

2022年全球大宗商品展望



Bloomberg
Intelligence



目录

- 02 大宗商品价格整体存在回调风险
- 04 能源价格反弹的矫正
- 07 黄金 vs. 铜
- 09 农产品面临不利因素

2022年展望：全球大宗商品

2022年，大宗商品价格下跌的可能性更大，尤其是如果“高价还需高价医”规则仍然占优的话。在技术快速进步和人口结构变化的推动下，市场可能表现出比以往更大的供需弹性。每桶71美元的布伦特原油价格不到2008年高点的一半，而每吨9,500美元附近的铜价与10年前一样，背后的原因在于：它们都处于长期熊市之中。中国经济增速下滑、美元重拾升势、美国长期国债收益率无法持续位于2%上方以及美国股市高位运行，这些因素均预示着2022年大宗商品价格或向下回调。

黄金可能是主要受益者，但世界已发生改变，这种古老的保值工具正在被比特币和数字资产所取代。

大宗商品价格整体存在回调风险

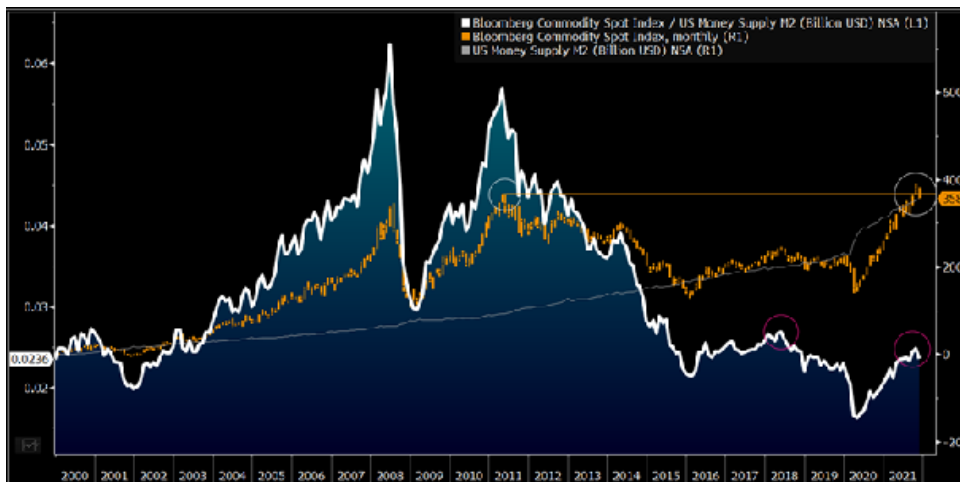
2022年商品面临的^{最大}风险是什么？2021年的价格上涨

大宗商品2022年价格上涨的概率较小，除非供需弹性疲软、中国经济反弹、美元疲软以及美国股市走强共同发力--但这不大可能。我们认为，2021年的反弹更有可能导致明年出现回调。原油、玉米、铜和木材或已创下较长期的峰值水平。

大宗商品价格增速不及货币供应增速，前景看跌

大宗商品价格风险高企: 疫情前的长期通货紧缩阻力很有可能将于2022年卷土重来, 2021年的价格反弹推波助澜。我们的图表显示, 彭博商品现货指数(BCOM)自2011年见顶以来, 明显未能跑赢美国的M2货币供应。BCOM 相对M2的轨迹形态似乎将呈现类似于2018年上半年的见顶回落。大宗商品价格自2020年的暴跌以来, 几乎一直不间断上涨; 如果历史重演, 则商品价格应在2022年回归“正轨”, 尽管表现出的形态可能像是“暴跌”。

2022年的一个重要问题在于商品价格能否维持在2021年峰值水平以上——对于这个问题，原油价格从10月高位跳水、跌逾20%的事实或许已经给出了答案。2022年，大宗商品的价格更可能逆转下行。



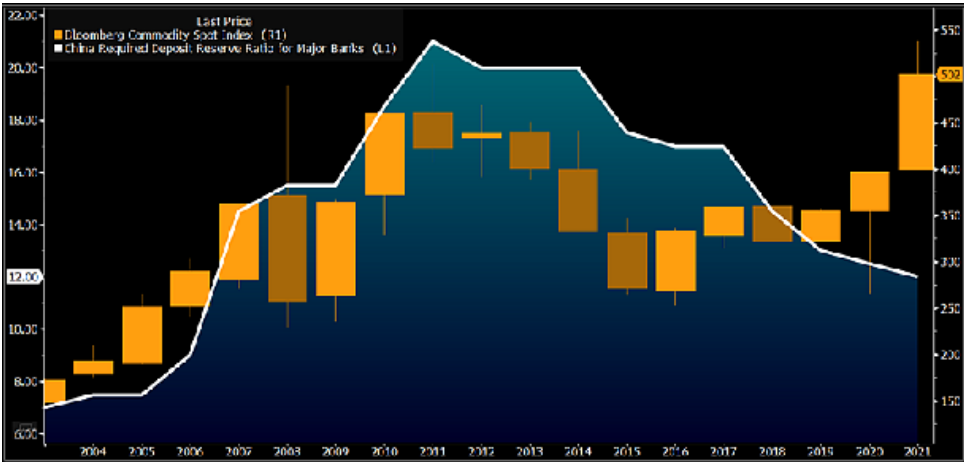
正常的回调或看似暴跌

Source: Bloomberg Intelligence

中国经济增速下行，债券收益率疲软

2022年，大宗商品价格或将承压，类似于1980-2003年间的停滞。1980年创下的BCOM峰值直到23年后才被突破。而今的不同之处在于原油正逐渐被新兴技术替代、人口结构不再有利，而且中国经济或已完成高速增长长期。我们的图表描绘了BCOM走高和人民币存款准备金率(RRR)下行的形势。中国央行7月降准后，地产公司显露出各种问题。

大多数大宗商品的价格在2021年跳涨至远高于生产成本的水平，刺激供应增加，对价格上涨的矫正也有望在2022年出现。11月26日，BCOM跌3%、标普500跌2%，鉴于此，现状已岌岌可危。



大宗商品价格似乎易受冲击

Source: Bloomberg Intelligence

2022年金价或表现亮眼

原油领跑我们的2021年表现计分卡，黄金则排在末位，意味着2022年存在回调风险。原油价格或已在略高于每桶80美元的位置见顶，而黄金价格则可能已在每盎司1,700美元附近触底。新冠疫情扭曲了原本有利于黄金跑赢原油的长期趋势。大宗商品价格如要保持坚挺，美国股市还需进一步升值。标普500本年迄今的涨幅约为25%，如回吐其中的一部分，则大宗商品价格恐将加快回落速度。

临近年底之际，彭博商品现货指数与标普500之间20个季度相关系数约为0.85，这是我们的数据库来自1960年以来的最高值。

Security	%YTD	Chg Nov.	1Yr % Chg	2Yr % Chg
Generic 1st 'CL' Future	+37.7%	-20.1%	+47.1%	20.9%
S&P 500 Total Return Index	+23.2%	-7%	+27.9%	50.3%
Bloomberg Commodity Spot Index	+22.8%	-7.2%	+29.2%	44.1%
Bloomberg Commodity Index Total	+22.8%	-7.3%	+28.9%	24.9%
Generic 1st 'HIG' Future	+22.4%	-1.4%	+25.3%	61.8%
S&P 500 INDEX	+21.6%	-9%	+26.1%	45.4%
Russell 2000 Index	+11.5%	-4.1%	+21.1%	35.7%
MSCI World ex USA Net Total Return	+8.5%	-3.5%	+13.4%	20.4%
Bloomberg Dollar Spot	+5.6%	+1.9%	+3.3%	-2.2%
Broad Dollar Index	+4.8%	+2.1%	+3.1%	-1%
MSCI Emerging Markets Net Total	3.8%	-3.6%	+3.3%	22.3%
Bloomberg U.S. Treasury: 20+ Y	-4.3%	+1.3%	-5.4%	9.8%
Generic 1st 'GC' Future	-6.4%	-6%	-4%	20.5%

有什么可以阻挡原油相对金价发生回调？

Source: Bloomberg Intelligence

能源价格反弹的矫正

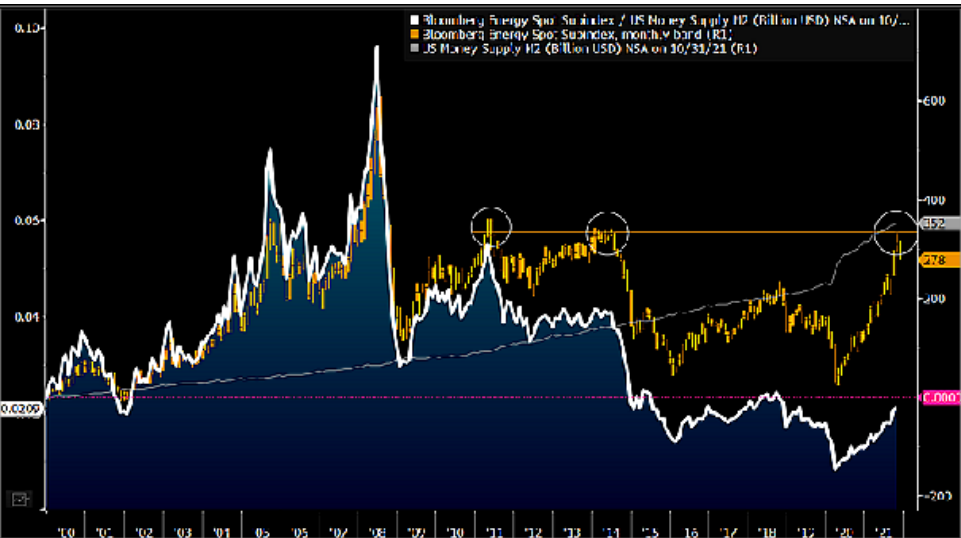
2022年原油跌至50美元？或是阻力最小的走势

在几个月时间里，人类就研发出了新冠疫苗。我们预计2022年，这种创造力将导致疫情前的通缩趋势加速，尤其是能源商品方面。原油和天然气的价格虽已反弹，但仍远低于历史高点，其中的原因显而易见：由于技术快速进步和人口结构变化，它们处于长期熊市之中。

原油的熊市迹象——落后于美国货币供应增速

2021年，能源价格出现反弹，但反弹仅触及长期下降通道的上沿，这可能会加大在2022年重回熊市的风险。我们的图表显示，彭博能源现货分类指数的涨幅不及美国货币供应的增速，尤其是自2011年以来，这凸显了能源板块的主要通缩挑战。自2020年暴跌以来，能源价格几乎一直不间断上涨，但如果历史重演，2022年料将出现一定的正常回调，尽管表现出的形态可能像是“暴跌”。

我们的能源展望重点关注美国产量，因为作为曾经的全球最大原油进口国，美国液体燃料和天然气供应的快速增加正在改变全球能源平衡。技术进步和不利的人口结构变化或预示价格挑战。



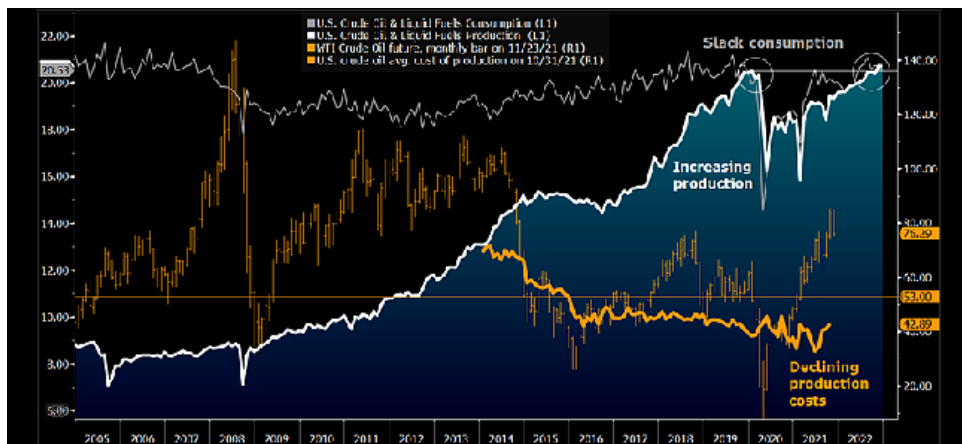
正常的回调或看似暴跌

Source: Bloomberg Intelligence

原油储备释放、中国释放铜储备、大宗商品或见顶

11月23日，多国协同释放战略石油储备，我们认为此举或加大大宗商品价格整体见顶的风险。今年6月中国有过一些先例，当时铜价触及新高，中国释放了铜储备。虽然我们担心政府干预行为，但料自由市场力量也将在2022年对大宗商品价格施压，尤其是考虑到原油和天然气仍处于长期熊市之中。我们的图表显示了主要的价格不利因素。作为曾经的世界头号原油进口国，美国明年的液体燃料产量料将超过其消耗量。

与此同时，美国页岩油的平均生产成本不断下降。我们预计，没有什么能够阻挡2022年WTI原油价格跌向每桶43美元的生产成本。



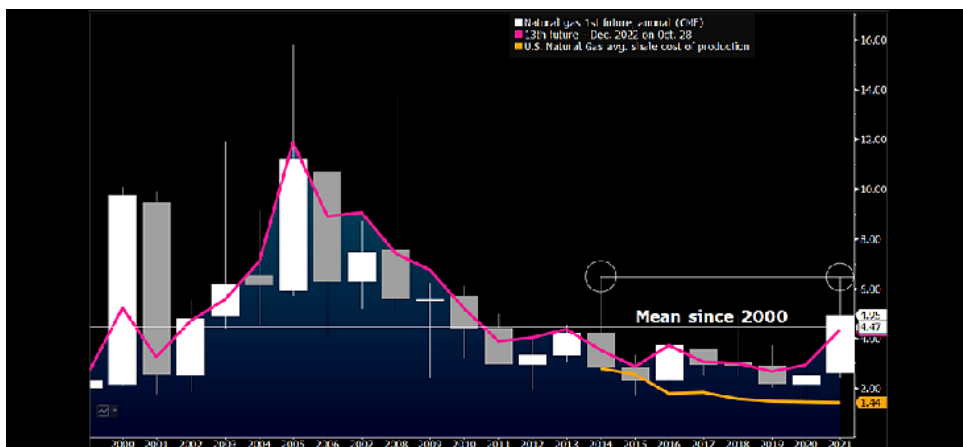
在这张图上几乎找不到看多原油的理由

Source: Bloomberg Intelligence

炙手可热的天然气或跌至4.50美元下方

在2021年的大宗商品反弹中，天然气表现尤其亮眼，但这对整个板块的长期上涨而言不是好兆头。天然气的储存成本最高，这往往对投资者不利；它也是近20年来表现最差的大宗商品，其中一个重要原因在于：美国的大量供应。天然气价格要守住11月底的七年高点，今年冬季必须比往年更冷，而且价格上涨之后供应不会随之增加。我们认为上述情况不大可能出现，应当适合用于验证天然气长期熊市是否会发生逆转。

和原油类似，天然气的现货价格也远高于期货价格。2022年12月的天然气价格更接近每百万英热单位4.50美元，而今年11月23日的近月合约在5美元左右。我们认为没有理由怀疑远期曲线，随着生产成本跌破2美元，天然气价格回落的风险料将上升。



2005年以来天然气市场的教训——逢高卖出

Source: Bloomberg Intelligence

2022年能源价格：“高价还需高价医”的重大考验

如果2022年能源价格不出现一定的回落，“高价还需高价医”的可信度将会下降。我们预计能源价格会出现回落，不过届时一些正常的回调（以及供需弹性方面的相应变化），可能看上去会像暴跌。2021年，布伦特原油期货最高收盘价为每桶86.40美元，上一次触及这一水平还是在2014年。原油价格要维持在这一水平上方，产量需要下降，消费量需要增加，但出现这种情况的可能性不大。趋势正朝着相反的方向发展，我们预计，OPEC继续前所未有的减产协议的可能性较低。

人类能够以较低的成本生产更多能源，同时消耗较少的能源。供应瓶颈和利润是2021年油价上涨的两个主要因素，而2022年这些问题有望逐步解决，而油价下跌或成为最有可能的结果。2014年以来，布伦特原油的均价约为57美元，而今年11月23日的价格为81美元。

Security	%YTD	Chg Nov.	1Yr % Chg	2Yr % Chg
Bloomberg Natural Gas Subindex	+71.1%	-9.2%	+55.1%	-17.2%
Bloomberg Unleaded Gasoline Subindex	+72.4%	-1.9%	+100.0%	20.4%
Bloomberg Brent Crude Subindex	+71.9%	-1.0%	+93.5%	26.2%
Bloomberg Energy Subindex Total	+70.1%	-4.7%	+75.1%	-2.5%
Bloomberg WTI Crude Oil Subindex	+68.9%	-3.7%	+89.4%	-11.7%
Bloomberg Petroleum Subindex Total	+68.7%	-2.6%	+90.1%	6.5%
BBG Energy Spot	+65.6%	7.9%	+74.7%	45.8%
Bloomberg Heating Oil Subindex	+62.0%	-3.2%	+81.6%	5.3%

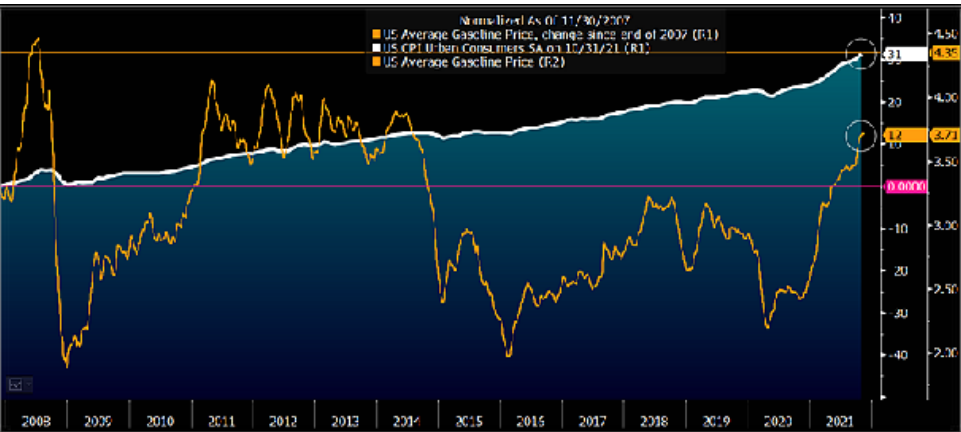
2021年上涨的品种，2022年或出现下跌

Source: Bloomberg Intelligence

担心感恩节期间的驾车成本？油价跑输CPI

归功于自由市场资本主义以及促进人类才智和创新的体制，今年感恩节期间美国无铅汽油的价格与2007-08年金融危机爆发前夕基本一样。如果平均汽油价格的涨幅与2007年11月以来的消费物价指数(CPI)一样，消费者支付的汽油价格应该约为每加仑4.35美元，而今年11月24日全美平均汽油价格为每加仑3.71美元。我们的图表显示，自2007年感恩节以来，美国CPI上涨了约30%，而无铅汽油的价格涨幅接近10%。相比之下，美国M2货币供应增长了190%，而标普500指数总回报则飙升了320%。

过去10年的大部分时间里，美国在能源和农产品领域的创新一直是大宗商品的主要压力点。我们预计下个10年，这一趋势有望得到强化。



国无铅汽油价格跑输CPI

Source: Bloomberg Intelligence

黄金 vs. 铜

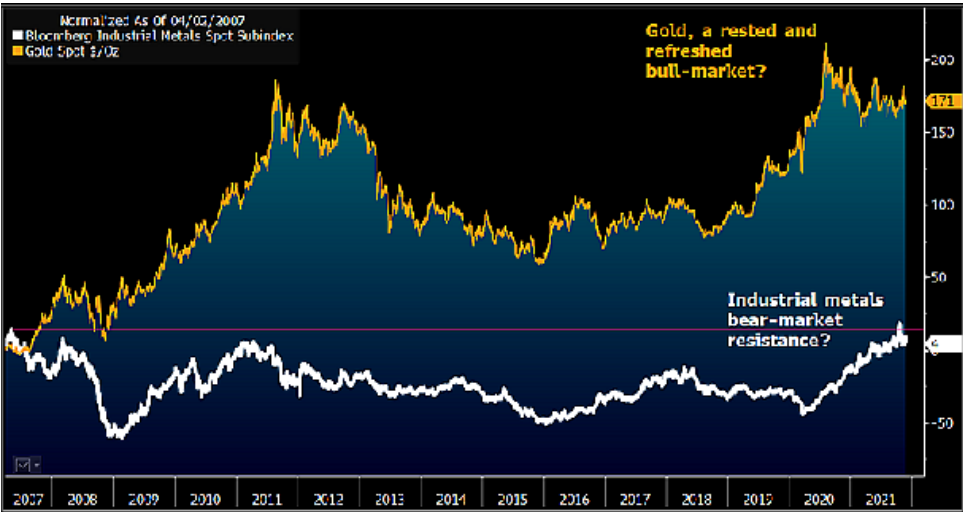
有什么能阻挡金价跑赢铜价？阻碍不多

2021年的铜价反弹和金价下跌，或许会强化料将支持2022年金价跑铜价的长期趋势。虽然黄金面临来自比特币的竞争越来越强，但我们预计，中国经济增速下滑和供需弹性规律对工业金属不利。

黄金或继续跑赢基本金属

截至今年11月底，彭博工业金属现货分类指数与2007年3月的水平大致相同，而同期现货黄金录得约170%的涨幅。我们认为，其背后的原因料将在2022年帮助延续这一趋势。在供应有限和低储存成本方面，黄金是大宗商品中的佼佼者。由于全球各经济体的债务占国内生产总值(GDP)比重快速上升，量化宽松政策大行其道，叠加今年黄金价格已经回调，因此我们认为，以法定货币计价的金价料重拾长期上行趋势。工业金属2020年大跌以来的价格反弹，或加大其在2022年的压力。

2003年以来，中国一直是基本金属需求的主要来源，但我们认为，中国的GDP增速下滑、存款准备金率不断下调以及房地产问题都指向价格或已见顶。



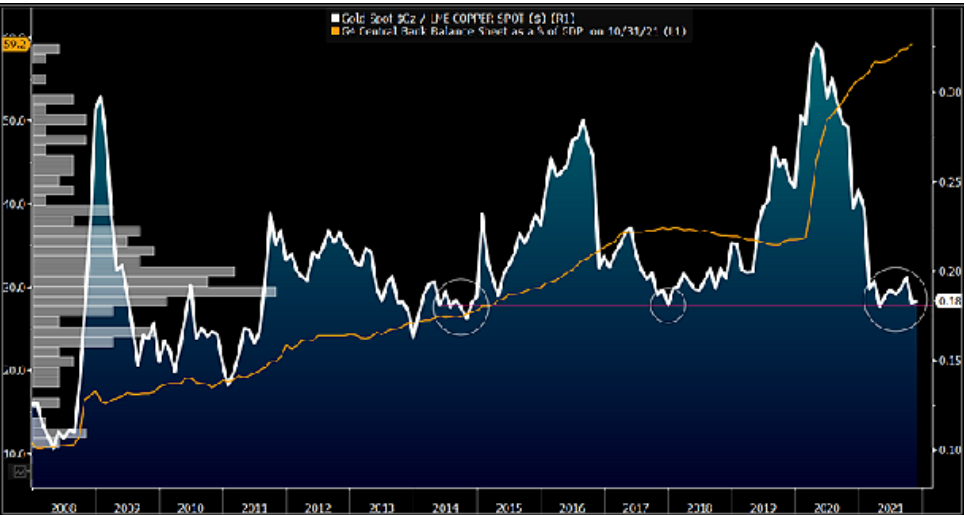
新冠疫情是否逆转了这些趋势？

Source: Bloomberg Intelligence

黄金与铜的表现或是2022年金属板块的重头戏

2021年即将收官，金铜价格比处于2014年以来的最低水平，而我们预期的长期趋势料将在2022年利好黄金。我们的图表显示，伦敦金属交易所黄金现货价格与铜现货价格之比处于其平均数、中位数和众数附近，尤其是自全球金融危机以来以及在我们的数据库中自1986年以来的平均数、中位数和众数。我们认为，铜的内生需求拉动力不大可能大幅超出供应弹性的影响，进而抵消黄金的上行步伐。黄金和铜都以美元计价，这为前者跑赢后者提供了一个更直接的有利因素。

要跑赢黄金以法定货币（可无限量发行）计价的升值趋势，铜基本上需要中国的超量需求，但我们预计这很大程度上已成为过去。2021年，金价下跌但铜价上涨，这或许会促使2022年出现回调。



金铜比处于较强支撑位，利好2022年黄金跑赢铜

Source: Bloomberg Intelligence

2022年的风险是什么？一定程度的回调

在我们2021年的表现概览图上，工业金属高居榜首，而贵金属排名垫底。这种走势的主要问题在于，它与长期趋势背道而驰。我们预计2022年，新冠疫情造成的影响或减弱，而对价格上涨的矫正将成为主导，尤其是相对于铜和铝。截至2021年11月29日，彭博铝分类指数总回报上涨了31%左右，上一次录得类似涨幅的年份是2017年。2018年，该指数下跌了17%左右，而我们预计2021-22年有望重演相类走势。

推高铝价的中国能源和供应问题更有可能是暂时的。2022年，一直在支撑金价的因素（尤其是美联储2015年再次加息以来的利好因素）似乎有望继续发挥作用。

Security	8YTD	Chg nov.	1Yr % Chg	2Yr % Chg
Bloomberg Aluminum Subindex To	+31.0%	-3.0%	+29.3%	38.5%
Bloomberg Industrial Metals Su	+23.4%	-1.6%	+24.2%	48.0%
Bloomberg Copper Subindex Tota	+23.0%	.8%	+26.7%	59.7%
Bloomberg Nickel Subindex Tota	+20.8%	+3.6%	+21.8%	44.5%
Bloomberg Zinc Subindex Total	+15.5%	-5.0%	+13.3%	36.9%
Bloomberg All Metals Total Ret	+5.8%	-1.5%	+10.6%	32.4%
Broad Dollar Index	+3.7%	+1.0%	+1.5%	-8%
Bloomberg Gold Subindex Total	-6.4%	+.1%	-.8%	17.2%
Bloomberg Precious Metals Subi	-7.9%	-.7%	-.3%	19.9%
Bloomberg Silver Subindex Tota	-13.7%	-4.2%	+.7%	29.0%

2021年上涨的品种2022年或下跌，料提振黄金

Source: Bloomberg Intelligence

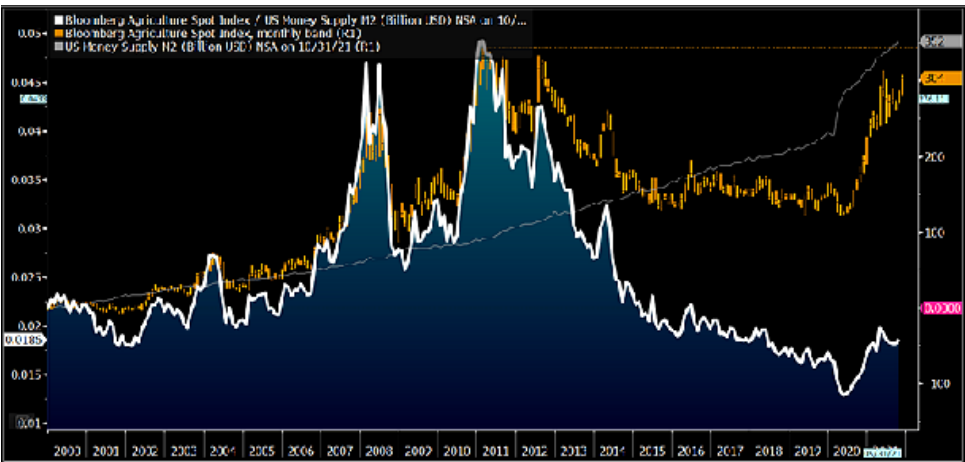
农产品面临不利因素

农产品今年已通过考验，但2022年或面临更大的不利因素

2021年，农产品板块通过了供应弹性的考验。如果2022年美国玉米产区不发生旱灾，我们预计农产品价格回调的可能性会加大。彭博农产品现货指数已连续四年未出现过如此涨势。2022年，对价格上涨的矫正料将卷土重来。

2022年农产品或出现对价格上涨的矫正

2021年，农产品板块通过了供应弹性的考验。如果2022年美国玉米产区不发生旱灾，我们预计农产品价格回调的可能性会加大。彭博农产品现货指数已连续四年未出现过如此涨势。2022年，对价格上涨的矫正料将卷土重来。



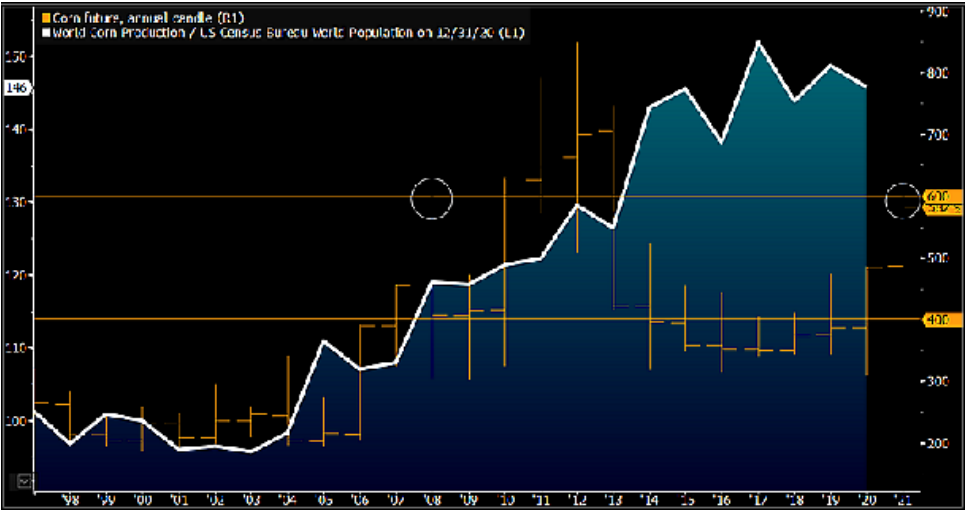
2021年，农产品跟随货币供应反弹

Source: Bloomberg Intelligence

技术进步是农产品价格面临的主要问题

从总产值来看，玉米是最重要的农产品。今年11月底，玉米的价格与13年前基本一样，凸显出农产品面临的主要通缩挑战。我们的图表显示了今年的玉米近月期货合约价格，以及2008年的一次上冲未果（当年最高冲到每蒲式耳8美元附近，随后在2009年回落至4美元）。相对全球人口增长，玉米增产加速。2021年的价格反弹或面临技术进步带来的供应弹性的更大阻力。潜在的均值回归水平是4美元，大约是自本世纪初和2013年底以来的平均水平。

今年的走势表明，如果美国玉米产区不发生旱灾，玉米价格倾向于朝其长期均值回归。要维持在6美元上方，玉米产量或需下降。



农产品的价格上涨得到矫正了吗？

Source: Bloomberg Intelligence

什么能阻挡2022年农产品价格下跌15%？

2022年, 对农产品而言最重要的是, 经历了2021年的上涨之后, 价格很难再进一步走高。农产品以谷物为主, 是大宗商品中供应弹性最大的板块, 如果遵循历史趋势, 2022年料将是价格下跌的一年。彭博农业现货指数有两个三年期间 (1992-95年与2005-07年) 与2019-21年的表现相似。在过去上涨期间的第四年, 该指数的平均跌幅约为15%。

上述分析可能有些简单, 但考虑到技术进步以及原油处于更长期的熊市之中, 我们预计农产品可能面临比以往更大的价格挑战。我们的图表显示, 原油是2021年表现最好的品种。我们预计2022年, WTI原油更可能向其五年均值回归, 即更接近每桶50美元的水平, 这将对农产品的价格上行构成阻碍。

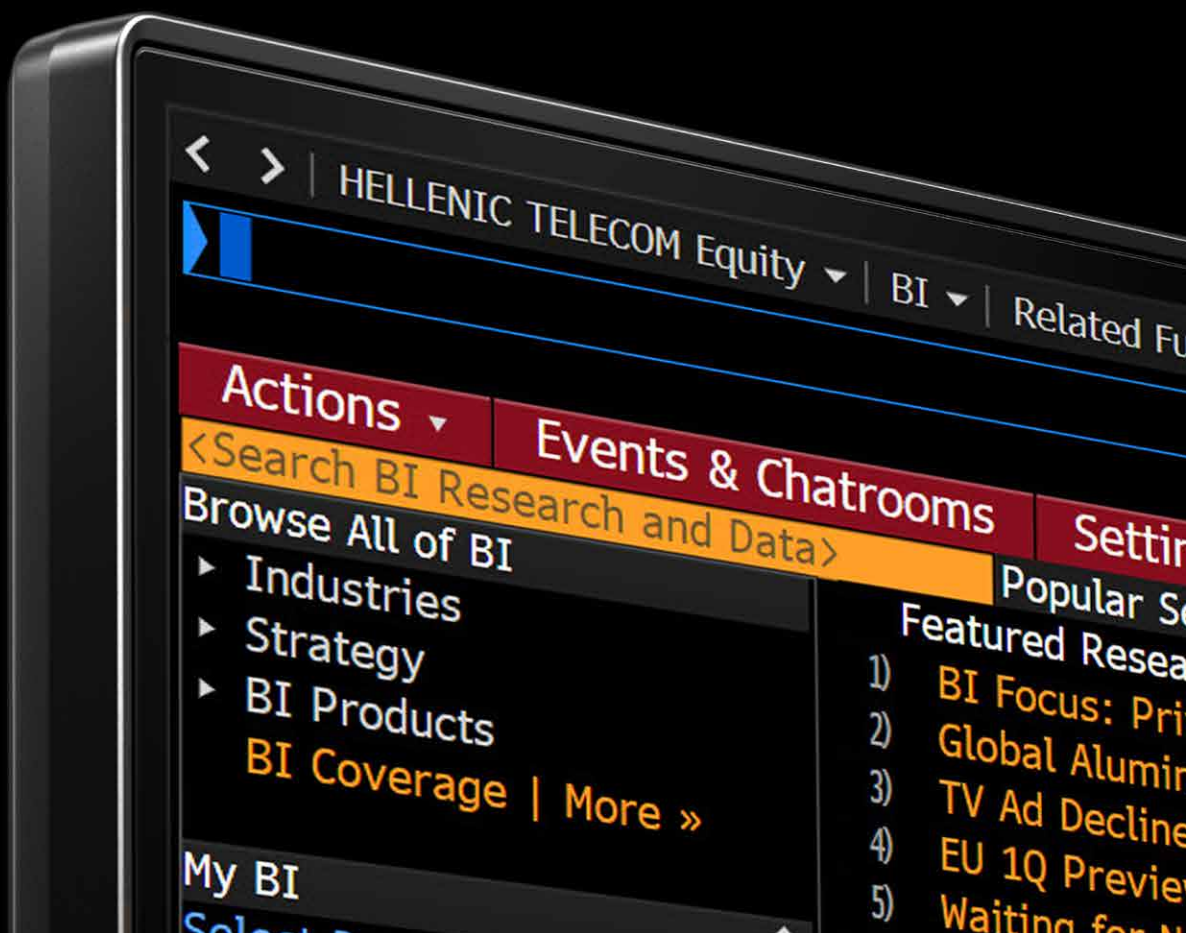
Security	%YTD	↓	Chg Nov	Chg QTD Pct	1Yr % Chg	2Yr % Chg
Bloomberg Coffee Subindex Total	+67.9%		+12.23	+18.1%	+82.5%	70.8%
Generic 1st 'CL' Future	+56.9%		-8.93	+1.5%	+80.6%	31.8%
Bloomberg Soybean Oil Subindex	+56.1%		-4.01	--	+73.5%	101.4%
BBG Softs IR	+48.6%		+7.10	+9.1%	+56.5%	65.3%
Bloomberg Cotton Subindex Total	+46.8%		+4.09	+13.0%	+57.2%	77.3%
Bloomberg Corn Subindex Total	+31.9%		+1.76	+6.7%	+49.1%	52.9%
Bloomberg Kansas Wheat Subindex	+31.5%		+6.20	+14.0%	+41.9%	68.8%
Bloomberg Sugar Subindex Total	+28.1%		+2.29	-3.0%	+30.5%	48.5%
Bloomberg Agriculture Subindex	+27.9%		+4.20	+7.3%	+39.6%	57.9%
Bloomberg Lean Hogs Subindex T	+27.4%		+4.32	-7.1%	+36.9%	-7.8%
Bloomberg Wheat Subindex Total	+25.9%		+8.35	+15.4%	+34.5%	49.7%
Bloomberg Grains Subindex Total	+21.8%		+3.54	+7.5%	+34.6%	52.9%
Bloomberg Grains Spot Subindex	+15.1%		+3.31	+7.5%	+27.4%	54.7%
Bloomberg Livestock Subindex T	+8.5%		+3.59	+1.7%	+14.0%	-14.3%
Bloomberg Soybeans Subindex Total	+3.2%		+1.64	+2%	+14.1%	43.3%
Bloomberg Live Cattle Subindex	-1.0%		+3.25	+6.1%	+2.9%	-17.3%
BRAZIL REAL	-6.8%		+1.07	-2.4%	-2.5%	-24.7%
BBG Soybean Meal TR	-18.1%		+10.35	+10.2%	-10.8%	7.3%

2022年价格回调风险较高

Source: Bloomberg Intelligence

关于彭博 行业研究

彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence, BI) 以独立的视角提供全球 2000 多家公司、135 个行业和市场的交互式数据和投资研究。我们的团队拥有 350 多名研究专家，帮助客户在快速变化的投资环境中自信地做出决策。BI 分析拥有来自彭博的实时透明数据和 500 家第三方数据的支持，客户可以借助我们的这些数据来完善及支持他们的构想。彭博行业研究仅可通过彭博终端或彭博专业服务应用获取。如需了解更多信息，请联系彭博客户代表或申请产品介绍及演示。



Functions Menu ▾

Message



ings

Searches Coronavirus, Oil, China

BI

Bloomberg Intelligence

Private Equity Dry Powder Deployment
Global Covid-19 Outlook
es May Worsen as Rating Boost Moderates
w: Balance Sheet Overview

Spotlight | More »
GE Default Probabilities

40.0%
35.0%
30.0%



了解更多

如需了解更多信息，请在彭博终端*
上按 <HELP> 键两次。

北京
+86 10 6649 7500

上海
+86 21 6104 3000

法兰克福
+49 69 9204 1210

香港
+852 2977 6000

伦敦
+44 20 7330 7500

孟买
+91 22 6120 3600

纽约
+1 212 318 2000

旧金山
+1 415 912 2960

圣保罗
+55 11 2395 9000

新加坡
+65 6212 1000

悉尼
+61 2 9777 8600

东京
+81 3 4565 8900

[bloomberg.com/intelligence](https://www.bloomberg.com/intelligence)

The data included in these materials are for illustrative purposes only. The BLOOMBERG TERMINAL service and Bloomberg data products (the "Services") are owned and distributed by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") except (i) in Argentina, Australia and certain jurisdictions in the Pacific islands, Bermuda, China, India, Japan, Korea and New Zealand, where Bloomberg L.P. and its subsidiaries ("BLP") distribute these products, and (ii) in Singapore and the jurisdictions serviced by Bloomberg's Singapore office, where a subsidiary of BFLP distributes these products. BLP provides BFLP and its subsidiaries with global marketing and operational support and service. Certain features, functions, products and services are available only to sophisticated investors and only where permitted. BFLP, BLP and their affiliates do not guarantee the accuracy of prices or other information in the Services. Nothing in the Services shall constitute or be construed as an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates, or as investment advice or recommendations by BFLP, BLP or their affiliates of an investment strategy or whether or not to "buy", "sell" or "hold" an investment. Information available via the Services should not be considered as information sufficient upon which to base an investment decision. The following are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries: BLOOMBERG, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG MARKETS, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG TERMINAL and BLOOMBERG.COM. Absence of any trademark or service mark from this list does not waive Bloomberg's intellectual property rights in that name, mark or logo. 本材料中所包含数据仅供说明之用。©2022 彭博 1556537 0122