

2021年07月04日

低估的通胀传导

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

原材料涨价对CPI的影响，及通胀后续的演绎，本文系统梳理，可供参考。

● **PPI与CPI剪刀差创新高并非传导受限，剔除猪肉和服务的CPI不低**

PPI创新高、CPI低位，并不能简单解释为价格传导有限，剔除猪肉和服务的CPI不低。5月，PPI达9%、创2009年以来新高，而CPI只有1.3%。其中，猪肉和服务价格对CPI拖累显著，CPI猪肉同比-11%、处历史低位，CPI旅游、家庭服务、其他商品和服务等同比处于历史25%分位数以下，而CPI非食品细分项超一半在历史75%分位数以上；剔除猪肉和服务的CPI或在2.2%左右、高于疫情前。**与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在CPI中早有明显体现。**原油价格上涨，带动CPI交通工具用燃料同比上涨21.3%；钢、铜等涨价，推升耐用品制造成本，使得CPI家用器具同比连续3个月上行至1%、达到历史85%分位数；芯片等电子元器件涨价下，CPI通信工具同比持续抬升、最高达6.7%；受大豆涨价等影响，CPI食用油同比连续6个月上涨至8.1%、创2012年来新高。

● **相较以往，本轮原材料涨价对CPI影响主要缘于供需错位的交织**

本轮PPI上行由供需共同驱动，而过去两轮以供给或需求单一驱动为主。2010年以来，PPI经历了2011年、2016年底至2017年及2020年底以来三轮上行。其中，第一轮以需求驱动为主，物价全面上涨；第二轮受国内供给影响显著，涨价主要集中在上游；本轮受内外供需错位影响，欧美需求加速修复、而资源国供给受限，国内上游供给收缩、终端需求分化，芯片、大豆等中下游产品供给短缺。**驱动因素不同下，PPI上涨对CPI影响也不尽相同，使得本轮CPI变化并非历史的简单重复。**不同于第一轮投资需求、第二轮上游供给收缩驱动，本轮供给影响在PPI上、中、下游行业均有体现，对应CPI的交通工具用燃料、通信工具和食用油等的上涨；但疫情对终端需求的影响，使得成本端涨价压力显性化相对缓慢，多数日用品CPI同比仍处于历史低位，同时服务修复偏慢拖累服务项CPI。

● **往后来看，关注涨价扩散等“潜在”风险，带来的通胀预期变化**

商品消费相对平稳下，若原材料价格持续维持高位，终端消费涨价压力或进一步显性化。伴随收入修复等，商品消费需求稳中有进；同时，部分原材料供需缺口中短期内或较难收敛，对原材料价格形成一定支撑。上游原材料价格持续高位，对中下游企业利润挤压，或使得成本涨价压力逐步显性化，对终端消费价格影响进一步显现。部分企业甚至可能退出市场、带来供给收缩，进一步加大涨价压力。**成本涨价压力逐步显性化的同时，前期“滞涨”的服务业、猪肉等“潜在”涨价风险，也可能推升通胀预期。**疫情对服务业的影响较大，成本上升、需求下降，带来部分领域的供给收缩；伴随线下活动加快正常化，供需缺口收敛可能带来服务业补偿式涨价压力释放。此外，猪肉价格大幅回落、饲料成本抬升下，生猪养殖户持续亏损、补栏意愿下降，或导致猪肉供给的收缩，进而带动猪肉价格修复。

● **风险提示：**供给短缺持续，需求加速修复。

相关研究报告

《宏观经济专题-流动性“新”变化》
-2021.7.1

《宏观经济点评-生产回落，需求分化》
-2021.6.30

《宏观经济专题-集中供地后，土地市场如何演绎》
-2021.6.28

目 录

1、 PPI 与 CPI 剪刀差创新高并非传导受限	3
2、 本轮原材料涨价对 CPI 影响主要缘于供需错位的交织	4
3、 关注涨价扩散等“潜在”风险，带来的通胀预期变化.....	7
4、 研究结论	9
5、 风险提示	9

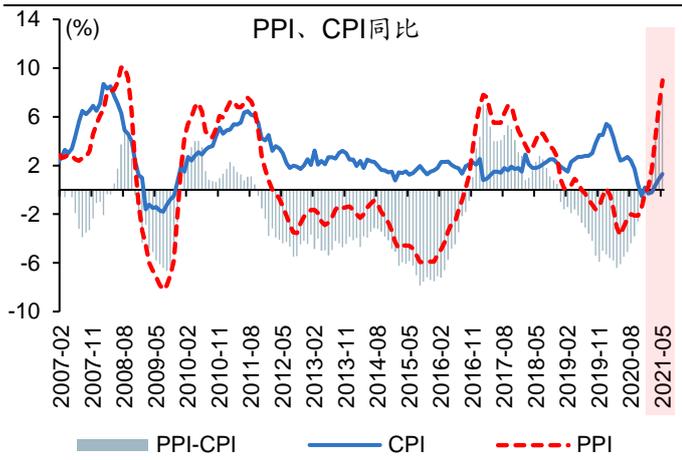
图表目录

图 1: 5 月, PPI 与 CPI 剪刀差创历史新高	3
图 2: PPI 生产资料同比大幅抬升、生活资料相对温和	3
图 3: CPI 分项中, 猪肉和服务价格对 CPI 拖累显著	3
图 4: 剔除猪肉和服务的 CPI 或已高于疫情前	3
图 5: 原油涨价, 带动 CPI 交通工具用燃料大幅抬升	4
图 6: PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步体现	4
图 7: 芯片等涨价带动 CPI 通信工具持续抬升	4
图 8: 大豆等涨价推升 CPI 食用油同比创新高	4
图 9: PPI 经历了 2011 年、2016 年底至 2017 年及 2020 年底以来三轮上行	5
图 10: PPI 上行中, 第一轮需求强劲, 二、三轮相对较弱	5
图 11: 本轮内外需存在一定“错位”	5
图 12: 本轮 PPI 高点, 对应铜、钢和油价格高于上一轮	6
图 13: 本轮 PPI 高点, 对应农产品价格高于上一轮	6
图 14: 本轮多数日用品 CPI 同比处低位、服务修复较慢	6
图 15: 伴随收入逐步修复, 商品消费稳步增长	7
图 16: 供需缺口, 对煤炭价格形成支持	7
图 17: 相较上游, 部分下游企业面临成本抬升、亏损	7
图 18: 偏中下游行业 PPI 仍处于低位	7
图 19: 服务消费的修复弹性或相对较大	8
图 20: 五一期间, 机票、酒店价格均不同程度上涨	8
图 21: 生猪养殖利润已进入持续亏损区间	8
图 22: 猪肉价格受供给影响较大	8
图 23: 部分商品和服务涨价, 在 CPI 没有直观体现	9
图 24: 三季度末, CPI 通胀可能出现明显抬升	9
表 1: 三轮 PPI 阶段性高点对应 CPI 所处分位数	6

1、PPI 与 CPI 剪刀差创新高并非传导受限

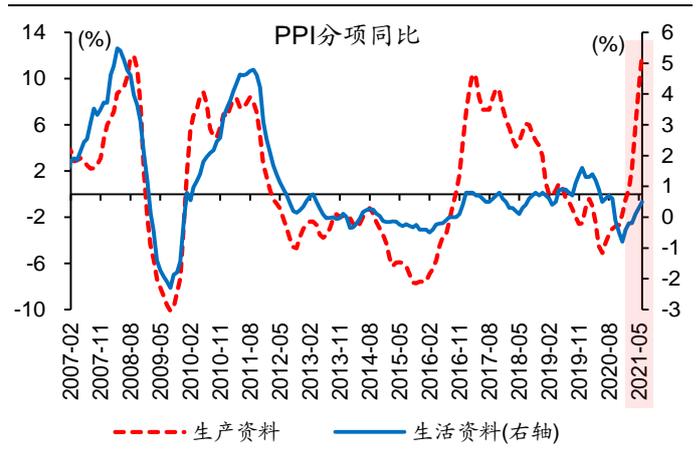
PPI 创新高、CPI 低位，推动 PPI 与 CPI 剪刀差创新高。5 月，PPI 同比上行至 9%、创 2009 年以来新高，其中，PPI 生产资料拉动显著、同比上涨 12%，而 PPI 生活资料同比相对较低、只有 0.5%，使得 PPI 生产资料和生活资料剪刀差达 11.5%、创历史新高。PPI 大幅上涨的同时，CPI 仍处于低位、5 月同比只有 1.3%，推动 PPI 与 CPI 剪刀差抬升至 7.7%、创历史新高。

图1: 5 月，PPI 与 CPI 剪刀差创历史新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

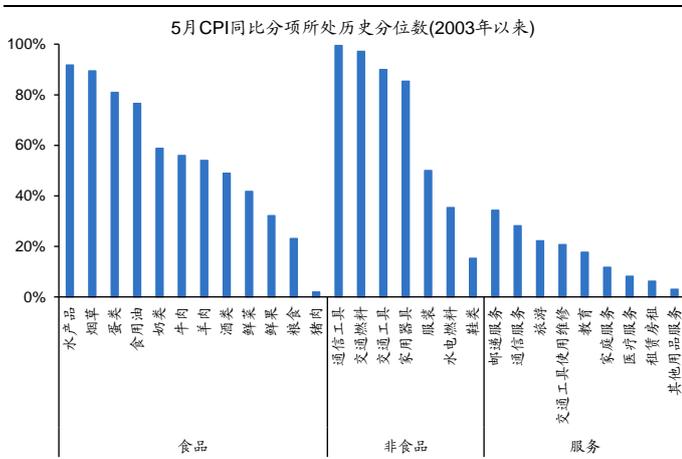
图2: PPI 生产资料同比大幅抬升、生活资料相对温和



数据来源: Wind、开源证券研究所

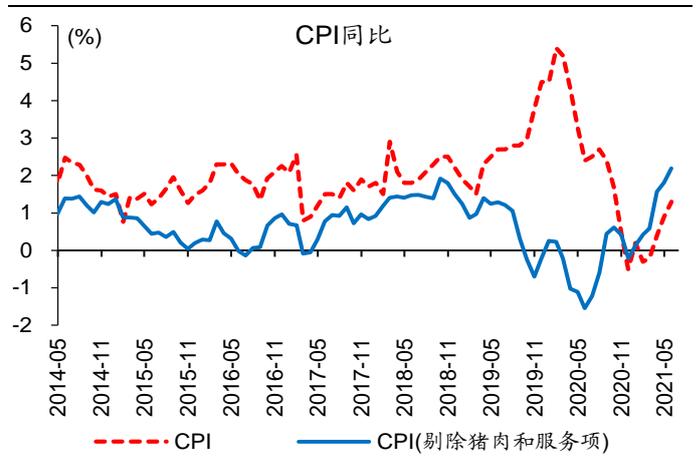
CPI 较低不能简单解释为价格传导有限，剔除猪肉和服务的 CPI 并不低。CPI 主要分项中，猪肉和服务价格对 CPI 拖累显著，CPI 猪肉同比-11%、处于历史低位，CPI 旅游、家庭服务、其他商品和服务等同比处于历史 25%分位数以下，而 CPI 非食品商品细分项超一半在历史 75%分位数以上，食品中的水产品、蛋类、食用油等 CPI 同比均处于历史高位；剔除猪肉和服务的 CPI 或在 2.2%左右、高于疫情前。

图3: CPI 分项中，猪肉和服务价格对 CPI 拖累显著



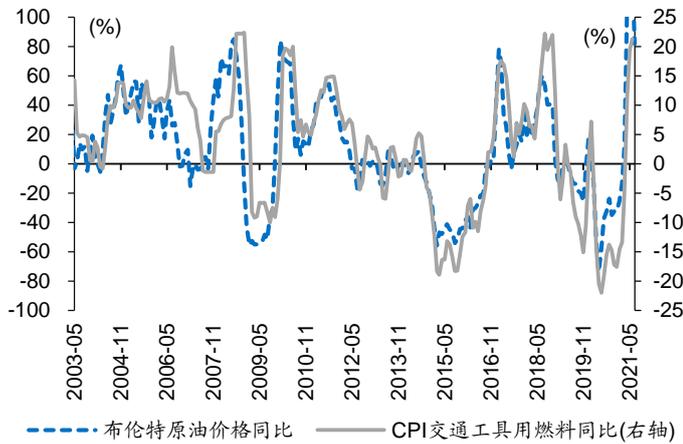
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 剔除猪肉和服务的 CPI 或已高于疫情前

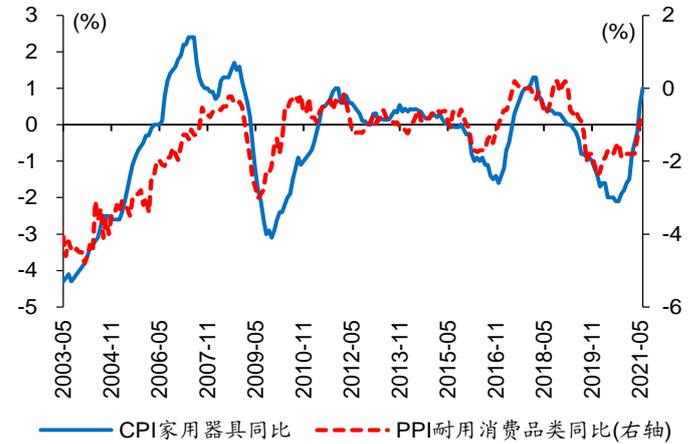


数据来源: Wind、开源证券研究所

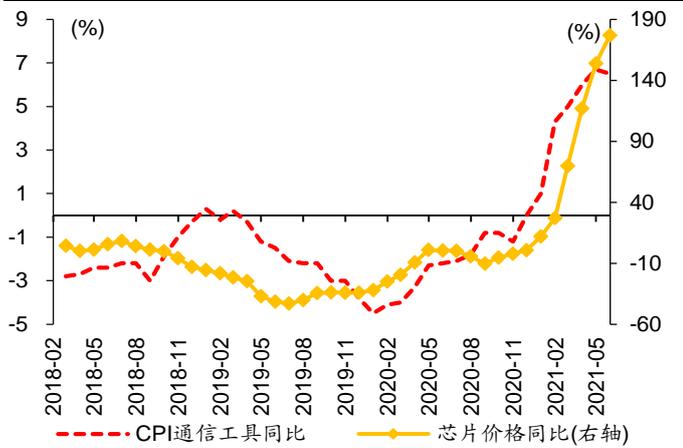
与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中早有明显体现。原油价格上涨，带动 CPI 交通工具用燃料同比上涨 21.3%；钢、铜等涨价，推升耐用品制造成本，使得 CPI 家用器具同比连续 3 个月上行至 1%、达到历史 85%分位数；芯片等电子元器件涨价下，CPI 通信工具同比持续抬升、最高达 6.7%；受大豆涨价等影响，CPI 食用油同比连续 6 个月上涨至 8.1%、创 2012 年以来新高。

图5：原油涨价，带动 CPI 交通工具用燃料大幅抬升


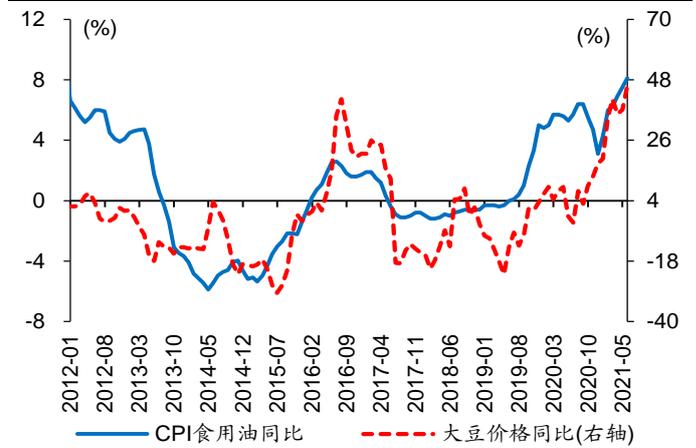
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步体现


数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图7：芯片等涨价带动 CPI 通信工具持续抬升


数据来源：Wind、开源证券研究所

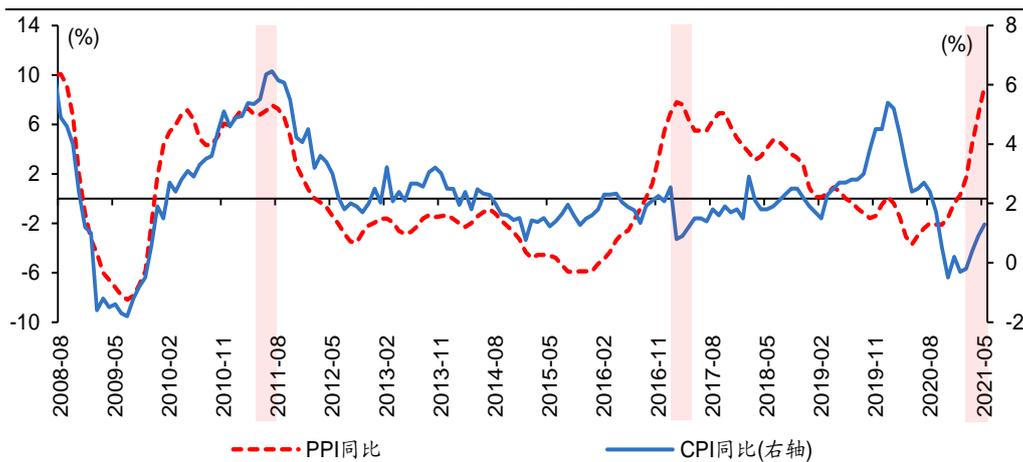
图8：大豆等涨价推升 CPI 食用油同比创新高


数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

2、本轮原材料涨价对 CPI 影响主要缘于供需错位的交织

过去十年经历了三轮 PPI 大幅上涨周期，对应 CPI 表现不同。2010 年以来，PPI 经历了 2011 年、2016 年底至 2017 年及 2020 年底以来三轮上行，阶段性高点均在 7.5%以上，对应 CPI 表现不尽相同。第一轮，CPI 与 PPI 基本同步上行，在 2011 年 7 月达到近十年高位的 6.5%；第二轮和本轮，CPI 并未跟随 PPI 大幅上行，第二轮 PPI 上行阶段 CPI 最高仅 2.5%、当前 CPI 仅 1.3%。

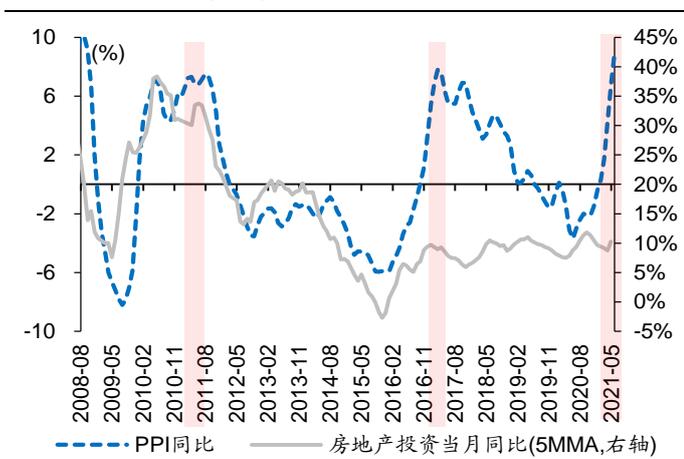
图9: PPI 经历了 2011 年、2016 年底至 2017 年及 2020 年底以来三轮上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

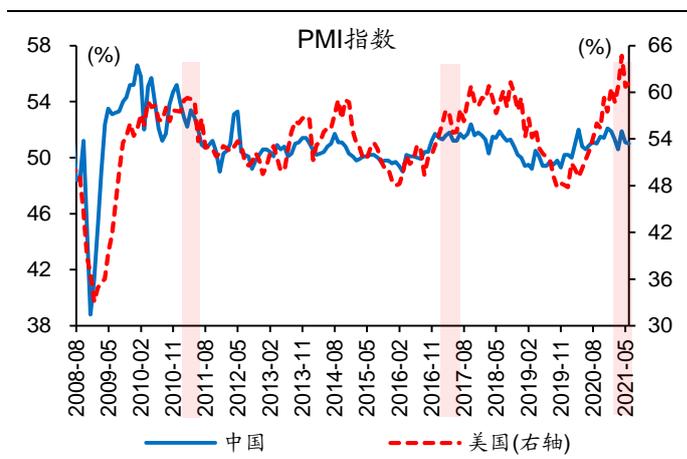
本轮 PPI 上行由供需共同驱动，而过去两轮以供给或需求单一驱动为主。其中，第一轮以需求驱动为主，经济过热、物价全面上涨；第二轮受国内供给影响显著，涨价主要集中在上游的过剩产能行业；本轮受内外供需错位影响，欧美需求加速修复、而资源国供给受限，国内上游供给收缩、终端需求分化，芯片、大豆等中下游产品供给短缺，使得原材料涨价在上、中、下游均有直接体现。

图10: PPI 上行中，第一轮需求强劲，二、三轮相对较弱



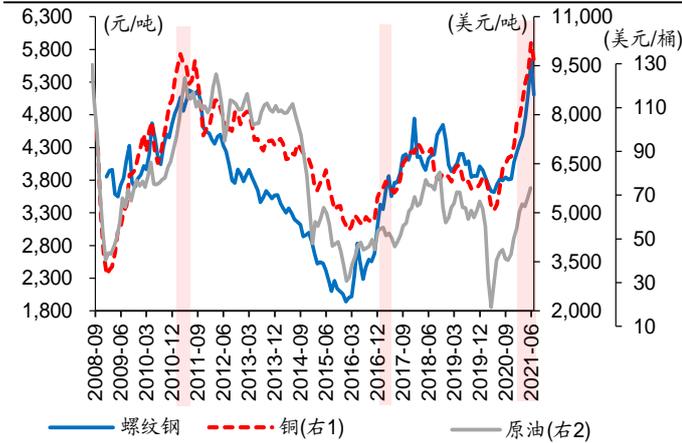
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 本轮内外需存在一定“错位”



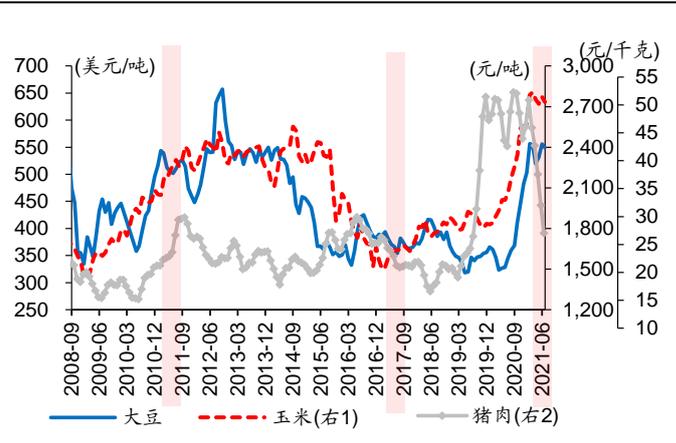
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 本轮 PPI 高点, 对应铜、钢和油价格高于上一轮



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 本轮 PPI 高点, 对应农产品价格高于上一轮



数据来源: Wind、开源证券研究所

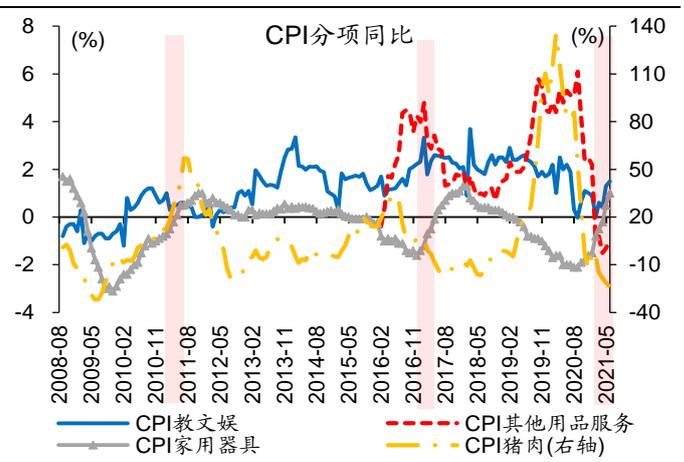
驱动因素不同下, PPI 上涨对 CPI 影响也不尽相同, 使得本轮 CPI 变化并非历史的简单重复。不同于第一轮投资需求、第二轮上游供给收缩驱动, 本轮供给影响在 PPI 上、中、下游行业均有体现, 对应 CPI 交通工具用燃料、通信工具和食用油等的上涨; 但疫情对终端需求的影响, 使得成本端涨价压力显性化相对缓慢, 多数日用品 CPI 同比仍处于历史低位, 服务修复偏慢也拖累服务项 CPI。

表1: 三轮 PPI 阶段性高点对应 CPI 所处分位数

分类	细项	2011年7月	2017年2月	2021年5月
食品	粮食	90%	29%	23%
	食用油	85%	50%	77%
	鲜菜	49%	0%	42%
	猪肉	90%	47%	2%
	水产品	95%	25%	92%
	蛋类	93%	1%	81%
	奶类	83%	13%	59%
	鲜果	48%	35%	32%
非食品	酒类	90%	35%	49%
	服装	84%	53%	50%
	鞋类	27%	40%	15%
	水电燃料	70%	42%	35%
	家用器具	77%	39%	85%
	交通工具	85%	63%	90%
	交通燃料	89%	92%	97%
	通信工具	42%	71%	100%
服务	生活用品服务	94%	35%	31%
	家庭服务	97%	14%	12%
	交通工具使用维修	93%	1%	21%
	通信服务	28%	46%	28%
	教育	10%	90%	18%
	旅游	76%	27%	22%
	医疗服务	2%	81%	8%
	租赁房租	81%	68%	6%
其他用品服务	9%	64%	3%	

数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 本轮多数日用品 CPI 同比处低位、服务修复较慢

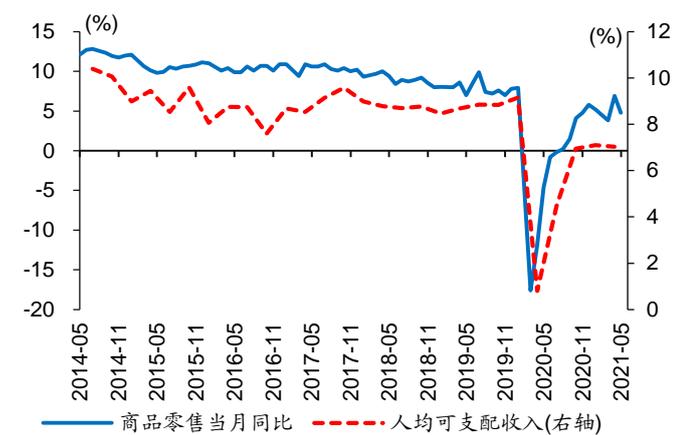


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、关注涨价扩散等“潜在”风险，带来的通胀预期变化

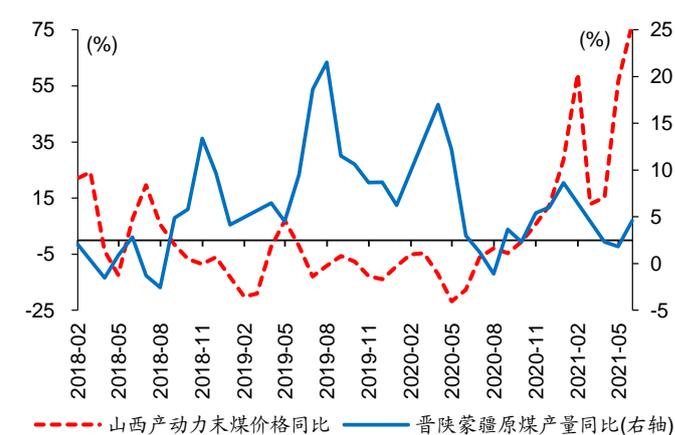
商品消费相对平稳下，若原材料价格持续维持高位，终端消费涨价压力或进一步显性化。伴随收入修复等，商品消费需求稳中有进；同时，部分原材料供需缺口中短期内或较难收敛，对原材料价格形成一定支撑。上游原材料价格持续高位，对中下游企业利润挤压，或使成本涨价压力逐步显性化，对终端消费价格影响进一步显现。部分企业可能退出市场、带来供给收缩，进一步加大涨价压力。

图15: 伴随收入逐步修复, 商品消费稳步增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 供需缺口, 对煤炭价格形成支持



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 相较上游, 部分下游企业面临成本抬升、亏损

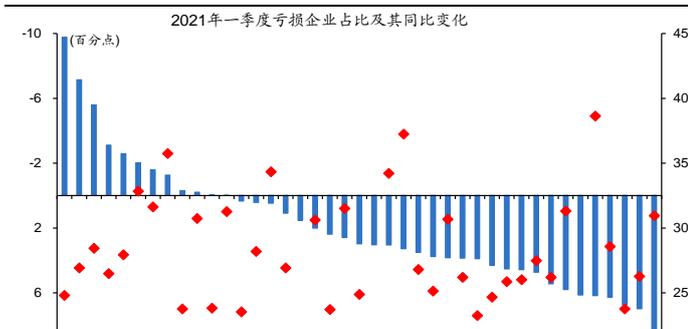
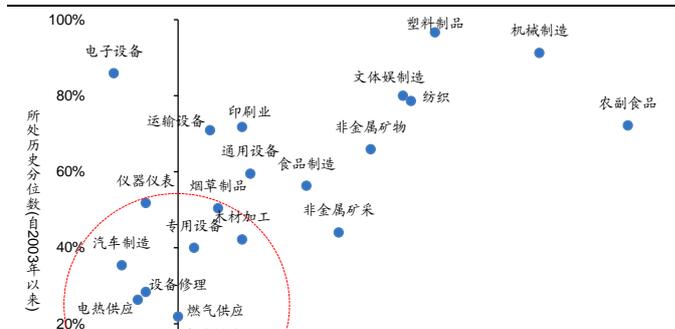


图18: 偏中下游行业 PPI 仍处于低位



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_20531

