

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

海外数据显示见顶预期，国内商品需求待确认

——大宗商品宏观&中观周度观察20220123

大宗商品策略研究团队

研究员

曾宁

从业资格号：F3032296

投资咨询号：Z0012676

zengning@citicsf.com

郑非凡

从业资格号：F03088415

投资咨询号：Z0016667

zhengfeifan@citicsf.com

朱子悦

从业资格号 F03090679

投资咨询号 Z0016871

zhuziyue@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

- **海外方面，本周公布美国房地产销售数据，预计将抑制美国经济需求和通胀持续，1月议息会议或不如想象中“鹰派”。**本周公布美国12月成屋销售下降，抑制未来商品需求和美国经济。美国12月成屋销售环比-4.43%（前值2.21%），环比为去年二月以来最大降幅，其领先房地产价格和房屋新开工，同时领先美国消费需求，因此预计对美国经济需求产生抑制。观察高频指标，美国房贷利率持续上升，粗钢产量同比下降，均显示美国房地产周期率先见顶，并将对商品价格产生抑制，预期未来美国通胀确实或将回落。
- **1月26日为美联储1月议息会议，我们认为其较大概率将对通胀表达严厉措辞，然而对加息和缩表时间表达模糊。**主要依据是鲍威尔在国会听证会的表述：（1）未来将处于长期低利率状态；（2）低利率对于部分就业恢复较有好处；（3）判断通胀问题可能在年中解决，到时如果出现问题才会选择再加息。（4）不会再让市场掌握政策时机点（此为未来货币政策重大变化）。综上，我们认为此会议或仅会对3月加息确认，其他不会做太多表态，对工业商品价格影响或有限，对贵金属价格形成利好。
- **从国内宏观驱动来看，货币趋松支撑稳增长预期，后续观察宽信用力度，商品需求的回升有待现实验证。**中央经济工作会议定调“稳增长”后，政策暖风频吹，但12月经济及金融数据显示“稳增长”仍有较大压力，地产投资呈现“失速”下行，因此近期货币政策开始加大力度，1月17日央行进行降息，1月18日央行在新闻发布会上释放货币进一步宽松的预期，1月20日5年期LPR下调，货币政策组合拳继续提振“稳增长”预期，“宽货币”后需重点关注“宽信用”的力度。总体来看，实际上至21年11月以来，在“稳增长”定调后，需求回升的预期已经在不断的price in，由于1-2月宏观数据仅有PMI和金融数据公布，经济数据进入“真空期”，因此宏观预期（稳增长）仍将支撑大宗商品的需求预期，在近期“降息”落地后，未来市场交易重心将更多转向商品现实需求的回升强度。

第一部分 大宗商品海外宏观分析

整体趋势 美欧**12月PMI**下行，全球经济需求预计见顶回落

美国经济 **12月成屋销售**下降，预计抑制未来总需求

下周关注 下周美联储**1月**议息会议，预期非想象中“鹰”派

欧洲经济 欧洲央行再度宣称维持宽松，利好美元指数

疫情跟踪 美国疫情大幅恶化，全球单日新增超**300万**

一、海外经济总括：美欧12月PMI下行，全球经济需求预计见顶回落

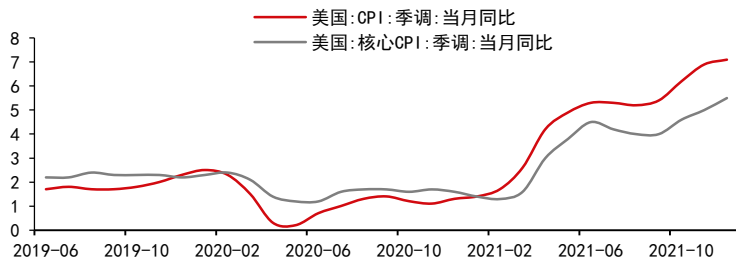
- 全球经济面临下行隐忧。在病毒与供应链问题的持续影响下，发达国家制造业PMI12月继续回落。美国12月PMI从58.3继续回落至57.8，欧元区12月PMI从58.4回落至58.0。奥密克戎病毒与供应链冲击导致的通胀持续对海外经济需求产生压力。尽管近期美国供应链问题得到改善，但在海外疫情再度恶化的背景下，预计通胀半年内将持续，这将不以美联储的货币政策为转移。

制造业PMI	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12
全球	53.80	53.60	53.90	55.00	55.90	56.00	55.50	55.40	54.10	54.10	54.30	54.20	54.20
美国	57.10	59.20	58.60	59.10	60.50	62.10	62.10	63.40	61.10	60.70	58.40	58.30	57.70
欧元区	55.20	54.80	57.90	62.50	62.90	63.10	63.40	62.80	61.40	58.60	58.30	58.40	58.00
德国	58.30	57.10	60.70	66.60	66.20	64.40	65.10	65.90	62.60	58.40	57.80	57.40	57.40
法国	51.10	51.60	56.10	59.30	58.90	59.40	59.00	58.00	57.50	55.00	53.60	55.90	55.60
意大利	52.80	55.10	56.90	59.80	60.70	62.30	62.20	60.30	60.90	59.70	61.10	62.80	62.00
英国	57.50	54.10	55.10	58.90	60.90	65.60	63.90	60.40	60.30	57.10	57.80	58.10	57.90
澳大利亚	55.30	55.30	58.80	59.90	61.70	51.50	63.20	60.80	51.60	51.20	50.40	54.80	0.00
日本	50.00	49.80	51.40	52.70	53.60	53.00	52.40	53.00	52.70	51.50	53.20	54.50	54.30
中国	51.90	51.30	50.60	51.90	51.10	51.00	50.90	50.40	50.10	49.60	49.20	50.10	50.30
印度	56.40	57.70	57.50	55.40	55.50	50.80	48.10	55.30	52.30	53.70	55.90	57.60	55.50
巴西	61.50	56.50	58.40	52.80	52.30	53.70	56.40	56.70	53.60	54.40	51.70	49.80	49.80
俄罗斯	49.70	50.90	51.50	51.10	50.40	51.90	49.20	47.50	46.50	49.80	51.60	51.70	51.60
南非	50.20	50.80	50.20	50.30	53.70	53.20	51.00	46.10	49.90	50.70	48.60	51.70	48.40
越南	51.70	51.30	51.60	53.60	54.70	53.10	44.10	45.10	40.20	40.20	52.10	52.20	52.50

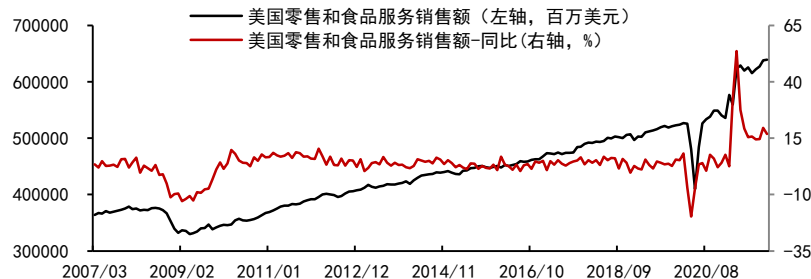
一、美国经济总览：12月通胀再爆表，长期通胀或抑制总需求

- **美国12月通胀指标再度爆表，复苏动力承压。**美国12月CPI同比录得7.1%（前值6.9%），创近29年来新高。拆解美联储CPI原因可以发现，最大贡献来自于能源和交通运输。当前看，美国通胀问题并非简单货币问题。如果供应端问题无法得到缓解，预期美国通胀问题将持续。
- **12月美国零售和食品服务销售回落，需求开始见顶。**美国12月零售和食品服务销售同比录得16.94（前值19.63%），环比-1.91%（前值0.15%），开始见顶回落。考虑到供应链问题和近期原油价格高位，在美国纾困补贴终止、疫情导致部分就业无法恢复的背景下，美国经济复苏动力不足，需求预计见顶回落，需求端利空商品价格。

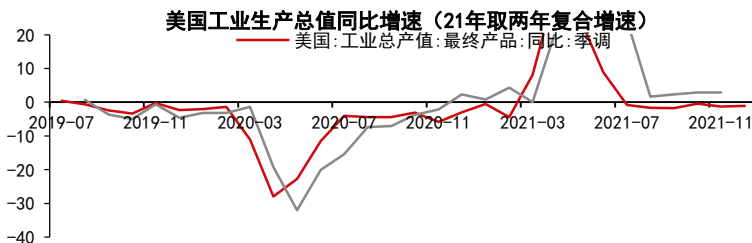
12月美国CPI再创新高，分项能源与交通仍为主因



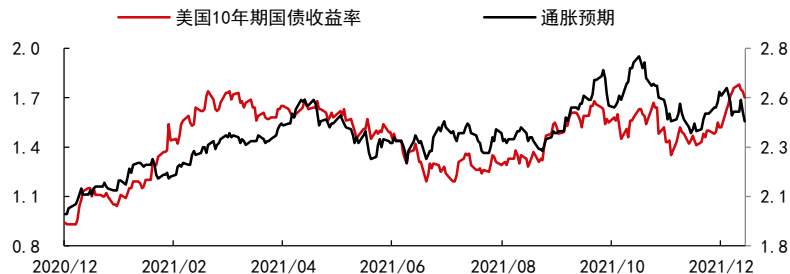
12月美国零售和食品服务销售环比和同比均下降



美国12月工业总产值同比回落（21年取两年复合增速）



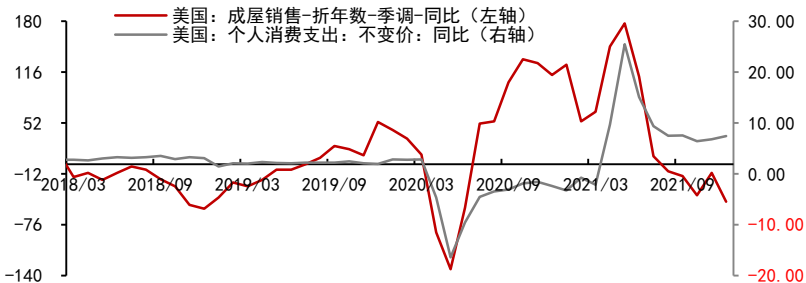
本周末通胀预期下跌至2.33%（前值2.43%）



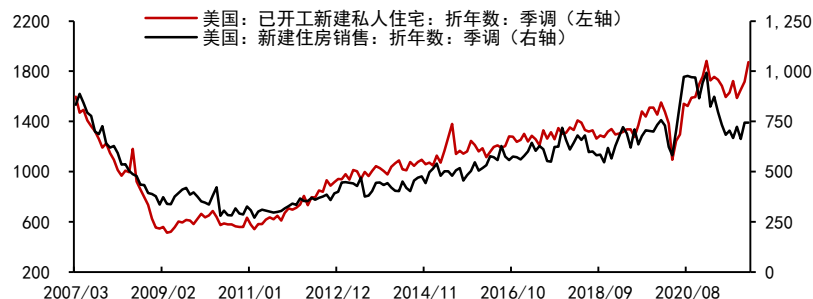
一、美国地产周期：12月成屋销售下降，预计抑制未来消费需求

- 本周公布美国12月成屋销售下降，抑制未来商品需求和美国经济。美国12月成屋销售同比录得-47%（前值-11%），环比-4.43%（前值2.21%），环比为去年二月以来最大降幅，通常其领先房地产价格和房屋新开工，同时领先美国消费需求。因此，对美国消费需求产生抑制。
- 美国房贷利率持续上升，粗钢产量同比下降，预期房地产对美国经济拉动趋降，将抑制通胀。观察高频指标，美国房贷利率持续上升，粗钢产量同比下降，均显示美国房地产周期率先见顶，并将对商品价格产生抑制，因此预期未来美国通胀确实或因此回落。

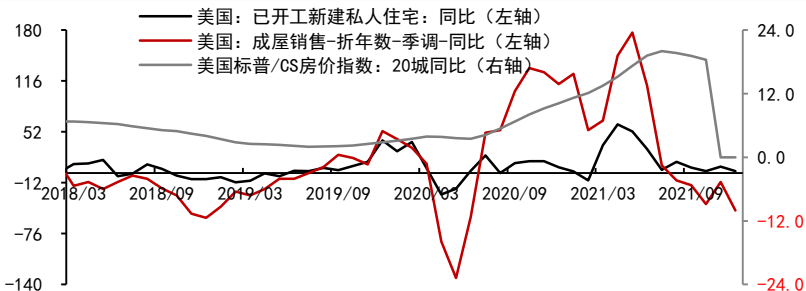
美国成屋销售领先个人消费支出，12月成屋销售再降



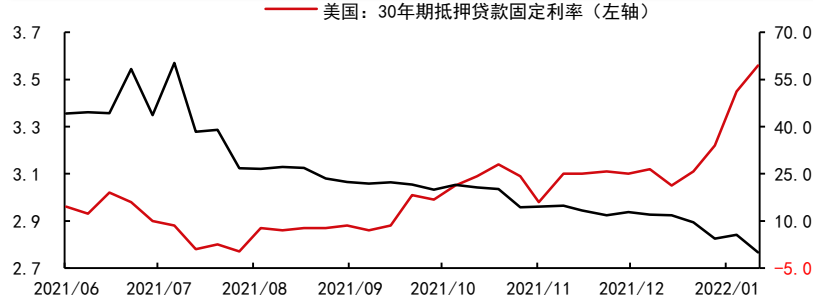
美国已开工新建私人住宅与住房销售出现背离



成屋销售领先美国房屋建设、房价，通胀有回落预期



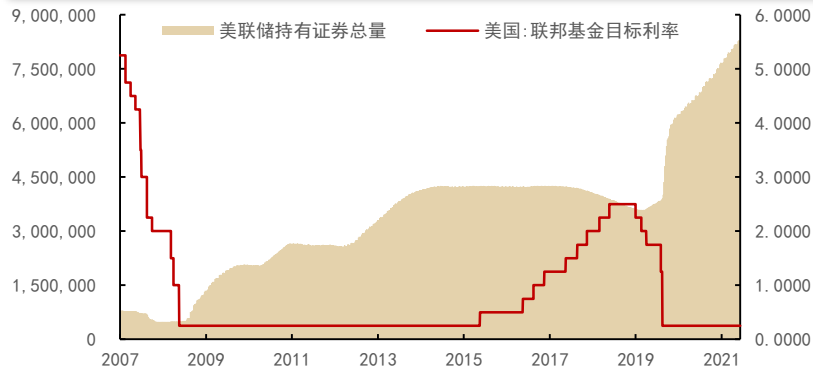
高频指标：房贷利率和粗钢产量都显示房屋建设趋降



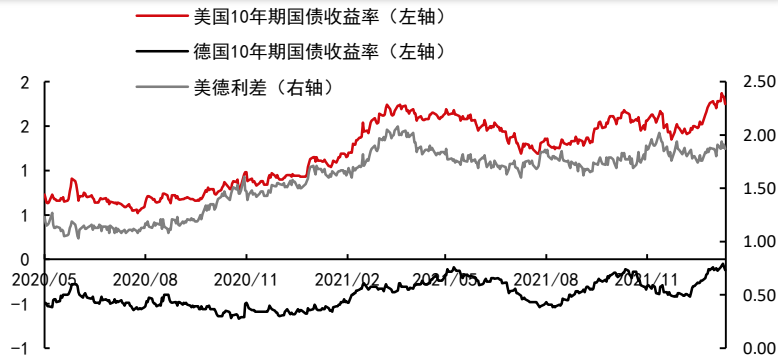
美国1月议息会议预测：美债利率面临上限约束，会议表达或不明晰

- 1月26日为美联储1月议息会议，我们认为其较大概率将对通胀表达严厉措辞，然而对加息和缩表时间表达模糊。主要依据是鲍威尔在国会听证会的表述：（1）未来将处于长期低利率状态；（2）低利率对于部分就业恢复较有好处；（3）判断通胀问题可能在年中解决，到时如果出现问题才会选择再加息。（4）不会再让市场掌握政策时机点（此为未来货币政策重大变化）。
- 综上，我们认为此会议或仅会对3月加息确认，其他不会做太多表态。而根据相机决策理论，美国对通胀短期仍将容忍，供应链无法解决前，需求预期将回落，而货币端或将对商品价格短期支撑。

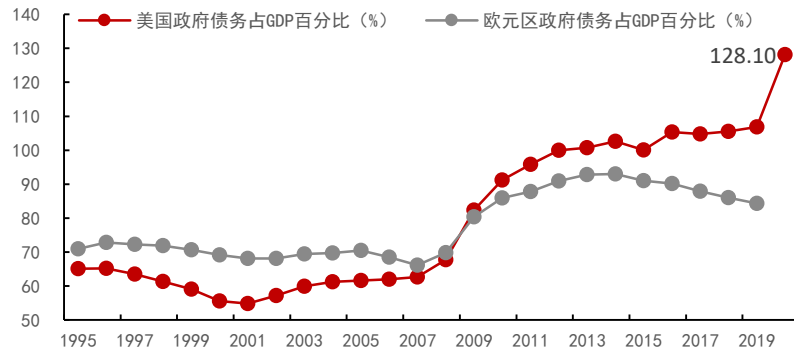
美联储资产负债表高位，限制加息节奏



周五美债10年利率冲高后回落至1.78%，2%是临界点



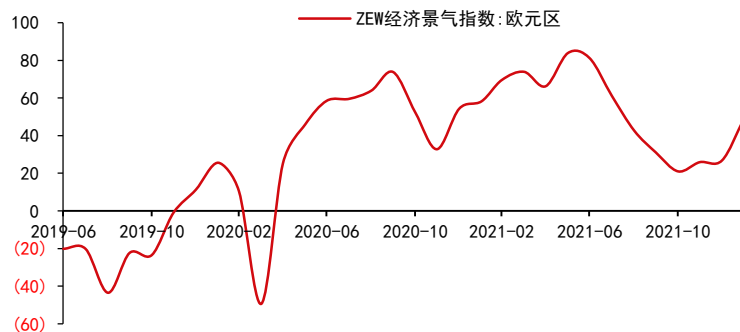
美国政府债务占GDP比值过高，缩表速度受限



一、欧洲经济：欧洲央行再度宣称维持宽松，利好美元指数

- 欧元区通胀高位，欧洲央行拖延收紧货币，利好美元指数。12月欧元区HICP同比录得5%，再次创疫情以来新高，远高于欧央行2%目标，然而欧央行总裁拉加德本周拒绝了欧洲央行加快收紧货币以应对通胀记录的请求，称“完全有理由不像美联储一样迅速的采取行动”。
- 1月欧元区经济景气指数重新上升。录得49.4（前值26.80）。如果欧元区在年中实现群体免疫，或将使得其改变加息预期。

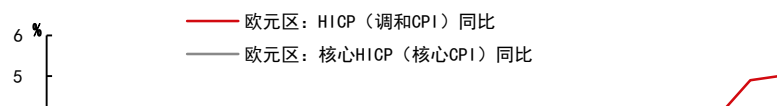
1月欧元区经济景气指数重新上升



欧元区制造业PMI连续12月继续回落



12月欧元区通胀再次到达5%，市场压力加大



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_36492

