

宏观

证券研究报告
2024年04月30日

公用事业价格上涨对通胀的影响有多大？

2023年各地纷纷上调水电气等商品价格，燃气价格主要针对居民端，水价和电价则同时影响居民和企业，但分城市商品价格大幅上涨，对全国平均商品价格的影响并不明显。

根据估算，水电燃气价格上涨对PPI的影响更大，6%的平均价格上涨能够拉动CPI和PPI分别上涨0.3个和0.7个百分点。考虑到电费支出占CPI和PPI的权重大幅高于水费和燃气费，电价上涨才是拉动物价上行的主因，单纯水费和燃气费对CPI和PPI的影响会更低。从细分行业上看，化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等高耗能行业受能源价格上涨价格的影响更为明显。

风险提示：公用事业价格涨幅不及预期，物价波动超预期，经济超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观-如何理解近期美国拟采取的贸易限制措施？》
2024-04-28
- 《宏观报告：宏观报告-美国经济“滞涨”了吗？》
2024-04-26
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年4月第4周》
2024-04-23

近期，国内多地上调水电燃气等商品价格。

燃气价格上涨主要针对居民端。目前燃气价格实行居民用气价格限价波动+非民用气市场化定价的双轨制¹，这使得居民端用气价格持续偏低，城市燃气公司盈利承压，因此近年来政策持续推进天然气价格市场化，理顺天然气上下游价格。2023年《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》出台后，据不完全统计，已经有超过130个市县发布了联动机制文件或者通知，推动居民燃气价格上涨²。如深圳第一、二、三档价格分别上调10%、9%、6%。

图 1：燃气价格涨幅

城市	调整政策
成都	居民用户及执行居民气价的非居民用户，用气销售价格按现行价格基础上每立方米上调0.16元。调整后，居民用气一、二、三阶梯价格分别为每立方米2.34元、2.75元、3.36元；
莆田	第一档气量销售价格由3.03元/立方米调整为3.530元/立方米；第二档气量销售价格由3.64元/立方米调整为4.236元/立方米；第三档气量销售价格由4.55元/立方米调整为5.295元/立方米。
镇江	居民用管道天然气第一、二、三阶梯销售价格分别调整为2.96元/立方米、3.25元/立方米、4.14元/立方米，分别上调0.27元/立方米、0.32元/立方米、0.48元/立方米
深圳	本次联动调整额为0.31元/立方米，调整后第一档价格为3.41元/立方米，第二档价格为3.91元/立方米，第三档价格为5.16元/立方米。

资料来源：新浪财经，莆田新闻公众号，深圳政府在线，天风证券研究所

水价上涨同时涉及居民部门和非居民部门。比如广州、上海等地都同步上调了居民和非居民水价，因当前居民部门水价相对较低，居民用水涨幅会明显高于非居民部门。

图 2：广州水费调整方案

用水类别	现行价格	方案一调整价格	方案二调整价格
平均供水价格	2.53	3.4	3.4
居民生活用水	第一阶梯	1.98	2.6
	第二阶梯	2.97	3.9
	第三阶梯	3.96	7.8
	执行居民水价的非居民用户	1.98	2.86
	低收入居民优惠水价	0.7	0.7
非居民用水	3.46	4.56	4.81

资料来源：广州广播电视台公众号，天风证券研究所

电价调整也同时涉及居民和企业端，目前主要体现在优化峰谷分时电价。比如安徽将目前执行的7、8两个月的峰谷时间段扩大到7、8、9、1、12五个月³，峰价上浮比例从81.3%提高至84.3%，谷价下浮比例从58.8%提高至61.8%，即峰价更高，谷价更低⁴。

¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/5-ZEPemX0Wgg8bN1Vlu8QA>

² <https://mp.weixin.qq.com/s/ln9SwHT1aRo8iKyHEXUXoA>

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/IPSx6zxt1i4DALwX54C4Xg>

⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/IK_D3xgSxp2Z3fFkKHThUg

在部分城市的水电燃气价格出现调整时，市场关心其对 CPI 和 PPI 的影响。

自 2016 年以来，公用事业价格的波动较小，水电燃料 CPI 同比一直在-1.3%到 4.5%左右的区间内波动。

按照居民现金消费支出估算，水电燃料占居民消费的比重在 5%左右，其中电费是大头，电力、燃气、水占居民消费的比重分别为 3.9%、1%、0.2%⁵。

低波动、低占比，使得在过去水电燃料价格对 CPI 的拉动不超过 0.3 个百分点。

价格涨幅最大的水价（如广州水价涨幅超过 30%），占比反而最低（仅 0.2%左右），并且只有部分城市涨价，如 2023 年 36 城市居民生活用水价格仅上涨 2%，放到全国来看，其对 CPI 影响较弱。

燃气价格也是如此，虽然部分城市 2023 年燃气价格涨幅明显，但 2023 年 36 城市平均燃气价格仅上涨 6%。今年部分城市继续推动燃气价格上涨⁶，但全国燃气价格涨幅会明显低于部分城市燃气价格涨幅。

占居民消费比重最高的电价，今年尚未见到明显的价格上涨，居民也可以调整用电习惯以适应峰谷价差的拉大。

从这个视角来看，假设水电燃气平均价格涨幅在 4-8%左右，考虑到其权重仅 5%左右，则能够拉动 CPI 同比增速上涨 0.2%-0.4%左右（拉动幅度可以近似为分项同比*分项权重）。

图 3：按照权重估算的 CPI 与公布 CPI 增速接近

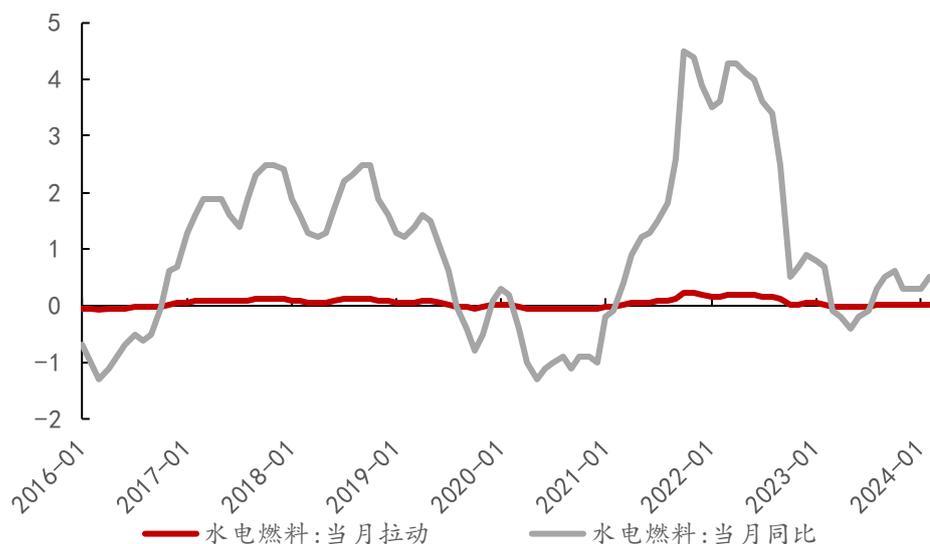


资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：水电燃料价格对 CPI 的影响并不明显

⁵ 2023 年电力热力生产和供应业、水生产和供应业、燃气生产和供应业营收规模分别为 9.3、0.5、1.6 万亿。按照居民分行业占比，电力、燃气、水占居民消费的比重分为 77%、19%和 3.7%，进而估算水电气占 CPI 的比重。

⁶ https://mp.weixin.qq.com/s/1WwMB_Ep1Oh0OytcWYxmlA

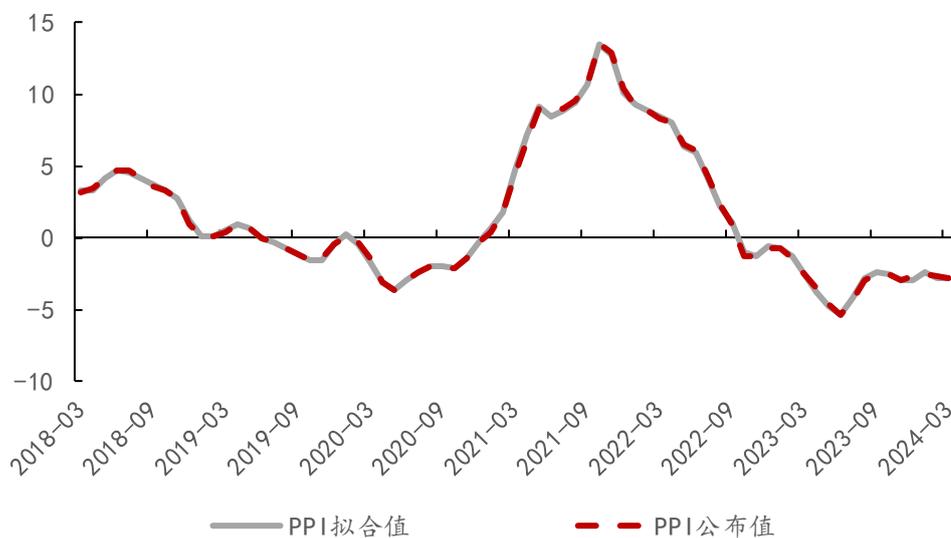


资料来源: wind, 天风证券研究所

水电燃气价格上涨对 PPI 的影响比 CPI 更明显，其在 PPI 中的占比更高，波动也更大。按照营业收入占比估算，2023 年电力、燃气、水的生产和供应业占 PPI 的比重分别为 7.3%、1.3%、0.4%，占比明显高于居民端。

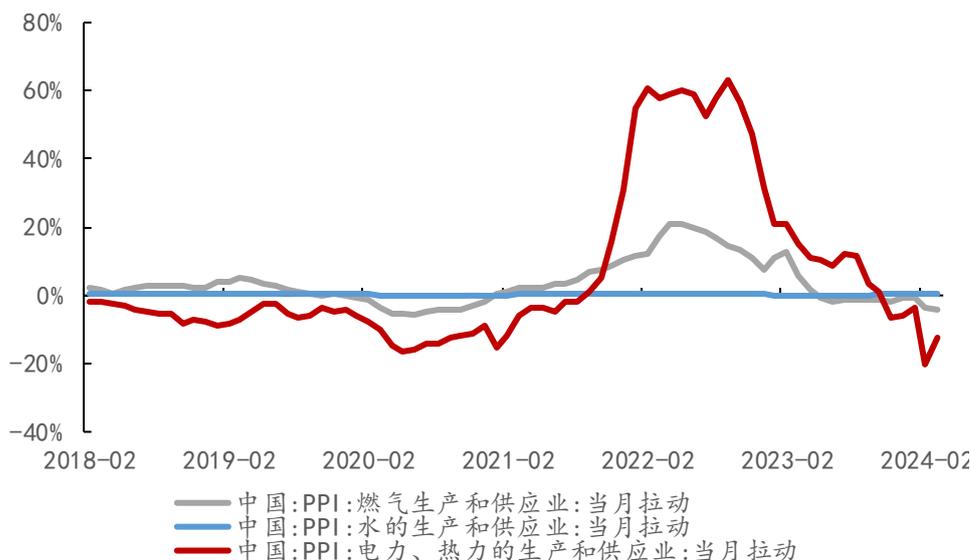
相比于居民端，企业端水电燃气等的价格波幅明显更大，2015 年以来，PPI 口径下电力热力的生产和供应业价格同比在 -4% 到 10.1% 的区间内波动，燃气价格波幅甚至能够超过 30 个百分点。从历史经验上看，考虑到偏高的占比，在电价大幅上涨阶段，电价一度能够直接拉动 PPI 上行 0.6 个百分点。

图 5：以营业收入为权重估算 PPI 走势与实际值走势一致



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6：水电燃气等对 PPI 的拉动



资料来源: wind, 天风证券研究所

除直接影响 PPI 中的水电燃气分项以外, 公用事业价格上涨也会通过生产成本间接影响到 PPI, 特别是对有色金属冶炼及压延加工业、黑色金属冶炼及压延加工业等高耗电行业的影响更为明显。

我们假设生产成本上涨会完全传递给产成品价格, 根据投入产出表和各行业占 PPI 的权重, 估算了水电燃气价格上涨对各行业 PPI 的影响。

结果显示, 假设水电燃气价格上涨 4%、6%、8%, 分别带动 PPI 同比增速上行约 0.5、0.7、1.0 个百分点。

图 7: 从投入产出表视角下的价格传导

指标名称	水电热燃占行业投入比重	2023年行业占PPI权重	水电热燃价上涨4%,分行业拉动率	水电热燃价上涨6%,分行业拉动率	水电热燃价上涨8%,分行业拉动率
电力、热力的生产和供应业	43.9%	7.4%	0.30%	0.45%	0.60%
燃气生产和供应业	19.5%	1.4%	0.05%	0.08%	0.11%
化学原料及化学制品制造业	6.9%	6.6%	0.02%	0.03%	0.04%
黑色金属冶炼及压延加工业	6.7%	6.4%	0.02%	0.03%	0.03%
有色金属冶炼及压延加工业	7.1%	5.7%	0.02%	0.02%	0.03%
水的生产和供应业	36.0%	0.3%	0.01%	0.02%	0.03%
非金属矿物制品业	7.4%	4.3%	0.01%	0.02%	0.03%
煤炭开采和洗选业	7.5%	2.8%	0.01%	0.01%	0.02%
金属制品业	6.2%	3.3%	0.01%	0.01%	0.02%
石油、煤炭及其他燃料加工业	3.2%	4.8%	0.01%	0.01%	0.01%
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.2%	10.8%	0.01%	0.01%	0.01%
电气机械及器材制造业	1.6%	7.9%	0.00%	0.01%	0.01%
石油和天然气开采业	9.8%	0.9%	0.00%	0.01%	0.01%
通用设备制造业	2.3%	3.4%	0.00%	0.00%	0.01%
汽车制造业	1.1%	7.2%	0.00%	0.00%	0.01%
专用设备制造业	2.2%	2.7%	0.00%	0.00%	0.00%
合计对PPI同比的拉动			0.5%	0.7%	1.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们也可以按照各行业用电量和行业成本估算各行业单位成本的耗电量, 并根据电力行业的营业收入, 估算出各行业电费支出⁷占营业成本的比重。从结果上看, 按照营业收入数据估算的电价对 PPI 的影响会略高于投入产出法, 水电燃气价格上涨 6%拉动 PPI 上行约 0.9 个百分点。

总的来看, 2023 年各地纷纷上调水电气等商品价格, 燃气价格主要针对居民端, 水价和电价则同时影响居民和企业, 但分城市商品价格大幅上涨, 对全国平均商品价格的影响并不明显。

⁷ 各行业电费支出可以按照电力行业营业收入*各行业用电占比来近似估算(电力行业的用电收入近似于其他各行业的用电支出)

根据估算，水电燃气价格上涨对 PPI 的影响更大，6%的平均价格上涨能够拉动 CPI 和 PPI 分别上涨 0.3 个和 0.7 个百分点。考虑到电费支出占 CPI 和 PPI 的权重大幅高于水费和燃气费，电价上涨才是拉动物价上行的主因，单纯水费和燃气费对 CPI 和 PPI 的影响会更低。从细分行业上看，化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业等高耗能行业受能源上涨价格的影响更为明显。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com