

广发宏观

工业品价格变化背后有哪几种力量

分析师：郭磊

分析师：贺晓束



SAC 执证号：S0260516070002



SAC 执证号：S0260517030003



SFC CE.no: BNY419



021-60750625

021-60750625



guolei@gf.com.cn



hexiaoshu@gf.com.cn

请注意，贺晓束并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

报告摘要：

- 自 4 月底触底以来，本轮工业品价格变化有一定同步性，但 6 月以来也包括一些细微的走向分歧。

铁矿石和钢材价格：4 月底以来整体上行，6 月上旬环比 5 月底分别上行 4.6% 和 6.6%。二者价格走势基本同步。

原油价格：IPE 布油自 4 月底以来整体上行，6 月 11 日有较大幅度回落。此次回落可能和前期涨幅过高、库存意外增加、疫情担忧等三个因素有关。目前原油价格仍高于 5 月底 1.9% 左右。

动力煤与焦煤价格：4 月底以来整体上行，6 月上旬环比 5 月底分别上行 3.0% 和 1.9%。煤价与原油价格走势基本同步。

化工品价格：中国化工品价格指数（CCPI）4 月底以来整体上行，6 月上旬环比 5 月底上行 3.3%。PTA、聚乙烯、橡胶等重要化工品价格与原油涨势基本同步。

水泥价格：4 月第三周见底回升，但 6 月以来出现了一轮回落，截至 12 日较 5 月底回落 1.3%。水泥价格回落原因可能和南方雨季来临，行业需求季节性转淡有关。

玻璃价格：整体延续 4 月底以来强势表现，6 月第二周全国玻璃价格指数相较 5 月底收涨 2.4%。

- 工业品价格背后有哪几种力量？我们简要梳理如下：

（1）工业品之间存在比价效应和价格传递效应。以煤炭和原油为例，油气发电和煤电、石油化工和煤化工之间的关系大致决定了油价和煤价之间的比价关系。油价贵了会导致煤炭需求增加，从而推高煤价。同样，原油和煤炭作为其他工业品的生产原材料，会广泛影响其他工业品价格。

（2）海外主要经济体复工带来的复苏预期。不难看出，从原油、铁矿石，到国内定价的工业品，其本轮价格底部都基本位于 4 月底，这与全球主要经济体复工的节奏有关：4 月 27 日美国第一个州佐治亚州开始复工；4 月 28 日以来德国、法国、西班牙等欧洲发达国家通过分阶段解封、降低紧急状态、鼓励零售商重新开业等方式逐步复工。海外成品油需求边际修复，炼厂开工率回升成为本轮原油和 CRB 指数同步触底的关键因素。原油等价格又对煤炭、化工品等价格形成传递。

（3）疫情带给部分商品供给和供给预期的影响。巴西是铁矿石的主要产区之一，巴西疫情升级导致铁矿石供给收紧预期形成。从数据看，巴西新增确诊病例与铁矿石价格基本走势同步。这是铁矿石价格走升的原因之一。而铁矿石价格又影响钢材成本，从数据看，铁矿石价格与钢材价格指数走势基本同步。

(4) 对疫情反复导致的复苏持续性的担忧。6月11日原油价格大幅回落,部分与对疫情反弹的担忧有关。6月11日美国新增确诊23317例,环比前一日增长了12%,且创周内高点。原油价格调整又会通过比价效应对其他类型工业原材料带来压力。

(5) 国内基建开工和工业投资回升的影响。政府工作报告明确“两新一重”为主的投资方向,即传统基建+新基建。考虑到当前基建项目在经历3-4月项目审批的一轮加速以及4月开始的融资扩张后,二季度以来基建需求集中释放加快,建筑类新订单量显著增加或提振工业品价格。水泥价格4月下旬上行与4月20日新一批专项债下发有较大关系。即使是成本驱动可以明显解释的钢材价格,其上行也包含需求端驱动,本轮钢材价格与日发电耗煤走势保持着很好的相关性。

(6) 环保限产的影响。受山西、山东、河南等区域环保限产影响,焦炭供给格局持续偏紧。区域政策方面,5月21日,山东省工业和信息化厅、山东省发展和改革委员会、山东省生态环境厅联合发布《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》,若各区域继续严格执行限产要求,焦炭供给趋紧局面或进一步延续。

(7) 雨季等天气因素的短期影响。近期南方降雨量显著增加,工地开工条件收到影响,需求影响下华东、华南地区水泥出货率环比下滑伴随价格下行。截止6月11日,水泥价格指数华东、长江地区分别录得152.8、154.1,较5月底分别下降2.3%、2.6%。之所以归结为天气因素影响而非需求因素影响为主,是因为同期水泥价格指数西北、华北地区分别录得138.5、139.5,相较5月底上行1%、小幅回落0.5%。

- **目前看经济预期修复、工业通缩好转仍是一个主趋势,但需要继续观察的是全球疫情的波动及它对于预期的扰动。**从以上分析看,4月底以来伴随着海外复工预期所形成的经济预期回升、工业通缩好转仍是一个主趋势,另外一些因素属于对价格主趋势的扰动;而未来的决定因素仍在于疫情和内生需求这两点。从需求端因素看,驱动因素仍相对明朗,一是全球主要工业国家继续复工;二是前期稳经济政策呈现效果,包括中国的财政政策和基建影响继续落地。主要的不确定性来自于疫情,未来只要排除二次扩散的可能,则工业品价格上升的逻辑将会继续带来连续影响。
- **核心假设风险:**工业品上行斜率超预期;国内政策约束超预期;海外疫情变化超预期。

自4月底触底以来，本轮工业品价格变化有一定同步性，但6月以来也包括一些细微的走向分歧。

(1) 铁矿石和钢材价格：4月底以来整体上行，6月上旬环比5月底分别上行4.6%和6.6%。二者价格走势基本同步。

(2) 原油价格：IPE布油自4月底以来整体上行，6月11日有较大幅度回落。回落可能和前期涨幅过高、库存意外增加、疫情担忧等三个因素有关。目前原油价格仍高于5月底1.9%左右。

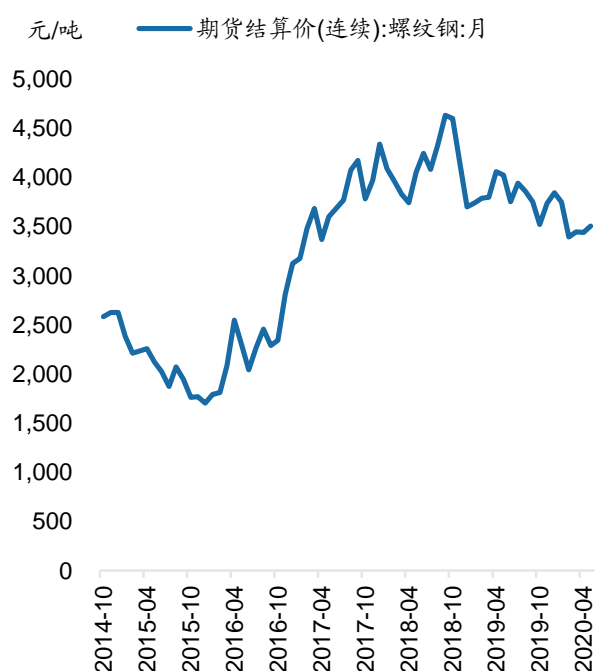
(3) 动力煤与焦煤价格：4月底以来整体上行，6月上旬环比5月底分别上行3.0%和1.9%。煤价与原油价格走势基本同步。

(4) 化工品价格：中国化工品价格指数（CCPI）4月底以来整体上行，6月上旬环比5月底上行3.3%。PTA、聚乙烯、橡胶等重要化工品价格与原油涨势基本同步。

(5) 水泥价格：4月第三周见底回升，但6月以来出现了一轮回落，截至12日较5月底回落1.3%。水泥价格回落原因可能和南方雨季来临，行业需求季节性转淡有关。

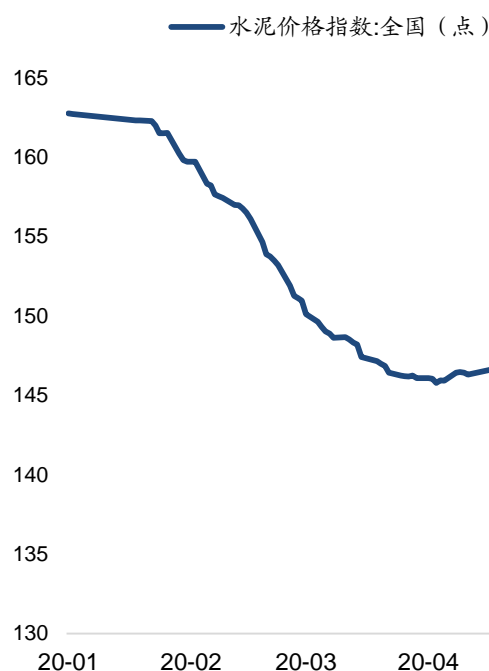
(6) 玻璃价格：整体延续4月底以来强势表现，6月第二周全国玻璃价格指数相较5月底收涨2.4%。

图1：螺纹钢期货价格



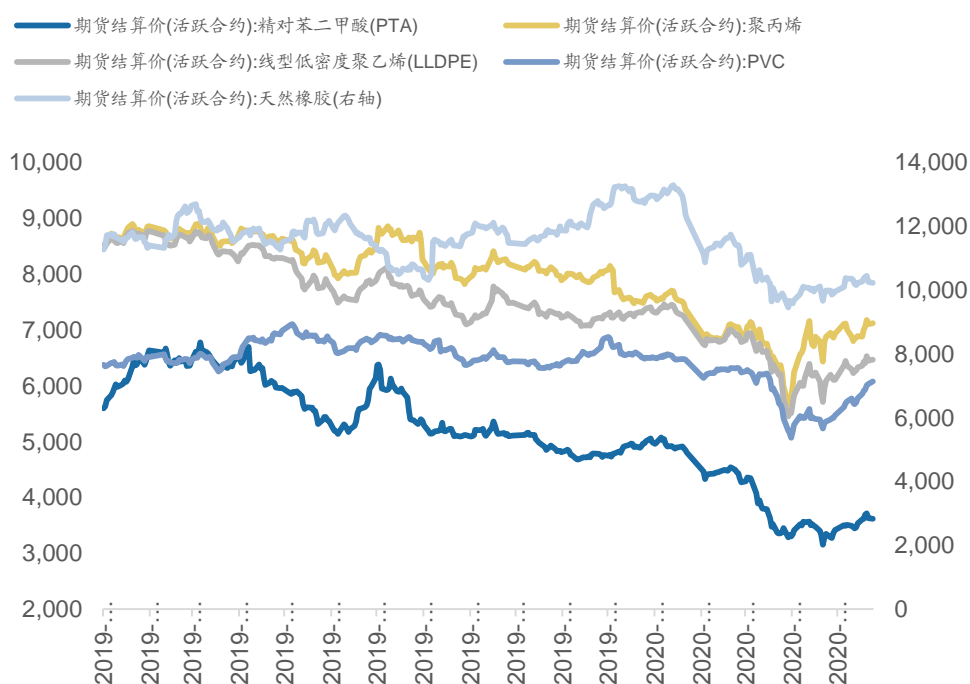
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：全国水泥价格指数



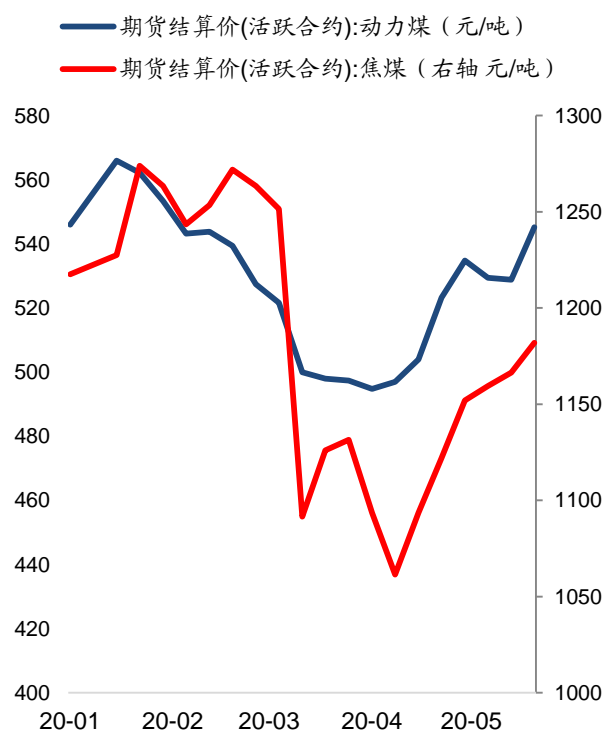
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2: 主要化工产品价格走势



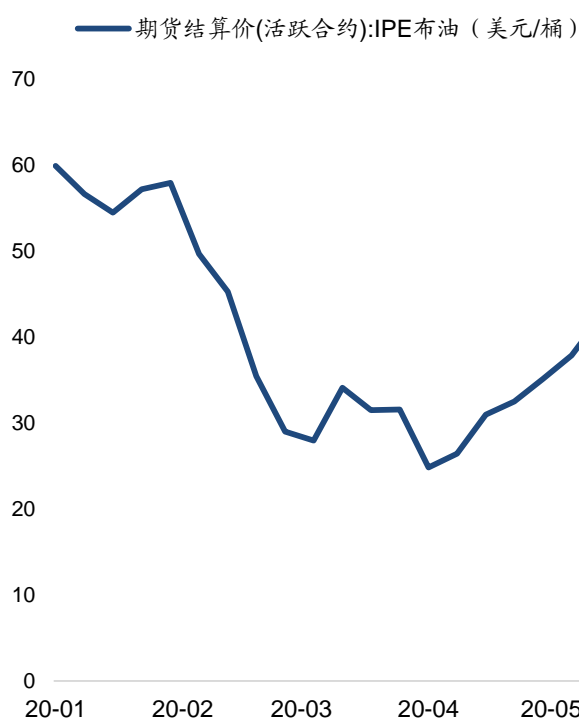
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 动力煤与焦煤价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: IPE布油价格



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

工业品价格背后有哪几种力量？我们简要梳理如下：

(1) 工业品之间存在比价效应和价格传递效应。以煤炭和原油为例，油气发电和煤电、石油化工和煤化工之间的关系大致决定了油价和煤价之间的比价关系。油价贵了会导致煤炭需求增加，从而推高煤价。同样，原油和煤炭作为其他工业品的生产原材料，会广泛影响其他工业品价格。

(2) 海外主要经济体复工带来的复苏预期。不难看出，从原油、铁矿石，到国内定价的工业品，其本轮价格底部都基本位于4月底，这与全球主要经济体复工的节奏有关：4月27日美国第一个州佐治亚州开始复工；4月28日以来德国、法国、西班牙等欧洲发达国家通过分阶段解封、降低紧急状态、鼓励零售商重新开业等方式逐步复工。海外成品油需求边际修复，炼厂开工率回升成为本轮原油和CRB指数同步触底的关键因素。原油等价格又对煤炭、化工品等价格形成传递。

(3) 疫情带给部分商品供给和供给预期的影响。巴西是铁矿石的主要产区之一，巴西疫情升级导致铁矿石供给收紧预期形成。从数据看，巴西新增确诊病例与铁矿石价格基本走势同步。这是铁矿石价格走升的原因之一。而铁矿石价格又影响钢材成本，从数据看，铁矿石价格与钢材价格指数走势基本同步。

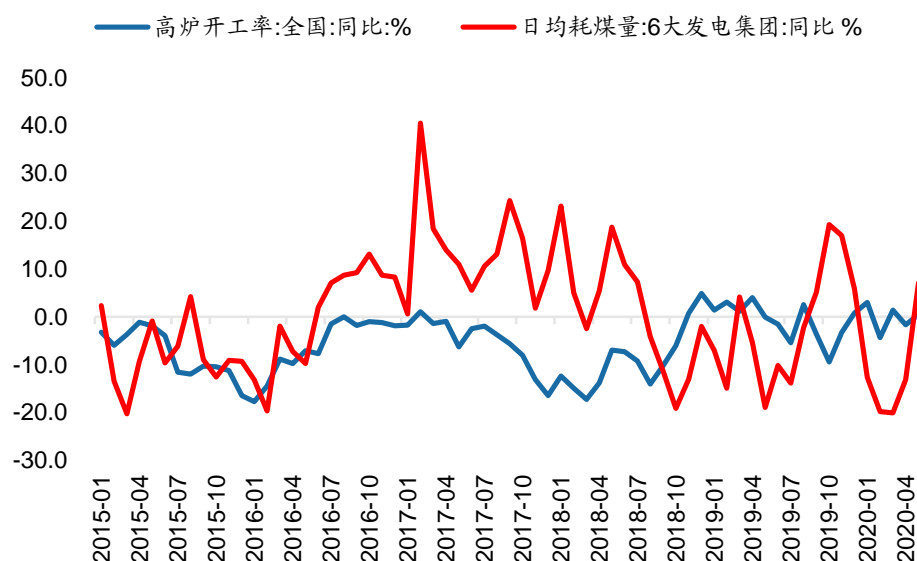
(4) 对疫情反复导致的复苏持续性的担忧。6月11日原油价格大幅回落，部分与对疫情反弹的担忧有关。6月11日美国新增确诊23317例，环比前一日增长了12%，且创周内高点。原油价格调整又会通过比价效应对其他类型工业原材料带来压力。

(5) 国内基建开工和投资回升的影响。政府工作报告明确“两新一重”为主的投资方向，即传统基建+新基建。考虑到当前基建项目在经历3-4月项目审批的一轮加速以及融资扩张后，二季度以来基建需求集中释放加快，建筑类新订单量显著增加或提振工业品价格。水泥价格4月下旬上行与4月20日新一批专项债下发有较大关系。即使是成本驱动可以明显解释的钢材价格，其上行也包含需求端驱动，本轮钢材价格与日发电耗煤走势保持着很好的相关性。

(6) 环保限产的影响。受山西、山东、河南等区域环保限产影响，焦炭供给格局持续偏紧。区域政策方面，5月21日，山东省工业和信息化厅、山东省发展和改革委员会、山东省生态环境厅联合发布《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》，若各区域继续严格执行限产要求，焦炭供给趋紧局面或进一步延续。

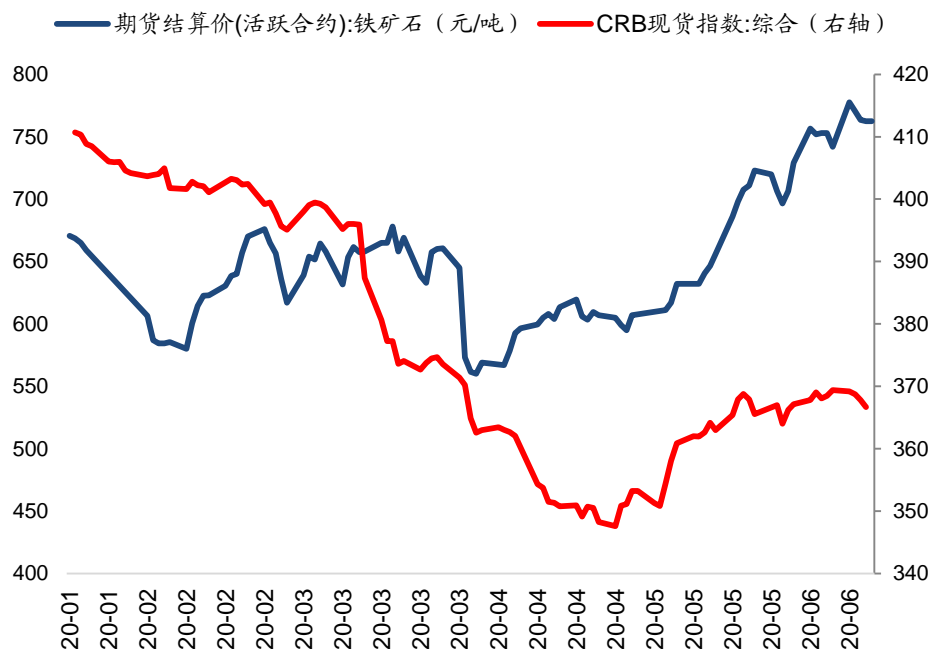
(7) 雨季等天气因素的短期影响。近期南方降雨量显著增加，工地开工条件收到影响，需求影响下华东、华南地区水泥出货率环比下滑伴随价格下行。截止6月11日，水泥价格指数华东、长江地区分别录得152.8、154.1，较5月底分别下降2.3%、2.6%。之所以归结为天气因素影响而非需求因素影响为主，是因为同期水泥价格指数西北、华北地区分别录得138.5、139.5，相较5月底上行1%、小幅回落0.5%。

图5: 5月表观生产活动修复



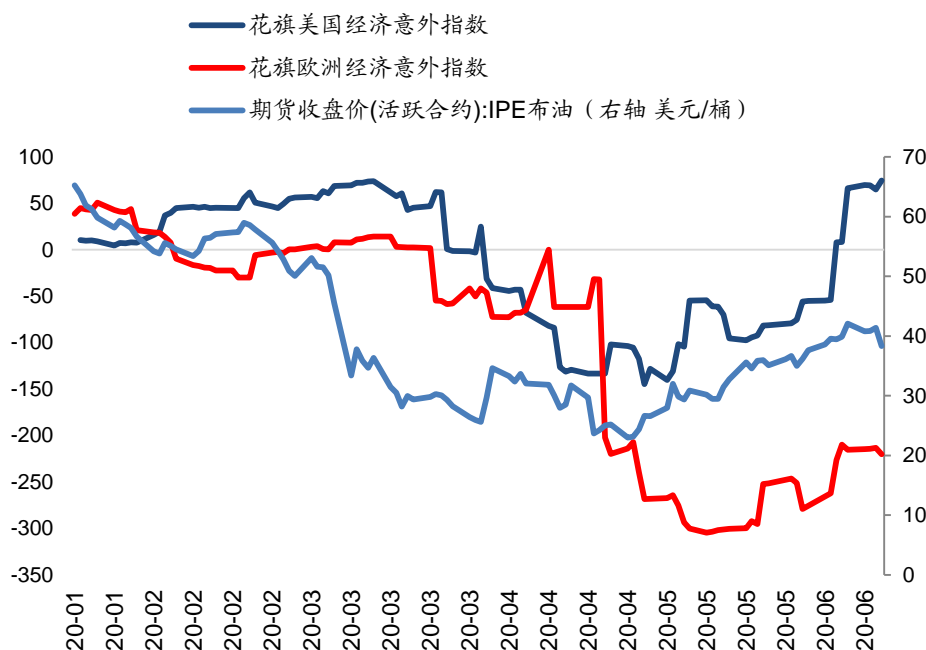
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 铁矿石与CRB指数



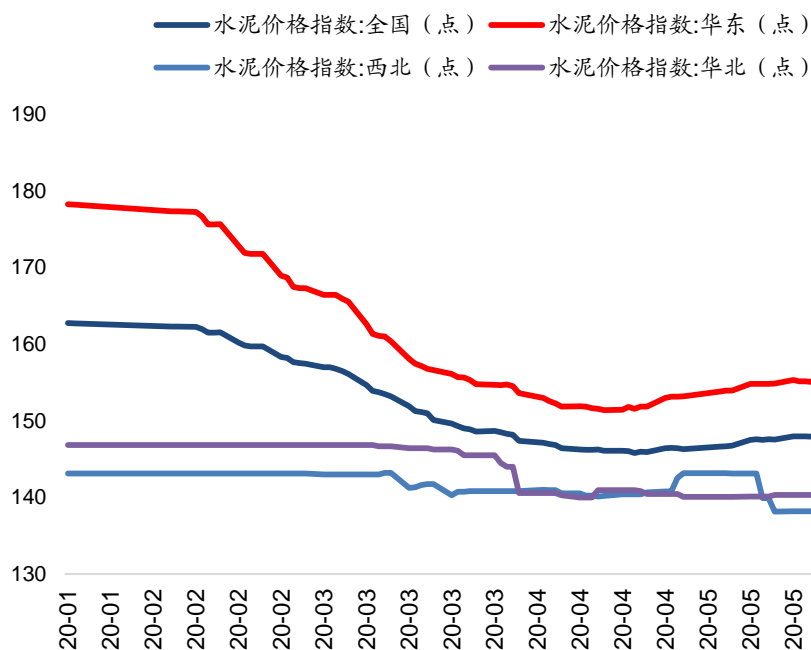
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 美欧经济意外指数与IPE布油



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 全国水泥价格指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

目前看经济预期修复、工业通缩好转仍是一个主趋势，但需要继续观察的是全球疫情的波动及它对于预期的扰动。从以上分析看，4月底以来伴随着海外复工预期所形成的经济预期回升、工业通缩好转仍是一个主趋势，另外一些因素属于对价格主趋势的扰动；而未来的决定因素仍在于疫情和内生需求这两点。从需求端因素看，驱动因素仍相对明朗，一是全球主要工业国家继续复工；二是前期稳经济政策呈现效果，包括中国的财政政策和基建影响继续落地。主要的不确定性来自于疫情，未来只要排除二次扩散的可能，则工业品价格上升的逻辑将会继续带来连续影响。

风险提示

工业品上行斜率超预期；国内政策约束超预期；海外疫情变化超预期

广发宏观研究小组

郭磊：首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心，带领团队获 2017-2019 年新财富宏观第一名。

张静：资深分析师，理学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

周君芝：资深分析师，经济学博士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺晓束：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

盛旭：资深分析师，经济学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢：高级分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。