



宏观研究

【粤开宏观】大宗商品由盛而衰：原因、趋势及影响

2022年09月02日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】这次不一样，非对称降息的政策信号与约束》2022-08-22

《【粤开宏观】财税中国系列山东篇：经济转型的“大象”，财政的特点与难点》2022-08-22

《【粤开宏观】房地产风险的化解之道》2022-08-24

《【粤开宏观】中美达成审计监管协议，中概股或将云开月明》2022-08-27

《【粤开宏观】鹰派的回归及影响：8月杰克逊霍尔央行年会点评》2022-08-29

摘要

今年俄乌冲突爆发后，全球大宗商品的生产和贸易受到巨大冲击，催生了大宗商品的超级周期。而6月以来大宗商品价格大幅回调，国际油价、铜价、粮价普遍大跌，8月又出现技术性反弹。本次大宗商品大起大落的原因几何？究竟是供给侧的修复、需求侧的衰退还是流动性转变？接下来大宗商品走势是否会分化？又会对我国经济和产业造成哪些影响？

一、大宗商品为何由盛而衰？全球流动性与经济周期切换

今年大宗商品价格大起大落，依次经历了复苏-滞胀-衰退预期主导的三个阶段。大宗商品由盛转衰，直接原因在于全球流动性逆转，根本原因在于经济周期切换。

1、从商品属性来看，全球经济下行和衰退预期致使大宗商品需求弱化。一是国内方面，疫情局部爆发冲击中国经济，国内生产所需资源品需求下行，4月中国对石油、铜的需求脉冲式下滑。二是海外方面，美欧经济陷入滞胀，生产与消费需求全面走弱，6月大宗商品价格开始全面下跌。

2、从金融属性来看，全球流动性收紧是大宗商品由盛而衰的加速器。疫情后美欧超宽松的货币政策转向，6月美联储开始缩表，大宗商品走势加速逆转。一是美元指数与大宗商品价格存在跷跷板效应，美元流动性紧缩助推美元走强，压制大宗商品价格；二是商品期货市场的投机炒作情绪降温，多空力量趋于平衡，原油期货空头持仓比重迅速增加，原油价格回落。

二、铜价和油价回落的节奏为何不同步？

1、铜价与油价长期走势接近，但短期走势出现分化。近二十年以来布伦特原油价格与LME铜价相关系数高达70%。但今年全球滞胀周期中铜价与油价并不同步，铜价率先大跌，油价滞后一个多月才跟随下跌。今年以来国际油价累计上涨超20%，而国际铜价累计下跌超18%。

2、铜价与油价走势分化的原因，首先在于二者对经济周期的敏感程度不同。铜多用于基建、汽车、机械制造，铜需求与可选消费和制造业需求紧密相关，铜价对需求变化响应比较敏感。而原油既是燃料来源，也是工业品生产的起点，油价对通胀预期更为敏感，对下游需求的响应相对滞后。**其次，供给约束的差异加大了二者的背离。**铜生产与贸易受到本轮俄乌冲突的影响较小，供给侧扰动偏短期。而疫情以来原油供给的恢复一直较慢，俄乌冲突加剧了原油供应的紧张。直至7月产油国增产拉动全球石油供应量回升至1亿桶/天以上，才带动原油供给溢价逐步回落。

三、接下来大宗商品将会怎么走？整体价格中枢下移，品种间分化加大

1、未来大宗商品走势取决于流动性紧缩、需求端衰退、供给端冲击三方面因素。第一，流动性紧缩节奏变化影响短期走势，但中长期回归基本面定价。第二，全球加息周期不断加码，需求下行的长期趋势较为确定，大宗商



品价格中枢将震荡下移。**第三**，品种间供需预期差会产生结构分化。预计国际油价、国内煤价受供给约束影响相对偏强，而工业金属价格受需求下行主导相对偏弱，农产品价格受俄乌粮食贸易恢复影响回落。

2、原油：低库存、页岩油资本开支不足、欧洲能源缺口支撑油价韧性。一是当前原油库存处于历史较低水平，且补库尚不明显。二是美国页岩油资本开支受限，产能增量不足。三是欧洲天然气需求缺口增加原油替代性需求，天然气价格飙升或联动油价反弹。预计四季度油价中枢或保持在 90-100 美元运行。

3、黄金：通胀和衰退长期利好黄金。黄金在经济滞胀期与衰退期均有较强表现，自 1973 年以来的美国经济滞胀周期、衰退期中，黄金平均年化涨幅 32.2%、12.8%，高于商品、股票资产的涨跌幅。预计四季度美联储开始放缓加息节奏，黄金配置的窗口期将开启。

四、大宗商品由盛而衰对中国有何影响？

1、宏观上，缓解输入性通胀压力，但仍需警惕结构性通胀。我国当前面临的通胀是结构性通胀为主，输入性通胀为辅。PPI 方面，国际大宗商品价格回落，有望带动国内工业品价格回落。CPI 方面，成本通胀缓解并不意味着警报解除，猪周期上行或加剧食品价格上涨压力。若猪周期上行超预期，结构性通胀压力仍可能掣肘货币政策空间。

2、微观上，缓解中下游制造业成本压力，推动企业利润复苏。今年上半年大宗商品超级周期带动国内原材料价格上涨，中下游行业同时面临成本上升和需求收缩的压力。而随着国际油价中枢下移，中游制造和下游大宗消费有望迎来复苏，化工化纤、装备制造以及下游汽车、家电行业利润有望提升。

风险提示：全球地缘局势紧张增加不确定性；美联储紧缩对经济的冲击超预期；国内经济复苏进程受疫情拖累。



目 录

一、今年大宗商品为何由盛而衰？流动性紧缩压制金融属性，经济衰退预期冲击商品属性	4
1、商品属性：基本面矛盾从供给冲击转向需求放缓	4
2、金融属性：流动性紧缩压制商品价格	5
二、铜价与油价为何不同步？需求敏感性与供给约束的差异	7
三、大宗商品后续将怎么走？整体价格中枢下移，品种间分化加大	9
1、大宗商品由盛而衰，回归基本面定价，品种间分化加剧	9
2、原油：低库存、页岩油资本开支不足、欧洲能源缺口支撑油价韧性	10
3、黄金：经济滞胀与衰退期的保值资产	12
四、大宗商品由盛而衰如何影响中国经济？	13
1、宏观上，缓解输入性通胀压力，但仍需警惕结构性通胀对货币政策掣肘	13
2、微观上，改善企业盈利，缓解国内中下游行业压力	15

图表目录

图表 1：今年国际大宗商品指数先扬后抑	4
图表 2：今年 4 月中国对石油需求量大幅萎缩	5
图表 3：国际铜材 4 月开始出现供给小幅过剩	5
图表 4：美元指数突破 100，大宗商品价格承压	6
图表 5：今年 6 月以来国际 WTI 原油期货空头持仓比重迅速增加	6
图表 6：国际原油价格和铜价的历史走势相关性较高	7
图表 7：今年以来大宗商品涨跌幅中能源类明显好于金属类	7
图表 8：铜材需求与建筑、电力、制造业多个行业紧密相关	8
图表 9：俄罗斯能源出口份额较高	8
图表 10：国际原油供应量缓慢恢复	9
图表 11：今年全球制造业和服务业 PMI 处于下行通道	10
图表 12：美国今年大量投放原油储备，原油去库存	11
图表 13：今年美国页岩油钻井数仍未恢复至疫情前	11
图表 14：欧洲缺气或增加原油的替代性需求支撑油价	12
图表 15：黄金价格与实际利率负相关	13
图表 16：黄金价格在历史上的滞胀与通缩周期中涨跌幅靠前	13
图表 17：国际大宗商品指数与国内 PPI 同比变化较为同步	14
图表 18：今年核心 CPI 较为温和，但猪周期带动食品 CPI 上行	15
图表 19：今年上半年国内中游制造业利润受到上游原材料成本挤压	15



一、今年大宗商品为何由盛而衰？流动性紧缩压制金融属性，经济衰退预期冲击商品属性

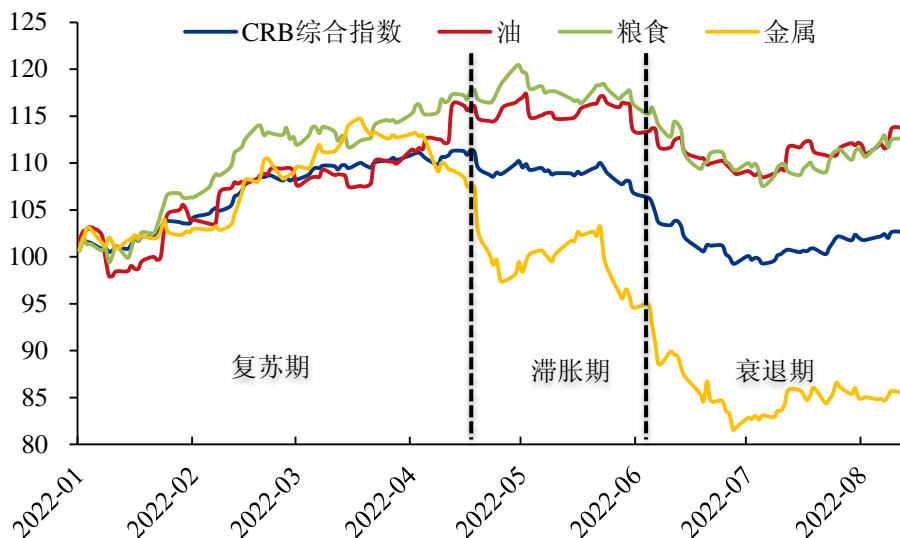
今年大宗商品市场大起大落，依次经历了复苏-滞胀-衰退预期主导的三个阶段。

第一阶段是年初至4月初的普涨，体现经济复苏叠加供给冲击。此阶段全球经济复苏在奥密克戎疫情缓和后加速，2月又逢俄乌冲突，大宗商品供给冲击进一步加剧供需失衡，导致油价、农产品、工业金属价格全面上涨。

第二阶段是4月中至6月初的盘整，对应滞胀周期。随着大宗商品价格推高通胀，全球经济由复苏迅速转向滞胀周期，美联储加息引发全球流动性转向收紧，美元指数快速走强，铜价率先下行，而其他商品仍处于高位震荡。

第三阶段是6月初以来的普跌，反映“衰退交易”。在历史性通胀与加息周期冲击下，欧美经济衰退预期发酵，大宗商品全面回调，能源、粮食、金属类大宗商品同步下跌。7月中旬开始，部分品种金属价格出现超跌反弹。

图表1：今年国际大宗商品指数先扬后抑



资料来源：wind、粤开证券研究院

短短数月间，大宗商品由盛转衰，直接原因在于全球流动性逆转，根本原因在于经济周期切换。大宗商品的金融属性和商品属性同时受到约束，最终导致由盛而衰。

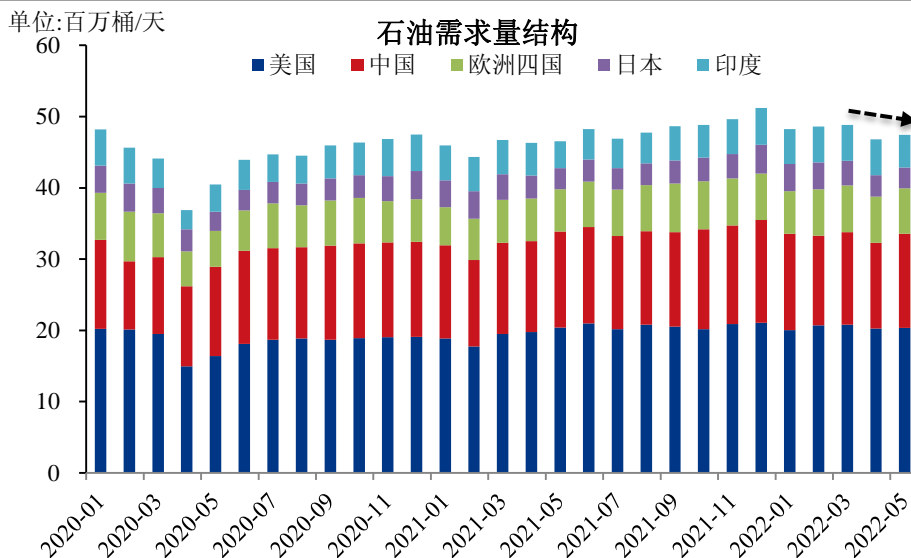
1、商品属性：基本面矛盾从供给冲击转向需求放缓

全球经济失速，大宗商品需求弱化。疫情反复与通胀高企背景下，全球经济衰退风险升温。一是国内方面，疫情局部爆发冲击中国经济生产，4月全球资源品需求出现脉冲式回落。根据OPEC统计，4月中国对石油日均需求量环比下滑超7%。而据ICSG全球精炼铜产量及消费量测算，4月铜供需格局开始转为过剩，促使铜价见顶下跌。

二是海外方面，美欧经济陷入滞胀，企业经营和居民生活均面临严峻挑战，带动大宗商品相关的生产消费需求全面走弱。美欧通胀高企持续打压消费者信心，企业面临成本压力骤升，而美国实际GDP同比连续两个季度负增长。在经济衰退预期不断发酵的背景下，大宗商品价格下行压力加大。



图表2：今年4月中国对石油需求量大幅萎缩



资料来源：OPEC、粤开证券研究院

图表3：国际铜材4月开始出现供给小幅过剩



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、金融属性：流动性紧缩压制商品价格

全球流动性收紧是大宗商品由盛而衰的直接原因。疫情后美欧超宽松的货币政策是商品价格持续走高的重要推手。而大宗商品超级周期也加剧了全球历史性通胀，美欧央行被迫尽快加息。美联储在3月-5月-6月连续加息25bp-50bp-75bp，并在6月开启了缩表周期，美元流动性转向紧缩。

一是美元流动性紧缩推动美元指数上行，压制大宗商品估值。由于美联储收紧流动性，实际利率快速拉升，推升美元指数。而大宗商品普遍以美元计价，美元指数与大宗商品价格存在跷跷板效应。2013-14年美联储“紧缩恐慌”期间，美元指数快速上涨，接近100关口，美元计价的大宗商品指数则大幅下跌。今年6月初美联储同时加息和缩



表，美元指数快速上行。7月14日，美元指数接近110关口，6月以来累计上涨6.8%，而同期CRB现货指数下跌8.8%。大宗商品现货价格整体承压的同时，期货价格创出本轮周期的最大跌幅，7月5日，原油期货价格单日跌幅超8%，铜价也出现大跌。

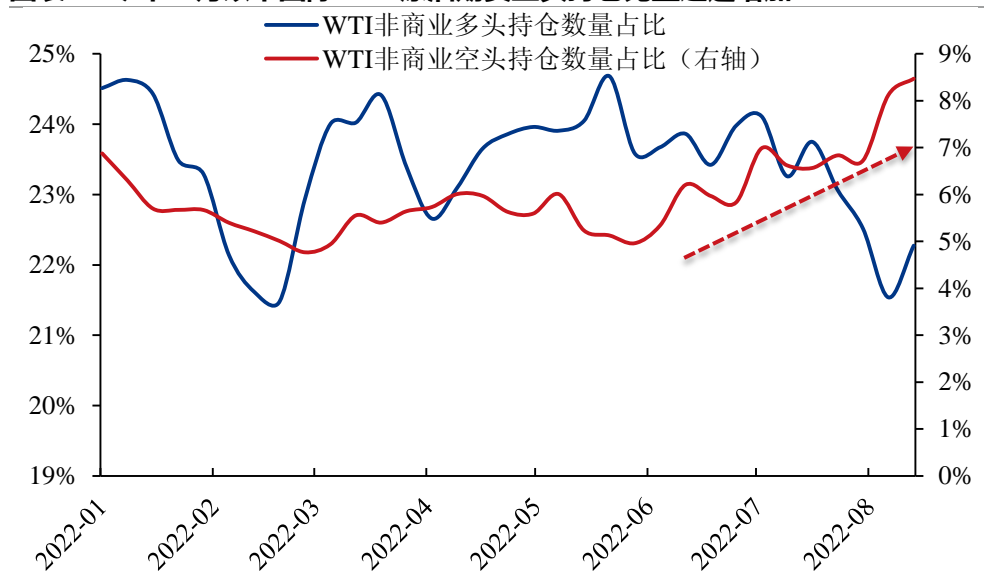
图表4：美元指数突破100，大宗商品价格承压



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是商品期货市场的投机炒作情绪降温，大宗商品交易多空力量逐渐趋于平衡。今年2月下旬与4月上旬，WTI原油期货市场两度出现多头持仓激增，多空力量缺口增大，而原油期货价格分别于3月初与5月初两度冲顶。而6月以来，国际原油期货市场空头持仓快速提升，空头持仓占比从5.0%快速提升至8.1%，推动原油价格中枢下行。

图表5：今年6月以来国际WTI原油期货空头持仓比重迅速增加



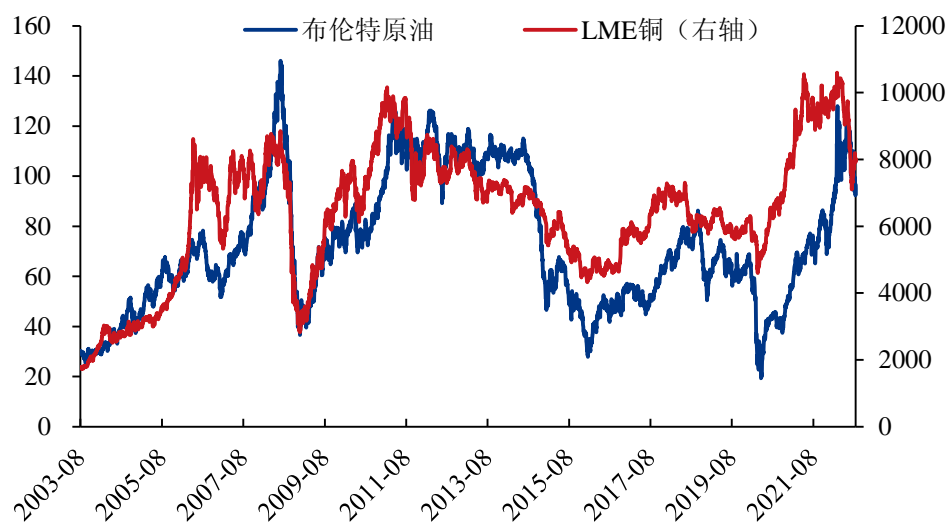
资料来源：wind、粤开证券研究院



二、铜价与油价为何不同步？需求敏感度与供给约束的差异

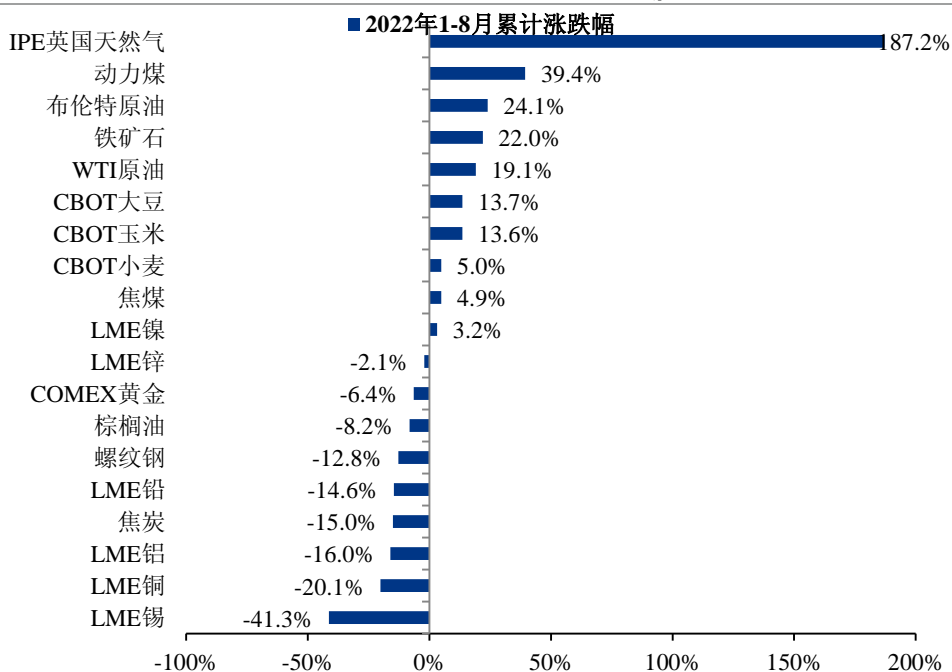
铜价与油价长期走势接近，但短期走势出现分化。第一，从历史长周期来看，铜价与油价密切相关，近二十年以来布伦特原油价格与 LME 铜价相关系数高达 70%。第二，从今年的走势拐点来看，全球滞胀周期中铜价与油价并不同步，铜价率先大跌，油价滞后一个多月才跟随下跌。第三，从今年以来的涨跌幅来看，能源类商品表现普遍较强，国际天然气、原油价格，国内动力煤价格涨幅表现居前，而金属类商品价格表现普遍低迷，黑色金属如螺纹钢、有色金属如铜、铝价格表现垫底。今年两种商品价格走势分化的根本在于对经济周期的敏感程度不同，而供给约束的差异也加大了二者的分化。

图表6：国际原油价格和铜价的历史走势相关性较高



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：今年以来大宗商品涨跌幅中能源类明显好于金属类

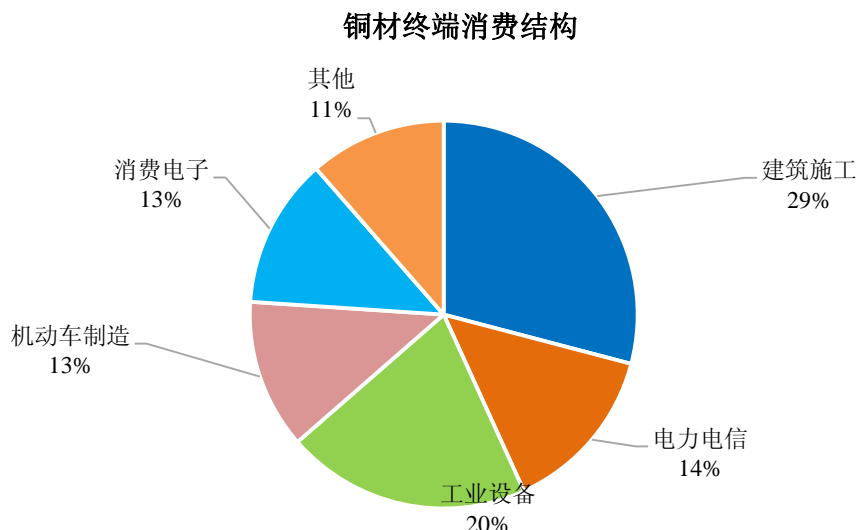


资料来源：wind、粤开证券研究院



一是对需求的敏感程度不同。铜价是经济景气度的风向标，对总需求变化敏感。铜多用于基建、汽车、机械制造，伴随经济衰退，可选消费和制造业走弱带动金属铜需求下行，铜价对需求变化响应相对较快。原油是工业之本，既是燃料供应来源，也是工业品生产的起点，油价对下游需求的响应相对滞后。类比美林投资时钟，铜价反映经济增长，而油价反映通胀，铜油比的走势对经济周期有指示作用，铜油比的下行周期对应经济滞胀周期，铜价跌幅快于油价。

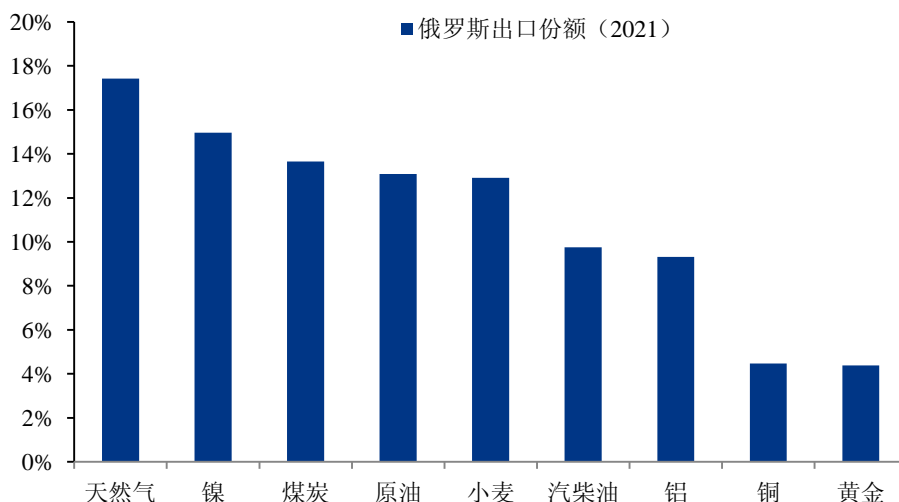
图表8：铜材需求与建筑、电力、制造业多个行业紧密相关



资料来源：国际精炼铜理事会、粤开证券研究院

二是供给的约束程度不同。铜生产与贸易受到本轮俄乌冲突的影响较小，供给侧扰动偏短期。而原油、天然气供应持续受到地缘政治的冲击。一方面是战争致使油气贸易风险提升，石油海运和天然气管道运输面临中断，造成原油贸易稀缺；另一方面是欧美不断加大对俄罗斯的制裁，欧盟主动减少对俄罗斯出口油气产品的采购，特别是欧盟实施俄罗斯海运原油采购禁令，加剧了原油供应紧张。三是产油国组织 OPEC 增产步伐较慢。直至 7 月产油国增产拉动全球石油供应量回升，才带动原油供给溢价回落。

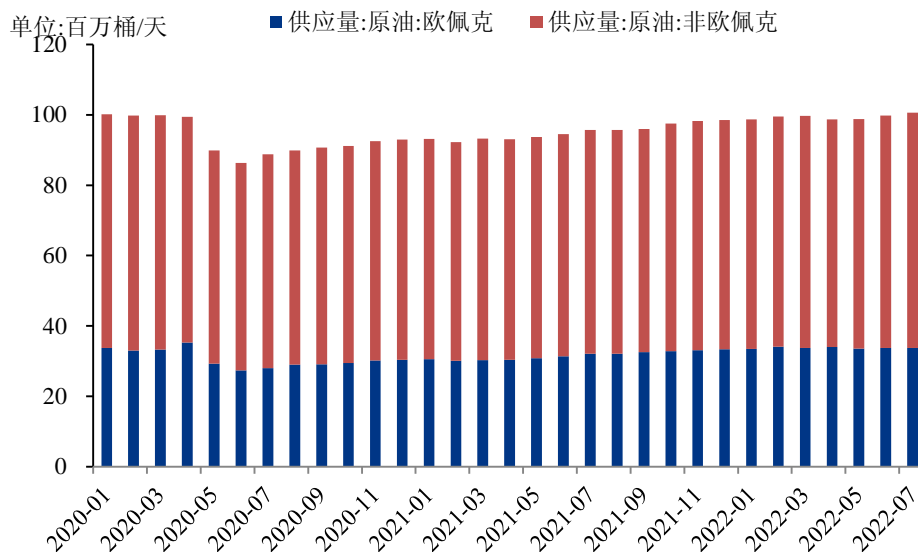
图表9：俄罗斯能源出口份额较高



资料来源：ITC、粤开证券研究院



图表10：国际原油供应量缓慢恢复



资料来源：EIA、OPEC、粤开证券研究院

三、大宗商品后续将怎么走？整体价格中枢下移，品种间分化加大

未来大宗商品走势短期看流动性紧缩，长期仍取决于需求端衰退、供给端冲击。流动性紧缩节奏变化会影响短期走势，但长期来看，全球加息周期对经济的负面冲击将逐步显现，中长期需求端的抑制更加明显，大宗商品将回归基本面定价。供需预期差异使得大宗商品走势分化。下半年能源受到的供给端约束更大，需求端相对有韧性；而工业金属供给端扰动小，需求衰退预期持续。

1、大宗商品由盛而衰，回归基本面定价，品种间分化加剧

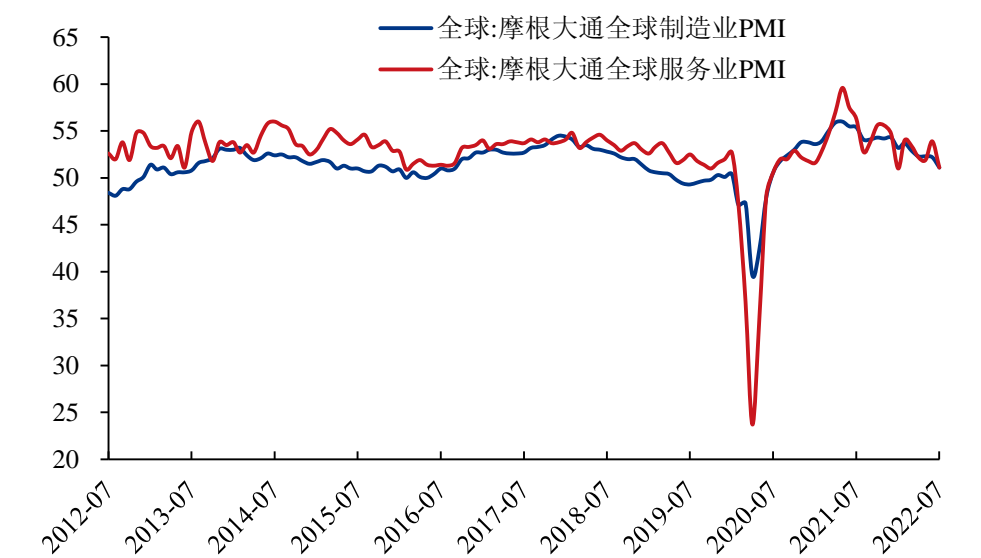
整体而言，预计下半年大宗商品由盛及衰，价格中枢下移，市场验证衰退预期，回归基本面定价，品种间供需预期差异会产生结构分化。

第一，货币政策紧缩节奏的不确定性会给商品短期走势带来扰动。紧缩预期放缓，容易触发阶段性反弹。7月下旬以来，美联储加息预期缓和，美元指数回落，使得部分品种如铜、锌等金属价格出现技术性反弹。但8月下旬加息预期重新加码，鲍威尔央行年会上的鹰派发言使得紧缩预期回摆，商品价格又见顶回落。

第二，海外需求下行的长期趋势较为确定，工业金属需求下行偏快，能源需求下行中有韧性。下半年到明年全球经济的主线是由滞胀走向衰退，一是高通胀侵蚀居民购买力，消费者可选消费品支出减少，但能源支出仍保持韧性，冬季欧美能源需求通常会走强；二是全球制造业景气度下行，产生品库存积压将转向去库存，使得工业生产需求减弱，全球加息周期使得利率敏感的房地产投资下行，相关工业金属需求受冲击程度较大。三是贵金属在全球经济衰退周期因避险需求或将有超额收益。



图表11：今年全球制造业和服务业 PMI 处于下行通道



资料来源：wind、粤开证券研究院

第三，供给约束差异加剧大宗商品价格走势分化。预计国际原油、国内煤炭价格相对强势，而工业金属相对偏弱，农产品价格回落。

一是供给侧约束主导能源价格走势相对偏强。产油国组织 OPEC 对增产的立场维持谨慎，原油市场供需紧平衡格局处于低库存，加之美国页岩油产能受限，欧洲能源缺口可能加剧能源结构性短缺。

二是全球需求下行，工业金属价格走势相对较弱。铜或将出现过剩，新能源需求景气或难以弥补传统工业需求下行，而铜矿供给持续扩大，铜价或将继续探底。值得一提的是欧洲能源紧缺和高电价，可能会限制部分金属生产冶炼，供给预期趋紧可能扰动金属价格。

三是农产品供给冲击缓解，国际粮价将逐渐回落至地缘冲突前的区间。主要是俄乌粮食贸易恢复、粮食贸易保护主义缓和、能源价格下降使得全球粮食供需形势好转。但极端天气对全球粮食供需产生扰动，美国、西欧等小麦主产地、印度的小麦、水稻产地受极端高温干旱天气影响可能面临减产风险。

四是国内定价的黑色系产品分化，煤炭走势偏强，而螺纹钢将维持弱势。煤炭方面国际国内供给约束明显。海外方面，欧洲煤炭短缺风险，欧盟对俄煤进口禁令于 8 月 10 日生效，而天然气短缺使得煤炭采购需求增加，国际煤炭市场供需紧张。国内方面，煤炭生产受安监、疫情防控等因素制约，而需求端火电用煤需求受到高温天气刺激，供需紧平衡使得动力煤短期走势偏强。**螺纹钢方面需求低迷是核心。**国内地产需求冲击拖累钢价，虽然基建开工用钢需求有所回暖，但难以对冲地产需求的下行。而双碳政策下的限产政策有序推进，预计不会出现去年运动式减碳的供给冲击，螺纹钢供过于求是基准情形。

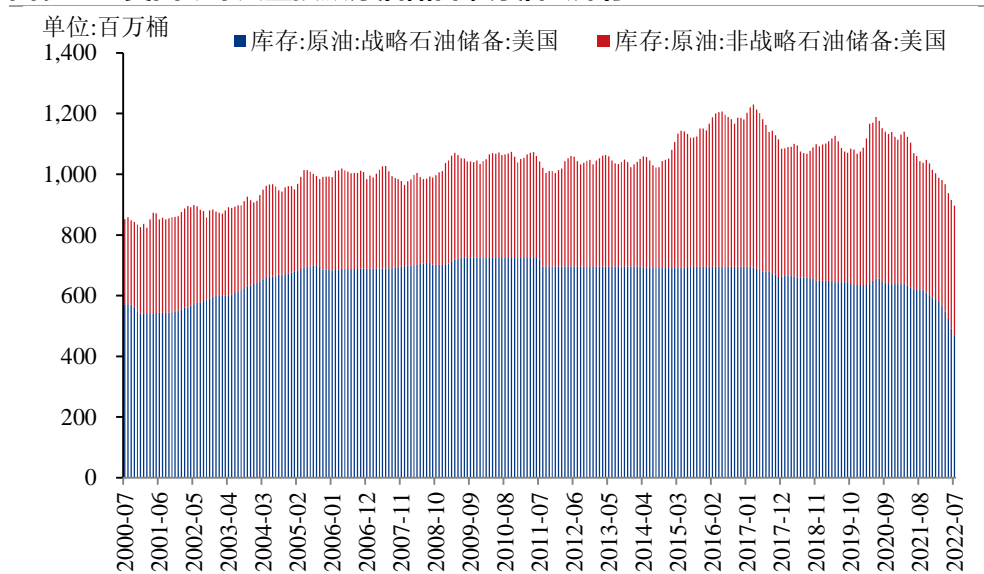
2、原油：低库存、页岩油资本开支不足、欧洲能源缺口支撑油价韧性

一是低库存对原油价格有一定支撑。当前全球原油库存处于历史较低水平，且补库尚不明显。今年 3 月末，美国政府为了对冲油价上涨，宣布了一项为期 6 个月的储备投放计划。今年 1-7 月美国累计投放超 1.27 亿桶原油，目前全部原油库存已经降至 2003 年以来的低点，预计四季度有望从去库存转向补库存。在低库存背景下，一旦需求边际



好转将更容易通过库存放大供需矛盾，进而带动油价企稳回升，因此预计油价跌幅相对有限，中枢或保持在 90-100 美元运行。

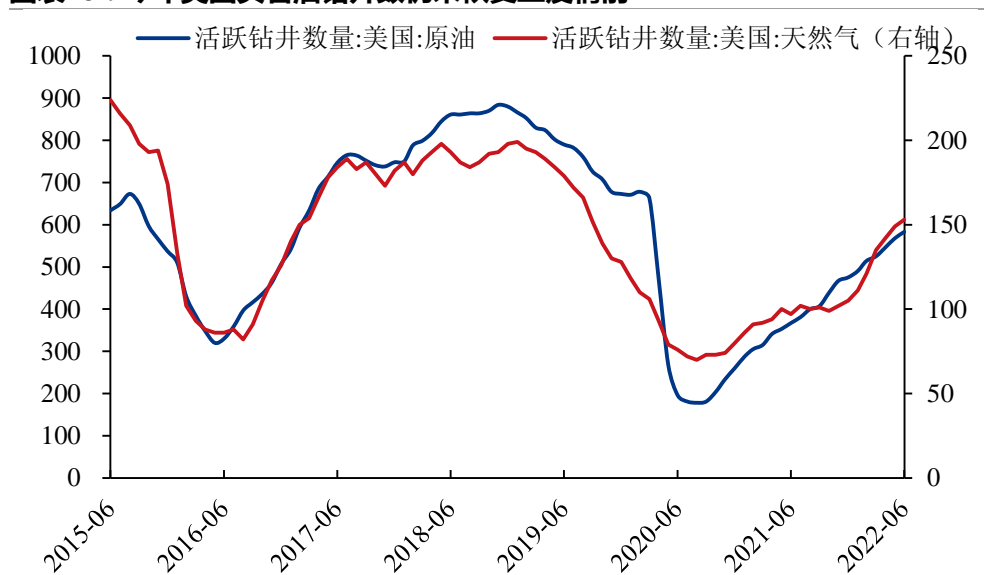
图表12：美国今年大量投放原油储备，原油去库存



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是美国页岩油气供给受到资本开支限制。疫情以来，美国页岩油生产恢复较为缓慢，2022年6月末，页岩油活跃钻井数量 568 座，较疫情前仍有 13% 的缺口。接下来，美国页岩油产能和投资受到经济和政治层面的制约。一是美联储连续大幅加息后，能源企业的资本开支意愿大幅下降，未来开拓产能空间受限。二是美国民主党力推气候变化议题，《2022 通胀削减法案》通过之后，新能源领域投资将挤压油气传统能源行业的投资。三是美国页岩油企业自身的资本纪律。今年股东普遍要求增加股票回购或分红推升股价，包括 Pioneer、Marathon 在内的五家美国大型页岩油上市公司都选择保持高的股息率，积极向股东分配利润，而非留存利润增加资本开支。

图表13：今年美国页岩油钻井数仍未恢复至疫情前



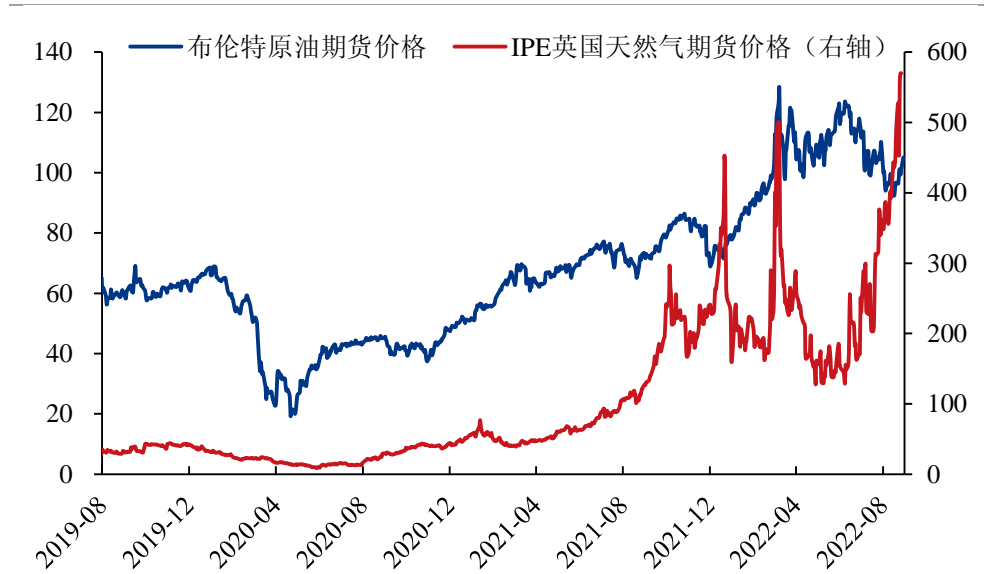
资料来源：wind、粤开证券研究院

三是欧洲天然气与用电缺口短期难以逆转，加大原油需求。一方面，俄罗斯油气供



应不确定性较大，俄罗斯北溪一号管道运输的天然供应量减少了八成；另一方面，欧洲内部能源生产也不稳定。经济滞胀导致加剧社会矛盾，能源生产行业罢工，挪威油气工人罢工令欧洲能源形势进一步趋紧。欧洲包括德国、英国、意大利在内多国相继宣布增加煤炭战略储备、提高煤矿产量、延长煤炭火电机组工作时限等举措，增加煤炭供应，提高煤炭在能源消费中的权重，但这尚不足以弥补与俄罗斯油气脱钩带来的能源缺口。8月17日以来原油价格见底企稳，这是由于欧洲天然气和电力价格飙升，将刺激瑞士等国转向石油发电，增加了原油替代性需求。今年冬季欧洲能源供需不确定性较大，电力危机和缺气危机或将重演，原油价格波动上行的可能性较大。

图表14：欧洲缺气或增加原油的替代性需求支撑油价



资料来源：wind、粤开证券研究院

3、黄金：经济滞胀与衰退期的保值资产

金价短期受到快速加息的压制，长期通胀与衰退利好黄金配置。首先，金价走势以实际利率为锚，实际利率与黄金价格呈现负相关性。虽然本轮紧缩或将持续至明年一季度，但实际利率有望更早见顶下行，未来若美联储开始放缓加息节奏，将标志着黄金的配置的窗口期开启。

其次，黄金在历史上的滞胀期与衰退期均有较强表现。根据世界黄金协会报告，自1973年以来的美国经济滞胀周期中，黄金平均年化涨幅32.2%，高于商品、股票、债券资产的涨跌幅；并且在衰退周期中，黄金依然保持了12.8%的年化涨幅，而其他大宗商品价格大跌。

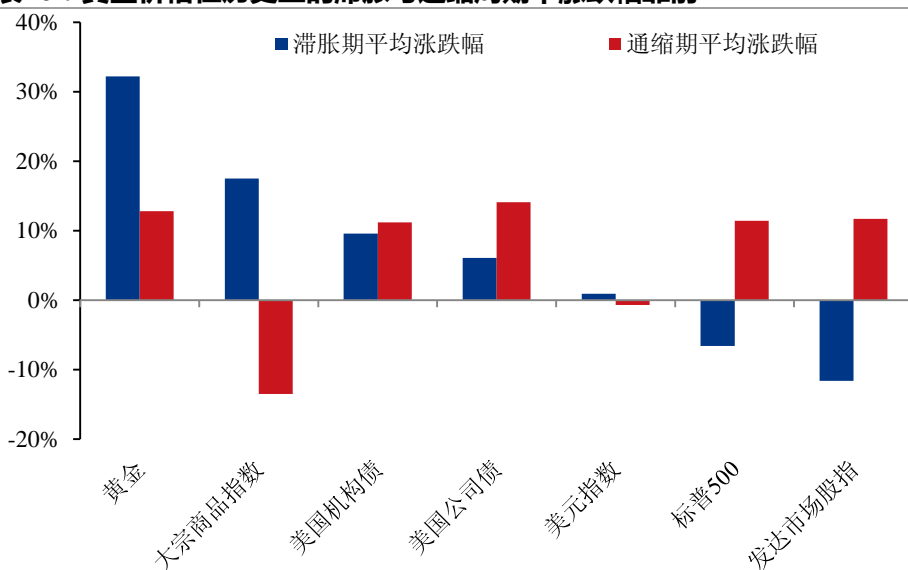


图表15：黄金价格与实际利率负相关



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：黄金价格在历史上的滞胀与通缩周期中涨跌幅靠前



资料来源：世界黄金协会、粤开证券研究院

四、大宗商品由盛而衰如何影响中国经济？

国际大宗商品“由盛而衰”，会对我国经济产生两大影响。一是推动国内工业品通胀下行，释放货币政策空间；二是缓解中下游制造业成本压力，企业信心复苏。

1、宏观上，缓解输入性通胀压力，但仍需警惕结构性通胀对货币政策掣肘

我国当前面临的通胀是结构性通胀为主，输入性通胀为辅。当前的通胀主要源于猪周期带动食品价格快速上行，核心 CPI 依然相对温和，而 PPI 同比则持续下行，反映出猪周期上行与总需求不振并存。国际大宗商品价格回落，减轻我国生产端原材料价格



上涨压力，带动国内工业品价格回落。

PPI 方面，原材料价格下跌叠加高基数，维持趋势性下行。大宗商品对国内工业品的影响主要体现在对外依赖度高的油气能源和工业金属。我国是世界第一大能源消费国，但原油自给率不足 30%、天然气自给率不足 60%，国内成品油价格受国际市场影响较大。国家发改委根据国际市场原油价格变化，自 6 月 28 日以来，已经连续五次调降国内成品油价格。从历史经验来看，国际大宗商品价格变化基本与 PPIRM 指数变化同步，原材料价格带动其他工业品价格下行。一是下半年基数效应将推动 PPI 同比进一步下行，二是明年世界经济衰退风险加剧，工业金属价格跌幅加大，能源价格从供给溢价逐渐回归基本面定价，PPI 环比或由正转负。

图表17：国际大宗商品指数与国内 PPI 同比变化较为同步

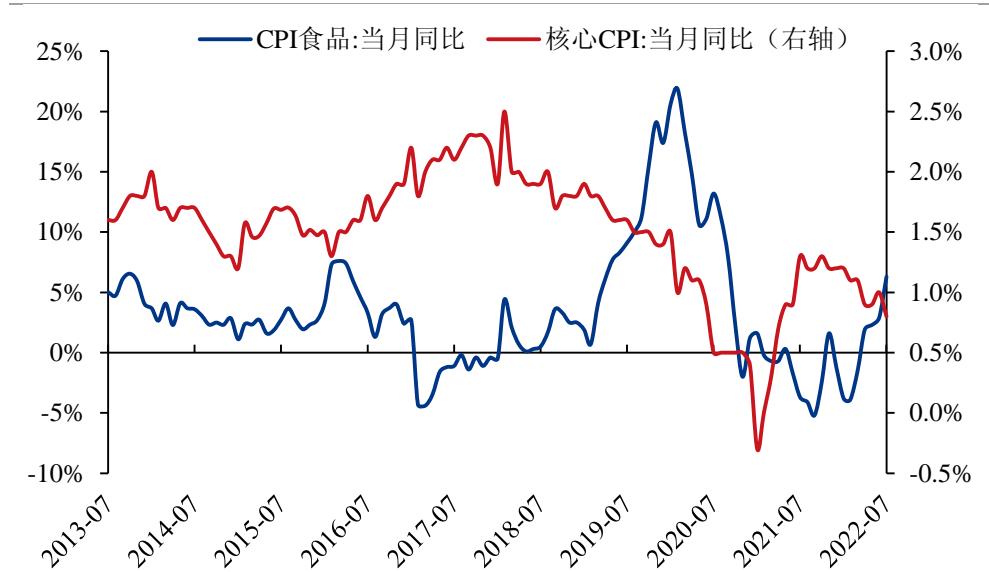


资料来源：wind、粤开证券研究院

CPI 方面，成本通胀缓解并不意味着警报解除，猪周期上行加剧食品价格上涨压力。整体上，输入性通胀压力缓解，而国内疫情反复与金融地产对内需的抑制明显，预计国际国内通胀周期继续分化。一方面，海外大宗商品中枢下行，油价推升的通胀缓解，影响体现在 CPI 分项中的交通工具用燃料、水电燃料同比回落。国际粮价对国内的影响程度有限，基于国内口粮自给率水平较高、库存高。另一方面，猪周期已步入上行周期，后续通胀抬升空间将取决于生猪产能回补和保供政策力度。当前货币政策仍以稳增长保就业为首要目标，若猪周期上涨幅度超预期，结构性通胀压力仍可能导致货币政策空间收窄。当 CPI 连续突破 3% 甚至达到 4% 时，货币政策持续宽松就面临继续推升通胀的风险，存在一定掣肘。



图表18：今年核心CPI较为温和，但猪周期带动食品CPI上行

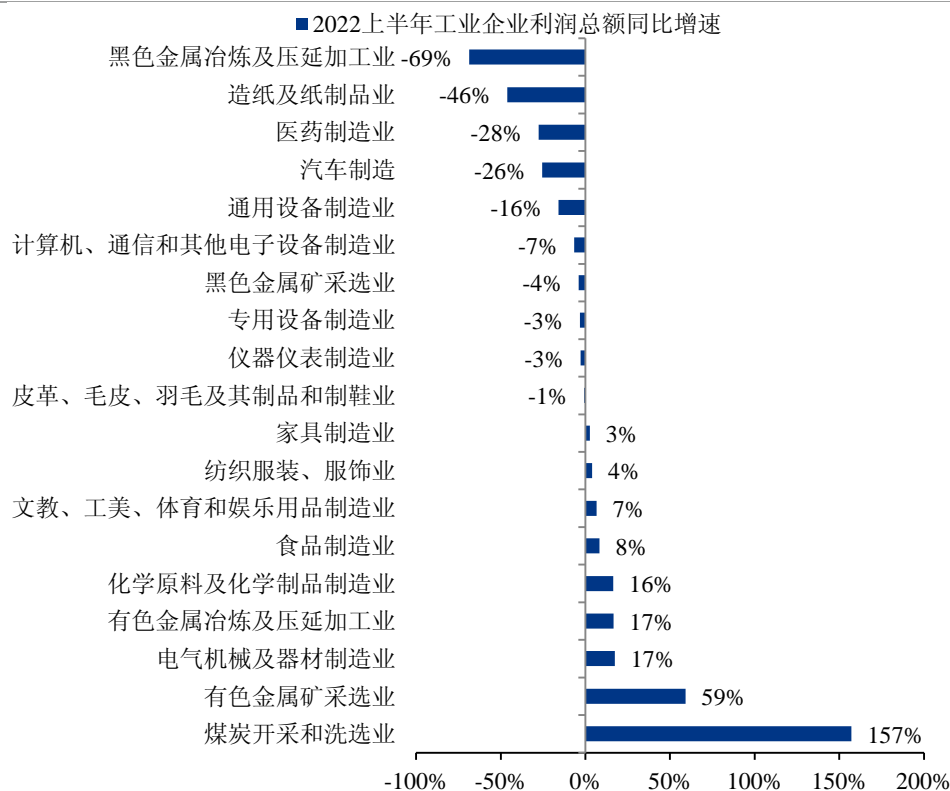


资料来源：wind、粤开证券研究院

2、微观上，改善企业盈利，缓解国内中下游行业压力

国内上下游盈利分化格局有望扭转。今年上半年受到大宗商品超级周期带动，国内原材料价格上涨，上游行业利润增长迅猛。而中下游行业同时面临成本上升和需求收缩的压力，中下游利润增长远远弱于上游行业。考虑到当前国际原材料价格从高位回落，上游利润增长或将减弱，中游制造和下游大宗消费利润有望迎来复苏。

图表19：今年上半年国内中游制造业利润受到上游原材料成本挤压



资料来源：wind、粤开证券研究院



细分来看，中游化工化纤、设备制造以及下游汽车、家电行业利润有望提升。原油价格中枢下行有利于降低化工化纤制造成本，缓解中游制造业的压力。当前通用设备、专用设备等行业利润负增长，而未来随着金属价格下跌，中游装备制造业利润有望修复。下游汽车、家电制造成本中金属材料成本占比较高，未来大宗商品价格下行或将驱动盈利景气度回升。具体行业盈利修复的弹性还取决于海外经济增长形势与国内稳增长政策的成效。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com