

内外经济节奏分化下的商品配置策略展望

➤ 后续内外经济节奏分化越发显著：国内结构性“类滞胀”VS 欧美复苏大势延续

国内经济现状及下半年展望：在央行货币政策逐步回归正常化背景下，一季度国内实体经济债务周期已见顶下行，而二季度国内补库周期也已近于尾声，我们判断，二季度国内经济已基本确认见顶。我们选取工业周期经济的两大月度核心指标“PMI”和“克强指数”，与PPI进行拟合后发现，二者均指向当前宏观情境处于工业品结构性“类滞胀”阶段。我们对历史上处于经济增速下滑且物价处于高位的时间区间进行统计，2008年4月-8月、2011年3月-8月、2015年9月-2016年1月以及2018年4月-2018年9月均处于上述宏观情境。2021年3月至今，为第五轮类滞胀阶段，我们研究发现，以往四轮类滞胀持续时间为5-6个月，按此推导，本轮类滞胀或将延续至7-8月份。在此之后，若无强有力的逆周期财政刺激托底以及货币政策再宽松，宏观情境或将滑入小幅度的衰退区间（经济继续下行、同时PPI回落明显），具体情境需要后续再跟踪研判。

海外经济现状及下半年展望：我们认为，欧美货币政策的利好驱动至少还能延续到四季度，以当前扩表速度结合政策估测，到年底美、欧央行还将分别扩表0.8万亿美元，至少到四季度末才有可能看到央行购债速度实质性放缓。财政政策仍有较大想象空间，美国两党正激烈博弈1.7万亿美元基建计划，目前看仍有希望在10月份之后获批；而欧盟7500亿欧元复苏基金推进速度较为艰难，转化为实际需求要到四季度左右。此外，我们认为，主流疫苗有效且接种提速、居民收入补贴持续投入消费领域、美国补库周期上行趋势延续至四季度、美国产业链供需缺口仍然较大等因素将继续支撑美国经济进一步复苏。节奏上，三季度美国经济复苏趋势延续，四季度或触顶。

➤ 国内结构性“类滞胀”时段下的商品表现分化严重，黄金、能源较为坚挺

我们对历史上四轮结构性“类滞胀”时段下的商品板块表现进行了测算，结果显示分化严重，其中，贵金属、能源板块表现相对坚挺，其他板块下跌为主。我们认为，此时段（今年7或8月份结束）商品各品种的宏观定价相对混沌、基本面定价权重开始上升，建议淡化单边趋势型交易策略，更加重视品种间的对冲配置型策略。

➤ 受国内投资项下行拖累，内需型商品（黑色建材、传统有色、煤炭）需求回落将延续至7或8月份，后续重点关注基建发力再托底和房地产新开工再改善的时间点。值得注意的是，“碳中和”下钢铁行业去产能政策预期无法证伪，且6月地方政府专项债投放量明显增大，逆周期托底或已再度开启，因此三季度单边做空内需存在一定风险

➤ 受欧美经济复苏提振，外需型商品（原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属）需求改善和韧性将延续到四季度

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

原油基本面有望进一步好转，带动原油成本支撑链条化工品（燃料油、沥青等）延续上涨趋势。OPEC 谨慎限产且去化积累过剩库存的政策不会快速退出；美国页岩油钻井数恢复缓慢；伊核协议仍有可能继续推迟；欧美交通需求恢复迅猛，或将覆盖伊朗石油重返市场带来的冲击。

海外需求复苏、环保和基建政策预期将对新能源金属形成较强支撑。近两年全球主要经济体相继公布和强化了“碳中和”计划，承诺在 2030 年实现碳排放减半，2050-2060 年实现“零排放”，与此同时，各国纷纷制定了新能源汽车、光伏、风电等新能源行业的发展规划和激励政策，这将有力支撑新能源和轻量化金属（铜、铝、镍等）的需求。

➤ **下半年商品策略展望：**

三季度商品整体中性震荡，四季度商品整体谨慎偏空；

外需型商品（原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属） > 内需型商品（黑色建材、传统有色、煤炭）；

品种强弱：原油、燃料油、沥青、黄金 > 铜、铝、镍 > 其他品种。

➤ **风险点：**美欧超预期收紧货币及财政政策；新冠病毒变异和扩散再度扰动海外复苏；国内货币再宽松超预期；地方政府专项债超预期放量投放；国内松绑地产调控政策等。

国内经济已陷入结构性“类滞胀”

什么是“滞胀”经济环境

“滞胀”全称为停滞性通货膨胀，在宏观经济学中，特指经济停滞与高通货膨胀并存的情境，该时段下往往伴随企业产能利用不足、居民部分失业、物价偏高的经济现象。简单的说就是指物价上升，但经济停滞不前，它是通货膨胀长期发展的结果。

我们以 20 世纪 70 年代的美国“滞胀”为例，来初步了解它的危害。

从外部原因来看，首先是 1973 年 10 月第四次中东战争爆发，引发了石油危机，油价猛然上涨了两倍，这次危机持续了三年，对美国经济造成了严重的冲击。其次是在 1978 年底，受两伊战争影响，全球石油产量受到影响，从每天 580 万桶骤降到 100 万桶以下。随着产量的剧减，油价在 1979 年开始暴涨，从每桶 13 美元猛增至 1980 年的 34 美元。这两次石油危机直接引发了 1973 和 1979 年的美国经济危机。

从内部原因来看，美国的生产要素提升迟缓，在经历了二十年的科技高潮后，到 70 年代初，第三次科技革命的推动力已经明显削弱。另外由于日本制造的全面崛起，美国在世界市场上的出口贸易额持续下降，这导致美国实体经济停滞不前、生产力水平下降。而随着美国国内工资福利水平不断提高，且超过了劳动生产率的增长，最终引发了严重的通货膨胀，通货膨胀率一度上升到了两位数。在本轮“滞胀”中，美国长期推行的宏观经济调控政策失灵。

长时间的“滞胀”对美国股市形成了重大打击，此阶段下美股经历六次调整，超过一半时间处于熊市之中。

当前国内或陷入短暂的结构性“类滞胀”，工业周期领域尤为显著

20 世纪 90 年代以来，我国经济蓬勃发展，GDP 始终维持中高速增长水平，我国从未出现真正意义的长期“滞胀”情境。因此为了便于研究，我们将经济见顶小幅下行且通胀上行的时段定义为“类滞胀”时期。

首先我们先筛选合理的通胀指标，国内常用的通胀指标主要有 GDP 平减指数、CPI、核心 CPI 和 PPI 四大指标。

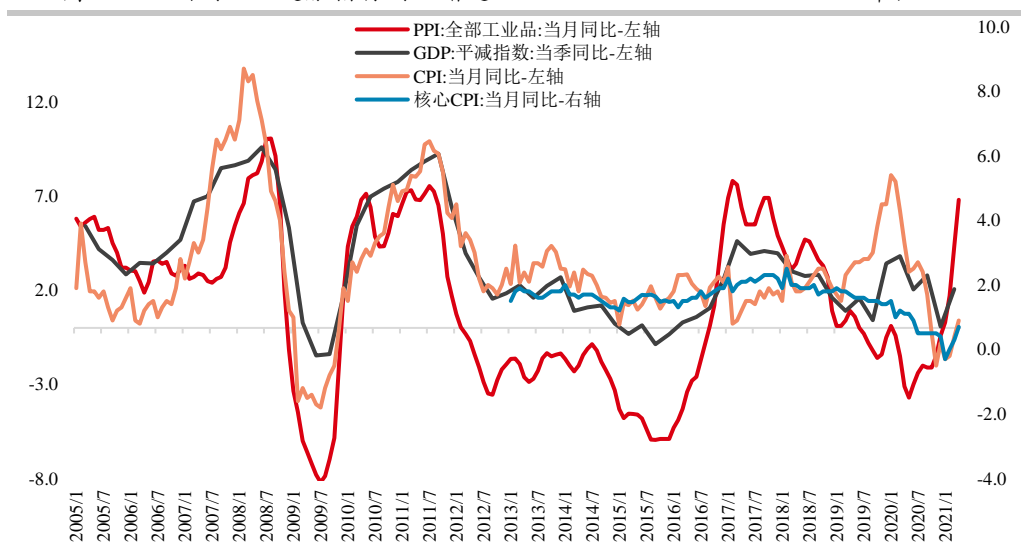
GDP 平减指数，是指没有扣除物价变动的 GDP 增长率与剔除物价变动的 GDP 增长率之差。它的计算基础十分广泛，涉及全部商品和服务，除消费外还包括生产资料和资本、进出口商品和劳务等。也就是说，GDP 平减指数可以反映全国宏观整体的通胀率水平。但是遗憾的是，它是一个季度指标，不利于我们按月度精准分析研究，因此暂时放弃。

CPI 全称居民消费价格指数，反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品和服务项目价格变动趋势和程度的相对数，是对城市居民消费价格指数和农村居民消费价格指数进行综

合汇总计算的结果。通过该指数可以观察和分析消费品的零售价格和服务项目价格变动对城乡居民实际生活费支出的影响程度。而核心 CPI 是指将受气候和季节因素影响较大的产品价格剔除之后的居民消费物价指数，一般认为是剔除了食品和石油价格影响的 CPI 指数。我们分析发现，2012 年以来，无论是 CPI 还是核心 CPI，大部分时间波动率较为平稳，这和居民消费持续相对平稳有关，其中，2019-2020 年 CPI 异常走高也主要是受到非洲猪瘟引发猪价上涨的影响。因此，我们放弃使用 CPI 和核心 CPI 这两个月度通胀指标。

PPI 全称工业生产者出厂价格指数，反映一定时期内全部工业产品第一次出售时的出厂价格总水平的变动趋势和变动幅度的相对数。2005 年以来，PPI 一直具有显著的周期性，波动率较高，由于我国经济结构以工业周期经济为支柱，因此，我们选取 PPI 这个月度通胀指标进行分析。

图 1: 国内四大通胀指标同比增速 单位: %

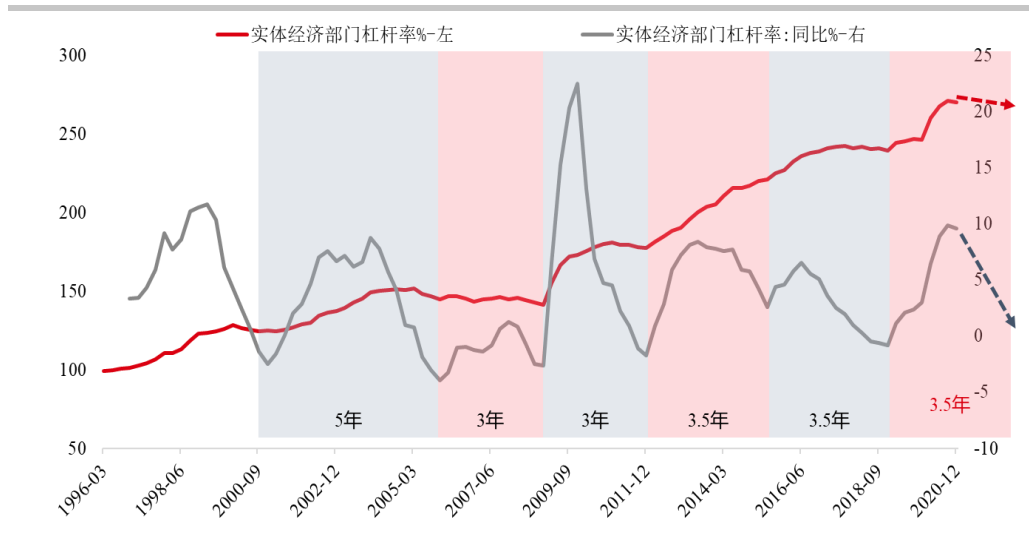


数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内经济二季度已确认见顶，但工业品通胀仍将保持高位运行

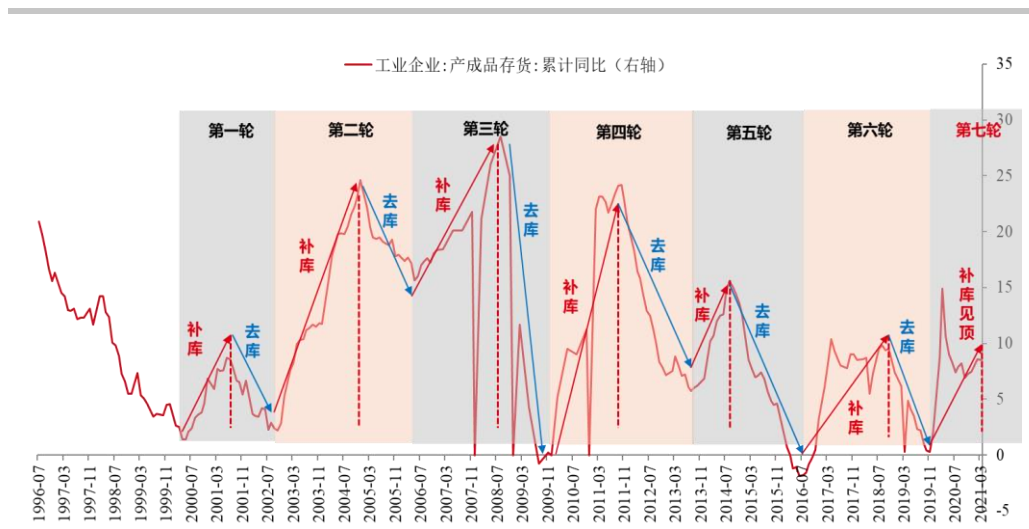
在央行货币政策逐步回归正常化背景下，一季度国内实体经济债务周期已见顶下行，而二季度国内补库周期也已近于尾声，我们判断，二季度国内经济已基本确认见顶。

图 2: 国内实体经济债务周期见顶回落 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 第七轮补库周期已近于尾声 单位: %

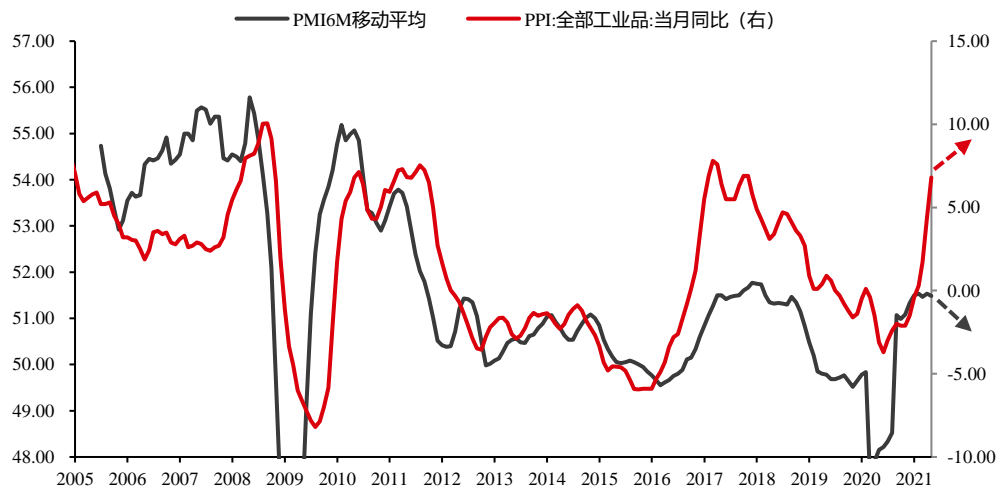


数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们选取工业周期经济的两大月度核心指标“PMI”和“克强指数”，与PPI进行拟合后发现，二者均指向当前宏观情境处于结构性“类滞胀”阶段。此外，我们从反映全国物流景气度的重卡牵引车以及反映全国上游采矿和下游建设的挖掘机销量增速在4月份双双转负，也进一步印证周期经济已经见顶回落。

图 4: PMI 6 个月移动均值 VS PPI 同比增速

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

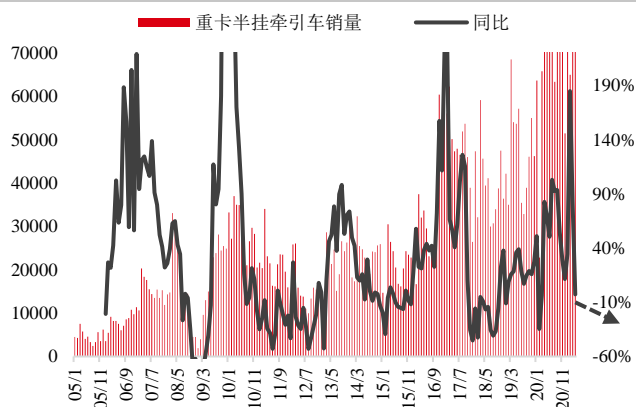
图 5: 克强指数 VS PPI 同比增速

单位: %



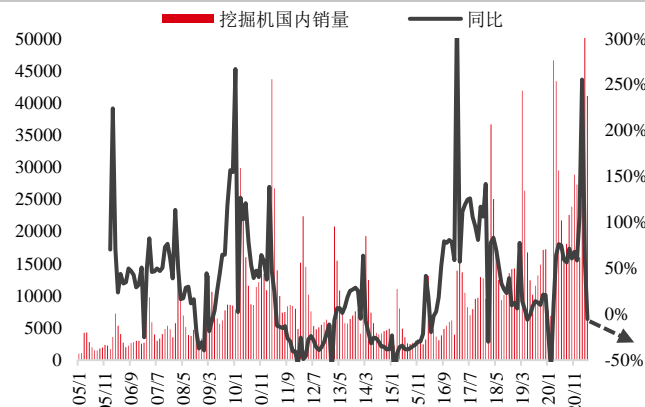
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 4 月重卡牵引车销量增速转负 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 4 月挖掘机销量增速转负 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

全球政策和经济仍有进一步好转的空间

全球主要经济体的宽松政策仍有空间

2021 年 5 月中旬以来，全球商品价格出现了不同程度的调整，本文希望通过分析后续影响因素的变化来为后续商品节奏提供判断依据。

目前全球央行购债速度并未明显放缓，货币政策层面的利好驱动至少还能延续到今年四季度。本轮商品行情较大部分是来自于其疫情后全球央行大水漫灌所推升的，我们认为本轮全球央行扩表至少要到四季度才会看到拐点的信号，出现实质缩表甚至还要看到明年 6 月。首先，目前仅有欧洲央行 PEPP 明确规划到 2022 年 3 月，而美联储和日本央行尚未公布明确的扩表路径，以当前扩表速度结合政策估测，到今年年底美、欧、日央行还将分别扩表 0.8 万亿、0.8 万亿和 1.1 万亿美元。需要解释的是，图 2 中日本央行今年以来负债表规模下降主要是受今年美元兑日元升值 5.5% 影响，实际上日本央行今年仍扩表约 19 万亿日元。

其次，我们判断至少到今年四季度末才有可能看到央行购债速度实质性放缓，美联储会议上出现紧缩的信号，至少到明年 6 月才有望出现资产负债表实际性收紧：美联储 4 月会议纪要显示，“一些与会者建议，在未来即将举行的议息会议上开始讨论调整资产购买步伐的计划可能是合适的”并且“首次削减购债规模后三个季度开启紧缩政策”，并且参考历史来看，2013 年 5 月 22 日当时的美联储主席伯南克首次提到削减 QE3，而实际削减在同年 12 月 18 日开始，美联储提前近 7 个月向市场释放紧缩信号。而欧洲央行由于明确 PEPP 将延续至 2022 年 3 月，尽管有提到额度不需要完全用尽，但也至少到今年 12 月会议上才可能会讨论退出的时间表。

财政政策更是仍有较大想象空间。首先是拜登 1.7 万亿的基建计划，折合也有年均 1.1 万亿人民币的刺激规模，力度上并不弱于国内 2008 年 11 月到 2010 年底的“四万亿”计划。另

外，欧盟 7500 亿欧元复苏基金推进速度较为艰难，直到今年 4 月 22 日，欧委会才声明葡萄牙是首个提交复苏计划的成员国，目前仅有 10 多个成员国提交了使用复苏基金的计划。欧盟还明确要求“复苏基金至少 37% 的开支用于支持气候目标的投资与改革，20% 的开支用于数字转型。”上述的积极财政政策下，新能源汽车，光伏、风电等电力生产和供应行业，交通运输等基建行业以及房地产需求均将持续受益。

时间上我们认为财政转化为实际需求要到今年 10 月左右。目前拜登政府的 1.7 万亿基建计划仍未获得共和党内部的支持，并且考虑到需要“预算协调法案”，美国的积极财政政策至少要等到今年 10 月后的新财年才有望通过。而欧洲各国的复苏计划，根据“欧洲动态”网站透露，欧委会审核耗时 2 个月，欧洲理事会审批也需要 1 个月，那也至少要到今年 9 月才会看到刺激计划陆续实施。

表1: 主要经济体货币和财政政策一览

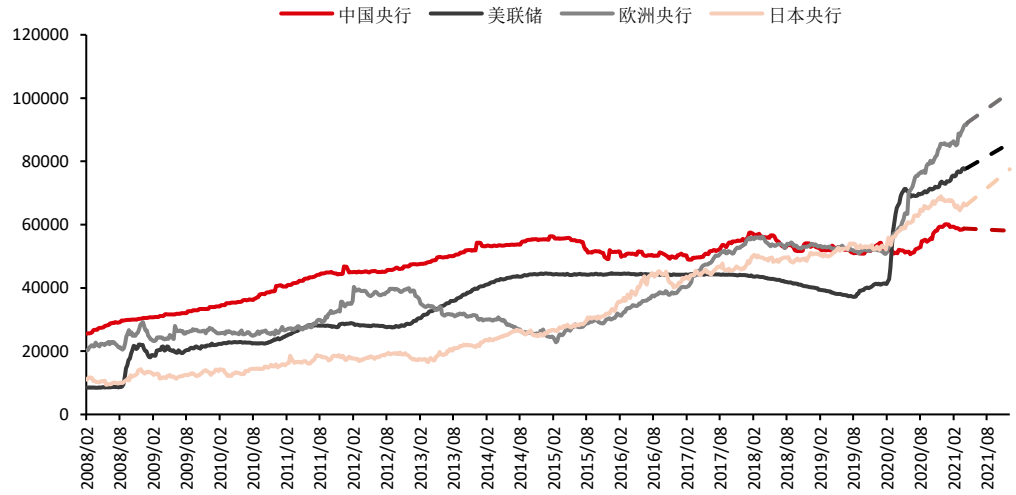
单位: %

	关键词			
货币政策	关键词	1200 亿美元/月购债	1、总量为 1.85 万亿欧元的 PEPP 至少延续到 2022 年 3 月 2、TLTRO III 延续 3、200 亿欧元/月购债	1、扩大国债利率目标范围 2、删除 6 万亿日元年度 ETF 购买目标
	具体内容	4 月会议纪要: 1、调查显示联储将在首次削减购债规模后三个季度开启紧缩政策;许多与会者强调,将向市场做好有关 Taper 的提前沟通; 2、一些与会者建议,如果经济持续复苏,在未来即将举行的议息会议上开始讨论调整资产购买步伐的计划可能是合适的。	4 月议息会议: 1、二季度加快购债速度; 2、通胀仍然低迷,欧元区 4 月 HICP 同比增长 1.6%,拉加德表示经济增长的中期风险更加均衡,短期下行风险仍存; 3、讨论退出 PEPP 为时尚早	4 月议息会议: 1、每年按需购买 ETF 和 J-REIT, 上限为 12 万亿日元; 2、每年按需购买企业债和商业票据, 上限为 20 万亿日元; 3、收益率曲线控制政策,通过无限制购买国债将 10Y 国债利率维持在正负 0.25% 范围内
财政政策	关键词	1、为期 10 年的 2.35 万亿基建计划 (近期将为 1.7 万亿 但未公布详情) 2、加税计划	7500 亿欧元的欧洲复苏计划	疫情以来公布三轮共 307.8 万亿支出计划 (额外财政预算+财政支出计划)
	具体内容	2.35 万亿基建计划: 1、交通运输系统 6710 亿; 2、水电网络建设 3110 亿; 3、住房和配套措施 3780 亿; 4、振兴制造业 5800 亿; 加税计划: 1、企业所得税税率从 21% 提高至 28% 2、提高最高档个人所得税 (37% 至 39.6%) 3、资本利得税 (100 万美元收入以上人群, 20% 到 39.6%)	各国获得 3125 亿欧元拨款和 3600 亿欧元贷款: 至少 37% 的开支用于支持气候目标的投资; 20% 的开支用于数字转型。 分国家来看: 德国: 1300 亿欧元用于减税、对企业和居民补贴 法国: 1000 亿欧元的投资计划 (2021-2022 年) 意大利: 750 亿欧元, 用于减税和抗疫	第三轮刺激 (2020/12/8), 实际支出 19.2 万亿日元, 主要用于补足企业和居民, 抗疫。

数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 主要央行资产负债表

单位：亿美元



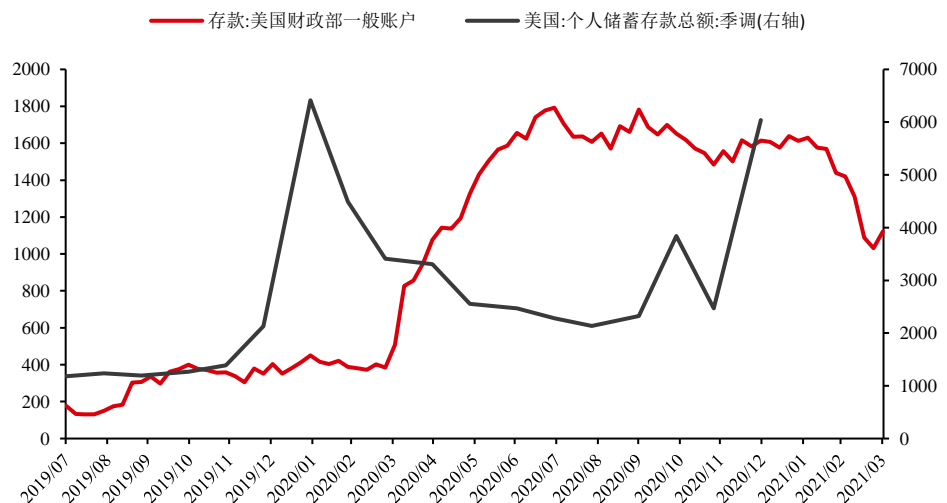
数据来源：Wind 华泰期货研究院

疫情后恢复红利仍存

欧美的居民和政府部门存款较疫情前有较大的增长，随着抗疫政策逐步退出，这部分资金有望拉动终端需求进一步改善。较 2019 年 11 月初，截止 5 月 14 日欧洲政府在央行的存款账户余额增加了 3479 亿欧元，截止 2021 年 3 月美国个人储蓄总额增加 4.8 万亿美元，截止 5 月 19 日美国财政部在央行的存款余额多增 4826 亿美元。随着疫情防控政策逐步退出，以及政府积极财政政策的落实，疫情以来欧盟的居民和政府部门新增存款将转化为消费，有望拉动终端需求进一步改善。

图 9： 疫情后美国居民和政府部门支出仍有较大增长潜力

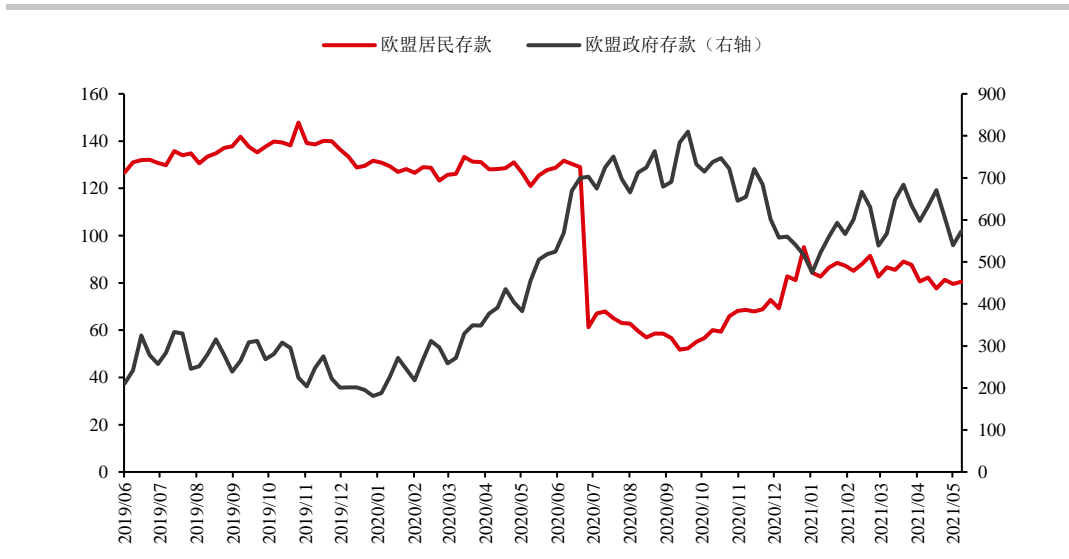
单位：十亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10: 疫情后欧盟政府部门支出仍有较大增长潜力

单位: 十亿欧元

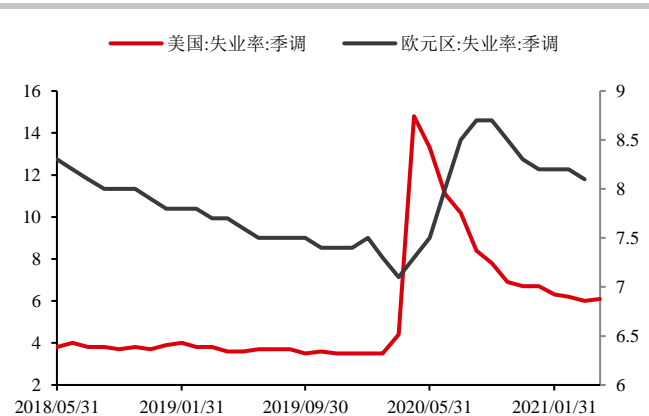


数据来源: Wind 华泰期货研究院

零售、餐饮和出行等行业仍有恢复空间。首先是欧盟和美国的失业率仍未恢复至疫情前水平，最新的失业率数据显示，美国和欧盟分别为 6.1% 和 8.1%，对应 2019 年 11 月失业率是 3.5% 和 7.4%；其次，从道路拥挤度数据来看，以 2019 年均值为 100% 作为基数，截止 5 月 19 日北美和欧洲道路拥挤度录得 61% 和 77%，远未恢复到疫情前水平；最后，餐饮业复苏最为滞后，截止 2021 年 3 月 21 日，美国 Opentable 餐厅预订数量仍较疫情前下降 19.34%。从各国疫苗接种情况来看，5 月 26 日美国每百人接种剂量达到 86%，德国、西班牙、意大利、法国依次占比 54.9%、54%、52.7%、49.8%。可以看到美国到二季度末基本能够实现居民疫苗覆盖，而欧盟要到二季度末能够覆盖 70% 的居民，到三季度末实现完全覆盖。

图 11: 欧洲和美国的失业率

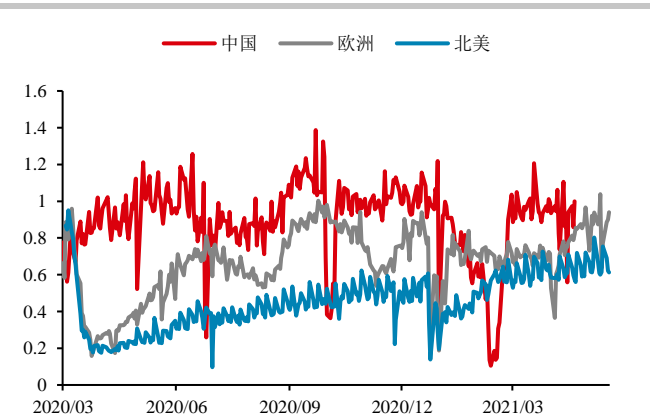
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

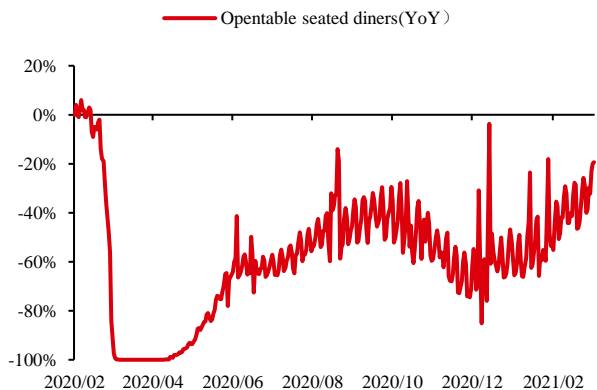
图 12: 欧洲和北美的交通拥堵指数

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美国 Opentable 餐厅预订数量 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 各国疫苗接种情况 单位: %

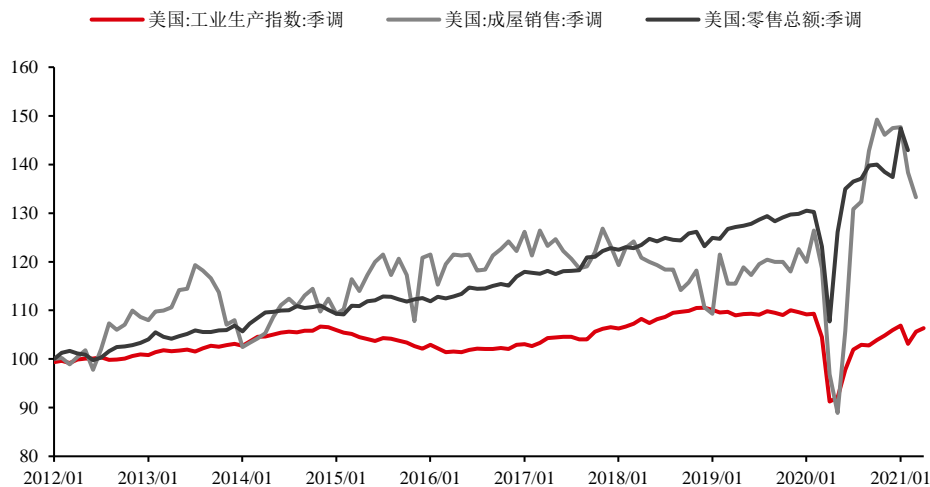
地区	每百人接种剂量	7日平均接种剂量	累计接种剂量	7日平均新增确诊
阿拉伯联合酋长国	125.53%	12万	1,242万	1,574↑
圣马力诺	125.07%	414	42,447	0 -
以色列	122.10%	4,278	1,057万	27↓
马耳他	111.09%	7,553	49万	4↑
巴林	95.28%	16,332	162万	2,791↑
智利	93.09%	12万	1,779万	6,284↑
英国	91.32%	59万	6,200万	2,512↑
美国	86.05%	175万	28,779万	24,126↓
马尔代夫	85.93%	2,257	46万	1,577↑
匈牙利	85.26%	95,916	824万	448↓
蒙古	83.27%	37,347	273万	636↑
卡塔尔	82.11%	36,524	237万	321↑
乌拉圭	74.88%	28,816	260万	3,867↑
摩纳哥	73.04%	227	28,663	1↓
冰岛	67.88%	2,860	23万	1↓
塞尔维亚	64.00%	32,375	435万	398↓

数据来源: Wind 华泰期货研究院

中观库存仍在持续改善, 供需缺口是推升商品价格的重要变量

除了政策驱动外, 供需缺口也是本轮商品牛市的重要原因。因此继续跟踪供需缺口以判断缺口变化的时间对我们判断后续商品走势有着重要的意义。首先从整体供需来看, 以2012年1月为基数, 我们可以明显看到美国的工业生产和零售总额间的差额迅速扩大, 两者间的指数差(零售总额-生产)从2019年11月19迅速扩大至当前36附近, 我们认为造成供需缺口有两个重要原因, 1、供应受限, 印度、巴西、智利、秘鲁等重要原材料供应国目前仍受疫情困扰; 2、运力紧张和贸易限制, 受疫情限制和运力紧张影响, 原材料从供应地区向需求地区运输也受到较大影响。

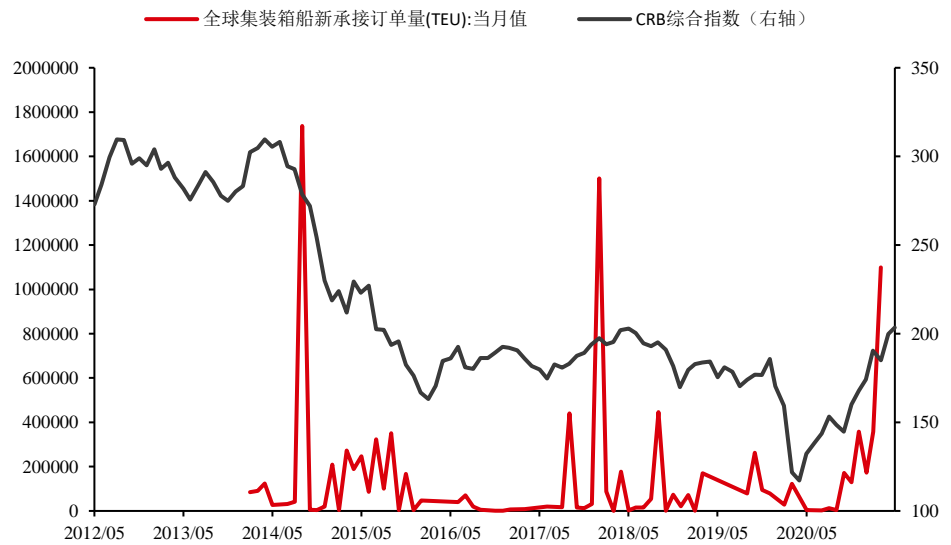
图 15: 美国供需缺口仍较大(基期=2012年1月) 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 运力缺乏导致商品供应紧张

单位: 标准箱&%

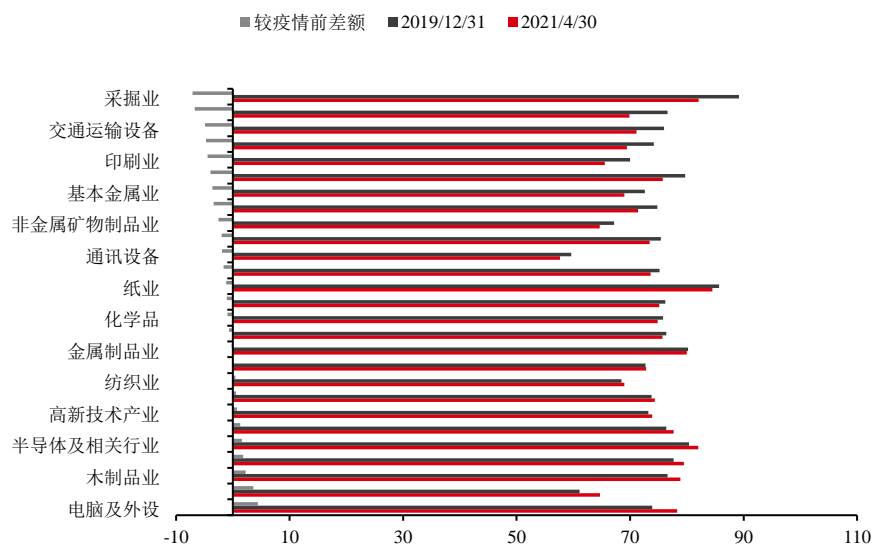


数据来源: Wind 华泰期货研究院

从上下游结构来看, 我们比较当下和疫情前 2019 年 12 月, 发现上游挖掘行业以及中游加工尚未恢复到疫情前水平, 其中采掘业、交通运输设备业、石油及煤制品、基本金属业、非金属矿物业产能分别较疫情前仍下降 7.1%、4.8%、3.9%、3.5%、2.5%, 显示上游供应恢复相对较慢, 与此同时, 下游产能利用率已经基本恢复到疫情前的水平, 并且在当前各国环保政策的限制下, 下游产成品产能存在上升瓶颈。从供需缺口的角度来看, 终端消费和产成品间的供需缺口, 原材料供应和产成品间的供需缺口均在推升大宗商品价格。

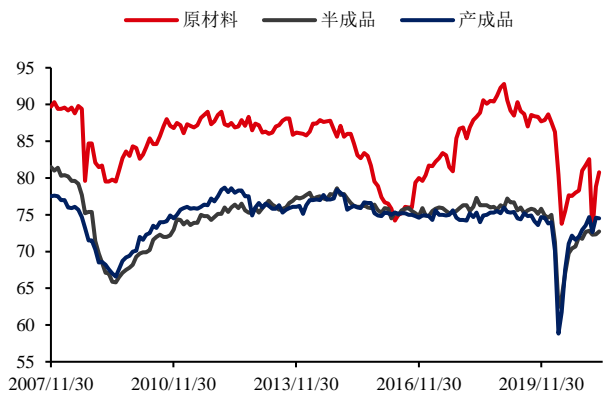
图 17: 美国供需缺口也存在于上下游结构中 (分行业产能利用率)

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 美国上下游的产能利用率情况 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

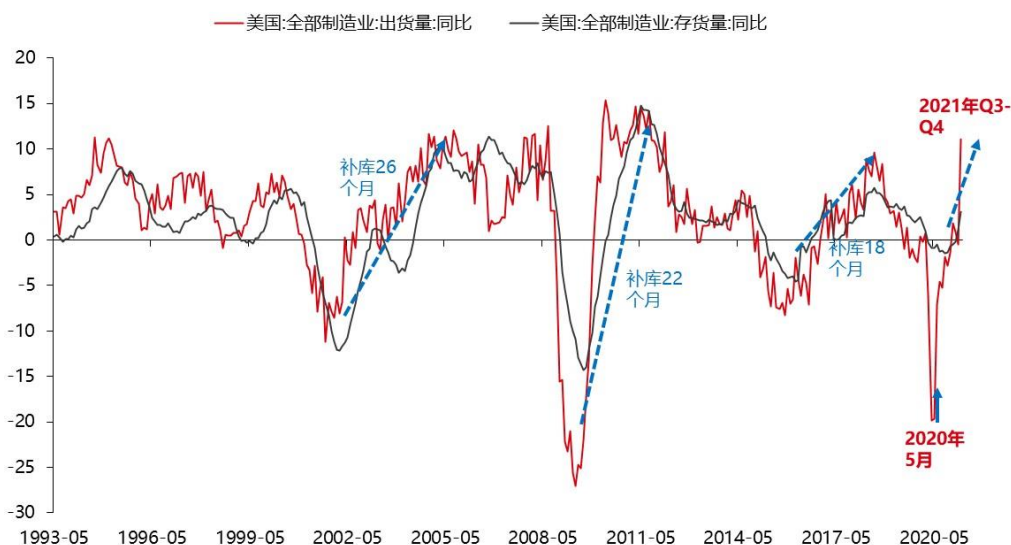
图 19: 上下游产能利用率和价格对比 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

最后则是如何去推测供需缺口的转折时间, 我们认为可以从终端需求顶部、原材料供给底部、以及库存周期三个角度进行分析。首先从美国库存周期来看, 近 3 轮美国补库均不短于 18 个月, 而本轮美国的补库周期开始于 2020 年 5 月, 从库存周期的经验来推算至少将延续至今年四季度末; 原材料供应底部需要看原材料供应国的疫情以及全球疫苗接种进展, 时间上难以给出准确判断, 而全球航运指数或许可以作为重要的跟踪信号; 终端需求的顶部预计最晚出现, 除了当前欧美劳动市场复苏进程放缓外, 拜登的 1.7 万亿基建计划以及欧盟的 7500 亿欧元刺激也有望拉动需求。

图 20: 美国库存周期 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内结构性“类滞胀”下商品表现分化严重，黄金、能源较为坚挺

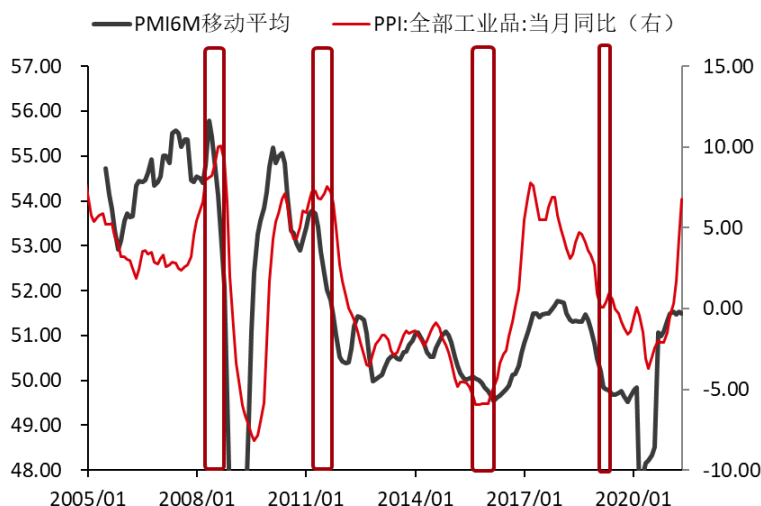
传统的经济滞胀研究一般采用 GDP 同比增速，但是，我们考虑到 GDP 数据为季度公布，划分出的滞胀区间较为粗糙，因此选取 PMI 6 个月移动均值（也能够较为精确的反映月度级别变化趋势）以及 PPI 数据。

我们对历史上处于经济增速下滑且物价处于高位的时间区间进行统计，2008 年 4 月-8 月、2011 年 3 月-8 月、2015 年 9 月-2016 年 1 月以及 2018 年 4 月-2018 年 9 月均处于上述宏观情境。2021 年 3 月至今，为第五轮类滞胀阶段，我们研究发现，以往四轮类滞胀持续时间为 5-6 个月，按此推导，本轮类滞胀或将延续至 7-8 月份。

我们对国内结构性“类滞胀”时段下的商品板块进行了测算，结果显示分化严重，其中，贵金属、能源板块表现相对坚挺，其他板块下跌为主。我们认为，此时段各品种的基本面定价权重开始上升，建议淡化趋势型交易策略，更加重视品种间的对冲配置型策略。

图 21： 国内类滞胀时段下的 PMI vs PPI 同比

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22： 国内类滞胀时段下的商品板块表现

单位：%

历史上的类滞胀时段	非金属建材	谷物	贵金属	化工	煤焦钢矿	能源	软商品	油脂油料	有色	商品指数
08年4-8月	#N/A	-6%	-8%	17%	#N/A	24%	-16%	-2%	-7%	-6%
11年3-8月	-15%	-6%	25%	-14%	0%	0%	-27%	-1%	-7%	-10%
15年9月-16年1月	-2%	0%	0%	-9%	-8%	-7%	-4%	-1%	-11%	-10%
18年4-9月	-1%	8%	-3%	21%	25%	16%	-2%	0%	-1%	10%
21年3月-目前	29%	-1%	6%	-4%	11%	17%	-3%	6%	8%	10%

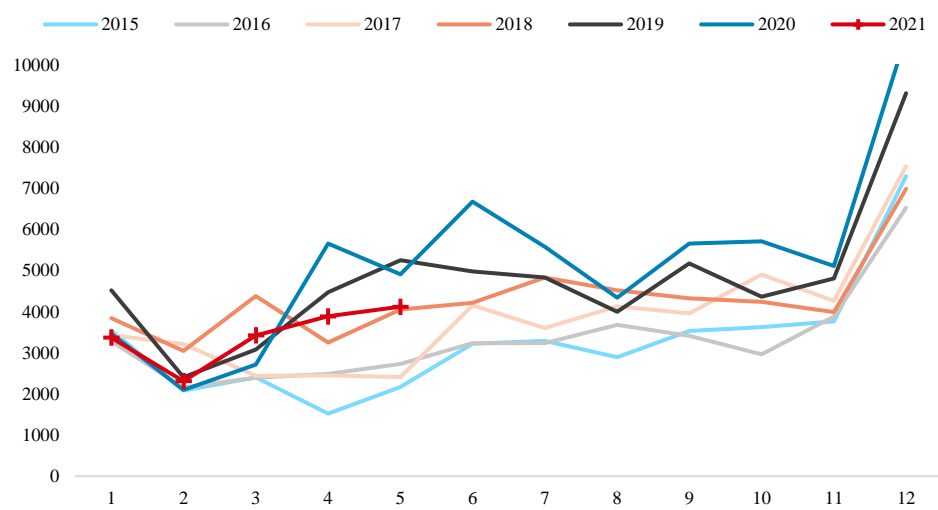
数据来源：Wind 华泰期货研究院

内需型商品（黑色建材、传统有色、煤炭）需求回落将延续至 7 或 8 月份

国内投资项下行拖累内需型商品需求

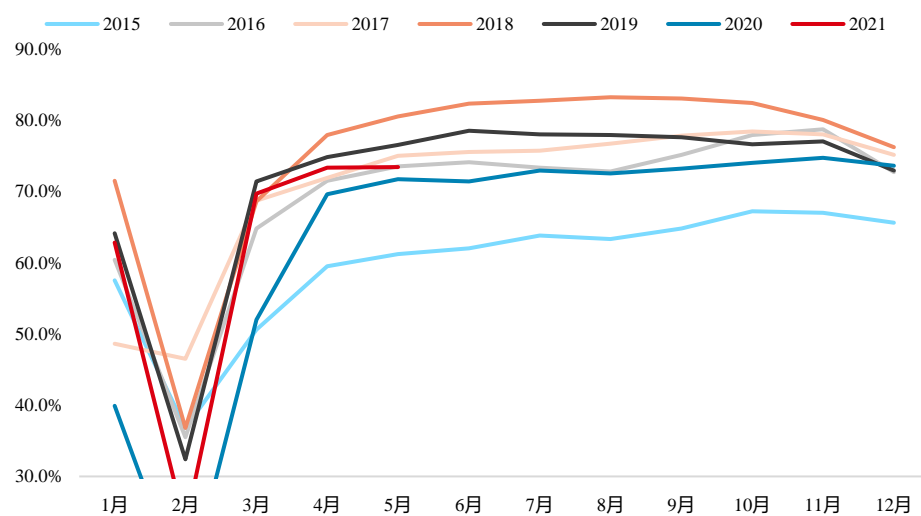
近期地产调控加码发力，扰动并削弱未来几个月建设周期韧性。中央高层会议指出，要坚持房住不炒，要保持战略定力，后续将延续总体稳健为主、局部严控过热的态势。近期政策：融资“三条红线”实行，目标是稳存量、控增量、去杠杆；近期严控银行房贷限额以及开发贷款，并出台大城市集中拿地政策。本质上看，各类“严控”政策核心是为了房地产健康发展，避免泡沫化。节奏上，由于大中城市集中拿地政策扰动地产建设周期，今年 1-5 月拿地下滑较大，预计后续集中供地投放后会有一定的改善，但是已经实质性冲击 5、6、7、8 月份的地产新开工总量，预计未来几个月地产建设相对疲弱，利空黑色建材和传统有色商品需求。

图 23: 商品房建设领先指标: 1-5 月三百城拿地持续处于历年低位 单位: 万平米



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

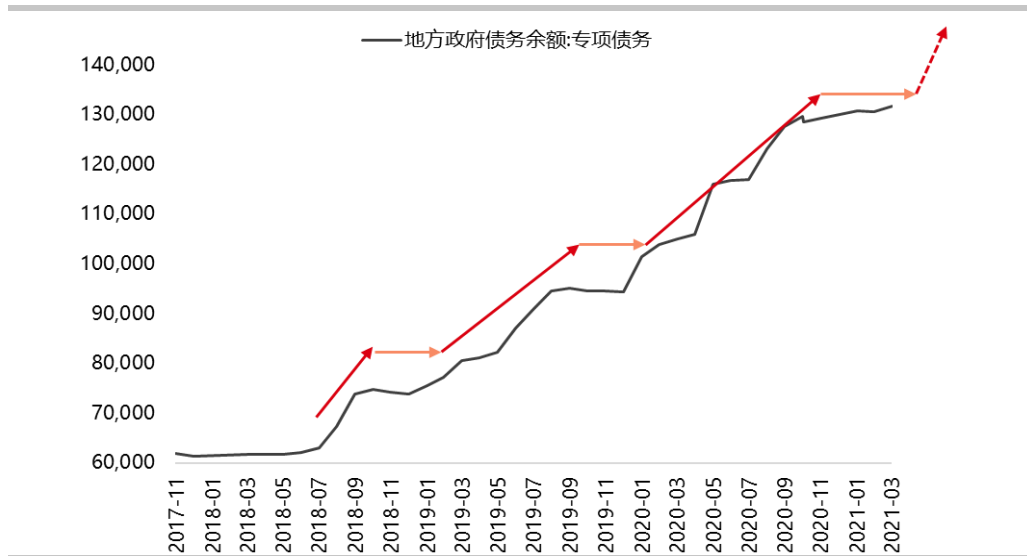
图 24: 商品房施工领先指标: 5 月全国塔吊开工率偏弱运行 单位: %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

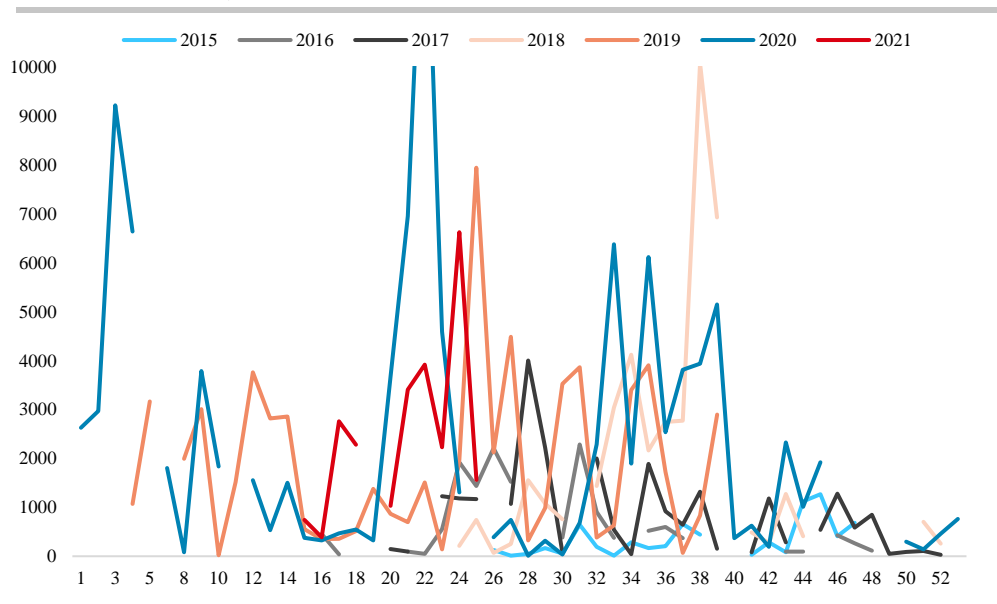
后续重点关注基建发力再托底和房地产新开工再改善的时间点。值得注意的是，“碳中和”下钢铁行业去产能政策预期无法证伪，且 6 月地方政府专项债投放量明显增大，财政刺激逆周期托底或已再度开启，因此三季度单边做空内需存在一定风险。

图 25： 下半年经济下行压力陡增，专项债发行节奏有望再加速 单位：亿元



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 26： 6 月上中旬专项债加速投放，上半月就已接近万亿体量 单位：亿元



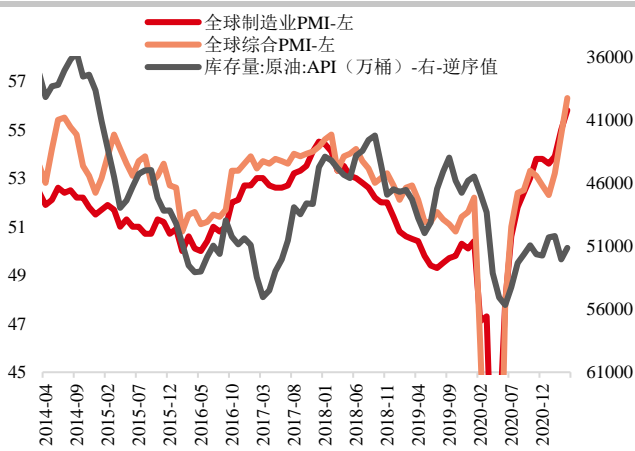
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

外需型商品（原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属） 需求改善和韧性将延续到四季度

原油基本面有望进一步好转，带动原油成本支撑链条化工品（燃料油、沥青等）延续上涨趋势

首先是供应端难以迅速放量,1、OPEC 谨慎限产并去化积累过剩库存的政策不会快速退出，我们预计沙特取消自愿减产+其他成员国小幅增产后，限产联盟总体增产幅度不会超过 200 万桶/日，OPEC 依然会人为控制产量；2、美国页岩油钻井数恢复缓慢，由于页岩油生产商优先将利润返还给股东作为回报不急于增产，美国上游资本开支依然较难出现大幅增长；3、由于拜登政府积极的对外政策，伊核协议在 6 月 18 日伊朗总统大选前达成的概率大幅增长，但仍不排除推迟到四季度的可能，一旦伊朗石油出口的瓶颈全面解除，目前伊朗有近 200 万桶/日的剩余产能以及约 3600 万桶的原油库存短期会给市场带来一定冲击。总体而言，占原油需求近 70% 的运输、出行需求恢复是支撑原油链条的核心逻辑，并且供应端年内仍难以迅速放量，伊朗石油重返市场带来的冲击有限。

图 27: 原油库存去化和全球经济热度正相关单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 美国页岩油供给短期难以大幅增加 单位:个



数据来源: Wind 华泰期货研究院

海外需求复苏、环保和基建政策预期将对新能源金属形成较强支撑

在整体商品中，受到政策红利最强的无疑是有色板块，近两年来全球主要经济体相继公布了温室气体的排放计划，规划在 2030 年实现碳排放减半，2050-2060 年实现“零排放”，为实现这一目标，各国纷纷制定了新能源汽车、光伏、风电等环保行业的规划。从我们目前整理的政策内容来看，美国、中国、欧盟到 2030 年，全球年均风电和光伏装机目标在 1.67 亿千万，以铜为例，根据我们有色组的测算光伏系统中每 1000 千瓦约 4.5 吨的耗铜量，那仅光伏一项就对铜带来年均 7.5 万吨的需求提振，占总产量约 1%；新能源如果按年均 200 万

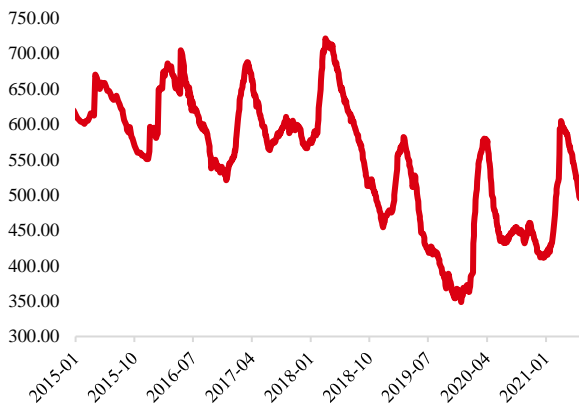
辆新能源汽车增量来测算(纯电动:油电混合=8:2),其中,新能源纯电动汽车每台耗铜 90KG,油电混动汽车每台耗铜 60KG,年均铜的需求边际增量也在 4.1 万吨,占总产量约 0.5%。

表2: 主要国家环保政策汇总

<p>光伏和 风电</p>	<p>拜登: 2035 年实现 100%无碳电力以及清洁能源发电; 目前美国一次能源中可再生能源占比仅 4.69%; 达到目标 2020-2035 年光伏需要年均新增 0.58 亿千瓦、风电年均新增 0.31 亿千瓦。</p>	<p>2020 年 11 月, 欧委会: 计划将使欧盟的海上风电装机容量(不包括英国)从当前的 0.12 亿千瓦增长到 2030 年的 0.6 亿千瓦, 到 2050 年达到 3 亿千瓦。2030 年以后, 欧盟每年 0.03 亿千瓦的海上风电装机容量需要达到 0.07 亿千瓦。</p>	<p>2020 年 12 月 12 日, 总书记: 到 2030 年, 非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右, 风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上, 截止 2020 年 9 月我国风电和光伏合计为 4.4 亿千瓦, 则意味着每年 0.75 亿千瓦的装机目标。 2021 年 4 月 19 日, 《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知(征求意见稿)》: 2021 年, 全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到 11%左右, 后续逐年提高, 到 2025 年达到 16.5%左右。</p>
<p>新能源 汽车</p>	<p>1740 亿美元电动汽车扶持计划</p>	<p>各国已经形成较为完备的新能源汽车扶持政策的体系并且补贴力度不断加大;</p>	<p>《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》: 到 2025 年, 新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右; 2021 年起, 国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%。</p>
<p>碳排放</p>	<p>4 月 22 日拜登: 到 2030 年将温室气体排放量比 2005 年减少 50%-52%; 美国经济最迟在 2050 年实现零排放。</p>	<p>《欧盟 2030 气候目标计划》到 2030 年, 欧盟温室气体排放将比 1990 年降低至少 55%; 2050 达到气候中和的目标。</p>	<p>“碳达峰、碳中和”: 2030 年前碳达峰、2060 年前实现碳中和</p>

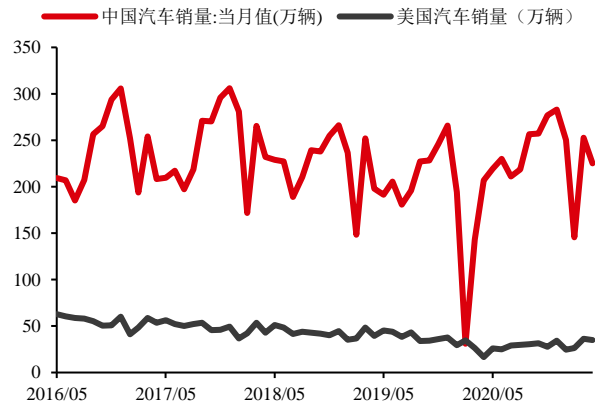
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 全球有色显性库存持续去化 单位:万吨



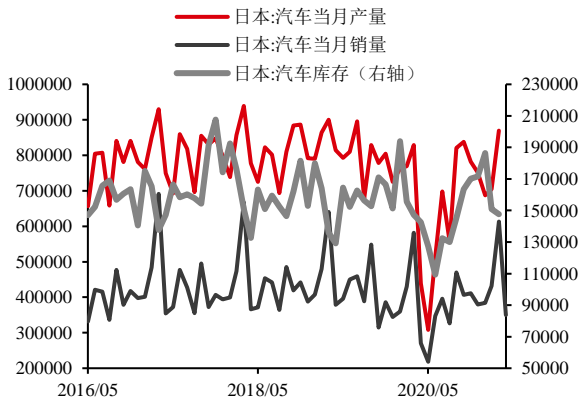
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 全球汽车销量仍火热 单位:万辆



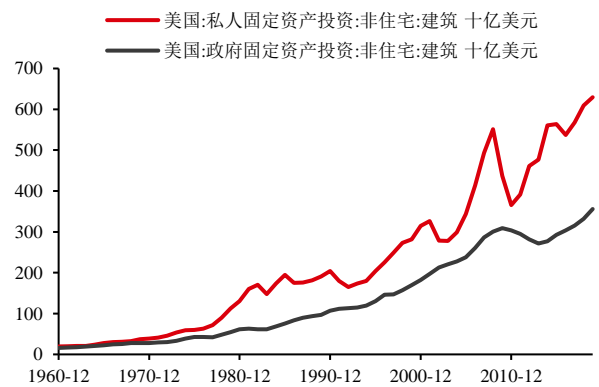
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 日本汽车产销和库存情况 单位:辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 美国基建投资情况 单位:十亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

下半年商品策略展望

三季度商品整体中性震荡,四季度商品整体谨慎偏空;

外需型商品(原油及成本支撑链条化工品、新能源和轻量化金属) > 内需型商品(黑色建材、传统有色、煤炭); 品种强弱: 原油、燃料油、沥青、黄金 > 铜、铝、镍 > 其他品种。

风险因素提示

美欧超预期收紧货币及财政政策; 新冠病毒变异和扩散再度扰动海外复苏; 国内货币再宽松超预期; 地方政府专项债超预期天量投放; 国内松绑地产调控政策等。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com