

CPI 何时破 3%，CPI-PPI 上行利好哪些行业？

——7 月物价点评

报告日期：2022-08-10

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_CPI-PPI 见底回升，如何配置资产？——通胀系列之一》2021-12-09
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_价格传导加强，困境反转来了？》2022-02-16
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_基于机器学习的 PPI 预测模型——量化知宏观系列之一》2022-03-08
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_油价暴涨对 CPI 和 PPI 有何影响？——2 月物价点评》2022-03-10
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_扩基建、稳地产，对通胀有何影响？——3 月物价点评》2022-04-11
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_猪价周期反转将至，三季度 CPI 同比可能破 3%——4 月物价点评》2022-05-11
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_关注 CPI 涨价，更需关注 PPI 下行非坦途——5 月物价点评》2022-06-12
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_如果 CPI 连续破 3%，货币政策还会淡定吗？——兼评 6 月物价和央行“地量”逆回购》2022-07-09

主要观点：

- **事件：**7 月 CPI 同比增长 2.7%，预期值 2.9%，前值 2.5%；PPI 同比增长 4.2%，预期值 4.7%，前值 6.1%。
- **一、CPI 同比上涨 2.7%，较前值提升 0.2 个百分点；食品项 CPI 同比上涨，环比由负转正，猪肉和鲜菜是主支撑；非食品项同比和环比均下降，油价是主要拖累，旅游价格仍低于季节性；核心 CPI 环比持平上月的 0.1%，同比涨幅下降 0.2 个百分点至 0.8%，经济总体承压。**
 - 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，较前值提升 0.2 个百分点；环比上涨 0.5%，较前值上升 0.5 个百分点。其中，食品 CPI 环比受猪肉和鲜菜拉动，上升 4.6%，拉动 CPI 上升约 1.28 个百分点，拉动力度高于 6 月；非食品项环比持平前值；核心 CPI 环比持平前值的 0.1%，制造业和服务业 PMI 指数均较上月下降，经济承压。分项看：
 - 1、**食品项：**环比由负转正，上升 4.6 个百分点至 3%，其中奶类、酒类是主要拖累项，猪肉与鲜菜是主支撑。
 - 1) 受夏季天气炎热，运输和储藏成本提高，以及汛期对供给和成本的影响，鲜菜 CPI 同比大幅上升 12.9%；环比上升至 10.3%，较上月涨幅提高 19.5%；蔬菜 CPI 环比涨幅高于季节性约 6.52 个百分点，是 CPI 环比的主要拉动项。从高频指标看，7 月 28 种重点监测蔬菜平均批发价环比上涨 12.93%，与 6 月相比，大幅上涨 20.34 个百分点。
 - 2) 猪肉 CPI 环比大幅上涨 25.6%，高于上月 22.7 个百分点；同比由负转正达到 20.20%，涨幅较上月扩大 26.2 个百分点。猪肉 CPI 环比高于季节性约 21.92 个百分点，带动 CPI 食品项上行。供给端不足、成本端抬升是猪肉上涨的主要原因。截至今年 7 月，领先 10 个月的能繁母猪存栏同比降至 16.7%，产能去化效果逐步显现，叠加成本端生猪饲料价格上涨的影响，7 月 22 个省市猪肉平均价上升至 28.27 元/千克，环比上升 26.05%。
 - 2、**非食品项：**非食品项环比下降 0.1%，降幅较前值扩大 0.5 个百分点。一方面国际油价下降，带动交通工具燃料 CPI 下降；另一方面旅游业仍受疫情影响，旅游分项 CPI 低于季节性。
 - 7 月 CPI 非食品项环比下降 0.1%，较季节性低 0.36 个百分点；同比上升 1.9%，涨幅低于上月 0.6 个百分点。非食品内部同比涨多跌少，环比涨跌互现，具体从环比来看：
 - 1) 显著低于季节性的分项为交通工具用燃料、旅游和交通和通信。受疫情冲击、国际原油价格带动国内成品油价格下跌和天然气价格持续走低影响，交通工具用燃料分项，交通和通信分项环比分别下跌 3.3%和 0.7%，低于季节性 3.68 和 1.08 个百分点，是 CPI 非食品项的主要拖累项。
 - 2) 从环比绝对数值看，旅游分项环比上升 3.5%，但低于剔除疫情影响的季节性（2016-2019 年同期均值）3.18 个百分点，说明虽然旅游业在暑期有所好转，但居民出行和旅游仍受到疫情限制。
 - 3、**核心 CPI：**核心 CPI 环比持平上月的 0.1%；同比上升 0.8%，较前值下降 0.2 个百分点。7 月核心 CPI 环比低于季节性 0.16 个百分点，低于剔除疫情影响的季节性 0.23 个百分点。7 月制造业 PMI、服务业 PMI 较上月均下滑，经济承压。
- **二、PPI 同比与环比均继续下跌；七大产业价格全面下跌；下游价格传导能力有所增强。**
 - PPI 同比延续下行，重点工业品价格全面下跌。7 月 CPI-PPI 负缺口缩减，PPI 生产资料-生活资料增速差再度缩窄，PPI-PIRM 负缺口亦缩窄。
 - PPI 同比继续回落，7 月 PPI 同比涨幅大幅缩窄 1.9 个百分点至 4.2%，环比 -1.3%，较上月降低 1.3 个百分点。7 月 CPI-PPI 负缺口继续缩窄 2.1 个百分点至 -1.5%，PPI-PIRM 缺口缩窄 0.1 个百分点至 -2.3%，基本与上月持平，上游成本持续向下游传导。
 - 1、**大类看：**生产资料-生活资料增速差继续缩窄，且缩窄幅度增大。
 - 7 月 PPI 生产资料和生活资料涨幅差距减小，PPI 生产资料同比涨幅下降 2.5 个百分点至 5.0%，生活资料同比与持平上月的 1.7%，PPI 生产资料-生活资料增速差缩窄 2.5 个百分点至 3.3%，缩窄幅度较前值上升，说明上游成本向下传导，且传导速度加快。
 - 2、**七大产业看：**上游环比大幅下跌，下游环比涨跌不一。
 - 上游环比增速较上月普遍下滑，下游环比增速有升有降。上游采掘工业环比重回负值，大幅下跌 3.8 个百分点至 -1.9%；原材料工业环比由正转负，下降 2.8 个百分点至 -2.5%；中游加工工业环比继续下降 0.9 个百分点至 -1.3%；下游食品

类、衣着类、耐用消费品类环比分别小幅上升0.6%、0.1%、0.2%，一般日用品类下降0.3%。而同比来看，除耐用品消费类分项同比下跌外，其余产业同比均上涨，但与前值相比，上游产业涨幅均有所下降，其中采掘工业下降幅度最大为8.5个百分点。

3、40个工业行业看：价格普跌。

1) 煤炭价格普遍下降，国内煤炭需求偏弱。7月焦煤价格环比大幅下降20.03%，与上月相比跌幅扩大19.94个百分点；焦炭价格环比下降17.24%，较前值跌幅扩大16.34个百分点，拖累煤炭开采和洗选业PPI分项下跌2.9个百分点至-2.1%。7月非电需求走弱，焦化企开工率较低，煤炭需求疲软，带动煤炭价格下跌。

2) 国际原油价格回落带动原油产业链价格下滑。7月原油价格环比下降10.54%，跌幅扩大15.49个百分点。其中下跌较多的有化学原料及化学制品制造业，环比降幅扩大2.5个百分点至-2.1%；化学纤维制造业环比降幅扩大3.6个百分点至-1.4%；石油和天然气开采业环比降幅扩大8.3个百分点至-1.3%；石油加工、炼焦及核燃料加工业降幅扩大5.6个百分点至-2%。受海外经济衰退预期影响，7月布伦特原油价格录得105.12美元/桶，环比下降10.54%，油价下跌导致石化产业链价格跟随下降。

3) 受宏观悲观预期和消费淡季影响，黑色产业链价格全面下降。铁矿石市场价格环比涨幅下降16.49个百分点至-15.11%；水泥和螺纹钢价格环比分别下降8.23%、11.63%。黑色供需双弱，需求端三季度为黑色产业淡季，供给端厂商面临亏损压力，去库存以及增加减产活动，总体价格偏弱运行。

4) 铜价继续下降拖累有色链价格。LME3个月铜价格与阴极铜环比分别为-16.26%和-16.25%，拖累PPI有色金属矿采选业价格环比下降-2.6%，有色金属冶炼和压延加工业价格环比下降-6%。

● 三、价格传导：（该数据只更新至6月）6月下游行业价格传导能力持续上升；PPI与CPI双向传导能力增强。

本文更新数据至6月，测算并总结如下：

1、从行业看：2022年6月上游价格传导能力与上月相比进一步下降，而下游行业传导能力持续上升。图16包含所有PPI行业的CTIC（价格传导指数，越高代表价格传导能力越强），上游有10个行业CTIC环比下降；而下游有8个行业CTIC环比上升，上升幅度最大的为皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，环比上涨81.35%。而同比来看，所有行业CTIC指数均上升，说明今年比去年价格传导能力提升。图17列出了所有PPI行业CTIC历史分位数，2022年至今历史分位数在50%以上的行业有23个，其中上游占5个，下游占10个。与上月相比，下游增加了4个历史分位数在50%以上的行业。表明从历史上看，2022年6月下游行业价格传导能力增强。

2、PPI与CPI双向传导：与5月相比，6月PPI和CPI一对一传导效果增强。5月PPI向CPI细项价格传导效果强的行业仅有1个，而6月如图19显示（回归系数越大表示传导效果越强），传导效果强的行业有6个，其中传导效果最好的为烟草制品业。6月CPI向PPI细项价格传导效果也有所增强，CPI食品项向PPI细项价格传导效果最好，图20显示食品行业向PPI传导效果均较好。

● 四、后续猪价节奏判断，及其对CPI的影响

1、下半年猪价总体震荡上行。猪价连续4个月上升，从领先10个月的能繁母猪存栏同比可知，2021年6月能繁母猪存栏同比增速开始大幅下降，指向2022年4月猪价应开始企稳回升。具体来讲，去年9-11月生猪产能去化加快，对应今年7-9月生猪供给压力较大。此外，受地缘冲突、疫情、天气等影响，国际粮价上行将提振饲料成本，从而对猪价形成支撑。这决定了今年下半年猪价总体震荡上行。

7月底-8月中旬偏震荡，8月底之后可能重震震荡上行。6月压栏惜售造成猪源积压，发改委喊话保供稳价，叠加7月底8月初猪企出栏增加、二次育肥进入出栏周期等阶段性增加生猪供给，同时夏季高温猪肉需求偏弱，7月底以来猪价阶段性下跌。我们预计进入8月下旬，随着气温回落需求加大，供给端减量出栏，猪价将再度震荡上行。

2、未来CPI会如何走？

假设8月猪价小幅上行，预计8月CPI同比为2.9%（如果猪价上行加大则最早8月CPI会破3%），9月升至3.5%左右，10-11月在2.5-3%波动，12月再升至3%以上。

高频数据看，截至8月10日食品价格较上月总体回升，其中猪肉价格环比上涨3.9%，带动畜肉类价格平均环比上涨1.5%；鸡蛋由跌转涨、鲜菜涨幅收窄、鲜果价格续降。非食品环比将受原油价格回落拖累，但暑期出行需求可能提供一定支撑，非食品环比暂按季节性假设。鉴于8月中旬之前猪价可能偏震荡，下旬之后可能重启升势，因此猪价按小幅上涨计算，由此测算8月CPI同比可能继续上行至2.9%左右，如果猪价上行幅度超过我们预期，则存在破3%的可能性。再往后，季节性之外，假设猪价逐渐上行（我们下调猪价涨幅，最新假设为生猪均价月均环比上行4.4%左右），粮价上行（测算中主要考虑小麦小幅涨价），油价维持高位（三季度维持在90-100美元左右高位震荡，四季度加速回落至70美元附近），CPI同比后续将逐渐上行，8月为2.9%左右（也存在破3%的可能），9月达到年内高点在3.5%左右，10-11月小幅回落至2.5%-3%之间，12月再回升至3%以上，全年累计同比在2.3%左右。

● 五、PPI 同比继续回落，CPI-PPI 回升背后的利润传导有何不一样？

1. 未来 PPI 会如何走？

我们预计 PPI 同比将持续下行，8 月回落至 4% 以下，四季度加速回落至 0% 左右，全年同比预测下调至 4.6% 左右。

高频数据看，8 月上旬大宗商品价格有所稳定，截至 8 月 9 日的南华工业品指数环比上涨 3.3%，CRB 工业原料现货指数环比上涨 0.8%。鉴于工业原料价格对 PPI 的影响具有滞后性，7 月国内外大宗商品价格深度下跌，且海外衰退担忧可能继续拖累国际大宗商品价格，以此推断 8 月 PPI 环比偏低，从而使得 PPI 同比继续下行至 4% 以下。往后看，在国内复工复产、海外需求延续回落、油价可能三季度坚挺（90-100 美元）、四季度加速回落（至 70 美元）的综合假设下，预计 PPI 同比延续回落，四季度回落至 0% 左右，全年同比下调至 4.6% 左右。

2、CPI-PPI 回升背后的利润传导，这次有何不一样？

我们在报告《四问利润传导，这次不一样？》中探讨了 CPI-PPI 上行规律、本轮不同、做空铜油比、黑色系掣肘等问题，以期给出 CPI-PPI 上行阶段的行业配置建议，主要解决了四个问题：

第一，“CPI-PPI”上行表征的利润传导重启了吗？

CPI-PPI 上行时往往上游利润占比下降，中下游利润占比上升。历史经验显示，期间申万一级行业中食品饮料、建筑材料、家用电器、医药生物在权益市场普跌中获得了正向收益，平均涨幅 10%-30%。自俄乌冲突以来，近期上游利润占比已经连续两个月下降，指向下半年回归 CPI-PPI 上行的利润传导主线是最大的确定性。

第二，本轮利润传导进程有何不同？

我们基于 2018 年的中国投入产出表测算了 149 个部门之间的平均传播长度（APL），结果显示有色金属与制造业 APL 较低表明其能更快反映中游需求，而石油距离制造业较远，因而有色对经济需求更敏感，在经济衰退初期的大宗商品价格下跌中体现为铜价先于油价回落。本轮铜油比所处阶段可能和 2011-2014 年更像，且铜油比可能低于历史底部，因而下半年中游制造受益于成本回落更多、利润弹性更大。若如此，历史复盘结论可能生变，例如食品饮料在成本端受制于油价。

第三，做空铜油比利好哪些行业？

1) 利用原材料成本占比进行初筛，并基于 CPI-PPI 回升带动原材料成本下降 10% 的假设，结论显示申万二级板块中，农产品加工、房屋建设、视听器材、化学纤维、电子、燃气、电力、禽畜养殖、汽车整车、金属制品、装修装饰、白色家电等行业毛利率有望回升超过 5%。

2) 根据投入产出表筛选对有色依赖度高、对油依赖度低的行业，合理推测电气机械、汽车、通用设备、金属制品、交运设备利润弹性有望更高。

第四，黑色可能掣肘“做空铜油比”？

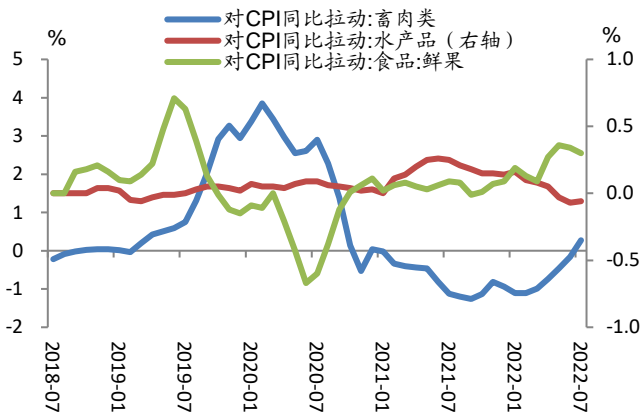
下半年若钢铁业持续压减产能，黑色系价格或回升。如果粗略估计有色（-20%）、油（-5%）、黑色（+10%），延续以完全消耗系数来衡量原材料依赖度的思路，测算表明金属制品业可能承压。

因此综合看，本轮 CPI-PPI 回升周期中“建筑建材、家电”仍有效，同时有色先于能源回落利好通信设备、电气机械、汽车、交运设备、电力、金属制品，但黑色系存在上行风险，金属制品或不及预期，地产风险事件可能制约建筑建材兑现利润弹性。

● 风险提示

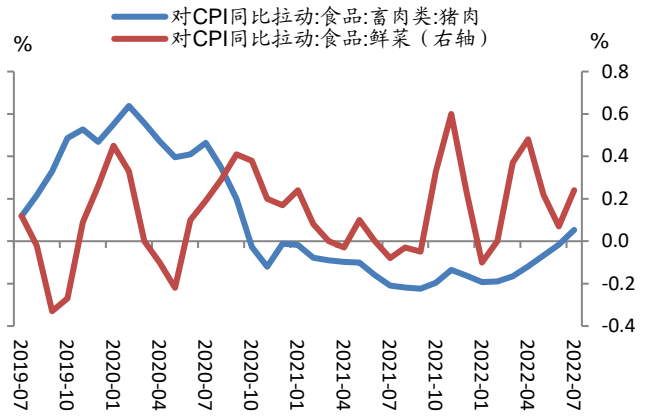
国内外经济扰动因素增加，国内政策落地效果不及预期。

图表1 食品项带动CPI



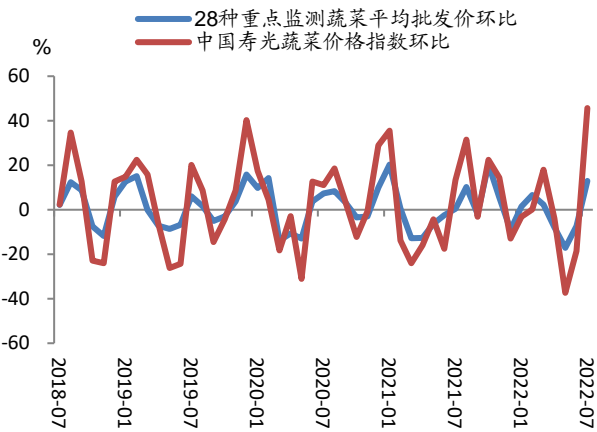
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表2 猪价拉动CPI



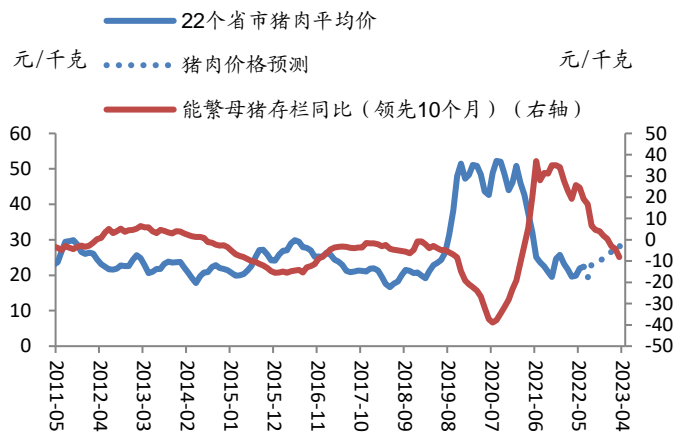
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 蔬菜价格持续上升



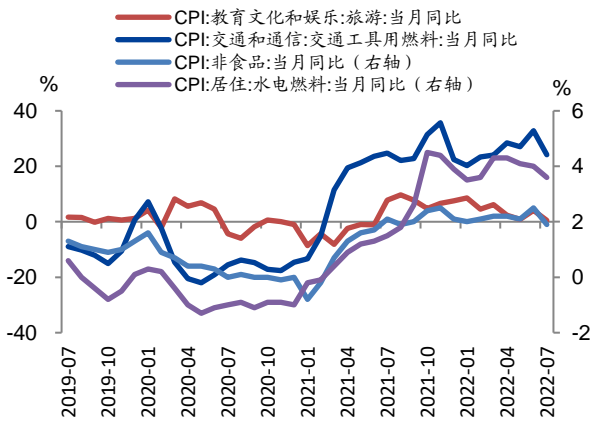
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 猪肉价格预测



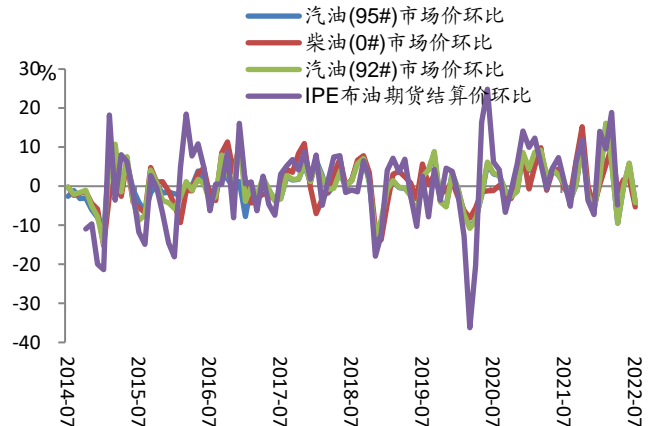
资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表5 CPI非食品重点项目变化



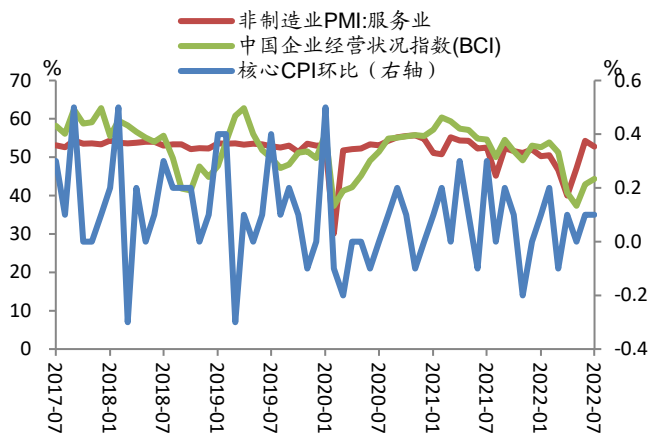
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 汽油、柴油价格环比下跌



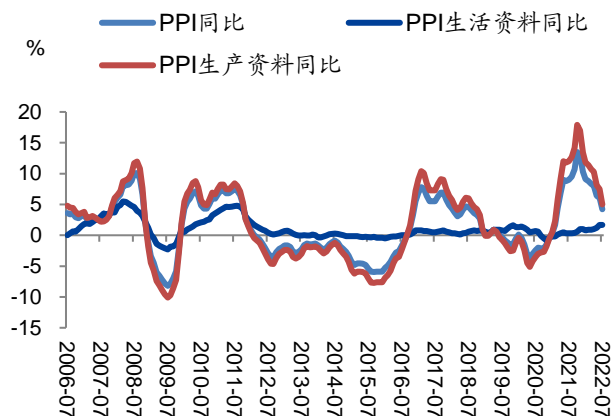
资料来源: wind, 华安证券研究所

华安证券
HUAAN RESEARCH
图表7 核心CPI环比



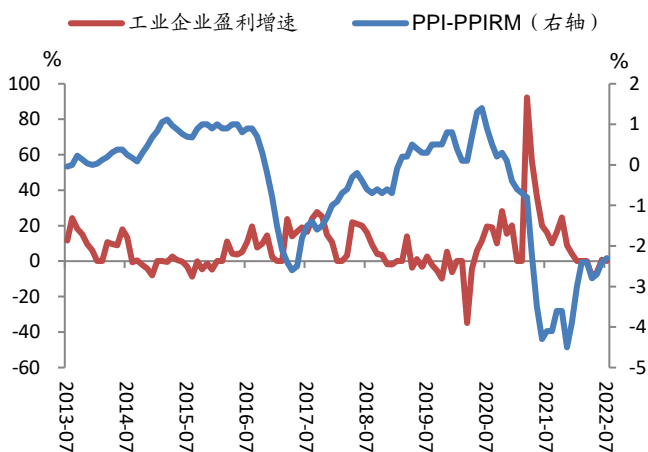
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 PPI同比下行, 生产资料与生活资料增速差减小



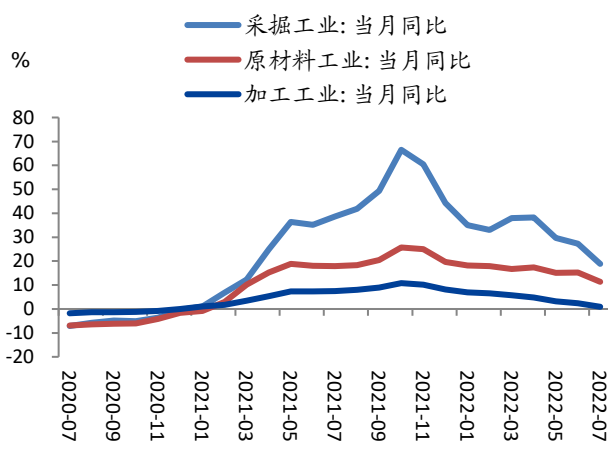
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表9 PPI-PPIRM 缺口缩减



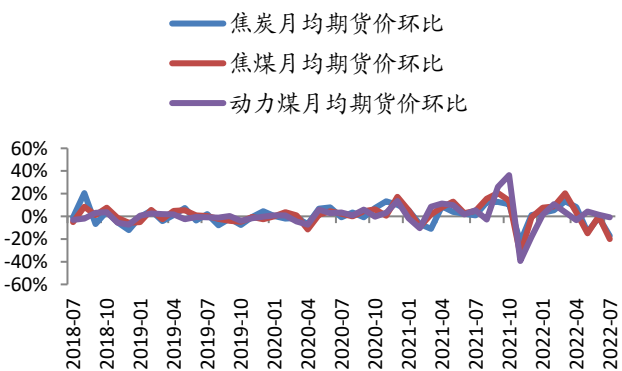
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表10 PPI上游价格变化



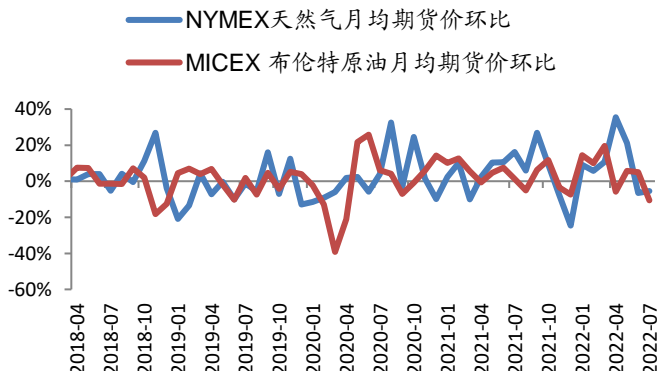
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表11 煤炭价格环比下降



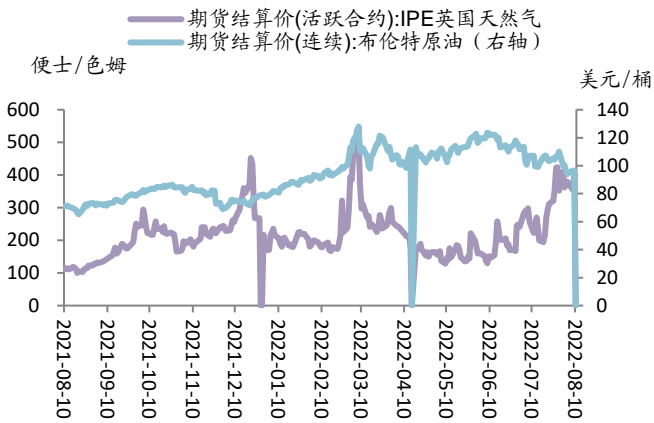
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 原油价格环比下降, 天然气价格环比上升



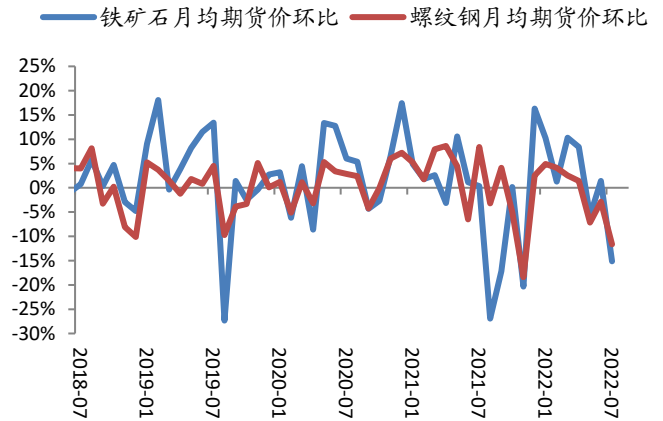
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 高频数据下天然气、原油价格



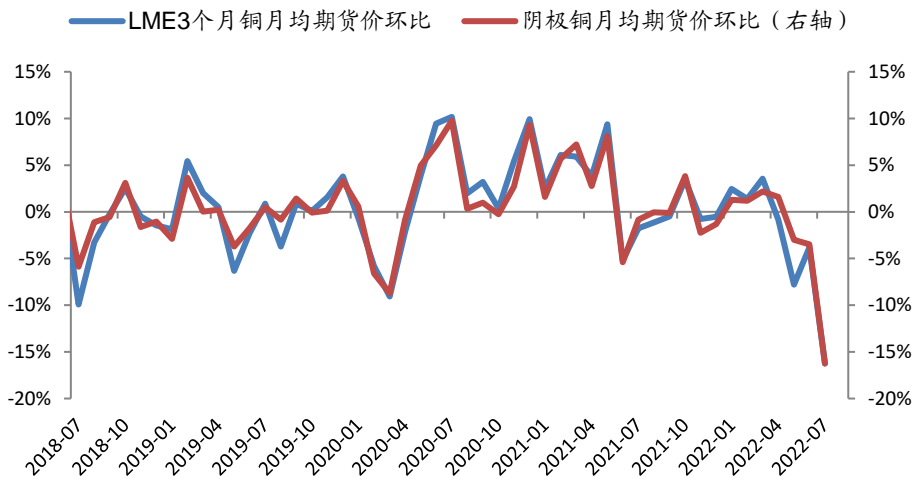
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 铁矿石与螺纹钢价格环比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 铜价环比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 截至 2022 年 6 月上中下游行业 CTIC

各子行业(值较自身历史分位数(2003年以来))	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06
煤炭开采和洗选产品	5.770	5.224	3.630	3.985	4.733	5.067	5.256	5.407	5.567	5.666	5.614	5.545	5.419	5.349	5.590	5.645	5.566	5.529
石油和天然气开采产品	196.293	-37.031	30.672	56.667	53.346	35.280	31.228	25.560	25.024	27.146	31.809	26.507	24.323	27.108	33.393	34.582	37.586	41.811
黑色金属矿采选产品	6.410	5.496	4.711	4.316	4.193	4.262	4.273	4.035	3.283	2.175	1.462	-0.788	-2.671	-3.187	-3.275	-2.020	-10.058	-382.267
有色金属矿采选产品	-646.136	11.780	5.169	3.965	3.216	3.173	2.795	2.150	1.921	1.639	1.715	2.031	2.032	2.261	2.352	2.462	2.406	1.968
非金属矿采选产品	-2.253	2.743	0.413	0.272	0.431	0.519	0.597	0.681	0.608	0.649	0.804	1.136	1.261	1.262	1.243	1.148	1.256	1.306
石油、煤炭及其他燃料加工业	0.794	0.187	1.018	0.508	0.620	1.120	1.189	1.308	1.373	1.316	1.206	1.215	1.209	1.141	1.100	1.262	1.167	1.076
化学原料及化学制品制造业	-2.388	2.392	1.825	1.593	1.506	1.581	1.619	1.697	1.627	1.572	1.531	1.604	1.636	1.593	1.358	1.258	1.295	1.300
化学纤维制造业	2.919	-0.181	1.491	1.473	1.295	1.269	1.418	1.463	1.364	1.264	1.223	1.195	1.097	0.971	0.489	0.416	0.656	0.922
非金属矿物制品业	81.682	-3.819	-0.916	0.188	0.421	0.421	0.366	0.370	0.588	0.969	1.116	1.178	1.129	1.111	1.091	0.912	0.832	0.618
黑色金属冶炼及压延加工业	1.884	1.709	1.780	1.905	1.862	1.673	1.602	1.721	1.879	2.024	1.897	1.992	1.853	1.774	1.383	0.840	-0.434	-2.778
有色金属冶炼及压延加工业	1.828	1.848	1.877	1.844	1.822	1.784	1.724	1.732	1.761	1.769	1.715	1.638	1.692	1.693	1.628	1.536	1.347	1.282
废弃资源和废旧材料回收加工业	9.279	8.760	8.460	8.370	8.313	8.212	8.084	8.006	7.965	7.724	7.706	7.945	7.932	7.903	7.746	7.680	7.162	7.054
电力、热力生产和供应	-7.854	-1.442	-0.593	-0.145	-0.081	-0.106	-0.038	-0.032	0.017	0.048	0.157	0.389	0.712	0.825	0.748	0.786	1.012	1.085
燃气生产和供应	-0.030	-0.307	0.155	0.059	0.046	0.130	0.146	0.254	0.354	0.288	0.299	0.497	0.472	0.461	0.626	0.762	0.832	0.743
水的生产和供应	-1.502	2.290	0.986	0.672	0.603	0.784	0.725	0.607	0.554	0.510	0.432	0.529	0.603	0.508	0.569	0.572	0.556	0.444
金属制品	0.356	0.426	0.444	0.466	0.514	0.596	0.661	0.695	0.707	0.677	0.798	0.980	1.072	1.064	1.078	1.102	1.121	1.161
通用设备制造业	-0.078	-0.099	0.053	0.091	0.131	0.215	0.272	0.315	0.349	0.334	0.389	0.510	0.565	0.524	0.514	0.461	0.680	0.710
专用设备制造业	-0.928	-0.341	-0.170	-0.084	0.043	0.023	0.116	0.157	0.172	0.209	0.251	0.339	0.420	0.381	0.410	0.483	0.618	0.780
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.733	-0.080	0.000	-0.026	0.080	0.084	0.128	0.166	0.172	0.241	0.296	0.283	0.388	0.443	0.556	0.567	0.749	0.912
电气机械及器材制造业	-0.428	-0.116	0.190	0.394	0.508	0.639	0.754	0.765	0.738	0.694	0.796	0.919	0.939	0.967	1.048	1.104	1.324	1.448
计算机、通信和其他电子设备制造业	2.347	2.946	37.550	-2.268	-0.634	-0.450	0.172	0.356	0.556	0.522	0.555	0.604	0.575	0.636	0.494	0.194	0.432	0.530
仪器仪表	4.526	-3.137	-0.099	-0.287	-0.163	-0.337	-0.118	0.000	-0.090	-0.052	-0.082	0.222	0.349	0.321	0.211	0.340	0.497	1.047
其他制造业	2.388	0.000	-0.056	0.038	0.079	0.016	0.096	0.091	0.118	0.104	0.181	0.226	0.251	0.349	0.506	0.450	0.545	0.720
金属制品、机械和设备修理服务	0.521	-0.131	-0.226	-0.251	-0.072	-0.167	-0.097	-0.077	0.052	0.014	-0.031	-0.039	-0.042	-0.126	-0.091	-0.148	0.373	0.783
农副食品加工业	7.098	6.714	6.361	5.736	5.361	4.874	4.414	3.892	3.307	2.968	3.391	3.041	0.854	-0.554	1.446	3.452	4.331	5.037
食品制造业	0.395	0.570	0.526	0.761	0.847	0.931	1.097	1.363	1.553	1.547	1.795	2.479	3.770	4.466	3.796	2.666	2.352	2.015
酒、饮料和精制茶制造业	3.641	2.742	2.085	1.621	1.225	1.286	1.252	0.963	0.874	0.585	0.472	0.453	0.493	0.321	0.495	0.748	0.716	0.663
烟草制品	33.723	4.654	1.420	0.833	0.805	1.072	0.943	0.909	0.891	0.664	0.769	1.243	1.546	1.798	2.361	2.418	2.330	1.528
纺织业	1.960	3.034	0.078	0.624	0.851	1.045	1.137	1.205	1.258	1.238	1.344	1.485	1.587	1.657	1.800	1.788	1.697	1.605
纺织服装服饰	0.806	1.115	-1.136	-0.123	-0.127	-0.143	-0.054	0.022	0.079	0.136	0.178	0.105	0.205	0.196	0.100	0.108	0.259	0.451
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	6.370	-21.777	-1.383	-0.484	-0.278	-0.334	-0.128	-0.038	0.093	0.138	0.242	0.457	0.586	0.564	0.458	0.192	0.339	0.616
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	10.829	0.247	0.084	0.205	0.316	0.319	0.440	0.460	0.530	0.670	0.813	0.828	0.853	0.842	0.959	1.012	1.066	1.020
家具	-19.992	-1.330	-0.245	-0.049	0.000	-0.226	-0.035	0.000	0.159	0.179	0.222	0.402	0.480	0.607	0.572	0.577	0.901	1.254
造纸和纸制品	-1.743	0.704	0.752	0.995	1.105	1.168	0.995	0.861	0.762	0.677	0.792	0.872	0.793	0.575	0.163	0.189	0.151	0.159
印刷和记录媒介复制业	10.337	-1.459	-0.319	-0.088	0.174	0.192	0.282	0.236	0.207	0.199	0.307	0.331	0.495	0.546	0.773	0.741	0.445	0.577
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.511	0.903	0.576	0.473	0.397	0.254	0.252	-0.047	0.107	0.130	0.222	0.230	0.267	0.443	0.778	0.712	0.787	1.015
医药制造业	3.064	0.000	-0.445	-0.677	-0.612	-0.711	-0.669	-0.453	-0.476	-0.225	0.044	0.052	0.000	0.123	0.467	0.415	0.385	0.517
橡胶和塑料制品业	-10.535	-0.363	0.258	0.347	0.354	0.391	0.428	0.416	0.417	0.434	0.492	0.487	0.485	0.480	0.448	0.425	0.422	0.402
汽车制造	-1.458	-1.296	-0.469	-0.312	-0.215	-0.128	-0.172	-0.100	-0.060	-0.025	0.053	0.099	0.147	0.254	0.291	0.330	0.416	0.273

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 17 截至 2022 年 6 月行业细项 CTIC 在历史上的分位数

各子行业(值较自身历史分位数(2003年以来))	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12	2022-01	2022-02	2022-03	2022-04	2022-05	2022-06	迷你图
煤炭开采和洗选产品	57.30%	64.70%	68.80%	73.40%	74.80%	73.20%	71.60%	68.60%	65.80%	73.20%	74.60%	72.20%	70.60%	
石油和天然气开采产品	82.00%	79.00%	74.60%	73.40%	74.80%	80.20%	74.20%	71.30%	74.40%	81.40%	81.90%	84.10%	87.20%	
黑色金属矿采选产品	56.30%	57.10%	50.80%	32.70%	23.70%	18.30%	11.40%	8.00%	7.90%	7.80%	12.30%	1.50%	1.40%	
有色金属矿采选产品	52.70%	50.00%	47.30%	46.50%	44.00%	45.00%	49.10%	50.00%	52.30%	54.60%	55.30%	54.50%	44.70%	
非金属矿采选产品	30.00%	30.80%	32.00%	30.90%	31.70%	34.60%	43.60%	46.00%	46.30%	45.20%	43.30%	46.10%	48.00%	
石油、煤炭及其他燃料加工业	56.90%	63.80%	74.60%	75.60%	74.40%	64.90%	65.00%	64.70%	56.70%	53.40%	70.80%	60.20%	51.40%	
化学原料及化学制品制造业	52.70%	58.90%	66.60%	58.60%	49.10%	41.60%	55.70%	61.20%	53.90%	28.10%	21.50%	24.20%	25.30%	
化学纤维制造业	32.70%	42.80%	47.30%	37.90%	30.50%	28.30%	24.50%	12.90%	9.50%	4.60%	4.60%	10.60%	11.90%	
非金属矿物制品业	28.60%	26.70%	27.50%	34.90%	51.10%	61.40%	67.60%	61.70%	60.60%	57.70%	48.40%	44.00%	34.80%	
黑色金属冶炼及压延加工业	40.00%	37.50%	45.60%	58.60%	64.40%	60.00%	63.90%	53.20%	44.40%	29.60%	24.60%	15.10%	5.90%	
有色金属冶炼及压延加工业	58.10%	51.70%	52.60%	56.80%	57.60%	48.30%	45.90%	48.30%	49.20%	40.60%	24.60%	16.60%	14.90%	
废弃资源和废旧材料回收加工业	52.70%	52.50%	52.20%	51.90%	51.70%	51.40%	52.10%	51.90%	51.60%	51.40%	50.20%	48.00%	47.30%	
电力、热力生产和供应	23.70%	28.50%	29.30%	31.40%	32.50%	36.40%	43.20%	66.90%	72.70%	69.30%	70.80%	81.60%	84.20%	
燃气生产和供应	32.70%	33.40%	44.40%	55.30%	50.60%	51.70%	66.30%	64.70%	64.00%	73.20%	78.90%	79.40%	77.80%	
水的生产和供应	35.40%	35.20%	34.60%	34.00%	33.90%	33.30%	34.40%	35.60%	33.70%	35.30%	35.60%	35.00%	32.70%	
金属制品	51.50%	65.60%	68.80%	70.30%	68.20%	75.80%	86.00%	91.30%	90.00%	91.80%	92.20%	94.80%	95.70%	
通用设备制造业	36.50%	40.50%	44.40%	48.30%	45.30%	59.10%	71.90%	72.90%	72.30%	70.90%	67.20%	81.70%	83.40%	
专用设备制造业	46.90%	53.40%	54.70%	55.90%	58.80%	60.80%	74.30%	79.50%	75.60%	78.20%	80.00%	82.50%</		

图表 18 截至 2022 年 6 月上中下游行业 CTIC 历史分位数

历史上的分位数	上游行业CTIC	中游行业CTIC	下游行业CTIC
2021-06	37.20%	45.70%	30.40%
2021-07	37.00%	58.10%	28.50%
2021-08	50.20%	68.10%	26.60%
2021-09	59.20%	70.00%	26.50%
2021-10	60.70%	68.00%	26.40%
2021-11	49.10%	73.80%	35.00%
2021-12	58.50%	81.40%	38.40%
2022-01	57.80%	82.00%	37.30%
2022-02	48.40%	82.50%	37.60%
2022-03	34.90%	83.40%	43.90%
2022-04	32.60%	82.20%	54.00%
2022-05	21.30%	88.30%	65.30%
2022-06	17.40%	90.50%	69.30%
PPI上行期（2015年9月-2017年2月）分位数	上游行业CTIC	中游行业CTIC	下游行业CTIC
2021-06	50.80%	36.70%	10.40%
2021-07	50.70%	44.30%	10.20%
2021-08	76.00%	61.50%	9.90%
2021-09	89.60%	68.10%	9.90%
2021-10	89.70%	64.80%	9.80%
2021-11	75.40%	72.00%	17.50%
2021-12	89.60%	75.10%	23.00%
2022-01	89.60%	76.20%	20.00%
2022-02	74.90%	76.60%	20.60%
2022-03	50.50%	76.90%	30.80%
2022-04	49.50%	76.60%	56.20%
2022-05	43.60%	88.90%	84.30%
2022-06	37.50%	90.10%	86.60%

资料来源：wind，华安证券研究所测算


华安证券
 HUAAN RESEARCH
图表 19 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算

CPI 细项	对应 PPI 细项	回归系数
CPI:食品烟酒:酒类	PPI:酒的制造	0.641
CPI:衣着:服装	PPI:纺织服装、服饰业	0.698
CPI:衣着:鞋类	PPI:制鞋业	0.574
CPI:居住:水电燃料	PPI:电力供应	0.186
	PPI:电力生产	-0.359
	PPI:热力生产和供应	0.257
	PPI:燃气生产和供应业	0.227
	PPI:生物质燃气生产和供应业	0.005
CPI:生活用品及服务:家用器具	PPI:家用电力器具制造	0.469
CPI:交通和通信:交通工具	PPI:摩托车制造	0.299
	PPI:自行车和残疾人座车制造	-0.152
	PPI:助动车制造	0.156
	PPI:非公路休闲车及零配件制造	0.104
CPI:交通和通信:交通工具用燃料	PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业	0.719
CPI:交通和通信:交通工具使用和维修	PPI:通用设备修理	-0.011
CPI:交通和通信:通信工具	PPI:通信设备制造	-0.836
CPI:教育文化和娱乐	PPI:纸制品制造	-0.071
	PPI:印刷业和记录媒介的复制	0.589
	PPI:文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-0.117
	PPI:文化、办公用机械制造	0.130
	PPI:计算机制造	0.132
	PPI:广播电视设备制造	-0.137
CPI:医疗保健:西药	PPI:化学药品制剂制造	1.318

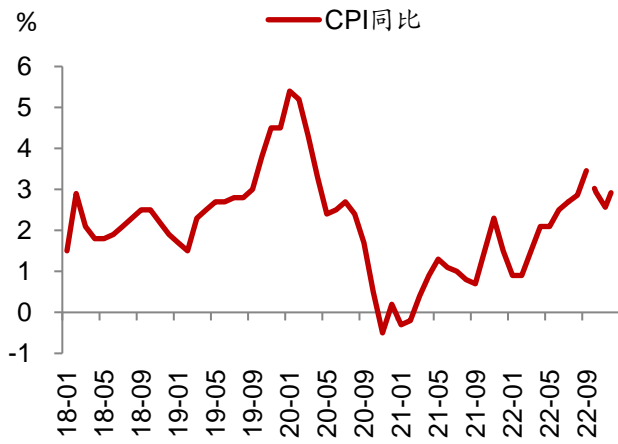
注:表格底色越蓝代表数值越小,越红代表数值越高;根据显著性检验进行逐步回归调整对应分项;时间区间以 2014 年 1 月至 2022 年 6 月为主,部分更新时间较晚的细项根据其现有时间长度调整

资料来源:wind,华安证券研究所测算

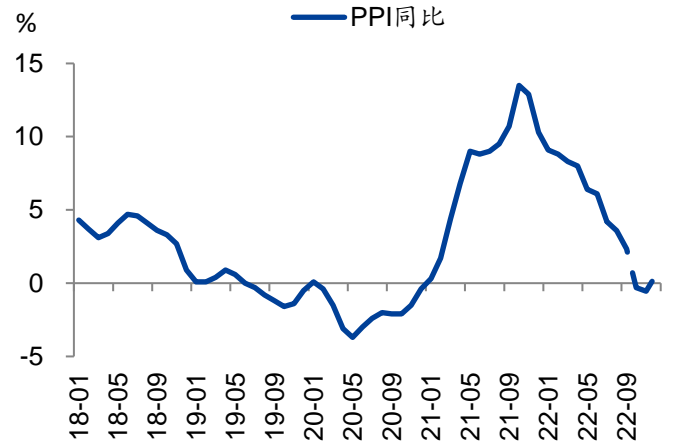
图表 20 CPI 食品细项向 PPI 细项传导能力测算

PPI 细项	对应 CPI 细项	回归系数
PPI:谷物磨制	CPI:食品烟酒:粮食	1.01
PPI:植物油加工	CPI:食品烟酒:食用油	0.98
PPI:蔬菜、菌类、水果和坚果加工	CPI:食品烟酒:鲜菜	1.04
PPI:屠宰及肉类加工	CPI:食品烟酒:畜肉类	1.06
PPI:水产品加工	CPI:食品烟酒:水产品	1.03
PPI:其他农副食品加工	CPI:食品烟酒:蛋类	1.66
PPI:乳制品制造	CPI:食品烟酒:奶类	0.88

注:表格底色越蓝代表数值越小,越红代表数值越高;时间区间为 2014 年 1 月至 2022 年 1 月。

图表 21 三季度 CPI 同比将破 3%


资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表 22 PPI 同比将延续回落


资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。