

商品牛市的六个视角与影响

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

证书编号: S0280517100001

刘娟秀 (分析师)

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

陈韵阳 (联系人)

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280118040020

相关报告

宏观报告: 产成品周转天数高增之谜

2019-12-22

宏观报告: 三大攻坚战收官之年将至, 宏观杠杆率有哪些变化

2019-12-15

主要观点: 其一, 近期商品价格上涨更多是受风险偏好回升提振。其二, 商品牛市的六个视角。其三, 基钦周期与中国房地产短周期首次分化, 将压制商品牛市的高度, 并可能导致不同商品之间的分化。其四, 节奏上, 2020年上半年商品表现可能好于下半年。其五, 商品牛市的影响。

● 商品牛市的六个视角

视角一: 基钦周期进入扩张期。新一轮基钦周期自2019年8月触底回升, 本轮周期类似于2002年与2009年开启的短周期, 商品会有所表现。2020年基钦周期与中国房地产短周期可能出现分化, 将压制商品牛市的高度。

视角二: 渐行渐近的补库存周期。2019年11-12月大致处于被动去库存的起点, 2020年上半年大概率开启补库存周期, 2020年三季度中后期可能逐渐进入被动补库存, 因此上半年商品表现可能好于下半年。

视角三: 全球经济有望阶段性企稳。1998年以来, OECD生产指数同比增速企稳后的1年内, CRB金属指数均录得正回报, 平均收益率为28%, 最高收益率为60.6%。我们预计全球经济有望阶段性企稳。

视角四: CRB综合指数850日均线。CRB综合指数向下刺破其850天(基钦周期平均42个月, 大约850个交易日)均线后, 底部往往呈现N字型形态。当前CRB的形态与2002年初、2015年底类似, 未来CRB综合指数可能出现一轮反弹。

视角五: 原油供需紧平衡, 美伊事件再添一把火。基于我们对全球经济的展望, 需求端对2020年原油价格的拖累或将边际减弱。供给端, OPEC+深化减产, 原油供需紧平衡, 美伊事件为中东局势增添不确定性, 不排除未来油价出现快速上行的风险。

视角六: 去产能、去杠杆、环保加强之后, 供给曲线左移且陡峭化。2015年底开始的去产能, 以及与此同时进行的去杠杆、环保, 导致潜在经济增速快速下降, 虽然需求也在下滑, 但是幅度低于供给能力的下滑, 这导致实际经济增速由2016年之前的大幅低于潜在经济增速, 转变为和潜在经济增速差不多。如果需求略有改善, 工业品价格就会上升, 从而对资本市场产生重要影响。从这个角度看, 是经济增速缺口而非经济增速本身影响资产价格。

● 商品牛市的影响:

商品牛市的影响: (1) PPI上行速度将快于市场预期, 不存在工业品通缩风险; (2) 名义经济增长与企业盈利改善; (3) 打破债市PPI通缩信仰; (4) 通胀指标从分化到收敛对货币政策的或有冲击。

● 风险提示: 贸易摩擦反复; 中东局势升级

目 录

1、 风险偏好回升，近期商品价格上涨.....	4
2、 商品牛市的六个视角.....	5
2.1、 视角一：基钦周期进入扩张期.....	5
2.2、 视角二：渐行渐近的补库存周期.....	8
2.3、 视角三：全球经济有望阶段性企稳.....	9
2.4、 视角四：CRB 综合指数 850 日均线.....	10
2.5、 视角五：原油供需紧平衡，美伊事件再添一把火.....	11
2.6、 视角六：去产能、去杠杆、环保加强之后，供给曲线左移且陡峭化.....	11
3、 商品牛市的影响.....	12
3.1、 PPI 上行速度将快于市场预期，不存在工业品通缩风险.....	12
3.2、 名义经济增长与企业盈利改善.....	13
3.3、 打破债市 PPI 通缩信仰.....	14
3.4、 通胀指标从分化到收敛对货币政策的或有冲击.....	15
4、 国外经济形势一周综述.....	16
5、 国内高频数据观察.....	17
5.1、 高炉开工率回升.....	17
5.2、 原油价格上涨.....	17
5.3、 猪肉价格上涨.....	18
5.4、 房地产销售面积增速回升.....	18
5.5、 央行宣布全面降准.....	19
5.6、 美元指数下跌，人民币汇率升值.....	20

图表目录

图 1: 2019 年 12 月各主要商品价格上涨.....	4
图 2: 全球经济政策不确定性指数高位回落.....	5
图 3: 金油比回落.....	5
图 4: 宏观经济热度指数同比增量存在明显的 3.5 年周期.....	6
图 5: 金属切削机床增长率存在明显的 3.5 年周期.....	6
图 6: 基钦周期扩张期，名义 GDP 增速会从跌势中企稳或者上行.....	7
图 7: 基钦周期与商品价格.....	7
图 8: 房地产短周期与基钦周期错位.....	7
图 9: 新开工下行将压制螺纹钢价格.....	8
图 10: 2016 年以来，黑色持续跑赢有色.....	8
图 11: 商品在被动去库存和主动补库存阶段表现相对较好.....	9
图 12: 订单指数同比增量领先库存周期.....	9
图 13: 全球制造业 PMI 回升.....	10
图 14: 新兴经济体制造业 PMI 率先企稳.....	10
图 15: CRB 综合指数 850 日均线.....	11
图 16: 原油供需紧平衡.....	11
图 17: 去产能、去杠杆、环保加强之后，中国供给能力收缩.....	12
图 18: 过去的 CRB 指数隐含 2020 年 PPI 增速回升.....	12
图 19: 过去的十年期国债收益率隐含 2020 年 PPI 增速回升.....	13
图 20: 过去的企业杠杆率同比隐含 2020 年 PPI 增速回升.....	13
图 21: 在工业品价格下降的末期，企业利润增速已经不再显著下滑了.....	14

图 22: 十年期国债收益率与 PPI	14
图 23: 货币政策感受指数与 PPI	15
图 24: 2019 年通胀指标分化 (%)	15
图 25: 核心 CPI 是经济基本面的映射 (%)	16
图 26: 2019 年 12 月全球制造业 PMI 回落主要受发达国家拖累	16
图 27: 美国 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 背离	17
图 28: 高炉开工率回升 (%)	17
图 29: 原油价格上涨 (美元/桶)	18
图 30: 猪肉价格上涨 (元/公斤)	18
图 31: 房地产销售面积增速回升 (%)	19
图 32: 货币市场利率下降	19
图 33: 美元指数回落	20
图 34: 人民币汇率升值	20
表 1: 央行公开市场操作 (2019.12.30-2020.1.3)	19

主要观点：

其一，近期商品价格上涨更多是受风险偏好回升提振。

其二，商品牛市的六个视角：(1) 基钦周期扩张；(2) 补库存周期渐近；(3) 全球经济有望企稳；(4) CRB 综合指数 850 日均线；(5) 原油；(6) 供给曲线左移且陡峭化。

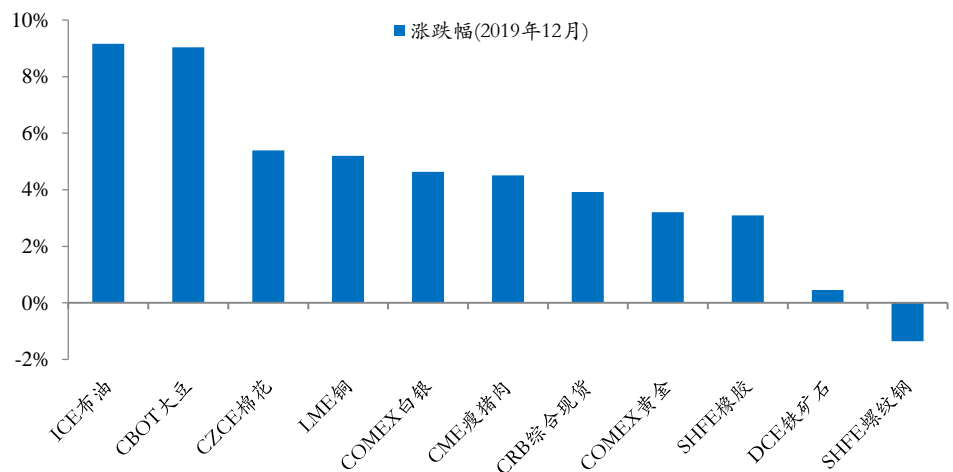
其三，基钦周期与中国房地产短周期首次分化，将压制商品牛市的高度，并可能导致不同商品之间的分化。

其四，节奏上，2020 年上半年商品表现可能好于下半年。

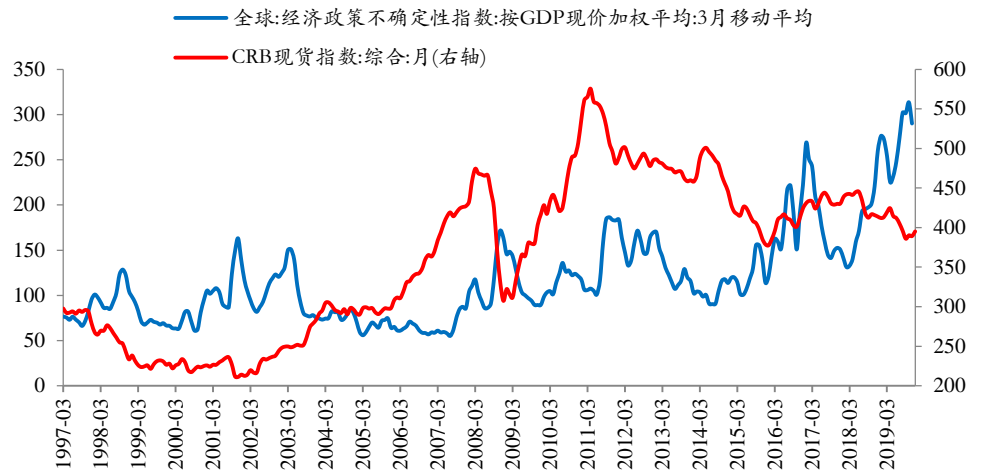
其五，商品牛市的影响：(1) PPI 上行速度将快于市场预期，不存在工业品通缩风险；(2) 名义经济增长与企业盈利改善；(3) 打破债市 PPI 通缩信仰；(4) 通胀指标从分化到收敛对货币政策的或有冲击。

1、 风险偏好回升，近期商品价格上涨

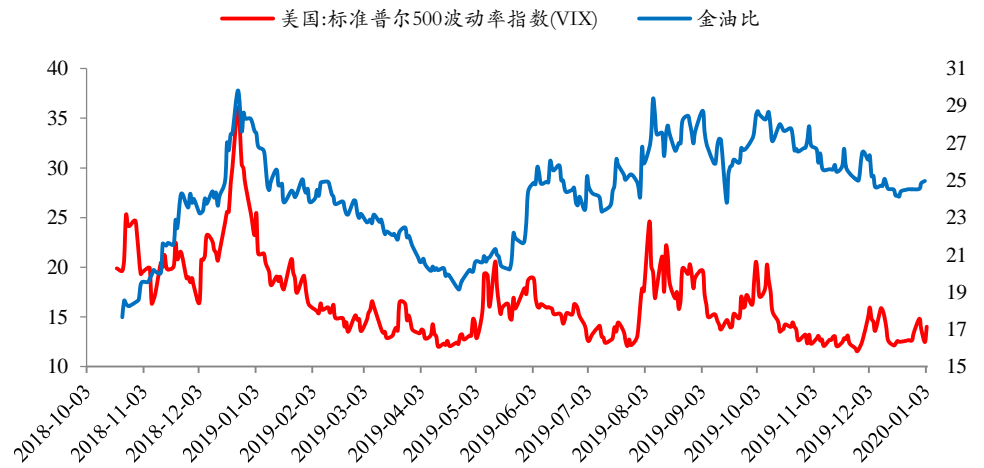
近期商品价格上涨更多是受风险偏好回升提振。以 CRB 综合指数为代表的商品价格自 2019 年 9 月中旬以来不再创新低，在 2019 年 12 月更是大涨 3.9%，其中，原油、CBOT 大豆、棉花、铜价等都有较大幅度上涨。近期商品价格上涨受风险偏好回升和全球经济企稳预期升温影响，其中，风险偏好回升是主要原因，全球经济政策不确定性指数、金油比在近期均高位回落，而市场对全球经济企稳还将信将疑。

图1： 2019 年 12 月各主要商品价格上涨

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 全球经济政策不确定性指数高位回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 金油比回落

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 商品牛市的六个视角

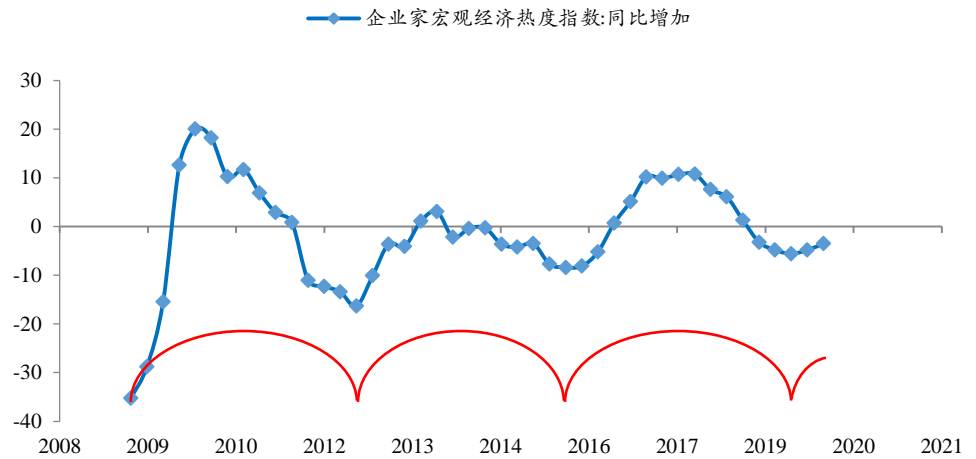
2.1、 视角一：基钦周期进入扩张期

42个月的基钦周期进入扩张期。如果观察企业家宏观经济热度指数同比与金属切削机床增速，可以发现它们都存在大约3.5年即42个月的周期，这个长度与基钦周期一致。全球主要经济体普遍存在42个月左右的短周期，这种高度一致性可能是通过商品价格实现的，对CRB综合指数对数同比进行BP滤波处理，得到基钦周期，再将基钦周期与中国名义GDP增速作对比，可以发现基钦周期扩张期，名义GDP增速会从跌势中企稳或上行。**新一轮基钦周期自2019年8月触底回升**，本轮基钦周期类似于2002年与2009年开启的短周期，商品会有所表现。

基钦周期与中国房地产短周期首次分化，将压制商品牛市的高度。看空经济的人，其中一个重要理由就是房地产投资增速将在2020年出现回落，而过去中国经济主要是靠房地产支撑。的确，由于三四线城市去库存、限价、实体经济去杠杆等因素，这轮房地产周期被显著拉长，2016年之前，房地产短周期与基钦周期走势

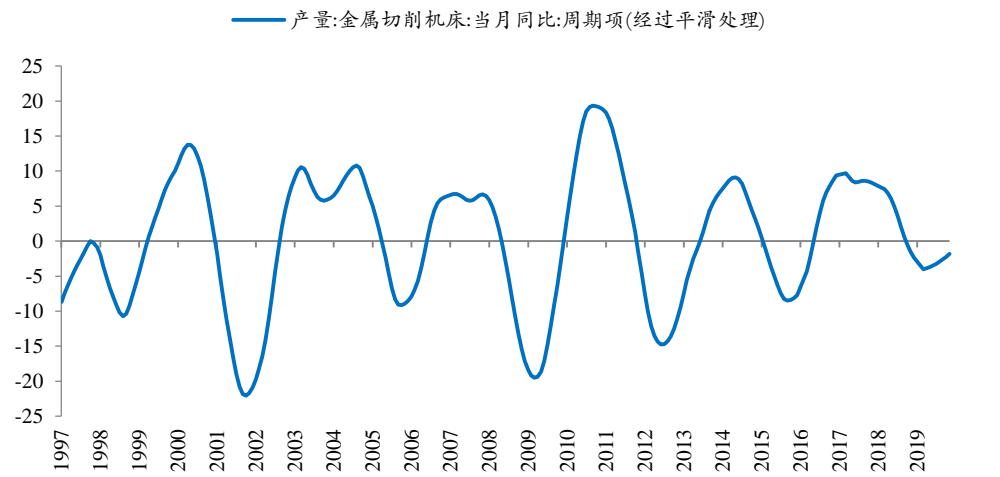
基本一致，但2016年以来的房地产短周期与基钦周期明显错位。2019年前三季度的情况是，房地产短周期上行，基钦周期下行，所以我们看到2019年经济的一个特点是“建筑业表现好于制造业”。2018年下半年开启的这轮房地产短周期已经上行1年半左右，接近过去房地产短周期平均上行时间，从新开工下行、施工见顶、竣工回升也大致能看出房地产投资的疲态。从基钦周期与中国房地产短周期的分化来看，本轮商品价格上涨幅度可能会弱于过去几轮牛市。

图4：宏观经济热度指数同比增量存在明显的3.5年周期



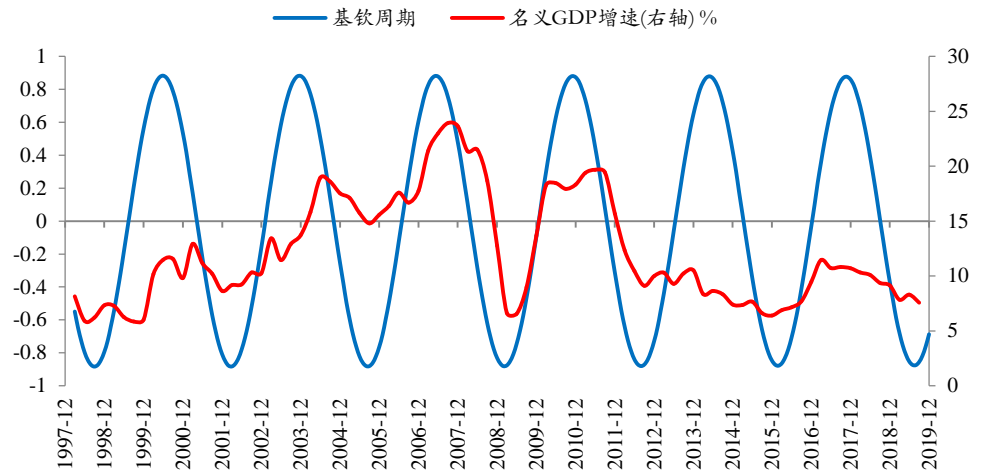
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：金属切削机床增长率存在明显的3.5年周期



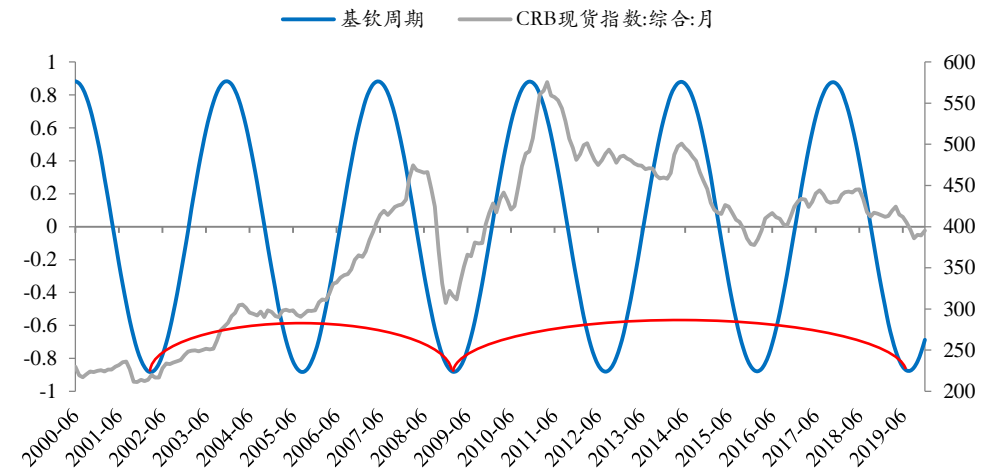
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 基钦周期扩张期，名义GDP增速会从跌势中企稳或者上行



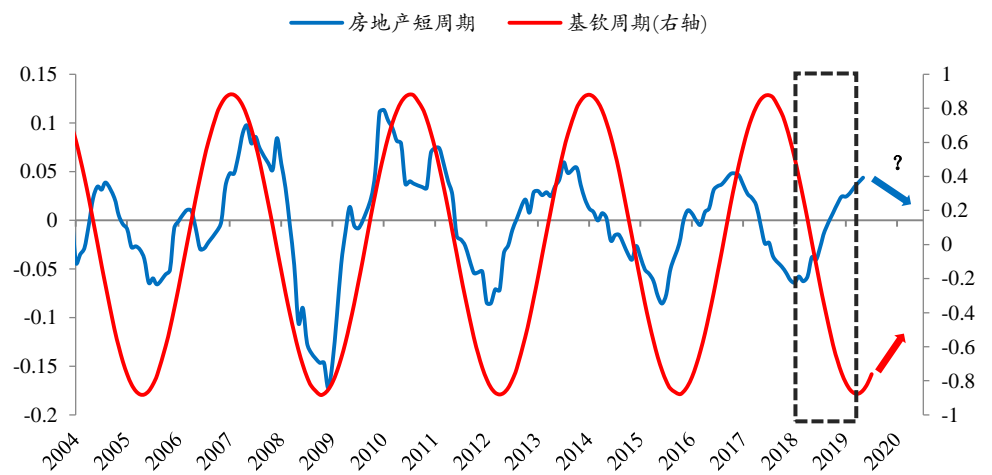
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 基钦周期与商品价格

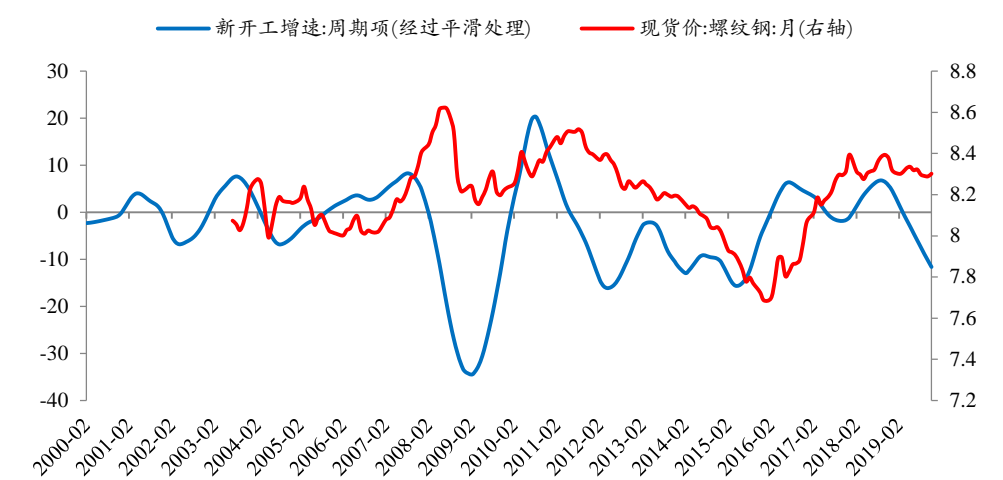


资料来源：Wind，新时代证券研究所

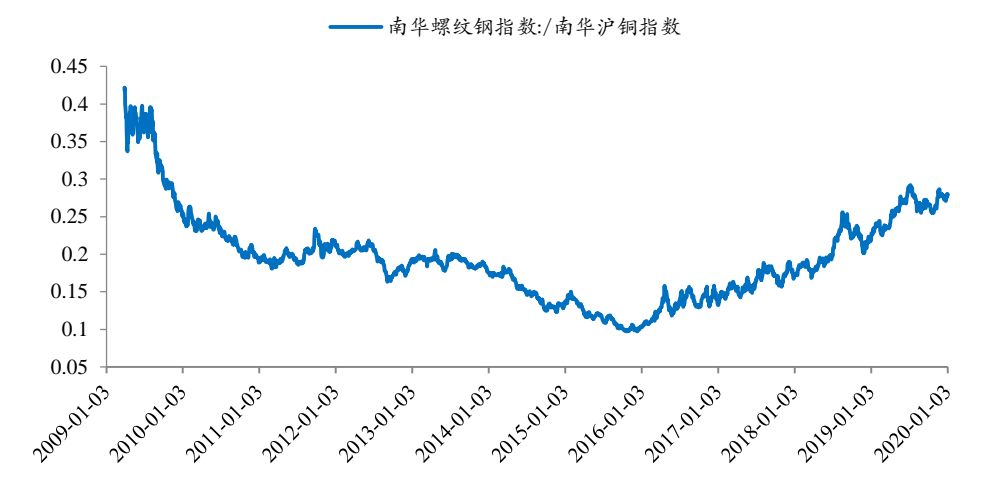
图8： 房地产短周期与基钦周期错位



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 新开工下行将压制螺纹钢价格

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 2016年以来，黑色持续跑赢有色

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 视 角 二： 渐 行 渐 远 的 补 库 存 周 期

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_8000

