

【建投策略】当下商品走势的几点预期差

发布日期：2022年12月23日 分析师：田亚雄 电话：023-81157334 期货投资咨询号：Z0012209

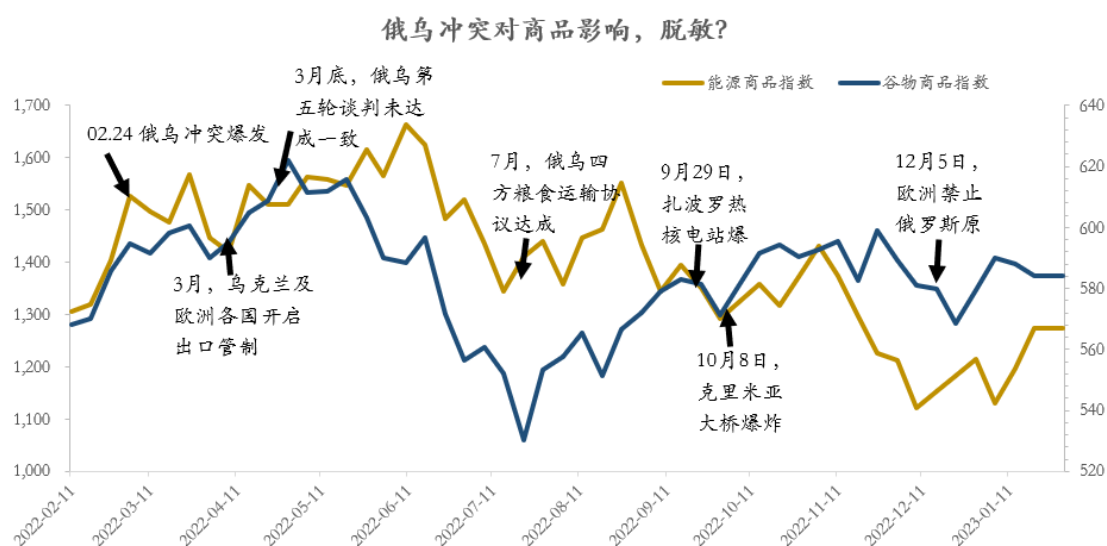
引言：考察一个人的判断力，主要考察他信息来源的多样性。因为信息在大脑里想起来的容易程度；深刻地影响着人的决策。先入为主的思想常常在实践中修正或强化我们原本立场，巩固我们的倾向，这边是预期自我强化的过程，除非遭遇重大事件，人很难自我怀疑，这也是主观策略的一大困境。

市场似乎已经在春节前嚼烂了需求向好的预期，FOMC 后续两次 25BP 的加息也不再能提供增量信息，俄乌事件有进一步升级的趋势，但地缘对商品的定价能力也在削弱，春节后高开后大部分品种均出现回落，由此本文罗列了关于当下预期差的思考：

- 01-地缘对商品的定价能力减弱，但提升估值中枢水平
- 02-中国需求复苏的预期交易愈演愈烈，直至预期自我实现
- 03-被忽视的衰退交易和美元的反弹的风险

地缘对商品的定价能力减弱，但提升估值中枢水平

目前西方国家或大幅开启对乌克兰军事援助，这个禁忌打开或进一步形成对俄乌事件冲突升级的担忧。但在我们实际复盘俄乌事件对商品冲击时发现，共识性的感受通常定价很充分，俄乌冲突过后地缘事件对商品供给侧的冲击并没有继续放大，体现为商品行情与地缘事件的阶段性脱敏，但商品的底部是成本，成本项的上行预期是后续商品市场的关键支撑，这一点有望在后续行情中比较突出地体现。



数据来源：公开信息整理，中信建投期货研究

中国需求复苏的预期交易愈演愈烈，直至预期自我实现

预期交易一直在商品交易主线里占有关键地位，也通常是博弈的重点。春节过后，居民出行及观影数据都极大地巩固了投资者对强势消费回归的信心，并在潜移默化中改变了产业的行为模式——即使新订单大概率在正月十五后才能逐步回归，但衣食住行相关产业链的中下游都相继开启了补库行为，这样的大规模补库的成型是预期实现的重要环节，我们理解纺织产业链正在兑现这个逻辑（棉花从 13200 上行至 15000 元/吨，PTA 从 5100 上行至 5800 元/吨）。

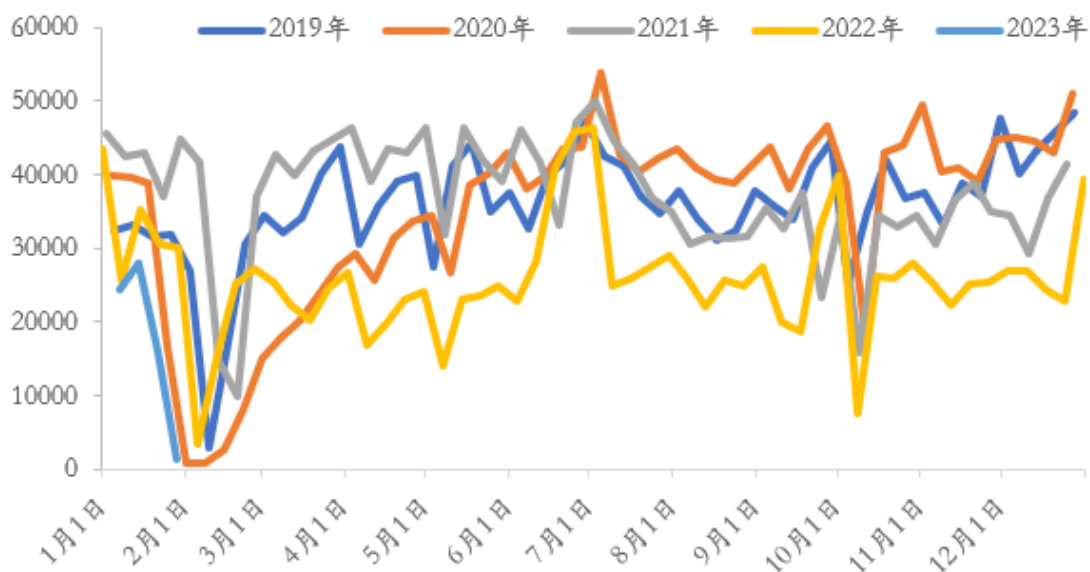
未来关于“消费”预期交易主线还有两条继续超预期的路径：

1、线下服务消费场景的恢复及增设，受制于长达 3 年的疫情对服务供应的抑制，个体经营的线下消费场景恢复还不够充分，这一定程度上限制了消费增长的力度，也是未来消费的潜力。

消费很类似处在困境反转的局面，数据越差，政策刺激力度的预期越强，出现中国式 QE 的可能性也越高，整体看在消费数据尚未能完全赶上 2019 年，那么在政策支持的大背景下就尚有继续增长的潜力。

2、未来消费改善成色怎么样取决于地产的销售，这也是当下预期差最大的部分。

30大中城市:商品房成交套数:周



数据来源：WIND，中信建投期货研究

地产销售的现实仍旧受到长期人口拐点的约束，但分歧在于稳增长的政策刺激能有多大。国家相关部委已经作出指示，因城施策用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼工作。

但从现实上看，不论是房地产销售，还是房企的土地储备，抑或螺纹钢的成交的情况仍旧处在弱现实的阶段。这对于黑色商品持续往上做预期交易是有限制的，但关注到政策逐级加码的决心，未来 1-2 个月即使

黑色需求被证伪，估计仍旧是逢低做多的机会。

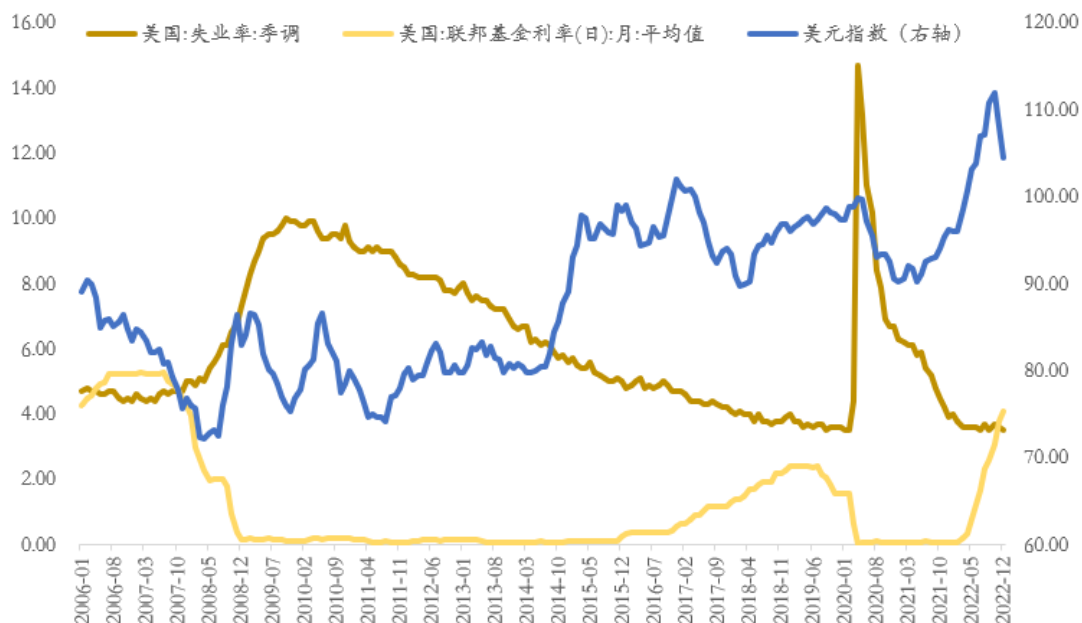
被忽视的衰退交易和美元的反弹的风险

过去两个月全球资产风险偏好的回暖很大程度来自于美国通胀的下行，但高利率环境下经济数据的承压的衰退预期定价能力是被大幅的削弱。以至于形成了宏观的两大阵营：权益多头（通胀回落）VS 短债空头（衰退的成型）。

过去两个月“美国经济软着陆”这个提法很大程度掩盖了上述的分歧，但随着高利率环境的达成，这样的宏观冲突终有一战。与此对应的思考是，FED watch 显示目前FOMC 预计将在2月和3月分别加息25BP，而3月的加息落地之后，市场是否就可以直接跨越到降息的交易？

换句话说，“软着陆”的预期能否兑现成为商品走势的关键。我们理解未来2023年Q2的美国制造业PMI，美国BBB级以下的公司债券信用利差和失业率等指标是表征衰退程度的关键，值得关注的不仅是读数本身，还有读数处在负面评价阶段的时长，尤其是对于失业率的上行，市场或不再把失业率上行的场景理解为FOMC即将降息的支撑，而作为经济走弱趋势的确认，这对于风险偏好是不利的。

此外，美元的下行并非严丝合缝地跟随美国经济的展望，相反的是每逢美国经济增速回落的时期，美元指数通常迎来超预期的反弹窗口。



数据来源：WIND，中信建投期货研究

在我们复盘美元指数与政策利率，失业率之间关系的过程中，我们大体能看到在停止加息的初期和美国失业率上行阶段美元指数并没有即刻按照美国经济走弱的预期下行，反而出现一定幅度的反弹。对于此，我们有两点解释：

- 1、受累于美国经济，美国这个消费大国进口走低，支撑美元。
- 2、美国负面的经济预期也向全球传导，而每一次全球经济滑坡的窗口，美元都成为资金的避风港，这类过去几十年的肌肉记忆也有望支撑美元反弹。

因此，即便美元长周期下行的共识已经达成，但在 2023 年 Q1 通胀拐点充分计价后，美元有望在 100 附近获得支撑，并向上反弹，而市场低估了这样的风险。一旦兑现，或对海外定价有色和贵金属带来阶段性的压力。

重要声明

本内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com