



经济生产、商品价格评估、市场异常点评及 机会展望

报告日期：2020年03月22日

胡研宏 英大证券 宏观研究员

执业证书编号：S0990113110017

联系电话：188 2526 9825（微信同）

联系邮件：huyan hongydsc@foxmail.com

王珪《草》：“波翻别浦情无尽，日下重楼望欲迷。”

报告观点：

1. 复工稳步提高。(1) 原油价格带动化工品价格持续下跌，工业品通缩是确定性的。(2) 猪肉价格高企，农业品领域通胀会继续维持。警惕进口农产品受到疫情下的物流冲击，进口大豆价格上涨带动饲料价格上涨。
2. 货币政策上，2020年至少在上半年流动性会是相对友好的，这对于维护经济稳定起到至关重要的作用。企业积极复产，满足客户需求，这将是一个十分好的逆境扩张的机会，适度增加财务杠杆。但我们依然认为，居民的再次加杠杆行为应当保持克制。
3. 推荐关注：农产品（猪肉、饲料股）机会；医疗物资（口罩、防护服、呼吸机、治疗药物）相关股票投资机会。

报告有效期：3个月

一、经济生产将企稳

COVID-19 疫情对所有生产几乎都是同步的按下暂停键，对经济的影响是数量维度的缩减。2 月的 PMI 数据也呼应了生产的停滞。

指标名称	PMI:大型企业	PMI:中型企业	PMI:小型企业
2020-02	36.30	35.50	34.10

数据来源：英大证券研究所整理，WIND

考虑到复工情况，我们看到**国企为主的上游“原料型”企业**复工程度较高。大型企业复工显著高于中小企业复工，但需求在中下游端聚集。这意味着由于上游供应（复工程度高），而中下游企业（复工稍微弱些），会带来上游商品价格有下跌压力。不同行业的上下游库存程度也会影响企业的商品价格调整，但总体库存都比较低。中下游企业的利润会受益于上游企业高比例复工带来的原料价格下降。有利于改善经济系统结构的脆弱性。当然经济总体在未来一段时间压力依然很大。我认为现阶段的经济氛围，经过一段时间的秩序恢复后，再次评估更为合适。”（见《全球制造业分析暨 COVID-19 疫情影响评估》），3 月份的 PMI 数据预计大型企业 PMI 扩张要更为显著，而中小游企业的 PMI 相对弱。中国国家发改委投资司司长欧鸿表示，截至 3 月 20 日，全国重点项目复工率已经达到 89.1%。

二、商品价格困境与消费结构

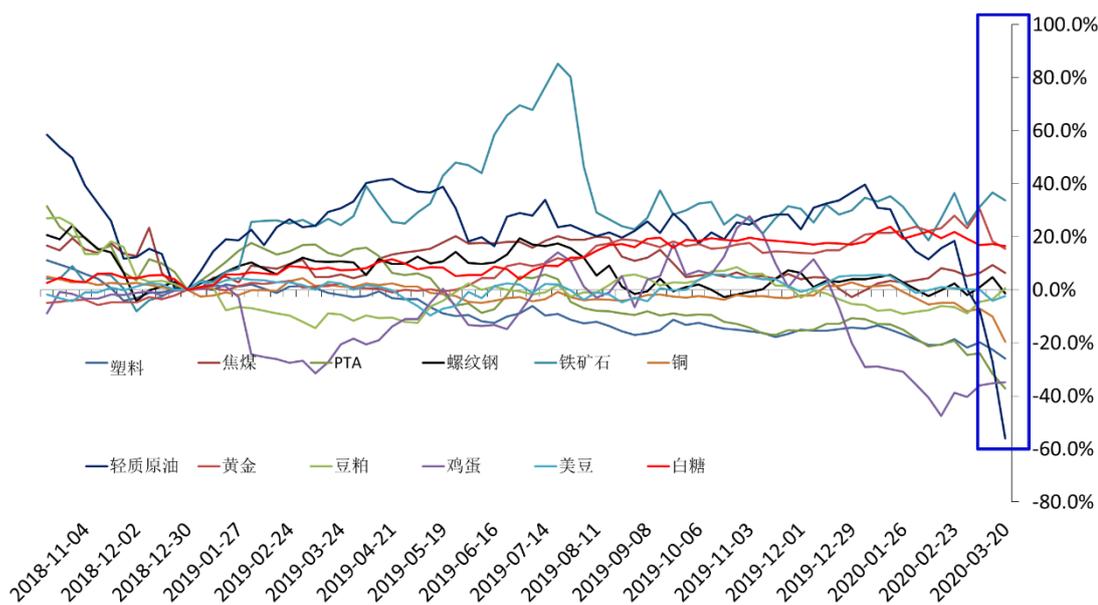
2019 年初以来，以原油为代表的能源化工品价格整体下滑，以煤炭为代表的中国黑色系工业品价格相对坚挺。农产品除了鸡蛋，表现都相对坚挺，这是因为农产品的刚需特点决定的，而鸡蛋生产周期更短，规模工业化程度较高，则显得更疲弱。饲料的根在全球大豆生产和玉米生产二者存在强大的季节周期属性，无法缩短。生猪养殖的周期特点也是无法改变的。因此以猪肉和饲料豆粕代表的农产品价格坚挺将持续维持，2020 年不会出现显著的下跌。这意味着工业品通缩

和农产品通胀的局面将贯穿 2020 年整年。

品种	2019 年 来涨跌幅	品种	2020 年 来涨跌幅
铁矿石	33.80%	焦煤	9.37%
白糖	16.40%	豆粕	6.15%
黄金	15.60%	铁矿石	2.96%
焦煤	6.40%	白糖	-0.49%
豆粕	0.60%	黄金	-2.00%
螺纹钢	-1.30%	螺纹钢	-5.14%
美豆	-2.20%	美豆	-7.20%
铜	-19.50%	塑料	-13.49%
塑料	-25.80%	鸡蛋	-18.49%
鸡蛋	-34.80%	铜	-21.76%
PTA	-37.30%	PTA	-29.80%
轻质原油	-56.00%	轻质原油	-67.85%

数据来源：英大证券研究所整理，WIND

生猪存栏的扩张我们有过详细的推算，并推荐投资者关注饲料（玉米、豆粕）的投资机会。

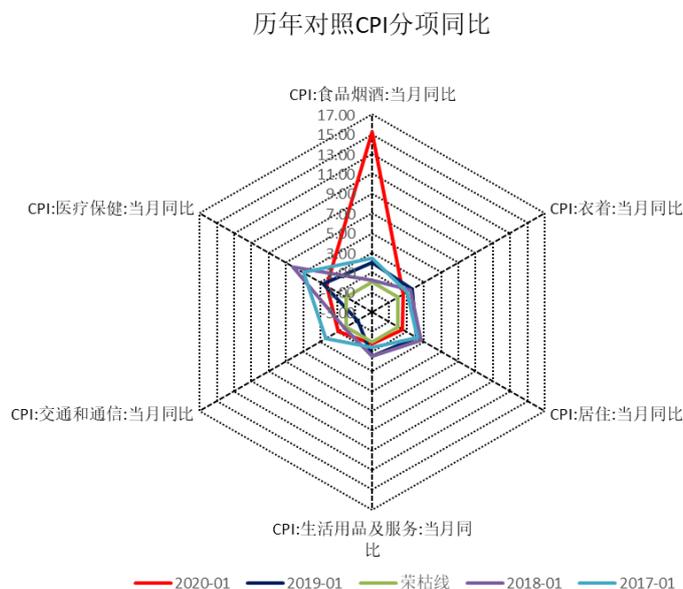


数据来源：英大证券研究所整理，WIND

当前，境外疫情严重，对一线城市有较大的影响。在一个经济恢复期（补库存、恢复正常采购、逐步恢复出口），下游中游商品或者资产价格可能相对坚挺，上游会相对疲软。

当前中国的经济问题，复产提升，但消费提升慢一步。因此，并不存在要如何刺激经济的问题。首先要等经济恢复正常运转之后，视情况决定采取的经济政策。消费的滞后是疫情影响的正常结果。出于谨慎原则，大部分乡镇市民都减少了聚集性的经济活动和娱乐活动，将需求降低到维持基本生活和出行。食物需求是刚性的，不论宅还是复工，基本稳定。各地市政府官员示范性消费对于民众减少疫情恐惧，加快正常消费有积极作用。发放消费券兼具鼓励消费和引导消费恢复的作用。

我们以前报告提到，现在的经济存在于消费者端的是家庭部门的消费约束。然而居民支出大部分是刚性的，在收入相对稳定的情况下，当刚性的消费品价格增长，必然减少非刚性需求；在收入下滑的情况下，刚性支出可能会微弱减少，而非刚性支出会大幅度减少，以维持家庭收支平衡。我们可以从消费品价格指数上看到这一特征，那么增加一个物价的雷达图。



数据来源: 英大证券研究所整理, WIND

从图上可以看出, 近 4 年, 1 月份物价水平都是上升的, 但比较平衡。2020 年 1 月份, 食品烟酒分项物价同比增幅显著, 主要来自于肉类贡献。但食品支出是刚性支出, 很难削减。显而易见, 在当前的经济状况下, 非刚需型支出会被大大压制, 基于此我们对旅游、文化、娱乐类的消费, 以及科技升级消费持谨慎态度。

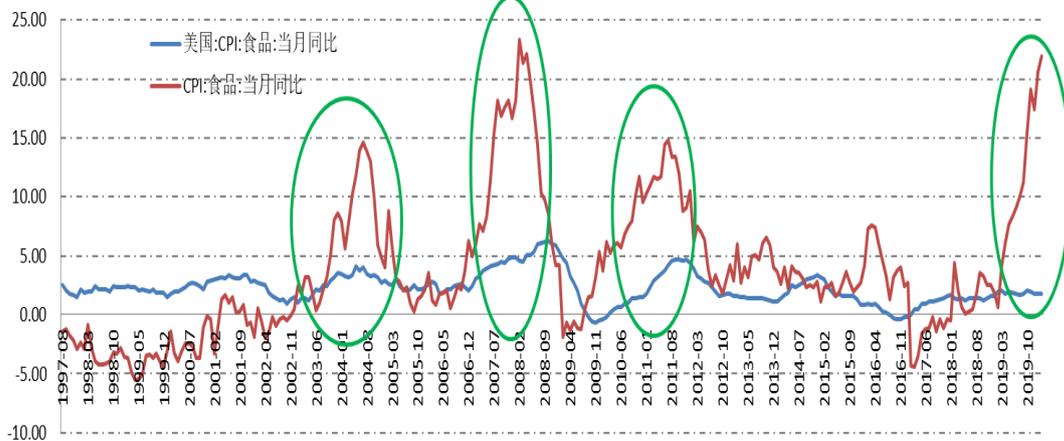
三、输出食品通胀是大概率事件

2020 年贯穿性物价因素是肉类供应缺口持续存在。中国向欧美送去农产品机会, 当然也会送去通胀。食品是任何国家的刚需, 中国需求曾经导致大宗商品涨价, 当然也可以导致大类动物蛋白涨价, 以至于植物蛋白涨价。中国庞大的肉蛋白缺口, 通过两个路径泵出物价提振效应: (1) 进口全球动物蛋白补充国内缺口。(2) 进口全球植物蛋白复养生猪。

从总量层面看, 不管动物蛋白, 还是植物蛋白。回顾历史, 中国有过几次物价上涨, 最终都带动了美国的食物价格上涨。

- (1) 2003 年 6 月~2004 年 5 月；历时 11 个月，2005 年 7 月恢复正常。全程 2 年。
- (2) 2006 年 9 月~2007 年 11 月；历时 14 个月，2009 年 8 月恢复正常。全程 3 年
- (3) 2009 年 8 月~2011 年 5 月；历时 21 个月，2012 年 7 月恢复正常。全程 3 年。
- (4) 2019 年 2 月~未知，目前持续 10 个月，如果全程两年，那么会在 2021 年 2 月左右恢复常态；如果全程 3 年，会在 2022 年 2 月左右恢复。

中美食品物价对比



数据来源：英大证券研究所整理，WIND

四、市场异常的解释

有市场不同的观点对于股市、黄金、债市进行解释，我们提出一些一以贯之的解释，以方便客户更新对市场的认识。

1. 股市暴跌，黄金为什么不涨？

答：先看下我们疫情之前一贯观点（见往期报告）：黄金目前的上涨是配置驱动，并非避险驱动。我们分析了大量基金的持有黄金以及黄金整个产业在所有整体市值中的比重得出的基本结论。从某种意义上上说，避险是黄金上涨的引子，

但核心还是配置太少。当经济增长越来越显得困难且风险资产配置太高的时候，减少股权配置，增加黄金和国债配置也是十分正常的选择。如果把避险这个引子作为因果律来分析，就舍本逐末了。

最近的黄金暴跌：黄金是非系统风险下的避险配置需要，在系统风险下，黄金属性与股权资产相关性高度正相关。也就是说，**黄金失去所谓的避险属性，为什么？**

因为黄金世界通用，拥有跨主权信用，但又没有任何政府背书，意味着这种信用又是没有最后承诺人的。很多市场分析对黄金的本质就是因为缺乏清晰的认识，从而在黄金大跌时候，又大惊失色，告诉自己的客户，黄金避险属性不灵了。其实并不是那么回事。总的来说，黄金最近的下跌是风险担忧升级，避险属性收缩为货币底层的主权信用，这也是美债暴涨的核心逻辑，与美元大涨是一个事情。（不要用美元大涨来解释黄金下跌，这又是错误的逻辑）。

未来疫情控制住的情况下，如果经济进一步走软，黄金预计仍然会继续上涨。这是我们未来的一个展望。如果疫情无法控制，那么黄金会继续下跌。

2. 本轮中国股市跌幅为什么较低？

答：先看一些基本事实，2月21日以来（中国新冠疫情在年后一轮反弹的中美股市相对高点日期）。

终点:2020-03-19 净值排序，起点:20200221。

T 指数 : 1.003

_____ 1.00 _____ : 1.0

_____ 1.00 _____ : 1.0

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_6340

