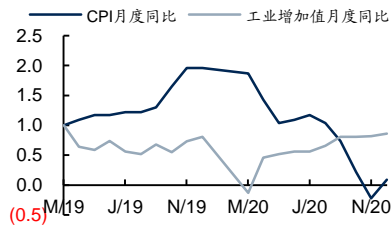


CPI与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	35.00
社零总额当月同比	33.80
出口当月同比	154.9
M2	10.10

相关研究报告:

《“利率-利差”轮盘下的“风林火山”配置策略(一)》——2021-03-15
 《宏观专题报告:拜登基建,道阻且长》——2021-03-17
 《宏观专题报告:透过幻影,看破真相—基数扰动下的经济景气度识别》——2021-03-09
 《2021年度春季中国宏观经济与债券市场展望:复苏中继与债熊三段》——2021-03-25
 《宏观专题-后疫情时代稳杠杆的内涵》——2021-03-26

证券分析师:董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001
联系人: 王艺熹
 电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

宏观专题

油铜“轮盘”

● 油、铜的经济属性和金融属性

全球需求复苏对应着油与铜的经济属性。从经济周期上来看,原油价格的上涨通常在经济周期较早的时候出现。经济复苏带来的需求上行对原油需求的提振是明显的。铜价和铜需求量则常被视作经济运行的先行指标。美元走势对应着油与铜的金融属性。对于美国以外的其他国家来说,美元越便宜,购买商品就越便宜。美元指数的变化和此两类大宗商品价格的变化在大部分时期确实存在方向相反、幅度不一定相同的规律,这种规律对于铜价来说更明显。

● 经济、金融属性背离时期大宗商品怎么走?

为了研究在这种双性背离的情况下商品价格如何变动,我们找出了1996年以来商品价格驱动因素双性背离的所有时期。我们发现,在全球经济上行趋势明确的情况下,美元上行不能改变大宗商品价格上涨的趋势。经济和金融因素背离时,经济因素在影响商品价格时占主导。

● 美国经济和全球经济的相对强弱是关键:

美元的走势时常脱离美国经济走势,即美国经济走强时美元反而贬值的现象时有发生,反之亦然。许多观点认为,美元与美国经济产生背离的主要原因是,美元汇率不仅取决于美国经济的强弱,更取决于美国经济相对于全球经济的强弱。我们的理论假设是,全球经济运行状况决定商品需求,从而决定商品价格,而美元汇率不仅取决于美国经济,还由其他国家经济与美国经济相对强弱的强弱决定。我们发现历史数据与假设的符合度较高。

根据历史数据的总结(括号内为历史数据符合理论推断的比例):

- I. 全球经济上行、美国经济上行但弱于其他国家时,美元指数下行(100%),商品价格上行(100%);
- II. 全球经济上行、美国经济上行且更强于其他国家时,美元指数上行(100%),商品价格上行(75%);
- III. 全球经济下行、美国经济上行时,美元指数上行(100%),商品价格下行(83.3%);
- IV. 全球经济下行、美国经济下行但强于其他国家时,美元指数上行(100%),商品价格下行(83.3%);
- V. 全球经济下行、美国经济下行更多时,美元指数上行(与理论推断相反,主要是因为美元的安全资产属性凸显),商品价格下行(100%);
- VI. 全球经济上行、美国经济下行时,美元指数下行(100%),商品价格上行(100%)。

以上可总结为油铜“轮盘”图(见正文第16页)。

● 实际利率和大宗商品价格有什么关系?

商品的金融属性越强,则其与美债实际利率的负相关性越强。美债实际利率与油、铜价格弱负相关(相关系数分别为-0.27、-0.36),与金、银价格负相关性明显(相关系数分别为-0.89、-0.69)。

内容目录

油、铜的经济属性和金融属性	5
全球需求复苏对应着油与铜的经济属性	5
美元走势对应着油与铜的金融属性	9
经济、金融属性背离时期大宗商品怎么走?	10
经济、金融双属性在哪些时期相互背离?	10
美国经济和全球经济的相对强弱是关键	12
全球经济超过美国经济的情况.....	14
美国经济超过其他国家经济的情况:	14
总结: 美元汇率全球与美国经济的相对强弱决定, 商品价格由全球经济状况决定	15
实际利率和大宗商品价格有什么关系?	17
油与铜对中、美 PPI 的影响较为明显	19
油、铜对于美国 PPI 的影响.....	19
油、铜对于中国 PPI 的影响.....	20
关于如何得到季度频率的主要国家 GDP 数据	22
国信证券投资评级	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

图 1: 布油价格 (美元/桶) 和伦敦铜价 (美元/吨)	5
图 2: 原油需求增速与美国 GDP 增速 (%)	5
图 3: 世界原油需求的地理分布	6
图 4: 2018 年我国不同部门原油消费占比 (%)	6
图 5: 我国原油消费量同比 (%)	6
图 6: 美国各部门石油消费量占比 (按热单位计算)	7
图 7: 原油均价 (美元/吨) 及世界原油消费量增速 (%)	7
图 8: EIA 全球原油需求 (单位: 百万桶/天, 灰色部分为预测) (百万桶/天)	8
图 9: 伦敦铜价 (美元/吨) 与美国 GDP 同比 (%)	8
图 10: 世界主要精炼铜消费国年消费量 (千吨)	9
图 11: 伦敦铜价 (美元/吨) 与美元指数	9
图 12: 布伦特原油价格 (美元/桶) 与美元指数	9
图 13: 美元指数与全球主要经济体 GDP (%)	10
图 14: 中国 2015-2018 年精炼铜消费量 (千吨)	11
图 15: 油价 (美元/桶) 与主要经济体 GDP (%)	12
图 16: 铜价 (美元/吨) 与主要经济体 GDP (%)	12
图 17: 美元指数与美国 GDP 同比增速 (% , 黑框为方向背离时期)	12
图 18: 商品价格与全球经济变化的理论框架	13
图 19: 主要经济体 GDP 增速与美国 GDP 增速 (%)	13
图 20: 商品价格与全球经济框架	16
图 21: 美国实际 GDP 同比与 10Y 实际利率 (%)	17
图 22: 联储资产规模 (百万美金) 与 10Y 实际利率 (%)	17
图 23: 美元指数与伦敦金现 (美元/盎司)	17
图 24: 全球商品价格指数与美债实际利率 (%)	18
图 25: 布油价格 (美元/桶) 与美债实际利率 (%)	18
图 26: 伦敦铜价 (美元/吨) 与美债实际利率 (%)	19
图 27: 伦敦金价 (美元/盎司) 与美债实际利率 (%)	19
图 28: 美国 PPI 与布伦特原油价格 (美元/桶)	19
图 29: 美国 PPI (%) 与伦敦铜价格 (美元/吨)	20
图 30: 中国 PPI 与布伦特原油价格 (美元/桶)	21
图 31: 中国 PPI 与伦敦铜价格 (美元/吨)	21
图 32: 中国 PPI (全部工业品) 当月同比 (% , 灰色: 预测值)	22
图 33: 墨西哥、印度与美国 GDP 同比 (%) 增速的对比	23
表 1: 历次危机中后期美元指数走势	10
表 2: 主要经济体 GDP 和美元指数同时上行时期的油、铜价格变化	11
表 3: 主要经济体 GDP 和美元指数同时下行时期的油、铜价格变化	11
表 4: 全球经济上行, 美国经济上行但弱于其他	14
表 5: 全球经济下行, 美国经济弱于其他	14
表 6: 全球经济上行, 美国经济下行	14

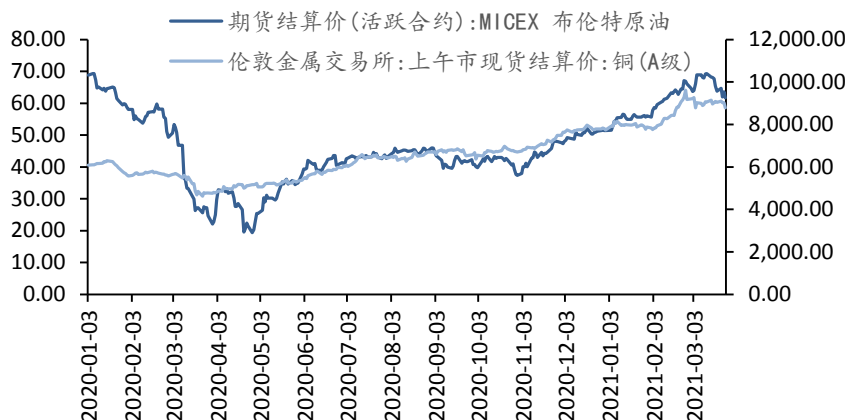
表 7: 全球经济上行, 美国经济上行且强过其他.....	15
表 8: 全球经济下行, 美国经济上行.....	15
表 9: 全球经济下行, 美国经济下行但强过其他.....	15
表 10: 商品价格与美债实际利率的相关系数.....	18
表 11: 实际利率上行时期油、铜、金、银价格变化	18

油、铜的经济属性和金融属性

自去年疫苗问世以来，各类大宗商品迎来一波全球经济复苏驱动的大牛市。若用 2020 年 4 月的低点至 2021 年 3 月的高点算，布伦特原油价格累计上涨 258.8%，伦敦铜价累计上涨 108.22%。

除了经济复苏外，前期美元弱势也有利于大宗商品价格上涨。我们认为，大宗商品具有经济和金融两种属性，两种属性均对油价和铜价的变化趋势有影响。

图 1: 布油价格 (美元/桶) 和伦敦铜价 (美元/吨)

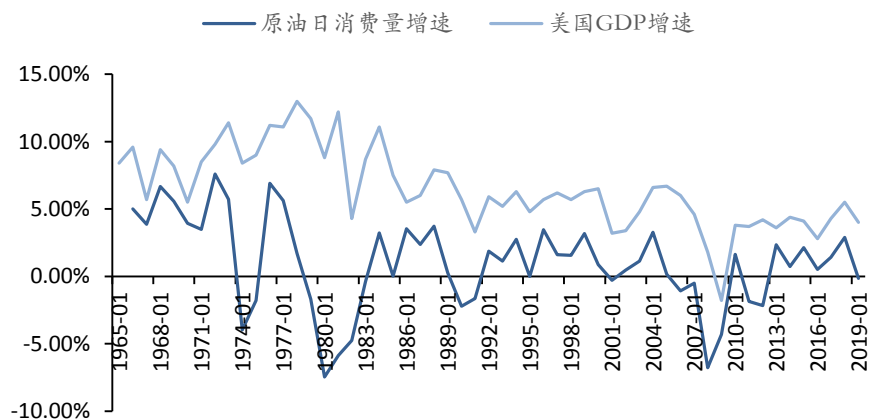


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

全球需求复苏对应着油与铜的经济属性

从传统的危机复苏模型来看，伴随着全球经济复苏稳步推进，各国对原油和铜的需求量增加，推动其价格上涨。从下图中可以看到，原油的平均日消费量增速与美国 GDP 增速的一致性较高，且通常会先于 GDP 变化而变化。也就是说，从经济周期上来看，原油价格的上涨通常在经济周期较早的时候出现。经济复苏带来的需求上行对原油需求的提振是明显的。

图 2: 原油需求增速与美国 GDP 增速 (%)

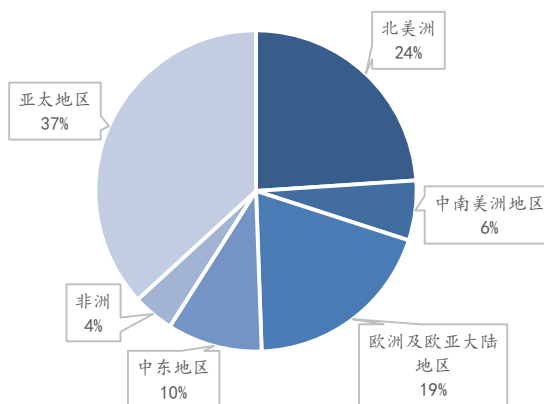


资料来源:Wind、国信证券经济研究所

分地区看，原油需求主要集中在亚太地区和北美地区，欧洲各国的原油消耗量占全球原油需求的 20%。目前，亚洲和北美疫情控制和疫苗接种情况领先，复苏预期强力推高国际油价。但由于欧洲疫情再次反扑，德、法、意等国再次启

动封禁措施，国际油价跌落高位。

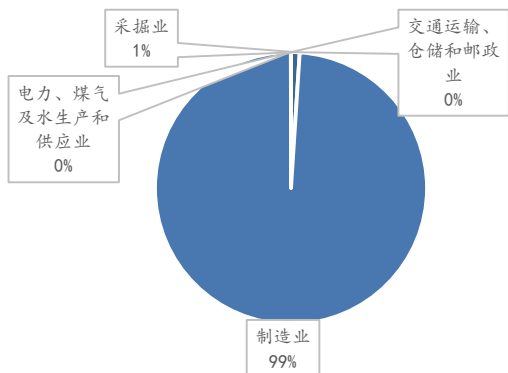
图 3: 世界原油需求的地理分布



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

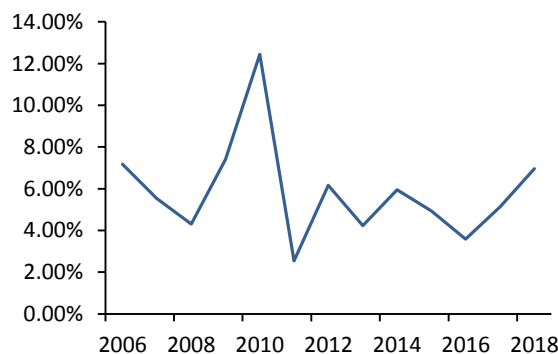
从具体的需求项目来看，我国原油主要用于工业生产类，交通运输、采掘业消费的原油消费量较制造业而言几乎可以忽略不计。从量上看，我国原油消费量持续上升，2018 年全国原油消费量同比增长将近 7%。

图 4: 2018 年我国不同部门原油消费占比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

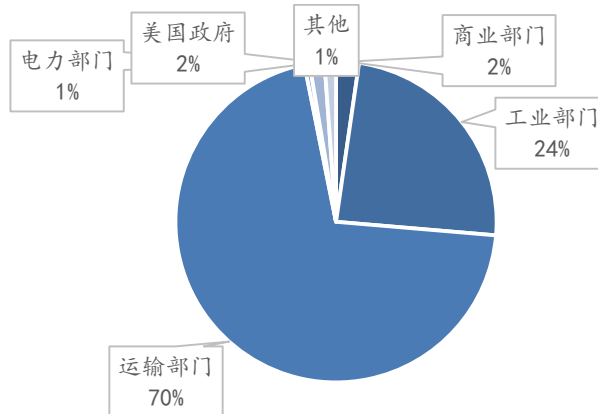
图 5: 我国原油消费量同比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相比而言，美国原油消费主要由交通运输行业主导。2019 年，70% 的美国石油消费由运输部门产生，工业部门的石油消费仅占 24%。随着全球复产复工的推进，交运行业复苏将持续扩大全球的原油需求。

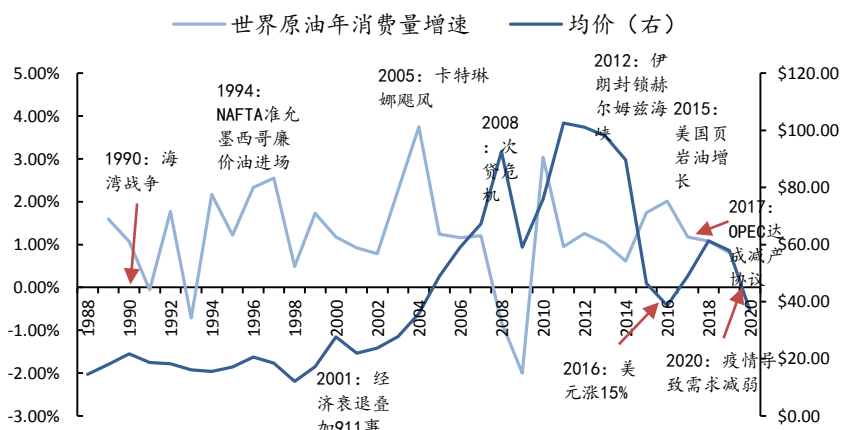
图 6: 美国各部门石油消费量占比 (按热单位计算)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

长期来看, 世界原油需求会因新能源替代而下降, 导致原油价格下降。这同样是从经济学的供需层面 (相对于金融属性而言) 影响原油的价格。目前来看, 虽然新能源的应用在不断拓展, 但是传统能源在全球供能中的比例并未出现明显的下降。2020 年全球原油消费量的下降主要是新冠疫情所致。

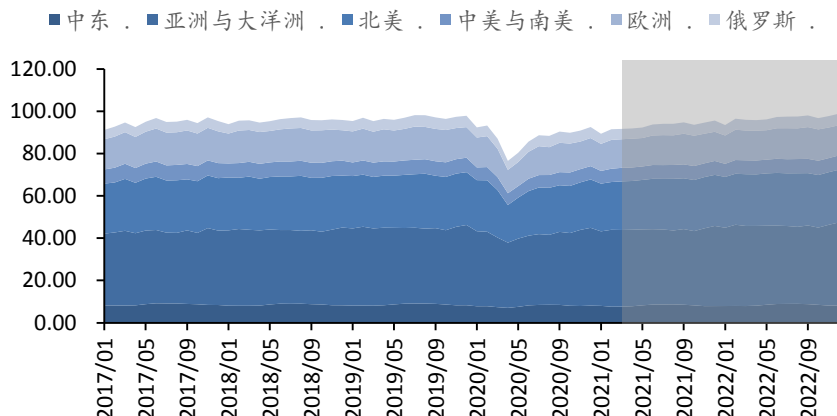
图 7: 原油均价 (美元/吨) 及世界原油消费量增速 (%)



资料来源: thebalance.com、国信证券经济研究所整理

根据美国能源信息署 3 月发布的预测报告, 今年 4 月 OPEC 产量将达到 2530 万桶/天, 而全球需求将达到 9750 万桶每天。持续的库存下降将支撑原油价格上行。

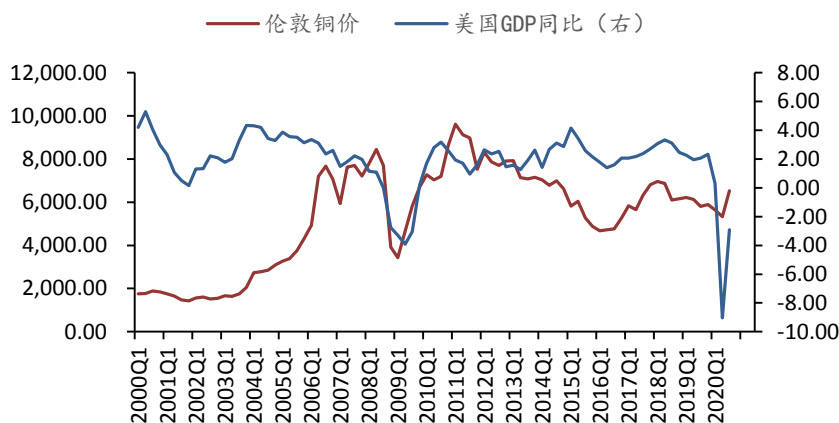
图 8: EIA 全球原油需求 (单位: 百万桶/天, 灰色部分为预测) (百万桶/天)



资料来源:EIA、国信证券经济研究所整理

铜价和铜需求量则常被视作经济运行的先行指标。从下图可以看出, 铜价与美国 GDP 增速的变化在许多时期都具有领先性。

图 9: 伦敦铜价 (美元/吨) 与美国 GDP 同比 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所

目前, 全球铜需求主要取决于中国的需求情况。2019 年, 中国铜进口量占全球铜进口的 30%。国内产铜量小于需求量, 根据国家统计局的数据, 我国 2019 年共进口铜矿石及其精矿 2198.19 万吨, 比 2018 年增加了 11.58%。

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_531

