

## PPI创新高对CPI影响几何？

### 核心观点：

1) PPI 究竟有没有在向 CPI 传导？我们认为有的，主要体现在以下几个分项中，分别是非食品、家用器具、水电燃料以及交通和通信。交通和通信中，PPI 对交通工具以及交通工具燃料的影响较为显著。。

2) 为何 PPI 与 CPI 走势会出现背离？主要原因有二：其一，CPI 分项的产业链上游与 PPI 重合度低，导致影响 PPI 的因素可能对 CPI 效果不大；其二，宏观面需求端未同步发力，总需求未明显扩张，令上下游的价格传导不太流畅。

3) 经过我们的测算，即使年内 PPI 同比升至 12%，则非食品项对 CPI 的贡献大约为 1.66。所以只要食品分项的 CPI 保持相对低位，CPI 即便稍有走高，总体也会保持相对温和可控的状态。

风险提示：非预期因素导致 CPI 大幅上涨

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

[mayan@nawaa.com](mailto:mayan@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

[daichaosheng@nawaa.com](mailto:daichaosheng@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0014822

## 目录

第 1 章	PPI 创新高对 CPI 影响几何? .....	3
1.1.	PPI 对 CPI 的传导体现在哪里? .....	3
1.2.	为何 PPI 与 CPI 会出现背离? .....	5
1.2.1.	CPI 分项的产业链上游与 PPI 重合度低.....	5
1.2.2.	宏观面需求端表现疲弱 .....	5
1.3.	PPI 创新高对 CPI 影响几何? .....	7
免责声明	.....	8

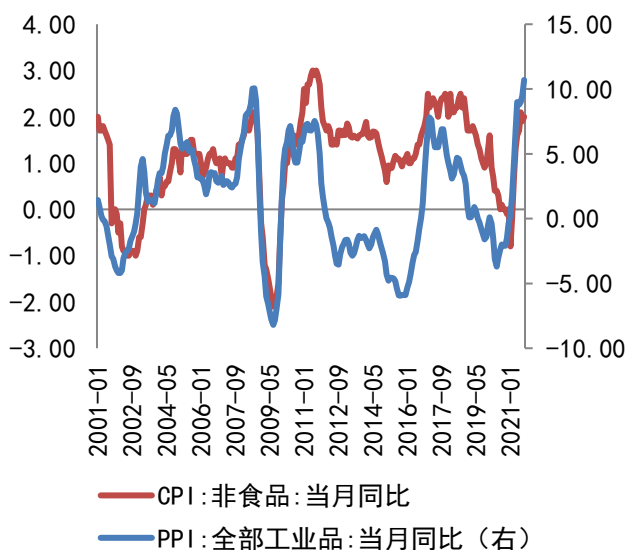
## 第1章 PPI 创新高对 CPI 影响几何？

### 1.1. PPI 对 CPI 的传导体现在哪里？

年中以来，PPI-CPI 剪刀差高企成为焦点。9月 PPI 同比 10.7%，CPI 同比 0.7%，二者剪刀差录得 10%，再创历史新高。PPI 衡量的是生产领域的通胀，而 CPI 衡量的是消费领域的通胀。正常情况下，生产领域的通胀会沿成本转嫁或者共同的需求推动，最终传递至消费端，引发 CPI 和 PPI 同涨同跌。因此，近来 PPI 与 CPI 走势持续背离引发了二者是否传导不畅的讨论。

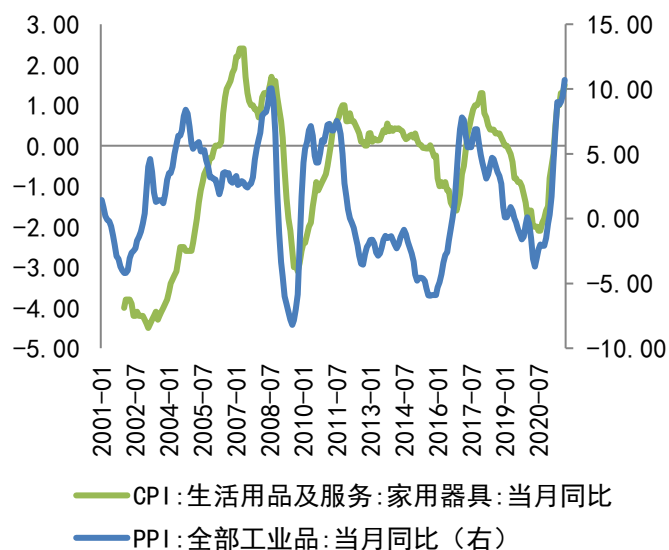
那么 PPI 究竟有没有在向 CPI 传导？我们认为有的，主要体现在以下几个分项中，分别是非食品、家用器具、水电燃料以及交通和通信。交通和通信中，PPI 对交通工具以及交通工具燃料的影响较为显著。

图 1.1.1: PPI 与 CPI 非食品分项 (%)



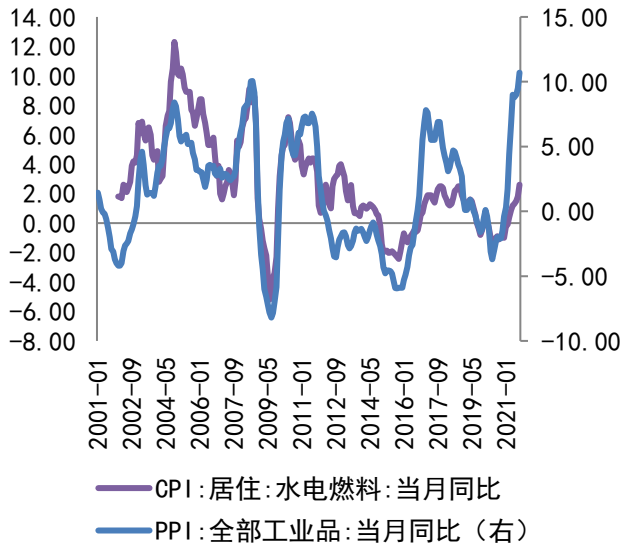
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.2: PPI 与 CPI 家用器具分项 (%)



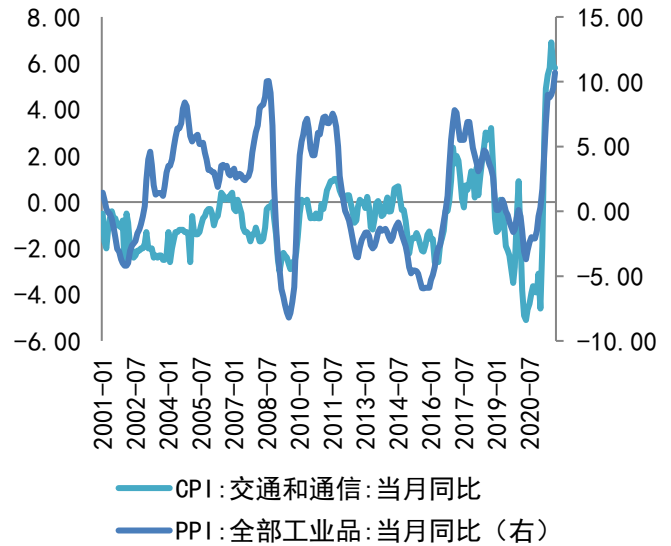
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.3: PPI 与 CPI 水电燃料 (%)



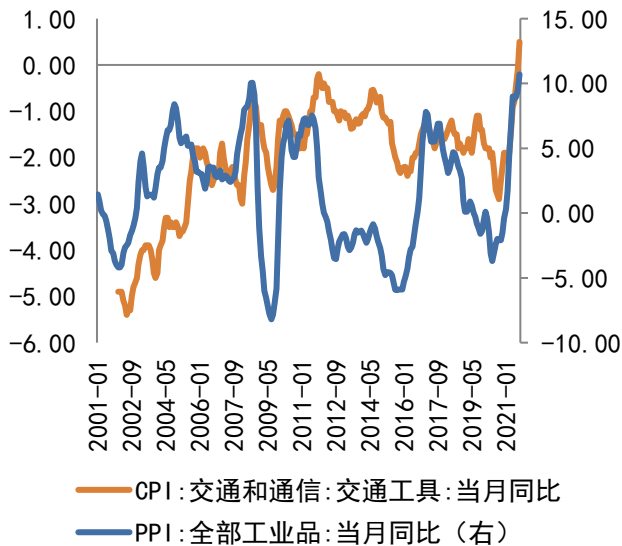
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.4: PPI 与 CPI 交通和通信分项 (%)



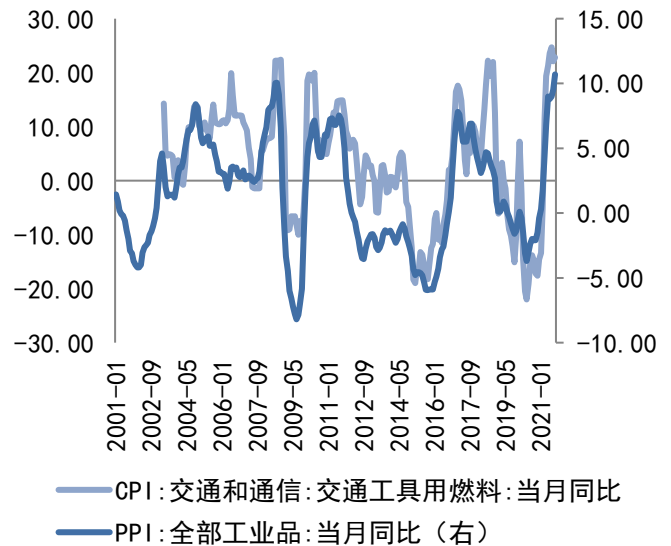
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.5: PPI 与 CPI 交通工具 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.6: PPI 与 CPI 交通工具燃料 (%)



数据来源: Wind 南华研究

比较疫情前后 PPI 与对应分项的相关性,可以发现,无论是与 2002 年至 2011 年相比,还是与 2012 年至 2019 年相比,2020 年以来,除非食品项<sup>1</sup>外,其他分项的相关性都有很明显的提高,一定程度上表明 PPI 向上游的传导可能相对以往更加畅通。但即使是非食品项,当前相关系数依然有 0.8,也表明传导仍然是相对畅通的。

<sup>1</sup> 非食品项包含的内容多,可能存在对冲效应。

表 1.1.1: PPI 与 CPI 部分分项的相关系数

	非食品	家用器具	水电燃料	交通和通信	交通工具	交通工具用燃料
<b>2002-2011</b>	0.88	0.35	0.80	0.58	0.34	0.78
<b>2012-2019</b>	0.88	0.20	0.55	0.74	0.02	0.81
<b>2020 以后</b>	0.80	0.99	0.96	0.97	0.89	0.96

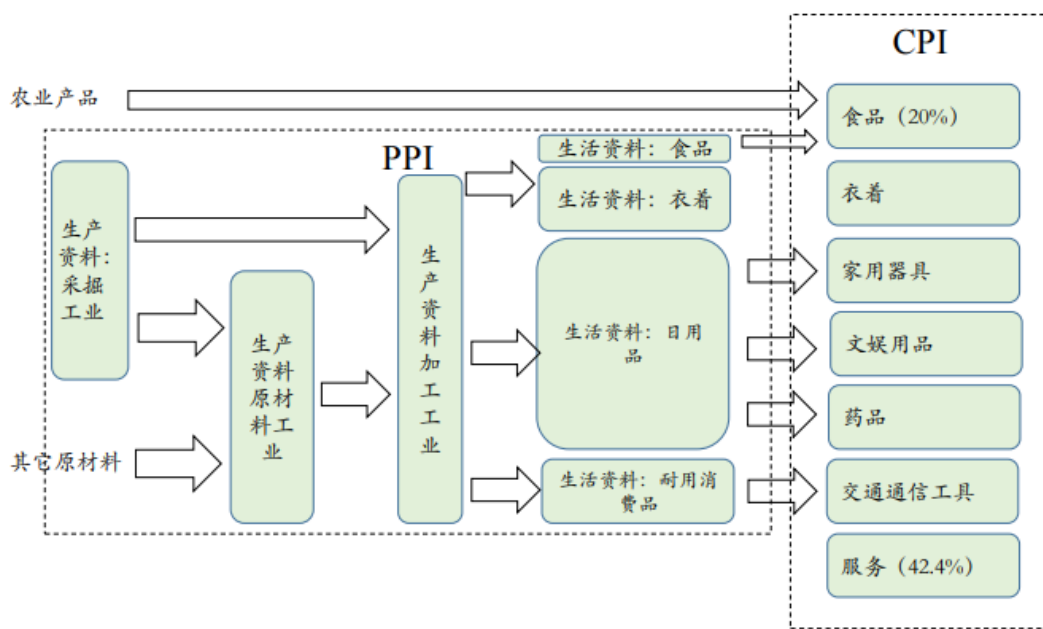
数据来源: Wind 南华研究

## 1.2. 为何 PPI 与 CPI 走势会出现背离?

### 1.2.1. CPI 分项的产业链上游与 PPI 重合度低

我们认为根本原因还是在于二者的统计口径交叉较少,即 PPI 的统计范畴和 CPI 的统计范畴处于同一产业链上下游的并不多。譬如 CPI 中占比 20% 的食品项,其上游大部分是农产品,不在 PPI 的统计行列,而占比约 42.2% 的服务项也找不到对应的上游工业。至此,约 60% 的 CPI 覆盖商品在 PPI 统计范畴里无法找到对应上游。

图 1.2.1: PPI 与 CPI 各分项产业链关系



数据来源: 西南证券 南华研究

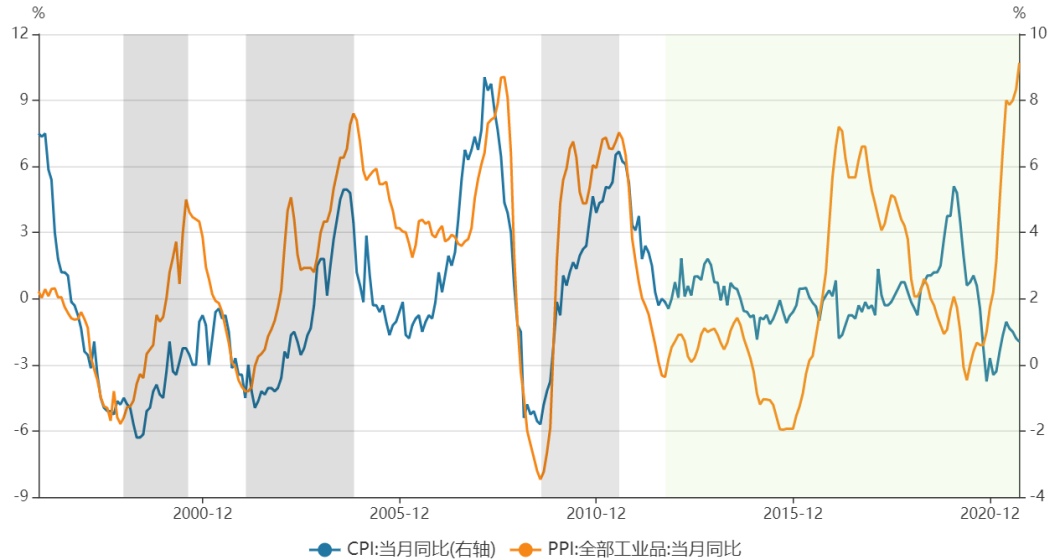
### 1.2.2. 宏观面需求端表现疲弱

事实上,2012 年以前,PPI 和 CPI 基本同步,即 PPI 的大幅上升总能伴随 CPI 的大幅上涨。如图 1.2.2 所示,1997 年至 2012 年,我国共计出现过三次 PPI 由负转正并且大幅上涨的情形,即 1998 年 11 月至 2000 年 7 月,2002 年 2 月至 2004 年 10 月以及 2009 年 7 月至 2011 年 7 月。当时三次 PPI 当月同比分别由-5.7% 上涨至 4.5%, -4.2% 至 8.4%, -8.2% 至 7.5%。而 CPI 则分别由最低的-1.5% 上涨至最高的 0.5%, -1.3% 至 5.3%, -1.8% 至 6.45%。

只是从 2012 年开始,PPI 与 CPI 的同步性大幅下降。2015 年 8 月至 2017 年 2 月,

PPI 由-5.9%上涨至 7.8%，但同期 CPI 表现非常平稳，维持在 0.8%至 2.3%的区间内。去年 5 月至今，PPI 已从-3.7%跳涨至 10.7%，但 CPI 也没有明显起色。

图 1.2.2: PPI 与 CPI 各分项产业链关系

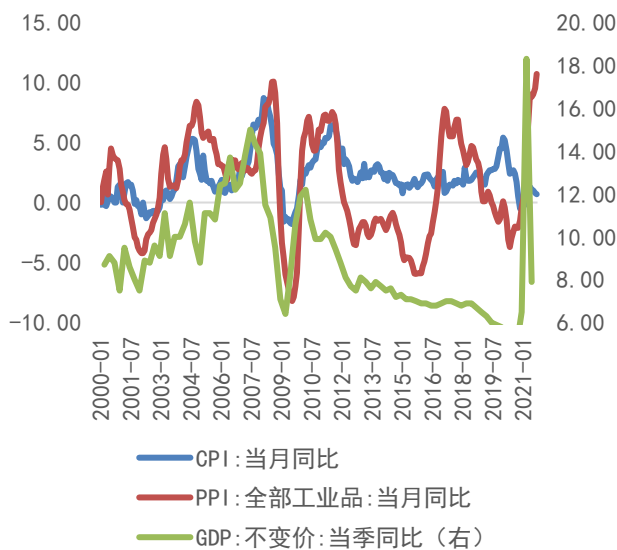


数据来源: Wind 南华研究

为何 2012 年之前 PPI 与 CPI 表现基本一致?

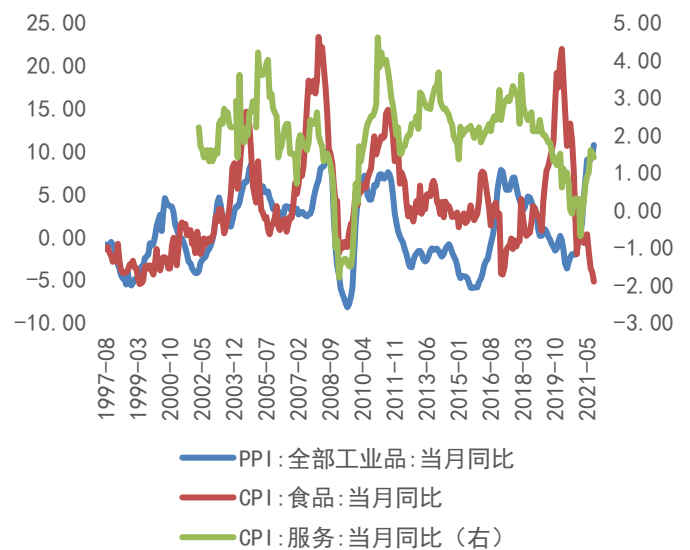
我们认为最主要的原因是需求端同步发力所致。2012 年之前，PPI 和 CPI 的上涨伴随着总需求的扩张。在总供给曲线不变的情况下，总需求扩张将带来总需求曲线右移，导致社会整体价格水平上升，因此，CPI 中食品和服务分项同比增速也会有所上涨。

图 1.2.3: PPI、CPI 与 GDP 走势比较 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.4: PPI 与 CPI 中食品和服务分项走势对比 (%)

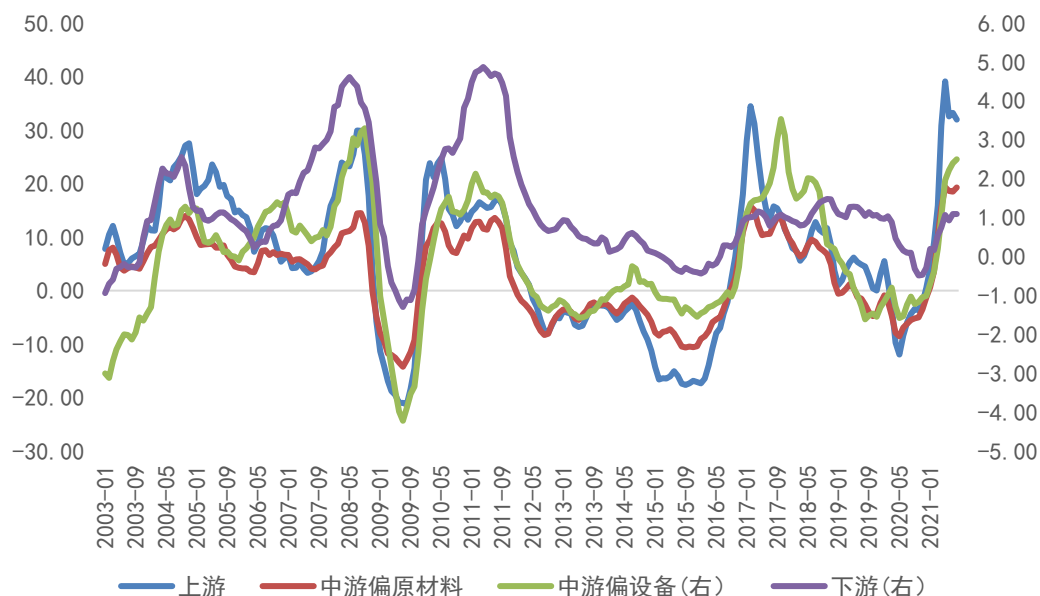


数据来源: Wind 南华研究

通常这种情况下，上下游的价格传导也会比较流畅。在几乎同等上游和中游行业 PPI

涨幅下，2012 年以前下游行业 PPI 涨幅明显高于 2012 年以后。

图 1.2.5: PPI 中上下游行业走势对比 (%)



数据来源: Wind 南华研究

2012 年以后这一切全部都一样了。两轮 PPI 的上涨均是工业行业供给端收缩所致，总需求并未随之扩张，导致 PPI 与 CPI、GDP 同比走势背离。与此同时，上游涨价无法有效传导至下游，令上下游利润分化。

### 1.3. PPI 创新高对 CPI 影响几何？

由上文可知，从 CPI 大项来看，PPI 对 CPI 的最重要影响可归结于非食品项。

以非食品占比 80% 来算。即使年内 PPI 同比升至 12%，则非食品项对 CPI 的贡献大约为 1.66，所以只要食品分项的 CPI 保持相对低位，CPI 即便稍有走高，总体也会保持相对温和可控的状态。

表 1.3.1: PPI 对 CPI 的影响测算

PPI 当月同比	10	11	12
对非食品项影响	1.80	1.94	2.07
对 CPI 影响	1.44	1.55	1.66

数据来源: Wind 南华研究

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点