

相似的物价周期，不同的定价逻辑

——11月物价数据点评

宏观事件点评

2021年12月10日

报告摘要：

目前上游价格开启下行通道，这一点大概率能得到确认。部分市场从业者担忧商品价格可能进入大通缩，类似于2014-2015年，我们认为这一忧虑大可不必。

目前PPI运行逻辑与传统范式存在三点明显区别。过去“大起必然伴随大落”的上游价格变动，未来很难看到。

一，长期看，近年周期行业资本开支未有大幅抬升。不论是国内上游制造业，还是海外矿山、油气田，上游企业资本开支均处历史低位。

二，短期看，国内周期品供应仍存在约束。2022年一季度举办冬奥会，部分区域高耗能产业可能限产加码。

三，明年煤炭长协价格上升如果落实，可能影响煤炭相关商品的价格中枢。

展望未来物价走势，我们觉得有两点值得关注。

第一，PPI下行并不意味上游制造业利润必然回到低位。一个值得注意的背景，国内上游制造业主要集中在冶炼环节。目前冶炼供给较少，PPI虽然下行，冶炼环节利润也未必显著收缩。

第二，当前投资下滑源于地产，目前地产多维数据（例如销售、拿地等）跌至历史低点，几乎与全球金融危机期间表现相当。地产对中国经济重要性不言而喻，我们看好未来地产政策进一步适度放松。地产投资未来能否有显著改善，进而影响上游价格，值得我们后续保持跟踪。

风险提示：

经济增长超预期；

货币调控超预期；

商品涨价超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：谢文迪

执业证号：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

12月9日，统计局公布11月物价指数。PPI同比上涨12.9%，环比持平；CPI同比上涨2.3%，环比上涨0.4%。

1. 保供抑制中上游价格，疫情扰动服务业价格

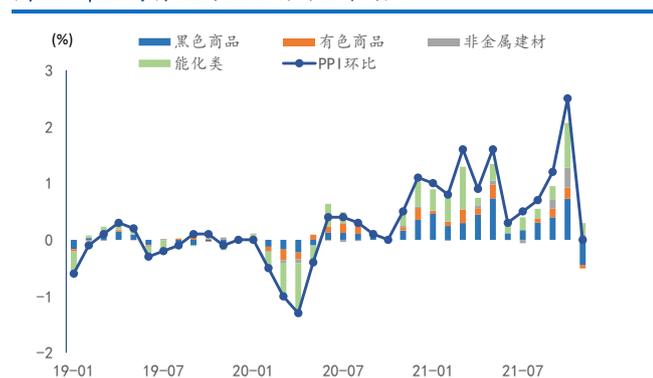
11月PPI同比下滑幅度低于市场预期，原因有二。企业出厂价格略滞后现货市场，此外11月原油、天然气价格仍处绝对高位，对PPI环比变化形成支撑。

10月中旬之后，国家大力推进上游煤电保供，相关商品现货价格大幅下行。11月煤炭采选、黑色金属、有色金属出厂价格环比增速分别环比下行4.9%、4.8%、1.2%。

CPI上行幅度较快，从10月的1.5%上升至11月的2.3%，主要受食品项驱动（从-2.4%上升至1.6%）；核心CPI增速较弱，从1.3%回落至1.2%。

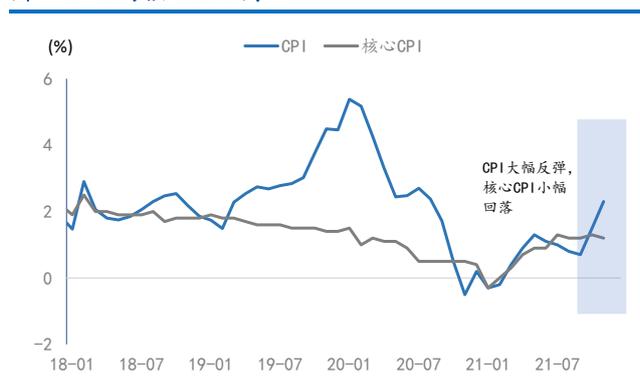
CPI反弹主要受猪价影响，11月生猪饲料成本上涨，前期养殖户亏损严重后规模萎缩，因而11月猪肉价格上涨较快。疫情在11月小幅反弹，全国新增确诊病例达到1860例，超过9月和10月。疫情扩张显著影响服务业需求，核心CPI略显疲软。

图1：中上游行业对PPI的环比拉动



资料来源：Wind；民生证券研究院

图2：CPI与核心CPI同比



资料来源：Wind；民生证券研究院

尽管11月PPI同比读数仍然较高，但是微观数据显示目前不少商品价格已经有所下行。

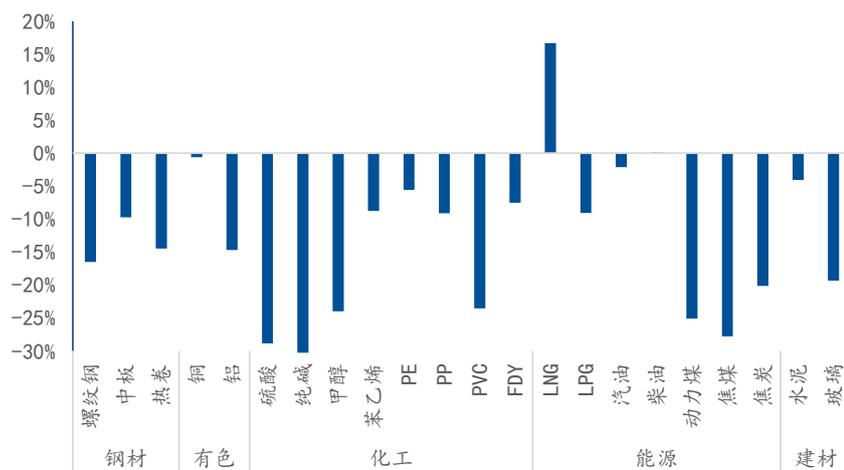
黑色方面，各类钢材价格跌回至今年3-4月水平，市场煤相较最高点跌幅也超过一半。

有色方面，前期因煤电紧缺预期大幅上涨的电解铝价格，10月中旬后已回调至年中水平。

能化方面，缺少了煤炭的支撑，大部分化工品出现较大程度的回落；原油虽然11月较高，但是12月初，Omicron新冠变种病毒爆发，市场对交运需求的担忧急速升温，原油期货单日下跌达到10美元，创今年以来原油单日下跌纪录，这或将成为短期缓解通胀的重要因素。

经验上商品价格领先PPI大致一个月左右。预计12月工业品价格指数下滑幅度或许较大。

图 3：11 月份重点商品月均价环比涨幅



资料来源：Wind；民生证券研究院

2. PPI 开启下行通道，尚且无需忧虑大通缩

国内通胀大概率开启下行通道，单月固定资产投资增速也由正转负。部分市场从业者担忧商品价格可能进入大通缩，类似于 2014-2015 年。我们认为，投资下滑并不必然意味着工业品价格会大幅回落，过去“大起必然伴随大落”的上游价格变动，未来很难看到。主因有三：

第一，工业企业缺乏新增产能资本开支。

2011 年-2015 年的商品价格长时间下跌，深层次原因在于“四万亿”计划之后工业品产能严重过剩。即使在 2013 年实体需求较好，工业品价格也并未出现明显反弹；而 2015 年实体需求转差，大部分工业品跌入至暗时刻。

2016 年国家开启供给侧改革，大部分上游周期品的投资增速被抑制。即使 2018 年环保限产放松，上游周期品投资有所上行，但投资性质多以置换产能和改造升级为主，新建产能并不多。例如，钢铁行业在近三年的投资主要是北方钢厂逐步搬至沿海地区，同时将轧线升级；焦化行业将大量 4.3m 以下的小焦炉替换成大焦炉；华北地区的电解铝产能迁址西南地区。

“碳中和”战略近期并未发生大变动，只是短期政策执行过严，通胀快速上行，执行上出现纠偏。国内的高耗能行业既缺乏资本开支意愿，又没有大幅新增产能政策土壤，与此同时，海外矿山、油井、气田等在 2016 年后资本开支均保持在较低的位置。中上游企业资本开支仍然相对缺乏。

第二，短期内上游供给约束仍在。

上游周期品行业中存在各种短周期扰动。黑色金属仍然存在限产问题，10 月份粗钢产量同比下滑 23.3%，明年不排除有新的压减产能政策。电解铝产量也因南方电力紧张逐月下滑，且在明年 5 月份之前电力仍得不到实质性缓解。铜冶炼利润扩张，社会库存不断走低，但冶炼厂开工率仍然在下滑。

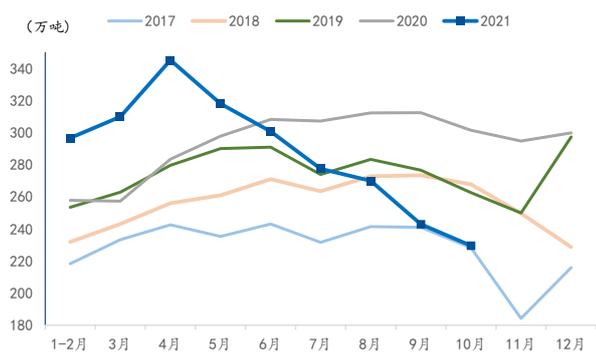
此外，冬奥会临近，2022 年一季度部分地区面临着限产加严的可能。

第三，明年全年煤炭长协中枢价格高于市场预期。

此前动力煤下水长协价格中枢定在 535 元/吨左右，然而根据最新的《2022 年煤炭中长协合同签订履约工作方案（征求意见稿）》，这一中枢价格被上调至 700 元/吨，相较今年大幅提高 31%。

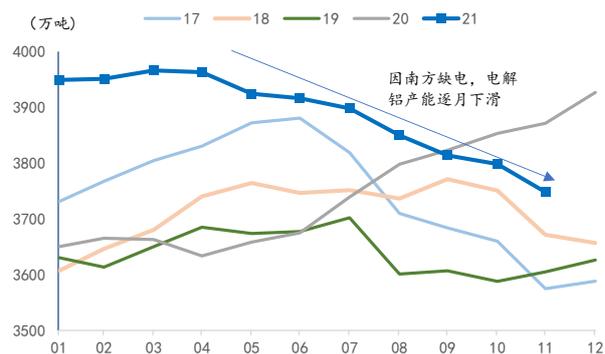
保供政策下，当前终端煤炭库存大幅上升，如果主产地煤炭产量保持在当前位置，市场煤可能在明年上半年面临严重过剩。长协价格中枢的上升一旦落实，2022 年与煤炭相关的商品定价中枢无需过分悲观。

图 4: 全国日均粗钢产量



资料来源: Wind; 民生证券研究院

图 5: 电解铝运行产能



资料来源: Wind; 民生证券研究院

3. 未来对物价的关注重点应放在哪？

PPI 见顶，CPI 反弹，市场关注的 PPI-CPI 剪刀差正式收缩。物价体系的结构变化意味着全社会企业生产的利润再切割。在剪刀差收窄的过程中，我们认为要注意两点。

第一，PPI 下行并不意味上游制造业利润必然回到低位。

从全球经济的链条看，我国占据了周期品的冶炼环节。即从海外购买铁矿石、原油、铝土矿、铜精矿等加工成钢材、化工品、铝锭、阴极铜。我国只有煤炭、石灰石等资源较为宽松。这意味着对于大部分周期品来说，我国企业赚取的是对上游原材料的加工利润，而非商品本身的货值。

加工利润在很大程度上取决于，产能（未来或有启动）和终端需求之间博弈关系。以往终端产品价格下跌时，企业被迫降低开工率，利润显著收缩。但是近期我们看到钢铁、电解铝价格大幅下跌，但是行业利润仍然处于历年较高的位置。

回答这个问题的关键在于两点，首先，虽然近期价格大幅下跌，但是由于产业政策等原因，在产产能不断收缩，成本也出现较大幅度下滑，上游制造业的利润切分比例高于以往类似阶段。其次，商品价格的绝对值仍然处于历史高位，价格同比的下滑也受高基数影响。

第二，PPI 下行背后固投下滑，未来是否会有新变化。

当前固定资产投资下滑明显，主要受房地产所拖累。房地产投资的稳定还关系到就业、消费、居民收入等多方面因素。根据历史经验，过好或过差的地产数据都无法线性外推。也就是说，地产总归要回到一个正常态区间。

相较其他行业，地产投资趋势性不如制造业生产、进出口等明显，容易被政策所左右。我们看好未来地产相关政策适度放松，例如销售、融资、拿地环节放松，甚至在地产投资上会有一些新的结构调整措施，例如保障房和租赁住房建设。未来地产政策是否会进一步调适，PPI 下滑趋势能否放缓，值得我们跟踪。

图 6：华东即期热卷利润



资料来源：Wind；民生证券研究院

图 7：电解铝利润



资料来源：Wind；民生证券研究院

4. 风险提示

经济增长超预期；货币调控超预期；商品供给超预期。

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_30966

