---2020/05/28

杜少伦

中国从两会过后,政策面完全转向了政治斗争经济上基本放弃了进去的策略,同时提出了"六保"基本思路。对香港的问题上随之开始强硬,美国基本上宣布了取消香港独立自主的条件,人民币应声倒地目前已经走出了新低。这和我们之前的文章《衰退型顺差下人民币利率和资产价格走势》判断一致,下半年人民币势必进行大规模贬值。主要原因是政治的不确定性叠加了经济预期走弱,国内成本不断上升摧毁了最后的出口潜能。从我们之前的CPI-PPI 理论来看,大概贬值的目标是8左右。但是如果叠加了政治不确定性,那么很有可能贬值幅度更大。这里我们不对政治做过多评价,贬值目标依然设定在7.5-8之间。主要原因是通过贬值来平衡日益上涨的生产升本。下半年的交易主题逻辑将会围绕着人民币贬值和进出口进一步萎缩展开,至于政治和动乱大概率不会很快发酵,中美冷战势必要持续一段时间,这里我们将要从贬值的假设出发来回顾历史中人民币贬值同时伴随其他货币的运动时商品市场会有怎样的趋势出现。

基本假设如下:人民币会在下半年持续贬值同时进出口贸易会持续萎缩。那么主要依赖进口的品种会因为本币贬值和供给减少涨价,主要依赖出口的产品会因为出口萎缩降价但是本币贬值会在一定程度上刺激外部需求又有一定的涨价因素所以整体上维持震荡为主。这里我们将商品总体分为四个类别:有色(铜、铝、锌、铅)、黑色(铁矿、螺纹、焦煤、动力煤)、能化(PTA、沥青、橡胶、甲醇)、农产(大豆、棕榈、棉花、白糖)。

首先看外汇的主要趋势:



图一、人民币和美元指数

基本上从 2014 年后半年开始人民币进入贬值通道同时美元开始走强,直到 2017 年初两者同时筑头,随后大幅回调直到 2018 年第二季度开始止跌并再次走强。从趋势角度来看形成了一轮完整的涨跌涨的趋势,大方向上来看美元处在长周期升值通道同时人民币处在长周期贬值通道。下面我们对比看看同一时间段内盘商品分版块的表现如何:



图二、商品板块趋势图

从人民币确立贬值开始 2015-2017 年之间商品整体处在下跌后暴力反弹的走势,其中下跌最深的是能化和黑色系,从 2016 年之后商品市场大反弹也是黑色系反弹最明显,但是这其中的变化并不来自外汇主导的交易逻辑而是供给侧改革。这里的反弹幅度外汇贬值有一定的作用但是绝对不是最主要的作用。下面供给侧改革落幕之后市场上没有明显的估值驱动因素,外汇的变动开始起到越来越重的作用。从 2017 年初到 2018 年中的人民币升值伴随美元大幅走弱的趋势在对应到内盘的板块走势来看商品纷纷筑头,这里黑色系和能化分别走出了最高点,农产品对应人民币升值的反应最为强力率先下跌并且再没有回到高点。最后从 2018 年之后进入了美元长期升值区间,我们看到有色金属在这个区间明显开始走弱,头部出现之后一路下跌不喘气。同时农产品在人民币贬值区间开始筑底回升。黑色系主要是宽幅震荡为主,没有明显趋势。同时能化品种由于原油影响也开始了明显的下跌。人民币走势在能化的下跌方面没有明显的作用,能化品种主要还是跟随原油运行为主。

从上面简单的复盘可以看到受到汇率影响最主要的两个板块是有色和农产。主要是人民币贬值利多农产品,同时美元升值利空有色金属。现在的情况看来人民币有望持续贬值到7.5-8 附近,那么对于严重依赖进口同时内需基本没有弹性的农产品是有极大地价格支撑的。同时这样的价格上涨会很快传导至 CPI 导致进一步的 CPI-PPI 剪刀差扩大,反过来这种剪刀差的扩大会加重人民币贬值需求和预期,形成一个小的负循环。同一时期人民币的贬值并不一定会引起美元的升值,但是会给美元价格一定的支撑,人民币贬值如果引起了和中国主要的贸易伙伴货币贬值那么会直接导致美元被动升值,比如中国的主要进口国国币因为中国进口减少导致收入减少货币贬值,这会引起美元的被动升值。美元的被动升值会导致有色金属趋势进一步走弱。按照如上的沙盘推演来看:农产品开始上涨和有色金属大概率下跌将会是下半年的主旋律。

下面我们在细分品种来看哪些品种上涨可能性最大,这里我们主要考虑如下的交易逻辑: 人民币贬值会带来出口的增量,但是由于当下的政治不稳定性和疫情的封闭行为会给全球进出口带来一定的减少所以总体来看出口会有一定的反弹但是幅度有限,同时中国的必须进口商品会因为人民币贬值被动上涨,而这一部分商品的弹性几乎为零所以价格上涨直接

会传到进内地。总的来看人民币贬值利多进口依赖品种,对出口依赖品种起到的支撑并不 足以形成大幅上涨趋势。

首先看进口依赖品种:中国主要的进口品种有原油,铁矿,铜,大豆,化工原材料(当然主要还是各种高科技产品但是他们不再交易范围)。这些进口品种原油,大豆的消费需求基本不会有明显的减少属于刚需,铜,铁矿和化工原材料的需求随着经济下行会有所减少但是半年之内不会有明显的变动。

再看主要依赖出口的品种: 纺织品 (棉花和 PTA), 塑料制品出口。出口方面受到经济下行和封闭影响虽然人民币贬值会有很大程度的支撑但是很难出现大幅上行趋势。

从商品的分析来看下半年主要的机会在农产品涨价,基础化工板块反弹,有色金属承压下行,黑色系看新的政策扶植力度决定。下面分别看看农产品对人民走势,化工品对人民币走势,有色金属对美元走势和黑色系对澳元走势对比。



图三、农产品对人民币走势

可以看到人民币整体上对农产品有明显的正相关关系,人民币贬值有利于农产品价格的上涨,其中白糖,大豆反弹最为明显,棉花的走势不太跟随人民币价格的变动。

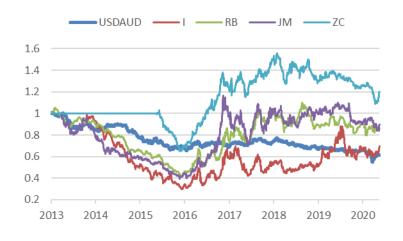


图四、化工品和人民币走势

人民币走势整体上来说不是左右化工品运行的主要逻辑,在人民币确立大幅贬值之后也不会引起化工品价格的支撑,整体上化工品依然按照原油价格走势定价逻辑不变,下半年预计疫情结束之后发达国家的原油需求会恢复原油价格会开始反弹,化工品整体看反弹走势为主。



从上图看到,美元的上涨对有色金属整体产生一定的压力,其中最明显的是铜、铝和铅的走势。镍在最近几年往往走出独立行情。后半年随着人民币贬值,或许牵动和中国密切的资源供给国的货币贬值,之后美元就会在放水之下被动升值,导致有色金属承压,其中反映最明显的大概是铜为主。



从 2018 年开始澳元确定了空头趋势之后,内盘的黑色系已经提早完成筑头,他们之间的 关系其实是中国主要的需求国确定需求放缓之后,澳大利亚作为主要的资源出口国货币开 始受到经济下行影响贬值。现在来看澳元还在持续的空头趋势,内盘黑色系趋势已经进入 空头,现在就看政策面是不是加大扶植力度了。

图六、澳元兑黑色系走势