

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) 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

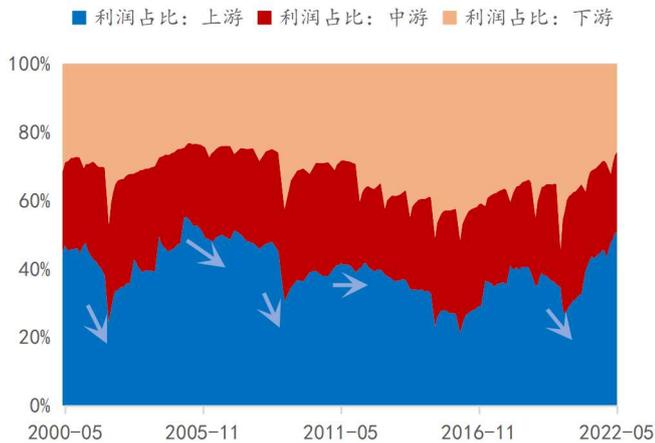
图表 1	利润分配格局	5
图表 2	剪刀差回升期间，上中下游利润占比变动	5
图表 3	CPI-PPI 回升与工业行业利润分配的关系	6
图表 4	CPI-PPI 回升与申万一级指数收益率的关系	7
图表 5	上游利润占比下行，重启利润传导进程	8
图表 6	衰退交易演绎，有色价格回落	9
图表 7	全球流动性持续收紧	9
图表 8	有色对工业需求更敏感	10
图表 9	2018 年中国经济部门 APL	10
图表 10	6 轮铜油比下行预示 3 轮衰退、1 轮滞胀	11
图表 11	铜油历史价格波动	11
图表 12	铜油比历史复盘	12
图表 13	2021 年申万二级行业原材料成本占比	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。

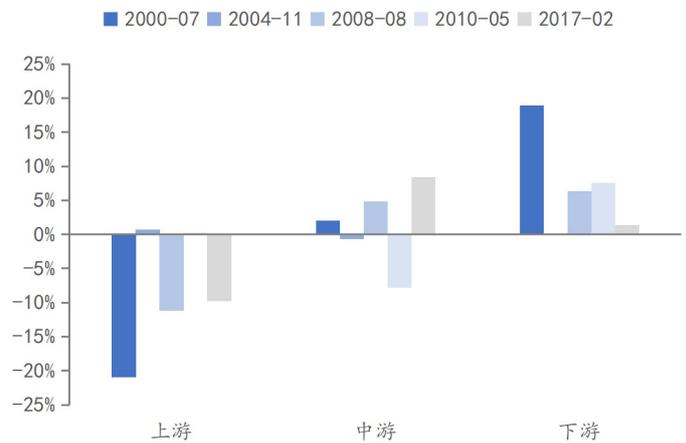
2000 年以来我国 CPI 与 PPI 剪刀差见底回升共有五次，分别是 2000 年 7 月至 2002 年 2 月、2004 年 11 月至 2007 年 9 月、2008 年 8 月至 2009 年 8 月、2010 年 5 月至 2011 年 10 月和 2017 年 3 月至 2020 年 10 月，五次回升阶段平均持续 26.2 个月，CPI 与 PPI 剪刀差上行幅度达 10.35%。上游利润占比分别变动-20.0%、-0.5%、-10.9%、-1.1%和-10.1%，平均降幅 7.9%；中游利润占比相对稳定、平均涨幅 1.3%；下游在利润传导中受益较大，分别变动+19.0%、0.0%、+6.4%、+7.6%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

图表 1 利润分配格局



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 剪刀差回升期间，上中下游利润占比变动

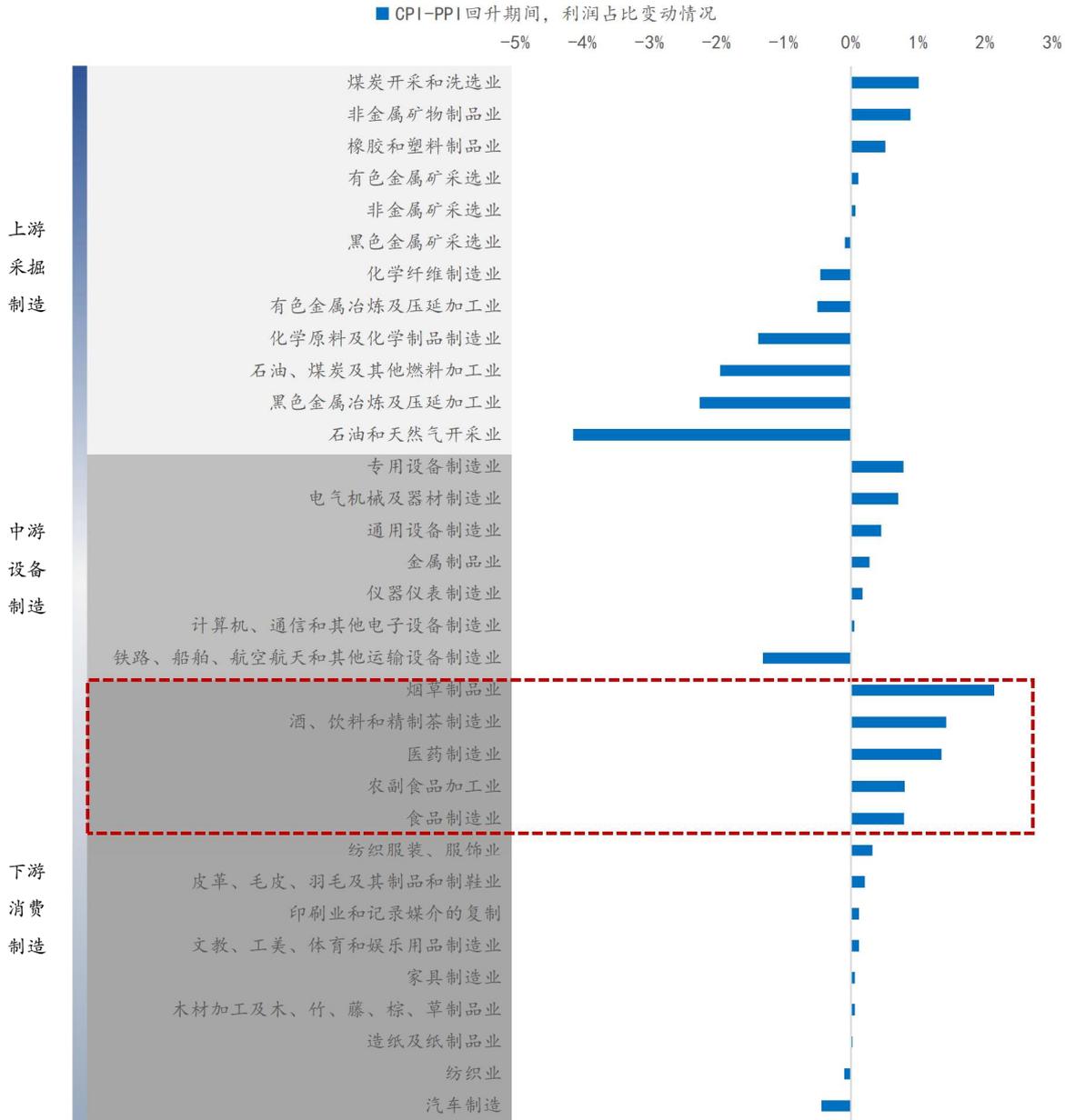


资料来源：Wind，华安证券研究所测算

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价涨机会”；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斯成品油，管道原油将被暂时豁免。此外，现有的俄罗斯石油船舶保险合同将在6个月内逐步取消，同时立即禁止为运输俄罗斯石油的船舶投保新合同。7月21日，欧盟新一轮措施中放松对第三方国家从俄罗斯进口农产品和石油的制裁。欧盟在短时间难以摆脱对俄罗斯油气的高度依赖，油价持续处于高位仍有支撑。而有色金属方面，美欧并无出台制裁手段，同时俄罗斯本亦未限制出口，因此有色价格经历3月的恐慌性上涨后快速回落，较高位下行了28.7%，反观油价持续坚挺。

2) 激进式加息下衰退预期升温。2020年疫后全球大放水刺激经济复苏，流动性过剩叠加疫情封锁下供给复苏慢于需求，大宗商品价格持续上行。2021年末以来全球央行纷纷收紧货币政策，尤其在俄乌冲突后美欧激进式加息对抗高通胀，2022年6月欧美日中加权平均M2增速已降至1.4%、接近历史底部，近两个月衰退交易频发，大宗商品尤其是有色金属下行幅度较大，2022年6月CRB金属同比下行5.1%、环比下行13.3%，南

华有色金属指数呈现相同趋势。

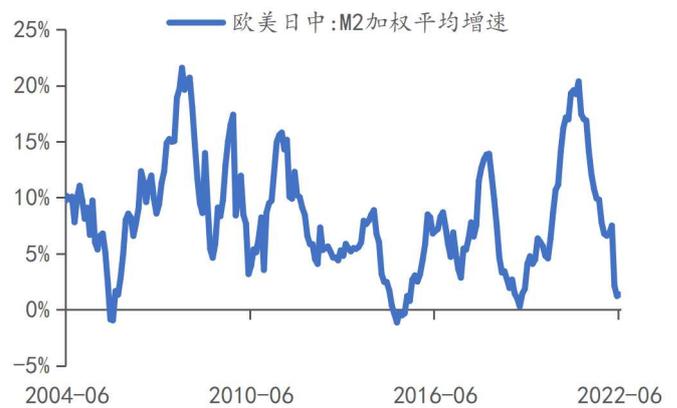
总结来看，美欧持续激进式加息下，衰退预期交易将阶梯式演绎、带动工业金属价格下行，而能源方面对俄制裁仍未收束，俄乌冲突对能源的影响远远大于工业金属，叠加四季度欧洲集中供暖，能源价格年内难有显著下行。本轮铜油比可能会低于历史底部，我们判断上游向中游传导会持续更久，因而下半年中游制造受益于成本回落更多、利润弹性更大。若本轮利润传导如我们推演，则“CPI-PPI 见底回升利好食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物”的历史复盘结论可能生变，例如食品饮料在成本端受制于油价，在本轮剪刀差回升周期利润弹性可能承压。

图表 6 衰退交易演绎，有色价格回落



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 全球流动性持续收紧



资料来源：Wind，华安证券研究所测算

2.2 衰退交易下的铜油比历史复盘

铜油比是一个经典的经济衰退的领先指标，本质在于铜和油属性不同，其对经济需求的映射亦有区别。作为大宗商品，铜油同时受货币政策和流动性影响，但是有色金属作为工业生产的重要原料，主要体现出工业属性，其下游行业包括房地产、建筑、汽车、家电、电气设备等，因而有色代表工业生产和耐用品消费需求，对应经济复苏的先行变量；原油受供给和需求两方面影响，油价大涨往往对应地缘政治扰动下的供给侧风险事件，包括第一、二次石油危机、海湾战争等，另一方面与服务消费修复相关，为经济周期的滞后变量。当经济过热时，通胀水平上行，央行会采取紧缩政策抑制通胀，而工业属性的差异决定了铜敏锐感知经济需求走弱、快速下行，而消费端慢于工业生产走弱，油价仍有上行动能，对应铜油比下行见底。

平均传播长度指标表明有色对经济需求更敏感。投入产出分析范式中，部门 A 和部门 B 之间的平均传播长度 APL 定义为部门 A 最终产品的变动对部门 B 总产出产生影响平均需要经历的步数，简单理解即两个部门之间的平均距离¹，计算公式如(1)所示。以黑色金属投入地产建筑为例，“黑色金属矿采选产品→黑色金属冶炼及压延产品→住宅房屋建筑（螺纹钢）”链条中两个部门之间的距离为 2，“黑色金属矿采选产品→黑色金属冶炼及压延产品→工程机械（挖掘机）→住宅房屋建筑”链条中两个部门之间的距离为 3，APL

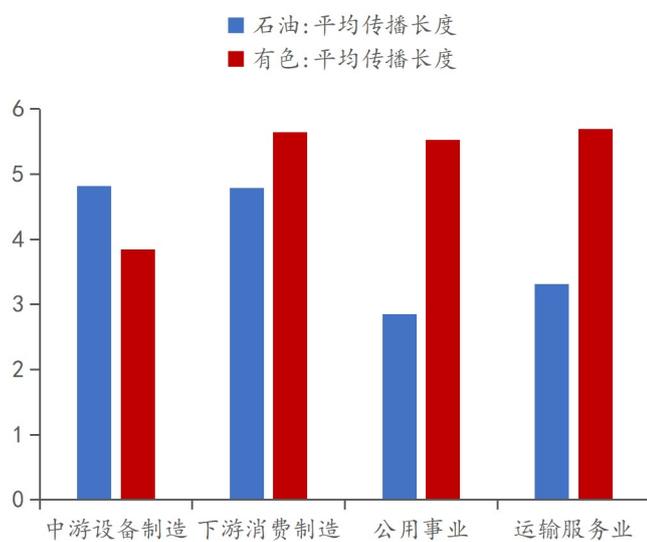
¹ 陈全润，广义平均传播长度指标及在全球生产链分析中的应用[J]，管理评论，2018，30(5):8.

就是穷尽所有传导路径后得到的两个部门的平均距离。

$$APL = \frac{L(L - I)}{L}, L \text{ 表示列昂惕夫逆矩阵, } I \text{ 表示单位阵} \quad (1)$$

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, 而石油与整体的制造业均距离较远, 与中游设备制造、下游消费制造的 APL 分别为 4.82 轮、4.79 轮, 石油主要与公用事业、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应中游需求, 因而在大宗商品中体现为铜价先于油价回落。换句话说, 恰恰因为有色金属与工业生产平均传播长度较短, 在经济下行期间, 铜价回落能带来中游更大的利润弹性。

图表 8 有色对工业需求更敏感

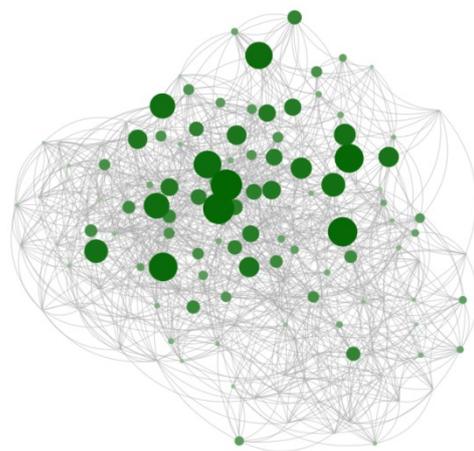


资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 2018 年中国经济部门 APL

2018年中国经济部门APL

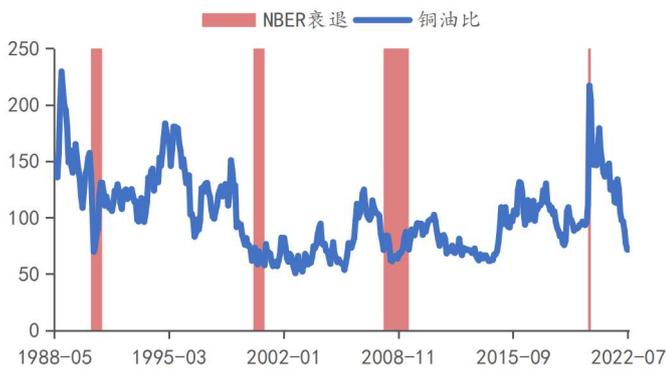
圆面积越大、颜色越深, 表示越容易向其他经济部门扩散



资料来源: Wind, Python, 华安证券研究所

1988 年以来铜油比经历了 7 轮较为明显的下行周期, 若以 NBER 定义的衰退为准, 则前六轮铜油比见底预示了 1990 年、2000 年、2008 年 3 次衰退, 以及 2011-2014 年的经济停滞。其中, 2019 年美国制造业和服务业双双走弱、铜油比快速走低, 这一轮尽管没有被 NBER 被定义为衰退, 但美国经济动能确实出现下行迹象。总体来看, 该指标对经济衰退预测的准确性较好, 铜油比在 7 次下行周期中的底部普遍落在 60-70 区间。应当指出本轮铜油比下行已持续两年, 铜油双涨但油价上涨的速度更快, 大宗商品自 2022 年 6 月衰退预期交易的演绎下才正式进入下行通道, 我们判断下半年形势可能和 2011-2014 年更像, 即铜价下行、油价高位震荡导致的铜油比持续走低, 且本轮铜油比可能会低于历史底部。

图表 10 铜油比下行预示了 3 轮衰退、1 轮停滞



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 铜油历史价格波动



资料来源：Wind，华安证券研究所测算

1) 1988 年 10 月至 1990 年 9 月，持续 23 个月

20 世纪 90 年代地缘政治事件频发，包括日本泡沫经济破裂、东欧巨变、苏共内乱，全球需求走弱。1990 年 8 月美国主导发动海湾战争，油价在短短 2 个月内飙升 140%，美国陷入长达 8 个月的经济衰退，铜油比从 1988 年高位的 230 降至 1990 年 9 月的 70，跌幅达到 69.7%。

2) 1994 年 12 月至 1996 年 9 月，持续 20 个月

冷战结束后克林顿当任总统，美国迎来较为缓和的经济发展环境，PPI 快速上行而 CPI 相对温和上涨。1994 年 2 月美联储开启加息周期，联邦基金目标利率从 3.0% 提升至 6.0%，同年 12 月铜价进入下行通道，彼时全球仍处于美国信息革命推动的经济复苏阶段，油价并未出现明显下跌。1995 年，欧美大型基金围猎长期控制伦敦铜市场 5% 以上成交量的滨中泰男，在美国商品期货交易委员会通报与压力下，伦敦铜一路狂泄，铜油比走低至 83。

3) 1998 年 11 月至 2001 年 4 月，持续 29 个月

1997 年亚洲金融危机爆发，席卷马来西亚、新加坡、日本和韩国、中国等地，亚洲主要股市集中暴跌，全球经济陷入长达 3 年的停滞。供给方面，1997 年和 1998 年铜精矿新增产能 25 万吨、57.7 万吨，供需严重失衡致使伦敦铜持续下行，铜油比一路跌破 60。

4) 2006 年 10 月至 2008 年 6 月，持续 20 个月

2003 年以来，全球经济稳步增长、库存维持低位，叠加流动性过剩大宗商品迎来了波澜壮阔的牛市行情，铜油价格均大幅抬升。2007 年美国次贷风险开始显露，私人投资出现负增长，拖累了工业金属需求。同时美欧消费稳步扩张支撑油价续涨，铜油比再次逼近 60。

5) 2010 年 12 月至 2014 年 3 月，持续 39 个月

次贷危机过后，欧洲主权债务危机逐步爆发，而我国产能过剩出现工业通缩，全球经济陷入停滞。2011 年利比亚战争导致油价持续处于高位，铜价主导本轮铜油比下行至 61.4。

6) 2017 年 8 月至 2018 年 9 月，持续 13 个月

2017 年末，伊朗局势动荡引发对供应风险的市场担忧，以及美国原油库存下降，国际油价持续走高。2018 年特朗普政府发动新一轮中美贸易争端，拖累实体需求，铜油比回落至 76。

7) 2020 年 4 月至今

新冠疫情第一波高峰过后，宽松的货币环境推动全球经济复苏进程，疫情管控下供给

修复弱于需求，上游原材料和能源大幅涨价。2022 年俄乌冲突爆发，地缘政治危机严重冲击石油供给，叠加美联储加息引发衰退预期交易，铜价持续下行，铜油比在 2022 年 6 月下探至 71，接近历史底部的位置。

图表 12 铜油比历史复盘

见顶时点	见底时点	持续 时长(月)	铜价变动	油价变动	铜油比变动	性质	事件	主导因素
1988-10	1990-09	23	-6.9%	206.9%	-69.7%	衰退	海湾战争	油价飙升
1994-12	1996-09	21	-36.3%	40.7%	-54.8%		美联储加息、围猎住友“囤铜”	铜价大跌
1998-11	2001-04	29	7.1%	166.6%	-59.8%	衰退	亚洲金融风暴引发衰退	铜价大跌
2006-10	2008-06	20	16.1%	136.9%	-51.0%	衰退	次贷危机	铜先于油下行
2010-12	2014-03	39	-31.4%	14.0%	-39.8%	停滞	欧债危机叠加利比亚战争	铜价大跌、油价高位震荡
2017-08	2018-09	13	-8.2%	58.1%	-41.9%	衰退 迹象	伊朗动乱叠加中美贸易争端	油价飙升
2020-04	-	-	-	-	-	-	前半程：疫后供给修复弱于需求 后半程：美欧激进加息	前半程：油价飙升 后半程：铜价大跌
历史均值		25	-9.8%	113.4%	-54.8%			

资料来源：Wind，华安证券研究所测算

3 做空铜油比利好哪些行业？

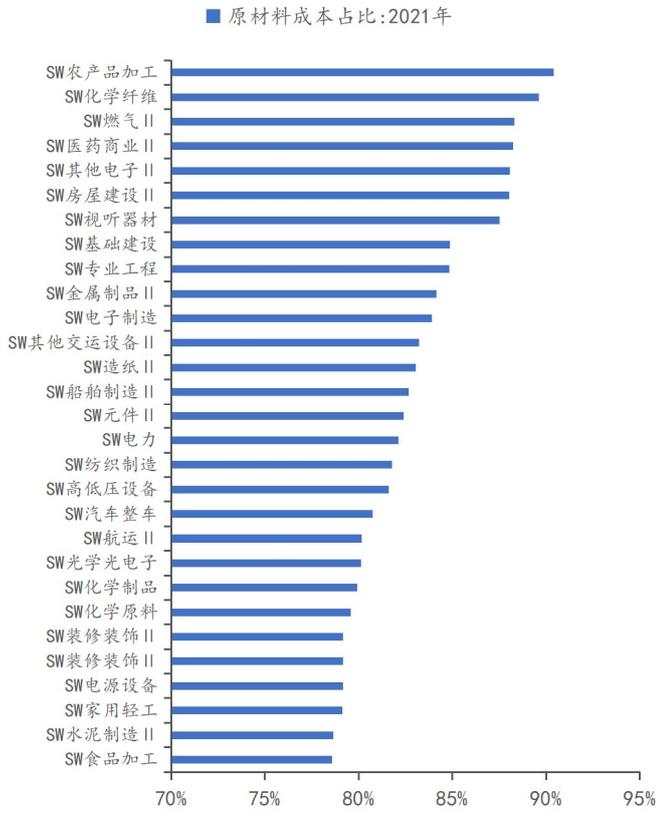
在下半年重启利润传导进程、结构上有色快于能源下行的判断下，如何准确筛选受益的中下游权益资产？我们从两个维度给出指引。

1) **利用原材料成本占比进行筛选。**CPI-PPI 见底回升表征的是上游价格向中下游传导，2021 年受制于 PPI 高企的中下游行业成本压力将逐步缓解，持续兑现利润弹性。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。一方面，考虑到制造业接受劳务支出部分远低于服务业，这种替代可能具备一定的合理性；另一方面，在 PPI 大幅上行的阶段原材料成本上涨弹性更大，将 2021 年原材料占比与历史均值进行比较，即可筛选出本轮受益于成本回落的高弹性行业。

2021 年原材料占比靠前的行业包括农产品加工、化纤、燃气、医药、房屋建筑、金属制品、电子、汽车等；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。

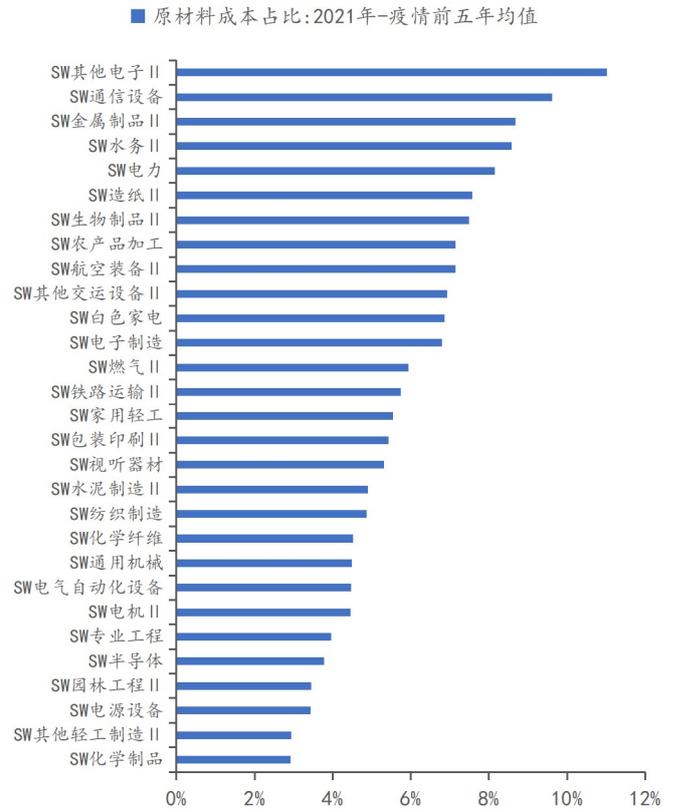
基于 CPI-PPI 回升带动原材料成本下降 10% 的假设，我们测算了不同行业的利润弹性，申万二级板块中，农产品加工、房屋建设、视听器材、化学纤维、电子、燃气、电力、禽畜养殖、汽车整车、金属制品、装修装饰、白色家电等行业毛利率有望修复超过 5%。原材料成本占比指标是一个有效的初筛指标，本轮结构性成本回落利好的行业仍需结合其他指标作进一步筛选。

图表 13 2021 年申万二级行业原材料成本占比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 2021 年 A 股申万行业原材料成本占比变动



资料来源: Wind, 华安证券研究所测算

图表 15 假设原材料成本-10%，2022 年申万行业利润弹性测算

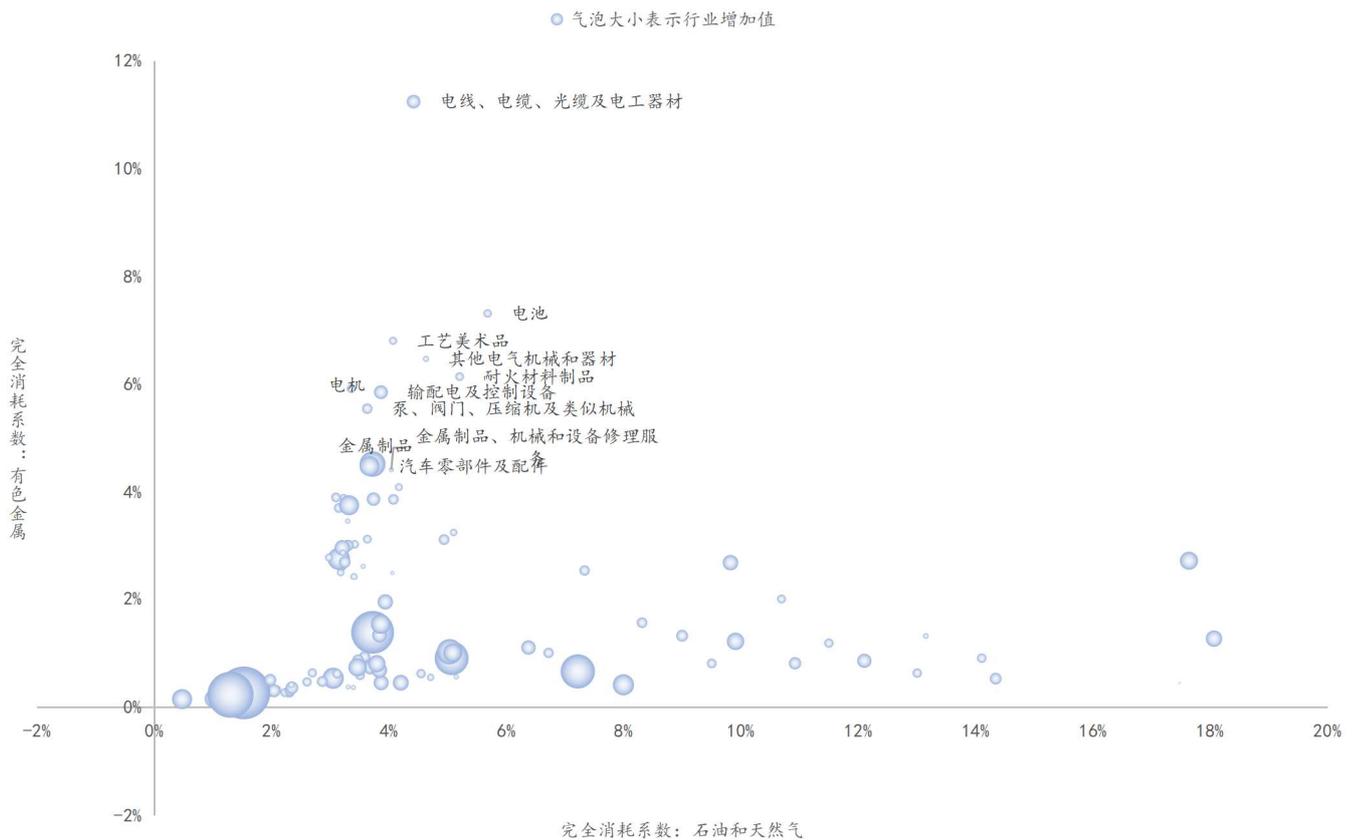
SW板块	基本面		弹性：假设今年原材料成本-10%			
	原材料成本占比2021	毛利率2021	毛利率2022	Δ毛利率2022	毛利增速2022	Δ毛利增速2022
SW农产品加工	90.4%	9.8%	18.0%	8.2%	169.2%	76.6%
SW房屋建设II	88.0%	10.9%	18.7%	7.8%	209.6%	87.9%
SW视听器材	87.5%	11.4%	19.2%	7.8%	183.9%	74.3%
SW医药商业II	88.2%	12.9%	20.6%	7.7%	175.1%	65.4%
SW其他电子II	88.1%	15.3%	22.8%	7.5%	141.2%	46.2%
SW化学纤维	89.6%	17.4%	24.8%	7.4%	255.3%	76.3%
SW船舶制造II	82.7%	10.6%	18.0%	7.4%	174.2%	71.6%
SW燃气II	88.3%	17.2%	24.5%	7.3%	175.5%	52.4%
SW电力	82.1%	11.8%	19.1%	7.2%	100.8%	38.3%
SW畜禽养殖II	77.3%	6.6%	13.8%	7.2%	48.8%	25.6%
SW汽车整车	80.7%	10.8%	18.0%	7.2%	170.9%	68.3%
SW电子制造	83.9%	15.3%	22.4%	7.1%	159.6%	50.5%
SW金属制品II	84.1%	17.4%	24.3%	7.0%	277.6%	79.3%
SW其他交运设备II	83.2%	17.0%	23.9%	6.9%	214.1%	61.7%
SW元件II	82.4%	17.1%	23.9%	6.8%	169.3%	48.4%
SW造纸II	83.1%	18.7%	25.5%	6.8%	156.3%	41.5%
SW装修装饰II	79.2%	14.8%	21.5%	6.7%	131.4%	41.2%
SW纺织制造	81.8%	18.1%	24.8%	6.7%	143.5%	38.8%
SW高低压设备	81.6%	18.3%	25.0%	6.7%	181.0%	48.3%
SW电源设备	79.2%	20.2%	26.6%	6.3%	198.2%	47.1%
SW光学光电子	80.1%	21.3%	27.6%	6.3%	210.8%	48.3%
SW包装印刷II	77.8%	19.4%	25.7%	6.3%	149.8%	36.5%
SW家用轻工	79.1%	21.6%	27.8%	6.2%	168.1%	37.6%
SW汽车零部件II	74.1%	17.7%	23.8%	6.1%	145.7%	37.3%
SW化学制品	79.9%	23.8%	29.8%	6.1%	201.0%	41.0%
SW航空装备II	74.0%	17.8%	23.9%	6.1%	159.7%	40.7%
SW园林工程II	73.6%	17.7%	23.8%	6.1%	119.5%	30.4%
SW计算机设备II	77.3%	22.9%	28.8%	6.0%	133.3%	27.5%
SW化学原料	79.6%	25.8%	31.7%	5.9%	240.3%	44.7%
SW水泥制造II	78.7%	25.1%	31.0%	5.9%	155.0%	29.5%
SW其他建材II	75.6%	22.1%	28.0%	5.9%	136.8%	28.8%
SW食品加工	78.6%	25.2%	31.1%	5.9%	123.4%	23.3%
SW通信设备	76.1%	23.4%	29.2%	5.8%	152.8%	30.5%
SW专用设备	74.5%	22.7%	28.5%	5.8%	145.3%	29.4%
SW其他轻工制造II	74.4%	23.2%	28.9%	5.7%	105.9%	21.0%
SW白色家电	75.4%	24.4%	30.1%	5.7%	135.7%	25.8%
SW运输设备II	72.8%	22.2%	27.8%	5.7%	129.9%	26.4%
SW地面兵装II	73.0%	24.4%	29.9%	5.5%	138.6%	25.6%
SW电机II	69.8%	22.2%	27.6%	5.4%	144.9%	28.5%
SW农业综合II	70.7%	23.3%	28.7%	5.4%	188.5%	35.6%
SW通用机械	71.2%	24.9%	30.3%	5.3%	157.7%	27.8%
SW半导体	75.6%	31.4%	36.6%	5.2%	202.0%	28.6%
SW航运II	80.2%	37.5%	42.5%	5.0%	428.8%	50.6%
SW航天装备II	68.7%	27.4%	32.4%	5.0%	156.4%	24.1%
SW港口II	69.7%	28.4%	33.4%	5.0%	145.5%	21.7%

注：此处仅展示，原材料成本下行10%、毛利率上行超过5%的申万二级行业。

资料来源：国家统计局，华安证券研究所测算

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。

图表 16 “空有色多能源”利好行业一览



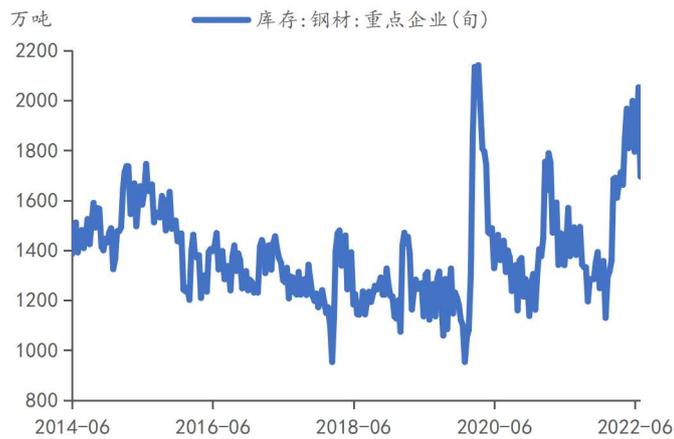
资料来源：国家统计局，华安证券研究所测算

4 黑色可能掣肘“做空铜油比”逻辑？

下半年若钢铁业持续压减产能, 黑色系价格或回升。压减粗钢产量是落实我国碳达峰碳中和目标任务的重要举措。2021年能耗“双控”持续推进, 年中发改委印发各地区“能耗双控”目标完成情况晴雨表, 高耗能产业积极落实中央决策部署, 其中钢铁行业全年减产 3200 万吨、较 2020 年减少 2.8%, 此举同时抑制了铁矿石价格的飙涨。今年 4 月 29 日, 发改委强调“巩固好粗钢产量压减成果, 目标就是确保实现 2022 年全国粗钢产量同

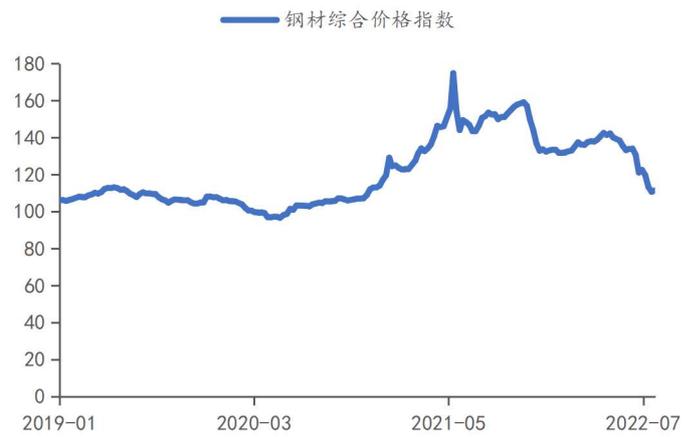
比下降”。2022年1-6月钢铁业粗钢产量为5.3亿吨、累计同比-6.5%，但二季度疫情冲击叠加地产景气下行拖累需求，钢材价格下行、钢企严重累库，库存水平接近于2020年3月。全国247家钢厂盈利率从3月初的83.6%持续下行至7月下旬的10.0%，利润空间受压缩，政策面压减与行业自发性减产双线并进，据不完全统计，从6月20日起，河北、吉林、宁夏、山西、山东等19个省份的多家钢企宣布检修。7月高炉开工率较6月降低了10.3个百分点至71.6%。目前来看，钢价已底部企稳，最悲观的时点可能已经过去。结合7月29日发改委产业司一级巡视员夏农“下半年严禁新增钢铁产能、继续压减粗钢产量”的表态，下半年黑色系价格或将回升。

图表 17 上半年需求走弱，钢企持续累库



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 18 钢价或底部企稳



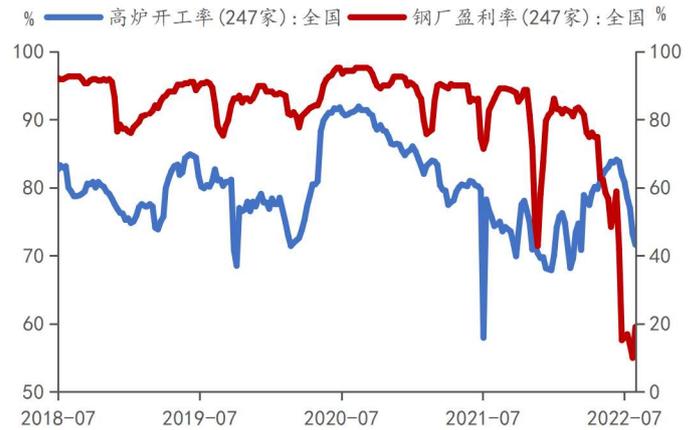
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 粗钢产量持续下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所

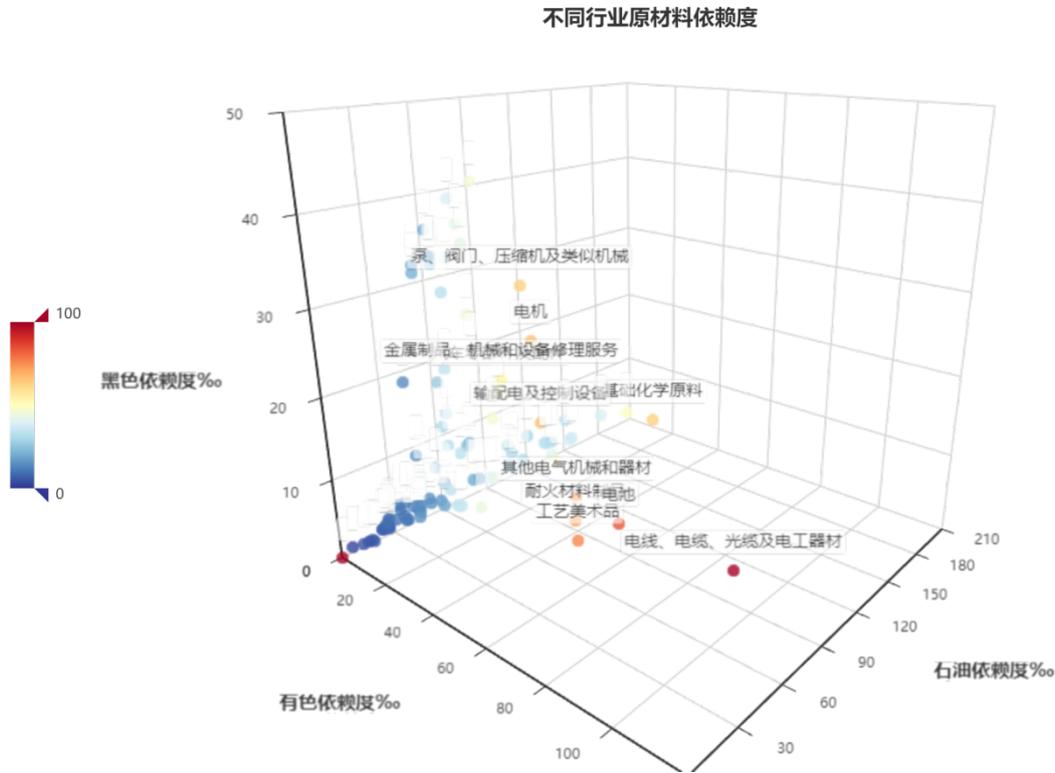
图表 20 盈利受损，6月钢企减产力度加大



资料来源：Wind，华安证券研究所

如果做一个粗略的判断，下半年三类原材料的走势可能是，铜（-20%）、油（-5%）、黑色（+10%）。我们延续以完全消耗系数来衡量原材料依赖度的思路，测算了各行业对黑色的依赖度并绘制三维图，数据表明金属制品行业或将承压。

图表 21 各行业原材料依赖度



资料来源：国家统计局，华安证券研究所测算

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

- 1、对俄制裁升级：若美欧对俄制裁进一步加码，油价可能继续上行。
- 2、欧美超预期衰退：若美国、欧洲衰退时间提前，推动油价快速下行，则做空铜油比的逻辑可能失效。
- 3、地产风险事件发酵：若风险事件扩散，地产需求或进一步走弱，钢企压减产能仍难提振钢价。

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。