



# 多周期视角下的有色大宗商品展望

太平洋证券有色钢铁首席分析师杨坤河  
执业资格证书编码：S1190518070001

2019.05.27

# 目录 / CONTENTS

1

货币和信用周期：  
流动性转向，宽信用、稳杠杆

2

美元和加息周期：  
美元可能步入长期弱势周期

3

需求周期：  
中国逆周期调节效果逐步显现

4

产能周期：  
大周期底部叠加扰动增多

5

库存周期：  
处于去化末期，年内或转向

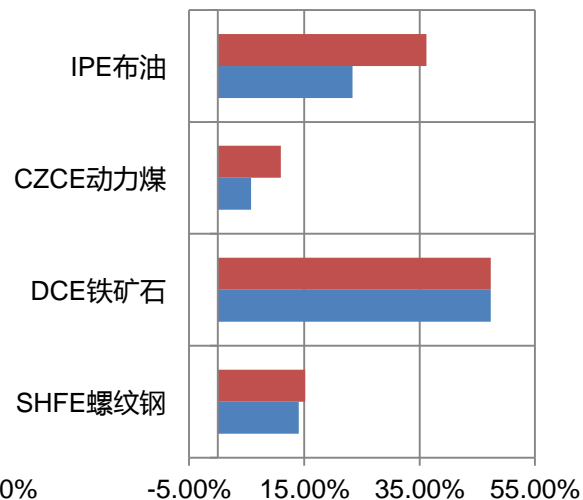
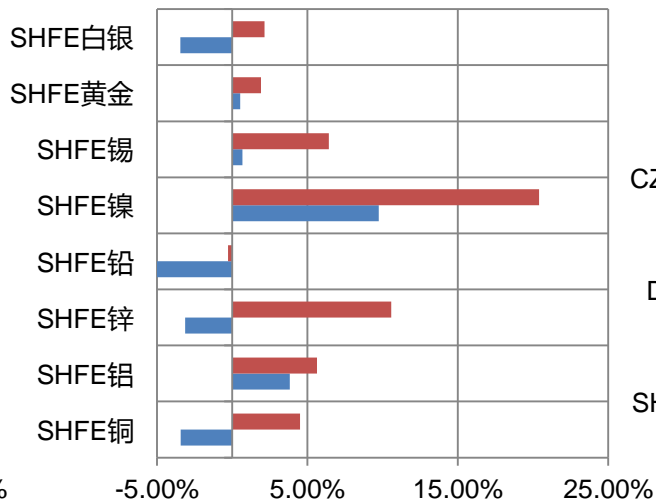
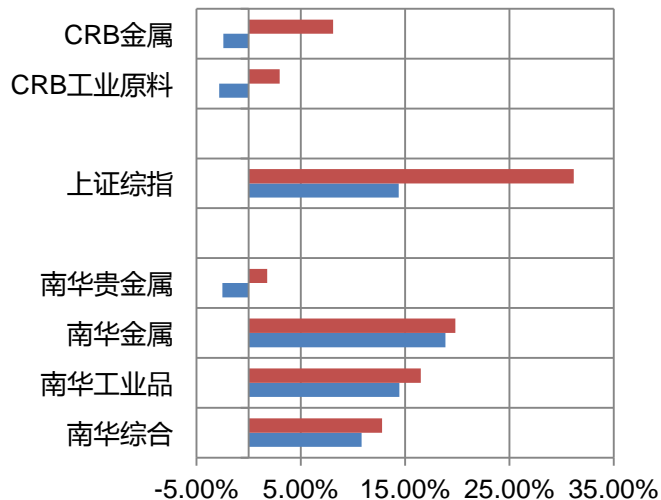
6

通胀周期：  
滞胀期金属商品表现突出

7

结论及风险提示

# 序、年初至今商品及权益资产的普涨



■ 最高涨幅 ■ 至今涨幅 (5/23)

■ 最高涨幅 ■ 至今涨幅 (5/23)

■ 最高涨幅 ■ 至今涨幅 (5/23)

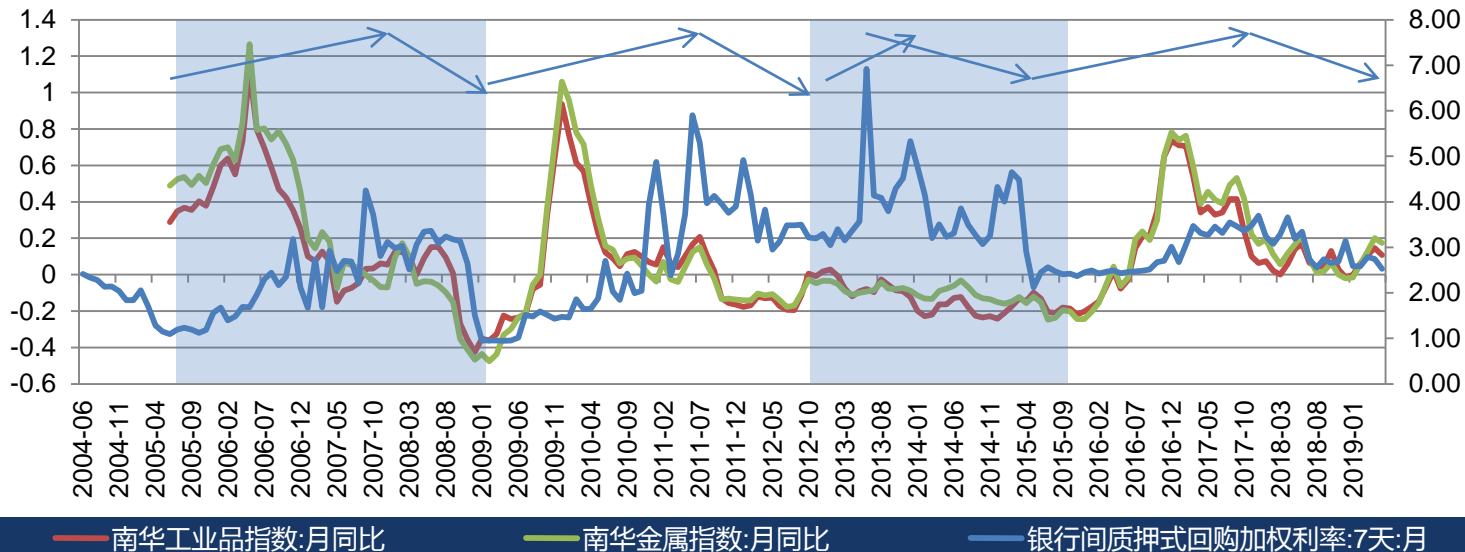
■ 年初至今商品及权益资产普遍上涨后回落；

■ 内盘商品表现优于外盘商品；

■ 黑色商品>工业金属>贵金属；

# 1、货币和信贷周期：流动性转向，宽信用、稳杠杆

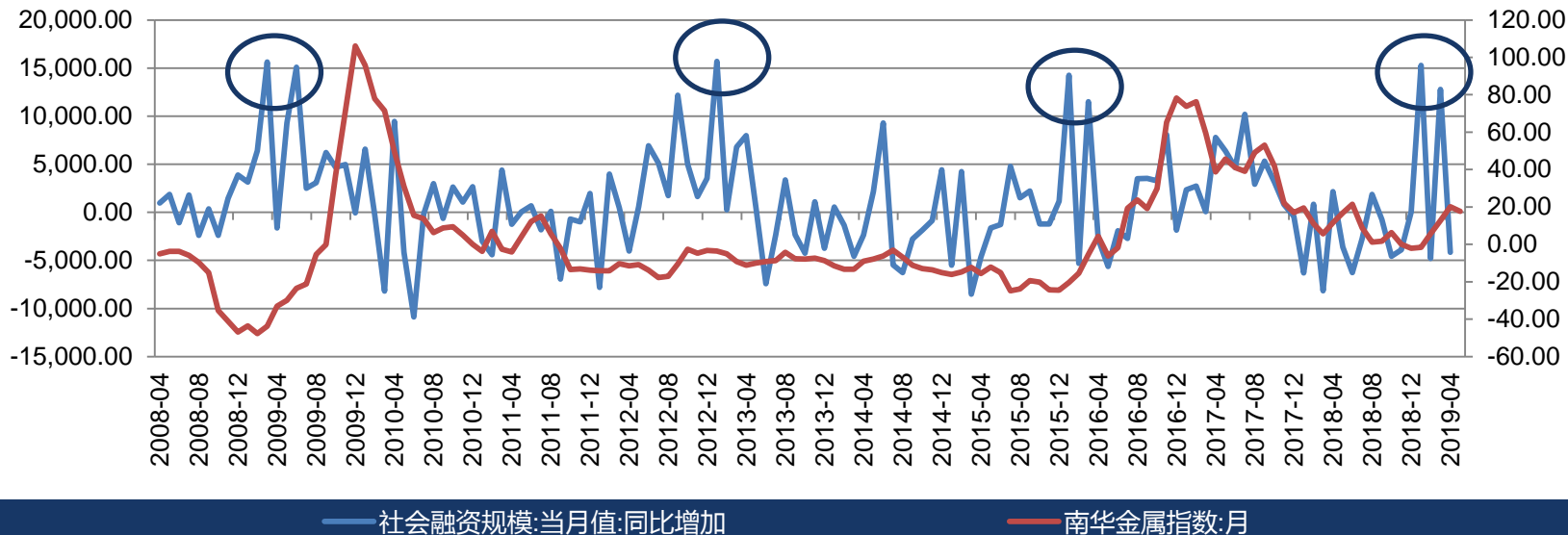
流动性边际性宽松



- 2004年以来3年左右一轮（银行间）流动性宽松周期；2005-2008，2009-2012，2012-2015，2016-2019？
- 商品价格周期与流动性周期基本一致；商品价格上涨启动时点对应的是流动性大幅持续宽松的底部。
- 上半年是中国货币政策效果逐步显现期；银行间流动性从2018年年中开始改善，目前接近2014年底-2016年的水平。
- 阶段性宽松并不能抬升商品价格，持续宽松预期才能！（当前是不是底部？有没有持续性？政策成本！）

# 1、货币和信贷周期：流动性转向，宽信用、稳杠杆

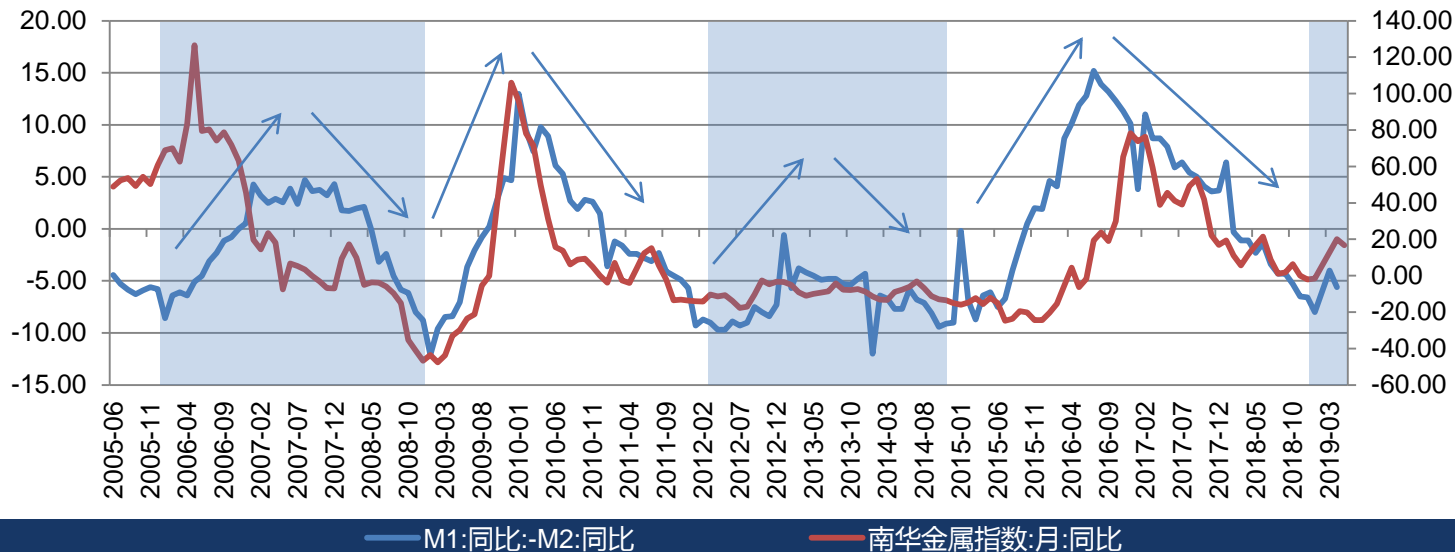
一季度社融天量之后



- 过去十年出现四次社融高点，分别2009、2013、2016和2019年，每轮社融周期间隔约3-4年；
- 社融对价格的领先周期大约3-4个季度，按此规律一季度社融天量可能对应四季度末商品价格高点；
- 2013年银行间流动性宽松、社融达到天量增量，为何价格没有反应？

# 1、货币和信贷周期：流动性转向，宽信用、稳杠杆

社融到购买力的传导：企业流动性修复



- 3年左右信用周期；信用指标触底时间与金属大宗商品价格走势基本一致，部分时候领先；
- M1是现金加企业活期，M2包含居民及企业定期；M1-M2反映企业流动性修复情况
- 2012-2013年的信用底部形成商品价格疲弱的解释，所以本轮宽信用持续性观察至关重要

# 1、货币和信贷周期：流动性转向，宽信用、稳杠杆

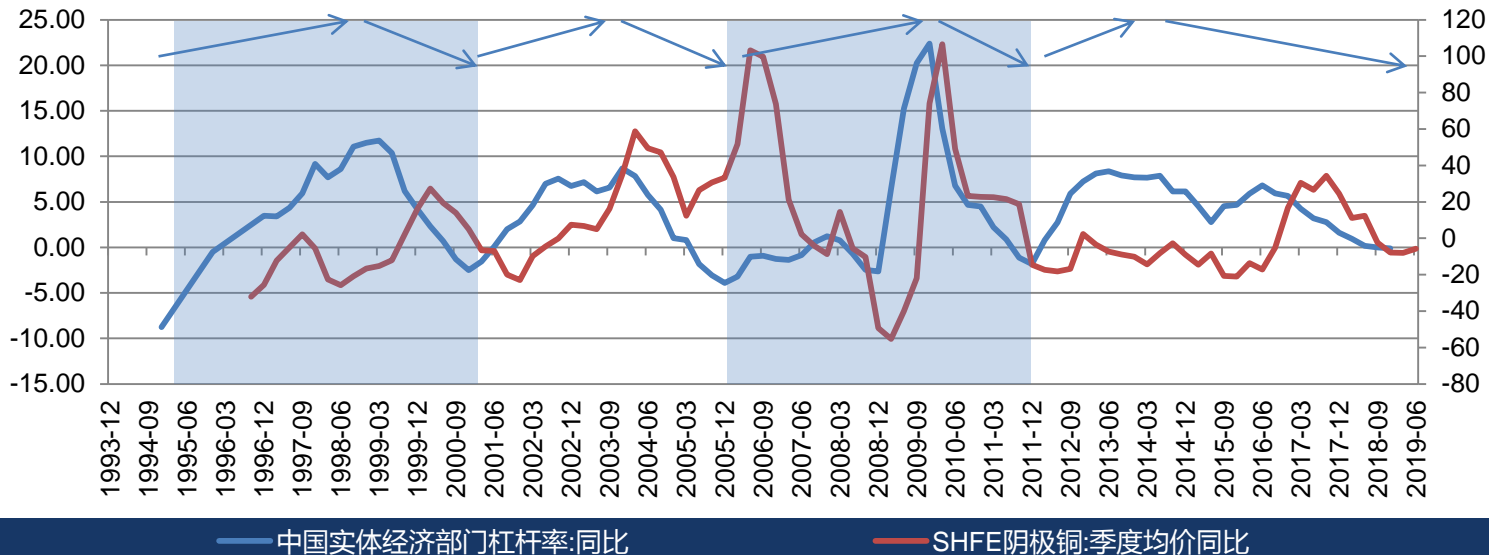
社融到购买力的传导：实际购买力提升



- M1反映着经济中的现实购买力；若M1增速较快，则消费和终端市场活跃；反之消费和终端疲软；
- 单看M1走势与商品价格，触底时间基本一致；但顶部略有错位；对于国内定价商品如螺纹领先性更明显；
- M1大概率处于底部右侧，金属大类商品价格上行空间整体相对乐观；

# 1、货币和信贷周期：流动性转向，宽信用、稳杠杆

去杠杆转向稳杠杆



- 中国的实体经济部门债务周期约5-6年，目前中国宏观政策由“去杠杆”转向“稳杠杆”；
- 中国实体经济部门杠杆率与商品价格走势基本呈正相关，而且具有较为明显的领先性。
- 虽然杠杆率非高频数据，对短周期价格指导意义有限；但从大方向仍可以确认商品价格趋势；
- 仍不能确认债务收缩期已过，不过在稳杠杆阶段，有色大类商品价格整体有望获得支撑；



## 2、美元和加息周期：美元可能步入长期弱势周期

每轮美元周期顶部回落一般伴随金属商品牛市



- 近50年来的三轮美元周期高点分别在1985、2001、2016年，间隔约15年；
- 美元波动将通过货币计价因素、资本流动冲击、实体经济冲击三个传导路径影响大类资产的相对价格变化。
- 美元峰值对应金属商品价格触底，随着美元越过峰值后，金属商品价格一般迎来牛市，而当前处于下行期；
- 利率政策、经济相对强弱、贸易环境、去美元化影响未来美元走势；利率政策不是唯一变量。

## 2、美元和加息周期：美元可能步入长期弱势周期

全球货币政策集体面临转向



- 美联储2019年初货币政策明确转向鸽派，不仅宣布暂停加息，在利率政策上保持耐心，而且宣布结束缩表计划（9月结束）。



- 欧洲央行不断推迟加息，并预计至少到2019年底将维持当前的利率水平不变。同时3月份会议宣布要在9月份重启第三轮LTRO计划，在银行间增加流动性。



- 澳洲联储5月7日会议纪要认为如果就业市场没有进一步改善，降息可能是合适之举。澳联储主席甚至暗示6月有降息可能



- 印度央行2月份降息25个基点，货币政策立场从收紧调整为中性；上一次降息是在2017年8月



- 马来西亚5月初宣布隔夜政策利率下调25个基点至3%；是该国自2016年7月以来首次下调基准利率。

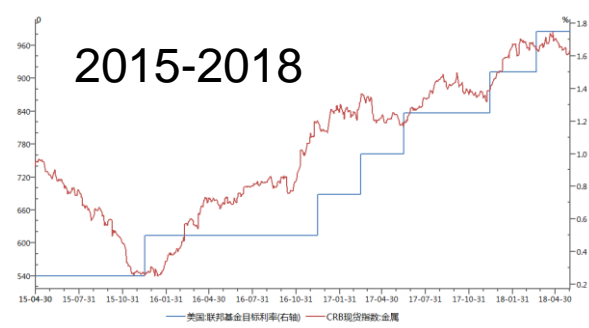
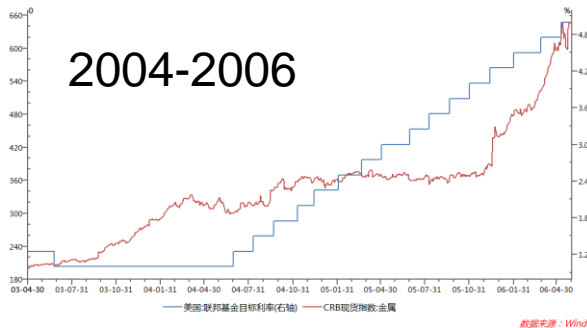
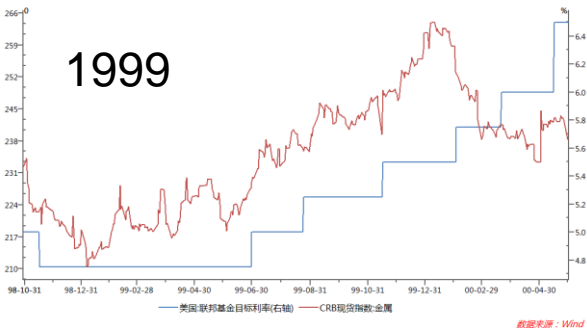
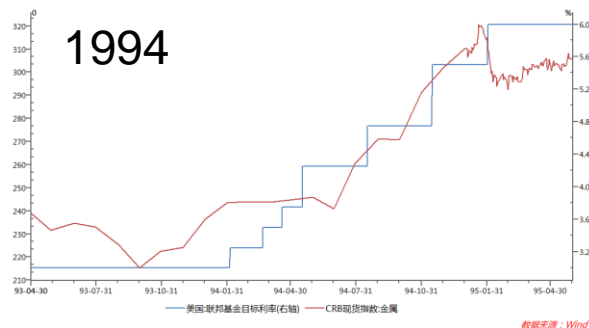
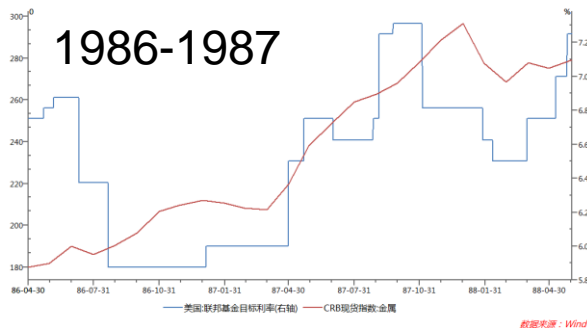
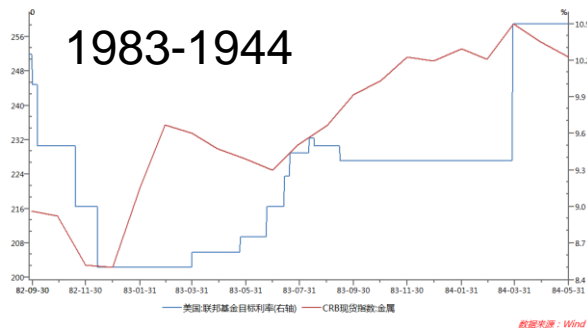


- 新西兰联储5月初宣布将基准利率下调25个基点至1.5%，是自2016年11月以来首次降息，并创下其有史以来最低基准利率。新西兰也是本轮第一个宣布降息的发达国家。

美联储转鸽为全球宽松争取窗口期；在资本流动性冲击放缓下，非美经济体与美国经济走势差距或将逐步缩小，美元可能持续走弱；商品价格有望跟随反弹

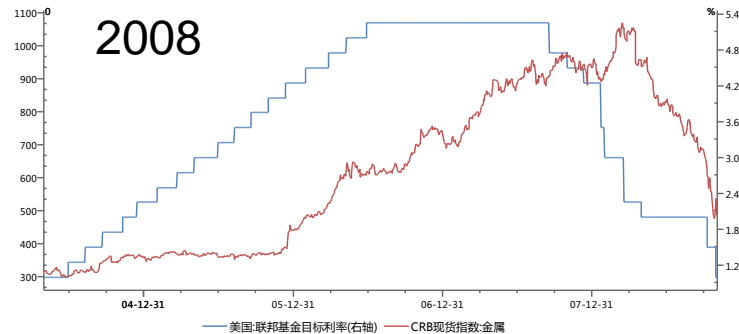
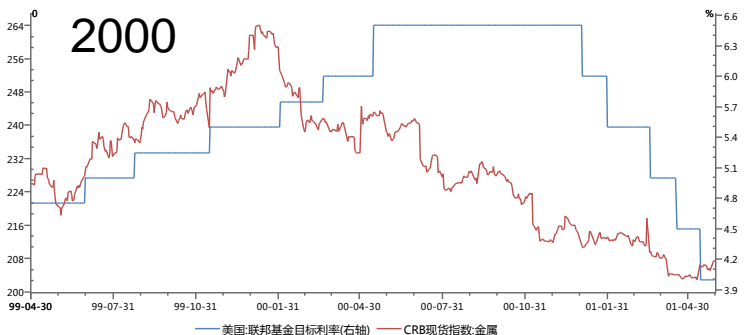
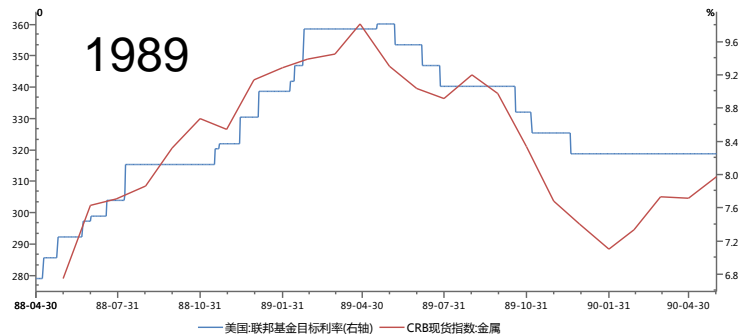
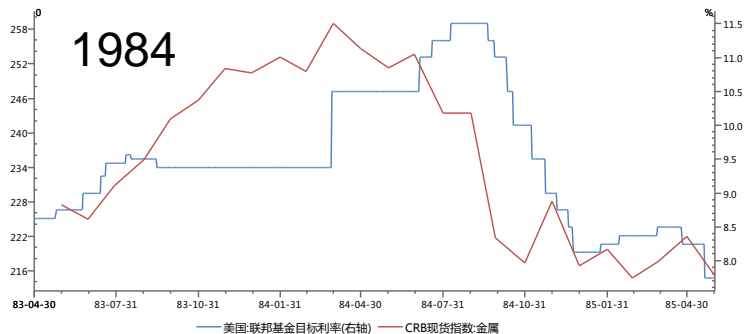
## 2、美元和加息周期：美元可能步入长期弱势周期

美联储加息周期开启才是商品大牛市的起点，加息是对经济景气的确认



## 2、美元和加息周期：美元可能步入长期弱势周期

美联储历次降息周期都对应商品价格回落，降息是对经济疲软的确认

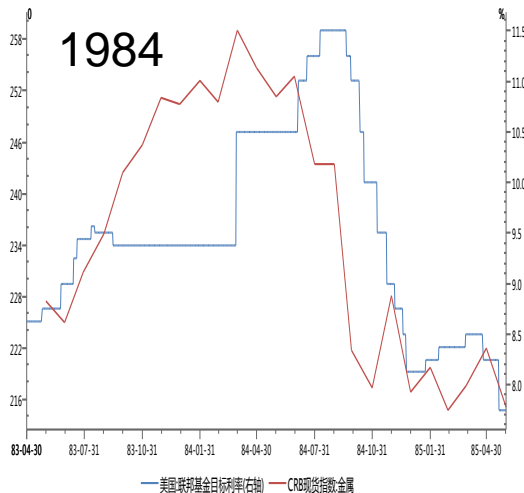


数据来源：Wind

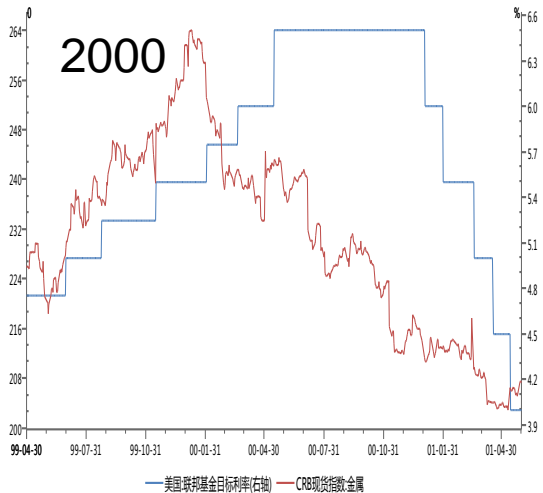
数据来源：Wind

## 2、美元和加息周期：美元可能步入长期弱势周期

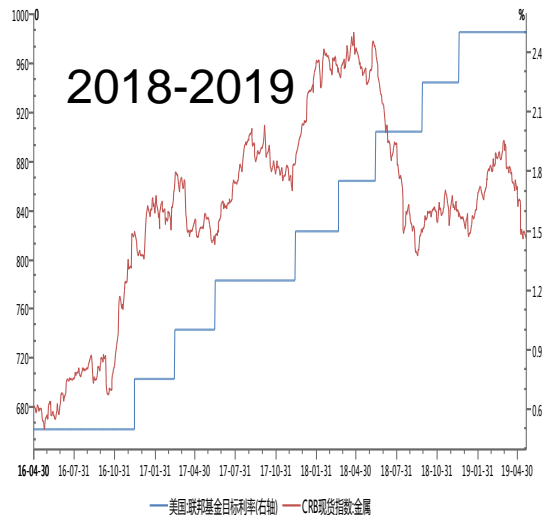
本轮走势与1984、2000年比较类似



数据来源：Wind



数据来源：Wind



数据来源：Wind

- 本轮走势与1984、2000年比较类似：尚未降息而商品价格下跌；
- 未降息而商品价格下跌，多跟非美经济体与美国经济强弱的对比有关；美国强非美弱时，美元强势和非美经济体需求疲弱都会压制商品价格。

## 2、美元和加息周期：美元可能步入长期弱势周期

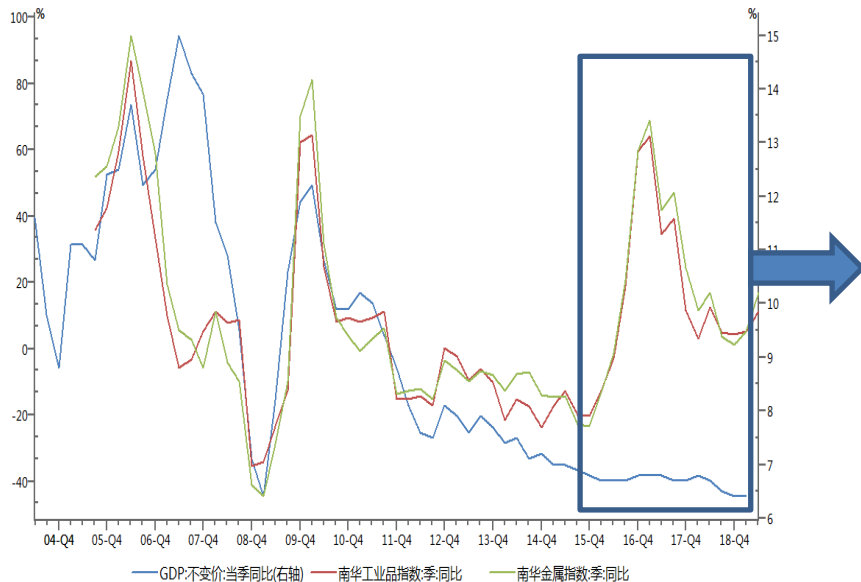
这轮有什么不一样？



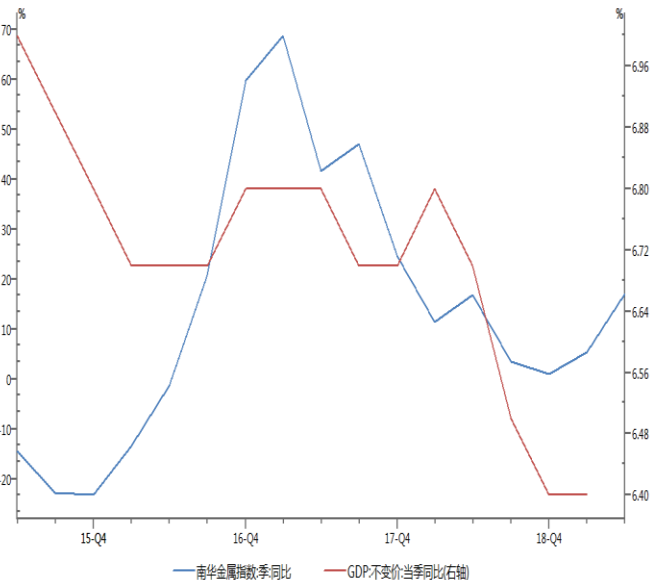
- 美联储利率中枢过去37年来一直在下降，高杠杆使得极度宽松的货币政策对经济的刺激作用越来越弱；
- 本轮加息更多是预防性加息，并不是对经济过热和资产泡沫的针对性调控，这和以往美联储加息不同；
- 美联储可能相当长一段时间内维持在这个利率水平，年内可能不降息，通过其他途径刺激经济（基建、伊朗）；
- 货币超发及低利率背景下，有色大宗商品价格整体波动具有更大弹性和更短周期；

### 3、需求周期：中国逆周期调节效果逐步显现

中国GDP增速与金属价格走势基本一致



数据来源: Wind

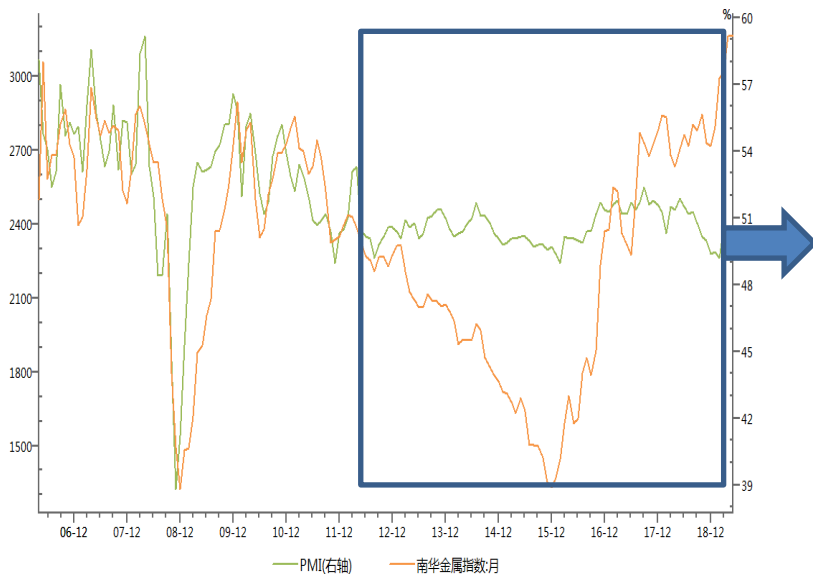


数据来源: Wind

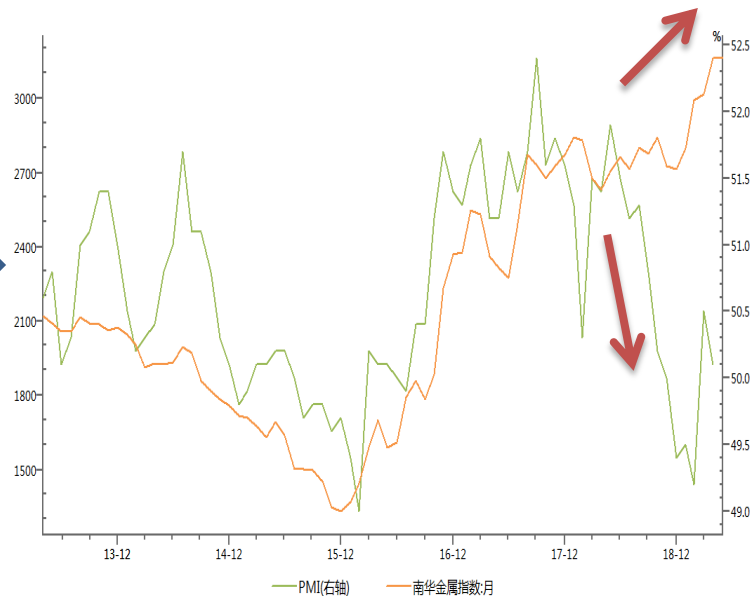
- 中国GDP增速与金属价格走势基本一致，但2015年后金属价格弹性显著大于GDP（或源于金属金融属性增强）；
- 从目前看GDP增速在L型底部趋稳，但逆周期调节将确保需求的回升有所延续，因此年内对于内盘商品价格不悲观；

### 3、需求周期：中国逆周期调节效果逐步显现

中国PMI与金属价格走势基本一致



数据来源：Wind



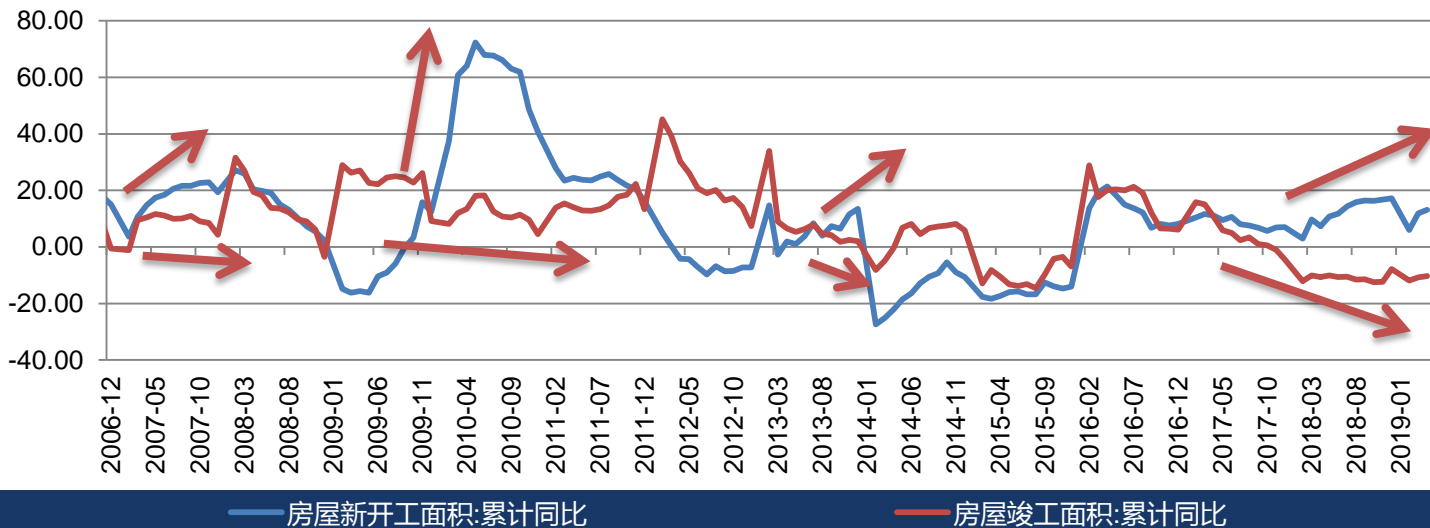
数据来源：Wind

- 中国制造业PMI与金属价格走势基本一致，但2018年下半年出现背离（流动性因素）；
- 2013年后金属价格弹性显著大于PMI，或同样源于债务周期扩张下金属金融属性的显著提升；
- 2019年以来逆周期调节效果显现，一季度PMI数据底部反弹，带动金属需求回升，看好持续性；



### 3、需求周期：中国逆周期调节效果逐步显现

金属各品种间需求分化仍然存在



- 品种需求分化典型如：钢铁消费主要依赖于地产新开工及施工面积，而有色金属如铜铝消费主要关注竣工和销售。
- 竣工回升逻辑1：历史上新开工及竣工增速难以长期背离，分化一般在1-2年内都能得到回归，高新开工有望传导致高竣工；
- 竣工回升逻辑2：地产调控政策边际宽松 + 流动性改善有缓解房企资金面压力提升竣工增速；

### 3、需求周期：中国逆周期调节效果逐步显现

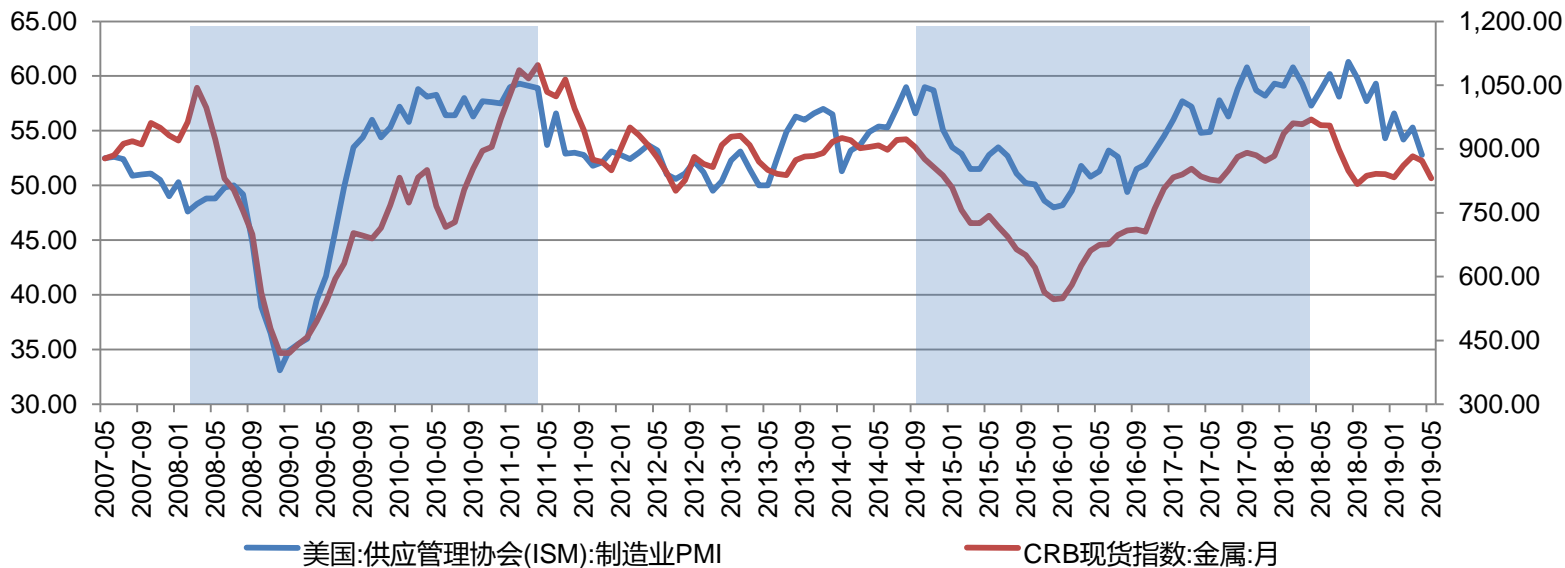
有没有必要担心制造业投资增速下滑？



- 制造业投资增速与金属价格关联度并不大，2006年以来制造业投资增速中枢持续下行，并没有明显波动性；
- 基建和地产的投资增速波动节奏与金属价格波动节奏较为一致；且基建投资增速具有一定领先性，地产相对同步；
- 制造业转型升级使得其投资增速与金属大宗商品关联度降低，因此当前制造业投资增速下降无需担忧对金属价格产生拖累；

### 3、需求周期：美国经济已经见顶回落

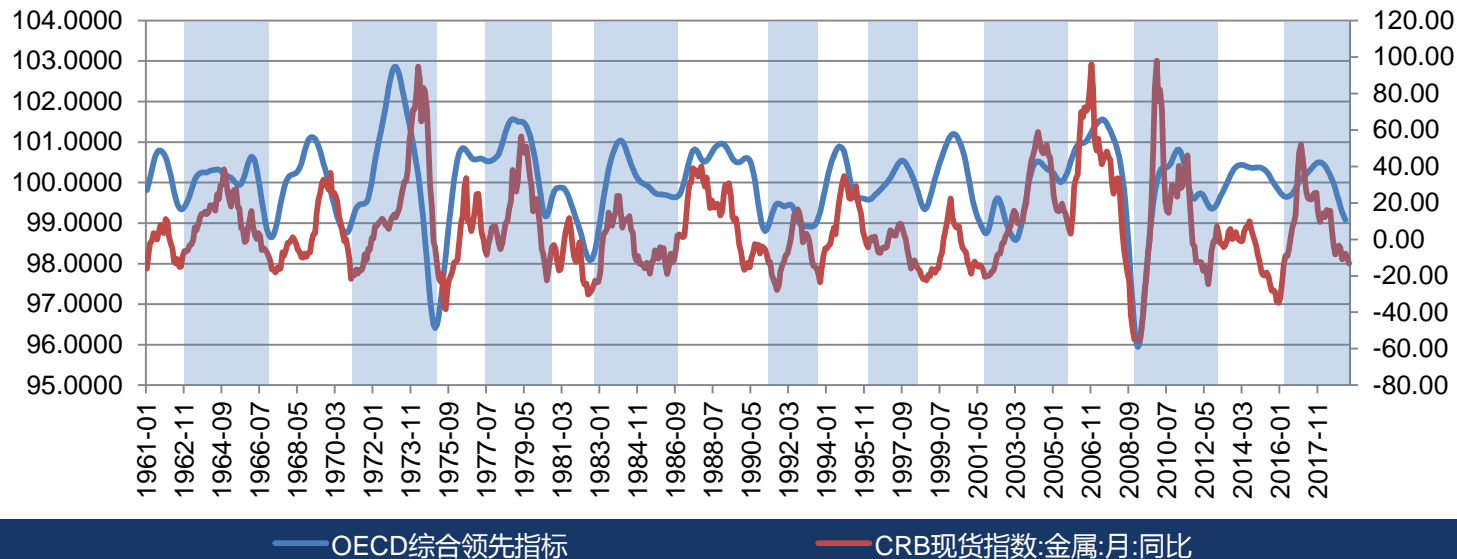
美国PMI与金属价格走势关联度高于中国



- 美国2007年以来PMI走势与金属价格走势关联度较高；
- 2017年底至2018年初可能是这轮PMI反弹的顶部，按照3-4年的周期，金属价格当前可能处于下行末期；
- 从过去三轮历史看，下行周期较短，上行周期较长，因此年内金属价格的反弹仍然可以期待；

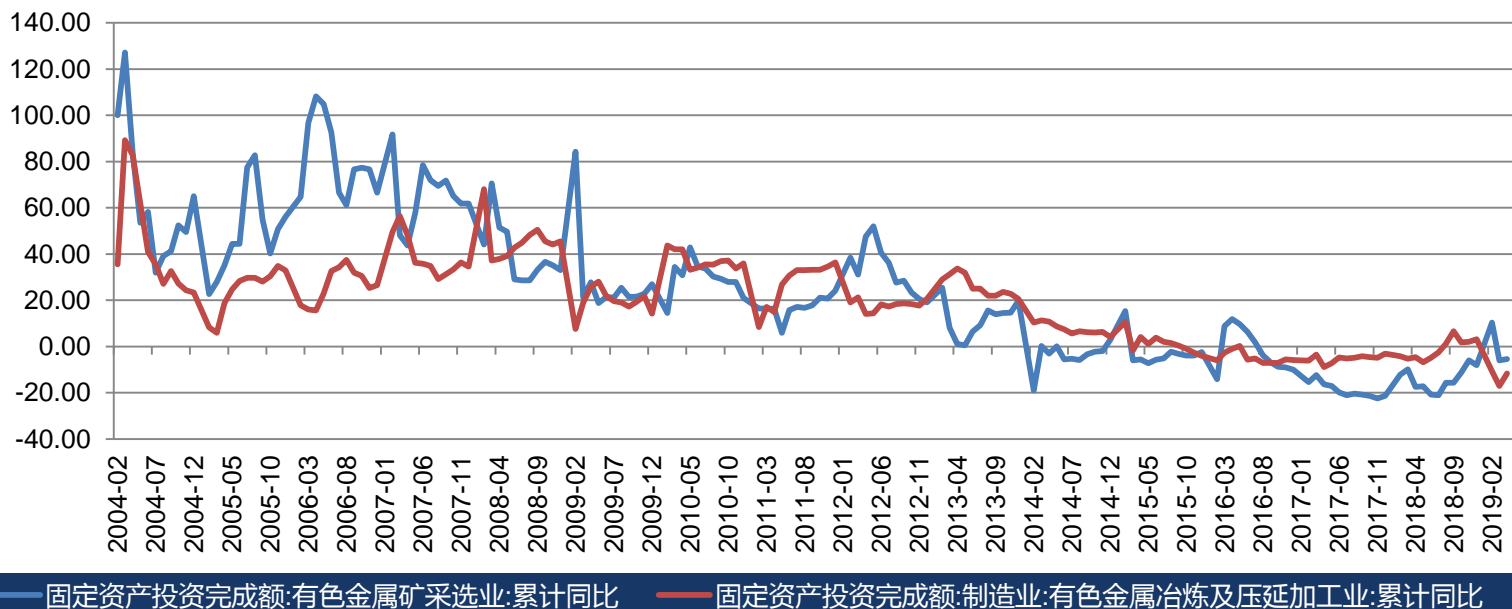
### 3、需求周期：全球经济持续共振放缓

OECD综合领先指标与金属价格走势关联度高



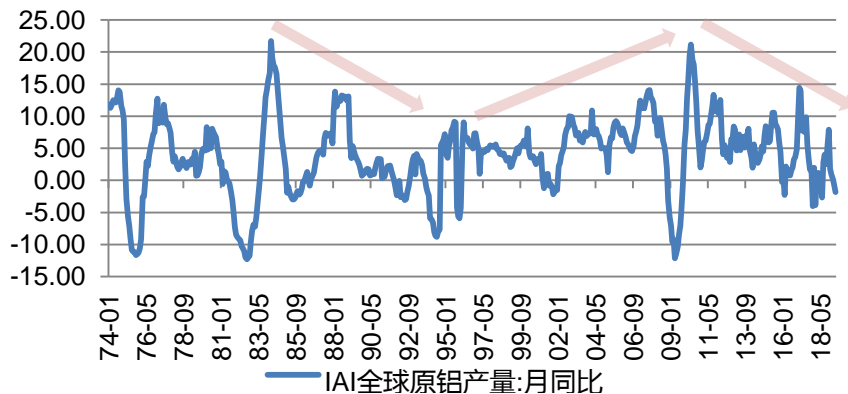
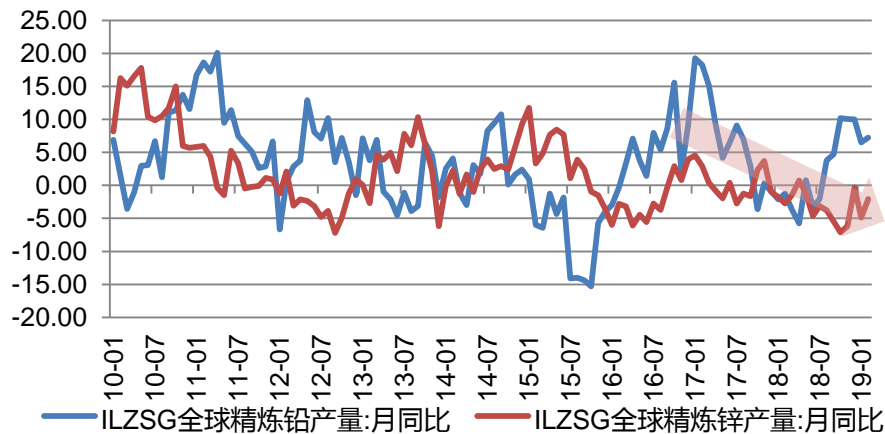
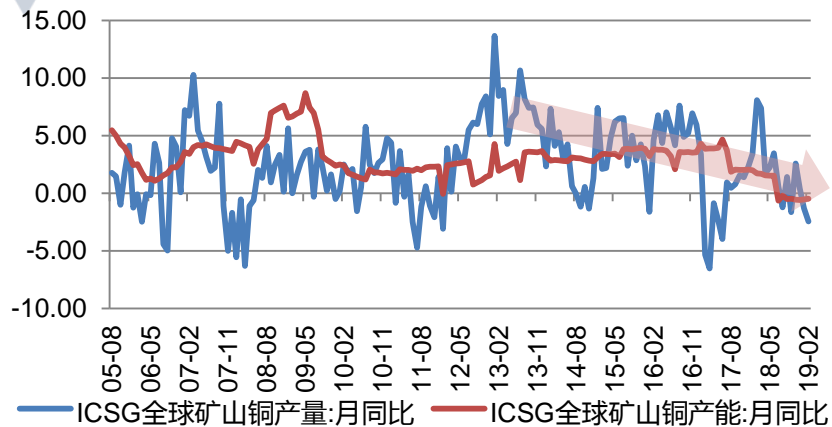
- 从OECD综合领先指标的历史数据看，1962年以来平均每一轮周期持续约40-42个月；
- 本轮复苏自2016年5月起，至今已有37个月，目前全球经济共振放缓仍在持续，但已接近尾声；
- 下半年四季度可能是全球经济触底的时间，下一轮全球经济及商品价格的复苏可能自2019年底或2020年上半年开始

## 4、产能周期：大周期底部叠加扰动增多



- 国内有色行业产能仍处于大周期底部，且总体处于收缩区间；
- 2018年前后固定资产投资出现短暂的正增速，但更多是防御性的资本开支而非扩张性的；
- 2019年以来，供给端扰动增多，提升了有色大宗商品的价格弹性；

## 4、产能周期：大周期底部叠加扰动增多 主要品种产量增速中枢下滑

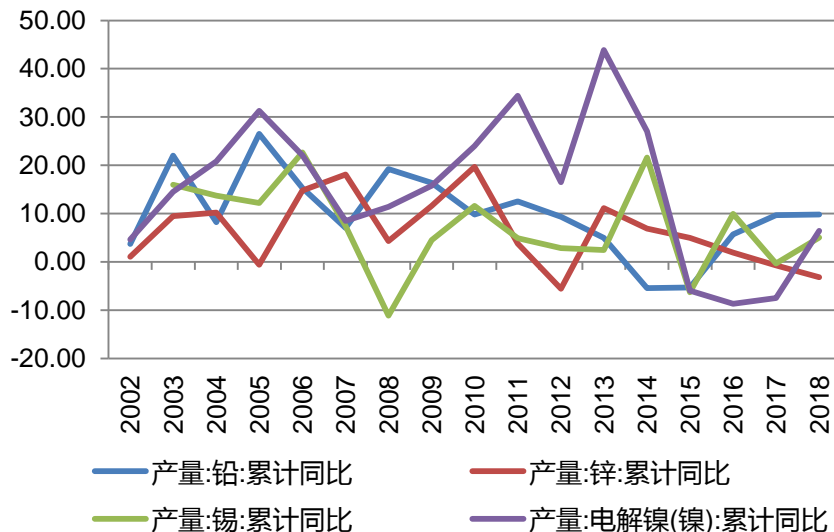
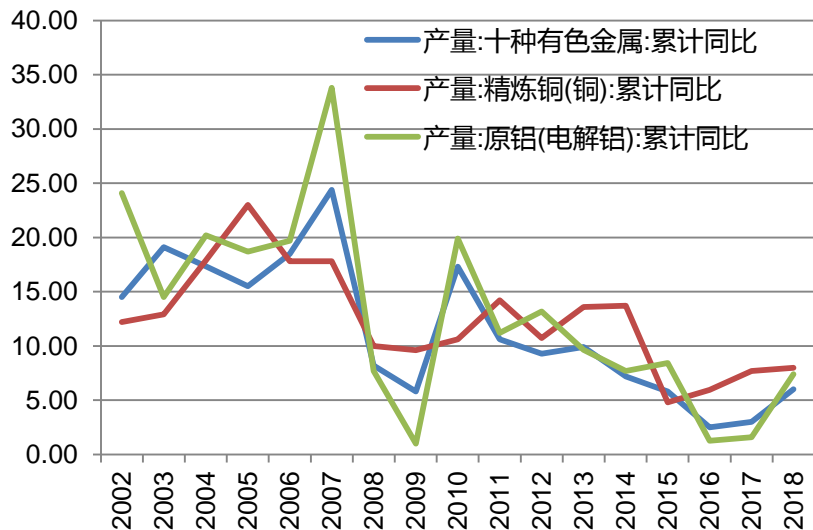


**铜** 全球矿山铜产量增速中枢持续下降；全球铜矿产能2009年至今围绕2%左右波动，并自2017年初下降至负值；

**锌** 2007年以来全球精炼锌月产量围绕中枢112万吨波动，基本没有太大变化；

**铝** 产量遵循15-20年左右一个周期；2010年产量增速达到峰值后持续下降，当前处于底部；

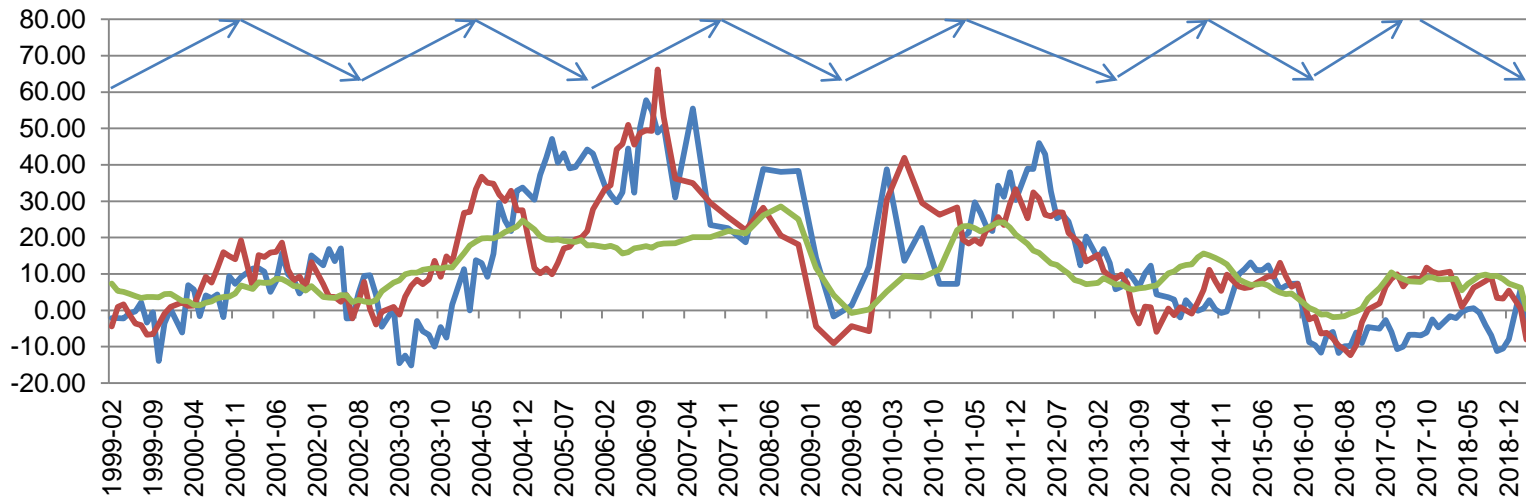
## 4、产能周期：大周期底部叠加扰动增多



- 十种有色金属产量增速峰值在2010年，随后持续下降至2016年反弹，中国先于全球产量出现反弹；
- 铜、铝、锌等主要金属产量增速中枢从2010年持续回落；总体上当前供给端可能处于周期底部右侧；
- 未来两年全球有色供给端预计相对平稳，中国可能出现一定增量；细分品种的供给分化将决定品种间的涨幅大小；

## 4、库存周期：处于去化末期，年内或转向

有色行业整体处于本轮库存去化末期



— 有色金属矿采选业:产成品存货:同比

— 有色金属冶炼及压延加工业:产成品存货:同比

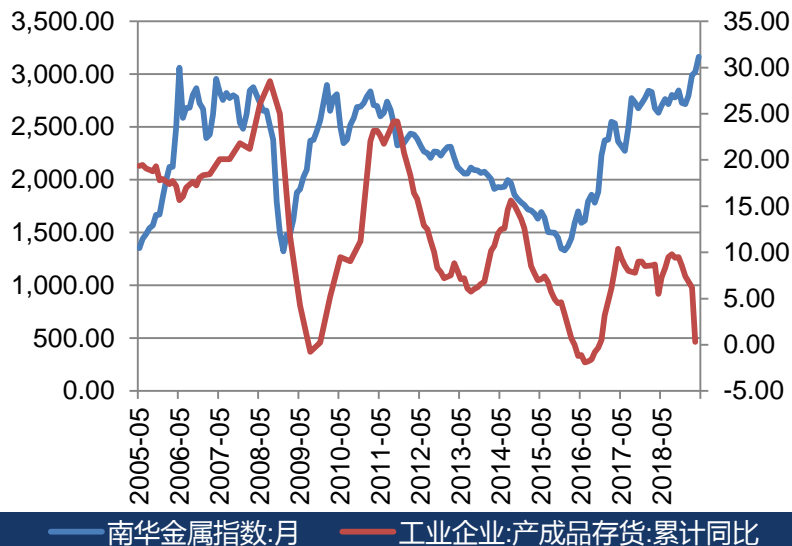
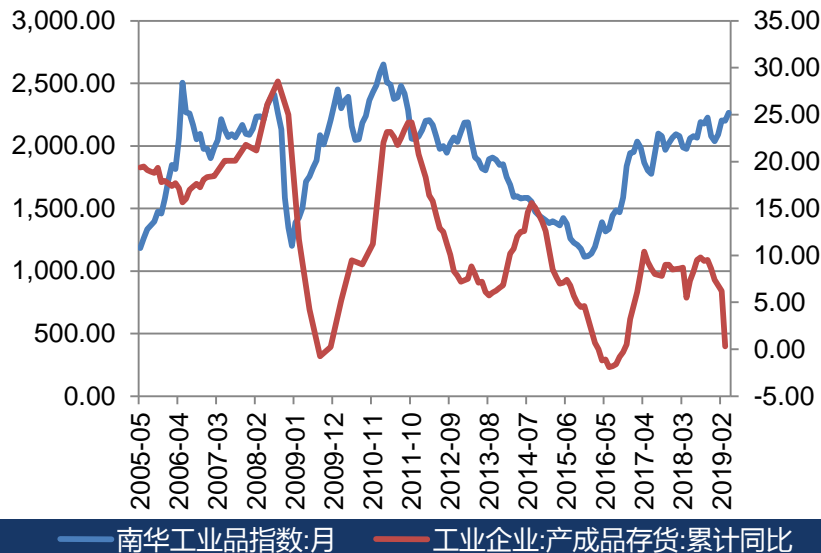
— 工业企业:产成品存货:累计同比

- 有色金属行业库存周期波动与3-4年左右的基钦周期一致；
- 有色行业2016年中开始的补库存结束于2017年底，随后开启去库存持续到现在，当前预计处于去库存末期；



## 4、库存周期：处于去化末期，年内或转向

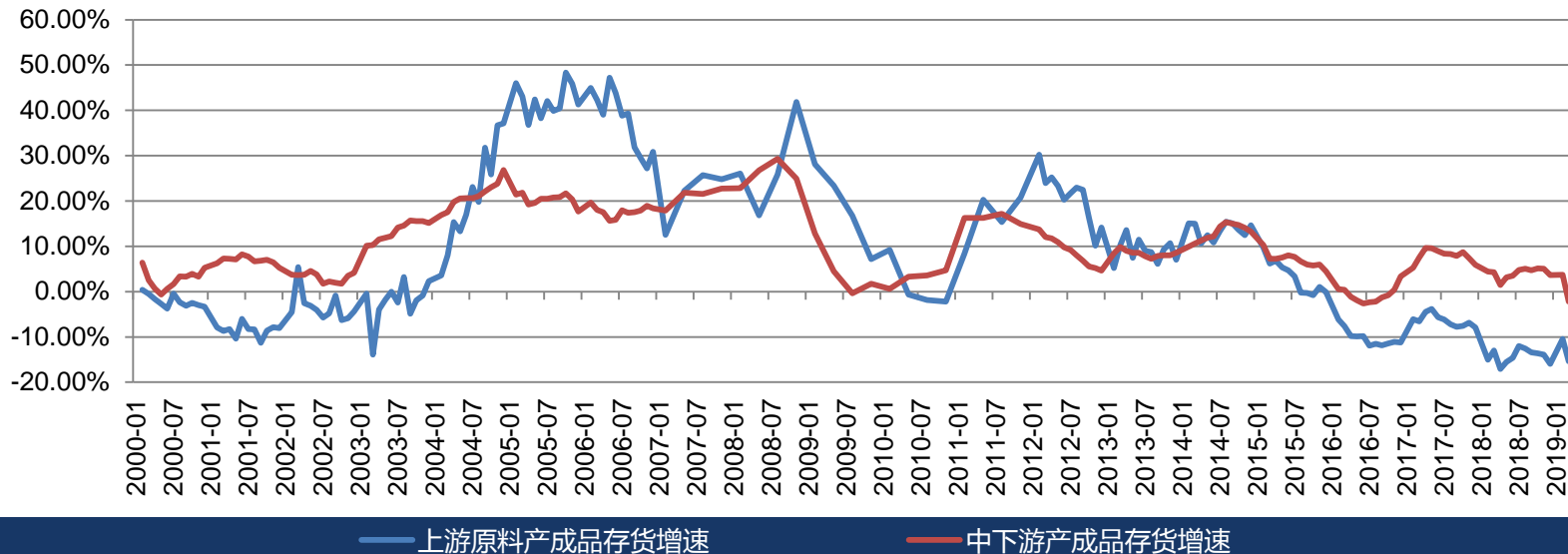
快速去库存中段至补库存初期商品价格有望触底反弹



- 工业企业快速去库存中段到工业企业补库存初期，工业品及金属价格有望触底持续反弹，如2008-2009年、2014-2016年
- 例外的一次是2011-2013年工业企业去库存，但金属价格持续下跌，原因在于没有宏观流动性的配合；
- 本轮快速去库存至2018年年中至今，金属价格也在中段（2019年一季度）获得反弹，后期流动性持续配合至关重要；

## 4、库存周期：处于去化末期，年内或转向

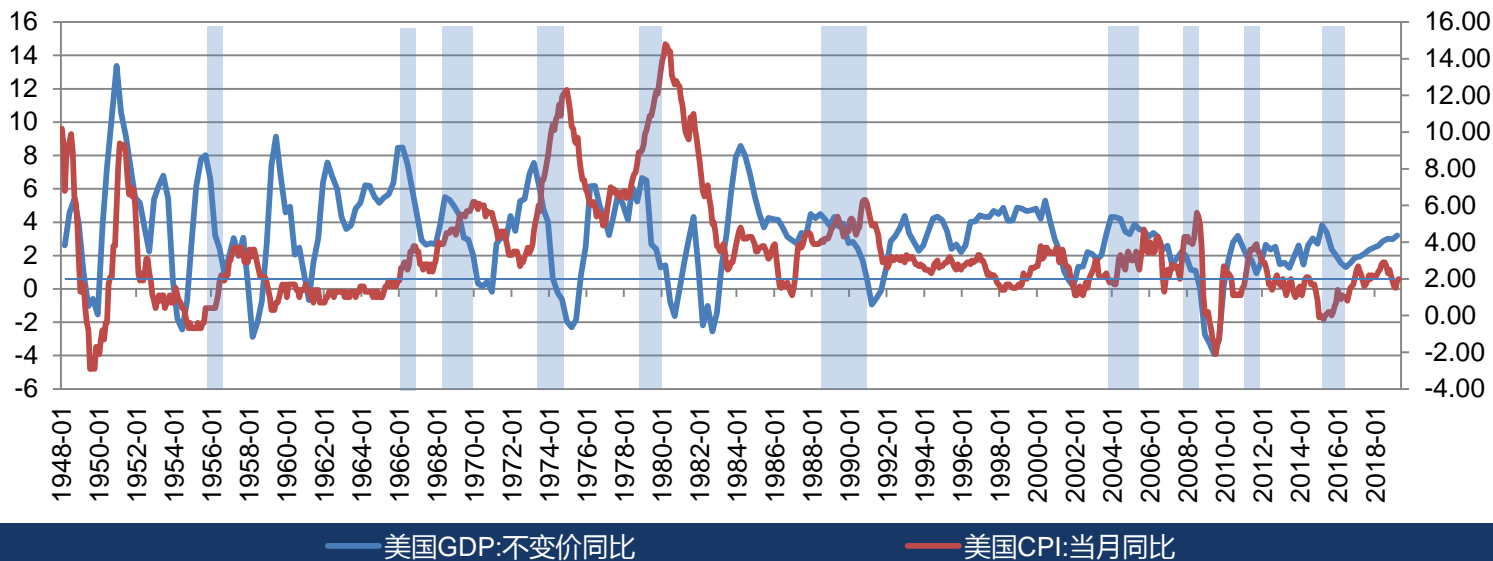
牛鞭效应会放大上游原料的补库力度



- 上游的存货增速相比中下游的存货增速变动幅度更大（牛鞭效应）
- 去库存阶段上游去化更彻底，补库存阶段上游补库更积极
- 库存去化在未来半年可能转向补库，且补库力度大概率超过中下游行业；

## 5、通胀周期：滞胀期金属商品表现突出

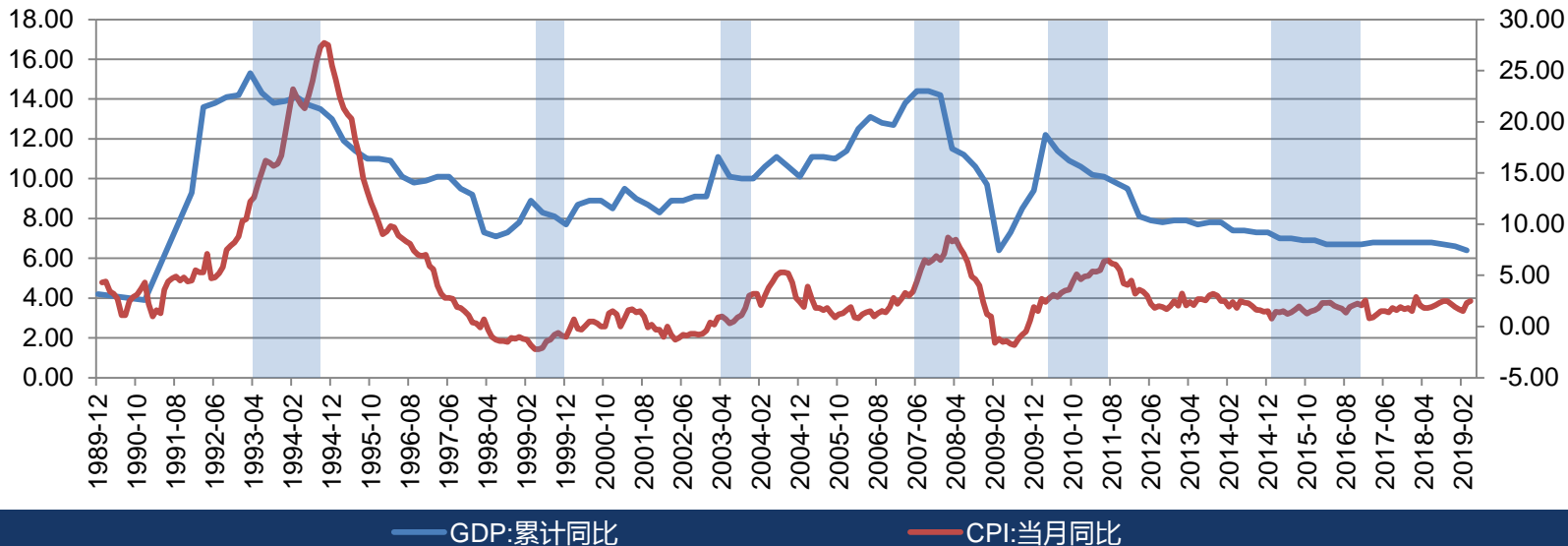
美国下半年不排除可能出现类滞胀



- 美国70年来经历过的7次相对比较明显滞胀或类滞胀（CPI越过2%）中有6次金属价格上涨
- 以上7次滞胀或类滞胀期间，CRB金属指数平均涨幅22.5%；
- 美国当前经济触顶回落，通胀目前虽然保持温和，但贸易战下PPI可能进一步传导至CPI，提升美国滞胀概率。

# 5、通胀周期：滞胀期金属商品表现突出

中国可能在年初已经进入类滞胀期



- 中国30年来经历过3次相对明显的滞胀 ( 1993-1994、2007-2008、2010-2011 ) 和3次弱滞胀；
- 南华金属价格指数自2004年开始有数据以来，经历3次滞胀或类滞胀，滞胀期平均涨幅13.5%，收益率高于股票和债券；
- 中国处于经济结构转型下，实体经济疲弱，整体经济下行压力较大；下半年在猪价、油价等因素作用下通胀可能回升；
- 2011年之后，中国逆周期调节有效熨平了经济和通胀的波动，下半年即便有滞胀可能也是类滞胀、弱滞胀；
- 实际上，年初以来类滞胀特征已经很明显，这可能也是上半年商品收益相对可观的一个因素；

## 6、观点总结及风险提示：黎明前的黑暗，反转或在年末

- 1、中国当前处于流动性宽松中期、信用扩张初期、债务收缩末期；
- 2、商品价格周期与流动性周期基本一致，并需要宽信用配合；
- 3、流动性宽松、信用扩张和稳杠杆阶段，利好大宗金属价格上行；

货币和信贷周期 

- 1、15年左右一轮美元周期，金属商品一般在美元顶部回落2-4个季度迎来牛市；
- 2、美联储转鸽为全球宽松争取窗口期，在资本流动性冲击放缓下，美元可能走弱；
- 3、高杠杆使得极度宽松的货币政策对经济刺激作用减弱，商品价格波动更大；
- 4、美联储可能相当长一段时间内维持在这个利率水平，通过其他途径刺激经济；

美元和加息周期 

- 1、中国逆周期调节效果逐步显现，将带动金属价格整体上行；
- 2、品种间因为需求差异走势会有所分化，地产后周期产品相对受益；
- 3、下一轮全球经济及商品价格的复苏可能自2019年底或2020年上半年开始；

需求周期 

- 1、国内有色行业产能仍处于大周期底部，且总体处于收缩区间；
- 2、2018年前后固定资产投资出现短暂的正增速，但更多是防御性开支而非扩张性；
- 3、未来两年有色供给端预计相对平稳，细分品种的供给分化将决定品种弹性；

产能周期 

- 1、工业企业快速去库存中段到补库存初期，工业品及金属价格有望触底持续反弹；
- 2、本轮去库存始于2017年底，当前预计处于去库存末期；
- 3、牛鞭效应会放大上游原料的补库力度；

库存周期 

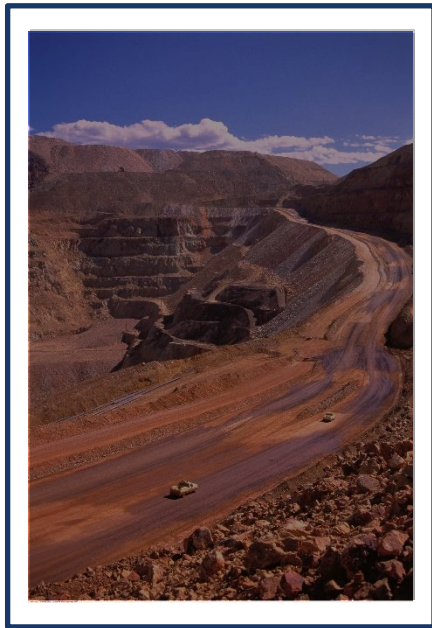
- 1、中国逆周期调节能有效熨平通胀波动，但仍有可能进入类滞胀环境；
- 2、美国经济触顶回落，关税可能促使通胀回升，提升美国滞胀概率；
- 3、滞胀期间金属商品表现突出；

通胀周期 

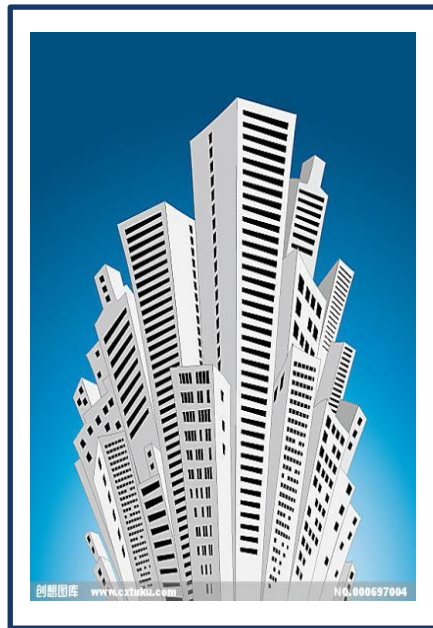
## 6、观点总结及风险提示：黎明前的黑暗，反转或在年末



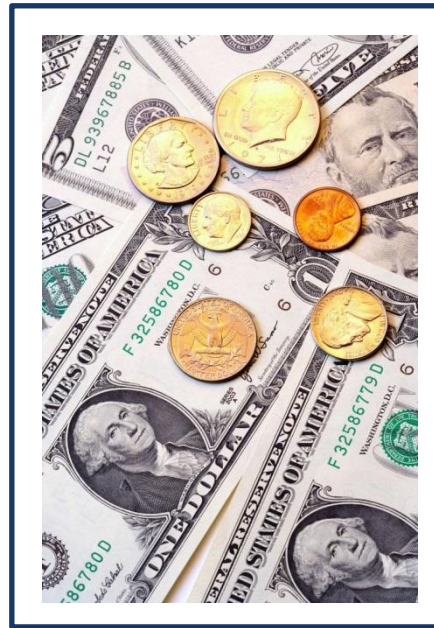
风险：流动性及信贷改善不及预期



风险：产能投放增速超预期



风险：逆周期调节效果不及预期



风险：美元指数再次大幅走强



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

太平洋有色钢铁公众号



## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号13480000。本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

守正 出奇 宁静 致远

太平洋证券研究院

