

写于经济增长放缓与流动性尾声的时间节点

作为经济的“先行指标”，铜价自5月初从高位跌落，伦铜从高位10700附近到目前的9200左右，跌幅在14%左右，近期有挑战9000整数关口的可能。而同样能够反映整体经济运行的原油价格，为何在铜价回落之后（原油价格在7月初后才终于迎来调整）2个月依然能够保持上行态势？主要还在于疫情后期需求恢复的速度不同，有色金属用于制造业，只要不是工人的完全封锁，正常的经济活动都能带来需求的增加；而原油消费占比最大的部分在于汽油（也即出行需求），只有到疫情的后期，人们的心态才得以放松，叠加本身七八月份的欧美国家夏季出行旺季，使得原油价格涨势延至7月初。7月之后，也终于露出了一些下跌的“蛛丝马迹”（WTI原油两度挑战65关口）。如果说铜价更早反映出经济下行的压力，那么油价的下跌则起到了一定的验证效果。当前只是价格的中期调整还是掉头，需要对整体的宏观环境做一梳理。

中国的制造业PMI在去年疫情之后的快速复苏阶段最高达到52.1，今年3、4和5月还维持在51上方，6月后连续2个月下滑且低于51，7月新订单指数下滑至近一年的低位，海外经济持续改善的替代，使得新出口订单跌至47.7，原材料库存也呈现回落之势。16日统计局公布7月重点经济数据，消费、投资（房地产、制造业、基

建)、工业生产增速均不同程度回落，有超预期的部分，多少反映了疫情反扑及洪涝灾害的拖累，但总体的放缓趋势已基本确认。再来看美国的情况，7月非农就业大好于预期，失业率也降至5.4%，单从就业市场数据来看，表现尚可，就业持续改善。而7月ISM制造业PMI连续两月下滑，至59.5。刚公布的零售销售数据也差于预期。虽然并非所有的数据都指向经济增长放缓，但也得到了部分验证。

从通胀数据来看，中国7月PPI同比上涨9%，工业生产者购进价格同比保持在13.1%；美国7月CPI同比增长5.4%，剔除了食品和能源的核心CPI为4.3%，较前一个月略有下滑。7月后，以原油为首的工业品多出现调整，PPI的增速料将放缓，可以部分验证通胀只是暂时的观点。可当前偏高物价增速还是会令央行在货币政策选择上面临一定的限制，一方面是经济已经出现增长疲态，另一方面是物价还在快速上涨。7月初，中国央行突发降准，后续货币政策依旧稳健，将更加注重结构性的调整。上半年的专项债发行速度偏慢，年底前有提速的可能，资金、项目的落地可能要到明年初。19日美联储公布7月会议纪要，多数官员指出如果今年经济发展与他们预期大体一致，今年可能会达到缩减购债规模的门槛。其实，美联储在6月已经释放可能缩减宽松的信号。因此，当前我们正处于流动性的尾声。另外需要关注海外疫情情况，若疫情再度不受控制，不排除缩减政策出现延迟的可能。

综上，单从需求及经济增长与周期的角度而言（供应端的未预期

到的因素较多),以原油、铜为代表的大宗商品工业品恐将面对不小的压力,我们倾向认为与全球经济紧密相关的工业品价格重心下移概率较大。

如果如预期般下跌,下跌的过程可能并不顺畅。首先,将会面临的阻力来自于库存的低位,当前工业品整体库存都偏低,EIA商业原油库存低于5年均值,上期所铜库存处于近几年同期低位,LME铜库存水平也不高,铝的库存也是处于相对低位。第二,供应端的干扰。对于原油,欧佩克逐渐放松减产是大势所趋,但当前所处局势变幻莫测,地缘政治风险不容忽视。有色金属里的铜,当前矿端罢工事件密集,供应端的干扰不断,不过目前对于铜矿生产的影响相对有限。有色金属里的铝,尽管5月中也曾出现过小幅调整,但并未延续,而是价格重心持续上移,主要原因就在于供应端的缩量,不仅有内蒙的能耗双控,还有广西、云南、贵州等地频发的限电,供应端的缩减促使铝与铜不同的表现,后期还是要关注限电影响以及碳中和政策对产量释放的压力。钢材在以前主要靠地产、基建等投资领域拉动经济的背景下,需求是价格的“锚”,而从供给侧改革到如今双碳政策的推动,供给体现出了更多的主导,也使得价格变动充满更多不确定性。尽管短期跟随商品整体下跌,但后期还是要重点关注限产的推进情况。

以上是我们对近期行情的一些思考,主要涉及到部分与全球经济发展紧密相关的大宗商品,基本面的讨论确有不详尽之处。

本报告不作为投资依据,仅供参考。对投资者依据或者使用本报

告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。