



Research and
Development Center

海外能源危机与 中国下游制造业的机遇

2022年10月27日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

海外能源危机与中国下游制造业的机遇

2022年10月27日

- **天然气价格高涨下，国内外动力煤价格倒挂可能是中国下游制造业企业的机遇。**随着能源紧张加剧，国内外煤价同时迎来上涨行情，但值得关注的是国内外煤炭价格的倒挂现象。国内外动力煤价格倒挂且持续主要在于供需因素和国内外价格机制差异两个方面。在国外能源危机愈演愈烈的背景之下，国内煤价远低于国外，对我国下游制造业企业来说可能是一个机会。一是当前国内外动力煤价格倒挂程度严重，国内的煤炭发电成本低于国外；二是天然气发电成本比煤炭发电成本更高。当前煤炭价格上涨已经影响电力成本，而且煤炭也是钢铁等冶炼的重要原料，煤炭价格倒挂也会影响国内外原材料的成本差异。
- **德国面临高电力成本和原材料短缺两大压力，制造业景气水平下滑。**德国是制造业大国，且是比较典型的贸易顺差国家。但现在德国制造业面临高电力成本和原材料短缺问题，这对于同为制造业国家的中国而言或将是一个机遇。首先，德国用于发电的天然气依赖进口，而欧洲天然气短缺导致德国电价上升；其次，德国煤炭价格上涨继续给电价施加压力，限制电价回落空间；最后，德国制造业短缺问题严重，景气度水平已经弱于中国，生产受限导致德国的下游制造业出口水平也转弱。
- **日本难以转嫁高成本，深陷持续性逆差。**日本自然资源匮乏，能源绝大部分依靠进口。在石油、煤炭、天然气价格上涨下，日本电力价格指数也随之上升到高位水平，和德国同样面临高电力成本。大部分依赖进口煤炭的日本钢厂在日元大幅贬值后正努力应对不断膨胀的成本，但绝大部分企业难以将价格转嫁出去。半数以上企业价格转嫁程度不超过五成，而未能转嫁的价格将由企业自己消化掉。受到原材料价格高涨的影响，日本众多企业申请破产，制造业景气度水平自今年3月份起直线下滑，与中国的逐步回升形成对比。日本生产受限，陷入持续逆差当中。
- **海外能源危机下，我国下游制造业企业或将迎来机遇。**我们认为短期内煤价还会维持高位，在国外煤价高涨背景下，国内煤价也存在共涨风险。但在国内煤价调控之下，我们预计国内外煤炭价差还会持续存在。在海外天然气价格持续高涨时，动力煤价格倒挂是我国下游制造业替代德日部分出口份额的窗口期。因为国内外煤价持续倒挂，将利好部分下游制造业的贸易竞争力，有利于我国进一步“抢占”德日的贸易份额，尤其是我国的机械机电类产品。需要注意的是，在全球需求趋势性回落的前提下，我们认为动力煤价格倒挂带来的竞争力提升更多是对德、日的出口份额替代，但这无法阻止出口的回落趋势。
- **风险因素：**欧洲能源危机，海外需求萎缩超预期。

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 一、国内外动力煤价格倒挂可能是下游制造业企业的机遇 | 4 |
| 1.1 国内外动力煤价格倒挂创历史新高 | 4 |
| 1.2 煤价高涨是风险，而国内外价格倒挂或成机遇 | 6 |
| 二、德国面临高电力成本和原材料短缺两大压力，制造业景气水平下滑 | 8 |
| 2.1 德国制造业面临高电力成本 | 9 |
| 2.2 德国制造业生产原料短缺，景气度水平下滑 | 11 |
| 2.3 德国部分下游制造业的贸易竞争力减弱 | 14 |
| 三、日本难以转嫁高成本，深陷持续性逆差 | 17 |
| 3.1 日本也面临电价高涨问题且价格难以转嫁 | 17 |
| 3.2 日本制造业景气度回落明显，陷入持续贸易逆差 | 20 |
| 四、海外能源危机下，我国下游制造业企业或将迎来机遇 | 24 |
| 4.1 预计煤炭价格倒挂的局面年内或将持续 | 24 |
| 4.2 天然气短缺下，动力煤价格倒挂或为我国下游制造业企业创造机遇 | 24 |
| 风险因素 | 26 |

图目录

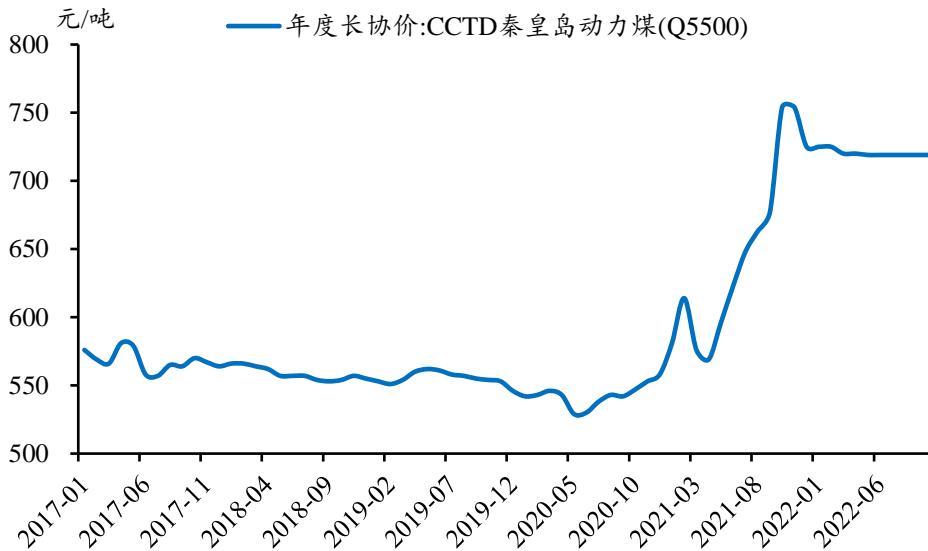
| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 国内动力煤长协价格处于高位 | 4 |
| 图 2: 国外煤价迅速攀升，国内外动力煤价格出现倒挂 | 4 |
| 图 3: 2020 年俄罗斯煤炭出口量占全球总量的 17.8% | 5 |
| 图 4: 俄罗斯为全球第三大煤炭出口国 | 6 |
| 图 5: 全社会用电量占比较高的是第二产业 | 6 |
| 图 6: 制造业用电量占比超过 50% | 7 |
| 图 7: 75% 的动力煤是用于电力行业 | 7 |
| 图 8: 中国发电结构中煤炭发电是主要部分 | 8 |
| 图 9: 国内工业用电价格较低 | 8 |
| 图 10: 2020 年德国工业竞争力指数位居第一 | 9 |
| 图 11: 中国和德国都是贸易顺差国 | 10 |
| 图 12: 天然气和煤炭在德国的发电量结构中占比较高 | 10 |
| 图 13: 德国天然气现货价和非居民电价均上涨 | 11 |
| 图 14: 天然气和煤价上涨使得电力价格仍在高位 | 11 |
| 图 15: 德国制造业 PMI 自去年 7 月份起就开始回落 | 12 |
| 图 16: 德国制造业短缺指标急剧上升 | 12 |
| 图 17: 德国 7 月短缺较严重的是机电、汽车等下游制造业 | 13 |
| 图 18: 德国粗钢产量比疫情前同期均值收缩了 11.14% | 13 |
| 图 19: 中国粗钢产量比疫情前同期均值增长了 17.96% | 14 |
| 图 20: 德国 PPI 增速走高，中国 PPI 增速走低 | 14 |
| 图 21: 德国进口和出口的剪刀差走阔 | 15 |
| 图 22: 中、德下游制造业出口增速分化 | 15 |
| 图 23: 德国机械电气类产品在国际市场上的贸易竞争力处于较低的水平 | 16 |
| 图 24: 6 月起中国运输设备类产品的国际竞争力也开始超过德国 | 16 |
| 图 25: 中国仪器仪表类产品的贸易竞争力还处于较弱的水平 | 17 |
| 图 26: 日本能源结构中，煤油气的占比都比较大 | 17 |
| 图 27: 日本发电量结构中，煤炭和天然气发电量占比为 61% | 18 |
| 图 28: 日本天然气价格上涨 | 18 |
| 图 29: 日本电力跟随能源价格上升到高位 | 19 |
| 图 30: 日本粗钢产量比疫情前同期均值收缩了 12.68% | 19 |
| 图 31: 日本企业能转嫁五成以上价格的占比仅有 30.7% | 20 |
| 图 32: 日本制造业景气度水平自今年 3 月份起直线下滑 | 21 |
| 图 33: 日本 8 月 PPI 继续上升至 9.38% | 21 |
| 图 34: 日本进口和出口的剪刀差走阔 | 22 |
| 图 35: 中、日下游制造业出口增速分化 | 22 |
| 图 36: 日本机械电气类产品在国际市场上的贸易竞争力也有所下滑 | 23 |
| 图 37: 中日运输设备类产品的国际竞争力差距在缩窄 | 23 |
| 图 38: 日本仪器仪表类产品的贸易竞争力还处于较强的水平 | 24 |
| 图 39: 中国机械机电类产品的市场份额加速上升 | 25 |
| 图 40: 中国运输设备类产品的市场份额不及德国 | 25 |
| 图 41: 4 月起仪器仪表类出口产品的份额回升，但不及德国份额 | 26 |

一、国内外动力煤价格倒挂可能是下游制造业企业的机遇

1.1 国内外动力煤价格倒挂创历史新高

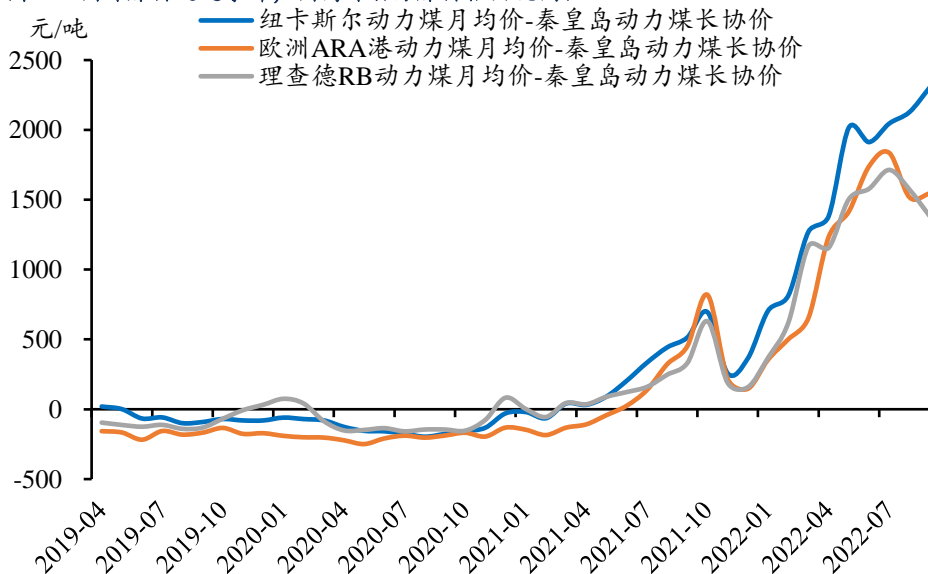
国内外煤价同涨，严重倒挂现象值得关注。随着能源紧张加剧，国内外煤价同时迎来上涨行情，海外的纽卡斯尔动力煤现货价格9月均值约为3022元/吨，比去年同期上涨153.78%；国内的秦皇岛动力煤长协价为719元/吨，也远高于去年同期水平。在国内外煤价同时上涨的过程中，国内外煤炭价格的严重倒挂现象值得关注。自2019年4月以来，国内动力煤的长协价高于国外价格，但自2021年下半年以来，尤其是今年四月份起，国外煤价迅速攀升，国内外煤价出现明显倒挂，且倒挂的程度不断加剧。截至2022年9月，纽卡斯尔动力煤的月均价是国内长协价的4倍，即使是差距相对较小的理查德RB动力煤价格，也是国内长协价的两倍多。

图 1：国内动力煤长协价格处于高位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：国外煤价迅速攀升，国内外动力煤价格出现倒挂



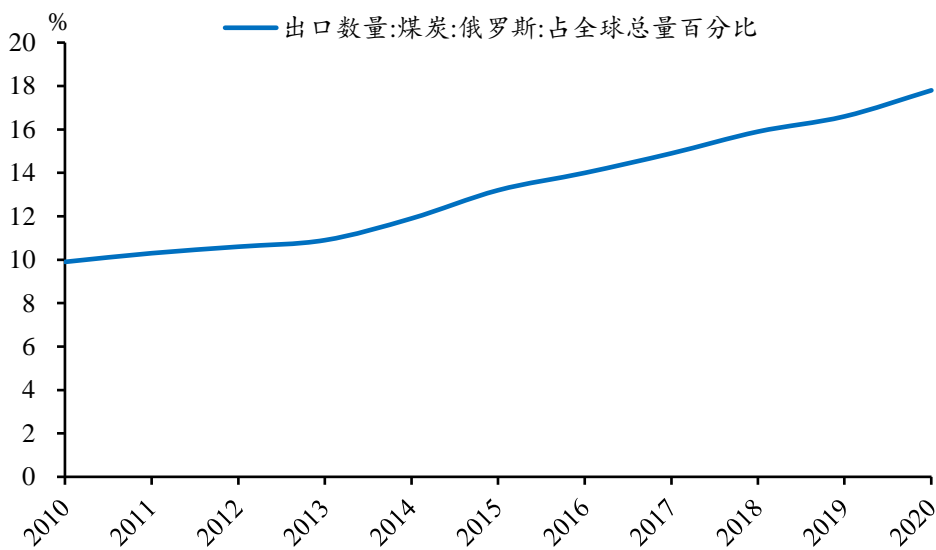
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

国内外动力煤价格倒挂且持续主要在于供需因素和国内外价格机制差异两个方面。

一方面，供给和需求两个层面的因素导致动力煤迎来普涨行情。需求上涨和供给受限是这一轮动力煤价格上涨的重要因素。供给层面，俄罗斯是煤炭的重要出口国，仅次于印尼和澳大利亚，为全球第三大煤炭出口国。截至2020年俄罗斯煤炭出口量占全球总量的17.8%。自俄乌冲突爆发以来，俄罗斯煤炭供给减少，国际煤炭市场供应遭受冲击，导致国际煤炭价格显著抬升。需求层面，近期欧洲能源危机下，天然气和电力紧张，煤炭需求有所增加。

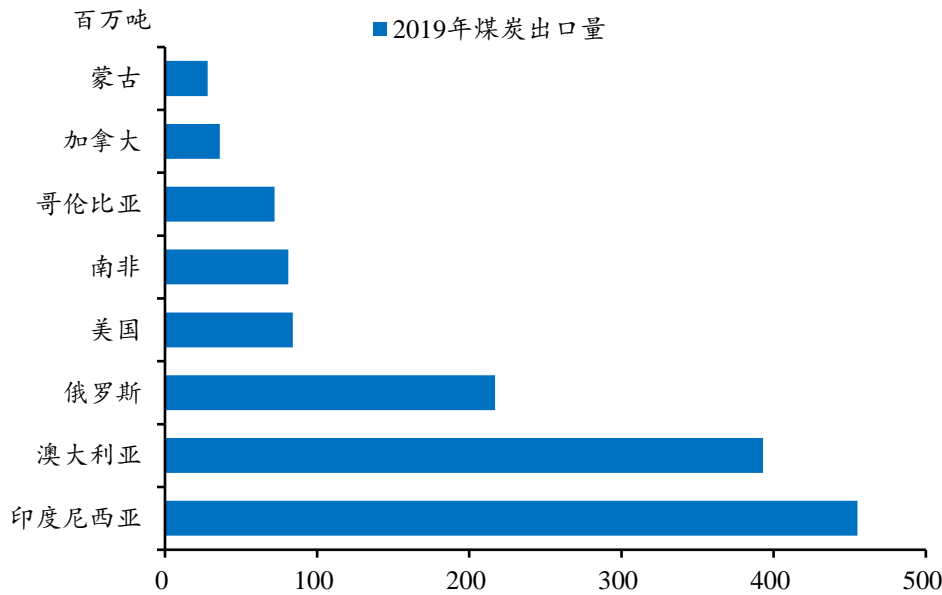
另一方面，国内外价格机制不同导致内外价差持续且逐步扩大。欧洲等国际市场的煤价为市场价，能够快速调整反映供需变化。而国内煤炭价格大多为长协价，是供需双方签订中长期合同，达成长期稳定的供销关系，因此在协议时间内价格不会剧烈波动。今年以来，为防止煤价过热，我国政府积极干预煤价。国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，要求煤炭生产企业和燃煤发电企业在电煤价格合理区间内签订中长期合同。因此，与国际煤价变化相比，国内煤价变化斜率平缓，这一差异导致国内外煤价价差倒挂且不断扩大。

图 3：2020 年俄罗斯煤炭出口量占全球总量的 17.8%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：俄罗斯为全球第三大煤炭出口国

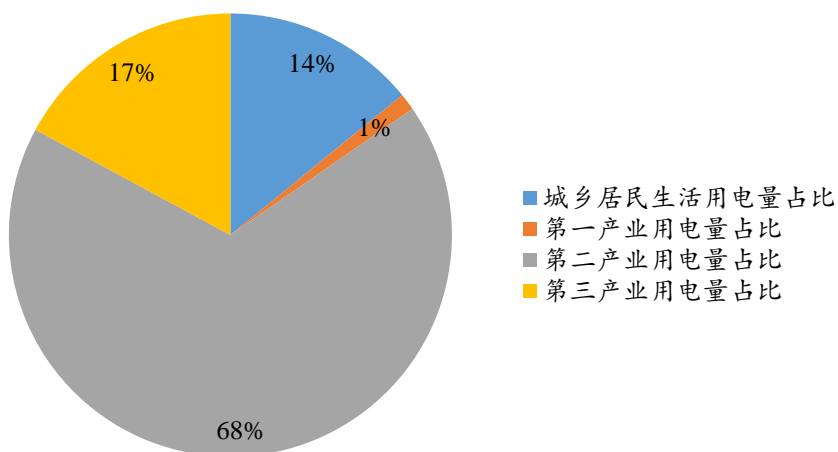


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

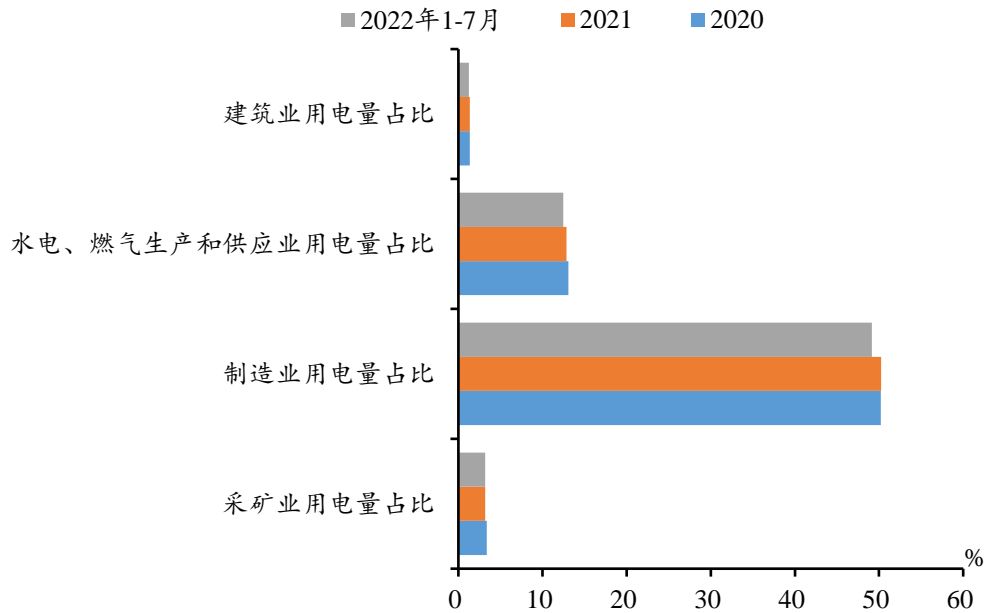
1.2 煤价高涨是风险，而国内外价格倒挂或成机遇

对于制造业而言，煤炭价格上涨会引起电力成本和原材料成本上升，企业利润受侵蚀的风险增加。当前动力煤和焦煤价格都在上涨，动力煤用于发电、发热，焦煤用于炼钢。煤价上涨不利于高耗电的下游制造业的生产活动，一是煤电价格联动下，煤价高涨会影响制造业的用电成本，2021 年中国全社会用电量占比较高的是第二产业中的制造业（50.24%）。因此，电价上涨可能会提升高耗电制造业企业的电力成本。二是提高工厂的原材料成本。煤炭也是钢铁等冶炼的重要原料，煤炭价格走高也会影响工业原材料的成本，这导致企业可能面临原材料短缺问题，侵蚀利润的风险增加。

图 5：全社会用电量占比较高的是第二产业

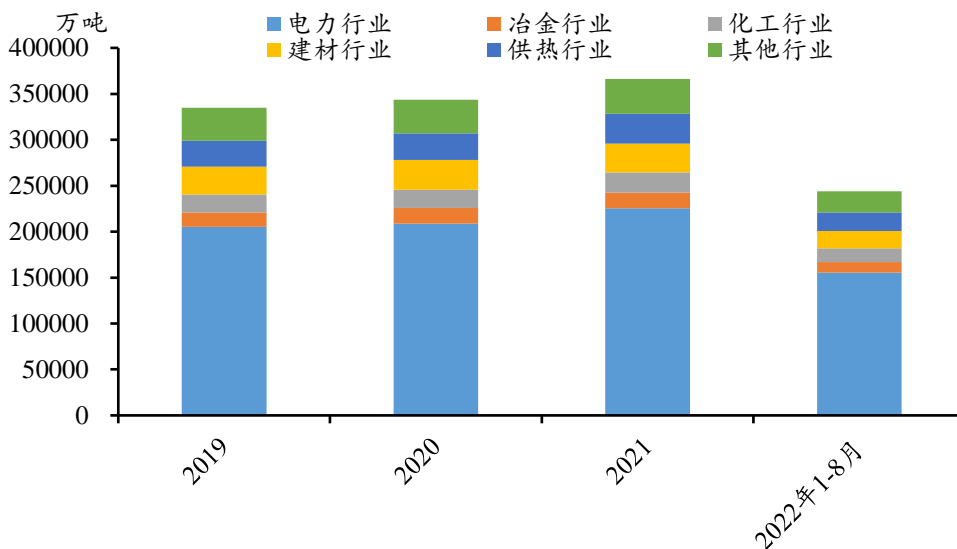


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：制造业用电量占比超过 50%


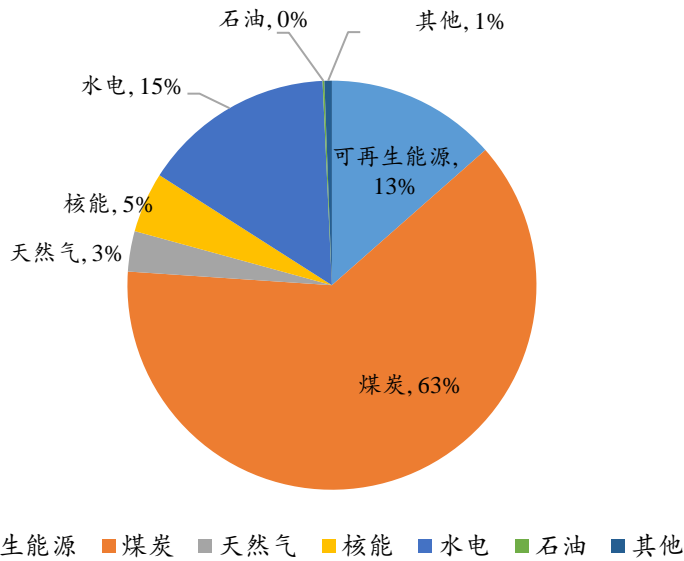
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

但在天然气价格高涨的背景下，内外煤炭价格倒挂是积极信号，或成为国内下游制造业企业的机会。虽然国内外煤炭价格都上涨，但是内外价格倒挂对国内的下游制造业企业来说却是一个值得关注的积极信号。当前国内外煤价倒挂的主要是动力煤，从动力煤的消费结构来看，75%的动力煤是用于电力行业的。在我国发电量结构中，2021年煤炭发电量占总发电量的63%，因此煤对我国发电、用电是至关重要的，尤其是高度依赖电力供给的制造业生产。在国外能源危机愈演愈烈的背景之下，天然气价格高涨、国内煤价远低于国外，这对我国下游制造业企业来说可能是一个机会。一是当前国内外动力煤价格倒挂程度严重，国内的煤炭发电成本低于国外；二是天然气发电成本比煤炭发电成本更高。根据信达能源团队《石油、天然气、煤炭比价关系研究》报告的观点，与天然气价格相比，煤炭具有明显的成本优势。因此在国外天然气短缺和国内煤价较低背景下，国内的发电成本可能比国外的成本低。

图 7：75%的动力煤是用于电力行业


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

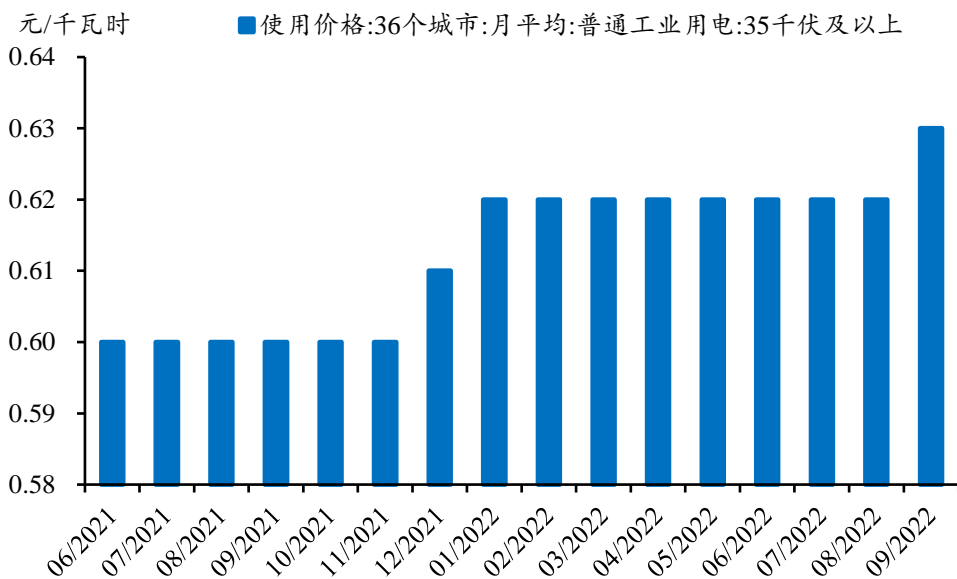
图 8：中国发电结构中煤炭发电是主要部分



资料来源: BP, 信达证券研发中心

注: 图表数据为 2021 年数据

图 9：国内工业用电价格较低



资料来源: CEIC, 信达证券研发中心

海外天然气短缺下，国内外煤炭价格上涨且倒挂对我国下游制造业企业来说可能是一个机遇，背后的逻辑是德日两个工业大国和制造业大国的生产受限。

二、德国面临高电力成本和原材料短缺两大压力，制造业景气水平下滑

德、日都是制造业大国，且德、日两国都是比较典型的贸易顺差国家，但现在德国制造业面临高电力成本和原材料短缺两大问题。

2.1 德国制造业面临高电力成本

德国是欧洲最大的经济体和最大的煤炭进口国，该国进口的煤炭主要用于发电和炼钢。在天然气短缺和煤价上涨背景下，德国正面临高电力成本和原材料短缺的窘境。

首先，德国用于发电的天然气依赖进口，而欧洲天然气短缺导致德国电价上升。

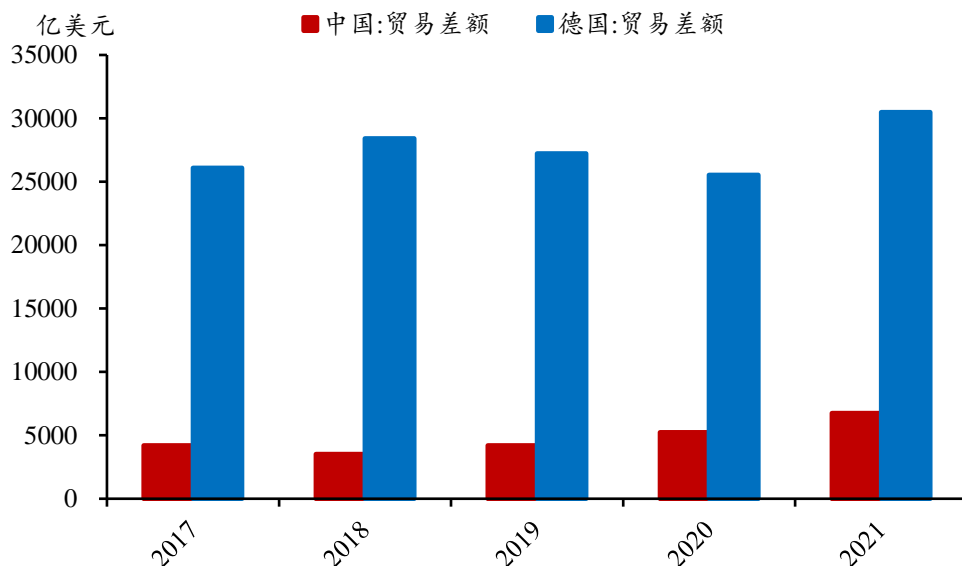
1) 德国天然气和煤炭发电量占比近半，但天然气依赖进口。根据 UNIDO 数据，德国工业竞争力指数位居第一。作为一个工业、制造业大国，对电力的依赖程度比较高。2018 年数据显示，德国用于采掘和制造业的电力占比为 40%，接近一半。而在德国的发电量结构中，煤炭和天然气发电量占总发电量的 43%，二者占比接近一半。且 2021 年数据表明德国天然气进口比例高达 95%，这就使得欧洲天然气短缺会对德国天然气发电产生影响。

2) 在天然气短缺背景下，德国电价跟随天然气价格上升。当前海外面临能源危机，欧洲天然气短缺导致德国的电力价格指数和天然气价格指数齐涨。截至今今年 8 月，德国售给电厂的天然气价格指数高达 535.2，售给工厂的电力价格指数高达 126.7。从价格变化上看，德国港口的天然气现货价从 2021 下半年的 24.1 元/百万英热单位上升到今年上半年的 31.49 元/百万英热单位，涨幅为 30.69%。德国非居民部门的电力均价也从 1.62 元/千瓦时涨到 1.81 元/千瓦时，涨幅为 11.59%，与中国 0.63 元/千瓦时的价格相比，德国制造业工厂的电力成本相对较高。

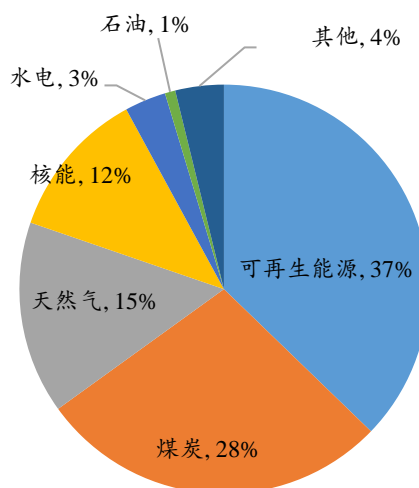
图 10：2020 年德国工业竞争力指数位居第一



资料来源: UNIDO, 信达证券研发中心

图 11: 中国和德国都是贸易顺差国


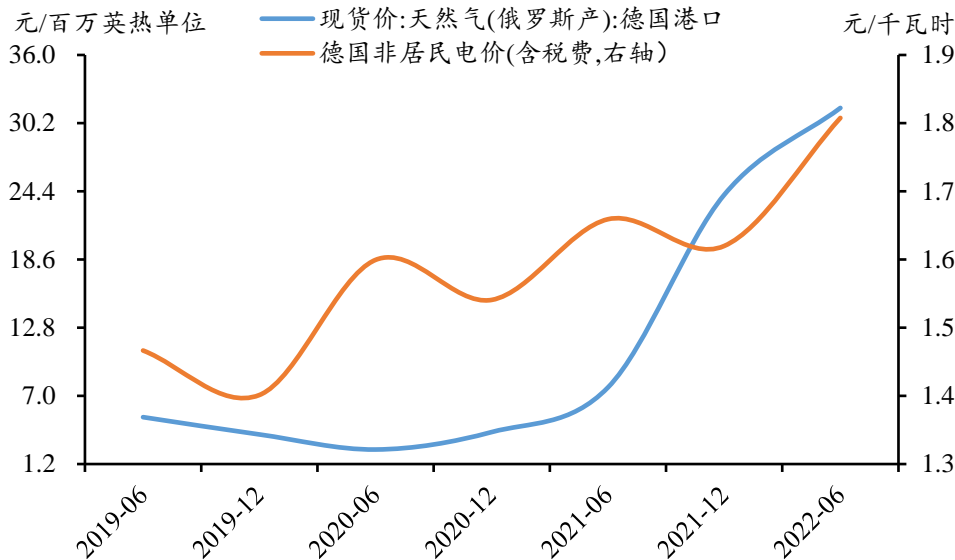
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 天然气和煤炭在德国的发电量结构中占比较高


■ 可再生能源 ■ 煤炭 ■ 天然气 ■ 核能 ■ 水电 ■ 石油 ■ 其他

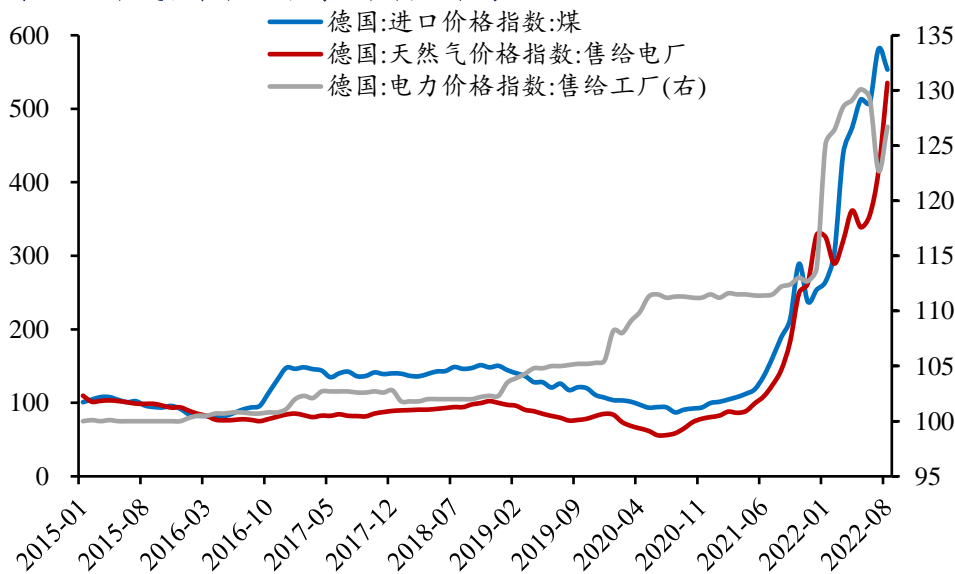
资料来源: BP, 信达证券研发中心

注: 图表数据为 2021 年数据

图 13：德国天然气现货价和非居民电价均上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，德国煤炭价格上涨继续给电价施加压力，限制电价回落空间。在欧洲国家的天然气短缺和高电价背景下，为缓解天然气带来的能源危机，德国等许多欧洲国家已经重启燃煤电厂。而今年3、4月后，欧洲煤价持续高涨，德国进口煤的价格指数也处于较高水平，8月进口煤的价格指数录得553.3，比去年同期增长了192.13%。这轮煤价上涨继续给电力价格施加压力，导致德国电价面临天然气短缺和高煤价的双重压力。

图 14：天然气和煤价上涨使得电力价格仍在高位


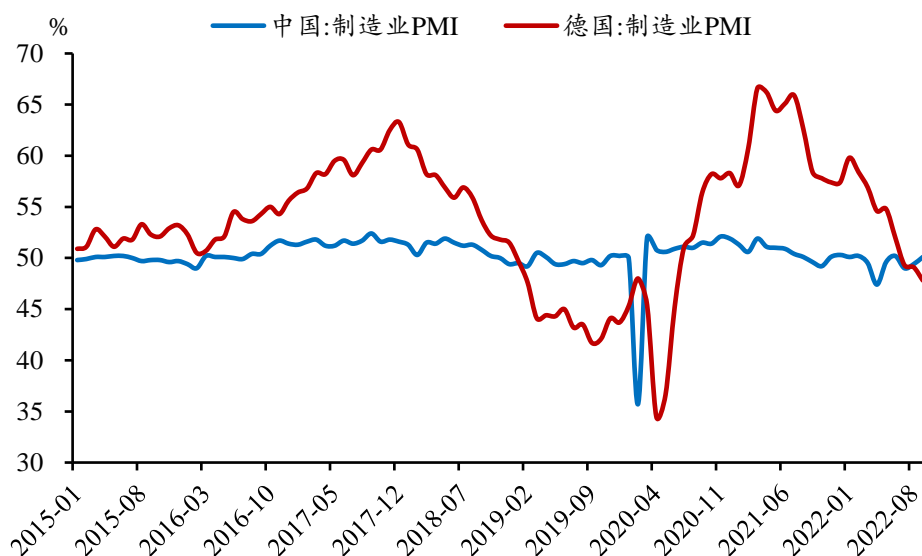
资料来源: Wind, Destatis, 信达证券研发中心

2.2 德国制造业生产原料短缺，景气度水平下滑

第一，德国制造业短缺严重，景气度水平已经弱于中国。从制造业的景气度水平上看，德国制造业 PMI 自去年7月份起就开始回落，且回落斜率十分陡峭。截至今年9月份，德国制造业 PMI 已经跌破荣枯线，从年初的 59.80% 回落至 9 月的 47.80%，再次弱于中国的景气水平，这和德国国内的材料短缺问题密不可分。根据 IFO 商业调查，2022 年 9 月德国的制造业短缺指数为 65.8%，表明约有 65.8% 的工业企业表示，企业生产受到了原材料和中间产品短缺的影响。从细分行业的最新数据来看，7 月制造业生产受短缺影响严重的是电气设备、机械设备、电脑产

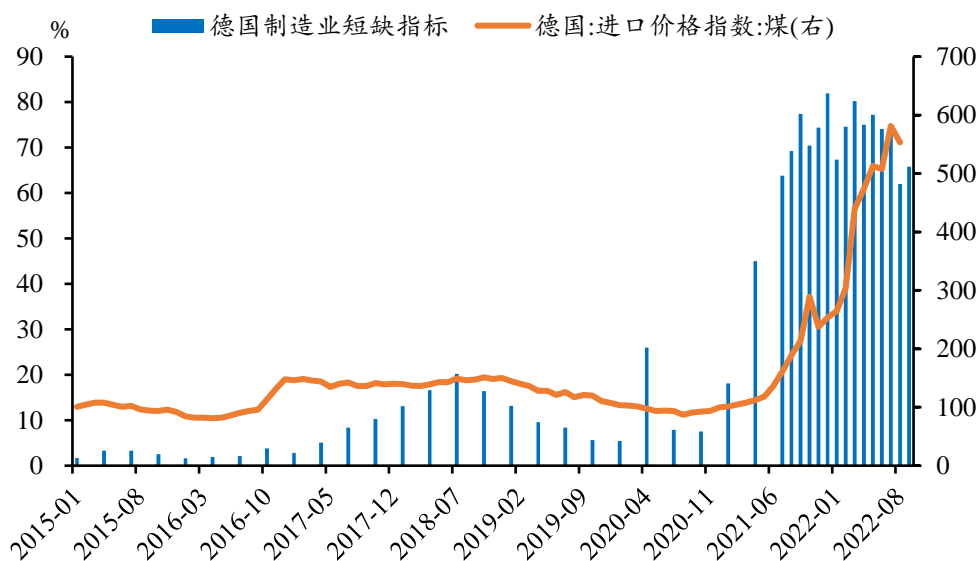
品、汽车工业，这些细分行业的短缺指标均超过了 87%。

图 15: 德国制造业 PMI 自去年 7 月份起就开始回落

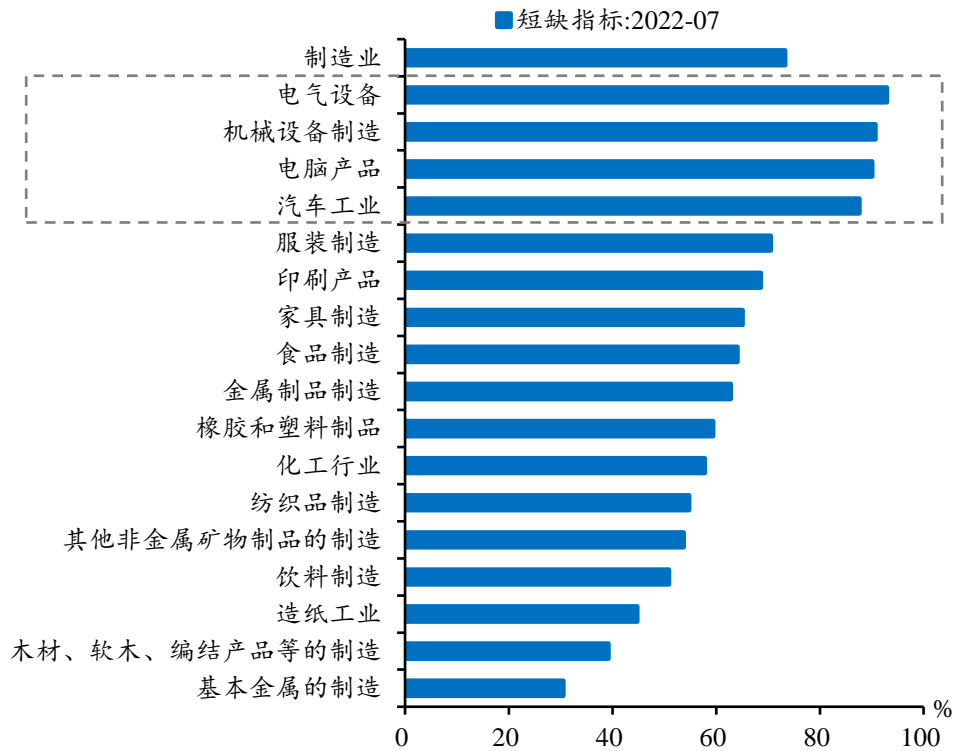


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 德国制造业短缺指标急剧上升

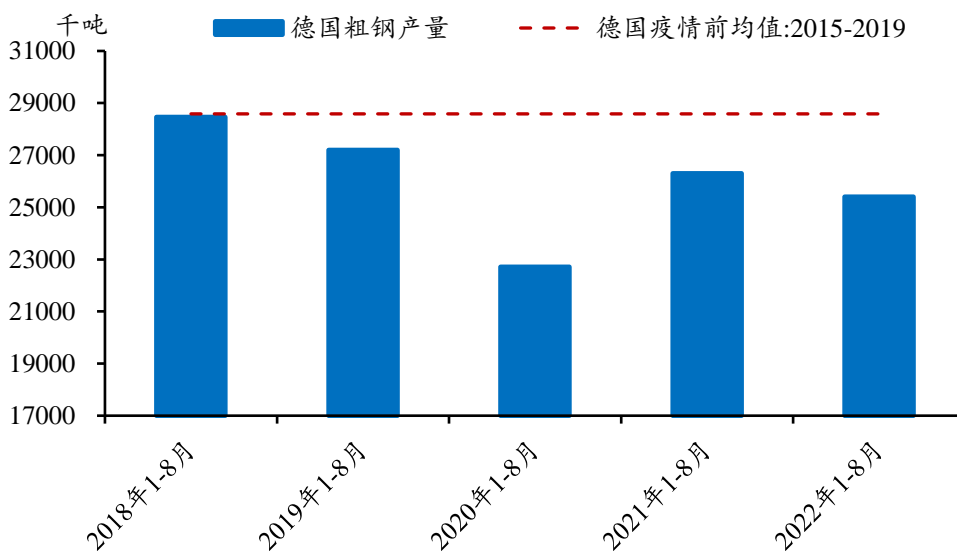


资料来源: IFO, 信达证券研发中心

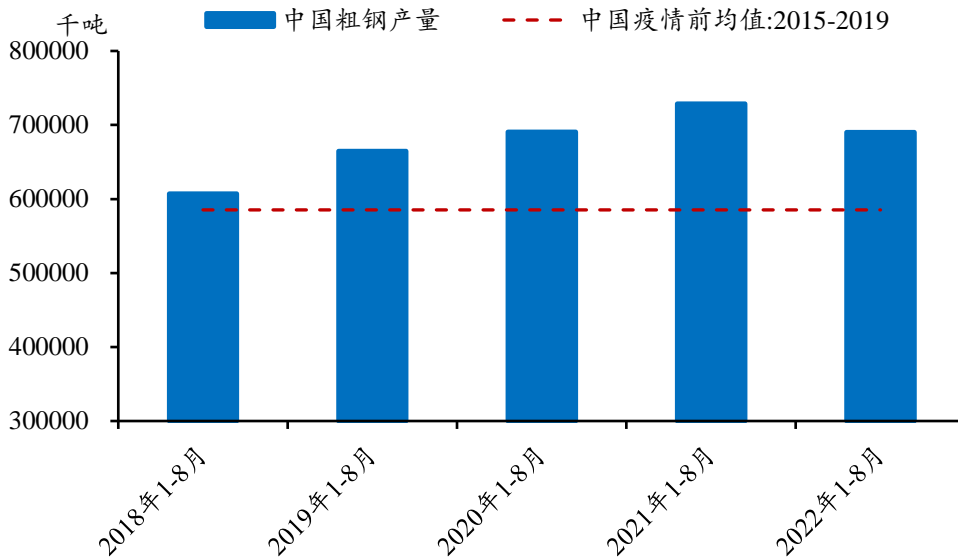
图 17：德国 7 月短缺较严重的是机电、汽车等下游制造业


资料来源: IFO, 信达证券研发中心

第二，煤价上涨也会影响下游制造业的原材料生产。由于欧洲等国家对俄罗斯实行制裁，导致许多俄罗斯的能源（如：煤炭、天然气等）无法进入欧洲市场。在制造业细分行业的短缺数据上看，金属制品等中游制造业的短缺程度也较高。钢铁生产依赖于煤炭，因此煤炭价格上涨可能会影响其国内的钢铁产量。今年 1-8 月德国钢铁产量为 2540 万吨，比疫情前同期均值水平的 2858.5 万吨下滑了 11.14%。而钢铁作为最重要的材料之一，在德国的工业结构中起着关键作用，国内钢铁产量收缩或会对下游制造业产生影响。比如，德国的汽车制造和机械设备制造与钢铁息息相关。

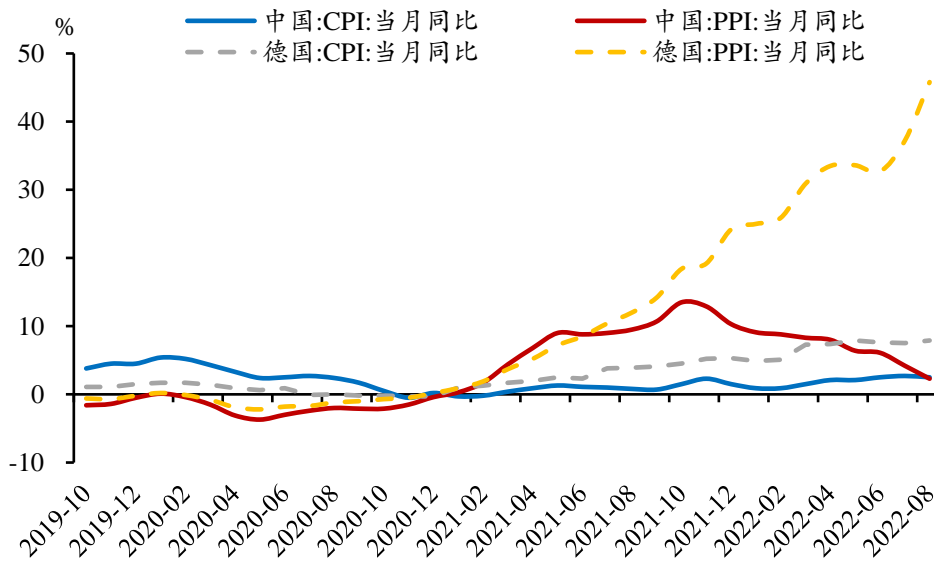
图 18：德国粗钢产量比疫情前同期均值收缩了 11.14%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：中国粗钢产量比疫情前同期均值增长了 17.96%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，高成本和材料短缺影响下，德国出现工厂关闭现象。德国 8 月 PPI 同比上涨 45.8%，再创历史新高，能源价格上涨是主要因素。截至 9 月，IFO 指出电力和天然气市场强劲上涨的价格只有一小部分转嫁给客户，这意味着高电力成本和生产成本最终只能由生产者自行消化。由于生产成本和能源价格大涨，原材料和中间品的短缺影响生产，德国工厂出现关停，而德国经济部长哈贝克也表示这是重大警讯。

图 20：德国 PPI 增速走高，中国 PPI 增速走低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

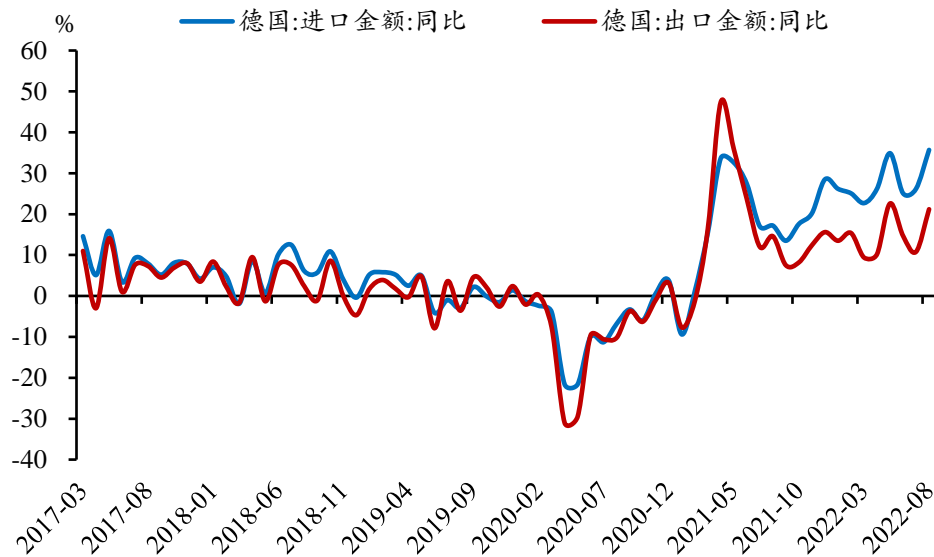
2.3 德国部分下游制造业的贸易竞争力减弱

德国高电力成本和原材料短缺的后果在外贸出口上有所体现。

第一，德国进、出口的剪刀差走阔，下游制造业出口表现转负。德国作为欧洲经济的领头羊，其产品销往世界各地，是名副其实的制造业大国和出口大国。历史上看，德国的进、出口增速往往相一致。即使在受到疫情冲击后直至 2021 年 6 月前，进、出口增速也只是个别月份出现暂时性偏离。但从去年下半年起，德国进口和出口的剪

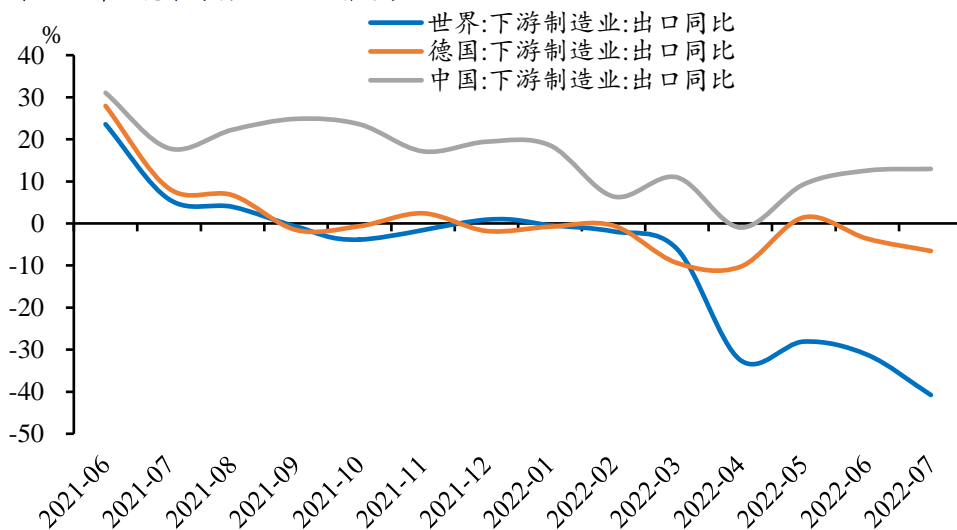
刀差走阔，并且这一缺口持续存在。除价格贡献因素外，我们认为背后的原因还有一个，即在能源危机下原材料、中间品短缺等因素对德国国内制造业生产活动产生阻碍。我们使用机械电气设备类、运输设备类和仪器仪表类出口产品代表下游制造业，发现德国和世界下游制造业的出口同比增速进入负区间，而中国下游制造业的出口同比增速仍有韧性。

图 21：德国进口和出口的剪刀差走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22：中、德下游制造业出口增速分化

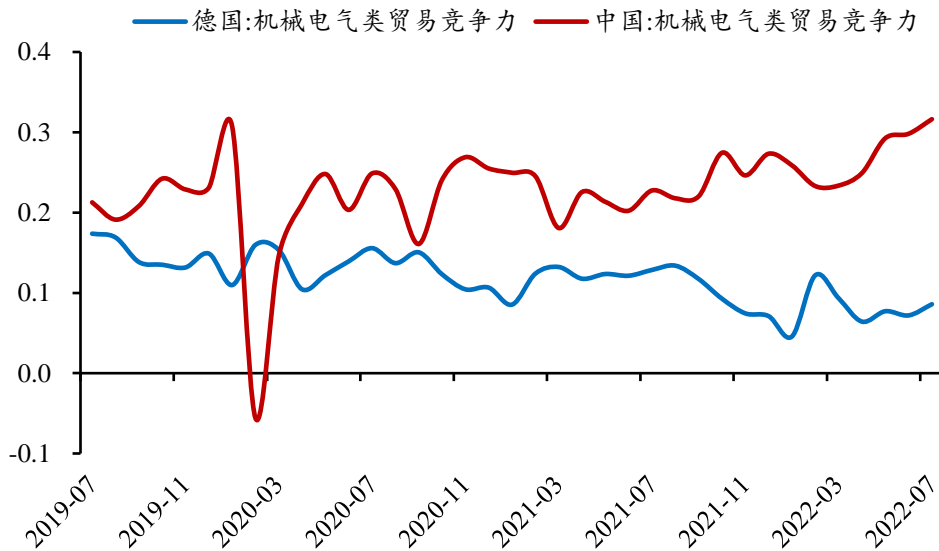


资料来源: UN comtrade, 信达证券研发中心

注: 以HS16类-HS18类出口代表下游制造业

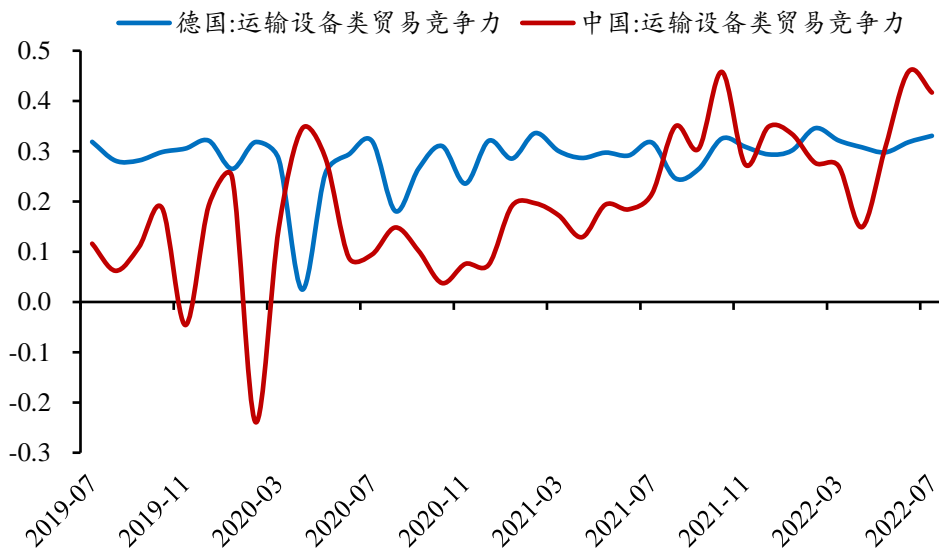
第二，德国机械电气设备类产品的贸易竞争力减弱，精密仪器仪表类竞争力仍然较强。如果用“贸易差额/贸易总额”来衡量出口产品在国际市场上的贸易竞争力，数值越大代表贸易竞争力越大。近期德国机械电气类产品在国际市场上的贸易竞争力处于较低的水平，也低于疫情前水平；而中国机械电气类产品的贸易竞争力却在抬升。不仅如此，3月以来中国运输设备类产品的国际贸易竞争力快速抬升，已于今年6月超过德国。但对于更加精密的仪器仪表类产品，中国的贸易竞争力还处于较弱的水平，德国的贸易竞争力地位仍然较强。

图 23: 德国机械电气类产品在国际市场上的贸易竞争力处于较低的水平

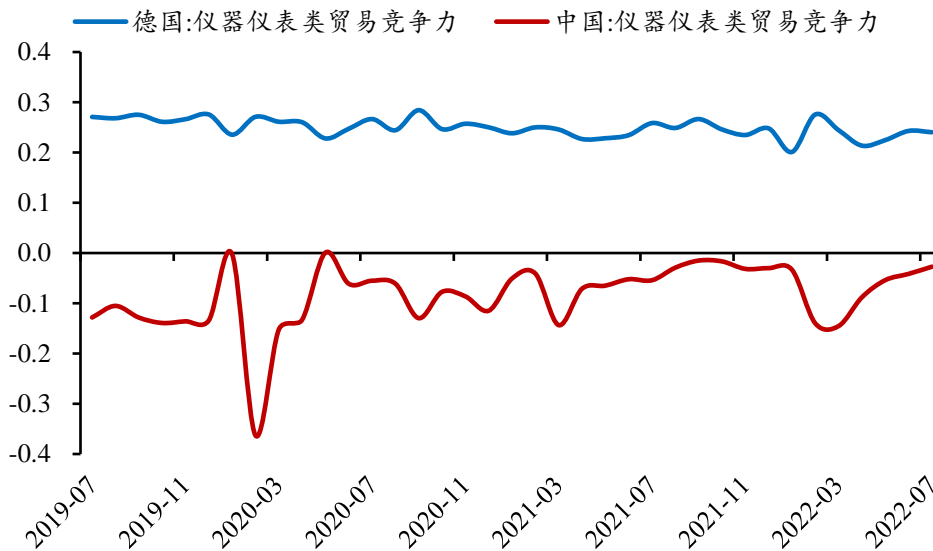


资料来源: Wind, UN comtrade, 信达证券研发中心

图 24: 6 月起中国运输设备类产品的国际竞争力也开始超过德国



资料来源: Wind, UN comtrade, 信达证券研发中心

图 25：中国仪器仪表类产品的贸易竞争力还处于较弱的水平


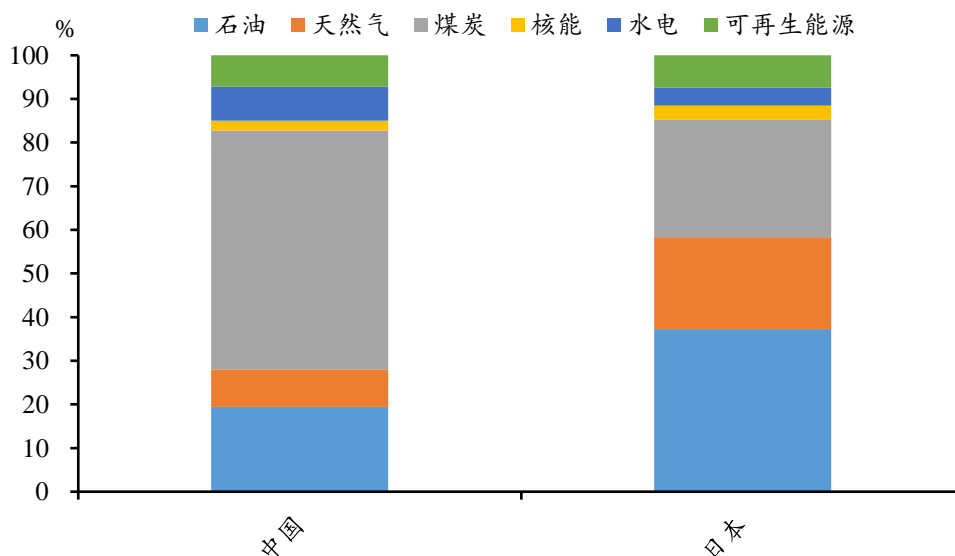
资料来源: Wind, UN comtrade, 信达证券研发中心

三、日本难以转嫁高成本，深陷持续性逆差

日本也是制造业国家，且地理位置和文化背景与中国相近。但在能源危机之下，日本和德国一样面临着天然气短缺和电力价格高涨的局面。日本制造业面临高成本和价格转嫁问题，对于同为制造业国家的中国而言，或将是一个机遇。

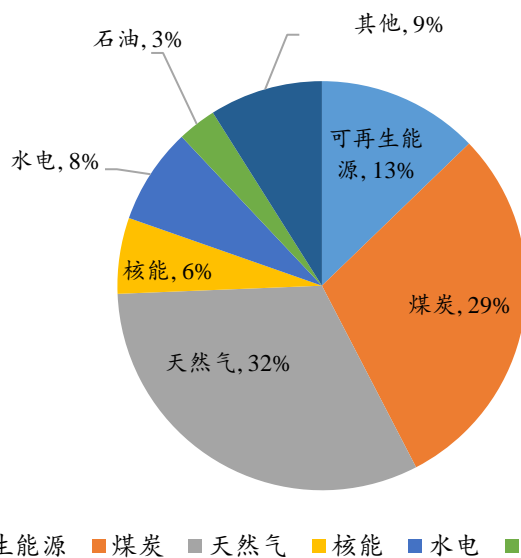
3.1 日本也面临电价高涨问题且价格难以转嫁

第一，日本也面临高电价问题。在能源消费结构中，日本煤、油、气的占比都较大。但日本自然资源匮乏，天然气和煤炭绝大部分依靠进口。在石油、煤炭、天然气价格上涨下，日本电力价格指数也随之上升到高位水平。此外，煤价上涨也对粗钢生产产生影响。在欧洲对俄罗斯实行制裁时，日本也参与其中，所以日本自俄罗斯进口的能源供给部分也受到影响。在能源成本高企的前提下，日本的粗钢产量也有所下降，比疫情前的水平收缩了 12.68%，这可能会对下游制造业的生产形成制约。

图 26：日本能源结构中，煤油气的占比都比较大


资料来源: BP, 信达证券研发中心

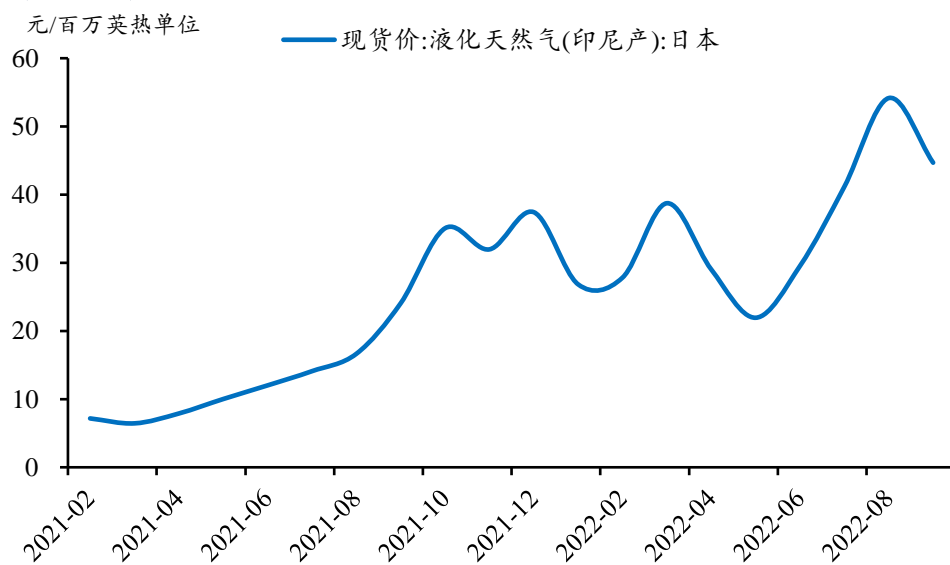
图 27：日本发电量结构中，煤炭和天然气发电量占比为 61%



资料来源: BP, 信达证券研发中心

注: 图表数据为 2021 年数据

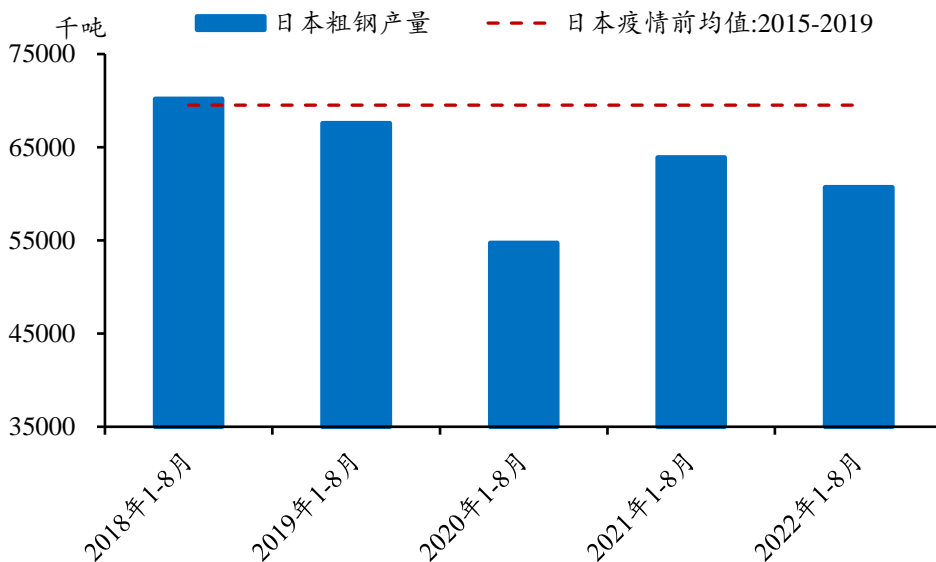
图 28：日本天然气价格上涨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：日本电力跟随能源价格上升到高位

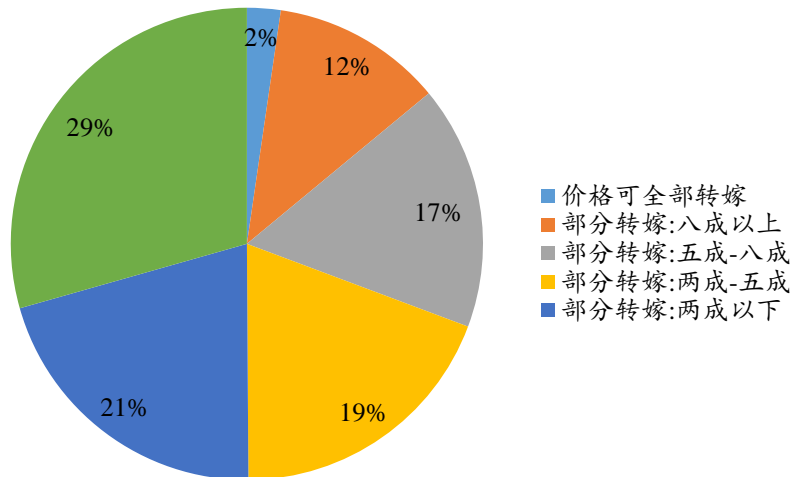

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30：日本粗钢产量比疫情前同期均值收缩了 12.68%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，日本过高的电价和生产成本难以转嫁。目前焦煤的国际价格也在上升，大部分煤炭依赖进口的日本钢厂在日元大幅贬值后正努力应对不断膨胀的成本。在这种情况下，日本制造业企业或将面临较大成本压力，特别是中小制造业企业。而且更加值得注意的是，绝大部分日本企业难以将价格转嫁出去。根据帝国数据的价格转嫁率调查结果，能将价格全部转嫁出去的企业仅有 2.3%，超过半数以上的企业均表示价格转嫁程度不超过五成，而未能转嫁出去的价格将由企业自己消化掉。

图 31：日本企业能转嫁五成以上价格的占比仅有 30.7%



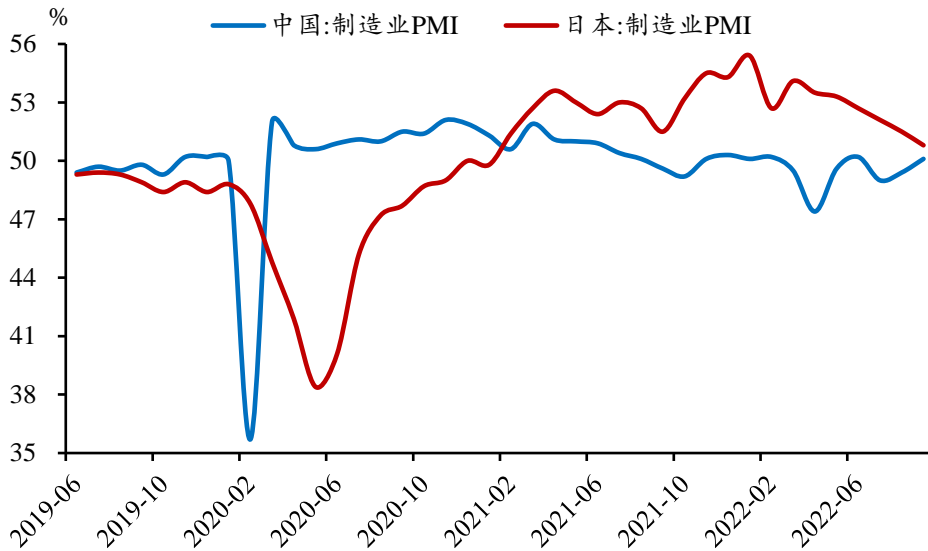
资料来源: TDB, 信达证券研发中心

3.2 日本制造业景气度回落明显，陷入持续贸易逆差

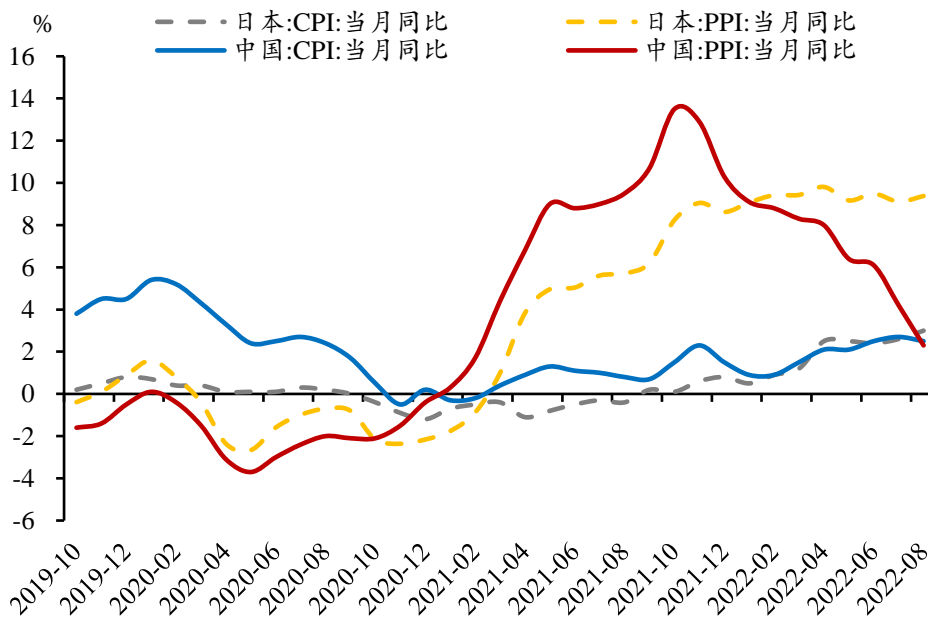
日本无法转嫁的高成本问题影响了制造业的生产，从而影响下游制造业的出口贸易。

第一，制造业景气层面，日本景气度回落明显，与中国的景气度差距进一步收窄。从制造业景气水平上看，日本制造业景气度水平自今年3月份起直线下滑至9月的50.8%，与中国的逐步回升形成对比。截至9月中日的制造业PMI仅差0.7个百分点。日本8月PPI继续上升至9.38%，也显示出企业的生产成本提高。由于难以承受原材料价格高涨等重压，日本众多企业申请破产。据日本信用调查机构帝国数据银行官网消息，2018年1月至2022年7月，由于日本物价过高导致破产的日企已有558家。其中2022年1至7月申请破产的企业高达116家，速度创过去5年新高。

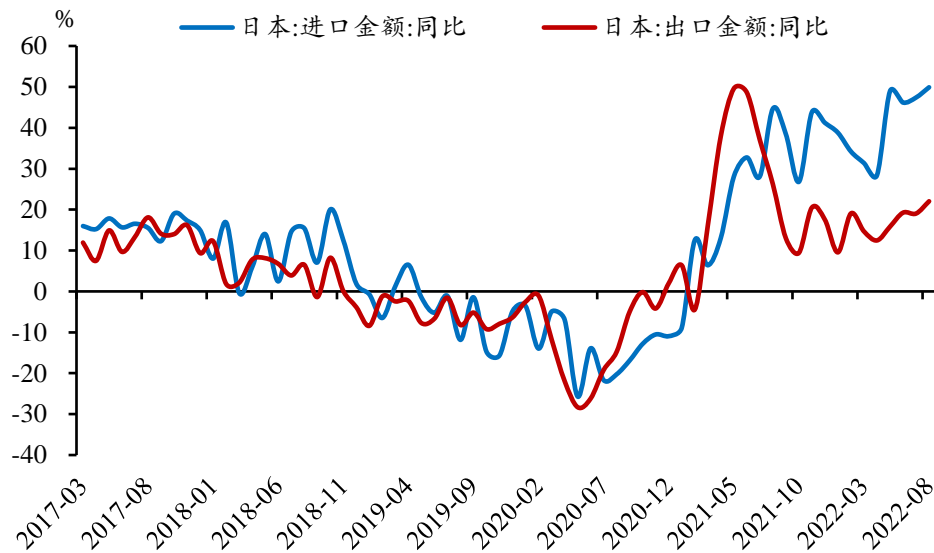
第二，日本进入连续逆差状态，下游制造业出口增速转负。和德国相类似，日本进口和出口的剪刀差进一步扩大，缺口是2017年以来的较大水平。截至2022年8月，日本已经连续13个月出现贸易逆差。此外，下游制造业的出口同比增速也和世界的出口增速表现一样，陷入负区间。

图 32: 日本制造业景气度水平自今年 3 月份起直线下滑


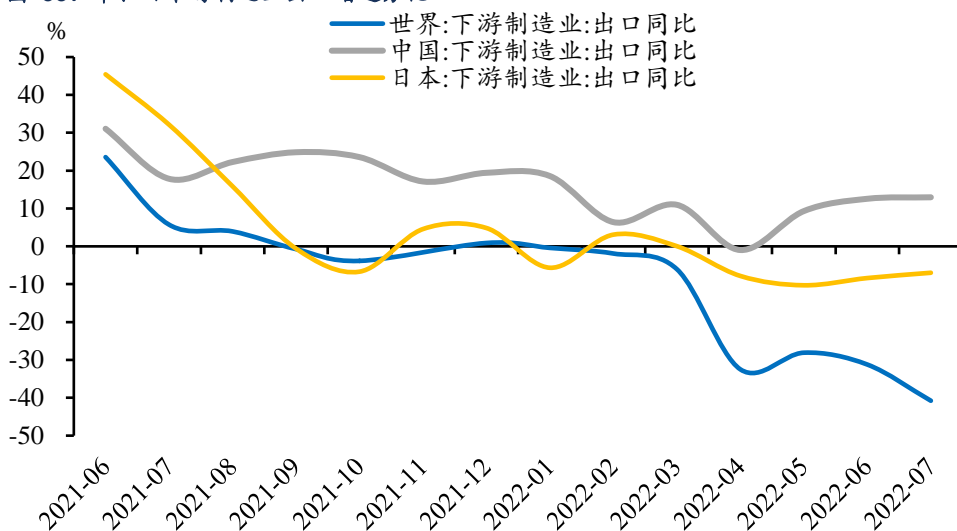
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 33: 日本 8 月 PPI 继续上升至 9.38%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34：日本进口和出口的剪刀差走阔


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35：中、日下游制造业出口增速分化


资料来源: Wind, UN comtrade, 信达证券研发中心

注: 下游制造业含 HS 第 16-18 类

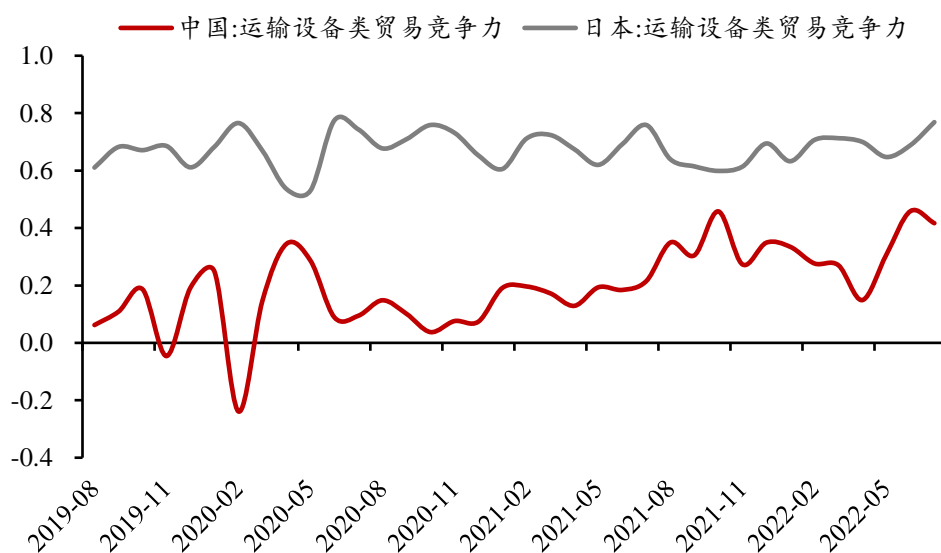
第三，中国机械电气类产品的国际竞争力也优于日本，运输设备类的贸易竞争力差距也在收窄。中、日机械机电类产品的贸易竞争力均有所上扬，但明显中国的上升幅度更大。此外，中国运输设备类产品的国际贸易竞争力优于德国，但和日本还存在差距，积极的信号是这一差距正在收窄。在对外贸易整体不振之时，汽车行业成为中国逆势增长的行业。今年8月中国汽车出口量达30.8万辆，同比增长65%，这是历史上首次超过30万辆。从今年前八个月整体情况来看，我国汽车出口量已经超越德国，仅次于日本。

图 36: 日本机械电气类产品在国际市场上的贸易竞争力也有所下滑

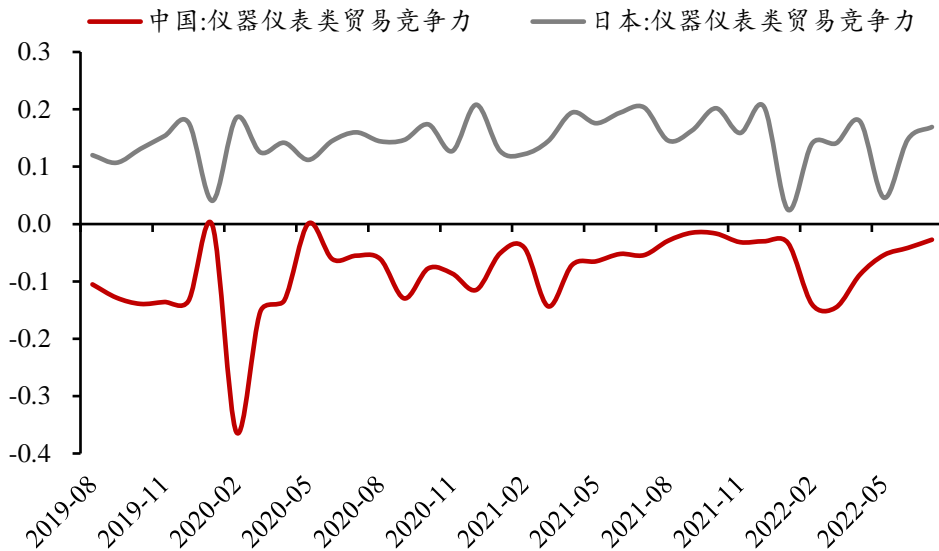


资料来源: Wind, UN comtrade, 信达证券研发中心

图 37: 中日运输设备类产品的国际竞争力差距在缩窄



资料来源: Wind, UN comtrade, 信达证券研发中心

图 38：日本仪器仪表类产品的贸易竞争力还处于较强的水平


资料来源: Wind, UN comtrade, 信达证券研发中心

四、海外能源危机下，我国下游制造业企业或将迎来机遇

4.1 预计煤炭价格倒挂的局面年内或将持续

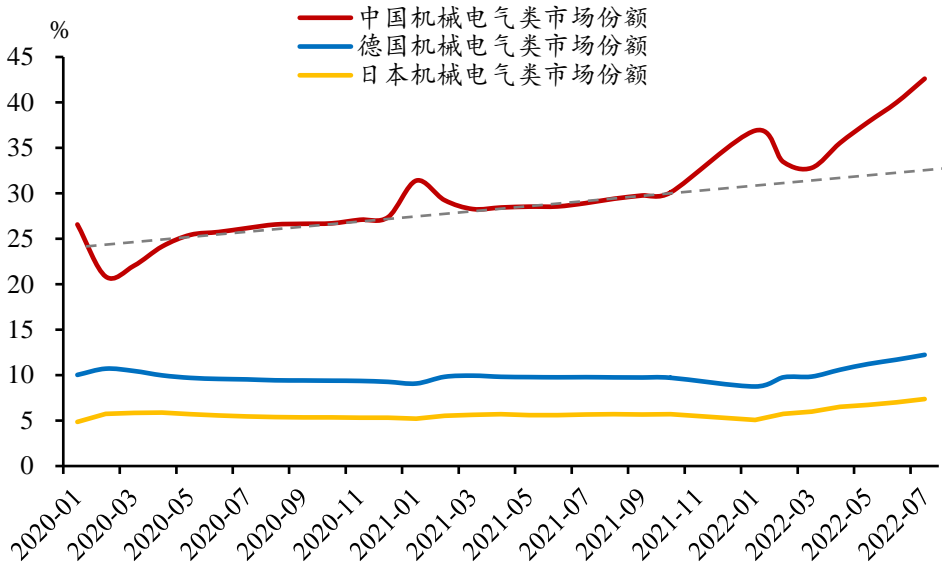
首先，我们认为短期内煤价将维持高位。支持煤价仍在高位的原因有三个：一是冬季供暖能源需求增长，短期内国际煤炭市场需求仍然强劲。二是供给补充需要时间。受俄乌冲突和澳大利亚拉尼娜现象的影响，国际煤炭市场供给具有较强的不确定性。三是紧急政策措施落地存在时滞且影响有限。为应对能源危机，欧委会推出多项紧急措施限制能源需求，防止能源价格过快上涨，但政策落地需要一定时间，影响也比较有限。

其次，在国内煤价调控之下，我们预计国内外煤炭价差还会持续存在。在国外煤价高涨背景下，国内煤价也存在共涨风险。但是从政策调控上看，发改委指出要引导煤炭价格在合理区间运行，通过稳煤价，进而稳电价、稳企业用能成本，为稳定宏观经济大盘提供有力支撑。因此，我们预计国内外的煤炭价差很可能还会持续存在。

4.2 天然气短缺下，动力煤价格倒挂或为我国下游制造业企业创造机遇

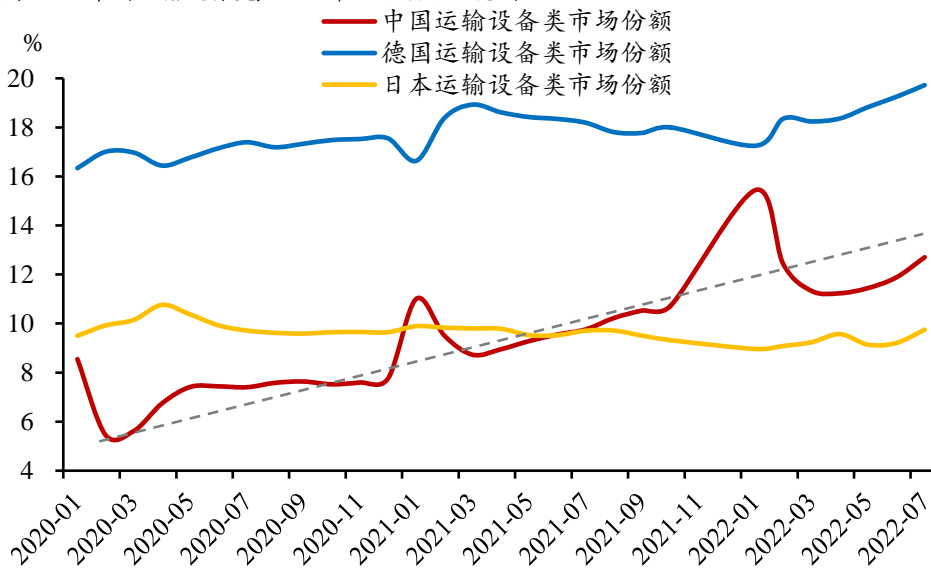
天然气价格高涨下，若国内外煤价持续倒挂，将利好部分下游制造业的贸易竞争力。虽然国内煤价抬升，将促使中国的出口商品成本上升，但由于国内的煤炭发电成本比国外低，与天然气相比煤炭也具有成本优势，因此相对国外来说，中国出口商品的成本相对来说是低的。电力成本的不同可能进一步凸显我国下游制造业相对贸易竞争力，尤其是我国出口份额较高的机械电气类产品。今年 4 月以来，中国机械电气类产品的国际市场份额加速上升，印证了相对低的制造业成本优势有助于我国一些下游制造业贸易竞争力的提升，有利于进一步“抢占”德日制造业的部分贸易份额。

我国下游制造业对德日的部分替代效应仍会存在，更多体现在机械机电类产品中。能源危机中，德国作为欧洲经济的火车头，其制造业正面临高电力成本和制造业原材料短缺的窘境，同为制造业国家的日本，尽管其面临的压力远不及德国，但也同样制约着制造业的生产表现。能源危机和生产矛盾之下，中国可能会替代德日的部分制造业出口，尤其是我们贸易竞争力更强的机械机电类产品。需要注意的是，在全球需求趋势性回落的前提下，我们认为动力煤价格倒挂带来的竞争力提升，更多是对德、日的出口份额替代，但这无法阻止出口的回落趋势。

图 39：中国机械电气类产品的市场份额加速上升


资料来源: UN comtrade, 信达证券研发中心

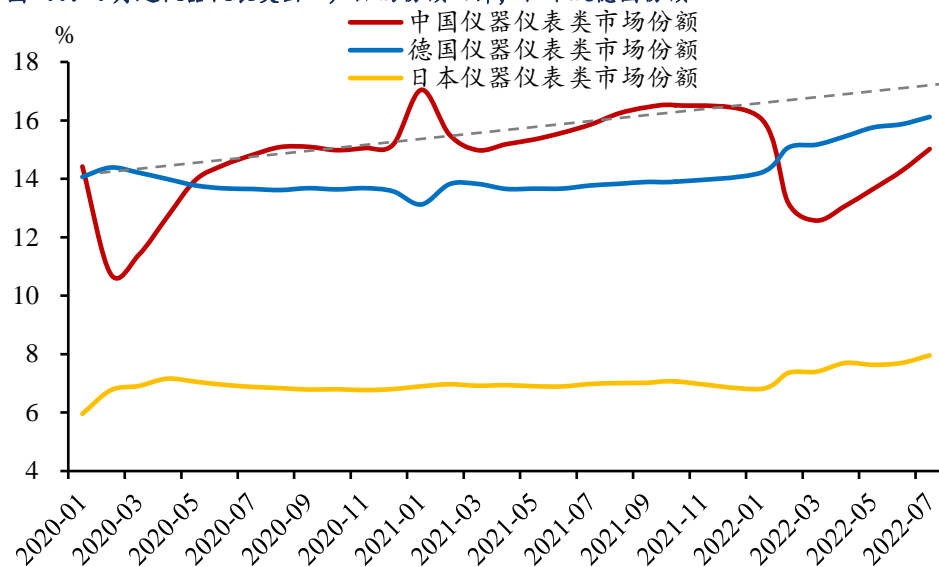
注: 据累计值计算

图 40：中国运输设备类产品的市场份额不及德国


资料来源: UN comtrade, 信达证券研发中心

注: 据累计值计算

图 41: 4 月起仪器仪表类出口产品的份额回升, 但不及德国份额



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 据累计值计算

风险因素

欧洲能源危机, 海外需求萎缩超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准20%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。