

四问利润传导，这次不一样？

报告日期：2022-08-04

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建？》2022-03-02
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离 5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31
- 8.《华安证券_宏观研究_破局之路，妙手何方？——2022 中期宏观展望》2022-6-14
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观专题_中断后再启程，本轮利润传导有何不同？——兼评 6 月企业利润》2022-07-27

主要观点：

● 第一问：CPI-PPI 上行表征的利润传导重启了吗？

CPI 与 PPI 剪刀差表征上中下游利润分配格局、链条传导过程变化。2000 年以来我国 CPI 与 PPI 剪刀差见底回升共有五次，平均持续 26.2 个月，CPI 与 PPI 剪刀差上行幅度达 10.35%。上游利润占比分别变动-20.0%、-0.5%、-10.9%、-1.1%和-10.1%，平均降幅 7.9%；中游利润占比相对稳定、平均涨幅 1.3%；下游在利润传导中受益较大，分别变动+19.0%、0.0%、+6.4%、+7.6%和+1.4%，平均涨幅 6.8%。行业利润分配格局与股指收益率有较强的相关性。下游行业在利润传导中，受益较大的有烟草制品、饮料制造、医药制造、农副食品加工、食品制造，利润占比平均提高了 2.14、1.42、1.35、0.80 和 0.79 个百分点。申万一级行业中食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物在权益市场普跌中获得了正向收益，平均涨幅为 35.9%、11.2%、10.8%、10.7%。

自俄乌冲突以来，近期上游利润占比已经连续两个月下降，指向下半年回归 CPI-PPI 上行的利润传导主线是最大的确定性。2021 年 11 月 CPI 与 PPI 剪刀差见底回升，中下游利润占比连续 2 个月上行，但俄乌冲突推升了新一轮大宗商品通胀，阻滞本轮利润传导链条。好的方面在于上游利润目前已见顶回落，1-6 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造利润占比为 48.5%、24.4%、27.0%，较前值变动了-2.0、0.7、1.3 个百分点。

● 第二问：本轮利润传导进程有何不同？

与历史五轮 CPI-PPI 见底回升周期相比，本轮利润传导或有两不同，结构上呈“有色回落快于能源”，向中游传导时间持续更久。

1) 美欧持续激进加息下，衰退预期交易将阶梯式演绎、持续带动工业金属价格下行，而能源方面对俄制裁仍未收束，俄乌冲突对能源的影响远远大于工业金属，叠加四季度欧洲集中供暖，能源价格年内难有显著下行。本轮铜油比可能会低于历史底部，我们判断上游向中游传导会持续更久，因而下半年中游制造受益于成本回落更多、利润弹性更大。若本轮利润传导如我们推演，则历史复盘结论可能生变，例如食品饮料在成本端受制于油价。

2) 历史复盘显示，1988 年以来铜油比经历了 7 轮较为明显的下行周期，预示了 1990 年、2000 年、2008 年 3 次衰退以及 2011-2014 年的经济下滑，本轮铜油比所处阶段可能和 2011-2014 年更像，需求走弱叠加地缘政治危机，铜价下行、油价高位震荡导致铜油比持续走低，我们判断本轮铜油比可能会低于历史底部。

3) **平均传播长度指标表明有色对经济需求更敏感。**我们基于 2018 年的中国投入产出表测算了 149 个部门之间的 APL，有色金属与中游设备制造业距离较短，APL 为 3.77 轮，而石油距离制造业较远，与中游设备制造、下游消费制造的 APL 分别为 4.82 轮、4.79 轮，主要与公用事业、运输服务业距离较近。工业生产作为经济需求中周期性最强的部分，有色金属与制造业 APL 较低表明其能更快反映中游需求，因而在大宗商品中体现为铜价先于油价回落。

● 第三问：做空铜油比利好哪些行业？

1) **利用原材料成本占比进行初筛。**我们以现金流量表中的“购买商品、接受劳务支付的现金/（购买商品、接受劳务支付的现金+支付职工现金+支付其他与经营活动有关的现金）”来替代原材料占比。2021 年原材料占比上行较快的行业包括通信设备、金属制品、电力、交运设备、白色家电等行业。

基于 CPI-PPI 回升带动原材料成本下降 10% 的假设，我们测算了不同行业的利润弹性，申万二级板块中，农产品加工、房屋建设、视听器材、化学纤维、电子、燃气、电力、禽畜养殖、汽车整车、金属制品、装修装饰、白色家电等行业毛利率有望回升超过 5%。

2) **根据铜、油依赖度，测算各行业受益于结构性成本回落的利润弹性。**投入产出分析中，完全消耗系数表示某经济部门每生产一单位的最终产品，对其他经济部门直接消耗和间接消耗之和。该系数可用于衡量不同行业对有色金属/油的依赖程度，合理推测对有色依赖度高、对油依赖度低的行业在下半年具有更大的利润弹性，通过二维气泡图我们发现电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备有望受益。

● 第四问：黑色可能掣肘“做空铜油比”？

下半年若钢铁业持续压减产能，黑色系价格或回升。二季度疫情冲击叠加地产景气下行拖累需求，钢材价格下行、钢企严重累库，库存水平接近于 2020 年 3 月。利润空间受压缩，政策面压减与行业自发性减产双线并进，7 月高炉开工率较 6 月降低了 10.3 个百分点至 71.6%。目前来看，钢价已底部企稳，最悲观的时点可能已经过去。结合 7 月 29 日发改委“下半年严禁新增钢铁产能、继续压减粗钢产量”的表态，下半年黑色系价格或将回升。

如果做一个粗略的判断,假设下半年三类原材料的走势为有色(-20%)、油(-5%)、黑色(+10%)。延续以完全消耗系数来衡量原材料依赖度的思路,测算表明金属制品业可能承压。

综合来看,本轮CPI-PPI回升周期中“建筑建材、家电”仍有效,同时有色先于能源回落利好通信设备、电气机械、汽车、交运设备、电力、金属制品,但黑色系存在上行风险,金属制品或不及预期,地产风险事件可能制约建筑建材兑现利润弹性。

● 风险提示

对俄制裁升级超预期; 美欧衰退超预期; 地产风险事件发酵。

正文目录

1 CPI-PPI 上行表征的利润传导重启了吗？	5
2 本轮利润传导进程有何不同？	8
2.1 有色回落快于能源	8
2.2 衰退交易下的铜油比历史复盘	9
3 做空铜油比利好哪些行业？	12
4 黑色可能掣肘“做空铜油比”逻辑？	15
风险提示	17

图表目录

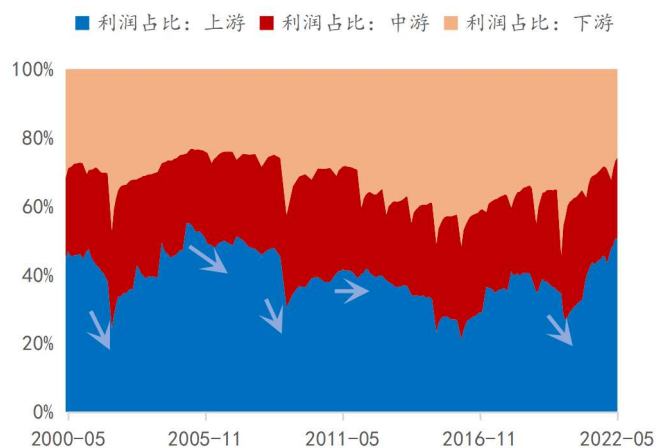
图表 1 利润分配格局	5
图表 2 剪刀差回升期间，上中下游利润占比变动	5
图表 3 CPI-PPI 回升与工业行业利润分配的关系	6
图表 4 CPI-PPI 回升与申万一级指数收益率的关系	7
图表 5 上游利润占比下行，重启利润传导进程	8
图表 6 衰退交易演绎，有色价格回落	9
图表 7 全球流动性持续收紧	9
图表 8 有色对工业需求更敏感	10
图表 9 2018 年中国经济部门 APL	10
图表 10 6 轮铜油比下行预示 3 轮衰退、1 轮滞胀	11
图表 11 铜油历史价格波动	11
图表 12 铜油比历史复盘	12
图表 13 2021 年申万二级行业原材料成本占比	13
图表 14 2021 年 A 股申万行业原材料成本占比变动	13
图表 15 假设原材料成本-10%，2022 年申万行业利润弹性测算	14
图表 16 “空有色多能源”利好行业一览	15
图表 17 上半年需求走弱，钢企持续累库	16
图表 18 钢价或底部企稳	16
图表 19 粗钢产量持续下滑	16
图表 20 盈利受损，6 月钢企减产力度加大	16
图表 21 各行业原材料依赖度	17

1 CPI-PPI 上行表征的利润传导重启了吗？

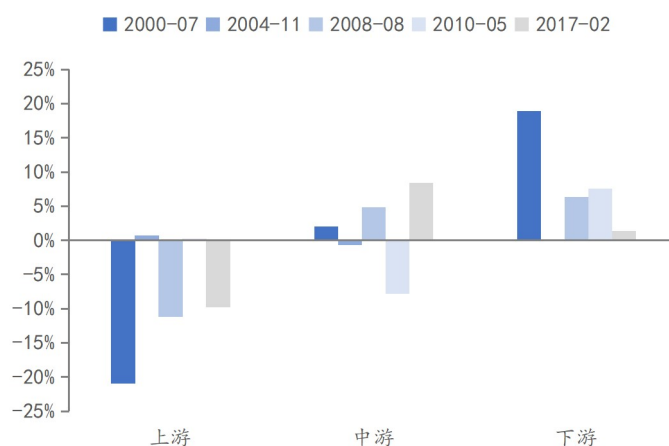
CPI 与 PPI 剪刀差宜理解为上中下游利润分配格局、链条传导过程变化的一种体现。剪刀差见底回升或因 CPI 快速上行，或因 PPI 高位回落，本质上是价格变化在行业间的依次传导，可从上中下游利润占比指标一窥全豹。在《CPI-PPI 见底回升，如何配置资产？》报告中，我们曾提示 2022 年利润传导下的消费景气上行逻辑。

2000 年以来我国 CPI 与 PPI 剪刀差见底回升共有五次，分别是 2000 年 7 月至 2002 年 2 月、2004 年 11 月至 2007 年 9 月、2008 年 8 月至 2009 年 8 月、2010 年 5 月至 2011 年 10 月和 2017 年 3 月至 2020 年 10 月，五次回升阶段平均持续 26.2 个月，CPI 与 PPI 剪刀差上行幅度达 10.35%。上游利润占比分别变动-20.0%、-0.5%、-10.9%、-1.1%和-10.1%，平均降幅 7.9%；中游利润占比相对稳定、平均涨幅 1.3%；下游在利润传导中受益较大，分别变动+19.0%、0.0%、+6.4%、+7.6%和+1.4%，平均涨幅 6.8%。

图表 1 利润分配格局



图表 2 剪刀差回升期间，上中下游利润占比变动



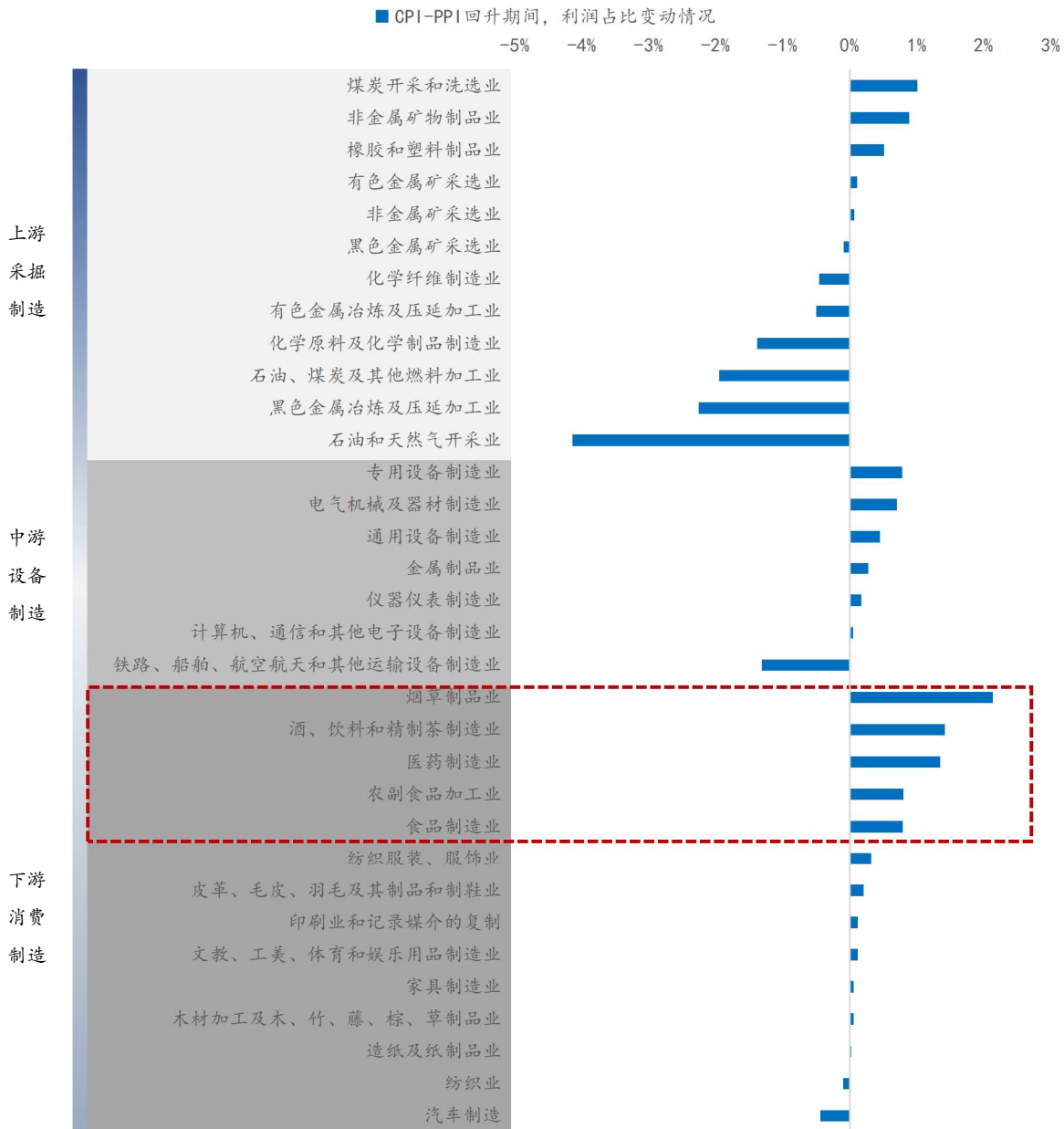
资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

CPI 与 PPI 剪刀差回升往往对应经济的下行阶段，大类资产的复盘表现印证了这一点。五轮周期中股弱债强是高概率事件，上证综指平均跌幅 10.56%，10 年国债和 10 年国开债平均下行 44.91、55.86 个 BP。

行业利润分配格局与股指收益率有较强的相关性。下游行业在利润传导中，受益较大的有烟草制品、饮料制造、医药制造、农副食品加工、食品制造，利润占比平均提高了 2.14、1.42、1.35、0.80 和 0.79 个百分点。申万一级行业中食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物在权益市场普跌中获得了正向收益，平均涨幅为 35.9%、11.2%、10.8%、10.7%，食品饮料和医药生物是基于利润传导下的行业景气回升，而建筑材料、家用电器可能受益于成本回落、地产竣工回升。

图表 3 CPI-PPI 回升与工业行业利润分配的关系



资料来源：Wind，华安证券研究所

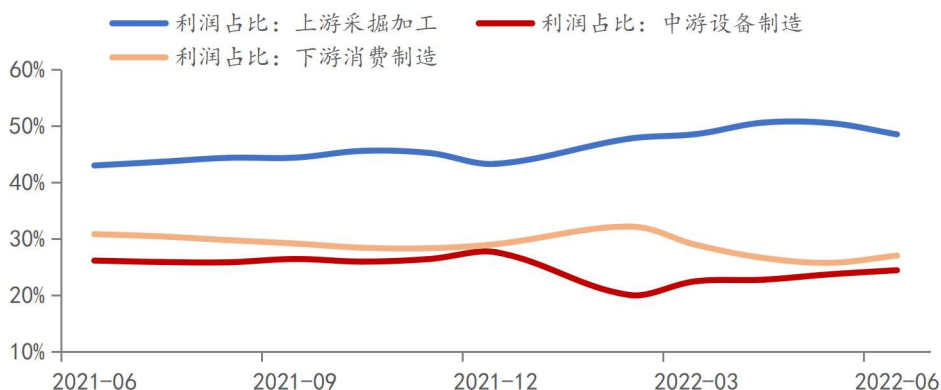
图表 4 CPI-PPI 回升与申万一级指数收益率的关系

收益率 情况	历史均值			2000.7至2002.2			2004.11至2007.9			2008.8至2009.8			2010.5至2012.8			2017.2至2020.4		
	后三 个月	至剪刀 差回正	至剪刀差 回顶	后三 个月	至剪刀 差回正	至剪刀差 回顶	后三 个月	至剪刀 差回正	至剪刀差 回顶	后三 个月	至剪刀 差回正	至剪刀差 回顶	后三 个月	至剪刀 差回正	至剪刀差 回顶	后三 个月	至剪刀 差回正	至剪刀差 回顶
食品饮料	-0.9	8.9	35.9															
建筑材料	4.1	1.0	11.2															
家用电器	1.6	-4.6	10.8															
医药生物	-1.6	-8.5	10.7															
休闲服务	-4.8	-9.3	6.2															
国防军工	-6.7	-13.9	2.6															
房地产	-1.6	-9.2	1.8															
有色金属	-7.7	-9.7	0.2															
汽车	-3.6	-14.3	-0.6															
电子	-4.9	-17.7	-1.5															
机械设备	-0.3	-6.3	-2.2															
农林牧渔	-4.7	-11.0	-4.0															
计算机	-8.5	-18.2	-5.5															
非银金融	-7.9	-14.7	-8.2															
电气设备	-3.0	-15.2	-8.8															
银行	-12.2	-14.7	-10.2															
综合	-8.4	-16.0	-10.3															
通信	-0.2	-10.7	-10.6															
采掘	-10.1	-16.1	-12.5															
化工	-8.4	-13.5	-13.4															
建筑装饰	1.0	-7.3	-13.6															
纺织服装	-5.7	-14.3	-13.8															
公用事业	-1.6	-13.2	-14.1															
商业贸易	-4.1	-16.1	-16.3															
轻工制造	-8.4	-17.6	-16.4															
钢铁	-7.0	-11.0	-17.3															
传媒	-6.7	-18.5	-17.6															
交通运输	-7.7	-17.6	-19.0															

资料来源：Wind，华安证券研究所 注：指数收益率红色表示正收益，蓝色表示负收益，第二轮期间股指涨幅过大、以及宏观形势与本轮差异较大，在计算历史均值时予以剔除

俄乌冲突推升了新一轮大宗商品通胀，阻滞本轮利润传导链条。2020年下半年全球经济开启复苏，供需错配叠加全球央行释放流动性，上游原材料和能源大幅拉涨，CPI与PPI剪刀差连续18个月下行，从2020年4月高位的6.4%降至2021年10月的-12.0%。但2021年11月CPI与PPI剪刀差见底回升，中下游利润占比连续2个月上行，11月、12月中游利润占比提升0.5和1.2个百分点，下游利润占比提升了0.1和0.7个百分点，指向剪刀差表征的利润传导逻辑得到初步验证；但今年2月以来俄乌冲突推动大宗商品涨价，能源、有色、黑色价格再度上行，导致PPI同比的下行速率显著放缓，本轮利润传导进程被中断。好的方面在于上游利润已见顶回落，1-6月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造利润占比为48.5%、24.4%、27.0%，较前值变动了-2.0、0.7、1.3个百分点，上游利润占比自俄乌冲突以来连续两个月出现下降，指向下半年回归CPI-PPI上行的利润传导主线是最大的确定性。

图表 5 上游利润占比下行，重启利润传导进程



资料来源：Wind，华安证券研究所测算

2 本轮利润传导进程有何不同？

俄乌冲突对我国工业企业生产经营的影响高潮已退，后续趋于弱化。复盘来看，我们对本轮工业利润形势的判断基本应验，包括3月27日《利润传导再受阻——2月工业企业利润点评》提示“今年上半年上游利润占比仍较大，上游和中游利润分化程度可能超过2021年三季度”、“下半年关注消费的结构性涨价机会”；5月28日领先判断“上游利润进入下行通道”。以上判断先后得到验证，下半年回归CPI-PPI上行的利润传导主线是最大的确定性，在总量增长有限的环境下，结构性配置价值凸显。

2.1 有色回落快于能源

与历史五轮CPI-PPI见底回升周期相比，本轮利润传导或有两大不同，结构上呈“有色回落快于能源”，向中游传导时间持续更久。

1) 俄乌冲突以来美欧制裁重能源轻有色。石油方面，美国、英国、加拿大、澳大利亚、波兰等国相继宣布停止进口俄罗斯石油。6月2日，欧盟27个成员国正式批准第六轮对俄制裁方案，欧盟将在6个月内禁止进口经海路运送至欧盟成员国的俄罗斯原油，这意味着该禁令有6个月的过渡期，将于12月5日生效，同时将在8个月内禁止进口俄罗

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44823

