



## 宏观专题报告

# 大宗商品何时启动新一轮下跌？

## ——大类资产比价关系研究之四

### 证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

### 联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

### 相关研究

《怎样看中美元差收窄下的汇率贬值压力？——大类资产比价关系研究之一》

《本轮人民币贬值的合理位置在哪里？——大类资产比价关系研究之二》

《人民币隐含波动率高企意味着什么？（上）——大类资产比价关系研究之三》

### 投资要点：

- **大宗商品：供需平衡差异决定价格分化。**从 CFTC 持仓变化、商品价格远期曲线和库存三个方面讨论了大宗商品价格短中期的走势，CFTC 持仓变化印证我们此前报告中提及的“流动性溢价”回落和金融属性褪色，大宗商品从“拥挤交易”逐步退潮到本身的供需变动。商品价格远期曲线和库存变化折射出短期和中期的供需矛盾变化。
  - **CFTC 持仓。**6 月份之后大宗商品价格普遍下跌，实质上是在美联储加息路径陡峭化的压力下，商品“多头拥挤交易”的成分被动挤出的结果。对需求回落的预期，与其说是因为“交易衰退”而做空大宗商品，倒不如说是从大宗商品价格下跌推测市场在“交易衰退”。资金行为从一季度多头比较“拥挤”的商品回归到多空势力相对均衡的状态。
  - **大宗商品远期曲线。**供需紧平衡的大宗商品维持 Backwardation 结构、供需预期转向的大宗商品转变为 Contango 结构。大宗商品供需情形和当前商品远期曲线的形态一致，短期供需偏紧的商品：原油、铁矿石、螺纹钢；短期供需平衡的商品：铜、黄金。
  - **商品库存：**大宗商品价格下跌趋势中如果叠加需求走弱的库存累积压力，或库存去化节奏弱于季节性，那么价格下行趋势或得到强化，二季度以来不同商品供需差异造成库存去化过程分歧。7 月份以来商品去库节奏：原油出现库存累积、铁矿和螺纹钢等黑色系商品和铜维持去库。
- **大宗商品：年内或维持下跌趋势、Q3 部分品种存在反弹机会。**二季度基于“流动性溢价”下滑的大宗商品宏观交易暂时告一段落，商品各自回归供需基本面，还存在需求支撑的大宗商品表现相对偏强、供需趋于双弱的品种或维持下跌趋势。从商品远期曲线来看，当大宗商品的 Back 结构演化为 Contango 结构时，或意味着下跌趋势的进一步启动。从三季度以内的时间来看，内部需求定价的品种强于外部需求定价的品种，铁矿石>螺纹钢>铜>原油；从年内时间来看，金融属性较高的商品强于金融属性较弱的商品，黄金>铜>原油。铜金比值和油金比值或有继续下行的空间。
- **风险提示：**（1）海外美元流动性若随加息路径陡峭化而紧缩，大宗商品或继续无差别承压下跌；（2）地缘政治冲突尚存在不确定性，供给端扰动风险或持续存在；（3）中国经济“稳增长”政策效应滞后，或继续施压内部需求型商品。

## 内容目录

1. 衰退交易资金：从“拥挤”到“平衡” .....	4
1.1. 商品多头“拥挤交易”退潮 .....	4
1.2. “衰退交易”再审视 .....	6
2. 商品远期曲线：Super-Back 下的高做空成本 .....	7
2.1. 供需矛盾的镜像：远期曲线 .....	8
2.2. 供需变化的映射：库存 .....	10
3. 总结 .....	12
4. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1：COMEX 铜期货投机性净多头寸降低至中位数水平 .....	4
图 2：COMEX 黄金期货投机性净多头寸从拥挤到平衡 .....	4
图 3：NYMEX 原油期货净多头寸降至中位数以下 .....	5
图 4：NYMEX 天然气期货净多头寸拥挤度“平衡” .....	5
图 5：美元指数投机性净多头寸渐趋“拥挤” .....	6
图 6：10Y 美债投机性净多头寸从“极致看空”到平衡 .....	6
图 7：以铜金比值度量，10 年期美债利率偏离度略高 .....	7
图 8：以铜金比值度量，10 年期美债收益率应继续回落 .....	7
图 9：ICE 布油期货 2306 和 2212 合约价差收窄 .....	8
图 10：COMEX 铜连三和连续合约价差基本保持平水 .....	8
图 11：ICE 布伦特原油近半年来维持 Super-Back 结构 .....	9
图 12：COMEX 铜期货 1 个月来从平水演化为 Contango .....	9
图 13：大商所铁矿石期货维持 Back 结构 .....	9
图 14：COMEX 黄金期货维持 Contango 结构 .....	9
图 15：上期所螺纹钢期货维持 Back 结构 .....	9
图 16：NYMEX 天然气期货整体维持 Back 结构 .....	9
图 17：COMEX 铜库存累库压力在提高 .....	11
图 18：7 月份以来 EIA 原油库存去化速度放缓 .....	11
图 19：7 月份以来螺纹钢广义库存维持去化 .....	11

---

图 20: 7 月份以来铁矿石港口库存维持去化 .....	11
图 21: 下半年铜金比值和油金比值或延续下行趋势 .....	12

二季度以来，随着美联储加息路径愈加“陡峭化”，股票、债券和大宗商品市场从“股债跌、商品涨”的“滞胀交易”逻辑切换至“衰退交易”逻辑，无论是大宗商品市场认可了美联储加息抑制通胀的决心、还是加息导致经济“硬着陆”风险增大，与经济总需求预期密切相关的铜、原油和铁矿石等大宗商品共同下跌。

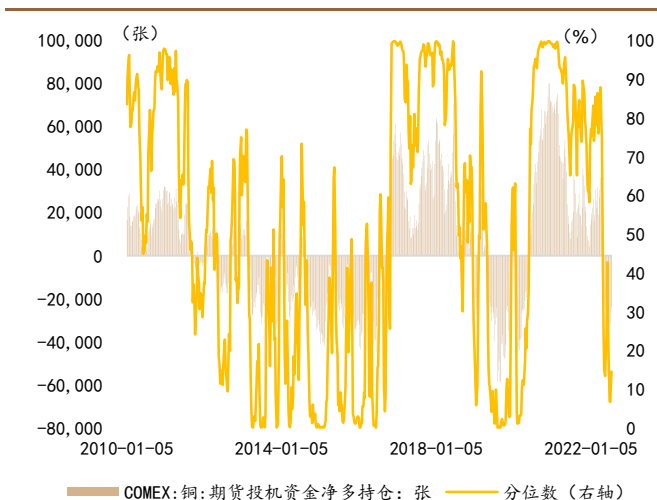
回溯二季度以来的商品市场变化，当4月中旬人民币汇率开始纠正2021年底以来的高估状态时，我们认为由于人民币汇率和铜、原油等大宗商品价格之间的稳定负相关关系，人民币汇率贬值指向经济总需求回落的预期将开始升温，大宗商品需求下滑的预期或为当时震荡徘徊的铜价指明下跌的方向，而铜正是在4月底至5月中旬破位下跌，随后6月初的反弹不过是提供了更好的做空时点。6月中旬美联储加息75个BP之后，一季度地缘政治冲突引起的供给短缺担忧切换至需求下行的隐忧，工业品、能源品等大宗商品普遍下跌，尽管“交易衰退”是市场主流的认知逻辑，但是我们在6月30日发布的研究报告《兑现“衰退预期”需要分几步？》中也提出在供需偏紧的现实格局还未发生显著改变的情况下，供需基本面对6月份以来的大宗商品下跌的解释力度较弱，其价格走势更像2020年以来宽松货币政策赋予大宗商品的“流动性溢价”减弱、金融属性褪色引致的回调。三季度以来，大宗商品价格走势回归供需定价，供需平衡状态、库存状态等反映出大宗商品之间的分化。

## 1. 衰退交易资金：从“拥挤”到“平衡”

### 1.1. 商品多头“拥挤交易”退潮

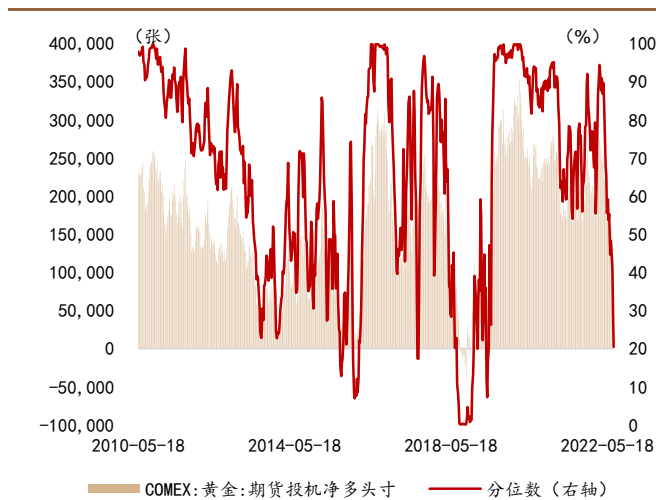
6月份以来大宗商品下跌，实际是金融属性褪色下的宏观交易，越是贴近终端需求、越是供需格局偏弱、越是多头交易拥挤的品种，其下跌速度越快。CFTC每周发布的持仓数据，可以跟踪当前大宗商品市场交易是否还处于拥挤的程度，在CFTC持仓数据中，非商业净多头寸可以视为市场的投机性资金。

图 1: COMEX 铜期货投机性净多头寸降低至中位数水平



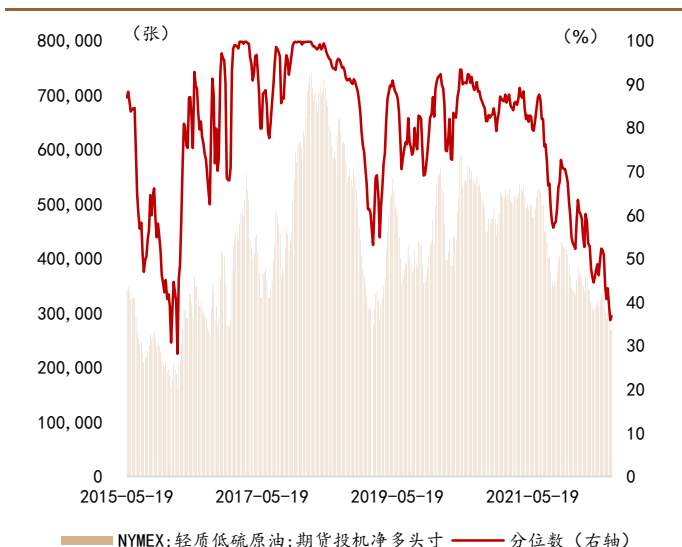
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2: COMEX 黄金期货投机性净多头寸从拥挤到平衡



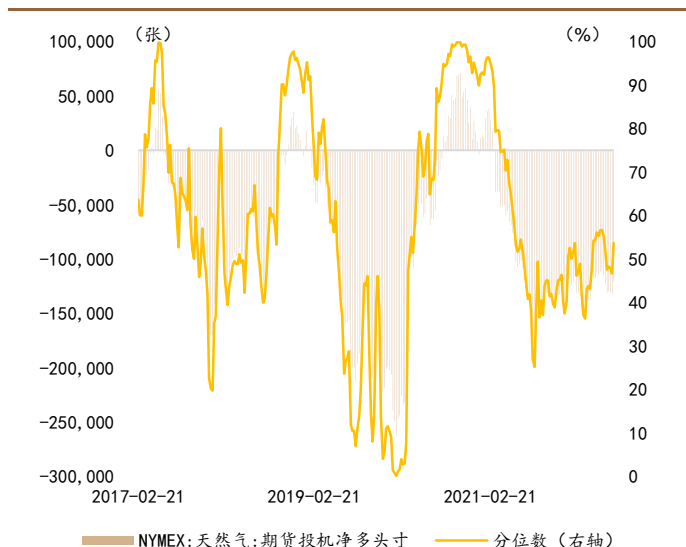
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3: NYMEX 原油期货净多头寸降至中位数以下



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: NYMEX 天然气期货净多头寸拥挤度“平衡”



资料来源: Wind, 德邦研究所

“滞胀交易”逻辑下，做多大宗商品、做空债券成为主流交易模式。从大宗商品市场来看，在一季度地缘政治风险的冲击下，供给压力再次成为大宗商品价格走势的主导因素，押注价格上行的投机性头寸也不断累积。我们更加关注铜和原油的运行，一方面固然是因为这两种商品和经济总需求的波动紧密相关，另一方面则是由于商品之间，“大品种”相比“小品种”对供给冲击的反应更小，一季度价格出现异常波动的镍等有色金属“小品种”，由于对供给变动更加敏感，部分市场投资者行为的影响会被放大。

(1) COMEX 铜期货非商业净多头寸上半年最高达到 3.6 万张，历史分位数达到 87.90%，但是最高时超过 96%，4 月中旬之后净多头寸下滑，截止 7 月 19 日，COMEX 铜期货非商业净多头寸 386 张，历史分位数占比 53.80%，处于多空相对均势的位置，铜已经从一季度“滞胀交易”略显拥挤的程度回落至多空均衡状态。

(2) WTI 原油期货非商业净多头寸则延续了 2021 年下半年以来的多头押注，但是与 COMEX 铜期货不同，WTI 原油期货的净多减仓是均匀下滑，截止 7 月 19 日当周，历史分位数下滑至 36.80%，相比于铜，原油的多头位置偏低。

(3) COMEX 黄金是直接受益“滞胀交易”的商品，一季度在尾部风险催化等因素的驱动下，3 月上旬 COMEX 黄金期货价格最高触及 2078.80 美元/盎司，几乎和 2020 年 8 月份 2089.20 美元/盎司的价格持平，彼时 COMEX 黄金非商业净多头仓位的历史分位数抬升至 94.30% 的最高值，出现多头交易拥挤的迹象，5 月份之后 COMEX 黄金和铜共同出现多头拥挤交易的撤退，截止 7 月 19 日当周，COMEX 黄金非商业净多头寸历史分位数滑落至 20.4%，与铜相比，黄金目前的空头势能占优。

(4) 有一种大宗商品表现出不一样的特征：天然气期货。从 CFTC 发布的

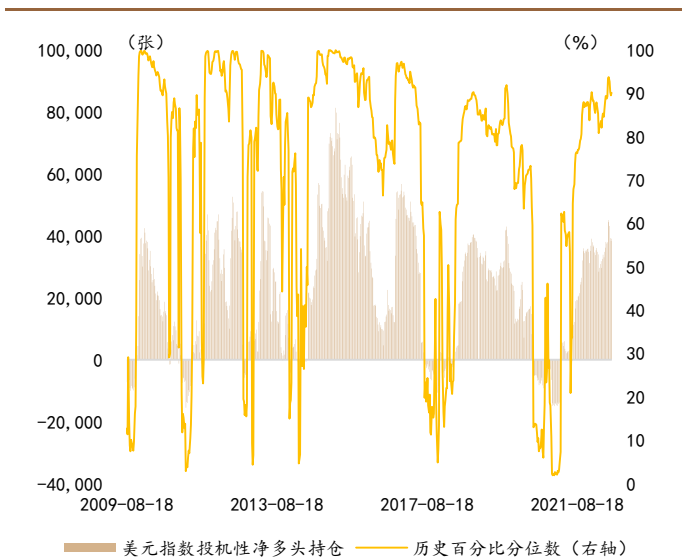
非商业持仓数据来看，净多持仓始终为负值，2020 年疫情发生以来，仅仅在 2020 年四季度转变为净多头仓位，在一季度地缘政治冲突中，处于“断供”风险旋涡的天然气，却维持净空头仓位，2022 年上半年在 3 月中下旬最高达到 14.9 万张，4 月份以来净空仓位逐渐下滑，但是多空市场势力始终维持均衡，截止 7 月 19 日，天然气期货非商业净多头寸处于历史 53.70%分位数，和 5 月份以来的多空势力对比基本持平。

CFTC 持仓数据从一个侧面展现出，6 月份之后大宗商品价格普遍下跌，实质上是在美联储加息路径陡峭化的压力下，商品“多头拥挤交易”的成分被动挤出的结果。对需求回落的预期，与其说是因为“交易衰退”而做空大宗商品，倒不如说是从大宗商品价格下跌推测市场在“交易衰退”。资金行为从一季度多头比较“拥挤”的商品回归到多空势力相对均衡的状态。

## 1.2. “衰退交易”再审视

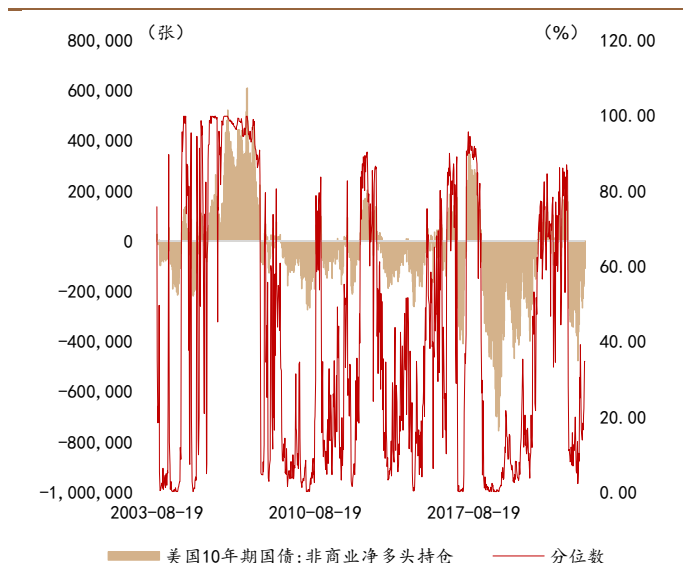
“滞胀交易”的另外一面即是与大宗商品相对应的美元资产，即美元指数和美债。根据 CFTC 公布的美元指数持仓数据，押注美元指数上涨的投机性净多头寸持续上行，截止 7 月 19 日非商业净多持仓的历史分位数达到 90%，相比一季度大宗商品的空头，当前美元指数的交易也渐渐逼近“拥挤”。而 10 年期美债的净多头寸则在大宗商品从拥挤走向平衡的过程中也逐渐从“滞胀交易”下的极致看空转向平衡，3 月至 4 月期间，看空 10 年期美债的非商业净多头寸一度接近 -47.66 万张，在历史上的分位数水平滑落至 2.20%，并且在此之后做空势力撤退，截止 7 月 19 日，10 年期美债的非商业净多头寸为 -10.9 万张，历史分位数为 34.70%，已经处于较为平衡的多空状态。

图 5：美元指数投机性净多头寸渐趋“拥挤”



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：10Y 美债投机性净多头寸从“极致看空”到平衡



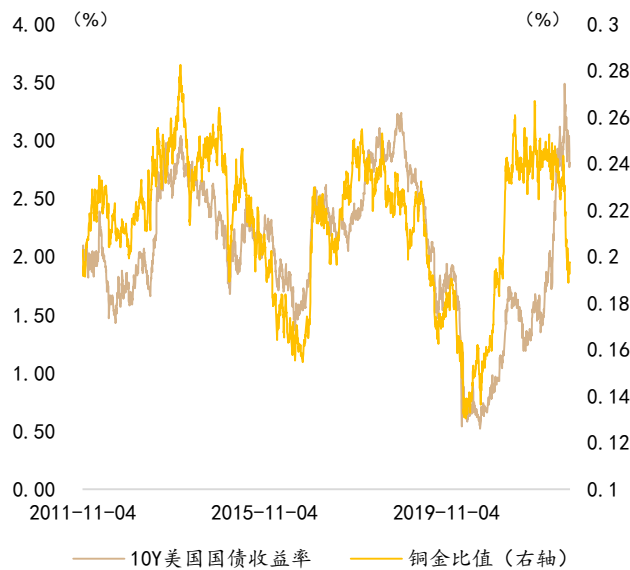
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：以铜金比值度量，10 年期美债利率偏离度略高



资料来源：Wind，德邦研究所  
240 日均值偏离度的计算方法是： $(\text{即期比值}-240 \text{ 日移动均值})/240 \text{ 日移动均值}$

图 8：以铜金比值度量，10 年期美债收益率应继续回落



资料来源：Wind，德邦研究所

在“滞胀交易”退潮的过程中，大宗商品多头和 10 年期美债空头恰好是一枚硬币的正反面，我们经常运用铜金比值指向 10 年期美债收益率的走势，但是在“滞胀交易”切换至“衰退交易”之后，大宗商品的信号指引却和 10 年期美债收益率的水平不符：（1）以铜金比值作为度量，6 月份铜金比值不仅跌破了 2020 年四季度以来的上涨趋势线，而且跌破了 240 日移动均线，但是 10 年期美债收益率却并未和铜金比值下跌同等幅度；（2）以铜金比值和 10 年期美债收益率的 240 日移动均线作为均值，度量当前价格偏离均线的程度，从较长的时间周期里，10 年期美债收益率的运行方向和铜金比值的运行方向一致，而在“滞胀交易”时期两者出现了偏离度的偏差，如果以铜金比值为基准，10 年期美债收益率被高估，实际上，高通胀和陡峭化的紧缩路径支撑美债收益率、偏弱的经济需求预期压低铜金比值，两者偏离度的背离指向的是“紧缩交易”和“衰退交易”的频繁交替。

由于在大宗商品价格下跌过程中，缺乏商品需求滑落的事实和供给压力的实质性缓解，在经过无差别的普遍下跌之后，市场也从供需结构、生产成本等方面寻觅价格的有效支撑。7 月份以来，商品从此前的快速杀跌切换为震荡，前期跌幅较大的铁矿石等黑色系商品出现小幅反弹，供需结构的分化决定了商品不同品种间的分化走势。在此前拥挤交易退潮之后，供需格局的变化是大宗商品开启新一轮下跌的核心变量。

## 2. 商品远期曲线：Super-Back 下的高做空成本

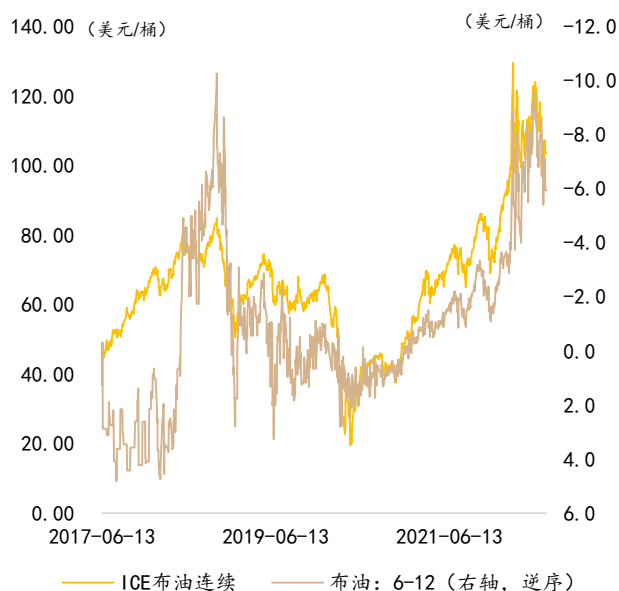
期货市场的价格期限结构（Term Structure）提供了更直观跟踪供需基本面变化的途径，和利率期限结构一样，商品价格的期限结构反映仓储成本、融资成本等因素的变动，由于融资利率很难为负、仓储运输等价格因素，正常的商品价格期限结构会是向右上方倾斜的曲线，即 Contango 结构，如果商品市场的定价

是有效的，那么供需变化会体现为期限结构的变动。

## 2.1. 供需矛盾的镜像：远期曲线

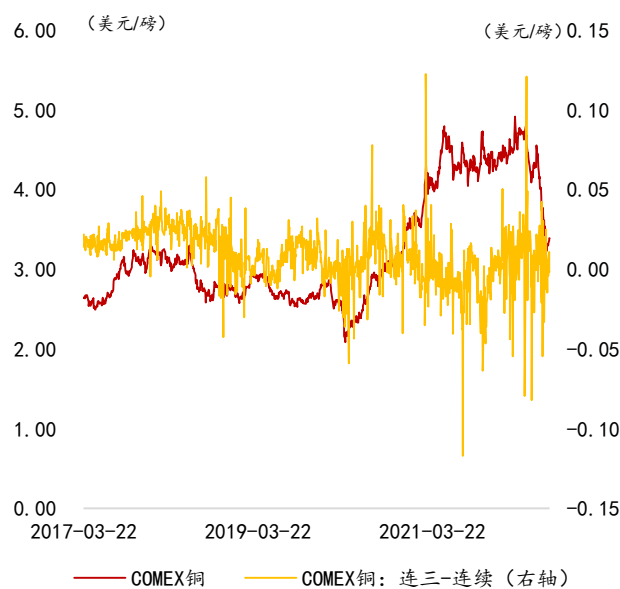
一般而言，当商品市场处于供给过剩的熊市状态时，近远月合约报价曲线会呈现 Contango（期货升水）的期限结构，即远月合约价格高于近月合约价格，供给大于需求的快速恶化会把价格的期限结构推向 Super-Contango 的结构；当商品市场处于需求强于供给的牛市状态时，一般会呈现 Backwardation（期货贴水）结构，“钱比货多”的多头“逼仓”（Short Squeeze）状态下甚至会出现极端的 Super-Backwardation 结构。当商品价格处于 Super-Contango 或 Super-Backwardation 时，收益率的分布会出现偏斜，前者对应价格“下行无底”、后者对应价格“上行无顶”。

图 9：ICE 布油期货 2306 和 2212 合约价差收窄



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：COMEX 铜连三和连续合约价差基本保持平水



资料来源：Wind，德邦研究所

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\\_44419](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44419)

