

宏观点评 20260310

蜜糖还是黄连：“输入型涨价”能否破局低通胀

2026年03月10日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《2月美国CPI前瞻：油价飙升前的平静——海外周报 20260308》

2026-03-08

《地产销售延续改善，2月社融或有回落》

2026-03-08

■ **核心观点：**近期国际油价上涨，为中国经济送来了短期改善物价的“蜜糖”，但也带来了成本挤压的“黄连”苦味。我们测算，油价每上涨10%，国内PPI和CPI将分别被拉动约0.42和0.07个百分点，这使得PPI和GDP平减指数有望在今年一季度提前转正，初步缓解低通胀压力。然而，**输入型涨价能否像2022年后的日本一样，带动中国永久走出低通胀，关键在于外部冲击的强度，而在于能否形成内生的“工资-物价螺旋”。**日本之所以能告别长期低物价，是因为进口成本冲击恰逢其劳动力供给触及瓶颈，迫使企业开启加薪抢人模式，从而实现了供需协同涨价。**对我国而言，关键是接下来能否启动“工资-物价螺旋”，建议重点关注服务业价格和就业，服务业作为劳动密集型行业，劳动报酬占比显著高于工业，其价格与工资联动性更强，更容易形成正向循环。**此外，高油价的“黄连”效应可能向中下游传导，非金属矿采、印刷、文教工美、装备制造及交运邮政等行业由于价格传导能力较弱，将面临一定的利润压力。

■ 伊朗事件以来，霍尔木兹海峡遭遇封锁，国际油价波动加剧，3月9日盘中布油最高一度达到119.5美元/桶，相比1月63.6美元/桶的均价近乎翻倍。油价快速上行如何影响中国经济？我们关注三个问题，一是油价上涨对我国CPI和PPI量化影响多大？二是油价上涨之前，我国物价已经在持续改善，这次会否像2022年俄乌冲突影响日本一样，彻底摆脱低通胀？三是油价上涨对各行业利润影响多大，哪些行业面临成本冲击？

■ 1、油价上涨对CPI和PPI的影响多大？

■ **(1) 投入产出模型：油价上涨10%，PPI上行0.65个百分点、CPI上行0.25个百分点。**我们利用2023年投入产出表计算了油价上涨对PPI和CPI的影响。投入产出模型的核心思路是原油作为其他行业的成本投入，油价上涨意味着成本上行，当涨价沿着产业链逐级传递，油价每上涨10%，PPI上行0.65个百分点、CPI上行0.25个百分点。投入产出模型的假设是上游涨价完全能传导至下游、不考虑传导的时滞性、不考虑金融市场和预期的影响，是一种理想化状态，仅从成本传导角度考虑，可能偏大。

■ **(2) 现实来看：油价上涨10%，PPI上行约0.42个百分点、CPI上行约0.07个百分点；如果按80-120美元/桶的油价范围来看，可以拉动PPI约0.6-2.6个点，拉动CPI约0.1-0.5个点。**2016年开始我国确立了成品油调价机制的上下限（40美元-130美元），因此我们用2016年以来的数据建立模型测算，用石油开采行业PPI作为国内油价变量，控制宏观经济变量和平稳性后，油价每上涨10%，PPI上行0.416个百分点、CPI上行0.073个百分点。如果按80-120美元/桶的油价范围来看，相比于2月68美元的均价，增长17%-76%，考虑到国际油价到国内油价的传导系数（历史平均为0.9），可以拉动PPI约0.6-2.6个点，拉动CPI约0.1-0.5个点。

■ 2、对后续物价形势的判断：提前走出低通胀，但关键是持续性有多强。

■ **(1) PPI最快或在3月转正，GDP平减指数最快可能在Q1转正。**目前看3月PPI环比达到0.5%以上，同比即可转正，1-2月均为0.4%，考虑到油价中枢上行，3月PPI同比转正是大概率事件。2月CPI同比涨幅开始超过PPI同比降幅，意味着GDP平减指数已经开始转正，就季度而言，一季度大概率为正。

■ **(2) 目前物价增速转正只是迟早问题，关键在于持续性，PPI和GDP**

平减指数的正增长，会否随着成本冲击的结束而结束？这方面，日本的两次成本冲击型涨价提供了很好的借鉴。一是2014年，供给冲击带动日本CPI同比涨至3.4%以上，并持续12个月在2%以上。但由于终端需求不足，2015年下半年日本CPI同比再次降至0附近。二是2022年4月-2025年12月，日本CPI同比已经连续45个月位于2%以上。

- **3、能否像日本一样，依靠“输入型涨价”带动经济走出低通胀状态？**
- **(1) 回顾日本经验：“输入型”成本冲击+劳动力市场短缺=供需协同涨价=走出低通胀。**
- 2022年俄乌冲突爆发，点燃了全球能源与粮食价格的引线，叠加美日利差扩大导致的日元历史性贬值，日本进口物价指数同比一度暴涨超40%。外部冲击彻底击穿了日本企业长期恪守的“不涨价传统”(Norm of Zero Inflation)，逐渐打破通缩预期。
- 此前国际油价有几次上行，如2007-2008、2011-2014年，为何日本只有2022年才走出通缩？前几次成本冲击，日本劳动力市场“后备军”供给相对充足。虽然过去三十年日本15-64岁的适龄劳动人口数量不断减少，但两大“后备军”弥补了劳动供给的减少，分别是女性和老年人的劳动参与率提高。2013-2019年，日本就业人数年均增长1.2%、75万人，其中15-64岁女性和65岁以上劳动力每年增加77万，是劳动供给的主要来源。
- 成本冲击无法形成“工资-物价”上涨循环。2014年成本冲击带动日本CPI同比涨至3.4%以上，并持续12个月在2%以上。但由于终端需求不足，成本涨价不能转为“物价-工资”循环，随着成本冲击减退、进口价格下行，2015年下半年日本CPI同比再次降至0附近。
- 与此前几次涨价不同，2022年这次“输入型通胀”遇上了日本劳动力供给的物理瓶颈。2019-2022年，就业市场两大“后备军”都增长乏力，日本15-64岁女性就业人数从2651万减少至2650万，65岁以上就业人数在3年时间里也仅增长9万。劳动供给的紧俏，使得企业被迫开启加薪抢人模式。2023年“春斗”谈判，是1995年来首次薪资涨幅超过3%，并在2024和2025连续两年超过5%。
- 工资的上涨，使得物价上涨更具有可持续性，不再只是一次性的供给冲击，而是供需协同涨价。日本通胀成功从“进口成本驱动”接力为“工资-物价螺旋”驱动。2022年4月-2025年12月，日本CPI同比已经连续45个月位于2%以上。这种由外部地缘危机诱发的通胀，最终在日本内部演变为一场具有内生性的经济转型，促使日本央行在2024年正式终结了长达8年的负利率政策。
- **(2) 当前的“输入型”成本冲击带来的我国物价回升，持续性如何？取决于需求能否启动，形成“工资-物价”循环。**
- 2025年年中以来，我国整体物价水平明显改善，主要有5方面驱动因素，其中仅有第五个因素是与需求相关的。一是AI带来的“实物紧缺”叙事，如有色金属、存储等价格上涨；二是2025年7月以来的“反内卷”叙事，如汽车、外卖等领域治理“价格战”；三是美元信用危机下的贵金属价格上涨；四是医疗改革下，医药服务价格上涨；五是“以旧换新”释放需求，拉动耐用品价格上涨。
- 下一步重点盯住劳动力市场变化，重点指标是服务价格和服务业从业人员。服务业作为劳动密集型行业，劳动报酬占比显著高于工业，其价格与工资联动性更强，更容易形成正向循环。短期来看，这两个指数均有一定改善，后期关注改善能否持续。如今年2月服务CPI同比从1月0.1%升至1.6%；服务业从业人员指数在去年8-11月多次触及45.9%的低点，但近期回升至47%附近。
- **4、当前的油价上涨对利润的影响多大，哪些行业冲击更大？**
- 一是从历史经验来看，油价上涨带动PPI回升，从而带动工业利润总量

回升。

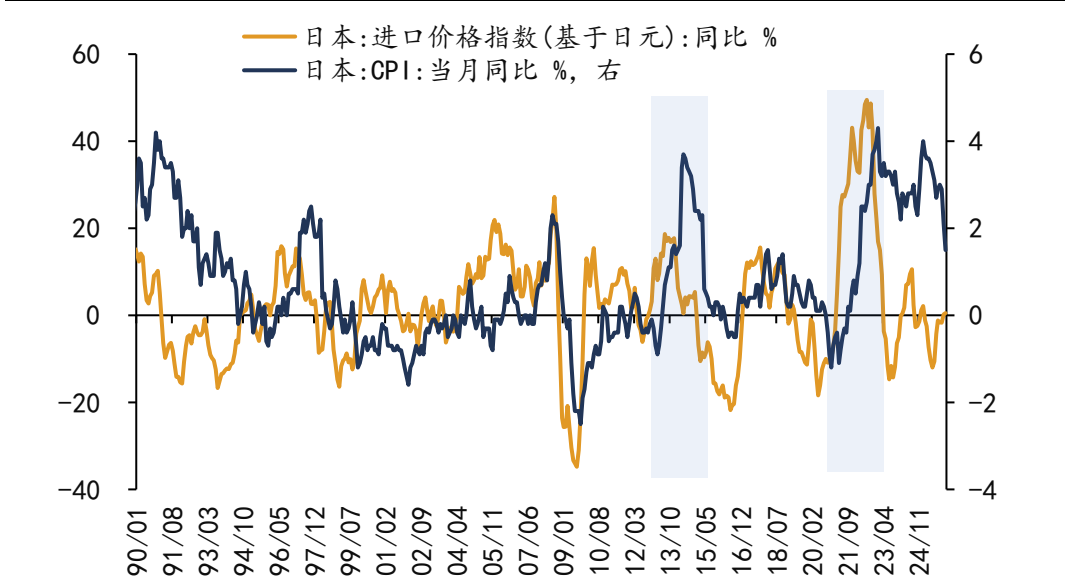
- 二是从结构来看，工业利润总量回升，主要来自上游贡献，下游利润增速可能下降也可能上升，取决于终端需求是否改善。
- 三是从行业来看，哪些行业利润受高油价挤压更严重？我们筛选了对原油成本依赖强，且难以向下游传导涨价的行业，主要是：（1）上游的非金属矿采行业；（2）消费品制造业，如印刷、文体工美制品；（3）装备制造业，如金属制品、通用设备、专用设备、铁路船舶等其他运输设备制造、电气机械；（4）公用事业（燃气供应）；（5）服务业，主要是交运行业。
- 具体而言，我们分两步识别。第一步从完全消耗系数来看，找出对原油成本依赖较强（ $\geq 5\%$ ）的行业。包括：上游采矿业、原材料加工业（钢铁、有色、非金属矿物）、化工（化学原料、化纤、橡胶塑料）、消费品制造业（纺织业、印刷、文体工美制品）、装备制造业（金属制品、通用设备、专用设备、铁路船舶等其他运输设备制造、电气机械）、公用事业（燃气供应）。
- 第二步，从传导系数来看，找出成本传导系数较弱的行业。上述行业中，上游采矿和加工业、化工行业都能较好向下传导涨价，非金属矿采除外；此外，纺织业传导系数在 0.6-0.8，处于较高区间；其他行业的成本传导系数均在 0.5 以下，较难向下传导涨价，成本冲击较大。此外，服务业中的交运仓储行业对原油依赖强，但内部细分行业传导价格能力差异大，如公交、邮政等行业难以传导，但货运行业等更能传导。
- 风险提示：人民币汇率持续走强，将显著削弱输入型通胀对物价的抬升作用；地缘政治若超预期缓和，输入型涨价对物价的拉动可能迅速消退；宏观政策变化风险，如加强价格调控。

图1: 近期国际油价快速上涨



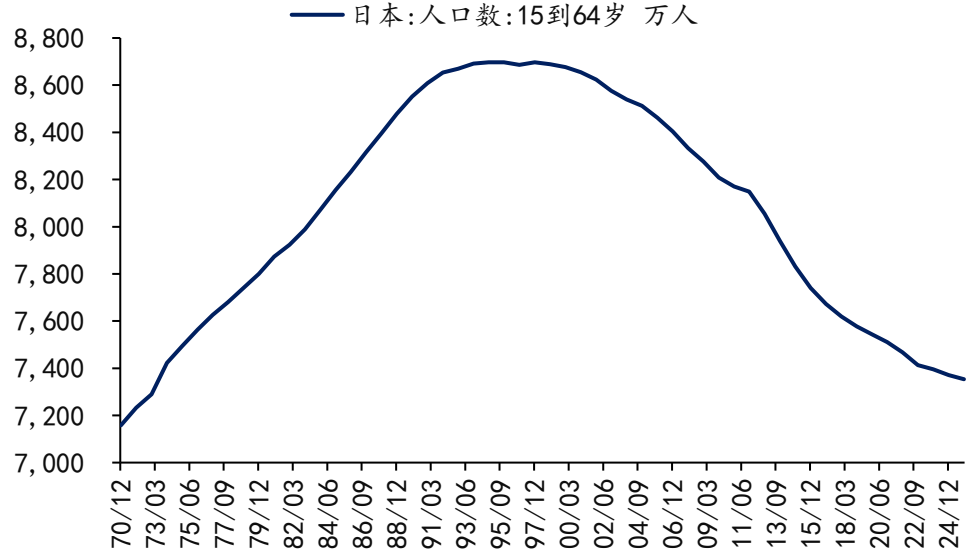
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 日本的两次“输入型涨价”及CPI变化



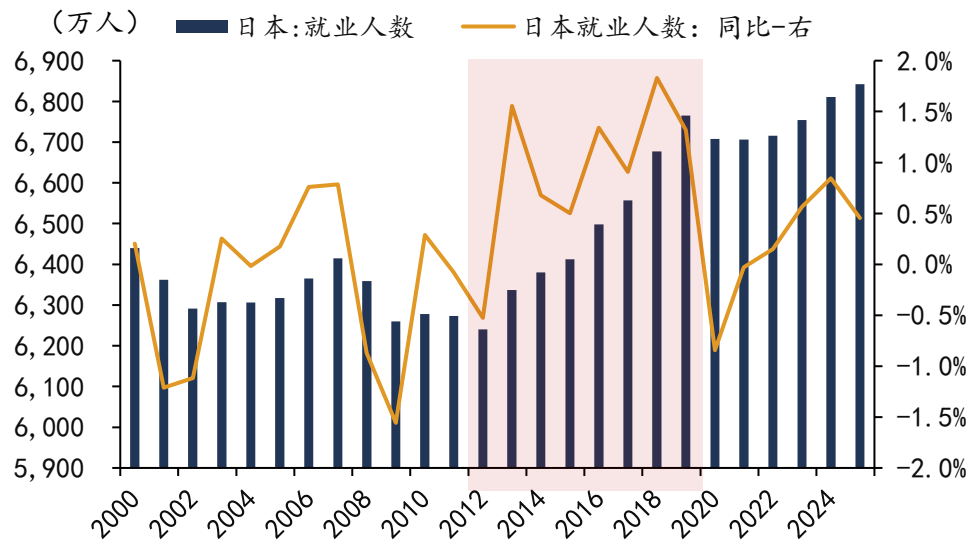
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 日本 15-64 岁人口数量自上世纪 90 年代中期以来减少



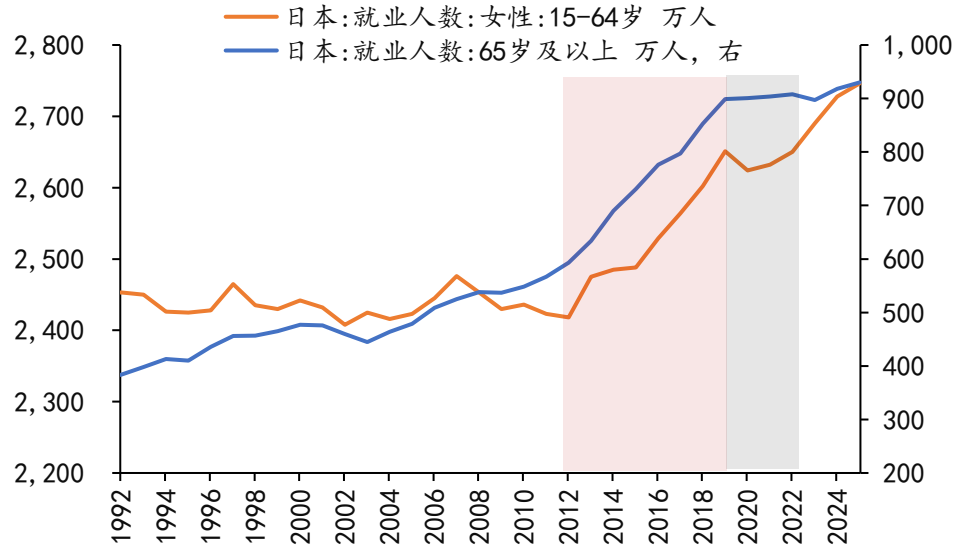
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2012-2019 年日本就业人数快速增长



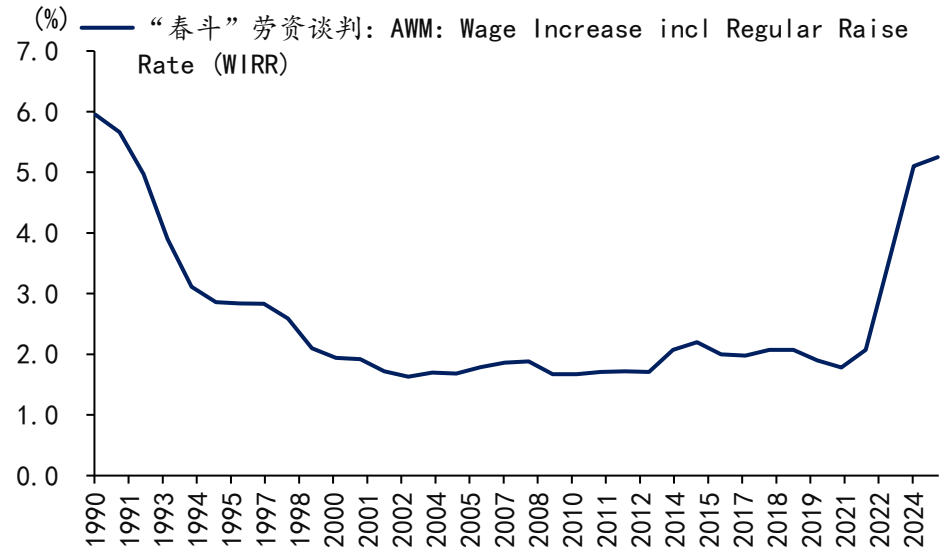
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 日本女性和老龄就业人数的变动



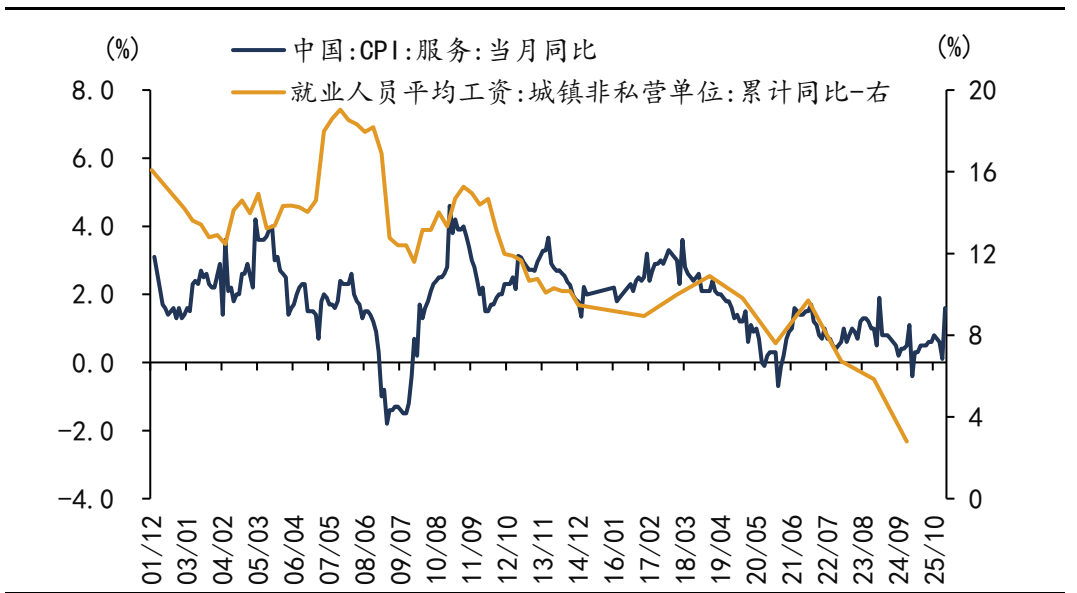
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 日本历年“春斗”工资涨幅



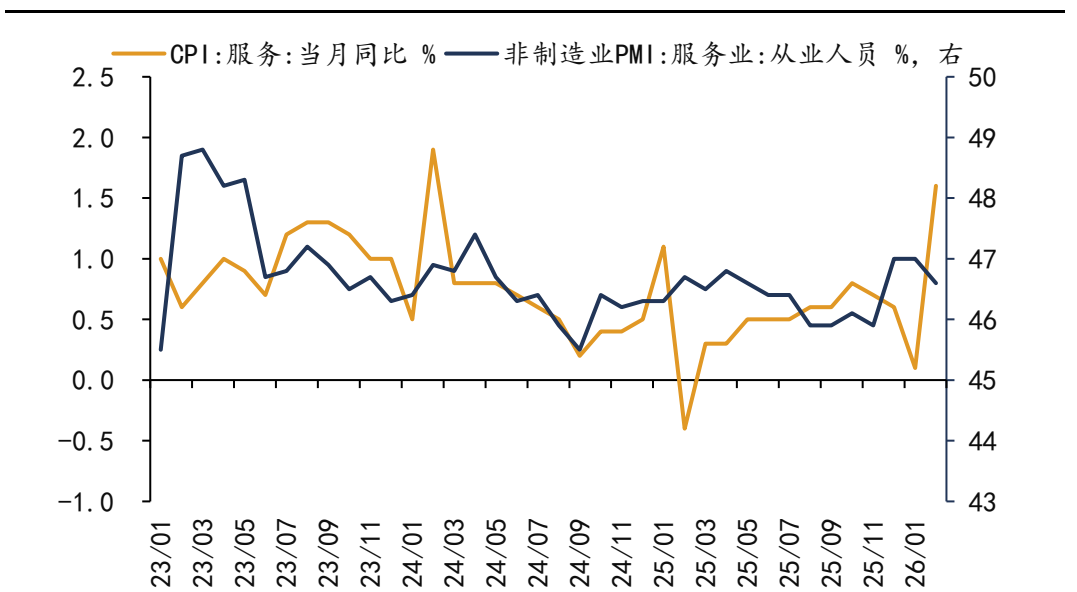
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：服务价格和工资联系更紧密



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：近期服务价格和就业都有所改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：2023年工业行业对原油的直接消耗系数和完全消耗系数

	行业	直接消耗系数		完全消耗系数	
		石油和天然气开采	石油、煤炭及其他燃料加工业	石油和天然气开采	石油、煤炭及其他燃料加工业
采矿业	煤炭开采和洗选产品	0.05%	0.37%	2.13%	2.84%
	石油和天然气开采	0.13%	0.18%	1.51%	1.91%
	黑色金属矿采选产品	0.01%	4.45%	5.06%	7.90%
	有色金属矿采选产品	0.01%	3.49%	4.35%	6.36%
	非金属矿采选	0.41%	7.60%	8.56%	12.30%
	开采辅助活动和其他采矿产品	0.00%	5.59%	7.36%	10.82%
原材料加工业	石油、煤炭及其他燃料加工业	53.75%	2.42%	57.05%	4.89%
	黑色金属冶炼和压延加工业	0.01%	8.95%	9.77%	15.60%
	有色金属冶炼和压延加工业	0.01%	1.19%	5.43%	6.78%
	非金属矿物制品业	0.07%	2.57%	7.43%	8.70%
	化学原料和化学制品制造业	4.80%	9.40%	17.82%	17.63%
消费品制造业	农副食品加工业	0.00%	0.12%	2.25%	2.91%
	食品制造业	0.00%	0.24%	2.71%	3.44%
	酒、饮料和精制茶制造业	0.00%	0.17%	2.18%	2.83%
	烟草制品	0.00%	0.04%	0.62%	0.81%
	纺织业	0.00%	0.22%	5.64%	6.43%
	纺织服装、服饰业	0.00%	0.12%	3.68%	4.40%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.00%	0.15%	3.84%	4.47%
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	0.00%	0.64%	3.43%	4.49%
	家具制造业	0.00%	0.23%	3.33%	4.37%
	造纸和纸制品业	0.00%	0.23%	4.10%	4.47%
	印刷和记录媒介复制业	0.00%	0.39%	4.39%	5.07%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.00%	0.21%	4.72%	5.75%
	医药制造业	0.00%	0.21%	3.44%	3.89%
	化学纤维制品	1.73%	5.86%	14.87%	16.22%
	橡胶和塑料制品业	0.11%	0.72%	8.98%	9.42%
装备制造业	金属制品业	0.00%	0.92%	5.93%	8.17%
	通用设备制造业	0.01%	0.38%	4.20%	5.73%
	专用设备制造业	0.00%	0.23%	3.82%	5.11%
	汽车制造业	0.01%	0.13%	3.71%	4.86%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.00%	0.30%	3.94%	5.18%
	电气机械和器材制造业	0.00%	0.20%	4.98%	6.18%
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.00%	0.05%	3.42%	4.22%
	仪器仪表	0.00%	0.15%	3.27%	4.19%
其他制造业	其他制造产品	0.00%	0.50%	4.98%	5.73%
	废弃资源和废旧材料回收加工业	0.00%	1.19%	1.67%	2.56%
	金属制品、机械和设备修理服务	0.00%	0.54%	3.27%	4.48%
公用事业	电力、热力生产和供应业	0.00%	0.93%	5.86%	3.91%
	燃气生产和供应	37.50%	1.58%	60.35%	5.07%
	水的生产和供应	0.00%	0.50%	3.21%	3.63%

数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>