

海外还有哪些商品价格将持续上行？ ——再通胀系列研究之三

报告导读/核心观点

全球需求将在疫情后率先修复；当前疫苗产能有限，新兴市场国家疫苗订购不足，作为主要的生产国可能使得全球在 H1 内存在供需错位并继续带动商品价格上行；农产品是否持续涨价仍需观测拉尼娜效应对供给端的影响。

□ 疫情平复需求率先回暖，新兴市场疫苗不足产能受限导致供需错位

伴随疫情修复，2021 年全球经济将确定性修复。从节奏上看，明年全球需求将率先修复，而影响供给节奏的核心变量仍是疫苗，当前疫苗订购以及注射安排在世界范围内存在结构性差异。新兴市场国家疫苗订购规模不足将使得发达国家需求恢复速度领先于新兴市场国家供给恢复速度。全球供需在 H1 的错位将在短期内推升商品价格，疫苗注射的进度及结构差异是影响商品价格走势的重要因素。

□ 2020 年海外商品价格走势强劲，主因需求复苏叠加供给收缩共振

疫情平复封城解除后，需求修复带动海外商品价格走强。基础金属方面铜价涨幅居前农产品方面，大豆、玉米创 2014 年以来新高；能源方面，原油基本收复年内失地。原因主要为需求复苏叠加供给收缩共振。需求方面主因疫后经济修复带动生产回暖，疫苗捷报频传强化短期走势。二是疫情导致生产国阶段性的供给收缩也对推升价格发挥重要影响。三是大选过后近期财政刺激落地预期提升进一步刺激商品价格爬升。

□ 需求走强叠加限产不及预期催动原油 Q1 上行，天然气小幅上行

供需缺口下增产力度不及预期以及全球经济复苏共振将继续在 Q1 提振原油价格，年内涨幅可能集中在 Q1-Q2。但在 OPEC 与美国页岩油的长期供给博弈下，预计价格高点不会持续超过美国页岩油新钻井的盈亏平衡价（50-55 美元/桶）。原油价格是天然气的重要定价依据，明年原油的上涨将带动天然气价格小幅上行，但供求结构以及新能源的发展可能制约天然气上涨空间。

□ 供给不确定性叠加需求复苏共振，铜价可能在 Q1 继续强势走势

伴随 2021 年经济复苏，铜需求也将面临确定性上行；全球大型的铜矿供给主要集中在拉美等地，H1 疫情对铜矿供给端的影响仍然存在不确定性因素；当前 LME 铜与 COMEX 铜的库存水平平均位于历史低位。预计 2021 年 Q1 海外铜价仍将持续保持上涨，涨势可能于 Q2 趋缓。

□ 铜以外的有色金属广泛受益于三条主逻辑，可能继续在 Q1 上涨

铝、镍、铅、锂等有色金属受益于需求复苏、新能源趋势以及疫苗导致新兴市场国家供给能力的不确定性三条逻辑共振将继续强势表现。但交易可能在 1 季度末或 2 季度初领先于通胀同比增速的拐点到来。其中铝重点受益于经济复苏，铅锂主要受益于新能源趋势，镍兼具复苏与产业逻辑，且在供给端可能面临短暂收缩，涨幅或领先。

□ 黄金 Q2 走势或短暂受益于阶段性高通胀，2021 年金银比将下行

全球温和再通胀及美元指数长期下行趋势将令黄金继续在 2021 年呈现慢牛行情。当前美国 10 年期国债收益率隐含通胀预期已超过 1.8%，已逐步定价明年通胀预期。伴随 2021 年通胀和名义收益率同步上行，国债实际收益率进一步下行的空间十分有限。但可能在 Q2 伴随通胀走高上涨。白银具有更强的工业属性，在经济复苏背景下表现将强于黄金。其兼具的避险属性可能拖累其相对于传统有色金属在经济复苏阶段的表现。

□ 粮价涨幅主要归因于供给端因素，能否持续或取决于拉尼娜现象

根据联合国粮农署，近期粮食价格上涨主要归因于拉尼娜效应以及干旱。粮食价格的冲击主要集中在供给端，缺乏需求端刺激，价格上涨能否持续仍需持续观测拉尼娜现象的持续情况。

风险提示：美国印度落地共振带动商品价格上行；新兴市场疫苗不足叠加疫情复发导致上游供给持续受限；病毒变异导致疫苗失效；中美冲突超预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 全球需求率先回暖，疫苗产能受限导致新兴市场供给能力存在不确定性	3
2. 2020 年海外商品涨幅较快，因需求复苏叠加供给收缩共振	3
3. 未来海外有哪些大宗商品价格可能上涨？	5
3.1. 原油价格将于 2021 年 Q1 继续上行	5
3.2. 铜价将继续上行，H1 主逻辑为供给不确定性叠加需求复苏共振	6
3.3. 天然气价格上行空间有限，受供求结构以及新能源发展制约	7
3.4. 其他有色金属短期均有基本面支撑，可能在 Q1 延续强势	7
3.5. 贵金属可能在 Q2 受益于阶段性高通胀，Q1 及全年整体走势不及有色，金银比下行	9
3.6. 近期粮食上涨主因供给端因素，能否持续仍需观测拉尼娜现象	10
风险提示	10

图表目录

图 1：美国新冠疫苗分配框架	3
图 2：智利、秘鲁等主要产铜国产量 2020 年产量或增速萎缩	4
图 3：黄金价格刷新纪录高位（美元/盎司）	4
图 4：大豆玉米创 2014 年以来新高	4
图 5：铜价创 2013 年以来新高	4
图 6：全球原油需求量与 GDP 实际增长高度拟合（%）	5
图 7：美国页岩油钻新井的盈亏平衡价（50-55 美元/桶附近）	5
图 8：精铜消费增速与全球实际 GDP 增速拟合（%）	6
图 9：当前铜的库存位于历史低位	6
图 10：铜价变化与美国库存周期较为拟合	7
图 11：天然气与原油价格走势趋同	7
图 12：美国是全世界重要的天然气生产国。	7
图 13：铝、锌、镍的库存均已来到历史低位	8
图 14：各类有色金属价格均在 4 月以来快速修复	8
图 15：2019 年全球锂矿产量来源国（公吨）	8
图 16：2019 年全球铅精矿产量国（千吨）	8
图 17：黄金价格和实际收益率的走势高度负相关	9
图 18：当前国债收益率已隐含 1.8% 的通胀预期	9
图 19：大电子领域用银对工业用银增量贡献多（百万金衡盎司）	9
图 20：预计 2021 年金银比价将继续下行	9
表 1：OPEC 供需预测表	5

1. 全球需求率先回暖，疫苗产能受限导致新兴市场供给能力存在不确定性

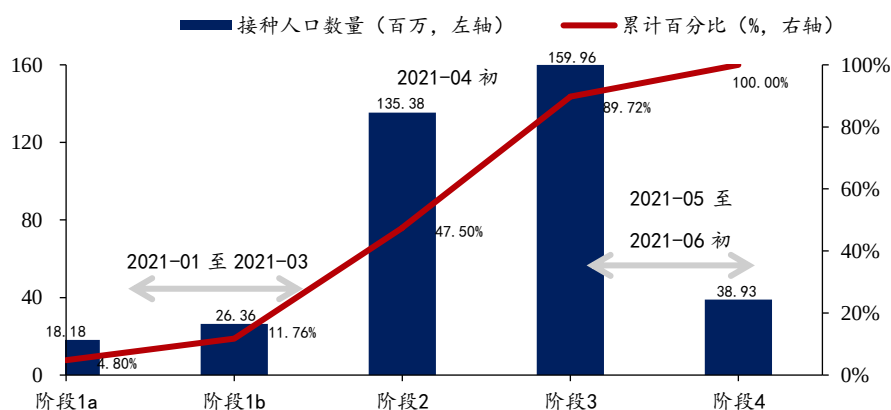
伴随疫情修复，2021 年全球经济面临确定性修复趋势，目前 OECD 领先指标已接近恢复至疫情前水平，全球综合 PMI 已连续 5 个月位于荣枯线以上。从节奏上来看，明年全球需求将率先修复，而影响供给节奏的核心变量仍是疫苗，当前疫苗订购以及注射安排在世界范围内存在结构性差异。

当前各国疫苗订购对人口的覆盖率存在较大差距，已确认订购疫苗覆盖率超过 100% 的经济体依次是加拿大 527%、英国 288%、澳大利亚 266%、美国 223%、欧盟 182% 和日本 115%。而东南亚、非洲和拉丁美洲中部分中低收入国家的疫苗覆盖率则不足 100%。鉴于新兴市场是全球范围内主要的上游原材料以及中低端制造业出口国，新兴市场国家疫苗订购规模不足将使得发达国家需求恢复速度领先于新兴市场国家供给恢复速度。

根据当前美国医药协会预测，Q1 美国将开始一阶段疫苗注射，一季度末计划疫苗注射覆盖人群比例超过 20%；Q2 为美国疫苗注射速度的高峰期，Q2 末计划疫苗注射覆盖的人群比例超过 80%；预计欧、日等经济体均将保持类似进度。此后新兴市场国家将根据疫苗生产进度或各国财政条件逐步开展注射，但对于此类国家而言，由于其当前国内疫情未见大面积复发，明年 Q1-Q2 生产能力的修复主要凭借疫情的自然消退和社交距离控制。

综上，全球范围内发达国家需求抬升和新兴市场国家供给修复在 H1 的错位将在短期内推升商品价格，疫苗注射的进度及结构差异是影响商品价格走势的重要因素，后文也将在这之前提下对未来商品价格走势进行展望。

图 1：美国新冠疫苗分配框架



资料来源：National Association of Medicine，浙商证券研究所

2. 2020 年海外商品涨幅较快，因需求复苏叠加供给收缩共振

2020 年 3-4 月以来，各类商品价格普遍在美元流动性危机过后快速复苏。

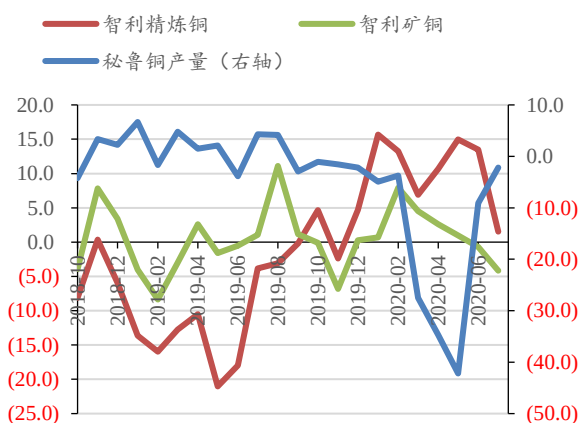
基础金属方面，LME 铜价 3 月跌至年内最低价 4601 美元/吨，截至目前已反弹 68.62% 至 7700 美元/吨上方，创 2013 年 4 月以来新高；LME 锌价由年内低点反弹

50.77%，回升至 2741 美元/吨，达到 2019 年 5 月以来的最高值；LME 铝价由年内低点反弹 39.29%至 2041 美元/吨，一度涨超 2060 美元/吨，创 2018 年 11 月以来新高；LME 镍价与铝价均回复至疫情前水平。农产品方面，CBOT 大豆年内反弹 40.79%至 1161.5 美分/蒲式耳，11 月最高触及 1193.25 美分/蒲式耳；CBOT 玉米年内反弹 34.70%至 420.25 美分/蒲式耳，11 月最高触及 435.25 美分/蒲式耳，二者均达到 2014 年 7 月以来的最高值。能源化工方面，布油已回至 49.03 美元/桶，WTI 原油回升至 46.13 美元/桶，已收复 3 月失地。贵金属方面，COMEX 黄金目前 1842 美元/盎司，8 月最高触及 2075.2 美元/盎司，刷新纪录高位。COMEX 白银 3 月 18 日跌至年内最低点 11.98 美元/盎司，截至目前反弹 103.01%至 24.32 美元/盎司，8 月最高触及 29.255 美元/盎司，创 2012 年 7 月以来新高。我们认为主要上涨逻辑如下：

一是疫后经济修复带动需求回暖继而推升商品价格上行，疫苗领域捷报频传强化了商品价格短期的上行走势。二是疫情导致生产国（尤其是拉美国家）阶段性的供给收缩也对推升价格发挥了重要影响，如 4 月墨西哥、秘鲁曾先后关闭境内矿山导致全球近 40%的白银产能停产；同期智利、秘鲁也因疫情原因停止境内部分铜矿的开采。三是近期美国大选结果基本尘埃落定后，众议院在财政刺激规模领域明显让步，近期已将愿意接受的方案规模降至 10000 亿美元以下，财政刺激接近达成的预期进一步刺激商品价格爬升。

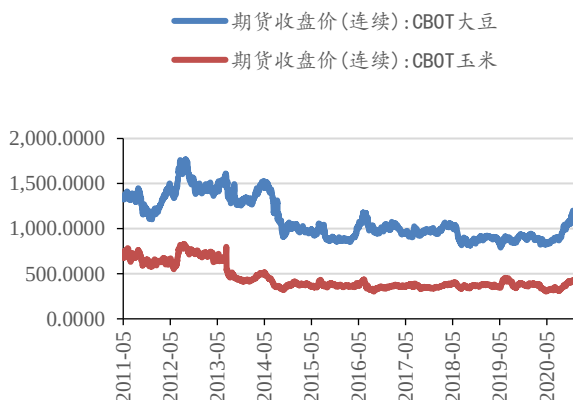
展望未来，我们认为部分商品的涨幅在短期内仍可延续。

图 2：智利、秘鲁等主要产铜国产量 2020 年产量或增速萎缩



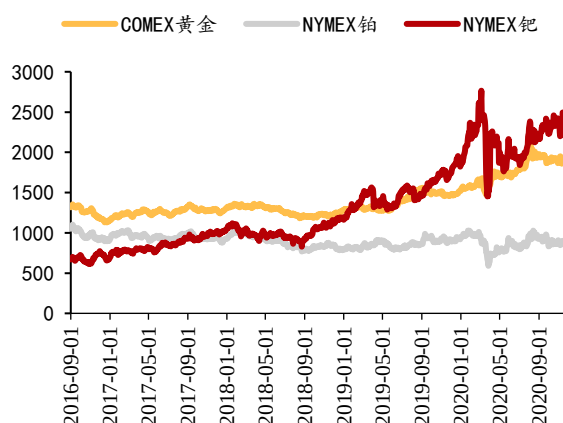
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：大豆玉米创 2014 年以来新高



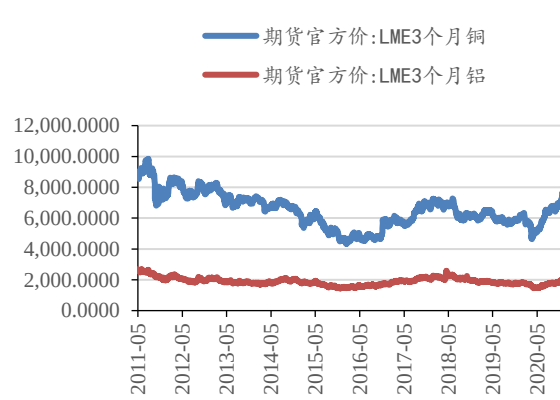
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：黄金价格刷新纪录高位（美元/盎司）



资料来源：Dallas Feds, 浙商证券研究所

图 5：铜价创 2013 年以来新高



资料来源：Dallas Feds, 浙商证券研究所

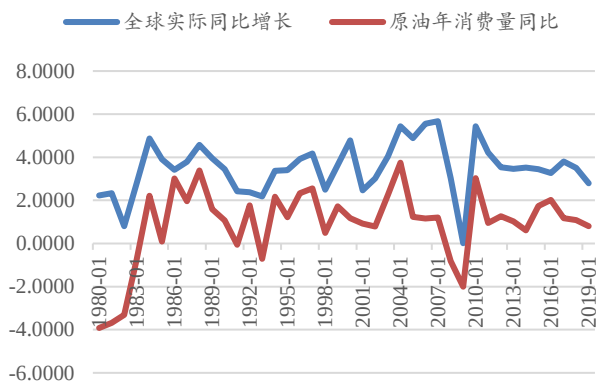
3. 未来海外有哪些大宗商品价格可能上涨？

3.1. 原油价格将于 2021 年 Q1 继续上行

伴随经济回暖,2021 年原油价格存在确定性上行空间。全球 GDP 实际增长在 2021 年将出现确定性上行。原油年消费量增速与全球 GDP 增长存在较强的正相关性,意味着世界原油需求也将上升。根据 OPEC 最新预测,2021 年全球原油需求将升至 96.26 百万桶/天。从节奏上来看,4 个季度的需求分别为 94.96, 96.30, 96.61, 以及 97.09 百万桶/天,边际需求增长在 2 季度升至顶点,印证上文所述的全球需求复苏节奏。此外,疫苗所导致的全球需求的不均衡复苏同样可以从原油需求的分布结构中得到验证,根据 OPEC 预测,OECD 国家边际需求增量的顶点位于 Q2 (环比增加 0.99 百万桶/天),而非 OECD 国家的边际需求增量顶点位于 Q3 (环比增加 1.37 百万桶/天)。

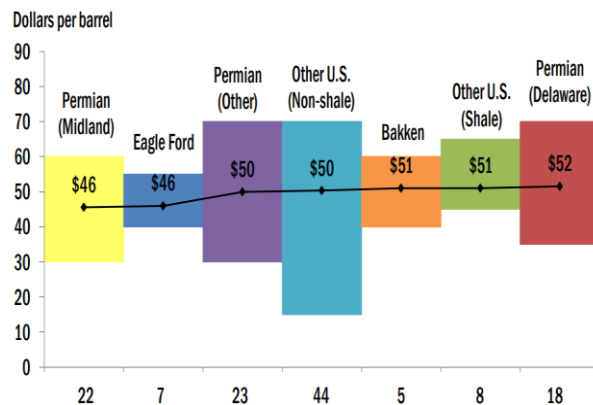
从供需缺口看,明年 2 季度的供需缺口(OPEC 供给未计算在内)也将到达年内高点。当前 OPEC 内部对增产幅度存在争议,根据最新 OPEC 会议结果,明年 1 月 OPEC 将在当前的产量基础上增产 50 万桶/天,规模仅为此前预期的 25%,此后将逐月审议增产速度,预计 H1 可能伴随经济复苏进度缓慢增加产能,此外也将消耗部分原油库存。供需缺口下增产力度不及预期以及全球经济复苏共振将继续提振原油价格,年内涨幅可能集中在 Q1-Q2。但在 OPEC 与美国页岩油的长期供给博弈下,预计价格高点不会持续超过美国页岩油新钻井的盈亏平衡价(50-55 美元/桶)。

图 6: 全球原油需求量与 GDP 实际增长高度拟合 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 美国页岩油钻井的盈亏平衡价 (50-55 美元/桶附近)



资料来源: Dallas Feds, 浙商证券研究所

表 1: OPEC 供需预测表

2021 年全球石油预期需求变化, 百万桶/天 (2020-2021 年)								
	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	增加值	%
经合组织合计	42.44	45.25	46.24	45.17	44.83	45.38	2.94	6.92
非经合组织合计	47.57	49.71	50.06	51.43	52.26	50.88	3.31	6.96
全球合计	90.01	94.96	96.3	96.61	97.09	96.26	6.25	6.94

2021 年非欧佩克国家预期产量变化, 百万桶/天 (2020-2021 年)

	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	增加值	%
经合组织合计	29.17	29.10	29.20	29.93	30.94	29.80	0.63	2.16
非经合组织合计	31.50	31.71	31.63	31.58	31.83	31.69	0.19	0.60
非欧佩克国家合计	62.73	63.00	63.03	63.71	64.97	63.68	0.95	1.51
		26.85	28.09	27.68	26.79	27.36		

资料来源：OPEC, 浙商证券研究所

3.2. 铜价将继续上行，H1 主逻辑为供给不确定性叠加需求复苏共振

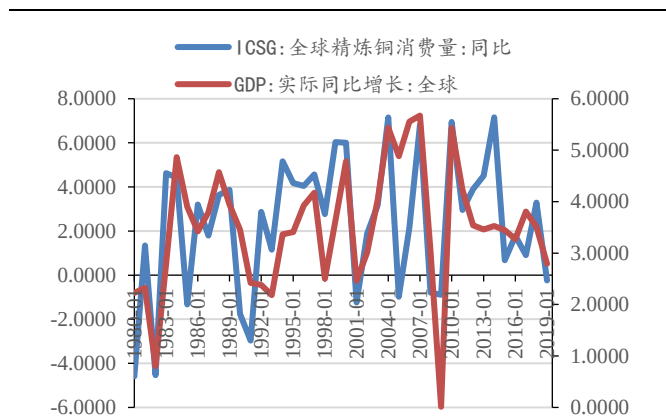
从需求端看，铜价同样与全球经济增长高度相关，精铜消费量与全球 GDP 实际增速较为拟合，伴随 2021 年经济复苏，铜的需求也将面临确定性上行。中国的铜需求占全球的 50%，我国经济在 2021 年 H1 延续强势将进一步保障铜的需求。从库存周期看，2021 年中美将进入补库周期共振继而带动需求上行，过去 LME 铜价与美国库存周期变化也具有较强的拟合性。

从供给端看，全球大型的铜矿供给主要集中在南美等地，其中秘鲁以及智利两国的铜矿产量在全球范围内的占比超过 40%，供给分布较为单一，风险敞口较为集中。如上文所述，疫苗在上半年主要在发达国家应用，新兴市场注射覆盖率不足，因此 2021 年 H1 疫情对铜矿供给端的影响仍然存在不确定性因素。

从库存方面看，当前 LME 铜与 COMEX 铜的库存水平均位于历史低位，这也将供需失衡时为铜价带来更多弹性。

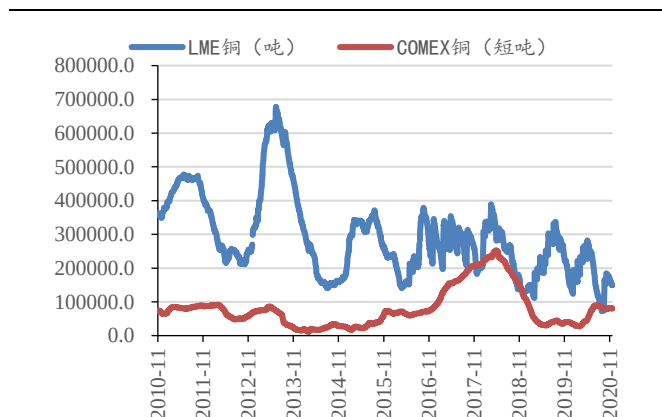
在需求复苏与供给不确定性的共振下，叠加低库存赋予当前铜价的高弹性，预计 2021 年 Q1 海外铜价仍将持续保持上涨，涨势可能于 Q2 趋缓，领先于供需矛盾的转折点到来。铜价行情是否能在全年延续较大程度取决于供给端，如果 H2 新兴市场如期注射疫苗或疫情不再复发，则铜价涨势可能短期见顶；如果新兴市场疫情再次爆发且疫苗产能供不应求，则可能导致铜价强势期的延续。

图 8：精铜消费增速与全球实际 GDP 增速拟合（%）



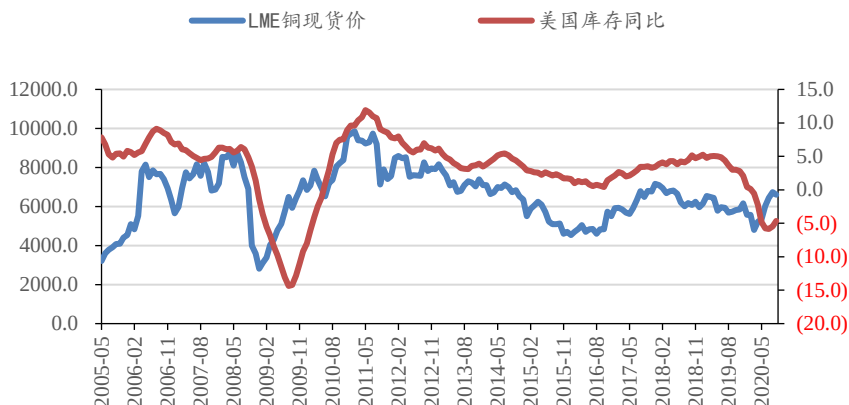
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 9：当前铜的库存位于历史低位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 10：铜价变化与美国库存周期较为拟合



资料来源：WIND，浙商证券研究所

3.3. 天然气价格上行空间有限，受供求结构以及新能源发展制约

天然气是原油加工过程中的伴生产品，因此原油价格是天然气的重要定价依据，明年原油的上行将使得天然气价格同样具有小幅上行空间。

美国是全球主要的天然气生产国之一，根据 EIA 预测，2021 年全年美国天然气产量将下行 3%至 956.3 亿立方英尺，需求将小幅下行 5%至 793.7 亿立方英尺，整体依然处于供过于求的格局。虽然原油价格的上行以及经济复苏可能继续推动天然气价格在短期内上行，但整体来看上行幅度有限；新能源的长期发展趋势将抑制天然气的上行空间。

图 11：天然气与原油价格走势趋同

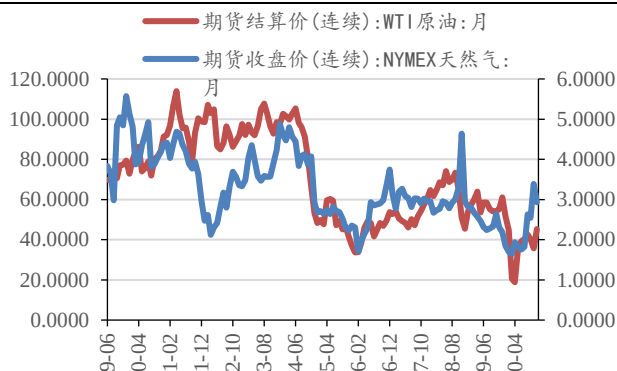
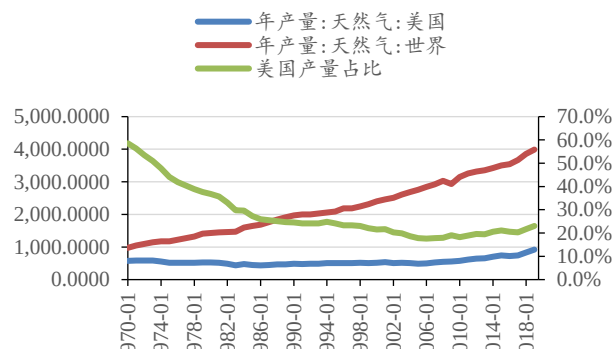


图 12：美国是全世界重要的天然气生产国。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1053

