

宏观点评

3月通胀如期反弹，全年有惊无险——兼看减税是否拉低通胀？

事件：中国3月CPI同比上涨2.3%（预期2.3%，前值1.5%）；PPI同比上涨0.4%（预期0.5%，前值0.1%）。

核心结论：

1、3月CPI、PPI均有所回升，油价、猪价、低基数是主因：CPI同比重回2%以上，主要是油价、猪价均有不同程度的上涨，且去年同期低基数所致；PPI同比上涨0.4%，环比由降转升，石油、黑色仍是主要拉动力。

维持此前判断，**综合考虑猪价、油价和流动性，我们预计，二季度通胀压力较大，CPI可能在7月前后达到年内高点（2.5%-2.8%）。除非油价超预期上涨，否则年内CPI难“破3”。**往后看，基于简单模型的测算（纯粹基于翘尾因素和新涨价因素的历史表现），全年通胀节奏如下：

- **CPI：**2月大概率是CPI同比全年低点，二季度可能连续走高至2.3%上方（不会突破3%），6-7月有望年内高点（2.7-2.9%），下半年整体回落（需要警惕猪瘟导致猪价大涨，进而抑平CPI回落幅度）。
- **PPI：**4月持平或小升，之后趋落，二季度末可能跌入负区间，三季度末迎来最大跌幅，四季度末再度小升；全年整体回落但不会严重通缩。

2、减增值税对CPI的影响较小，对PPI的拖累约为0.99个百分点。

- 由于CPI中各分项需求弹性普遍较低，企业降价意愿薄弱。此外，考虑到CPI的服务项此次减税幅度均较小（不超过1个百分点），因此我们倾向于认为，减增值税对CPI的影响并不显著。从过往两次调低国内增值税的历史经验来看，CPI当月环比均未出现超季节性下降。
- **PPI**所涵盖的工业产品同质化程度高、多为可贸易品，竞争程度更为激烈，企业大概率会调低含税价。以2018年5月1日降增值税税率为考察时点可发现，增值税下调幅度的38%会体现在PPI中，由此可得本轮减税对PPI的拖累约为0.99个百分点。值得注意的是，相比于减税，全球PPI将决定我国PPI中枢水平，而国内环保限产力度对PPI的扰动更为显著。

3、通胀全年有惊无险，尚难对货币政策形成制约，降准“降息”可期。近期随着猪价、油价的上涨，通胀压力有所上升，但考虑到CPI上行主要是供给端因素扰动，叠加PPI仍处于下行通道，也就是说通胀尚不足以约束货币政策。维持此前判断，我国货币政策已然宽松，关键是疏通货币传导机制，可能再降准2-3次，“降息”也可期（若真降基准利率，就是要全面松地产）。

风险提示：模型假设与实际不符；国内猪价快速大幅走高；国际油价超预期上涨。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 王梅娜

邮箱：wangmeili@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《猪价起、油价涨、货币松，今年CPI会“破3”吗？——兼评2月通胀》2019-03-10
- 2、《此通缩非彼通缩：三线索指向 PPI 尚难大幅下行——兼评1月通胀》2019-02-17
- 3、《通胀变通缩？再看 PPI 下行的四条线索——兼评11月通胀》2018-12-10
- 4、《宏观专题：油价暴跌后何去何从？分析框架给出的6条线索》2018-11-26
- 5、《需防“类滞胀”，更需防PPI下行、可跟踪四条线索——兼评10月通胀》2018-11-11
- 6、《滞胀对资产价格的影响：国际比较与历史经验——兼评9月通胀》2018-10-16



内容目录

3 月 CPI 重回 2%以上，油价、猪价、低基数是主因	3
减税对物价的影响	4
CPI: 低需求弹性叠加服务占比较高，减税对 CPI 的影响可能并不显著	4
PPI: 减税约拖累 0.99 个百分点，但国际价格、环保因素更为关键	5
通胀压力短期上升，但尚难制约货币政策	7
风险提示	9

图表目录

图表 1: PPI 和 PPIRM 的同比缺口在历经 27 个月后首次转正	3
图表 2: CPI 各分项需求弹性	4
图表 3: 2018 年 5 月 1 日下调增值税率后，CPI 环比并未出现超过季节性的下降	5
图表 4: 2017 年 7 月 1 日将增值税 13% 的税级合并至 11%，CPI 环比并未出现超过季节性的下降	5
图表 5: 主要国民经济行业需求弹性	6
图表 6: 国内 PPI 走势与国际 PPI 走势基本趋同	6
图表 7: 2018 年 5 月 1 日下调增值税率后，国内 PPI 环比低于 PPI 环比预测值	7
图表 8: 国内环保限产对 PPI 的扰动影响更为显著	7
图表 9: 货币市场利率的走势与核心 CPI 更为接近	8
图表 10: PPI 持续下行后，央行一般会降准	8
图表 11: 猪价上行时，进口猪肉增速走高	9

3月CPI重回2%以上，油价、猪价、低基数是主因

低基数效应下，3月CPI同比回升，环比季节性回落；PPI同比、环比均较前期上升。整体来看，3月通胀数据较为符合市场预期。

具体来看，CPI环比季节性下降0.4%，主要是节后出行人数减少、服务人员增多，导致服务类价格下行明显。不过由于3月猪肉价格与油价的上涨，CPI环比下降幅度低于过去5年均值水平（-0.57%）。其中，3月全国猪价平均上涨1.2%，成品油两次调价，汽油和柴油价格分别上涨3.6%和4.0%。从同比来看，受非洲猪瘟影响，猪肉价格同比上涨5.1%，为同比连降25个月后首次转涨，拉动CPI约0.12个百分点。由于多地出现低温阴雨天气，鲜菜价格同比上涨16.2%。食品项整体影响CPI上涨约0.82个百分点。

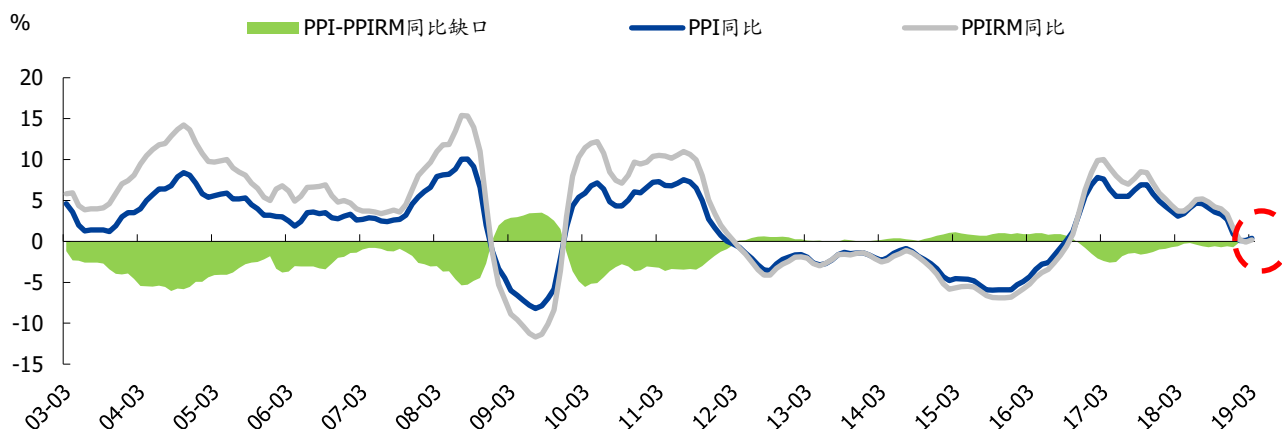
PPI环比由降转升，3月上涨0.1%，主因仍是石油、钢铁产业链价格的上行。此外，TMT设备制造、电气机械、汽车制造等行业均出现环比降幅收窄或持平上月情况。PPI同比上涨0.4%，涨幅较前期扩大0.3个百分点。其中翘尾因素贡献了0.8个百分点，新涨价因素约为-0.5个百分点。值得注意的是，今年1-3月，PPI-PPIRM同比缺口连续三个月上行或持平，2、3月份缺口均为0.2%，为2016年11月以来首次转正，意味着企业毛利有所改善。

随着猪瘟发酵、货币宽松，市场对通胀预期有所加强。在前期报告《猪价起、油价涨、货币松，今年CPI会“破3”吗？》中，我们分析了猪价、油价和流动性对今年通胀的影响。综合考虑三者的相互作用，我们预计，二季度通胀压力较大，CPI可能在7月前后达到年内高点（2.5%-2.8%）。除非油价超预期上涨，否则年内CPI难“破3”。在具体的通胀节奏判断上，往后看，我们维持此前观点，基于简单模型的测算（纯粹基于翘尾因素和新涨价因素的历史表现），全年通胀节奏如下：

全年CPI：2月大概率是CPI同比全年低点，二季度可能连续走高至2.3%上方（不会突破3%），6-7月有望年内高点（2.7-2.9%），下半年整体回落（需要警惕猪瘟导致猪价大涨，进而抑平CPI回落幅度）。

全年PPI：4月持平或小升，之后趋落，二季度末可能跌入负区间，三季度末迎来最大跌幅，四季度末再度小升；全年整体回落但不会严重通缩。

图表1：PPI和PPIRM的同比缺口在历经27个月后首次转正



资料来源：Wind，国盛证券研究所

减增值税会拉低通胀么？

2019 年政府工作报告中表示，将深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交运、建筑等行业现行 10% 的税率降至 9%，并将推出其他税收优惠措施，确保所有行业税负只减不增。3 月 15 日，李克强总理在答记者问时表示，4 月 1 日起开始执行增值税新政。根据我们的测算结果，此次增值税减税规模约为 7000 亿左右，减税规模空前。那么增值税税率的普遍下调，是否会对物价水平产生显著影响呢？

CPI：低需求弹性叠加服务占比较高，减税对 CPI 的影响可能并不显著

由于增值税是价外税，并不计入利润表，因此并不会直接影响企业利润。然而，由于市场交易中商品、服务多为含税价，增值税的变动确实会对物价产生影响。增值税对物价的影响将取决于两方面的结果，一是减税后企业是否会相应降低含税价；二是企业降价后是否会刺激总需求，从而对价格形成拉动作用。前者主要取决于企业对下游的议价能力，在产业链中越弱势的企业，越有可能调低含税价。后者主要依赖于税收造成的价格扭曲程度，当前价格与市场均衡价的偏离度越大，那么减税对价格的正向拉动作用也就越强。

需求弹性在一定程度上可视为企业是否调整含税价的重要依据。需求弹性越高，企业降价的概率越大。根据有关文献测算，我国城镇居民主要消费品的需求弹性绝对值基本都低于 1。需求弹性最大的家庭交通工具、家庭日用杂品等分项，需求弹性也分别仅有 -0.84 和 -0.72，绝对值仍然小于 1。

这意味着从理论上讲，由于需求相对于价格而言，变动幅度较小，价格和企业营收将实现同向变动，即提价会带来营收增加，降价会带来营收减少。在这种情况下，减税后企业不应调低含税价。

图表 2：CPI 各分项需求弹性

CPI 大类	分类支出项目	需求弹性	CPI 大类	分类支出项目	需求弹性
食品类	肉类	-0.48	衣着类	衣着材料	-0.11
	鲜菜	-0.52		鞋类	-0.50
	粮食	-0.40		服装	-0.54
	水产品类	-0.47	家庭设备用品	家具	-0.38
	烟草类	-0.40		家庭设备	-0.57
	禽类	-0.47		家庭日用杂品	-0.72
	鲜果	-0.46	医疗保健	医疗器械	-0.22
	奶及奶制品	-0.35		药品费	-0.26
	油脂类	-0.38		保健器具	-0.34
	酒类	-0.50	交通和通讯	通信工具	-0.16
	蛋类	-0.31	家庭交通工具	家庭交通工具	-0.84
	饮料	-0.44	文娱用品	文化娱乐用品	-0.32
	干豆类及豆制品	-0.49			
	糖类	-0.28			
	淀粉及薯类	-0.45			

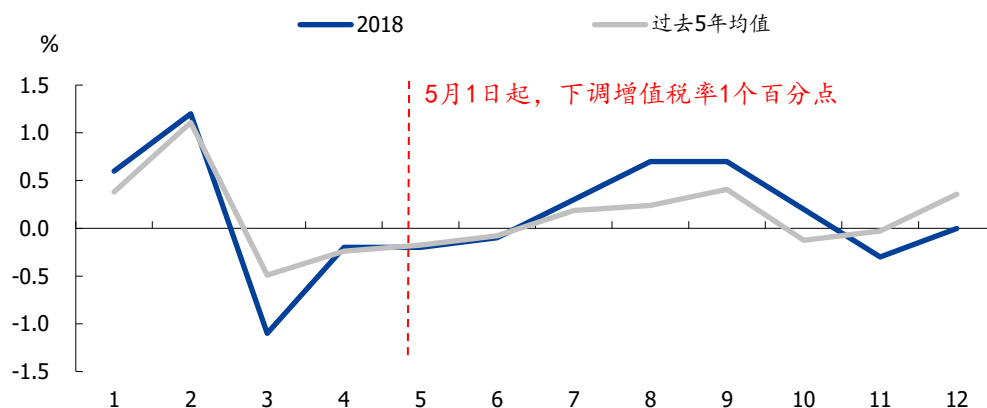
资料来源：《适度调整城镇消费品增值税税率结构探讨——基于主要消费品供求弹性的测度》，国盛证券研究所整理

值得注意的是，文献所分析的样本是 2005-2010 年的数据，随着经济的发展，商品和服务的供给能力提高，而居民的消费需求更为多样化、消费选择更为丰富，文献测算的居

民消费品需求弹性可能有所低估。考虑到即便企业完全调低含税价，降价幅度也不会超过 3%（税率从 16% 下调至 13%），且 CPI 中对应的服务项，增值税税率变动幅度不超过 1 个百分点，因此我们倾向于认为，减税对 CPI 的影响较为有限。

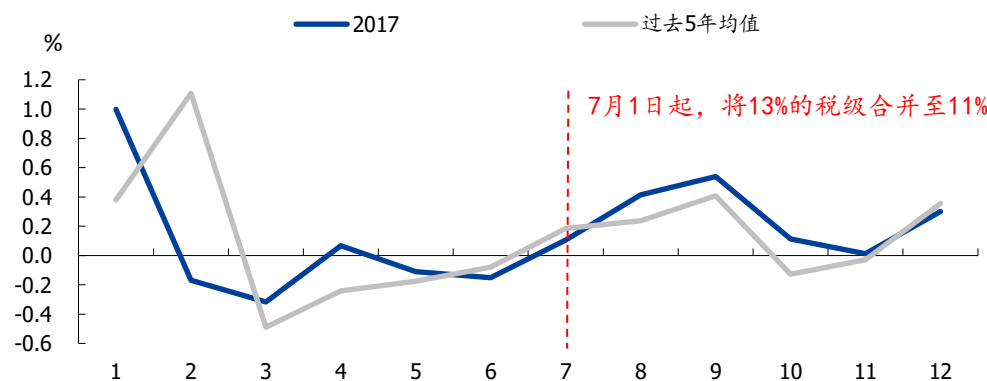
从我国近年来两次增值税税率调整结果来看，减增值税对 CPI 的影响确实微乎其微。2017 年 7 月 1 日，国常会决定将增值税 13% 的税级合并至 11%；2018 年 5 月 1 日起，将 17% 和 11% 的两档税级各降 1 个百分点。回顾 CPI 的历史走势可发现，在减税方案实施的当月及次月，乃至直到当年年底，CPI 环比均未出现超过季节性的下降。2018 年 5-11 月 CPI 环比都持平甚至高于 2012-2016 年同期 CPI 均值。同样的情况在 2017 年增值税税级合并后也出现了。

图表 3：2018 年 5 月 1 日下调增值税税率后，CPI 环比并未出现超过季节性的下降



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：2017 年 7 月 1 日将增值税 13% 的税级合并至 11%，CPI 环比并未出现超过季节性的下降



资料来源：Wind，国盛证券研究所

PPI：减税约拖累 0.99 个百分点，但国际价格、环保因素更为关键

与 CPI 不同的是，由于 PPI 统计的工业品更为同质化、且大多是可贸易品、竞争程度更为激烈，文献研究结果显示，工业企业的需求弹性都较高，绝对值普遍在 0.8-1.0 之间，其中炼焦、燃气及石油加工业的需求弹性更是达到了 1.28。因此，在降低增值税税率后，绝大多数工业企业大概率会随之调低含税价，以保证市场份额的稳定，PPI 在一定程度

上会受到减税的拖累。

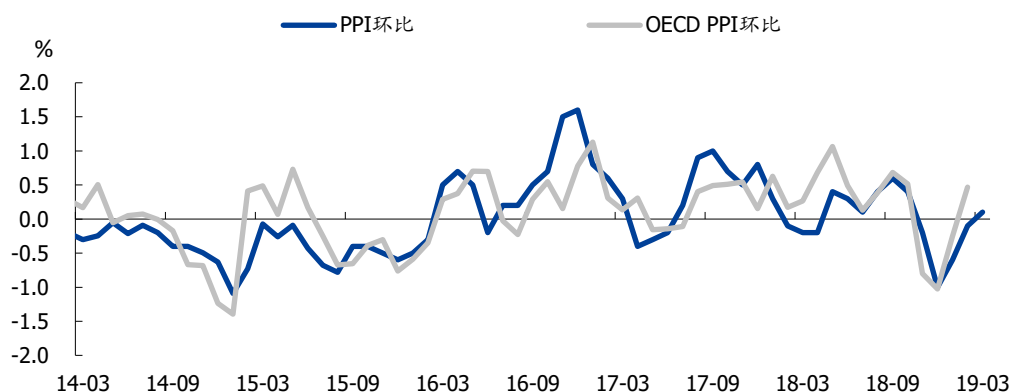
图表 5: 主要国民经济行业需求弹性

行业	需求弹性	行业	需求弹性
食品、饮料制造及烟草制品业	-0.84	炼焦、燃气及石油加工业	-1.28
纺织、服装及皮革产品制造业	-0.98	其他制造业	-0.81
建筑业	-0.74	其他服务业	-0.80
房地产业、租赁和商务服务业	-0.75	机械设备制造业	-1.07
非金属矿物制品业	-0.70	化学工业	-0.89
电力、热力及水的生产和供应业	-0.82	运输仓储邮政、信息传输、计算机服务和软件	-0.63
采矿业	-0.82	金属产品制造业	-0.92

资料来源:《我国增值税税负转嫁与归宿研究》,国盛证券研究所整理

为匡算减税对工业企业降价的传导程度,我们以 2018 年 5 月 1 日增值税下降 1 个百分点为观察时点。由于国内 PPI 与国际 PPI 走势趋同,而国际 PPI 在去年 5 月并不受增值税调减的影响,我们可将其视为参照指标,通过计算 5 月国内 PPI 与国际 PPI 的偏离度,来大致估算减税对 PPI 的影响。

图表 6: 国内 PPI 走势与国际 PPI 走势基本趋同



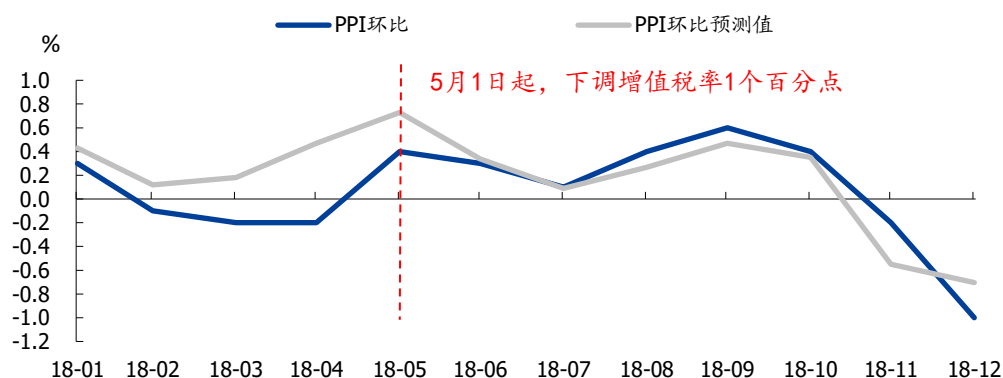
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2018 年 5 月 1 日,制造业企业增值税税率从 17%下调至 16%,意味着 5 月减税对价格环比的最大拖累为 0.85%¹。观察 5 月国内 PPI 环比为 0.4%,而根据国际 PPI 环比估算出的 PPI 环比为 0.7%,高于国内 PPI 真实环比水平。也就是说,如果不考虑模型误差及其他未考虑到的影响,5 月国内 PPI 真实环比与预测环比间的差值,可视为减税对国内 PPI 的影响。进一步,我们可计算得到减税对 PPI 的传导程度为 38%²,即:增值税下调幅度的 38%会体现在 PPI 中。

¹ $(1+16\%)/(1+17\%)-1$

² $(0.7\%-0.4\%)/0.85\%$

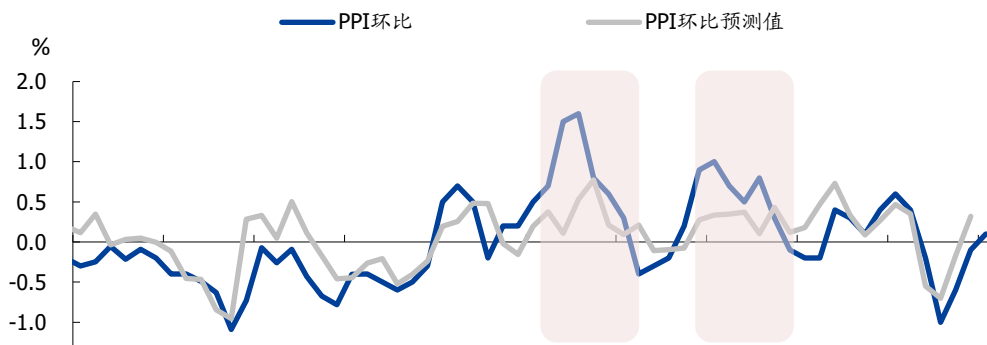
图表 7: 2018 年 5 月 1 日下调增值税率后, 国内 PPI 环比低于 PPI 环比预测值



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

今年 4 月 1 日, 制造业增值税税率将从 16% 下调至 13%, 减税对价格环比的最大拖累为 2.59%³, 如果按 38% 的传导程度计, 4 月 PPI 环比将比不减税情况下的环比低 0.99 个百分点。不过, 鉴于 PPI 中绝大部分是原材料, 而原材料又大多是国际定价, 因此国际 PPI 将决定国内 PPI 的中枢水平。此外, 2015 年以来, 国内供给侧改革、环保限产对工业品供给端产生较大扰动, 其对 PPI 环比的影响更为显著。2016、2017 年 7-12 月, 国内 PPI 真实环比均会系统性高于预测值, 且呈逐月递增的态势, 主要原因可能在于国内实施冬季环保限产的措施。2018 年四季度这一现象已不太明显, 也从侧面反映了我们的前期观点, 即: 经济下行压力加大的背景下, 环保限产有所放松。(具体请参见报告《需防“类滞胀”, 更需防 PPI 下行、可跟踪四条线索——兼评 10 月通胀》。)

图表 8: 国内环保限产对 PPI 的扰动影响更为显著



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13253

