

月赢则亏：大宗商品超级周期行至终点？

报告要点：

● 俄乌局势加剧大宗商品供应紧张格局，但 PPI 同比全年趋势下行比较明确

- 1) 受外围因素，PPI 下行速率有所放缓但整体趋势未改。商品年后的所谓超级行情背后，本质上依旧延续去年的供应收缩的思路，只是放大了波动率。
- 2) 后市即使看平，受翘尾因素影响，PPI 全年仍有近 10% 的下行空间。

● 地缘炒作热情阶段性消退后，预计商品交易逻辑逐步从供应收缩转向需求疲弱

- 1) 尽管海外供应大概率延续偏紧，但能耗约束带来的高成本和经济利益损失也是欧洲民选政府正面临的现实困境；相较而言，国内今年的供应压力则比较确定的能够得到很大程度缓解。
- 2) 最新 3 月议息会议，美联储将今年经济增长预期大幅下调至 2.8%，传达了经济前景高度的风险和不确定性。而企业部门补库需求告缓以及供应链问题边际好转在很大程度上也将缓解海外当前供需错配的矛盾。
- 3) 国内目前仍在强劲的稳增长政策和疲弱的经济现实之间来回摆动：稳增长的政策指导令市场对地产企稳和基建发力有了更多的想象空间，但供需两弱的格局延续，仍需警惕主要工业品价格前高后低的实际风险。

● 美联储加息周期正式开启，后续依旧关注货币政策收紧的节奏和强度。贵金属价格有一定信号指示，商品趋势性上涨空间有限但是结构性机会犹存。

- 1) 能源以及能源过渡金属长期表现依旧优于黑色产业链，但短期来看，黑色及建材板块仍然受到政策预期的提振。
- 2) 生猪养殖遵循自身产业周期，今年猪价前低后高的结构大体确认，更多的是时间节点和上涨幅度的把握。

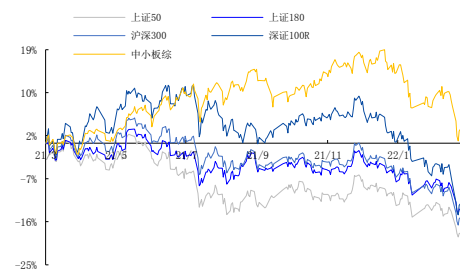
● 下半年，国内 PPI 和 CPI 剪刀差修复而后反向劈叉的可能性较大。

风险提示：地缘冲突发展超预期，疫情继续恶化，货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3215.04
深圳成指：	12289.97
沪深 300：	4237.7
中小盘指：	4253.99
创业板指：	2710.73

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《铝价表现能否穿越周期》2022.2.24
- 《原油蓄力冲高，如何突破》2022.3.2
- 《镍供应的故事还要说多久》2022.3.8

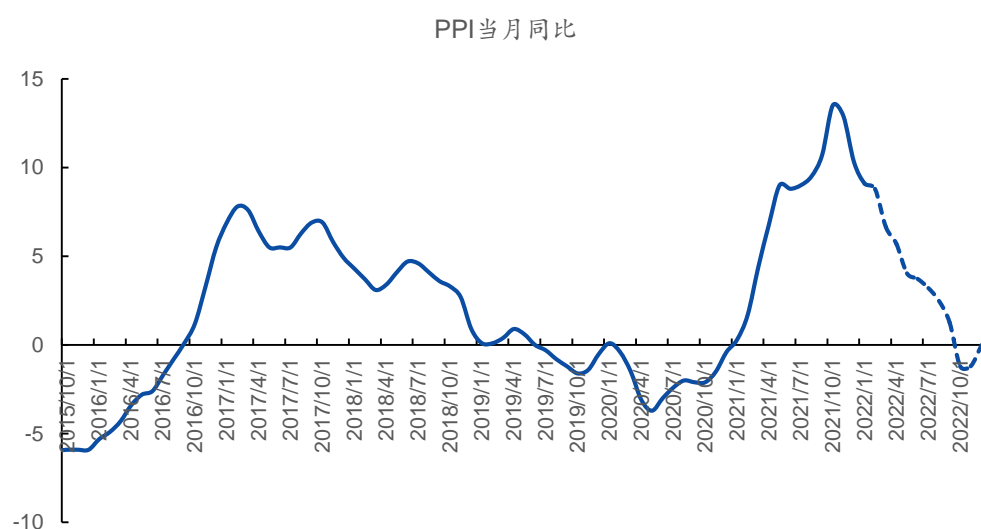
报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com
联系人 陈怡
邮箱 cheniyi@gyzq.com

1. 俄乌局势加剧大宗商品供应紧张格局，但 PPI 同比全年趋势下行比较明确

2 月以来，受地缘冲突发酵影响，原油，有色金属等国际大宗商品价格飙升，但是商品增速同比来看仍是收敛的，2 月 PPI 同比增加 8.8%，自去年 10 月的高位 13.5% 连续第四个月回落，尽管受外围因素，PPI 下行速率有所放缓但整体趋势未改。商品年后的所谓超级行情背后，本质上依旧延续去年的供应收缩逻辑，只是放大了波动率。而当前可以看到的是，暂不考虑外围局势继续扩大化，供应问题在今年很大程度上即使不能说完全解决，矛盾也是边际缓和的。在这种情况下，商品后市即使看平，受翘尾因素影响，PPI 全年仍有近 10% 的下行空间。

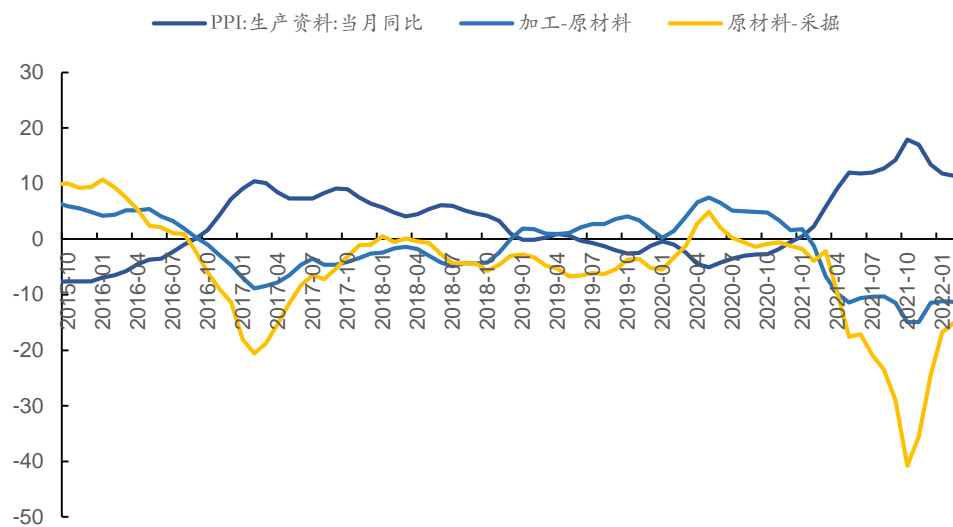
图 1：PPI 全年下行趋势比较明确



资料来源：Wind，国元证券研究所

目前从 PPI 生产资料上下游来看，同比下跌幅度最显著的依旧是上游采掘工业，中游原材料工业和加工工业表现比较平缓。原材料和上游采掘工业的结构差有所修复，而加工工业出厂价格依然承压，产业利润的修复依然受到高成本的压制，但均衡回归预计也只是时间问题。

图 2：PPI 生产资料上下游结构有所修复



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 地缘炒作热情阶段性消退后，商品交易逻辑后续预计从供应收缩向需求乏力过渡。

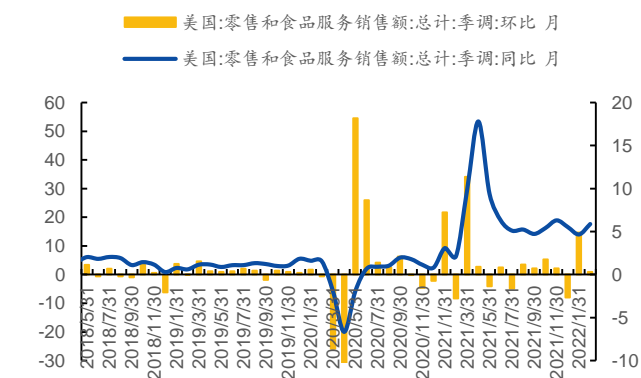
俄乌局势的发酵是开年以来影响商品市场宽幅波动的主要逻辑，也就是说，海外的供应中断担忧是近期商品市场博弈的焦点。目前从各方利益权衡来看，欧美与俄罗斯的切割，尽管已不可逆，也难以立马实现而更趋向于一个长期过程。随着外围形势阶段性消退，我们如果回归到商品本身的基本面来看：产能投放依旧会维持外紧内松的格局，但是海外的补库需求告缓，供应链的问题预计会随着疫情的常态化得到更好的解决；而国内的需求目前来看依旧是较多的不确定性抑或是说难言乐观。因此整体来看，今年商品的供需矛盾将不会太过突出，后续价格走向也趋于理性回归。

- (1) 首先海外的供应相对来看依旧是比较紧的，除却俄乌局势发酵对能源、能源过渡金属、农产品产生的供应隐忧。能源安全结构，传统上游投资不足，低库存是当下的现实问题。当然，能耗约束带来的高成本和经济利益损失也是欧洲民选政府正面临的困境。欧洲碳中和路线最近引发了一些讨论，若发生实质性的转向，对商品供应格局的影响是不言而喻的。
- (2) 相对于海外延续紧张的能源和原材料格局，国内今年的供应压力比较确定的能够得到很大程度缓解：去年部分的运动式减碳措施对整体经济行业造成供给冲击，根据最新的政府政策报告的提示，今年的双碳工作仍将继续推进绿色低碳技术研发和推广应用，推进钢铁、有色、石化、化工、建材等行业节能减碳，坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目发展，但这都需要立足和权衡以煤为主的基本国情，更加注重能源安全和产业链供应链安全。

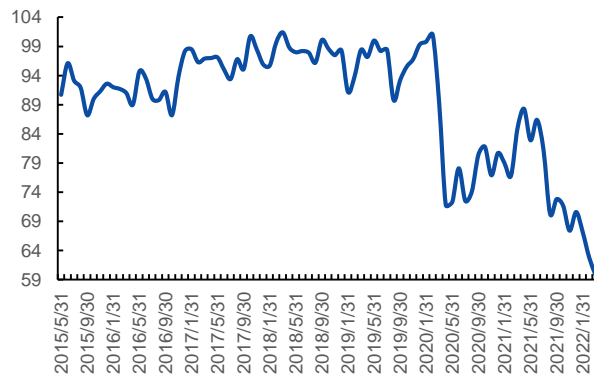
- (3) 海外的需求情况当前来看比较复杂一些。美国消费在过去一年延续强势表现,零售销售数据亮眼,但是高通胀现状无疑侵蚀了对后续消费持续增长的信心,最新的密歇根消费信心指数更是续破前低。此外,最新3月议息会议美联储将今年经济增长预期再次大幅下调至2.8%,或许也有某种信号意义,经济前景的预期仍然有高度的风险和不确定性。

图 3: 美国零售食品服务销售额

图 4: 美国密歇根消费者信心指数

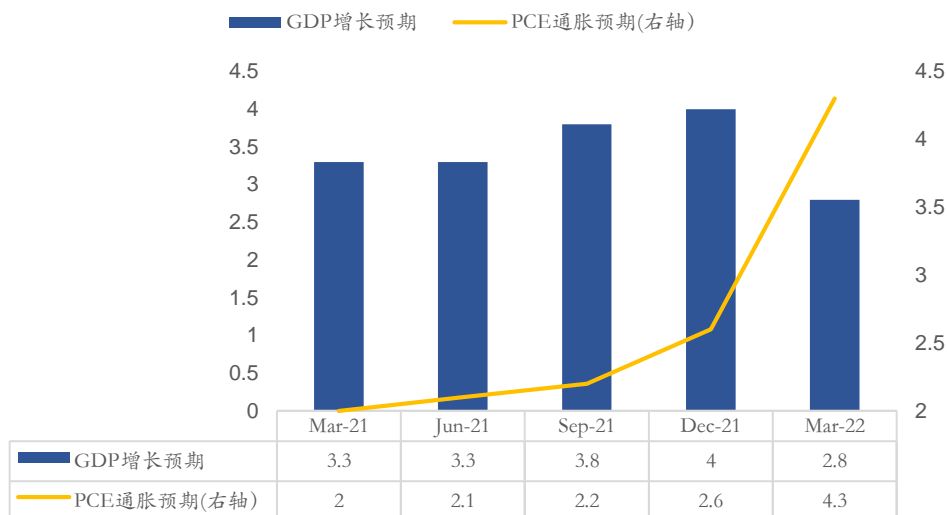


资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, 国元证券研究所

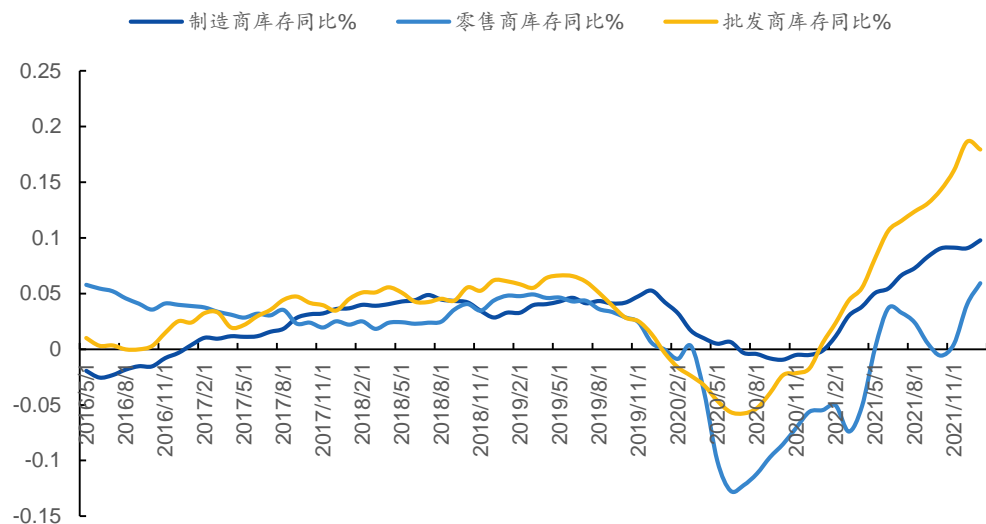
图 5: FED 经济预测



资料来源: Fed, 国元证券研究所

企业库存数据反映出美国后续的补库需求也已经十分有限了,批发商库存同比已经处于历史的高位,拐点似乎已经显现。下游的零售商库存同比也已恢复至疫情前水平。

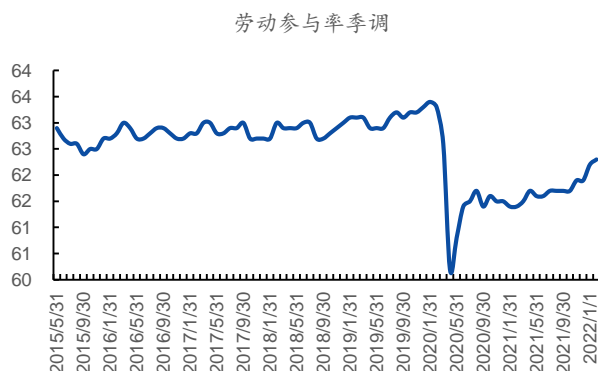
图 6：美国企业库存同比



资料来源：Wind，国元证券研究所

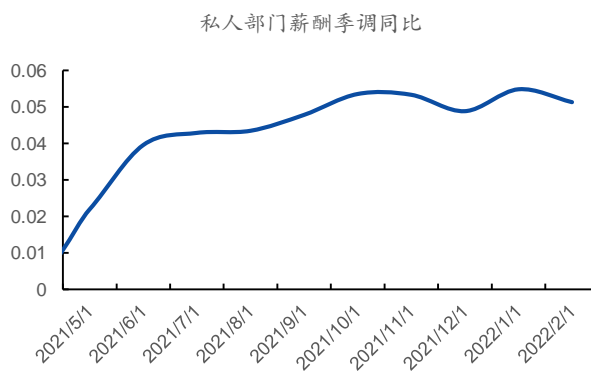
然而，可以期待的是，供应链紧张的问题随着疫后劳动参与率的提高将边际好转。目前来看，美国劳动力参与率尽管仍然低于疫情前的水平，但自去年 10 月份随着各州疫情补贴陆续停发，劳动力市场开始呈现回暖迹象。今年以来随着防疫政策的逐步放开，劳动力参与率恢复的速率更是明显加快，私人部门薪酬季调同比曲线已经趋于平缓。因此，即使美国类滞胀情况已经持续一段时间目前仍然没有明显看到衰退的信号，随着补库需求告缓，供应链问题边际好转，一定程度上也将抑制商品的价格上涨空间。

图 7：劳动参与率修复



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：私人部门薪酬季调同比曲线趋缓

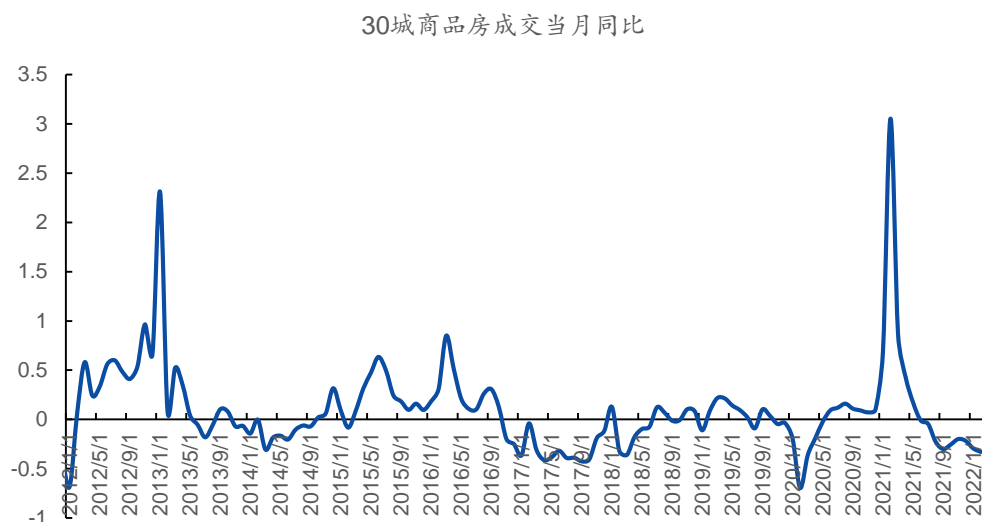


资料来源：Wind，国元证券研究所

(4) 而国内的基本面则相对更加悲观。高频数据来看，地产尚未企稳迹象，基建

发力效果需要观望。近期受本土疫情影响，各主要生产工业目前开工出现不同程度的下滑依然处于季节性低位。供需双弱的基本面将实质掣肘商品继续走高。目前铜铝等基本工业金属已经出现了季节性累库，待后续开工陆续恢复，下游仍需密切观察能否顺利去库。

图 9：高频数据显示地产尚未企稳



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：高炉开工率(247 家):全国

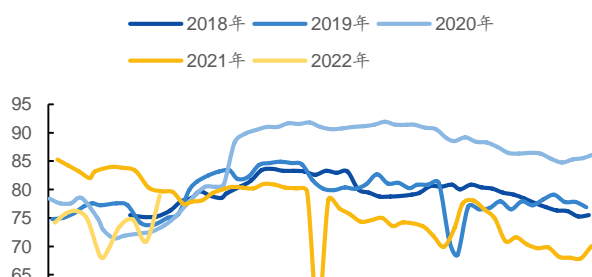
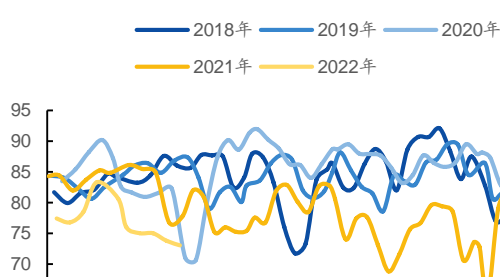


图 11：开工率:PTA:国内



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_39616

