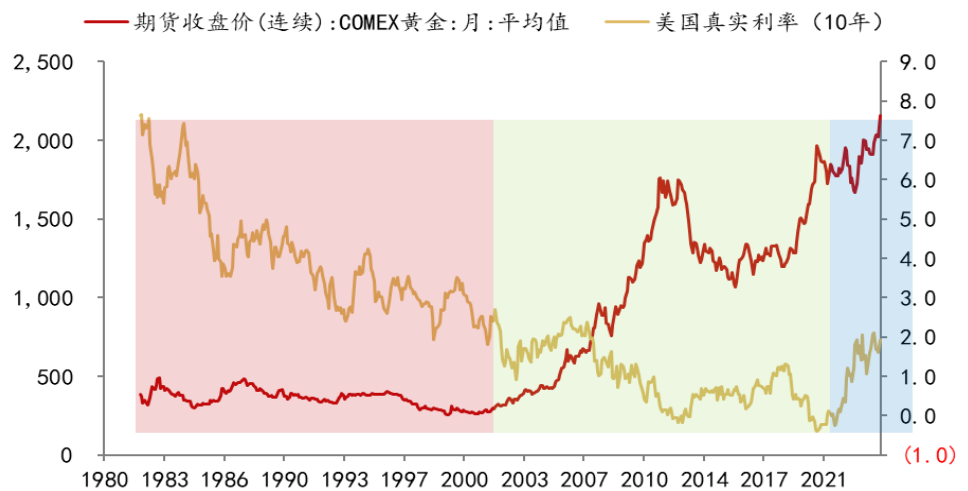
在产业逻辑之外，我们也要重点关注商品的另一条腿——**金融属性**。这是推动商品走出长牛的另一关键。一直以来，大宗商品流动性好，便于储存，能抵御抗通胀，因此具有一定金融熟悉。当前全球流动性的富余以及优质资产的相对匮乏，造成商品金融熟悉的增强。这可以从黄金、铜以及近期小品种的行情中得以窥见。大品种“配置化”、小品种“高波动”均反映了这一现象。

### 1.金融化的三个例子：黄金、铜和小品种

从黄金的走势看，目前货币的宽松程度已经突破了临界值：

- 2000 年之前，货币少的时候，美元利率跌了黄金也不涨；
- 2000-2021，货币多的时候（全球量宽时代开启），美元利率与黄金反向；
- 2021 之后，货币非常多的时候（疫后大放水），利率涨了黄金也能涨，黄金交易货币体系崩溃的可能性。

图 19: 黄金-美利率的三个场景



资料来源：Wind、招商期货

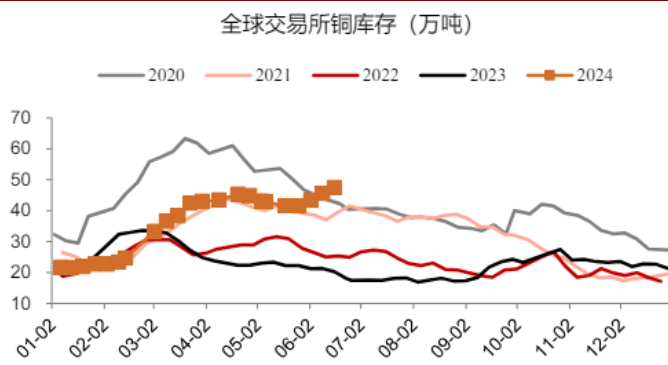
而从铜 2020 年来的走势看，也显示出其金融属性“打败了”产业属性：铜处于 2000 年来最深的 Contango 水平，同时，全球库存也处于 2020 年来的最高水平，产业逻辑显然不支持铜的上涨，上涨源于金融属性的推动。

图 20: 铜在“尊重”了美联储两年后,也开始“脱缰”了



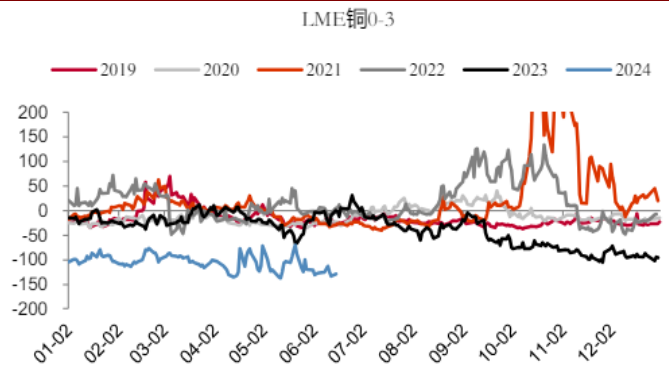
资料来源: Wind、招商期货

图 21: 铜全球库存处于 2020 年来的高位



资料来源: Wind、招商期货

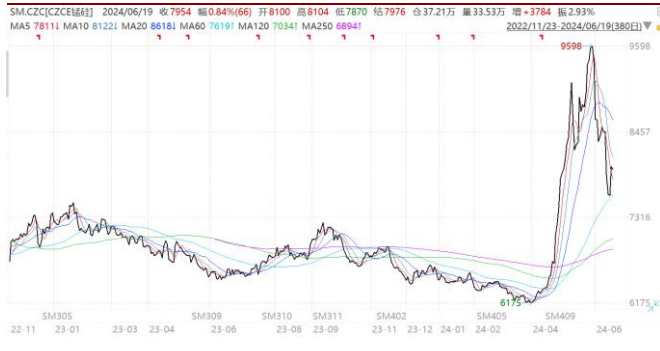
图 22: LME 铜处于 2000 年来最深的 Contango 水平



资料来源: Wind、招商期货

今年以来, 多个小品种展现出“高波动”的特征: 一旦基本面有供给问题, 在某个节点就会开始启动大行情。甚至形成股票市场的“打板”风格。相较于需求侧, 供给侧发生扰动的品种更容易成为热点, 如近期的锰硅、纯碱、欧线。

图 23: 锰硅



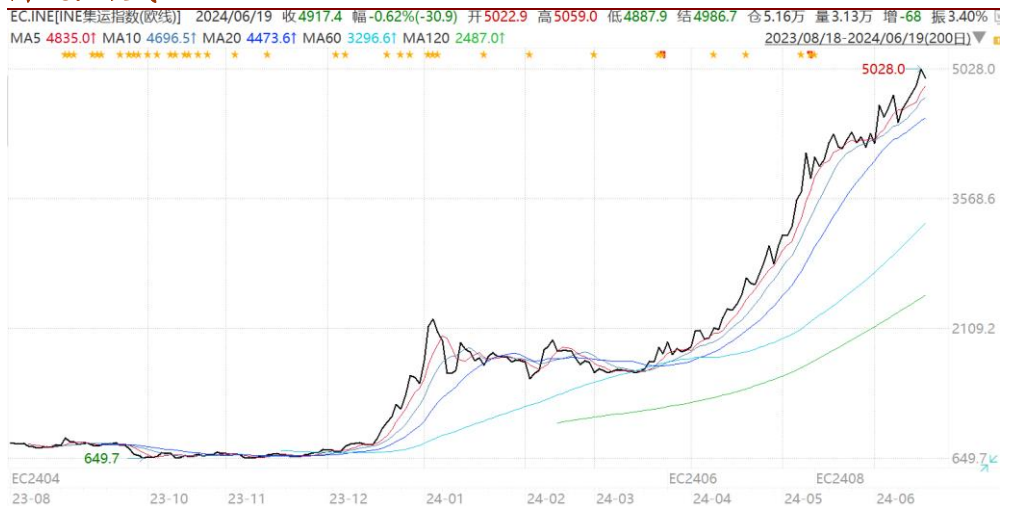
资料来源: Wind、招商期货

图 24: 纯碱



资料来源: Wind、招商期货

图 25: 欧线



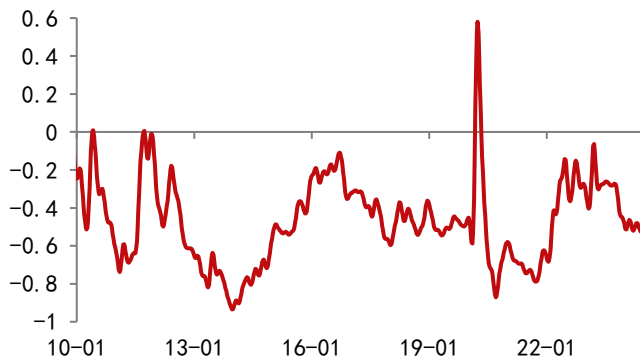
资料来源: Wind、招商期货

## 2.反直觉的现实——日趋宽松的流动性还将持续

美联储的加息已经结束一年了，目前全球流动性如何？

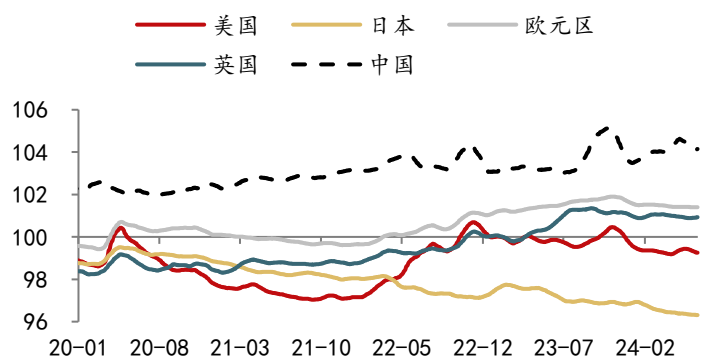
- 美国、欧元区金融宽松程度与 2022 年快速加息前类似，日本更加宽松；
- 财政支出与资金回流似乎是美国宽松货币环境的缘由。

图 26: 美国 ANFCI (金融条件指数)



资料来源: Chicago Fed、招商期货  
注: ANFCI 越负, 金融条件越宽松

图 27: 发达经济体 GSFCI (高盛金融条件指数, MA30)



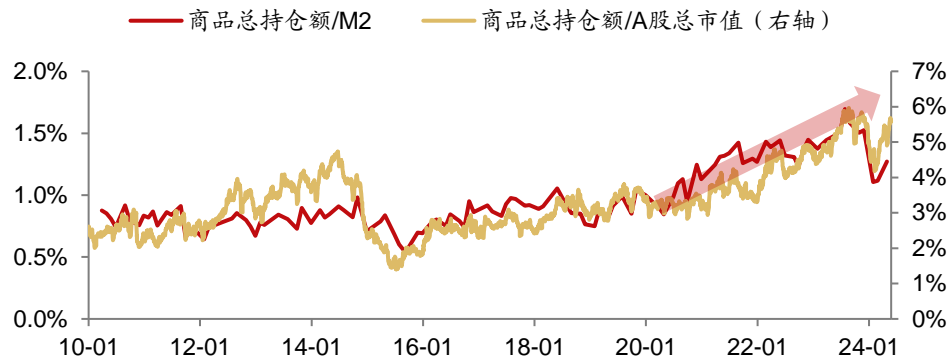
资料来源: Bloomberg、招商期货  
注: GSFCI 越小, 金融条件越宽松

在金融条件宽松的情况下，优质资产相对较少，资金会外溢到商品板块——商品仍旧是个小市场，还有巨大的成长空间。

将视角转回国内，我们可以看到 2020 年来，资金外溢到商品的倾向更为明显。从商品持仓比 M2，商品持仓比 A 股市值两个指标看，商品资金都是相对上升的。



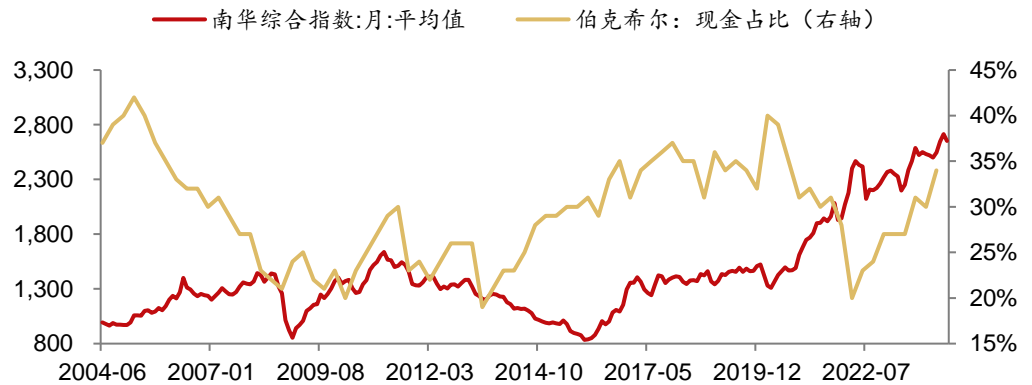
图 28: 商品总持仓额/M2 和 A 股总市值



资料来源: Wind、招商期货

还有一个有意思的观察点, 巴菲特手上持有了 1800 亿现金。而其手上现金多 (占比超 30%) 的时候, 往往对应着流动性相较优质资产的过剩, 此时商品容易走强。

图 29: 伯克希尔现金占比与南华商品指数走势

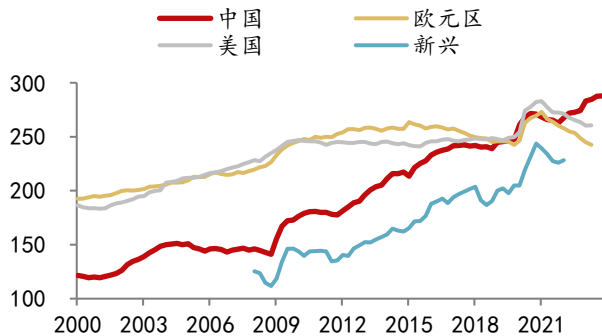


资料来源: 伯克希尔公司财报、招商期货

宽松的流动性具有持续性吗? ——答案是肯定的, 流动性宽松会在未来长期持续存在。

- 从宏观债务率看, 主要经济体目前的债务率仍较高 (新兴国家稍低一些), 为维持债务, 各国的货币政策会趋于宽松, 换言之, 饮鸩止渴的游戏不得不继续。
- 二是从偏短周期来看, 三年一度的周期性脉冲已蓄势待发。

图 30: 各经济体宏观债务率 (%)



资料来源: Wind、招商期货

图 31: 四国央行资产与 M2 同比 (%)



资料来源: Wind、招商期货

### 三、短期掣肘——两个问题

如前文所述，长期看，产业和金融会从两方面支持商品的大牛市，但短期商品市场仍面临两个问题：一方面，国内宏观与产业尚未共振，基本面情况尚不支持商品上行；另一方面，海外降息周期尚未开启，美元实质性走弱似乎还需要等些时日。

#### （一）宏观和产业尚未共振

##### 1.商品面对的“弱现实”还没有改善

从基本面的角度看，目前多数品种“高库存、低利润”的情况还没有得到明显改善。

表 2: 部分品种基本面情况

	库存	基差	利润
硅铁	☆		
纯碱	★★★		
聚乙烯		☆☆	
苯乙烯		☆	☆☆☆
螺纹	☆☆	☆☆	☆
铁矿	★★★	☆☆☆	
铅	★★★	★★	
铜	★		☆
铝	★	☆	
锌	★★★	☆☆	☆☆☆
锡	★★★	☆	
锰硅	☆		
镍		☆☆	☆☆☆
PP		☆	
PTA		☆	☆

资料来源：Wind、招商期货

注：红色实心星星代表超同期，绿色空心星星代表低于同期，程度越深，星星数量越多。

表 3: 部分品种基本面情况（续）

	库存	基差	利润
MEG	☆	★	☆
PVC	★★	☆☆☆	
不锈钢	★★★	☆☆	☆☆
原油		★	
工业硅	★★★	★★	
橡胶		☆☆	
沥青	★		☆☆☆
热卷	★★★		☆☆
焦炭	☆☆☆	☆☆	☆☆
焦煤			
玻璃			☆
甲醇	☆		
短纤	★★		☆☆

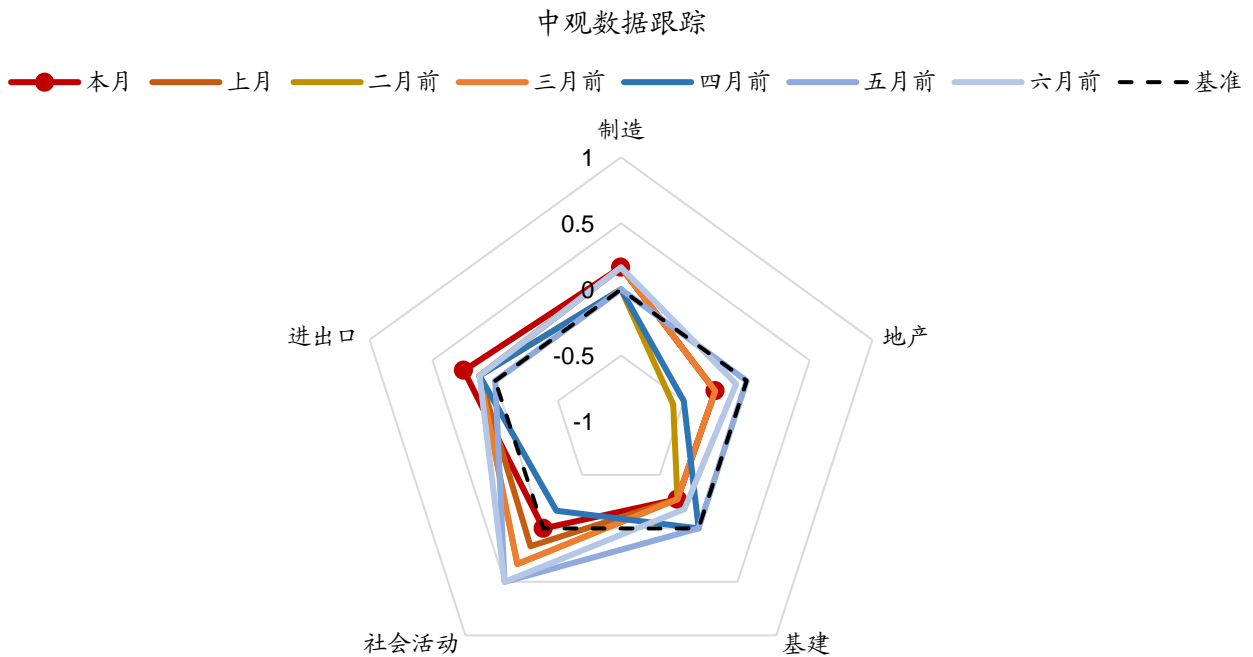
资料来源：Wind、招商期货

注：红色实心星星代表超同期，绿色空心星星代表低于同期，程度越深，星星数量越多。

##### 2.但中观层面有一些企稳信号

但也有一些好消息——中观层面各板块已经有所企稳。我们自研的中观监控模型已经看到：制造业、进出口和社会活动的景气度情况与历史同期相近，并较前几个月有所企稳——至少景气度不再收缩了。地产、基建虽不及历史同期，但市场已开始接受这一事实，其边际影响或有限。

图 32: 中观各板块景气度企稳

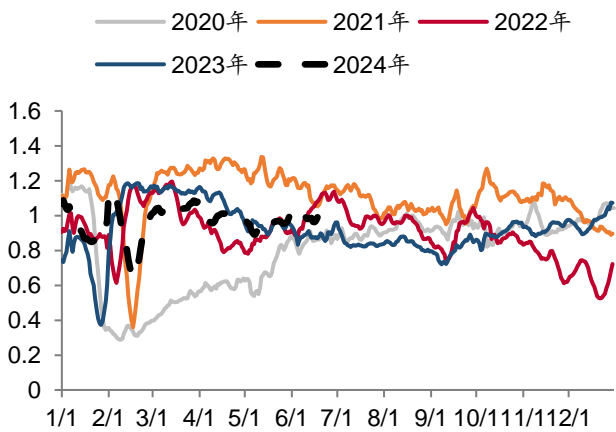


资料来源: Wind、招商期货

注: 基于各模块中观数据与过去五年同期相比, 超过/低于同期的程度进行打分 (-2 到+2), 正分代表超过同期, 负分代表不及同期, 零分代表与同期相近 (以黑色虚线“基准”在图中标出); 绝对值越高, 超过/低于同期的程度越深。

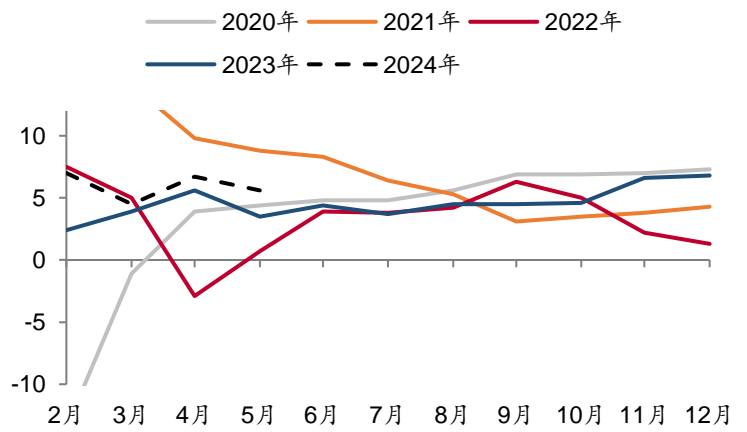
此外, 中国高频经济活动指数、规上工业增加值也双双企稳, 居民活动、工业生产正步入正常区间, “固本培元”的效果正在显现。

图 33: 高频经济活动指数企稳



资料来源: Wind、招商期货

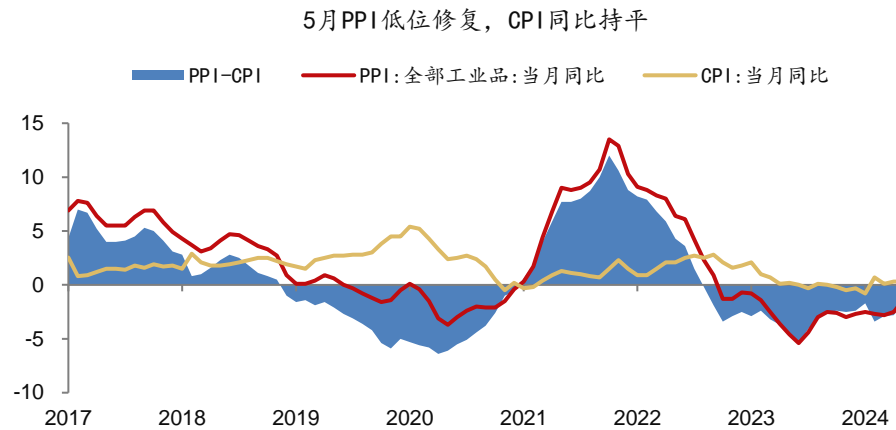
图 34: 规上工业增加值企稳



资料来源: Wind、招商期货

那么何时才能确定说宏观与产业出现了共振呢? 我们给出一个观察指标: 通胀尤其是 PPI 的趋势性上行。在供给没有进一步扰动的情况下, PPI 的上行需要由需求端触发, 这也对应了工业企业利润的修复。目前, 5 月 PPI 低位修复, 但趋势性的回升还未到来

图 35: PPI 的趋势性回升似乎还未到来

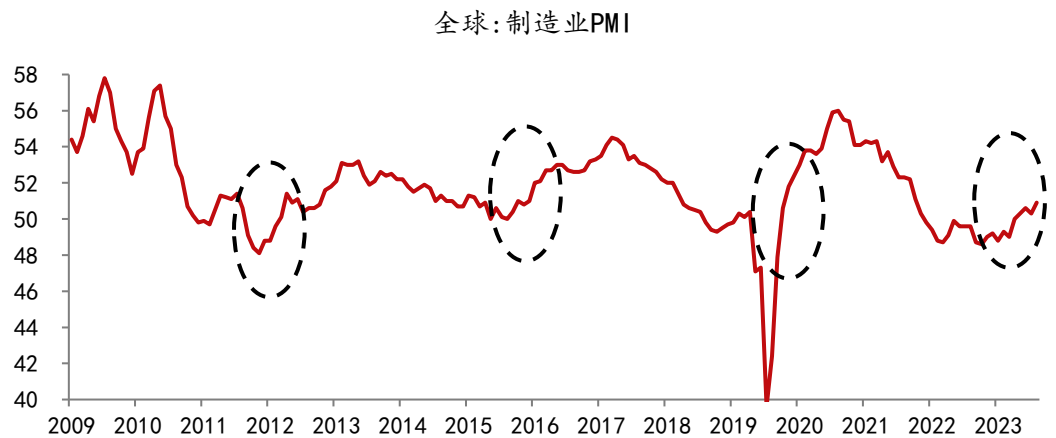


资料来源: Wind、招商期货

### 3.海外补库周期启动，等待国内共振

库存周期体现在多个方面，多项重要的经济指标均呈现出 3-4 年的周期，且目前正处于触底向上的阶段。例如，从 PMI 的角度看，目前全球经济已经步入了上行周期。

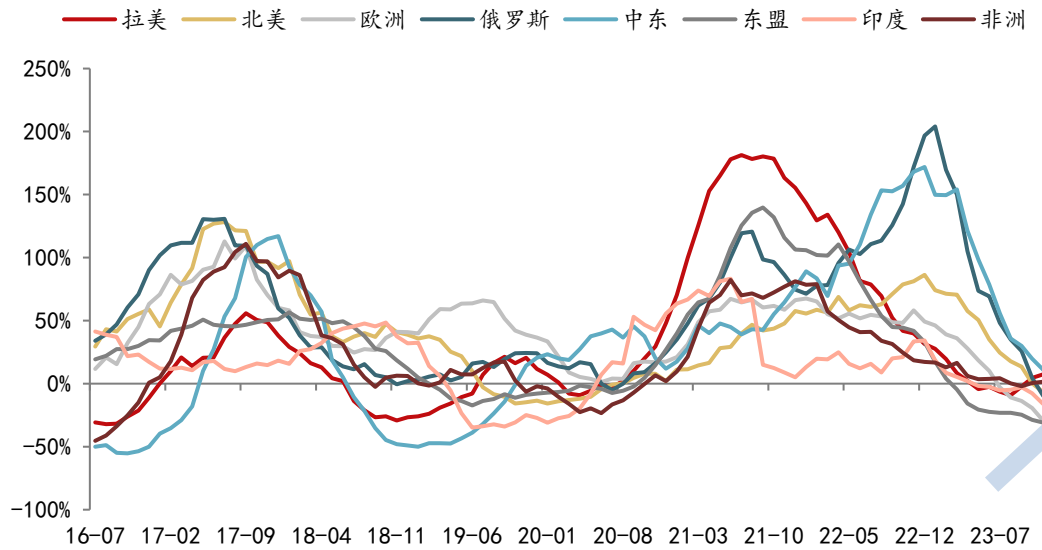
图 36: 全球制造业 PMI 已然上行



资料来源: Wind、招商期货

这一点我们从中观数据中也可以寻得一些踪迹：从中国对各经济体的工程机械出口数据看，海外基建似乎也即将进入周期性向上区间。

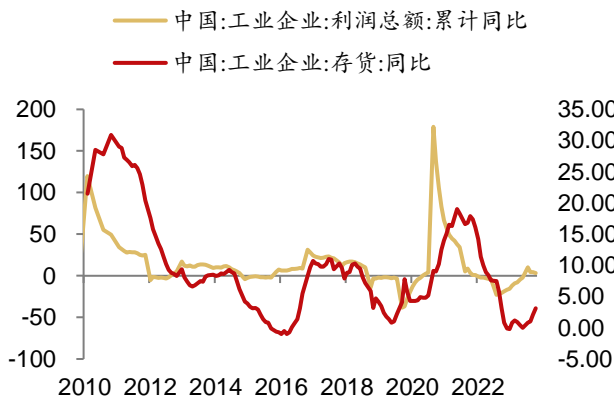
图 37: 中国对各经济体工程机械出口: 12 期滚动求和 (前推 5 个月), 同比



资料来源: 中国海关、招商期货

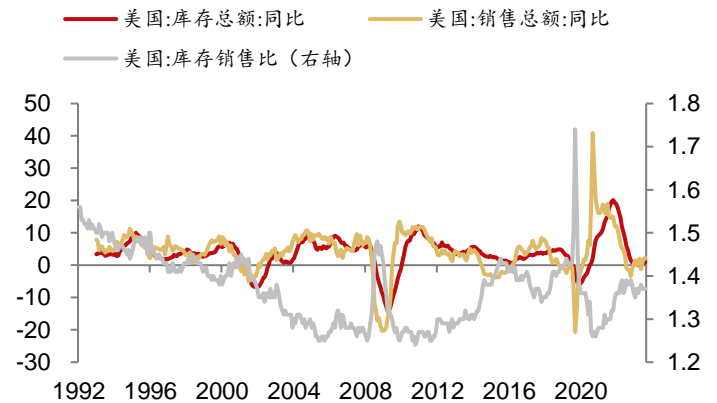
对比来看, 我国的补库周期已经有开始启动的迹象, 而海外 (以美国为代表) 已进入了补库阶段。

图 38: 我国的补库周期已有启动迹象



资料来源: Wind、招商期货

图 39: 美国已进入补库阶段



资料来源: Wind、招商期货

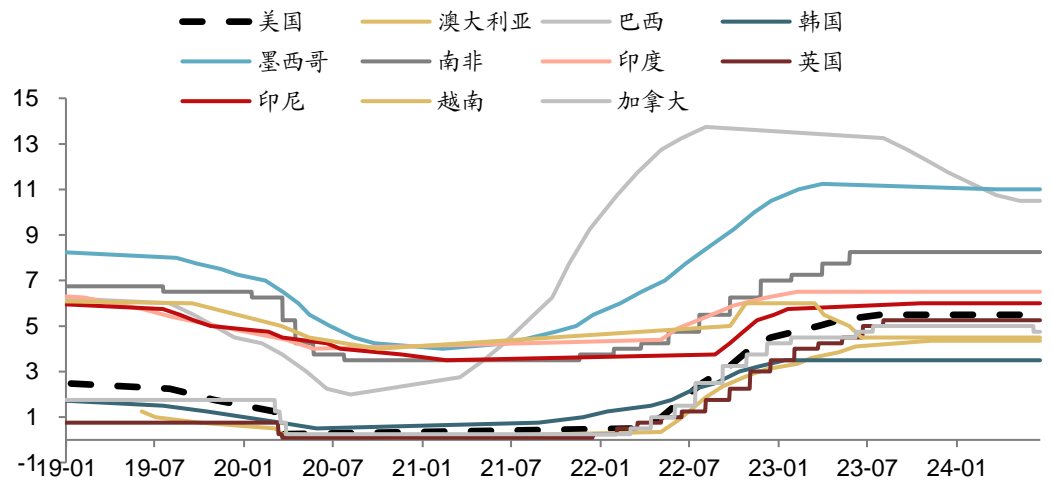
但归根结底, 还是需要看到工业企业利润的明显回升, 本轮补库才能获得较大强度。

## (二) 海外降息周期尚未开启

年初至今，由于就业数据持续强劲、通胀粘性、海外补库周期启动等原因，以“后视镜”视角为主要判断标准的美联储迟迟不启动降息，降息周期后移，弱美元周期的到来也不断后推。

高利率不仅推迟了美元走弱周期的到来，而且迫使各经济体利率维持高位，从而抑制了全球长周期的资本开支。简言之，这会推后“三位一体”商品需求大爆发周期的到来。

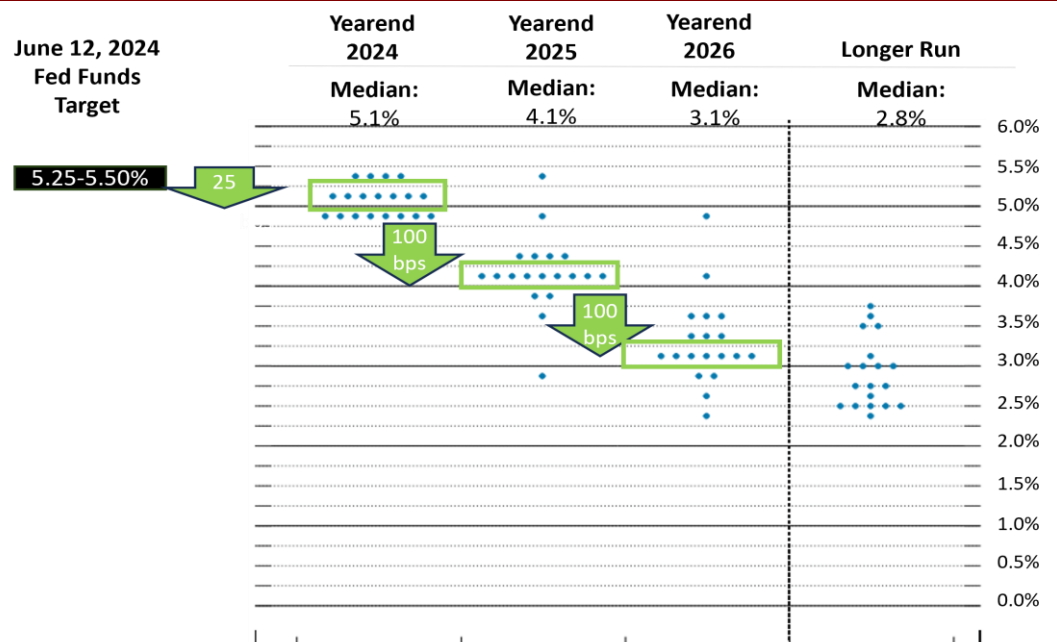
图 40: 2019 年来，各国基准利率 (%)



资料来源: Wind、招商期货

根据美联储的 6 月的 FOMC 点阵图，2024 年的目标利率区间仍为 5.25-5.50%，实质性的降息可能要在 2025 年才能看到。

图 41: 美联储 6 月 FOMC 点阵图



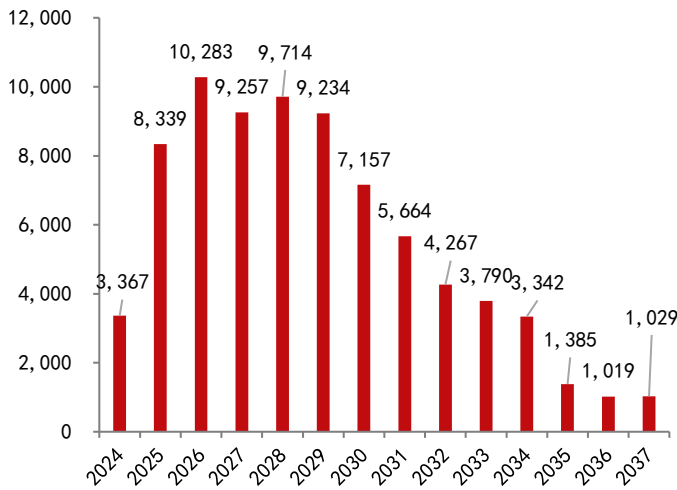
资料来源: Summary of Economic Projections, June 12, 2024、招商期货



而降息周期何时开启？有两个观察点：

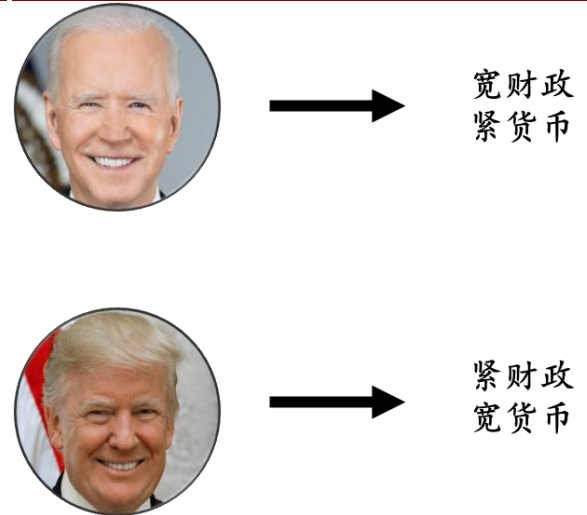
- 2025 后，美国企业进入偿债高峰。企业部门债务问题或将成为美国货币政策不可忽视的因素。
- 大选结果也会影响美联储决策——特朗普上台可能会干扰美联储的独立性并迫使鲍威尔降息。

图 42: 美国企业债未偿额 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、招商期货

图 43: 大选结果也会影响美联储决策



资料来源: 招商期货

## 四、商品市场后市展望

产业属性（总供需）与金融属性（流动性）是宏观角度分析商品的两大抓手。全球产业链重塑将提振总需求，而商品的金融属性也在流动性外溢之下凸显。我们认为，2020年以来的商品大周期仍在持续，而当下走入了牛市再出发的前夕。

短期来看，商品的整体上行仍面临一些阻碍。国内，产业角度未见到强劲的需求表现，我们需要看到 PPI 呈现出趋势性上行才能说宏观与产业共振；海外，美国的降息周期尚未开启，这拖累了“三位一体”商品需求大爆发的到来。

从库存周期的角度看，海外提前进入了主动补库，而国内也出现了补库迹象，这对商品需求来说是有明显支撑的，不过还需要工业企业利润的明显改善，才能提升本轮补库的强度。

在 PPI 未趋势性回升之时，国内仍旧会去交易 PMI 等经济数据以及政策节点。今年的“金九银十”显得尤为重要，将是观察 PPI 是否能趋势性上行的重要时窗，欧美彼时也会切换至经济向好的预期，且国内在关税进一步加征前有抢出口的动能。

海外，随着美国选举形势逐渐明朗，市场会由交易“多次降息”转而交易“一次降息”或“不降息”，最后转向交易“2025 降息”，具体切换的时点预计会在 11 月选举结果出炉时看到，11 月前市场将跟随“美联储钟摆”而摆动。

商品的牛市将呈现结构化。我们看好偏上游的、海外需求大的，以及有供给矛盾的板块和品种。有色尤其是工业金属存在着长期的供应问题，值得多配；油品来看，至少在三季度供给是明显受限的，四季度之后需要再进一步观察；而生猪、棕榈油、橡胶等品种也都进入到自身的减产周期……而其他品种亦可能有供给扰动，当供给扰动发生时，价格很容易以高弹性的姿态上行。

### 研究员简介

**赵嘉瑜：**招商期货首席策略，金融与金工团队主管，负责宏观策略、资产配置及基本面量化，带领团队获得中金所优秀分析师团队称号。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。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，多次担任人大及哈工大（深圳）的客座讲师。

### 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投资者。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。