

经济隐患仍在

——每周一图之经济系列

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2022年04月05日

投资摘要:

3月来看,实体经济上游价格上涨,下游需求走弱。3月上游大宗商品价格普遍上涨,大宗商品价格指数(总指数)突破200大关,3月18日上升至203.05(年内次高点),较去年同期相比增长14.4%。分行业看,各行业价格指数均呈上涨趋势,截止3月28日,Brent、WTI原油均价分别为117.7美元/桶和105.96美元/桶,月环比分别上升了13.5%和10.7%,铜铝偏强上行,铜价、铝价月环比分别增长了2.5%和4.5%。

• 3月有色金属价格普遍上行,其中铜、铝价格均震荡上行。3月俄乌冲突接连恶化、谈和并反复,带动大宗商品价格剧烈波动。地缘冲突背景下,各国加大资源品抢购与储备,同时受国际油价上涨影响,各国增加对新能源、新基建等有色金属板块的资金投入,叠加能源价格上涨的影响,大宗商品价格上升趋势明显,其中铜铝偏强上行。但短期美联储鹰派、俄乌阶段缓和以及对有色金属价格有所压制,铜价上涨承压。中期供给端产能扩张仍需时间与空间,下有支撑。

• 3月末Brent、WTI原油均价小幅回落但仍高位。里海管道联盟(CPC)输油管道中断、沙特石油设施遭袭以及美股原油库存下降,叠加俄乌谈判未取得进展,加剧了市场对于原油供给短缺的担忧,3月份原油价格大幅上涨,逼近前高位。至月末,俄罗斯停止在基辅、切尔尼戈夫附近的军事活动,为新一轮对话提供可能,原油价格应声回落。同时,全球新冠疫情复燃,尤其中国疫情短期未见拐点,线下消费交通等仍受制约,原油需求趋弱。

大宗商品价格上涨原因有三,其一,供给端,俄乌冲突影响大宗商品的供给,对供给收紧持续担忧。其二,供需两端缺口仍在,结构偏紧。其三,国内稳增长政策对需求端有所提振。

• 供给端,俄乌是全球大宗商品贸易的主要供应方。3月俄乌冲突陷入僵局,使大宗商品市场受到干扰。多国博弈螺旋升级,由于西方对俄罗斯的制裁,引发对原油供应短缺的情绪持续上涨,3月原油价格大幅上涨。市场情绪不稳定,各国加大资源品抢购与储备,同时受国际油价上涨影响,各国加大对新能源、新基建等有色金属板块的资金投入,叠加能源价格上涨的影响,大宗商品价格上升趋势明显。

• 供需两端结构偏紧。除季节性干扰外,南美资源国家还受疫情、新冠疫苗接种率低的影响,对矿产开采和运输造成压制,增量放缓;需求端,尽管发达国家量化宽松政策接近收尾,但高企的居民储蓄率或仍使得对大宗商品的的需求维持高位。供需失衡推动大宗商品价格上涨。

• 稳增长政策提振黑色工业品价格。除外围市场影响外,国内稳增长政策也为大宗商品价格提供支撑,以黑色系商品如焦煤、焦炭为主。财政前置背景下,基建上升势能明显,迎来“开门红”,工业品需求改善带动价格共振上涨。

中游走势趋缓,3月出口不容乐观,地缘冲突叠加国内疫情干扰,1-2月出口同比增长16.3%后,3月出口或将放缓,经济预期下降,外需拉动减弱,集、散运表现不佳,CCFI和BDI指数均降。

• 本周BDI指数、CCFI指数均降。3月14日BDI指数达到短期高点2727点后,开始下降,至29日降至2417点,但仍高于同期水平。受到国内疫情和地缘冲突影响,3月CCFI、BDI指数持续回落,俄乌冲突造成欧洲能源短缺,经济承压,外需减弱,我国出口水平将回落。截止3月25日,CCFI回落至去年12月初的水平,外围需求放缓并新兴经济体生产能力恢复或对我

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号:S1660519040001

刘雅坤

研究助理

SAC执业证书编号:S1660120080015

liuyakun@shgsec.com

GDP及三个产业季度累计增幅



资料来源:WIND,申港证券研究所

- 1、《中美利差持续收敛:——每周一图之经济系列》2022-03-27
- 2、《绿色信贷对社会融资贡献几何:每周一图之经济系列》2022-03-21
- 3、《大跌背景下 市场底离政策底有多远:——复盘A股市场历次大跌》2022-03-16
- 4、《政策宽松空间值得期待:2月金融数据点评》2022-03-13
- 5、《警惕输入性通胀重来风险:2月通胀数据点评》2022-03-09

国出口不利影响。

下游终端保持疲态，疫情对消费反复冲击，复苏乏力。房地产市场景气度仍未明显好转，商品房销售土地成交仍低迷。乘用车批发、零售销量双双下行，增速转负，需求端趋弱。房地产市场，截止 2 月数据商品房销售土地成交仍低迷，但边际改善政策在持续推进，3 月首套房贷持续下降，达到 5.28%（前值 5.39%），后期系列政策仍有望提振市场信心。受到国内新冠疫情的影响，乘用车需求端受压，3 月以来乘用车批发、零售销量双双由正转负，截止 3 月 27 日，乘用车批发、零售同比下降 5% 和 29%（前值分别为 -21% 和 -29%）。

风险提示：超预期宏观经济变化、需求回暖强度、二次疫情爆发及疫苗进度等。

2022 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E
实际 GDP	6.7	6.1	1.6	8.1	5.2
名义固定资产投资	5.9	5.4	2.9	4.9	4
名义社会零售总额	8.16	8	-3.5	12.5	6
CPI	2.1	2.9	2.5	0.9	1.9
PPI	3.54	-0.32	-1.5	8.1	4
出口	7	5	4	29.9	10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.89	7.01	6.5	6.37	6.2

资料来源：WIND，申港证券研究所，

内容目录

1. 实体经济上游价格上涨 下游需求走弱.....	4
1.1 上游大宗商品价格普遍上涨.....	4
1.2 下游终端需求增速走弱.....	5

图表目录

图 1: 3 月末原油价格小幅回落 (单位: 美元/桶)	4
图 2: BDI 指数和 CCFI 指数 (单位: 点)	5
图 3: 首套房贷平均利率 (单位: %)	6

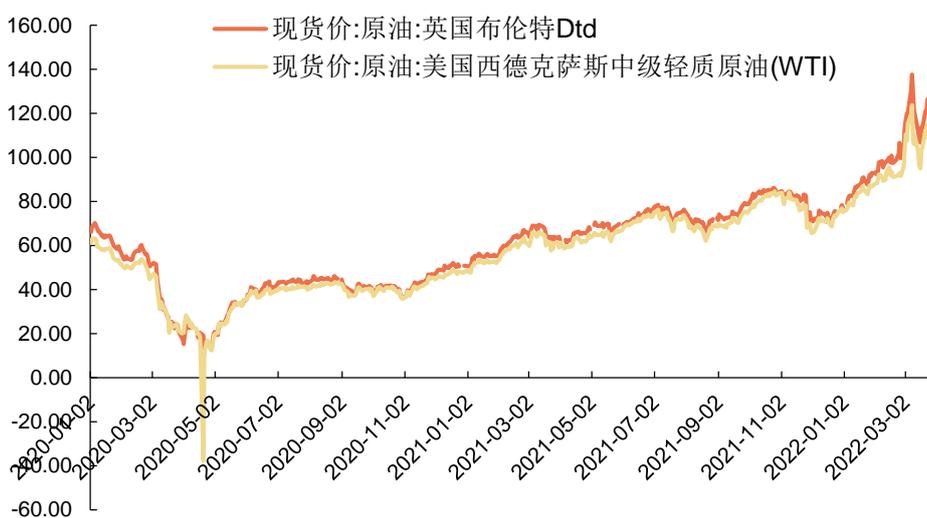
1. 实体经济上游价格上涨 下游需求走弱

1.1 上游大宗商品价格普遍上涨

3 月上游大宗商品价格普遍上涨，大宗商品价格指数（总指数）突破 200 大关，上升至 203.05（3 月 18 日），较去年同期相比增长 14.4%，分行业看，各行业价格指数均呈上涨趋势，截止 3 月 28 日，Brent、WTI 原油均价分别为 117.7 美元/桶和 105.96 美元/桶，月环比分别上升了 13.5% 和 10.7%，铜铝偏强上行，铜价、铝价月环比分别增长了 2.5% 和 4.5%。

- ◆ 3 月有色金属价格普遍上行，其中铜、铝价格均震荡上行。3 月俄乌冲突恶化、谈判未取得进展，市场情绪不稳，带动大宗商品价格剧烈波动。地缘冲突背景下，各国加大资源品抢购与储备，同时受国际油价上涨影响，各国增加对新能源、新基建等有色金属板块的资金投入，叠加能源价格上涨的影响，大宗商品价格上涨趋势明显，其中铜铝偏强上行。但短期美联储鹰派信号对有色金属价格有所压制，铜价上涨承压。长期供需趋宽，为价格上涨提供支撑。
- ◆ 3 月末 Brent、WTI 原油均价小幅回落但仍在高位。里海管道联盟（CPC）输油管道中断、沙特石油设施遭袭以及美股原油库存下降，叠加俄乌谈判未取得进展，加剧了市场对于原油供给短缺的担忧，3 月份原油价格大幅上涨，逼近短期高位。至月末，俄罗斯停止在基辅、切尔尼戈夫附近的军事活动，为新一轮对话提供可能，原油价格应声回落。同时，原油需求趋弱，全球新冠疫情复燃，尤其中国疫情短期未见拐点，零冠政策抑制了消费，原油市场的需求前景不乐观，一定程度上对原油价格的持续上涨产生压力。

图1：3 月末原油价格小幅回落（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，申港证券研究所

大宗商品价格上涨原因有三，其一，供给端，俄乌冲突影响大宗商品的供给，对供给收紧持续担忧。其二，供需两端缺口仍在，结构偏紧。其三，国内稳增长政策对需求端有所提振。

- ◆ **供给端，俄乌是全球大宗商品贸易的主要供应方。**3月俄乌冲突陷入僵局，使大宗商品市场受到干扰。多国博弈螺旋升级，由于西方对俄罗斯的制裁，引发对原油供应短缺的情绪持续上涨，3月原油价格大幅上涨。市场情绪不稳定，各国加大资源品抢购与储备，同时受国际油价上涨影响，各国加大对新能源、新基建等有色金属板块的资金投入，叠加能源价格上涨的影响，大宗商品价格上升趋势明显。
- ◆ **供需两端结构偏紧。**除季节性干扰外，南美资源国家还受疫情、新冠疫苗接种率低的影响，对矿产开采和运输造成压制，增量放缓；需求端，尽管发达国家量化宽松政策接近收尾，但高企的居民储蓄率或仍使得对大宗商品的需求维持高位。供需失衡推动大宗商品价格上涨。
- ◆ **稳增长政策提振黑色工业品价格。**除外围市场影响外，国内稳增长政策也为大宗商品价格提供支撑，以黑色系商品如焦煤、焦炭为主。财政前置背景下，基建上升势能明显，迎来“开门红”，工业品需求改善带动价格共振上涨。

中游走势趋缓，3月出口不容乐观，地缘冲突叠加国内疫情干扰，1-2月出口同比增长16.3%后，3月出口或将放缓，经济预期下降，外需拉动减弱，集、散运表现不佳，CCFI和BDI指数均降。

- ◆ **本周BDI指数、CCFI指数均降。**3月14日BDI指数达到短期高点2727点后，开始下降，至29日降至2417点，但仍高于同期水平。受到国内疫情和地缘冲突影响，3月CCFI、BDI指数持续回落，俄乌冲突造成欧洲能源短缺，经济承压，外需减弱，我国出口水平将回落。截止3月25日，CCFI回落至去年12月初的水平，外围需求放缓对我国出口产生一定副作用。

图2：BDI指数和CCFI指数（单位：点）



资料来源：Wind，申港证券研究所

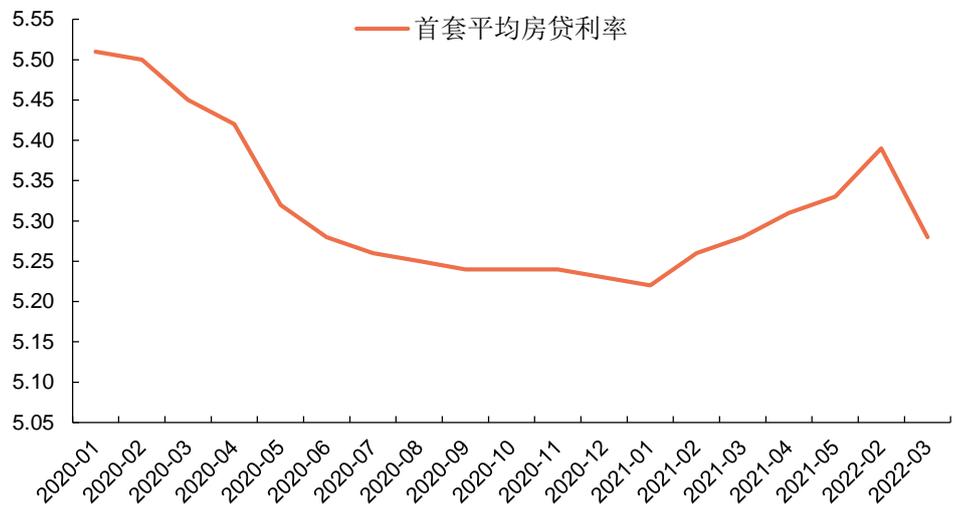
1.2 下游终端需求增速走弱

下游终端保持疲态，疫情对消费反复冲击，复苏乏力。房地产市场景气度持续下滑，商品房销售额大幅下降，1-2月销售额仅为15485.67亿元（前值181929.95），增

速穿负，达到-19.2%（前值 4.8%），土地成交低迷，房地产景气度仍低。边际改善政策持续推进，3月首套房贷持续下降，达到 5.28%（前值 5.39%），后期有望提振市场信心。乘用车批发、零售销量双双下行，增速转负，需求端趋弱。

- ◆ **3月乘用车批发、零售销量下降，增速转负。**受到国内新冠疫情的影响，乘用车需求端受压，3月以来乘用车批发、零售销量双双由正转负，截止3月27日，乘用车批发、零售同比下降5%和29%（前值分别为-21%和-29%）。
- ◆ **开年以来，商品房销售额大幅下降，2月商品房销售额增速穿负，土地成交低迷。**疫情扰动下，房地产市场仍未好转。3月首套平均房贷利率下降，单月降幅大幅增加，边际改善政策持续。1-2月商品房销售价格持续回落，增速穿负，也是自2020年8月以来首次穿负，房地产市场持续走弱。3月以来，各地“因城施策”背景下，全国103个重点城市首套房贷利率和二套房贷利率环比明显回落，3月全国平均首套房贷利率达到 5.28%（前值为 5.39%），在“稳增长”的背景下，边际改善政策不断出台，后续房地产景气度有望回升。

图3：首套房贷平均利率（单位：%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上