

【华西固收研究】上下游剪刀差接近历史高位，PPI 拐点或已临近

——5月通胀数据点评 20210609

事件概述：

6月9日统计局公布2021年5月通胀数据，CPI同比上涨1.3%，前值上涨0.9%；PPI同比上涨9.0%，前值上涨6.8%。

分析与判断：

► 核心CPI连续4个月保持回升。

本月CPI的8个一级子项目中，七项同比增速提升，一项持平。食品烟酒项增速回升幅度明显，同比录得0.8%，与上月相比提升0.7pct，主要受鲜菜、水产及蛋类价格影响较大。其中鲜菜进入夏季后供给充足，价格环比出现5.6%的下降，其同比增速的大幅提升主要受去年同期低基数的影响。而根据统计局披露，水产、蛋类由于供给减少叠加饲料成本上涨，同比、环比价格均出现明显上涨，同比增速分别较上月提升2.5、7.5pct。猪肉价格受供给量的影响持续下跌，CPI猪肉项同比下降23.8%，降幅扩大2.4pct；而根据猪易数据监测，6月8日标准体重生猪均价为15.67元/公斤，同比下跌50.75%。猪肉供给端的波动性较大，价格下跌会引起养殖户的恐慌性集中出栏，从而引起价格的进一步下跌，形成负反馈机制。在今日通胀数据发布的同时，发改委发布了《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》，将建立价格涨跌三级预警机制来引导养殖户出栏预期，同时建立根据预警情况响应的动态收储机制，来稳定猪肉市场的需求。预计该政策出台后将有效稳定市场预期，遏止当前猪肉价格快速下跌的势头。交通工具用燃料价格依然受到国际原油价格上涨及低基数的影响，同比增速提升1.9pct。

猪、油价格的双向波动使得CPI整体读数保持较平稳态势，但从剔除掉食品和能源后的核心CPI同比上涨0.9%，较上月提升0.2pct，同比增速实现连续4个月回升。但结合5月核心CPI环比增速录得0.1%，放缓0.2pct来看，目前上游价格上涨对下游价格的拉动已经有所体现，但力度相对而言仍较为有限。

► PPI上下游剪刀差接近历史高位。

PPI同比上涨9.0%，较前月大幅提升2.2pct。生产资料价格同比上涨12.0%，提升2.9pct，影响PPI同比上涨8.87pct。生活资料价格同比上涨0.5%，提升0.2pct，影响PPI同比上涨约0.14pct。本月，上中游生产资料价格加速上涨的趋势依旧没有改变，上游采掘工业同比增速较上月大幅提升11.5pct至36.4%，中游原材料工业、下游加工工业分别提升3.6、2.0pct。上中下游价格增速已经拉开了明显的差距，“采掘工业-加工工业”同比增速剪刀差已经达到29.0pct，处于历史97%分位。从历史数据来看，每当上下游剪刀差达到高峰后，PPI也将随即见顶，

这种情况主要是由供给、需求对价格的反馈引起。当价格上涨幅度过大，必然会对整体需求产生压制，同时提振上游供给，从而减缓价格上涨的动力。但本轮存在的不确定性在于，上游原材料涨价不完全由国内引起，部分产品在全球范围内进行定价。

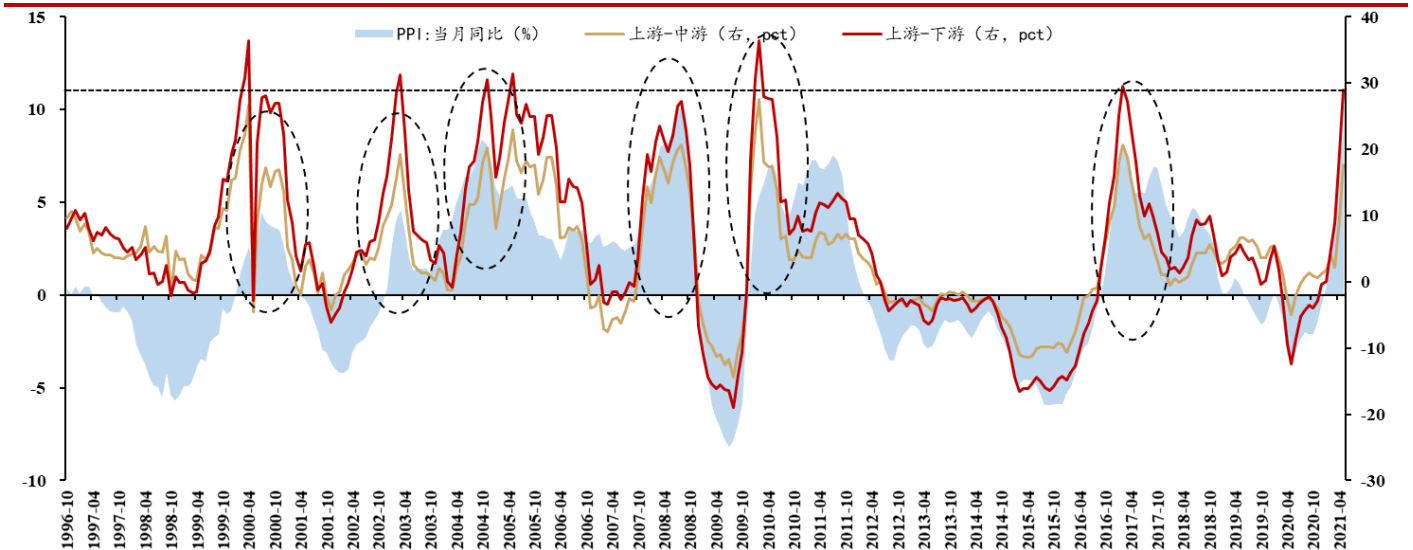
从价格扩散的角度看，目前仍然没有观察到涨价向下游明显传导的迹象，上游原材料及部分中游设备、材料制造业PPI提升的幅度较为明显，而偏产业链下游的行业受到的影响仍然可控。

表 1：价格上涨向下游的传导尚不明显（单位：%）

门类	行业	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05
上游	石油和天然气开采业	-21.90	-6.40	23.70	85.80	99.10
	黑色金属矿采选业	22.20	29.40	34.70	38.30	48.00
	煤炭开采和洗选业	9.10	10.90	6.90	13.30	29.70
	有色金属矿采选业	9.70	9.70	13.30	15.70	16.70
	非金属矿采选业	1.10	1.00	0.80	0.90	2.00
中游	电气机械及器材制造业	-0.70	-0.30	1.00	2.90	-
	专用设备制造业	-0.60	-0.40	-0.40	-0.30	-
	仪器仪表制造业	-0.50	-0.50	-0.10	-0.50	-
	黑色金属冶炼及压延加工业	9.90	14.10	21.50	30.00	38.10
	石油、煤炭及其他燃料加工业	-9.00	-0.50	13.90	23.80	34.30
	有色金属冶炼及压延加工业	8.90	12.10	21.30	26.90	30.40
	化学原料及化学制品制造业	1.20	4.00	11.40	17.50	20.90
	化学纤维制造业	-4.00	-0.20	10.50	17.70	18.40
	金属制品业	1.10	2.00	3.50	5.10	7.00
	橡胶和塑料制品业	-1.00	-0.50	1.20	2.60	3.20
	非金属矿物制品业	-2.40	-2.50	-1.70	0.70	2.40
	通用设备制造业	-0.10	-0.20	0.20	0.50	0.90
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.20	0.10	0.10	0.40	0.80
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.60	-0.10	0.00	-0.10	0.40
下游	废弃资源综合利用业	3.20	8.10	15.20	20.60	-
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.70	1.70	2.40	2.80	-
	燃气生产和供应业	0.30	0.80	1.80	2.40	-
	家具制造业	-0.40	-0.60	-0.30	-0.10	-
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.60	-1.60	-1.30	-0.80	-
	金属制品、机械和设备修理业	0.50	-0.20	-0.70	-1.10	-
	造纸及纸制品业	-0.50	1.00	2.30	5.00	7.40
	农副食品加工业	4.40	4.90	5.60	5.00	5.60
	纺织业	-2.60	-1.90	0.10	1.70	2.90
	酒、饮料和精制茶制造业	1.60	1.70	2.00	2.00	1.90
	食品制造业	0.40	0.70	0.80	1.20	1.60
	水的生产和供应业	0.20	0.40	0.90	1.00	1.10
	印刷业和记录媒介的复制	-1.10	-1.00	-0.60	-0.30	0.80
	烟草制品业	0.60	0.50	0.40	0.40	0.50
	纺织服装、服饰业	-1.30	-1.20	-0.50	-0.20	-0.30
	电力、热力的生产和供应业	-1.80	-1.40	-0.80	-0.50	-0.50
	汽车制造业	-0.60	-0.90	-0.80	-0.80	-0.70
医药制造业	0.20	0.00	-0.30	-0.70	-0.80	
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.80	-2.00	-1.80	-1.40	-0.80	

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2：当上下游剪刀差达到高峰后，PPI 也将随即见顶



资料来源：Wind，华西证券研究所

投资策略：短期利空偏多，建议避其锋芒。

短期来看，此前市场担心的两大利空正在逐步释放：1) 地方债供给开始放量，本周便有约 2,400 亿元新增地方债发行，按这样的进度来看，6 月新增地方债发行规模或接近 7,000 亿元，将对驱动前期利率下行的核心因素——流动性宽松产生明显冲击；2) PPI 上行幅度过快，显著超出市场此前预期，向下游传导的力度有较大的不确定性。结合市场情绪和交易特征来看，由于 5 月中旬以来长端利率下行过快，且一度逼近 3.0% 的关键点位，投资者止盈的意愿较强，面对两大利空的释放或难以形成新的做多力量。

因此，我们建议短期内配置压力不大的投资者保持谨慎，避其锋芒，在利空逐渐释放的过程中，随着利率上行寻找布局机会。

风险提示

海外疫情扩散具有不确定性。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-59775359

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520120001

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

张 伟：对外经济贸易大学金融学硕士。2019年加入华西证券，主要参与可转债、财政政策、宏观经济研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

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_20015



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn