

2021年下半年商品配置建议

资产价格运行逻辑研究专题之二

证券研究报告

2021年06月17日

● 核心结论

疫苗不均衡接种背景下，对商品供需影响大小排序为煤炭>原油>铜>铁矿。我们以进行采购（下订单）作为疫苗接种并发生作用的前提条件，通过分析主要资源品铁矿、原油、铜和煤炭供需两端的国家疫苗采购量和采购时间，推导其发挥作用的节奏。综合来看，2021年年内疫情对商品供需影响无法完全消退，还将主要存在于印尼、印度、伊朗和伊拉克等东南亚和中东国家。这对于商品的影响是：1）煤炭供给影响大于需求影响，供需缺口持续。2）原油需求国领先供给国实现群体免疫，少量供给年内无法完全释放（伊朗和伊拉克产量）。3）铜供需两国年内都将实现免疫，需求国领先供给国。4）铁矿供给国将提前在3季度末实现群体免疫，需求国除中国以外将继续受到疫情干扰。

疫苗接种和产生作用过程中，商品供给端仍需考虑企业生产意愿、产能变化和政策环境。1）以盈利来判断，生产企业多具备较强生产意愿。2）2013-2019年长期商品颓势下，企业资本开支减少，未来资源品的产能扩张有限，扩张幅度大小排序为铁矿>铜>煤炭>原油。3）2021年可能影响商品供给和贸易能力的政策包括美国对伊朗制裁、中国澳洲进口煤限制和“碳中和”目标下钢厂的限产。

疫苗接种和产生作用过程中，需求结构和货币信用环境的变化将分为三个阶段。1）疫苗接种同时本土每日新增病例不断下降，但未实现群体免疫，货币信用环境保持宽松，商品和服务消费需求共同上升。2）疫苗接种率接近群体免疫，同时本土每日新增病例为零。需求已经基本复苏并且通胀预期维持高位，失业率开始加速下降。服务消费需求表现强于商品消费。市场对于货币信用环境的收紧预期不断加强，但实际流动性政策并未发生方向性转变。3）失业率下降至政策目标位置，经济过热压力显现，货币信用政策开始收紧。中国于2020年7月率先进入第二阶段，预计今年8月美国进入，10月欧盟进入，12月南美资源国进入。在全球供应链联动的当下，疫情发展的不均衡将导致各国生产增加供给的速度偏慢，因而货币政策和信用政策无法切实收紧。

我们以疫情发展作为商品价格方向的判断前提，结合需求结构和供给扰动变化，2021年下半年商品配置建议为：1）商品上涨趋势不变，其中煤炭预计全年表现强势。2）三季度随着美国和欧盟进入群体免疫，原油及产业链商品进入加速期，铜和铁矿价格震荡。3）四季度铜和铁矿供给国进入群体免疫，并且耐用品需求放缓，供需矛盾弱化可进行空配。

风险提示：病毒变异导致疫苗作用失效，货币政策提前收紧

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



潘越



13508570688



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

《从产能周期和库存周期角度探讨商品上涨的持续性》-宏观变量专题研究系列之三
2021.3.17

《如何看待今年黑色商品价格的强势？》资产
价格运行逻辑研究专题之一 2020.8.31

内容目录

一、前言	4
1.1 市场对未来商品价格方向的分歧在哪?	4
1.2 我们以疫苗对商品供需两端发挥作用的节奏变化为价格方向判断的前提	5
二、疫苗的作用节奏	5
2.1 煤炭: 2021 年供需两端的国家无法实现群体免疫, 供给影响大于需求	5
2.2 铜: 需求国将率先在 8-10 月份实现群体免疫, 供给国 11-12 月有望实现	6
2.3 铁矿: 供给国三季度将有望摆脱疫情的影响	7
2.4 原油: 需求国提前在 8-10 月份实现群体免疫, 供给国部分国家年内难实现	8
2.5 疫情对商品供需影响大小排序为煤炭>原油>铜>铁矿	9
三、疫苗作用显现后对于商品我们需要关注什么?	9
3.1 供给端: 生产意愿、产能变化和政策环境	10
3.1.1 以盈利来判断, 企业与工人均存在明显的生产意愿	10
3.1.2 2013-2019 年长期商品颓势下, 企业资本开支减少, 未来资源品的产能扩张有限	11
3.1.3 2021 年可能影响商品供给和贸易能力的政策	14
3.2 需求结构变化和货币信用环境	16
3.2.1 疫情背景下, 流动性宽松, 需求结构商品消费大于服务消费	16
3.1.2 疫情发展的不均衡, 将导致供给向需求回归的速度比预期缓慢	17
四、下半年工业品配置节奏和建议	18
4.1 2020 年 3 月至 2021 年 6 月, 工业品表现回顾	18
4.2 2021 年下半年商品配置建议	19
五、风险提示	20

图表目录

图 1: 南华工业品指数自年初不断上涨, 5 月 12 日国常会发言后价格应声而落	4
图 2: 动力煤的主要生产国 (百万吨)	5
图 3: 动力煤的主要需求国 (百万吨)	5
图 4: 煤炭供需两国的疫苗采购节奏 (百万支)	6
图 5: 煤炭供需两国采购疫苗的可接种比例 (向前移 6 个月)	6
图 6: 铜的主要需求国 (万吨)	6
图 7: 铜的主要生产国 (万吨)	6
图 8: 铜供需两国的疫苗采购节奏 (百万支)	7
图 9: 铜供需两国采购疫苗的可接种比例 (向前移 6 个月)	7

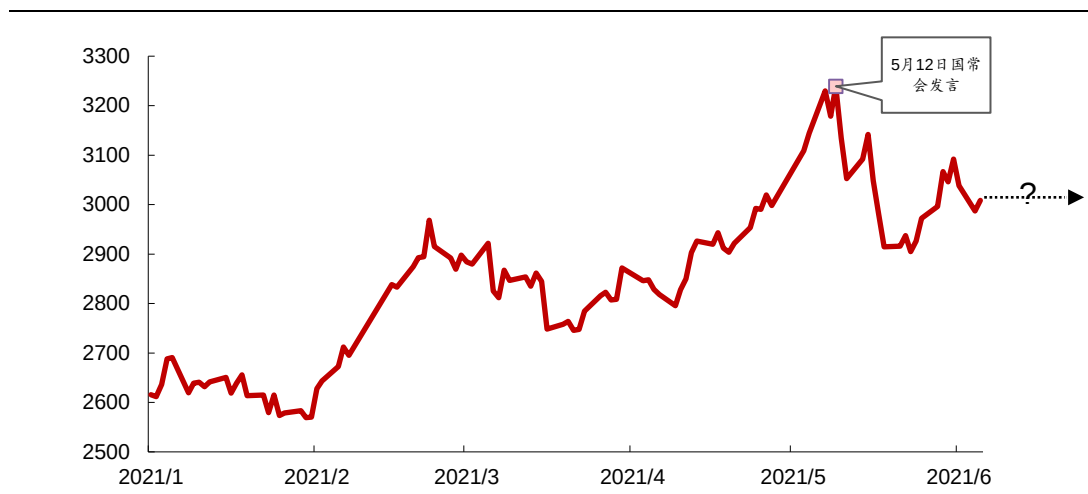
图 10: 铁矿的主要生产国 (亿吨)	7
图 11: 铁矿的主要需求国 (亿吨)	7
图 12: 铁矿供需两国的疫苗采购节奏 (百万支)	8
图 13: 铁矿供需两国采购疫苗的可接种比例 (向前移 6 个月)	8
图 14: 原油的主要生产国 (百万桶/日)	8
图 15: 原油的主要需求国 (百万桶/日)	8
图 16: 原油供需两国的疫苗采购节奏 (百万支)	9
图 17: 原油供需两国采购疫苗的可接种比例 (向前移 6 个月)	9
图 18: 铜价大幅高于现金成本线 (美金/吨)	10
图 19: 铁矿大幅高于矿山到岸中国现金成本线 (美金/吨)	10
图 20: 动力煤价大幅高于现金成本线 (元/吨)	10
图 21: WTI 价格大幅高于中东和俄罗斯现金成本线, 基本平衡于北美页岩油成本线 (美金/桶)	11
图 22: 2019-2024 年全球的铜矿产能扩张力度有限 (万吨)	11
图 23: 铜企 2016-2020 年资本开支复合增速约为 6%	11
图 24: 2017-2019 年四大矿山资本开支复合增速为 12%, 但新增项目主要以替代枯竭的矿山为主	12
图 25: 除北美以外油气公司 2020 年资本支出同比下降 25%	13
图 26: 北美油气勘探和生产公司 2020 年总资本支出显著下降	13
图 27: 美国页岩油的活跃钻机数较疫情前仅恢复 68% (部)	13
图 28: OPEC 仍在执行 10%-15% 的减产协议 (千桶/日)	13
图 29: 中国煤矿核准产能自 2017 年以来呈现逐渐下降的趋势 (万吨)	14
图 30: 伊朗原油出口金额自美国对其制裁以来几近腰斩 (千美元)	14
图 31: 2020 年中国执行进口煤限制政策 (万吨)	15
图 32: 中国不同地区的粗钢产量 (万吨)	16
图 33: 2021 年 3 月唐山执行限产政策 (%)	16
图 34: 全球主要国家的 M2 同比 (%)	17
图 35: 疫情期间, 美国商品消费需求强于服务消费需求 (%)	17
图 36: 疫情期间, 欧元区制造业强于服务业 (%)	17
图 37: 主要发达国家的疫苗完全接种率 (%)	18
图 38: 主要商品供给国的疫苗完全接种率 (%)	18
图 39: 2021 年商品配置节奏建议	20
表 1: 以不同的需求结构划分在 2020 年 3 月 31 日到 2021 年 6 月 10 日期间的工业品价格变化	18
表 2: 以不同的原材料划分在 2020 年 3 月 31 日到 2021 年 6 月 10 日期间的工业品价格变化	19

一、前言

2021年上半年，随着大宗商品价格的不断上涨，市场对于通胀风险的担忧持续发酵。继5月12日，国务院常务会议要求，“要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行。”为响应国常会的号召，各部门进行一系列的政策组合拳，包括：1) 期货交易所对热门品种提高手续费和保证金比例，以此提升交易成本。2) 对钢铁行业的参与者进行检查，打击囤积居奇、哄抬价格等行为，推进反垄断、反不正当竞争执法，以此降低市场投机需求。3) 对煤炭行业的生产企业进行协商，引导其做好保供稳价的表率作用，以此推进市场供给增加。

政策高压下，商品价格应声而落。南华工业品指数自5月12日起两周时间下降8%，其中，动力煤价格下跌5%，焦煤价格下跌15%，沪铜价格下跌6.8%，螺纹钢价格下跌22%，铁矿价格下跌23.4%，同期仅主要由全球定价的原油价格未有下降。

图1：南华工业品指数自年初不断上涨，5月12日国常会发言后价格应声而落



资料来源：WIND，西部证券研发中心

1.1 市场对未来商品价格方向的分歧在哪？

短期悲观情绪释放后，市场再次回到评估和判断未来商品价格方向的主线上。总结市场的观点得知，大家普遍认为，本轮通胀上行的原因主要是疫情影响下，全球商品供需错配和流动性泛滥导致。因此，商品价格的变化从根本上取决于疫苗对疫情的控制情况，进而影响需求和供给的变化，最后引发流动性政策的转向。而市场的分歧在于以上逻辑链条的节奏。

对商品价格悲观者认为：1) 以目前接种节奏外推，美国将在三季度实现群体免疫，届时本国供给和需求将得到恢复，从而美联储逐步退出QE。2) 中国国内货币和财政政策已经提前收紧，同时目前原材料价格的上涨已经逐步反噬中下游的盈利，进而抑制其需求进一步释放。综合而言，商品和通胀高点将在3季度显现。

对商品价格乐观者认为：1) 全球疫情发展不均衡对商品生产和运输的影响年内尚难以解决，这将导致供给恢复的速度偏慢。2) 美国退出QE的时间不会发生在今年，因为联储同时参考就业和平均通胀变化来进行Taper决策，劳动力供给短缺现象四季度恐才有希望缓解，这难以在年底实现就业目标，因此流动性宽松对需求的支撑还将持续。综合而言，

今年下半年商品价格仍将继续上升。

1.2 我们以疫苗对商品供需两端发挥作用的节奏变化为价格方向判断的前提

我们认为，本轮商品价格的变动内生性影响因素来自于新冠病毒，其共同作用于供给和需求两方，而传统货币和财政政策仅能作用于需求一方，这是与过去每一轮周期都不同的。考虑到当前已经出现能够与病毒抗衡的疫苗，其对供需两端发挥作用的节奏将是判断价格方向和流动性政策的首要前提。

因此，本文第一，将重点分析疫苗在几种主要资源品铁矿、原油、铜和煤炭供需两端的国家发挥作用的节奏。第二，分析几种商品供给端的生产意愿、产能情况和政策环境，需求端的结构变化和流动性环境。第三，结合以上分析结论，提出工业品配置建议。

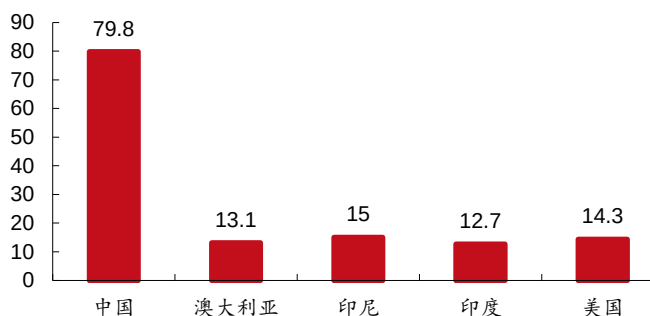
二、疫苗的作用节奏

考虑到中国凭借有效和严格的疫情防控措施，疫苗对其疫情发展情况的边际作用有限。我们主要判断除中国以外其余国家的疫苗作用节奏。疫苗发挥作用的路径为：采购，到货后接种，病毒扩散力减弱。由此可知，进行采购（下订单）是疫苗发生作用的首要条件。据美国杜克大学统计，疫苗的采购是从2020年5月开始，但实际开始接种发生在2021年1月份，这意味着从下订单到到货接种的时间周期约为6-7个月。鉴于不同国家的采购节奏不同，这也将导致其疫苗到货和进行接种的节奏不同，进而对疫情的控制节奏不同。

2.1 煤炭：2021年供需两端的国家无法实现群体免疫，供给影响大于需求

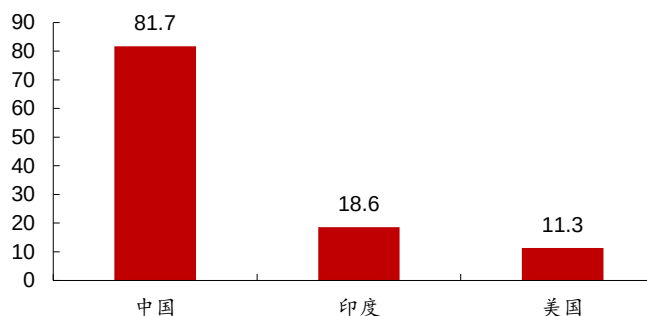
全球范围内，动力煤的主要生产国包括中国、澳大利亚、印尼、美国，主要需求国为中国、印度和美国。据统计，2020年全球煤炭的总需求量为1.67亿吨（相对于原油能源需求），其中中国为8170万吨，印度为1860万吨，美国为1130万吨。全球煤炭总产量与需求量相当，其中中国7980万吨，印度尼西亚1500万吨，美国1430万吨，澳大利亚1310万吨，印度为1270万吨。

图2：动力煤的主要生产国（百万吨）



资料来源：BP 年度统计报告、西部证券研发中心

图3：动力煤的主要需求国（百万吨）

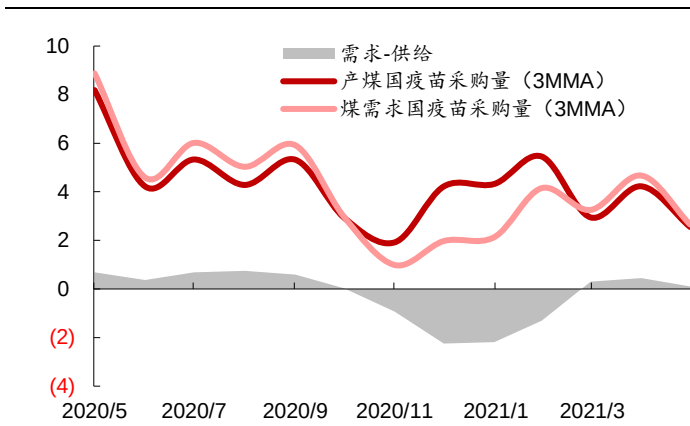


资料来源：BP 年度统计报告、西部证券研发中心

截至 2021 年 5 月底，前文提到的煤炭需求国（美国和印度）共确认采购 16 亿支疫苗，现有疫苗可供实现完全接种率达到 47.3%，其中美国实现 183%，印度仅 14%。供给国（印尼、澳大利亚、美国和印度）确认采购 21.17 亿支疫苗，可供实现完全接种率达到 50.8%，其中印尼实现 47%，澳大利亚 324%，美国 183%，印度 14%。从采购节奏来看，2020 年 5-10 月份，需求国疫苗采购量较供给国大，而 2020 年 11 月-2021 年 3 月，供给国采购开始较需求国加速。

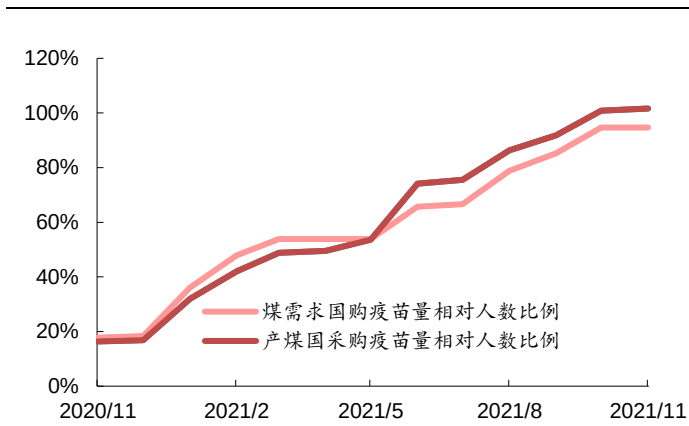
对于煤炭商品而言可以发现，首先，2021 年供需两端的国家总体无法实现群体免疫（完全接种率无法达到 60%以上），意味着新冠病毒的影响还将持续存在，其中供给端影响幅度为 2.18%（印度和印尼产量占总供给比例），大于需求端的 1.47%（印度需求占比）。其次，自下半年开始，供给国的疫苗接种速度有望加快，可能减轻供需失衡的矛盾。

图 4：煤炭供需两国的疫苗采购节奏（百万支）



资料来源：美国杜克大学，西部证券研发中心

图 5：煤炭供需两国采购疫苗的可接种比例（向前移 6 个月）

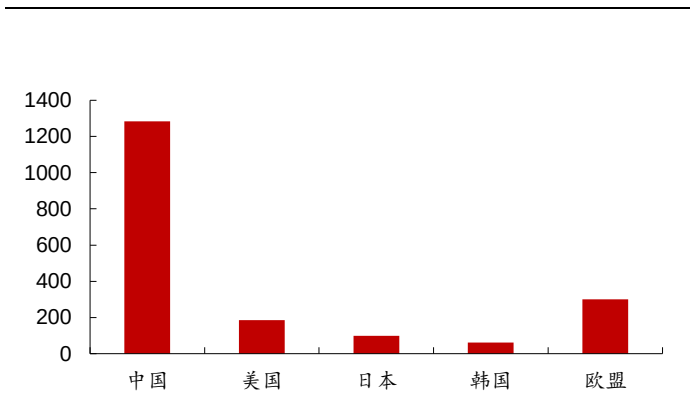


资料来源：美国杜克大学，西部证券研发中心

2.2 铜：需求国将率先在 8-10 月份实现群体免疫，供给国 11-12 月有望实现

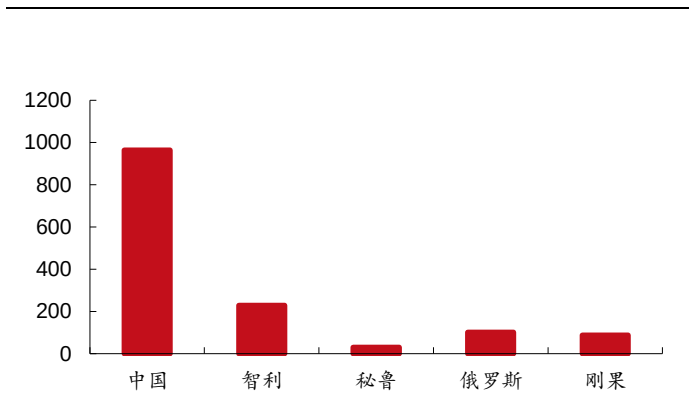
全球范围内，精炼铜的主要生产国包括中国、智利、秘鲁、刚果和俄罗斯，主要需求国为中国、美国、欧盟、日本和韩国。据统计，2019 年全球精炼铜的总需求量为 2410.9 万吨，其中中国为 1283.7 万吨，美国为 185 万吨，欧盟为 300 万吨，日本 98.9 万吨，韩国 62.3 万吨。全球精炼铜总产量为 2389 万吨，其中中国 963.5 万吨，智利 228.4 万吨，秘鲁 30.69 万吨，俄罗斯 102 万吨，刚果为 87.77 万吨。

图 6：铜的主要需求国（万吨）



资料来源：WMBS、西部证券研发中心

图 7：铜的主要生产国（万吨）

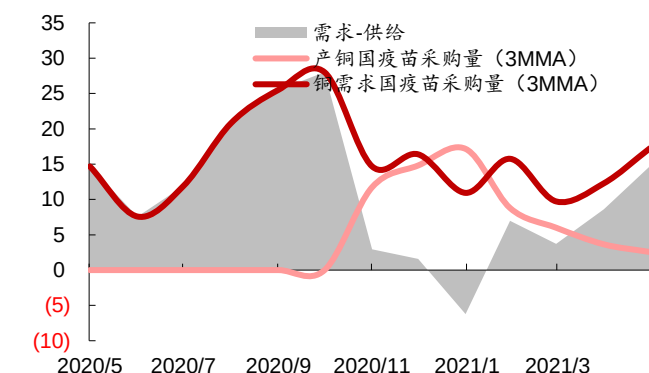


资料来源：WMBS、西部证券研发中心

截至2021年5月底，前文提到的精炼铜需求国（美国、欧盟、日本和韩国）共确认采购42亿支疫苗，可供实现完全接种率达到205%，其中美国为183%，欧盟为271%，日本为125%，韩国为133%。供给国（智利和秘鲁）则确认采购1.37亿支疫苗，可供实现完全接种率达到69.2%，其中秘鲁为73%，智利为67%。从采购节奏来看，直到2020年11月供给国才开始采购疫苗，在此之前需求国疫苗采购量显著大于供给国。

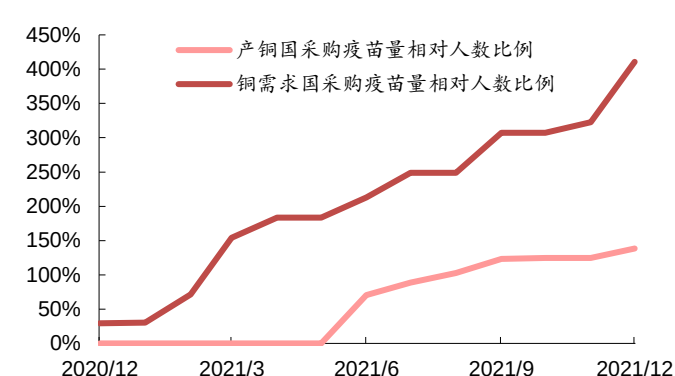
对于铜商品而言可以发现，首先，2021年供需两端有望摆脱疫情带来的影响（疫苗采购量充裕）。其次，由于供需两国疫苗采购节奏的错配，需求国将率先在8-10月份实现群体免疫，而供给国一方面因为采购量有限，另一方面因为采购时间较晚，预计在年底11月或12月方可基本实现群体免疫。

图8：铜供需两国的疫苗采购节奏（百万支）



资料来源：美国杜克大学、西部证券研发中心

图9：铜供需两国采购疫苗的可接种比例（向前移6个月）

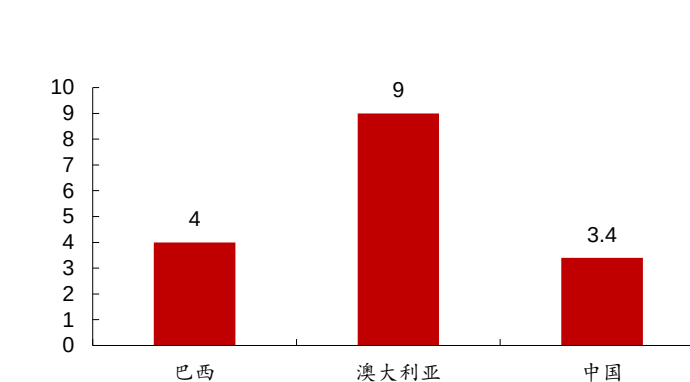


资料来源：美国杜克大学、西部证券研发中心

2.3 铁矿：供给国三季度将有望摆脱疫情的影响

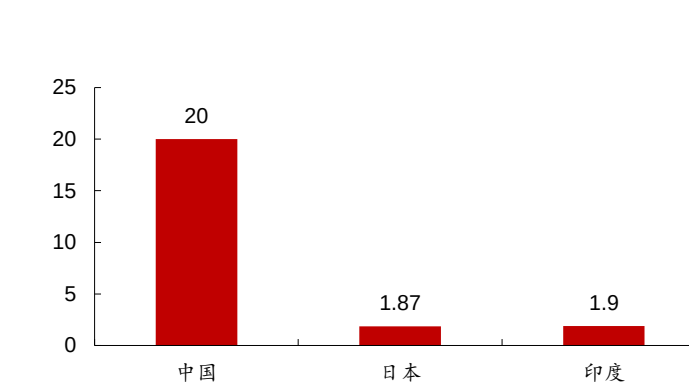
全球范围内，铁矿的主要生产国包括澳大利亚、巴西和中国，主要需求国为中国、印度和日本。据统计，2019年全球铁矿的总需求量为32.3亿吨，其中中国为20亿吨，日本为1.87亿吨，印度为1.9亿吨。全球铁矿总产量为24.5亿吨，其中澳大利亚为9亿吨，巴西4亿吨，中国3.4亿吨。

图10：铁矿的主要生产国（亿吨）



资料来源：世界钢铁协会统计、西部证券研发中心

图11：铁矿的主要需求国（亿吨）

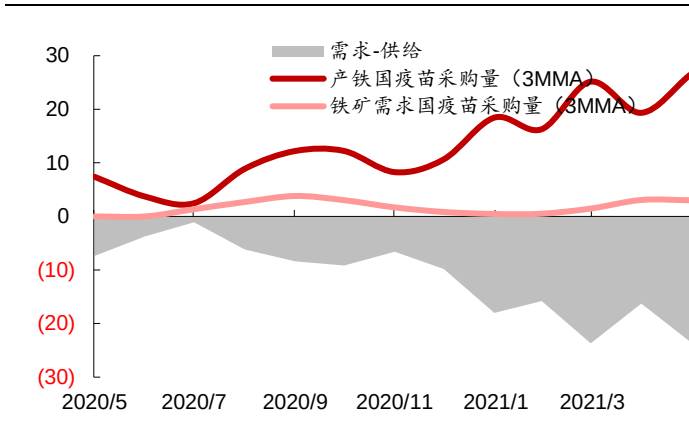


资料来源：世界钢铁协会统计、西部证券研发中心

截至2021年5月底，前文提到的铁矿需求国（日本和印度）共确认采购7亿支疫苗，仅

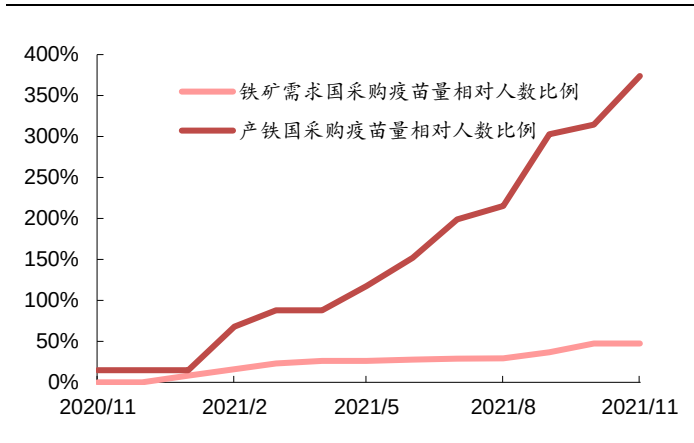
供实现完全接种率达到 23.7%，其中日本为 125%，印度为 14%。供给国（澳大利亚和巴西）则确认采购 6.3 亿支疫苗，可供实现完全接种率达到 186.9%，其中澳大利亚为 324%，巴西为 163%。从采购节奏来看，2020 年 7 月起，供给国疫苗采购量不断加速，但需求国采购节奏和采购量均较为平缓。

图 12：铁矿供需两国的疫苗采购节奏（百万支）



资料来源：美国杜克大学、西部证券研发中心

图 13：铁矿供需两国采购疫苗的可接种比例（向前移 6 个月）



资料来源：美国杜克大学、西部证券研发中心

对于铁矿商品而言可以发现，2021 年供给国将有望摆脱疫情的影响，但除中国以外的铁矿需求国仍将不断受到疫情干扰，预计影响幅度为 5.8%（印度需求量占总需求比例）。这意味着，2021 年铁矿的需求边际贡献主要还是中国，但疫情对供给端的影响将逐渐在三季度末消除。

2.4 原油：需求国提前在 8-10 月份实现群体免疫，供给国部分国家年内难实现

全球范围内，原油的主要生产国包括美国、俄罗斯、沙特、伊拉克、阿联酋和伊朗，主要需求国为美国、欧盟和中国。据统计，2019 年全球原油的日需求量为 9000 万桶，其中美国为 2200 万桶，欧盟为 1200 万桶，中国为 1300 万桶。全球原油日产量为 9520 万桶，其中美国 1700 万桶，俄罗斯 1480 万桶，沙特 1200 万桶，伊拉克 480 万桶，阿联酋为 4 万桶，伊朗为 350 万桶。

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_20151

