

# 研究报告

## 宏观大类专题研究

### 商品牛市的周期规律与历史经验

广州期货 研究中心

联系电话：020-22836112

#### 摘要：

近期，有色板块中铜、国际铜、氧化铝期货价格创历史新高，掀起市场对新一轮商品牛市的期待。本文将为大家细致复盘历史商品牛市的特征及规律。

自2000年以来，商品市场典型牛市行情（持续时间1年及以上）共有四段，分别为第一轮2002年至2008年6月，历经长达6.5年，全球经济增长共同推动商品需求，第二轮2009年至2011年3月，持续2.25年，流动性宽松、需求回暖带动此轮商品上涨行情，第三轮2016年，时长1年且内外盘分化，国内商品价格整体上行主要受供给侧改革推动，第四轮2020年4月至2022年6月，经历约2年，受流动性充裕、需求复苏及供给冲击三重推动。从行情驱动规律看，需求驱动多为慢牛行情，供给驱动一般对应急速而短暂的牛市，需求与流动性共振或供需共振助推级别较大、持续时间较长的上涨行情。

从国内商品期货金属、能化、农产品三大板块整体走势看，一是金属板块波动率最高，农产品板块整体波动率最低，二是金属板块与能化板块走势呈一定正相关性，而农产品指数与其他两者整体相关性不明显，三是金属板块近期已创历史新高，能化、农产品指数历史高点在2022年上半年，目前暂未突破，四是从金属板块及能化板块历史上行行情规律看，一般能化板块先行发动，而金属板块率先到底节点性高点。

贵金属价格中枢长周期抬升，牛市行情更为持续。观测2008年以来黄金三段牛市行情规律，一是金融属性（金价与实际利率负相关）对黄金上行驱动作用显著，下行制约的效果在不同行情中表现不同，取决于预期抢跑的情况，二是商品属性对黄金价格走势影响在不同阶段效果不同，三是通常历史高位的突破受避险情绪升温推动。与黄金相比，白银由于其广泛的工业应用，具备更为明显的商品属性，在震荡行情中体现自身供需关系，有时与黄金走出分化行情。但如前文所述，黄金典型牛市行情主要驱动为贵金属特有的金融属性及避险属性，因此在大幅上涨行情中，白银作为贵金属的一员，与黄金同向拉涨，且弹性更大，但与黄金价格中枢长周期上行不同，白银价格走势大起大落，波动率明显更大。白银牛市周期整体与黄金一致，但其高点及节奏有可能较黄金提前、滞后、同步。此外，金银比在黄金牛市行情中亦有行情规律可循，金通常会经历一波急速收窄，即白银受资金驱动快速补涨，至超涨后回落，金银比回升。

今年3月以来商品指数特别是金属板块再度整体上扬，主要受全球制造业周期企稳、美国再通胀担忧、地缘政治持续扰动、美联储降息博弈等预期带动。在美国再通胀预期未证伪之前，有色板块预期维持走强惯性，而当美国经济走此出现预期差走弱时，本轮交易较快速反转。相

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

#### 联系信息

分析师 方旻

期货从业资格：F03105216

投资咨询资格：Z0021334

邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

对而言我们认为贵金属板块确定性和赔率更高，可关注白银“补涨”行情。

风险因素：美国经济超预期变化，美联储货币政策超预期，地缘政治超预期发展

## 目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 一、商品牛市复盘.....                    | 1 |
| (一) 2000 年以来商品经历 4 轮典型牛市行情 ..... | 1 |
| (二) 行情驱动不同导致牛市级别及长度不同 .....      | 1 |
| 二、分板块看牛市行情及共振规律.....             | 3 |
| (一) 金属板块波动率最高，一般触顶节奏最早 .....     | 3 |
| (二) 大部分品种价格高点在商品牛市周期中出现 .....    | 4 |
| 三、贵金属牛市周期规律及行情驱动.....            | 4 |
| (一) 黄金牛市历史规律 .....               | 4 |
| (二) 白银牛市历史规律 .....               | 6 |
| (三) 金银比在牛市行情中的规律 .....           | 7 |
| 四、当前周期位置及行情驱动判断.....             | 8 |
| 免责声明.....                        | 9 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：商品指数走势 .....                       | 1 |
| 图表 2：商品牛市周期中美制造业 PMI 走势 .....           | 2 |
| 图表 3：商品牛市周期中美利率走势 .....                 | 2 |
| 图表 4：国内商品期货分板块走势 .....                  | 3 |
| 图表 5：商品期货品种主力合约价格历史高点的时间 .....          | 4 |
| 图表 6：伦敦金现、COMEX 黄金、沪金价格走势 .....         | 4 |
| 图表 7：2008 年至今伦敦现货黄金及现货白银价格走势 .....      | 6 |
| 图表 8：伦敦银现、COMEX 白银、沪银价格走势 .....         | 6 |
| 图表 9：伦敦金现价格与金银比走势关系 .....               | 7 |
| 图表 10：2022 年以来商品整体走势与美国经济预期差之间的关系 ..... | 8 |

## 一、商品牛市复盘

近期，有色板块中铜、国际铜、氧化铝期货价格创历史新高，掀起市场对新一轮商品牛市的期待。本文将为大家细致复盘2000年以来四轮商品牛市的特征及规律。

### （一）2000 年以来商品经历 4 轮典型牛市行情

自2000年以来，商品市场典型牛市行情（持续时间1年及以上）共有四段，分别为第一轮2002年至2008年6月，历经长达6.5年，第二轮2009年至2011年3月，持续2.25年，第三轮2016年，时长1年，第四轮2020年4月至2022年6月，经历约2年。

图表 1：商品指数走势



数据来源：Wind，广州期货研究中心

从内外盘相对走势看，一是国际商品与国内商品整体的高点位置不同。外盘高点在2008年，次高点为2011年，第三高点为2022年，目前在2022年高位以下高位震荡。内盘商品指数目前点位已创新高，此前高点为2022年，次高点为2011年。二是内外盘行情多数共振偶有分化。四轮牛市行情中三段内外盘同向，且2009年及2020年开启的牛市形态相似度很高，说明在全球危机冲击总需求急剧收缩后随着货币宽松及基本面企稳，全球需求向上修复，带来同向的商品牛市。而2016年出现内盘牛市、外盘横盘的分化行情，主因我国供给侧结构性改革，去产能、去库存、去杠杆下国内供给收缩带动商品价格上涨。

### （二）行情驱动不同导致牛市级别及长度不同

从行情驱动看，需求驱动多为慢牛行情，供给驱动一般对应急速而短暂的牛市，需求与流动性共振或供需共振助推级别较大、持续时间较长的上涨行情。上述牛市行情中，第一轮2002年至2008年6月，历经长达6.5年，

全球经济增长共同推动商品需求，第二轮2009年至2011年3月，持续2.25年，流动性宽松、需求回暖带动此轮商品上涨行情，第三轮2016年，时长1年且内外盘分化，国内商品价格整体上行主要受供给侧改革推动，第四轮2020年4月至2022年6月，经历约2年，受流动性充裕、需求复苏及供给冲击三重推动。具体来看：

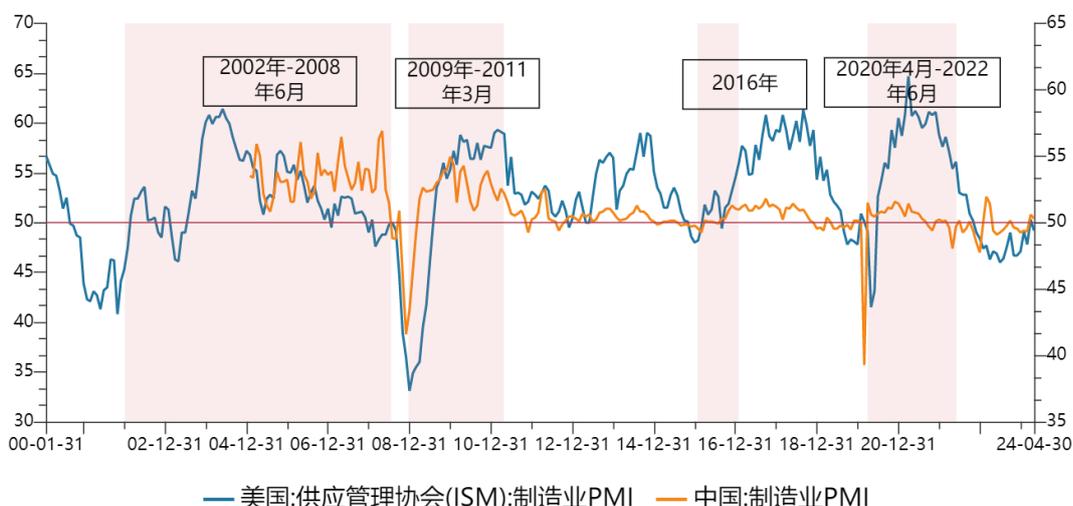
第一轮牛市（2002年-2008年6月）行情持续时间长，我国加入WTO后外贸成为需求持续扩张的重要驱动，欧美发达经济体经济修复，中美制造业PMI基本处于扩张区间，全球经济增长共同推动商品需求。而2004年-2006年，美国进入加息周期，制造业PMI回落但仍位处荣枯线以上，期间商品整体维持上涨态势，表明流动性并非牛市的必要条件。

第二轮牛市（2009年-2011年3月）商品指数在金融危机失速下行后绝地反弹，上行周期持续了2.25年。在危机冲击下，全球主要央行货币宽松推动经济复苏，中美制造业PMI出现触底反弹、向上修复至扩张区间的特征，流动性宽松、需求回暖带动此轮商品上涨行情。特别地，我国“四万亿”刺激政策下，基建、房地产投资加速，使得黑色、有色等工业品板块领涨。

第三轮牛市（2016年）较为短暂且内外盘分化，国内商品价格整体上行主要受供给侧改革推动，钢铁、煤炭行业产能大幅下降带来供给端收缩，对商品价格形成向上支撑，而同期美国制造业PMI从收缩区间踏上扩张区间，但上行斜率较缓，欧美经济复苏较为缓慢对应国际商品上行幅度较小。

第四轮牛市（2020年4月至2022年6月）受流动性充裕、需求复苏及供给冲击三重推动。2020年新冠疫情席卷全球，全球主要经济体央行采取史无前例的宽松货币政策以刺激经济恢复，实施力度远超2008年金融危机时期。一方面，财政及货币宽松刺激下经济基本面企稳回升，另一方面，疫情导致的产业链阻断以及地缘政治扰动使得供应端问题此起彼伏，流动性泛滥、需求回暖、供应风险共同推高通胀，使得商品整体大幅上行。

图表 2：商品牛市周期中美制造业PMI走势



数据来源：Wind，广州期货研究中心

图表 3：商品牛市周期中美利率走势



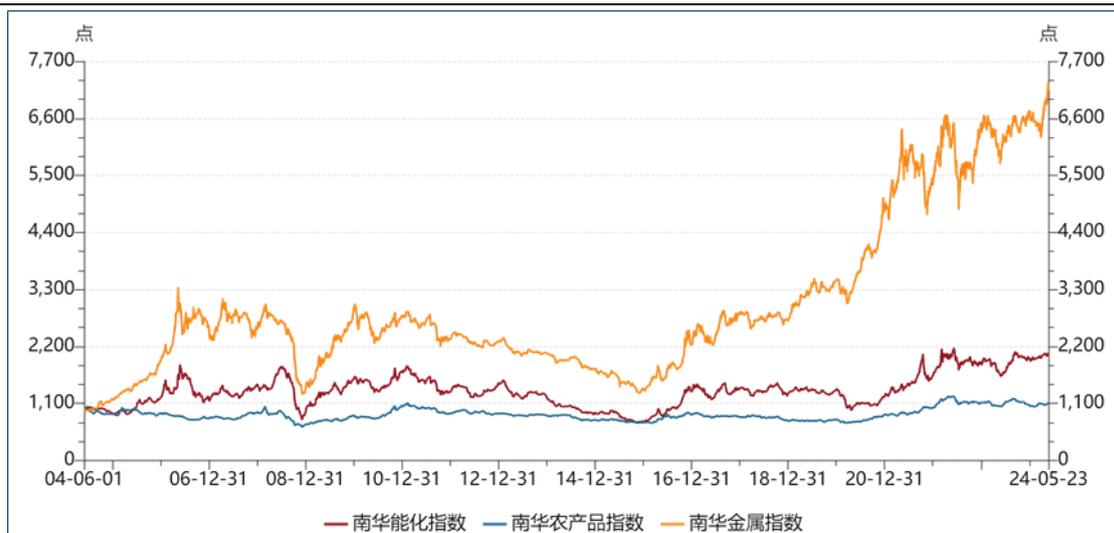
数据来源：Wind，广州期货研究中心

## 二、分版块看牛市行情及共振规律

### （一）金属板块波动率最高，一般触顶节奏最早

从国内商品期货金属、能化、农产品三大板块整体走势看，一是金属板块波动率最高，农产品板块整体波动率最低，二是金属板块与能化板块走势呈一定正相关性，而农产品指数与其他两者整体相关性不明显，三是金属板块近期已创历史新高，能化、农产品指数历史高点在2022年上半年，目前暂未突破，四是从金属板块及能化板块历史上行行情规律看，一般能化板块先行发动，而金属板块率先到节点性高点。

图表 4：国内商品期货分版块走势



数据来源：Wind，广州期货研究中心

## （二）大部分品种价格高点在商品牛市周期中出现

从国内主要商品期货主力合约价格走势看，大部分品种高点在商品牛市周期中出现。具体来看，贵金属历史高位出现在近期，有色品种的高点多在2022年至今，黑色建材品种的高点主要在2021年，能化板块高点亦出现在2021年为主，而农产品板块高点部分在2021年以来，部分在2008年、2011年。

图表 5：商品期货品种主力合约价格历史高点的时间

| 金属板块     | 历史最高价日期    | 能化板块     | 历史最高价日期    | 农产品板块   | 历史最高价日期    |
|----------|------------|----------|------------|---------|------------|
| SHFE黄金   | 2024-04-15 | CZCE短纤   | 2022-06-10 | DCE豆粕   | 2023-08-11 |
| SHFE白银   | 2024-05-21 | INE低硫燃料油 | 2022-06-09 | CZCE花生  | 2023-02-27 |
| SHFE铜    | 2024-05-20 | SHFE沥青   | 2022-06-09 | DCE豆二   | 2022-10-14 |
| INE国际铜   | 2024-05-20 | DCE苯乙烯   | 2022-06-09 | DCE胶合板  | 2022-06-22 |
| SHFE氧化铝  | 2024-05-22 | INE原油    | 2022-03-09 | CZCE菜油  | 2022-06-08 |
| GFEX碳酸锂  | 2023-07-26 | DCE LPG  | 2022-03-07 | CZCE普麦  | 2022-05-27 |
| GFEX工业硅  | 2022-12-22 | DCE焦煤    | 2021-10-19 | DCE玉米淀粉 | 2022-04-29 |
| SHFE镍    | 2022-03-25 | DCE焦炭    | 2021-10-19 | DCE玉米   | 2022-04-29 |
| SHFE锡    | 2022-03-09 | CZCE动力煤  | 2021-10-19 | CZCE早籼稻 | 2022-04-01 |
| SHFE不锈钢  | 2022-03-09 | DCE乙二醇   | 2021-10-19 | CZCE菜粕  | 2022-03-24 |
| CZCE硅铁   | 2021-10-12 | CZCE尿素   | 2021-10-12 | CZCE强麦  | 2022-03-09 |
| CZCE锰硅   | 2021-10-11 | CZCE甲醇   | 2021-10-12 | CZCE红枣  | 2021-11-23 |
| SHFE线材   | 2021-09-30 | DCE PVC  | 2021-10-12 | DCE豆一   | 2021-11-05 |
| SHFE热轧卷板 | 2021-05-12 | CZCE纯碱   | 2021-10-12 | CZCE菜籽  | 2021-10-27 |
| DCE铁矿石   | 2021-05-12 | CZCE玻璃   | 2021-07-19 | DCE 生猪  | 2021-01-08 |
| SHFE螺纹钢  | 2021-05-11 | SHFE纸浆   | 2021-03-01 | DCE粳米   | 2021-01-05 |
| SHFE铅    | 2016-11-29 | INE20号胶  | 2021-02-26 | DCE纤维板  | 2019-12-13 |
| SHFE锌    | 2007-05-09 | DCE聚丙烯   | 2014-06-13 | CZCE晚籼稻 | 2018-01-02 |
| SHFE铝    | 2006-05-15 | CZCE PTA | 2011-02-15 | CZCE粳稻  | 2016-11-23 |
|          |            | SHFE橡胶   | 2011-02-09 | DCE鸡蛋   | 2014-07-11 |
|          |            | SHFE燃油   | 2008-07-15 | CZCE棉花  | 2011-02-17 |
|          |            | DCE塑料    | 2008-06-06 | CZCE白糖  | 2011-02-14 |
|          |            |          |            | DCE棕榈油  | 2008-03-04 |
|          |            |          |            | DCE豆油   | 2008-03-04 |

数据来源：Wind，广州期货研究中心

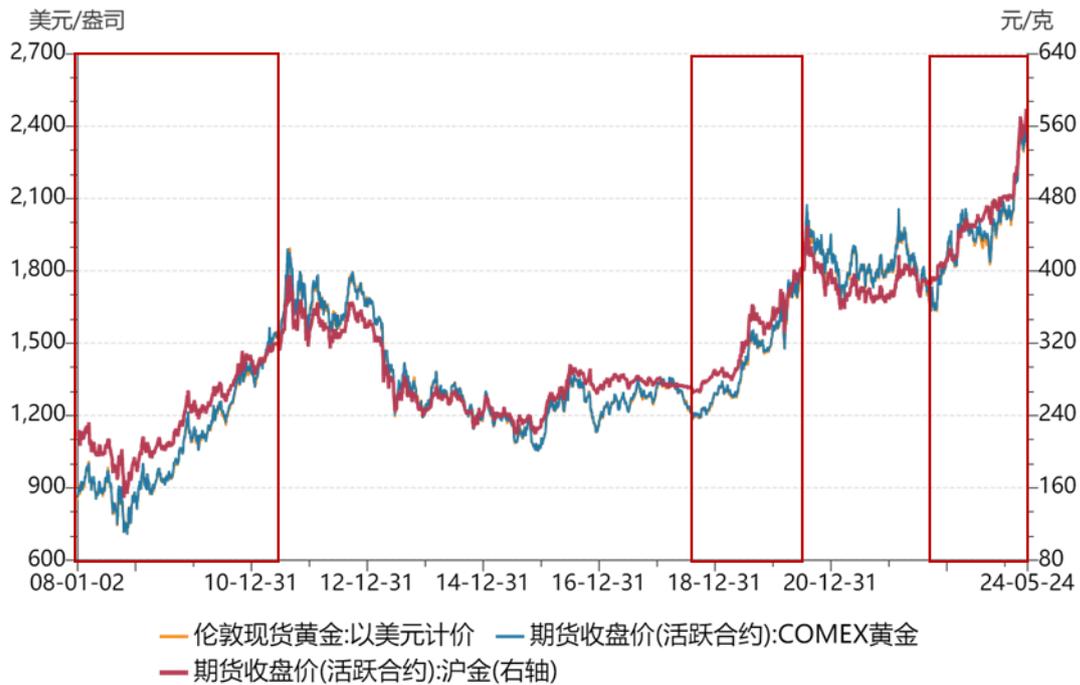
## 三、贵金属牛市周期规律及行情驱动

### （一）黄金牛市历史规律

黄金因稀缺性以及稳定的物理、化学性质，自古以来发挥着货币和硬通货的价值储备作用，具有商品和金融双重属性，具体体现为与通胀及通胀预期正相关、与国际避险需求正相关、与美债实际利率负相关、与美元指数负相关。

观测2008年以来黄金价格走势（伦敦现货黄金、COMEX黄金期货主力合约及沪金期货主力合约），已出现三轮典型的牛市行情，不同属性在不同行情中起到的作用不同，而每轮高点均突破前高，体现了黄金价格中部长周期抬升。

图表 6：伦敦金现、COMEX 黄金、沪金价格走势



数据来源：Wind，广州期货研究中心

第一轮牛市行情为2008年至2011年，随着次贷危机演进成金融危机，美联储快速降息并开启QE，政策利率长期维持低利率水平，带动美债实际收益率快速下行，叠加衰退周期初期避险情绪高涨，黄金金融属性驱动价格一路上涨，伦敦金现价格触及1921美元/盎司高点。

第二轮牛市行情出现在2018年下半年至2020年8月。2018年，美联储紧缩货币政策进入尾声并于2019年转向，后随着2020年新冠疫情来袭进入“史诗级”宽松周期，美债实际收益率一路下行，点燃黄金牛市。同时，此阶段中美贸易摩擦、英国脱欧等国际事件、疫情冲击等令市场避险情绪升温，同样对金价有所支撑。伦敦金现价格突破2075美元/盎司高点。

第三轮牛市行情出现在2022年底至今，特殊性在于黄金价格与实际利率走势背离，实现独立上涨行情，近期伦敦金现价格创下2450美元/盎司历史新高。在此期间，美联储实施急剧猛烈加息并在高利率水平维持，通胀水平触顶回落但受控速度缓于预期、通胀增速距离政策目标仍有距离，实际利率小幅震荡走高。而在此期间，黄金价格明显走强，一是实际利率水平越高，黄金对其进一步上行的敏感性下降，亦暗含了对未来利率回落的提前预期，二是俄乌冲突、巴以冲突等地缘政治风险不断，避险需求接替上行，三是商品属性时有支撑，抗通胀需求、央行多元化外汇储备需求的提升，均对金价提供一定支撑。

因此，从行情规律看，一是金融属性（金价与实际利率负相关）对黄金上行驱动作用显著，下行制约的效果在不同行情中表现不同，取决于预期抢跑的情况，二是商品属性对黄金价格走势影响在不同阶段效果不同，三是通常历史高位的突破受避险情绪升温推动。

从伦敦现货黄金、COMEX黄金期货主力合约及沪金期货主力合约三个收盘价走势看，伦敦现货黄金与COMEX黄金相关性高，体现了伦敦金现的定价权，沪金期货与伦敦现货黄金高低拐点一致，而区间行情偶有分化，体现了汇率走势的影响。当人民币汇率贬值时，沪金较伦敦金现录得更好的表现，反之亦然。

## （二）白银牛市历史规律

与黄金相比，白银由于其广泛的工业应用，具备更为明显的商品属性，在震荡行情中体现自身供需关系，有时与黄金走出分化行情。但如前文所述，黄金典型牛市行情主要驱动为贵金属特有的金融属性及避险属性，因此在大幅上涨行情中，白银作为贵金属的一员，与黄金同向拉涨，且弹性更大，但与黄金价格中枢长周期上行不同，白银价格走势大起大落，波动率明显更大。伦敦现货白银价格历史高点出现于2011年5月的49.79美元/盎司，较黄金同期牛市行情中的高点提前约4个月出现，2020年牛市行情中高点出现于2021年初的30.094美元/盎司，较黄金同期行情高点晚6个月时间出现，近期行情高点为32.512美元/盎司，基本与黄金同步出现。因此，白银牛市周期整体与黄金一致，但其高点及节奏有可能较黄金提前、滞后、同步。

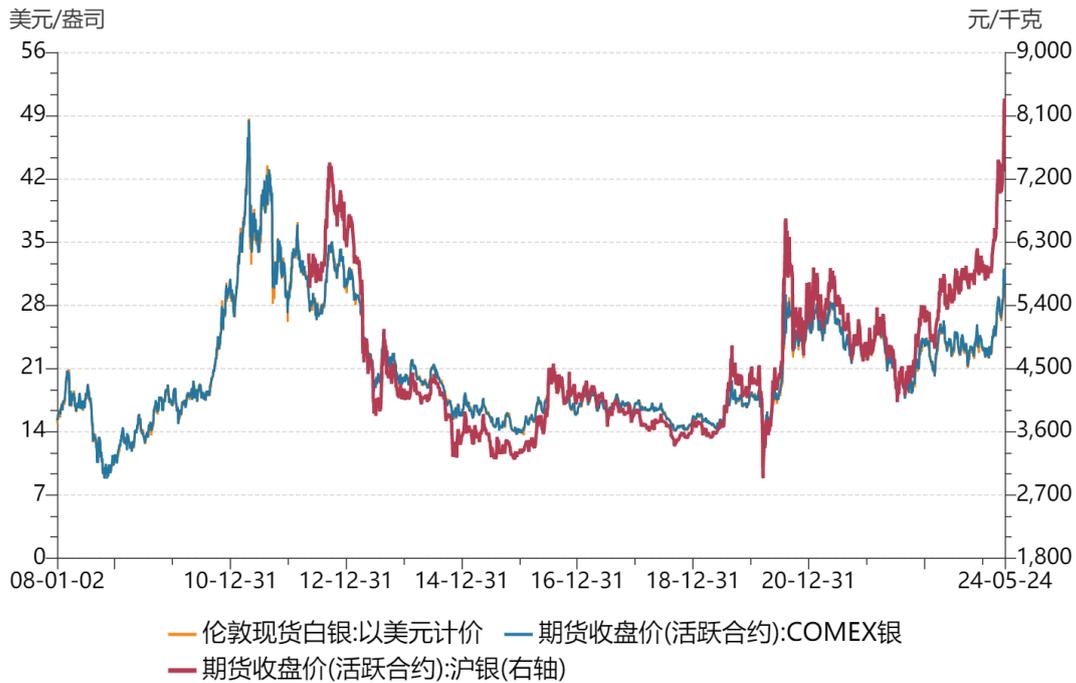
图表 7：2008 年至今伦敦现货黄金及现货白银价格走势



数据来源：Wind，广州期货研究中心

此外，沪银本轮行情上涨表现整体明显强于伦敦银现，与沪金较伦敦金现“抗跌”、“同涨”特征不同，说明除了汇率因素外，受自身需求及资金情绪驱动。在商品属性上，随着光伏银浆的国产化进程，国内白银光伏需求稳步增长。

图表 8：伦敦银现、COMEX 白银、沪银价格走势



数据来源：Wind，广州期货研究中心

### （三）金银比在牛市行情中的规律

金银比是金价和银价之间的比率关系，代表着黄金和白银价格之间的相对值，通常用来衡量黄金和白银的相对估值性价比。复盘2000年以来金银比走势，一是金银比基本处于40-100区间，中位数为66.85，平均数为67.77，1/4分位数为58，3/4分位数为77，即当金银比低于58时，黄金相较白银估值较低，当金银比高于77时，白银相较黄金估值较低。二是在黄金牛市行情中，金银比通常会经历一波急速收窄，即白银受资金驱动快速补涨，至超涨后回落，金银比回升。

图表 9：伦敦金现价格与金银比走势关系



数据来源：Wind，广州期货研究中心

#### 四、当前周期位置及行情驱动判断

2022年下半年至今，商品市场在高位宽幅震荡。2022年下半年、2023年前9个月的两段先抑后扬“V”型小行情主要受美联储加息对经济衰退的担忧、美国经济短期韧性超预期所主导，而今年3月以来商品指数特别是金属板块再度整体上扬，主要受全球制造业周期企稳、美国再通胀担忧、地缘政治持续扰动、美联储降息博弈等预期带动。

图表 10：2022 年以来商品整体走势与美国经济预期差之间的关系



数据来源：Wind，广州期货研究中心

在美国再通胀预期未证伪之前，有色板块预期维持走强惯性，而当美国经济走此出现预期差走弱时，本轮交易较快速反转。相对而言我们认为贵金属板块确定性和赔率更高。

2022年底至今，黄金价格强势上涨，近期白银价格亦出现大幅“补涨”，我们认为贵金属牛市未完，长期因素受去美元化进程及政治经济局势不确定性所支撑，中期看随着美联储货币政策终将转向，实际利率下行环境中金融属性将接力成为黄金价格进一步上行的驱动，我们维持对黄金的中长期配置观点，短期内受美国经济预期差及降息预期调整而双向波动。

白银方面，商品及金融属性共振带动价格走强，金银比近期已大幅收窄，但仍处历史3/4分位数的相对高位，意味着比值下行仍有空间，使得白银“补涨”向上行情弹性更大。但同时需注意，若黄金价格承压回调，白银价格亦将经受大幅回撤。

## 免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！