

大宗商品价格数据点评

如何理解本轮大宗商品价格上涨

事件:

9月5日, CRB商品价格指数收于284.92点, 较5月底的低点累计上涨了12.2%, 并刷新了去年12月以来的新高。

投资要点:

本轮商品价格的涨势呈现以下两个结构性特征: 一是国内商品价格涨势更为强劲。二是不同类别的商品价格普遍上涨。

我们认为, 不同类别大宗商品价格普涨的背后, 根本原因可能在于全球制造业正在复苏。今年上半年全球服务业与制造业呈现出明显的分化特征, 上半年欧美经济的较强韧性主要来自于服务业, 而制造业的表现则相对疲软。最新的数据显示, 8月份中国、美国、欧元区以及摩根大通全球制造业PMI指数虽然均处于荣枯线下, 但从方向上来看, 主要经济体的制造业PMI指数同步反弹, 全球制造业的生产活动已经出现了边际回暖复苏的迹象。所以同样可以看到, 6月份以来, 欧美利率持续回升, 股票价格上涨, 呈现出典型的经济复苏资产价格特征。

值得注意的是, 本轮商品价格上涨中, 原油价格涨势突出, 除去制造业底部边际回暖复苏带来的需求提升外, OPEC+减产导致供给收缩也是推动原油价格上涨的重要催化因素。宣布减产, 沙特7月日均原油产量降至2021年下半年以来的最低日均产量, 带动欧佩克日均原油产量降至近22个月的新低。按照最新的减产计划, 在今年年底之前, 沙特原油日均产量预计都将维持在较低产能, 有望对后续的油价形成支撑。

展望未来商品价格的走势, 我们认为, 当前中国政策还在持续发力提振需求, 这有望成为后续商品价格进一步上涨的动力。7月份以来一系列地产金融政策组合拳相继出台, 内容涵盖调整首付比例、降低房贷利率、认房不用认贷、城中村改造等房地产领域各个方面, 后续有望释放居民购房潜力支持住房需求回升, 带动房地产市场乃至整体宏观经济需求回升, 拉动相关工业品需求, 支撑商品价格进一步上涨。

当前PPI及出口增速均处于底部位置, 近期已经出现企稳回升的迹象。往后看, 随着全球制造业的持续复苏以及商品价格的上涨, PPI及出口增速预计也将会持续回升。从行业层面来看, 由于中上游顺周期行业的基本面表现与PPI及出口增速的相关性最高, 在PPI及出口复苏的过程中, 可以关注资源品相关的投资机会。

风险提示: 一是地缘政治风险超预期; 二是宏观经济不及预期; 三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号: S0210523050003
邮箱: yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号: S0210523060005
邮箱: xrc30167@hfzq.com.cn

分析师 朱成成
执业证书编号: S0210523060003
邮箱: zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 金晗
执业证书编号: S0210523060002
邮箱: jh30159@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡
执业证书编号: S0210523060006
邮箱: szh30173@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《新兴产业投资稳步增长, 制造业支持政策有望加码》—2023.06.29
- 2、《2023年1至5月投资数据评述》—2023.06.22
- 3、《通胀不及预期, 但加息只是暂停: 美国5月通胀及6月议息会议点评》—2023.6.15

正文目录

1	6月以来商品价格指数大幅上涨	1
2	根本原因或是全球制造业在复苏	2
3	供给收缩是油价上涨的催化剂	5
4	国内政策发力有望支撑价格持续上涨	6
5	风险提示	7

图表目录

图表 1: 6月以来 CRB 商品价格指数持续上涨	1
图表 2: 2022 年以来南华商品价格指数与工业品价格指数走势	1
图表 3: 今年 6 月以来不同类别南华商品价格指数累计涨跌幅	2
图表 4: 全球制造业与服务业 PMI 走势对比	3
图表 5: 美国制造业与服务业 PMI 走势对比	3
图表 6: 欧元区制造业与服务业 PMI 走势对比	4
图表 7: 美国及欧元区 10 年期国债收益率走势	4
图表 8: 2022 年以来国际油价走势	5
图表 9: 2011 年以来欧佩克及沙特原油产量走势	6
图表 10: 申万一级行业基本面与 PPI 及出口增速的相关性	7

1 6月以来商品价格指数大幅上涨

6月以来大宗商品价格走强，刷新去年12月以来新高。今年以来，随着全球经济增速放缓、需求走弱，上半年大宗商品价格震荡下跌，直至5月底迎来拐点，6月后大宗商品价格重新进入上行通道。9月5日，CRB商品价格指数收于284.92点，较5月底的低点累计上涨了12.2%，并刷新了去年12月以来的新高。

图表 1：6月以来CRB商品价格指数持续上涨



来源：iFind、华福证券研究所

国内商品价格也普遍上行，且涨势更为强劲。南华商品指数主要反应我国期货市场商品价格走势。从走势来看，6月以来南华商品指数持续走高，9月6日南华商品指数报收2600点，刷新指数基期以来的最高点，截至9月7日，指数较6月初累计上涨了21%，南华工业品价格指数目前也非常接近2022年的历史高点。

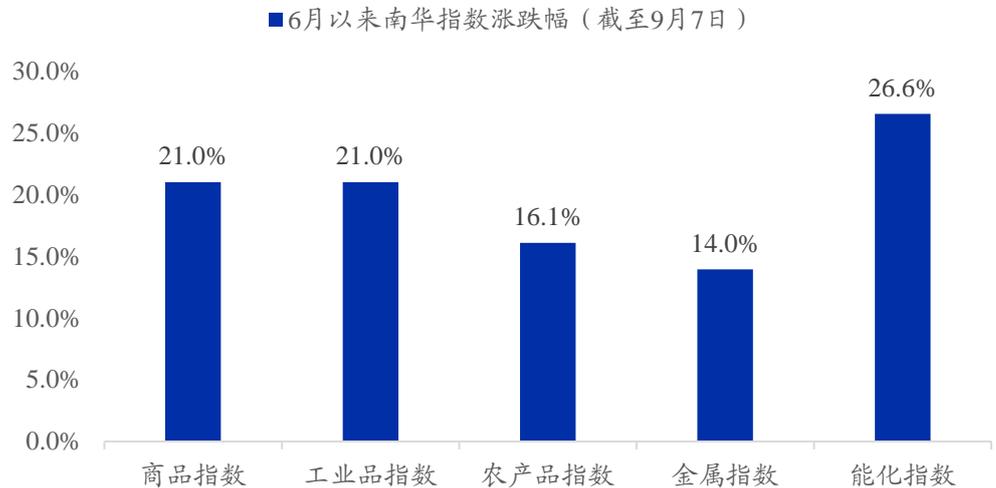
图表 2：2022年以来南华商品价格与工业品价格指数走势



来源：iFind、华福证券研究所

分类别来看，不同类别的商品价格普遍上涨。具体来看，截至9月7日，6月以来南华农产品价格指数累计上涨16.1%，工业品价格指数累计上涨21%，与全部商品价格指数涨幅基本持平，其中，金属价格指数累计涨幅为14%，能化价格指数累计上涨26.6%。

图表 3：今年 6 月以来不同类别南华商品价格指数累计涨跌幅



来源：iFind、华福证券研究所

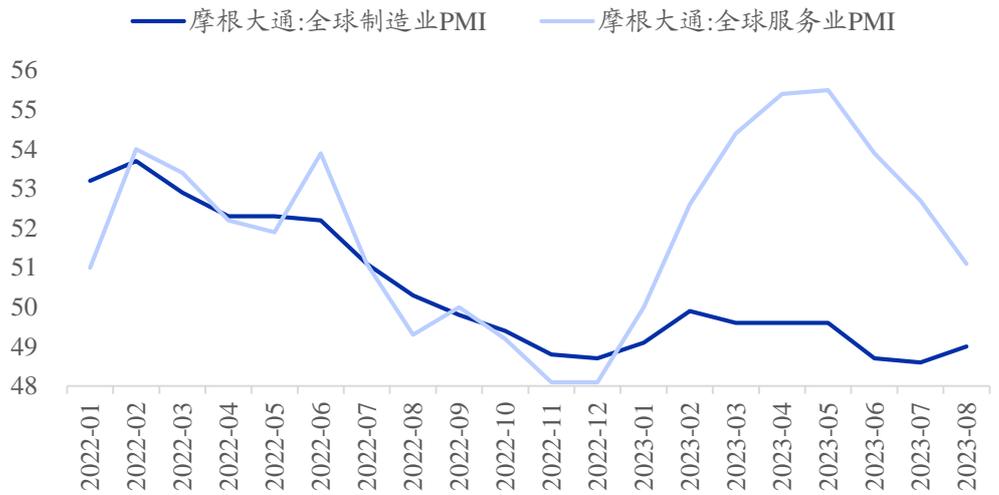
2 根本原因或是全球制造业在复苏

我们认为，不同类别大宗商品价格普涨的背后，根本原因可能在于全球制造业正在复苏。

上半年欧美经济的较强韧性主要来自于服务业，而制造业的表现则相对疲软。今年上半年全球服务业与制造业呈现出明显的分化特征，摩根大通全球服务业 PMI 指数一直处于 50 以上的扩张区间，从年初的 50 到 5 月份 55.5，全球服务业呈现加速扩张趋势；而制造业 PMI 指数上半年一直处于 50 以下的收缩区间，2 月份达到今年以来的峰值 49.9，趋势看呈现缓慢下降态势。美国 ISM 服务业 PMI 指数上半年虽然有波动，但也一直处于 50 以上的扩张区间，而制造业 PMI 指数则持续处于收缩区间，且持续下降，6 月份降至 46 的全年低点。欧元区服务业景气程度也要明显高于制造业，欧元区上半年服务业 PMI 指数持续处于扩张区间，4 月攀升至 56.2 的高点，欧元区制造业 PMI 持续下降，到 7 月份降至 42.7，刷新近 3 年的低点。

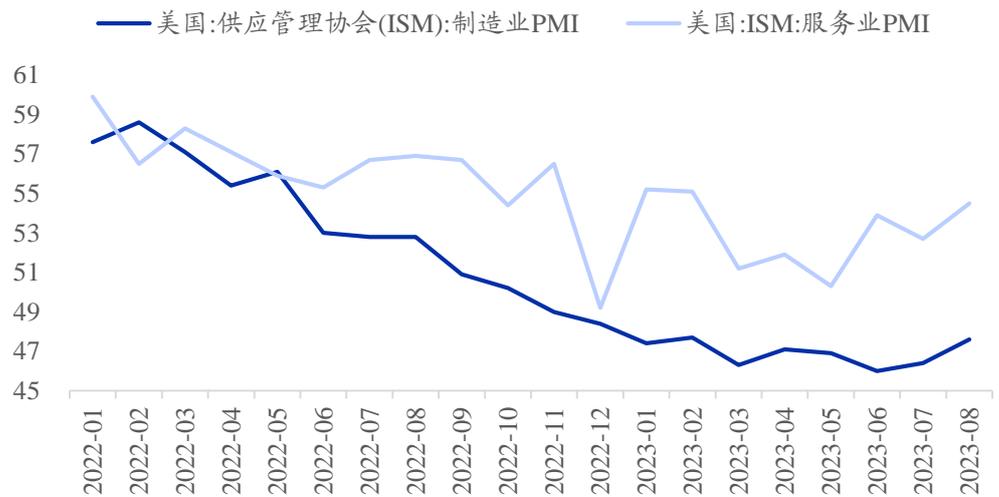
但当前全球制造业生产活动已经出现了边际回暖的迹象。从数据来看，8 月份全球制造业景气程度均出现了同步提升，摩根大通全球制造业 PMI 指数为 49，较 7 月份提高 0.4，美国 ISM 制造业 PMI 指数为 47.6，7 月份为 46.4，欧元区制造业 PMI 为 43.5，较 7 月提高了 0.8，中国制造业 PMI 指数为 49.7，较 7 月份提高了 0.4。虽然目前全球主要经济体制造业景气指数均处于荣枯线下，但从方向上来看，制造业 PMI 指数同步反弹，全球制造业的生产活动已经出现了边际回暖的迹象。

图表 4：全球制造业与服务业 PMI 走势对比



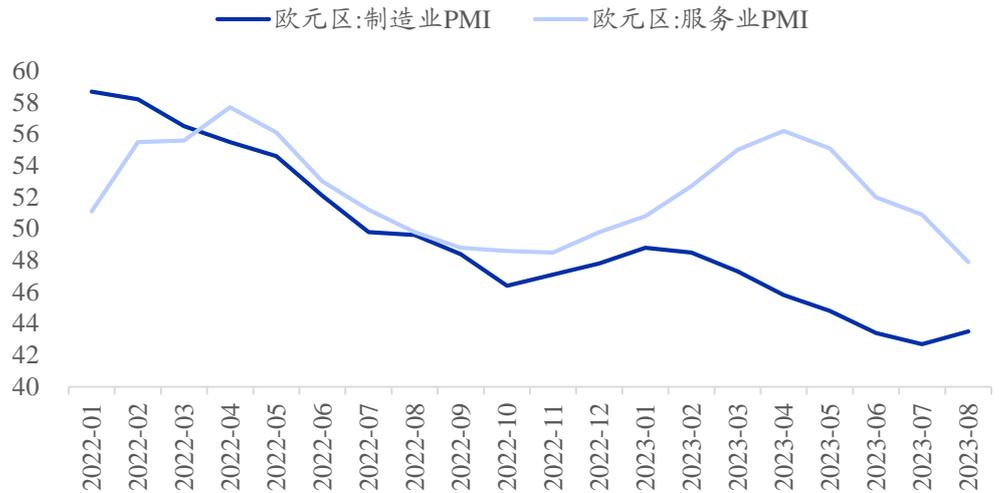
来源：iFind、华福证券研究所

图表 5：美国制造业与服务业 PMI 走势对比



来源：iFind、华福证券研究所

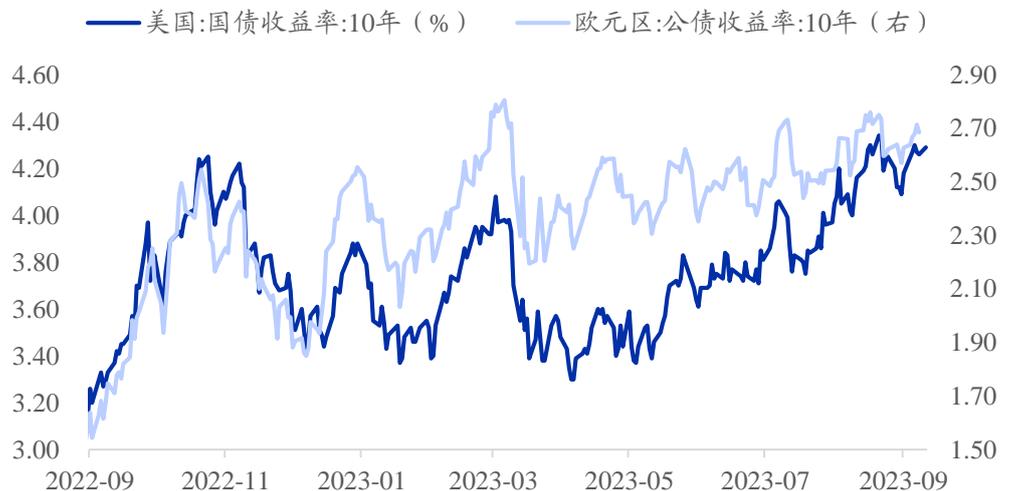
图表 6：欧元区制造业与服务业 PMI 走势对比



来源：iFind、华福证券研究所

所以同样可以看到，6月份以来，欧美利率持续回升，股票价格上涨，呈现出典型的经济复苏资产价格特征。截至9月11日，美国10年前国债收益率为4.29%，较5月底上升了65个bp，创下了2008年以来的新高。9月8日欧元区10年期公债收益率为2.68%，相比于5月底上升了30个bp，处于近10年来来的高位。权益资产方面，6月以来，美国纳斯达克指数累计上涨7.6%，标普500指数涨7.4%，道琼斯工业指数上涨5.3%，法国CAC40指数上涨2.5%，德国DAX指数上涨0.9%。

图表 7：美国及欧元区 10 年期国债收益率走势



来源：iFind、华福证券研究所

3 供给收缩是油价上涨的催化剂

值得注意的是，本轮商品价格上涨中，原油价格涨势突出。9月5日，国际布伦特油价站上90美元/桶关口，9月8日，布伦特期货结算价为90.65美元/桶，刷新去年12月以来的新高。从涨幅来看，截至9月8日，6月以来，布伦特原油价格累计上涨24.8%，WTI原油价格累计上涨幅度更是高达28.5%。

图表 8：2022 年以来国际油价走势



来源：iFind、华福证券研究所

除去制造业底部边际回暖复苏带来的需求提升外，OPEC+减产导致供给收缩也是推动原油价格上涨的重要催化因素。在今年6月初的OPEC+会议上，沙特阿拉伯意外宣布，7月额外减产100万桶/日，之后逐月评估是否延长该减产计划。9月5日，沙特官方媒体援引沙特能源部的消息称，沙特将在2023年12月底之前维持每日100万桶的石油减产措施；俄罗斯副总理诺瓦克也在同日表示，俄罗斯将对全球市场自愿削减30万桶石油日出口量，直至2023年底。

7月份，沙特日均原油产量由6月的998.9万桶降至902.1万桶，是2021年下半年以来的最低日均产量，带动欧佩克日均原油产量由6月的2814.6万桶降至7月的2731万桶，也为近22个月的新低。按照最新的减产计划，在今年年底之前，沙特原油日均产量预计都将维持在900万桶左右这一较低产能，有望对后续的油价形成支撑。

图表 9：2011 年以来欧佩克及沙特原油产量走势



来源：iFind、华福证券研究所

4 国内政策发力有望支撑价格持续上涨

展望未来商品价格的走势，我们认为，当前中国政策还在持续发力提振需求，这有望成为后续商品价格进一步上涨的动力。近期国内房地产相关领域的利好政策密集落地，8月31日，中国人民银行和国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》以及《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，叠加此前三部门联合发布的《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》等重要政策措施，7月份以来一系列地产金融政策组合拳相继出台，内容涵盖调整首付比例、降低房贷利率、认房不用认贷、城中村改造等房地产领域各个方面，后续有望释放居民购房潜力支持住房需求回升，带动房地产市场乃至整体宏观经济需求回升，拉动相关工业品需求，支撑商品价格进一步上涨。

当前 PPI 及出口增速均处于底部位置，近期已经出现企稳回升的迹象。8 月份，按美元计价的出口同比下降 8.8%，降幅较 7 月份收窄 5.7 个百分点，PPI 同比下降 3.0%，环比上涨 0.2%，同比降幅连续两个月明显收窄。往后看，随着全球制造业的持续复苏以及商品价格的上涨，PPI 及出口增速预计也将会持续回升。从行业层面来看，由于中上游顺周期行业的基本面表现与 PPI 及出口增速的相关性最高，在 PPI 及出口复苏的过程中，可以关注资源品相关的投资机会。

图表 10：申万一级行业基本面与 PPI 及出口增速的相关性

	ROE (TTM)		盈利增速	
	和PPI的相关性	和出口增速的相关性	和PPI的相关性	和出口增速的相关性
全部A股非金融	0.52	0.61	0.60	0.71
煤炭	0.24	0.47	0.49	0.05
石油石化	0.15	0.44	0.57	0.45
钢铁	0.69	0.51	0.53	0.42
有色金属	0.59	0.60	0.36	0.36
基础化工	0.69	0.73	0.64	0.69
建筑材料	0.53	0.60	0.50	0.31
机械设备	0.35	0.61	0.52	0.60
电力设备	0.32	0.24	0.17	0.28
通信	-0.38	-0.15	-0.15	0.00
国防军工	0.09	0.30	0.38	0.18
汽车	0.24	0.21	0.25	0.55
农林牧渔	-0.11	-0.28	-0.30	-0.34
食品饮料	0.20	0.45	0.28	0.25
医药生物	0.38	0.33	0.43	0.55
纺织服饰	0.14	0.20	0.39	0.48
美容护理	-0.31	-0.31	-0.09	-0.08
轻工制造	0.64	0.07	0.38	0.50
家用电器	0.37	0.26	0.34	0.56
计算机	0.06	-0.03	-0.05	0.20
电子	0.54	0.42	0.35	0.60
商贸零售	0.04	0.14	0.22	0.40
社会服务	-0.13	-0.11	0.04	0.08
传媒	0.10	0.03	0.25	0.16
交通运输	0.48	0.45	0.40	0.34
房地产	-0.05	-0.12	0.00	0.08
建筑装饰	-0.04	-0.07	0.10	0.16
公用事业	-0.26	-0.27	-0.25	-0.29
环保	0.28	0.32	0.13	0.30
综合	0.09	0.18	0.09	-0.01

来源：iFind、华福证券研究所

注：时间区间为 2008Q3-2023Q2

5 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn