

宏观点评 20220703

大宗商品牛市接近尾声了吗？

2022年07月03日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《开发性金融债支持基建透露了什么信号？》

2022-07-01

《基建投资基金的来龙去脉》

2022-06-30

《2022Q2 货币政策委员会例会：下半年更加宽松？》

2022-06-30

■ 2022 年二季度以来除能源外的大宗商品普遍下跌，这是否意味着这轮大宗商品的牛市已接近尾声？我们认为虽然供给面的利好仍存，但当前大宗商品价格的走势仍符合历史上后者期的特征。在这一阶段，随着宏观基本面逆风的不断加大，我们更看好油价的继续筑顶和黄金的先抑后扬。

■ 大宗商品虽然是 2022 年至今表现最好的资产，但今年以来在走势上明显分化。如图 1 所示，彭博商品指数在上半年上涨了 18%，背后主要靠能源（58%）和农产品（13%）支撑，而基本金属（-10%）和贵金属（-5%）已成拖累。但二季度以来整体的大宗商品指数已经转跌（-6%），因为除能源（7%）外的品种普遍下跌，尤其是基本金属的大跌（-26%）。

■ 我们认为当前大宗商品的走势符合明显的后周期特征，即铜价先于油价见顶。如图 2 所示，历史上每当大宗商品的上涨遇上经济下行时，铜价均早于油价见顶，这是“铜博士”一直被视为经济衰退的先行指标，而油价则更多受供给面因素的扰动。由此 2022 年以来铜价的大跌（-17%）与油价的上涨（44%）并不矛盾，我们认为这很可能意味着疫情后大宗商品上涨已经是强弩之末，未来需关注后周期下受益的品种。

■ 能源价格仍处于筑顶阶段：尽管美欧经济衰退的风险正在加大，能源价格很可能仍处于筑顶阶段，这背后一是俄乌战争的演绎，虽然历次俄对外战争均见证了油价见顶（图 3），但如果不是速战速决，而是陷入 1979 年入侵阿富汗那样的持久战，则油价仍有可能高位震荡；二是欧佩克的增产策略，考虑到欧盟对俄罗斯的原油禁运、以及恢复伊核协议的前景渺茫，欧佩克很有可能继续维持原油市场的紧平衡。因此，在现货贴水的状态下，短期油价的任何大跌都是机会。

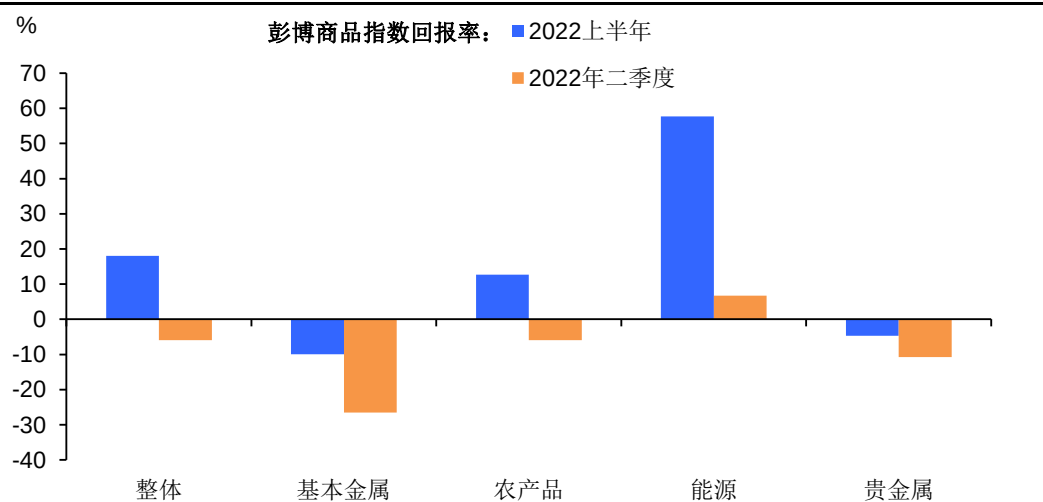
■ 农产品价格见顶回落：作为全球两个农业出口大国，今年初的俄乌战争催生了农产品的一波大涨，而能源价格的上涨也起到了推波助澜的作用，毕竟拖拉机要使用柴油，而天然气是化肥的重要原料。然而，二季度以来农产品价格开始下跌，尤其是三季度加速回落，表明上述利好正在减弱。其背后一是俄罗斯同意有条件放开乌克兰粮食外运；二是全球其他农产品出口大国有望在下半年迎来丰收。因此，我们预计农产品价格见顶回落的趋势将在下半年延续。

■ 基本金属的顺风加大：虽然二季度基本金属的大跌已经嗅出了经济衰退的风险，但我们认为这一过程并未结束。以铜为例，最新的世界银行预测和 IMF 预测 2022 年全球 GDP 增速分别为 2.9% 和 3.6%，如图 4 所示，历史上当全球 GDP 增速低于 3.6% 时，铜价的年收益基本都为负，平均的年收益率为 -10%。鉴于上述预测还是基于美欧经济能够避免衰退的假设，因此，即便下半年中国经济有所回升，我们认为基本金属的反弹空间并不大。

■ 贵金属先抑后扬：贵金属虽然二季度以来跟随基本金属跌幅扩大，但我们认为其面临的逆风正在减弱。以黄金为例，其今年的走势一直取决于通胀加剧和实际利率上行孰强孰弱，但三季度以来随着美国经济衰退风险的加大，我们认为尽管通胀压力并未明显缓解，但实际利率快速上行的阶段已经过去，并且以美国中期选举为代表的潜在的地缘政治风险仍有可能加大。从历史来看，黄金往往在美国经济衰退和地缘政治危机下表现优异，因此，我们看好金价在四季度的表现。

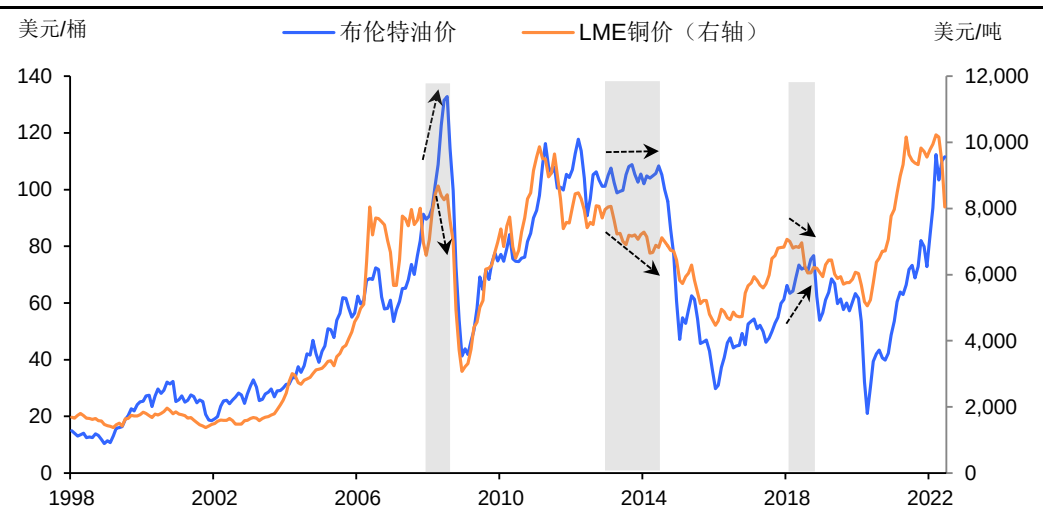
■ 风险提示：疫情扩散超市场预期；政策对冲经济下行力度不及市场预期；俄乌冲突加剧，欧美衰退提前到来。

图1：2022年以来各类大宗商品在走势上明显分化，二季度多数转跌



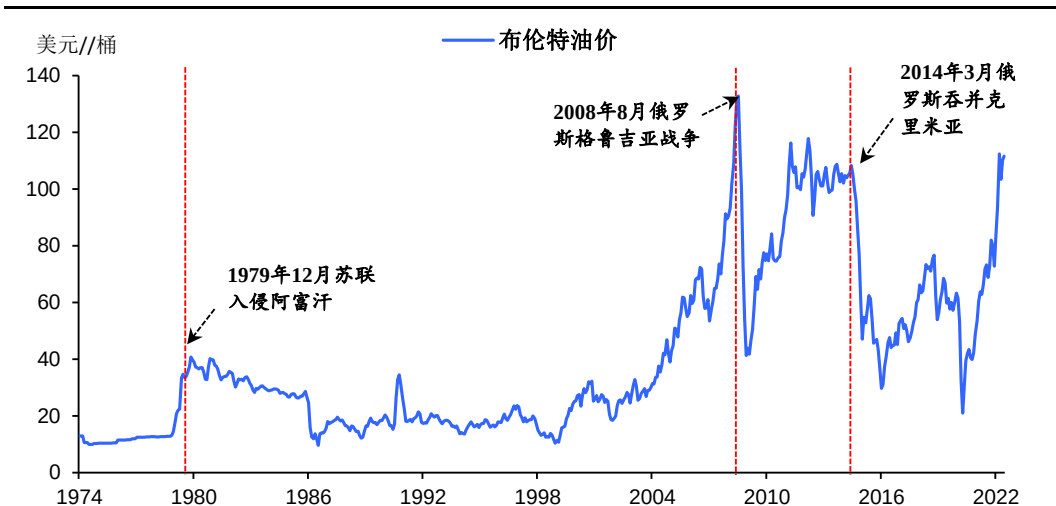
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：在每一轮大宗商品上涨的后周期，油价的表现往往比铜价更坚挺



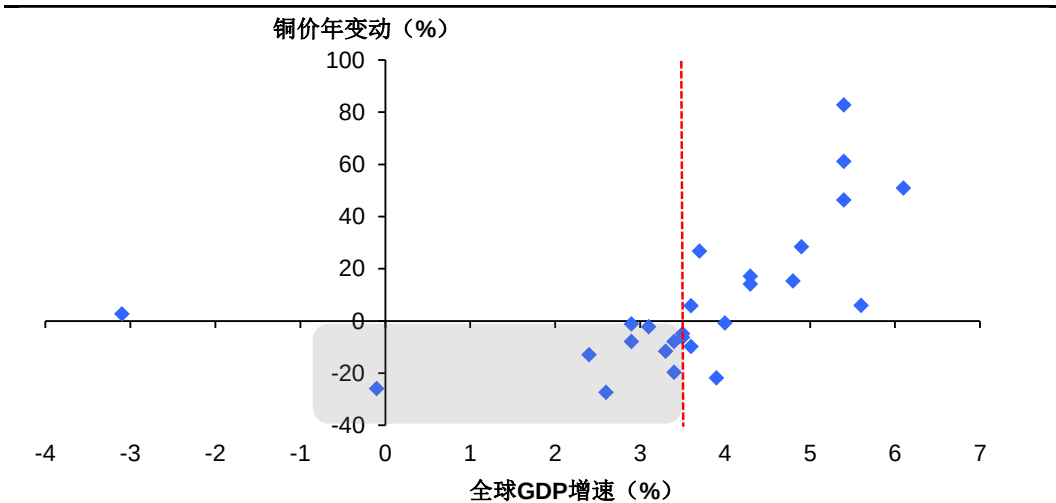
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3：历史上当俄罗斯发动与周边国家战争时，国际油价往往见顶



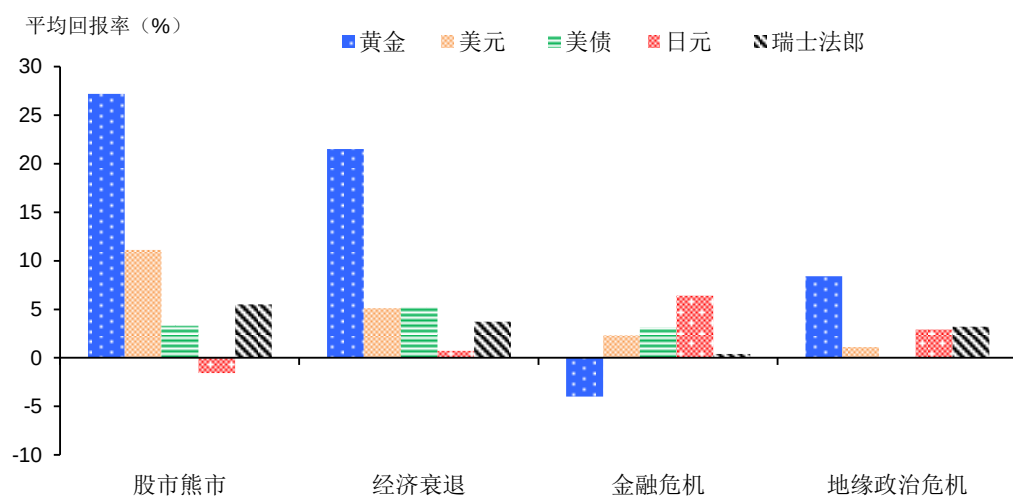
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图4：历史上当全球 GDP 增速低于 3.6% 时，铜价在当年均录得负收益



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：历史上黄金在经济衰退和地缘政治危机下均录得良好表现



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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_43530

