

商品见顶后股票市场如何配置

■ 全球重要指数上周表现

名称	周收盘价	周涨跌幅
上证指数	3084.2845	2.76%
深证指数	11159.791	3.24%
沪深300	3988.6002	2.04%
中小板指	7624.951	2.66%
创业板指	2358.1607	5.04%
恒生指数	19898.77	-0.52%
恒生国企指数	6807.03	-0.04%

证券分析师：张冬冬

电话：13817265616

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522040001

核心逻辑：

刺破需求泡沫应对高通胀，商品见顶后的经济衰退风险临近。在美国近40年最高通胀下，美联储正将控制通胀视为首要政策目标。目前的高通胀主要是由多种供给端的因素合力引发，如OPEC不愿放开增产、俄乌战争、极端天气、疫情等。剔除这些不可控因素外，美联储控制通胀的主要手段就是通过提高利率和缩表以提高资金成本的方式降低需求，使需求匹配有限的供给。

核心观点：

本轮自疫情以来的大宗商品牛市可能已经出现高点。自2000年以来，商品行情已经完整经历了3轮牛市，疫情以来是第4轮。复盘前3轮商品牛市，都起始于货币和财政宽松，终结于经济衰退。目前为了抗击高通胀，美国的货币和财政都在加快收紧的步伐，为此甚至可以容忍一定程度的失业率上升。美联储多位前高官表示美联储已经行动太慢，历史上美国每次为了应对通胀而不得不使失业率上升时，经济最终都将面临衰退。当前世界主要经济体中国、美国、德国、日本的制造业PMI都已出现明显放缓，难以支持商品需求继续保持高增。从CME利率合约来看，市场预期美联储可能在明年一季度结束此轮加息，这往往意味着衰退的到来。一旦美国经济也出现衰退，大宗商品本轮牛市预计将告一段落。

从前3轮商品牛市中铜价和油价的走势来看，油价往往在铜价进入高位震荡区间1年后见到高点。由于OPEC的因素，铜受供给端的影响较原油更小，价格受到需求端尤其是制造业需求的影响更大。因此常常能见到油价还在高飞猛进但铜价已经因为需求边际走弱价格表现出高位区间震荡运行。前3轮商品牛市中，铜价进入高位震荡区间后约1年时间，油价见到高点。本轮铜价于2021年4月进入8700美元-11000美元的震荡区间，从这个角度看，油价可能已经见到高点。

根据原油远期曲线来推算,当前原油价格大概率应处于 90-120 美元区间,接近 140 美元的布伦特原油价格很可能就是本轮油价的最高点。当前原油远期价格已经回落至俄乌战争发生前约 70 美元,在供应比较紧张的时期,远期价格一般为近月价格的 1.5 倍,那么在没有俄乌冲突的供给端突发事件影响下,当前原油价格在 105 美元附近,接近 140 美元的布伦特原油价格可能就是本轮油价的最高点。

通过对比前 3 轮商品牛市时期商品价格与相关行业板块以及大盘的价格走势发现,相关行业板块与大盘的走势相关性更高,板块股票价格往往较商品价格更早见到高点。商品市场和股票市场的走势并不是完全正相关,尤其是股票市场 2014-2015 年靠流动性杠杆推动的牛市行情中,商品价格在震荡下跌,但股票市场一片红火,呈现出负相关性。在商品的牛市行情中,商品相关的行业板块的股票行情往往较商品价格更早见到高点,一方面由于商品价格高企时,央行倾向于收紧政策对抗通胀,但此时需求依旧有韧性,但股票市场已经体现开始下跌。因此商品市场自身由于更多受到供需关系的影响,价格往往在高位震荡的时间较长。

配置建议:股票市场选择成本受益于上游原材料回落,需求有韧性和政策支持的方向进行配置。如家电家具、新能源车、汽车零部件及船舶。家电家具和新能源车需求端有政策支持,铜、铝、钢铁以及化工原材料占比分别达 70%和 10%。汽车零部件则既受益于终端汽车下乡补贴带来的需求支持,同时原材料占成本比重更高,更能受益于成本端下降带来的利润提升。船舶的头部企业则在过去两年航运高景气下,订单已排期至 2024 年,需求韧性高,行业本身净利率较低,占据成本端 20%的钢材价格下行可显著提高盈利能力。

此外,商品市场可进行做通胀向下回归均值,经济增速放缓的比价策略,如做多金银比、金铜比等。汇率市场可做空商品货币与日元或美元的组合,如澳日、澳美、加日、加美等。

一、商品价格运行的三个阶段

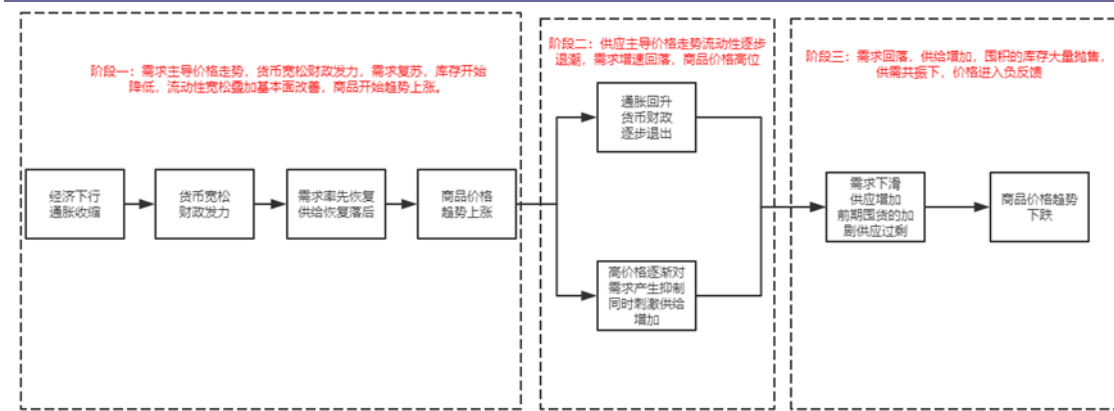
从经济的角度来看，按照经济复苏、过热、滞胀、衰退的规律，商品价格的运行可以分为三个阶段：

第一阶段：需求复苏主导商品价格向上趋势。当经济下行，通胀收缩时，货币财政共同发力，需求触底回升，市场成交情绪回暖，高位的库存开始下降。此时流动性宽松叠加基本面改善，商品价格开启趋势上涨。

第二阶段：需求增速逐步回落，商品开始出现分化，供给端趋紧的品种仍能保持强势。需求的恢复和商品价格的走高使得通胀上升，此时货币和财政开始逐步退出，需求增速开始逐步回落。此时商品库存一般较低，价格高位，不同的商品由于供需结构不同，开始出现分化，供应端仍然趋紧的品种价格仍能新高，供应开始跟上需求的品种，价格高位震荡后逐步回落。

第三阶段：需求明显回落，经济衰退，商品价格开始趋势下跌。货币和财政的退出以及过高的价格伤及下游需求，经济开始衰退，需求开始明显回落，高位的商品价格刺激供给增加，此时囤积货物的贸易商也会积极开始抛售手中的货物，供需形势逆转，价格开始趋势下跌。

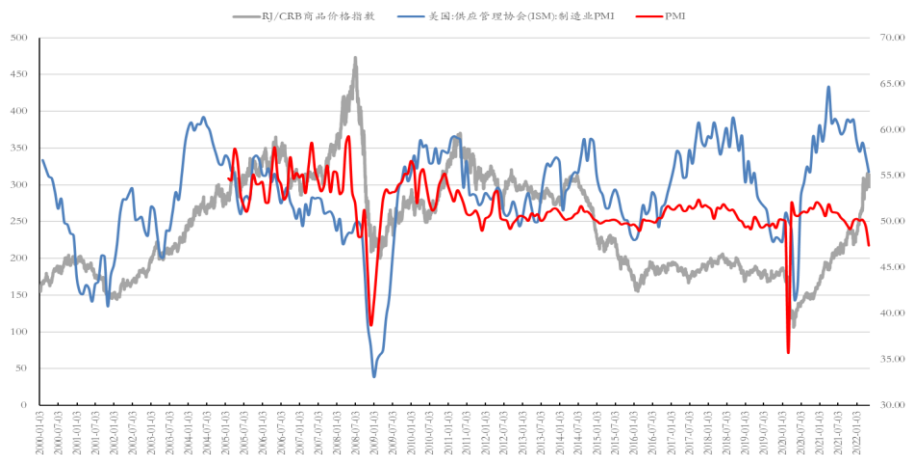
图表 1：商品价格运行的三个阶段



资料来源：太平洋证券整理

从商品和经济的联动中可以看出，每一轮商品行情都始于货币宽松，财政发力，加速于需求恢复和供给约束，终于经济衰退。从下图也可以看出，商品的整体运行与世界主要经济体中美两国的 PMI 走势有着较高的相关性。

图表 2: CRB 商品指数与中美两国 PMI 走势图



资料来源: MIND, 太平洋证券整理

二、三轮商品牛市复盘,始于货币财政宽松终于经济衰退

自 2000 年至今,我们已经经历 3 轮完整的商品牛市,当前正处在疫情以来的第 4 轮商品牛市中。复盘三轮商品牛市,可以发现每一轮商品牛市都始于货币财政宽松,终于经济衰退。

第一轮: 高需求高供应, 中国入世, 需求推动价格持续走高

持续时间: 2001 年 11 月-2008 年 7 月

上涨幅度: CRB 商品指数上涨 133.3%

启动原因: 货币宽松, 财政减税, 需求开始复苏。货币政策方面, 美联储从 2001 年 1 月 3 日的 6.5% 持续降息至 12 月 11 日的 1.75%, 创当时自 1961 年 7 月以来新低。财政政策方面, 2001 年 5 月 26 日, 美国众议院通过 1.35 万亿减税计划。在货币和财政的共同作用下, 需求走高推动商品价格开始上涨。

加速原因: 新型经济体快速发展以及极端天气对需求的带动, 叠加地缘政治对供给端的约束是本轮商品行情持续时间长, 上涨幅度大的主要原因。以中国为代表的新兴经济体快速发展, 2003 年伊拉克战争, 2007 年伊朗核问题和美国的极寒天气持续刺激价格加速上涨。

结束原因: 2007 年次贷危机, 引发流动性紧张和需求崩溃

第二轮: 高需求高供应, 金融危机后, 为对冲经济下行, 全球大放水, 国内 4 万亿, 需求推动价格上涨。

持续时间: 2008 年 12 月-2011 年 4 月

上涨幅度：CRB 商品指数上涨 93.2%

启动原因：金融危机后，全球大放水，托起总需求。货币政策方面，2008 年 12 月美联储降息至 0%，并推出 QE 计划。财政方面，2008 年 10 月美国通过 7000 亿美元救市计划，11 月中国推出 4 万亿方案。

加速原因：中国的刺激方案持续超预期，2009 年仅基础设施建设中国投资就达 5.47 万亿元，较 2008 年增长 42%。

图表 3：基建固定投资同比增速 2009 年高增



资料来源：WIND，太平洋证券整理

结束原因：全球量化宽松开始结束，欧债危机的后果蔓延。2011 年 3 月 4 日西班牙的主权信用评级遭到下调，这是欧元区第四个遭到评级下调的国家。2011 年 4 月 7 日，欧洲央行开启加息，成为压倒欧洲债务国的最后一根稻草，欧元区经济岌岌可危。同年 4 月 27 日美联储宣布第二轮量化宽松将于同年 6 月结束，在全球量化宽松结束的预期下，商品价格上涨结束。

第三轮：低需求低供应，供给侧改革，伊核协议撕毁，供给推动价格上涨

持续时间：2015 年 12 月-2018 年 6 月

CRB 指数上涨 21.3%

启动原因：受欧债危机影响，欧洲央行重新开始货币宽松，美联储加息预期缓解。2015 年 12 月中国提出供给侧改革，并开启棚改计划。

加速原因：2016 年 11 月特朗普意外当选，市场预期其承诺的大规模减税和基础设施建设政策。2017 年 12 月，特朗普签署了《减税和就业法案》开启美国史上最大规模减税计划。同时全球新一轮复苏周期开启，中国供给侧改革也初见成效。

结束原因：2018 年 2 月美联储超预期加息，同年 3 月中美贸易战打响。6 月贸易战影响发酵，中国的需求开始减弱，美国经济也初现疲态。

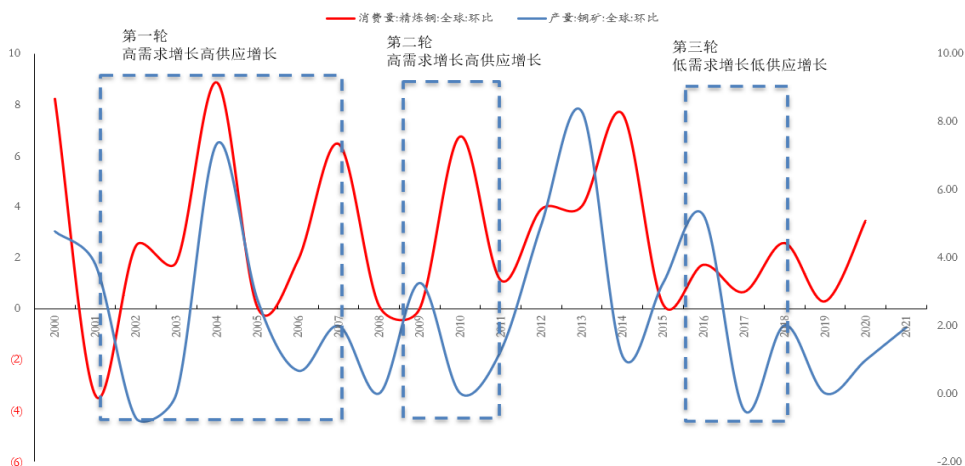
回顾 3 轮商品牛市，共有以下相同和不同之处：

相同之处：从启动、加速再到结束原因来看，三轮商品牛市的起点都和货币和财政的宽松相关，并在经济复苏中加速，衰退之后出现明显下行。

不同之处：从供需的角度来看，第一轮和第二轮商品牛市属于高需求高供应增长，第三轮属于低需求低供应增长，第一第二轮的价格上涨幅度也远高于第三轮。这可能和以下两个原因有关：

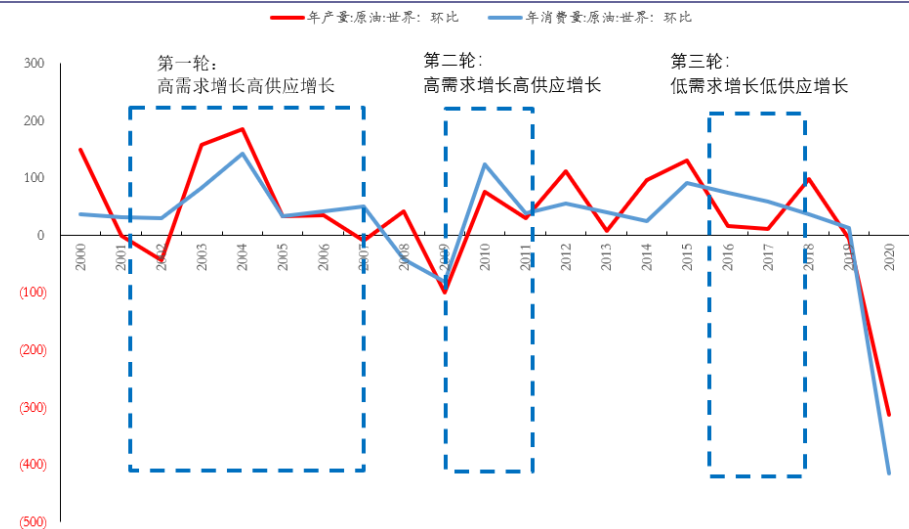
- 1) 第一轮和第二轮中全球流动性最大的来源美联储的宽松程度高于第三轮。虽然第三轮中由于欧债危机，欧央行有放水宽松，美联储放慢了收紧的步伐，但依旧是处于美联储的加息周期中。
- 2) 特朗普就任后基建法案难产，市场预期落空。由于两党在基建法案上无法达成一致，特朗普的基建法案最终只是在边境上修了几堵墙，市场此前万亿元的基建刺激期望落空。
- 3) 页岩油的技术革命将占据商品比重最大的原油价格中枢大幅调低。在页岩油技术革命之前，人们普遍认同石油作为稀缺资源产量已经接近峰值，油价将不得一直上涨以匹配供应上的局限性。而页岩油革命的出现，使得原本原油市场 OPEC 一家独大的局面被打破，原油的远期价格大幅回落至 50-70 美元，价格中枢大幅下移。2014 年为应对美国页岩油产量的增长，沙特不得不解除本国的石油产量限制，原油价格随之从 100 美元跌至 60 美元。

图表 4：铜三轮牛市的供需表现



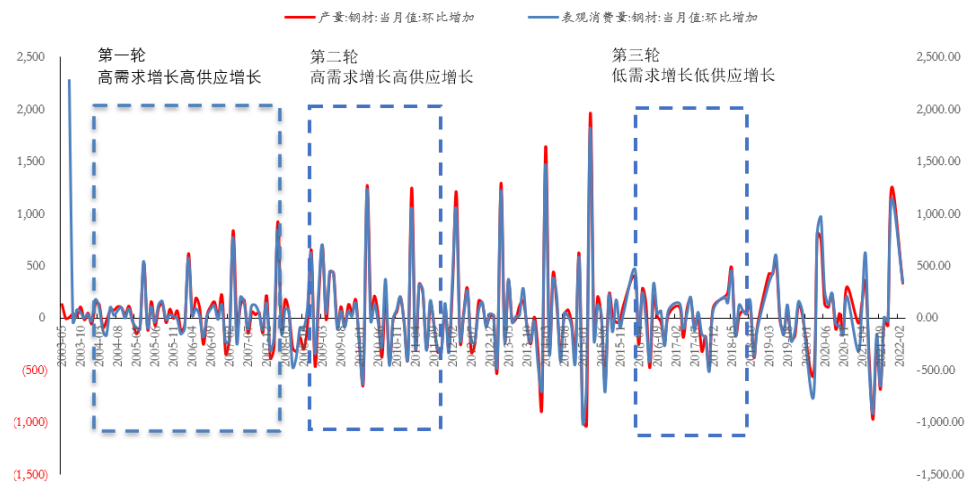
资料来源：MIND，太平洋证券整理

图表 5：原油三轮牛市的供需表现



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：钢材三轮牛市的供需表现



资料来源：WIND，太平洋证券整理

三、商品股票走势与大盘相关性更高，比商品价格更早见到高点

商品相关的行业板块股票市场表现与大盘的相关性比与商品价格走势的相关性更强，往往也更早见到高点。

从商品相关的行业板块股票市场来看，其与商品价格和大盘都有正相关性，但是和大盘的走势相关性明显更高。我们分别选取了申万三级行业中的有色行业、油气与炼化工程行业、钢铁行业分别与铜价、原油价格和螺纹钢价格以及上证指数作对比，可以看出商品价格的走势和其相关的行业板块的股票走势并不完全一致，在 2014-2015 年股票的牛市行情中，商品市场甚至处于下跌阶段，但商品价格开始上涨时，相关股票往往能有正向的回应。这可能和 2014-2015 年的股票行情更多是由于过剩的流动性以及高杠杆带来的风险溢价推动，而不是通过需求推高商品价格继而增加行业利润最终推动股票价格上涨有关。从最终的商品价格与相关行业板块的股票的相关性分析来看，有色行业板块与铜价、油气与炼化工程板块与油价、钢铁板块与螺纹钢价格相关性分别为 0.766、0.544 和 0.146，明显不如与上证指数的相关性高。

图表 7：行业板块与大盘的相关性比商品的相关性明显更高

相关性	有色行业板块	油气与炼化工程板块	钢铁板块
商品价格	0.766	0.544	0.146
上证指数	0.903	0.707	0.89

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_41792

