

# PPI 如何看，利润影响谁？

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

## ——通胀系列专题四

### 报告要点

通胀对行业利润的传导较为复杂，难以简单一概而论。我们从相关分析，毛利率复盘，产业链议价能力等方面综合比较各行业对通胀的抗压性。详细分解商品在不同行业中的投入占比，并展望商品走势以预判行业盈利弹性。

### 摘要：

本文探索高 PPI 环境对利润影响的两个问题，一是哪些行业更有韧性，二是各行业影响程度有多大。我们测算了两轮 PPI 周期不同行业利润对通胀的敏感度，复盘了历史上 5 次 PPI 上升期毛利率表现，从集中度和财务数据两个角度对照分析行业上下游议价能力，以及拆解了黑色、有色、化工商品在 153 个细分行业中的投入占比。就结论而言：

(1) 对中上游来看，在上游议价强势和当前成本支撑背景下，行业利润集中在上游的格局短期或难改变。换言之，上游煤炭和金属矿盈利偏强，中游冶炼加工盈利偏弱的情况可能会在三季度延续。如果三季度后半段供需矛盾基本缓解，叠加下游需求走弱导致中游减产，则上游可能会向中游让利。如果下半年海外流动性收紧的节奏提前，导致美元在三季度过快反弹进而让商品价格承压，那么利润转移的节奏也可能随之前置。

(2) 下游行业对通胀的传导差异较大，从过去两轮 PPI 周期看，利润变动与 PPI 相关度高的行业包括通用设备、电气机械、铁路船舶航空运输设备、印刷等。与之相反，关联度较小的是食品制造、酒和饮料类、医药、计算机通信电子、仪器仪表、非金属矿物制品。

传导存在差异的背后原因之一，是黑色、有色、化工商品在不同行业的投入占比不同。当前大部分对商品依赖度较高行业的毛利率已经较去年底高位下滑。原因之二，是产业链结构不同，议价能力差异决定了利润分配的不均衡性，导致成本转移不完全会按照简单线性推算发生。

(3) 从商品趋势展望看行业盈利弹性：商品价格行至高位，下半年波动性与不确定性预计将增强，不排除 10%-20% 宽幅震荡的可能。三季度商品整体仍有向上支撑，但空间不大。四季度供给端矛盾基本缓解，全球需求或许见顶，叠加海外流动性转向，商品再次承压的概率上升。

因此通胀导致的行业盈利差异性在三季度可能仍然较大，直至四季度差距减小。三季度上游采矿行业和下游行业中商品在成本占比较低，议价能力强，产品有高附加值的行业在盈利方面更有优势。盈利弹性角度，建议关注煤炭、酒和饮料类、汽车、品牌服饰、医药、TMT、通用设备。

风险点：疫情反复；限产政策扰动；海外流动性提前收紧。



### 资产配置研究团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号：F3004355

投资咨询号：Z0010982

姜婧

021-60812990

从业资格号：F3018552

投资咨询号：Z0013315

## 目 录

摘要:	1
一、 通胀是否会从上游传导至下游?	3
二、 高成本压力下, 哪些行业更有韧性?	4
2.1 PPI 与行业利润结构的时差相关分析	4
2.2 历次 PPI 上行期的行业毛利率表现	6
2.3 行业议价能力决定利润分摊比例	7
三、 如何测算商品涨价对行业成本的影响?	10
3.1 从投入产出表看大宗商品在行业的投入占比	10
3.2 从商品预期看行业成本的可能影响	11
四、 总结	13
免责声明	14

## 图目录

图 1: PPI 总指标与生产资料分项高度一致	3
图 2: PPI 生活资料分项与 CPI 高度相关	3
图 3: PPI 生活资料分项中食品与非食品走势差异大	3
图 4: CPI 非食品和服务分项仍与 PPI 保持高相关性	3
图 5: 行业利润结构(占比)变迁图	4
图 6: 采矿业与冶炼与原料制造业的利润占比关系	4
图 7: 基于时差相关分析的 PPI 与工业行业利润占比的最大相关性	5
图 8: 行业利润占比比较 PPI 的领先滞后时间	5
图 9: 上中下游分类	5
图 10: 复盘历史上 5 轮 PPI 上升期, PPI 触顶前后, 制造业下游行业毛利率变动情况	6
图 11: 在当前上游高通胀环境中, 部分行业的毛利率已经开始下滑	7
图 12: 2017 年至 2020 年制造业各行业集中度(营业收入前五企业的收入占比)及其环比变化	8
图 13: 2020 年制造业各行业(证监会行业分类)应付票据及应付账款占营业收入的比例	9
图 14: 2018-2020 年制造业各行业(中信二级行业)对上游和下游议价能力对比图	9
图 15: 大宗商品在工业行业的成本占比	10
图 16: 部分细分行业的黑色、有色、化工商品投入占比	11
图 17: 螺纹钢和热卷利润滑向低位, 存在成本支撑	12
图 18: 铜冶炼利润维持低位	12
图 19: 原油有望在三季度达到供需平衡	12
图 20: 新能源汽车销量保持高景气度	12

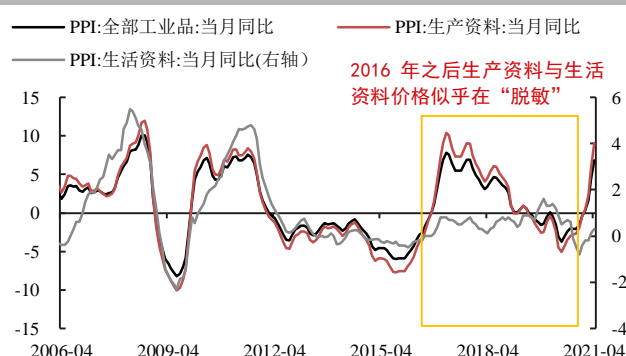
## 一、通胀是否会从上游传导至下游？

5月PPI录得9%，创2008年9月以来新高，CPI也连续4个月反弹升至1.3%。PPI不断走高，原材料涨价使得盈利被压降的预期逐步上升。

**通胀是否一定会从上游传导至下游？**2016年之后生产资料与生活资料的价格走势似乎在“脱敏”，但是，分拆PPI生活资料与CPI细分项，不同行业在节奏上存在明显差异。例如PPI生活资料中的食品细分项基本主导了生活资料指标的走势。PPI食品类指标近期高点出现在2019年底至2020年初，与CPI和猪肉价格高度一致。但衣着类、一般日用品类、耐用消费品类的同比走势在2019年初甚至更早就开始下降，符合这个阶段PPI下行趋势。PPI下游生活资料指标与上游生产资料指标表现出分化的原因，既有部分行业的权重和波动对总指标的影响，也有农产品与工业品周期的差异，还有近几年经济结构变化的影响。

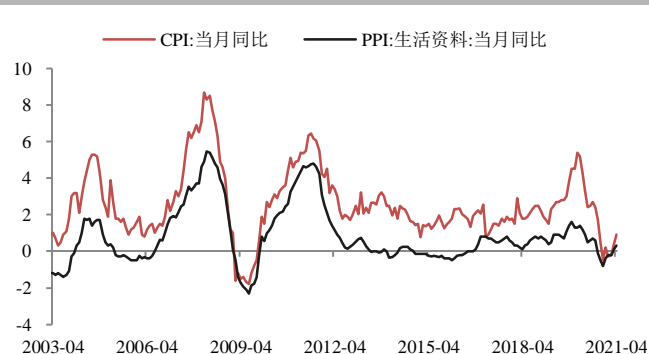
**近十年的PPI与CPI非食品项的相关性高达69%。**2005年以来的三轮PPI高点高于7%的大通胀中，CPI非食品和服务分项指标触顶和回落的时间落后于PPI，说明价格从上游向下游传导的机制仍然存在。

图1： PPI 总指标与生产资料分项高度一致 单位：%



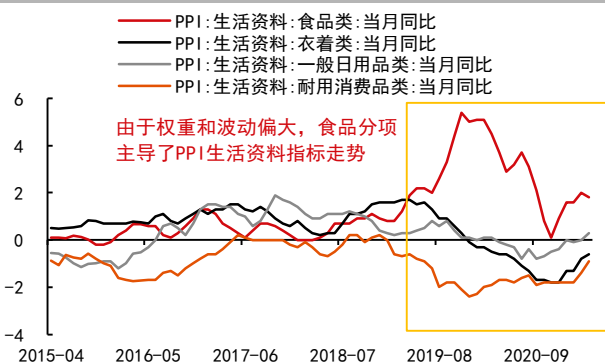
资料来源：Wind 中信期货研究部

图2： PPI 生活资料分项与 CPI 高度相关 单位：%



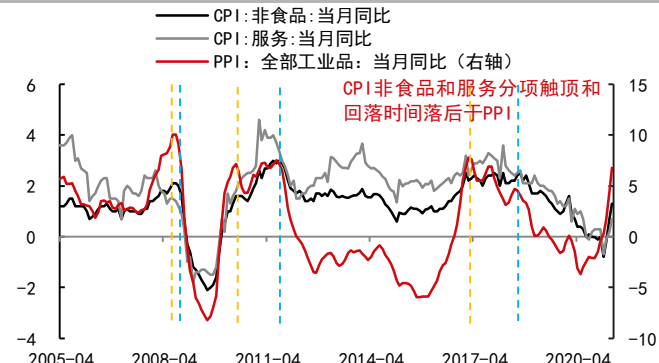
资料来源：Wind 中信期货研究部

图3： PPI 生活资料分项中食品与非食品走势差异大 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图4： CPI 非食品和服务分项仍与 PPI 保持高相关性 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 二、高成本压力下，哪些行业更有韧性？

不同行业对通胀的敏感度不同，因而对利润的影响程度不同。

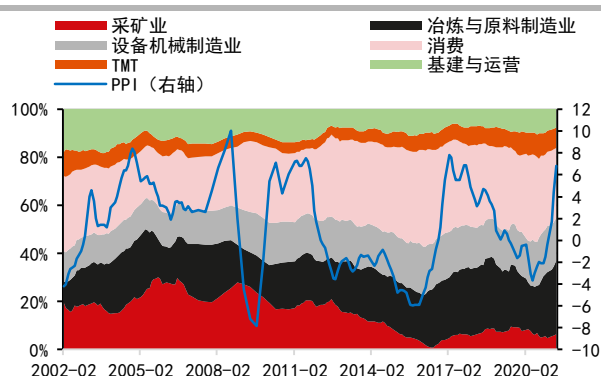
### 2.1 PPI 与行业利润结构的时差相关分析

以各行业的利润占比变化来看最近 20 年中国工业企业行业利润结构的变迁，利润分布从上游原材料逐渐向下游消费和制造转移，印证了中国经济从粗放式资源投资拉动向高质量发展和高端制造转型的过程。2010 年之前，制造业下游消费行业在全行业的利润占比平均约 25%，2010 年之后提升至约 34%，而同期采矿业的利润占比从 22% 降至不到 10%。

与 PPI 关联度更高的采矿业和冶炼原料制造业的利润分配也随 PPI 动态变化。整体看，采矿和冶炼、原料制造行业的利润占比随 PPI 上升而走高，但节奏不同。中游冶炼、原料制造行业利润改善的时间早于上游采矿业，但 PPI 拐头向下初期，采矿业高利润可以相对更长时间保持，直到冶炼需求太弱，采矿业开始向下游让利。

图5： 行业利润结构（占比）变迁图

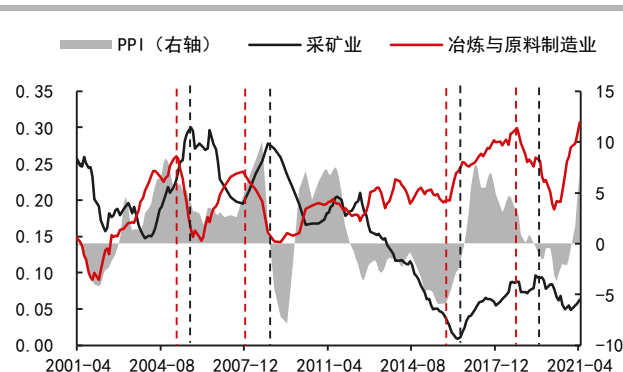
单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图6： 采矿业与冶炼与原料制造业的利润占比关系

单位：%



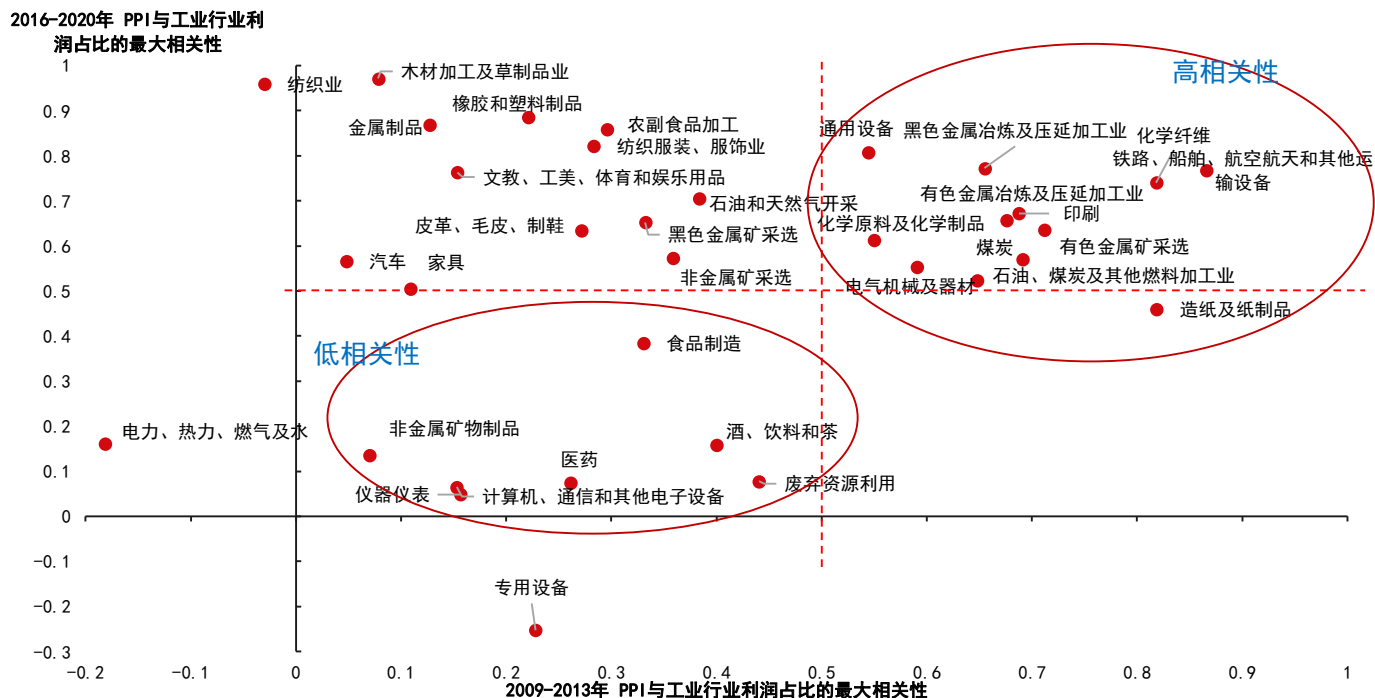
资料来源：Wind 中信期货研究部

在 2010 年至 2020 年间，PPI 有两次高点突破 7%，分别出现在 2010 年至 2011 年和 2017 年，当时都处于全球经济共振向上的时期。两轮 PPI 上涨的宏观环境也存在区别：2010 年至 2011 年中国财政大额刺激，海外货币政策尚无收紧预期，欧债危机渐起给全球复苏增添阻碍；2017 年全球贸易再繁荣，制造业 PMI 维持景气，美联储已经开启加息，同时国内上游行业供给侧改革。

我们分别对 2009-2013 年和 2016-2020 年的 PPI 和工业企业利润占比进行时差相关分析，以探求行业利润对通胀的敏感度。两轮周期下，行业利润占比与 PPI 最大相关度高于 0.5 的行业集中在上游煤炭，中游黑色和有色冶炼加工、化学原料和纤维制造、通用设备制造，以及下游的电气机械、铁路、船舶、航空航天运输设备、印刷等行业。以 2009-2013 年 PPI 周期为例，相关度较高的行业里上游

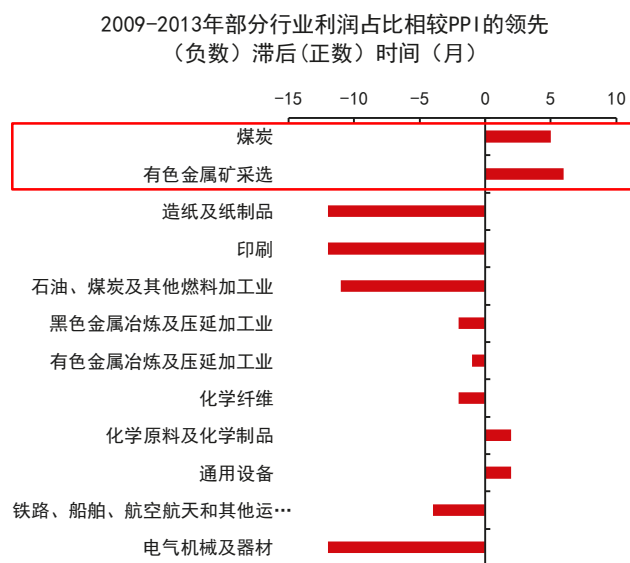
（煤炭、有色矿采）利润占比滞后于PPI，而中下游（金属冶炼、化学纤维、电气机械、造纸等）利润占比变化领先于PPI。与之相反，两轮周期中利润变动与PPI 关联度较小的行业是下游食品和酒、饮料类、医药、计算机通信电子、仪器仪表、非金属矿物制品。

图7： 基于时差相关分析的 PPI 与工业行业利润占比的最大相关性



资料来源：Wind 中信期货研究部

图8： 行业利润占比相对 PPI 的领先滞后时间 单位：月



资料来源：Wind 中信期货研究部

图9： 上中下游分类

上中下游分类	中信一级行业
采矿业	煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、非金属矿采选业、开采专业及辅助性活动、其他采矿业
冶炼与原料制造类	石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业
设备机械制造类	通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械及器材制造业、仪器仪表制造业、金属制品业
消费	农副食品加工业、食品制造业、酒、饮料和精制茶制造业、烟草制品业、纺织业、纺织服装、服饰业、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业、木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业、家具制造业、造纸及纸制品业、印刷业和记录媒介的复制、文教、工美、体育和娱乐用品制造业、医药制造业、汽车制造
基建与运营	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电力、热力、燃气及水的生产和供应业、废弃资源综合利用业
TMT	计算机、通信和其他电子设备制造业

资料来源：Wind 中信期货研究部



## 2.2 历次 PPI 上行期的行业毛利率表现

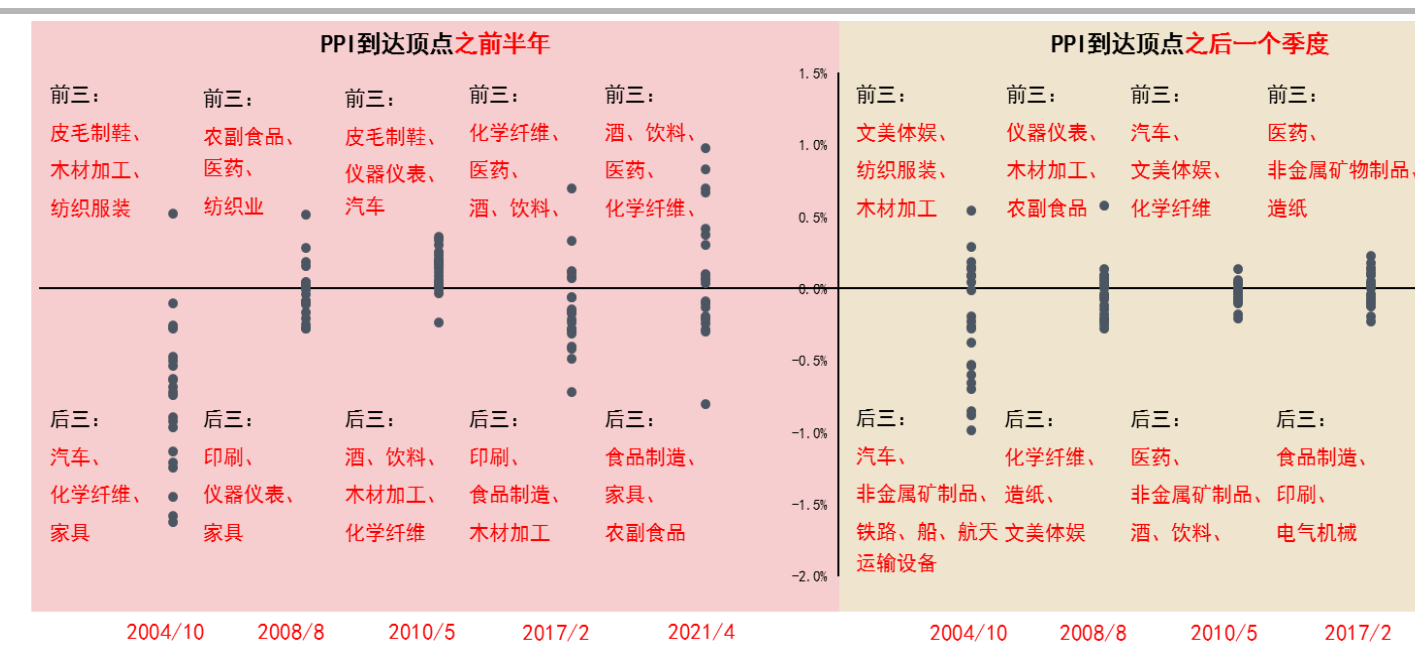
我们复盘了历史上 5 轮 PPI 上升期（PPI 顶点之前半年，以及 PPI 顶点之后一个季度），制造业各行业毛利率（营业利润/营业收入）的表现。

（1）本次 PPI 上升期，行业毛利率整体高于 2017 年，接近 2010 年时期，甚至部分行业当前毛利率显著高于前几次上升期，包括：食品制造业，酒、饮料和精制茶制造业，纺织业，家具制造业，造纸及纸制品业，医药制造业，专用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。

（2）但是，今年不同行业毛利率的波动幅度和差异程度要大于 2010 年同期，说明行业盈利结构并不均衡。以 2010 年 5 月之前和 2021 年 4 月之前的半年时间对比，当前食品加工行业、纺织服装、专用设备、汽车、电气机械制造业毛利率的环比变动幅度弱于 2010 年同期；但酒和饮料类、造纸业、医药、化学纤维、通用设备、计算机通信电子设备、仪器仪表行业的毛利率环比增长高于历史同期，说明行业景气度仍处于历史高位。

（3）PPI 触顶前各行业毛利率变动的差异较大，触顶后差距减小。验证了前面的观点，即通胀对不同行业盈利的影响不同。PPI 到达顶点之前半年盈利靠前的行业为纺织服装大类，医药化学大类，酒饮料，盈利靠后的例如家具。PPI 到达顶点之后一个季度，行业盈利无明显规律。

图10：复盘历史上 5 轮 PPI 上升期，PPI 触顶前后，制造业下游行业毛利率变动情况

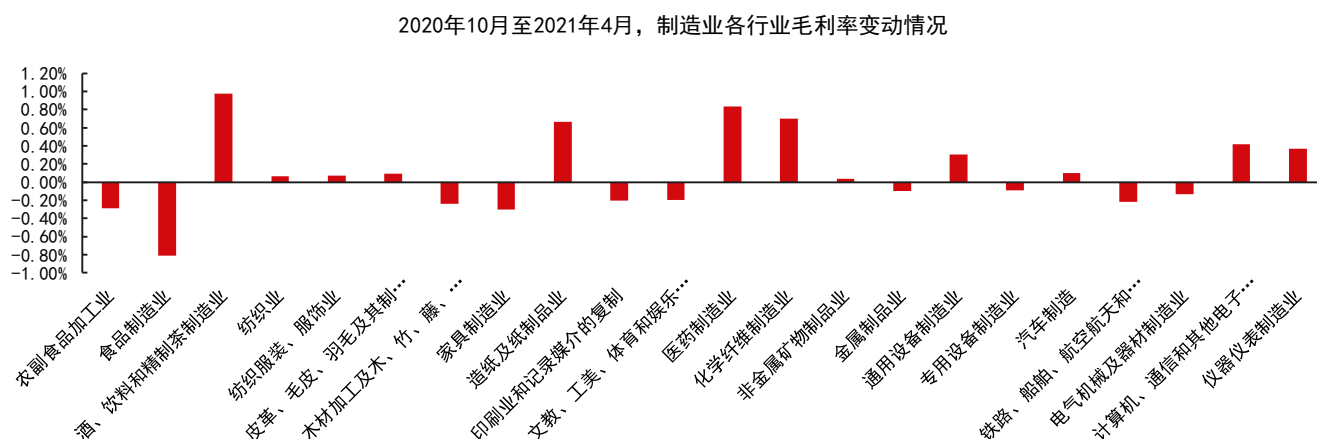


资料来源：Wind 中信期货研究部

(4) 今年随着 PPI 进一步走高，部分行业的毛利率已经开始下滑。尤其对大宗商品依赖度较高的行业，例如航空航天和其他运输设备制造业、电气机械和器材制造业、金属制品业、专用设备制造业、铁路、船舶、航空航天设备制造业。

(5) 相较于去年 10 月，当前毛利率仍然维持较高增幅的行业是：酒、饮料和精制茶制造业、医药、化学纤维、造纸及纸制品、计算机通信和其他电子设备、仪器仪表、通用设备。

图11：在当前上游高通胀环境中，部分行业的毛利率已经开始下滑



资料来源：Wind 中信期货研究部

## 2.3 行业议价能力决定利润分摊比例

产业链结构来讲，议价能力更强的一方更能在通胀背景下把握主动权，并长时间占取利润，而议价能力弱的一方则可能被动压缩利润，承受成本上涨压力。

(1) 有两个维度可以辅助判断各行业的议价能力，第一个是行业集中度。行业集中度越高的行业，越容易形成类似寡头或者垄断的局面，因而更具备话语权。

以证监会行业分类的企业年报营业收入前五企业的收入总和占全行业的比例来做观测指标，上游采矿业的行业集中度普遍偏高，基本在 0.7 以上，中游冶炼和下游制造业的行业集中度则各不相同。综合考虑行业集中度偏高以及最近几年集中度不断提升的行业：

轻工业方面建议关注的行业是酒、饮料和精制茶制造业，皮毛制品业，木材加工业，印刷业，文美体娱业；

重资产方面建议关注的行业是石油加工冶炼，化学纤维制造业，非金属矿物制品业，通用、专用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，废弃资源综合利用业。

这里需要注意的是，从上市企业营业收入占比视角看行业集中度只是一个全行业对比的参考，实际各行业上市企业数量占全行业的比例情况不同。

图12：2017年至2020年制造业各行业集中度（营业收入前五企业的收入占比）及其环比变化

制造业（证监会行业类）	前五企业集中度				环比变化		
	2020	2019	2018	2017	2020	2019	2018
农副食品加工业	0.60	0.62	0.62	0.63	-0.01	0.00	-0.01
食品制造业	0.58	0.58	0.57	0.58	0.00	0.00	-0.01
酒、饮料和精制茶制造业	0.62	0.60	0.60	0.58	0.02	0.01	0.02
纺织业	0.38	0.36	0.35	0.34	0.02	0.01	0.01
纺织服装、服饰业	0.50	0.52	0.51	0.52	-0.02	0.01	-0.01
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.80	0.77	0.74	0.73	0.03	0.02	0.02
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.93	0.89	0.88	0.89	0.04	0.01	-0.01
家具制造业	0.52	0.54	0.55	0.56	-0.02	-0.01	-0.01
造纸和纸制品业	0.54	0.56	0.57	0.56	-0.01	-0.01	0.00
印刷和记录媒介复制业	0.71	0.68	0.66	0.66	0.03	0.02	0.00
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.80	0.77	0.74	0.73	0.03	0.02	0.01
石油加工、炼焦和核燃料加工业	0.78	0.81	0.81	0.81	-0.03	0.00	-0.01
化学原料和化学制品制造业	0.24	0.25	0.24	0.24	-0.01	0.00	0.00
医药制造业	0.21	0.20	0.18	0.18	0.01	0.02	0.00
化学纤维制造业	0.82	0.77	0.79	0.78	0.05	-0.02	0.01
橡胶和塑料制品业	0.32	0.32	0.32	0.32	0.01	0.00	-0.01
非金属矿物制品业	0.53	0.50	0.49	0.43	0.02	0.02	0.05
黑色金属冶炼和压延加工业	0.42	0.44	0.47	0.48	-0.02	-0.03	-0.01
有色金属冶炼和压延加工业	0.53	0.53	0.52	0.55	0.00	0.01	-0.03
金属制品业	0.52	0.53	0.55	0.56	-0.01	-0.02	-0.01
通用设备制造业	0.45	0.45	0.42	0.42	0.01	0.03	0.01
专用设备制造业	0.33	0.31	0.26	0.24	0.02	0.04	0.02
汽车制造业	0.57	0.61	0.62	0.62	-0.03	-0.01	0.00
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.62	0.62	0.65	0.64	0.00	-0.03	0.01
电气机械和器材制造业	0.40	0.42	0.43	0.42	-0.02	0.00	0.01
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.30	0.31	0.33	0.35	-0.01	-0.03	-0.02
仪器仪表制造业	0.36	0.35	0.38	0.39	0.01	-0.03	-0.01
其他制造业	0.85	0.82	0.83	0.83	0.02	-0.01	0.00
废弃资源综合利用业	0.97	0.94	0.94	0.91	0.03	0.00	0.03

资料来源：Wind 中信期货研究部

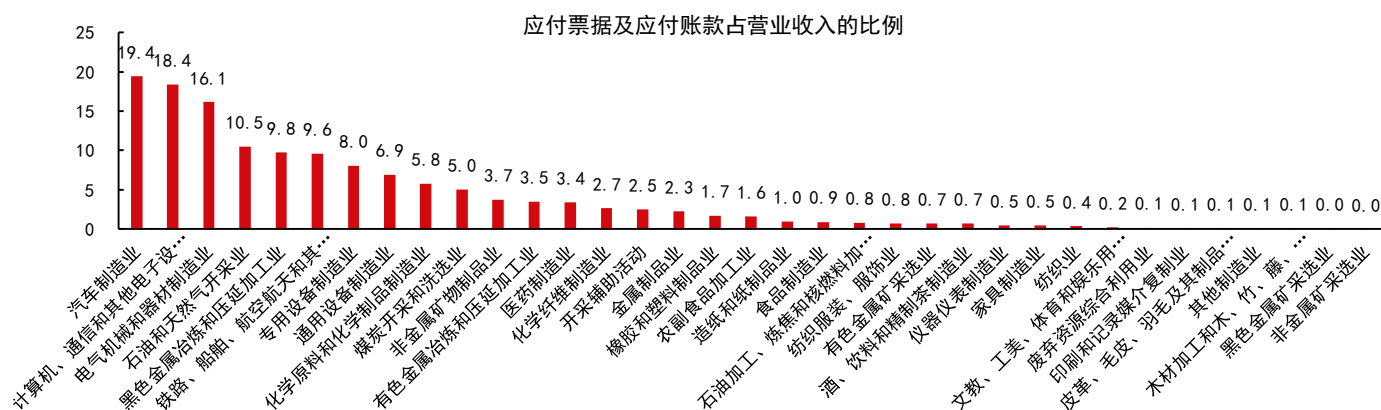
（2）还有一个可以辅助判断行业议价能力的维度是从财务的角度看企业应付账款和预收账款的比例，并不是说负债越高越好，而是理论上越有议价能力的企业/行业，越有能力周转资金，延后支付时间，提前收到货款，调整通胀压力。

应付账款/营业收入比例靠前的行业有偏向精密制造和高附加值的特点。前十行业：汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业，石油和天然气开采业，黑色金属冶炼加工业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，专用、通用设备制造业，化学原料和化学制品业，煤炭开采和洗选业。



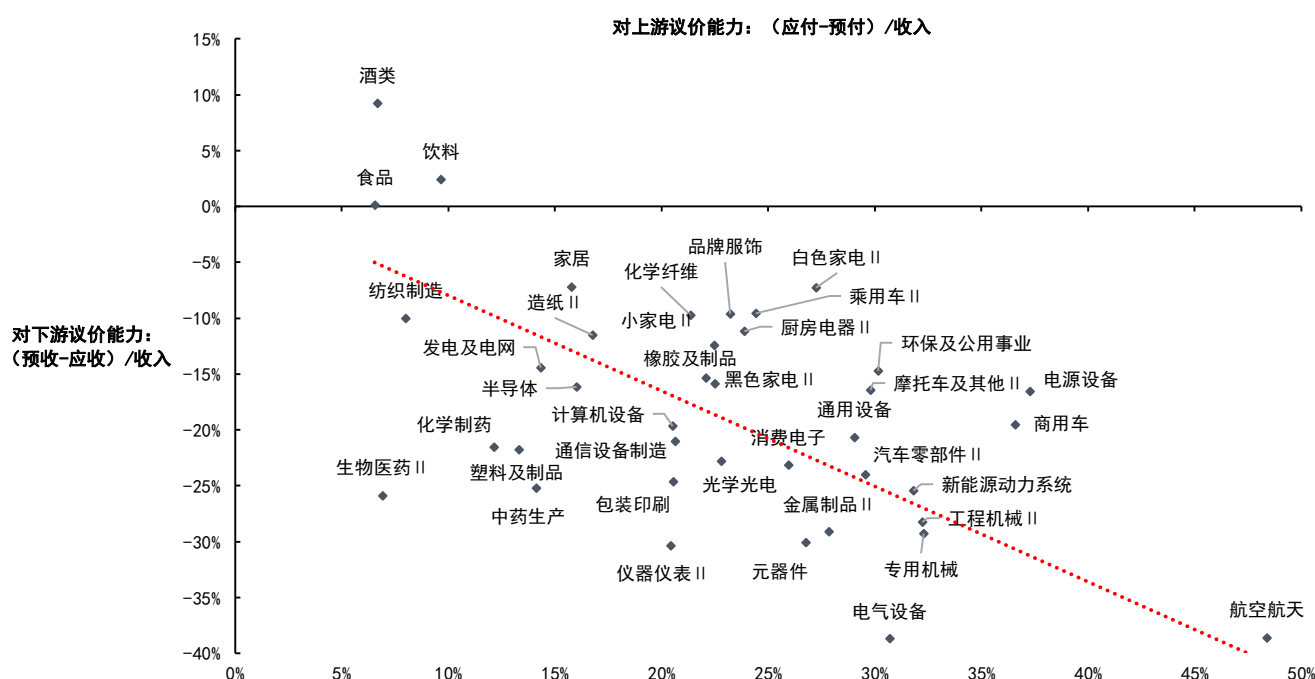
用（应付-预付）/收入作为对上游议价能力的指标，用（预收-应收）/收入作为对下游议价能力的指标。对比行业对上游和下游的议价能力，相对偏强的行业集中在可选消费的机动车（汽车、摩托车、汽车零配件）、品牌服饰、家电，以及新能源和机械设备。

图13：2020 年制造业各行业（证监会行业分类）应付票据及应付账款占营业收入的比例



资料来源：Wind 中信期货研究部

图14：2018-2020 年制造业各行业（中信二级行业）对上游和下游议价能力对比图



资料来源：Wind 中信期货研究部

### 三、如何测算商品涨价对行业成本的影响？

#### 3.1 从投入产出表看大宗商品在行业的投入占比

为了理清不同行业对大宗商品的依赖度，我们整理了 2018 年全国投入产出表中 153 个细分行业对黑色、有色、化工板块的投入占比，并按照统计局行业分类重新归类到 40 个行业大类。

按照统计局的 40 个行业分类，除去上游采矿和中游金属冶炼以及化学原料加工行业，下游行业中大宗商品在中间投入占比超过 20% 的行业有 4 个，分别是电气机械及器材制造业（35%）、文体美和娱乐用品制造业（26%）、电力热力的生产和供应（25%）、通用设备制造业（24%）。

图15：大宗商品在工业行业的成本占比

分类	行业	黑色	有色	化工	工业品合计	分类	行业	黑色	有色	化工	工业品合计
采矿	煤炭开采和洗选业	37.3%	0.0%	1.5%	38.8%	金属冶炼和化学加工	石油煤炭及其他燃料加工	7.8%	0.1%	76.5%	84.4%
	石油和天然气开采业	3.3%	0.0%	7.8%	11.1%		化学原料及化学制品制造	5.0%	2.3%	40.6%	47.8%
	黑色金属矿采选业	36.2%	0.0%	13.3%	49.5%		医药制造业	1.6%	0.1%	7.0%	8.7%
	有色金属矿采选业	2.7%	10.7%	15.7%	29.1%		化学纤维制造业	2.5%	0.0%	55.0%	57.5%
	非金属矿采选业	3.7%	0.1%	16.6%	20.4%		橡胶和塑料制品业	2.5%	0.4%	26.1%	29.1%
	开采专业及辅助性活动	10.7%	1.4%	17.6%	29.6%		非金属矿物制品业	9.6%	1.5%	15.4%	26.5%
食品、饮料、烟草	农副食品加工业	0.4%	0.0%	1.1%	1.5%	设备	黑色金属冶炼及压延加工	59.8%	2.1%	1.1%	63.0%
	食品制造业	0.7%	0.0%	2.4%	3.1%		有色金属冶炼及压延加工	2.4%	67.9%	4.6%	74.8%
	酒、饮料和精制茶制造	3.6%	0.1%	4.0%	7.8%		金属制品业	29.4%	13.5%	3.0%	45.8%
	烟草制品业	0.2%	0.0%	3.0%	3.2%		通用设备制造业	11.6%	9.5%	3.2%	24.3%
纺织	纺织业	0.6%	0.0%	12.3%	12.9%	交通运输	专用设备制造业	9.1%	4.6%	4.2%	17.9%
	纺织服装、服饰业	0.1%	0.0%	4.6%	4.7%		汽车制造	5.3%	6.2%	4.7%	16.2%
	皮、毛、羽制品和制鞋	0.4%	0.1%	8.0%	8.5%		铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.0%	6.0%	4.8%	17.8%
木材、家具、造纸印刷、文体用品	木材加工及竹、草制品	0.5%	0.1%	4.1%	4.8%	电气机械	电气机械及器材制造业	5.1%	23.5%	6.7%	35.2%
	家具制造业	4.2%	0.9%	5.2%	10.4%		计算机、通信和其他电子设备制造业	1.8%	3.2%	2.6%	7.6%
	造纸及纸制品业	2.6%	0.1%	7.9%	10.5%	环保	仪器仪表制造业	5.8%	3.4%	3.5%	12.7%
	印刷和记录媒介的复制	0.2%	1.5%	8.0%	9.6%		废弃资源综合利用业	0.9%	1.5%	5.1%	7.6%
	文体美和娱乐用品制造	1.6%	15.3%	9.2%	26.1%	基础运营	电力、热力的生产和供应	20.2%	0.0%	4.4%	24.6%

资料来源：Wind 中信期货研究部

细分行业看，食品饮料行业虽然整体依赖度较低，但玻璃和塑料这类包装成本占酒类投入约 6%；纺织大类中服装服饰的影响（5%）远小于纺织制品（15%）；医药的商品投入价值占比约 9% 远小于其他化学制品业；专用设备受到的影响（18%）相对小于通用设备制造业（24%）；电气机械及器材行业中，电线电缆的成本占比高达 60%，而家用器具约 20%；汽车制造业中，零部件（23%）比整车（9%）在成本投入中对有色金属更加敏感；TMT 对商品的依赖整体相对偏低，计算机和通信

行业的成本占比不超过 5%，电子元器件约 11%。

投入占比分析与前文的当前行业利润情况互相印证，对商品依赖度较高的行业当前毛利率已经较去年高位下滑。其中，通用设备的商品占比高于专用设备，但盈利情况好于后者，显示行业需求保持高景气度，且议价能力略强。

图16：部分细分行业的黑色、有色、化工商品投入占比

部分细分行业	酒精和酒	饮料	纺织制成品	服装服饰	医药制品	锅炉及原动设备	采矿、冶金、建筑专用设备	医疗仪器	汽车整车	汽车零部件	电线电缆	家用电器	计算机	通信设备	电子元器件	航空旅客运输
钢	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
钢压延产品	0%	0%	0%	0%	0%	9%	9%	3%	3%	5%	1%	2%	0%	0%	0%	0%
铁及铁合金产品	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
玻璃和玻璃制品	5%	2%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	4%	1%	0%	2%	2%	0%
煤炭开采和洗选产品	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
黑色金属矿采选产品	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
煤炭加工品	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
黑色合计	5%	3%	1%	0%	2%	12%	10%	5%	4%	7%	5%	4%	0%	2%	2%	0%
有色金属矿采选产品	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
有色金属及其合金	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%	1%	1%	7%	18%	3%	0%	0%	3%	0%
有色金属压延加工品	0%	0%	0%	0%	0%	7%	1%	3%	1%	3%	33%	3%	0%	0%	3%	0%
有色合计	0%	0%	0%	0%	0%	9%	3%	4%	2%	10%	51%	7%	1%	1%	6%	0%
基础化学原料	0%	0%	1%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	1%	0%
化学纤维制品	0%	0%	11%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
石油和天然气开采	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
精炼石油核燃料加工	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	24%
橡胶制品	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	2%	3%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
塑料制品	1%	7%	2%	0%	1%	0%	0%	3%	1%	3%	3%	9%	1%	2%	2%	0%
化工合计	1%	7%	14%	5%	7%	1%	3%	5%	3%	6%	6%	11%	2%	2%	3%	24%
工业品合计	7%	10%	15%	5%	9%	22%	16%	14%	9%	23%	61%	21%	3%	5%	11%	24%

资料来源：Wind 中信期货研究部

### 3.2 从商品预期看行业成本的可能影响

黑色金属产业链的利润集中在上游矿段，中游冶炼利润被压缩至低位甚至亏损（高炉生产），当前主要考验成本支撑以及供给收缩预期。而上游铁矿、焦煤焦炭短期仍存在供应偏紧的结构性矛盾，库存持续下滑或维持低位，预计会对中游冶炼及压延加工产品价格形成较强成本支撑。

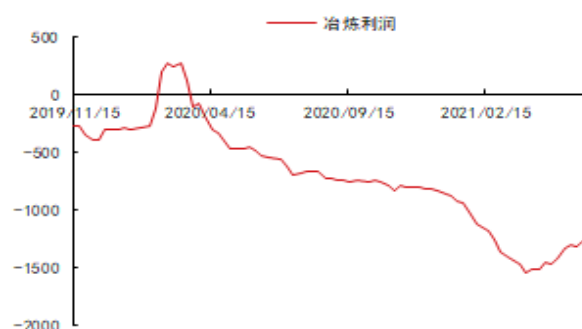
有色金属产业链的结构与黑色有一定相似性，即铜、锌、锡品种当前利润主要在上游；例如铜冶炼利润自去年下半年至今处于亏损状态，高铜价压低了企业的加工费，只能靠副产品硫酸回补利润。

图17: 螺纹和热卷利润滑向低位, 存在成本支撑 单位: 元



资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究部

图18: 铜冶炼利润维持低位 单位: 元

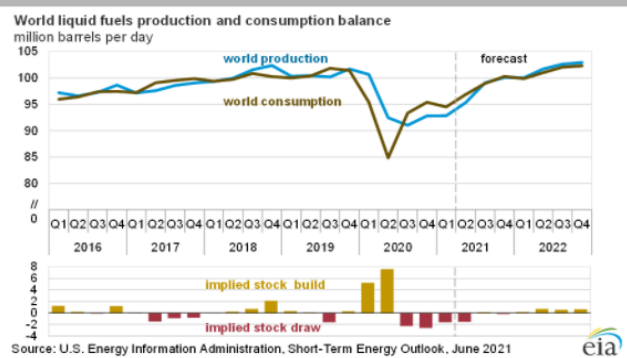


资料来源: Wind 中信期货研究部

黑色与有色板块当前主要矛盾的共性是原材料矿石 80%以上依赖进口, 在供应偏紧的局面下, 上游的议价权进一步强化。而化工产业链与工业金属在供给端最大的区别是产能释放预期, 无论是化学原料、化学纤维还是塑料等, 在中长期都有供应放量的预期。此外根据EIA 推算, 原油供需有望在三季度以后达到均衡。如果考虑碳中和政策扰动, 高耗能行业中黑色也首当其冲, 但由于当前原料价格已经涨至高位, 短期政策或难以落地。因此, 从供给弹性看, 黑色>有色>化工。

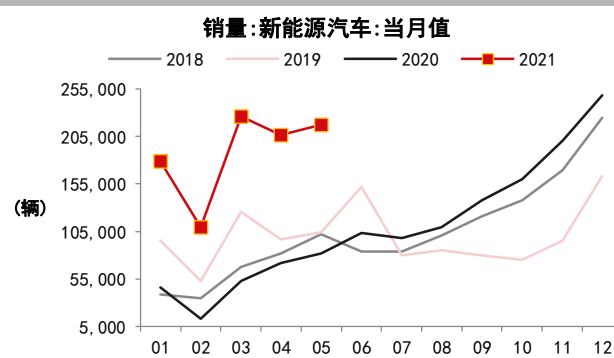
从需求端看弹性, 有色>化工>黑色。国内需求有边际走弱迹象, 海外需求仍在复苏通道。出口和房地产需求保持韧性, 但地产空间受限于政策基调, 基建投入弱于年初预期节奏, 制造业分化显著, 部分受益于政策扶持的行业处于高景气度, 例如新能源汽车销量持续高增长。

图19: 原油有望在三季度达到供需平衡



资料来源: EIA 中信期货研究部

图20: 新能源汽车销量保持高景气度 单位: 辆



资料来源: Wind 中信期货研究部

下半年还需关注美元和跨境资金流动对商品的影响, 美联储 6 月议息会议偏鹰, 并提升了三季度后半段明确收紧信号的可能性。大宗商品价格与新兴市场资金流动高度相关, 美元走强和跨境资本流出新兴市场都会给下半年商品带来压力。

所以, 商品价格行至高位后, 下半年波动性与不确定性预计将增强, 不排除 10%-20%宽幅震荡的可能。三季度工业金属仍有成本支撑, 原油在供需仍有缺口背景下进入夏季消费旺季, 商品整体仍有向上支撑, 但空间不大。四季度供给端矛盾基本缓解, 全球需求或许见顶, 叠加海外流动性转向, 商品可能再次承压。

## 四、总结

我们在前文中从相关分析，毛利率复盘，产业链议价能力等方面综合比较各行业对通胀的抗压性。详细分解商品在不同行业中的投入占比，并展望商品走势以预判行业盈利弹性。

**（1）对中上游而言，上游议价强势和当前成本支撑背景下，行业利润集中在上游的格局短期或难改变。**换言之，上游煤炭和金属矿盈利偏强，中游冶炼加工盈利偏弱的情况可能会在三季度延续。如果三季度后半段供需矛盾基本缓解，叠加下游需求走弱导致中游减产，则上游可能会向中游让利。如果下半年海外流动性收紧的节奏提前，导致美元在三季度过快反弹进而让商品价格承压，那么利润转移的节奏也可能随之前置。

**（2）下游行业对通胀的传导差异较大，**从过去两轮 PPI 周期看，利润变动与 PPI 相关度高的行业包括通用设备、电气机械、铁路船舶航空运输设备、印刷等。与之相反，关联度较小的是食品制造、酒和饮料类、医药、计算机通信电子、仪器仪表、非金属矿物制品。

**传导存在差异的背后原因之一，是黑色、有色、化工商品在不同行业的投入占比不同。**与前文行业利润情况互相印证的是，大部分对商品依赖度较高的行业当前毛利率已经较去年底高位下滑。

**行业存在差异的原因之二，是产业链结构不同，议价能力差异决定了利润分配的不均衡性。**议价能力强的行业可以在通胀环境中保持主动权并调节成本压力。相对偏强的有可选消费的机动车、品牌服饰、家电，以及新能源和机械设备，有精密制造和高附加值的特点。

基于对下半年商品波动性和不确定性增加的预判，成本占比偏高和议价能力偏弱的行业会受到更大影响。例如，简单推算，假如工业金属价格继续上涨 10%，电线电缆的成本将进一步增长 5%，汽车零部件成本增加 2%，家用器具增加 1%，锅炉及原动设备增加 2%，电子元器件增加 1%。**不过，产业链议价能力的差异将导致成本转移不全会按照简单线性推算发生。**例如，面对有色金属涨价，电线电缆行业相较家电和汽车更加弱势，因为电线电缆有基础运营性质价格弹性有限，而家电和汽车在行业集中度上升后更加灵活，可以通过产品调价调整成本压力。

**因此通胀导致的行业盈利差异性在三季度可能仍然较大，直至四季度差距减小。**三季度上游采矿行业和下游行业中商品在成本占比较低，议价能力强，产品有高附加值的行业在盈利方面更有优势。盈利弹性角度，建议关注煤炭、酒和饮料类、汽车、品牌服饰、医药、TMT、通用设备。



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826