

旬度经济观察

——大风起兮云飞扬

袁方¹

2021 年 2 月 21 日

内容提要

2 月以来，疫苗的加速接种、美国财政刺激的积极进展共同推动全球大宗商品价格上涨，这一趋势有望在未来一个季度延续。

长期而言，去年以来大宗商品价格的持续走强主要与供应偏紧有关。2011 年开启的大宗商品市场熊市是导致近两年供应偏紧的根本原因，疫情加剧了供需错配的矛盾。

未来大宗商品价格的长期走势，主要取决于经济恢复正常后供需裂口的走向。因此下半年大宗商品价格的底部和中枢位置，对确认其长期走势具有重要的指示价值。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

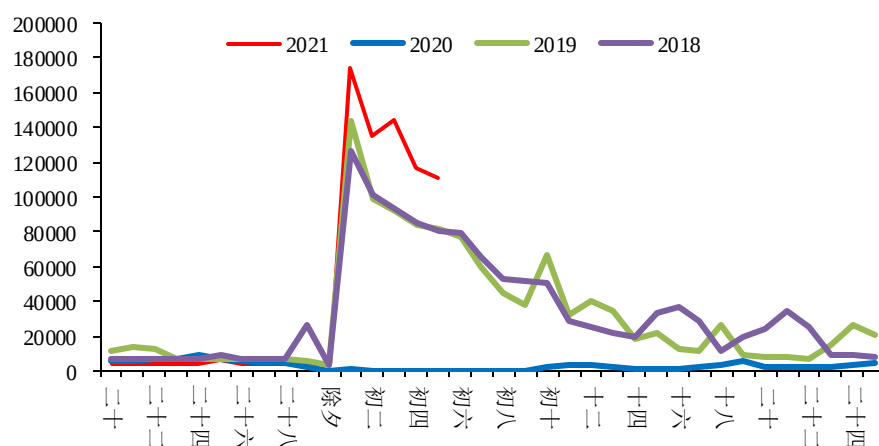
¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、经济动能处于较高水平

受“就地过年”的影响，今年春节期间总体客运量显著低于往年，仅为 2019 年客运量的三成左右。

大量人员春节期间留在一、二线城市，带动相关城市的住宿、餐饮、娱乐行业表现强劲。比如出行层面，上海、北京的城内出行强度高于同期 2019 年的水平；餐饮层面，到店消费和外卖消费的金额均高于 2019 年；春节档电影票房表现也优于往年，正月初一票房打破单日票房最高纪录。

图1：电影票房，万元



数据来源：Wind，安信证券

消费以外，“就地过年”节约了春运往返的时间成本，有助于企业更快复工，进而可能对生产数据带来偏积极的影响。

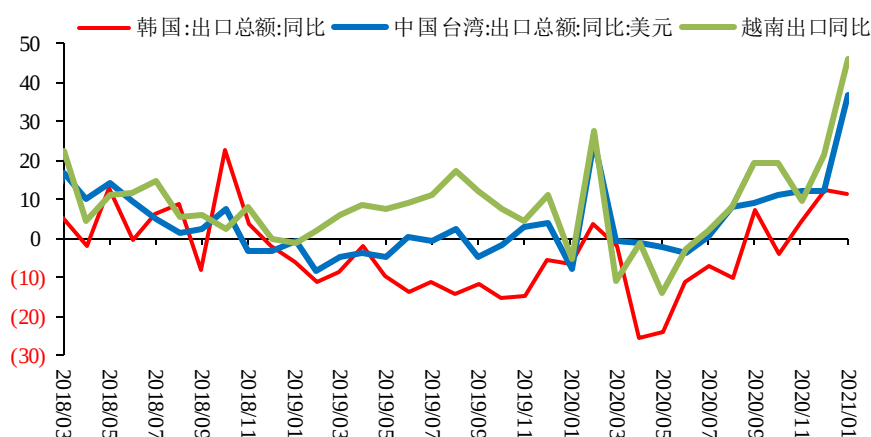
合并来讲，由于去年同期经济活动几乎冻结，基数效应对同比数据的影响显然更大，因此观察经济的环比动能更有意义。

从高频的消费数据以及工业品价格数据来看，当前经济动能仍然处于较高水平。

由于国内对疫情的控制相对彻底，未来经济恢复将延续此前的态势。工业、制造业投资领域的“填坑”将继续展开，居民部门储蓄行为的正常化有望推动消费活动持续回暖。尽管“三条红线”政策影响下房地产投资趋于走弱，但上半年其对经济的拖累将很大程度被消费、制造业投资对冲。从最近数据来看，韩国、越南和中国台湾的出口仍在加速，暗示中国出口仍处于较强水平。

整体而言，当前经济系统向下的压力较小，经济的高增长有望在今年一季度延续，这也将对上市公司盈利和工业品价格形成支撑。

图2：韩国、中国台湾和越南出口同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

二、全球工业品价格上涨有望延续

2月以来全球大宗商品价格加速上涨。布伦特原油快速突破60的关口，铜价创近8年新高，高盛商品指数、南华工业品指数表现强劲。

与此同时，美国通胀预期显著升温，基于TIPS计算的美国10年期盈亏平衡通胀率超过2.2%，并推动10年期美债收益率一度突破1.3%。

全球大宗商品价格的上涨带动权益市场有色、石油、化工板块上行，市场再通胀交易的热情高涨。

图3: 高盛商品指数



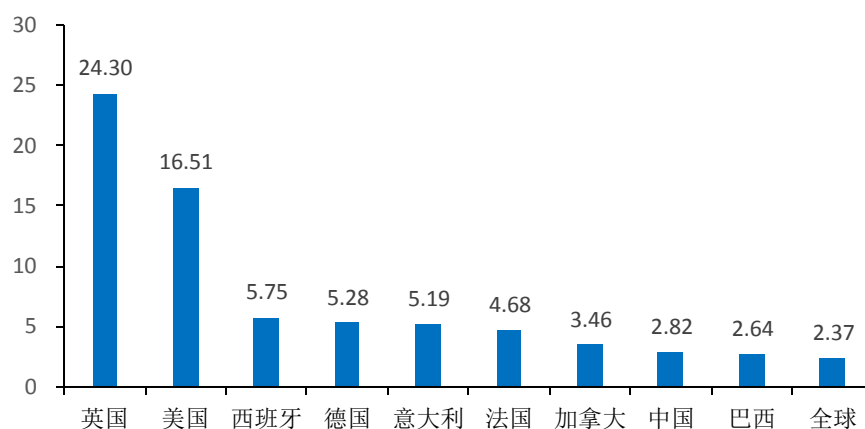
数据来源: Wind, 安信证券

如何理解 2 月以来大宗商品价格的上涨? 疫苗接种以及财政刺激的积极进展或是主因。

当前美国单日疫苗接种已上升至 200 万剂, 接种速度仍处于加速之中。最新数据显示美国每百人新冠疫苗接种量为 16.8 剂, 按照当前的速度, 美国有望在三季度实现群体免疫。

在疫苗加速接种的同时, 美国的疫情控制也取得积极成效, 2 月以来美国当日新增死亡病例逐步回落, 新增确诊病例延续了 1 月下行的趋势。欧洲和日本的情况也类似, 新增病例在 2 月份出现回落, 疫苗的接种在有序进行。疫苗的加速接种以及疫情的控制, 提升了市场参与者对全球经济恢复的信心, 这是本轮工业品价格普涨的重要宏观背景。

图4：每百人新冠疫苗接种量，剂次



数据来源：Wind，安信证券

数据截止至 2 月 16 日

此外，美国财政刺激计划的积极进展也对工业品价格上涨形成助推。2 月 5 日美国参众两院通过了旨在推动拜登 1.9 万亿美元财政刺激计划的预算和解法案，这使得刺激计划在简单多数的情况下即可通过，其落地时间可能在今年 3 月。1.9 万亿美元刺激计划的落地将推动美国居民部门收入和消费的回升，加速经济的恢复进程。

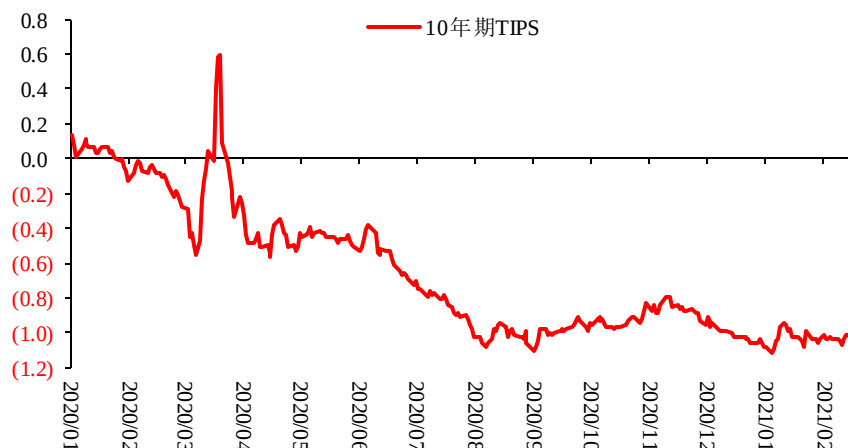
短期来看，疫苗的加速接种仍将延续，财政刺激计划 3 月有望落地，这意味着上半年本轮大宗商品价格的上涨仍有支撑。考虑到当前美国劳动力市场仍然偏弱，核心通胀温和，工业品价格的上涨难以引发央行货币政策的转向，未来大宗商品价格的走向可能主要取决于供需缺口恢复的情况。

长期之内，去年以来工业品价格的持续走强或许主要受到供应层面的影响。

观察美国 10 年期 TIPS，去年 8 月以来 TIPS 在 -1% 左右震荡，与此同时，美国隐含通胀预期一路上行，当前处于远高于疫情前的水平，这一分化显示出需求层面的复苏或许不是导致通胀预期上行的主因。很有可能的情况是，经济在供应

层面受到了系统性的抑制，并推动价格中枢抬升。而需求层面，疫情过后全球储蓄率持续高于疫情前水平，这对真实利率形成压制，进而抵消了经济活动恢复对TIPS 的影响。

图5：美国 10 年期 TIPS，%



数据来源：Wind，安信证券

图6：美国隐含通胀预期，%



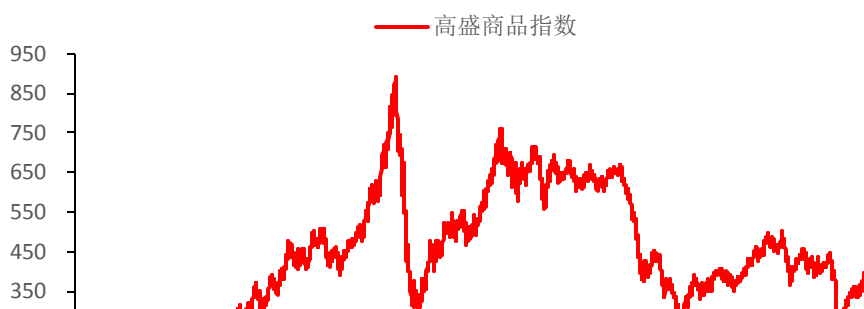
数据来源：Wind，安信证券

另一个与此相关的证据是，从全球工业生产的角度来看，疫情后全球工业活动的累计增速显著低于疫情前水平，暗示全球需求的恢复整体温和。而同时大宗商品价格已经显著高于疫情前，这表明供应层面的影响可能发挥着更为主导的作用。

2011 年以来大宗商品市场的长期熊市是导致近两年供应偏紧的根本原因。随着 2011 年以来全球经济尤其中国经济趋势下行，大宗商品价格中枢持续下移。在此过程中，供应层面的出清相对彻底，厂商扩产的意愿受到长期抑制。而疫情的影响类似于催化剂，它在短期之内进一步抑制了供应的响应，加剧了供需错配的矛盾，进而使得需求的温和恢复刺激价格大幅上行。

如果供应偏紧是导致近两年大宗商品价格上涨的主要驱动力，那么本轮商品价格顶部将出现在大规模投资发生以后。从确认的角度来看，今年下半年经济“填坑”带来的短期需求扩张结束，以及疫情导致的供应受限解除后，如果届时大宗商品价格的底部出现显著抬升，这将意味着长期的供需格局正在发生逆转，工业品价格的上涨有望延续更长时间，这也将对全球债券、股票市场产生深远影响。当然这一情况的确认无疑需要等待。

图7：高盛商品指数



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_17984

