

能源危机、气候危机背景下大宗商品的交易机会展望



W E S T E R N

西部期货

目录 CONTENTS

01 强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

02 四季度国内外宏观环境概况分析

03 四季度大宗商品交易机会展望



目录 CONTENTS

01 强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

02 四季度国内外宏观环境概况分析

03 四季度大宗商品交易机会展望

1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑



今年以来，中国贸易顺差屡创新高，但是外汇储备一直没有上升，根本原因是资本项目下有**资本流出**。2021年中国占全球GDP比重已经接近20%，是美欧以外最大的经济体。目前中国消费了全球59%的铜，51%的钢，17%的原油。中国经济增长与消费需求会对全球经济与通胀前景产生明显影响。以中国周期上行为例，此时地产投资增加，PMI走高，用电量增加，往往推高工业金属价格。

1. 强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

美联储加息时间表

决议公布时间 (北京时间)	加息力度 (基点)	加息后利率	决议公布后对油价影响
2022/1/27	0	0%-0.25%	低
2022/3/17	25	0.25%-0.50%	低
2022/5/5	50	0.75%-1.00%	低
2022/6/16	75	1.50%-1.75%	高
2022/7/28	75	2.25%-2.50%	中
2022/9/22	75	3%-3.25%	高
2022/11/3	预计75	-	-
2022/12/15	预计75	-	-

美元指数走势周线图

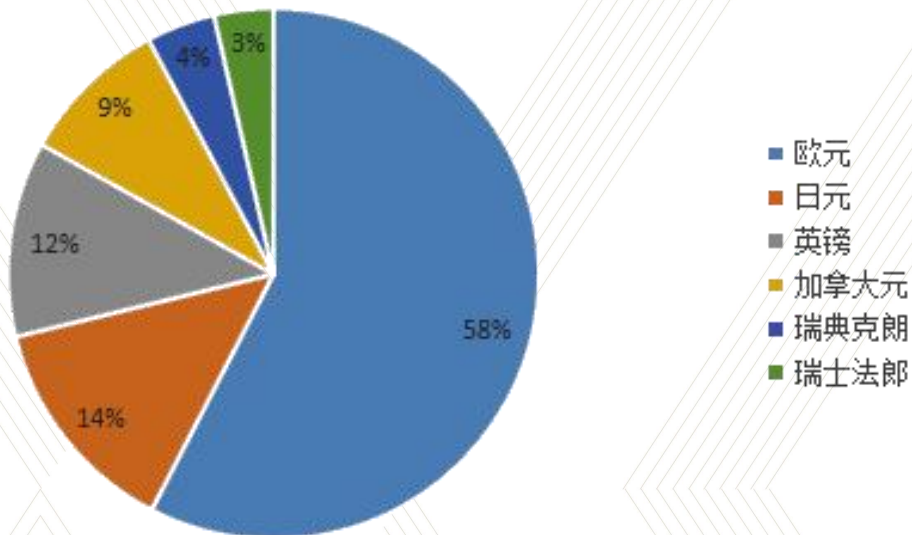


数据来源: Wind

从年初至今, 美元指数上涨超18%, 而从2021年的6月初 (本轮强美元周期起点) 算起, 涨幅超**25.6%**。

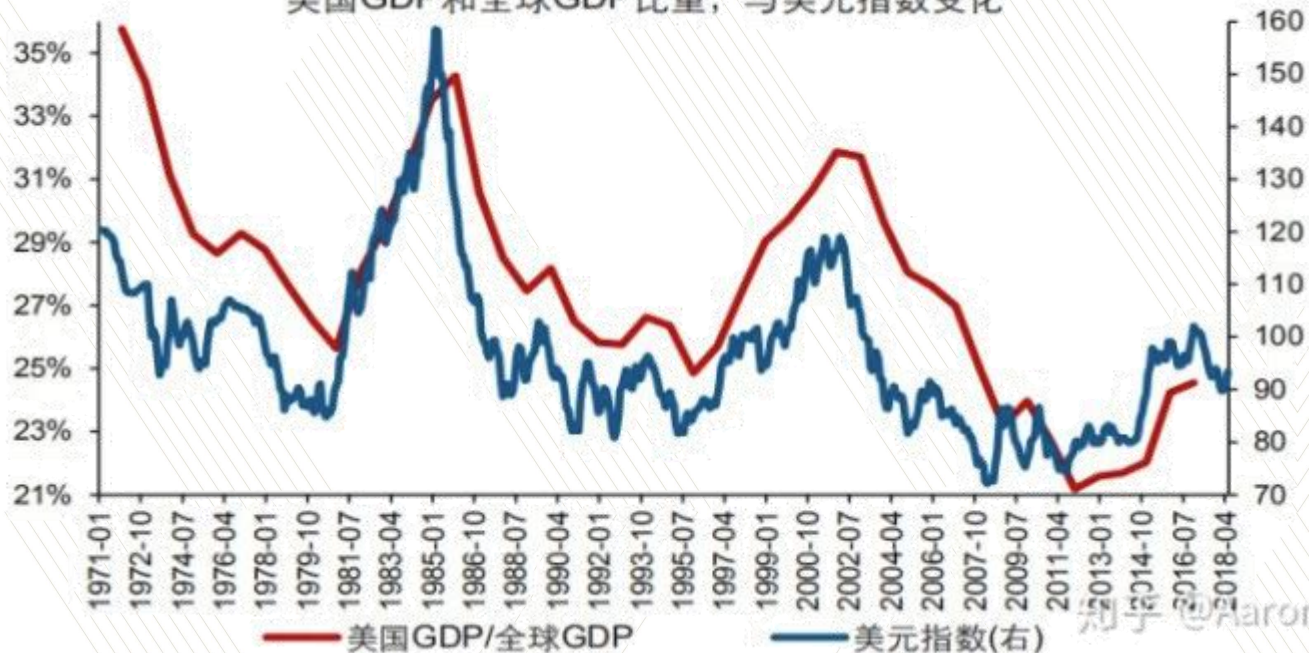
1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

ICE美元指数组成



(图1美元指数构成图, 数据来源: ICE)

美国GDP和全球GDP比重, 与美元指数变化



数据来源: Wind

美元指数 (英文常写作DXY、DX和USDX), 衡量美元相对一篮子其它货币的价值, 其它货币中包含美国一些主要贸易伙伴的货币。

1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

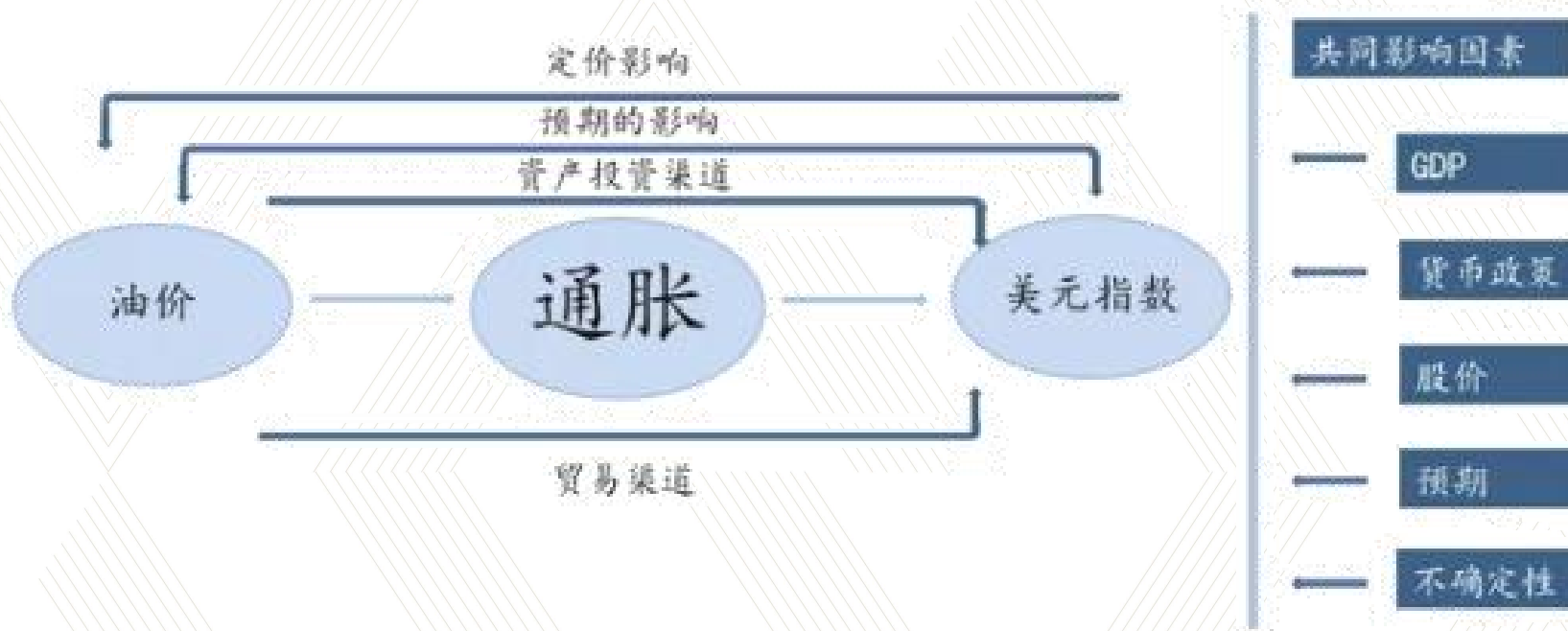
美元指数与国际油价走势图



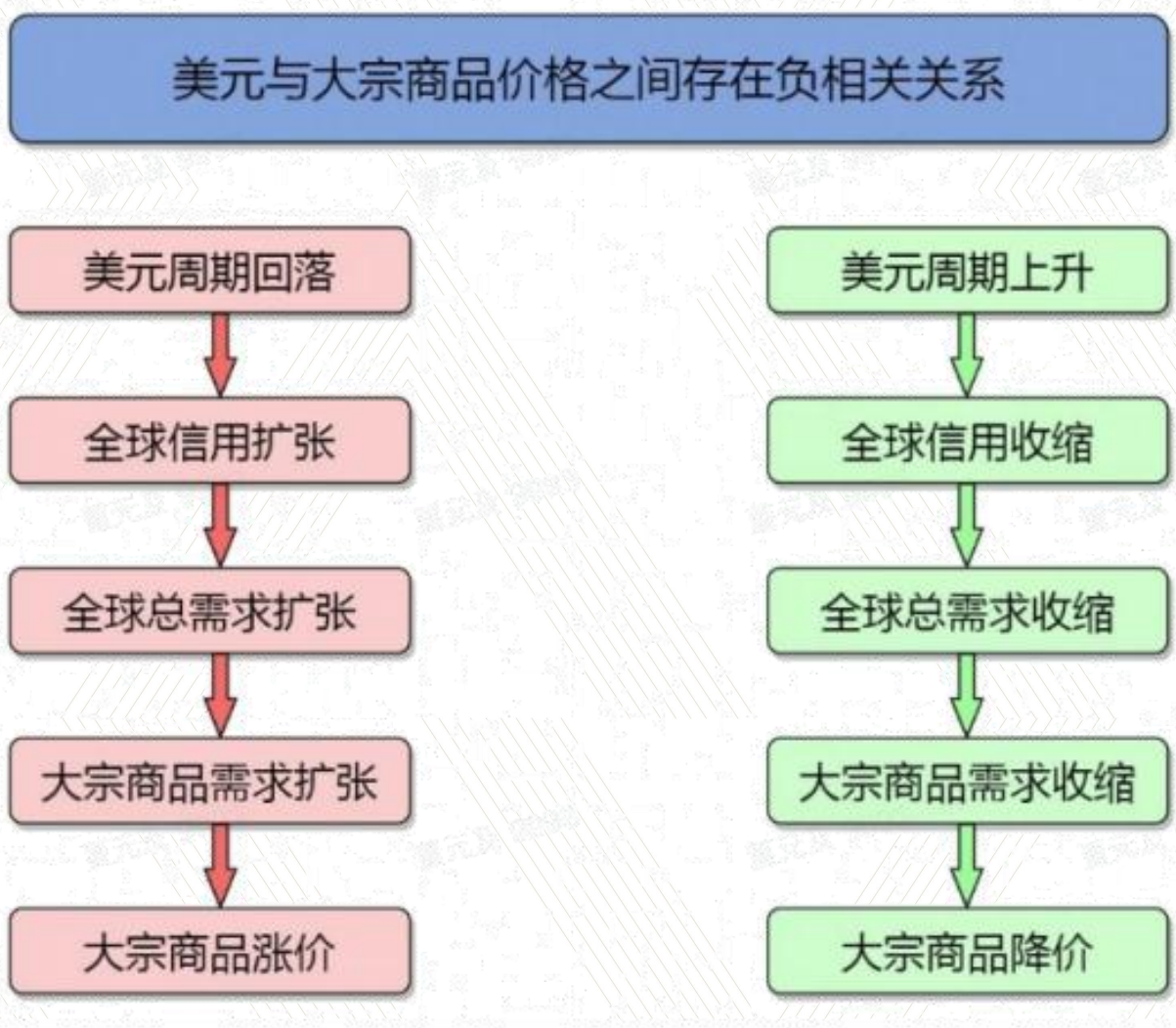
数据来源: Wind

整体而言，油价与美元的负相关性在2000年之后增强，且呈现油价越高，负相关性越强的状态。

1. 强势美元对大宗商品价格的影响逻辑



1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑



1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑



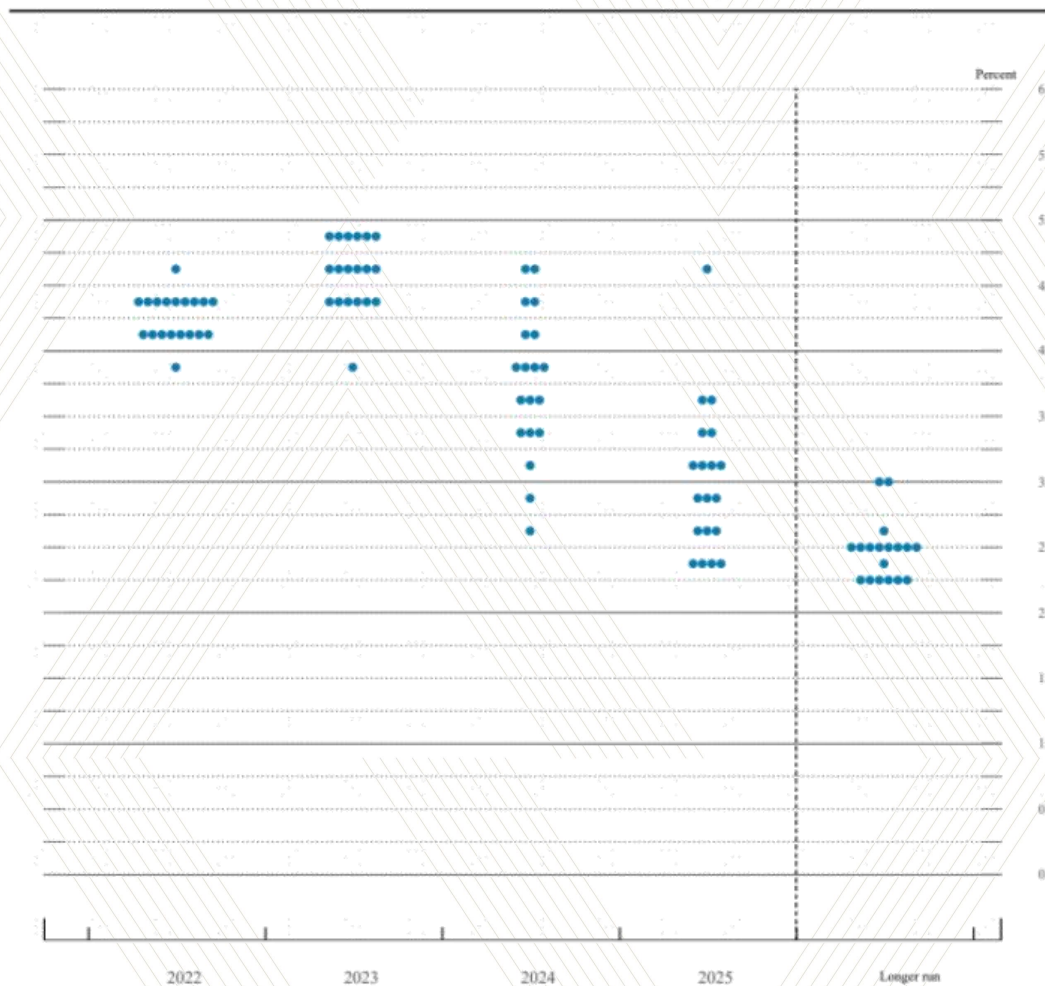
美联储3月开启加息，自此美元指数持续攀升，9月6日突破110的高位，为近年来首次。且于9月21日达到111.47的高位，较3月1日涨幅达14.43%，而与此同时，布伦特原油期货价格距离3月8日的高点则下跌了29.81%。美元大涨的主逻辑是美国与全球经济复苏强劲，并且还没有出现需求的放缓。同时，若叠加商品供给出缺或是地缘政治冲击，易出现美元和大宗商品同涨的行情。

1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

时期	相关事件	年化收益率				
		美元指数	商品指数	原油	黄金	铜
1999.2-2000.11	科索沃战争	8.6%	34.2%	49.2%	-3.1%	14.9%
2005.1-2005.10	美联储加息，原油供给减少	14.0%	60.9%	58.1%	9.2%	25.4%
2010.2-2010.5	英国脱欧	15.9%	54.3%	81.6%	29.9%	37.0%
2016.10-2017.3	美联储加息，OPEC减产	13.6%	40.4%	49.1%	-17.0%	67.0%
2018.4.2018.7	中美贸易摩擦升级，美国制裁伊朗	17.8%	36.1%	91.9%	-22.9%	-24.6%
2019.1-2019.4	中美贸易谈判，OPEC减产	4.6%	72.8%	155.9%	-2.4%	26.5%
2021.1月至今	美联储加快加息进程，地缘政治危机	8.9%	53.4%	72.0%	2.1%	20.9%

1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

美联储9月利率点阵图

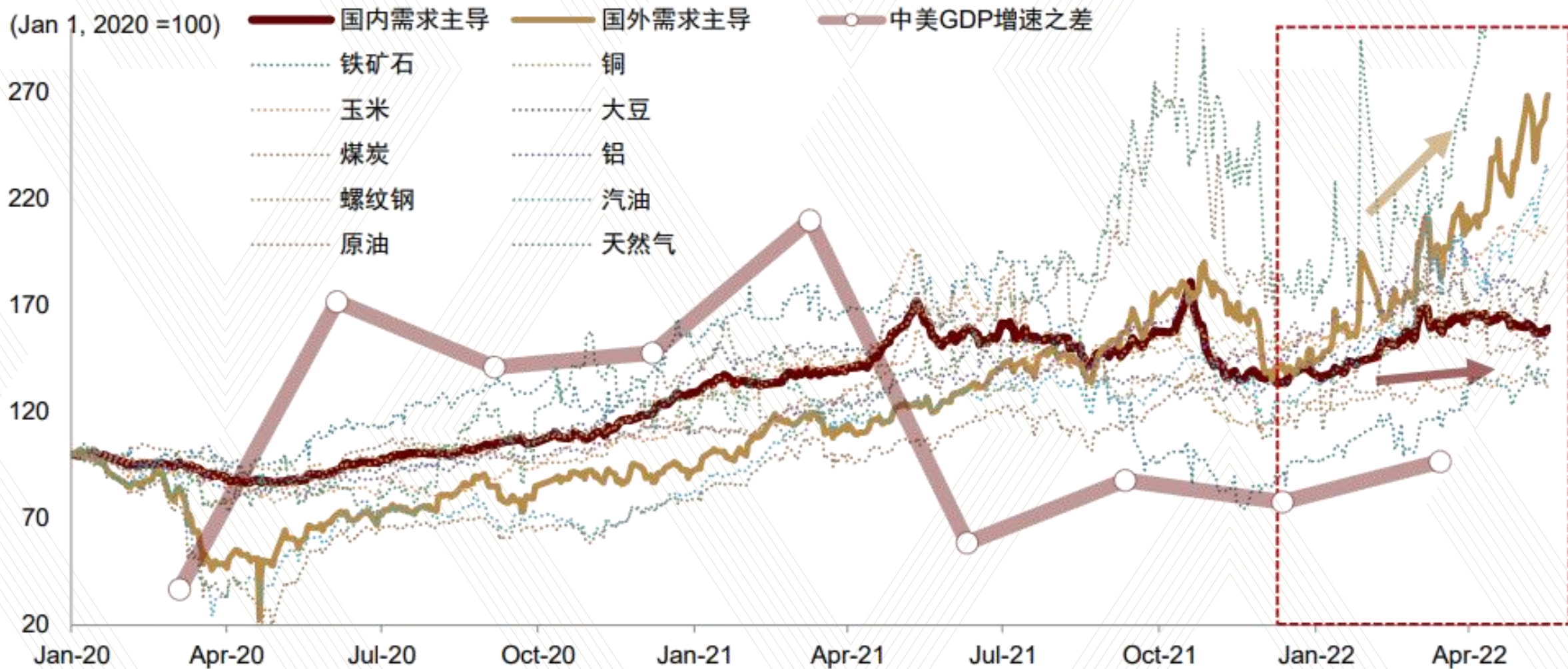


数据来源：彭博资讯

理解未来加息路径的核心是跟踪**美国通胀数据边际变化**，以及**劳动力市场是否依然维持强势**。

1.强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

受中国需求主导的大宗商品价格上行放缓，近期有下行趋势

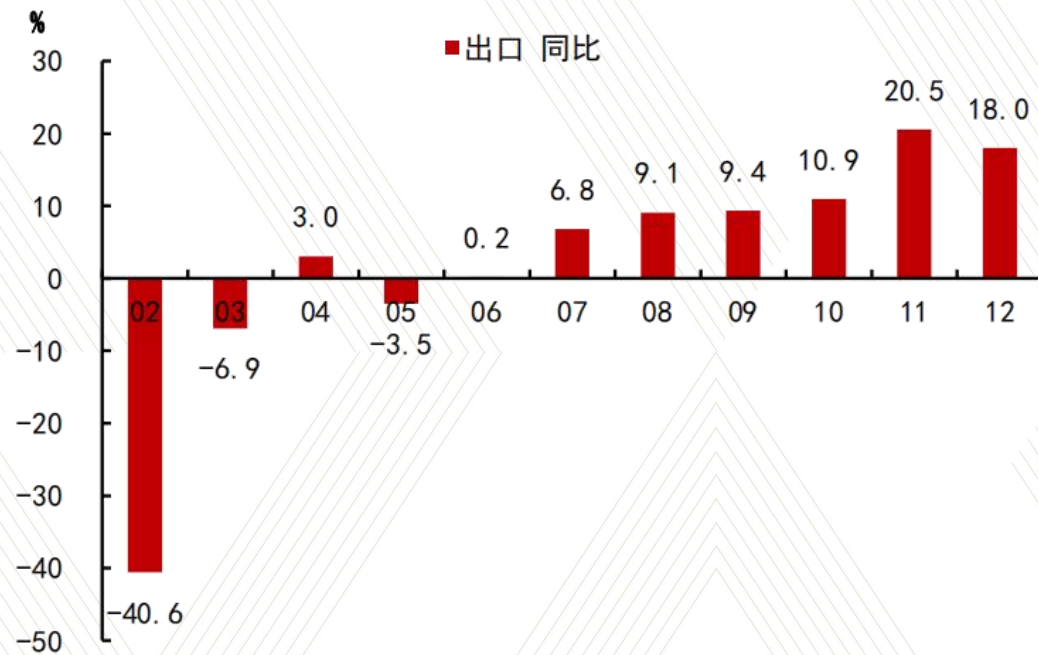
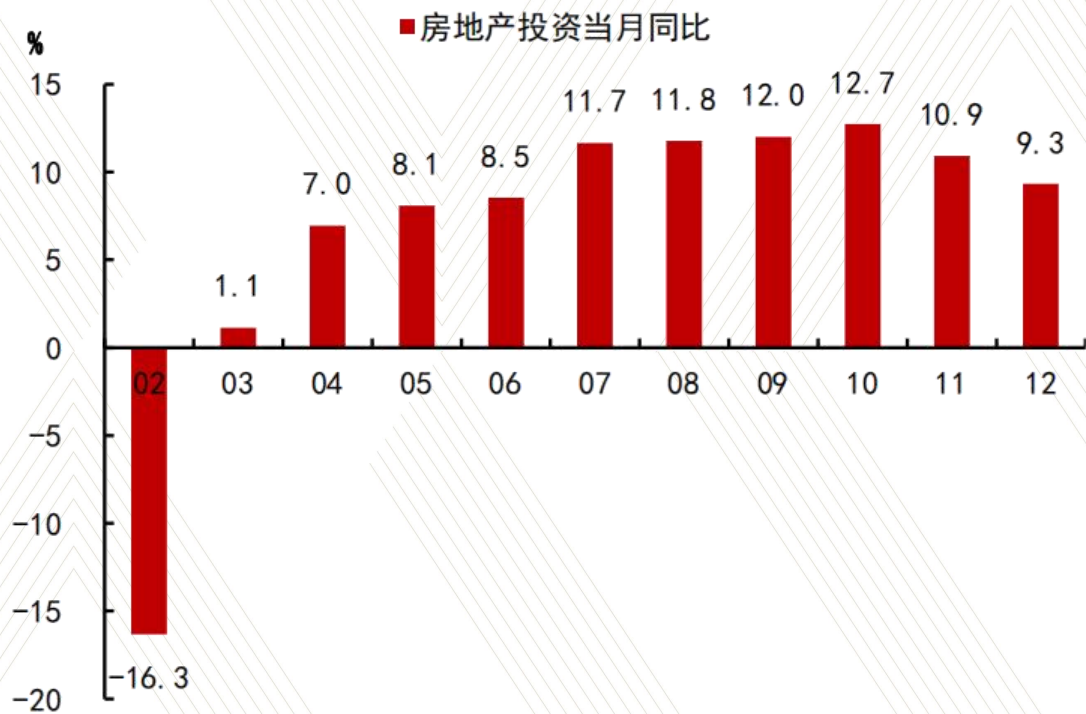


1.2022年上半年大宗商品行情回顾

与2020年宏观背景的异同

2020年和2022年经济均受到了疫情比较大的冲击，市场都对政策有一定的预期。

2020年美联储启动天量QE，国内政策及防疫制度优势得力，2020年下半年，商品需求回归，出口强劲，地产刺激大宗商品价格持续回升。



数据来源: Wind

1.2022年上半年大宗商品行情回顾

与2021年宏观背景的异同

“十四五”开局之年 “双碳”元年

“双碳”政策主导下减产、能耗双控、环保检查、拉闸限电等给2021年下半年的工业品供给端造成较强约束。

2022年政策倾向于“稳增长”，大宗商品保价稳供是主要目标。

在供给约束逐步消退后，市场走向有需求端决定，供给端压力逐步显现。

1.2022年上半年大宗商品行情回顾

经济下行压力加大 政策发力空间受制

国内出口比较优势减弱、地产需求不足 - - - 商品需求长期承压

对于商品而言，主要的需求动力来自于国内地产和海外消费，而2022年需求端的情况是地产和出口均为下行周期。

对政策空间的想象。

1.中美利差加速收紧 输入型通胀压力

2.猪价企稳，CPI上行压力显现（7月7日 30亿国债逆回购的量）

3.地产的时代使命已完成

货币政策发力空间受到掣肘

1.2022年上半年大宗商品行情回顾

财政政策对终端需求的影响

今年上半年财政收入在疫情影响下，财政收入下行压力加大，房企拿地意愿不强。

截止5月底，公共财政收入完成预算进度仅为**41.3%**，为近5年最低水平。

财政收支矛盾加剧，专项债和基建刺激从提议申报到审批，历时3个月左右。若需对需求产生实际带动，会体现在**四季度之后**。

图 20: 专项债发行高度集中在上半年 (截至 6 月 25 日)

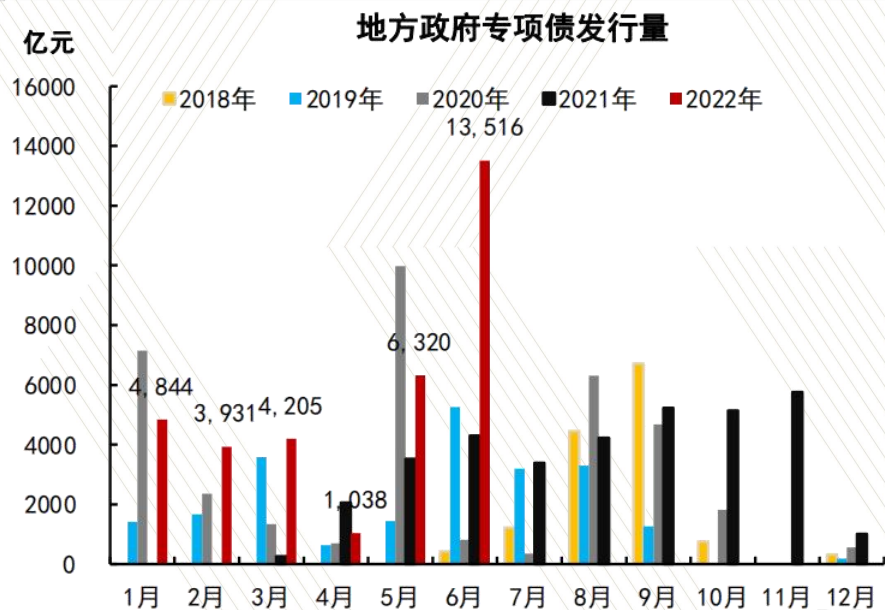
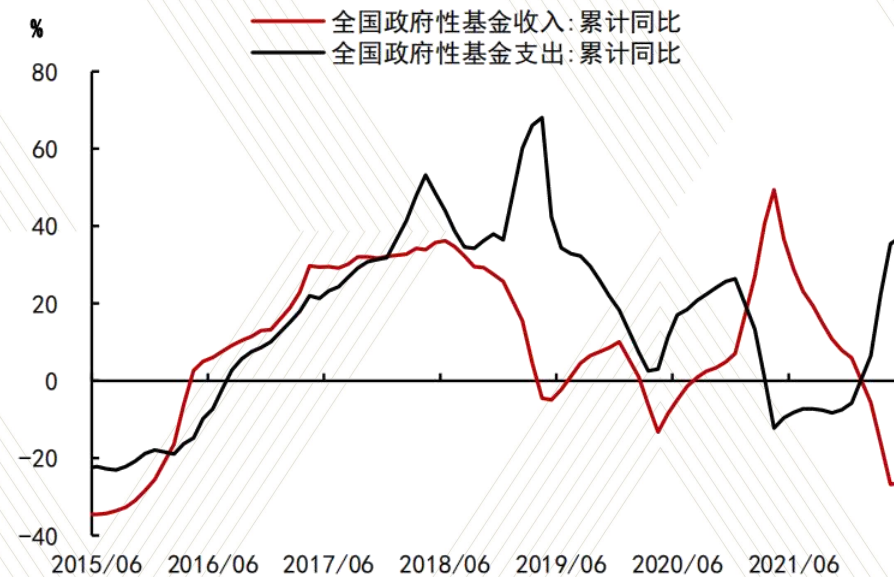


图 21: 政府性基金支出与收入严重错配



数据来源: Wind

1.2022年上半年大宗商品行情回顾

地产松绑对终端需求的影响

从人口结构来看，本轮周期地产下行幅度更大，影响更为长期。

此轮政策调整多为自下而上的。民营房企信用风险大、居民杠杆率处于高位

周期特点不同于往期的高杠杆高周转模式，回款优先级还债 > 保交付 > 前段开发。

难以带动相关商品需求快速回升

图 22: 地产周期回顾



数据来源: Wind

目录 CONTENTS

01 强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

02 四季度国内外宏观环境概况分析

03 四季度大宗商品交易机会展望

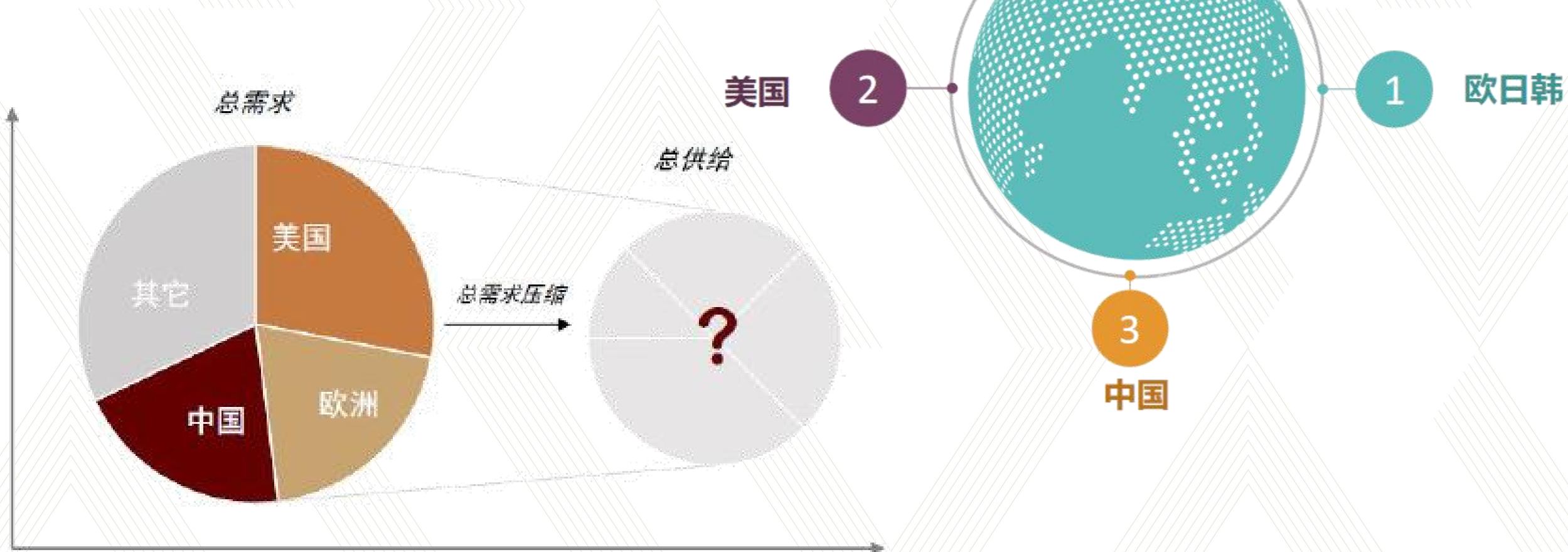
2.四季度国内外宏观环境概况分析

主要结论：

- 1.四季度海外通胀压力和货币紧缩政策相对确定，国内出口承压
- 2.欧元区经济、债务、能源危机扰动加剧
- 3.国内逆周期调节，结构性货币政策及地产端放松空间受到掣肘
主要工业品价格呈现下跌走势概率较大，整体建议以**反弹抛空为主**。

2.2022下半年大宗商品价格展望

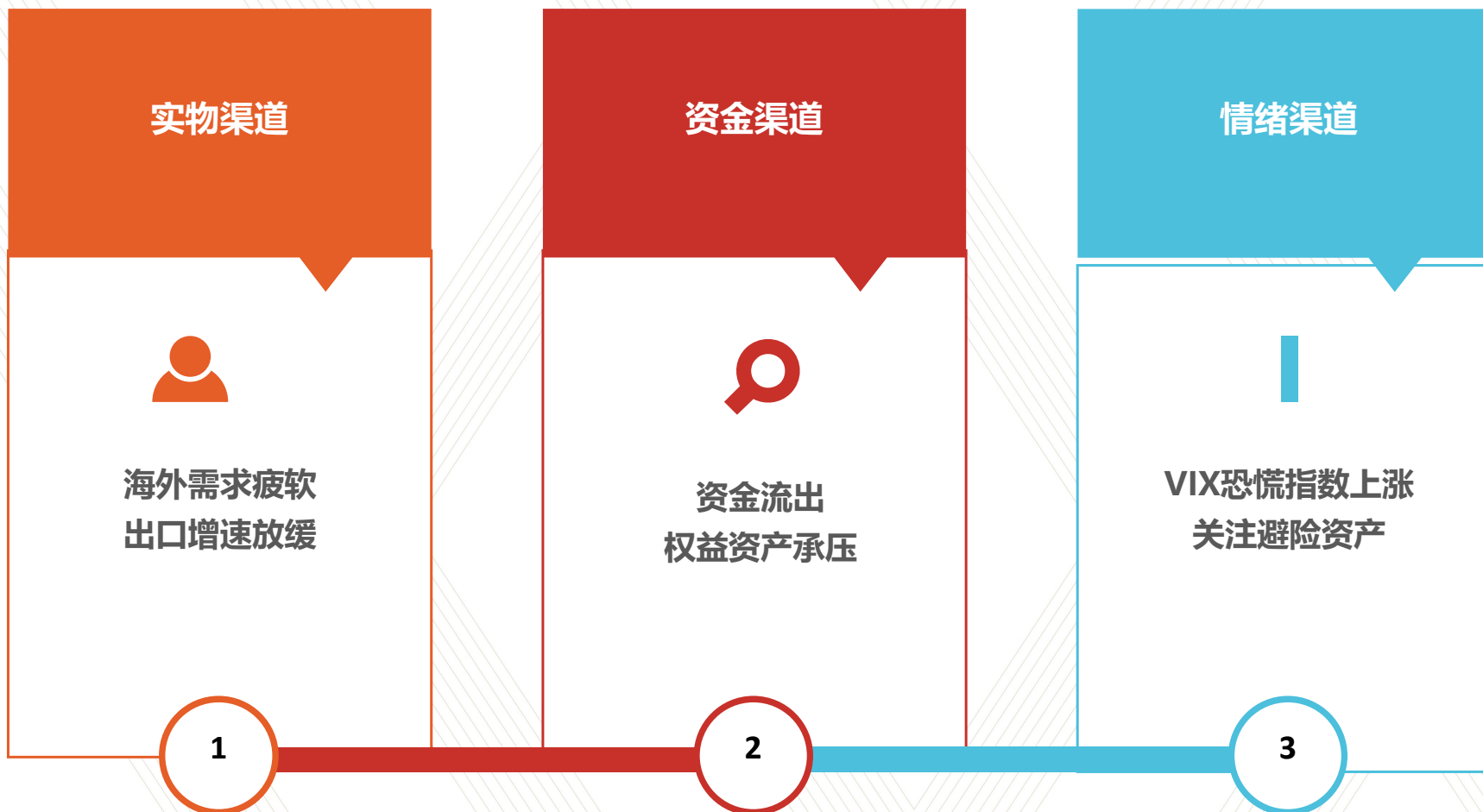
2.1 四季度海外通胀压力和货币紧缩政策相对确定，国内出口承压



2. 四季度国内外宏观环境概况分析

海外流动性紧缩对国内金融市场的影响

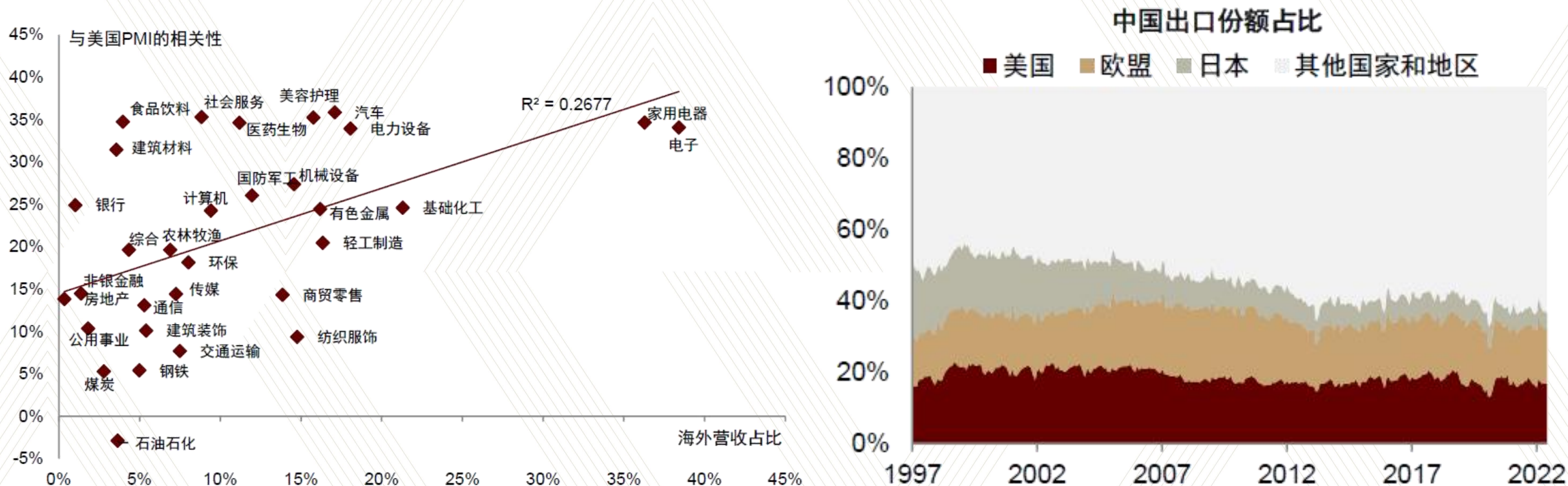
对于股票资产，资金流出确实会对市场形成明显压制，尤其是银行、美容护理、食品饮料等外资持股比例较高的行业，受资金流出影响可能更大。



如果海外衰退对金融市场造成较大冲击，明显推高避险情绪，则会导致VIX上升，美元走强。避险情绪有利于中国国债等避险资产的表现，但会对中国股票等风险资产形成压制。

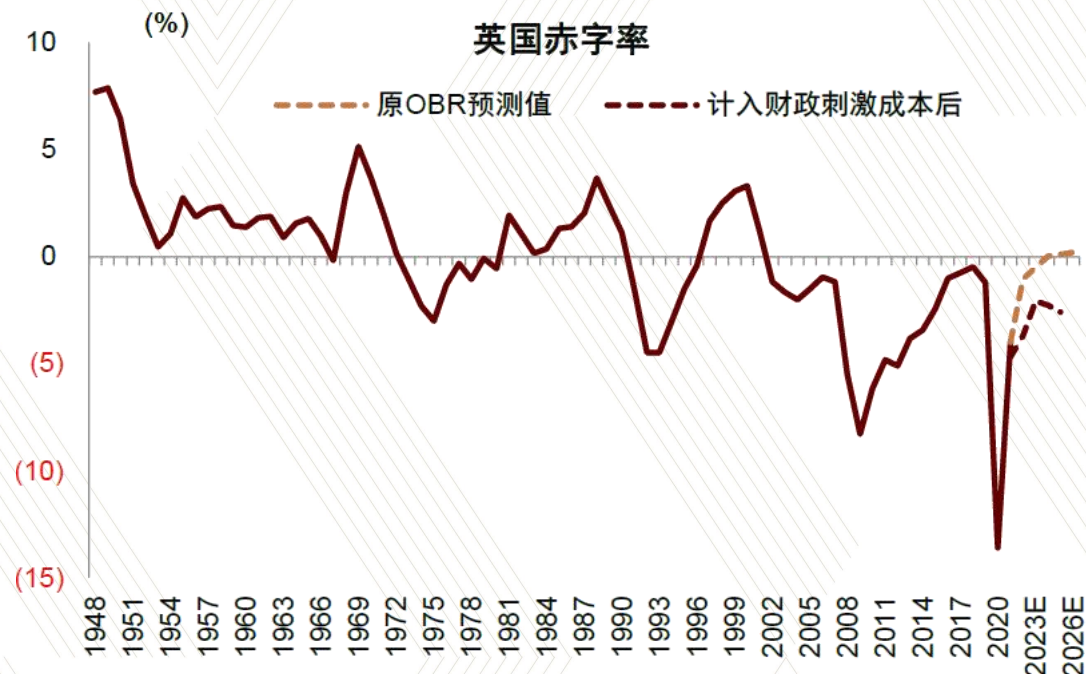
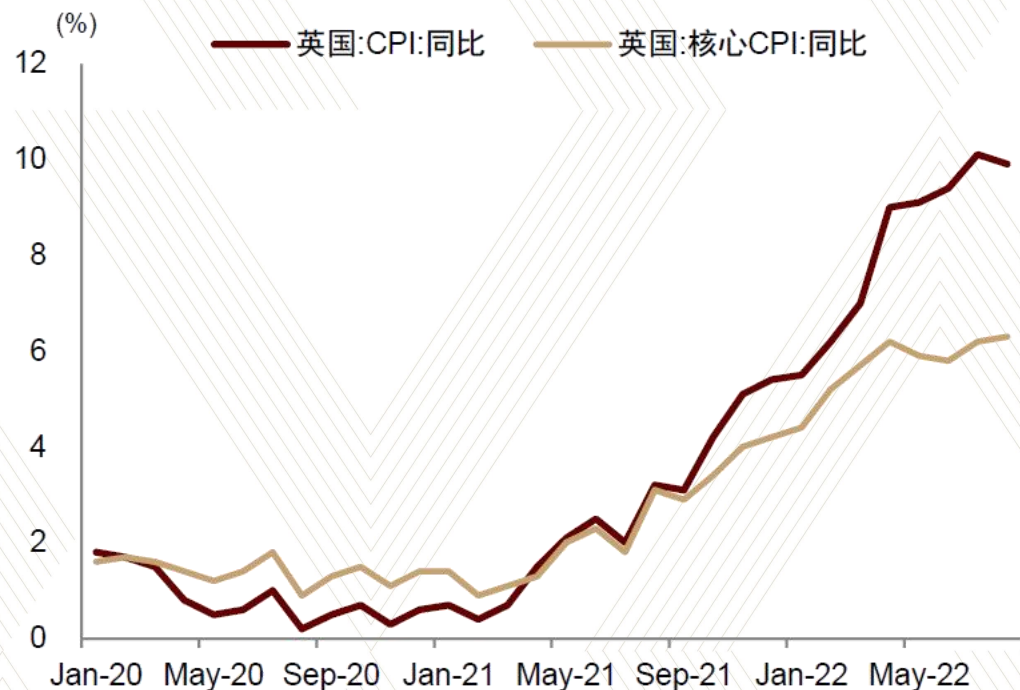
2.四季度国内外宏观环境概况分析

全球化背景下，各国经济通过国际贸易密切相连。美国占中国出口金额比重在15%-20%之间，欧洲占中国出口金额比重15%左右。海外需求收缩会压制中国出口，从而拖累中国经济增速。中国经济动能减弱会造成利率下行；同时企业盈利下降，对股指产生压力。电子、家用电器等海外营收占比较大的行业受到影响更大。



2.四季度国内外宏观环境概况分析

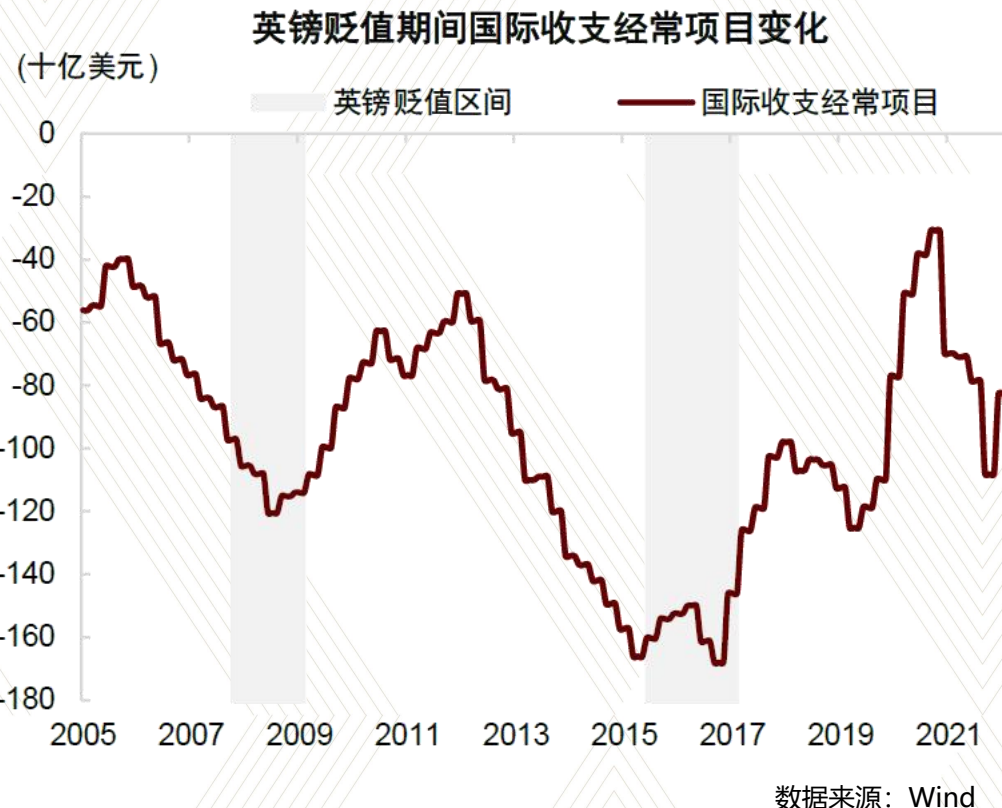
2.2欧元区经济、债务、能源危机扰动加剧



数据来源: Wind

上周五(9/23)英国宣布巨额财政刺激,主要包括能源补贴与减税措施两方面。根据IFS估算,本轮财政扩张今年成本约为910亿英镑,明年约为840亿英镑,相当于未来2年每年推升赤字率3%-4%左右。英国新首相上台后,为实现短期增长目标,在高通胀背景下进行巨额财政刺激,加剧了英国通胀失控与债务不可持续的风险,英格兰央行可能被迫采取更为激进的货币政策。宽松的财政政策与紧缩的货币政策互相抵消,对经济增长的净效果可能有限。但激进政策导致金融市场震荡与宏观波动性增大,投资者选择抛售包括股债汇在内的各类英国资产。

2.四季度国内外宏观环境概况分析



强势美元背景下，美元英镑平价作为一个转折。

英国资产的交易逻辑可能由DM（发达市场）向EM（新兴市场）模式切换：回顾1960年以来英镑快速贬值时期，往往伴随英国经济陷入衰退，对外投资下降、经济信心指数下滑，英镑贬值叠加避险情绪推动美元指数走高。

2.四季度国内外宏观环境概况分析

英国市场震荡波及全球资产，仓位调整与预期冲击是主要渠道。英国市场震荡波及全球市场：十年期美债利率盘中突破4%，黄金下跌2%，美股与欧股分别下跌3%与4%，美元指数突破114，创出2002年以来新高。

从仓位角度讲，英国资产在国际宏观对冲投资账户中的配置比例不低。英国市场大幅震荡导致投资组合波动性上升，投资者不仅需要减仓英国资产，还需要减仓其他资产以控制组合波动（即“de-risk”），因此对全球股债商品等资产形成卖出压力。从预期角度讲，英国财政反映高通胀背景下政策面临“保增长”与“控通胀”之间的两难抉择，具有一定普遍性。很多投资者担忧其他国家也会像英国一样采取短视的扩张政策，导致通胀彻底失控，经济重回70年代大滞胀时期，股债资产可能加剧下跌。由于风险收益属性接近，利率跨国联动，英国政策冲击对国际债券市场影响尤其明显。

与其他主要经济体相比，英国经济体量与市场规模并不大，在投资者完成对英国资产的减配之后，英国经济基本面与政策选择对于其他市场的外溢作用可能逐渐削弱。

2.四季度国内外宏观环境概况分析



23:30 瑞士信贷 (CREDIT SUISS)-董三

公司介绍 董事会与高管 高管薪酬和持股

董事会

姓名	职务	任职日期
Axel Lehmann	董事会主席	2022-01-16
Christian Gellerstad	副主席	2022-12-31
David Wildermuth	董事	2021-07-27
Amanda Norton	非执行董事	2022-12-31
Keyu Jin	非执行董事	2022-12-31
Mirko Bianchi	非执行董事	2022-12-31
Iris Bohnet	独立董事	2012-12-31
Seraina Macia	独立董事	2015-12-31
Ana Paula Pessoa	独立董事	2018-12-31
Michael	独立董事	2018-12-31

4.00 1.91% 分享 添加提醒 删自选 我的笔记



WESTERN

西部期货

2. 四季度国内外宏观环境概况分析

2.3 国内逆周期调节，结构性货币政策及地产端放松空间受到掣肘

中国经济面临转型关键时期



2. 四季度国内外宏观环境概况分析

2.3 国内逆周期调节，结构性货币政策及地产端放松空间受到掣肘

经济短期目标与长期目标的权衡取舍



随着经济下行压力加大，我国政策发力重点已经调整。

中国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。去年12月中央经济工作会议提出“稳中求进、稳字当头”，我们理解“稳”不是一切都稳定不变，而是在当今世界经济的百年变局中要以“**稳**”应对。在宏观政策的选择上，应该有进有退，财政进取，信贷退守；在经济增长、控制通胀、防范风险三方面追求平衡，促进宏观经济的稳定。

目录 CONTENTS

01 强势美元对大宗商品价格的影响逻辑

02 四季度国内外宏观环境概况分析

03 四季度大宗商品交易机会展望

3.四季度大宗商品交易机会展望

展望四季度，讨论重点仍然是经济周期下行压力和逆周期政策调节空间的博弈上。

拥有海外定价权的品种，下行压力加大

3.四季度大宗商品交易机会展望

主要结论:

- 1.供应端极端风险溢价担忧已减弱，交易逻辑以需求收缩为主
- 2.寻求市场交易主线从滞胀向衰退切换的重要节点，左侧布局贵金属
- 3.农产品供应瓶颈和需求韧性相对确定
- 4.关注国内需求驱动商品的阶段性表现

3.四季度大宗商品交易机会展望

3.1供应端极端风险溢价担忧已减弱，交易逻辑以需求收缩为主

供应风险溢价驱动大宗商品价格波动区间上沿，但对极端情形的担忧已有减弱。俄乌地缘风险在今年上半年的大宗商品价格轮动中留下了明显烙印，大宗商品疫后供需再均衡进程被迫推迟。天然气、原油、海外煤炭等俄乌出口份额较大的品种领涨，地缘政治风险是主要的供应风险，决定了当前大宗商品价格波动区间的顶部。能源价格上涨也同时推升了运输成本、金属冶炼成本、甚至是农产品的加工成本，为大宗商品带来了整体性的成本通胀。一些能源成本较高的品种，如焦炭、铝、镍、油脂等，在价格轮动中的排序也较为靠前。另一方面，供应风险在海外升温的同时，我们也看到国内的供给预期趋稳。随着煤炭增产保供持续加码，国内的动力煤紧张也得到了有效缓解。

3. 四季度大宗商品交易机会展望

虽然地区冲突与经济制裁等地缘风险仍挥之不去，但商品价格对于近期政治事件的反应愈加平淡，可能说明供应溢价已经计入比较充分，决定商品走势的关键可能逐渐转为政策紧缩与需求下行。由于商品价格波动性较高，并且受到地缘政治等非经济因素影响较大，下行拐点较难判断。但考虑到商品价格已经处在高位，同时需求层面可能明显利空，我们认为继续追高商品的性价比已经不高。

在疫情与战争过后，存在人口老龄化、碳中和约束、全球产业链调整以及和平红利下降四方面因素，导致长期供给约束增加，滞胀可能成为一个长期问题。

虽然中央银行可以在短期破坏总需求、甚至牺牲经济增速来压低通胀，但是通胀压力也可能在经济企稳后卷土重来，未来的通胀中枢可能上升。如果上述长期趋势影响较大，可能导致利率中枢抬升，股票收益降低，商品持续上涨。如果短期周期因素影响更大，未来经济由滞胀向衰退过渡，利率和商品价格应该开始下行。

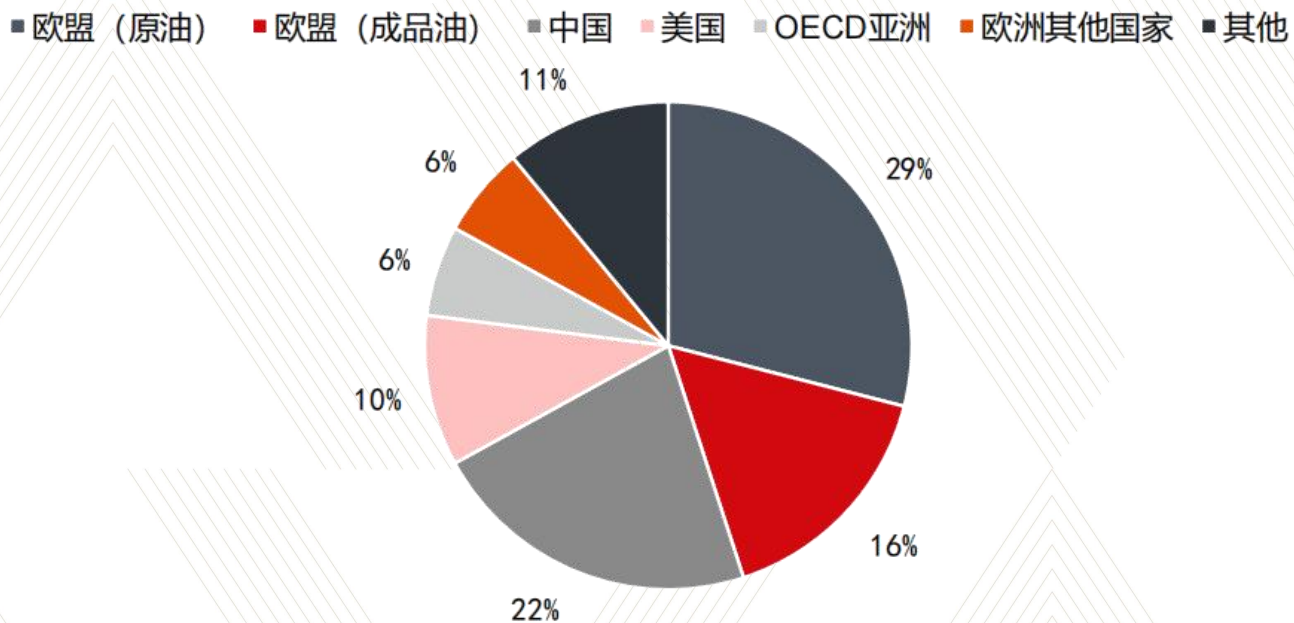
短期因素与长期趋势对资产价格作用方向相反，逻辑与结论需要时间验证，可能导致市场波动率明显抬升。以美债市场为例，隐含波动率已经达到2020年3月疫情冲击时水平，反映市场在极端宏观环境下的严重观点分歧

3.四季度大宗商品交易机会展望

原油价格走势关注政治因素：

- 1.美国中期选举 降低通胀率
- 2.拜登出访沙特 施压OPEC增产
- 3.俄乌冲突等地缘战争
- 4.OPEC战略东进 友好国内油价

俄罗斯石油出口结构



数据来源：Wind

3.四季度大宗商品交易机会展望

3.2寻求市场交易主线从滞胀向衰退切换的重要节点，左侧布局贵金属

1.假设联储加息终点是4.8%，对应十年期美债利率均衡价格为3.2%，远低于目前市场定价3.8%。历史上黄金与美债实际利率呈现出较强的负相关关系。考虑到之前加息预期被过度定价，5月份市场已经开始逐渐回调加息预期，美债实际利率上升幅度可能有限，进而降低了对黄金表现的压制作用。随着市场情绪逐渐平复，流动性开始修复，我们预期美债利率中枢明显下行，为黄金表现提供支撑。

2.黄金可以同时对冲通胀和衰退，建议重点关注10月美国经济数据，尤其是CPI（10/13）与GDP（10/27），或成为市场交易主线从滞胀向衰退切换的重要节点。



3.四季度大宗商品交易机会展望

立足基本面，黄金与美债实际利率呈现出较强的负相关关系，我们认为未来实际利率上升空间有限，对黄金的压制作用或将逐渐减弱：面临高通胀压力，虽然美联储短期内大概率保持激进加息路径，但美债利率不是对一个数据点定价，而是对未来的通胀路径和美联储加息路径定价。近期美债利率大幅下行，主要反映市场回调2023-2025年的美联储加息预期。我们预期美联储2022年加息越多，“硬着陆”风险上升，2023年降息就越多，美债利率可能已经驻顶。

当前海外经济周期可能正加速从向衰退切换，从历史表现看，我们选取了四次典型的“滞胀”向“衰退”转换时点，观察周期切换后6个月内各类资产表现，发现黄金的配置优势有所下降，但仍优于大部分大类资产。除此之外，全球央行外汇储备结构面临变局，黄金配置比例有望系统性提升，从而在长期内对黄金价格形成支撑。综合判断，我们认为黄金的中期配置价值仍然较高，看好左侧布局机会。

全球通胀成本再分配，可能使中国需求驱动资产相对占优，海外避险资产配置价值上升。

3.四季度大宗商品交易机会展望

▶ 黄金：建议由标配上调为超配

在2022年大类资产配置展望中，我们建议把黄金作为2022年的组合对冲资产，主要原因是黄金可以同时对冲通胀和增长风险。黄金、能源商品都可以对冲通胀风险，但能源商品在2021年后大幅上涨，价格已处于高位，未来高位震荡甚至回调的可能性不低，但黄金价格最近一年相对稳定，近期价格有所回落，未来的上涨空间可能更大。与此同时黄金还可以对冲增长风险，当前海外经济增长压力凸显，风险情绪开始回落，未来两年衰退风险上升，有利于黄金表现。



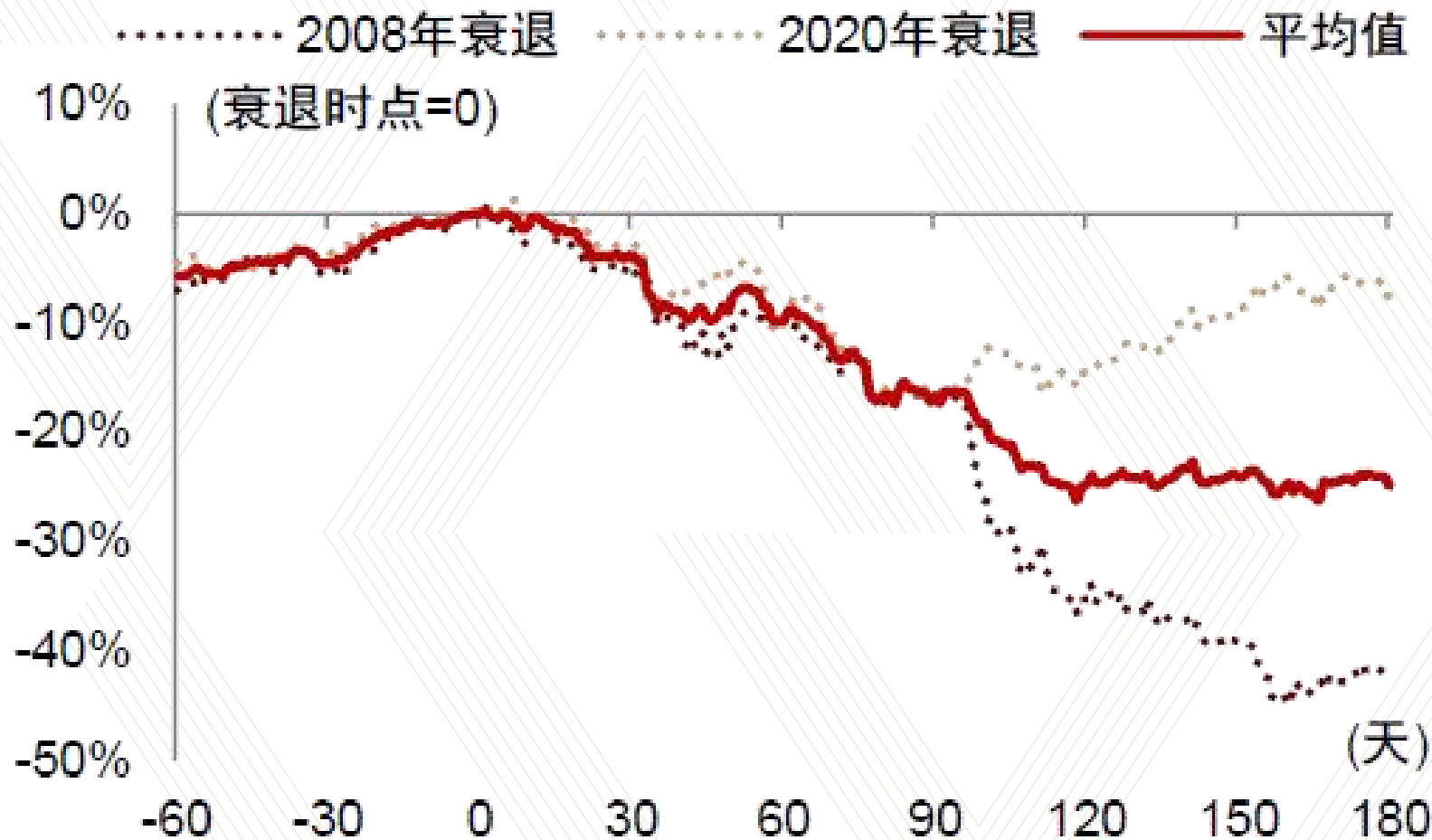
W E S T E R N

西 部 期 货

3. 四季度大宗商品交易机会展望

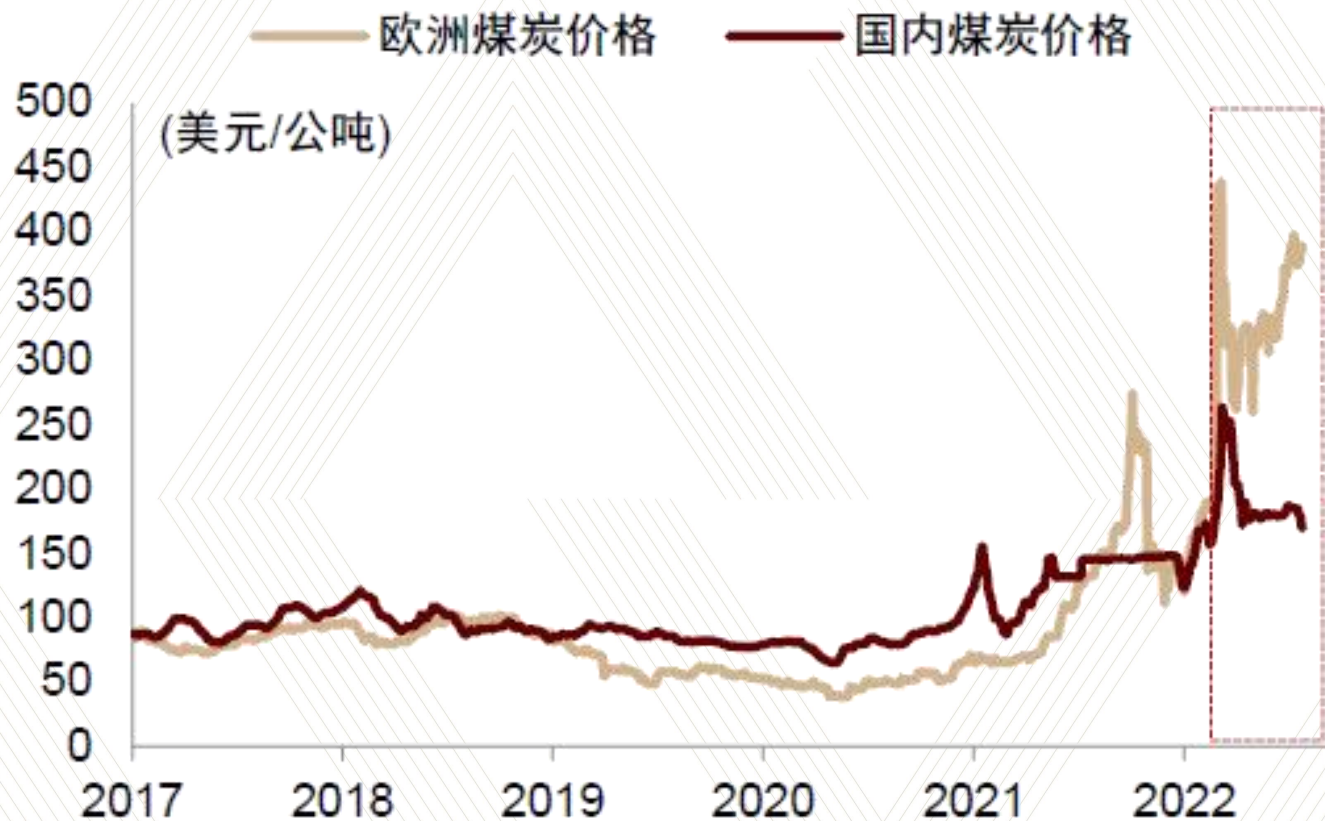
美国进入衰退后国内商品价格大幅下跌

南华商品综合指数



3. 四季度大宗商品交易机会展望

由于海外能源危机持续升温，国内煤炭电价存在价格限制，国内海内外存在能源价差，国内生产能耗较多的工业制成品比较优势上升。5-6月出口超预期，首先体现疫后“赶工效应”，也可能反映“能源套利”延长我国出口动能。如果出口保持强势的时间超预期，将有利于我国市场表现。



3.四季度大宗商品交易机会展望

虽然受地缘政治和未来潜在天气因素等供给冲击影响，商品的供给溢价可能仍存空间，但我们预期在海外流动性持续收紧的大背景下，经济衰退风险所引致的需求担忧继续主导商品价格走势，以史为鉴，**历史上海外经济增长放缓与金融条件收紧的阶段，商品往往表现不佳。当前国内受地产和疫情相关风险，需求预期兑现有所延缓，但我们认为由于中国流动性和增长周期同步向上，以国内需求主导的工业品可能仍有相对表现空间。我们建议逐步降低总体商品配置比例，关注国内需求驱动商品（黑色金属、有色金属）的阶段性表现。**细分商品品种看：

（1）能源市场中，当前石油市场投机溢价波动剧烈，兼具供应风险和预期影响，虽然石油价格相对高点已有所回落，但据中金大宗商品组预测，当前石油价格回落主要受需求预期恶化影响，受基本面的支撑依旧较弱，海外衰退所造成的市场情绪冲击可能加大石油市场波动。欧洲天然气供应减量风险仍存，叠加夏季用电小高峰，偏紧的供需结构和偏低的库存水平可能在短期内对气价形成一定支撑，海外煤炭受高天然气价格影响可能也维持高位。

（2）工业金属方面，短期内疫情反复、地产风险事件等不利因素影响，前期预期较高的基建和建筑领域发力在实物基本上仍有待兑现，我们认为在海外衰退的背景下，未来国内流动性、增长周期同步向上会提升国内需求主导型商品的相对表现空间。

（3）农产品中，近期俄乌冲突缓和，黑海地区出口逐渐恢复，供给端压力的释放和需求端的疲弱可能继续对粮食价格形成压制。棉花价格同样受下游需求减弱而存在下行压力，储备棉轮入对市场价格的支撑时间或比较有限。

3.四季度大宗商品交易机会展望

3.4关注国内需求驱动商品的阶段性表现

能源转型继续利好有色金属，绿色需求对有色金属需求的拉动由大到小为锡、镍、铜、铝。虽然上半年三元电池领域因原料价格暴涨而出现一定程度上的需求破坏、各国对“能源安全”的重视程度超过“能源转型”，但长期来看此轮耐用品需求回落后，有色金属定价逻辑可能重回“碳中和”带来的绿色需求增量上。

价格表现上，我们认为下半年全球传统耐用品需求增速下降、供需矛盾减弱将带动基本金属价格中枢下移，供给端没有超预期干扰事件发生的情况下，价格难破前高。

分品种来看，锌、铝一方面海外供给偏紧、成本支撑价格下跌幅度，反弹的持续性和强度则取决于中国基建和建筑活动发力情况；铜、镍供给持续恢复增长，同时需求持续受益于“绿色需求”增长，供需缺口收窄，价格中枢下移，但相对于成本线或将维持较高溢价。

3.四季度大宗商品交易机会展望

3.4关注国内需求驱动商品的阶段性表现

商品：逐步降低配置，关注国内需求驱动商品的阶段性表现

2022年上半年俄乌冲突爆发加剧了全球商品供需错配矛盾，超出我们和市场预期。短期来看，虽然地缘政治风险仍在发酵，“逆全球化”趋势初露端倪，供给恢复需要时间，但考虑到近期商品价格对于政治事件的反应逐渐淡化，且商品整体估值已经较为极致，供给溢价可能已经计入比较充分，决定未来商品走势的关键可能逐渐转为政策紧缩与需求破坏。当前海外面临较为严峻的高通胀问题，在通胀压力明显缓解之前，海外央行可能保持紧缩破坏总需求。需求修复是非线性的跳升过程，需求破坏也可能不遵循渐进过程，最终形成商品下行压力。我们认为不能低估商品价格大幅震荡、甚至高位回调的风险。

与此同时，中国未来稳增长力度可能提供一些阶段性与结构性机会。如果下半年稳增长带动国内需求恢复，全球通胀压力可能再次抬升，海外紧缩政策的持续时间有可能延长，经济面临下行压力加大，石油等以海外需求主导的商品调整风险上升，但国内需求主导的工业品可能有相对表现。我们建议在下半年逐步降低总体商品配置比例，关注国内需求驱动商品（黑色金属、有色金属）的阶段性表现与供给瓶颈较大的农产品表现。

3.四季度大宗商品交易机会展望

巧用商品期权等衍生工具

主观的卖出铜虚值看涨期权策略的核心是对铜价运行逻辑的判断，以此为依据推演出铜价在未来一段时间的波动状态，然后通过隐波状态挑选卖CALL档位提高我们盈利的胜率，最后依靠时间价值转化为盈利实现“收租”的过程。

因此谨慎判断铜价未来一段时间波动形态和边界是非常有必要的，选对铜价的边界，容忍价格在预期之内波动，如果有清晰上边界，**选择卖CALL**，如果有清晰的下边界，选择卖PUT也是合适的。

结合之前的分析，我们认为铜价的**上边界是更加清晰的，宏观层面持续偏空**，限制铜价反弹幅度，降低了铜价再度拉涨的概率；海外基本面边际走弱提供的支撑线将有所下移，国内仍依靠低库存高升水和人民币贬值获得一定价格支撑，铜价依然维持一个承压震荡的特征，可选择64000-65000之间的档位进行交易。

3.四季度大宗商品交易机会展望

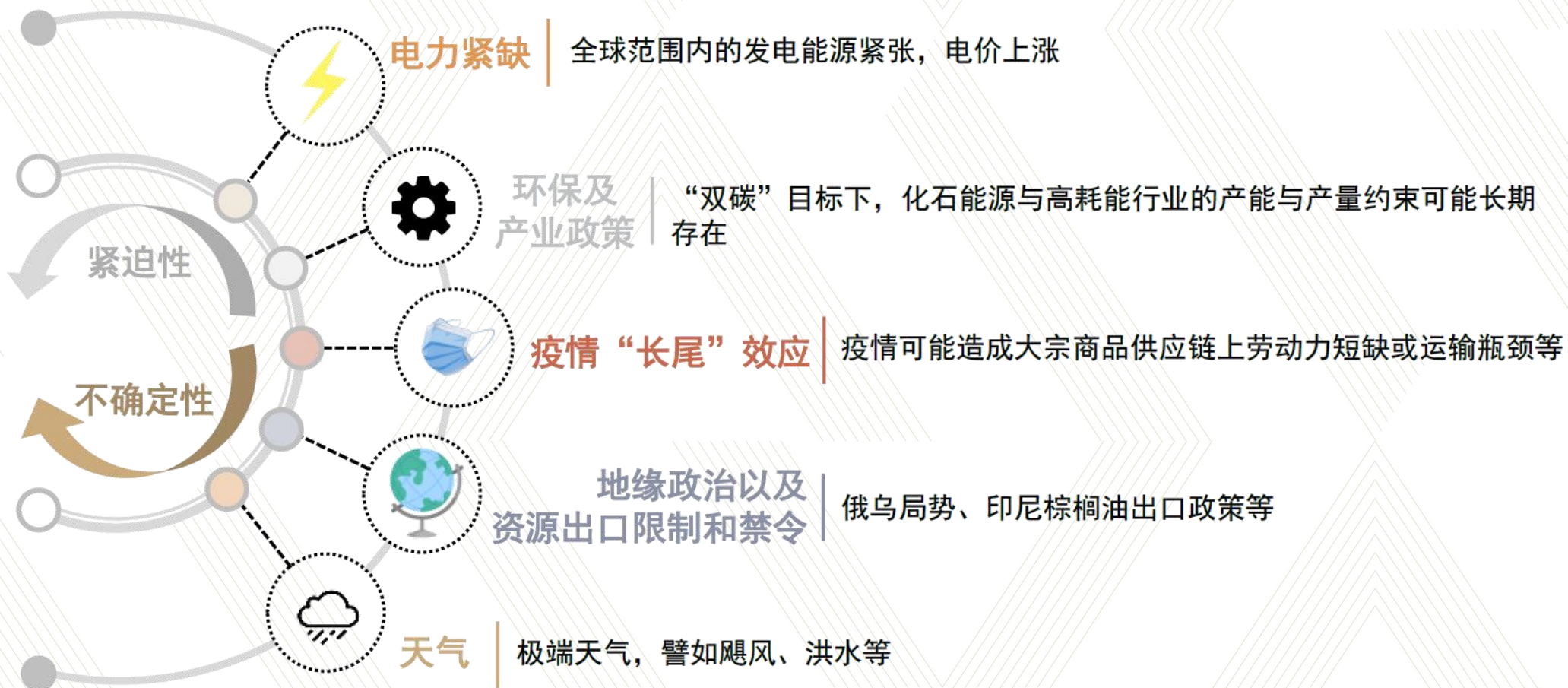
沪铜行情展望---巧用期权工具

主观的卖出铜虚值看涨期权策略的核心是对铜价运行逻辑的判断，以此为依据推演出铜价在未来一段时间的波动状态，然后通过隐波状态挑选卖CALL档位提高我们盈利的胜率，最后依靠时间价值转化为盈利实现“收租”的过程。因此谨慎判断铜价未来一段时间波动形态和边界是非常有必要的，选对铜价的边界，容忍价格在预期之内波动，如果是有清晰上边界，选择卖CALL，如果有清晰的下边界，选择卖PUT也是合适的。

对于后市的判断，我们认为**铜价的上边界是更加清晰的**，宏观层面持续**偏空**，限制铜价反弹幅度，降低了铜价再度拉涨的概率；海外基本面边际走弱提供的支撑线将有所下移，国内仍依靠低库存高升水和人民币贬值获得一定价格支撑，铜价依然维持一个承压震荡的特征，因此对于铜期权合约卖CALL我们认为仍是合适的，激进者可以向下调整档位，稳健者仍可以在65000和64000两档进行交易。

3.四季度大宗商品交易机会展望

需求衰退背景下，供应端可能出现的风险点



3.四季度大宗商品交易机会展望

四季度重要的时间窗口



美联储于年内还剩下**11月3日与12月15日两次议息会议**，而根据最新的点阵图，美联储官员们预计从现在至年底还有**125个基点**的加息空间。建议重点关注10月美国经济数据，尤其是CPI（10/13）与GDP（10/27），或成为市场交易主线**从滞胀向衰退切换**的重要节点。