

# 大宗商品的投资逻辑

## ——大国博弈下的新起点之大宗篇

银河证券研究院 总量&固收团队

刘丹  
2023.01

中国银河证券股份有限公司  
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

# 导言：2022年的改变是深刻的，2023年—新趋势的起点

## 2022年大国博弈下，全球格局发生趋势改变

**美元信用货币体系遭遇前所未有的挑战：**美国滥用制裁导致的问题，涉及央行储备货币美元资产的安全性，贸易结算尤其是能源领域更加多元化，黄金的货币属性体现。

**美元信用体系，对非美货币汇率、利率冲击大。**美联储2020持续到2022如此大幅的货币扩张，叠加能源供给冲击造成的全球范围通胀，2022不到一年时间如此剧烈的加息，造成的极度市场波动，美元受益，但美债遭遇前所未有抛售，欧元区、日本面临更大的汇率贬值和利率抬升压力及债务风险。

**能源供需格局造成的深刻改变：**欧洲的能源供给格局，对俄、美能源依赖和政治关系的转变，在此背景下，欧洲能源成本对产业体系造成的深远影响，以及未来欧洲能源结构产业趋势影响深远。

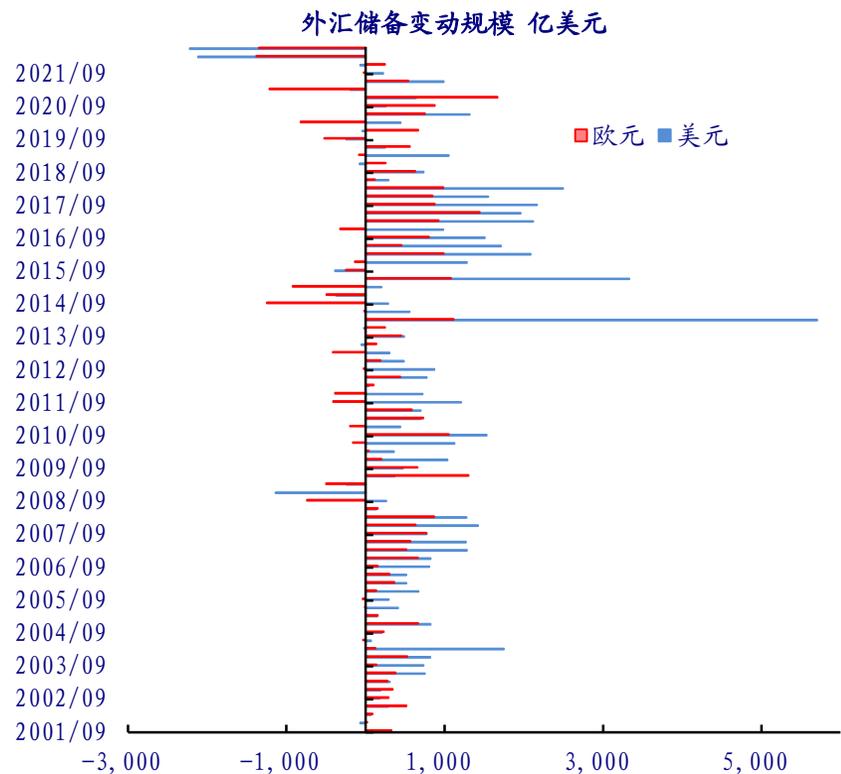
**高科技领域和新能源领域：**《通胀法案》和《芯片法案》，全球化自由市场、贸易分工格局的转变。美欧的竞争，中美的竞争，技术领域的竞争，资本的竞争、市场的竞争都在加剧，同时博弈之下中欧的合作必要性增加。

# 一、2022年后的美元、美债和黄金逻辑变化

---

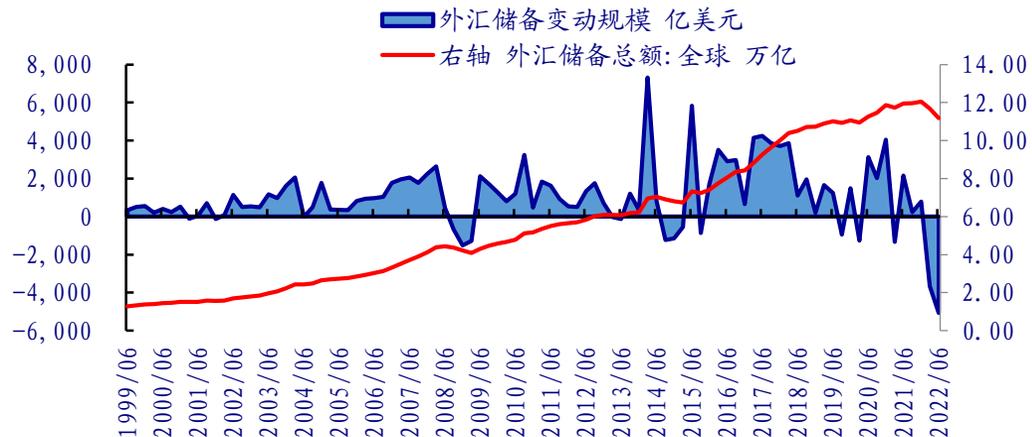
# (一) 美元信用体系面临挑战：全球外储、美元、欧元被大幅减持

## 外储中，美元、欧元规模大幅下降

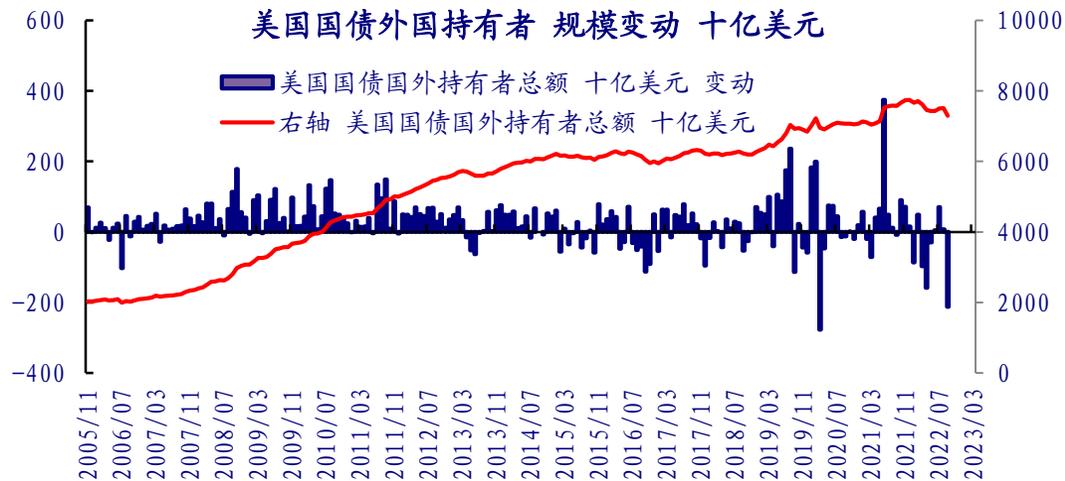


**2022年2月以来：  
美元信用货币体系、贸易结算体系的挑战前所未有**

## 全球外储规模前所未有的下降

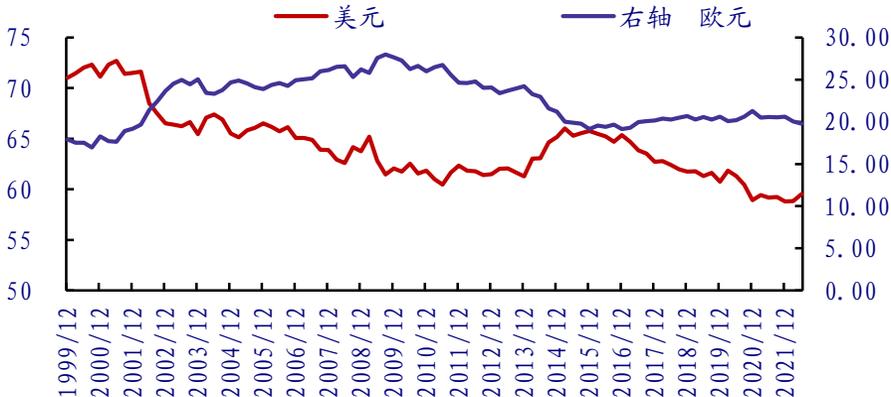


## 美债遭遇海外持有者前所未有的抛售



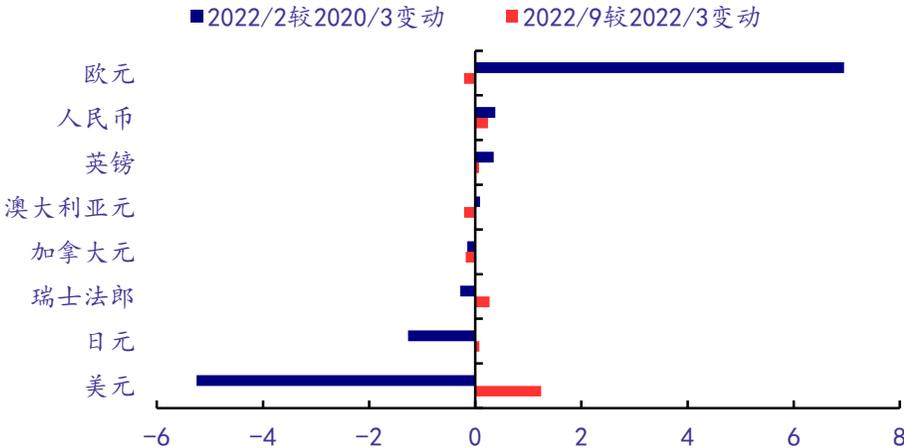
## (二) 外储和国际贸易结算结构：多元化趋势

全球外储规模下降，但占比变化，美元小幅回升，欧元下降



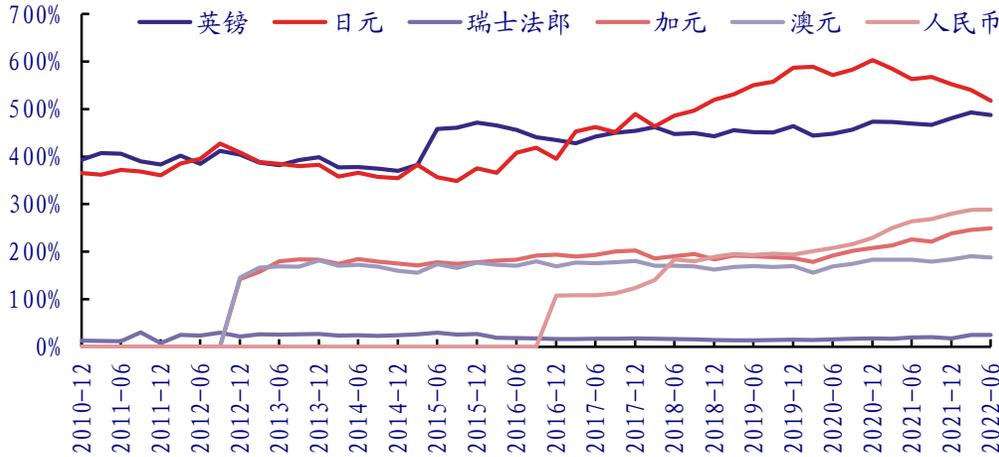
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

国际贸易结算：SWIFT系统美元占比回升，欧元下降



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

外储结构呈现更加多元趋势



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理 (2022年3月俄罗斯被剔除SWIFT,占比分母发生改变)

### 2020年-2022/02，国际贸易结算方面，欧元重新威胁美元地位

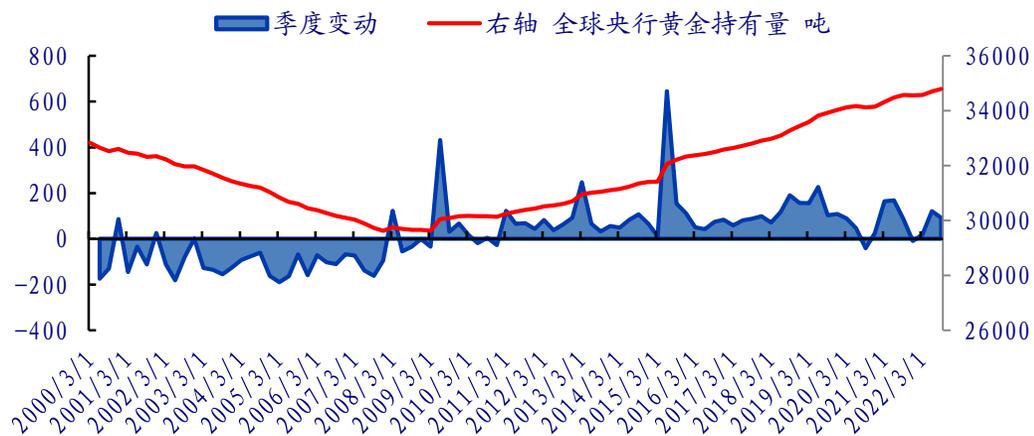
- 除了储备货币方面，在国际贸易结算领域，2020年疫情后美元的结算占比大幅下降，欧元的结算占比大幅上升且结算比例接近美元，
- 人民币结算占比有所上升，但无论体量还是增速，都无法与欧元媲美。

### 2022年2月以后，国际贸易结算多元化趋势

- SWIFT系统中，国际贸易多元化趋势更加明显。
- 能源交易：部分是相当于是基于绑定黄金的结算。

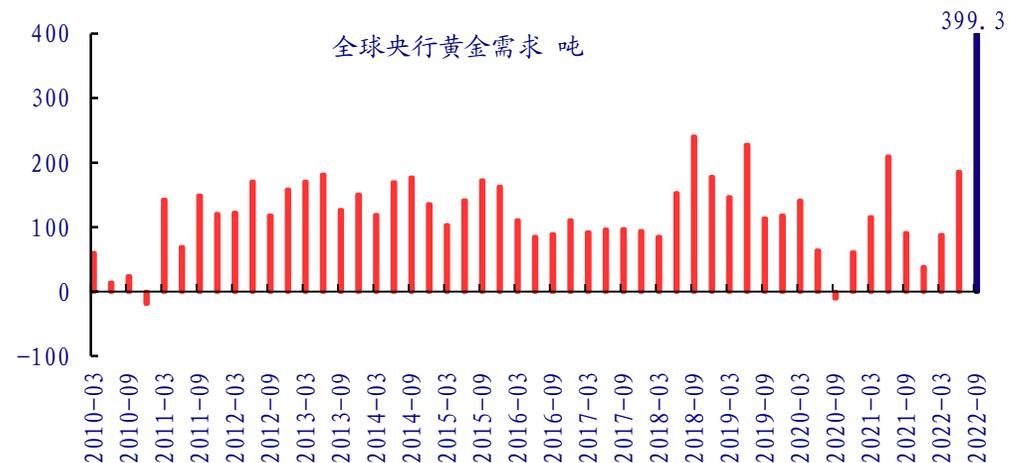
# (三) 黄金的货币属性vs美元信用：全球央行增持黄金

全球央行加总持有黄金规模2008年以后持续上升



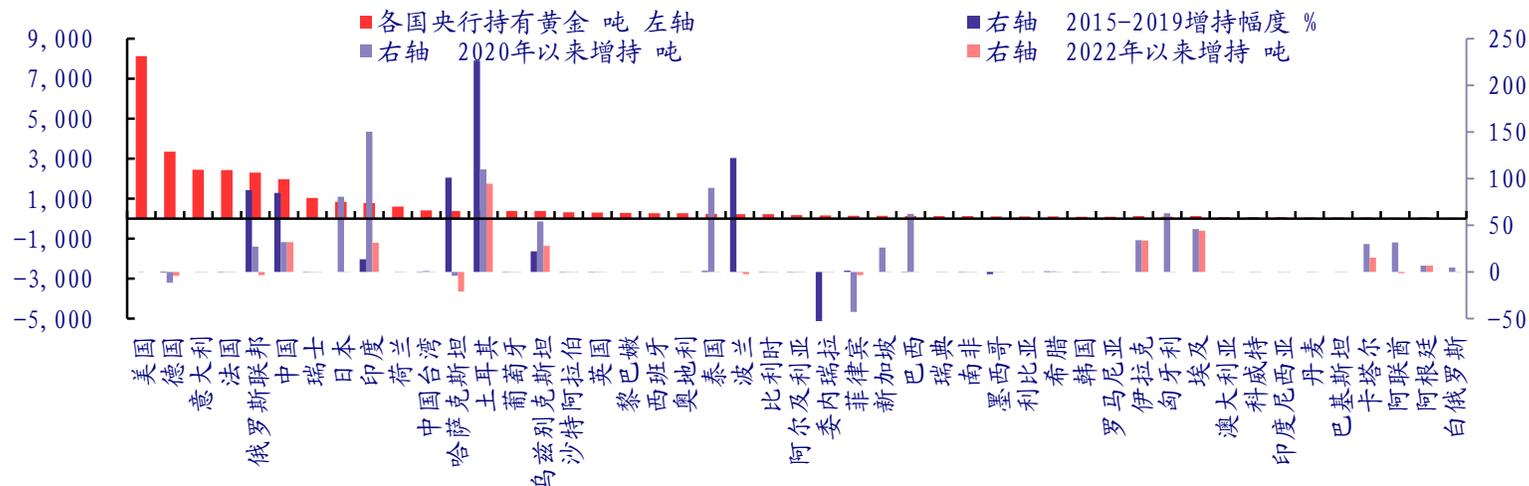
资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

全球央行黄金需求量在2022Q3激增



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

全球增持黄金的央行家数在2020年以后大幅增加



资料来源：世界黄金协会，中国银河证券研究院整理

**2008年以后**，长期的QE使美元信用遭遇挑战，全球央行持有黄金规模持续攀升，主要集中在除欧美发达经济体以外的国家。

**2015-2019年**：增持黄金幅度较大的国家主要是俄罗斯、中国、土耳其、哈萨克斯坦、波兰。

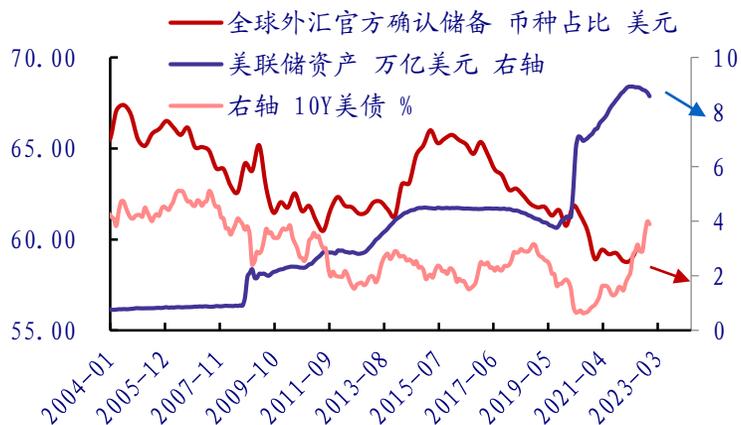
**2020年以来**：增持国家增多，包括日本、印度、泰国、巴西、匈牙利以及中东国家也增持黄金，这些国家半数是在2022年增持的。

**2022年Q3央行对于黄金的需求激增。**

背后是美元滥发、金融安全、地缘政治、能源格局等因素。

## (四) 美债和黄金的逻辑，黄金的支撑较强

### 美债、美联储资产负债表、去美元化进程关联



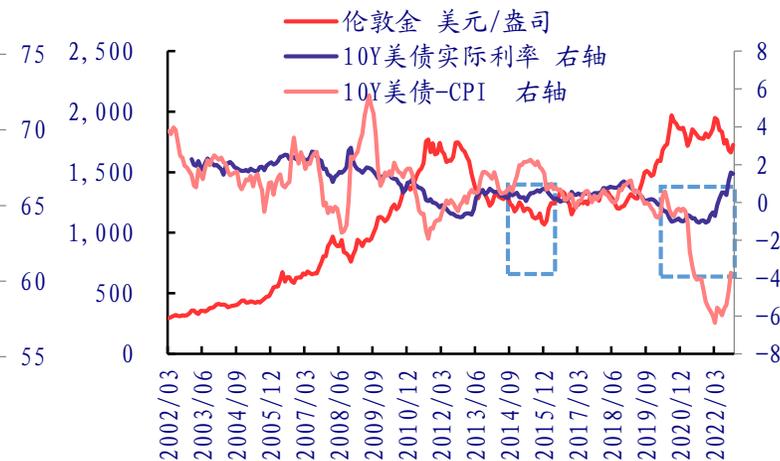
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 黄金和去美元化进程高度相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 实际利率和黄金的表现通常是负相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 美债，利率长期中枢水平将抬升

- **美债与缩表&去美元化:** 2023年资产负债表继续收缩, 2022Q2美元在全球外储占比有所抬升, 但整个外储规模在下降, 去美元化趋势实际在加速, 随着美债利率具备超高配置价值, 或有所缓解, 但趋势似乎无法逆转, 美债利率长期中枢水平将抬升。
- 2023美债利率维持高位区间震荡。美债利率的下行依赖缩表的结束和降息周期的启动, 但宽松损伤美元信用。

### 黄金的决定因素: 美债实际利率和去美元化进程, 到底哪个起最关键作用?

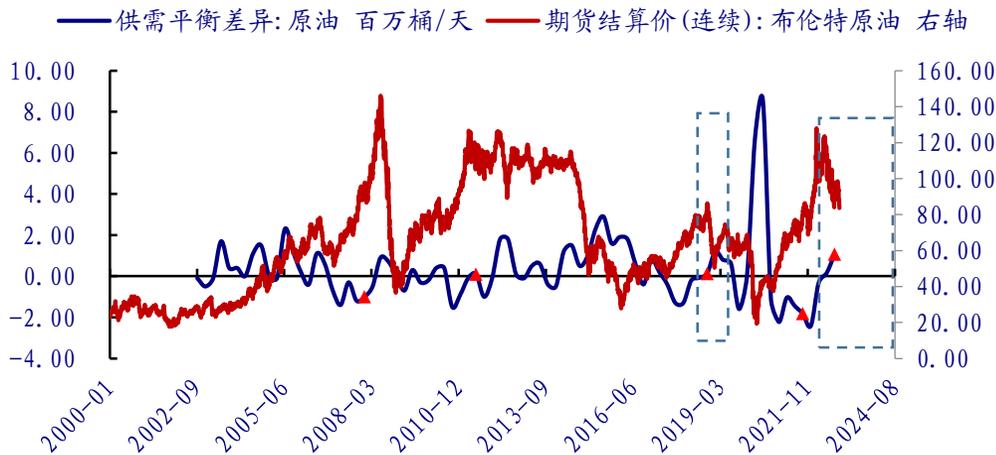
- **TIPS同样的幅度, 黄金不一样的表现:** 2012年9月份美债实际利率的表现和当前比较相似, 都是实际利率大幅上行, 并回正, 但明显此次黄金的下跌幅度更弱。而用名义10Y美债-CPI来看, 关联性似乎不高。**加息、缩表周期:** 2017年年中到2019年年初, 快速加息+缩表周期, 美债实际利率大幅上行, 但处于去美元化趋势, 黄金表现较坚挺。
- **2022年去美元化背景+美快速加息,** 美实际利率上行压制黄金表现但黄金相对抗跌。2023年金融周期压制下降, 黄金将有表现。

## 二、能源格局变化下的大宗商品

---

# (一) 原油：供需关系改善+对俄“原油限价令”

## 原油供需格局改善



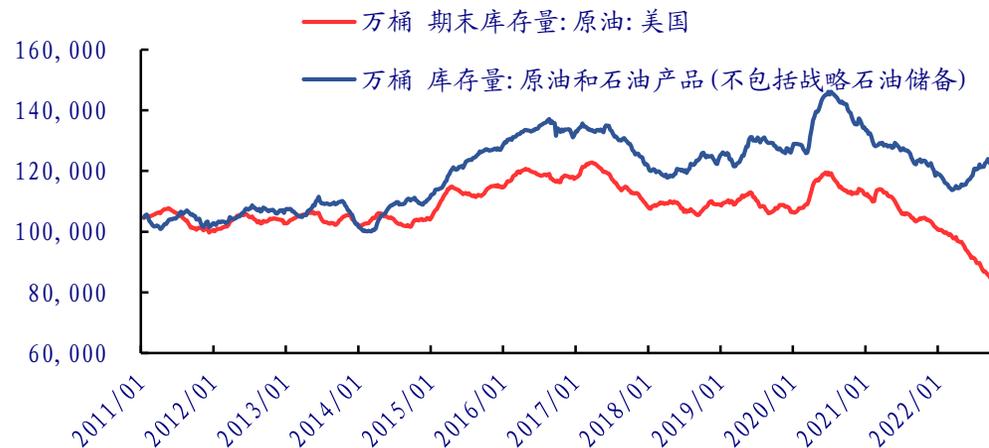
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 钻井平台数回升, 需求下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 美国释放原油储备, 战略储备库存大幅降低, 后续增加不确定性



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- 原油供需格局改善: 随着钻井平台数回升以及经济下行压力加大, 需求萎缩, 原油供需关系改善。
- 对俄“原油限价令”的影响, 政治博弈加剧, 同时对物流的不利影响有所体现, 将阶段性影响供给, 但也影响对俄原油的需求, 俄降价出售原油的可能性更大, 总体原油价格较难上涨。
- 美原油库存在极低的水平, 尤其是战略石油储备库存水平, 带给未来原油供给不确定性, 但额外也增加了美的补库需求。
- 因此原油限价令后, 原油对市场的冲击和波动大概率降低。

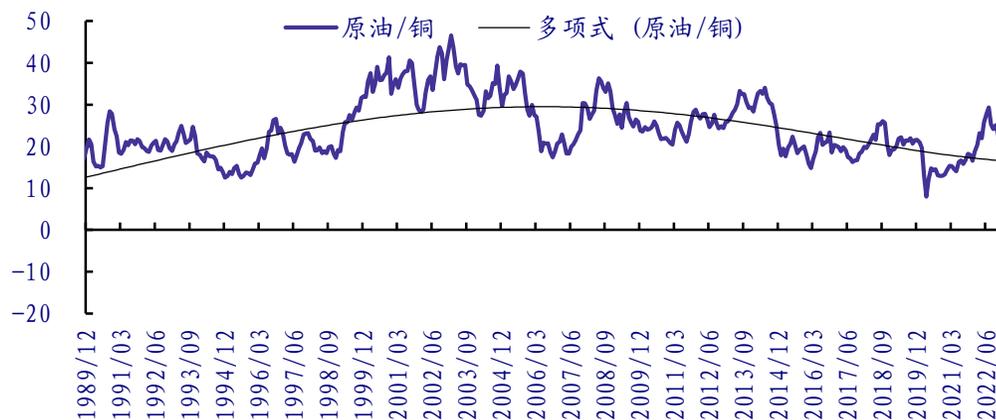
## (二) 原油、黄金与白银和铜：能源结构和货币体系变动趋势主导

### 黄金和原油价格比值目前处于均值附近



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 原油和铜比值偏高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 黄金/白银比值较高

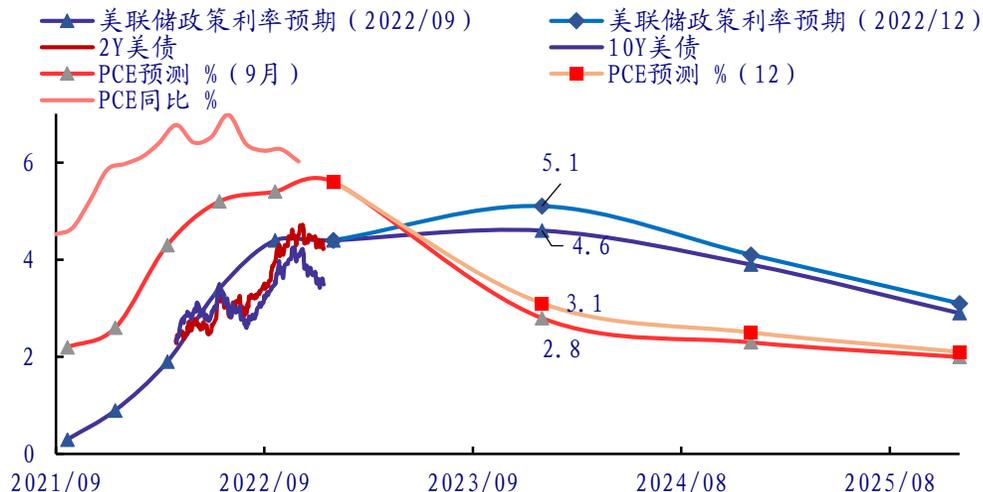


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **黄金、白银**（货币属性），**原油**（传统能源），**铜和白银**（新能源领域需求增长的工业品属性），四种商品的长期趋势，**将受全球能源结构和货币体系演进趋势主导。**
- **黄金、白银**：货币属性加强以及金融周期美联储加息放缓，支撑金价、银价。
- **黄金/原油**：**比值长期中枢将有所抬升。**黄金与原油的关系更加紧密，但原油市场价格目前在供需关系改善、新能源产业替代等趋势影响下，长趋势或难有表现。
- **黄金/白银**：白银除了具备贵金属的货币属性，新能源领域需求增长的工业属性在未来提供更强支撑。金融周期和工业需求增长周期同时推升白银上涨，将比黄金表现更加亮眼。
- **原油/铜**：体现传统能源与新能源对比趋势，比值趋势下行。

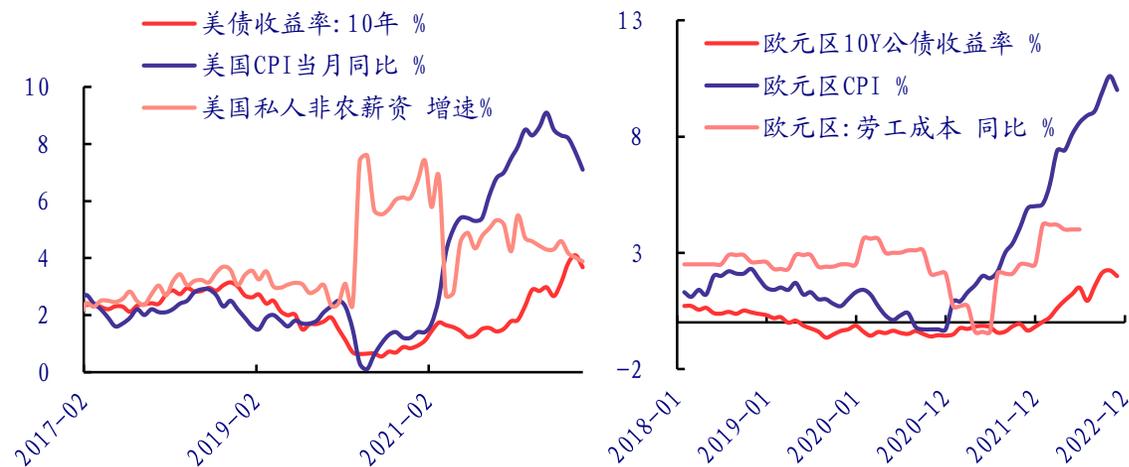
# (三) 利率高位下的信用紧缩周期

## 美联储对长期通胀路径和政策利率路径预测值有所上调



资料来源: 美联储, wind, 中国银河证券研究院整理

## 相对于欧元区, 美联储更接近货币政策拐点



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 期限利差深度倒挂, 抑制信贷融资

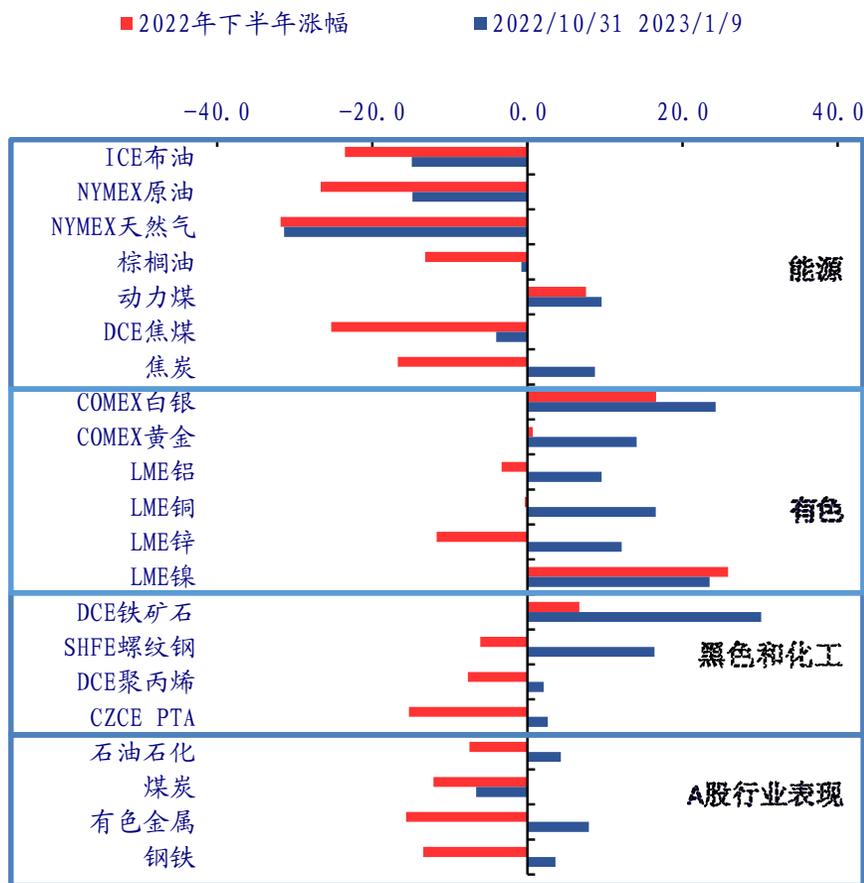


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

- **市场预期:** 发达经济体加息周期接近尾声, 但2023年利率维持高位。
- **美联储政策利率预期曲线处于顶部区域:** 通胀缓和, 美薪资增速放缓, 但就业市场由于供给短缺, 降温仍需时间。
- **相对于欧元区:** 美联储货币政策更接近拐点, 但难言拐点。货币政策边际差异将使美元边际走弱。
- **利率高位维持, 期限利差倒挂, 信用紧缩周期打压经济。**

# (四) 美经济、通胀下行周期不利大宗商品，但美元弱势提供支撑

2022年10月后工业品涨幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美国通胀周期与大宗商品价格高度相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

- **美经济、通胀下行周期不利大宗商品，但美元弱势提供支撑：**CRB大宗商品价格指数的顶点略领先于美通胀周期的顶点，此次也不例外。
- **大宗商品10月以来的行情，后续趋势延续的概率较高**
- **黄金、白银：**货币属性加强以及金融周期美联储加息放缓，支撑金价、银价，2023年仍将有所表现。**黄金/白银：比值将下降，白银表现更好。**
- **黄金/原油：比值长期中枢将抬升。原油阶段性或仍有不确定性，但长期不看好。**
- **原油/铜：**体现传统能源与新能源对比趋势，比值趋势下行。铜的总需求有可能在信用收缩周期，表现一般，但下跌风险很低。
- **黑色系：**铁矿石、钢铁行业有上涨空间，受益于中国疫情优化对消费和居民就业及收入的预期改善，以及中国地产周期底部向上修正预期。
- **A股市场：**有色、黑色权益市场表现不弱，趋势延续。石油石化总体表现难有起色，但行业存分化。

# 三、结论

---

## 结论：黄金货币属性支撑价格，大宗延续行情

**美元信用体系面临挑战：**全球外储、美元、欧元被大幅减持；外储和国际贸易结算多元化趋势，2022年2月以后，SWIFT系统中多元化明显，能源交易结算部分绑定黄金。

**黄金的货币属性vs美元信用：全球央行增持黄金。**2008年后，长期QE使美元信用遭挑战，全球央行持有黄金规模持续攀升，主要是除欧美发达经济体以外的国家；2015-19年，俄罗斯、中国、土耳其、哈萨克斯坦、波兰等增持黄金幅度较大；2020年以来，增持国家增多，包括日本、印度、泰国、巴西、匈牙利及中东国家，半数是2022年增持。2022年Q3央行对于黄金的需求激增，背后是美元滥发、金融安全、地缘政治、能源格局等因素。

**去美元化进程，美债供需格局恶化：**2022Q2全球外储占比美元抬升但外储规模下降，去美元化实际在加速，美债利率具备超高配置价值或将有缓解但趋势可能无法逆转，美债利率长期中枢水平将抬升。2023美债维持高位震荡，利率下行依赖缩表结束和降息周期启动。

**黄金：去美元化进程是定价主导因素，与美债实际利率关联弹性降低。**与当前相似的历史周期中，TIPS同样幅度实际利率大幅上行并回正时此次黄金下跌幅度更弱；快速加息+缩表周期，美债实际利率大幅上行，但处于去美元化趋势，黄金表现较坚挺。2023年金融周期压制下降，黄金将有表现。

**黄金、白银(货币属性)，原油(传统能源)，铜和白银(新能源领域需求增长的工业品属性)的长期趋势，将受全球能源结构和货币体系演进趋势主导。**

**大宗商品：美经济、通胀下行周期不利大宗商品，但美元弱势提供支撑。10月以来的行情，后续趋势延续的概率较高。**

**黄金、白银：**货币属性加强及美联储加息放缓支撑金、银价，2023年仍将有所表现；**黄金/白银：**比值将下降，白银表现更好；**黄金/原油：**比值长期中枢将有所抬升，原油阶段性或仍有不确定但长期不看好；**原油/铜：**体现传统能源与新能源对比，比值趋势下行，铜总需求可能在信用收缩周期，表现一般但下跌风险低；**黑色系：**铁矿石、钢铁行业有上涨空间，受益于中国疫情优化对消费和居民就业及收入的预期改善，以及中国地产周期底部向上修正预期。**A股市场：**有色、黑色权益市场表现不弱，趋势延续，石油石化总体表现难有起色。

# 分析师简介

## 刘丹 博士

简介：首席FICC&固收分析师，总量组组长，北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有10余年宏观经济、金融市场研究工作经验，2011年6月加入中国银河证券研究院至今，主要从事FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、股、债投资策略等研究工作。

Tel: (8610) 80927620

Email: liudan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130513050003

## 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

# 银河总量&固收团队介绍

## 刘丹 首席FICC&固收分析师、总量组组长

简介：北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有10余年宏观经济、金融市场研究工作经验，2011年6月加入中国银河证券研究院至今，主要从事FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、股、债投资策略等研究工作。

擅长：准确把握宏观、金融周期波动，前瞻性研判大类资产配置机会。

- **2022年：提出上半年控风险，下半年博收益投资策略观点。7月份**提出大类资产配置周期，现金最优。后续进入衰退期，债市逐步具备配置价值。国内总量风险、结构机会，债市仍优。**10月末**提出美联储政策利率预期引导将趋于平稳。**11月**提出市场关键预期转变，股债板。
- **2021年：预判大类资产配置逻辑在于货币宽松周期资产再定价和中国新经济结构。**海外经济复苏+通胀+资产价格泡沫（股市高估值、房价上涨）。中国新经济结构主导，股市聚焦技术升级和消费升级，债市长期利率趋势下行。
- **2020年：准确研判下半年利率中枢上移，10Y国债下半年波动区间3-3.4%。**准确预判四季度震荡重启格局。
- **2019年：准确预判美债、黄金配置机会，预判债市为震荡市。**
- **2018年：准确预判上半年利率下行趋势，下半年美加息周期下的全球风险和国内必要的信用扩张。**

## 团队成员简介

### 周欣洋 助理分析师

简介：帝国理工学院硕士，2022年2月加入中国银河证券研究院从事FICC&固收的研究工作。

Tel: (8610) 80927726

Email: zhouxinyang\_yj@chinastock.com.cn

欢迎关注中国银河证券研究

“丹博视角”专栏

中国银河证券研究

扫码关注我们  
微信号 | zgyhzqyj



# 评级标准

## 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

## 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

# 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。



**谢 谢!**

**中国银河证券研究**

扫码关注  
微信号 | zgyhzqyj



**创造财富 担当责任**  
股票代码: 601881.SH 06881.HK