

油价掩盖了大宗商品价格的上涨

——再通胀系列研究之一

□ 中国经济增速超过潜在增速

供需两旺，中国四季度 GDP 增速有望超出潜在增速。需求端三驾马车消费、投资、出口仍在持续复苏的通道当中；供给端，工业和服务业生产表现强势，10 月工业增加值大超预期，11 月中采制造业和非制造业 PMI 均创年内新高。结合各行业开工率高频数据的良好表现，预计四季度 GDP 增速或达 6.6% 左右，超出经济潜在增速。

□ 油价未上行有其独特逻辑

原油价格持续在低位震荡，导致 PPI 修复不及预期，掩盖了大宗商品价格的上涨。油价未上行有其独特逻辑：一方面，航空、游轮等客运交通受疫情影响较大，拖累原油需求复苏。交通运输是原油消费结构中占比最大的一项，目前疫情仍在蔓延，主动和被动的“社交距离”制约客运交通的复苏，石油消费需求修复遇到瓶颈。另一方面，OPEC+ 从 2021 年 1 月起原油减产规模下降，供给端有上升压力。俄罗斯、伊拉克、尼日利亚、阿联酋等多国先后表示 2021 年有增产意愿；与此同时，全球经济复苏预期日渐增强，疫苗应用之后原油消费有望迅速提振，因此即使减产协议达成共识，各产油国也有偏离协议增产的可能性。

□ 大宗商品价格创新高的有哪些？

大宗商品中，目前涨价最明显的品种集中在黑色金属产业链、有色金属，以及一部分化工品。黑色金属产业链中，铁矿石价格创 2014 年 1 月以来新高，螺纹钢、线材、中板、热轧薄板等钢材价格也达到 2019 年 5 月的高点。有色金属方面，大宗商品铜、锌、铝价格普涨，其中 LME 铜价创 2013 年 3 月以来新高。受拉尼娜事件带来的冷冬预期和中澳关系暂时紧张的影响，煤炭价格同样持续上涨，焦炭、动力煤价格均创到 2019 年 3 月以来的新高。部分化工品也出现了明显涨价，聚氯乙烯年内涨幅 12%，价格创 2016 年 11 月以来新高，主要对应建材、包装行业；苯乙烯年内涨幅 23%，价格创 2018 年 10 月以来新高，对应的终端需求主要为建筑材料、机械制造领域。

□ 未来还会有哪些涨幅大？

再通胀进行中。我们判断 2021 年全球通胀的高点出现在二季度，未来一个阶段仍将有大宗商品价格不断突破现在的位置。2021 年一季度之前，由于疫苗尚未广泛应用，全球供需局面整体维持，目前的商品涨价格局有望延续。汽车、家电、专用设备、电气机械、建材等终端需求有望持续提振铜/锌/铝等有色品种、苯乙烯等化工产品以及各类钢材价格。

贯穿 2021 年最主要上涨的价格将是与新能源产业关联度高的品种。2021 年全球发展清洁能源的趋势已十分明确，中美欧日均有发展绿色基建的计划，全球新能源的共振周期将提振相关品类需求，铜、铝、镍、钴、锂有望受益。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1 《2021 从再通胀到信用收缩》
2020.12.02

风险提示：新冠病毒变异导致疫情二次爆发；中美摩擦超预期变化

正文目录

1. 中国经济增速超过潜在增速	3
2. 油价未上行有其独特逻辑	5
3. 大宗商品价格创新高的有哪些?	8
4. 未来还会有哪些涨幅大?	10

图表目录

图 1: 焦炉生产率 %	3
图 2: 主要钢厂达产率:线材 %	3
图 3: PTA 产业链负荷率:江浙织机 %	3
图 4: 开工率:汽车轮胎半钢胎 %	3
图 5: 工业增加值与第二产业	4
图 6: 服务业生产指数与第三产业	4
图 7: 全球主要经济体的 PPI 走势与原油价格波动一致	5
图 8: 全球原油消费结构 (2018 年)	6
图 9: 原油消费量修复受阻	6
图 10: 美国航班发送旅客人数仅恢复至去年同期的 4 成水平	6
图 11: 全球商业航班执飞数量 7 月份之后修复遭遇瓶颈	6
图 12: 美国人员流动性指数修复受阻	6
图 13: 中美炼油厂开工率处于低位	6
图 14: 美国页岩油革命发生后, 全球原油供给水平再次提升	7
图 15: 铁矿石价格创 2014 年以来新高 (美元/吨)	8
图 16: 钢材价格快速上探到 2019 年 5 月的水平 (元/吨)	8
图 17: 铜价创 2013 年以来的新高 (美元/吨)	8
图 18: 镍、铅价格亦有所上涨 (元/吨)	8
图 19: 煤炭价格综合指数上探到 2019 年 7 月水平	9
图 20: 动力煤、焦煤价格持续上涨	9
图 21: 苯乙烯、聚氯乙烯年内价格涨幅较大	9
图 22: LLDPE、聚丙烯价格小幅上探	9
图 23: 2021 年石油需求将显著提振	10
图 24: 全球原油钻井平台数量大幅下降	10
表 1: 按生产法模拟, 四季度 GDP 增速或达 6.6%	4

1. 中国经济增速超过潜在增速

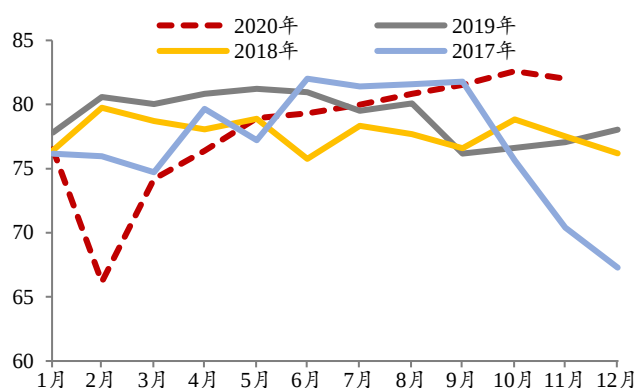
供需两旺，中国四季度 GDP 增速有望超出潜在增速。

从需求端三驾马车看，消费、投资、出口仍在持续复苏的通道当中。消费方面，居民收入随着经济复苏渐进修复，消费能力和消费信心持续提振，之前受制于社交距离的可选消费品和服务类消费也在快速修复。投资方面，地产投资仍具韧性，年末房企冲量，房企有加速销售尾款回收的压力和意愿，被动再投资链条对建安投资形成有力支撑；下游需求改善，企业利润转正，制造业投资也呈现确定性修复态势。出口方面，海外供给修复缓慢，需求缺口仍需中国供给填补，部分新兴市场国家订单转移至我国，叠加美国库存筑底，补库特征凸显，中美库存有望共振，出口仍将有强劲表现。

从供给端看，工业和服务业生产表现强势。10 月份工作日比去年同期少两天，但工业增加值同比增长 6.9%，大超预期，10 月服务业生产指数同比增长 7.4%，达到 2019 年 4 月以来最高值。11 月中采制造业 PMI 大幅上升 0.7 个百分点至 52.1%，非制造业 PMI 上升 0.2 个百分点至 56.4%，二值均创年内新高，提示经济环比复苏力度甚至超过大力推动复工复产的 3 月份，工业增加值和服务业增加值有望继续良好表现。

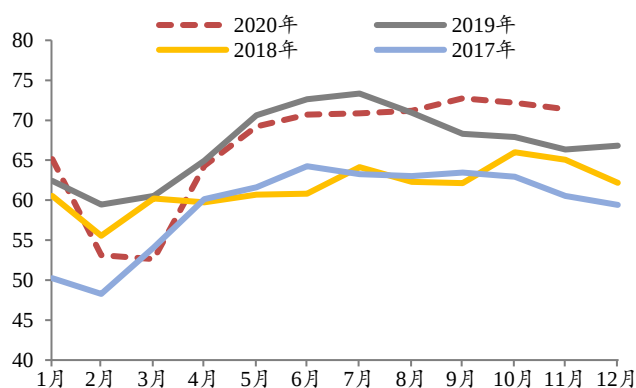
从开工率的高频数据来看，四季度各行业产能利用率均高于 2019 年同期，钢材、汽车、纺织服装等行业表现尤其显著。

图 1：焦炉生产率 %



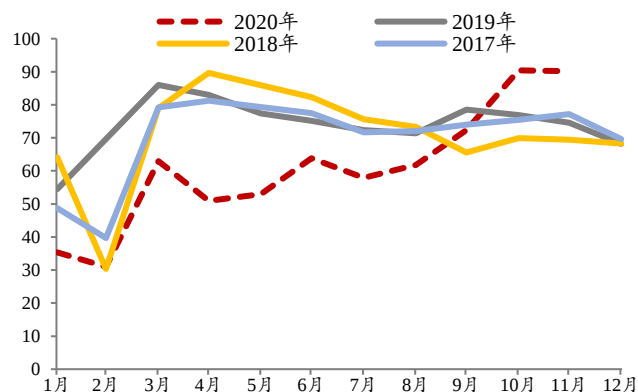
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：主要钢厂达产率:线材 %



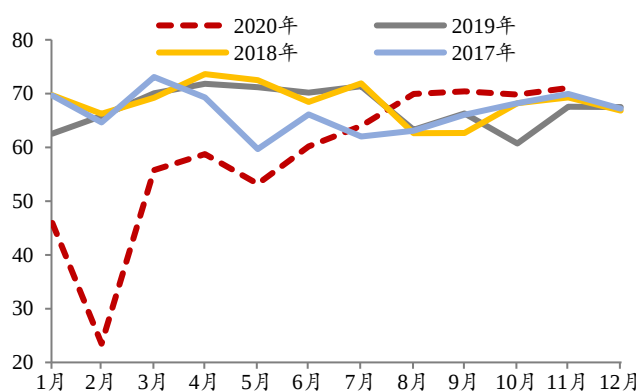
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：PTA 产业链负荷率:江浙织机 %



资料来源：Wind，浙商证券研究所

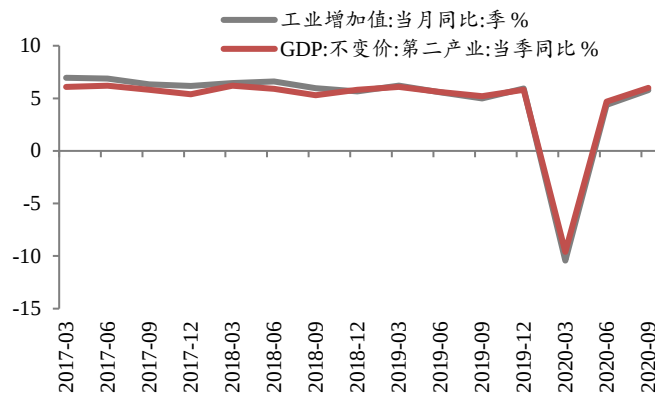
图 4：开工率:汽车轮胎半钢胎 %



资料来源：Wind，浙商证券研究所

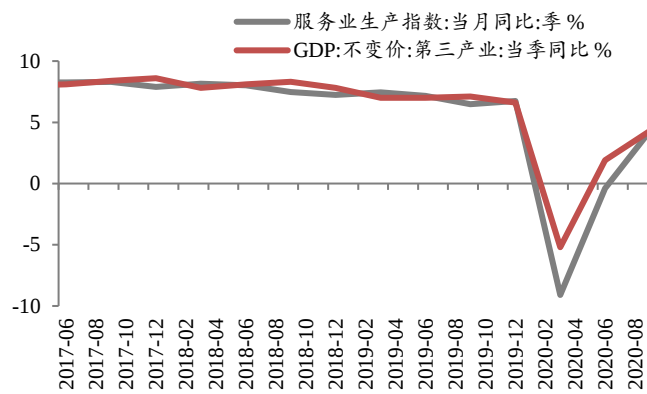
由于国家统计局发布的季度 GDP 是以生产法为基础核算的结果, 因此我们尝试直接从生产法角度拟合 GDP, 用工业增加值模拟第二产业, 用服务业生产指数模拟第三产业, 从历史数据看拟合效果良好。10 月工业增加值同比+6.9%, 服务业生产指数同比+7.4%, 结合高频数据的表现, 工业增加值和服务业增加值仍有改善空间, 四季度 GDP 增速或达 6.6%, 显著高于经济潜在增速水平。

图 5: 工业增加值与第二产业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 服务业生产指数与第三产业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 1: 按生产法模拟, 四季度 GDP 增速或达 6.6%

单位 %	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4 预测
第一产业	2.7	3.3	2.7	3.4	-3.2	3.3	3.9	3.5
第二产业	6.1	5.6	5.2	5.8	-9.6	4.7	6.0	6.8
第三产业	7.0	7.0	7.1	6.6	-5.2	1.9	4.3	7.0
GDP: 不变价	6.4	6.2	6.0	6.0	-6.8	3.2	4.9	6.6

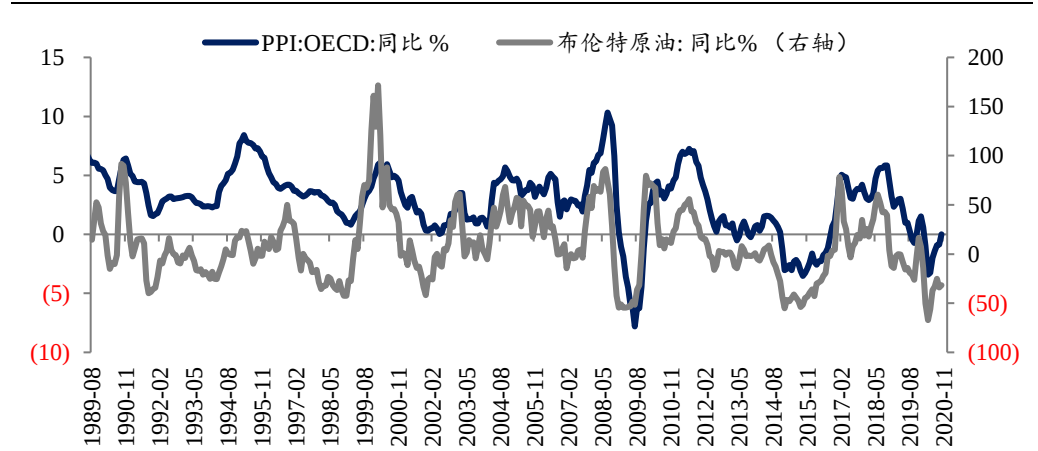
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 油价未上行有其独特逻辑

原油价格持续在低位震荡，导致 PPI 修复不及预期，掩盖了大宗商品价格的上涨。

原油是现代工业经济中最重要的能源品种和战略资源之一，被称为“工业的血液”。作为第二次工业革命后最重要的大宗商品，原油具有很强的不可替代性，能源、化工、农产品等几乎各个行业的生产成本都会受到原油价格直接或间接的影响，原油价格的波动也因此与整体 PPI 走势几乎一致。回顾历史上几次完整的通胀周期，通胀的起落、转折都与原油价格密切相关。因此，本轮原油价格的低迷导致 PPI 修复不及预期，掩盖了其大宗商品大幅上涨的事实。

图 7：全球主要经济体的 PPI 走势与原油价格波动一致

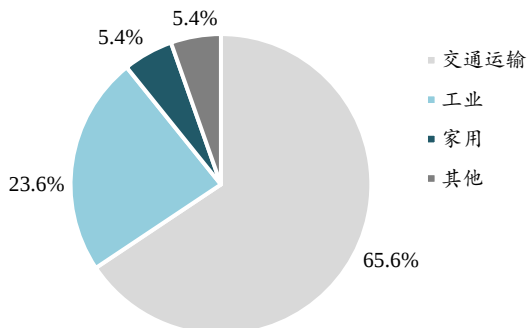


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

油价未上行有其独特逻辑：

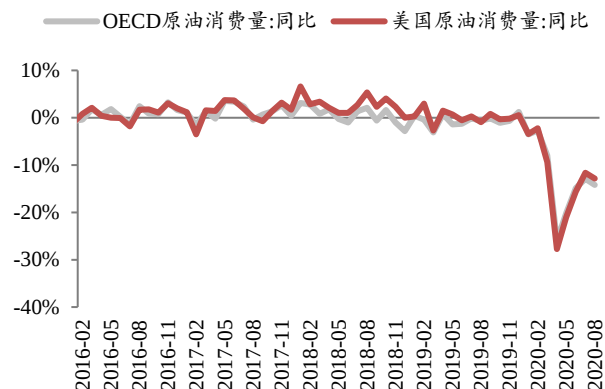
首先，航空、游轮等客运交通受疫情影响较大，拖累原油需求复苏。新冠疫情尚在蔓延，全球交通运输修复较慢，而交通运输是石油消费结构中占比最大的一项，因此拖累了原油消费量向上修复。10 月底以来，疫情在欧美国家再次复发，多个国家和地区再次实施“封城”，且目前跨国之间的人员往来依然受到较大限制，自愿或强制的“社交距离”要求制约着客运行业修复。从数据上来看，全球原油消费量修复遇到瓶颈，全球商业航班执飞量 8 月份之后增长也出现停滞，美国航班发送旅客人数仅恢复至去年四成水平，原油需求复苏仍要等待疫苗的大规模应用。另外，中美炼油厂开工率同样处于较低水平，中国复工复产早已完成，基本可以判断是石油消费需求不足导致开工率较低。

图 8：全球原油消费结构（2018 年）



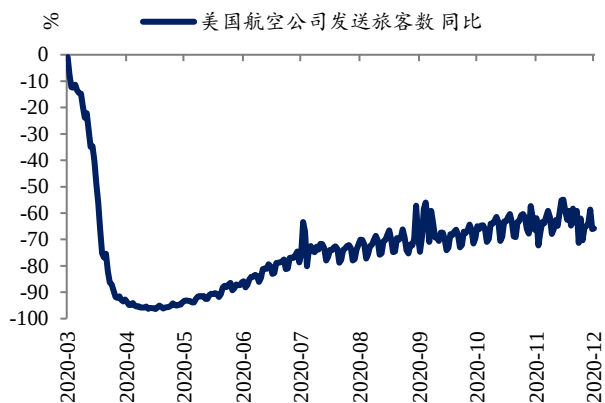
资料来源：IEA, 浙商证券研究所

图 9：原油消费量修复受阻



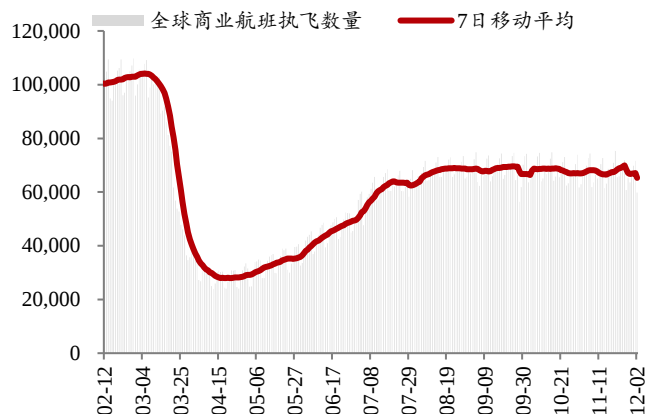
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 10：美国航班发送旅客人数仅恢复至去年同期的 4 成水平



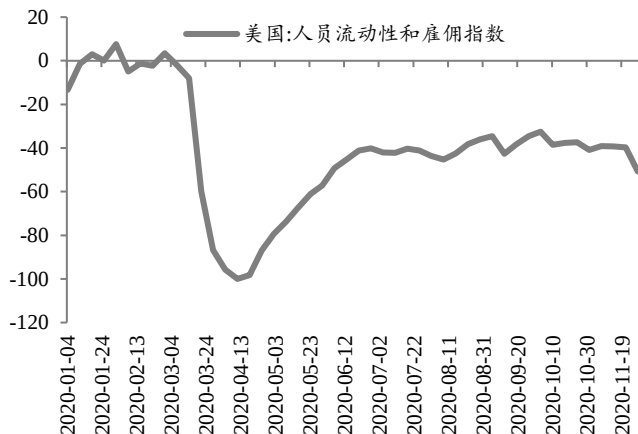
资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

图 11：全球商业航班执飞数量 7 月份之后修复遭遇瓶颈



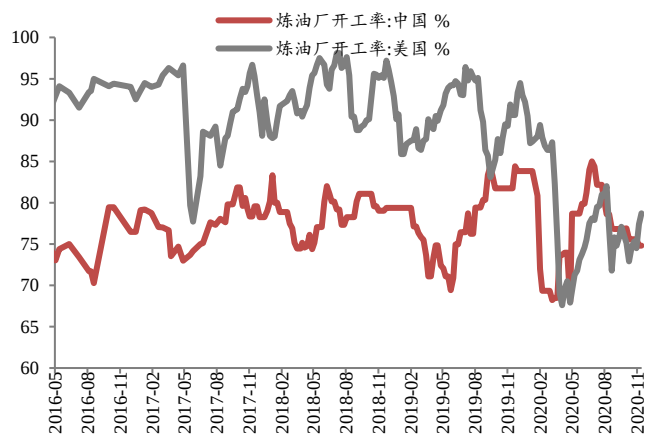
资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

图 12：美国人员流动性指数修复受阻



资料来源：达拉斯联储, 浙商证券研究所

图 13：中美炼油厂开工率处于低位



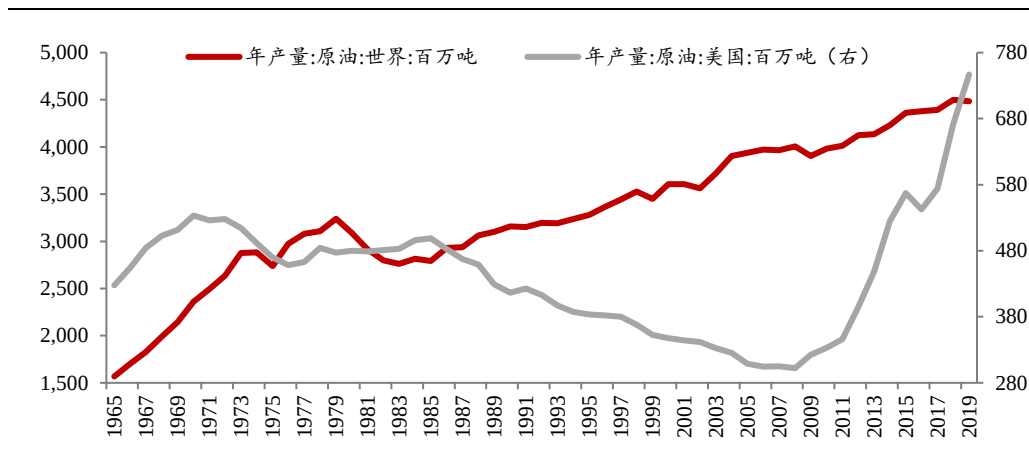
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

其次，OPEC+从2021年1月起原油减产规模下降，供给端有上升压力。根据OPEC+原本的减产协议约定，2021年1月起，减产规模由之前的770万桶/天缩减至580万桶/天，12月3日OPEC+会议达成共识，1月份减产规模暂时调整为720万桶/天，供给压力边际增加。产油国俄罗斯、伊拉克、尼日利亚先后表达了在2021年增产的意愿，阿联酋表示目前的减产配额有失公允。另外，全球经济复苏预期日渐增强，疫苗广泛应用之后原油消费有望迅速提振，因此即使减产协议达成共识，各产油国也有偏离协议增加产能的意愿。

从中长期角度出发，原油价格上行也受到一定制约：

供给端，美国“页岩油革命”使得全球原油供给水平再次提升，原油博弈格局重塑。自从美国页岩油广泛开采之后，全球原油市场的竞争格局发生了巨大改变，原油供给比过去任何时候都更加充分，原油价格的博弈打破了原本的均衡。现阶段，美国页岩油开采成本约在45~55美元，一旦当油价回升至50美元附近时，美国油井新开工意愿将大幅提振，进一步争夺市场份额，这是OPEC国家不愿意看到的结果。

图 14：美国页岩油革命发生后，全球原油供给水平再次提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

需求端，海外主要经济体经济增长和原油需求相关度在下降。海外主要经济体经济增长和原油需求相关度在下降。原油是诸多工业生产的原料和燃料，其消费需求很大程度上由实体经济的增长速度决定。但是，伴随着美国、欧盟和中国逐渐收紧的环保排放

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_1087

