

# 宏观专题报告 20210325

## 大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示

2021 年 03 月 25 日

### 观点

- 大宗商品正在经历 21 世纪以来的最快速上涨，市场对其后续上涨动能不乏质疑，尤其是在近期铜、油价格出现了回调的情况下。本轮大宗将会如何演绎？我们复盘了 21 世纪以来的过去三轮大宗商品繁荣，通过梳理每一轮背后的影响因素，得到判断当前大宗上涨持续性的参考。
- 回顾这三轮大宗繁荣，我们发现三轮涨势各具特征。第一轮（2001-2008 年）历时最长（79 个月）、涨幅最大（395%），第二轮（2009-2011 年）上涨最快（27 个月内上涨 127%），第三轮（2016-2018 年）上涨最弱（29 个月内上涨 67%）。那么，这三轮各具特征的上涨周期分别由何主导？哪些指标可以作为当前判断大宗走势的借鉴？当前大宗上涨与过去哪一轮最为相似？
- **第一轮：基本面驱动的最长上涨（2001-2008 年）。**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。正是美国-欧洲-新兴市场的复苏共振带来的需求拉动，使得这一轮大宗商品上涨的持续性令后几轮都无法企及。结构上，中国主要拉动金属上涨，但由于这一时期全球经济增长主要靠发达国家而非中国，这就导致此轮能源价格上涨明显高于基本金属。
- **第二轮：政策+基本面驱动的最快上涨（2009-2011 年）。**当前（2020 年 4 月以来）大宗上涨与第二轮在起源（中国政策刺激）、持续性（金属向原油传导）、幅度（中国铜进口量上台阶）方面都较为相似。区别在于第二轮大宗繁荣在中国央行持续加息中退出，而当前大宗上涨方兴未艾。
- **第三轮：政策驱动的最弱上涨（2016-2018 年）。**从结构上看，基本金属上涨的乏力是这轮大宗商品上涨逊于以往的一大原因，主要的拖累因素在于（1）中国去杠杆目标下的基建投资断崖式下滑；（2）中国房地产政策调控精细化下的地产投资增速表现平淡；（3）美联储加息导致的新兴经济体投资回报率偏低。
- **比较历史三轮大宗繁荣与当前这一轮（2020 年 4 月至今）上涨，我们认为当前这一轮上涨与第二轮（2009-2011 年）的相似性最高，即兼具政策与基本面的驱动。**由于全球央行的放水，当前这轮大宗商品上涨受到流动性的驱动；而后续随着国内宽松政策的退出，这一轮上涨的动能正在由流动性向经济基本面转换。与此同时，叠加供给端全球铜及石油行业 CAPEX 处于历史较低的水平来看，我们认为此轮大宗上涨并未结束，仍具备一定空间和持续性。
- **风险提示：**美国财政刺激规模不及预期；持续通胀引发货币政策收紧；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 20210317：美联储会使用 YCC 吗？》2021-03-18
- 2、《宏观点评 20210316：史上最长大宗商品繁荣是如何炼成的？》2021-03-16
- 3、《宏观点评 20210315：史上最高增长数据是强是弱？》2021-03-15
- 4、《宏观点评 20210314：史上最快大宗商品上涨是如何形成的？》2021-03-14
- 5、《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

## 内容目录

|                                          |           |
|------------------------------------------|-----------|
| <b>1. 第一轮：基本面驱动的最长上涨（2001-2008 年）</b>    | <b>5</b>  |
| 1.1. 发达国家+能源需求的组合为主要拉动                   | 5         |
| 1.2. 欧洲和新兴经济体复苏对冲了美联储加息的影响               | 6         |
| 1.3. 美国投资提前熄火，基本金属价格见顶早于能源               | 8         |
| <b>2. 第二轮：政策+基本面驱动的最快上涨（2009-2011 年）</b> | <b>9</b>  |
| 2.1. 起源：中国加大基建或地产投资                      | 9         |
| 2.2. 持续性：依赖于工业活动的恢复                      | 11        |
| 2.3. 幅度：与中国对铜的进口量绝对规模水平上移有关              | 12        |
| 2.4. 退出：国内持续加息导致第二轮大宗商品退出繁荣              | 12        |
| <b>3. 第三轮：政策驱动的最弱上涨（2016-2018 年）</b>     | <b>13</b> |
| 3.1. 两个现象：油价见顶滞后于铜价、油价涨幅远超铜价             | 13        |
| 3.2. 三个拖累：基建、地产、新兴经济体投资                  | 15        |
| <b>4. 对当前的启示：以第二轮为镜</b>                  | <b>17</b> |
| <b>5. 风险提示</b>                           | <b>19</b> |

## 图表目录

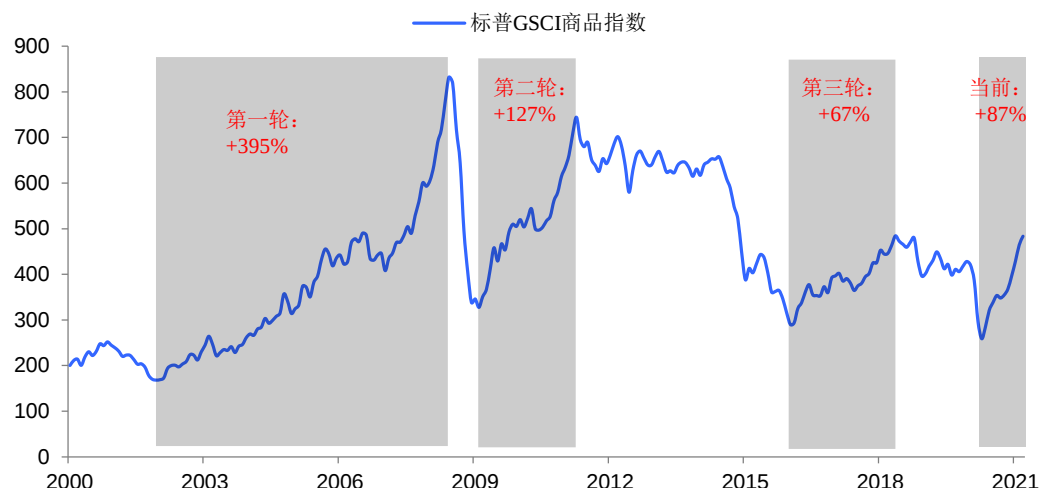
|                                                 |       |
|-------------------------------------------------|-------|
| 图 1: 21 世纪以来大宗商品经历了完整的三轮上涨周期 .....              | 4     |
| 图 2: 在 2001-2008 年的大宗商品繁荣中, 能源价格上涨的推动尤为突显 ..... | 5     |
| 图 3: 2001-2008 年期间美欧是全球经济增长的主力 .....            | 6     |
| 图 4: 2001-2008 年期间美欧贡献了全球 44% 原油消费 .....        | 6     |
| 图 5: 2001-2008 年中国固投规模增量高于美国 .....              | 6     |
| 图 6: 2001-2008 年中国铜消费份额提升幅度超过美欧 .....           | 6     |
| 图 7: 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 ..... | 7     |
| 图 8: 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 ..... | 8     |
| 图 9: 2001-2008 年大宗商品上涨中基本金属的见顶早于能源 .....        | 8     |
| 图 10: 2007 年美国投资相对消费断崖式下跌 .....                 | 9     |
| 图 11: 2007 年后欧元区消费反超美国继续扩张 .....                | 9     |
| 图 12: 中国加大基建投资是 2008-2011 年大宗繁荣开启的关键因素 .....    | 10    |
| 图 13: 2020 年 4 月以来的大宗上涨由中国基建+房地产投资拉动 .....      | 11    |
| 图 14: 中国原油需求与工业部门活动相关性较强 .....                  | 12    |
| 图 15: 两轮大宗快速上涨期均有中国铜进口量规模扩张 .....               | 12    |
| 图 16: 央行持续加息是第二轮大宗退出繁荣的一个信号 .....               | 13    |
| 图 17: 持续加息导致基建及地产投资增速均开始下滑 .....                | 13    |
| 图 18: 油价的见底与铜价同步, 但反弹时间较长 .....                 | 14    |
| 图 19: 2016-2018 年期间油价涨幅远超铜价 .....               | 14    |
| 图 20: 2016 年基本金属价格的见底反弹源于中国工业活动的筑底回升 .....      | 14    |
| 图 21: 中国对主要金属的消费量主导了全球的半壁江山 .....               | 15    |
| 图 22: 全球的原油消费仍然被发达国家主导 .....                    | 15    |
| 图 23: 全球原油消费增速与 G7 国家 GDP 增速一致 .....            | 15    |
| 图 24: 2017 年的去杠杆导致基建增速断崖式下滑 .....               | 16    |
| 图 25: 铜的消费约有 1/3 分布在基建领域 (2017 年) .....         | 16    |
| 图 26: 2016 年以来房地产投资的回升受限, 并未能对冲基建投资增速的回落 .....  | 16    |
| 图 27: 新兴经济体投资的资本回报率低于发达经济体抑制了大宗商品价格反弹 .....     | 17    |
| 图 28: 新兴经济体投资的资本回报率低于发达经济体抑制了大宗商品价格反弹 .....     | 18    |
| 图 29: 全球铜行业 CAPEX 处于历史低位 .....                  | 18    |
| 图 30: 全球石油行业 CAPEX 处于历史低位 .....                 | 18    |
| 图 31: 疫情后欧元区经济的复苏落后于中美 .....                    | 19    |
| 图 32: 美国房地产投资占 GDP 比重依然偏低 .....                 | 19    |
| <br>表 1: 三轮大宗上涨的持续性和幅度不尽相同 .....                | <br>4 |

疫苗的顺利推广大幅提振了市场对经济复苏的信心，大宗商品价格经过了 2020 年 8 至 11 月的调整后再次启动快速上行。随着近期铜、油价格出现回调，市场愈发关注本轮大宗上涨如何演绎。本报告复盘了 21 世纪以来的三轮大宗商品繁荣，通过梳理每一轮大宗上涨背后的推动因素，以作为判断当前大宗上涨持续性的参考。

回顾这三轮大宗繁荣，我们发现三轮涨势各具特征。例如**第一轮**（2001-2008 年）历时最长（79 个月）、涨幅最大（395%），**第二轮**（2009-2011 年）上涨最快（27 个月内上涨 127%），**第三轮**（2016-2018 年）上涨最弱（29 个月内上涨 67%）。

这三轮各具特征的上涨周期分别由什么主导？哪些指标可以作为当前判断大宗走势的借鉴？当前大宗上涨与哪一轮最为相似？这些问题均能从后文的详细回溯中找到答案。

图 1：21 世纪以来大宗商品经历了完整的三轮上涨周期



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

表 1：三轮大宗上涨的持续性和幅度不尽相同

|     | 大宗商品上涨时期                 | 持续时间  | 涨幅   | 月均环比  |
|-----|--------------------------|-------|------|-------|
| 第一轮 | 2001 年 12 月-2008 年 6 月   | 79 个月 | 395% | 2.05% |
| 第二轮 | 2009 年 2 月-2011 年 4 月    | 27 个月 | 127% | 3.09% |
| 第三轮 | 2016 年 1 月-2018 年 5 月    | 29 个月 | 67%  | 1.78% |
| 第四轮 | 2020 年 4 月至今（2021 年 3 月） | 12 个月 | 87%  | 5.35% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

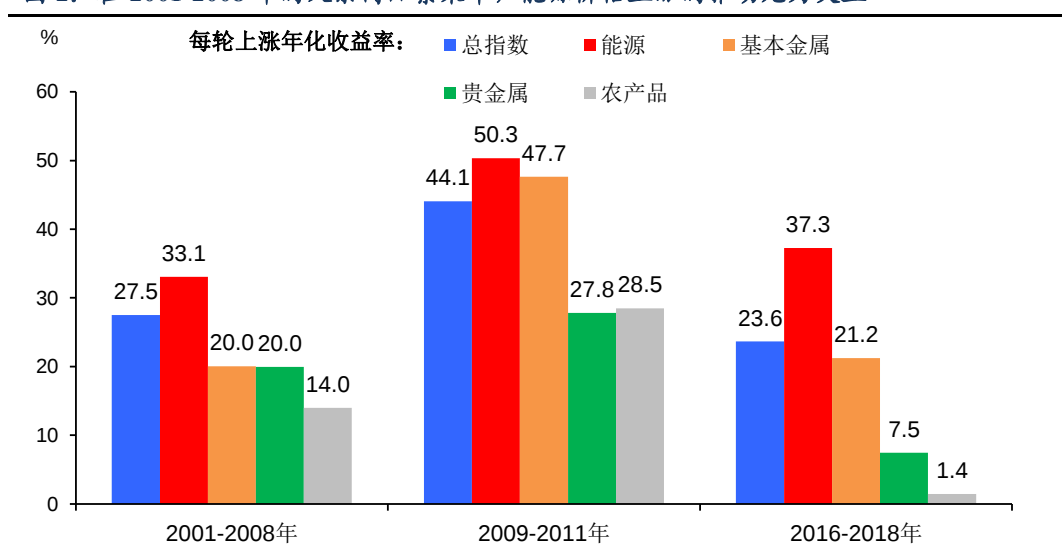
## 1. 第一轮：基本面驱动的最长上涨（2001-2008 年）

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。正是美国-欧洲-新兴市场的复苏共振带来的需求拉动，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。从拉动力量、经济背景、上涨节奏上看，此轮大宗具有以下三方面的特征。

### 1.1. 发达国家+能源需求的组合为主要拉动

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。

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

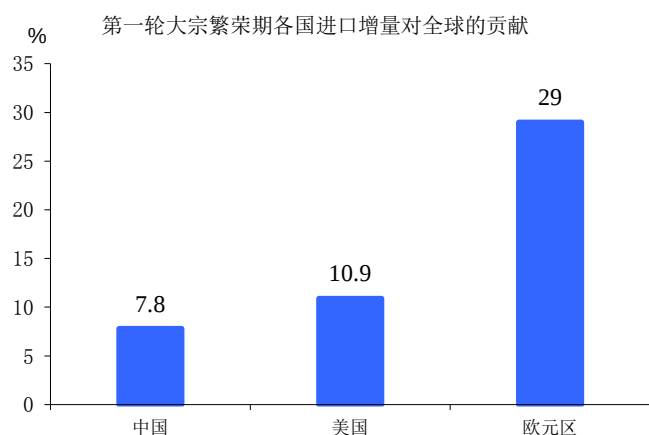


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2001-2008 年间拉动全球经济增长的主力军是欧美而非中国。这一观点可能与市场一直以来的认知存在分歧：由于 2001-2008 年期间中国工业化进程的快速发展让人印象深刻，故多数人将中国视为这一时期全球经济增长的引擎。但从大宗价格表现以及彼时全球经济结构来看，2001-2008 年间拉动全球经济增长的主力军是欧美而非中国。

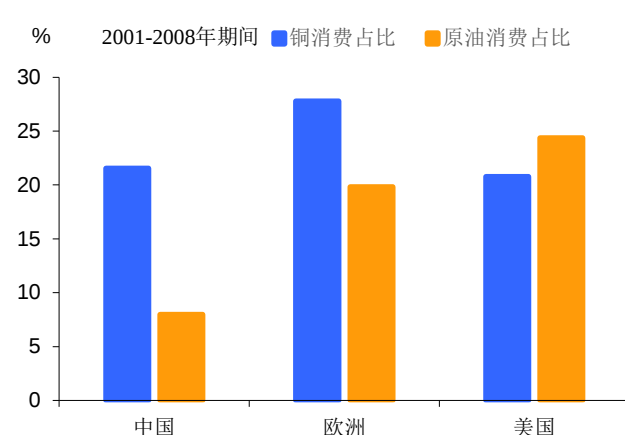
一方面，彼时中国的经济体量刚赶上德国，对全球经济增长的贡献远不及美欧（图 3）。另一方面，从全球大宗消费结构来看，美欧各自对原油的需求远超中国，对铜的需求与则中国相当（图 4）。这便很好地解释了为何这一时期能源上涨一枝独秀。

图 3: 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

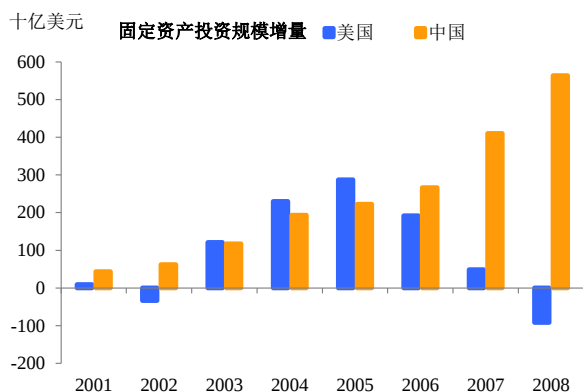
图 4: 2001-2008 年期间美欧贡献了全球 44% 原油消费



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

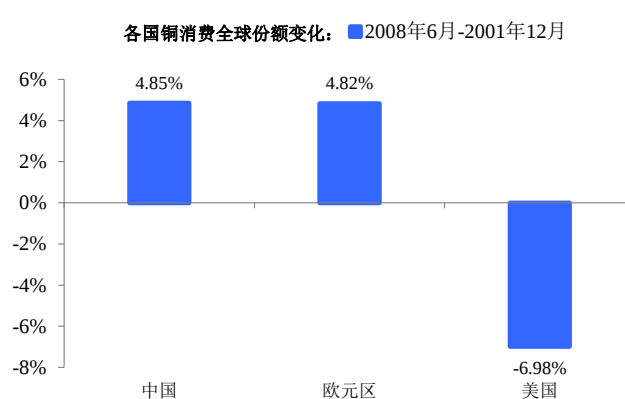
当然, 中国也扮演了拉动基本金属价格上涨的重要角色。以 2005 年为分水岭, 基本金属价格的拉动由欧美转向中国。一方面, 2005 年后中国固定资产投资规模年增量开始高于美国, 2006 年后这种差距显著拉大 (图 5); 另一方面, 2001-2008 年中国铜消费份额提升了 4.9%, 略高于经济体量远超中国的欧元区, 而美国铜消费份额下滑 7% (图 6)。

图 5: 2001-2008 年中国固投规模增量高于美国



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2001-2008 年中国铜消费份额提升幅度超过美欧



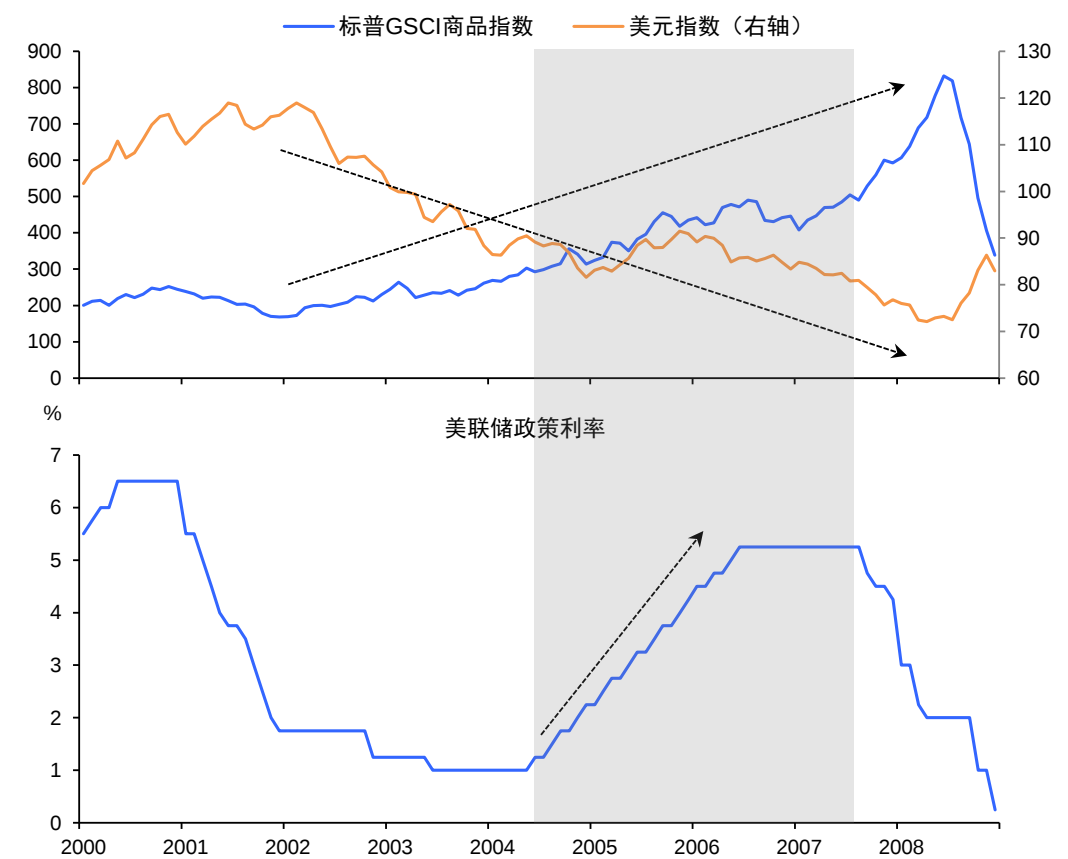
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 欧洲和新兴经济体复苏对冲了美联储加息的影响

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 7），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。

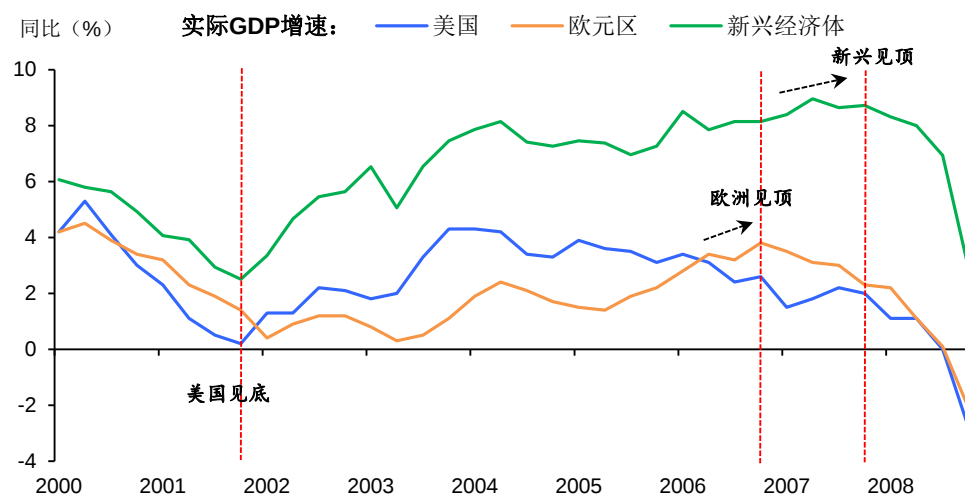
图 7：2001-2008 年的大宗商品上涨和美元贬值贯穿了美联储的整个加息周期



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

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 8 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，但欧元区和新兴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 8）。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。

图 8：2001-2008 年欧洲和新兴经济体的复苏后来居上，比美国更具持续性

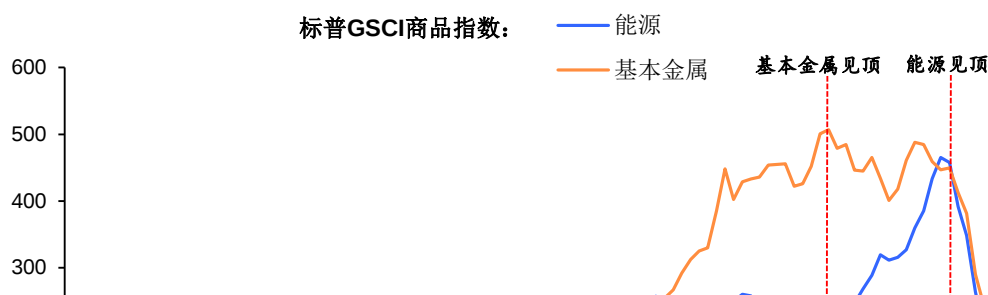


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

### 1.3. 美国投资提前熄火，基本金属价格见顶早于能源

基本金属在这轮上涨中的见顶早于能源。如图 9 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%；而能源的上涨则一直持续到 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。

图 9：2001-2008 年大宗商品上涨中基本金属的见顶早于能源



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\\_18752](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18752)

