2021 年 02 月 22 日

商品视角，看内外需“K 型”分化

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

2020 年初以来的商品走势，折射出全球经济修复的节奏差异。“市场先生”给出的最新信号，或指向内外需背离已经开始。重申 2021 年海外国内“K 型”经济走势研判。

● **2020 年初以来商品牛市“一波三折”，反映国内和海外需求修复的节奏差异**

2020 年初至今，商品价格总体上涨，但走势上呈现出“一波三折”。疫情影响下的商品价格走势，大致分两个阶段，其中 1 月 20 日至 3 月底，新冠疫情冲击下，商品价格普遍下跌。4 月初起，在政策宽松、供给收缩、需求修复等因素共同推动下，商品市场出现了持续上涨，截至 2 月 19 日，多数工业品大类价格涨幅超 50%。但涨势上“一波三折”，2020 年 8-9 月、2021 年 1 月，均出现了价格回调。

商品价格走势上的“一波三折”，和疫情之下国内外需求修复的差异密切相关。黑色链、建材链等，和内需密切相关；原油等国际商品，受海外供需主导。疫情暴发后，国际商品价格，受到海外需求的持续压制。内需主导的建材、黑色等，先后出现大幅上涨，反映了国内疫情平稳、稳增长政策加码下，内需加快改善的逻辑。近期，原油快速上行、国内品种走势震荡，或指向内外需的强弱易势。

● **国内商品价格的两波大涨，对应着从国内需求主导、到国内外需求共振的转变**

疫情后国内商品市场的“第一波上涨”，以建材为领涨品种，指向的是房地产链等内需的率先修复。2020 年 4 月初-8 月中旬，非金属建材涨幅接近 60%，大幅高于商品总体 26.2%的涨幅。其主要分项，如玻璃、PVC 等，和房地产密切相关。在我国本土疫情逐渐收尾、“稳增长”政策加快发力背景下，内需较外需率先修复。同期，海外疫情蔓延，拖累原油等国际商品，在主要商品大类中走势偏弱。

4 季度的“第二波上涨”，黑色链涨幅领先，反映了外需加快修复、内外需共振，对国内经济的提振。2020 年 9 月下旬-2021 年 1 月上旬，黑色链涨幅最大、达 43.7%。2020 年 4 季度，国内需求延续修复、海外需求也加快改善，制造业投资、电气机械及器材等代表性制造业出口，增速达 10%以上。在国内外需求共振拉动下，12 月工业增加值增速 7.3%，为 2015 年来的较高水平，经济达到年内高点。

● **2020 年底以来，国内商品回调、原油涨势“凌厉”，或反映内外需的强弱易势**

国内商品价格的回调，与内需回落预期密切相关；以原油为代表的国际商品涨势“凌厉”，则指向了海外经济的持续改善。年初以来，黑色链跌幅一度超过 14%，拖累国内商品回落；同期，11 月以来的原油价格指数，涨幅高达 68.6%。从宏观指标表现来看，国内 PMI 生产指数，在 11 月触及近 8 年多的高点 54.7%后，已连续 2 个月下降；海外疫苗接种加快推进、疫情形势向好，经济改善的确定性较高。

随着疫情影响减弱，全球性的政策“退潮”，是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021 年海外国内经济或呈“K 型”走势。全球来看，10Y 美债收益率或突破 2%，加大风险资产波动。对于中国而言，需要警惕政策“退潮”过程中，权益类资产估值压缩的风险；“紧信用”与“宽货币”背景下，长端利率债的中期下行趋势较为确定。

● **风险提示：**海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-转债市场的逻辑》-2021.2.21

《宏观经济专题-找准流动性的“脉搏”》-2021.2.21

《宏观经济专题-油价上涨远未结束》-2021.2.21

目 录

1、 商品视角，看内外需“K 型”分化 3
2、 研究结论 9
3、 风险提示 10

图表目录

图 1: 海外主要大宗商品在春节前后涨幅较大 3
图 2: 节后，国内商品也呈现普涨格局 3
图 3: 疫情后商品价格总体上涨 4
图 4: 工业品价格涨幅普遍在 40%以上 4
图 5: 各主要工业品大类指数，节奏并不相同 4
图 6: 疫情后的“第一波上涨”中，非金属建材涨幅最大 5
图 7: 玻璃和 PVC 在“非金属建材”中占比较高 5
图 8: 玻璃价格和房地产表现密切相关 5
图 9: 房地产投资在疫情后较快修复 5
图 10: 2020 年 Q4“第二波上涨”中，黑色链涨幅最大 6
图 11: 4 季度，我国钢材产量创下近 7 年来增速新高 6
图 12: 2020 年 Q4，设备制造业出口达到年内高点 6
图 13: 2020 年 Q4，国内制造业投资也达到年内高点 6
图 14: 2020 年 8-9 月，非金属建材跌幅最大 7
图 15: 2020 年下半年以来，土地成交面积增速持续回落 7
图 16: 商品房成交额在 8 月触顶回落 7
图 17: 2020 年 8 月，玻璃去库进程明显放缓 7
图 18: 1 月的商品价格回调中，黑色链领跌 8
图 19: PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落 8
图 20: 11 月以来，原油价格指数涨幅接近 70% 8
图 21: 年初以来，海外新增确诊病例数量快速下降 8
图 22: 美国疫苗接种速度加速提升，欧盟等也持续推进 9
图 23: 拜登计划为美国居民再次提供大规模财政援助 9

1、 商品视角，看内外需“K 型”分化

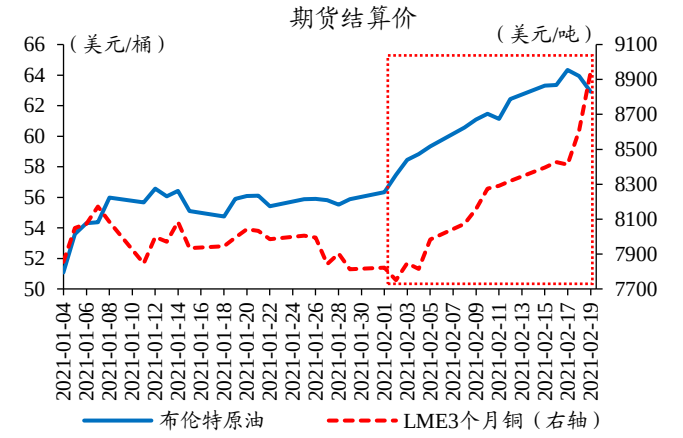
事件：

2 月 19 日当周，Wind 商品指数报收 1312.08 点，较节前最后一个交易日（2 月 10 日）大幅上涨 4.3%。（数据来源：Wind）

点评：

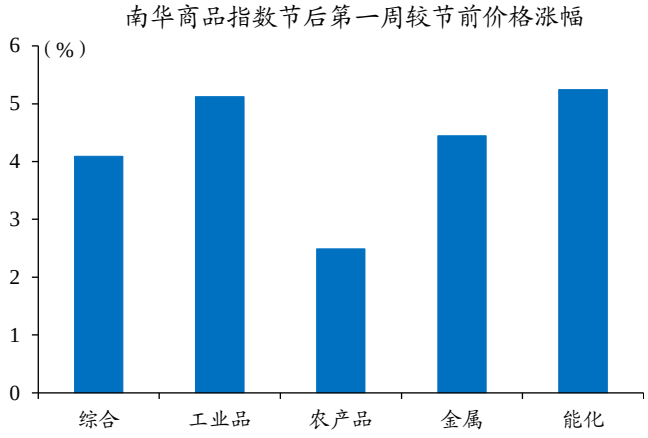
春节前后，石化、有色、黑色等链条的商品价格普涨，引发对需求景气的关注。春节前后，全球大宗商品价格普遍上涨，例如 2 月初以来，布伦特原油结算价最高上涨了 15.1%（2 月 17 日），LME3 个月铜上涨 14.4%（截至 2 月 19 日）。国内商品在节后也出现普涨行情，南华商品综合指数节后第 1 周较节前上涨达 4.1%，其中工业品涨幅较大、超过 5%，包括有色、黑色、能源、化工等商品链条，均有所表现。

图1：海外主要大宗商品在春节前后涨幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：节后，国内商品也呈现普涨格局

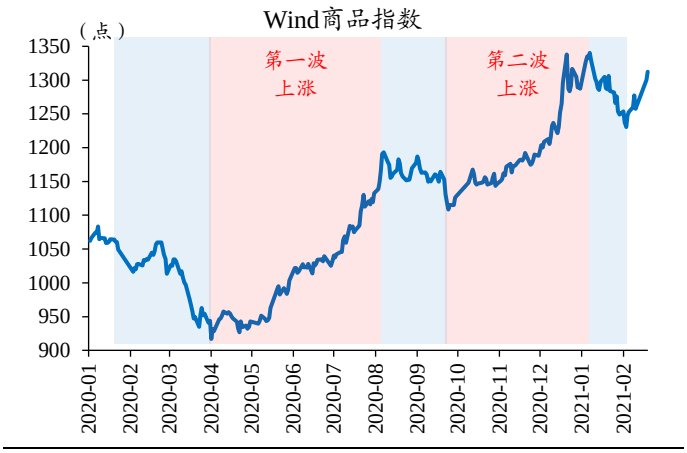


数据来源：Wind、开源证券研究所

回顾 2020 年初至今，商品价格总体上涨，但走势上呈现出“一波三折”。疫情影响下的商品价格走势，大致分两个阶段，其中 1 月 20 日至 3 月底，新冠疫情冲击下，商品价格普遍下跌。4 月初起，在政策宽松、供给收缩、需求修复等因素共同推动下，商品市场出现了持续上涨，Wind 商品指数从 2020 年 4 月 1 日低点至今（截至 2 月 19 日收盘），涨幅达 43.1%。其中，多数工业品大类价格涨幅超 50%[1]。但上涨走势“一波三折”，2020 年 8-9 月、2021 年 1 月，均出现了价格的回调。

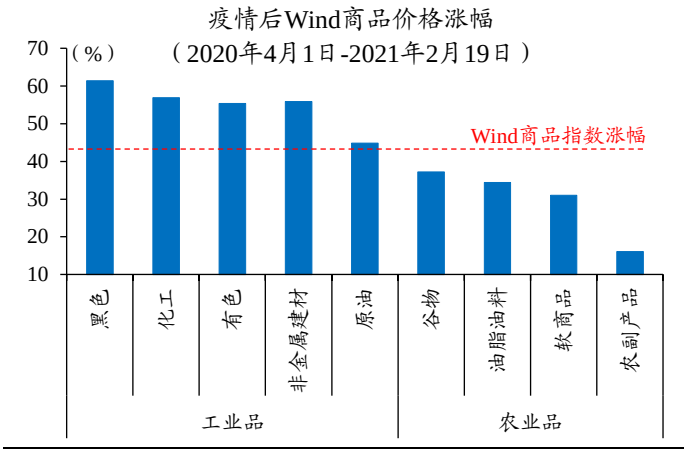
[1] 为了方便不同商品期货品种间的横向比较，此处及下文均采用 Wind 提供的统一编制的商品指数来指代商品价格。对于商品价格上涨、下跌时间区间的确定，也以 Wind 商品指数为基准。

图3：疫情后商品价格总体上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

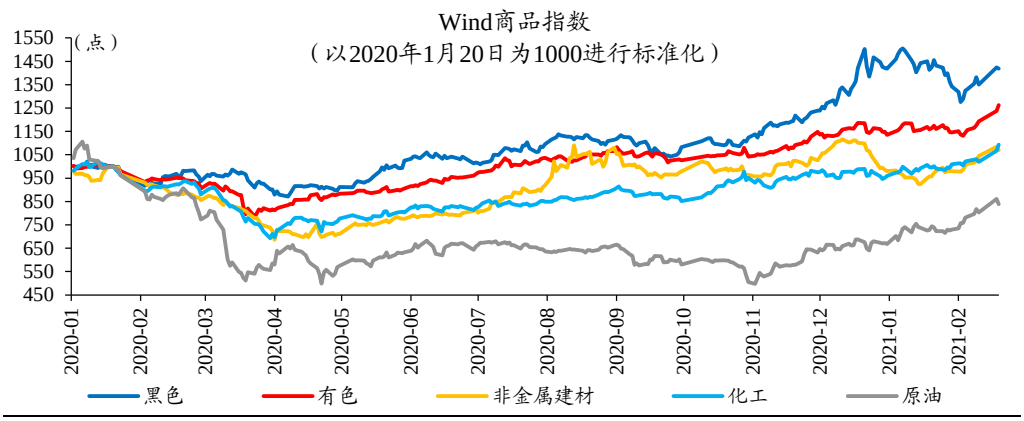
图4：工业品价格涨幅普遍在40%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

商品价格走势上的“一波三折”，和疫情之下国内外需求修复的差异密切相关。黑色链、建材链等，和内需密切相关；原油等国际商品，受海外供需主导。疫情暴发后，各主要商品类别走势分化，原油等国际商品，在海外疫情蔓延、需求萎靡之下，价格受到持续压制。而疫后国内的建材、黑色等先后出现大幅上涨，反映了国内疫情平稳、稳增长政策加码下，内需加快改善的逻辑。2020 年底以来，国内品种走势震荡，原油等国际商品价格快速上行，或指向内外需的强弱易势。

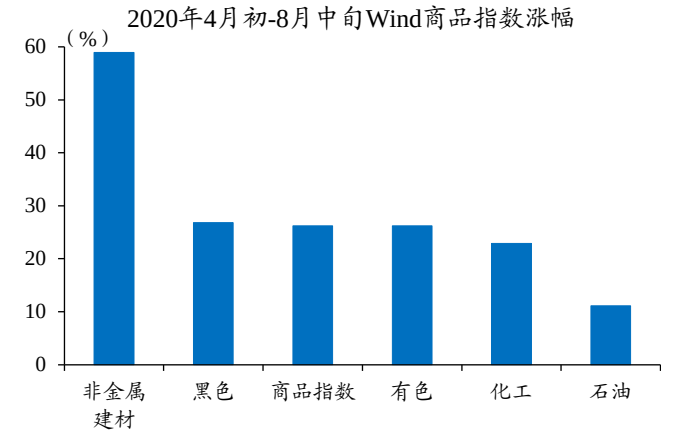
图5：各主要工业品大类指数，节奏并不相同



数据来源：Wind、开源证券研究所

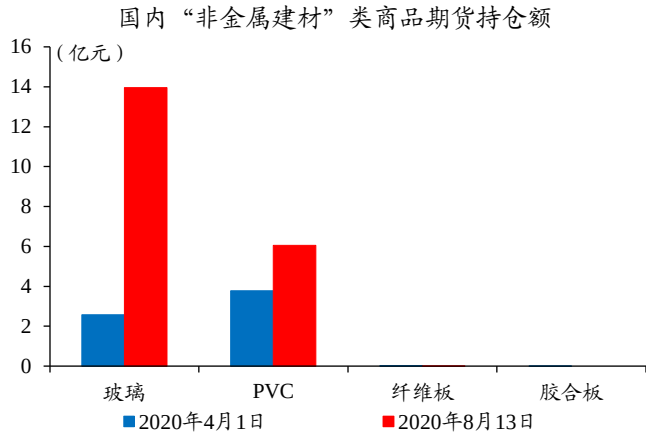
疫情后国内商品市场的“第一波上涨”中，非金属建材领涨，指向的是国内“稳增长”政策下，房地产链为代表的内需修复。2020 年 4 月初-8 月中旬的“第一波上涨”中，非金属建材涨幅接近 60%，大幅高于其他商品大类。其主要分项，如玻璃、PVC 等，和房地产等内需的关系密切。在我国本土疫情逐渐收尾、“稳增长”政策加快发力背景下，内需较外需率先修复。同期，海外疫情蔓延，拖累原油等国际商品，在主要商品大类中走势偏弱。

图6：疫情后的“第一波上涨”中，非金属建材涨幅最大



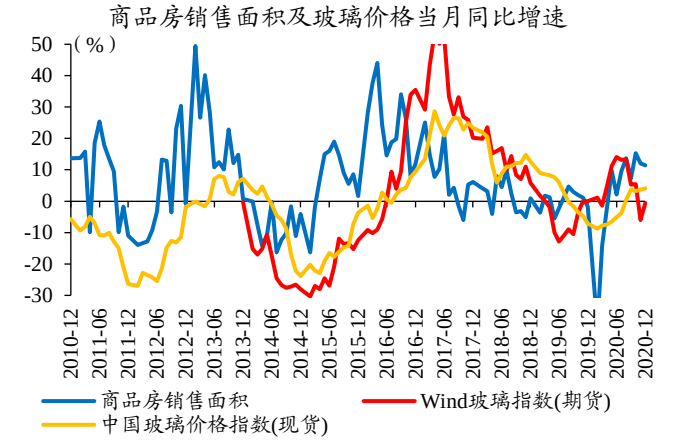
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：玻璃和 PVC 在“非金属建材”中占比较高



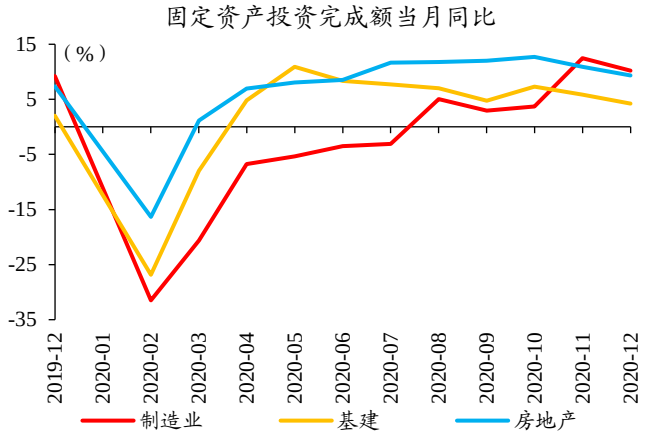
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：玻璃价格和房地产表现密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

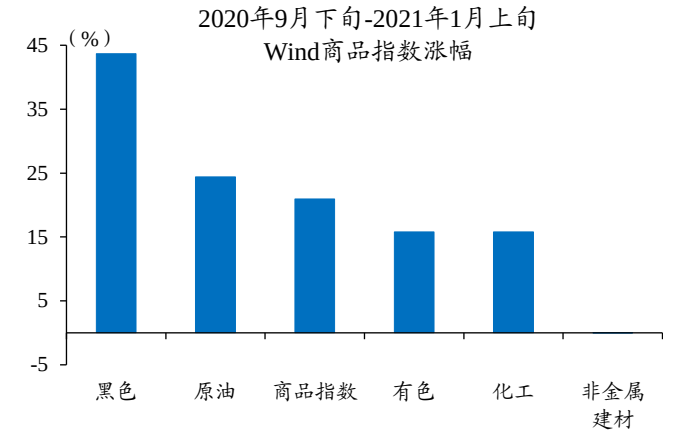
图9：房地产投资在疫情后较快修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

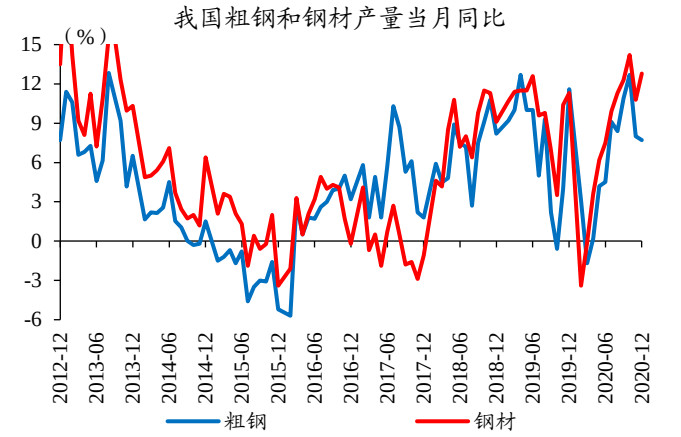
4 季度的“第二波上涨”，黑色链涨幅领先，反映了外需加快修复、内外需共振，对国内经济的提振。2020 年 9 月下旬-2021 年 1 月上旬的“第二波上涨”中，黑色链涨幅最大，达 43.7%，与此相对应的，是 4 季度，我国钢材产量单月增速创下近 7 年来的新高。2020 年 4 季度，国内需求延续修复，制造业投资单月增速突破 10%；海外需求也加快改善，拉动我国出口大幅增长。在国内外需求共振拉动下，12 月工业增加值增速达 7.3%，为 2015 年来的较高水平，经济达到年内高点。

图10：2020 年 Q4“第二波上涨”中，黑色链涨幅最大



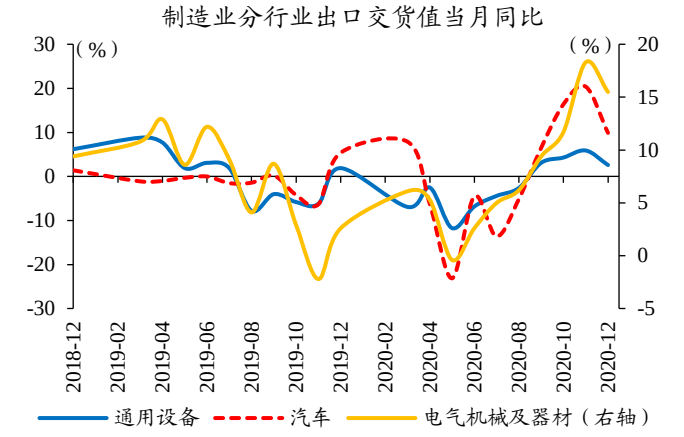
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：4 季度，我国钢材产量创下近 7 年来增速新高



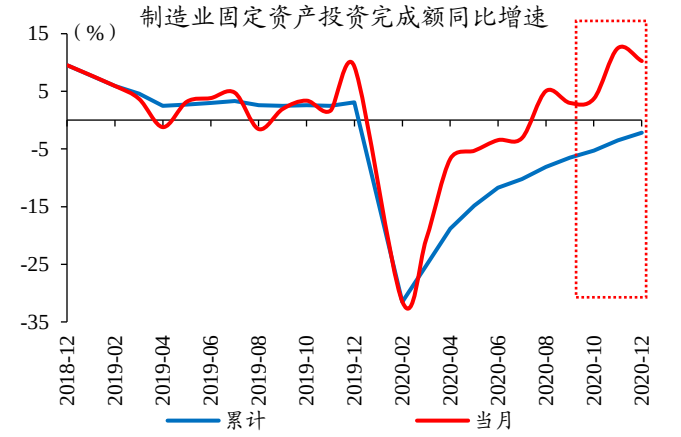
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020 年 Q4，设备制造业出口达到年内高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2020 年 Q4，国内制造业投资也达到年内高点

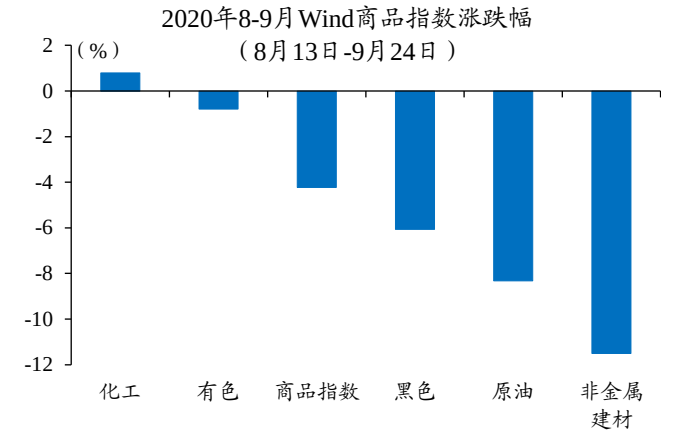


数据来源：Wind、开源证券研究所

值得关注的是，国内商品价格上涨途中先后两次回调，和内需回落预期密切相关。2020 年 8-9 月的回调，对应了前期率先启动内需的房地产等建筑链，开始出现景气回落[2]。2020 年 8-9 月的下跌中，非金属建材跌幅最大。从 2020 年年中起，政策加大对房地产市场的调控力度，土地成交增速从 7 月起开始下行，8 月商品房销售额增速触及年内高点 27.1%后回落。8 月中下旬起，玻璃去库进程也出现大幅放缓。

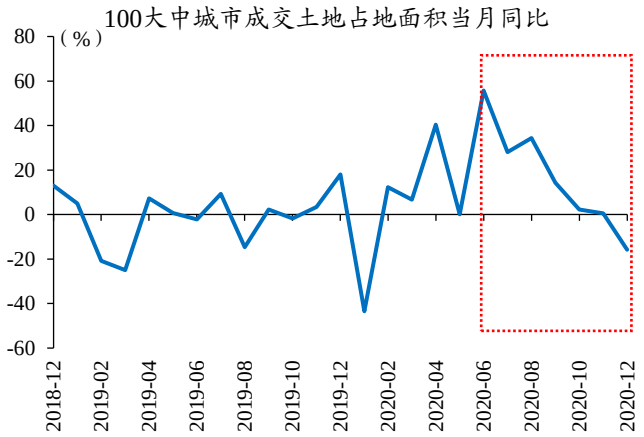
[2] 海外对欧洲疫情二次暴发的担忧，也对当时的商品形成拖累。但欧洲疫情对商品价格的影响主要集中在 9-10 月，和国内商品价格回调的时间区间主要在 9 月份有所重叠。

图14：2020 年 8-9 月，非金属建材跌幅最大



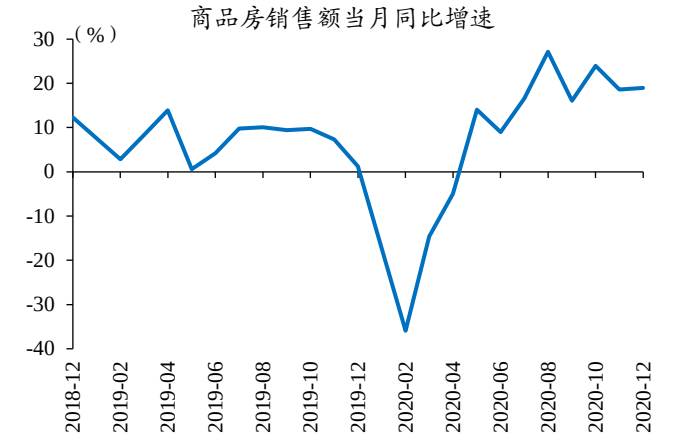
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2020 年下半年以来，土地成交面积增速持续回落



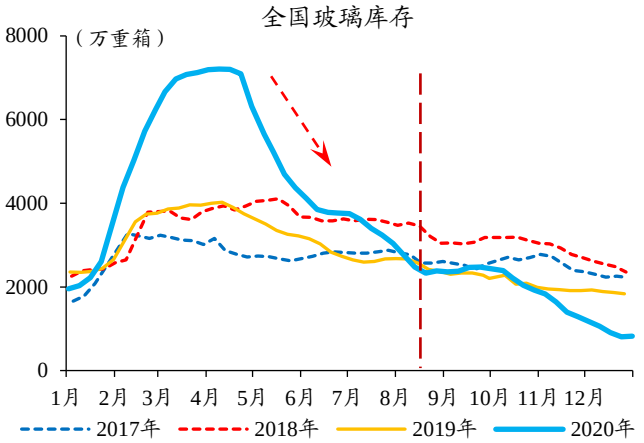
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：商品房成交额在 8 月触顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

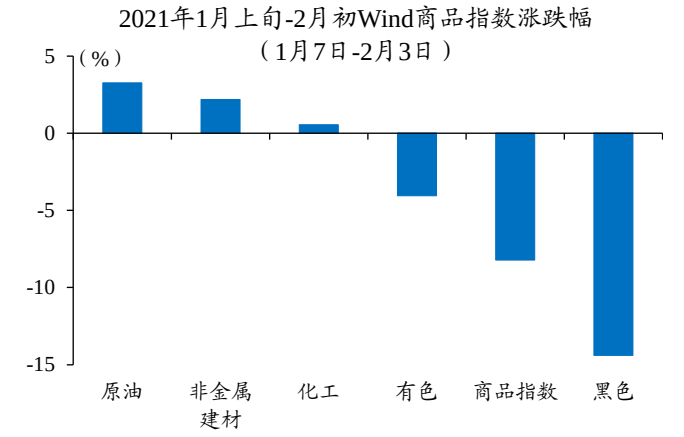
图17：2020 年 8 月，玻璃去库进程明显放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

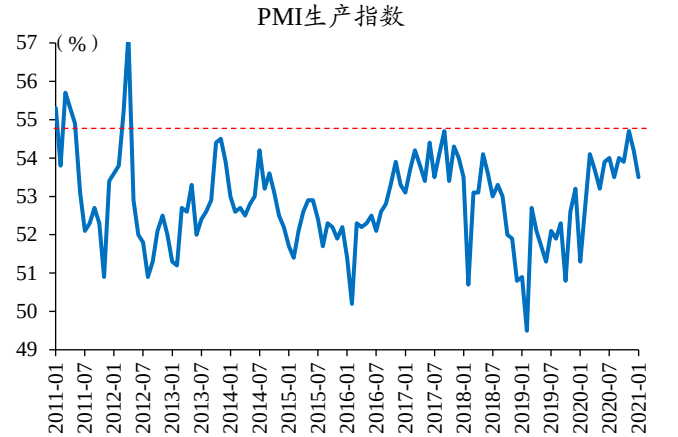
2021 年 1 月的商品价格回调，可能映射了市场对国内经济景气见顶的担忧。1 月国内商品价格回调中，黑色链跌幅一度达 14.4%，拖累国内商品回落。从宏观指标表现来看，PMI 生产指数在 11 月触及近 8 年多的高点 54.7%后，连续 2 个月下降；社融等经验性的经济领先指标，也出现了连续回落。这些都一定程度上增加了市场对国内生产景气见顶的担忧。

图18：1月的商品价格回调中，黑色链领跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

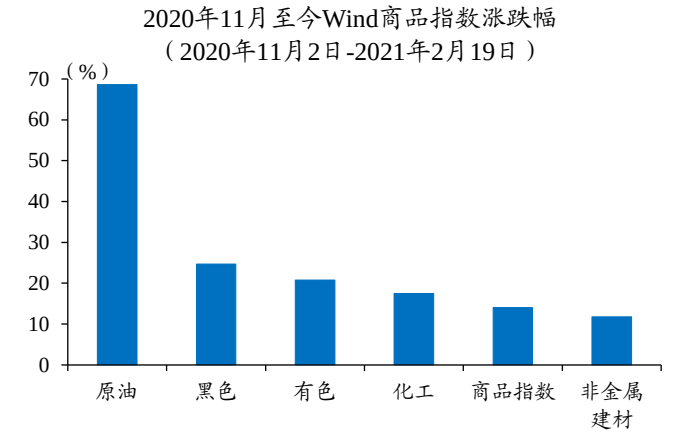
图19：PMI生产指数从近8年多来的高点连续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

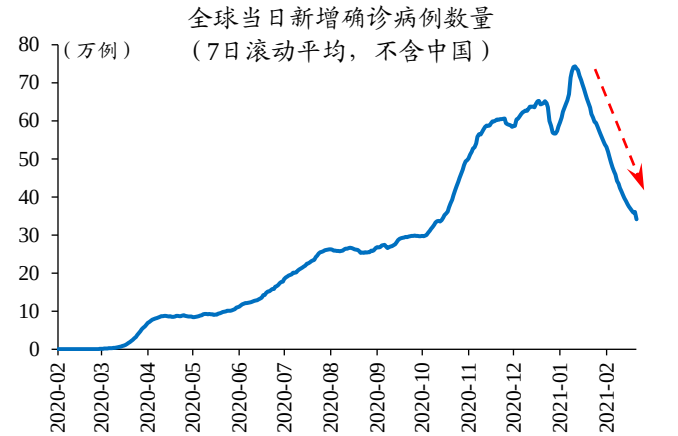
与此同时，2020年底以来，以原油为代表的国际商品涨势“凌厉”；在疫情改善之下，海外经济改善的确定性较高。11月至今，原油价格指数涨幅达68.6%，大幅高于其他商品涨幅。原油作为典型外需主导的商品，其价格快速上行，反映了海外经济修复的预期。在疫苗接种加快推进、疫情扩散速度明显回落的背景下，海外经济改善确定性较高。美联储相对鸽派的政策态度，美国政府提出的1.9万亿财政刺激法案等，或也对海外经济形成一定支撑。

图20：11月以来，原油价格指数涨幅接近70%



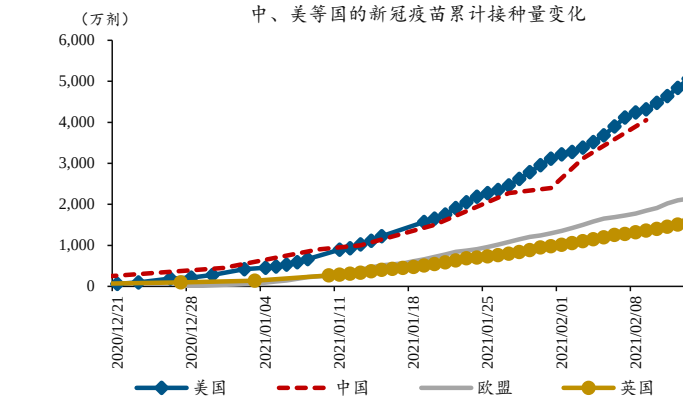
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：年初以来，海外新增确诊病例数量快速下降



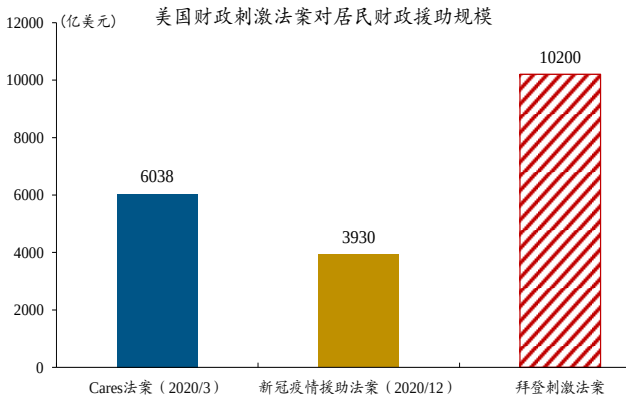
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：美国疫苗接种速度加速提升，欧盟等也持续推进



数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图23：拜登计划为美国居民再次提供大规模财政援助



数据来源：US Congress、开源证券研究所

随着疫情影响减弱，全球性的政策“退潮”，是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021 年海外国内经济或呈“K 型”走势。全球来看，10Y 美债收益率或突破 2%，加大风险资产波动。对于中国而言，需要警惕政策“退潮”过程中，权益类资产估值压缩的风险；“紧信用”与“宽货币”背景下，长端利率债的中期下行趋势较为确定。

2、 研究结论

（1）2020 年 4 月初以来，在政策宽松、供给收缩、需求修复等因素共同推动下，商品市场出现了持续上涨。但走势上呈现出“一波三折”，2020 年 8-9 月、2021 年 1 月，均出现了价格回调。

（2）国内商品市场中，黑色链、建材链等，和内需密切相关；原油等国际商品，受海外供需主导。商品价格走势上的“一波三折”，和疫情之下国内外需求修复的结构、节奏差异密切相关。

（3）疫情后国内商品的“第一波上涨”，以建材为领涨品种（非金属建材指数涨幅接近 60%），指向的是房地产链等国内需求的率先修复。同期，海外疫情蔓延，拖累原油等国际商品走势偏弱。

（4）2020 年 4 季度的“第二波上涨”，黑色链涨幅领先（指数涨幅 43.7%），反映了外需加快修复、内外需共振，对国内经济的提振。12 月工业增加值增速达 7.3%，经济达到年内高点。

（5）2021 年年初以来，黑色链下跌拖累国内商品回落；11 月以来的原油指数，涨幅则高达 68.6%。国内商品价格的回调，与内需回落预期密切相关；国际商品涨势“凌厉”，则指向了海外经济的改善。

（6）随着疫情影响减弱，全球性的政策“退潮”，是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021 年海外国内经济呈“K 型”走势。

3、 风险提示

海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn