

下半年我国 PPI 会向 CPI 传导吗？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

从历史经验来看，PPI 与 CPI 的关系大体可以分为三类：一是 PPI 与 CPI 同涨同跌；二是 PPI 领先并向 CPI 传导；三是 PPI 与 CPI 相关性弱。PPI 向 CPI 传导的条件是 PPI 涨幅足够大，比如 1993-1994 年。尽管疫情以来 PPI 涨幅高于 CPI，但 2011 年 5 月以来 PPI 仅上涨 8.3%，明显低于 CPI 涨幅 25.1%，不足以推动 CPI 显著上涨。我们认为下半年海外商品需求增长大概率放缓，因此本轮 PPI 顶点或已出现。考虑到本轮 PPI 涨幅不够大，预计未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。

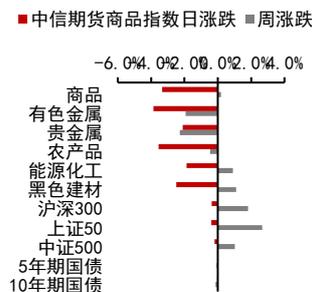
摘要：

近期美欧通胀再创新高。今年 1-5 月我国 PPI 同比涨幅也高达 8% 左右，但 CPI 同比仅 2% 左右。那么，下半年我国较高的 PPI 会向 CPI 传导吗？

第一，从历史经验来看，PPI 与 CPI 的关系大体可以分为三类：一是 PPI 与 CPI 同涨同跌；二是 PPI 领先并向 CPI 传导；三是 PPI 与 CPI 相关性弱。2012 年以来，PPI 与 CPI 的相关性较弱；但在 2012 年以前，两者的相关性较强。从逻辑上讲，如果 PPI 涨幅足够大，那么成本上涨压力势必会传导到下游的消费品领域。从 PPI 定基指数来看，2017-2018 年 PPI 同比上涨主要是修复此前的下跌，PPI 定基指数并未创新高，而 CPI 已经创新高。因此，2017-2018 年间 PPI 的涨幅可能并未达到必须向下游消费品传导的程度。仔细观察 2012 年以前的历史数据，1993-1994 年是 PPI 领先并向 CPI 传导的典型案列。1990-1992 年 CPI 与 PPI 涨幅差异不大；1993 年 PPI 大幅上涨 24.0%，CPI 同比涨幅扩大至 14.7%，但仍显著低于 PPI 涨幅；1994 年 PPI 同比涨幅回落至 19.5%，而 CPI 开始补涨，同比涨幅扩大至 24.1%。1993-1994 年的案列印证了我们前面的逻辑推演——如果 PPI 同比涨幅足够大，那么 PPI 上涨必须向下游消费品传导。

第二，疫情以来我国 PPI 累计上涨 12% 左右，但 2012 年以来 PPI 的累计涨幅仍低于 CPI，目前 PPI 的涨幅不足以向 CPI 普遍传导。往前看，我们预计本轮 PPI 的顶点或已出现，未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。2022 年 5 月 PPI 相对于疫情前（2019 年 5 月）的累计涨幅为 11.7%，而 CPI 的累计涨幅为 5.9%，PPI 相对于 CPI 多涨 5.8 个百分点。这可能并不足以使得 PPI 向 CPI 传导。尽管疫情以来 PPI 涨幅高于 CPI，但 2011 年 5 月以来 PPI 仅上涨 8.3%，明显低于 CPI 涨幅 25.1%。这也意味着目前 PPI 的涨幅可能不足以向 CPI 普遍传导。6 月中旬以来大宗商品价格普遍下跌。美国为了遏制高通胀已经开始大幅加息，欧洲为了遏制通胀也将收紧货币。去年下半年全球终端商品需求已经见顶，而零售商、批发商的补库对商品需求构成一些支撑。补库是不可持续的。再考率到美欧大幅加息对经济的抑制，下半年海外商品需求增长大概率放缓，我们预计本轮 PPI 顶点或已出现。考虑到本轮 PPI 涨幅不够大，预计未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。

风险提示：国内稳增长力度不及预期，海外地缘政治不确定性加大



宏观研究团队

研究员：
张革
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

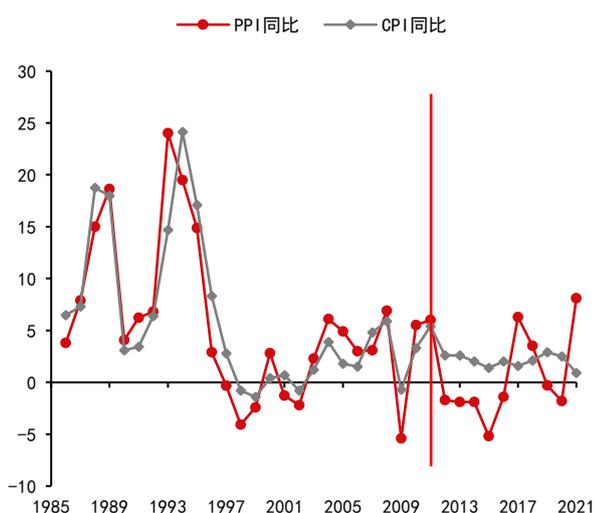
刘道钰
021-80401723
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482
投资咨询号：Z0016422

一、下半年我国 PPI 会向 CPI 传导吗？

近期美欧通胀再创新高，今年 1-5 月我国 PPI 同比涨幅也高达 8%左右，但 CPI 同比仅 2%左右。那么，下半年我国较高的 PPI 会向 CPI 传导吗？

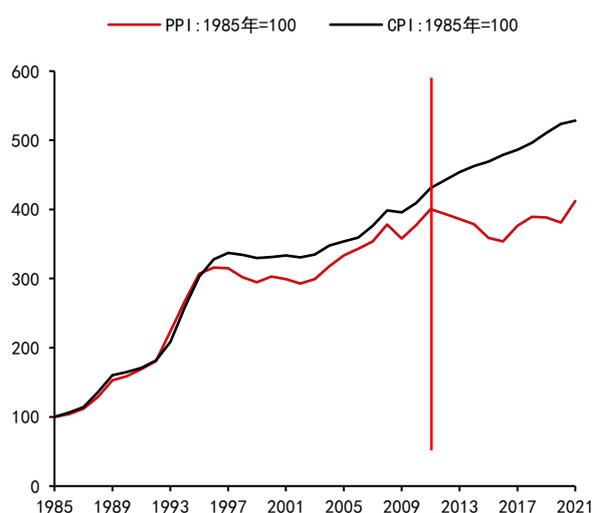
第一，从历史经验来看，PPI 与 CPI 的关系大体可以分为三类：一是 PPI 与 CPI 同涨同跌；二是 PPI 领先并向 CPI 传导；三是 PPI 与 CPI 相关性弱。观察 1985 年以来 PPI 与 CPI 同比的数据，2012 年以来，PPI 与 CPI 的相关性较弱，PPI 同比波动较大，而 CPI 同比波动较小；但在 2012 年以前，两者的相关性较强。从逻辑上来讲，PPI 可以通过成本传导到 CPI。这个逻辑在 2012 年以来的数据中并未明显体现出来。比如 2017 年 PPI 同比高达 6.3%，但 2017 与 2018 年的 CPI 同比均较低，其中 2018 年 CPI 同比有所上升主要因为食品价格由跌转涨，与 PPI 的传导效应关系不大。从逻辑上讲，如果 PPI 涨幅足够大，那么成本上涨压力势必会传导到下游的消费品领域。从 PPI 定基指数来看，2017-2018 年 PPI 同比上涨主要是修复此前的下跌，PPI 定基指数并未创新高，而 CPI 已经创新高。因此，2017-2018 年间 PPI 的涨幅可能并未达到必须向下游消费品传导的程度。仔细观察 2012 年以前的历史数据，1993-1994 年是 PPI 领先并向 CPI 传导的典型事例。1990-1992 年 CPI 与 PPI 涨幅差异不大；1993 年 PPI 大幅上涨 24.0%，CPI 同比涨幅扩大至 14.7%，但仍显著低于 PPI 涨幅；1994 年 PPI 同比涨幅回落至 19.5%，而 CPI 开始补涨，同比涨幅扩大至 24.1%。1993-1994 年的案例印证了我们前面的逻辑推演——如果 PPI 同比涨幅足够大，那么 PPI 上涨必须向下游消费品传导。

图表：我国 PPI 与 CPI 同比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：我国 PPI 与 CPI 定基指数

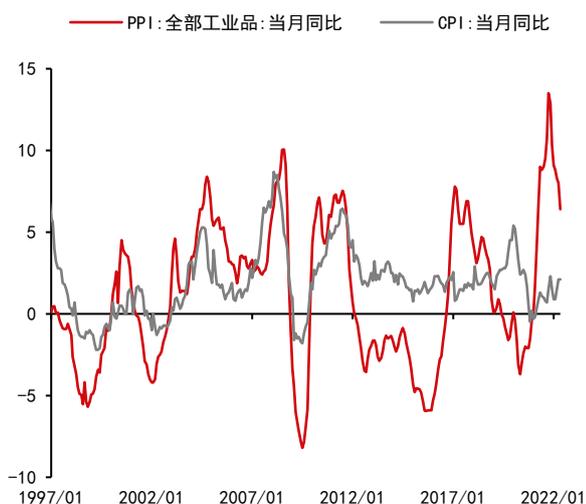


资料来源：Wind 中信期货研究所

第二，疫情以来我国 PPI 累计上涨 12%左右，但 2012 年以来 PPI 的累计涨幅仍低于 CPI，目前 PPI 的涨幅不足以向 CPI 普遍传导。往前看，我们预计本轮 PPI

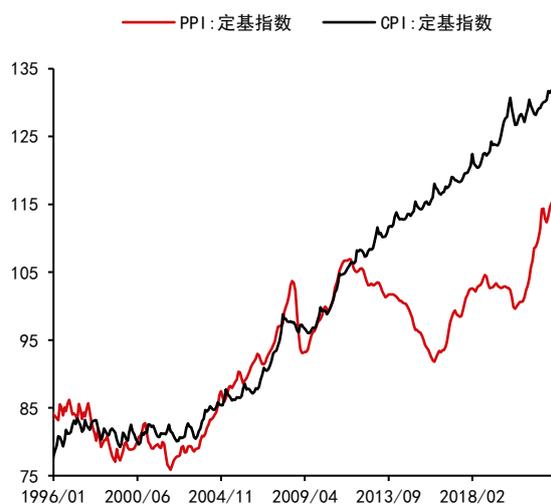
的顶点或已出现，未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。根据前面的逻辑推演与历史经验分析，PPI 能否向 CPI 传导取决于 PPI 相对于 CPI 的涨幅是否足够大。截至 2022 年 5 月，PPI 相对于疫情前（2019 年 5 月）的累计涨幅为 11.7%，而 CPI 的累计涨幅为 5.9%，PPI 相对于 CPI 多涨 5.8 个百分点。这可能并不足以使得 PPI 向 CPI 传导。值得注意的是，尽管疫情以来 PPI 涨幅高于 CPI 涨幅，但 2011 年 5 月以来 PPI 仅上涨 8.3%，明显低于 CPI 涨幅 25.1%。2011 年以前（含）PPI 与 CPI 的涨幅较为一致，因此 2011 年是一个合适的基期。相对于 2011 年，目前 PPI 的涨幅仍显著低于 CPI，这也意味着目前 PPI 的涨幅可能不足以向 CPI 普遍传导。当然，如果未来 PPI 涨幅持续大幅扩大，不排除 PPI 向 CPI 传导。但我们认为这种可能性不大。6 月中旬以来大宗商品价格普遍下跌。美国为了遏制高通胀已经开始大幅加息，欧洲为了遏制通胀也将收紧货币。去年下半年全球终端商品需求已经见顶，只是零售商、批发商的补库对商品需求构成一些支撑。但是补库是不可持续的。再考率到美欧大幅加息对经济的抑制，下半年海外商品需求增长大概率放缓。因此，我们预计本轮 PPI 顶点或已出现。考虑到本轮 PPI 涨幅不够大，预计未来 PPI 向 CPI 的传导效应较弱。

图表：我国 PPI 与 CPI 当月同比 (%)



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表：我国 PPI 与 CPI 月度定基指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、本周重要经济数据及事件

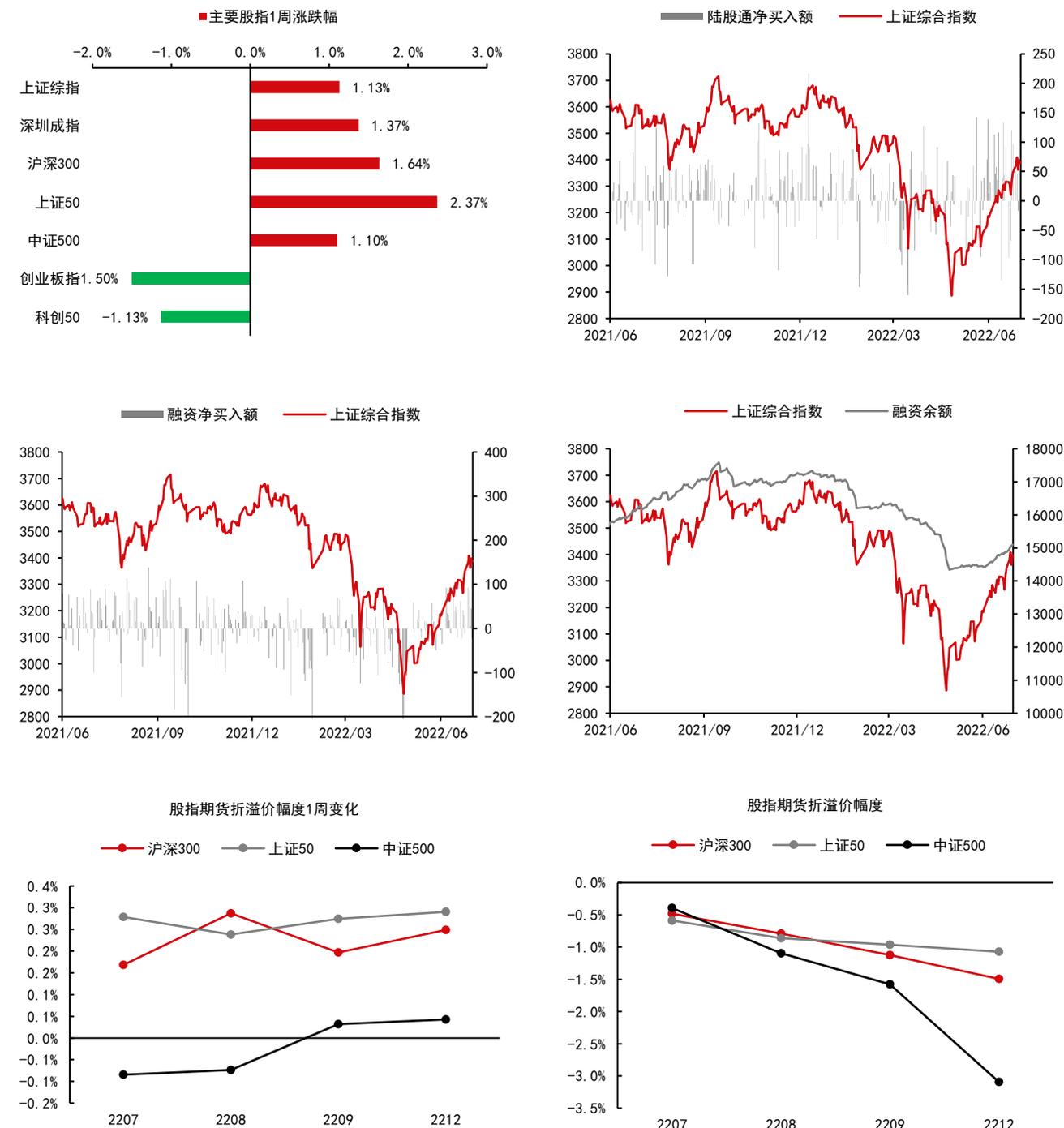
图表1：重要经济数据及事件

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2022-07-04	17:00	欧盟	5月欧元区:PPI:环比	1.2	2.3	
2022-07-04	17:00	欧盟	5月欧元区:PPI:同比(%)	37.2	38.5	
2022-07-05	22:00	美国	5月耐用品:新增订单:季调:环比(%)	0.38		0.73
2022-07-05	22:00	美国	5月全部制造业:新增订单:季调:环比	0.33		
2022-07-06	17:00	欧盟	5月欧元区:零售销售指数:环比(%)	-1.3		
2022-07-06	17:00	欧盟	5月欧元区:零售销售指数:同比(%)	3.9		
2022-07-06	22:00	美国	5月职位空缺数:非农:总计:季调	11400	11050	
2022-07-06	22:00	美国	6月非制造业PMI	55.9	54.5	
2022-07-07	02:00	美国	7月美联储FOMC公布货币政策会议纪要			
2022-07-07	待定	中国	6月外汇储备(亿美元)	31277.8		
2022-07-07	20:30	美国	5月商品出口额(百万美元)	173096.5		177437.9
2022-07-07	20:30	美国	5月商品进口额(百万美元)	273079.3		285142.9
2022-07-07	20:30	美国	5月商品和服务贸易差额:季调(百万美元)	-87077		
2022-07-07	20:30	美国	7月02日当周初次申请失业金人数(万人)	23.1		
2022-07-07	20:30	美国	6月25日持续领取失业金人数(万人)	132.8		
2022-07-07	20:30	欧盟	7月欧洲央行公布6月货币政策会议纪要			
2022-07-08	20:30	美国	6月新增非农就业人数:季调(千人)	390	270	
2022-07-08	20:30	美国	6月失业率:季调(%)	3.6	3.6	
2022-07-08	20:30	美国	6月劳动力参与率:季调	62.3		
2022-07-08	22:00	美国	5月商业批发库存:季节调整	861809		
2022-07-08	22:00	美国	5月商业批发销售:季节调整	691605		
2022-07-09	09:30	中国	6月CPI:同比(%)	2.1	2.4	
2022-07-09	09:30	中国	6月PPI:同比(%)	6.4	6	

资料来源: Wind 中信期货研究所

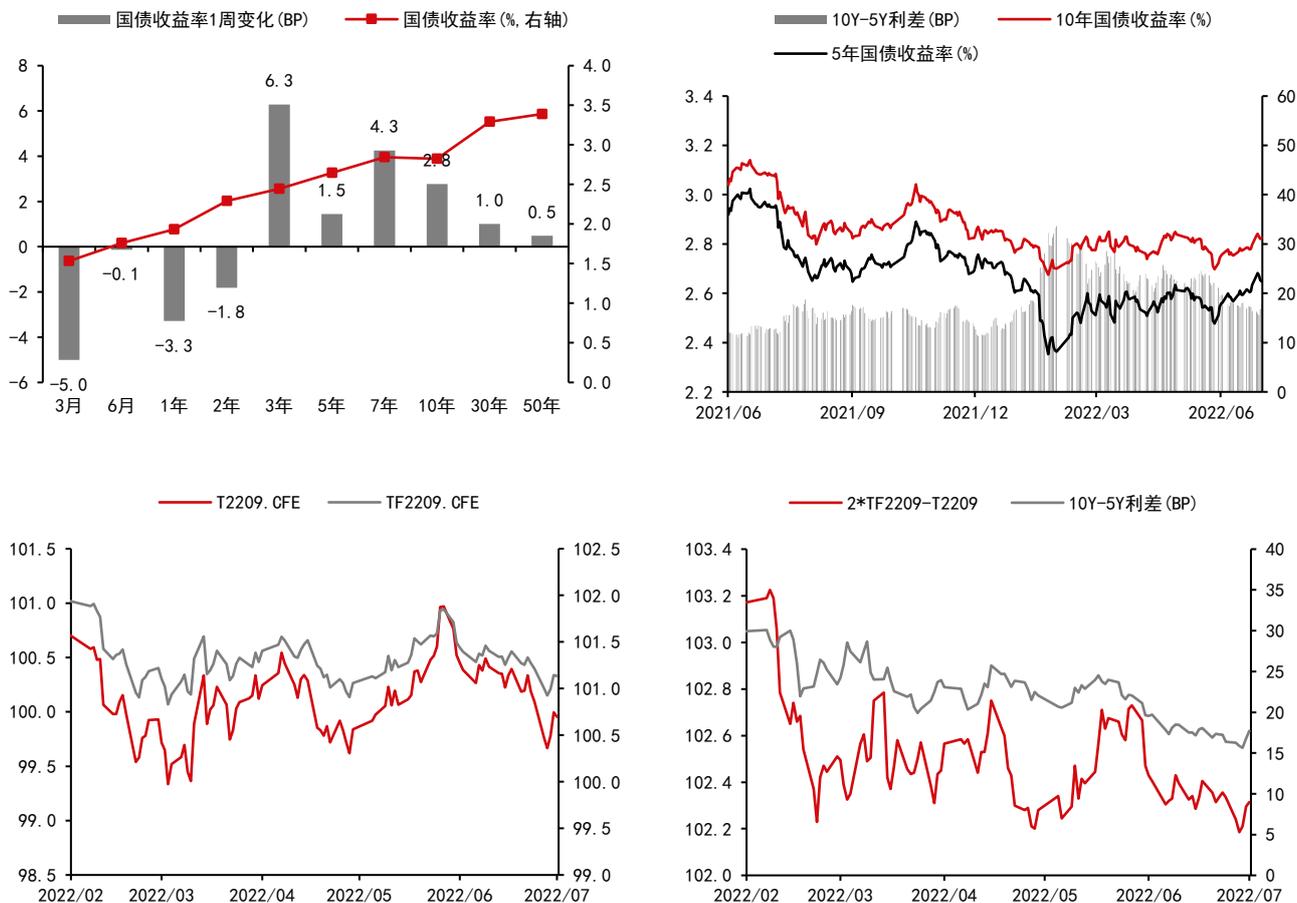
三、国内金融市场跟踪

图表2：国内股票市场



资料来源：Wind 中信期货研究所
折溢价：期货价格/现货价格-1

图表3：国内债券市场



资料来源：Wind 中信期货研究所

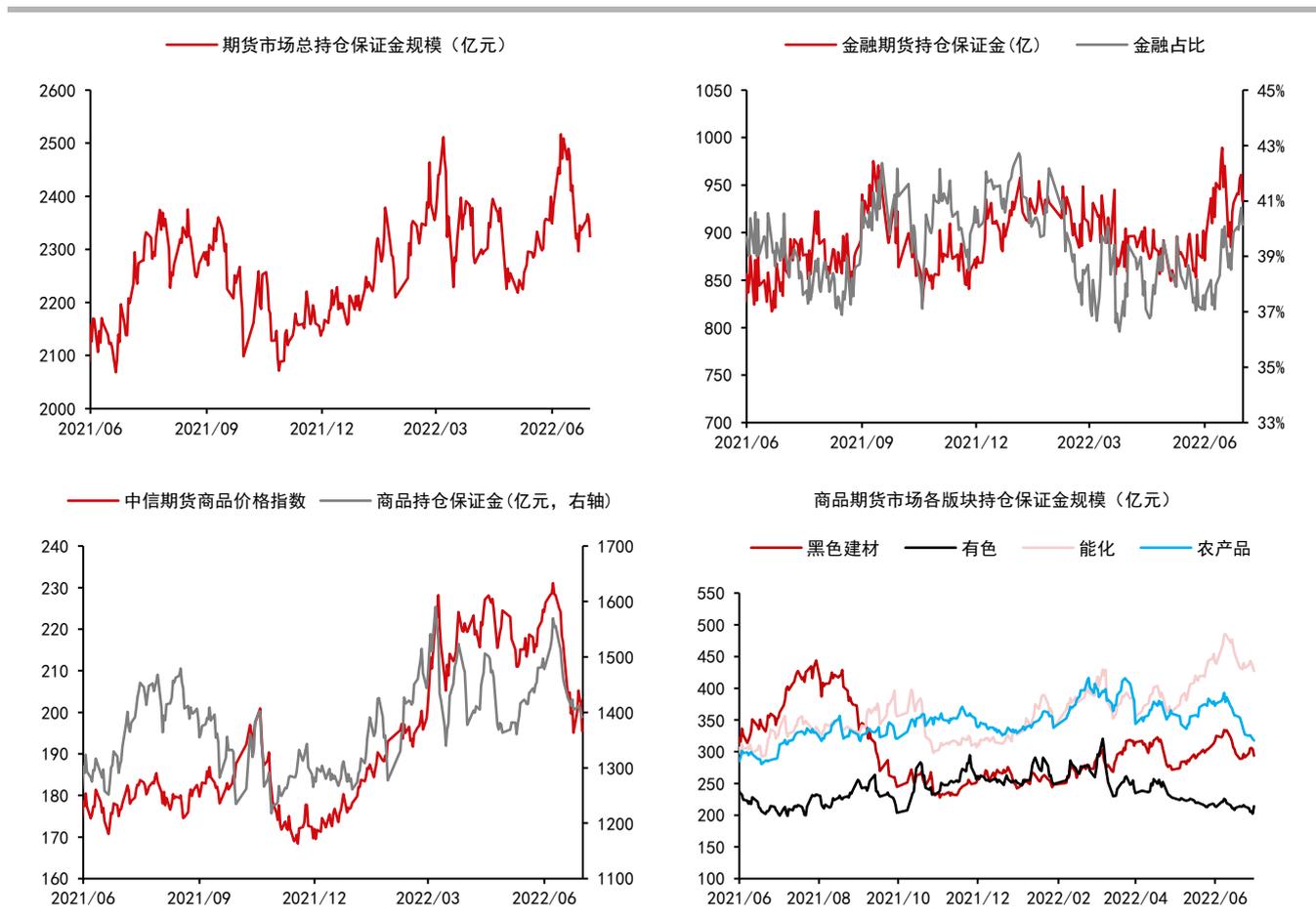
五、国内期货市场跟踪

图表4：国内期货市场板块价格指数及沉淀资金变化

板块	1日涨跌幅	5日涨跌幅	1日沉淀资金变化(亿)	5日沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计			-32.78	-11.06	2324.81
金融			-27.53	1.90	933.13
商品			-5.26	-12.96	1391.69
贵金属	-2.10%	-2.27%	2.26	-2.00	138.90
黑色建材	-2.49%	-0.45%	-10.56	-9.00	293.46
有色金属	-3.86%	0.92%	12.03	-5.04	214.20
能源化工	-1.88%	1.10%	-6.67	2.27	427.29
农产品	-3.55%	-1.94%	-2.33	0.80	317.83

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表5：国内期货市场板块沉淀资金



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6: 国内商品期货品种表现 (按价格涨跌幅排序)

品种	5日涨跌幅	振幅	活跃度	20日涨跌幅
纸浆	4.47%	9.58%	1.37	-6.92%
苹果	3.31%	3.69%	0.68	2.25%
锰硅	2.50%	3.49%	0.56	-7.36%
原油	2.24%	9.79%	4.27	-3.29%
沥青	1.96%	7.24%	0.86	-4.68%
豆粕	1.95%	4.82%	0.67	-7.12%
LPG	1.72%	8.40%	1.71	-3.39%
螺纹钢	1.64%	6.15%	0.83	-10.88%
沪胶	1.51%	3.34%	1.43	-2.53%
低硫燃油	1.38%	8.83%	1.75	-2.60%
20号胶	1.37%	3.49%	1.00	-3.04%
连豆	1.36%	2.98%	0.72	-5.93%
热卷	1.35%	5.09%	0.58	-11.55%
沪铅	1.12%	3.62%	1.26	0.33%
棉纱	1.05%	7.28%	1.37	-9.11%
铁矿	0.99%	11.66%	0.78	-21.04%
纯碱	0.87%	8.96%	1.35	-12.59%
甲醇	0.59%	6.66%	0.93	-10.25%
粳米	0.34%	0.76%	0.41	-1.03%
PP	0.32%	3.45%	0.97	-6.17%
豆二	0.30%	5.53%	2.09	-13.05%
焦炭	0.21%	10.44%	1.32	-18.13%
塑料	0.15%	3.19%	1.01	-7.74%
沪铝	0.03%	4.53%	1.15	-8.53%
郑棉	-0.14%	9.34%	1.44	-15.66%
苯乙烯	-0.32%	4.33%	1.53	-7.03%
焦煤	-0.45%	13.08%	1.64	-19.16%
菜粕	-0.53%	3.71%	1.02	-11.84%
动煤	-0.74%	2.95%	0.03	-3.86%
郑糖	-0.75%	1.72%	0.44	-4.48%
菜油	-0.88%	7.73%	1.58	-18.41%
硅铁	-0.89%	5.53%	0.82	-12.17%
红枣	-0.99%	7.86%	0.55	-5.85%
沪金	-1.08%	1.96%	0.81	-2.41%
玻璃	-1.41%	5.75%	0.86	-8.74%
豆油	-1.51%	8.41%	1.45	-16.96%
PVC	-1.56%	4.34%	1.41	-15.76%
棕榈	-2.10%	11.47%	2.08	-26.28%
乙二醇	-2.22%	5.64%	1.02	-12.73%

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_43559



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn