

全球市场前景展望

利率上行，股债联动，商品正回报

—— 2022年二季度展望



山西证券
SHANXI SECURITIES



资产管理 | 公募基金 | 海外投资

之前观点的修正

- 之前我们预计：
标普500在2021年底点位将在4700附近；
目前预计2022E:4900

- 上述测算基于
 - 1) 五种敏感性测算；
 - 2) 十年美债利率目标价格1.6%
 - 3) 权益类风险溢价4.8%

- 目前，我们调整
标普500交易范围在4260（市场预期）-4700之间；
在极端衰退场景下，标普指数将到3600.

Path of the market: S&P 500 will end 2021 at 4700

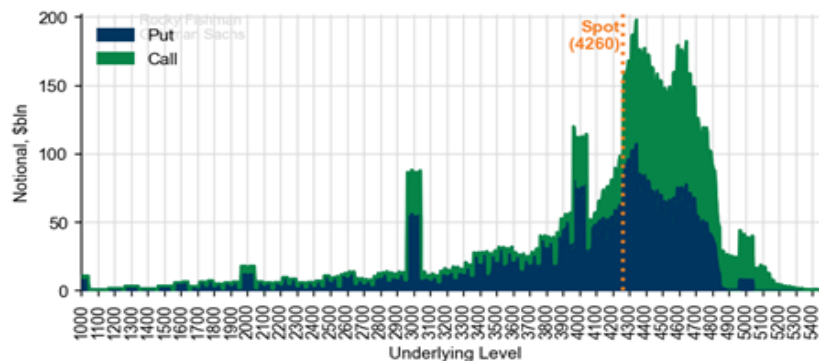
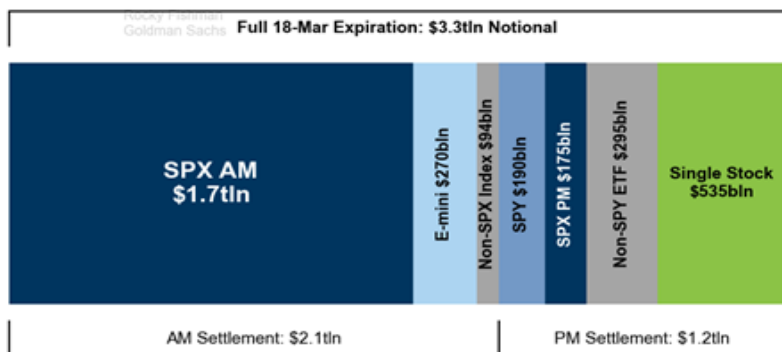
S&P 500 ended 2020 at 3756; we forecast 25% rise in 2021 and 4% in 2022



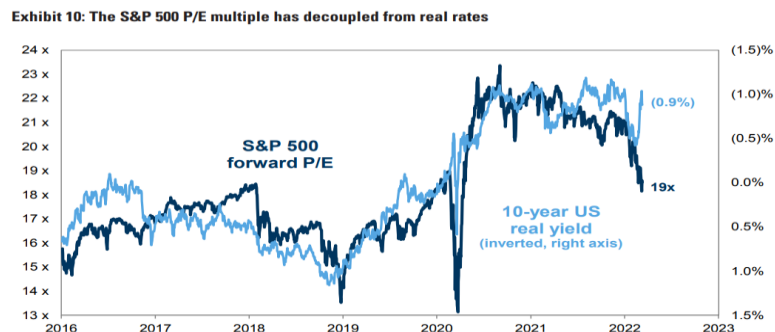
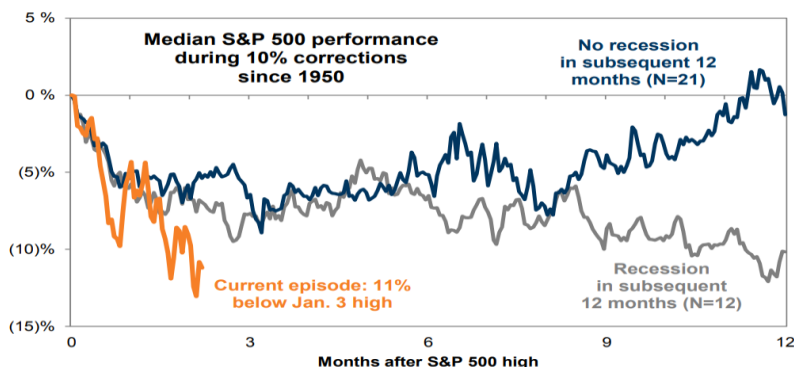
	consensus	Baseline	Recession
<u>EPS</u>			
2022	\$226	\$221	\$182
2023	248	233	213
<u>EPS growth</u>			
2022	8 %	5 %	(13)%
2023	10	6	17
Real 10-year UST yield	(0.9)%	(0.4)%	(1.0)%
Yield gap (EPS yield less UST yield)	620 bp	530 bp	695 bp
Historical percentile	12%	33%	7%
NTM P/E multiple	19x	20x	17x
Historical percentile	82%	85%	65%
Price	4260	4700	3600
Change from current		10 %	(15)%
Change from YE 2021	(11)%	(1)	(24)

之前观点的修正

- 我们提醒投资者注意期权的gamma效应，在于短期内市场最大的直接定价资金在于此



- 在市场over short的背景下，我们提醒大家注意估值的合理修复；修复为盈利驱动，今年我们预计标普500的合理估值在20X



主要观点

- 基础商品的缺口仍然存在（我们在去年三季度时已经反复强调）
 - 这是一个大多数工业基础资源品中期的缺口，由于之前产能投入的匮乏
 - 煤炭、石油是基础产品，会导致其他大宗商品的运费以及基础制造价格（电力）提升。因此，这是一个：“这场危机往好了说是通货膨胀，往坏了说是滞胀”
- 市场情绪和流动性驱动的抛售为投资者提供了一个切入点
 - 供应冲击巨大，在经历了两年的持续消耗库存之后，我们现在进入了一个新的阶段，即明确和持续的需求破坏阶段
 - 石油、欧洲天然气、贵金属和谷物的价格远未达到需求破坏的水平
- 我们建议交易第二轮（second round effects）的商品

需要进一步需求破坏：大宗商品开启独立上涨行情

- 需求破坏使大宗商品与其他资产类别不相关
 - 面对严重的供应冲击，摆脱危机的唯一办法是大幅减少需求（所谓需求破坏）
 - 需求破坏的前提仍然要求能源、农业和金属领域的价格大幅上涨，因为消费者尚未对通胀表现出任何警惕
 - 从乘用车以及航空业的活动情况来看，我们继续观察到对周期性大宗商品的强劲实物需求。对基本金属而言，全球制造业（除中国）的强劲增长，加上重建库存不足（终端用户商品供应链的需求），将进一步增加对于商品的需求。而中国的政策措施正在为最终需求的价格高点奠定一个坚实的基础。
 - 在这种背景下，大宗商品表现明显优于其他资产类别，这就不足为奇了。

股债同行，大宗商品是唯一正回报资产

- 在加息的初期，大宗商品投资者不必担心加息，美联储更渐进的加息路径可能进一步巩固通胀的持续性，虽然通胀最终可能需要美联储进行更有力的干预。
- 大宗商品的多元化利益往往会在最需要的时候发挥作用。虽然在这种环境下，风险资产和固定收益可能会受到影响，但大宗商品可能会受益，这与今年迄今大宗商品在跨资产基础上表现突出的情况没有太大不同。
- 在上世纪90年代的历史上，每当股票和债券在利率上升的环境中呈正相关时，大宗商品敞口就往往会带来正回报。

Exhibit 18: Commodities provide protection during parallel equity and bond sell-offs

Average mom total return indices, annualised, when 10yr nominal rates rise and S&P 500 total returns decline mom

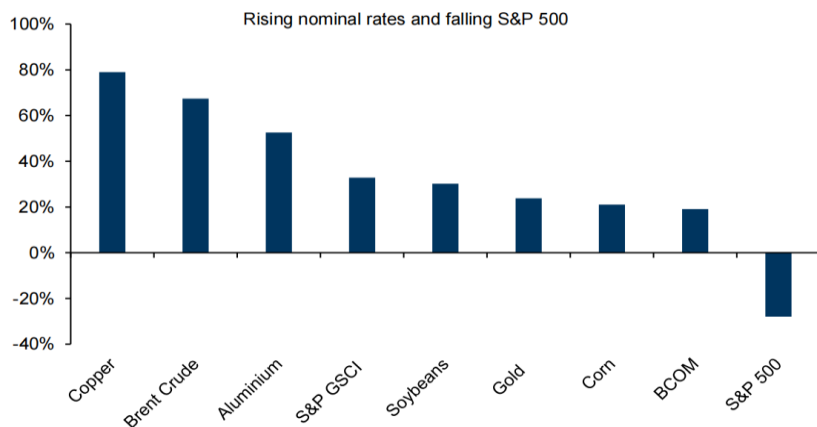
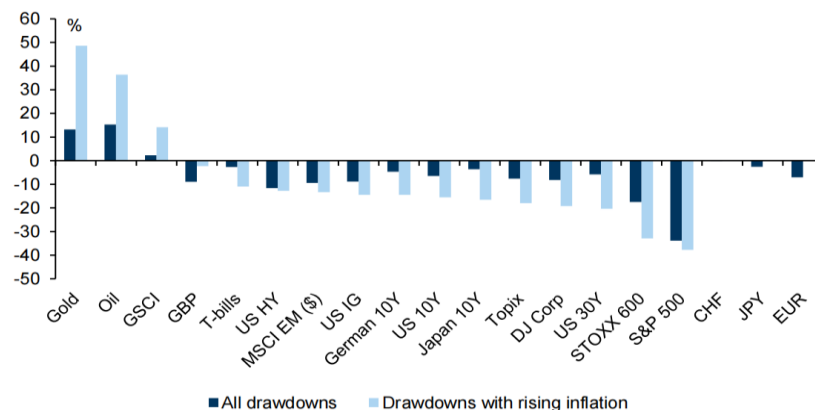


Exhibit 19: Commodities provide the most protection during inflationary drawdowns

Mom returns, annualised, 60/40 draws greater than 10% from prior peak



我们建议交易.....

- 在我们看来，即将到来的大宗商品上涨可能基础更广泛，还包括那些未能参与最初价格飙升的大宗商品，可能是因为俄乌战争对第二轮影响对它们的直接影响较小
- 例如，白银倾向于跟随黄金走高，但存在滞后，因为投资者首先建立一个多头黄金头寸，然后用白银增持
- 铝和铜 将受益于绿色资本支出的进一步加速，以减少欧洲的能源依赖性和更高的中期能源价格。随着汽车制造商开始担心潜在的供应中断，铂金可能会从钯的替代品中受益。

Exhibit 12: Pairwise correlation among commodities has risen given recent price action

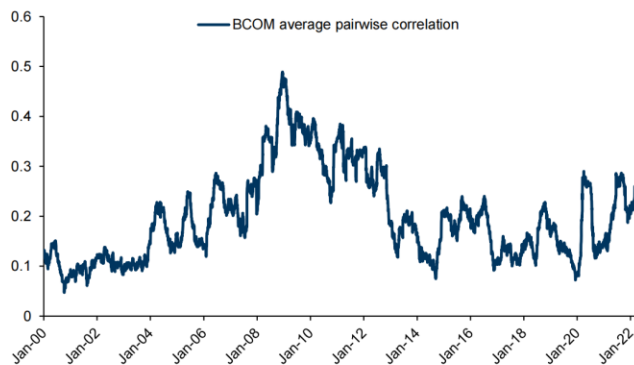
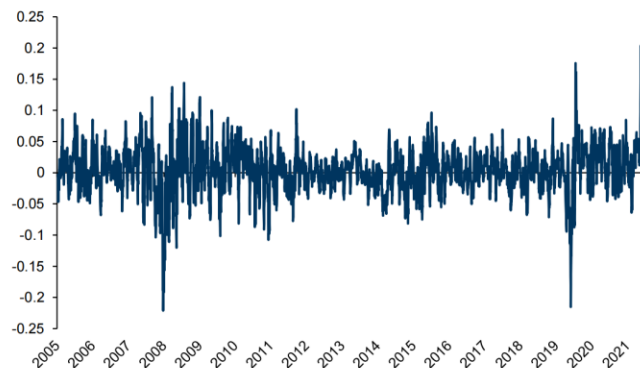


Exhibit 13: However, the recent rally has been the most concentrated in recent history
% of S&P GSCI index components whose return is above 60% of index average



我们建议交易.....

- 我们也同样喜欢其他例如市场在危机前就已经处于极度紧张状态，而任何危机（诸如俄乌战争）等只会加剧供应限制，使得价格剧烈波动的品种。我们建议关注对现货具有贴水性质的商品。
- 请大家自己查阅对应交易所的库存历史情况

Exhibit 14: Most commodities are in backwardation

Annualised roll yield, front to 3rd month

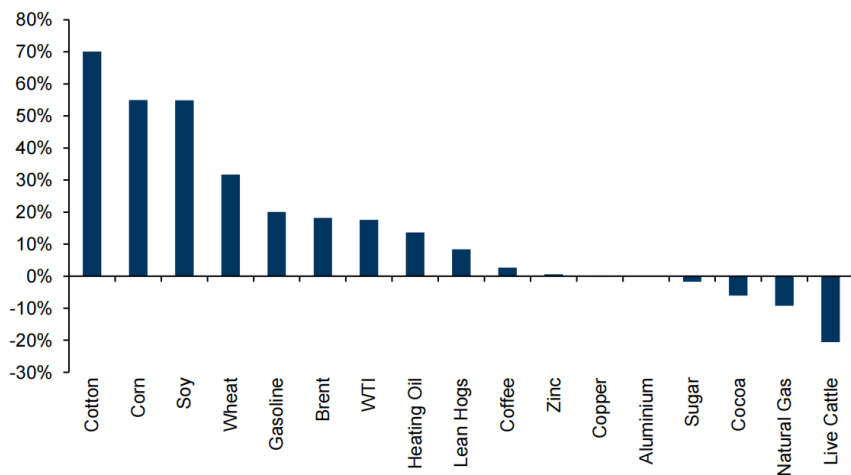
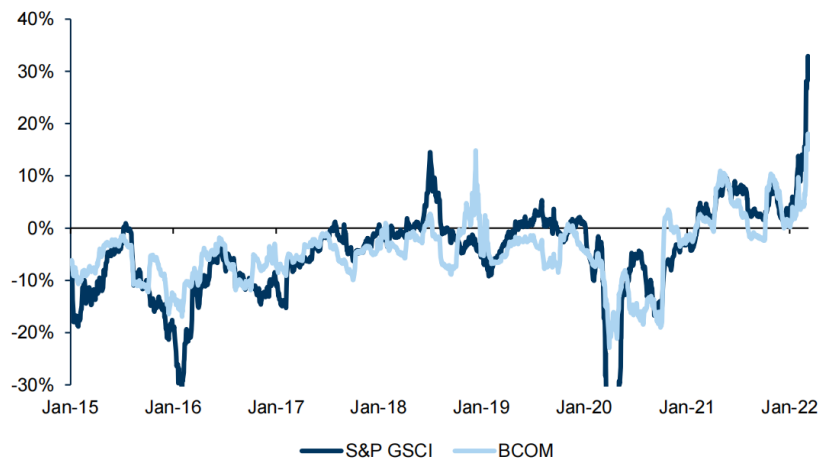


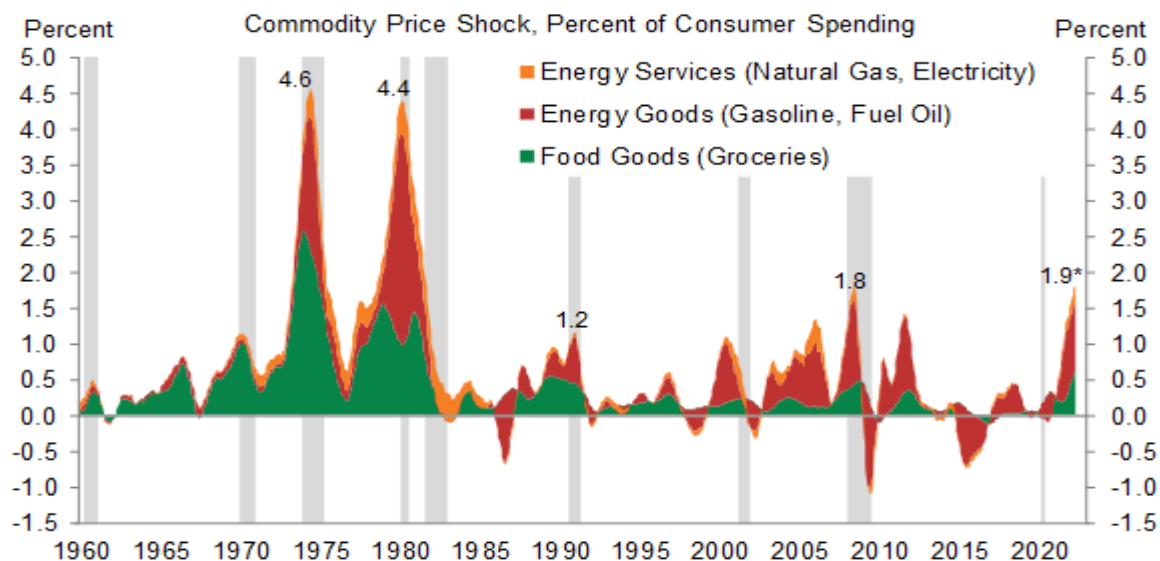
Exhibit 15: Commodity carry is at record highs

Index-implied roll yield, S&P GSCI, and BCOM



我们建议交易.....

- 但对于食品相关的价格，我们认为不会到1970s水平



Note: Calculated as the 12-month-average consumer spending shares of food goods, energy goods, and energy services, multiplied by their respective year-on-year inflation rates (smoothed via 3-quarter centered moving average). Does not reflect second-round effects of higher commodity prices on core consumer prices (e.g. on restaurant prices, airfares), nor potentially offsetting effects from excess savings or elevated savings rates. NBER Recessions shaded.

分商品品种拆解：原油

- 鉴于俄罗斯在全球能源供应中的关键作用，全球经济可能很快将面临有史以来最大的能源供应冲击之一。西方国家将希望避免这样的结果，但全球孤立可能会促使俄罗斯减少其经常账户盈余和能源出口。
- 中国在塑造石油市场将如何重新平衡以及俄罗斯石油出口方面发挥着至关重要的作用，物流方面的限制可能会阻碍数月来全面重新分配石油流动。
- 如何解决冲突和石油短缺的不确定性是前所未有的。为了估计油价的走向，我们建立了三种设想，从未来几个月恢复出口，到俄罗斯海运出口持续减少三分之二。即使假设美国战略石油储备和欧佩克的供应得到缓解，这些数据也表明，2022年的油价从115美元/桶到175美元/桶不等。鉴于军事冲突仍在加剧，西方制裁不断升级，俄罗斯日益孤立，即使考虑中性情况，2022年布伦特原油现货价格我们在预测135美元/桶，2023年为115美元/桶（原为98美元和105美元/桶）。考虑到油价飙升对全球经济构成的威胁，我们提请大家考虑极端情况。

Exhibit 24: Most Russian crudes are trading at severe discounts given the lack of willing buyers
Russia crude grades price assessments vs. Dated Brent strip (USD/bbl)

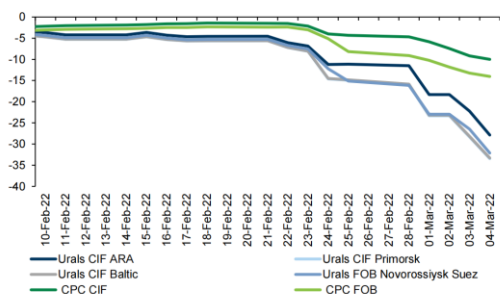


Exhibit 26: Prices around \$200/bbl would likely be enough to offset a cut-off of Russian oil exports outside of current China volumes
Demand destruction (y-axis, mb/d) at different Brent price levels (x-axis, USD/bbl) from our pre-January \$85/bbl base

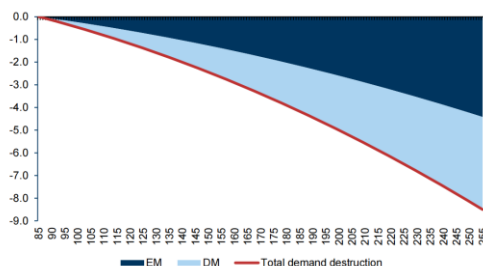


Exhibit 27: Our recently raised oil forecasts remain above market fowards
\$/bbl

	Brent spot			WTI spot			Brent-WTI		
	New	Prior	Fwd	New	Prior	Fwd	New	Prior	Fwd
2Q22	135	100	114	127	97	108	8.0	3.0	6.3
3Q22	135	100	106	127	97	99	8.0	3.0	6.9
4Q22	135	100	101	127	97	94	8.0	3.0	6.3
1Q23	115	105	97	110	101	92	5.0	4.0	5.8
2Q23	115	105	95	110	101	89	5.0	4.0	5.8
3Q23	115	105	93	110	101	87	5.0	4.0	5.8
4Q23	115	105	91	110	101	85	5.0	4.0	5.7
2Q-4Q22	135	100	107	127	97	100	8.0	3.0	6.5
2023	115	105	94	110	101	88	5.0	4.0	5.8
3m	135	94.1	118	127	85	112	8.0	9.1	6.0
6m	135	80	108	127	77	101	8.0	3.0	6.9
12m	115	80	96	110	77	90	5.0	3.0	5.9

分商品品种拆解：天然气

- 天然气价格今年强劲上涨，目前约4.72美元/百万Btu(+22%YTD)，尽管由于天气波动和流动性低，处于异常广泛的交易区间，最近的支撑也受到欧洲最新发展的推动。
- 美国煤炭市场的短缺从根本上加剧了这种紧张性，导致发电机在今年冬天燃烧更多天然气，而鉴于美国液化设施创纪录的高利用率，液化天然气需求也强于预期。尽管我们认为目前库存不足的风险微不足道地可以忽略不计，但考虑到库存赤字达到去年的水平，市场从根本上是紧张的
- 我们预计，由于石油和天然气价格的强劲上涨，美国天然气产量增长将加快，使一些需求能够以煤-天然气替代的形式重返市场。因此煤炭价格也将得到支撑。

Exhibit 28: In products, European distillates have outperformed, reflecting the upcoming decline in arrivals

European product physical differentials (% Brent)

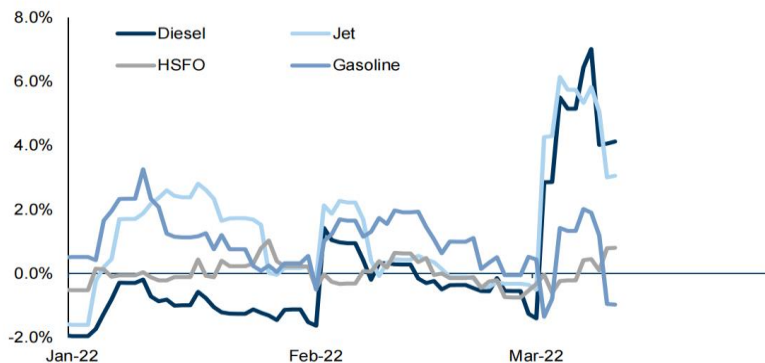
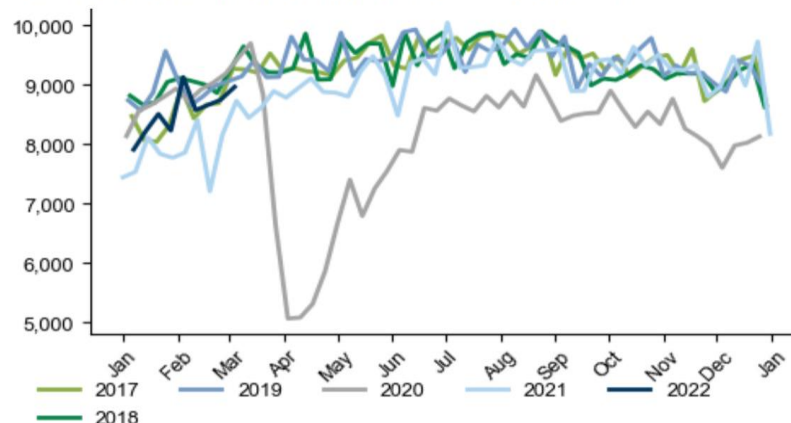


Exhibit 29: Gasoline demand has held up OK thus far, likely boosted by consumer hoarding ahead of higher expected future prices

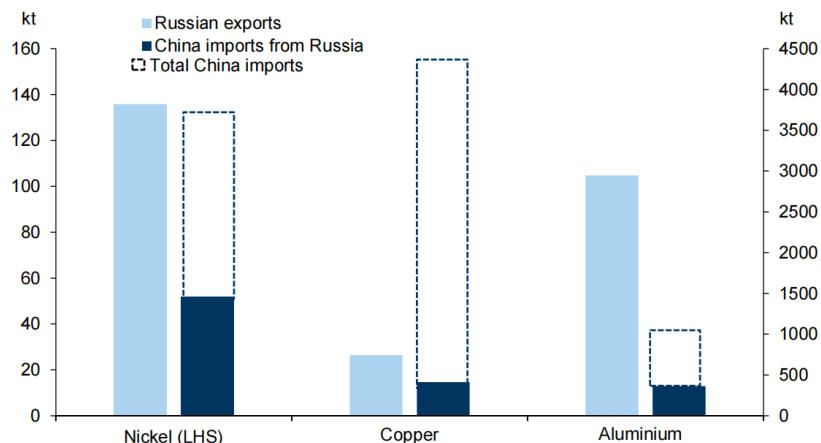
US motor gasoline product supplied (demand proxy, kb/d)



分商品品种拆解：工业金属

- 我们仍然看好与俄罗斯-乌克兰冲突相关的供应风险不断增加，恶化了已经存在的短缺，包括：铝（5000美元目标）、铜（12000美元）、镍（42000美元）、锌（4000美元）
- 请大家查阅LME相关库存情况

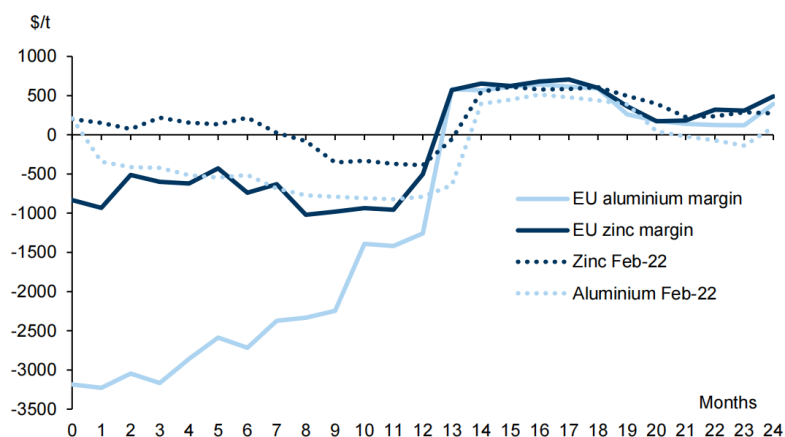
Exhibit 32: China will likely absorb deferred Russian metal but the remap will take months if not quarters to achieve



Export-import data based on year 2020

Exhibit 33: Russia's invasion of Ukraine has indirectly led to a further squeeze on EU smelter margins

Forward EU margins based on power contracts



The x-axis represents the forward month

分商品品种拆解：贵金属

- 黄金ETF需求已经增长势头强劲，在美国经济增长放缓后，黄金ETF需求应该会进一步增长
- 我们还预计，各国美联储对于黄金的需求将在今年下半年回升，因为卢布如果企稳，因为俄罗斯应该有可观的流动性来增加黄金购买。
- 由于财富的增加和缺乏投资选择，亚洲消费者的需求应该会更加强劲。
- 迄今为止，白银价格一直落后于金价的上涨。这与一个历史模式相一致，在2016年、2019年和2020年的宝贵牛市中，白银价格落后于黄金价格的上涨。
- 我们也看好铂金，由于近期可能的俄罗斯供应中断导致的钯价格冲击可能会加速这一平衡。（尽管钯价在目前水平上有所上涨，但因是一种战略金属，其短缺可能会严重扰乱全球汽车生产）

Exhibit 36: Gold ETF momentum is building

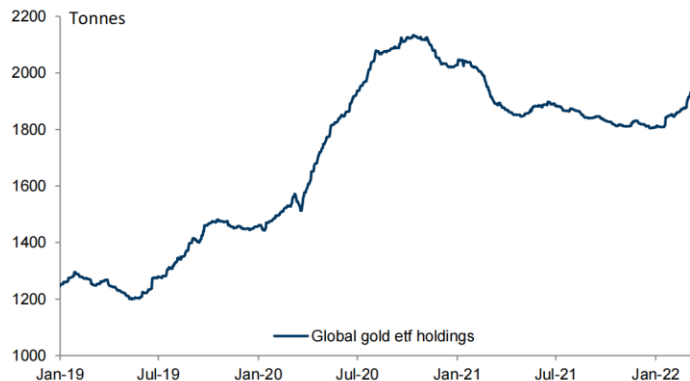


Exhibit 37: Shanghai gold premium remains resilient despite gold moving to post-2020 highs



参考来源

- 高盛研究