

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：范若滢 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东  
审稿人：周景彤  
联系人：叶银丹  
电话：010 - 6659 6874

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 大宗商品价格运行的历史脉络、 当前特征与未来趋势\*

近期大宗商品价格呈现大幅、快速上涨态势，给全球和中国经济金融运行带来较大影响。梳理历史上大宗商品价格的三轮上涨周期发现，影响商品价格的因素众多，核心是供求关系，流动性、美元指数、风险偏好等因素也会产生重要影响。本轮大宗商品价格上涨则是多种因素交织作用的结果，具有修复性和阶段性特征。展望未来，短期内大宗商品价格上涨的逻辑依然成立，但长期来看，大宗商品价格持续大幅上涨动力不足，大宗商品价格将大概率呈现结构性分化走势。建议：通过一揽子支持政策改善企业的经营生态环境，筑牢经济复苏基础；加强宏观政策前瞻性准备，做好市场预期管理和流动性管理；健全大宗商品监测预警机制，加强价格分析与研判；前瞻性布局大宗商品战略储备，保障资源安全；加强跨境宏观审慎管理，密切关注国际收支新变化。

## 大宗商品价格运行的历史脉络、当前特征与未来趋势

近期大宗商品价格呈现大幅、快速上涨态势，给全球和中国经济金融运行带来较大影响。梳理历史上大宗商品价格的三轮上涨周期发现，影响商品价格的因素众多，核心是供求关系，流动性、美元指数、风险偏好等因素也会产生重要影响。本轮大宗商品价格上涨则是多种因素交织作用的结果，具有修复性和阶段性特征。展望未来，短期内大宗商品价格上涨的逻辑依然成立，但长期来看，大宗商品价格持续大幅上涨动力不足，大宗商品价格将大概率呈现结构性分化走势。建议：通过一揽子支持政策改善企业的经营生态环境，筑牢经济复苏基础；加强宏观政策前瞻性准备，做好市场预期管理和流动性管理；健全大宗商品监测预警机制，加强价格分析与研判；前瞻性布局大宗商品战略储备，保障资源安全；加强跨境宏观审慎管理，密切关注国际收支新变化。

### 一、以史为鉴：从大宗商品价格的三轮上涨周期得到的启示

历史上，大宗商品价格共经历过三轮大幅上涨周期，分别是1972年3月至1980年11月、2001年11月至2008年4月、2008年12月至2011年4月，CRB综合指数涨幅分别为159%、122%和74%。从大宗商品价格运行轨迹中可以发现，大宗商品兼具商品属性和金融属性，影响商品价格的因素众多，核心是供求关系，流动性、美元指数、风险偏好等因素也会产生重要影响。

**供求关系是影响大宗商品价格的核心。**一方面，大宗商品的需求一般来源于经济增长、工业生产的需要，对应全球或者是部分重要经济体的经济发展情况。2001年11月至2008年4月、2008年12月至2011年4月这两轮大宗商品涨价均对应世界经济增速处于较高水平。2002-2008年世界经济平均增长率为4.31%。美欧等发达经济体逐渐走出互联网泡沫带来的衰退，经济开始强劲复苏；中国等新兴经济体融入全球化以及工业化进程加速，为全球经济提供了新的增长动能。2010-2011年世界经济增长率高达4.86%，全球经济逐渐从金融危机的冲击中恢复。另一方面，大宗商品供给受地理分布的影响较大，往往被少量国家所垄断，容易受地缘政治、突发事件等的影响。

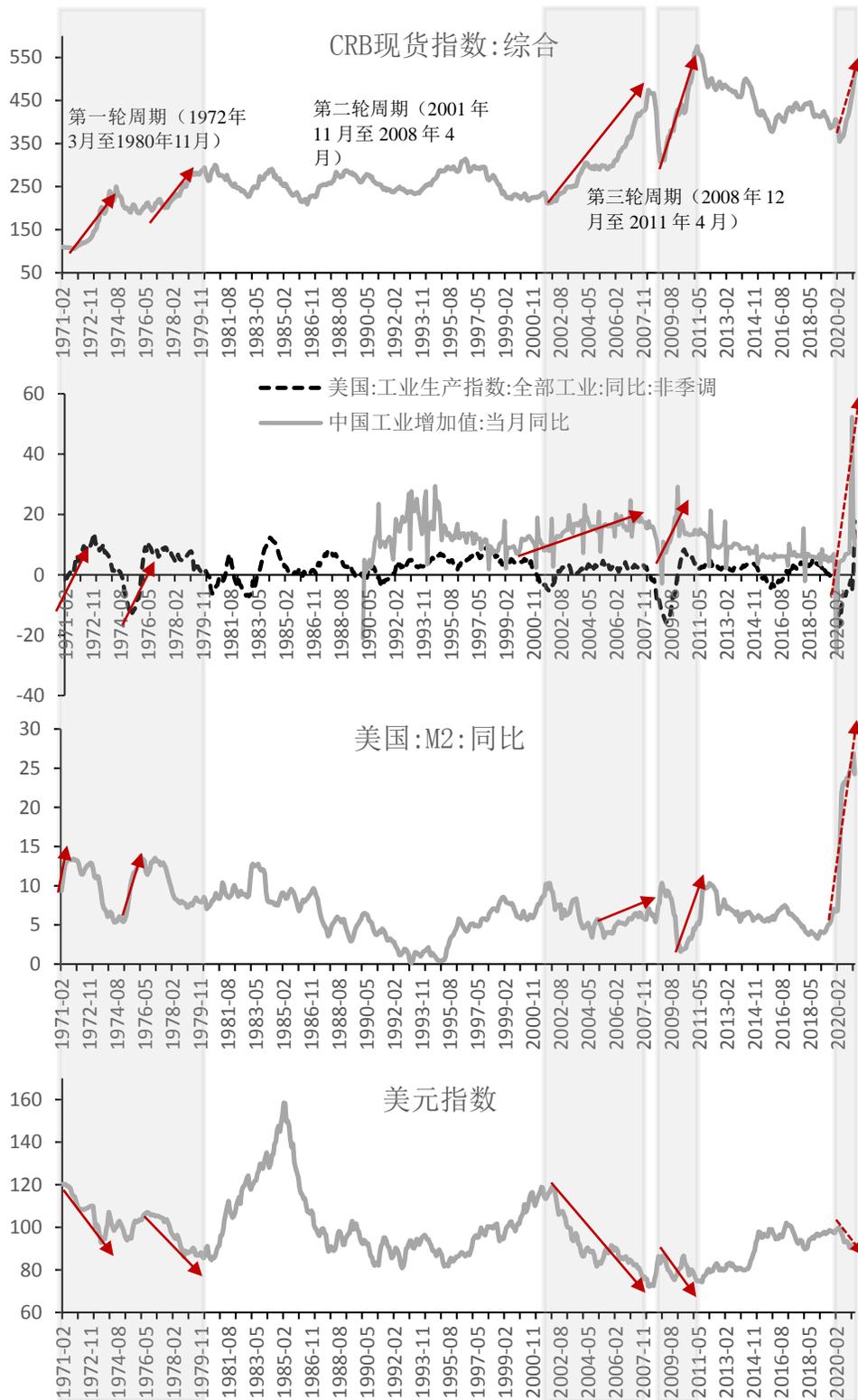
例如，世界已探明石油储量约一半分布在中东地区，铜主要集中在智利、秘鲁等地，其中智利铜生产量约占全球三分之一。20 世纪 70、80 年代大宗商品价格大幅上涨就是由两次石油危机直接引起的。1973 年第四次中东战争爆发导致第一次石油危机出现，OPEC 成员国以石油作为武器，宣布对支持以色列的国家实行石油禁运，并将原油价格从 3.011 美元/桶提高到 10.651 美元/桶。1979 年伊朗伊斯兰革命及随后两伊战争引起第二次石油危机，原油价格从 1978 年的 12 美元/桶上涨到 40 美元/桶。

**全球流动性强弱会对大宗商品价格走势产生显著影响。**流动性越充裕，作为一般等价物的货币的价值相应就会降低，在同等资产的规模或数量一定时，该资产价格就有上行动力。因此，在全球宽松货币政策环境下，货币供应量增加，大宗商品价格则水涨船高。20 世纪 70 年代初和 80 年代初，美国 M2 增速上涨至 10% 以上，明显高于 60 年代 7% 左右的均值。2008 年全球金融危机后，美、欧、日等发达经济体纷纷实施宽松的货币政策，美联储总资产规模快速扩张，联邦基金目标利率从 2007 年末的 4.25% 不断下调至 2008 年末的 0.25%。

**美元指数通常与大宗商品价格之间存在“翘翘板关系”。**大宗商品通常由美元来计价，美元贬值时，以美元标价的商品价格自然会上涨。三轮大宗商品上涨期间，基本伴随着美元进入贬值阶段。1972 年 3 月至 1980 年 11 月，美元指数下行了 17.58%；2001 年 11 月至 2008 年 4 月，美元指数下行了 37.84%；2008 年 12 月至 2011 年 4 月，美元指数下行了 10%。

**市场风险偏好的变化也会影响大宗商品价格。**大宗商品属于风险资产。当风险偏好上升时，风险资产往往受到追捧，市场投机行为将推动其价格上行。

图 1：大宗商品三轮上涨周期及影响因素



资料来源：中国银行研究院

## 二、当前大宗商品价格上涨情况以及影响分析

### (一) 当前全球大宗商品价格出现快速、大幅、多品种上涨特点

2020年4月份以来,大宗商品价格出现大幅上涨。截至2021年4月底,CRB现货综合指数报532.09,较上年同期上行50.64%。原油、铁矿石、动力煤、铜、焦炭等涨幅均超过60%。大豆、玉米等全球主要农产品价格也出现猛涨,创近年来新高。本轮大宗商品价格上涨是全球经济复苏、供需关系短期调整、流动性宽裕、美元贬值以及金融市场投机炒作等多种因素交织作用的结果,具有修复性和阶段性特征。

**一是全球经济复苏促使需求升温,供需错配矛盾凸显。**本轮大宗商品价格上涨始于2020年4月份,正是中国疫情形势得到控制、经济企稳恢复之时,随后主要经济体新冠疫情形势好转,全球经济复苏,增加了对大宗商品的需求。但疫情对大宗商品供给带来负面影响,主要大宗商品生产国开工困难、产能下降,大宗商品产业链也受到冲击。此外,“碳中和”相关的限产政策也对大宗商品供给形成约束。大宗商品出现明显的供需失衡。

**二是全球流动性处于充裕状态。**为对冲疫情影响,2020年全球主要经济体实施了宽松的货币政策,美联储总资产由4.2万亿美元扩表至7.4万亿美元。截至2021年3月份,美国和欧元区M2同比增速分别为24.6%和10.1%,比上年同期上升了14.44和2.8个百分点(图2)。

**三是美元持续贬值。**2020年,受美国经济疫情下陷入衰退,以及美联储极度宽松的货币政策等因素影响,美元指数震荡下行。截至2020年底,美元指数报89.96,比3月份高点下行了12.4%。2021年以来,美元指数仍低位徘徊(图3)。

**四是金融市场炒作投机加剧。**宽松的货币政策、全球经济预期向好等因素推升了全球期货交易的活跃度。2020年末以来高盛、摩根大通、花旗等国际投行高调唱多大宗商品市场,金融市场炒作投机加剧,对大宗商品价格上涨具有显著的放大效应。

图 2：美欧处于流动性宽裕状态

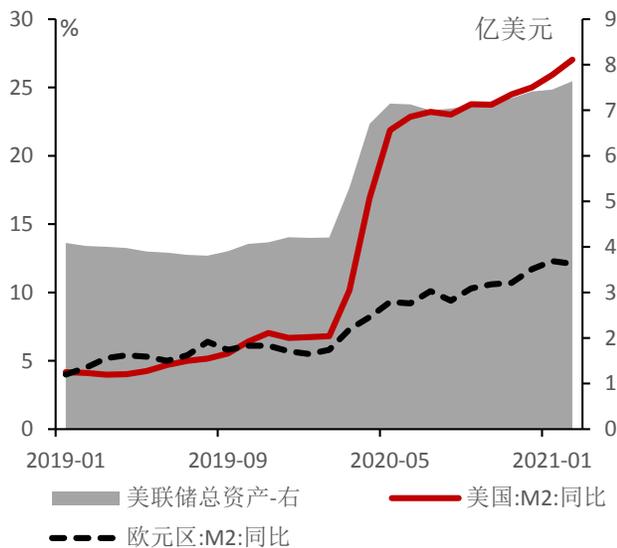


图 3：美元贬值

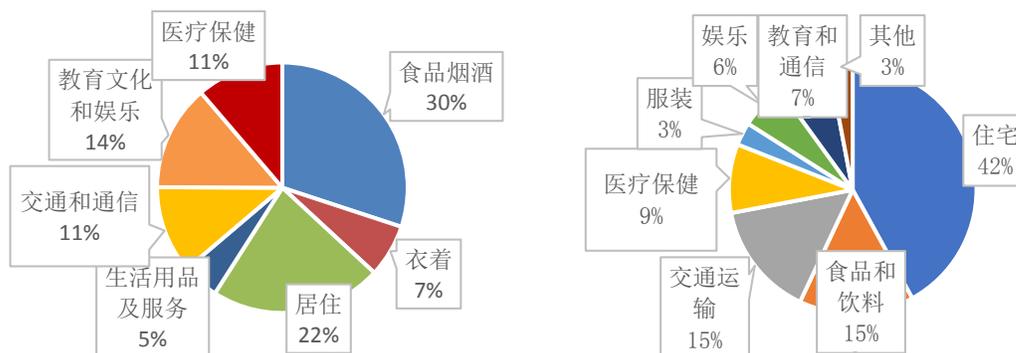


资料来源：Wind，中国银行研究院

## （二）大宗商品价格上涨推动全球通胀升温

当前，美国通胀数据不断走高。2021年4月份，美国CPI同比涨幅为4.2%，创2008年9月份以来新高；核心CPI同比涨幅为3%，创1996年1月份以来新高。中美CPI权重构成差别较大，在美国CPI构成中住宅、交通运输的占比较大。进一步细分二、三级子类发现，“住宅——燃料和公用事业——家用能源”以及“交通运输——私人交通——发动机燃料”这两个细分子类直接受能源的影响，占CIP权重分别约为3.3%和2.9%。2021年4月份，美国能源CPI同比涨幅高达25%，可估算出能源价格上涨对美国CPI涨幅的直接贡献约为1.55个百分点，若考虑到间接影响，则贡献度还要更大。除能源外，大豆、玉米等农产品，以及钢铁、铜等工业原材料价格的上涨也会助推美国CPI进一步上涨。随着全球通胀预期不断强化，国际游资流动加剧，市场对美联储货币政策转向的担忧也明显增强，容易引发国际金融市场波动。

图4：中国（左）与美国（右）CPI权重构成对比



资料来源：Wind，美国劳工局，中国银行研究院

表1：美国CPI细分子类及权重

一级子类	二级子类及权重	三级子类及权重
住宅	住房租金 (33.3%)	
	燃料和公用事业 (4.4%)	家用能源 (3.3%) 水、下水道和垃圾回收服务 (1.1%)
	家用家具和功能 (4.7%)	
交通运输	私人交通 (14.1%)	新车和二手车 (7.5%)
		发动机燃料 (2.9%)
		机动车部件和设备 (0.4%)
		机动车维修保养 (1.1%)
		机动车保险 (1.6%)
		机动车费用 (0.6%)
	公共交通 (1.1%)	
食品和饮料	食品 (14.1%)	
	酒精饮料 (1%)	
医疗	医疗护理商品 (1.6%)	
	医疗护理服务 (7.3%)	
服装	服装鞋类 (2.7%)	
娱乐	休闲商品 (3.8%)	
	休闲服务 (2%)	
教育和通信	教育 (3%)	
	通信 (3.8%)	
其他	个人护理 (2.5%)	
	烟草和烟草制品 (0.6%)	

资料来源：美国劳工局，中国银行研究院

### （三）大宗商品价格大幅上行给中国经济运行带来多方面影响

推动中国 PPI 中枢整体上移。国际大宗商品价格影响我国进口价格，带动国内石油相关行业以及黑色金属、有色金属相关行业价格走高，进而推动 PPI 增速中枢上移。对 PPI 涨幅进行分行业权重分析发现，大宗商品价格变动对 PPI 影响显著。我国 PPI 共包括 39 个工业行业<sup>1</sup>，经测算发现，计算机通信制造业、汽车制造业等行业占比较高，但这些行业产品价格波动较小，影响 PPI 涨幅的主要行业为黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、化学原料及化学制品制造业、农副食品加工业、煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业。这 6 个行业对 2021 年前 3 个月 PPI 同比涨幅的贡献度达 133.6%（表 1）。进一步地，可以归纳为对应 5 类大宗商品价格变动，即石油、煤炭、黑色金属、有色金属和粮食。不过，由于我国 CPI 构成中以食品占比为主，猪肉产能不断恢复导致猪肉价格持续下行，明显拖累了 CPI 整体涨幅。叠加我国下游行业竞争较为激烈，价格刚性较强，PPI 传导至 CPI 的效果并不明显。当前我国物价整体呈温和态势。

表 2：中国 PPI 各行业表现

行业	行业占比	PPI 涨幅	对整体 PPI 涨幅的贡献
煤炭开采和洗选业	2.21%	8.90%	9.36%
石油和天然气开采业	0.77%	-3.80%	-1.39%
黑色金属矿采选业	0.47%	28.80%	6.49%
有色金属矿采选业	0.24%	10.90%	1.23%
非金属矿采选业	0.30%	0.90%	0.13%
农副食品加工业	4.79%	5.00%	11.92%

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\\_19806](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19806)

