

➤ 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。**

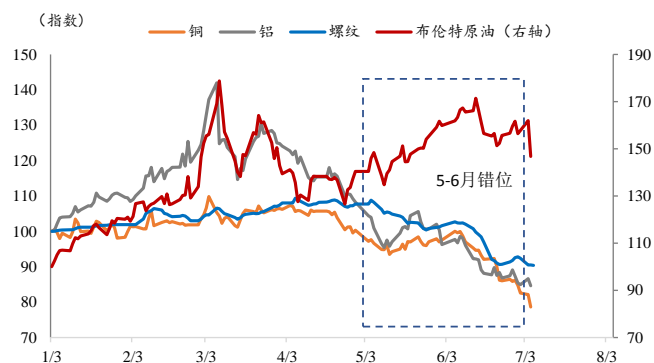
4月疫情冲击国内需求，5月及以后经济逐步修复。因为今年地产经历了历史罕见下行，至今国内建筑业需求都不算强势。若国内因素是当前商品定价的主要原因，那么我们应该看到商品定价较4月走强，并且当前绝对价格不高。

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。**

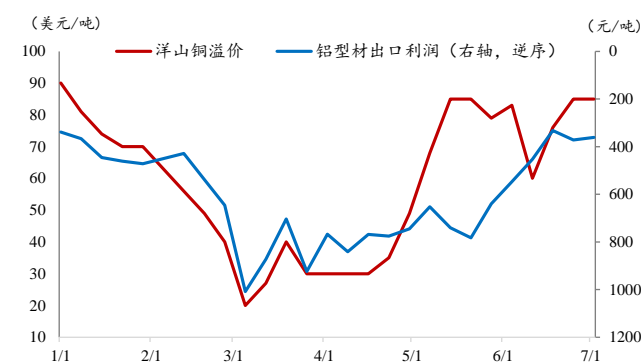
以近期铜价下跌为例。洋山铜溢价大幅上升，表明国内铜价比海外更加抗跌；铝型材出口利润大幅下滑，海外铝的短缺局面似乎已经大幅改善。

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。**

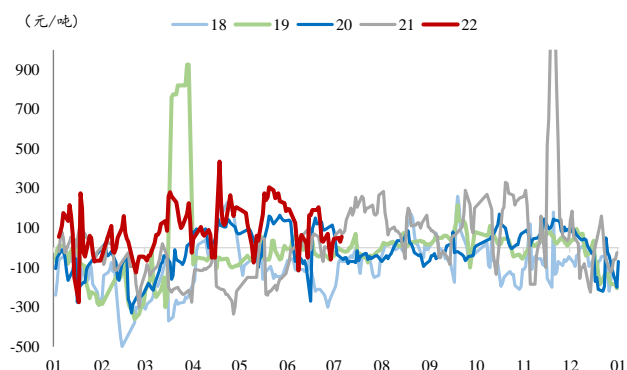
为什么我们得到这样的判断？原因在于与预期定价更加紧密的有色金属，价格下行更快；与现实相关性结合更紧的能源系价格相对平稳，甚至近期在震荡中走高。

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。

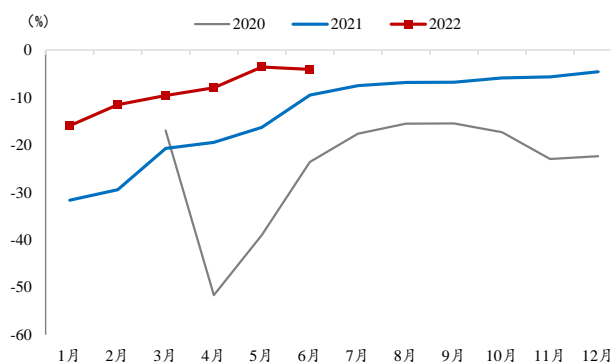
**近期大宗价格剧烈的结构性分化，也在侧面印证当前大宗定价现实和预期出现分化。**

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。

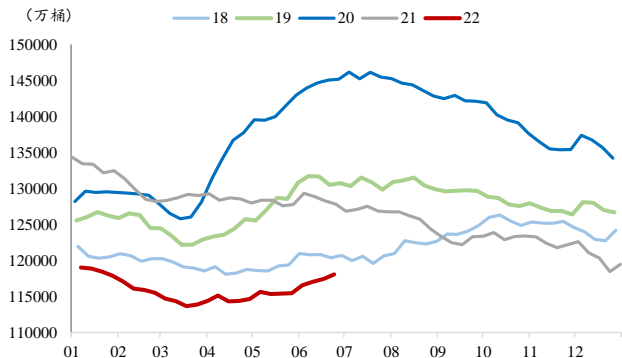
### 我们认为，华东疫情再起波澜可能是本次油价大跌触发点。

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。

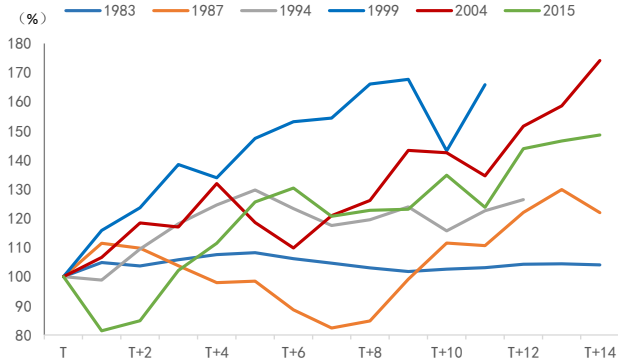
7月初以来，华东新冠疫情多地散发，安徽、江苏、上海等出现感染病例，7月5日上海新增本土新冠肺炎确诊病例9例和无症状感染者15例，引发市场担忧。如果7月后华东疫情对经济的影响复刻4-5月，那么全球原油供需平衡将再一次朝着“供过于求”的方向摆动。

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。

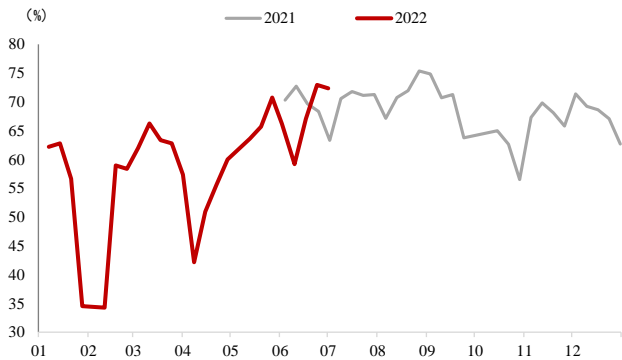
#### 先来看铜的基本面供需。

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。

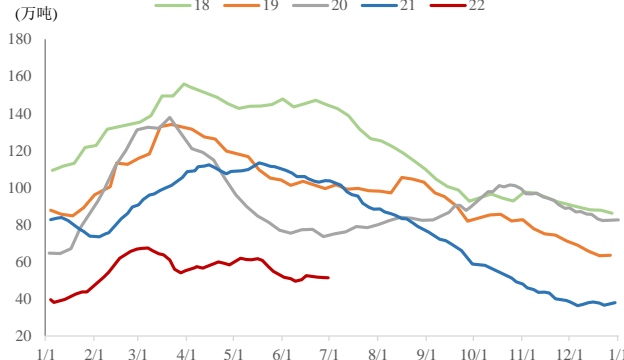
#### 从库存看，铜供需相较一季度有所转弱，但并未显著恶化。

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



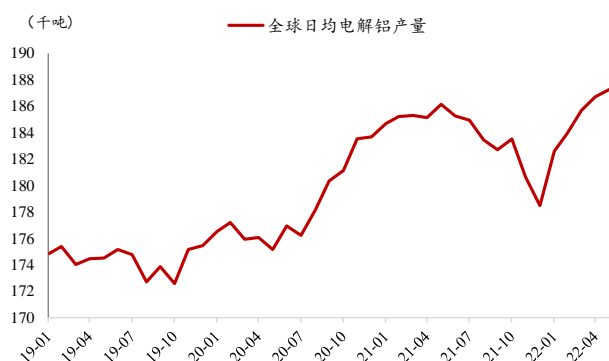
资料来源：Wind，民生证券研究院

### 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。

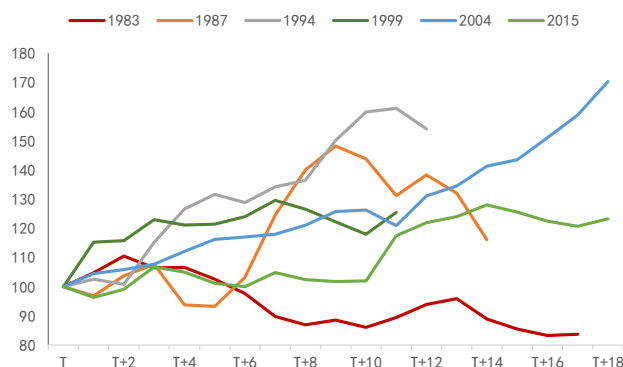
考虑实际供需，不论是氧化铝、电解铝还是铝棒，显性库存都在下滑，短期供需依然良好。

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。

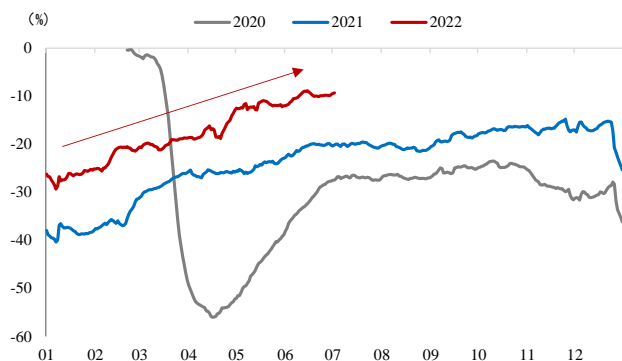
### 最后来看原油的基本面供需。

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。

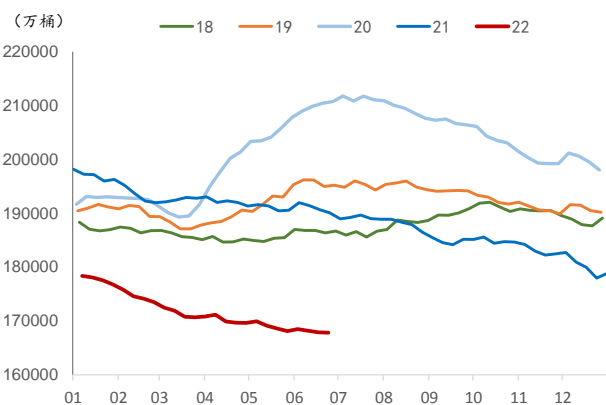
近期原油供需基本面较好。

图 11：全球交运指数仍然在恢复通道当中



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：美国原油及石油制品库存（含战略储备库存）



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 4 大宗定价映射目前处于大通胀尾声

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。

当前美国 CPI 高达 8%，美联储希望将其控制在 2% 以内。基于过去三年的定价框架，当 CPI 中枢回落至 2% 时，对应铜价在 6 万元/吨左右；如果基于 2012-2019 年的框架，对应铜价在 5.3-5.5 万元/吨。

7 月 6 日铜价跌至 5.8 万元/吨，不论按照什么框架，我们似乎都能到如下结论，“市场已经预期到美国通胀将得到有效解决”。

即近期铜价下跌，反映出市场对美联储加息造成的负面影响，已有较充分预期。

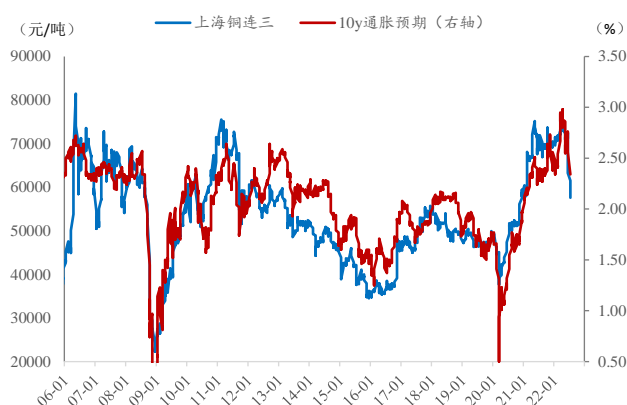
当前供需并没有明显恶化，铜价下跌后，所蕴含的通胀压力已大幅缓解，在供需没有明显恶化的背景下，我们认为铜价后续下跌空间有限。

能源定价则适用于另一套体系。

从商业库存角度观察，如果原油及石油产品库存回升至 12 亿桶，布伦特原油的定价在 85 美元/桶，但需要注意，此前库存在这一位置时，战略储备库存并没有下滑；如果考虑战略石油储备库存，那么油价的下限应至少在 90 美元/桶以上。

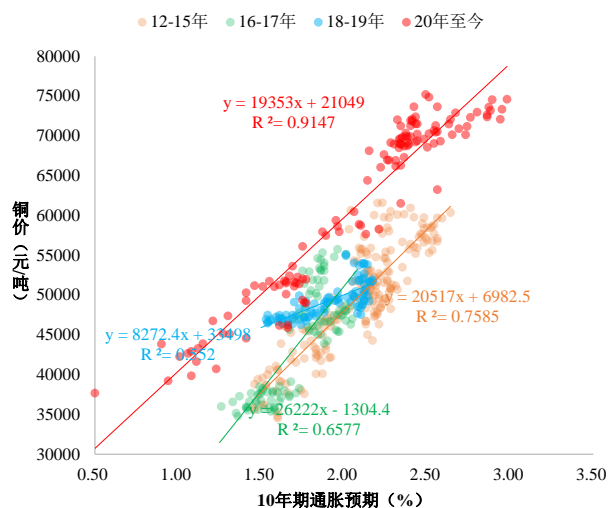
若后期国内需求正常恢复，疫情对经济的冲击程度仅停留在 2021 年的水平，那么我们预计当前油价已经接近定价下沿。

图 13：铜价与通胀预期相关性较强



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：当前铜价或已定价了 2% 的通胀预期



资料来源：Wind，民生证券研究院

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。

上半年大通胀尖峰时刻有三个典型表现，一是通胀快速大幅上行，二是海外各领域全面涨价，

三是高通胀触发历史罕见的美联储货币收紧，全球流动性和风险资产定价受到扰动。

展望下半年，全球将进入“大通胀”尾声阶段。在大通胀尾部阶段中，大宗绝对价格，尤其原油能化价格仍偏高位。通胀同比增速有所下降，然因海外需求仍有支撑，通胀下行速度和斜率并不会太强。

**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”。**

当前铜、铝、原油等大宗商品仍面临较强的供需基本面，映射当前全球需求仍有韧性。

近期铜价快速下行，直观来看是在反应未来美联储货币收紧，而我们理解为，这一轮铜价下行，本质上是在反映“大通胀尖峰时刻”已经过去。因为未来仍有供需支撑，所以我们也判断未来铜价下行空间有限，这也是“大通胀”尾声阶段的铜价表现。

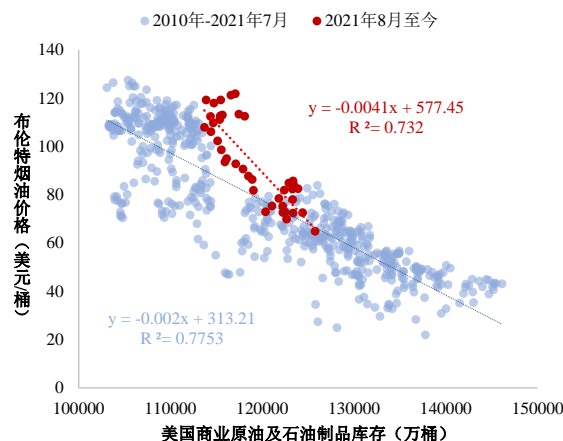
至于原油，近期交易更多国内疫情反复，预计国内疫情逐步消退之后，油价或将重新回归强势。

图 15：原油价格和库存（含 SPR）变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：原油价格与库存（不含 SPR）变动散点图



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 5 风险提示

**疫情发展超预期：**疫情反弹或防控政策加严。

**经济增速下行压力超预期：**经济无法有效恢复。

**数据口径可能变化：**文章所涉及数据较多，其口径在之后可能会发生变化。



## 插图目录

图 1：今年以来主要商品价格表现.....	3
图 2：4 月以来国内外金属价差修复.....	3
图 3：湿法铜升贴水高于季节性.....	4
图 4：欧美出行指数-零售店和娱乐中心.....	4
图 5：原油及石油制品库存（不含战略储备）.....	5
图 6：加息对原油价格影响较弱.....	5
图 7：今年 6-7 月铜杆开工率仍然较高.....	5
图 8：全球铜库存低位运行.....	5
图 9：全球电解铝产量已恢复至俄乌冲突前水平.....	6
图 10：过去 6 轮加息周期中的铜价指数表现.....	6
图 11：全球交运指数仍然在恢复通道当中.....	6
图 12：美国原油及石油制品库存（含战略储备库存）.....	6
图 13：铜价与通胀预期相关性较强.....	7
图 14：当前铜价或已定价了 2%的通胀预期.....	7
图 15：原油价格和库存（含 SPR）变化.....	8
图 16：原油价格与库存（不含 SPR）变动散点图.....	8

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001