

证券研究报告

分析师 李怀军 S1080510120001

研究助理 潘晔峯 S1080116100034

电话: 0755-23838259

邮件: panweifeng@fcsc.com

大宗商品与股市

股市商品联动性研究系列一

摘要:

- 2016年大宗商品表现亮眼。铁矿石、螺纹钢、焦煤焦炭、农产品等先后上涨,随着机构投资者源源不断地介入大宗商品市场,大宗商品同时具有商品和金融双重属性,而这两种不同的属性导致商品价格的变动通过两种不同的途径对A股市场产生影响。那我们是否能够通过大宗商品来选择相应股票板块以获取收益呢?
- 从各商品分类指数与其对应权益类指数走势关系来看,我们总结出二者关系大致可分为三大阶段,即第一阶段2010年到2014年年初的一致下行,第二阶段为2014年中到2015年中的价格背离,以及第三阶段2016年的再度趋势回归一致并上涨。其中,2014年中至2015年所发生的背离,可能是因为2015年股市经历一轮牛市,对应股票板块也随着出现大幅上涨所导致。
- 依照相关度,将所有大宗商品品种和其相应股票指数的相关度由高到低分为五个等级进行排列,并可由上至下选择联动性较强的板块。其中,黑色系中煤炭板块居首,其次是有色以及能源,再来是贵金属与化工(负相关),其余板块则可几乎无相关。由此,当预测大宗商品价格上涨之时,可以积极布局能源、有色、煤炭开采、贵金属行业板块的股票,而我们也会在未来系列中进一步研究大宗商品预测股票价格的可行性以及准确度。



1 引言

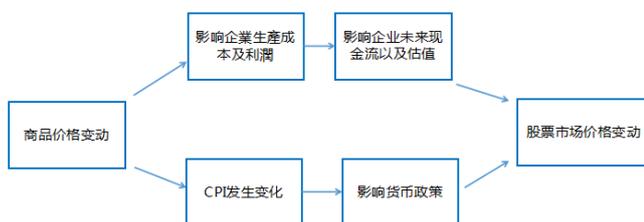
2016年大宗商品表现亮眼。铁矿石、螺纹钢、焦煤焦炭、农产品等先后上涨，随着机构投资者源源不断地介入大宗商品市场，大宗商品同时具有商品和金融双重属性，而这两种不同的属性导致商品价格的变动通过两种不同的途径对A股市场产生影响。

在2016年的商品大行情中，商品和权益的涨跌似乎也有一定联系。除了资金驱动的因素外，从上下游的逻辑上来看大宗商品作为主工业及农业相关行业中的主要原材料或产成品，其价格变动也会对相关上市公司产生影响。

从大宗商品的属性角度看，大宗商品作为主工业及农业相关行业中的主要原材料或产成品，其价格变动对企业利润和生产成本产生影响；同时，大宗商品也可能对消费者物价水平(CPI)产生影响，进而影响货币政策以及影响A股市场(如图1)。

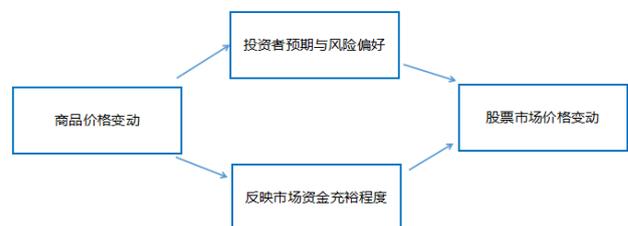
从金融属性角度看，大宗商品期货市场已经相当普遍且成熟，其价格走势和波动幅度实际上反映了投资者对未来市场走势的预期判断和资金充裕程度。考虑到国内经济和金融市场的开放程度在逐年提高，国际资本的流动性增强，会导致各金融市场之间的联动性也逐步增强。

图1: 通过实体经济的传导路径



资料来源: Wind, 第一创业证券研究所整理

图2: 通过金融市场的传导路径



资料来源: Wind, 第一创业证券研究所整理

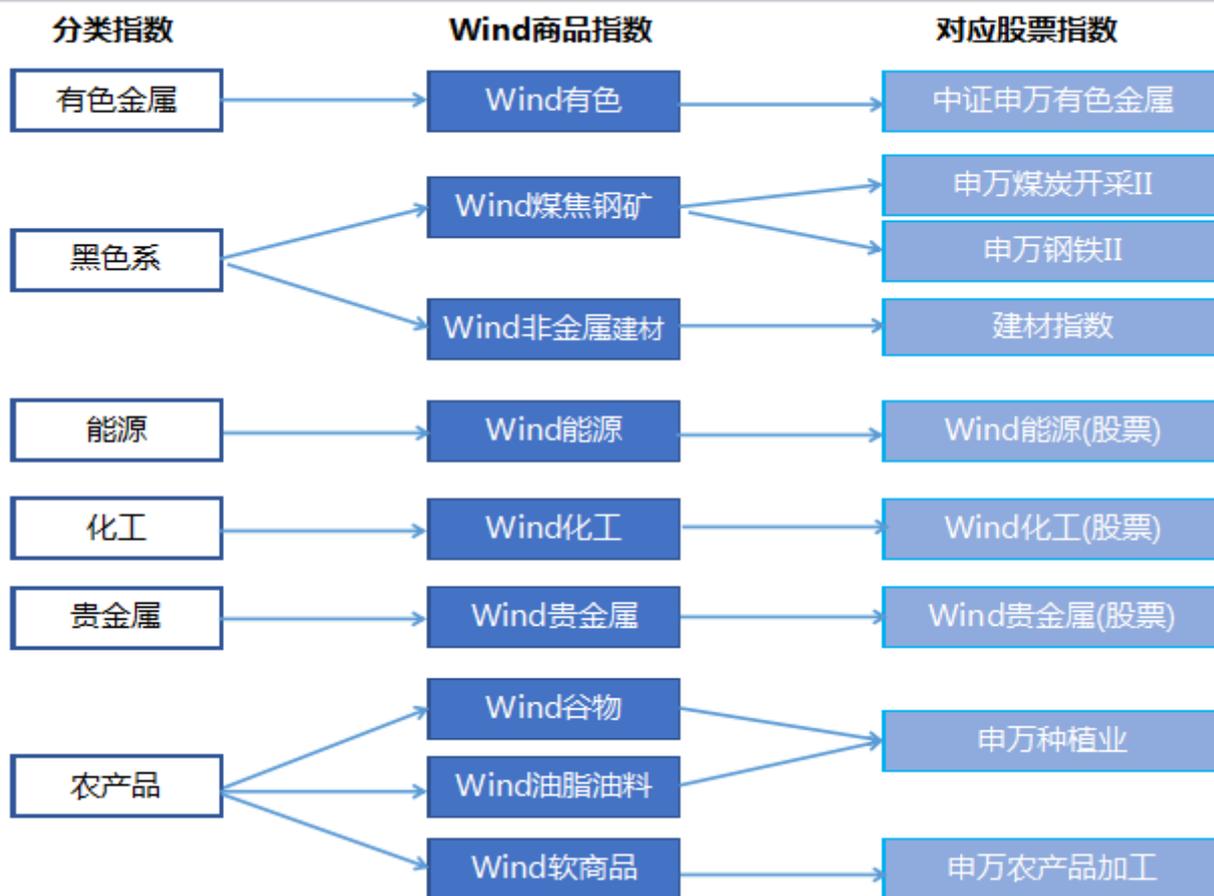
既然大宗商品与股票市场关联性逐步增强，那么我们是否能通过选择与大宗商品有较高相关度的股票板块来获得相关收益呢？本报告重点对大宗商品及其相关股票板块相关性进行分析，并作为日后配置股票的参考。

2 大宗商品及关联股票板块选择

国内的大宗商品大类已经依据其大致特性分为有色金属、能源化工、农产品和贵金属等四大类，由于商品品种类型繁杂，同属同一板块的商品种类有些仍具有较大差异。因此，本报告将从大宗商品各分类指数着手，并以此寻找对应的股票板块。大宗商品指数的选择方面，由于分类较细，因此，我们选择Wind大宗商品指数，可以更深入的分析各类商品和股票板块的连动。结合图3，我们进一步来看各分类指数：



图 3: 大宗商品各类指数对应股票板块



资料来源: Wind、第一创业证券研究所整理

(1) **有色金属**: 从WIND有色金属成分来看, 其板块内的主要品种铜、铝、锌、铅的商品均属于工业金属, 且其特性均具有较强的相通性。而股票指数中与其最为对应的为中证申万有色金属指数。

(2) **黑色建材**: 黑色建材板块依据商品特性, 主要分为黑色金属和建材两个子类别。其中, 黑色金属类别的指数为Wind煤焦钢矿, 从其包含的商品类别来看主要为煤炭和钢铁, 因此其对应的股票板块包含申万煤炭开采II和申万钢铁II。而建材所属的指数为Wind非金属建材, 与其最为对应的股票板块则为建材指数。

(3) **能源**: Wind能源指数包含了燃料油、动力煤等品种, 因此其主要相对应的股票板块为Wind能源指数。

(4) **化工**: Wind化工商品指数方面, 其包含的商品品种为化工类产品, 其中包括聚丙烯、PTA和橡胶等品种, 而其也有相应的Wind化工股票板块。

(5) **贵金属**: 贵金属板块的品种最为单一, 仅有黄金、白银两种商品, 股票板块中WIND贵金属指数可以直接对应。

(6) **农产品**: 农产品相对其他大类商品就显得复杂许多, 依照特性分为谷物、油脂油料、软商品, 也较难找到直接对应的股票指数。其中, 谷物类以及油脂油料子类中的商品由于多属于种子类别, 因此将其与申万种植业对应;



而Wind软商品方面，其包含的商品品种中棉花和白糖又主要属于将农产品加工后的产品，因此将其与申万农产品加工对应。¹

3 大宗商品及关联股票板块走势

从各商品分类指数与其对应权益类指数走势关系来看，我们总结出二者关系大致可分为三大阶段，即第一阶段2010年到2014年年初的一致下行，第二阶段为2014年中到2015年中的价格背离，以及第三阶段2016年的再度趋势回归一致并上涨。其中，2014年中至2015年所发生的背离，可能是因为2015年股市经历一轮牛市，对应股票板块也随着出现大幅上涨所导致。

图 4：2010 至今大宗商品与对应股票板块走势可分三阶段

时间	商品与股票走势关系
2010年—2014年初	一致震荡下行
2014年中—2015年中	价格走势出现背离
2015年底—至今	走势再度趋同，一致上行

资料来源：Wind、第一创业证券研究所整理

(1) **有色金属**：将2010年底到2016年底约6年时间内的指数走势进行对比，可以发现Wind有色和中证申万有色金属趋势可分为三阶段，2014年前为一致下行趋势，主要背离的时间发生在2014年中至2015年中，当时股票指数震荡上行而Wind有色商品指数仍延续震荡下行，2015年中后，趋势再度趋同，一致上行。

图 5：有色金属及对应股票板块走势



资料来源：Wind、第一创业证券研究所整理

¹ 虽然Wind商品指数中有农副产品，但由于其2015年才上线，至今只有两年，观察时间稍短，因此并没有纳入本报告的研究范围。



(2) **黑色建材**：我们分别将其与之对应的股票板块趋势进行对比。Wind煤焦钢矿对应SW煤炭开采II/SW钢铁II，Wind非金建材对应Wind建材指数。从两个大宗黑色商品子类与其对应权益板块走势来看，价格走势关系与有色金属板块的走势关系大致相同，即在2014年中至2015年中发生背离。但需要注意的是，在第三阶段中大宗商品Wind煤焦钢矿的涨幅相对较大，2016年整年出现了一波走牛的趋势；而反观股票指数涨幅明显小于商品。

图6：煤焦钢矿及对应股票板块走势



资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

图7：非金属建材及对应股票板块走势



资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

(3) **能源**：在能源子类中，尽管Wind能源与股票能源指数的价格变动幅度有所不同，但总体上也与其他板块变化类似，整体呈现先降后升的态势，值得注意的是，2016年后能源商品的价格反弹较对应的股票板块快速且涨幅较大。

图 8：能源及对应股票板块走势



资料来源：Wind，第一创业证券研究所整理

(4) **化工**：Wind化工商品指数方面，与其他商品类似，大宗商品化工价格大致呈现先下行后反弹的趋势，但其在2016年的反弹幅度并没有其他商品



明显。

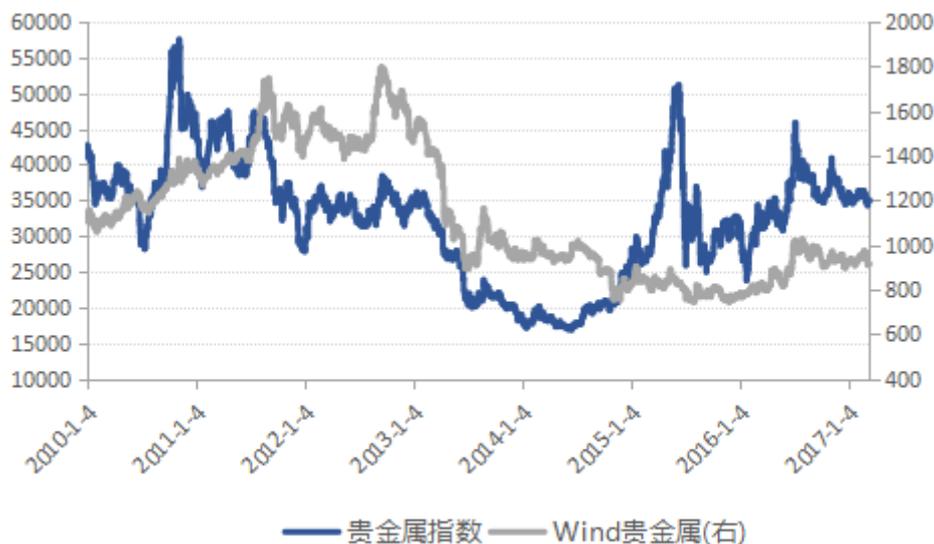
图 9：化工及对应股票板块走势



资料来源：Wind、第一创业证券研究所整理

(5) **贵金属**：在贵金属板块中，商品与对应的股票板块走势也符合先前其他板块，二者的走势与化工板块较近，都是呈现先下行后反弹的趋势，但其在2016年的反弹幅度较为有限。

图 10：贵金属及对应股票板块走势



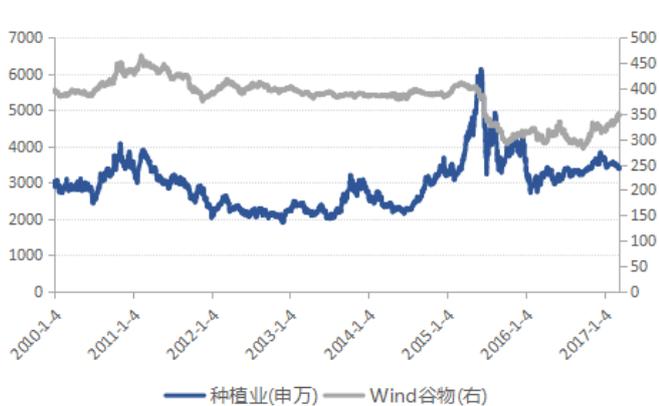
资料来源：Wind、第一创业证券研究所整理

(6) **农产品**：最后来看农产品，谷物类以及油脂油料子类中的商品将其与申万种植业对应；而Wind软商品方面则与申万农产品加工对应。从软商品以及油脂油料指数来看，其商品指数变化与对应的股票板块指数变化关系与有先前板块基本一致，即在2014年到2015年年中趋势出现一定背离，其余时间段总趋势基本保持一致。然而，针对谷物类商品指数，其价格趋势走向在2015年



之前与其他品种略有不同，在2012年后其价格指数受到需求支撑达并未出现其他品种下行的趋势；但在2015年则出现了较大幅度的下滑。

图11: 谷物及对应股票板块走势



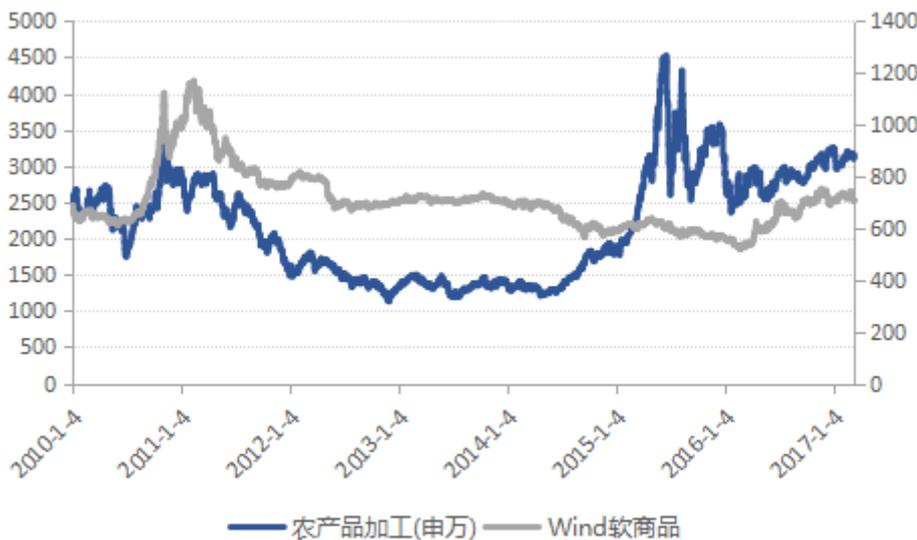
资料来源: Wind, 第一创业证券研究所整理

图12: 油脂油料及对应股票板块走势



资料来源: Wind, 第一创业证券研究所整理

图13: 软商品及对应股票板块走势



资料来源: Wind, 第一创业证券研究所整理

4 大宗商品及关联股票板块相关性

在这一部分我们用不同频率的数据计算商品与股票板块间的相关系数，具体来看，大宗商品价格的变动对不同时期的行业板块的影响不同。其中黑色系商品的价格变动对应的煤炭开采板块的影响是显著正向的，相关系数高达80%，其次有色以及能源板块，二者与对应的股票板块相关性约60%，贵金属方面则是超过40%正相关，化工商品指数则与股票化工板块有明显的负相关，软商品与非金属建材板块对于企业股票价格的影响是偏弱的，相关性较低，另一方面，值得注意的是利用不同频率数据，我们发现能源商品对于股票板块在周度和月



度频率上相关性更是较日度频率明显，因此，在预测大宗商品价格上涨之时，可以积极布局能源、有色、煤炭开采、贵金属行业板块的股票，而布局能源板块时，能以较长周期布局，则更有可能捕捉到益，除此之外，大宗商品价格的上涨也可以给低相关性行业带来一定的正向刺激。

表1: 大宗商品不同对股票板块的影响

板块	日频	周频	月频
Wind 有色 VS 有色金属	0.642	0.643	0.655
Wind 非金属建材 VS 建材指数	-0.07	-0.069	-0.045
Wind 煤焦钢矿 VS 申万煤炭开采 II	0.810	0.811	0.818
Wind 煤焦钢矿 VS 申万钢铁 II	0.011	0.008	0.011
Wind 能源 VS 能源指数	0.505	0.624	0.647
Wind 化工 VS 化工指数	-0.418	-0.415	-0.430
Wind 贵金属 VS 贵金属	0.427	0.435	0.440
Wind 谷物 VS 申万种植业	-0.260	-0.266	-0.280
Wind 油脂油料 VS 申万种植业	-0.358	-0.355	-0.372
Wind 软商品 VS 申万农产品加工	-0.011	-0.011	-0.012

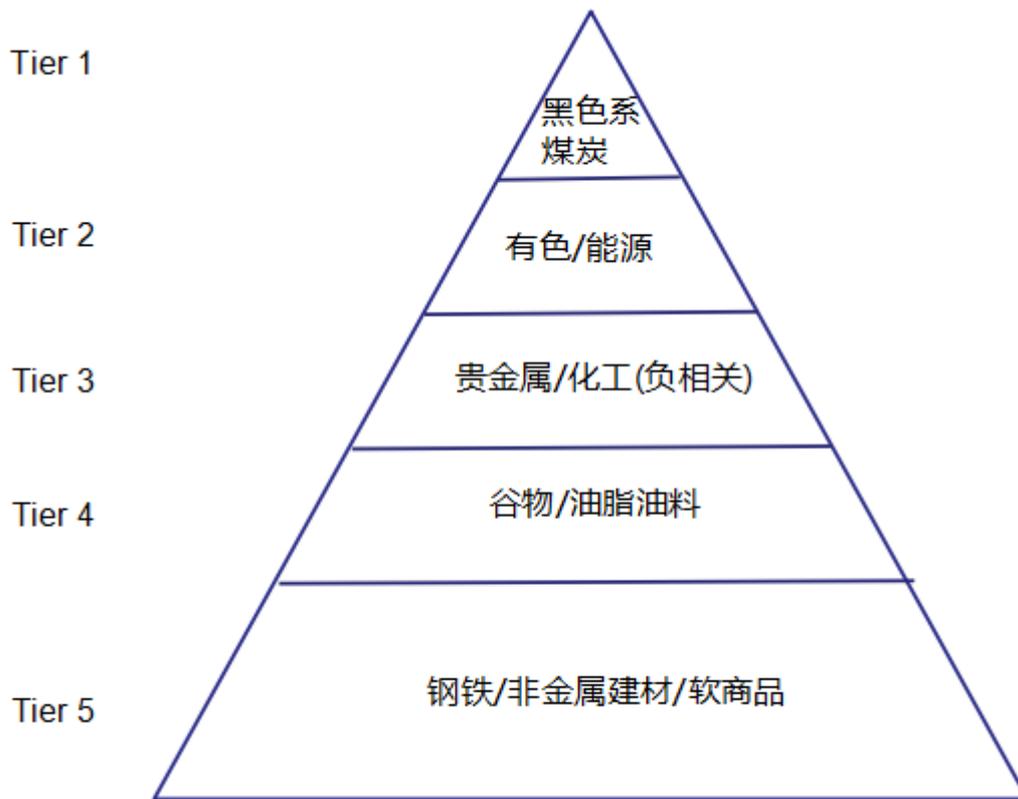
资料来源: Wind, 第一创业证券研究所整理

5 结论

依照相关度，将所有大宗商品品种和其相应股票指数的相关度由高到低分为五个等级进行排列，并可由上至下选择联动性较强的板块。其中，Tier1的相关度最高，可以认为具有较强的正相关性(或负相关性)；而Tier5的相关度最低，基本可以认为无相关性。通过下表，当预测大宗商品价格上涨之时，可以积极布局能源、有色、煤炭开采、贵金属行业板块的股票，而我们也会在未来系列中进一步研究大宗商品预测股票价格的可行性以及准确度。



图 14: 大宗商品与股票板块相关性分级(由高到低)



资料来源: Wind、第一创业证券研究所整理

欢迎关注第一创业研究所微信公众号, 获取相关研究报告!



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市福田区福华一路115号投行大厦15-20层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135