



## 商品价格已是强弩之末，随时准备空

2021.02.28

### 核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

#### 相关研究

- 1-2月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成
- 经济拐点就在当下
- CPI 双双转正，PPI 超预期回升

- 我们认为，以铜为代表的大宗商品已经整体进入顶部，要随时做好空的准备。随着大宗商品进入顶部，经济延续下行的确定性增强，股弱债强的趋势将更为明显。
- 中国的工业内需在疫情后成倒 V 型走势，在 2020 年 9-10 月冲顶后回落；全球修复的形状和中国类似，但节奏滞后中国 4-5 个月，因此 2021 年 2 月左右就是全球工业需求的顶部；全球工业需求在 2 月的冲顶是工业需求在年内的高峰，鉴于工业需求和大宗商品价格同步的规律，大宗商品价格整体在 2 月左右见顶。
- 本轮商品冲高是多种因素共振的结果，美国 1.9 万亿美元的刺激计划预期已经较为充分，工业的真实需求将见顶回落，情绪高涨也得到较为充分的释放，全球疫情有一定的反弹风险。利好因素已成强弩之末，除了原油以外，大宗商品整体从现在开始随时准备空。
- 2 月的主导逻辑（商品涨——债券收益率涨——股市跌）将有所变化，全球股债市场受通胀预期上行的冲击将明显弱化，整体走势可能在近期震荡。中国的资本市场的主导逻辑则逐渐过渡到经济下行的影响上来。2 月 28 日公布的中国制造业 PMI 再度下行。鉴于全球工业需求在 2 月左右冲高回落，中国经济延续下行的态势将更加明确。在此背景下，股弱债强的走势将逐渐清晰。
- 大类资产配置建议：多债、空股、空商品。

风险提示：经济超预期

## 1 引言

2月以来,资本市场最为显著的变化是大宗商品的暴涨,最终导致美债的大幅上行,并导致了股市的明显调整。我们对全球需求1-2月的冲高早有提示,但幅度也超出了我们的预期。站在当前的时点,市场对各资本类别走势的分歧巨大。但整体看来,对商品超级周期的看法更为主流。结合相关的研究和分析,我们认为,以铜为代表的大宗商品已经整体进入顶部,要随时做好空空的准备。随着大宗商品进入顶部,经济延续下行的确定性增强,股弱债强的趋势将更为明显。

我们整体论证的逻辑如下:

- (1) 中国的工业内需在疫情后成倒V型走势,在2020年9-10月冲顶后回落;值得注意的是,冲顶时的增速要比疫情前的正常增速明显要高;
- (2) 全球修复的形状和中国类似,但节奏滞后中国4-5个月,因此2021年2月左右就是全球工业需求的顶部;
- (3) 全球工业需求在2月的冲顶是工业需求在年内的高峰,鉴于工业需求和大宗商品价格同步的规律,大宗商品价格整体在2月左右见顶。
- (4) 本轮商品冲高是多种因素共振的结果,美国1.9万亿美元的刺激计划预期已经较为充分,工业的真实需求将见顶回落,情绪高涨也得到较为充分的释放,全球疫情有一定的反弹风险。利好因素已成强弩之末,除了原油以外,大宗商品整体从现在开始随时准备空。

图1: 南华期货指数(点)



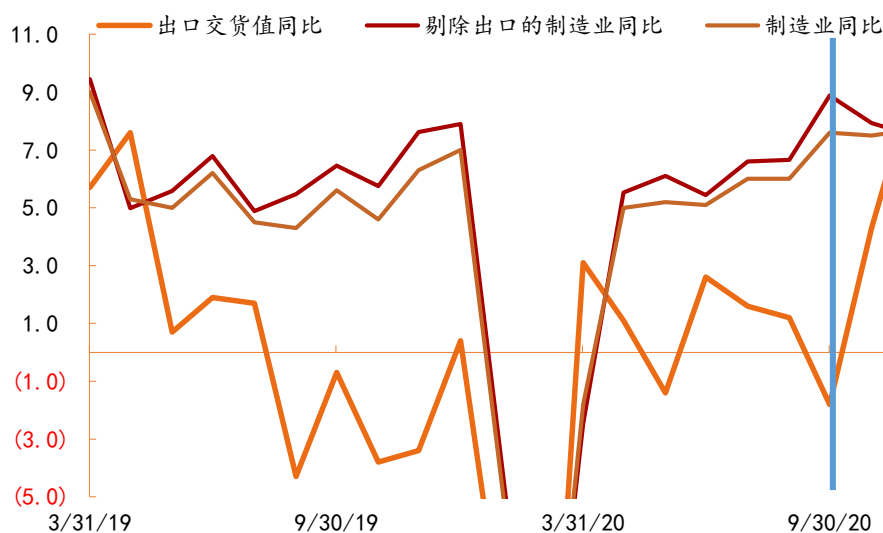
资料来源: Wind, 首创证券

## 2 中国的工业内需实际上在 2020 年 9-10 月见顶

多方面的证据表明，中国的工业内需已经在 2020 年 9-10 月见顶。出口在 11 月之后的强势上升使得中国的整体工业需求在 11-12 月见顶。

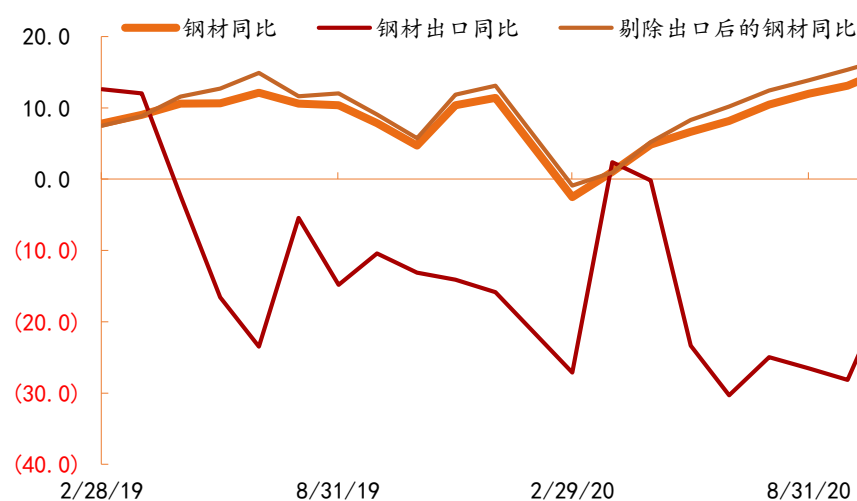
首先，我们观察制造业整体的走势。制造业同比从 2020 年 9 月起连续四个月稳定在 7.6% 左右。但实际上 10 月出口明显加速，11-12 月再往上冲高。剔除外需后的制造业同比实际上在 2020 年 9 月已经见顶回落。

图 2：制造业同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

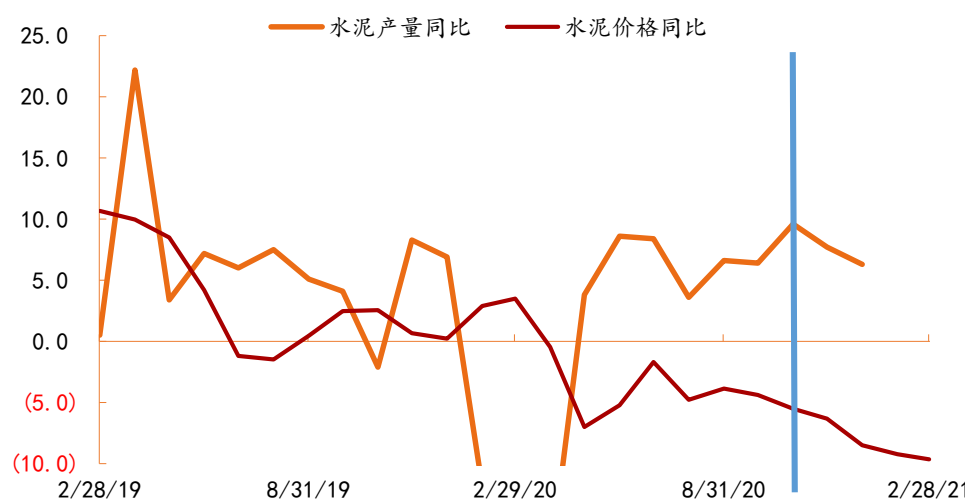
图 3：钢材产量同比



资料来源：Wind, 首创证券

我们再来观察重要工业产品产量的走势。剔除出口后的钢材同比在 2020 年 10 月见顶。然而，由于钢材可以作为中间品满足外需要求，仅仅剔除狭义出口并不能准确描述内需的走势。因此，我们观察传统的内需观察指标——水泥的走势。从产量上看，水泥的同比增速同样在 2020 年 10 月见顶回落。水泥的价格同比从 2020 年 10 月起就开始走弱。水泥整体从 2020 年 11 月后呈现量价齐跌的走势。汽车同比则在 2020 年 7 月见顶，然后趋势性回落。

图 4：水泥量价同比（%）



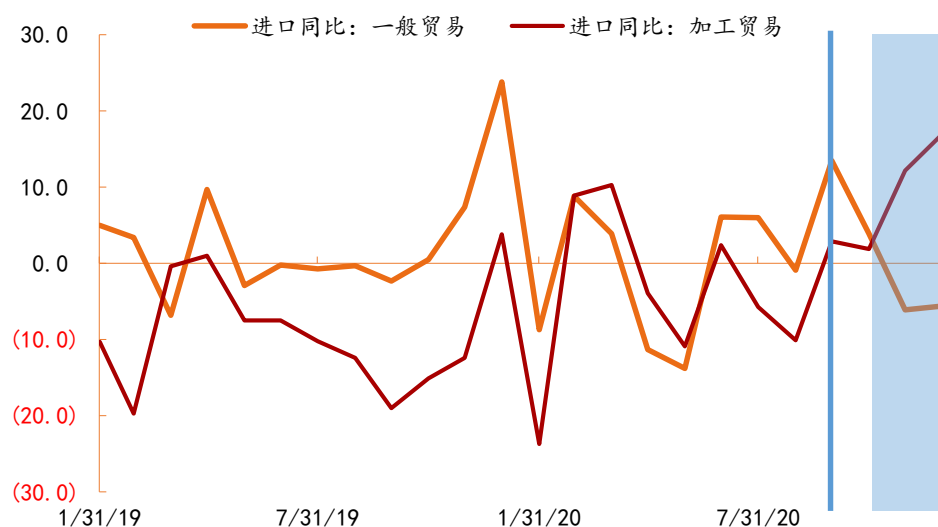
资料来源：Wind, 首创证券

图 5：汽车行业工业增加值同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

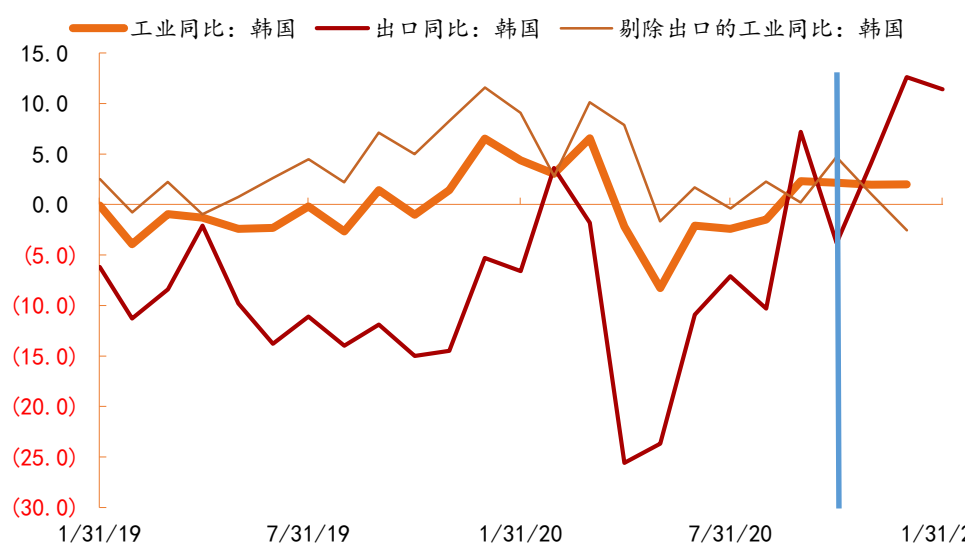
图 6：进口同比（%）



资料来源：Wind, 首创证券

此外，内需的一个关键指标——进口增速也呈现了同样的走势。一般贸易的进口同比在 2020 年 9 月见顶。值得注意的是，一般贸易的进口增速和加工贸易的进口增速在 2020 年四季度产生了明显的背离。一般贸易的进口增速往下而加工贸易的进口增速加速往上，这充分反映了中国和全球经济修复的错位。10 月之后出口的大幅回升也延缓了中国工业需求下行的节奏。

图 7：韩国工业增速（%）



资料来源：Wind、首创证券

中国的情况并非是个例。东亚各国均是 2020 年下半年的受益国。韩国的疫情控制的不错，因此和中国的节奏相当。韩国的工业增速自 2020 年 9 月起保持平稳，但主要

受到出口的支撑。剔除出口后的工业增速实际上已经在 2020 年 9 月见顶后回落。

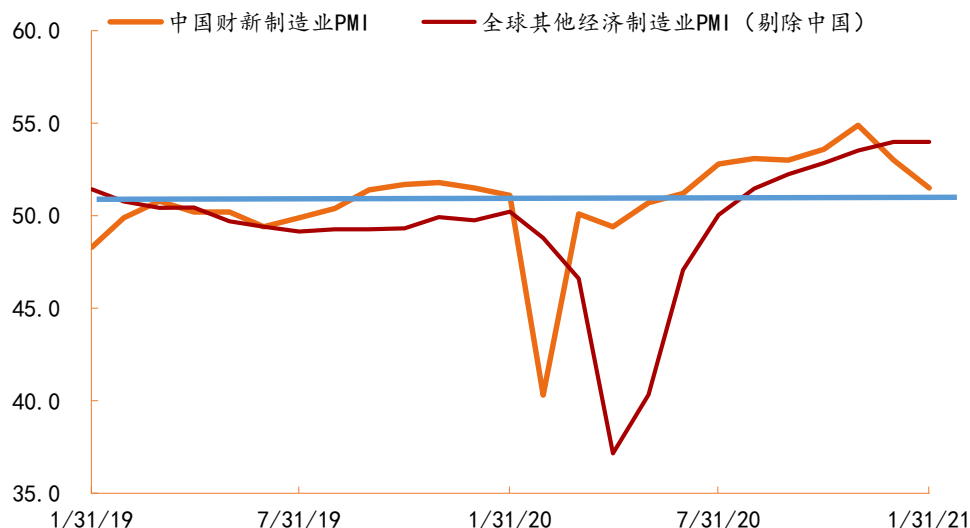
从多方面的证据上观察，我们得出以下结论：

- (1) 尽管某个品种见顶的时间可能不一定一致，但整体而言，中国工业内需大致在 2020 年 9-10 月见顶；
- (2) 由于出口的强力支撑，中国工业整体需求下行被延缓了，整体见顶可能在 2020 年 11-12 月，如果没有 1 月疫情的影响，可能在 2021 年 1-2 月见顶。
- (3) 各种商品见顶时的增速都较高，明显高于疫情前的水平。即使在 12 月，增速也高于疫情前水平。修复形态上都呈现较为明显的“倒 V”走势。

### 3 全球工业滞后中国 4-5 个月，大概在 2021 年 2 月左右见顶

中国疫情先于全球，控制疫情和经济修复也先于全球，因此中国经验非常有助于我们对全球经济修复节奏的判断。中国疫情最高峰和经济低点在 2020 年 2 月，全球疫情最高峰和经济低点在 2020 年 4-5 月，大概滞后 2-3 个月；中国的疫情控制较好，复苏节奏更为快速。从 PMI 的走势来观察，中国在 2020 年 3 月就基本回到了疫情前水平，但全球直到 2020 年 7 月才回到疫情前水平，全球整体工业滞后中国 4-5 个月。

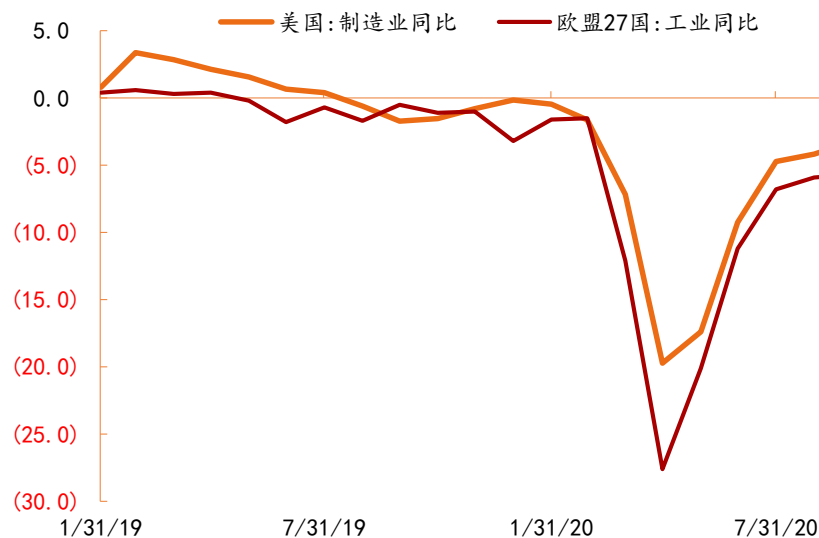
图 8：单位：点



资料来源：Wind、首创证券

从工业增速指标来观察，美欧都在 2020 年 11-12 月回到了疫情前，而中国则在 2020 年 8 月回到了疫情前，大致滞后 3-4 个月。这个滞后时间有所提前可能是受到了 11 月疫苗的影响。

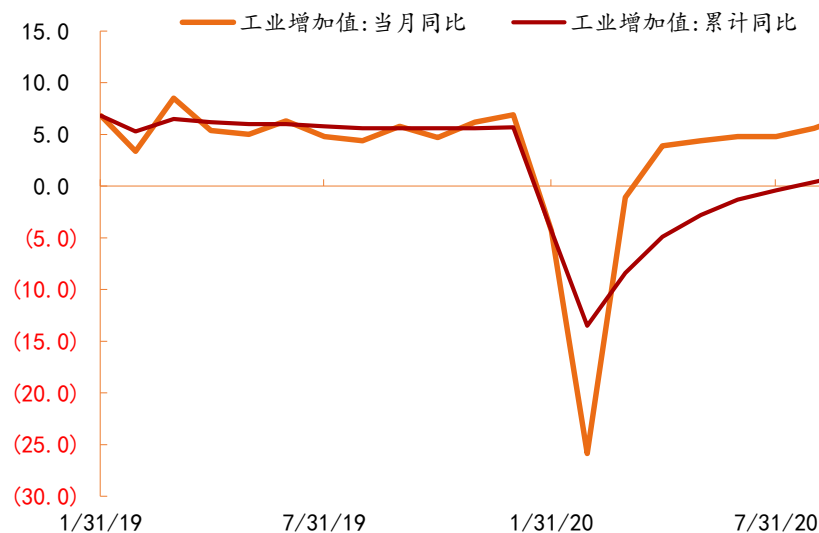
图 9：单位：(%)



资料来源：CHFS

综合来看，全球特别是欧美发达国家的工业修复大致滞后中国 4 个月左右。假如中国工业内需在 2020 年 9-10 月见顶回落，全球工业需求大致在 2021 年 1-2 月见顶回落。

图 10：单位 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

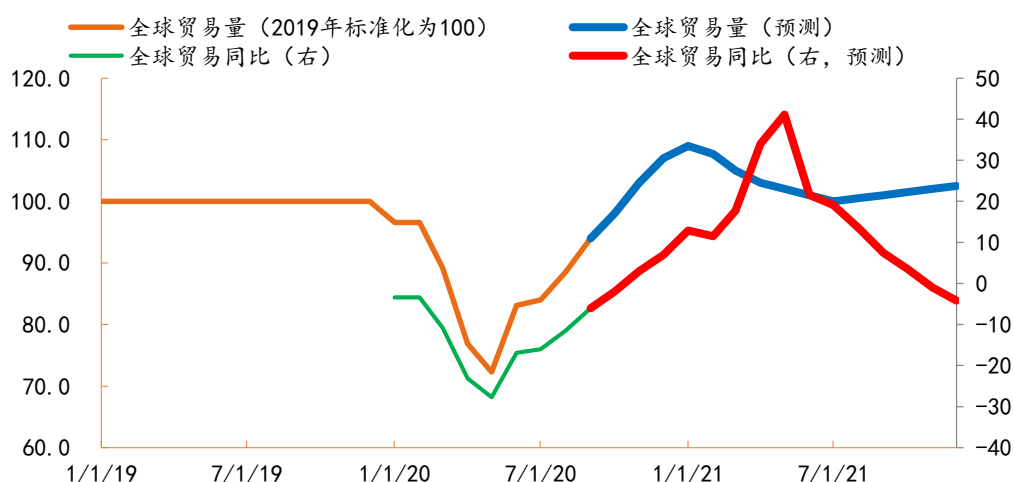
另外，从节奏上看，中国的经济修复呈现“倒 V”型走势，全球的经济修复预计也将呈现“倒 V”型走势。

此外，从中国工业增速累计同比的情况看，2020 年中国全年的工业增速累计同比为 2.8%，明显低于 2019 年的 5.7%。尽管有一些坑没有补完，我们怀疑，有些需求永久性

的消失了。全球工业修复的情形估计也类似，有些需求将永久性的消失了。

基于以上假设，我们对全球贸易的增速做了一个模拟测算，具体请见报告《**1-2月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成**》。我们预计，工业增速的走势与贸易的走势类似，均为1-2月见顶回落，但在年中之前仍高于疫情前水平。

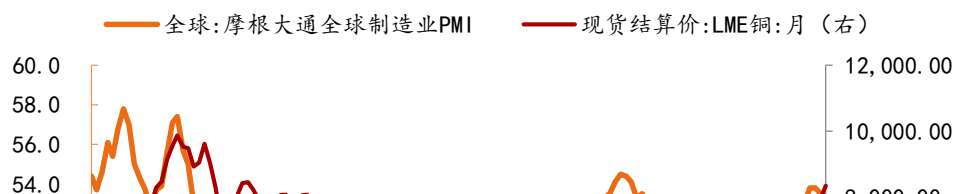
图 11：全球商品贸易预测



资料来源：Wind、首创证券

## 4 大宗商品价格将整体冲高回落

图 12：单位：点，美元/吨



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\\_17879](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17879)

