

中国宏观简评

PPI 与 CPI 剪刀差扩大是否代表制造业利润承压？

近期 PPI 持续快速走高，PPI 减 CPI 之差已从 2015 年 12 月的 -7.5 个百分点大幅上升至 2017 年 1 月的 4.4 个百分点。一些投资者担心 PPI 上升、以及 PPI 与 CPI 剪刀差扩大可能代表制造业利润率承压，从而预示着企业利润和产量的增速将很快开始走弱。在这篇报告中，我们对 PPI-CPI 剪刀差与工业企业利润间的关系做了实证分析。结论是，PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差均与工业企业利润增速和利润率呈显著的**正相关**关系。

与普遍看法不同的是，PPI 减 CPI 之差与工业产量及企业利润增速之间呈明显的**正相关**关系（图表 1）。

- ▶ 中国的经济周期的边际变化主要来自于投资和出口需求的变化。PPI 并非仅仅反映生产成本的变化——PPI 上升通常表明景气上升、投资需求和外需走强。实际上，下游产成品价格在 PPI 总权重中占近三分之二（图表 2）。历史经验表明，由于需求走强往往能够提振工业企业的定价能力，PPI 与投资增速和工业产量变化呈显著正相关（图表 3）。
- ▶ 诚然，当经济处于周期性拐点时，上游和中游行业的盈利对需求复苏最为敏感。然而，当 PPI 保持高位时，即投资和出口需求引擎均较为强劲的宏观环境下，下游行业的盈利增速也会加快。值得注意的是，工业企业的收入增速和利润率的变动方向往往趋同，这主要是由于产出的上升会推高企业的产能利用率（即经营杠杆上升）；同时，在较为强劲的需求环境下，上游通胀往往得以向下游行业和终端消费者传导。
- ▶ PPI 是衡量中国可贸易部门价格的一个较好指标，而 CPI 的变化则更多受到非贸易部门景气变化和国内食品价格变动的影响（图表 4）。此外，业界对 CPI 是否充分反映实际消费品价格变化这一点也存诸多疑虑，尤其是有关房租这类指标的统计。我们也认为 CPI 的编制可能存在一定的偏颇。但无论怎样，在 CPI 的统计方法改进之前，PPI-CPI 剪刀差在经济周期性复苏时往往随 PPI 上升而扩大。

我们预计 PPI 和工业企业利润增速将在今年、乃至明年均有望保持较高的增速。高频数据跟踪显示，与过去五年相比，今年春节后投资需求恢复得更早且更强劲。低基数效应、叠加节后需求环比上升表明 1 季度经济增长和企业利润增速可能会明显好于市场预期^[1]。更值得注意的是，再通胀和制造业盈利复苏周期的持续性有望好于市场预期。我们预计 2017 和 2018 年名义 GDP 均将保持两位数的增长水平^[2]。

[1]请参见我们 2017 年 2 月 14 日发布的中国宏观简评《再谈增长是否会超预期》，以及 2017 年 1 月 24 日发布的中国宏观专题报告《一季度增长与通胀可能比我们预测的更高》。
[2]请参见我们 2017 年 2 月 27 日发布的中国宏观专题报告《上调 2017~18 宏观预测》。

分析员

易垭

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

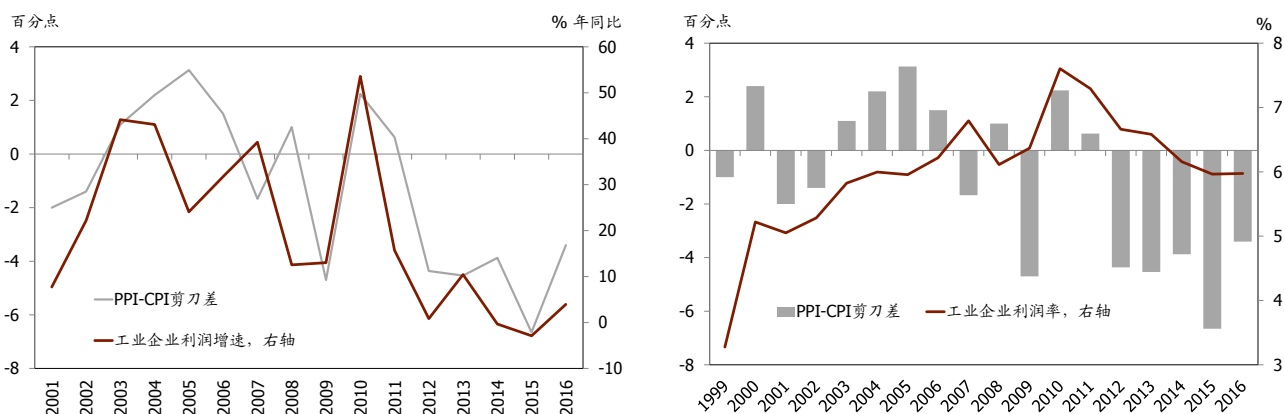
近期研究报告

- 宏观经济 | 国内外需求改善，两会政策稳中求进 (2017.03.05)
- 宏观经济 | 增长趋稳，改革推进 (2017.03.05)
- 宏观经济 | 美国经济向好，加息提速 (2017.03.05)
- 宏观经济 | 需求增长保持强劲，货币宽松温和退出 (2017.03.02)
- 宏观经济 | 投资印度：哪些行业最热门？ (2017.03.02)
- 宏观经济 | 从特朗普国会发言的两个问题，看新政的执行 (2017.03.01)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

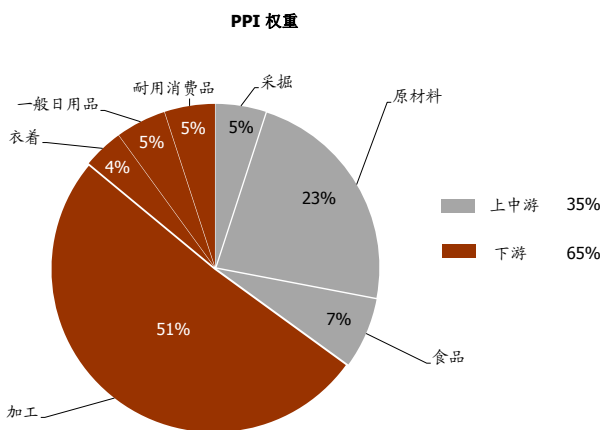


图表 1: PPI 减 CPI 之差与工业企业利润增速和利润率之间均呈正相关关系



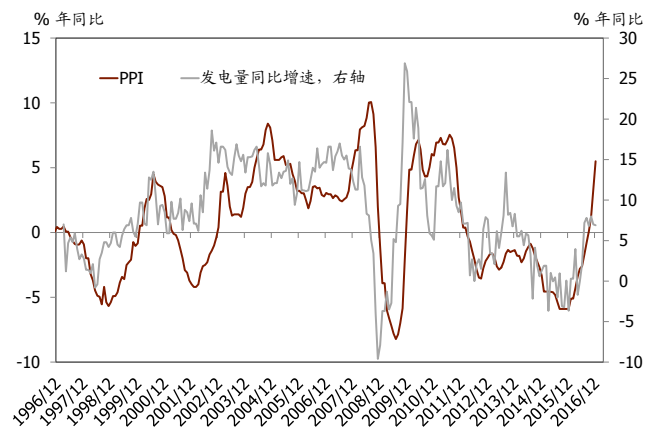
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 2: 下游价格在 PPI 权重中占三分之二



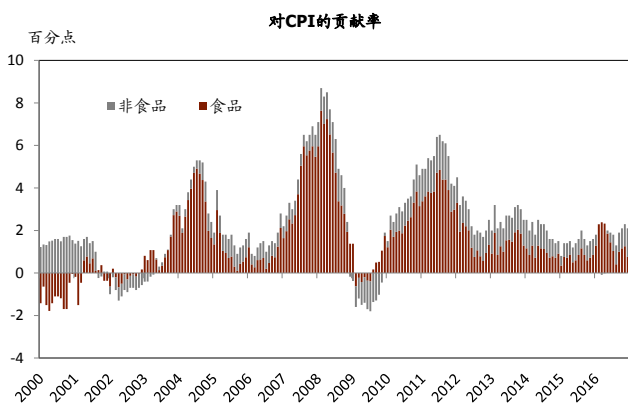
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: PPI 对总需求量的变化呈同向波动



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 4: CPI 的变化大多来自食品价格波动

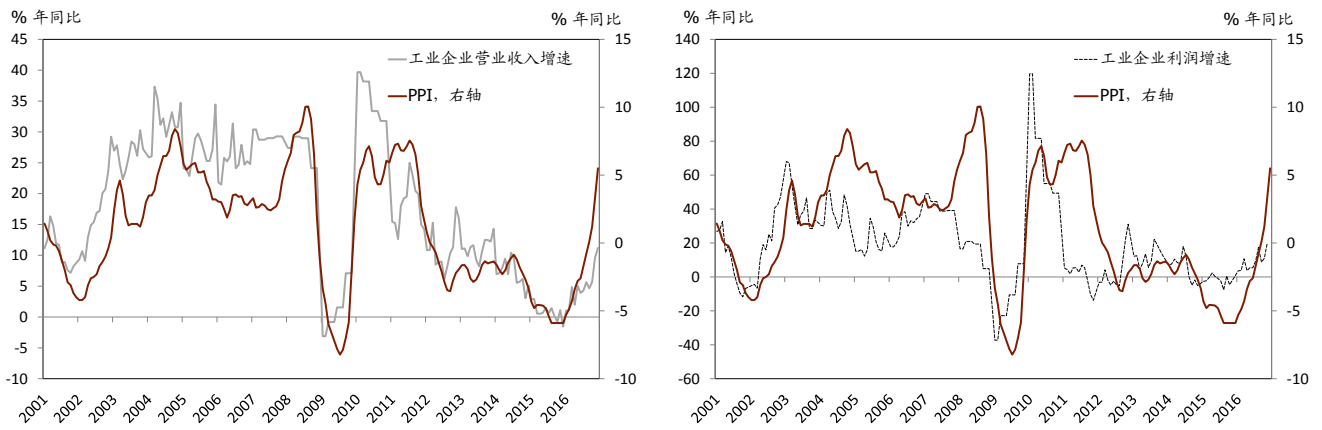


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 5: PPI 与工业企业收入和利润增速均呈显著正相关



资料来源: CEIC, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

