

轮动的商品：解析商品周期的黑匣子

报告要点：

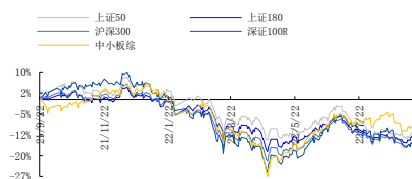
- 1、长期趋势看，商品周期和货币周期共振，全球 M2 同比和 CRB 同比的高度拟合说明历次商品超级周期都没有跳脱出货币周期的框架。
- 2、不同于 CRB 指数的全球定价，南华商品指数主要追踪国内三大交易所上市品种中代表性较强且具有较好流动性的商品。两者的走势趋同反映出可贸易品的一价定律决定了国内外面对的通常是同样的商品周期。
- 3、相较于债券以及股票资产，大宗商品对于流动性的反应相对更为滞后的原因在于其实体和金融交互的属性。不同于股票资产更多反应资产未来收益的预期，对经济周期的反应更为提前。商品表现相对更加贴近经济周期，在信用扩张，实体融资需求转好，库存回补的扩张晚期的超额收益更加显著。
- 4、具体来看，各个大宗品种之间跟随大宗商品周期而出现的波动相对有序，轮动规律的顺序一般为工业品>能化品>农产品>贵金属。
 - 1) 铜铝为代表的工业品为早周期品种表现出更强的金融属性，价格拐点更为前置；而以原油为代表的能源类商品更多为顺周期品种，价格的弹性需要得到经济周期的确认；至于贵金属更多体现为后周期属性，在库存周期下行至衰退阶段的潜在收益更高。
 - 2) 铜油比作为量化铜油轮动时间敞口的指标对于锚定大宗商品所处的周期阶段有较强的信号和预警意义。
 - 3) 农产品相较更加特殊，传统框架里农产品的价格由种植周期（供应周期）主导，但近 20 年来金融属对农产品的定价权在逐年增加。考虑到由工业品、能源的价格对农产品价格有一定成本传导以及粮价和通胀交易之间紧密联系，农产品的价格表现应更偏中后周期属性。
- 5、至于国内猪周期运行属于独立行情，本质是由“蛛网模型”理论所解释的产能超调引起的，即在养殖亏损期淘汰产能，而在养殖高盈利期增加产能，猪肉价格沿着“猪价上涨——母猪存栏量增加——生猪供应增加——猪价下跌——大量淘汰母猪——生猪供应减少——猪价上涨”的轨迹循环。
 - 1) 猪周期难以被“熨平”的主要症结在于我国生猪养殖行业市场集中度的提升任重道远。在目前且未来很长一个时期，中小散养户仍是我国生猪养殖行业的重要主体，生产和投资行动有效协调和管控。
 - 2) 供应端能繁母猪存栏是猪价的先行指标，生猪存栏是同步指标，产能去化是价格反转的核心逻辑，而盈利水平是能繁母猪去产能的决定因素。鉴于猪粮比和生猪存栏的增长呈反向关系，两者之间的裂口也是观察产能去化驱动的重要指标。
 - 3) 疫病、极端天气等随机和不可控的非周期因素，往往会作为周期轮动的加速因子和价格波动的放大器纳入考量。

风险提示：报告统计数据基于历史数据，过去数据不代表未来，市场风格变化可能导致统计规律失效。

主要数据：

上证综指：	3088.37
深圳成指：	11006.41
沪深 300：	3856.02
中小盘指：	11633.01
创业板指：	2644.75

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

内容目录

1. 历次商品超级周期都没有跳脱出货币周期的框架	3
2. 可贸易品的“一价定律”和共同的商品周期	4
3. 从实体和金融属性交互看商品周期	5
4. 商品大类和重要品种的轮动规律	6
5. 猪周期的独立行情	9

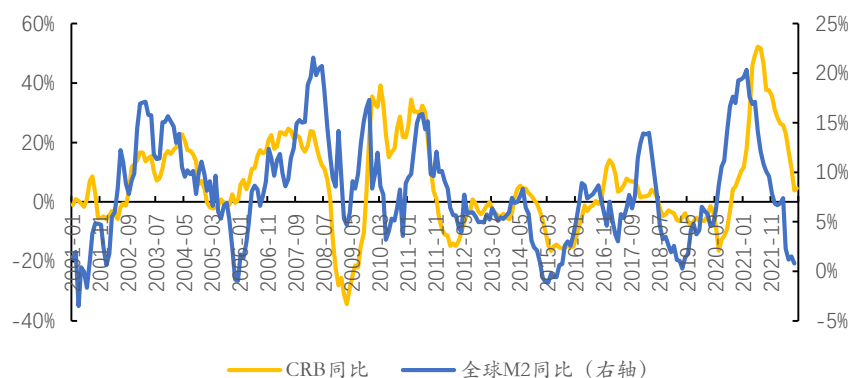
图表目录

图 1: 全球 M2 对商品周期的信号意义显著	3
图 2: 商品定价机制	4
图 3: 海内外通常面对的是同样的商品周期	5
图 4: 股票在信用扩张阶段有占优表现	5
图 5: 商品在库存回补的扩张晚期超额收益显著	6
图 6: CRB 指数较 OECD 领先指标最优三阶滞后	6
图 7: 过往三轮原油周期见顶时间均滞后于铜	8
图 8: 铜油比指标破 80 位置后, 大宗商品下行通道打开的概率显著提升	8
图 9: 商品猪养殖周期	10
图 10: 生猪出栏指标是生猪价格的同步指标	11
图 11: 盈利水平是产能去化驱动的观察指标	11
表 1: 各商品大类及重要品种与 CRB 现货综合指数的领先或滞后性	7
表 2: 前四轮猪周期跨度	10
表 3: 《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》主要内容	12

1. 历次商品超级周期都没有跳脱出货币周期的框架

长期趋势来看，商品周期和全球货币周期密不可分。如果将 CRB 指数看成全球商品的集，那么全球 M2 同比和 CRB 的高度拟合则说明历次商品超级周期都没有跳脱出货币周期的框架。

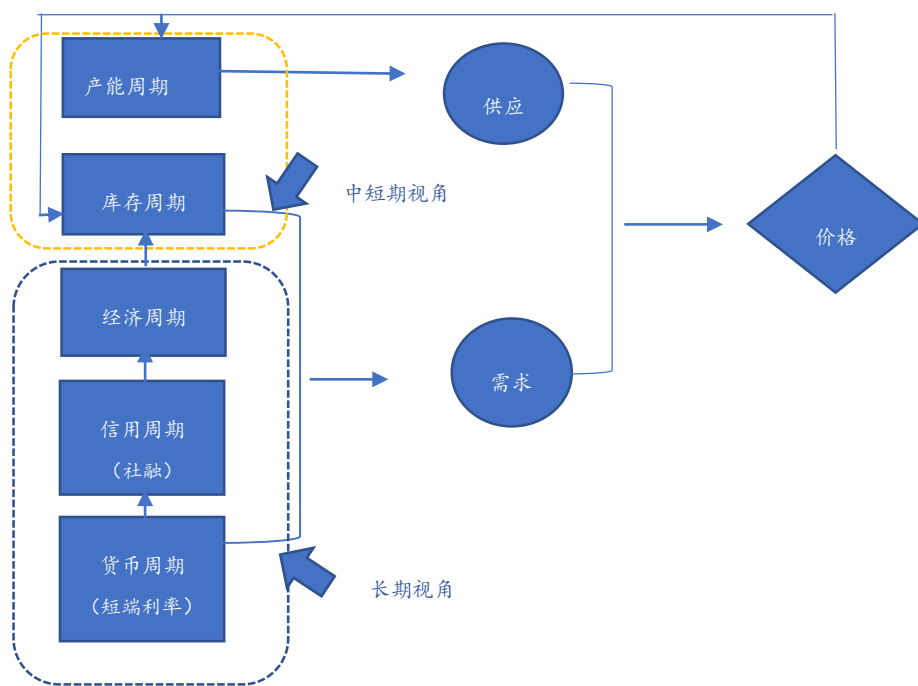
图 1：全球 M2 对商品周期的信号意义显著



资料来源：Wind, 国元证券研究所

这背后的逻辑其实也算不上复杂：流动性的变化引发的资金成本变化不仅会影响到企业进行资本开支的意愿，造成库存周期的变化；也会影响到个人消费倾向，从而对社会总需求产生冲击。而这条逻辑线索恰好呼应了商品市场“需求定方向，供应定弹性”的分析框架：中短期视角下，受产能周期影响商品供给价格弹性偏弱，由此产生的供需错配和库存周期轮动是引发短期价格波动的主要原因；而在长期视角下，产出的变化是由需求变化决定的，因此全球宏观增长对于价格趋势的影响更加深刻且接近底层逻辑。

图 2：商品定价机制



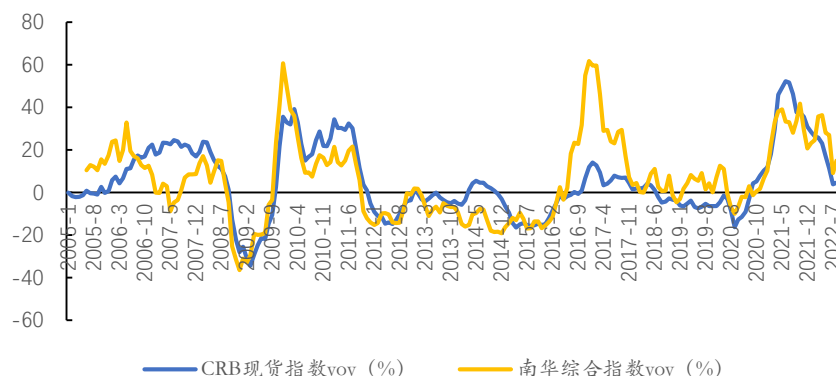
资料来源：国元证券研究所

2. 可贸易品的“一价定律”和共同的商品周期

不同于 CRB 现货综合指数的全球定价，南华商品指数主要追踪国内三大交易所上市品种中代表性较强且具有较好流动性的商品编制，更能代表商品国内价格走势。可贸易品的一价定律意味着在货物可以自由流动，货币可以自由兑换的情况下，套利机制能抹平地区间的价格差异。因此不考虑关税、非关税壁垒以及运输成本的变动，海内外商品的价格波动应趋于一致。

而从南华商品指数以及 CRB 现货指数的走势趋同来看，海内外面对的通常是同样的商品周期，无需过多考虑在特定时期不同经济体经济周期的错位对价格趋势的影响。

图 3：海内外通常面对的是同样的商品周期

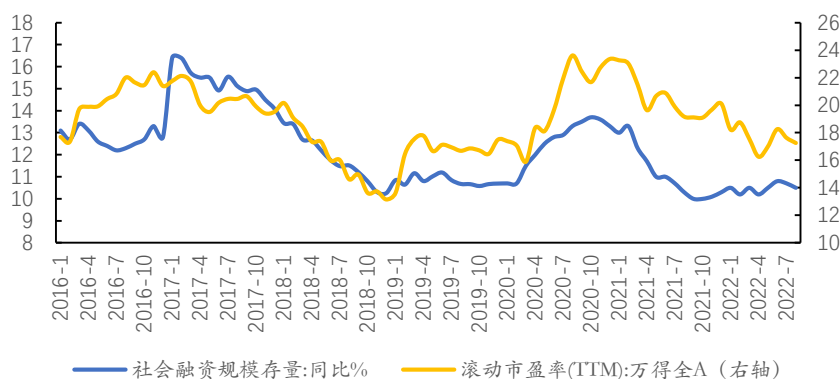


资料来源：Wind, 国元证券研究所

3. 从实体和金融属性交互看商品周期

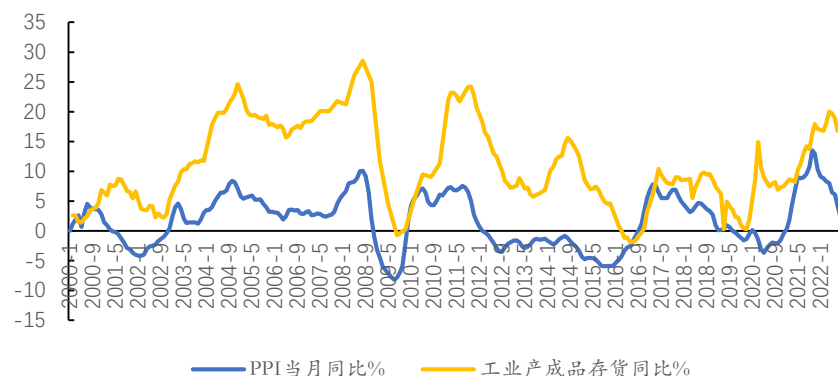
相较于债券以及股票资产，大宗商品对于流动性的反应相对更为滞后的原因在于其实体和金融交互的属性。由于货币-信用存在传导时间，债券对于流动性的反应更为前置，而债券的超额收益也往往来自于货币与信用之前的风险敞口；而股票和商品在信用扩张阶段都有占优表现，只是不同于股票资产更多反应资产未来收益的预期，对经济周期的反应更为提前。商品表现相对更加贴近经济周期，是比较好追踪宽信用成色的高频指标，往往在实体融资需求转好，库存回补的扩张晚期的超额收益更加显著。

图 4：股票在信用扩张阶段有占优表现



资料来源：Wind, 国元证券研究所

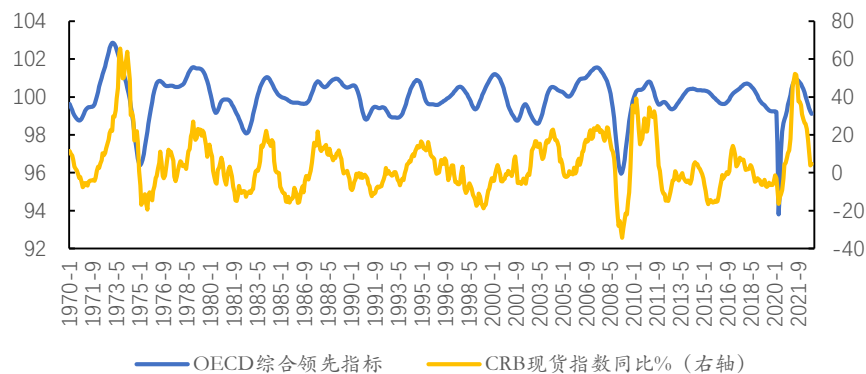
图 5：商品在库存回补的扩张晚期超额收益显著



资料来源：Wind, 国元证券研究所

如果我们用 CRB 现货指数同比模拟商品周期，OECD 领先指标大致模拟经济周期，通过最佳最小二乘预测的方差测算也可大致得到商品周期总体较经济周期应是略有滞后的。

图 6：CRB 指数较 OECD 领先指标最优三阶滞后



资料来源：Wind, 国元证券研究所

4. 商品大类和重要品种的轮动规律

而具体来看，各个大宗商品品种之间会随商品周期出现相对有序的波动。我们可以尝试选择 CRB 现货综合指数为基准标的，观察商品大类和重要品种价格轮动规律能得到以下图表：

表 1：各商品大类及重要品种与 CRB 现货综合指数的领先或滞后性

商品大类	大类重要品种	先行阶数	滞后阶数
贵金属	黄金		3
	白银		2
能源化工	布伦特原油	1	
	煤炭		2
	天然气		2
	肥料		1
工业金属	铜	2	
	铝	1	
	锌	1	
黑色金属	钢铁		2
	铁矿石		1
粮食	CBOT 大豆	1	
	CBOT 玉米		3
	CBOT 小麦		2
农产品	豆油	1	
	棕榈油		2
	20 号橡胶		1
	棉花		1
	糖		1

资料来源：wind，国元证券研究所

同时考虑领先性和大类代表性，铜，原油，黄金是周期观察最为重要的三类商品。通过格兰杰因果检验的时间序列数据反映出，原油和铜都表现出较为显著的领先性，而黄金的后周期属性则更为凸显。此外，铜油比又能较好模拟“油铜轮动”的时间敞口辅助判断商品锚定的周期阶段。

铜和原油作为两项重要的经济周期先行指标，两者之间长期走势表现出高度相关性，回溯历史可以看出，铜和原油价格触底反弹的时间基本同步，但是过往三轮周期原油见顶时间往往有所滞后。

图 7：过往三轮原油周期见顶时间均滞后于铜

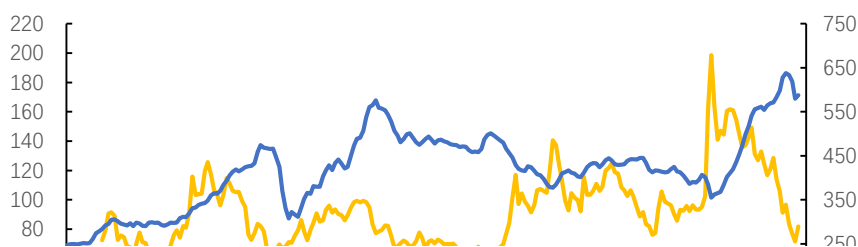


资料来源：Wind, 国元证券研究所

铜油轮动见顶的时间敞口一般伴随着铜油比的回落，背后的逻辑可以从微观和宏观两个角度分析：

- 1) 从微观商品层面，原油的供需弹性弱于铜具体表现为原油隐含供应端的权重较高，而铜对需求的边际变化更加敏感。因此在工业金属价格拐点已经出现之后，原油受制于供应问题以及产业链下游生态的复杂性，价格表现更显“钝感”。
- 2) 而从宏观层面上看，铜价隐含商品需求的含义表现为与全球经济景气高度拟合，而油价对通胀的推升显著。铜油比反映了“滞”和“胀”的两面，该指标的快速下行对大宗周期转弱有较为凸显的警示意义。

图 8：铜油比指标破 80 位置后，大宗商品下行通道打开的概率显著提升



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_46429

