

通胀之潮：价差与库存

2022年05月01日

► **中外通胀差异的中观视角：主流大宗品的国内外价格出现趋势性背离。**我们统计了能源、金属、化工品与农产品等领域大量品种国内外价差走势，发现海外周期品价格上涨幅度普遍远高于国内，使得大量周期品的国内外价格在近一年来持续出现背离：**能源**来看国内和进口煤价已经倒挂；**工业金属**中黑色金属海外相对价格普遍上升至 2008 年以来较高水平；**有色金属**的国内相对价格大幅下行，锌/铅/铝均接近历史极值；**化工品**中，化肥中国价格相对下行到历史极值处，橡胶、PX、苯乙烯、PTA；农产品来看，除大豆外多数农产品（小麦、玉米、棉花、豆油等）中外价差持续收敛，即国内相对价格下降。海外价格上涨更为猛烈是过去一段时间大宗商品的典型特征，**共性体现在了从能源、工业金属、化工品到农产品中，全球通胀之潮并未系统性涌入国内。**

► **中国较低通胀的因素未来正在逆转。**第一，煤作为中国最主要的能源，成为了中国较好的抗通胀资产：当下油、气与国内煤换算成同热力值后的价差创下了历史新高，成为了中国在源头较好压低通胀的资源；第二，在汇率不断升值的过程中，本身就是很好的抵御输入性通胀的一种形式，一方面抑制了出口的需求，另一方面美元是主要大宗原材料的计价货币，而人民币过去兑美元的升值也一定程度上起到了防范输入性通胀的作用；第三，去年四季度以来，中国需求经历了大幅度下滑，达到了衰退级别，这也让通胀压力并未上行。当下，上述因素正在发生逆转：第一，伴随进口煤价格不断上升，压低能源价格与不造成供应短缺之间存在矛盾；第二，人民币汇率已经开始进入走弱通道，汇率对于通胀的阻挡已经减弱，甚至有可能加强，国内的主要金属铜、铝和金已经开始相对于海外明显走强；第三，未来来看，中国由于就业和债务稳定性等压力，稳增长的实现依然是大概率事件，需求的恢复也会让通胀压力重新上升。

► **来自产业链库存中的信号：随时会被点燃的通胀。**当截至 2022 年 3 月，无论从库存绝对值视角或是同比增速视角来看，工业企业产业链上游原材料库存（如煤炭、油气、有色金属等）相较历史而言大多处于中低位，而中下游制造业则完全相反，多数处于历史中高位，这一数据在工业品领域同样可以验证。值得思考的是，从 2011 年以来，在中下游制造业经历了多轮库存周期的过程中，上游原材料库存增速则长期下行，并在 2016 年后便长期维持在 0 附近波动，当下尽管上游产品同样经历的小幅累库，但是其幅度和绝对水平都是历史低位，甚至幅度上弱于历史上部分去库阶段。考虑到一季度上游企业普遍处在历史极高的产能利用率区间，这意味着，当下游一旦需求恢复，中下游库存被部分消化后，上游的相对低库存会迅速传导至供应端的压力。更长期维度看，制造类企业的合意原材料库存在 2011 年之后经历了长期下降：原材料库存/现金，和原材料库存/流动资产长期下行。在大宗商品产能过剩，供应链安全完整的时代，上述经营偏好固然可以通过降低冗余降低成本，**但是当大宗商品价格易上难下，全球供应链安全不再安全有效，合意库存水平中枢下行的趋势是否会被逆转？**

► **迎接通胀之潮。**除非中国经济出现崩溃，那么通胀上行似乎不可避免。类似于 2020 年的美国，疫情对于经济的影响已经不可避免，但是中国经济政策仍可以通过实物消费与投资弥补疫情对于 2022 年经济的影响：如果采用基建为主的方式则会对原材料形成更大压力，而可选消费刺激政策由于乘数效应较低则需要更高的政府支出支持。**5 月疫情后复工开始可能是中下游相关成长股的喘息期，为投资者完成切换布局提供绝佳窗口。**未来看，海内外价差、需求恢复与人民币进入弱势区间将共同驱动通胀的回归，通胀弹性仍将强于经济本身。我们的推荐的思路是：**对需求变化更受益的：有色金属（铜、铝、锌）、板材（价差较大，制造业可贸易）自身确定性极强的能源与农产品：油气、动力煤、农产品（对应国内外价差较大的化肥）；通胀与人民币计价受益的：黄金；全球价差扩大，供应链重塑：资源运输（油运、干散运）。**

► **风险提示：**美联储加息力度超预期，疫情对供应链影响程度超预期。



分析师：牟一凌

执业证号：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

研究助理：吴晓明

执业证号：S0100121120023

邮箱：wuxiaoming@mszq.com

相关研究

1. 通胀往事：法币崩溃与物资本位
2. 策略专题研究：星火终将“燎原”
3. 策略专题研究：真正的周期：重塑估值的权利
4. 策略专题研究：疫情往事：危机与复兴
5. 策略专题研究：1-2 月的迷思：经济数据 VS 上市公司业绩预告

目 录

1 中观的通胀冲击：海外产品相对价格普遍上升	3
1.1 能源：煤炭海外相对价格上升，天然气价差达历史极值	3
1.2 金属：黑色系海外相对价格抬升，工业金属大幅收敛	4
1.3 化工品：化肥国内外价差已知历史极值	6
1.4 农产品：国内价格涨幅低于海外，多数农产品价差收敛	9
2 过去价差的驱动因素与当下的变化	10
2.1 更低的能源成本与升值的汇率成为过去周期品价差背离驱动因素	10
2.2 当前汇率贬值：为历史极端价差回归带来催化	11
3 不一样的周期：来自产业链库存中的信号	13
4 未来推演：迎接通胀之潮	17
5 风险提示	18
插图目录	19

1 中观的通胀冲击：海外产品相对价格普遍上升

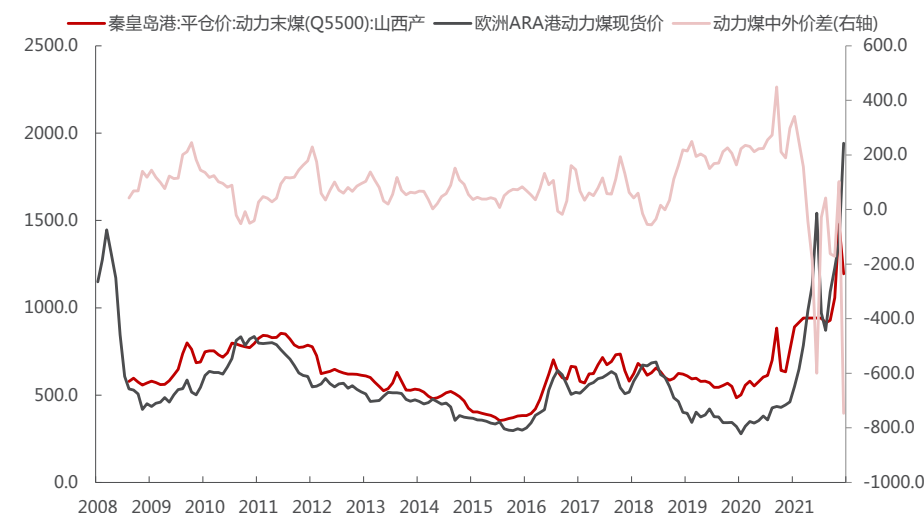
当下海外通胀正在逐渐变得不可阻挡，相较而言，国内总量层面的 PPI 同比在 2021 年四季度见顶后持续回落，而 CPI 当前依然处于历史较低位置。由于需求的疲软，国内投资者对并未直接感受到广泛的通胀上行，只是看到了“神奇的价格韧性”。其实，海外对应品种的上涨正在对国内造成持续性的压力。尽管部分资源品与原材料并不能完全贸易，因此价差长期存在。但是，系统性梳理的必要性在于：**第一，如果价格差异相对可比历史到了非常夸张的位置，即使贸易条件不充分，也会产生某种套利机制；第二，如果价差的同向变化是广泛的，那么比起过往因个体情况存在的价差就更值得重视。**

我们统计了包括能源、金属、化工品与农产品等领域的重点周期品种国内外价差走势，以刻画国内外通胀的结构上差异以及寻找潜在的投资机遇。下文中，所有的价差都用中国价格-海外价格。其中部分品种中国长期高于海外，也有中国长期低于海外，亦有部分产品中外之间关系上下波动。**本文中，我们统一使用海外产品相对价格上升/下降进行描述，以方便理解。**

1.1 能源：煤炭海外相对价格上升，天然气价差达历史极值

受能源短缺影响，近期海外煤炭价格出现大幅上涨，中外煤炭价差快速收敛，当前已实现倒挂，即国内-国外价差已再度转负，国内相较国外正在由贵变得便宜。而受地缘冲突影响，中俄原油、中欧天然气价差均达到历史极值。

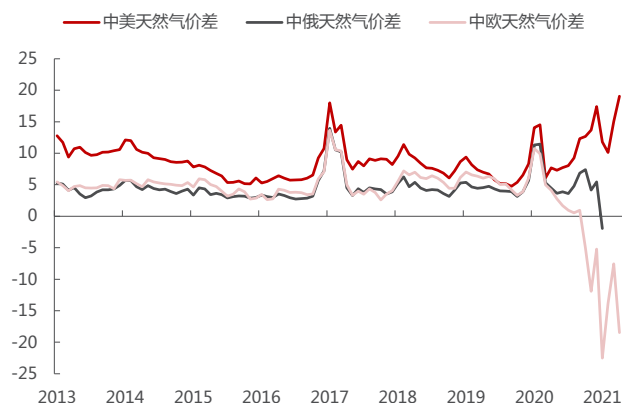
图 1：动力煤：当前中国-海外价差在-750 左右（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：原油：中俄原油价差达历史极值（元/吨）

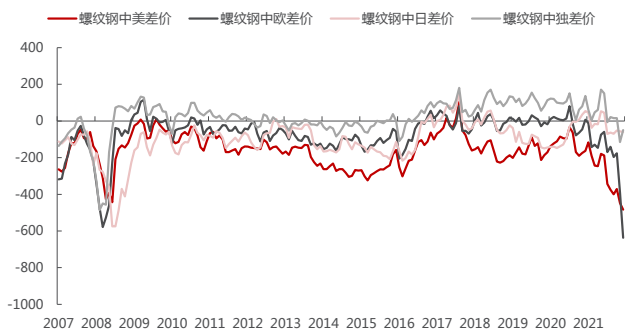

资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：天然气：当前中欧价差处于历史极值附近（元/吨）


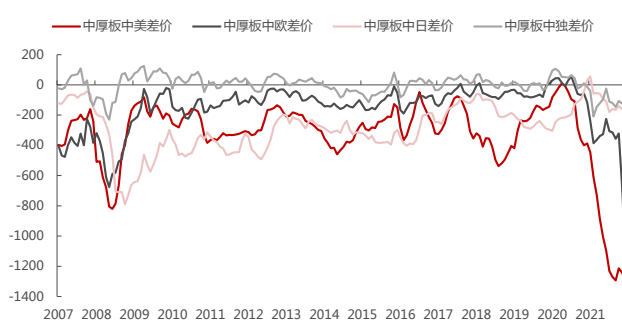
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 金属：黑色系海外相对价格抬升，工业金属大幅收敛

海外钢价持续上涨，国内外价差负向扩大，即国内相较海外的便宜程度当前已达历史极值水平；而主流工业金属国内绝对价格普遍相较海外更贵，然而中外价差在去年四季度达到阶段极值后出现大幅收敛，即国内相较国外正在由贵转向便宜，直到近期铜、铝出现小幅反弹。整体而言，除铜以外，锌/铅/铝中外价差均接近 0 值，处于历史低位。

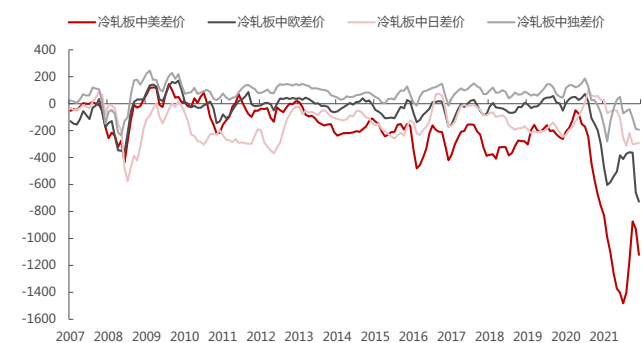
图 4：螺纹钢 中外螺纹钢价差持续负向扩大，逼近 2008 年极值（元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：中厚板：中外中厚板价差持续负向扩大，中美/中欧均已超 2008 年极值（元/吨）


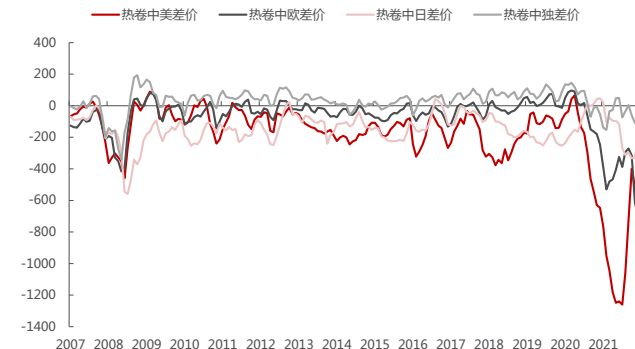
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：冷轧板：中外冷轧板价差在短暂收敛后再度扩大，均在历史极值附近（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：热卷：中美/中日热卷价差收敛，中欧热卷价差持续扩大，已超 2008 年极值（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：工业金属：中外价差均大幅收敛，锌/铅/铝均接近历史极值（元/吨）

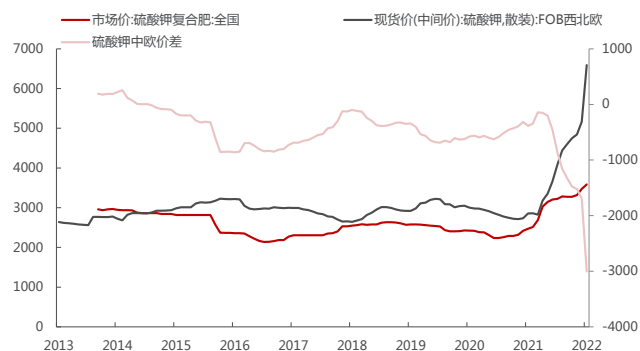


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 化工品：化肥国内外价差已知历史极值

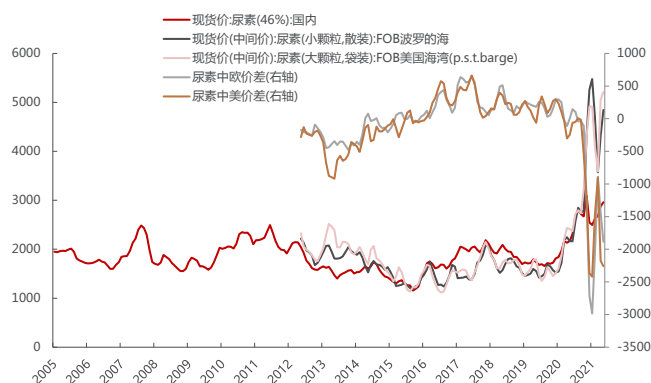
受地缘政治与能源价格上涨影响，国内外化肥价格持续上涨至历史高点，中外价差同样不断负向扩大至历史极值水平，即国外化肥价格相较国内正在变得更贵。除此以外，因国外价格上涨幅度远高于国内，致使国外相对价格抬升的化工品还包括橡胶、PX、苯乙烯、PTA 等。

图 9：硫酸钾：中外硫酸钾价差持续负向扩大，当前处于历史极值水平（元/吨）



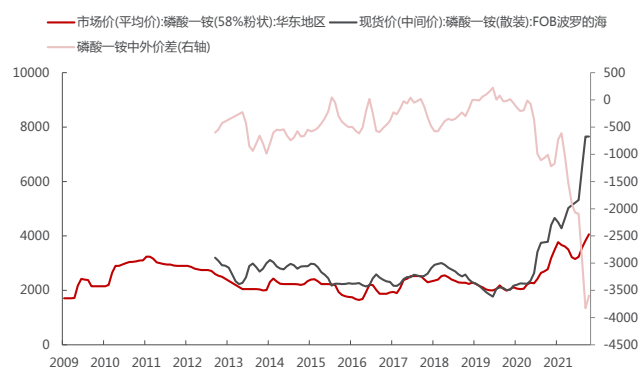
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：尿素：当前尿素中外价差大幅负向扩大至历史极值（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：磷肥：海外相对价格大幅攀升，当前磷酸一铵中外价差扩大，持续创下历史极值（元/吨）



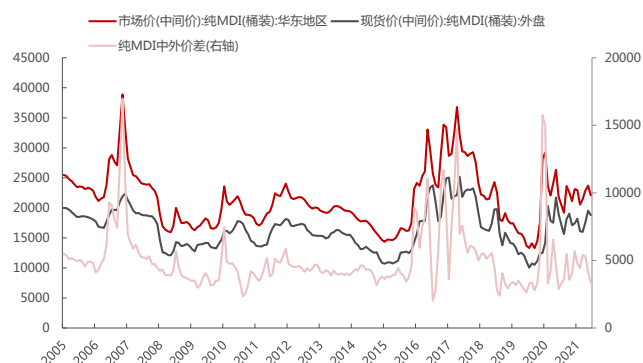
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：磷肥：当前磷酸二铵中外价差负向扩大，持续创下历史极值（元/吨）



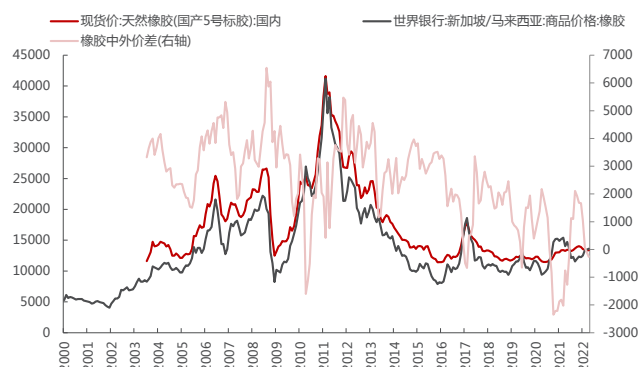
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：MDI：4 月 MDI 中外价差下行（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：橡胶：橡胶中外价差自 2021 年四季度以来持续回落，当前处于 0 值附近（元/吨）



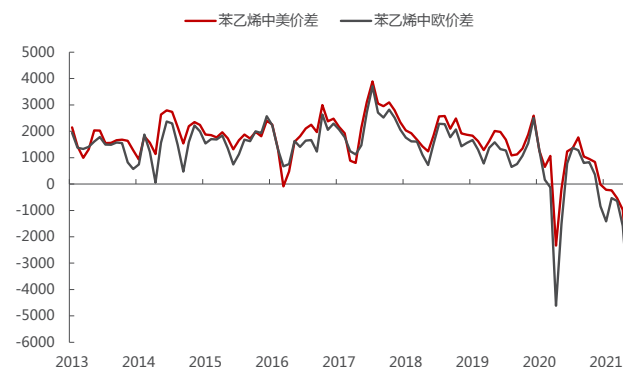
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：PX：中外价差持续收敛，当前已至 0 附近（元/吨）



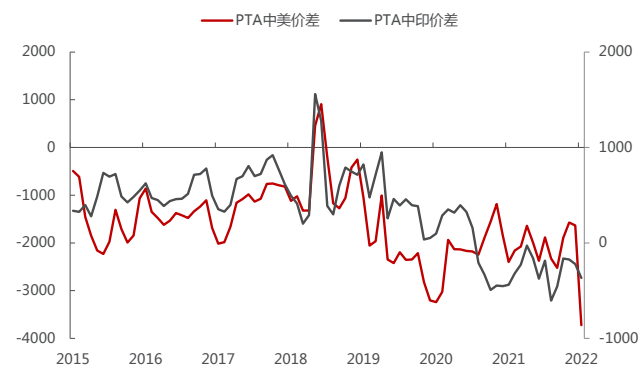
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：苯乙烯：中外价差在 4 月大幅负向扩大至历史极值（元/吨）



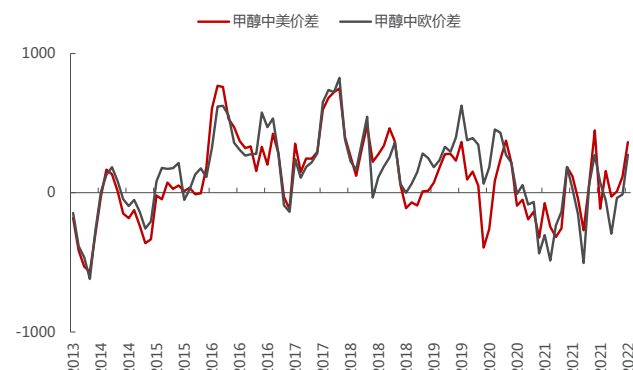
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：PTA：海外相对价格大幅抬升，中美价差在 4 月大幅扩大至历史极值（元/吨）



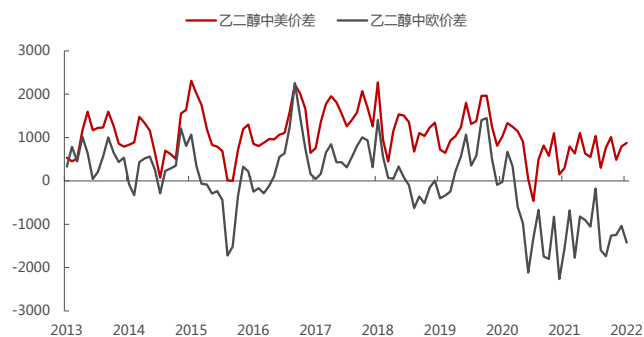
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：甲醇：中外价差持续收敛，当前国内价格已高于海外（元/吨）



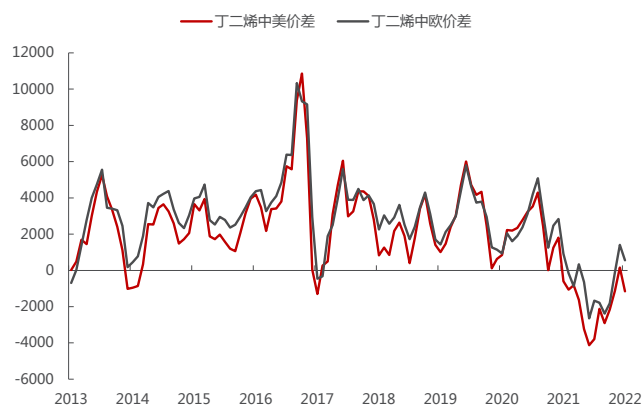
资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：乙二醇：中欧价差持续处于低位（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：丁二烯：中外价差持续收敛，当前国内价格已高于海外（元/吨）

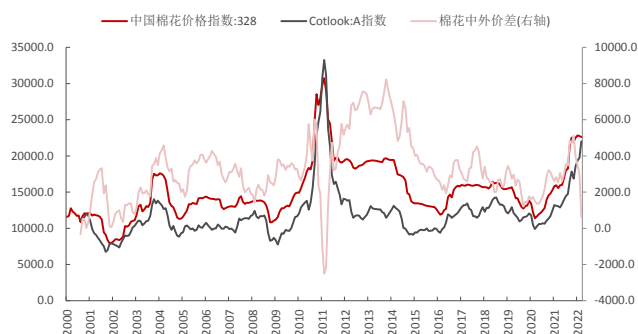


资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 农产品：国内价格涨幅低于海外，多数农产品价差收敛

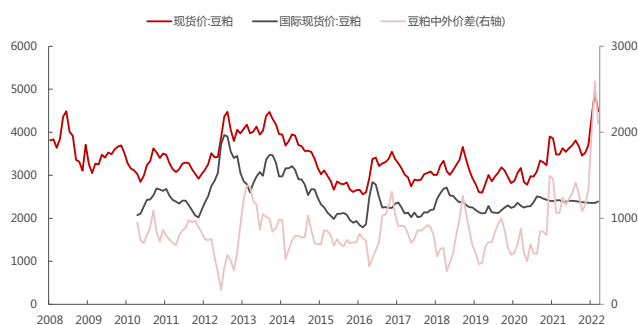
当前农产品价格出现大幅上涨，然而国内价格涨幅低于海外，致使除大豆外，多数农产品（小麦、玉米、棉花、豆油等）中外价差出现负向收敛，即国内变得相对便宜。

图 21：棉花：棉花价格持续上涨，中外价差持续收敛（元/吨）



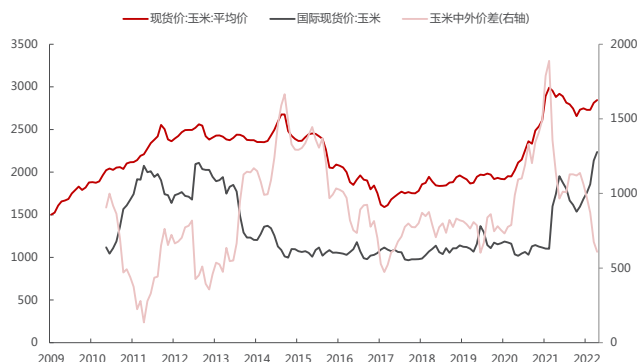
资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：豆粕：中外价格出现分化，价差从历史高点回落（元/吨）



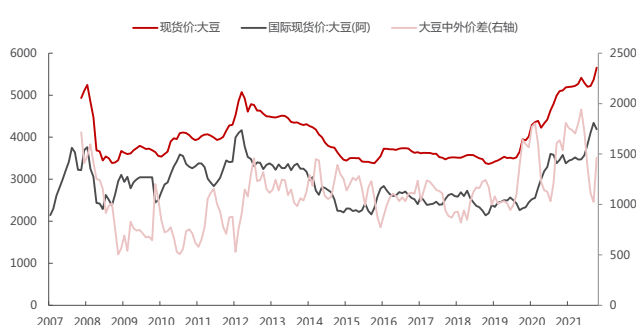
资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：玉米：中外价格上涨至历史高位，价差持续收敛（元/吨）



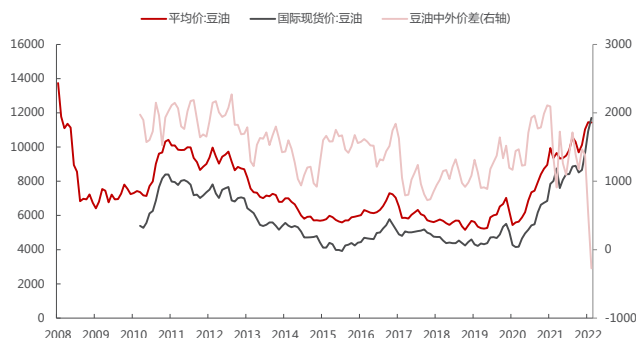
资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：大豆：大豆价格持续上涨，中外价差相较 3 月边际走阔（元/吨）



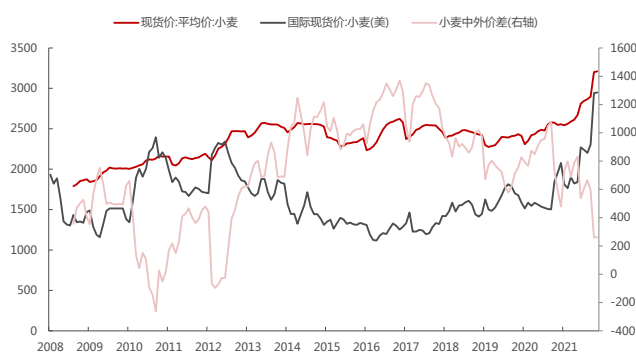
资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：豆油：中外价格持续上涨，价差收敛至历史低位，当前已为负值（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：小麦：中外价格上升至历史高位，价差持续收敛至 200 元附近，近 10 余年来仅高于 2010 年末与 2012 年初（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

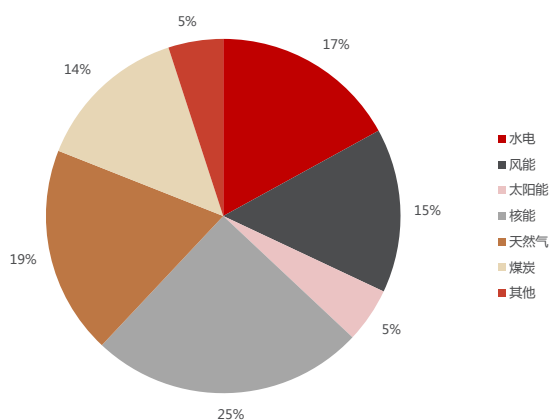
2 过去价差的驱动因素与当下的变化

2.1 更低的能源成本与升值的汇率成为过去周期品价差背

离驱动因素

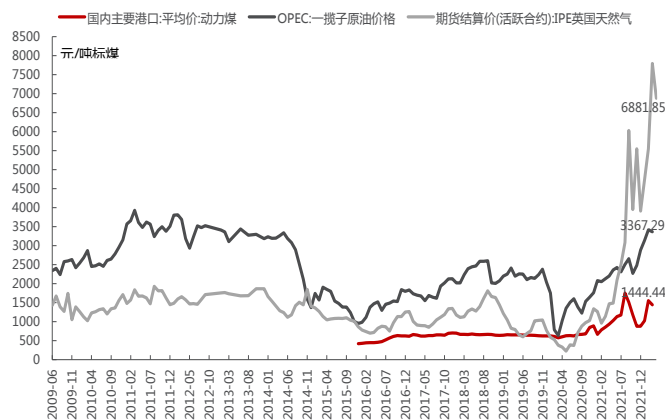
尽管从中外煤炭价格角度来看,两者价差并不明显,甚至在近期海外煤炭价格大涨之前,国内外煤炭始终维持一个正向的价差。然而在我们统一能量单位后发现,同样释放亿吨标煤的能量,煤炭的使用成本要显著低于原油与天然气。考虑到国内外的能源结构不同,原油与天然气价格的高企使得海外的综合能源成本显著高于国内,从这个角度而言,煤炭甚至是中国的抗通胀资产。而俄乌冲突等地缘政治因素更是使得国内外(尤其是相较欧洲)的能源价差进一步走阔。除此以外,计价单位之间的价值变化则是过去一年内中外周期品价差较以往出现大幅偏离的另外一大重要驱动:美元是主要周期品的计价货币,而自疫情以来国内外的经济周期错位令人民币相较美元持续升值,使得国内周期品的价格相较海外同样走低,同时一定程度上也抑制了国内的通胀水平。

图 27 : 2020 年欧洲能源结构分布



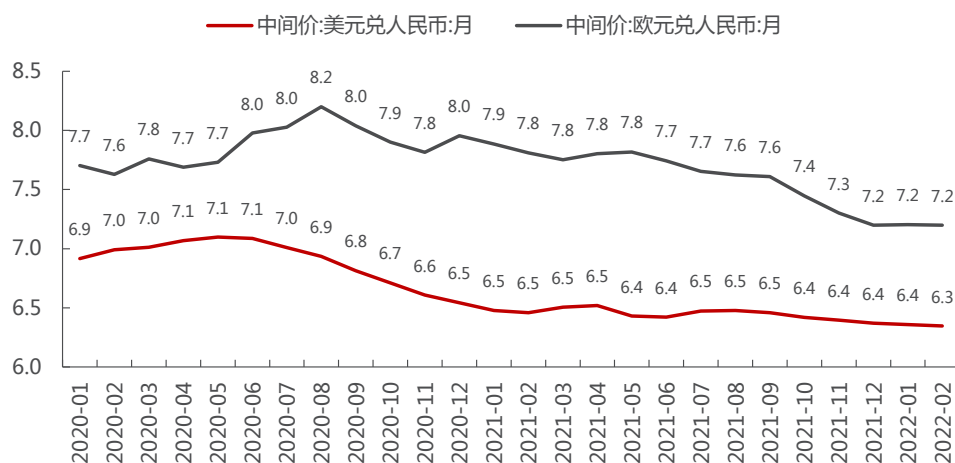
资料来源:wind, 民生证券研究院

图 28 : 在统一单位后,煤炭价格使用成本远低于原油与天然气



资料来源:wind, 民生证券研究院

图 29：疫情以来人民币相较美元持续升值（截至 2022 年初）



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 当前汇率贬值：为历史极端价差回归带来催化

在过去，尽管境外价差存在较大的向国内通胀传导的势能，但是汇率的不断升值无疑是阻断通胀洪流的堤坝。如今中国出口的放缓和国内需求的疲软，已经没有能力保持汇率升值带来的货币紧缩。汇率贬值将带来两大变化：出口产业链有更多人民币计价的利润，上游环节的价格水平和量也会相应抬升，同时外部供给意愿增加：进口的大宗商品价格随之上升，从而推动人民币计价的原材料价格。

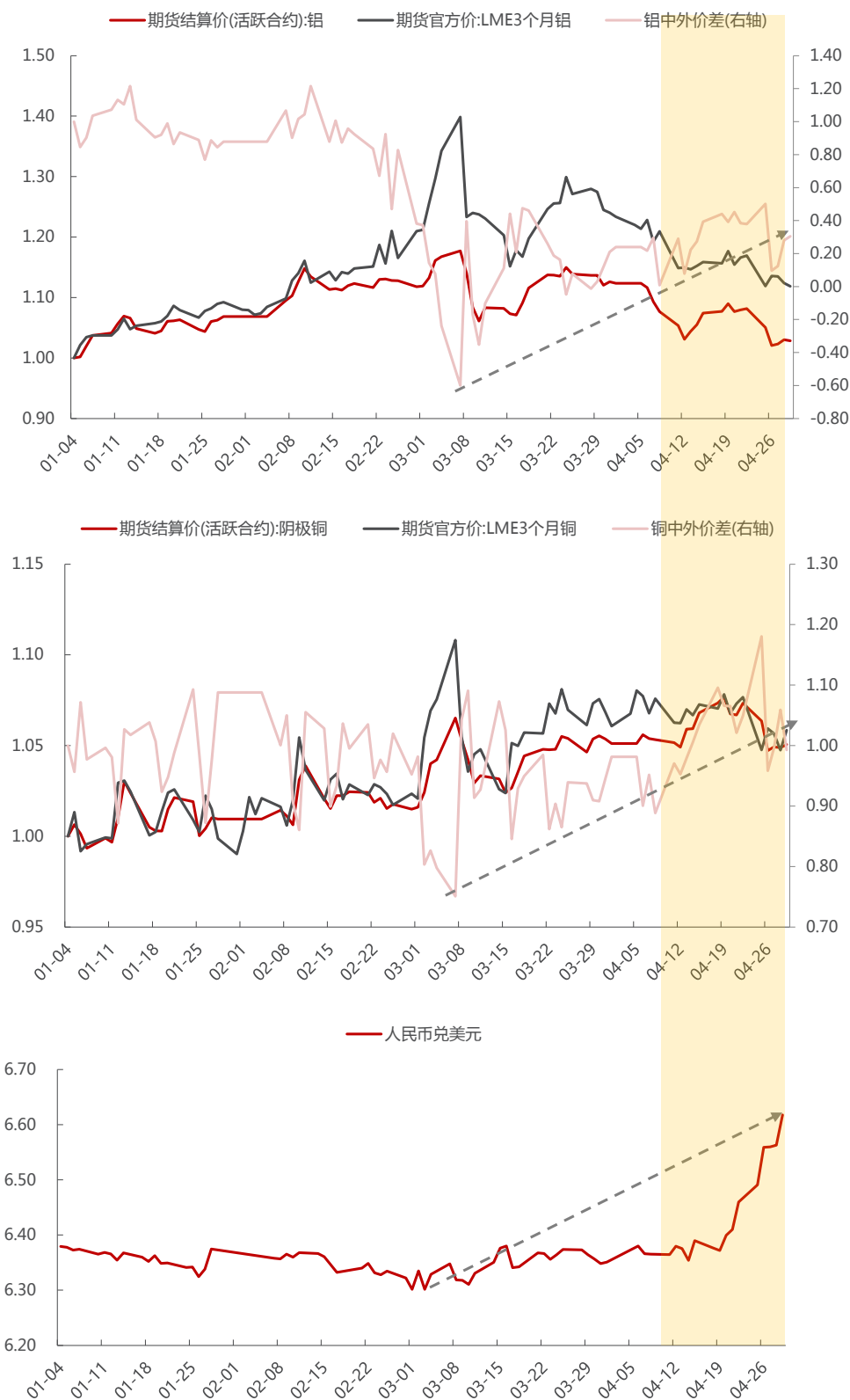
三月中下旬以来，伴随人民币的承压，国内的主要金属铜、铝和金已经开始相对于海外明显走强。尽管中国依然具备压低相对能源成本的能力，但是中国商品与海外商品价差的整体历史低位本身就会使得中国具备一定的输入性通胀压力，而人民币承压无疑将强化这一趋势。

图 30：三月中下旬以来，伴随人民币的承压，国内黄金已经开始相对于海外表现更加稳健，国内外价差收敛（美元/盎司，元/克）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 31：伴随人民币的承压，国内的主要金属铜、铝已经开始相对于海外明显走强



资料来源：wind，民生证券研究院

3 不一样的周期：来自产业链库存中的信号

截至 2022 年 3 月，无论从库存绝对值视角或是同比增速视角来看，工业企业产业链上游原材料库存（如煤炭、油气、有色金属等）相较历史而言大多处于中低位，而中下游制造业则完全相反，多数处于历史中高位，其中化纤、化学原料与制品、橡胶塑料、非金属矿物品、金属制品、工业设备等甚至处于历史 90% 以上分位。同样地，我们从中观视角下各类周期品当前库存绝对值所处历史分位中也可得到相似的结论。

图 32：工业企业视角库存：产业链上下游库存分化

行业	绝对值（万元）	绝对值所处历史分位数（%）	同比（%）	同比所处历史分位数（%）
采矿业:产成品存货	12,464,000	54.5	8.8	91.1
煤炭开采和洗选业:产成品存货	6,172,000	54.2	12.9	63.2
石油和天然气开采业:产成品存货	876,000	49.7	-2.3	36.7
黑色金属矿采选业:产成品存货	2,228,000	76.0	14.4	61.9
有色金属矿采选业:产成品存货	1,262,000	44.0	-7.5	8.4
非金属矿采选业:产成品存货	1,801,000	99.5	8.6	48.2
开采专业及辅助性活动:产成品存货	125,000	2.7	0.8	59.4
其他采矿业:产成品存货	0	0.0	0.0	33.4
制造业:存货	6,320,490,000	100.0	17.1	91.1
农副食品加工业:存货	198,523,000	100.0	7.2	45.0
食品制造业:存货	105,348,000	99.0	9.4	67.5
酒、饮料和精制茶制造业:存货	119,937,000	100.0	17.5	85.5
烟草制品业:存货	91,383,000	45.0	1.1	38.7
纺织业:存货	118,061,000	94.5	13.6	99.0
纺织服装、服饰业:存货	65,955,000	39.6	13.8	95.4
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业:存货	36,934,000	31.5	9.3	89.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:存货	31,353,000	98.1	10.6	69.3
家具制造业:存货	40,193,000	96.3	9.9	63.0
造纸及纸制品业:存货	81,869,000	100.0	10.6	77.4
印刷业和记录媒介的复制:存货	37,658,000	96.3	7.2	63.9
文教、工美、体育和娱乐用品制造业:存货	58,439,000	96.3	12.1	72.9
石油、煤炭及其他燃料加工业:存货	200,030,000	100.0	28.4	96.3
化学原料及化学制品制造业:存货	423,471,000	100.0	24.8	96.3
医药制造业:存货	259,695,000	100.0	7.7	7.2
化学纤维制造业:存货	45,377,000	100.0	24.7	97.2
橡胶和塑料制品业:存货	156,319,000	100.0	15.6	91.8
非金属矿物制品业:存货	397,572,000	100.0	19.7	96.3
黑色金属冶炼及压延加工业:存货	320,285,000	95.4	5.8	66.6
有色金属冶炼及压延加工业:存货	248,368,000	100.0	15.8	88.2
金属制品业:存货	235,484,000	100.0	17.5	90.9
通用设备制造业:存货	356,673,000	100.0	16.5	91.8
专用设备制造业:存货	347,349,000	100.0	16.3	89.1
汽车制造:存货	526,122,000	100.0	16.1	82.8
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:存货	117,911,000	72.0	1.5	29.7
电气机械及器材制造业:存货	610,725,000	100.0	28.9	97.2
计算机、通信和其他电子设备制造业:存货	954,562,000	100.0	26.4	99.0
仪器仪表制造业:存货	85,206,000	100.0	25.6	98.1
其他制造业:存货	9,351,000	76.5	13.4	92.7
废弃资源综合利用业:存货	26,764,000	98.1	21.6	86.3
金属制品、机械和设备修理业:存货	13,573,000	97.2	7.6	45.0

资料来源：wind，民生证券研究院

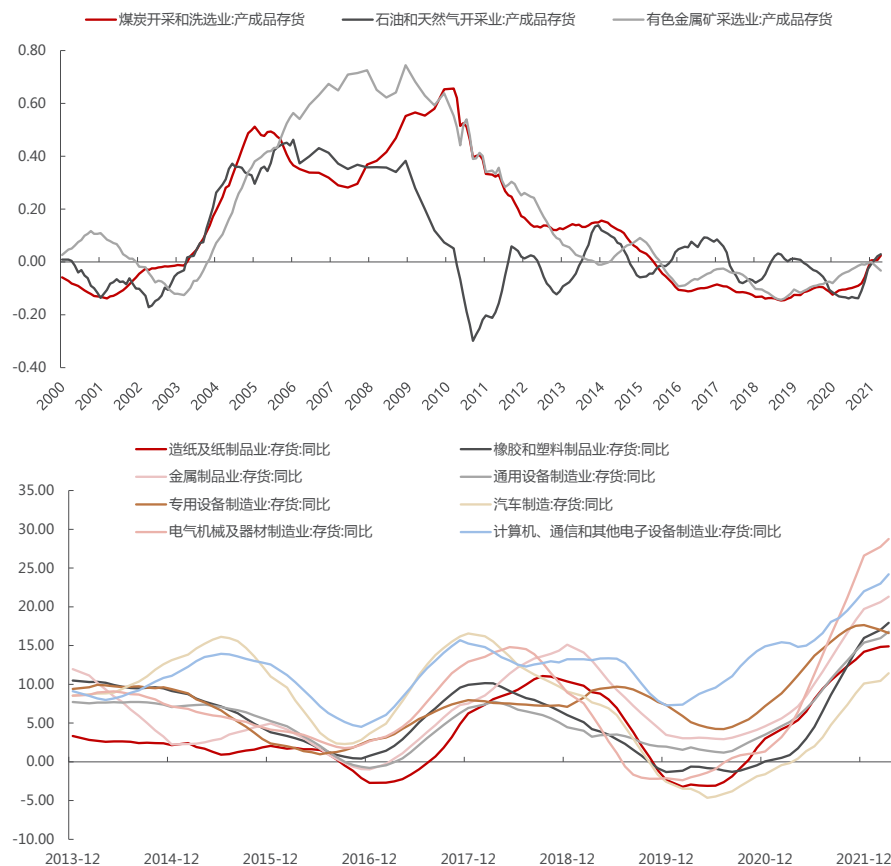
图 33：工业品视角库存：上游原材料板块库存普遍处于历史低点，中下游库存偏高

板块	细分品种	最新值	当前所处位置
煤炭	秦皇岛港动煤炭库存	469.86万吨	历史同期低位
	六大港口炼焦煤库存合计	163.14万吨	历史同期最低点
油气	API原油库存	43923.5万桶	历史同期最低点
	国内石脑油市场库存	388940.0吨	历史同期最大值
	国内液化天然气市场库存	28650.0吨	历史同期最低点
钢铁	全国铁矿石港口库存	14636.3万吨	历史同期高位
	全国主要钢材品种库存	1598.32万吨	历史同期中枢位置
有色金属	LME铜库存	148564.3吨	历史同期最低点
	LME铝库存	574303.6吨	历史同期最低点
	电解铝库存合计	97.53万吨	历史同期低位
	LME锌库存	97742.9吨	历史同期低位
化肥	各大港口尿素库存合计	15万吨	历史同期最低点
	氯化钾总库存（市场库存+工厂库存）	2323971.4吨	历史同期最低点
	磷酸一铵总库存（市场库存+工厂库存）	207200吨	历史同期最低点
化工品	PVC社会库存	487250吨	历史同期低位
	纯碱全国库存	125.35万吨	历史同期高位
	沥青社会库存与厂商库存合计	162.8万吨	历史同期高位
	甲醇华东港口与华南港口库存合计	57.9万吨	历史同期中枢位置
化纤	PX工厂库存合计	142357.14吨	历史同期低位
	PTA工厂库存合计	576071.43吨	历史同期中枢位置
	乙二醇港口库存	114.6万吨	历史同期高位
建材	水泥熟料库容比	62.46%	历史同期高位
	平板玻璃库存	3173975吨	历史同期高位
可选消费	汽车库存	84.5万辆	历史同期最低点

资料来源：wind，民生证券研究院

事实上，产业链上下游库存分化并非一朝一夕，从 2011 年以来，在中下游制造业经历了多轮库存周期的过程中，上游原材料库存增速则长期下行，并在供给侧改革后波动性大幅收敛。当下尽管上游同样经历的小幅累库，但是其幅度和绝对水平都是历史低位，甚至幅度上弱于了历史上部分去库阶段。这意味着，当下游一旦出现需求恢复，中下游库存被部分消化后，上游的相对低库存会迅速传导至供应端的压力。需要关注的是，一季度上游企业普遍处在历史极高的产能利用率区间，此时并不存在足够的冗余。

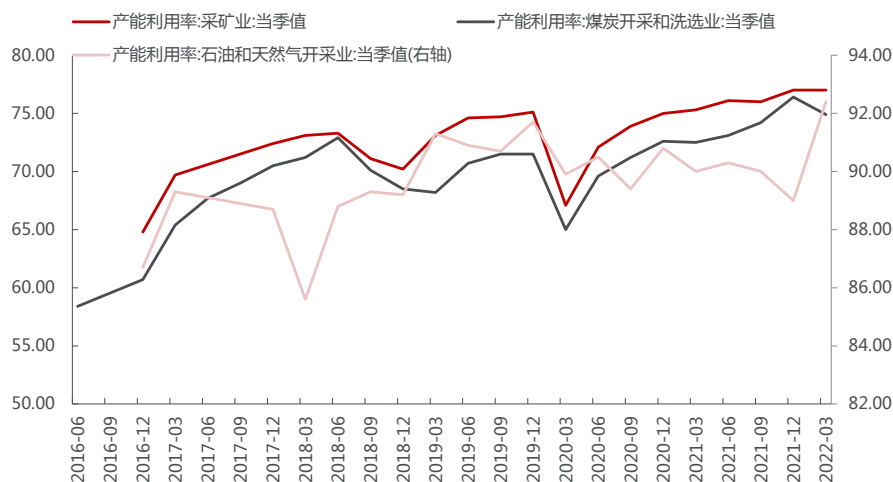
图 34：从 2011 年以来，在中下游制造业经历了多轮库存周期的过程中，上游原材料库存增速下行，本轮上游累库明显弱于以往（万元，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

备注：平滑 12 期。

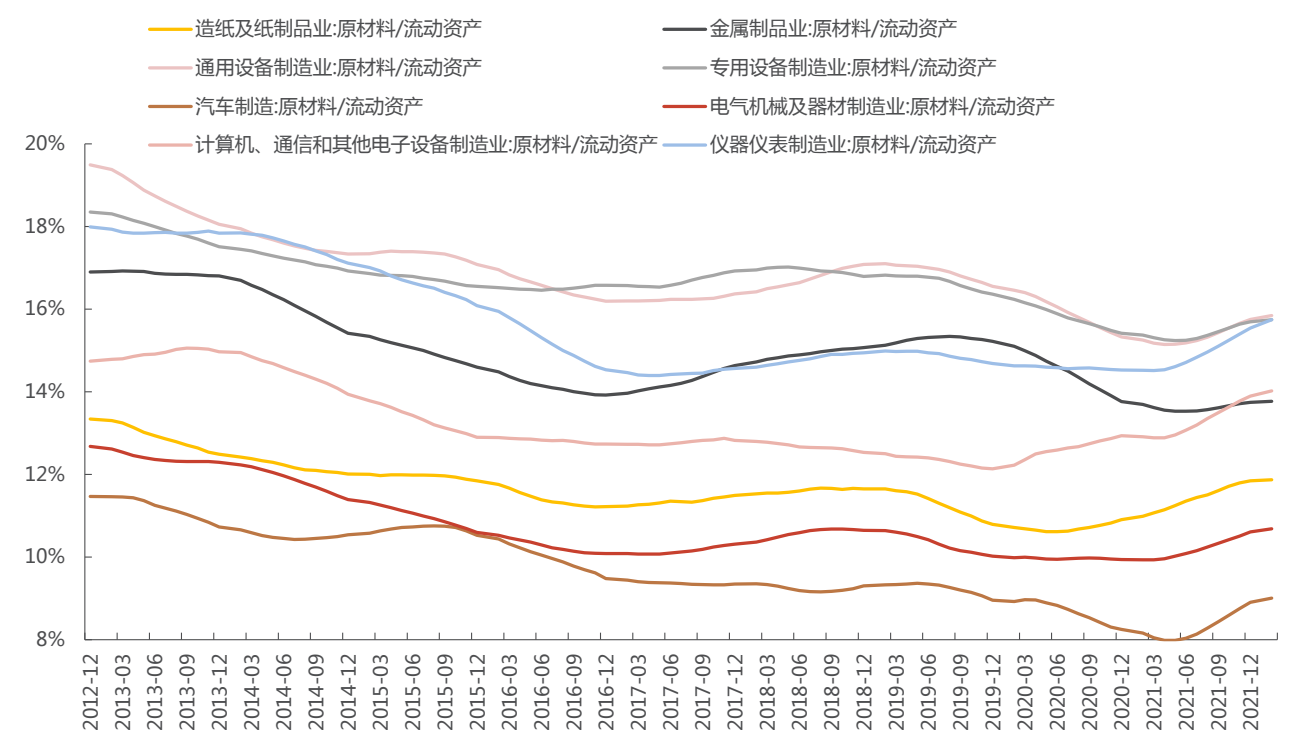
图 35：当前上游原材料行业产能利用率仍处于历史高点（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

更长期角度看我们发现，伴随过去大宗商品的长期产能过剩与价格下行，企业持有原材料的意愿其实已经明显下降：**企业原材料/流动资产的占比在过去 10 年趋势性下行，而上市公司口径看现金及等价物/原材料趋势性下行**。当下通胀正在席卷全球，受绿色通胀与供应链重塑的影响，大宗商品的供给弹性大幅弱化，供应链不稳定性在大幅增加，**制造类企业是否需要调整长期合意库存水平，以更多冗余换取安全性的改善？**

图 36：原材料过去的这种“易得性”也同样使得其占流动资产的比重趋势性下滑（在供给侧改革后曾出现短暂的回升），然而这一趋势在 2021 年得到反转（平滑 12 期）



资料来源：wind，民生证券研究院

4 未来推演：迎接通胀之潮

未来的场景大概会有两种路径值得思考：

路径一：随着下游消费、基建稳增长政策的陆续出台，经济增长与需求的复苏有望由实物消费与投资驱动，类似于 2020 年美国的镜像，因此在疫情后中下游有望迎来一个快速而短暂的去库过程，然而当前上游较低的低库存与已极高的产能利用率将让供给缺乏弹性，使得产业链的矛盾很可能又将很快重新聚焦于上游。工业品将更具弹性。

路径二：中国经济逐步从疫情的较大冲击中恢复，但是相对疲软。那么此时，原本大量可贸易品的国内外历史级别的高价差叠加贬值的人民币使得大宗商品价差具备较大的回归压力，滞后的效应将会体现。中国需求的放缓使得海外商品价格的抬升动能减弱，这在延缓“高价杀死全球需求”的进程同时，也拉长了价格维持高位的时间，这将进一步加强国内的输入性通胀压力。对于需求变化相对不敏感的能源、能源套利品种、农产品（对应化肥）确定性则更强，其他品种价格中枢仍会上移。

当然，如果投资者认为上述两种情景不存在，可能指向的是中国经济更深度的衰退，那么此时股票市场所有资产都存在风险，持有现金是更好选择。当然，这不是我们的基准假设。路径一、二是我们认为更能发生的情况。而更长期的变化，是否会促使企业在未来需求逐步恢复过程中，提升自身的合意库存水平，以更多的原材料库存冗余应对动荡世界的变化，值得我们进一步观测。

结合海内外价差的套利加上基准场景假设，我们的推荐的思路是：

对需求变化更受益的：**有色金属（铜、铝、锌）、板材（价差较大，制造业可贸易）**；

自身确定性极强的能源与农产品：**油气、动力煤、农产品（化肥价差较大，相关上市公司具备投资机会）**；

通胀与人民币计价受益的：**黄金**；

全球价差扩大，供应链重塑：**资源运输（油运、干散运）**。

5 风险提示

1) 美联储加息力度超预期。当前美联储抗击通胀决心较强，如发生大幅超出市场预期的紧缩政策出台，将为全球市场流动性与通胀带来不确定性。

2) 疫情对供应链影响程度超预期。当前疫情对供应链的影响仍在持续，物流修复相对缓慢，倘若疫情对国内供应链影响程度大幅超预期，则国内经济复苏进程将大幅延缓。

插图目录

图 1：动力煤：当前中国-海外价差在-750 左右（元/吨）	3
图 2：原油：中俄原油价差达历史极值（元/吨）	4
图 3：天然气：当前中欧价差处于历史极值附近（元/吨）	4
图 4：螺纹钢：中外螺纹钢价差持续负向扩大，逼近 2008 年极值（元/吨）	4
图 5：中厚板：中外中厚板价差持续负向扩大，中美/中欧均已超 2008 年极值（元/吨）	4
图 6：冷轧板：中外冷轧板价差在短暂收敛后再度扩大，均在历史极值附近（元/吨）	5
图 7：热卷：中美/中日热卷价差收敛，中欧热卷价差持续扩大，已超 2008 年极值（元/吨）	5
图 8：工业金属：中外价差均大幅收敛，锌/铅/铝均接近历史极值（元/吨）	5
图 9：硫酸钾：中外硫酸钾价差持续负向扩大，当前处于历史极值水平（元/吨）	6
图 10：尿素：当前尿素中外价差大幅负向扩大至历史极值（元/吨）	6
图 11：磷肥：海外相对价格大幅攀升，当前磷酸一铵中外价差扩大，持续创下历史极值（元/吨）	6
图 12：磷肥：当前磷酸二铵中外价差负向扩大，持续创下历史极值（元/吨）	6
图 13：MDI：4 月 MDI 中外价差下行（元/吨）	7
图 14：橡胶：橡胶中外价差自 2021 年四季度以来持续回落，当前处于 0 值附近（元/吨）	7
图 15：PX：中外价差持续收敛，当前已至 0 附近（元/吨）	7
图 16：苯乙烯：中外价差在 4 月大幅负向扩大至历史极值（元/吨）	7
图 17：PTA：海外相对价格大幅抬升，中美价差在 4 月大幅扩大至历史极值（元/吨）	7
图 18：甲醇：中外价差持续收敛，当前国内价格已高于海外（元/吨）	7
图 19：乙二醇：中欧价差持续处于低位（元/吨）	8
图 20：丁二烯：中外价差持续收敛，当前国内价格已高于海外（元/吨）	8
图 21：棉花：棉花价格持续上涨，中外价差持续收敛（元/吨）	9
图 22：大豆：大豆价格持续上涨，中外价差相较 3 月边际走阔（元/吨）	9
图 23：豆粕：中外价格出现分化，价差从历史高点回落（元/吨）	9
图 24：豆油：中外价格持续上涨，价差收敛至历史低位，当前已为负值（元/吨）	9
图 25：玉米：中外价格上涨至历史高位，价差持续收敛（元/吨）	9
图 26：小麦：中外价格上升至历史高位，价差持续收敛至 200 元附近，近 10 余年来仅高于 2010 年末与 2012 年初（元/吨）	9
图 27：2020 年欧洲能源结构分布	10
图 28：在统一单位后，煤炭价格使用成本远低于原油与天然气	10
图 29：疫情以来人民币相较美元持续升值（截至 2022 年初）	11
图 30：三月中下旬以来，伴随人民币的承压，国内黄金已经开始相对于海外表现更加稳健，国内外价差收敛（美元/盎司，元/克）	11
图 31：伴随人民币的承压，国内的主要金属铜、铝已经开始相对于海外明显走强	12
图 32：工业企业视角库存：产业链上下游库存分化	13
图 33：工业品视角库存：上游原材料板块库存普遍处于历史低点，中下游库存偏高	14
图 34：从 2011 年以来，在中下游制造业经历了多轮库存周期的过程中，上游原材料库存增速下行，本轮上游累库明显弱于以往（万元，%）	15
图 35：当前上游原材料行业产能利用率仍处于历史高点（%）	15
图 36：原材料过去的这种“易得性”也同样使得其占流动资产的比重趋势性下滑（在供给侧改革后曾出现短暂的回升），然而这一趋势在 2021 年得到反转（平滑 12 期）	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001