

2021 年 04 月 12 日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
联系人:
021-60338170靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
姜雅芯 S0350119080005
jiangyx@ghzq.com.cn

美国再启基建，大宗商品还能涨吗？

——海外宏观周报（20210405-20210412）

相关报告

《利率与流动性周报：债市回购放量，如何解读？》——2021-04-11

《公募基金周报（20210405-20210411）：货基表现不俗，债基发行规模增加》——2021-04-11

《转债周报（20210406-20210411）：转债成交量萎缩，转股溢价率有所回落》——2021-04-11

《固定收益信用周报（20210405-20210411）：发行利率多数下行，期限利差有所收窄》——2021-04-11

《ETF 周报（20210405-20210411）：A 股市场全线下跌，ETF 成交量有所下降》——2021-04-11

投资要点：

■ 美国再启基建，大宗商品还能涨吗？

2000 年以来，美国在奥巴马政府时期，曾推出过两轮基建相关计划，而本轮拜登提出的基建计划在规模上远超先前任何一轮的投资规模。

从历史上来看，美国基建投资同比增速与主要金属价格走势有一定相关性，从 2009 年起这种相关性略有减弱。那么，本次拜登推出基建计划后，是否会使以金属类的大宗商品再次进入一轮新的上涨行情呢？

我们认为，不宜过分高估本轮拜登基建对大宗商品的拉动作用，原因主要有以下两方面：1、中国基建投资增速回落；2、美国制造库存补库接近尾声。

■ 上周新公布重要数据

欧盟 2 月份失业率录得 7.5%，与上月持平；2 月欧盟 PPI 同比录得 1.7%，较上月增加 1.3 个百分点。

美国 3 月核心 PPI 同比增加 3.5%，较上月增加 1 个百分点，环比增加 0.9%；2 月耐用品新增订单录得 2445.15 亿美元，环比降低 1.23%；3 月非制造业 PMI 录得 63.7，较上月增加 8.4；4 月 3 日，美国当周初次申请失业金人数录得 74.4 万人，较上月增加 1.6 万人。

■ 美联储基准利率预期 截至 4 月 10 日，联邦基金基准利率期货隐含加息预期有所上升，今年 4 月份、6 月份、9 月份、11 月份、12 月份加息至 25-50BP 的概率分别为 3.30%、7.10%、7.10%、7.10%、10.90%。

■ 疫情方面 德国、美国单日确诊均有所上升。疫苗接种方面，以色列和阿联酋接种完成率最高，分别达 56.4%和 41.4%。美国 and 英国接种完成率紧随其后，分别达 27.1%和 28.4%。

■ **风险提示** 经济刺激不及预期、新冠疫情变化。

1、美国再启基建，大宗商品还能涨吗？

2000 年以来，美国在奥巴马政府时期，曾推出过两轮基建相关计划：

(1)、2009 年推出的《美国经济复苏与再投资法案 (ARRA)》：在 2009-2019 财年累计投放 1053 亿美元用于各基建项目建设，平均每年投入 105.3 亿美元；

(2)、2015 年推出的《重建美国地面交通计划 (FAST)》：在 2016-2020 财年累计投放 3050 亿美元用于公共交通系统项目建设，平均每年投入 610 亿美元。

而本轮拜登提出的基建计划在规模上远超先前任何一轮的投资规模。从直接投资总额上来看达到了近 2.3 万亿美元，去除其中与劳动力发展、研究发展以及家庭服务与就业市场改善等与固定资产投资无直接关系的项目，规模大约在 1.61 万亿美元左右，平均每年基建投资增量在 2000 亿美元左右。

表 1：2000 年以来通过的基建相关法案与拜登基建计划对比

推出时间	法案	主要内容	规模
2009 年 2 月	《美国经济复苏与再投资法案 (ARRA)》	主要目标：1、帮助美国恢复就业及经济；2、帮助次贷危机以来受影响最严重的行业；3、提供提高经济运行效率的投资；4、在公共交通、环境保护和基建方面进行投资，来维护长期经济增长；5、稳定国内及地方政府财政预算。其中基建项目主要集中在：交运、水处理、环境及公共土地、政府设施、通讯设备和技术、能源设施上。	基建项目总投资规模在 1053 亿美元，分 10 年进行投放
2015 年 12 月	《重建美国地面交通计划 (FAST)》	投资主要用于：高速公路修复、公共交通系统、汽车运输安全、危险品运输安全、铁路等项目上。	修复地面交通投资规模在 3050 亿美元，在 2016-2020 财年进行投放。
(尚未推出)	《美国就业计划》	主要分为两大部分：投资项目和税制改革。其中基建相关投资主要集中在：交通设施建设、家庭服务与就业市场改善、制造业振兴、水电设施改善、劳动力发展以及住房学校现代化等	总规模约近 2.3 万亿美元，去除研发、就业培训等项目规模约为 1.6 万亿美元，其中传统基建项目规模在 6700 亿美元左右，在接下来 8 年内累计投放。

资料来源：Whitehouse.gov、国海证券研究所

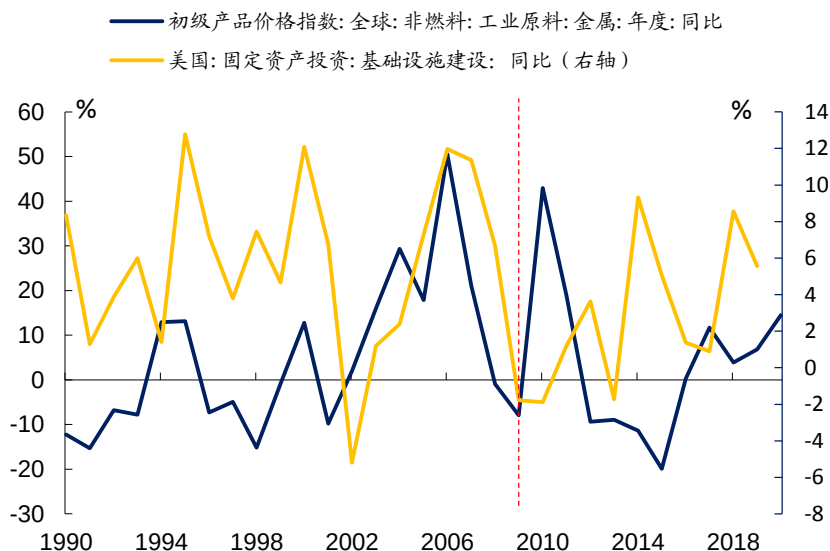
从历史上来看，美国基建投资同比增速与金属价格走势有一定相关性，从 2009 年起这种相关性略有减弱。那么，本次拜登推出基建计划后，是否会使以金属类的大宗商品再次进入一轮新的上涨行情呢？

我们认为，不宜过分高估本轮拜登基建对以有色金属为代表的大宗商品价格的拉动作用，原因主要有以下两方面：

(1)、中国基建投资增速回落。实际上，2000 年以来，中国基建投资规模增长较快，在基建对以有色金属为代表的大宗商品价格影响议题上，中国掌握着边际定价权。结合对于今年中国基建投资整体不强的判断，我们认为中国基建投资的下滑将对冲美国基建计划通过后对大宗商品需求的拉动。

(2)、美国制造商库存补库临近尾声。 在我们前期报告中曾指出，以有色金属为代表的大宗商品价格与美国制造商库存高度相关。目前制造商库存中，原材料和中间品库存已处于较高水平，即使基建计划在年内落地，制造商增加资本开支也仅会延缓本轮基建登顶速度而非重启一轮新周期。在历史上资本开支向上，库存向下的时期中，大宗商品往往呈现下行态势。因此，我们认为年末美国制造商补库的临近尾声也会减弱对有色金属价格的支撑作用。

图 1：美国基建投资增速与全球金属价格走势



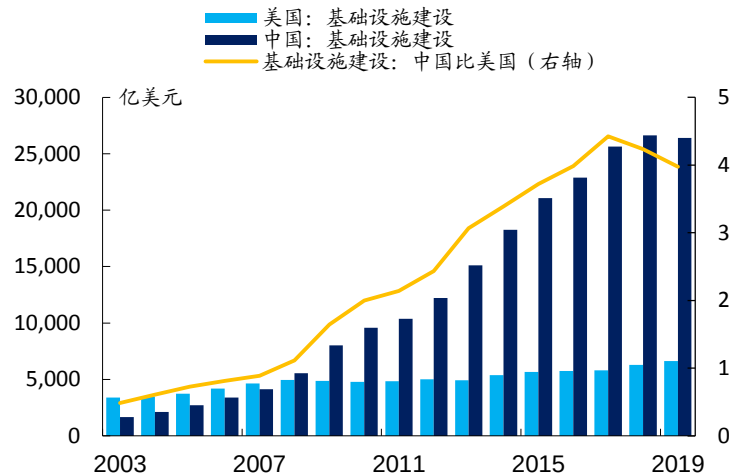
资料来源：WIND、国海证券研究所

1.1、制约因素一：中国基建投资增速回落

中国基建投资增速回落将对冲美国基建计划对大宗商品价格的拉动。

2000 年以来，中国基建投资不断提速。从投资规模上来看，2003 年中国基建上的投资规模仅 1654.5 亿美元，不及美国当年基建投资的一半。而到了 2019 年，中国的基建投资规模已达到 2.64 万亿美元，为同年美国基建投资的 4 倍左右。

图 2：中美两国基建投资规模对比

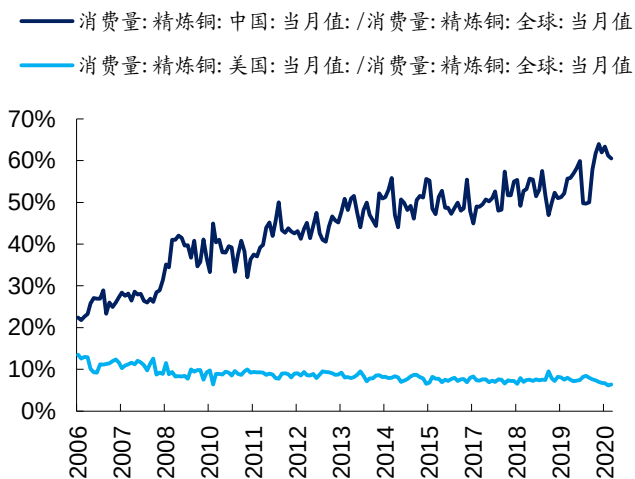


资料来源: WIND、国海证券研究所

为了研究基建对金属类大宗商品价格的影响,我们以精炼铜和粗钢这两项与基建息息相关的商品作为研究对象。精炼铜方面,2006年,中国在精炼铜上的消费量仅为全球消费量的22%,同年美国为13%,到了2020年,中国的精炼铜消费量达到了全球总消费量的62%左右,而同年美国仅为7%左右;粗钢需求方面,2000年,中美两国的粗钢需求量均为1.3亿吨左右,而到了2019年,中国的粗钢需求量达到了9.5亿吨,而美国粗钢需求量仅为1.1亿吨。

图 3: 中美两国精炼铜消费占全球总消费比重

图 4: 中美两国粗钢需求量对比



资料来源: WIND、国海证券研究所

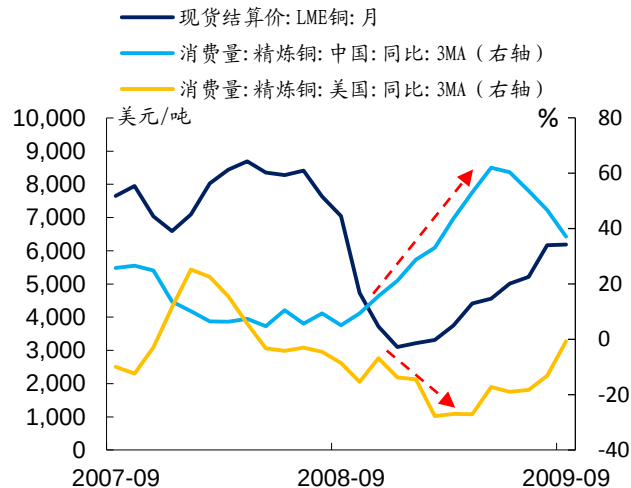
资料来源: WIND、国海证券研究所

所以,不论从投资规模,还是从主要金属需求量上来看,中国均远超美国。这也是近10年来,美国的基建投资增速和金属价格的相关性下降的原因之一。次贷危机后,在2008年12月至2009年9月这段时间里,中国的精炼铜消费量同比增速一度达到61.98%,而美国的精炼铜同比增速一直处于负区间,而同期的铜价涨幅高达99%。并且,当年中国的精炼铜消费量仅为全球精炼铜消费量的40%左右,远不及目前的60%水平。

因此,由于中国在基建上的投资规模远超美国,即使美国能在年内通过基建计划

（既每年在基建投资增加 2000 亿美元，约为目前基建投资水平的三分之一），也很难能较大地拉动以金属为代表的大宗商品价格。并且，基于我们前期对今年中国基建整体不强的判断，中国在基建投资上的回落也将对冲美国基建计划通过后的新增需求量，从而使得支撑商品价格上涨的动力并不强。

图 5：2009 年中美两国精炼铜消费量以及铜价走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

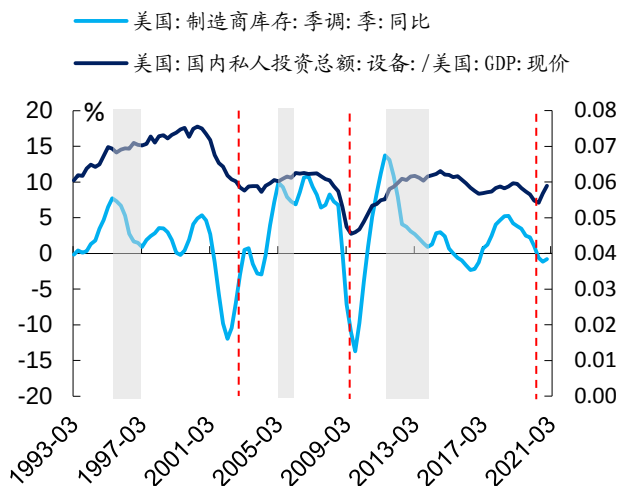
1.2、制约因素二：本轮美国制造商补库临近尾声

如果基建计划落地，毫无疑问，制造型企业购置新的设备和器械来扩大生产，这意味着美国国内的资本开支将增加。从朱格拉周期的角度来看，各大经济体的资本开支项占当年 GDP 比重呈现 9-10 年的周期，并且，每一轮朱格拉周期包含 2-3 轮库存周期。从历史上来看，1990 年代以来，美国已经经历了三轮朱格拉周期，分别为：1993 年至 2003 年，期间出现 3 轮库存周期；2003 年至 2009 年，期间出现 2 轮库存周期；2009 年至 2020 年，期间出现 2 轮库存周期。疫情以来，美国已经开启了第四轮朱格拉周期，并且目前处于其中的第一轮库存周期。

在我们前期的研究中，我们曾指出以有色金属为代表的大宗商品价格和美国制造商库存走势高度相关。目前来看，原材料和中间品库存已经处于较高水平，倘若基建计划落地，资本开支项的增加可能会拉长制造商补库周期，但大概率不会重启一轮新周期。因此，基于我们前期的判断，本轮的制造商库存同比增速将大概率于今年四季末登顶。通过观察过去三轮朱格拉周期向上，而制造商库存同比向下的历史区间，以铜为代表的有色金属价格在这些时期内往往进入下行周期。

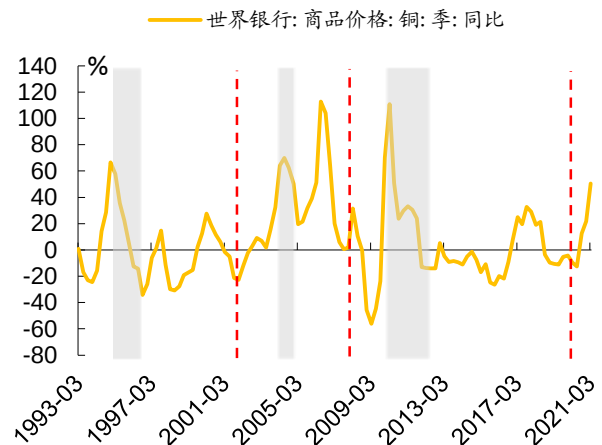
因此，即使基建计划能在年内通过，伴随着本轮美国库存周期进入后半程，大宗商品价格继续上涨也将面临一定压力。

图 6：私人设备投资与美国制造商库存走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7：铜价走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

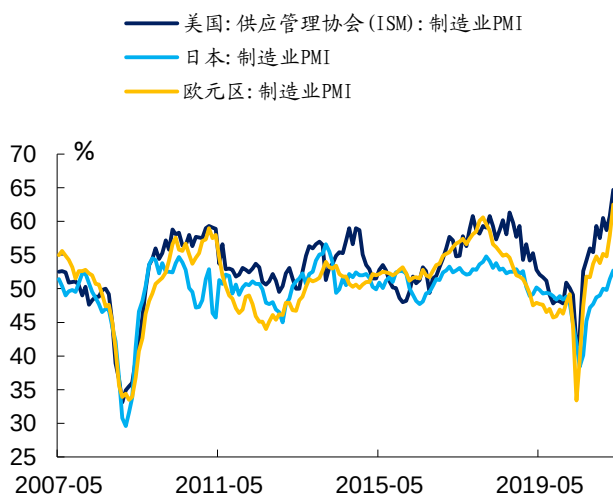
2、全球经济指标追踪

2.1、生产情况

3 月美国制造业 PMI 录得 64.70，较上月增加 3.90；3 月日本 PMI 录得 52.70，较上月增加 1.30；3 月欧元区制造业 PMI 录得 62.50，较上月增加 4.60。

2 月美国全部工业部门产能利用率同比降低 4.12%，同比增速较上月下降 2.27 个百分点；1 月日本产能利用率同比降低 2.88%，同比增速较上月下降 2.77 个百分点。

图 8：美、日、欧制造业 PMI



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 9：美国、日本产能利用率



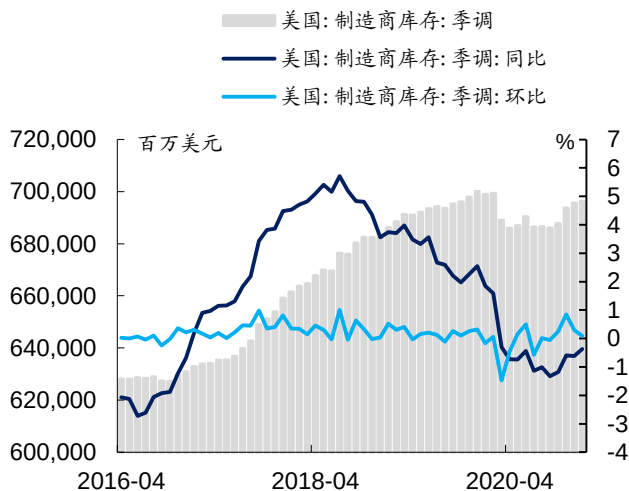
资料来源：WIND、国海证券研究所

2.2、库存情况

1 月份，美国制造商库存录得 6962.67 亿美元，同比降低 0.37%，较上月同比增速增加 0.25 个百分点，环比增速录得 0.09%。

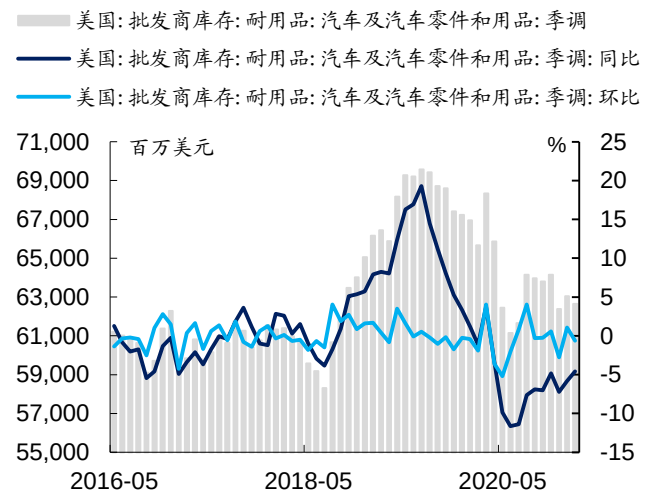
2 月份，美国批发商汽车及零部件库存录得 626.53 亿美元，同比降低 4.60%，同比增速较上月增加 1.23 个百分点，环比增速录得-0.63%。

图 10：美国制造商库存情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11：美国批发商汽车及零部件库存情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.3、需求与消费情况

2 月份，美国制造业核心资本品新订单录得 724.8 亿元，同比增加 9.07%，同比增速较上月上升 3.74 个百分点，环比增速录得-0.77%。

2 月份，美国新建住房销售同比增速录得 8.24%，同比增速较上月下降 14.24 个百分点。

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_19191

