

大宗商品的投资逻辑

——大国博弈下的新起点之大宗篇

银河证券研究院 总量&固收团队

刘丹
2023.01

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

导言：2022年的改变是深刻的，2023年——新趋势的起点

2022年大国博弈下，全球格局发生趋势改变

美元信用货币体系遭遇前所未有的挑战：美国滥用制裁导致的问题，涉及央行储备货币美元资产的安全性，贸易结算尤其是能源领域更加多元化，黄金的货币属性体现。

美元信用体系，对非美货币汇率、利率冲击大。美联储2020持续到2022如此大幅的货币扩张，叠加能源供给冲击造成的全球范围通胀，2022不到一年时间如此剧烈的加息，造成的极度市场波动，美元受益，但美债遭遇前所未有抛售，欧元区、日本面临更大的汇率贬值和利率抬升压力及债务风险。

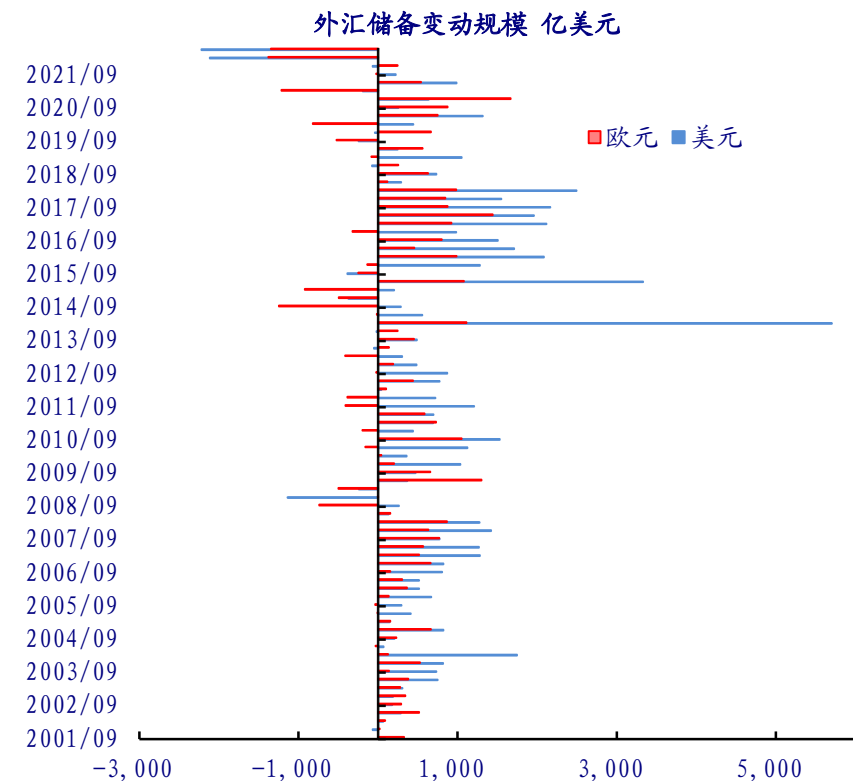
能源供需格局造成的深刻改变：欧洲的能源供给格局，对俄、美能源依赖和政治关系的转变，在此背景下，欧洲能源成本对产业体系造成的深远影响，以及未来欧洲能源结构产业趋势影响深远。

高科技领域和新能源领域：《通胀法案》和《芯片法案》，全球化自由市场、贸易分工格局的转变。美欧的竞争，中美的竞争，技术领域的竞争，资本的竞争、市场的竞争都在加剧，同时博弈之下中欧的合作必要性增加。

一、2022年后的美元、美债和黄金逻辑变化

(一) 美元信用体系面临挑战：全球外储、美元、欧元被大幅减持

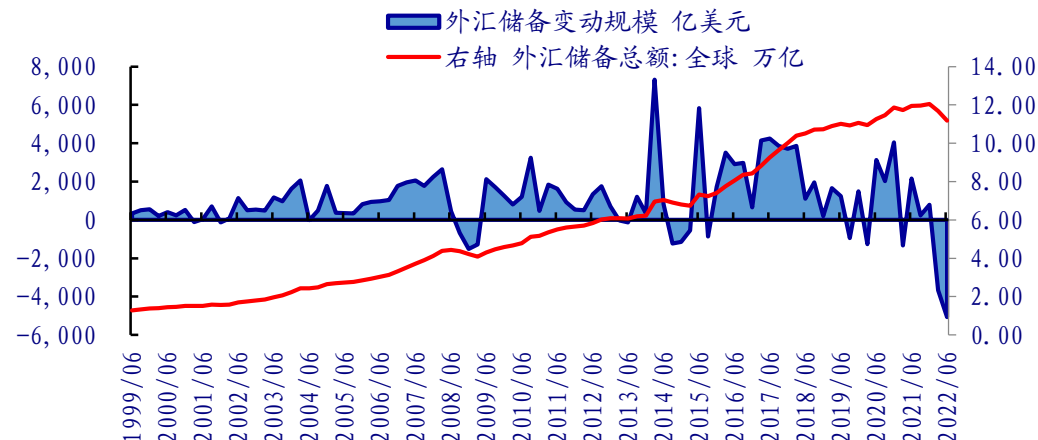
外储中，美元、欧元规模大幅下降



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

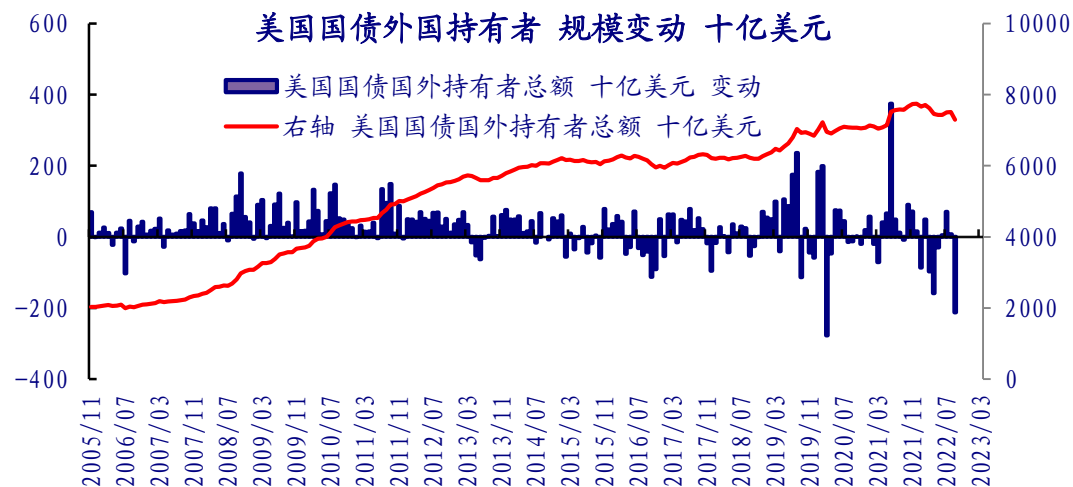
2022年2月以来:
美元信用货币体系、贸易结算体系的挑战前所未有

全球外储规模前所未有的下降



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

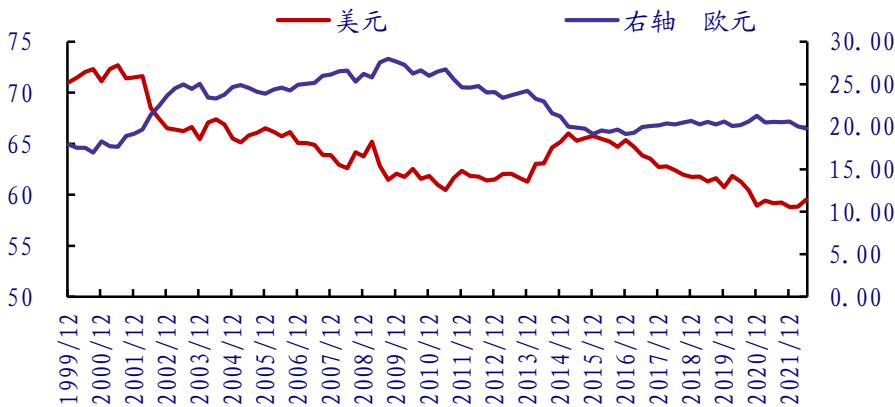
美债遭遇海外持有者前所未有的抛售



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

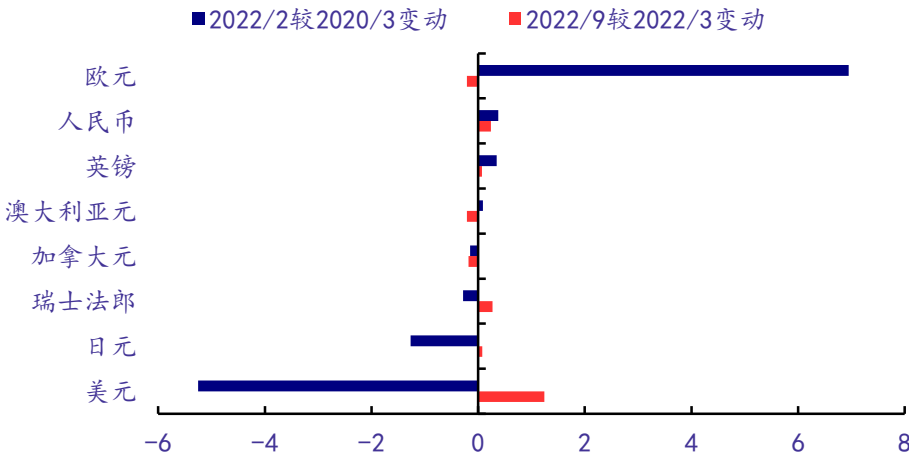
(二) 外储和国际贸易结算结构：多元化趋势

全球外储规模下降，但占比变化，美元小幅回升，欧元下降



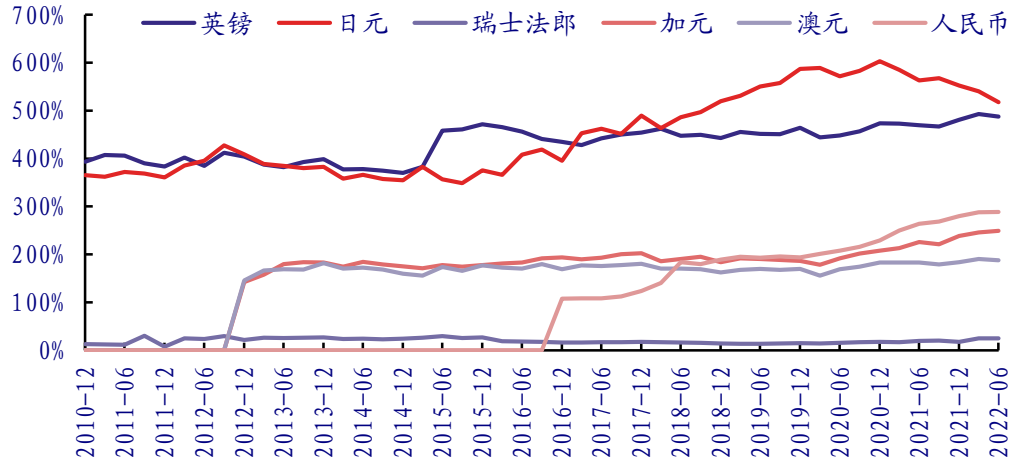
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

国际贸易结算：SWIFT系统美元占比回升，欧元下降



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

外储结构呈现更加多元趋势



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理 (2022年3月俄罗斯被剔除SWIFT,占比分母发生改变)

2020年-2022/02，国际贸易结算方面，欧元重新威胁美元地位

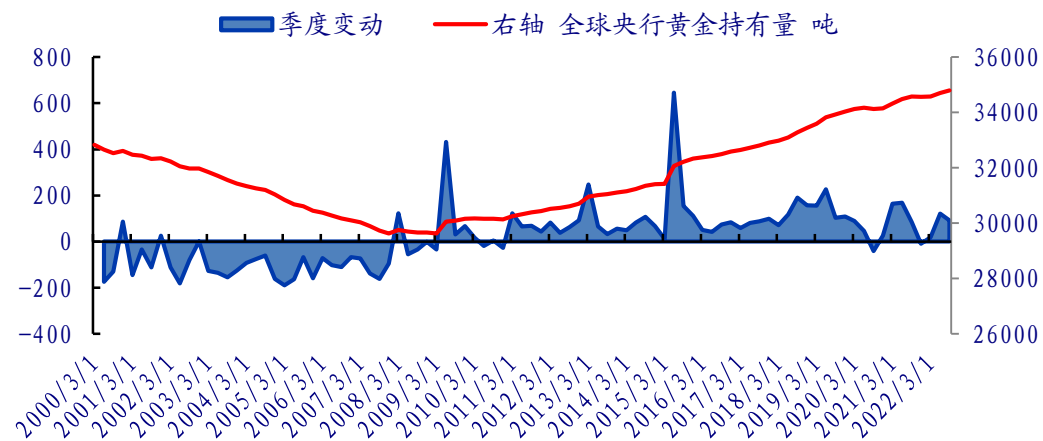
- 除了储备货币方面，在国际贸易结算领域，2020年疫情后美元的结算占比大幅下降，欧元的结算占比大幅上升且结算比例接近美元，
- 人民币结算占比有所上升，但无论体量还是增速，都无法与欧元媲美。

2022年2月以后，国际贸易结算多元化趋势

- SWIFT系统中，国际贸易多元化趋势更加明显。
- 能源交易：部分是相当于是基于绑定黄金的结算。

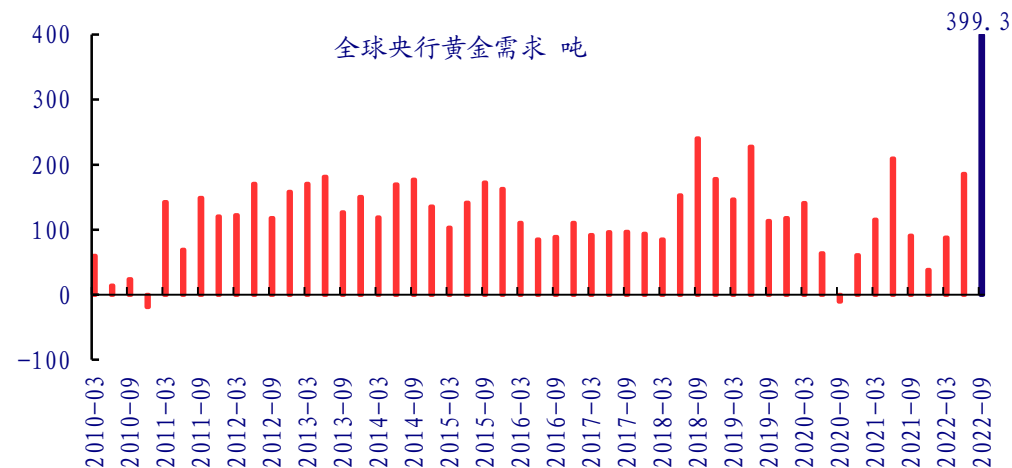
(三) 黄金的货币属性vs美元信用：全球央行增持黄金

全球央行加总持有黄金规模2008年以后持续上升



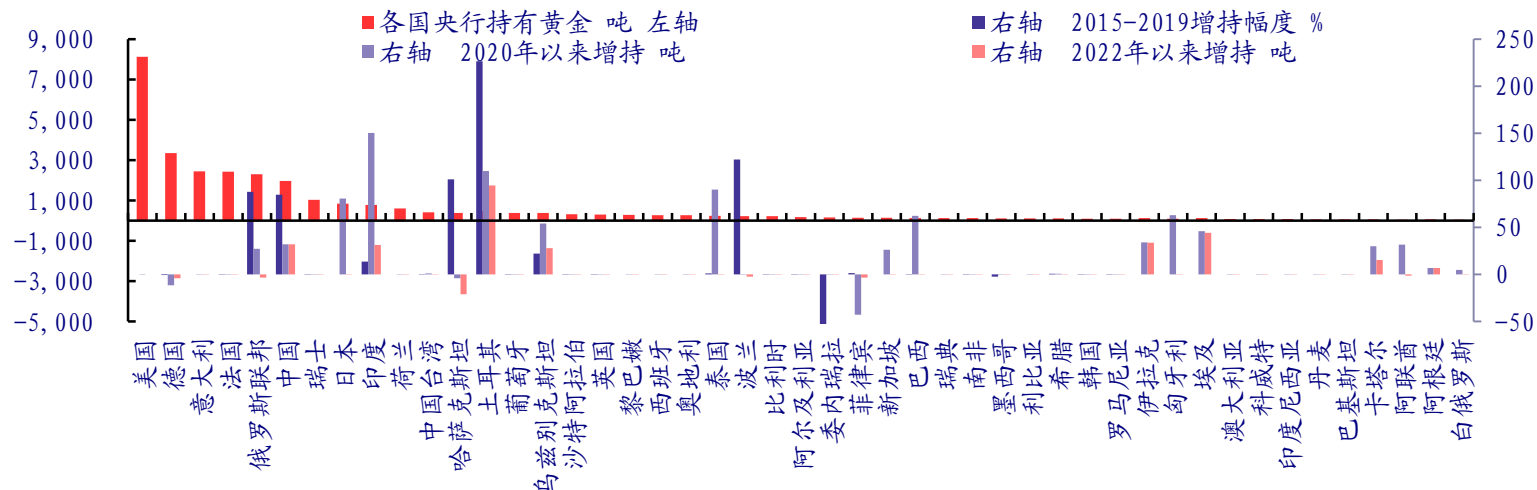
资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

全球央行黄金需求量在2022Q3激增



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

全球增持黄金的央行家数在2020年以后大幅增加



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

2008年以后，长期的QE使美元信用遭遇挑战，全球央行持有黄金规模持续攀升，主要集中在除欧美发达经济体以外的国家。

2015-2019年：增持黄金幅度较大的国家主要是俄罗斯、中国、土耳其、哈萨克斯坦、波兰。

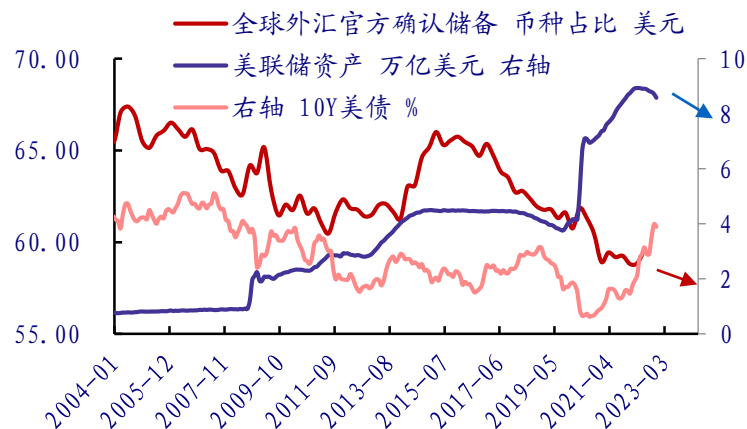
2020年以来：增持国家增多，包括日本、印度、泰国、巴西、匈牙利以及中东国家也增持黄金，这些国家半数是在2022年增持的。

2022年Q3央行对于黄金的需求激增。

背后是美元滥发、金融安全、地缘政治、能源格局等因素。

(四) 美债和黄金的逻辑，黄金的支撑较强

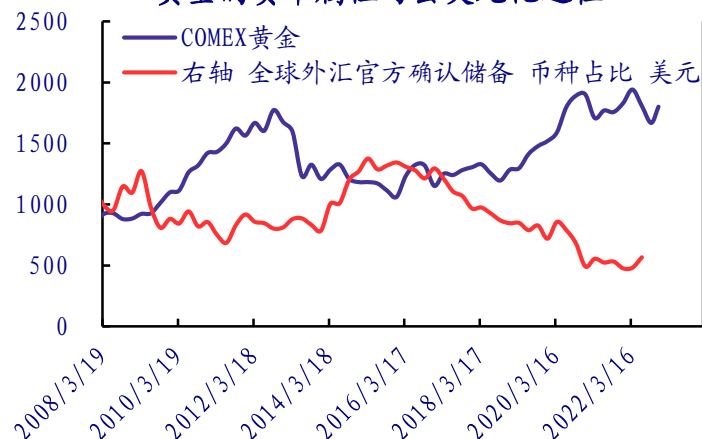
美债、美联储资产负债表、去美元化进程关联



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

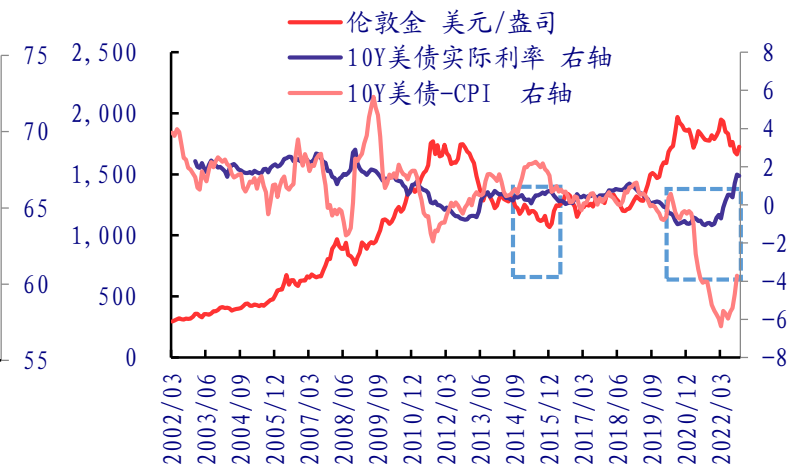
黄金和去美元化进程高度相关

黄金的货币属性与去美元化进程



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

实际利率和黄金的表现通常是负相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美债，利率长期中枢水平将抬升

- **美债与缩表&去美元化：**2023年资产负债表继续收缩，2022Q2美元在全球外储占比有所抬升，但整个外储规模在下降，去美元化趋势实际在加速，随着美债利率具备超高配置价值，或有所缓解，但趋势似乎无法逆转，美债利率长期中枢水平将抬升。
- 2023美债利率维持高位区间震荡。美债利率的下行依赖缩表的结束和降息周期的启动，但宽松损伤美元信用。

黄金的决定因素：美债实际利率和去美元化进程，到底哪个起最关键作用？

- **TIPS同样的幅度，黄金不一样的表现：**2012年9月份美债实际利率的表现和当前比较相似，都是实际利率大幅上行，并回正，但明显此次黄金的下跌幅度更弱。而用名义10Y美债-CPI来看，关联性似乎不高。**加息、缩表周期：**2017年年中到2019年年初，快速加息+缩表周期，美债实际利率大幅上行，但处于去美元化趋势，黄金表现较坚挺。
- **2022年去美元化背景+美快速加息，**美实际利率上行压制黄金表现但黄金相对抗跌。2023年金融周期压制下降，黄金将有表现。

二、能源格局变化下的大宗商品

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_51130

