

2021年02月22日

商品视角，看内外需“K型”分化

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

2020年初以来的商品走势，折射出全球经济修复的节奏差异。“市场先生”给出的最新信号，或指向内外需背离已经开始。重申2021年海外国内“K型”经济走势研判。

● 2020年初以来商品牛市“一波三折”，反映国内和海外需求修复的节奏差异

2020年初至今，商品价格总体上涨，但走势上呈现出“一波三折”。疫情影响下的商品价格走势，大致分两个阶段，其中1月20日至3月底，新冠疫情冲击下，商品价格普遍下跌。4月初起，在政策宽松、供给收缩、需求修复等因素共同推动下，商品市场出现了持续上涨，截至2月19日，多数工业品大类价格涨幅超50%。但涨势上“一波三折”，2020年8-9月、2021年1月，均出现了价格回调。

商品价格走势上的“一波三折”，和疫情之下国内外需求修复的差异密切相关。黑色链、建材链等，和内需密切相关；原油等国际商品，受海外供需主导。疫情暴发后，国际商品价格，受到海外需求的持续压制。内需主导的建材、黑色等，先后出现大幅上涨，反映了国内疫情平稳、稳增长政策加码下，内需加快改善的逻辑。近期，原油快速上行、国内品种走势震荡，或指向内外需的强弱易势。

● 国内商品价格的两波大涨，对应着从国内需求主导、到国内外需求共振的转变。疫情后国内商品市场的“第一波上涨”，以建材为领涨品种，指向的是房地产链等内需的率先修复。2020年4月初-8月中旬，非金属建材涨幅接近60%，大幅高于商品总体26.2%的涨幅。其主要分项，如玻璃、PVC等，和房地产密切相关。在我国本土疫情逐渐收尾、“稳增长”政策加快发力背景下，内需较外需率先修复。同期，海外疫情蔓延，拖累原油等国际商品，在主要商品大类中走势偏弱。

4季度的“第二波上涨”，黑色链涨幅领先，反映了外需加快修复、内外需共振，对国内经济的提振。2020年9月下旬-2021年1月上旬，黑色链涨幅最大，达43.7%。2020年4季度，国内需求延续修复、海外需求也加快改善，制造业投资、电气机械及器材等代表性制造业出口，增速达10%以上。在国内外需求共振拉动下，12月工业增加值增速7.3%，为2015年来的较高水平，经济达到年内高点。

● 2020年底以来，国内商品回调、原油涨势“凌厉”，或反映内外需的强弱易势。国内商品价格的回调，与内需回落预期密切相关；以原油为代表的国际商品涨势“凌厉”，则指向了海外经济的持续改善。年初以来，黑色链跌幅一度超过14%，拖累国内商品回落；同期，11月以来的原油价格指数，涨幅高达68.6%。从宏观指标表现来看，国内PMI生产指数，在11月触及近8年多的高点54.7%后，已连续2个月下降；海外疫苗接种加快推进、疫情形势向好，经济改善的确定性较高。

随着疫情影响减弱，全球性的政策“退潮”，是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021年海外国内经济或呈“K型”走势。全球来看，10Y美债收益率或突破2%，加大风险资产波动。对于中国而言，需要警惕政策“退潮”过程中，权益类资产估值压缩的风险；“紧信用”与“宽货币”背景下，长端利率债的中期下行趋势较为确定。

● 风险提示：海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-转债市场的逻辑》-2021.2.21

《宏观经济专题-找准流动性的“脉搏”》-2021.2.21

《宏观经济专题-油价上涨远未结束》-2021.2.21

目 录

1、 商品视角，看内外需“K型”分化.....	3
2、 研究结论.....	9
3、 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 海外主要大宗商品在春节前后涨幅较大.....	3
图 2: 节后，国内商品也呈现普涨格局.....	3
图 3: 疫情后商品价格总体上涨.....	4
图 4: 工业品价格涨幅普遍在 40%以上.....	4
图 5: 各主要工业品大类指数，节奏并不相同.....	4
图 6: 疫情后的“第一波上涨”中，非金属建材涨幅最大.....	5
图 7: 玻璃和 PVC 在“非金属建材”中占比较高.....	5
图 8: 玻璃价格和房地产表现密切相关.....	5
图 9: 房地产投资在疫情后较快修复.....	5
图 10: 2020 年 Q4“第二波上涨”中，黑色链涨幅最大.....	6
图 11: 4 季度，我国钢材产量创下近 7 年来增速新高.....	6
图 12: 2020 年 Q4，设备制造业出口达到年内高点.....	6
图 13: 2020 年 Q4，国内制造业投资也达到年内高点.....	6
图 14: 2020 年 8-9 月，非金属建材跌幅最大.....	7
图 15: 2020 年下半年以来，土地成交面积增速持续回落.....	7
图 16: 商品房成交额在 8 月触顶回落.....	7
图 17: 2020 年 8 月，玻璃去库进程明显放缓.....	7
图 18: 1 月的商品价格回调中，黑色链领跌.....	8
图 19: PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落.....	8
图 20: 11 月以来，原油价格指数涨幅接近 70%.....	8
图 21: 年初以来，海外新增确诊病例数量快速下降.....	8
图 22: 美国疫苗接种速度加速提升，欧盟等也持续推进.....	9
图 23: 拜登计划为美国居民再次提供大规模财政援助.....	9

1、商品视角，看内外需“K型”分化

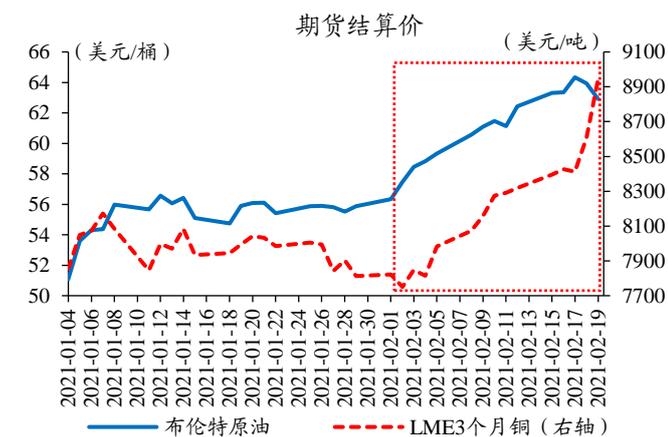
事件：

2月19日当周，Wind商品指数报收1312.08点，较节前最后一个交易日（2月10日）大幅上涨4.3%。（数据来源：Wind）

点评：

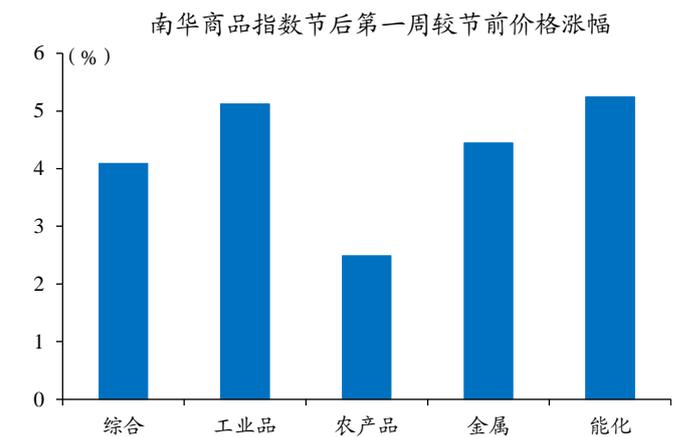
春节前后，石化、有色、黑色等链条的商品价格普涨，引发对需求景气的关注。春节前后，全球大宗商品价格普遍上涨，例如2月初以来，布伦特原油结算价最高上涨了15.1%（2月17日），LME3个月铜上涨14.4%（截至2月19日）。国内商品在节后也出现普涨行情，南华商品综合指数节后第1周较节前上涨达4.1%，其中工业品涨幅较大、超过5%，包括有色、黑色、能源、化工等商品链条，均有所表现。

图1：海外主要大宗商品在春节前后涨幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：节后，国内商品也呈现普涨格局



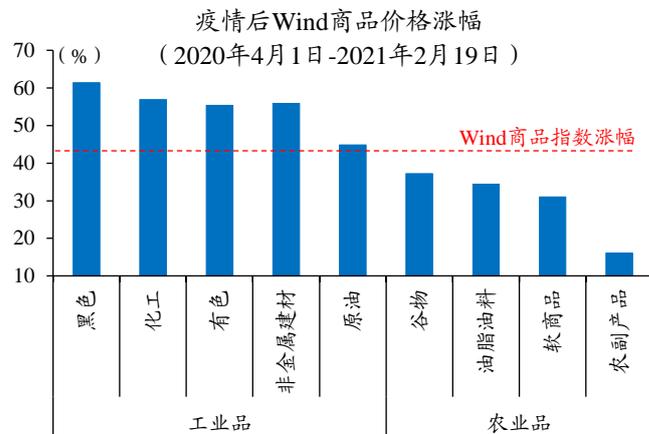
数据来源：Wind、开源证券研究所

回顾 2020 年初至今，商品价格总体上涨，但走势上呈现出“一波三折”。疫情影响下的商品价格走势，大致分两个阶段，其中1月20日至3月底，新冠疫情冲击下，商品价格普遍下跌。4月初起，在政策宽松、供给收缩、需求修复等因素共同推动下，商品市场出现了持续上涨，Wind商品指数从2020年4月1日低点至今（截至2月19日收盘），涨幅达43.1%。其中，多数工业品大类价格涨幅超50%¹。但上涨走势“一波三折”，2020年8-9月、2021年1月，均出现了价格的回调。

¹ 为了方便不同商品期货品种间的横向比较，此处及下文均采用 Wind 提供的统一编制的商品指数来指代商品价格。对于商品价格上涨、下跌时间区间的确定，也以 Wind 商品指数为基准。

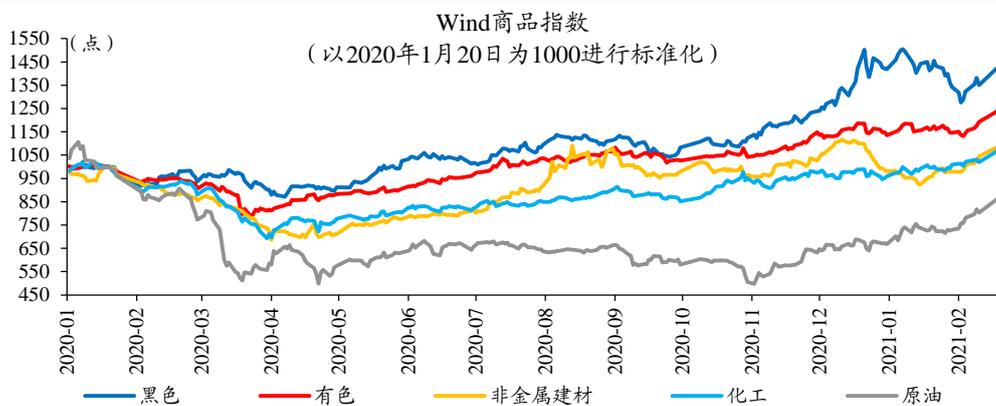
图3: 疫情后商品价格总体上涨


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 工业品价格涨幅普遍在 40%以上


数据来源: Wind、开源证券研究所

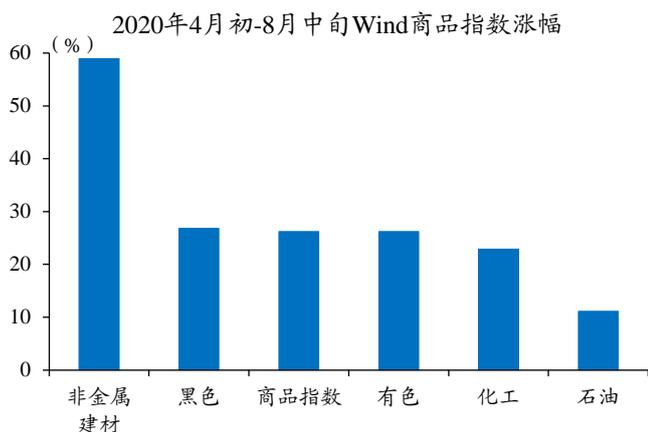
商品价格走势上的“一波三折”，和疫情之下国内外需求修复的差异密切相关。黑色链、建材链等，和内需密切相关；原油等国际商品，受海外供需主导。疫情暴发后，各主要商品类别走势分化，原油等国际商品，在海外疫情蔓延、需求萎靡之下，价格受到持续压制。而疫后国内的建材、黑色等先后出现大幅上涨，反映了国内疫情平稳、稳增长政策加码下，内需加快改善的逻辑。2020 年底以来，国内品种走势震荡，原油等国际商品价格快速上行，或指向内外需的强弱易势。

图5: 各主要工业品大类指数，节奏并不相同


数据来源: Wind、开源证券研究所

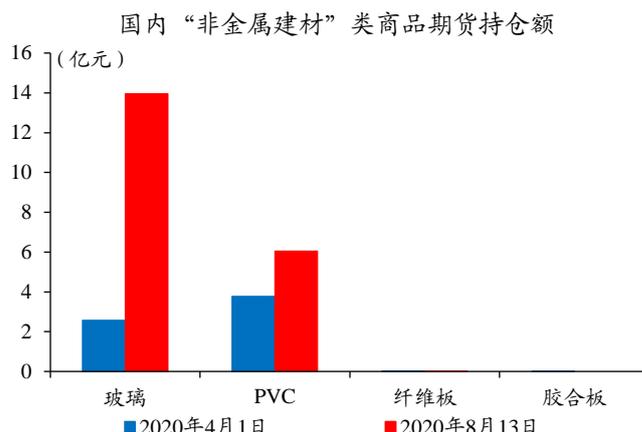
疫情后国内商品市场的“第一波上涨”中，非金属建材领涨，指向的是国内“稳增长”政策下，房地产链为代表的内需修复。2020 年 4 月初-8 月中旬的“第一波上涨”中，非金属建材涨幅接近 60%，大幅高于其他商品大类。其主要分项，如玻璃、PVC 等，和房地产等内需的关系密切。在我国本土疫情逐渐收尾、“稳增长”政策加快发力背景下，内需较外需率先修复。同期，海外疫情蔓延，拖累原油等国际商品，在主要商品大类中走势偏弱。

图6: 疫情后的“第一波上涨”中, 非金属建材涨幅最大



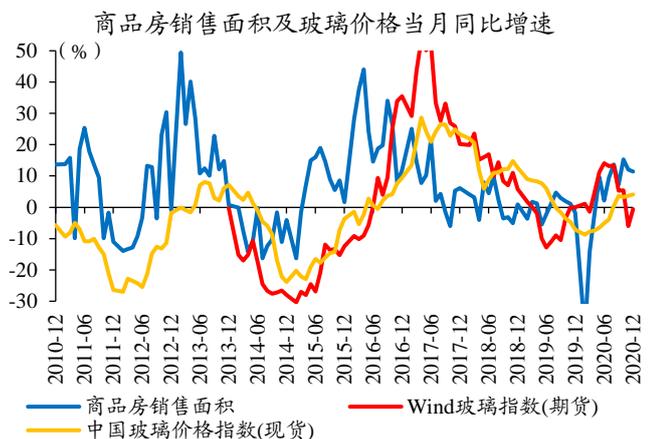
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 玻璃和PVC在“非金属建材”中占比较高



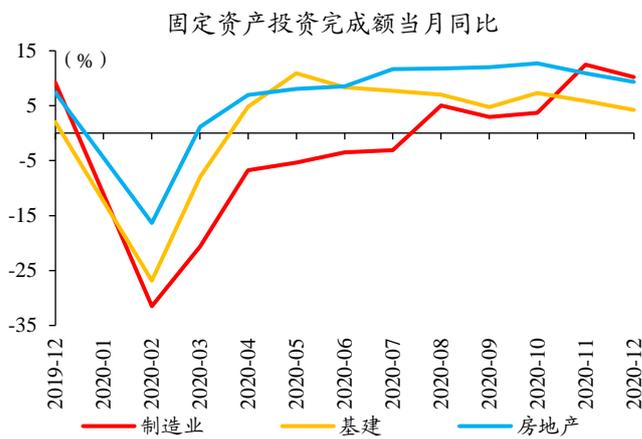
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 玻璃价格和房地产表现密切相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

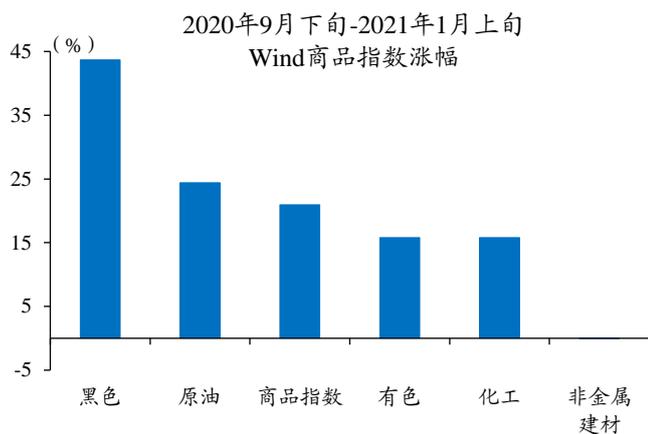
图9: 房地产投资在疫情后较快修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

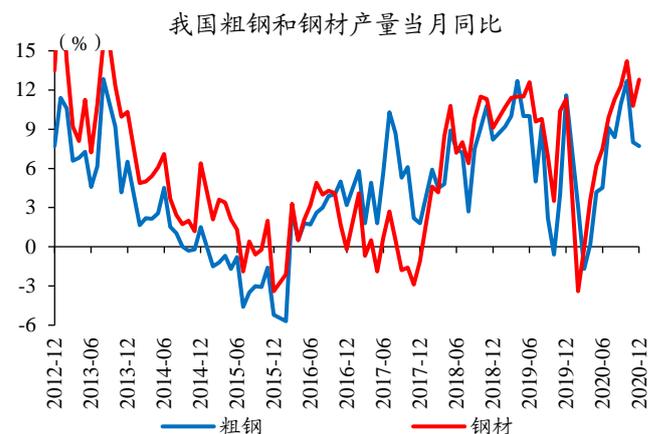
4季度的“第二波上涨”, 黑色链涨幅领先, 反映了外需加快修复、内外需共振, 对国内经济的提振。2020年9月下旬-2021年1月上旬的“第二波上涨”中, 黑色链涨幅最大, 达43.7%, 与此相对应的, 是4季度, 我国钢材产量单月增速创下近7年来的新高。2020年4季度, 国内需求延续修复, 制造业投资单月增速突破10%; 海外需求也加快改善, 拉动我国出口大幅增长。在国内外需求共振拉动下, 12月工业增加值增速达7.3%, 为2015年来的较高水平, 经济达到年内高点。

图10: 2020年Q4“第二波上涨”中,黑色链涨幅最大



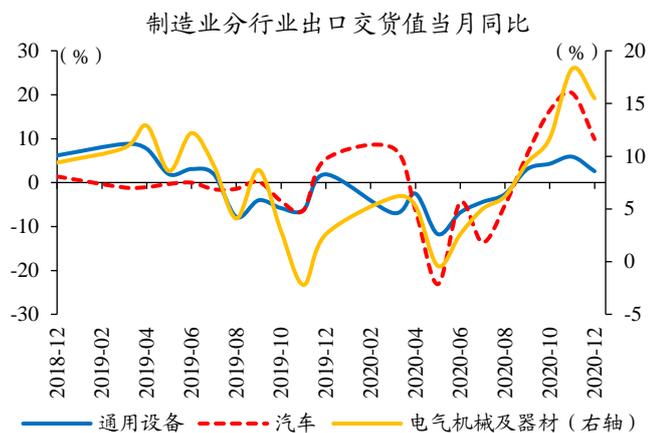
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 4季度,我国钢材产量创下近7年来增速新高



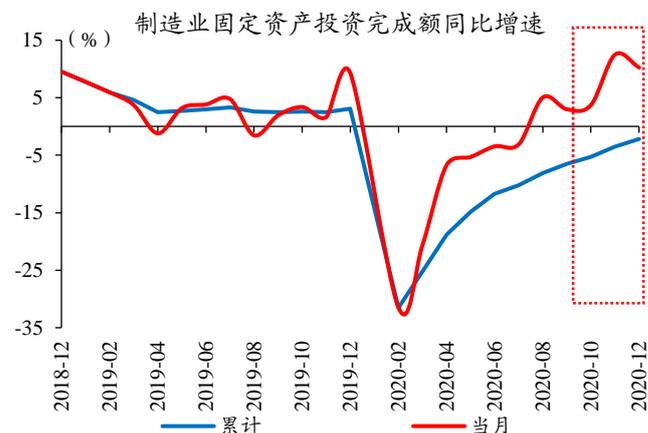
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020年Q4,设备制造业出口达到年内高点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2020年Q4,国内制造业投资也达到年内高点

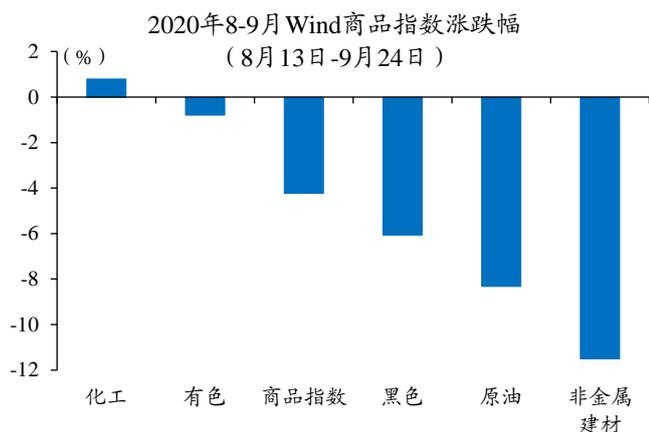


数据来源: Wind、开源证券研究所

值得关注的是,国内商品价格上涨途中先后两次回调,和内需回落预期密切相关。2020年8-9月的回调,对应了前期率先启动内需的房地产等建筑链,开始出现景气回落²。2020年8-9月的下跌中,非金属建材跌幅最大。从2020年年中起,政策加大对房地产市场的调控力度,土地成交增速从7月起开始下行,8月商品房销售额增速触及年内高点27.1%后回落。8月中下旬起,玻璃去库进程也出现大幅放缓。

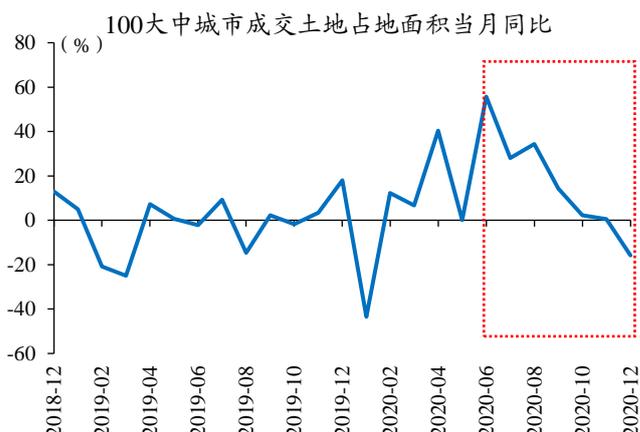
² 海外对欧洲疫情二次暴发的担忧,也对当时的商品形成拖累。但欧洲疫情对商品价格的影响主要集中在9-10月,和国内商品价格回调的时间区间主要在9月份有所重叠。

图14: 2020年8-9月, 非金属建材跌幅最大



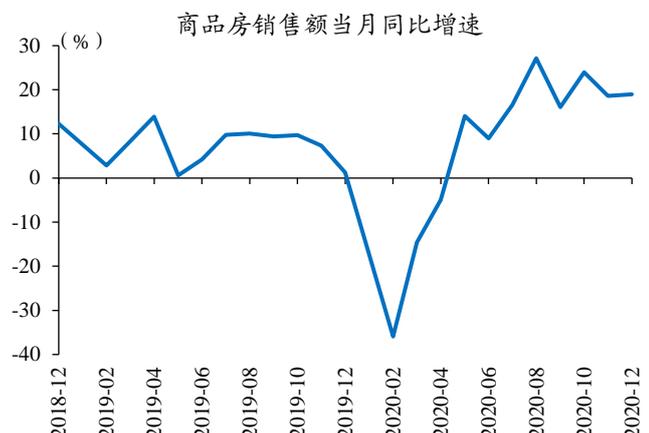
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2020年下半年以来, 土地成交面积增速持续回落



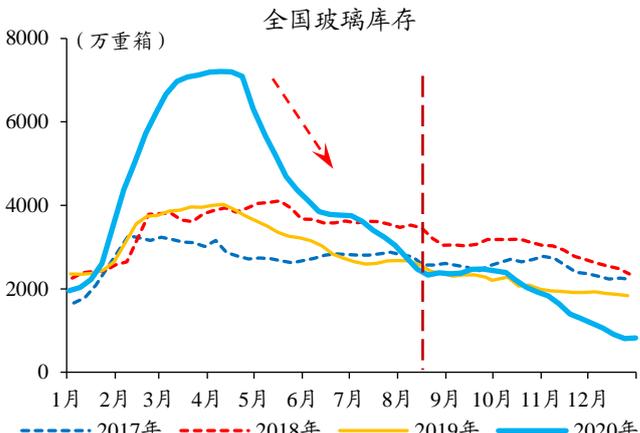
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 商品房成交额在8月触顶回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

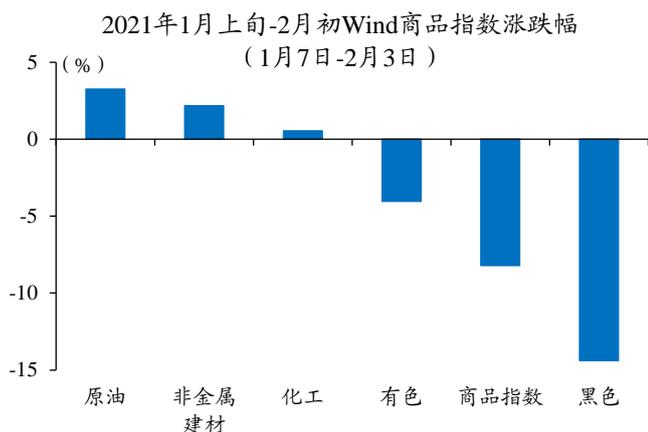
图17: 2020年8月, 玻璃去库进程明显放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

2021年1月的商品价格回调, 可能映射了市场对国内经济景气见顶的担忧。1月国内商品价格回调中, 黑色链跌幅一度达14.4%, 拖累国内商品回落。从宏观指标表现来看, PMI生产指数在11月触及近8年多的高点54.7%后, 连续2个月下降; 社融等经验性的经济领先指标, 也出现了连续回落。这些都一定程度上增加了市场对国内生产景气见顶的担忧。

图18: 1月的商品价格回调中, 黑色链领跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: PMI生产指数从近8年多来的高点连续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

与此同时, 2020年底以来, 以原油为代表的国际商品涨势“凌厉”; 在疫情改善之下, 海外经济改善的确定性较高。11月至今, 原油价格指数涨幅达68.6%, 大幅高于其他商品涨幅。原油作为典型外需主导的商品, 其价格快速上行, 反映了海外经济修复的预期。在疫苗接种加快推进、疫情扩散速度明显回落的背景下, 海外经济改善确定性较高。美联储相对鸽派的政策态度, 美国政府提出的1.9万亿财政刺激法案等, 或也对海外经济形成一定支撑。

图20: 11月以来, 原油价格指数涨幅接近70%

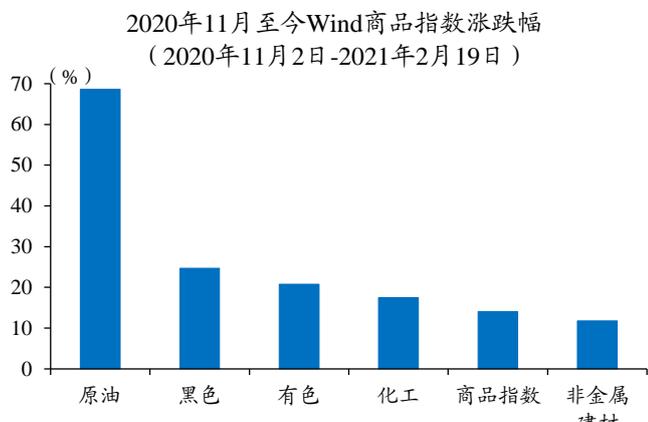
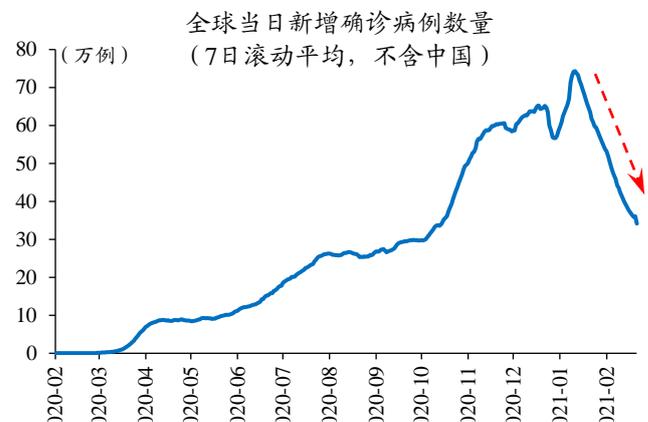


图21: 年初以来, 海外新增确诊病例数量快速下降



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_17964



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn