

## 经济复苏等于工业用大宗商品价格持续上行？

### 宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

#### 核心观点：

商品价格的波动归根结底是供需两端的衡量。2020 年全球经济受疫情影响大幅下行，而工业用大宗商品价格反而开启了一波快速上涨，这离不开中国房地产与基建基本不受疫情影响且有更好表现的支撑。与 2006 年的经济过热、2009-2011 年的中国经济刺激计划以及 2016 年的中国房地产去库存或多或少都有相同之处。2021 年工业用大宗商品会如何表现？我们认为，供需的逻辑不能用一句“全球经济复苏”简单的概括，从工业用大宗商品的使用领域：房地产、基建、汽车、电气电子产品制造业等观察，2020 年中、美的需求并不差，尤其是中国的部分需求甚至优于疫情前。因此，2021 年需求端还有多大的增量，值得商榷。从生产恢复与产成品库存观察供给端，商品生产确实受疫情影响，但分化也比较明显，并不是所有的产品都有强烈的补库存需求。另外，2021 年全球央行继续“放水”助攻的可能性在下降。美元指数的反转概率也大于继续下行。综合考虑，我们认为对工业用大宗商品的价格不能抱有不切实际的幻想。

风险提示：宏观经济政策的超预期退出。信用风险向政府隐性债务扩散。

目录

一、工业大宗商品的需求不稳，生产受抑 ..... 3

    （一）房地产需求..... 4

    （二）基建的需求..... 5

    （三）工业生产需求..... 9

二、工业大宗商品库存分化 ..... 11

三、美元会不会助攻..... 14

四、大宗商品的资金支持 ..... 15

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 国外精铜的消费结构.....                  | 3  |
| 图 2: 国内精铜的消费结构.....                  | 3  |
| 图 3: 铝的消费结构.....                     | 3  |
| 图 4: 钢铁的消费结构.....                    | 3  |
| 图 5: OECD 美国家庭净储蓄率预测.....            | 4  |
| 图 6: 美住房抵押贷款利率.....                  | 4  |
| 图 7: 美新屋销售及新开工同比.....                | 4  |
| 图 8: 美新屋待售套数.....                    | 4  |
| 图 9: 美新屋待售套数.....                    | 5  |
| 图 10: 美住房自由率与住宅建造支出.....             | 5  |
| 图 11: 美国公路建设资金来源.....                | 9  |
| 图 12: 美批发商销售额电气和电子产品 (同比) .....      | 10 |
| 图 13: 美工业生产指数: 电气设备及部件 (同比) .....    | 10 |
| 图 14: 美批发商销售额汽车及汽车零件 (同比) .....      | 10 |
| 图 15: 美工业生产指数: 汽车和零部件 (同比) .....     | 10 |
| 图 16: 美批发商销售额电脑及电脑外围设备 (同比) .....    | 10 |
| 图 17: 美工业生产指数: 计算机和电子产品 (同比) .....   | 10 |
| 图 18: 中国通讯器材类限额以上消费 (同比) .....       | 11 |
| 图 19: 中国工业增加值: 计算机通信电子 (同比) .....    | 11 |
| 图 20: 中国机械及器材产成品库存 (同比) .....        | 12 |
| 图 21: 中国计算机、通信设备等产成品库存 (同比) .....    | 12 |
| 图 22: 美计算机及相关产品存货量 (同比) .....        | 12 |
| 图 23: 美信息技术产品存货量 (同比) .....          | 12 |
| 图 24: 国内铁矿石港口库存.....                 | 12 |
| 图 25: 全球主要矿厂铁矿石产量.....               | 12 |
| 图 26: LME 铝期货总库存.....                | 13 |
| 图 27: 国内电解铝库存.....                   | 13 |
| 图 28: LME 铜期货总库存.....                | 13 |
| 图 29: 国内铜库存合计.....                   | 13 |
| 图 30: 美联储月度资产负债表同比增速.....            | 15 |
| 图 31: 美财政部一般账户余额与美联储扩表趋缓.....        | 15 |
| 图 32: ICE 美元非商业净多仓与美元指数.....         | 15 |
| 图 34: 全球六大央行 M2 与 CRB 工业原料、金属指数..... | 16 |
| 图 35: LME 投资基金净多仓与 LME 铜期货价格.....    | 16 |
| 图 36: LME 投资基金净多仓与 LME 铝期货价格.....    | 16 |

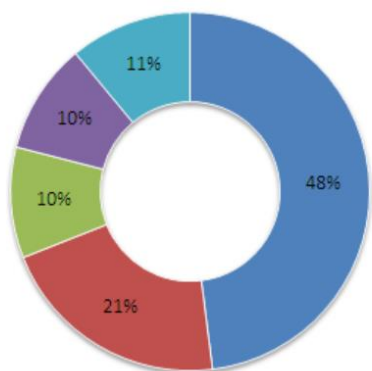
商品价格的波动归根结底是供需两端的衡量。2020 年全球经济受疫情影响大幅下行，而工业用大宗商品价格反而开启了一波快速上涨，这离不开中国房地产与基建基本不受疫情影响且有更好表现的支撑。与 2006 年的经济过热、2009-2011 年的中国经济刺激计划以及 2016 年的中国房地产去库存或多或少都有相同之处。2021 年工业用大宗商品会如何表现？供需的逻辑不能用一句“全球经济复苏”简单的概括，要明确相比于 2020 年哪些需求还会额外扩张，哪些需求可能出现收缩，哪些领域又有补库存的要求。另外，全球央行还会不会“放水”助攻，大宗商品的计价货币美元又该如何演绎？我们一一进行探讨。

### 一、工业大宗商品的需求不稳，生产受抑

2021 年，更为具体的从钢铁、铜、铝等大宗商品看，三者的消费结构更偏向建筑、电子电力、家电以及交通运输行业。因此对其偏多的预期可能在经济的复苏——中国、美国的房地产、基建，全球的工业生产回升以及美元的继续贬值等三个方面。

图 1：国外精铜的消费结构

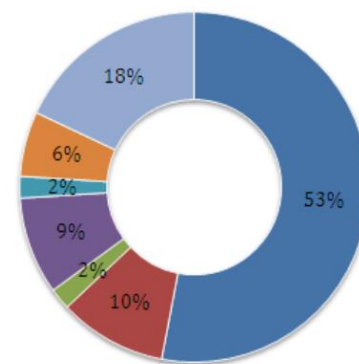
■ 建筑 ■ 电子电力 ■ 交通运输 ■ 工程机械 ■ 其他



资料来源：亚洲金属网，太平洋研究院整理

图 2：国内精铜的消费结构

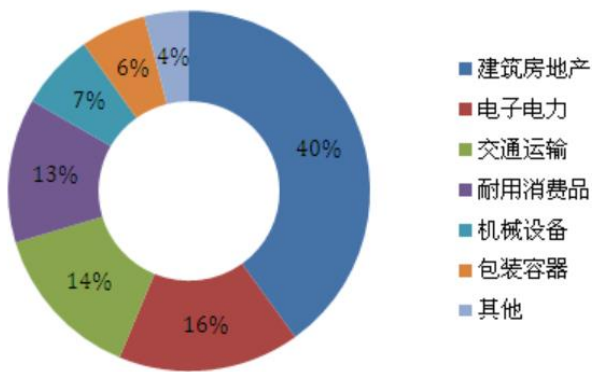
■ 电力 ■ 空调 ■ 冰箱 ■ 交通运输 ■ 建筑 ■ 电子 ■ 其他



资料来源：亚洲金属网，太平洋研究院整理

图 3：铝的消费结构

图 4：钢铁的消费结构



资料来源：亚洲金属网，太平洋研究院整理

求

### （一）房地产的需求

中国的房地产投资需求 2020 年表现并不差，全年预期将低于 2019 年的年度增速 2-2.5 个百分点。在目前房地产调控趋严的环境下，2021 年房地产投资除去基数效应，要想较 2020 年再有可观的边际上行比较难。

2020 年美国的新建住房销售季调后的环比折年数已创下了 2007 年以来的新高。已开工的新建住宅同样如此。究其原因来看，首先是货币宽松下的贫富差距扩大以及居民储蓄的增长。其次是疫情导致的居家需求。第三则是美联储宽松货币下的利率走低。

图 5：OECD 美国家庭净储蓄率预测



资料来源：wind，太平洋研究院整理

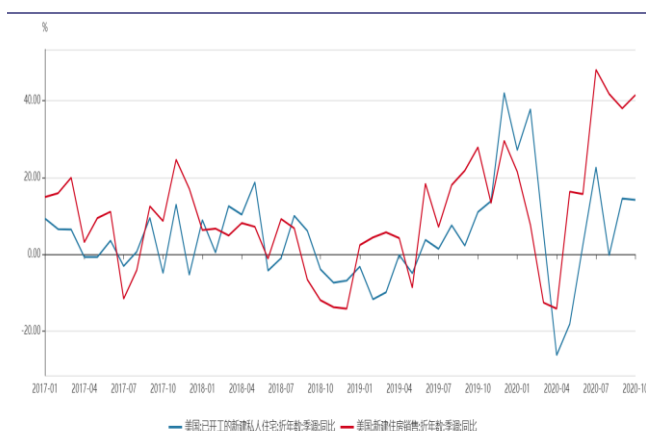
图 6：美住房抵押贷款利率



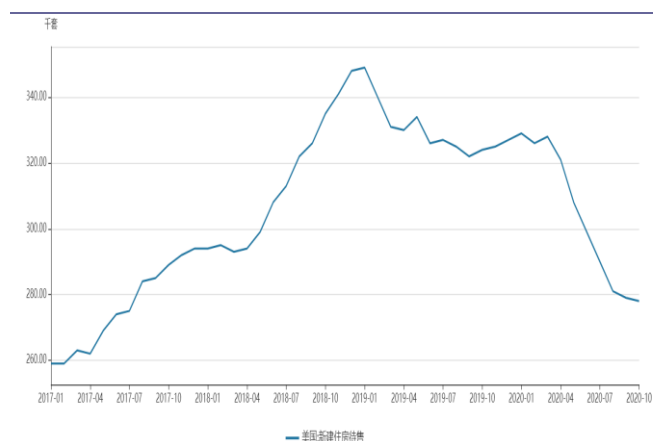
资料来源：wind，太平洋研究院整理

图 7：美新屋销售及新开工同比

图 8：美新屋待售套数



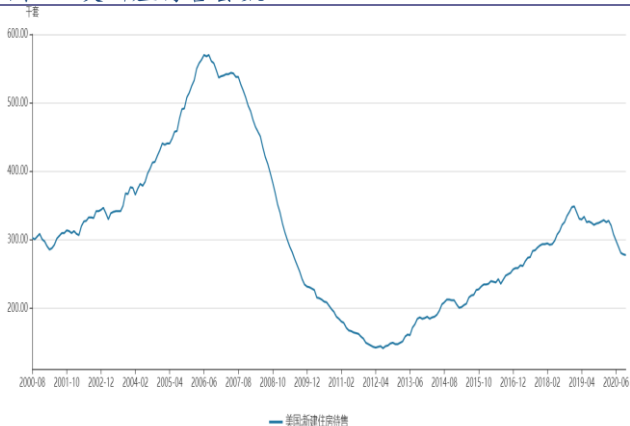
资料来源: wind, 太平洋研究院整理



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

上述三个原因中，利率大概率将在 2021 年边际上行，导致新屋销售持续提升的概率降低。但对于新屋建设，则有正反两方面的因素考量。一方面是新屋库存偏低，可能引发补库的需求。另一方面住房自有率达 2009 年以来的新高，又可能抑制住房建造支出。由此，我们只能得出美国 2021 年新屋建造不会快速下行的结论。

图 9: 美新屋待售套数



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

图 10: 美住房自有率与住宅建造支出



资料来源: wind, 太平洋研究院整理

## （二）基建的需求

2020 年中国的基建实际增速，再一次印证我们对基建偏悲观的观点。中国 2021 年的基建在政府债务收缩的影响下预期将低于 2020 年的增速，投资总量能持平于 2020 年就很好（具体可参考我们过往的报告）。2021 年基建的边际增量争议还在美国，即对拜登基建计划的期待。为此我们查阅了美国基建建设的相关法律。下面以美国公路为例探

讨。

### 1.对美国公路项目的权属划分

美国公路项目的建设和管理中涉及三项基本权属：公路资产所有权、公路项目行政管理权和公路建设财政事权（支出责任）。

其中，所有权依土地归属而定，分为联邦、州、地方政府所有的公路；行政管理权依从于所有权而定。

较为特殊的是财政事权。财政事权与所有权及行政管理权并非统一于“谁出资、谁建设、谁管理”这一理念。原因在于，美国联邦长期资助州和地方的公路建设。因此，出现由美国联邦承担财政事权（支出责任）的公路项目，即联邦资助公路项目（FAHP）。进而，美国联邦资助项目（FAHP）的公路建设及管理形成了联邦对其承担财政事权（支出责任）项目的管理，联邦与州共管、联邦委托州和地方具体管理的模式。

这类资助项目的范围和联邦出资情况，随着时代变迁和公路发展的不同阶段，均在不断变化。例如，1956年以后，联邦主要资助的对象转移到州际公路建设上。到20世纪90年代后，随着州际公路建设的基本完成，联邦资助又转向了州际公路、国家公路系统以及多式联运项目的建设、改善和提升等领域。

为探讨联邦与州和地方在公路基建项目中的关系，本文将联邦资助公路项目（FAHP）作为主要讨论对象。从立项授权、融资结构、项目审批等几方面进行说明。

### 2.联邦资助公路项目立项授权流程

在美国联邦公路的投融资和预算管理中，首要的和最为关键的一步是立法授权。联邦公路项目的预算周期，始于国会制定和颁布的这种授权法案。在规定的期限内，授权法案不仅设立了项目，也设置了资金额度。公路授权立法的职责，由国会特别授权委员会及相应的小组委员会承担。

立法授权步骤：

#### （1）预算编制

通常情况下，美国联邦交通运输部编制预算提案，涉及公路的业务部门为联邦公路局。经由总统行政管理及预算办公室审核后，联邦政府将包括公路项目在内的综合交通预算提案提交美国国会。

#### （2）国会预算审批（即进行公路授权立法）

国会开展授权立法的第一步是听证。举行听证会的目的，是听取相关机构组织、公民、国会议员和行政部门对未来联邦公路项目发展的意见。

听证结束后，各小组委员会开始筹备公路授权立法的起草工作，将听证获取的信息、

本届国会会议期间提交的建议等进行充分考虑。

参众两院独立通过各自议案后，双方议案间的分歧通过国会共同委员会调节，最终达成一个双方都能接受的议案。共同议案经参众两院表决通过后，递交总统签署生效。

### （3）资金授权

情况一：拨款法案（为授权资金的使用和分配进行二次立法）

针对使用“预算资金投资”的项目。在第一阶段授权法案通过后，仅设置了项目的资金上限，不允许项目启动。需进行拨款法案立法。拨款法案是对支出承诺和资金偿付的前置条件。在拨款法案中，国会确定可用于项目的实际金额，有可能会低于授权法案中的水平。资金来源，可以是一般财政预算资金、也可以是公路信托基金。

情况二：合约授权（通过授权法案即可授权可使用金额）

针对符合美国法典第23卷第1章有关合约授权的规定和要求且资金来源必须来自公路信托基金的项目。此种情况下公路项目无需经过二次立法，根据授权法案即可获取资金使用额度（大部分联邦公路项目不需要通过“情况一”进行）

## 3.授权资金拨付与分配

### （1）资金拨付

联邦公路项目的资金拨付实行偿付制（报销制），而不是预付制。即使授权额度已经分配给了各州，但此时各州并没有获得实际的资金分配。只是获得了联邦资金使用的承诺额度。

当实际的工程费用发生后，联邦政府对符合规定的部分予以报销偿付，偿付的额度只是联邦政府应承担的份额。

### （2）资金分配

对于大多数联邦公路项目，联邦公路局基于法定公式分配资金。基于法定公式的资金分配通常是在联邦财年的第1千（10月1日）进行，根据联邦批准的项目，相应的

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\\_312](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_312)

