中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

PPI 恢复，上调低估值强周期行业至标配

宏观策略深度报告　　2020 年 08 月 16 日

摘要

- PPI 能够与 M1、国债收益率、工业企业利润增速和 A 股非金融石油石化净利增速在库存周期内产生共振，是基钦库存周期研究框架下重要的观测指标。
- 隐含在企业经济行为背后的是驱动实体经济加减杠杆的货币政策。M1 是启动增长和通胀恢复进程的最领先指标（3 个季度）。过去大开大合的逆周期调节放大了我国基钦库存周期下各类经济数据的振幅。
- 未来逆周期调节更加科学，更加精准的背景下，基钦库存周期内各类指标的大幅波动可能有所收敛。尽管如此，PPI 恢复预示 A 股净利增速同步改善。
- M1 和 PMI 原材料购进价格大幅反弹，预示着下半年 PPI 将由深度负值逐渐向 0 附近回升。
- 各主要经济体重启经济的同时整体上基本阻止了疫情进一步恶化，叠加疫苗的研发进度，我们认为不能排除全球超预期复苏下 PPI 超预期恢复的可能性。
- 钢铁、煤炭、有色、建材、机械、交运和化工等低估值强周期行业的配置价值重新显现。PPI 的回暖下周期行业的景气程度将上升。我们对周期类行业的建议配置仓位由低配上调为标配。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

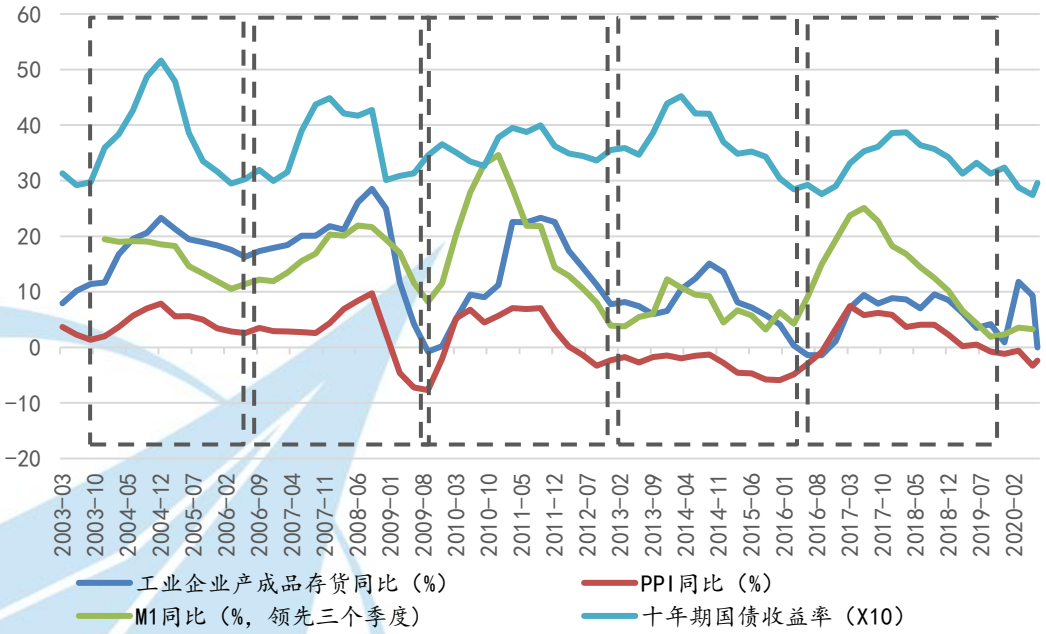
目录

一、 库存周期下 PPI 与企业盈利 3
二、 先行指标预示 PPI 将恢复 5
三、 PPI 回暖下周期行业景气度可能提升 7

一、 库存周期下 PPI 与企业盈利

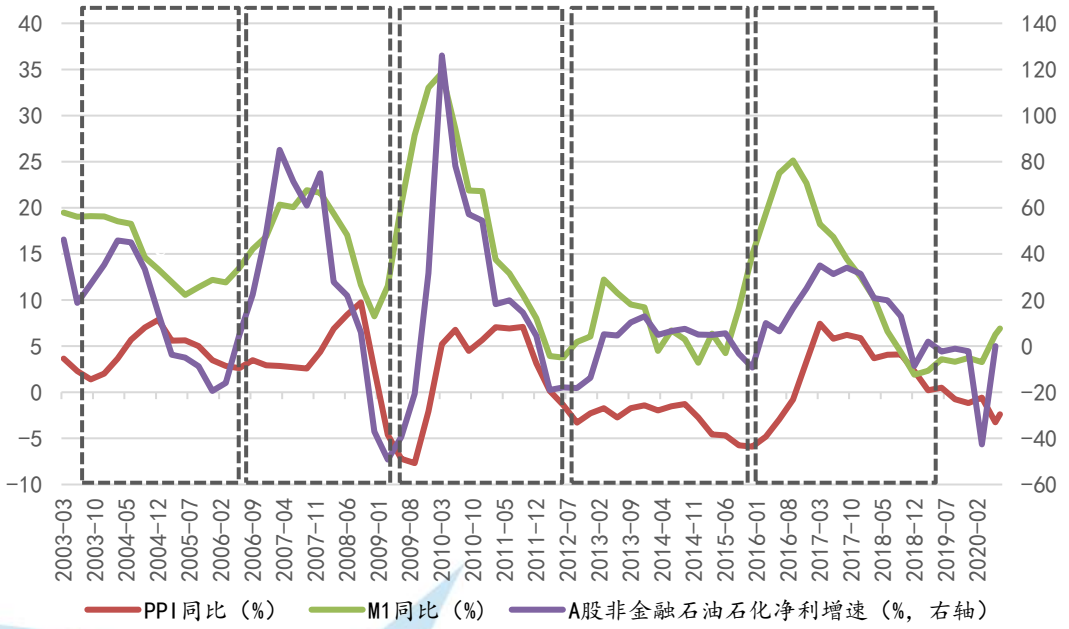
2003 年以来中国经历了五轮完整的库存周期，每一轮周期的平均长度是 39 个月。在库存周期的逻辑框架下，能够完整刻画宏观经济的“增长、通胀和利率”三个类别的指标呈现周期性波动的特点，这也使得基钦库存周期成为中国经济领域应用最广泛的宏观经济研究框架之一。而 PPI 作为通胀的指引，能够与 M1、国债收益率、工业企业利润增速和 A 股非金融石油石化净利增速在库存周期内产生共振。

图表 1 PPI 与中国基钦库存周期



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 2 PPI、中国基钦库存周期与 A 股净利增速

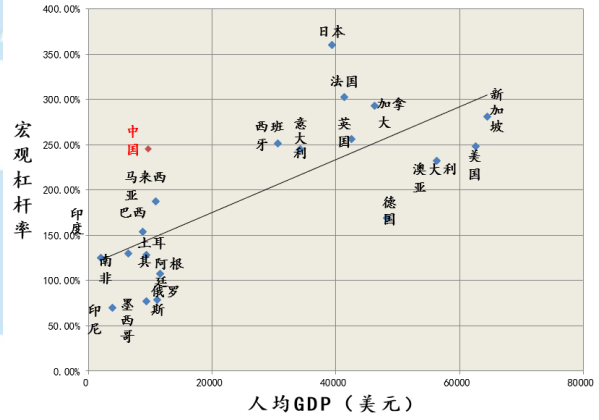


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

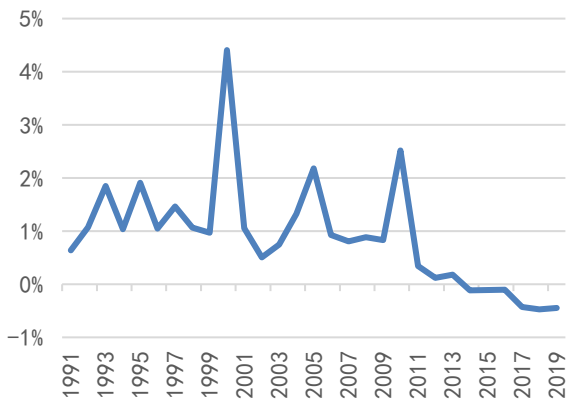
中国库存周期主要由工业部门投资行为的扩张和收缩所驱动。但是隐含在企业经济行为背后的是驱动实体经济加减杠杆的货币政策。M1 是启动增长和通胀恢复进程的最领先指标（三个季度）。过去大开大合的逆周期调节本身就放大了我国基钦库存周期下各类经济数据的振幅。

在“宏观杠杆率高企”以及“刘易斯拐点后潜在产出下滑”两个因素的限制下，我国的逆周期调节力度将更加精确、更加科学。未来基钦库存周期内各类指标的大幅波动可能有所收敛。尽管如此，PPI 仍然是库存、工业企业利润、A 股利润的共振指标。在 PPI 恢复的情况下 A 股净利增速应该能够同步改善。

图表 3 各国宏观杠杆率(2019)



图表 4 中国 15-64 岁人口增速

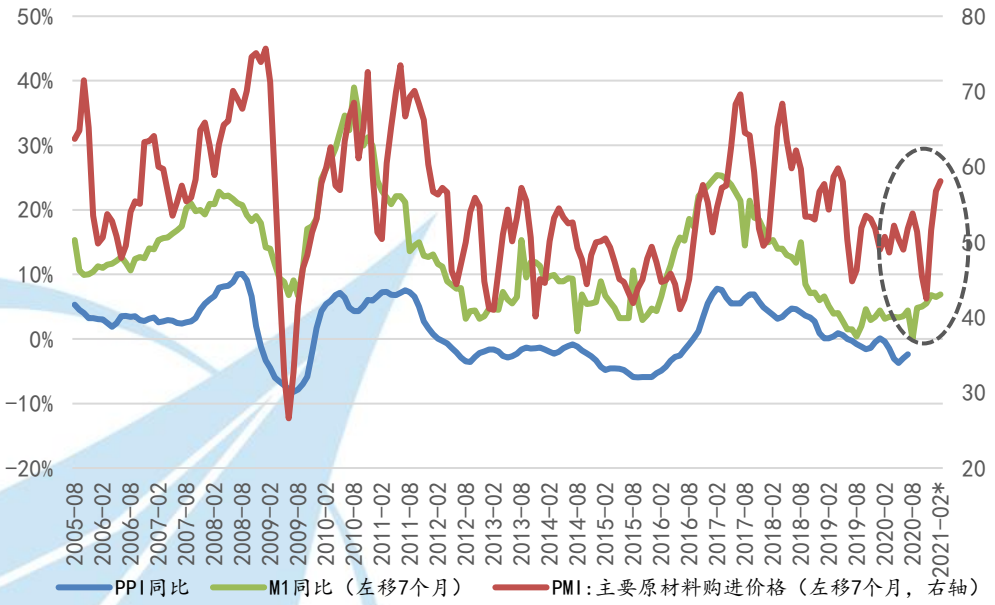


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

二、 先行指标预示 PPI 将恢复

我们能够使用原油和螺纹钢对 PPI 进行较为理想的拟合。通过分别预测原油和螺纹钢来共同拟合 PPI 确实是一个比较常见的方法。从市场对原油和螺纹钢下半年的供求共识来看，二者上涨空间有限。但是我们认为先行指标的意义是不能够忽视的，在 M1 和 PMI 购进指数大幅反弹的情况下 PPI 还是将由深度负值逐渐向 0 靠近。

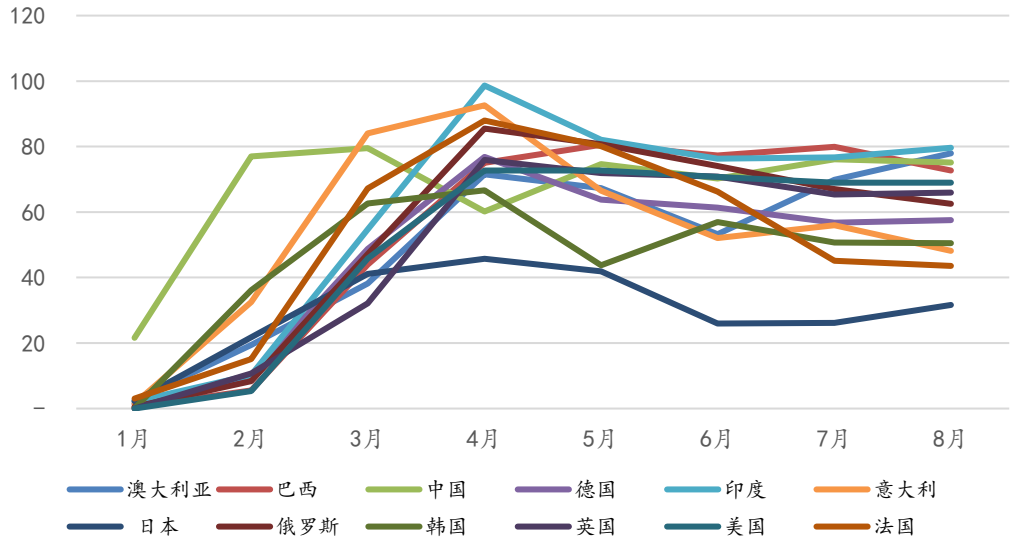
图表 5 PPI、中国基钦库存周期与 A 股净利增速



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

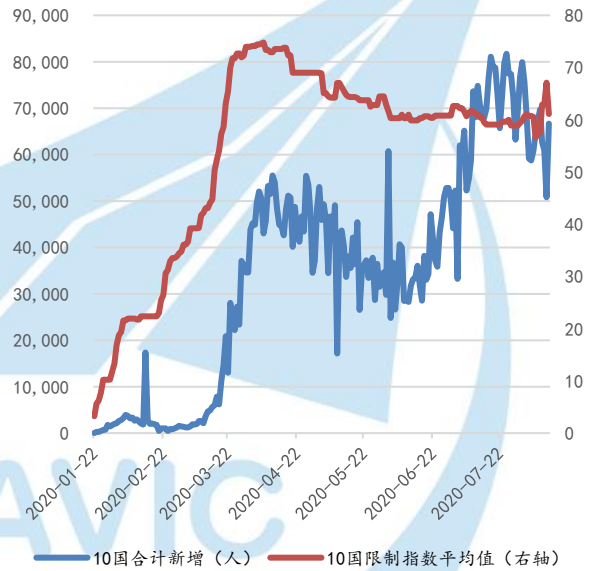
除此之外，我们对全球经济从新冠底部复苏要更加乐观一些。牛津大学根据各国政府对经济社会活动的封锁程度编制了一个限制指数（Government Response Stringency Index）。我们对十二个主要经济体(中美德日英法俄意韩印巴澳)的限制指数进行跟踪，可以发现四月份是一个高峰，此后各国都不同程度的重启了经济。重启经济后这十二个国家的新增确诊合计有所反弹，但近期有触顶的迹象，排除巴西与印度之后这一形态更加明显。主要经济体大体上已经能够在重启经济的过程中一定程度上控制住疫情。

图表 6 12 国政府限制指数

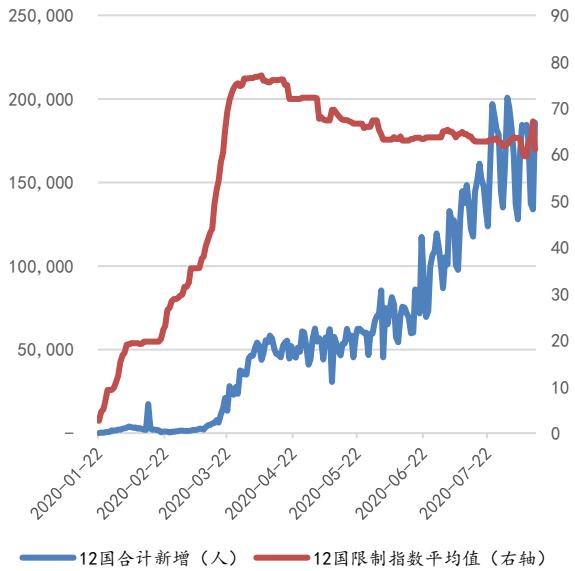


数据来源：牛津大学，中航证券金融研究所

图表 7 12 国政府限制指数与新增确诊(剔除巴西印度)



图表 8 12 国政府限制指数与新增确诊



数据来源：Wind，牛津大学，中航证券金融研究所

疫苗的进展也比较理想。8 月 12 日，俄罗斯宣布注册全球首支新冠疫苗并投入生产，由于临床数据信息较少，各国专家对疫苗效果均持怀疑态度。尽管如此，全球已有 31 款新冠疫苗研发项目进入临床试验阶段，其中 7 款疫苗项目已经进入临床三期，包括中国生物武汉所、中国生物北京所和科兴生物的灭活疫苗，美国辉瑞和 Moderna 公司的 mRNA 疫苗，以及英国阿斯利康和牛津大学研发的非复制型腺病毒载体疫苗等，临床数据和各国政府的大规模预定订单显示三种技术路径的在研疫苗的有效性值得期待，预计最快今年年底或明年年初将有新冠疫苗上市。

图表 9 疫苗进展

疫苗项目	研发机构	研发进度
BBIBP-CorV	国药中生北京所和武汉所	0624阿联酋启动ph3
克尔来福，CoronaVac	科兴生物与巴西布坦坦研究所合作	0706巴西启动ph3
mRNA-1273	Moderna	0727美国启动ph3
BNT162	BioNTech，Pfizer，复星医药	0727美国启动ph3
ChAdOx1，nCoV-19，AZD1222	牛津大学，AZ，康泰生物	0528英国启动ph2b/3
俄罗斯卫星V腺病毒疫苗项目	莫斯科加马列亚研究所	已上市（尚未得到WHO认可）

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

截至 2020 年 6 月，美国的 M2 增速达到 22.8%，创二战以来的新高。1943 年二战时期美国 M2 增速达到 26.35%的峰值，M2 的高增速导致一年后的 CPI 达到 18.1%。虽然最近几十年货币发行对通胀的解释力下降，但今年极端的货币超发对通胀的影响是不能忽视的。

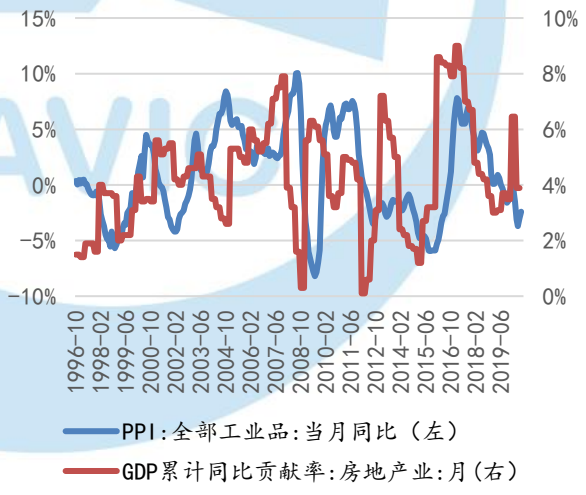
各主要经济体重启经济的同时整体上基本阻止了疫情进一步恶化，叠加疫苗的研发进度，我们认为不能排除全球超预期复苏下 PPI 超预期恢复的可能性。

三、 PPI 回暖下周期行业景气度可能提升

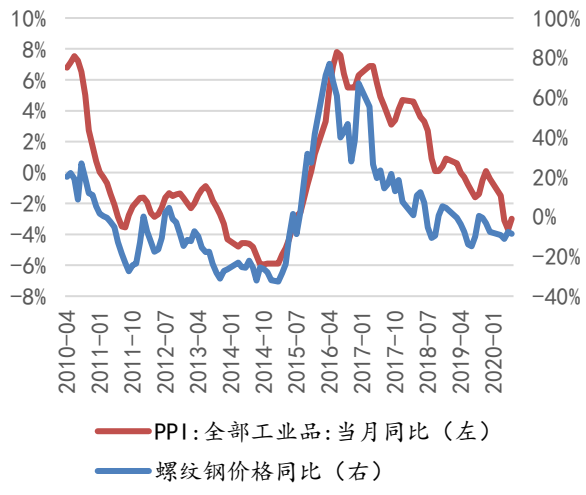
钢铁、煤炭、有色、建材、机械、交运和化工等低估值强周期行业的配置价值重新显现。PPI 回暖下周期行业的景气程度将上升。我们对周期类行业的建议配置仓位由低配上调为标配。在具体操作层面上，我们认为贝塔上周期股存在景气边际改善的可能性，但还是建议以个股的阿尔法筛选作为择股原则。

➢ 钢铁行业

图表 10 PPI 与房地产业 GDP 累计同比贡献率

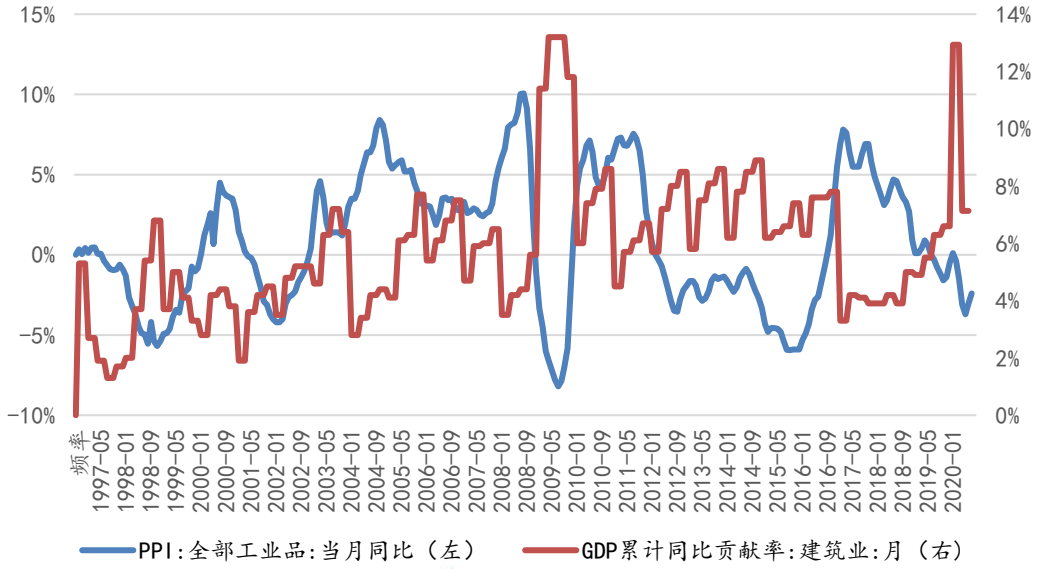


图表 11 PPI 与螺纹钢



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 12 PPI 与建筑业 GDP 累计同比贡献率

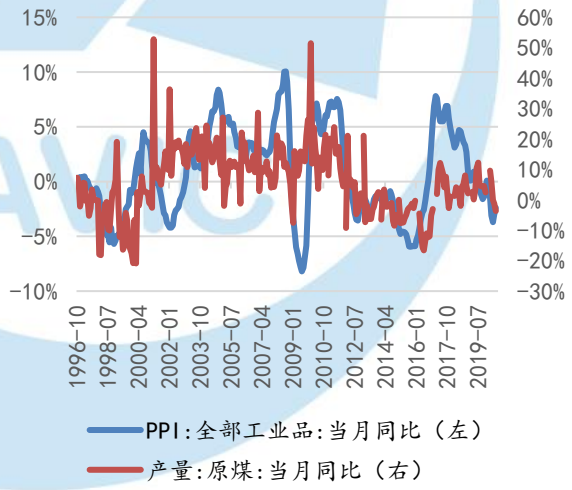


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

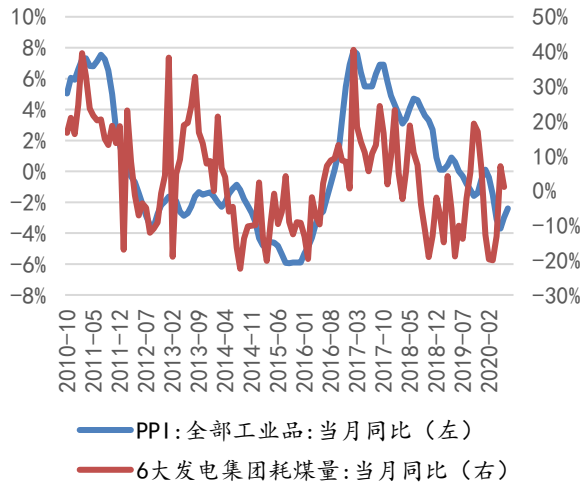
地产 GDP 累计同比贡献率领先于 PPI。螺纹钢与 PPI 同步。而建筑业 GDP 累计同比贡献率与 PPI 呈明显的负相关。其原因是经济下行时扩张的财政政策会以基建的形式作用于建筑业，使得建筑业对 GDP 的贡献比例在衰退时期大幅上升。下半年如果工业物价回暖，钢铁行业的景气度也将同步回升。

➢ 煤炭行业

图表 13 PPI 与原煤产量

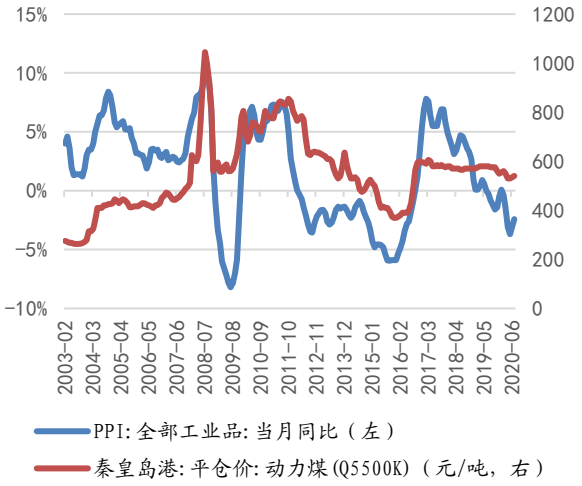


图表 14 PPI 与六大发电集团耗煤量

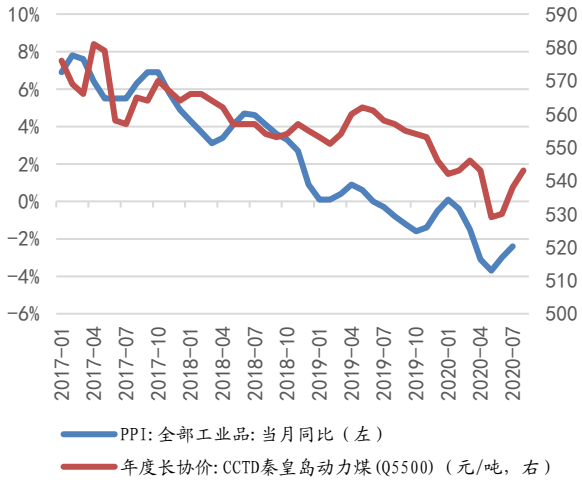


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 15 PPI 与秦皇岛港动力煤平仓价



图表 16 PPI 与秦皇岛动力煤年度长协价

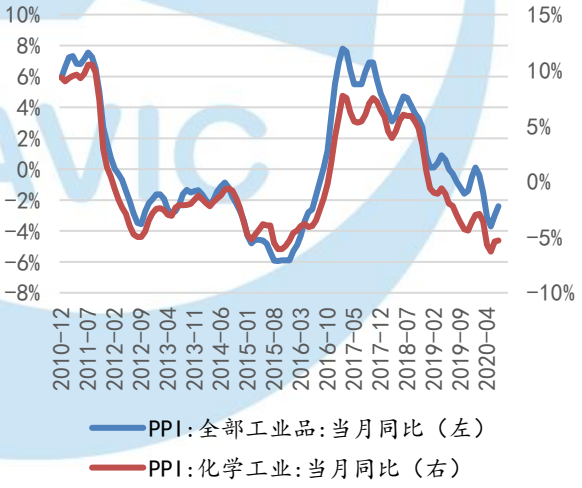


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

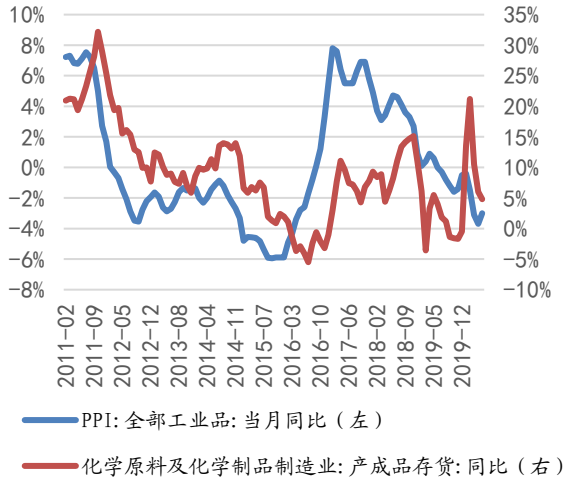
原煤产量、六大发电集团耗煤量与 PPI 基本保持同步。秦皇岛港动力煤平仓价与秦皇岛动力煤年度长协价小幅滞后于 PPI。2019 年 1 月，PPI 小程度上升，动力煤年度长协价随之在 2019 年 2 月开始上升；2019 年 4 月，PPI 开始下降，动力煤年度长协价随之在 2019 年 5 月开始下降；2019 年 10 月，PPI 上升，动力煤年度长协价在 2020 年 1 月也小程度上升。下半年如果工业物价回暖，煤炭行业的景气度也将同步回升

➢ 化工行业

图表 17 PPI 全部工业品与 PPI 化学工业



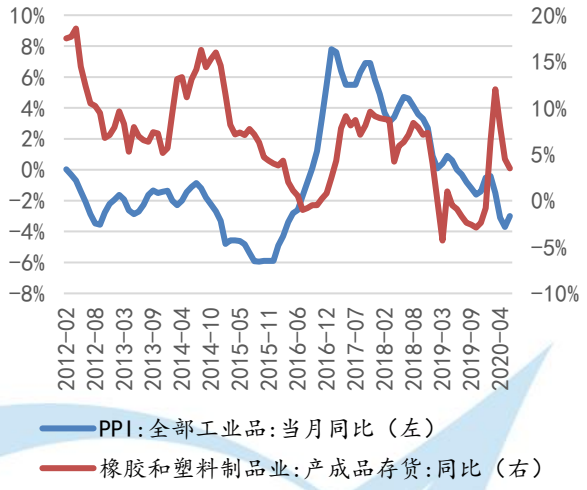
图表 18 PPI 与化学原料及化学制品产成品存货



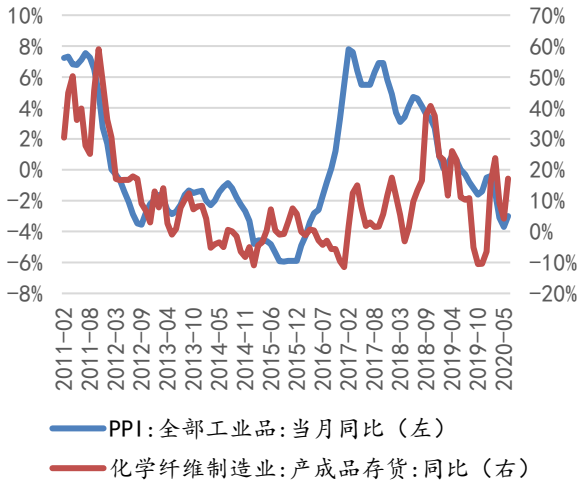
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

化学原料与化学制品制造业和橡胶塑料制品与 PPI 具有相关性且略滞后一个季度，化学纤维制造业也滞后于 PPI，但相关性没有化学原料与化学制品和橡胶塑料制品强。下半年如果工业物价回暖，化工行业的景气度也将同步回升。

图表 19 PPI 与橡胶和塑料制品产成品存货



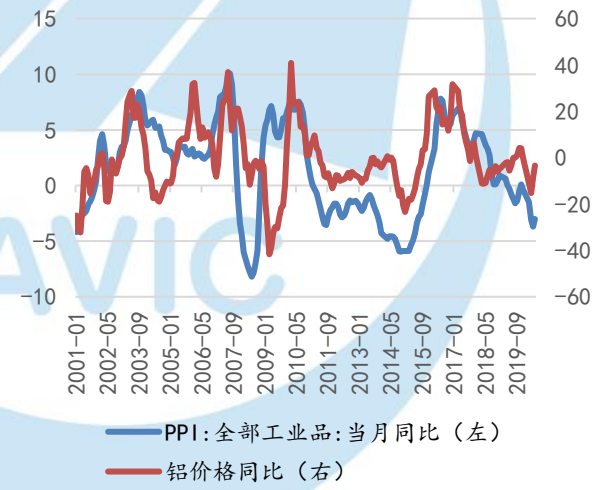
图表 20 PPI 与化学纤维制造业产成品存货



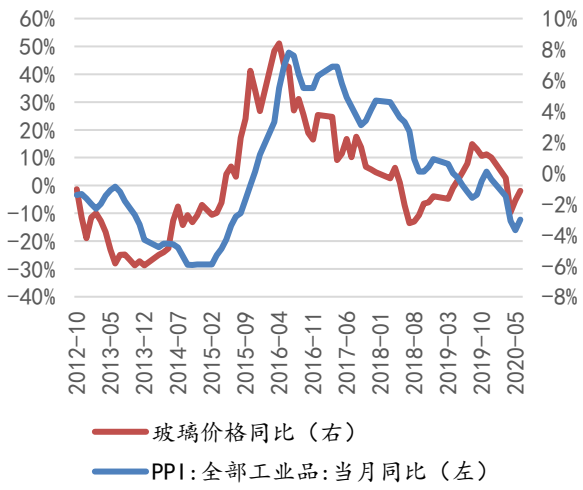
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

➢ 建材行业

图表 21 PPI 与铝价



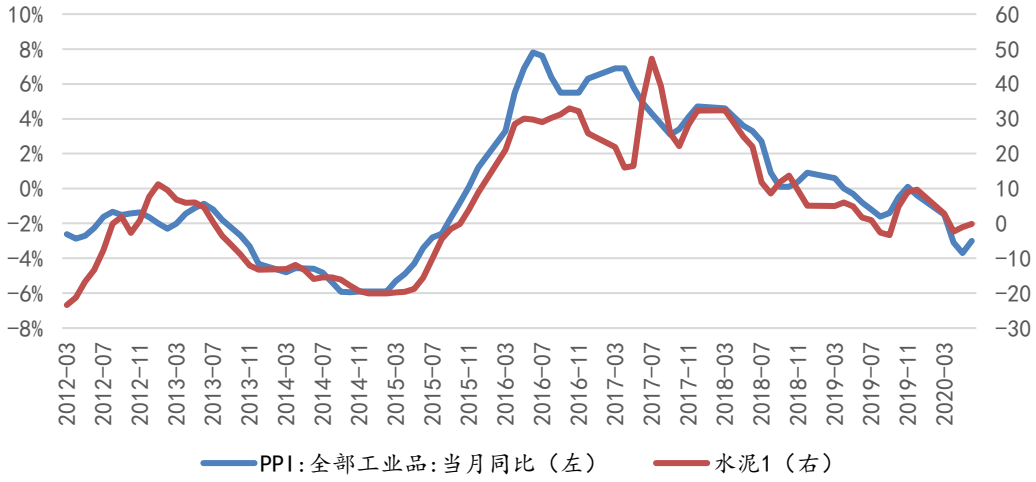
图表 22 PPI 与玻璃价



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

铝价、玻璃价格、水泥价格与 PPI 相关性极强。铝价相对于 PPI 有一定滞后性。下半年如果工业物价回暖，建材行业的景气度也将同步回升。

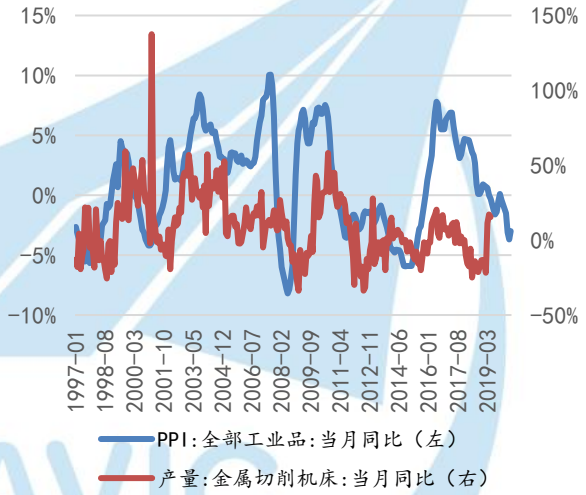
图表 23 PPI 与水泥价



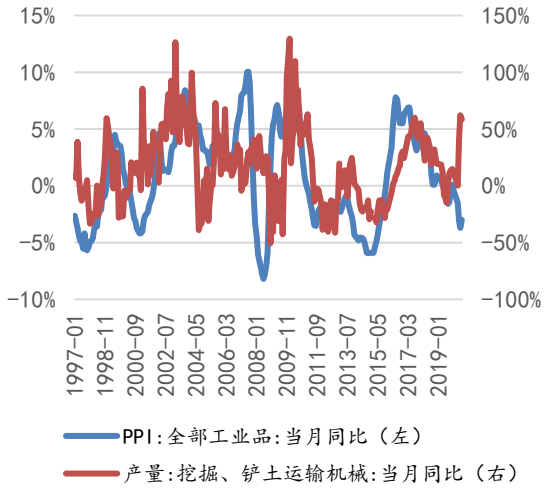
数据来源：Wind，中航证券金融研究所

➢ 机械行业

图表 24 PPI 与金属切削机床产量



图表 25 PPI 与挖掘、铲土运输机械产量

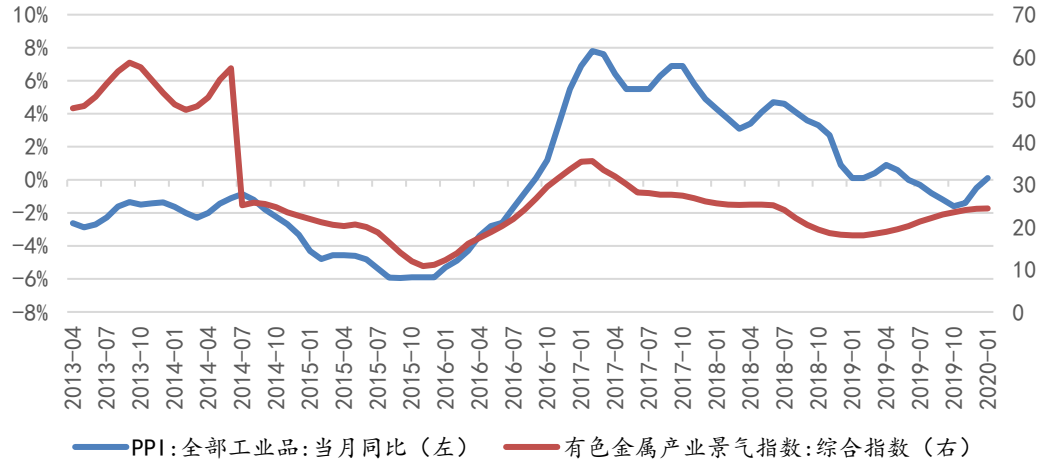


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

金属切割机床产量、挖掘铲土运输机械产量与 PPI 相关性极强。且两者对于 PPI 有一定滞后性。下半年如果工业物价回暖，部分机械行业的景气度也将同步回升。

➢ 有色金属

图表 26 PPI 与有色金属产业景气综合指数

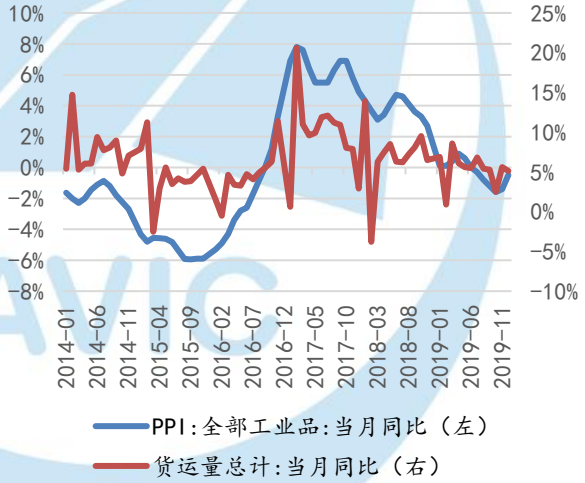


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

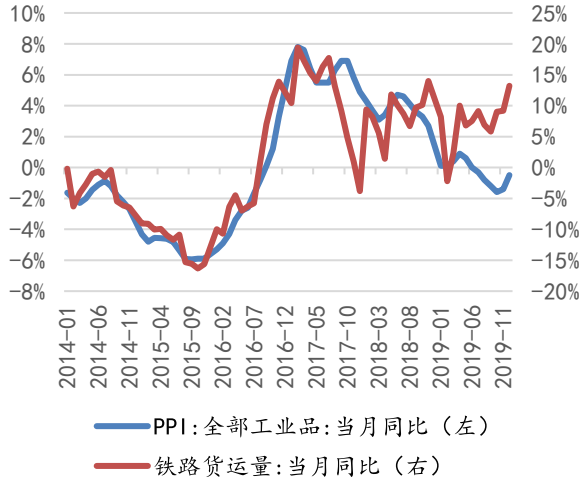
有色金属产业景气综合指数与 PPI 相关性较强。下半年如果工业物价回暖，有色金属行业的景气度也将同步回升。

➢ 交通运输行业

图表 27 PPI 与货运量总计

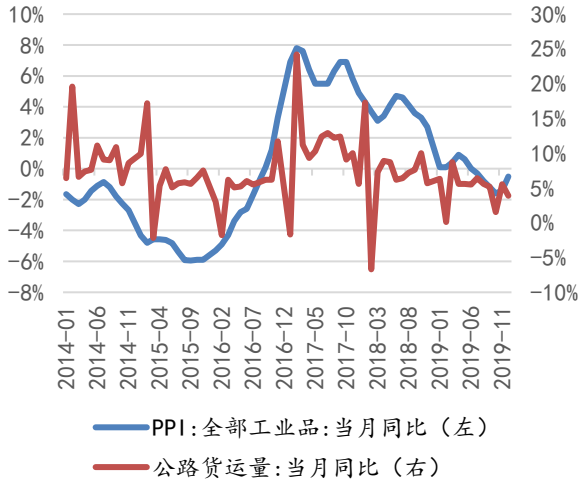


图表 28 PPI 与铁路货运量

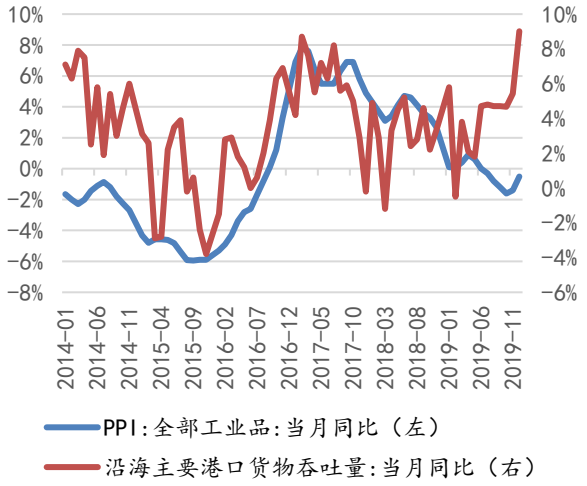


数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图表 29 PPI 与公路货运量



图表 30 PPI 与沿海主要港口货物吞吐量



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

货运总量，铁路货运总量，公路货运总量与 PPI 同期趋势相近。其中，铁路货运总量的当月同比与 PPI 当月同比最为契合。除此之外，沿海主要港口货物吞吐量和 PPI 指数关系也相对明显。虽沿海主要港口货物吞吐量当月同比浮动较大，但整体总趋势和 PPI 指数当月同比相似。在 PPI 同比的整体趋势向上走的情况下，货物的交通运输量或将在同一时间有一定上涨。

图表 31 与 PPI 相关的周期类高频数据

领先于PPI	同步于PPI	滞后于PPI
GDP累计同比贡献率：房地产业	六大发电集团耗煤量	秦皇岛动力煤年度长协价
玻璃价	原煤产量	秦皇岛动力煤平仓价
	水泥价	金属切削机床产量
	螺纹钢价	挖掘铲土运输机械产量
	化学工业PPI	化学原料化学制品制造业产成品存货
	货运总量	化学纤维制造业产成品存货
	铁路货运总量	橡胶塑料制品产成品存货
	公路货运总量	铝价
	沿海主要港口货物吞吐量	
	有色金属产业经期综合指数	

数据来源：Wind，中航证券金融研究所

综上，我们认为下半年 PPI 同比将逐渐向 0 靠近。PPI 的回暖意味着 A 股净利增速将同步触底反弹。映射到行业层面，低估值强周期的行业有望得到一定程度的景气修复。我们对钢铁、煤炭、有色、建材、机械、交运和化工等低估值强周期行业的建议配置仓位由低配上调为标配。虽然从贝塔的角度看周期行业整体景气边际有可能改善，但具体操作层面上我们仍推荐以个股的基本面阿尔法作为标准进行个股筛选。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券金融研究所首席策略分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。