

专题报告

震荡维持、正套走扩，商品再次来到悬崖边

2022 年 10 月 24 日

专题报告

研究员：赵嘉瑜

86-755-82548083

zhaojiayu@cmschina.com.cn

F3065666

Z0016776

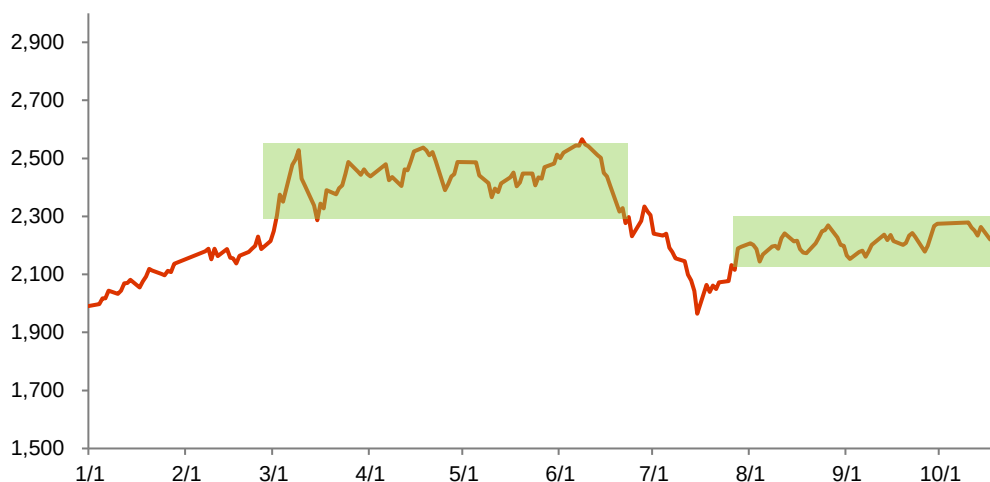
微信公众号：招商期货研究所



- 商品延续震荡。上一次商品指数的震荡从 3 月初到 6 月下，持续 3 个半月，振幅接近 10%；而本次震荡始于 7 月下，至今约 3 个月，振幅约 6%。从宏观逻辑来看，两次震荡中商品面临完全相同的内外、供需四象限。而各象限的边际共振是商品突破震荡区间的重要条件。
- 本轮震荡中，海外供给端关注欧洲是否平稳过冬以及供给抑制向需求抑制的转化，海外需求关注加息对经济构成的实质损害而不仅仅是加息进度，国内需求则关注疫情因素以及季节性淡季的来临。警惕向下共振的力量。
- 人民币的贬值是近期内盘强于外盘的重要原因。不同于国内震荡，海外商品更弱势运行。而随着当下人民币调贬到关键位置，国家介入的力度会明显增加，内外比价层面已难以支持国内商品偏强走势。
- 多数商品正套走扩。黑色板块正交易原料远端趋松以及铁水产量见顶；有色板块交易近端极低库存的软逼仓和远端需求的下行；能化板块主要关注烯烃、芳烃四季度较大的供应压力以及远端需求的抑制；农产品方面，猪周期上行期步入尾声且伴随压栏，豆粕面临近端低库存和南美丰产预期。
- 低库存在现货情绪好转的背景下容易推动价格上涨，但当下的低库存大多为主动去库而非被动去库。需求仍在负反馈，二季度以来产成品主动去库，并顺着产业链向上传导。不同于去年，当下弱供给出现在弱需求之时，因此对于价格的拉动大打折扣。
- 结合震荡和正套来看，需要关注现货和期货如何收敛。近期的正套结构中，弱需求预期先打入远端价格，而当远月转为近月后，需求边际改善配合低库存状态支持现货价格，此时期货向现货回归，商品继续维持震荡。不过还存在另外一条收敛路径，如果需求持续弱势，现货也可以下行贴近期货。
- 正套有更大的确定性，而单边看商品依旧承压，不过破区间下行还需要宏观层面的共振信号。产业链来看，我们处在下游抵抗式下跌以及利润压缩后迫使上游让利的过程中，当上游成本松动后下游才真正具有下行的空间。

当下多数商品震荡延续而正套走扩。

图 1: 相似的两次震荡

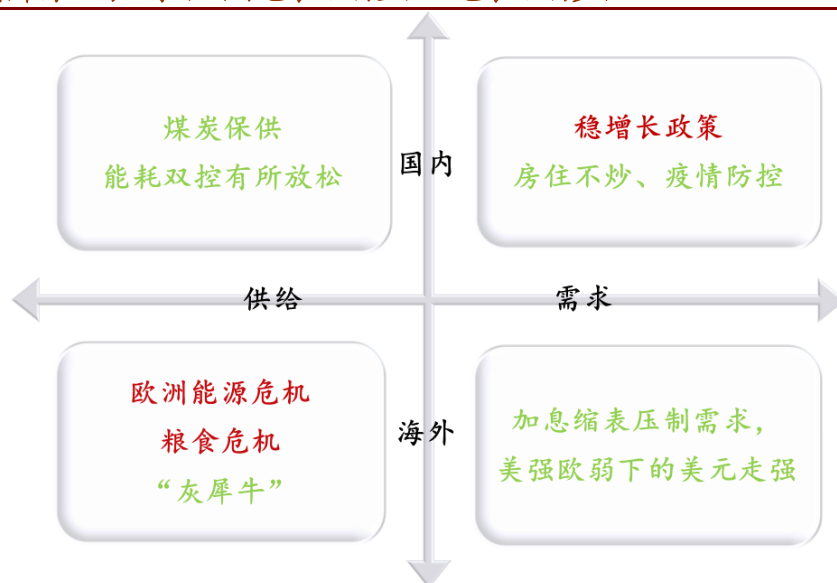


资料来源: WIND,招商期货

商品的上一次震荡从3月初到6月下,持续3个半月,振幅接近10%;而本次震荡始于7月下,至今约3个月,振幅约6%。

从宏观逻辑来看,两次震荡中商品面临完全相同的四象限。

图 2: 拆解商品的四象限 (绿色表示利空, 红色表示利多)

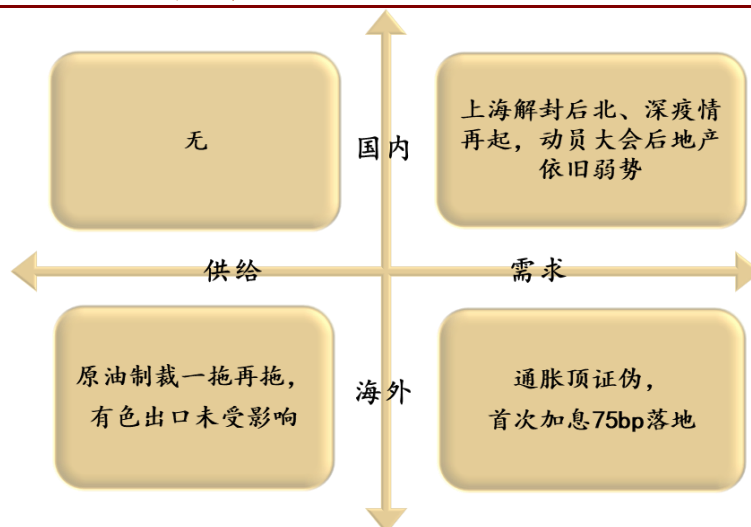


资料来源: 招商期货

从国内供给来看,从去年底开始煤炭保供稳价持续,稳增长背景下能耗双控部分放松;从国内需求来看,房住不炒、疫情防控始终牵制稳增长政策效力;从海外供给看,欧洲能源危机引发能化、有色等板块的供给担忧,俄乌冲突加剧粮食危机,但能源危机对需求的抑制也逐渐加强;而海外需求看,市场始终在交易加息缩表对于需求的抑制,以及俄乌冲突持续下的美强欧弱与美元走强。

在6月,各象限的边际共振使得商品跌破震荡区间而快速下行。

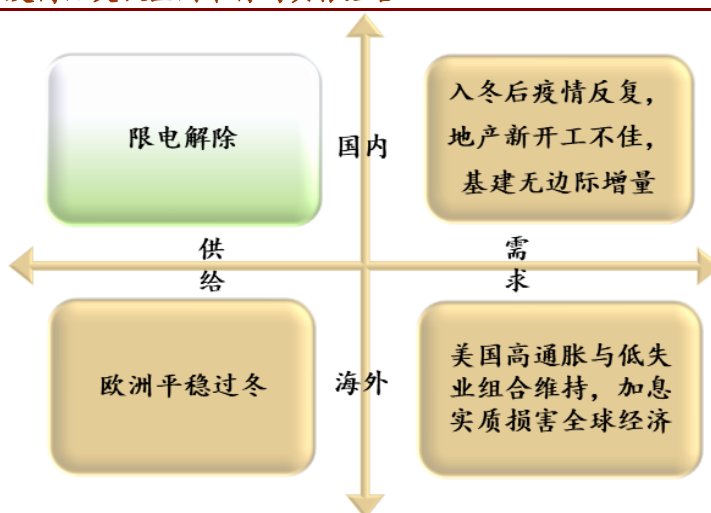
图 3: 6 月破区间下行源于各象限向下的边际共振



资料来源：招商期货

当下，国内对于稳增长有了更高的期待，交易美联储加息缩表进程放缓甚至提前退出，并担忧欧洲冬季的能源问题。然而我们需要警惕这些因素转化为边际向下共振的力量。

图 4: 可能诱发商品突破区间下行的共振组合



资料来源：招商期货

国内供给端在这两次震荡中都不是诱发边际变化的重点，即使云南限电解除也只对铝等部分品种有所影响，我们重点讨论其他三个象限。

1. 海外供给端：

上一轮震荡中，我们经历了俄乌冲突从预期影响供给端到实际抑制需求端。供给端我们看到有色出口并未受到影响，原油制裁一拖再拖等等；而需求端来看，冲突导致运往西欧的汽车零部件短缺，二季度欧洲汽车出现实质减产。当下欧洲能源危机引发的供给担忧已被打入价格之中，而需求端的实质影响仍在酝酿。一方面，欧洲当前天然气储量处于高位且还有不少在途 LNG 船等待靠港；另一方面，欧洲正通过削减工业需求来打压电价。我们恐怕又会来到一个供给压力面临证伪而需求影响逐渐显现的阶段。

难以否认的是，逆全球化、地缘冲突等造成的供应链问题将长期存在，并奠定商品价格的长牛。只是在中短期，随着时间的推移，供给侧的问题也逐步在消纳。2020 年以来

我们经历了三波供应压力。2020 年的疫情造成运输困难以及原料国罢工，这是第一波压力，不过在全球陆续放开的当下已经基本不成问题；2021 年的双碳目标构成了供应链第二波压力，但全球都认识到该目标不能过于冒进，国内保煤炭供应，而俄乌冲突也迫使欧洲多个国家放弃了激进路线而提升煤炭的使用量；对于俄罗斯的制裁构成了第三波供应压力，但这种结构性问题会被重塑的贸易流给化解，中国与美国签订的长协转卖到欧洲，俄罗斯销往欧洲的原油部分来到东亚……OPEC+的减产可能酝酿第四轮供给端压力，不过难以依此来重现 70 年代大通胀，一是本轮 OPEC 无法开启禁运，二是美国的筹码颇多。如若 OPEC+进一步超预期削减原油产量来挺俄，那么美国也完全有动力在大选后与伊朗改善关系或是在民调的压力下自己去产油。

2. 海外需求端：

当下与 6 月份前类似，均面临高通胀与低失业率的组合。上一轮震荡中，通胀顶被证伪诱发了超预期的 75bp 加息落地，商品突破区间下行；而本轮震荡中，加息进度可能已经不是商品关注的焦点，加息对经济构成的实质损害应该引起重视。

多数时间，加息缩表后半段商品承压而股票走强，在于衰退对应商品需求确认走弱以及信贷环境走向宽松。而本次加息类似于 70-80 年代，以打压高通胀而非预防性抑制金融投机为目的，商品价格下跌本就是通胀下行、退出加息的先决条件。对比上一次滞涨环境之下的通胀，可以看到即使在加息结束后的大半年时间中，商品依旧承压下行。换言之，加息缩表进程放缓对商品的短期利好不如股票直接，而对商品的中期影响取决于实际需求而非加息节奏，更何况利率终点并未有调降。

图 5：70 年代以来的加息周期（取加息开始到加息结束时点一年后的时间区间，标普 500（左），CRB 商品（右））



资料来源：WIND,招商期货

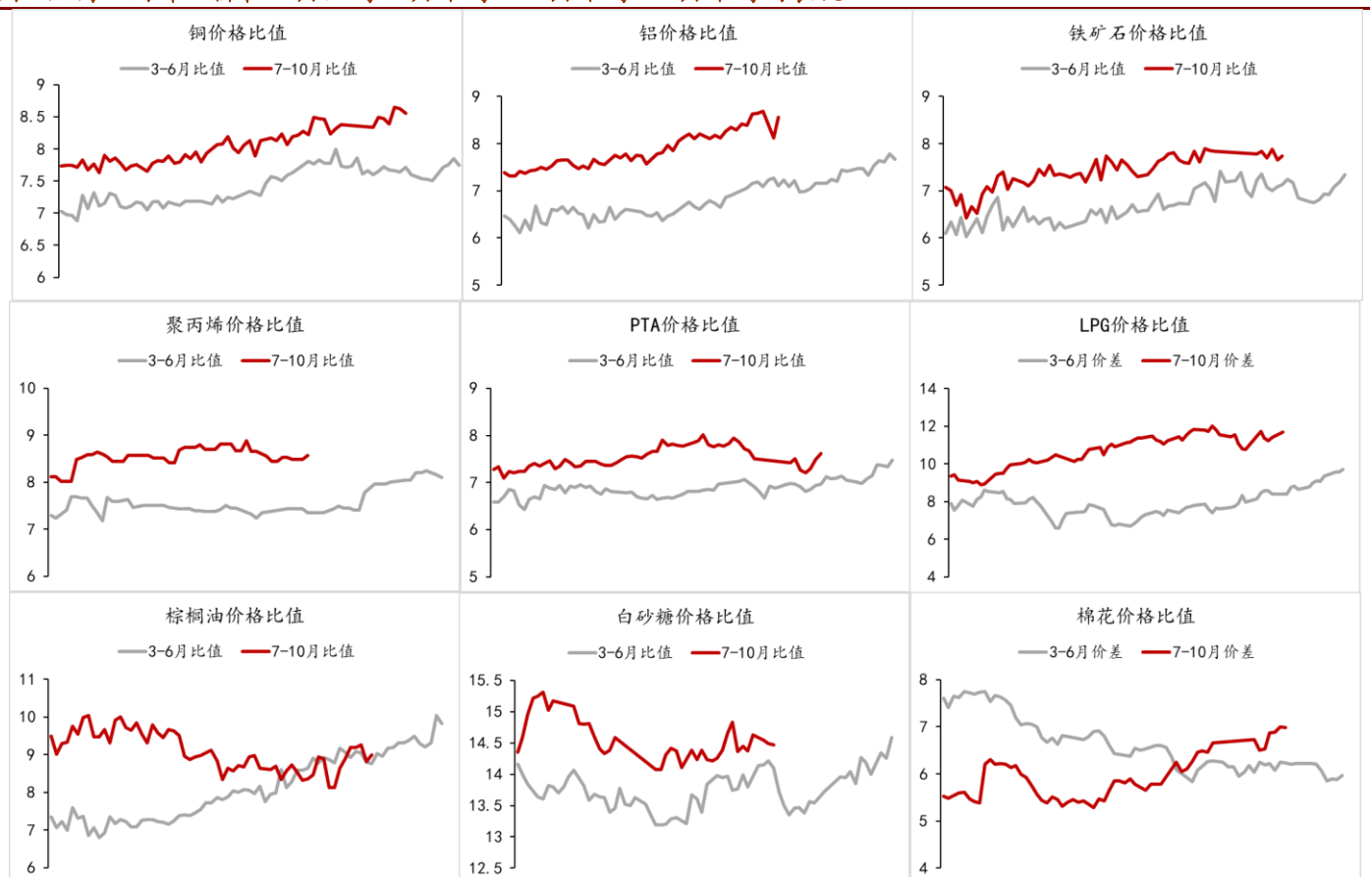
3. 国内需求端:

金九银十慢慢过去,多数商品需求步入季节性淡季。地产方面依旧面临保竣工但难有新开工的格局,而后者才是影响商品需求的主要因素。如果以 L 形态去看地产销售,20%-30% 的需求减量意味着玻璃、PVC、螺纹等品种仍整体过剩。基建在三季度表现不错,但四季度难有边际增长,一是本年度项目投放基本到位,二是北方降温后难以施工。疫情也是影响二者开工的重要因素,居民住户密接尚可不影响楼栋其他人生活工作,但工地上但凡有一人出现密接,就面临全面停工。

中期我们也需要关注几个慢变量:一是 GDP 与商品需求相关度的下降,商品/劳动力密集型经济正向资本/技术密集型经济转变,这一慢变量在政府有意引导之下会加快节奏。二是忧患意识,大会提出“准备经受风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验”,为应对更大风浪,政策总是会有所保留;三是在当下,能容许较低水平的 GDP 增长,在于就业压力是结构化而非全局性的,系统性风险也较小。

人民币贬值是内盘强于外盘的重要原因。两次震荡中,工业品普遍表现为内外比价上升,而农产品由于贸易受阻(印尼禁止出口棕榈油、糖进口管制、新疆棉出口受阻)等原因,其比价走势独立。

图 6: 商品内外比价在 3 月上旬-6 月下旬及 7 月下旬-10 月下旬的表现

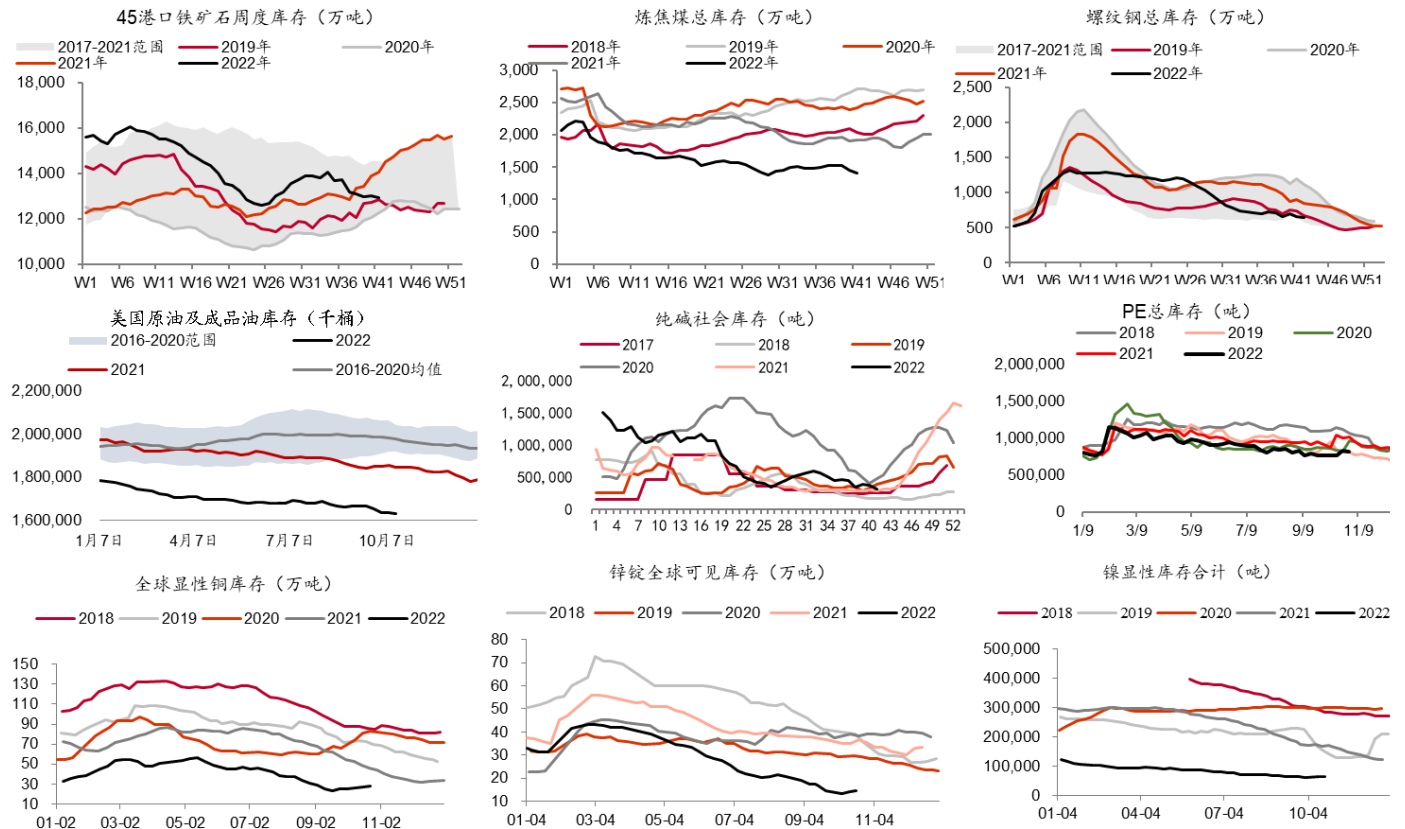


资料来源: WIND,招商期货

而随着当下人民币调贬到关键位置,国家介入的力度会明显增加,内外比价层面已难以支持国内商品偏强走势。

综上，商品承压的格局并未改变。相对而言，确定性更高的是商品的正套格局。正套的来源或是近紧远松的供给，或是近强远弱的需求，核心是低库存的基本面结构和弱宏观预期之间的矛盾。

图 7：不少品种库存都在极低位置



资料来源：WIND,招商期货

虽然低库存在现货情绪好转的背景下容易推动价格上涨，但当下的低库存大多为主动去库而非被动去库。需求仍在负反馈，二季度以来产成品主动去库，并顺着产业链向上传导。不同于去年，当下弱供给出现在弱需求之时，因此对于价格的拉动大打折扣。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47776

