



诸建芳：PPI 向 CPI 传导的 机制分析与展望



文/新浪财经意见领袖专栏作家 诸建芳

作者：诸建芳|程强

联系人：都业达

核心观点

我们预计年内 PPI 同比可能并不会快速回落到 3%以下的水平，持续位于较高区间的 PPI 是否会带动 CPI 持续、快速上行？我们梳理了高企的 PPI 向 CPI 的传导机制，主要有推动成本、影响替代品价格以及拉动需求等三种途径；另外，价格在各工业行业间的传导情况也会影响 PPI 向 CPI 传导的效率。分析本轮通胀形势，我们预计目前较高的 PPI 较难向 CPI 传导，大概率不会引发全面的居民消费端的通胀上行，但可能会带动部分商品和服务的价格上涨，建议关注除猪肉、蔬果以外的食品、工业消费品以及交通通信行业的价格。



摘要

高企的 PPI 向 CPI 传导主要有推动成本、影响替代品价格以及拉动需求等三种途径。从统计制度的角度观察，PPI 与 CPI 的统计内容存在着直接的重叠和间接的联系，是构成两者互相影响的重要基础，比如，PPI 中的生活资料与 CPI 中的部分统计项目有一定的重叠，另外 PPI 中的生产资料价格也会间接的影响 CPI 其他统计项目的价格。但是由于 PPI 和 CPI 的统计范畴又存在着一些重要区别，使得两者之间的传导机制并非线性。我们回顾了高企的 PPI 向 CPI 传导的三种途径，一是通过推动成本，例如，原材料和加工工业的价格上涨，会推动工业消费品的成本，可能会被扩散到

居民部门；二是通过影响替代品价格，例如原油价格上涨可能会带动豆粕和玉米价格上涨，从而引致肉、蛋、奶等食品价格上涨；三是通过拉动需求，PPI 走高将意味着工业企业盈利能力增加，企业扩大投资或工业从业人员扩大消费，都可能会促使 CPI 上行。

价格在各工业行业间的传导情况也会影响 PPI 向 CPI 传导的效率。在每一轮通胀周期中，前面分析的三种途径可能在不同行业间同时存在，导致整体来看，PPI 向 CPI 的传导关系较为复杂，以至于在不同时期 PPI 向 CPI 的传导展现出不同的特点。整体 PPI 高企，并不意味着所有工业行业价格的全面攀升，我们认为有两方面因素，将影响每一轮通胀周期中各工业行业之间的格局，其一，是形成通胀周期初期的动力来源，例如在输入型通胀中，上游价格的涨幅将明显高于下游行业的涨幅，而在由宽松的货币环境或旺盛的实体经济所引发的通胀周期中，上下游价格的涨幅或体现出一致性；其二，是各行业受竞争格局影响而形成的对下游的议价能力，在通胀上行的过程中，如果企业选择延后支付货款，则可以平抑通胀压力，我们采用工业各行业的应收账款增速与营业收入增速的比值来衡量各行业对下游的议价能力，可以看到农副食品加工业、食品制造业、纺织业以及计算机、通信和其他电子设备制造业等竞争较为充分的行业对下游的议价能力相对偏弱，通过这部分行业价格向 CPI 端传导可能较为困难。

考虑当前 PPI 各行业间的格局，本轮通胀较难向 CPI 传导，尽管可能通过若干途径带动部分商品和服务的价格上涨，但预计大概率不会引发全

面的居民消费端的通胀上行。本轮通胀周期中，涨价主要集中在上游行业，从本轮通胀周期的低点（2020年5月）至今，PPI累计上涨约9.4%，从行业维度观察，价格涨幅超过这一标准的共有9个行业，全部集中在上游行业，例如石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业等行业，截至6月份，下游价格上涨并不明显，甚至部分高技术制造业可能由于技术革新较快、产业竞争格局加剧，累计价格变动出现了负增长。在这种背景下，我们预计本轮通胀较难向CPI全面扩散，但是还是有可能通过若干途径带动部分商品和服务的价格上涨，建议关注以下三方面，一是，剔除猪肉、鲜菜鲜果等项目以外的食品项价格；二是，工业消费品价格可能还会上行一段时间，但幅度或相对有限；三是，年内原油价格或维持高位，则会通过推升交通、通信价格影响CPI。

正文

尽管PPI年内高点已过，但PPI与CPI的剪刀差持续处于高位，下半年是否会带动CPI上行？6月份，PPI由5月份的高点9.0%回落了0.2个百分点至8.8%，后续随着一系列“保供稳价”政策的持续呵护，预计大宗商品价格逐渐向基本面回归。然而，虽然目前商品价格开始出现环比回落，但其绝对价格水平仍处于高位，因此预计年内PPI同比读数可能并不会快速回落至3%以下水平。因此尽管我们预计PPI与CPI的剪刀差收敛是大概率事件，但节奏该如何把握，持续位于较高区间的PPI是否会带动CPI的持续、快速上行？在本文中，我们详细地分析了PPI向CPI传导的理论

机制，并针对本轮通胀形势进行分析。

图 1：PPI 与 CPI 的剪刀差持续位于历史高位



资料来源：Wind，中信证券研究部

PPI 向 CPI 传导的机制与途径

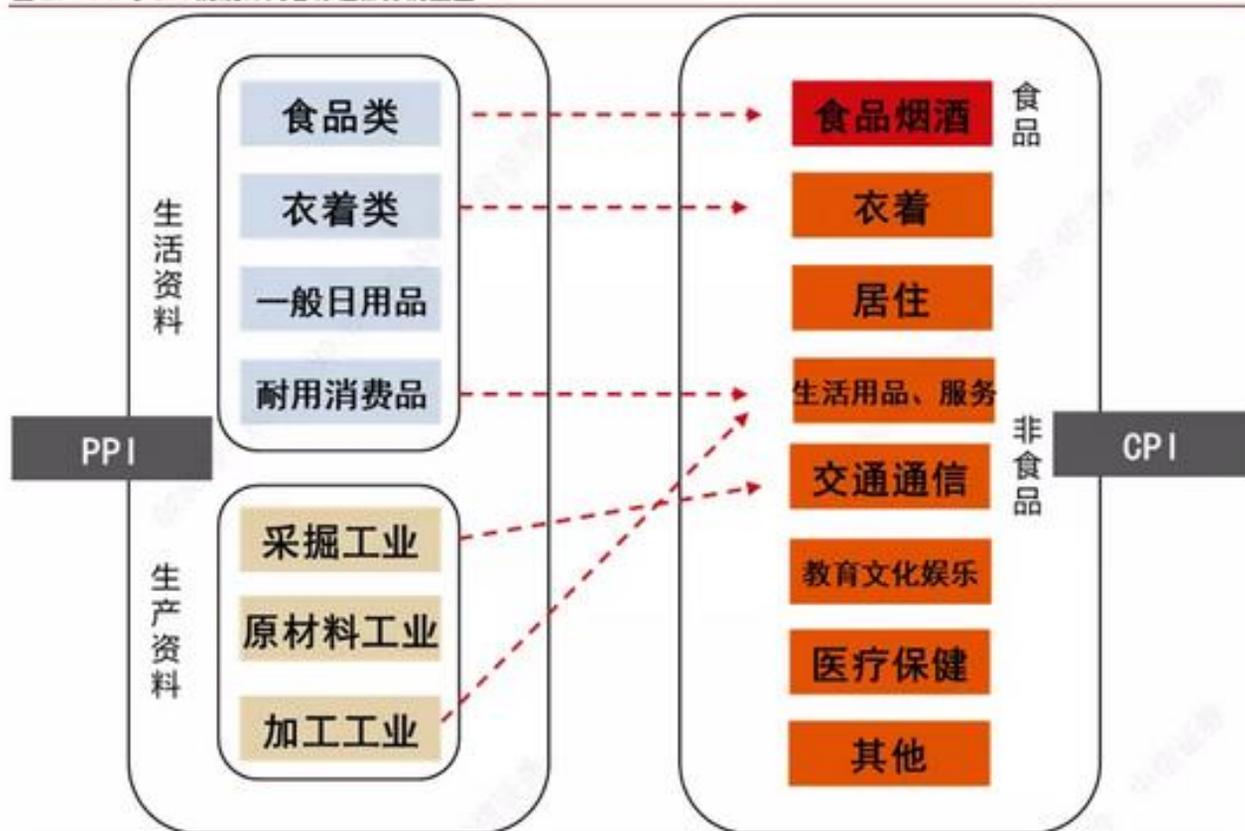
从统计制度的角度观察，PPI 与 CPI 的统计内容存在着直接的重叠与间接的联系，是两者互相影响的重要基础。具体来看，PPI 的统计项目可以分为生产资料和生活资料两大类，CPI 的统计项目也可以分为食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健以及其他用品和服务等项目，这些统计内容之间所存在的直接与间接的联系，是 PPI 与 CPI 互相影响并形成价格传导的重要基础。

首先，PPI 中的生活资料与 CPI 中的部分统计项目有一定的重叠，PPI 中的生活资料包括了食品、衣着、一般日用品以及耐用消费品等项目，在 PPI 的统计中所占权重约为四分之一左右；这些项目与 CPI 中的一部分食品项目（如食用油等）、衣着类项目（例如服装、鞋类等）、居住项目（例

如水电燃料价格等)、生活用品及服务项目(例如家用器具等)以及交通和通讯项目(例如交通工具用燃料等)是直接相关的,据我们估计,以上几类项目在CPI的统计中所占权重约为三成左右。

其次,PPI中的生产资料价格也会间接的影响CPI其他统计项目的价格,PPI的生产资料包括了采掘、原材料和加工等项目,可能会通过影响CPI中各类商品和服务的成本推升CPI。

图2: PPI与CPI的统计内容存在部分的重叠



资料来源:国家统计局,中信证券研究部

由于PPI和CPI的统计范畴又存在着一些重要区别,使得两者之间的传导机制并非线性。尽管PPI与CPI在统计内容上有着部分重叠,构成了

两者之间存在动态传导机制的基础，但是 PPI 与 CPI 的统计范畴又存在着重要区别，使得两者之间并不存在稳定的影响机制和传导渠道。例如，PPI 中较少包含服务项目的价格，而 CPI 中则包含了许多服务消费的价格水平（例如家庭服务、通信服务、医疗服务等）；又如，尽管 PPI 中生活资料价格中包含了食品价格，但是这部分主要是指经过工业加工的部分，而 CPI 中食品烟酒项所统计的食品价格，包含了一部分未经过工业加工的农产品价格；再如，PPI 的统计中涉及了部分出口产品，并不会直接影响国内的消费品市场价格水平，同样的居民消费的产品中也会有部分进口的工业消费品，并没有体现在 PPI 的统计中。

从传导机制而言，高企的 PPI 向 CPI 传导主要有推动成本、影响替代品价格以及拉动需求等三种途径。近 20 年来，我国经济结构发生了较多变化，例如工业产业结构持续优化、居民消费结构不断进化演变、对外贸易（以进出口总额计）占经济总量的比重经历了先升后降，以上结构性因素都会影响 PPI 向 CPI 的传导机制，总结来看，我们认为高企的 PPI 向 CPI 传导主要有以下三种途径：

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_33047

