史上最长大宗商品繁荣是如何炼成的？

2021 年 03 月 16 日

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

观点

- 在 21 世纪以来的几轮大宗商品上涨中，2001-2008 年的上涨是持续最长、涨幅最大的一轮。回顾这段历史，有如下三个现象令人印象深刻：
- **一是从年化收益来看，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。
- **二是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 3），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。
- **三是基本金属在这轮上涨中的见顶早于能源。**如图 4 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%；而能源的上涨则一致持续到 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。
- 上述三个现象的产生，都可以从全球经济的基本面中寻找答案：
- **首先，2001-2008 年间拉动全球经济增长的主力军是欧美而非中国。**虽然中国的工业化进程是这一时期的亮点，**但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 5）。**而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 6）。因此，不难理解期间能源类商品引领了此轮大宗的上涨。
- **其次，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 7）。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。
- **至于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 8 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 9）。
- **由此可见，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。**正是这种由美国-欧洲-新兴市场的复苏共振，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。**那么，这一历史经验对我们考察当前的这轮大宗商品上涨有何借鉴？**
- **由于全球央行的大放水，当前这轮大宗商品上涨更多受流动性的驱动。**因此迄今为止更类似 2009-2011 年。然而，随着全球疫苗接种的普及，**其上涨的动能正在由流动性向经济基本面转换。我们认为后者是决定其持续性的关键**，因此，未来须关注：1）在中美相继复苏之后，欧洲和其他新兴经济能否后来居上；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？
- **风险提示：**美国财政刺激规模超预期，全球疫苗接种进度放缓

相关研究

1、《宏观点评 20210315：史上最高增长数据是强是弱？》2021-03-15
2、《宏观点评 20210314：史上最快大宗商品上涨是如何形成的？》2021-03-14
3、《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
4、《宏观点评 20210311：以史为鉴，2016-2018 年的大宗商品上涨为何不给力？》2021-03-11
5、《宏观点评 20210310：春节信贷不打烊——2021 年 2 月金融数据点评》2021-03-11

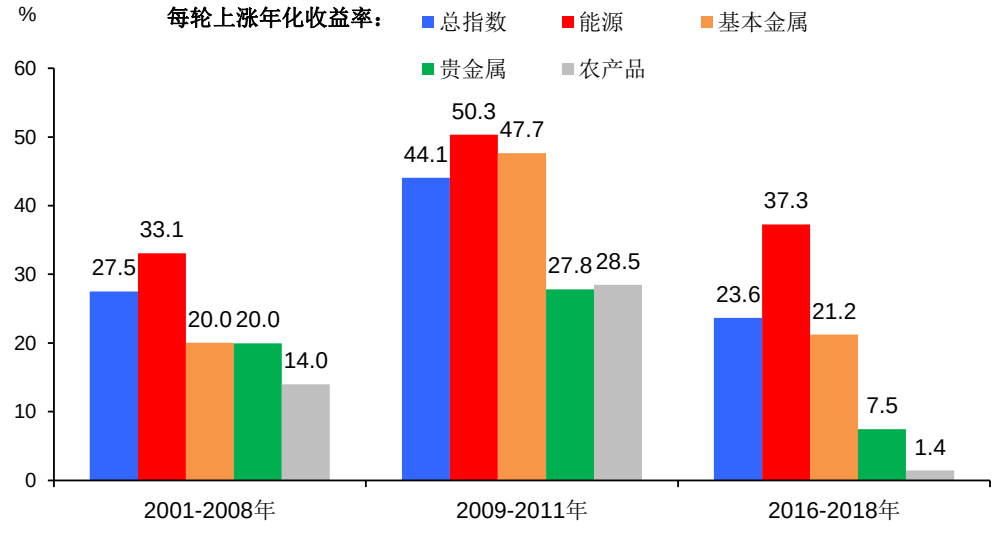
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1： 21 世纪以来的前三轮大宗商品上涨

大宗商品上涨时期	持续时间	涨幅
2001 年 1 月-2008 年 4 月	79 个月	395%
2009 年 2 月-2011 年 4 月	27 个月	127%
2016 年 1 月-2018 年 6 月	29 个月	67%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

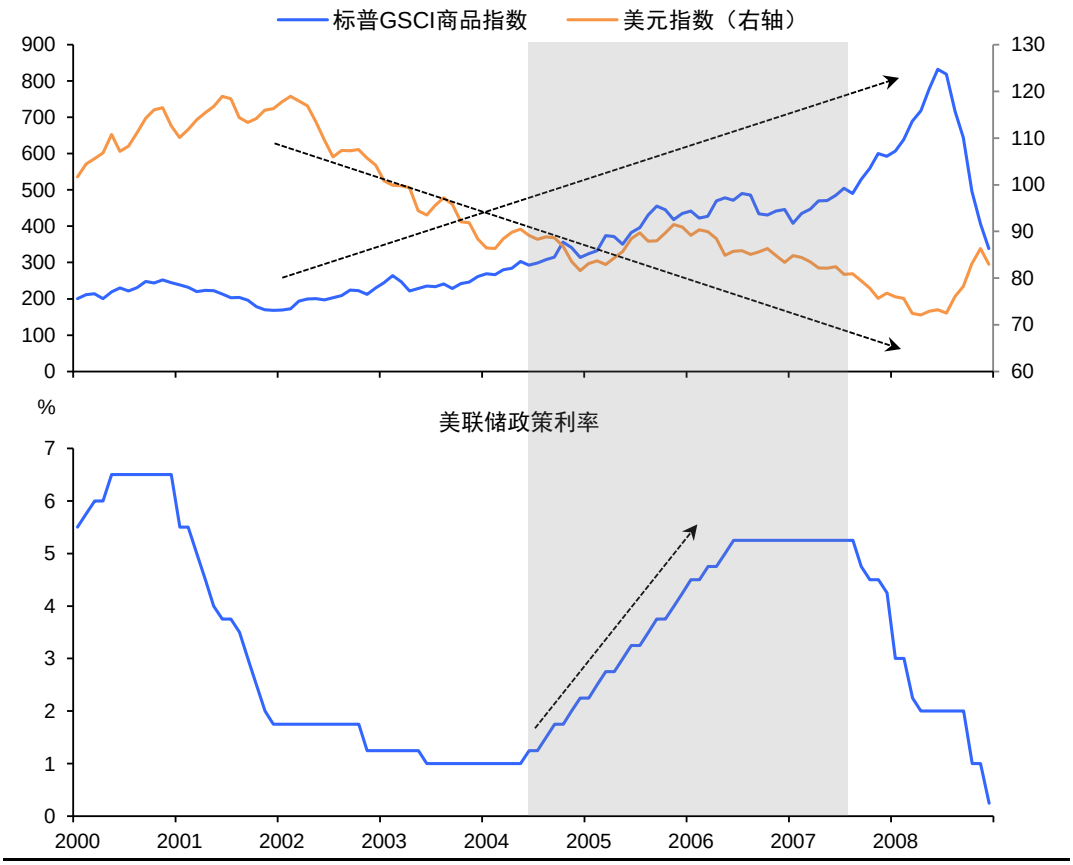
图 2：在 2001-2008 年的大宗商品繁荣中，能源价格上涨的推动尤为突显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

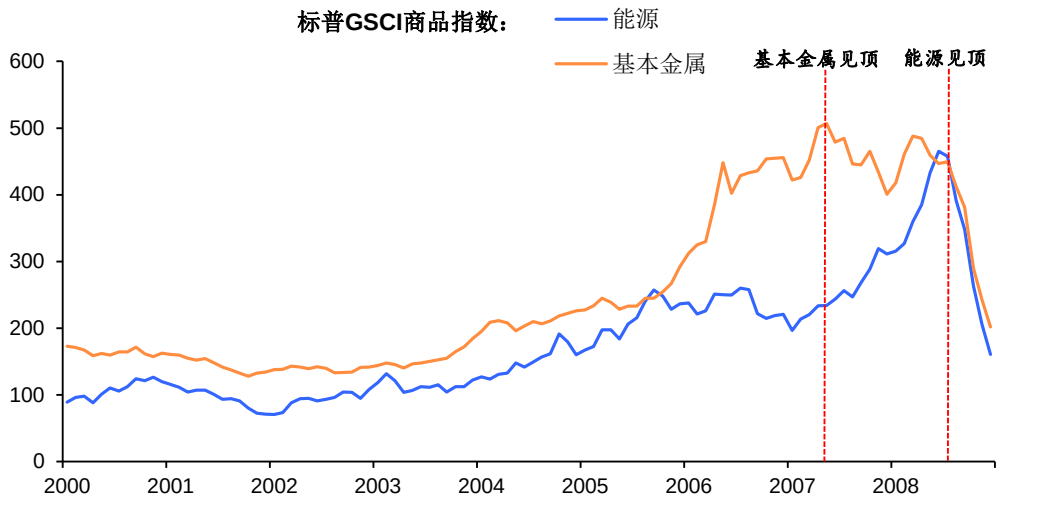
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2001-2008 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

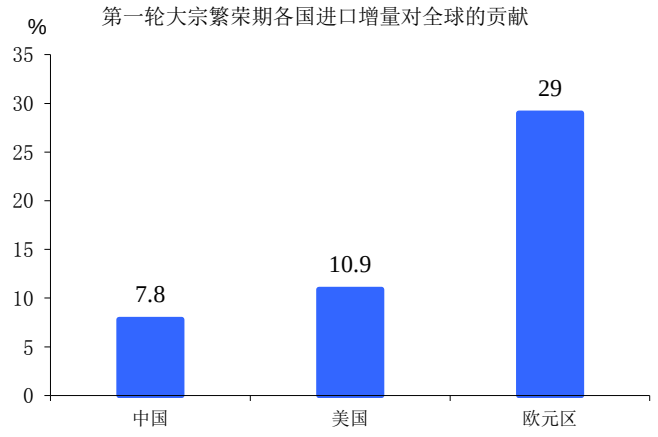
图 4：2001-2008 年大宗商品上涨中基本金属的见顶早于能源



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

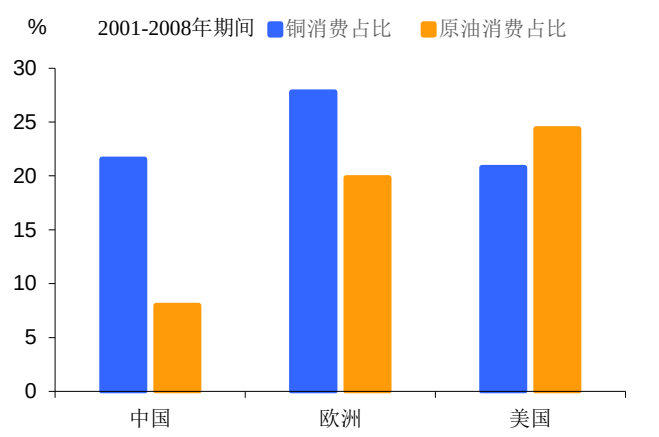
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2001-2008 年期间美欧是全球经济增长的主力



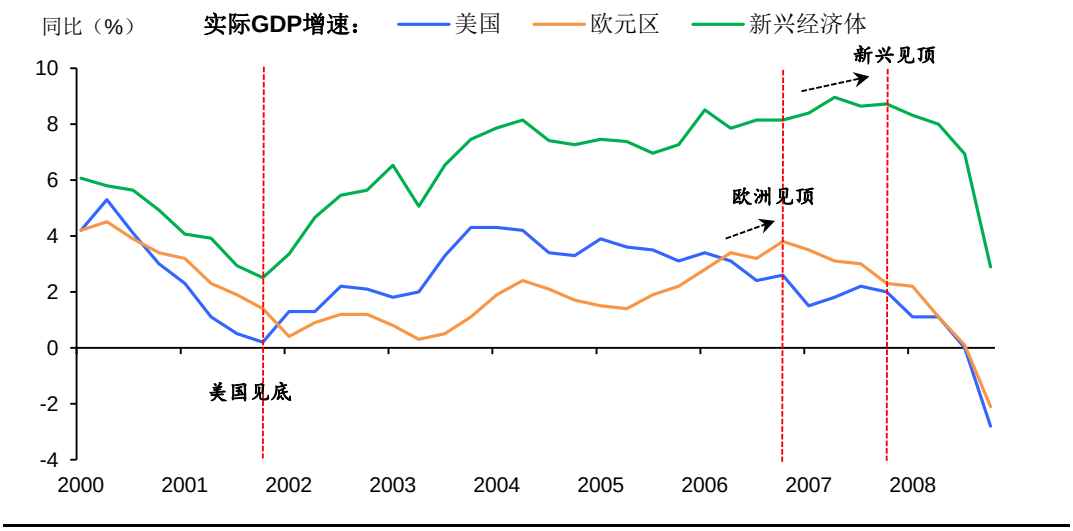
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 6：2001-2008 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

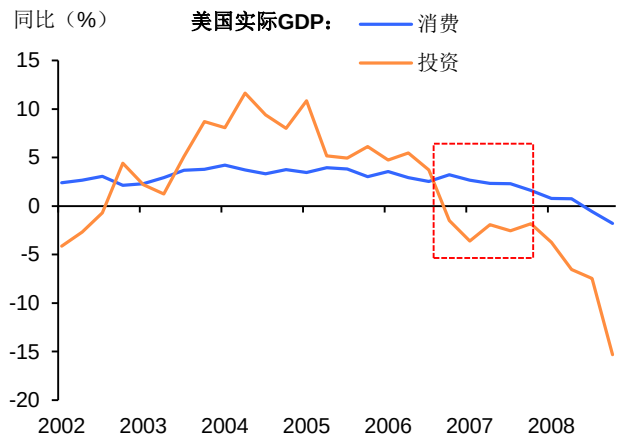
图 7：2001-2008 年欧洲和新兴经济体的复苏后来居上，比美国更具持续性



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

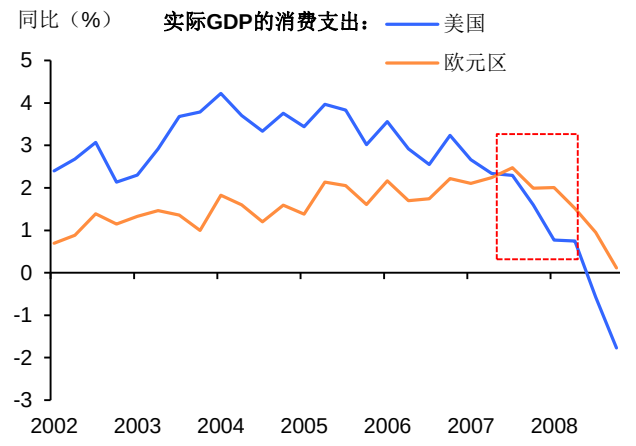
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：2007 年美国投资相对消费断崖式下跌



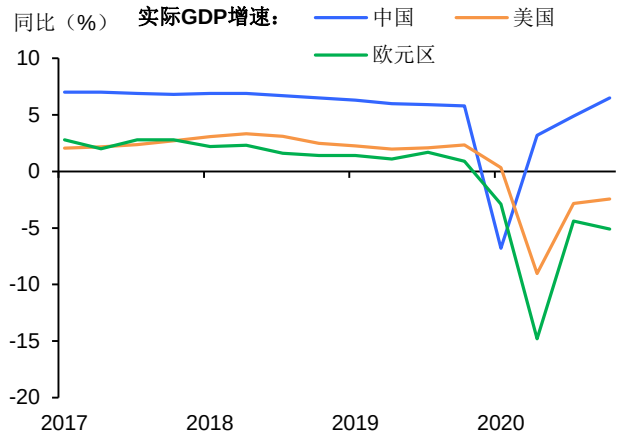
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 9：2007 年后欧元区消费反超美国继续扩张



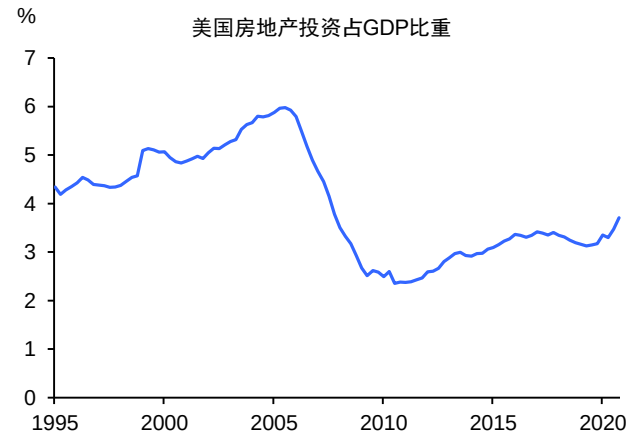
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 10：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 11：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

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

