

本轮大宗商品价格上涨原因 及未来走势分析

植信投资研究院 连平 许珂 等

自 2020 年 6 月起，伴随着全球大宗商品价格持续上涨，我国工业品出厂价格指数 (Producer's Price Index for Manufactured Products, PPI) 已连续 11 个月环比正增长，同比涨幅从 2020 年 5 月 -3.7% 的低点升至 2021 年 4 月的 6.8%，期间上涨了 10.5 个百分点。相较于最近两轮的 PPI 上涨周期，即 2009 年 7 月至 2011 年 7 月的 24 个月间累计上涨 15.74 个百分点，以及 2015 年 12 月至 2017 年 2 月的 14 个月间累计上涨 13.75 个百分点，本轮 PPI 上涨势头更为强劲。当前大宗商品价格走势有何不同寻常的背景，全球大宗商品是否迎来了上涨的超级周期，当前的供求关系正在发生怎样的变化，未来我国 PPI 上涨是否将延续更长时间，何时会出现拐点，这一系列问题受到市场高度关注。

一、本轮大宗商品价格上涨具有三个特殊背景

本轮全球大宗商品价格上涨发生的背景与之前历次上涨有很大的不同。本轮大宗商品价格上涨是在疫情影响供给复苏导致供求缺口难以收敛，各国巨量规模经济刺激方案推动需求释放，以及碳达峰、碳中和目标对全球大宗商品供给带来冲击等较为特殊的背景下发生的。

(一) 疫情抑制供给复苏推动了大宗商品价格上涨

纵观历史上的经济运行周期，经济复苏形成后因供求关系缺口的阶段性存在，大宗商品价格通常会有一个上涨过程。但本次上涨与以往历次经济因素直接推动通胀上行不同，本轮大宗商品价格快速上涨的主要原因之一是疫情制约了供给能力恢复，使得供求缺口难以快速收敛。当前全球经济处于新

冠疫情影响后期，前期因疫情冲击导致供给中断，同时防疫要求使得全球供给能力恢复缓慢，部分主要供给所在国甚至正在面临疫情的再度冲击，影响了大宗商品的生产和运输，从而在整体上制约了全球大宗商品供给能力的发挥。

然而疫情影响下，全球总需求存在一定刚性和弹性，全球居民基本生活的物质需求使得总需求在疫情冲击前期虽会下降，但仍然会保持在一定的水平上；同时随着财政货币等刺激政策的陆续出台又会较快恢复。随着疫苗的普遍接种，全球新冠疫情发展可能逐步得到控制，世界经济复苏加快，以中国、美国为代表的总需求正快速攀升，导致大宗商品供求缺口依然存在，价格仍有上行动力。

（二）货币大幅宽松叠加财政轮番扩张是本轮大宗商品价格上涨的重要刺激因素

美联储大幅扩表为全球通胀提供了必要条件。新冠疫情冲击与 2008 年次贷危机存在本质区别，美联储的政策逻辑及施策对象也出现相应调整。美联储应对疫情的政策逻辑为：快速为金融机构、实体企业、家庭居民、地方政府和海外央行提供融资支持，防止疫情外生冲击恶化为经济趋势性下行。换言之，美联储通过自身资产负债表扩张来换取各类应对疫情短期停摆的时间，以防系统性风险发生。为此，美联储一方面将联邦基金目标利率大幅调降至 0-0.25%，并保持至今；另一方面短期内将资产负债表大幅扩容，由 2020 年 3 月初的 4.24 万亿美元扩至 2021 年 5 月 12 日的 7.83 万亿美元。美联储大幅扩表一方面为全球提供大量美元基础货币，另一方面极低的利率水平为这些“热钱”出口提供了条件。美元基础货币泛滥必然导致全球信用体系

快速扩张，最直接的表现便是金融资产价格上涨以及美元指数下跌，这为全球通胀提供了重要条件。值得注意的是，目前美联储并未释放出明显的货币政策收紧信号，这意味着廉价美元在未来一段时间内还将为全球提供充裕的流动性。

美国财政刺激计划轮番推出成为点燃全球性通胀的导火索。2020 年疫情爆发以来至今，特朗普政府和拜登政府已经先后出台六轮财政刺激计划，累计金额约为 5.7 万亿美元。后续还将出台包括总额 2.3 万亿美元的基础设施建设计划在内的一揽子财政刺激计划。空前的财政刺激计划规模将导致美国总需求曲线出现显著扩张，进而使得市场通胀预期迅速升温。财政刺激计划还推动通胀从资本市场开始向实体经济传导，使得通胀预期开始走向真实通胀。后续基建计划有可能直接推动主要大宗商品价格继续上升。

疫情爆发以来至今，美国极度宽松的货币政策和刺激规模空前的财政政策主要通过三个渠道影响了全球大宗商品价格走势。一是财政扩张投入资金和美联储大规模印钞导致大量廉价流动性脱实向虚，引发包括大宗商品期货在内的金融资产价格明显上升。二是美元指数从 100 上方跌至 90 附近助推以美元计价的大宗商品价格上涨。三是财政刺激计划从救助转向基建显著提升了市场对相关大宗商品的涨价预期，进一步强化了国际大宗商品价格的上涨趋势。

（三）碳中和政策执行带来短期供给冲击

2015 年 12 月，第 21 届联合国气候变化大会通过《巴黎协定》，旨在将全球平均气温较前工业化时期上升幅度控制在 2 摄氏度内，并争取控制在

1.5 摄氏度内。2018 年 10 月，政府间气候变化专门委员会表示需要在 2050 年前将全球碳净排放量降至零，即“碳中和”，才能实现 1.5 摄氏度的目标。截至目前，全球已有 50 多个经济体宣布甚至立法规定 2050 年前达到“碳中和”的目标。2020 年 9 月，国家领导人在联合国大会上宣布中国在 2030 年前实现“碳达峰”、2060 年前实现“碳中和”的承诺，明确了国家对于长期低碳发展转型的战略部署。

发电行业、钢铁行业作为我国碳排放量最高的两个行业，是实现缩减碳排放目标的重点。提高能源利用率、促进生产流程电气化改革是未来的发展方向，但这并非是一蹴而就的任务。短期来看，见效最为明显的举措还是缩减产量。在碳中和目标下，减产限产政策的执行使煤炭、钢铁行业供求关系的预期改变，推动价格强势上涨。2021 年 3 月唐山限产、4 月邯郸限产合计影响全国约 5% 的供应量，钢铁行业进入短期的产能不足状态。但 3 月以来粗钢产量仍然出现较大幅度增长，说明闲置产能在市场机制的调节下替代了产能过剩区域的限产，总产量仍然得以增长。但在需求维持高位的情况下，收缩产能仍限制了产能扩张和供给补充的速率，抬升了下游产品价格的涨价预期。

长期来看，碳中和政策对于国内大宗商品价格的影响将体现在以下几个方面。

一是推动能源消费结构调整。据测算，2025 年前后煤炭新增需求将达到峰值，而天然气消费将成为未来 10 年主要的增长点。近年内国内炼化产能扩张会对石油需求的增长形成支撑，石油输出国组织（Organization of the Petroleum Exporting Countries, OPEC）和国际能源署（International

Energy Agency, IEA）等机构预计中国的石油需求将于 2035-2040 年间达到峰值。在供给充沛、需求触顶的预期下，煤炭、石油价格将很难持续攀升。

二是利多有色金属需求。碳中和意味着电力深度脱碳及工业生产电气化的普及，其中无论是清洁能源发电装置的建设、工业领域电气装置的更新、新能源车的产能扩张，都会对铜、镍等有色金属的需求产生有力支持。据测算，在“十四五”期间，“碳中和”目标将令中国每年铜消耗增加 85 万吨，占 2020 年中国铜消费量的 5.7%。而目前全球铜矿产业投资低迷，供需缺口下价格大概率会维持高位。

三是黑色金属行业的去产能及转型升级利好钢材价格及钢铁企业利润。2020 年中国粗钢产量占全球总产量的 56.5%，长期以来钢材供应宽松和原材料需求过于旺盛的格局使得产业链上下游利润配置失调，2018-2020 年焦炭、铁矿石等上游原材料价格大幅上涨而下游价格难以上调使钢铁行业处于高产能、高库存、低盈利的低迷周期。去产能政策的下达将有效抑制原材料价格上涨，提升市场钢材供给收缩预期，支撑钢材价格维持正常盈利区间，促进生产利润重新合理调配，保障钢铁行业长期健康发展。同时，生产流程电气化推进意味着生产成本的上升，在提升行业集中度的同时也会托底钢材价格。

综合来看，疫情防控的区域性差异造成了作为原材料产国的一部分发展中国家供给能力恢复滞后，而作为原材料消耗国的主要经济体在疫情冲击下需求收缩幅度相对较小。在各国货币政策、财政政策的多重刺激下，需求短时间放量扩张，供求缺口快速增大且持续时间较长，对价格上涨形成了阶段性

硬支撑。而充沛的市场流动性也提升了通胀预期，具有一定保价能力的大宗商品市场积蓄了一定的投资和投机需求，加大了价格波动的离散程度。

二、短期内国际大宗商品供求关系依然偏紧

此轮国内 PPI 上涨经历了两轮需求释放过程。

第一阶段需求于 2020 年二、三季度集中释放，体现为国内基建、房产投资扩张，工业企业进入快速去库阶段，后续库存小幅回升。第二阶段需求扩张伴随着四季度后美国、欧洲的经济复苏，库存再次大度收缩。相较于第一阶段，第二阶段的需求扩张表现出体量更大、持续时间更长的特点，分析这一阶段海外需求的增长拐点是判断国内 PPI 拐点的核心思路。

（一）全球供需结构变化导致油价难以持续大幅上涨

受能源市场多元化和地缘政治等多种因素影响，未来国际石油价格难以出现持续大幅上涨。年内油价会在欧美工业进一步复苏、国际航运市场恢复的带动下小幅抬升。以布油为例，全年价格中枢大概率维持在 70 美元 / 桶以内。

近年来，国际原油市场供过于求的局面逐渐清晰。全球剩余产能充裕，部分产能暂时因地缘政治因素未能开采，或因执行限产促价的协议而暂时关停。这些产能在过去几年的中东地缘政治关系变动、OPEC 和俄罗斯交替执行限产等各种冲击之下显现出了巨大的供给弹性。同时，石油勘探技术的发展使可开采的石油探明储量快速增加，且生产成本相对较低。而石油需求可能即将“达峰”。能源结构

低碳化改革和能源使用效率的不断提高导致全球石油消费增长逐年减弱，OPEC 预测全球石油需求可能在 2025-2040 年间停止增长。目前美国、欧洲等经济体的石油消费和进口已出现收缩，中国、印度等石油进口依存度高、经济处于较快增长期且能源效率相对较低的国家正取而代之成为新的主要石油进口国。

短期来看，原油市场处于供需同步缓释阶段。5 月 OPEC 恢复渐进式增产，沙特退出自愿减产计划，美伊谈判关系缓和，伊朗的原油供给有望逐步正常化。美国页岩油钻机及钻井数小幅回升，但钻井数量仍处于历史低位，油价走升的幅度暂未提升页岩油生产商的投资意愿，投资景气度较低，页岩油产出低迷；拜登政府的“绿色新政”也一定程度上限制了页岩油行业的发展。近期美国石油管道遭受黑客攻击、巴以冲突等地缘政治因素也会对供给产生小幅冲击。但从总量上看，由于闲置产能可观，供给弹性较大，原油产出仍保持环比正增长。

需求端亦总体向好。全球工业生产增速仍处于上行周期，美国能源信息署（Energy Information Administration, EIA）及 OPEC 预测全球 2021 年剩余月份将有 550-595 万桶 / 日的需求增量。美国二季度表观油品总需求回至近 5 年均值附近，炼厂开工负荷已恢复至常年水平，航空煤油需求有待进一步提高。中国成品油消费需求不断增加，5 月后随着炼厂集中检修季结束，补库需求回升。而印度则在疫情冲击之下大幅缩减了 5 月石油进口订单，不乐观的疫情将会于 2021 年持续抑制其石油进口需求。整体来看，后续原油市场的去库幅度将有所收缩，但在世界经济整体性复苏的趋势下，需求增量仍将

支持油价中枢小幅走升。

（二）供需改善导致铜价高位调整

铜价于 2020 年 3 月开启本轮上涨行情。截至 2021 年 5 月 18 日，LME 铜现货结算价已达 10456 美元 / 吨，较期初上涨 126%。中国精炼铜消费量占全球产量 60% 左右，是全球精炼铜消费第一大国。2020 年二季度中国首先开启疫后重建，叠加“十四五”规划的新部署，基建、地产投资齐发力，7 月电网投资累计同比较 2 月低点上涨 45.1 个百分点，新增 220 千伏及以上线路长度累计同比扩大 55.99 个百分点；而同期主要原材料出口国智利、秘鲁深受疫情、海浪、罢工等因素干扰，铜矿产出受阻。国际铜研究小组 (International Copper Study Group, ICSG) 全球矿山产量的 12 个月移动平均值仅上涨 12.5%，冶炼铜产量仅上涨 12.8%，精铜库存下降 19.2%，供需关系高度紧张。2020 年三季度价格小幅回落，但四季度欧美经济复苏拉动了新一轮需求扩张。10 月全球月度精炼铜消费量创下 2268 千吨的历史新高，但矿山产量并未出现大幅提升。在铜矿低库存、投资低增速、矿山及冶炼厂低产能利用率的制约下，2020 年全年精铜缺口达 59.3 万吨。

2021 年内需恢复峰值已过，外需成为精铜消费的主要动力。高价铜对下游需求产生抑制，铜市需求增幅偏低，1 月全球精炼铜消费量 12 个月移动平均值上涨幅度明显趋缓。国内电网施工受限于高成本不断延期；冰箱、空调等家电销量增速放缓，内销涨幅不及外销；新能源汽车月产量在芯片供给受限的背景下由 2020 年 12 月 23.8 万辆略有回落至 2021 年 4 月的 22.9 万辆。未来外需及国内房地产

行业补库将成为年内主要需求增量来源。碳中和背景下国内新能源产业需求也将缓慢释放，年内风电、光伏发电，动力电池及充电桩，以及新能源车领域有望贡献一定增量。

供给端的恢复仍存在很大不确定性。高价驱动下，一季度全球铜矿企业融资额为 18.6 亿美元，同比增长 54%。前十大铜矿公司许多新增大型铜矿项目正在投产，预计将于 2021 年下半年前释放较多产量。据测算，全年矿产增速可能达到 3.8%-5%，但仍不足以填补 5.4% 以上的全球需求增速。同时，因为南美地区铜矿设备老旧等原因，矿山产能利用率低于历史平均水平，罢工等事件也加剧了市场的紧供给预期；国内碳中和政策背景下各地冶炼厂产能也可能受到限产政策的影响。虽然此轮铜价上涨周期驱动力正随着供需缺口的填补逐渐减弱，高价抑制了部分需求，但供给端仍存在较大的不确定性，铜价大概率持续 1-2 个季度的高位调整。长期来看，由于全球新能源产业的需求扩张将逐步增加，未来铜价重心仍将大概率在高位波动。

（三）原材料价格上涨叠加产能扩张受限支撑钢材价格

黑色金属价格上涨更多受到了终端需求驱动。2020 年二季度末国内需求增量达到峰值，螺纹钢库存从 3 月的 776.24 万吨迅速下降至 6 月的 284.09 万吨，之后的三季度库存有所回升。随后四季度起外需强势释放，美中螺纹钢价差自 2020 年 11 月触底后快速回升，2021 年 2 月拉大到 203 美元 / 吨，美国市场价格超出国内 30% 以上。叠加国内房地产市场投资景气度攀升，同期螺纹钢库存进一步下降至 224.15 万吨。2021 年国内房企加速土地存

量变现意愿强烈，4月房地产投资累计同比强于预期，五一房地产企业季节性集中补库，螺纹钢价格短期冲高；美国新建住房销售3月亦达到9.7万套的历史新高，建筑支出随之上涨，超出历史均值约60%。钢材价格在建材采购刚需的推动下快速冲高，极大地促进了钢厂2021年年初的补库热情，3月库存累积至529.62万吨。而因需求放量及国内限产政策下产能扩张受限，4月快速回落至352万吨。

终端市场需求可能于三季度出现拐点。国内房地产施工大概率于8月季节性缩减，美国已获批及已开工的新建私人住宅数于4月出现回调，部分原因在于建材市场价格过热，从而增加施工成本。美国抵押贷款银行协会（Mortgage Bankers Association, MBA）公布的抵押贷款指数已于1月底触顶回落，可能预示着本轮美国房地产市场上行周期已近尾声。

作为全球最大的钢材产出国，中国2020年二季度粗钢产量占全球比重超过60%，达到历史高位；之后随着国际疫情逐步消退，该比重略有回落，但仍保持在55%以上。3月限产环保政策的施行短期压制了钢厂产能利用率，但5月数据显示限产的利空效应已边际趋弱，除唐山、邯郸外再无限产要求，产能利用率和高炉开工率均有所回升，总产量增速并未落后于季节性趋势，行业仍处于相对高产量、高产能的运行区间。2020年三季度起巴西及澳大利亚铁矿石总发货量出现趋势性下滑，引发铁矿石供给收紧的担忧。但我国铁矿石供应阶段性充裕，2020年3月至2021年4月国内铁矿石港口库存同比增幅扩大了36.67个百分点，港口日均疏港量有所回落，钢厂铁矿石库存也在增加，体现出供给偏

松格局。钢厂产能利用率小幅回升至70%左右的历史平均水平，产销比下降至0.86左右的区间，产量提升暂时未受到铁矿石供给干扰。国内铁矿石供给偏松的格局也会对全球铁矿石价格上涨形成拖累。焦炭价格随需求增长同步上涨。2020年年底焦化企业限产政策阶段性压缩供给能力，但因本次限产主要针对产能小于100万吨的小规模焦化厂，整体性产量并未出现较大波动，大中型焦化厂产能仍然高于历史平均，产量增幅与表观消费量基本同步，对下游钢厂的供给不存在明显缺口。

此轮国内黑色金属行业价格上行周期显示出了新的特征。一是价格上涨的核心动能已从供给侧驱动为主转为需求侧驱动为主。疫情得以初步控制时供给侧产能复苏力度不及需求侧，供需错配推升原材料价格。而当下疫情对于经济运行的影响已有所淡化，铁矿石价格高涨极大地促进了产出国的投资和出口意愿，供给总体充裕。下游旺盛的需求前景对原材料价格仍有强劲支撑，此轮价格上涨仍将在一定程度上持续。

二是供给缺口修复的关键由上游向中游转移。受制于中游行业产能的有限扩张，中游产品的供给弹性低于上游产品。目前，我国暂不存在铁矿石供给缺口。2020年3月以来粗钢产量同比仅扩大15.1%，叠加下游需求的季节性爆发，产销比降至历史相对低位，清库速率提升，产品价格迎来快速上涨，产业链利润分配得以由上游向中游传递。叠加碳中和、碳达峰目标影响市场对供给收缩的预期，螺纹钢、焦炭价格的涨幅与限产政策的执行力度密切相关。

（四）去产能政策短期内加剧动力煤价格上

涨预期

国内动力煤进口依存度较低，2020年以来国内产量占总供给96%以上。随着夏季用电高峰的到来，动力煤迎来季节性需求高峰。工业用电日耗偏高，重点电厂煤耗总量3月环比上涨31%，电厂补库需求旺盛。叠加主产区严格限制超能力生产，煤管票紧张，供应增长受到制约。2021年3-4月环渤海港动力煤库存下滑17%，重点电厂煤炭库存可用天数降至12天，远低于20天左右的平均水平，动力煤供需缺口拉大，价格水涨船高，5月13日市场均价为997.5元/吨，较年初上涨72.95%，较去年同期上涨110.67%。4月发改委强调主要产煤大省增产至9月，国内原煤产量高位运行。一季度国内原煤产量同比增长16%，相较于2019年增长19%，但进口量处于中游偏低水平，总供需缺口仍然存在。5月环渤海九港合计场存量小幅回升，但下游电厂库存未有明显增量。夏季用电需求旺盛期即将来临，电厂仍有补库需求，短期动力煤价格仍可能走强。后续随着市场逐步消化去产能带来的看涨情绪，电厂补库需求逐渐回落，价格涨势有望收缩，但不排除夏季极端天气扰动及限产政策执行力度增大加剧价格波动。

（五）国际供给下滑导致大豆价格上涨，国内玉米价格上行存在压力

我国大豆进口依存度较高，国内大豆产能仅占总需求15%左右。2020年以来国际大豆市场供给偏紧，国内豆油成本提升。美豆库存持续收缩，美国农业部3月底面积报告预期今年美豆播种面积只有8760万英亩，远低于市场预期，加剧紧供给格局。南美洲增产、上市并未冲击国际大豆价格，海运成

本增加提升进口大豆到港成本，国内豆油、豆粕原料价格持续走强。4月巴西及国内大豆集中上市短期缓解了国内库存压力，国内大豆价格涨幅预计将小于美豆；但整体库存仍偏低，补库需求对后市价格有所支撑。随着国内生猪产能恢复常态，2021年国产大豆需求平稳略增，价格将高位趋稳。在大豆产量下降、进口量增加的双重影响下，豆油产量较上年度小幅增加，价格区间可能略有下调。

玉米因进口依存度低，国内生产销售缺口为其价格上涨的主要逻辑，价格走势已与国际价格出现背离。国际玉米供给紧张，2021年至今，美国玉米价格已上涨约50%，创近10年来高价，而国内玉米成交量偏低，价格近期高位调整。饲料需求增量放缓，下游饲料生产企业玉米库存普遍在20天以上，且替代效应较大，议价能力有所提升。同时，玉米收益预期较好，农民扩种积极性高，预计本年度玉米种植面积将较上年增长3.4%，总产量达2.72亿吨，增长4.2%。本年度玉米产需缺口将缩小至2189万吨。

2020年二季度低点以来，美国商品调查局（Commodity Research Bureau, CRB）综合指数上涨约55%，而南华综合指数上涨51%。南华综合指数先开启上涨，说明内需启动恢复领先于国际，而后续的涨幅差距显示出国际供需缺口大于国内，未来海外需求的延伸将成为决定后续国内价格能否持续上行的重要因素。疫情恢复的区域性差异导致各地区工业产能利用率高低不一，中国因疫情较早得以控制，产能恢复优于海外，在国内经济复苏速率边际递减的情况下，外需占据国内产能的比重愈发提升。受制于海外旺盛需求对原材料价格的倒逼，

即便在国内经济复苏曲线趋于稳定、流动性指标回落至合理区间的前提下，原材料价格上涨的输入型因素仍对我国中下游产品的价格造成影响。未来大宗商品价格及国内 PPI 将伴随国际需求增速放缓和供给增速加快而出现拐点。

三、大宗商品超级周期缺乏长期需求基础

2021 年以来，大宗商品开启超级周期的观点引起市场广泛关注。过去一百多年的时间里，几次大宗商品超级周期都与主要经济体的工业化和城镇化快速发展带来的需求大增有关。十九世纪美国的工业化和城镇化带动了一波大宗商品价格的大涨；第一次世界大战之后的大宗商品价格出现了较大幅度上涨；第二次世界大战之后欧洲的重建和再工业化以及美国的婴儿潮带来了一波大宗商品价格的持续上涨。最近一次大宗商品的超级周期是 2003-2010 年，主要动力来自于中国加入世界贸易组织（World Trade Organization, WTO）后制造业的崛起和城镇化对基础设施和房地产投资需求的拉动。

可见，一轮大宗商品超级周期开启，需要有规模较大的经济体在一个时期之内释放较大的投资需求。在发展中国家中，印度似乎有这样的潜力，但其目前工业化和城镇化的进展还很慢。从 2007 年到 2013 年，印度每年的固定资本形成占国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）的比例处于 30% 以上。2014 年之后，固定资本形成的占比却持续处于 30% 以下。这表明过去几年固定资产投资对印度经济增长的拉动作用是逐渐减弱的，其背后有着深刻的经济、制度乃至人文的原因。在这种环境、条件和趋势下，印度难以为大宗商品带来

较大的需求。欧元区的部分国家如希腊、意大利等国在过去几年经历了去杠杆，债务增速放缓必然影响固定资产投资增速。欧元区作为一个整体，其投资增速在 2008-2013 年间也一度出现负增长。2014 年之后欧央行采取负利率，欧元区银行对居民和企业的信贷增速开始回升，欧洲的投资增速有一定反弹，但与金融危机之前相比还有差距，投资占 GDP 的比例也低于金融危机之前。新冠疫情爆发之后，欧洲的财政刺激方案主要是应对疫情对实体经济带来的负面冲击，能够用到固定资产投资上面的资金较为有限。

2000 年之后，全球大宗商品消费需求增长动力主要来自中国。中国固定资本形成占 GDP 的比例一度达到 40% 以上。最近几年国内经济转型，消费逐渐成为拉动经济增长的主要来源，投资占比有一定幅度回落，但仍然明显高于其他国家。为了应对新冠疫情的冲击，2020 年国内信贷社融增速有一定幅度上升，相应的固定资产投资增速也出现反弹，是当前大宗商品价格上涨的重要驱动因素之一。目前中国的制造业在全球首屈一指，城镇化已进入城市群和都市圈的结构发展阶段，中国对大宗商品的需求难以出现过去曾经有过的持续大幅上升。2021 年国内经济增长将回到潜在产出水平附近，相应的信贷社融增速也将回归常态。中国需求未来难以成为大宗商品价格持续上涨的主要动因。

2021 年以来大宗商品价格上涨较快，与美国拜登政府提出的 1.9 万亿美元财政刺激措施密切相关。刺激措施中包含对普通老百姓的现金发放以及失业补助。可以预计，1.9 万亿美元的刺激措施正式实施之后，对美国的就业和经济增长可以提供更多的支

持。美国多家金融机构预测，这些刺激措施将使得美国实际经济增长在 2021 年下半年至 2022 年超过潜在产出水平，即美国经济会出现过热的情况，对大宗商品价格会有向上推力。随着疫苗接种快速推进，美国居民出行增加将带动汽油的消费，一定程度上有助于推动能源价格上涨。但经验告诉我们，通常经济复苏带来的需求恢复是阶段性的，难以持续推动大宗商品价格上涨。

拜登政府已明确要进行大规模基建投资。美国的基础设施有一定比例年久失修，确有改善的空间。但由于美国两党政治僵局，民主党和共和党在基建方面难以达成共识，基建想要顺利推进存在难度。2016 年年末特朗普当选总统之后就表示要大力推进基建，最终在其任职结束时未得到落实。拜登政府提出的新基建刺激方案规模超过 2 万亿美元。目前已推出的财政刺激措施已经导致美国政府的债务规模达到其 GDP 的 110% 左右，处于历史高位；随着还本付息的压力增大，未来再提出更多的刺激措施，美国政府的债务水平还会更高，还本付息的压力会更大。从持续时间 8-10 年来看，每年投资的规模并非很大，但是否能通过加税来获得资金却存在很大不确定性。尤其是要经过至少两个政府轮替周期，未来依然存在很大的改弦更张的可能性。因此，无论是从规模和周期角度看，还是从财务和政治角度看，拜登基建方案都存在较大的不确定性。

四、国内保供稳价政策正在推动 PPI 步入拐点

在 2021 年国际原油价格恢复、大宗商品价格火热的影响下，国内 PPI 或将在延续几个月同比增

幅 8% 以上的高位运行后于四季度放缓；不排除个别月份达到两位数增长的可能性，全年同比增幅可能在 5% 以上。

相较前两轮 PPI 上涨周期，本轮 PPI 上涨逻辑有一定相似性，也有不同之处。第一轮周期伴随 2010 年前后全球货币大放水开启，美联储持续下调利率至 0-0.25% 的历史最低水平，并实施了两轮量化宽松政策。中国的所谓“四万亿”刺激计划亦极大地充裕了市场流动性，全球在大规模经济刺激下开启一轮由需求扩张拉动的大宗商品价格上涨周期。叠加地缘政治因素冲击中东石油供给，极端天气影响农作物减产，全球整体通胀压力飙升。2010 年二季度起，新兴市场国家陆续开始紧缩货币政策应对通胀，我国央行于 2010 年 10 月上调存贷款基准利率，6 个月后大宗商品价格开启下跌，再 3 个月后国内 PPI 拐点出现。第二轮周期开启对应的是 2015 年年底国内推行供给侧结构性改革，2016-2018 年间大力收缩工业产能，大宗商品迎来工业品供应端紧缩驱动的价格上涨。同期上游采掘和金属冶炼行业价格涨幅较大，但对 CPI 的传导相对有限，国内并未出现明显通胀趋势。随着美联储于 2015 年年底开启加息周期、2017 年 10 月开启“缩表”，发达经济体流动性拐点出现，叠加中美贸易摩擦升级，需求收缩，PPI 顶部回落（图 1）。

本轮 PPI 上涨周期的逻辑既有类似 2010 年前后全球流动性泛滥导致需求大幅扩张的背景，又存在类似 2016 年后供给收紧的影响，上升速率、持续时间和累积涨幅都可能会大于前两轮周期。由于全球经济复苏尚未见顶，主要经济体货币政策收缩大概率不会于短期内出现，供需平衡的时间点将成为

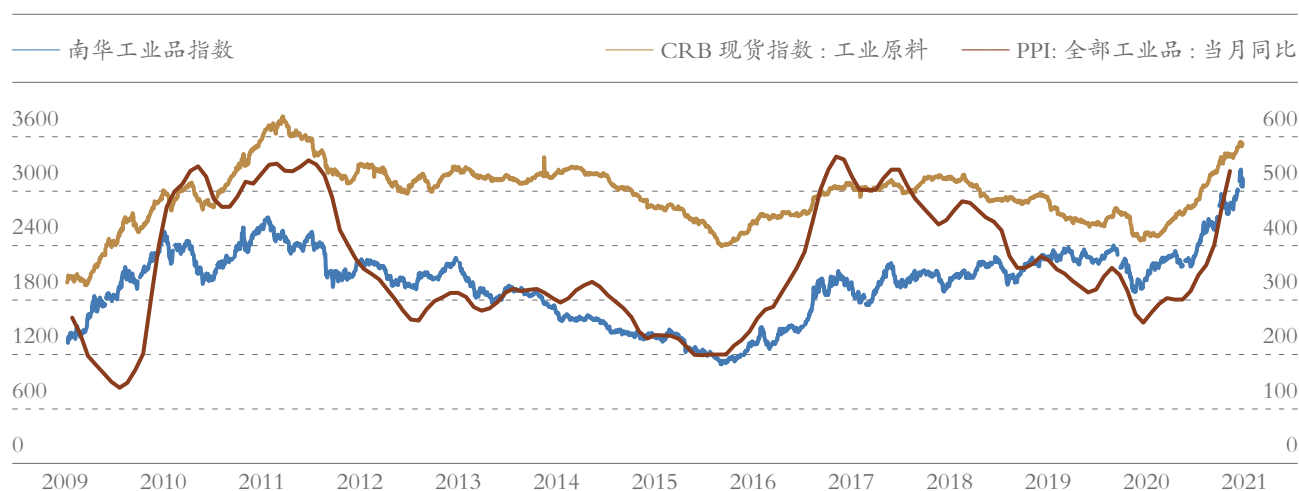


图 1：近几轮大宗商品价格上行周期对比

判断本轮上涨周期的主要参考依据。

前已述及的第一轮 PPI 上涨周期从 2009 年 8 月的底部 (-8.2%) 到 2010 年 5 月的第一高点 (7.13%) 用时仅 10 个月，后续 14 个月在 4.32-7.54% 间震荡调整，2011 年 7 月从 7.54% 的第二高点连续回落，累计上涨 15.74 个百分点。第二轮周期在 14 个月间连续上涨 13.7 个百分点，第一高点为 2017 年 2 月的 7.8%，之后震荡下行，第二高点为 2017 年 10 月的 6.9%。综合考虑周期开启的因素和回调动力，本轮周期上行及顶部调整形势可能综合前两轮周期特点。自 2020 年 5 月起本轮周期已上涨 12 个月，累计涨幅 10.5 个百分点，未来一个季度内大概率将继续上行 2-5 个百分点后高位调整，随后震荡下行，年底可能还会出现第二高点。

未来 1-2 个季度，欧美经济仍将保持较大的上行斜率，进出口贸易、采购经理指数 (Purchasing Managers' Index, PMI)、经济合作与发展组织 (Organisation for Economic Co-operation and

Development, OECD) 综合领先指标都呈现出较好的景气度，海外制造业、房地产行业的订单增幅将提升大宗商品价格上行预期；而中上游产能的扩张受限仍会形成价格托底。从美国进口同比增速变动情况领先 PPI1-3 个月、欧盟进口同比领先 2-5 个月的经验来看，PPI 在 8 月之前仍会处于上升趋势 (图 2)。美国制造业 PMI 连续 14 个月高于荣枯线，3 月录得 64.7 的相对高位，OECD 综合领先指标 3 月起超出 100，表明经济运行达到峰值；欧盟制造业 PMI 亦持续上涨，3 月达到 62.9 的历史新高，OECD 综合领先指标延续 12 个月增长且于 3 月逼近 100 阈值。结合国内 M1 同比增速变动领先 PPI7-8 个月且于 2021 年 2 月出现拐点的情况分析，预计此轮 PPI 上涨大概率于 8 月达到第一高点 (图 3)。而 2021 年 PPI 翘尾因素于 5 月录得 2.83% 的最高值后稳步回落，亦会影响下半年 PPI 下行速率，延长价格顶部调整周期。近日国务院常务会议已经安排保供稳价工作，稳定大宗商品价格的政策信号十

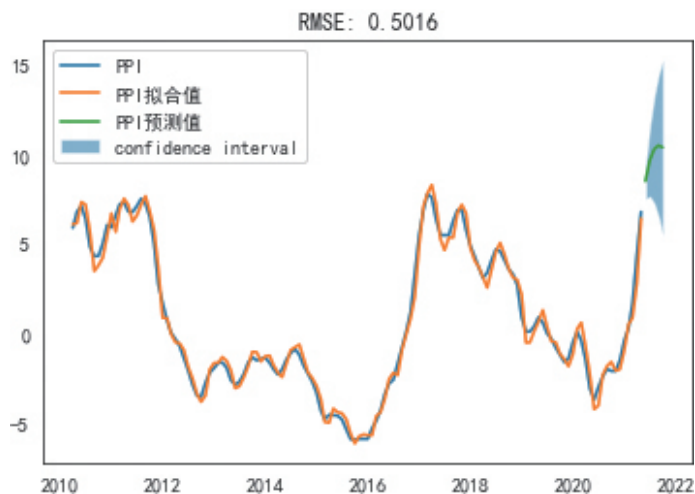


图 2：国内 PPI 走势区间预测

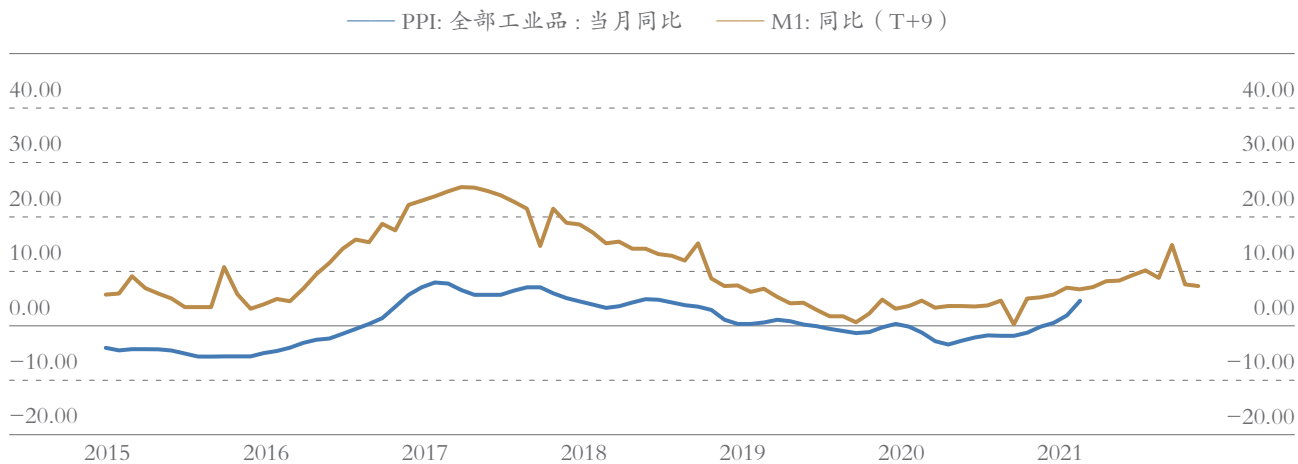


图 3：M1 拐点已于 2021 年 2 月出现

分明确，必将对下一阶段市场供求关系和价格变化产生重要影响，从而可能成为国内 PPI 上行走入拐点的举足轻重的推动因素。

2021 年一季度以来 PPI 对于核心 CPI 的传导已有所体现。中上游价格波动向下游传导过程中存在幅度缩减、时间拉长的特性。参考 2015 年 12 月起

的 14 个月间 PPI 上涨 13.7 个百分点，核心 CPI 则从 2016 年 2 月起累计上涨 24 个月，高点出现滞后 PPI12 个月；但该轮 PPI 上涨对下游影响相对较小，核心 CPI 仅从 1.3% 上涨至 2.5%（图 4）。此轮核心 CPI 反弹拐点较 PPI 滞后 8 个月左右，服务价格恢复较慢导致价格传导速度放缓，但后续反弹速率

更快，且持续时间可能延长。预计本轮核心 CPI 将在 2021 年下半年及 2022 年上半年趋势性上行，最大涨幅有可能超过 3%，2021 年内有可能达到 2% 以上。

2021 年内受到猪周期下行的影响，CPI 的上涨幅度将相对有限，但应警惕后续基数因素影响减弱后 CPI 的向上趋势。此外，需要关注库存增速边际

放缓、饲料价格持续上涨及夏季非洲猪瘟复发等因素对于猪肉价格下行的干扰。猪粮比价已降至临界值 8 以下，猪肉价格有几率在夏季出现阶段性小幅回升，但全年价格中枢难以因此抬高。全年 CPI 仍将在 1%-2% 区间内运行，年底不排除核心 CPI 同比超过 CPI 的可能性。

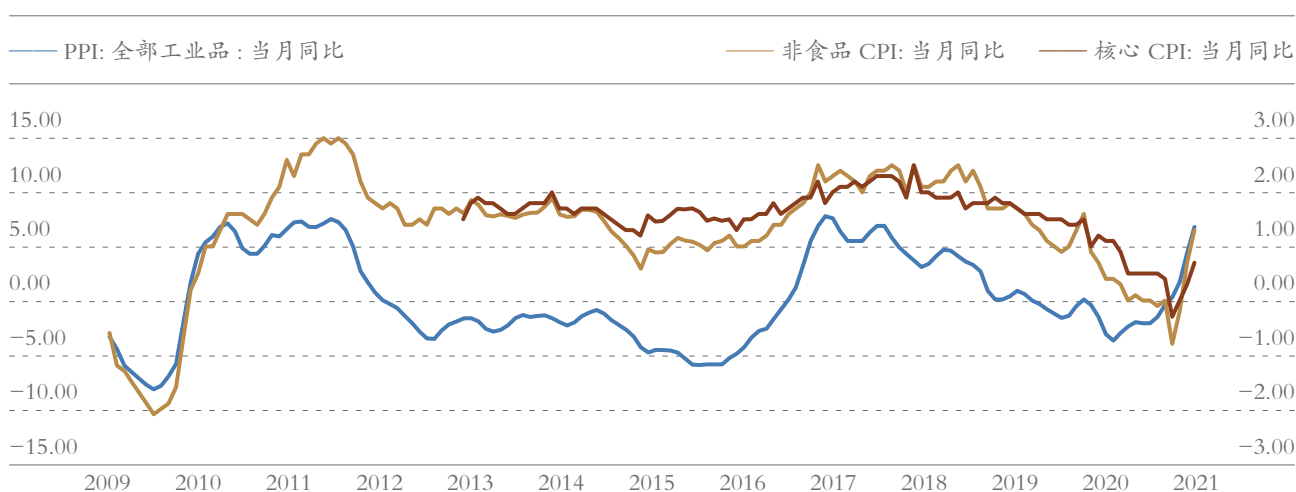


图 4: PPI 与核心 CPI、非食品 CPI 变动情况对比

五、政策建议

基于上述分析，为缓解大宗商品价格上涨，抑制其可能产生的负面影响，在此提出五点政策建议。

首先是保持稳健货币政策的定力，必要时灵活适度微调。综上所述，本轮大宗商品价格上涨受疫情抑制供给能力和国际输入因素影响为主。疫情以来，我国货币政策基调稳健，阶段性地实施了小幅宽松，并未进行大规模放水，且 2021 年以来货币信贷社融增速均已放缓。下一阶段，货币政策整体上宜保持定力，并通过局部灵活调整进行调节。一是

要保持流动性合理宽裕，既不能趋于宽松，以免为通胀创造条件；也不能急转弯加以收紧，应继续为实体经济发展提供友好的融资环境。毕竟目前经济运行中不确定和不稳定的因素依然存在。二是维持利率水平基本稳定，不出现较大幅度的变化或波动，继续为市场主体提供准确的政策信号。三是提高信贷投放的精准度。推动流动性向原材料价格涨幅明显的生产企业适度倾斜，以鼓励其增加供给，缓解市场涨价压力；同时避免信贷投放至以投机为目的的市场主体或盲目提高库存的厂商，以抑制其囤货

或利用期货市场哄抬物价的行为。

其次是促进大宗商品进口多元化，削弱采购需求压力。应引导进口多元化，避免从单一国家进口大宗商品，以此缓解进口需求单点释放带来的价格上涨压力。建议一方面促进与中亚和西非石油输出国的贸易伙伴关系，破除能源贸易的地域壁垒，推进合作的深度与广度，加大人民币在以上区域的计价和结算，尤其注重在“一带一路”倡议下积极拓展能源出口国的多区域合作。积极开拓非洲地区的有色金属市场，建立长期稳固合作关系。另一方面，促进进口替代型产业的发展，增强对战略型产品的调控能力，并建立相对完善的能源储备，增强我国资源类大宗商品的价格话语权。灵活运用人民币汇率弹性，允许人民币以一定程度的升值来对冲大宗商品涨价对工业品的价格推升，缓解国内工业生产成本上升压力。

再次是管控好农产品价格。相比工业品的涨价，农产品的涨价与居民日常生活更为密切，管理好农产品价格更为重要。一是建议继续保持当前对农业优惠的货币政策；二是进一步加强相关措施打击国内的投机操作；三是拓宽农产品进口的来源地；四是对相关企业进行减税等方面的补贴；五是增加存货供应到市场；六是提高政策的灵活性，分清长期目标和短期市场形势，采取市场化方式推进。

再其次是多渠道帮助小微企业对抗通胀冲击。本轮全球大宗商品大涨价，成本冲击最大的是下游

行业，主要集中在农产品、家电、包装、化工和造纸等行业。而这些行业中，又以小微企业受冲击最为严重。这些小微企业先是在疫情最严重期间承受较大损失，当前又因为议价能力弱而无法转移通胀带来的成本上升压力，因此有必要对小微企业提供更多的支持和帮助。建议一是加大力度对这些小微企业实行减税、免税或者延期缴税等措施；二是对出口产品实行结构性差异化政策，取消部分黑色金属行业出口退税以增加国内供给，对其他国内供需相对偏松的产品可以适当降税；三是给予进口成本补贴，政府层面承担部分进口原材料的涨价；四是给予劳动补贴，保障员工的基本就业率；五是加大金融支持力度，提供更大的融资便利，进一步降低融资成本。

第五是做好通胀预期管理和市场价格监管。稳定通胀预期首先需要清晰的政策目标，这有助于市场形成稳定的政策预期，从而有利于稳定通胀预期，否则可能会导致预期的紊乱以及对市场的冲击。宏观管理当局可以设定较为清晰的信贷增长目标和货币供应量的目标，避免因为目标不清晰而导致各类市场主体主观臆测，从而导致市场价格过度波动，进而强化通胀预期和实际通胀之间的相互关联和转化。通胀预期的管理重点应该放在金融市场，加强期现货市场联动监管。

（责任编辑：杨芷妮）