

中观层面看复苏：价格与库存的传导差异

宏观专题报告

2020年08月05日

报告摘要：

从 PPI 和产成品库存的中观规律看中国经济复苏所处位置。原材料价格由上至下传导，库存底部规律则是由下至上传导。两大规律均指向经济复苏动能在上升。

● 价格传导：原材料价格是经济复苏的“发令枪”

PPI底部规律显示价格传导仍以成本推动为主，整体有自上而下的规律。近几年，产业链传导效率较过去更为通畅。近期，国内主导原材料价格仍有所“犹豫”，全球主导原材料价格更加“坚决”。美元贬值和原材料价格上涨是复苏周期的标志。疫情后全球经济重建可能引发资源品竞争，利好大宗商品。PPI回升也将推动企业利润继续修复。

● 库存与投资：需求拐点已现，强度依旧存疑

库存方面，与价格的自上而下传导不同，库存底部存在自下而上的传导规律。目前，中游去库较快，上游库存仍偏高，下游消费品库存则降至较低水平。作为领跑底部拐点的下游制造业内部结构有所分化，部分产业可能有主动加库的迹象。PMI 新订单代表的需求拐点领先于库存和投资。虽然欧洲疫情防控较美国好，但是全球投资仍看中国、印度和美国。中美的 PMI 新订单均连续上升，表明需求拐点已现；产能方面，部分产业仍有空间，投资扩产可能仍需等待。

● 中美对周期的担忧有所不同

标普 500 中，以科技为代表的防御板块市值占比远远高于周期板块。上一轮经验表明两者在经济复苏后有所收敛。同样，年初至今，中信周期风格指数涨幅仅为消费和成长的三分之一。7月初周期补涨也仅是拉近三者之间的差距。周期在美股的不振是因为美国疫情防控较差，实体经济仍有阴霾；国内则是对周期的强度有疑虑，可能仍在等待信号。尽管代表未来趋势的板块可能有“超买”迹象，但是政策支持下仍有上升空间，并且短期难以证伪。

● 风险提示：

地缘政治风险超预期、逆周期调节政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

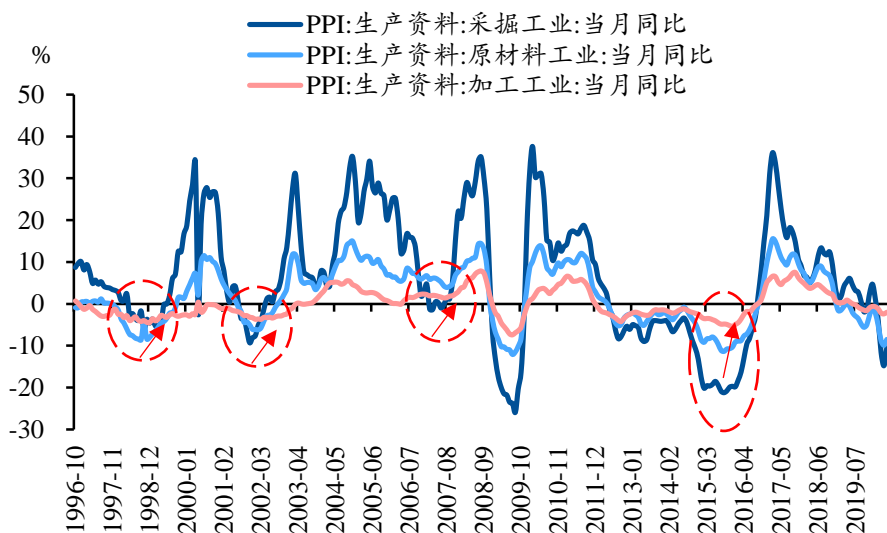
一、产业供应链传导角度：原材料价格对宏观经济变化反应最快.....	3
1.1 成本推动是价格传导的主要机制.....	3
1.2 从原材料价格看经济复苏状态.....	4
1.3 美元贬值开启全球通胀预期复苏.....	5
二、价格反弹助推产业利润修复.....	7
2.1 工业企业利润修复有两大因素支撑.....	7
2.2 上中下游均有各自利好因素.....	8
三、投资与库存：需求拐点已现，强度仍旧未知.....	10
3.1 全球投资共振尚未来临，国内产能空间可能压制投资需求.....	10
3.2 中美库存同步性弱化，国内仍处去库阶段.....	11
3.3 防御板块拥挤，中美投资逻辑相似.....	14
风险提示.....	15

一、产业供应链传导角度：原材料价格对宏观经济变化反应最快

1.1 成本推动是价格传导的主要机制

价格传导更加通畅，底部规律表明复苏开启。从“采掘工业-原材料工业-生产资料”的PPI顶部来看，三者之间的传导机制较为通畅，基本上同时触顶。三者的主要不同发生在PPI底部，总体上具有成本推动的特征：采掘工业PPI上涨拉动原材料工业，最后推动生产资料价格上涨。这种现象在2010年前较为明显；2010年后，采掘工业和加工之间的价格传导较为通畅；生产资料则略微滞后（图1）。这可能是受到我国独特的国有经济体系影响。国企控制上游产业，导致上游企业数量明显少于中下游。因而，上游具有寡头垄断效应，对中游议价和传导较强。上游价格变化能较快体现到中游加工产品的出厂价格上。PPI底部传导规律表明，原材料价格在经济由收缩转向复苏时更加敏感。

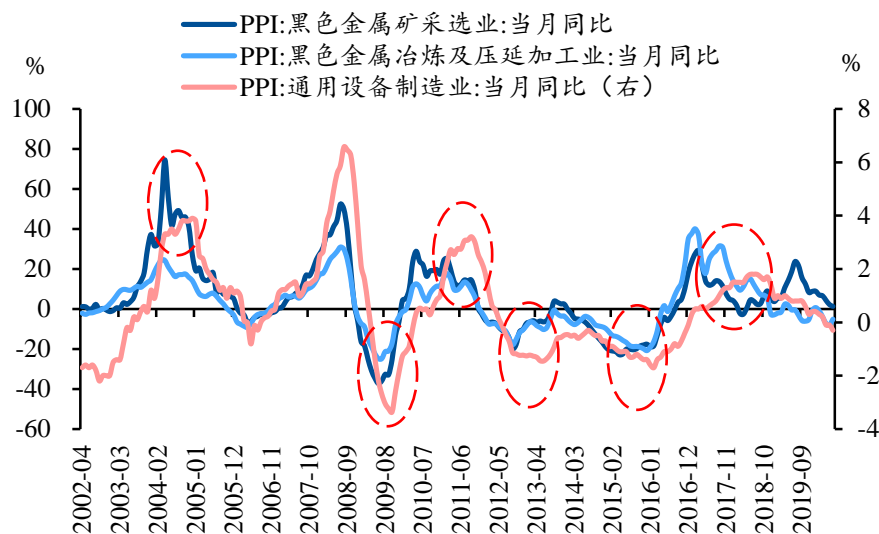
图1：疫情特殊性导致三大生产资料价格同时反弹，复苏开启无疑



资料来源：Wind，民生证券研究院

从两条传统产业链可以看出中观价格传导会出现不同情况。第一条是基建链条，具有成本推动特征。以“黑色金属采矿-黑色加工-机械设备（设备制造业）”链条（或基建链条）来看，原材料价格具有较为明显的领先作用，可能会领先设备制造业半年至一年时间（图2）。虽然7月中国铁矿石价格指数（CIOPI）同比仍处于通缩区间，但是年内第二次出现增速反弹。下半年建材价格有财政投资加速落地和房地产新开工支撑。另外，原材料价格容易受预期影响，这也是上游价格领先的主要原因之一。

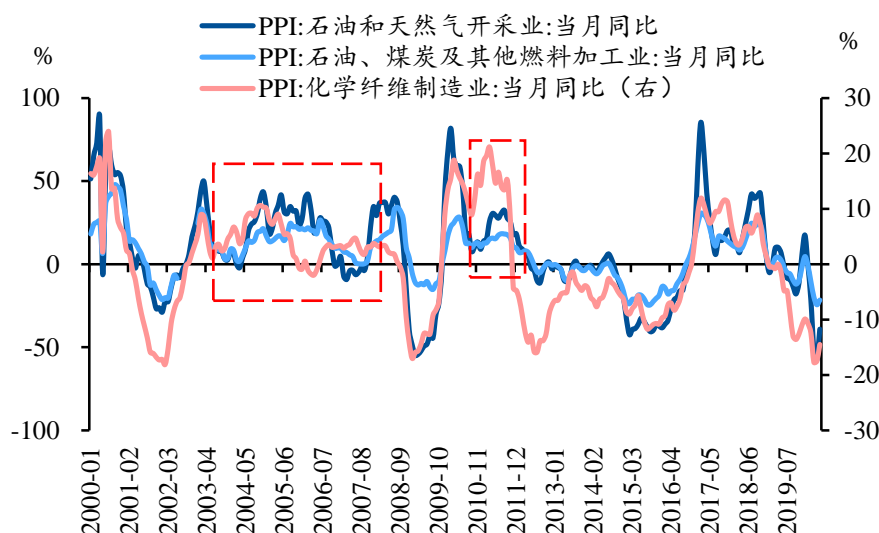
图 2：基建上中游价格已有反弹苗头，下游设备有望迎来拐点



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二是化工产业链具有下游需求拉动的特征。以“石油开采-油气加工-化纤制造”为例，从开采到加工的流程紧密，因而价格传导较快；在 2012 年以前，化纤价格对中上游的石油类价格具有一定程度的领先，表明需求变化可能也会逆向传导；近年来，三者之间传导较为通畅（图 3）。需要注意的是，化纤的原材料来源不仅限石油类，替代作用可能会导致下游对上游的传导出现阻塞或滞后。另外，石油不仅被用来生产化纤，还有燃料和塑料等。需要关注的是，化工的终端消费之一服装 CPI 同比已经连续两个月走平。上半年“宅经济”压制服装换新的需求，未来应会有所改善。

图 3：化工链条价格传导越发同步，均有不同程度反弹



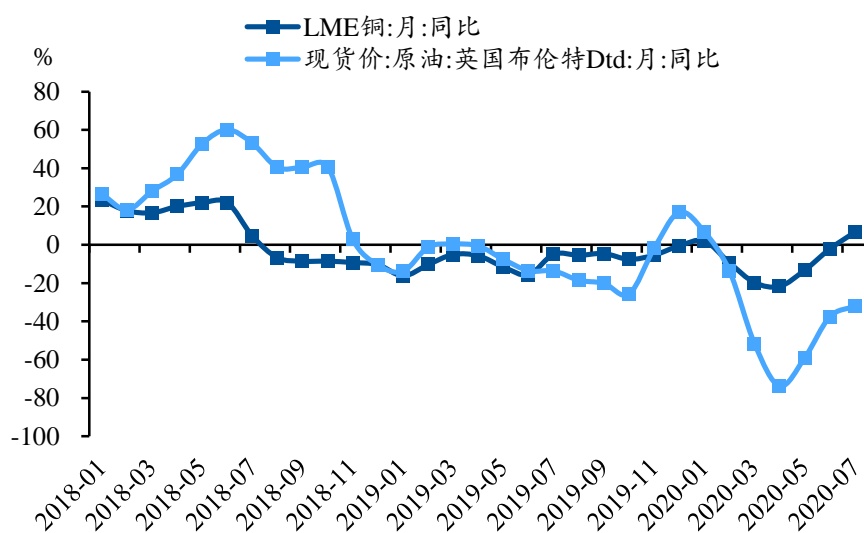
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 从原材料价格看经济复苏状态

国内主导的商品价格仍有犹豫，全球相对更加坚决。根据价格主导因素来源，我们

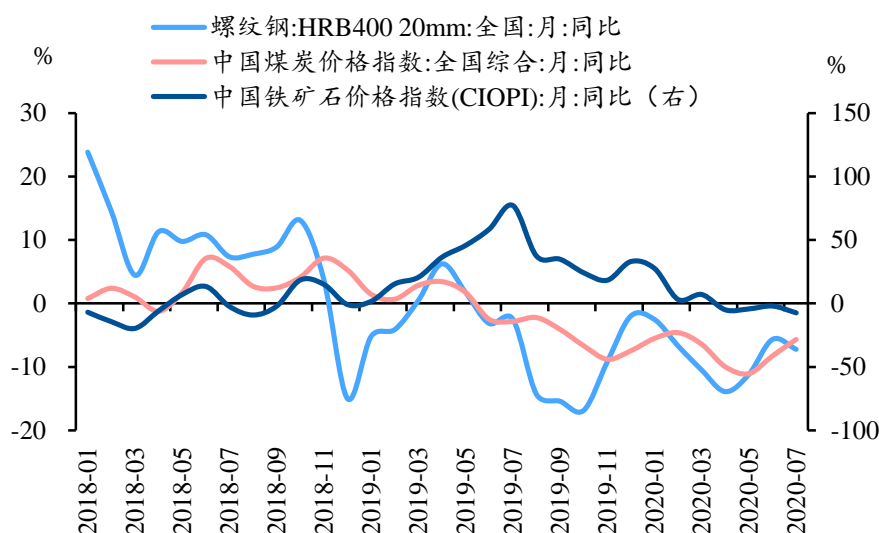
将煤炭、铁矿石和螺纹钢(建筑原材料)归为国内经济主导(工业生产和建筑投资需求),将铜和石油作为典型的全球经济主导。从今年走势来看,铜价和油价同时在4月触底后反弹,涨幅在6月底有所放缓,与欧美的疫情和经济走势较为一致(图4)。煤炭价格表现较为平淡,长期表现可能会受到新能源的挑战,短期则受工业生产复苏放缓影响。再一次通过供给侧改革推高煤炭价格的可能性也不大。铁矿石和螺纹钢价格看基建强度,洪灾和雨季结束后基建可能会迎来上升趋势(图5)。疫情后的经济重建可能引发资源品争夺,国际大宗商品仍有空间。

图4:原油和铜价同比回升更加坚决



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图5:煤、铁矿石和螺纹钢价格持续震荡,下半年建筑可能发力



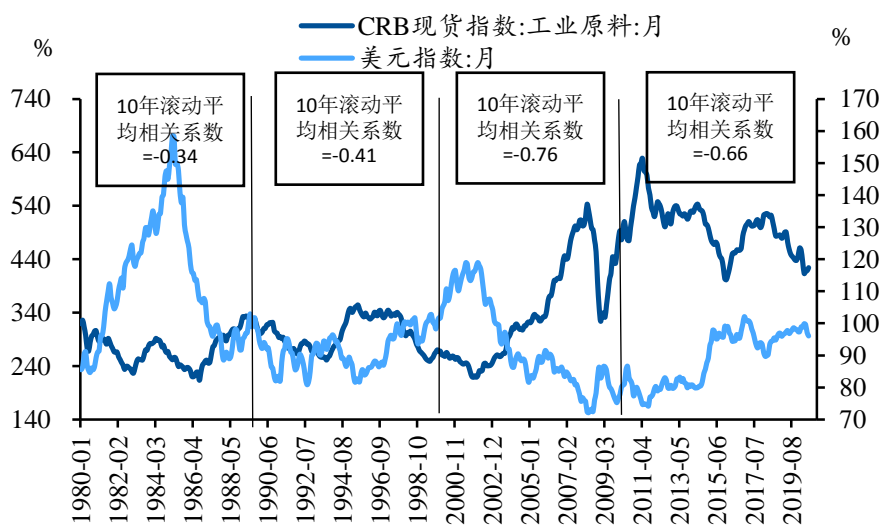
资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 美元贬值开启全球通胀预期复苏

美元作为国际大宗商品的结算货币,影响全球通胀预期。美元指数与CRB原材料价

格的相关系数稳定在-66%左右，意味着美元大幅贬值将大概率推动大宗商品价格上涨（图6）。新兴市场是大宗商品的出口国家，原材料价格上升对其基本面会有所改善，所以大宗商品和新兴市场信用债是美元贬值和负利率政策的最大受益者。虽然我国是新兴市场国家，但是**我国经济体量和国际供应链的地位决定了我国需要大量的资源品进口，至少在部分产业会存在输入型通胀压力**。中美关系不确定性使得人民币汇率短期有贬值压力，导致原材料价格对于我国来说更加昂贵。根据美元历史走势，在美国经济复苏初期，美元表现较为疲软；当美国经济接近扩张期时，美元才会开始走强。从当前发展来看，美国距离经济扩张期还有一定距离，美元贬值周期可能尚未结束。

图 6：美元贬值引发原材料价格通胀，人民币却未见显著升值



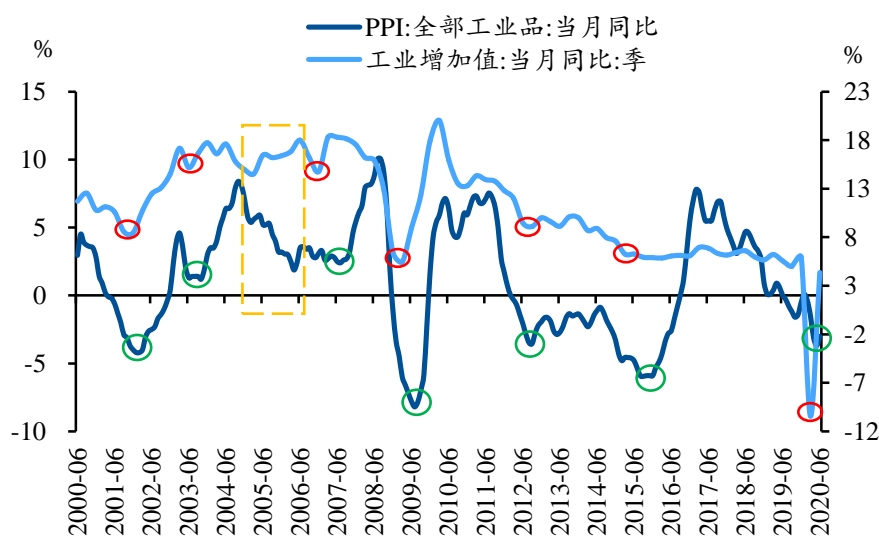
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、价格反弹助推产业利润修复

2.1 工业企业利润修复有两大因素支撑

PPI触底反弹。PPI与工业企业利润增速较为同步，主要作用在营收改善。目前来看，4月可能是全球经济最为困难的时刻。随着经济重启，6月PPI反弹，表明价格回升的动能正在酝酿，对工业企业的营收改善起到支撑的作用。价格回升的强度取决于需求复苏的斜率。由于消费者的收入决定其支出能力，需求复苏是否钝化与劳动力市场是否持续回暖关系密切。另外，虽然近年来工业增加值波动显著下降，但是与PPI关系仍旧紧密，且具有一定的领先作用。如果需求复苏不足，生产难以为继，PPI反弹可能有限（图7）。

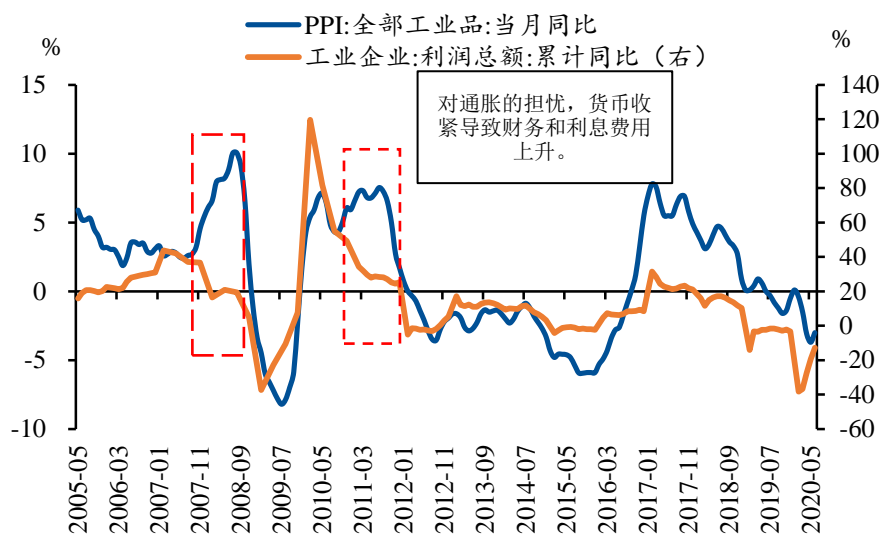
图7：工业增加值代表实际量，生产反弹支撑PPI走高



资料来源：Wind，民生证券研究院

企业负担下降。2000年后PPI与企业利润增速出现过两次明显背离，主要是因为货币转向。加息导致企业债务负担上升。值得注意的是，企业和居民部门的高债务会产生通缩压力，利息支出侵蚀投资空间。今年可能有企业债务高增的担忧，但是距离经济过热仍较远，货币政策不会迅速收紧（图8）。今年财政政策分为两阶段：前期为企业减负，后期通过投资为企业增收。所以，宏观政策对企业利润修复具有支撑作用。

图 8：货币尚未收紧，企业债务负担下降有利于利润改善

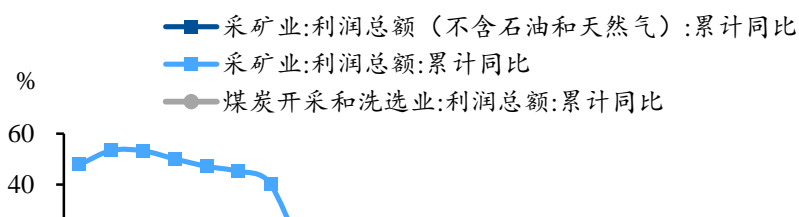


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 上中下游均有各自利好因素

石油对上游采矿业利润的影响有所缓解。上游采矿业主要由煤炭开采、石油和天然气、黑色金属、有色金属以及非金属矿采选业组成。其中，2019 年煤炭开采的利润占比（54%）过半，对采矿业影响最大，其次是石油和天然气（30%）。截至 6 月份，上游采矿业利润同比增速已有小幅反弹，主要是前期拖累的石油和天然气开采利润终于迎来改善。不含石油的采矿业利润增速走势与煤炭行业基本一致（图 9）。煤炭价格指数和国际油价企稳反弹推动 6 月 PPI 采掘工业出现反弹，采矿业有望迎来利润的持续改善。

图 9：煤炭主导上游采矿业利润，石油是前期利润下滑的主因



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_3443

