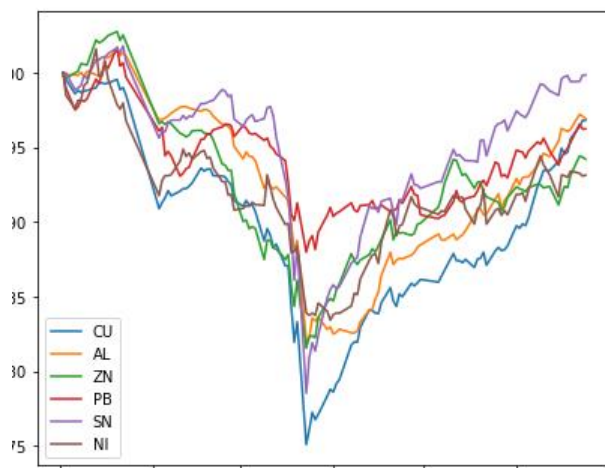


## 头脑风暴：从有色金属的深 V 反转谈起

---2020-06-26

从疫情以来，商品市场出现了明显的杀跌行情，但是随着疫情的扩散和部分地区疫情的好转，以有色金属和黑色系为代表的重资产行业商品开始了大幅反弹，基本上呈现陡峭的 V 型反转：



有色金属商品价格对比

基本上有色金属都已经收复了价格失地回到了疫情开始前的价格水平。大体上今年的突发事件很多，从年初开始的原油价格战导致了原油崩盘带动了整体商品开始暴跌。随后又来了疫情导致所有国家开始封闭，贸易中断商品由于需求直接消失导致价格崩盘跌出了有史以来的新低。但是随后的剧情十分魔幻，随着疫情的扩散到了很多发展中的资源国之后，有色金属的价格开始触底 V 型反转。在全球经济一片哀嚎的情况下这种反转剧情只能是供给侧主导的，基本上从疫情后期开始出现了一轮矿石为主的“供给中断”，类似于中国 2015 年后期开始实行的供给侧改革一样。最近两个月由于巴西的疫情迅猛扩散导致矿石出口受到阻碍，全球矿石供给快速减少，有色金属价格开始水涨船高。同时比较有意思的一点是，这次的有色快速上涨其实是配合了美元的下跌的。我们看下图：



美元指数走势图

从5月末开始美元指数开始暴跌走势，之前疫情开始时候的美元荒彻底不复存在，联储无限量宽松支持经济导致市场上的美元开始泛滥，美元指数在疫情有好转预期之后开始了快速下跌。对应的以美元标价格有色金属，黄金和铜都开始了迅猛的涨势。所以有色金属的实体部分有供给减少的现实，金融部分有美元走弱的辅助造就了现在的局面。我们之前分析过下半年会是在度回到汇率主导的交易逻辑，但是我们认为美元还是会维持相对强势地位不变的，人民币会开始快速走弱用来缓解经济下行的压力。现在我们仍然不改变当时的看法和结论。

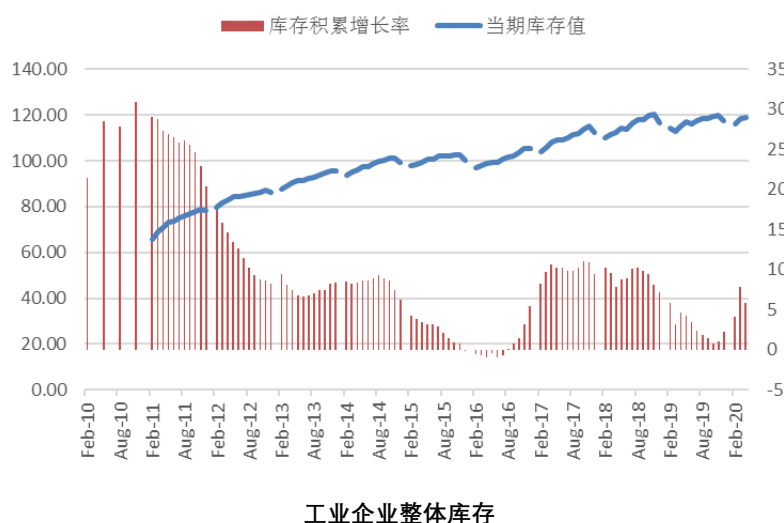
人民币方面贬值压力后半年在加重：

宏观经济追踪				May-20	Apr-20	Mar-20	Feb-20	Jan-20		
消费	需求	{	居民消费价格	102.4	103.3	104.3	105.2	105.4		
			商品零售价格	100.9	101.7	102.8	104.2	104.3		
			社会消费品总额	-2.8	-7.5	-15.8				
			失业率		6.0	5.9	6.2	5.3		
	供给	{	工业增加值	4.4	3.9	-1.1	6.9	6.2		
			工业企业	{	流动资产		582,066	573,099	559,962	587,317
					负债		667,989	659,976	647,436	673,950
					存货		118,889	118,372	116,061	117,780
			发电量	5,932.0	5,542	5,525		6,544		
			生产者购买价格	95.0	96.2	98.4	99.5	99.7		
生产者出厂价格	96.3	96.9	98.5	99.6	100.1					
投资	固定资产投资	{	第一产业	0.0	-5.4	-13.8	-25.6			
			第二产业	-11.8	-16.0	-21.9	-28.2			
			第三产业	-3.9	-7.8	-13.5	-23.0			
	地产投资增速	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	9.9				
	财政收入			10,752	10,530					
	财政支出			22,934	13,099					
	货币M2增速		11	10	9	8				
货币M0增速		10	11	11	7					
出口	{	进口		154,900,580	165,213,108		191,057,245			
		出口		200,233,629	185,146,228		238,267,589			
		出口订单	41.3	33.5	46.4	28.7	48.7			

中国宏观经济追踪

可以看到五月以来预计出现的报复性消费没有来到，主要表现为居民消费价格增速明显回落，从年初的高CPI达到了5.4到现在已经下降到了2.4附近，随着猪肉供应开始增加，冷冻猪肉投入市场，食品和生活品端通胀在明显退潮。PPI方面就更不乐观了，五月以来的PPI更是暴跌了-4.7，其中生产者的入场价格更是来到了-5附近。这基本上就是回到了2015年的工业品大通缩的环境当中。由于PPI一般情况下具有很好的韧性，一旦发生连续的暴跌之后很难快速回复，所以预计后市会维持一段时间的超低位PPI不变。说明中国的实体工业端已经惨不忍睹。企业角度来看，预计会到来的疫情后消费爆发去库存也没有到来，反而在四月之后企业整体库存还在继续爬升。在工业品价格下跌的情况下，工业增加值有了显著回升，说明疫情后工业生产能力恢复很快，但是价格不涨，说明消费能力没有明显恢复，那么就会导致生产的产能变成了库存。这就解释了企业

库存疫情后还在整体上行的原因。值得注意的是现在的出口情况开始快速回复，订单新增恢复快速同时出口金额也快速上行。中国目前在加班加点的完成之前积累的海外需求。



可以看到从 2015 年以后去库存影响下工业企业整体库存当期值明显开始平稳证明生产的消费趋于平衡。但是从 2019 年以来这个数值再次开始放大，说明工业企业的销售情况从 19 年以后就开始明显放缓，导致工业企业当期库存余额开始放大。同时库存积累增加速度从 17 年开始就再次上行了。去库存带来的红利基本上消失，国企随着去库存给出的几年黄金时间也接近尾声了。之后消费能力进一步下降同时生产商复工明显加快会导致库存进一步积累。一旦库存的增长速度突破 17-18 年的水平就会迎来新一轮的库存压力配合消费不足的空头趋势。

再看上表中的三个产业链恢复情况，其中第一产业反弹迅猛，直接回到了去年同期水平，可以说从三月份开始第一产业就开始回复了，现在为止基本上恢复完成，第一产业主要是重资产行业，为中层产业提供原材料为主的农业和矿石行业，可以看到生产资料端恢复十分迅猛。同时第三产业，以服务业为代表的产业指数恢复能力也是很强的，现在指标去年同期下降了大概不到 4%。但是处在产业链中层的制造业就十分被惨了。到目前为止依然比去年下降了超过 10%。这一部分产业链主要代表了中国的制造行业，他们消耗原材料端的生产物同时提供交易物品给居民和第三产业服务业去销售。中层的崩溃会导致上下游产业链出现裂痕，上游的原材料卖不出去会快速积累导致价格下跌，终端消费者由于产出减少导致供给减少居民消费品价格上行。现在的情况是原材料端恢复生产导致库存重新开始积累，同时居民端的消费能力跟不上，导致居民端消费品价格去库存缓慢。整体来说社会产出品还是供过于求很多的。

后市这种商品价格的反弹预计不会持续，现在的中国制造业低迷导致需求不振，短期的供给减少同时伴随了需求的大幅减少，目前市场给出的预期是需求不会减少，但是这个预期明显偏离实际。现在给定供给减少的情况下库存依然在积累，那么一旦供给开始恢复就会导致供给大幅度超需求。

金融属性影响方面，主要看美元后市的预计走势。美国由于无限量宽松政策就是可以说已经不遗余力的释放美元进入市场导致美元短期内明显泛滥成灾。美元价格开始下行。市场看到了这种美元贬值的趋势，短期内大量的美元流入了美国股市，导致股市走出了资金市行情，美股在疫情人

数不断创新高的过程中跟着创了指数新高。所以放水产生的大量美元基本上都在股市里面空转，没有流入到实体经济。在这种情况下其实并不能引起美国国内的通胀，甚至资金都不会流出证券市场，证券市场就像是海绵一样吸收了过度的资金，没有造成美元的全球性泛滥。但是这种空转确实加剧了美国的贫富差距，最终导致拥有信息优势和技术优势的美国富人阶层更加富裕。但是总的说来这并不是引起美元贬值的主要因素，因为泛滥的美元已经被证券市场吸收。那么中长期来看主导美元价值的因素还是美国经济基本面情况，最新的销售数据显示美国出现了一定程度的报复性消费。居民的消费能力在疫情期间没有大量减弱。不过大量的企业倒闭已经是不争的事实，这种民营经济一旦破产就很难东山再起，势必造成未来失业人数高于之前的情况持续相当一段时间。