

# 经济预测分析

第 20 期

国家信息中心

2021年06月08日

---

## 关注 PPI 快速上涨带来的四大风险

**内容摘要：**国际金融危机以来，PPI 经历了三轮周期性上涨，每轮上涨的原因、对 CPI 的传导效应均有所不同。当前，国际大宗商品价格高位运行，输入性通胀压力加大，PPI 正进入第三轮周期性上涨阶段，CPI 保持温和上涨态势，预计 2021 年 PPI 将上涨 5.6%左右，CPI 上涨 1.5%左右。PPI 快速上涨会增强生产领域通胀预期，产生利润再分配效应，加剧中小微企业经营困难，挤压制造业投资空间。为对冲 PPI 上涨带来的风险，宏观政策在保持稳定的基础上，需切实缓解中小微企业困难，增加主要商品供给，加强监管和通胀预期管理，做好监测预测预警工作。

## 一、PPI 结构性分化特征明显

PPI 是反映实体经济景气度的重要指标。自国际金融危机以来，随着经济发展环境的变化和国际大宗商品价格的波动，我国 PPI 经历了三轮周期性上涨，每轮上涨的原因、对 CPI 的传导效应均有所不同。当前，PPI 呈现快速上涨、上下游价格走势分化、上涨行业面较广的运行特征，对 CPI 的传导效应尚不明显，CPI 呈现低位温和上涨态势。

### （一）三轮 PPI 上涨成因和影响差异明显

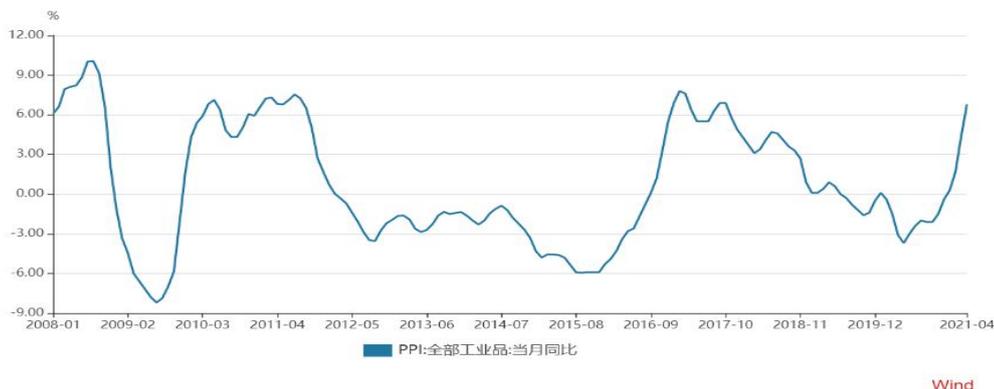
**第一轮** PPI 上涨从 2009 年 7 月至 2011 年 7 月，历时 25 个月，PPI 从下降 8.2% 到上涨 7.5%，波幅达 15.7 个百分点。此轮 PPI 上涨，主要受国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀和国内需求快速回暖的推动。从输入性通胀压力看，为应对国际金融危机的影响，美国连续十次降息并从 2008 年开始实施量化宽松政策，国内也推出了四万亿投资刺激政策，全球货币环境宽松，国际大宗商品价格大幅上涨，CRB 现货综合指数由月度最低值 311.6 涨至最高值 575.1，涨幅高达 84.8%。从需求端看，受刺激政策拉动，国内需求快速回暖，国内 GDP 增速由 2009 年一季度的 6.4% 快速回升至 2010 年一季度的 12.2%，2011 年一季度 GDP 增速仍高达 10.2%。PPI 快速上涨的同时，CPI 也呈明显上涨态势，上游价格向下游价格传导顺畅。2010 年和 2011 年 CPI 分别上涨 3.3% 和 5.4%，两年物价涨幅均超调控目标。因此，此轮 PPI 快速上涨带来 CPI 涨幅高位运行，国内通胀压力较大。

**第二轮** PPI 上涨从 2015 年 9 月至 2017 年 2 月，历时 18 个月，PPI 从下降 6.0% 到上涨 7.8%，波幅达 13.8 个百分点。此轮 PPI 上涨，主要受国内供给侧结构性改革影响。四万亿经济刺激政策推动制造业投资快速增长，但制造业投资形成后，终端需求并未跟上，经济增速由 2011 年的 9.6% 降至 2012 年的 7.9%，2015 年进一步回落至 7.9%，

当年的投资就成为过剩投资和无效产能，供给过剩、需求不足导致自2012年3月开始PPI连续54个月下降。2015年底中央提出供给侧结构性改革，试图恢复新的供需平衡。在去产能等政策的推动下，国内钢铁、煤炭等产量均有所下降，粗钢产量由2014年的8.23亿吨降至2015年的8.04亿吨和2016年的8.08亿吨，分别较2014年下降2.3%和1.7%；煤炭产量由2014年的38.74亿吨降至2015年的37.47亿吨和2016年的34.11亿吨，分别较2014年下降3.3%和12.0%。供给端收缩在一定程度上冲击市场，PPI明显上涨。此轮PPI的快速上涨并未对CPI形成冲击，2015—2017年CPI均呈温和上涨态势，国内整体通胀压力不大。

**第三轮** PPI 上涨从2020年5月开始，已经持续了12个月，PPI从下降3.7%到上涨至2021年4月的6.8%。此轮PPI上涨，主要受国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀和绿色低碳发展等供给侧结构性改革的推动。从输入性通胀压力看，全球新冠疫情爆发后，美国等国实施降息、量化宽松的货币政策，随着疫情逐步好转，国际大宗商品价格在2020年4月达到阶段性低点后开始反弹回升。2021年以来，大宗商品价格涨势有所加快，以铁矿石、铜为代表的工业金属价格已超国际金融危机前水平，创历史新高。5月份CRB现货综合指数均值为540.2，较2020年4月的低点上涨52.0%。从供给端看，绿色低碳发展战略、与主要资源国关系等问题也在一定程度上影响煤炭、钢铁等工业品的供给和价格。预计PPI涨幅将在今年上半年见顶，但在一段时间内仍将维持高位运行态势。受国内终端需求依然偏弱、国际原油价格保持稳定、国内猪肉价格下降等因素影响，上游产品涨价尚未对食品、衣着和日常消费品价格产生影响，对CPI没有形成明显冲击，当前CPI呈现温和上涨态势，预计全年CPI上涨1.5%左右，国内整体通胀压力不大。

图 1：金融危机以来 PPI 月度同比涨幅走势



## （二）当前 PPI 结构性分化特征明显

一是涨幅逐月扩大，上涨行业面较广。自 2021 年 1 月 PPI 涨幅转正以来，呈现逐月扩大态势，1-4 月各月同比涨幅分别为 0.3%、1.7%、4.4%和 6.8%，短时间内上涨迅猛。1-4 月，在调查的 30 个主要工业行业中，价格上涨的有 22 个，上涨面达 73.3%。其中，6 个行业涨幅超过 10%，黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业涨幅位居前三，分别达到 31.2%、18.7%和 17.1%。根据当前的物价走势，初步判断全年 PPI 上涨 5.6%左右。

二是上下游价格走势分化。国际大宗商品价格上涨在推动 PPI 快速上行的同时，带来 PPI 的结构性分化，主要体现在两个方面：上游生产资料价格涨幅远超下游生活资料涨幅；生产资料内部，上游采掘工业价格涨幅超过原材料工业价格涨幅，原材料工业价格涨幅超过中游加工工业价格涨幅。2021 年 1-4 月的 PPI 快速上涨中，生产资料价格同比上涨 4.4%，生活资料价格同比持平。生产资料中，采掘工业、原材料工业和加工工业价格分别上涨 10.7%、6.7%和 2.8%，呈现明显的分化特征。

## 二、PPI 快速上涨带来四大风险

国际大宗商品价格上涨带来的 PPI 快速上行，会增强生产领域通

胀预期、产生利润在上下游行业的再分配效应、加剧、中小微企业经营困难、挤压制造业投资空间，影响经济增长内生动力。

### **（一）增强生产领域通胀预期**

我国是大宗商品的最大进口国和消费国，原油、铜、铁矿石等大宗商品的对外依存度较高，国际大宗商品通过进口和期货市场等渠道影响国内大宗商品价格，而钢铁、有色、石油等大宗商品行业在 PPI 中的权重较大，价格变化对 PPI 产生明显的直接影响。当前铜、铁矿石、钢材等价格已创 10 余年来新高，PPI 同比涨幅由 1 月份的 0.3% 快速上升到 4 月份的 6.8%，叠加国内供给侧结构性改革、“碳达峰、碳中和”等政策影响，生产领域通胀预期有所增强。中国人民银行调查显示：一季度企业家产品销售价格感受指数为 56.9%，比上季提高 3.6 个百分点，比去年同期提高 16.9 个百分点；企业家原材料购进价格感受指数为 71.6%，比上季提高 7.5 个百分点，比去年同期提高 14.7 个百分点。5 月份，PMI 中的出厂价格指数为 60.6%，环比提高 3.3 个百分点，购进价格指数为 72.8%，环比提高 5.9 个百分点，创十年来新高。

### **（二）产生利润再分配效应**

PPI 涨幅结构性分化，产生上下游、国企和民企之间的利润再分配效应，上游原材料行业挤压下游加工制造业，国企利润占比上升而民企利润占比下降。国有工业企业主要分布在上游原材料行业，议价能力较强，面对原材料上涨能对下游制造业提价，而下游制造业因市场开放、竞争激烈，叠加距终端消费更近，难以大幅提价，最终导致产业链利润中心向上游转移。2021 年 1-4 月，我国规模以上工业中采矿业、制造业利润率分别为 15.0% 和 6.6%，上游采矿业利润率显著高于制造业，采矿业利润占比为 8.4%，比 2020 年全年提高 2.9 个百分点，制造业利润占比为 84.6%，下降 2.1 个百分点；国有工业企业利润总额占比已达到 32.3%，比 2020 年全年提高 9.5 个百分点，私

营工业企业利润占比 29.5%，降低 2.0 个百分点。因此，PPI 涨幅结构性分化，导致利润在产业链上下游再分配，影响经济大循环。

### **（三）加剧中小微企业经营困难**

国际主要大宗商品价格上涨推升我国相关商品的进口价格，提高了企业经营成本。对原材料等成本提高，上游企业、大型企业和国有企业盈利相对较好，抗风险能力强，企业经营面临的困难较小；中下游制造业集中了大量中小微、民营企业，由于行业竞争激烈以及企业自身抗风险能力弱，难以消化上游成本涨价压力。中国人民银行问卷调查显示，5 月份 58.2% 的中小微企业表示仅能承受 5% 及以下的成本上涨。成本上涨使中小微企业效益明显下滑，经营行为发生调整，接单趋于谨慎，通过短单甚至不接单等方式规避风险。当前疫情影响尚未完全消退，成本上涨给中小微企业经营带来较大风险，作为吸纳就业的主体，中小微企业经营困难将加大就业压力。

### **（四）挤压制造业投资空间**

PPI 结构性上涨使得利润在产业链上下游产生再分配效应，中下游议价能力较弱的制造企业利润受到侵蚀，增加制造业企业投资成本，降低企业扩张投资意愿，拖累制造业投资恢复。此外，以黑色、有色金属冶炼为代表的上游制造业受到环保限产和“碳中和、碳达峰”等政策影响，产能利用率及产量有所下降，投资受限。2021 年 1-4 月，制造业固定资产投资同比增长 23.8%，两年平均仅增长 0.3%，低于固定资产投资整体增速 3.6 个百分点，也低于疫情前制造业投资 3% 左右的增速。因此，PPI 结构性上涨引发制造业投资下降，而制造业投资又是连接生产和需求两端的关键环节，对我国产业结构调整和优化升级产生不利影响。

## **三、政策建议**

对于当前大宗商品价格高位运行推动我国 PPI 快速上涨，既要高

度关注和警惕，也要保持战略和政策定力，从供给、需求、预期等多方面入手，进行有针对性的调节。

### **（一）切实缓解小微企业困难**

坚持货币政策“不急转弯”，保持市场流动性充裕和利率平稳，增强汇率弹性，人民币适当升值。加大对普惠金融支持力度，落实好小微企业融资担保降费奖补等政策，加大对小微企业的信贷支持，提高制造业贷款比重。用大数据、区块链、人工智能等技术手段解决小微企业信用贷款面临的信息不共享问题，引导金融机构加大对小微企业信用贷款的支持力度，提高融资可得性。发挥国家中小企业发展基金等政府投资基金的引导作用，带动社会资本扩大对小企业的直接融资。落实提高小规模纳税人增值税起征点、制造业企业研发费用加计扣除比例等政策，精简享受税费优惠政策的办理手续。通过财政给予中小企业员工培训支持，通过津贴奖励办法减轻企业用工成本、提高企业吸纳新员工积极性。

### **（二）多措并举增加主要商品供给**

在确保安全开发的前提下，提高煤炭企业产能利用率，增加国内煤炭供应，增加风电、核电、光伏发电利用小时数，适当压减煤电，减少电煤消耗。加快兼并重组以提高钢铁行业集中度，组建铁矿石采购联盟以提高议价能力，提高废钢利用比例，落实提高部分钢铁产品出口关税、对生铁及废钢等实行零进口暂定税率、取消部分钢铁产品出口退税等政策，适当减少出口，优先保障国内市场供应。对海外依存度较高的原油、铁矿石、有色金属等大宗商品设立相关发展基金，大力支持中国企业参股、收购、控股海外相关企业，获取国际大宗商品开发权益，建立海外大宗商品供应基地。处理好与经济大国、资源能源大国的经贸关系，保障对外依存度较高的资源能源供给充裕。

### **（三）加强监管和通胀预期管理**

督促重点企业树立大局意识，促进上下游行业协调发展，带头维护大宗商品市场价格秩序。加强大宗商品期货和现货市场联动监管，严厉打击投机炒作等违法行为。及时向市场主体发布工业品价格上涨的主要原因和国家已经采取的相关政策措施，及时定期向社会公布去产能等供给侧结构性改革措施，稳定公众通胀预期。对“碳达峰、碳中和”相关政策作出明确指引，不要把“碳达峰、碳中和”的中长期任务当做即期任务，向市场主体明确将通过技术进步、发展低碳产业等措施来有序、可持续地替换高碳产业，注重碳排放权交易、碳金融、碳税等市场化手段鼓励减排，处理好长期发展和短期价格波动的关系。引导市场主体对煤炭、钢铁、铜、油气价格的合理预期，减少囤积。对近期涨价较快的大宗商品及时投放国家储备。引导媒体对大宗商品价格和供给的报道工作，做好舆情监控。

#### **（四）做好监测预测预警工作**

密切跟踪 PPI 走势，加强预警分析，定期监测铁矿石、钢铁、煤炭、原油等大宗商品价格走势，形成分析报告，及时发现和稳妥处置潜在风险。健全主要大宗商品数据库，建立科学的数据处理、分析、预测和预警模型，制定合理的风险分级和有针对性的响应机制，提出相应的政策预案，作为完善宏观经济治理的重要参考。对国内主要大宗商品相关数据，进行信息采集统计，编制中国版大宗商品供需平衡表，并定期更新完善。围绕对外依存度较高的石油、天然气、铁矿石、铜精矿等战略性大宗商品，在综合考虑国内产业发展状况、进口资源供给稳定性、价格波动风险等因素的基础上，合理确定自给率目标。

（执笔：张前荣）

---

**编辑部地址：**北京三里河路58号国家信息中心预测部  
**联系电话：**68557142, 68557122  
**电子邮箱：**[gxfx@sic.gov.cn](mailto:gxfx@sic.gov.cn)

**邮编：**100045  
**传真：**68558210