大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示

2021 年 03 月 25 日

观点

- **大宗商品正在经历 21 世纪以来的最快速上涨，市场对其后续上涨动能不乏质疑，尤其是在近期铜、油价格出现了回调的情况下。本轮大宗将会如何演绎？**我们复盘了 21 世纪以来的过去三轮大宗商品繁荣，通过梳理每一轮背后的影响因素，得到判断当前大宗上涨持续性的参考。

- **回顾这三轮大宗繁荣，我们发现三轮涨势各具特征。**第一轮（2001-2008 年）历时最长（79 个月）、涨幅最大（395%），第二轮（2009-2011 年）上涨最快（27 个月内上涨 127%），第三轮（2016-2018 年）上涨最弱（29 个月内上涨 67%）。那么，这三轮各具特征的上涨周期分别由何主导？哪些指标可以作为当前判断大宗走势的借鉴？当前大宗上涨与过去哪一轮最为相似？

- **第一轮：基本面驱动的最长上涨（2001-2008 年）。**经济基本面而非流动性主导是 2001-2008 年大宗商品繁荣最为显著的特点。正是美国-欧洲-新兴市场的复苏共振带来的需求拉动，使得这一轮大宗商品上涨的持续性令后几轮都无法企及。结构上，中国主要拉动金属上涨，但由于这一时期全球经济增长主要靠发达国家而非中国，这就导致此轮能源价格上涨明显高于基本金属。

- **第二轮：政策+基本面驱动的最快上涨（2009-2011 年）。**当前（2020 年 4 月以来）大宗上涨与第二轮在起源（中国政策刺激）、持续性（金属向原油传导）、幅度（中国铜进口量上台阶）方面都较为相似。区别在于第二轮大宗繁荣在中国央行持续加息中退出，而当前大宗上涨方兴未艾。

- **第三轮：政策驱动的最弱上涨（2016-2018 年）。**从结构上看，基本金属上涨的乏力是这轮大宗商品上涨逊于以往的一大原因，主要的拖累因素在于（1）中国去杠杆目标下的基建投资断崖式下滑；（2）中国房地产政策调控精细化下的地产投资增速表现平淡；（3）美联储加息导致的新兴经济体投资回报率偏低。

- **比较历史三轮大宗繁荣与当前这一轮（2020 年 4 月至今）上涨，我们认为当前这一轮上涨与第二轮（2009-2011 年）的相似性最高，即兼具政策与基本面的驱动。**由于全球央行的大放水，当前这轮大宗商品上涨受到流动性的驱动；而后续随着国内宽松政策的退出，这一轮上涨的动能正在由流动性向经济基本面转换。与此同时，叠加供给端全球铜及石油行业 CAPEX 处于历史较低的水平来看，我们认为此轮大宗上涨并未结束，仍具备一定空间和持续性。

- **风险提示：**美国财政刺激规模不及预期；持续通胀引发货币政策收紧；全球疫苗接种进度放缓

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210317：美联储会使用 YCC 吗？》2021-03-18
2、《宏观点评 20210316：史上最长大宗商品繁荣是如何炼成的？》2021-03-16
3、《宏观点评 20210315：史上最高增长数据是强是弱？》2021-03-15
4、《宏观点评 20210314：史上最快大宗商品上涨是如何形成的？》2021-03-14
5、《宏观点评 20210312：水不能停，拜登美国重建计划有哪些看点？》2021-03-12

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 第一轮：基本面驱动的最长上涨（2001-2008 年）..... 5
1.1. 发达国家+能源需求的组合为主要拉动..... 5
1.2. 欧洲和新兴经济体复苏对冲了美联储加息的影响..... 6
1.3. 美国投资提前熄火，基本金属价格见顶早于能源..... 8
2. 第二轮：政策+基本面驱动的最快上涨（2009-2011 年）..... 9
2.1. 起源：中国加大基建或地产投资..... 9
2.2. 持续性：依赖于工业活动的恢复..... 11
2.3. 幅度：与中国对铜的进口量绝对规模水平上移有关..... 12
2.4. 退出：国内持续加息导致第二轮大宗商品退出繁荣..... 12
3. 第三轮：政策驱动的最弱上涨（2016-2018 年）..... 13
3.1. 两个现象：油价见顶滞后于铜价、油价涨幅远超铜价..... 13
3.2. 三个拖累：基建、地产、新兴经济体投资..... 15
4. 对当前的启示：以第二轮为镜..... 17
5. 风险提示..... 19

图表目录

图 1：21 世纪以来大宗商品经历了完整的三轮上涨周期 4
图 2：在 2001-2008 年的大宗商品繁荣中，能源价格上涨的推动尤为突显 5
图 3：2001-2008 年期间美欧是全球经济增长的主力 6
图 4：2001-2008 年期间美欧贡献了全球 44%原油消费 6
图 5：2001-2008 年中国固投规模增量高于美国 6
图 6：2001-2008 年中国铜消费份额提升幅度超过美欧 6
图 7：2001-2008 年的大宗商品上涨和美元贬值贯穿了美联储的整个加息周期 7
图 8：2001-2008 年欧洲和新兴经济体的复苏后来居上，比美国更具持续性 8
图 9：2001-2008 年大宗商品上涨中基本金属的见顶早于能源 8
图 10：2007 年美国投资相对消费断崖式下跌 9
图 11：2007 年后欧元区消费反超美国继续扩张 9
图 12：中国加大基建投资是 2008-2011 年大宗繁荣开启的关键因素 10
图 13：2020 年 4 月以来的大宗上涨由中国基建+房地产投资拉动 11
图 14：中国原油需求与工业部门活动相关性较强 12
图 15：两轮大宗快速上涨期均有中国铜进口量规模扩张 12
图 16：央行持续加息是第二轮大宗退出繁荣的一个信号 13
图 17：持续加息导致基建及地产投资增速均开始下滑 13
图 18：油价的见底与铜价同步，但反弹时间较长 14
图 19：2016-2018 年期间油价涨幅远超铜价 14
图 20：2016 年基本金属价格的见底反弹源于中国工业活动的筑底回升 14
图 21：中国对主要金属的消费量主导了全球的半壁江山 15
图 22：全球的原油消费仍然被发达国家主导 15
图 23：全球原油消费增速与 G7 国家 GDP 增速一致 15
图 24：2017 年的去杠杆导致基建增速断崖式下滑 16
图 25：铜的消费约有 1/3 分布在基建领域（2017 年） 16
图 26：2016 年以来房地产投资的回升受限，并未能对冲基建投资增速的回落 16
图 27：新兴经济体投资的资本回报率低于发达经济体抑制了大宗商品价格反弹 17
图 28：新兴经济体投资的资本回报率低于发达经济体抑制了大宗商品价格反弹 18
图 29：全球铜行业 CAPEX 处于历史低位 18
图 30：全球石油行业 CAPEX 处于历史低位 18
图 31：疫情后欧元区经济的复苏落后于中美 19
图 32：美国房地产投资占 GDP 比重依然偏低 19

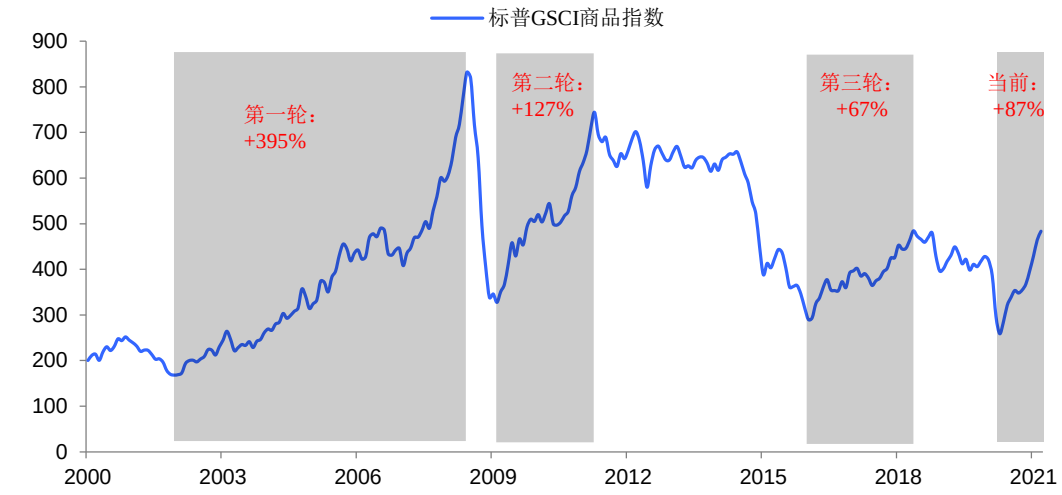
表 1：三轮大宗上涨的持续性和幅度不尽相同 4

疫苗的顺利推广大幅提振了市场对经济复苏的信心，大宗商品价格经过了 2020 年 8 至 11 月的调整后再次启动快速上行。随着近期铜、油价格出现回调，市场愈发关注本轮大宗上涨如何演绎。本报告复盘了 21 世纪以来的三轮大宗商品繁荣，通过梳理每一轮大宗上涨背后的推动因素，以作为判断当前大宗上涨持续性的参考。

回顾这三轮大宗繁荣，我们发现三轮涨势各具特征。例如**第一轮**（2001-2008 年）历时最长（79 个月）、涨幅最大（395%），**第二轮**（2009-2011 年）上涨最快（27 个月内上涨 127%），第三轮（2016-2018 年）上涨最弱（29 个月内上涨 67%）。

这三轮各具特征的上涨周期分别由什么主导？哪些指标可以作为当前判断大宗走势的借鉴？当前大宗上涨与哪一轮最为相似？这些问题均能从后文的详细回溯中找到答案。

图 1：21 世纪以来大宗商品经历了完整的三轮上涨周期



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

表 1：三轮大宗上涨的持续性和幅度不尽相同

	大宗商品上涨时期	持续时间	涨幅	月均环比
第一轮	2001 年 12 月-2008 年 6 月	79 个月	395%	2.05%
第二轮	2009 年 2 月-2011 年 4 月	27 个月	127%	3.09%
第三轮	2016 年 1 月-2018 年 5 月	29 个月	67%	1.78%
第四轮	2020 年 4 月至今（2021 年 3 月）	12 个月	87%	5.35%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

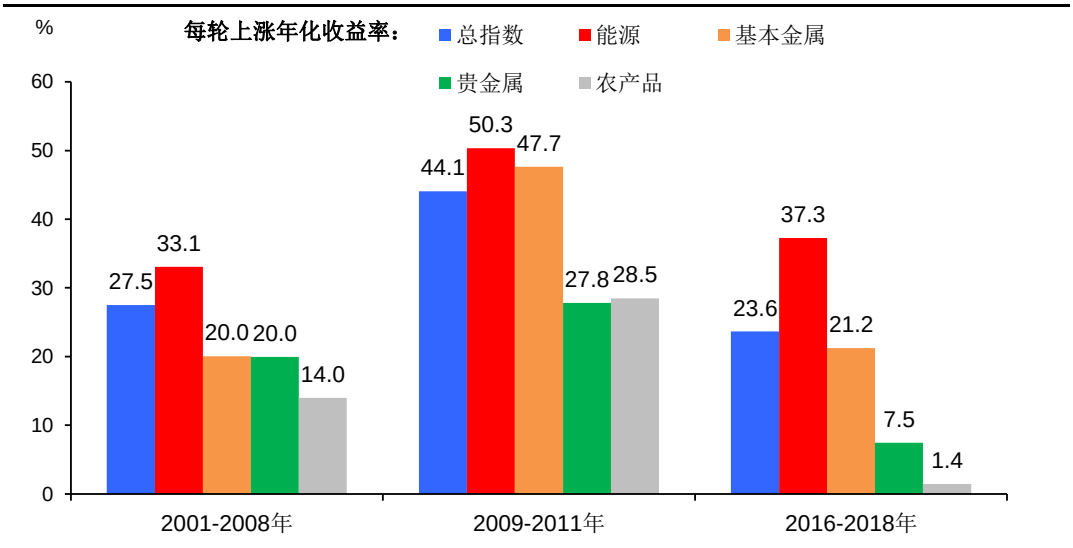
1. 第一轮：基本面驱动的最长上涨（2001-2008 年）

经济基本面而非流动性主导，是 2001-2008 年大宗商品繁荣最为显著的特点。正是美国-欧洲-新兴市场的复苏共振带来的需求拉动，使得这一轮大宗商品上涨的持续性令随后几轮都无法企及。从拉动力量、经济背景、上涨节奏上看，此轮大宗具有以下三方面的特征。

1.1. 发达国家+能源需求的组合为主要拉动

从年化收益来看，这轮上涨主要靠能源带动。如图 2 所示，这轮上涨期间，标普 GSCI 商品指数的年化收益为 27.5%，不及 2009-2011 年期间的 44.1%。但从结构上看，能源类商品 33.1%的年化收益表现亮眼，基本金属和农产品在年化收益上均不及 2009-2011 年的一半。

图 2：在 2001-2008 年的大宗商品繁荣中，能源价格上涨的推动尤为突显



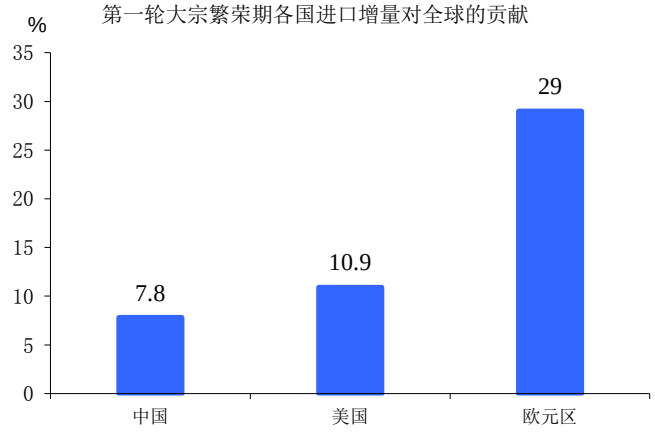
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2001-2008 年间拉动全球经济增长的主力军是欧美而非中国。这一观点可能与市场一直以来的认知存在分歧：由于 2001-2008 年期间中国工业化进程的快速发展让人印象深刻，故多数人将中国视为这一时期全球经济增长的引擎。但从大宗价格表现以及彼时全球经济结构来看，2001-2008 年间拉动全球经济增长的主力军是欧美而非中国。

一方面，彼时中国的经济体量刚赶上德国，对全球经济增长的贡献远不及美欧（图 3）。另一方面，从全球大宗消费结构来看，美欧各自对原油的需求远超中国，对铜的需求与则中国相当（图 4）。这便很好地解释了为何这一时期能源上涨一枝独秀。

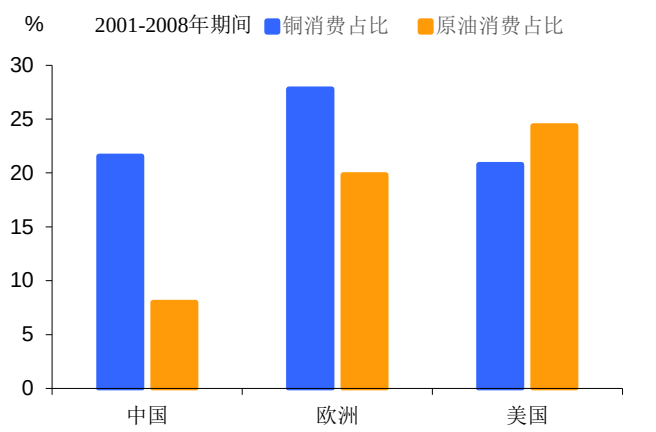
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2001-2008 年期间美欧是全球经济增长的主力



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

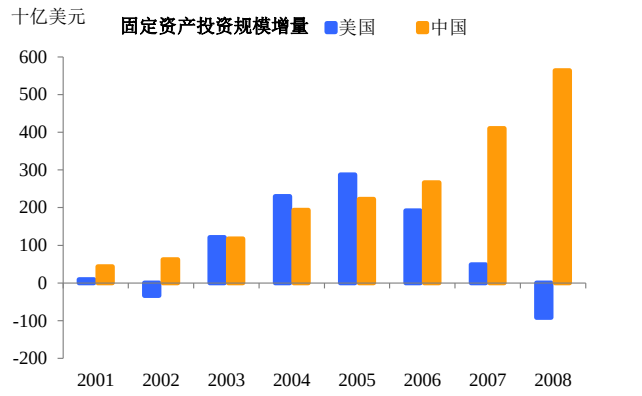
图 4：2001-2008 年期间美欧贡献了全球 44%原油消费



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

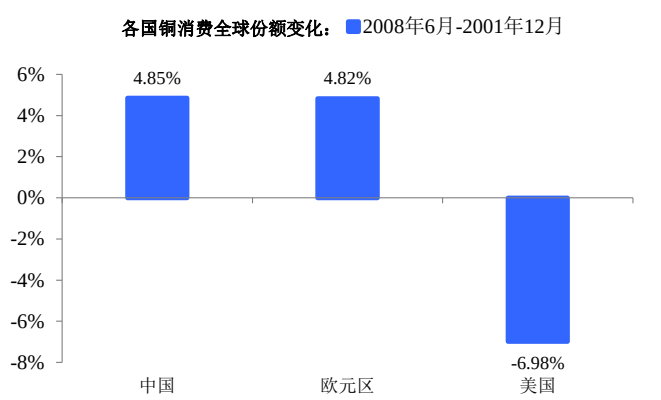
当然，中国也扮演了拉动基本金属价格上涨的重要角色。以 2005 年为分水岭，基本金属价格的拉动由欧美转向中国。一方面，2005 年后中国固定资产投资规模年增量开始高于美国，2006 年后这种差距显著拉大（图 5）；另一方面，2001-2008 年中国铜消费份额提升了 4.9%，略高于经济体量远超中国的欧元区，而美国铜消费份额下滑 7%（图 6）。

图 5：2001-2008 年中国固投规模增量高于美国



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2001-2008 年中国铜消费份额提升幅度超过美欧



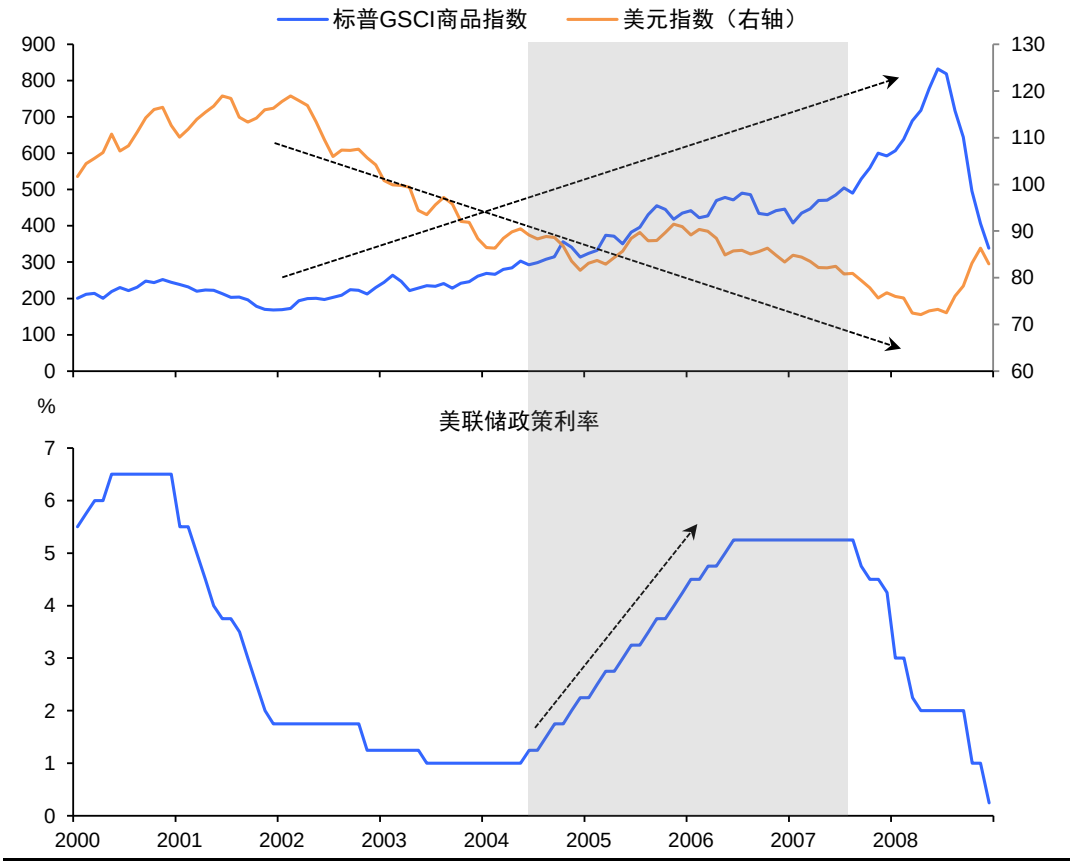
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 欧洲和新兴经济体复苏对冲了美联储加息的影响

这轮上涨处于美元的贬值周期，并且贯穿了美联储的加息周期。美元指数在 2002-2008 年期间贬值了 39%，无疑是此轮大宗商品上涨的一大推手。有趣的是，美联储加息周期并无碍这轮美元贬值和大宗商品的上涨。美联储于 2004 年-2006 年加息了 17 次，

将政策利率提高了 425bp，但整个过程中大宗商品的上涨并未停歇（图 7），这与 2016-2018 年那轮大宗商品上涨在美联储加息后半程出现颓势形成鲜明对比。

图 7：2001-2008 年的大宗商品上涨和美元贬值贯穿了美联储的整个加息周期

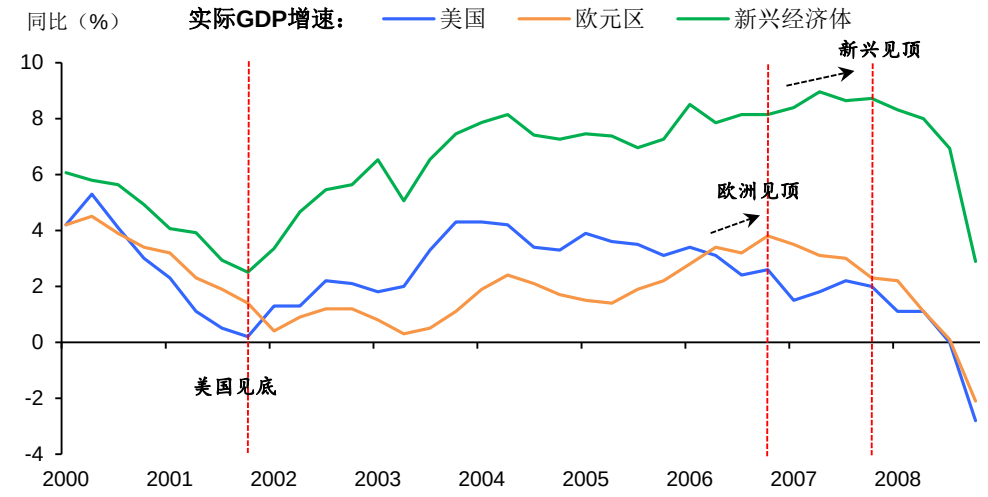


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

欧洲和新兴经济体复苏的后来居上，是这轮大宗商品无惧美联储加息的关键。如图 8 所示，美国 GDP 增速在 2001 年的见底开启了这轮大宗商品的涨势，虽然到 2006 年已经开始回落，但欧元区和新兴经济体的复苏仍在加速，尤其是新兴经济体，在欧元区的复苏于 2007 年见顶后又强势复苏了一年（图 8）。鉴于美国经济复苏的光芒被这两大经济体所掩盖，美元的贬值周期可以和美联储加息周期并行不悖。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：2001-2008 年欧洲和新兴经济体的复苏后来居上，比美国更具持续性

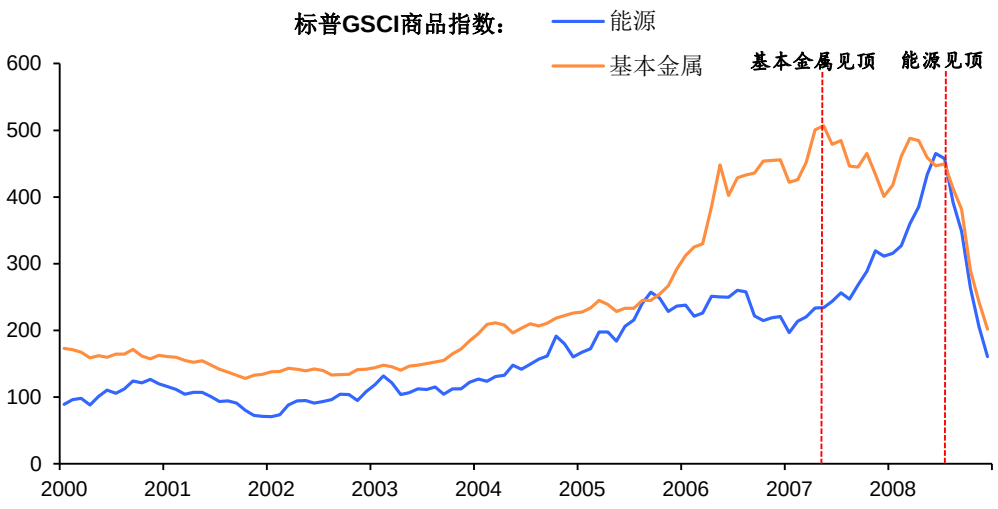


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.3. 美国投资提前熄火，基本金属价格见顶早于能源

基本金属在这轮上涨中的见顶早于能源。如图 9 所示，基本金属的上涨在 2007 年 5 月见顶后陷入震荡状态，期间回调了 20%；而能源的上涨则一直持续到 2008 年的 6 月，比基本金属晚了一年。这也印证了上述能源在这轮上涨中的主导地位。

图 9：2001-2008 年大宗商品上涨中基本金属的见顶早于能源

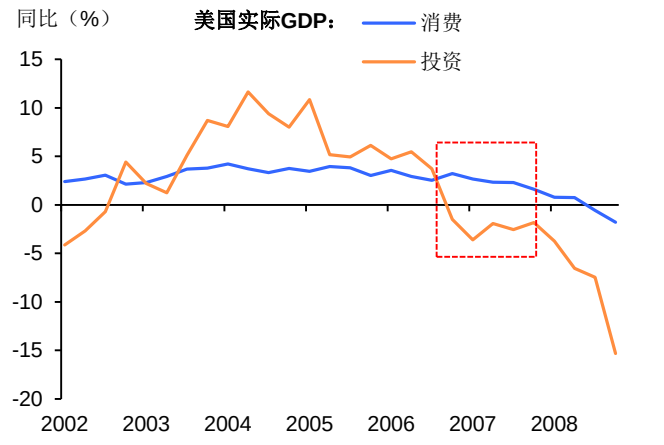


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

为何这轮基本金属上涨的见顶早于能源？我们认为主要是美国投资的提前熄火，如图所 10 示，由于次贷危机开始浮出水面，美国私人投资从 2007 年开始深陷负增长，考

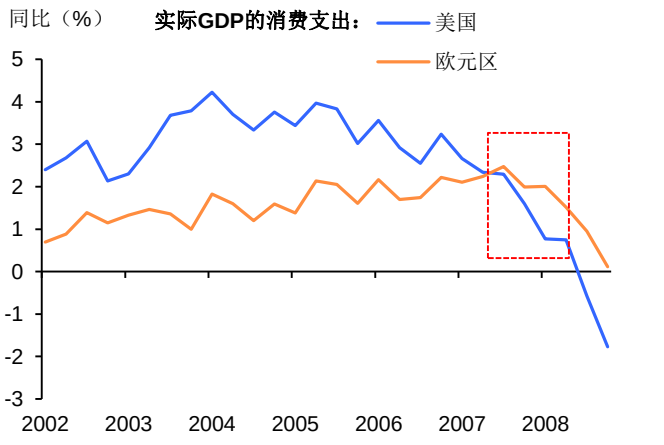
虑到当时美国在全球的经济体量，这无疑拖累了全球基本金属的需求。相比之下，美国的消费在 2007 年仍然稳步扩张，虽然其增速在 2008 年显著放缓，但欧洲消费扩张的后来居上继续全球的原油需求形成支撑（图 11）。

图 10：2007 年美国投资相对消费断崖式下跌



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 11：2007 年后欧元区消费反超美国继续扩张



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

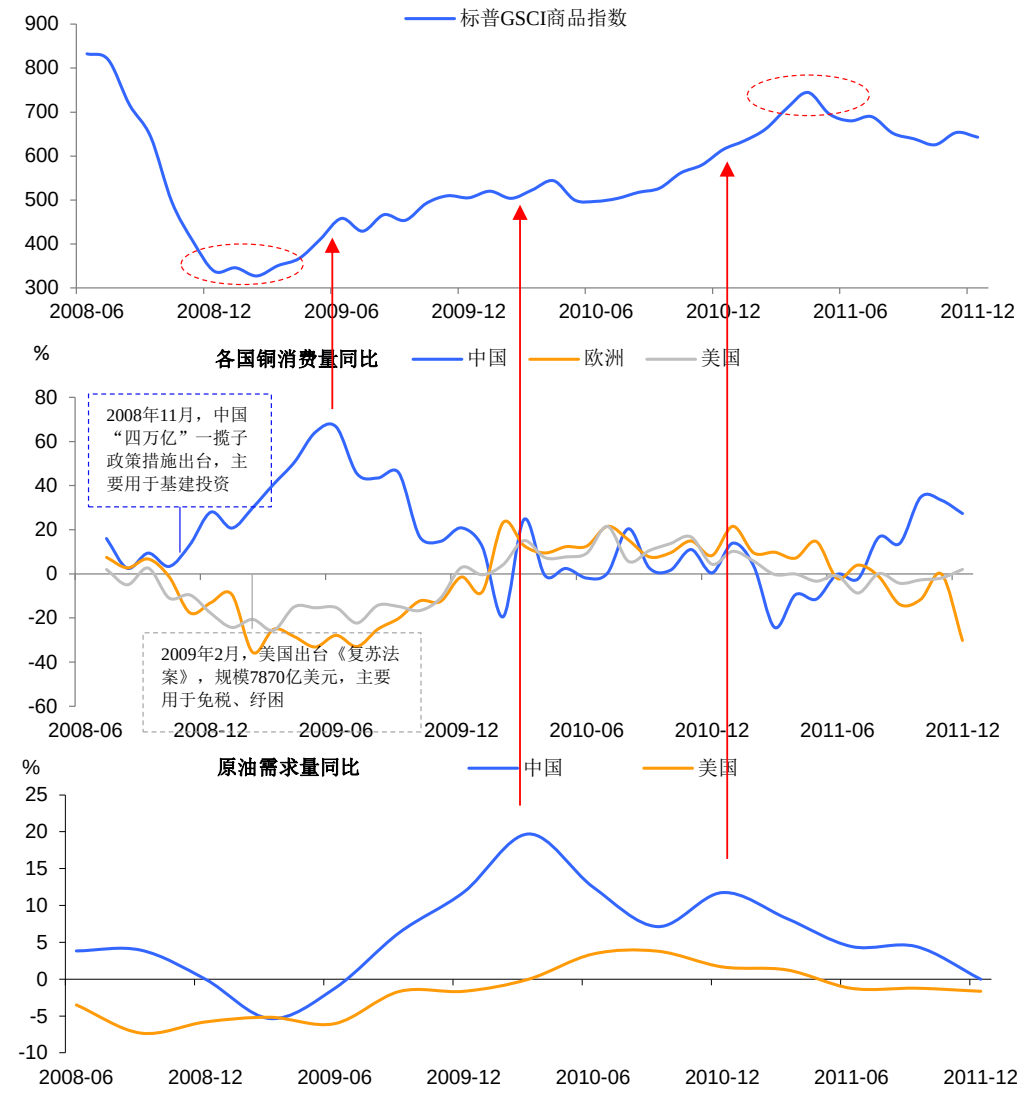
2. 第二轮：政策+基本面驱动的最快上涨（2009-2011 年）

从发生时期来看，不难发现第二轮大宗上涨（2009-2011 年）与当前这轮最大的共同点是均出现在较大的外部冲击（金融危机 vs 新冠疫情）之后。以此为启发，本章从起源、持续性、幅度及退出四方面来比较两轮的异同。

2.1. 起源：中国加大基建或地产投资

第二轮上涨起源于中国加大基建投资，当前上涨由中国基建+房产投资共同拉动。2008 年金融危机后，各国均采取相应措施刺激经济复苏。美国、欧盟、日本等发达国家集中于救助金融机构，而中国推出了一揽子基建投资计划，因此这一时期全球商品需求主要来自于中国。如图 12 所示，中国基建投资计划出台后大幅增加了铜的消费量，而同一时期美欧的铜需求仍在低位蹒跚，此轮大宗繁荣由此开启。

图 12：中国加大基建投资是 2008-2011 年大宗繁荣开启的关键因素

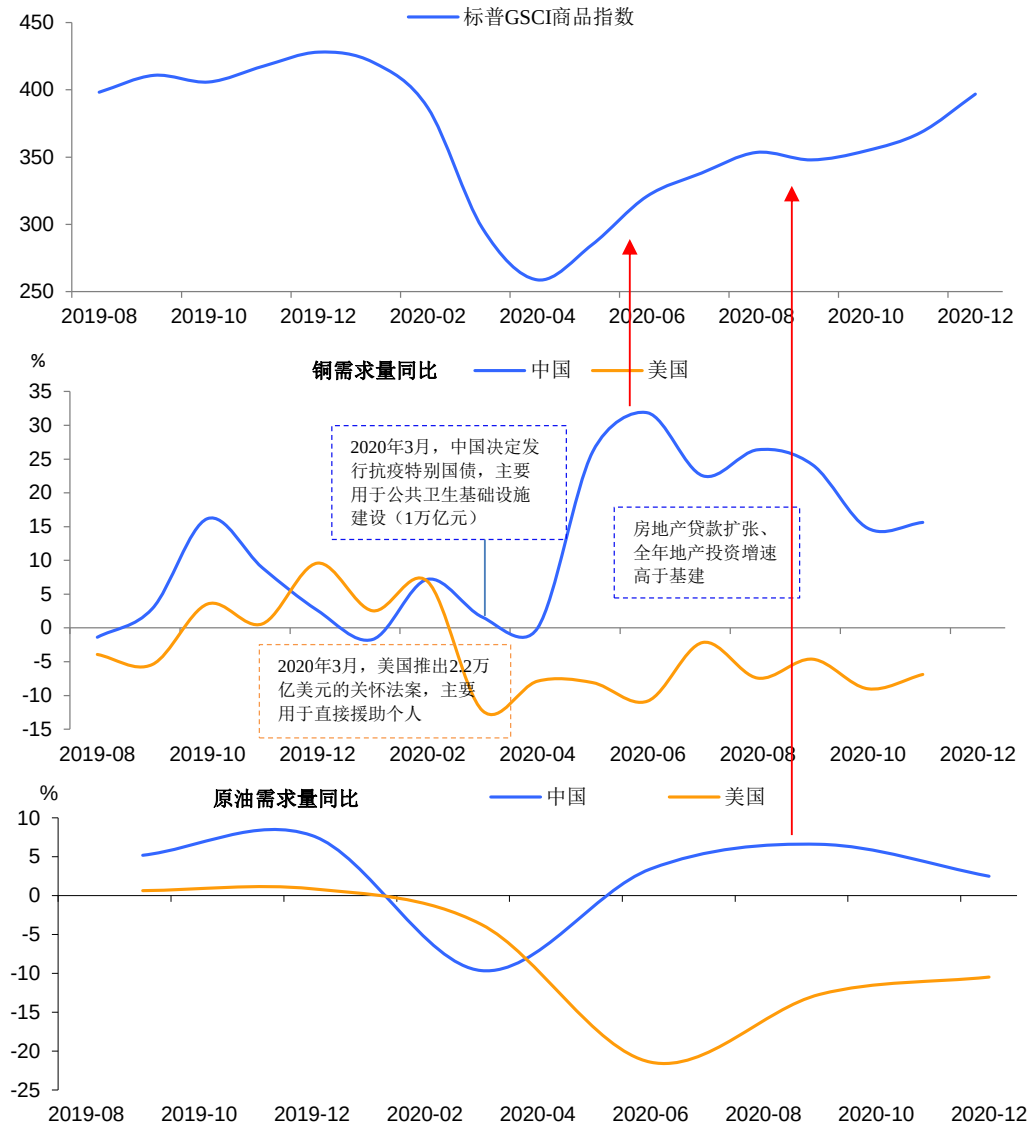


数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

当前这轮大宗上涨与之具有同工异曲之妙。在应对疫情冲击的政策上，中国增加发行地方政府专项债及抗疫特别国债有效刺激基建投资、扩张信贷规模拉动地产投资。而美国推出的关怀法案主要针对个人及家庭进行直接的现金援助。在此背景下，2020 年 5-7 月中国基建及地产投资增速明显反弹，带动了铜需求量的大幅增加。相反，美国受疫情反复困扰，生产活动恢复速度较慢，铜需求低迷（图 13）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 13：2020 年 4 月以来的大宗上涨由中国基建+房地产投资拉动



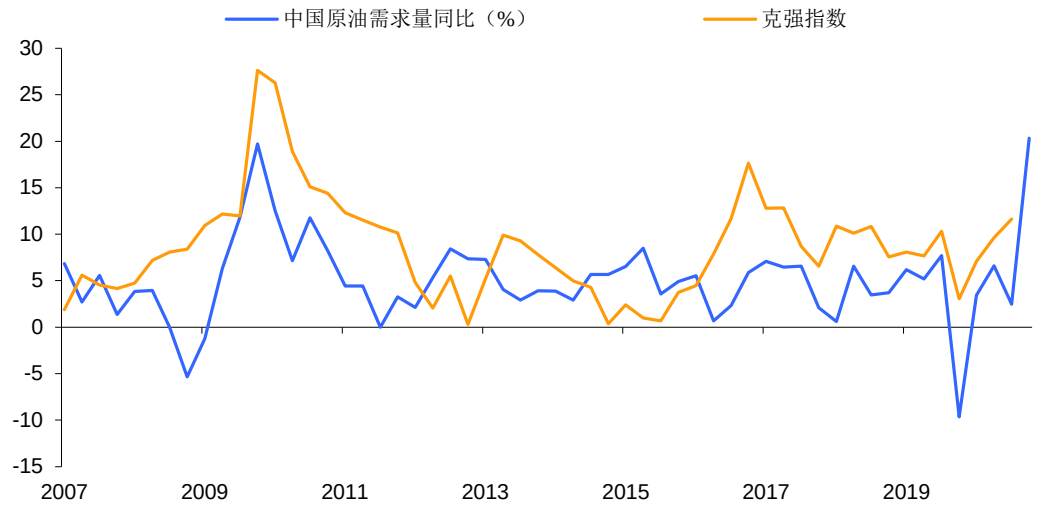
数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

2.2. 持续性：依赖于工业活动的恢复

从第二轮的经验来看，虽然中国的铜需求开启了大宗繁荣周期，但随着基建项目的落地，铜需求见顶回落至负增长之间只有短短 6 个月，这显然不足以支撑此轮大宗持续 27 个月的上涨。可见，大宗商品快速且持续的上涨有赖于后续工业部门活动的恢复。即随着基建、地产景气带动工业复苏，与之高度相关的原油需求得以释放（图 14），接力铜的需求推动大宗繁荣。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：中国原油需求与工业部门活动相关性较强



数据来源： Bloomberg，东吴证券研究所

2.3. 幅度：与中国对铜的进口量绝对规模水平上移有关

从历史来看，中国的铜进口量波动性较强，但在一段时期内总是围绕特定中枢水平波动（图 15）。除了 2009-2011 年以及 2020 年 4 月至今这两段时期，中国铜进口量明显超过前期中枢水平，因此我们认为中国铜需求量的大幅扩张构成这两轮大宗价格实现较大涨幅的主要原因。

图 15：两轮大宗快速上涨期均有中国铜进口量规模扩张



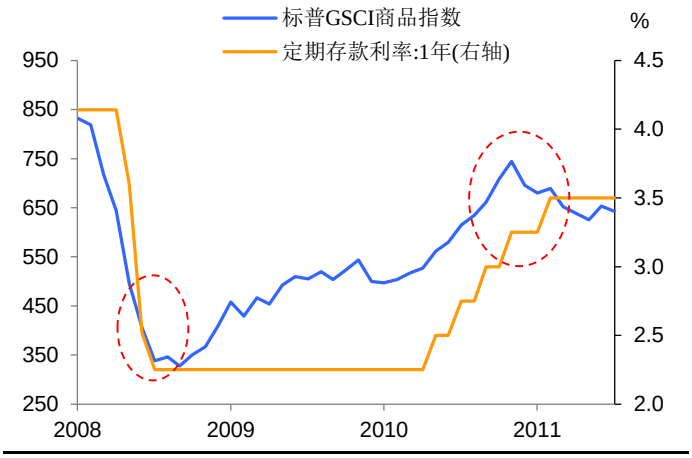
数据来源： Bloomberg，东吴证券研究所

2.4. 退出：国内持续加息导致第二轮大宗商品退出繁荣

利率环境对大宗周期具有重要影响，第二轮大宗繁荣在国内持续加息中逐渐退散（图 16）。究其原因，主要是由于加息环境增加了经济活动成本，基建及地产投资增速均明显下滑（图 17）。与此不同的是，目前这轮大宗尚未出现退出的迹象。

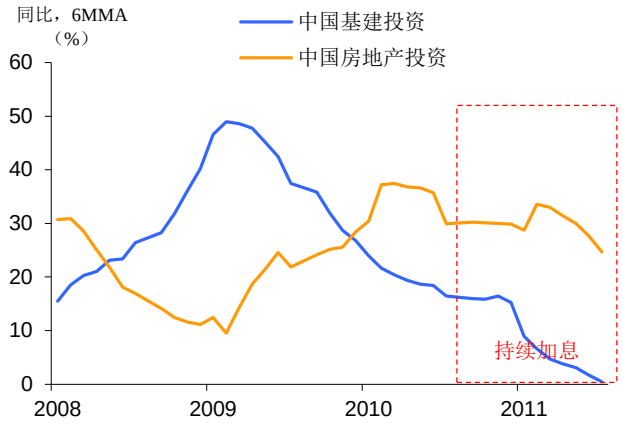
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 16：央行持续加息是第二轮大宗退出繁荣的一个信号



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：持续加息导致基建及地产投资增速均开始下滑



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

综合上述分析，两轮大宗上涨在起源、持续性、幅度方面都存在一定的相似之处。目前较大的区别在于第二轮大宗繁荣在中国央行持续加息中退出，而当前大宗上涨仍方兴未艾。尤其是随着海外加速复苏，大宗上涨的拉动力量正有从中国向海外转移的趋势。

3. 第三轮：政策驱动的最弱上涨（2016-2018 年）

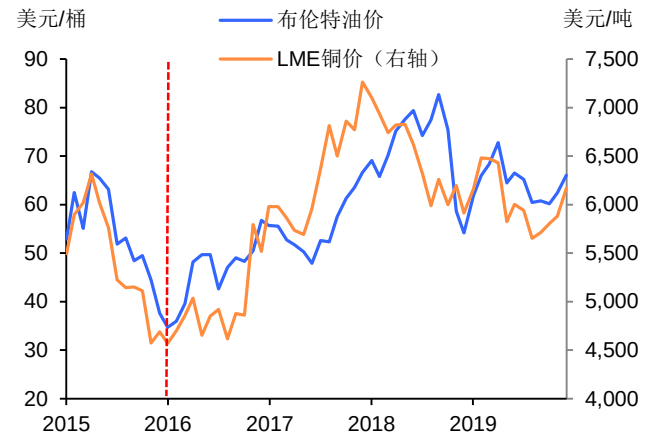
2016-2018 年的大宗商品上涨是 21 世纪以来涨幅最小的一轮。从持续时间来看，这轮大宗商品的上涨比前一轮（2008-2010 年）还要长一个月，但涨幅仅为后者的五分之一。什么拖累了此轮大宗上涨？

3.1. 两个现象：油价见顶滞后于铜价、油价涨幅远超铜价

回顾 2016-2018 年这一轮的大宗商品上涨，我们发现两个有趣的现象：一是油价和铜价的见底基本同步，但油价见顶的时间比铜价滞后了一年（图 18）；二是油价的涨幅远远超出铜价（图 19），可见基本金属上涨的乏力是这轮大宗商品上涨逊于以往的一大拖累。

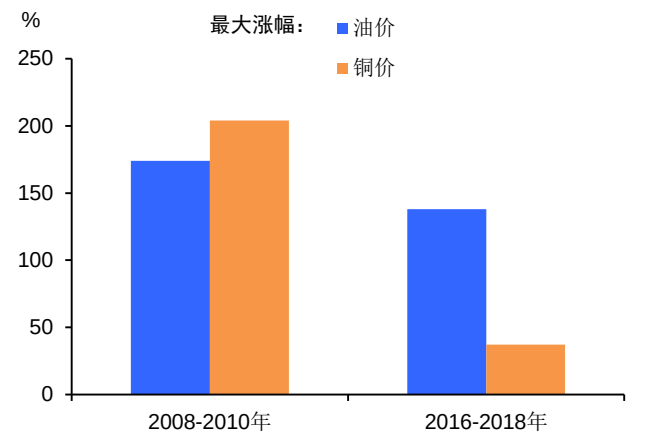
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 18：油价的见底与铜价同步，但反弹时间较长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

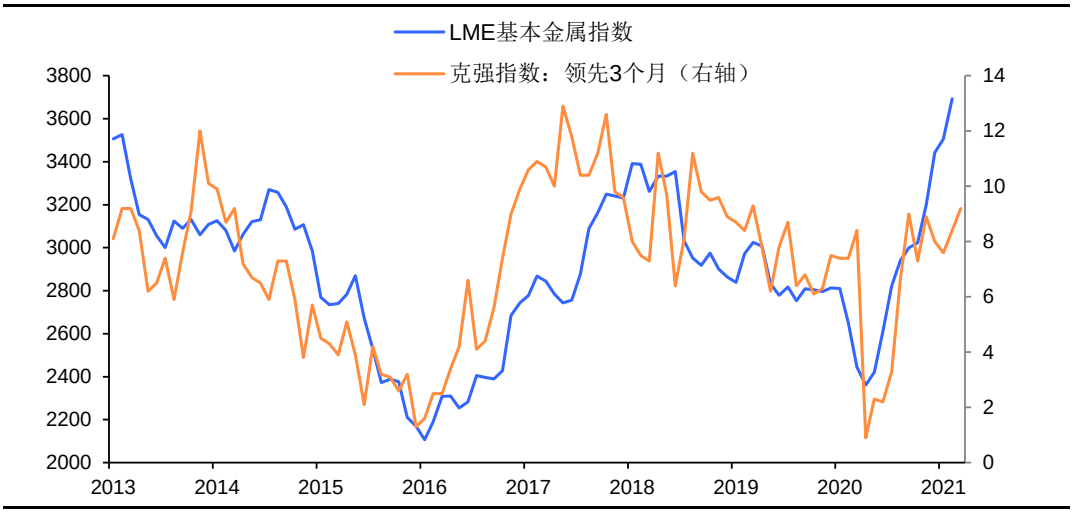
图 19：2016-2018 年期间油价涨幅远超铜价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2016 年基本金属价格的见底反弹，主要源于此前中国经济的筑底回升。2015 年央行的 5 次降准和 5 次降息，以及大量抵押补充贷款（PSL）向房地产的投放，推动了中国工业部门活动的反弹（图 20）。鉴于全球基本金属的需求在金融危机后已由中国主导（图 21），其价格的反弹自然在情理之中。

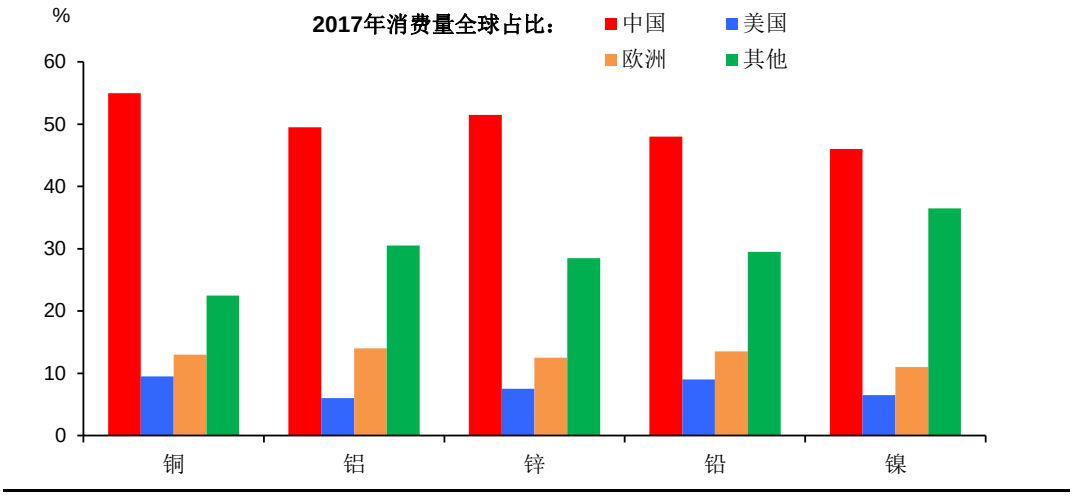
图 20：2016 年基本金属价格的见底反弹源于中国工业活动的筑底回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

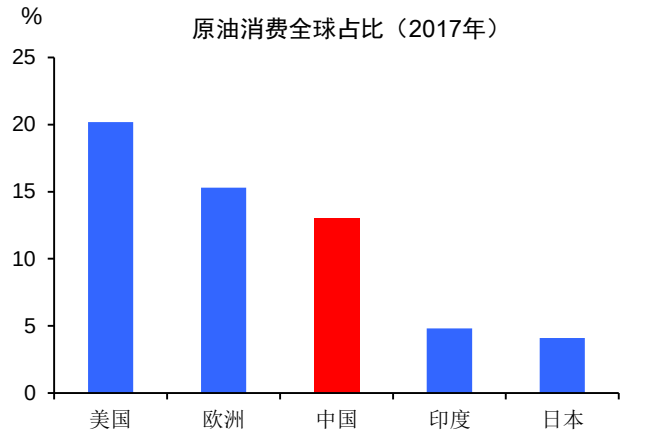
图 21：中国对主要金属的消费量主导了全球的半壁江山



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

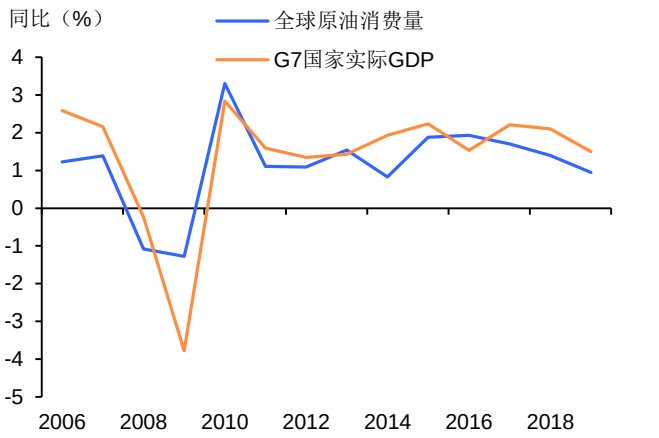
为什么原油在这轮大宗商品上涨中好于基本金属？因为全球原油消费仍由发达国家主导而非中国（图 22-图 23）。2017 年的特朗普减税带动了发达经济体经济增速的回升，叠加同期欧佩克的减产、以及 2018 美国退出伊朗核协议，共同推升了这轮油价反弹的周期和幅度。

图 22：全球的原油消费仍然被发达国家主导



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 23：全球原油消费增速与 G7 国家 GDP 增速一致



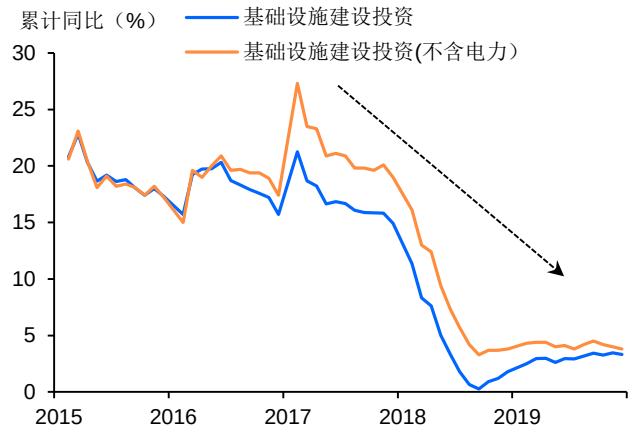
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

3.2. 三个拖累：基建、地产、新兴经济体投资

拖累一：中国基建投资的疲软。在去杠杆的目标下，2017 年下半年来随着政府对银行表外和地方融资的持续收紧，基建投资增速出现断崖式下滑（图 24），其相应的基本金属需求自然受到拖累。以铜为例，其消费量的近三分之一分布在基建领域，与建筑业相当（图 25）。

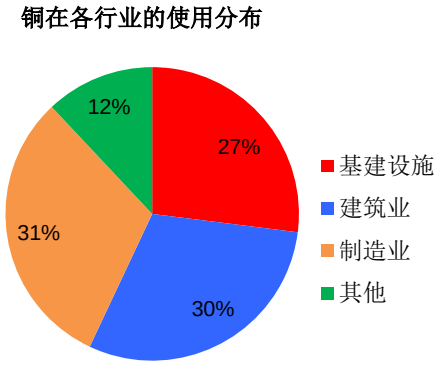
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 24：2017 年的去杠杆导致基建增速断崖式下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

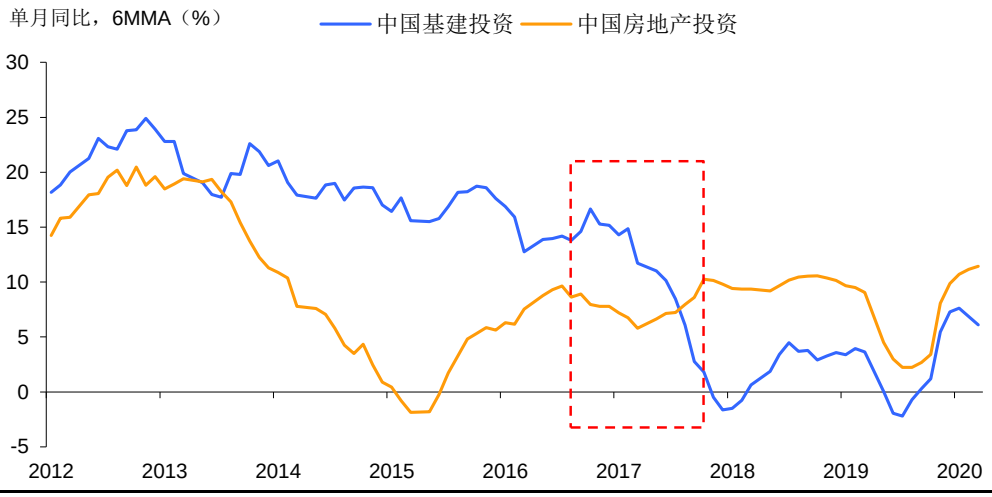
图 25：铜的消费约有 1/3 分布在基建领域（2017 年）



数据来源：WBMS，东吴证券研究所

拖累二：房地产投资回升的受限。在货币宽松和棚改的支撑下，2015 年底以来的房地产扩张虽然持续了四年多，但随着 2016 年底中央“房住不炒”的提出，房地产调控日趋频繁和精细化，使得这轮房地产投资在涨幅上远不及 2008-2010 年的那轮扩张，其对于基本金属需求的支撑亦未能对冲基建放缓的影响（图 26）。

图 26：2016 年以来房地产投资的回升受限，并未能对冲基建投资增速的回落



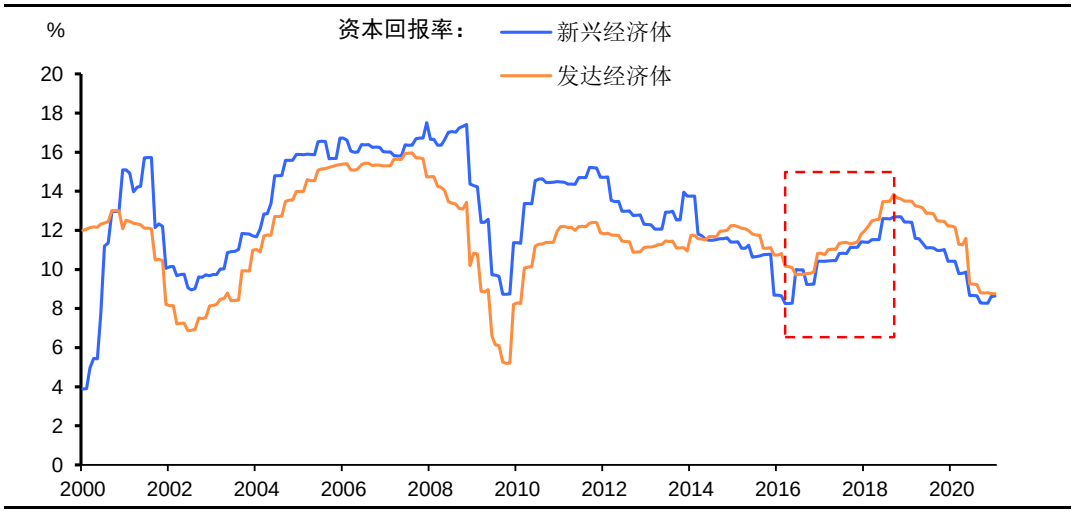
数据来源：Wind，东吴证券研究所

拖累三：新兴经济体的投资回报率偏低。由于 2014 年后新兴经济体的投资回报率一直低于发达经济体（图 27），这就导致在 2016-2018 年大宗商品上涨期间，新兴经济体并没有吸引到足够的资本流入，其国内资本开支周期因而受到抑制。因此，这段时期在中国之外，缺乏其他新兴经济体对大宗商品需求的有力支撑。究其原因，我们认为是

请务必阅读正文之后的免责声明部分

美联储持续的加息加剧了新兴经济体本就高企的债务风险。

图 27：新兴经济体投资的资本回报率低于发达经济体抑制了大宗商品价格反弹



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

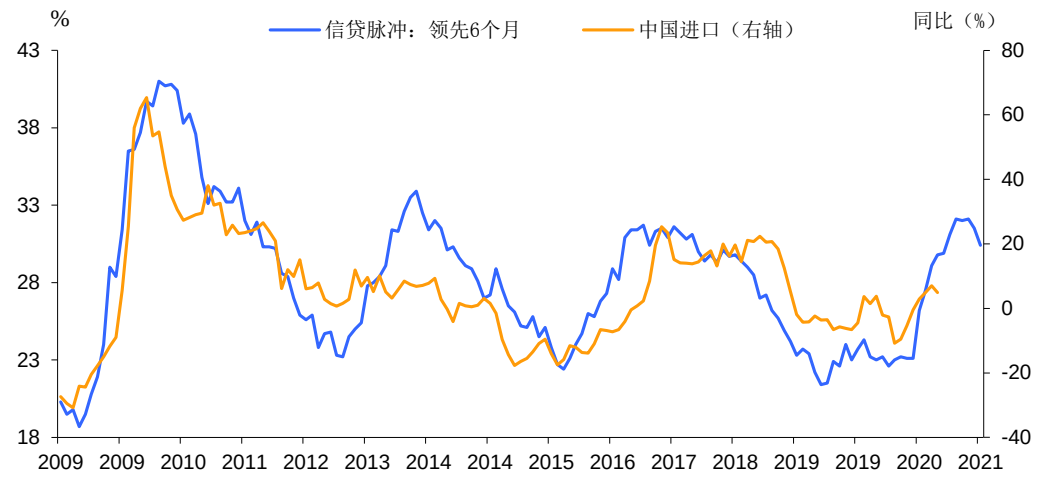
另外，**特朗普基建投资计划未能实施，也是此轮基本金属上涨缺乏支撑的一个因素。**虽然 10 年 1.5 万亿美元的规模看上去不算大，但边际上对大宗商品需求的拉动依然是显著的，我们不妨做一个简单的对比，2018 年中国基建投资增速下滑了 11 个百分点，如果当年美国实施了特朗普的基建投资计划，则可以对冲掉中国 8 个百分点的基建投资增速下滑。

4. 对当前的启示：以第二轮为镜

比较历史三轮大宗繁荣与当前这一轮（2020 年 4 月至今）上涨，我们认为当前这一轮上涨与第二轮（2009-2011 年）的相似性最高，即兼具政策与基本面的驱动。一方面，由于全球央行的大放水，当前这轮大宗商品上涨受到流动性的驱动。另一方面，随着全球疫苗接种的普及、国内宽松政策的退出（图 28），其上涨的动能正在由流动性向经济基本面转换。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

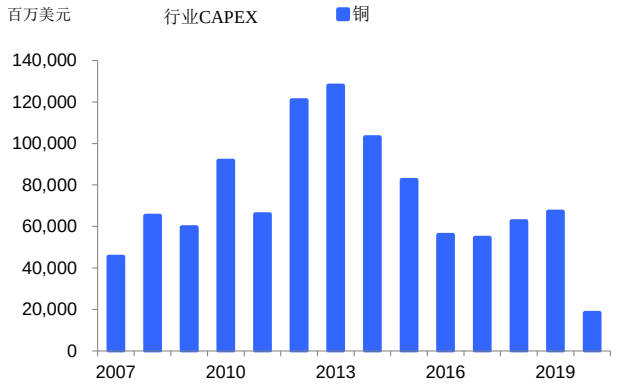
图 28：新兴经济体投资的资本回报率低于发达经济体抑制了大宗商品价格反弹



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

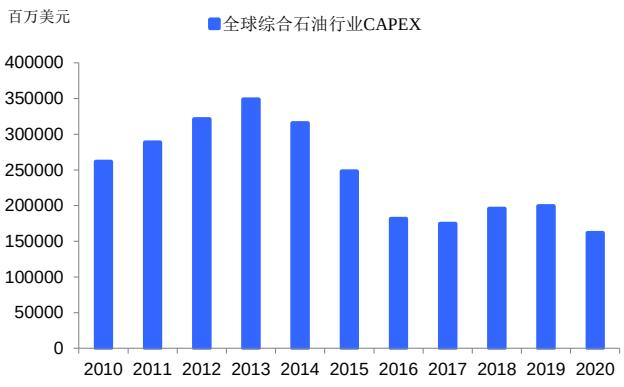
与此同时，结合供给端全球铜及石油行业 CAPEX 处于历史上较低的水平（图 29、图 30），而此类原材料对供给修复往往慢于需求来看，我们认为此轮大宗上涨并未结束，仍具备一定空间和持续性。

图 29：全球铜行业 CAPEX 处于历史低位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：全球石油行业 CAPEX 处于历史低位

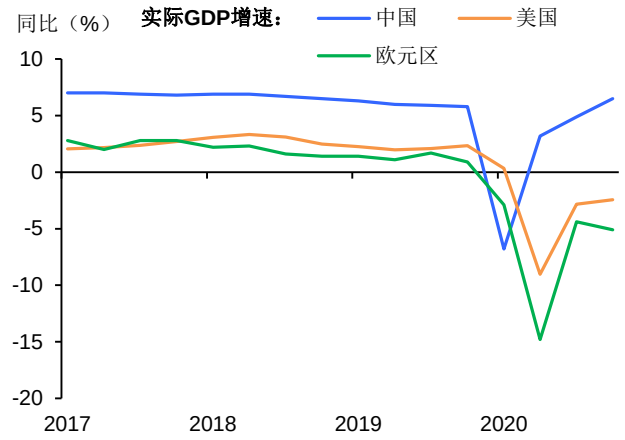


数据来源：WBMS，东吴证券研究所

参考过去几轮的经验，未来还可以从以下方面跟踪本轮大宗涨势：1）在中美相继复苏之后，欧洲和其他新兴经济体能否后来居上（图 31）；2）美国的资本开支周期能否跟随消费的复苏；3）以美国为代表的海外房地产繁荣能够持续多久（图 32）；4）拜登的基建投资计划何时推出。

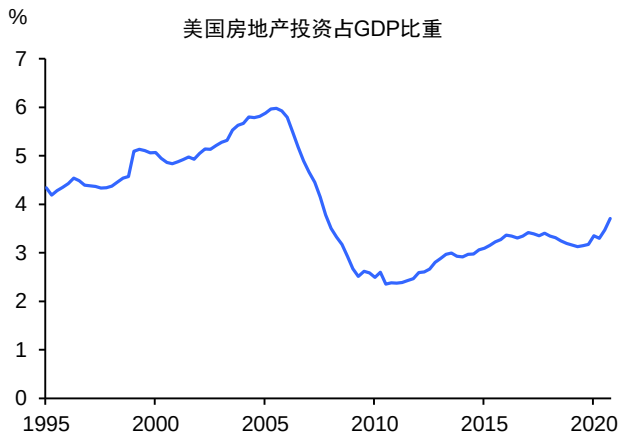
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 31：疫情后欧元区经济的复苏落后于中美



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 32：美国房地产投资占 GDP 比重依然偏低



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

5. 风险提示

美国财政刺激规模不及预期：拜登的基建投资计划距离正式实施还有较长时间，若推进进度不及预期，则会影响其对铜等大宗商品的需求；

持续通胀引发货币政策收紧：若持续通胀引起货币政策转向，则全球经济复苏进程将受影响，从而影响大宗价格；

全球疫苗接种进度放缓：全球经济复苏节奏高度以来疫苗接种进展，若因病毒变异、疫苗产能不足等原因导致疫苗接种放缓，将影响经济复苏进程，短期内导致大宗价格调整。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

