

波动与趋势，怎么看大宗商品的超级周期？

摘要

- **驱动“超级周期”的因素。**从历史上的商品超级周期看，驱动其长期发展需要供给和需求以及其他因素的共同作用，且主要由当时新兴的经济体发展拉动。自上世纪来，大宗商品大致经历过四轮超级周期。从不同商品种类表现看，四轮超级周期中，一、二轮周期与三、四轮有明显不同，第三和第四轮超级周期，原油和金属的价格波动频率与其他大类大宗商品逐渐趋近，且原油和非原油之间的相关性也在加强；从上一轮超级周期看，大宗商品周期会受到经济周期干扰，但大的趋势依然受供需主导，此外非石油商品（主要针对金属、农产品等），基本每轮超级周期的价格均值要低于前一个周期，第四轮超级周期发生变化。
- **当下时点，商品行至何处？**从宏观数据层面，全球产出指标与大宗商品价格间相关性较高，全球GDP一定程度上领先石油大宗商品价格，经济的持续增长是大宗商品价格长期走高的必要因素，而从当下经济数据看，全球宏观经济仍处于修复期，海外经济体增速放缓趋势明显，尽管我国经济增长仍在拉动全球金属需求，但与前一轮超级周期相比，当下我国对金属需求的驱动力在降低；从商品数据层面，原油库存数据近期走低，需求有所回升，未来短期利多利空因素参半。有色金属2022年供需偏弱，未来供需情况或有所改善，但价格不确定性较强；煤炭2022年国际能源危机加剧推升价格大幅上涨，短期价格高位或仍有支撑；黄金2022年经历大幅起伏，短中期仍建议关注黄金机会；粮食方面，地缘政治风险为2022年驱动粮食价格波动主因，未来粮食安全问题仍存。
- **超级周期快速增长长期尚欠东风。**短期看，大宗商品仍有机会，但不同品类表现或有分化，建议关注黄金、粮食、原油的机会，金属的不确定性较大，基于国内及海外复苏节奏，短期需求和价格或仍有压力，中期有反弹机会。但从长期看，形成商品超级周期的条件尚不稳固。从时间、经济情况及商品表现上看，目前可能处于本轮商品超级周期的早期阶段，快速持续增长需要新动能的拉动。当下情况较第四轮商品超级周期有三点不同：其一，能源结构在经历变革；其二，逆全球化的趋势较之前有所加深；其三，技术层面，工业化和数字化的程度更深，供应链金融及供应链数字化也在改变大宗商品的交易方式。展望未来，领域层面，气候变化和数字化的快速发展或是拉动大宗商品进入超级周期的主题，地域层面关注一带一路沿线国家及东盟国家。
- **风险提示：**疫情影响持续性超预期，逆全球化程度加深，国内复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 三年国改收官，新篇章如何续写？
(2022-12-29)
2. 稳中重质，进而求新——2022年中央经济工作会议解读 (2022-12-18)
3. 再出发，正当时——2023年宏观经济展望 (2022-11-27)
4. 身在其中：从产业角度看全球和我国
(2022-11-21)
5. 如何看拜登“期中大考”的一抹“红”？
(2022-11-10)
6. 利率市场化改革的四维度分析
(2022-11-05)

目 录

1 驱动“超级周期”的因素.....	1
2 当下时点，商品行至何处.....	4
2.1 宏观经济层面.....	4
2.2 商品数据层面.....	6
3 超级周期快速增长长期尚欠东风.....	9

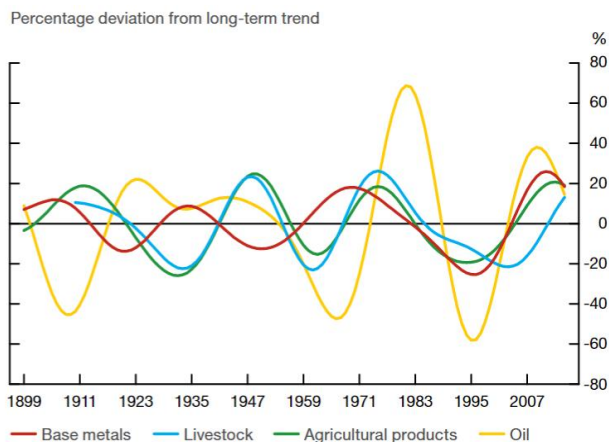
回顾2022年，影响大宗商品价格的关键词有地缘政治风险、海外鹰派加息、经济衰退担忧下的全球需求走弱、美元走强等，大宗商品在这些错综复杂的因素下波动加大，原油和天然气价格经历大幅起落，煤炭在供需格局偏紧之下迎来复苏，黄金在一季度涨至高点后受加息影响走低，全球粮食价格一度冲高回落。展望未来，本篇主题从短期驱动因素出发，同时聚焦于更长视角，探寻大宗商品的配置价值。

1 驱动“超级周期”的因素

从历史上的商品超级周期看，驱动其长期发展需要供给和需求以及其他因素的共同作用。与普通的价格上行下跌、经济短周期的波动不同，超级周期通常持续时间更长（上升周期约10-25年，完整周期约20-70年），且其驱动原因不是主要靠经济政策的宽松紧缩，而多是由于技术革命、产业更迭拉动的需求爆发，当中不同种类的商品或领域形成共振，所以超级周期涉及的大宗商品种类更广，主要是由当时新兴经济体的发展拉动。根据加拿大银行商品价格指数（综合26种商品的美元现货或交易价格指数，包括能源、金属、农林渔），自上世纪来，大宗商品大致经历过四轮超级周期。第一轮在1900至1932年间，由于美国经济的扩张以及技术的进步，提升了商品的需求，这轮的超级周期由一个主要经济体在工业化过程中对原材料需求增加所驱动；第二轮发生于1932年至1971年，此阶段在二战背景下，大宗商品价格上升发生在欧洲战后重建时期，日本战后经济的崛起进一步加大了周期波动的幅度，此轮超级周期，工业化和城市化的作用仍然较大；第三轮超级周期在1971年至1999年间，欧佩克的成立引发的油价震荡波及金融市场，此阶段发生的三次石油危机对价格大幅抬升起到了推波助澜的作用，通货膨胀和大宗商品价格波动加大，本轮超级周期地缘政治的主导作用更强；第四轮在1999年至2016年左右，在全球化趋势下，中国与全球经济的联系加深，在全球供应链转移下，中国作为世界工厂改变了全球供应体系，这轮超级周期以几个经济体主导，产业转移驱动，金砖国家在这个时期增长较快。根据加拿大商品价格指数，在四轮超级周期中，商品实际价格的周期高点出现时间分别在1917年、1947年、1981年和2011年；根据不同商品的价格表现，非能源商品价格分别在1917年、1951年、1973年和2010年达到高峰，从周期开始到峰值价格分别上涨50.2%、72%、38.9%和81.3%，从周期开始到峰值分别经历23年（整个周期38年）、19年（整个周期39年）、2年（整个周期28年）、11年（整个周期17年）。

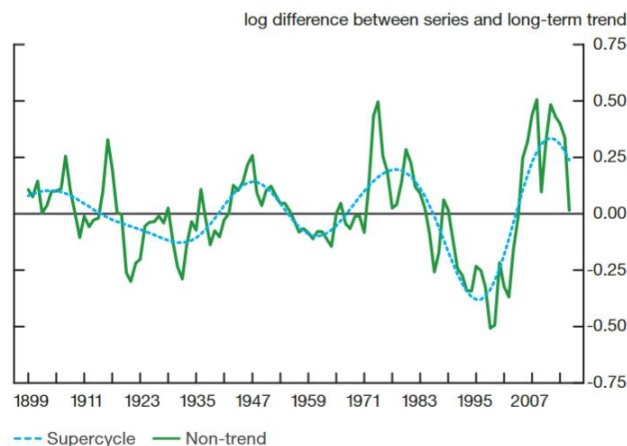
从不同商品种类表现看，四轮超级周期中，一、二轮周期与三、四轮有明显不同。不同种类商品表现在超级周期中有所分化，但可以明显发现，第三和第四轮超级周期，原油和金属的价格波动频率与其他大类大宗商品逐渐趋近，且原油和非原油之间的相关性也在加强；从振幅看，原油强于金属，再强于农牧等其他类商品。1950年前，石油和其它商品的走势差异较大，金属也是如此，主要由于当时全球经济结构和趋势发展与当下相差较大，那个时期全球工业化程度有限，石油还没有贵为“工业血液”，所以其可以走出相对独立的行情。而进入上世纪50年代以后，新一轮全球化时代开启，新兴市场国家纷纷进入工业化进程，伴随经济增长，对其它大宗商品的需求也扩大，形成了一种全球经济周期的共振现象，所以大宗商品的走势也开始趋同。总结来看，全球化程度高使得在超级周期中，不同种类大宗商品价格波动节奏更加趋同，引发超级周期的驱动因素与技术更迭和产业变迁有关时，价格上涨持续时间相对更长，而与地缘政治等其他因素更相关时，价格上涨持续的时间较短（主要体现在第三轮超级周期）。二、三、四轮商品超级周期开启到峰值的时间与近三轮全球产业转移的时间基本契合，详见《身在其中：从产业角度看全球和我国》。

图 1：不同商品价格偏离长期趋势的幅度变化



数据来源：加拿大银行、西南证券整理

图 2：商品价格指数 BCPI 显示 20 世纪来经历的四轮超级周期

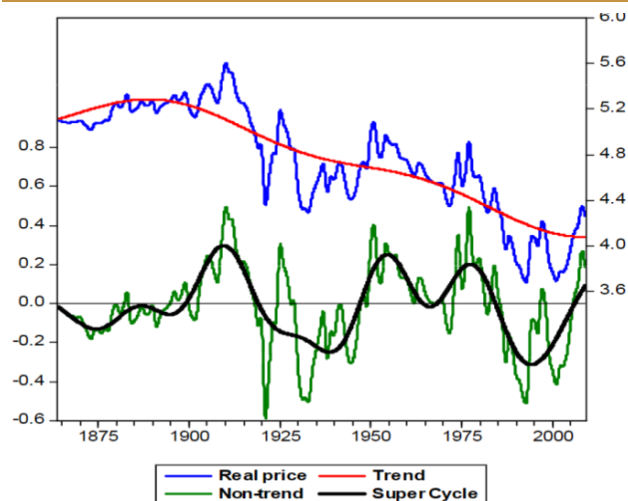


数据来源：加拿大银行、西南证券整理

从上一轮超级周期看，大宗商品周期会受到经济周期干扰，但大的趋势依然受供需主导。2002 年到 2008 年期间，全球大宗商品价格持续上涨。截至 2008 年 6 月，以实际价格看，全球大宗商品价格指数较 1990 年代的均值高出 168%；如果以名义价格看，这个涨幅则高达 300%。随后金融危机打断了这一上涨过程，经济危机恐慌下大宗商品价格大幅下挫，但是调整并未延续太长时间，随着全球经济刺激措施的推出，原材料的需求显著增长，又重新推动商品价格上行。到 2011 年中，以实际价格看，大宗商品价格指数较 1990 年代的平均水平高 155%，商品超级周期达到峰值。在整个过程中，供需结构问题是主导因素，同时全球降息及量化宽松等刺激措施带来的宽松环境也起到了很大作用。但 2012 年后，随着中国刺激政策的退出，以及资源供给端逐渐过剩，金属价格开始走低，但这距离商品超级周期结束仍有数年时间。2014 年底开始，OPEC 开始增产，希望将美国页岩油挤出市场，这标志着商品超级周期尾声的开始。2016 年初，从实际价格来看，商品价格指数已经跌回 1990 年代的均值，第四轮全球大宗商品超级周期正式宣告结束。

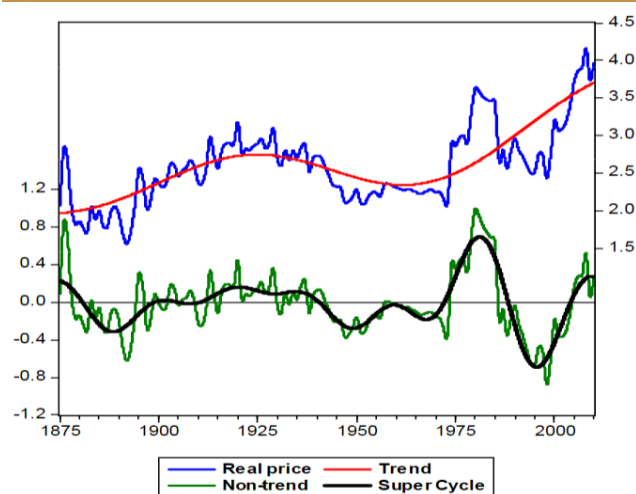
此外，非石油商品（主要针对金属、农产品等），基本每轮超级周期的价格均值要低于前一个周期，第四轮超级周期发生变化。四轮超级周期中，非石油商品价格指数在整轮周期中均值分别为 157.3、119.4、86.2、82.2，此趋势在热带农产品中体现最明显，热带农产品在四轮超级周期时实际价格逐次下移的趋势明显，燃料类商品在四轮超级价格中枢总体上移，但非热带农产品和金属表现略有不同，非热带农产品和金属在前三轮超级周期实际均价逐渐下降，但第四轮超级周期有小幅回升。从 2003 到 2008 年，能源和金属的实际价格翻了一倍多，而食品商品的实际价格上涨了 75%。

图 3：热带农产品价格中枢在四轮超级周期中下行



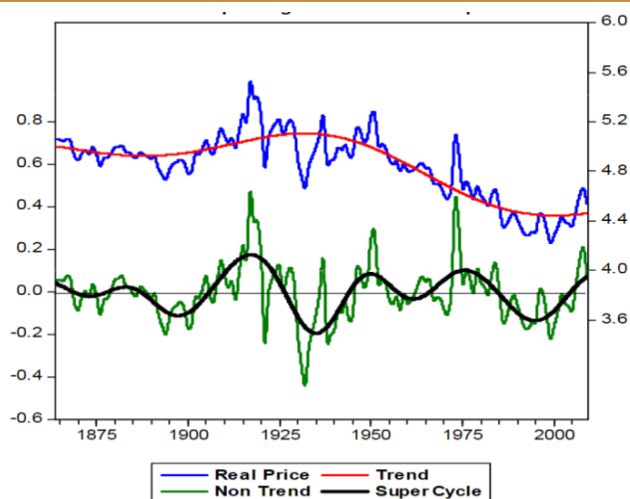
数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 4：原油价格中枢在四轮超级周期中上行



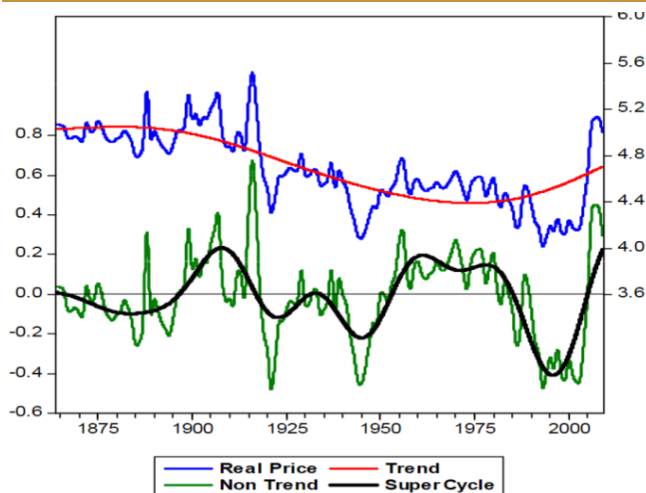
数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 5：非热带农产品价格中枢在第四轮超级周期中上行



数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 6：金属价格中枢在第四轮超级周期中上行



数据来源：UN、IMF、西南证券整理

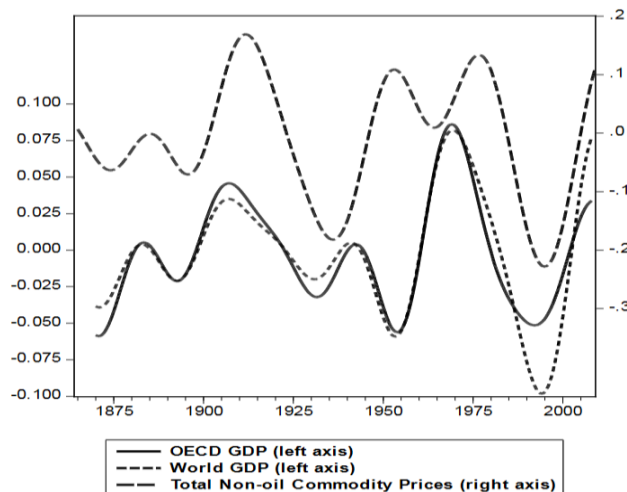
2 当下时点，商品行至何处

在之前四轮商品超级周期之后，2016 年来，全球大宗商品价格出现了一轮商品周期，2018 年底达到阶段性峰值，但随着之后的新冠疫情叠加 OPEC 在 2020 年 3 月的增产，全球大宗商品价格重新进入回落区间。驱动商品价格波动的因素较短中期，如各国在疫情下复苏节奏不同、俄乌冲突等地缘政治因素。但与上一轮超级周期不同的是，在全球经济增长放缓的担忧下需求边际增长有所放缓，那么当下商品运行到哪个阶段？

2.1 宏观经济层面

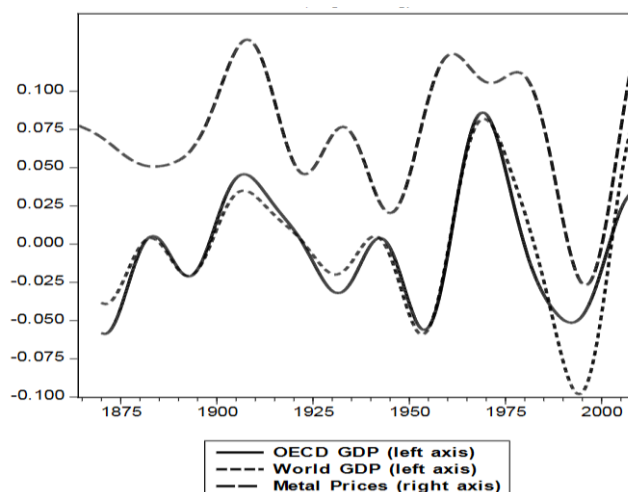
从数据来看，全球产出指标与大宗商品价格间相关性较高，全球 GDP 一定程度上领先非石油大宗商品价格，经济的持续增长是大宗商品价格长期走高的必要因素。经济增速与大宗商品价格表现并不是完全同步的，商品价格与全球产出指标之间的相关性较大，从全球 GDP、OECD 经济体 GDP 及非石油大宗商品价格的相关性看，非石油大宗商品价格与 OECD 国家 GDP 的相关系数为 0.53，与全球 GDP 的相关系数为 0.58。根据模型测算，全球经济增速周期分别领先热带和非热带农业产品的超级周期 6 年，以及石油价格的超级周期大约 12 年。对比第二次商品超级周期和第三次商品超级周期可知，第二轮周期时，世界经济同样在上世纪 50、60 年代强劲增长，之后繁荣时期被 70 年代的滞胀终结，也可以对应到第三轮周期较短暂的上升阶段。所以这说明了同属于商品超级周期，但在世界经济持续增长时，商品价格上升的持续时间更长，换言之商品价格增长的持续取决于世界经济繁荣的持续。

图 7：非石油大宗商品价格与全球 GDP 的走势



数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 8：金属价格与全球 GDP 的走势

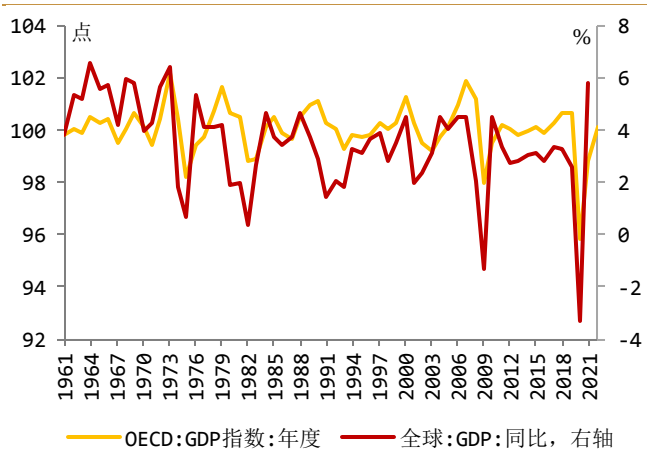


数据来源：UN、IMF、西南证券整理

从当下经济数据看，全球宏观经济仍处于修复期，海外经济体增速放缓趋势明显。根据世界银行的数据，2021 年在疫后恢复下全球 GDP 增速为 5.8%，但十年平均增速降至 2.69%，较 1960-1970 十年平均增速下降 2.51 个百分点，且十年平均增速除 2000-2013 年间，基本呈现下降态势。分国家看，**美国方面**，消费、生产、进出口数据都有转弱趋势。2022 年 11 月，美国零售销售环比降低 0.6%，低于市场预期，创去年 12 月以来最小纪录；工业产出率环比继续回落 0.2%，低于预期，产能利用率回落；10 月美国出口环比下降 0.7%，商品贸易逆差进一步增加；通胀层面，11 月，美国 CPI 同比升幅较前值 7.7% 放缓至 7.1%，核心

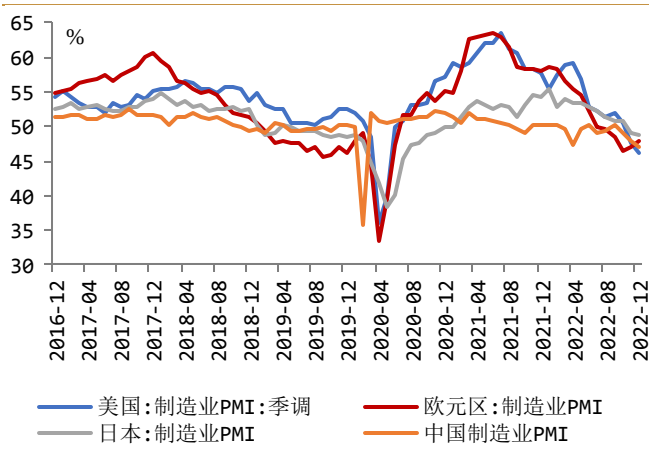
CPI同比也由6.3%放缓至6.0%，下滑程度均超出市场预期，主要是由于汽油、二手车等价格大幅回落；前瞻指标方面，美国12月ISM制造业指数连续两个月萎缩，与同样萎缩的新订单和产出等分项指数齐创2020年5月以来新低，原材料支付价格指数连跌九个月，需求进一步走软，11月末美联储公布的经济活动褐皮书也显示美国经济增速放缓。此外，房地产市场继续疲软，美国11月份新屋开工数继续下滑，建筑许可大幅下降，新屋开工环比跌0.5%，为连续第三个月下滑。货币政策方面，美联储2022年12月加息50个基点，使得联邦基金利率区间进一步提升至4.25%-4.50%，2022全年累计加息425个基点，在披露的经济预期中，加息预测中值也从4.6%上升至5.1%，意味着2023年可能还有至少75个基点的加息，在2023年1月发布的会议纪要中展现偏鹰的论调和立场，没有任何一位与会者预期在2023年开始降息会是妥当的行为。欧洲方面，欧元区第三季度GDP同比增速较上季度4.1%回落至2.3%，连续两个季度走弱，欧元区12月ZEW经济景气指数为-23.6，较前值-38.7有所回升，但仍在负值区间，德国12月ZEW经济景气指数也从-36.7回升至-23.3，欧洲经济前景预期仍较为悲观；通胀方面，11月，欧元区调和CPI初值为10%，低于市场预期10.4%以及前值10.6%，环比也由上月上涨1.5%转为回落0.1%，并低于0.2%的预期，一年半以来首次放缓，主要是由于能源价格增速出现回落，而核心CPI仍维持在5%的历史高位；前瞻指标方面，欧元区2022年12月Markit制造业PMI终值为47.8%，较11月的47.1%有所回升，但仍处于荣枯线以下，随着供应链开始复苏、通胀压力逐渐缓解，欧元区制造业活动低迷的情况边际改善；货币政策方面，当地时间12月15日，欧洲央行和英国央行宣布加息50个基点。欧洲央行在声明中表示，将存款利率从1.5%上调至2%，并宣布计划从2023年3月起开始缩减过去8年购入的价值5万亿欧元的债券。日本方面，2022年末日本的生产端和消费端较之前也有边际改善的趋势，但整体仍偏弱，12月份日本最大制造商的信心指数从8微降至7，这是该指数连续第四个季度走弱，也是2021年3月以来的最低水平，制造业信心指数连续第四个季度下滑，主要是石油和煤炭产品制造业，但其他一系列行业的改善表明并非所有行业企业的悲观情绪都在加深；通胀方面，2022年11月，日本年通胀率从3.7%微升至3.8%，创1991年1月以来的最高水平，主要由于进口原材料价格高企叠加日元疲软；货币政策方面，预计短期内日本央行不会停止货币宽松政策，但将继续用政策应对风险。目前国际地缘政治风波持续，海外国家通胀仍处于高位，全球货币紧缩浪潮尚未结束，全球经济仍面临较大下行风险。

图9：全球GDP增速中枢逐渐下移



数据来源：wind、西南证券整理

图10：中美欧日制造业PMI变化情况



数据来源：wind、西南证券整理

上一轮商品超级周期主要由中国对商品需求增多拉动，目前情况已有变化。随着疫情形势逐步受控，稳增长一揽子措施及接续政策持续发力，我国 2022 年前三季度 GDP 同比增长 3.0%。国内宏观政策延续积极主动发力，房企融资环境逐步改善，加之防疫政策进一步优化，四季度经济延续恢复态势。然而，11 月以来散点疫情不断，制造业 PMI 继续下行至 48.0%，经济下行压力再度增大。2022 年 12 月中央经济工作会议对当前经济形势的判断是“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深”，但对于我国经济发展充满信心，会议认为“我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升”。此前，党的二十大报告也提出要“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。在新发展格局下，“内需”将成为我国经济发展的主要抓手。预计随着疫情影响边际消退，积极的宏观调控政策保持延续性，增强协同性，2023 年经济增速有望向“十四五”期间经济潜在增长率回归，预计在 5%-5.5% 区间合理运行，总体呈现前高后稳的态势。但需注意的是，与 2008 年相比，目前我国地方债务风险有所升高，根据 IMF 统计的我国公共部门债务占 GDP 比重，2020 年达到 68.04%，远超过 2008 年 28.16% 的水平。上一轮商品超级周期出现时，恰逢中国经济增长对金属需求大幅增长的阶段，而当下随着中国经济双循环并以内需为主的新格局发展，尽管我国经济增长仍在拉动全球金属需求，但较前一轮超级周期相比，当下我国对金属需求的驱动力在降低。

2.2 商品数据层面

原油库存数据近期走低，需求有所回升，未来短期利多利空因素参半。2022 年上半年，供应担忧成为油价上升的主要推动力，一方面 OPEC+ 增产不及预期且部分 OPEC+ 成员国增产不达标，原油供需整体处于紧张状态；另一方面，俄乌冲突进一步加剧了市场对原油供应端的担忧；下半年在加息以及全球经济增长放缓担忧、需求回落下，油价回落，到 12 月早些时候油价回吐了俄乌冲突以来的全部涨幅。当地时间 2022 年 12 月 4 日，OPEC+ 召开部长级会议，决定维持 200 万桶/日的石油减产政策不变，并宣布第 35 次部长会议将于 2023 年 6 月 4 日举行。科威特石油部长阿尔-穆拉在会后表示，全球经济增长放缓、通胀飙升和高利率对石油需求的影响是“持续谨慎”的原因。另外，OPEC+ 还表示目前希望评估接下来一系列对俄石油制裁对市场的影响，并观察一些国家的石油需求前景后再做决定，如果有必要，OPEC+ 可以临时召开专门会议，并在很短时间内及时回应。在西方国家对俄石油实施“限价令”后，俄罗斯石油出口转向印度、中国、土耳其等国家，印度已经成为当前俄海运石油的最大买家。当地时间 12 月 27 日，普京签署总统令，从明年 2 月 1 日起五个月内，禁止向那些对俄罗斯石油限价的国家和地区供应原油和成品油。12 月 13 日，OPEC 公布最

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_51041

