

## PPI-CPI 剪刀差缩窄时产业链的利润转移

### 基本结论

- **剪刀差缩窄时往往对应经济下行，企业营收增速下滑。**复盘 2000 年以来六轮剪刀差缩窄时期，分别是 2000.8-2002.2、2004.12-2007.8、2008.9-2009.8、2010.6-2012.8、2014.9-2015.8、2017.3-2020.4。每轮 PPI-CPI 剪刀差缩窄时都是 PPI 下滑主导，我国经济主要靠工业拉动，PPI 下行往往对应经济景气下降。
- **PPI 的项目口径与 CPI 差异较大是两者走势不同步的重要原因。**食品项是 CPI 的主要驱动项，而影响 PPI 走势的主要是生产资料。PPI 分项中权重占比约 72% 的生产资料与 CPI 无直接的上下游关系，而 PPI 中占比约 28% 的生活资料仅与 CPI 中占比约 70% 的消费品有关。服务项仅包含在 CPI 的统计中而不在 PPI 统计中，且 CPI 中进口消费品的价格不受 PPI 影响。PPI 向 CPI 传导的途径主要有四种，间接传导：PPI 生产资料-PPI 生活资料-CPI 消费品；直接传导：PPI 生活资料-CPI 消费品；替代作用：PPI 分项-替代品需求-替代品对应的 CPI 分项；收入传导：PPI-利润-人员收入-终端消费。
- **2013 年前 PPI-CPI 传导顺畅，而 2013 年后 PPI-CPI 价格传导受阻是由于我国逐渐从增量经济转向存量经济，归根到底是有需求支撑时价格传导才顺畅。**剪刀差缩窄有两种类型：1) PPI 下行且 CPI 也下行的剪刀差缩窄意味着上下游价格传导的顺畅。前四轮剪刀差缩窄期，PPI 下行且 CPI 也下行，主要是提前滞后关系和 PPI 波动幅度更大、下降更多导致剪刀差缩窄；2) PPI 下行而 CPI 稳定甚至上升的剪刀差缩窄意味着上下游价格传导受阻。一种可能是 CPI 滞后 PPI 的上升而上升，而此时 PPI 已高位回落。另一种可 PPI 结束稳定趋势后快速下行，而 CPI 保持稳定或上升。
- **2013 年前上中游利润占比此消彼长，下游需求旺盛，利润占比稳中有升；2013 年后上下游利润占比此消彼长，中游议价权提升，利润占比持续提升。**2013 年前上中游利润转移明显，下游利润占比稳定提升，下游毛利率基本稳定或略增长，除了下游整体处于扩张阶段外，下游产品价格更具有粘性，在剪刀差缩窄，成本下降时，产品价格不易降价。2013 年后上下游利润转移明显，中游利润占比稳定提升，因为下游扩张多年后竞争激烈，中游在产业链中议价权提高。此外，上游利润占比与油价同向波动，上中游和上下游利润转移的方向与油价为代表的大宗商品价格息息相关。
- **剪刀差缩窄叠加流动性宽松时股市表现较好，整体而言消费涨幅相对高。**只有货币政策放松叠加 PPI-CPI 剪刀差缩窄时股市表现较好，流动性收紧叠加 PPI-CPI 剪刀差缩窄时股市往往较差。每轮剪刀差缩窄时，消费板块的股价涨幅相对较高。主要是剪刀差缩窄时全产业链收入随成本下行，下游需求相对有支撑。尤其是 2013 年后存量经济，下游利润明显受益剪刀差缩窄，消费股涨幅也更高。
- **本轮剪刀差缩窄类似 2017 年后，因供给侧影响消退导致。建议关注需求有支撑的行业，包括提价消费品、专用设备等机械设备和出口链条上的电机及电气设备、家具、小家电等。**历史上每轮剪刀差缩窄前，往往伴随 M1 提前收紧。自 2021 年初以来 M1 同比持续下降，当前 PPI 增速已达历史极高值，政策保供稳价的压力下，PPI 上行动力不足，而需求端经济恢复仍然乏力，预计明年 PPI 下行带动 PPI-CPI 剪刀差收敛。以史为鉴，在 PPI-CPI 缩窄阶段，除自身产业逻辑推动外，需求旺盛、毛利率提高的消费行业股价涨幅较好。
- **风险提示：美联储 Taper 进程超预期、经济下行需求不振、疫情再次爆发**

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001  
(8621)61038291  
aixiongfeng@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、PPI-CPI 剪刀差缩窄时往往经济下行，企业营收增速下滑.....	4
1.1 2000 年以来六轮剪刀差缩窄时期的宏观背景.....	4
1.2 从指标结构性看 PPI 和 CPI 之间的传导.....	5
1.3 2013 年前 PPI-CPI 传导顺畅，2013 年后传导受阻.....	9
二、PPI-CPI 剪刀差缩窄时，产业链利润如何转移？.....	9
2.1 2013 年前上中游利润占比此消彼长，下游利润占比稳定提升；2013 年后上下游利润占比此消彼长，中游利润占比稳定提升.....	9
2.2 下游毛利率相对稳定.....	11
2.3 中游行业产业链地位正在持续提升.....	12
三、PPI 与 CPI 剪刀差缩窄时消费占优.....	14
3.1 PPI-CPI 剪刀差缩窄叠加流动性宽松时指数上涨.....	14
3.2 剪刀差缩窄时，消费风格明显占优.....	14
3.3 剪刀差缩窄时全产业链需求随成本下行，但下游需求相对有支撑.....	16
四、供给侧影响消退导致剪刀差缩窄后，关注需求有支撑的行业.....	16
4.1 本轮剪刀差缩窄将类似 2017 年后，因供给侧影响消退导致.....	16
4.2 以史为鉴，除自身产业逻辑推动外，需求旺盛、毛利率提高的消费行业股价涨幅较好.....	20
4.3 关注需求有支撑、提价的消费品；机械设备和出口链需求有支撑的工业品.....	22

## 图表目录

图表 1: PPI-CPI 剪刀差缩窄时经济一般不佳.....	4
图表 2: 工业对 GDP 的贡献率最高, 达近 50%.....	5
图表 3: 2021 年 CPI 各项权重.....	6
图表 4: PPI 与 CPI 分项的主要联系.....	7
图表 5: PPI 生产资料上下游及生活资料间的传导层层减弱.....	8
图表 6: 2013 年以后 PPI-CPI 传导受阻.....	9
图表 7: 上市公司 2013 年前中上游利润转移明显, 2013 年后上下游利润转移明显.....	10
图表 8: 工业企业 2013 年前中上游利润转移明显, 2013 年后上下游利润转移明显.....	11
图表 9: 上游利润占比与油价同向波动.....	11
图表 10: 2005 年以来下游毛利率稳定略升.....	12
图表 11: 2014 年后中游存货周转率提高, 剪刀差缩窄时更能受益于成本降低.....	13
图表 12: 2015 年后中游在产业链中议价权提高.....	13
图表 13: 剪刀差缩窄叠加流动性宽松时指数上涨.....	14
图表 14: 剪刀差缩窄时期的行业涨跌幅.....	14
图表 15: 2013 年前上游/中游股价比变动不定.....	16
图表 16: 2013 年后上游/消费股价比显著降低.....	16
图表 17: 剪刀差缩窄时全产业链收入下行, 下游降幅较低.....	16
图表 18: PPI-CPI 剪刀差缩窄前 M1 下降.....	17
图表 19: 后危机时代, 社零反弹后下滑.....	18
图表 20: 2012、2015 年房地产销售处于上行周期.....	18
图表 21: 美国原油产量将提升, 全球复苏下, 原油供需缺口缩窄.....	19
图表 22: 能繁母猪存栏增速领先猪价约 12 个月.....	19
图表 23: 第六轮毛利率更高的消费行业股价涨幅更高.....	20
图表 24: 股价涨幅更高的消费行业更多是行业自身逻辑支撑.....	21
图表 25: 剪刀差缩窄时, 需求有支撑, 毛利率提升的消费行业股价涨幅较好.....	21
图表 26: 剪刀差缩窄时专用设备利润率提升.....	22
图表 27: 美国住房销售上行支撑出口链中家电需求.....	23

## 一、PPI-CPI 剪刀差缩窄时往往经济下行，企业营收增速下滑

### 1.1 2000 年以来六轮剪刀差缩窄时期的宏观背景

■ 剪刀差缩窄时往往对应经济下行，企业营收增速下滑。每轮 PPI-CPI 剪刀差缩窄时都是 PPI 下滑主导拉动。PPI 作为工业生产者出厂价格指数，在以工业为主的经济体中，PPI 的波动一定程度上反映了经济景气的变化。此外，对比 PPI 和 CPI，工业品价格的波动普遍高于消费品价格的波动。

**2000.8-2002.2: PPI 下行, CPI 震荡后下行。**2000 年下半年全球经济回落，中国经济探底，整体通缩。

**2004.12-2007.8: PPI 下行后上升, CPI 下行后上升。**2005 年第三产业拉动宏观经济上行，但上游利润下滑明显。2006Q3 后受股改汇改等制度支持叠加流动性充裕，中国逐渐进入资本支出扩张期，需求旺盛，终端消费品价格逐渐提高。

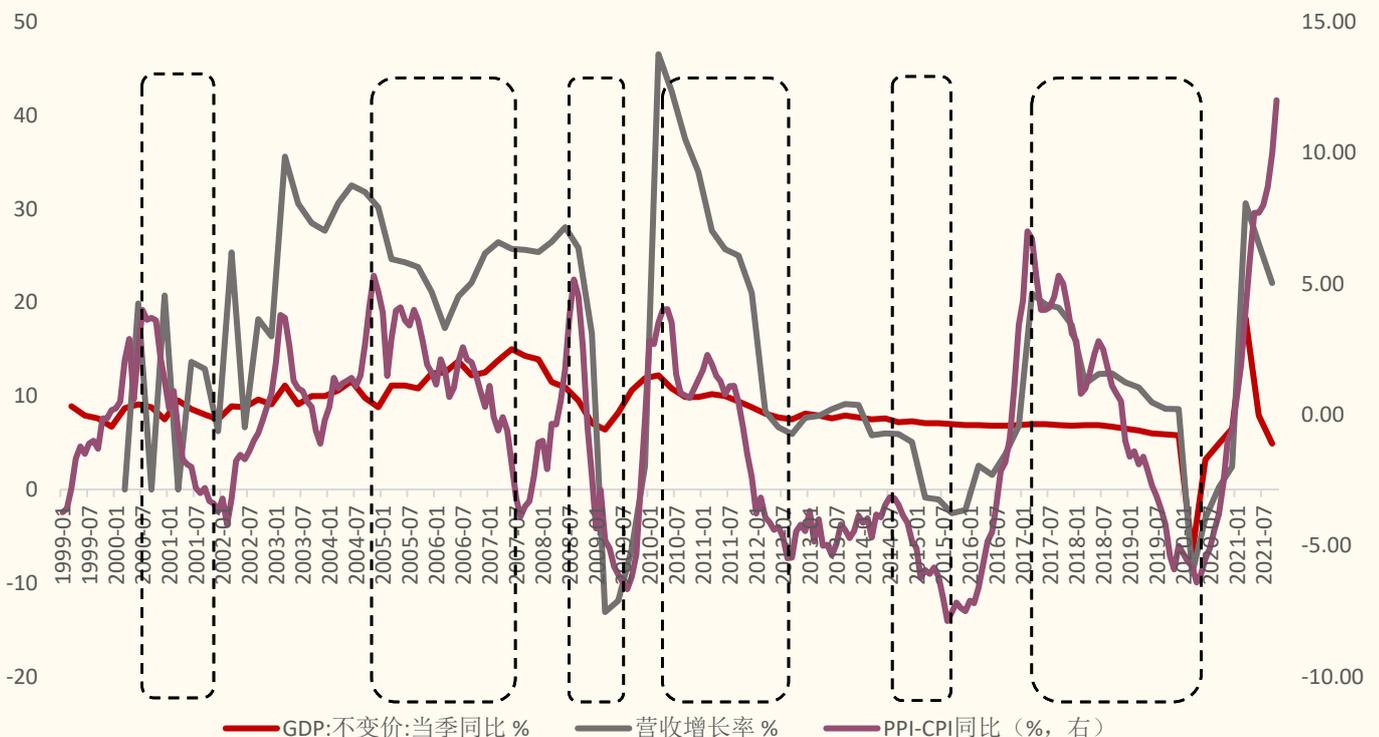
**2008.9-2009.8: PPI 下行, CPI 下行。**次贷危机升级，全球经济急转直下，我国经济从通胀迅速转为通缩，上市公司收入快速下滑，“四万亿”计划、“天量信贷”和十大产业振兴计划等政策刺激相继推出。

**2010.6-2012.8: PPI 震荡后下行, CPI 上升后下行。**后危机时期，前期大量信贷投放等导致货币流动性过剩，通胀高企，而政策退出后，经济持续快速下行。

**2014.9-2015.8: PPI 下行, CPI 震荡。**国际油价暴跌导致大宗商品价格全面下滑，经济进一步下滑，通货紧缩严重，制造业、基建、房地产开发投资全面下行。

**2017.3-2020.4: PPI 下行, CPI 震荡后提升。**前期供给侧改革下相关上游企业利润大幅攀升，去杠杆防风险的背景下，货币政策稳中偏紧，经济增速再次回落，信用利差急剧扩大，贸易战加剧了企业盈利下滑。2019 年以后 PPI 增速逐步进入负区间，而 CPI 由猪价带领上行。

图表 1: PPI-CPI 剪刀差缩窄时经济一般不佳



来源: Wind、国金证券研究所

图表 2：工业对 GDP 的贡献率最高，达近 50%

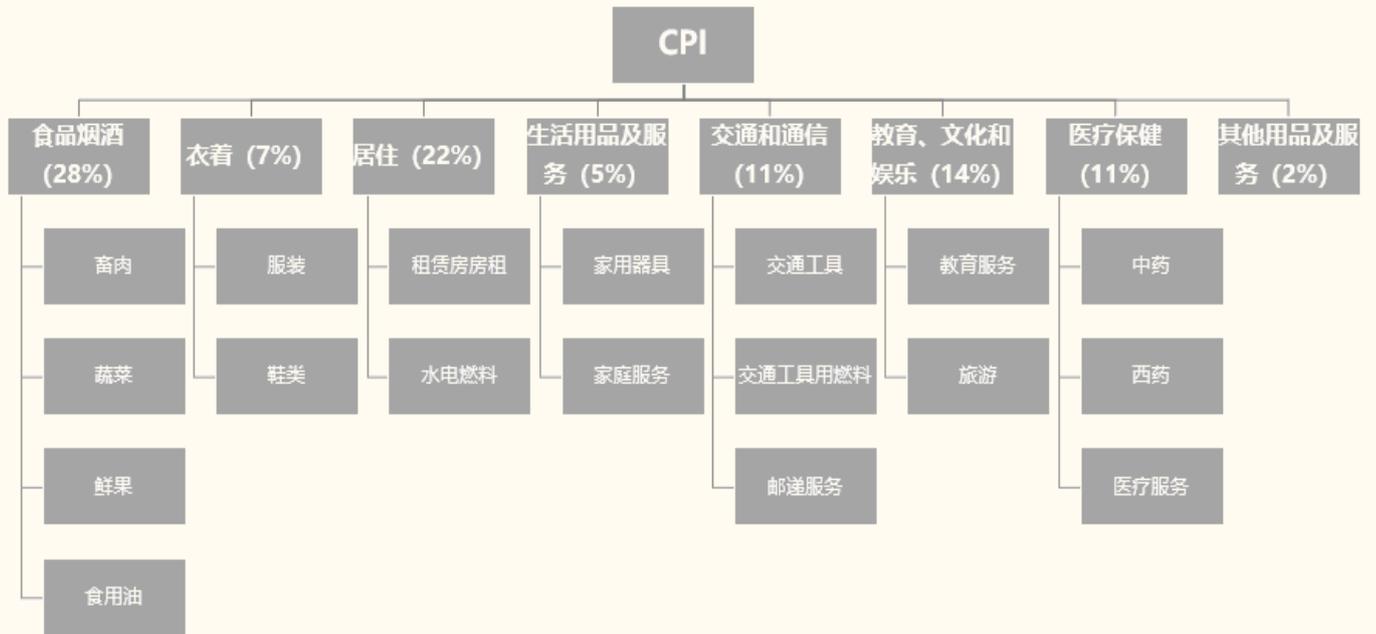


来源：Wind、国金证券研究所

## 1.2 从指标结构性看 PPI 和 CPI 之间的传导

- CPI 主要衡量的是与生活领域密切相关的商品和服务的价格走势，包括食品烟酒、衣着、居住、交通和通信、医疗保健、教育文化娱乐、生活用品及服务、其他用品及服务 8 大类。CPI 由统计局公布，在每月 10 日左右公布上一月数据。在选取商品时一般取在同类商品中市场份额占比高、代表性强的作为样本，按照各种商品和服务在总开支中的占比确定权重，每 5 年轮换一次基期，最近几次为 2010、2015、2020 年。食品项是 CPI 的主要驱动项。
- PPI 衡量的是工业企业产品第一次出售时的出厂价格的变化，涵盖 40 个工业行业大类，可以分为生产资料和生活资料两类，影响 PPI 走势的主要是生产资料。生产资料一般指用于工业生产活动的中间品，分为采掘、原材料和加工工业三类；生活资料一般指用于人民生活的消费品，包括食品、衣着、一般日用品和耐用消费品。
- PPI 的项目口径与 CPI 差异较大是两者走势不同步的重要原因。PPI 分项中权重占比约 72% 的生产资料与 CPI 无直接的上下游关系，而 PPI 中占比约 28% 的生活资料仅与 CPI 中占比约 70% 的消费品有关。服务项仅包含在 CPI 的统计中而不在 PPI 统计中，且 CPI 中进口消费品的价格不受 PPI 影响。

图表 3: 2021 年 CPI 各项权重



来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: PPI 与 CPI 分项的主要联系

按大类		PPI		CPI
		按行业		消费品 (70%)
生活资料 (28%)	食品类	下游: 以农副产品为原料	农副食品加工业	食品烟酒: 农副产品、加工食品
			食品制造业	
	衣着类	下游: 以工业品为原料	酒、饮料和精制茶制造业	食品烟酒: 烟草、酒类
			烟草制品业	
			纺织业	
纺织服装、服饰业				
一般日用品	下游: 以工业品为原料	皮革、衣着、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	生活用品及服务: 家用器具	
		木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		
耐用消费品	下游: 以工业品为原料	家具制造业	医疗保健	
		医药制造业		
生产资料 (72%)	采掘工业	上游行业	汽车制造业	交通和通信
			铁路、船舶、航空航天和其他电子设备制造业	
	原材料工业	上游行业	计算机、通信和其他电子设备制造业	教育、文化和娱乐
			文教、工美、体育和娱乐用品制造业	
			电力、热力的生产和供应业	
燃气生产和供应业				
加工工业	中游行业	水的生产和供应业		
		煤炭开采和洗选业		
		石油和天然气开采业		
		黑色金属矿采选业		
		有色金属矿采选业		
		非金属矿采选业		
		石油加工、炼焦及核燃料加工业		
		黑色金属冶炼及压延加工业		
		有色金属冶炼及压延加工业		
		造纸及纸制品业		
印刷业和记录媒介的复制业				
化学原料及化学制品制造业				
化学纤维制造业				
橡胶和塑料制品业				
非金属矿物制品业				
金属制品业				
通用设备制造业				
专用设备制造业				
电气机械及器材制造业				
仪器仪表制造业				
其他制造业				
废弃资源综合利用业				

来源: 统计局、央行研究局《我国 PPI 与 CPI 的传导机制》、Wind、国金证券研究所

■ PPI 向 CPI 传导的途径主要有四种，间接传导、直接传导、替代作用和收入传导。

**间接传导:** PPI 生产资料的变动通过 PPI 生活资料传导至 CPI 消费品。如原材料-加工品-消费品，主要是通过自身产业链进行传导。

**直接传导:** PPI 生活资料的变动传导至 CPI 消费品，但 PPI 生活资料统计的一般是批发价，厂商以批发价出售给零售商，零售商再以零售价出售给消费者，批发价和零售价之间的弹性也影响着 PPI-CPI 的传导。间接传导和直接传导均是上游通过影响下游成本的方式来推动终端价格。

**替代作用：**PPI 分项其产业链产品的价格降低可能导致其替代品需求减少，替代品价格降低传导至对应的 CPI 分项。如原油价格上涨可能带动豆粕和玉米价格上涨，使得肉蛋牛奶等价格上涨。

**收入传导：**PPI 价格降低时，其相关工厂的产品价格降低，利润减少，从业人员收入降低影响终端消费需求。

- 由于 PPI 波动幅度远大于 CPI，剪刀差开始缩窄通常出现在 PPI 由上行转向下行时，价格变化在产业链上下游之间传导时减弱，上游价格波动更大，越往下游，价格波动变小，PPI 下降拉动剪刀差缩窄。PPI 的下降基本是生产资料价格下降拉动，从波动率来看，PPI 生产资料的采掘工业>原材料工业>加工工业。PPI 生活资料的波动率均小于生产资料。CPI 的构成大部分为下游消费品，因此 CPI 波动率远小于 PPI。

首先，中上游行业远离消费端，对风险感知相对消费品慢，且需求自我强化，在经济转换时价格更易剧烈变化。中上游的投资品市场天生存在不稳定性，相对消费品，投资品市场对经济周期变化更敏感，在经济周期转换过程中，资本品生产因离最终消费较远，感知风险较慢，容易出现产能的过度积累，导致产品价格急剧变化。同时，投资品市场还存在需求的自我强化和拉动现象，许多重工业的生产原料是其生产成本的主要组成部分，如油运耗油、建高炉用钢等，使得经济转换时价格调整更剧烈。

其次，中上游重资本重资产，生产集中导致企业或政府控价更容易。多数消费品市场生产的分散程度高，经济周期调整过程中市场出清速度快，出现恶性竞争调价的概率低。但中上游投资品生产具有重资本、重资产的特点，一方面生产相对集中，企业容易调控价格；另一方面多数为国企，往往能够对当地经济和就业产生较大影响，为了稳定国计民生，政府往往会中间部分行业的实施价格管控和浮动区间，如电力、能源、铁路等，不会让大宗商品的上涨成本完全转移至下游企业。

另外，流通环节的利润弹性也会缓冲上游成本价格对终端消费的影响。据联合国开发计划署的统计，我国工业品的流通过费用约占产品成本的 20%-40%，远高于发达国家 9%-10%的比重。运输费用、货物装卸、仓储费等流通环节的费用弹性影响 PPI 与 CPI 的传导。

图表 5：PPI 生产资料上下游及生活资料间的传导层层减弱



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\\_30230](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30230)

