

➤ 近期上游大宗价格轮番下跌，市场热议“海外衰退交易”，后期通胀似乎有大幅缓解的迹象。当前大宗下跌幅度了怎样的预期？是否意味着现实供需已经转弱？大宗最新定价又映射了当前通胀处于哪个阶段？

### ➤ 近期大宗急挫，交易的是预期而非现实

商品价格受多重因素影响，不能简单将价格下跌理解为当前需求走弱。对比不同类型的商品价格，同一商品不同市场定价的差异，即所谓的价差比对，我们能够更加清晰知道当前大宗价格交易逻辑。现货价格强于期货，有色金属下跌大于原油能化，海外价格下跌大于国内，这三组价差显示近期大宗价格急跌，更多交易预期，而非当下现实的供需基本面。

### ➤ 近期大宗交易两大宏观预期，海外货币和国内疫情

本轮大宗急跌，主要交易两个预期。一是海外货币政策超预期收紧，二是国内疫情有所反复。

当前海外居民物价仍面临普遍上涨压力，美联储不得不做超强货币收紧。市场担忧美联储加息过快从而影响经济。相比其他大宗，有色金属等价更容易受预期影响。近期铜价大跌，我们理解就是在交易海外货币过度收紧预期。

近期原油能化价格急跌，不能简单归因为“海外衰退交易时滞”。我们认为华东疫情再起波澜可能是本次油价下跌的触发点。

### ➤ 当前商品供需基本面并未显著恶化

目前各类大宗商品的产、销、库存情况都属正常，即便海外定价更多的有色金属、能源，这两类大宗商品的供需关系也未显著恶化。

事实上铜、铝库存均处于偏低水平，下游开工仍然较好，有色金属现实供需尚佳。原油及石油制品总库存去化程度快于季节性，成品油垒库速度有限，海外交运需求仍然在恢复通道当中，当前原油供需状态也不错。

在此我们想要强调，当前大宗价格纷纷急跌，原因不在于基本面供需。既然基本面供需现实没有太大变化，未来大宗价格下行空间有限。

### ➤ 大宗定价映射目前处于“大通胀”尾声

当前铜价所蕴含的经济预期是“市场似乎已经相信海外通胀能够被有效压制在2%以下”；但是另一方面，当前铜、铝、原油等大宗商品供需状况良好，映射全球需求仍有韧性，仅短期存在疫情扰动。

上半年全球经历了“大通胀”时刻，下半年全球经济将逐步进入“大通胀”尾声阶段。大通胀尾部阶段中，大宗绝对价格，尤其原油能化价格仍偏高位。通胀同比有所下降，然因海外需求仍有支撑，通胀下行速度和斜率并不会太强。

我们可以做出这样的判断，当前大宗价格定价映射目前全球经济正在逐步由“大通胀尖峰时刻”切换至“大通胀”尾声阶段。

**风险提示：**疫情发展超预期；经济增速下行压力超预期；数据口径可能变化。



**分析师 周君芝**  
执业证书：S0100521100008  
电话：15601683648  
邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**分析师 谢文迪**  
执业证书：S0100522060001  
电话：18807906838  
邮箱：xiewendi@mszq.com

#### 相关研究

1、《迟暮的“大通胀”》

## 目 录

1 近期大宗急挫，交易的是预期而非现实 .....	3
2 当前商品定价国内疫情和海外货币两大预期 .....	4
3 当前商品供需基本面并未显著恶化 .....	5
4 大宗定价映射目前处于大通胀尾声 .....	7
5 风险提示 .....	8
插图目录 .....	9

## 1 近期大宗急挫，交易的是预期而非现实

商品价格绝对值受多重因素影响，为了厘清价格变动背后的原因，我们可以观察不同大宗品类的价差和期现价差，透过价差来看微观市场结构，从而准确判断出当前大宗价格变化的真正原因。

**我们认为本轮大宗价格下跌原因不在国内，而在海外。**

4月疫情冲击国内需求，5月及以后经济逐步修复。因为今年地产经历了历史罕见下行，至今国内建筑业需求都不算强势。若国内因素是当前商品定价的主要原因，那么我们应该看到商品定价较4月走强，并且当前绝对价格不高。

然而事实并非如此，商品价格反而在年初行至高点，并在近期快速下调。可见近期商品定价不完全反映国内需求走势。

**近期大宗商品内外价差收敛，反映近期大宗（尤其铜）价格下跌原因在海外，不在国内。**

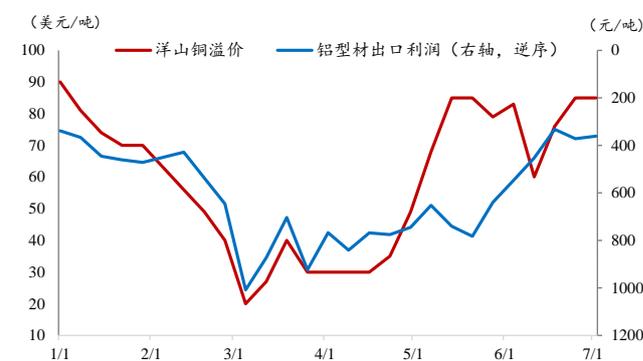
以近期铜价下跌为例。洋山铜溢价大幅上升，表明国内铜价比海外更加抗跌；铝型材出口利润大幅下滑，海外铝的短缺局面似乎已经大幅改善。

图 1：今年以来主要商品价格表现



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：4月以来国内外金属价差修复



资料来源：Wind，民生证券研究院

**本轮下跌更多起因于未来海外需求走弱的预期，而非当下现实。**

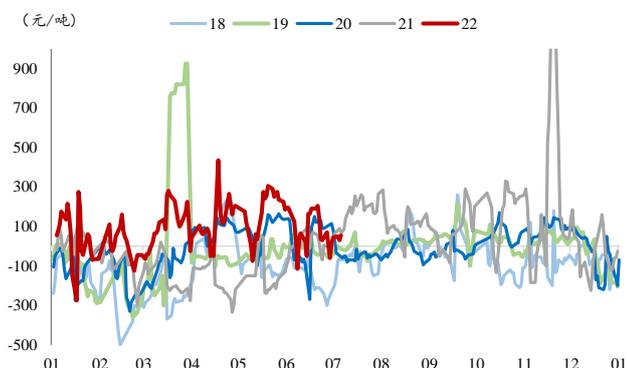
为什么我们得到这样的判断？原因在于与预期定价更加紧密的有色金属，价格下行更快；与现实相关性结合更紧的能源系价格相对平稳，甚至近期在震荡中走高。

过去三个月铜价快速下行，这一过程中，现货升水始终高于季节性水平，表征现货强于期货，可见铜价下跌，更多起因预期转弱。

能源价格更多受现实供需影响，当前能源价格震荡上行，金属价格则更易受预期影响，近期价格暴跌。今年5月以来，能源和金属价格显著分化。

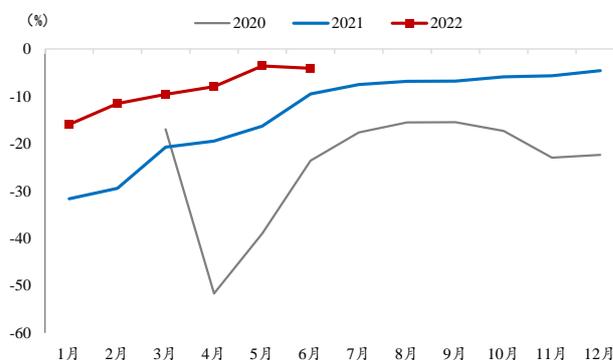
**近期大宗价格剧烈的结构性分化，也在侧面印证当前大宗定价现实和预期出现分化。**

图 3：湿法铜升贴水高于季节性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：欧美出行指数-零售店和娱乐中心



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 当前商品定价国内疫情和海外货币两大预期

近期大宗价格下跌主要与预期相关，并且定价因素更加落到海外。更深一层，我们认为当前大宗定价交易的是两大因素：美联储货币过快收紧和中国本土疫情反复。

### 有色金属下跌，定价美联储货币过快收紧预期。

有色金属定价兼具金融属性和商品属性。铜价高位运行时，金融属性将起主导作用。所谓金融属性，是指偏离基本面实体属性之外的定价，这部分定价往往跟未来预期相关。

回顾历次加息周期，加息中后段，铜、铝价格表现相对疲软。

当前海外居民物价仍面临普遍上涨压力，加息预期强烈，市场担忧加息过快影响经济。有色金属定价跟随预期而发生剧烈调整。

### 近期原油能化价格急跌不能简单归因为“海外衰退交易时滞”。

最近原油价格下跌幅度和节奏极快，1个交易日每桶价格下跌近10美元，对此不少市场观点认为当前原油定价是在交易“海外衰退预期”。

然而我们认为，交易“海外衰退预期”早在6月份就已开始，彼时海外钢材、铜、铝轮番下跌。近期未有更多海外衰退预期信号出现，这种情况下，将近2个交易日的大跌归因为“海外衰退交易时滞”，我们认为有些牵强。

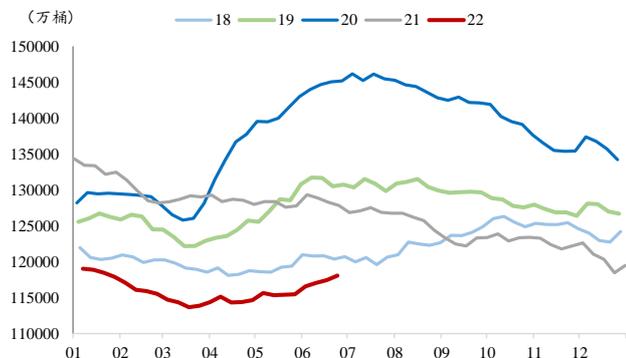
### 我们认为，华东疫情再起波澜可能是本次油价大跌触发点。

根据IEA的库存数据，一季度全球原油及石油制品供需缺口预计约150万桶/天；随着全球原油产量上行，二季度原油及石油制品的供需缺口收窄至100万桶/天以内。

这种情况下，中国需求对原油定价的重要性开始显现。2021年中国石油需求大致为1500万桶/天，占全球需求总量的15%左右。

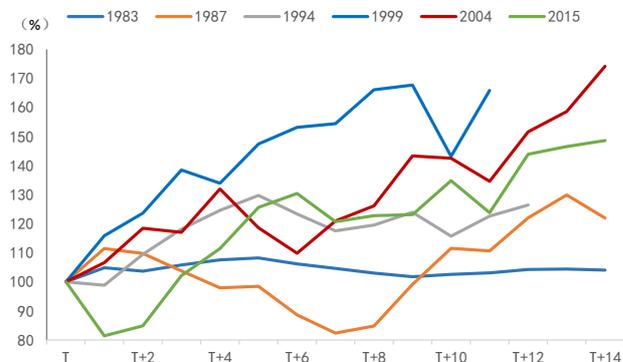
7月初以来，华东新冠疫情多地散发，安徽、江苏、上海等出现感染病例，7月5日上海新增本土新冠肺炎确诊病例9例和无症状感染者15例，引发市场担忧。如果7月后华东疫情对经济的影响复刻4-5月，那么全球原油供需平衡将再一次朝着“供过于求”的方向摆动。

图 5：原油及石油制品库存（不含战略储备）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：加息对原油价格影响较弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 3 当前商品供需基本面并未显著恶化

目前各类大宗商品的产、销、库存情况都属正常，即便海外定价更多的有色金属、能源，这两类大宗商品的供需关系也未显著恶化。

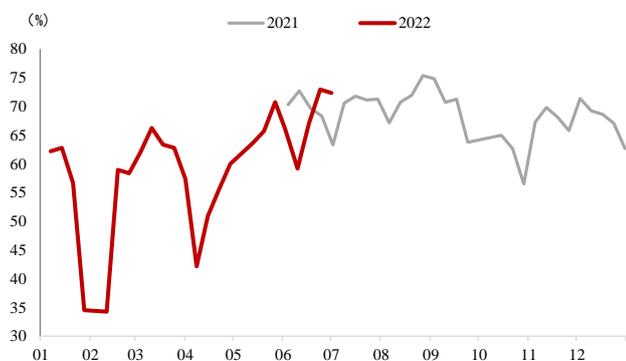
**先来看铜的基本面供需。**

铜下游需求，超过一半由电力投资贡献。跟踪铜需求，可跟踪铜杆开工率。除去 4 月疫情扰动，今年电力投资月度增速一直维持在相对高位。

6 月华东复工以来，铜杆开工率上行，电力投资仍然处于高景气度。此外，家电等其他下游产销情况或有下滑，但是全球铜库存并未大幅累积，仍然处于较低位置。

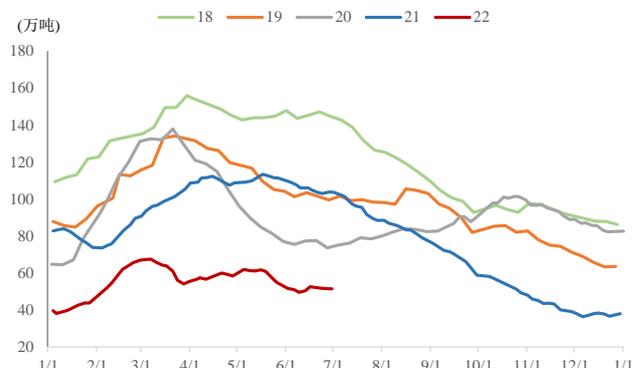
**从库存看，铜供需相较一季度有所转弱，但并未显著恶化。**

图 7：今年 6-7 月铜杆开工率仍然较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：全球铜库存低位运行



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 其次来看铝的基本面供需。

今年西南地区来水较多，水电丰裕，电解铝运行产能大幅上升。然而电解铝的高产量并未带来高库存，这意味着铝下游需求较为旺盛，完全能够承接新增产能。铝的下游需求旺盛或与今年出口持续超预期紧密相关。

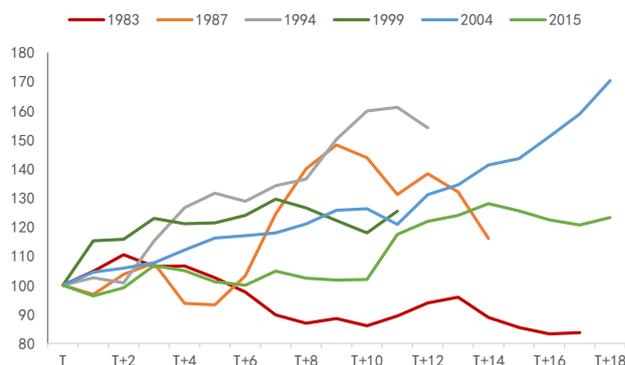
考虑实际供需，不论是氧化铝、电解铝还是铝棒，显性库存都在下滑，短期供需依然良好。

图 9：全球电解铝产量已恢复至俄乌冲突前水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：过去 6 轮加息周期中的铜价指数表现



资料来源：Wind，民生证券研究院；以加息当月的均价指数定为 100，T+12 对应开始加息后的第 12 个月，以此类推。

### 最后来看原油的基本面供需。

原油下游 7 成需求由交运需求贡献。随着海外各国政府放松疫情防控政策，海外服务业需求持续释放，交运需求持续上行，这一趋势自 2021 年未有打破。至今海外交运需求仍在持续改善。

看原油供给，目前原油及石油制品库存仍然处于近 5 年同期最低水平。截至 6 月底，原油仍然处于去库状态。

近期原油供需基本面较好。

图 11：全球交运指数仍然在恢复通道当中

图 12：美国原油及石油制品库存（含战略储备库存）

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\\_43666](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43666)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn