



张瑜：PPI 同比回落速度趋缓的三点启示



意见领袖 | 张瑜 付春生



事项

4 月，PPI 同比 8%，前值 8.3%；PPI 环比 0.6%，前值 1.1%。CPI 同比 2.1%，前值 1.5%；CPI 环比 0.4%，前值 0%。

主要观点

PPI 同比回落速度趋缓的三点启示

今年以来，PPI 同比回落速度较缓，且慢于市场预期。这种情况在过去 PPI 同比维持高位的时期也一直存在，在上行期，市场倾向于低估 PPI 同比上行的斜率，在下行期，倾向于高估其下行的速度。从今年以来的情况看，这种现象出现的原因可能在于，国内定价商品的高频价格尚不全面，也与对应的 PPI 行业价格难以匹配，使市场低估了国内涨价因素对 PPI 的

支撑。

今年以来，PPI 环比转涨、同比回落趋缓有国内外两方面的原因。输入性因素层面，地缘冲突推动原油和有色价格上涨，进而带动国内相关行业价格上涨，2-4 月 PPI 环比分别上涨 0.5%、1.1%、0.6%，原油和有色相关行业的拉动合计约 0.4、0.75、0.3 个百分点，贡献率达到 81%、68%、51%。国内因素层面，煤炭、铁矿石和钢铁价格上涨也带动了相关行业价格上涨。2-4 月煤炭和黑色相关行业对 PPI 环比的拉动约 0.06、0.29、0.26 个百分点，贡献率为 12%、26%、44%。相比 3 月，4 月煤炭和黑色相关行业对 PPI 环比的拉动并未明显趋弱。

目前市场对输入性因素的关注度相对更高，且因油价高频和 PPI 原油相关行业价格走势大致能够对应，故市场对国外输入性因素对 PPI 的影响的评估是相对充分的。但就国内因素而言，由于国内定价商品的高频价格尚不全面（尤其是煤炭价格），也与对应的 PPI 行业价格走势难以匹配，或使市场低估了国内因素对 PPI 走势的支撑。

近期 PPI 走势带来的三点启示是：第一，国外输入性通胀因素正在加大我国稳物价的压力。第二，预计后续国内稳物价的意愿将会上升。因国内政策措施无法调控国外定价商品的价格，所以在今年稳增长、稳物价的压力下，后续政策可能会加强对国内定价上游商品的价格调控，以对冲国外输入性涨价压力。今年以来，发改委等部门已连续出手对煤炭（确定中长期交易和现货价格区间，定性定量确定哄抬价格行为等）和黑色系价格

(加强铁矿石价格监管、继续压减粗钢产量压低铁矿石需求等) 进行调控, 预计后续或依然维持政策强度。第三, 当下煤炭和黑色系等国内重要商品高频价格 (尤其是煤炭) 的公布尚不全面、在价格大幅上涨时期时有停更等现象, 客观上加大了市场对国内涨价因素的跟踪难度。

PPI: 国内外涨价因素共同推动价格

制造业上下游视角: 上游行业价格环比 1.2%, 前值 2.3%; 中游行业价格环比 0%, 前值 0%; 下游行业价格环比 0.4%, 前值 0.4%。制造业上、中、下游和采矿及其他行业对 PPI 环比的拉动分别为 0.4、0、0.1、0.1 个百分点。

细分行业视角: 1) 国际原油、有色金属等大宗商品价格高位震荡, 国内相关行业价格涨幅虽有所收窄但仍维持上涨态势。2) 国内因素方面, 受铁矿石、煤炭、焦炭等原材料价格上涨等因素影响, 相关行业价格涨幅较高。

CPI: 环比超季节性上涨, 同比年内首次破 2%

4 月 CPI 同比大幅上行, 一是翘尾因素贡献, CPI 翘尾因素从上月的 0.4% 回升至 0.7% 左右, 贡献 0.3 个百分点的额外增量。二是受疫情影响, 物流不畅和囤货需求上升, 鲜果、蛋类等食品价格逆季节性上涨, 食品价格对 3 月 CPI 同比的拖累约 0.28 个百分点, 4 月则正向拉动 0.35 个百分点, 贡献 0.63 个百分点的额外增量。能源价格对 CPI 同比的拉动并未较 4

月有所提升。

风险提示：上游大宗商品价格、猪肉价格、核心 CPI 走势超预期。

报告目录

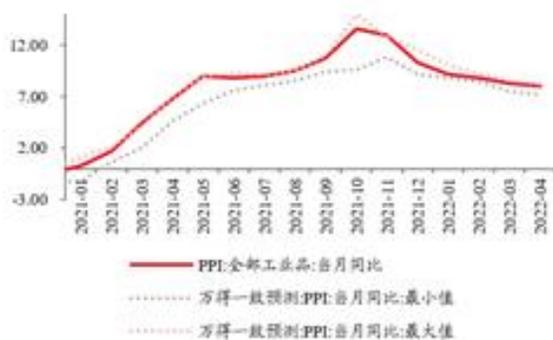
一、 PPI 同比回落速度趋缓的三点启示	4
二、 PPI: 国内外因素共同推动价格上涨	5
(一) PPI 总体情况: 环比涨幅收窄, 同比继续回落	5
(二) PPI 上下游行业情况: 上游价格涨幅回落	5
(三) PPI 细分行业情况: 原油和有色相关行业涨幅回落	6
三、 CPI: 环比超季节性上涨, 同比年内首次破 2%	7
(一) CPI 总体情况: 同比继续上行, 年内首次破 2%	7
(二) CPI 分项情况: 食品、工业品和服务价格齐涨	8

报告正文

一、 PPI 同比回落速度趋缓的三点启示

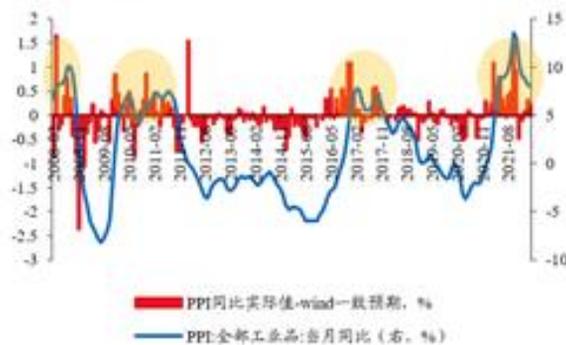
今年以来, PPI 同比回落速度较缓, 且慢于市场预期, 实际值贴近市场预测上沿运行。这种情况在过去 PPI 同比维持高位的时期也一直存在, 在上行期, 市场倾向于低估 PPI 同比上行的斜率, 在下行期, 倾向于高估其下行的速度。

图表 1 去年以来，PPI 同比贴近市场预期上沿运行



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 在 PPI 同比高位时，市场总是低估其幅度



资料来源: Wind, 华创证券

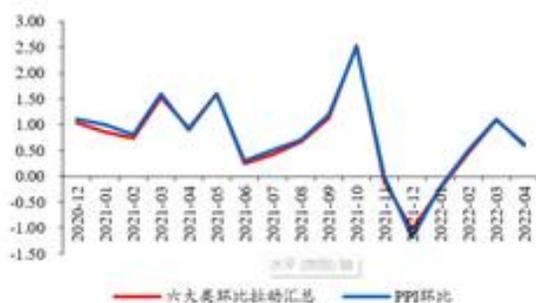
从今年以来的情况看，这种现象出现的原因可能在于，国内定价商品的高频价格公布尚不全面，也与对应的 PPI 行业价格难以匹配，使市场低估了国内涨价因素对 PPI 的支撑。

今年以来，PPI 环比转涨、同比回落速度趋缓有国内外两方面的原因。国外输入性因素层面，地缘冲突推动原油和有色金属价格上涨，进而带动国内相关行业价格上涨，2-4 月 PPI 环比分别上涨 0.5%、1.1%、0.6%，原油和有色相关行业的拉动合计约 0.4、0.75、0.3 个百分点，贡献率达到 81%、68%、51%。国内因素层面，煤炭、铁矿石和钢铁价格上涨，也带动了相关行业价格上涨。2-4 月煤炭和黑色相关行业对 PPI 环比的拉动约 0.06、0.29、0.26 个百分点，贡献率为 12%、26%、44%。相比 3 月，4 月煤炭和黑色相关行业对 PPI 环比的拉动并未明显趋弱。

目前市场对输入性因素的关注度相对更高，且因油价高频和 PPI 原油相关行业价格走势大致能够对应，故市场对输入性因素对 PPI 的影响的评估是相对充分的。但就国内因素而言，由于国内定价商品的高频价格公布

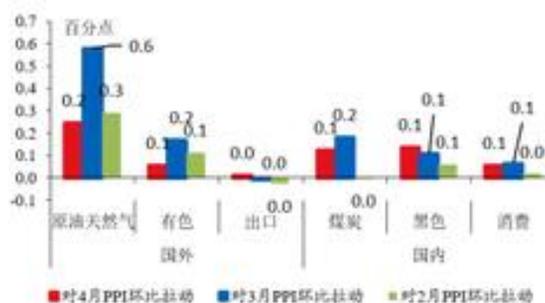
尚不完善（尤其是煤炭价格），也与对应的 PPI 行业价格难以匹配，或使市场低估了国内因素对 PPI 走势的支撑。

图表 3 PPI 六大链条环比合计值与 PPI 环比



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 2-4 月国内外因素对 PPI 环比的贡献



资料来源: Wind, 华创证券

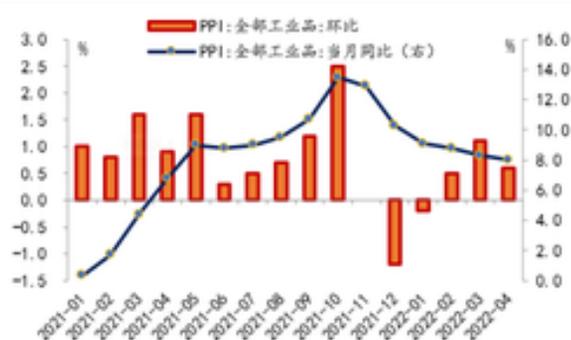
近期 PPI 走势带来的三点启示是：第一，国外输入性通胀因素正在加大我国稳物价的压力。第二，预计后续国内稳物价的意愿将会上升。因国内政策措施无法调控国外定价商品的价格，所以在今年稳增长、稳物价的压力下，后续政策可能会维持或加强对国内定价上游商品的价格调控，以对冲输入性涨价压力。今年以来，发改委等部门已经连续出手对煤炭（确定中长期交易和现货价格区间，定性定量确定哄抬价格行为等）和黑色系价格（加强铁矿石价格监管、继续压减粗钢产量压低铁矿石需求等）进行调控，预计后续或依然维持政策强度。第三，当下煤炭和黑色系等国内重要商品高频价格（尤其是煤炭）的公布尚不全面、在价格大幅上涨时期时有停更等现象，客观上加大了对国内涨价因素的跟踪难度。

二、PPI：国内外因素共同推动价格上涨

（一）PPI 总体情况：环比涨幅收窄，同比继续回落

PPI 环比涨幅收窄，同比继续回落。4 月 PPI 同比上涨 8%，Wind 一致预期 7.8%，前值 8.3%；PPI 环比上涨 0.6%，较上月回落 0.5 个百分点。生产资料价格同比上涨 10.3%，环比上涨 0.8%；生活资料价格同比上涨 1%，环比上涨 0.2%。在 8% 的 PPI 同比涨幅中，翘尾因素影响约为 5.9 个百分点，新涨价因素影响约为 2.1 个百分点。

图表 5 4 月 PPI 环比 0.6%，同比 8%



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 生产和生活资料价格同比涨幅



资料来源: Wind, 华创证券

(二) PPI 上下游行业情况：上游价格涨幅回落

同比来看，4 月份，制造业上游行业价格同比 12.7%，前值 13.7%；制造业中游行业价格同比 1.4%，前值 1.9%；制造业下游行业价格同比 2.7%，前值 2.1%。制造业上、中、下游和采矿及其他行业对 PPI 同比的

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_41707

