

# 华创宏观·张瑜团队

## 感谢您的关注和支持！

- 1、(2020)新财富最佳分析师第五名
- 2、(2020)金牛最具价值分析师30人
- 3、(2020)水晶球最佳分析师第五名
- 4、(2020)新浪金麒麟最佳分析师第五名
- 5、(2019)新浪金麒麟宏观新锐分析师第一名
- 6、(2019)上证报最佳宏观经济分析师入围
- 7、(2019)水晶球最佳宏观分析师入围



# 物价的长短期分析框架

2021-8-27

张瑜 华创宏观首席分析师

杨轶婷 外部专家

# 第一部分

## 01 CPI的定义、分析与测算

## 02 PPI的定义、分析与测算

## 03 通胀的后续影响分析

## 04 通胀的宏观影响

# 1.1 CPI的定义与构成

## 一、CPI的定义：

指城乡居民购买支付**生活消费品和服务项目**的价格，是社会产品和服务项目的最终价格。一般来讲，物价全面地、持续地上涨被认为发生了通货膨胀。

## 二、CPI的构成：30%的食品烟酒+70%的其他消费品和服务

- 1、为什么是这些商品分类？参考《居民消费支出分类》和IMF的国际编制标准。
- 2、怎么确定一篮子商品的构成比重？官方：主要根据各地的居民消费支出构成来确定，每5年更新一次，但细项比重并没有公布。当前数据仍是以2015年为基期。我们的测算：八大分类项以全国居民人均消费支出构成为准，对食品下细项，采用贡献分析法，以统计局公布的各细项同比增速及对CPI贡献进行拆分，基本可得所有食品细项的权重。

CPI指数的分项构成												
CPI分类	八大分类项											
	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务		交通和通信		教育文化和娱乐		医疗保健	其他	
权重 %	29.4	6.8	22.4	6.1		13.6		11.4		7.9	2.4	
CPI分类	食品（不含烟酒）											
	粮食	食用油	畜肉	猪肉	牛肉	羊肉	禽肉	蛋	水产品	菜	鲜果	奶类
权重 %	2.0	1.6	4.7	2.6	0.6	0.3	1.2	0.5	1.7	2.4	1.7	/

# 1.1 CPI的定义与构成

## CPI的构成：30%的食品烟酒+70%的其他消费品和服务

➤ 横向对比，我国和其他国家的CPI构成有什么区别？最大的区别在居住项，对比美国42%，我国居住项的占比仅为22.4%。

美国CPI分类	食品饮料	衣着	居住	交通	娱乐	医疗保健	教育与通信	其他
权重 %	14.3	3	42.2	16.3	5.7	8.7	6.6	3.2

➤ 纵向对比，为什么同一篮子标准的5年内，各分项的贡献构成也总是在波动？实际背后原因一篮子商品虽然不变，但价格权重却在跟随价格的变化而变化。CPI同比权重对应了11个月前的CPI环比权重，这也意味着下半年我们可能会看到CPI猪肉同比权重的走高。

### CPI分项：不变的一篮子结构，变化的价格权重

t=0,  $CPI_0 = \sum_{i=1}^n X^i P_0^i$

t=1, .....

t=11,  $CPI_{11} = \sum_{i=1}^n X^i P_{11}^i$

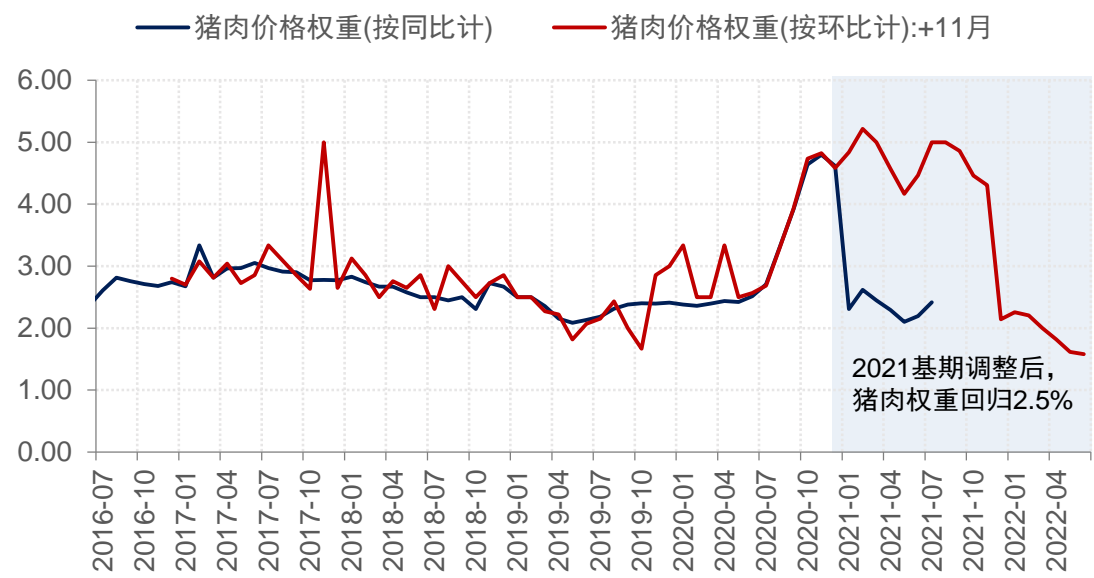
t=12,  $CPI_{12} = \sum_{i=1}^n X^i P_{12}^i$ ,

一篮子结构  $X^i$  不变，  
但价格权重  $w_0^i$  改变

$CPI_{同比} \% = \frac{CPI_{12}}{CPI_0} = \frac{\sum_{i=1}^n X^i P_{12}^i}{\sum_{i=1}^n X^i P_0^i} = \frac{\sum_{i=1}^n X^i P_0^i g_{12}^i}{\sum_{i=1}^n X^i P_0^i} = \sum_{i=1}^n w_0^i g_{12}^i$ ,

$CPI_{环比} \% = \frac{CPI_{12}}{CPI_{11}} = \frac{\sum_{i=1}^n X^i P_{12}^i}{\sum_{i=1}^n X^i P_{11}^i} = \frac{\sum_{i=1}^n X^i P_0^i g_{12}^i}{\sum_{i=1}^n X^i P_{11}^i} = \sum_{i=1}^n w_{11}^i g_{12}^i$

### CPI同比分项价格权重对应11个月前的CPI环比权重

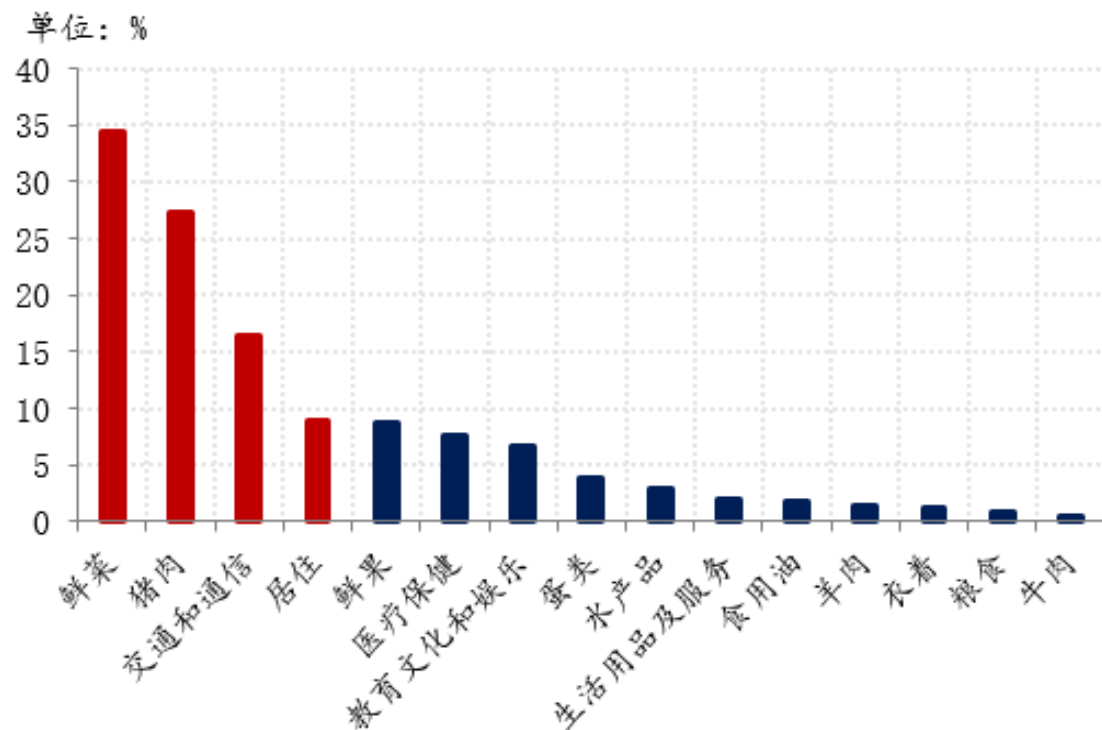


## 1.2 如何分析CPI—谁是波动的主要来源？

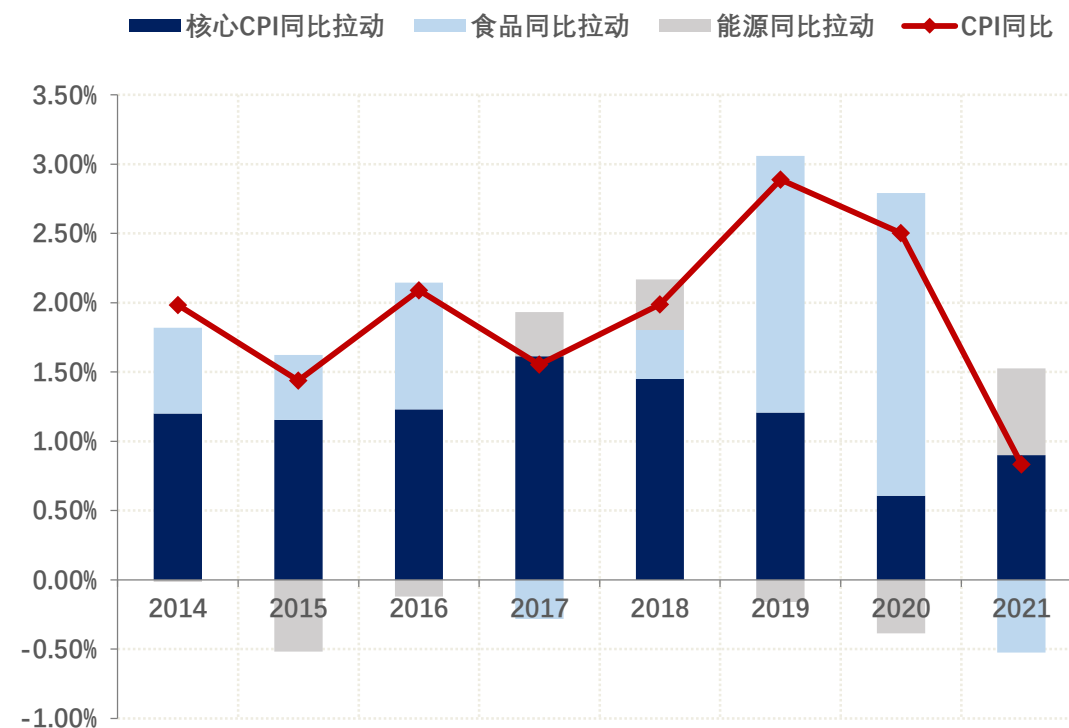
### 抓住主要矛盾——谁是CPI波动的主要来源？

- 以“权重\*波动率”衡量各项对CPI数据的影响高低，排在前列的：**鲜菜、猪肉、交通和通信，居住、鲜果、医疗保健**；
- 鲜菜和猪肉的影响大，源于本身价格波动较大；交通和通信、居住项的背后，是原油价格变化及其的成本推动效应。

CPI各分项对整体波动水平的影响排名



各年CPI中枢里各分项的贡献拆分

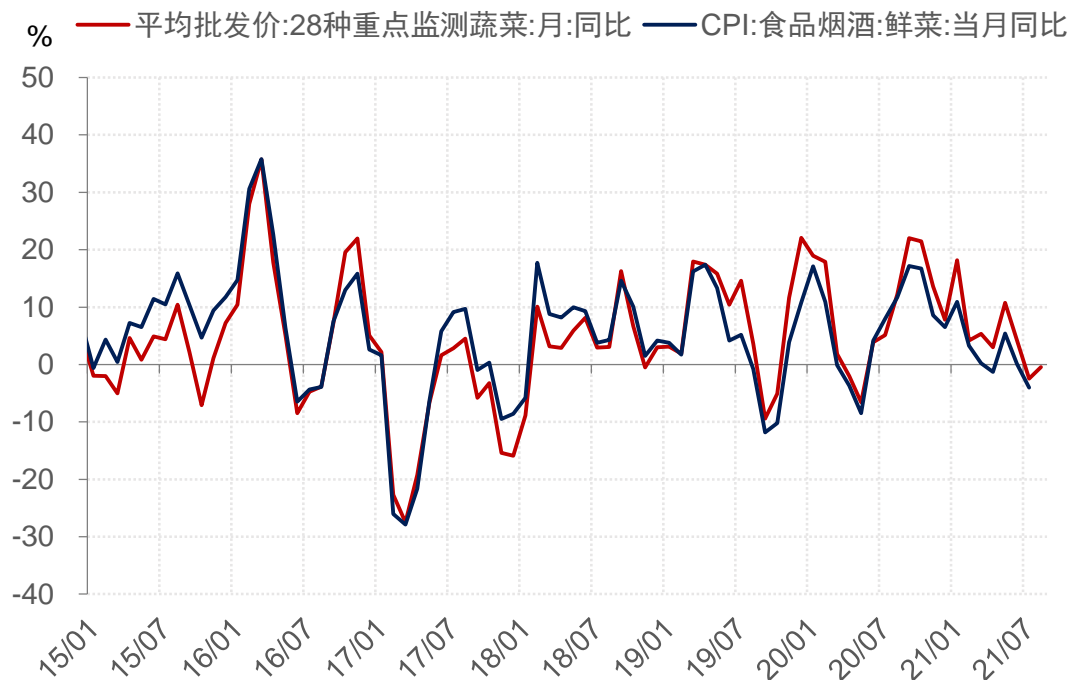


## 1.2 如何分析CPI—鲜菜、鲜果

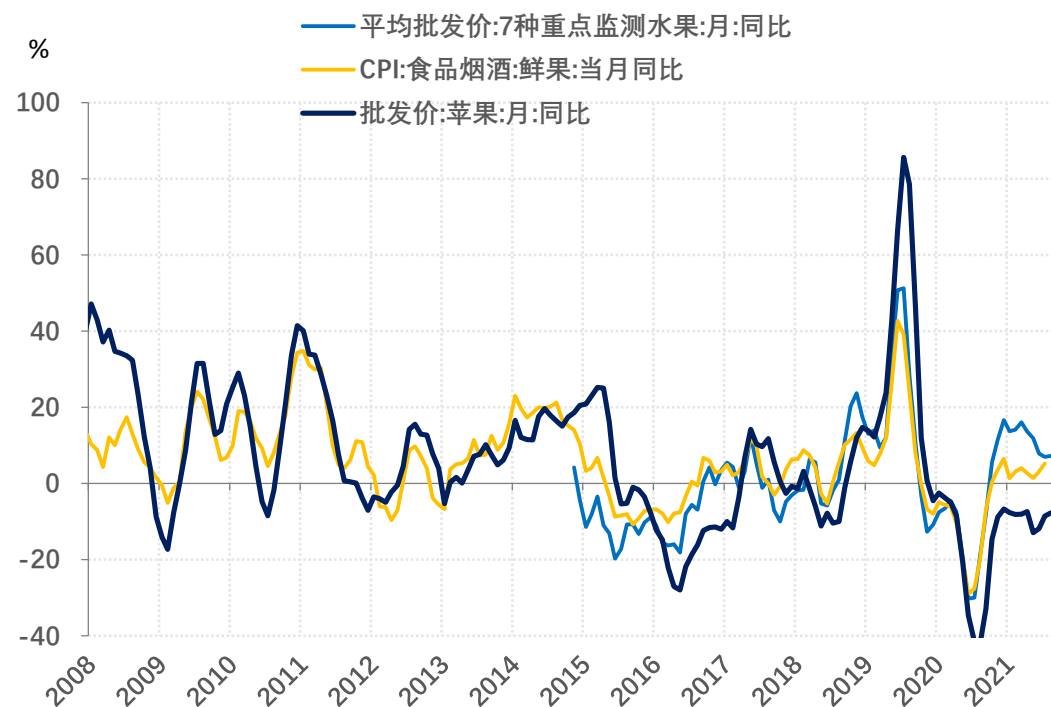
### 跟踪指标是什么？

- **鲜菜：28种重点监测蔬菜价格。** CPI鲜菜波动与统计局公布的28种重点监测蔬菜价格变化高度一致。
- **鲜果：7种重点监测水果价格、苹果批发价。** CPI鲜果价格波动与统计局公布的7种重点监测水果价格变化高度一致。而苹果价格作为“水果之王”，基本引领了7种重点监测水果价格的变化。

CPI鲜菜 vs 28种重点监测蔬菜价格



CPI水果 vs 7种重点监测水果价格 vs 苹果批发价

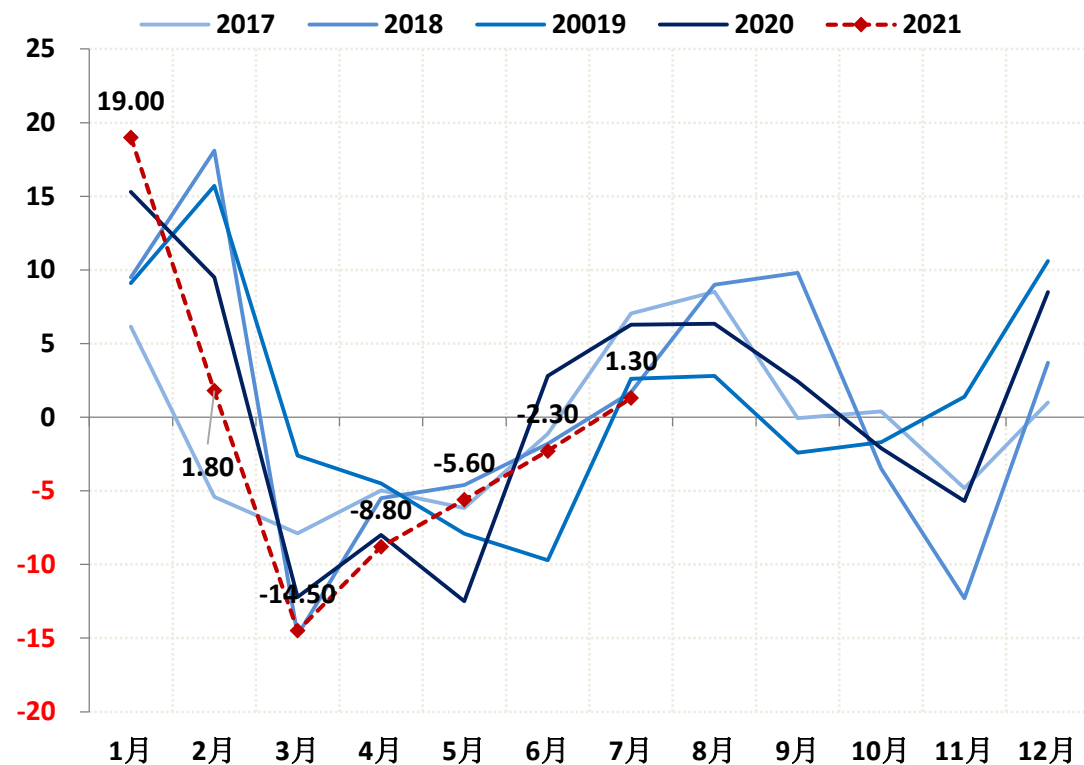


## 1.2 如何分析与CPI—鲜菜、鲜果

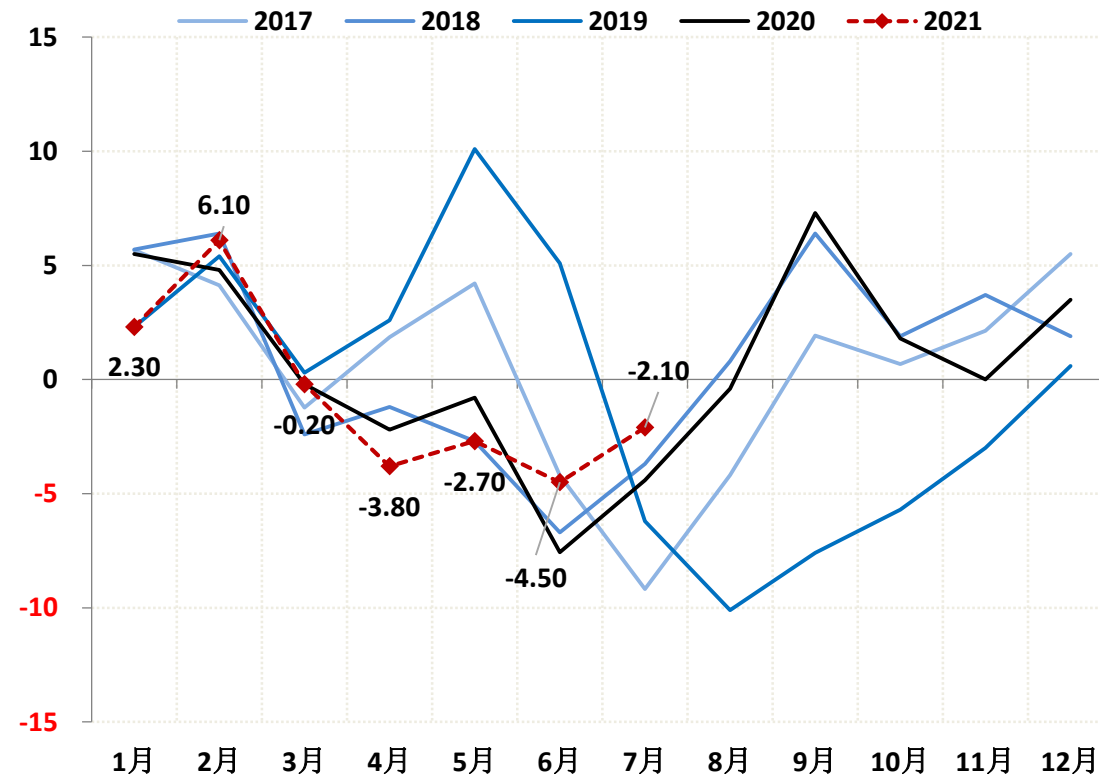
### 季节性明显

➤ 鲜菜鲜果的CPI环比呈现明显季节性

鲜菜CPI环比



鲜果CPI环比



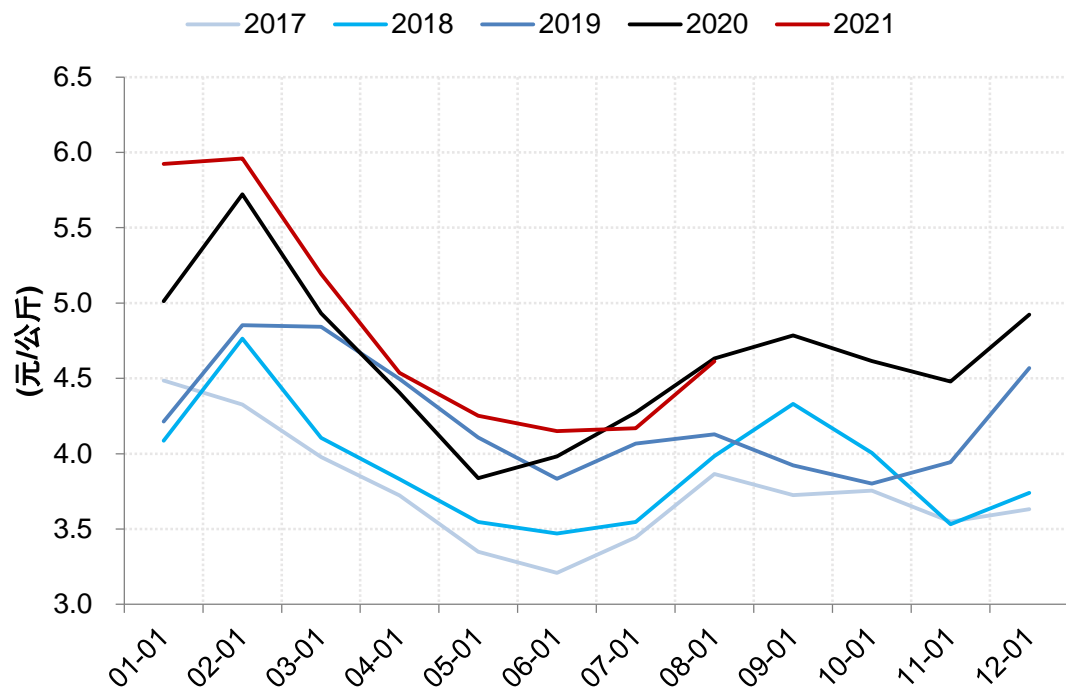


## 1.2 如何分析CPI—鲜菜、鲜果

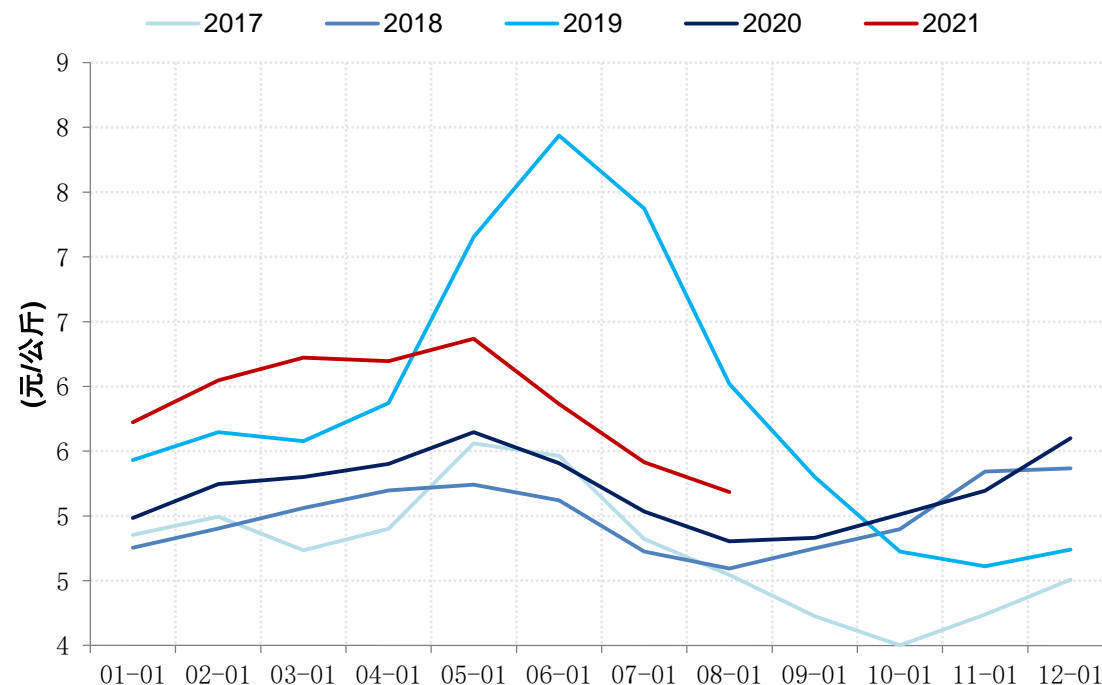
■ **外部冲击：**作为必需品，影响更大的是供给端冲击。但鲜菜由于生产周期短，价格受影响程度往往较小，价格绝对水平的上下波动空间有限。

- **气候灾害：**2016、2019年厄尔尼诺下春季倒春寒和持续降雨，2018寿光水灾、2020洪灾均减少供给导致价格上行；
- **生产波动：**2018年苹果减产严重导致2019年苹果库存处于历史极低位，带动水果价格上涨；
- **社会因素：**2020年新冠疫情影响鲜菜鲜果的运输供给，导致价格一度处在历史高位。

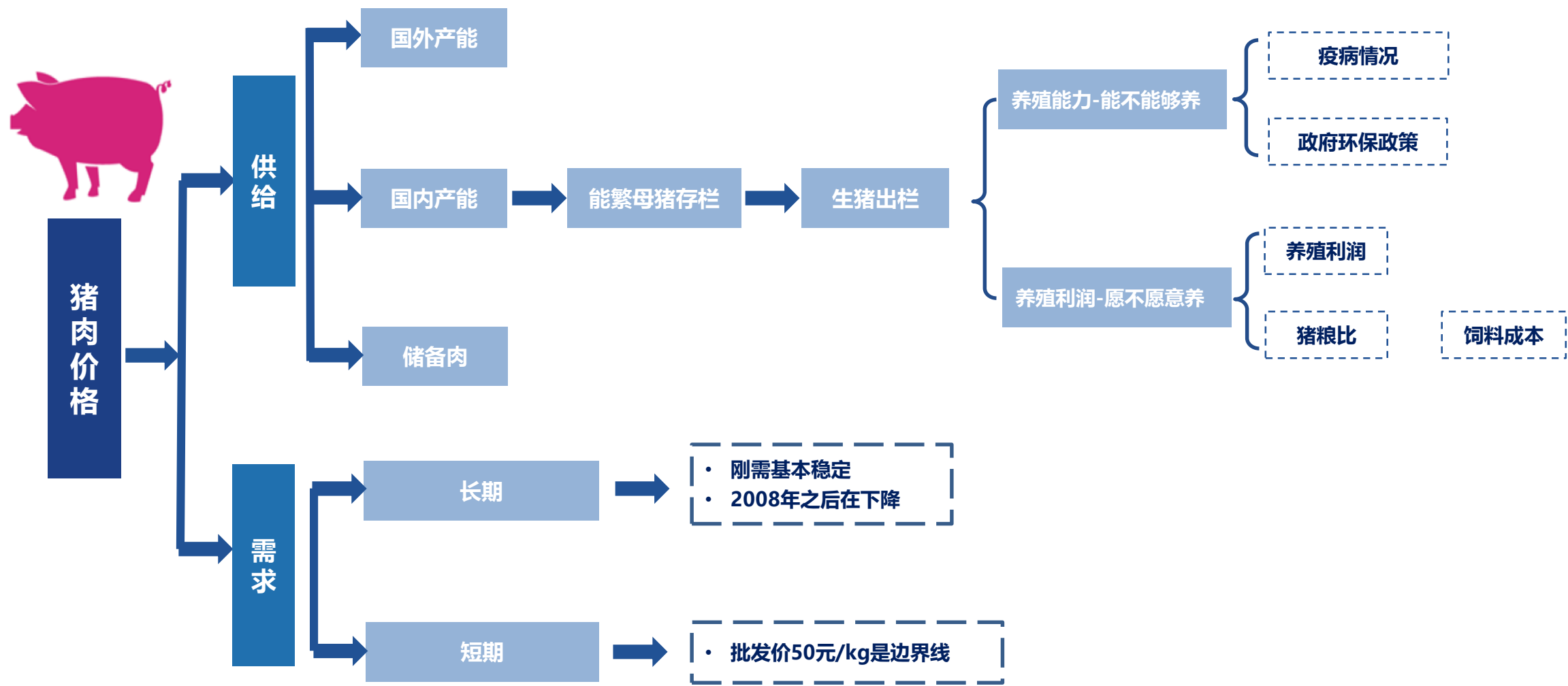
28种蔬菜价格



2018年水果价格远超季节性



# 1.2 如何分析CPI—猪肉&猪周期



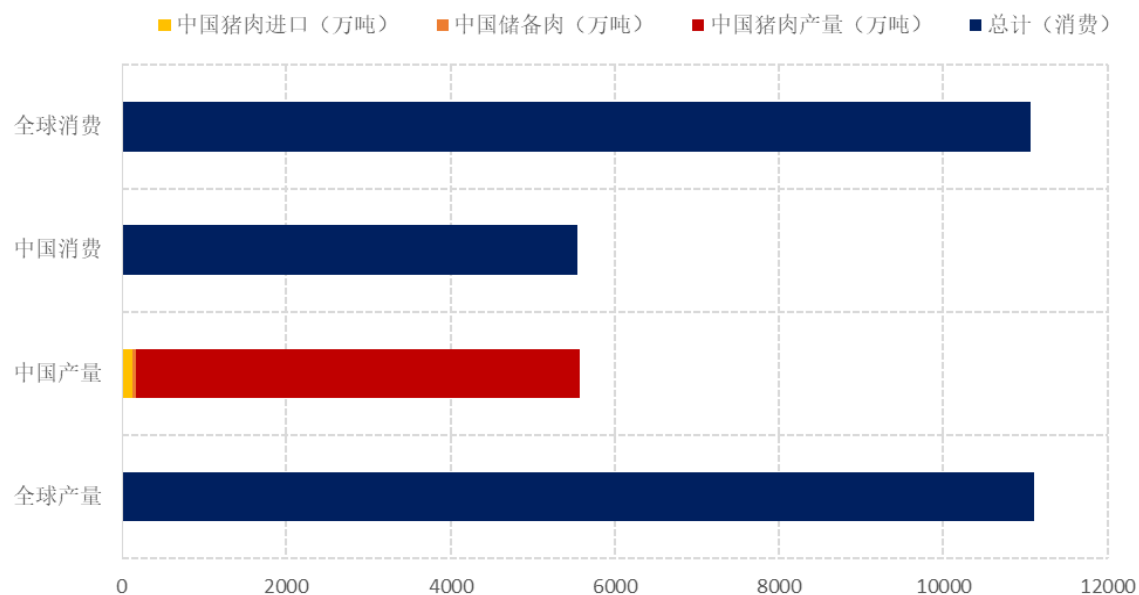
## 1.2 如何分析CPI—猪肉&猪周期

### 供给：主要依赖境内产能。

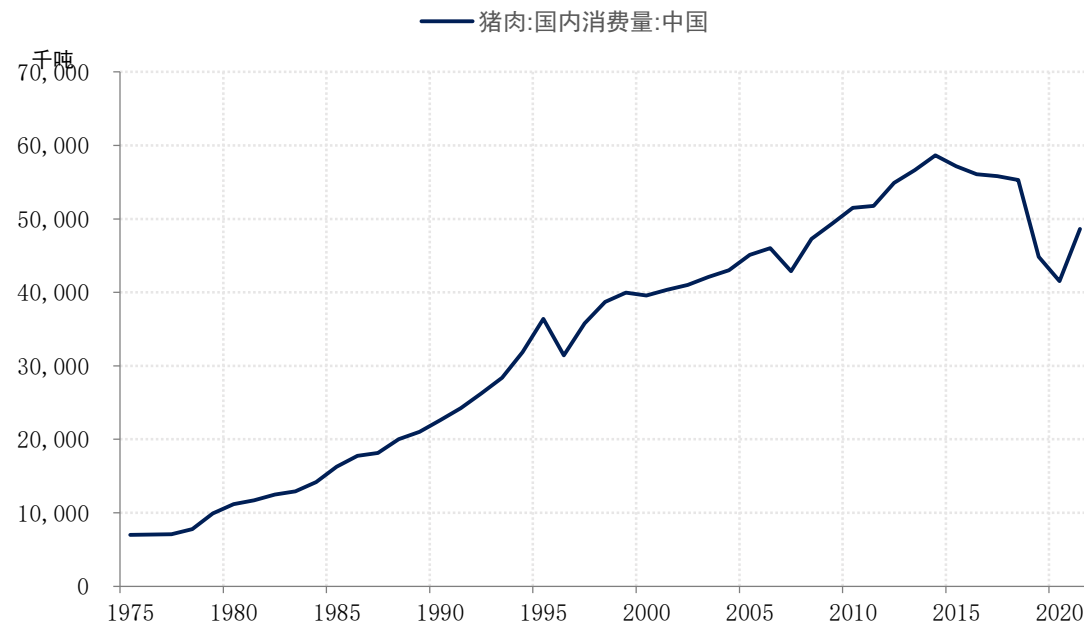
- 进口满足消费量的3%，储备肉满足消费量的2%左右，90%以上的消费依然以来纯境内产能。
- 为什么进口少？我国作为猪肉产消大国，产量和消费量占据全球50%。由于猪肉存在较长养殖周期，全球的产需长期处于均衡状态，因此2016年猪肉进口量达历史最高值，也仅为162万吨，占消费量3%左右，境外补给相当有限。

### 需求：消费量在2015年后逐步回落，但仍然是中国居民饮食结构中最重要的肉类食品。

我国猪肉的供需格局（疫情前）



我国猪肉的消费量在逐步下降



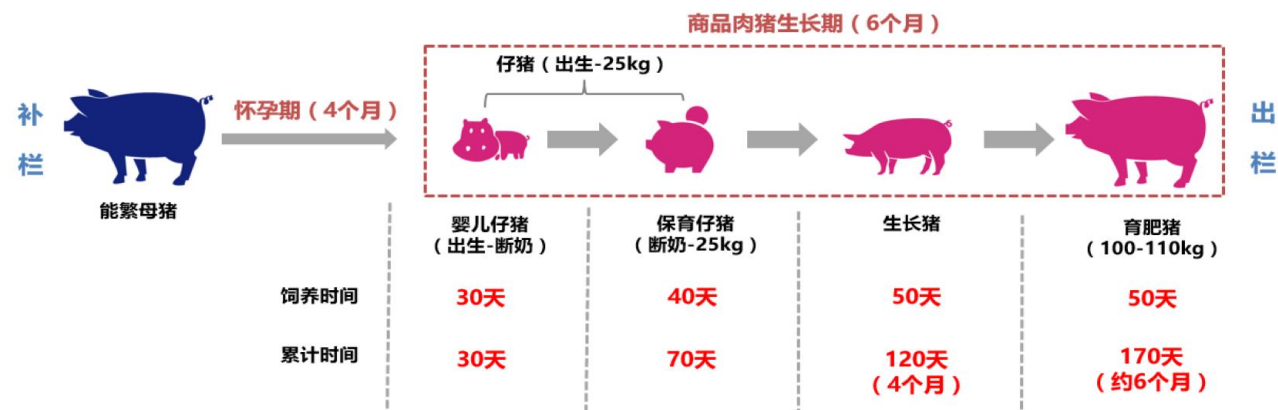
## 1.2 如何分析CPI—猪肉&猪周期

### 境内产能如何跟踪？

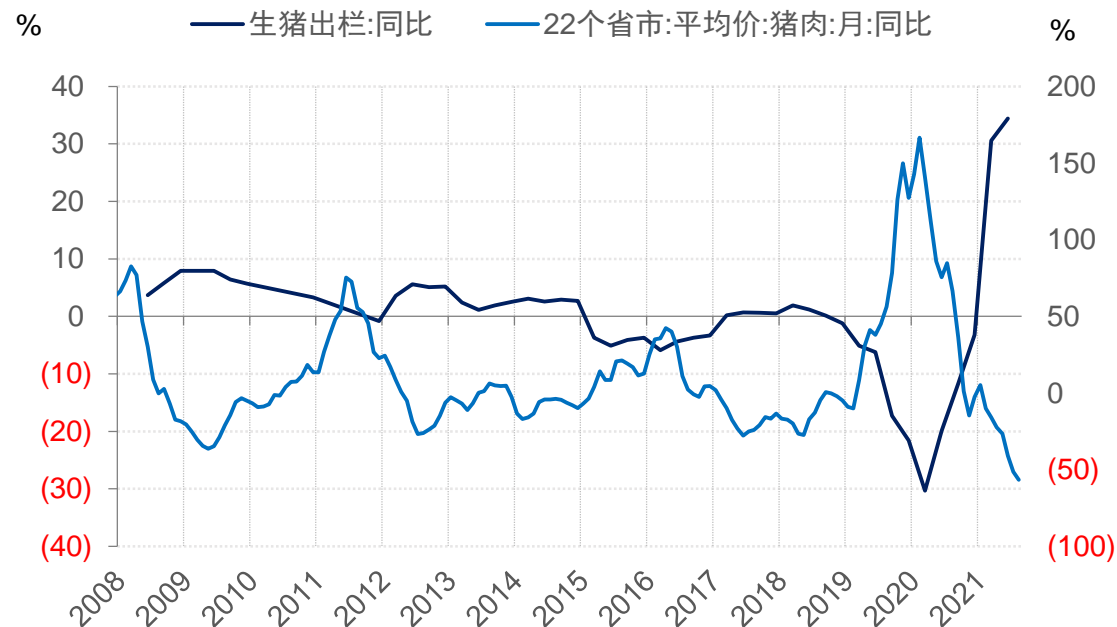
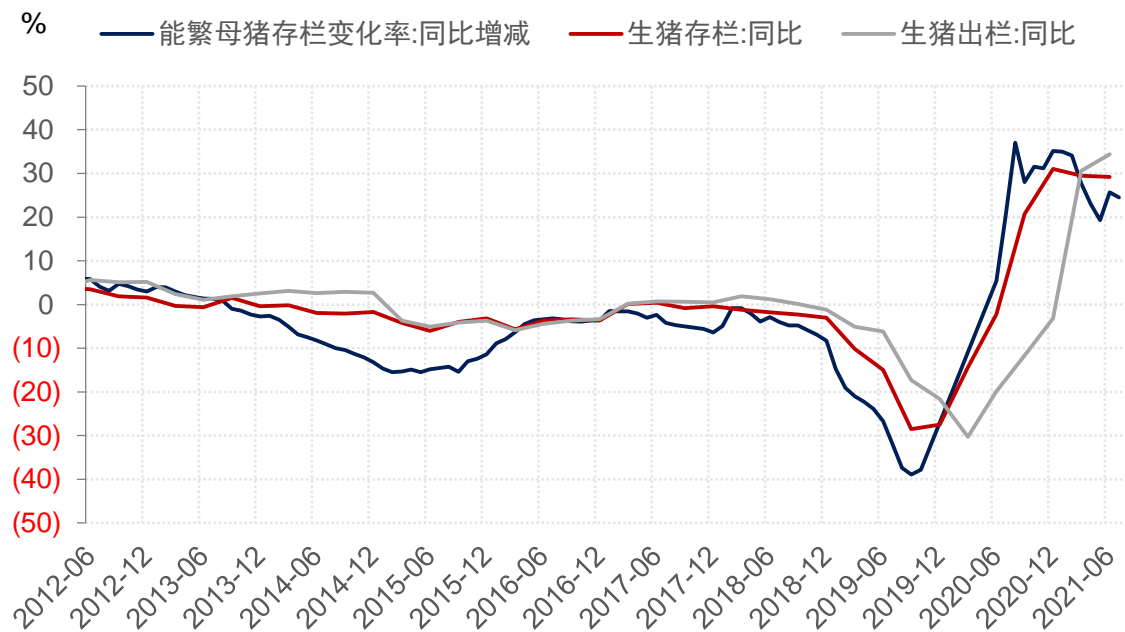
- 能繁母猪存栏同比领先生猪出栏同比10个月。这是由生猪的养殖过程决定的。

### 生猪出栏的拐点往往是猪肉价格的拐点。

- 猪肉作为中国的必需品，供需关系的打破往往取决于供给端冲击。



能繁母猪存栏的同比领先生猪出栏10个月，而生猪出栏的拐点往往是猪肉价格的拐点

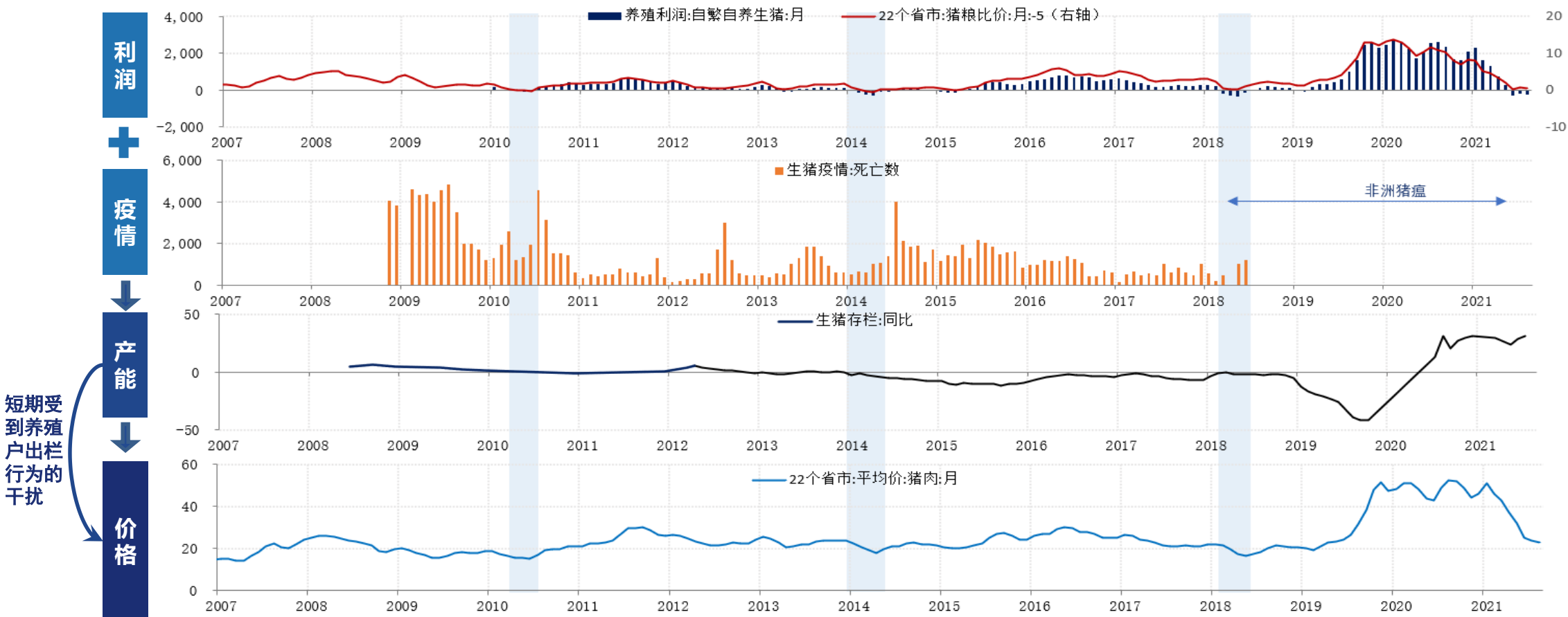


## 1.2 如何分析CPI—猪肉&猪周期

丨 **什么决定了境内生猪产能？** 养殖意愿+养殖能力。养殖利润（猪粮比价）决定了愿不愿意养，疫病和环保政策了决定能不能够养。

丨 **什么决定了猪周期的开启？** 低迷的养殖利润+疫病冲击=绝对的产能出清，往往带来新一轮猪周期的开始。

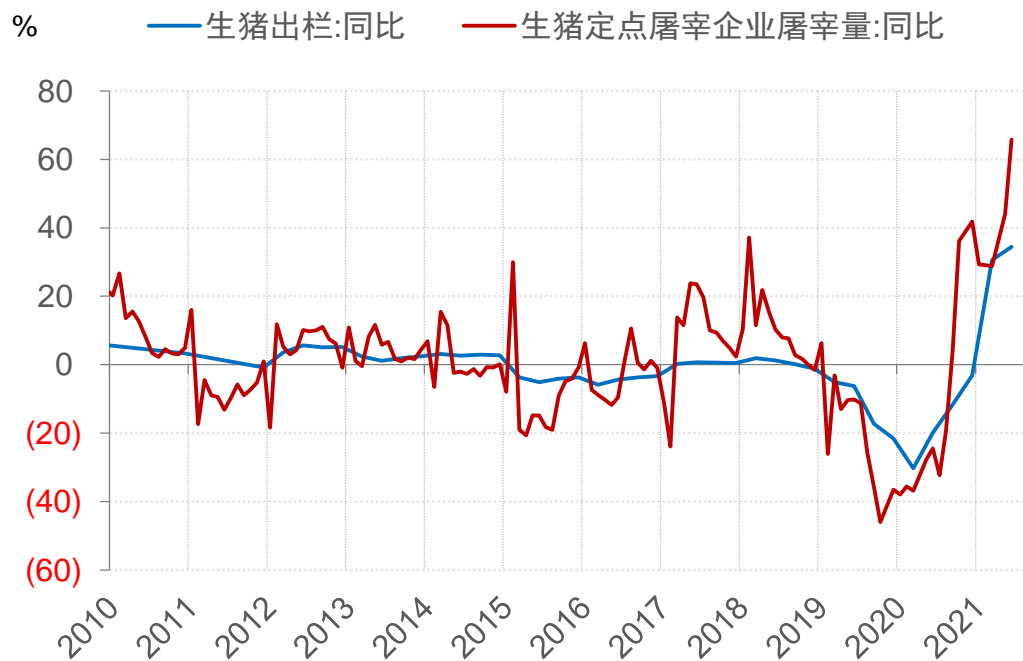
丨 **什么决定了猪周期的结束？** 丰厚的养殖利润+抗疫能力=绝对的产能修复，往往宣告一轮猪周期的拐点。



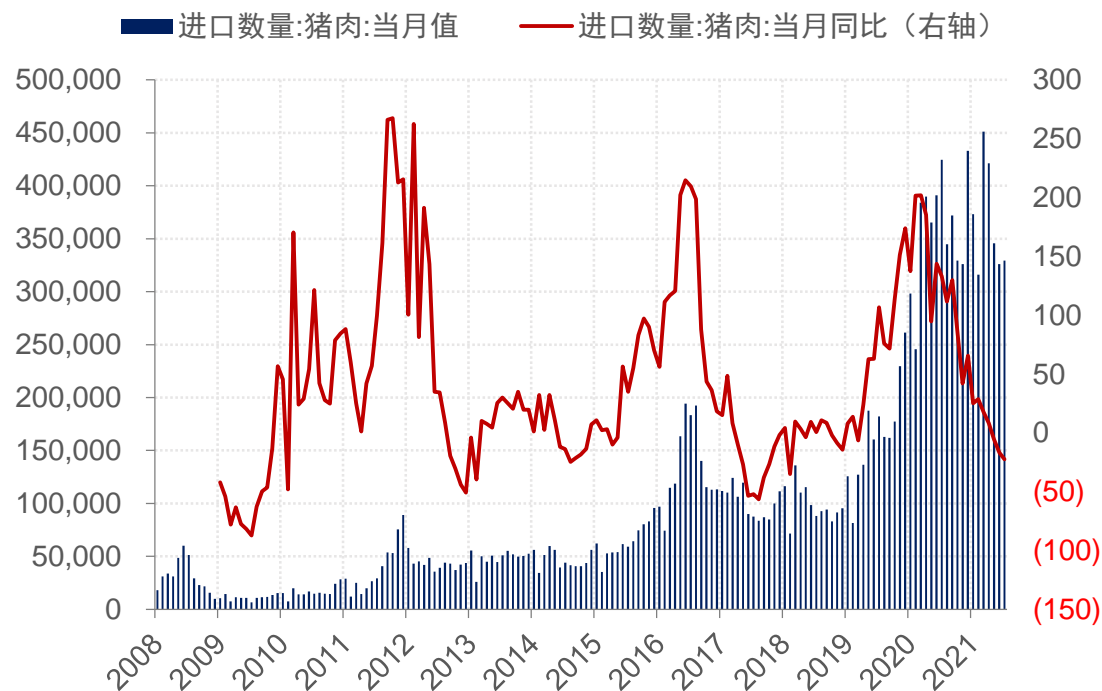
## 1.2 如何分析CPI—猪肉的短期干扰因素

- 丨 **预期干扰：养猪户有及投放。** 在涨价预期下，养猪户压栏不售，减少供给，在降价预期下，养猪户恐慌出栏，增加供给。
- 丨 **政策干扰：进口肉+储备肉的投放。** 在猪价处于历史极高位时，进口猪肉和储备肉会加快进入市场，平抑猪价涨幅。
- 丨 **运输干扰：交通运输。** 在运输不畅情况下，我国北猪南调会受到阻碍，导致价格上涨。典型情况是洪涝降雨期间，疫情封锁期间。
- 丨 **疫病干扰：** 每逢夏季高温多雨，生猪疫情更易传播，在此预期下，养殖户往往会选择提前出栏。

生猪企业屠宰变化与生猪存栏规模存在短期偏离



猪肉进口



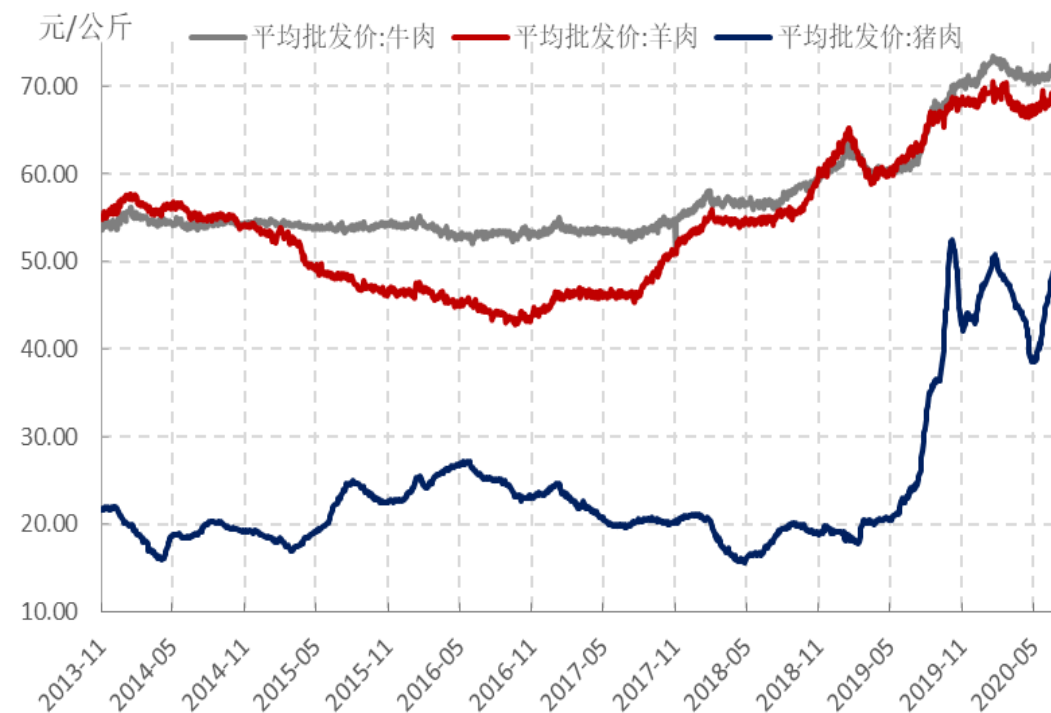
## 1.2 如何分析CPI—猪肉的短期干扰因素

- 同为肉类，牛羊肉作为猪肉的直接替代品，价格的涨跌周期基本和猪周期同步。本轮牛羊肉价格同比最高涨幅基本在20%左右；
- 但牛羊肉价格的涨幅和绝对水平，依然取决于本身的供需平衡。对比猪肉价格的长期波动，我国牛羊肉价格历史上一一直呈单边上涨的状态。以牛肉为例，中国的牛肉产消缺口高达200万吨（产量的30%），是推动牛肉价格上涨的根本原因。

牛羊肉价格周期基本与猪周期同步



但牛羊肉价格的绝对水平仍取决于其本身的供需平衡





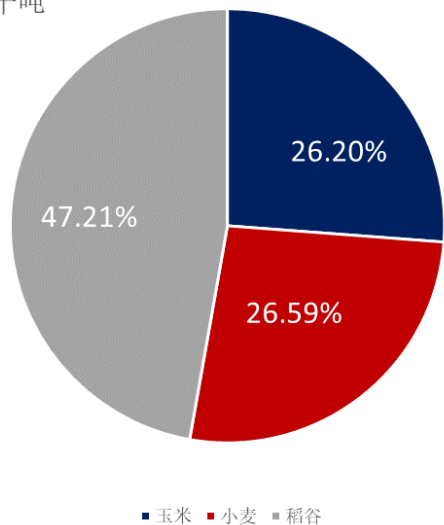
## 1.2 如何分析CPI—粮食

### 跟踪指标是什么？

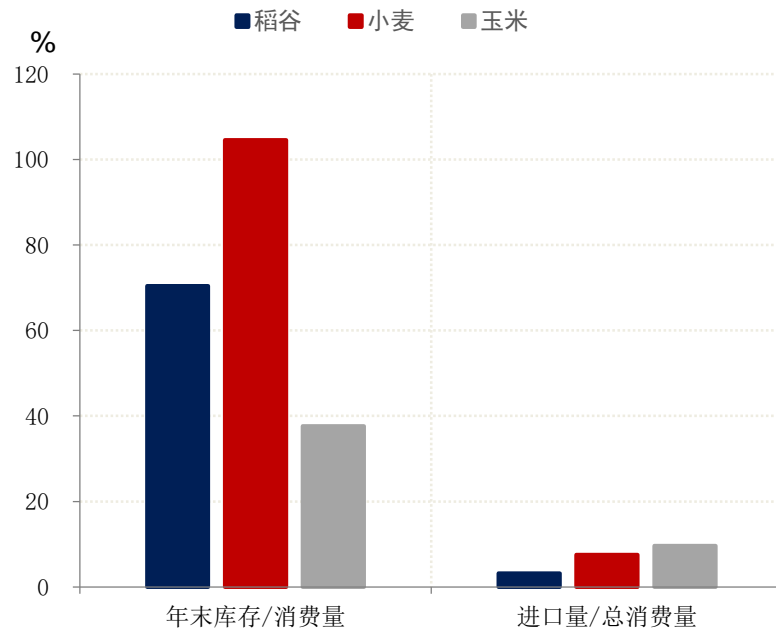
- 基本与粳稻、小麦价格同比走势一致，而与玉米价格走势几度背离。居民的消费结构也从侧面映证了CPI粮食分项中水稻权重最高。从消费结构来看，水稻占居民的口粮消费占比达60%左右，玉米和小麦则是工业和饲料用量的主力。
- 但注意到从2016年开始，CPI粮食同比波动较现货粮食批发价格波动更为平缓。

居民的粮食消费结构

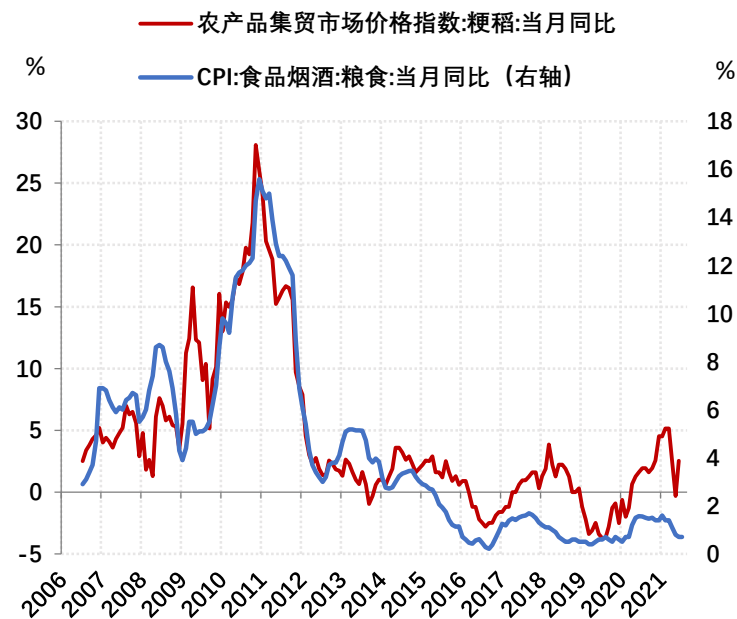
单位：千吨



我国三大口粮的库存消费比以及进口比重

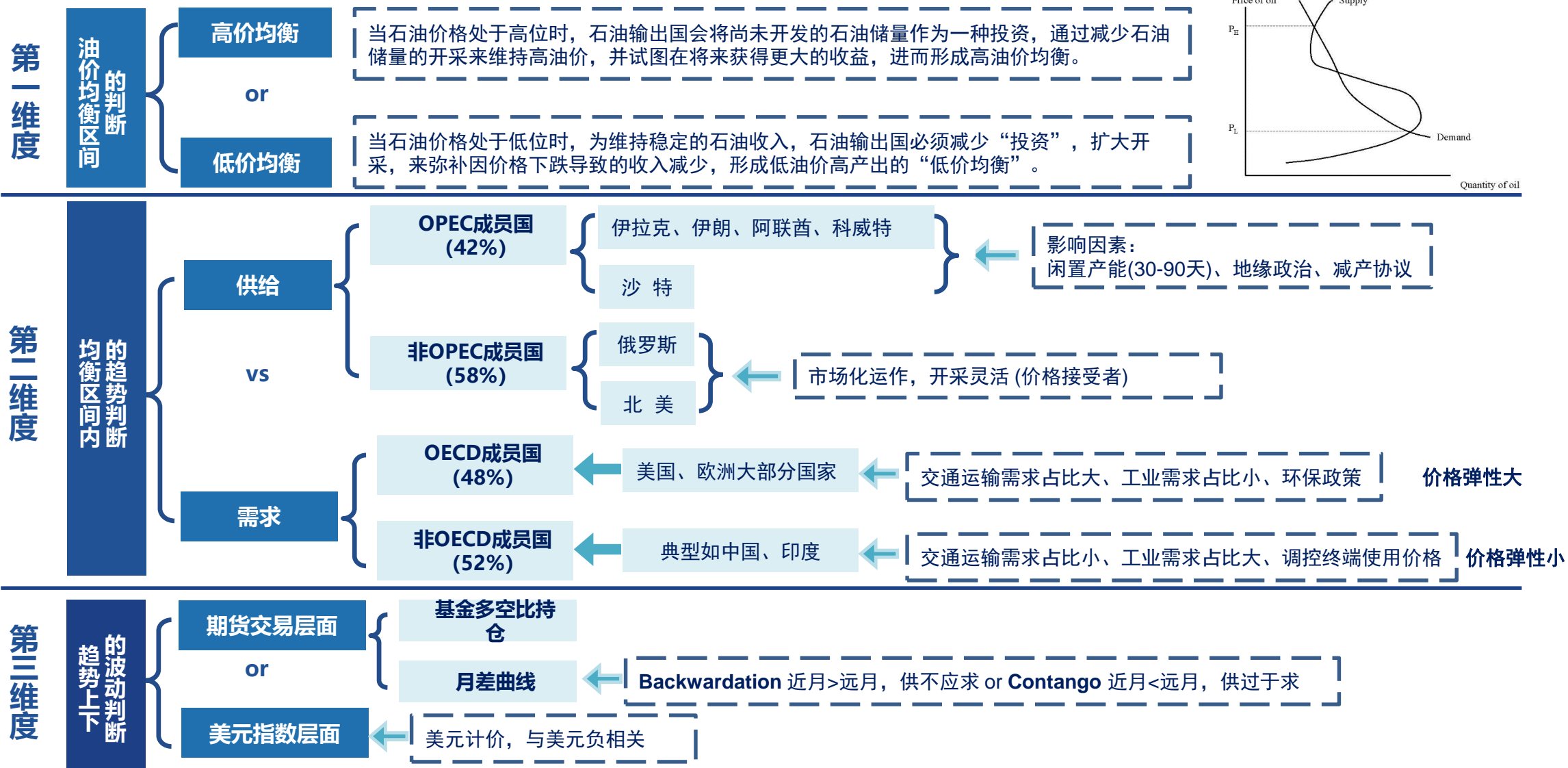


CPI粮食项与粳稻现价趋势高度同步

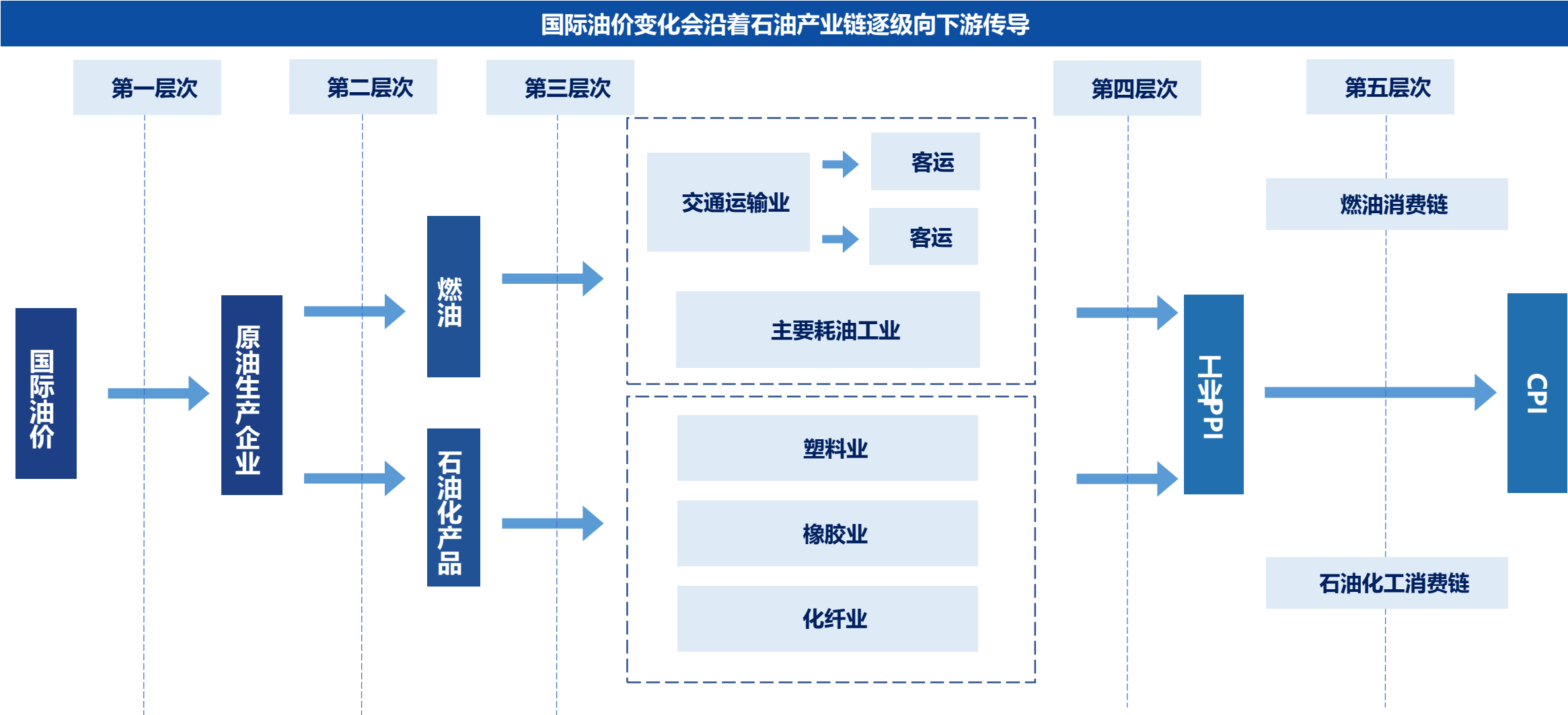




# 1.2 如何分析CPI—油价的三位观测体系



# 1.2 如何分析CPI—油价对CPI的影响



# 1.2 如何分析CPI—油价对CPI的影响

## 哪些分项CPI对油价敏感？

➢ 交通工具用燃料、居住水电燃料最先反应（滞后1期）> 其余非食品项，包括生活用品及服务。其他各项如房租、衣着和通信与油价的相关性较弱。

## 油价变动对CPI的拉动系数在2.5%左右，领先于国内CPI一个月，原因有二

➢ 1、生产链条的成本推动存在时滞，2、国内的成品油价格调控机制。

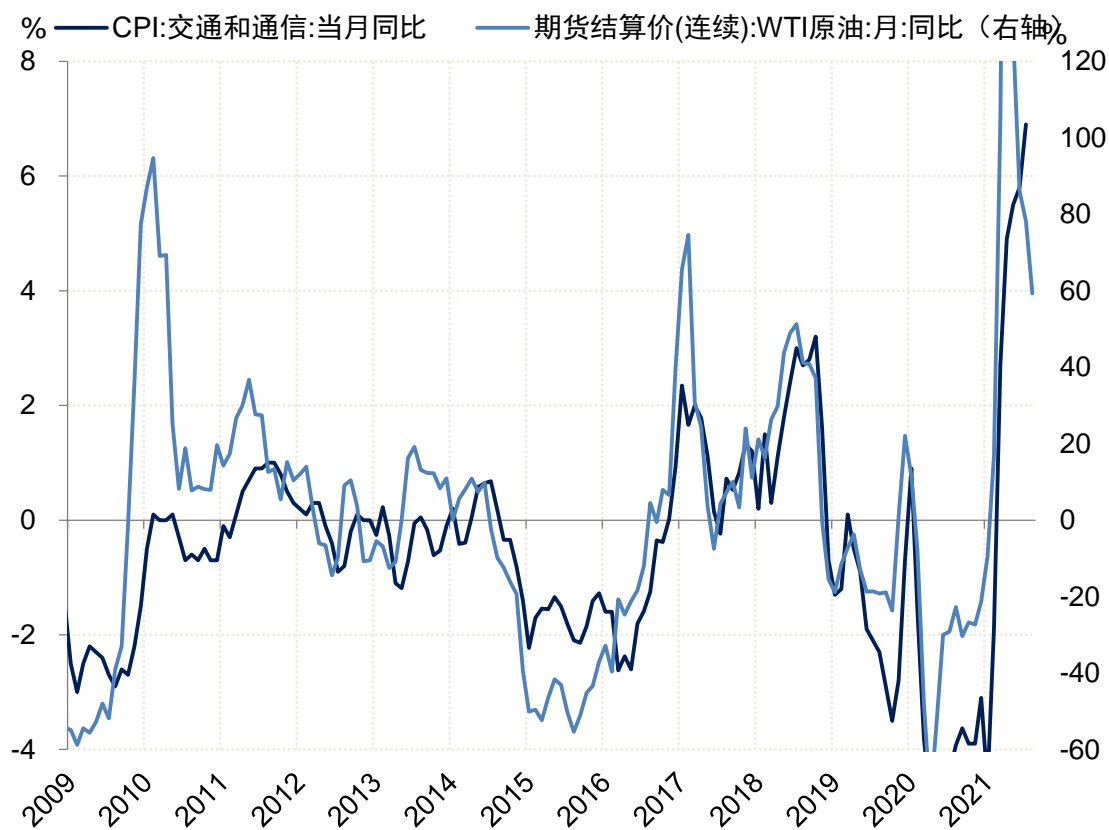
油价变动与CPI细项关系

		同期	T-1期	T-2期	T-3期	T-4期	T-5期	T-6期
CPI整体		58.75%	59.24%	57.09%	53.68%	47.42%	39.43%	31.12%
食品		41.43%	38.62%	35.44%	32.43%	27.46%	21.75%	16.45%
非食品		48.55%	55.13%	56.91%	55.67%	50.85%	43.61%	35.10%
消费品		55.14%	55.23%	53.21%	50.06%	44.40%	37.20%	29.75%
服务		31.46%	33.31%	32.29%	29.83%	24.67%	18.53%	12.36%
衣着		-24.03%	-22.35%	-21.17%	-19.82%	-18.89%	-18.11%	-18.16%
居住	总	67.50%	72.65%	72.94%	69.12%	62.32%	52.92%	42.30%
	房租	-1.31%	-1.60%	-2.25%	-3.37%	-4.72%	-5.91%	-6.52%
	水电燃料	51.98%	55.21%	52.72%	45.71%	35.56%	23.70%	13.15%
生活用品及服务		11.19%	14.69%	17.18%	19.34%	19.32%	17.36%	13.92%
交通和通信	总	56.52%	61.35%	56.80%	49.99%	40.03%	30.37%	22.17%
	交通工具用燃料	66.89%	69.89%	67.13%	60.65%	50.12%	38.26%	26.09%
	通信工具	-27.41%	-26.50%	-25.31%	-24.25%	-22.55%	-21.21%	-20.17%
	通信服务	-24.93%	-28.69%	-33.63%	-35.81%	-37.86%	-37.62%	-36.78%
教育文化和娱乐		-19.30%	-18.88%	-18.79%	-16.69%	-16.09%	-16.68%	-16.57%
医疗保健		7.29%	3.68%	0.19%	-3.25%	-6.29%	-8.95%	-10.93%

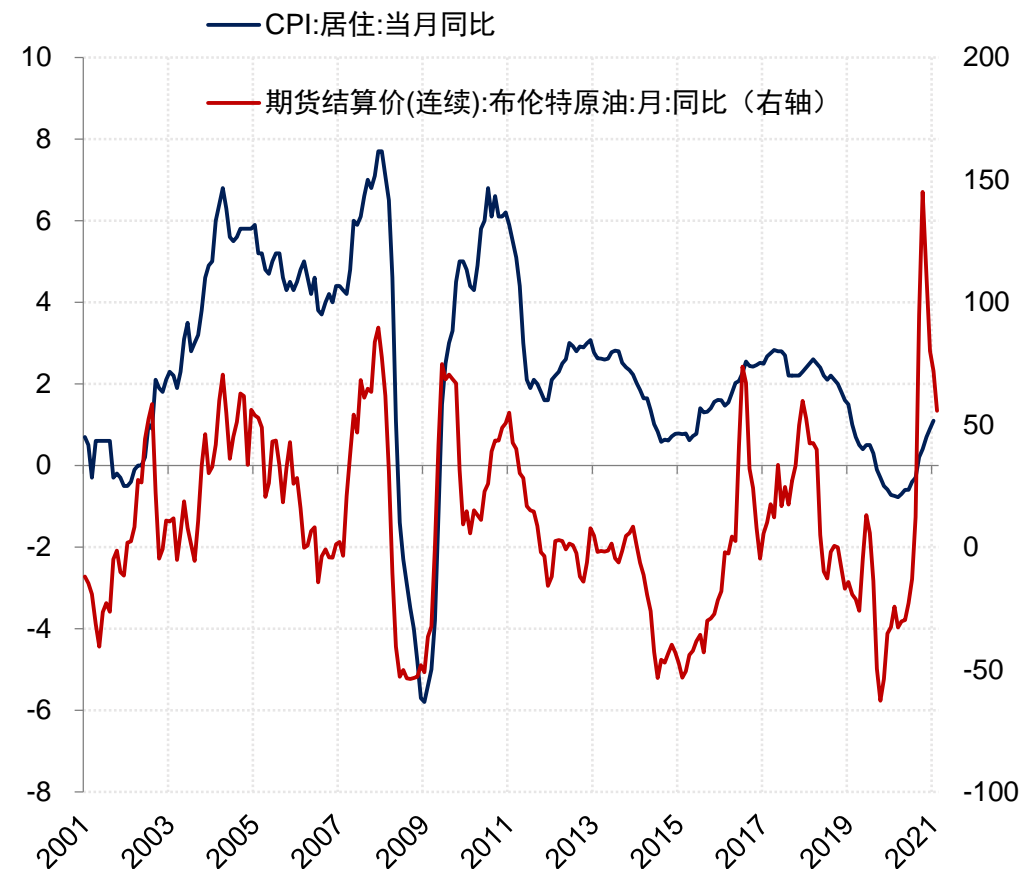
## 1.2 如何分析CPI—油价直接影响的CPI分项

最直接受到原油价格而影响的两个分项：交通和通信、居住（水电燃料价格）。

原油价格是影响交通和通信价格的主要因素



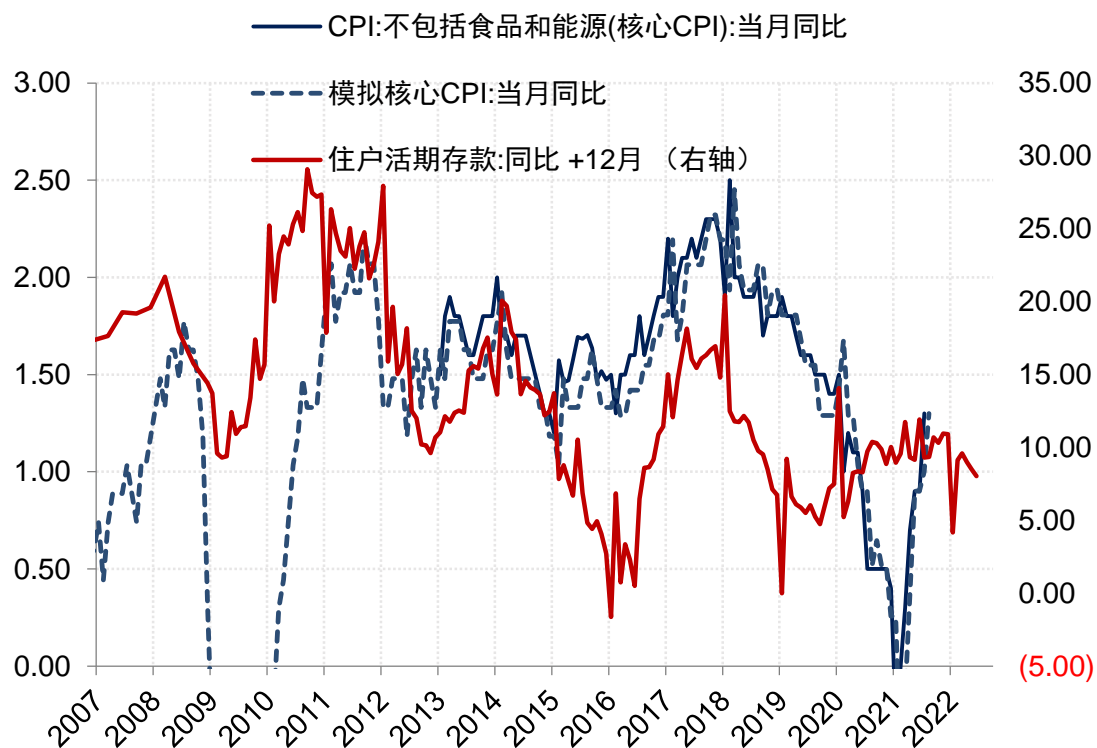
居住项CPI与原油价格走势



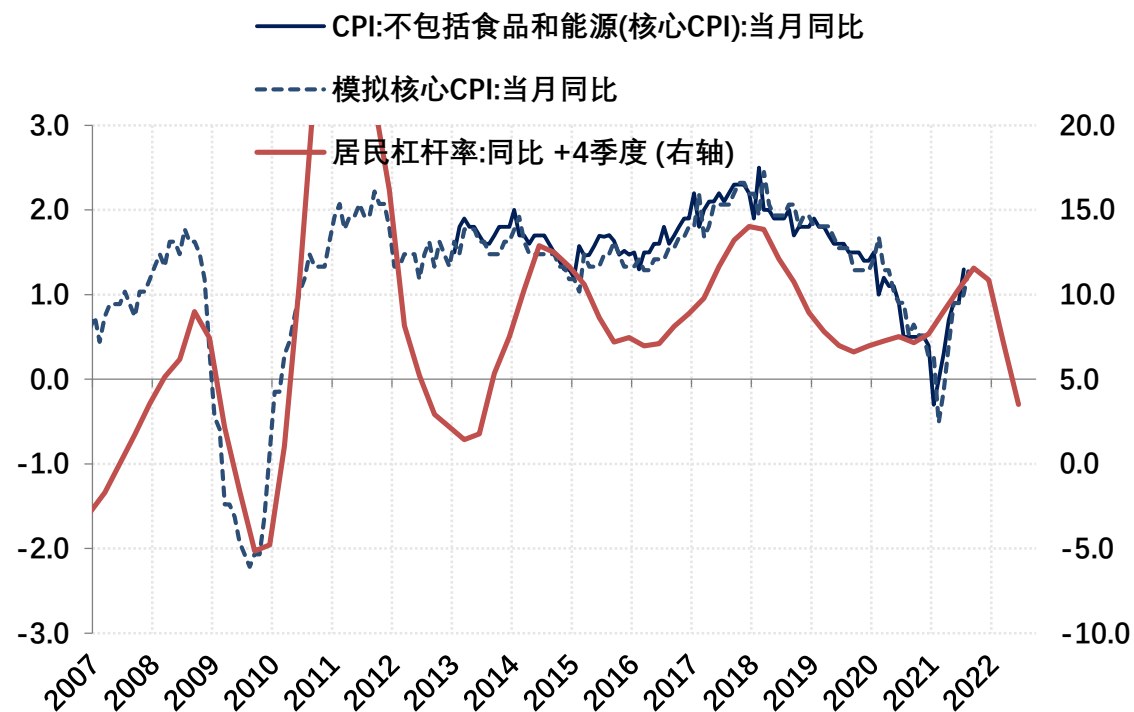
## 1.2 如何分析CPI—居民资产负债表是影响核心CPI的决定性因素

- 居民活期存款同比领先核心CPI一年左右；居民杠杆率同比领先核心CPI一年左右
  - 居民资产负债表的修复关系到消费价格的表现。居民活期存款指征居民现金流的活跃度，反映居民消费意愿的变化，对于核心CPI具有领先性。居民杠杆率指征地产周期的变化，反映居民地产后周期消费的需求，对于核心CPI的表现也有重要意义。

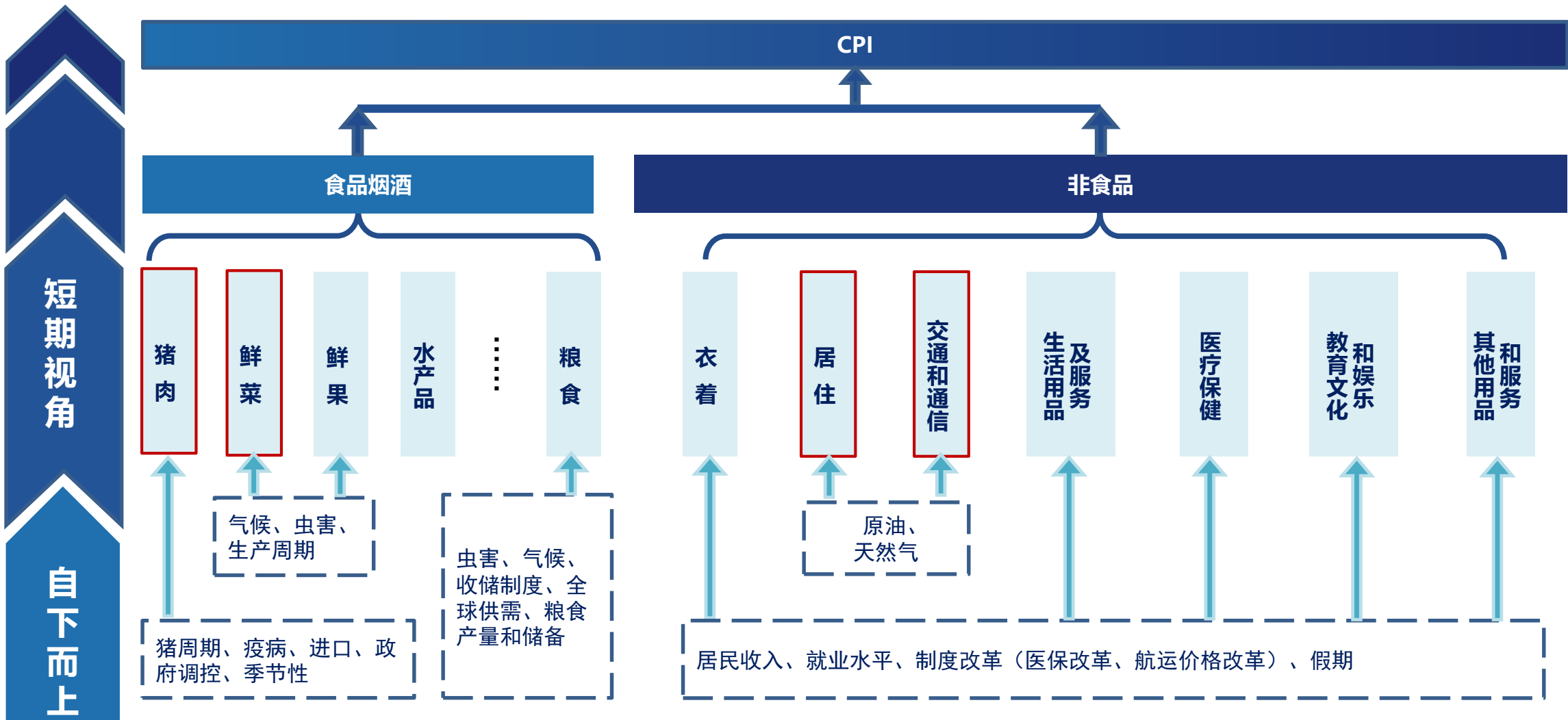
居民杠杆率领先核心CPI 1年左右



居民活期存款同比领先核心CPI 1年左右



# 1.3 预测CPI—短期视角



自下而上分析各个商品的价格趋势并根据权重测算拉动，分析的本质是判断价格变化的两个链条：成本传导，供需矛盾

## 1.3 预测CPI—中期视角

由于CPI环比具有显著季节性，因此运用**环比外推法**进行中期预测的效果较好，即在历史季节性上预测未来的CPI环比，并在此基础上外推CPI同比。环比外推法的测算过程可同样被拆分为**“翘尾+新涨价”**两部分，以此来把握CPI同比趋势中确定性的部分。

### CPI的翘尾和新涨价拆分

$$\begin{aligned} CPI_t^{2020} + 1 &= \frac{P_t^{2020}}{P_t^{2019}} = \frac{P_t^{2020}}{P_{t-1}^{2020}} \times \frac{P_{t-1}^{2020}}{P_{t-2}^{2020}} \times \dots \times \frac{P_1^{2020}}{P_{12}^{2019}} \times \frac{P_1^{2020}}{P_{12}^{2019}} \\ &\quad \times \frac{P_{12}^{2019}}{P_{11}^{2019}} \times \frac{P_{11}^{2019}}{P_{10}^{2019}} \times \dots \times \frac{P_{t+1}^{2019}}{P_t^{2019}} \\ &= (1 + cpi_t^{2020}) \times (1 + cpi_{t-1}^{2020}) \times \dots \times (1 + cpi_1^{2020}) \times (1 + cpi_{12}^{2019}) \times (1 + cpi_{11}^{2019}) \times \dots \times (1 + cpi_{t+1}^{2019}) \\ CPI_t^{2020} &\approx \underbrace{\prod_{i=1}^t (1 + cpi_i^{2020}) - 1}_{\text{新涨价因素}} + \underbrace{\prod_{i=t+1}^{12} (1 + cpi_i^{2019}) - 1}_{\text{翘尾因素}} \end{aligned}$$

#### 新涨价因素

上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后（延伸）影响

#### 历史季节性

确定部分：根据上一年历史环比数据可得

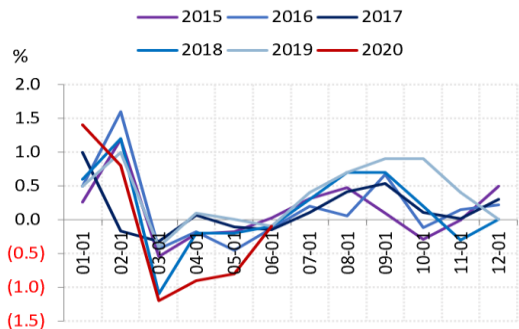
#### 超季节性

不确定部分：需要根据当年的特殊情况做预测

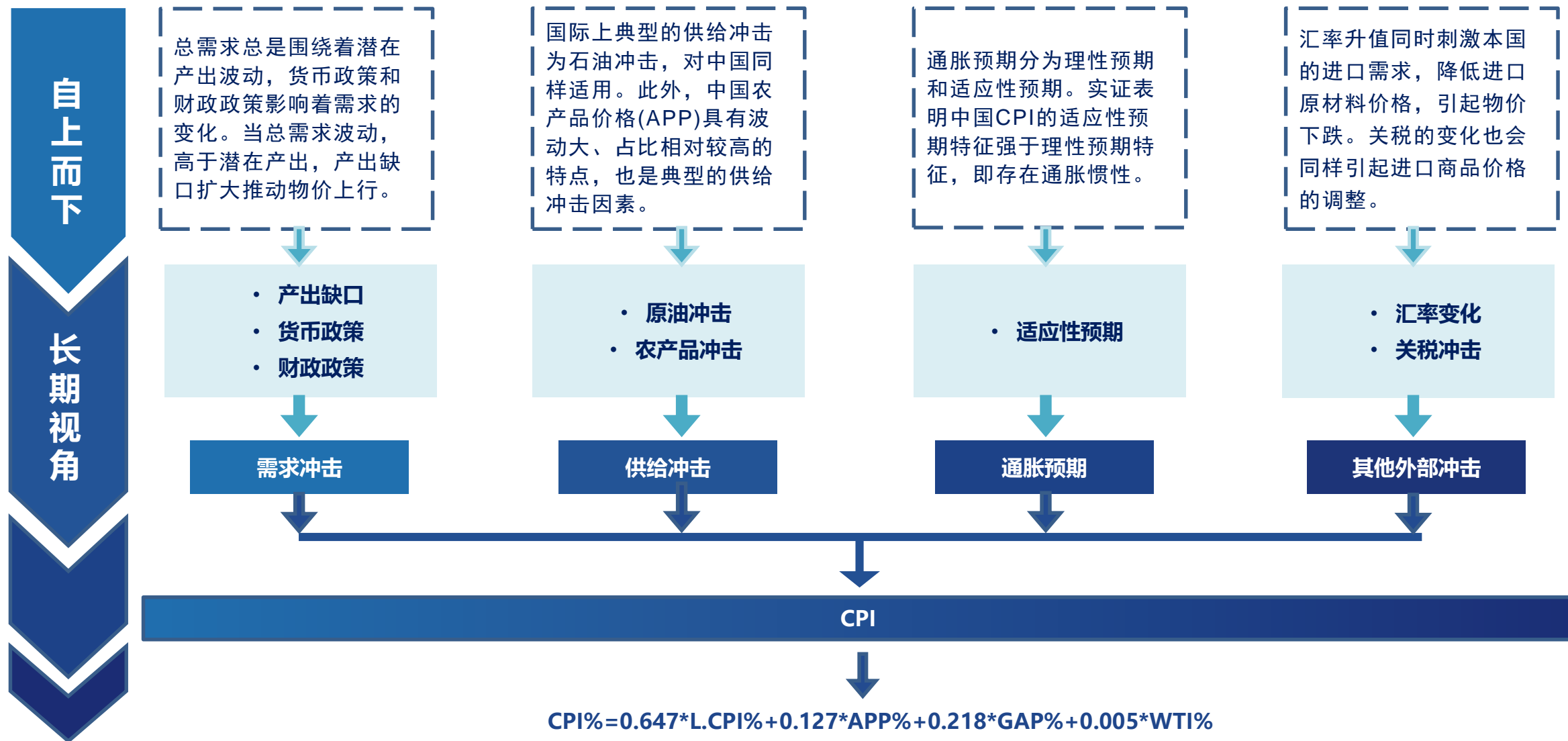
#### 翘尾因素

上年价格上涨（下降）对本年同比价格指数的滞后（延伸）影响

确定部分：根据上一年历史环比数据可得



# 1.3 如何预测CPI—长期视角





## 第二部分

01 CPI的定义、分析与测算

**02 PPI的定义、分析与测算**

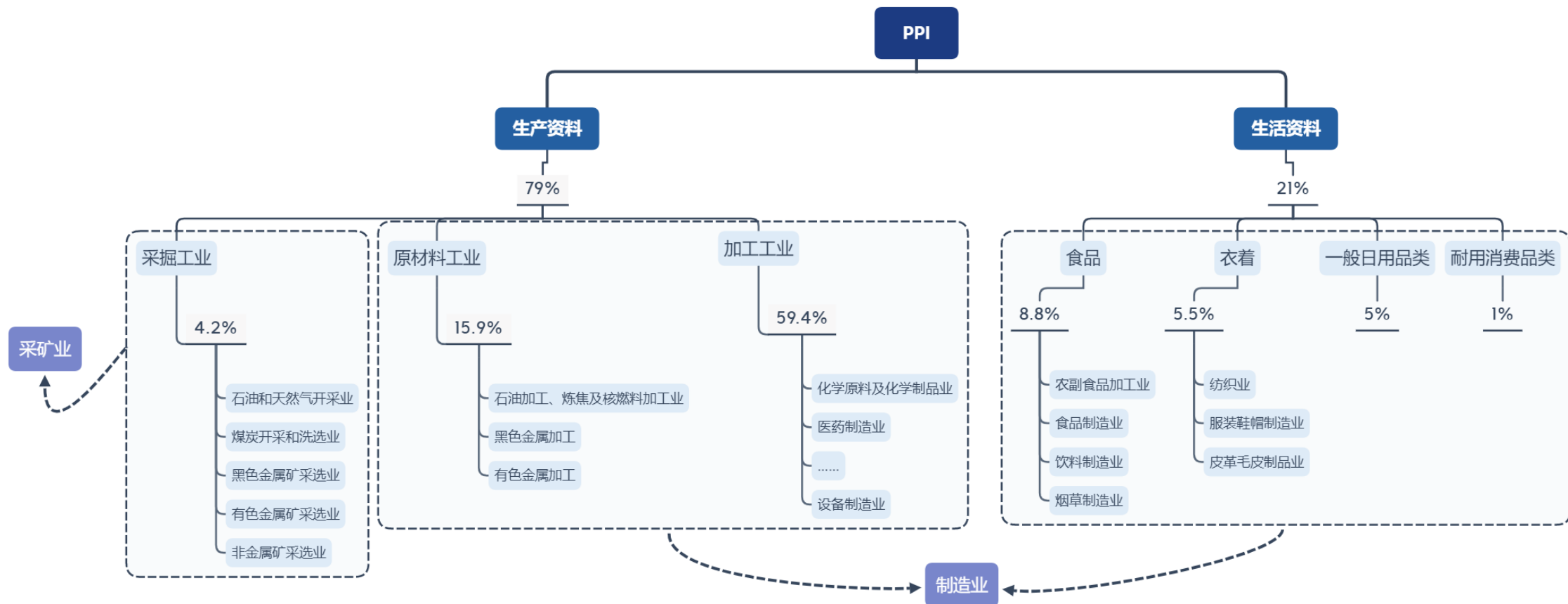
03 通胀的后续影响分析

04 通胀的宏观影响

## 2.1 PPI的定义与构成

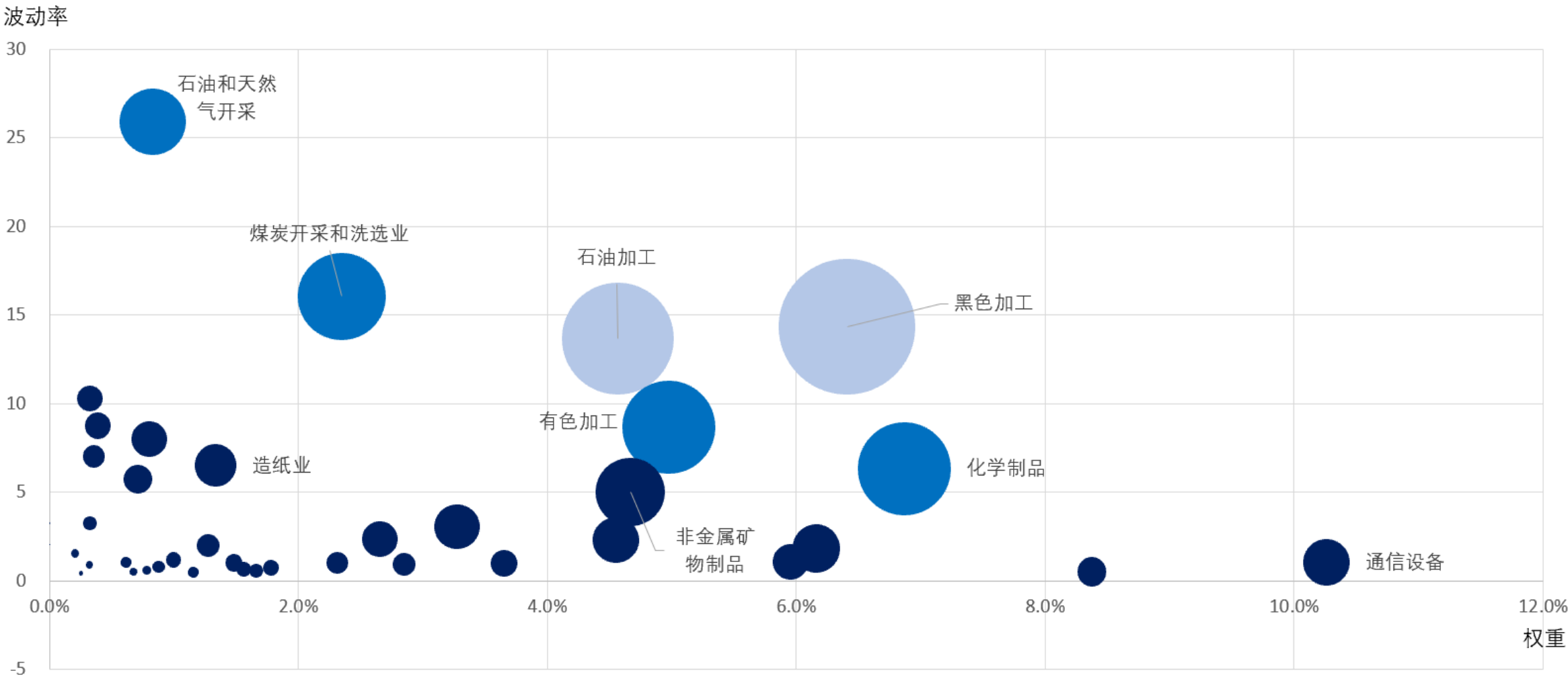
- 丨 **PPI的定义：** 工业生产者出厂价格指数，某个时期内工业企业产品第一次出售时价格变动的相对数，它反映全部工业产品出厂价格变化趋势和变动幅度。
- 丨 **PPI的构成：** 79%的生产资料+21%的生活资料。各行业的权重取决于行业工业销售产值的比重。
- 丨 **PPI的价格范围：** 仅代表工业品第一次出售时的出厂价格变化，不包含税费及运费。

PPI指数的分项构成



# 2.1 PPI的定义与构成

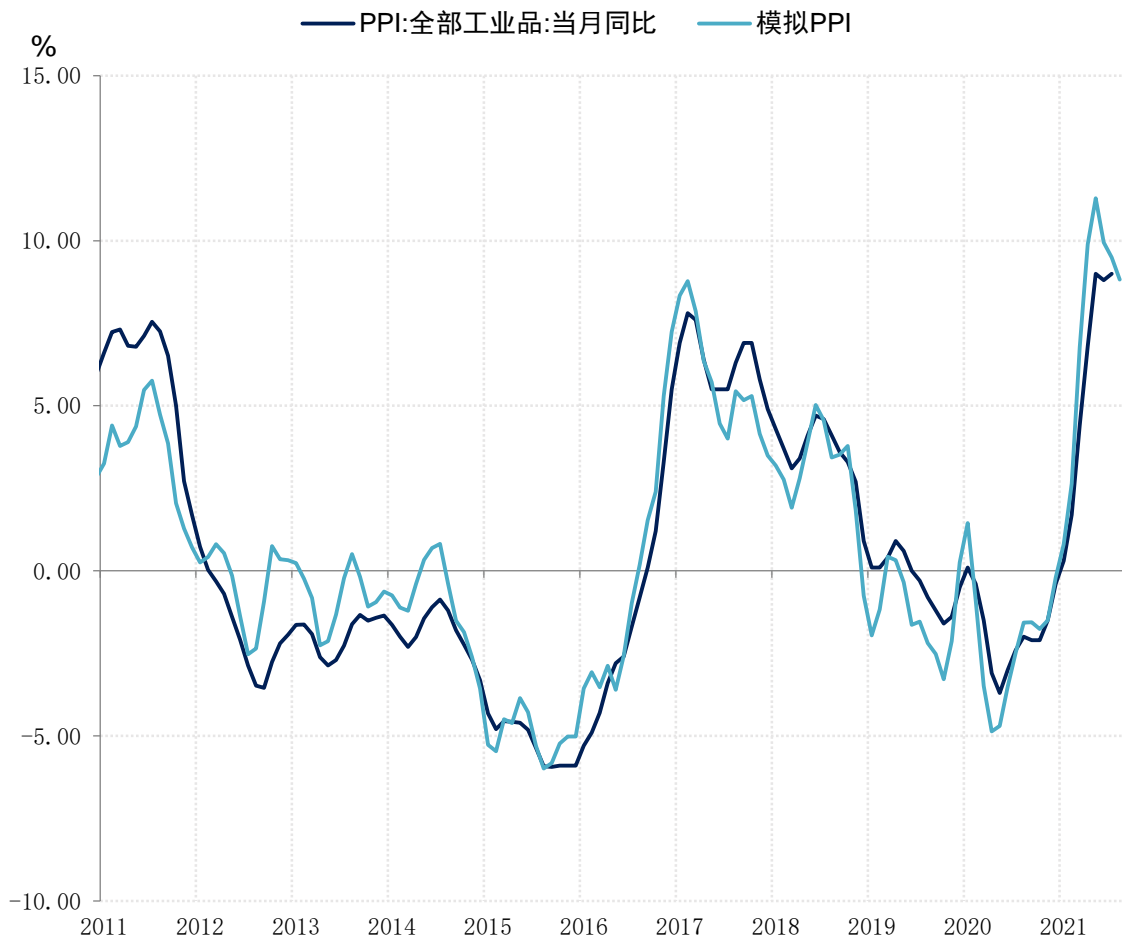
## PPI的波动由谁贡献？（行业层面）



# 2.1 PPI的定义与构成

从大宗商品板块看PPI，原油、黑色(螺纹钢)、有色(铜)、煤炭的价格表现对于PPI有很强的解释度。以期货价格进行模拟，R-square达到0.9以上。

## PPI的波动由谁贡献？（商品层面）



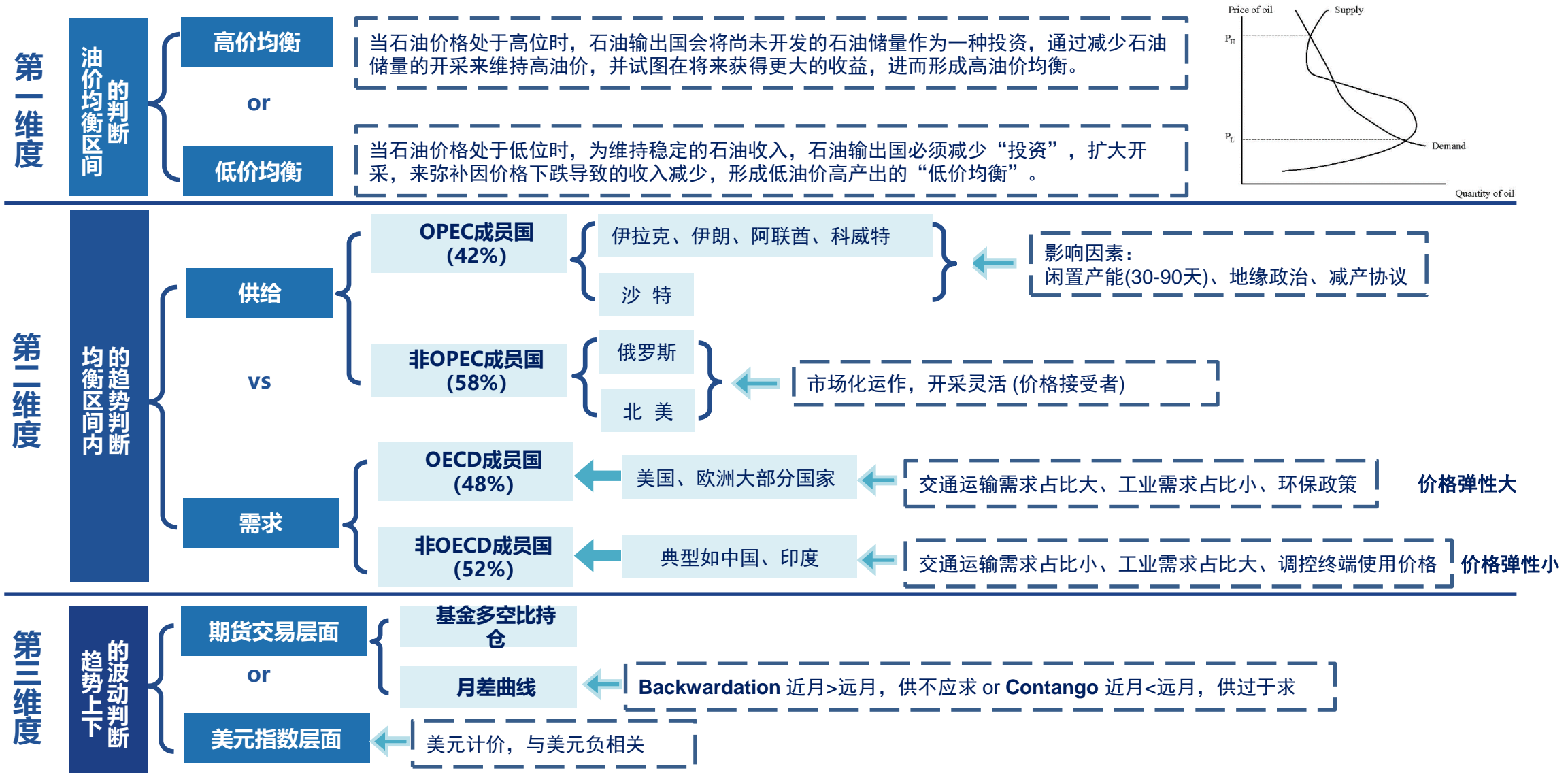
ppi	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
coal	.0131931	.0051715	2.55	0.012	.0029627	.0234235
steel	.027322	.0107127	2.55	0.012	.0061298	.0485143
copper	.0457571	.0104939	4.36	0.000	.0249977	.0665165
oil	.1508032	.0097675	15.44	0.000	.1314807	.1701256
_cons	.1625031	.1215751	1.34	0.184	-.0780014	.4030077

. estat vif

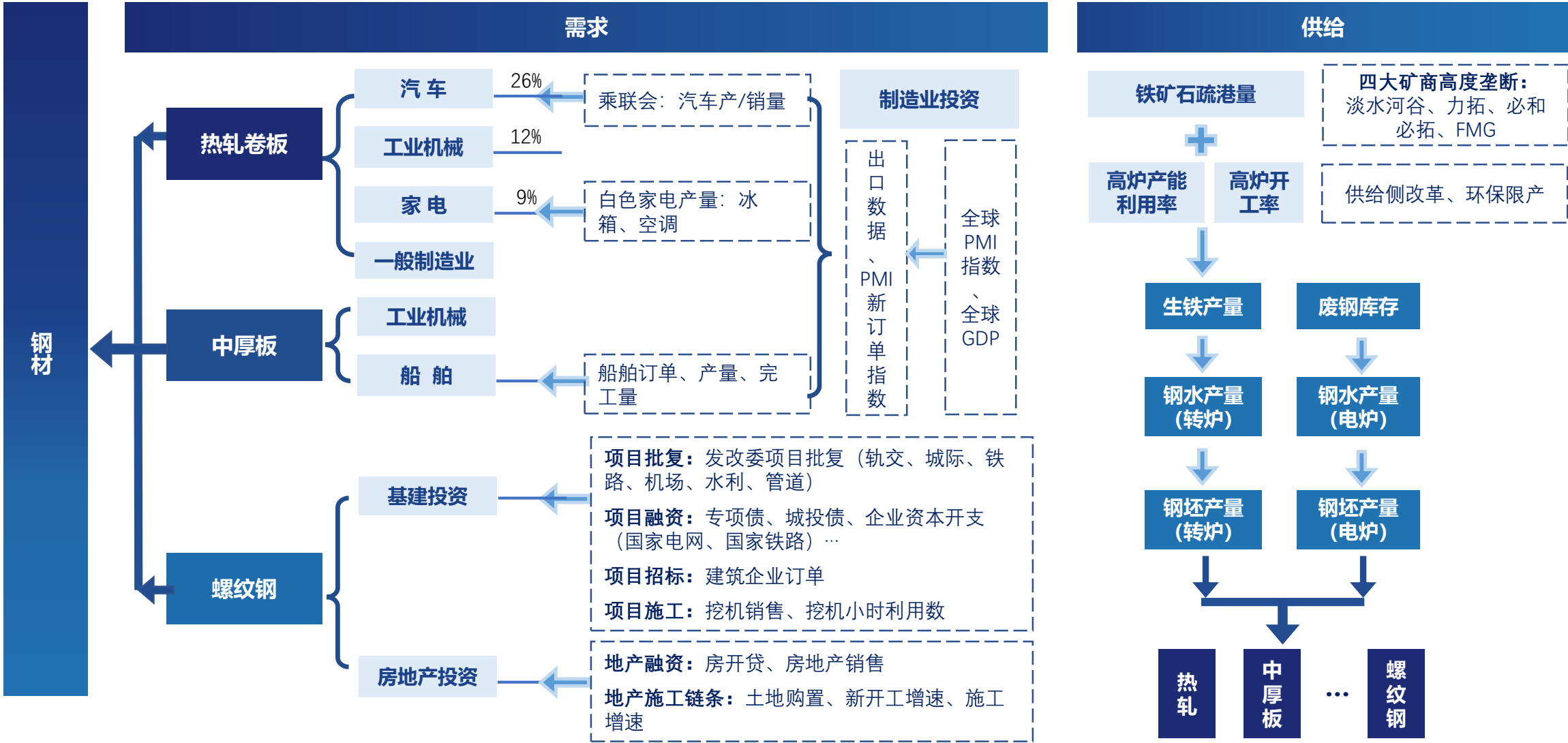
Variable	VIF	1/VIF
steel	4.98	0.200618
coal	3.22	0.310392
copper	2.38	0.419774
oil	1.72	0.582979
Mean VIF	3.08	

此报告由华创证券提供，其全部或部分内容均可复制或转载。本报告中所有数据均来自公开渠道，如有错误或遗漏，恕不另行通知。本研究报告仅供客户参考，不作为任何投资建议。未经许可，不得复制或转载。

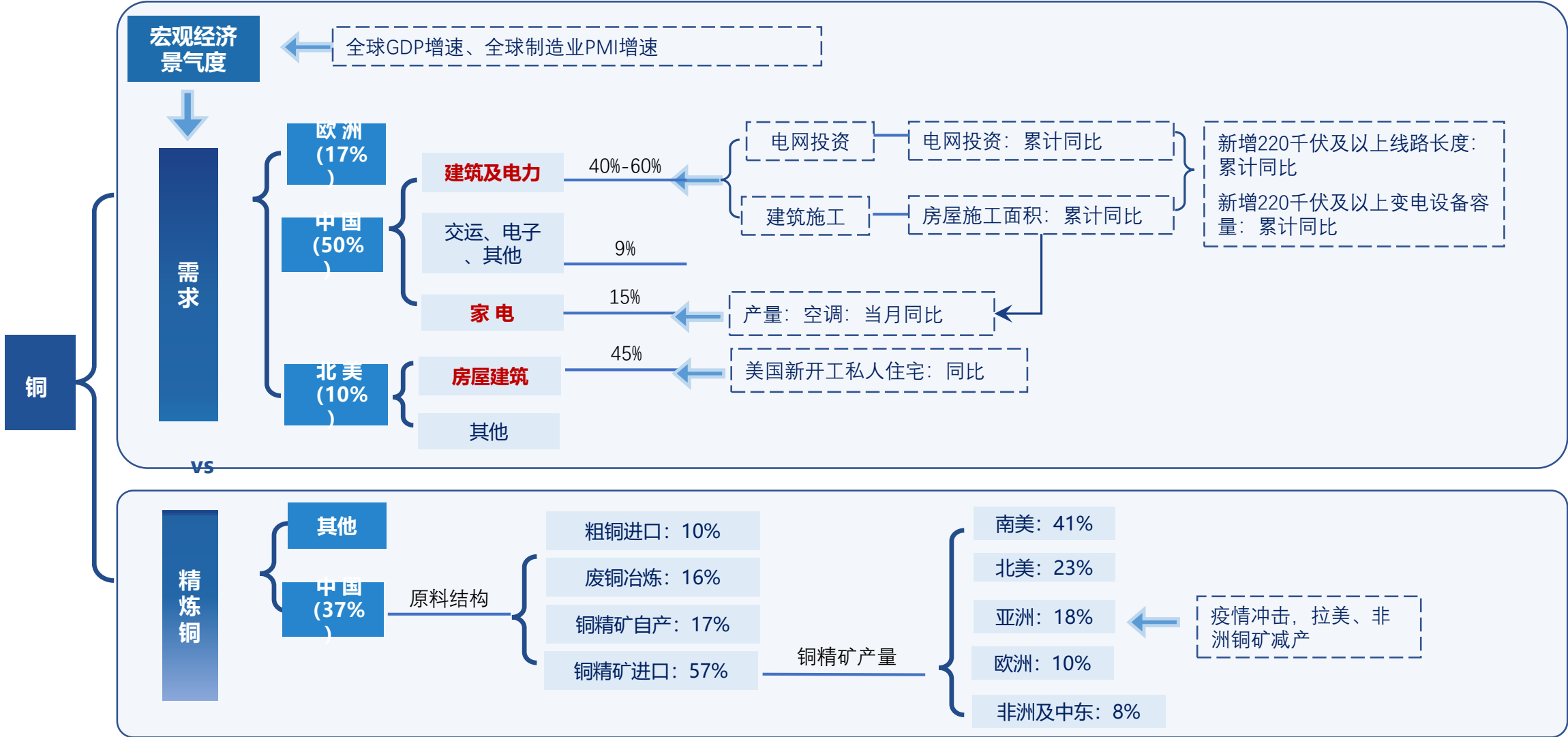
2.2 PPI的分析预测-微观视角之油



# 2.2 PPI的分析预测-微观视角之黑色



# 2.2 PPI的分析预测-微观视角之有色



## 2.2 铜怎么判断？

### 铜：工业属性和金融属性——金融条件尚未拐点，工业条件仍能上行，铜价上行窗口尚在。

- 铜价与中美工业生产指数同比均值在2006-2020年内的相关系数高达0.7。中美工业生产同比下半年偏平，铜价趋于震荡。中国的工业生产在2季度已经小幅回落，下半年随着出口小幅回落，可能会继续下行。对于美国而言，我们持续关注的库存数据显示，美国当下或已经进入被动补库存阶段，工业生产的上行将会进一步趋缓。中美工业生产综合看，下半年走势偏平。
- 铜价与中欧M2同比关系相关系数45%左右。中欧M2所代表的全球金融条件初见拐点，下半年同比或继续下行，铜价有调整压力。下半年开始，受制于去年同期汇率的高基数（人民币、欧元在去年下半年都大幅升值），汇率的拉动将回落至0%附近，拖累中欧M2增速回落。

中美工业生产与铜价



中欧M2与铜价



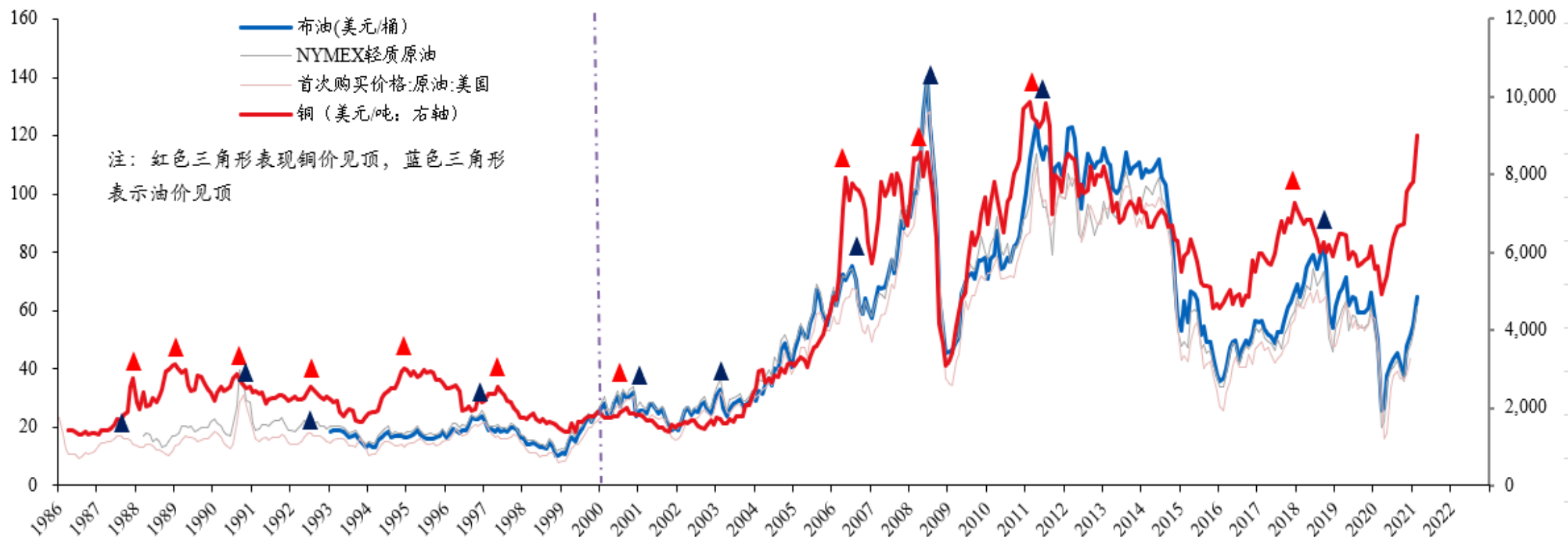


## 2.2 铜是全球大宗周期的领先指标

### 历史复盘：铜价五次见顶均领先于油

- 2000年之后的铜见顶时间全部领先于油。2000年之后铜有过五次见顶，分别是2000年9月、2006年5月、2008年4月、2011年2月、2017年12月，随后油见顶。领先时间短则2个月，长则9个月。

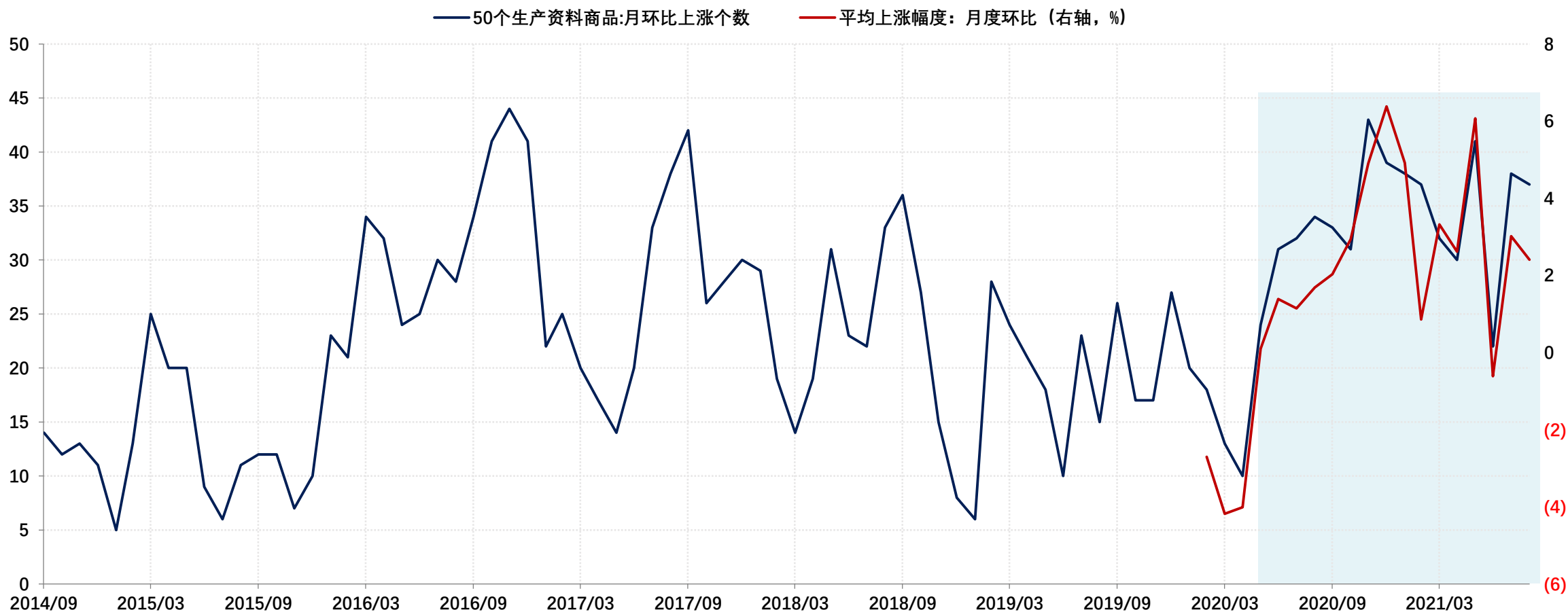
2000年后铜价五次见顶全部领先于油价



## 2.2 高度涨价时期，商品的全面涨价需要高度关注

在高度涨价时期，对于PPI的分析和预测必须关注到全品类的涨价扩散问题

2020年下半年，商品涨价扩散度快速抬升

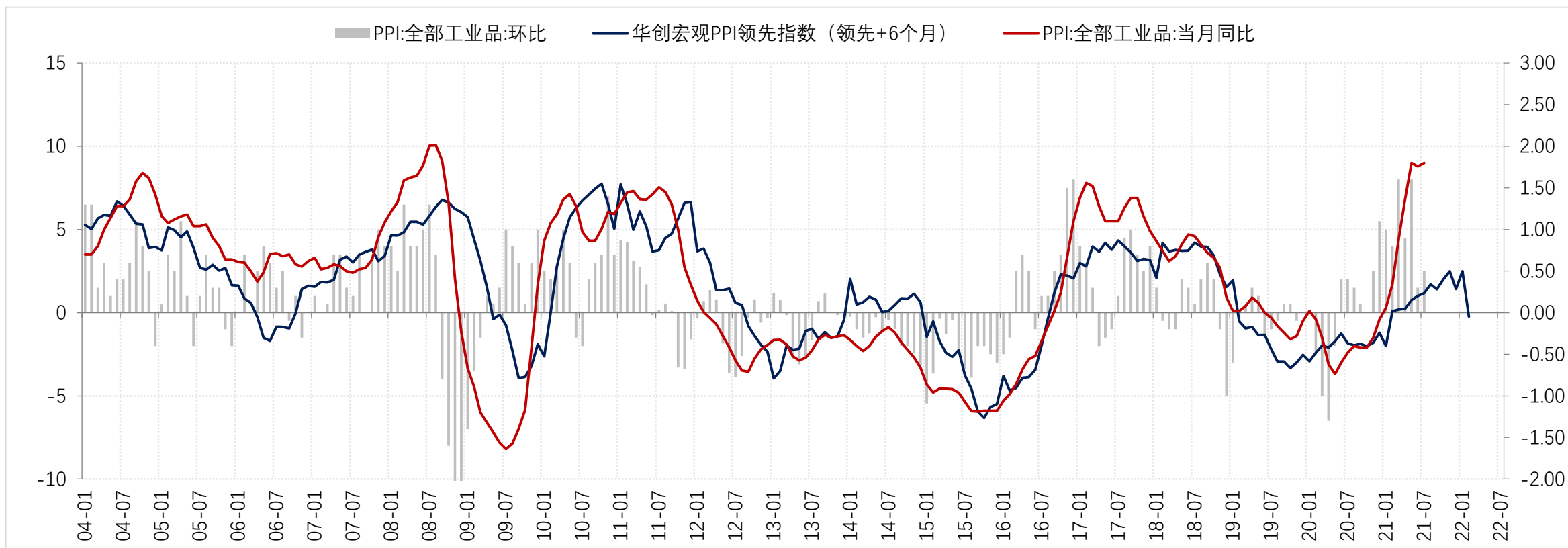


## 2.3 PPI的分析预测-华创宏观领先指数

### 华创宏观领先指数指征的通胀宏观环境将于四季度转向

- 根据华创宏观PPI领先指数，全球流动性、总需求和计价对于PPI同比的支撑将持续到三季度末。PPI环比三季度转跌的压力解释将明确，PPI同比也将开启缓慢回落，并与明年开年后快速下行。

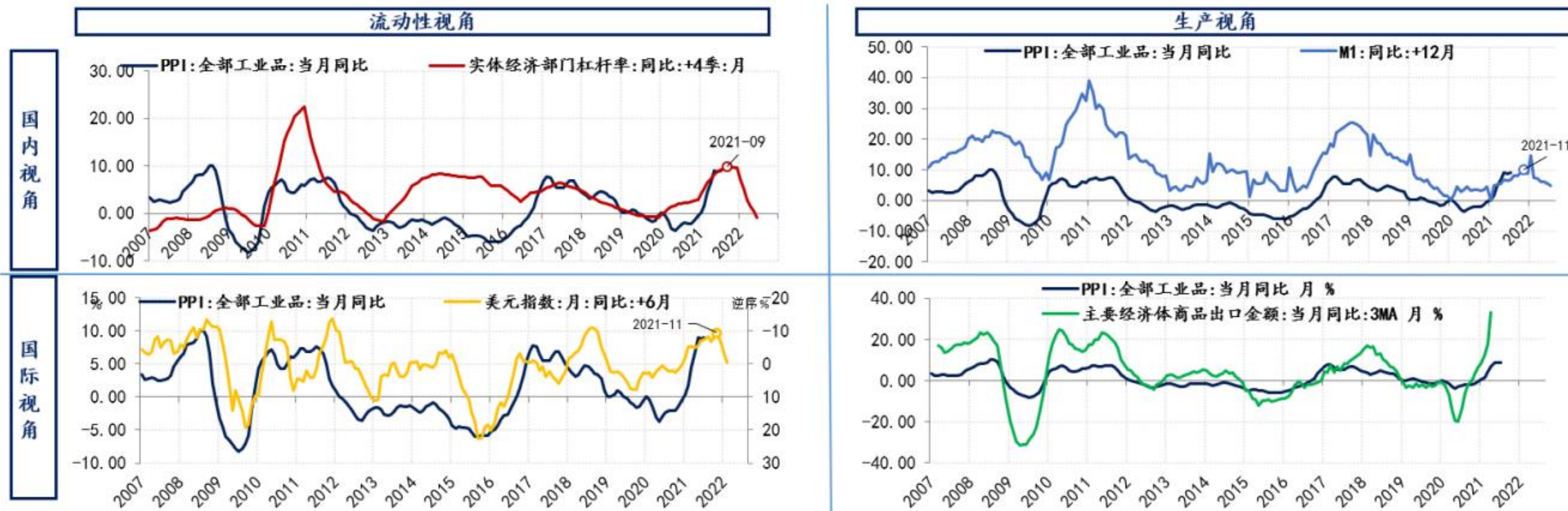
华创宏观领先指数



## 2.3 PPI的分析预测-华创宏观四象限模型

- | **国际贸易额同比同步于PPI走势。** 国际贸易增速反映全球经济生产及投资增速的情况，是大宗商品的最直接需求，决定了大宗商品的价格。
- | **美元指数与PPI走势呈反比，大致领先6个月。** 从计价因素看，大宗商品主要以美元计价，当美元相对升值时，大宗商品价格表现弱势；从流动性层面看，持续宽松的美元流动性有助于刺激全球需求的复苏，推升大宗商品价格上行。
- | **国内M1同比领先于PPI走势近12个月。** M1作为企业的活期存款，代表企业用于经营周转的现金流，领先于工业企业库存周期9-12个月，领先于PPI一年左右。虽然在小波动上不能完全对应，但是在大的周期波动上是有非常好的指示意义。
- | **实体经济部门杠杆率的同比变化领先于PPI同比1年左右。** 实体经济部门杠杆率的高低直接影响企业的投资能力，进而影响大宗商品价格的变化，领先时间3-4个季度左右。

PPI四象限模型



## 第三部分

01 CPI的定义、分析与测算

02 PPI的定义、分析与测算

**03 PPI与CPI之间的联动传导**

04 通胀的宏观影响

# 通胀传导：从PPI到核心CPI，传导依然成立

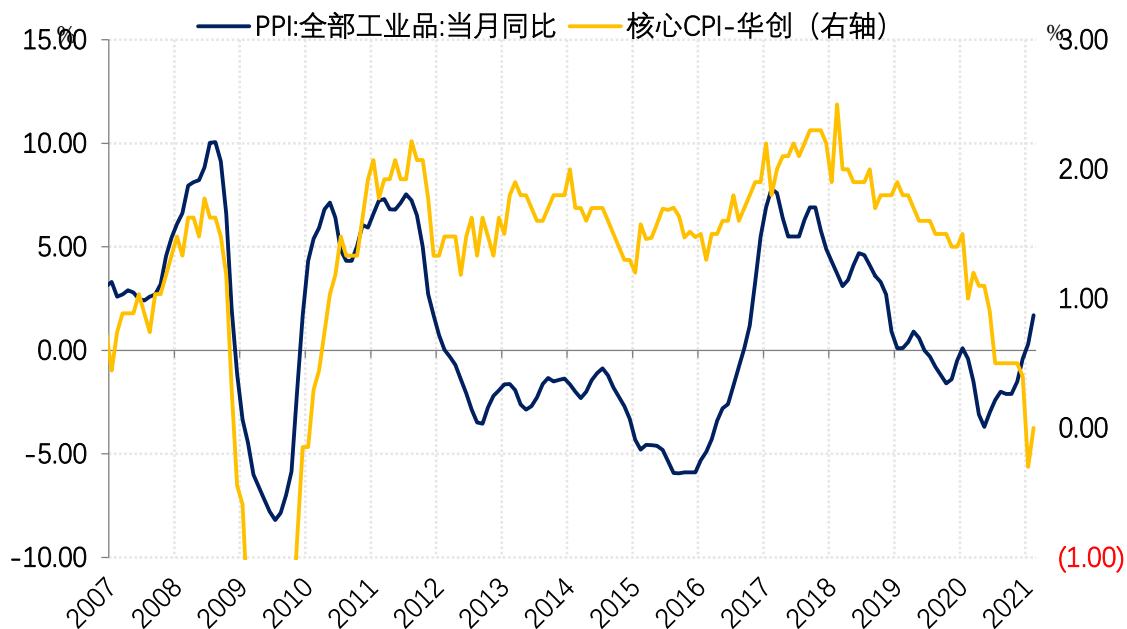
## 从PPI到核心CPI的传导依然成立

- PPI→核心CPI是观测价格传导的有效指标，在历史上始终成立。从2014年到2019年，PPI同比与核心CPI同比的相关系数高达0.81。

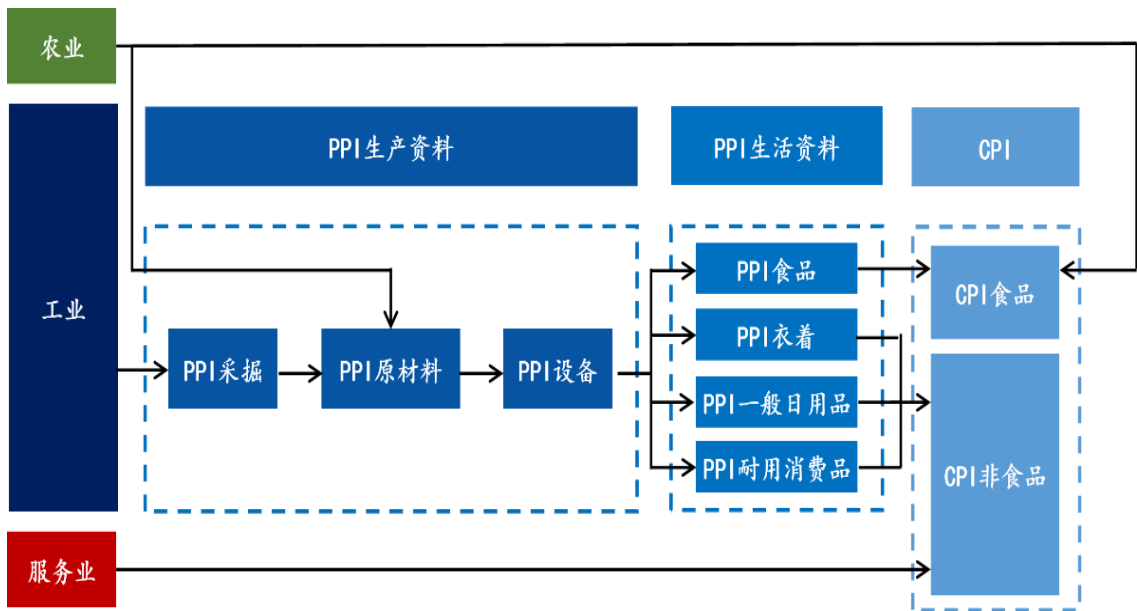
## 价格指标背后的统计结构不同，导致PPI→CPI传导看似受阻

- PPI→CPI在2015年之后传导受阻，实际上是因为PPI与CPI统计范围不同，放大了食品价格（以猪为代表）对“传导”的扰动。PPI波动取决于煤炭、油气、金属与非金属这些原材料行业，波动贡献度在65%左右，有关食品的农副食品加工业、食品制造业、饮料制造业，波动贡献度则不到5%，其中农产品的直接扰动更小。CPI波动很大程度受食品项影响，波动贡献度超过60%，且食品项中主要还是畜肉、鲜菜、鲜果这些直接的农产品，而非加工食品。

PPI到核心CPI的价格传导依然成立



价格指标背后的产业结构





# 通胀传导机制：以产业链条为路径，以需求拉动为前提

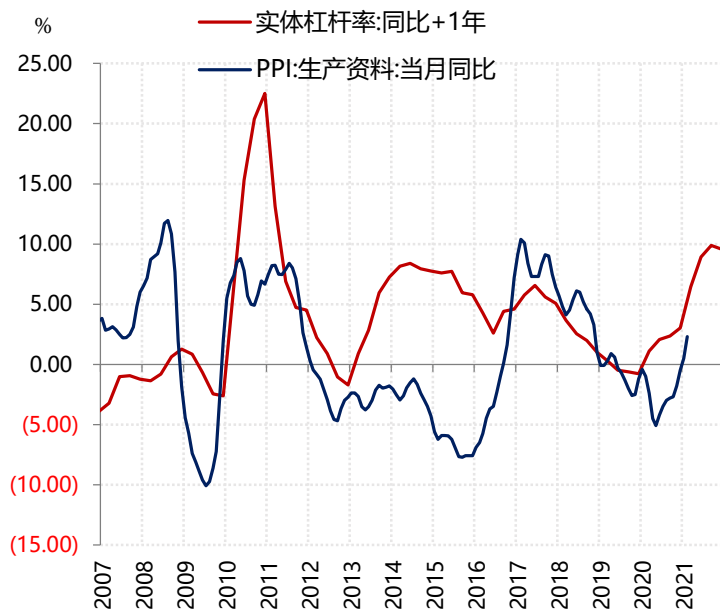
## 通胀传导理论——成本推动vs需求拉动

- **成本推动型**：价格通过生产链条，以产品成本的形式自上而上传导，沿“初级产品-中间产品-最终产品”链条，PPI变化最终带动CPI变化。
- **需求拉动型**：下游价格最先受到消费品需求的拉动，消费品需求的变化又进一步带动上游生产资料的需求，并拉动生产资料价格变化，CPI变化最终带动PPI变化。

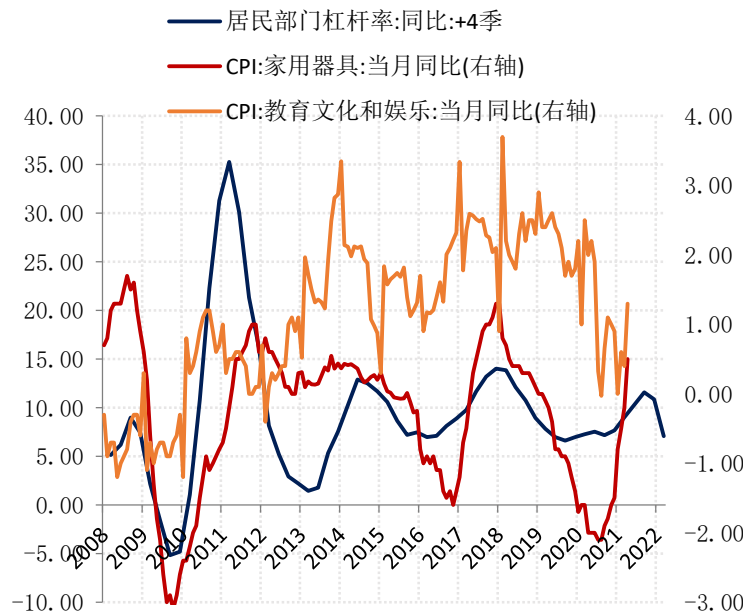
## 通胀传导实际——以产业链条为路径，以需求拉动为前提

- 复盘历史涨价周期，涨价传导的产业链条应是PPI采掘同比→PPI原材料同比→PPI设备同比→PPI消费品同比→核心CPI同比。但涨价自产业链传导的前提，是各环节需求的抬升。对上游生产资料（包括采掘、原材料），以基建、房地产为代表的逆周期需求是主要影响因素，同时还应关注出口背后反映的全球经济和国际大宗热度。对下游生活资料（包括各类消费品价格），居民资产负债表的修复，包括居民杠杆、薪资和就业都是决定性的变量。

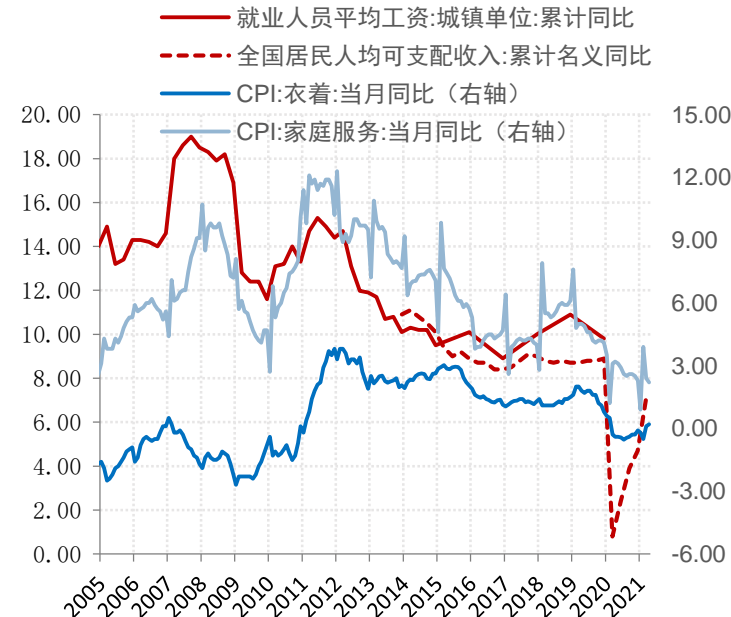
实体杠杆率变化领先生产资料价格变化约1年



居民杠杆与耐用消费CPI



居民收入和工资同比与一般消费CPI

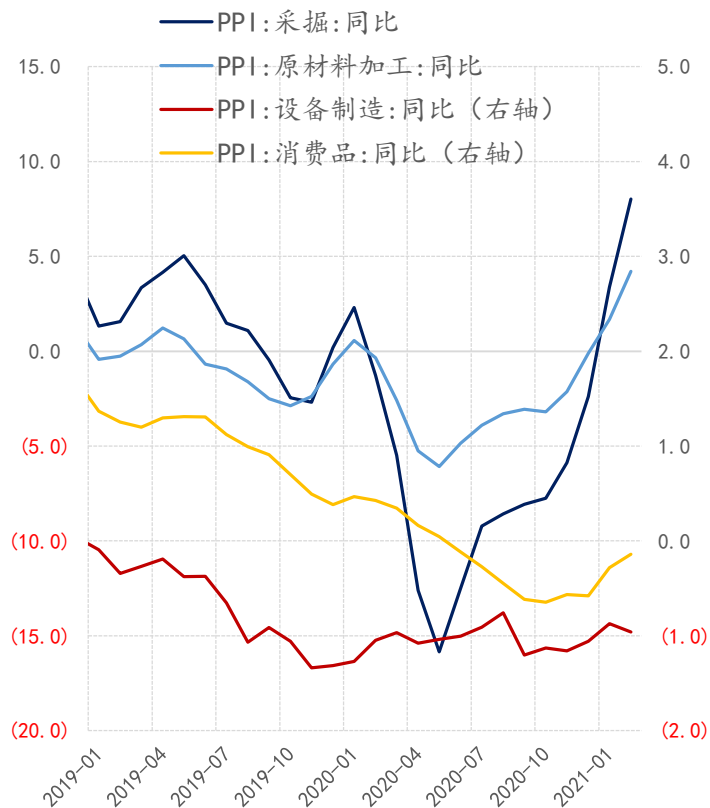


# 本轮涨价传导——难得的一轮清晰价格传导

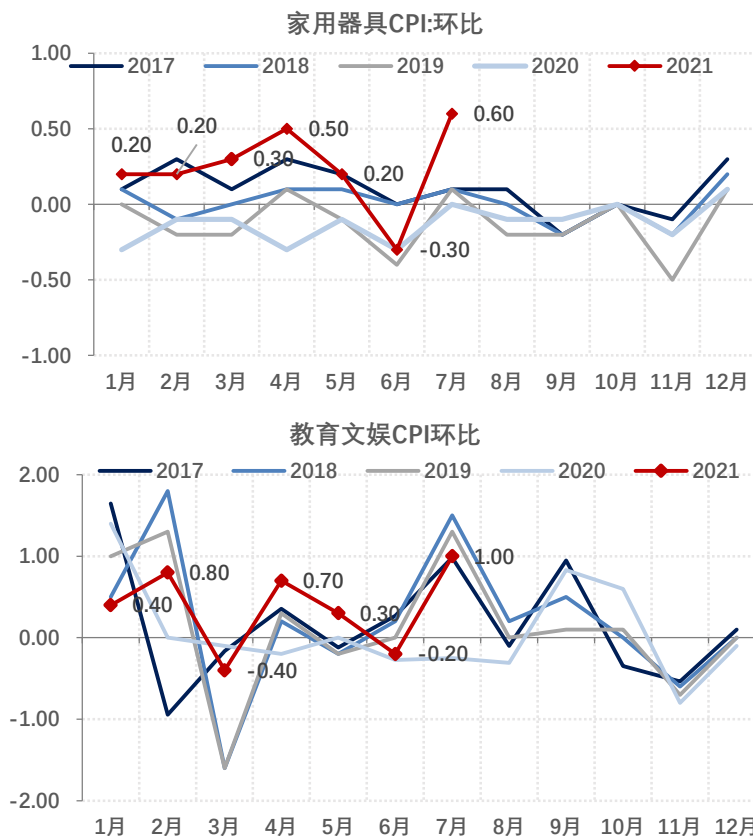
## 本轮涨价特征：清晰的逐步传导，但下游难逃疫情的反复扰动

- 本轮涨价自上而下传导的过程，依次经历“4-5月采掘/原材料PPI同比反弹→6-8月高集中度消费品PPI同比反弹→9-10月出口依赖型消费品PPI同比反弹→3-4月耐用品/高端消费品CPI同比反弹→6-7月一般消费品/日常服务CPI同比微弱修复”。
- 但由于疫情的扰动，本轮下游的价格修复始终偏弱，比如6-7月教育文娱的价格环比再次低于季节性，正是DELTA病毒疫情扩散所致。

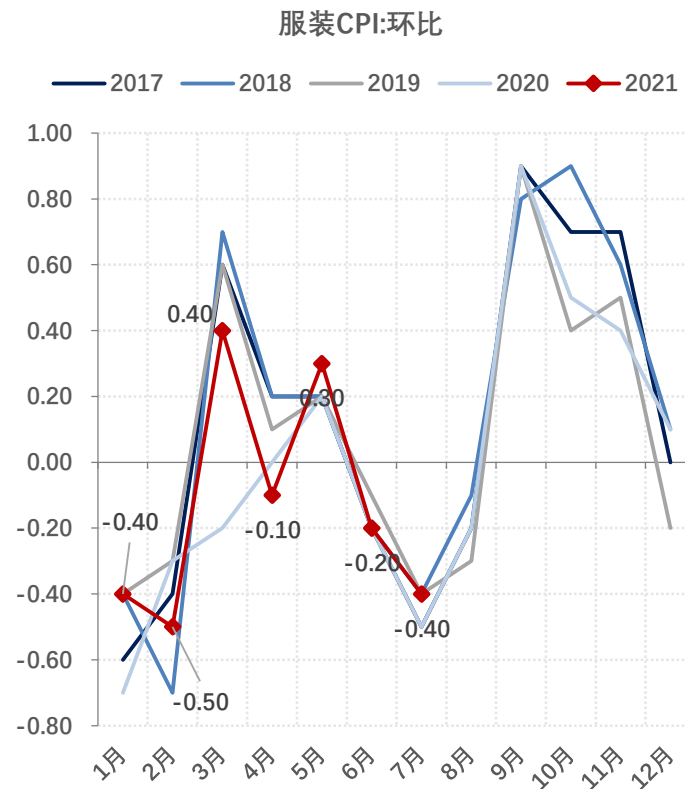
### 2020年至今PPI板块指数的同比变化



### 高端消费价格环比创历史新高



### 一般消费价格环比远低于历史季节性





## 第四部分

01 CPI的定义、分析与测算

02 PPI的定义、分析与测算

03 PPI与CPI之间的联动传导

**04 通胀的宏观影响**

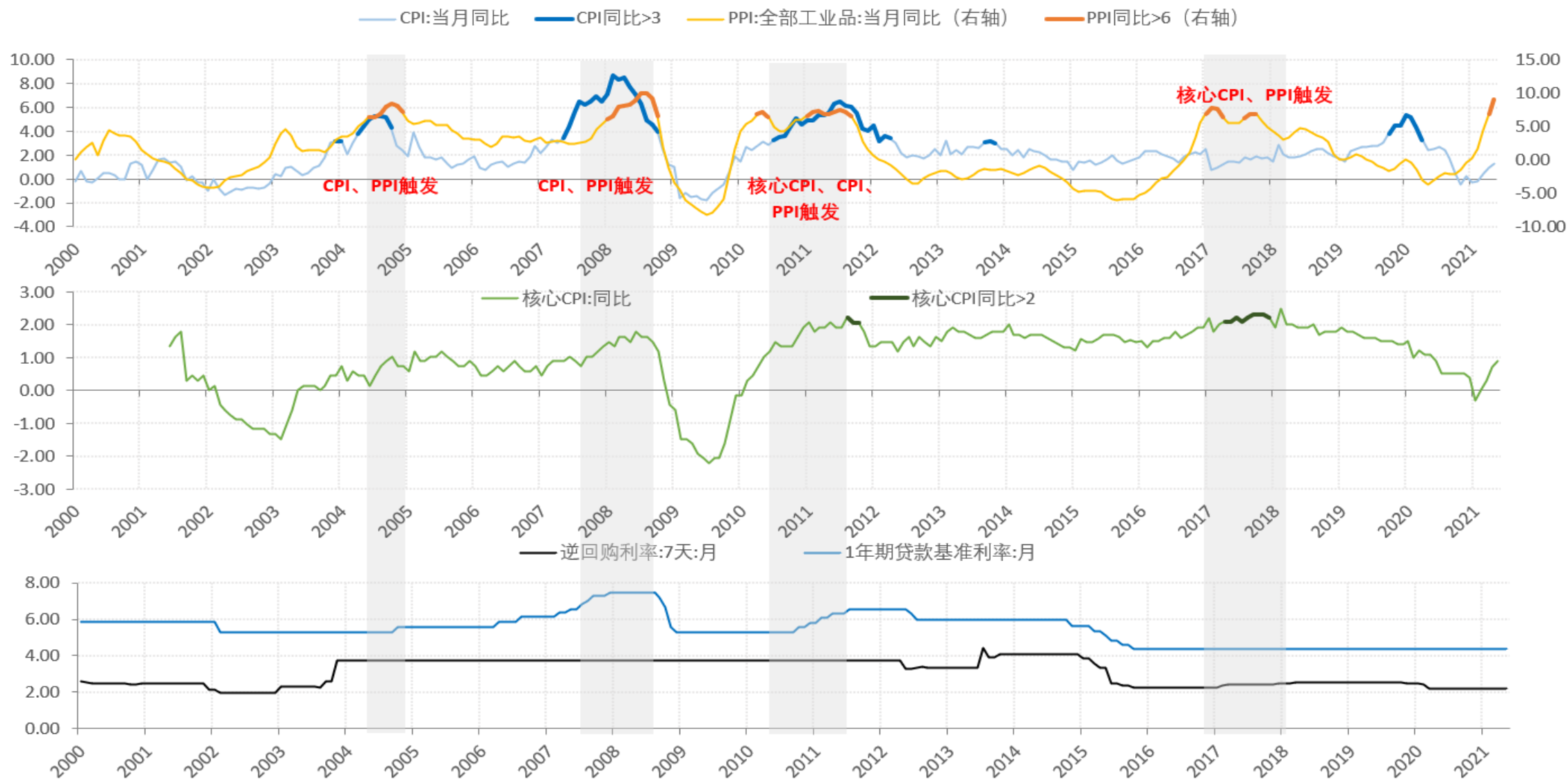
# 通胀与货币政策：央行关注目标之一

- | 通胀是央行货币政策关注的重要目标，这是毋庸置疑的。
- | 但同时也应注意到，我国的货币政策并不是单一目标制，而是一个“既要又要”的多元目标体系。

央行货币政策目标体系及转向触发点

货币政策目标体系	触发点		指标
<b>四大目标</b> 1、币值稳定 2、充分就业 3、金融稳定 4、国际收支平衡  <b>根本目标</b> 保持货币币值稳定，并以此促进经济增长	<b>紧缩触发点</b>	通胀热	PPI
			核心CPI
		资产泡沫/金融套利	债市:隔夜交易占比
			股市:权益ERP
			房地产:房价
			套利:1年AA级中短期票据利率-一年期理财收益率
	<b>宽松触发点</b>	稳增长	GDP增速
			制造业投资同比
			社零同比
			投资与消费倾向
		保就业	失业率
		信用收缩风险	信用违约/利差

# 通胀触发货币政策收紧——经验上看，三者有其二才加息



## 纵向视角看，量价增速综合决定了利润增速。

- 当量上工业增加值判断顶点，价上PPI同比确认顶部后，制造业利润，包括上中下游，均接近利润扩张周期顶部，尤其是上游企业利润，正是利润增长最疯狂的时候，随后企业赚钱速度将开始变慢。

PPI同比与工业增加值同比见顶，意味着上中下游企业利润增速见顶

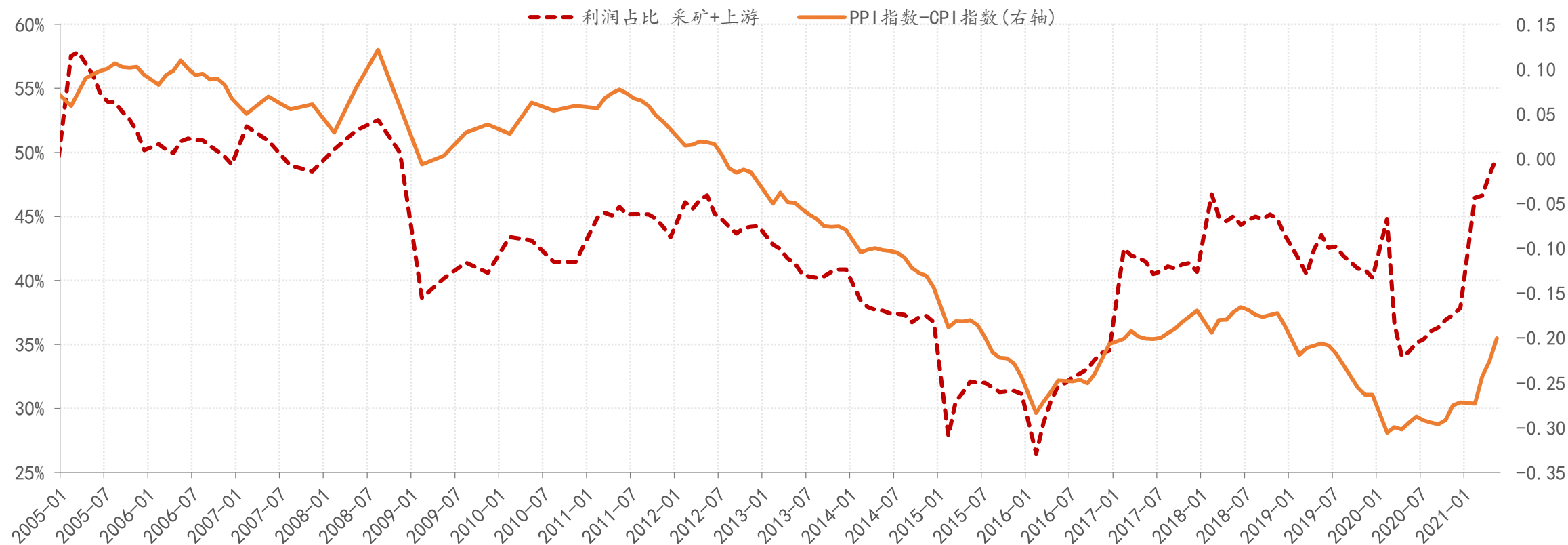


# 通胀与企业利润：纵向定增速，横向定结构

## 横向视角看，PPI指数-CPI指数剪刀差决定了上游利润占比。

- 横向视角看，PPI指数-CPI指数剪刀差见顶前，制造业上游利润占比依然占优。这一特征在2010-2011、2017-2018年，PPI指数的爬升阶段都尤为明显。

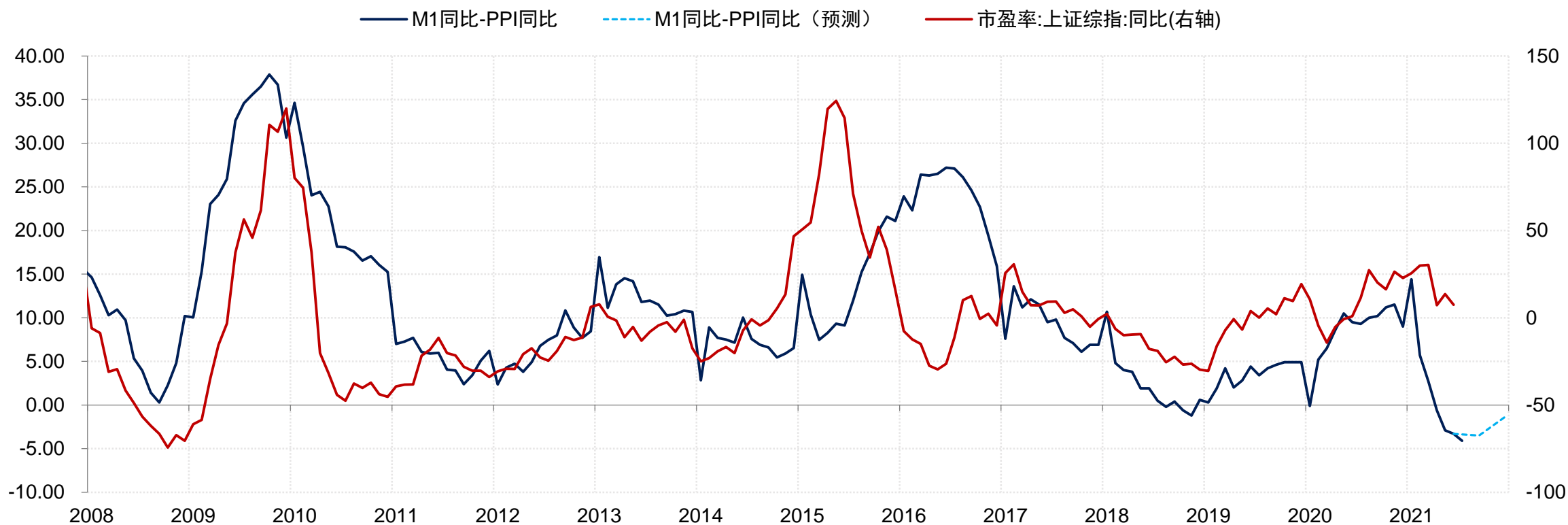
PPI指数-CPI指数（绝对价格剪刀差）是绝对利润占比较为精准的拐点



## ■ M1同比-PPI同比指征的超额流动性，是影响股市市盈率变化的关键因素。

- **2021年超额流动性压降是导致市场估值受限的根本原因。**2021年超额流动性乏力的情况大概率还将延续，最快也要到四季度才有边际好转，届时指数估值压力才能得以缓解。一方面根据三因子模型，M1同比受制于商品房销售增速下行、表外融资收缩以及财政发力后倾等因素，短期内仍将继续下行，大概率到四季度才能止跌企稳。另一方面，根据宏观四象限模型，PPI同比预计也要到四季度才能明确回落。

我国M1同比-PPI同比 vs 市盈率同比

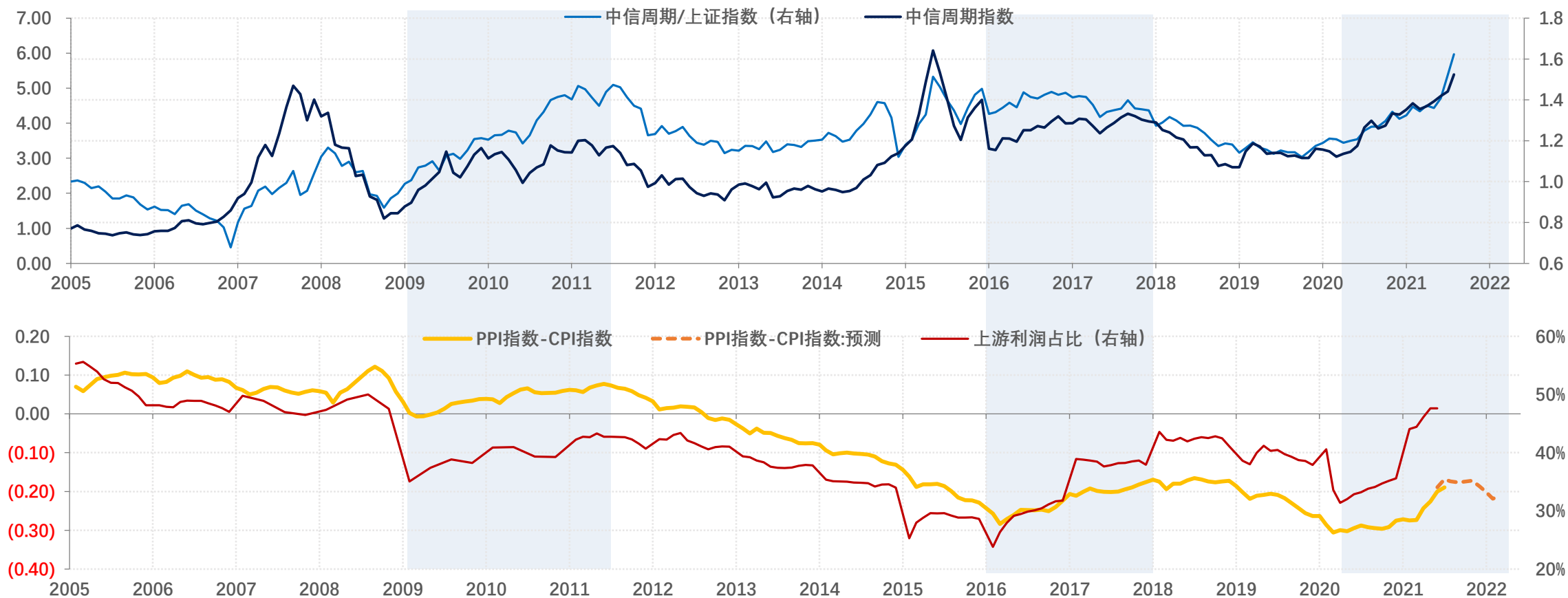




## PPI指数-CPI指数剪刀差决定利润占比的同时，决定了周期行情。

- PPI指数-CPI指数剪刀差上行，意味着上游企业利润占比抬升，产业链当中周期板块更具利润优势，周期股往往能跑出超额收益。

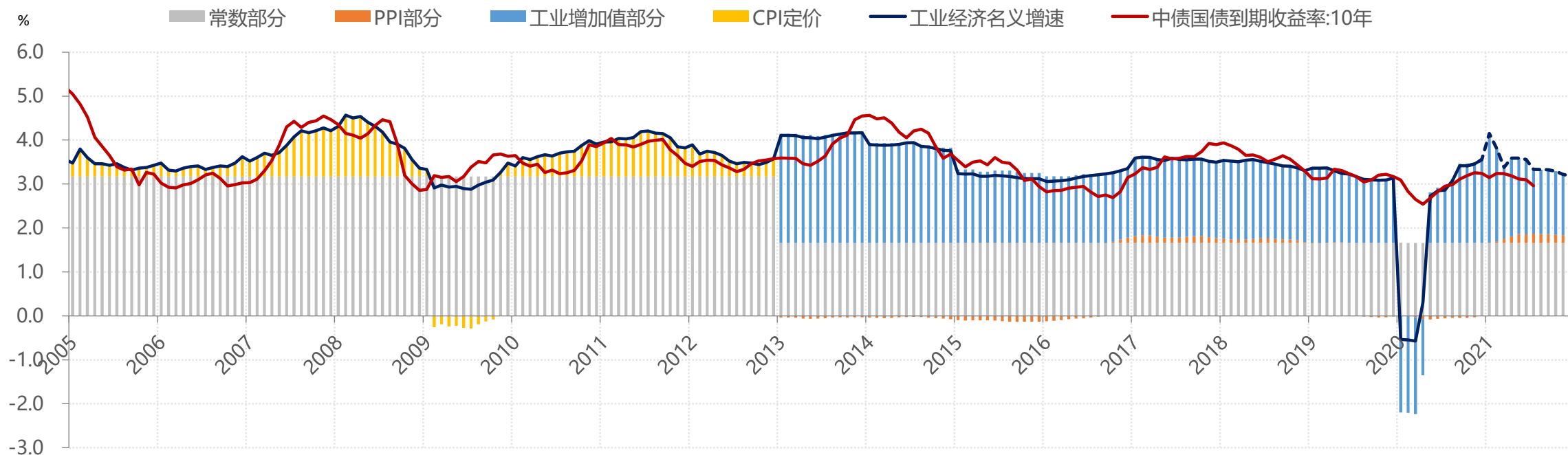
### PPI指数-CPI指数剪刀差决定利润占比的同时，决定了周期风格



## 长期来看，我国利率中枢，由工业经济名义增速决定。从2013年开始，我国长端利率针对工业经济名义增速做定价。

- 2008年之前经济实际增长始终保持在长期上行通道上，市场对于名义增长率的变化基本简化于CPI的波动。
- 2008-2013年全球金融危机和中国逆周期调控的周期波动下经济增长动能分析的重要性凸显，市场的分析范式转为“基本面+CPI”的双轮驱动模式。
- 2014-2018年PPI打破了与CPI同步运行的传统CPI波动趋缓而PPI则经历了产能过剩到供给侧改革的周期波折，其对于名义增速的意义方为市场所认识。“PPI+工业增加值→名义增长→债市利率”的分析范式方为成熟。

我国利率中枢由工业经济名义增速决定

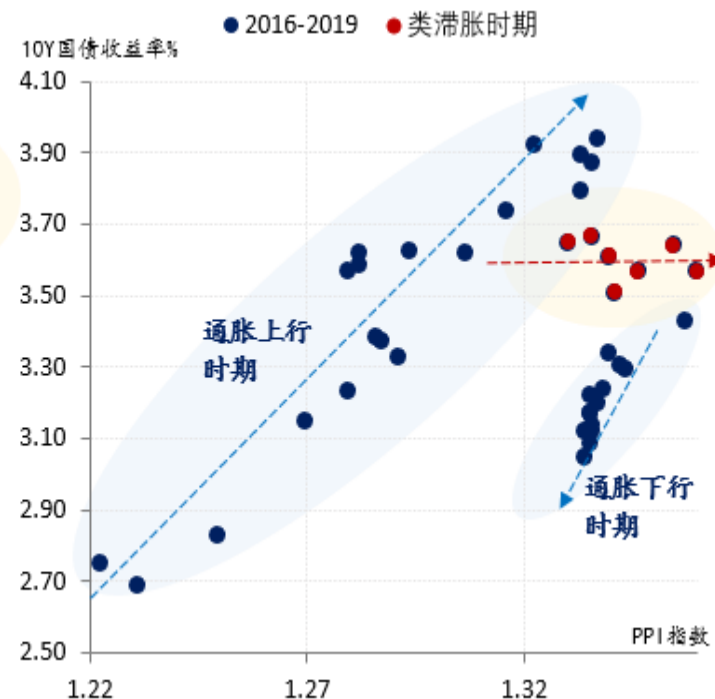
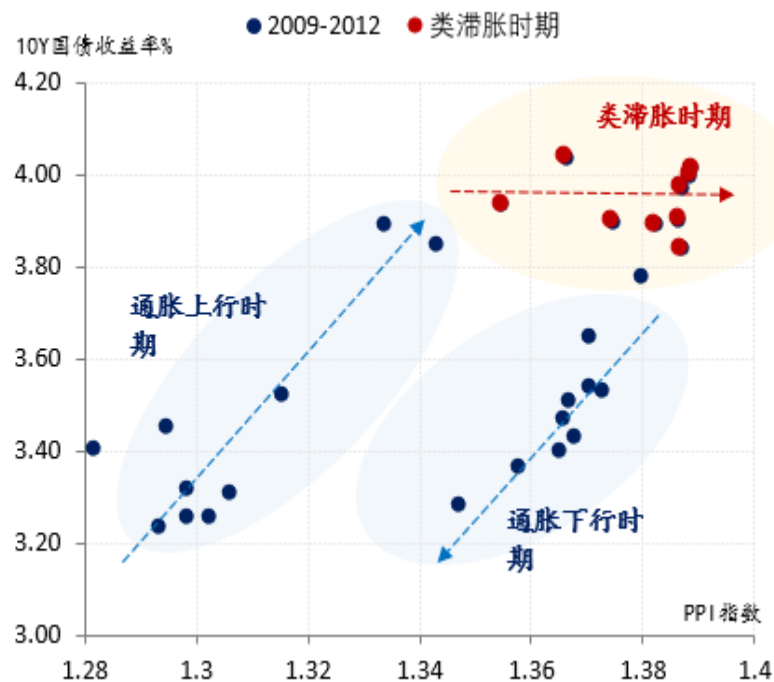
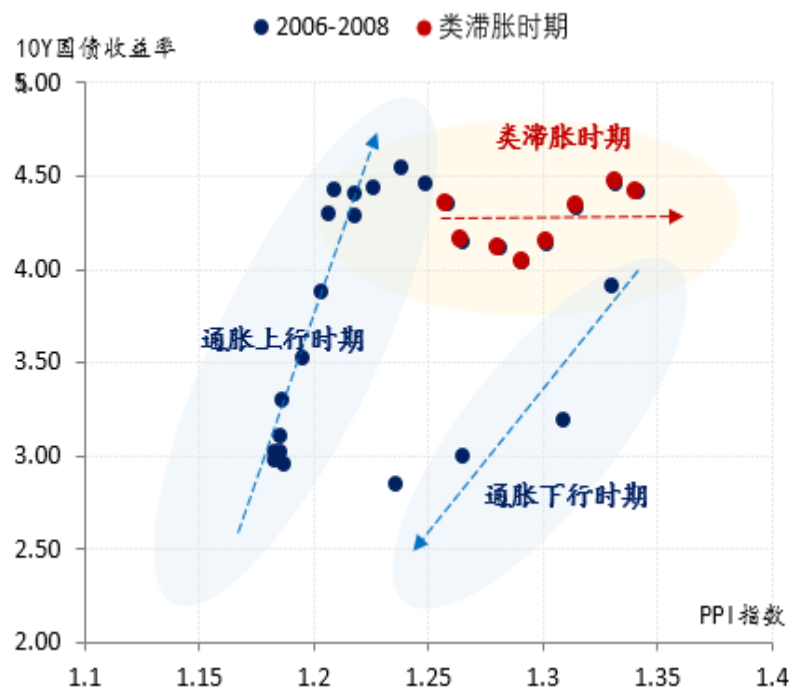




但短期来看，当下经济类滞胀阶段，利率对于经济增长和通胀变化都进入“脱敏”阶段，资金面成为引导小波段的主因。

➢ 历史上三次类滞胀时期，利率走势均缺乏明确方向，在窄区间内反复震荡，显示出由交易的进退两难造成的“脱敏特征”。这一时期制约利率反复震荡的关键，是经济增长转向vs通胀指标冲高的矛盾。利率被两大因素交替影响，呈现进退两难格局，定价进入平台期。

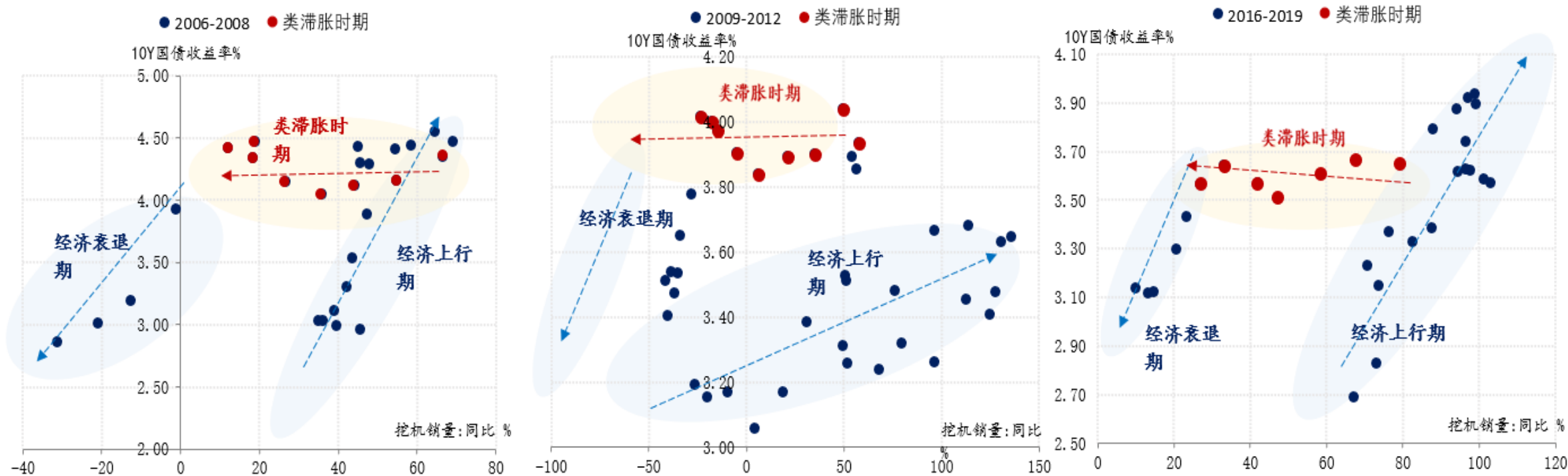
## 利率对于通胀的定价进入“平台期”



但短期来看，当下经济类滞胀阶段，利率对于经济增长和通胀变化都进入“脱敏”阶段，资金面成为引导小波段的主因。

历史上三次类滞胀时期，利率走势均缺乏明确方向，在窄区间内反复震荡，显示出由交易的进退两难造成的“脱敏特征”。这一时期制约利率反复震荡的关键，是经济增长转向vs通胀指标冲高的矛盾。利率被两大因素交替影响，呈现进退两难格局，定价进入平台期。

## 利率对于经济增长的定价进入“平台期”



## 华创证券研究所 | 研究至上 用心服务

华创证券研究所的研究理念是：坚持以研究为本源，以基本面研究为核心，以独立客观为准绳，扎根产业、服务产业、洞察产业，聚焦优秀公司，站在时间的一边，与好公司共成长，为机构投资者创造长期价值。。

在竞争日趋白热化的机构投研服务中，华创证券研究所始终坚持走正路、干正事，以研究的深度和质量为根基，不博出位；华创证券研究所坚持久久为功，注重研究的积累和积淀，稳扎稳打，通过制度安排不断强化研究质量居于首位的导向。

扎实的基本面研究是研究的起点和基础。在夯实基本面研究的基础上，华创证券研究所倡导做有社会价值的长期深度研究，舍得投入资源，形成经得起时间检验、穿透行业本质的研究报告，挖掘能够主导行业3-5年演进的底层逻辑。

随着科技与金融的融合不断加深，利用金融科技赋能投研正在成为全球一流投资银行的重大的变革方向。华创证券研究所结合自身投研资源优势，成立了以智能投研为核心业务的金融科技团队，形成了以“一个数据+两类知识”为核心能力的全行业投研知识图谱网络Vita-Knowhow，覆盖了全行业的上市公司、发债主体、产品和服务、数据等实体，构建了产业链、供应链、思考逻辑、估值模型等关系和模型，是目前市场上最全面的行业专家知识网络。

© 2021华创，版权所有。

www.hczq.com



**部门：** 华创证券研究所



**地址：** 北京市恒奥中心  
上海市花旗大厦  
深圳市中投大厦



**电话：** 0851-XXXXXXX



**公众号：** 华创证券研究

关注“华创证券研究”微信公众号  
或扫描：“创见”小程序二维码  
获取最新投研资讯。



本材料仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本材料而视其为客户。

本材料所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本材料所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本材料所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。材料中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。

本材料所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本材料中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本材料中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。本材料版权仅为本公司所有，本公司对本材料保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本材料的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本材料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。