



如何理解当前大宗商品的 “超级周期”



大宗商品本轮上涨周期，时间和幅度都较大，是因为供给受到了较强的限制。因政治、社会等外部因素，生产企业在很长的时期内不愿扩大产能。我们认为，商品价格将维持“易涨难跌”的局面，能否回落的关键在于需求，建议关注个人和政府消费的高频数据。

年初以来，在全球风险资产走低、波动加大的背景下，大宗商品走势较强，多类商品价格创下历史新高。国际上，原油价格从年初的 90 美元一桶高位，上涨至最高约 120 美元一桶。石油的上涨也带动了全球上游产品的广泛提价，并不断向终端产品蔓延，造成多国的 PPI 和 CPI 数据居高不下。全球农产品价格同样大幅上涨，CBOT 美豆、美玉米期货合约涨至近 10 年来的高点。根据联合国粮农组织数据，5 月份粮农组织食品价格指数平均值为 157.4 点，较 4 月回落 0.6%，但同比仍高出 22.8%。

国内的大宗商品价格受国际市场带动整体走强。中国是多种资源的进口国，必不可免地受到国际市场的影响，2021 年，中国石油、铁矿石、大豆进口额占全球比重分别约为 72%、70%、85%。南华工业品多个单项指数在 3 月创下历史新高，如能化、金属（包括黑色金属和有色金属）。截至 5 月底，南华工业品指数仍处于历史最高位置。国内的农产品方面，从年初至 5 月底，大连商品交易所的棕榈油合约大涨约 40%，豆油上涨约 37%，豆粕涨逾 27%。

大宗商品持续性地上涨，可能因为商品的供应被锁定住，产能较难随着价格的上涨而增加。根据供需模型，理性的供应者会在价格上涨后，尽

快增加产量扩大收益，这也就推动了价格回落，不会出现价格长期维持在高位的情况。当前，大宗商品价格自疫情后就一直处于高位，除非供应者全部出现了非理性的行为，否则就说明供应者面对的外力限制过大，以至于放弃了理性的最优选择。

大宗商品的“超级周期”不能简单归因于疫情影响，长期的供应条件可能出现了改变。疫情可能导致短期内供应脆弱，但随着更多国家恢复生产常态，供应链的压力有所缓解。2022年以来，波罗的海干散货指数最高约3300点，比2021年最高约5600点回落超40%。并且，本轮商品价格超预期上涨超过2年，在期间，很多国家已经基本恢复了疫情前状态。因此，更可能的原因是，供应受到了长期的外生限制。生产企业面对的政治、社会、环境成本超越了经济收益，以至于不愿扩大产能。逆全球化思潮打击了供应链，多国宁愿承受高价，也要求企业回迁或停止某一国家的供应，如2018年的中美贸易战和2022年的德国减少俄罗斯天然气进口。

此外，ESG原则也阻碍大多数上游工业品产能扩张。随着环保行动在全球范围内愈演愈烈，传统工业企业的产能扩张可能要面对民意反对和漫长的审批，对资本支出也就更加谨慎。根据IHS Markit的数据，油气行业上游资本开支从2016年起，长期处于低位水平。以2014年全球上游油气资本开支为基数，2016至2022年，全球油气上游资本开支水平基本不到2014年同期的60%，即削减了超过40%的资本开支。同时，符合ESG原则的上游企业占比还不够高，即使快速扩大产能，也很难扩大至能拉动商

品价格回落的产量。根据国际可再生能源机构统计，可再生能源占新增发电装机容量的约 85%，但仅占到发电总量的 38%。因此，我们认为大宗商品的增产存在长期的限制，正处于一个供应不足、价格动荡的“超级周期”。

短期内，宽松政策的余波仍在，阻止了大宗商品价格回调。大宗商品的供应被固定后，价格的回落就只能依靠需求的减少。疫情发生后，欧美多个国家采取超宽松的财政和货币政策，推动了居民需求扩张。美国商务部数据显示，2022 年 4 月美国季调后零售销售总额录得约 6777 亿美元，同比增长 8.2%，高于疫情前水平。中国也给予投资建设一定的政策倾斜，国务院出台的 6 方面 33 项一揽子政策措施中，新基建纳入地方专项债支持，提振了工业品的需求。

长期看，美联储加快紧缩抗击通胀，可能引发全球需求衰退，进而缓慢降低大宗商品价格。联储主席鲍威尔对通胀态度在俄乌冲突前后发生明显转变，美国快速加息造成多国资金外流，放大了全球经济不确定性。6 月，世界银行在《全球经济展望》中预测，2022 年全球经济增速为 2.9%，低于今年 1 月预期的 4.1%，也低于 2021 年 5.7% 的水平。发展中经济体

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42832

