

宏观专题

CPI-PPI 剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？

事件：9月CPI同比1.7%（预期1.9%，前值2.4%）；9月PPI同比-2.1%（预期-1.8%，前值-2.0%）。今年5月以来，CPI-PPI剪刀差持续收窄，本文旨在探讨CPI-PPI剪刀差收窄的原因，及其对宏观经济和资产价格的影响。

一、如何看待9月CPI、PPI双降？

1、CPI同比连续2个月回落，食品项猪肉、鲜菜供需矛盾进一步缓解；非食品反映消费明显改善，但就业压力仍不容忽视。

2、PPI同比降幅略有扩大，结构形成分化，即：生活资料价格同比下降，国际油价下跌拖累石化产业链，黑色价格坚挺反映投资需求旺盛。

二、CPI-PPI剪刀差收窄的本质，及其与宏观经济、资产价格的关系

（一）着眼当下：CPI-PPI剪刀差持续收窄的本质

1、CPI-PPI剪刀差连续5个月收窄，主因疫后供需矛盾缓解和PPI上游的结构性好转。今年5月以来CPI-PPI剪刀差持续收窄，从4月6.4%高点降至9月3.8%。一方面，随着疫情后供需矛盾的缓解、猪价同比增幅缩小，食品项增幅收窄，叠加非食品表现低迷，CPI同比自5月逐步回落至“2%”以下。另一方面，随着疫情后内外需修复，PPI同比自6月降幅明显缩窄。

2、CPI-PPI剪刀差越小，工业企业盈利和经济表现可能越好。CPI集中反映下游消费品价格；PPI反映上游生产端价格。直观感受是，CPI-PPI剪刀差越大，则企业整体的利润空间越大，但实际情况并非如此。实证表明，CPI-PPI剪刀差与工业企业盈利、经济表现均为反向的关系，这与我国的经济结构，CPI、PPI构成结构等因素相关，比如CPI-PPI剪刀差与GDP负相关，主因与二、三产业负相关，而第二产业景气度的表现与工业企业产量、利润、PPI正相关，CPI的上升则难以直接带动第三产业增加值明显增加，CPI服务价格波动较小，对三产提振有限；PPI某种程度上也能反映需求端的情况，CPI实际也衡量了企业用工成本等等。

（二）以史为鉴：CPI-PPI剪刀差收窄的宏观背景及资产表现

1998年至今共有6次CPI-PPI剪刀差拐头向下的周期，除去2020年4月以来的本轮周期，历史上有4次CPI-PPI降为负值之后在0以下维持较长时间，分别是1998年11月-2000年7月，2002年2月-2004年11月，2009年8月-2010年5月，2015年8月-2017年2月。这四次下行周期平均持续时间为20个月，高点至低点的平均差值为11个百分点。它们较为接近的宏观环境为：国家均实施较为积极的财政政策，稳健或偏宽松的货币政策，刺激内需，实行改革。期间工业企业盈利均大幅改善，其中上游原材料行业改善更为明显；GDP总体趋于稳定，其中第二产业经济复苏明显；上证综指涨跌幅表现不一、南华综指表现较好、利率债在最近的两轮周期中表现较好。

（三）展望未来：CPI-PPI剪刀差怎么走及其可能的影响

1、四季度与2021年CPI走势：随着疫情、洪涝灾害之后供需矛盾的缓解，猪价涨幅下降，食品价格涨幅预计逐渐回落，非食品项价格波动较小。预计10月CPI同比继续回落至0.9%左右，四季度中枢预计在1%以下。2021年面临猪价下行和货币超发的博弈，如果需求恢复较好，二季度之后可能会有再通胀风险，但中性假设下全年同比增速大概率小于2020年。

2、四季度与2021年PPI走势：随着内外需改善，预计四季度PPI同比中枢高于三季度；2021年PPI大概率好于今年，同比有望在一季度转正。

3、按照我们的测算，预计2021年12月之前，CPI-PPI剪刀差整体均处于波动下行周期，即持续近20个月，期间存在两轮小周期。基于历史经验，本轮周期的宏观经济和资产价格可能呈现三个特征：1）工业企业盈利有望大幅恢复，特别是偏上游行业恢复更多。2）经济回升，特别是第二产业增加值增幅更大。3）股票的涨跌幅存在不确定性，最近一次（即2015-2017年）为上涨；2009年以来的两轮周期中，利率债和商品的整体表现较好。

风险提示：经济超预期下行，模型测算有误差。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《年内PPI会超预期转正么？——兼评7月物价》
2020-08-10
- 2、《价格角度看供需分化——兼评6月物价数据》
2020-07-09
- 3、《宏观专题：通胀还是通缩？——从宏观机理到中间线索》
2020-07-06
- 4、《货币超发会引发通胀吗？——兼评5月物价数据》
2020-06-10
- 5、《全面评估粮食涨价的可能性与影响——兼评3月通胀》
2020-04-11



内容目录

9 月 CPI、PPI 双降，服务消费、投资走强，食品价格走低	3
CPI 续降，供需矛盾缓解，消费显著改善，仍需关注就业压力	3
PPI 微降，主因生活资料拖累，黑色强反映投资需求仍旺	4
着眼当下：CPI-PPI 剪刀差收窄的本质	5
CPI-PPI 剪刀差收窄的原因	5
CPI-PPI 剪刀差收窄反映了什么问题？	5
CPI-PPI 剪刀差与企业盈利的关系	5
CPI-PPI 剪刀差与经济表现的关系	7
以史为鉴：CPI-PPI 剪刀差收窄的宏观背景及资产表现	9
展望未来：CPI-PPI 剪刀差怎么走及其可能的影响	12
风险提示	13

图表目录

图表 1: 9 月 CPI 同比回落，核心 CPI 持平	3
图表 2: 9 月食品 CPI 环比涨幅回落	3
图表 3: 9 月 CPI 非食品反映消费改善，但就业仍有压力	4
图表 4: 9 月 CPI 教育文娱环比上升	4
图表 5: 9 月 PPI 同比回落主要受生活资料拖累	4
图表 6: 9 月 PPI 同比存在行业分化	4
图表 7: 今年 5 月以来，CPI-PPI 剪刀差持续收窄	5
图表 8: CPI-PPI 剪刀差与工业企业盈利增速负相关	6
图表 9: PPI 行业上、中、下游划分	6
图表 10: CPI-PPI 剪刀差与实际 GDP 当季同比负相关	7
图表 11: CPI-PPI 剪刀差与 GDP 当季同比（分产业）负相关	7
图表 12: PPI 回升通常带来经济景气度的提升	8
图表 13: CPI 消费品波动大于服务类	8
图表 14: 1998 年至今 CPI-PPI 剪刀差向下周期有 6 次	9
图表 15: CPI-PPI 剪刀差拐头向下代表性周期划分	9
图表 16: CPI-PPI 剪刀差与企业盈利的关系	10
图表 17: CPI-PPI 剪刀差与经济增长的关系	11
图表 18: CPI-PPI 剪刀差与资产价格的关系	11
图表 19: CPI-PPI 剪刀差下行周期中万一级行业指数期间涨跌幅排序	11
图表 20: CPI、PPI 测算	12
图表 21: 至 2021 年 12 月 CPI-PPI 剪刀差可能持续波动下行	12

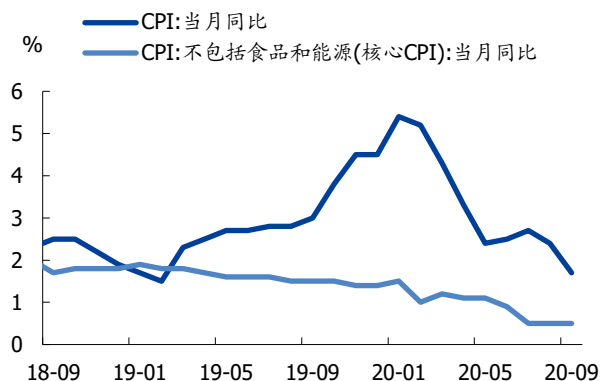
9月CPI、PPI双降，服务消费、投资走强，食品价格走低

CPI续降，供需矛盾缓解，消费显著改善，仍需关注就业压力

CPI同比连续2个月回落，食品项猪肉、鲜菜供需矛盾进一步缓解；非食品反映消费明显改善，但就业压力仍不容忽视。9月CPI同比增长1.7%，涨幅较8月回落0.7个百分点；食品同比增长7.9%，涨幅回落3.3个百分点；非食品同比增长0.0%，涨幅回落0.1个百分点。剔除食品和能源的核心CPI同比连续三个月持平0.5%。总体看，随着洪灾、异常天气等短期因素消退，以及猪肉供需矛盾的缓解，食品项涨幅缩窄，也有望推动CPI同比继续下行；非食品反映需求改善。分项看：

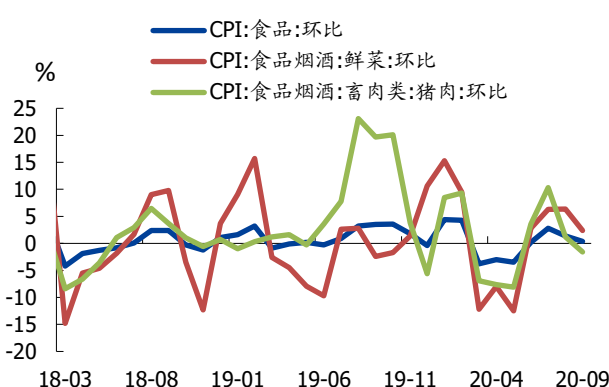
1) 食品项环比连续两个月涨幅缩窄。9月CPI食品环比上涨0.4%，较前值回落1个百分点，主因前期洪灾、异常天气等短期扰动逐步消退。多数食品涨幅缩窄：生猪生产恢复和储备肉投放改善猪肉供需结构，9月CPI猪肉环比下降1.6%，较前值下降2.8个百分点。此外，鲜菜、蛋类环比涨幅分别下降4和8.4个百分点至2.4%和1%。不过，受季节和节日等因素影响，鲜果环比涨价7.3%，较上月回升7.7个百分点。

图表1：9月CPI同比回落，核心CPI持平



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：9月食品CPI环比涨幅回落

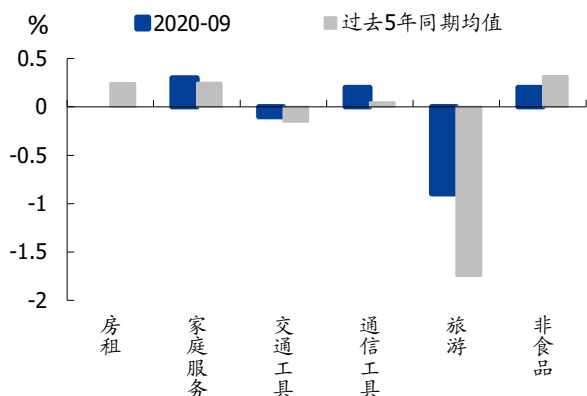


资料来源：Wind，国盛证券研究所

2) 非食品反映消费明显改善，但就业压力仍不容忽视。9月CPI非食品环比上涨0.2%（过去5年同期均值为0.32%），9月非食品虽仍低于季节性，但重点指标其实已有改善。9月家庭服务、交通工具、通信工具、旅游价格环比涨幅已经分别超过过去5年均值0.05、0.06、0.15和0.85个百分点，即随着疫情得到控制，以及国庆假期临近，消费有所改善。特别地，统计局显示，随着文娱消费逐步恢复，观影人数增加，电影票价格上涨4.1%；课外和民办教育收费上涨，两者带动教育文化和娱乐环比上涨0.8%，较前值提升1.1个百分点。

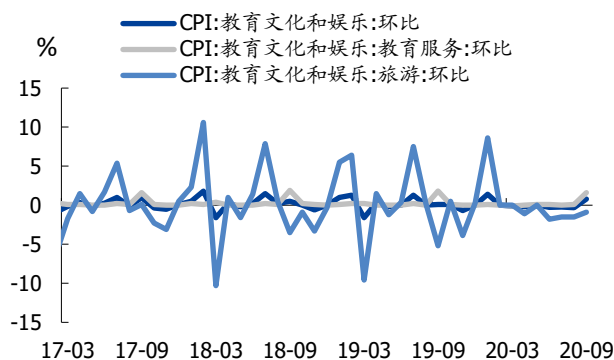
需要注意的是，房租价格仍然低于季节性，反映就业压力仍不容忽视。9月非食品CPI环比低于季节性应主要受交通工具燃料拖累（环比下降0.9%，低于季节性1.63个百分点）。

图表3: 9月CPI非食品反映消费改善,但就业仍有压力



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 9月CPI教育文娱环比上升



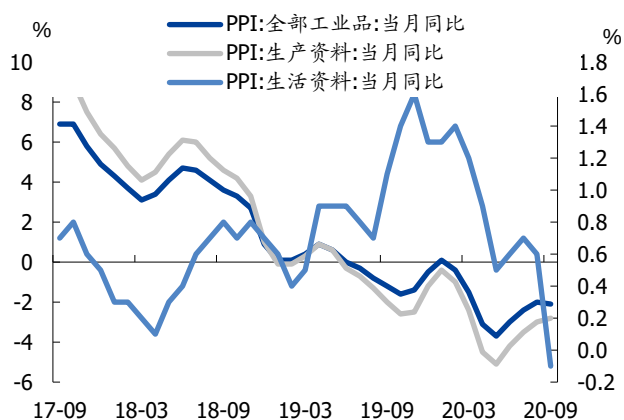
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

PPI微降,主因生活资料拖累,黑色强反映投资需求仍旺

9月PPI同比降幅略有扩大,结构形成分化,即生活资料价格同比下降,国际油价下跌拖累石化产业链价格,黑色价格坚挺反映投资需求旺盛。9月PPI同比下降2.1%,降幅扩大0.1个百分点;PPI环比上涨0.1%,涨幅缩窄0.2个百分点。9月PPI同比较市场预测低0.3个百分点,主要原因可能在于生活资料价格低于预期。PPI中生产资料占比约75%,因此市场通常采用高频生产资料价格指数对PPI进行预测。分解看,9月PPI生产资料同比较8月提升0.2个百分点至-2.8%,然而生活资料同比下降0.7个百分点至-0.1%,特别是食品类同比升幅较8月显著缩窄1个百分点至2.1%。

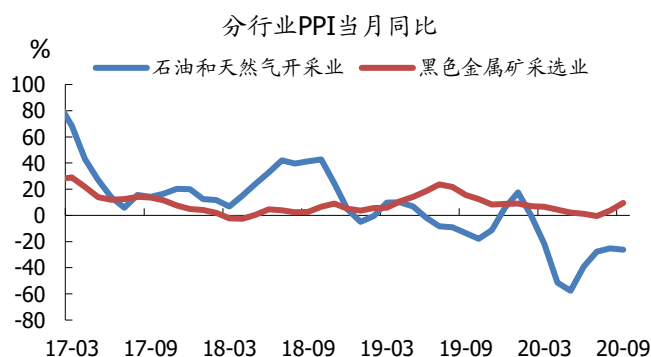
分行业看: 1) 同比涨幅较8月明显下滑的有石油和天然气开采业、有色金属矿采选业、农副食品加工业、计算机、通信和其他电子设备制造业,分别较上个月下滑1、0.9、1.6、1.3个百分点至-26.2%、6.2%、3.9%和-1.9%。石化产业链价格回落与9月国际油价下降有关,9月布伦特原油期货月均同比下降33%。2) 同比涨幅较8月明显上升的行业主要集中在黑色产业链,其中黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业PPI同比分别回升5.8、2.5个百分点至9.4%、0%,反映基建、房地产投资等需求持续改善。

图表5: 9月PPI同比回落主要受生活资料拖累



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 9月PPI同比存在行业分化



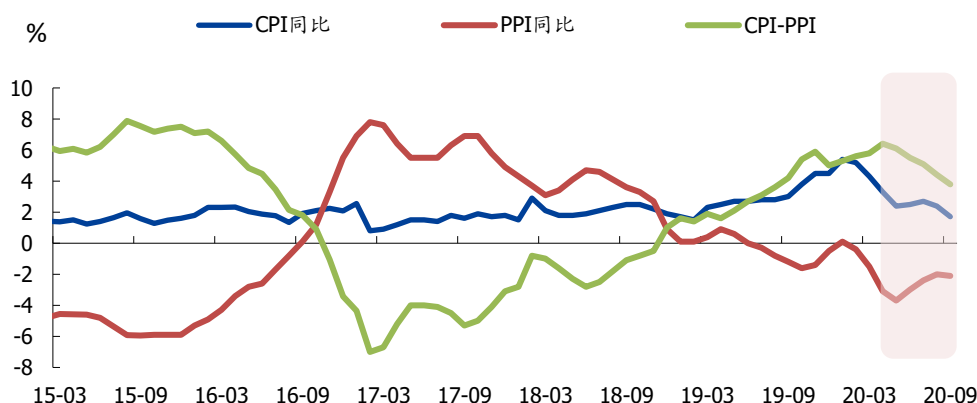
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

着眼当下：CPI-PPI 剪刀差收窄的本质

CPI-PPI 剪刀差收窄的原因

今年5月以来，CPI-PPI 剪刀差持续收窄，从4月的6.4%高点降至9月的3.8%。究其原因，一方面，随着疫情之后鲜菜等食品供需矛盾的缓解、猪肉进口增加和生猪生产恢复导致猪价同比增幅缩小、以及非食品受房租和出行拖累低于季节表现，CPI 同比自5月波动回落至当前的2%以下。另一方面，随着疫情之后内外需的逐步修复，特别是基建、地产对PPI上游原材料产品形成有力支撑，PPI 同比自6月降幅明显缩窄，已经从5月的-3.7%低点回升至9月的-2.1%。总体看，疫后供需矛盾缓解和PPI上游的结构性好转使得CPI-PPI 剪刀差持续缩窄。

图表7：今年5月以来，CPI-PPI 剪刀差持续收窄



资料来源：Wind，国盛证券研究所

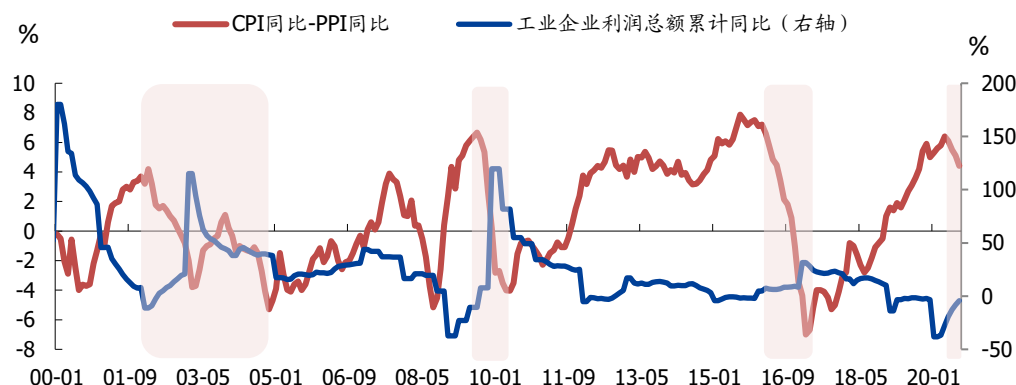
CPI-PPI 剪刀差收窄反映了什么问题？

直观看，CPI 反映居民购买的生活消费品和服务价格水平的变动情况，集中在下游消费品；PPI 反映工业企业产品第一次出售时的出厂价格变化，集中在上游生产端。CPI-PPI 剪刀差衡量了下游价格变化与上游价格变化之间的差值。容易认为，若CPI-PPI 越高，则企业整体的利润空间越大。需要注意的是，实际情况与直观感受并不相符，这与我国的经济结构，CPI、PPI 构成结构等因素相关。数据显示，CPI-PPI 剪刀差与工业企业盈利、经济表现均为反向的关系。

CPI-PPI 剪刀差与企业盈利的关系

数据显示，CPI-PPI 剪刀差越大，工业企业利润增速越低。以1997年1月-2020年8月的CPI-PPI 同比和工业企业利润总额累计同比（后文简称企业盈利同比，这里的1月数据缺失，假设与2月持平）为样本，两者相关系数为-0.2577；做简单一元线性回归可得工业企业盈利关于CPI-PPI 剪刀差的弹性系数为-4.73，即两者关系为负相关。

图表 8: CPI-PPI 剪刀差与工业企业盈利增速负相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

原因上看: 第一, PPI 衡量的是全部工业品的价格变化, 严格领先工业企业盈利增速。PPI 不仅反映成本端的变化, 也能反映需求端的情况。若将 PPI 行业分为上游原材料、中游制造业和下游消费品, 中下游合计占比可达近 60%, 而需求走强可以提升企业定价能力, 带动利润走高。

第二, PPI 走高代表工业企业产品出厂价格涨幅强劲, 企业盈利状况改善; CPI 走低意味着工人生活成本、用工成本下降, 企业经营压力和实际融资成本下降。因此, CPI-PPI 剪刀差缩小对应企业盈利能力改善。

图表 9: PPI 行业上、中、下游划分

分类	行业	权重
上游原材料	煤炭开采和洗选业	2%
	石油和天然气开采业	1%
	黑色金属矿采选业	0%
	有色金属矿采选业	0%
	非金属矿采选业	0%
	石油、煤炭及其他燃料加工业	5%
	化学原料及化学制品制造业	6%
	化学纤维制造业	1%
	非金属矿物制品业	5%
	黑色金属冶炼及压延加工业	7%
	有色金属冶炼及压延加工业	5%
	废弃资源综合利用业	0%
	电力、热力的生产和供应业	6%
	燃气生产和供应业	1%
	水的生产和供应业	0%
	合计	41%
中游制造业	金属制品业	3%
	通用设备制造业	4%
	专用设备制造业	3%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1%

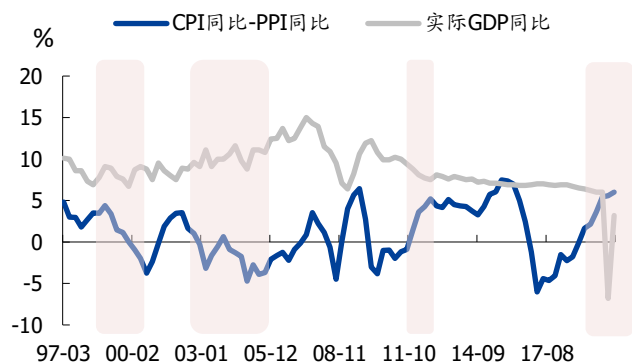
	电气机械及器材制造业	6%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	11%
	仪器仪表制造业	1%
	其他制造业	0%
	金属制品、机械和设备修理业	0%
	合计	29%
下游消费品	农副食品加工业	4%
	食品制造业	2%
	酒、饮料和精制茶制造业	1%
	烟草制品业	1%
	纺织业	2%
	纺织服装、服饰业	2%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1%
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	1%
	家具制造业	1%
	造纸及纸制品业	1%
	印刷业和记录媒介的复制	1%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1%
	医药制造业	2%
	橡胶和塑料制品业	2%
	汽车制造	8%
	合计	31%

资料来源：国盛证券研究所

CPI-PPI 剪刀差与经济表现的关系

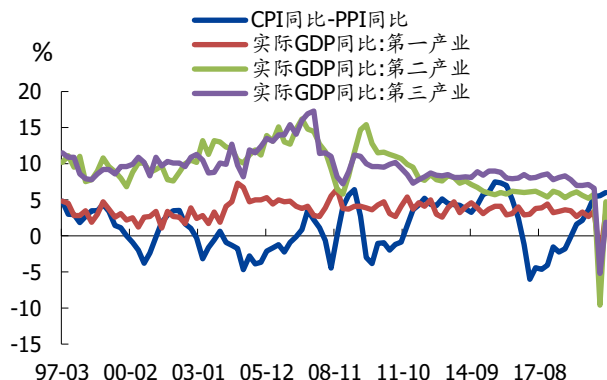
数据显示，CPI-PPI 剪刀差越大，实际 GDP 同比越低。以 1997 年 Q1-2020 年 Q2 的 CPI-PPI 同比和实际 GDP 当季同比（分一、二、三产业）为样本，CPI-PPI 剪刀差与总的实际 GDP 同比相关系数为-0.35，其中与一、二、三产业实际 GDP 当季同比相关系数分别为-0.19、-0.35 和-0.30。CPI-PPI 剪刀差与经济表现为负相关关系。

图表 10: CPI-PPI 剪刀差与实际 GDP 当季同比负相关



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 11: CPI-PPI 剪刀差与 GDP 当季同比（分产业）负相关

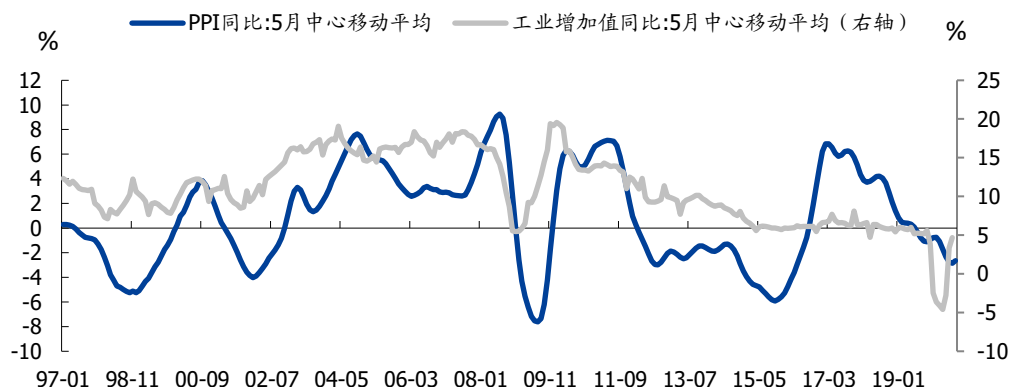


资料来源：Wind，国盛证券研究所

从原因上看，CPI-PPI 剪刀差与二、三产业的负相关关系更为明显。

第一，CPI-PPI 剪刀差与第二产业 GDP 同比负相关的原因类似于与工业企业盈利为负相关的原因，即 PPI 直接衡量的是工业品的价格，从而影响工业企业产量和利润。具体看，PPI 衡量工业品的价格变化，领先企业利润和投资。过去 20 多年，我国投资和出口是经济周期变化重要的边际变量。经济复苏往往从投资端开始，进而传导至消费端。PPI 上升意味着投资强劲，企业利润回升，利润更多向上游行业集中。因此，PPI 与经济周期相关度较高，PPI 上升通常伴随着 M1 回升，工业增加值增速上升和经济景气度改善。

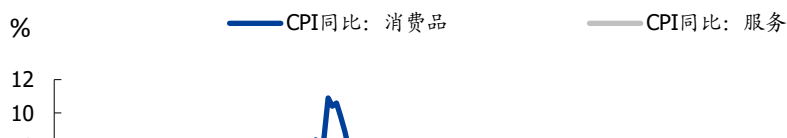
图表 12: PPI 回升通常带来经济景气度的提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

第二，CPI-PPI 剪刀差与第三产业 GDP 同比负相关程度弱于第二产业，但仍然是负相关关系。如果将 CPI 中医疗、交通通讯、文娱、居住简单归为服务类，那么 CPI 中服务类权重约占 50%，这些品类价格的提高可推动服务业增加值走高。这或许是第三产业 GDP 同比与 CPI-PPI 剪刀差负相关性弱于第二产业的原因。但是，如果对比 CPI 中消费品和服务的价格，可以发现历史数据显示服务波动较小、价格稳定，而消费品价格波动更大，CPI 的波动应主要由消费品带来，特别是其中的食品项。因此，CPI-PPI 剪刀差扩大隐含的成本扩张程度可能强于对服务业增加值的促进作用，这或许是第三产业 GDP 同比与 CPI-PPI 剪刀差仍为负相关的原因。

图表 13: CPI 消费品波动大于服务类



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_2054

