

通胀大分化：几家欢喜，几家愁？

2021年06月09日

■ **PPI 环比加速，同比创 12 年新高。**受低基数和 4 月大宗商品加速上涨影响（从大宗传导至 PPI 通常滞后 1 个月），2021 年 5 月 PPI 环比加速至 1.6%，同比则达到 9% 的近 12 年新高。其中同比涨幅最大的均为上游行业：石油和天然气开采、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、石油煤炭及其他燃料加工业同比增速分别达到 99.1%、48.0%、38.1%、34.3%。不过值得注意的是位于下游生产环节的主要行业出场价格相对稳定（图 1）。

■ **CPI 分化加大，食品价格拖累明显。**2021 年 5 月份 CPI 和 PPI 同比增速的分化创下了历史纪录，价格向下游传导的问题将越来越受到市场的关注。CPI 同比上涨 1.3%，环比下降 0.2%。其中食品价格环比下降 1.7%，成为最大拖累，相对而言服务价格环比上涨 0.2%。食品价格各门类间出现明显分化：蛋类、水产品上涨明显，但鲜菜、鲜果、畜肉类价格继续环比下跌 -5.6%、-2.7% 和 -6.0%，主要受供给持续增加影响。不过值得注意的是，随着猪料比跌破平衡点，猪肉后续的供给增加或将减速。另外，受油价上涨影响，飞机票、汽油和柴油价格分别同比上涨 32.3%、22.0% 和 24.2%，而扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.9%（图 2）。

■ **PPI 的传导，不同的路径，不同的结果。**PPI 向下游的传导过程主要有两个途径：一是通过中下游企业涨价导致 CPI 也出现明显上涨；二是侵蚀中下游企业利润，导致企业生产萎缩，经济放缓。以上两种路径会导致不同的政策应对，前者会使得货币政策收紧，后者则可能提高货币政策的通胀容忍度，甚至出现边际的宽松转向。当然实际中这两个渠道并非“泾渭分明”，最终的政策结果和市场影响有赖于二者“孰轻孰重”。

■ **PPI 的价格传导：下游制造业压力大，服务业传导更好。**我们可以从三个维度来分析，从上下游不同制造业行业的出厂价格来看，上游制造业涨价明显，但下游涨价则迟缓（图 4），以下游权重最大的汽车制造为例，5 月出场价同比下跌 0.7%；从行业大类来看，我们用 PMI 指数中出厂价格与原材料进口价格指数之差来代表价格传导的效率，可以看出制造业整体的价格传导不如服务业，后者涨价在 4、5 月已开始加速；从企业规模上看，制造业中中小企业的定价权可能相对更弱，导致传导效率也更低（图 5 和 6）。

■ **PPI 传导的利润途径：哪些行业压力大？哪些行业有动力？**中下游制造业企业的利润率主要受成本和产品价格影响，我们用能源、金属和燃料等占中间投入的比例来代表中下游制造业面临的成本压力，用经典的赫芬达尔—赫希曼指数（表示行业的集中度，数值越大则集中度越高）来代表行业的潜在涨价能力，如图 7 所示，越偏左上方则利润被侵蚀的压力越大，其中农副产品加工、金属制造等所受冲击较大，而汽车、废弃资源利用等利润受侵蚀的程度较为可控。从 2016 至 2017 年 PPI 和 CPI 分化的经历我们也能看出，农副产品制造业的利润增速随着 PPI 上涨而下滑，直至 CPI 加速上涨时才出现企稳反弹，而汽车制造业则享受了 PPI 上涨的利润“红利”（图 8 和 9）。

■ **政策会如何应对？**尽管 5 月 PPI 的水平创下金融危机之后的新高，但我们预计当前央行货币政策依旧将保持谨慎：一方面，撇开低基数因素，央行更加关心的核心 CPI5 月同比为 0.9%，1 至 5 月同比增长 0.3%，从历史上看与当前的政策利率水平较为相符（图 10）；另一方面，参考历史，原材料价格的大幅上涨会对生产，尤其是小型企业的生产造成冲击，当前尽管制造业生产依旧保持在枯荣线以上，但中型企业已经出现较明显的环比放缓，后续值得持续关注（图 11）。对于 6 月因为债券供给和季节性因素导致的流动性趋紧，市场不应过度解读。

■ **风险提示：**经济复苏超预期导致过热，支持政策提前退出；中期经济动能不足，支持政策超预期；海外疫情继续发酵，海外经济复苏出现二次探底，美股出现大幅调整。

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaoh@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210607：印度疫情对中国出口影响不大》

2021-06-07

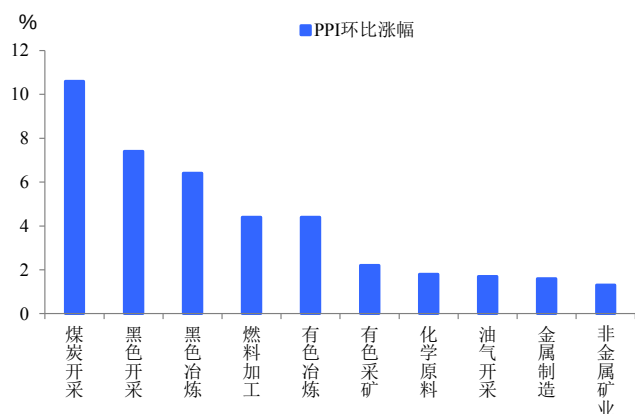
2、《宏观中期报告 20210606：理解下半年宏观经济和资产配置的几个框架》2021-06-06

3、《宏观点评 20210601：油价再破 70 美元后的演绎和影响》2021-06-01

4、《宏观点评 20210531：上调外汇存款准备金，人民币汇率如何演绎？》2021-05-31

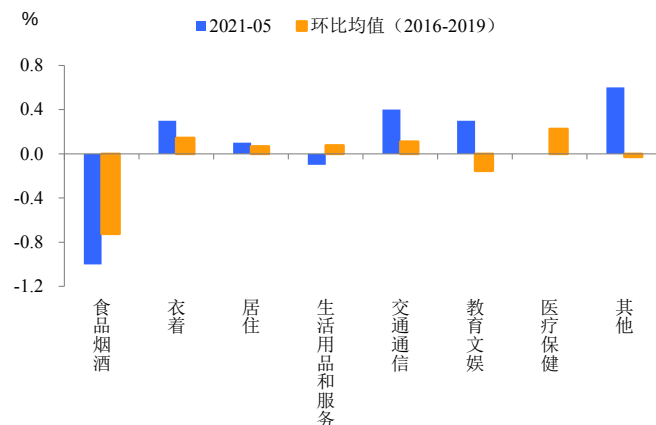
5、《宏观点评 20210530：美联储 Taper 盯什么？》2021-05-30

图 1： 2021 年 5 月 PPI 环比增速 TOP10



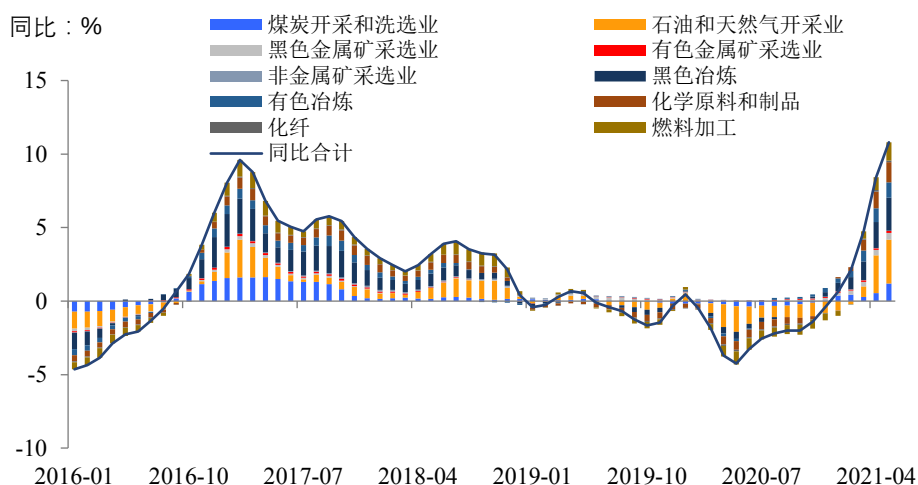
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2： 5 月 CPI 主要组成部分环比变化



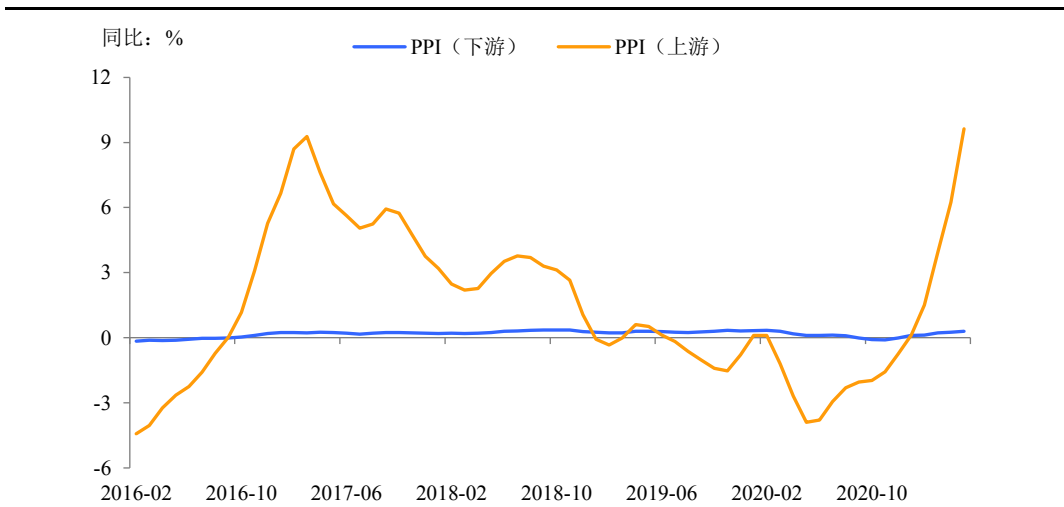
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3： 上游 PPI 同比及主要组成成分变化情况



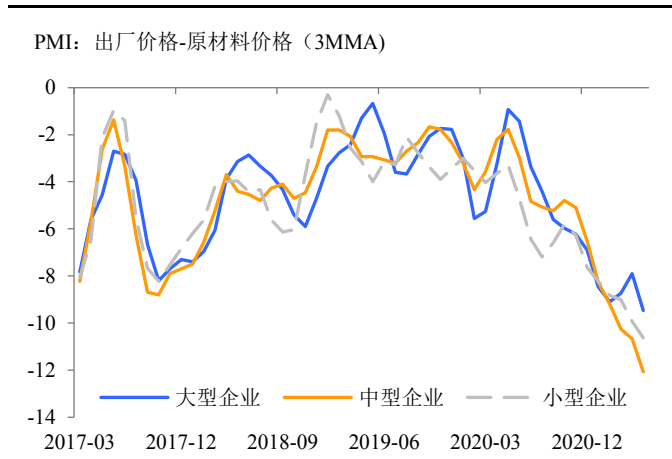
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：上游和下游 PPI 同比分化明显



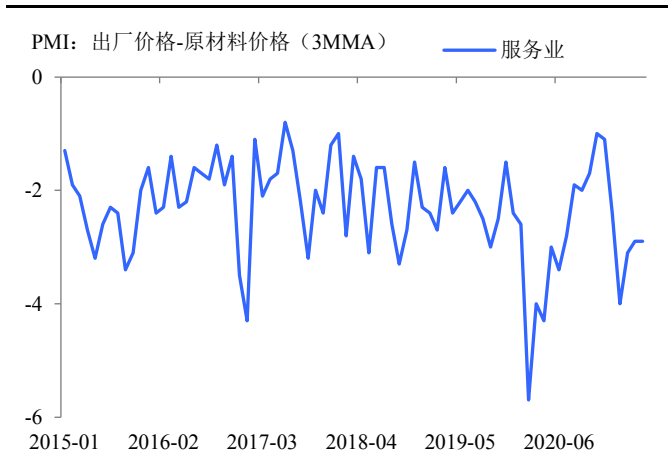
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：不同规模制造业的价格传导效率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

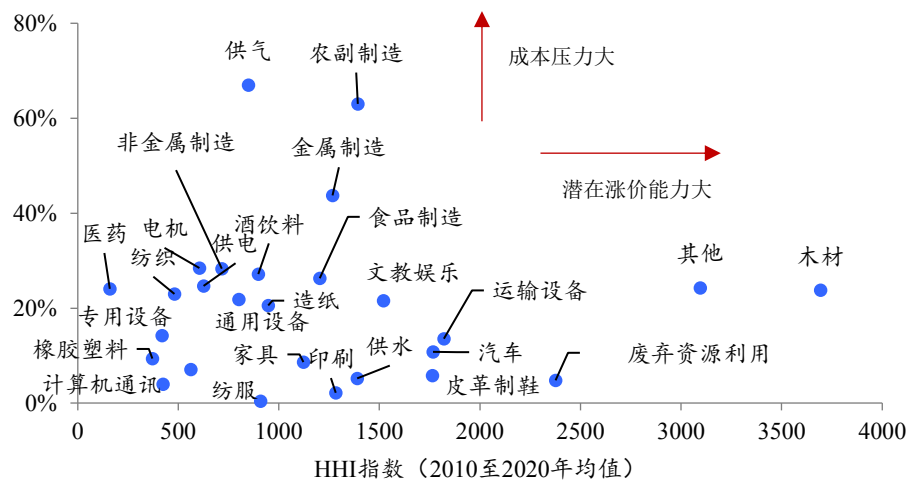
图 6：服务业的价格传导效率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：制造业行业的成本压力和潜在涨价能力

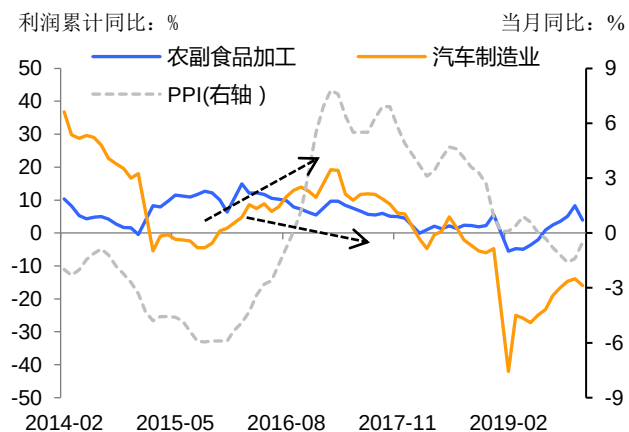
商品燃料占中间投入比例（2018年）



注：HHI 指数为赫芬达尔—赫希曼指数，等于行业中各市场竞争主体所占行业总收入百分比的平方和，是一种测量产业集中度的综合指数。

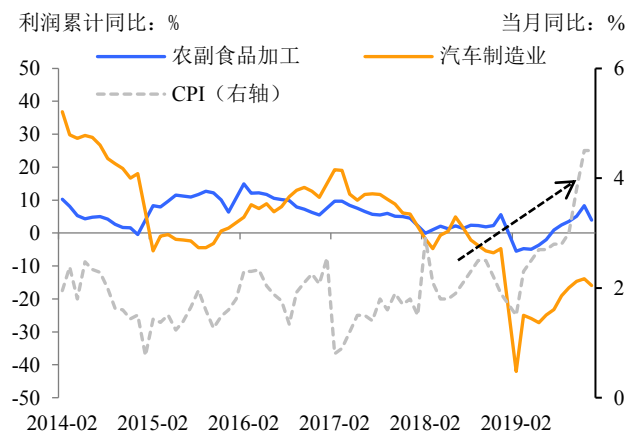
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：农副食品和汽车制造利润变化 VS PPI



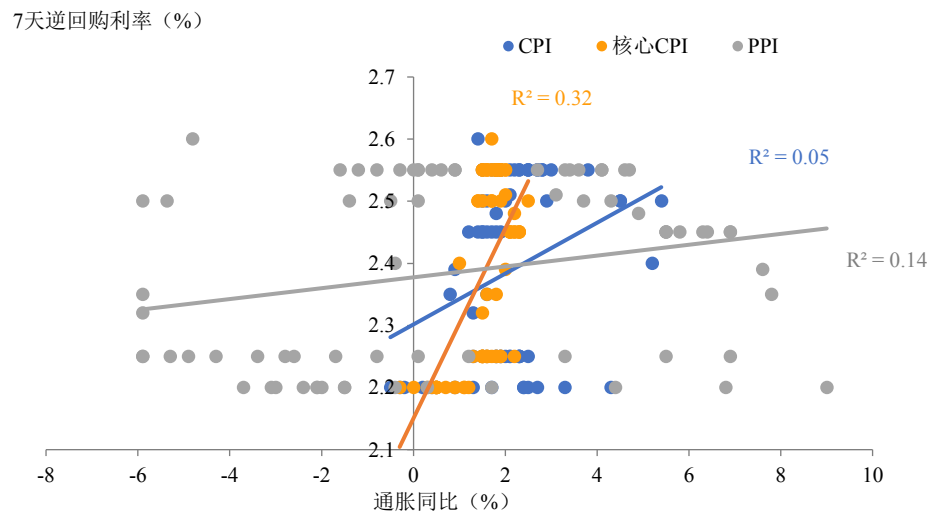
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：农副食品和汽车制造利润变化 VS CPI



数据来源：Wind，东吴证券研究所

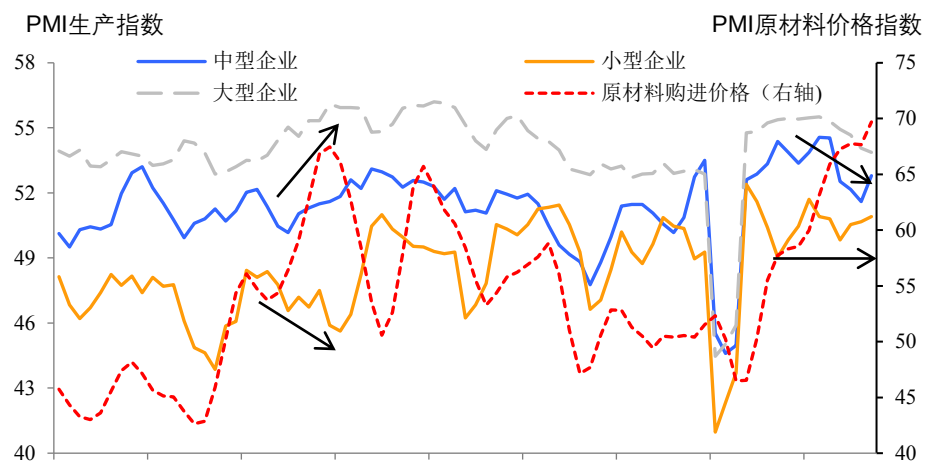
图 10: 2015 年以来央行更关心的核心 CPI 尚处于较舒适的水平



祝：以上数据的时间区间为 2015 年 6 月至 2021 年 5 月。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11: 原材料价格的上涨尚未明显传导至企业的生产端



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20012

