史上最快大宗商品上涨是如何形成的？

2021 年 03 月 14 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

- **大宗商品正在经历 21 世纪以来的第四轮繁荣周期，也是速度最快的一轮上涨。**2020 年 4 月至今标普 GSCI 商品指数上涨 87%，月均环比涨幅为 5.4%。在过去的三轮大宗上涨中，**第二轮（即 2009 年 2 月-2011 年 6 月，下同）**的上涨速度（月环比+3.1%）与之最为接近（表 1）。本文试图找出**第二轮**大宗繁荣与**当前**的异同，以思考其对当下的借鉴。

- **回顾四轮大宗繁荣的发生时期，不难发现第二轮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，后文我们从起源、持续性、幅度及退出四方面来比较两轮的异同。**

- **起源：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 1 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。

  当前这轮大宗繁荣与之具有同工异曲之妙。在应对疫情冲击的政策上，中国迅速封锁而后复产，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，同时信贷规模扩张拉动地产投资加速。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，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 2）。

- **持续性：均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 3），接力铜的需求推动大宗繁荣。

- **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 4）。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。**

- **退出：国内持续加息导致第二轮大宗商品退出繁荣，当前大宗上涨尚未歇息。**利率环境对大宗周期具有重要影响，如我们在复盘第三轮（即 2016-2018 年）大宗繁荣一文中提到的，美联储持续加息显著抑制新兴市场的经济活动，是导致该轮大宗涨幅偏弱的原因之一。第二轮大宗繁荣在国内持续加息中逐渐退散也对此形成印证（图 5）。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 6）。与此不同的是，目前这轮大宗尚未出现退出的迹象。

- **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，而当前大宗繁荣仍在路上。尤其是随着海外加速复苏，大宗繁荣的拉动力量正有从中国向海外转移的趋势。因此，本轮大宗上涨的持续性及幅度不仅取决于未来国内利率环境，还取决于海外经济复苏情况、拜登基建投资计划等方面。

- **风险提示：**持续通胀引发货币政策收紧；美国财政刺激不及预期

相关研究

1、《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
2、《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
3、《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
4、《宏观点评 20210310：PPI 年中破 5 望 6——评 2 月通胀数据》2021-03-10
5、《宏观点评 20210308：油价为何领先 A 股？》2021-03-08

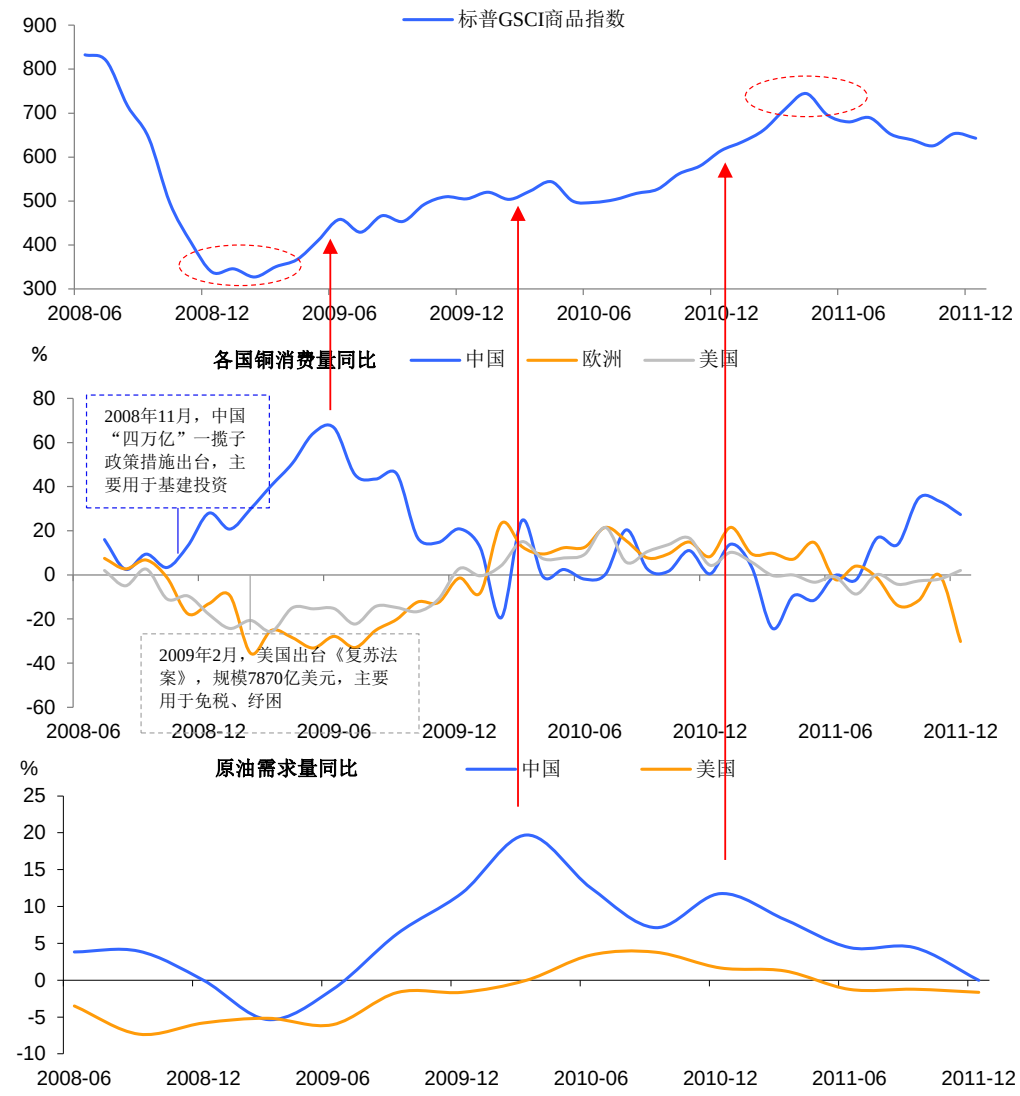
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：本轮（2020 年 4 月至今）大宗繁荣周期为 21 世纪以来上涨速度最快的一轮

	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

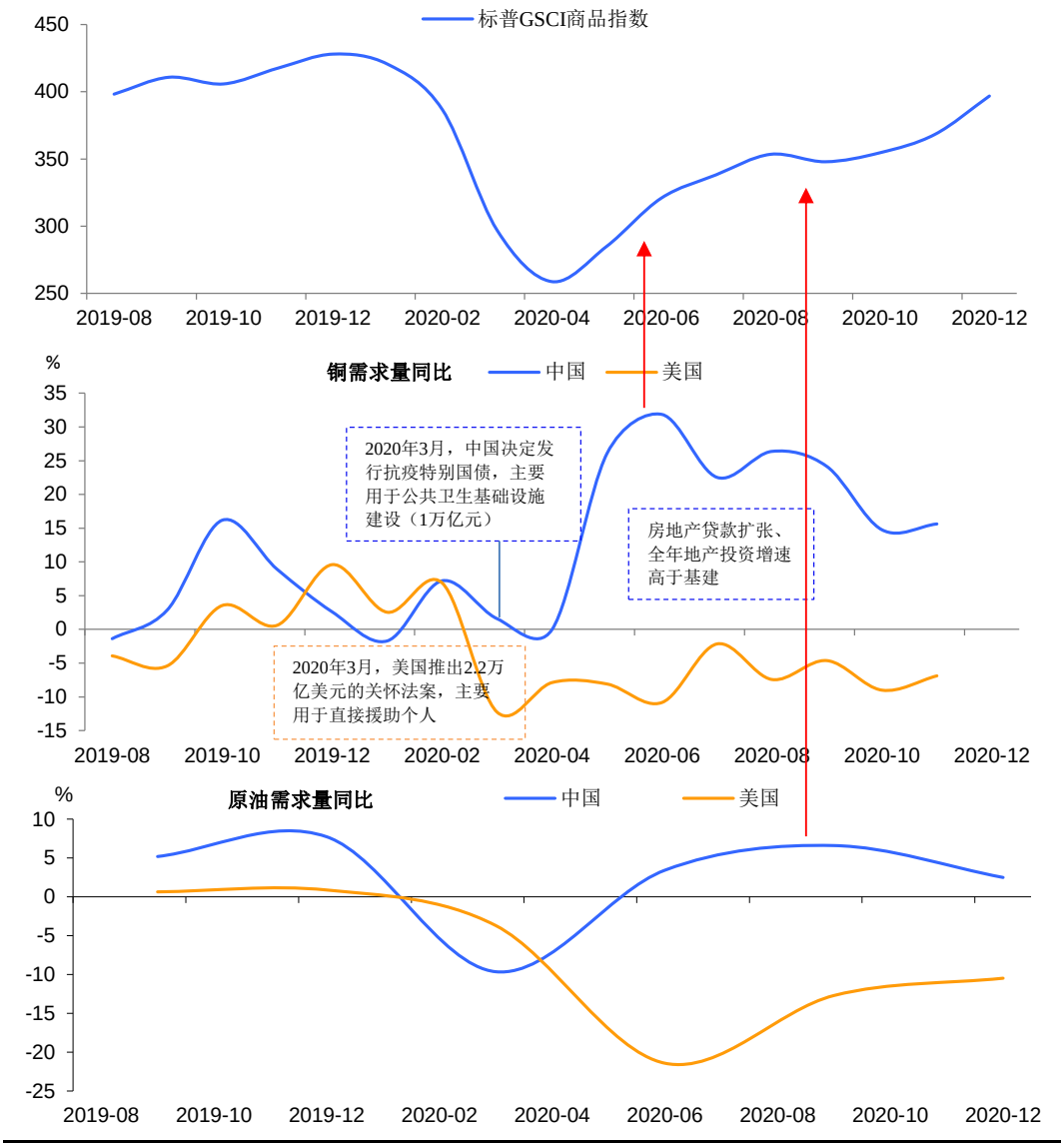
图 1：中国加大基建投资是 2008-2011 年大宗繁荣开启的关键因素



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

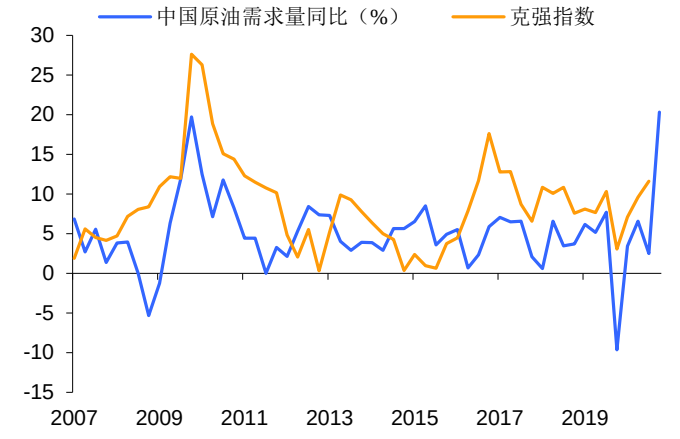
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：2020 年 4 月以来的大宗繁荣由中国基建+房地产投资拉动



数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

图 3：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

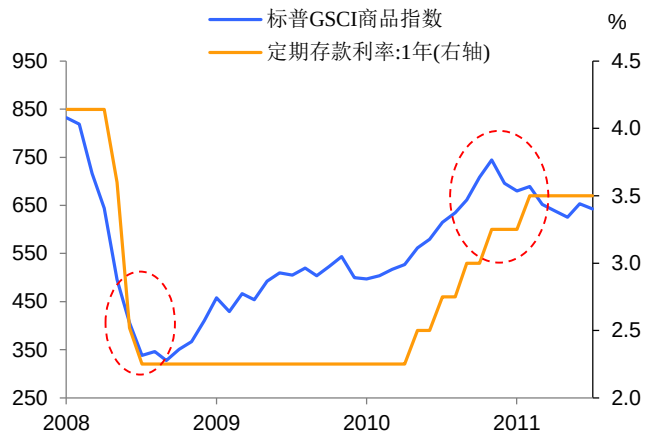
图 4：两轮大宗快速上涨期均有中国铜进口量规模扩张



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

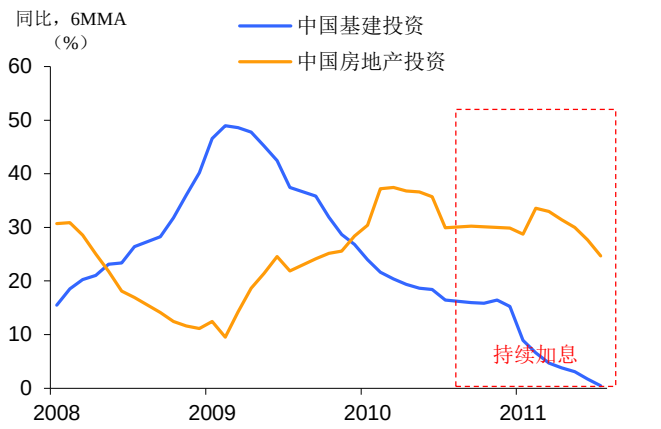
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：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 6：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

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

