

宏觀

上游漲價，“蛋糕”如何分？——從美國滯脹經驗說起

去年以來我國PPI大幅反彈，而CPI維持低位運行，這種非對稱的漲價勢必會對上下游行業的利益分配格局產生影響。本輪商品漲價有地產、基建等需求拉動，但上游產能甚至產量受到壓制帶來的供給收縮，對價格也起到重要的推升作用。這不由得讓我們想起發達經濟體經歷的兩次石油危機，當時商品漲價的部分原因也是供給受到壓制，最終宏觀經濟下行，行業內部格局發生變化。具體有何異同之處，我們不妨先來分析下美國當時的情況。

滯脹經驗：利益重新分配，經濟卻在下行。上世紀70-80年代，兩次石油危機導致商品供給被人為壓縮，商品價格普遍上漲。美國通脹高企，但經濟卻趨於下行，出現了典型的滯脹。從通脹結構來看，美國上游行業漲價幅度要遠高於下游，非對稱漲價導致各行業經營狀況嚴重分化。從1973年2季度到1974年4季度，基本金屬行業利潤同比增長了221%，原油和煤炭行業增長151%，但汽車行業利潤同比大降54%，零售業下降44%，電煤氣及衛生服務業下降43%，電子行業下降36%，利益在不同行業間重新分配。從生產角度看，採掘業因為漲價而生產增加，但獨木難支，中下游行業拖累美國GDP增速大幅下滑。採掘業GDP在1980年增速達到了11.5%，服務業、機械設備、食品、交通公用增速不到3%，而其它行業則出現大面積負增長，其中汽車行業降幅最大高達33%，造紙-12%，化學-11%，建築-6%，紡織服裝、批發零售等均是負增長。所以美國70-80年代的上游漲價，是以犧牲中下游行業的利益為代價的，最終經濟整體下行，根本原因在於沒有需求。

中國漲價：上游量縮價漲，下游利潤壓縮。國內價格從上游到中下游的傳導逐漸減弱，這一方面是因為下游行業集中度較低，企業議價能力較弱，另一方面也因為地產和汽車需求的改善存在擠出效應。在非對稱漲價的背後，國內上下游行業間的利益格局也在發生變化。上游行業毛利率在大幅提升，例如從16年初至今年7月煤炭采選業毛利率提高了41%，黑金冶煉提高25%，油氣開採10%，有色冶煉9%，黑金采選7%。但是中下游行業的毛利率除了醫藥、專用設備、化學、造紙等極個別提高外，其它基本都在下降。從生產的角度來看，中國和美國當時的滯脹時期很不一樣，上游行業生產在萎縮，而中下游行業生產在擴張。和美國當時不同，當前國內上游商品的漲價是自身限產減產的結果，所以上游生產下降；而且國內還是有需求的，中下游生產還在擴張的行業主要是與地產、基建、汽車等需求相關的行業，而紡織服裝、化學纖維、運輸設備等行業增速則明顯偏低。這主要還是反映了下游需求既有改善的一面，也有受擠壓的一面。不過部分中下游行業的生產增速已經開始回落，不可排除其中有成本推升、利潤空間壓縮的因素。

未來如何演繹？CPI和PPI誰向誰屈服？無論是70-80年代美國滯脹，還是這一年來國內的漲價，最關鍵的因素是需求，即漲價有沒有需求支撐決定了行業間的利益分配格局和經濟走勢。但是往前看，在需求回落的情況下，如果上游限產力度加大，繼續帶來漲價，未來可能走向滯脹模式，中下游行業會面臨“腹背受敵”的局面。但從目前的情況來看，滯脹持續的概率還較低。首先，國內上游的漲價是溫和的，並不像美國滯脹時期那麼迅猛。其次，國內上游行業產能仍然是過剩的，潛在供給還存在，如果漲價過多政策仍然有調節的空間。再次，需求下降的速度如果超過供給，漲價也不太可能持續。所以綜合來看，要出現PPI拉升CPI的滯脹局面需要較高的條件，在貨幣緊平衡的狀態下，需求整體回落，PPI向CPI回落的概率較大。

行業點評

有色金屬：冬季錯峰限產提前執行

此前我們指出，9月1日至9月14日的第一輪環保督查的結果並不樂觀，整改情況並沒有達到預期，因此未來環保政策有望進一步趨嚴。此次焦作萬方鋁業股份有限公司和中鋁中州鋁業有限公司提前進入冬季錯峰生產，一方面印證了我們的判斷，另一方面也再次體現了國家對大氣污染防治問題的決心和力度。

電解鋁年化產能逐漸下降，提前限產有望加劇趨勢。根據百川資訊，9月14日鋁錠十二地庫存159.13萬噸，較上周環比減少0.85萬噸；我們認為，自3月份以來，電解鋁月度產量同比增速下降，年化產能自6月份以來也呈下降趨勢，此次提前限產有望進一步加劇電解鋁年化以及月度產能的下降趨勢。

近期氧化鋁價格一路飆升。根據SMM統計，截至9月15日，四地氧化鋁平均價格較上週五上漲233元/噸至3299元/噸，漲幅持續提高。另外，中鋁中州氧化鋁廠、山西復晟、三門峽開曼因檢修壓產，預計將影響產量7-8萬噸，有望加劇市場的看漲情緒。

自9月15日起，環保部派駐的102個巡查工作組正式進駐“2+26”城市及相關縣區市，開展為期4個月的“京津冀及周邊地區2017-2018年秋冬季大氣污染治理攻堅行動巡查”。我們相信，如果未來的整改依舊沒有達到預期，不排除將有更多的電解鋁和氧化鋁產能提前進行限產。推薦：神火股份，索通發展，雲鋁股份，南山鋁業，中孚實業。

風險提示：下游需求不及預期。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。