



李奇霖：拉闸限电、通胀与 资产配置建议



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐 殷越



近期多省出台限电、限产措施，受此影响，相关大宗商品价格大幅攀升，截至9月27号，动力煤9月涨幅达到了44%，继续创下历史新高，全国水泥价格指数9月上涨26%，也创下了近年来的新高。

为什么在这个时候会加大对“两高”项目的监控，加大“能耗双控”的实施力度呢？

这可能和今年上半年多地能耗双控不达标有关。8月发改委发布的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》显示今年上半年有7个省份能耗双控目标均为红色一级预警，有19个省份至少有一项是橙色预警。

能耗双控纷纷超预警是因为今年政策突然加码了吗？也不是，今年年初政府工作报告就指出今年单位生产总值能耗要下降 3%，这一目标和 2018、2019 年的目标一样，后续该指标也未变动。

图 1. 上半年多省能耗超标

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●

资料来源：发改委，红塔证券（注：红色为一级预警，表示形势十分严峻；橙色为二级预警，表示形势比较严峻；绿色为三级预警，表示进展总体顺利）

如果中途没有政策加码，为什么近期突然政策开始收紧了呢？这一点有一个很好地参考项就是粗钢。

年初的时候就有消息表示今年粗钢要实现同比零增长，但是因为上半

年粗钢需求旺盛，这时候地方政府可能出于经济增长等方面的考虑，并没有控制产能，所以在 2021 年 4 月粗钢累计同比上涨了 15.8%。

而前期的高增长就为后续的压降带来了很大的压力。在政策加码之后（多地出台限产政策），粗钢产量出现断崖式下滑，粗钢当月同比一路从 4 月的 13.4% 下滑到了 8 月的 -13.2%。

从这个逻辑来看的话，现在严格进行“能耗双控”就是因为前期太松了，各地能耗指标不降反升，超过了警戒线。而到了年底，要进行指标考核了，这时候才开始发力，一年的任务被动集中到了年末几个月，压力自然很大。

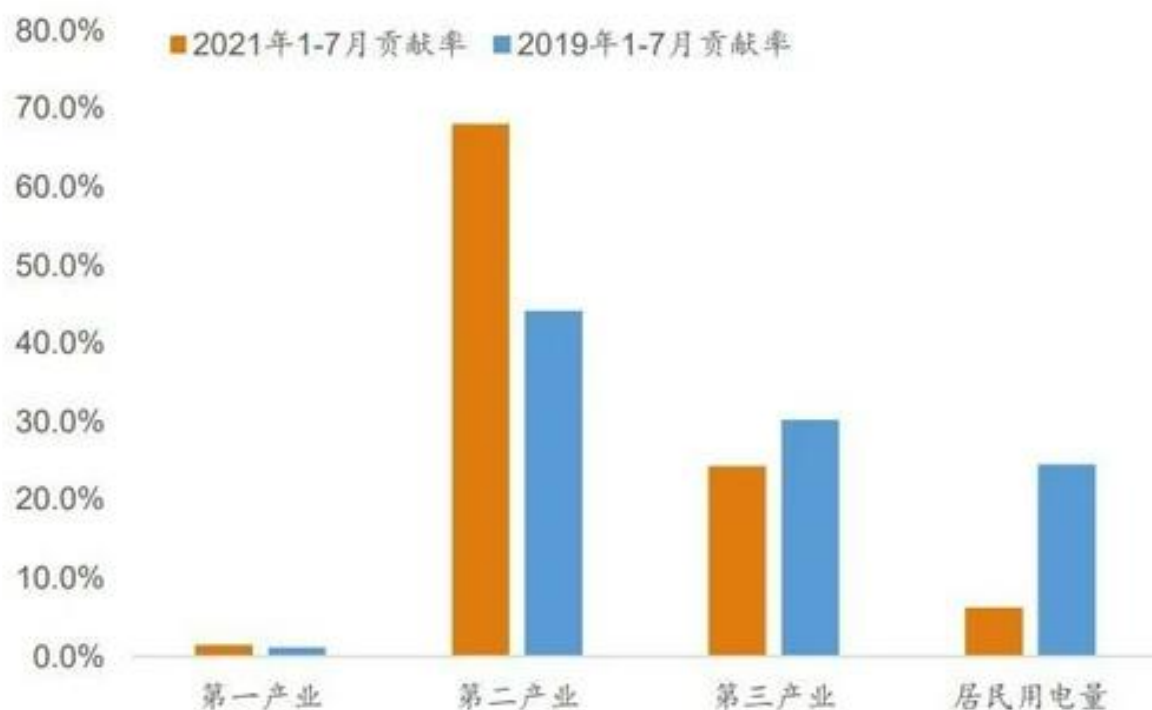
那么为什么今年上半年能耗会大幅增加呢？其中一个原因是出口旺盛。自 2020 年以来，因为海外疫情多次反复等，海外生产修复缓慢。而为了保经济，美联储大规模扩表，在财政转移支付下，居民收入大幅提高，这带动了美国商品需求快速走高。海外出现供不应求的局面。

中国的情况则相反，中国率先控制住了疫情，生产快速回升，但是因为疫情小规模反复、居民预防性储蓄回升等，国内消费恢复进度缓慢，1-8 月社会消费品零售总额两年平均增长仅 3.9%。

海外需求强、生产弱；国内生产强，需求弱的格局带动中国出口持续走强，1-8 月出口同比增长 23.2%，两年复合同比增长 14%。旺盛的出口推动国内工业生产快速修复，用电量上行。从数据上我们也能够看到今年

1-7月第二产业用电量对全社会用电量的贡献率达到了68%，相比于2019年大幅上行。

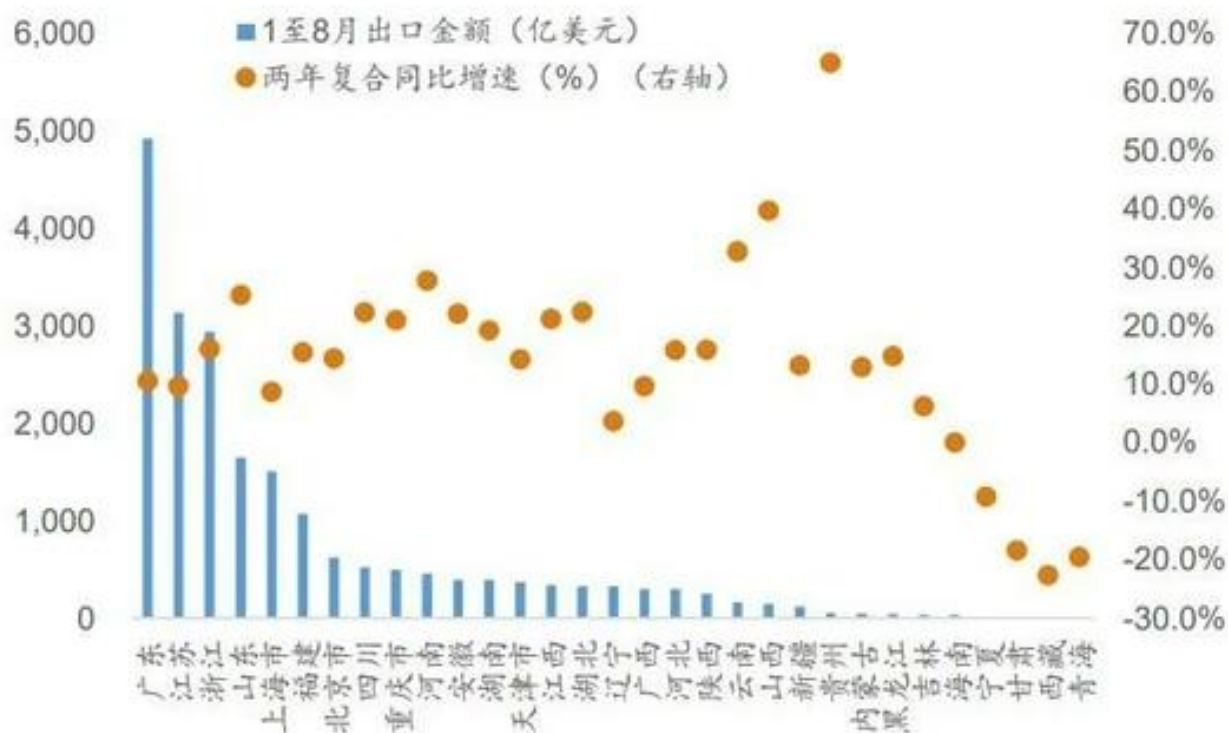
图 2. 第二产业是用电的主要贡献项目



资料来源：wind，红塔证券

另外，分省份来看，东部传统出口大省的两年复合同比增速表现依旧亮眼。与此同时，广东和江苏能耗双控指标均为红色一级预警，浙江双控指标也均为橙色二级预警。

图 3. 前八个月出口旺盛



资料来源：海关总署，红塔证券

如果说东部省份主要是因为出口的话，那中西部一些省份则与传统行业生产规模扩大有关。

疫情之后，因为流动性充裕，供给弹性低以及需求旺盛的原因，全球大宗商品价格大幅上涨，8月PPI同比上涨了9.5%，焦煤、焦炭、螺纹钢、热压卷板等大宗商品价格均创下了近年来的新高。

在大宗商品价格持续攀升的情况下，上游利润率以及利润同比增速持续走高，1-7月采矿业利润率为17.37%，创下近年来的新高。

既然有利可图，那么相关行业的企业自然会有扩大产能，加快生产的动力。体现在数据上就是今年1-7月像是黑色冶炼、有色冶炼、化学原料

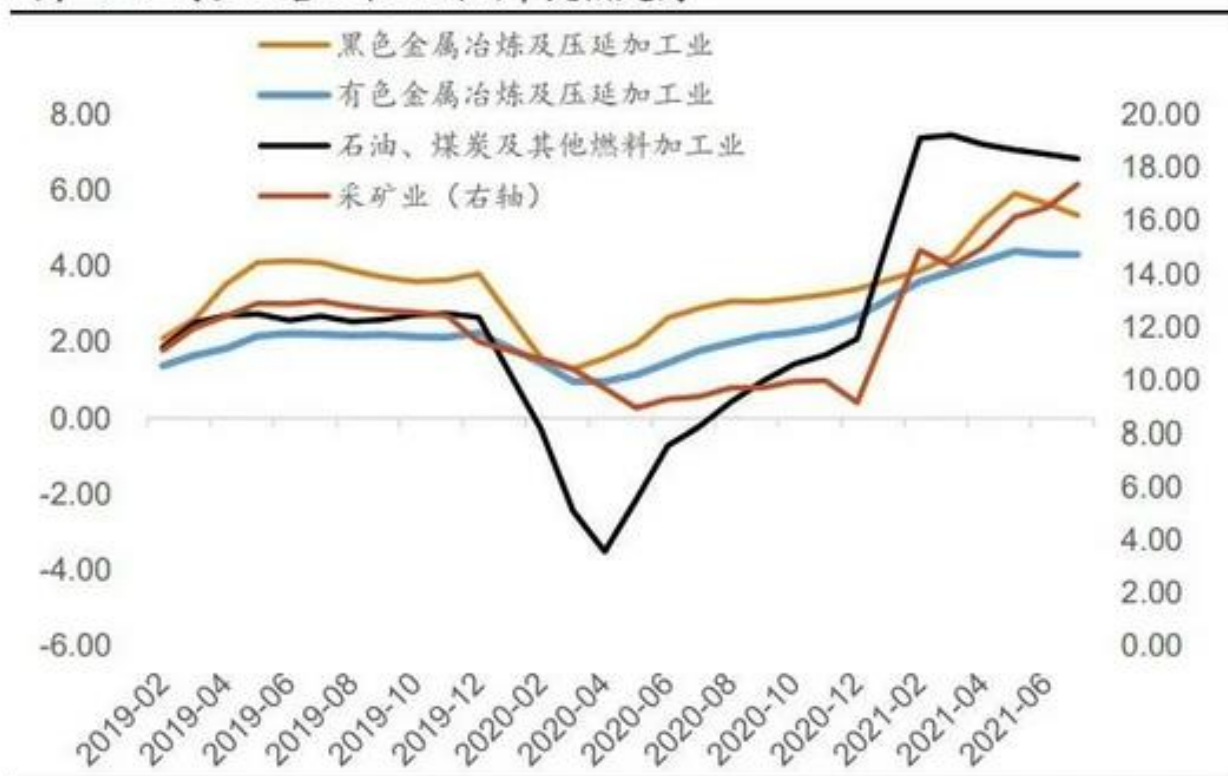
和化学制品等行业的用电量同比增速均超过 10%。

另外，此前都说西电东送，但是近年来在东部产业转型以及中西部大力招商引资的背景下，随着不少传统高耗能的制造业开始向中西部迁移（西部电价等更低，对高耗能行业吸引力更大），比如此前很多虚拟货币挖矿项目、电解铝企业就搬迁到西部电力资源丰富的省份，这就使得中西部省份自身对电的消耗大幅增加。

从数据上看，2020 年在传统制造业等的拉动下，云南、四川、甘肃、内蒙古、西藏等 5 个西部地区的省份，用电量增速保持快速增长，分别为 11.8%、8.7%、6.8%、6.8%和 6.3%，位于全国前 5 位。

在大宗商品涨价，部分的地区出于经济的考虑引入高耗能企业的背景下，今年上半年个别省份的能耗自然也就上去了。

图 4. 上游企业营业收入利润率大幅走高



资料来源: wind, 红塔证券

上面我们说的都是能耗方面的，最后这里我们再来分析一下电力的供给端。今年的限电最早其实在 5 月份就已经开始了，之所以限电，除了因为夏季居民生活用电增加之外，很大程度上也与发电能力不足相关。

中国目前发电结构主要是以火电为主，配合水电、风电、太阳能等清洁能源。2020 年今年火电占全部发电量的比重为 77.6%，水电占比为

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_27026

