

史上最长大宗商品繁荣是如何炼成的？

2021年03月16日

观点

- 在 21 世纪以来的几轮大宗商品上涨中，2001-2008 年的上涨是持续最长、涨幅最大的一轮。回顾这段历史，有如下三个现象令人印象深刻：
- **一是从年化收益来看，这轮上涨主要靠能源带动。**如图 2 所示，这轮上涨期间，标普 GSCI 商品指数的年化收益为 27.5%，不及 2009-2011 年期间的 44.1%。但从结构上看，能源类商品 33.1% 的年化收益表现亮眼，基本金属和农产品在年化收益上均不及 2009-2011 年的一半。
- **二是这轮上涨处于美元的贬值周期，并且贯穿了美联储的加息周期。**美元指数在 2002-2008 年期间贬值了 39%，无疑是此轮大宗商品上涨的一大推手。有趣的是，美联储加息周期并无碍这轮美元贬值和大宗商品的上涨。美联储于 2004 年-2006 年加息了 17 次，将政策利率提高了 425bp，但整个过程中大宗商品的上涨并未停歇（图 3），这与 2016-2018 年那轮大宗商品上涨在美联储加息后半程出现颓势形成鲜明对比。
- **三是基本金属在这轮上涨中的见顶早于能源。**如图 4 所示，基本金属的上涨在 2007 年 5 月见顶后陷入震荡状态，期间回调了 20%；而能源的上涨则一致持续到 2008 年的 6 月，比基本金属晚了一年。这也印证了上述能源在这轮上涨中的主导地位。
- 上述三个现象的产生，都可以从全球经济的基本面中寻找答案：
- **首先，2001-2008 年间拉动全球经济增长的主力军是欧美而非中国。**虽然中国的工业化进程是这一时期的亮点，但中国的经济体量刚赶上德国，对全球经济增长的贡献远不及美欧（图 5）。而从全球大宗消费结构来看，美欧各自对原油的需求远超中国，对铜的需求与则中国相当（图 6）。因此，不难理解期间能源类商品引领了此轮大宗的上涨。
- **其次，欧洲和新兴经济体复苏的后来居上，是这轮大宗商品不惧美联储加息的关键。**如图所示，美国 GDP 增速在 2001 年的见底开启了这轮大宗商品的涨势，虽然到 2006 年已经开始回落，但欧元区和新经济体的复苏仍在加速，尤其是新兴经济体，在欧元区的复苏于 2007 年见顶后又强势复苏了一年（图 7）。鉴于美国经济复苏的光芒被这两大经济体所掩盖，美元的贬值周期可以和美联储加息周期并行不悖。
- **至于为何这轮基本金属上涨的见顶早于能源？**我们认为主要是美国投资的提前熄火，如图所 8 示，由于次贷危机开始浮出水面，美国私人投资从 2007 年开始深陷负增长，考虑到当时美国在全球的经济体量，这无疑拖累了全球基本金属的需求。相比之下，美国的消费在 2007 年仍然稳步扩张，虽然其增速在 2008 年显著放缓，但欧洲消费扩张的后来居上继续全球的原油需求形成支撑（图 9）。
- **由此可见，经济基本面而非流动性主导，是 2001-2008 年大宗商品繁荣最为显著的特点。**正是这种由美国-欧洲-新兴市场的复苏共振，使得这一轮大宗商品上涨的持续性令随后几轮都无法企及。那么，这一历史经验对我们考察当前的这轮大宗商品上涨有何借鉴？
- **由于全球央行的大放水，当前这轮大宗商品上涨更多受流动性的驱动。**因此迄今为止更类似 2009-2011 年。然而，随着全球疫苗接种的普及，其上涨的动能正在由流动性向经济基本面转换。我们认为后者是决定其持续性的关键，因此，未来须关注：1）在中美相继复苏之后，欧洲和其他新兴经济能否后来居上；2）美国的资本开支周期能否跟随消费的复苏；3）以美国为代表的海外房地产繁荣能够持续多久？
- **风险提示：**美国财政刺激规模超预期，全球疫苗接种进度放缓

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

相关研究

1、《宏观点评 20210315：史上最高增长数据是强是弱？》

2021-03-15

2、《宏观点评 20210314：史上最快大宗商品上涨是如何形成的？》2021-03-14

3、《宏观点评 20210312：水不能停，拜登美国重建计划有哪些看点？》2021-03-12

4、《宏观点评 20210311：以史为鉴，2016-2018 年的大宗商品上涨为何不给力？》2021-03-11

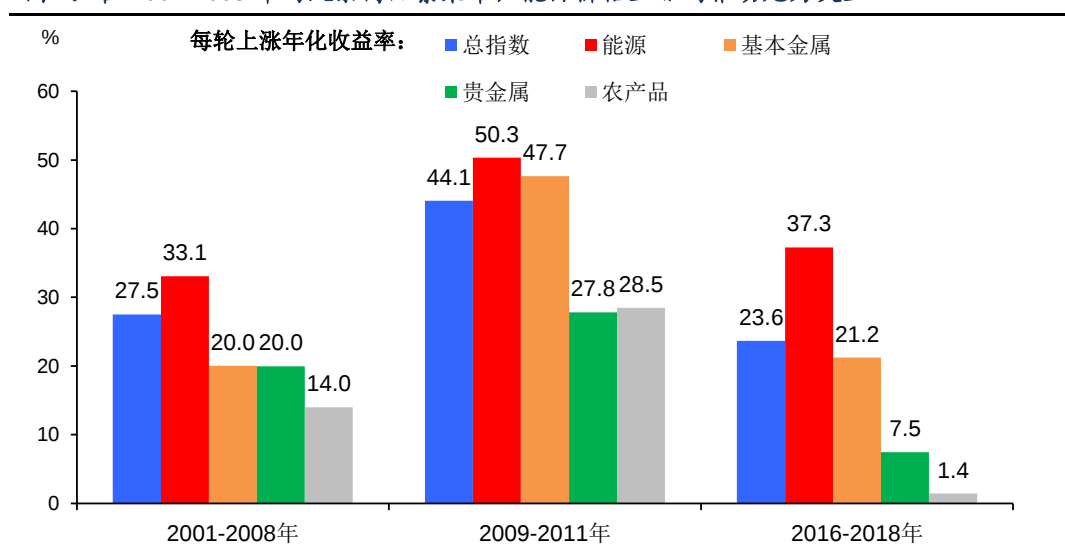
5、《宏观点评 20210310：春节信贷不打烊——2021 年 2 月金融数据点评》2021-03-11

表 1: 21 世纪以来的前三轮大宗商品上涨

大宗商品上涨时期	持续时间	涨幅
2001 年 1 月-2008 年 4 月	79 个月	395%
2009 年 2 月-2011 年 4 月	27 个月	127%
2016 年 1 月-2018 年 6 月	29 个月	67%

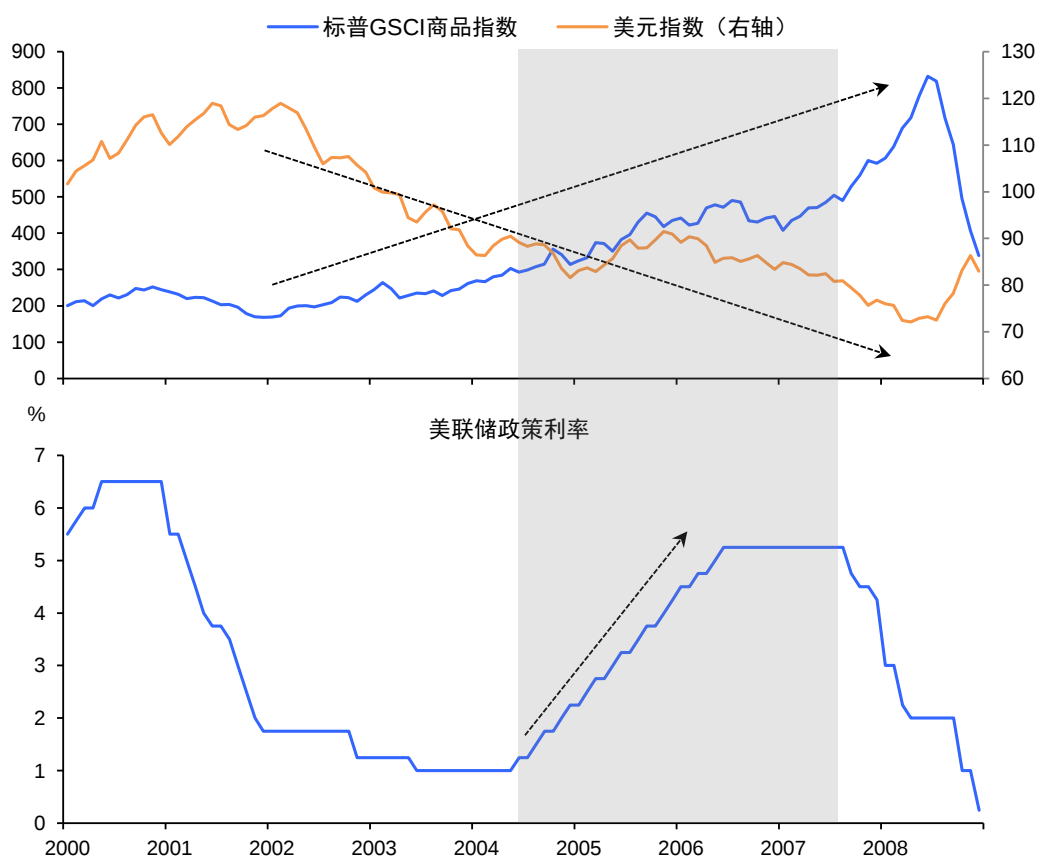
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 在 2001-2008 年的大宗商品繁荣中, 能源价格上涨的推动尤为突显



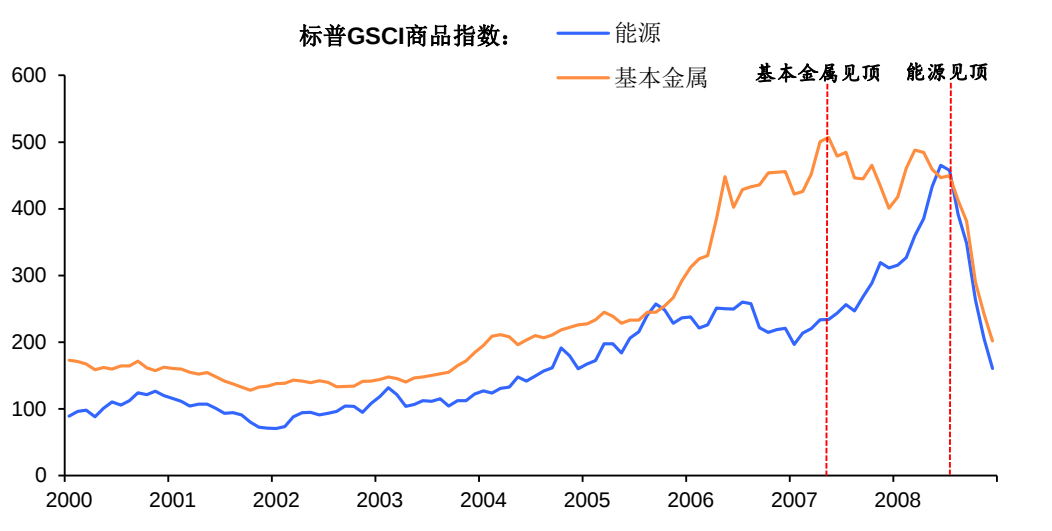
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3：2001-2008 年的大宗商品上涨和美元贬值贯穿了美联储的整个加息周期



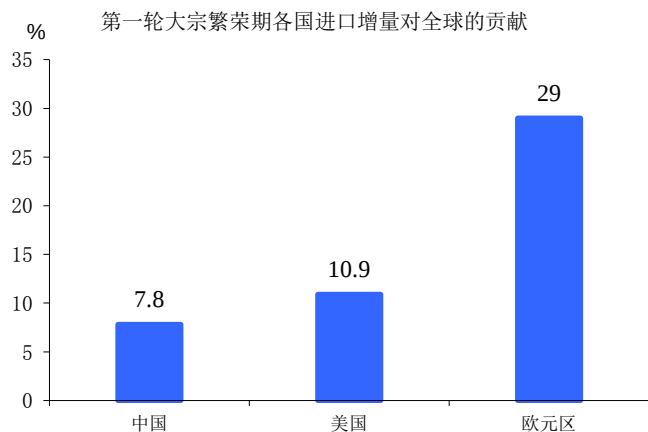
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 4：2001-2008 年大宗商品上涨中基本金属的见顶早于能源



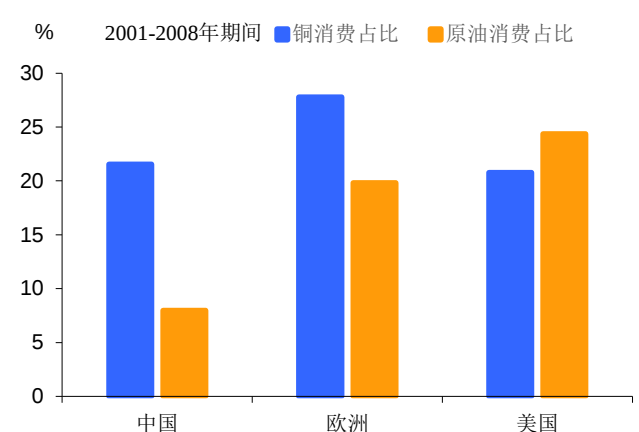
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 5: 2001-2008 年期间美欧是全球经济增长的主力



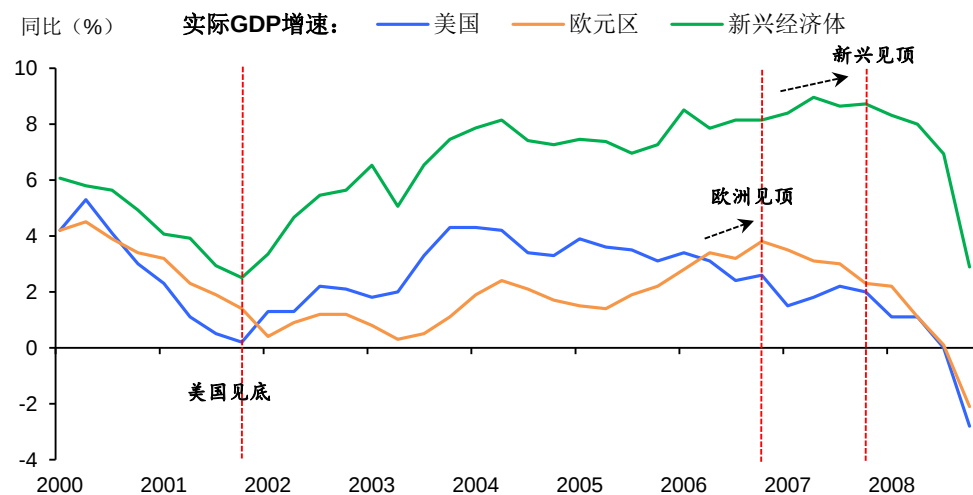
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6: 2001-2008 年期间美欧贡献了全球 44%原油消费



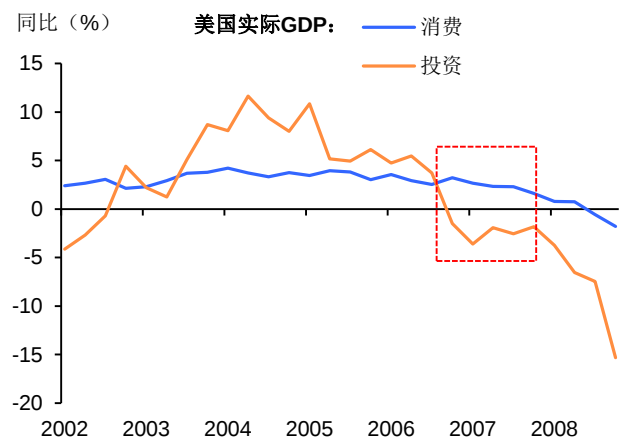
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 2001-2008 年欧洲和新兴经济体的复苏后来居上, 比美国更具持续性



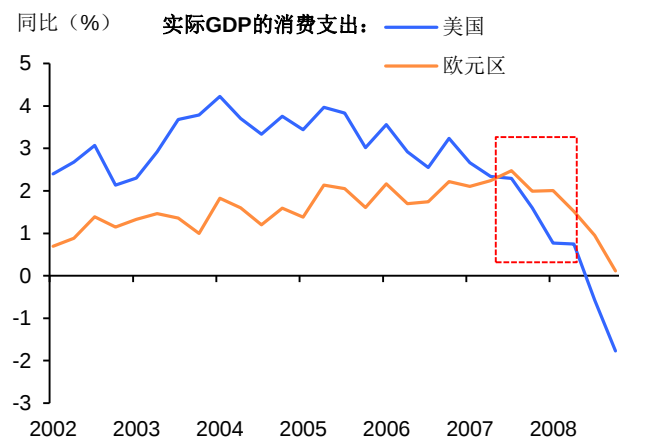
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8：2007 年美国投资相对消费断崖式下跌



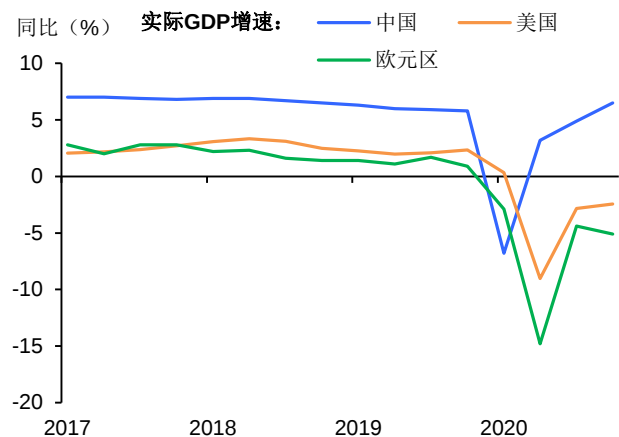
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 9：2007 年后欧元区消费反超美国继续扩张



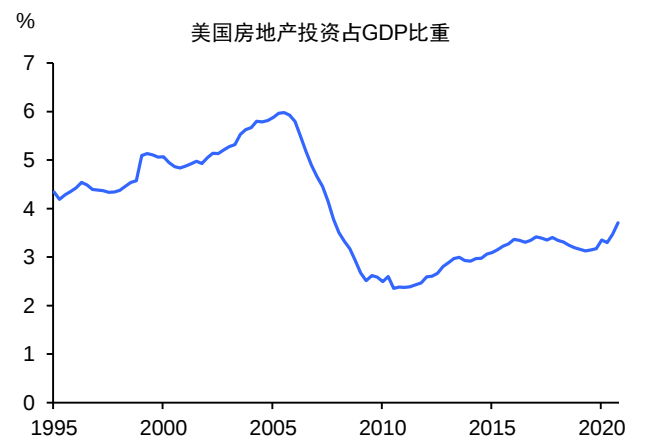
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 10：疫情后欧元区经济的复苏落后于中美



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 11：美国房地产投资占 GDP 比重依然偏低



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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_17431

