油价上涨对我国 PPI 和行业盈利影响有多大？

2021 年 04 月 09 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 周璐
zhoulu@dwzq.com.cn

观点

- 自 2020 年 4 月触底以来，布伦特油价开启了新一轮上涨（图 1），最高一度触及 71 美元，迄今为止的涨幅接近 3 倍，月均的复合增速为 12.6%。从历史来看，本轮油价上涨的速度无疑是金融危机后最快的（表 1），其向我国 PPI 各行业传导、以及对工业企业利润的影响也将很快显现。

- 我们不妨先来简单回顾下金融危机后的前两轮油价上涨（表 1）：

  2009 年 2 月-2011 年 4 月：金融危机后美联储持续 QE 叠加利比亚内战扩大，在供需面双重利好因素推动下布伦特原油价格从 39 美元上涨至 127 美元，上涨持续时间 26 个月，涨幅 226%，月均复合增速 4.6%。

  2016 年 1 月-2018 年 10 月：欧佩克与俄罗斯达成联合减产协议、特朗普大规模减税刺激消费、以及美国退出伊朗核协议，布伦特油价从 27 美元涨至 86 美元，上涨持续时间 33 个月，涨幅 219%，月复合增速 3.5%。

  整体来看，这轮油价上涨在背景上与 2016-2018 年较为相似，即先是由供给催生，而后由需求拉动。但这轮油价由于底部位置更低（低于 20 美元），至今的持续期仅为上轮的三分之一，因此涨幅更大且更为迅速。

  在上述两轮油价上涨时期，对 PPI 传导、及对工业企业成本的影响如下：

  第一轮上涨：油价增速在 2009 年 12 月达到峰值（图 2），随后 2010 年 5 月 PPI 到达高位 7.1%，此轮油价对 PPI 传导滞后五个月，弹性为 0.1（表 2），即油价同比上行加快 1%，将带动 PPI 上涨约 0.1%。具体来看，受油价波动影响最大的是石油工业 PPI 和煤炭工业 PPI，弹性分别为 0.5 和 0.2，滞后时长为 2 个月和 6 个月。油价同比增速对工业企业成本增速的传导作用更加明显，成本同比增速峰值出现在 2010 年 2 月，弹性为 0.3，即油价同比上行加快 1%，将带动工业企业成本增速上行 0.3%。从行业来看，油价变动对石油、煤炭及化学工业企业成本影响最大。

  第二轮上涨：此轮油价同比增速在 2017 年 1 月达到峰值，2 月 PPI 同比到达高位 7.8%，此轮油价对 PPI 的传导滞后时长为一个月，弹性为 0.1。行业方面，受油价波动影响最大的是石油工业 PPI 和煤炭工业 PPI，弹性分别为 0.43 和 0.54，滞后时长分别为 1 个月和 4 个月。工业企业成本增速在 2017 年 3 月达到峰值，油价增速对利润增速传导的滞后时长为 2 个月，弹性为 0.1。此轮油价上涨对成本影响最大的是煤炭行业，煤炭行业利润增速对油价变动的弹性为 0.3，滞后时间 2 个月。

- **油价变动对企业盈利影响：**原油作为工业企业重要的原料，其价格上涨带动企业成本上行，从收入端看，从收入端看，油价上涨也会带动企业提价和替代品(如煤炭)价格的上涨。如表 4 所示，油价上涨对石油、煤炭和电力行业盈利净弹性为正，特别是石油行业，油价同比上行加快 1%，将带动石油行业盈利同比上涨约 0.57%。

- 整体来看，油价对 PPI 的传导效应最显著的是上游煤炭工业、石油工业部门，传导速度也较快，另外，油价对化学工业、纺织工业的传导也较为明显。根据我们推算，如果油价同比上行加快 1%，将带动我国 PPI 上涨约 0.09%，我们预计此轮 PPI 高点为 5.3%，将在 5-6 月达到高点位置。对于行业而言，如果油价同比上行加快 1%，工业企业营业成本增速将上涨约 0.4%，油价变化对成本影响最大的是煤炭行业、化学行业及纺织行业。对企业盈利影响最大的是石油行业和煤炭行业。

- **风险提示：**地缘政治风险超预期

相关研究

1、《宏观点评 20210331：揭开拜登基建投资计划的真相》2021-03-31
2、《宏观点评 20210331：人民币贬值，流动性会受波及吗？》2021-03-31
3、《宏观点评 20210327：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》》2021-03-27
4、《宏观点评 20210326：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？》2021-03-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：金融危机以来国际油价经历的三轮上涨



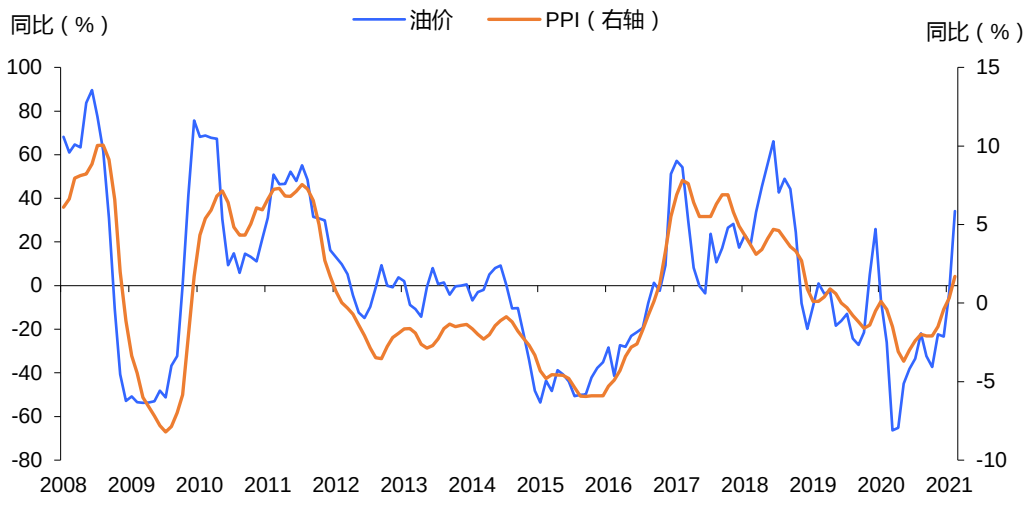
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：三轮油价上涨时期

油价上涨时期	持续时间（月）	最低价格（美元/桶）	最高价格（美元/桶）	涨幅（%）	月复合增速（%）
2009 年 2 月-2011 年 4 月	26	39	127	226%	4.6%
2016 年 1 月-2018 年 10 月	33	27	86	219%	3.5%
2020 年 4 月至今	12	16	71	293%	12.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

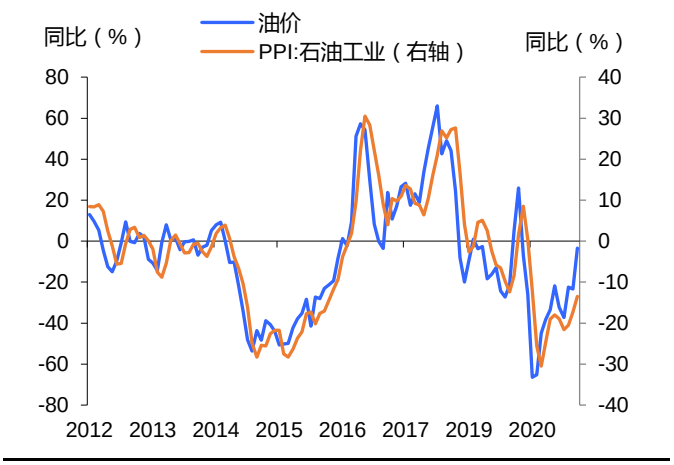
图 2：油价增速走势领先我国 PPI



数据来源：Wind，东吴证券研究所

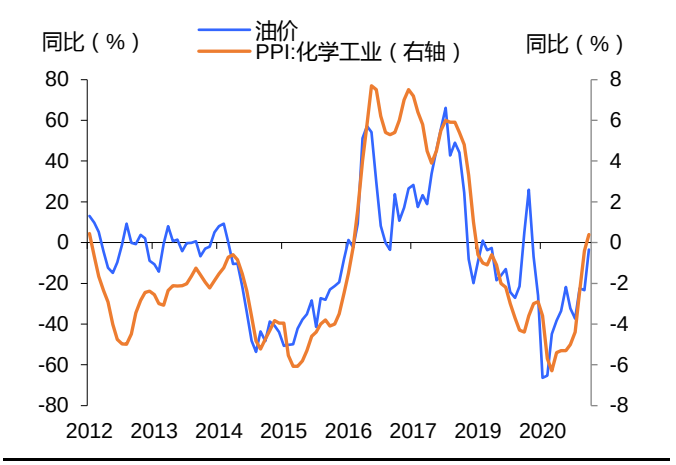
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：上游石油工业 PPI 与油价



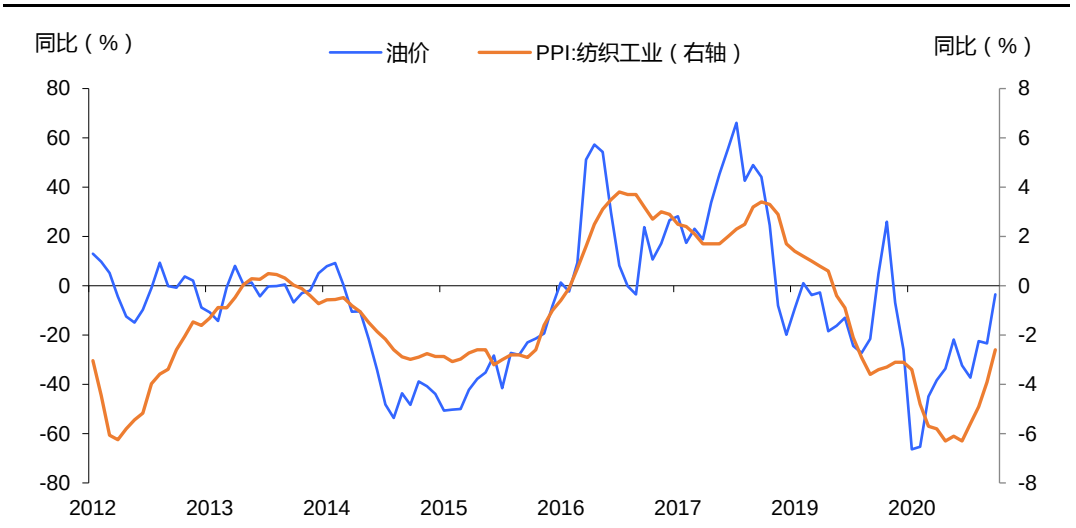
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：中游化学工业 PPI 与油价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：下游纺织工业 PPI 与油价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 2：我国主要工业部门 PPI 对油价增速的弹性

	工业部门 PPI 对油价同比增速的弹性			工业 PPI 高点滞后油价增速高点（月）		
油价上涨时期	2009.02-2011.04	2016.01-2018.10	2020.04-至今	2009.02-2011.04	2016.01-2018.10	2020.04-至今
全部工业品	0.12	0.11	0.09	5	1	1.5
石油工业	0.53	0.43	0.39	2	1.5	1.2
煤炭工业	0.21	0.54	0.45	6	3	2.5
电力工业	0.01	0.03	0.02	6	11	9
化学工业	0.15	0.10	0.11	3	4	3
机械工业	0.03	0.02	0.01	13	8	7
纺织工业	0.20	0.06	0.06	14	4	3.5
食品工业	0.08	0.05	0.04	10	10	8.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：油价变化对我国主要工业部门成本的影响

	工业部门营业成本增速对油价同比增速的弹性			油价变化向工业部门成本传导的滞后时长（月）		
油价上涨时期	2009.02-2011.04	2016.01-2018.10	2020.04-2021.02	2009.02-2011.04	2016.01-2018.10	2020.04-2021.02
全部工业品	0.32	0.11	0.41	2	2	1
石油工业	0.32	0.07	0.08	13	4	2
煤炭工业	0.36	0.31	0.40	2	2	1
电力工业	0.16	0.12	0.22	2	2	1
化学工业	0.37	0.12	0.40	2	2	1
机械工业	0.31	0.06	0.03	2	6	3
纺织工业	0.17	0.05	0.42	3	4	2
食品工业	0.16	0.02	0.22	3	1	0.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 4：以第二轮油价上涨为例，看油价变动对企业盈利影响

	主营业务收入增速对油价变动的弹性	油价变化向收入传导的滞后时长（月）	净弹性
全部工业品	0.10	2	-0.01
石油工业	0.64	1	0.57
煤炭工业	0.50	3	0.19
电力工业	0.16	13	0.04
化学工业	0.12	1	0.003
机械工业	0.05	9	0.004
纺织工业	0.05	5	0.004
食品工业	0.01	5	-0.006

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

