

成本冲击：几家欢乐几家愁？

核心观点：

1. 原材料价格普涨，各行业成本攀升。本轮大宗商品价格抬升并未伴随国内总需求的明显扩张，甚至是发生在疫后经济尚未完全修复的“脆弱”之时，因而具有鲜明的外部供给冲击特征。成本冲击之下，微观企业如何相机调整应对压力？宏观经济是否波澜不惊趋势依然？

2. “几家欢乐几家愁”。成本冲击引致的大宗涨价对上下游各行业的影响不尽相同。对上游而言，大宗涨价引致企业盈利提升进而带动追加投资。历史表明，即使在大宗价格见顶之后，上游盈利还将继续上升一到两个季度。大宗涨价对上游景气度的提振是显著和持续的。

3. 对下游而言，原材料涨价但需求未明显改善的情形下，终端产品难以充分提价，成本上升往往意味着企业利润侵蚀和行业投资承压。值得一提的是，每当大宗商品及进口价格高企时，我国出口商由于定价权较弱难以对出口品相应提价，贸易条件恶化促使贸易顺差收敛。

4. 展望未来，前期货币社融的持续下行或预示着下半年我国内需转弱。海外经济虽仍维持高位，但欧美商品消费逐步向服务消费的转移，叠加全球工业生产的修复，我国出口未必有过去那般强劲。在此情景下，叠加成本冲击的后续影响，宏观经济趋弱态势或将更为明显。

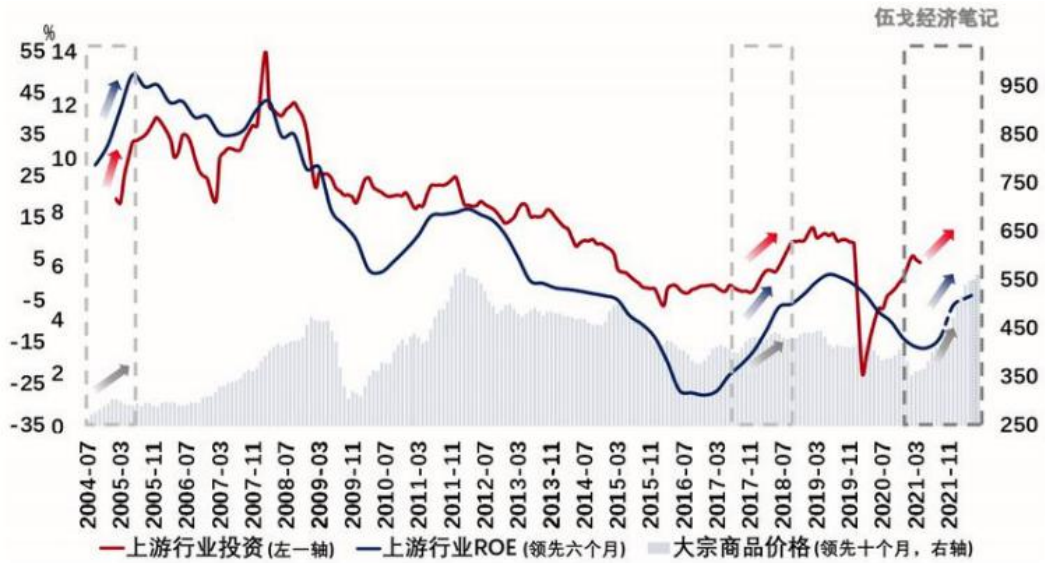
正文：

原材料价格普涨，各行业成本攀升。本轮大宗商品价格抬升并未伴随国内总需求的明显扩张，甚至发生在疫后经济尚未完全修复的“脆弱”之时，因而具有鲜明的外部供给冲击的特征。成本冲击之下，微观企业如何相机调整应对压力？宏观经济是否波澜不惊趋势依然？

一、成本冲击：几家欢乐？

与纯粹的总需求扩张引起的大宗涨价不同，成本冲击时期国内需求往往不强，例如2004-2005年、2017-2018年等。成本冲击引致的大宗涨价对上下游各行业的影响差异较大。对于上游而言，大宗涨价带来企业盈利的提升，并进而带动其投资的上升。历史表明，即使在大宗价格见顶之后，上游行业以ROE为代表的盈利指标还会继续上升一到两个季度。可见，大宗涨价对上游行业景气度的提振是显著和持续的。

图 1：上游盈利与投资齐升



来源：WIND，笔者整理

注：今年的上游行业投资数据剔除了基数影响。

二、成本冲击：几家忧愁？

对下游而言，原材料涨价但需求未明显改善的情形下，终端产品难以充分提价，成本上升往往意味着企业利润侵蚀和行业投资承压。**历史上，成本冲击时期下游的盈利与投资往往都较为低迷，今年也如此。**原材料涨价对汽车、家电等下游行业的压力凸显，相关投资承压。

图 2：下游成本抬升，投资趋弱

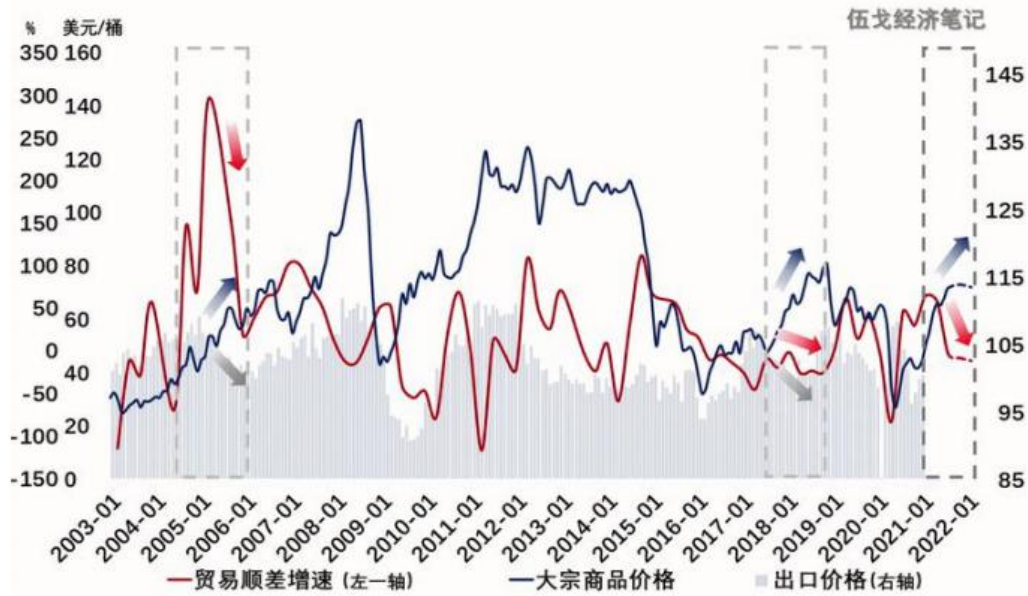


来源：WIND，笔者整理

注：今年的下游行业投资数据剔除了基数扰动。

值得一提的是，每当大宗商品及进口价格高企时，我国出口商由于定价权较弱难以对出口品相应提价。价格贸易条件的恶化使得贸易商利润受到挤压，最终将促使贸易顺差收敛。

图 3：成本冲击促使贸易顺差收敛



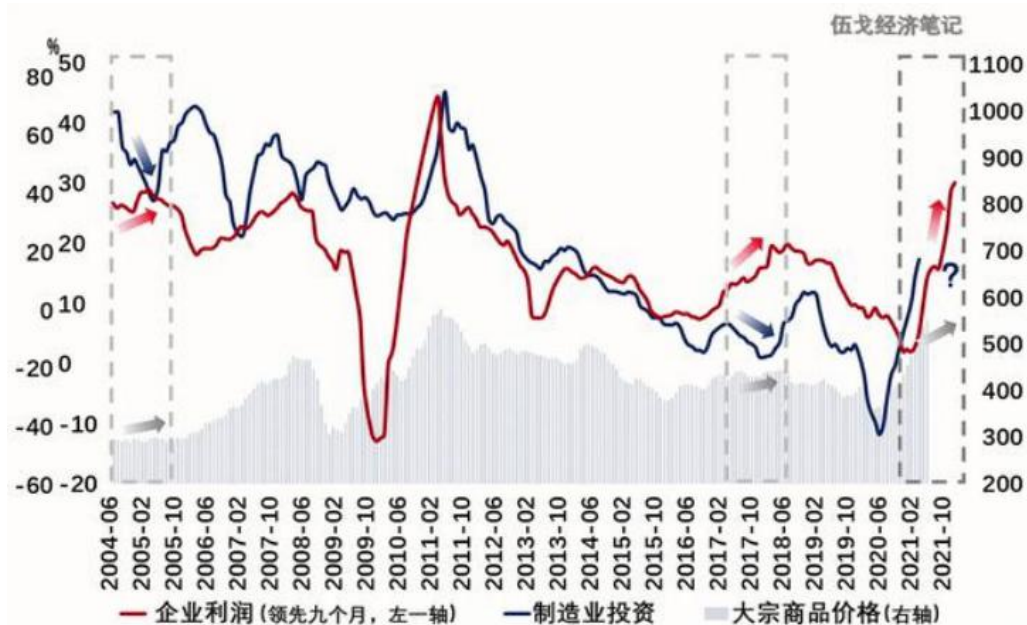
来源：WIND

注：今年以来的贸易顺差数据剔除了基数扰动。

三、成本冲击：整体影响几何？

历史表明，微观企业的投资行为通常由其前期利润的走势决定。但当成本冲击来临，前期利润的抬升往往并不能有效带动整体的制造业投资。这可能是因为，原材料涨价对终端需求的压制以及成本冲击对利润的侵蚀，从而使得大部分企业都保持谨慎而“不敢”扩大投资再生产。尽管大宗商品涨价对上下游的影响不尽相同，但从整体来看，成本冲击对制造业投资等的影响是负向的。

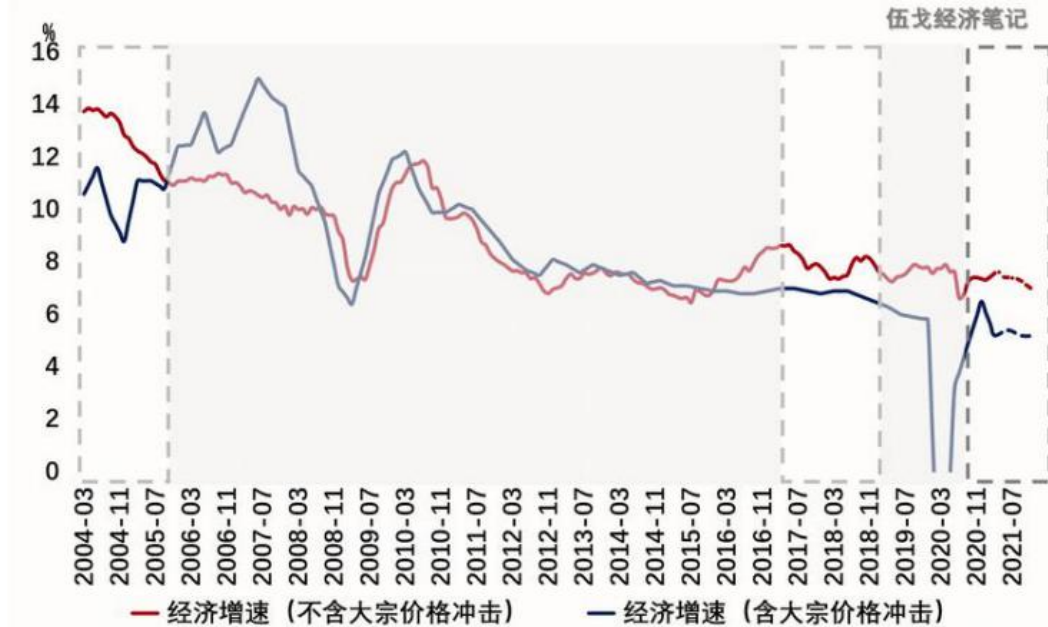
图 4：成本冲击之下制造业或将承压



来源：WIND

展望未来，前期货币社融的持续下行或预示着下半年我国内需转弱。海外经济虽仍维持高位，但欧美商品消费逐步向服务消费的转移，叠加全球工业生产的修复，我国出口未必能有过去那般强劲。在此情景下，叠加成本冲击的后续影响，宏观经济趋弱态势或将更为明显。

图 5：考虑成本冲击，未来经济走弱态势或更明显



来源：WIND，笔者整理

注：今年的经济增速数据剔除了基数扰动。

四、基本结论

一是原材料价格普涨，各行业成本攀升。本轮大宗商品价格抬升并未伴随国内总需求的明显扩张，甚至发生在疫后经济尚未完全修复的“脆弱”之时，因而具有鲜明的外部供给冲击的特征。成本冲击引致的大宗涨价对上下游各行业的影响不尽相同。

二是对上游而言，大宗涨价引致盈利提升进而带动投资。对下游而言，原材料涨价但需求未改善，企业利润侵蚀投资承压。此外，大宗及进口价格高企时，我国出口商定价权较弱，贸易顺差有望收敛。整体看，成本冲击对制造业投资等影响是负向的。

三是展望未来，前期货币社融持续下行预示下半年我国内需动能转弱。海外经济虽维持高位，但欧美商品消费逐步向服务消费转移，叠加全球工业生产修复，我国出口未必能持续强劲。叠加成本冲击的后续影响，宏观经济趋弱态势或将更为明显。

【作者】

伍戈：长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者，“远见杯”中国经济、全球市场预测双冠军。

徐剑、文若愚：长江证券研究员。

高童、涂方林、李艳蓉：长江证券实习研究员。

近期研究：

1. **利率跟谁走？** 2021年6月3日
2. **谁在抵抗涨价？** 2021年5月27日
3. **通胀的长度，** 2021年5月16日
4. **价格接力，** 2021年5月5日
5. **房地产紧平衡，** 2021年4月27日
6. **货币退潮之旅，** 2021年4月19日
7. **当货币进入“无人区”，** 2021年4月11日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记