# 谁拉动了每一轮大宗商品繁荣？

2021 年 02 月 28 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

- **近期海外大宗商品价格飙升，引发市场对于其持续性的关注。**尤其是考虑到在疫苗带领全球经济走出疫情、各国货币政策宽松未尽、美国财政刺激仍持续加码的背景下，有限的供给叠加需求的释放，大宗商品是否将迎来新一轮繁荣周期？本文试从历史的视角加以考察。

- **21 世纪以来全球大宗商品有过三轮繁荣周期。**时间上分别是 2001 年 11 月-2008 年 4 月、2008 年 12 月-2011 年 4 月、2016 年 1 月-2018 年 6 月。持续时期分为 75 个月、28 个月、29 个月，三轮繁荣周期大宗商品的价格涨幅分别为 122%、87%、18%（图 1）。

- **三轮大宗商品的繁荣周期恰逢全球贸易的复苏周期（图 2）。**这是由于大宗商品多为全球生产上游原材料，全球贸易便成为对接大宗需求和供给的一条关键纽带。因此，了解这全球贸易复苏周期背后的驱动因素，无疑是理解大宗商品繁荣周期的关键。

- **第一轮繁荣：发达国家主导而非中国引领。**由于 21 世纪初中国工业化高速发展，因此市场会认为是“中国需求”拉动了这轮大宗商品繁荣。但事实并非如此，从经济体量来看，彼时的中国刚赶上德国，远不及美国和日本。因此其需求扩张对全球的外溢，比如进口对全球进口的贡献，与美国相比相形见绌，也低于德国与日本的贡献（图 3）。

- **第二轮繁荣：中国基建+地产双拉动。**金融危机后美国一度因财政刺激不足导致复苏放缓，欧洲陷入债务危机，此时中国通过大规模的基建投资和房地产刺激（图 4），取代美国成为全球需求拉动的引擎：这一时期中国进口增量对全球进口贡献提升到了 17.1%，超过德日（11.4%），达同期美国（8.4%）两倍（图 5）。

- **第三轮繁荣：中美共振。**2017 年的特朗普减税显著提振美国消费、刺激投资；同期中国尽管基建投资下滑，但地产迎来了又一波刺激（图 6）；相比之下，德国日本进口对全球拉动更显乏力（图 7）。可以说，这轮大宗上涨由中美共同拉动。然而，中国经济失去了传统的基建拉动的引擎，加上美国进口中间品占比较低（2017 年约 29%），这就导致这轮大宗商品涨价在幅度上远不及此前两轮。

- **本轮大宗商品上涨如何演绎？**

  鉴于当前中国的信贷脉冲已经拐头向下，预示着中国进口增速将从年中开始回落（图 8）。与此同时，而海外疫苗的接种和美国财政刺激仍在途中，因此我们认为，未来大宗商品价格上涨的驱动主要来自于以美国为代表的发达国家需求的释放。

  **我们预计这种需求的释放将经历两个阶段：**第一阶段是疫苗普及后消费的扩张，很可能在 2021 年下半年出现；第二阶段是企业资本开支的新一轮扩张，很可能从 2022 年开始。这是因为美国投资往往是消费的“派生需求”，即企业只有在预期需求强劲后才会扩大资本开支（图 9），尤其是考虑到拜登的基建投资计划有望从 2022 年开始实施。**在此情形下，未来中国出口增长的动力可能逐渐由消费品转向中间品。**

- **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

## 相关研究

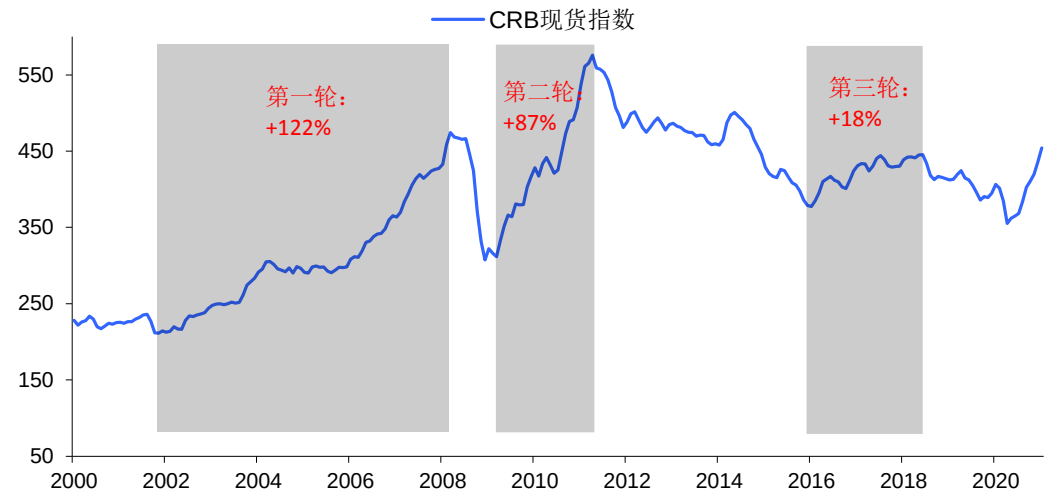
**1、《宏观点评 20210226：“眼看他起高楼”——美债收益率大涨后还须注意些什么？》2021-02-26**
**2、《宏观点评 20210225：拜登基建投资计划最新十问十答》2021-02-25**
**3、《宏观点评 20210224：监管收紧下，地产债成色几何？》2021-02-25**
**4、《宏观点评 20210220：以史为鉴，美债利率怎样上行才会引发美股回调？》2021-02-21**
**5、《宏观点评 20210216：春节之后该关注什么?》2021-02-16**





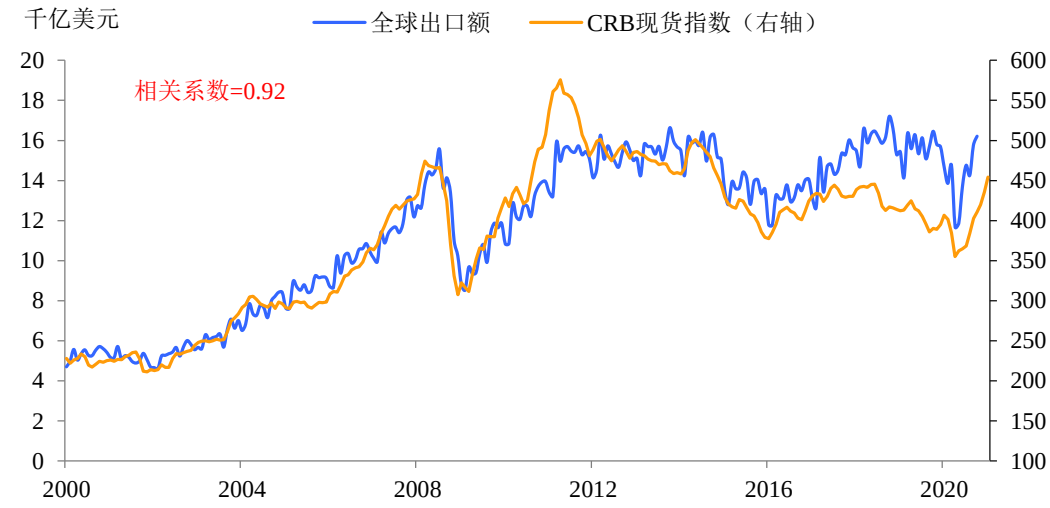
请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图 1：21 世纪以来大宗商品经历了三轮繁荣**



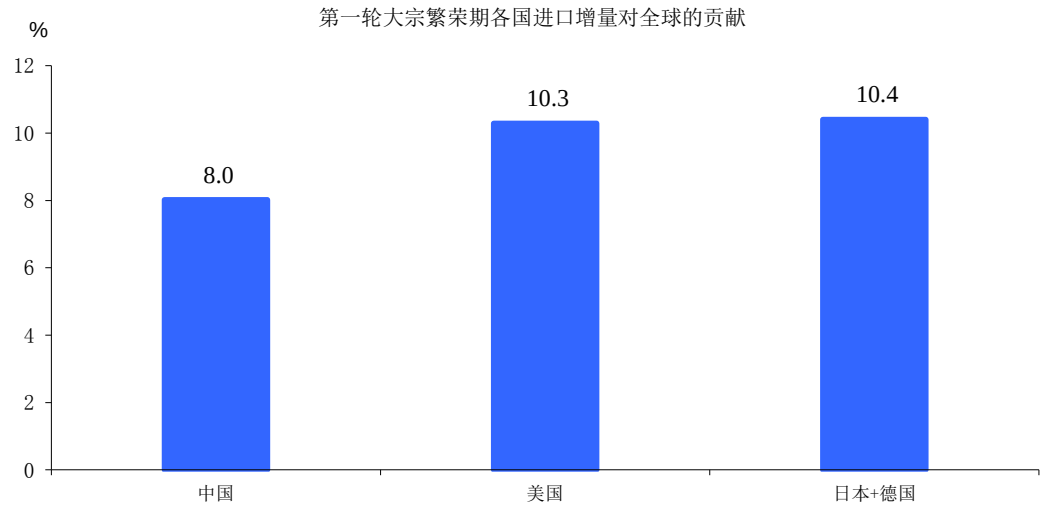

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 2：全球出口与大宗商品价格间有高度正相关性**



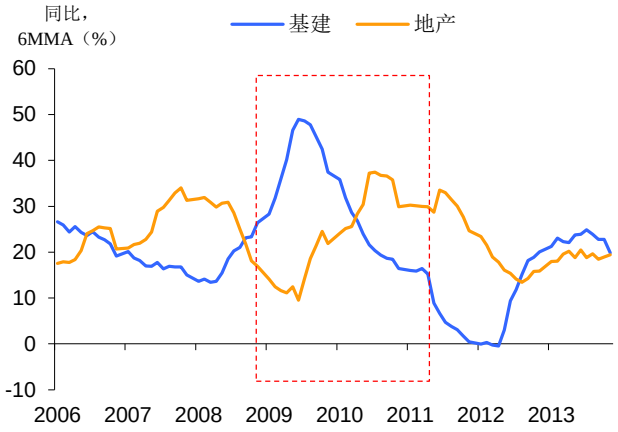

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 3：第一轮大宗繁荣时期美欧进口增长对全球贡献大于中国**



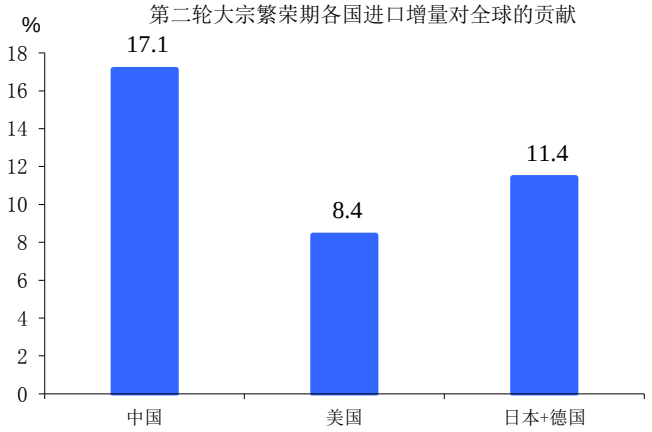

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 4：2009-2011 年中国基建地产投资高速增长**



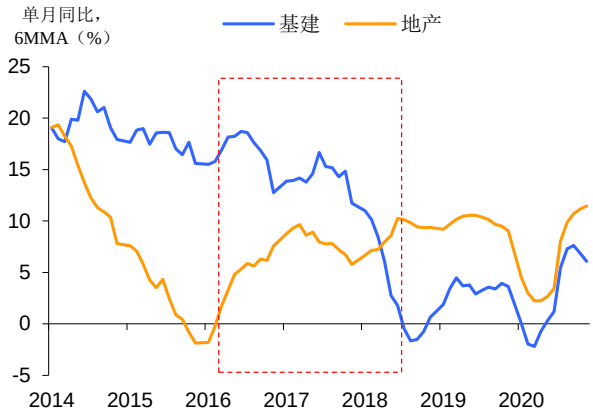

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 5：第二轮大宗繁荣期中国进口贡献超过美日德**



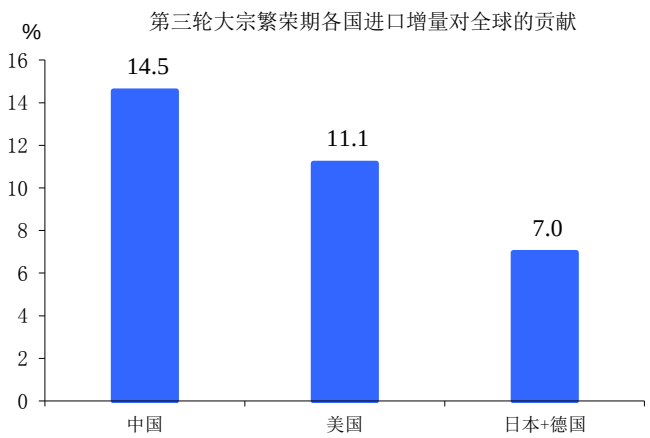

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**图 6：2016-2018 年中国地产投资增速超过基建**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

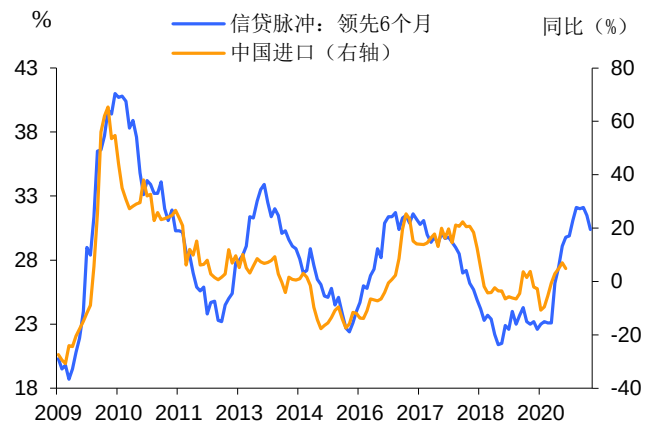
**图 7：第三轮大宗上涨时期中美共振拉动全球大宗需求**




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

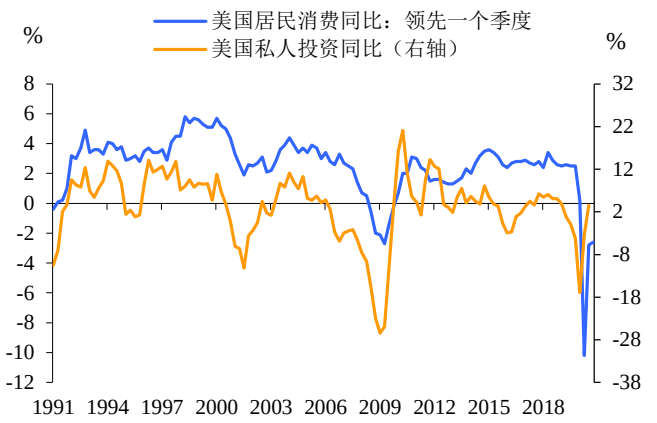

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：中国领先进口约 6 个月的信贷脉冲拐点已现




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 9：历史上美国消费引领投资复苏




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

