

大宗商品怎么看？关注交易节奏

2023年02月07日

去年四季度大宗商品价格开始集体上攻，市场有关“再通胀”的讨论再起。今年大宗商品市场比判断方向更重要的，或许在于结构机会和交易节奏。展望2023年，我们也反复提示关注大宗商品交易机会的重要性。

► 去年底开始的大宗价格反弹，主要受宏观情绪和资金面驱动

本轮商品价格上涨，有两点主要特征：

一是本轮大宗商品价格出现拐点的时间，和其他风险资产（美股、港股、非美货币等）拐点时间一致。二是价格反弹过程中，不同板块商品的联动性极强。

大宗商品区别于其他类金融资产，因为大宗商品本身具有较强的实体商业属性，而且不同细分板块大宗行业供需差异极大。

本轮商品上涨过程中，大宗金融交易属性盖过实体行业属性，说明本轮大宗商品价格反弹，宏观情绪和资金面的推动占据主导作用。

► 预计年内大宗商品价格将迎来一段调整。

去年底至今，大类资产交易两条主线，美国经济衰退，中国内需复苏。当前市场充分定价国内经济修复以及美国经济软着陆。

从价格反弹高度上可以看出，当前商品市场对国内外两条交易主线已经给予乐观的预期。

2月国内经济进入一个经济数据和政策真空期。海外方面，1月美国非农就业数据显示当前美国需求和通胀仍具韧性。国内复苏预期在2月缺乏直接有效的数据验证，而海外交易又有阶段性重回紧缩之势。在此情境之下，前期大宗商品做多情绪或在近期迎来调整。

► 周期视角下全球信用收缩，大宗商品仍面临一定价格压力。

后续商品基本面数据或有两点不及之前预期。

第一，海外通胀若未能按预期回落，海外资产定价或沿着“通胀超预期反弹——美联储超预期加息——经济深度衰退”这一反馈机制演进。

第二，国内实体增长修复节奏或偏弱，主因在于地产从金融端修复到实体投资企稳反弹需要时间，并且本轮地产面临阻碍及需要解决的问题也更加复杂。一旦商品去库速度不及预期，相关工业品价格也必然面临价格回调压力。

► 金融属性较强的早周期品种，或在下半年迎来结构性机会。

商品金融属性率先修复确定性更高，本质上是与今年美联储货币政策转宽紧密相关。这也意味着金融属性更强品种，例如黄金、铜等早周期大宗商品价格或最早迎来拐点。

► 今年我们认为比较确定的是不同大宗商品价格迎来分化

黄金和铜等金融属性较强的早周期品种，超额收益机会或更明显。

原油为代表的能源类商品更多表现为顺周期属性，全年价格下行压力较大。

偏向国内定价黑色产业链，相关机会需更多关注今年地产复苏数据兑现。若数据兑现节奏整体偏慢，那么黑色系价格，尤其是终端价格仍然会在强政策预期以及疲弱实体数据之间反复摇摆，做多波动率策略也许更为占优。

风险提示：地缘政治冲突发展超预期，经济发展趋势超预期，海内外货币政策超预期，数据统计或有误差。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：国内复苏交易暂缓，海外紧缩交易再起-2023/02/04
- 2.宏观专题研究：流动性分层的因和果-2023/02/04
- 3.美国1月非农就业数据点评：解密“疯狂”的非农数据-2023/02/04
- 4.宏观事件点评：2023年的财政“小算盘”-2023/02/04
- 5.美联储2月议息会议点评：警惕海外宽松交易退潮-2023/02/02

目录

1 去年底开始的大宗价格反弹，主要受宏观情绪和资金面驱动	3
2 预计年内大宗商品价格将迎来一段调整	4
3 长周期逻辑下商品的金融属性有望率先修复	6
4 后市展望：商品大类板块表现或出现分化	8
5 风险提示	9
插图目录	10

1 去年底开始的大宗价格反弹，主要受宏观情绪和资金面驱动

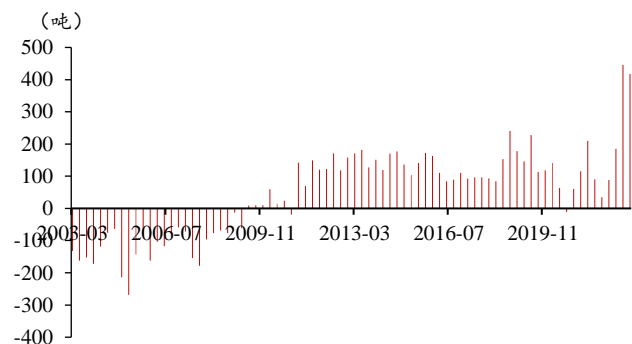
2022年11月以来，大宗商品价格跟随全球风险资产录得大幅反弹。观察本轮商品价格上涨，有两点主要特征：一来，大宗商品价格的价格和其他风险资产（美股、港股、非美货币等）反弹的时间拐点趋于一致；二来，价格反弹过程中，商品各大类板块之间也体现出极强的联动性。

大宗商品区别于其他类金融资产，因为大宗商品本身具有较强的实体商业属性，而且不同细分板块大宗行业供需差异极大。

本轮商品上涨过程中，大宗金融交易属性盖过实体行业属性，说明本轮大宗商品价格反弹，宏观情绪和资金面的推动占据主导作用。

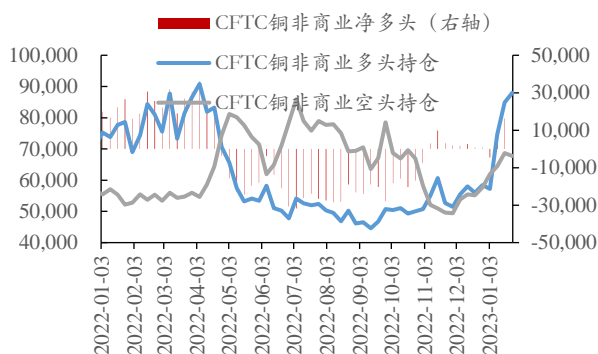
具体来看，首先从时间节点上，大宗反弹的时间点和海外的宽松交易和国内的复苏交易启动的时间点是一致的。从资金层面上，我们也注意到了一些比较明显的先行信号，比如央行的购金以及铜净多头仓位的上升。而从行情的延续性上，11月以来为国内传统生产淡季，产业数据修复的短时不可证伪也为工业品价格走强预留了时间窗口。

图1：全球央行 2022 年 Q4 大量购金



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：CFTC 铜非商业多头持仓流入（张）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 预计年内大宗商品价格将迎来一段调整

去年底至今，大类资产交易两条主线，美国经济衰退，中国内需复苏。

抛开方向上的共识，市场在中短期内博弈的焦点则始终围绕美国经济萧条的深度以及中国经济复苏的强度，而不同的组合情况对商品价格的交易节奏甚至是基本定价方面的影响无疑是迥然不同的。

从价格反弹的高度上，截至 2023/1/31 日黄金、白银、铜等金融属性很强的大宗商品自 2022 年 Q4 的低点录得近 35% 的幅度，超过 2022 年 Q1 高点 85% 的水平分位。可以看到，无论是看中国的复苏强度还是美国经济软着陆的可能性，商品市场都已经给到了高度乐观的预期。

图3：各商品大类反弹幅度

主要大类	具体品种	2022年见顶时间	反弹至前高的分位	2022/23年探底时间	底部反弹幅度
贵金属	黄金	2022年3月	94%	2022年11月	18%
	白银	2022年3月	88%	2022年9月	29%
有色金属	LME铜	2022年3月	85%	2022年7月	30%
	LME铝	2022年3月	65%	2022年9月	22%
	LME锌	2022年4月	76%	2022年11月	27%
黑色产业链	铁矿石	2022年6月	93%	2022年10月	43%
	焦炭	2022年4月	67%	2022年10月	18%
	螺纹钢	2022年6月	86%	2022年10月	22%
能源	布伦特原油	2022年3月	66%	2022年12月	11%
	Nymex天然气	2022年8月	28%		
	欧洲ARA港动力煤	2022年6月	58%		
	焦煤	2022年4月	56%	2023年1月	4%
农产品	CBOT小麦	2022年3月	58%	2022年12月	8%
	CBOT大豆	2022年6月	87%	2022年10月	13%
	CBOT玉米	2022年4月	83%	2022年7月	21%

资料来源：wind，民生证券研究院

注：统计时间截至 2023/1/31

只是底层来看，海内外的宏观环境今年看来仍然不如预期的明朗。

首先海外方面来看，市场和美联储之间的分歧本质仍在于通胀回落的速率。

类比美元定价资产的复杂性主要在于分子（经济增长）和分母端（利率环境）的平衡，当下大宗商品在宏观层面上的博弈显然也落在对于联储政策能否有效管理通胀这一核心问题上。这里或许有两种预期情形：

- 1、通胀快速下行伴随经济的深度衰退，
- 2、经济浅衰退伴随着通胀环比可接受的小幅反弹

2022 年 11 月海外风险资产的强势表现更多指向第二种预期，具体表现为一方面美国经济指向浅衰退，另一方面整个货币政策环境边际上的宽松。但这种“既要又要”的乐观预期背后的结构是极其不稳定的，而不稳定的根源是我们仍

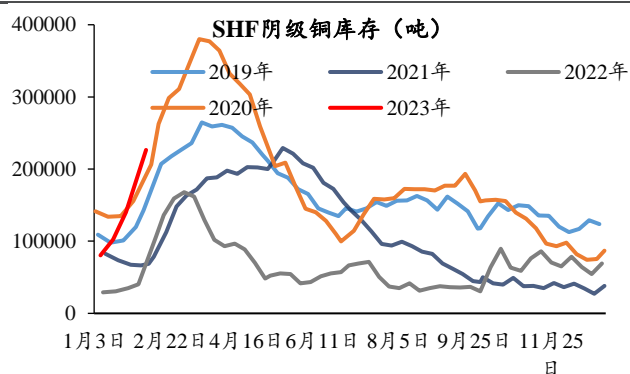
然无法确定通胀后续回落的路径，若短期内美国通胀环比存在反弹风险；那么“通胀如期回落——货币政策边际放松——经济指向浅衰退”这一预期链条将会被打断，资产价格将重新进行调整。

而短期通胀的变数又是实质存在的问题，一旦说美国核心通胀的韧性由于劳动力市场缺口问题难以轻松化解，那么资产价格或许需要考虑沿着通胀超预期反弹——美联储超预期加息——经济深度衰退的反馈机制进行重新调整。这也是继续做空美元以及继续做多包括大宗商品在内美元定价资产的主要风险。

国内方面，3月之后将开始迎来实体数据的兑现期

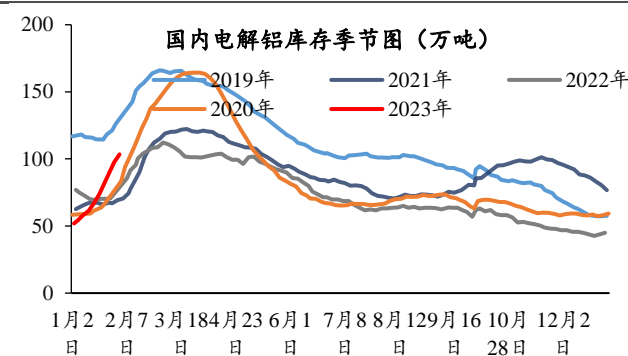
高频数据方面，多数大宗原材料目前都出现超季节性累库，可以看到，市场并未对当前库存数据进行定价，而是更多定价开工之后的去库速率。那么需要警惕的是，待工业企业陆续开工之后，若3月需求端的数据未能验证经济复苏的强度，产品去库速度不及预期，相关工业品价格回调的压力便是需要考虑的现实问题。

图4：上海期货交易所阴极铜库存超季节累库



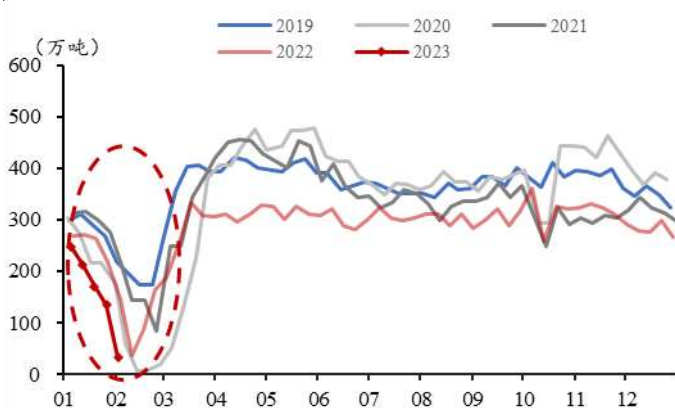
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：国内电解铝季节性累库



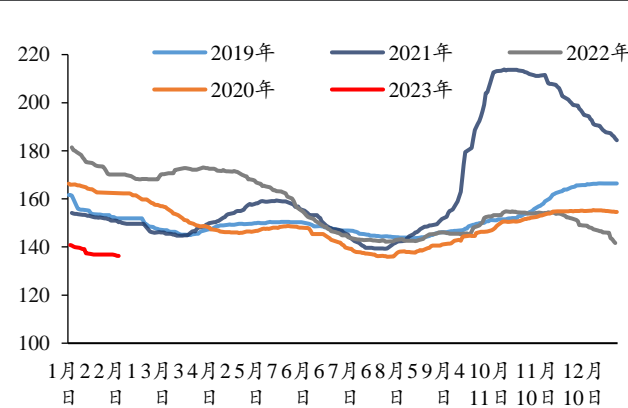
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：螺纹钢表观消费



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：全国水泥指数



资料来源：wind，民生证券研究院

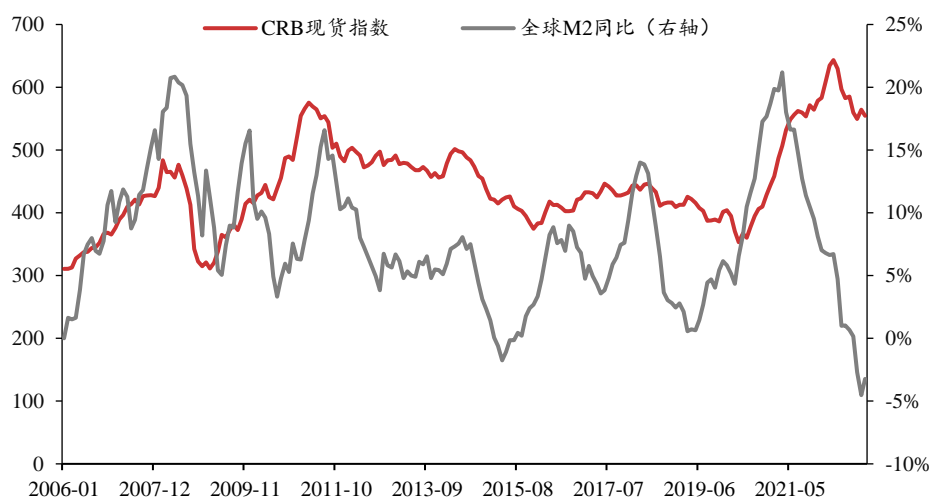
3 长周期逻辑下商品的金融属性有望率先修复

周期视角下，大宗商品在全球信用收缩阶段面临的压力不容忽视

长期经验来看，货币周期和商品周期是共振的，而从大类资产轮动规律上看，商品实体融资需求转好，库存回补的扩张晚期超额收益更加显著。

从历史规律上看，基于商品价格对流动性的反馈有所滞后。本轮货币边际宽松的转折点在 2022 年 11 月，依据全球 M2 同比的拐点到商品价格确定性的拐点大致有 6-12 个月的时间差，保守估计商品周期的拐点也应在今年下半年之后。这背后隐含的宏观逻辑是，商品价格后续仍然会受累于全球经济增长以及经贸周期的下行而承压。

图8：商品周期滞后货币周期 6-12 个月



资料来源：wind，民生证券研究院

复盘本轮商品价格筑顶回落，如果说 2022 年 4 月份-2022 年 11 月份是商品杀估值的第一阶段，2022 年 11 月以来延续的海外宽松交易以及国内经济重启持续发酵则恰好吻合了第二阶段“预期修复”的特征。而当前的不确定性是会有“杀需求”的最后一波，理论上若供需格局逆转，支撑商品价格的基本面出现确定性走弱的趋势，商品价格或许还有最后一跌。

图9：商品筑顶回落三阶段

所处阶段	时间跨度	特征表现
阶段一	2022Q1-2022Q3	杀估值：商品价格上行至中后期，对于基本面悲观的发酵，市场情绪发酵波动引发第一轮抛售。
阶段二	2022Q4-2023Q1	预期修复：短期超跌反弹，等待供需缺口基本面确认。
阶段三	2023Q1之后	若供需格局逆转，支撑商品价格的基本面出现确定性走弱的趋势，商品价格或许还有最后一跌。

资料来源：民生证券研究院

后续商品基本面数据走弱的风险仍主要聚焦在两方面：

一则是我们之前提及的，海外通胀若未能按预期回落，海外资产定价逻辑或许需要考虑沿着通胀超预期反弹——美联储超预期加息——经济深度衰退的反馈机制进行纠偏；

二则，需要考虑国内复苏偏弱的风险。主因在于地产从金融端修复到实体投资企稳反弹需要时间，并且本轮地产面临阻梗及需要解决的问题也更加复杂。

但是金融属性较强的早周期品种的结构性的机会或许在 Q2 之后逐步凸显。

相较于实体数据兑现的不确定性，我们认为商品的金融属性有望率先修复的确定性更高，本质上是与今年美联储货币政策转宽紧密相关。这也意味着金融属性更强品种，例如黄金、铜等早周期大宗商品价格或最早迎来拐点。

4 后市展望：商品大类板块表现或出现分化

通过复盘商品的轮动规律，我们发现各个大宗商品品种之间跟随大宗商品周期而出现的波动相对有序。具体来看，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，价格的弹性更需要得到经济周期的确认；至于贵金属在库存周期下行至衰退阶段的潜在收益显著。

因此，Q2 之后若海内外的宏观环境提供金融属性修复的条件，商品大类板块表现或出现一定分化：

黄金和铜等金融属性更强的早周期品种超额收益或将逐步凸显；

而以原油为代表的能源类商品更多表现为顺周期属性，全年价格下行的压力更大。

至于偏向国内定价的黑色产业链机会仍需更多关注今年地产复苏数据的兑现，若数据兑现节奏仍然偏慢，那么黑色系价格尤其是终端价格仍然会在强政策预期以及疲弱实体数据之间反复摇摆，做多波动率的策略也许相对占优。

图10：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	有色金属	铜	2	
		铝	1	
		锌	1	
	黑色金属	钢铁		2
		铁矿石		1
农产品	粮食	CBOT大豆	1	
		CBOT玉米		3
		CBOT小麦		2
	油脂	豆油	1	
		棕榈油		2
	软商品	20号橡胶		1
		棉花		1
糖			1	

资料来源：wind，民生证券研究院测算

注：阶数选取格兰杰因果检验的最佳滞后阶数，先行和滞后代表时序关系。

5 风险提示

- 1) **地缘政治冲突发展超预期。**地缘政治冲突发展超预期或冲击全球大宗商品市场供应，导致商品价格超预期波动。
- 2) **经济发展趋势超预期。**若经济增速向上或向下超出预期，可能对商品价格产生较为深刻的影响。
- 3) **海内外货币政策超预期。**若政策力度出现超预期调整，将改变商品资产的定价机制，对价格走势产生较大影响。
- 4) **数据统计或有误差。**样本统计数据测算或有误差。

插图目录

图 1: 全球央行 2022 年 Q4 大量购金	3
图 2: CFTC 铜非商业多头持仓流入 (张)	3
图 3: 各商品大类反弹幅度	4
图 4: 上海期货交易所阴极铜库存超季节累库	5
图 5: 国内电解铝季节性累库	5
图 6: 螺纹钢表观消费	5
图 7: 全国水泥指数	5
图 8: 商品周期滞后货币周期 6-12 个月	6
图 9: 商品筑顶回落三阶段	7
图 10: 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	8

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026