

海外市场跟踪系列

大宗商品的“超级周期”来了吗？

核心摘要

2020年4月以来，全球大宗商品价格急涨，目前主要商品价格已经显著高于疫情前水平，且大部分类别商品均有不同程度的上涨。本轮大宗商品周期为何开启？新一轮大宗商品的“超级周期”是否已至？

1、商品周期已来，有三方面原因：一是金融属性，即疫情后全球极度宽松的货币环境下，美元贬值的同时，商品价格“水涨船高”。二是经济属性，即全球经济疫后复苏，商品的真实需求恢复，商品价格在阶段性供需矛盾中上涨；三是经济转型，即全球环保政策与基建计划，衍生出对部分商品（如“新能源金属”等）的新需求，进一步抬升商品价格。

2、商品“超级周期”未至，或有四方面限制：

1）需求侧的边界。历史上，“超级周期”形成通常需要需求端的强大支撑。但未来一段时间，全球需求端的恢复程度有边界。据IMF最新预测，发达经济体GDP水平（不是增速）在2021Q3时可能仍不及2019Q4水平；到2022年，全球经济体量受疫情影响将少增长3.7%；据EIA最新预测，全球液体燃料需求可能在2023年以后才能恢复至疫情前水平。因此，未来1-2年，支撑“超级周期”的需求基础或不够牢固。

2）供给侧的弹性。一方面，主要产油国有客观能力快速增加石油供给。据EIA最新预测，2021年一季度OPEC的闲置产能（30天内可投产并至少持续90天的产量）仍超过700万桶/日，远超2009年下半年400万桶/日的历史高位。另一方面，遏制通胀、地缘政治等因素，亦可能驱使产油国增加供给。假如，国际油价涨得过快过高，美国输入性通胀的风险会急剧攀升，历史上WTI油价与美国CPI走势有很强的相关性；俄罗斯的石油市场份额小于沙特和美国，或有增加产量的主观意愿；美国拜登政府上台后的美俄关系趋于紧张，不排除俄罗斯通过增产以遏制对手的可能。

3）美元的变数。2020年疫情后，由于美联储大规模扩表，叠加美国疫情防控不力，美元指数持续走弱。然而，2021年以来，随着拜登上台、疫情防控加严、疫苗推广加速、1.9万亿财政刺激落地、未来大规模基建计划有望推行等，市场对于美国经济复苏和中长期经济增长或更有信心。IMF在2021年1月更新预测，预计2021年美国与全球GDP增速差距由2.07缩小至0.37个百分点；2022-2025年该数字在1.57-1.74区间，这与2016-2017年的水平相当（对应美元指数在97左右）。

4）“绿色泡沫”的风险。前期，部分“绿色商品”涨价除因供需紧张外，还受到市场乐观情绪助推。例如，2020年3月以来，原油和铜的价格均快速上涨。但不同的是，在此过程中，WTI原油期货多头持仓占比持续下降，COMEX铜期货多头持仓占比显著上升。这说明，铜价上涨有部分来自资本市场的炒作与助推。假如，未来铜的需求释放节奏放缓、供需矛盾没有进一步扩大，铜价很可能在市场风险偏好的回落中经历波动与下挫。

结论：目前对商品“超级周期”的判断仍需谨慎。随着美国及全球经济疫后复苏周期逐渐充分，市场对货币政策转向的担忧日增，可能进一步抑制风险偏好。届时，真实的供需关系才是商品定价的关键。不排除部分商品（譬如铜）的供需矛盾仍存、价格维持高位，但人为的供给限制、“绿色泡沫”等因素可能淡化甚至褪去，最终可能使不同品种的商品价格呈现分化。此外，随着货币政策、原油限产等主要矛盾发生变化，需要警惕部分大宗商品急涨后急跌的可能。

风险提示：全球疫情发展与疫苗效果不及预期，全球经济与需求恢复节奏超预期，商品供给调整能力不及预期，美联储政策变化超预期等。

正文目录

一、 商品周期已来	4
1. 金融属性	4
2. 经济属性	5
3. 经济转型	6
二、 商品“超级周期”未至	7
1. 需求侧的边界.....	7
2. 供给侧的弹性.....	9
3. 美元的变数.....	10
4. “绿色泡沫”的风险.....	11
三、 结论：慎言商品“超级周期”	12

图表目录

图表 1	疫情后全球主要商品价格涨势凶猛.....	4
图表 2	现阶段主要商品价格均高于疫情前水平.....	4
图表 3	主要经济体货币“放水”，商品价格很可能“水涨船高”.....	5
图表 4	商品价格与美元指数呈现“跷跷板”效应.....	5
图表 5	全球制造业活动与商品价格正相关.....	6
图表 6	中国制造业活动与商品价格相关性尤其强.....	6
图表 7	2020年下半年以来美国原油产品库存不断消耗.....	6
图表 8	2020年下半年以来 LME 铜库存显著下降.....	6
图表 9	2020年以来，全球对铜的消费需求再上新台阶，而供给暂未跟上.....	7
图表 10	2020年下半年以来，铜、锡等金属供不应求，铝、锌等金属却供大于需.....	7
图表 11	2000年以来的几轮商品涨价周期与主要驱动事件.....	8
图表 12	2021Q3 发达经济体经济水平或仍不及 2019Q4.....	9
图表 13	疫情对大部分亚洲新兴经济体造成严重打击.....	9
图表 14	2023 年全球液体燃料需求水平与疫情前水平相比仍有差距.....	9
图表 15	现阶段 OPEC 闲置产能仍然充足.....	10
图表 16	油价与美国通胀水平高度相关.....	10
图表 17	原油“三足鼎立”格局.....	10
图表 18	未来五年，美国经济与世界经济的相对表现，或不足以驱动美元进一步走弱.....	11
图表 19	疫情后 WTI 原油期货多头持仓占比下降.....	11
图表 20	疫情后 COMEX 铜期货多头持仓占比上升.....	11

2020年4月以来，全球大宗商品进入了新一轮涨价周期。IMF大宗商品价格指数显示，2020年4月至2021年2月，全部商品指数上涨了67%，其中能源指数涨172%、原油指数涨170%，非能源指数涨31%，铜、铁矿、银等金属分别涨67%、94%和82%（图表1）。值得注意的是，目前全球主要商品价格已经显著高于疫情前水平。对比2021年2月和2020年2月的IMF大宗商品指数，全部商品指数比疫情前高出27%，能源指数高30%、非能源高25%，天然气、铁矿、银、铜等细分商品指数涨幅则更加明显（图表2）。

图表1 疫情后全球主要商品价格涨势凶猛

全部商品 +67%	能源 +172%	煤炭 +53%		
		原油 +170%		
		天然气 +202%		
	非能源 +31%	工业原料 +57%	农业原料 +22%	
			金属 +68%	铜 +67%
				铝 +42%
				铁矿 +94%
		贵金属 +12%	金 +7%	
			银 +82%	
	食品饮料 +27%			

资料来源: IMF, 平安证券研究所

图表2 现阶段主要商品价格均高于疫情前水平

全部商品 +27%	能源 +30%	煤炭 +17%		
		原油 +8%		
		天然气 +138%		
	非能源 +25%	工业原料 +44%	农业原料 +13%	
			金属 +54%	铜 +49%
				铝 +23%
				铁矿 +85%
		贵金属 +14%	金 +13%	
			银 +53%	
	食品饮料 +18%			

资料来源: IMF, 平安证券研究所

面对疫后超预期的商品价格走势，以高盛、摩根大通等为代表的投资机构不断向市场传达，新一轮商品“超级周期”已至，并引发市场热议。本文主要回答两个问题：本轮大宗商品价格为何上涨？商品“超级周期”真的来了吗？

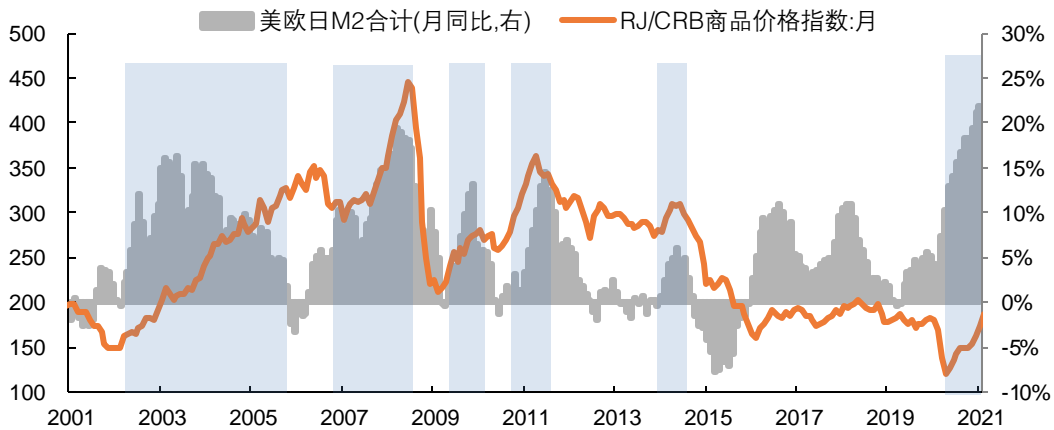
一、商品周期已来

本轮商品周期启动，可归结为三个原因：一是金融属性，即疫情后全球极度宽松的货币环境，叠加美元贬值，商品价格“水涨船高”；二是经济属性，即全球经济疫后复苏，商品真实需求恢复，商品价格在阶段性供需矛盾中上涨；三是经济转型，即全球环保政策与基建计划，衍生出对部分商品（如“新能源”金属等）的新需求，进一步抬升商品价格。

1. 金融属性

全球主要经济体货币“放水”，商品价格“水涨船高”。货币供应量增加，意味着商品购买力客观上得到加持，加上货币宽松创造更多需求，容易催化商品价格上涨。2000年以来，在美国、欧元区和日本三大经济体的广义货币（M2）合计值（美元计）同比增长显著时，RJ/CRB商品价格指数大概率走强（图表3）。2014-2015年三大经济体M2同比负增长时，商品价格持续下挫。2020年新冠疫情以来，主要经济体央行集体“大放水”，2020年12月以来美欧日M2同比增速超过20%、且超2008年全球金融危机时增速。

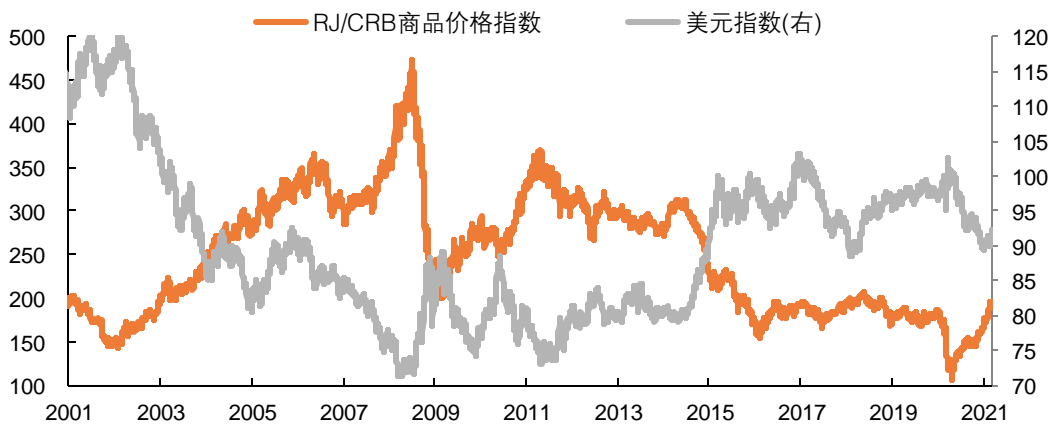
图表3 主要经济体货币“放水”，商品价格很可能“水涨船高”



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美元贬值推动美元计价大宗商品价格上涨。美元指数与商品价格走势通常呈现你强我弱、你弱我强的“跷跷板”效应(图 4)。2020 年新冠疫情爆发以来,美元指数持续、显著走弱,从 2020 年 3 月的 102 下降至 2021 年 1 月的 90 点下方,这与美联储在疫情后实施的超宽松货币政策不无关系。美元贬值时,一方面,以美元标价的商品价格自然上涨,另一方面,美元贬值通常与风险偏好强相关,从而进一步提振商品需求。在近期大宗商品涨价中,二者兼而有之。

图表4 商品价格与美元指数呈现“跷跷板”效应

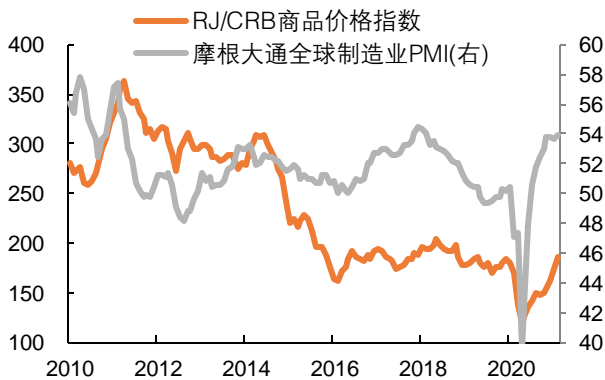


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2. 经济属性

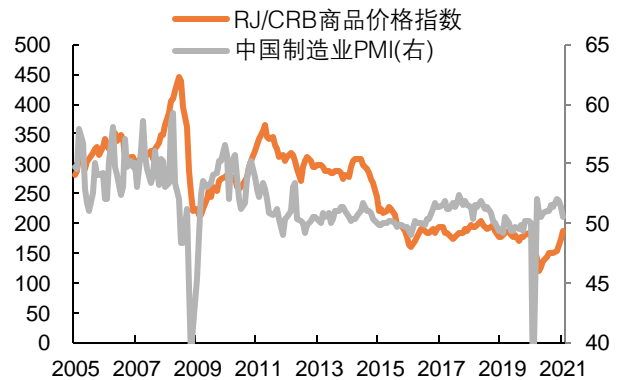
全球制造业活动复苏拉动商品需求、促进商品价格上涨。全球制造业活动与商品价格有正相关性(图 5),尤其中国制造业活动与商品价格的相关性较为显著(图 6)。制造业活动活跃,意味着产业链上各类生产材料快速消耗,而大部分大宗商品的供给需要时间,在此过程中容易出现阶段性的供需矛盾。2020 年全球爆发新冠疫情后,中国率先控制住疫情,2020 年 3 月中国制造业 PMI 就从 2 月的 35.7 恢复至 52.0,并一直保持在 50 点上方。全球其他主要经济体在 2020 年下半年逐步实现复工复产,摩根大通全球制造业 PMI 在 2020 年 7 月后回升至 50 点上方。中国与海外经济体制造业接力恢复,叠加以美国为首的大规模财政刺激保证了需求端的强劲。全球对大宗商品较强的实际需求,对商品价格形成明显拉动。

图表5 全球制造业活动与商品价格正相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

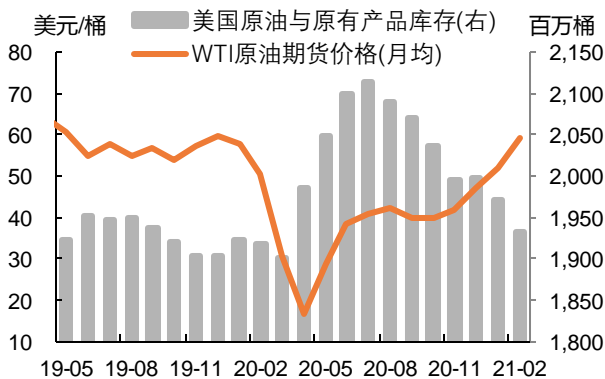
图表6 中国制造业活动与商品价格相关性尤其强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

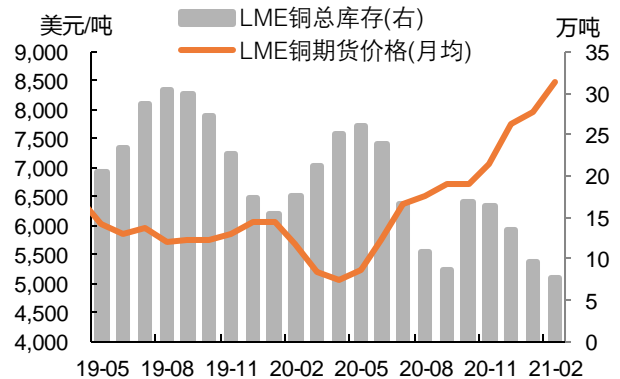
原油、铜等主要大宗商品价格上涨，均伴随着库存减少，印证了商品阶段性供需矛盾刺激价格上涨的逻辑。2020 年下半年以来，随着全球制造业活动快速恢复，美国原油与原油产品库存持续下降，由 2020 年 7 月超过 21 亿桶的水平，降至 2020 年 11 月以后的 20 亿桶下方，目前基本处于疫情前水平，WTI 原油期货价格也恢复至疫情前水平（图表 7）。类似地，伦铜的库存在此期间亦出现明显消耗，2021 年 2 月 LME 铜总库存不及 2020 年 5 月的 1/3、且低于疫情前水平。在此期间，LME 铜期货价格不断攀升，2 月均价约为 8500 美元/吨、远超疫情前约 6000 美元/吨的水平（图表 8）。

图表7 2020 年下半年以来美国原油产品库存不断消耗



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2020 年下半年以来 LME 铜库存显著下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

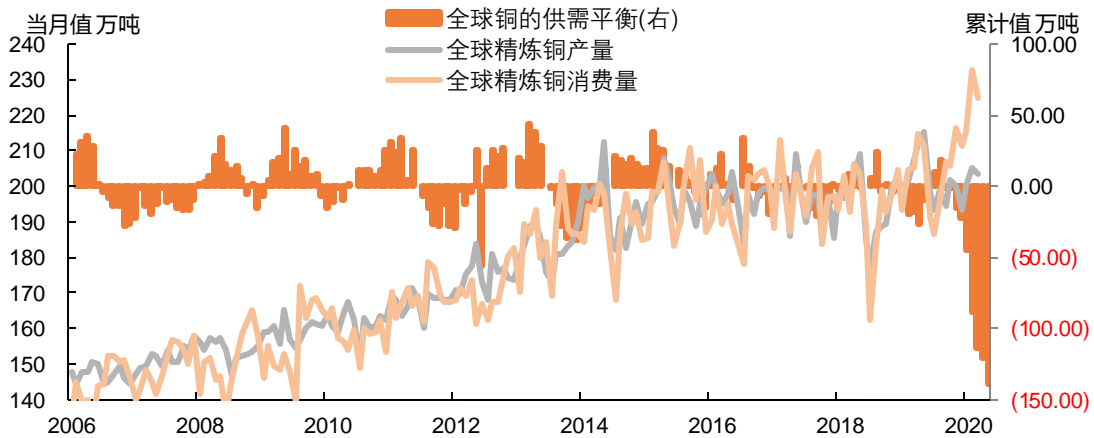
3. 经济转型

全球绿色经济浪潮衍生出新型商品需求。截至 2021 年，欧盟、日韩等国已经明确 2050 年实现“净零排放”的目标，中国于 2020 年 9 月宣布“碳达峰、碳中和”目标，美国拜登政府继 1.9 万亿美元财政刺激后，即将推动新一轮以“气候变化与基建”为主题、规模有望超 2 万亿美元的绿色基建计划。在疫情后全球货币宽松、财政慷慨的背景下，充裕的资本加速流入绿色经济与新型产业，创造了商品市场的结构性牛市。

以铜为代表的“新能源金属”的需求增长远超其他金属。世界金属统计局（WBMS）数据显示，2015-2019 年五年里，全球精炼铜的产量和消费量处于 200 万吨左右的平台期，广义铜产品的累计供需盈余或缺口基本不超过 30 万吨。然而，2020 年 8 月以后，全球铜的供需缺口不断扩大，2020 年底已达 140 万吨，这背后是铜需求的骤然上升（图表 9）。此

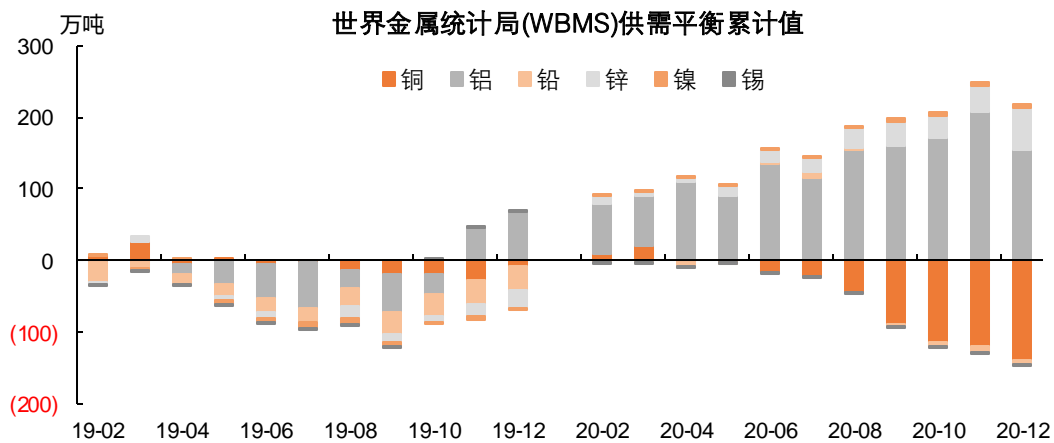
外，2020年下半年以来，铜、锡等“新能源金属”供不应求，与铝、锌等传统金属供大于需的情况，形成鲜明对比（图表 10）。这亦体现，绿色经济浪潮是刺激全球商品市场的关键力量。

图表9 2020 年以来，全球对铜的消费需求再上新台阶，而供给暂未跟上



资料来源: WBMS, 平安证券研究所

图表10 2020 年下半年以来，铜、锡等金属供不应求，铝、锌等金属却供大于需



资料来源: WBMS, 平安证券研究所

二、商品“超级周期”未至

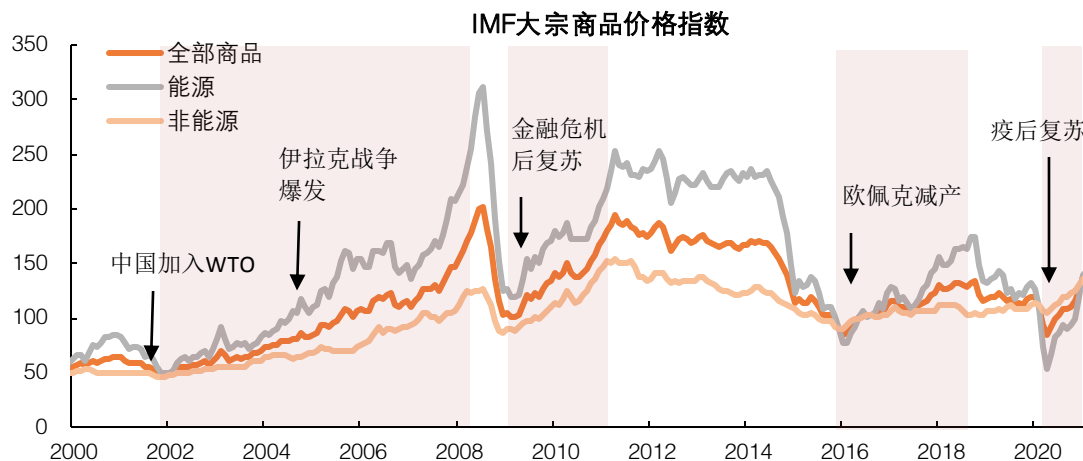
虽然有多方原因共同驱动本轮大宗商品价格上涨，但目前判断“超级周期”已至需要谨慎。我们认为，现阶段需重点关注四方面因素——需求侧的边界、供给侧的弹性、美元的走势、市场的情绪，这些可能成为本轮商品周期走向“超级周期”的绊脚石。

1. 需求侧的边界

历史上，大宗商品超级周期的形成通常需要来自需求端的强大支撑。上一轮商品“超级周期”始于 2002 年，大宗商品价格持续上涨，直至 2008 年全球金融危机爆发。该轮商品价格持续 6 年上涨的重要背景是，中国等新兴经济体加入 WTO，融入全球化，为全球经济提供了新的增长动能。在此期间，伊拉克战争等供给侧冲击，对商品价格形成阶段性刺

激。全球金融危机后，商品价格在 2009-2011 年期间快速反弹、并保持高位至 2014 年。在此期间，中国的大规模基建计划与房地产周期启动，再次对大宗商品需求与价格形成强支撑。2014 年下半年开始，受沙特和俄罗斯增产影响，国际油价在供需失衡后跳水，致使大宗商品强势期终结。2016-2018 年中，欧佩克等产油国达成减产共识，以修复处于历史低谷的国际油价，商品价格受到一定提振，但涨幅和持续时间均不及前两轮上涨，需求侧缺乏明显的驱动力或是主要原因（图表 9）。

图表 11 2000 年以来的几轮商品涨价周期与主要驱动事件



资料来源: IMF, 平安证券研究所

预计未来一段时间全球需求端的恢复程度有边界。随着新冠疫苗推广、疫情逐步受控，全球经济复苏的大方向愈发明朗，但是，新冠疫情对于全球经济的长期性创伤不容忽视。对比 IMF 在 2021 年 1 月和 2020 年 1 月的两次预测，除中国外，新兴经济体和发达经济体的增长斜率分别将于 2020Q4 和 2021Q1 回到疫情前的预测水平。但是，发达经济体的 GDP 水平（不是增速）在 2021Q3 时可能仍不能达到 2019Q4 时的水平（图表 12）；而新兴经济体的经济水平虽然因为本身具有较高的增速基数而更快恢复，但其因疫情而损失的 GDP 规模更庞大。与 2020 年 1 月（疫情前）的预测相比，IMF 最新预计，到 2022 年，除中国外的亚洲新兴经济体的经济体量将少增长 8%，全球经济体量将少增长 3.7%（图表 13）。因此，全球经济水平受到长期性冲击的背景下，商品需求恢复的水平与速度亦是有边界的。换言之，未来 1-2 年，支撑商品“超级周期”的需求基础可能不够牢固。

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_17415

