

## 【商品策略】驱动又回到了需求定价？

发布日期：2022 年 11 月 20 日

分析师：田亚雄

电话：023-81157334

期货投资咨询号：Z0012209

问题的提出：商品周期转折的最核心驱动究竟是供应还是需求成为当下我们投研工作中的主要问题。

作为卖方研究，每逢迎来了一个大周期的风口，我理解是需要警惕宏大叙事的冲动的。当下的逆全球化，安全取代效率，朱格拉工业周期的重启和新能源交替都成为研报里的高频词汇，以至于市场开始倾向于商品之供应将颠覆过去的商品周期范式——商品价格对需求的边际变化更加敏感，对供给的边际变化更加钝化。

对此笔者尚保留着一些质疑，这个问题会在我们的年度报告里阐述。但大体上看，宏大叙事的高屋建瓴实际在满足知识分子的自洽，而忽视了一些细节的讨论，把共识性的内容作为高度博弈性的商品擂台上的信仰，大多以悲剧收尾，即使过程很体面。

一方面，在欧美需求这一侧我们倾向市场上早就已经达成了远期衰退的共识，并在今年 7 月份有色金属的大跌上就完成了初步对衰退的定价。最新对需求的讨论来自于国内关于疫情和房地产的政策的重要改变，进而商品市场的交易主线重新切换到中国需求，中国需求预期的边际好转一度盖过了欧美疲软的现实，由此市场展开了多黑色空有色的交易，商品的强弱排序按黑色>有色>农产品>能化。

但另一方面，未来重要的看点是 12 月 5 日欧盟对俄罗斯的原油出口将进行制裁，市场上已经充分讨论了由此引致的原油贸易流向重构带来的摩擦成本，进而引发原油供给侧收紧的担忧，而 opec 国家也接连发出进一步减产的号召。不过，即使弥漫着供应收紧的预期，原油价格却并没有迅速转强，迫使我们去追问和刻画需求的预期。

而展望更长远的供给，资本开支又必定受到碳中和政策和技术路线不确定带来的抑制，很多商品的产能新建势必低于预期。供需双弱的局面构成了做长期商品价格展望的主要障碍，但事后一定可以作为我们归纳研究方法的宝贵经验。

联储加息路径从趋陡转向平缓化，12 月份 50BP 加息概率已经上升至 80%，如期的加息不会给市场过多的增量信息，反而会强化本轮美元指数已经见顶的预期，这也暗示着人民币贬值压力最大的时期已经过去，对于进口依存度较高的商品带来估值的抑制。

12 月我个人倾向去博弈全球需求复苏偏弱的现实，进而逐步从滞涨交易过渡到衰退交易，值得把握有色金属拐头向下，贵金属延续反弹的机会。**未来短期市场主要的关注：**

1、 欧盟对俄原油制裁是否兑现为原油供应收紧进而怎么扰动定价

2、 我国驱动的本轮需求预期复苏

## 欧盟对俄制裁步步逼近，原油成为核心变量

具体来看，与市场认为的原油市场变得更加紧张相悖，市场首先交易的是未来 12 月 5 日欧盟制裁后，我国很难进一步有效承接此前流向欧盟的 100 多万桶的原油，这部分源自于欧盟进口量的贸易转移将压低印度和土耳其等买家的购买心理价位。

下周周中，预计欧美将公布制裁俄罗斯原油出口的价格上限。该事件的重要预期差是：俄罗斯是否会在欧盟设置的价格上限下，收缩原油供应。我理解对此推演的关键是价格上限的具体数值。

### A、如果价格上限是处在 60 美金上下的，俄罗斯收紧原油供应的概率不大

能源类商品出口额在俄罗斯出口贸易额中的比重维持在 50%-60%，正值军费开支，财政吃紧的当下，俄罗斯在价格上抵抗的态度或有收敛。其原油的产出水平非但不会减少，反而有可能保留一部分想欧洲的出口量。

### B、如果价格上限低于 40 美金，市场或阶段性交易供应收紧的预期

俄罗斯原油生产成本在 40 美金左右，如果制裁的定价过低，俄罗斯在产量上表态的可能性有增加，但大概率还是通过原油贸易线路的重塑来消化制裁的影响，对实质的供应影响不大。

欧盟对俄罗斯的石油出口禁令在即，俄罗斯的海上石油出口再此之前大幅攀升，Kpler 的估计 11 月 1 日至 10 日俄罗斯石油日均出口量环比增长 22%，至约 317 万桶/日，创下来至少 2017 年以来的新高。

**这个逻辑在与贸易流向改变增加运距和运费成本相比，买方定价的逻辑占了上风，暗示市场倾向俄罗斯并不会以主动减产来抗衡欧盟的制裁。**

目前正好是政策高度不确定的时期，欧盟设置的俄方原油进口上限还没有明确，而国际原油贸易多有 15 天以上的运输市场，以至于欧盟的国际买家自然在制裁正是生效前放缓了原油购买的行为。因此，需求侧的提前走弱反而“喧宾夺主”地成为制裁前的主要逻辑，并与美国本周柴油需求超预期下降共振，利空价格。**本周布伦特原油从周一的 97 美金跌至周五晚上的 87 美金。**

## 国内需求边际恢复的利多计价结束

在国内的角度，本周国内的关键词还是疫情，重庆无症状和确诊人数每日新增已经超过 4000，北京也超过 500，大范围的静默是否还会被迫重启，成为市场焦点，我们并不适合对此进行评论，但可以确定的是此前的关于疫情的政策利好在价格中的计价应该结束了，市场重新回到震荡。

但相关资产价格已经从底部上来不小的幅度，市场即使要保持震荡，其第一个条件应该是未来一周新增病例不再继续上升。至于是否见顶回落乃至反转，需要海外其他资产的指引。

## 共识被兑现前，市场很难被基本面研究的范式所刻画

海外似乎已经认同终点利率要上行到 5% 的水平，但市场的情绪交易却集中在加息进程上，未来高利率环境对于经济的压力预计是不言而喻的，这里的风险我们理解是非对称的，即风险偏好最后还是应该是由经济数据定的，但市场阶段性放弃对此的交易，进而让我们倾向认为美国政策利率到 5% 并维持一段时间这个利空很类似一场灰犀牛，但在这个预期兑现前，市场的转折可能激烈而陡峭。

## 重要声明

本内容仅供符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定可参与期货交易的投资者参考。在任何情形下都不构成对接收本报告内容投资者的任何投资建议，投资者应充分了解各类投资风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出投资决策并自行承担投资风险。中信建投期货不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户，投资者依据本报告内容作出的任何决策与中信建投期货或作者无关。

本报告发布内容如属于系列解读，则投资者可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解，提请投资者参阅我司已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险。

中信建投期货对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证，本报告意见仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据我司后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

本报告发布内容为中信建投期货所有。未经我司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经我司书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)