



宏观专题

大宗价格波动与股票市场逻辑演变

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

联系人

相关研究

1.《政策放松下地产销售逐步回暖——量化经济指数周报-20220626》, 2022.6.26

2.《德邦宏观政策追踪日报——2022年6月14日-》, 2022.6.24

3.《德邦宏观政策追踪日报——2022年6月13日-》, 2022.6.24

4.《德邦宏观政策追踪日报——2022年6月12日-》, 2022.6.24

5.《德邦宏观政策追踪日报——2022年6月10日-》, 2022.6.24

投资要点:

- 2020年新冠疫情至今年全球开启紧缩之前,全球货币财政政策的宽松叠加疫后大宗商品需求从国内生产复苏到欧美需求激增,工业品的供需缺口逻辑演绎完毕后,能源的供需缺口开始显现,沿着经济复苏见顶的路径,需求端的逐步退坡和逐渐蔓延的衰退预期也造成了不同品种间的价格表现差异。当前大宗商品价格见顶时间和调整幅度的差异显示了市场对于不同品种的预期差异,供给端和需求端的不同变化趋势形成了对价格未来判断的分歧。
- 当前时点与去年末的上游商品价格表现形态类似,近期原油、农产品、工业金属等大宗商品价格有所波动,上游价格见顶的预期发酵后,下游行业以成本降低盈利提升的预期逻辑开始演绎,但如果需求的格局仍然未发生改变,提价的实际表现可能会像去年四季度的部分行业盈利“以高价换低量”,在交易情绪被证伪后,板块炒作后回归下行,仅有行业龙头能够实现顺利传导价格和份额的提升;如果成本由上游价格下行带动开始下行,对下游行业来讲,中间成本仍然高居不下,弱勢的终端需求导致传导受阻,也会造成下游板块交易预期过满,在后续交易中存在被证伪的可能性。在向下游传导的过程中,同样需要区分不同商品价格向下游传导的条件。
- 供给端变化作为主要定价的商品链条来看,油气和农产品价格或仍维持在高位,对于油气和农产品中下游的行业来说,如果需求不够刚性,短期内可能都无法实现高成本的转移,对于需求端变化作为主要定价的商品链条来看,上游往往作为产业链环节中利润最紧的部分,与产业链下游的需求紧密相关,同时也起到支撑着产业链环节价格的作用,若需求作为商品价格下行的主要原因,上游需求都已经无法被中游承接,那么中游和下游面临的需求下行会更严重,也因此无法顺利承接价格的传导,如铜、螺纹钢等显示传统经济需求的品种价格下行也显示了本轮经济复苏呈现弱勢,因此, **本轮基本面变化的过程中需要警惕基本面兑现带来行业调整的风险。**
- 本次市场反弹的时间和幅度超出了市场预期,目前来看,基本面并无强有力的数据支持经济强劲复苏,但行业数据边际向好引发的经济复苏预期短期内无法证伪,在反弹过程中情绪仍显高涨。风险溢价来看,中美股市短期内脱钩,两国经济复苏的差异是提升风险溢价的重要时间点。下半年随着宏观波动率逐渐降低,稳定板块可能不再会成为市场交易的主要目标。如果下半年没有更进一步的框架调整 and 变化, **A股下半年的交易逻辑可能更多地从宏观自上而下的板块选择转向自下而上的个股机会。**从估值角度来看,前期估值较高的赛道股调整后经过这一轮市场上行期,逻辑较为明确的板块仍然交易拥挤,资金挪腾的范围有限,在市场整体微观流动性改善预期较弱的情况下,板块内流动性改善预期可能引导弹性较高的板块表现。
- 综合宏观和微观因素的变化,业绩兑现期之前的交易可能沿着“顺政策”和“顺业绩”的方向,短期内逻辑演绎可能集中在近期政策刺激较多、顺应地产后周期、业绩有可能集中释放的汽车、零部件、家电等提振内需的板块和二季度可能再次业绩超预期的新老基建板块。下半年来看,目前能确定的因素仍然集中在长周期的通胀链条和流动性预期改善的板块上,上游资源品,油气、农业的逻辑仍然未破。
- **风险提示:防控措施再度升级;全球通胀危机;海外衰退超预期;经济复苏强度不及预期;政策推出程度不及预期**

内容目录

1. 大宗商品波动，价格是否见顶？	4
1.1. 由于供给不足导致的商品价格变化主因是供给预期增加	6
1.1.1. 原油和天然气	6
1.1.2. 农产品	7
1.2. 衰退预期驱动需求侧定价的品种价格下行	8
1.3. 供给侧驱动的大宗商品价格可能仍将维持高位	9
2. 大宗商品价格变化如何影响市场的交易逻辑	11
2.1. 大宗商品价格变化对市场风格的影响	11
2.2. A 股的独立行情的持续性：基本面接力的形成条件	13
2.3. 未来市场的演绎逻辑	13
3. 风险提示	15

图表目录

图 1: 6 月 9 日起大宗商品指数呈现下行趋势.....	4
图 2: CRB 现货指数见顶时间不一.....	5
图 3: 国内能源和农产品价格驱动总指数变化.....	5
图 4: 2020 年以来大宗商品价格变化.....	5
图 5: 全球原油供需平衡差异有所缓解 (百万桶/天).....	6
图 6: 空头交易近期有所回补.....	6
图 7: 全球谷物库存消费比处于下降通道 (2021 年之后为预测值).....	7
图 8: 农产品库存消耗比均较 2020/2021 明显提升 (%).....	8
图 9: 除中国外, 主要国家 PMI 均在 2022 年开始下滑.....	8
图 10: 螺纹钢库存逐渐上升 (万吨).....	8
图 11: 3 月以来煤炭库存逐渐上行.....	9
图 12: 尽管库存下行, 需求走弱仍然主导铜价向下 (吨).....	9
图 13: OPEC+增产不及预期.....	9
图 14: 高成本产能依然满负荷运转 (千桶/日).....	9
图 15: 2022 年全球石油库存仍处于 5 年以来低位.....	10
图 16: 核心 CPI 在低位波动 (%).....	12
图 17: 铜价与去年四季度呈现类似的下行 (美元/吨).....	12
图 18: 油价与铁矿石与 2021 年四季度呈现出相似的下行.....	12
图 19: 煤炭价格去年末调整后今年无明显波动 (元/吨).....	12
图 20: 盈利变化最多的行业并不在四季度提价的行业中 (%).....	12
图 21: 消费提价板块短期表现后持续性走弱.....	12
图 22: 配置型基金近期行业持仓变化.....	13
图 23: 三因素近期的变化.....	15
表 1: 主要大宗商品累计表现及近期表现.....	6

1. 大宗商品波动，价格是否见顶？

自6月9日以来，多个重要工业品品种价格快速下跌，包括小麦、黄豆、豆油、棕榈油等在内的部分农产品品种，也在此期间快速走弱。我们观察不同商品价格，会发现各商品见顶时间并不一致，在此次价格下跌之前，CRB商品综合类指数持续上行，但拆分来看，工业原料和金属指数在2022年4月已经见顶，纺织品指数和食品指数的顶部出现在2022年5月，仅有油脂类与2022年6月指数性的下跌同步；国内大宗商品来看，钢铁类、有色类价格指数在2021年10月见顶，橡胶类在2021年11月见顶，油料油脂、食糖、农产品、能源则与总指数呈现较为同步的趋势，在2022年6月8日到达高位后调整。从此次调整幅度来看，以2022年6月8日指数顶点为基期，各类商品价格的调整幅度也并不一致，截至2022年6月24日，天然气调整最多，黄金调整最少，与2020年以来的累计涨幅相反，天然气在此期间上涨最多，黄金则上涨最少。

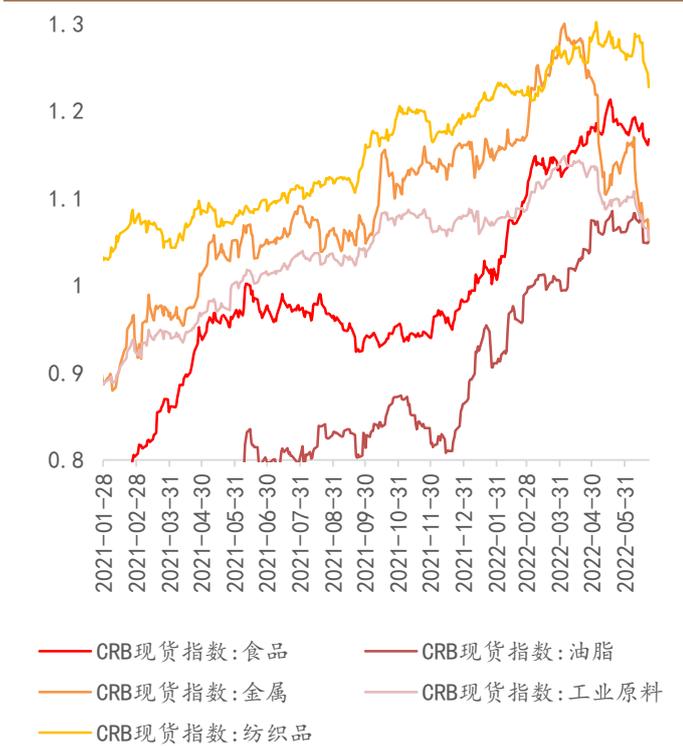
2020年新冠疫情至今年全球开启紧缩之前，全球货币财政政策的宽松叠加疫后大宗商品需求从国内生产复苏到欧美需求激增，工业品的供需缺口逻辑演绎完毕后，能源的供需缺口开始显现，沿着经济复苏见顶的路径，需求端的逐步退坡和逐渐蔓延的衰退预期也造成了不同品种间的价格表现差异。当前大宗商品价格见顶时间和调整幅度的差异显示了市场对于不同品种的预期差异，供给端和需求端的不同变化趋势形成了对价格未来判断的分歧。

图1：6月9日起大宗商品指数呈现下行趋势



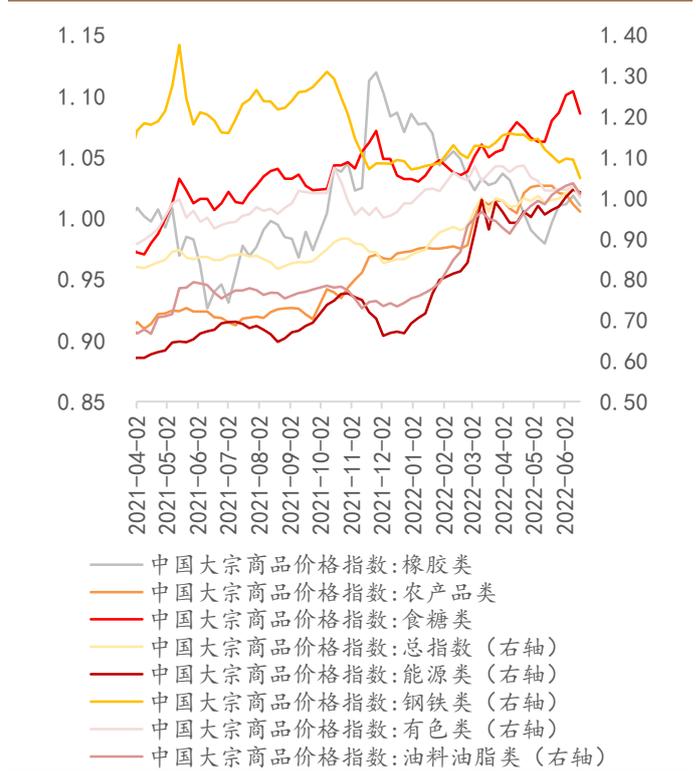
资料来源：wind，德邦研究所

图 2: CRB 现货指数见顶时间不一



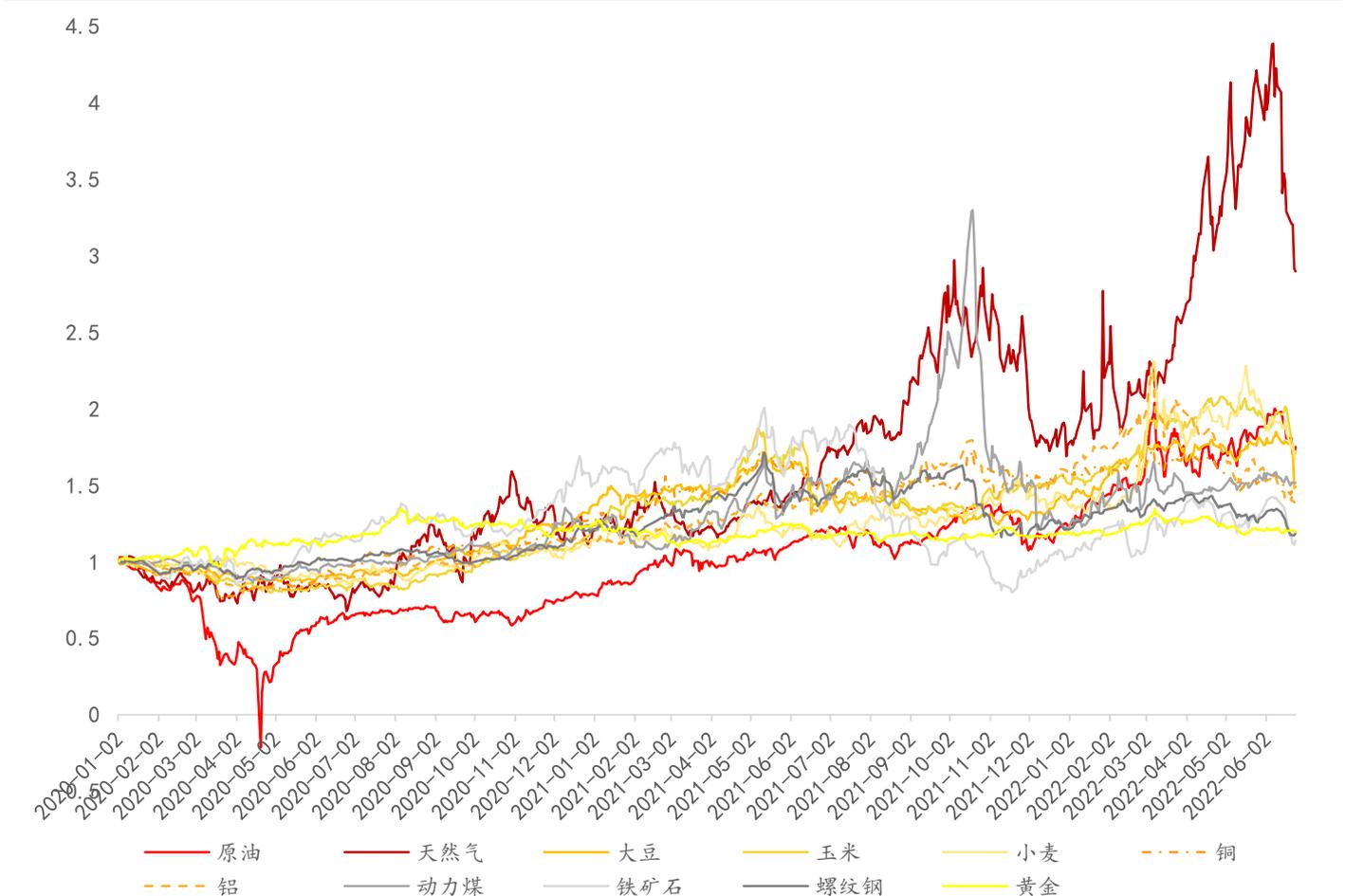
资料来源: wind, 德邦研究所

图 3: 国内能源和农产品价格驱动总指数变化



资料来源: wind, 德邦研究所

图 4: 2020 年以来大宗商品价格变化



资料来源: wind, 德邦研究所, 2020 年 1 月 2 日为基期

表 1：主要大宗商品累计表现及近期表现

商品种类	所属类别	2020 年以来累计上行幅度（至 2022 年 6 月 8 日）	本次调整幅度（2022 年 6 月 9 日至 2022 年 6 月 24 日）
原油	能源	100%	-13%
天然气	能源	304%	-28%
大豆	农产品	82%	-18%
玉米	农产品	95%	-12%
小麦	农产品	92%	-13%
铜	工业金属	57%	-15%
铝	工业金属	56%	-12%
动力煤	黑色系	58%	-4%
铁矿石	黑色系	41%	-20%
螺纹钢	黑色系	34%	-11%
黄金	贵金属	21%	-1%

资料来源：wind，德邦研究所

1.1. 由于供给不足导致的商品价格变化主因是供给预期增加

1.1.1. 原油和天然气

经济复苏高点过后，部分商品需求与供给的再平衡出现逆转，而地缘政治冲突以及不同国家在政治立场上的不同追求导致原油和天然气的供给在全球范围内部分被切断，油、气供给形成了全新的分配格局。在欧洲开始实施新一轮禁运之后，原油供应大部分被切断以及后续有更多国家实施禁运的预期导致了油价的第二轮上行。天然气的短缺和价格的持续走高也与俄罗斯有较高的相关性，LNG 运输船的运力短缺和短期内的不可替代性导致气比油贵，天然气价格的上行幅度超过原油。

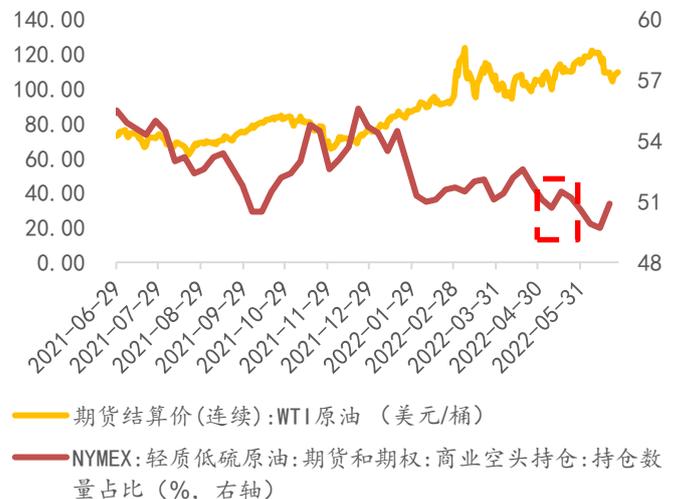
近期影响原油和天然气价格波动的导火索是 6 月 10 日公布的美国 CPI 数据，汽油价格创历史新高，食品成本飙升，通胀率触及近 41 年最高水平，出于对美联储强紧缩和经济衰退的预期，油价与股市共同下挫。随后，拜登确认 7 月访问沙特王储的消息传出，OPEC 增产预期加强，加之俄罗斯释放恢复谈判的信号，供给预期在多重因素的影响下开始发酵，油价开始大幅调整。交易层面来看，部分商业空头也开始释放回补需求。

图 5：全球原油供需平衡差异有所缓解（百万桶/天）



资料来源：wind，德邦研究所

图 6：空头交易近期有所回补



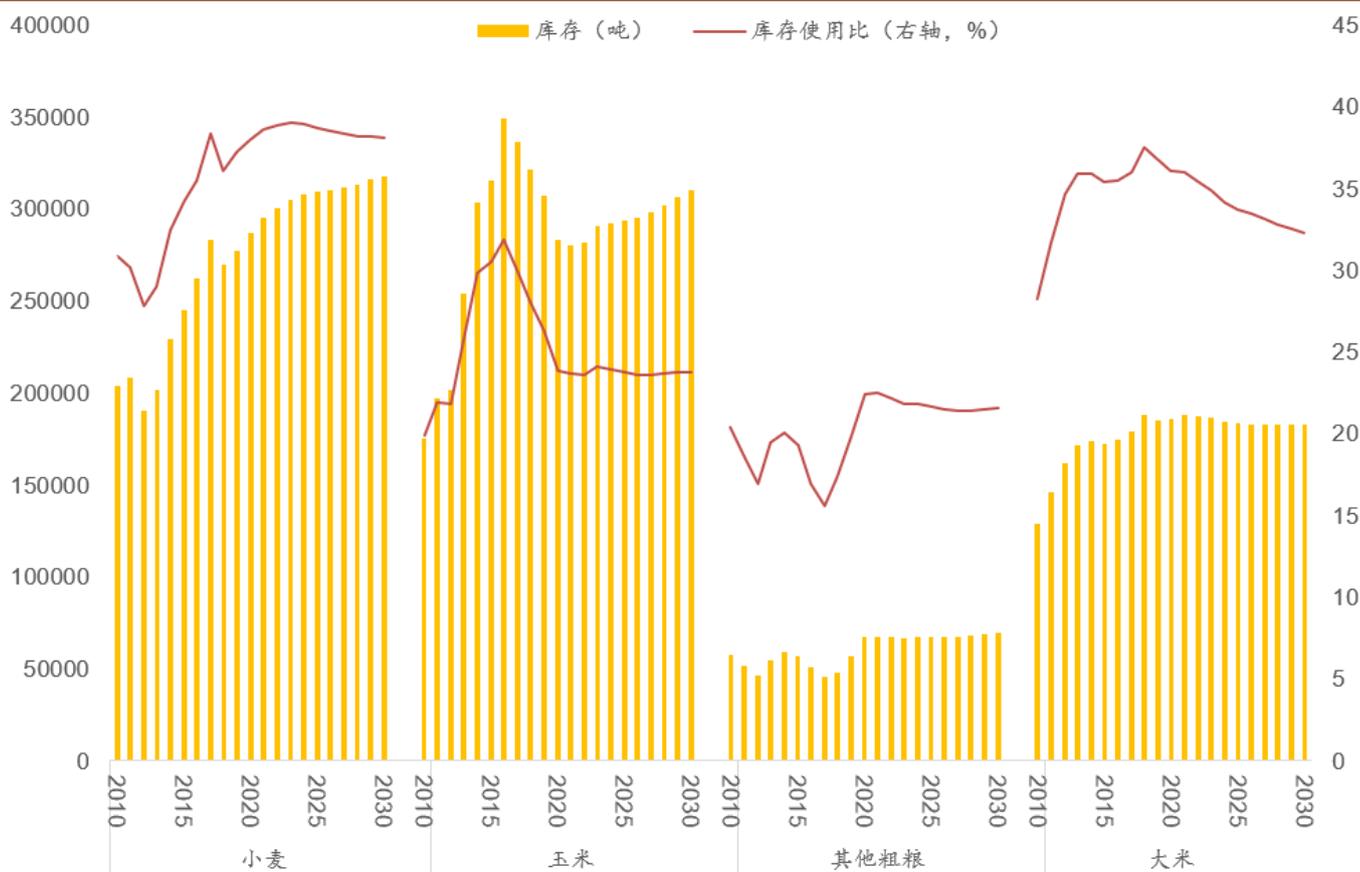
资料来源：wind，德邦研究所

1.1.2. 农产品

2020年新冠疫情全球蔓延，严重阻碍了农业生产，冲击全球粮食供应链。随后，在极端天气（干旱、洪水、拉尼娜）的影响下，南北美洲的玉米、大豆的核心主产区遭遇减产。俄乌冲突之下，能源价格大幅上行提升了粮食的种植成本和运输成本，加之俄罗斯与乌克兰是大麦、小麦、玉米、油制品等重要农产品的出口国，冲突主要发生在两国粮食主产区，军事行动导致粮食减产、出口受阻导致农产品价格大幅上行，农产品成为除了能源外价格上行幅度最大的板块。同时，俄乌冲突的升级引发了全球各国对自主产业安全问题的担忧，除了制造业产业链向国内转移，粮食的“短缺预期”也引发各国开始加强粮食出口管制、增加粮食储备。

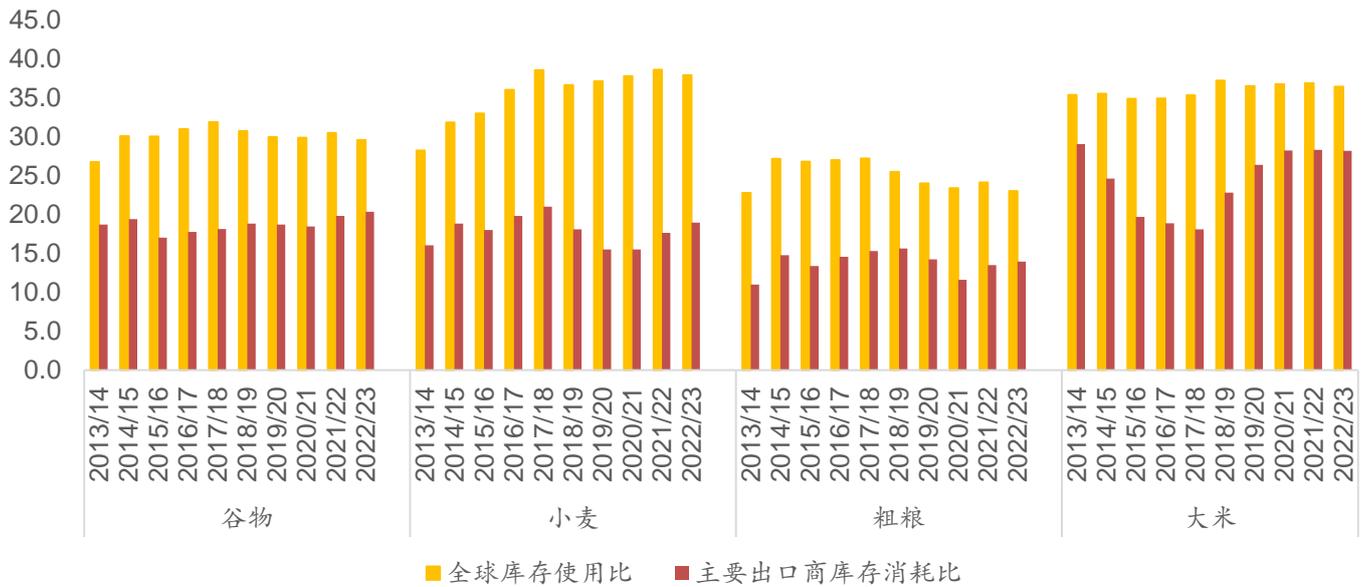
本轮农产品下行的拐点比原油出现的更早一些，主要是由于供给端的变化导致，如大豆因为北美主产区的气候变化导致播种进度的加快缓解了供需不平衡的预期，据巴西谷物出口商协会表示：玉米主产区巴西6月份出口量预计环比提高32.9%，美国玉米播种大幅弥补进度，波兰协助乌克兰出口农产品以及黑海出口乌克兰谷物的安全走廊的讨论缓解了乌克兰粮食供应紧缺的预期，随后美联储加快紧缩和由此带来的衰退预期加速了市场对需求端下行的担忧，叠加前期农产品涨幅较高，本次快速调整是一次快速上涨之后的估值修正。

图7：全球谷物库存消费比处于下降通道（2021年之后为预测值）



资料来源：ECD/FAO (2021), "OECD-FAO Agricultural Outlook OECD Agriculture statistics (database)", 德邦研究所，库存使用比=本期期末库存/ 本期使用量

图 8：农产品库存消耗比均较 2020/2021 明显提升（%）



资料来源：FAO，德邦研究所，库存消耗比衡量当前需求和价格下一年的产量预测下降幅度

1.2. 衰退预期驱动需求侧定价的品种价格下行

随着煤炭增产保供持续加码，国内的动力煤供需不平衡得到了有效缓解。需求侧来看，以国内需求为主的螺纹钢等黑色金属、动力煤等均受制于今年开工进程不及预期，疫情的反复与地产的疲弱并未能有效扩大需求，库存逐渐累积。工业金属来看，铜在从重型工业机械到先进电子产品的各个领域都被广泛应用，与经济变化密切相关，铜价也同样受制于全球需求的下滑。

尽管房地产行业基本面目前看到边际销量的改善，但总量需求逐渐下降的趋势使得需求不足的担忧持续发酵，从供给基本稳定、全球需求、国内需求都可能不及预期的情况来看，黑色系商品的价格可能会逐步“转弱”。

图 9：除中国外，主要国家 PMI 均在 2022 年开始下滑

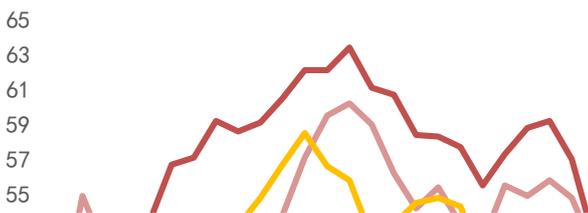


图 10：螺纹钢库存逐渐上升（万吨）



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_43392



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>