

旬度经济观察

——工业品价格重启上行趋势

袁方¹

2020年11月30日

内容提要

随着存货去化的结束，11月以来存货和终端需求的走强共同推动工业品价格大幅上行，这一趋势在未来一个季度或将延续。

三季度人民币贷款加权平均利率触底回升，信贷增速维持高位，这一量价组合反映出实体经济信贷需求在三季度出现明显扩张，与8月以来加速恢复的经济数据形成印证。

当前经济仍处于“填坑”状态之中，这一加速恢复的态势将对上市公司盈利形成支撑，也持续对债券市场的收益率中枢带来向上的压力。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

¹ 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

一、经济延续 8 月以来的恢复态势

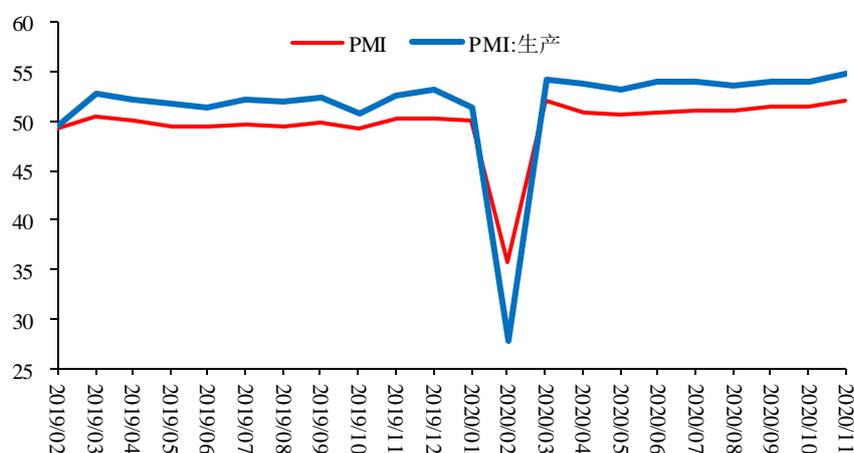
11 月 PMI 为 52.1，较上月大幅回升 0.7 个百分点。分项来看，生产、新订单明显走强，进口、新出口订单也出现回升。

从高炉开工率、粗钢产量、发电量等生产数据，以及商品房、乘用车等消费数据来看，经济回升的趋势仍在延续。

与此同时，主要原材料购进价格大幅上升 3.8 个百分点，流通领域生产资料价格、南华工业品价格均出现明显上涨。

这一量价组合反映出需求的恢复在持续推动经济加速扩张，存货的摆动在边际上强化了这一趋势。

图1: PMI 和 PMI 生产指数, %



数据来源: Wind, 安信证券

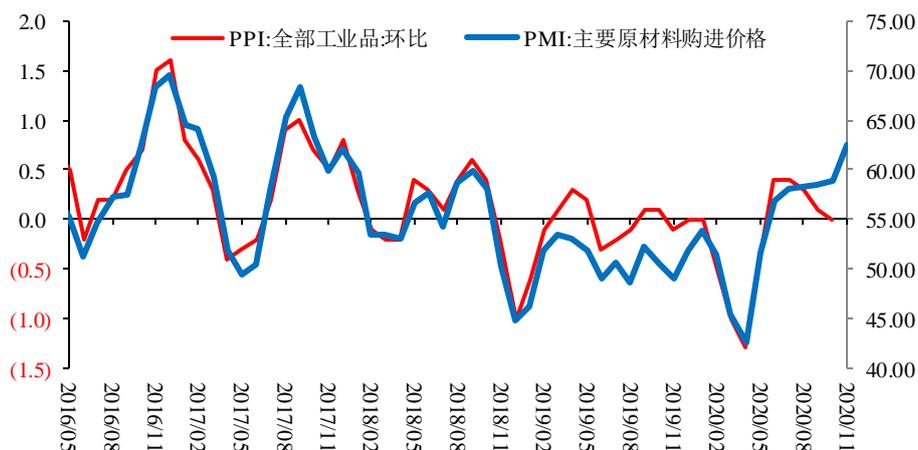
当前国内主要的经济数据都在经历“填坑”的过程，即增速超过疫情前的水平，来完成疫情期间推迟的交易。因此上市公司近期资本开支的扩张，投资活动的加速更多是短期的“填坑”行为，不具备长期性。从工业、房地产投资、限额

以上社会消费品零售数据“填坑”的情况来看，制造业投资增速有望在当前位置维持甚至小幅向上。

与工业、投资相比，消费领域恢复的进展相对缓慢，尤其是限额以下的社会消费品零售还远未恢复至疫情前水平。考虑到中低收入群体边际消费倾向的恢复，以及中低收入群体收入的改善，限额以下消费品零售的恢复有望延续。

往后看，经济“填坑”状态的结束主要表现为各领域的累计增速回到或者接近疫情前水平，随后经济将回落到新的增长中枢上，这一新的中枢或许略低于疫情前水平。从这个角度来看，当前经济加速恢复的状态有望延续至明年一季度。

图2: PPI 环比和 PMI 主要原材料购进价格指数, %



数据来源: Wind, 安信证券

二、工业品价格重启上行趋势

11月工业品价格出现普遍回升，铜、铁矿石、螺纹钢、焦炭、石油价格表现强劲，与此同时水泥、流通领域生产资料价格上涨。

如何理解11月以来工业品价格的加速上涨？

无论是国内供应主导的螺纹钢、焦炭，还是海外供应主导的铜、铁矿石，11月以来并没有出现供应的急剧收紧，相反全球供应在逐步恢复，因此供应层面的

变化或许不是导致 11 月价格大幅上涨的主因。不过工业品产能扩张近几年的系统性放缓，叠加疫情对生产的扰动，确实导致今年整体工业品库存偏低、供应偏紧，这使得工业品价格在方向上易涨难跌。

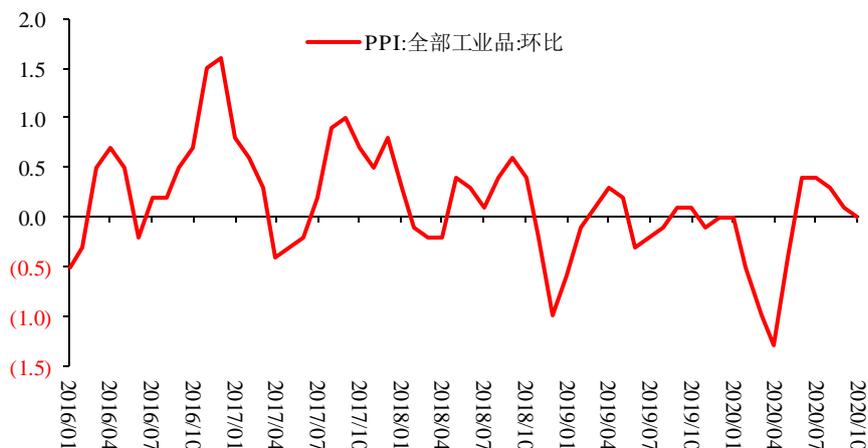
今年 8 月以来，随着国内民众对疫情的担忧大幅缓解，私人部门投资和消费意愿快速恢复，经济加速扩张。但如果 8 月以来终端需求的扩张是导致工业品价格上涨的主要力量，为何经济的加速扩张 8 月已经启动，而工业品价格的普遍上涨发生在 11 月？

我们倾向于认为存货的摆动是导致工业品价格上涨滞后的主要原因。在经历了 4-7 月的存货回补以后，8-10 月份存货进入逐步去化的过程，而与此同时 8 月份终端需求开始恢复。存货去化叠加终端需求恢复的结果是，短期之内工业品价格趋于向下，但是底部的深度更浅，下行的持续时间更短。11 月开始，随着存货去化的结束，存货和终端需求对价格的影响趋同，工业品价格出现大幅上行。实际上，如果我们观察受存货影响较弱的水泥价格、以及流通领域生产资料价格，它们价格的上涨从 8 月已经开始。

历史上 PPI 环比 3-6 个月的周期性波动主要反映出存货摆动的影响，从这个角度来看，未来一个季度存货的回补以及终端需求的恢复，将持续推动工业品价格上行。

展望明年，全球需求复苏的方向相对确定，一旦疫苗大规模推广使用，需求的恢复可能会在一段时间内出现加速；由于疫情在海外延续时间较长，可能导致部分产能永久性去化，进而带来资本存量的下降，这也会使得供应的响应需要更长的时间。在这一供需背景下，我们对明年工业品价格的前景相对乐观。

图3: PPI 环比, %



数据来源: Wind, 安信证券

三、货币政策中性的基调维持

最新公布的三季度货币政策执行报告显示, 三季度人民币贷款加权平均利率以及一般贷款利率, 较二季度均出现回升, 与此同时三季度信贷增速维持高位, 这一量价组合反映出实体经济信贷需求在三季度出现明显扩张, 与 8 月以来加速恢复的经济数据形成相互验证。

三季度货币政策执行报告指出“把好货币供应总闸门”, “保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”, “既保持流动性合理充裕, 不让市场缺钱, 又坚决不搞‘大水漫灌’, 不让市场的钱溢出来”。这些表述意味着, 随着中国经济率先恢复正常, 央行货币信贷将从过去异常宽松的状态转入中性的状态, 事实上这一转变已经在发生, 明年整体的货币信贷环境将维持中性的状态, 信贷和社融的增速将缓慢回落。但类似 2018 年的信贷紧缩预计较难出现。

此外央行还提及“保持宏观杠杆率基本稳定”, 今年中国宏观杠杆率的上行一半源自分母端经济的异常收缩, 一半源自疫情状态下信贷的扩张。明年随着经

济逐步正常化，名义 GDP 增速有望超过 10%，而社融、信贷增速略高于名义 GDP 增速两个百分点左右，这一组合会使得明年宏观杠杆率大致持平。从这个角度看，央行通过系统性收紧货币信贷的手段来控制杠杆率的必要性较低。

我们倾向于认为未来几年政府主动去杠杆的主要路径仍然是财政去杠杆，即约束地方政府、国有企业的资产负债率。与此同时，从“永煤”事件的解决进程来看，未来政府可能会继续通过市场化手段实现部分国企债务的出清，加强市场化约束，但也会采取及时的手段防范系统性金融风险。国企刚性兑付的打破，短期之内会对市场风险偏好形成冲击，长期之内有助于纠正市场定价体系，降低民营企业融资成本，这对资本市场和实体经济的影响偏正面。

11 月下旬以来，“永煤”事件对债券市场的冲击逐步减弱，短端和长端国债收益率均出现小幅回落，国企、民企产业债利差经历了大幅走阔后开始企稳。随着“永煤”事件的影响被逐步吸收，市场的关注将逐步回归到经济基本面上。

观察高频生产和消费数据，当前经济仍处于第二波恢复之中，消费和制造业投资复苏的动能尚未衰减。从“填坑”的角度来看，经济恢复的动能将持续到明年一季度。这或许意味着债券市场收益率中枢的下行仍需等待。

图4：10年国债和国开债收益率，%



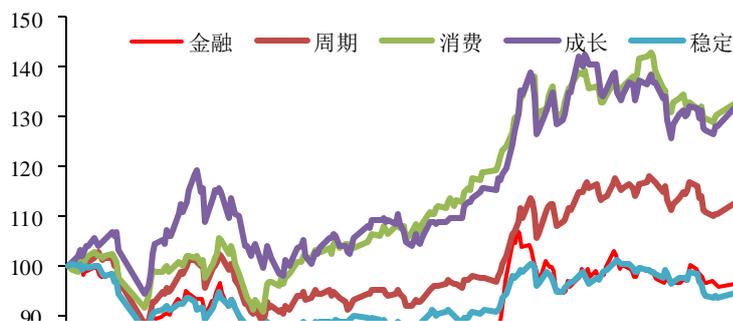
数据来源：Wind，安信证券

11 月以来，随着工业品价格的加速上涨，周期板块表现强势，有色、钢铁、化工等行业涨幅领先，沪深 300 指数一度创年内新高。

周期板块的上涨能够持续多久？这主要取决于工业品价格的普遍上涨何时终结。我们倾向于认为，这一轮工业品价格的上涨主要源于终端需求恢复叠加库存回补。未来一个季度存货的回补以及终端需求的恢复，将持续推动工业品价格上行，因此周期板块的上涨在年底前或许仍能延续。

整体而言，8 月以来在信贷供应维持中性的背景下，私人部门消费、投资的快速恢复导致广谱利率上行，进而对权益市场估值形成压制，同时经济的恢复最终带动工业品价格上涨，以及相关上市公司盈利加速修复。估值下沉与基本面恢复的力量使得指数维持中枢震荡，这一趋势短期之内或难终结。

图5：各板块指数表现



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_1196

