

商品的黄昏：关于资源股和CRB的前兆

报告要点：

● 资源股近来的调整本质上是CRB及PPI的背离问题，在相互背离的PPI及CRB面前，资源股选择了表现更为敏锐的CRB。

● CRB与PPI的背离应是供给问题：

1) CRB中农产品与油籽占比较高，且大多是海外定价的大宗商品；相比之下，PPI中煤炭、钢铁等国内定价的大宗商品占比较高；

2) 供给对PPI的影响已逐步超过了需求，在国内能耗双控政策的推动下，煤炭、水泥等高耗能产品的产出严重收缩，其价格也出现了额外的暴涨，带动PPI向上。

● PPI无论在短期还是长期，都存在着调整的压力：

1) 后续的CRB增长可能会一路向0收敛，这代表着这一轮通胀交易的风潮正在褪去；

2) 反对“运动式减碳”和“一刀切减排”的声音变得越发响亮，如果后续工业产出逐步放开的话，将会导致国内定价的商品价格逐步向全球商品价格收敛；

3) PPI在未来1-2个月惯性冲高后，应会进入一轮减速趋势之中，一旦调整出现，PPI第一步调整的目标位在6.8%左右。

● 在此中，预计价格脱轨最为严重的动力煤的调整幅度最大：动力煤价格可能将持续调整到接近900元的位置，但这个调整属于纠偏，其影响偏短期，对PPI的节奏应影响不大。

● 如果这个趋势成真的话，资源股难以再回到之前那般高昂的状态：

1) 资源价格的暴涨只因供应受限，但产出及需求的实际量又会因供应受限而明显缩水，二者相乘的话，资源股的业绩反而是向下的；

2) 如果量价反过来，依然如此，量的恢复对资源股业绩的提振是临时性的，但价的缩水及其所反映的通胀交易的退潮应代表了资源股的中期趋势。

● 商品这个边际拐点对大类资产的影响是模糊且尚待评估的：

1) 商品价格的见顶理应对应着货币政策开始宽松的时点，但这次在通胀上行时，流动性已经偏宽，在通胀下降时，流动性谈不上有什么宽松的空间；

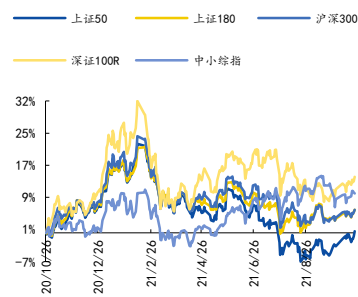
2) 资产荒化解可能还是一个比商品见顶更为重要的线索，在这个环境下，利率债的风险应是大于收益的。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3582.60
深圳成指：	14492.82
沪深300：	4959.73
中小盘指：	4792.34
创业板指：	3284.91

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

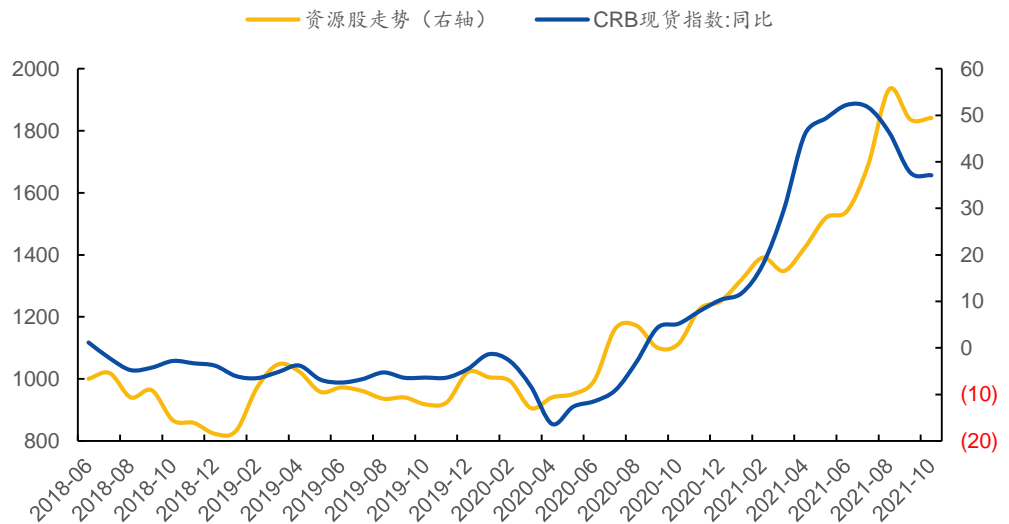
- 《这就是我们之前提示的利率风险：10Y国债的目标位为3.3%》2021.10.18
- 《通胀的扩散及切换：PPI的高点应在11月出现》2021.10.15

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

资源股近来的调整本质上是 CRB 及 PPI 的背离问题。资源股的变化更多源于资源价格的变化对资源股业绩的重估作用，因此历史上，资源股的涨跌更多是资源价格驱动的，而这一次资源股其实并非是率先于资源价格而调整，而是在相互背离的 PPI 及 CRB 面前，选择跟随 CRB 而调整。

图 1：这一次资源股选择跟随 CRB 而调整

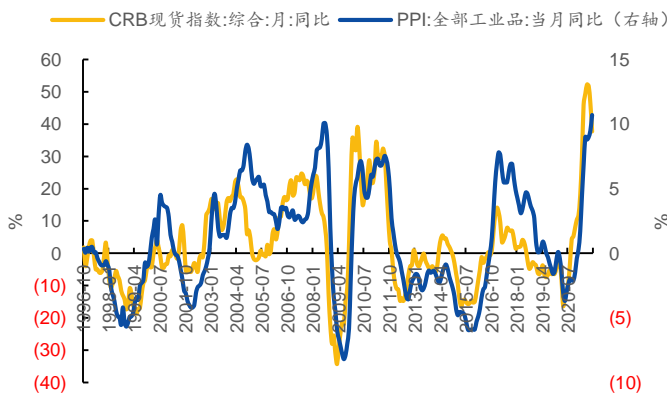


资料来源：Wind，国元证券研究所

再深一步讲，CRB 与 PPI 的背离应是供给问题。

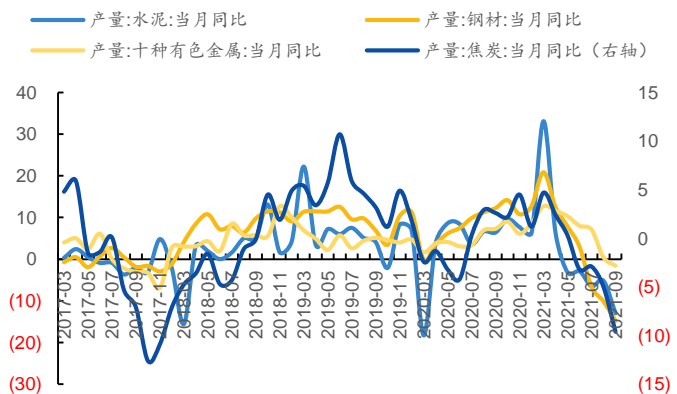
1) 供给对 PPI 的影响已逐步超过了需求。其实，CRB 与 PPI 的时间差一般不超过 4 个月，而这次二者的时间差明显更长：CRB 的增长已经早在今年 6 月就拐头向下，但 PPI 一直在持续加速。PPI 相对 CRB 的持续高升应该是中国的产业管控导致的，煤炭、水泥等中国定价的高耗能产品在产出上出现了严重收缩，从而额外地推高了国内定价商品的价格。

图 2：CRB 的增长于今年 6 月拐头向下，PPI 却持续加速



资料来源：Wind，国元证券研究所

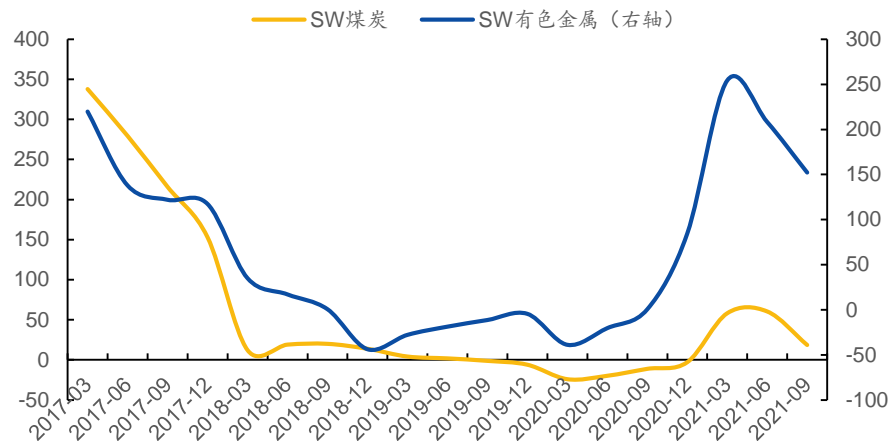
图 3：煤炭、水泥等中国定价的高耗能产品的产出严重收缩



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 对资源股来说，这种另类的环境导致资源价格并不能代表资源股的业绩。没有量只有价的状态对资源股的业绩不一定是有利的，当前资源价格的暴涨只因供应受限，但产出及需求的实际量又会因供应受限而明显缩水，二者相乘的话，资源股的业绩不一定是向上的，从有色及煤炭板块的营业利润增长看，这些资源行业的利润增长已经出现了向下的拐点。

图 4：资源行业的营业利润增长已经出现了向下的拐点

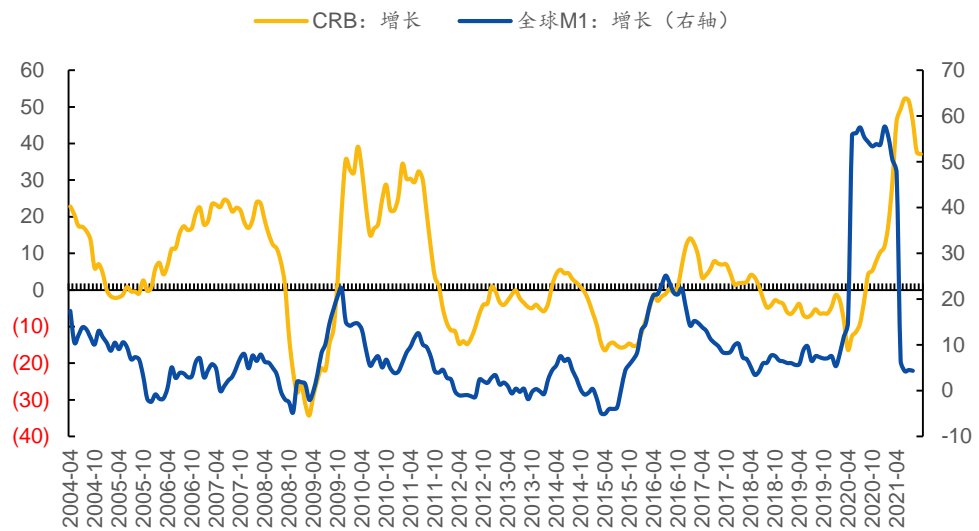


资料来源：Wind, 国元证券研究所

后续无论供应瓶颈是否解除，资源股都难以再回到之前那般高昂的状态。如果供应瓶颈不解除，则资源股下跌的逻辑持续，即量缩价增，资源股业绩是难以确定性加速的；而如果供应瓶颈解除，则资源股会面临量增价跌的局面，其业绩也同样未必能看到起色。总而言之，如果表征需求的 CRB 难以重新加速的话，短时的供应松紧问题对资源股的影响不大。

然而，CRB 后续面临的可能是持续减速，这代表着这一轮通胀交易的风潮正在褪去。在大宗商品价格被金融化之后，全球 M1 的增长与大宗商品价格存在着密切的相关关系。经验上，全球 M1 的顶部与 CRB 增长顶部之间的时间差一般不超过 7 个月，就这次来看，全球 M1 增长在去年 7 月见顶之后，出现了非常显著的下降，照此推算的话，后续的 CRB 增长可能会一路向 0 收敛。

图 5：全球 M1 的增长与大宗商品价格存在着密切的相关关系



资料来源：Wind，国元证券研究所

短期来说，PPI 的压力在于供给瓶颈的逐步打开。从高层的声音看，反对“运动式减碳”和“一刀切减排”的声音变得越发响亮，如果后续工业产出逐步放开的话，将会导致国内定价的商品价格出现逐步向全球商品价格收敛，也会导致 PPI 会逐步向 CRB 回归，先不论具体品种，如果就总量数据来看，PPI 第一步调整的目标位在 6.8%左右，PPI 在未来 1-2 个月惯性冲高后，应会进入一轮减速趋势之中。

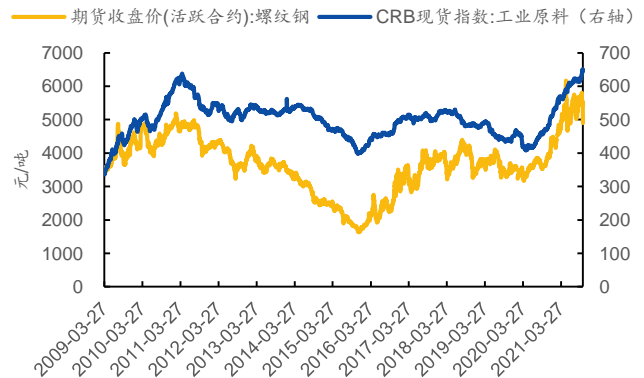
在此中，预计价格脱轨最为严重的动力煤的调整幅度最大。如果我们用工业原料价格为锚的话，可以看到因限产所限，动力煤价格在近两月明显加速，且与整体工业原料价格的价差在不断拉大。如果供应限制放松的话，动力煤价格将持续调整到接近 900 元的位置，当然，动力煤价格的快速收敛对 PPI 的影响偏短期，对 PPI 的节奏应影响不大。

图 6：动力煤价格与工业原料价格的价差不断拉大



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：螺纹钢价格仍然在正常状态之内



资料来源：Wind，国元证券研究所

商品这个边际拐点对大类资产的影响是模糊且尚待评估的。按照一般意义来说，当通胀在边际上褪去的一刹，货币政策的目标会迅速转为稳增长，这时不断宽松的流动性会首先推高债券资产。但现在从利率位置上来看，流动性本偏宽松，在通胀上行时，流动性没有大幅回笼的情况下，在通胀下降时，流动性谈不上有什么宽松的空间。照此来看，当前的资产荒化解可能还是一个比商品见顶更为重要的线索，在这个环境下，利率债的风险应是大于收益的。

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_28196

