

2021年6月22日

2021年第37期

宏观经济专题系列

我国近期 PPI-CPI “剪刀差” 走阔现象 及影响分析

吕 梁

主要观点

- 从理论上讲，CPI 与 PPI 任一方的变动都会引起另一方的波动，即二者存在相互动态影响机制。但从实际来看，从 2012 年开始，我国 CPI 与 PPI 分化背离的现象愈发凸显，这在其他主要经济体中也时有发生，但发生的频率相比我国要小。
- 近期 PPI-CPI “剪刀差” 持续走阔现象的原因：一是由于猪肉价格剧烈波动导致食品价格增速低、消费增速略显乏力且呈现分化趋势等情况，使得 CPI 同比增速较低；二是大宗商品市场价格的剧烈波动，使得 PPI 同比增速显著增长；三是 PPI 涨幅向 CPI 的传导有限，可能与两个指标的构成、市场供需关系、市场结构等因素有关。
- 总体而言，由于我国经济正处于复苏的过程中，CPI、PPI 的上涨是相对积极的现象，且有利于产业链上游企业资产负债表的修复。但是价格的过快上涨，偏离了供需基本面，超出了恢复性上涨的合理范围，也会对中下游的企业会带来成本上升和利润挤出压力。
- 对于金融机构来说，要重点关注：投资大宗商品市场剧烈波动的价格风险、中下游企业的信用风险和可能出现的债券违约等情况，同时应加强投资者教育。
- 对于后续走势，我们预测：PPI-CPI “剪刀差” 已经或者即将达到峰值，后续有望收窄，但收窄的速度可能较慢。

目录

一、PPI-CPI 的传导机制、历史回顾与国际比较	3
（一）PPI-CPI 的理论传导机制与典型事实	3
（二）历次 PPI-CPI “剪刀差” 走阔情况回顾	5
（三）其他国家 PPI、CPI 走势情况	6
二、近期 PPI-CPI “剪刀差” 持续走阔的原因	8
（一）CPI 同比增速较低	9
（二）PPI 同比增速显著增长	14
（三）PPI 涨幅向 CPI 传导有限	16
三、相关影响及后续走势预测	18
（一）对宏观经济政策的影响	18
（二）对实体经济和金融机构的影响	20
（三）后续走势预测	22

居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI）是衡量通货膨胀的重要指标，二者分别从消费端和生产端反映了国民经济的运行状况，同时也是国家制定宏观政策的重要依据。根据国家统计局公布的数据显示，我国 5 月 CPI 同比上涨 1.3%、PPI 同比上涨 9.0%；今年以来，CPI 和 PPI 同比指数的“剪刀差”持续走阔，从 1 月份的 0.3 个百分点，迅速攀升至 5 月份 7.7 个百分点的历史高位。那么，这种现象是否正常？为什么会出现这种情况？对宏观经济和微观主体有什么影响？又是否具有可持续性？本报告将试图重点讨论和分析这几个问题。

一、PPI-CPI 的传导机制、历史回顾与国际比较

（一）PPI-CPI 的理论传导机制与典型事实

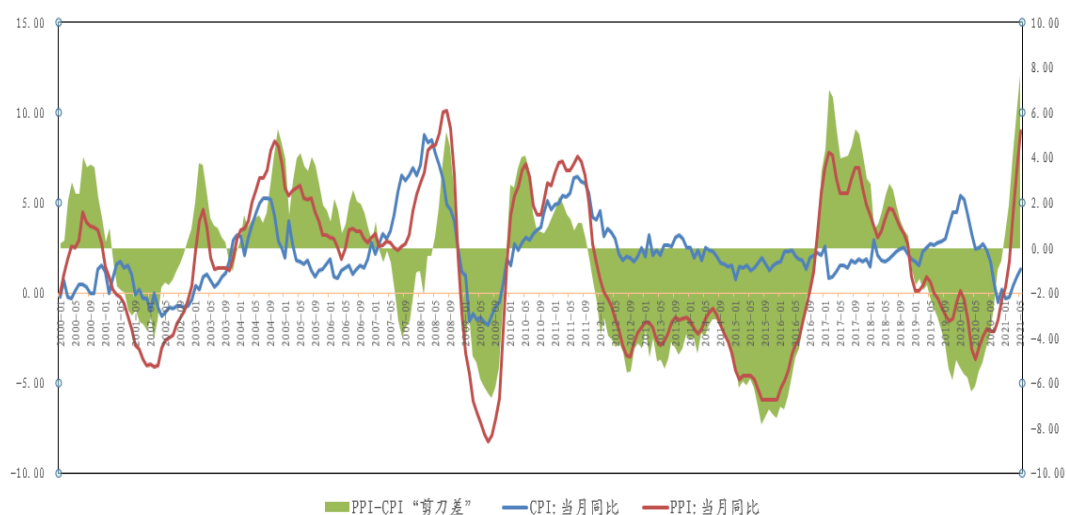
CPI 反映的是居民购买的一篮子消费品和服务的价格，目前涵盖了食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务 8 大类、268 个基本分类。PPI 反映的是工业企业产品第一次出售时的出厂价格的变化趋势和变动幅度，可以分为生产资料和生活资料两大类¹，目前涵盖了 40 个工业行业大类、1300 多个基本分类。

从理论上讲，CPI 与 PPI 任一方的变动都会引起另一方的波动，

¹ 生产资料指用于工业生产活动的中间消耗品（比如煤炭、原油、有色金属等），具体包括采掘、原材料和加工业三大类。生活资料指用于人民生活的消费品（比如衣服、汽车等等），具体包括食品、衣着、一般日用品和耐用消费品四大类。

即二者存在相互动态影响机制。根据规律，整体价格水平的波动首先出现在上游生产领域，而后通过产业链将生产资料的价格调整逐步向中、下游传导，并最后通过对生活资料的价格调整影响到消费领域，故 PPI 会略微领先于 CPI；同时，CPI 对 PPI 也会有一定的反馈作用，下游消费品价格的变动会对上、中游工业品价格产生反向的倒逼机制。因此，一般来说，两者的涨跌方向是大致相同的，即在一段时期中会同时上升或下降。

图 1 2000 年以来我国 CPI、PPI 同比指数走势图



资料来源：Wind，建投研究院

从现实情况来看（图 1），2011 年底之前我国 CPI 和 PPI 基本保持同方向变化，PPI 的波动幅度要大于 CPI 的波动幅度（这一点在谷底时尤其明显），且 PPI 的波动在多数时间要略领先于 CPI（但并不绝对）。从 2012 年开始，PPI 继续保持较大的波动幅度，但 CPI 的波动幅度开始收窄，CPI 与 PPI 分化背离的现象也愈发凸显，在一定程

度上反映出二者分别衡量的消费品和工业品的弹性差异，以及经济走势在不同阶段的特征。

(二) 历次 PPI-CPI “剪刀差” 走阔情况回顾

表 1 历次典型的 PPI-CPI “剪刀差” 走阔现象

序号	时间	表现	最大“剪刀差”值
1	2012 年 3 月-2016 年 6 月	PPI 下行, CPI 上行	(7.86)
2	2017 年 1 月-2017 年 11 月	PPI 增速显著高于 CPI	7.00
3	2019 年 9 月-2020 年 8 月	PPI 下行, CPI 上行	(6.40)
4	2021 年 3 月至今	PPI 增速显著高于 CPI	7.70

资料来源：建投研究院

过去十年间，我国共出现过 4 次非常显著的 CPI、PPI 走势严重背离的情况，PPI-CPI “剪刀差” 的数值在正负 4 个百分点以上。除今年 3 月开始的这次情况外。

第一次是 2012 年 3 月-2016 年 6 月，由于受制造业疲软以及全球大宗商品市场整体走低等因素的影响，PPI 出现了持续的负增长，期间 CPI 不但没有明显的回落，仍维持在正增长，PPI-CPI “剪刀差” 峰值为-7.86。

第二次是 2017 年 1 月-2017 年 11 月，由于受基建投资和地产投资拉动等因素影响，上游生产资料价格上涨迅猛，导致 PPI 迅速由负转正，且大幅走高，但 CPI 走势则相对温和，PPI-CPI “剪刀差” 峰

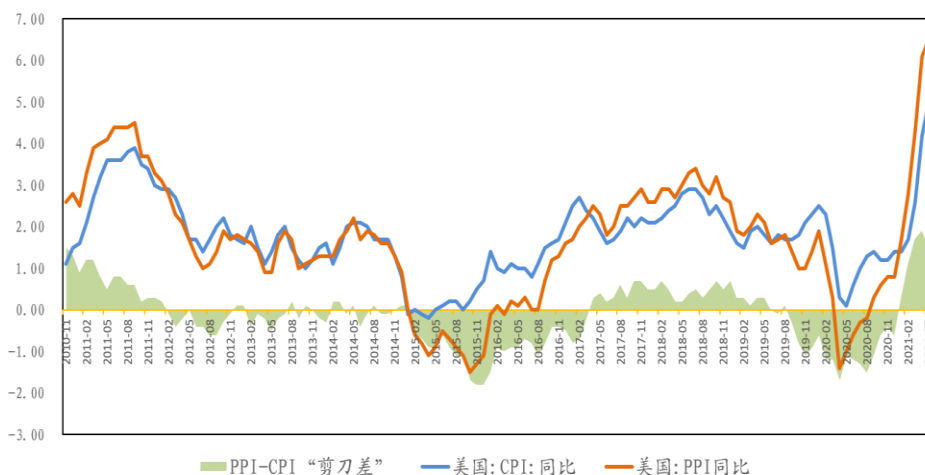
值为 7.00。

第三次是 2019 年 9 月-2020 年 8 月，非洲猪瘟叠加“超级猪周期”等因素引发史上最强“猪通胀”，CPI 大幅上行，并在 2019 年内达到同比上升 5.38% 的近十年高位水平；同时，由于新冠疫情持续蔓延、国际大宗商品价格走势等因素综合影响，PPI 呈下跌趋势，PPI-CPI “剪刀差”峰值为-6.40。

（三）其他国家 PPI、CPI 走势情况

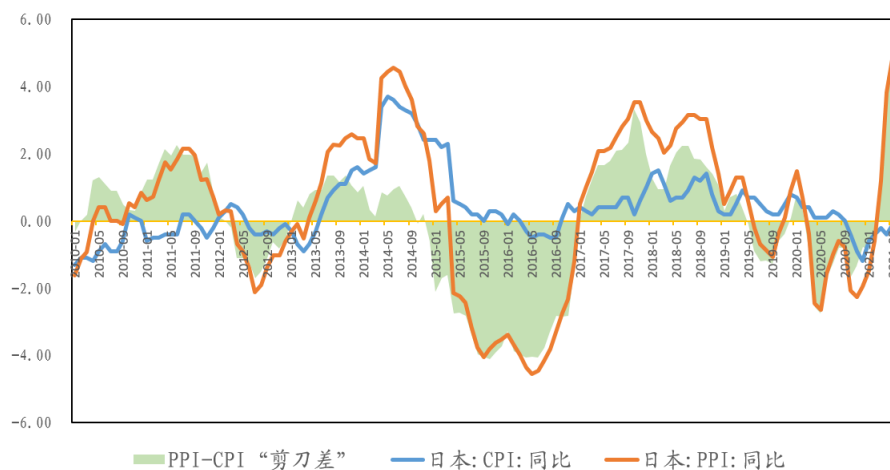
观察其他国家 CPI 与 PPI 的走势（图 2：美国，图 3：日本，图 4：韩国），不难发现 2010 年以来，这些国家两个指标的走势在大部分时间内基本是同步的（以美国最为显著），比较符合理论预期；而且，这些国家 PPI 的波动幅度也要大于 CPI，这个特征与我国的情况是非常类似的。

图 2 美国 CPI、PPI 同比指数走势



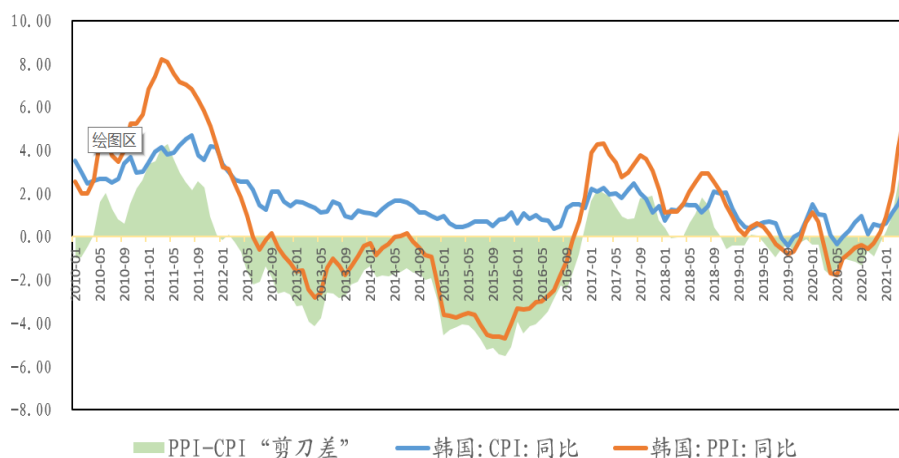
资料来源：美国劳工局，Wind，建投研究院

图 3 日本 CPI、PPI 同比指数走势



资料来源：日本央行，Wind，建投研究院

图 4 韩国 CPI、PPI 同比指数走势



资料来源：韩国央行，Wind，建投研究院

不过，这些国家偶尔也会出现 CPI、PPI 背离的情况，如 2015-2016 年间的日本和韩国。总体来看，2008 年全球金融危机后，各主要经济体的经济增长动能不足，复苏进程缓慢，且通货膨胀由金融市场向实体经济的传导不畅，使得各国长期处于低通胀的环境中，CPI 呈现持续低位运行态势。同时，由于受到国际地缘政治、大宗商品供

需、以及季节性等因素的影响，PPI 的波动显得异常频繁且剧烈，导致了 PPI-CPI “剪刀差” 现象的出现。

今年以来，这些国家 CPI、PPI 的走势也略有差异。一方面，各国的 PPI 同比指数均呈现明显上涨趋势，如美国 5 月 PPI 同比大增 6.6%，为有史以来最大同比增速；日本 5 月的 PPI 增速也达到 4.95%，远超市场预期。另一方面，各国的 CPI 同比指数涨幅情况不一，美国 CPI 同比由 1 月的 1.4% 迅速攀升至 5 月的 5%，韩国同期的 CPI 同比由 0.64% 上升至 2.63%；而日本的 CPI 则连续 9 个月出现同比负增长，但其 5 月份的核心 CPI 同比上升 0.1%，是自去年 4 月以来首次出现同比上升。与之对应，今年以来，美国的 PPI-CPI “剪刀差” 最大值为 1.9 个百分点，日本为 5.1 个百分点，韩国为 3.3 个百分点，均小于我国的 7.7 个百分点。

综上所述，我国 CPI、PPI 过度背离即二者“剪刀差”走阔情况在 2012 年以来属于常见现象，在其他主要经济体中也时有发生，但发生的频率相比我国要小。而且，今年以来我国这次 CPI、PPI 持续背离的程度，也要远远大于其他国家。因此，还是应当引起我们的高度关注，并进一步分析出现的原因以及可能造成的影响。

二、近期 PPI-CPI “剪刀差” 持续走阔的原因

通过分析今年 1-5 月份我国 CPI、PPI 的数据不难发现，PPI-CPI “剪刀差” 持续走阔现象主要是基于三个方面的事实：一是 CPI 同比

增速较低，二是 PPI 同比增速显著增长，三是 PPI 涨幅向 CPI 的传导有限。因此，我们从这三个方面来具体分析：

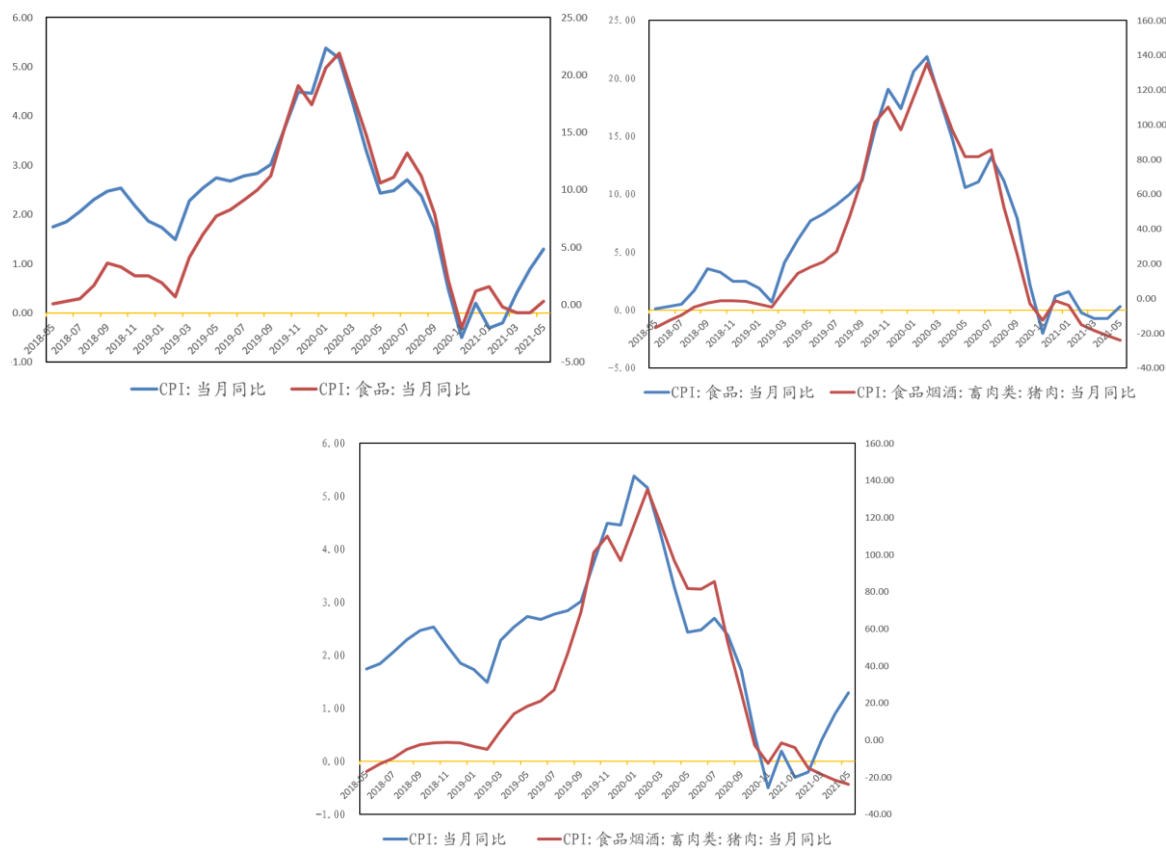
（一）CPI 同比增速较低

1. CPI 指标构成导致食品尤其是猪肉价格波动影响显著

每个国家 CPI 的指标构成不尽相同，我国主要分为食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健、其他用品及服务八大类，每个大类所占指标的权重也存在差异。根据 5 月份的数据，食品烟酒类价格同比上涨 0.8%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点，可以推断出食品烟酒类所占 CPI 指标的权重约为 30%，在八大类别中占比最高。可见，食品烟酒类的商品价格对于 CPI 的影响最大，这点从 CPI 与 CPI（食品）走势的高度相关性也可以得到印证（图 5）。

此外，由于畜肉类价格下降 11.3%，影响 CPI 下降约 0.46 个百分点，因此可以推断出畜肉类商品在食品烟酒类商品篮子中的权重为 13.6%。其中，猪肉在畜肉类中的占比约为 51.5%，在食品烟酒类中的占比约为 7%，在整个 CPI 指标中的占比约为 2.1%。可见，作为单一商品品种的猪肉，其价格的波动对于 CPI 的影响显著，二者走势亦具有高度相关性（图 5）。

图 5 CPI、食品与猪肉价格走势的高度相关性



资料来源: Wind, 建投研究院

表 2 5 月食品类部分商品涨幅及权重情况

类别	涨幅	影响 CPI 涨幅	在食品烟酒大类中的权重
畜肉类	(11.3%)	(0.46%)	13.6%
(其中: 猪肉)	(23.8%)	(0.50%)	7.0%
鲜果	1.4%	0.03%	7.1%
鲜菜	5.4%	0.10%	6.2%
水产	13.8%	0.25%	6.0%
粮食	0.8%	0.01%	4.2%

蛋类	14.3%	0.08%	1.9%
----	-------	-------	------

资料来源：国家统计局，建投研究院

从 2019 年 3 月份开始，“猪周期”和非洲猪瘟共振导致了猪肉价格节节攀升，一直到 2020 年 7 月份仍维持在 85% 的高位同比上升水平；此后“猪周期”进入下行阶段，猪肉价格同比增速开始回落，并从 2020 年 10 月开始转负，今年 5 月更是降至-23.8%。这至少造成了两个方面的影响：一是推高了 2020 年的 CPI 同比基数，去年全年 CPI 同比上升 2.5%，在 1-6 月份更是达到平均 3.84% 的水平；二是由于猪肉价格进入回落通道，在很大程度上导致今年上半年的 CPI 同比增长遇阻。

鉴于猪肉价格对 CPI 的下拉因素，近期 CPI 的小幅上涨主要是来自于非食品价格。5 月份，非食品价格上涨拉动 CPI 涨幅 1.28 个百分点，其中，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨 5.5%、1.5% 和 0.7%。但这三个类别在我国 CPI 指标中的权重不高（分别约 11%、14% 和 22%），故对 CPI 的拉动作用有限。与之对比，在美国的 CPI 篮子中，居住类、交通运输类的权重较大，且此轮价格涨幅较大，因而其 5 月份的 CPI 同比达到了 5% 的水平。

对于我国 CPI 指标的构成及权重是否合理的讨论一直存在。事实上，相关权重是根据各种商品和服务的开支在总开支中的占比来确定的，同一商品在不同年份甚至月份的权重也是不同的，总体的趋势是

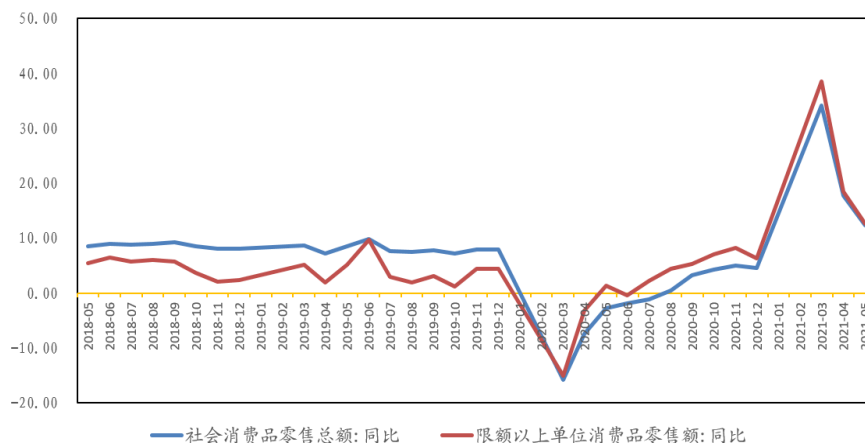
在降低食品类商品的权重，同时相应增加其他类别的比重。此外，为了让一篮子商品更加具有代表性，更准确的反映居民最新的消费结构情况，国家统计局也会定期更新商品和服务篮子。但仅从目前来看，食品类特别是猪肉的价格波动对 CPI 的影响有些过于显著了。

2. 消费增速略显乏力且呈现分化趋势

除了猪肉价格波动引发的技术性因素外，CPI 回升乏力更重要的还是受限于需求端居民消费修复幅度有限。5 月，社会消费品零售总额同比增速为 12.4%，两年平均增速为 4.5%，仍未达到疫情前 7%-9% 的水平。同时，限额以上单位消费品零售²增速明显要高于社零整体增速，限额以下消费增速偏低，反映出疫情后消费恢复分化的现象。事实上，限额以下消费与小微企业以及居民零售消费关系更为密切，在疫情前更是拉动社零消费增长的主要动力。2019 年，限额以下消费增速高于整体社零消费增速 4.5 个百分点，而限额以上消费增速则低于整体社零消费增速 4.1 个百分点；自 2020 年 3 月起，限额以上消费增速就开始超过整体社零消费增速，这一趋势延续至今。

² 限额以上单位消费品零售，指年主营业务收入 2000 万元及以上的批发业企业（单位）、500 万元及以上的零售业企业（单位）、200 万元及以上的住宿和餐饮业企业（单位）的消费零售。

图 6 限额以上消费增速显著高于社零整体增速



资料来源：Wind，建投研究院

此外，从居民旅游消费数据来看，也仍未恢复到疫情前的水平。根据文旅部数据（表 3），2021 年清明假期日均出游 3400 万人次、人均消费 266 元，分别为 2019 年疫情前水平的 91%、62%；2021 年五一假期日均出游 4600 万人次、人均消费 492 元，分别为 2019 年疫情前水平的 94%、82%。而且，由于疫情限制了许多居民的出境旅游消费场景，假期旅游消费几乎全部被保留在了国内，因而旅游消费的恢复程度要比数据显示的还要低。

表 3 2019-2021 年主要节假日国内旅游消费情况

节假日	天数	出游人次 (亿)	旅游收入 (亿)	日均出游 人次 (万)	人均消费 (元)	消费情况 恢复度(%)
2019 年 春节	7	4.15	5139	5929	1238	——
2019 年 清明	3	1.12	479	3733	428	——
2019 年 五一	4	1.95	1177	4875	603	——

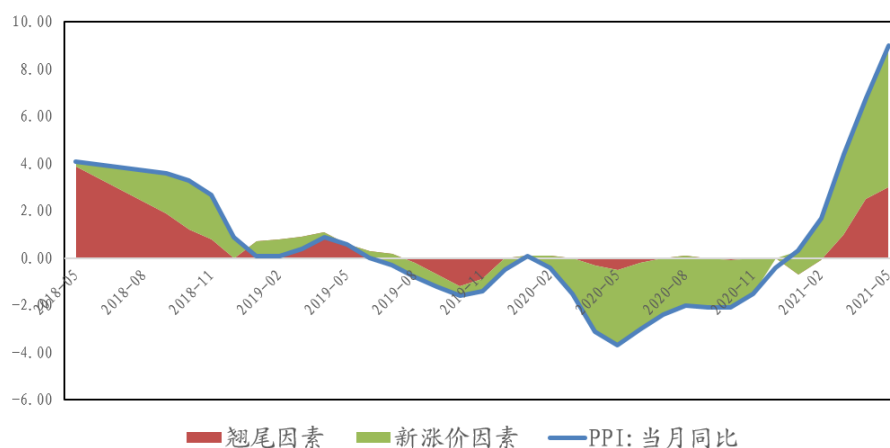
2019 年 国庆	7	7.82	6497	11171	831	——
2020 年 清明	3	0.43	83	1442	191	44.66
2020 年 五一	5	1.15	476	2300	414	68.54
2020 年 国庆	8	6.37	4666	7963	732	88.16
2021 年 春节	7	2.56	3011	3657	1176	94.98
2021 年 清明	3	1.02	272	3400	266	62.29
2021 年 五一	5	2.30	1132	4600	492	81.58

资料来源：文化和旅游部，粤开证券，建投研究院

消费增速乏力以及分化的趋势可能与中下游企业利润受到成本端侵蚀、居民收入增速的放缓、居民内部财富与收入的分化、逐渐增加的负债压力、以及居民预防性储蓄动机的提升等因素息息相关，在此不具体展开。

（二）PPI 同比增速显著增长

图 7 对 PPI 同比指标的分解：翘尾因素 vs 新涨价因素



资料来源：Wind，建投研究院

PPI 的同比数据可以拆分为翘尾因素（反映的是上一年的商品和服务的价格变化）和新涨价因素（反映的是今年商品和服务的价格变化）。2021 年 1 月，PPI 同比上升 0.3%，其中翘尾因素为-0.7%，新涨价因素为 1%；5 月，PPI 同比上升 9%，其中翘尾因素为 3%，新涨价因素为 6%。可见，主要是由于新涨价因素引发的本轮 PPI 同比增速显著增长。

新涨价因素集中体现在大宗商品价格的“过山车”行情上。2020 年，受疫情影响，在原油跌至历史低位的背景下，不少工业品价格崩塌，导致 PPI 去年同期基数较低。今年以来，大宗商品价格节节攀升，尤其是在 4 月中旬到 5 月上旬间上涨速度迅猛。截至 5 月中旬，钢材、铁矿石、铜、铝等大宗商品价格均创下历史新高。

从产业链角度来看，呈现出“上、中游快涨、下游慢涨”的特点。其中，上游的采掘业、原材料工业品价格同比涨幅扩大，5 月数值较去年同期分别上涨 36.4 和 18.8 个百分点；中游加工工业价格增速继续上升，5 月数值较去年同期上涨 7.4 个百分点。分部门来看，原油、黑色、有色金属等大宗商品价格上行带动相关行业价格持续提升。其中，石油和天然气开采业今年以来价格上升幅度超过 30 个百分点，黑色金属矿采选业、煤炭开采和洗选业涨幅分别为 27 和 19 个百分点。

本轮国际大宗商品价格上涨的原因，从短期来看，一是今年以来

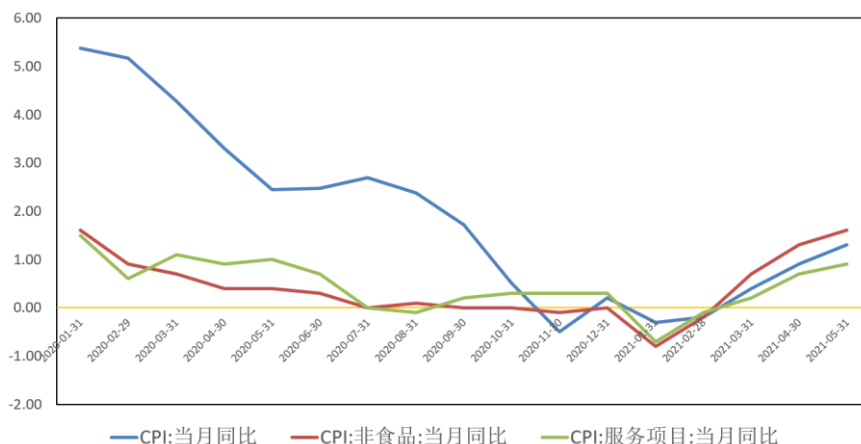
全球经济基本面修复态势良好，工业生产的扩张以及提前储备的需要，使得企业对大宗商品的需求加速向疫情前水平回归；二是部分国家疫情的反复导致了对大宗商品供应能力的抑制，供需缺口助推了 PPI 增速的快速上涨；三是各主要经济体的量化宽松政策导致全球流动性泛滥，部分金融机构借机对大宗商品期货市场进行短期炒作。从长期来看，一是部分大宗商品价格长期走低引发供应端的整体收缩；二是全球碳减排趋势对部分大宗商品的长期需求形成支撑，同时也影响着市场的预期。

（三）PPI 涨幅向 CPI 传导有限

如前文所述，从理论上讲，PPI 对 CPI 会有传导效应；但从现实来看，这种传导效应在 2012 年后变得不再显著。分析可能的原因：

一是 CPI 与 PPI 构成成分的异质性导致影响两个指标的因素有较大差异。如前文所述，虽然 CPI 中食品类的权重最大，但近年来的趋势是持续上调非食品类的比重，特别是非食品类中的服务项目。按照统计制度规定，我国 CPI 每五年进行一次基期轮换，最近的一次是 2020 年。在这次调整中，在对部分消费项目删减、合并的基础上，增加了外卖、母婴护理服务、网约车费用等新兴商品和服务。因此，服务项目的价格对 CPI 的影响越来越明显，二者在今年以来的走势也基本趋同（图 8），但服务项目的价格则不受 PPI 的直接影响。

图 8 今年以来 CPI 与服务项目的同比指数走势趋同



资料来源：Wind，建投研究院

二是市场整体供求关系情况也会影响两个指标的走势。由于 PPI 短期主要受供给波动影响，而 CPI 主要受需求波动影响，因此，当总供给与总需求变化方向不一致时，PPI 与 CPI 的走势可能会出现偏离。仅从国内环境来看，由于受到供给侧结构性改革的影响，煤炭、钢铁、能源等领域大力推行“去产能”，这些上游领域的生产资料的供给明显收缩，如果市场短期内增加对基础商品的需求，就会直接带动了整个 PPI 的上涨；另一方面，由于整个社会的消费总需求回升速度不及预期，导致 CPI 上涨幅度不大。

三是市场结构的差异也会导致两个指标的背离。如果市场结构是处于买方市场，产品供应商多、竞争充分，则意味着单一企业对市场价格没有主导权，产品提价困难；而如果市场结构是处于卖方市场，处于寡头垄断的大型企业对产品定价有主导权，产品提价就相对容易。目前，我国产业链上、中游的行业多以大型企业为主导，而处于下游

的消费品、服务品供应商基本处于完全竞争的市场环境中，这种市场结构的差异决定了国内 PPI 的上涨比较容易由生产资料传导到生活资料，但却比较难从生活资料向 CPI 传导。

三、相关影响及后续走势预测

（一）对宏观经济政策的影响

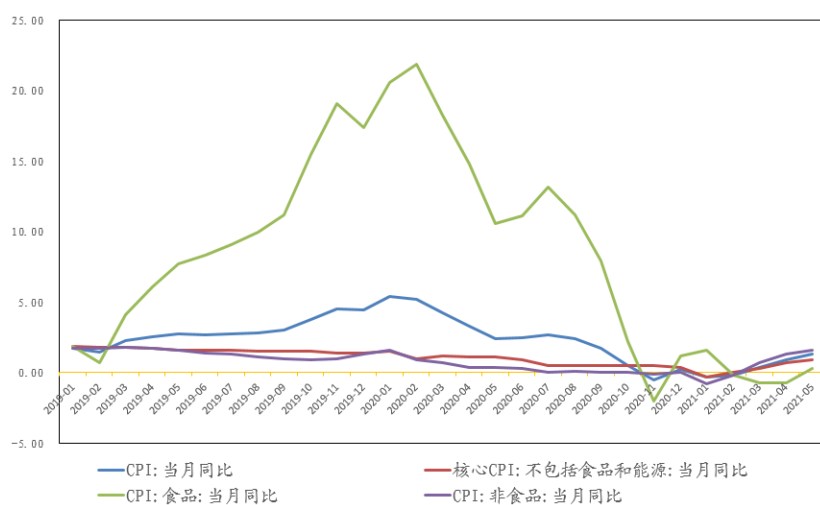
保持物价稳定是我国宏观经济政策的四大目标之一，而 CPI 和 PPI 都是反映物价指数的重要指标。总体而言，由于我国经济正处于复苏的过程中，两个指标的上升是相对积极的现象，但要警惕过快上涨的情况。

对于 CPI 来说，如前文所述，由于食品特别是猪肉价格对于指标的影响十分显著，有时并不能全面、真实的反映当前的消费市场运行状况，因此应该同时关注核心 CPI（剔除食品和能源）的走势。由图 9 可以看出，长期以来，我国核心 CPI 一直保持稳定，始终保持在同比增长 2 个百分点以下；受疫情影响，虽然指数在去年走低，但今年以来，随着经济基本面的好转，又呈现出稳中有增的态势，说明当前物价中枢运行稳定、可控。

对于 PPI 来说，从经验数据来看，其本身走势就具有波动剧烈的特征，而且受国际大宗商品市场的影响迅速、直接且显著，因而在一定程度内的上涨现象也属正常。而且，从绝对量上来看（图 10），目前的 PPI 指数也还远没有达到历史高位的水平。这主要是由于 2008

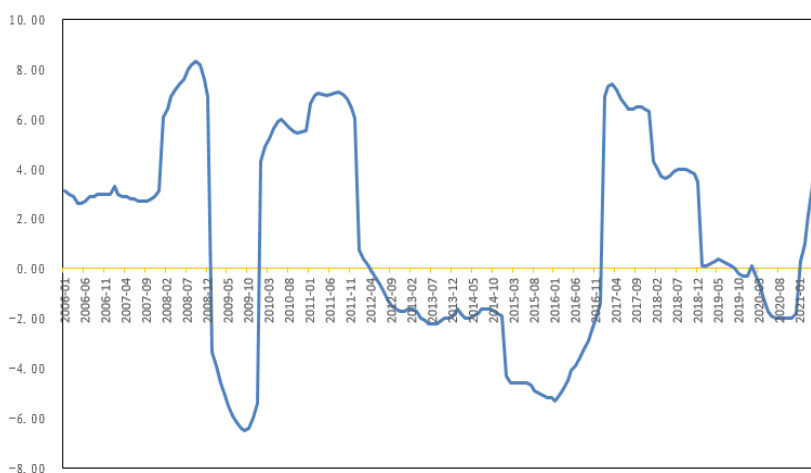
年国际金融危机以来，我国 PPI 同比大部分时间内都是负值，例如在 2012 年 3 月之后，PPI 同比增速曾连续 54 个月为负值，直到 2016 年 9 月才转正；2019 年 6 月之后，PPI 又进入长期负增长区间³，直到今年 1 月才恢复正增长。

图 9 我国核心 CPI 一直保持稳定



资料来源: Wind, 建投研究院

图 10 我国 PPI 累计同比指数尚未达峰



资料来源: Wind, 建投研究院

³ PPI 同比指数曾在 2020 年 1 月短暂转为正值（0.1%）。

当然，PPI 上涨幅度过大就偏离了供需基本面，超出了恢复性上涨的合理范围，也会对经济发展带来一定的负面影响。因此，在保持市场机制对大宗商品市场基础定价的基础上，要加强政府的宏观调控职能。事实上，党中央、国务院高度重视大宗商品保供稳价工作。5 月 23 日，国家发改委等五部门联合约谈了铁矿石、钢材、铜、铝等行业具有较强市场影响力的重点企业，强调“要提高站位，树立大局意识，积极履行社会责任，促进上下游行业协调发展，维护行业良好生态；要强化法律意识，依法合规有序经营，带头维护大宗商品市场价格秩序，不得相互串通操纵市场价格、捏造散播涨价信息，不得囤积居奇、哄抬价格”。此后，有关监管部门继续密切跟踪监测大宗商品价格走势，加强大宗商品期货和现货市场联动监管，持续加大执法检查力度，市场投机炒作开始降温，部分大宗商品价格出现不同程度回落。

（二）对实体经济和金融机构的影响

对于实体经济来说，一方面，工业品价格的上涨，有利于产业链上游资源类、能源类等行业的利润扩张，降低企业债务风险，修复和改善企业资产负债表。数据显示，1-4 月份采矿业实现利润总额 2171.3 亿元，同比增长 1.03 倍，较一季度增幅扩大 25.9 个百分点；原材料制造业利润同比增长 3.66 倍，明显高于规模以上工业平均水平，其中石油加工业、化学原料和化学制品业、黑色/有色金属冶炼

和压延加工业等行业利润涨幅明显。

另一方面，由于终端需求尚未企稳、提价空间有限，产业链中下游行业的产品价格涨幅普遍要慢于上游，如果上游价格持续上涨，将对这些中下游企业造成较大的利润挤出压力，导致因成本上升带来企业经营压力的加剧。同时，由于前一阶段美元指数震荡走低，人民币汇率面临一定的升值压力，这尤其会对出口型企业造成冲击。根据国家家用电器协会公布数据，今年一季度，家电行业主营业务收入 3,789 亿元，同比增长 51.9%，而行业利润率则由去年的 7.8% 下降至 5.3%，出现“增收不增利”的情况。此外，从信贷数据来看，5 月金融机构新增中长期贷款回落至 1.1 万亿元，低于 4 月的 1.15 万亿元，连续第三个月下滑。中长期贷款环比减少，意味着企业中长期融资需求走弱，企业生产投资意愿下降。

面对成本压力，目前已有许多中下游企业利用期货衍生品等方式，以期减少上游涨价的冲击。作为产业链上分工合作、协同发展的各方，和谐的供需、均衡的利润才是维持行业健康可持续发展的方向。如果中下游企业的成本压力向消费端的传导不佳，将势必会影响相关企业的订单和产能，进而倒逼上游企业出现累积库存，并最终影响上游原材料价格的回落，在市场机制作用下，上中下游之间的博弈最终将归于均势。

对于金融机构来说，则要重点要关注以下三个方面：一是要关注

大宗商品市场剧烈波动的价格风险，加强自身机构投资的风险防控；二是要关注部分中下游行业利润挤压造成的信用风险，以及可能发生的债券违约等情况的出现；三是要强化投资者教育，帮助投资者认识风险、规避风险，谨防“非理性投资”、“盲目投资”。

（三）后续走势预测

我们认为，我国 PPI-CPI “剪刀差” 已经或者即将达到峰值，后续有望收窄，但收窄的速度可能较慢。主要是基于以下几个事实的判断：一是从 PPI 基数层面看，去年 4、5 月份 PPI 同比分别下降-3.1、-3.7 个百分点，而从去年 6 月份开始，下降的幅度开始收窄，6-8 月份的数值分别为-3、-2.4、-2 个百分点，而这将会对今年后续月份 PPI 的同比增速产生影响。二是 5 月下旬以来，通过国家有关监管部门的一系列宏观调控政策与监管措施，部分大宗商品的价格已经出现明显回落，影响 PPI 的“新涨价因素”有望得到缓解。三是支撑大宗商品价格的流动性和全球供需缺口仍在，因此 PPI 或仍将高位震荡运行一段时间。四是伴随消费逐步修复、成本端涨价压力显性化、以及“猪周期”有望见底等潜在因素，CPI 总体趋势还是稳步上升的；而且，由于《政府工作报告》把今年 CPI 涨幅的预期目标设定在 3% 左右，从目前来看还有较大上涨空间，因此相对积极的财政政策和适度宽松的货币政策应该会保持一段时间，CPI 在四季度或达到年内高点。

免责声明

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。