

2021年11月01日

从 PPI 到 CPI，再论价格传导真相

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

伴随成本端压力加速累积，一些商品陆续提价，引起价格传导讨论增多。PPI 向 CPI 传导，背后的真相是什么，未来会如何演绎？以史为鉴的梳理，可供参考。

● **传统周期下，PPI 向 CPI 传导顺畅只是表象，二者走势均是需求驱动的结果**
 传统周期下，物价的周期性波动，是经济周期性变化的滞后表现；不同物价指标之间的领先滞后关系并不绝对。传统周期下，经济的周期性波动，主要由需求端驱动，物价作为经济的滞后指标，表现出明显周期性波动。经验显示，PPI、CPI 等常用物价指标，与经济走势大体类似，一般滞后经济 2 个季度左右。PPI 弱领先于 CPI，但并不绝对；部分时段，二者表现出同步性特征，或 PPI 略滞后于 CPI。传统周期下，PPI 与 CPI 的领先滞后关系，反映经济周期性特征在行业层面的传递。PPI 受上游原材料价格走势影响较大，而 CPI 受下游消费品和服务价格影响较大。传统周期下，经济表现受需求政策影响较大，每轮政策托底，基建和地产链条最先改善，产业层面中游最先受益，上、下游随后。反映在价格层面，受中上游价格影响较大的 PPI 变化较早，而以终端需求驱动为主的 CPI 变化略滞后。

● **当前物价变化的主驱动力在供给端，PPI 与 CPI 背离具有明显的结构性特征**
 有别于传统周期，近年来物价变化受供给端影响较大，PPI 与 CPI 走势多次背离，供给侧改革、非洲猪瘟阶段即为典型。2016 年下半年至 2017 年上半年，PPI 大幅上行、而 CPI 回落至 1% 以内，主要缘于供给侧改革下中上游价格大幅波动、猪周期见顶等拖累食品；与之相反，2019 年至 2020 年上半年，PPI 进入通缩区间、而 CPI 快速突破 5%，后者与非洲猪瘟下猪肉供给大幅收缩、猪价大涨有关。供需结构等变化，使得本轮 PPI 与 CPI 的变化，与传统周期、供给侧改革等阶段均不同。类似供给侧改革阶段，2021 年初以来 PPI 快速上行、创历史新高，而 CPI 回落至 1% 以内。但本轮 PPI 的上行，不只是缘于钢铁等国内供给收缩带来的上游产品涨价；原油、铜等上游原材料及芯片等中游产品，全球供给收缩带来的影响也非常显著。而疫后居民收入和消费意愿下降，对终端需求产生一定抑制。

● **驱动不同下，物价演绎并非历史的简单轮回，结构性通胀现象或进一步凸显**
 供给弹性下降下，部分全球定价的商品价格易上难下，未来 2 个季度左右 PPI 或仍在高位；伴随国内供需矛盾缓解，PPI 下行趋于加快。经历持续的产能收缩，当前主要大宗商品的供给弹性均小于以往；伴随全球线下活动加快恢复，航空等出行需求修复，进一步加大原油等商品涨价压力。国内煤炭等供给缓解、需求回落下，PPI 或见顶回落，中性情景下 2022 年中枢或在 3% 左右、年底进入通缩。伴随成本端压力的加速显性化、2022 年 CPI 中枢或抬升，上半年压力相对可控、下半年容易超预期。与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中早有体现。需求偏弱、成本上涨下，部分行业供给收缩、加快出清；一旦终端需求修复，涨价压力或进一步释放。中性情景下，综合考虑成本传导、猪肉价格、服务价格补涨等，全年 CPI 通胀率前低后高、中枢或在 2% 左右，高点接近 3%。

● **风险提示：** 能源危机加剧，生猪产能出清加快。

相关研究报告

《宏观经济专题-美联储转“鹰”的下一步》-2021.10.31

《宏观经济专题-当下宏观分析的三大“误区”》-2021.10.28

《宏观经济专题-2022 年，CPI 通胀的核心变量》-2021.10.28

目 录

1、 传统周期下，PPI 向 CPI 传导顺畅只是表象，二者走势均是需求驱动的结果	4
2、 当前物价变化的主驱动力在供给端，PPI 与 CPI 背离具有明显的结构性特征	6
3、 驱动不同下，物价演绎并非历史的简单轮回，结构性通胀现象或进一步凸显	9
4、 风险提示	13

图表目录

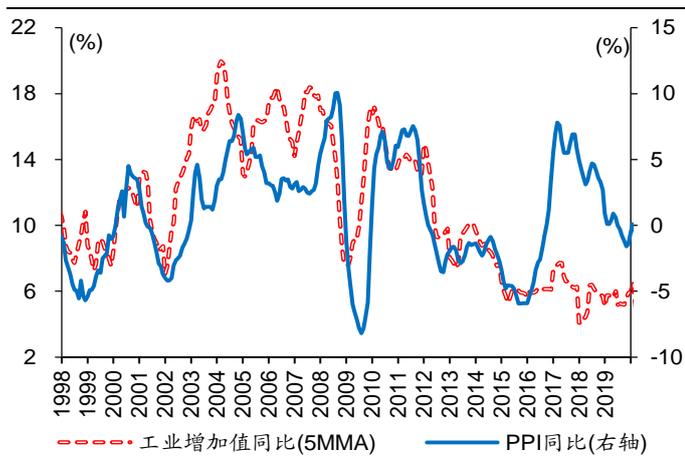
图 1: PPI 变化滞后工业增加值两个季度左右	4
图 2: PPI 变化略领先于 CPI，但也并不绝对	4
图 3: 传统周期下，信贷政策用于调节经济“冷热”	5
图 4: 传统周期下，基建投资是逆周期调节的重要手段	5
图 5: 房地产投资与经济表现密切相关	5
图 6: PPI 同比变化与地产投资走势相对一致	5
图 7: 中上游 PPI 多早于下游 PPI 见底回升	6
图 8: PPI 消费制造与 CPI 消费品走势相对一致	6
图 9: 2016-2017，PPI 生产资料大幅上涨、生活资料平稳	6
图 10: 供给侧改革阶段，黑色商品涨价明显	6
图 11: 2019 年至 2020 年初，CPI 上涨破 5%、PPI 通缩	7
图 12: 期间，生猪供给下降，推动猪肉价格大幅攀升	7
图 13: 供需缺口下，煤炭价格屡创新高	7
图 14: 二季度以来，水泥出货率明显低于以往	7
图 15: 巴西淡水河谷铁矿石出货量锐减	8
图 16: 2021 年以来，OPEC+ 一直谨慎增产	8
图 17: “疫后”海外经济体 PMI 指数明显回升	8
图 18: 美国服务业景气度回升推升油价	8
图 19: 原油价格上涨推升 PPI	9
图 20: 居民收入、消费均低于疫情前	9
图 21: 本轮 PPI 上行，内需较传统周期明显偏弱	9
图 22: 与此前相比，本轮内外需存在较为明显的“错位”	9
图 23: 本轮能源、农产品价格高于供给侧改革阶段	10
图 24: 2010 年来，淡水河谷铁矿石资本开支持续回落	10
图 25: 油气厂商资本支出意愿低企，影响原油产量	10
图 26: 供给侧改革阶段，煤炭产能退出规模远超计划	11
图 27: 近年，新增产能大幅减少	11
图 28: 伴随出行正常化，油价等或仍有支撑	11
图 29: 美国服务业景气度与油价走势高度相关	11
图 30: 上游原材料在 PPI 权重高、价格波动大	12
图 31: 油价上涨对 PPI 或仍有支撑	12
图 32: 2021 年上半年 PPI 或仍在高位，下半年下行加快	12
图 33: 油价上涨带动 CPI 交通工具用燃料大幅抬升	13
图 34: 耐用消费品涨价带动 CPI 家用器具价格攀升	13
图 35: 2022 年年中之前，猪肉涨价幅度或有限	13
图 36: 中性情景下，2022 年下半年 CPI 压力抬升	13

表 1: PPI 阶段对应的 CPI 所处分位数	10
表 2: 保供稳价政策密集出台	12

1、传统周期下，PPI 向 CPI 传导顺畅只是表象，二者走势均是需求驱动的结果

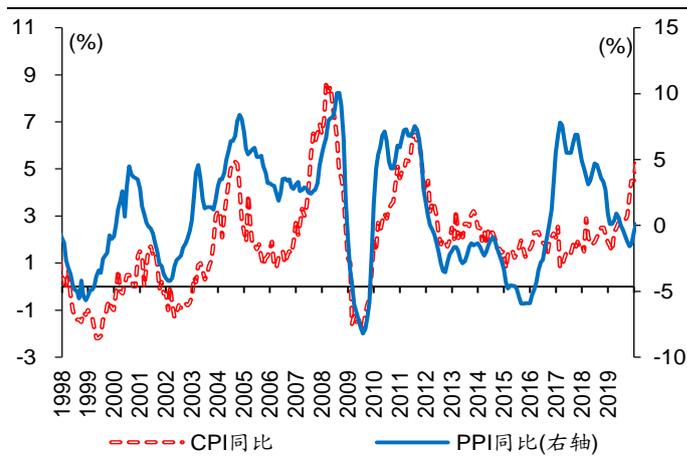
传统周期下，物价的周期性波动是经济周期性变化的滞后表现，不同物价指标之间的领先滞后关系并不绝对。传统周期下，经济的周期性波动，主要由需求端驱动，物价作为经济的滞后指标，表现出明显周期性波动。经验显示，PPI、CPI 等常用物价指标，与经济走势大体类似，一般滞后经济 2 个季度左右。PPI 增速大多弱领先于 CPI，例如，1998 至 2002 年、2002 至 2006 年；部分时段，二者表现出同步性特征，如 2008 至 2009 年；或 PPI 略滞后于 CPI，如 2006 至 2008 年。

图1: PPI 变化滞后工业增加值两个季度左右



数据来源: Wind、开源证券研究所

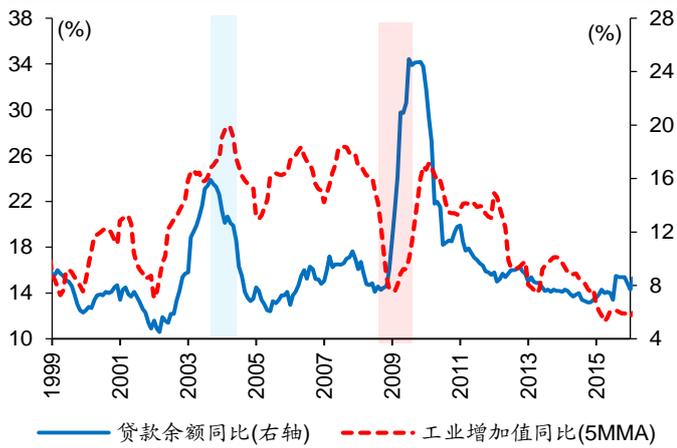
图2: PPI 变化略领先于 CPI，但也并不绝对



数据来源: Wind、开源证券研究所

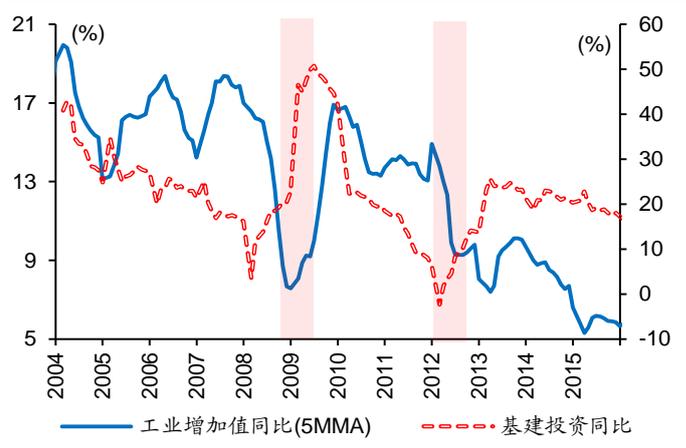
PPI 与 CPI 的领先滞后关系，与政策主导下，地产和基建等传统负债驱动的增长模式有关。传统周期，宏观政策往往通过调整货币和财政等总量需求来熨平经济的波动，典型时期如 2008 至 2009 年，采取宽松的货币政策和积极的财政政策来扩大经济总需求，多次降准降息、取消信贷约束，并加大基建投入等。除总量需求政策，地产政策与经济周期也密切相关。因而，每当政策托底时，每轮政策托底，基建和地产链条最先改善，处于生产端的工业品价格最先受益、对 PPI 的影响更为直接，表现为基建、地产投资增速回升往往带动 PPI 上行。

图3: 传统周期下, 信贷政策用于调节经济“冷热”



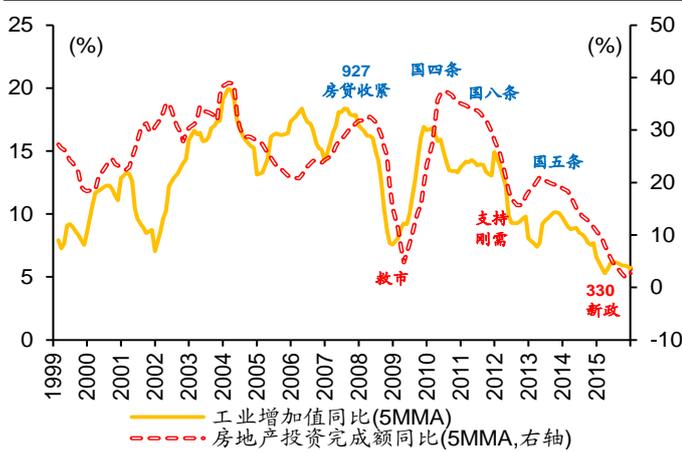
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 传统周期下, 基建投资是逆周期调节的重要手段



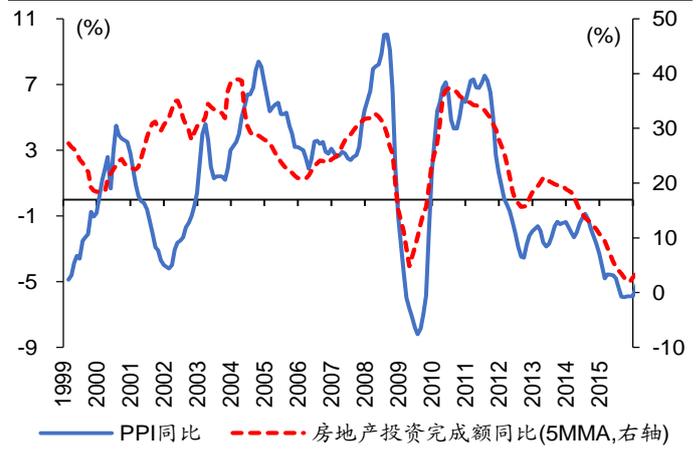
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 房地产投资与经济表现密切相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

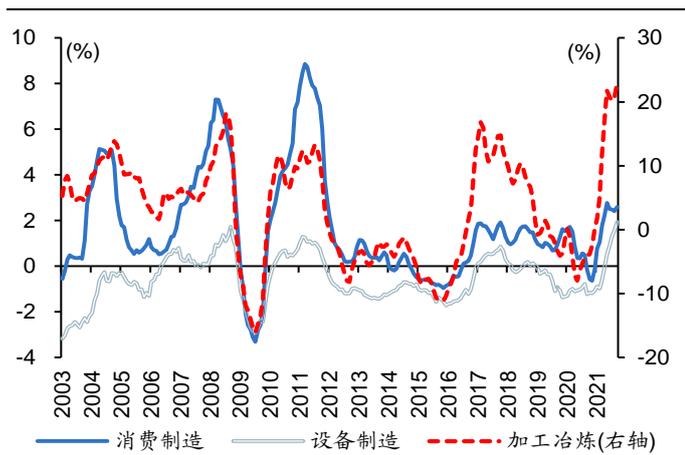
图6: PPI 同比变化与地产投资走势相对一致



数据来源: Wind、开源证券研究所

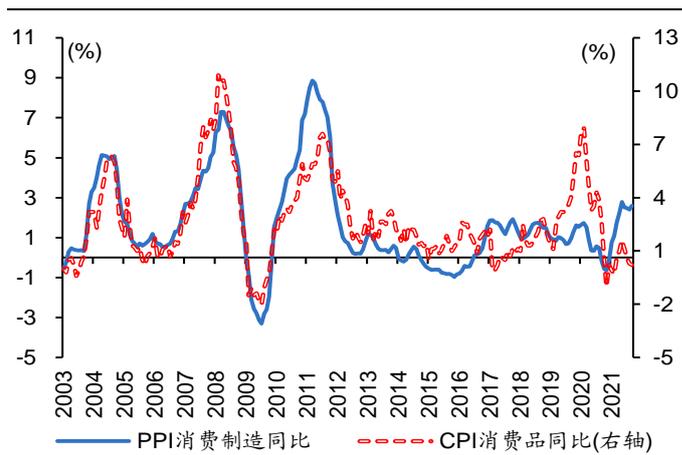
PPI 与 CPI 的领先滞后变化, 反映经济周期性特征在行业层面的传递。传统周期下, 投资驱动是经济需求的主要逻辑, 但投资对于上、中、下游的影响有明显时间差。例如, 投资加码首先增加对设备类的需求, 使得中上游行业率先受益, 表现为中上游 PPI 同比增速多早于下游行业见底回升; 而 CPI 走势更多受到下游消费制造类的影响, 当经济企稳复苏后, 涨价才传导至中下游和消费端。

图7：中上游PPI多早于下游PPI见底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：PPI消费制造与CPI消费品走势相对一致

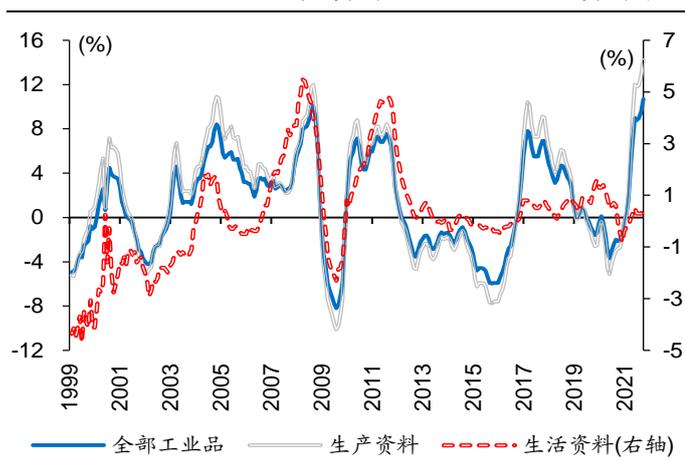


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、当前物价变化的主驱动力在供给端，PPI与CPI背离具有明显的结构性特征

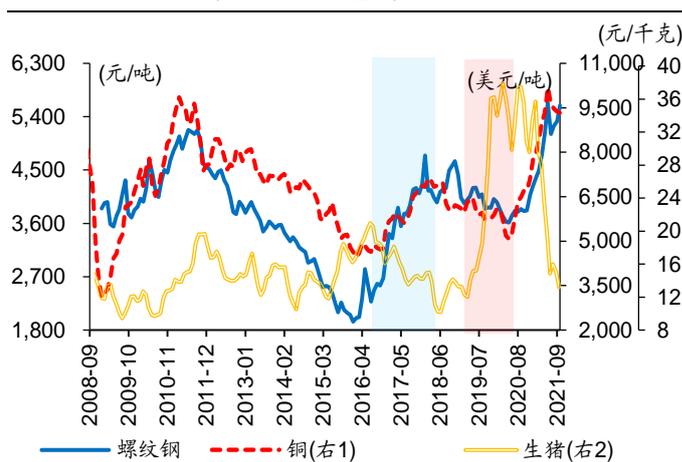
有别于传统周期，近年来物价变化受供给端影响较大，PPI与CPI走势多次背离，供给侧改革、非洲猪瘟阶段即为典型。2016年下半年至2017年上半年，PPI大幅上行，而CPI回落至1%以内，主要缘于供给侧改革下中上游价格大幅波动、猪周期见顶等拖累食品；与之相反，2019年至2020年上半年，PPI进入通缩区间，而CPI快速突破5%，后者与非洲猪瘟下猪肉供给大幅收缩、猪价大涨有关。

图9：2016-2017，PPI生产资料大幅上涨、生活资料平稳



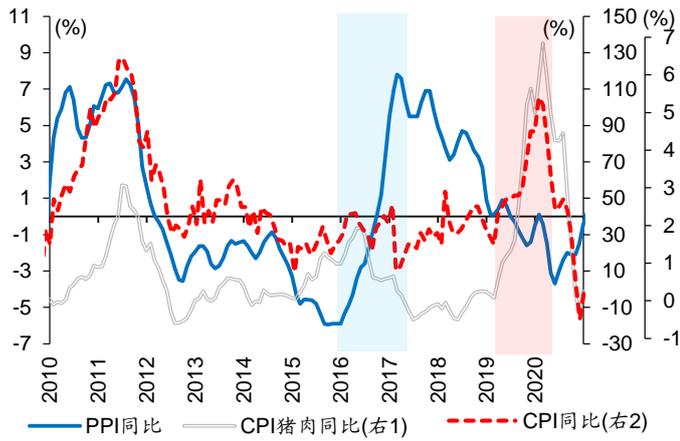
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：供给侧改革阶段，黑色商品涨价明显



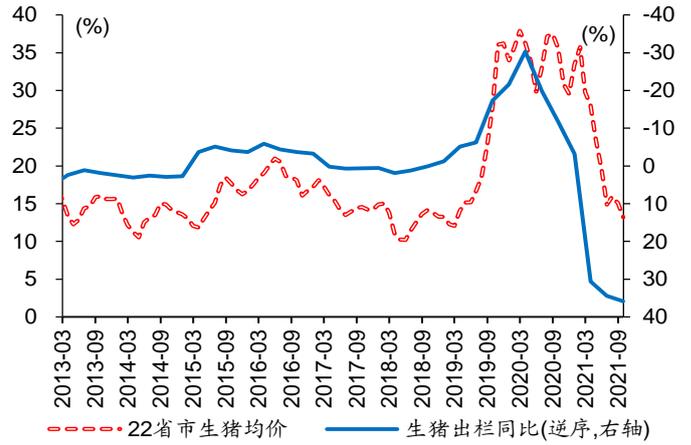
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 2019年至2020年初, CPI上涨破5%、PPI通缩



数据来源: Wind、开源证券研究所

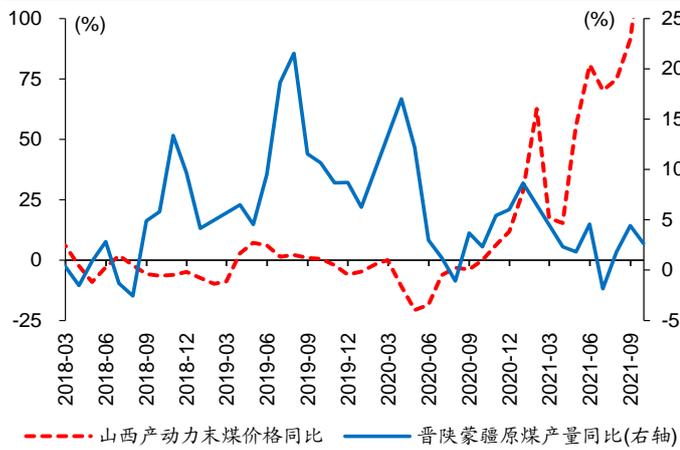
图12: 期间, 生猪供给下降, 推动猪肉价格大幅攀升



数据来源: Wind、开源证券研究所

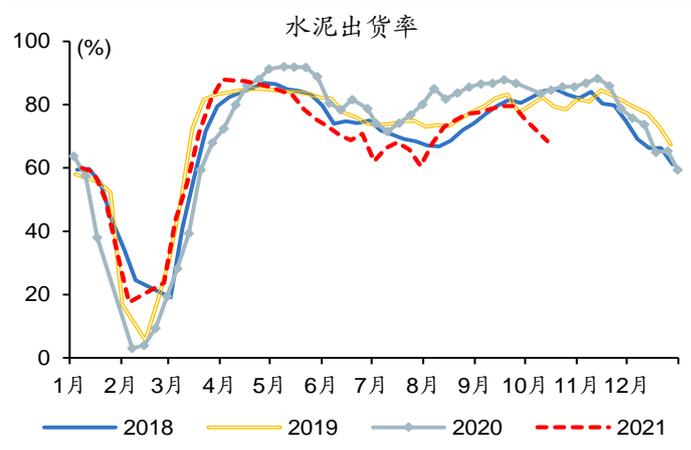
2020年以来, 新一轮物价变化也显著受供给影响, 不只是国内供给, 海外供给的影响尤为明显。2020年底以来, PPI大幅上行超过14个百分点, 多由黑色和石油链等贡献。其中, 国内双碳目标叠加建矿投资大幅提升压制煤企产能扩张意愿, 煤炭供给大幅收缩; 供需缺口推动动力煤价屡创新高、一度超过2590元/吨。不止国内供给, 部分国际定价的大宗商品也经历一轮产能收缩、价格飙涨的阶段, 例如, 资本开支明显缩减下, 铁矿石、原油等传统能源品产能大幅下滑、供需缺口持续拉大(详情参见《钢材大涨, 折射的全球大通胀脉络》、《全球能源危机, 这次不一样》)。

图13: 供需缺口下, 煤炭价格屡创新高



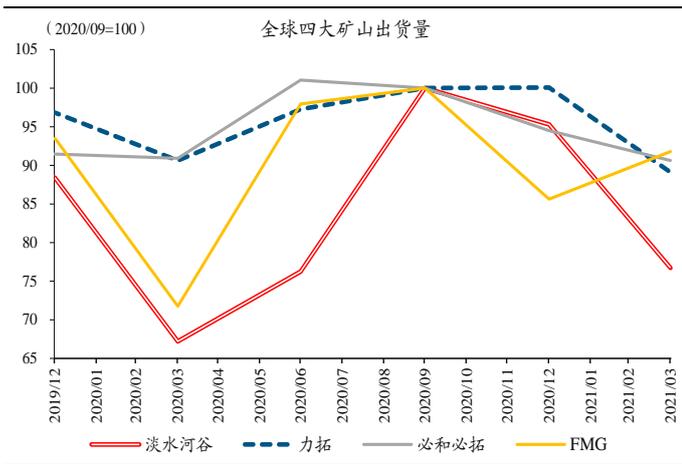
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 二季度以来, 水泥出货率明显低于以往



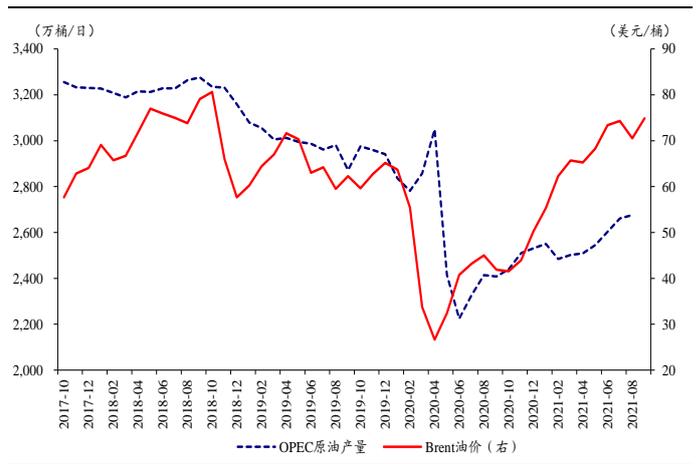
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 巴西淡水河谷铁矿石出货量锐减



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2021年以来, OPEC+一直谨慎增产



数据来源: Wind、开源证券研究所

供给弹性减弱下, 海外需求回暖加快原材料上涨、推升国内 PPI, 而国内需求压制 CPI。疫苗接种加快下, 海外经济修复, 支撑原油等大宗商品价格上涨, 拉动国内相关工业品价格、推升 PPI, 例如, 油价上涨带动 PPI 石油开采抬升、石油加工、化学制品等相关分项创新高。相较于供给收缩导致的原材料涨价, 疫情反复下, 国内消费需求偏弱对 CPI 形成一定压制, 餐饮消费几乎零增长, 宾馆住宿等其他线下活动也有类似情况, 拖累 CPI 服务项等 (详情参见《2022 年, CPI 通胀的核心变量》)。

图17: “疫后”海外经济体 PMI 指数明显回升

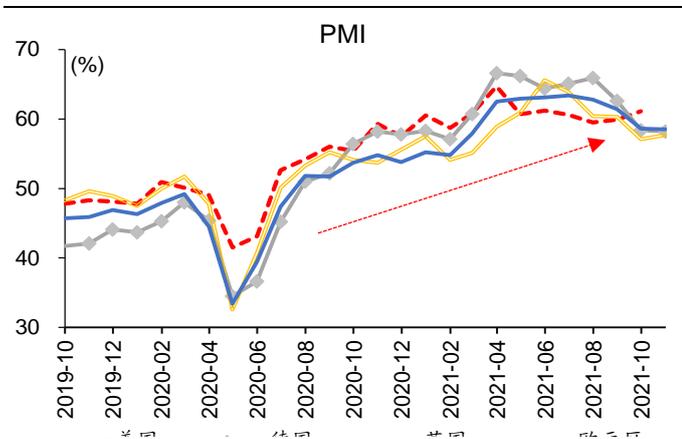
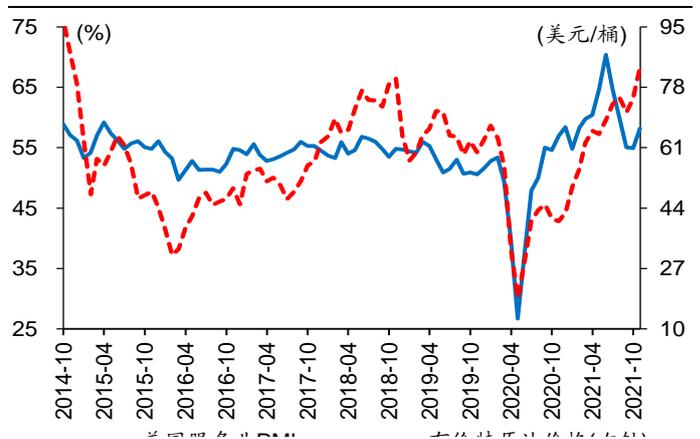


图18: 美国服务业景气度回升推升油价



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_28561



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn