



策略专题分析报告

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

 分析师：牟一凌（执业 S1130525060002）
 mouyiling@gjzq.com.cn

 分析师：王况炜（执业 S1130525060007）
 wangkuangwei@gjzq.com.cn

 联系人：季宏坤
 jihongkun@gjzq.com.cn

实物消耗：重塑与崛起

看待全球实物消耗的两个视角：生产与需求

实物消耗，我们指的是广义的经济运行中最底层的能源和原材料的消耗，基于全球投入产出表的数据，为口径统一，我们把：亚洲开发银行（ADB）划分的采矿业、焦炭精炼石油和核燃料、非金属矿物、基础金属和金属制品共四个部门的产值变化作为刻画实物消耗的数据来源。2021 年之后全球经济增速放缓，但全球单位实物消耗却明显上升。全市场投资者只关注了总量增长对于实物消耗的制约，却忽视了经济结构转变对于全球单位实物消耗的拉动。从不同时期驱动单位实物消耗上升的国家来看，2000-2016 年，中国是全球单位实物消耗上升最重要的贡献力量。而本轮的单位实物消耗上行（2021 年以后），主要是由印度、东盟和欧美等国驱动的。我们将从生产与需求两个视角对经济中单位实物消耗进行讨论：一是从生产视角去追踪实物消耗的源头，即单位 GDP 实物消耗；二是从需求视角去追踪实物消耗的最终流向，即单位最终使用实物消耗。生产和需求视角无法割裂，两者会形成一个循环：生产带来收入上涨，从而创造新增需求，并进一步促进生产，这也是本轮向新兴市场的产业链转移最终从供需都会提升实物消耗的内在逻辑。从生产视角来看，影响单位 GDP 实物消耗的因素主要有两个：一是各国制造业增加值占 GDP 比重，占比越高的国家单位 GDP 实物消耗越高；二是各国经济增速的相对排名，高单位 GDP 实物消耗的国家的增速越靠前，越能拉动全球的单位 GDP 实物消耗。从需求视角来看，影响单位最终使用实物消耗的因素同样主要有两个：一是与实物消费相关的人均 GNI，单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系，这也是将产能转移新兴市场后收入增长更能促进实物消耗的原因；二是与投资相关的资本形成总额增速，在投资增速更高的国家，其单位最终使用实物消耗的增长也更多。

生产端的展望：全球产能的重新布局

从生产端来看，未来最重要的议题是全球产能的重新布局与重复建设。以制造业集中度为刻画，2010 年以前，中国制造业增加值占全球比重不断追赶欧美，从而让全球的制造业更加分散；2011 年开始，全球的制造业产能不断地向中国集中；直到 2021 年，全球制造业集中度见顶，全球发展制造业的趋势让中国制造业增加值占比下降，欧美、印度和东盟等国的制造业增加值占比明显提升，这一趋势至今仍在持续。对于印度和东盟而言，发展制造业给自身谋求了较高的经济增长；而欧美则更多的是为了谋求安全。因此，未来则需要关注上述两类国家：一是制造业增加值占比不断提升的欧美，伴随其制造业发展，其单位 GDP 实物消耗有望提升；二是单位 GDP 实物消耗本来就高的印度和东盟，其继续保持较高的经济增速，在全球的经济占比继续提升，从而带动全球单位 GDP 实物消耗的上升。此外，我们对于未来不同的场景进行了假设，从而估算了全球单位 GDP 实物消耗的年化增速，以未来五年维度来看：在中性的假设下，未来全球经济以 IMF 的预测增长，印度、东盟和欧美的单位实物消耗继续保持 2021-2023 年期间的平均增速，则全球的单位实物消耗的年化增速约为 2.28%。

需求端的展望：全球投资重启以及新兴市场的消费潜力

从需求端来看，全球的基本盘是中国和欧美，而印度和东盟为代表的新兴市场仍是未来全球需求的主要增长点。对于中国而言，正在从房地产的拖累中艰难企稳，负贡献逐渐收窄。欧美也正以空前力度加大投资，从而实现制造业回流：德国承诺 2029 年及以前维持年均 1200 亿欧元投资，约占德国 GDP 的 2.6%；欧盟规划 2028-2034 年的 2 万亿欧元预算，较原本的 1.21 万亿欧元预算显著增长；美国通过关税谈判试图让其他国家增加对美国投资，以及《大美丽法案》税收优惠加速制造业发展。而对于增长点来看：由于印度和东盟的人均收入还未到与单位最终使用实物消耗的倒 U 型关系的拐点，因此伴随印度和东盟人均收入的进一步提高，它们对于全球单位实物消耗的拉动将进入加速期，同期还应该关注非洲的作用。

势来不可止：全球实物消耗占比与大宗商品投资

就资产配置而言，我们总应该布局经济中占比上升的资产类别，因此，单位实物消耗上升这一判断具备明确的投资意义：一方面，对于大宗商品而言，这意味着同样 GDP 水平下货值（量*价格）的提升，若供给因素稳定，则价格将趋于上升；另一方面，对于资源股而言，货值的提升意味着其盈利占比的提升，让其相对其他领域的股票更具有吸引力。当然，不应该忽视中国制造业在使用大宗商品的环节（如资源加工、设备生产等）的高效率企业在其中的价值。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、看待全球实物消耗的两个视角：生产与需求.....	4
2、生产端的未来展望：全球产能的重新布局.....	9
3、需求端的未来展望：全球投资重启以及新兴市场的消费潜力.....	11
4、势来不可止：全球实物消耗占比与大宗商品投资.....	13
5、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 2021 年之后全球经济增速放缓但单位实物消耗却进一步上升.....	4
图表 2： 生产增多往往也会带来更多需求.....	4
图表 3： 2000-2016 年，全球实物消耗上升主要由中国生产带动.....	5
图表 4： 2021 年以来，印度、东盟生产扩张以及欧美产能重建带动全球实物消耗再度上行.....	6
图表 5： 制造业占 GDP 比重与单位 GDP 实物消耗具有明显的正相关性.....	6
图表 6： 2000-2016 年，中国、印度和东盟的需求增长拉动全球实物消耗.....	7
图表 7： 2021 年以后，日本、欧美、东盟和印度等国的需求修复拉动实物消耗再度上行.....	8
图表 8： 单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系.....	9
图表 9： 资本形成总额增速与单位最终使用实物消耗增长有明显正相关性.....	9
图表 10： 投资也可能带来人均收入的提高从而促进消费.....	9
图表 11： 2021 年以后，全球产能变得更加分散.....	10
图表 12： 未来需要关注高增长+高单位实物消耗的印度和东盟以及制造业占全球比重明显提升的欧美.....	10
图表 13： 欧美的产业链完备程度有所下降.....	10
图表 14： 与之对应的是，欧美整体对外依赖度的明显上升.....	10
图表 15： 不同假设下对于未来全球单位 GDP 实物消耗增速的估算.....	11
图表 16： 不同假设下未来全球单位 GDP 实物消耗的走势.....	11
图表 17： 欧美关于加大投资的相关政策和新闻.....	12
图表 18： 欧美投资增速开始回升.....	12
图表 19： 伴随着制造业的发展，印度和东盟的人均收入不断提高.....	13
图表 20： 印度和东盟还未到达倒 U 型的拐点，未来人均收入的增加对于实物消耗来说是加速的作用.....	13
图表 21： 2021 年以来，印度财政收入明显增多.....	13
图表 22： 2017 年以来，全球对于东盟的投资占比明显上升.....	13
图表 23： 全球制造业活动已开始回升.....	14
图表 24： 全球商品消耗货值增速与单位 GDP 实物消耗高度正相关.....	14
图表 25： 商品消耗货值占 GDP 比重也有望伴随单位 GDP 实物消耗的上升而再度抬升.....	14



图表 26: 2020 年以来, 主要商品(铜、铝、油)价格与全球单位 GDP 对应的实物消耗走势较为相近.....	15
图表 27: 单位 GDP 实物消耗的上升有望让产业链利润再度向实物消耗领域分配.....	15
图表 28: 2020 年以来, 伴随单位 GDP 对铜铝消耗的上升, 全球铜业、铝业股价指数也明显上涨.....	16
图表 29: 单位 GDP 对油气的消耗与全球油气股价指数始终保持较高正相关性.....	16

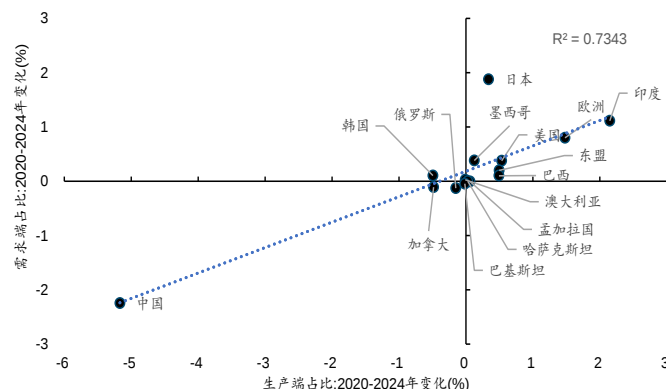
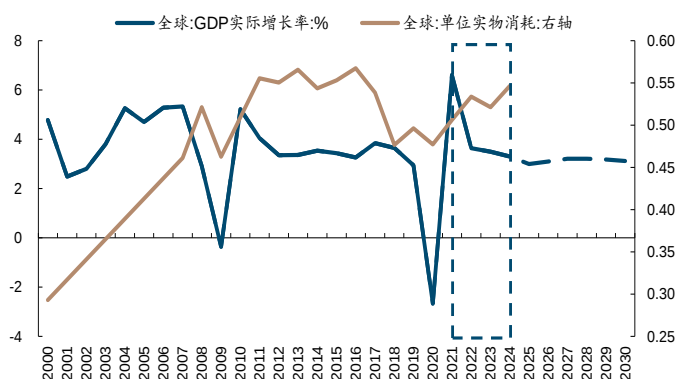


1、看待全球实物消耗的两个视角：生产与需求

2021 年之后全球经济增速放缓，并且从现在看未来五年全球经济可能始终处于 3% 左右的增速，这一增速低于 2000-2008 年和 2010-2017 年的平均水平。对于实物消耗而言，未来实物消耗的总量可能并不会因为全球需求的全面爆发而明显增长，但是会受益于因经济结构转变而带来的单位实物消耗的上升，并且这一现象已在过去三年中出现，这也是我们认为市场投资者对实物消耗的增长潜力存在低估的原因。实物消耗，我们指的是广义的经济运行中最底层的能源和原材料的消耗，基于全球投入产出表的数据，为口径统一，我们把：亚洲开发银行（ADB）划分的采矿业、焦炭精炼石油和核燃料、非金属矿物、基础金属和金属制品共四个部门的产值变化作为刻画实物消耗的数据来源；这四个部门对应到中信一级行业主要涉及石油石化、煤炭、有色金属和钢铁。为研究单位实物消耗，主要从两个视角展开讨论：一是从生产视角，即一个国家在生产过程中创造 GDP 时对实物的消耗，这追踪了实物消耗增长的直接原因，我们用单位 GDP 实物消耗来衡量；二是从需求视角，即一个国家在消费和投资过程中对于实物消耗的拉动，这追踪了实物消耗的最终流向，我们用单位最终使用实物消耗来衡量。之所以不是只看单一视角，是因为生产和需求不可割裂，生产和需求间会形成一个循环：生产增多→收入增多→需求增多→促进生产。更直觉意义的表述是：全球的产能转移和重建中，不单重建了供给，还拉动了低收入地区的收入增长和城镇化，由于该地区的边际实物消费倾向更高，从而扩大了全球实物消耗的总量。

图表1：2021 年之后全球经济增速放缓但单位实物消耗却进一步上升

图表2：生产增多往往也会带来更多需求



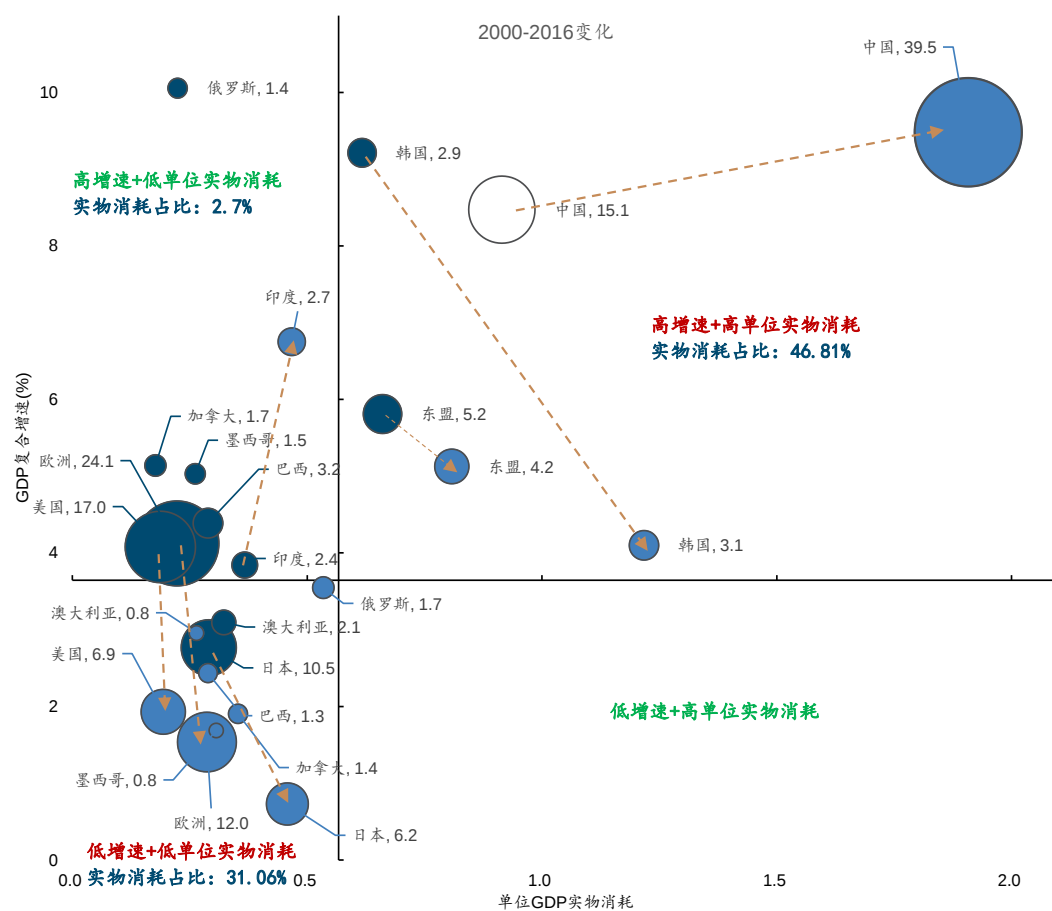
来源：wind，ADB，国金证券研究所。注：1、单位实物消耗计算方法为单位 GDP 下对于 ADB 所有实物部门的完全消耗系数加总，下同。2、2024 年全球单位实物消耗是假设各国以 2023 年的单位实物消耗保持不变，根据 2024 年各国 GDP 增速计算出 2024 年各国 GDP 在全球占比从而推算得来。

来源：wind，ADB，国金证券研究所

从生产视角来看，全球实物消耗的上升在不同时期的驱动国家是不同的：第一个时期是 2000-2016 年，中国是全球实物消耗上升最重要的贡献力量。具体体现在，中国单位 GDP 实物消耗上升最为明显，同时中国实物消耗在全球的占比从 2000 年的 15.1% 提升至 2016 年的 39.5%。除中国外，东盟和印度单位 GDP 实物消耗的提高也在一定程度上带动了全球的实物消耗，但贡献度远不及中国。第二个时期是 2021 年以后，伴随中国的出海破圈与西方世界的重建产能，印度、东盟和欧美的单位 GDP 实物消耗均再度上升，同时这些国家的实物消耗占比也开始提升，从而带动了全球单位 GDP 实物消耗的二次上行。



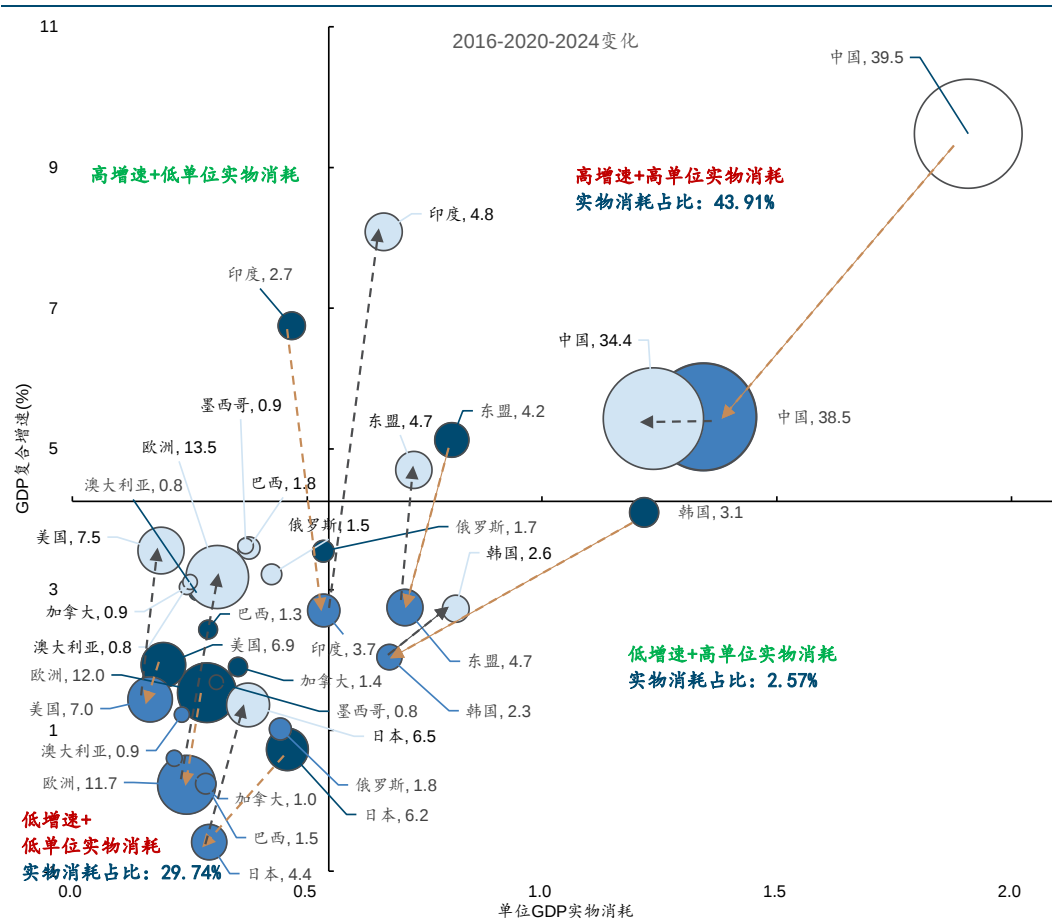
图表3: 2000-2016年, 全球实物消耗上升主要由中国生产带动



来源: wind, ADB, 国金证券研究所。注: 1、气泡大小代表国家/地区的实物消耗占比(%), 下同。2、深青色代表 2000 年数据, 蓝色代表 2016 年数据。3、坐标轴交点为全球平均水平, 下同。



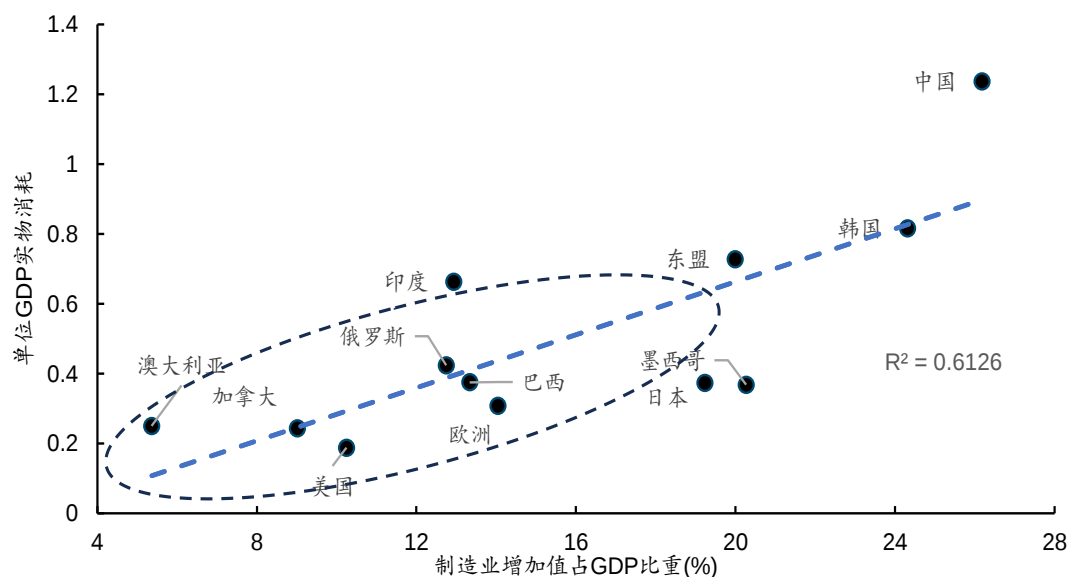
图表4：2021 年以来，印度、东盟生产扩张以及欧美产能重建带动全球实物消耗再度上行



来源：wind, ADB, 国金证券研究所。注：1、深青色代表 2016 年数据，蓝色代表 2020 年数据，浅蓝色代表 2024 年数据。

从生产端来看，影响全球单位 GDP 实物消耗上升与否的因素有两个：一是各国制造业占 GDP 的比重能否抬升，制造业占比越高的国家，单位 GDP 实物消耗越高；二是单位 GDP 实物消耗高的国家其经济增速排名能否在全球前列，从而带来其在全球经济占比的提高。

图表5：制造业占 GDP 比重与单位 GDP 实物消耗具有明显的正相关性

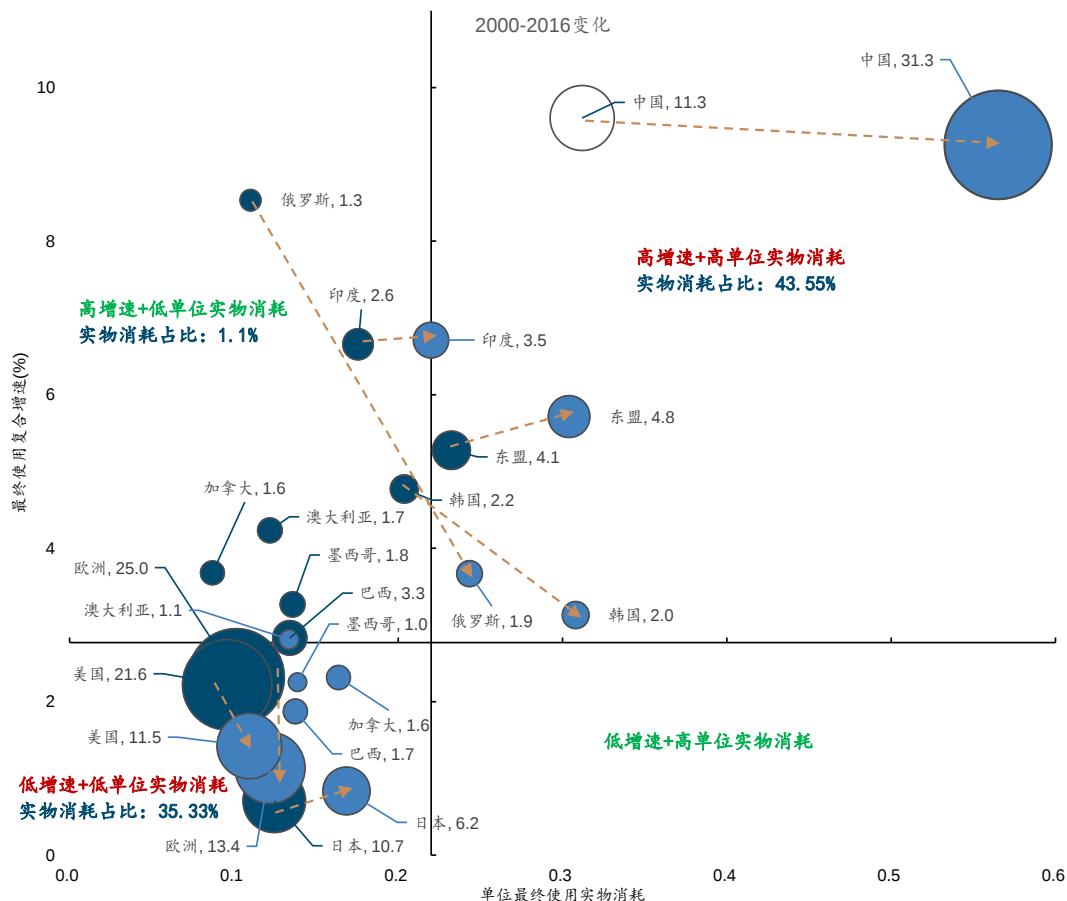


来源：wind, ADB, 国金证券研究所。注：图中为 2023 年数据。



而从需求视角来看，可能更加符合大众的直觉。2000-2016年，中国、印度和东盟的需求增速始终维持在较高水平，从而拉动了全球实物消耗，其中中国的拉动作用尤为明显。而2021年以后，日本、欧美、东盟和印度等国的需求均迎来明显修复，从而带动实物消耗再度上行。值得注意的是，以2024年为例，从生产视角来看，美国和欧洲的实物消耗占比分别为7.5%和13.5%，而从需求视角来看，美国和欧洲的实物消耗占比分别为12.4%和14.8%。因此，仅从生产视角来看可能会低估欧美等国对实物消耗的拉动作用。从需求视角更适合分析欧美等需求大国，从生产视角则更适合分析中国、印度和东盟等生产大国。

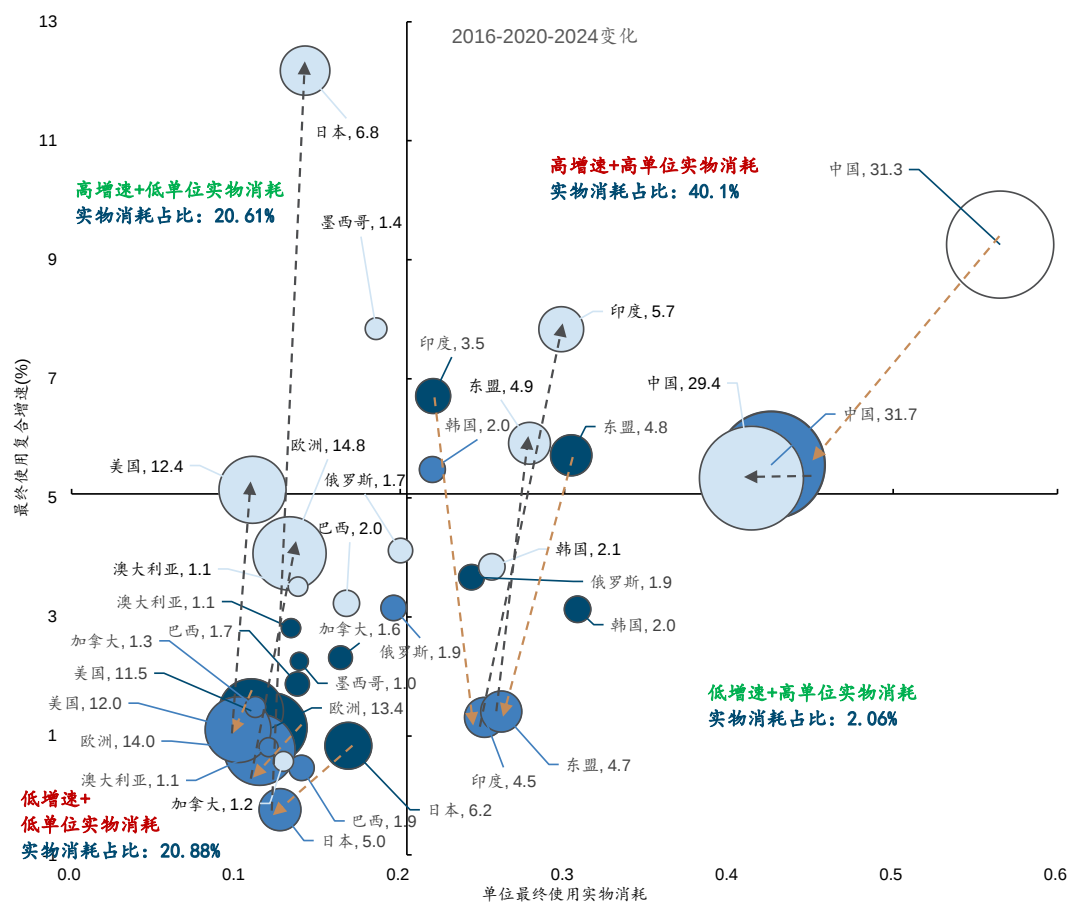
图表6：2000-2016年，中国、印度和东盟的需求增长拉动全球实物消耗



来源：wind, ADB, 国金证券研究所。注：1、本文最终使用包括住户最终消费支出、为家庭提供服务的非营利组织的最终消费支出、政府最终消费支出、固定资本形成总额、库存变化。本文通过最终使用来刻画各国家的需求，下同。2、A国单位最终使用实物消耗的计算方法为：首先计算各国生产单位最终产品对于实物部门的完全消耗系数总和；其次将A国对于各国生产的最终产品的使用总额*对应各国生产单位最终产品的实物消耗，再加总，从而得出A国所有最终使用对所有国家的总实物消耗；最后用A国所有最终使用的总实物消耗/总最终使用，得出单位最终使用实物消耗，下同。3、深青色代表2000年数据，蓝色代表2016年数据。



图表7：2021 年以后，日本、欧美、东盟和印度等国的需求修复拉动实物消耗再度上行

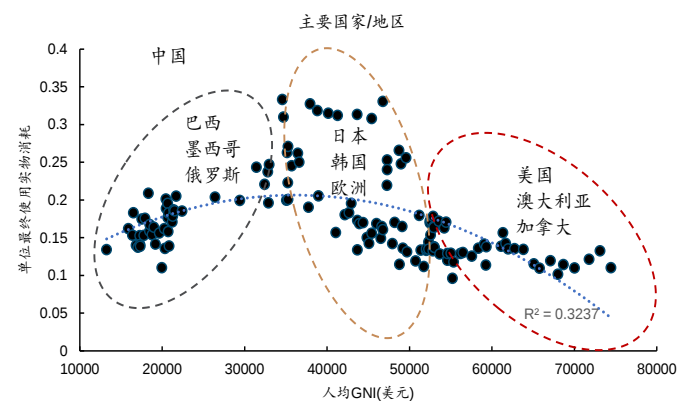


来源：wind, ADB, 国金证券研究所。注：1、深青色代表 2016 年数据，蓝色代表 2020 年数据，浅蓝色代表 2024 年数据。

影响单位最终使用实物消耗的变量主要有两个，一是与实物消费相关的人均 GNI，二是与投资相关的资本形成总额增速。具体而言，一方面，我们发现，**单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系**。我们理解背后的原因是：当人们生活水平较低时往往只能满足基本的生存需求；随着人均收入的提高，人们开始有能力消费制造业产品，例如汽车、家电等，而制造业产品往往蕴含着更多的实物消耗；当人均收入水平进一步提高时，人们可能会将多余的收入转向服务型消费，从而单位最终使用实物消耗开始下降。此外，我们还发现对于中国等制造业大国而言，本国的制造业优势让本国的居民选择消费制造业产品更具有性价比，居民在更低的人均收入下就能够消费的起制造业产品。另一方面，我们发现，**2021 年以来，在投资增速更高的国家，其单位最终使用实物消耗的增长也更多**：印度和墨西哥是其中的典型。这背后可能是因为：一方面，投资多用于基础设施建设，或者用于与制造业相关的厂房建设或设备投资。另一方面，投资也可能会带来人均收入的上涨从而促进消费。

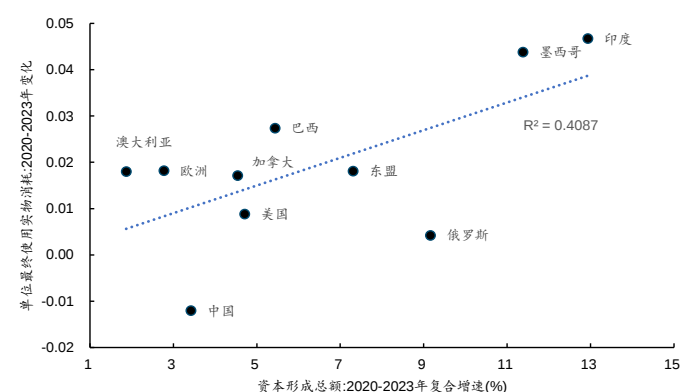


图表8：单位最终使用实物消耗与人均 GNI 呈现倒 U 型关系



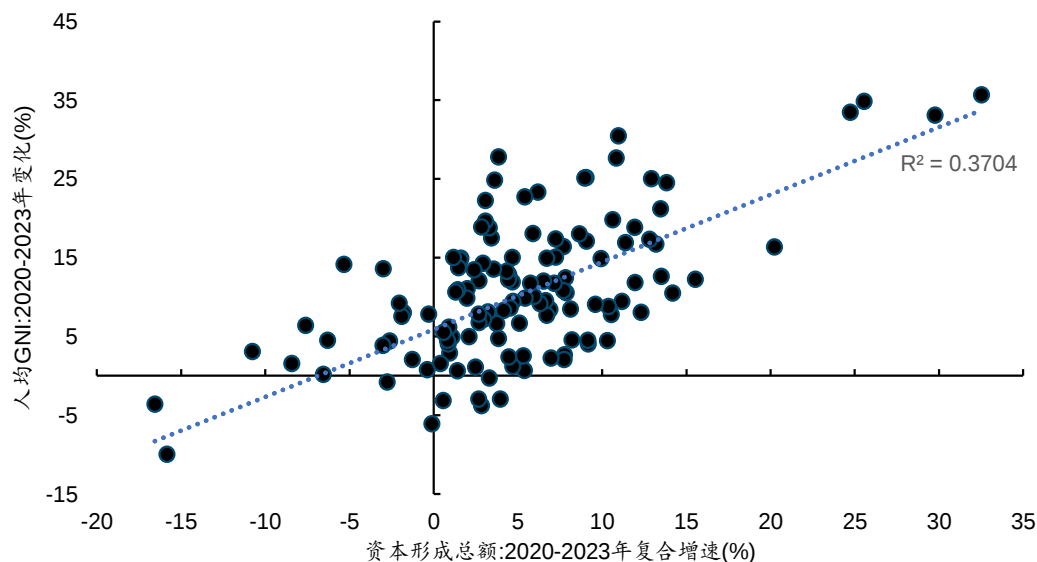
来源：世界银行，ADB，国金证券研究所

图表9：资本形成总额增速与单位最终使用实物消耗增长有明显正相关性



来源：世界银行，ADB，国金证券研究所

图表10：投资也可能带来人均收入的提高从而促进消费



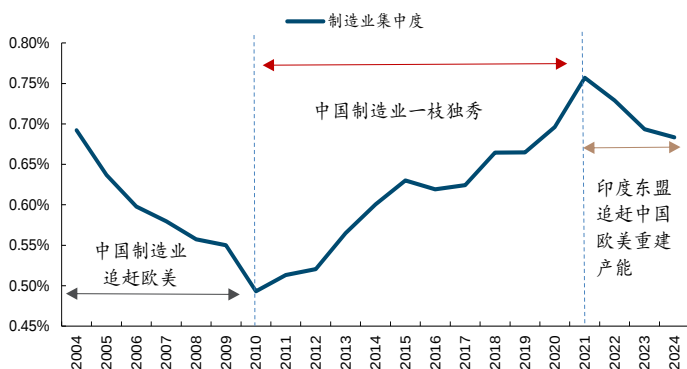
来源：世界银行，国金证券研究所。注：本图包括了全球主要的 130 个国家数据。

2、生产端的未来展望：全球产能的重新布局

从生产端来看，未来最重要的议题是全球产能的重新布局与重复建设。我们用制造业集中度来刻画全球产能的分布情况。2010 年以前，中国制造业不断追赶欧美，中国的崛起让全球的制造业分布更加分散；2011 年开始，中国实现了对于欧美制造业增加值在全球占比的反超，全球的制造业产能不断地向中国集中；直到 2021 年，全球制造业集中度见顶，全球发展制造业的趋势让中国制造业增加值占比下降，欧美、印度和东盟等国的制造业增加值占比明显提升，这一趋势至今仍在持续。值得注意的是，这种产能的分散也会带来制造业的重复建设。结合前文提到的从生产端影响全球单位 GDP 实物消耗的变量来看，未来需要重点关注两类国家：一是制造业占比不断提升的欧美，伴随其制造业发展，其单位 GDP 实物消耗有望提升；二是单位 GDP 实物消耗本来就高的印度和东盟，其继续保持较高的经济增速，在全球的经济占比继续提升，从而带动全球单位 GDP 实物消耗的上升。

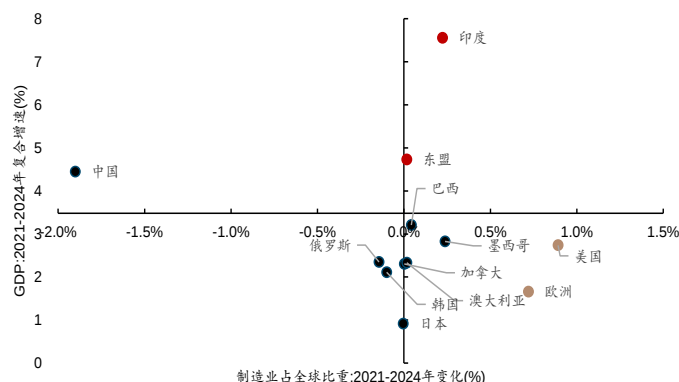


图表11：2021年以后，全球产能变得更加分散



来源：世界银行，国金证券研究所。注：制造业集中度的计算方法为首先计算各国制造业增加值占全球制造业增加值比重，再计算其方差。该指标数值越大代表制造业产能越集中。

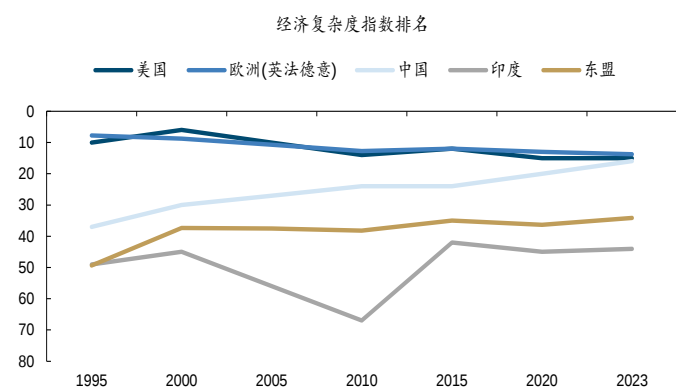
图表12：未来需要关注高增长+高单位实物消耗的印度和东盟以及制造业占全球比重明显提升的欧美



来源：世界银行，ADB，国金证券研究所

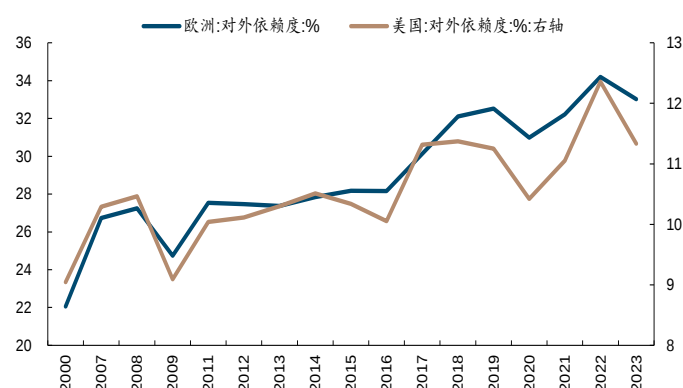
对于印度、东盟和欧美而言，发展制造业各自有不同的动机。过去印度和东盟通过发展制造业给自身谋求了较高的经济增长，而欧美则更多的是为了谋求安全。具体而言，过去20年里，欧美制造业经历了明显下滑，这种“去工业化”与“产业空心化”的进程，使得它们在过去占据优势的工业领域，也正被以中国为代表的新兴制造力量加速赶超。与之对应的是，这种产业空心化带来的是欧美整体对外依赖度的显著攀升。这种对外依赖度的加深，也凸显了欧美在维持产业竞争力和保障经济安全方面所面临的结构性风险与脆弱性，欧美具有强烈的重振制造业诉求。

图表13：欧美的产业链完备程度有所下降



来源：Atlas，国金证券研究所。注：经济复杂度指数排名越高代表该国家产业链越完备。

图表14：与之对应的是，欧美整体对外依赖度的明显上升



来源：ADB，国金证券研究所。注：对外依赖度的计算方法为该国家最终使用中体现的其他国家的增加值占比。

此外，我们对于未来不同的场景进行了假设，从而估算了未来五年全球单位GDP实物消耗的年化增速。首先我们对于各国未来经济增速进行假设，假设的依据是IMF对于各国未来经济增速的预测。其次，我们对于各国未来单位GDP实物消耗的增速进行假设：在最好的假设下，未来印度和东盟单位实物消耗的增速能像2000-2010年的中国一样，同时欧美也能回到金融危机前制造业高点对应的单位实物消耗水平，则全球单位实物消耗的年化增速约3.12%；在中性的假设下，即未来印度、东盟和欧美的单位实物消耗继续保持2021-2023年期间的平均增速，则全球单位实物消耗的年化增速约2.28%。在最差的假设下，即全球制造业整体陷入衰退，则全球单位实物消耗的年化增速约-2.69%。

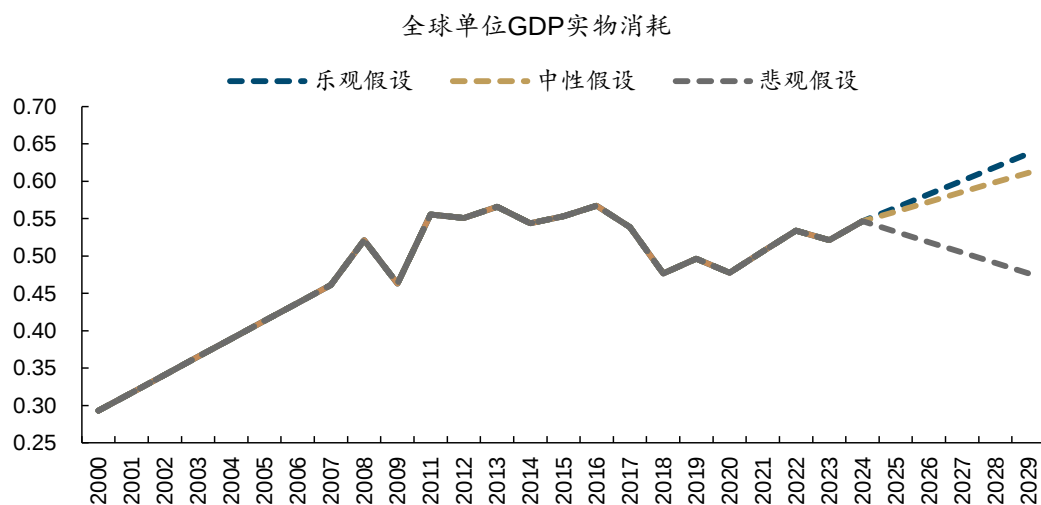


图表15：不同假设下对于未来全球单位 GDP 实物消耗增速的估算

假设	印度和东盟		美国和欧洲		其他国家		单位GDP实物消耗年化增速
	对于未来经济增速的假设	对于未来单位GDP实物消耗的假设	对于未来经济增速的假设	对于未来单位GDP实物消耗的假设	对于未来经济增速的假设	对于未来单位GDP实物消耗的假设	
乐观假设	IMF对于印度和东盟未来五年GDP复合增速的预测 印度：6.45% 东盟：4.25%	按中国2000-2010年的单位GDP实物消耗的平均增速	IMF对于美国和欧洲未来五年GDP复合增速的预测 美国：2.03% 欧洲：1.47%	回到2008年自身最高水平	IMF对于全球其他各国未来五年GDP复合增速的预测 全球整体：3.14%	不变	3.12%
		按中国2000-2010年的单位GDP实物消耗的平均增速		不变		不变	1.99%
		不变		回到2008年自身最高水平		不变	1.93%
中性假设	保持自身2021-2023年的单位GDP实物消耗的平均增速	保持自身2021-2023年的单位GDP实物消耗的平均增速	保持自身2021-2023年的单位GDP实物消耗的平均增速	保持自身2021-2023年的单位GDP实物消耗的平均增速	不变	不变	2.28%
		保持自身2021-2023年的单位GDP实物消耗的平均增速		不变		不变	1.15%
		不变		保持自身2021-2023年的单位GDP实物消耗的平均增速		不变	1.89%
悲观假设		回到2018年全球整体低点水平		回到2018年全球整体低点水平		回到2018年全球整体低点水平	-2.69%

来源：ADB，国金证券研究所

图表16：不同假设下未来全球单位 GDP 实物消耗的走势



来源：ADB，国金证券研究所

3、需求端的未来展望：全球投资重启以及新兴市场的消费潜力

从需求端来看，全球的基本盘是中国和欧美（需求占比总和近50%）。对于中国而言，正在从房地产的拖累中艰难企稳，负贡献逐渐收窄。对于欧美而言，欧美正通过大规模政策干预与资本投入启动制造业复兴计划，试图重塑本土产业竞争力。例如，德国宣布到2029年将维持每年约1200亿欧元的投资，约占德国GDP的2.6%；欧盟也公布了2028-2034年的预算提案，总额达2万亿欧元，较原本的1.21万亿欧元预算显著增长。对于美国而言，特朗普通过关税谈判试图让其他国家增加对美国投资，加速制造业回流；特朗普签署的《大美丽法案》中也提到要给予制造业更多的税收优惠以促进其发展。与此同时可以看到，自去年下半年以来，欧洲的固定资本形成总额增速开始回升。美国在制造业（设备）的投资增速自去年下半年也开始上升，虽然2025Q2有所回落，但美国二季度较差的经济读数也可能换来美联储降息，从而与正在形成的美国制造业投资趋势形成共振。

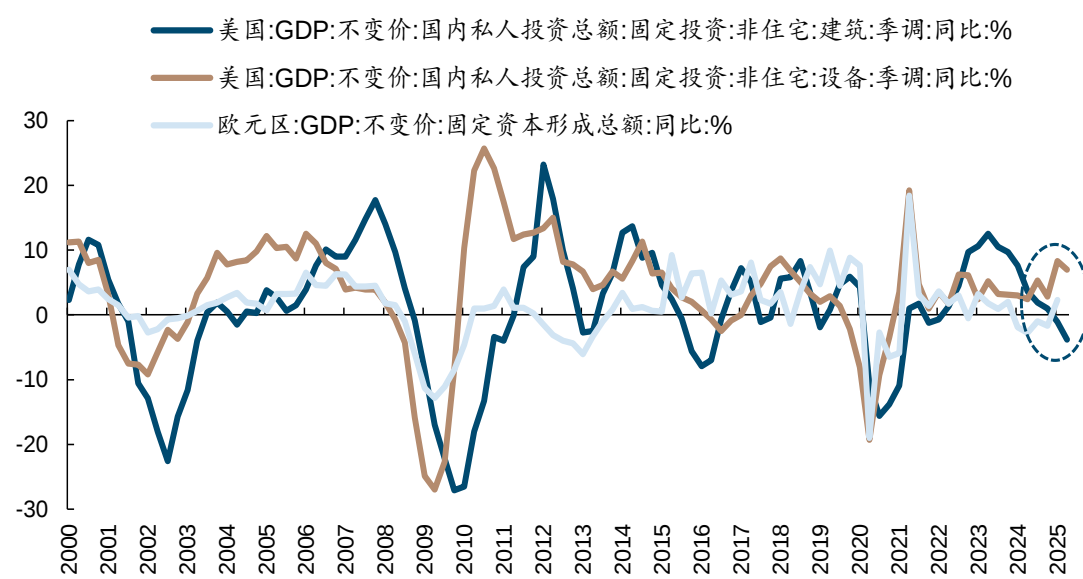


图表17: 欧美关于加大投资的相关政策和新闻

地区/国家	时间	政策/事件内容
欧洲	2024-05-27	欧盟正式通过《净零工业法案》，到2030年欧盟本土净零技术制造产能达到部署需求的40%，到2040年欧盟在这些技术上达到世界产量的15%
	2025-02-26	欧盟宣布支持制造业能源转型的“清洁工业协议”，计划在短期内调动1000亿欧元资金，强化欧盟工业竞争力
	2025-06-24	德国政府内阁批准了2025年财政预算草案和2026年财政预算框架，2025年德国增加投资额至1157亿欧元，2026年投资额度约为1236亿欧元，到2029年，德国将维持每年约1200亿欧元的投资，约占GDP的2.6%
	2025-07-16	欧盟委员会公布了2028至2034年新预算提案，总额达2万亿欧元，年均支出约占欧盟GDP的1.6%，较目前1.21万亿欧元预算实现显著增长，该预算案将重点放在国防建设、经济竞争力提升及农业补贴改革三大领域
	2025-08-06	德国准备设立1000亿欧元基金投资战略资产，以帮助确保国防、能源和关键原材料等战略领域的安全
美国	2025.04—至今	对各个国家加征不同程度的关税
	2025-06-12	美光宣布在美投资2000亿美元计划，预计将创造约9万个直接和间接的就业机会
	2025-06-18	德州仪器将投入超600亿美元在美国本土扩建7座晶圆厂
	2025-07-01	施耐德电气计划在未来两年内向美国业务投资超过7亿美元，助力美国能源基础设施建设
	2025-07-04	特朗普签署《大美丽法案》，对先进制造业投资可用于税收抵免的额度由25%提升至35%；同时购置或建造用于生产、制造、精炼的厂房等固定资产，可以在投入使用当年按100%进行抵扣；提高政府债务上限5万亿美元
	2025-07-22	与日本达成贸易协议：5500亿美元对美投资
	2025-07-25	与欧盟达成贸易协定：6000亿美元对美投资，购买美国军事装备，购买价值7500亿美元的美国能源产品
	2025-07-30	与韩国达成贸易协定：3500亿美元对美投资，购买价值1000亿美元的能源产品

来源：wind，央视，欧洲委员会，美国白宫，国金证券研究所

图表18: 欧美投资增速开始回升



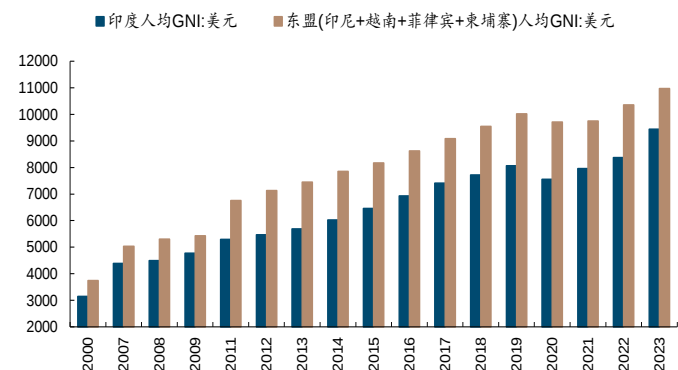
来源：wind，国金证券研究所



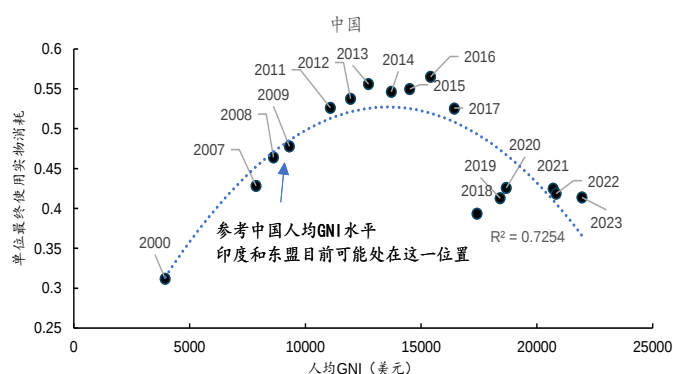
印度和东盟则是未来全球需求的主要增长点。伴随印度和东盟制造业的发展，其人均收入也得到了明显提高，从而进一步刺激了本土的内需。前文提到，单位最终使用实物消耗和人均收入呈现倒 U 型关系，参考中国人均 GNI，印度和东盟还未到达倒 U 型拐点，那么伴随着其人均收入的提高，印度和东盟从需求侧对于单位实物消耗的拉动会进一步提升。与此同时，印度和东盟未来也都有强大的资金支持。对于印度而言，制造业的发展也为政府创造了更多收入，印度财政赤字率明显下降，处于历史中枢以下水平，政府稳定性增强。而对于东盟而言，全球 FDI 流向东盟的比例从 2017 年以来不断抬升，其中中国对东盟的投资占比较高，国际资本持续流入成为关键支撑。

图表19：伴随着制造业的发展，印度和东盟的人均收入不断提高

图表20：印度和东盟还未到达倒 U 型的拐点，未来人均收入的增加对于实物消耗来说是加速的作用



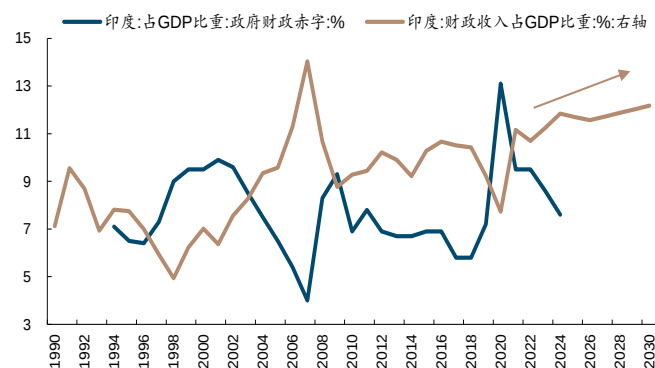
来源：世界银行，国金证券研究所



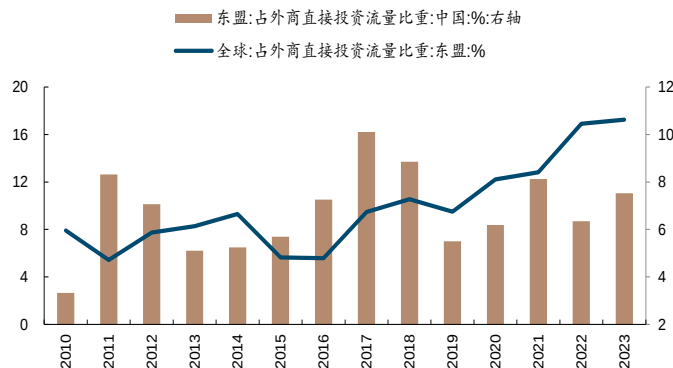
来源：世界银行，ADB，国金证券研究所

图表21：2021 年以来，印度财政收入明显增多

图表22：2017 年以来，全球对于东盟的投资占比明显上升



来源：wind，国金证券研究所。注：印度财政收入占 GDP 比重 2025 年及以后数据为 IMF 预测数据。



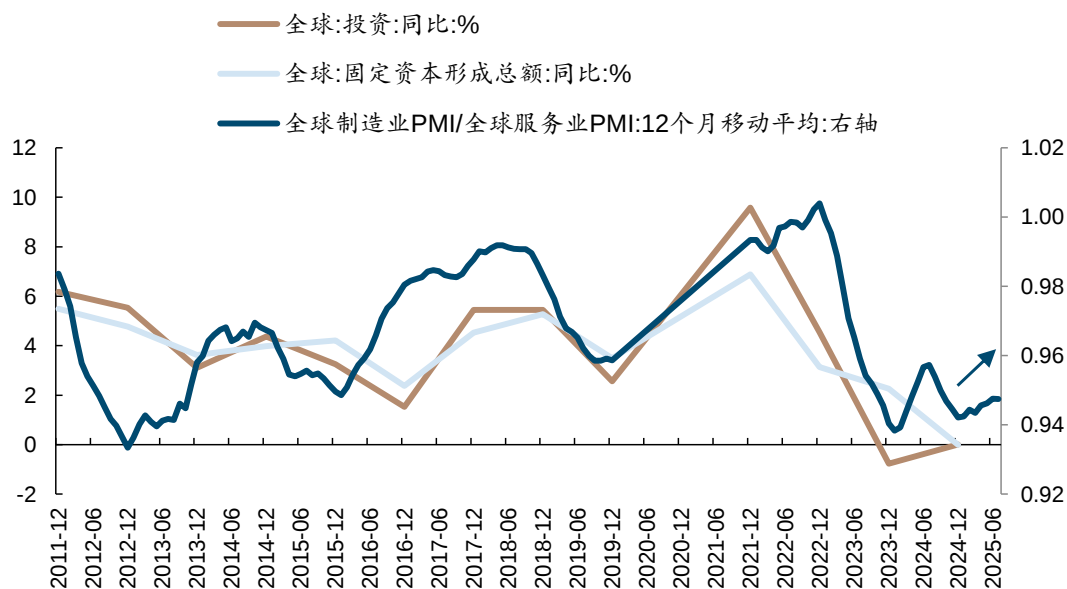
来源：wind，国金证券研究所

4、势来不可止：全球实物消耗占比与大宗商品投资

当下，全球对于安全性和社会稳定性的重视，让全球开始重新关注实体经济的发展，政府正通过加大赤字率的方式撬动实体投资，全球制造业活动的回升已经开始。



图表23: 全球制造业活动已开始回升



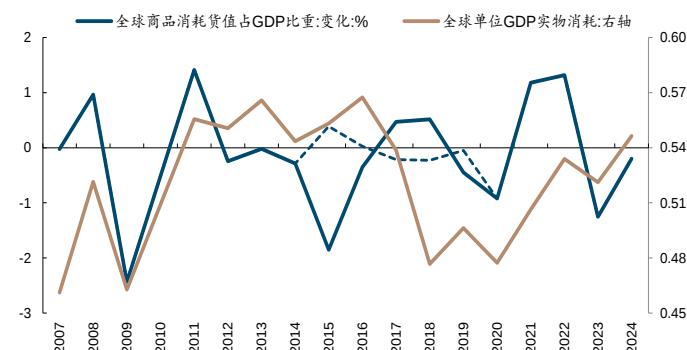
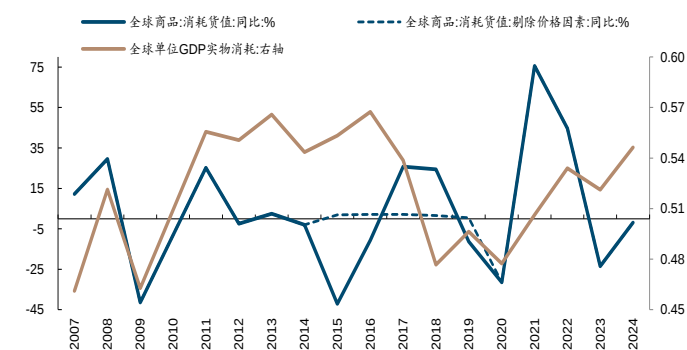
来源: wind, 国金证券研究所

就资产配置而言,我们总应该布局经济中占比上升的资产类别,因此,单位实物消耗上升这一判断具备明确的投资意义:

(1) 对于大宗商品而言,这意味着同样 GDP 水平下货值(量*价格)的提升,同时也将助推铜、铝、油等商品价格上升。当然,这可能需要依赖大宗商品供给稳定这一前提条件。2015-2019 年,由于美国页岩油、LNG、中国去产能、地缘频繁扰动(伊朗制裁、印尼禁矿、非洲罢工)等因素,大宗商品供给端剧烈波动,从而带来商品消耗货值和商品价格的巨大波动。然而,当前这种不稳定因素已显著消退:一方面,页岩油等关键技术突破陷入瓶颈,成本优化难以支撑颠覆性的产能扩张;另一方面,全球战略竞争加剧促使主要经济体强化对于资源控制,大幅去产能的可能性同样不大。

图表24: 全球商品消耗货值增速与单位 GDP 实物消耗高度正相关

图表25: 商品消耗货值占 GDP 比重也有望伴随单位 GDP 实物消耗的上升而再度抬升

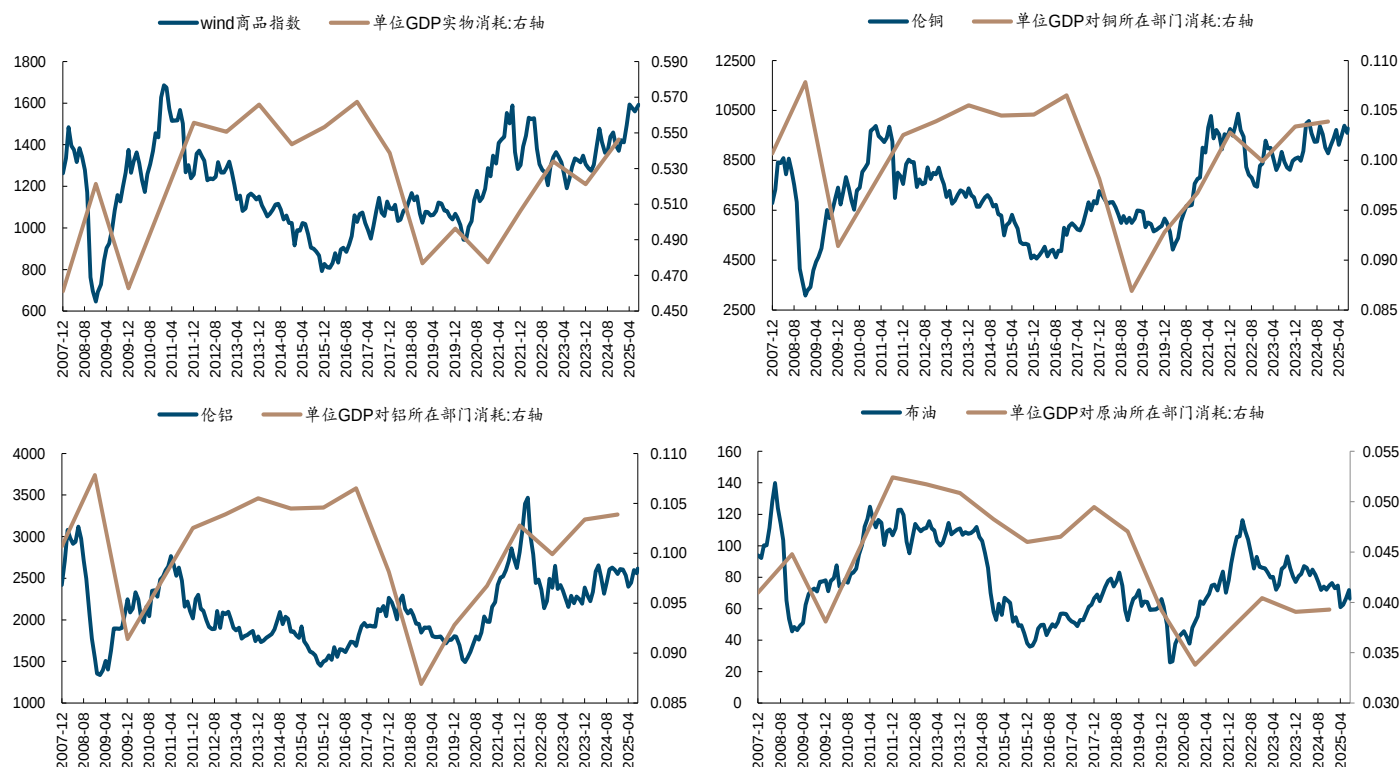


来源: wind, ADB, 国金证券研究所。注: 1、全球商品消耗货值的计算方法为原油、煤、天然气、有色(铜、铝、铅、锌、锡、镍)各自的消耗量乘以各自的单价再相加,下同。2、2015-2019 年期间,大宗商品供给端不稳定导致价格大幅波动,图中虚线部分代表 2015-2019 年剔除价格因素影响后的商品消耗货值,下同。

来源: wind, ADB, 国金证券研究所



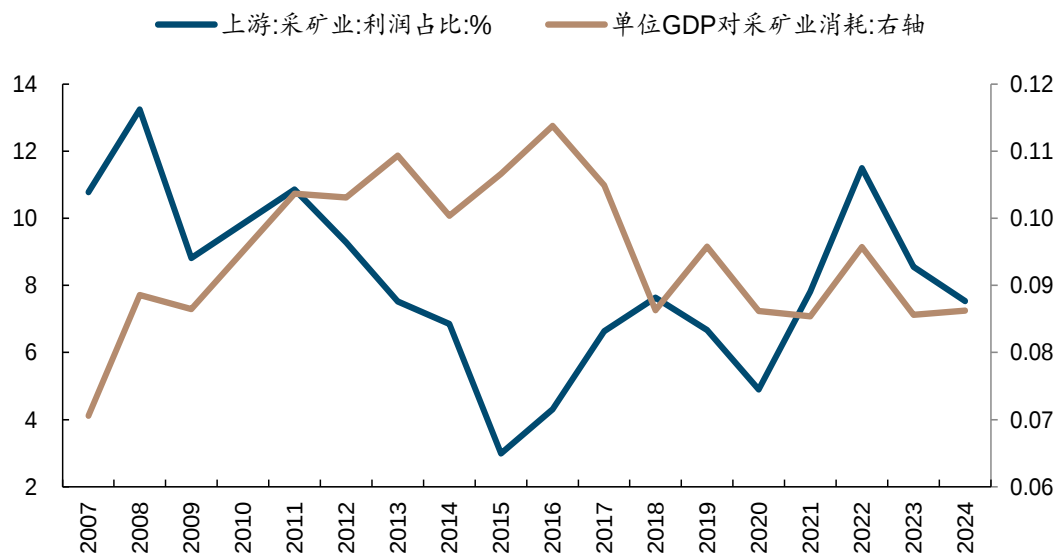
图表26：2020 年以来，主要商品(铜、铝、油)价格与全球单位 GDP 对应的实物消耗走势较为相近



来源：wind, ADB, 国金证券研究所

(2) 对于资源股而言，货值的提升意味着其盈利占比的提升，让其相对其他领域的股票更具有吸引力。这也意味着，全球与铜业、铝业和油气相关的公司股价也有望继续上涨。值得注意的是，不应该忽视中国制造业在使用大宗商品的环节(如资源加工、设备生产等)的高效率企业在其中的价值。

图表27：单位 GDP 实物消耗的上升有望让产业链利润再度向实物消耗领域分配



来源：wind, ADB, 国金证券研究所。注：统计范围为全球各行业利润前 500 的公司。



图表28：2020 年以来，伴随单位 GDP 对铜铝消耗的上升，全球铜业、铝业股价指数也明显上涨



来源：wind，ADB，国金证券研究所

图表29：单位 GDP 对油气的消耗与全球油气股价指数始终保持较高正相关性



来源：wind，ADB，国金证券研究所

5、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么中国可能会拖累全球实物消耗。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建国内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究