大宗涨价刚走完一半

——策略周报

投资周报

- **1970 年至今，大宗商品共出现过 9 次大幅上涨，只有 1 次低于两年，共 6 次 2 年半，2 次 3 年。这一时间规律从统计的角度来看非常显著。2020 年 4 月以来，大宗商品涨价，目前可能只走完了一半。商品涨价的第一年，估值、业绩和流动性都对股市有正贡献。涨价的第二年，估值、流动性会有很大的分歧，但分歧并不意味着拐点。历史上 A 股进入熊市的拐点，往往领先商品拐点半年左右，现在大概率还没到。**
- **（1）每一轮大宗商品单边上涨至少持续两年。**1970 年至今，大宗商品共出现过 9 次大幅上涨，只有 1 次低于两年，共 6 次 2 年半，2 次 3 年。这一时间规律从统计的角度来看非常显著，背后很重要的原因可能是经济的库存周期。
- 而我们知道，库存周期主要影响的是 1-2 年的需求和库存波动，而其他因素（比如产能、央行货币供应量等）为何没有对每一轮商品价格上涨时间产生明显的影响？我们认为，很重要的原因可能是，产能和央行货币体系的变化很多时候影响更为长期，会对每一轮商品价格上涨的幅度和 3-5 年的商品价格中枢产生影响，而不会改变 1-2 年内的方向。
- **（2）大宗涨价这一次是历史上最快的。**疫情后，2020 年 4 月以来，大宗商品上涨持续的时间已经达到了 1 年。从总的上涨时间来看，目前可能只完成了一半。而从上涨的速度和幅度来看，过去 1 年和 2009-2010 年上涨速度有点类似，最近一个月甚至已经超过了那时候的速度。按照我们的经验判断，大宗商品的涨价，一般分三个阶段。
- 第一个阶段：需求刚出现拐点，商品价格开始快速上涨，摆脱亏损区域。
- 第二个阶段：随着价格的上涨，企业利润回升，开始有足够的现金流，闲置产能和建设中的产能快速投产。由于经济热度往往不错，货币政策开始转向。
- 第三个阶段：由于商品价格的连续上涨，通胀压力增大，货币开始非常紧缩，经济总需求已经受到了影响。供需缺口依然存在，而且已经没有可以快速恢复的产能了，未来新的产能短期内看不到，所以商品价格可能会继续上涨。
- **（3）商品对股市的影响。**商品涨价的第一年，股市的上涨是非常确定的。因为第一年对应的是大宗涨价的第一阶段，经济刚出现拐点，货币政策还很宽松，股市的估值也比较低，估值、业绩和流动性都能对股市产生正贡献，股市上涨的概率很高。而到商品涨价的第二和第三阶段，由于业绩、估值、流动性三个因素中，只有第一个因素最确定，第二和第三个因素会有很大的分歧。2007-2008 年初、2010-2011 年初、2017-2018 年初均处在这个阶段，此时需要不断权衡哪个因素影响更大，离场过早可能会错过 2007 年、2010 年下半年和 2017 年下半年的行情，离场太晚则会面临 2008 年、2011 年和 2018 年的熊市。
- **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

相关报告

《美股历史上“牛不过三”的魔咒》2021-03-07
《复盘 2016-2017 年的周期牛市》2021-03-03
《只是技术性调整》2021-03-01
《复苏尚未充分 Price In》2021-02-17
《开始下注疫情后》2021-02-07

目　录

1、 策略观点：大宗涨价刚走完一半.....3
2、 上周市场变化.....8

图表目录

图 1: CRB 商品现货指数 1970 年以来的波动.....3
图 2: CRB 商品指数历次单边上涨持续的时间.....3
图 3: 从时间上看，这一次商品涨价只走完了一半.....4
图 4: 商品涨价的三个阶段.....4
图 5: 商品涨价第二年 A 股的表现.....5
图 6: A 股主要指数周涨跌幅.....8
图 7: 申万一级行业周涨跌幅.....8
图 8: 申万风格指数周/月涨跌幅.....8
图 9: 概念类指数周涨跌幅.....8
图 10: 全球市场重要指数周涨跌幅.....9
图 11: 重要商品指数周涨跌幅.....9
图 12: 2020 年全球大类资产收益率.....9
图 13: 沪股通累计净买入.....9
图 14: 融资余额.....9
图 15: 新发行基金份额.....10
图 16: 基金仓位估算.....10
图 17: 银行间拆借利率和公开市场操作.....10
图 18: 央行公开市场和国库定存净投放.....10
图 19: 长期国债利率.....10
图 20: 各类债券与同期限国债利差.....10

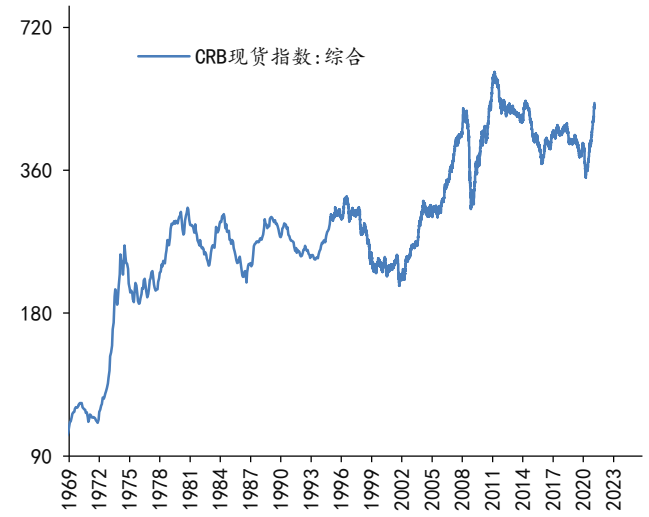
表 1: 近期利多利空全梳理.....6
表 2: 板块配置观点.....7

1、 策略观点：大宗涨价刚走完一半

1970 年至今，大宗商品共出现过 9 次大幅上涨，只有 1 次低于两年，共 6 次 2 年半，2 次 3 年。这一时间规律从统计的角度来看非常显著。2020 年 4 月以来，大宗商品涨价，目前可能只走完了一半。商品涨价的第一年，估值、业绩和流动性都对股市有正贡献。涨价的第二年，估值、流动性会有很大的分歧，但分歧并不意味着拐点。历史上 A 股进入熊市的拐点，往往领先商品拐点半年左右，现在大概率还没到。

（1）每一轮大宗商品单边上涨至少持续两年。1970 年至今，大宗商品共出现过 9 次大幅上涨，只有 1 次低于两年，共 6 次 2 年半，2 次 3 年。这一时间规律从统计的角度来看非常显著，背后很重要的原因可能是经济的库存周期。

图1： CRB 商品现货指数 1970 年以来的波动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： CRB 商品指数历次单边上涨持续的时间

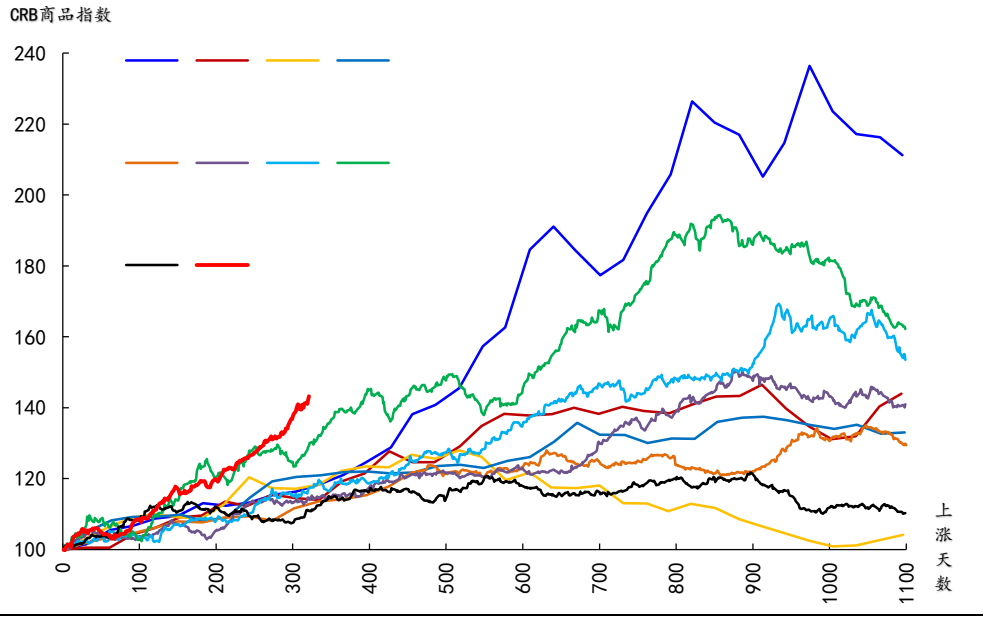
时间	持续时间	上涨幅度%
1971年11月-1974年4月	2.4	117%
1977年10月-1980年10月	3.0	49%
1982年10月-1984年5月	1.6	26%
1986年7月-1989年1月	2.5	30%
1993年6月-1996年8月	3.2	35%
2001年10月-2004年3月	2.4	44%
2005年12月-2008年6月	2.5	56%
2008年12月-2011年3月	2.3	84%
2015年12月-2018年5月	2.5	21%
2020年4月至今	1	38%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

而我们知道，库存周期主要影响的是 1-2 年的需求和库存波动，而其他因素（比如产能、央行货币供应量等）为何没有对每一轮商品价格上涨时间产生明显的影响？我们认为，很重要的原因可能是，产能和央行货币体系的变化很多时候影响更为长期，会对每一轮商品价格上涨的幅度和 3-5 年的商品价格中枢产生影响，而不会改变 1-2 年内的方向。

（2）大宗涨价这一次是历史上最快的。疫情后，2020 年 4 月以来，大宗商品上涨持续的时间已经达到了 1 年。从总的上涨时间来看，目前可能只完成了一半。而从上涨的速度和幅度来看，过去 1 年和 2009-2010 年上涨速度有点类似，最近一个月甚至已经超过了那时候的速度。

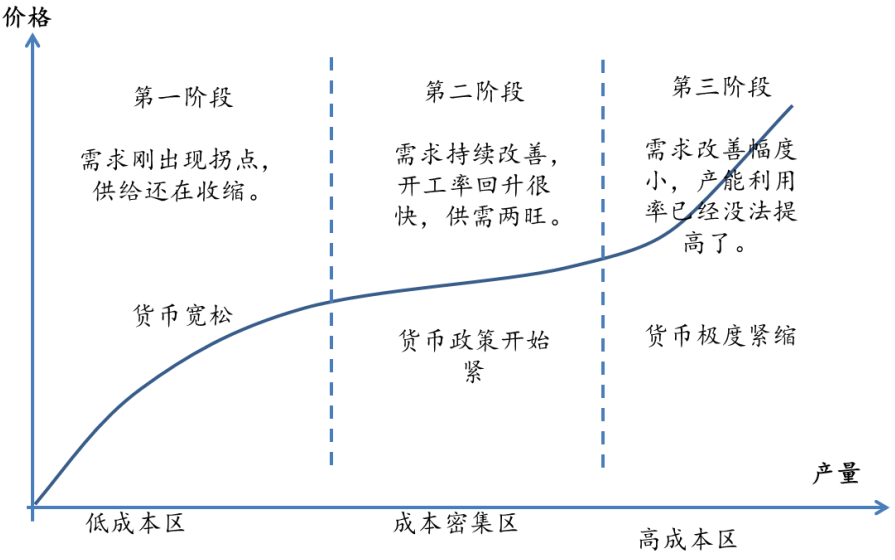
图3： 从时间上看，这一次商品涨价只走完了一半



资料来源：Wind、新时代证券研究所

背后很重要的原因可能是，需求层面疫情导致全球需求年度的波动剧烈，而之后的需求恢复也比正常的周期更强，同时美联储货币供应量的增加，也可能会对商品的整个价格体系产生影响。按照我们的经验判断，大宗商品的涨价，一般分三个阶段（见图 4）。

图4： 商品涨价的三个阶段



资料来源：新时代证券研究所

第一个阶段：需求刚出现拐点，商品价格开始快速上涨，摆脱亏损区域。此时投资者的主流认识是需求只是超跌反弹，恢复空间不大，对商品价格顶部的预期只是恢复到成本附近。

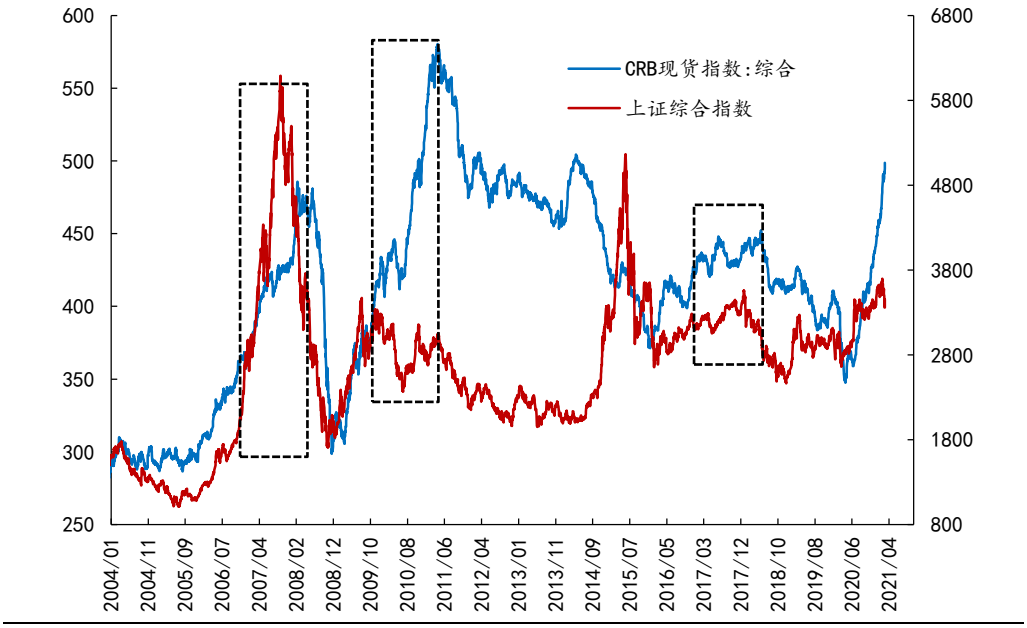
第二个阶段：随着价格的上涨，企业利润回升，开始有足够的现金流，闲置产能和建设中的产能快速投产。由于经济热度往往不错，货币政策开始转向。投资者对经济的信心已经恢复，对商品价格上涨也能理解，但对涨幅有很大的偏见。供需

虽然有缺口，但测算出来的缺口只有 0-5%，很多人“理性地”认为不足以支撑商品价格 100%的上涨。

第三个阶段：由于商品价格的连续上涨，通胀压力增大，货币开始非常紧缩，经济总需求已经受到了影响。供需缺口依然存在，而且已经没有可以快速恢复的产能了，未来新的产能短期内看不到，所以商品价格可能会继续上涨。投资者对商品市场的感觉是投机和非理性，在宏观层面的感觉是滞胀。

（3）商品对股市的影响。商品涨价的第一年，股市的上涨是非常确定的。因为第一年对应的是大宗涨价的第一阶段，经济刚出现拐点，货币政策还很宽松，股市的估值也比较低，估值、业绩和流动性都能对股市产生正贡献，股市上涨的概率很高。而到商品涨价的第二和第三阶段，由于业绩、估值、流动性三个因素中，只有第一个因素最确定，第二和第三个因素会有很大的分歧。2007-2008 年初、2010-2011 年初、2017-2018 年初均处在这个阶段，此时需要不断权衡哪个因素影响更大，离场过早可能会错过 2007 年、2010 年下半年和 2017 年下半年的行情，离场太晚则会面临 2008 年、2011 年和 2018 年的熊市。

图5： 商品涨价第二年 A 股的表现



资料来源：Wind、新时代证券研究所

（4）短期策略判断：近期技术性调整已经结束。虽然春节后的调整幅度较大，但从性质上，依然可以算作技术性调整，背后很重要的原因是各板块涨跌幅和盈利变化没有很好的匹配，虽然整体盈利是持续改善的，但涨幅最大的板块并没有很好盈利的支撑。牛市中最大级别的调整往往都伴随着货币政策直接和明确的紧缩，3 月内出现的概率不高，4-6 月是很重要的观察窗口。

表1：近期利多利空全梳理

	事件
利多	(1) 中国2月社融、信贷增量均超预期，M2增速较快回升； (2) 经合组织大幅上调全球经济增长预期，称2021年世界经济有望增长5.6%（此前预计为4.2%），到年中全球产出将恢复到疫情前水平； (3) 白宫3月10日宣布，美国国务卿布林肯将于3月18日在阿拉斯加会见杨洁篪与王毅等中国高级官员；
利空	(1) 中国2月CPI同比下降0.2%，连续2个月出现负增长； (2) 3月12日，十年期美债收益率突破1.6%； (3) 3月以来已有8只新基金延长募集期限。
未来重点事件	(1) 疫情数据跟踪； (2) 春节后，各行业开工情况； (3) 2021年4月末上市公司年报&一季报披露情况。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

行业配置建议：商品涨价只完成了一半，周期股的行情依然没有结束，但是节奏上周期股进入投资的第二个阶段，波动可能会加大，需要重点寻找个股层面的预期差。我们建议关注有色、化工、保险、汽车、电子等行业中利润兑现逻辑较好的方向。这一轮经济回升中，受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等行业将是最晚进入景气周期的行业，也建议重点关注。

表2： 板块配置观点

板块	主线逻辑	过去一两个月变量	资金认可度
周期	①货币宽松带来商品通胀； ②龙头集中度提升； ③库存周期；	**多城实行“两集中”供地模式，业内认为此举有利于改善行业竞争格局，改善房企利润率；** 国务院发布关于绿色低碳循环发展的指导意见，再次强调碳中和的重要性。 **通胀预期升温，国际油价创近 13 个月新高，10 年期美债收益率突破 1.6%。**	周期股的第一个阶段已经到达尾声，兑现完年报和 1 季报，周期股将会进入第二个阶段，第二个阶段末期将会是下一次加仓周期的时间点。
必选消费	①品牌和渠道深化利好龙头； ②ROE 稳定；	2021 年 2 月 CPI 同比下降 0.2%，环比有所修复，但此前较弱的衣着、耐用品仍未有明显改善，核心 CPI 仍然偏弱。	春节后剧烈波动，短期内估计很难重新领涨，下一次领涨的催化剂大概率要等加息落地或业绩大超预期，具体时间待定。
可选消费	①上一轮需求下行影响消除； ②品牌和渠道深化利好龙头； ③新能源车、小家电等新消费。	**2 月中国内地电影票房创造中国电影市场单月票房新纪录，刷新全球单一市场单月票房纪录。** 1 月乘用车市场零售达到 216.0 万辆，环比下降 5.6%，但同比增长 25.7%； 1 月新能源乘用车零售销量达到 15.8 万辆，同比增长 281.4%，环比 12 月下降 23.9%。	受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等行业将是最晚进入景气周期的行业，也建议重点关注。
科技	①国产化&进口替代； ②5G 新周期； ③半导体库存周期；	**1 月国内手机市场总体出货量 4012.0 万部，同比增长 92.8%。5G 手机出货量 2728 万部，创月度新高；** 材料短缺、供需紧绷，电视液晶面板价格已较低点飙升 1 倍。 中美 11 日宣布共同成立“中美半导体产业技术和贸易限制工作组”	7 月中以来的调整，估值消化较为充分，部分子行业可能会显现出机会，推荐关注电子。
金融	①股市进入新的创新周期； ②高股息率；	**中国 2 月社融、信贷增量均超预期，M2 增速较快回升。**	建议重点布局保险，受益于利率上行。同时，历史经验表明，经济改善的第二年银行地产往往会有超预期的表现。由于市场的调整，券商的机会再次被延后。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

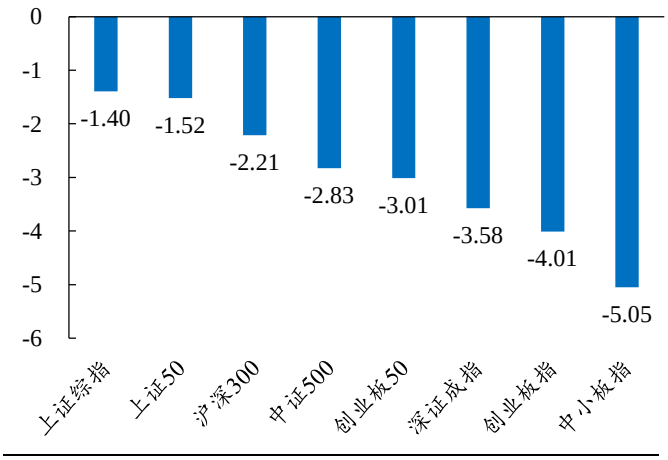
2、 上周市场变化

上周 A 股普跌，其中中小板指（-5.05）领跌。申万一级行业中，公用事业（4.69%）领涨，国防军工（-10.99%）领跌。概念股中，煤电重组指数（6.96%）、垃圾发电指数（3.59%）和合同能源管理指数（3.54%）领涨，航母指数（-10.25%）领跌。

上周全球股市涨跌不一，俄罗斯 RTS（4.98%）、法国 CAC40（4.56%）和德国 DAX（4.18%）领涨。商品市场中，PVC（4.29%）领涨。另外在 2021 年全球大类资产年收益率指标中，LME 铜（17.60%）、BAT（8.81%） 和日经 225（8.28%）排名较高，而黄金（-9.02%）排名较低。

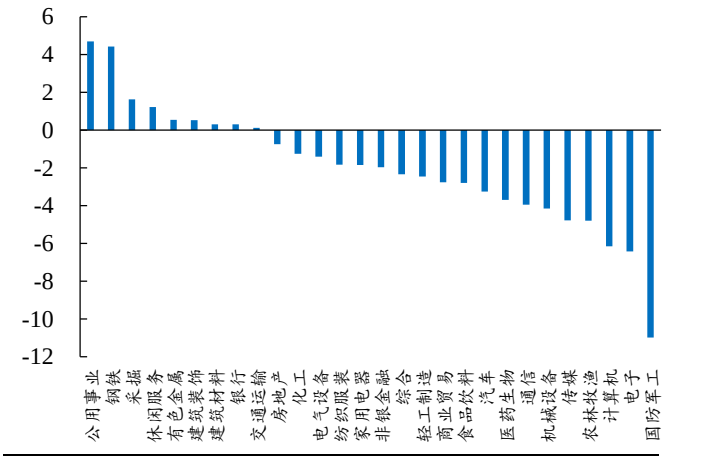
A 股市场资金方面，上周北上资金净流入共计 66.14 亿元（前值净流出 8.36 亿元）。上周央行公开市场操作逆回购 500 亿元，到期量 500 亿元。截止 2021 年 3 月 12 日，银行间拆借利率有所上升，十年期国债收益率较上周基本持平。从公募机构股票持仓来看，股票型基金和偏股混合型基金较上周均有所减仓。

图6： A 股主要指数周涨跌幅



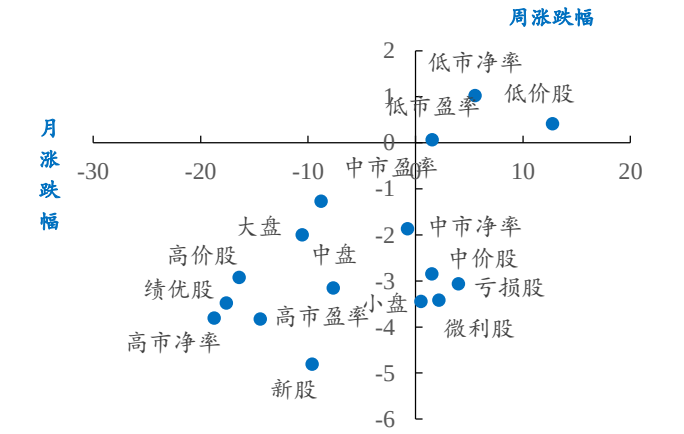
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 申万一级行业周涨跌幅



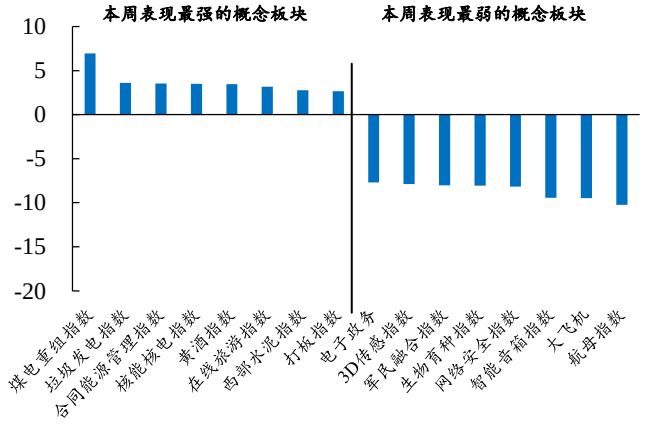
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 申万风格指数周/月涨跌幅



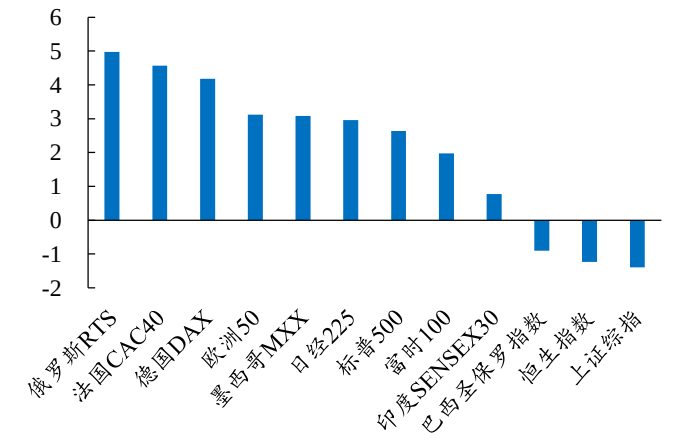
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 概念类指数周涨跌幅



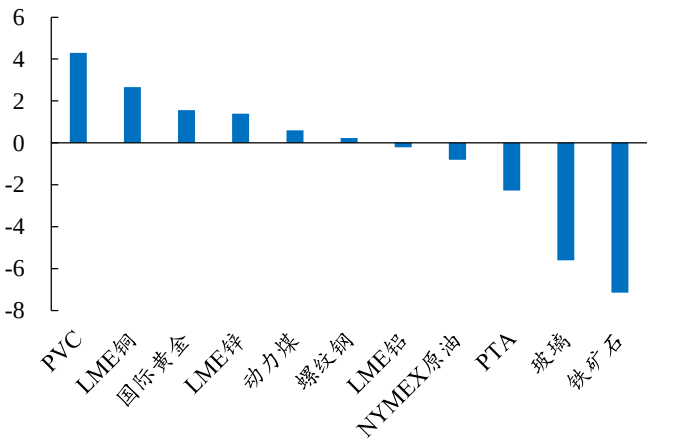
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 全球市场重要指数周涨跌幅



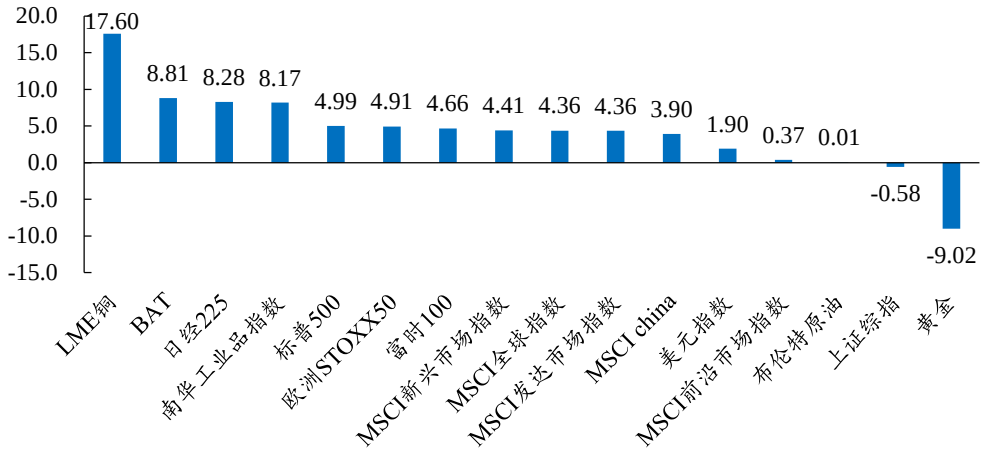
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 重要商品指数周涨跌幅



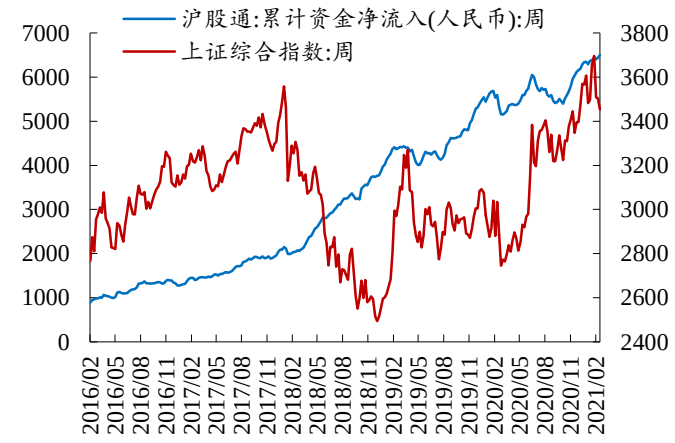
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 2020 年全球大类资产收益率



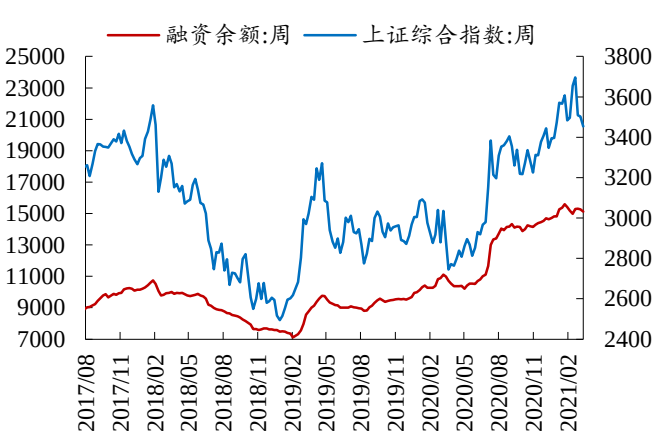
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 沪股通累计净买入



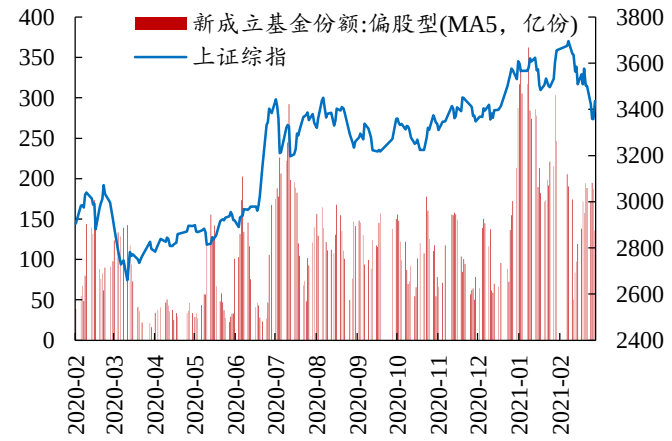
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 融资余额



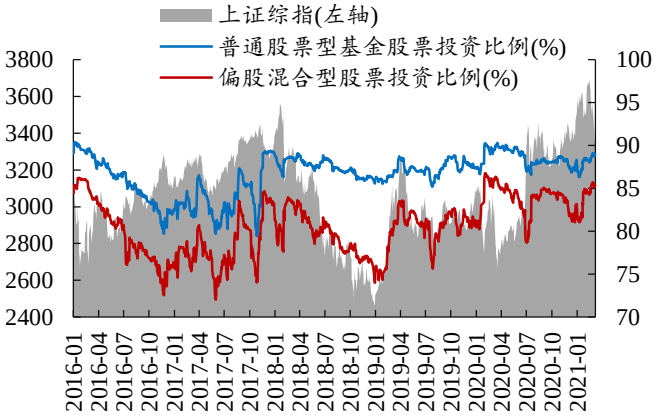
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 新发行基金份额



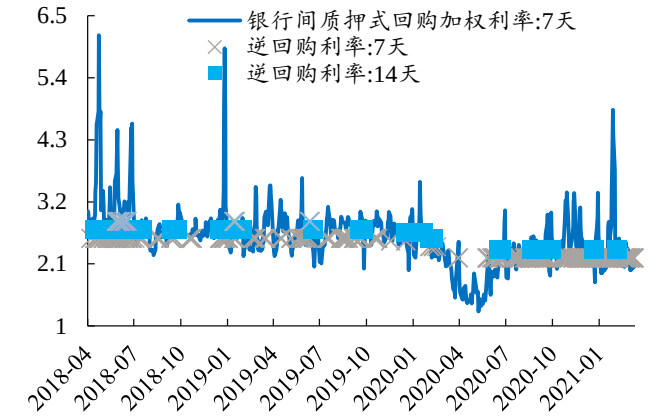
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 基金仓位估算



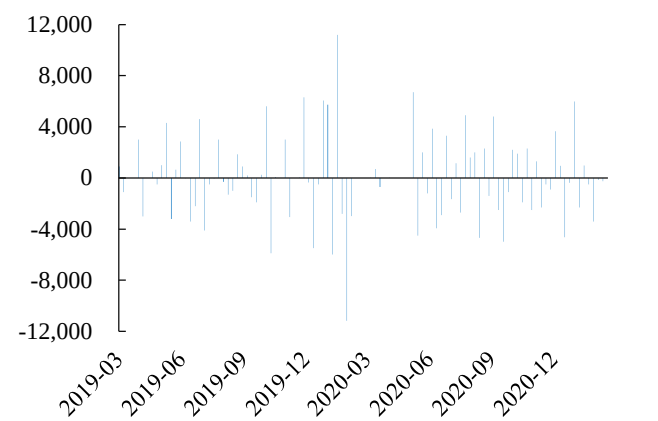
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 银行间拆借利率和公开市场操作



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 央行公开市场和国库定存净投放



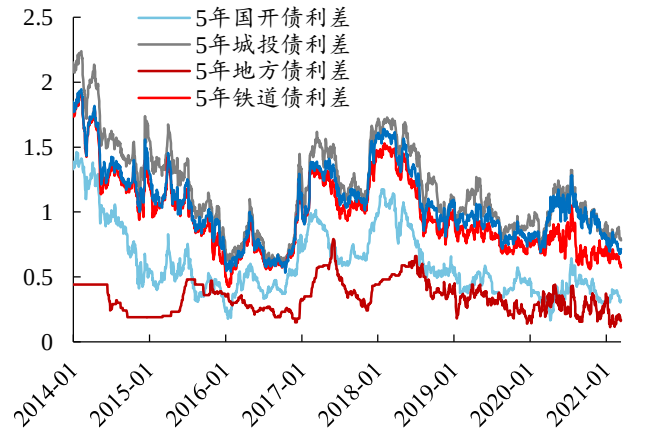
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图19： 长期国债利率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 各类债券与同期限国债利差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁　爽　销售总监**	
	固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn	
上海	**阎喜蒙　销售副总监**	
	固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn	
广深	**丁培培　销售经理**	
	邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/