宏观

证券研究报告

2021 年 10 月 14 日

天风问答系列：如何看待当前的滞胀预期?

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

原材料价格上涨是否会造成滞胀?

一方面，原材料价格的上涨会挤出制造业的利润，加剧消费力的低迷，形成生产国的衰退；另一方面，上游价格会通过可贸易品出口对外传导，形成消费国的滞胀。

能源价格上涨能持续多久?

煤炭和天然气涨价的持续性，在于各种影响短期供求的因素能持续多久，比如冬季是否出现异常天气、供给瓶颈在价格信号和政策干预下能否缓解、博弈根源问题能否得到解决等。但是油价上涨并非来自于短期供求错配，OPEC+控制力的增强使得长期中枢重新开始上升

全球供给瓶颈是否可能长期存在?

全球供给瓶颈主要出在了供应渠道和运输效率上，并不会长期存在，但也不会很快消失。扫除障碍既需要时间，也需要各国协作控制疫情。

当前环境下货币会不会收紧?

原材料价格上涨造成消费国的滞胀和生产国的衰退。四季度国内流动性边际放松，但海外流动性边际收敛，内外流动性环境形成鲜明反差。

为何周期股和商品期货走势背离?

这是两个市场对于不同时间维度上的事实的定价。商品价格反映短期的供求错配，股票价格体现了长期的盈利信心。

当前环境下如何交易?

四季度国内主要的交易逻辑是“衰退预期和流动性边际放松”，约束是原材料涨价和毛利率下降，因此投资机会聚焦在能够提高附加值、顺应产业升级趋势的细分领域；海外主要的交易逻辑是“滞胀预期和流动性边际收敛”，约束是生产效率和供应瓶颈，因此投资机会在于解除供给瓶颈、提高生产效率的行业，例如能源、必需消费、消费服务等。

考虑到能源价格失控、央行被迫收紧货币的可能性，还需要持有一些能源品和低估值高股息股票作为风险对冲的工具。

风险提示：国内疫情防控压力超预期；政策倾斜力度不及预期；美联储货币政策超预期收紧

问：原材料价格上涨是否会造成滞胀？

答：取决于国家在全球产业链中的具体分工是资源国、生产国、还是消费国。**中国是一个典型的生产国，居民的消费力主要依赖生产环节的利润分配，因此判断原材料价格上涨对中国经济的影响，核心是观察生产环节的利润如何分配。**

以 8 月工业企业利润为例，在 PPI 同比继续上行的情况下，工业利润增速较 7 月出现回落，但采矿业和原材料制造业的利润占全部工业利润的比重已经超过 40%，环比提升 0.8%，同比提升 13.4%，达到近年最高水平。对比今年一二季度制造业毛利率的变动，原材料制造提升最多；装备制造毛利率基本不变，其中专用设备、汽车制造、通用设备和运输设备毛利率分别下降 0.4%、0.4%、0.2%和 0.2%；消费品制造整体毛利率下滑 1.5%，表明上游在持续挤占中下游的利润。

工业上下游利润结构的失衡既造成了工业产出和产能利用率的下滑，二季度专用设备、化学纤维、食品制造等行业产能利用率分别较一季度下滑了 2.1%、1.8%和 1.4%；**又造成了居民收入增速放缓和消费意愿不足，进而导致上游原材料价格对下游消费品价格传导不畅，PPI 和 CPI 的裂口持续扩大。**此外，10 月 8 日国常会指出，在稳定居民、农业、公益性事业电价前提下，将市场交易电价上下浮动范围由分别不超过 10%、15%，调整为原则上均不超过 20%，这种工业用电和居民用电的不对称提价也会拉大 PPI-CPI 剪刀差。

总结来看，一方面，原材料价格的上涨会挤出制造业的利润，加剧消费力的低迷，形成生产国的衰退；另一方面，上游价格会通过可贸易品出口对外传导，形成消费国的滞胀。

问：能源价格上涨能持续多久？

答：煤、气、油的情况不一样。

中国缺煤和欧洲缺天然气的原因相似，都是短期需求转移和供给约束导形成了供需错配，错配又被博弈因素放大：（1）风力、水电发电锐减导致需求转移；（2）进口受限和国内生产事故形成供给短板；（3）中长期压缩资本开支影响产能对价格的响应时间；（4）定价机制或地缘政治等博弈动机将问题扩大化。**煤炭和天然气涨价的持续性，在于各种影响短期供求的因素能持续多久，比如冬季是否出现异常天气、供给瓶颈在价格信号和政策干预下能否缓解、博弈根源问题能否得到解决等。**

但是油价上涨并非来自于短期供求错配，而是气价带动。油价的主要矛盾是疫情和碳中和加速了全球原油的长期供给结构变化，OPEC+由于不用担心高油价会刺激页岩油大规模增产，对原油的控制力增强，因此**油价的长期中枢重新开始上升。**

问：全球供给瓶颈是否可能长期存在？

答：**不会长期存在，但也不会很快消失。**

除能源价格上涨外，滞胀的另一个担忧来自于供给瓶颈是否可能长期存在。全球供应链环环相扣，但凡有一个环节掉链子，整体效率都会受到拖累，疫情以来受各种因素影响，全球供应链维持紧平衡，最典型的代表是半导体产业的缺芯成为了汽车生产和销售下滑的重要因素。

供应瓶颈既可能来自于短期供求失衡，也可能来自于长期产能不足。从美国的数据看，美国生产商的库存水平已经恢复到疫情之前，但产能利用率没有完全恢复，说明**约束供给的原因不是长期产能不足；**美国零售商的库存水平远低于疫情前，同时 PMI 生产商交付时间和港口船舶拥堵情况都远高于疫情之前，说明**供给瓶颈主要出在了供应渠道和运输效率上。**供应渠道的拥堵和运输效率的下降虽然不是长期问题，但也需要各国疫苗覆盖率共同提升后才能解决。因此，当前的供给瓶颈并不会长期存在，但扫除障碍既需要时间，也需要各国协作控制疫情。

问：当前环境下货币会不会收紧？

答：**原材料价格上涨造成消费国的滞胀和生产国的衰退。**

对于消费国，由于非典型滞胀是由供给而非需求推动，因此货币政策也与经典滞胀时期的紧缩周期不同，对于通胀的关注下降。主要央行依然坚持通胀是暂时性的，偏向于财政主导与货币配合的组合，对退出宽松保持谨慎。鲍威尔在释放 Taper 预期的同时始终强调“距离加息很遥远”。

对于生产国，生产受到运输瓶颈和限电的影响，利润被原材料价格上涨挤出。消费疲弱之下，经济下行压力加大，稳增长政策进一步加码，货币政策将维持宽松。

四季度国内流动性边际放松，但海外流动性边际收敛，内外流动性环境形成鲜明反差。

问：为何周期股和商品期货走势背离？

答：**这是两个市场对于不同时间维度上的事实的定价。商品价格反映短期的供求错配，股票价格体现了长期的盈利信心。**

以煤炭为例，动力煤期货价格新高，反映了期货市场对于短期能源供求错配难解的确定性；煤炭股指数 9 月以来从高位回落了 17.5%，体现了股票市场对于国内需求的悲观预期，认为周期必然会随供给释放和需求回落而均值回归。

问：当前环境下如何交易？

答：消费国滞胀和生产国衰退的差异是资产定价的核心，具体定价将围绕基本面和流动性的差异来展开。**四季度国内主要的交易逻辑是“衰退预期和流动性边际放松”，海外主要的交易逻辑是“滞胀预期和流动性边际收敛”。**内外经济背景和流动性背景的差异，导致市场分化也在加大。

海外约束是生产效率和供应瓶颈，因此投资机会在于解除供给瓶颈、提高生产效率的行业，例如能源、必需消费、消费服务等。国内约束是原材料涨价和毛利率下降，因此投资机会聚焦在能够提高附加值、顺应产业升级趋势的细分领域，例如能够向外转移成本压力的出口优势性行业（细分行业全球市占率高的隐形冠军），以及受益于国内流动性宽松的内需成长性行业（新能源、创新药等，和安全、能源、自主可控、国产替代有关，和宏观需求关系不大）。

在海外流动性边际收敛的环境下，全球市场的波动也在加大，如果能源价格真的失控，并产生了通胀螺旋，那么央行可能被迫收紧货币抑制通胀预期（虽然对能源价格用处不大），因此**也需要持有一些能源品和低估值高股息股票作为风险对冲的工具。**

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上

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_27812