



卢平：PPI 下行买什么？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 卢平

我们发现，在以往 PPI 大幅上涨之后，家电原料成本指数也会有较大的上涨，家电出厂价随后上涨。在 PPI 下降时期，家电原料成本指数快速下降，而家电出厂价存在粘性，促进家电企业盈利改善。在宽货币后期，随着货币政策作用边际走弱，政府宽财政的可能性上升，这将促进银行的信贷扩张。



摘要：

前期 PPI 大幅上涨，预期 2022 年会有较大幅度回归，即 PPI 即将面临下行趋势。在行业投资选择方面，在 PPI 上涨较快的时期，高景气度行业集中在采掘、有色等行业。在 PPI 下降的区间，应该选择什么行业配置呢？本文从 2008 年以来所有 PPI 下降时期的各板块涨跌幅情况出发，统

计出家电、银行板块是在 PPI 下降时屡次跑赢大盘的两个板块。接着，文章详细分析了银行、家电板块出色的股价表现与 PPI 下降之间的逻辑关系。

家电：我们构建了空调、冰箱、洗衣机三个主要的白色家电原料成本指数。我们发现，在以往 PPI 大幅上涨之后，家电原料成本指数也会有较大的上涨，家电出厂价随后上涨。在 PPI 下降时期，家电原料成本指数快速下降，而家电出厂价存在粘性，促进家电企业盈利改善。

银行：PPI 走势对货币政策具有较强的指导意义。PPI 与工业利润挂钩。在 PPI 下行时期，工业利润同时走低，经济承压。在这种时候，放宽货币政策的可能性较大。我们把货币政策的变化划分为：宽货币前期、宽货币后期。在宽货币前期，银行间狭义流动性的充裕降低了银行资金负债端成本、短端长端利率弹性不同导致的利率走陡促进了银行利差修复，这些都有利于银行基本面的改善。在宽货币后期，随着货币政策作用边际走弱，政府宽财政的可能性上升，这将促进银行的信贷扩张。

一、 PPI 下降时期屡次跑赢大盘的板块

自 2005 年以来，我国 PPI 经历了 3 个完整的周期。每一次 PPI 的周期变化都对各行业的景气度产生重大影响，从而带来行情的分化。按照谷-谷的划分方法，我们可以将 PPI 的 3 个周期划分为：第一轮周期为 2007 年 11 月-2009 年 5 月；第二轮周期为 2009 年 5 月-2015 年 11 月；第三轮周期为 2015 年 11 月-2019 年 5 月。每一个周期都包含了 PPI 上升和 PPI 下降两个过程。

图 1: 我国 PPI 走势图



资料来源: Wind, 北信瑞丰基金

从 2015 年以来 PPI 的 3 个完整周期里分别选出 PPI 持续下行的三个时期, 统计各板块的涨跌情况。我们发现, 在三次 PPI 下行区间均跑赢市场 (以沪深 300 为基准) 的板块只有银行、家电两个板块。

表 1: 3 次 PPI 下降时期跑赢 2 次以上的各板块的涨跌幅情况

%	区间涨跌幅(总市值加权平均) 2008.08.01- 2009.07.01	区间涨跌幅(总市值加权平均) 2011.07.01- 2015.09.01	区间涨跌幅(总市值加权平均) 2017.02.01- 2020.05.01	跑赢市场 次数
CS 银行	16	50	18	3
CS 家电	22	71	36	3
CS 电力设备及 新能源	33	19	-25	2
CS 国防军工	19	79	-26	2
CS 房地产	58	70	-14	2
CS 传媒	17	202	-45	2
CS 医药	18	73	15	2
CS 电子	12	68	30	2
CS 建筑	22	77	-34	2
CS 建材	19	-13	45	2
CS 汽车	39	40	-25	2
CS 农林牧渔	-7	34	37	2

资料来源: Wind, 北信瑞丰基金

图 3: PPI 与滞后 8 个月 M1

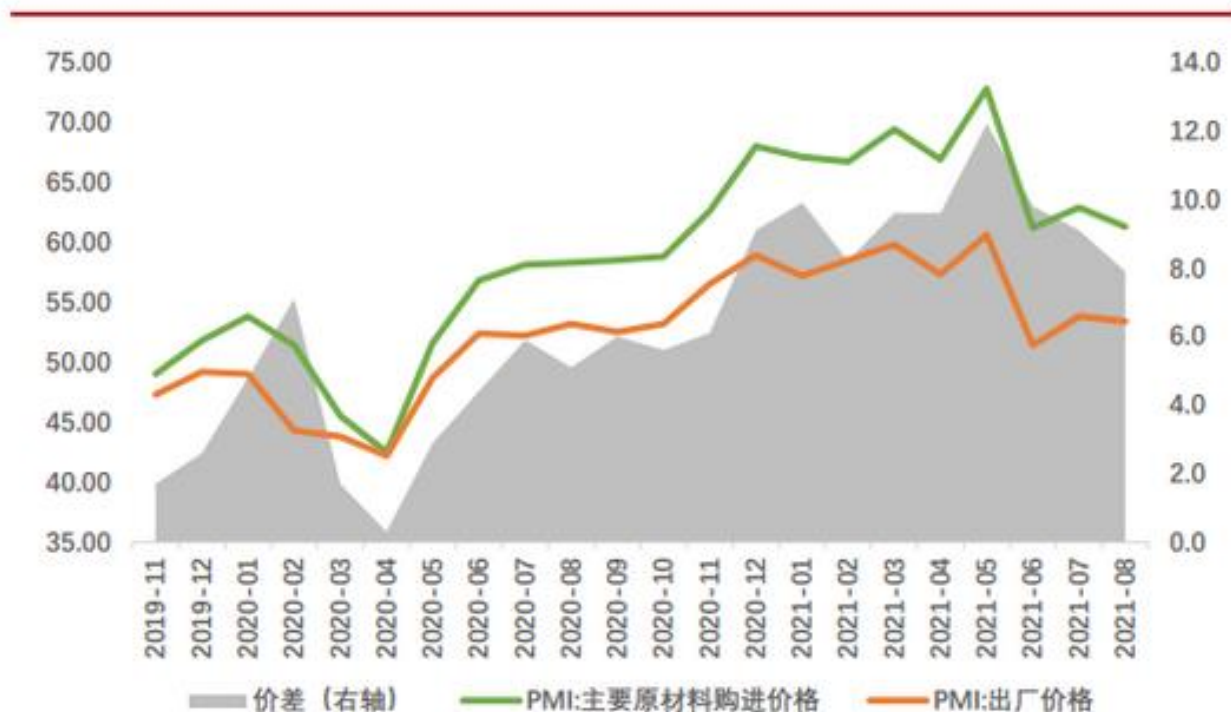


资料来源: Wind, 北信瑞丰基金

当前, PPI 处于历史高点, 位于 2005 年以来的第 4 个周期的中部。就宏观逻辑而言, PPI 主要与煤炭、有色、钢铁和化学制品的供需关系以及货币情况有关。货币情况方面, 通过观察 M1 同比增速数据和 PPI 同比数据, 我们发现后置 8 个月的 M1 增速与 PPI 的拟合度较高。由此可见由于货币政策的传导, M1 可作为 PPI 的先行指标。M1 同比增速已于 2021 年 1 月左右见顶并开始回落, 后续 PPI 见顶回落的概率较大。供给方面, 随着“纠正‘运动式减碳’”和一系列保供政策的推行, 有色、煤炭等工业品的供给缺口有望缩窄。需求方面, 受出口订单下降和内需恢复较慢的影响, 我国制造业扩张速度减慢, 后续对上游原材料的需求可能将持续走弱。8 月份, 主要原材料购进价格 PMI 已呈现继续回落的态势, PPI 上冲或已接近尾声。我们判断, 未来 PPI 上冲的动能有所减弱, PPI 见顶回落的拐

点或将到来。未来，银行、家电板块或将受益于 PPI 下降带来的宏观经济条件变化，从而迎来板块的布局机会。

图 1: PMI 价差



资料来源: Wind, 北信瑞丰基金

二、家电行业分析

1、家电原材料成本指数

家电所使用的原材料种类较多，单一某种原材料的价格变化情况难以反映家电原材料成本的整体变化情况。为分析上游原材料价格变化对家电行业盈利的影响，我们首先构建了家电原材料成本指数，以反映家电原材料成本随时间变化的整体情况。

(1) 家电原材料成本指数构建

某种家电的原材料成本指数=基点×该种家电在所考察的其他时点的原材料成本/该种家电在基期时的原材料成本

以 2007 年 12 月 31 日为基期，1000 点为基点构建家电原材料成本指数：

用 t_0 表示基期 2007 年 12 月 31 日，用 t_1 表示所考察的其他时点；

用 N_i 表示某种家电的原材料 i 的使用量，用 $P_-(t, i)$ 表示该种原材料在时间 t 的平均价格，用 C_t 表示该种家电产品在时间 t 的原材料成本；

则该种家电产品在基期 t_0 的原材料成本可以表示为：

$$C_-(t_0) = \sum_{i=1}^n [(N)_i \times P_-(t_0, i)] \quad (1)$$

该种家电产品在时间 t_1 的原材料成本可以表示为：

$$C_-(t_1) = \sum_{i=1}^n [(N)_i \times P_-(t_1, i)] \quad (2)$$

由 k_i 表示原材料 i 的成本在该种家电产品原材料成本中的平均占比

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_28058

