2023 年 01 月 09 日
证券研究报告•宏观专题报告
宏观专题

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

波动与趋势，如何看大宗商品的超级周期？

摘要

- **驱动“超级周期”的因素。**从历史上的商品超级周期看，驱动其长期发展需要供给和需求以及其他因素的共同作用，且主要由当时新兴的经济体发展拉动。自上世纪来，大宗商品大致经历过四轮超级周期。从不同商品种类表现看，四轮超级周期中，一、二轮周期与三、四轮有明显不同，第三和第四轮超级周期，原油和金属的价格波动频率与其他大类大宗商品逐渐趋近，且原油和非原油之间的相关性也在加强；从上一轮超级周期看，大宗商品周期会受到经济周期干扰，但大的趋势依然受供需主导，此外非石油商品（主要针对金属、农产品等），基本每轮超级周期的价格均值要低于前一个周期，第四轮超级周期发生变化。

- **当下时点，商品行至何处？**从宏观数据层面，全球产出指标与大宗商品价格间相关性较高，全球 GDP 一定程度上领先非石油大宗商品价格，经济的持续增长是大宗商品价格长期走高的必要因素，而从当下经济数据看，全球宏观经济仍处于修复期，海外经济体增速放缓趋势明显，尽管我国经济增长仍在拉动全球金属需求，但与前一轮超级周期相比，当下我国对金属需求的驱动力在降低；从商品数据层面，原油库存数据近期走低，需求有所回升，未来短期利多利空因素参半。有色金属 2022 年供需偏弱，未来供需情况或有所改善，但价格不确定性较强；煤炭 2022 年国际能源危机加剧推升价格大幅上涨，短期价格高位或仍有支撑；黄金 2022 年经历大幅起伏，短中期仍建议关注黄金机会；粮食方面，地缘政治风险为 2022 年驱动粮食价格波动主因，未来粮食安全问题仍存。

- **超级周期快速增长期尚欠东风。**短期看，大宗商品仍有机会，但不同品类表现或有分化，建议关注黄金、粮食、原油的机会，金属的不确定性较大，基于国内及海外复苏节奏，短期需求和价格或仍有压力，中期有反弹机会。但从长期看，形成商品超级周期的条件尚不稳固。从时间、经济情况及商品表现上看，目前可能处于本轮商品超级周期的早期阶段，快速持续增长需要新动能的拉动。当下情况较第四轮商品超级周期有三点不同：其一，能源结构在经历变革；其二，逆全球化的趋势较之前有所加深；其三，技术层面，工业化和数字化的程度更深，供应链金融及供应链数字化也在改变大宗商品的交易方式。展望未来，领域层面，气候变化和数字化的快速发展或是拉动大宗商品进入超级周期的主题，地域层面关注一带一路沿线国家及东盟国家。

- **风险提示：**疫情影响持续性超预期，逆全球化程度加深，国内复苏不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：王润梦
执业证号：S1250522090001
电话：010-57631299
邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 三年国改收官，新篇章如何续写？(2022-12-29)
2. 稳中重质，进而求新——2022 年中央经济工作会议解读 (2022-12-18)
3. 再出发，正当时——2023 年宏观经济展望 (2022-11-27)
4. 身在其中：从产业角度看全球和我国 (2022-11-21)
5. 如何看拜登“期中大考”的一抹“红”？(2022-11-10)
6. 利率市场化改革的四维度分析 (2022-11-05)

目 录

1 驱动“超级周期”的因素 1

2 当下时点，商品行至何处 4

2.1 宏观经济层面 4

2.2 商品数据层面 6

3 超级周期快速增长期尚欠东风 9

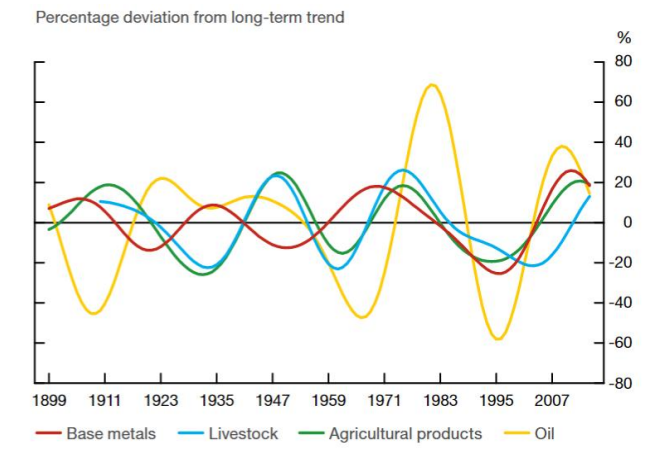
回顾2022 年，影响大宗商品价格的关键词有地缘政治风险、海外鹰派加息、经济衰退担忧下的全球需求走弱、美元走强等，大宗商品在这些错综复杂的因素下波动加大，原油和天然气价格经历大幅起落，煤炭在供需格局偏紧之下迎来复苏，黄金在一季度涨至高点后受加息影响走低，全球粮食价格一度冲高回落。展望未来，本篇主题从短期驱动因素出发，同时聚焦于更长视角，探寻大宗商品的配置价值。

1 驱动“超级周期”的因素

从历史上的商品超级周期看，驱动其长期发展需要供给和需求以及其他因素的共同作用。与普通的价格上行下跌、经济短周期的波动不同，超级周期通常持续时间更长（上升周期约10-25 年，完整周期约 20-70 年），且其驱动原因不是主要靠经济政策的宽松紧缩，而多是由于技术革命、产业更迭拉动的需求爆发，当中不同种类的商品或领域形成共振，所以超级周期涉及的大宗商品种类更广，主要是由当时新兴经济体的发展拉动。根据加拿大银行商品价格指数（综合 26 种商品的美元现货或交易价格指数，包括能源、金属、农林渔），自上世纪来，大宗商品大致经历过四轮超级周期。第一轮在 1900 至 1932 年间，由于美国经济的扩张以及技术的进步，提升了商品的需求，这轮的超级周期由一个主要经济体在工业化过程中对原材料需求增加所驱动；第二轮发生于 1932 年至 1971 年，此阶段在二战背景下，大宗商品价格上升发生在欧洲战后重建时期，日本战后经济的崛起进一步加大了周期波动的幅度，此轮超级周期，工业化和城市化的作用仍然较大；第三轮超级周期在 1971 年至 1999 年间，欧佩克的成立引发的油价震荡波及金融市场，此阶段发生的三次石油危机对价格大幅抬升起到了推波助澜的作用，通货膨胀和大宗商品价格波动加大，本轮超级周期地缘政治的主导作用更强；第四轮在 1999 年至 2016 年左右，在全球化趋势下，中国与全球经济的联系加深，在全球供应链转移下，中国作为世界工厂改变了全球供应体系，这轮超级周期以几个经济体主导，产业转移驱动，金砖国家在这个时期增长较快。根据加拿大商品价格指数，在四轮超级周期中，商品实际价格的周期高点出现时间分别在 1917 年、1947 年、1981 年和 2011 年；根据不同商品的价格表现，非能源商品价格分别在 1917 年、1951 年、1973 年和 2010 年达到高峰，从周期开始到峰值价格分别上涨 50.2%、72%、38.9%和 81.3%，从周期开始到峰值分别经历 23 年（整个周期 38 年）、19 年（整个周期 39 年）、2 年（整个周期 28 年）、11 年（整个周期 17 年）。

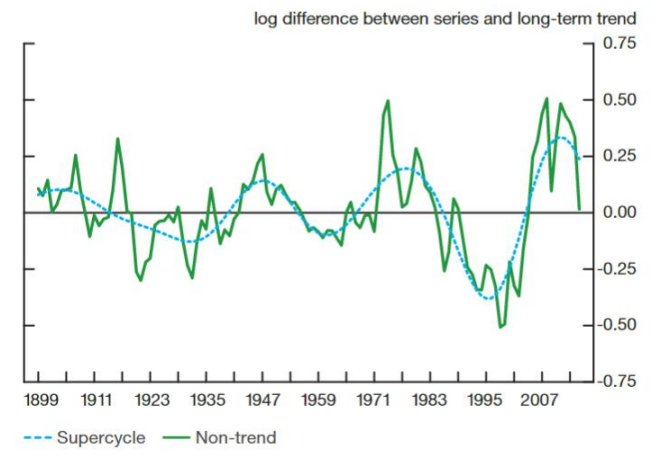
从不同商品种类表现看，四轮超级周期中，一、二轮周期与三、四轮有明显不同。不同种类商品表现在超级周期中有所分化，但可以明显发现，第三和第四轮超级周期，原油和金属的价格波动频率与其他大类大宗商品逐渐趋近，且原油和非原油之间的相关性也在加强；从振幅看，原油强于金属，再强于农牧等其他类商品。1950 年前，石油和其它商品的走势差异较大，金属也是如此，主要由于当时全球经济结构和趋势发展与当下相差较大，那个时期全球工业化程度有限，石油还没有贵为“工业血液”，所以其可以走出相对独立的行情。而进入上世纪 50 年代以后，新一轮全球化时代开启，新兴市场国家纷纷进入工业化进程，伴随经济增长，对其它大宗商品的需求也扩大，形成了一种全球经济周期的共振现象，所以大宗商品的走势也开始趋同。总结来看，全球化程度高使得在超级周期中，不同种类大宗商品价格波动节奏更加趋同，引发超级周期的驱动因素与技术更迭和产业变迁有关时，价格上涨持续时间相对更长，而与地缘政治等其他因素更相关时，价格上涨持续的时间较短（主要体现在第三轮超级周期）。二、三、四轮商品超级周期开启到峰值的时间与近三轮全球产业转移的时间基本契合，详见《身在其中：从产业角度看全球和我国》。

图 1：不同商品价格偏离长期趋势的幅度变化



数据来源：加拿大银行、西南证券整理

图 2：商品价格指数 BCPI 显示 20 世纪来经历的四轮超级周期

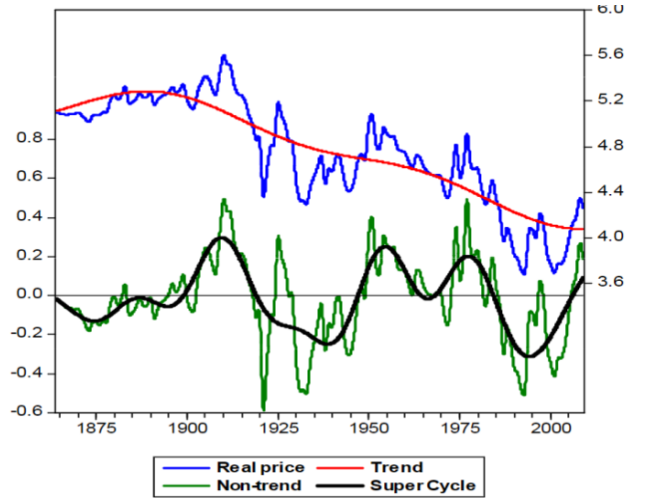


数据来源：加拿大银行、西南证券整理

从上一轮超级周期看，大宗商品周期会受到经济周期干扰，但大的趋势依然受供需主导。2002 年到 2008 年期间，全球大宗商品价格持续上涨。截至 2008 年 6 月，以实际价格看，全球大宗商品价格指数较 1990 年代的均值高出 168%；如果以名义价格看，这个涨幅则高达 300%。随后金融危机打断了这一上涨过程，经济危机恐慌下大宗商品价格大幅下挫，但是调整并未延续太长时间，随着全球经济刺激措施的推出，原材料的需求显著增长，又重新推动商品价格上行。到 2011 年中，以实际价格看，大宗商品价格指数较 1990 年代的平均水平高 155%，商品超级周期达到峰值。在整个过程中，供需结构问题是主导因素，同时全球降息及量化宽松等刺激措施带来的宽松环境也起到了很大作用。但 2012 年后，随着中国刺激政策的退出，以及资源供给端逐渐过剩，金属价格开始走低，但这距离商品超级周期结束仍有数年时间。2014 年底开始，OPEC 开始增产，希望将美国页岩油挤出市场，这标志着商品超级周期尾声的开始。2016 年初，从实际价格来看，商品价格指数已经跌回 1990 年代的均值，第四轮全球大宗商品超级周期正式宣告结束。

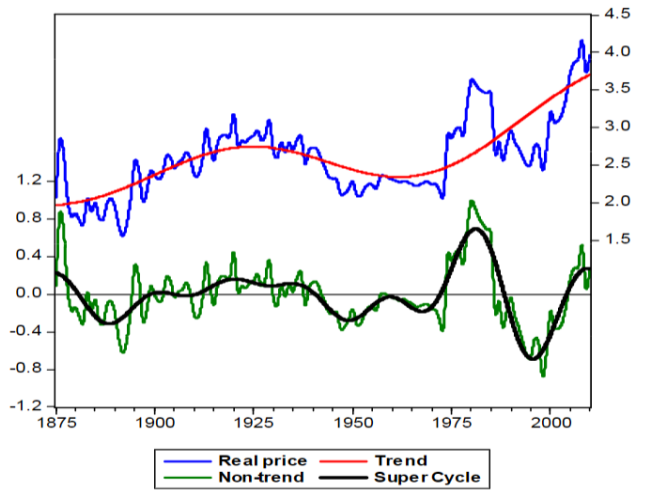
此外，非石油商品（主要针对金属、农产品等），基本每轮超级周期的价格均值要低于前一个周期，第四轮超级周期发生变化。四轮超级周期中，非石油商品价格指数在整轮周期中均值分别为 157.3、119.4、86.2、82.2，此趋势在热带农产品中体现最明显，热带农产品在四轮超级周期时实际价格逐次下移的趋势明显，燃料类商品在四轮超级价格中枢总体上移，但非热带农产品和金属表现略有不同，非热带农产品和金属在前三轮超级周期实际均价逐渐下降，但第四轮超级周期有小幅回升。从 2003 到 2008 年，能源和金属的实际价格翻了一倍多，而食品商品的实际价格上涨了 75%。

图 3：热带农产品价格中枢在四轮超级周期中下行



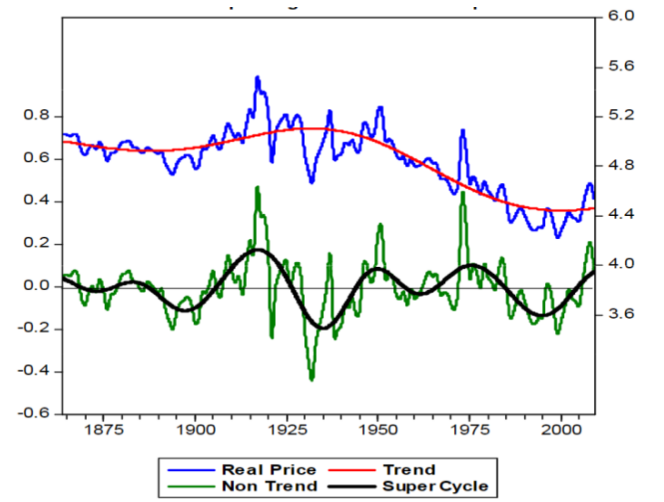
数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 4：原油价格中枢在四轮超级周期中上行



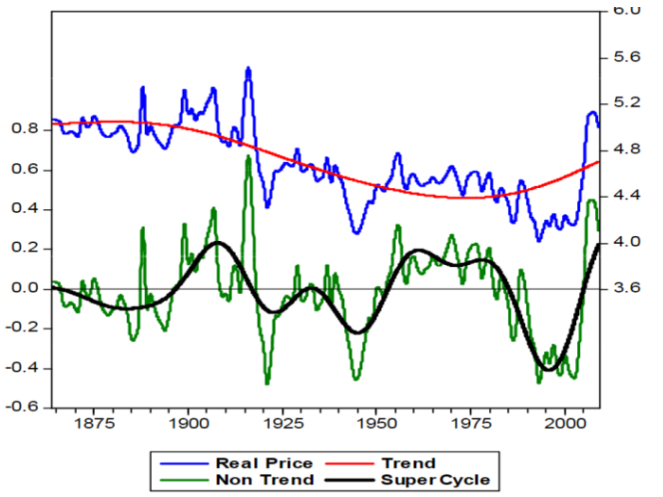
数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 5：非热带农产品价格中枢在第四轮超级周期中上行



数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 6：金属价格中枢在第四轮超级周期中上行



数据来源：UN、IMF、西南证券整理

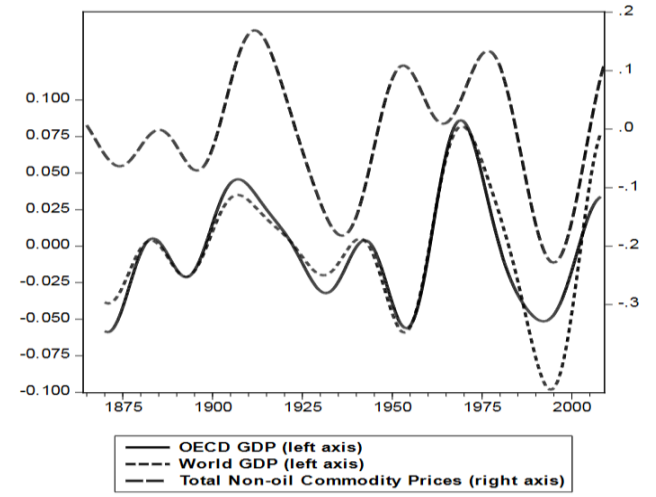
2 当下时点，商品行至何处

在之前四轮商品超级周期之后，2016 年来，全球大宗商品价格出现了一轮商品周期，2018 年底达到阶段性峰值，但随着之后的新冠疫情叠加 OPEC 在 2020 年 3 月的增产，全球大宗商品价格重新进入回落区间。驱动商品价格波动的因素较短中期，如各国在疫情下复苏节奏不同、俄乌冲突等地缘政治因素。但与上一轮超级周期不同的是，在全球经济增长放缓的担忧下需求边际增长有所放缓，那么当下商品运行到哪个阶段？

2.1 宏观经济层面

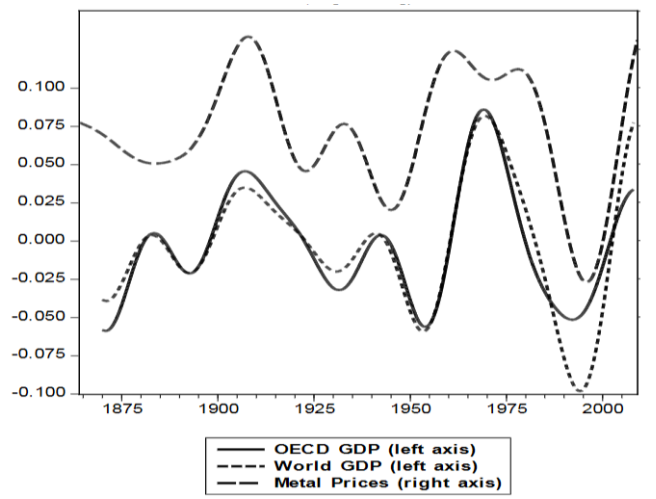
从数据来看，全球产出指标与大宗商品价格间相关性较高，全球 GDP 一定程度上领先非石油大宗商品价格，经济的持续增长是大宗商品价格长期走高的必要因素。经济增速与大宗商品价格表现并不是完全同步的，商品价格与全球产出指标之间的相关性较大，从全球 GDP、OECD 经济体 GDP 及非石油大宗商品价格的相关性看，非石油大宗商品价格与 OECD 国家 GDP 的相关系数为 0.53，与全球 GDP 的相关系数为 0.58。根据模型测算，全球经济增速周期分别领先热带和非热带农业产品的超级周期 6 年，以及石油价格的超级周期大约 12 年。对比第二次商品超级周期和第三次商品超级周期可知，第二轮周期时，世界经济同样在上世纪 50、60 年代强劲增长，之后繁荣时期被 70 年代的滞胀终结，也可以对应到第三轮周期较短暂的上升阶段。所以这说明了同属于商品超级周期，但在世界经济持续增长时，商品价格上升的持续时间更长，换言之商品价格增长的持续取决于世界经济繁荣的持续。

图 7：非石油大宗商品价格与全球 GDP 的走势



数据来源：UN、IMF、西南证券整理

图 8：金属价格与全球 GDP 的走势

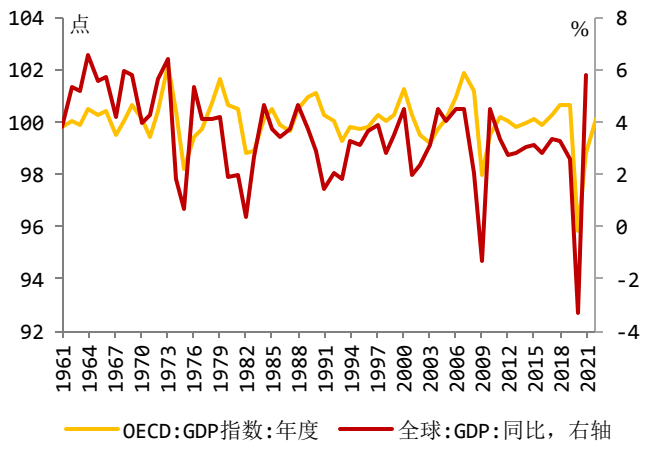


数据来源：UN、IMF、西南证券整理

从当下经济数据看，全球宏观经济仍处于修复期，海外经济体增速放缓趋势明显。根据世界银行的数据，2021 年在疫后恢复下全球 GDP 增速为 5.8%，但十年平均增速降至 2.69%，较 1960-1970 十年平均增速下降 2.51 个百分点，且十年平均增速除 2000-2013 年间，基本呈现下降态势。分国家看，**美国方面，**消费、生产、进出口数据都有转弱趋势。2022 年 11 月，美国零售销售环比降低 0.6%，低于市场预期，创去年 12 月以来最小纪录；工业产出率环比继续回落 0.2%，低于预期，产能利用率回落；10 月美国出口环比下降 0.7%，商品贸易逆差进一步增加；通胀层面，11 月，美国 CPI 同比升幅较前值 7.7%放缓至 7.1%，核心

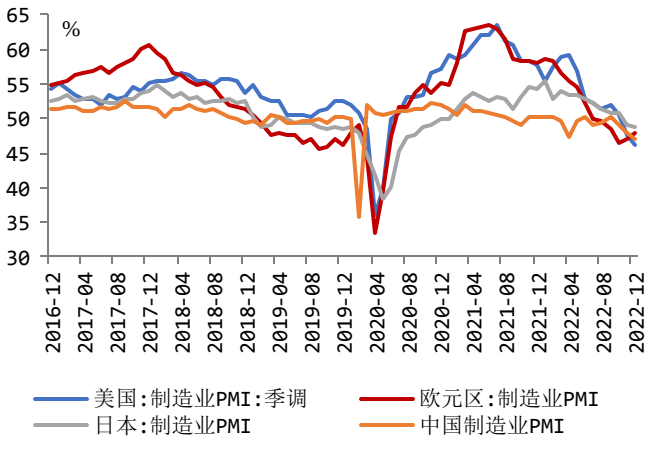
CPI 同比也由 6.3%放缓至 6.0%，下滑程度均超出市场预期，主要是由于汽油、二手车等价格大幅回落；前瞻指标方面，美国 12 月 ISM 制造业指数连续两个月萎缩，与同样萎缩的新订单和产出等分项指数齐创 2020 年 5 月以来新低，原材料支付价格指数连跌九个月，需求进一步走软，11 月末美联储公布的经济活动褐皮书也显示美国经济增速放缓。此外，房地产市场继续疲软，美国 11 月份新屋开工数继续下滑，建筑许可大幅下降，新屋开工环比跌 0.5%，为连续第三个月下滑。货币政策方面，美联储 2022 年 12 月加息 50 个基点，使得联邦基金利率区间进一步提升至 4.25%-4.50%，2022 全年累计加息 425 个基点，在披露的经济预期中，加息预测中值也从 4.6%上升至 5.1%，意味着 2023 年可能还有至少 75 个基点的加息，在 2023 年 1 月发布的会议纪要中展现偏鹰的论调和立场，没有任何一位与会者预期在 2023 年开始降息会是妥当的行为。欧洲方面，欧元区第三季度 GDP 同比增速较上季度 4.1%回落至 2.3%，连续两个季度走弱，欧元区 12 月 ZEW 经济景气指数为-23.6，较前值-38.7 有所回升，但仍在负值区间，德国 12 月 ZEW 经济景气指数也从-36.7 回升至-23.3，欧洲经济前景预期仍较为悲观；通胀方面，11 月，欧元区调和 CPI 初值为 10%，低于市场预期 10.4%以及前值 10.6%，环比也由上月上涨 1.5%转为回落 0.1%，并低于 0.2%的预期，一年半以来首次放缓，主要是由于能源价格增速出现回落，而核心 CPI 仍维持在 5%的历史高位；前瞻指标方面，欧元区 2022 年 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 47.8%，较 11 月的 47.1%有所回升，但仍处于荣枯线以下，随着供应链开始复苏、通胀压力逐渐缓解，欧元区制造业活动低迷的情况边际改善；货币政策方面，当地时间 12 月 15 日，欧洲央行和英国央行宣布加息 50 个基点。欧洲央行在声明中表示，将存款利率从 1.5%上调至 2%，并宣布计划从 2023 年 3 月起开始缩减过去 8 年购入的价值 5 万亿欧元的债券。日本方面，2022 年末日本的生产和消费端较之前也有边际改善的趋势，但整体仍偏弱，12 月份日本最大制造商的信心指数从 8 微降至 7，这是该指数连续第四个季度走弱，也是 2021 年 3 月以来的最低水平，制造业信心指数连续第四个季度下滑，主要是石油和煤炭产品制造业，但其他一系列行业的改善表明并非所有行业企业的悲观情绪都在加深；通胀方面，2022 年 11 月，日本年通胀率从 3.7%微升至 3.8%，创 1991 年 1 月以来的最高水平，主要由于进口原材料价格高企叠加日元疲软；货币政策方面，预计短期内日本央行不会停止货币宽松政策，但将继续用政策应对风险。目前国际地缘政治风波持续，海外国家通胀仍处于高位，全球货币紧缩浪潮尚未结束，全球经济仍面临较大下行风险。

图 9：全球 GDP 增速中枢逐渐下移



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：中美欧日制造业 PMI 变化情况



数据来源：wind、西南证券整理

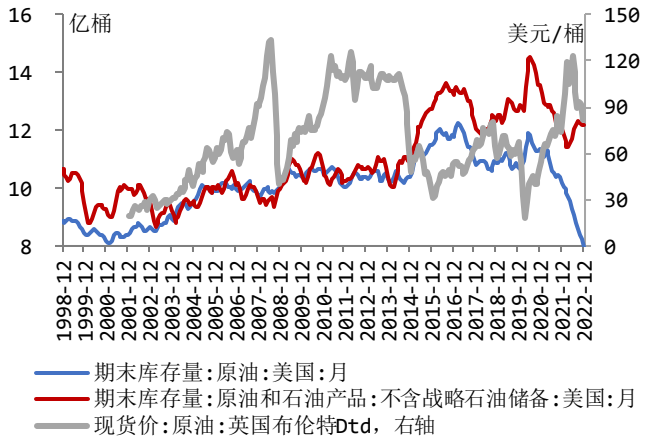
上一轮商品超级周期主要由中国对商品需求增多拉动，目前情况已有变化。随着疫情形势逐步受控，稳增长一揽子措施及接续政策持续发力，我国 2022 年前三季度 GDP 同比增长 3.0%。国内宏观政策延续积极主动发力，房企融资环境逐步改善，加之防疫政策进一步优化，四季度经济延续恢复态势。然而，11 月以来散点疫情不断，制造业 PMI 继续下行至 48.0%，经济下行压力再度增大。2022 年 12 月中央经济工作会议对当前经济形势的判断是“当前我国经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深”，但对于我国经济发展充满信心，会议认为“我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升”。此前，党的二十大报告也提出要“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。在新发展格局下，“内需”将成为我国经济发展的主要抓手。预计随着疫情影响边际消退，积极的宏观调控政策保持延续性，增强协同性，2023 年经济增速有望向“十四五”期间经济潜在增长率回归，预计在 5%-5.5%区间合理运行，总体呈现前高后稳的态势。但需注意的是，与 2008 年相比，目前我国地方债务风险有所升高，根据 IMF 统计的我国公共部门债务占 GDP 比重，2020 年达到 68.04%，远超过 2008 年 28.16%的水平。上一轮商品超级周期出现时，恰逢中国经济增长对金属需求大幅增长的阶段，而当下随着中国经济双循环并以内需为主的新格局发展，尽管我国经济增长仍在拉动全球金属需求，但较前一轮超级周期相比，当下我国对金属需求的驱动力在降低。

2.2 商品数据层面

原油库存数据近期走低，需求有所回升，未来短期利多利空因素参半。2022 年上半年，供应担忧成为油价上升的主要推动力，一方面 OPEC+增产不及预期且部分 OPEC+成员国增产不达标，原油供需整体处于紧张状态；另一方面，俄乌冲突进一步加剧了市场对原油供应端的担忧；下半年在加息以及全球经济增长放缓担忧、需求回落下，油价回落，到 12 月早些时候油价回吐了俄乌冲突以来的全部涨幅。当地时间 2022 年 12 月 4 日，OPEC+召开部长级会议，决定维持 200 万桶/日的石油减产政策不变，并宣布第 35 次部长会议将于 2023 年 6 月 4 日举行。科威特石油部长阿尔-穆拉在会后表示，全球经济增长放缓、通胀飙升和高利率对石油需求的影响是“持续谨慎”的原因。另外，OPEC+还表示目前希望评估接下来一系列对俄石油制裁对市场的影响，并观察一些国家的石油需求前景后再做决定，如果有必要，OPEC+可以临时召开专门会议，并在很短时间内及时回应。在西方国家对俄石油实施“限价令”后，俄罗斯石油出口转向印度、中国、土耳其等国家，印度已经成为当前俄海运石油的最大买家。当地时间 12 月 27 日，普京签署总统令，从明年 2 月 1 日起五个月内，禁止向那些对俄罗斯石油限价的国家和地区供应原油和成品油。12 月 13 日，OPEC 公布最新月报，需求端预计其 13 个成员国在 2023 年第一季度需要平均每天提供 2893 万桶石油，这仅比 11 月份单日产量 2883 万桶略高。预计 2023 年全球石油需求将增加 220 万桶/日，达到平均 1.0177 亿桶/日，但相比上一份月报需求预计下滑 38 万桶/日。且 OPEC 预计来自其竞争对手的供应将增加 150 万桶/日，其中约 75%将来自美国。12 月 14 日， IEA 最新月报显示，供给端 2022 年 11 月世界石油供应量打破了五个月的上升趋势，下降 19 万桶/日至 1.017 亿桶/天。IEA 目前将 2022 年和 2023 年全球石油产量增长预测分别上调至 470 万桶/日和 77 万桶/日；需求端，IEA 将 2023 年石油需求增长预期上调 10 万桶/天，至 170 万桶/天，总需求达到 1.016 亿桶/天。从库存数据看，2022 年 12 月末，美国原油库存为 7.99 亿桶，自 2021 年 3 月连续 21 个月库存走低。

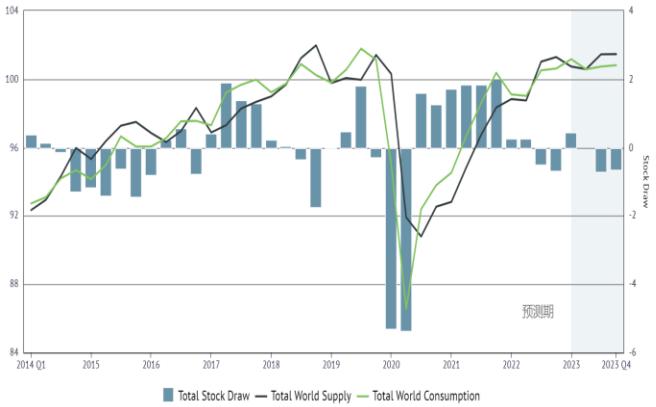
未来短期对于原油市场利好的因素：其一，中国疫情放开后，经济逐渐恢复企稳，对于原油的需求有望提高；其二，在出售了创纪录数量的美国战略石油储备后，美国现在正在寻求补充储备；其三，考虑到供应链的限制、监管的不确定性、尚未完全恢复的劳动力市场，美国石油企业对投资或持谨慎态度，产量大幅增加的可能性较低；其四，虽然俄乌冲突的地缘政治风险影响边际减弱，但俄罗斯油价上限制裁措施的落地仍可能导致欧洲油价短期上涨。但同时对于原油利空的因素主要在于全球经济尤其是海外经济在 2023 年增长压力仍大，一般来说，在经济衰退期间，石油需求和油价都会下降，而汽油需求和馏分油需求较强劲。此外，地缘政治的因素，如俄罗斯与欧洲的关系、伊核协议可能发生变化等。

图 11：美国原油库存变化



数据来源：wind、西南证券整理

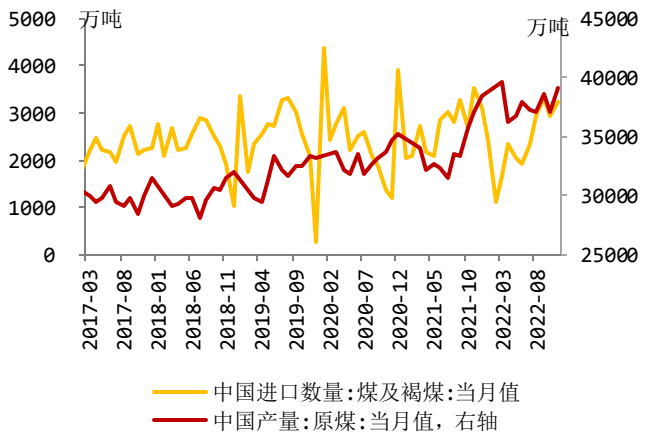
图 12：世界原油供需及库存变化



数据来源：IEA、西南证券整理

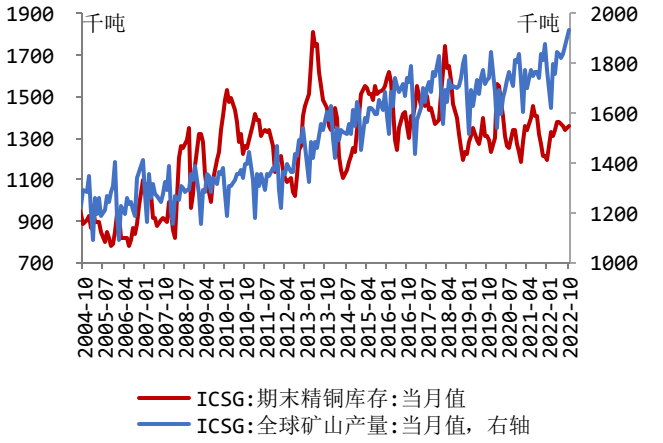
有色金属 2022 年供需偏弱，未来供需情况或有所改善，但价格不确定性较强；煤炭 2022 年在国际能源危机加剧推升煤炭价格大幅上涨，短期价格高位或仍有支撑。今年以来，受地缘冲突影响，国际煤炭、天然气等能源价格大涨，导致海外有色金属生产成本大增，企业生产出现阶段性减产。有色金属在 2022 年二季度创下近年高点之后，出现了明显的下跌；8 月，有色金属再次振荡反弹，与黑色金属走出截然不同的行情；11 月市场预计美联储加息节奏放缓，再加上中国优化防疫政策，有色金属反弹幅度扩大。需求端，在海外主要经济体包括美国、欧元区鹰派加息，叠加疫情影响下形成抑制，而供给端则在俄乌冲突及疫情影响下全球供应链受阻，再加上能源危机等因素，也表现偏弱，所以在 2022 年，金属呈现出供需两弱。未来短期，供给方面在供应链修复及地缘政治因素缓解下或有所放量，需求端在加息放缓下可能也会出现改善，但是海外经济衰退担忧下或对需求形成抑制，整体从供需看，短期有色金属的价格波动或有所加大，不确定较强。煤炭方面，从我国看，今年以来煤炭市场供需矛盾明显缓解，2022 年 1-11 月份，全国生产原煤 40.9 亿吨，同比增长 9.7%，日均产量 1226 万吨；1-11 月我国进口煤炭 2.6 亿吨，同比下降 10.1%，进口量大幅回落主要是印尼煤炭出口禁止政策以及俄乌局势影响全球能源危机，煤炭需求结构有所调整。1-11 月十种有色金属产量同比增长 4.2%，其中耗煤最大的品种电解铝产量同比增长 3.9%；1-11 月有色金属冶炼行业用电量 6796 亿千瓦时，同比增长 3%。未来短期在能源危机仍持续下，煤炭价格仍有所支撑，但在俄乌冲突影响缓和、全球煤炭供给略转宽松的背景下，2023 年海外煤价或有所回落。

图 13：我国进口煤及原煤产量变化



数据来源：wind、西南证券整图

图 14：铜产量及库存变化情况



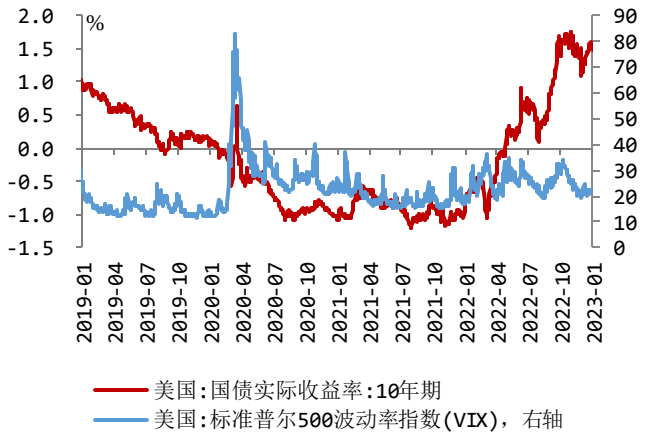
数据来源：wind、西南证券整图

黄金 2022 年经历大幅起伏，短中期仍建议关注黄金投资机会。受俄乌冲突和全球通胀压力加剧引发的避险情绪推动，黄金价格自 2022 年 1 月底开始一路走高并在 3 月 8 日达到 2052.41 美元/盎司，为 19 个月以来阶段性高点。随后，在美联储连续鹰派加息下，美元走强，实际利率攀升，黄金价格持续承压，并在 9 月底跌至 1617.1 美元/盎司。我们在专题《黄金：三面之下何时闪光？》中从基本面、资金面和情绪面三个角度指出建议关注 2022 年黄金的窗口机会，在此后得到市场验证。2022 年四季度，随着市场对美联储加息放缓步伐的预期升温、以及对通胀高企和经济衰退的担忧，黄金价格自 11 月初逐步走高，徘徊在 1800 美元/盎司附近。中期看，黄金仍受三大因素驱动：首先，美联储加息进程逐渐放缓，虽然通胀数据下行，但速度仍较慢，支持实际利率下行，黄金有上行驱动力；其次，美元指数在 2023 年上半年或将延续走弱，下半年企稳，以美元定价的黄金也受其影响有上升表现；再次，海外经济增长压力在避险层面上支持黄金价格。

图 15：美元指数回落，黄金价格上升

数据来源：wind、西南证券整图

图 16：美国实际利率与 VIX 波动情况

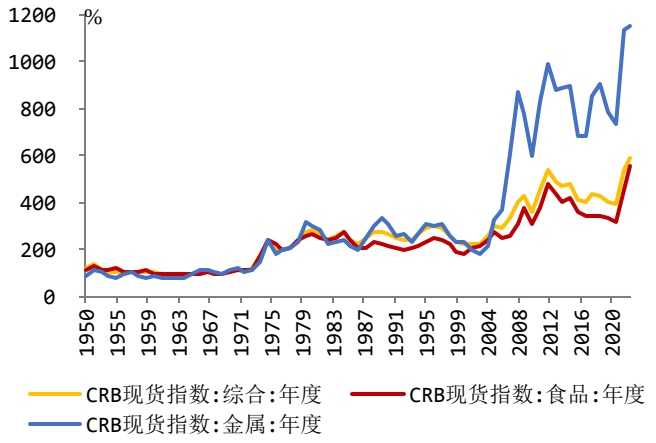


数据来源：wind、西南证券整图

粮食方面，地缘政治风险为 2022 年驱动粮食价格波动主因，未来粮食安全问题仍存。俄罗斯与乌克兰均为粮食和食用油的主要供应国，其约占全球小麦贸易的四分之一，玉米销售的五分之一，葵花籽油出口的 80%。俄乌冲突导致的乌克兰主要粮食外运港口被封锁，以及农作物种植受阻，再加上美欧等国家对俄制裁导致大部分粮食买家暂停与俄罗斯的交易，

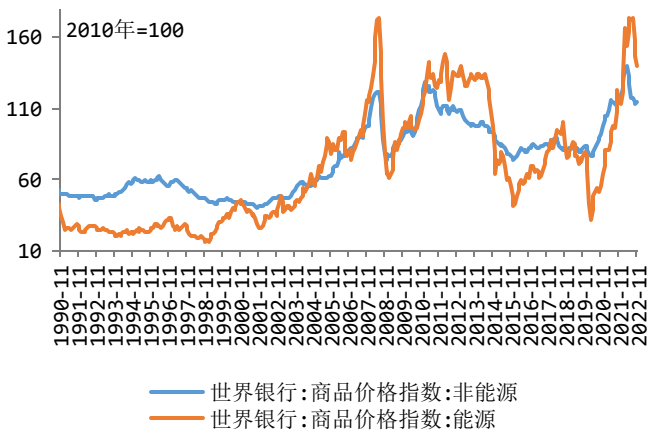
危及全球粮食供应。芝加哥小麦期货在 3 月飙涨至每蒲式耳 12.53 美元，并在 5 月因“全球第二大小麦生产国”印度宣布禁止小麦出口而一度涨至每蒲式耳 12.78 美元；芝加哥大豆期货价格也在 5 月底站上每蒲式耳 17 美元关口。而后在 7 月，随着俄罗斯、乌克兰就黑海港口粮食外运问题与土耳其和联合国签署相关协议，全球粮食供应紧张状况有所缓解，小麦、大豆等农作物价格也出现较大幅度回落。截至 2023 年 12 月 28 日，芝加哥小麦期货价格为每蒲式耳 7.75 美元，芝加哥大豆期货价格为每蒲式耳 14.95 美元。此外，联合国粮食及农业组织（FAO）的粮食世界价格指数在 11 月份小幅下降，尽管有所回落，但全球粮食价格仍处于历史较高水平。2022 年粮食价格的大幅波动凸显了世界粮食安全问题，而这个问题短中期解决的概率较低。FAO 指出，长期来看，导致更严重干旱和降水模式改变的气候变化和环境破坏是造成粮食减产的主要因素，而且不大可能在 2023 年得到有效缓解，全球小麦产量整体上正在下降，预计总产量为 7.8059 亿吨，比 2022 年 11 月的预测低 200 万吨；主要小麦生产国家（阿根廷、澳大利亚、加拿大、欧盟国家、俄罗斯和乌克兰）的产量为 3.287 亿吨，而计划产量为 3.308 亿吨。在需求较强劲，而供给增量不大的背景下，短期粮食价格或仍维持高位。

图 17：CRB 现货指数变化情况



数据来源：wind、西南证券整理

图 18：商品价格指数的变动



数据来源：wind、西南证券整理

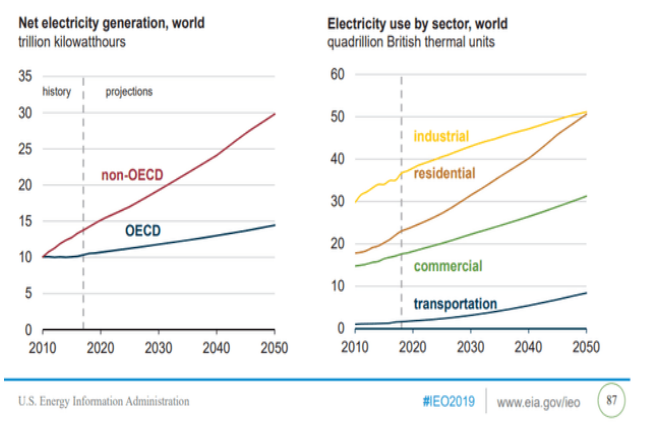
3 超级周期快速增长期尚欠东风

短期看，大宗商品仍有机会，但不同品类表现或有分化。通过以上分析，建议关注黄金、粮食、原油的机会，金属的不确定性较大，基于国内及海外复苏节奏，短期需求和价格或仍有压力，中期有反弹机会。总结看，驱动现阶段大宗商品价格的主要因素为全球经济复苏节奏、货币政策由紧到稳的进程、地缘政治因素缓解等。但从长期看，形成商品超级周期的条件尚不稳固。海外经济现阶段增长压力较大，需求偏弱下，企业对于商品方面，尤其是能源和金属方面的投资持偏谨慎的态度。从以往四次超级周期看，一般由一个或几个新兴经济体带动大宗商品需求增长，属于增量的大幅增长。目前，一方面国内短期仍在复苏中，海外经济仍有下行压力，全球经济增速仍整体处于下降趋势，从基础上没有支撑大宗商品价格持续增长；另一方面海外美欧日发布的刺激措施中包含的扩大基建计划，大多是旧设施更新维修。判断商品超级周期是否到来对于全球至关重要，商品价格趋势对于依赖商品出口的发展中国家十分重要；并且，通过新的资本投资来增加产能的决定与未来长期趋势直接相关。在整个周期过程的前半程，受到技术创新或产业结构调整影响**投资品**

快，相关的大宗商品价格随之提升，而在周期的下半程，随着新兴部门的经济转型基本完成，产出增长高位下降，在技术和需求更稳定的同时，供给的升高使得相应商品价格走低。

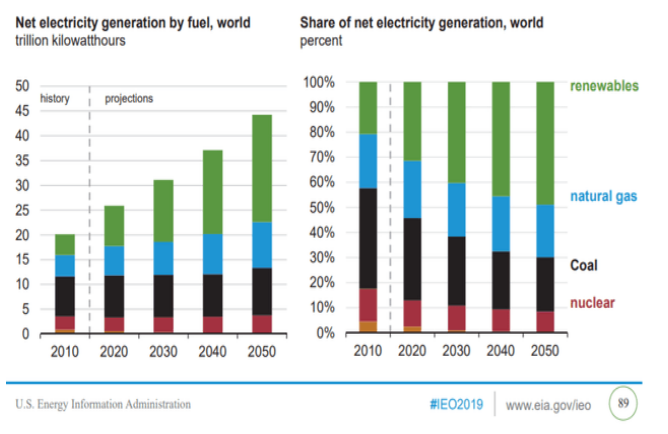
从时间、经济情况及商品表现上看，目前可能处于本轮商品超级周期的早期阶段，快速持续增长需要新动能的拉动。当下情况较第四轮商品超级周期有三点不同：其一，能源结构在经历变革。从以往商品超级周期看，煤炭、原油和天然气等化石燃料在期间经历了巨大的需求增长，但随着各国对气候变化议题更加重视，低碳能源和传统能源的站位发生变化，主要国家多出台针对新能源、清洁能源的鼓励政策，长期对于煤炭、原油和天然气等传统能源的需求可能处于下降趋势。其二，逆全球化的趋势较之前有所加深。在地缘政治风险尚未完结的背景下，全球供应链的修复仍需时间，而涉及大宗商品投资的新项目也将有所受阻。而且我国也在深入推进能源体制改革，对于大宗商品的贸易结构、需求和供给也与本世纪初出现明显不同。大宗商品需求从西方转移至东方，大宗商品供应也正从北半球转向南半球。其三，技术层面，工业化和数字化的程度更深，供应链金融及供应链数字化也在改变大宗商品的交易方式。展望未来，领域层面，气候变化和数字化的快速发展或是拉动大宗商品进入超级周期的主题。与我们之前在全球产业链变迁专题中（详见《身在其中：从产业角度看全球和我国》）提出的，疫情后目前世界或正在经历第 5.5 次产业转移，主题方向关注气候变化和数字化。一方面，在数字革命中，全球对于数据基础设施的需求上升，相关的大宗商品，如铜等需求在长期或有较大提升；另一方面，气候变化对于发达国家和发展国家是长期议题，清洁能源虽然短期由于供给较少在体量上受限，但长期占比或逐渐升高，与之相关的金属的需求将提高。地域层面，中国是上一轮大宗商品超级周期的主要参与者，本轮中，经济增速可能更快的一带一路沿线国家及东盟国家或有更多机会。

图 19：不同领域用电增长情况



数据来源：wind、西南证券整理

图 20：发电结构变化显示传统能源占比逐渐降低



数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼
邮编：100033

深圳
地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼
邮编：518040

重庆
地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼
邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn