

# 宏观

证券研究报告

2024年04月12日

## 大宗商品的价格信号

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

### 相关报告

- 《宏观报告: 宏观报告-美国二次通胀形成了吗?》 2024-04-11
- 《宏观报告: 宏观报告-中国房地产不会走日本的老路》 2024-04-08
- 《宏观报告: 宏观-大类资产风险定价周度观察-24年4月第2周》 2024-04-07

自年初以来,全球大宗商品的定价出现了一定幅度上涨,其中较为突出的是原油、有色金属和黄金、螺纹钢。

商品价格不会说谎,油价和铜价真实地反映了美国的通胀周期和制造周期都在回升。

油是最单纯的商品,金融属性不强,无论是何种供给因素冲击,都会很快投射到现货价格上。而铜没那么单纯,铜具有的“故事性”让铜价有更大的发挥空间,比如长期需求向上、长期供给紧张和金融属性等等,但故事能否奏效,还得看短期需求是否配合。

我们认为今年油价偏向于温和,不会持续高位,但短期会由于地缘政治和 대선或将导致油价跳升。铜的定价带有较强的故事性成分,但离不开短期需求支撑,美国制造业开启的新周期给了铜讲故事的基础,金价上涨又给铜带来了金融属性的支持。如果没有极端地缘政治事件扰动,铜价的波动预计大于油价。

我们认为黄金的宏大叙事在未来一段时间内不会被打破,商品去美元化是黄金定价的第一性原理,如同上世纪70年代一样,是金价的主要支撑。

**风险提示:** 美国通胀超预期; 地缘政治摩擦加剧; 欧佩克+减产超预期

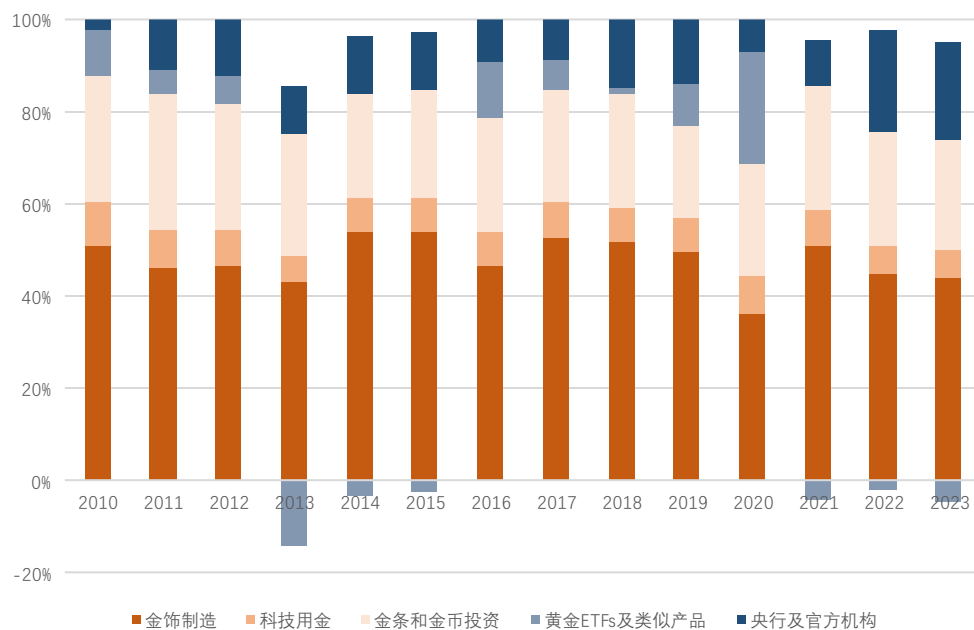
年初以来，全球定价的大宗商品价格出现了幅度可观的上涨。年初至今，金价涨了 16%，油价涨了约 23%，铜价涨了约 9%，而且近期它们都突破了一些关键位置，比如伦铜突破 9000 美元/吨，布伦特油突破 90 美元/桶，黄金创历史新高。这也是近期大宗商品价格上涨引发市场关注的原因。

商品价格特别是现货价格，比较单纯地反映了基本面的供求关系。期货价格包含对未来的供求预期和流动性因素，与现货价格存在一些偏离。商品股的偏离度往往更大，因为股票是需求的二阶导定价，更关注需求的斜率和可持续性，因此商品股的价格往往比商品的价格更加地非线性。另外，商品股还存在一个问题，无论是金矿还是铜矿，一家公司通常不只生产一种矿产，收益来源的多样化也让黄金股和铜股的走势不如商品价格那么单纯。

目前市场最关注的三类大宗商品——原油、铜、黄金，定价因素是如此不同。原油的定价几乎都来自于它的商品属性。黄金的定价又主要来自它的金融属性，尽管黄金也有一些工业和消费需求，但其在黄金总需求中的占比几乎没有波动。而铜处于原油和黄金之间，定价既有商品属性，也有金融属性，虽然铜的金融属性比不上黄金，但比铝、锌、镍等有色金属还是要强的多。

商品属性，金融属性，外加金银特有的货币属性——构成了大宗商品的定价光谱。

图 1：央行是全球黄金需求的主要增量，工业和消费需求占比变动不大



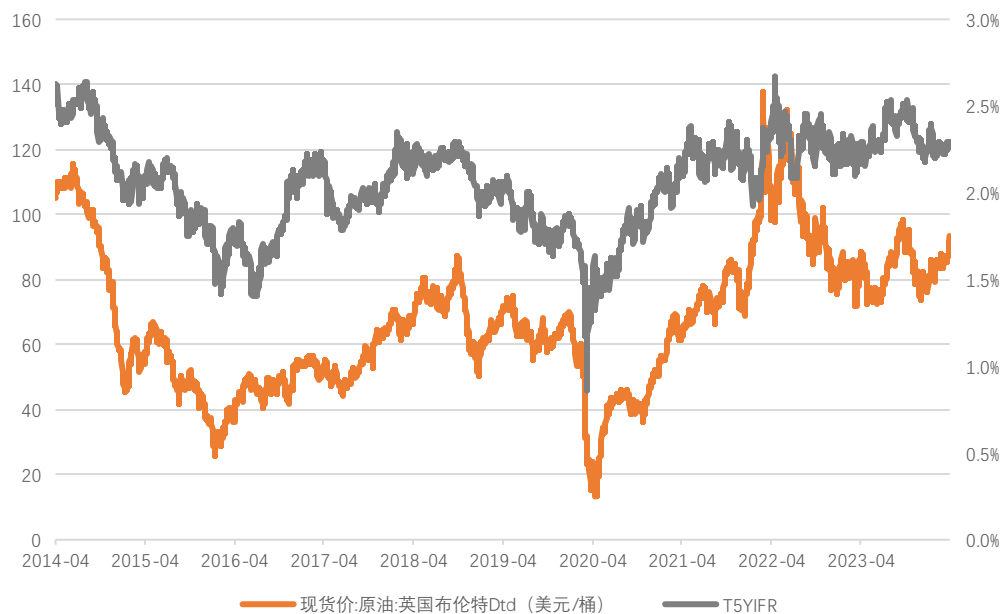
注：黄金 ETFs 及类似产品是金融产品，在规模减少时会变成负数

资料来源：World Gold Council，天风证券研究所

### （一）油和铜上涨属于正常现象

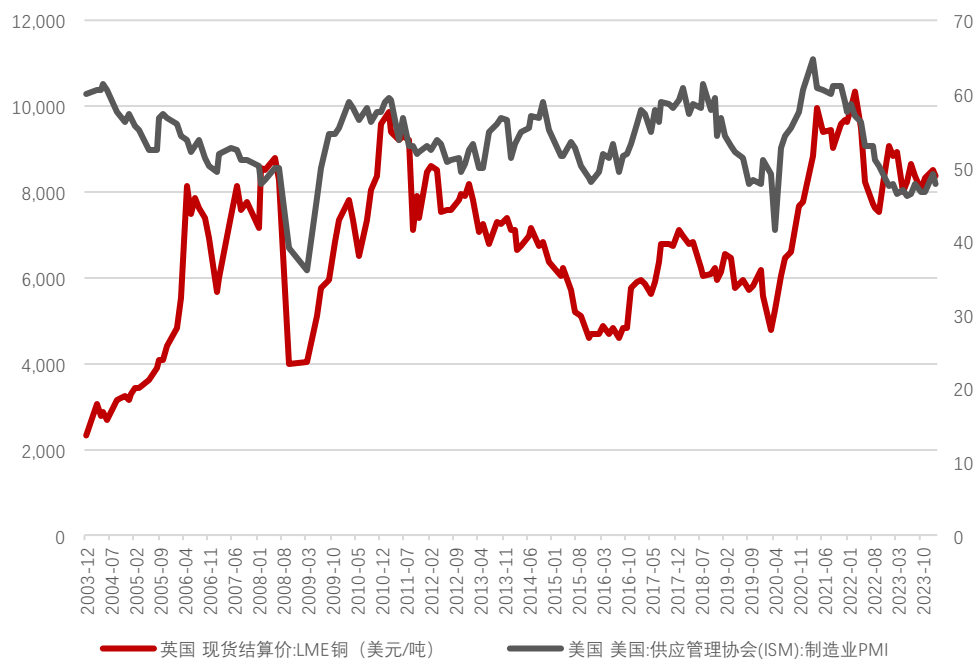
油价与美国通胀预期的相关性很高。油价上涨时，美国通胀预期往往会跟随。

图 2：油价上涨时，美国通胀预期会跟随



铜价与全球制造业周期的关系很大。当全球制造业开始补库存时, 对于汽车、电子、家电、地产链等核心商品的需求往往会带动铜价的上涨。

图 3: 铜价与美国制造业 PMI 相关性高



所以原油主要与美国消费需求有关, 铜主要与美国制造业周期有关, 这两个商品分别代表了美国的通胀和周期。

最近铜价和油价突破关键位置, 主要原因是美国经济和通胀不仅超出市场预期, 而且产生了经济过热和再通胀的新预期。虽然中国 3 月制造业 PMI 也超预期, 但除了季调带来的扰动以外, 主要的拉动还是出口新订单指数大幅上升。美国制造业 PMI 从去年年中以来已经触底回升, 3 月美国 ISM 制造业 PMI 回到 50 以上。

正如我们去年 9 月在《美国经济是否已经开始复苏? 制造业新周期可能已经启动》中所指

出——美国制造业周期已经开启了新一轮的景气循环。从去年三季度开始，美国制造业库存周期出现见底迹象，大多数行业的批发商库销比开始顶部回落，说明整体进入了被动去库存的周期，而一些从 2021 年末开始去库存的行业，在去年四季度已经开始主动补库存。

除美国制造业 PMI 回升外，许多数据也显示美国经济正处于强劲的复苏中，比如新增就业持续修复，薪资同比增速稳定在 4%，居民实际收入持续改善，企业端盈利保持强劲，非住宅投资高增势头不减等。

因此，油价和铜价出现上涨，并不意外。

## （二）今年或许不是油价大年

但是，预计今年应该不是油价持续高位年份。

需求上，全球每天原油需求 1 亿多桶，美国第一，中国第二。如果美国需求好，中国需求也好，供求就是紧平衡。

目前，美国需求强劲，今年一季度预计比去年同期需求增长了 40 万桶/日，至 2020 万桶/日。而中国需求一般，一季度需求量预计维持在大约 1500 万桶/日的较低水平<sup>1</sup>。因此原油从需求端没有太多的涨价压力。

供给上，今年美国页岩油超产。据美国能源信息署（EIA）称，美国页岩油主要产区的原油产量达到 970 万桶/日，为 2023 年 12 月以来的最高水平。

出于保油价目的，欧佩克+2024Q1 减产总量达到 220 万桶/日<sup>2</sup>，今年 3 月份又宣布将自愿减产延长至第二季度。但是实际上欧佩克+并没有剧烈减产，一些国家并没有根据生产目标进行减产。（见表 1）

在原油略微超产的情况下，美国原油库存从去年四季度以来逐渐回升。今年美国消费需求的强势会推动油价小幅上涨，但如果没有供给因素的持续影响，我们认为并不支持全年高油价。

图 4：美国原油库存回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

<sup>1</sup> <http://news.cnpc.com.cn/system/2024/04/09/030129268.shtml>

<sup>2</sup> <http://news.cnpc.com.cn/system/2024/03/04/030126276.shtml>

表 1：欧佩克+原油产量（百万桶/日）

国家	2024-1	1 月隐含生产目标	2024-2	2 月隐含生产目标
阿尔及利亚	0.91	0.91	0.91	0.91
刚果	0.26	0.28	0.25	0.28
赤道几内亚	0.05	0.07	0.05	0.07
加蓬	0.22	0.17	0.22	0.17
伊拉克	4.25	4.0	4.25	4.0
科威特	2.47	2.41	2.44	2.41
尼日利亚	1.39	1.5	1.36	1.5
沙特阿拉伯	8.97	8.98	8.99	8.98
阿联酋	3.22	2.91	3.22	2.91
伊朗	3.17		3.2	
利比亚	1.03		1.16	
委内瑞拉	0.83		0.86	
<b>欧佩克总计</b>	<b>26.77</b>		<b>26.91</b>	
阿塞拜疆	0.47	0.55	0.48	0.55
哈萨克斯坦	1.64	1.47	1.59	1.47
墨西哥	1.6		1.62	
阿曼	0.77	0.76	0.76	0.76
俄罗斯	9.4	9.45	9.42	9.45
其他	0.84	0.87	0.8	0.87
<b>欧佩克+总计</b>	<b>41.5</b>		<b>41.58</b>	

注：

- 2023 年 12 月安哥拉提出退出石油输出国组织（欧佩克），生效日是 2024 年 1 月 1 日
- 其他包括巴林、文莱、马来西亚、苏丹和南苏丹
- 伊朗、利比亚和委内瑞拉免于减产
- IEA 的统计数据保持更新，其中 1 月份的生产数据在 2024 年 3 月份的报告和 2024 年 2 月份的报告不一致，生产数据采用 3 月份报告的最新数据，但是隐含目标根据 2024 年 2 月份的报告

资料来源：IEA，天风证券研究所

对美国来说，七八十美元/桶是比较合适的油价水平。

因为美国页岩油的成本线大概在五六十美元/桶左右，高于 60 美元的油价对美国油气公司比较友好。但油价又不能过高，油价高过 80 美元后美国通胀的敏感度可能会上升。所以在没有供给矛盾的情况下，美国会尽量把油价控制在七八十美元附近，这基本决定了今年的油价中枢。

但是最近刺激油价上涨的因素主要在供给端，一些地缘政治事件出现了升级。

第一是俄乌。俄罗斯是全球原油生产大国，2023 年产量排名世界第三，每天大约有一千多万桶的产量，近期俄乌互相攻击对方的能源基础设施，导致供给风险上升。

第二是巴以。在巴以冲突中倍受关注的曼德海峡是红海的入海口，也是欧亚之间油气海运的咽喉。如果这条线出现问题，对布油的冲击大于 WTI。去年胡塞武装的攻击有意绕过了油轮，但现在以色列对叙利亚和伊朗的打击以及可能引发的报复，又让巴以冲突引发能源

供应危机的担忧骤然上升。

总的来说，我们认为今年不是油价的大年，七八十美元是正常的油价中枢水平。但是今年油价也容易受到不可控的地缘政治事件刺激，在短期释放出巨大的波动性。

### （三）铜是有故事的商品

#### 铜是有故事的商品，需求端和供给端都有故事可讲。

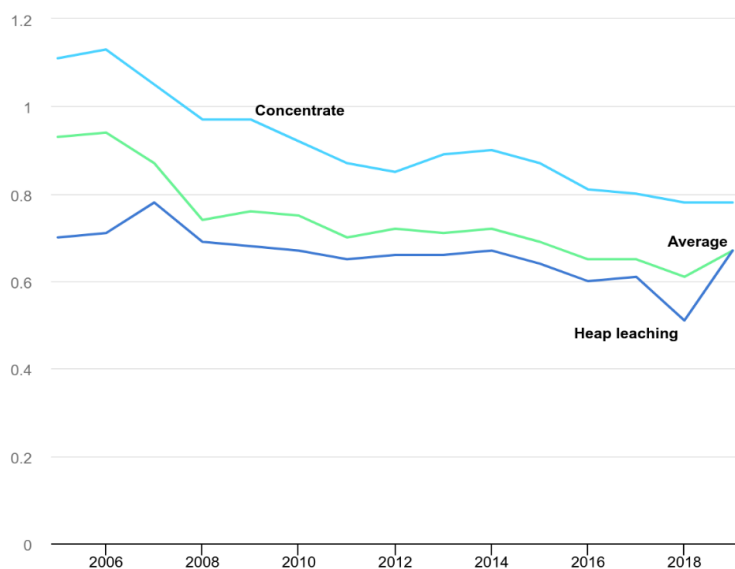
在需求端，铜的故事是新旧能源体系变革。因为要降低非化石能源的消费比重，就需要提高一次能源转化成电能的比重，不管是发电、输电、用电，还是电动车替代燃油车，铜都能在需求端讲出长期的故事，所以才有“铜是新时代的石油”的说法。

在供给端，铜的长期故事是精铜矿的品位在持续下降。在过去十年中，少数主要生产国铜矿品位平均下降了约 25%<sup>3</sup>。随着品位降低，相应的运营成本也随之增加<sup>4</sup>。

铜的短期故事是铜矿开采通常分布在政府治理水平不稳定的南美、非洲等地，供给容易受到干扰。比如 2021 年智利铜矿工会罢工事件引发了铜价大涨，但当时也有供求紧平衡的支撑，而 2022 年之后铜的资本开支过剩，铜价低迷了一段时间。

所以供给端的故事能否讲出效果，根本上还是看需求端是否配合。

图 5：智利的铜矿石品位呈下降趋势（单位：%）



资料来源：IEA，天风证券研究所

从 2024 年下半年开始，铜的供求可能又开始朝着偏紧的方向，此时又到了铜的“故事时间”。虽然中国的铜消费量占全球一半，但因为供应链的集中度高，铜的定价权依然由海外主导，具有一定金融属性。金融属性使得铜和黄金的比价关系有一个相对固定的波动区间，一旦黄金价格出现明显上涨，即使不是因为流动性的驱动，铜价也会有所跟随。近期金价上涨以后，铜金比价又到了三年半以来的低位，铜的金融属性定价开始发挥作用。

<sup>3</sup> <https://www.theassay.com/articles/the-assay-insights/copper-price-forecast/>

<sup>4</sup> <https://aheadoftheherd.com/why-the-upcoming-copper-supply-deficit-cant-be-easily-fixed-richard-mills/>

图 6：铜金比（单位：盎司/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### （四）黄金具备“宏大叙事”性

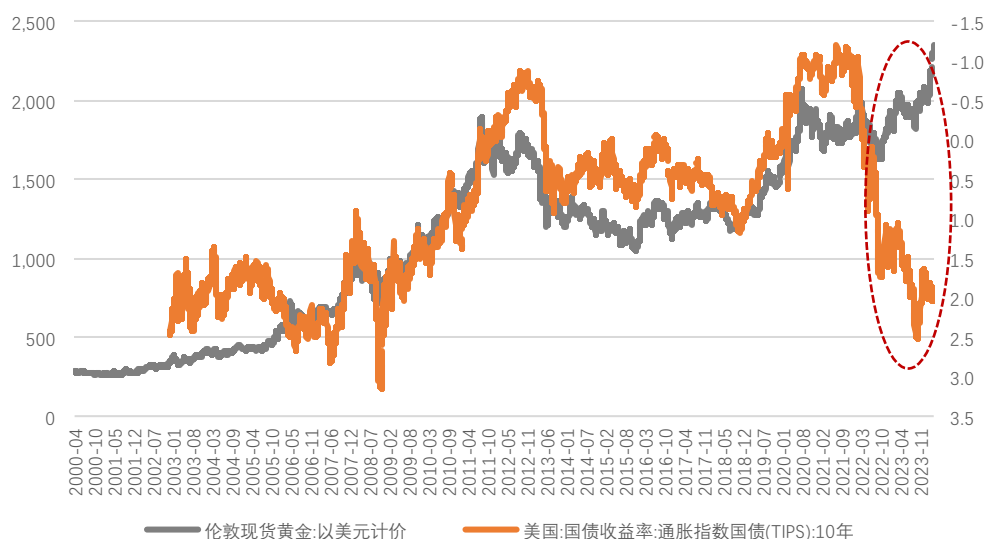
##### 黄金，既简单，又复杂。

黄金的简单在于底层逻辑非常清晰——自 2022 年 2 月 24 日起，我们认为黄金就不再是美元的等价替代物。

当美国冻结了俄罗斯的海外美元资产以后，储备货币体系的信用就开始加速耗散。一些重要的央行开始减少货币储备，增加黄金储备。去年央行增加黄金储备最多的是中国，而发达国家里是新加坡。因为新加坡是对国际贸易和国际秩序非常敏感的中立国，有强烈的动机减少自己对现代货币信用体系的风险敞口。而替代货币信用体系的，是商品信用体系，也就是“以物易物”的时代又开始回归了。

所以总有人问，美联储不降息，美元走强，为什么黄金还在涨？我们认为因为黄金和美元已经不再是等价替代物，美债实际利率也不再是持有黄金的机会成本。现在决定黄金价格的是货币属性，也就是黄金的长期定价逻辑在发挥主要作用，替代了以往有效的中期定价逻辑——金融属性。我们在黄金量化定价模型中加入了各国央行的黄金储备增量之后，发现各国央行黄金储备对 2022 年 2 月之后金价走势的解释力最高，而不是过去十分有效的

图 7：黄金和美债 TIPS 利率从 2022 年开始失去负相关性关系（单位：美元/盎司，%）



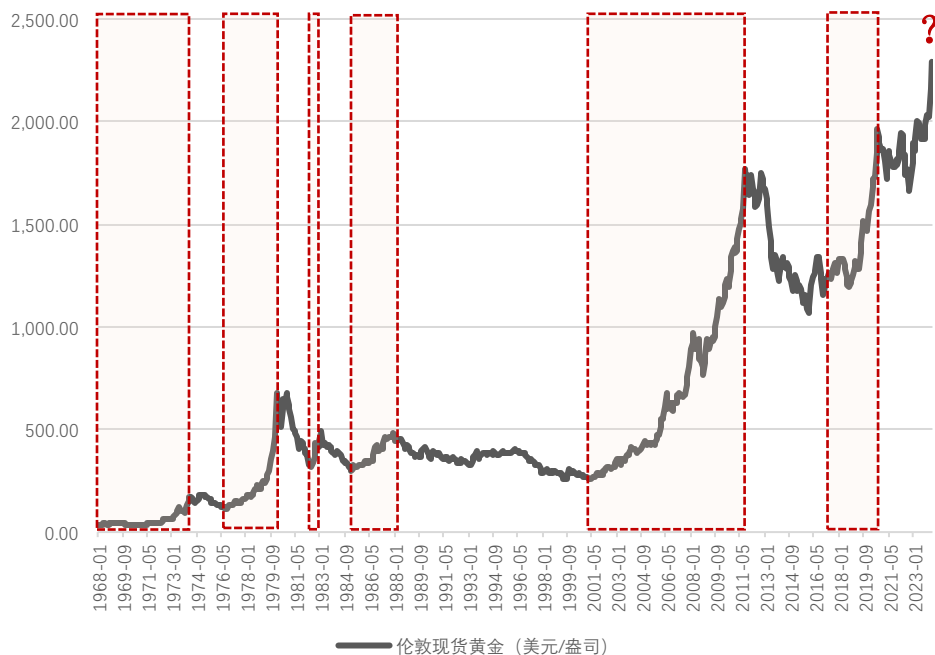
资料来源：Wind，天风证券研究所



黄金的复杂在于策略高度同质化——导致历史上，黄金的上涨往往是在少数时候完成了大多数的涨幅，然后在大多数时候不涨或者下跌。

简单说，就是黄金不好择时。一方面，黄金对地缘政治事件的定价非常高效，往往一两天内就基本完成了避险属性的定价。另一方面，黄金快速上涨往往出现在不受关注且拥挤度低的时候，而当关注度很高时，往往由于过度拥挤导致性价比很低。

图 8：历史上黄金在较短时间内完成涨幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

这样的特点，决定了黄金要买在没有人关注、无人问津的时候。当黄金的关注度很高的时候，反而需要谨慎对待。

从投资角度来看，要把黄金当成是一个重要的配置资产，持有期需要和负债期限相匹配，仓位需要与风险预算和目标收益相匹配，配置的目的是为了降低组合的波动性，增强组合的鲁棒性。而不能把黄金当成是一个投机标的，指望像股票一样博弈短期事件催化，一买就涨，精准择时。

最后总结一下，商品价格不会说谎，油价和铜价真实地反映了美国的通胀周期和制造周期都在回升。

油是最单纯的商品，金融属性不强，无论是何种供给因素冲击，都会很快投射到现货价格上。而铜没那么单纯，铜具有的“故事性”让铜价有更大的发挥空间，比如长期需求向上、长期供给紧张和金融属性等等，但故事能否奏效，还得看短期需求是否配合。

今年油价偏向于温和，预计不会持续高位，但短期会由于地缘政治和大选导致油价跳升。铜的定价带有较强的故事性成分，但离不开短期需求支撑，美国制造业开启的新周期给了铜讲故事的基础，金价上涨又给铜带来了金融属性的支持。如果没有极端地缘政治事件扰动，铜价的波动大于油价。

黄金的宏大叙事在未来一段时间内不会被打破，商品去美元化是黄金定价的第一性原理，如同上世纪 70 年代一样，是金价的主要支撑。去年我们模型预测黄金价格会达到 2423 美元，预计在未来几个月内实现。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com