



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

潘京

资格编号: S0120521080004

邮箱: panjing@tebon.com.cn

### 联系人

### 相关研究

- 1.《对华关税:中美故事不同,取消影响有限》, 2022.7.6
- 2.《从联储通胀框架看加息能否有转机——供应链&通胀特辑#3》, 2022.7.5
- 3.《疫情好转带动实体经济流动性持续回升——量化经济指数周报-20220703》, 2022.7.3
- 4.《输入型通胀会构成下半年的风险吗》, 2022.7.1
- 5.《兑现“衰退预期”需要分几步?——大类资产比价关系研究之四-》, 2022.6.30

# 大宗价格对中下游利润的传导机制

## 投资要点:

- 我们主要采用投入产出表(2020)测算上游价格变化对下游行业价格的影响,我们发现石油行业的价格变动影响的范围最广,除了石油部门本身外,上游、中游、下游均有行业受到超过9%的价格变动影响。价格传导的顺畅程度说明了受到影响的这些行业对于上游行业价格变动的敏感性较强,在上游价格变动50%的时候,部分中游行业的价格变动也超过了30%,中下游行业变动基本与各商品产业链的中下游分布一致。有些行业会同时受到多个上游行业价格拉动的影响,不同的行业价格也会交叉产生影响。
- 上游成本下行影响更大的是直接受益于原材料价格下行的行业,这样的行业对成本的敏感程度较高。从各二级行业的上游产业链出发,我们发现煤炭下游的成本敏感度最高,电力行业有望呈现量升价稳的盈利小幅增长态势。以原油和农产品为主要成本的行业来看,国际粮价、饲料的成本仍然较高,目前影响更大的因素是国内猪周期带来的猪肉和替代品禽类的价格上行,养殖业有望在自身景气周期影响下迎来利润拐点。在油价三季度依然维持在高位的情况下,原油产业链下游的包装、塑料行业的成本改善暂时未见曙光,行业仍然需要忍受一段时间的利润压缩。以黑色系和有色金属为主要上游原材料的环保、电机、家电行业,在上游商品价格下行的过程中,同时受益于国内经济复苏对于上游商品需求的拉动,自下而上的需求端传导让行业有望迎来成本端的下降和需求的双升,盈利可能出现较为明显的改善。
- 当前时点与去年末的上游商品价格表现形态类似,近期原油、农产品、工业金属等大宗商品价格有所波动,上游价格见顶的预期发酵后,下游行业以成本降低盈利提升的预期逻辑开始演绎,但如果需求的格局仍然未发生改变,提价的实际表现可能会像去年四季度的部分行业盈利“以高价换低量”,在交易情绪被证伪后,板块回归下行,仅有行业龙头能够实现顺利传导价格和份额的提升;如果成本由上游价格下行带动开始下行,对下游行业来讲,中间成本仍然高居不下,弱勢的终端需求导致传导受阻,也会造成下游板块交易预期过满,在后续交易中存在被证伪的可能性,因此需要辨别板块是否真的存在实际上的盈利改善,短期情绪上行后市场仍然会选择回归基本面。
- 在本周资金面出现边际紧缩的变化后,市场开始了反弹后的调整,进入7月,市场的主要逻辑需要关注预期的兑现情况,业绩预告和6月金融数据的公布都将确认前期驱动市场上行的预期逻辑是否成立,尽管我们不认为当前对于银行间资金面的调整会导致股市的资金快速流出,但是在本次两个月左右的反弹中并未出现明显回调,突然紧缩的预期会影响市场的情绪变化,短期市场可能进入震荡博弈状态,也需要警惕部分行业在本次市场上行过程中积累的估值风险。海外因素可能不会在短期内出现明显的变化,在海外衰退的明显迹象出现前,国内因素仍将主导市场暂时与海外“脱钩”。经济基本面仍然支持整体流动性宽裕,在居民资产负债表暂未完全修复之前进入紧缩的路径本次也正在被纠偏,参考去年四季度PPI拐点下行时期的中下游提价潮,需求端弱化的情况下,板块毛利率整体提升的逻辑并不牢固,但若疫情影响导致的需求端抑制短期缓解、地产链拐点初现、经济复苏能够得到更多数据的确认,那么消费行业相对前期上涨过多的成长行业仍然具有更高的性价比。
- **风险提示:**疫情影响再度升级;全球通胀危机;海外衰退超预期;经济复苏强度不及预期;政策推出程度不及预期

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1. 供需角度观察中下游行业传导的顺畅程度 ..... | 4  |
| 1.1. 农产品 .....              | 4  |
| 1.2. 原油 .....               | 5  |
| 1.3. 煤炭与黑色金属 .....          | 7  |
| 1.4. 有色金属：以铜为代表 .....       | 8  |
| 2. 价格角度观察上游行业的影响范围和程度 ..... | 9  |
| 3. 毛利率角度观察成本敏感程度 .....      | 10 |
| 4. 中下游盈利变化对市场交易逻辑的影响 .....  | 11 |
| 5. 风险提示 .....               | 12 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 部分农产品和食品出口占比 .....            | 4  |
| 图 2: 部分农产品的进口依赖度 .....             | 4  |
| 图 3: 全球主要地区农产品出口情况 .....           | 5  |
| 图 4: 除玉米外粮价涨幅基本未跟随国际粮价变化 (%) ..... | 5  |
| 图 5: 农产品链条传导 .....                 | 5  |
| 图 6: 中国从全球各地区进口原油数量占比 .....        | 6  |
| 图 7: 全球主要国家石油需求量 (百万桶/天) .....     | 6  |
| 图 8: 原油行业全产业链条 .....               | 6  |
| 图 9: 煤炭使用主要用于发电 .....              | 7  |
| 图 10: PMI 和用电量都在 4 月出现拐点 .....     | 7  |
| 图 11: 煤炭和黑色金属产业链条 .....            | 7  |
| 图 12: 铜消费量占全球比 (2022 年 3 月) .....  | 8  |
| 图 13: 世界主要铜产量占比 (2021 年) .....     | 8  |
| 图 14: 铜广泛应用于各个领域 .....             | 8  |
| 图 15: 塑料、包装行业需求走弱 .....            | 11 |
| 图 16: 猪肉价格拐点回升 .....               | 11 |
| <br>                               |    |
| 表 1: 上游部门价格变动对主要行业的价格拉动 .....      | 9  |
| 表 2: 毛利率与原材料同比负相关的行业 .....         | 11 |

在《大宗价格波动与股票市场逻辑演变》里，我们阐述了供给侧和需求侧定价的不同大宗商品价格的变化走势和成因。我们认为，尽管近期供给侧预期变化和全球衰退风险加强的预期导致供给仍然偏紧的商品价格出现暂时性的调整，但在供给端的约束在短期内无法放开、供需缺口仍未有效缓解的情况下，供给端定价的产品仍然可能维持高位震荡，下游成本可能短期内无法下降；而需求端定价的部分商品价格已经见顶，我们需要关注上游覆盖面较广的行业，其下游不同行业的需求变化能否承接上游价格向下的变化。我们看到部分大宗商品价格变化可能会带来国内中下游企业成本端下行的转机，从而导致行业实现盈利回升，因此本次我们主要从供需角度、价格角度和毛利率角度来探讨价格传导的机制和中下游行业盈利上行的可能性。

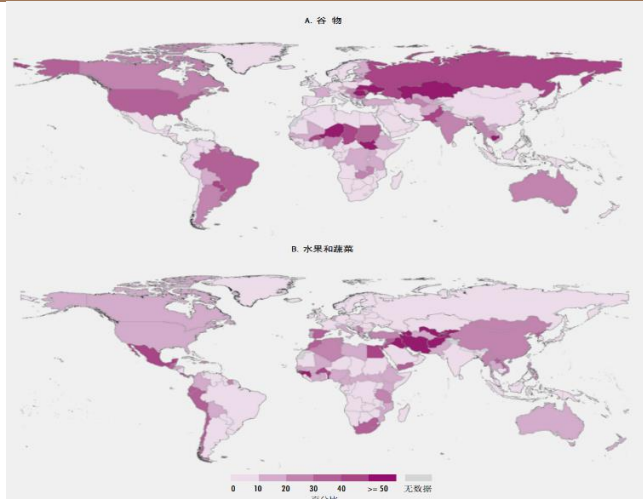
## 1. 供需角度观察中下游行业传导的顺畅程度

### 1.1. 农产品

国内的需求来看，尽管中国的农产品进口金额大于出口金额，但主粮基本自给自足，谷物和水果的进口依赖度均较低。同时，中国粮食通过实施最低收购价和进出口配额制度和积累大量库存来减小粮价波动。中国农产品进口的主要类别包括玉米、豆粕等，一般用于饲料加工，海外农产品的价格变化可能会小幅影响养殖行业成本，但整体波动不大。更重要的渠道反而可能是原油链条下游的化工品涨价导致化肥价格上涨驱动国内粮价成本上行。

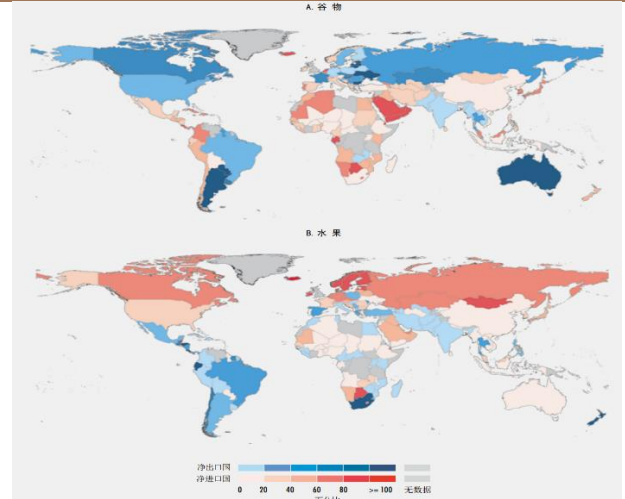
根据我们在《大宗价格波动与股票市场逻辑演变》中对农产品价格的判断，农产品供给端仍然缺乏弹性，对于国内主要依靠进口的部分品种来说，成本端的问题暂时难以得到缓解，因此养殖业饲料成本提升导致毛利率在粮价提升的过程中受到挤压，但同时养殖业也受到猪周期的影响，猪价已见拐点，需求拉动的价格回升与成本提升相比，可能末端价格更占优，因此，养殖业近期的利润传导链条更多跟随猪价拐点上行而上行，成本端的提升会挤压一部分利润，但无法改进行业价格周期拐点的到来。以进口产品为主要成本的、需求端相对刚性或者较为低迷的行业可能仍然将维持一段时间成本高企的状态。

图 1：部分农产品和食品出口占比



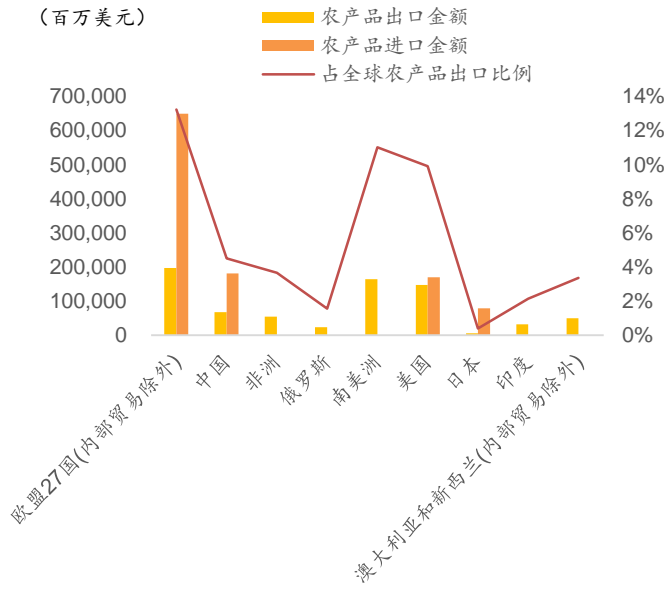
资料来源：联合国农粮组织，德邦研究所，2016年-2018年均值

图 2：部分农产品的进口依赖度



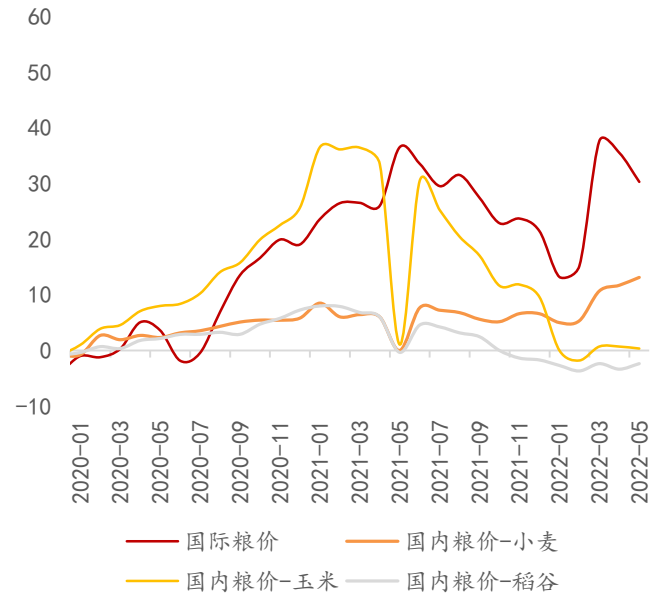
资料来源：联合国农粮组织，德邦研究所，进口依赖度表示国内食品供应量中进口食品所占比例，蓝色数值表示该国为净出口国，食品类别按照粮农组织食物平衡表分类，最新数据为2017年

图 3：全球主要地区农产品出口情况



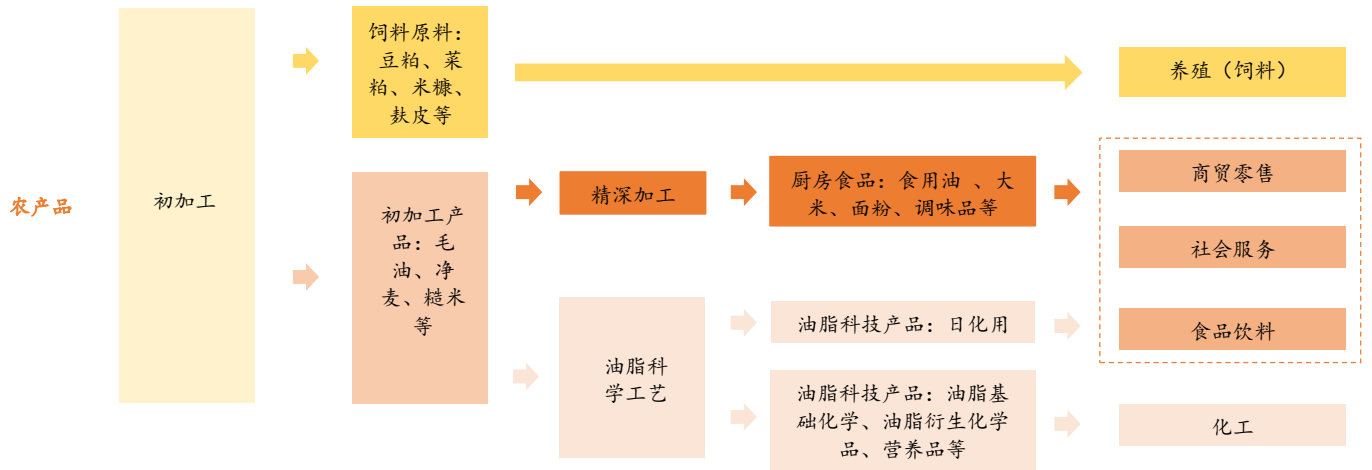
资料来源：wind，联合国农粮组织，德邦研究所

图 4：除玉米外粮价涨幅基本未跟随国际粮价变化 (%)



资料来源：wind，德邦研究所

图 5：农产品链条传导



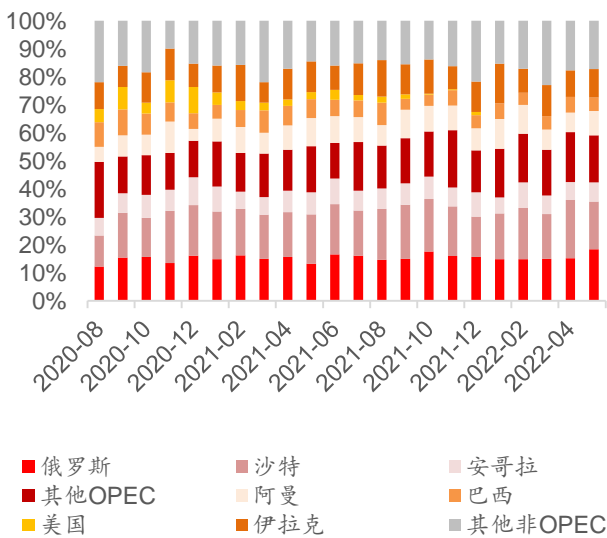
资料来源：德邦研究所绘制

## 1.2. 原油

国内原油价格基本跟随海外油价，自 2017 年以来，中国超过美国成为全球最大的原油进口国。2022 年 5 月，中国约有 60% 的原油进口来自 OPEC 内的国家，从俄罗斯进口的占比也在上升。油价上升的成本继续向国内传导，由于原油行业的应用涉及到的下游需求相当分散，从需求端来看，不管是偏向企业端的投资、还是偏向居民端的消费，各方面都涉及到原油中间品或者产成品的使用，因此，在海外油价大幅上行的过程中，国内成品油价、需求端较紧的生活必需品价格持续上涨，中游材料、器械、交通运输的成本上升带动下游应用较为广泛、需求较为刚性的塑料、金属材料、电子化学品、电机、物流等行业能维持价格传导出现盈利增速上行，但同样面临上游成本上行的部分建材、家具、服装以及航空业等，则因为需求本身受到了地产下滑、消费场景限制的影响，无法顺利传导涨价预期。

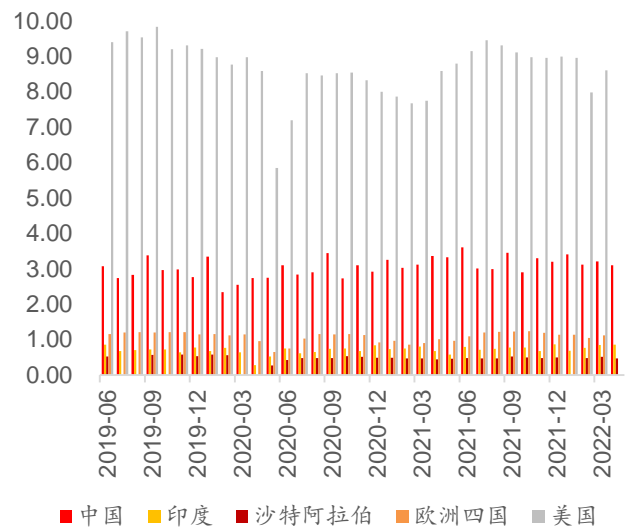
我们在《大宗价格波动与股票市场逻辑演变》中探讨过全球原油三季度供给端仍然存在较大的缺口，油价可能在三季度仍然能维持高位。下半年国内的修复节奏和海外需求逐渐下滑的趋势或也将呈现反向，投资端显示基建的托底已经有一定成效；另一个较为关键的预期是国内发布的第九版防疫政策细化了具体的防控措施，人员流动和城际出行的预期会带来线下需求的边际改善，前期受影响最大的社会服务、交运、零售等行业的基本面或许会逐渐迎来底部改善，但居民资产负债表的修复迟迟不见成效，存款和贷款的增速同时下降也显示了居民的需求预期难以出现明显改善、对未来收入增长存在担忧的现状。疫情的冲击导致了以线下为主的经营模式的行业遭受了不可逆转的损失，本次自线下出发需求拐点的回升的幅度可能仍然弱于前几轮经济受创时恢复的程度，行业修复在低基数下可能会见到一轮较为明显的回升，但长期恢复的斜率可能不宜高估。

图 6：中国从全球各地区进口原油数量占比



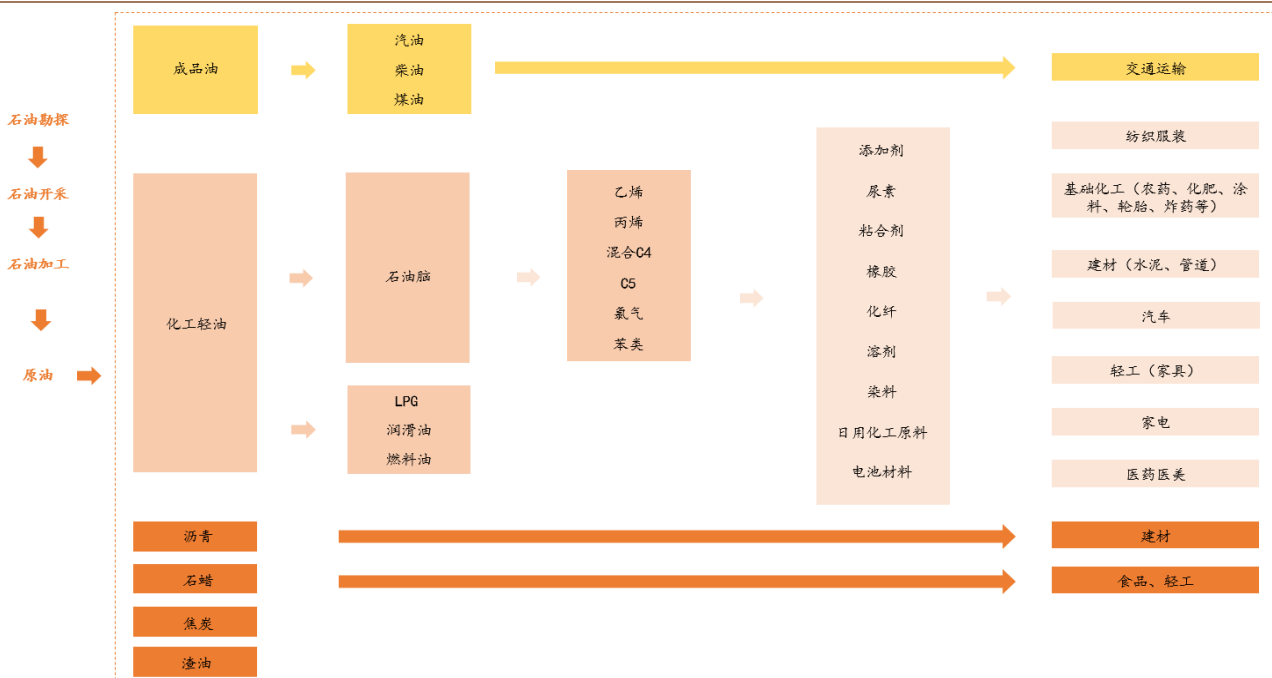
资料来源：wind，德邦研究所

图 7：全球主要国家石油需求量（百万桶/天）



资料来源：wind，OPEC，德邦研究所

图 8：原油行业全产业链条



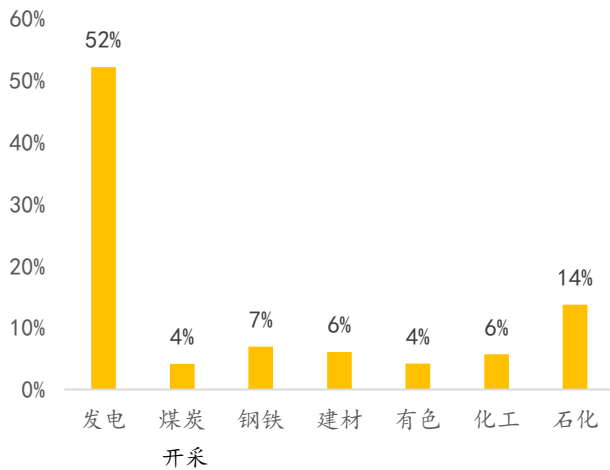
资料来源：德邦研究所绘制

### 1.3. 煤炭与黑色金属

和其他大宗商品相比，国内煤炭行业相对具有自主定价权，国内产煤和耗煤基本能实现供需平衡。中国主要依赖国内煤炭生产，进口煤炭作为一定补充。2017年的供给收缩和2021年“双控”带来的产能的压降都在一定程度上减少了产能，导致煤炭价格上行。2021年10月保供稳价政策出台后，煤炭产量逐渐提升，国内煤价也开始回落，基本与去年调控后的煤价维持在同等水平。

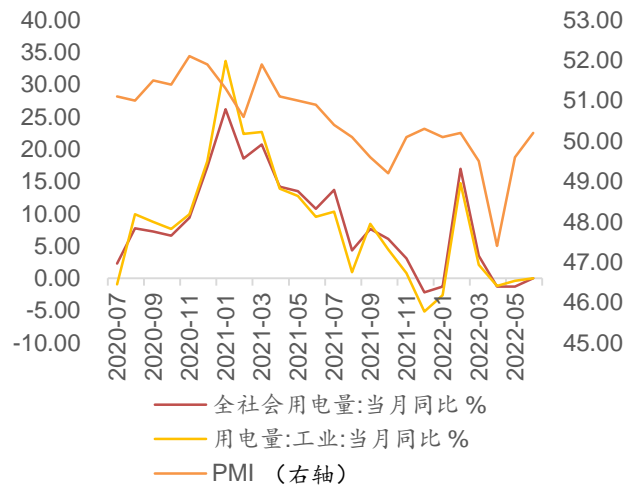
国内的煤炭需求来看，发电需求占50%以上，石化占14%，钢铁占7%，建材和化工占6%，有色和煤炭下游占4%。用电量跟工业生产相关性较高，4月PMI拐点回升之后，工业用电量降幅持续收窄，在疫情稳定后，发电耗煤需求将随着夏天用电高峰、线下活动展开带动下下游行业需求增长而逐渐增长，煤炭下游的钢铁、建材需求复苏也随着地产销售拐点出现而见到需求上行。与线下需求修复相类似，本轮地产恢复更多基于托底思维，去年下半年的低基数可能会让增速看起来较为乐观，但实际上的恢复程度相比之前的增速预计会有大程度的减弱，需求端的恢复幅度仍然是“弱复苏”。基建相对来说产业链更为健康，需求也相对较为旺盛，可以较为顺畅地承接上游价格的传导。

图 9：煤炭使用主要用于发电



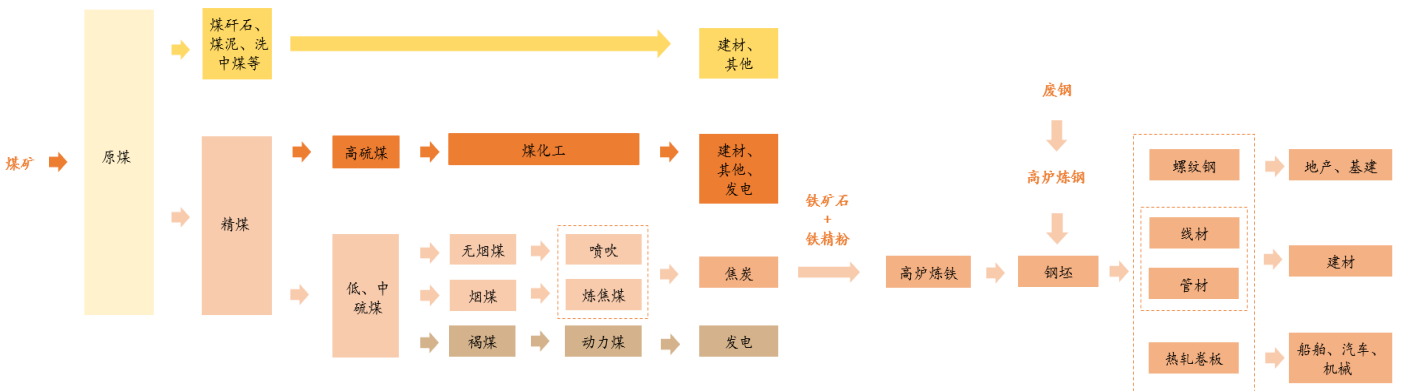
资料来源：wind，德邦研究所

图 10：PMI 和用电量都在 4 月出现拐点



资料来源：wind，德邦研究所

图 11：煤炭和黑色金属产业链条



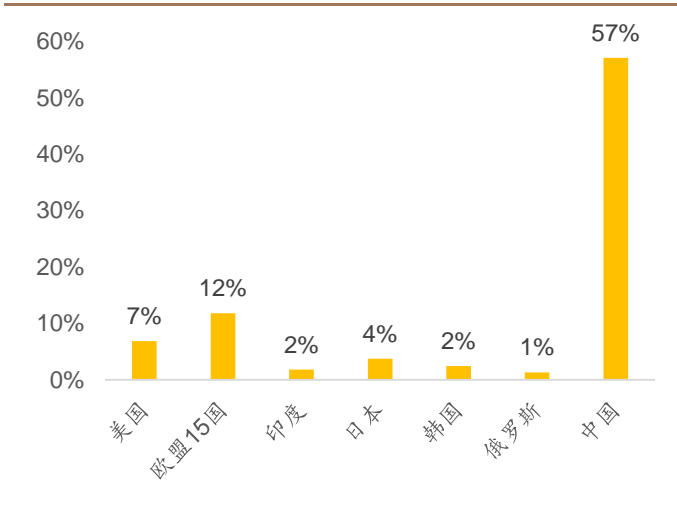
资料来源：德邦研究所绘制

### 1.4. 有色金属：以铜为代表

从全球铜矿资源分布的情况来看，铜矿资源分布相对集中。中国作为用铜大国，铜资源相对短缺，铜大部分依靠进口，国内铜价参考海外定价。精炼铜为下游产业链提供了铜原材料，广泛应用于各个领域，因此，铜的价格反映了全球各行业生产所需材料的变化，铜价下行也主要是由于受到了全球经济下行预期的影响。

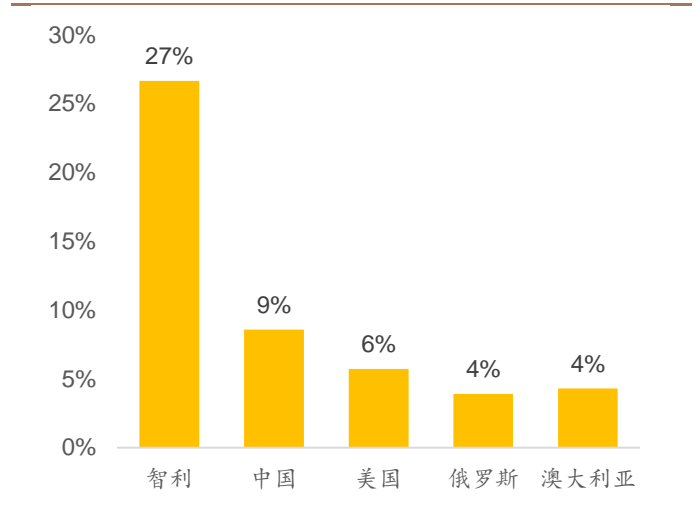
国内铜作为原材料，在电力、建筑、家电、交通运输、和电子领域应用相对较为广泛，尤其是以铜电线电缆生产企业成本构成中，铜原料占总成本的比例较高，下游产业承担着较重的成本压力。下游终端产品更贴近消费品，市场竞争格局较为清晰，难以通过提价来转移成本压力。需求侧走弱导致的上游价格下行意味着中下游的需求更弱，因此无法实现完全的价格传导，只能被迫牺牲中下游的利润。其他有色金属也面临类似的处境，下游行业的议价能力和竞争格局决定了上游行业的价格是否能顺利传导。尽管国内对铜的需求占到全球的50%以上，但下游主要的电力、建筑、家电行业的复苏仍然需要看到需求端的明显反转，否则也难以抵挡全球经济衰退的预期。

图 12：铜消费量占全球比（2022 年 3 月）



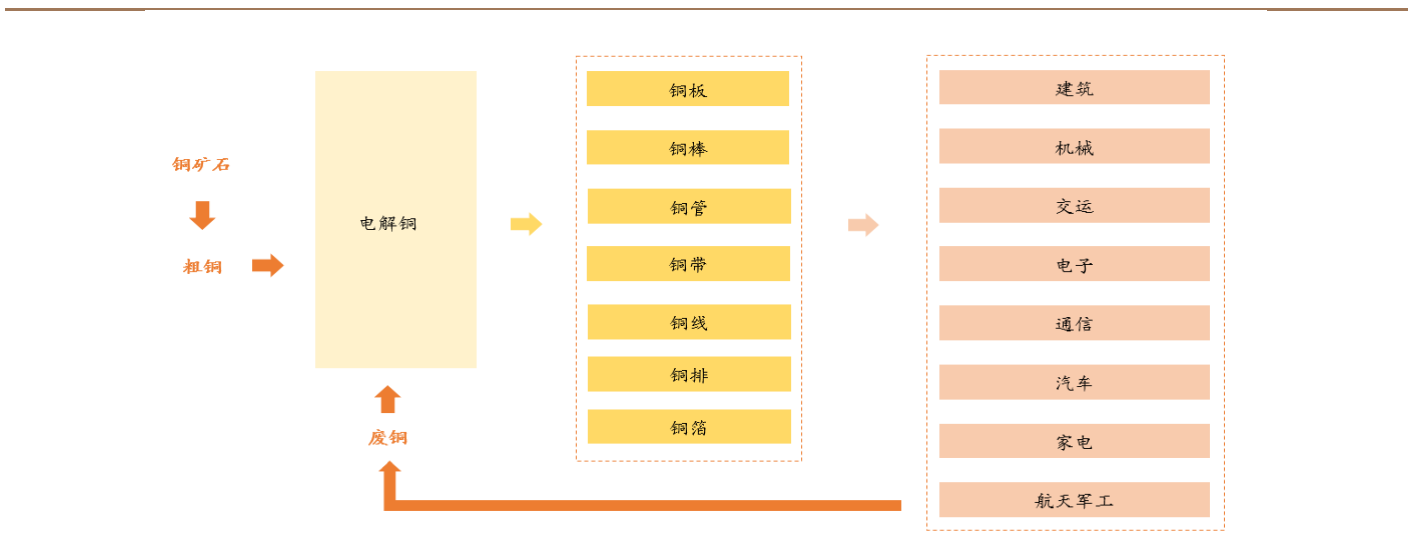
资料来源：wind，德邦研究所

图 13：世界主要铜产量占比（2021 年）



资料来源：wind，德邦研究所

图 14：铜广泛应用于各个领域



资料来源：德邦研究所绘制



## 2. 价格角度观察上游行业的影响范围和程度

我们主要采用投入产出表(2020)测算上游价格变化对下游行业价格的影响,根据直接消耗系数的价格计算公式,我们测算了在其他价格条件不变下的单部门对不同行业的价格影响。由于国内主要影响行业变化的大宗商品集中在农产品、原油、煤炭、黑色和有色金属等上游行业中,我们主要用石油、煤炭、黑色金属、有色金属和农产品五类与大宗商品最直接相关的上游部门价格变动来近似替代大宗商品价格变动对其他部门价格的影响。我们发现石油行业的价格变动影响的范围最广,在行业价格变动50%的情况下,有11个行业的变化幅度超过1%,除了石油部门本身外,上游、中游、下游均有行业受到超过9%的价格变动影响,尤其是下游服务业受到的影响幅度更大;煤炭部门的价格波动的影响更偏上游和中游行业,主要是公用事业和钢铁受到的影响较大,化工、建材均受到一定程度的影响;黑色和有色的影响也集中于中上游,但这两个部门的价格变化都对下游汽车行业产生了一定影响,黑色较大程度地影响到了房地产行业,有色部门一定程度上影响到了电力设备与新能源以及电子行业;农产品相对影响范围较小,更加集中于下游行业。

价格传导的顺畅程度说明了受到影响的这些行业对于上游行业价格变动的敏感性较强,在上游价格变动50%的时候,部分中游行业的价格变动也超过了30%,中下游行业变动基本与第一部分中产业链的中下游分布一致。有些行业会同时受到多个上游行业价格拉动的影响,比如房地产、机械、建材、建筑、汽车等,不同的行业价格也会交叉产生影响。

表 1: 上游部门价格变动对主要行业的价格拉动

| 农产品  |        | 石油   |        | 煤炭   |        | 黑色       |        | 有色       |        |
|------|--------|------|--------|------|--------|----------|--------|----------|--------|
| 农林牧渔 | 18.04% | 石油石化 | 38.81% | 公用事业 | 41.77% | 钢铁       | 49.64% | 有色       | 50.88% |
| 食品饮料 | 8.60%  | 煤炭   | 11.19% | 钢铁   | 29.58% | 房地产      | 36.82% | 机械       | 10.58% |
| 社会服务 | 3.43%  | 社会服务 | 9.10%  | 煤炭   | 11.52% | 建筑       | 17.97% | 电力设备与新能源 | 5.49%  |
| 纺织服装 | 2.67%  | 交运   | 8.70%  | 化工   | 3.47%  | 机械       | 16.55% | 汽车       | 4.04%  |
| 房地产  | 2.09%  | 公用事业 | 5.84%  | 建材   | 2.78%  | 汽车       | 2.16%  | 电子       | 3.49%  |
| 医药   | 1.81%  | 建筑   | 5.82%  | 有色   | 1.70%  | 有色       | 0.81%  | 房地产      | 2.68%  |
| 轻工   | 0.58%  | 化工   | 5.66%  | 房地产  | 0.75%  | 建材       | 0.62%  | 钢铁       | 2.46%  |
| 化工   | 0.22%  | 房地产  | 3.94%  | 建筑   | 0.45%  | 电力设备与新能源 | 0.57%  | 化工       | 0.97%  |
| 环保   | 0.19%  | 有色   | 2.02%  | 轻工   | 0.38%  | 煤炭       | 0.44%  | 轻工       | 0.49%  |
| 煤炭   | 0.11%  | 银行   | 1.09%  | 机械   | 0.38%  | 石油石化     | 0.15%  | 建筑       | 0.31%  |
| 建筑   | 0.09%  | 商贸   | 1.05%  | 社会服务 | 0.38%  | 电子       | 0.14%  | 家电       | 0.30%  |
| 传媒   | 0.09%  | 钢铁   | 0.89%  | 纺织服装 | 0.21%  | 化工       | 0.11%  | 建材       | 0.20%  |
| 计算机  | 0.03%  | 机械   | 0.85%  | 传媒   | 0.21%  | 轻工       | 0.11%  | 通信       | 0.14%  |
| 通信   | 0.03%  | 建材   | 0.80%  | 医药   | 0.19%  | 计算机      | 0.09%  | 计算机      | 0.08%  |
| 公用事业 | 0.02%  | 农林牧渔 | 0.77%  | 农林牧渔 | 0.18%  | 家电       | 0.08%  | 石油石化     | 0.05%  |
| 机械   | 0.01%  | 传媒   | 0.64%  | 食品饮料 | 0.14%  | 通信       | 0.05%  | 社会服务     | 0.04%  |

|          |       |          |       |          |       |      |       |      |       |
|----------|-------|----------|-------|----------|-------|------|-------|------|-------|
| 交运       | 0.00% | 汽车       | 0.22% | 石油石化     | 0.10% | 社会服务 | 0.05% | 医药   | 0.04% |
| 石油石化     | 0.00% | 非银金融     | 0.16% | 商贸       | 0.02% | 公用事业 | 0.05% | 传媒   | 0.02% |
| 有色       | 0.00% | 纺织服装     | 0.11% | 电力设备与新能源 | 0.02% | 医药   | 0.03% | 公用事业 | 0.02% |
| 银行       | 0.00% | 医药       | 0.10% | 汽车       | 0.01% | 农林牧渔 | 0.02% | 纺织服装 | 0.02% |
| 商贸       | 0.00% | 电力设备与新能源 | 0.07% | 银行       | 0.01% | 纺织服装 | 0.02% | 环保   | 0.01% |
| 钢铁       | 0.00% | 通信       | 0.06% | 环保       | 0.01% | 交运   | 0.01% | 商贸   | 0.01% |
| 建材       | 0.00% | 轻工       | 0.06% | 交运       | 0.01% | 食品饮料 | 0.01% | 食品饮料 | 0.00% |
| 汽车       | 0.00% | 计算机      | 0.05% | 计算机      | 0.00% | 传媒   | 0.00% | 煤炭   | 0.00% |
| 非银金融     | 0.00% | 电子       | 0.04% | 通信       | 0.00% | 环保   | 0.00% | 农林牧渔 | 0.00% |
| 电力设备与新能源 | 0.00% | 食品饮料     | 0.04% | 家电       | 0.00% | 商贸   | 0.00% | 交运   | 0.00% |
| 电子       | 0.00% | 环保       | 0.03% | 电子       | 0.00% | 非银金融 | 0.00% | 银行   | 0.00% |
| 家电       | 0.00% | 家电       | 0.01% | 非银金融     | 0.00% | 银行   | 0.00% | 非银金融 | 0.00% |

资料来源：投入产出表（2020），德邦研究所测算，基于上游行业价格变化 50%带来的各行业价格变动幅度，各行业系数按总产出权重合并

### 3. 毛利率角度观察成本敏感程度

细分行业的盈利除了价格变化和需求变化外，实际上最关键取决于毛利率的变化。在第二部分中我们讨论过，部分下游行业需求旺盛、景气上行的情况下，产品提价能够顺利传导，部分行业“以高价换低量”，仍然会影响最终的盈利。本次上游成本下行影响更大的是直接受益于原材料价格下行的行业，这样的行业对成本的敏感程度较高。我们用 PPIRM 同比近似替代原材料价格的同比变化计算板块毛利率与原材料同比的相关系数，如果高度负相关，那么行业的成本敏感程度较高。

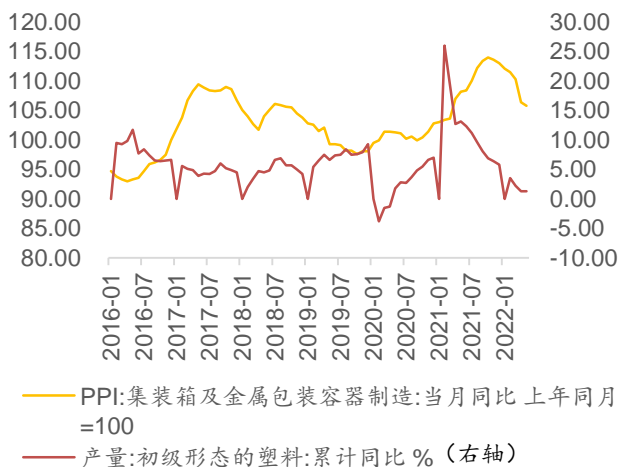
根据计算结果，我们发现相关系数较高的行业集中于环保公用、设备制造、食品饮料和农林牧渔中偏下游的行业，与我们之前在价格拉动和需求拉动中观察到的结果较为一致，下游行业受到成本冲击较为严重，并且下游行业的竞争格局较为激烈的时候，行业盈利很容易受到挤压。从各二级行业的上游产业链出发，我们发现煤炭下游的成本敏感度最高，目前来看，国内煤炭的价格趋于稳定，成本端可能不会出现更大的变化，目前各大电厂的库存也在上升，说明供给仍然活跃，夏季用电高峰将至，电力需求可能会有所增长，在成本端稳定、需求回升的状态下，电力行业有望呈现量升价稳的盈利小幅增长态势。以原油和农产品为主要成本的行业来看，国际粮价、饲料的成本仍然较高，对进口型的饲料加工行业可能会产生一定负面影响，但对以国内主粮为成本的食品加工行业影响相对较小，目前影响更大的因素是国内猪周期带来的猪肉和替代品禽类的价格上行，养殖业有望在自身景气周期影响下迎来利润拐点，在油价三季度依然维持在高位的情况下，原油产业链下游的包装、塑料行业的成本改善暂时未见曙光，塑料产量持续下行，PPI 金属包装容器制造分项也在持续下行，可能在油价下行前，行业仍然需要忍受一段时间的利润压缩。以黑色系和有色金属为主要上游原材料的环保、电机、家电行业，在上游商品价格下行的过程中，同时受益于国内经济复苏对于上游商品需求的拉动，自下而上的需求端传导让行业有望迎来成本端的下降和需求的双升，盈利可能出现较为明显的改善。

表 2：毛利率与原材料同比负相关的行业

| 申万二级行业  | 相关系数  | 所属一级行业 | 包含子板块           | 上游主要影响因素  |
|---------|-------|--------|-----------------|-----------|
| 电力      | -0.66 | 公用事业   | 火电、水电、光伏、风电、核电等 | 煤炭        |
| 环保设备 II | -0.54 | 环保     | 环保设备            | 有色金属、黑色金属 |
| 电机 II   | -0.53 | 电力设备   | 电机              | 有色金属、黑色金属 |
| 饮料乳品    | -0.51 | 食品饮料   | 乳制品、软饮料         | 农产品、原油    |
| 白色家电    | -0.51 | 家电     | 空调、冰洗等          | 有色金属      |
| 包装印刷    | -0.45 | 轻工     | 印刷、塑料包装、纸包装     | 原油        |
| 塑料      | -0.43 | 化工     | 合成树脂、膜材料、改性塑料等  | 原油        |
| 食品加工    | -0.43 | 食品饮料   | 肉制品、预制菜、保健品等    | 农产品、原油    |
| 养殖业     | -0.42 | 农林牧渔   | 生猪养殖、肉鸡养殖等      | 农产品、原油    |
| 饲料      | -0.40 | 农林牧渔   | 畜禽饲料、水产饲料、宠物食品  | 农产品、原油    |

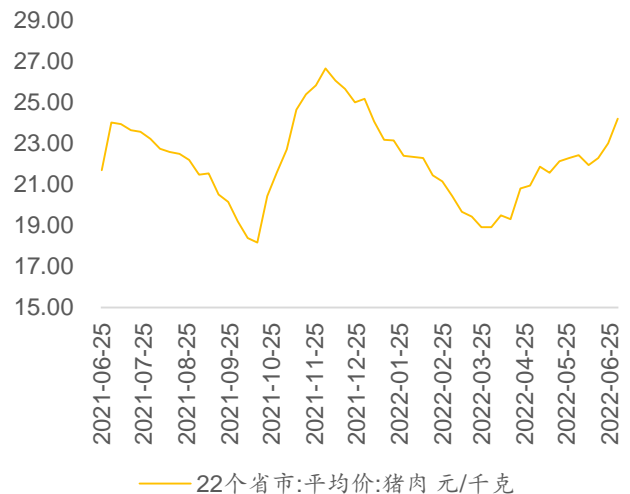
资料来源：wind，德邦研究所，2001 年以来的板块毛利率增速和 PPIRM 季度数据拟合

图 15：塑料、包装行业需求走弱



资料来源：wind，德邦研究所

图 16：猪肉价格拐点回升



资料来源：wind，德邦研究所

#### 4. 中下游盈利变化对市场交易逻辑的影响

当前时点与去年末的上游商品价格表现形态类似，近期原油、农产品、工业金属等大宗商品价格有所波动，上游价格见顶的预期发酵后，下游行业以成本降低盈利提升的预期逻辑开始演绎，但如果需求的格局仍然未发生改变，提价的实际表现可能会像去年四季度的部分行业盈利“以高价换低量”，在交易情绪被证伪后，板块回归下行，仅有行业龙头能够实现顺利传导价格和份额的提升；如果成本由上游价格下行带动开始下行，对下游行业来讲，中间成本仍然高居不下，弱勢的终端需求导致传导受阻，也会造成下游板块交易预期过满，在后续交易中存在被证伪的可能性，因此需要辨别板块是否真的存在实际上的盈利改善，短期情绪上行后市场仍然会选择回归基本面。

在本周资金面出现边际紧缩的变化后，市场开始了反弹后的调整，进入7月，市场的主要逻辑需要关注预期的兑现情况，业绩预告和6月金融数据的公布都将确认前期驱动市场上行的预期逻辑是否成立，尽管我们不认为当前对于银行间资金面的调整会导致股市的资金快速流出，但是在本次两个月左右的反弹中并未出现明显回调，突然紧缩的预期会影响市场的情绪变化，短期市场可能进入震荡博弈状态，也需要警惕部分行业在本次市场上行过程中积累的估值风险。海外因素可能不会在短期内出现明显的变化，在衰退的明显迹象出现前，国内因素仍将主导市场暂时与海外“脱钩”。经济基本面仍然支持整体流动性宽裕，在居民资产负债表暂未完全修复之前进入紧缩的路径本次也正在被纠偏，参考去年四季度PPI拐点下行时期的中下游提价潮，需求端弱化的情况下，板块毛利率整体提升的逻辑并不牢固，但若疫情影响导致的需求端抑制短期缓解、地产链拐点初现、经济复苏能够得到更多数据的确认，那么消费行业相对前期上涨过多的成长行业仍然具有更高的性价比。

## 5. 风险提示

疫情影响再度升级；全球通胀危机；海外衰退超预期；经济复苏强度不及预期；政策推出程度不及预期

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

潘京，德邦证券宏观分析师。武汉大学金融学，诺欧商学院投资专业硕士，4 年宏观策略研究经验。2021 年加入德邦证券研究所。擅长从宏观视角出发研究产业（5G、半导体、新基建、新零售等）代际变迁，探讨宏观议题对市场影响的传导机制进行大势研判和资产配置，结合行业景气 and 盈利估值等中微观数据预判行业轮动和市场风格。

## 分析师声明

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。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：   | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；          | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|  |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|  |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|  |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。