

反弹易，反转难

观点

- 1、随着国内疫情向好，以及各项稳增长政策出台，有色金属价格有望延续反弹，但高度受限。
- 2、受高通胀影响，欧美央行收紧流动性，全球经济复苏放缓，对有色金属未来价格产生压制。

核心逻辑

- 1、国内 5 年期 LPR 超预期调降，且国常会部署稳经济一揽子措施，显示明确的稳增长信号，叠加国内疫情向好，提振市场情绪，短期对有色金属产生支撑。
 - 2、俄乌局势仍较严峻，能源及粮食供应仍存在扰动，为了抑制国内通胀，各国纷纷采取措施限制大宗商品价格出口，加剧了大宗商品出口国的供应扰动，提升了各国输入性通胀风险，对大宗商品产生支撑。
 - 3、欧洲央行转鹰、美联储缩表在即，高通胀仍是目前欧美亟待解决的主要问题，流动性收紧周期下，全球经济复苏放缓，对有色金属未来价格产生压制。
 - 4、库存方面，当前主要有色品种库存均处于历史低位水平，低库存对近月价格产生明显支撑，可关注沪铜、沪铝、沪镍及沪锡买近卖远正套机会。
- 风险关注：欧美央行加息节奏、国内疫情、俄乌局势

有色金属·专题报告

2022年5月24日 星期二

国贸期货·研究院
有色金属研究中心

方富强

投资咨询号：Z0015300

从业资格号：F3043701

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

一、行情回顾

自4月下旬以来，有色板块全线承压下行，其中伦铜跌幅达到10%以上，伦铝、伦锌及伦镍跌幅达到15%以上，伦锡跌幅则达到25%。而近期有色板块有所反弹，但反弹力度有限。此前，我们在报告《【ITF-有色】有色金属全线重挫，市场在交易哪些逻辑？_20220513》中提示“色板块近期重挫后，短期存在反弹动力，但高度受限”。当前来看，有色板块有望延续反弹，但在全球经济复苏放缓情况下未来价格或继续承压。

图表 1：伦铜价格走势



图表 2：wind 有色金属价格走势



数据来源：Wind

二、宏观面概况

2.1 国内超预期降息，稳增长政策有望继续出台

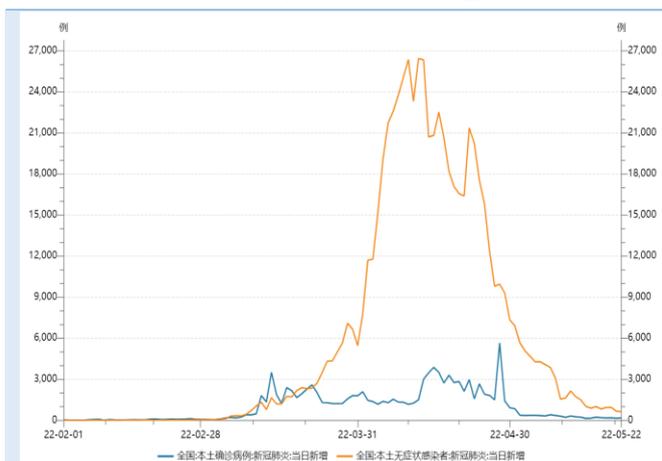
中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2022年5月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.45%，较4月下行15个基点。这是LPR新机制建立以来，5年期以上LPR下调幅度最大的一次。

受疫情冲击影响，国内4月份经济及社融数据超预期下滑，国内面临较大下行风险，而5月上旬疫情同样对国内经济复苏产生干扰，因此此次超预期调降5年期LPR，显示出国内明确的稳增长信号。

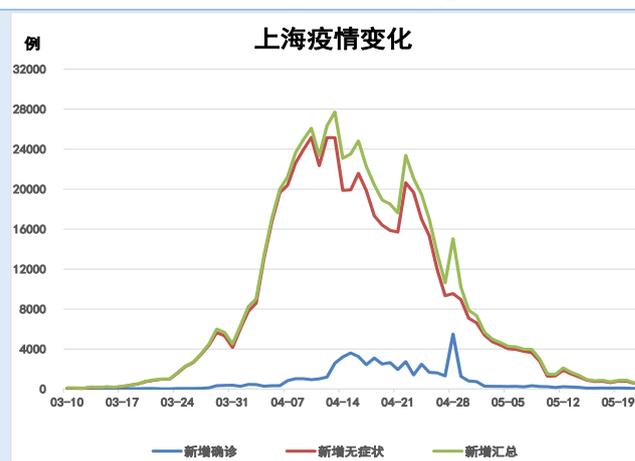
5月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道，确保运行在合理区间；会议指出，当前经济下行压力持续加大，许多市场主体十分困难。发展是解决我国一切问题的基础和关键；会议决定，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元，因城施策支持刚性和改善性住房需求。

与此同时，国内“房住不炒”基调仍未改变，且欧美央行逐步进入紧缩周期，对我国政策出台产生掣肘，因此后续国内政策空间有待观察。另一方面，近期华东疫情好转，以及稳增长政策出台，预计短期有色板块有望延续反弹。

图表 3：国内新增确诊及无症状



图表 4：上海新增确诊及无症状



数据来源：Wind

2.2 欧洲央行转鹰，7 月份或开启加息

5 月 19 日，欧洲央行公布的 4 月会议纪要显示，欧洲央行决策者对通胀蔓延表达了广泛的关注。随着通胀率飙升至 7.4% 的历史高位，欧洲央行在会议上确认了在**第三季度结束债券购买计划**的计划，但在其他方面保持了不明确的态度，避免做出任何其他承诺，包括仍然严重为负的利率。报告显示，欧洲央行管委会内部在现在必须扭转超宽松政策方面达成了共识，但在该央行应该多快和多大程度上扭转存在分歧。欧洲央行会议纪要略显鹰派，对欧元产生支撑，美元指数下滑，短期对有色板块产生支撑。

5 月 23 日，欧洲央行行长拉加德在欧洲央行官网发表题为《欧元区货币政策正常化》的文章，其中提出**欧洲央行将在今年 7 月举行的货币政策会议上决定加息**，并在 9 月底前上调基准利率至零水平以上（目前为 -0.5%）。其表示：“我预计资产购买计划 (APP) 下的净购买将在第三季度的很早期就结束。这将使我们能够在 7 月份的会议上加息，符合我们的前瞻性指引。根据目前的前景，我们可能会在第三季度结束前退出负利率区间。”由于欧元区目前的通胀率几乎是欧洲央行 2% 目标的四倍，欧洲央行管理委员会对于在 7 月份将开始加息的鹰派立场一直在增强。拉加德的评论暗示在 7 月和 9 月的政策会议上分别加息 25 个基点。

图表 5：欧元区通胀持续飙升

图表 6：美元指数高位回落



2.3 美联储缩表在即，经济衰退风险提升

美国4月CPI同比升8.3%，预期升8.1%，前值升8.5%。美国4月末季调核心CPI同比升6.2%，预期6%，前值6.5%。美国4月PPI同比上涨11%，预期10.7%，前值11.5%。虽然美国通胀存在见顶信号，但目前仍维持在历史高位水平，叠加美国就业市场仍保持强劲，**预计美联储仍将维持激进加息政策**。5月12日，鲍威尔在连任会议上发表讲话，其重申**控制通胀是他的首要任务**，即使可能会导致一些经济痛苦：“允许高通胀意味着更严重的经济衰退，未来2次会议上各加息50个基点是合理的，如果情况更糟，我们准备采取更多措施。没有稳定的物价，经济对任何人都不起作用。”

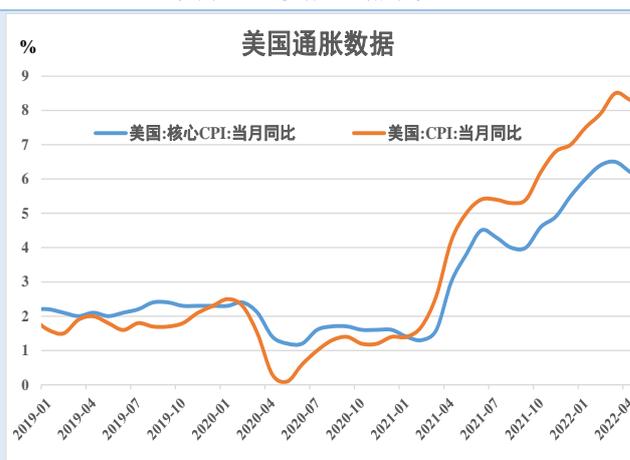
此外，美联储计划从6月1日起，对其规模为近9万亿美元的资产负债表进行减缩，届时将不再购买已经到期的国债和机构抵押担保证券，上限分别为每月300亿美元和每月175亿美元。从9月1日起，缩表上限将提升至每月950亿美元，其中到期美国国债为600亿美元，到期机构抵押担保证券为350亿美元；美联储在不久前的3月才停止购买债券，可见本次紧缩比上一轮货币政策的紧缩周期要提前许多。早前美联储在经历全球金融危机之后，于2014年结束了量化宽松政策并停止购买债券；然而直到2017年，美联储才开始采取缩表手段。且彼时的最大缩减量也仅约为本次预期缩减量的一半。

与此同时，随着近期美股持续回调，市场对未来美国经济衰退风险担忧提升，进而对未来美联储加息及缩表节奏看法不一：一是以控制通胀为首要目标，即使面临衰退风险仍坚持大幅加息，进而导致经济出现“硬着陆”；二是初期以控制通胀为目标，但随着美国经济衰退风险提升以及居民对权益市场关注度提高，美联储暂停加息，甚至重新降息；三是前期高通胀情况下，美联储大幅加息，但随着通胀回落，加息幅度趋缓，美国经济“软着陆”。今年11月，美国将举行中期选举，而当前拜登支持率已降至40%附近，美国民主党今年中期选举前景堪忧，而其中高通胀成为选民最为关注的议题之一，因此短期来看，通胀仍将是美国高层以及美联储亟待解决的问题。

图表 7: 美联储资产负债表



图表 8: 美国通胀高企



数据来源: Wind

2.4 俄乌局势严峻，能源及粮食价格高企

当地时间 22 日，俄罗斯总统助理、俄乌谈判俄罗斯代表团团长梅津斯基接受白俄罗斯 ONT 电视频道采访时表示，是乌克兰方面冻结了俄乌之间的谈判，俄方从来不拒绝进行谈判，包括最高级别的谈判，俄总统普京已多次确认这点；而当地时间 22 日，乌克兰总统办公室主任顾问、俄乌谈判乌克兰代表团成员波多利亚克在接受路透社采访时表示，乌克兰现阶段排除与俄罗斯达成停火协议的可能性。波多利亚克强调，俄罗斯必须先从乌克兰撤军，之后才有可能恢复和平进程。随后，当地时间 5 月 23 日，据乌克兰 UNIAN 通讯社消息，乌克兰总统泽连斯基表示，他准备好与俄罗斯总统普京会面，并且将只讨论停战问题。泽连斯基表示，他没有意愿与中间人见面，原则上除了普京外，不会见任何来自俄罗斯的人员。他强调，与普京见面唯一可以讨论的问题是停战。

而此前欧盟酝酿对俄罗斯的第六轮制裁，主要针对俄方原油等能源进行制裁，但由于以匈牙利为首的一些欧洲国家拒绝该制裁决定，在欧盟无法达成一致的情况下，欧盟无法对俄实施相应的制裁，这也意味着第六轮制裁搁浅。但由于俄乌冲突持续，原油价格继续保持高位。

此外，为了抑制国内通胀，各国纷纷采取措施限制大宗商品价格出口：5 月 14 日，印度政府宣布除信用证款项下的小麦装运外，禁止小麦出口，并立即生效；当地时间 5 月 19 日，与此同时阿富汗宣布禁止小麦出口；而后 5 月 22 日，印度提高铁矿、生铁、部分不锈钢等钢铁原料及产品出口关税。可以看出，俄乌冲突持续情况下，能源及粮食价格维持高位，加剧了大宗商品出口国供应扰动，提升了各国输入性通胀风险。

图表 9: 原油价格保持高位

图表 10: CBOT 小麦价格走高

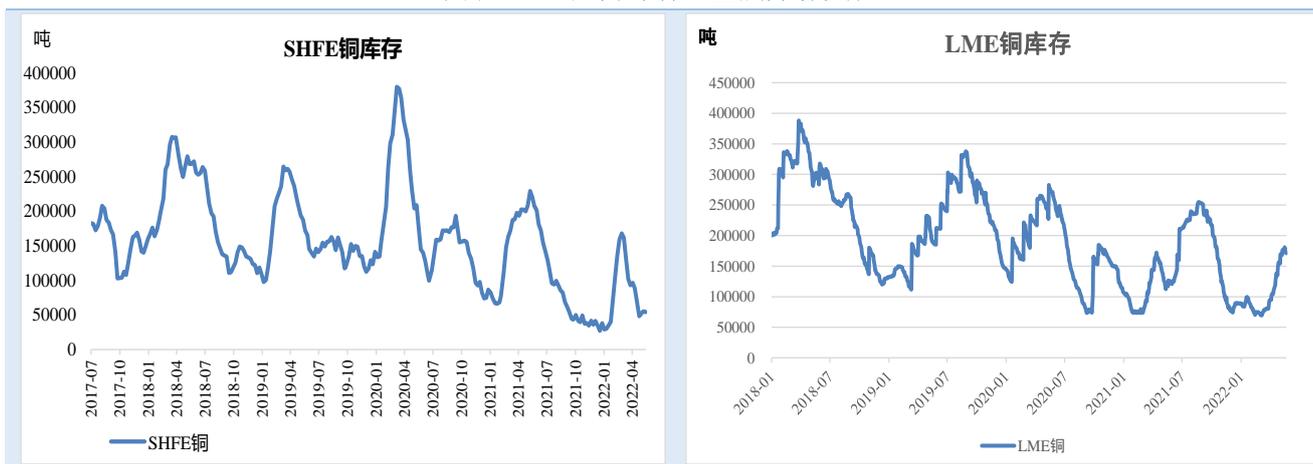


三、 基本面概况

库存方面，当前主要有色品种库存均处于历史低位水平。其中，电解铝及精炼镍内外盘库存均处于历史低位水平，且 LME 铝注销仓单比例持续上升，挤仓风险提升；电解铜国内库存持续下滑并处于历史低位，LME 铜则在前期国内铜流出交割情况下有所累库；精炼锌 LME 库存持续下滑，而国内锌库存同样有所走低，但库存水平仍偏高；精炼锡国内库存维持低位，LME 库存则小幅累库，但库存水平仍然偏低。

对于国内品种而言，低库存对近月价格产生明显支撑，可关注铜、铝、镍及锡买近卖远正套机会。

图表 11: 国内外有色金属库存变化







数据来源：Wind

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎