2021 年 07 月 04 日

低估的通胀传导

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

原材料涨价对 CPI 的影响，及通胀后续的演绎，本文系统梳理，可供参考。

● PPI 与 CPI 剪刀差创新高并非传导受限，剔除猪和服务的 CPI 不低

PPI 创新高、CPI 低位，并不能简单解释为价格传导有限，剔除猪肉和服务的 CPI 不低。5 月，PPI 达 9%、创 2009 年以来新高，而 CPI 只有 1.3%。其中，猪肉和服务价格对 CPI 拖累显著，CPI 猪肉同比-11%、处历史低位，CPI 旅游、家庭服务、其他商品和服务等同比处于历史 25%分位数以下，而 CPI 非食品细分项超一半在历史 75%分位数以上；剔除猪肉和服务的 CPI 或在 2.2%左右、高于疫情前。**与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中早有明显体现。**原油价格上涨，带动 CPI 交通工具用燃料同比上涨 21.3%；钢、铜等涨价，推升耐用品制造成本，使得 CPI 家用器具同比连续 3 个月上行至 1%、达到历史 85%分位数；芯片等电子元器件涨价下，CPI 通信工具同比持续抬升、最高达 6.7%；受大豆涨价等影响，CPI 食用油同比连续 6 个月上涨至 8.1%、创 2012 年来新高。

● 相较以往，本轮原材料涨价对 CPI 影响主要缘于供需错位的交织

本轮 PPI 上行由供需共同驱动，而过去两轮以供给或需求单一驱动为主。2010 年以来，PPI 经历了 2011 年、2016 年底至 2017 年及 2020 年底以来三轮上行。其中，第一轮以需求驱动为主，物价全面上涨；第二轮受国内供给影响显著，涨价主要集中在上游；本轮受内外供需错位影响，欧美需求加速修复、而资源国供给受限，国内上游供给收缩、终端需求分化，芯片、大豆等中下游产品供给短缺。**驱动因素不同下，PPI 上涨对 CPI 影响也不尽相同，使得本轮 CPI 变化并非历史的简单重复。**不同于第一轮投资需求、第二轮上游供给收缩驱动，本轮供给影响在 PPI 上、中、下游行业均有体现，对应 CPI 的交通工具用燃料、通信工具和食用油等的上涨；但疫情对终端需求的影响，使得成本端涨价压力显性化相对缓慢，多数日用品 CPI 同比仍处于历史低位，同时服务修复偏慢拖累服务项 CPI。

● 往后来看，关注涨价扩散等“潜在”风险，带来的通胀预期变化

商品消费相对平稳下，若原材料价格持续维持高位，终端消费涨价压力或进一步显性化。伴随收入修复等，商品消费需求稳中有进；同时，部分原材料供需缺口中短期内或较难收敛，对原材料价格形成一定支撑。上游原材料价格持续高位，对中下游企业利润挤压，或使得成本涨价压力逐步显性化，对终端消费价格影响进一步显现。部分企业甚至可能退出市场、带来供给收缩，进一步加大涨价压力。**成本涨价压力逐步显性化的同时，前期“滞涨”的服务业、猪肉等“潜在”涨价风险，也可能推升通胀预期。**疫情对服务业的影响较大，成本上升、需求下降，带来部分领域的供给收缩；伴随线下活动加快正常化，供需缺口收敛可能带来服务业补偿式涨价压力释放。此外，猪肉价格大幅回落、饲料成本抬升下，生猪养殖户持续亏损、补栏意愿下降，或导致猪肉供给的收缩，进而带动猪肉价格修复。

● 风险提示：供给短缺持续，需求加速修复。

相关研究报告

《宏观经济专题-流动性“新”变化》-2021.7.1

《宏观经济点评-生产回落，需求分化》-2021.6.30

《宏观经济专题-集中供地后，土地市场如何演绎》-2021.6.28

目　录

1、 PPI 与 CPI 剪刀差创新高并非传导受限 3
2、 本轮原材料涨价对 CPI 影响主要缘于供需错位的交织 4
3、 关注涨价扩散等“潜在”风险，带来的通胀预期变化 7
4、 研究结论 9
5、 风险提示 9

图表目录

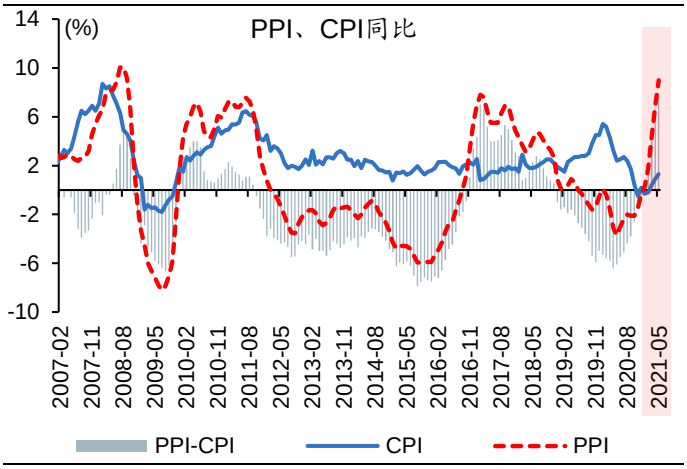
图 1: 5 月，PPI 与 CPI 剪刀差创历史新高 3
图 2: PPI 生产资料同比大幅抬升、生活资料相对温和 3
图 3: CPI 分项中，猪肉和服务价格对 CPI 拖累显著 3
图 4: 剔除猪肉和服务的 CPI 或已高于疫情前 3
图 5: 原油涨价，带动 CPI 交通工具用燃料大幅抬升 4
图 6: PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步体现 4
图 7: 芯片等涨价带动 CPI 通信工具持续抬升 4
图 8: 大豆等涨价推升 CPI 食用油同比创新高 4
图 9: PPI 经历了 2011 年、2016 年底至 2017 年及 2020 年底以来三轮上行 5
图 10: PPI 上行中，第一轮需求强劲，二、三轮相对较弱 5
图 11: 本轮内外需存在一定“错位” 5
图 12: 本轮 PPI 高点，对应铜、钢和油价格高于上一轮 6
图 13: 本轮 PPI 高点，对应农产品价格高于上一轮 6
图 14: 本轮多数日用品 CPI 同比处低位、服务修复较慢 6
图 15: 伴随收入逐步修复，商品消费稳步增长 7
图 16: 供需缺口，对煤炭价格形成支持 7
图 17: 相较上游，部分下游企业面临成本抬升、亏损 7
图 18: 偏中下游行业 PPI 仍处于低位 7
图 19: 服务消费的修复弹性或相对较大 8
图 20: 五一期间，机票、酒店价格均不同程度上涨 8
图 21: 生猪养殖利润已进入持续亏损区间 8
图 22: 猪肉价格受供给影响较大 8
图 23: 部分商品和服务涨价，在 CPI 没有直观体现 9
图 24: 三季度末，CPI 通胀可能出现明显抬升 9

表 1: 三轮 PPI 阶段性高点对应 CPI 所处分位数 6

1、 PPI 与 CPI 剪刀差创新高并非传导受限

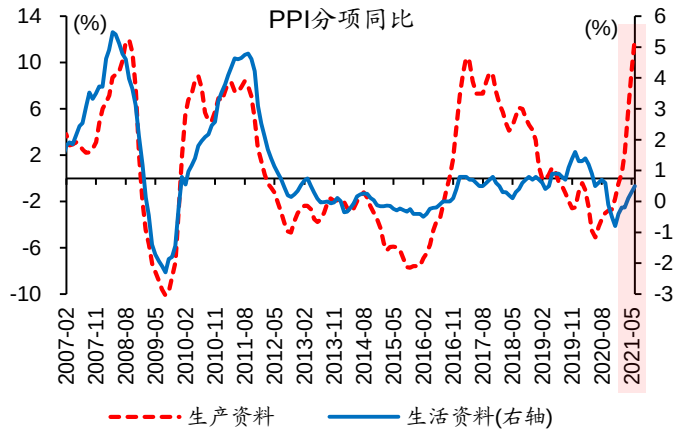
PPI 创新高、CPI 低位，推动 PPI 与 CPI 剪刀差创新高。5 月，PPI 同比上行至 9%、创 2009 年以来新高，其中，PPI 生产资料拉动显著、同比上涨 12%，而 PPI 生活资料同比相对较低、只有 0.5%，使得 PPI 生产资料和生活资料剪刀差达 11.5%、创历史新高。PPI 大幅上涨的同时，CPI 仍处于低位、5 月同比只有 1.3%，推动 PPI 与 CPI 剪刀差抬升至 7.7%、创历史新高。

图1：5 月，PPI 与 CPI 剪刀差创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

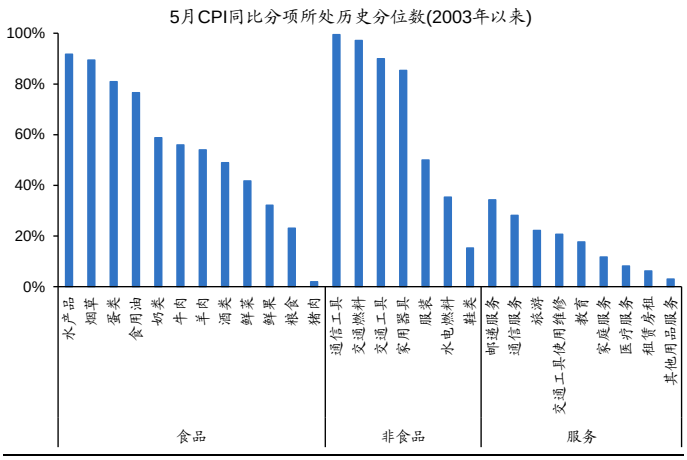
图2：PPI 生产资料同比大幅抬升、生活资料相对温和



数据来源：Wind、开源证券研究所

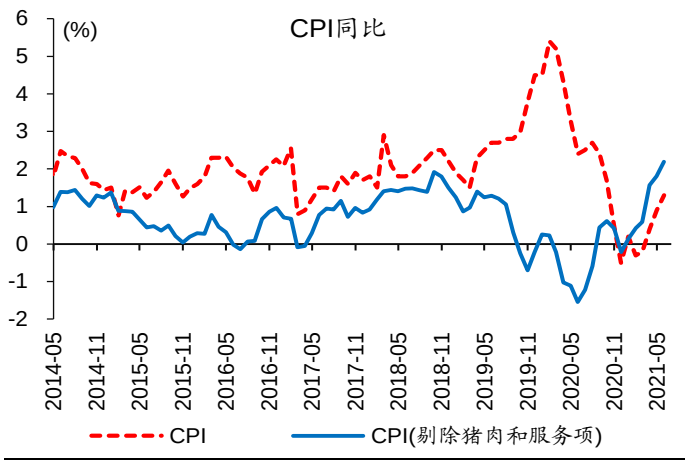
CPI 较低不能简单解释为价格传导有限，剔除猪肉和服务的 CPI 并不低。CPI 主要分项中，猪肉和服务价格对 CPI 拖累显著，CPI 猪肉同比-11%、处于历史低位，CPI 旅游、家庭服务、其他商品和服务等同比处于历史 25%分位数以下，而 CPI 非食品商品细分项超一半在历史 75%分位数以上，食品中的水产品、蛋类、食用油等 CPI 同比均处于历史高位；剔除猪肉和服务的 CPI 或在 2.2%左右、高于疫情前。

图3：CPI 分项中，猪肉和服务价格对 CPI 拖累显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

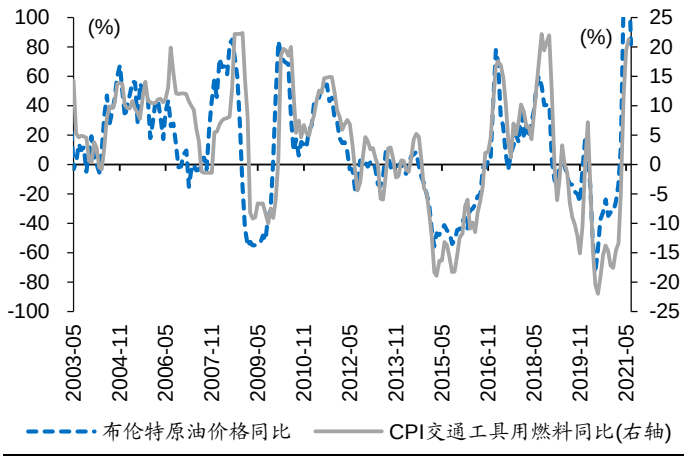
图4：剔除猪肉和服务的 CPI 或已高于疫情前



数据来源：Wind、开源证券研究所

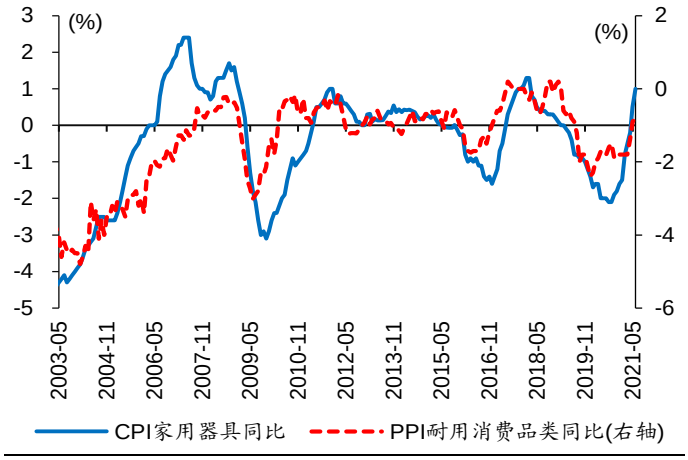
与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中早有明显体现。原油价格上涨，带动 CPI 交通工具用燃料同比上涨 21.3%；钢、铜等涨价，推升耐用品制造成本，使得 CPI 家用器具同比连续 3 个月上行至 1%、达到历史 85%分位数；芯片等电子元器件涨价下，CPI 通信工具同比持续抬升、最高达 6.7%；受大豆涨价等影响，CPI 食用油同比连续 6 个上涨至 8.1%、创 2012 年以来新高。

图5：原油涨价，带动 CPI 交通工具用燃料大幅抬升



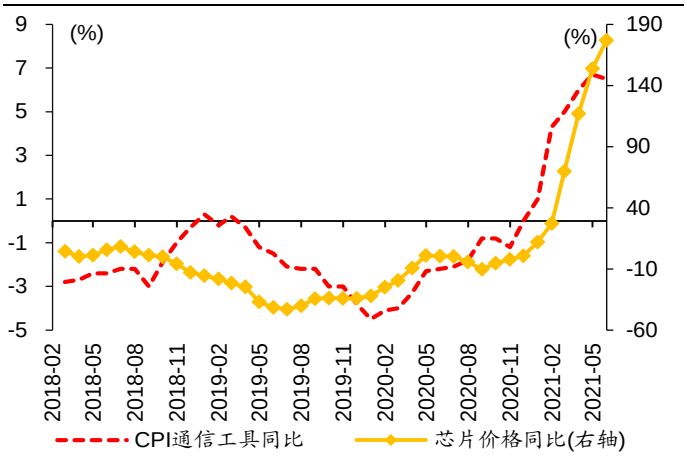
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：PPI 耐用消费品向 CPI 传导进一步体现



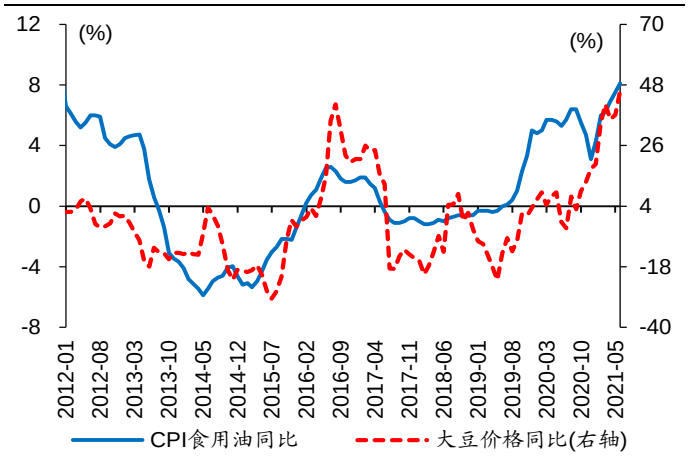
数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图7：芯片等涨价带动 CPI 通信工具持续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：大豆等涨价推升 CPI 食用油同比创新高

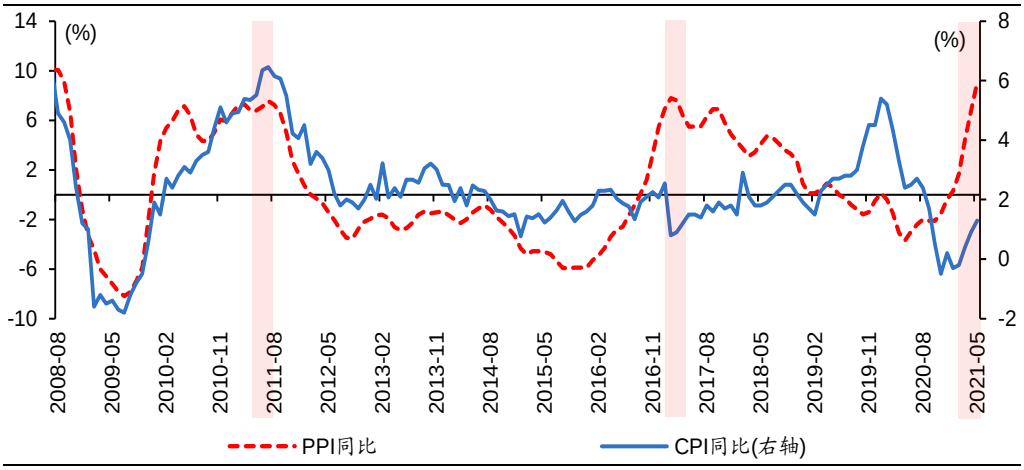


数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

2、 本轮原材料涨价对 CPI 影响主要缘于供需错位的交织

过去十年经历了三轮 PPI 大幅上涨周期，对应 CPI 表现不同。2010 年以来，PPI 经历了 2011 年、2016 年底至 2017 年及 2020 年底以来三轮上行，阶段性高点均在 7.5%以上，对应 CPI 表现不尽不同。第一轮，CPI 与 PPI 基本同步上行，在 2011 年 7 月达到近十年高位的 6.5%；第二轮和本轮，CPI 并未跟随 PPI 大幅上行，第二轮 PPI 上行阶段 CPI 最高仅 2.5%、当前 CPI 仅 1.3%。

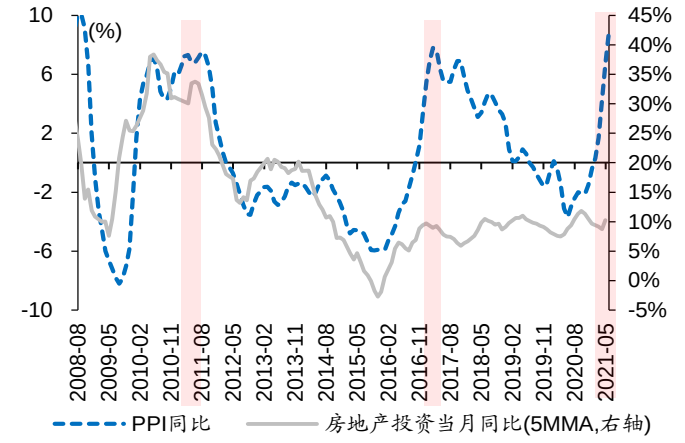
图9：PPI 经历了 2011 年、2016 年底至 2017 年及 2020 年底以来三轮上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

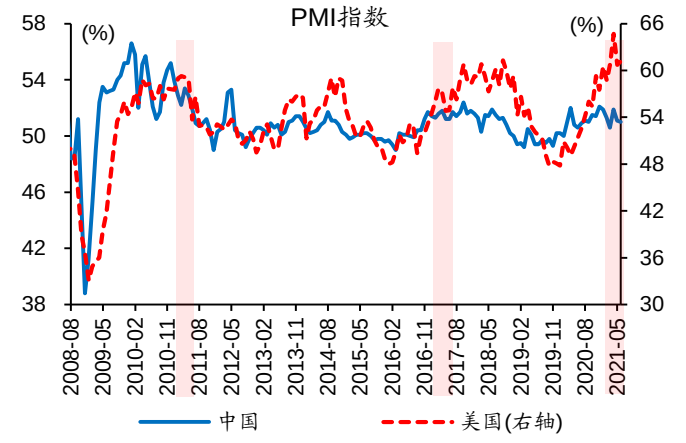
本轮 PPI 上行由供需共同驱动，而过去两轮以供给或需求单一驱动为主。其中，第一轮以需求驱动为主，经济过热、物价全面上涨；第二轮受国内供给影响显著，涨价主要集中在上游的过剩产能行业；本轮受内外供需错位影响，欧美需求加速修复、而资源国供给受限，国内上游供给收缩、终端需求分化，芯片、大豆等中下游产品供给短缺，使得原材料涨价在上、中、下游均有直接体现。

图10：PPI 上行中，第一轮需求强劲，二、三轮相对较弱



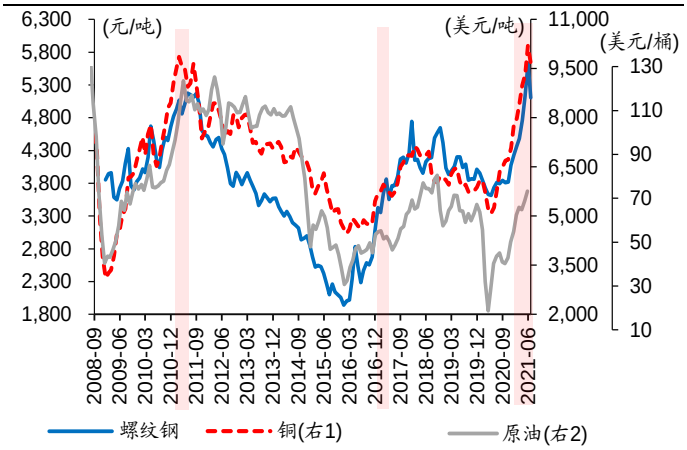
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：本轮内外需存在一定“错位”



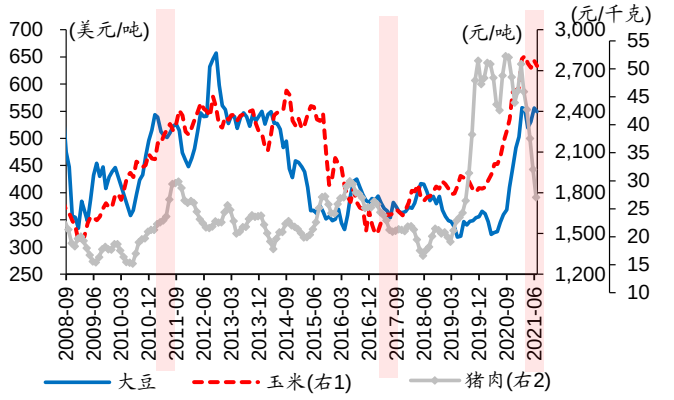
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：本轮 PPI 高点，对应铜、钢和油价格高于上一轮



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：本轮 PPI 高点，对应农产品价格高于上一轮



数据来源：Wind、开源证券研究所

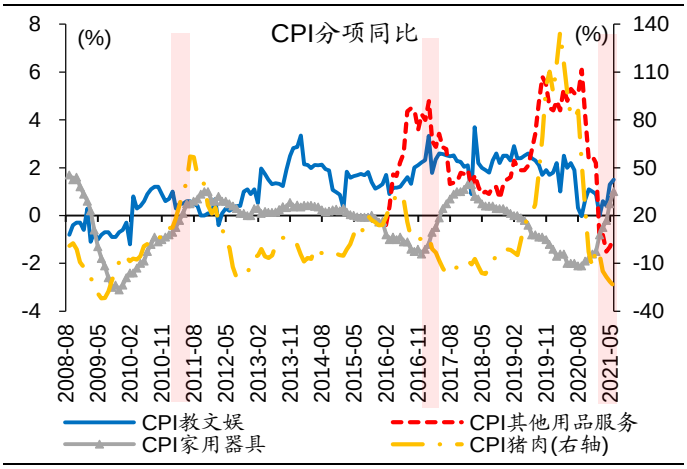
驱动因素不同下，PPI 上涨对 CPI 影响也不尽相同，使得本轮 CPI 变化并非历史的简单重复。不同于第一轮投资需求、第二轮上游供给收缩驱动，本轮供给影响在 PPI 上、中、下游行业均有体现，对应 CPI 交通工具用燃料、通信工具和食用油等的上涨；但疫情对终端需求的影响，使得成本端涨价压力显性化相对缓慢，多数日用品 CPI 同比仍处于历史低位，服务修复偏慢也拖累服务项 CPI。

表1：三轮 PPI 阶段性高点对应 CPI 所处分位数

分类	细项	2011年7月	2017年2月	2021年5月
食品	粮食	90%	29%	23%
	食用油	85%	50%	77%
	鲜菜	49%	0%	42%
	猪肉	90%	47%	2%
	水产品	95%	25%	92%
	蛋类	93%	1%	81%
	奶类	83%	13%	59%
	鲜果	48%	35%	32%
	酒类	90%	35%	49%
非食品	服装	84%	53%	50%
	鞋类	27%	40%	15%
	水电燃料	70%	42%	35%
	家用器具	77%	39%	85%
	交通工具	85%	63%	90%
	交通燃料	89%	92%	97%
	通信工具	42%	71%	100%
服务	生活用品服务	94%	35%	31%
	家庭服务	97%	14%	12%
	交通工具使用维修	93%	1%	21%
	通信服务	28%	46%	28%
	教育	10%	90%	18%
	旅游	76%	27%	22%
	医疗服务	2%	81%	8%
	租赁房租	81%	68%	6%
	其他用品服务	9%	64%	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：本轮多数日用品 CPI 同比处低位、服务修复较慢

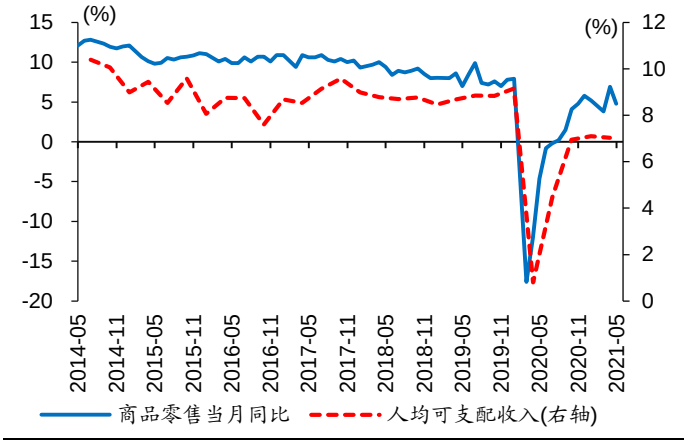


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 关注涨价扩散等“潜在”风险，带来的通胀预期变化

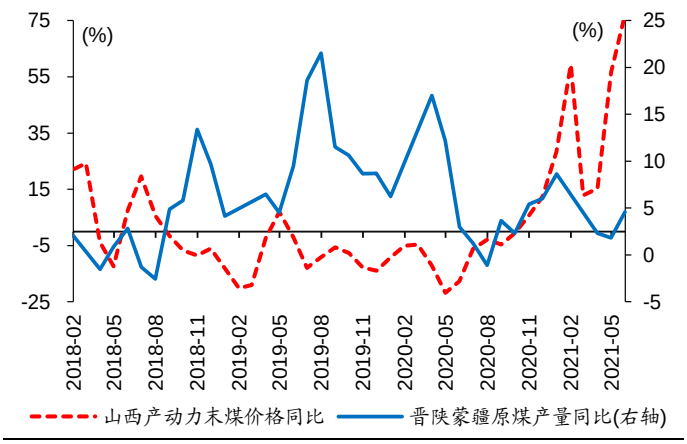
商品消费相对平稳下，若原材料价格持续维持高位，终端消费涨价压力或进一步显性化。伴随收入修复等，商品消费需求稳中有进；同时，部分原材料供需缺口中短期内或较难收敛，对原材料价格形成一定支撑。上游原材料价格持续高位，对中下游企业利润挤压，或使成本涨价压力逐步显性化，对终端消费价格影响进一步显现。部分企业可能退出市场、带来供给收缩，进一步加大涨价压力。

图15：伴随收入逐步修复，商品消费稳步增长



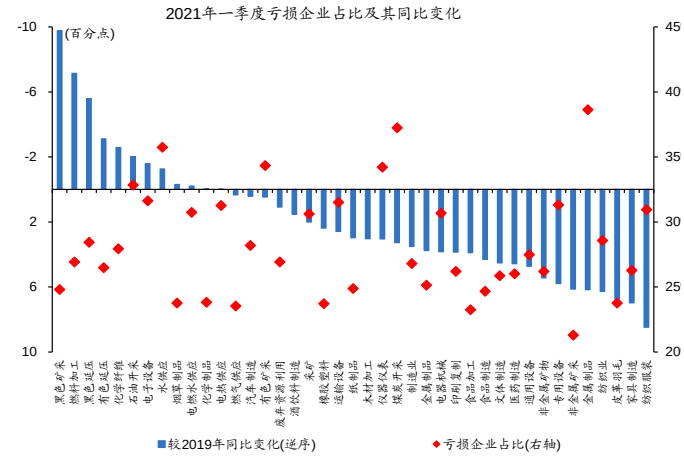
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：供需缺口，对煤炭价格形成支持



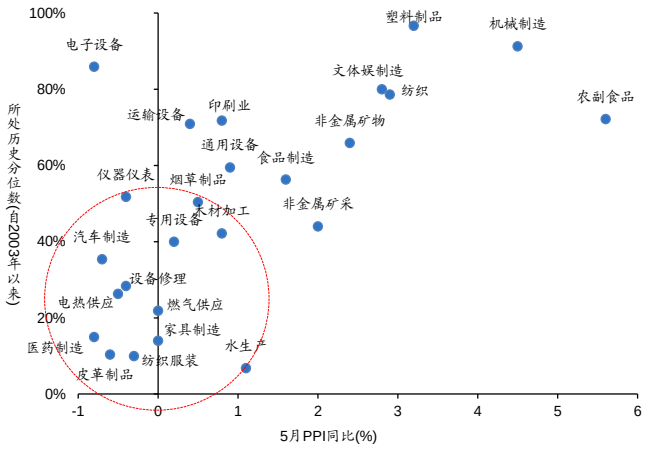
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：相较上游，部分下游企业面临成本抬升、亏损



数据来源：Wind、开源证券研究所

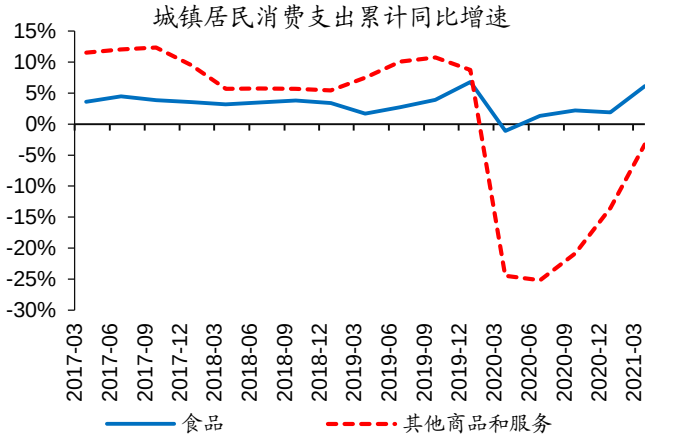
图18：偏中下游行业 PPI 仍处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

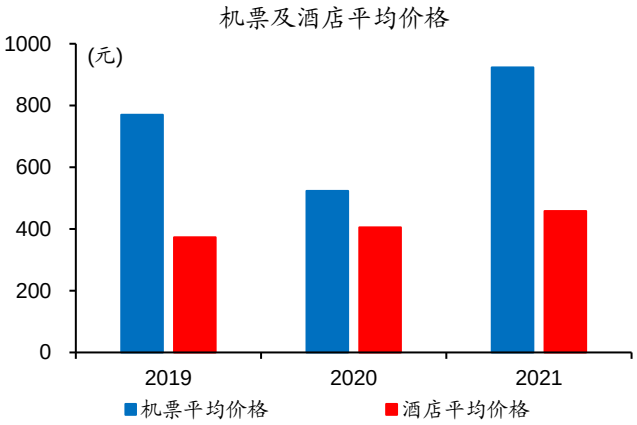
伴随服务消费的逐步修复、成本压力积累，相关服务“潜在”涨价风险上升。疫情对服务业的影响较大，餐饮等在疫情后很长一段时间未恢复正常经营，但工人工资、房租等成本，使得成本压力累积，部分经营户因持续亏损而退出市场。伴随线下活动加快正常化，供需缺口收敛可能带来服务业补偿式涨价压力释放。

图19：服务消费的修复弹性或相对较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

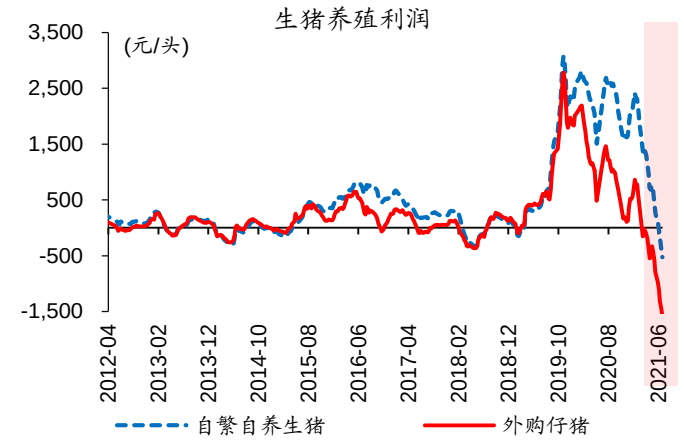
图20：五一期间，机票、酒店价格均不同程度上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

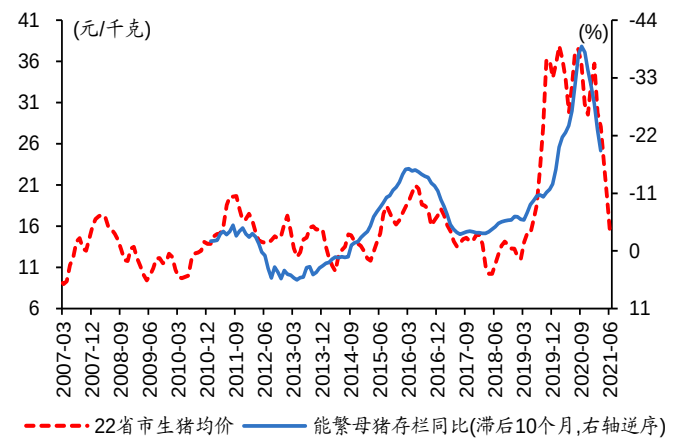
此外，生猪养殖利润持续压缩，或使得猪肉供给出现收缩，进而对猪价形成支撑。春节以后，猪肉价格持续下行、但玉米等饲料成本明显抬升，使得生猪养殖利润进一步下探。高频数据中，6 月底自繁自养、外购生猪养殖利润分别下行至-526 元/头和-1571 元/头。经验显示，当生猪养殖利润收窄、持续亏损一段时间，部分产能或退出，进而影响生猪供给、带动猪价修复。

图21：生猪养殖利润已进入持续亏损区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

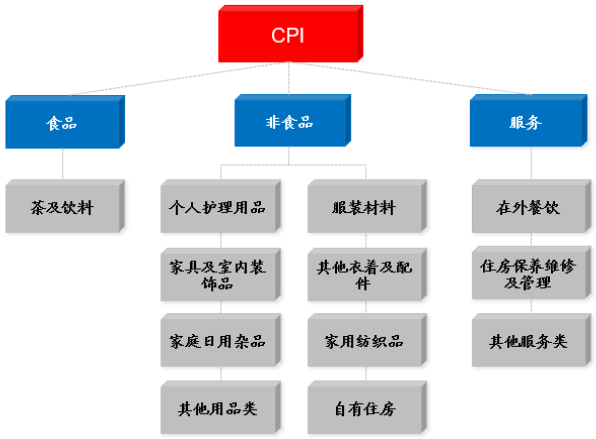
图22：猪肉价格受供给影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

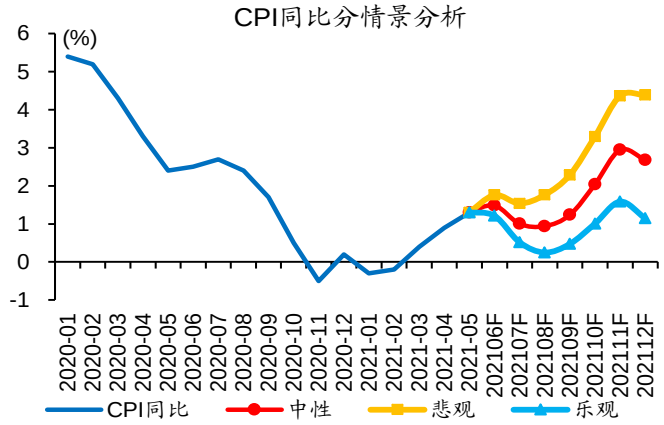
综合来看，未来一段时间，需关注“潜在”通胀风险显性化，带来的通胀预期上升，及对货币流动性的边际干扰。除猪肉和服务等拖累外，一些非食品商品价格也可能影响 CPI，虽然纳入 CPI 统计、并未公开相关分项数据，尤其是一些日用品，亦积累了较大的成本端压力。若上文梳理的“潜在”通胀风险集中显现，可能容易推升通胀预期，进而对货币流动性环境产生干扰。我们预测模型显示，三季度末、四季度，可能是通胀变化的重要观察窗口期（相关分析参见《“潜在”的通胀风险》）。

图23：部分商品和服务涨价，在 CPI 没有直观体现



资料来源：统计局、开源证券研究所

图24：三季度末，CPI 通胀可能出现明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）PPI 创新高、CPI 低位，并不能简单解释为价格传导有限，剔除猪肉和服务的 CPI 不低。与原材料直接相关、成本转嫁能力较强的消费品涨价，在 CPI 中早有明显体现。

（2）本轮 PPI 上行由供需共同驱动，而过去两轮以供给或需求单一驱动为主。驱动因素不同下，PPI 上涨对 CPI 影响也不尽相同，使得本轮 CPI 变化并非历史的简单重复。

（3）未来一段时间，关注原材料涨价扩散、服务业补偿式涨价、供给收缩带来的猪价变化等“潜在”风险，带来的通胀预期变化，及对货币流动性的边际干扰。

5、 风险提示

供给短缺持续，需求加速修复。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn