

CPI 和 PPI 背离探析及政策应对

——宏观经济专题报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 06 月 30 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 通过对历史数据的回顾，我们发现，相较于美日欧等经济体言，中国 CPI 与 PPI 同比增速间的背离不仅体现为幅度的差异，而且还出现过波动方向的背离。
- 总结归纳文献结论，我们认为，CPI 和 PPI 之间相互影响，但是特定经济阶段中，主导者并不相同，2001~2008 年间，需求因素成为价格演变的主导因素，于是 CPI 对 PPI 的解释度更强；而针对 2012~2016 年间的样本加以分析，其结果大多表明 CPI 和 PPI 间互为影响因素，终端需求不足、产能过剩，特别是供需之间的结构性矛盾等是该时期内我国 PPI 和 CPI 背离的主导因素。
- 回顾 2021 年以来通胀态势，我们不难看出，食品特别是猪肉价格的持续回落是主导 CPI 同比增速低位运行的主导因素，而大宗商品价格的持续上扬以及翘尾的显著抬升则成为 PPI 同比增速迭创新高的核心所在。虽然 CPI 和 PPI 统计口径的不同加剧了二者走势间的背离，但是传导不畅的问题依旧存在
- 展望 2021 年下半年，我们认为尽管猪肉价格有望企稳反弹，但供给持续恢复和需求保持平稳的总体环境意味着猪肉价格反弹空间有限，其对 CPI 同比增速的推动力并不明显；大宗商品方面，美国基建方案落地尚需时日，难以在年内对全球总需求形成新的推动力，而大宗商品供给的逐步提升仍是大概率事件，供需缺口逐步弥合将压制其价格的抬升空间；在传导方面，无论是产能利用率还是规模以上工业企业经济效益指标，都表明上游价格向中下游价格的传导仍难顺畅。
- 结合此前对理论研究的回顾，我们坚持认为在供给冲击但终端需求恢复缓慢的背景下，通过紧缩货币难以压制通胀。因此，在秉承“碳中和”战略目标的同时，考虑当前供给环境，适度放缓对大宗商品国内产能的严控力度是有必要的，此外则应加大金融市场监管力度，持续打击囤积居奇，抑制对大宗商品的非实体性需求，即呵护供给的同时打击炒作需求，并适时投放国家储备以平衡供需、压制价格。

风险提示：国际疫情发展超预期

目 录

1. 中外 CPI 和 PPI 背离回顾	4
1.1 中国情况：幅度和方向均有背离	4
1.2 国际情况：仅有幅度背离	5
2. 理论回顾：CPI 和 PPI 背离原因	8
3. 中国通胀前景分析及政策展望	10
3.1 2021 年以来 CPI 和 PPI 背离原因回顾	10
3.2 各自供需主导变动 货币调控难有效果	11

图 目 录

图 1: CPI 与 PPI 当月同比增速	5
图 2: CPI 和 PPI 环比增速 12 期移动平均值	5
图 3: 美国 CPI 与制造业 PPI 当月同比增速	5
图 4: 美国 CPI 与采矿业 PPI 当月同比增速	5
图 5: 欧盟 27 国 CPI 与 PPI 当月同比增速	6
图 6: 日本 CPI 和 PPI 当月同比增速	6
图 7: 中外 CPI 同比增速对比	6
图 8: 中外 PPI 同比增速对比	6
图 9: 2020 年以来 PPI 与 CPI 当月同比	10
图 10: 2020 年以来 PPI 与 CPI 环比增速	10
图 11: 农产品批发价格 200 指数	10
图 12: 2021 年以来猪肉价格持续走低	10
图 13: 2020 年以来南华指数演变趋势	10
图 14: 2021 年以来主要大宗商品月均价变动幅度	10
图 15: CPI 翘尾因素	11
图 16: PPI 翘尾因素	11
图 17: 上游价格向中有价格的传导力不足	11
图 18: 非食品类商品价格当月同比	11
图 19: 生猪存量情况	12
图 20: 猪粮比走势	12
图 21: 主要地区白条猪（瘦肉型）宰后均重统计指标走势	12
图 22: 生猪期货价格走势	12
图 23: 巴西和智利新冠肺炎疫情每日新增数据	13
图 24: 巴西铁矿石出口	13
图 25: 主要国家新冠疫苗接种量对比	13
图 26: 全球疫情发展及疫苗接种不均衡	13
图 27: 三大产业产能利用率演变趋势	14
图 28: 上游行业产能利用率	14
图 29: 中游行业产能利用率	14
图 30: 下游行业产能利用率	14
图 31: 1-5 月份制造业各子行业营业成本率较 1-4 月变动情况	15

进入 2021 年，PPI 同比增速持续高企的同时，CPI 同比增速却波澜不惊，在此情况下，市场对于 PPI 向 CPI 传导的判断却不尽相同。一部分人站在历史的角度，认为 PPI 向 CPI 的传导并不通畅，而另一部分人则认为这次不一样。为了探析 CPI 和 PPI 之间的背离，以及未来可能的演变，我们将在回顾中国通胀历史的同时，借鉴国际经验，并考虑中国经济运行模式的转变。

1. 中外 CPI 和 PPI 背离回顾

1.1 中国情况：幅度和方向均有背离

回顾历史并结合数据的可得性，我们选取 2001 年以来月度数据作为分析的样本，通过观察 CPI 和 PPI 当月同比增速趋势不难发现，2001 年以来二者之间出现过多次背离，且背离形式并不相同：

时期一：2011 年 8 月至 2015 年 12 月间，该时期内 CPI 当月同比增速在经历了初期的快速回落后，其增速水平基本维持在 2% 左右做窄幅波动；然而该时期内 PPI 当月同比增速则在进入 2012 年后长期处于通缩状态。该时期内，不仅 CPI 的平稳和 PPI 的持续通缩形成明显对照，而且在 2013 年 11 月至 2014 年 7 月间，CPI 同比增速缓步走低的同时，PPI 同比增速的通缩却逐步缓解；此外，在 2015 年内 CPI 同比增速波动中枢缓步抬升的同时，PPI 同比增速则在通缩区域内大幅走低。

时期二：2016 年 1 月至 2019 年 2 月间，该时期内 CPI 当月同比增速围绕 1.9% 的中枢窄幅震荡，而 PPI 当月同比则在 2016 年 1 月至 2017 年 3 月大幅攀升至 7.6% 的区间内高点后，趋势性回落（而且该趋势一直延续至 2020 年 12 月），CPI 的平稳和 PPI 的大幅波动形成明显对照。

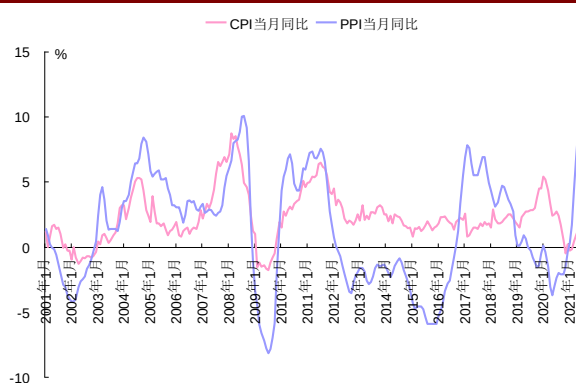
时期三：2019 年 2 月至 2020 年 5 月间，该时期内 CPI 当月同比显著抬升，在 2020 年 2 月达到 5.2% 的区间内高点后快速回落，同期 PPI 当月同比增速则持续回落，并于 2020 年 5 月录得 -3.7% 的区间内低点。

时期四：2020 年 5 月至今，该区间内 CPI 当月同比持续走低后触底反弹，而同期 PPI 当月同比增速则持续走高，截止 2021 年 5 月，PPI 当月同比增速达到 9.0%，为样本中的第四位高值，分别较位居前三的 2018 年 8 月、7 月和 9 月低 1.06、1.03 和 0.13 个百分点。

如果以 2012 年作为分水岭，在此之前，PPI 和 CPI 同比增速存在明显的同向变动特征，而且二者剪刀差（CPI 同比增速-PPI 同比增速）相对稳定，11 年内剪刀差的最大值、最小值、平均值和中位数分别为 6.66%、-5.30%、-0.18%和-0.75%，而 2012 年之后剪刀差的最大值、最小值、平均值和中位数分别为 7.88%、-7.70%、2.38%和 3.86%，剪刀差的波动区间扩张且波动中枢显著抬升。

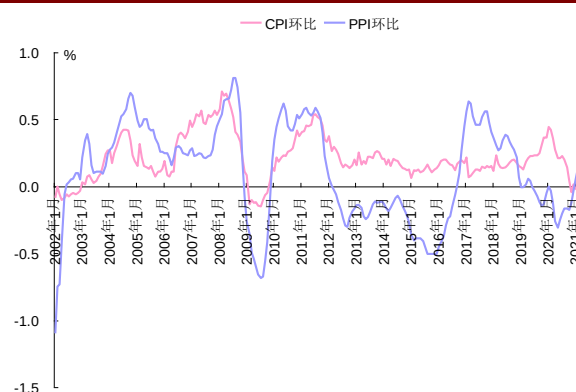
如果说 2012 年之前，CPI 和 PPI 同比增速主要表现为幅度背离的话，那么 2012 年之后的变化主要体现为两个方面：其一就是幅度背离程度的提升；其二就是 CPI 和 PPI 同比增速变动方向的背离。同样的，这种变化，我们在对比 CPI 和 PPI 月环比增速的 12 期移动平均值时，也可以清晰地发现。

图 1: CPI 与 PPI 当月同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

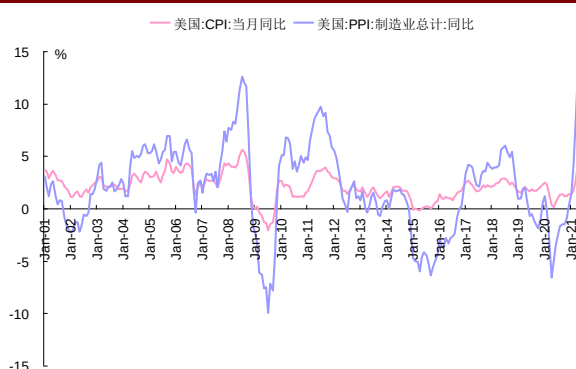
图 2: CPI 和 PPI 环比增速 12 期移动平均值



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

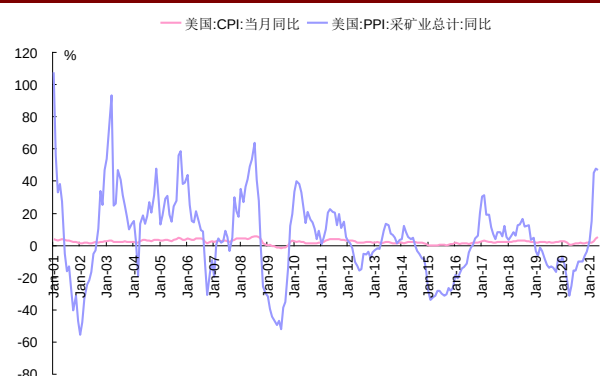
1.2 国际情况: 仅有幅度背离

图 3: 美国 CPI 与制造业 PPI 当月同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 4: 美国 CPI 与采矿业 PPI 当月同比增速



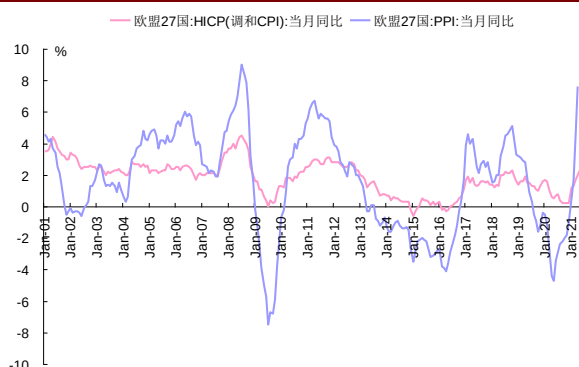
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

出于对比,我们对 2001 年以来美日欧三大经济体 CPI 和 PPI 同比增速进行回顾,数据显示,三大经济体 CPI 同比增速和 PPI 同比增速的波幅同样存在背离的现象,

请务必阅读正文之后的免责声明

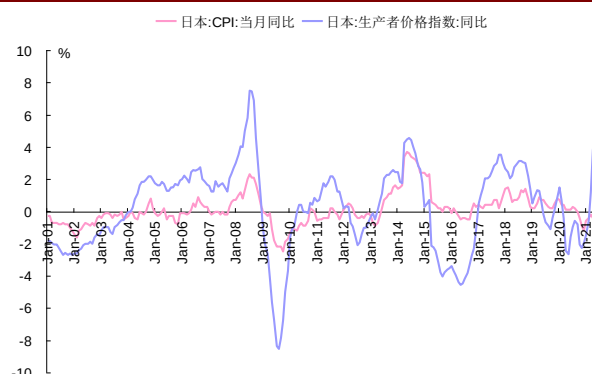
但是并未出现过波动方向的背离，这一点是与中国最为主要的差异。

图 5: 欧盟 27 国 CPI 与 PPI 当月同比增速



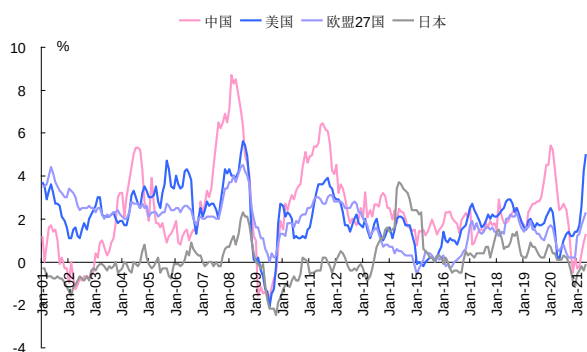
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 6: 日本 CPI 和 PPI 当月同比增速



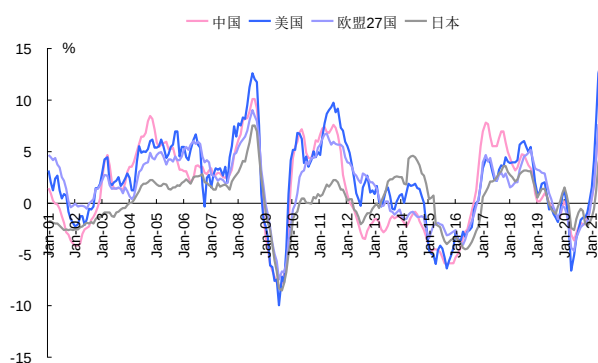
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 中外 CPI 同比增速对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 中外 PPI 同比增速对比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

此外，我们分别对比中外 CPI 同比增速和 PPI 同比增速的演变态势，数据显示，相较于 CPI 而言，中外在 PPI 同比增速演变趋势上更为趋同，而 CPI 同比走势的差异则相对较大，具体而言：

首先，观察 CPI 同比增速情况，在趋势方面，（1）中国在 2004 年 9 月至 2006 年 3 月间 CPI 同比增速持续回落，而期间美欧 CPI 同比增速则保持平稳，且美国 CPI 同比增速的中枢水平一度明显抬升；（2）2018 年 12 月至 2020 年 1 月，中国 CPI 同比显著抬升，而美日欧三大经济体 CPI 同比增速总体保持稳定。在幅度方面，2006 年 7 月至 2008 年 4 月以及 2009 年 6 月至 2011 年 7 月间，中国 CPI 同比增速的回升幅度均远超美日欧。

其次，观察 PPI 同比增速情况，除 2004 年 11 月至 2006 年 3 月间中外 PPI 同比增速出现趋势性背离外，大部分时期中外 PPI 同比增速呈现高度重叠（其中，中国和美欧 PPI 同比走势吻合度更高）

最后，值得注意的是，日本数据在 2012 年至 2014 年的近两年时间内曾出现过与其他三个经济体明显的趋势性背离，其中日本 PPI 同比在 2012 年 8 月至 2014 年 7 月明显抬升，CPI 同比在 2013 年 4 月至 2014 年 6 月间快速上扬（鉴于这不是本文分析的目的，暂不做过多阐述）。

2. 理论回顾：CPI 和 PPI 背离原因

有关 CPI 和 PPI 关系的探讨由来已久，2008 年时，贺力平、樊纲和胡嘉妮就曾在《经济研究》上刊文探讨 CPI 和 PPI 究竟是“谁带动谁”。基于对 2001 年 1 月至 2008 年 7 月 CPI 和 PPI 数据的分析，该论文指出，（1）二者在概念上既有联系，又有区别；（2）CPI 对 PPI 有预测性，而 PPI 则无法用于预测 CPI 走势；（3）在影响 CPI 为衡量标准的通胀走势中，需求因素较供给因素更为关键，于是针对于通胀的调节，需求侧较供给侧更为重要。

然而，特定时间的样本导致以上分析的局限性，即便不进行实证分析，仅仅观察 2012 年至 2016 年间 CPI 和 PPI 同比增速的走势情况，我们也可以得出这样的结论，CPI 对 PPI 的预测效果明显弱化。正是这一时期 CPI 和 PPI 走势的再度背离，令有关二者关系的探讨再度多了起来。

在《供给侧改革背景下需要将 PPI 纳入通货膨胀目标吗》一文中，彭红枫等作者就指出“在短期 PPI 和 CPI 互为领先指标，但在长期，价格波动会持续由 PPI 向 CPI 传导”。

在《PPI 和 CPI 的非线性传导：产业链和价格预期机制》一文中，孙坚强等指出，PPI 和 CPI 互为对方的线性和非线性格兰杰因（即互为领先指标），通过分析传导中产业链机制和价格预期机制的作用，文章进一步指出“PPI 到 CPI 的传导，主要体现为成本推动”且“时滞相对较长”，而“CPI 到 PPI 的传导，主要体现为需求的拉动”且“时滞相对较短”，因此“产业链机制在 CPI 对 PPI 的反馈传导中作用更明显，而价格预期机制在 PPI 对 CPI 的推动传导中作用更明显”。

在《新常态下 PPI 与 CPI 之间产业链价格传导机制研究》一文中，肖争艳等加入

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_20440

