

PPI-CPI 剪刀差缩窄时产业链的利润转移

基本结论

- **剪刀差缩窄时往往对应经济下行，企业营收增速下滑。**复盘 2000 年以来六轮剪刀差缩窄时期，分别是 2000.8-2002.2、2004.12-2007.8、2008.9-2009.8、2010.6-2012.8、2014.9-2015.8、2017.3-2020.4。每轮 PPI-CPI 剪刀差缩窄时都是 PPI 下滑主导，我国经济主要靠工业拉动，PPI 下行往往对应经济景气下降。
- **PPI 的项目口径与 CPI 差异较大是两者走势不同步的重要原因。**食品项是 CPI 的主要驱动项，而影响 PPI 走势的主要是生产资料。PPI 分项中权重占比约 72% 的生产资料与 CPI 无直接的上下游关系，而 PPI 中占比约 28% 的生活资料仅与 CPI 中占比约 70% 的消费品有关。服务项仅包含在 CPI 的统计中而不在 PPI 统计中，且 CPI 中进口消费品的价格不受 PPI 影响。PPI 向 CPI 传导的途径主要有四种，间接传导：PPI 生产资料-PPI 生活资料-CPI 消费品；直接传导：PPI 生活资料-CPI 消费品；替代作用：PPI 分项-替代品需求-替代品对应的 CPI 分项；收入传导：PPI-利润-人员收入-终端消费。
- **2013 年前 PPI-CPI 传导顺畅，而 2013 年后 PPI-CPI 价格传导受阻是由于我国逐渐从增量经济转向存量经济，归根到底是有需求支撑时价格传导才顺畅。**剪刀差缩窄有两种类型：1) PPI 下行且 CPI 也下行的剪刀差缩窄意味着上下游价格传导的顺畅。前四轮剪刀差缩窄期，PPI 下行且 CPI 也下行，主要是提前滞后关系和 PPI 波动幅度更大、下降更多导致剪刀差缩窄；2) PPI 下行而 CPI 稳定甚至上升的剪刀差缩窄意味着上下游价格传导受阻。一种可能是 CPI 滞后 PPI 的上升而上升，而此时 PPI 已高位回落。另一种可 PPI 结束稳定趋势后快速下行，而 CPI 保持稳定或上升。
- **2013 年前上中游利润占比此消彼长，下游需求旺盛，利润占比稳中有升；2013 年后上下游利润占比此消彼长，中游议价权提升，利润占比持续提升。**2013 年前上中游利润转移明显，下游利润占比稳定提升，下游毛利率基本稳定或略增长，除了下游整体处于扩张阶段外，下游产品价格更具有粘性，在剪刀差缩窄，成本下降时，产品价格不易降价。2013 年后上下游利润转移明显，中游利润占比稳定提升，因为下游扩张多年后竞争激烈，中游在产业链中议价权提高。此外，上游利润占比与油价同向波动，上中游和上下游利润转移的方向与油价为代表的大宗商品价格息息相关。
- **剪刀差缩窄叠加流动性宽松时股市表现较好，整体而言消费涨幅相对高。**只有货币政策放松叠加 PPI-CPI 剪刀差缩窄时股市表现较好，流动性收紧叠加 PPI-CPI 剪刀差缩窄时股市往往较差。每轮剪刀差缩窄时，消费板块的股价涨幅相对较高。主要是剪刀差缩窄时全产业链收入随成本下行，下游需求相对有支撑。尤其是 2013 年后存量经济，下游利润明显受益剪刀差缩窄，消费股涨幅也更高。
- **本轮剪刀差缩窄类似 2017 年后，因供给侧影响消退导致。建议关注需求有支撑的行业，包括提价消费品、专用设备等机械设备和出口链条上的电机及电气设备、家具、小家电等。**历史上每轮剪刀差缩窄前，往往伴随 M1 提前收紧。自 2021 年初以来 M1 同比持续下降，当前 PPI 增速已达历史极高值，政策保供稳价的压力下，PPI 上行动力不足，而需求端经济恢复仍然乏力，预计明年 PPI 下行带动 PPI-CPI 剪刀差收敛。以史为鉴，在 PPI-CPI 缩窄阶段，除自身产业逻辑推动外，需求旺盛、毛利率提高的消费行业股价涨幅较好。
- **风险提示：美联储 Taper 进程超预期、经济下行需求不振、疫情再次爆发**

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、PPI-CPI 剪刀差缩窄时往往经济下行，企业营收增速下滑.....	4
1.1 2000 年以来六轮剪刀差缩窄时期的宏观背景.....	4
1.2 从指标结构性看 PPI 和 CPI 之间的传导.....	5
1.3 2013 年前 PPI-CPI 传导顺畅，2013 年后传导受阻.....	9
二、PPI-CPI 剪刀差缩窄时，产业链利润如何转移？.....	9
2.1 2013 年前上中游利润占比此消彼长，下游利润占比稳定提升；2013 年后上下游利润占比此消彼长，中游利润占比稳定提升.....	9
2.2 下游毛利率相对稳定.....	11
2.3 中游行业产业链地位正在持续提升.....	12
三、PPI 与 CPI 剪刀差缩窄时消费占优.....	14
3.1 PPI-CPI 剪刀差缩窄叠加流动性宽松时指数上涨.....	14
3.2 剪刀差缩窄时，消费风格明显占优.....	14
3.3 剪刀差缩窄时全产业链需求随成本下行，但下游需求相对有支撑.....	16
四、供给侧影响消退导致剪刀差缩窄后，关注需求有支撑的行业.....	16
4.1 本轮剪刀差缩窄将类似 2017 年后，因供给侧影响消退导致.....	16
4.2 以史为鉴，除自身产业逻辑推动外，需求旺盛、毛利率提高的消费行业股价涨幅较好.....	20
4.3 关注需求有支撑、提价的消费品；机械设备和出口链需求有支撑的工业品.....	22

图表目录

图表 1: PPI-CPI 剪刀差缩窄时经济一般不佳.....	4
图表 2: 工业对 GDP 的贡献率最高, 达近 50%.....	5
图表 3: 2021 年 CPI 各项权重.....	6
图表 4: PPI 与 CPI 分项的主要联系.....	7
图表 5: PPI 生产资料上下游及生活资料间的传导层层减弱.....	8
图表 6: 2013 年以后 PPI-CPI 传导受阻.....	9
图表 7: 上市公司 2013 年前中上游利润转移明显, 2013 年后上下游利润转移明显.....	10
图表 8: 工业企业 2013 年前中上游利润转移明显, 2013 年后上下游利润转移明显.....	11
图表 9: 上游利润占比与油价同向波动.....	11
图表 10: 2005 年以来下游毛利率稳定略升.....	12
图表 11: 2014 年后中游存货周转率提高, 剪刀差缩窄时更能受益于成本降低.....	13
图表 12: 2015 年后中游在产业链中议价权提高.....	13
图表 13: 剪刀差缩窄叠加流动性宽松时指数上涨.....	14
图表 14: 剪刀差缩窄时期的行业涨跌幅.....	14
图表 15: 2013 年前上游/中游股价比变动不定.....	16
图表 16: 2013 年后上游/消费股价比显著降低.....	16
图表 17: 剪刀差缩窄时全产业链收入下行, 下游降幅较低.....	16
图表 18: PPI-CPI 剪刀差缩窄前 M1 下降.....	17
图表 19: 后危机时代, 社零反弹后下滑.....	18
图表 20: 2012、2015 年房地产销售处于上行周期.....	18
图表 21: 美国原油产量将提升, 全球复苏下, 原油供需缺口缩窄.....	19
图表 22: 能繁母猪存栏增速领先猪价约 12 个月.....	19
图表 23: 第六轮毛利率更高的消费行业股价涨幅更高.....	20
图表 24: 股价涨幅更高的消费行业更多是行业自身逻辑支撑.....	21
图表 25: 剪刀差缩窄时, 需求有支撑, 毛利率提升的消费行业股价涨幅较好.....	21
图表 26: 剪刀差缩窄时专用设备利润率提升.....	22
图表 27: 美国住房销售上行支撑出口链中家电需求.....	23

一、PPI-CPI 剪刀差缩窄时往往经济下行，企业营收增速下滑

1.1 2000 年以来六轮剪刀差缩窄时期的宏观背景

■ 剪刀差缩窄时往往对应经济下行，企业营收增速下滑。每轮 PPI-CPI 剪刀差缩窄时都是 PPI 下滑主导拉动。PPI 作为工业生产者出厂价格指数，在以工业为主的经济体中，PPI 的波动一定程度上反映了经济景气的变化。此外，对比 PPI 和 CPI，工业品价格的波动普遍高于消费品价格的波动。

2000.8-2002.2: PPI 下行, CPI 震荡后下行。2000 年下半年全球经济回落，中国经济探底，整体通缩。

2004.12-2007.8: PPI 下行后上升, CPI 下行后上升。2005 年第三产业拉动宏观经济上行，但上游利润下滑明显。2006Q3 后受股改汇改等制度支持叠加流动性充裕，中国逐渐进入资本支出扩张期，需求旺盛，终端消费品价格逐渐提高。

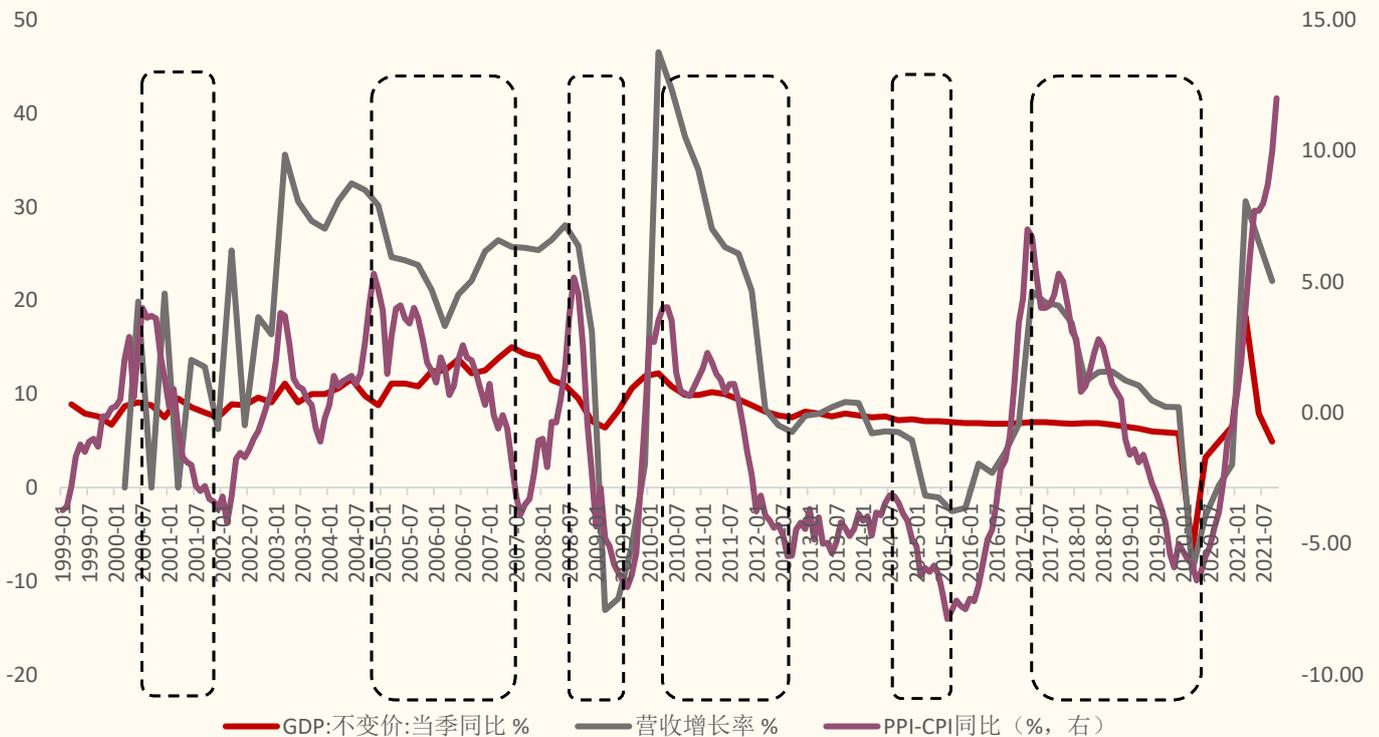
2008.9-2009.8: PPI 下行, CPI 下行。次贷危机升级，全球经济急转直下，我国经济从通胀迅速转为通缩，上市公司收入快速下滑，“四万亿”计划、“天量信贷”和十大产业振兴计划等政策刺激相继推出。

2010.6-2012.8: PPI 震荡后下行, CPI 上升后下行。后危机时期，前期大量信贷投放等导致货币流动性过剩，通胀高企，而政策退出后，经济持续快速下行。

2014.9-2015.8: PPI 下行, CPI 震荡。国际油价暴跌导致大宗商品价格全面下滑，经济进一步下滑，通货紧缩严重，制造业、基建、房地产开发投资全面下行。

2017.3-2020.4: PPI 下行, CPI 震荡后提升。前期供给侧改革下相关上游企业利润大幅攀升，去杠杆防风险的背景下，货币政策稳中偏紧，经济增速再次回落，信用利差急剧扩大，贸易战加剧了企业盈利下滑。2019 年以后 PPI 增速逐步进入负区间，而 CPI 由猪价带领上行。

图表 1: PPI-CPI 剪刀差缩窄时经济一般不佳



来源: Wind、国金证券研究所

图表 2：工业对 GDP 的贡献率最高，达近 50%

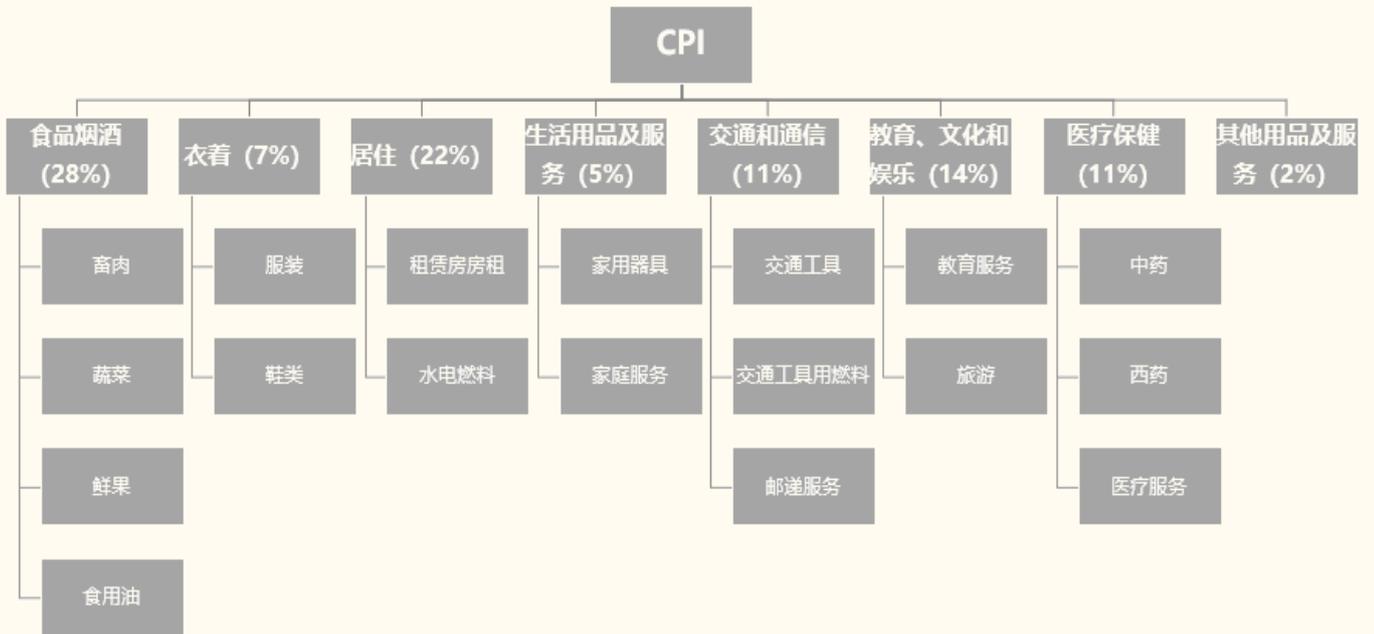


来源：Wind、国金证券研究所

1.2 从指标结构性看 PPI 和 CPI 之间的传导

- CPI 主要衡量的是与生活领域密切相关的商品和服务的价格走势，包括食品烟酒、衣着、居住、交通和通信、医疗保健、教育文化娱乐、生活用品及服务、其他用品及服务 8 大类。CPI 由统计局公布，在每月 10 日左右公布上一月数据。在选取商品时一般取在同类商品中市场份额占比高、代表性强的作为样本，按照各种商品和服务在总开支中的占比确定权重，每 5 年轮换一次基期，最近几次为 2010、2015、2020 年。食品项是 CPI 的主要驱动项。
- PPI 衡量的是工业企业产品第一次出售时的出厂价格的变化，涵盖 40 个工业行业大类，可以分为生产资料和生活资料两类，影响 PPI 走势的主要是生产资料。生产资料一般指用于工业生产活动的中间品，分为采掘、原材料和加工工业三类；生活资料一般指用于人民生活的消费品，包括食品、衣着、一般日用品和耐用消费品。
- PPI 的项目口径与 CPI 差异较大是两者走势不同步的重要原因。PPI 分项中权重占比约 72% 的生产资料与 CPI 无直接的上下游关系，而 PPI 中占比约 28% 的生活资料仅与 CPI 中占比约 70% 的消费品有关。服务项仅包含在 CPI 的统计中而不在 PPI 统计中，且 CPI 中进口消费品的价格不受 PPI 影响。

图表 3: 2021 年 CPI 各项权重



来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: PPI 与 CPI 分项的主要联系

按大类		PPI		CPI
		按行业		消费品 (70%)
生活资料 (28%)	食品类	下游: 以农副产品为原料	农副食品加工业	食品烟酒: 农副产品、加工食品
			食品制造业	
	衣着类	下游: 以工业品为原料	酒、饮料和精制茶制造业	食品烟酒: 烟草、酒类
			烟草制品业	
			纺织业	
纺织服装、服饰业				
一般日用品	下游: 以工业品为原料	皮革、衣着、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	生活用品及服务: 家用器具	
		木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		
耐用消费品	下游: 以工业品为原料	家具制造业	医疗保健	
		医药制造业		
生产资料 (72%)	采掘工业	上游行业	汽车制造业	交通和通信
			铁路、船舶、航空航天和其他电子设备制造业	
	原材料工业	上游行业	计算机、通信和其他电子设备制造业	教育、文化和娱乐
			文教、工美、体育和娱乐用品制造业	
			电力、热力的生产和供应业	
燃气生产和供应业				
加工工业	中游行业	水的生产和供应业		
		煤炭开采和洗选业		
		石油和天然气开采业		
		黑色金属矿采选业		
		有色金属矿采选业		
		非金属矿采选业		
		石油加工、炼焦及核燃料加工业		
		黑色金属冶炼及压延加工业		
		有色金属冶炼及压延加工业		
		造纸及纸制品业		
印刷业和记录媒介的复制业				
化学原料及化学制品制造业				
化学纤维制造业				
橡胶和塑料制品业				
非金属矿物制品业				
金属制品业				
通用设备制造业				
专用设备制造业				
电气机械及器材制造业				
仪器仪表制造业				
其他制造业				
废弃资源综合利用业				

来源: 统计局、央行研究局《我国 PPI 与 CPI 的传导机制》、Wind、国金证券研究所

■ PPI 向 CPI 传导的途径主要有四种，间接传导、直接传导、替代作用和收入传导。

间接传导: PPI 生产资料的变动通过 PPI 生活资料传导至 CPI 消费品。如原材料-加工品-消费品，主要是通过自身产业链进行传导。

直接传导: PPI 生活资料的变动传导至 CPI 消费品，但 PPI 生活资料统计的一般是批发价，厂商以批发价出售给零售商，零售商再以零售价出售给消费者，批发价和零售价之间的弹性也影响着 PPI-CPI 的传导。间接传导和直接传导均是上游通过影响下游成本的方式来推动终端价格。

替代作用：PPI 分项其产业链产品的价格降低可能导致其替代品需求减少，替代品价格降低传导至对应的 CPI 分项。如原油价格上涨可能带动豆粕和玉米价格上涨，使得肉蛋牛奶等价格上涨。

收入传导：PPI 价格降低时，其相关工厂的产品价格降低，利润减少，从业人员收入降低影响终端消费需求。

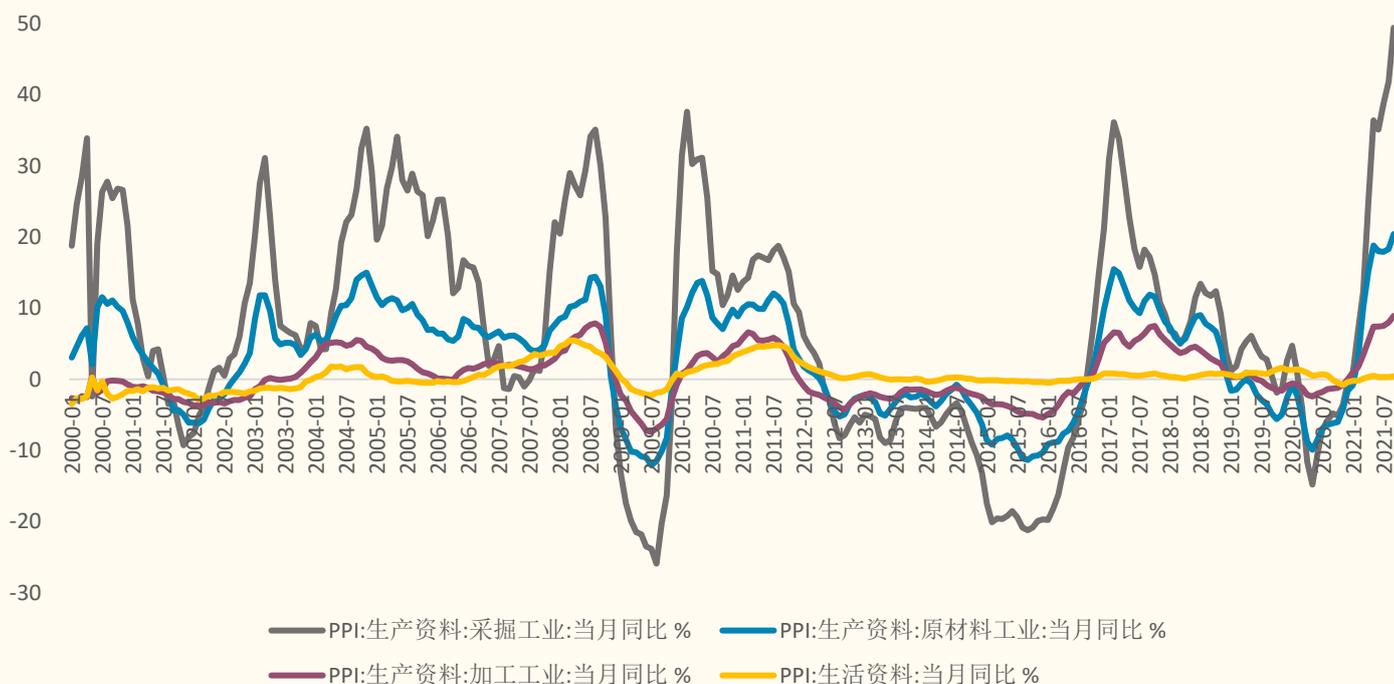
- 由于 PPI 波动幅度远大于 CPI，剪刀差开始缩窄通常出现在 PPI 由上行转向下行时，价格变化在产业链上下游之间传导时减弱，上游价格波动更大，越往下游，价格波动变小，PPI 下降拉动剪刀差缩窄。PPI 的下降基本是生产资料价格下降拉动，从波动率来看，PPI 生产资料的采掘工业>原材料工业>加工工业。PPI 生活资料的波动率均小于生产资料。CPI 的构成大部分为下游消费品，因此 CPI 波动率远小于 PPI。

首先，中上游行业远离消费端，对风险感知相对消费品慢，且需求自我强化，在经济转换时价格更易剧烈变化。中上游的投资品市场天生存在不稳定性，相对消费品，投资品市场对经济周期变化更敏感，在经济周期转换过程中，资本品生产因离最终消费较远，感知风险较慢，容易出现产能的过度积累，导致产品价格急剧变化。同时，投资品市场还存在需求的自我强化和拉动现象，许多重工业的生产原料是其生产成本的主要组成部分，如油运耗油、建高炉用钢等，使得经济转换时价格调整更剧烈。

其次，中上游重资本重资产，生产集中导致企业或政府控价更容易。多数消费品市场生产的分散程度高，经济周期调整过程中市场出清速度快，出现恶性竞争调价的概率低。但中上游投资品生产具有重资本、重资产的特点，一方面生产相对集中，企业容易调控价格；另一方面多数为国企，往往能够对当地经济和就业产生较大影响，为了稳定国计民生，政府往往会中间部分行业的实施价格管控和浮动区间，如电力、能源、铁路等，不会让大宗商品的上涨成本完全转移至下游企业。

另外，流通环节的利润弹性也会缓冲上游成本价格对终端消费的影响。据联合国开发计划署的统计，我国工业品的流通过费用约占产品成本的 20%-40%，远高于发达国家 9%-10%的比重。运输费用、货物装卸、仓储费等流通环节的费用弹性影响 PPI 与 CPI 的传导。

图表 5：PPI 生产资料上下游及生活资料间的传导层层减弱



来源：Wind、国金证券研究所

1.3 2013 年前 PPI-CPI 传导顺畅，2013 年后传导受阻

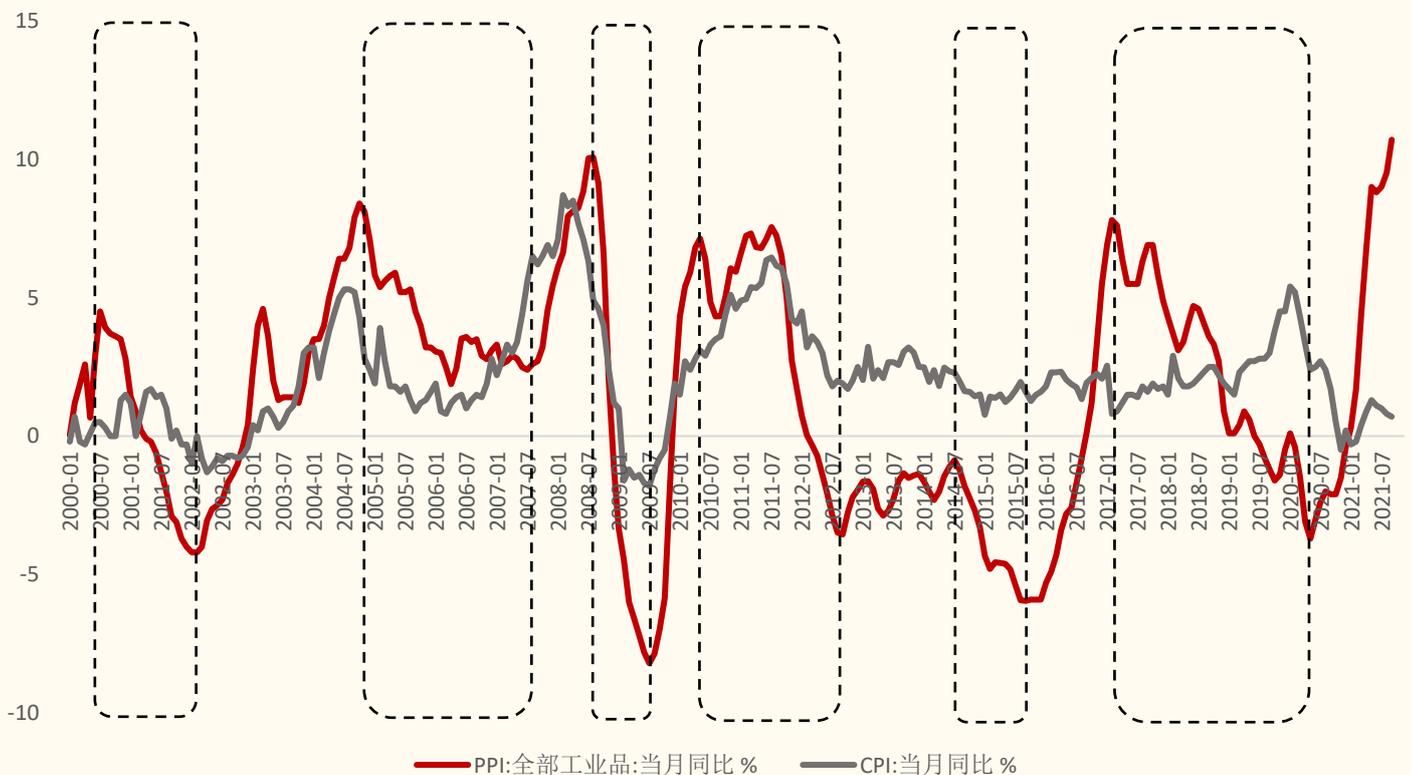
■ 剪刀差缩窄有两种类型：

PPI 下行且 CPI 也下行的剪刀差缩窄意味着上下游价格传导的顺畅。前 4 轮剪刀差缩窄期 PPI 与 CPI 走势基本一致，PPI 下行且 CPI 也下行，主要是提前滞后关系和 PPI 波动幅度更大、下降更多导致剪刀差缩窄。

PPI 下行而 CPI 稳定甚至上升的剪刀差缩窄意味着上下游价格传导受阻。一种可能是 CPI 滞后 PPI 的上升而上升，而此时 PPI 已高位回落，可以被称为前期价格传导受阻的滞后反映，如 2017.3-2020.4。另一种可能是 PPI 结束稳定趋势后快速下行，而 CPI 保持稳定或上升，可以被称为是本期价格传导受阻，如 2014.9-2015.8

■ 2013 年前 PPI 向 CPI 的传导较顺畅，2013 年后的两轮剪刀差缩窄均属于价格传导受阻。2013 年以前，CPI 与 PPI 往往是先后见顶回落。2013 年后，CPI 波动大幅降低，主要是 PPI 大幅降低使得剪刀差降低，PPI 与 CPI 走势明显背离。

图表 6：2013 年以后 PPI-CPI 传导受阻



来源：Wind、国金证券研究所

二、PPI-CPI 剪刀差缩窄时，产业链利润如何转移？

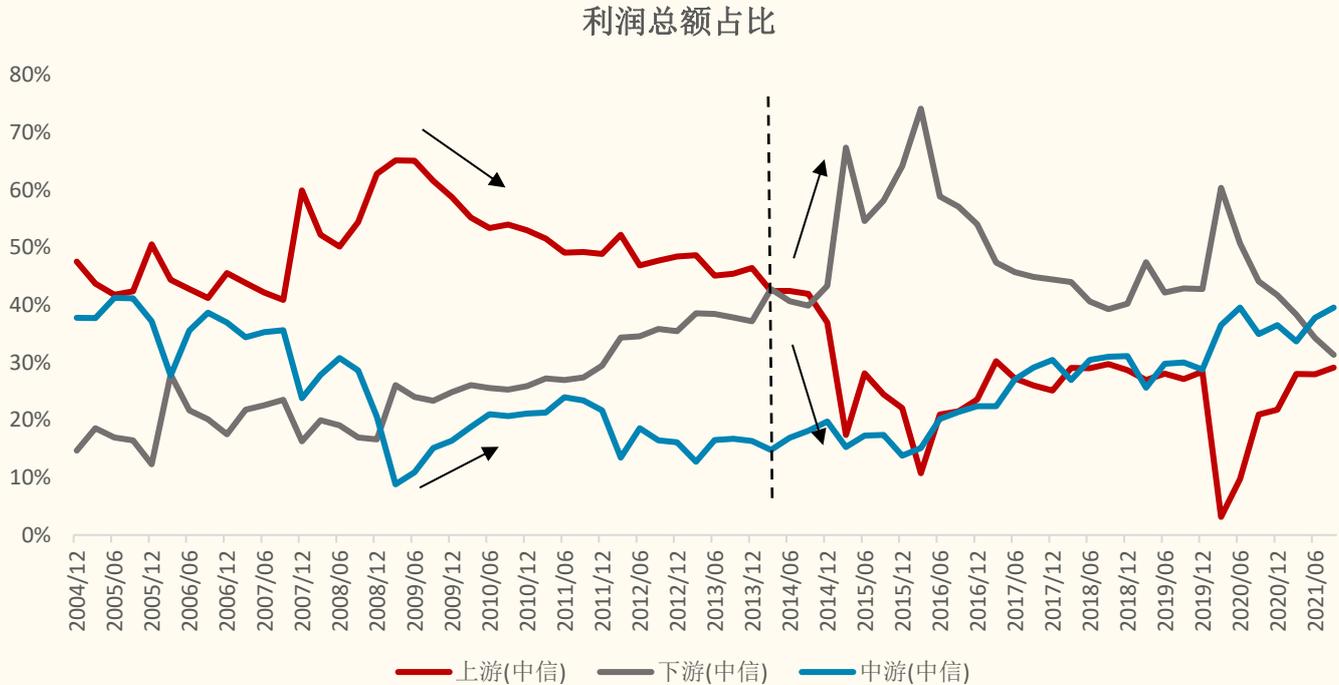
2.1 2013 年前上中游利润占比此消彼长，下游利润占比稳定提升；2013 年后上下游利润占比此消彼长，中游利润占比稳定提升

■ 2013 年后 PPI-CPI 价格传导受阻是由于我国逐渐从增量经济转向存量经济，归根到底是有需求支撑时价格传导才顺畅。

2013 年前，上游与中游的利润转移明显，中上游更早进入存量竞争阶段，而下游需求持续增长。2004-2013 年下游扩产相对上下游更明显，下游需求持续增长，利润占比提升，毛利率缓慢增长。

2013 年后存量经济时代，下游行业规模已经发展到一定程度，竞争激烈，中游在产业链中的议价权提升，需求旺盛，中游利润占比有所提升，上游与下游的利润转移明显。

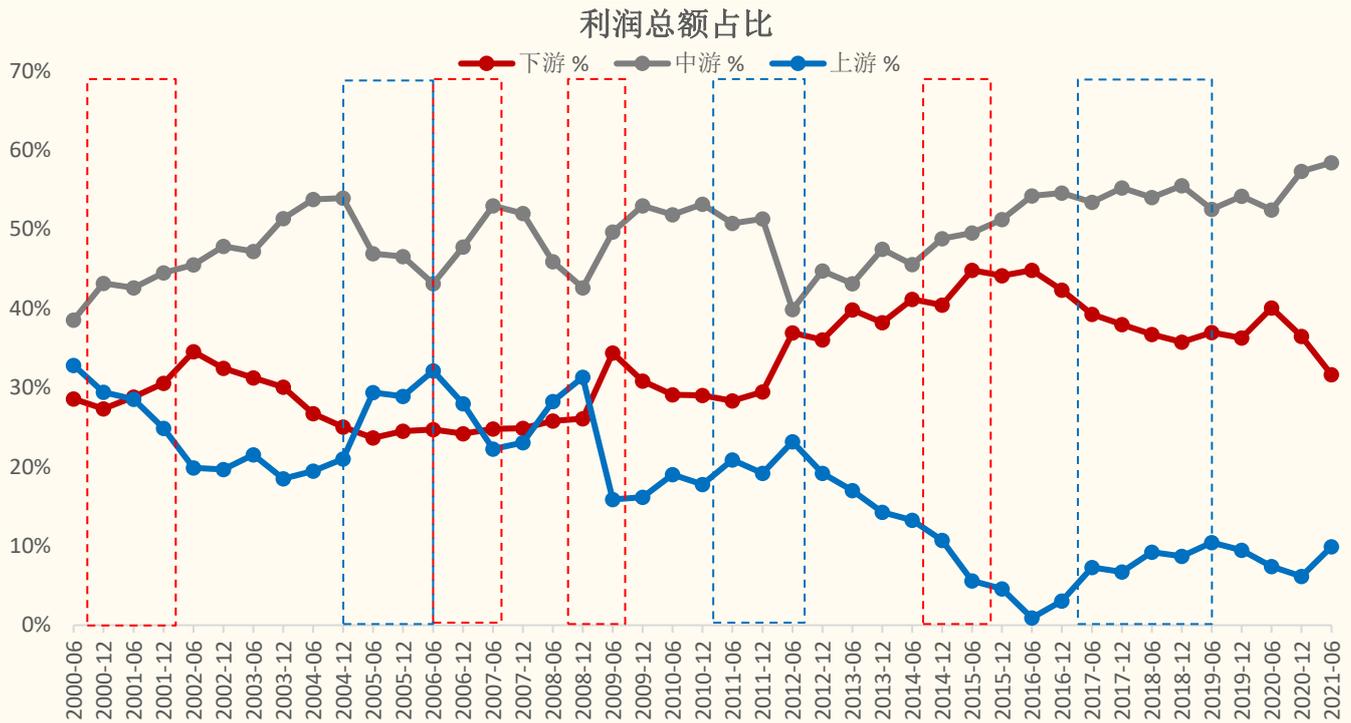
图表 7：上市公司 2013 年前中上游利润转移明显，2013 年后上下游利润转移明显



来源：Wind、国金证券研究所

- 由于股指的成分股进出可能会对其利润占比造成影响，我们将工业企业分为上中下游，为了平滑数据波动，按照半年度数据计算其利润占比，同样表明 2013 年前上中游利润转移明显，2013 年后上下游利润转移明显。
- 上游利润占比与油价同向波动，上中游和上下游利润转移的方向与油价为代表的大宗商品价格息息相关。从结构上看，通常观念中剪刀差缩窄时上游成本下降更多，利润受益更明显，但事实上，上游利润占比并不总是提升，因此我们将工业企业分为上中下游，计算其细分项利润占比变动，发现油价与上游利润占比同向变动。油价上涨时，上游的石油及天然气开采业成本相对固定，而产品价格提升，利润提升，油价下跌时则相反。2000.8-2002.2、2006.9-2007.8、2008.9-2009.8、2014.9-2015.8 油价下跌，石油和天然气开采业利润占比下降主导上游利润占比降低。2004.12-2006.8、2010.6-2012.8、2017.3-2019.6 油价上涨，石油和天然气开采业利润占比大幅上行主导上游利润占比增长。

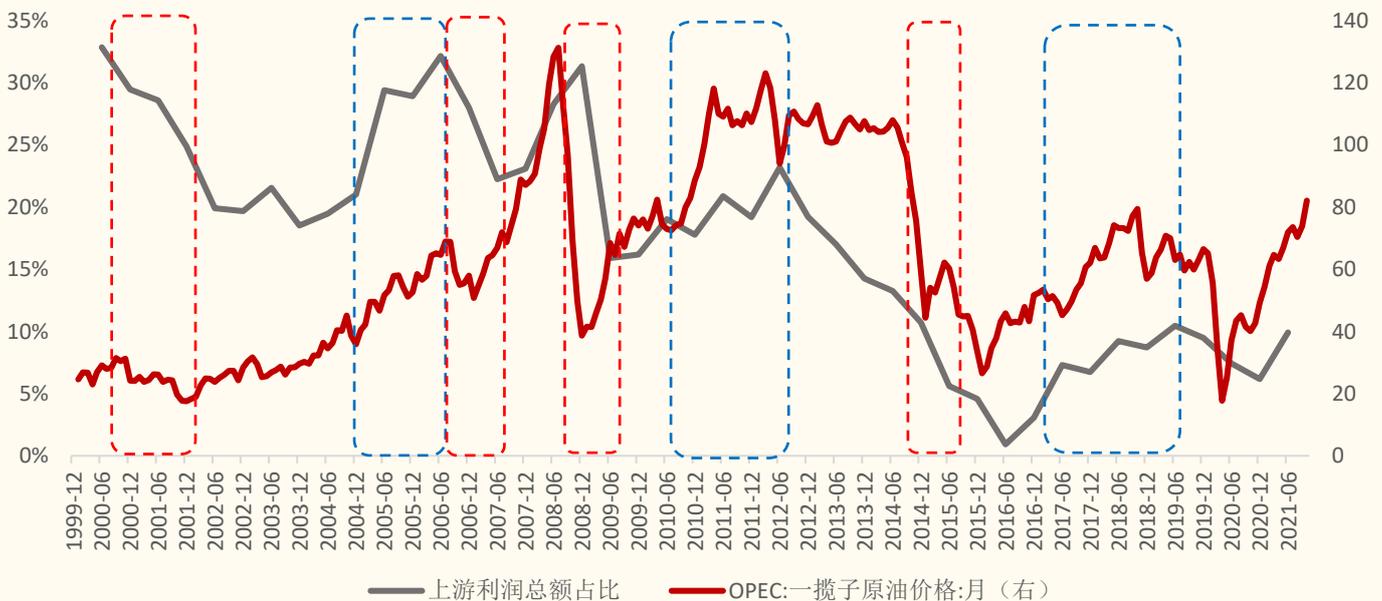
图表 8：工业企业 2013 年前中上游利润转移明显，2013 年后上下游利润转移明显



来源：Wind、国金证券研究所

说明：石油天然气、煤炭、金属和非金属采选业等为上游，石油煤炭加工、化学、金属、设备和铁路航空等运输设备制造业等为中游，食品、纺织、家具、汽车、造纸印刷、娱乐、医药制造业等为下游

图表 9：上游利润占比与油价同向波动



来源：Wind、国金证券研究所

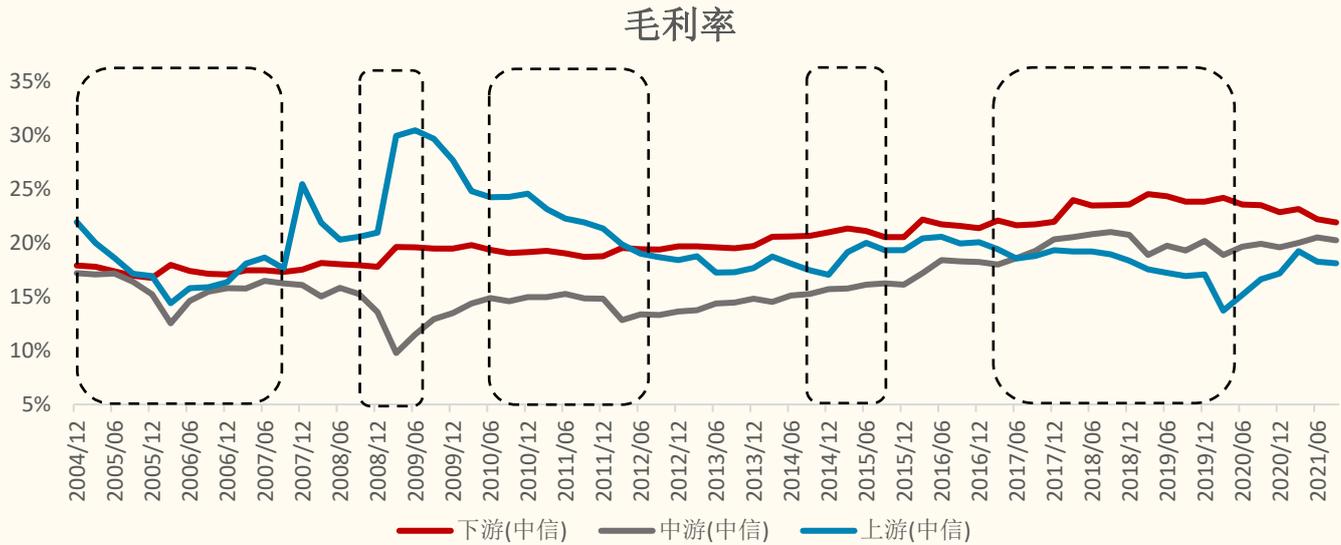
2.2 下游毛利率相对稳定

- 下游毛利率基本保持稳定或略增长，除了下游整体处于扩张阶段外，下游产品价格更具有粘性，在剪刀差缩窄，成本下降时，产品价格不易降价。

下游毛利率自 2005 年以来处于缓慢上行的态势，下游需求总体有支撑，主要是下游需求具有一定刚性且在经济发展周期中处于扩张阶段。但 2019 年以来下游毛利率有所下降。

下游结算多采取零售价，而中上游多为 2B 企业，结算主要采用批发价。通胀上行时下游更易提价，而通胀转向时，由于终端消费者分散度较高，下游企业相对于中上游企业来说对客户的议价能力更强，在成本下行时，消费者促使产品价格随之降价的能力相对更弱。中上游往往签订合同约定一段时期的价格，在前期高通胀环境下锁定的合同成本价格较高，难以迅速受益于物价下行带来的成本降低。

图表 10：2005 年以来下游毛利率稳定略升



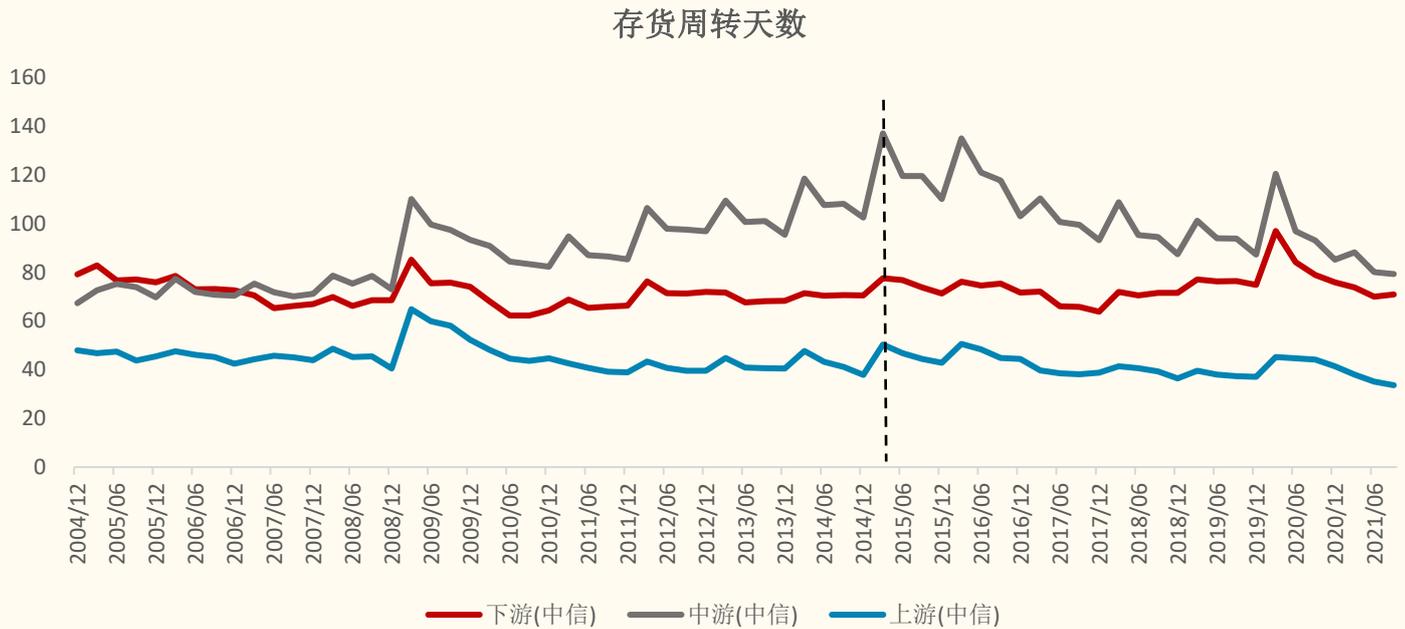
来源：Wind、国金证券研究所

2.3 中游行业产业链地位正在持续提升

- 中游行业产业链地位的提升体现在存货周转率和应收账款周转率的提升。

2014 年后中游存货周转率提高，剪刀差缩窄时更能受益于成本降低。上游存货周转最快，中游周转最慢，所以 PPI 转为下行时，中游企业存货堆积较多，成本仍然高企，利润难以受益于剪刀差缩窄。2014 年以后中游周转天数明显进入下行通道，与下游接近，存货周转率提高，可以较快地调整成本，因此剪刀差缩窄时，存货成本能随 PPI 下行而迅速降低，中游企业利润占比有所提升。

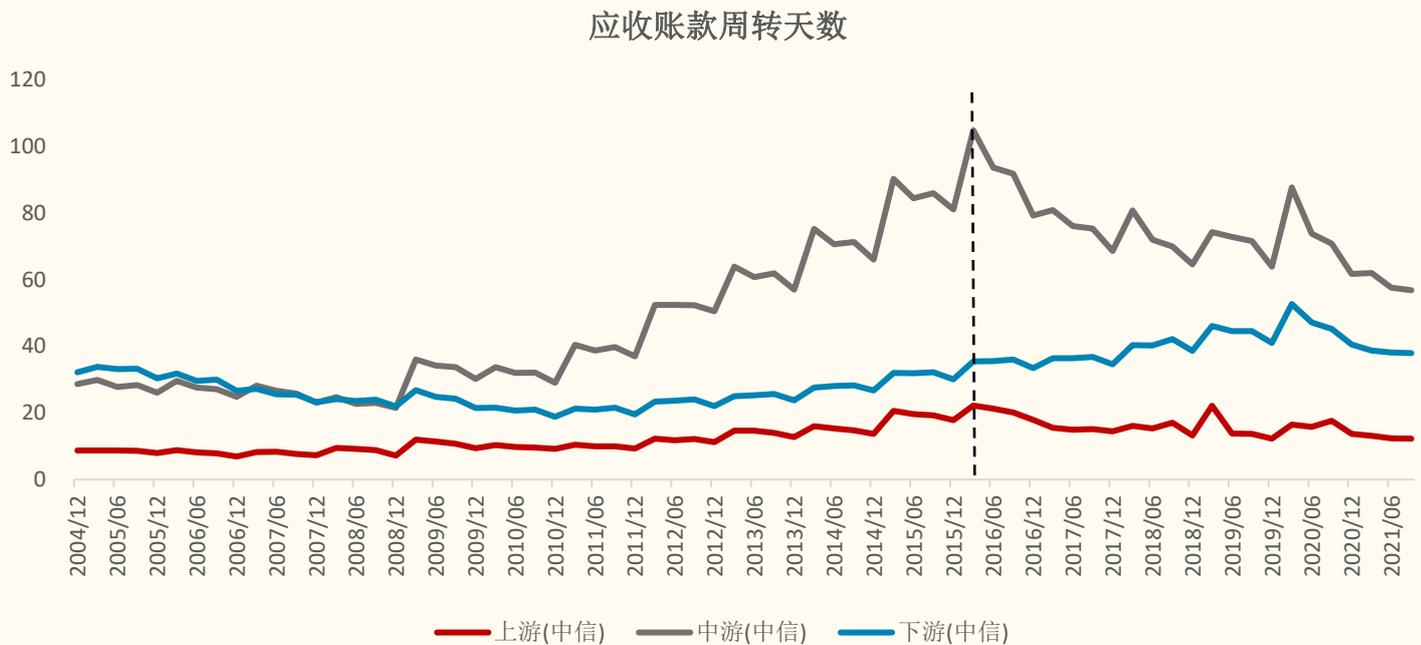
图表 11: 2014 年后中游存货周转率提高, 剪刀差缩窄时更能受益于成本降低



来源: Wind、国金证券研究所

下游扩张多年后竞争激烈, 2015 年后中游在产业链中议价权提高。上游和下游企业应收账款周转天数相对稳定, 中游应收账款周转天数最高, 即应收账款周转率最低, 表明其在产业链中的地位相对弱势。自 2015 年后中游企业的应收账款天数逐步降低, 表明其应收账款周转率逐步提升, 产业链中的地位提升, 这与多年来下游消费类企业的产能扩张相关。

图表 12: 2015 年后中游在产业链中议价权提高



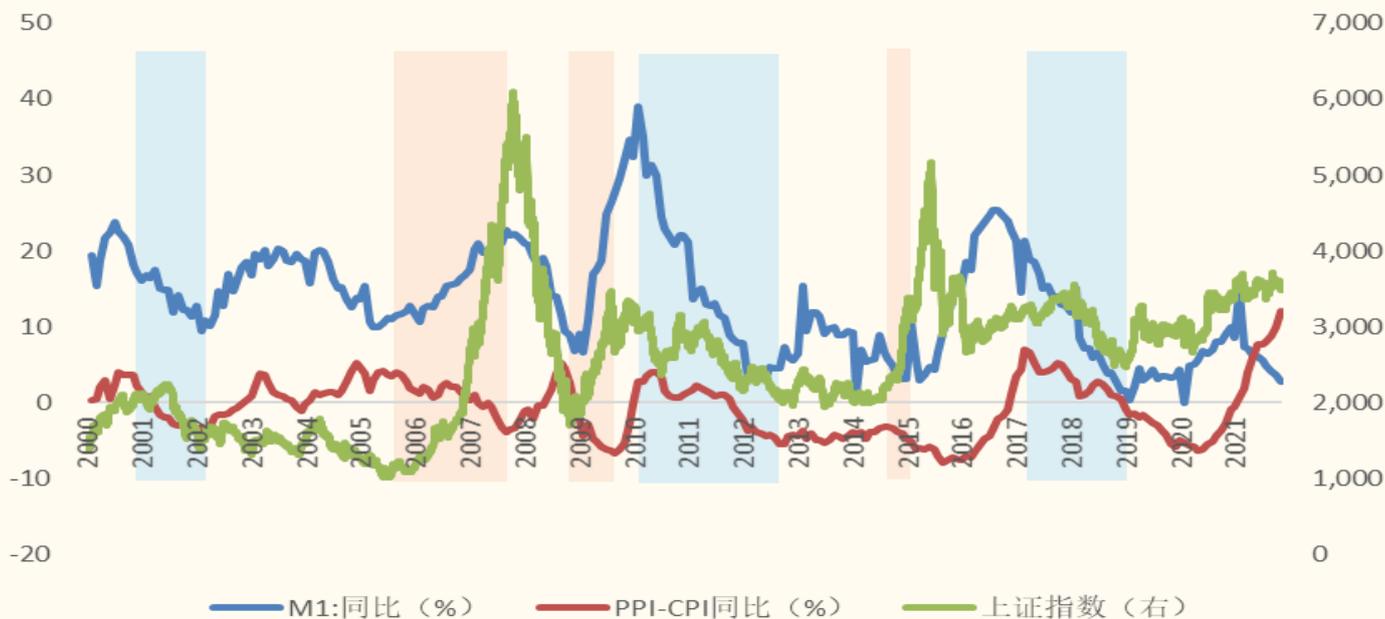
来源: Wind、国金证券研究所

三、PPI 与 CPI 剪刀差缩窄时消费占优

3.1 PPI-CPI 剪刀差缩窄叠加流动性宽松时指数上涨

- 由于剪刀差缩窄时经济往往下行，因此只有货币政策放松叠加 PPI-CPI 剪刀差缩窄时股市表现较好，流动性收紧叠加 PPI-CPI 剪刀差缩窄时股市往往较差。而 PPI-CPI 剪刀差上升并伴随货币政策紧缩时，股市往往下跌。

图表 13：剪刀差缩窄叠加流动性宽松时指数上涨



来源：Wind、国金证券研究所

3.2 剪刀差缩窄时，消费风格明显占优

- 每轮 PPI-CPI 剪刀差缩窄时，消费板块的股价涨幅相对较高。第四轮剪刀差缩窄时由于 2012 年地产上行，地产链条相关行业需求较好，涨幅较高。

图表 14：剪刀差缩窄时期的行业涨跌幅

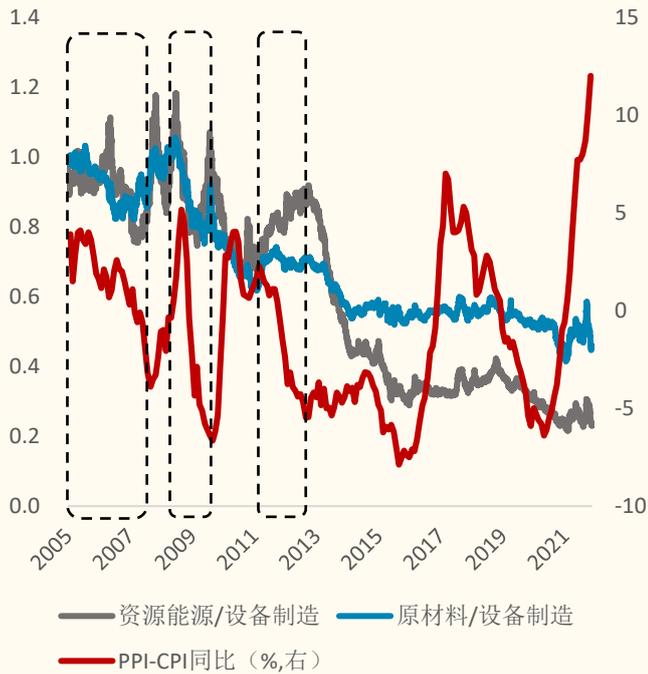
区间涨跌幅		第一轮	第二轮	第三轮	第四轮	第五轮	第六轮
大类	行业	2000.8-2002.2	2004.12-2007.8	2008.9-2009.8	2010.6-2012.8	2014.9-2015.8	2017.3-2020.4
上中游资源	煤炭	-26.4%	38.2%	-8.7%	25.0%	5.1%	330.4%
	钢铁	-5.7%	25.6%	-25.6%	121.5%	-5.9%	499.5%
	基础化工	-8.9%	33.0%	-9.5%	74.7%	28.1%	505.3%
	建筑材料	9.3%	56.8%	-16.5%	61.8%	94.2%	448.9%
	有色金属	-22.1%	85.3%	6.6%	35.1%	1.2%	670.9%
	石油石化	-10.3%	3.8%	-13.1%	13.1%	-29.4%	393.8%
	平均值	-10.7%	40.4%	-11.1%	55.2%	15.6%	474.8%
TMT	传媒	-14.6%	39.4%	-6.5%	109.3%	-3.7%	369.9%
	电子	-25.8%	50.0%	1.5%	69.2%	202.1%	177.0%
	计算机	-39.8%	43.1%	6.8%	95.3%	83.3%	276.8%
	通信	-17.2%	42.8%	-27.4%	64.7%	67.2%	270.5%
		平均值	-24.3%	43.8%	-6.4%	84.6%	87.2%

	电力设备	-44.3%	57.0%	-35.7%	76.0%	78.8%	661.1%
	公用事业	-9.7%	30.3%	-10.1%	107.1%	1.0%	278.6%
	国防军工	-23.5%	89.6%	11.2%	100.7%	13.6%	1403.6%
中游制造	机械设备	13.2%	53.8%	-3.6%	107.2%	22.9%	626.6%
	建筑装饰	-8.1%	10.1%	1.1%	156.2%	-26.1%	304.3%
	交通运输	-11.3%	10.6%	-21.1%	142.5%	0.9%	261.0%
	轻工制造	-8.5%	35.0%	-27.2%	146.2%	17.0%	361.8%
	环保	-20.8%	51.1%	-9.8%	68.8%	1.3%	386.1%
	平均值	-14.1%	42.2%	-11.9%	113.1%	13.7%	535.4%
		房地产	-9.8%	88.8%	6.4%	86.5%	28.1%
金融地产	非银金融	-8.0%	3.7%	-9.8%	48.6%	50.5%	364.7%
	银行	-32.7%	0.5%	-8.7%	43.2%	19.4%	233.2%
	平均值	-16.8%	31.0%	-4.0%	59.5%	32.7%	490.9%
	纺织服饰	8.6%	36.1%	-1.2%	116.6%	-28.7%	346.9%
	家用电器	-18.5%	47.4%	5.6%	66.8%	70.5%	448.4%
	农林牧渔	-19.3%	45.8%	-7.0%	85.5%	228.3%	447.8%
消费	汽车	-0.6%	95.4%	-15.4%	48.1%	-1.5%	453.5%
	美容护理	-24.0%	20.4%	12.8%	13.2%	126.3%	751.2%
	食品饮料	-10.3%	24.7%	51.6%	49.2%	204.6%	783.6%
	社会服务	-0.6%	50.3%	7.2%	62.7%	170.8%	618.2%
	医药生物	-13.6%	62.0%	-2.8%	61.0%	159.1%	565.4%
	商贸零售	-17.2%	34.1%	-25.6%	96.6%	24.3%	1121.7%
	平均值	-10.6%	46.2%	2.8%	66.6%	106.0%	615.2%

来源：Wind、国金证券研究所

- 2013年后，受益PPI-CPI剪刀差缩窄，上下游利润再分配，消费风格明显占优。2013年前剪刀差缩窄时，利润在上游和中游之间转移，但每轮随着油价涨跌，利润转移状况不同，上游/中游股价比变动方向不定，2013年后剪刀差缩窄时，利润在上游和下游之间转移，下游利润占比提升明显，消费股价相对上游股价持续上涨，而上游/中游股价比稳定。

图表 15: 2013 年前上游/中游股价比变动不定



图表 16: 2013 年后上游/消费股价比显著降低



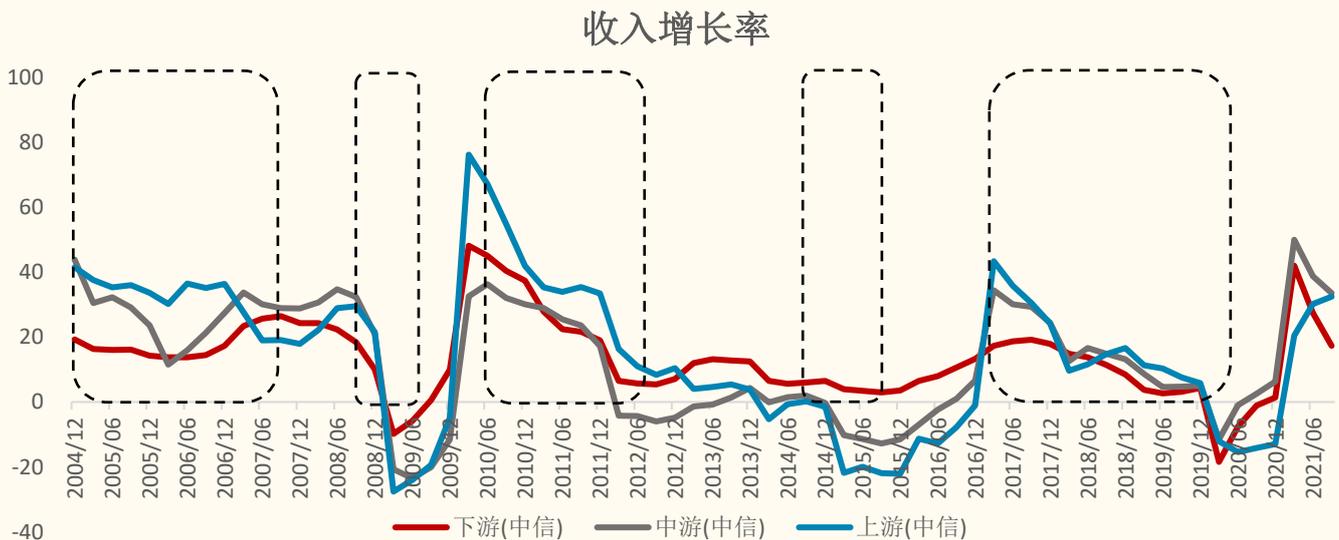
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

3.3 剪刀差缩窄时全产业链需求随成本下行, 但下游需求相对有支撑

- PPI-CPI 剪刀差缩窄时, 全产业链收入随成本共同下降, 下游降幅相对低。全产业链收入增长率均下降, 表明剪刀差缩窄时期, 不仅成本降低, 需求也随之降低, 上游收入下降幅度相对更大。

图表 17: 剪刀差缩窄时全产业链收入下行, 下游降幅较低



来源: Wind、国金证券研究所

四、供给侧影响消退导致剪刀差缩窄后, 关注需求有支撑的行业

4.1 本轮剪刀差缩窄将类似 2017 年后, 因供给侧影响消退导致

- 历史上每轮剪刀差缩窄前，往往伴随 M1 提前收紧。自 2021 年初以来 M1 同比持续下降，当前 PPI 增速已达历史极高值，政策保供稳价的压力下，PPI 上行动力不足，而需求端经济恢复仍然乏力，预计明年 PPI 下行带动 PPI-CPI 剪刀差收敛。

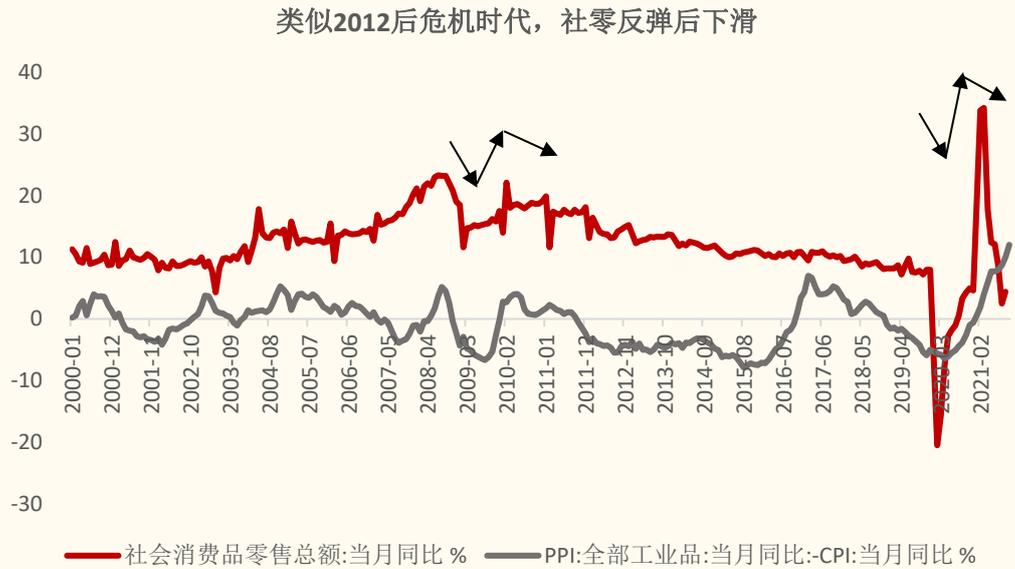
图表 18: PPI-CPI 剪刀差缩窄前 M1 下降



来源: Wind、国金证券研究所

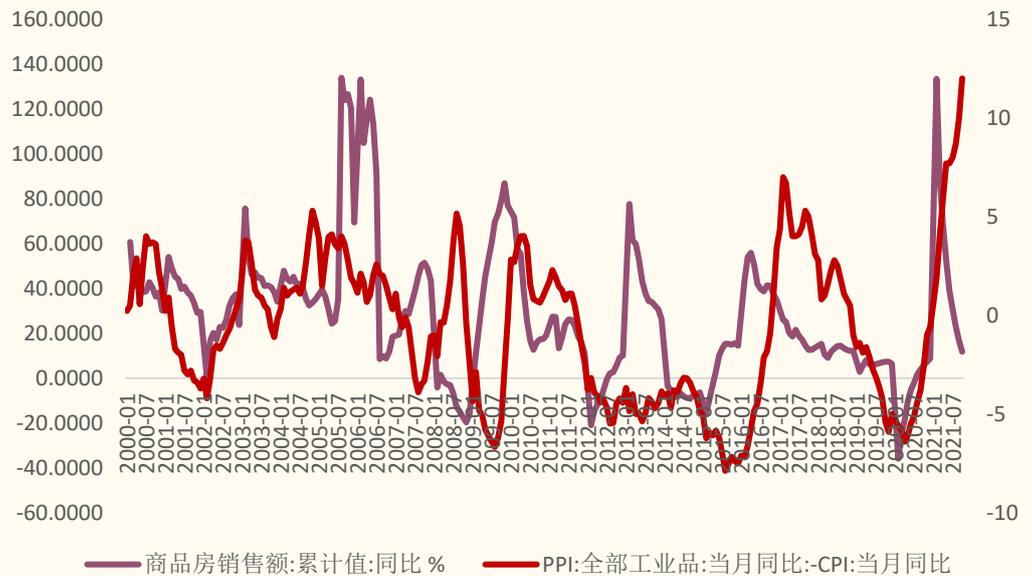
- 2010 年前，增量经济下 PPI-CPI 传导顺畅，当前存量时代传导受阻，且经济结构和上市公司结构有很大不同，叠加外资流入影响加大，PPI 受输入性通胀影响更大。新冠疫情的后危机时代与 2012 年金融危机的后危机时代有相似性，均处于危机拖底政策颁布，消费提振后再度放缓，虽然地产投资下行使地产链条的上游需求萎靡，但 2012 年地产销售处于上行周期，建筑装饰等地产后周期行业的需求较好，因此中游涨幅相对更高。2015 年同样处于地产销售上行阶段，与当前“三条红线”高压、房企暴雷，地产销售下行的环境不同。

图表 19: 后危机时代, 社零反弹后下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 2012、2015 年房地产销售处于上行周期



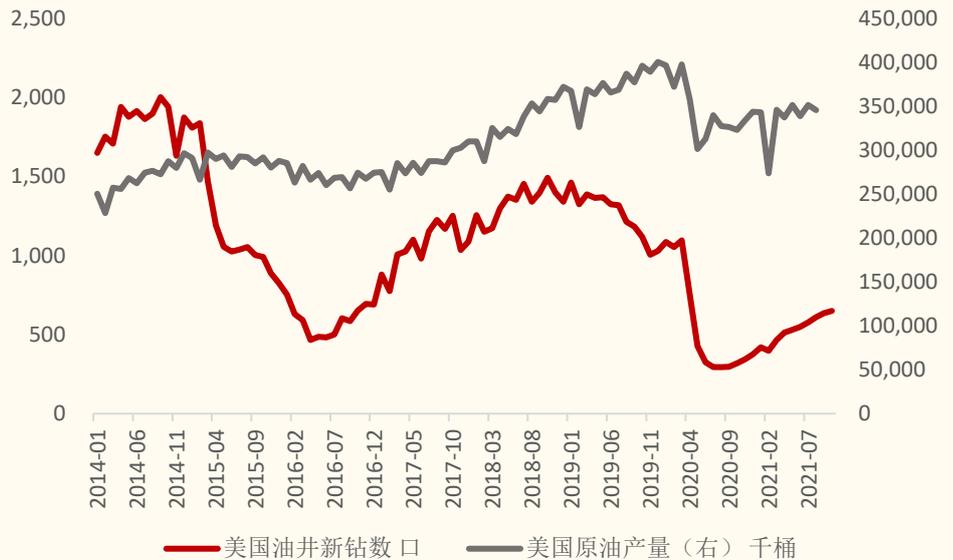
来源: Wind、国金证券研究所

- 供给端约束是导致本轮 PPI 大幅上行的核心原因, 本轮剪刀差缩窄将类似 2017.3 以后供给端因素消退使 PPI 下行, 而需求端没有核心驱动力, CPI 保持平稳。本轮 PPI 上行与 2017 年 3 月前供给侧改革导致的 PPI 大幅上行相似, 主要是能源短缺、限电限产推高上游资源价格, 另外供需错配下美国居民消费拉动国内出口链条。
- 油价上涨等输入性通胀仍对 PPI 有短期支撑, 但剪刀差缩窄将同样由 PPI 下行拉动: 1) 保供稳价政策下供给端动力减弱, 叠加高基数效应, 预计钢铁、煤炭、和国内定价的有色等生产资料价格快速下行; 2) 美国供给恢复下对国内出口的拉动将有所减缓; 3) 原油供给端 OPEC 会议未增产,

但美国原油产量预计将提升，随着全球经济的逐步恢复，供需缺口将会缩窄。

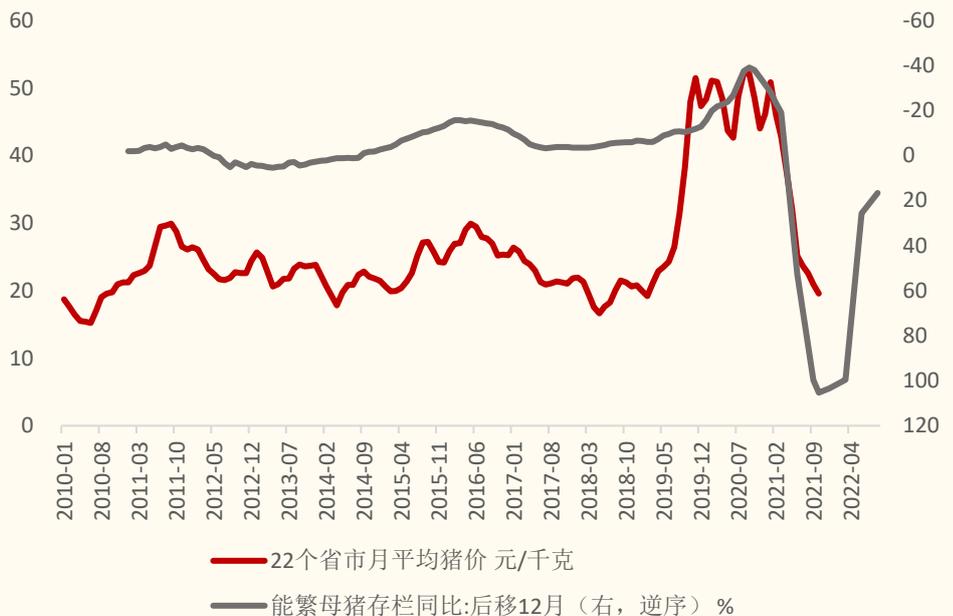
- **CPI 维持稳定，不会出现明显上行：**1) 能繁母猪存栏增速下降领先猪价上涨约 12 月，预计后续猪价仍在下行磨底阶段，2022Q2 有望涨价。由于国家收储带动猪肉需求、天气转冷影响调运，当前猪肉、鲜果蔬菜等农产品价格上涨对 CPI 仅是短期扰动；2) 今年按照 5 年一次的 CPI 权重基准调整，猪肉在 CPI 的权重从 4.6% 大降至 2.4%，猪肉上涨对 CPI 的影响将减弱；3) 收入水平下降，需求端在后疫情时期复苏没有明显动力，PPI 大幅下行也将拖累 CPI 的上升。

图表 21: 美国原油产量将提升，全球复苏下，原油供需缺口缩窄



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 能繁母猪存栏增速领先猪价约 12 个月

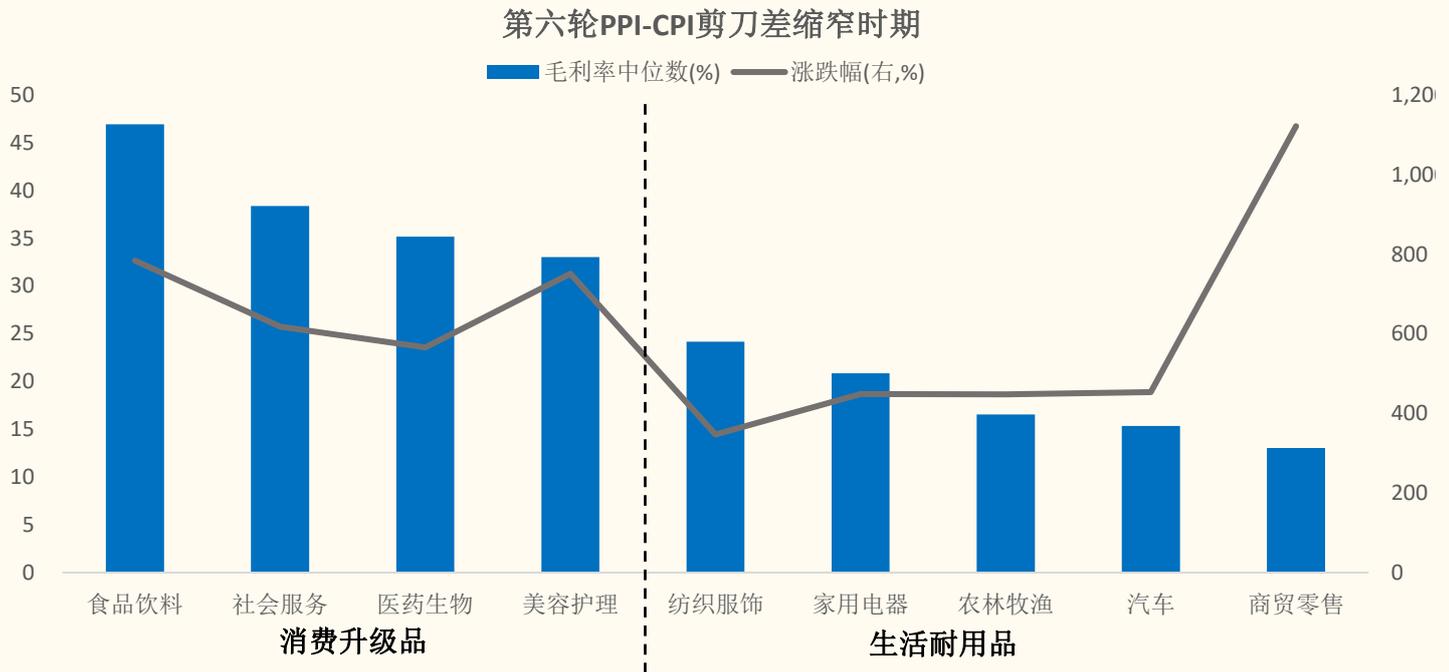


来源: Wind、国金证券研究所

4.2 以史为鉴，除自身产业逻辑推动外，需求旺盛、毛利率提高的消费行业股价涨幅较好

- 工业企业利润将随剪刀差缩窄而下滑，明年宽货币宽信用的环境下股市仍有机会，消费行业相对受益。
- 以第六轮剪刀差缩窄为例，毛利率更高的消费行业股价涨幅更高。消费升级类的消费品行业比生活耐用品的毛利率水平更高。纺织服装、家用电器、农林牧渔、汽车、商贸零售等生活耐用品中，商贸零售行业较为特殊，贸易和连锁店等子行业毛利率水平低至 5% 左右，拉低了整体行业的毛利率水平。食品饮料中白酒占据主要地位，社会服务、医药生物和美容护理均属于消费升级类行业。这些高毛利行业自身一般处于扩张阶段，市场需求较好，技术或品牌壁垒较高，对消费者议价强势，且企业产品收入与成本之间的空间相对大，为企业价格调整带来空间。

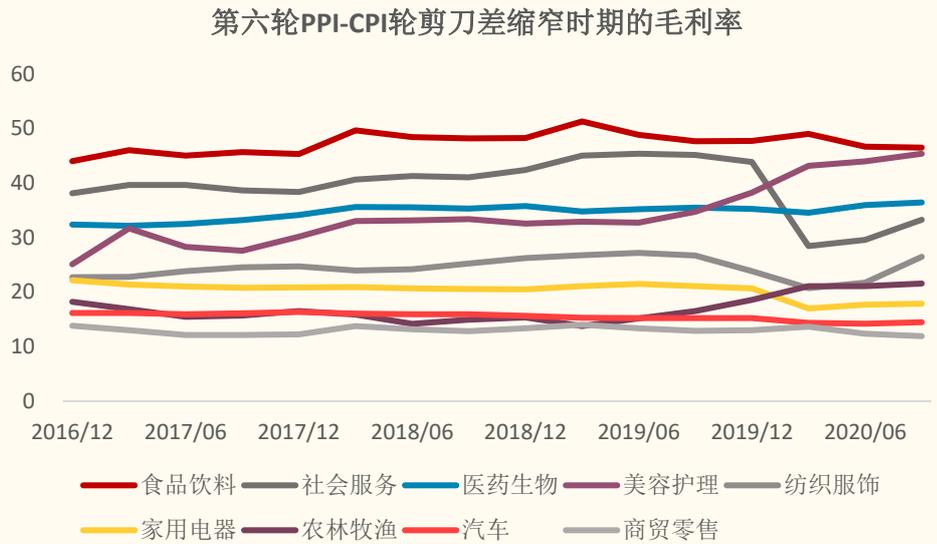
图表 23：第六轮毛利率更高的消费行业股价涨幅更高



来源：Wind、国金证券研究所

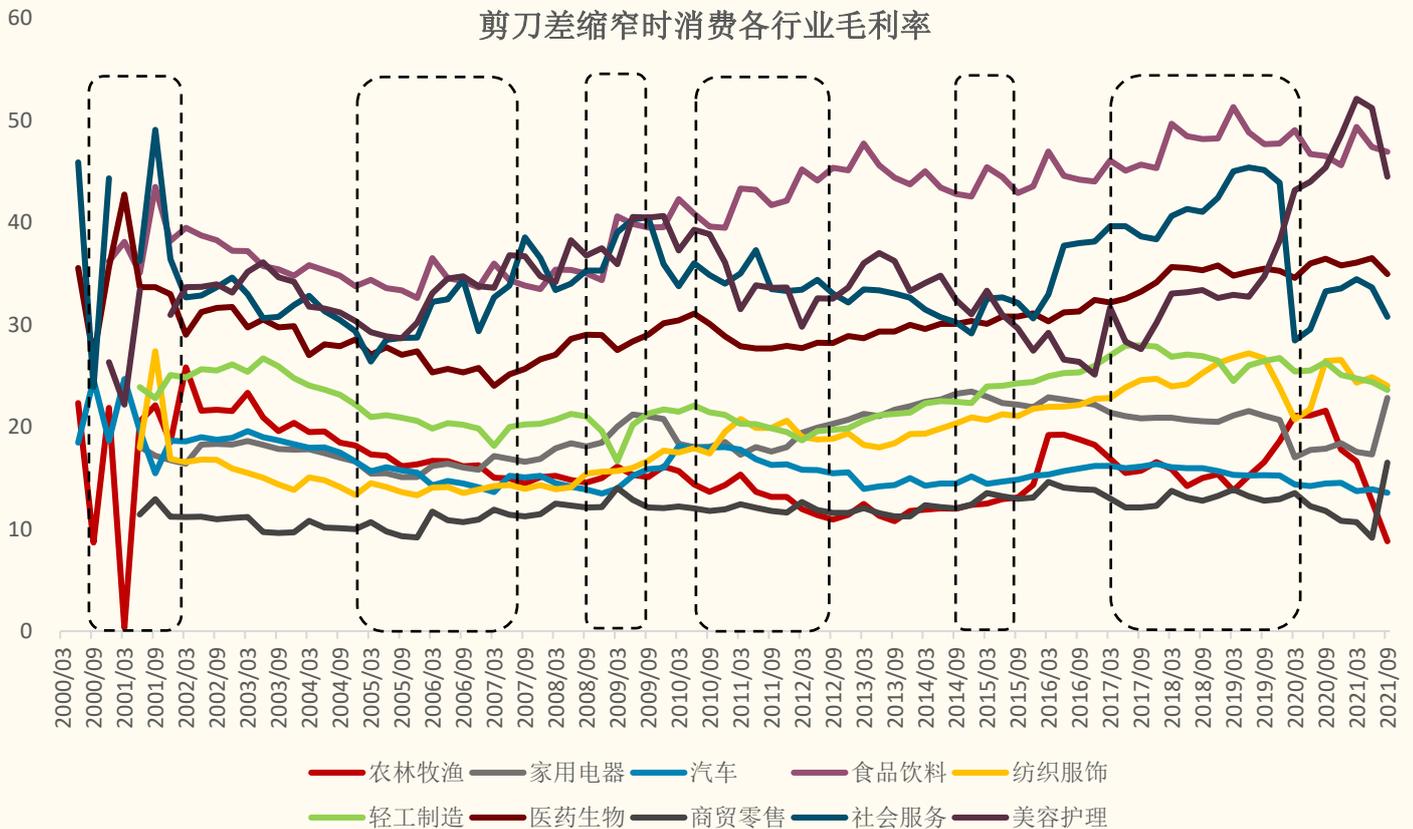
- 但实际上第六轮剪刀差缩窄时，大部分股价涨幅更高的消费行业的毛利率基本没有受益成本下降而提升，表明其需求也受到不利影响。除美容护理外，其他消费行业的毛利率在剪刀差缩窄期无明显提升。这表明剪刀差缩窄时，股价涨幅高的消费行业更多是由于行业自身高景气和产业逻辑支撑其股价上涨。

图表 24: 股价涨幅更高的消费行业更多是行业自身逻辑支撑



- 当然，受益剪刀差缩窄，需求有支撑，毛利率提升的消费行业股价表现也往往较好。如第二轮美容护理、社会服务毛利率约提升 10 个百分点，其中万行业分类按流通市值加权涨幅分别达 751%和 618%；第四轮食品饮料毛利率提升约 5 个百分点，申万行业按流通市值加权涨幅达 52%；第六轮美容护理毛利率提升约 15 个百分点，申万行业按流通市值加权涨幅达 126%，均处于消费行业涨跌幅中的前列。

图表 25: 剪刀差缩窄时，需求有支撑，毛利率提升的消费行业股价涨幅较好



来源: Wind、国金证券研究所

4.3 关注需求有支撑、提价的消费品；机械设备和出口链需求有支撑的工业品

- **关注需求有支撑、提价的消费品龙头。**部分食品饮料企业已经开始提价以转移成本压力，能够提价反应了产品需求端有一定支撑。市场竞争激烈和品牌力不强使大量下游企业没有提价的能力，在 PPI 上行时只能被动接受上游传导而来的成本上涨压力。未来成本下降，而消费终端价格粘性相对较高，毛利率提升空间更高的消费企业值得关注。
- **专用设备等机械设备行业受益剪刀差缩窄，需求有刚性而成本下行，利润率提升。**机械设备在每轮剪刀差缩窄时期股价涨幅在全行业中都相对较好，主要是中游制造业受益于 PPI 下行拉动成本下降。重点关注专用设备需求有刚性，具有较强成本转嫁能力的龙头企业。

图表 26：剪刀差缩窄时专用设备利润率提升



来源: Wind、国金证券研究所

- **出口链条拉动力减弱，但其中需求有支撑的工业品可能会有预期差机会，关注出口链上的电机及电气设备、家具、线上线下渠道共同布局的新型小家电等。**随着供需错位缓解，出口拉动国内经济增长的动力减弱，但出口链条中需求仍有支撑的相关板块可能有被错杀的机会。疫情推动海外电商发展和家庭消费需求，美国地产销售持续增长，家电轻工中的电机及电气设备、家具属于美国进口排名前列的商品，剪刀差缩窄，原材料及海运成本下行而需求有支撑，且若中美关税减免，毛利率有望提升。另外，扫地机等家居类新型小家电品类符合当前消费升级趋势，处在渗透率快速提升的阶段。

图表 27: 美国住房销售上行支撑出口链中家电需求



来源: Wind、国金证券研究所

- 风险提示: 美联储 Taper 进程超预期、经济下行需求不振、疫情再次爆发

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-61038271

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH