



宏观研究

【粤开宏观】大宗商品由盛而衰：原因、趋势及影响

2022 年 09 月 02 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】这次不一样，非对称降息的政策信号与约束》2022-08-22

《【粤开宏观】财税中国系列山东篇：经济转型的“大象”，财政的特点与难点》2022-08-22

《【粤开宏观】房地产风险的化解之道》2022-08-24

《【粤开宏观】中美达成审计监管协议，中概股或将云开月明》2022-08-27

《【粤开宏观】鹰派的回归及影响：8 月杰克逊霍尔央行年会点评》2022-08-29

摘要

今年俄乌冲突爆发后，全球大宗商品的生产和贸易受到巨大冲击，催生了大宗商品的超级周期。而 6 月以来大宗商品价格大幅回调，国际油价、铜价、粮价普遍大跌，8 月又出现技术性反弹。本次大宗商品大起大落的原因几何？究竟是供给侧的修复、需求侧的衰退还是流动性转变？接下来大宗商品走势是否会分化？又会对我国经济和产业造成哪些影响？

一、大宗商品为何由盛而衰？全球流动性与经济周期切换

今年大宗商品价格大起大落，依次经历了复苏-滞胀-衰退预期主导的三个阶段。大宗商品由盛转衰，直接原因在于全球流动性逆转，根本原因在于经济周期切换。

1、从商品属性来看，全球经济下行和衰退预期致使大宗商品需求弱化。一是国内方面，疫情局部爆发冲击中国经济，国内生产所需资源品需求下行，4 月中国对石油、铜的需求脉冲式下滑。二是海外方面，美欧经济陷入滞胀，生产与消费需求全面走弱，6 月大宗商品价格开始全面下跌。

2、从金融属性来看，全球流动性收紧是大宗商品由盛而衰的加速器。疫情后美欧超宽松的货币政策转向，6 月美联储开始缩表，大宗商品走势加速逆转。一是美元指数与大宗商品价格存在跷跷板效应，美元流动性紧缩助推美元走强，压制大宗商品价格；二是商品期货市场的投机炒作情绪降温，多空力量趋于平衡，原油期货空头持仓比重迅速增加，原油价格回落。

二、铜价和油价回落的节奏为何不同步？

1、铜价与油价长期走势接近，但短期走势出现分化。近二十年以来布伦特原油价格与 LME 铜价相关系数高达 70%。但今年全球滞胀周期中铜价与油价并不同步，铜价率先大跌，油价滞后一个多月才跟随下跌。今年以来国际油价累计上涨超 20%，而国际铜价累计下跌超 18%。

2、铜价与油价走势分化的原因，首先在于二者对经济周期的敏感程度不同。铜多用于基建、汽车、机械制造，铜需求与可选消费和制造业需求紧密相关，铜价对需求变化响应比较敏感。而原油既是燃料来源，也是工业品生产的起点，油价对通胀预期更为敏感，对下游需求的响应相对滞后。其次，供给约束的差异加大了二者的背离。铜生产与贸易受到本轮俄乌冲突的影响较小，供给侧扰动偏短期。而疫情以来原油供给的恢复一直较慢，俄乌冲突加剧了原油供应的紧张。直至 7 月产油国增产拉动全球石油供应量回升至 1 亿桶/天以上，才带动原油供给溢价逐步回落。

三、接下来大宗商品将会怎么走？整体价格中枢下移，品种间分化加大

1、未来大宗商品走势取决于流动性紧缩、需求端衰退、供给端冲击三方面因素。第一，流动性紧缩节奏变化影响短期走势，但中长期回归基本面定价。第二，全球加息周期不断加码，需求下行的长期趋势较为确定，大宗商



品价格中枢将震荡下移。**第三**，品种间供需预期差会产生结构分化。预计国际油价、国内煤价受供给约束影响相对偏强，而工业金属价格受需求下行主导相对偏弱，农产品价格受俄乌粮食贸易恢复影响回落。

2、原油：低库存、页岩油资本开支不足、欧洲能源缺口支撑油价韧性。一是当前原油库存处于历史较低水平，且补库尚不明显。二是美国页岩油资本开支受限，产能增量不足。三是欧洲天然气需求缺口增加原油替代性需求，天然气价格飙升或联动油价反弹。预计四季度油价中枢或保持在 90-100 美元运行。

3、黄金：通胀和衰退长期利好黄金。黄金在经济滞胀期与衰退期均有较强表现，自 1973 年以来的美国经济滞胀周期、衰退期中，黄金平均年化涨幅 32.2%、12.8%，高于商品、股票资产的涨跌幅。预计四季度美联储开始放缓加息节奏，黄金配置的窗口期将开启。

四、大宗商品由盛而衰对中国有何影响？

1、宏观上，缓解输入性通胀压力，但仍需警惕结构性通胀。我国当前面临的通胀是结构性通胀为主，输入性通胀为辅。PPI 方面，国际大宗商品价格回落，有望带动国内工业品价格回落。CPI 方面，成本通胀缓解并不意味着警报解除，猪周期上行或加剧食品价格上涨压力。若猪周期上行超预期，结构性通胀压力仍可能掣肘货币政策空间。

2、微观上，缓解中下游制造业成本压力，推动企业利润复苏。今年上半年大宗商品超级周期带动国内原材料价格上涨，中下游行业同时面临成本上升和需求收缩的压力。而随着国际油价中枢下移，中游制造和下游大宗消费有望迎来复苏，化工化纤、装备制造以及下游汽车、家电行业利润有望提升。

风险提示：全球地缘局势紧张增加不确定性；美联储紧缩对经济的冲击超预期；国内经济复苏进程受疫情拖累。



目 录

一、今年大宗商品为何由盛而衰？流动性紧缩压制金融属性，经济衰退预期冲击商品属性	4
1、商品属性：基本面矛盾从供给冲击转向需求放缓	4
2、金融属性：流动性紧缩压制商品价格	5
二、铜价与油价为何不同步？需求敏感性与供给约束的差异	7
三、大宗商品后续将怎么走？整体价格中枢下移，品种间分化加大	9
1、大宗商品由盛而衰，回归基本面定价，品种间分化加剧	9
2、原油：低库存、页岩油资本开支不足、欧洲能源缺口支撑油价韧性	10
3、黄金：经济滞胀与衰退期的保值资产	12
四、大宗商品由盛而衰如何影响中国经济？	13
1、宏观上，缓解输入性通胀压力，但仍需警惕结构性通胀对货币政策掣肘	13
2、微观上，改善企业盈利，缓解国内中下游行业压力	15

图表目录

图表 1：今年国际大宗商品指数先扬后抑	4
图表 2：今年 4 月中国对石油需求量大幅萎缩	5
图表 3：国际铜材 4 月开始出现供给小幅过剩	5
图表 4：美元指数突破 100，大宗商品价格承压	6
图表 5：今年 6 月以来国际 WTI 原油期货空头持仓比重迅速增加	6
图表 6：国际原油价格和铜价的历史走势相关性较高	7
图表 7：今年以来大宗商品涨跌幅中能源类明显好于金属类	7
图表 8：铜材需求与建筑、电力、制造业多个行业紧密相关	8
图表 9：俄罗斯能源出口份额较高	8
图表 10：国际原油供应量缓慢恢复	9
图表 11：今年全球制造业和服务业 PMI 处于下行通道	10
图表 12：美国今年大量投放原油储备，原油去库存	11
图表 13：今年美国页岩油钻井数仍未恢复至疫情前	11
图表 14：欧洲缺气或增加原油的替代性需求支撑油价	12
图表 15：黄金价格与实际利率负相关	13
图表 16：黄金价格在历史上的滞胀与通缩周期中涨跌幅靠前	13
图表 17：国际大宗商品指数与国内 PPI 同比变化较为同步	14
图表 18：今年核心 CPI 较为温和，但猪周期带动食品 CPI 上行	15
图表 19：今年上半年国内中游制造业利润受到上游原材料成本挤压	15



一、今年大宗商品为何由盛而衰？流动性紧缩压制金融属性，经济衰退预期冲击商品属性

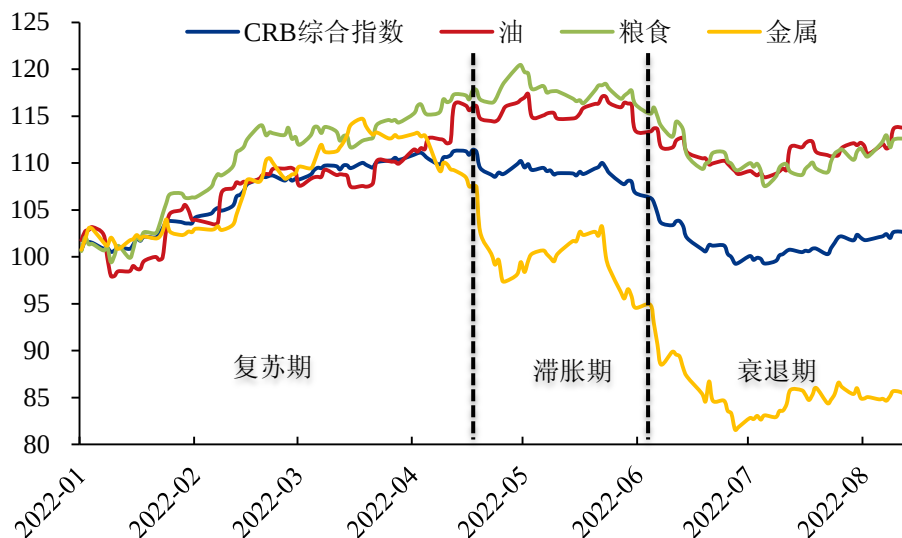
今年大宗商品市场大起大落，依次经历了复苏-滞胀-衰退预期主导的三个阶段。

第一阶段是年初至4月初的普涨，体现经济复苏叠加供给冲击。此阶段全球经济复苏在奥密克戎疫情缓和后加速，2月又逢俄乌冲突，大宗商品供给冲击进一步加剧供需失衡，导致油价、农产品、工业金属价格全面上涨。

第二阶段是4月中至6月初的盘整，对应滞胀周期。随着大宗商品价格推高通胀，全球经济由复苏迅速转向滞胀周期，美联储加息引发全球流动性转向收紧，美元指数快速走强，铜价率先下行，而其他商品仍处于高位震荡。

第三阶段是6月初以来的普跌，反映“衰退交易”。在历史性通胀与加息周期冲击下，欧美经济衰退预期发酵，大宗商品全面回调，能源、粮食、金属类大宗商品同步下跌。7月中旬开始，部分品种金属价格出现超跌反弹。

图表1：今年国际大宗商品指数先扬后抑



资料来源：wind、粤开证券研究院

短短数月间，大宗商品由盛转衰，直接原因在于全球流动性逆转，根本原因在于经济周期切换。大宗商品的金融属性和商品属性同时受到约束，最终导致由盛而衰。

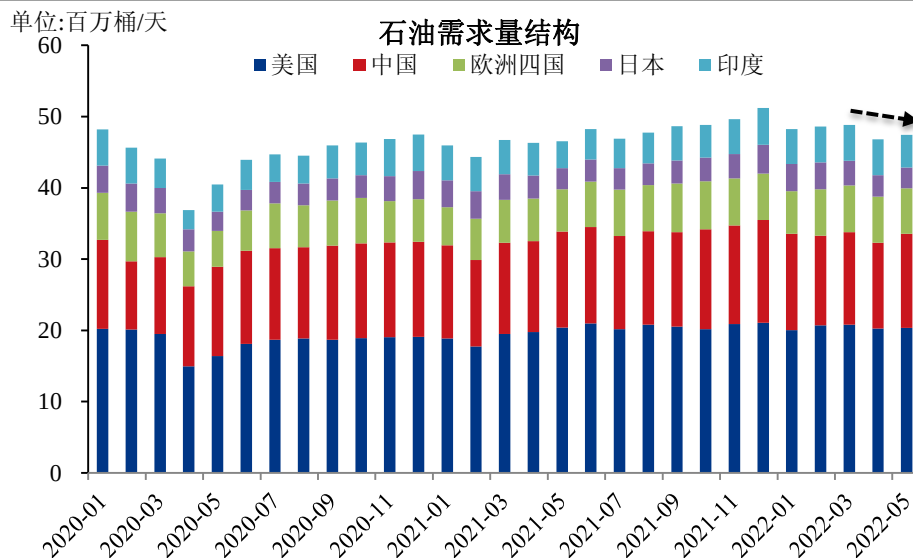
1、商品属性：基本面矛盾从供给冲击转向需求放缓

全球经济失速，大宗商品需求弱化。疫情反复与通胀高企背景下，全球经济衰退风险升温。一是国内方面，疫情局部爆发冲击中国经济生产，4月全球资源品需求出现脉冲式回落。根据OPEC统计，4月中国对石油日均需求量环比下滑超7%。而据ICSG全球精炼铜产量及消费量测算，4月铜供需格局开始转为过剩，促使铜价见顶下跌。

二是海外方面，美欧经济陷入滞胀，企业经营和居民生活均面临严峻挑战，带动大宗商品相关的生产消费需求全面走弱。美欧通胀高企持续打压消费者信心，企业面临成本压力骤升，而美国实际GDP同比连续两个季度负增长。在经济衰退预期不断发酵的背景下，大宗商品价格下行压力加大。

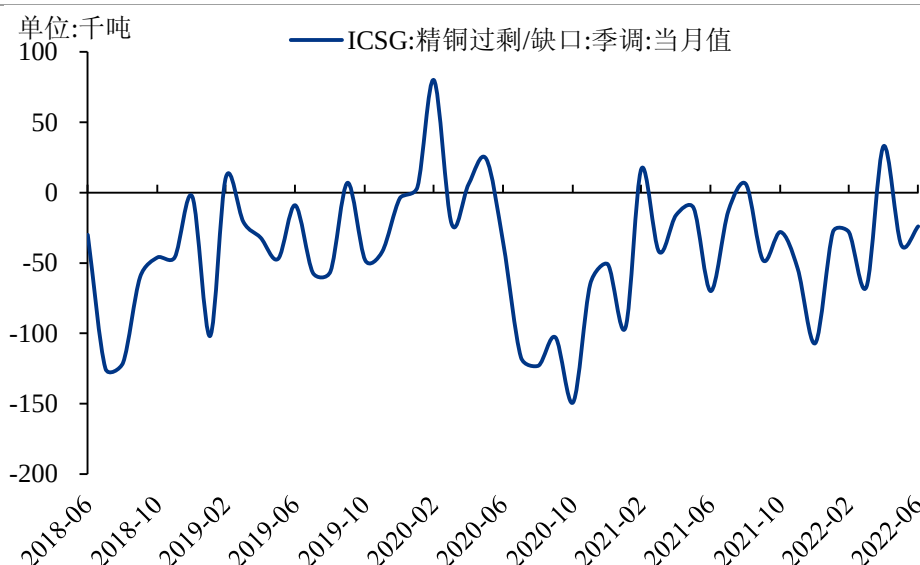


图表2：今年4月中国对石油需求量大幅萎缩



资料来源：OPEC、粤开证券研究院

图表3：国际铜材4月开始出现供给小幅过剩



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、金融属性：流动性紧缩压制商品价格

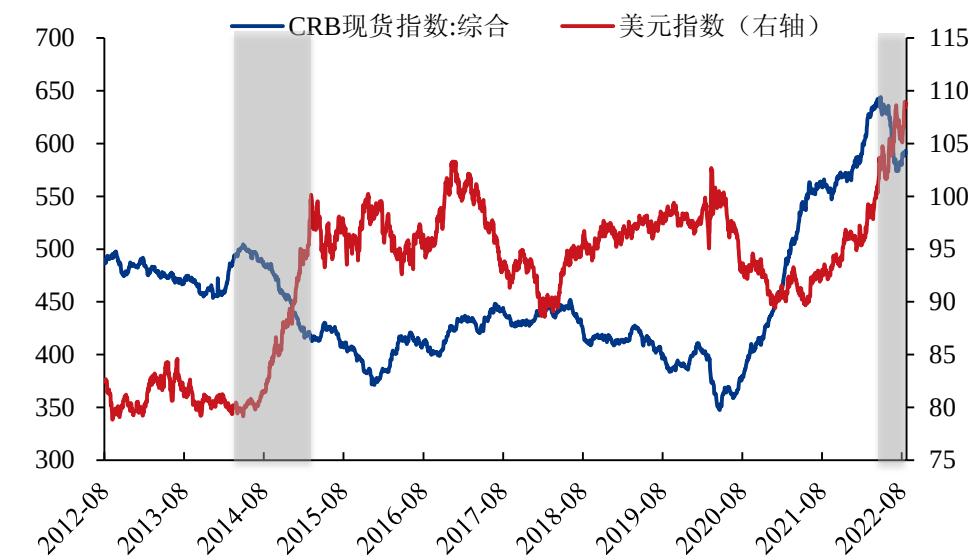
全球流动性收紧是大宗商品由盛而衰的直接原因。疫情后美欧超宽松的货币政策是商品价格持续走高的重要推手。而大宗商品超级周期也加剧了全球历史性通胀，美欧央行被迫尽快加息。美联储在3月-5月-6月连续加息25bp-50bp-75bp，并在6月开启了缩表周期，美元流动性转向紧缩。

一是美元流动性紧缩推动美元指数上行，压制大宗商品估值。由于美联储收紧流动性，实际利率快速拉升，推升美元指数。而大宗商品普遍以美元计价，美元指数与大宗商品价格存在跷跷板效应。2013-14年美联储“紧缩恐慌”期间，美元指数快速上涨，接近100关口，美元计价的大宗商品指数则大幅下跌。今年6月初美联储同时加息和缩



表，美元指数快速上行。7月14日，美元指数接近110关口，6月以来累计上涨6.8%，而同期CRB现货指数下跌8.8%。大宗商品现货价格整体承压的同时，期货价格创出本轮周期的最大跌幅，7月5日，原油期货价格单日跌幅超8%，铜价也出现大跌。

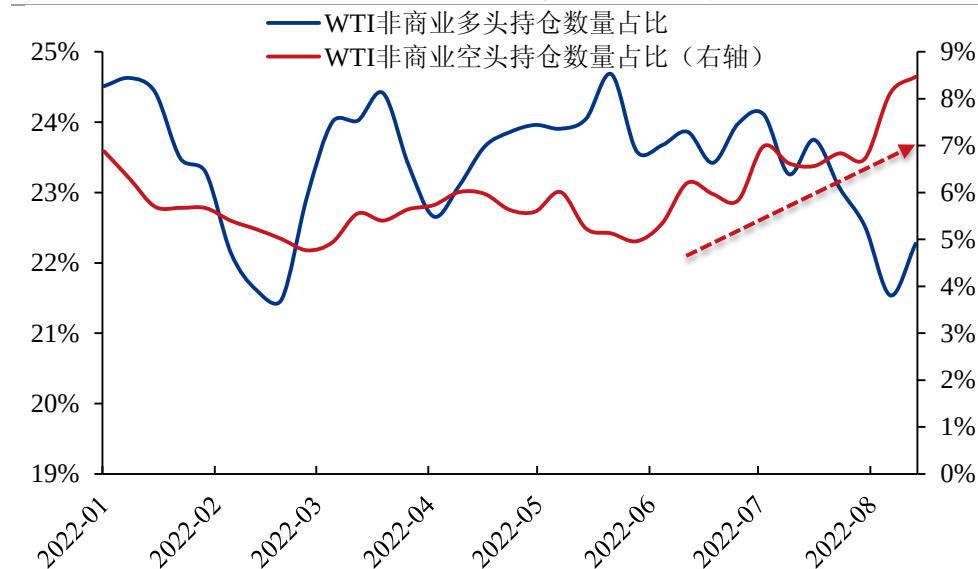
图表4：美元指数突破100，大宗商品价格承压



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是商品期货市场的投机炒作情绪降温，大宗商品交易多空力量逐渐趋于平衡。今年2月下旬与4月上旬，WTI原油期货市场两度出现多头持仓激增，多空力量缺口增大，而原油期货价格分别于3月初与5月初两度冲顶。而6月以来，国际原油期货市场空头持仓快速提升，空头持仓占比从5.0%快速提升至8.1%，推动原油价格中枢下行。

图表5：今年6月以来国际WTI原油期货空头持仓比重迅速增加



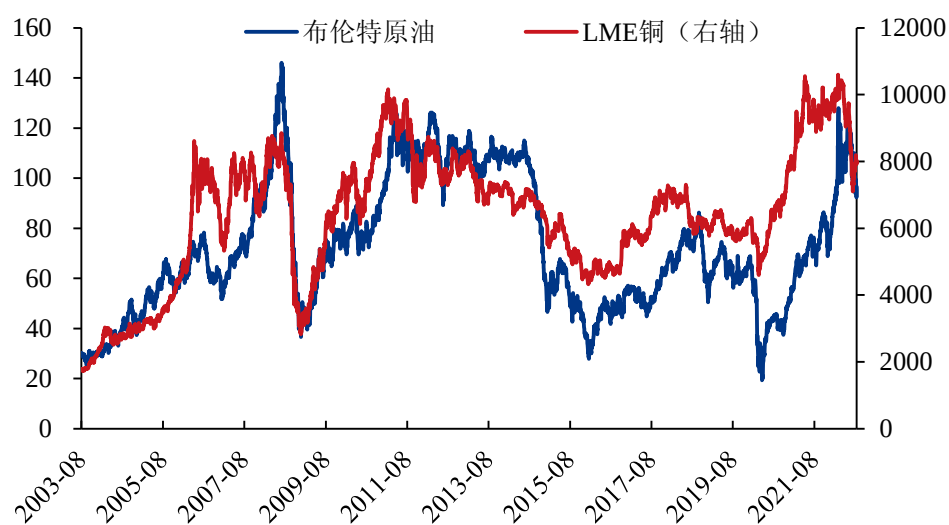
资料来源：wind、粤开证券研究院



二、铜价与油价为何不同步？需求敏感度与供给约束的差异

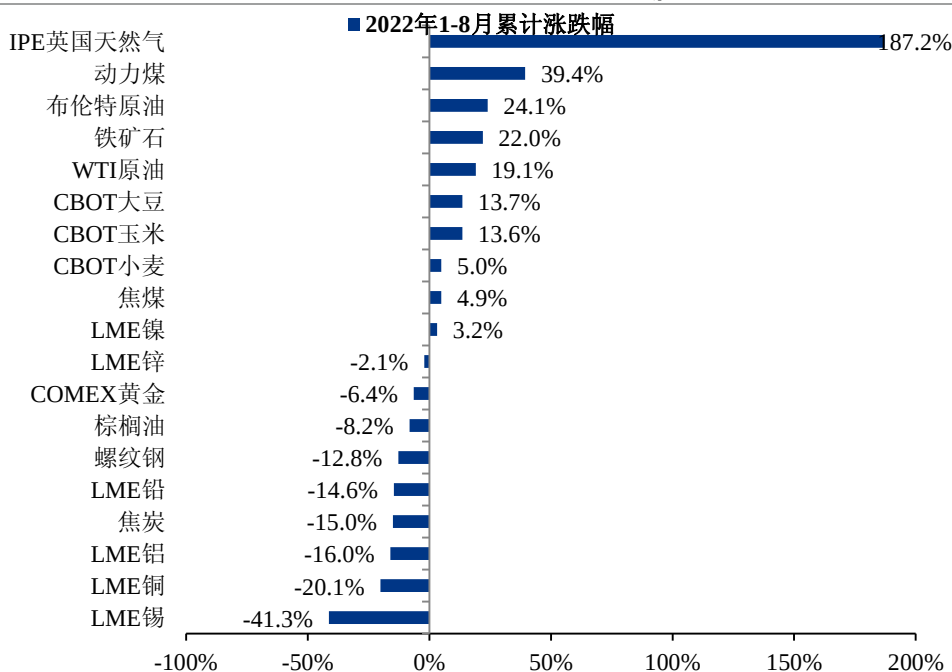
铜价与油价长期走势接近，但短期走势出现分化。第一，从历史长周期来看，铜价与油价密切相关，近二十年以来布伦特原油价格与 LME 铜价相关系数高达 70%。第二，从今年的走势拐点来看，全球滞胀周期中铜价与油价并不同步，铜价率先大跌，油价滞后一个多月才跟随下跌。第三，从今年以来的涨跌幅来看，能源类商品表现普遍较强，国际天然气、原油价格，国内动力煤价格涨幅表现居前，而金属类商品价格表现普遍低迷，黑色金属如螺纹钢、有色金属如铜、铝价格表现垫底。今年两种商品价格走势分化的根本在于对经济周期的敏感程度不同，而供给约束的差异也加大了二者的分化。

图表6：国际原油价格和铜价的历史走势相关性较高



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：今年以来大宗商品涨跌幅中能源类明显好于金属类

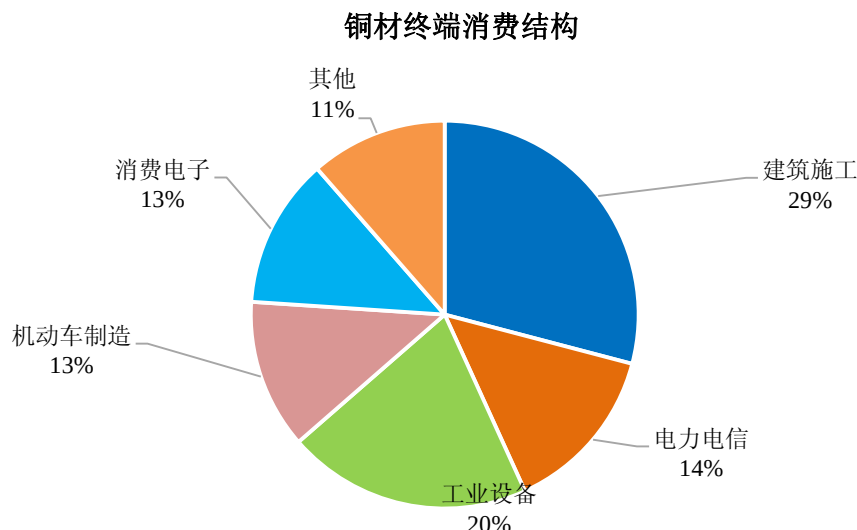


资料来源：wind、粤开证券研究院



一是对需求的敏感程度不同。铜价是经济景气度的风向标，对总需求变化敏感。铜多用于基建、汽车、机械制造，伴随经济衰退，可选消费和制造业走弱带动金属铜需求下行，铜价对需求变化响应相对较快。原油是工业之本，既是燃料供应来源，也是工业品生产的起点，油价对下游需求的响应相对滞后。类比美林投资时钟，铜价反映经济增长，而油价反映通胀，铜油比的走势对经济周期有指示作用，铜油比的下行周期对应经济滞胀周期，铜价跌幅快于油价。

图表8：铜材需求与建筑、电力、制造业多个行业紧密相关



资料来源：国际精炼铜理事会、粤开证券研究院

二是供给的约束程度不同。铜生产与贸易受到本轮俄乌冲突的影响较小，供给侧扰动偏短期。而原油、天然气供应持续受到地缘政治的冲击。一方面是战争致使油气贸易风险提升，石油海运和天然气管道运输面临中断，造成原油贸易稀缺；另一方面是欧美不断加大对俄罗斯的制裁，欧盟主动减少对俄罗斯出口油气产品的采购，特别是欧盟实施俄罗斯海运原油采购禁令，加剧了原油供应紧张。三是产油国组织 OPEC 增产步伐较慢。直至 7 月产油国增产拉动全球石油供应量回升，才带动原油供给溢价回落。

图表9：俄罗斯能源出口份额较高



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_45735

