

宏观专题报告 20210801

复盘 1970-2021 年大宗商品牛市

2021 年 08 月 01 日

观点

- **2021 年以来全球表现最好的大类资产属于大宗商品。**不仅如此，这轮大宗商品价格如此快速的涨势，放眼历史上的大宗商品牛市也是屈指可数的。正因如此，大宗商品上涨对于全球的宏观环境乃至央行的货币政策的影响日益凸显。
- **我们复盘了 1970 年以来的大宗商品牛市。**通过构建“基本面、政策面和事件面”的三因素框架，我们在复盘过去 50 年大宗商品走势的基础上，深入考察了每一轮大宗商品牛市的共性和特性，我们相信这种复盘也有利于投资者更深入地理解大宗商品上涨的持续性和影响。
- **1970-2000 年：铜主要经历了 5 段牛市。**其中持续时间最长和上涨速度最快的牛市均处在 70 年代，主要的推动力为事件面和基本面。彼时中东国家终于打破西方资本主义对于石油的垄断，两次石油危机下油价飙升，推高全球通胀，带动大宗商品集体上涨。
- **2001-2008 年：基本面驱动的最长上涨。**经济基本面而非流动性主导是这轮大宗商品繁荣最显著的特点。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，此轮能源价格上涨明显高于基本金属。
- **2009-2011 年：政策+基本面驱动的快速上涨。**政策+基本面同时驱动，使得这轮大宗商品在 27 个月（2009 年 2 月-2011 年 4 月）内达到 127% 的涨幅，增速超过上一轮。从结构上看，这轮大宗上涨的各个品类年化收益率均表现不俗。以 2009 年为例，在中国“四万亿”一揽子政策、美国《复苏法案》、欧央行连续降息等政策刺激下，全球经济复苏回暖，铜、油上涨势不可挡。
- **2016-2018 年：政策驱动的最弱上涨。**从持续时间来看，这轮大宗商品的上涨比前一轮（2008-2010 年）还要长一个月，但涨幅仅为后者的五分之一。中国与发达经济体的政策分化导致铜价见顶早于油价，是这轮大宗上涨乏力的一大原因。例如，中国去杠杆目标下的基建投资断崖式下滑、中国房地产政策调控精细化下的地产投资增速表现平淡。
- **2020 年至今：政策+基本面驱动的最快上涨。**这轮大宗上涨与 2009-2011 年较为相似，均受益于政策面和基本面双重驱动。但当前这轮（即 2020 年 4 月以来）大宗上涨速度更快，我们认为这是由于这轮上涨时期内的政策面和基本面都更有利于大宗上涨。一方面，疫情后全球放水力度空前；另一方面，疫情因其特殊性对大宗商品的供给形成了较持久的冲击。
- **上述复盘可以得到以下结论：**（1）事件面和政策面的利好对大宗商品价格上涨的支撑是短暂的，只有基本面的驱动才构成大宗商品上涨的持续性。（2）政策面刺激往往影响的是大宗商品上涨的斜率，但如果基本面驱动没有跟上，前期的快速上涨往往透支了后续的上漲空间。（3）基本面中供给的因素也可以主导大宗商品的上涨，但同时需求不能萎缩。（4）金融危机后大宗商品的上涨主要取决于中美，大宗商品的上涨往往始于中美经济的共振，结束于美国经济的见顶。
- **应如何看待本轮大宗商品牛市？**我们依然认为在本轮大宗商品上涨的趋势结束前，须先看到美国经济见顶的信号。再往长一点的时间来看，在疫情反复的背景下，供给的持续短缺叠加需求的逐步释放，即便此轮大宗商品上涨的随着美国经济的见顶而达到高点，很可能继续保持高位震荡而不会很快回落。
- **风险提示：**Delta 病毒严重扩散导致全球经济再次衰退，美联储政策重回宽松

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

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210728：美联储用嘴 Taper 如何影响美债利率？》2021-07-28
- 2、《宏观点评 20210727：工业盈利的结构不均衡有好转吗？》2021-07-27
- 3、《宏观点评 20210722：美国的供应短缺何时可以缓解？》2021-07-22
- 4、《宏观点评 20210720：大宗商品为何暴跌？东吴宏观为您复盘 50 年价格走势》2021-07-20
- 5、《宏观点评 20210715：不算差的 6 月经济数据与全面降准相矛盾吗？》2021-07-15

内容目录

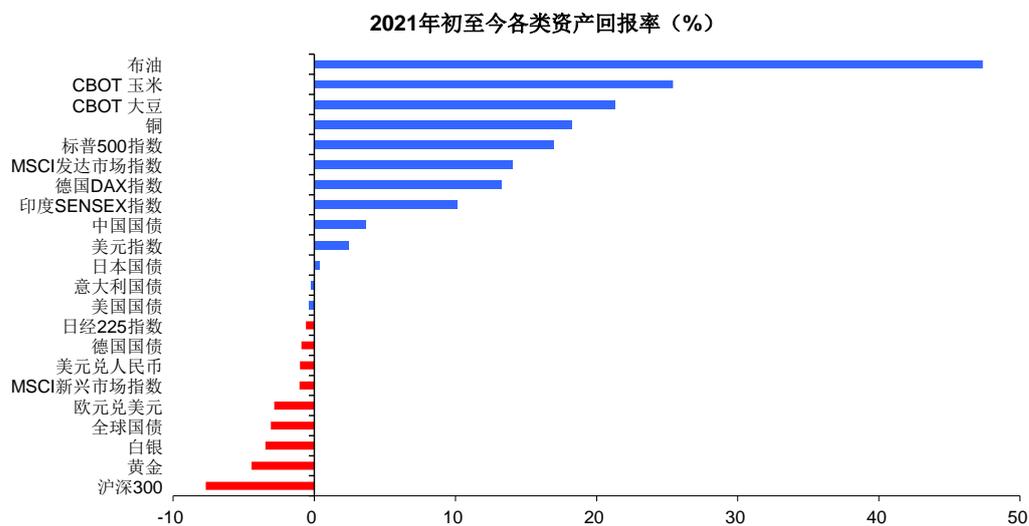
1. 1970-2000: 五轮铜市繁荣	3
2. 2000 年至今: 四轮大宗繁荣	4
2.1. 2001-2008: 基本面驱动的最长上涨	5
2.2. 2009-2011: 政策+基本面驱动的快速上涨	7
2.3. 2016-2018: 政策驱动的最弱上涨	8
2.4. 2020 年至今: 政策+基本面驱动的最快上涨	9
3. 风险提示	11

图表目录

图 1: 今年以来, 大宗商品在全球主要大类资产的表现中格外亮眼	3
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: 2007 年: 次贷危机下的宽松, 铜油的分化	6
图 4: 2009 年: 大放水、四万亿下的牛市	7
图 5: 油价的见底与铜价同步, 但反弹时间较长	8
图 6: 2016-2018 年期间油价涨幅远超铜价	8
图 7: 2017: 全球复苏和供给侧改革深化下的共振上涨	9
图 8: 2020: 新冠疫情下的 V 型反转	10
图 9: 当前金融条件的持续宽松预示着美国经济的周期性复苏尚未见顶	11
表 1: 1970-2000 期间的五轮铜市繁荣	4
表 2: 21 世纪以来的四轮大宗商品繁荣各具特征	5

今年以来大宗商品的走势波澜壮阔，从年初以来的表现看，全球表现最好的大类资产属于大宗商品。不仅如此，这轮大宗商品价格如此快速的涨势，放眼历史上的大宗商品牛市也是屈指可数的。正因如此，大宗商品上涨对于全球的宏观环境乃至央行的货币政策的影响日益凸显，比如美联储正在密切关注大宗商品涨价对通胀预期的影响，而刚刚结束的7月中国政治局会议则提到了“做好大宗商品保供稳价工作”。

图 1: 今年以来，大宗商品在全球主要大类资产的表现中格外亮眼（截至 2021 年 7 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

东吴宏观团队年初以来对这一轮大宗商品上涨进行一系列深入的研究。我们研究的一个出发点是在历史的视角下，通过构建“基本面、政策面和事件面”三因素框架，去复盘 1970 年至今每一年主要大宗商品价格（铜价和油价）的走势。在此基础上，本文深入考察了这半个世纪以来每一轮大宗商品牛市的共性和特性，我们相信这种复盘也有利于投资者更深入地理解大宗商品上涨的持续性和影响。

1. 1970-2000: 五轮铜市繁荣

鉴于数据的可得性以及事件面主导油价上涨的背景，对于早期大宗商品的复盘，我们选择聚焦铜市。1970-2000 年，铜主要经历了 5 段牛市（表 1），其中 1977-1980 年的牛市持续时间最长，共计 29 个月；1972-1974 年的牛市上涨速度最快，年化涨幅超过 120%。

表 1: 1970-2000 期间的五轮铜市繁荣

起始时间	结束时间	持续时间 (月)	累计涨幅 (%)	年化涨幅 (%)	主要驱动因素
1972 年 10 月	1974 年 4 月	18	230.44	122.01	事件面+基本面
1977 年 8 月	1980 年 2 月	29	151.55	44.54	事件面+基本面
1986 年 11 月	1988 年 12 月	25	168.49	60.59	基本面+政策面+事件面
1993 年 11 月	1995 年 11 月	24	82.66	35.15	政策面
1999 年 3 月	2000 年 9 月	18	42.23	26.34	基本面

数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

1970-1980 年间, 事件面和基本面主导了铜的两段牛市。彼时中东国家终于打破西方资本主义对于石油的垄断, 两次石油危机下油价飙升, 推高全球通胀, 带动大宗商品集体上涨。布雷顿森林体系瓦解后美元走弱, 1973 年全年美元贬值近 15%, 此外第一次石油危机导致高通胀, 1972 年后期至 1974 年中段, 铜价累计涨幅高达 230%。70 年代后期, 美国政府大幅投资于金属密集型产品及基建, 而日本经济腾飞下铜需求旺盛, 强劲的基本面拉动铜价回升。

1981-1990 年铜经历了一段牛市, 为基本面、政策面、事件面共同作用的结果。基本面方面, 80 年代后期, 世界经济修复, GDP 增速企稳, 铜市去库存进入尾声, 需求回暖的推动下铜价上升。政策面方面, 为刺激制造业, 时任总统里根偏好弱美元, 放松银根与降息促使美元贬值, 利好铜价。事件面方面, 1987 年底秘鲁出现罢工浪潮, 叠加智利、赞比亚铜生产出现的问题, 世界铜库存骤降导致供不应求, 铜价上行。

1991-2000 年间, 政策面和基本面分别主导了铜的两段牛市。1994 年克林顿政府采用劫富济贫的税收政策, 此外削减政府开支, 推进福利制度改革, 在这一系列政策的引导下, 美国经济强劲复苏, 铜需求高涨, 铜牛市持续了 24 个月, 直至 1995 年美国经济增长回落, 美元开启强势周期, 铜价走势才反转; 1997 年亚洲金融危机爆发后, 铜需求一度疲软, 直至 1999 年中段亚洲经济缓慢复苏后, 铜需求才有所修复; 2000 年全球经济向好, 铜需求增速大于产量增速, 供不应求下铜价上行, 本轮铜牛市历时 18 个月。

2. 2000 年至今: 四轮大宗繁荣

21 世纪以来的四轮大宗繁荣表明, 只有在基本面和政策面二者至少其一的驱动下, 大宗商品才具备持续上涨的条件。其中, 仅基本面驱动的大宗上涨往往对应较长的持续性, 仅政策面驱动的大宗上涨幅度相对偏弱, 基本面+政策面同时驱动的大宗上涨则对应较快的涨速和较高的涨幅。

从持续性和上涨幅度来看, 这几轮大宗繁荣周期各具特征 (表 2): (1) **2001-2008 年:** 基本面驱动的最长上涨。(2) **2009-2011 年:** 政策+基本面驱动的快速上涨。(3) **2016-2018 年:** 政策驱动的最弱上涨。(4) **2020 年 4 月至今:** 在基本面和政策面的双重驱动下, 本轮大宗月均涨幅超过 2009-2011 年, 成为 21 世纪以来涨势最猛的一轮大宗牛市。

表 2: 21 世纪以来的四轮大宗商品繁荣各具特征

起始时间	结束时间	持续时间 (月)	涨幅 (%)	月均环比 (%)	主要驱动因素
2001 年 12 月	2008 年 6 月	79	395.25	2.05	基本面
2009 年 2 月	2011 年 4 月	27	127.33	3.09	基本面+政策面
2016 年 1 月	2018 年 5 月	29	67.03	1.78	政策面
2020 年 4 月	2021 年 7 月	15	105.91	4.93	基本面+政策面

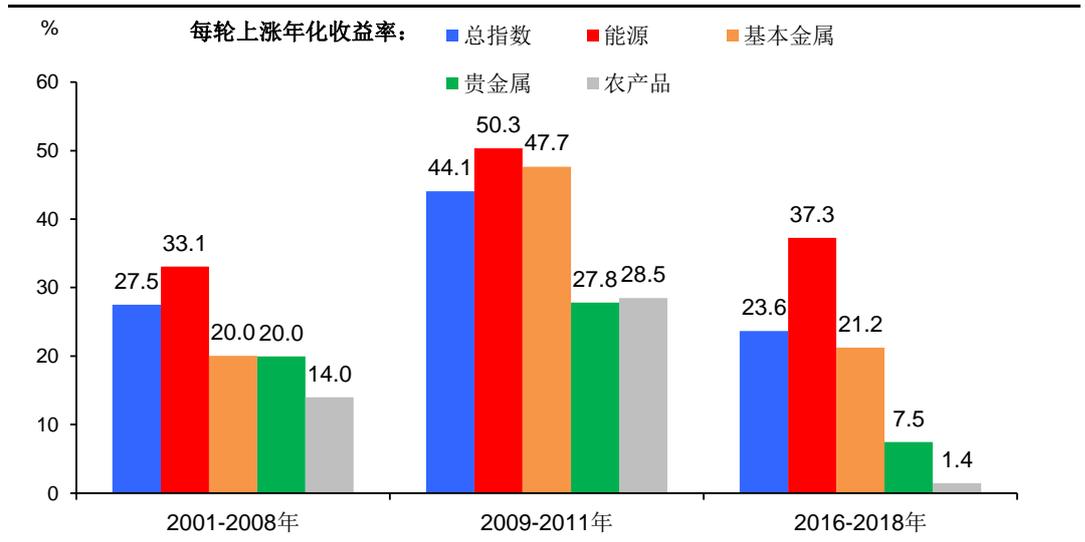
备注: 大宗商品价格指数采用标普 GSCI 商品指数

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

2.1. 2001-2008: 基本面驱动的最长上涨

美国-欧洲-新兴市场复苏共振带来的需求拉动, 是 2001-2008 年大宗商品上涨的主导因素, 也使得这轮上涨的持续性令随后几轮都无法企及。从结构上看, 能源类商品的年化收益表现亮眼, 基本金属和农产品在年化收益则均不及 2009-2011 年的一半(图 2)。

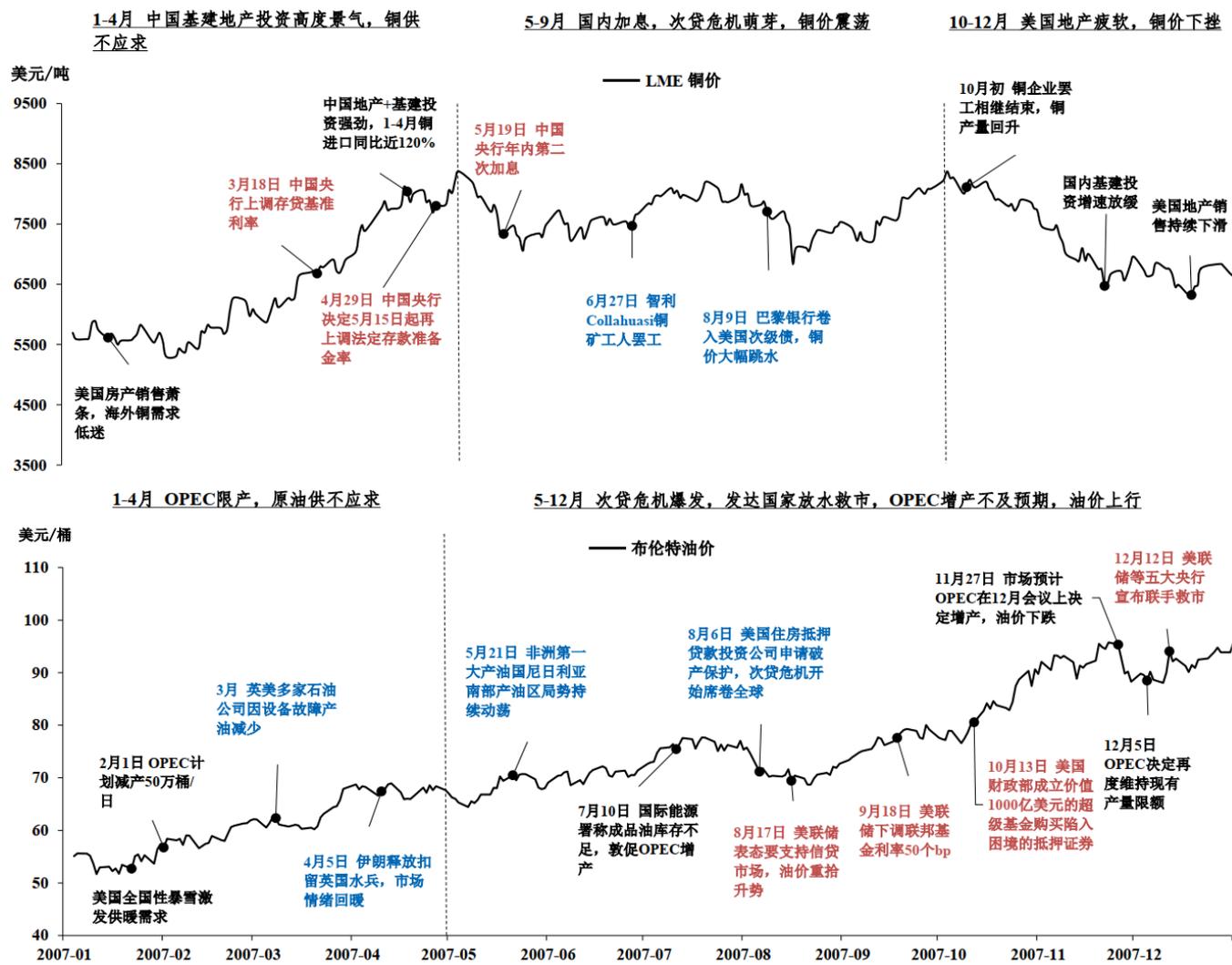
图 2: 在 2001-2008 年的大宗商品繁荣中, 能源价格上涨的推动尤为突显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以我们在《大宗商品 50 年复盘》中梳理的 2007 年铜、油价格复盘为例, 在年中次贷危机爆发的背景下, 铜、油价格下半年出现了明显分化(图 3)。

图 3：2007 年：次贷危机下的宽松，铜油的分化



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从基本面角度，(1) 铜：2007 年 1-4 月，中国基建地产投资持续高增，拉动铜价从 5300 美元/吨一路上涨至 8000 美元/吨以上；2007 年 5-12 月，随着次贷危机爆发，美国投资陷入负增长，铜价进入震荡下行；(2) 油：2007 年 1-4 月，美国对原油的供暖及消费需求旺盛，叠加 OPEC 减产，油价从 52 美元/桶升至 69 美元/桶；2007 年 5-12 月，次贷危机对美国 and 欧洲消费影响有限，OPEC 增产不及预期、原油库存走低，油价继续上行至年末 95 美元/桶的高点。

从政策面角度，2007 年 1-4 月中国央行收紧流动性并未阻挡前述需求旺盛带动的铜价上涨；2007 年 5-12 月美国政府持续放水救市、美元贬值，助力油价维持升势。

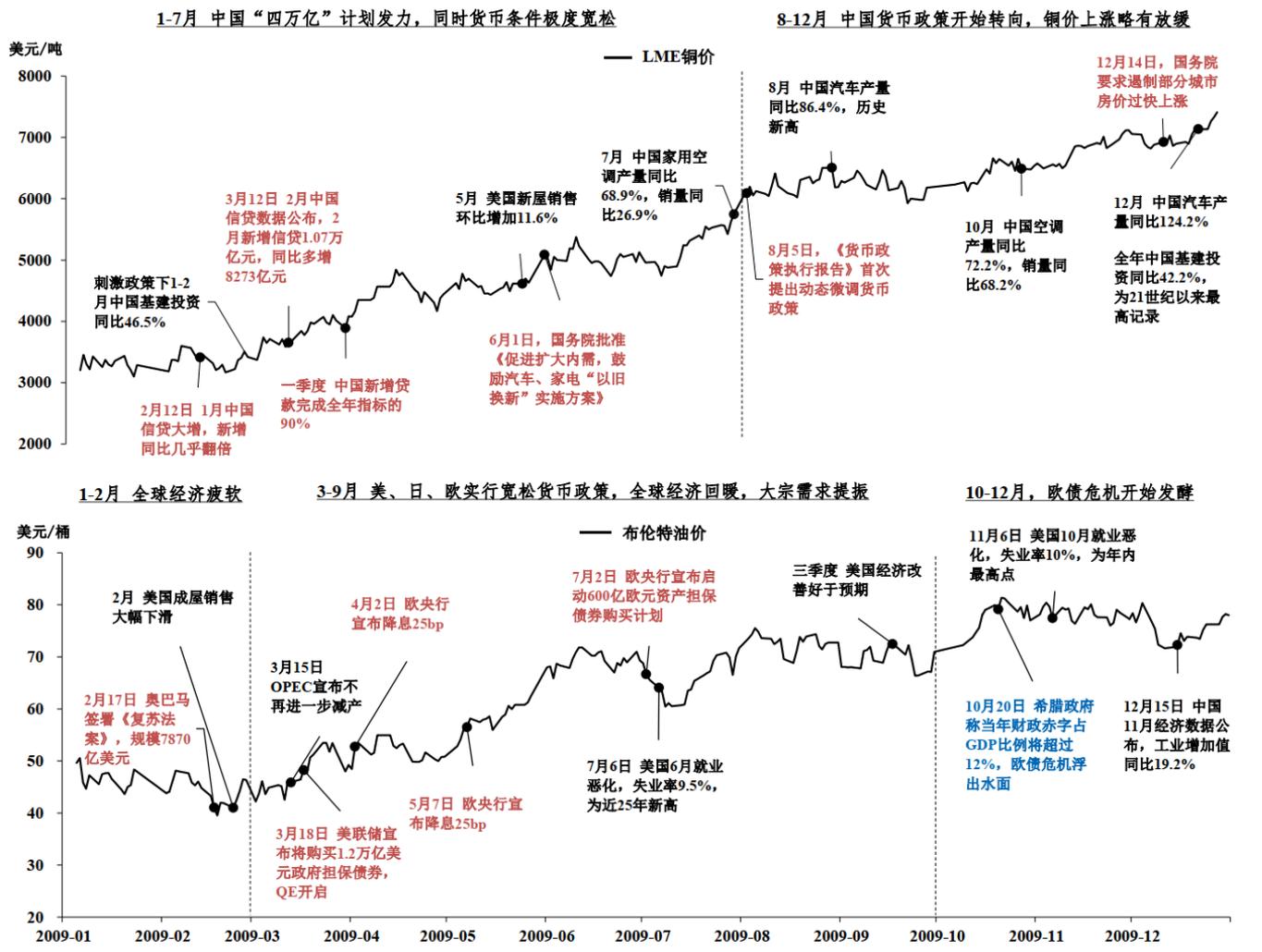
从事件面角度，如前所述大宗繁荣通常是由基本面或政策面驱动的，事件性因素对大宗价格的影响仅限于短期扰动，例如 2007 年 5 月产油国尼日利亚局势动荡、2007 年 6 月智利铜矿工人罢工等，均未改变铜油价格的变化趋势。

2.2. 2009-2011: 政策+基本面驱动的快速上涨

政策+基本面同时驱动,使得2009-2011年大宗商品在27个月内达到127%的涨幅,月均涨幅3.1%,超过上一轮的2.1%。从结构上看,这轮大宗上涨的各个品类年化收益率均表现不俗,如能源年化收益率50%、基本金属年化收益率48%。

以2009年铜油价格复盘为例,在中国出台“四万亿”一揽子政策、美国出台《复苏法案》、欧央行连续降息等政策刺激下,全球经济回暖,铜油价格开启狂涨模式(图4)。

图4: 2009年: 大放水、四万亿下的牛市



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

从基本面角度, (1) 铜: 2009年中国基建投资同比增长42.2%(为近20年最高),同时国内汽车、家电产销双旺释放的巨额铜需求带动铜价从年初3050美元/吨的低点一路攀升至年末的7300美元/吨。(2) 油: 全球经济复苏叠加中国工业活动空前活跃,加之2008年四季度OPEC连续两次宣布减产,油价从40美元/桶的低点涨至80美元/桶。

从政策面角度,这一轮大宗上涨无疑最受益于全球空前宽松的货币+财政政策环境,尤其是中国。中国的“四万亿”政策、“家电下乡”政策直接刺激了铜的需求,同时也释放了大量原油需求。与此同时,美联储开启QE、欧央行连续降息,美欧经济逐渐复苏,

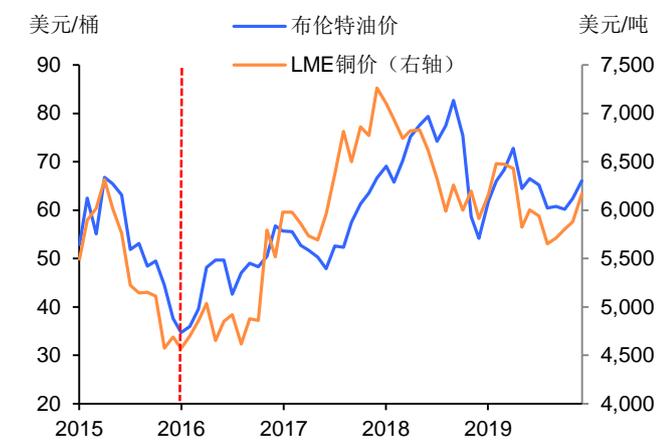
美元持续贬值，均构成大宗上涨最有利的环境。

从事件面角度，在这样一轮政策+经济双重驱动的大宗牛市面前，任何事件的扰动都更显乏力，除了10月欧债危机浮出水面导致油价陷入短期震荡以外。

2.3. 2016-2018：政策驱动的最弱上涨

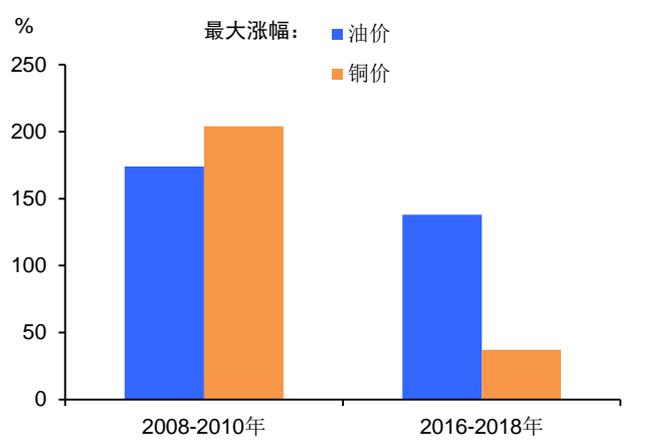
2016-2018年的大宗商品上涨是21世纪以来涨幅最小的一轮。从持续时间来看，这轮大宗商品的上涨比前一轮（2008-2010年）还要长一个月，但涨幅仅为后者的五分之一。从结构上看，这轮上涨有两个特点：一是油价和铜价的见底基本同步，但油价见顶的时间比铜价滞后了一年（图5）；二是油价的涨幅远远超出铜价（图6），可见基本金属上涨的乏力是这轮大宗商品上涨逊于以往的一大拖累。

图5：油价的见底与铜价同步，但反弹时间较长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2016-2018年期间油价最大涨幅远超铜价



备注：最大涨幅是指2008-2010年、2016-2018年期间最高价相对最低价的涨幅

数据来源：Wind，东吴证券研究所

以2017年铜油价格复盘为例，中国与发达经济体的政策分化导致铜价见顶早于油价，是这轮大宗上涨乏力的一大原因（图7）。

从基本面角度，（1）铜：在去杠杆的目标下，2017年下半年中国基建投资增速断崖式下滑，导致铜价率先见顶。（2）油：OPEC减产协议生效，特朗普减税带动发达经济

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_24705

