

从产能周期和库存周期角度探讨商品上涨的持续性

宏观变量专题研究系列之三

证券研究报告

2021年03月17日

● 核心结论

全球产能周期已下行持续12年，2020年中国主导库存周期启动。用全球固定资产投资占GDP的比重来衡量产能周期位置，最近一次全球产能周期于2009年见顶，至今下行持续12年。用全球库存变化来衡量库存周期的位置，2019年全球库存价值仅增加26亿美元。经统计，2020年疫情冲击下主要经济体（GDP占全球比80%）库存增加1130亿美元，其中中国增加1080亿美元，美国下降760亿美元，2020年金属等商品价格大幅上涨是中国主导的库存周期驱动。

美国将在二季度开启新一轮产能周期和库存周期。短期在疫苗接种推进和1.9万亿刺激计划的作用下，美国消费需求有望持续。中期疫情冲击美国部分供给永久性消失致使出现产出缺口。而消费需求的增加已经传导到制造业企业销售量价齐升，企业预期和盈利得到修复，有望在二季度启动新一轮产能周期和库存周期，由于后疫情时代居民消费切换至非耐用品和服务业，以原油为主的商品价格将主要受益。此外，疫情致使美国失业率大增，拜登两万亿传统基建计划将创造数百万工作岗位，就业诉求或驱动基建计划超预期推进。

中国主导库存周期将平稳，部分行业伴随美国进入补库周期。由于疫情对中国的产出影响较小，但部分以服务业消费为导向的行业依然蒙受损失，此需求短期将逐渐修复，并且开始补库。中期来看，以地产和基建为中国主导的库存周期2021年将保持平稳，部分行业因满足盈利修复和行业格局改善，有望逐渐兑现供给，主要包括医药、食品、白酒饮料、非金属矿物、专用通用设备、橡胶和塑料、化学原料、造纸、仪器仪表、TMT和电气机械等行业。

印尼和越南四季度增加固定资产投资，中期或成为新一轮全球产能周期驱动因素。印尼和越南满足以资源（未来十年每年新增500万年轻劳动力和天然资源丰富）、成本（本国工人月工资仅为中国的1/4）、政策稳定等多重产业投资要素，并且城镇化率尚低。主要出口国中国和美国需求的持续改善，短期将驱动本国政府和实体收入改善，进而主动增加固定资产投资，推动金属价格上涨，预计发生时间在四季度，滞后于中美库存周期。

美国产能周期初期无需担心流动性收紧和通胀对消费的抑制。库存周期运行流程为：1）宽松货币财政政策驱动消费需求复苏。2）企业订单量价齐升，主动补库存。3）供给增加衍生新的需求叠加流动性创造的需求推动商品价格加速上涨。4）实际通胀水平上抬，货币政策逐步退出。5）供给逐渐兑现但货币派生需求减少，产出缺口阶段性闭合，商品价格到顶。6）价格下跌负反馈于企业开始减少供给。目前美国经济的表现尚处于步骤二。历史经验来看，步骤三的持续时间超过1年，期间商品的上涨幅度为40%-60%。我们预计商品价格将在Q2开启年度级别的上涨。

风险提示：疫苗接种速率放缓、病毒变异影响疫苗有效性、流动性收紧

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、前言	4
二、全球产能周期已下行持续 12 年，2020 年是一次中国主导的库存周期起点	5
2.1 全球自 1970 年以来开启两次产能周期，最近一次已下行持续 12 年	5
2.2 2020 年是一次中国主导的库存周期启动，带动以金属为主的工业品价格大幅上涨	5
三、美国 2021 年将开启新一轮产能周期和库存周期	6
3.1 疫苗和刺激计划作用下，美国短期消费需求有望持续	6
3.2 美国实体呈现产能周期和库存周期的双底部特征，有望二季度开启新周期	8
3.3 就业诉求有望驱动美国基建计划超预期推进	11
四、中国主导的产能周期仍在下行，部分制造业行业跟随美国启动库存周期	12
4.1 得益于有效的防控措施，疫情对中国的产出能力影响较小	12
4.2 中国的产能周期仍处下行期，部分行业有望跟随美国启动补库周期	13
4.3 满足短周期的盈利状况修复和中长期的行业格局改善的行业将启动补库周期	14
五、东南亚国家-印尼和越南短期跟随中美需求复苏，中期有望成为新一轮全球产能周期启动的触发因素	16
六、2021 年商品配置驱动、时点和品种展望	18
七、通胀预期对消费需求和美联储货币政策的影响路径	20
八、风险提示	21

图表目录

图 1：2000 年以来，大宗商品的趋势性上涨发生过两次	4
图 2：2021 年油价回到 60 美金和 LME 铜价突破 9000 美金	4
图 3：通胀预期不断上升	4
图 4：全球产能周期自 2008 年以来已下行持续 12 年	5
图 5：全球主要经济体 GDP 表现	6
图 6：全球主要经济体 2020 年库存变动	6
图 7：2020 年是一次中国主导的库存周期，带动以金属为主的工业品价格大幅上涨	6
图 8：疫情对美国服务业影响最大	7
图 9：各国疫苗接种率	7
图 10：疫苗接种加速，病毒的传播被有效抑制	7
图 11：美国居民消费支出主要受到收入的影响	8
图 12：疫情期间，美国居民服务消费疲弱	8
图 13：美国的制造业主要围绕消费品的生产	8
图 14：疫情后时代，消费改善将拉动企业订单	8

图 15: 1990 年以来, 美国产能周期和库存周期的变化.....	9
图 16: 疫情造成美国产出的永久下降	9
图 17: 产能周期启动初期商品价格明显反弹.....	10
图 18: 商品价格跟随库存周期摆动	10
图 19: 美国企业有望在二季度开始补库存.....	11
图 20: 疫情前后的累计新增就业人数, 服务业就业岗位损失显著	12
图 21: 2016 年中国产能周期见顶	13
图 22: 2021 年以地产和基建为中国主导的产能周期仍将下行.....	14
图 23: 企业跟随美国进入新一轮库存周期.....	14
图 24: 分行业的制造业利润增速	14
图 25: 工业微笑曲线.....	15
图 26: 分行业利润率变化	15
图 27: 部分行业实现短期盈利的改善和中长期产业链地位的提升	15
图 28: 盈利持续改善将带动企业补库存动力	16
图 29: 工业用地成交面积增速领先制造业投资增速.....	16
图 30: 越南和印尼的 18 岁劳动力增长预测.....	16
图 31: 印尼主要出口商品 (2019 年)	17
图 32: 越南主要出口商品 (2019 年)	17
图 33: 越南经济高度依赖外需	18
图 34: 印尼经济高度依赖外需.....	18
图 35: 外需改善将带动越南投资增加	18
图 36: 外需改善将带动印尼投资增加	18
图 37: 铜的需求结构.....	19
图 38: 原油的需求结构.....	19
图 39: 2020 年中国为主导的投资需求率先恢复, 带动相关行业收入改善.....	19
图 40: 补库存初期商品价格确定上涨	20
图 41: 货币政策在第二轮库存周期收紧	20
图 42: 2021 年美国全年依然具有产出缺口	21
图 43: 补库周期中, 美国消费和通胀的变化	21
表 1: 1990 年以来, 美国产能周期和库存周期的持续时间总结	10
表 2: 中国制造业分行业 2020 年盈利增速表现	12
表 3: 2021 年商品投资机会驱动、时间点和品种选择展望	19

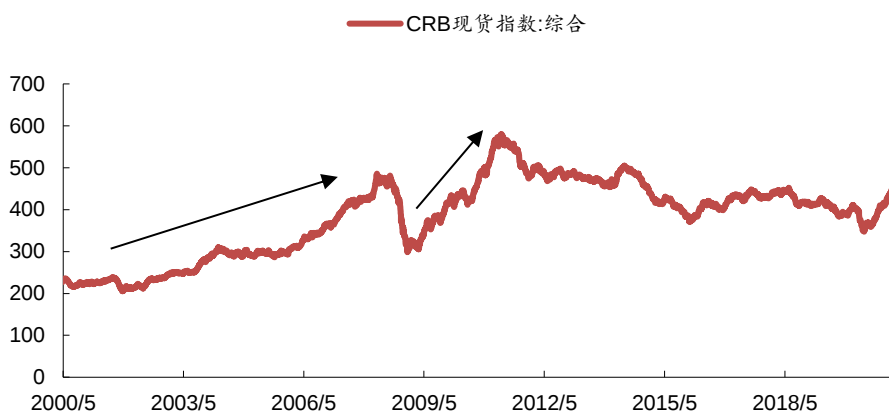
一、前言

2000年以来，大宗商品的趋势性上涨发生过两次。第一次是2001年到2008年，核心驱动为中国加入WTO后全球化贸易上升。第二次是2009年到2011年，核心驱动为美国货币宽松，叠加中国的“四万亿”基建计划。

2021年农历新年开年，以油价回到60美金和LME铜价突破9000美金为始，通胀预期再次上升，市场不断关注商品价格上涨的持续性。本文站在宏观的角度，首先判断全球产能周期和库存周期的位置，其次用全球两大主导国-中国和美国，当前经济和价格的表现来判断其自身所处产能周期和库存周期的位置，以及预判其未来的行为变化，以此来推测本轮商品的投资机会以及驱动时间。

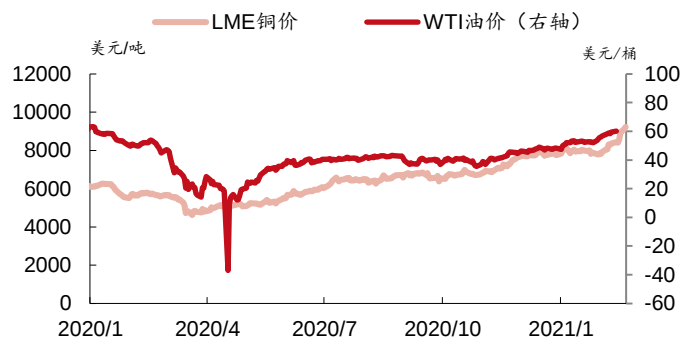
结论是，2020年是以中国为主导的库存周期起点，而2021年全球将进入以美国为主导的产能周期和库存周期的起点，中国将在自身产能周期下行的过程中作为追随国，部分行业与美国一同进入库存周期。其余新兴市场国家作为次跟随者，开启新一轮工业化提升。在此过程中，商品将进入以原油为主要品种的不用担心通胀和货币紧缩的年度级别的价格上行期。

图1：2000年以来，大宗商品的趋势性上涨发生过两次



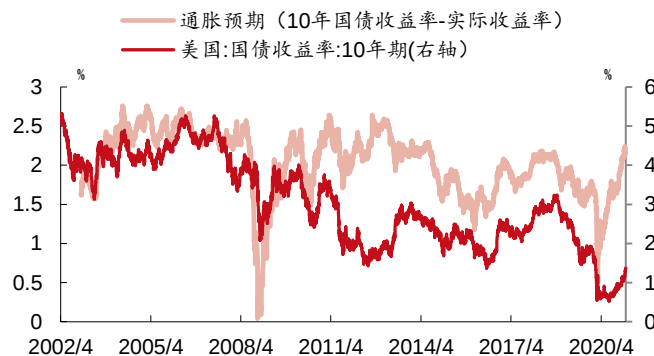
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：2021年油价回到60美金和LME铜价突破9000美金



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图3：通胀预期不断上升



资料来源：WIND，西部证券研发中心

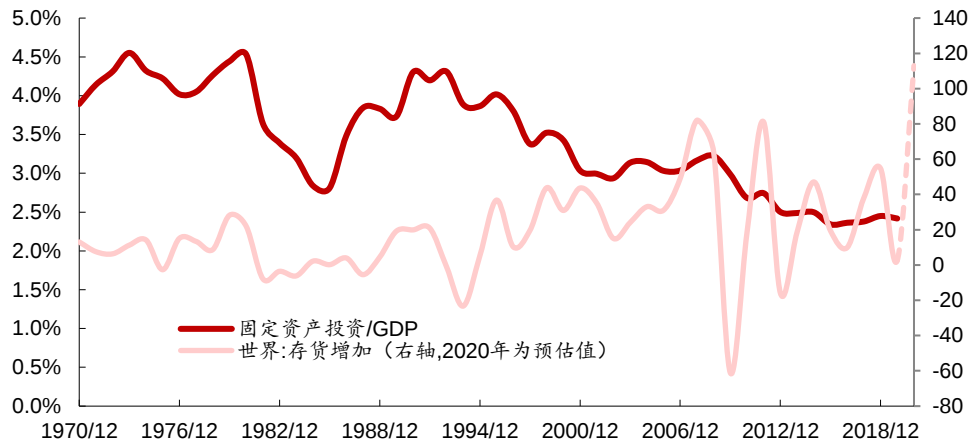
二、全球产能周期已下行持续12年，2020年是一次中国主导的库存周期起点

产能是指企业所有要素投入后所能生产的最大产品量。决定产能的三大核心要素：技术、资本、劳动投入，由于短期内技术提升较慢，产能的变动通常由资本和劳动决定。资本主要是指机器设备、厂房等固定资本。产能服从于需求，但产能的实现通常需要2-3年的时间。因此产能周期本质是需求拉动投资的供需错配问题，**用全球固定资产投资支出占GDP的比重来衡量产能周期位置**。库存周期是嵌套在产能周期下的基于生产商短期需求预期的小级别供给变化行为，**用全球库存变化来衡量库存周期的位置**。通常一个产能周期的持续时间为10年-15年，中间包括3个3-5年的库存周期。

2.1 全球自1970年以来开启两次产能周期，最近一次已下行持续12年

1) 第一次产能周期是自80年代，亚洲“四小龙”国家在成功吸收了日本和德国的产业转移成果后，本国工业化和城镇化加速发展带来全球固定资产投资增长，此次产能周期见顶时间在1992年，随后持续约10年下行期。2) 第二次产能周期是以中国加入WTO，以劳动力和成本等生产要素的显著优势融入全球产业链，并极大推动本国的工业化进程和经济发展。此次产能周期于2008年美国次贷危机触发见顶，随后进入下行期，截止至今，已经持续12年时间。

图4：全球产能周期自2008年以来已下行持续12年



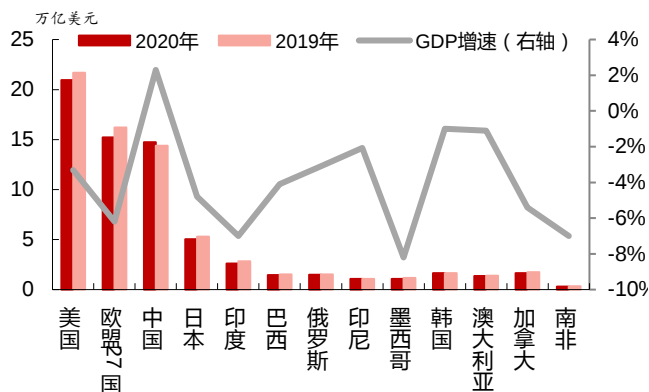
资料来源：WIND，西部证券研发中心

2.2 2020年是一次中国主导的库存周期启动，带动以金属为主的工业品价格大幅上涨

新冠疫情之前，全球企业遭受一方面中美贸易战的干扰，另一方面强美元的货币环境，盈利情况和市场预期均疲软，整体处于去库存的阶段。2019年全球库存货值仅增加26亿美元，处于仅次于08年金融危机和12年欧洲次贷危机的较低水平。新冠疫情在2020年全球蔓延，除中国因有效的防控措施和强大的政府执行力，经济仍保持增长2.3%，其余多个主要经济体陷入衰退。其中美国、欧盟27国、日本、韩国、印度、俄罗斯和加拿大2020年GDP同比2019年分别下滑3.3%、6.2%、4.8%、1%、7%、3.1%和5.4%。基于经济表现的结构性差异，不同国家的企业库存行为表现不同，其中中国以补库存为主，预计2020年库存货值增加1080亿美元，美国则以消化库存为主，预计2020年库存货值去化

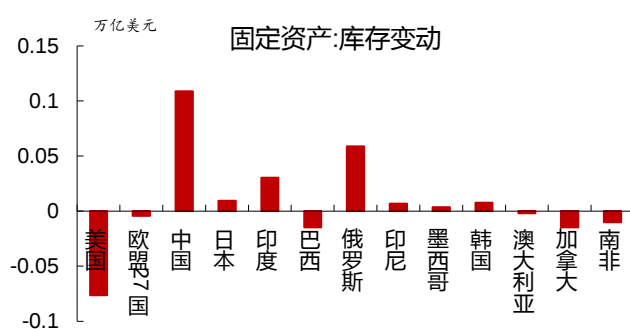
760 亿美元，而经济体量占全球比为 80% 的几个主要国家的 2020 年总库存货值变化为增加 1130 亿美元。这意味着，2020 年是中国主导的一次补库存周期，但由于中国是以投资为主要经济拉动的国家，其主导的补库存周期带动以金属为主的工业品价格大幅上涨，CRB 金属品价格 2020 年 4 月-12 月上涨 37.2%，同期工业原料价格上涨 22.7%，CRB 综合价格上涨 20%。

图 5：全球主要经济体 GDP 表现



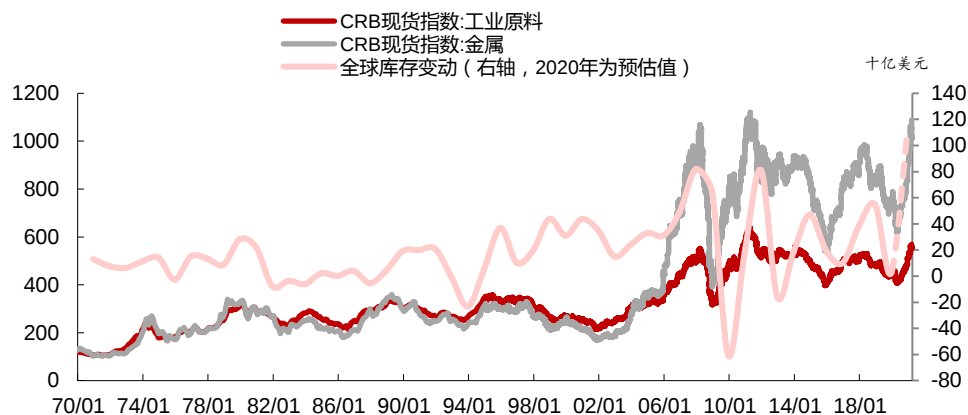
资料来源：各国统计局、西部证券研发中心

图 6：全球主要经济体 2020 年库存变动



资料来源：各国统计局、西部证券研发中心

图 7：2020 年是一次中国主导的库存周期，带动以金属为主的工业品价格大幅上涨



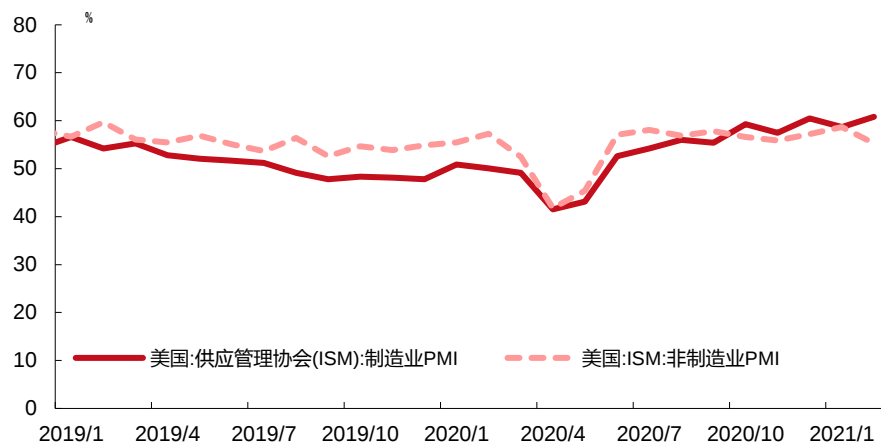
资料来源：WIND、西部证券研发中心

三、美国 2021 年将开启新一轮产能周期和库存周期

3.1 疫苗和刺激计划作用下，美国短期消费需求有望持续

2020 年欧美国家不断受到疫情的干扰，虽然政府采取了积极的流动性宽松措施，来补充市场的资金，但由于疫情传播影响居民外出消费，本国的经济结构变化服务业表现最弱。截至 2021 年 2 月，美国制造业 PMI 为 60.8，明显超过疫情前 2019 年的 50.9。同期，非制造业 PMI 为 55.3，仅与疫情前水平相当，并未出现持续改善。

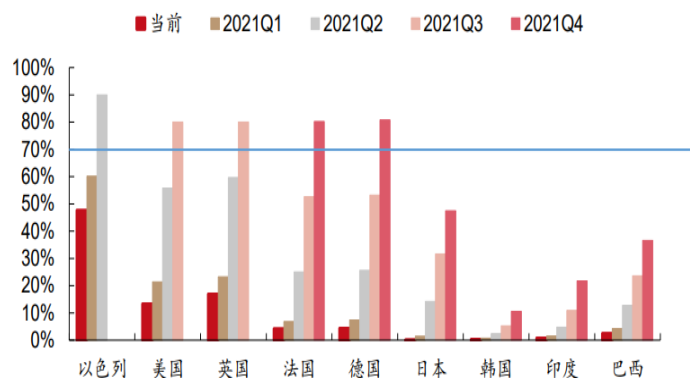
图8：疫情对美国服务业影响最大



资料来源：WIND，西部证券研发中心

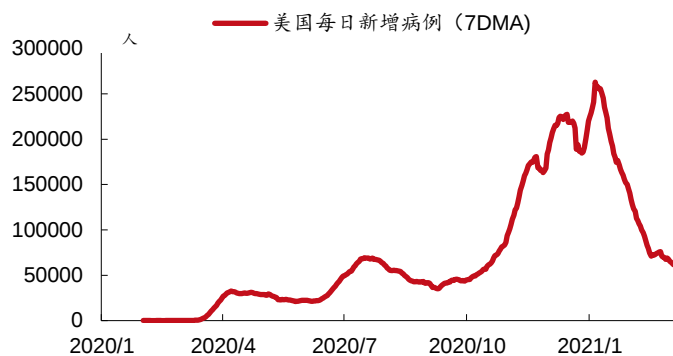
进入2021年，疫苗的接种加速，病毒的传播被有效抑制。截至3月10日，美国每日新增新冠病例为5万例，较1月的25万例大幅下降。同时，欧元区主要国家包括德国、英国、法国、意大利和西班牙的每日总计新增新冠病例为4.6万例，同样较1月的11万例大幅下降。随着疫苗的持续接种（我们预测在二季度美国有望接近60%的接种率，达到群体免疫的效果），以及1.9万亿美元拜登刺激计划落地对居民可支配收入的补充支持，美国消费支出尤其是以外出为导向的，服务和非耐用品消费（食品、服装和能源）有望逐渐实现稳步复苏。

图9：各国疫苗接种率



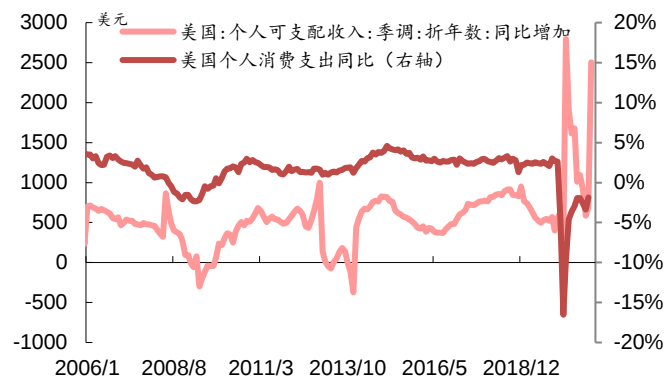
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图10：疫苗接种加速，病毒的传播被有效抑制



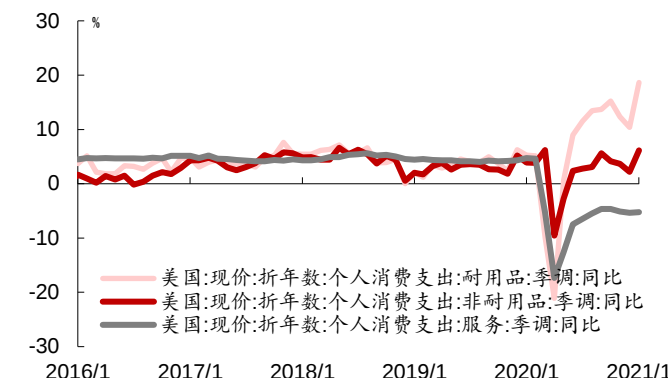
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 11: 美国居民消费支出主要受到收入的影响



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 12: 疫情期间, 美国居民服务消费疲弱



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

一旦居民外出消费的复苏, 将有效的拉动企业的订单改善, 尤其是非耐用消费品的订单。美国的制造业结构与中国不同。中国主要负责以粗钢为主的工业初级品生产, 美国的制造业主要围绕消费品的生产。在制造业新订单需求总量中, 耐用消费品占比 12%, 非耐用消费品占比 50%, 建材占比 15%, 汽车及零部件占比 17%, 信息技术产品占比 9%, 计算机及相关产品占比 1%。因此, 疫苗和财政刺激将有望使得居民的消费支出和企业的订单需求将得到同步支撑。

图 13: 美国的制造业主要围绕消费品的生产

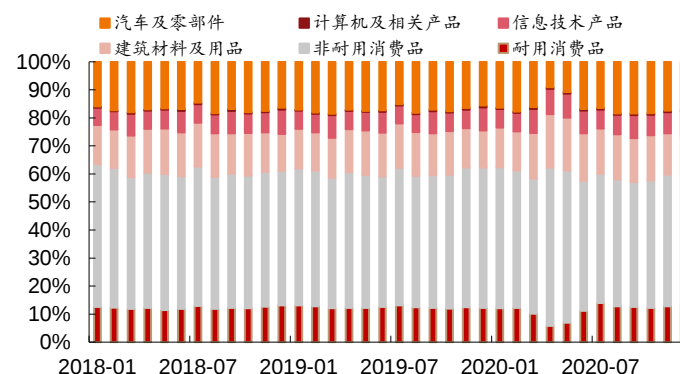
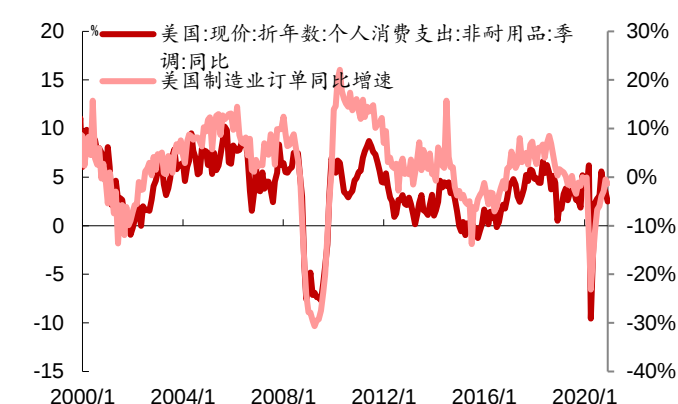


图 14: 疫情后时代, 消费改善将拉动企业订单



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_17398

