

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本轮加息，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

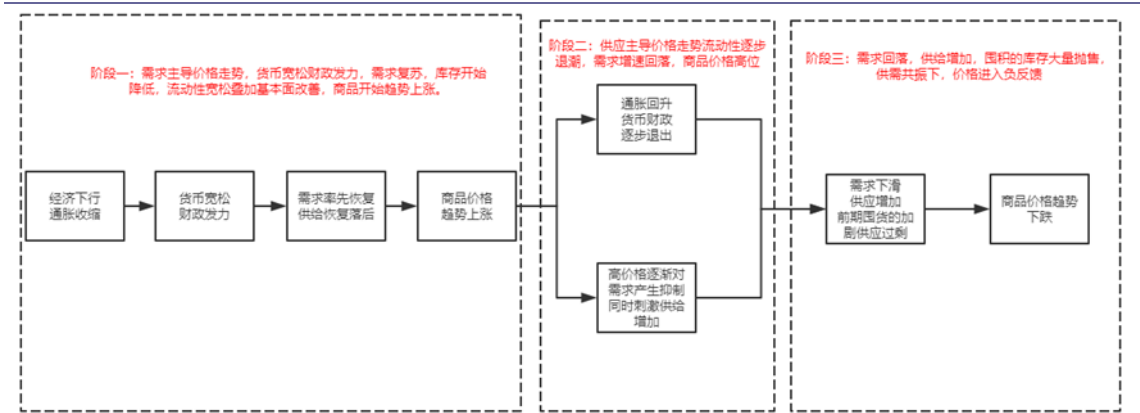
从经济的角度来看，按照经济复苏、过热、滞胀、衰退的规律，商品价格的运行可以分为三个阶段：

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。

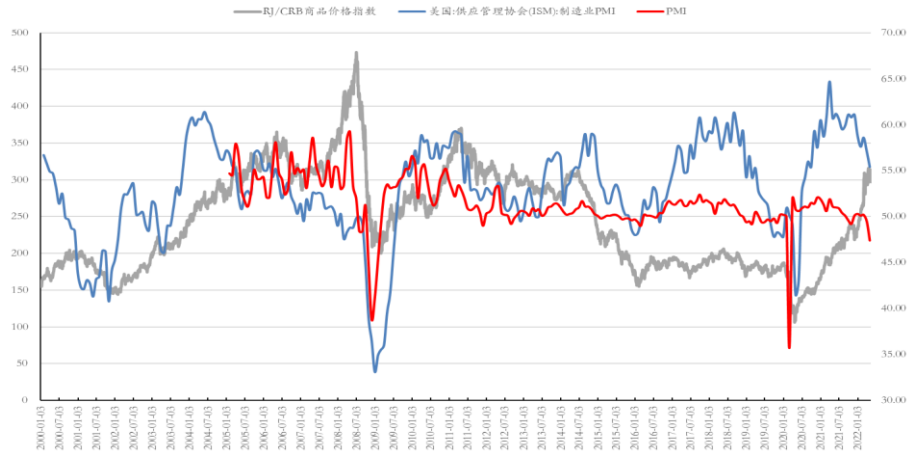
图表 1：商品价格运行的三个阶段



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。

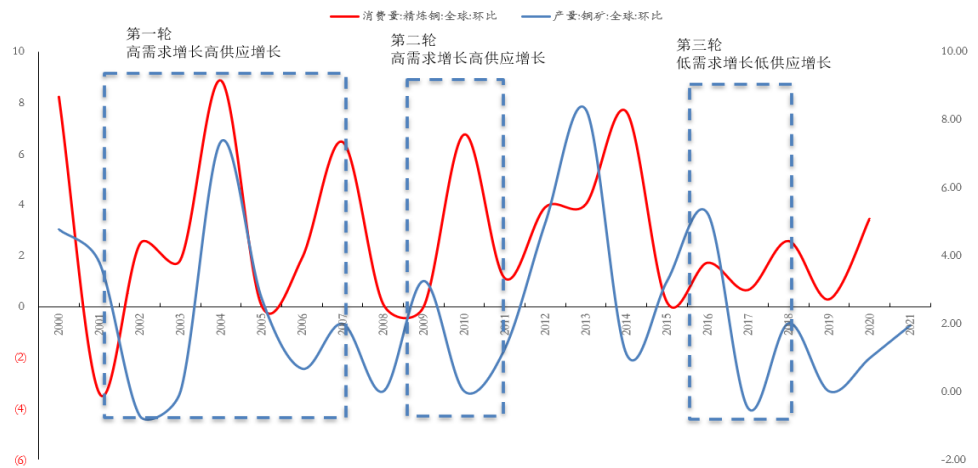
不同之处：从供需的角度来看，第一轮和第二轮商品牛市属于高需求高供应增长，第三轮属于低需求低供应增长，第一第二轮的价格上涨幅度也远高于第三轮。这可能和以下两个原因有关：

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。

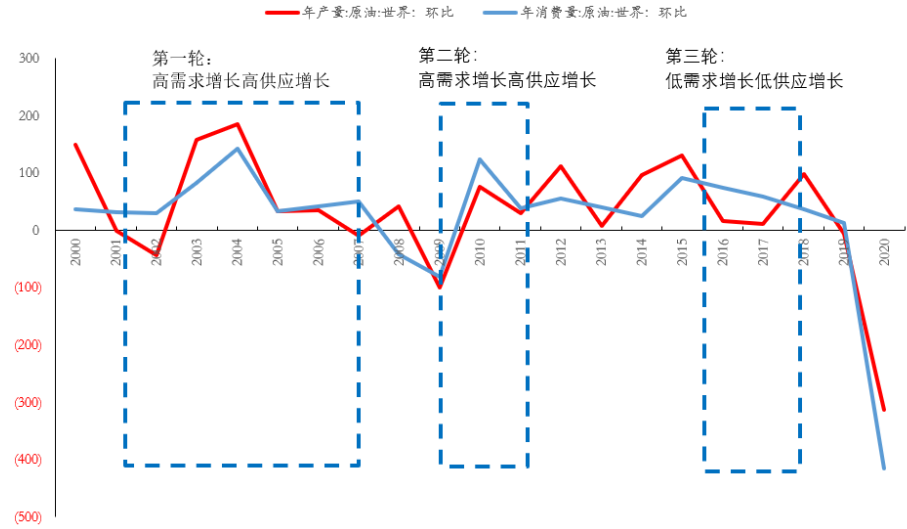
3) 页岩油的技术革命将占据商品比重最大的原油价格中枢大幅调低。在页岩油技术革命之前，人们普遍认同石油作为稀缺资源产量已经接近峰值，油价将不得一直上涨以匹配供应上的局限性。而页岩油革命的出现，使得原本原油市场 OPEC 一家独大的局面被打破，原油的远期价格大幅回落至 50-70 美元，价格中枢大幅下移。2014 年为应对美国页岩油产量的增长，沙特不得不解除本国的石油产量限制，原油价格随之从 100 美元跌至 60 美元。

图表 4：铜三轮牛市的供需表现



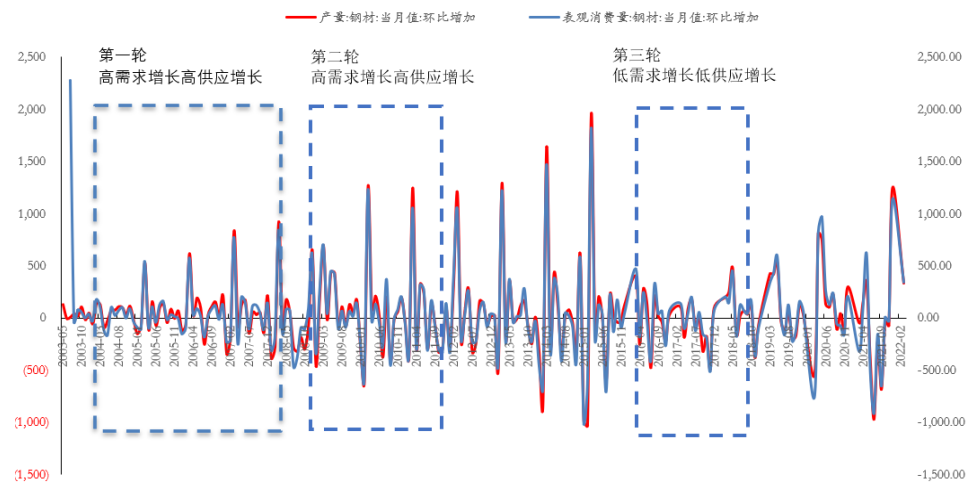
资料来源：WIND，太平洋证券整理

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。

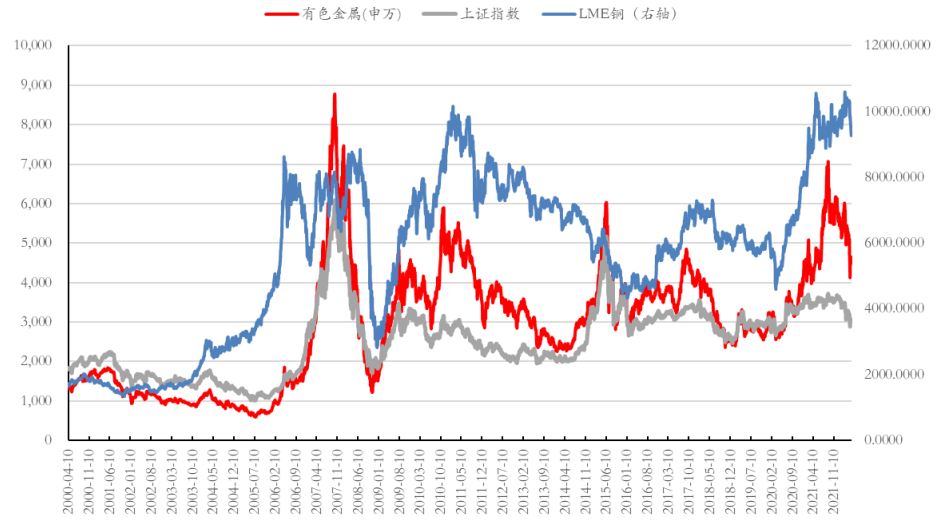
图表 7：行业板块与大盘的相关性比商品的相关性明显更高

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

资料来源：WIND，太平洋证券整理

从商品价格的高点来看，相关行业股票的价格往往早于商品价格见到高点。以铜和原油为例，前三轮股票的高点领先商品价格见到高点 4-13 个月。这是由于当商品价格过高时，金融环境已经开始收紧，此时股票市场已经率先反应了未来需求回落和盈利恶化的可能性，但商品市场由于短期的供给需求错配难以解决，因此价格高位能保持更长的时间。

图表 8：有色行业板块与铜价和上证指数走势图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：油气及炼化工程与布伦特原油、上证指数走势图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 10: 钢铁板块与螺纹钢、上证指数走势图



资料来源: MIND, 太平洋证券整理

四、本轮商品牛市高点可能已经出现

4.1 目前正处于第四轮商品牛市中，疫情后的全球大放水以及供应链瓶颈造成供需严重错配

当前我们正处于 2000 年以来的第四轮商品牛市中。本轮商品牛市与前三轮商品的启动原因一致，受益于新冠疫情后全球的大放水，并在疫情、天气、政治等因素持续困扰全球供应链的情况下加速，供给错配下共同推动价格上涨。

持续时间: 2020 年 4 月-至今

CRB 商品指数 上涨 85%

启动原因: 为应对疫情，美联储火力全开，两党迅速通过财政刺激计划。2020 年 3 月 23 日，美联储宣布无上限扩表，3 月 27 日，美国两党通过 2 万亿美元财政刺激计划。部分商品开始止跌回升。

加速原因: 全球供应链瓶颈持续超出预期，俄乌战争爆发，引发市场对供应的担忧。2021 年美联储以及美国财政部长耶伦都认为通胀将随着供应链瓶颈问题的解决而消退，并认为 2021 年年底通胀将得到缓解。然而随着港口堵塞持续、OPEC 拒绝大幅增产以及最后的俄乌战争爆发将供应问题推向高潮。

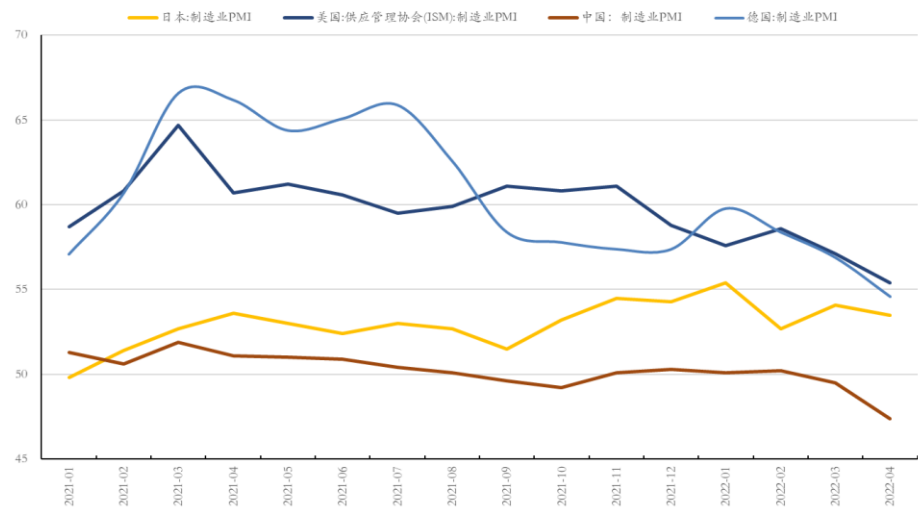
结束原因预估: 根据前三轮商品牛市都终结于经济衰退来看，预计本轮商品牛市将以美联储大幅升息使需求放缓引发衰退结束。

4.2 对于未来商品市场的展望：三个视角说明为何商品可能已经见到本轮高点

视角一：全球主要经济体增速下滑，美联储大幅加息下，收益率曲线一度倒挂，经济硬着陆风险加大，明年一季度可能陷入衰退。

- 1) 主要制造业经济体 PMI 出现放缓。根据市场机构 MARKIT 公布的数据显示，由于俄乌冲突对全球贸易、供应链及大宗商品造成较大的负面影响，主要经济体制造业 PMI 出现疲态。

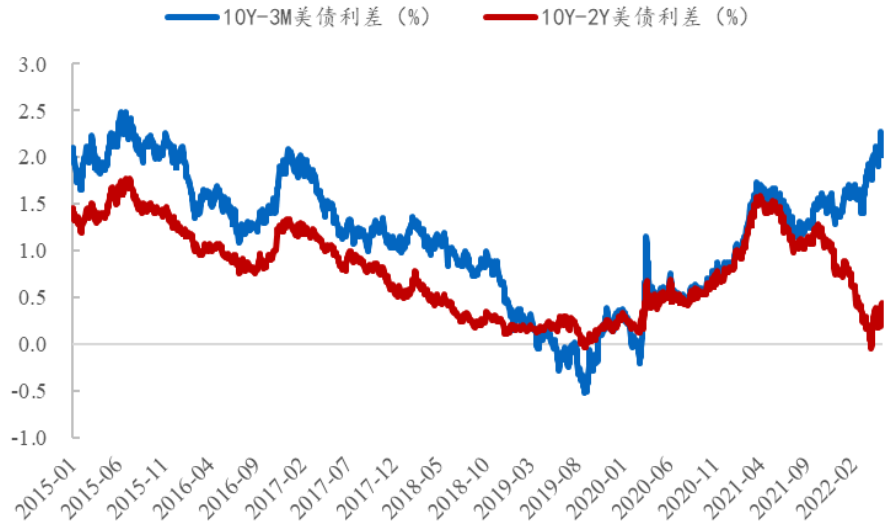
图表 11：主要经济体制造业 PMI 开始回落，商品需求放缓



资料来源：MIND，太平洋证券整理

- 2) 美债长短端倒挂，预示衰退不远。在美联储将通胀视为当前主要政策目标的背景下，美债 2 年期和 10 年期收益率在 4 月一度倒挂，从 1978 以来，美国 2 年期和 10 年期发生倒挂后，衰退会在 6-24 个月出现，平均约为 15.2 个月。此外，与 2 年期和 10 年期倒挂不同的是，3 个月和 10 年期却呈现出了相反的趋势，这代表着美联储已经严重落后于市场，未来将更快地加息。收益率曲线的倒挂，和未来美联储更快加息都意味着未来衰退的风险明显加大，由于此轮加息速度快，衰退到来的时间也可能更早。

图表 12: 美债 2 年期与 10 年期 4 月出现长短端倒挂



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

3) CME 利率市场交换合约显示明年一季度将结束此轮加息, 预示明年一季度可能遭遇衰退。从 CME 利率市场交换合约来看, 市场认为本轮美联储最大可能将于 2023 年 3 月结束本轮加息, 这也意味着明年 3 月可能会面临衰退的风险使联储不得不采取降息的措施。

图表 13: 市场认为 2023 年一季度可能结束加息, 往往意味着此时面临衰退

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
6/15/2022	97.8%	2.2%	0.0%	0.0%								
7/27/2022	0.0%	0.0%	89.4%	10.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
9/21/2022	0.0%	0.0%	0.0%	46.5%	48.3%	5.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
11/2/2022	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	46.6%	46.0%	4.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12/14/2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	12.9%	46.4%	36.3%	3.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	7.3%	31.3%	40.9%	18.5%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
3/15/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.9%	19.6%	36.2%	29.4%	9.9%	0.9%	0.0%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	15.2%	31.5%	31.3%	15.4%	3.4%	0.3%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	11.8%	27.1%	31.4%	19.7%	6.7%	1.1%	0.1%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.5%	27.8%	29.3%	17.4%	5.7%	0.9%	0.1%

资料来源: CME, 太平洋证券整理

4) 越来越多的美联储官员对经济硬着陆的风险持有更加悲观的态度，推高失业率以对抗通胀，最后都面临衰退。

4月29日在影子公开市场委员会上，三位前美联储官员认为美联储已经行动太晚，经济衰退的风险很大。曾担任纽约联储主席的杜德利更是表示，在美联储每次过去不得不推高失业率以抑制通胀时，最后都以衰退告终。

5月4日，美国前任美联储主席现任财政部长耶伦表示，美联储将需要表现出技术熟练性，实现软着陆需要运气。

5月10日，今年拥有投票权的克利夫兰联储主席梅斯特表示，很可能失业率将不得不略有上升，但即使如此依旧要为了打压通胀而加息。

5月12日，美联储主席鲍威尔在接受采访时直言不惜一切代价，让通货膨胀回到2%，美联储无法影响供给因素只能缓和需求，软着陆的难度加大。

结合现任美联储官员和前任美联储官员对于失业率和通胀的表态，可以看出在美联储的视角，未来经济出现衰退的风险也是在加大的。

通过此前商品三轮的复盘可以看出，每一轮行情都结束于衰退，当前的种种迹象表明，全球的经济已经开始放缓，根据CME利率市场合约来看，市场预期2023年3月美联储将结束本轮加息，那么也意味着明年年初之前就出现经济衰退的可能性在加大。

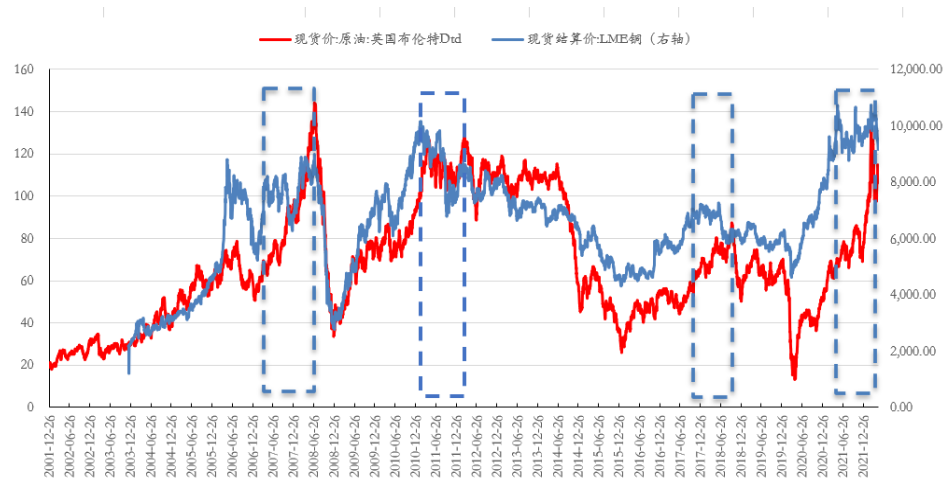
视角二：商品内部不同品种已出现分化，回顾过去三轮商品牛市，铜价进入高位区间一年左右，油价见到高点，本轮商品牛市可能已经见到高点。

从之前三轮铜价和油价的走势来看，铜价进入高位区间一年左右，油价见到高点。在原油仍在冲高时，铜价往往已经开始高位横盘甚至下跌。这主要由以下两点原因：油的供应端高度集中，OPEC的存在使得原油更容易受供应端的干扰。油的下游更加多样，服务业需求较铜占了更多的比重，韧性更足。

从铜价和油价前三轮的历史表现来看，铜价进入高位区间后，油价往往在1年左右之后见到高点。铜价一直无法突破价格区间证明着全球需求已经达到高点，供给端在价格的因素占比越来越重。2021年5月至今，铜价一直在8500-11000美元的价格中间震荡，即使铜价库存一直很低，中间也借着欧洲天然气价格暴涨，俄乌冲突等进行了2次价格软性逼仓，但价格一直未有效突破震荡区间。这主要原因是由

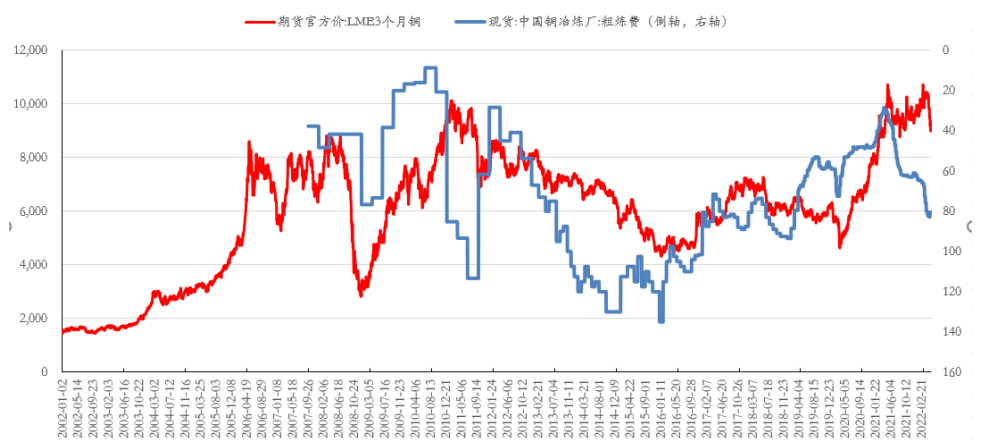
于铜的供应端虽然依旧不算宽松，库存保持低位，但铜精矿加工费用已经大幅提升，证明铜的供应已经边际大幅改善，且需求端在中国、日本、德国等制造业经济体放缓的背景下，需求已经走弱。根据铜和油关系来看，油价很可能在今年3月达到接近140美元之后就已经见到本轮油价行情的高点，那么作为商品和通胀中最重要的核心因素见顶后，也意味着本轮商品的高点已经出现。

图表 14：前3轮牛市中铜价较油价早1年进入高位区间，这意味着需求已经放缓



资料来源：MIND，太平洋证券整理

图表 15：铜矿粗炼费用回升，证明铜矿供应正在恢复

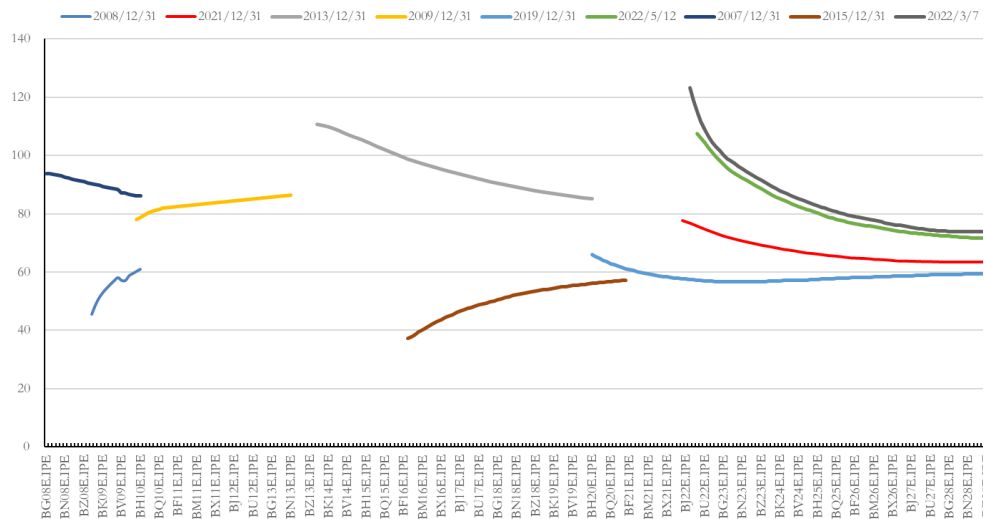


资料来源：MIND，太平洋证券整理

视角三：页岩油和 OPEC+ 的全球原油供应格局没有改变，原油远期价格仍较为稳定，短端价格很难脱离远期价格独自长期上涨。

原油远期价格代表着原油的生产边际成本，近期价格很难脱离远期价格长期保持高位。在页岩油革命之前，由于原油资源枯竭论，原油远期的价格保持在 80-105 美元之间，直到 2015 年美国页岩油产量大幅增长后，原油远期价格开始大幅回落至 50-70 美元区间，甚至 OPEC、俄罗斯与页岩油之间为了抢夺市场份额，多次展开价格战，原油价格重心大幅下移。远期价格反应了原油的边际成本，意味着如果新的油井成本高于远期价格，开采出来后可以获利。因此原油的价格很难长期脱离远期价格大幅增长，否则就会有新的油井可以进行建设并在期货端进行无风险套利。如果近期供需十分紧张，那么需要更多的价格去进行弥补，原油价格曲线将呈现出强贴水（BACK）结构。当近端的油价是远期价格的 1.5 倍时就意味着当前基本面供需极为紧张了，此时往往都包含了地缘政治的因素，无法长久。目前原油的远期价格已经回落至俄乌战争前的 70 美元附近，意味着油价近端的合理价格在 100 美元附近，那么在类似俄乌冲突的供给端突发事件影响下，当前原油价格应处于 90-105 美元区间，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。

图表16：页岩油革命后原油远期价格大幅回落至80美元以下



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

综合来看，本轮商品正面临大幅加息下经济衰退的风险，同时商品内部的分化和商品之王原油远期价格的稳定都指向当前商品的高点可能已经出现。当前美联储已经将高通胀视为政策首要任务，大幅加息的同时还可以容忍失业率的提高，全球经济陷入衰退的风险正在加大。从铜价和油价的走势来看，铜价进入高位区间迟迟无法突破，或意味着全球的总需求已经到达顶部区域，商品价格中供给端的因素占据更高比重。而油价往往在铜价进入高位区间 1 年左右见到高点。此外，原油远期价格

的回落和稳定也代表了接近140美元的高油价再见到的可能性较低。

五、重点关注原材料带来的成本回落，需求具有韧性或政策支持的方向

大宗商品价格下跌将使中下游成本降低，选择需求有韧性有政策支持的领域，业绩将能充分受益于成本端的降低。

新能源整车及汽车零部件：原材料方面，钢铁、铜、铝等原材料占汽车整车生产成本约10%，占汽车零部件总成本一般在50%以上。需求端方面，2月国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》中提出实施新一轮汽车下乡，同时广东、山东等地也陆续推出新能源车补贴政策。新能源车本身的需求也极具韧性，2022年1-4月，新能源汽车产销同比增长均为1.1倍，明显好于普通汽车，市场占有率达到20.2%，仍有较大提升空间。预计本轮疫情结束后在政策扶持下，汽车产销都有望得到回升。

船舶：原材料方面，钢铁占船舶制造成本的约20%。需求端方面，受益于全球航运前两年的高景气，头部船企的订单已排至2024年，需求韧性十足。同时行业毛利率较低，仅在10%左右，原材料价格的回落可明显提升业绩。

家电家具：原材料方面，铜、铝、钢铁、塑料、皮料、化工原材料等占据空调、冰箱、沙发、床垫等家电家具成本的70%左右。需求端方面，作为地产后周期产业链的代表，需求端有望受益于稳增长政策下房地产政策的放松及消费刺激政策的利好。

商品配置建议：在快速加息带来衰退的情况下，黄金相对其他商品有相对收益，但没有绝对收益，可做多金银比、金铜比。

汇率配置建议：建立商品属性货币与日元或美元的做空头寸，如做空澳日、澳美、加日、加美等。

六、风险提示

1. 美联储紧缩不及预期；
2. 全球经济超预期增长；
3. 地缘政治冲突超预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。