

双碳行动重塑供需格局——2022年大宗商品行情展望

摘要

1、疫情的影响持续减弱。Delta 和 Omicron 等变种病毒的出现表明疫情出现反复的可能性依旧较高，但是疫苗接种和特效药一定程度上降低了病毒的危害性，同时，积累了将近两年的“抗疫”经验，人们已经逐步适应“与病毒长期共存”的现状，疫情复发的影响料将持续减弱。

2、全球经济形势：1) 随着大规模刺激政策的退出：财政刺激高峰已过、货币政策边际收紧，主要景气指标已触顶回落，预示着 2022 年全球经济趋于放缓，商品需求面临回落的压力。2) 随着新冠疫情形势阶段性好转，新兴市场生产将加快修复，同时，失业补助停发之后，美国劳动参与率有望逐步回暖。在此过程中，受疫情拖累而堵塞的全球贸易节点将重新疏通，贸易网络可能逐渐往常态化恢复。2022 年，全球供给端的短缺可能会逐渐缓解。3) 在高通胀压力下，美联储货币政策加快转向，其他经济体也将跟上，金融环境不再宽松。同时，在 Taper 提速和加息预期的影响下，影子联邦基金利率将加速回升，这将给美元指数带来支撑，进一步考虑美欧经济的差异，2022 年上半年美元指数大概率保持强势。

3、国内经济形势：面对国内经济增速放缓的压力，政策上稳增长诉求持续提升，财政政策将加快发力，货币政策边际转松，经济下行压力或得到缓解，增速前低后高。1) 逆周期调节加速发力促进基建投资温和回升；严调控下，地产投资同比增速或继续下降，甚至可能出现负增长；制造业投资将保持高景气，结构继续升级优化，与产业升级相关的投资将保持高增。2) 消费依然存在修复空间，但增速中枢或难以回到疫情前水平。3) 海外供需缺口将逐步收窄，出口增速中枢或出现回落。

4、双碳行动重塑供需格局。随着双碳行动的不断推进，大宗商品供需格局将面临重塑。一方面，高能耗、高碳排放行业供给释放或将持续受到影响，诸如煤炭、钢铁、电解铝作为能源消耗密集行业，面临巨大减碳压力；另一方面，新能源、新基建等绿色低碳产业的高速发展将给部分商品带来新的需求增量。

5、大宗商品展望：全球需求已经出现回落，2022 年商品需求将进一步走弱，供给约束问题也将逐步得到改善，叠加美联储逐步收紧政策，金融环境不再宽松，本轮大宗商品的拐点或已出现，但碳达峰、碳中和目标下，部分商品产能或持续受限，加上部分新兴市场国家经济修复未完待续，商品需求周期被拉长，部分大宗商品或仍存在一些结构性机会。

风险关注：海外经济下行风险加大，美联储过快收紧政策，新冠疫情再度失控。

国贸期货·研究院
宏观金融研究中心

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

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

2021年，新冠疫情反复暴发，变种病毒加剧了疫情防控的难度，全球经济踏上了艰难复苏的征程。受供需错配失衡的影响，大宗商品价格大幅上涨，全球通胀持续走高。宏观政策开始纠偏，国内保供稳价政策持续发力，海外经济体纷纷退出刺激政策，大宗商品市场跌宕起伏，一波三折。

展望2022年，随着大规模刺激政策的退出，全球经济复苏开始放缓，商品需求面临回落压力。同时，疫苗接种持续推进、特效药有望量产，生产端将加快恢复，全球运输拥堵问题也将逐步缓解，供应约束问题将得到改善。此外，美联储加快Taper，加息预期升温，金融环境不再宽松，本轮大宗商品的拐点或已出现，但碳达峰、碳中和目标下，部分商品产能或持续受限，加上部分新兴市场国家经济修复未完待续，商品需求周期被拉长，部分大宗商品或仍存在一些结构性机会。

一、行情回顾

1. 大宗商品走势一波三折

2021年商品市场走势一波三折，大体上可以分为四个阶段：

第一阶段，年初到5月中旬，全球经济共振复苏、通胀持续回升，商品迎来普涨行情；

第二阶段，5月中旬至9月中旬，国常会持续关注大宗商品行情涨价问题，高层多次部署调控政策，同时，全球PMI拐点出现，需求开始回落，商品涨势放缓，但供应链问题突出，供给不足支撑部分商品价格，商品整体走势进入高位震荡阶段；

第三阶段，9月中旬-10月中旬，全球“能源危机”引发关注，缺气、缺煤、缺电问题不断发酵，国内外均出现停产现象，能源价格飙升叠加供给收缩预期推动大宗商品持续大幅上涨；

第四阶段，10月中下旬以来，国家对煤炭价格调控不断升级，保供稳价政策高压下，煤炭价格暴跌带动其他商品普遍下跌。

图表 1：国贸商品指数



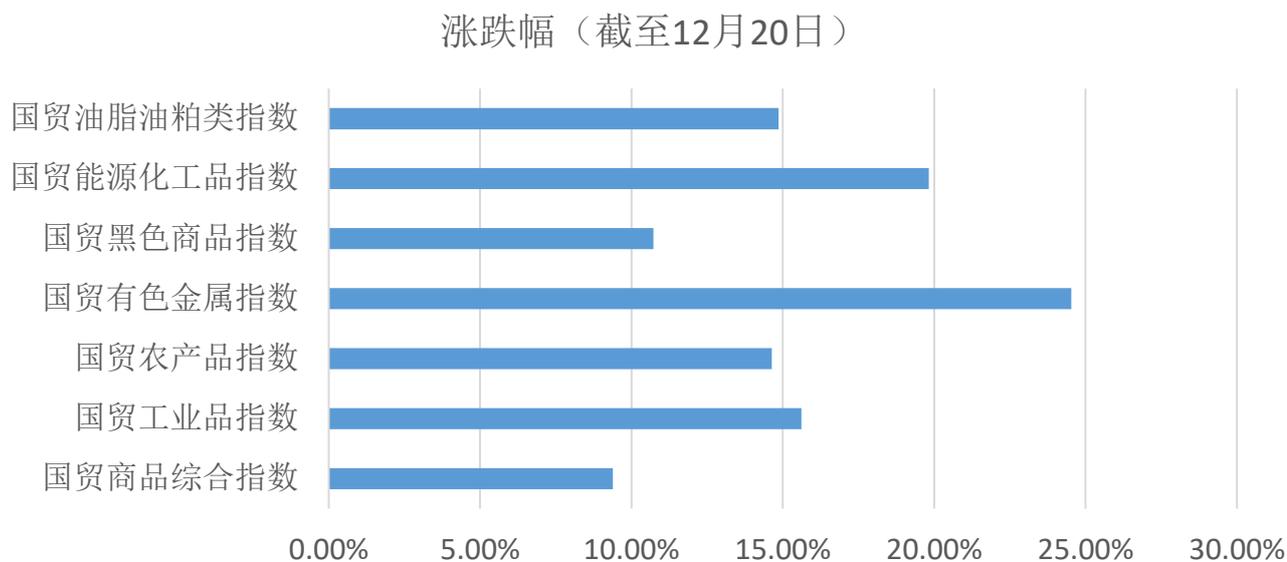
数据来源：国贸期货研究院

2. 商品板块走势分化

截至 12 月 20 日，国贸商品综合指数上涨 9.39%，其中工业品指数上涨 15.61%、农产品指数上涨 14.63%。

从细分板块来看，有色金属指数上涨 24.53%，铜、铝、锡等有色金属多数处于供需紧平衡，价格表现较强势，成为表现最好的板块；受益于疫情的改善，需求前景持续乐观，叠加 OPEC+ 维持减产政策，能源化工品指数上涨 19.82%；供给紧缺问题持续发酵，叠加需求随着疫情改善，油脂油粕类指数上涨 14.86%，整体表现远不如去年。地产调控持续升级，基建发力不足，需求崩塌，叠加政策扰动频繁，黑色系商品先涨后跌，全年上涨 10.73%，成为表现最差的板块。

图表 2：商品指数年内涨跌幅



数据来源：国贸期货研究院

图表 3：国贸有色金属指数



数据来源：国贸期货研究院

图表 4：国贸黑色金属指数



数据来源：国贸期货研究院

图表 5：国贸能源化工品指数

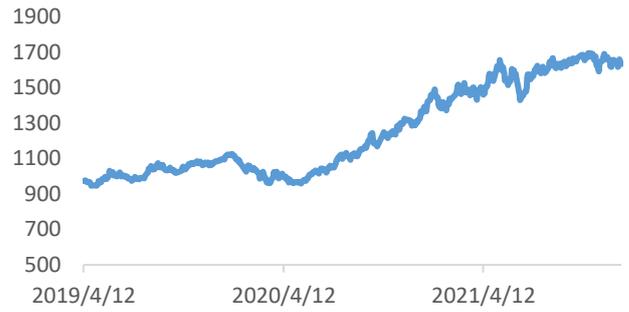
图表 6：国贸油脂油粕指数

国贸能源化工品指数



数据来源：国贸期货研究院

国贸油脂油粕类指数



数据来源：国贸期货研究院

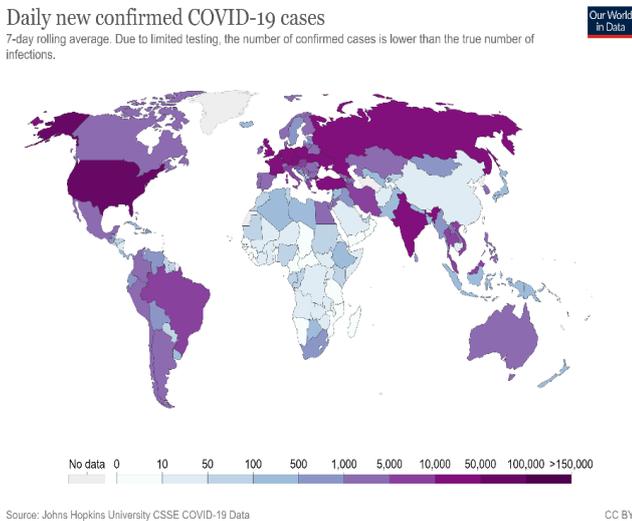
二、新冠疫情的发展

1. 全球疫情时有反复

2021 年，全球出现多种变种病毒，加大了疫情防控的难度，尤以 Delta 变种病毒威胁最大，成为主流传播的病毒，对全球经济带来了新的影响。

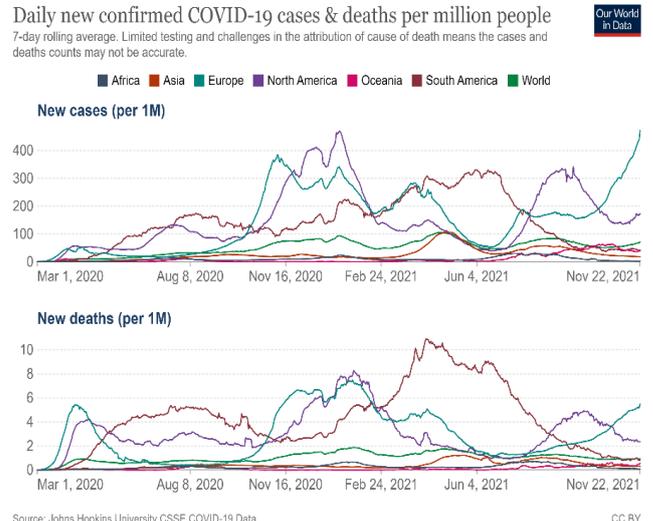
一方面碍于病毒变异速度较快，另一方面迫于经济压力，放松管制的苗头有所抬升，这些因素加剧了疫情防控的难度。因此，疫情出现反复的可能性依旧较高。不过，随着疫苗的大规模接种，疫情爆发的高点有所降低，重症率和死亡率均较去年高峰期有明显的下降。

图表 7：新增确诊病例保持高位



数据来源：Our World In Data

图表 8：新冠死亡率下降



数据来源：Our World In Data

2. Omicron 变种病毒引发关注

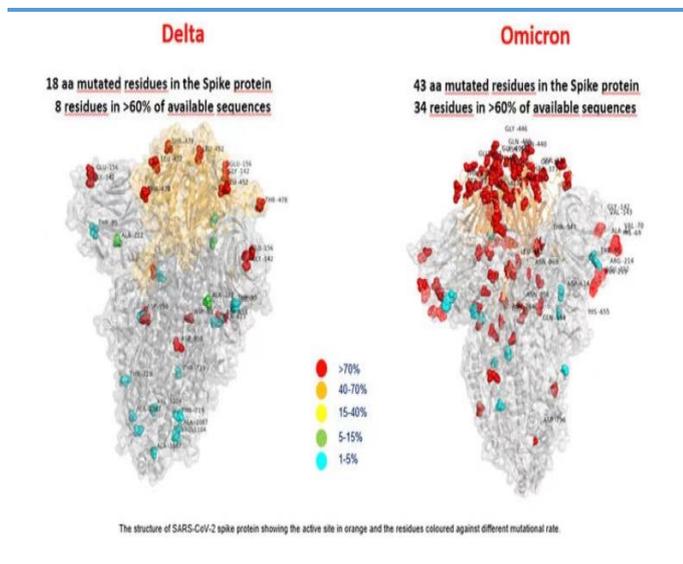
1) 南非首先发现 Omicron 病毒。11 月 25 日，南非国家传染病研究所 (NICD) 发表声明称，南非检测到被称为 B. 1. 1. 529 的新变种新冠病毒株，该毒株有大量的突变。11 月 26 日，WHO 发布声明，将 B. 1. 1. 529 列为“需要担忧的变种”，命名为 Omicron。这意味着，WHO 病毒进化技术咨询小组的专家认为，新变种具有更高的传播力或致病性，或者可能降低目前诊断、疫苗和疗法的有效性。

2) Omicron 快速传播，多国收紧防疫措施。Omicron 新变种病毒一经发现，便在全球多地快速传播，欧洲多国、

美国、甚至中国都发现了相关病例。由于其带有多个突变，影响未知，荷兰、奥地利等多国为了阻止 Omicron 变种病毒的传播，被迫采取新的封锁措施。

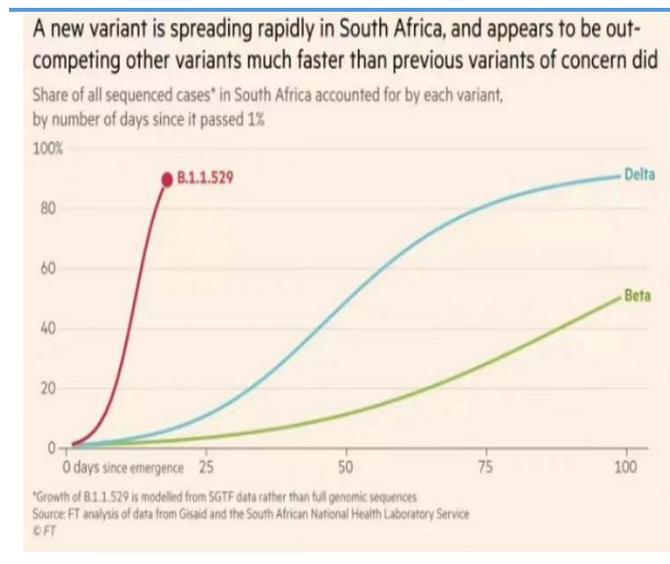
3) Omicron 影响有待进一步研究。针对该变种的研究正在进行，由于目前信息比较有限，对这种新变种的主要担忧是它具有大量突变，这引发了对疫苗耐药性和病毒传播性的担忧。当前正值全球暴发新一轮的疫情，欧洲多个国家单日新增确诊病例数居高不下，一旦病毒传播失控，可能对全球经济和供应链带来新的冲击。

图表 9: Omicron 有更多的突变



数据来源：网上公开资料

图表 10: 金融时报预测 Omicron 具有更强的传染性



数据来源：网上公开资料

3. 疫苗接种持续推进，特效药研究取得进展

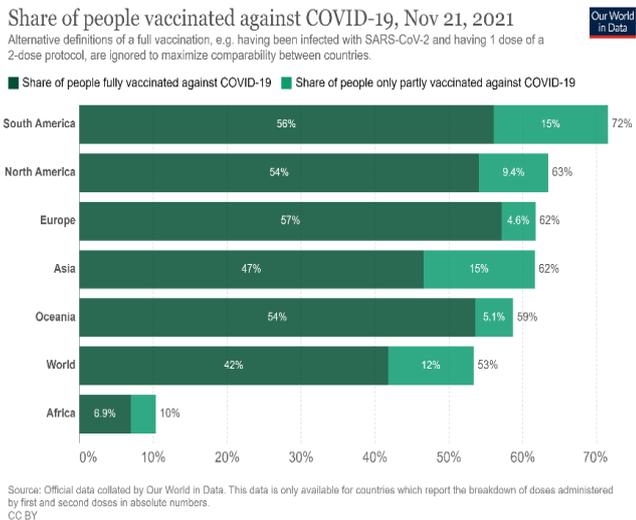
严控人口流动着实能限制疫情的扩散，但对经济的负向冲击同样难以忽视，特别是疫情对不同行业冲击度不同，于是在经济整体复苏的过程中，不同行业及所属从业者间的差异日渐显现。尽管英国和丹麦等国现后放开对新冠疫情防控的各种限制，且并未发生“灾难性的后果”，但其普适性并未得到广泛的证实。于是，“疫苗+特效药”被认为是最佳的防治组合手段。

1) 目前新冠疫苗已经取得巨大成功，全球已有超过 53%人口接种过疫苗（42%完全接种，12%部分接种），有效降低了重症率和死亡率，但不同地区接种率差别依旧较大。

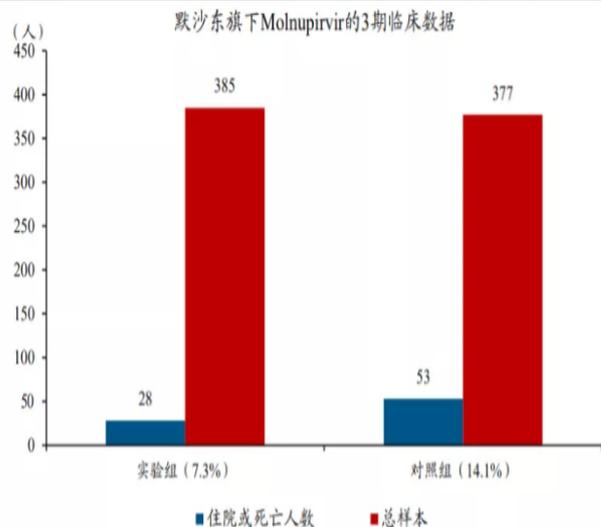
2) “特效药”有望成为终结新冠疫情的最后一张拼图。默沙东和 Ridgeback 生物技术公司宣布，双方合作开发的在研抗病毒口服药物 Molnupiravir 在对轻度或中度新冠肺炎患者开展的 3 期研究中，获得积极的期中分析结果与安慰剂相比，降低患者住院或死亡风险约 50%。Molnupiravir 是一种小分子药物，相比目前已获紧急使用授权的新冠抗体药物，小分子药物在价格和生产上更有优势，更具可及性和可负担性。单抗药物的生产成本比小分子药物要高很多，需要依赖生物制药方法生成，耗时耗材。若 Molnupiravir 成功上市并且实际疗效达到预期，全球防疫战线将进一步得到巩固，各类经济活动有望加速回归常态。此外，国药集团、辉瑞公司等均有相关药品正在研制并取得进展，我们预计 2022 年将会有治疗新冠的药物获得量产。

图表 11: 全球各地区疫苗接种率

图表 12: 默沙东旗下特效药的临床数据



数据来源: Our World In Data



数据来源: 网上公开资料

4. 疫情复发的影响料将持续减弱

Delta 和 Omicron 等变种病毒的出现表明, 疫情出现反复的可能性依旧较高, 但是疫苗接种和特效药一定程度上降低了病毒的危害性, 同时, 积累了将近两年的“抗疫”经验, 人们已经逐步适应“与病毒长期共存”的现状, 疫情复发的影响料将持续减弱。

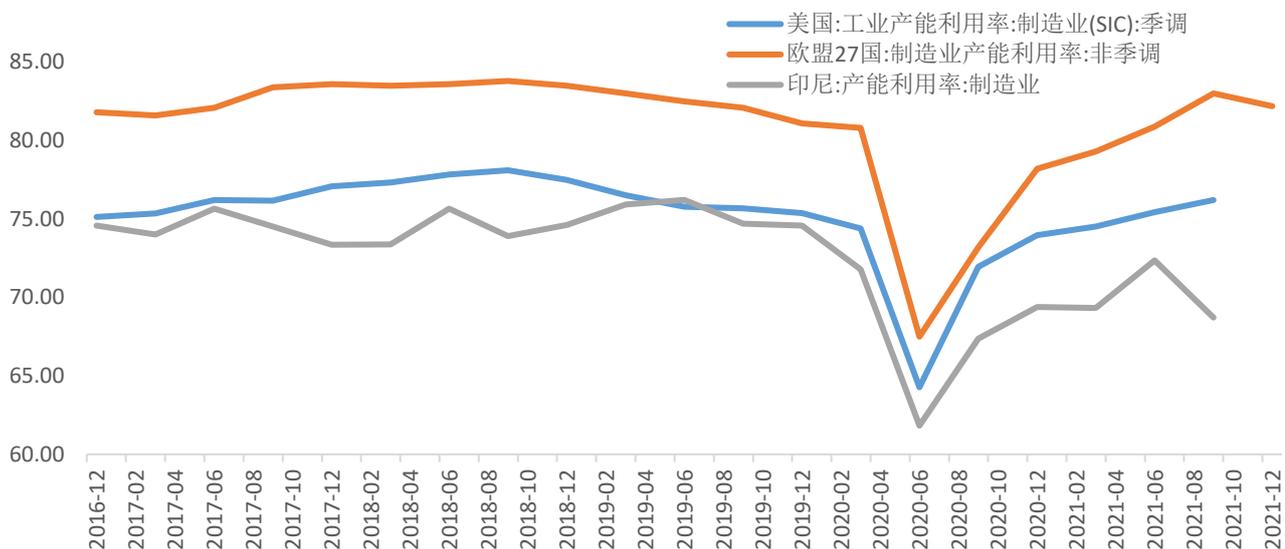
三、全球经济形势

1. 供需矛盾带来高通胀

通胀问题是 2021 年全球经济复苏面临的主要问题, 高通胀的产生有几个方面的因素, 一是, 生产国 (新兴市场) 和消费国 (发达市场) 间经济复苏的剪刀差, 消费国经济复苏领先于生产国; 二是, 消费国经济复苏的特征, 劳动力短缺导致产出缺口较大; 三是, 供应链受到疫情冲击, 物流压力持续加大。

1) 消费国和生产国经济出现分化。疫情爆发后, 消费国 (发达市场) 采取大规模刺激政策促进需求强劲回升, 但劳动力就业意愿不强, 导致生产端恢复缓慢, 需求只能通过进口更多的商品加以满足; 另一方面, 生产国 (新兴市场) 由于疫情防控薄弱, 疫苗接种率不足, 经济恢复缓慢, 生产持续受限。

图表 13: 消费国和生产国经济复苏节奏分化

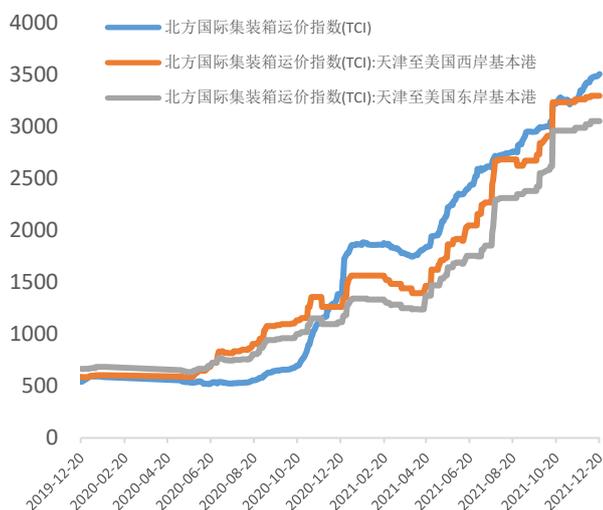


资料来源: wind

2) 疫情导致物流供应持续紧张。2021 年年初以来, 受生产活动恢复、海外财政刺激等因素的影响, 全球对航运行业的需求迅速增加, 但在疫情反复暴发的背景下, 港口运转能力相对受限, 造成全球航运业运转效率下降, 航道、港口出现大面积阻塞。

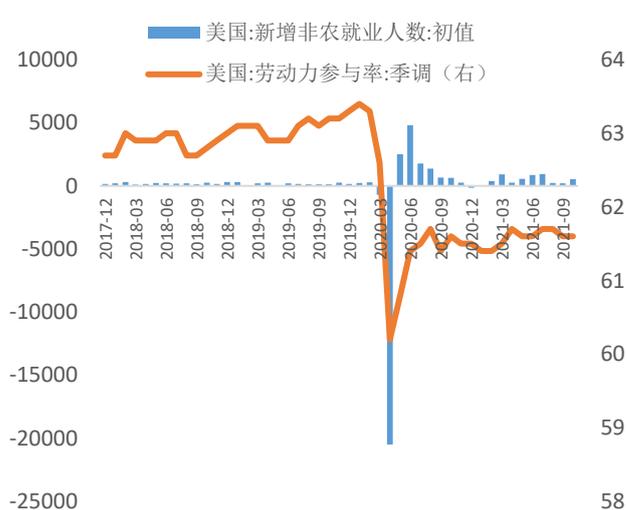
3) 美国劳动力不足加剧了自身供应紧张。美国劳动力市场内部, 也存在着严重的供给短缺问题。一方面, 多轮财政刺激的发放, 使得低收入、低学历人群回归劳动力市场的意愿持续偏低, 从而使得服务行业的劳动力缺口迟迟无法闭合。另一方面, 人们忌惮病毒从而减少外出就业, Delta 变异病毒的冲击, 使得疫情对劳动力供给的拖累时间延长。

图表 14: 海运费飙升



数据来源: Wind

图表 15: 美国人就业意愿恢复较为缓慢



数据来源: Wind

2. 全球需求高增长阶段已经过去

美国是此轮全球疫后复苏阶段需求的主要提供者, 其快速复苏来自于大规模的财政刺激和货币宽松。随着财政刺激逐步退出, 美联储开始减少购债, 刺激政策转向背景下, 美国经济复苏最快的阶段已经过去, 经济增长回落是大势所趋。

本轮经济复苏的特点是各国均采取了大规模的财政刺激，部分国家甚至直接给居民发放大量现金，这强化了居民的消费能力，同时，疫情反反复复导致服务消费受到较大的压制，因此，商品消费就出现了较大幅度的提升。但政策已在拐点上：财政刺激逐步退出，美联储边际收紧政策。

从财政政策来看，刺激高点已过，2021年9月中旬美国补充失业救济金正式停止发放，尽管拜登部分基建计划将落地，但无论是总规模，还是对经济的短期直接拉动来看，都比不上此前的三轮财政刺激。从货币政策来看，11月美联储会议上宣布开始逐步减少购债规模，并预计至2022年年中结束购债，这意味着联储的资产负债表扩张开始减速，流动性环境难以进一步宽松。

图表 16: 美国三轮大规模财政刺激

分类	CARES Act	Consolidated Appropriations Act	American Rescue Plan
总金额	2.2 万亿美元	9000 亿美元	1.9 万亿美元
总统签署日期	2020/3/27	2020/12/27	2021/3/11
支票发放/持续时间	1200 美元/人 2020 年 4-10 月	600 美元/人 2021 年 1-2 月	1400 美元 2021 年 3-4 月
失业救济	600 美元/（人·周） 至 2020 年 7 月	300 美元/（人·周） 至 2021 年 3 月	300 美元/（人·周） 至 2021 年 9 月
薪资保护计划	6690 亿美元	2840 亿美元	70 亿美元

资料来源：国贸期货根据公开资料整理

主要景气指标已触顶回落，预示着 2022 年全球经济趋于放缓。全球制造业和服务业 PMI 在 2021 年 5 月达到峰值，分别为 56.0%、59.6%；随后持续下滑，截至 11 月已分别降至 54.2%、55.6%。另一重要的景气指数 OECD 综合领先指标，截至 11 月已回落至 100.47，而该指标历史高点通常在 101 左右，且近期已呈现出触顶的迹象。此外，根据 IMF 在 2021 年 10 月公布的最新经济展望显示，预计 2022 年全球经济增长 4.3%，全球贸易量增长 6.3%，分别较 2021 年回落 1.3 和 2.0 个百分点，全球经济增长和贸易量增长的都将放缓。综合来看，2022 年全球经济大概率进入持续性的边际放缓。

美国三季度实际 GDP 环比折年率已降至 2%，其中虽然有疫情和供应瓶颈的拖累，但也反映了内生性的放缓，主要是因为前期拉动经济的居民商品消费、居民地产投资均出现走弱。不过，需要强调的是本轮经济回落的速度可能

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_35188

