



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2021年04月08日

再通胀的故事还能持续多久？

——基于宏观逻辑和微观结构的分析

李一爽 分析师

编号：S1500520050002

电话：18817583889

邮箱：liyishuang@cindasc.com

- **再通胀的预期生变。**大宗商品价格自2020年11月以来连续大幅上行，关于其将进入长达10年的超级周期的观点络绎不绝。但3月后随着油价的反复，市场对于再通胀的可持续性产生了质疑。
- **不同商品背后的需求驱动逻辑。**由于服务价格管制、国内农业结构变化等因素，2012年以来PPI与CPI的关系减弱，而PPI周期几乎与经济周期一致，显示需求决定商品价格趋势，供给决定商品价格弹性，我们将PPI作为研究重点。而PPI主要由周期行业价格决定，可以分成建材、黑色、煤炭、原油、化工、有色六类商品。从最终需求的角度看，前三者主要受国内建筑需求推动，后三者中国需求占比偏低，主要受海外定价。从其轮动周期中可以观察全球经济的驱动因素。
- **本轮PPI的驱动因素可能更受海外因素影响。**2009年后，海外经济进入去杠杆周期，国内为维持自身经济增速推动建筑投资，使得中国经济成为全球领先指标，国内PPI变化几乎与地产周期同步。但本轮国内政策领先退出，海外财政政策扩张前所未有，PPI未来的变动可能更加容易受到海外因素影响。本轮海外经济复苏受到了疫情与刺激政策的扭曲，以往偏稳定的服务需求衰退，商品消费创下新高，设备投资滞后改善，地产销售维持高位，库存降至新低。
- **CPI上行空间存疑，建筑链条商品价格上行趋势受限，但能化与有色产品的韧性可能更强。**展望未来，海外服务需求恢复可能推动CPI走高，但尚未观察到工资与物价螺旋上升的迹象，其上行空间存疑，且服务品对中国的传导有限，更多依靠驱动能源价格上行；海外商品消费在财政退坡影响下将逐步触顶回落，但设备投资的上行可能持续更长；当前美国无房可卖状态下，地产开工趋势将继续在向上，基建计划也将推动建筑走强。但在海外建筑投资需求整体占全球比重有限的背景下，建筑链条商品价格仍将受国内信用收缩的影响，上行趋势料将受限，但能化与有色产品的上行趋势有望维持更长。
- **商品超级周期有待商榷，但本轮商品价格回升的趋势可能尚未结束。**从历史上看，大宗商品的超级周期主要仍受需求趋势驱动，如1950年代美国的城镇化进程、1970年代西欧与日本的崛起、2000年代中国加入全球体系，当前海外的刺激政策能否驱动商品超级周期仍然有待商榷。但是在海外服务需求、设备投资、地产开工仍有回升动力的背景下，本轮商品价格的上行趋势可能尚未终结。
- **风险提示：疫情反复，财政刺激力度持续，商品价格传导效率大幅提升**

01

微观拆解：大宗商品价格应由谁驱动；

02

此消彼长：本轮价格回升的动力差异；

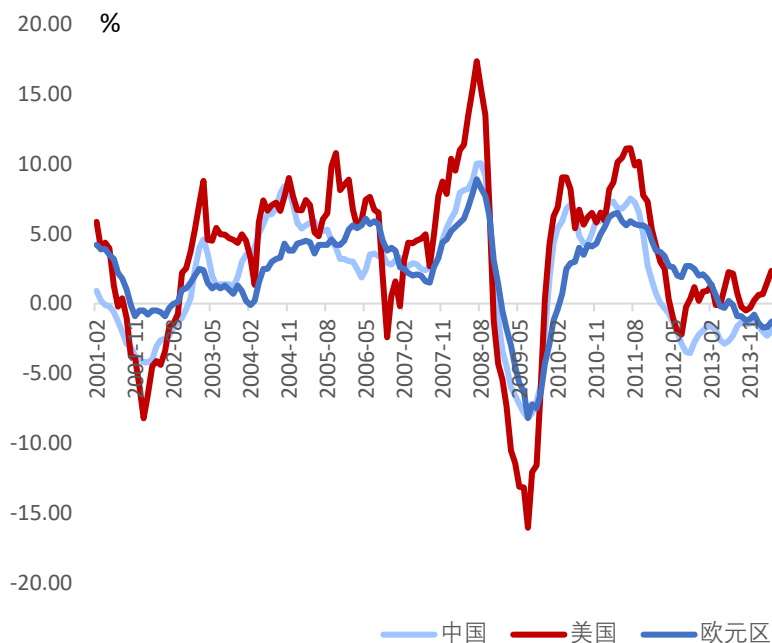
03

冲击仍在：商品通胀的故事未完待续。

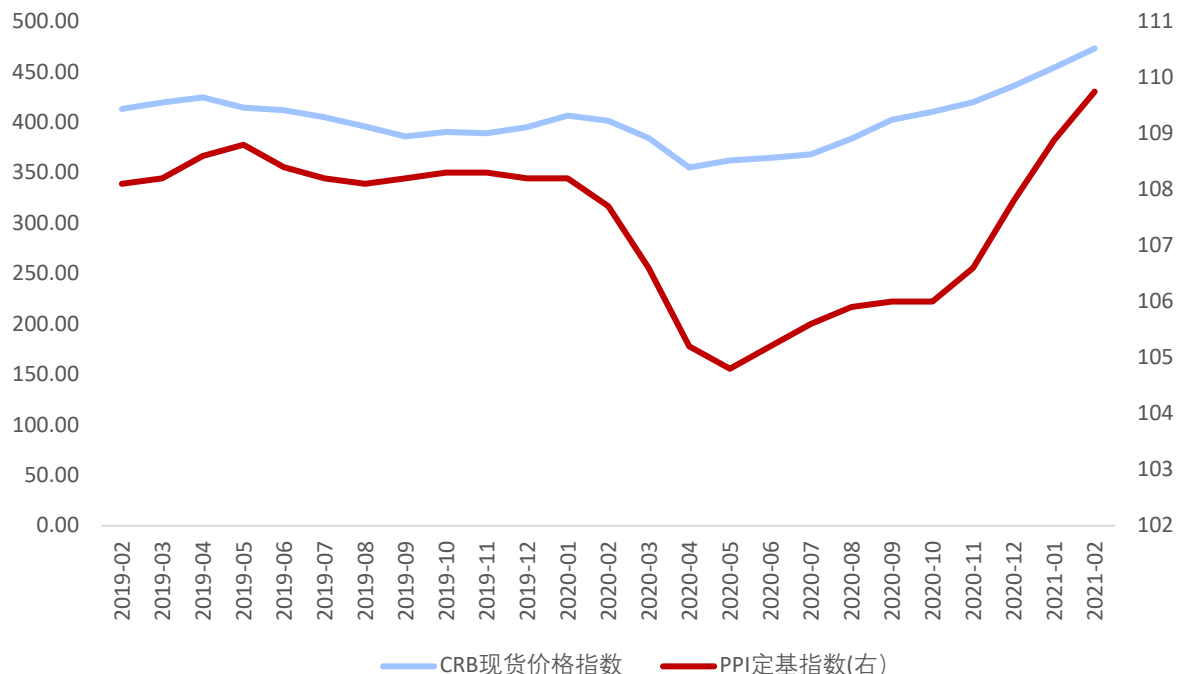
大宗商品已恢复至疫情前水平 但近期再通胀预期有所降温

- 随着11月拜登当选美国总统以来，引发了对于美国财政扩张的预期，大宗商品价格出现了一轮快速上行，一度增加市场对大宗商品价格将出现超过10年超级周期的预期；
- 由于商品价格的一价定律，国内外PPI呈现联动关系，当前CRB现货价格指数与PPI定基指数均已超过疫情前的水平，海外再通胀预期也带动国内PPI增速转正；
- 随着近期原油价格回落，市场开始质疑再通胀的可持续性。

商品一价定律，全球主要经济体PPI指数基本呈现联动关系



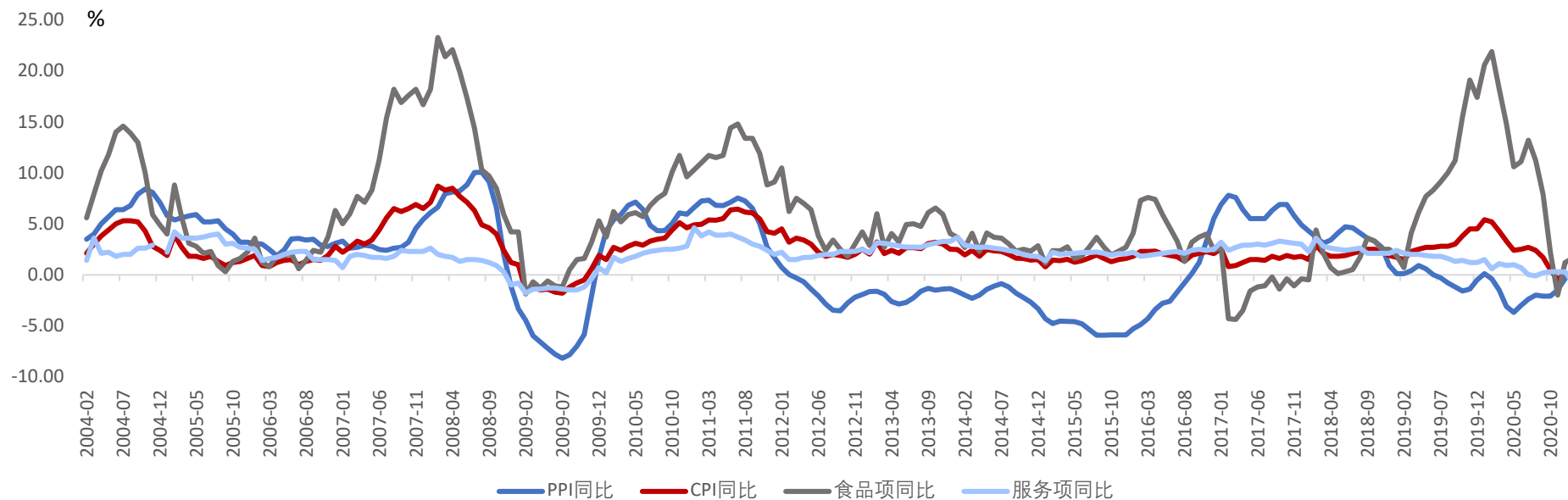
CRB现货价格指数与PPI定基指数均已超过疫情前水平



CPI与PPI：究竟是谁的通胀？

- 2012年以来PPI的走势与CPI走势背离，这主要由于食品价格与工业品价格之间发生背离；
- CPI可以分解为食品、日用消费品与服务项，日用消费品波动有限；
- 国内CPI中的服务项占比较高，但价格受到管制，变化相对稳定；
- 食品项占比20%左右，但波动较大，是CPI的决定项；其在2012年后与PPI相关性减弱，这与国际粮价偏弱、国内生猪养殖结构变化、国内农业政策变化等多方面因素相关，当前食品价格下行压力下，CPI的下行压力偏弱；
- 当前PPI上行对CPI传导能力偏弱，我们仍然把PPI作为主要的研究变量。

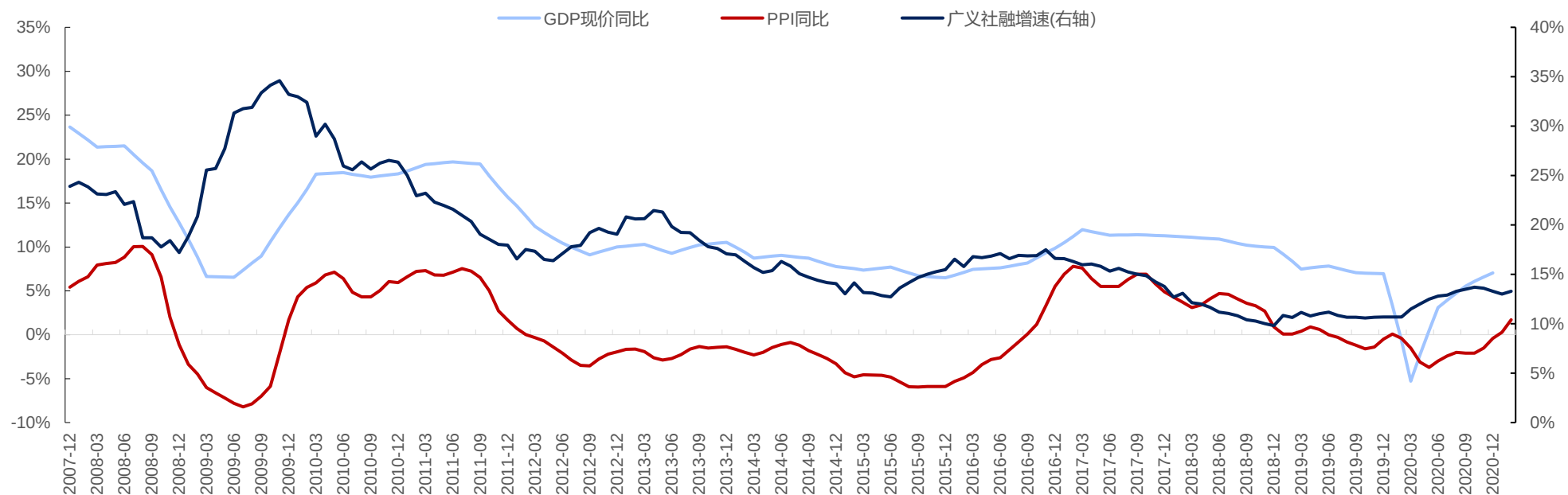
CPI与PPI关系弱化



PPI：需求决定趋势 供给决定弹性

- 在2012年以后，GDP的波动性明显下降，PPI成为了对于经济高度敏感的变量；
- PPI滞后于社融增速，与名义GDP增速大致同步，其波动本质上是经济周期的反映。
- 08年以来3轮社融周期与PPI周期大致同步，但高度并不一致，显示需求决定PPI的趋势，供给决定PPI的弹性。

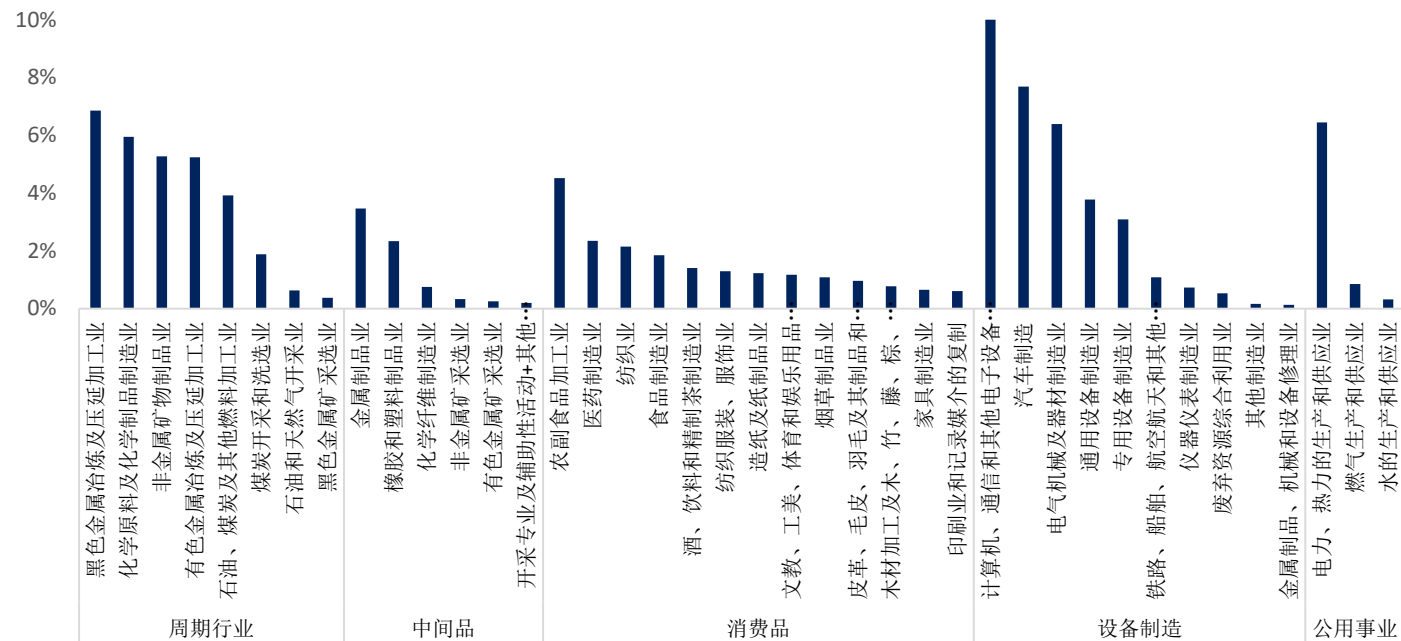
PPI与名义GDP增速相关度较高



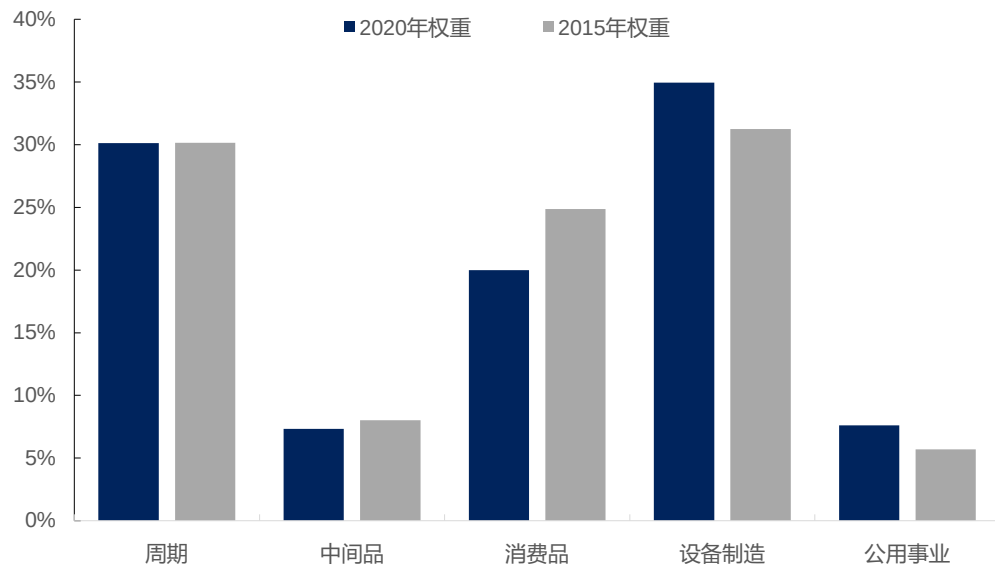
PPI的微观结构

- 我国PPI是工业品的出厂价格指数，不包含服务。
- PPI按照各行业工业销售产值的权重进行加权平均，我们使用2020年各行业的营业收入对于PPI权重的基础进行替代。
- 在2020年的基期权重轮换后，周期性与消费品行业权重下降，设备制造行业权重上升，基本反映了经济结构的变化。

各行业2020年基期权重分布



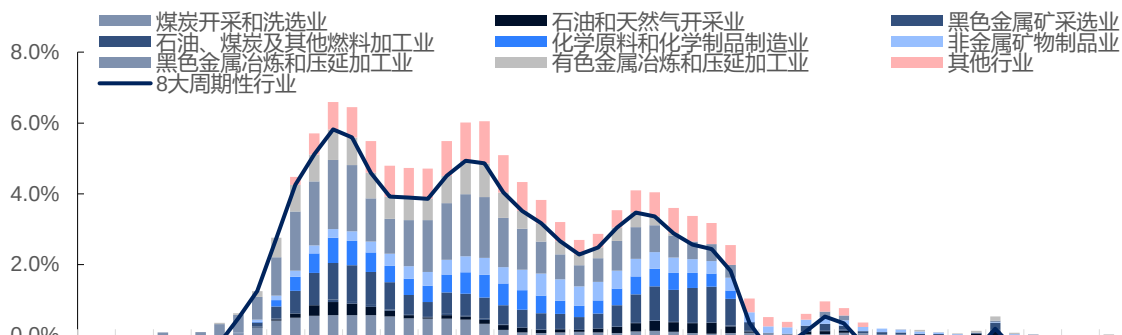
分行业权重变化比较



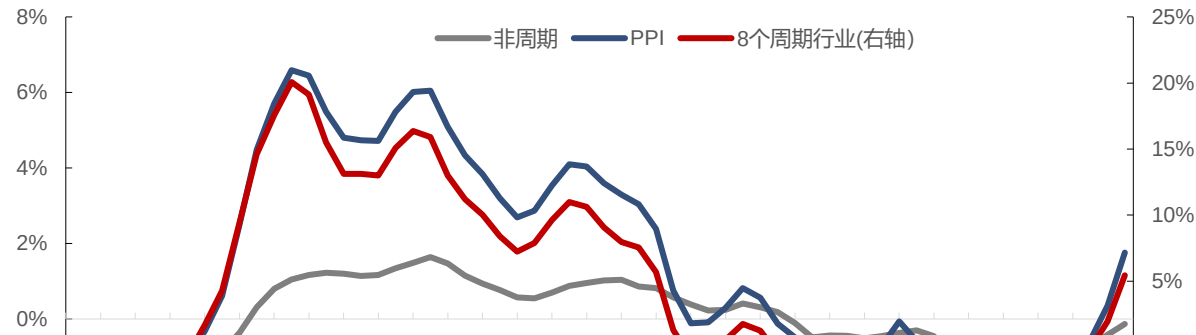
PPI的波动几乎完全由八个周期性行业贡献

- 尽管8个周期性行业权重大约仅占到全部权重的30%左右，但由于其波动较大，其变化是PPI变动的核心因素。
- 其他非周期性行业的PPI走势也与周期性行业PPI的走势高度相关。

波动较大的八个周期性行业决定了PPI走势



其他行业PPI走势受到周期行业影响



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_19192

