

PPI创新高对CPI影响几何？

核心观点：

1) PPI 究竟有没有在向 CPI 传导？我们认为有的，主要体现在以下几个分项中，分别是非食品、家用器具、水电燃料以及交通和通信。交通和通信中，PPI 对交通工具以及交通工具燃料的影响较为显著。。

2) 为何 PPI 与 CPI 走势会出现背离？主要原因有二：其一，CPI 分项的产业链上游与 PPI 重合度低，导致影响 PPI 的因素可能对 CPI 效果不大；其二，宏观面需求端未同步发力，总需求未明显扩张，令上下游的价格传导不太流畅。

3) 经过我们的测算，即使年内 PPI 同比升至 12%，则非食品项对 CPI 的贡献大约为 1.66。所以只要食品分项的 CPI 保持相对低位，CPI 即便稍有走高，总体也会保持相对温和可控的状态。

风险提示：非预期因素导致 CPI 大幅上涨

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	PPI 创新高对 CPI 影响几何？	3
1.1.	PPI 对 CPI 的传导体现在哪里？	3
1.2.	为何 PPI 与 CPI 会出现背离？	5
1.2.1.	CPI 分项的产业链上游与 PPI 重合度低	5
1.2.2.	宏观面需求端表现疲弱	5
1.3.	PPI 创新高对 CPI 影响几何？	7
免责声明		8

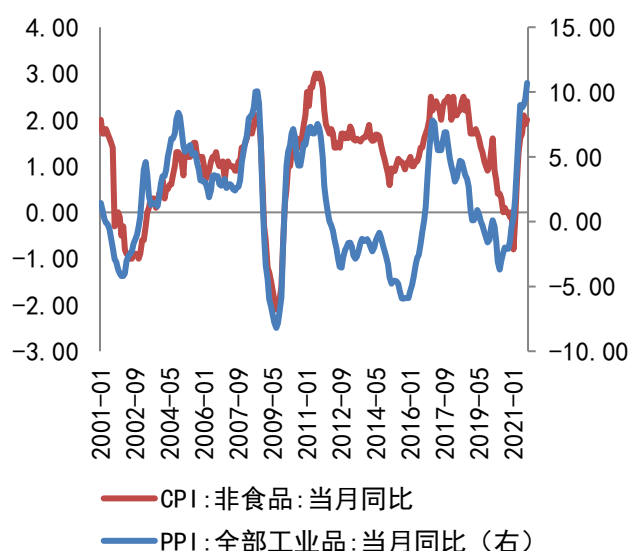
第1章 PPI 创新高对 CPI 影响几何？

1.1. PPI 对 CPI 的传导体现在哪里？

年中以来，PPI-CPI 剪刀差高企成为焦点。9 月 PPI 同比 10.7%，CPI 同比 0.7%，二者剪刀差录得 10%，再创历史新高。PPI 衡量的是生产领域的通胀，而 CPI 衡量的是消费领域的通胀。正常情况下，生产领域的通胀会沿成本转嫁或者共同的需求推动，最终传递至消费端，引发 CPI 和 PPI 同涨同跌。因此，近来 PPI 与 CPI 走势持续背离引发了二者是否传导不畅的讨论。

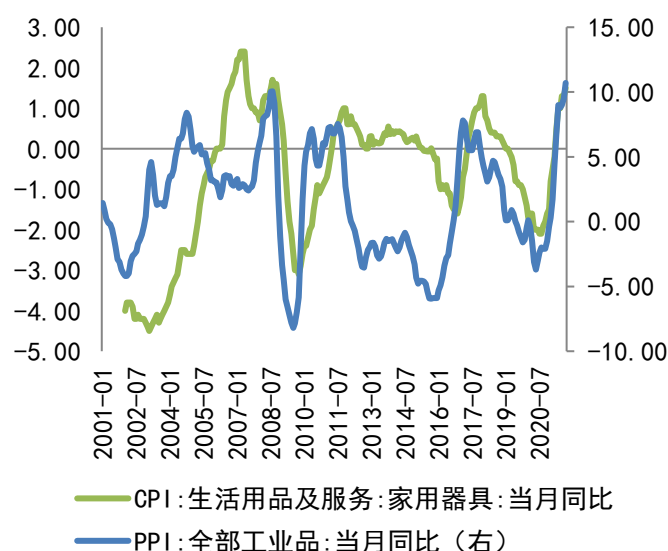
那么 PPI 究竟有没有在向 CPI 传导？我们认为是有的，主要体现在以下几个分项中，分别是非食品、家用器具、水电燃料以及交通和通信。交通和通信中，PPI 对交通工具以及交通工具燃料的影响较为显著。

图 1.1.1：PPI 与 CPI 非食品分项（%）



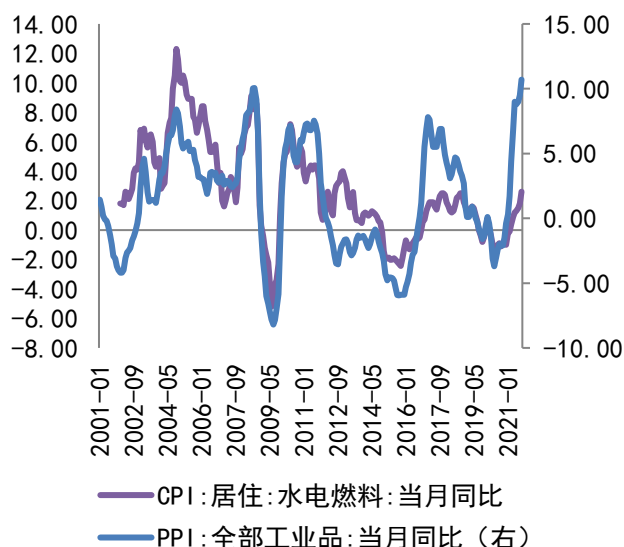
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：PPI 与 CPI 家用器具分项（%）



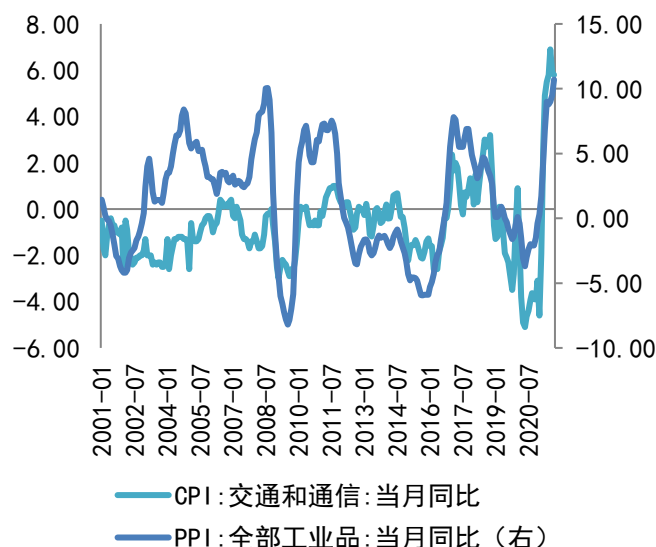
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.3: PPI 与 CPI 水电燃料 (%)



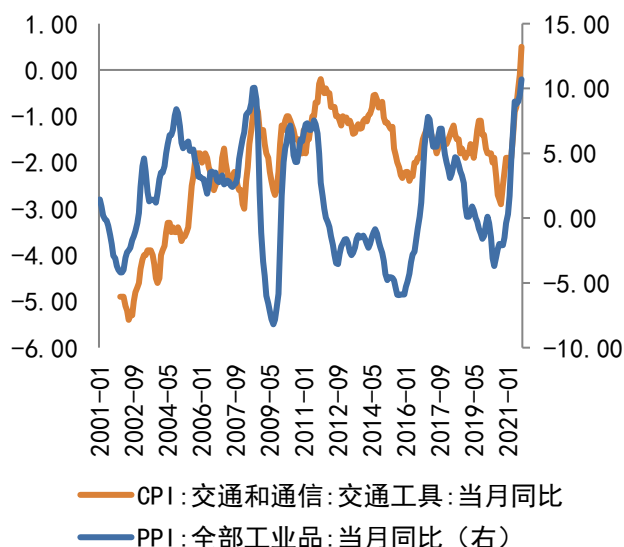
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.4: PPI 与 CPI 交通和通信分项 (%)



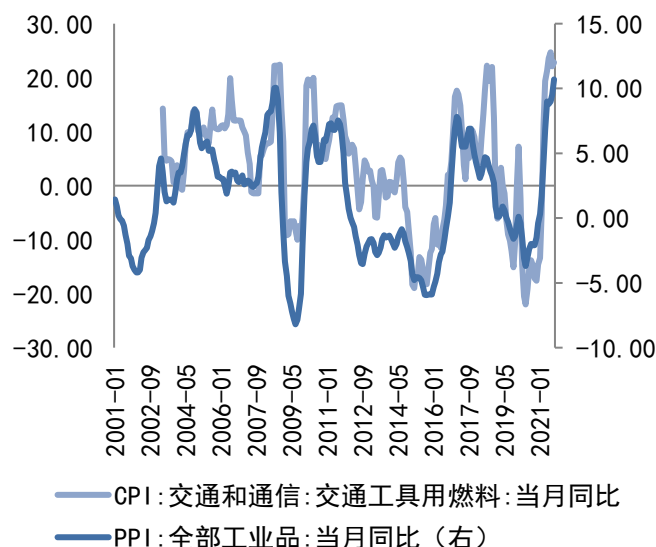
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.5: PPI 与 CPI 交通工具 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.6: PPI 与 CPI 交通工具燃料 (%)



数据来源: Wind 南华研究

比较疫情前后 PPI 与对应分项的相关性,可以发现,无论是与 2002 年至 2011 年相比,还是与 2012 年至 2019 年相比,2020 年以来,除非食品项¹外,其他分项的相关性都有很明显的提高,一定程度上表明 PPI 向上游的传导可能相对以往更加畅通。但即使是非食品项,当前相关系数依然有 0.8,也表明传导仍然是相对畅通的。

¹ 非食品项包含的内容多,可能存在对冲效应。

表 1.1.1: PPI 与 CPI 部分分项的相关系数

	非食品	家用器具	水电燃料	交通和通信	交通工具	交通工具用燃料
2002-2011	0.88	0.35	0.80	0.58	0.34	0.78
2012-2019	0.88	0.20	0.55	0.74	0.02	0.81
2020 以后	0.80	0.99	0.96	0.97	0.89	0.96

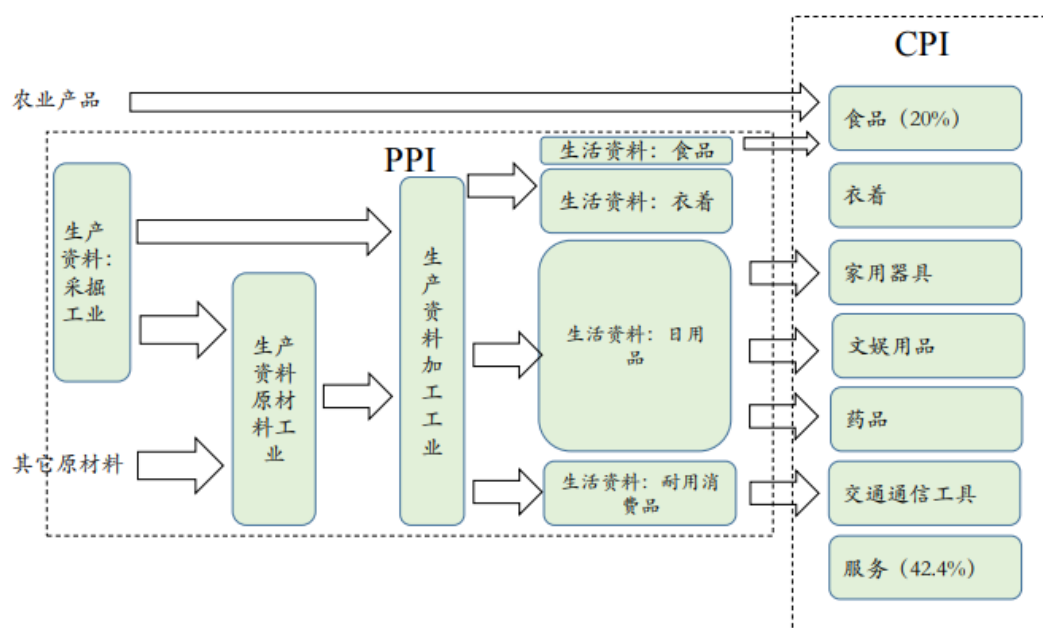
数据来源: Wind 南华研究

1.2. 为何 PPI 与 CPI 走势会出现背离?

1.2.1. CPI 分项的产业链上游与 PPI 重合度低

我们认为根本原因还是在于二者的统计口径交叉较少,即 PPI 的统计范畴和 CPI 的统计范畴处于同一产业链上下游的不多。譬如 CPI 中占比 20% 的食品项,其上游大部分是农产品,不在 PPI 的统计行列,而占比约 42.2% 的服务项也找不到对应的上游工业。至此,约 60% 的 CPI 覆盖商品在 PPI 统计范畴里无法找到对应上游。

图 1.2.1: PPI 与 CPI 各分项产业链关系



数据来源: 西南证券 南华研究

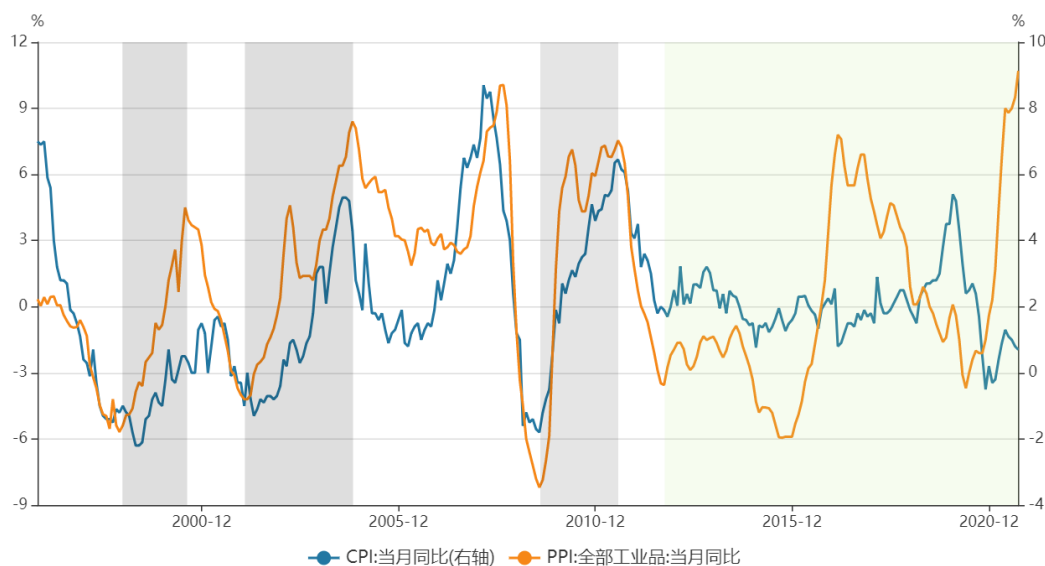
1.2.2. 宏观面需求端表现疲弱

事实上,2012 年以前,PPI 和 CPI 基本同步,即 PPI 的大幅上升总能伴随 CPI 的大幅上涨。如图 1.2.2 所示,1997 年至 2012 年,我国共计出现过三次 PPI 由负转正并且大幅上涨的情形,即 1998 年 11 月至 2000 年 7 月,2002 年 2 月至 2004 年 10 月以及 2009 年 7 月至 2011 年 7 月。当时三次 PPI 当月同比分别由-5.7% 上涨至 4.5%, -4.2% 至 8.4%, -8.2% 至 7.5%。而 CPI 则分别由最低的-1.5% 上涨至最高的 0.5%, -1.3% 至 5.3%, -1.8% 至 6.45%。

只是从 2012 年开始,PPI 与 CPI 的同步性大幅下降。2015 年 8 月至 2017 年 2 月,

PPI 由-5.9%上涨至 7.8%，但同期 CPI 表现非常平稳，维持在 0.8%至 2.3%的区间内。去年 5 月至今，PPI 已从-3.7%跳涨至 10.7%，但 CPI 也没有明显起色。

图 1.2.2: PPI 与 CPI 各分项产业链关系



数据来源: Wind 南华研究

为何 2012 年之前 PPI 与 CPI 表现基本一致？

我们认为最主要的原因是需求端同步发力所致。2012 年之前，PPI 和 CPI 的上涨伴随着总需求的扩张。在总供给曲线不变的情况下，总需求扩张将带来总需求曲线右移，导致社会整体价格水平上升，因此，CPI 中食品和服务分项同比增速也会有所上涨。

图 1.2.3: PPI、CPI 与 GDP 走势比较 (%)

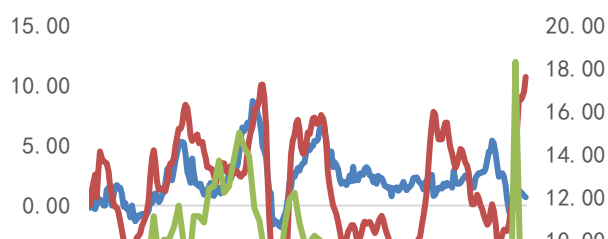
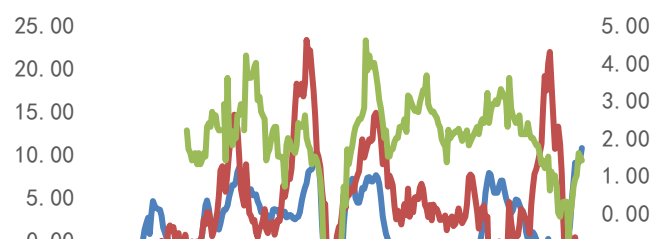


图 1.2.4: PPI 与 CPI 中食品和服务分项走势对比 (%)



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_28211

