

价格上涨而需求不足压缩企业盈利空间，关注中下游行业信用风险

联合资信宏观研究部

2020年下半年以来，大宗商品价格上涨显著，对我国造成的输入型通胀压力从2021年4月开始明显上升，5月PPI同比增速升至9.0%，较上月进一步增加2.2个百分点，为2008年10月以来最高。在我国国内需求持续改善的背景下，上游加工工业的价格是否能够传导至下游消费端，PPI大幅上涨对工业企业的利润有何影响，PPI-CPI剪刀差走阔对企业盈利有何影响？本文从行业角度出发，试图对上述问题进行解答。

一、采掘业及原材料加工业利润随PPI上升而走高，行业流动性进一步改善

PPI即工业生产者出厂价格指数，其波动趋势能够在一定程度上反映工业企业利润的变化情况。进一步地，PIRM即工业生产者购进价格指数，体现工业企业购进原材料的成本，理论上，如果将成本考虑在内（即PPI-PIRM）应该能更好地反映企业利润情况。但与PPI-PIRM相比，PIRM-PPI与工业企业利润增速走势较为一致，主要是由于工业企业利润中上游企业利润的贡献更大。2021年5月PIRM-PPI差值较上月进一步扩大1.3个百分点至3.5%，为2011年5月以来最高值，上游行业盈利情况或将进一步改善，利润得到进一步积累，但可能会对中下游加工制造业企业造成利润侵蚀，加大企业的经营困难。

图1 出厂价格PPI与工业企业利润走势较为一致

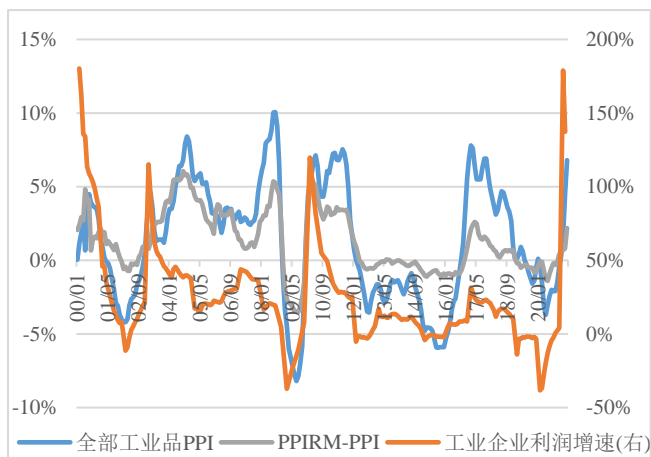
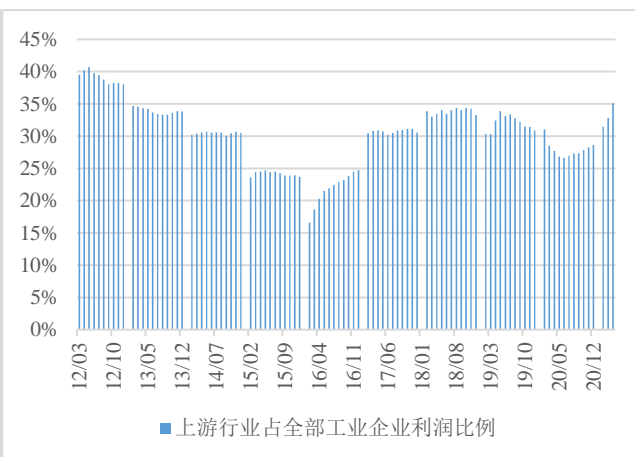


图2 上游行业对工业企业利润贡献较高



注：图中的上游行业是指采矿业+化学原料及化学制品制造业+化学纤维制造业+非金属矿物制品业+黑色金属冶炼及压延加工业+有色金属冶炼及压延加工业+金属制品业

注：上图中的利润增速为累计利润同比增速，PPI及PIRM为当月同比数据；下同

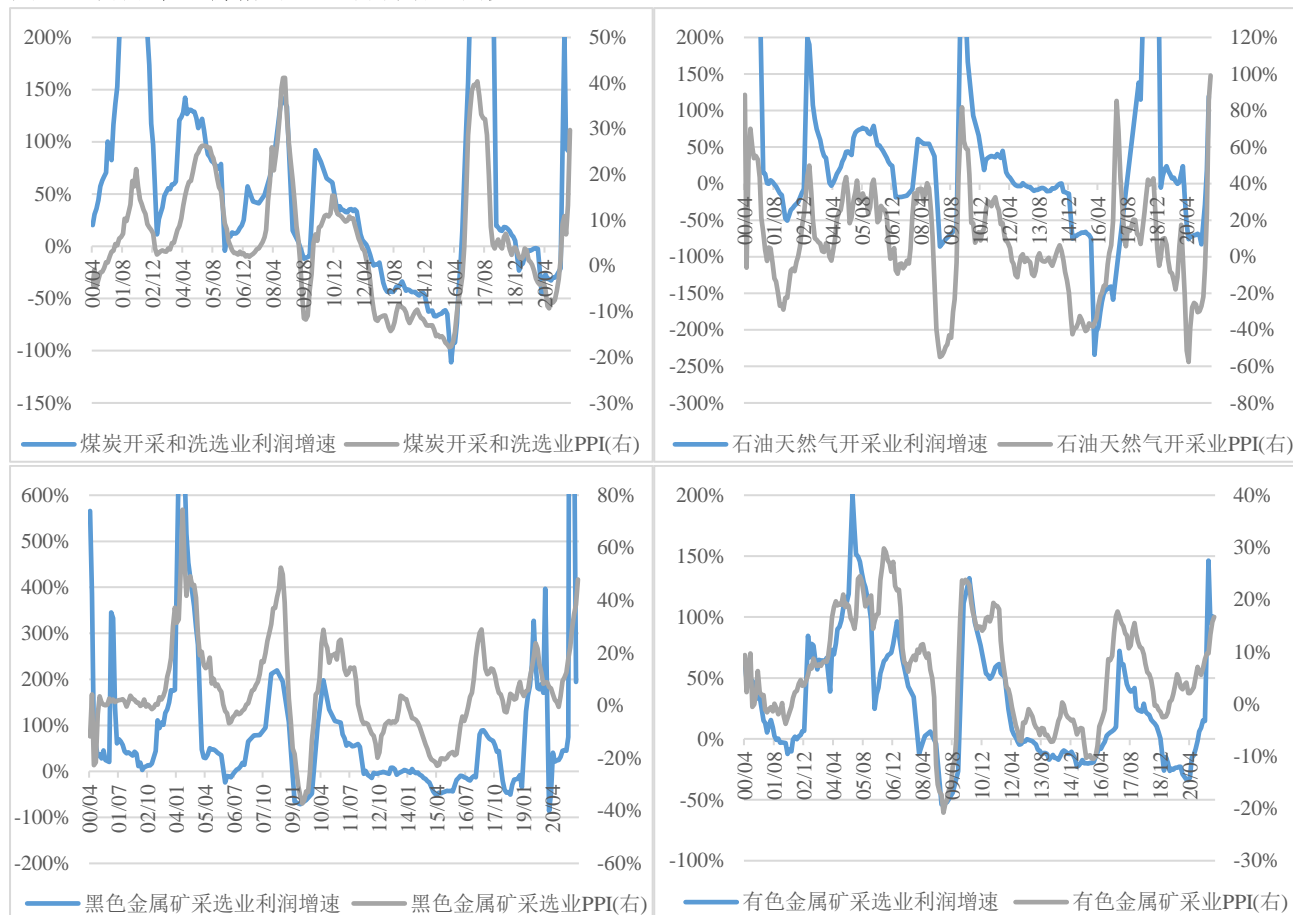
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

因为PIRM没有细分行业的统计数据，而PPI与工业企业利润增速走势也较为一致，因此在本部分采

用各工业行业的 PPI 来观察具体行业的企业利润与工业产品价格的关系。我们将国民经济行业分类标准下的 41 个工业企业行业对应到 39¹个 PPI 的分类中，虽然略有偏差，但基本方向上也可以解释价格变动对利润的变化影响。

从历史数据看，上游采掘业的价格走势与利润增速走势基本一致；中游加工业中，原材料加工业的利润增速走势与价格走势基本一致，例如造纸、化学原料加工、黑色及有色金属冶炼等靠近上游的行业；中游靠下的加工业的利润增速走势与出厂价格相关性较弱，包含金属制品、电气机械、铁路航天航空设备以及仪器仪表制造业等行业，可能是由于这些行业在工业链条中偏下游，行业利润同时受原料成本和出厂价格两端影响。

图3 上游开采业价格与企业利润增速同步

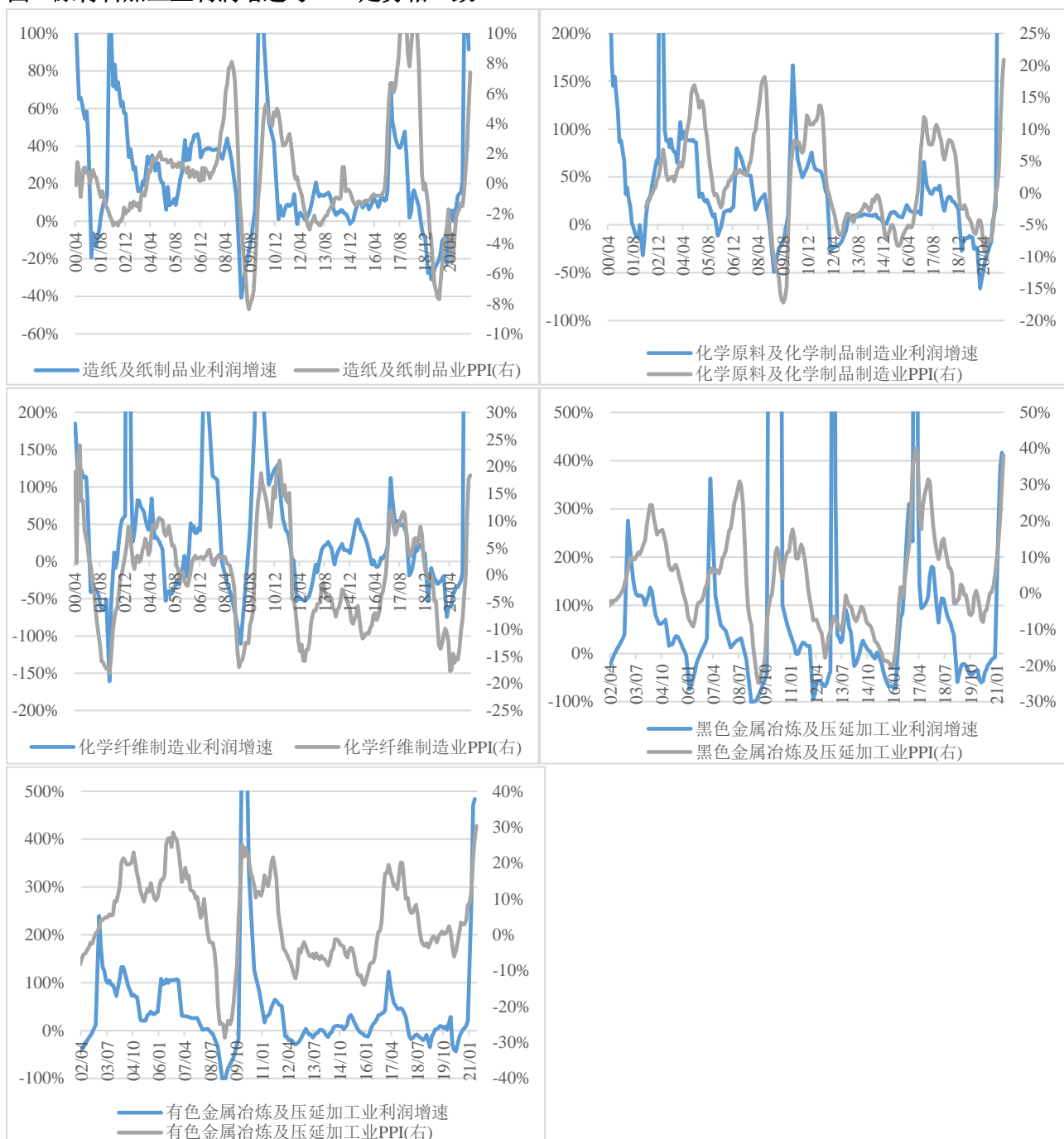


注：图中行业利润增速由于部分数据值非常高，为了更好的显示利润增速的走势情况，部分高点没有在图中显示。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

¹ 41 个工业行业中开采专业及辅助性活动和其他采矿业两个行业没有对应的行业 PPI。

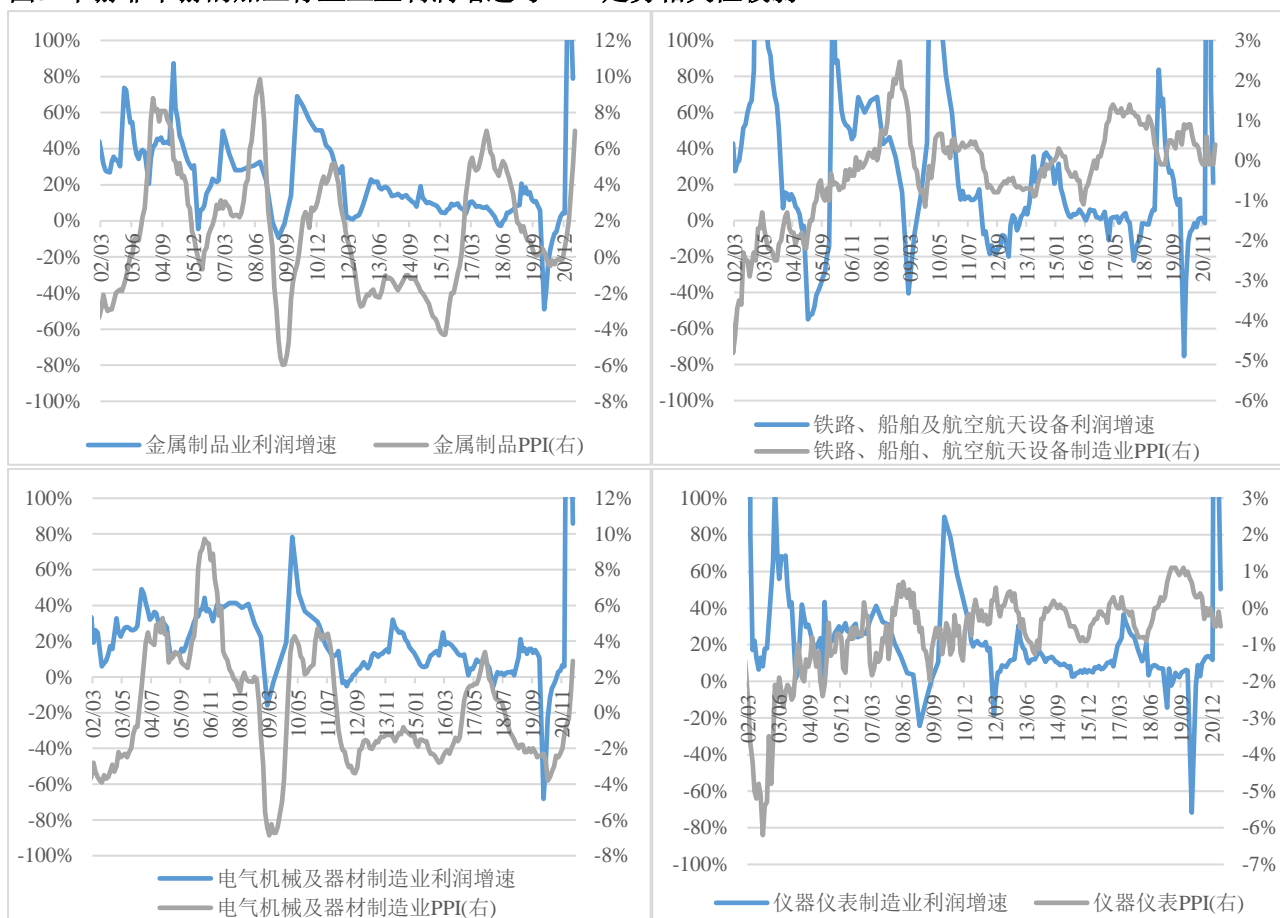
图4 原材料加工业利润增速与 PPI 走势相一致



注：图中行业利润增速由于部分数据值非常高，为了更好的显示利润增速的走势情况，部分高点没有在图中显示。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图5 中游靠下游的加工行业工业利润增速与 PPI 走势相关性较弱



注：图中行业利润增速由于部分数据值非常高，为了更好的显示利润增速的走势情况，部分高点没有在图中显示。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

供给端、需求端以及流动性均支撑本次 PPI 上行。一方面，2020 年二季度以来全球主要制造业国家受新冠疫情影响，需求有所下降，但供给相对收缩更多，大宗商品价格随着需求的修复大幅上涨，工业企业成本端上行；另一方面，我国需求不断修复叠加“碳中和”背景下的限产政策带来供给端收缩，二者共同推动 PPI 上行，同时全球流动性仍较为宽裕，助长了 PPI 的上行。

预计本轮 PPI 上涨峰值已经临近，主要是国际大宗商品价格上涨趋势放缓叠加国内多部委出手应对大宗商品价格上涨²，同时上年基数因素逐渐消退，三者共同导致 PPI 拐点将至，但大宗商品价格保持在较高水平支撑 PPI 依旧会维持在相对高位。同时在经济继续修复的背景下，生产对黑色、有色等金属的需求依然

² 5 月 1 日起取消部分钢铁产品出口退税，提高部分钢材产品出口关税；5 月 23 日国家发改委、工信部等五个部门联合约谈了铁矿石、钢材、铜、铝等重点企业工业协会；5 月 25 日，国家发改委要求做好铁矿石、铜、玉米等大宗商品价格异动应对；6 月 1 日，国家市场监督管理总局表示将严查大宗商品价格哄抬炒作行为。

有支撑，上游原料挖掘业以及靠近上游的原料加工行业企业利润增速会在高位波动，对相关行业信用质量构成一定支撑。

二、PPI 生活资料与 CPI 消费品基本同步，下游消费品行业的上下游价格传导比较顺畅

PPI 是以工业行业销售产值为权重计算得出的工业品出厂价格，CPI 是终端消费品和服务的零售价，CPI 的统计项基本能对应到 PPI 的细分行业，因此 PPI 与 CPI 从行业上存在一定的传导链条。例如原油价格上涨抬升石油工业 PPI，并通过成品油价格传导至 CPI 交通工具燃料分项。但 PPI 统计标的主要是以上游原材料、采掘等生产资料为主（包含出口部分），而 CPI 主要统计项是最终消费品（包含部分进口商品但不包含出口），且包含大量的服务，与上游工业生产并不能完全一一对应，所以导致 CPI 与 PPI 并不是完全对应的传导关系。

表 1：CPI 与 PPI 的行业联系

CPI 一级分类	CPI 二级分类	对应的相关 PPI 分类
食品烟酒	酒类	生活资料：农副产品加工
		生活资料：食品加工
		生活资料：酒、饮料和精制茶制造业
衣着	服装 鞋类	生活资料：纺织业
		生活资料：纺织服装、服饰业
		生活资料：皮革、皮毛、羽毛及其制品和制鞋业
居住	水电燃料	生活资料：电力、热力的生产和供应业
		生活资料：燃气生产和供应业
		生活资料：水的生产和供应业
生活用品及服务	家用器具	生活资料：家具制造业
交通和通信	交通工具	生活资料：汽车制造业
	交通工具燃料	生产资料：石油、煤炭燃料加工
	通信工具	生活资料：计算机及通信设备制造业
教育文化	教育服务	生活资料：印刷业和记录媒介的复制
	旅游	生活资料：文教、工美体育和娱乐用品制造业
医疗保健	中药	生活资料：医药制造业
	西药	

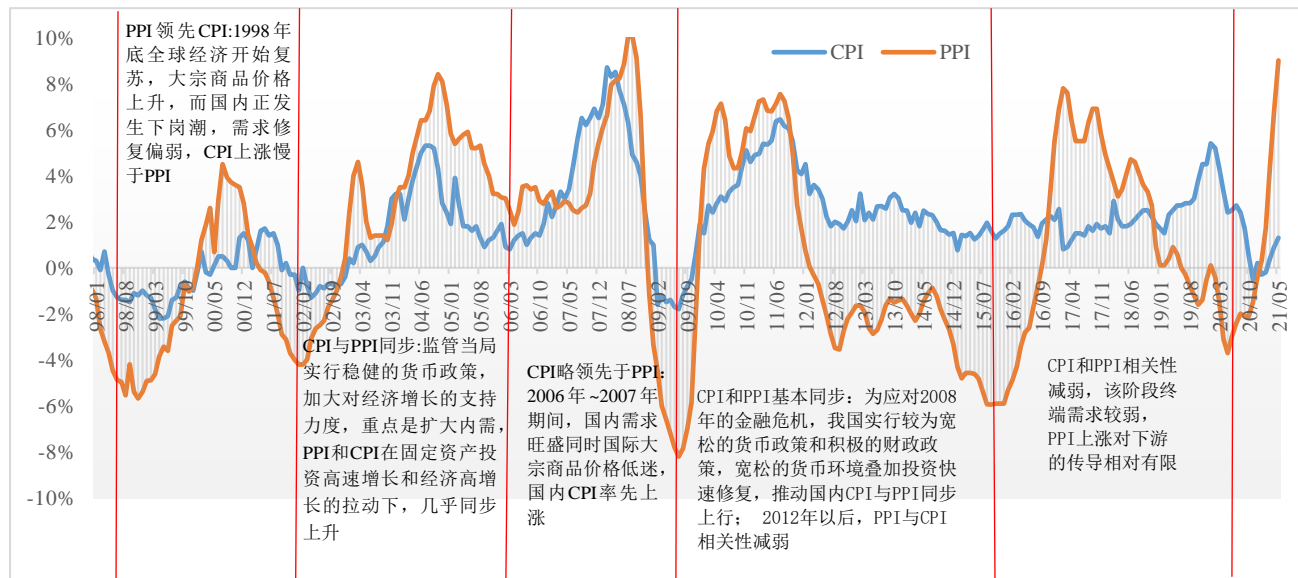
注：CPI 由 8 个一级分类构成，8 个一级分类包含 32 个二级分类，由于 CPI 统计项中包含农产品及服务项，并不能一一对应至 PPI 价格，上表中仅显示有相互对应的分项

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

从历史数据来看，2012 年之前，CPI 和 PPI 的波动方向幅度较为一致，2012 年以来 PPI 和 CPI 的走势相关性弱化，CPI 波动降低，与 PPI 走势并不同步。这主要是由于 2012 年以前总需求较为强劲且呈现大起大落特征，2012 年之后经济进入低波动下降的“新常态”，总需求整体波动性较小，导致需求端的价格波动

变小，而供给端产能过剩而需求不足的问题，导致 PPI 波动加大。最终呈现的是上下游价格传导不畅，CPI 与 PPI 相关性弱化。

图6 1998 年以来，我国经历了 5 轮完整的 PPI 上涨周期

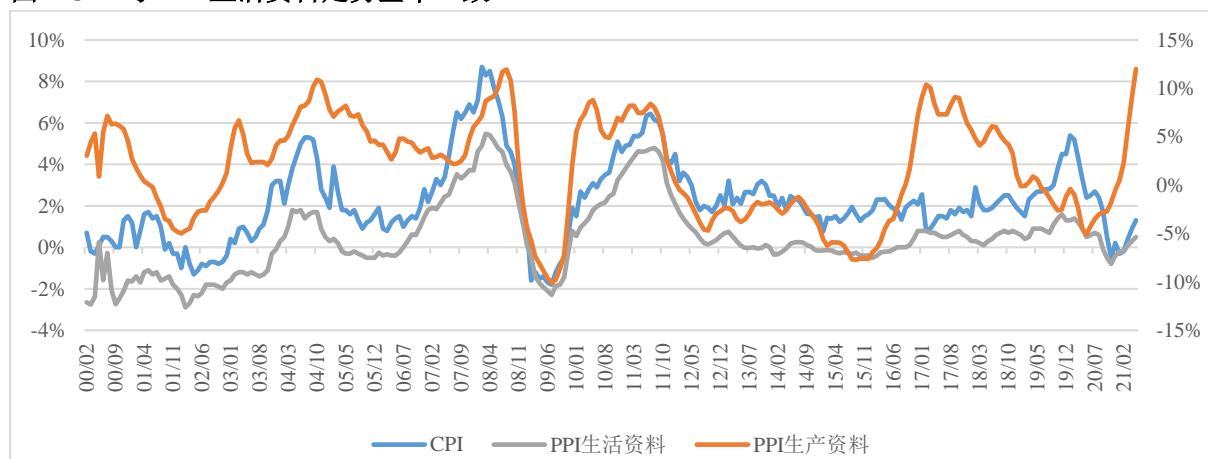


注：PPI 和 CPI 均为当月同比数据，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

从图 7 来看，PPI 生活资料与 CPI 的相关性更高，表明 PPI 向 CPI 传导主要是通过下游生活资料，这主要是由于下游生活资料制成品基本是直接面向消费者的，所以价格传导较为顺畅。

图7 CPI 与 PPI 生活资料走势基本一致

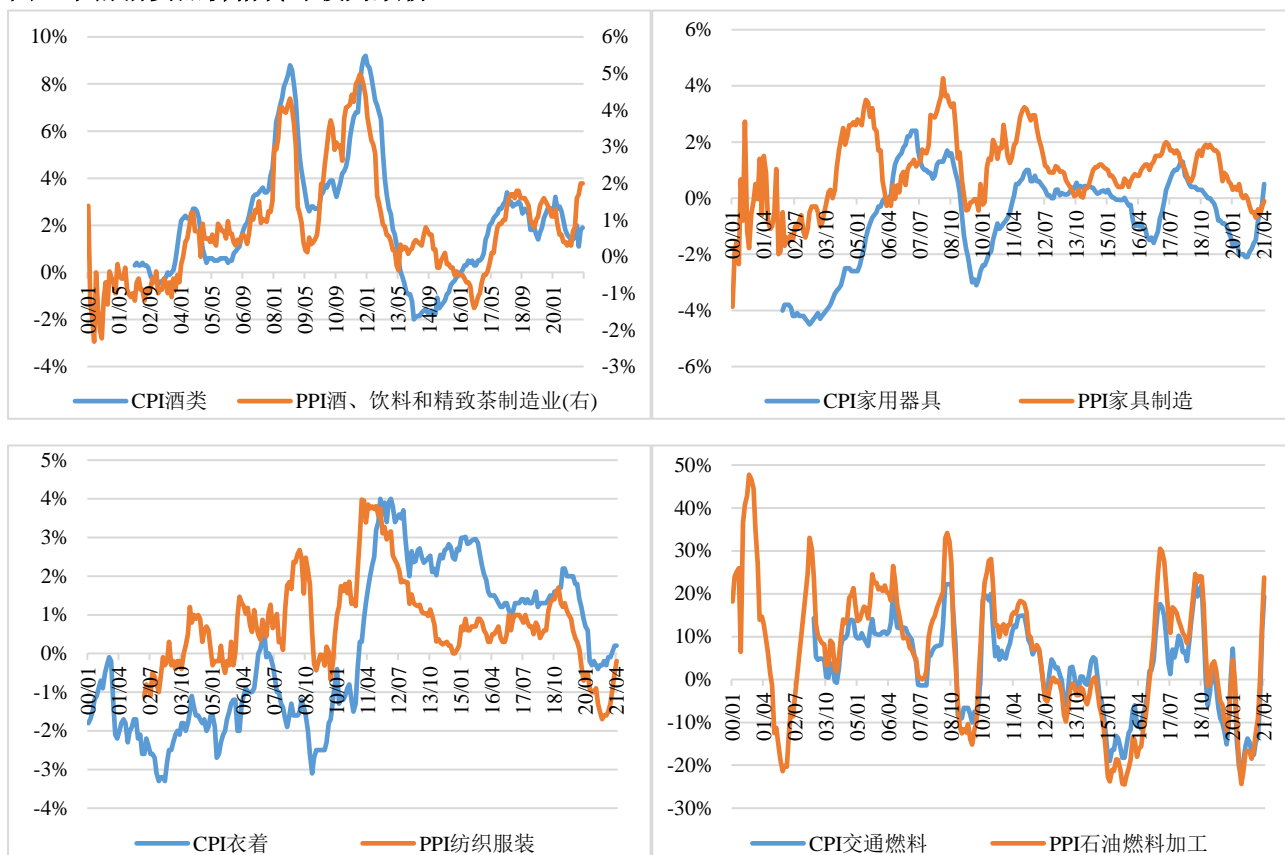


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

具体看，我们将 CPI 八个一级大类划分为农产品、下游消费制造品以及服务消费业三大类，农产品中的粮食、鲜菜等农产品与农业直接相关，因此与 PPI 的相关性比较疲弱；服务业消费与工业行业没有严格的上下游关系，价格传导机制并不明确；下游消费制造品直接面向消费者（经销商也会将价格进行转移），因

此价格传导基本是顺畅的。

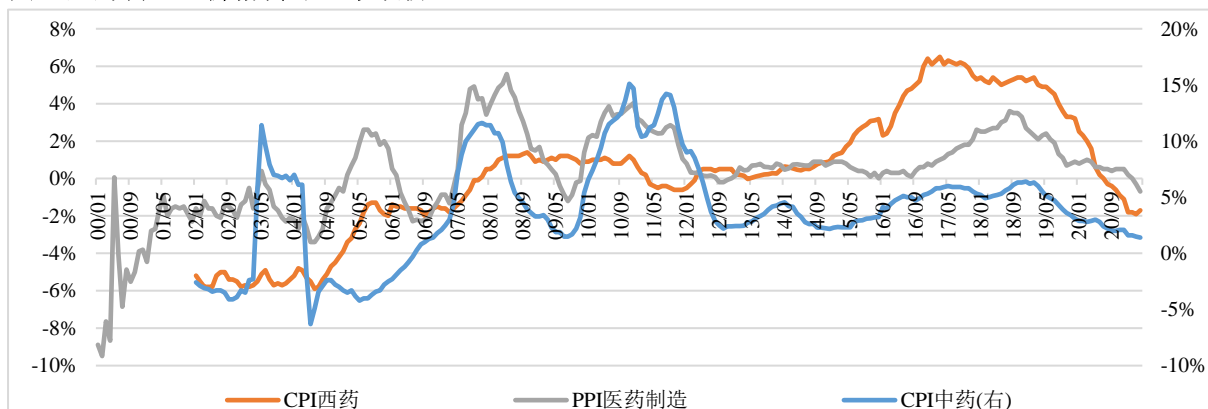
图8 下游消费品价格传导较为顺畅



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

医药制造业 PPI 与中药 CPI 传导较为顺畅，而西药 CPI 在 2015 年以后与医药制造业 PPI 的走势相关性加强，主要是由于 2015 年前医药价格受到管制，2015 年医药价格管制放开后，上游制造业对下游西药价格的传导更加充分。

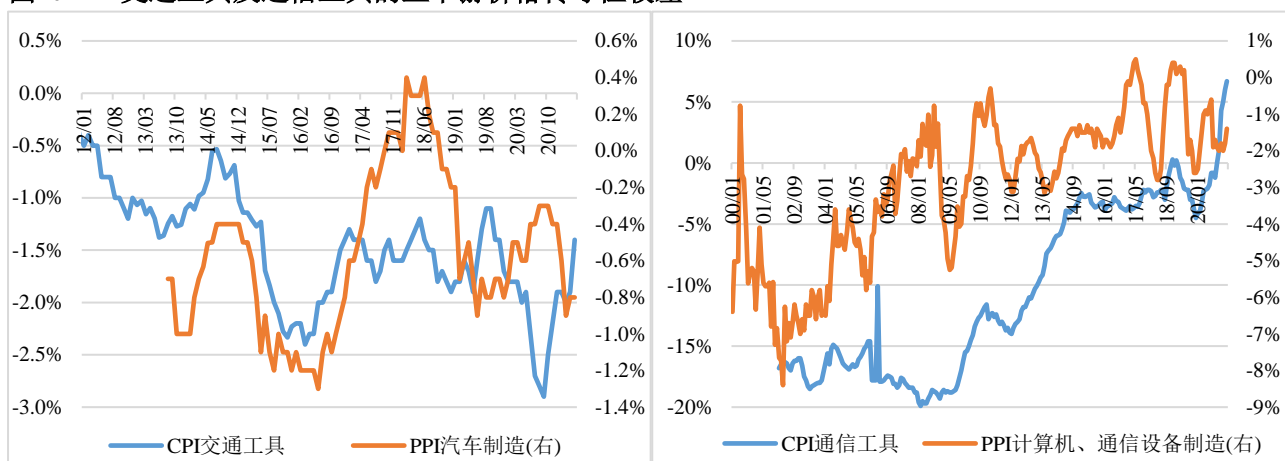
图9 医药制造业价格传导基本顺畅



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

汽车制造业上下游价格传导并不是十分顺畅，或是由于汽车消费中包含了大量的进口汽车，而这部分价格因素只包含在 CPI 中在汽车制造 PPI 中并没有得到反映。通信工具 PPI 向 CPI 传导也不通畅，主要是由于通信制造业的出口占了较大的比例，这部分因素只反映在 PPI 端而没有包含在 CPI 端，因此导致上下游价格相关性较弱。

图10 交通工具及通信工具的上下游价格传导性较差



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

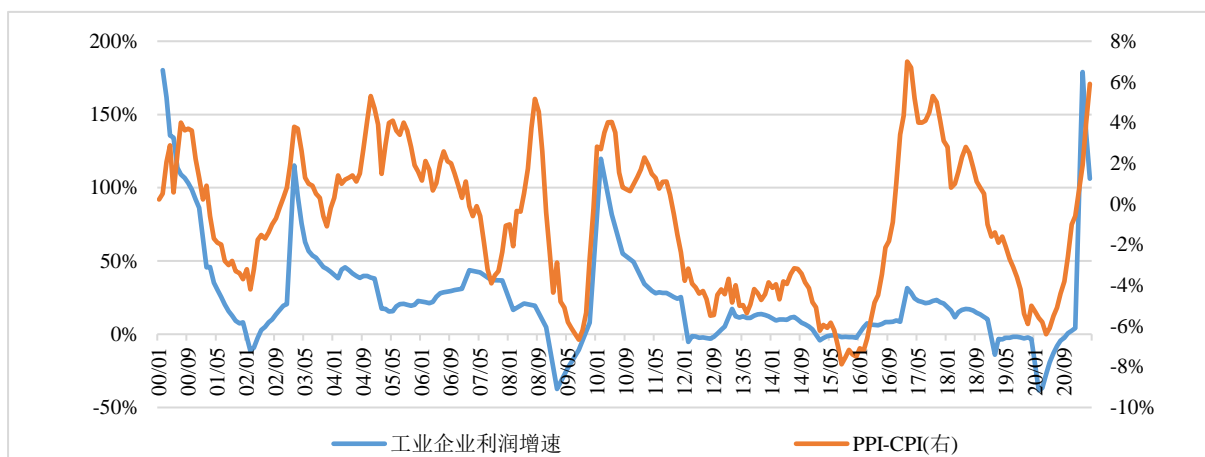
整体而言，PPI 生活资料与 CPI 变动基本同步，下游消费品行业的上下游价格传导相对比较顺畅。

2021 年 5 月上游商品价格继续向上传导。2021 年 5 月 PPI 上涨至 9.0%，PPI 生活资料较上月上涨 0.2 个百分点至 0.5%，PPI 价格继续向消费端传导，电冰箱、电视机、台式计算机和住房装潢材料等工业消费品价格受上游原材料价格上涨影响均有上涨，涨幅在 0.3%~1.2%之间。但从消费情况看，截至 4 月居民消费尚未恢复至疫情前水平，因而需要警惕价格上涨过快，价格上涨而需求不足，或会阻碍消费进一步修复的进程，从而可能会进一步压缩需求弹性较大的商品行业的盈利空间，同时加大行业内企业间的分化，小型企业的经营更加困难。价格上涨而导致需求下降已经在 2021 年 4 月的消费数据中有所体现：4 月汽车和家用电器消费增速明显回落，价格上涨是一方面因素。

三、下游需求价格弹性较小的行业利润增速受 PPI 影响相对较大

如果将 PPI-CPI 粗略地理解为下游制造业成本端与收入端，那么该指标理论上与工业企业利润在增速也存在一定的相关性，但由于 PPI 的波动性大于 CPI，PPI-CPI 反映的主要是 PPI 的波动特征。

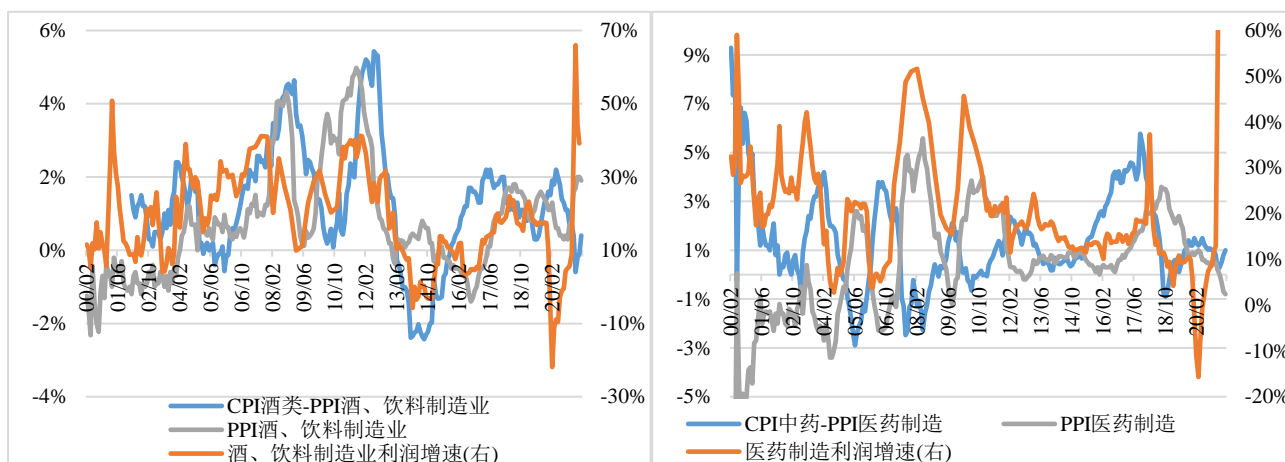
图11 PPI-CPI 与工业企业利润增速有一定的相关性



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

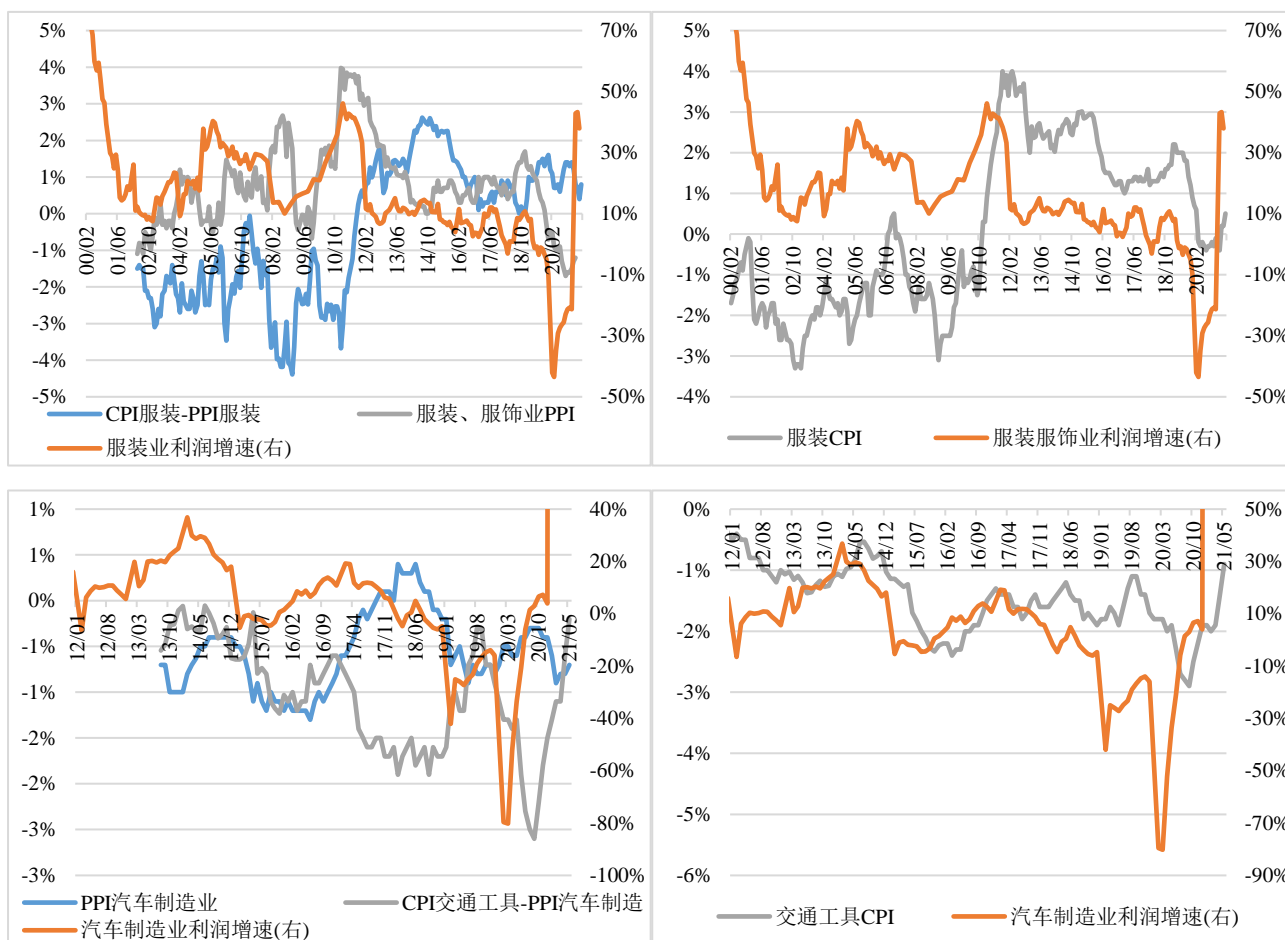
针对下游消费品行业的细分行业来看，酒、饮料制造业以及医药制造业累计利润走势与出厂价格 PPI 走势比较相关，可能是由于这两个行业的需求价格弹性相对更小；服装业及汽车制造业行业利润增速走势与出厂价格 PPI 相关性较弱，但与消费价格 CPI 更为相关，表明这两个行业的企业利润受需求端的影响更大；家具制造业及石油燃料加工业行业利润增速与出厂价格 PPI 以及消费价格 CPI 的相关性都较弱。

图12 酒、饮料及医药制造企业利润增速与出厂价格走势相关性较高



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

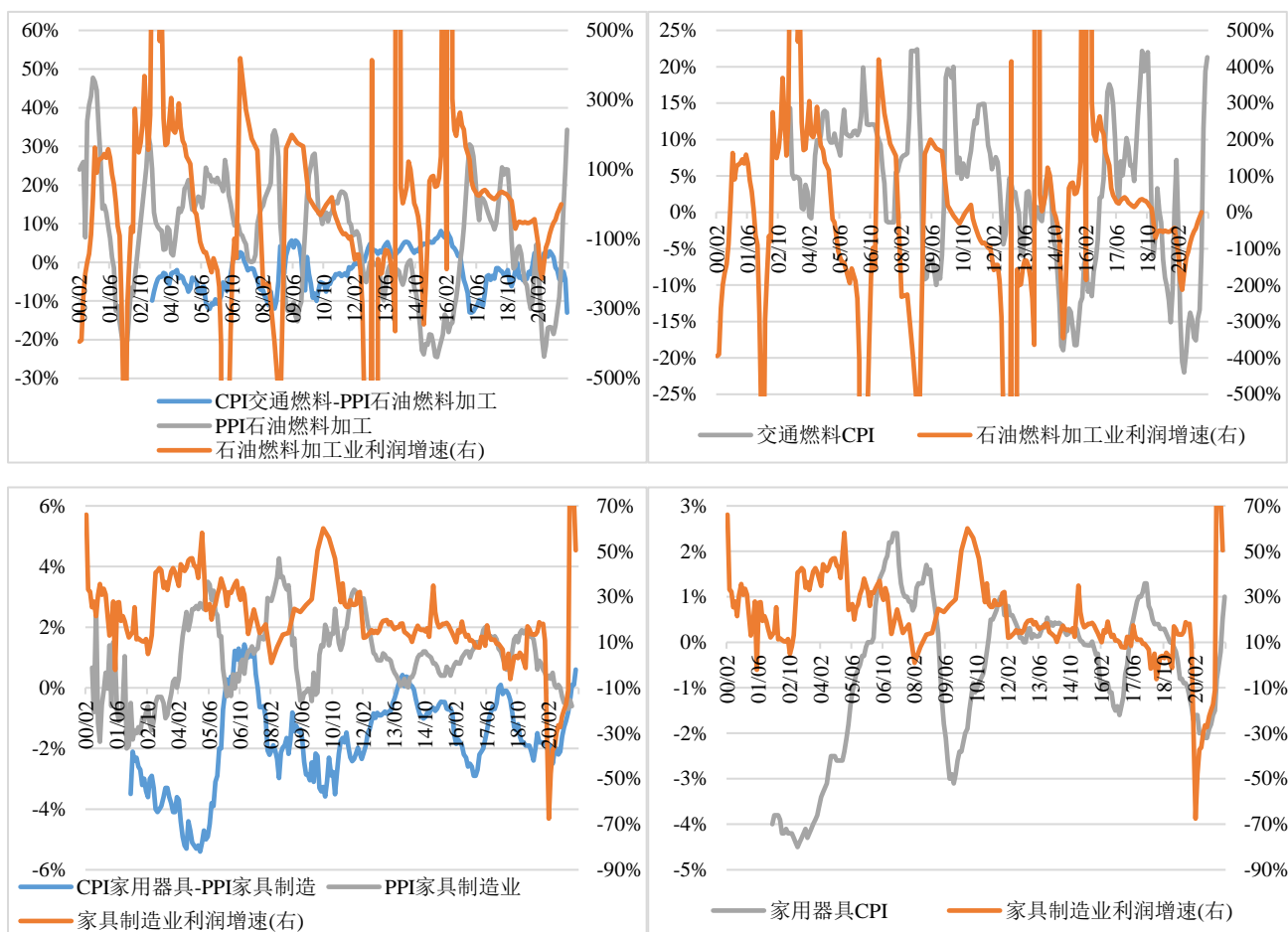
图13 服装及汽车制造业行业利润增速与 CPI 相关性更大



注：汽车行业 PPI 从 2013 年开始才有数据，为了统一两幅图，所以这两个图的数据时间比较短

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图14 石油燃料加工及家具制造行业利润增速与 PPI、CPI 相关性均较弱



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

随着经济的复苏，居民收入逐步修复，需求有望得到进一步的扩大，酒、饮料制造业的需求或将进一步得到释放，酒、饮料制造业 5 月 PPI 较 4 月小幅回落 0.1 个百分点，但依然是 2012 年 6 月以来的次高水平，预计年内行业利润增速或将维持在高位徘徊，行业经营现金流情况或将有所改善，信用风险得到一定缓解；5 月服装 CPI 进一步上升，随着居民消费需求的继续修复，服装行业的利润增速也将维持高位，行业的经营风险或将进一步缓解；而随着疫苗推进、疫情的逐步控制，医药制造业的利润增速将从高位下降，行业整体经营情况或将回归至疫情前水平。

四、总结

2020 年二季度以来，全球主要制造业国家受新冠疫情影响，需求有所回落，但供给收缩更多，出现明显的产需错配。随着全球经济的逐步修复，海外大宗商品价格上涨，给我国带来输入型通胀压力，叠加我国“碳中和”背景下的限产政策带来供给端收缩，以及全球流动性较为宽裕，助长了 PPI 的上行。

但在国际大宗商品价格上涨趋势放缓、国内再次提出“保障大宗商品供给，遏制价格不合理上涨”以及上年基数因素逐渐消退的背景下，预计我国 PPI 拐点将至，但大宗商品价格保持在较高水平支撑 PPI 依旧会维持在相对高位，进而继续带动上游采矿业及原材料加工行业利润走高，行业经营现金流继续维持改善的趋势。在我国需求持续改善的背景下，4 月以来，我国已经出现上游原材料价格向下传导的迹象，核心 CPI 开始抬头，但考虑到目前居民消费依然谨慎，CPI 预计会呈现温和上涨趋势，下游相关行业利润也会进一步修复，对于相关行业企业信用质量构成一定支撑，但随着疫情的逐步控制，医药制造业企业整体经营状况或将回归至疫情前水平。但需要警惕上游原材料价格传导至下游消费端造成“滞涨”，当前居民消费收入、支出均尚未恢复至疫情前水平，价格上涨过快而收入增长慢，可能导致需求弹性较大的消费行业面临需求不足的问题，从而可能会压缩非必需商品行业的盈利空间，同时加大行业内企业间的分化，小型企业的经营更加困难。