

关注海外二次通胀和上游周期品机会

团队成员

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

联系人 石琳
 邮箱: sl30332@hfzq.com.cn

投资要点:

年初以来,大宗商品超额收益较为突出: (1)年初以来大宗商品价格表现偏强,累计收益甚至略超美股,金、油、铜等主要商品均有不同程度上涨;(2)映射到股票市场上,美股和A股中能源和有色板块均明显领涨,超额收益明显。

降息预期+需求侧抢跑,是大宗商品走强的首要因素: (1)截至3月底,市场已普遍预期美联储、欧央行、英国央行在内的全球主要央行最早或在5-6月份开启降息,流动性宽松交易持续演绎;(2)降息一方面带动金融条件放松,直接利好各类风险资产,大宗商品中黄金最为受益,另一方面或带动2024H2全球经济触底回升,对应大宗商品需求向好,市场提前交易下半年经济复苏的“二次通胀”;

供给侧扰动,为大宗走强提供助力: (1)3月以来欧佩克+继续推动减产,叠加乌克兰加强对俄罗斯石油基础设施攻击的地缘政治扰动,石油供应量整体受限,原油供需呈紧平衡趋势;俄乌等地缘冲突扰动,从供给端为原油价格走强带来支撑;(2)海内外减产预期刺激下,铜价同样得到明显提振。

全年维度看,大宗商品为代表的上游周期品,仍然具备较大配置价值:

(1) **金融条件有望继续放松:** 欧美主要央行转向是大概率事件,最早或发生在二季度,流动性宽松有望持续演绎,从金融属性上对大宗商品提供支撑;(2) **需求侧或迎来复苏:** 全球经济复苏尤其是制造业修复,有望带动对铜、油等大宗商品的需求,但时间点可能要在下半年才能较为明显;(3) **供给端仍然受阻:** 与此前周期不同,本轮周期中油气、金属采矿等周期品长期资本开支不足,供给端或持续构成约束,对周期品价格中枢构成支撑;

但短期需警惕回调压力: 同样需指出,本轮大宗商品价格上涨已有一定抢跑特征,实质性降息前全球需求总体仍然面临逆风,以及大宗商品上涨反而助推美国二次通胀风险,从而可能导致美联储降息节奏推迟、幅度减弱,均可能会对大宗商品带来一定调整压力。

风险提示: 一是美国通胀下行偏慢;二是美联储表态偏鹰;三是海外经济复苏不及预期等。

相关报告

- 1、《去通胀的“最后一英里”——美国2月CPI数据点评》—2024.03.13
- 2、《降息仍需等待:1月FOMC会议点评》—2024.02.01
- 3、《降息空间打开——12月FOMC议息会议点评》—2023.12.14

正文目录

1	年初以来，大宗商品超额收益较为突出	3
2	降息预期+需求侧抢跑，是大宗走强的首要因素	5
3	供给侧扰动，为大宗走强提供助力	8
4	全年维度看好上游周期品，短期需警惕回调压力	9
5	风险提示	12

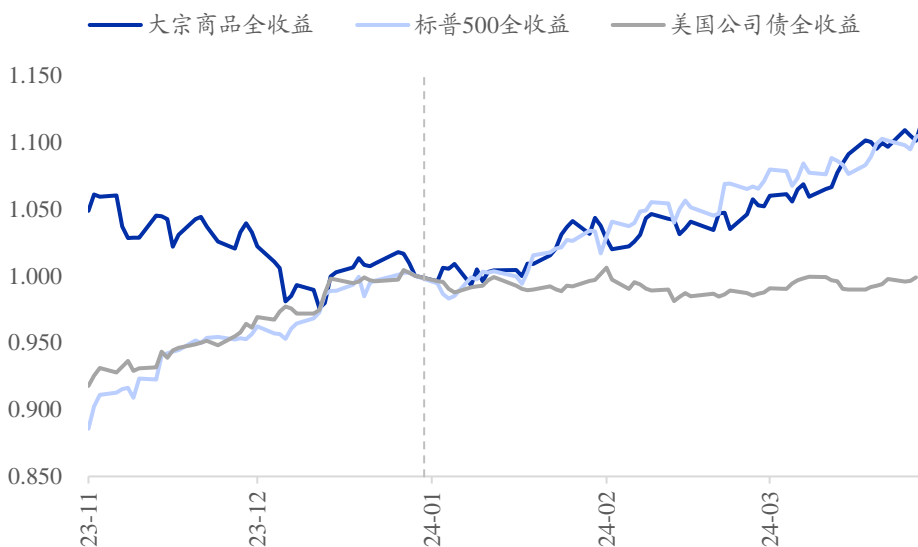
图表目录

图表 1:	年初以来大宗商品收益领先美股美债	3
图表 2:	按年初以来涨幅计算，主要商品中原油>黄金>铜	3
图表 3:	年初以来美股中能源涨幅仅次于通讯服务	4
图表 4:	年初以来 A 股中上游周期板块领涨	4
图表 5:	市场预期主要央行最早或二季度开启降息	5
图表 6:	2023 年以来欧美 CPI 大幅回落	5
图表 7:	2019 年美联储首次降息前后大类资产表现	6
图表 8:	利率领先美国经济基本面约 9 个月	7
图表 9:	利率领先欧元区经济基本面约 7 个月	7
图表 10:	2023 年以来石油供应量明显收缩	8
图表 11:	LME 铜库存处于历史偏低水平	9
图表 12:	标普 500 能源、金属与采矿的资本支出变化	10
图表 13:	首次降息前后的大类资产表现	10
图表 14:	2 月油价上行带动能源项环比大幅转正	11
图表 15:	2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升	12

1 年初以来，大宗商品超额收益较为突出

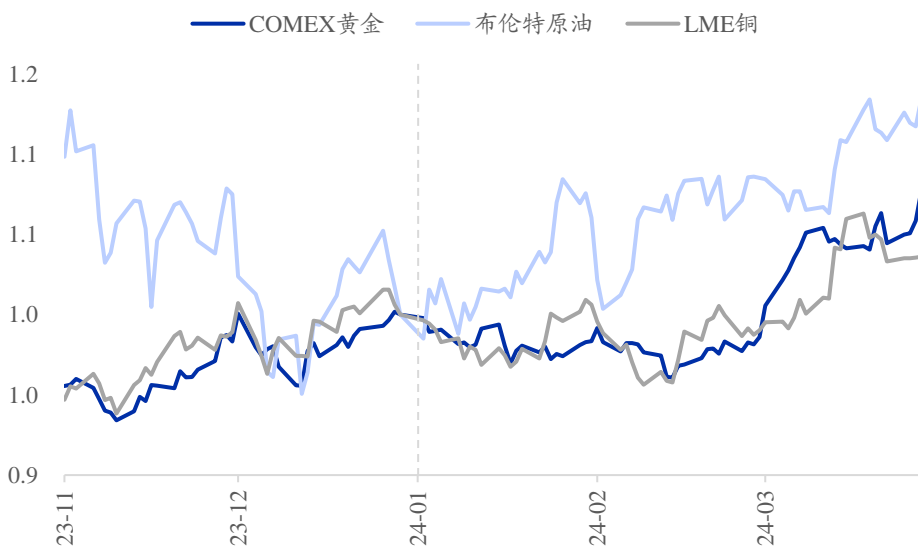
年初以来大宗商品价格表现偏强，累计收益甚至略超美股，金、油、铜等主要商品均有不同程度上涨。以 CRB 商品总回报指数计算，截至 3 月 28 日，年初以来大宗商品整体上涨 11.5%，甚至超过表现强势的美股（按标普 500 全收益计，累计收益为 10.6%），在全球主要大类资产中保持领先。而从大宗商品内部看，主要商品均取得正收益，截至 3 月 28 日，原油、黄金、铜累计涨幅分别为 13.6%、7.8%、3.6%，布油突破 85 美元关口，COMEX 黄金也站上 2200 美元、创历史新高。

图表 1：年初以来大宗商品收益领先美股美债



来源：Eikon、Wind、FRED、华福证券研究所；大宗商品采用 CRB 总回报指数，并以 2024.01 进行归一化处理

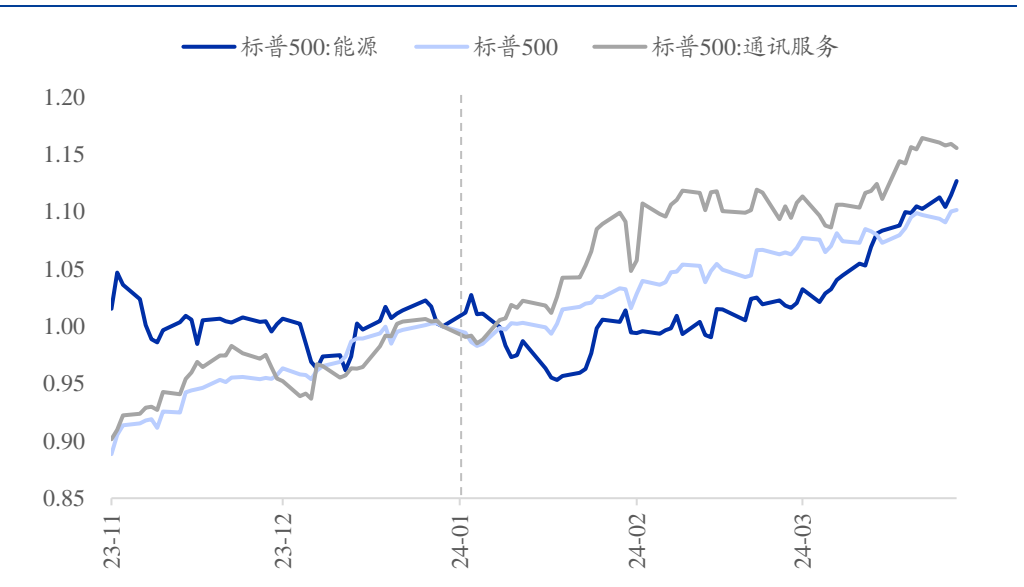
图表 2：按年初以来涨幅计算，主要商品中原油>黄金>铜



来源：Wind、华福证券研究所

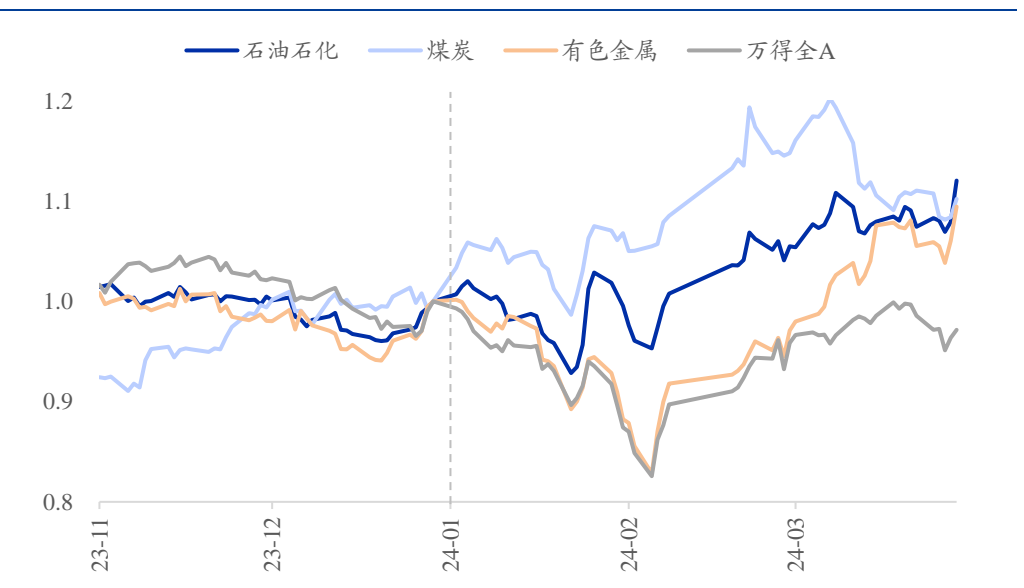
映射到股票市场上，美股和A股中能源和有色板块均明显领涨，超额收益明显。美股市场上，以标普500为例，截至3月29日，年初以来涨幅最高的为通讯服务（15.6%），其次为能源板块（12.7%），且明显超出标普500涨幅（10.2%）。A股市场上，中信一级行业中，年初以来上游周期行业累计涨幅居前，石油石化、煤炭、有色金属涨幅分别为12.1%、10.2%、9.5%，而同期万得全A涨幅为-2.9%。能源和有色板块在美股和A股均取得明显的超额收益。

图表3：年初以来美股中能源涨幅仅次于通讯服务



来源：Wind、华福证券研究所

图表4：年初以来A股中上游周期板块领涨

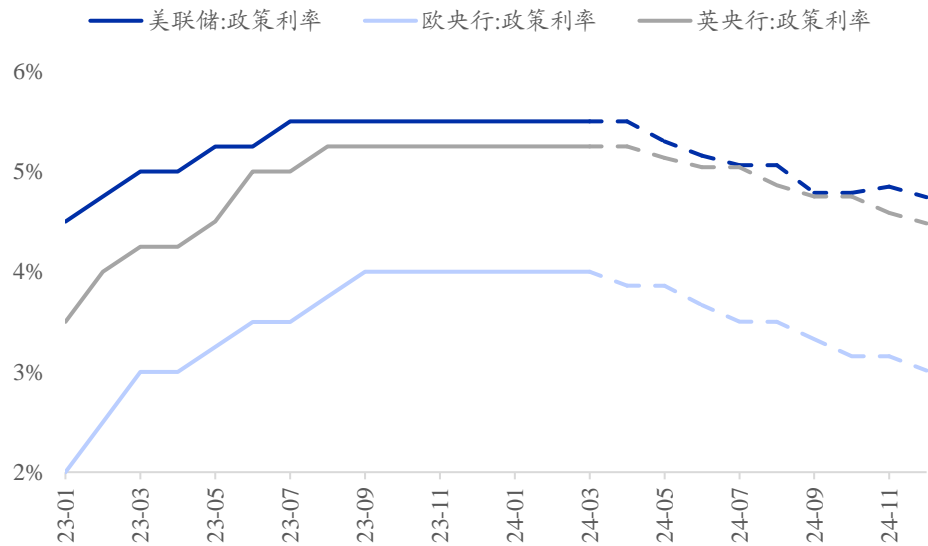


来源：Wind、华福证券研究所

2 降息预期+需求侧抢跑，是大宗走强的首要因素

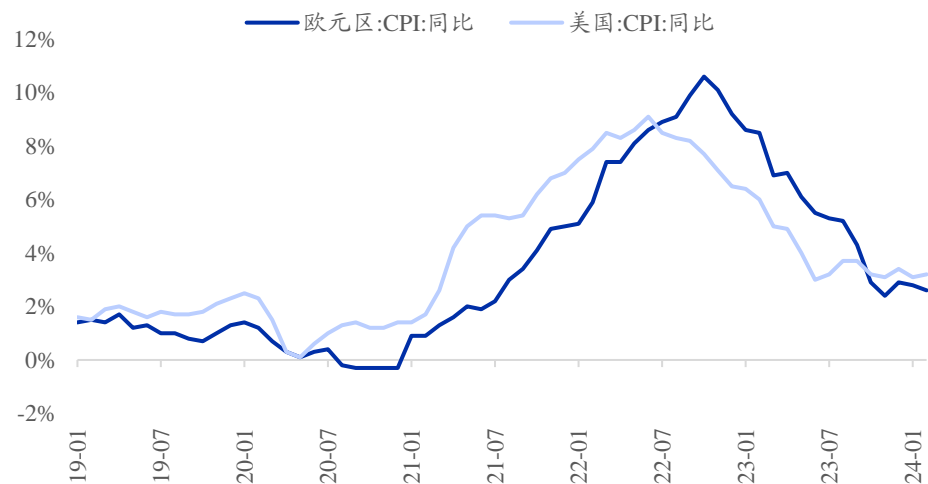
欧美主要央行最早或二季度开启降息，市场提前演绎宽松预期，带动大宗商品走强。截至3月底，市场已普遍预期美联储、欧央行、英央行在内的全球主要央行最早或在5-6月份开启降息。其原因一方面在于欧美通胀已经降至偏低位置，截至24年2月，美国、欧元区CPI同比分别为3.2%、2.6%，尽管去通胀的“最后一英里”仍相对艰难，但通胀很难重演22-23年对货币政策构成的较大约束。另一方面，持续高利率环境下，美欧经济持续面临冲击，尤其是对于欧洲经济而言，经济景气度相对较差。因而年内主要央行的转向仍是大概率事件，而3月瑞士央行意外降息25BP，或加速开启海外降息潮，二季度是重要节点。其中对于非美经济体而言，其降息节奏可能提前于美联储。

图表5：市场预期主要央行最早或二季度开启降息



来源：Eikon、华福证券研究所

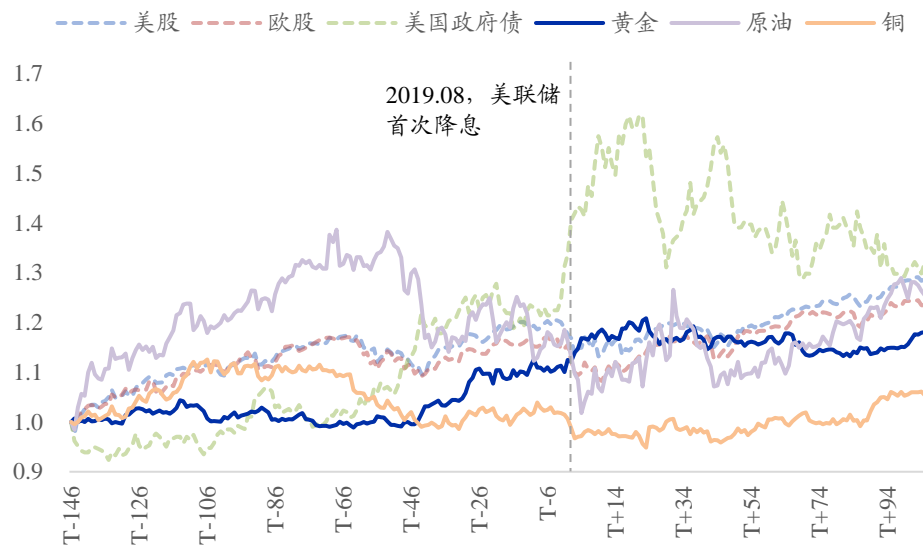
图表6：2023年以来欧美CPI大幅回落



来源：Wind、华福证券研究所

降息一方面带动金融条件放松，直接利好各类风险资产，大宗商品中黄金最为受益。实践中，降息周期开启，带动无风险利率下行，从而带动风险偏好提升，若市场已提前预期或美联储已提前释放较明显信号，则会提前反映在资产价格中。以距离当下最近的一次美联储降息周期——2019年为例。2019年8月初美联储首次开启降息，但市场最早在2019Q1已开始预期美联储年内或开启降息。反映在大类资产走势上，首次降息前，美债、美股、黄金均取得较好收益，且收益整体高于降息实际落地后。其中，黄金由于与实际利率高度相关，在通胀变化较小时，降息通常对应实际利率下降，因而取得较好收益。而原油等能源、铜等工业金属一方面受流动性影响，另一方面仍然取决于供需情况，在降息前基本面或未见明显好转，博弈属性偏重。

图表 7：2019 年美联储首次降息前后大类资产表现



来源：GFD、华福证券研究所；T 为 2019 年美联储首次降息日

降息另一方面或带动 2024H2 全球经济触底回升，市场提前反映下半年经济复苏的“二次通胀”。从欧美经济体的实践中，利率作为货币政策重要的锚，对于经济基本面具有前瞻指引作用。若全球主要央行二季度开启降息，有助于带动全球经济在下半年走向温和复苏。而大宗商品需求主要取决于全球经济景气度，若经济出现明显向好迹象，意味着大宗价格后续得到支撑，并已在近期的市场上提前演绎。

图表 8：利率领先美国经济基本面约 9 个月



来源：Wind、华福证券研究所

图表 9：利率领先欧元区经济基本面约 7 个月



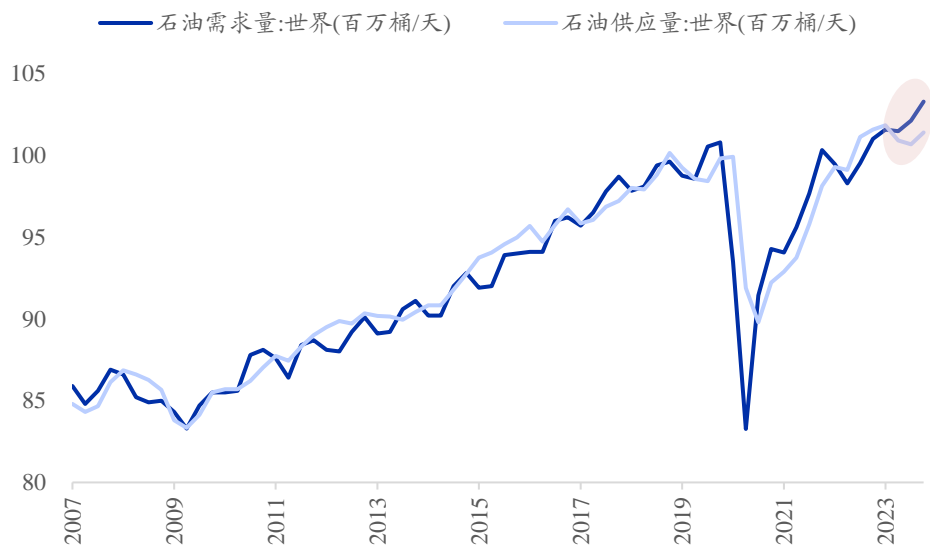
来源：Wind、华福证券研究所

3 供给侧扰动，为大宗走强提供助力

欧佩克+推动减产，叠加俄乌等地缘冲突扰动，从供给端为原油价格走强带来支撑。3月初欧佩克+代表国已同意将自愿减产措施延长至今年的二季度末，名义减产总量约220万桶/日。而2023年开始欧佩克+已经持续减产，使得石油供应量整体受限，原油供需呈紧平衡趋势。而另一方面，年初以来乌克兰加强对俄罗斯石油基础设施攻击，对俄罗斯原油产能带来一定冲击。供给端双重因素共振，叠加降息预期和经济复苏预期，原油价格从年初的80美元以下升至87美元附近。

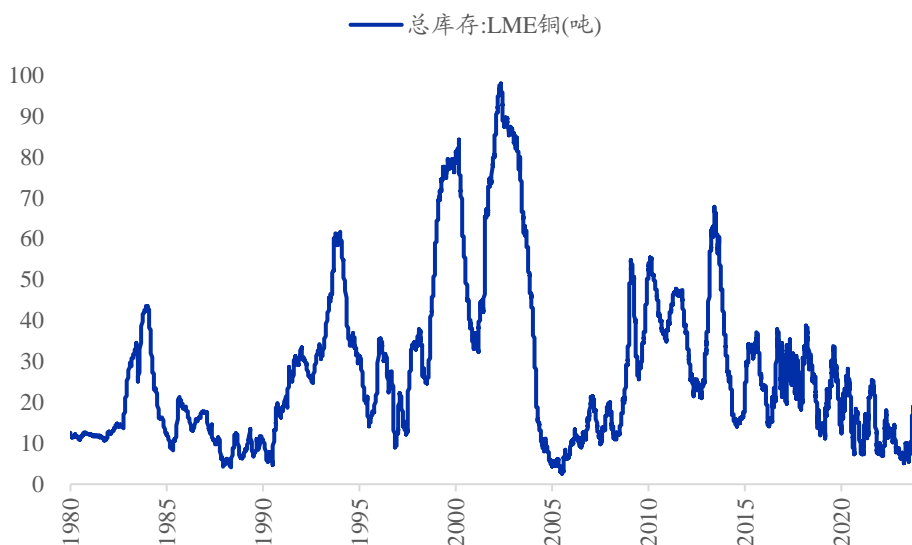
海内外减产预期刺激下，铜价同样得到明显提振。23年底以来，Cobre Panama被暂停在巴拿马的铜矿运营、英美资源集团宣布削减南美旗舰铜业务产量等事件相继发生，共影响约60万吨铜矿产量，使得市场对2024年铜供应预期由相对充裕转向可能供应短缺。3月13日，中国有色金属工业协会在北京组织召开铜冶炼企业座谈会，国内19家铜冶炼企业主要负责人参会，与会企业就调整现有生产线检修计划及压减生产负荷、新建产能推迟投运以及推迟达产达标时间等方面达成一致。国内铜冶炼厂有意减产并推迟产能建设，对铜价进一步带来支撑。

图表 10：2023 年以来石油供应量明显收缩



来源：Wind、华福证券研究所

图表 11: LME 铜库存处于历史偏低水平

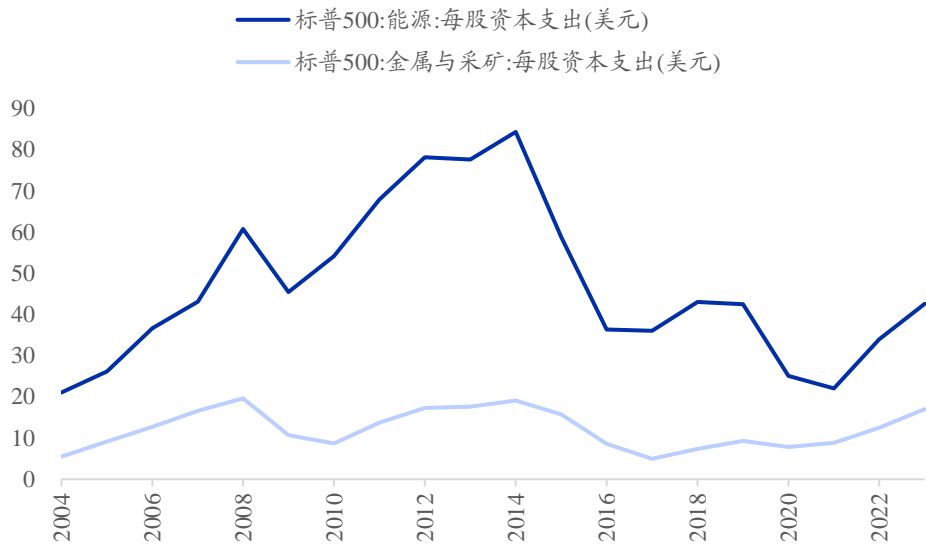


来源: Wind、华福证券研究所

4 全年维度看好上游周期品，短期需警惕回调压力

全年维度看，大宗商品为代表的上游周期品，仍然具备较大配置价值：（1）**欧美主要央行转向是大概率事件，最早或发生在二季度，流动性宽松有望持续演绎**：往后看通胀压力已明显缓解+高利率下全球经济已明显承压，对应主要央行年内大概率开启转向，其中美国经济韧性相对较强，欧洲相对偏弱，降息节奏上欧洲大概率先于美国。如若实质性开启降息，对应全球流动性压力有望边际缓解，从金融属性上对大宗商品价格继续带来提振；（2）**全球经济复苏尤其是制造业修复，对大宗商品需求带来支撑**：降息落地后全球需求有望持续修复，其中制造业受益于补库周期开始+全球范围内的制造业资本开支，有望带动对铜、油等大宗商品的需求，但时间点可能要在下半年才能较为明显；（3）**长期资本开支不足下，上游周期品供给端或持续构成约束，对价格构成支撑**：与此前周期不同，本轮周期中无论是油气还是金属采矿，企业资本支出均相对不足，一方面吸取上一轮2014-2015年产能过剩经验，另一方面受碳中和、地缘政治和贸易壁垒等扰动。以标普500中的能源板块为例，每股资本支出在2014年见顶后持续回落，2022-2023年略有回升但较2014年巅峰仍相差甚远。长期资本支出不足，对大宗商品价格中枢提供较强支撑。

图表 12: 标普 500 能源、金属与采矿的资本支出变化



来源: Capital IQ、华福证券研究所

但同样需指出,本轮大宗商品价格上涨已有一定抢跑特征,实质性降息前全球需求总体仍然面临逆风,以及大宗商品上涨反而助推美国二次通胀风险,从而可能导致美联储降息节奏推迟、幅度减弱,均可能会对大宗商品带来一定调整压力。

历史经验看,大宗商品在降息落地后表现更好,降息之前略有承压,本轮周期已有一定抢跑特征。对1981年以来美联储前后8轮降息周期进行复盘,可以看出,美股、美债等风险资产在降息前后逾一年时间内均能取得较好收益,且市场的抢跑效应明显。而大宗商品价格走势在首次降息前的表现并不突出,前6个月的累计收益为0.9%,主要源于大宗商品仍然主要取决于海外经济的基本面。降息前通常是需求最为疲弱阶段,而随着降息落地后,经济有望温和复苏,对应大宗商品的基本面环境更好,降息落地后6个月的累计收益达3.1%。因此,本轮大宗商品已有一定抢跑特征,在实质性降息前需求侧可能仍然存在阻力,短期需警惕回调压力。

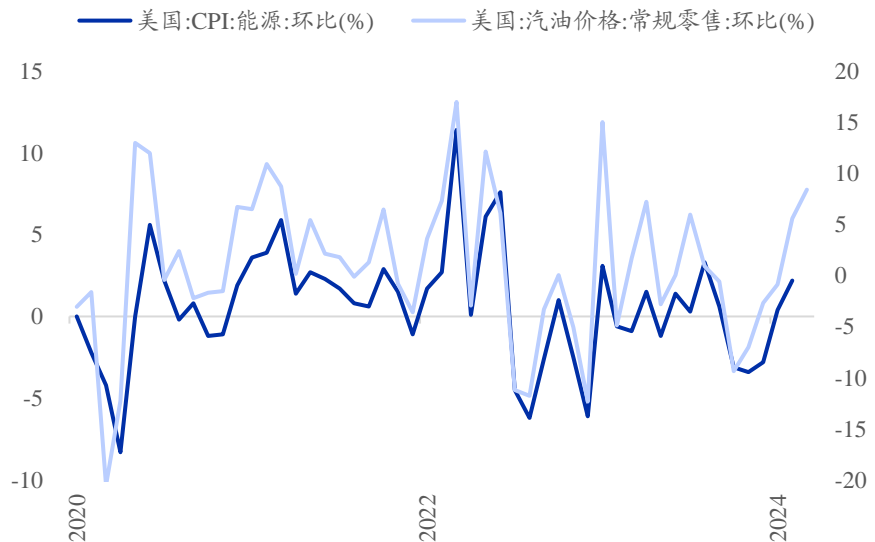
图表 13: 首次降息前后的大类资产表现

	T-6M	T-3M	T-1M	T+1M	T+3M	T+6M
美股	5.1%	1.2%	2.9%	0.5%	0.9%	4.3%
欧股	-0.1%	-3.0%	-0.3%	2.6%	4.5%	5.5%
日股	-7.6%	-5.8%	-1.8%	1.1%	5.6%	9.2%
新兴市场	0.2%	0.4%	2.7%	2.8%	1.2%	4.3%
美国政府债	8.6%	7.2%	3.0%	2.5%	3.8%	6.5%
美国公司债	6.9%	4.5%	2.3%	2.9%	3.5%	6.1%
REITs	2.0%	0.5%	4.2%	1.8%	0.9%	2.5%
现金	2.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	2.1%
大宗商品	0.9%	-1.0%	0.7%	0.7%	-0.8%	3.1%
黄金	-2.8%	2.4%	2.1%	0.5%	-2.2%	3.2%
油	2.7%	-1.9%	-0.4%	1.3%	-3.5%	6.0%
铜	-5.5%	-6.7%	-1.3%	-1.0%	-2.9%	-4.6%

来源：GFD、华福证券研究所；T为美联储首次降息月，统计1981年以来美联储的8次降息周期

年内美联储降息仍是大事件，但二次通胀风险仍在，市场对6月开启降息或仍较为乐观，不排除继续推后的可能性，届时可能对大宗商品价格带来扰动。对于美联储而言，去通胀的“最后一英里”仍然充满挑战。在美国经济韧性较强，大规模的经济和金融风险事件尚未看到的背景下，去通胀仍是其核心要义。但往后看，无论是按0.3%还是0.2%的环比假设计算，后续美国CPI大概率继续回落，到8月降至2.4%-2.5%区间，离美联储2%目标尚有一定距离，且不排除有反弹风险。尤其是大宗商品在美联储实质降息前大幅上涨，大概率是美联储不乐意看到的，其会导致美国通胀易涨难跌。2月美国CPI环比中能源项环比大幅反弹（0.4%→2.2%），是其2月环比回升最主要贡献。若大宗上涨→美联储降息窗口延后、幅度减弱→流动性宽松交易受阻，届时可能会对大宗商品价格带来一定扰动，需持续关注。

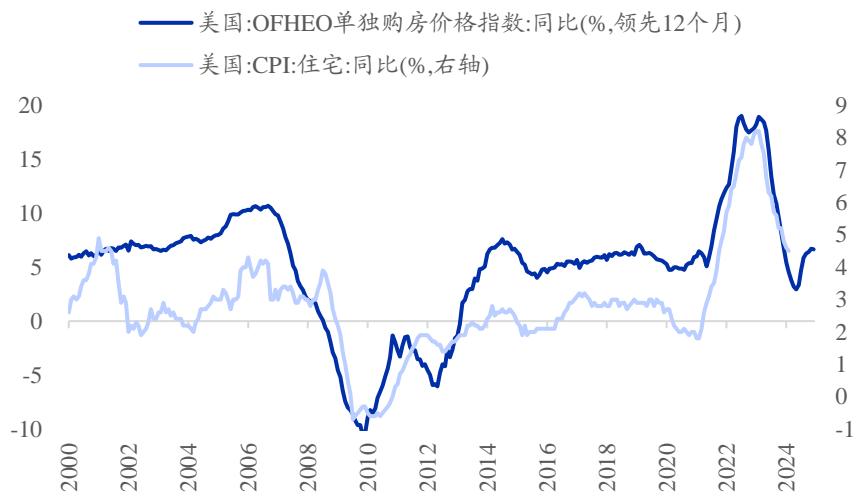
图表 14：2月油价上行带动能源项环比大幅转正



来源：Wind、华福证券研究所



图表 15: 2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升



来源: Wind、华福证券研究所

5 风险提示

一是美国通胀下行偏慢;二是美联储表态偏鹰;三是海外经济复苏不及预期等。

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