

## 宏观视角大宗商品定价探索之二：产业链 利润流动与商品价格关系研究

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

大宗商品生产链的利润流动与商品价格之间存在高相关性。本文通过探索利润流动的驱动，对于 24 年大宗商品生产链的利润流动趋势做出展望，以利润分配的角度观测商品价格。

### 摘要：

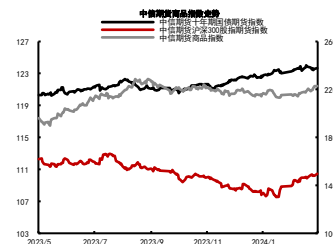
根据库存与价格的指引，我们认为短期商品价格仍能在上下游产业链中维持相对强势，其中上游采矿价格相对材料加工业更强，黑色与有色冶炼利润相对承压。中长期随着利润配比话语权的降低，整体商品价格或面临一定压力。

2023 年，国内商品价格走势明显背离权益市场和债券市场，表现强势。从利润分配视角来看，这或源自于大宗商品产业链维持强势的利润配比，给予整体商品较强的成本支撑。23 年制造业企业经营环境普遍面临压力，制造业整体补库周期仍未启动，但各行业供需矛盾不一也使得利润分配结构发生变化，使得制造业产业出现局部补库。展望后市，我们认为大宗商品生产端目前仍能维持超额利润，但趋势下移。其中资源品的利润分配权强于加工品。

**商品链与消费链：**从库存驱动来看，随着近期库存份额的减少，大宗商品生产链在未来 1-3 个月时间范围内，有加强利润分配权的驱动力，从而引起商品价格上涨，但黑色冶炼、有色冶炼环节由于较低的产能利用率，自主降库争取利润的市场机制可能失效。从价格驱动来看，价格环境也决定了未来的分配模式，6 月前的 CPI-PPI 剪刀差开始出现降幅收窄企稳的现象，但绝对水平依旧偏低，处于负值区间，因此当前价格环境仍不利于上游企业的利润分配。从需求观察，财政政策向三大工程的发力有望成为商品链利润分配权重新上升的突破口。

**采矿链与加工链：**在 24 年稳增长的背景下，需求驱动与供给驱动或均难以发生趋势性扭转的局面，或仍不利于加工利润的分配。

**风险提示：**政策落地不及预期，宏观经济不确定性



### 宏观与商品策略研究团队

研究员：  
刘道钰  
从业资格号 F3061482  
投资咨询号 Z0016422

屈涛  
从业资格号 F3048194  
投资咨询号 Z0015547

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 目 录

|                 |    |
|-----------------|----|
| 摘要:             | 1  |
| 一、 利润流动与商品价格    | 4  |
| (一) 行业分类与利润分配模式 | 7  |
| 二、 商品链与消费链的利润分配 | 8  |
| (一) 静态驱动        | 8  |
| (二) 动态驱动        | 12 |
| 三、 资源品与加工链的利润分配 | 15 |
| (一) 静态驱动        | 15 |
| (二) 动态驱动        | 16 |

## 图表目录

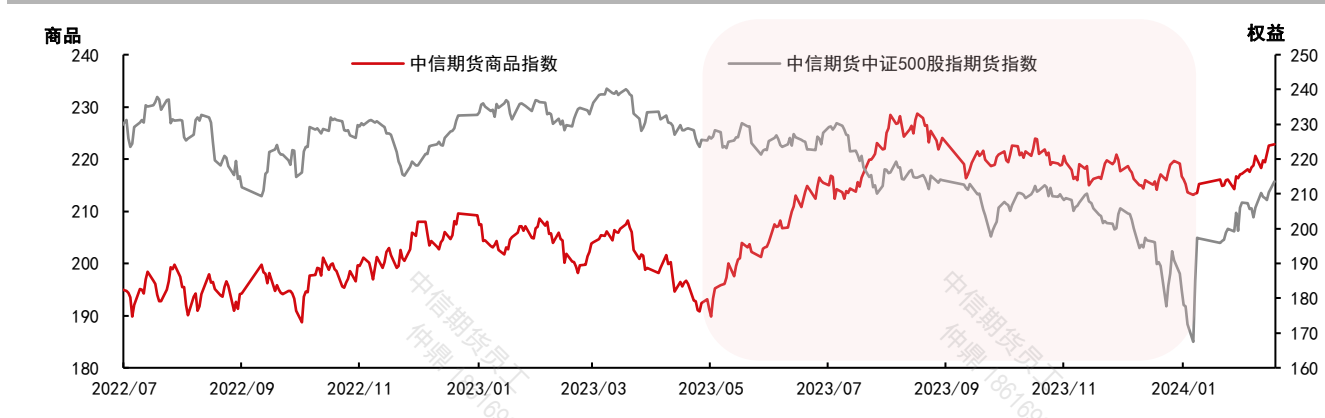
|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 2023 年 6 月起, 商品市场与权益市场发生显著背离  | 4  |
| 图表 2: 下游利润占比与权益市场有一定相关性             | 4  |
| 图表 3: 下游利润占比与债券市场有一定相关性             | 4  |
| 图表 4: 大宗商品利润占比历史分位                  | 5  |
| 图表 5: 商品链中, 上游资源品利润占比历史分位           | 5  |
| 图表 6: 利润流动主要结论                      | 5  |
| 图表 7: 利润流动主要传导路径                    | 6  |
| 图表 8: 商品价格领先于利润流动 1-2 月左右, 相关性约 80% | 6  |
| 图表 9: 行业分类                          | 7  |
| 图表 10: 工业企业利润累计同比-按上下游              | 8  |
| 图表 11: 上游资源品与中游原材料加工存明显利润互补关系       | 8  |
| 图表 12: 商品与消费, 利润占比对比, 相关性约 83%      | 8  |
| 图表 13: 采矿与加工, 利润占比对比, 相关性约 50%      | 8  |
| 图表 14: 库存约领先利润分配 3-6 个月             | 9  |
| 图表 15: 产能利用率领先于长期利润分配结构             | 9  |
| 图表 16: 2014 年库存占比与利润出现背离            | 9  |
| 图表 17: 地产实物工作量表现疲软                  | 9  |
| 图表 18: 2018 年底商品链营业收入占比不降反升         | 10 |
| 图表 19: 商品链与消费链利润率对比                 | 10 |
| 图表 20: 2018 年库存占比与利润出现背离            | 10 |
| 图表 21: 2018 年出口累计同比下降               | 10 |
| 图表 22: 产能利用率-按行业分类                  | 10 |
| 图表 23: 近期商品利润率优势再度出现下滑              | 11 |
| 图表 24: 产能利用率-按行业分类                  | 12 |
| 图表 25: 利润配额强势由利润率强势决定               | 13 |
| 图表 26: PPI-CPI 剪刀差领先利润占比 6 个月       | 13 |
| 图表 27: PPI-核心 CPI 剪刀差领先效果更强         | 13 |
| 图表 28: 利润配额强势由利润率强势决定               | 14 |
| 图表 29: PPI-CPI 剪刀差领先利润占比 6 个月       | 14 |
| 图表 30: M1 同比领先 PPI 约 9 个月           | 15 |
| 图表 31: PPI 领先库存约 1-3 个月             | 15 |
| 图表 32: 本次大宗商品链利润下滑幅度较少              | 15 |
| 图表 33: 上游与中游原材料加工利润占比               | 15 |
| 图表 34: 目前加工利润处于历史低位                 | 16 |
| 图表 35: 库存压力约领先利润 1 月左右              | 16 |
| 图表 36: 利润配额强势由利润率强势决定               | 17 |
| 图表 37: 价格领先性相对较低                    | 17 |
| 图表 38: 加工利润处于相对更低水平                 | 17 |
| 图表 39: 利润差值略领先于价格                   | 17 |
| 图表 40: 有色库存压力同步与利润                  | 18 |
| 图表 41: 电网需求对有色加工利润占比有驱动             | 18 |
| 图表 42: 竣工约领先加工利润 6 个月左右             | 18 |

## 一、利润流动与商品价格

2023 年，制造业企业经营环境普遍面临压力，工业企业利润累计同比持续处于负值区间，致使制造业整体信用扩张的意愿和能力均面临一些限制。总需求不足的情况下，制造业整体补库周期仍未启动。但结构来看，各行业供需矛盾不一也令利润分配结构发生变化，使得制造业产业出现局部补库。

23 年国内商品价格走势明显背离权益市场和债券市场，保持相对强势。从利润分配的视角来看，23 年大宗商品产业链维持强势的利润配比，且其中采矿业和能源供应链的利润占比仍处于绝对高位，这给予整体商品较强的成本支撑。而下游消费的利润占比更能反映终端需求的强弱，与权益市场的相关性相对更大。全年来看，23 年由于内生动能偏弱，实际需求不足，使得下游利润持续被侵蚀，权益市场也表现欠佳。

图表1：2023 年 6 月起，商品市场与权益市场发生显著背离



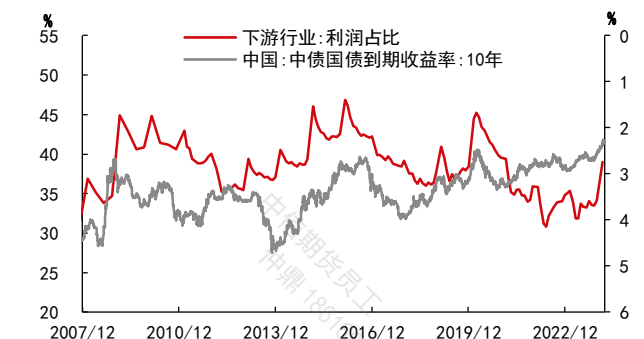
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表2：下游利润占比与权益市场有一定相关性



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表3：下游利润占比与债券市场有一定相关性



资料来源：Wind、中信期货研究所

当前大宗商品链的利润占比趋势仍在不断下滑，给予商品的在大类资产中的强势低位带来一些挑战。由于商品利润占比与商品价格有较好的相关性，本文主

要关注后市商品链是否依旧能保持相对较强的利润话语权，以从利润流动的角度观察商品价格。

图表4：大宗商品利润占比历史分位



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表5：商品链中，上游资源品利润占比历史分位



资料来源：Wind、中信期货研究所

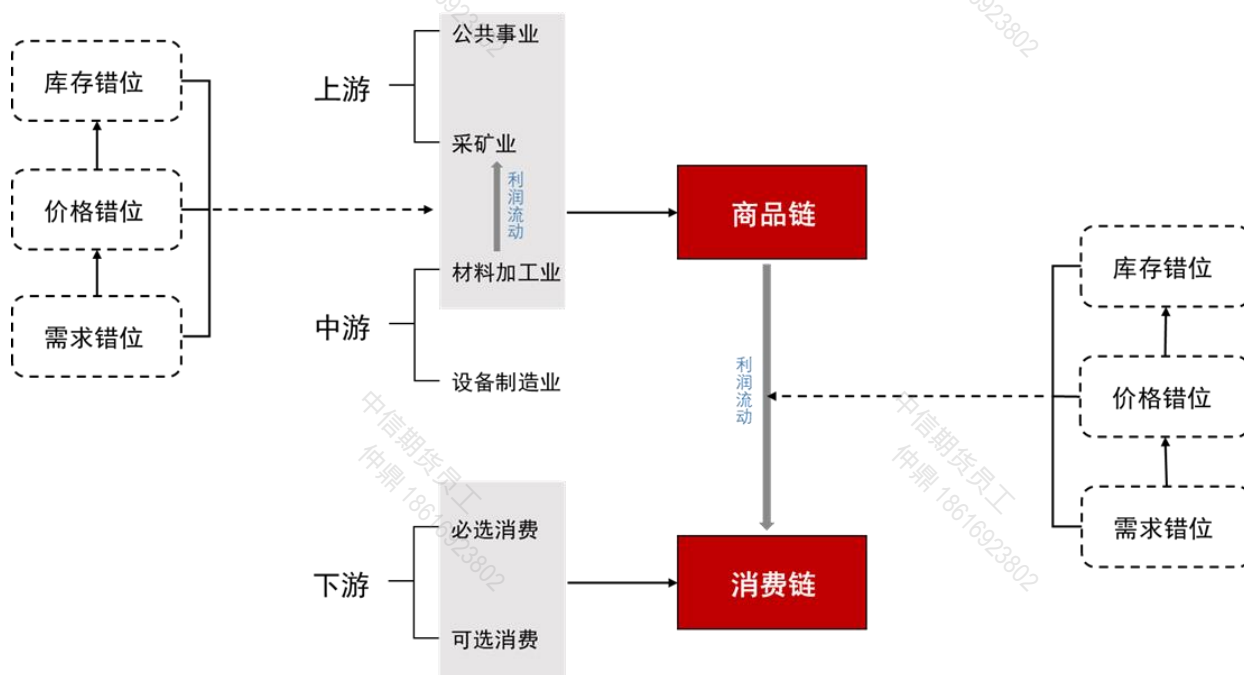
理论上，产业链的利润分配格局最初由各自产业的自身特性所确定，包括产能集中度，需求依赖度、资源禀赋等等，长期随着产业特性的改变分配格局也会有所变化。但短期利润分配的格局也并非一成不变，上下游的强弱变化也使得利润分配出现流动。本文主要关注大宗商品生产链的利润流动变化对其价格的影响。结论而言，我们认为大宗商品生产链目前仍能维持超额利润，但趋势下移。其中资源品的利润分配权强于加工品。同时，利润流动对价格趋势影响一致。

图表6：利润流动主要结论

|       | 影响因素 | 领先滞后关系    | 驱动 | 结论           |
|-------|------|-----------|----|--------------|
| 商品链利润 | 库存   | 领先 3-6 个月 | ↑  | 短期强势，长期趋势下移  |
|       | 价格差  | 领先 6 个月左右 | ↓  |              |
|       | 需求差  | 领先 7 个月左右 | ↓  |              |
| 加工业利润 | 库存   | 同步/领先 1 月 | ↓  | 短期仍较难分配到超额利润 |
|       | 价格差  | 同步/领先 1 月 | ↓  |              |
|       | 需求差  | 同步/领先 1 月 | ↓  |              |

资料来源：Wind、中信期货研究所

图表7：利润流动主要传导路径

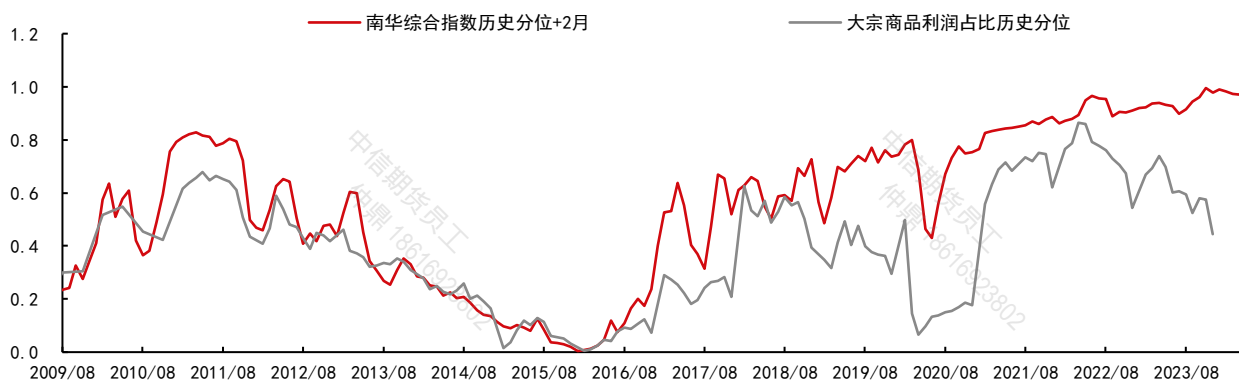


资料来源：中信期货研究所

我们观察到商品价格与其利润流动高度相关，相关度超过 80%，其中商品价格领先利润占比 1~2 个月左右。一方面，利润的数据通常在次月末公布上月情况，是宏观数据中最后公布的数据之一，具有一定滞后性。另一方面，价格作为利润计算中的一部分，也对于利润有一定驱动作用。

利润流动与商品价格的高相关性或使得利润流动成为一个观察商品价格走势的宏观视角。本文试图通过研究产业链利润流动模式与未来趋势，对大宗商品价格做出展望。

图表8：商品价格领先于利润流动 1~2 个月左右，相关性约 80%



资料来源：Wind、中信期货研究所



## （一）行业分类与利润分配模式

我们将统计局划分的 32 个主要行业进行拆分重组，将上游划分为采矿业与电热燃气水供应业，中游划分为原材料加工业与设备制造业，下游划分为必选消费业与可选消费业。其中，与大宗商品相关性最高的为上游采矿业、上游电热燃气水的生产与供应链和中游材料加工业，包含了大部分商品期货品种，我们将上游两个行业与中游材料加工业合为大宗商品生产链。

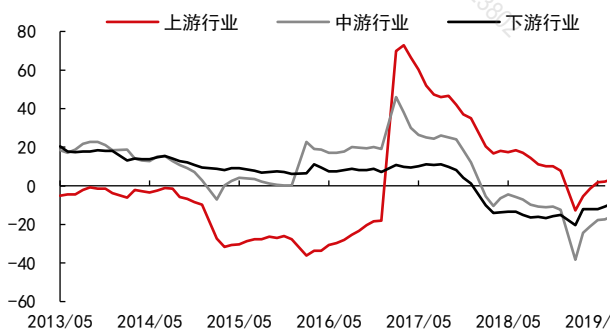
图表9：行业分类

| 上下游 | 一级分类         | 二级分类                 |
|-----|--------------|----------------------|
| 上游  | 采矿业          | 煤炭开采和洗选业             |
|     |              | 石油和天然气开采业            |
|     | 电热燃气水的生产与供应业 | 黑色金属矿采选业             |
|     |              | 有色金属矿采选业             |
| 中游  | 材料加工业        | 非金属矿采选业              |
|     |              | 电力、热力供应业             |
|     |              | 燃气供应业                |
|     |              | 水产供应业                |
|     |              | 石油、煤炭及其他燃料加工业        |
|     | 设备制造业        | 化学原料及化学制品制造业         |
|     |              | 化学纤维制造业              |
|     |              | 黑色金属冶炼及压延加工业         |
|     |              | 有色金属冶炼及压延加工业         |
|     |              | 橡胶和塑料制品业             |
| 下游  | 必选消费         | 非金属矿物制品业             |
|     |              | 金属制品业                |
|     |              | 通用设备制造业              |
|     |              | 专用设备制造业              |
|     |              | 电气机械及器材制造业           |
|     |              | 农副食品加工业              |
|     | 可选消费         | 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             |
|     |              | 家具制造业                |
|     |              | 医药制造业                |
|     |              | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业     |
|     |              | 汽车制造业                |
|     |              | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 |
|     |              | 计算机、通信和其他电子设备制造业     |
|     |              | 废弃资源综合利用业            |

资料来源：Wind、中信期货研究所

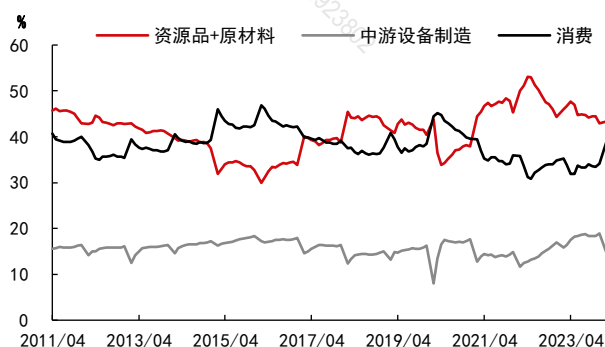
将细分行业数据按分类标准重组后，我们利用利润占比来反映利润结构的变化。当利润占比上升时，代表该段时间内这一行业能在整个产业链上的议价能力有所提升，能够分配到产业链中更多比例的利润。通过观察各行业利润占比会发现，直观上有两类行业存在明显的利润互补关系。**第一，大宗商品生产链与下游消费存在明显互补关系，相关性约 83%。**也就是说，若大宗商品生产链在一段时间内议价权不断上升时，该行业主要侵蚀的是下游消费领域的利润。**第二，在大宗商品内部，采矿业与原材料加工业也存在利润互补关系。**建立第一层利润竞争相关的基础上，两者的相关性仍然获得较高水平，约 50%。而中游设备制造的利润分配相对独立，主要与出口相关，体现其在利润竞争中的相对独立性。

图表10：工业企业利润累计同比-按上下游



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表11：上游资源品与中游原材料加工存明显利润互补关系



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表12：商品与消费，利润占比对比，相关性约 83%



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表13：采矿与加工，利润占比对比，相关性约 50%



资料来源：Wind、中信期货研究所

基于以上结论，我们对 1) 商品链与消费链，2) 商品链内部的采矿链与加工链的利润互补关系逐一分析。

## 二、商品链与消费链的利润分配

### (一) 静态驱动

供需结构的矛盾本质为产能周期和库存周期的错位。从静态观察，两者的利润分配主要取决于各自的供需压力，或者说库存周期的错位。我们以库存历史分位来衡量当前的库存压力可以发现，库存压力领先利润分配 3-6 个月左右。在商品端整体库存压力逐渐升高的周期中，其议价权也逐渐下降。此外由于国内供给端曾出现产能过剩与产能出清，供给端变动幅度较大，我们也可以使用产能利用率来衡量产能周期所带来的议价能力的强弱。长期而言，产能利用率领先于长期利润分配结构。当前市场来看，上游产能利用率仍处高位，但趋势下滑。

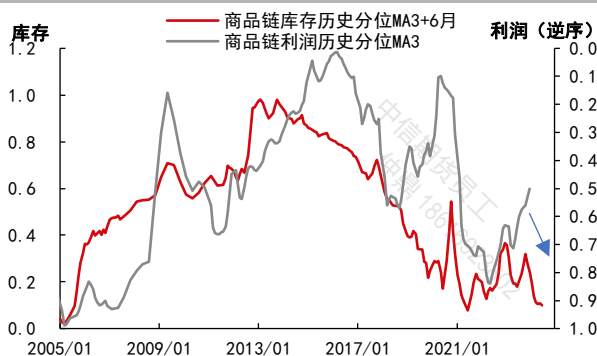
典型年份如 2020 年，疫情爆发给全球商品供应链、生产链带来较大挑战。供应约束带来的供需缺口使得上游大宗商品出现通胀。从上游大宗商品链库存来



看，自 20 年 4 月起库存历史分位持续下降，带动利润配比持续上行。

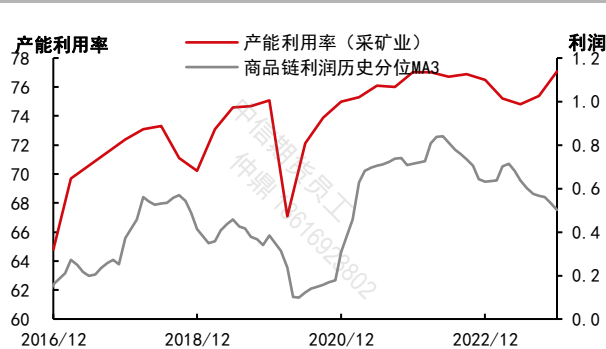
从静态驱动来看，目前商品链产能利用率仍处于高位，叠加近期商品链仍在出让库存空间，短期商品链利润有回暖的驱动力。不过从历史数据来看，出让库存空间也不绝对会带来利润空间的回升，历史上仍出现过几次显著背离的时间段。我们将通过分析对比背离的成因，来观测当下发生背离的可能性。

图表14：库存约领先利润分配 3-6 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表15：产能利用率领先于长期利润分配结构

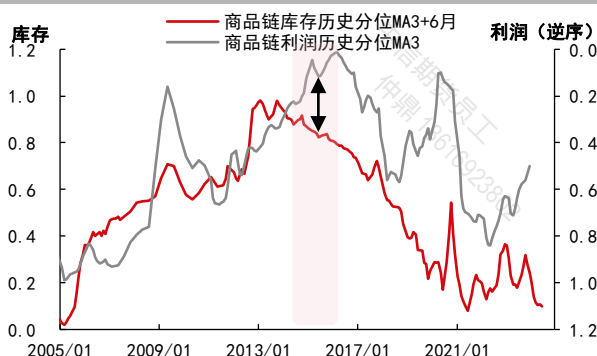


资料来源：Wind、中信期货研究所

观察背离时段，在 2014 年与 2018 年，库存指标对于利润的领先性均出现失效。2014 年下半年，商品链库存占比开始趋势下滑，而利润配比却并未受此驱动得以提振，反而仍处于话语权逐渐见底的区间。这或反映该段时间隐含的供需矛盾较大，无法通过出让库存空间的方式来解决。

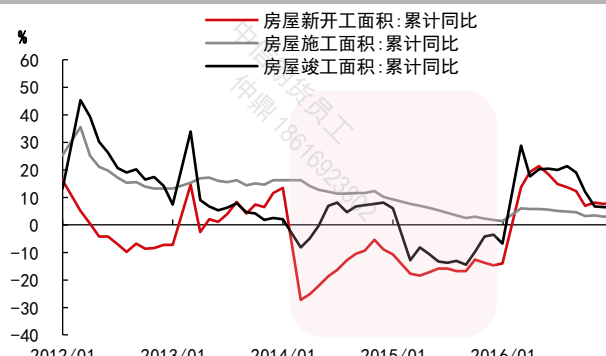
具体来看两段背离区间。2014 年底，内外需的疲软使得国内开启新一轮稳增长周期，背离的主要因素为供需的大幅失衡。从利润总量水平来看，2014 年下半年开始失速，全年利润累计同比仅 3.3%，远低于 23 年的 12.5%，2015 年更是进一步下滑至-2.3%，为 2000 年以来首次年度负增。当时国内处于产能过剩与内需不足的双重压力之中，且在产能增量多体现在上游，需求不足多体现在地产的背景下，商品链产能压力相对更大，使得即使库存相对于下游压力减少，也不足以提振其议价能力。同时，美联储推出量化宽松，以及页岩革命均对大宗商品生产链带来压力，使得供需宽松的矛盾难以通过产业自身降低库存的方式得以缓解。

图表16：2014 年库存占比与利润出现背离



资料来源：Wind、中信期货研究所

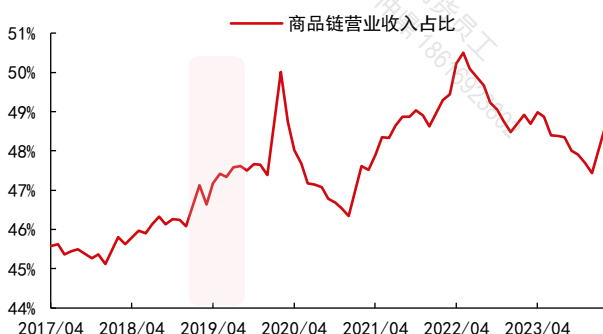
图表17：地产实物工作量表现疲软



资料来源：Wind、中信期货研究所

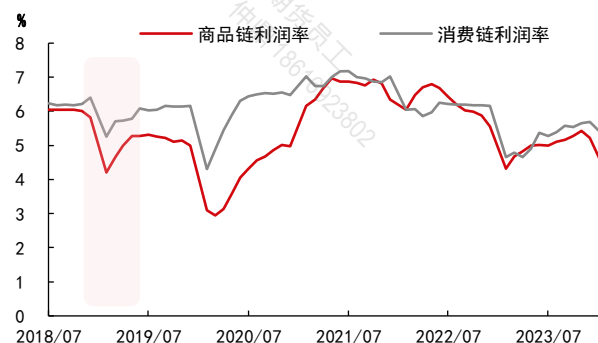
2018 年底至 2019 年同样发生类似情景，背离的主要因素为保量让价的经营策略。将利润按照利润率与营业收入的拆分来看，2018 年底商品链营业收入占比不降反升，而商品链利润率却大幅下滑，幅度高于消费链利润率。因此，大宗商品链利润份额的减少主要是源自于其利润率的劣势降低。结合库存情况来看，商品链在该段时间内或采取以销定产、薄利多销的避险策略以应对利润下滑，通过向下游转让利润的方式维持日常经营与现金流。一方面，中美贸易战爆发引起的出口下滑与地产端的高位回落给大宗商品生产链的需求端带来更大冲击。另一方面，从产能利用率来看，下游开工更为饱满，表明商品链供需压力相对较大。

图表18：2018 年底商品链营业收入占比不降反升



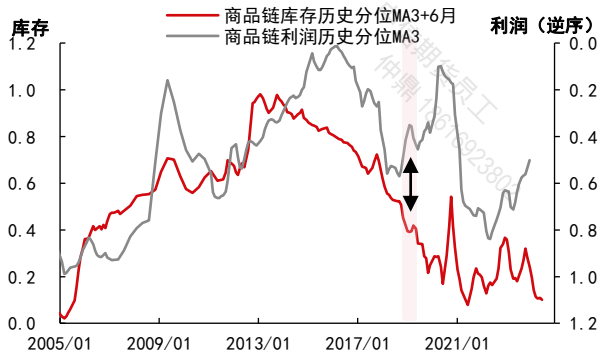
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表19：商品链与消费链利润率对比



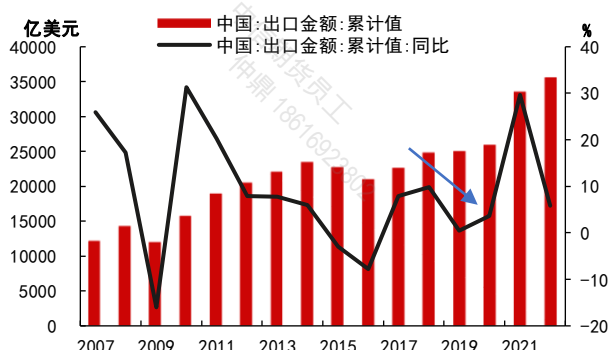
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表20：2018 年库存占比与利润出现背离



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表21：2018 年出口累计同比下降



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表22：产能利用率-按行业分类

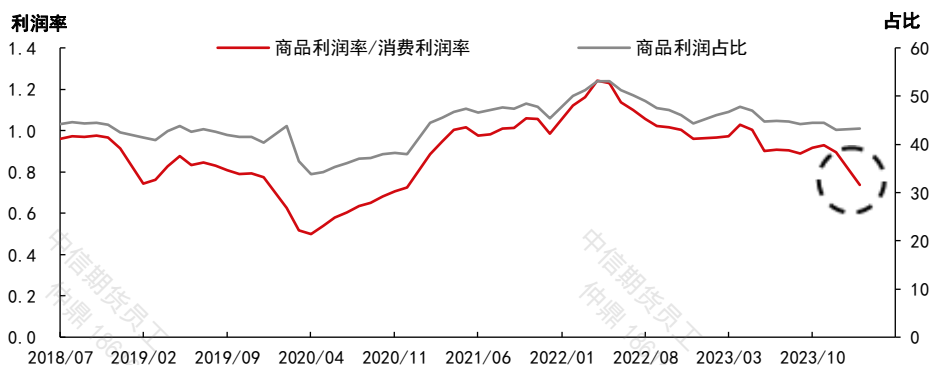
| 时间      | 采矿    |       |       | 加工    |       |       | 消费    |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 煤炭    | 油气    | 化工    | 化纤    | 钢铁    | 有色    | 食品    | 纺织    | 医药    |
| 2019-12 | 71.50 | 91.70 | 76.00 | 83.70 | 80.20 | 79.50 | 72.70 | 79.60 | 76.40 |
| 2019-09 | 71.50 | 90.70 | 76.00 | 82.80 | 79.40 | 80.20 | 71.90 | 77.60 | 75.00 |
| 2019-06 | 70.70 | 90.90 | 74.90 | 83.20 | 80.90 | 80.50 | 73.20 | 78.60 | 77.60 |
| 2019-03 | 68.20 | 91.30 | 73.60 | 83.20 | 79.20 | 78.80 | 73.80 | 77.70 | 77.40 |
| 2018-12 | 68.50 | 89.20 | 72.30 | 81.30 | 77.70 | 77.80 | 74.30 | 77.40 | 77.00 |
| 2018-09 | 70.10 | 89.30 | 73.70 | 82.50 | 78.70 | 78.80 | 75.00 | 79.90 | 76.50 |
| 2018-06 | 72.90 | 88.80 | 74.80 | 82.00 | 78.50 | 79.00 | 75.90 | 81.30 | 77.30 |

|         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2018-03 | 71.20 | 85.60 | 75.90 | 81.50 | 76.90 | 79.80 | 76.10 | 80.70 | 79.60 |
| 2017-12 | 70.50 | 88.70 | 77.70 | 84.60 | 77.00 | 79.60 | 76.90 | 79.50 | 80.60 |
| 2017-03 | 65.40 | 89.30 | 76.40 | 81.70 | 73.70 | 77.60 | 74.00 | 79.90 | 77.90 |
| 2016-12 | 60.70 | 86.70 | 73.10 | 83.00 | 73.00 | 75.70 | 72.20 | 77.20 | 76.10 |

资料来源：Wind、中信期货研究所

结合历史来对当前环境作对比分析，我们认为，**薄利多销、以销定产的避险型经营模式**或使得在上游继续出让库存空间的背景下，利润分配上行驱动不足的情况。库存与利润的领先滞后情况有一定背离的基础。与国内而言，一般在经济上行周期，上游商品链在集中度相对下游较高，利润率相对强势的背景下更容易分配到超额利润，而在需求不足的情况下，前期商品链较强的利润分配权或趋势下移。同时，我们观测到，尽管整体工业企业利润有企稳之势，但最新一期的数据显示商品利润率有拐头向下的趋势，商品链让利下游模式的持续性仍需进一步跟踪。

图表23：近期商品利润率优势再度出现下滑



资料来源：Wind、中信期货研究所

从目前产能利用率的情况来看，当前上游产能利用率相对下游依旧偏高，与18年相比依旧有相对优势。这或主要源自于在上游资源品在供应链修复与地缘风险的影响之下具有相对稀缺性，而下游在需求不足与行业集中度较低的背景难以跟随涨价。但从需求的角度来看，地产与出口的调整压力接近14年的水平，仍给上游大宗商品生产链带来一定挑战，不能排除用库存份额换取不了利润份额的可能性。其中，煤炭、油气、化纤板块可能有偏强的利润回升驱动，而钢铁板块由于其产能利用率仍处于历史低位，库存下压促使利润回升的动力尚显不足，利润仍然继续承压的可能性相对较高。

总体而言，从静态驱动来看，随着近期库存份额的减少，大宗商品生产链在未来1-3个月时间范围内，有加强利润分配权的驱动力，从而引起商品价格上涨。但对比历史的背离情况来看需求端仍有相似之处，因此对于大宗商品短期的利润分配高度也不宜太过高估，且黑色加工与有色加工板块产能利用率的历史分位数较低，处于21%与63%的位置，使得其降库换取利润的效果或相对不佳。

图表24：产能利用率-按行业分类

|         | 采矿    |       |       | 加工    |       |       | 消费    |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 煤炭    | 油气    | 化工    | 化纤    | 钢铁    | 有色    | 食品    | 纺织    | 医药    |
| 2023-12 | 75.64 | 92.06 | 76.68 | 85.69 | 76.41 | 79.64 | 71.25 | 76.15 | 75.36 |
| 2023-09 | 73.80 | 91.20 | 74.60 | 85.10 | 79.10 | 80.20 | 71.10 | 76.90 | 72.70 |
| 2023-06 | 74.50 | 90.90 | 74.30 | 84.10 | 79.00 | 80.30 | 68.10 | 76.90 | 76.20 |
| 2023-03 | 73.80 | 91.20 | 75.50 | 82.10 | 78.10 | 77.80 | 70.70 | 75.50 | 75.20 |
| 2022-12 | 75.40 | 91.30 | 76.00 | 79.20 | 73.50 | 79.40 | 71.90 | 76.20 | 77.60 |
| 2022-09 | 75.00 | 91.80 | 75.30 | 82.00 | 74.90 | 79.60 | 72.00 | 76.70 | 74.80 |
| 2022-06 | 74.30 | 92.30 | 77.70 | 83.80 | 79.20 | 79.00 | 71.30 | 77.80 | 75.10 |
| 2022-03 | 74.90 | 92.40 | 77.90 | 84.20 | 77.00 | 79.00 | 71.60 | 78.20 | 74.60 |
| 2021-12 | 76.40 | 89.00 | 77.60 | 82.50 | 74.60 | 76.90 | 74.50 | 79.20 | 77.40 |
| 2021-09 | 74.20 | 90.00 | 77.80 | 83.50 | 77.00 | 79.60 | 74.20 | 79.50 | 76.60 |
| 2021-06 | 73.10 | 90.30 | 80.00 | 85.30 | 84.10 | 81.60 | 72.80 | 80.90 | 78.50 |
| 历史分位数   | 92%   | 88%   | 67%   | 92%   | 21%   | 63%   | 25%   | 21%   | 38%   |

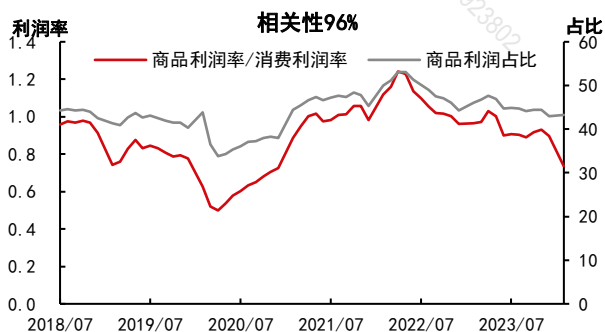
资料来源：Wind、中信期货研究所

## （二）动态驱动

库存驱动的背离一定程度上反映了生产传导利润配比的不足，从动态观察，价格环境也决定了未来的分配模式。从利润率的视角来看，当商品链的利润率相对于下游消费更高时，整体大宗商品生产链的议价能力将得以提升。我们用商品链利润率与消费链利用率的比值来衡量利润率的强弱，发现其与商品链利润分配高度相关，相关性高达 96%。我们也可以用 PPI 与 CPI 剪刀差来反映企业的利润率。根据上下游利润率比值来看，目前产业链利润处于由上游向下游传导的过程中。

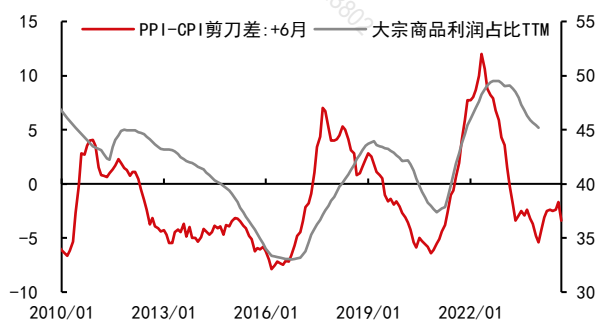
PPI-CPI 剪刀差作为一个有效衡量上下游价格强势程度的指标，也一定程度上能够决定未来的产业链分配流向。PPI-CPI 剪刀差反映了当前上下游价格相对强势与生产经营环境，能够反映当前以及未来一段时间的产业链利润分配问题。在上游采矿及原材料加工，与下游消费替代关系明显的背景下，该指标能反映出周期与消费板块之间的此消彼长的关系。从历史经验来看，PPI-CPI 剪刀差一般领先于上游利润占比约 6 个月的时间，根据剪刀差的指引，可以看到 6 月前的剪刀差开始出现降幅收窄企稳的现象，但绝对水平依旧偏低，处于负值区间，因此当前价格环境仍不利于上游企业的利润分配。由于 CPI 受食品影响较大，我们使用核心 CPI 进行替换，发现其领先意义相对更强。

图表25：利润配额强势由利润率强势决定



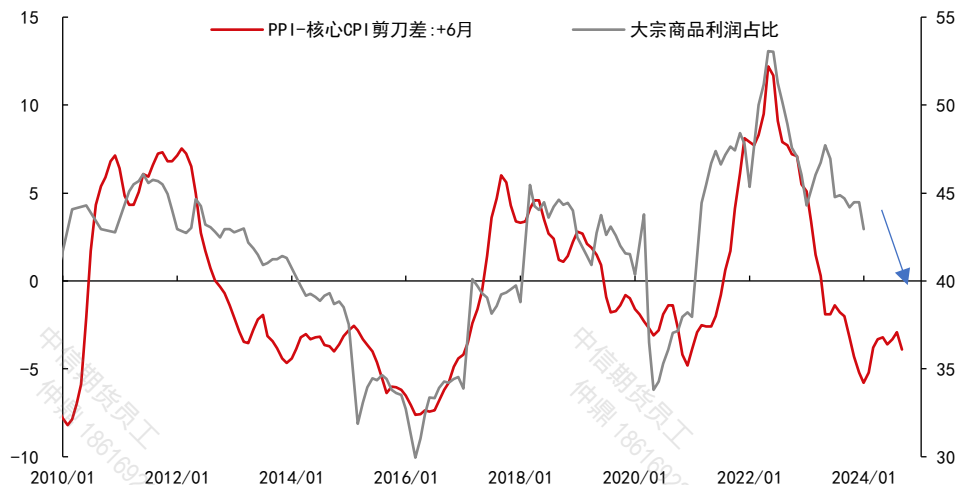
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表26：PPI-CPI 剪刀差领先利润占比 6 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表27：PPI-核心 CPI 剪刀差领先效果更强



资料来源：Wind、中信期货研究所

除了成本推动，决定 PPI-CPI 剪刀差的一个方面是相关需求端的强弱，而对于国内而言，也许是投资，出口与消费的强弱关系。投资与消费累计同比的剪刀差与 PPI-CPI 剪刀差在定性判断上有良好的领先滞后关系，但高度不一。从需求侧的三驾马车来看，出口与中游设备制造，消费与下游产成品以及上游原材料采掘加工与投资最为相关，我们尝试从需求驱动的强弱做出一定分析。观察显示，地产投资与社零同比剪刀差以及出口与社零同比剪刀差与上游利润占比均呈现良好相关性。

国内大宗商品生产链以及库存周期的需求主要驱动力或来自于地产和出口。地产投资与消费相对强弱与剪刀差相关性高。而投资端整体以及基建分项对于 PPI-CPI 剪刀差驱动却弱于单地产分项，或反映基建端作为地产逆周期的调节工具，仅有平滑企稳的作用，无法逆转地产下行的周期。当地产与消费的需求差与



利润分配出现背离时，往往出口将出现明显增速或失速，反映出口端也为主要驱动力之一。如 2016 年-2017 年，以及 2019 年-2021 年，在地产端表现平平的背景下，出口成为驱动 PPI-CPI 上行的主要动力。

图表28：利润配额强势由利润率强势决定



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表29：PPI-CPI 剪刀差领先利润占比 6 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

**展望后市，PPI-CPI 剪刀差上行驱动力或仍显不足，不利于商品链分配利润。**

根据我们对宏观趋势的判断，由于地产风险化解或仍需较长一段时间，叠加国内经济企稳复苏，未来消费端表现或仍强于地产投资。出口端，海外经济增长或先抑后扬。后续随着中美关系缓和，欧美央行货币政策转向，美国或有可能开启补库周期，提振出口，但时间仍有待进一步观察。基于对明年地产、出口与消费的定性判断，大宗商品需求侧驱动力量仍显不足。其中财政政策向三大工程的发力有望成为突破口。

**PPI 难言上行，亦将拖累国内顺利开启补库周期。**通常而言，M1 增速领先于 PPI 约 9 个月左右。M1 增速通常能够反映企业的现金流与购买力，与 PPI 与库存周期存在良好的领先性。从 M1 同比情况来看，PPI 短期仍有下行压力，同样不利于 PPI-CPI 剪刀差的上行。从库存周期看，近期库存曾出现 2 个月连续上升，引发市场对于国内即将开启补库周期的预期。但我们认为在当前宏观背景下，目前已有的数据尚不足以确认补库周期已经开启。主要有三方面的原因：第一，从目前制造业整体情况来看，受制于产成品价格持续下行对利润的挤压，制造业整体产能利用率偏低，国民企业分化明显等原因，工业企业整体补库动力依旧不足。其实早在今年年初，库存就出现过类似拐点，但由于内生动能不足的原因，在经历了一个短暂的上升后，库存再次出现明显下滑。第二，从目前率先修复的行业来看，补库主要发生在上游原材料以及下游必选消费，前者受益于大宗商品价格上涨，后者受益于宏观弱复苏与消费替代。本次补库或由上游资源品利润扩张引领而非下游需求好转所推动，因而即使开启补库，原材料补库周期或难以顺畅传导至下游，整体补库高度或亦不宜高估。因此我们认为在总量利润并未出现明显修复的背景下，产业链存量利润的流动所带来的补库或也是局部的，有限的。第三，从 PPI 对于库存周期的领先性来看，近期 PPI 再度下滑，且始终处于负值区间，这对于补库时间和高度都将带来一定限制。



图表30：M1 同比领先 PPI 约 9 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

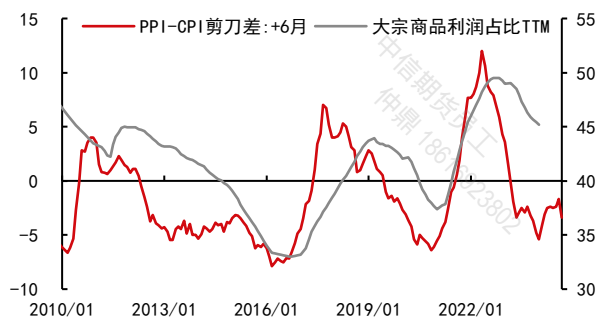
图表31：PPI 领先库存约 1-3 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

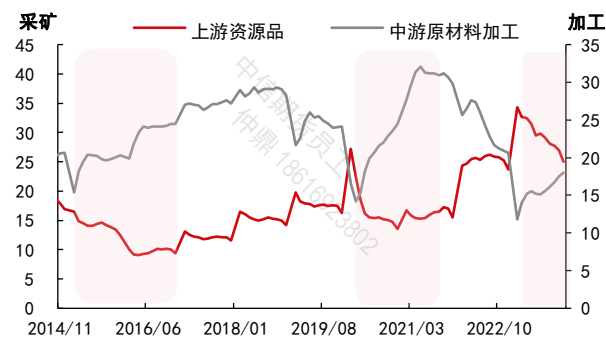
值得注意的是，本次大宗商品链的利润分配比下滑幅度显著低于剪刀差的下滑幅度。可以看到，在 2015 年与 2020 年 PPI-CPI 剪刀差都曾下滑至深度负值区间。而与之同步的是大宗商品生产链利润的低位。尽管通过上述分析，我们认为商品链难以维持当前偏强的利润分配，但后续下滑的幅度仍需进一步分析。我们先从三次剪刀差深度低位的对比入手。从商品链内部拆分来看，一个很明显的特征是，前两次商品链利润分配比下滑主要是由上游利润的快速下滑所引起。因此我们将在下一部分中讨论商品内部上游资源品与中游加工业之间的利润分配问题。

图表32：本次大宗商品链利润下滑幅度较少



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表33：上游与中游原材料加工利润占比



资料来源：Wind、中信期货研究所

### 三、资源品与加工链的利润分配

#### （一）静态驱动

不同于产业链上下游，上游资源品与原材料加工业存在利润竞争关系，且弹性比较大。我们认为这主要有两个原因：第一，资源品与加工业的生产环境较为紧密、采矿业和能源的产成品属于加工业的直接成本，关系密切。第二，两者依赖程度相对较高，分支链条相对较少，下游需求对两者影响相对同步。

由于资源禀赋等原因，通常而言上游资源品具备天然的产业集中优势，相对

于下游炼厂加工拥有更高的利润分配权。长期来看，利润分配的绝对优势来自于各自行业的集中度。而产业短期的人为供给扰动会短暂影响利润分配格局。从历史分位水平来看，目前加工利润仍处于较低位置，接近于 06 年与 13 年的最低水平。

从静态观察，库存压力对于利润分配的影响相对显著，且有 1 个月左右的领先关系。按照库存的领先性来看，目前原材料加工行业的库存下滑趋势出现放缓，预计短期加工业分配到更多利润的可能性有所降低。

图表34：目前加工利润处于历史低位



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表35：库存压力约领先利润 1 月左右



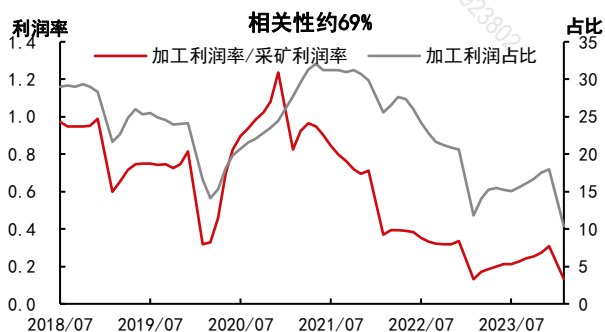
资料来源：Wind、中信期货研究所

## （二）动态驱动

如同上下游使用 PPI-CPI 剪刀差，在衡量采矿相对于加工行业的价格强势程度时，我们使用 PPI 原材料-PPIRM 剪刀差这一指标代表加工行业利润率。从价格驱动来看，两者依旧有比较强的相关性，但价格领先性相对较低，反映价格传导弹性在采掘-加工之间更大，更为敏感，传导速度相对较快。

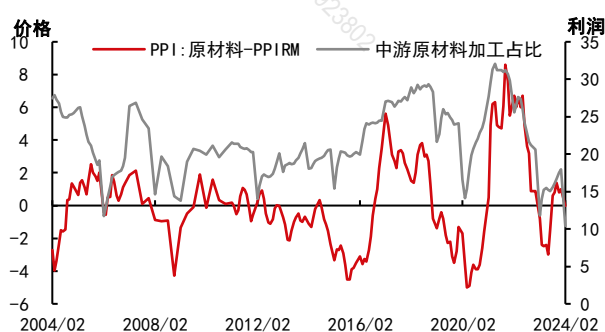
从价格绝对水平来看，加工利润仍处于偏低位置，且上行驱动略显不足。从需求驱动上来看，一般而言，下游需求对于其直接上游的利润传导会略快于再上游资源端，因此当下游需求出现明显冲击时，加工业更容易分配到利润。而当需求驱动不足的情况下，若上游资源品出现供给扰动，加工利润容易受到上下游的双重挤压，从而利润出现大面积受损，引起局部滞胀，当前或处于类似情形。

图表36：利润配额强势由利润率强势决定



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表37：价格领先性相对较低

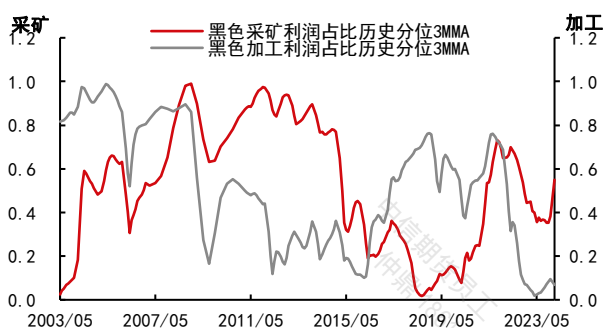


资料来源：Wind、中信期货研究所

以具体产业链为例，自 2022 年以来，黑色金属产业链一直处于利润下滑的状态，黑色板块采矿与加工利润均处于下滑趋势。以季均水平来看，采矿利润仍处于下滑区间，加工利润处于更低水平但已企稳回升。但由于加工利润相对于采矿利润下滑速度更快，使其原料表现仍相对较强。我们发现，黑色加工与采矿的利润占比差值略领先于螺矿比，近期利润差降幅收窄，或使短期螺矿比有一定修复空间，但高度不大。后续判断重点仍关注采矿利润与加工利润的趋势。

采矿利润趋势受库存影响相对较大。库存占比差值同步/领先 1 月采矿利润。从库存来看，采矿利润占比仍有下滑空间。但黑色产业加工利润与库存压力的相关性较低，近期更是发生大幅劈叉，这或是由于需求驱动对于加工利润更为明显。对于黑色而言，由于原材料地位相对强势，加工分配到强势利润的途径通常有两类：第一，需求对于加工利润的传导相对快于原材料。地产投资对于利润驱动的相关性较高，而出口增加本身可能就是因为让利，因此相关性较低；第二，人为供应约束对于产能的限制。在 24 年稳增长的背景下，需求驱动与供给驱动或均难以发生趋势性扭转的局面，或仍不利于加工利润的分配。

图表38：加工利润处于相对更低水平



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表39：利润差值略领先于价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

我们从有色产业链也能看到类似情形。上游采矿利润与库存差也高度相关，但相对同步，没有明显的领先滞后关系。反映有色采矿业利润配比或也很大程度上由自身和直接下游的库存压力驱动。同时，下游加工业利润配额也更多是来自

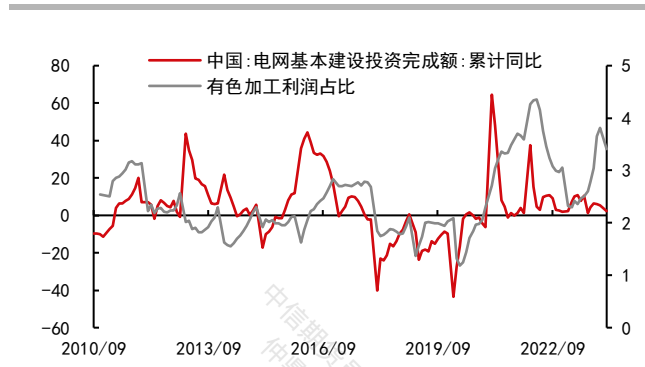
于需求驱动，可以看到下游电网以及竣工景气度对于有色利润的拉动效果较好。其中竣工对于有色加工利润的驱动约有 6 个月的领先性。

图表40：有色库存压力同步与利润



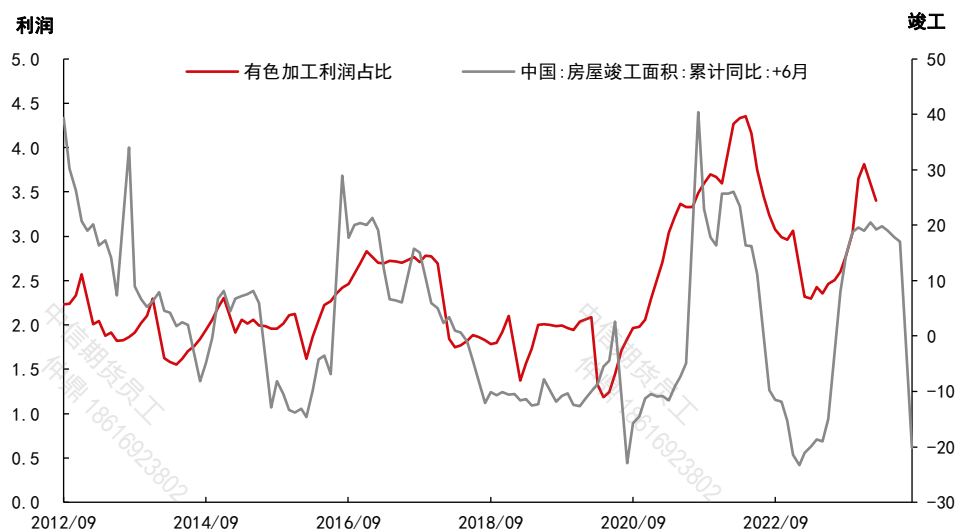
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表41：电网需求对有色加工利润占比有驱动



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表42：竣工约领先加工利润 6 个月左右



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 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

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>