以史为鉴，2016-2018 年的大宗商品上涨为何不给力？

2021 年 03 月 11 日

观点

- 在《谁拉动了每一轮大宗商品繁荣？》一文中，**我们发现 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。本文试通过回顾这段历史思考其对于当下的借鉴。

- 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 1）；二是油价的涨幅远远超出铜价（图 2），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。

- **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 3）。鉴于全球基本金属的需求在金融危机后已由中国主导（图 4），其价格的反弹自然在情理之中。

- 但这轮基本金属反弹总体上乏善可陈，我们认为有如下三点原因：

- **一是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 5），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 6）。

- **二是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 7）。

- **三是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 8），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。

- **另外，特朗普基建投资计划的未能实施，也是此轮基本金属上涨中的一大遗憾。**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。

- **至于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 9-图 10）。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。

- 上述历史经验对于我们考察当前这轮大宗商品不乏启示，我们认为未来须关注三点：**一是中国的基建和房地产投资增速在多大程度上放缓？二是新兴经济体的投资回报率能否超过发达经济体？三是拜登的基建投资计划何时推出？**三者共同决定了此轮大宗商品上涨空间和持续性。

- **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

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 20210310：PPI 年中破 5 望 6——评 2 月通胀数据》2021-03-10
2、《宏观点评 20210308：油价为何领先 A 股？》2021-03-08
3、《宏观点评 20210307：2021 年 1-2 月出口回升为何如此汹涌？》2021-03-07
4、《宏观点评 20210305：2021 年政府工作报告六大信号》2021-03-05
5、《宏观点评 20210303：两会前瞻十大关注点》2021-03-03

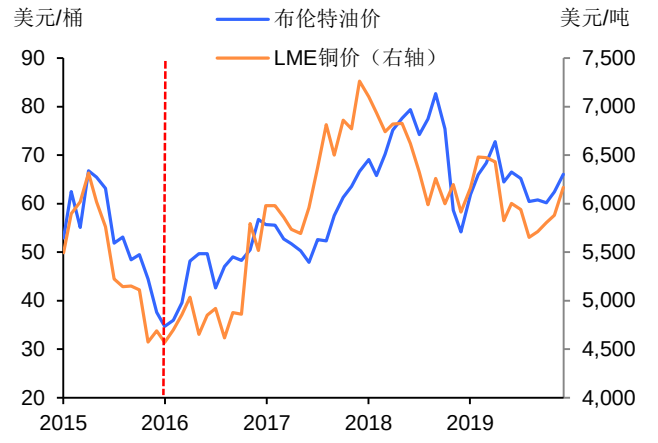
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：2016-2018 年的大宗商品上涨与此前两轮相形见绌

大宗商品上涨时期	持续时间	涨幅
2001 年 11 月-2008 年 4 月	77 个月	122%
2008 年 12 月-2011 年 4 月	28 个月	87%
2016 年 1 月-2018 年 6 月	29 个月	18%

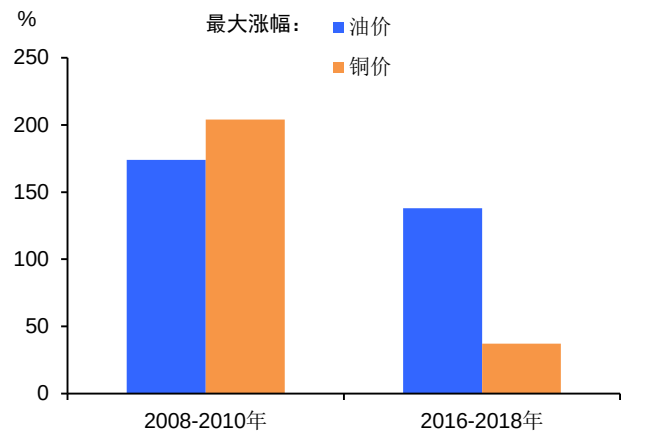
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 1：油价的见底与铜价同步，但反弹时间较长



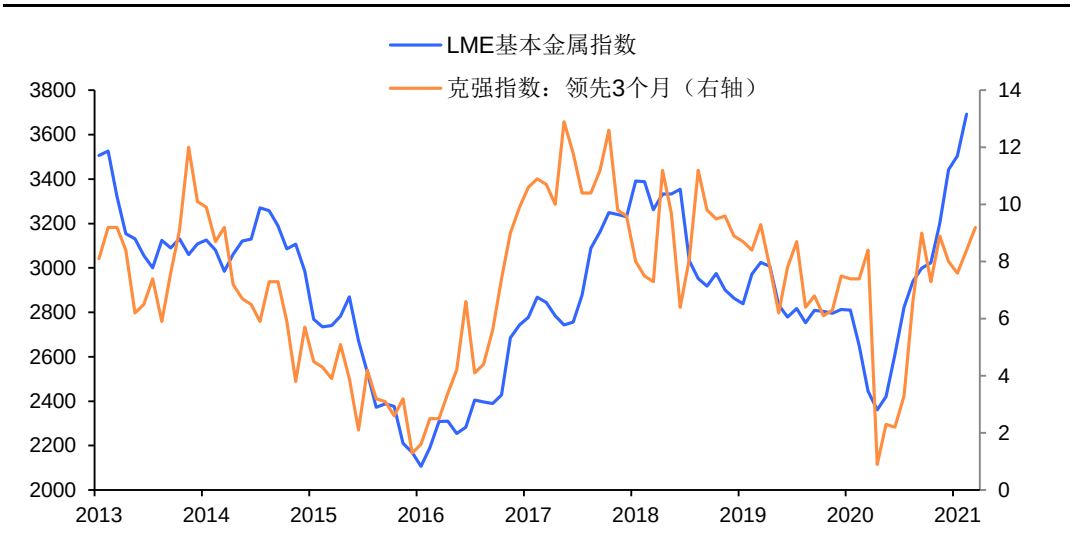
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2016-2018 年期间油价涨幅远超铜价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

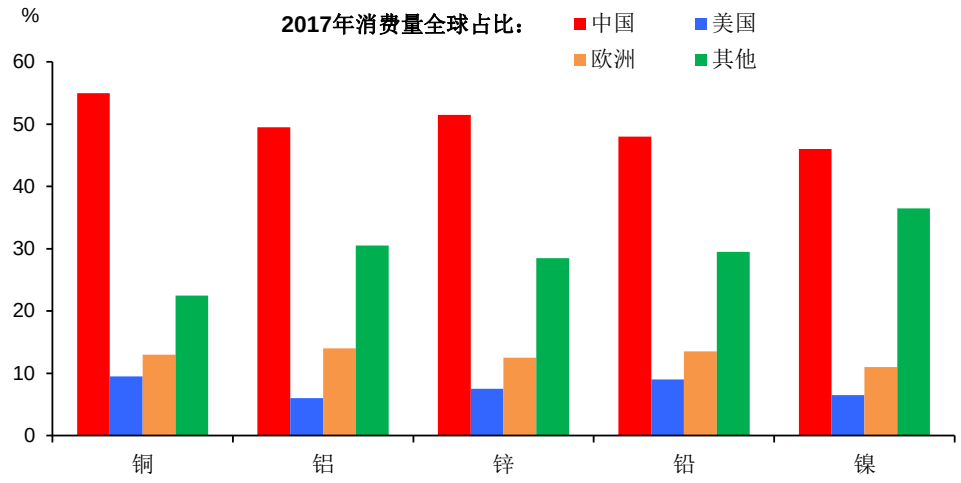
图 3：2016 年基本金属价格的见底反弹源于中国工业活动的筑底回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

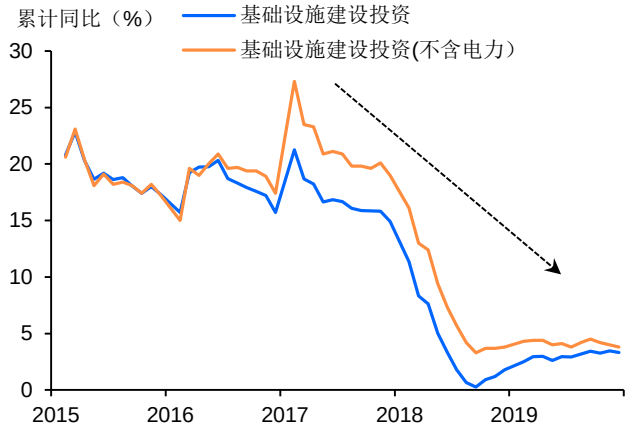
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：中国对主要金属的消费量主导了全球的半壁江山



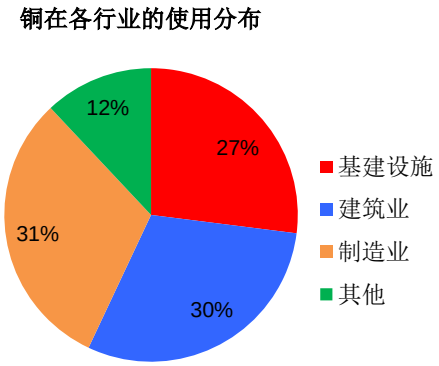
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5：2017 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

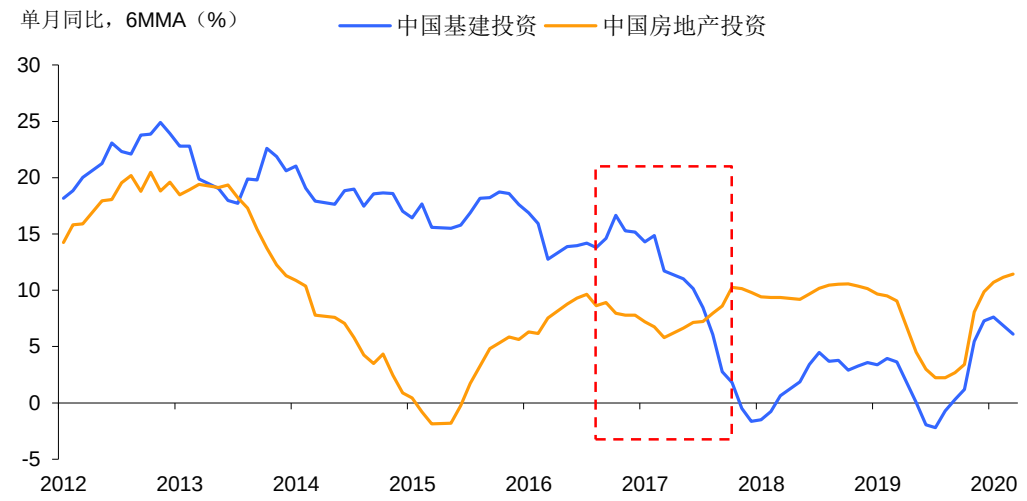
图 6：铜的消费约有 1/3 分布在基建领域（2017 年）



数据来源：WBMS，东吴证券研究所

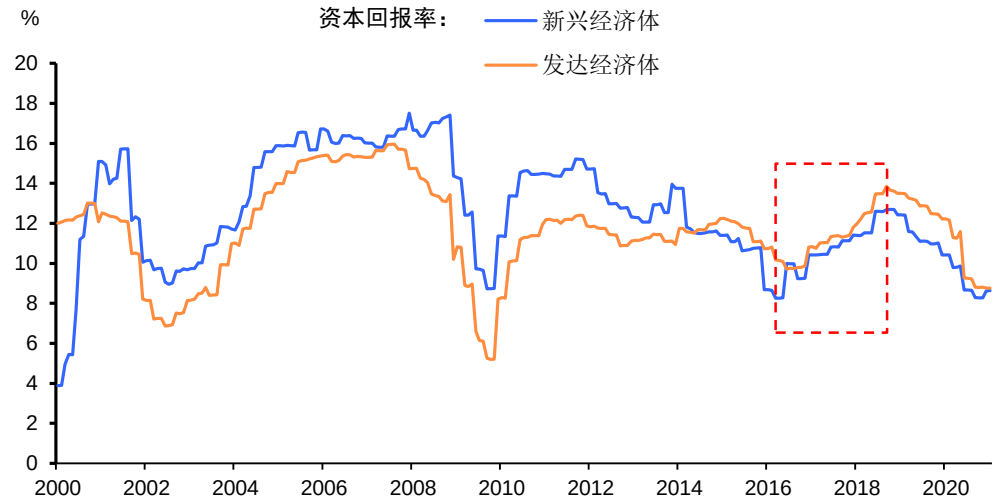
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：2016 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：Bloomberg，东吴证券研究所

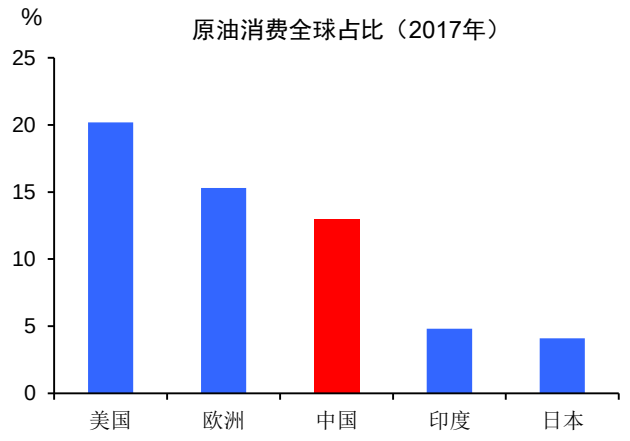
图 8：新兴经济体投资的资本回报率低于发达经济体抑制了大宗商品价格反弹



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

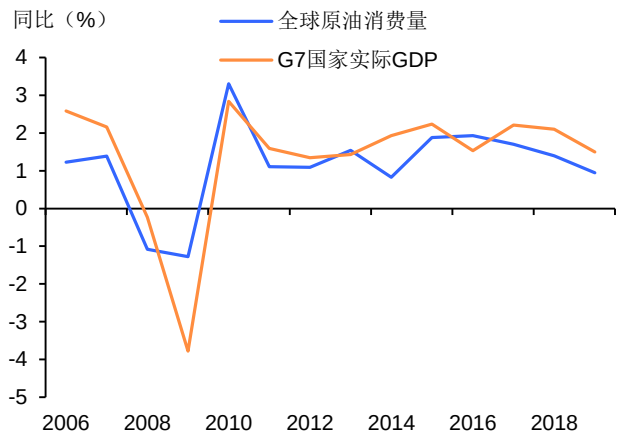
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：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 10：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

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

