

相关研究

《牛市结束了吗——为何经济复苏而股市下跌?》2020.07.19

《房子会没人买么?》2020.07.13

《货币超发与资产泡沫》2020.07.12

工业品价格要“浮出水面”?

——水灾影响的全球视角

投资要点:

- **长江淮河风险未消，全球联动并非孤立。雨带北移淮河告急，长江汛情风险未消。**6月以来长江中下游持续出现强降雨过程，呈现出时间长、范围广、极端性高的特点，截至7月16日，长江流域平均降雨量创60年以来同期新高。而持续的强降雨致使长江中下游普遍出现水位超警，多地启动防汛Ⅰ级响应。7月下旬主雨带北移，淮河流域汛情也开始告急。但由于雨带存在回摆可能，且上游来水增加，长江中下游汛情风险并未解除。**洪涝主因气象变化，全球联动并非孤立。**今年北印度洋海温异常偏暖，使得西太平洋副热带高压明显增强，引导充沛水气带来汛期强降雨，而厄尔尼诺事件进一步强化了本轮降雨过程。由此可见，今年我国的洪涝灾害，其实是气象变化的结果，从全球气候系统的角度而言，这并不是个孤立的现象，而具有全球联动的特征，如澳洲大火和非洲蝗灾就都和印度洋的暖流活动有关。
- **增长影响温和，警惕PPI上行。洪水不改增长趋势，短期影响尚属温和。**洪涝灾害给我国造成的直接经济损失占经济比重近年来趋于下降，今年以来的洪灾损失仅有19年GDP的0.12%，而且经济损失也不完全等同于GDP的减少。洪涝灾害给经济带来的冲击集中在第一产业，而一产在我国经济中占比不高。对于工业部门而言，洪涝灾害会使得工矿企业受淹停产，但受影响企业比例较低，停产时间也并非持续全年，因而对工业生产干扰不强。工业生产本身就存在着明显的季节性，洪灾严重年份主汛期工业增加值环比增速和历年均值水平并无显著差异，**我国经济增长趋势并不因洪灾改变**，而洪灾过后的重建需求还会支撑经济增长。短期来看，强降雨天气确实对今年7月工业生产形成拖累，但洪水的影响尚属温和，从各区域水泥企业出货率来看，虽然洪水确实影响到部分地区的工业生产，但未受洪水波及地区依然保持着强劲的生产恢复势头。**PPI上行未被重视，需要警惕气候异常。**工业品价格上涨的风险还没有被市场充分重视。我国今年汛期因降水异常发生了较严重的洪涝灾害，很可能意味着全球其他地区也会遭遇到异于往常的气候现象。而我国对于部分大宗商品价格并没有定价权，因此，**需要警惕气候异常对部分工业品供需平衡的干扰。**像矿产资源比较丰富的南美，近来频繁受到暴雨侵袭，印尼南部区域则面临持续干旱天气，对于这些并非我国定价的大宗商品主要产地，气候现象变化对于供给的影响值得关注。新冠疫情压制需求，使得供给端收缩显得并不重要，但全球各国疫情发展所处阶段不同，中国在全球率先实现了经济复苏，美欧也相继解除封锁。从国际分工上来看，中美欧是全球重要的需求和工业品生产国，而像南美部分国家负责提供工业原料等大宗商品。**在全球疫情演化的背景下，大国经济率先复苏拉动工业品需求，但是小国疫情还在发酵，供给端存在收缩风险。这时候如果再遭遇到极端天气，影响就可能会被放大。**另外，为应对疫情全球央行开启放水，货币增速创下新高，竞相超发货币的背后无疑会带来货币贬值，而由此引发的美元指数走低有助于推动工业品价格上涨。
- **经济延续弱复苏，价格“剪刀差”收敛。**总结来看，洪水对于经济增长的影响相对有限，并不会改变年内的增长趋势，我们预计，**我国经济增长仍将延续弱复苏势头**，但与此同时货币超发会使得通胀预期重燃。价格方面而言，洪水短期对于CPI增速存在扰动，却不会改变年内走势。但全球各国疫情阶段的不同步、美元贬值压力以及需要密切跟踪的气候异象，均可能给工业品价格带来上涨压力，**PPI同比增速或趋于回升，CPI与PPI增速之间的“剪刀差”有望再度收敛，下游行业利润或将向中上游行业转移。**

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

目 录

1. 长江淮河风险未消，全球联动并非孤立.....	4
1.1 雨带北移淮河告急，长江汛情风险未消.....	4
1.2 洪涝主因气象变化，全球联动并非孤立.....	6
2. 增长影响温和，警惕 PPI 上行.....	7
2.1 洪水不改增长趋势，短期影响尚属温和.....	7
2.2 PPI 上行未被重视，需要警惕气候异常.....	11
3. 经济延续弱复苏，价格“剪刀差”收敛.....	14

图目录

图 1	6 月以来各流域平均降雨量及与常年同期的对比	4
图 2	7 月前 20 天全国降水距平百分率 (%)	4
图 3	长江流域水位情况及城市应急响应级别	5
图 4	淮河流域汛情地图	5
图 5	近 10 天全国降水距平百分率图	6
图 6	热带印度洋全区一致海温模态 (IOBW) 指数	6
图 7	Nino3.4 厄尔尼诺指数	7
图 8	19 年 8-12 月澳大利亚各地降雨量占同期均值的比例	7
图 9	飓风与蝗虫的繁殖和迁移	7
图 10	历年洪涝灾害所造成的直接经济损失及其占 GDP 的比重	8
图 11	洪涝灾害造成第一产业直接经济损失及其占比	8
图 12	19 年 GDP 构成中各产业所占比重	8
图 13	历年因洪涝灾害而发生停产的工矿企业数量 (万个)	9
图 14	各月工业增加值环比增速 (%)	9
图 15	水利、环境和公共设施管理业固定资产投资增速 (%)	10
图 16	历年各周全国高炉开工率 (%)	10
图 17	Mysteel 样本钢厂钢材产量增速 (%)	10
图 18	18-20 年 7 月分区域水泥企业出货率 (%)	11
图 19	秘鲁 20 年 7 月上旬各地降水量距平	11
图 20	印尼各地未降雨天数	11
图 21	全球部分国家新冠肺炎疫情所处阶段	12
图 22	中国、美国、欧元区和日本制造业 PMI (%)	12
图 23	美国和欧元区零售销售情况 (%)	12
图 24	全球部分国家和地区出口结构对比 (%)	13
图 25	美国、欧元区和日本货币增速 (%)	13
图 26	美元指数和 CRB 现货指数	14
图 27	我国实际 GDP 同比增速 (%)	14
图 28	我国广义货币 M2 与 GDP 增速之差 (%)	14
图 29	我国 CPI 与 PPI 当月同比增速之差 (%)	15

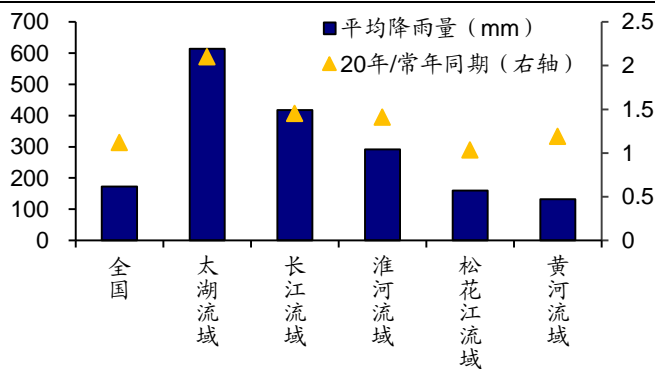
进入汛期以来，我国多地水患频发，防汛抗洪形势严峻，而目前又正逢“七下八上”的防汛关键期，洪涝灾害风险仍未消退。那么，目前汛情如何？水灾是否会影响到年内我国经济的复苏势头？又会引发哪些值得关注的风险？本报告对此进行展开分析。

1. 长江淮河风险未消，全球联动并非孤立

1.1 雨带北移淮河告急，长江汛情风险未消

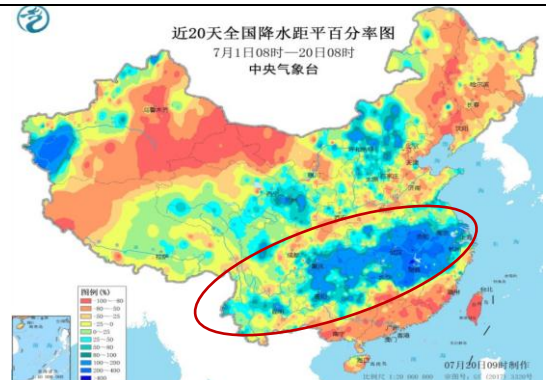
长江中下游降水多发，时间长雨量大。6月以来，南方地区持续出现强降雨过程，呈现出时间长、范围广、极端性高的特点。6月2日至7月13日，中央气象台连续41天发布暴雨预警，创开展预警业务以来的时长之最。从范围看，期间主雨带覆盖长江中下游一带，多雨中心位于湖南北部、江西北部、湖北东部、安徽南部、浙江中部等地，出现暴雨天气的南方县市占比高达64%。从降雨量看，截至7月16日，长江流域平均降雨量达到418毫米，为常年同期的近1.5倍，创60年以来同期新高，太湖流域的雨量甚至超过同期的2.1倍。

图1 6月以来各流域平均降雨量及与常年同期的对比



资料来源：中国气象局，海通证券研究所，全国数据截至7月14日，各流域数据截至7月16日

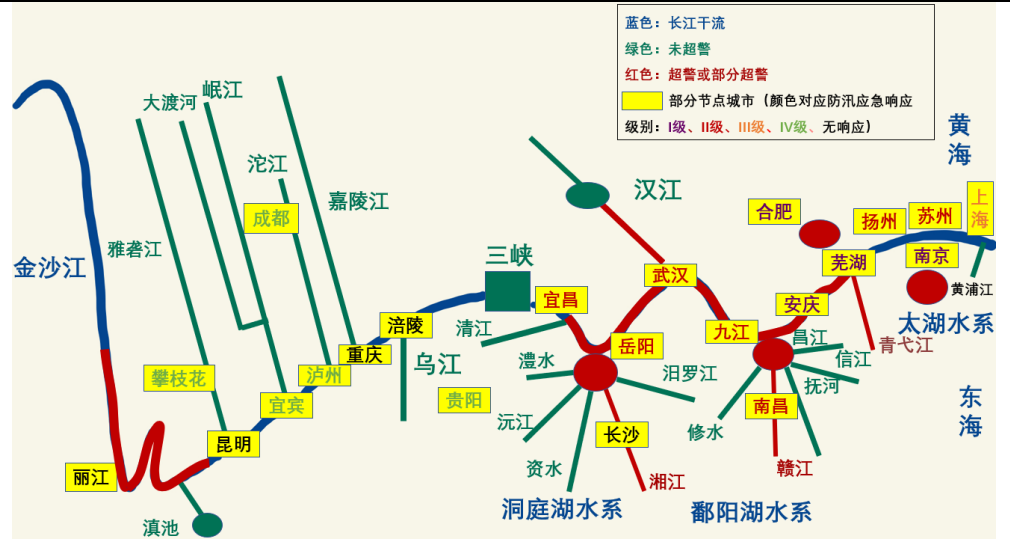
图2 7月前20天全国降水距平百分率 (%)



资料来源：中央气象台，海通证券研究所

“一江三湖”仍然超警，多地启动一级响应。而持续的强降雨，致使长江中下游的干流和支流普遍出现水位超警的情况。6月以来，长江流域共计236个站发生超警戒以上洪水，涉及河流148条。截至7月24日当周，受降雨趋缓影响，多数支流已基本回落至警戒以下，但长江中下游干流仍有部分维持超警，太湖、鄱阳湖和洞庭湖的水位也在警戒线以上。长江流域9省市维持防汛应急响应，其中安徽省升至I级响应，部分城市如南京、杭州、潜江也启动了I级响应。

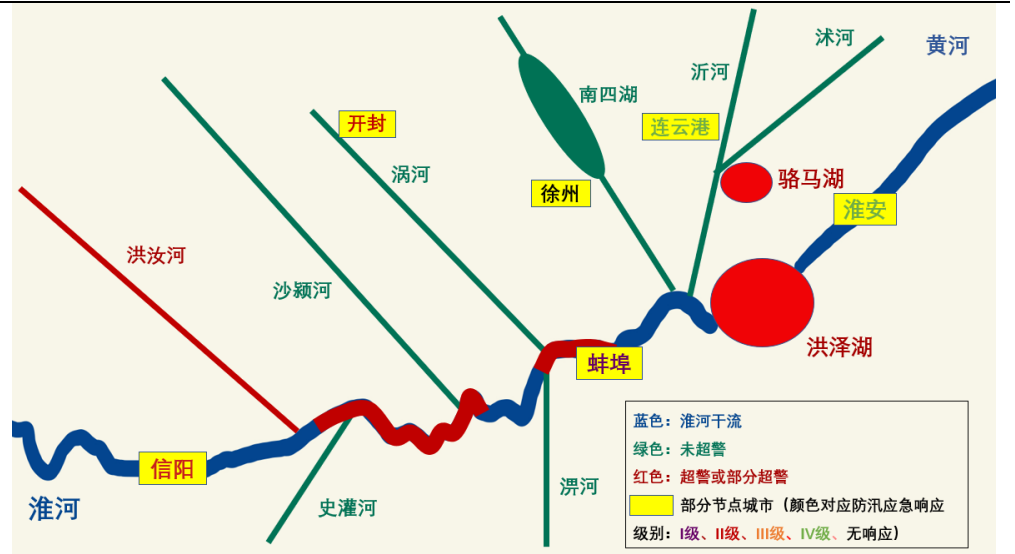
图3 长江流域水位情况及城市应急响应级别



资料来源：长江水文网，各省市水利部，中国气象爱好者，海通证券研究所，数据截至7月24日当周

雨带逐渐北移，淮河汛情告急。根据中央气象台，7月下旬开始主雨带将逐渐调整至黄淮、江淮北部、四川盆地等地。随着雨带北抬，淮河流域汛情也开始告急。7月20日，水利部淮河水利委员会将水旱灾害防御应急响应由II级提升至I级。由于王家坝开闸分洪，淮河干流水位有所回落，但目前部分站点仍超警。与淮河流域类似，未来松花江流域、海河、黄河中下游的防汛压力预计也将明显提升。

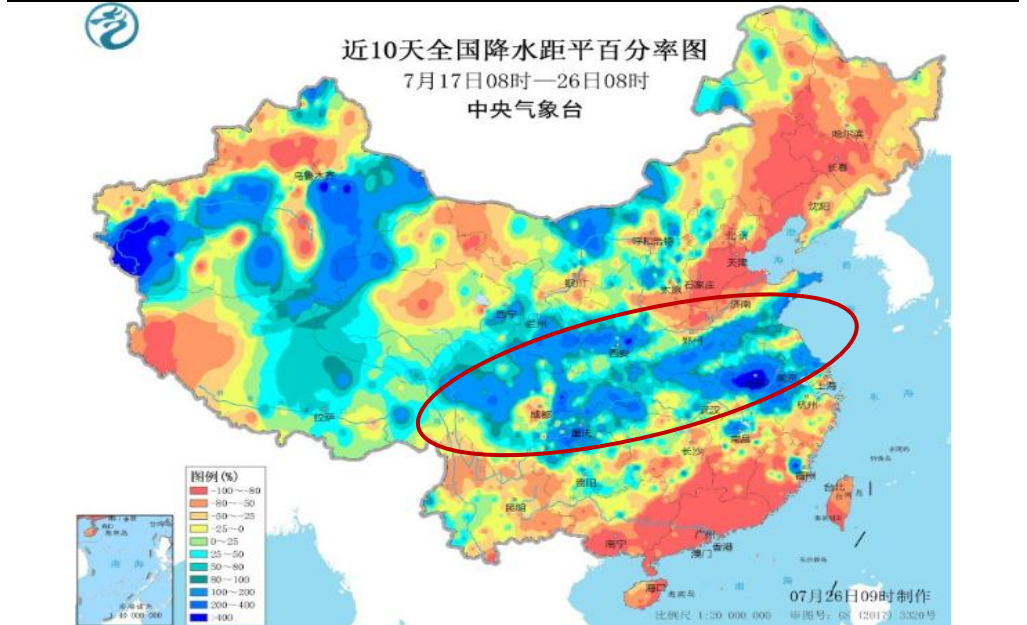
图4 淮河流域汛情地图



资料来源：中国天气网，海通证券研究所，数据截至7月25日

长江风险并未解除，汛情仍有反复可能。但是长江中下游地区汛情风险仍没有消除。一方面，尽管近10日我国降雨带已出现北移，但难以排除雨带南北摆动的可能，未来长江中下游仍有强降雨风险；另一方面，由于雨带的北移，长江上游来水将明显增加，中下游及湖区或将较长时间维持高水位。另外，进入8月后，华南和东南沿海地区还需防范台风的侵袭，以免加剧汛情。

图5 近10天全国降水距平百分率图



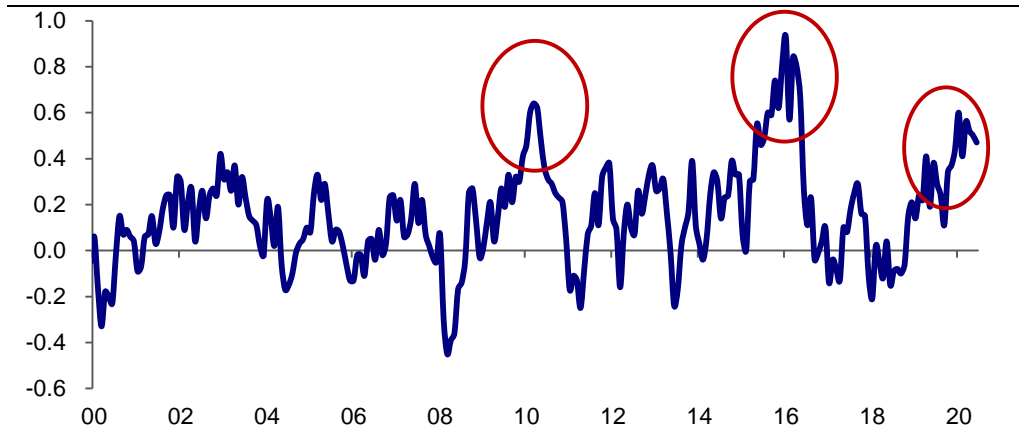
资料来源：中国天气网，海通证券研究所

1.2 洪涝主因气象变化，全球联动并非孤立

为什么今年我国会出现降雨偏强，从而使得水位屡屡突破历史极值呢？

印度洋海温偏暖，气流交汇加强。我国夏季汛期的形成，主要是由于来自印度洋和太平洋的暖湿气流，与北方冷空气交汇带来了大量降水。今年北印度洋海温异常偏暖，使得西太平洋副热带高压明显偏强，其引导的水气也相对丰沛；同时我国北方冷空气活动也更为频繁，两者持续交汇，导致今年长江流域降雨强度高、持续时间长的局面。从历史看，10年和16年的特大洪水也离不开印度洋异常高温的推动。

图6 热带印度洋全区一致海温模态 (IOBW) 指数



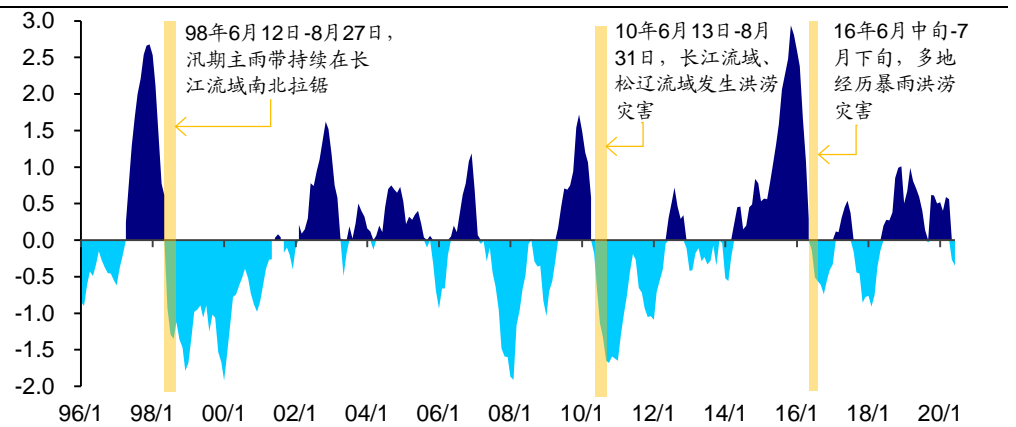
资料来源：国家气候中心，海通证券研究所，指数定义为热带印度洋区域平均的海温距平

厄尔尼诺事件发生，强化本轮降雨过程。我国的夏季雨带并不是原地不动的。在主要推手西太平洋副热带高压的作用下，雨带通常在6月和7月从我国华南地区北移至长江中下游一带，而后继续北上，进而华北、东北地区进入雨季。但是今年厄尔尼诺事件的发生进一步强化了本轮降雨过程。由于与西太平洋副热带高压同处太平洋海域，厄尔尼诺一方面易使得副热带高压带来的水汽进一步增强；另一方面也可能会阻碍副热带高压的移动，从而导致我国本应北上的雨带长时间停留在南方。

作为印证，历史上我国的大型洪涝灾害普遍与厄尔尼诺事件相关。Nino3.4指数可以判断厄尔尼诺现象的强度及持续时间。从Nino3.4指数看，97年和15年发生了两次

较强的厄尔尼诺事件，结束时间分别为 98 年 5 月和 16 年 4 月，而后在同年夏季 6-8 月均爆发了较为严重的大洪水。19 年 10 月，本轮厄尔尼诺事件形成，但总体强度较弱，并于今年 5 月结束。由于厄尔尼诺事件对我国洪水的影响通常具有滞后效应，因此，其对今年持续的强降水也起到了“推波助澜”的作用。

图7 Nino3.4 厄尔尼诺指数

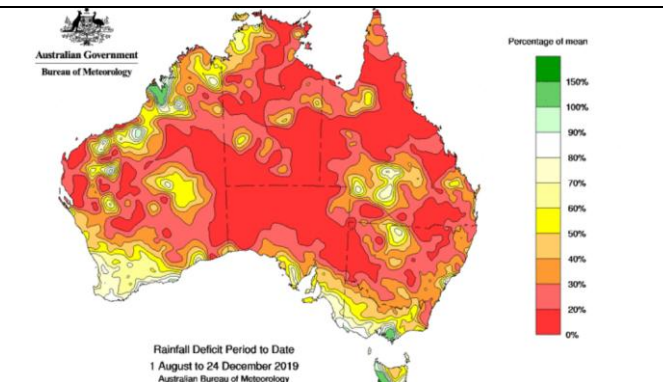


资料来源：国家气候中心，海通证券研究所

由此可见，今年我国的洪涝灾害，其实是气象变化的结果，那么从全球气候系统的角度而言，这就并不是个孤立的现象，而具有全球联动的特征。印度洋的暖流活动不仅给我国带来了水灾，去年底的澳洲大火、今年初的非洲蝗灾，都和这一因素有关。

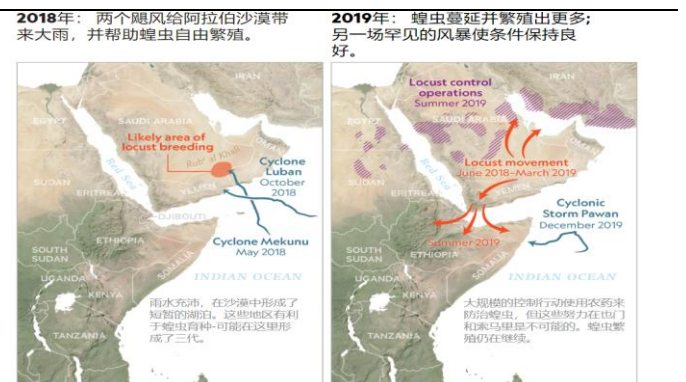
由于东临太平洋、西面印度洋，澳大利亚除易受厄尔尼诺影响出现干旱天气外，今年印度洋高温也进一步加剧了其干旱程度。根据澳大利亚气象局统计，19 年 8 月-12 月，大部分澳洲地区降水量不到同期均值的 30%，部分中心地区甚至不足 20%。而持续的少雨天气正是其 19 年末至 20 年初近 5 个月山火难熄的“罪魁祸首”。而在给澳洲带来干旱的同时，印度洋的异常气候却使得常年干旱的阿拉伯半岛和东非沿岸降雨量激增，而沙漠蝗虫的快速繁殖并蔓延正需要潮湿多雨的天气，可以说这为蝗灾的爆发提供了“催化剂”。

图8 19 年 8-12 月澳大利亚各地降雨量占同期均值的比例



资料来源：澳大利亚气象局，海通证券研究所，降雨量为 19 年 8 月 1 日-12 月 24 日数据

图9 飓风与蝗虫的繁殖和迁移



资料来源：National Geographic，海通证券研究所

2. 增长影响温和，警惕 PPI 上行

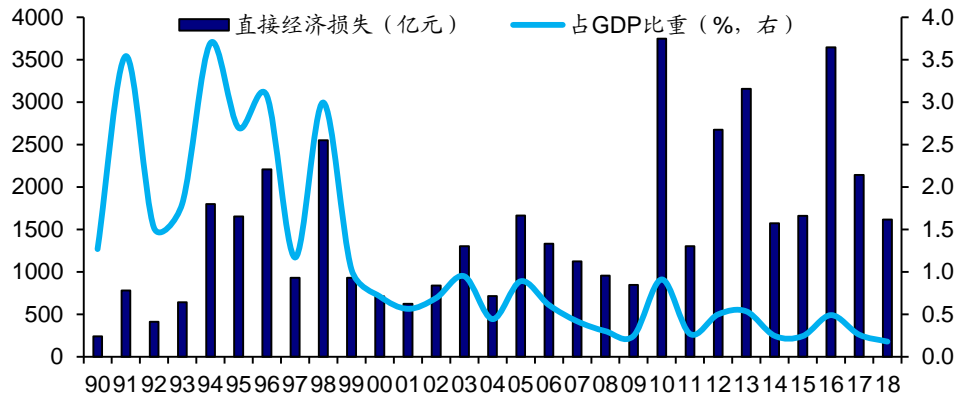
2.1 洪水不改增长趋势，短期影响尚属温和

洪涝灾害直接损失，经济占比已较有限。从洪涝灾害给我国造成的直接经济损失上看，近年来虽然损失金额屡创新高，但是其占经济的比重趋于下降。如 98 年洪水期间，洪涝灾害给我国造成的直接经济损失占 GDP 比重接近 3%，而进入 21 世纪，洪涝灾害

所造成损失最大的 2010 年，直接损失占经济的比重也不足 1%，损失同样较为严重的 2016 年，直接损失占 GDP 的比重只有不足 0.5%。根据应急管理部的统计，今年主汛期以来，洪涝灾害给我国已造成直接经济损失 1160.5 亿元，较近五年同期均值下降 5%，约占 19 年 GDP 比重 0.12%。

需要特别注意的是，直接经济损失并不完全等同于 GDP 的下降。因为经济损失是针对经济存量而言，而 GDP 是个流量概念，即一段时期“新”生产的产品价值。比如洪水泡坏了停在路边的汽车，这虽计入经济损失，但如果汽车并不是今年造好的新车，就不会对当年 GDP 形成直接影响。

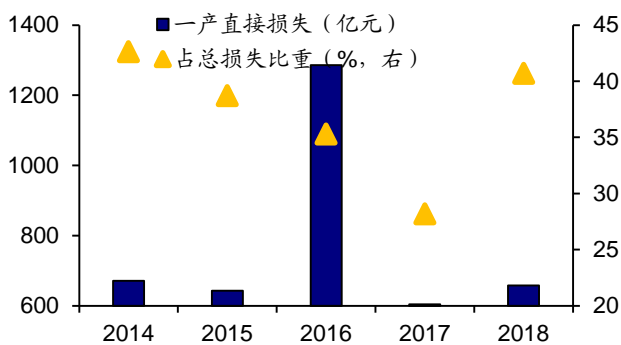
图10 历年洪涝灾害所造成的直接经济损失及其占 GDP 的比重



资料来源：水利部，海通证券研究所

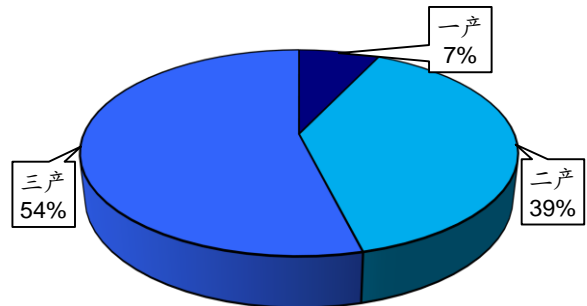
一产首当其冲，体量相对不大。事实上，洪涝灾害给经济带来的冲击很大程度上集中在第一产业。14 年以来洪涝灾害造成的直接经济损失中，每年第一产业的损失占比都不低于四分之一，在损失较为严重的 16 年，第一产业直接经济损失占总损失比重超过 35%。但是，我国经济结构中第一产业占比已经不高，19 年一产仅占 GDP 比重的 7%左右，这也就使得洪涝灾害对经济的整体冲击较小。

图11 洪涝灾害造成第一产业直接经济损失及其占比



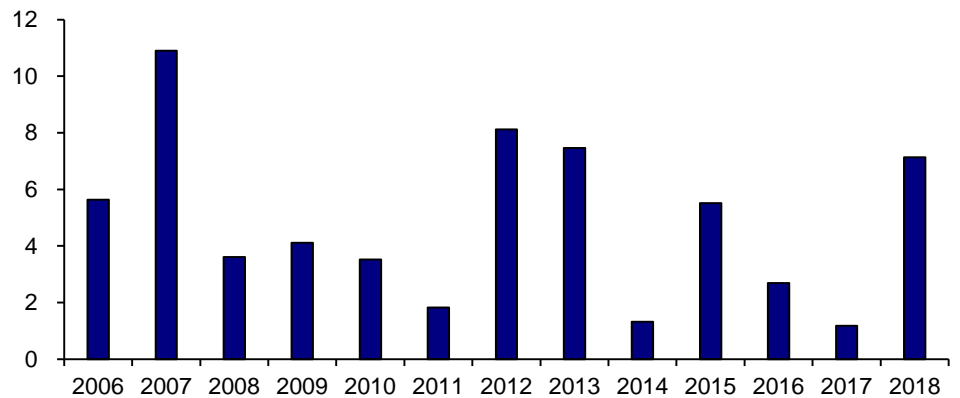
资料来源：水利部，海通证券研究所

图12 19 年 GDP 构成中各产业所占比重



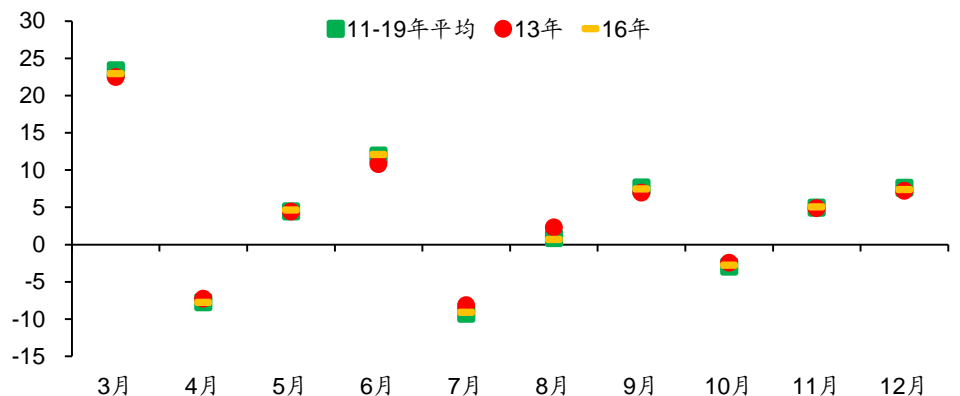
资料来源：WIND，海通证券研究所

工矿企业停产，仅有百分之二。对于工业部门而言，洪涝灾害会使得工矿企业受淹停产，但由于我国工业分布在地域上并不均衡，因洪灾而受影响的工业企业数量和洪灾的严重程度之间相关性并不强，如洪涝灾害较严重的 10 年和 16 年，停产的工矿企业数量不足 4 万个，还比不上 18 年超过 7 万个的水平。即便如此，根据经济普查数据，18 年我国工业企业法人单位数超过 345 万个，因洪涝灾害而停产的工矿企业比例也仅约为 2%。考虑到工矿企业停产时间往往也并非持续全年，因此洪涝灾害对于全年工业生产的干扰也并不强。

图13 历年因洪涝灾害而发生停产的工矿企业数量（万个）


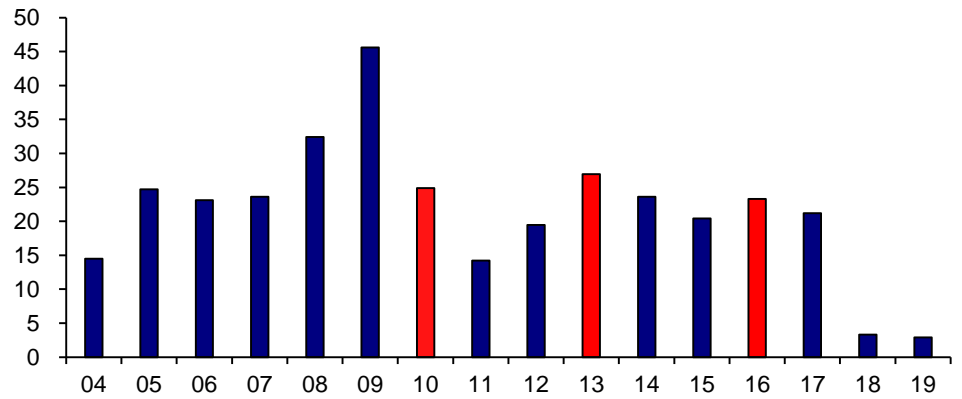
资料来源：水利部，海通证券研究所

生产没有显著差异，洪灾不改经济趋势。工业生产本身就存在着明显的季节性，降水开始充沛通常也意味着工业生产转入淡季。从工业增加值的环比增速上来看，13年和16年两个洪涝灾害较为严重的年份，主汛期月份的工业增加值增速同11年-19年的均值水平并没有特别显著的差异。98年洪灾时期，汛情严重的三季度，GDP实际同比增速较二季度不降反升，同样经历较强洪水的16年，全年GDP增速也较为平稳。因此，综合来看，即便考虑到间接效应，我国的经济增长趋势也并不会因洪涝灾害而改变。

图14 各月工业增加值环比增速（%）


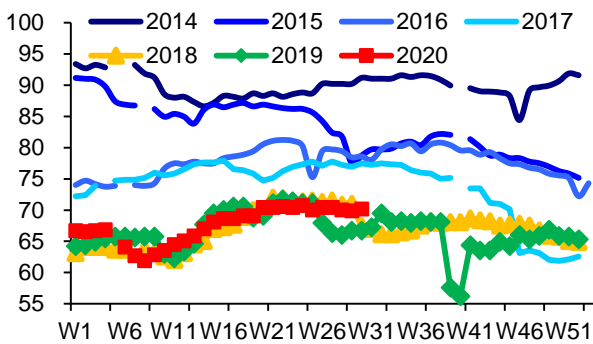
资料来源：WIND，海通证券研究所

灾后重建需求，拉动经济增长。由于洪灾期间造成经济损失，因此，在洪涝灾害过后往往会带来对应的重建需求，进而对经济增长有一定的支撑作用。这在属于基建领域的水利设施建设上体现得最为明显，10年、13年和16年这几个洪涝灾害较为严重的年份，其水利、环境和公共设施管理业固定资产投资增速明显偏高。在汛情严峻的态势下，今年7月初国务院常务会议专门研究了今年及后续150项重大水利工程建设安排，根据国家发改委的披露，工程匡算总投资约为1.29万亿元，能够带动直接和间接投资6.6万亿元，年均新增就业岗位80万个。

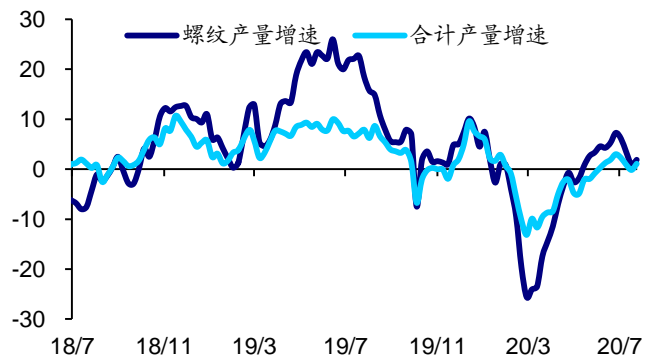
图15 水利、环境和公共设施管理业固定资产投资增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

降雨拖累生产，影响尚属温和。短期来看，强降雨天气确实对7月工业生产形成一定的拖累，但考虑到生产的季节性变化，洪水的影响还尚属温和。从钢铁行业的生产来说，7月全国高炉开工率明显高于19年同期水平，和18年同期也较为接近，Mysteel样本钢企钢材产量增速虽较6月有所下滑，但仍处于年内较高水平，且依然维持正增长，意味着钢材产量要超过19年同期。

图16 历年各周全国高炉开工率 (%)


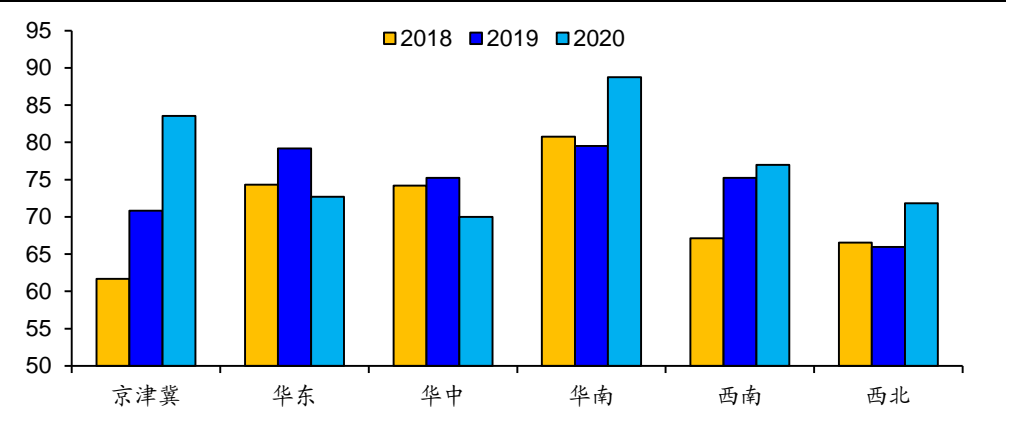
资料来源：WIND，海通证券研究所

图17 Mysteel 样本钢厂钢材产量增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

未被洪水波及，生产恢复强劲。从7月各区域水泥企业的出货率来看，受强降雨影响的华东和华中省份分别只有73%、70%，均不及18年和19年同期水平。但是，没有受到洪水干扰的区域，水泥企业出货率均创出18年以来同期新高。比如华南省份7月水泥企业出货率接近89%，而19年同期仅有80%左右，京津冀地区水泥企业出货率也高达84%，而19年同期还不足71%。因此，虽然洪水确实影响到部分地区的工业生产，然而其他地区依然保持着强劲的生产恢复势头。

图18 18-20年7月分区域水泥企业出货率(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

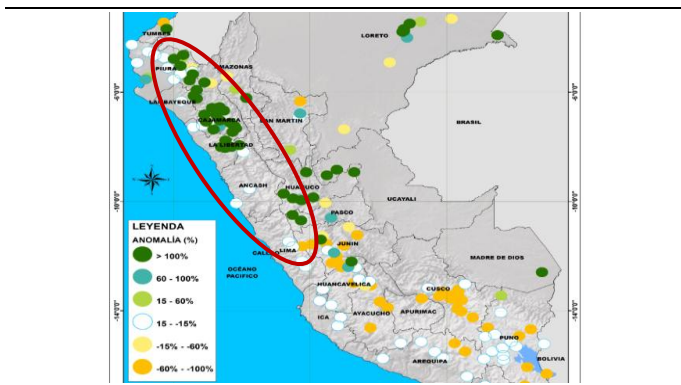
2.2 PPI 上行未被重视, 需要警惕气候异常

既然洪涝灾害并没有改变经济增长趋势的力量, 那么, 这次水灾对于价格的影响会不会很强呢? 此前报告我们已对 CPI 走势做了充分的讨论¹。但是, 我们认为, 工业品价格上行的风险还没有被市场充分重视。

之所以人们没有把洪水和工业品价格联系起来, 很大程度上是因为研究视角仅仅局限在国内。正如我们在前文中所指出的, 气候变化并不是局限于某国的孤立现象, 而具有全球联动的特征, 我国今年汛期因降水异常发生了较严重的洪涝灾害, 很可能意味着全球其他地区也会遭遇到异于往常的气候现象。而我国对于部分大宗商品价格并没有定价权, 因此, 需要警惕气候异常对部分工业品供需平衡的干扰。

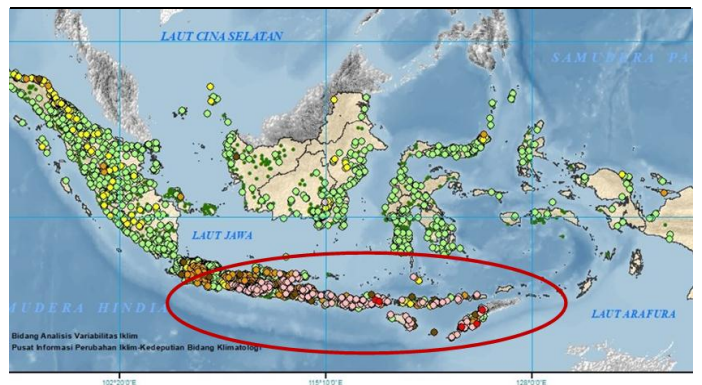
南美频遭暴雨, 印尼面临干旱。像矿产资源比较丰富的南美, 近来频繁受到暴雨侵袭, 进入7月, 智利、秘鲁等国家均出现强降雨并引发洪灾。根据秘鲁气象水文部门公示, 7月上旬秘鲁北部多个城市的降水量较常年多出一倍, 截至7月16日, 今年全国共发布了348次河流警告, 较19年全年的205次增加70%。再比如东南亚的印尼, 南部区域则面临持续干旱天气, 其第三大省中加里曼丹省已确认超过700起火灾, 7月1日宣布进入紧急状态。对于这些并非我国定价的大宗商品主要产地, 气候现象变化对于供给的影响值得关注。

图19 秘鲁 20年7月上旬各地降水量距平



资料来源: 秘鲁国家气象水文部门, 海通证券研究所

图20 印尼各地未降雨天数

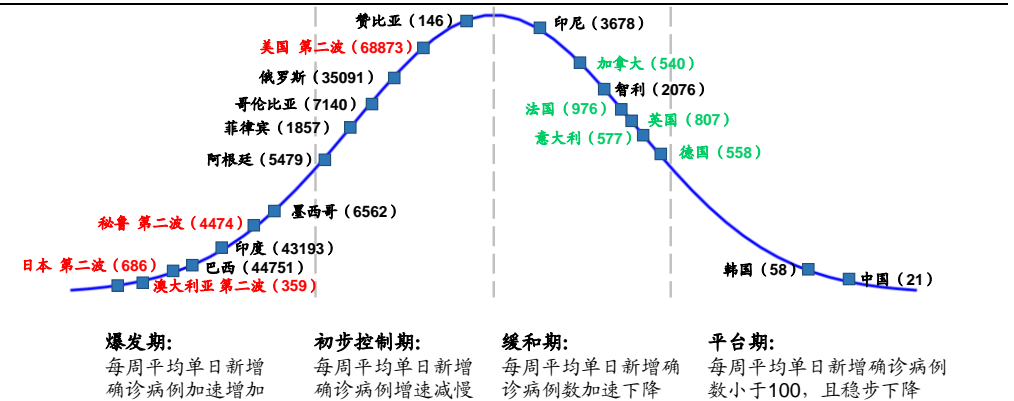


资料来源: 印尼气象气候与地球物理理事会, 海通证券研究所, 数据截至7月20日, 红色、粉色、深棕分别指>60天、31-60天、21-30天未降雨。

大国疫情缓和已现, 小国风险仍在上升。大家对此不够关心似乎也自有其道理。今年由于全球新冠肺炎疫情的爆发, 为了防控疫情所采取的隔离措施, 使得经济活动陷入“停滞”, 压制了需求的释放, 因而供给端的收缩自然也显得没那么重要。但是, 全球各国疫情的发展并不处于同一阶段, 从当前的疫情演变来看, 中国和韩国已基本进入收

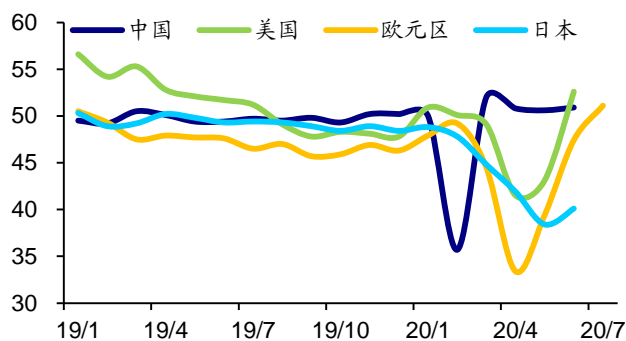
¹ 详见《债券专题 20200721: 洪灾来袭, 如何影响通胀和债市?》

尾，欧洲国家正处于缓和期，虽然受复工推进有第二波疫情的风险，而南美等国多数还处于疫情风险上升期。

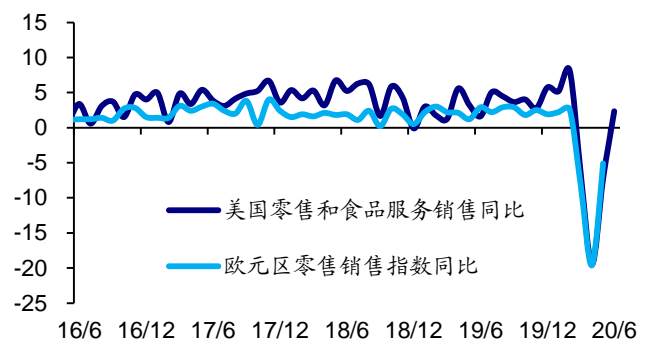
图21 全球部分国家新冠肺炎疫情所处阶段²


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截止7月24日，括号内为最新周平均每日新增确诊数量，单位：例。红色为爆发第二波疫情国家，绿色为可能出现第二波疫情的国家。

中国率先复苏，美欧逐渐解封。由于疫情控制较好，复工复产和复商复市持续推进，中国在全球率先实现了经济复苏，3月制造业PMI指数就已见底回升，二季度实际GDP同比增速大幅回升转正，恢复速度略超出市场预期。而美国和欧洲也相继解除封锁，4月美国和欧元区制造业PMI指数双双见底。美欧零售销售也从疫情冲击下逐渐恢复，6月美国零售和食品服务销售同比增速转正至2.4%。

图22 中国、美国、欧元区和日本制造业 PMI (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

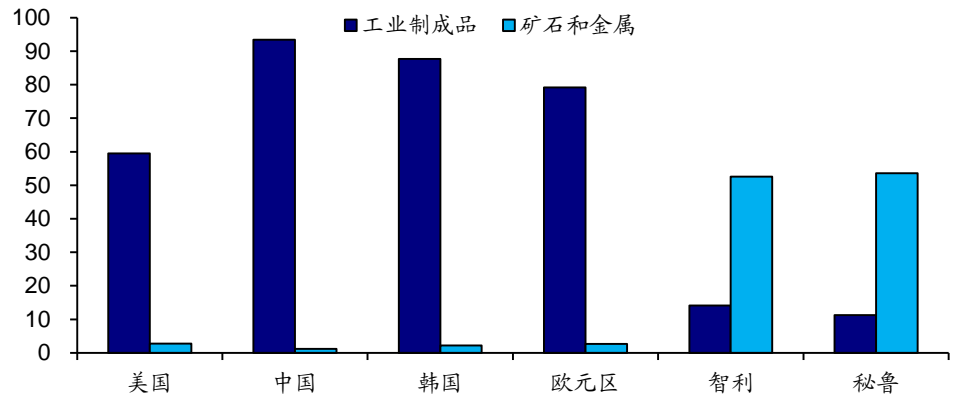
图23 美国和欧元区零售销售情况 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

复苏拉动工业需求，小国供给或存风险。从国际分工上来看，中美欧是全球重要的需求和工业品生产国，而像南美的智利、秘鲁和东南亚等部分国家负责提供工业原料等大宗商品。在智利和秘鲁的出口商品中，矿石和金属超过了50%，而中美欧韩这一品类在出口商品中不足3%，中国的工业制成品出口占比高达93%，韩国和欧元区也都接近或超过80%，但南美的小国工业制成品在出口商品中的占比不足15%。在全球疫情演化的背景下，大国经济率先复苏拉动工业品需求，但是小国疫情还在发酵，供给端存在收缩风险。这时候如果再遭遇到极端天气，影响就可能会被放大。

² 感谢实习生刘承昊所做的重要贡献，征梦婷、刘心文和胡智元对此亦有支持。

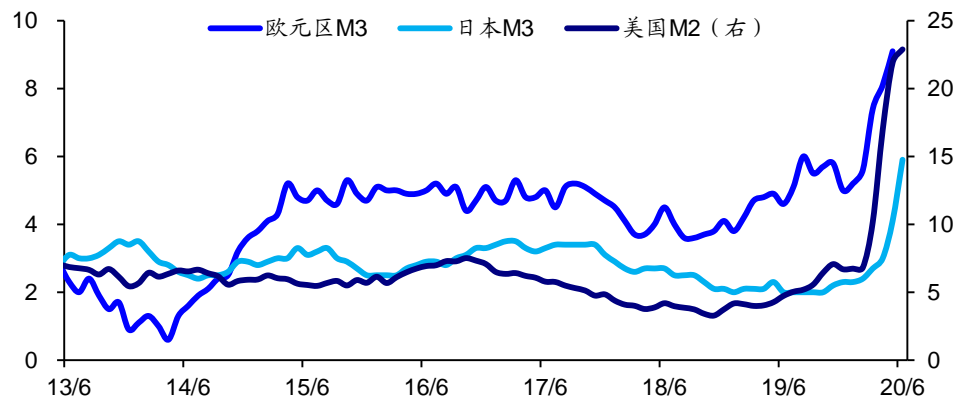
图24 全球部分国家和地区出口结构对比 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所，美国、韩国、智利为 19 年数据，其他地区为 18 年

全球央行开启放水，货币增速创下新高。从另外一个角度来看，为了应对疫情给经济和金融体系带来的冲击，全球央行开启了新一轮的“大放水”。5月欧元区广义货币 M3 增速升至 9.1%，6月日本 M3 增速升至 5.9%，而美国 6月广义货币 M2 增速更是突破到了 23%，创下 1944 年以来的新高。

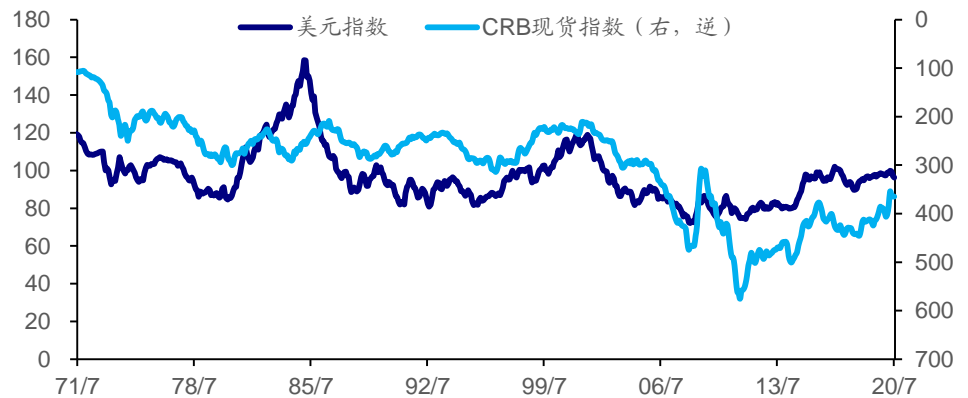
图25 美国、欧元区和日本货币增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

货币超发美元贬值，也会推动价格上涨。竞相超发货币的背后无疑会带来货币贬值。疫情期间避险需求的加强曾使得美元指数短期走高，月度均值一度接近 100，而 7 月美元指数均值已降至 96.2，创下 19 年 2 月以来的新低。由于大宗商品本身具有一定的金融属性，其价格也会受到美元指数的影响，CRB 现货指数和美元指数之间就存在着比较明显的负相关关系。因此，货币超发带来的美元贬值，也有助于推动工业品价格的上涨。

图26 美元指数和 CRB 现货指数

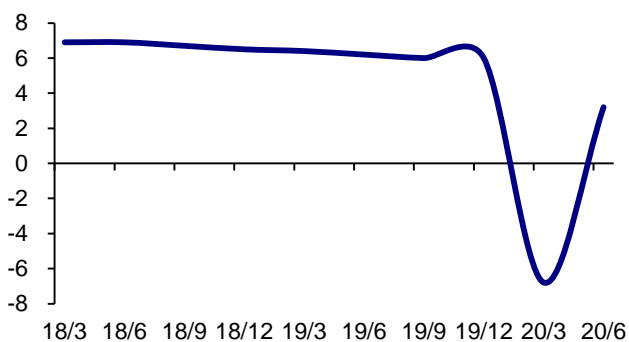


资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 经济延续弱复苏，价格“剪刀差”收敛

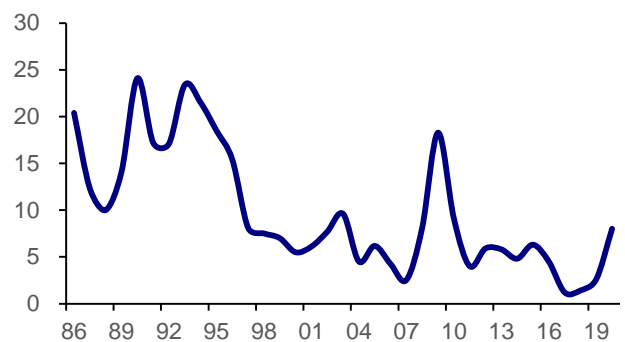
经济仍将弱势复苏，货币同样面临超发。总结来看，根据前文的分析，洪水对于经济增长的影响相对有限，并不会改变年内的增长趋势。2 季度我国实际 GDP 同比增速已经由负转正，自疫情冲击中经济正逐渐恢复。我们预计，后续我国经济增长仍将延续弱复苏势头。但与此同时，财政和货币政策配合抗击疫情，使得我国同样面临着货币超发问题，广义货币 M2 与 GDP 增速之差已升至近十年以来的新高，这使得通胀预期重燃。

图27 我国实际 GDP 同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

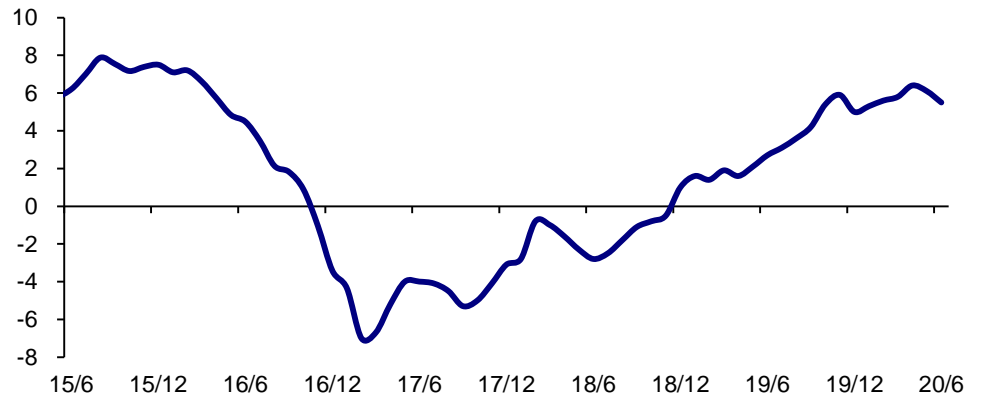
图28 我国广义货币 M2 与 GDP 增速之差 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

PPI 趋于上行，“剪刀差”有望收敛。价格方面而言，我们预计洪水短期对于 CPI 增速存在扰动，却不会改变年内前高后低的走势。但是，全球各国疫情阶段的不同步、美元贬值压力以及需要继续密切跟踪的气候异象，均可能给工业品价格带来上涨压力，PPI 同比增速或将趋于回升。而 CPI 与 PPI 增速之间的“剪刀差”有望再度收敛，这会改变各行业的利润分配格局，下游利润或将向中上游行业转移。

图29 我国 CPI 与 PPI 当月同比增速之差 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
陈兴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
 联系人
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
 张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zhx12382@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 李姝醒 lsx11330@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
 联系人
 王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 联系人
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
 联系人
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
 房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com
 郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 傅逸帆(021)23154398 fyy11758@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 联系人
 马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
 联系人
 郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
 杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫(010)58067851 gjx12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com