

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》

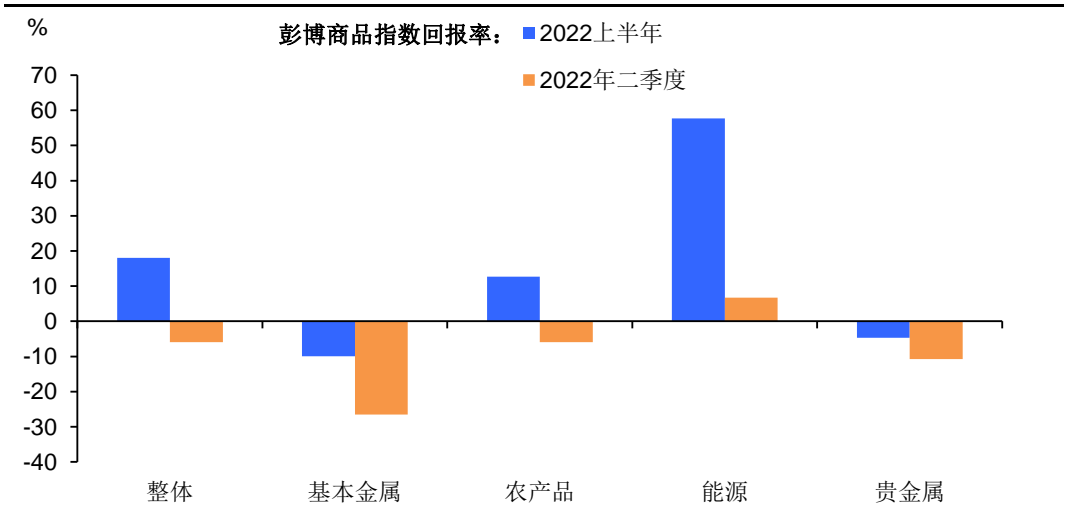
2022-06-30

《2022Q2 货币政策委员会例会：下半年更加宽松？》

2022-06-30

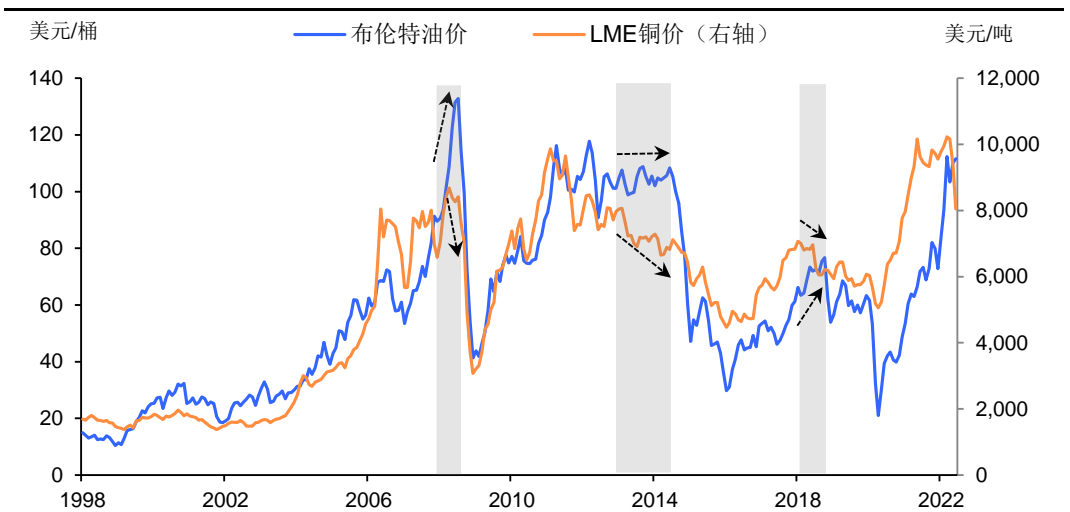
- 2022 年二季度以来除能源外的大宗商品普遍下跌，这是否意味着这轮大宗商品的牛市已接近尾声？我们认为虽然供给面的利好仍存，但当前大宗商品价格的走势仍符合历史上后者期的特征。在这一阶段，随着宏观基本面逆风的不断加大，我们更看好油价的继续筑顶和黄金的先抑后扬。
- 大宗商品虽然是 2022 年至今表现最好的资产，但今年以来在走势上明显分化。如图 1 所示，彭博商品指数在上半年上涨了 18%，背后主要靠能源（58%）和农产品（13%）支撑，而基本金属（-10%）和贵金属（-5%）已成拖累。但二季度以来整体的大宗商品指数已经转跌（-6%），因为除能源（7%）外的品种普遍下跌，尤其是基本金属的大跌（-26%）。
- 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。
- 基本金属的逆风加大：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



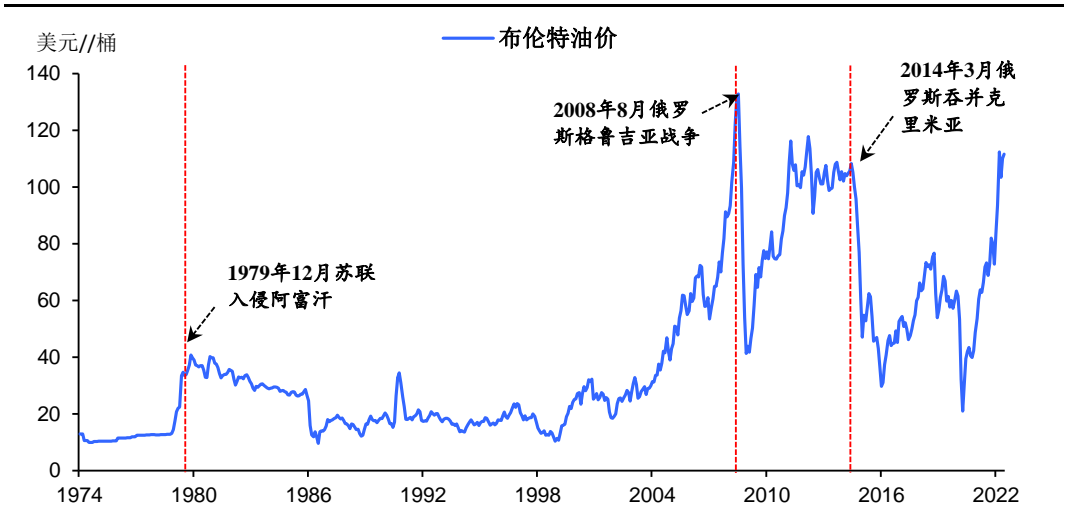
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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



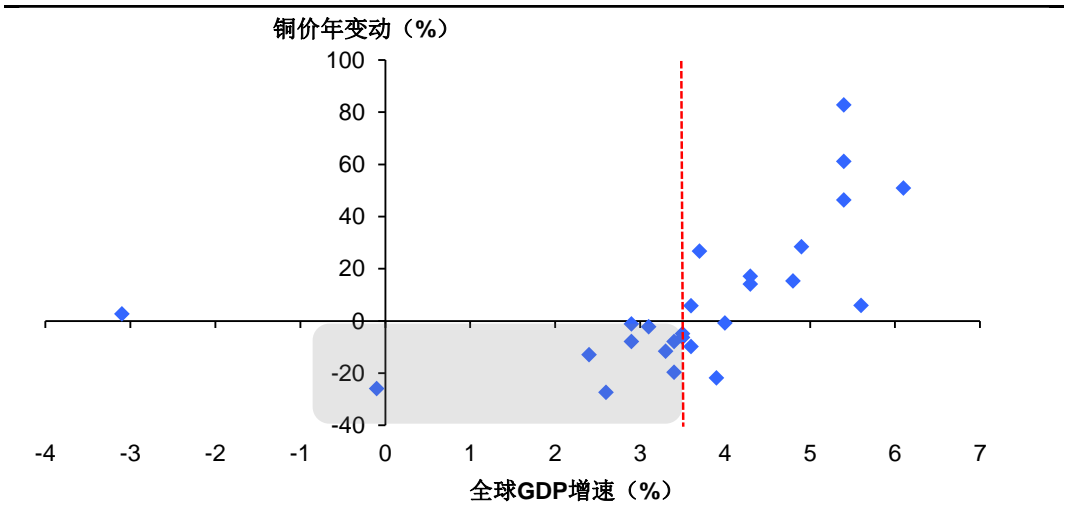
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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



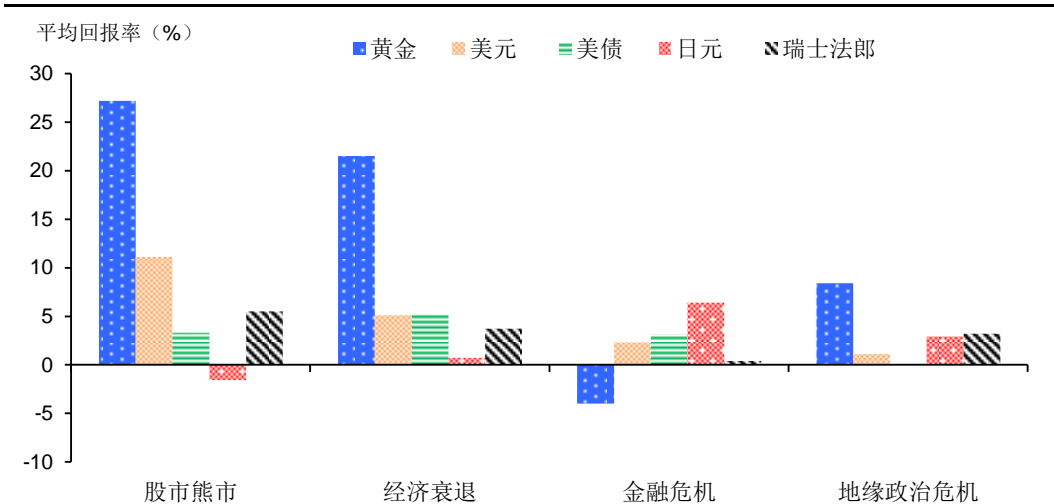
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

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

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

