

这个周末，拜登的首次中东之行，备受关注。

吃瓜群众们都在坐等，这一次降油价行动会有什么效果？事实上，貌似没有看到什么效果！沙特表态了：暂无能力提产量！

一边是高通胀，一边是游说无果，拜登尴尬了！

高通胀下，美联储势必加速收紧货币政策应对，将进一步加剧经济衰退的风险。也正因为如此，不少业内人士认为，经济衰退担忧升温之际，大宗商品下行周期已经开启，关于“拐点”“顶部论”的讨论声不断。

或许市场的情绪和悲观预期，能为拜登的“焦虑”降一降温。

6月初以来，在宏观面与基本面共振的背景下，大宗商品一路狂泻，演绎罕见的暴跌行情。Wind数据显示，6月8日，各板块指数普遍“见顶”，其中Wind商品指数最高为1563.5，贵金属指数为1231.8，有色金属指数为2030.7，煤焦钢矿指数为859.3，化工指数为770.2，油脂油料指数为2137.4。截至7月15日，各板块指数普遍回落至低位，其中Wind商品指数降至1199.0，跌幅逾23.3%；贵金属指数为1114.0，跌幅为9.6%；有色金属指数为1510.5，跌幅25.6%；煤焦钢矿指数为612.9，跌幅超过28%；化工指数为594.2，跌幅22.9%；油脂油料指数降至1580.0，跌幅26%。总体来看，煤焦钢矿、油脂油料、有色金属板块跌势更为明显。

大宗商品正处本世纪以来第三轮周期下行阶段

“大宗商品周期是宏观周期的直接结果，是货币政策与经济走势的周期。”方正中期期货宏观分析师史家亮表示，无论是上涨周期还是下行周期，都会伴随着货币政策的宽松与紧缩、经济的强势与萎靡，当然，供给侧结构性改革、疫情冲击等供给端的影响亦存在。

对此，紫金天风期货研究所副所长肖兰兰也解释说，通常来看，商品价格低位时，生产企业亏损导致投资意愿不足，到某一阶段会出现供应弹性不足，难以满足需求的情况；而商品价格高位时，会看到投资支出增加，各种项目相继上马，在未来增加供应，导致产能过剩，价格高位回落，这样周而复始形成商品周期。

在她看来，从2001—2022年，大宗商品经历了两轮完整的周期，目前正在进行第三轮周期。

据肖兰兰介绍，前两轮周期分别为2001—2008年、2009—2015年。在第一轮周期中，上涨原因主要来自供给能力的缺陷。20世纪90年代，石油以及矿产品价格一

直维持在较低水平，降低了资本投资于资源产业的热情，而中国加入WTO后对原油、金属矿产等初级原料进口需求大幅增加。这一轮牛市以2008年的全球金融危机告终。

“为了摆脱危机，全球开启宽松的货币政策，世界经济复苏的过程中大宗商品价格逐步回升，开启第二轮周期。然而，2011年起全球经济增速放缓，各国开始进入加息周期以应对高通胀，此时欧债危机不断升级。经历了产能扩张、需求萎缩，大宗商品供应已逐步出现过剩，开启了近5年的熊市。”肖兰兰说。

2016年年初，供给侧结构性改革去过剩产能，需求端“棚改货币化”带来房地产市场的新一轮需求，带来了商品价格上涨。随后，2019年年底开始的疫情使得价格再次跌到低点，随后全球宽松的货币政策刺激需求，且原料的供应出现了短缺。近期，为了应对高通胀，美联储进入加息缩表进程，全球货币将全面收紧，高价格下供给已出现改善。目前大宗商品正处于第三轮周期的下跌阶段。

“此轮大宗商品牛市，是在疫情冲击供给端、美联储等全球主要央行均采取超宽松政策、经济强势复苏等因素的影响下出现的。”史家亮表示，一旦美联储等全球主要央行开始收紧货币政策、经济衰退担忧加剧，大宗商品牛市亦接近尾声，开始进入下行周期。

在他看来，此轮周期性变化在于美联储加速收紧货币政策，进而加剧了经济衰退风险，从而使得大宗商品进入下行周期。“如果地缘政治冲突没有出现，大宗商品进入下行周期将会提前，并且衰退幅度不会像当前担忧的那么严重。”史家亮认为，地缘政治冲突延缓了大宗商品下行周期的起点，但加剧了经济衰退预期的深度。

事实上，从6月份开始，市场就已经存在关于周期“拐点”的讨论，不少机构提示市场从交易滞胀逻辑转变为交易经济衰退逻辑，为期两年的大宗商品牛市接近尾声，新一轮的下行行情来临。

对此，国投安信期货首席宏观分析师李而实也表示，6月份，已经出现了美联储75个基点的加息和全球制造业的共振回落，同时，包括铁矿石在内的很多品种的供给端得到修复，商品价格出现了明显的下滑。调整幅度虽然很大，但尚未进一步发酵。进入7月份，美元在前高处向上突破，面对尚未出现缓解迹象的通胀问题，美联储继续选择极限施压的方式，几重因素共振下，商品的下行趋势得以延续。

“双重顶”中“情绪顶”概率较大

采访中，记者了解到，当周期出现拐点后，大宗商品会迎来“顶部”。对于大宗商品“顶部”的认识，有市场人士认为分为“情绪顶”和“现实顶”双重顶，这两者

有何区别？当前处于哪一类的可能性较大？

“就‘情绪顶’来讲，往往是在多重宏观因素的主导下导致商品恐慌性的抛售，金融的因素往往也发挥着重要作用，而‘现实顶’则表明从一个拉长的时间周期来看，从基本面供需格局的视角来看也确实是一个高点。”李而实称。

据李而实介绍，就本轮商品行情而言，一季度是在地缘冲突的情绪下进行演绎，到了二季度后，又是对于打压商品制造衰退出现了很大的恐慌，于是出现了较大幅度的下跌。这两次波动的放大，应该有很多品种在一季度有“虚高”的成分，在二季度又有“错杀”的成分。进入三季度，随着全球地缘局势的明朗和中美经贸关系可能朝着积极的方向发展，很多品种可能会相对回归到基本面的状态之中，波动率会有所回落。

在肖兰兰看来，目前“情绪顶”的概率较大。此轮商品是共振性下跌，是基于同一个原因，就是大家对美国经济进入衰退的一致性预期，恰恰反映的就是情绪。在前期牛市中的惯性策略集中平仓、波动率放大背景下量化资金的介入、高商品价格后市场流动性走弱等，都会带来商品反向，短期来看，这些现象很难用基本面来解释的，更多的是预期的原因、技术的原因等。

李而实认为，“顶部论”也要结合本轮周期的具体特质和运行到的具体位置判断。

“要看到情绪层面的因素，意识到当前是中国经济复苏早期和美元的快速冲顶期，多重因素共振下，很多商品在估值合理后也会有一定的错杀。而中国经济仍有继续复苏的潜力，一旦国际地缘形势向积极方向转变，美元亦可能冲高回落，或会推动被错杀商品的反弹。”李而实称。

### 原油市场需求端利空影响不断增强

铜、美豆和美棉花均在近期出现了较大跌幅，反映出美国和欧洲经济衰退的预期下，大宗商品需求端面临的压力在增大。市场对美国经济衰退的担忧加剧，大宗商品高位快速回落，布油从125美元/桶附近持续下行。同时，俄罗斯原油出口保持韧性，美国汽油消费不及预期，出现累库，裂解价差持续回落均对原油市场形成利空。在不少业内人士看来，原油持续超2年的上涨趋势正在终结，当前正处于由涨转跌的“拐点”附近。

“近期油市供需面变化有限，美国原油及成品油库存仍处于历史低位，同时欧洲仍面临能源紧张的威胁，OPEC产能瓶颈依旧存在。”华安期货分析师安然表示，当前油市下跌主要受到了全球宏观市场对经济衰退的担忧情绪影响。一方面，美联储货币政策加速收紧，为了达成通货膨胀率重回2%的政策目标，美联储继6月宣布将

联邦基金利率目标区间上调75个基点后，不排除7月再次加息75个基点，形成了更强烈的紧缩预期。另一方面，高油价对能源需求的伤害被市场计价，随着成品油裂解价差收缩，支撑油价强劲表现的因素被削弱。

截至7月8日当周，EIA库存数据显示，美国商业原油库存比前一周增长325万桶，汽油及馏分油库存均创年内最大增幅。

“单纯从数据来看，在原油短期供给结构性短缺问题尚未解决的情况下，当前高油价对需求的削弱作用已经显现，同时从已经回落的汽柴油裂解价差也反映出市场需求受到了油价上涨的抑制，特别是暑期出行旺季时期。”安然说。

夏季是交通出行旺季，也是传统汽油消费旺季，美国汽油需求降至比2020年疫情同期更低的水平，表明高价格对汽油消费的负反馈正在显现。数据公布后，美国汽油裂解价差继续回落，从高位的60美元/桶已降至40美元/桶下方。

“近期原油市场单边价格出现大幅下跌，但原油的近端月差却与单边价格出现劈叉。”国海良时期货分析师章正泽表示，近端月差更多反映的是原油现实基本面情况，近端月差的相对强势说明原油现实基本面情况并未明显走弱。也就是说，目前原油单边价格的下跌并不是在交易原油现实基本面情况，而是在交易后续需求走弱的预期。

在章正泽看来，需求走弱的预期目前看更多是在成品油端，尤其是汽油需求走弱的预期，从数据上可以看到，原油单边价格的下滑与汽油裂解价差的走弱高度匹配。

“当前美国和欧洲经济衰退的预期在不断增强，同时汽油消费降至比2020年疫情同期更低的水平，表明经济放缓和高价格已经对需求开始产生实质性负面影响。”南华期货能化分析师刘顺昌表示，随着本周美国6月CPI再次超预期，市场对美联储7月加息100个基点有较高预期，美元流动性加速收紧，同时美债10年期与2年期倒挂的程度加深，原油市场面临的需求端利空在不断增强。

不过，目前现实端需求的负反馈还未传递到炼厂开工率上，只是传递到成品油裂解价差走弱与成品油累库层面。

“后期需求负反馈能否带来油价的进一步下跌，需要看现实端炼厂开工率是否下滑，否则需求负反馈的强势传导还只是停留在预期层面。”章正泽称。

从供应端看，市场也存在一定的变数。本周美国总统拜登对沙特进行访问，市场焦点集中于沙特对9月及后续增产的态度。

“目前OPEC多数国家没有剩余产能，仅有沙特、阿联酋有较多剩余产能。IEA数据显示，沙特和阿联酋分别有160万桶/日和100万桶/日的剩余产能，沙特的态度是关键。周六，美国总统拜登表示，已经和沙特达成了一些重要的协议。但沙特并未就增产表态。”刘顺昌表示，OPEC下一步行动将在8月3日的OPEC会议揭晓，需求端持续利空下，油价重心仍将持续回落。

沙特称暂时没有额外的能力将原油产量继续提高，伊朗外交部发言人驳斥拜登针对伊朗的主张和指责

当地时间7月15日下午，美国总统拜登抵达沙特阿拉伯西部城市吉达，开始对沙特进行为期两天的访问。尽管当天拜登先后与沙特国王与王储会面，但会面现场却不断遭遇尴尬，而在“找油”的关键议题上，拜登似乎也难以如愿以偿。

当地时间7月16日，沙特王储穆罕默德·本·萨勒曼对外界表示，沙特将在未来二十年内继续同时加大对化石能源和清洁能源的投资，以满足全球对能源不断增长的需求。他同时透露，沙特“有能力”将国内原油产能提高至每天1300万桶，但暂时没有额外的能力将原油产量继续提高。

穆罕默德当天在吉达召开的“安全和发展”峰会做出上述表态。他同时指出，“不考虑现实的减排政策”很有可能导致通货膨胀和失业率上升等问题，为此他呼吁各国在不影响经济增长和供应链的情况下实现低碳减排和经济多样化等目标。

沙特外交大臣费萨尔强调，有关石油政策的任何决定都将根据市场需求并在OPEC+内部进行讨论后做出。在美国总统拜登结束对沙特的访问并宣称该国愿意增产后，这位大臣表示OPEC+关注的是市场。“我们倾听世界各地合作伙伴和朋友、特别是消费国的意见，但最终，OPEC+会顺应市场形势，按需供应能源。”他说。

当地时间7月16日，美国总统乔·拜登在沙特阿拉伯吉达会见了阿拉伯联合酋长国总统穆罕默德·本·扎耶德·阿勒纳哈扬、埃及总统阿卜杜勒·法塔赫·塞西、约旦国王阿卜杜拉二世、伊拉克总理穆斯塔法·卡迪米、卡塔尔埃米尔塔米姆·本·哈马德·阿勒萨尼以及巴林国王哈马德·本·伊萨·阿勒哈利法，就广泛的全球和地区安全挑战等问题进行了磋商。

当地时间7月17日，伊朗外交部发言人卡纳尼发表声明，驳斥美国总统拜登近日在访问中东期间所发表的一系列针对伊朗的主张和指责。声明表示，拜登的这些虚假言论毫无根据，它符合美国在该地区继续煽动和制造紧张局势的政策。

声明谴责称，美国不断干涉地区国家内政，并多次发动军事占领和侵略，以及大规模出售武器，美国正试图在该地区制造紧张局势和危机。

声明还谴责称，以色列过去数十年来不断侵犯巴勒斯坦人民的权利，而美国却始终对以色列政权“盲目和无限支持”。

针对伊朗核计划，卡纳尼强调了伊朗在国际法律框架内和平利用核技术的战略政策，并表示伊朗将坚持继续谈判，以解除制裁。

声明提到，伊朗欢迎与地区邻国展开对话和合作，为地区的安全、和平、稳定及发展提供建设性措施。

俄飞机坠毁，俄防长指示加大军事行动力度

据塔斯社消息，一架安-2轻型飞机当地时间7月15日夜间在俄罗斯南部库班地区坠毁，一名驾驶员和一名乘客死亡。报道称，飞机撞到输电线塔后坠落，初步判断应为驾驶员操作失误造成了事故。

俄罗斯国防部7月16日说，国防部长绍伊古指示俄军在各个方向加大行动力度，以防止乌克兰对顿巴斯等地实施大规模导弹与火炮攻击。乌克兰军方同一天表示，俄军正在集中力量控制顿涅茨克地区的谢韦尔斯克以及巴赫穆特两座城市。

乌克兰国防部长列兹尼科夫15日在社交媒体上说，乌方已收到外国援助的首批M270多管火箭炮。他没有透露援助火箭炮的国家和装备的数量。

乌克兰武装部队总参谋部16日在社交媒体上说，当日乌各地的冲突仍在继续。在巴赫穆特方向，俄军在别列斯托沃等地附近发动空袭。卢甘斯克地区军事行政长官谢尔盖·盖代16日在社交媒体上说，俄军对利西昌斯克—巴赫穆特公路地区发动了多次导弹袭击和炮击。

俄罗斯国防部发言人科纳申科夫16日说，俄军在尼古拉耶夫州和第聂伯罗彼得罗夫斯克州两处居民点区域内击落2架米格-29战机，在谢韦尔斯克市区域内击落1架苏-25战机。

本文源自期货日报