

左手农产品右手贵金属

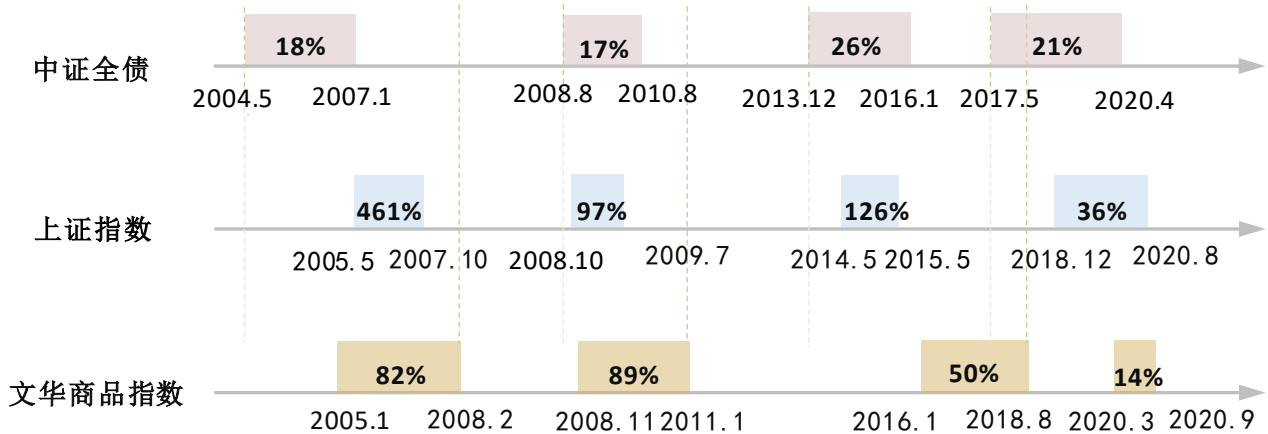
【摘要】每轮货币扩张周期都可以清晰观察到资产轮动现象，最近一轮周期已传导到商品板块。考虑到货币超发的边际效应递减、全球主要经济体增长模式变化等因素，商品板块整体受益于货币政策的强度将减弱，结构会明显分化——我们并不看好此轮工业品的反弹高度；而是旗帜鲜明地看好农产品与贵金属。

凡相投资立足于宏观、产业、资金三个维度观察市场，基于去繁就简、简单清晰的投资逻辑，挖掘具有安全边际、贴近“零和博弈”期货市场的机会。在当前节点，农产品与贵金属符合多维共振的特点，具备中期上涨条件。

一、当前所处周期与板块强弱

每轮货币政策扩张，我们都可以观察到主要金融资产价格的上涨。这并不意味着“放水”一定能带来经济增长，也可能是货币周期恰好与财政周期、库存周期或者宏观政策形成重叠。但事物的普遍联系规律与历史数据指引我们，从货币扩张出发审视大类资产表现是一个不错的角度。我们整理了近 20 年国内主要金融资产在每轮货币政策周期当中上涨表现。

图 1 近 20 年国内大类金融资产轮动表现



数据来源：WIND，凡相投资整理；

统计方式：取每轮周期上涨的最大幅度，采用的数据为月度收盘价

可以观察到这些情况：

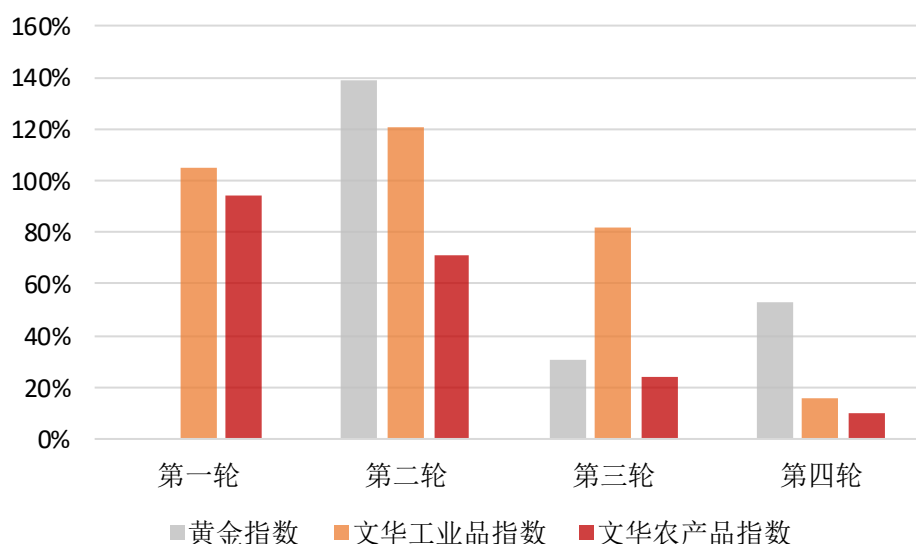
第一，近 20 年，我们经历了四轮货币扩张周期，每轮周期下主要金融资产都获得了上涨；不同类别资产之间呈现前后轮动现象，传导链条为债券—股市—大宗商品。

第二，由于全球主要经济体中长期经济增长方式正在转变、贸易保护主义等因素，每轮“放水”所引致的权益和商品市场涨幅整体呈下降趋势。

第三，每轮周期宏观矛盾的主要方面不同，各资产及资产内部的不同板块表现差异较大。例如，第一轮周期中，我国正处于经济内生增长的“黄金时期”，期间股市表现最为亮眼；2009-2011年周期，“四万亿”财政政策占主导，传统基建发力，与之直接关联的工业品板块（尤其是橡胶）大放异彩。

最近一轮起始于2017年的周期，目前传递到了商品端。基于以下几个方面的分析，我们认为此轮商品板块间的表现会明显分化：首先，我国进入后工业化时代，每单位GDP增长或者固定资产投资所引致的工业品需求在下降；另一方面，通过行政化手段“出清”过剩产能的钢铁板块目前已显疲态，市场最终会“报复性”下跌，这些都限制了工业品后期表现。然后，无论是供应端的持续扰动之于农产品，还是宏观事件的不断发生之于贵金属，这两个板块都具有良好的“基本面”支撑。最后，通货膨胀本质是一种货币现象。近年全球货币超发到达了令市场震惊的程度，而美国股市、中国楼市等全球主要吸收流动性的资产都处于历史阶段性高位，过剩的资金将追逐仅剩的具有高安全边际和基本面支撑的资产。

图2 几轮周期中工业品、农产品与黄金的表现对比



数据来源：WIND；

注：国内黄金期货于2008年挂牌交易，因此第一轮周期没有统计数据

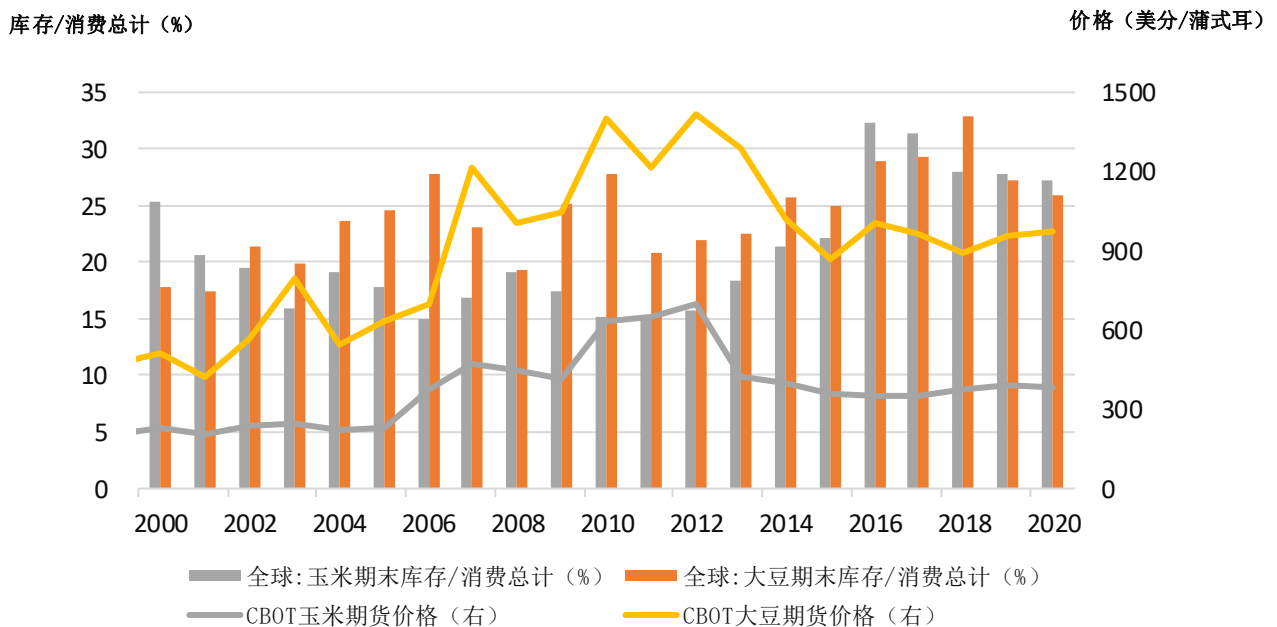
二、农产品板块确定性高的品种——豆粕

（一）清晰的基本面逻辑

国内豆粕供应端看全球大豆供需平衡情况，需求看国内生猪养殖。现实情况是：

供应端偏紧。从综合反映全球大豆供需平衡状况的数据——期末库存与消费比值情况看，目前该数据处于五年来最低水平，且近年呈现下降趋势。纵观此类历史数据，这种情况下往往会引起包括大豆在内全球主要粮食作物的涨价。并且，接近当前的“高频”数据反映，全球农产品偏紧态势可能在强化：9月30日公布的9月份美国农业库存季度报告显示，2019/20销售年度末美国农业库存远低于市场预期，其中，大豆库存为5.23亿蒲式耳，比去年低42%；玉米库存略低于20亿蒲式耳，比去年减少2亿蒲式耳，为2015年以来最低库存。

图3 全球大豆、玉米历年库存消费比值与价格走势

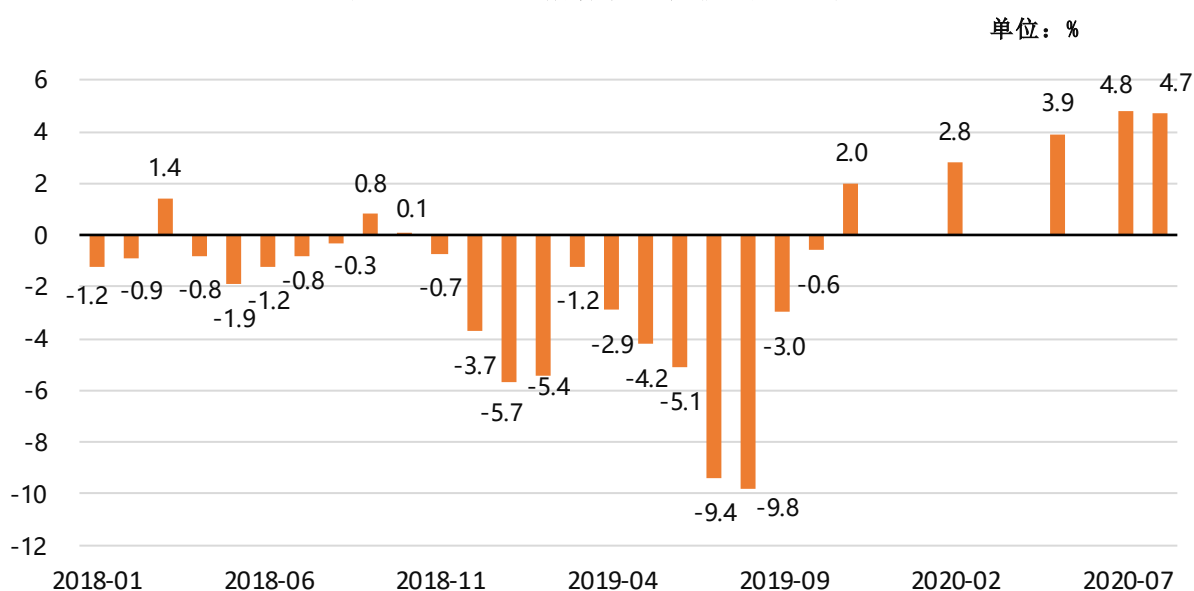


数据来源：WIND、美国农业部

需求端复苏态势明显、需求上升周期可能会超预期。基于全国生猪存栏量已持续一年提升，以及目前养殖利润有见顶迹象，很多人担心生猪养殖高峰已过、豆粕需求将整体下降。我们认为这种观点可能掉入“机械式参照历史经验”的陷阱里了：一方面，这两年管理层将恢复生猪生产提到了与抓粮食生产一样的高度，19年底农业农村部出台《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，各种支持政策一旦落到实处、形成合力，将成为一股巨大推力，其持续作用于养殖行业的周期

与强度，可能需要发挥我们的“想象力”。这就类似于 15 年底开始的钢铁、煤炭行业供给侧改革，延续传统思维和市场经验的人不能相信价格有如此涨幅，因为，主导力量发生了根本变化。另一方面，虽然生猪利润可能已见顶，但市场恢复均衡的过程是漫长的，在这个期间，并不影响豆粕作为饲料需求的增长以及绝对价格的上涨。过去两年黑色产业就经历了这个过程——钢厂利润从 18 年底最高的 1000 元/吨降到目前接近 0，但铁矿石价格开启疯狂上涨模式。

图 4 全国生猪存栏量月度环比变化



数据来源：WIND

未来，豆粕需求大概率会延续增长态势，而供应端处于近些年偏紧状态，这样的基本面情况是非常清晰了。

（二）潜在供应持续扰动

首先，据联合国粮食及农业组织发布的《2020 年世界粮食安全和营养状况报告》估计，全世界食物不足人数在 2020 年将新增 8300 万至 1.32 亿。基于对粮食安全的担忧，印度、俄罗斯等国此前已公布“禁止粮食出口”。一旦粮食危机在全球范围发酵，世界范围粮食流通将面临冲击。

然后，大豆进口风险并未解除。我国主要大豆进口来源国——美国和巴西分属南北半球，种植和收获季节正好轮换。四季度，中国主要大豆进口来源地为美国，而巴西进入大豆播种期。中美关系的演化本已牵动大豆市场的神经，而目前基本确定的冬季拉尼娜（澳大利亚、中国都已宣布）将对明年巴西的大

豆供应能力徒增变数。

最后，根据对世界形势及粮食问题的综合预判，今年，管理层多次提及粮食安全问题，这在近几十年当中是不多见的，值得大家高度重视。

表 1 今年国家最高领导人多次提到粮食安全问题

时间	重要内容
8 月	对制止餐饮浪费行为作出重要指示。“尽管我国粮食生产连年丰收，对粮食安全还是始终要有危机意识，今年全球新冠肺炎疫情所带来的影响更是给我们敲响了警钟。”
7 月	在吉林省考察时指出，“要把保障粮食安全放在突出位置，毫不放松抓好粮食生产，加快转变农业发展方式，在探索现代农业发展道路上创造更多经验。”
5 月	全国两会期间看望参加全国政协十三届三次会议的经济界委员时表示，“手中有粮、心中不慌在任何时候都是真理。”

（三）较高的安全边际

此轮商品上涨周期中，农产品板块内玉米、油脂表现抢眼，两者此轮最高涨幅分别达到 37%和 43%；而目前豆粕指数涨幅只有 17%。从相关品种历史比值情况看，豆粕处于绝对估值低位：目前豆粕 2105 与玉米 2105 合约价格的比值为 1.15，与历史极低值只相差 8%左右，而历史最高值是当前数值的 1.8 倍；类似的，目前豆粕与豆油的比值也接近五年来的低点。作为一个具备良好基本面背景支撑的品种，豆粕目前是被“低估”的。

图 5 豆粕 2105 与玉米 2105 比值历史走势



数据来源：WIND，凡相投资整理

三、贵金属可逢低买入

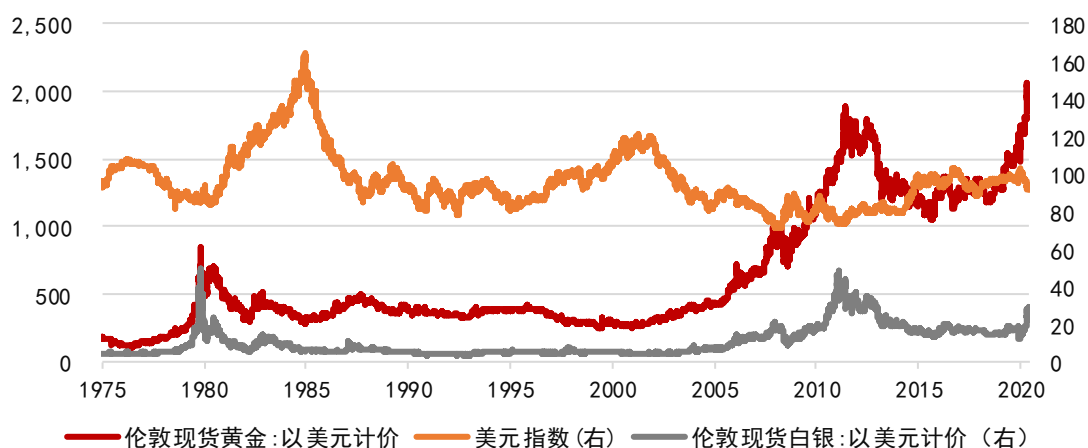
贵金属从 2018 年 8 月开始了新一轮牛市，目前已持续两年，期间外盘黄金总涨幅超过 60%，内盘涨幅也超过了 50%。虽然很多人根据宏观和货币情况预判贵金属牛市，但是真正能长期持有多单并盈利的投资者应该是少数；尤其是今年 3 月及最近 8、9 月份贵金属回调行情中，如果入场时点与仓位管理不当，大概率还是亏钱的：COMEX 黄金这两波的回调幅度分别达到 15%和 11%；而 COMEX 白银更是达到了惊人的 38%和 27%！市场“剧震”之后，大家开始怀疑贵金属的牛市行情是否还在，以及在宏观基本面如此确定的氛围里引发大幅回调的根本原因在哪？

第一个问题，我们的回答是：贵金属的牛市基础未变。关于这一点，市场有一些非常周密和详实的研报，我们在此不赘述。简单归结，一方面，全球主要经济体中期经济增长预期都不乐观，货币持续放水只是节奏问题；同时，大国博弈、贸易保护、贫富差距、民粹主义等问题都具有长期性和复杂性特征，贵金属作为世界公认的最终保值和避险工具，将长期受益。另一方面，观察黄金价格几十年走势可以发现，其牛市、熊市周期一般都以十年为单位，目前仅持续两年的牛市可能才刚刚开始。

第二个问题，我们认为，决定贵金属价格走势的主要因素是美元指数，而两者之间中长期和短期的相互作用机理有所不同。中长期来看，美元作为世界主要

货币，是所有资产定价之锚，美元强势时，所有大宗商品相对弱势；反之亦然，月出日落、此消彼长。贵金属与美元指数短期反向波动的主要原因是“流动性”冲击，即市场在短期重大宏观事件冲击下，第一时间选择抛售一切风险资产，拥抱货币，造成包括贵金属在内的主要金融资产短期迅速下跌和美元指数的短期上扬。因此，这种情况一般是以比较激烈的形式呈现的，例如今年3月份的市场。需要指出的是，美元指数不仅反映美国自身经济及货币政策情况，更是一个综合反映美国经济与全球其他主要经济体相互强弱关系的指标，如果投资者注意到美国情况相对好于其他经济体（例如8、9月份欧洲疫情再次复燃），美元指数短期也会上扬，影响贵金属短期表现，最近一轮的贵金属回调正源于此。

图6 美元指数与贵金属历史价格走势



数据来源：WIND，凡相投资整理

表2 美元指数与黄金、白银、铜具有显著的负相关关系

时间	黄金	白银	铜
近三个月	-0.891	-0.965	-0.608
近六个月	-0.922	-0.957	-0.938
近一年	-0.672	-0.923	-0.856
近三年	0.226	-0.24	-0.846
近五年	-0.069	-0.208	-0.516
近十年	-0.403	-0.81	-0.858

数据来源：WIND，凡相投资整理

贵金属与豆粕都具备中长期基本面支撑，但豆粕安全边际高、适合战略性买入并持有；而贵金属因为此轮涨幅已较大，资金博弈属性增强，操作难度更大。对此，我们建议：第一，做好仓位管理，逢低、逢回调买入，不要追高。第二，抓住贵金属的“牛鼻子”——美元指数。贵金属作为一类全球定价的特殊资产，影响因素非常复杂，普通投资者很难深入分析，不如相信市场是“充分有效的”，通过观察美元指数的技术走势、以及主力资金动向等博弈角度来研判市场。

从月线级别看，美元指数大概率已构筑“双顶”，开启长期下跌模式。但近期美元下跌到了重要支撑线，在这个位置反复或者反弹是正常的。观察美元指数周线，我们认为，反弹的极限是 120 周线或者 20、40、60 周线形成“死叉”的位置，即 97-98 区间。如果美元指数能反弹到这个区间，将是较好的加仓贵金属的机会。如果观察上期所黄金价格，则在 360-380 区间介入会比较理想。另外，我们观察到，此轮贵金属行情，代表国内主力资金力量的某期货公司席位一直占据黄金和白银多单第一、第二位置，全程参与，期间浮盈最高接近 30 亿；而因为最近行情回调，该席位的持仓成本与 market 价格的“距离”拉近了许多，对普通投资者而言，这也是一个值得关注并择机入场的信号。

图 7 美元指数月线走势



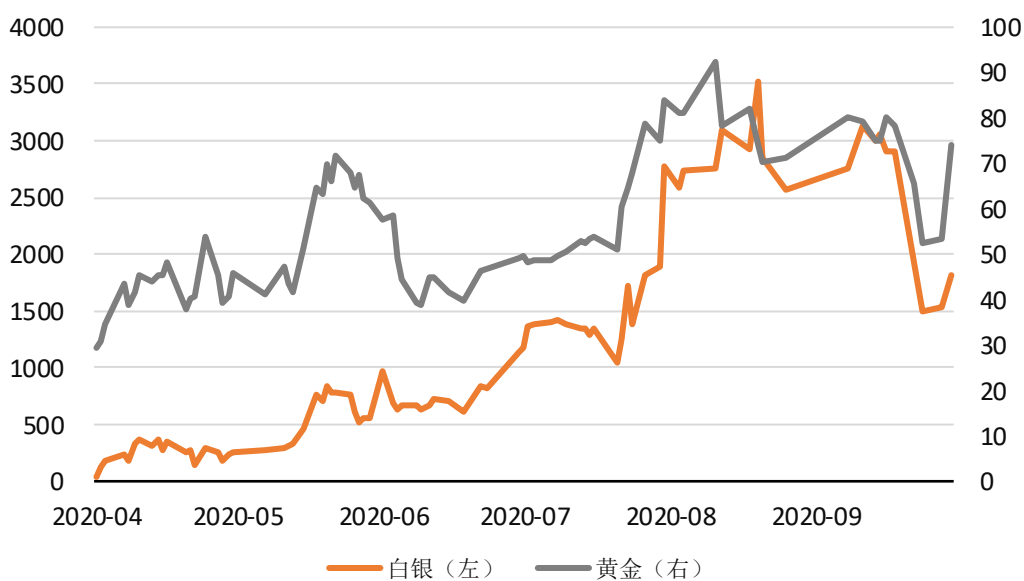
数据来源：凡相投资整理

图 8 美元指数周线走势



数据来源：凡相投资整理

图 9 国内黄金、白银 2012 合约价格与某主力多头席位持仓成本差值



数据来源：WIND，凡相投资整理

免责声明：

本文仅供参考，不构成对任何人的投资建议，接收人应独立决策并自行承担风险。在任何情况下，本信息作者及其所在团队、所在单位不对任何人因使用本文中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资有风险，入市需谨慎。

未经本文作者及其所在单位事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式删节、修改、复制、引用和转载，否则应承担相应责任。