

# 大宗商品高位筑顶后下行压力不断积聚

## ——宏观视角下对本轮大宗商品行情的思考

年年岁岁花相似，岁岁年年人不同。历史不会重演，但历史却又何其的相似。宏观面，基本面，资金面、数据面总是难以面面俱到，我们往往也很难无法准确预测未来，但当我们能够多从不同的视角去思考，去多维度审视自己的研究逻辑，那对于未来行情的研判胜率就能大大提升。对于当前这轮史诗级的商品行情，单单基于历史经验上的基本面和技术面分析的解读令人费解，源于此，笔者尝试从宏观的视角，去思考本轮行情，期望能够给广大读者提供更多的一个视角，让我们从一个更加广义更长视角去理解当下商品所处的位置，未来又将何去何从。

### 核心观点

当下，大宗商品绝对价格处于历史高位，拐头回落之后震荡整理，支撑本轮大宗价格上行的因素日益瓦解，商品价格筑顶后下行压力积聚。然而，当前的宏观逻辑充满了矛盾与分化，表现为政治秩序的动荡，经济格局的重塑，增长与通胀的背离，主要经济体政策路径的错位，经济增长的短期与长期的相悖，在资产的表现上则演绎为高波动与多极值的特征，避险情绪浓厚，许多资产的绝对收益，诸如各种大宗商品的绝对价格创出历史新高，甚至是不少跨资产之间的价差，也是频频打破多年的波动区间，令不少基于历史统计价差的策略，损失惨重。今年的市场，让“经验”频频打脸，当下，越来越多的信号令大宗商品价格承压，对冲与避险将会成为更优策略。时来天地皆同力，运去英雄不自由。面对即将到来的十一假期，这个尤为特殊的“国庆节”，投资者还是需要谨慎对待，做好风险管理。

### 1、长周期视角下的大宗商品当下所处位置

长期历史视角下，当前大宗商品价格处于历史高位，处在顶部区域的拐头后的震荡整理阶段。

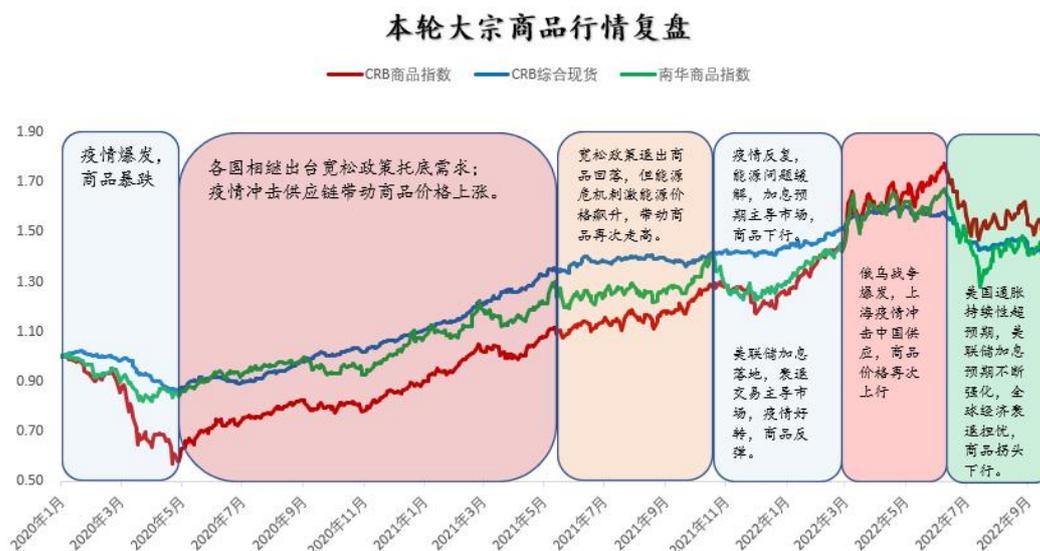


数据来源：Wind 冠通研究

## 2、本轮大宗商品始于新冠疫情，一波三折仍未结束。

新冠疫情的突然爆发，前期的影响主要体现在对投资者信心的打击，和对未来不确定的恐慌所带来的避险情绪的飙升，经济下行，商品短期内暴跌。随后，各国政府为了应对疫情而纷纷采取宽松的货币政策和积极的财政救助措施，带来了一场资本市场的狂欢，形成鲜明对比的则是实体经济的重创与萧条，全球供应链的破坏，反反复复防疫措施对出行的限制等等，支撑了商品的进一步走高，同时，东西方不同的防疫政策，也形成了鲜明的对比，中国“隔离防疫”优势尽显。2020年的优异表现，让中国在2021年采取了相对激进的“紧缩性”产业政策，激进的双碳目标的推进叠加极端天气的扰动，引发能源危机，限电限产一度扰动经济发展，并由能源价格的飙升进一步推升了大宗商品的价格，“三道红线”的实施更是为如今地产的下行埋下祸根，甚至存在系统性风险的隐忧，而对于教培和互联网行业的整顿更是打击了资本的信心，加剧了今年就业形势的严峻。现下，疫情的持续性远超民众的预期，西方“自然免疫”之后基本进入后疫情时代，而中国则备受困扰，不断损害着政府、企业和居民的资产负债表，防疫考验着高层的政策定力，也考验着财政的支撑力，更检验着就业的压力。东西方抗疫路径的差异，表现在经济上就是通胀环境的两重天，国内消费的低迷压力通胀，因此政策着重在稳增长，西方则备受高通胀的困扰而收缩流动性，继而形成了中美货币政策的背道而驰。经济问题往往是政治和能源问题的根源。美联储为首的发达经济体收缩流动性，加息进程主导者大宗商品价格运行的方向。大宗商品价格，特

别是原油和天然气等重要基本能源的价格，则是关乎俄罗斯等国经济命脉。伴随着能源价格的剧烈波动，俄乌战争爆发，俄罗斯与欧洲传统的经济协作体系受到冲击，叠加俄乌又是全球重要的粮食出口国，欧洲能源危机，全球许多地区的粮食危机由此上演，并且尚未落幕。



数据来源：Wind 冠通研究

### 3、本轮大宗商品行情的特征

- 1) 行情波动幅度大；
- 2) 价格绝对位置高；
- 3) 持续时间超预期；
- 4) 形成原因很复杂；
- 5) 造成影响范围广；
- 6) 衍生危机灾害多；
- 7) 期货波动要更高；
- 8) 国内相对波动小。

### 4、本轮大宗商品行情的成因探索

商品的价格趋势由供需决定，行情波动的大小则往往取决于其所处的宏观背景。本轮史诗级的大宗商品行情，则是在供需和宏观等多个层面共振而成。首先，

在供给层面，一是 2020 年初新冠疫情突然爆发，各国不同程度的防疫措施，对全球产业链造成巨大的冲击和破坏，特别是在生产端和运输上限制了许多大宗商品的供给；二是 2021 年，双碳政策的激进推行遭遇极端天气，水电与核电等新能源供给受到限制，点燃了原油、煤炭和天然气等传统能源的行情，继而拉动全球大宗商品的再次走高；三是 2022 年俄乌战争的爆发，高温干旱等极端天气再次扰动部分地区、某些大宗商品的价格，如能源、有色和粮食、化肥等。其次，在需求层面，一方面，为了应对新冠疫情，全球主要经济体都采取了宽松的货币政策，特别是以美国为首的发达经济体，果断推出了各项积极的财政政策，很大程度上保证了消费国对于商品的“刚需”，另一方面，疫情期间，由于出行的受限和政策的限制，消费者的消费偏好更加侧重于商品（压抑了服务消费的需求），另一方面，极端天气下也在特定时间和区域内阶段性刺激了对能源的需求，诸如高温干旱刺激了对电力的需求等。最后，在投资层面，充裕的流动性环境下，加之实体经济的表现不佳，带来了一场流动性催生的虚拟资产的狂欢，也激发了投资者对于金融资产的投资需求，金融资产的剧烈波动又提高了机构进行避险的风险管理需要，这都不断吸引着大量的资金跑步进入资本市场。

#### 1) 需求层面：

- 各国宽松的货币和财政政策；
- 商品消费的“偏好”（与服务相比）；
- 极端天气带来的阶段性供需矛盾
  - 高温增加民用电力需求激增；
  - 极寒天气增加欧洲天然气的需求等
- 粮食、化肥等的刚需——农时不等人。

#### 2) 投机层面：

- 宽松政策下带来虚拟资产的狂欢；
- 实体经济不佳导致资产荒，金融投资需求的激增；
- 资产配置与避险需求的增加吸引大量资金入市。

### 5、本轮大宗商品行情上行的支撑因素都在一一瓦解

本轮大宗商品的主要成因在于疫情、金融条件、能源、战争。时至今日，上述因子的状况，很大程度上决定着大宗商品未来行情的走向。接下来，请跟随笔者一一来看。

### 1) 疫情—世界范围内日益淡化，对中国的影响频繁扰动

自2020年初新冠疫情的爆发，至今已有两年过半时间了，时至今日，随着毒株的不断变异，目前呈现出感染性高、隐秘性强和致死率低特征。从全球来看，新冠疫情的影响日益表现为长尾效应，越来越多国家尝试与疫情共存，开放边境正常经济生活，特别是那些采取自然免疫的西方国家。2022年以来，新冠的冲击主要是给隔离防疫的中国带来了巨大的困扰，甚至是“灾难”。而中国所频繁采取的更广泛的防疫封锁措施，包括在主要制造业中心实施的防疫封锁，导致其经济活动放缓，并令全球供应链出现新的瓶颈，拖累经济复苏，加剧全球通胀难题。在交易层面，世界范围内疫情的影响日益淡化，但需注意的是，疫情依旧对中国的经济修复和投资者的情绪产生扰动，构成一定的隐忧。

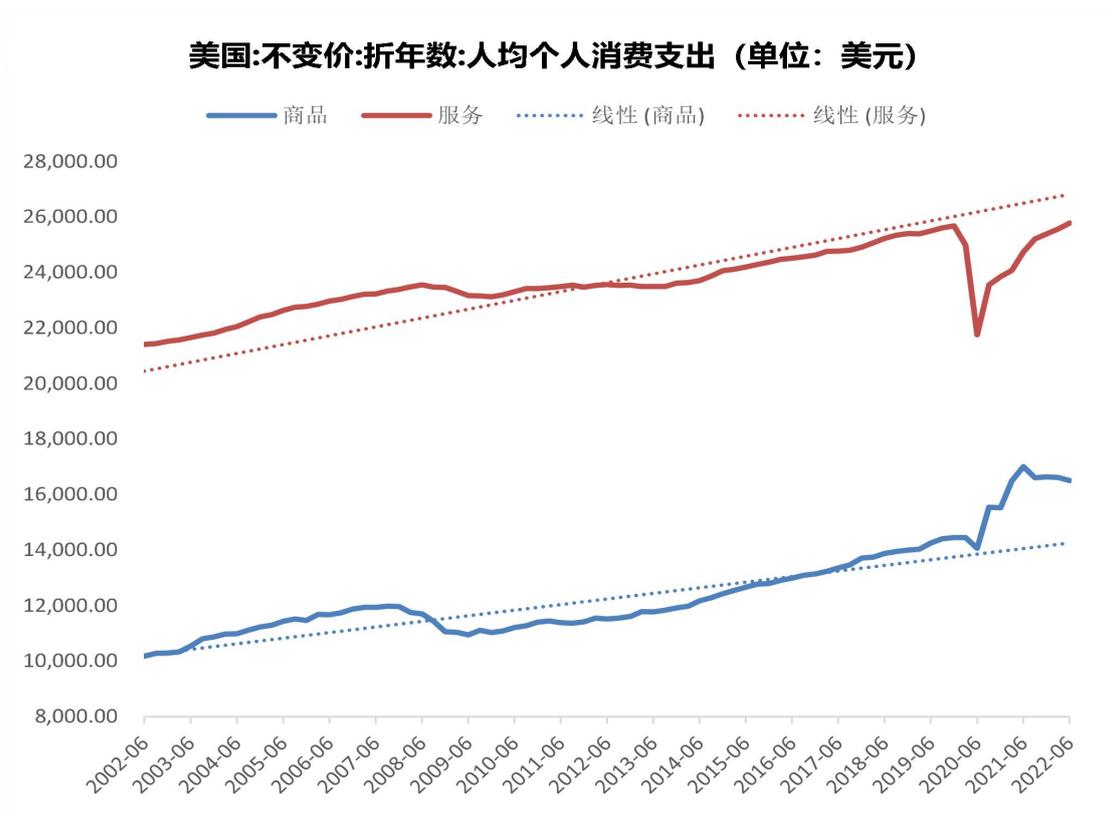
### 2) 金融条件—发达国家为应对通胀，相继开启加息缩表，并在不断强化过程中

源于对通胀的担忧，以美联储为首的发达经济体货币政策转向，开始收缩流动性，加息进程日渐从预期走向现实，全球货币环境已然收紧，不少新兴经济体面临着巨大的外资出逃的压力。土耳其货币大幅贬值、哈萨克斯坦政局动荡，甚至是俄乌战争的爆发等问题，都是在通胀的压力大增和全球趋近的货币环境下所产生的，并且很有可能在未来，更进一步加剧该问题。战争爆发之后，新兴市场和发展中经济体的资本流出大幅增加，导致脆弱借款国和大宗商品净进口国的融资环境收紧，并对风险敞口最大国家的货币造成贬值压力。2022年以来，美联储已经连续加息4次共计250bp，并已然成为了主导大宗商品价格走势的重要事件，美国CPI数据的“预期差”和美联储加息的预期不断扰动着市场的节奏。根据CME FedWatch工具来看，市场隐含的加息进程将会持续到2023年7月，联邦基准利率上限有望从当前的2.5%上升到4.5%左右。这种加息预期之下，叠加美联储抑制通胀的决心，料将给高位的大宗商品价格形成巨大的压制。



数据来源: Wind 冠通研究

值得一提的是，大宗商品≠CPI≠通胀。发达国家加息紧缩要解决的问题在于通胀，重点追踪关注的指标是CPI，而CPI包含商品和服务两大类成分，大宗商品是构成商品消费的重要组成部分，而当前导致美国CPI持续坚挺的主要原因在于服务消费的价格的强劲，特别是租金等方面。疫情初期，民众出行受阻，政府发钱支撑着商品的消费刚需，而服务消费受到抑制；当前，随着疫情的好转，消费偏好从商品切换回服务，减少对于商品的需求，同时，服务价格支撑CPI的坚挺，强化美联储加息的预期，这也是压制大宗商品价格的重要原因。

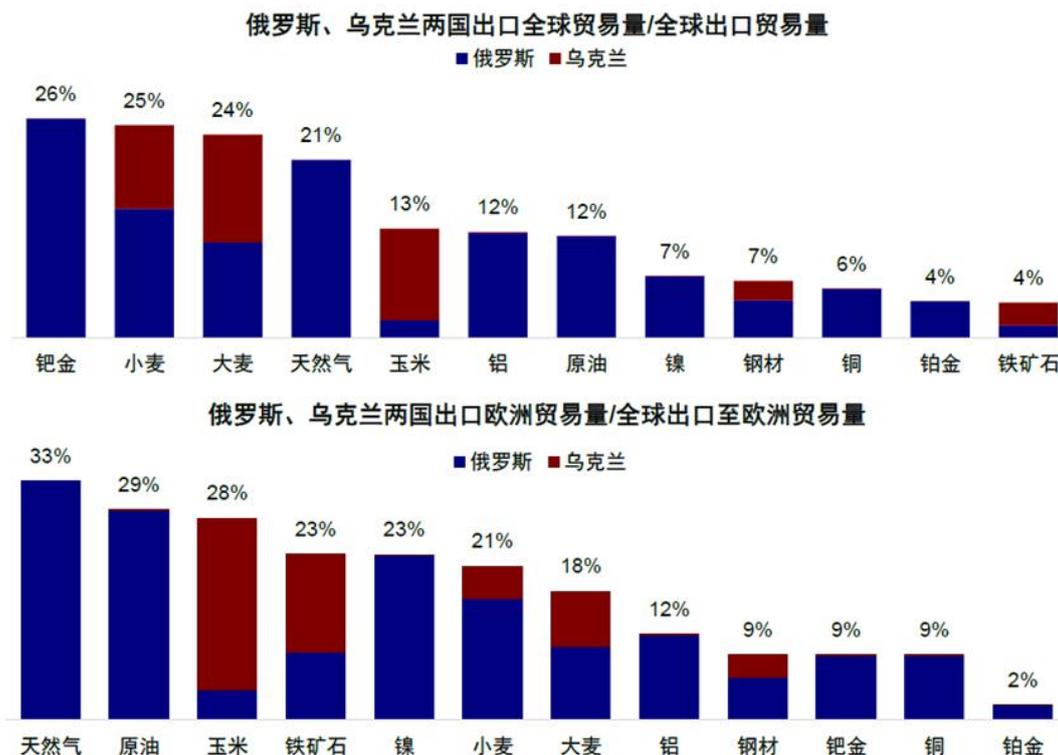


数据来源: Wind 冠通研究

### 3) 战争—拖累全球经济，造成能源与粮食危机，加剧全球通胀，但在交易层面已然淡化。

2022年2月23日，俄罗斯在顿巴斯地区发起特别军事行动，乌克兰全境进入战时状态，俄乌局势急剧恶化，引发全球金融市场巨震。虽然普京声称俄罗斯没有占领乌克兰的计划，但美国及其盟友宣布对俄罗斯实施一系列的制裁措施。俄罗斯是对欧洲最大的天然气、原油和煤炭供应国，而乌克兰则号称欧洲的粮仓，在铜、镍、植物油、小麦、玉米等全球贸易上扮演着重要的出口角色，俄乌问题一方面会引发投资者的避险情绪，抛售股票等风险资产，另一方面则担忧两国的冲突，继而引发西方大国的制裁，导致部分大宗商品（石油、农产品）短期供给受限，增加全球通胀的阶段性上行风险。通胀的加速上行，很可能改变发达经济体的加息进程，让各国央行面临是为了压制通胀而加息，还是为了刺激经济增长而持续宽松的两难境地。当前，俄乌问题在交易层面已然淡化，仍需关注其对全球能源供需格局和政治秩序的影响。

图表 15：俄罗斯、乌克兰两国主要大宗商品出口在全球和欧洲市场中的占比情况



图表来源：《中金 | 海外：俄乌局势对全球供应链影响有多大？》

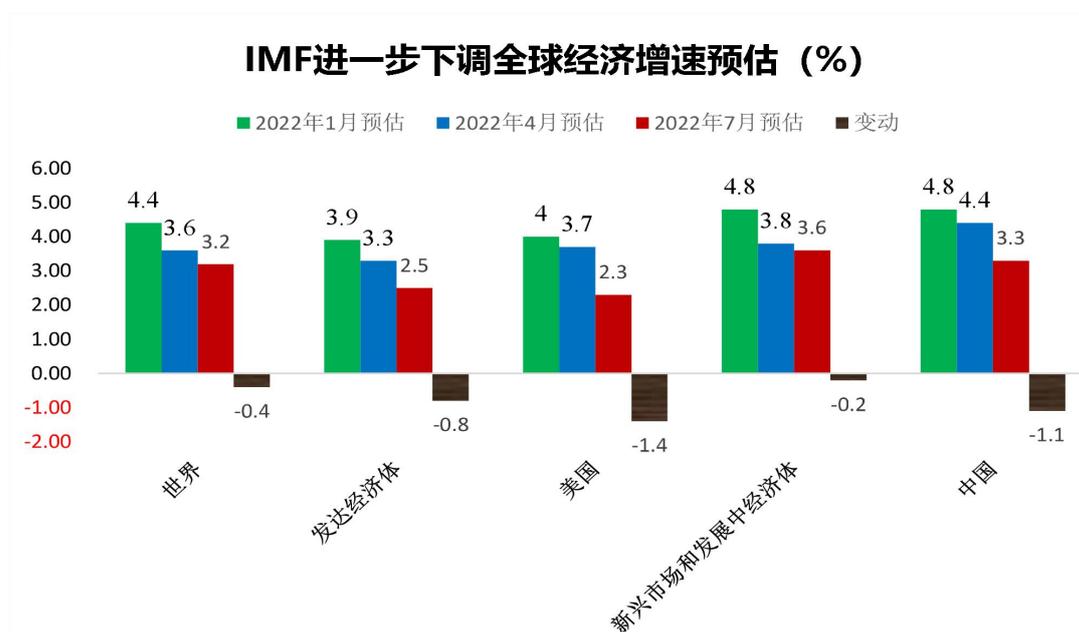
4) 能源—加大了商品的波动, 扰动持续存在, 更应用长期的视角去看待该问题。

商品的价格由供需决定, 但重要商品的两端供需往往失效, 特别是原油、粮食等重要资源品, 因为他们关乎着资源国的政治利益, 并关系着国计民生和国家安全。这一点, 在能源商品上尤为明显。近几年, 极端天气频发, 双碳问题和全球贸易秩序的重构等问题更是增加了能源问题的复杂性。诚如瑞士信贷分析师 Zoltan Polzsar 在其最新的分析文章中所言, 全球化世界中纵横交错的供应链里没法开战。而当下支撑我们多年来经历的所谓低通胀高增长世界的基石——全球化的供应链体系的三大支柱正在瓦解: 大量的廉价移民劳工进入美国压低美国的名义工资, 使得美国劳工的工资增长处于停滞状态; 在名义工资停滞不前的状态下, 中国制造的便宜商品提高了实际工资的购买力; 廉价的俄罗斯能源为德国乃至更广泛的欧洲的工业体系提供原料, 维持了欧洲的竞争力和生活水准。在这个“三位一体”的体系中隐含了两个巨大的地缘战略和地缘经济区块: 尼尔·佛格森称前者为“Chimerica” (中美国)。我愿意称后者为“Eurussia” (俄欧陆)。

这两个地缘政治/经济区块是“天作之合”：欧盟支付欧元购买廉价的俄罗斯能源，美国支付美元购买廉价的中国商品。因此，对于能源，我们更应该用长期的视角去看待，下行后的底部料将抬升，加大着商品的波动，扰动持续存在。

#### 5) 需求收缩持续—全球经济前景黯淡，大宗商品的未来需求令人担忧，料将拖累商品价格的进一步下行。

宏观上看，商品的需求与经济增速高度正相关。展望未来，全球经济前景黯淡，大宗商品的需求令人担忧，料将拖累商品价格的进一步下行。IMF 在其 2022 年 7 月 26 日发布的最新全球经济展望中表示，全球经济在 2021 年初步复苏，但 2022 年形势愈发暗淡，相关风险开始显现。受中国和俄罗斯经济下行影响，二季度全球产出有所收缩；同时，美国消费者支出也不及预期。世界经济已因疫情而被削弱，后又遭受了数次冲击：全球通胀超出预期（尤其是美国和欧洲主要经济体）引发融资环境收紧；受新冠疫情和防疫措施影响，中国经济放缓超过预期；此外，乌克兰战争也带来了更多的负面溢出影响。



数据来源：IMF 冠通研究制作

#### 5、供给冲击缓解—支撑本轮大宗商品上涨的供给瓶颈问题，伴随着 GSCPI 的回落而日益缓解。

GSCPI (Global Supply Chain Pressure Index)，全球供应链压力指数是

应用宏观经济学和计量经济学中心(AMEC)的产品, 每月在纽约联储官网发布, 该指数整合了运输成本数据和制造指标, 以衡量全球供应链状况。从8月份最新的GSCPI来看, 全球供应链压力指数在本轮大宗商品指数见顶前就率先拐头下行, 并且在不断快速走低, 表明支撑本轮大宗商品上涨的供给瓶颈问题, 正在日益缓解。



总的来看, 本轮大宗商品行情上行的支撑因素都在一一瓦解当下, 越来越多的信号令大宗商品价格承压, 对冲与避险将会成为更优策略。

### 特别提示

时来天地皆同力, 运去英雄不自由。从历史来看, “十一效应”之下, 国内商品总是容易出现剧烈的波动, 并形成一段行情的转折点。而今年的十一, 更为特殊。一方面是当下商品价格的位置, 另一方面是国内外重大事件的关键时期, 投资者要慎防今年国庆节左右, 大宗商品价格出现大幅回落的风险。谨慎对待, 灵活运用衍生品工具, 做好风险管理。



冠通期货 王静

2022年9月20日

分析师介绍:

王静，北京师范大学 MBA，CFA 二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货投资咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲 6 号万通中心 D 座 20 层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货投资咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。