



罗志恒：大宗商品为何由盛而衰？



意见领袖 | 罗志恒

摘要

今年俄乌冲突爆发后，全球大宗商品的生产与贸易受到巨大冲击，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、设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？

二、铜价和油价回落的节奏为何不同步？

三、接下来大宗商品将会怎么走？

四、大宗商品由盛而衰对中国有何影响？

正文

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

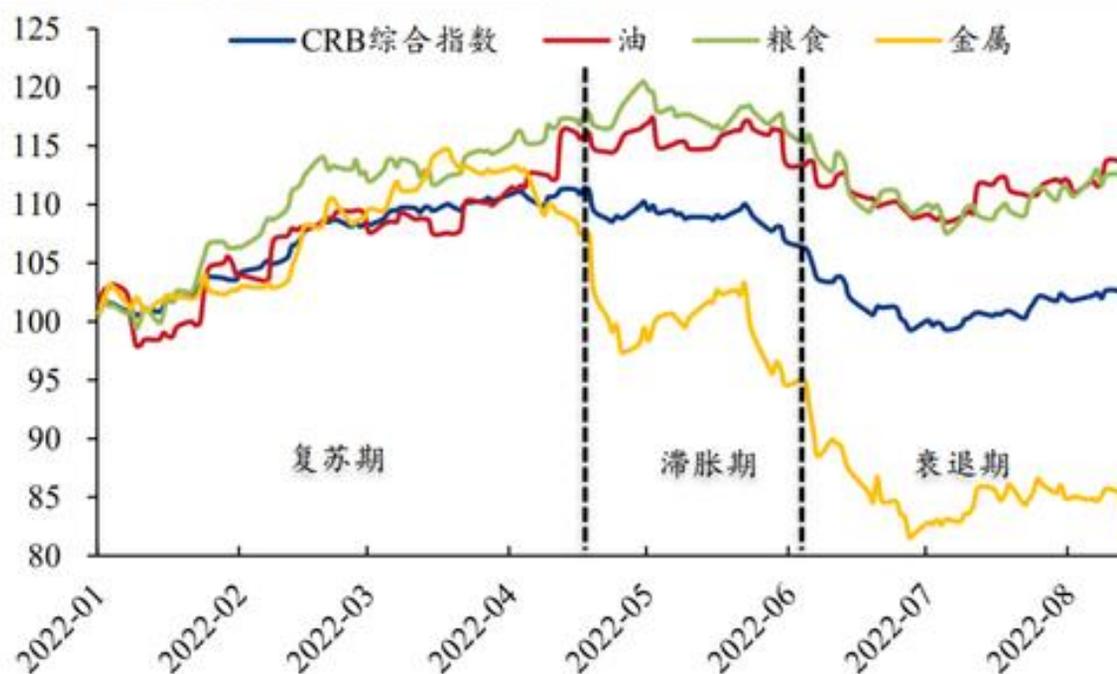
今年大宗商品市场大起大落，依次经历了复苏-滞胀-衰退预期主导的三个阶段。

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。大宗商品涨价推高通胀，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。

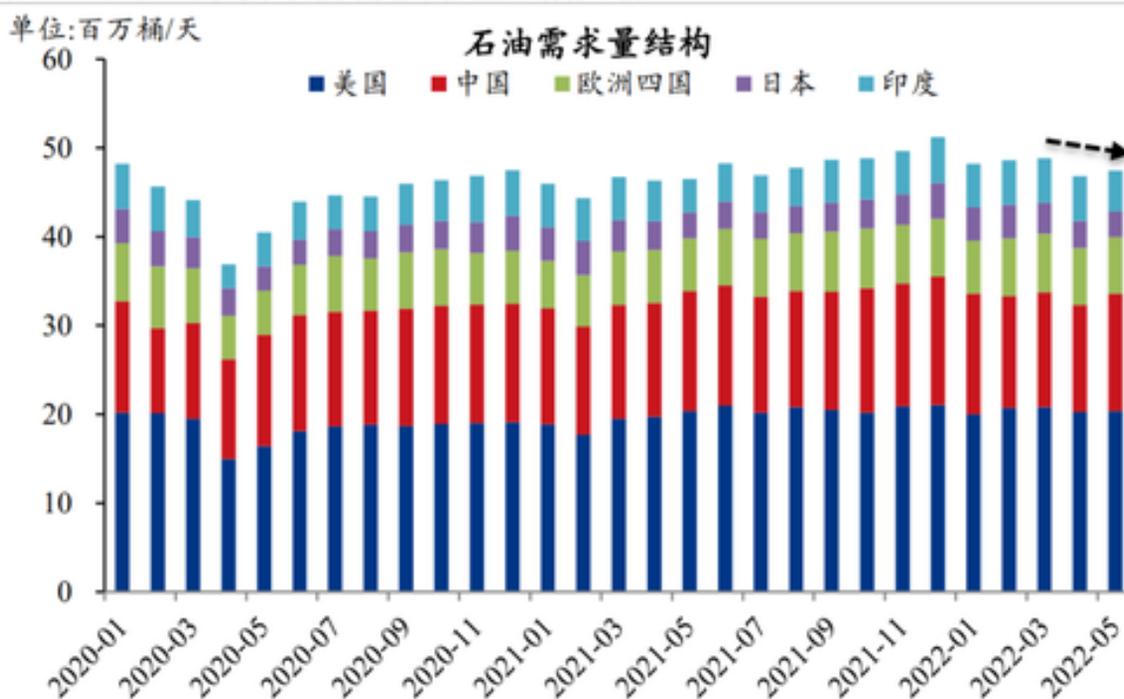
1、商品属性：基本面矛盾从供给冲击转向需求放缓

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

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_46096

