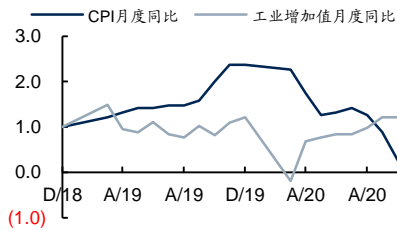


宏观经济

海外市场一周概览

2020年12月16日

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	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.70

相关研究报告:

《海外市场一周概览:海外投行2021美国经济预览》——2020-12-01
 《宏观经济周报:国信高频宏观扩散总指数连续六周上升》——2020-12-07
 《宏观经济周报:经济增长向上趋势继续强化,生产资料价格大幅上涨》——2020-11-30
 《海外市场一周概览:对美国就业数据的挖掘与思考》——2020-12-09
 《宏观经济周报:国内经济景气度仍在上升》——2020-12-14

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。

宏观周报

大宗双“杰”——油、铜如何变化?

● 驱动油、铜价格变化的经济属性和金融属性

需求复苏对应着油与铜的经济属性:从历史上来看,经济复苏带来的需求上行对原油需求的提振是明显的。随着明年复产复工的推进,交运行业复苏将为原油打开需求。而铜价与美国GDP增速的变化在许多时期都具有同向性。以明年新冠疫情收尾而经济获得复苏为前提,认为下年度经济复苏将为商品价格提供支撑是合理的。

美元走势对应着油与铜的金融属性:从历史价格上来看,商品价格与美元多呈反向走势。美元的下跌也会为商品价格上涨提供支撑。

● 市场投资者对于油、铜的走势预期如何?

方向确立,幅度不一,预计2021原油价格以49美元/桶为中枢:美国能源信息署预测2021年布伦特原油的全年平均价格为49美元/桶。摩根大通预测未来六个月平均油价为50美元/桶,2021年底达到56美元/桶。荷兰银行给出的2021年布伦特原油均价为48美元/桶。

铜价方面外资机构分歧较大,多机构提及中国需求非常关键:这是因为中国占全球铜进口的30%。高盛给出的铜价预期几乎为市场最高,认为2021年铜价的平均值将达到8625美元/吨。花旗银行预计2021年平均铜价为7500美元/吨。荷兰银行的预期为7266美元/吨。

● 油与铜对中、美PPI的影响较为明显

油、铜对于美国PPI的影响:从美国PPI的计算权重上来看,许多分项都与国际原油价格有着直接或间接的关系,原油价格变化较为显著的时期,能源价格对PPI的影响不容忽视。铜价的变化几乎没有与美国PPI出现过方向上的背离。

油、铜对于中国PPI的影响:08年后,中国的PPI的走势与铜价走势在某些时间段内有较明显的相关性,铜价的高低拐点有时会出现在中国PPI的拐点之前。总体来说,从明年油、铜价格均会上涨这一预期上判断,明年中美两国的PPI都将是趋于上行的。

● 上周主要资产走势概览

美股:上周,美股市场主要的交易逻辑仍然是居高不下的新冠感染数据以及受其拖累的经济数据、疫苗带来积极的经济预期和一直悬而未决又似乎有希望的财政刺激方案,三个因素之间的博弈导致行情比较震荡。标普500指数下跌0.97%,道琼斯指数下跌0.46%,纳斯达克指数下跌0.5%。**美债:**美国10年期国债收益率和2年期国债收益率都经历了震荡下跌的走势。12月8日至14日美国10年期国债收益率从0.929%下降到0.890%,总共下降3.9bp。美国2年期国债收益率从0.149%下降到0.125%,共下降2.5bp。**伦敦金**从1864.13美元/盎司下降到1831.49美元/盎司,跌幅为1.75%。**美元指数**从90.84下降至90.65。**布伦特原油和伦敦铜**的价格均经历先涨后小幅度回跌的变化。布伦特原油涨幅达到2.7%,伦敦铜价涨幅为0.4%

内容目录

驱动油、铜价格变化的经济属性和金融属性	4
需求复苏对应着油与铜的经济属性	4
美元走势对应着油与铜的金融属性	5
市场投资者对于油、铜的走势预期如何?	6
方向确立, 幅度不一: 预计 2021 原油价格以 49 美元/桶为中枢	6
铜价方面外资机构分歧较大, 多机构提及中国需求非常关键	7
油与铜对中、美 PPI 的影响较为明显	8
油、铜对于美国 PPI 的影响	8
油、铜对于中国 PPI 的影响	9
上周主要资产走势概览	10
美股	10
美债	11
伦敦金和美元指数	12
布伦特原油和伦敦铜	12
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: 原油需求与美国 GDP 增速.....	4
图 2: 世界原油需求分布.....	5
图 3: 伦敦铜价与美国 GDP 同比.....	5
图 4: 伦敦铜价与美元指数.....	6
图 5: 布伦特原油价格与美元指数.....	6
图 6: 原油均价及世界原油消费量增速.....	7
图 7: 世界主要精炼铜消耗国.....	8
图 8: 美国 PPI 与布伦特原油价格.....	8
图 9: 美国 PPI 与伦敦铜价格.....	9
图 10: 中国 PPI 与布伦特原油价格.....	9
图 11: 中国 PPI 与伦敦铜价格.....	10
图 12: 12月8日-12月14日标普 500 指数.....	11
图 13: 12月8日-12月14日道琼斯工业指数.....	11
图 14: 12月8日-12月14日纳斯达克综合指数.....	11
图 15: 12月8日-12月14日美国 10 年期国债收益率.....	12
图 16: 12月8日-12月14日美国 2 年期国债收益率.....	12
图 17: 12月8日-12月14日伦敦金价与美元指数走势 (伦敦金: 美元/盎司).....	12
图 18: 12月8日-14日布伦特原油价格走势 (美元/桶).....	13
图 19: 12月8日-14日伦敦铜走势 (美元/吨).....	13

驱动油、铜价格变化的经济属性和金融属性

11月，布伦特原油期货结算价从 38.97 美元/桶飙升至 47.59 美元/桶，全月涨幅为 22.12%。伦敦铜价则从 6707.5 美元/吨一路走高，至 7487.50 美元/吨，上涨幅度达到 11.63%。截至 12 月 14 日，原油价格已上涨至 50.23 美元/桶，伦敦铜价则报 7800.25 美元/吨。

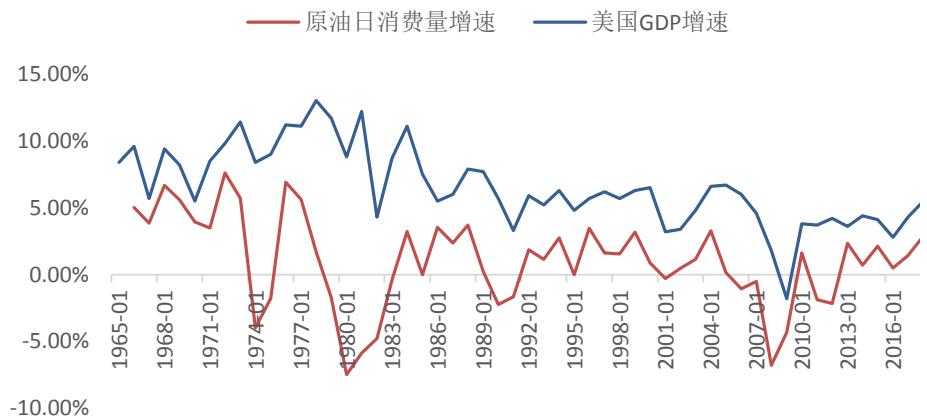
国际商品市场的火热与触目惊心的疫情数据形成了鲜明的对比。一方面，欧美疫情持续恶化，单日确诊屡创新高。另一方面，股票和商品价格屡创新高，许多机构都认为市场反应过于超前。

不过，在多只疫苗研发成功，欧美多国已批准疫苗上市的前提下，市场对于 2021 年经济复苏带来需求增加的预期是合理的。依据美林时钟的分析框架，在经济增速和通胀双双上行的阶段，商品表现为大类资产中最佳，因此，2021 年油、铜价的走势备受关注。

需求复苏对应着油与铜的经济属性

从下图中可以看到，原油的平均日消费量增速与美国 GDP 的增速一致性较高，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。从历史上来看，经济复苏带来的需求上行对原油需求的提振是明显的。

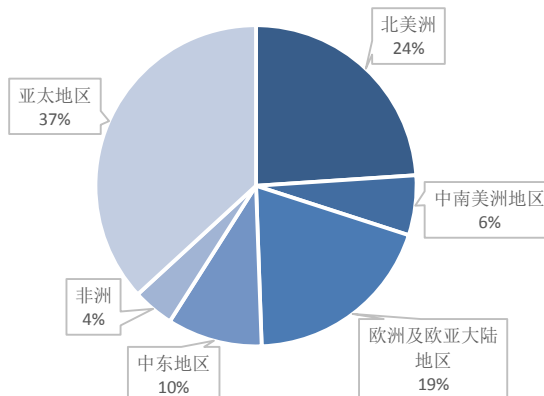
图 1：原油需求与美国 GDP 增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

从具体的需求项目来看，美国的原油有 68% 都被投入到交通运输中，制作成汽车汽油的有 45%，航空用油占 0.06% 左右。26% 则被工业生产消耗，加工成塑料、蜡、润滑剂等产品。剩下的 6% 被住户、商业用作其他用途，或被发电消耗。随着复产复工的推进，交运行业复苏将为原油打开需求。

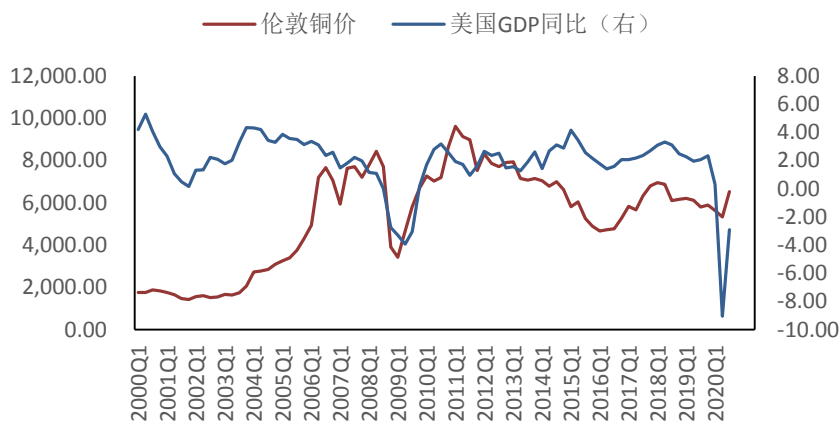
图 2: 世界原油需求分布



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

而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同向性。

图 3: 伦敦铜价与美国 GDP 同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

所以，以明年新冠疫情收尾而经济获得复苏为前提，认为下年度经济复苏将为商品价格提供支撑是合理的。

美元走势对应着油与铜的金融属性

另外，不容忽视的是美元汇率与大宗商品价格的关系。从历史价格上来看，商品价格与美元多呈反向走势。从逻辑上来讲，此时美元不是作为美国的货币反应美国经济的强弱和进出口的差额，而是作为全球商品交易的结算货币在作用于商品价格的变化。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。

图 4：伦敦铜价与美元指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

图 5：布伦特原油价格与美元指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

从上图来看，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，这种规律对于伦敦铜来说更明显一点。美元汇率在接下来一年继续下降是市场较为一致的预期。除了经济复苏以外，美元的下跌也会为商品价格上涨提供支撑。

当然，影响铜价和原油价格的主要因素还在于供需层面，美元的相对价值对这两种商品价格的变化影响绝非是决定性的。

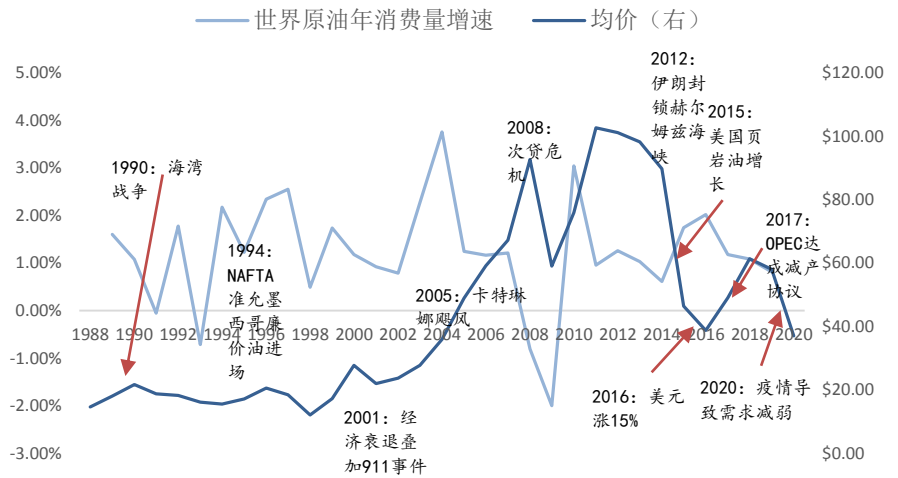
市场投资者对于油、铜的走势预期如何？

方向确立，幅度不一：预计 2021 原油价格以 49 美元/桶为中枢

市场对于油价方向的预期较为一致，但是幅度方面稍有分歧。美国能源信息署的预测较为保守，认为 2021 年布伦特原油的全年平均价格为 49 美元/桶。该判断是基于对明年经济复苏带来的全球交通运输及工业生产需求上升，且 OPEC+ 的成员国履行缓慢增产的协议，产量不超过承诺水平的情况下。

具体来看，美国能源信息署认为 2021 年第一季度布伦特原油均价将达到 47 美元/桶，之后缓慢爬升，到第四季度达到 50 美元/桶。原油消费量上，EIA 认为 2020 年全球原油需求将从 2019 年的平均每日 1.01 亿桶减少到每日 9240 万桶，而 2021 年的需求将会回升到每天 9820 万桶。

图 6: 原油均价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

摩根大通对 2021 年国际原油价格更加看好。根据摩根大通对 OPEC+ 产量、全球需求的预计以及目前库存的分析，全球原油供需平衡方面，明年的全球原油库存将以平均 120 万桶/天的速度减少。他们认为，OECD 库存将于明年年底正常化。摩根大通给出的未来六个月平均油价为 50 美元/桶，布伦特原油的价格将在 2021 年底达到 56 美元/桶。

荷兰银行则认为，目前市场价格已完全反应所有的好消息，对于风险却无足够的考量。他们给出的 2021 年布伦特原油均价为 48 美元/桶。

铜价方面外资机构分歧较大，多机构提及中国需求非常关键

高盛给出的铜价预期几乎为市场最高，认为 2021 年铜价的平均值将达到 8625 美元/吨。花旗银行预计 2021 年平均铜价为 7500 美元/吨。荷兰银行的预期为 7266 美元/吨。

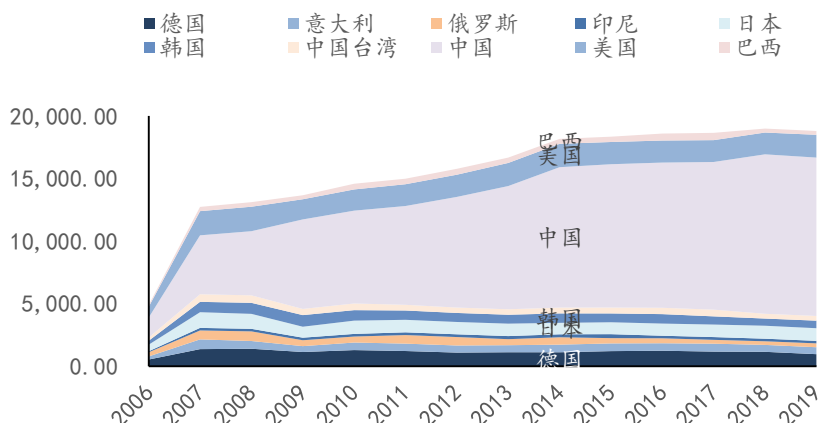
表 1: 美国就业环境报告内容

品种	现货价	期末价					均价	
	2020/11/23	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	2020	2021
铝 (美元/吨)	1957	1935	1955	1930	1950	1995	1687	1951
铜 (美元/吨)	7162	7150	7270	7260	7275	7400	6080	7266
镍 (美元/吨)	15894	15910	16400	16550	16500	17050	13643	16441
锌 (美元/吨)	2716	2600	2725	2685	2710	2755	2234	2725

资料来源: 荷兰银行、国信证券经济研究所整理

目前，海外研究机构普遍认为，2021 年基础金属的价格将取决于中国的需求，这是因为中国占全球铜进口的 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%。

图 7：世界主要精炼铜消耗国



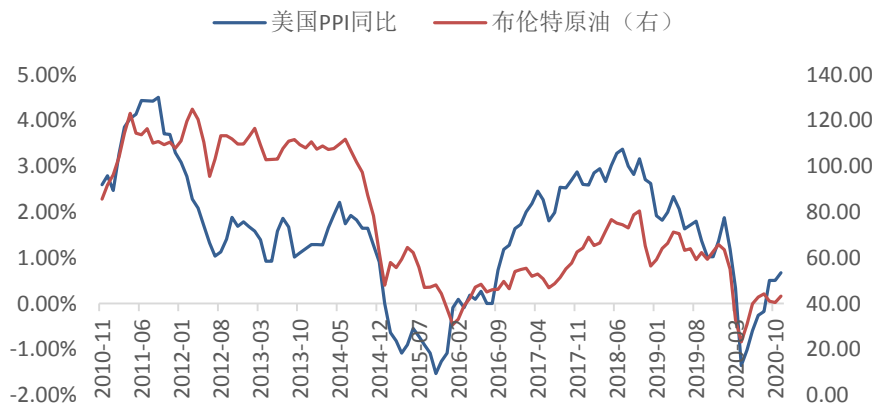
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

油与铜对中、美 PPI 的影响较为明显

油、铜对于美国 PPI 的影响

为研究 2021 年油价与铜价的变化对 PPI 通胀的影响，我们截取了布伦特原油和伦敦铜的价格走势，与中、美 PPI 做对比。

图 8：美国 PPI 与布伦特原油价格



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_807

