

2021年04月09日

涨价传导，无需过虑

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● 非食品环比超季节性、PPI生活资料上行，细分项中已呈现一定价格扩散痕迹

从CPI和PPI的组合来看，CPI非食品变化超季节性、PPI生活资料延续上行。3月，CPI同比小幅转正、结构分化，食品项延续回落、非食品项大幅抬升0.9个百分点；环比变化中，食品项由正转负、拖累明显，非食品环比0.2%，涨幅收窄0.2个百分点、幅度低于可比年份的0.5个百分点。相较于CPI，PPI同比加速上行至4.4%，生产资料是主要贡献项，生活资料同比转正至0.1%、上月为-0.2%。

细分项中，CPI交通通信、家用器具已一定程度上体现上游涨价传导的痕迹。非食品环比变化，明显强于以往同期，受交通通信分项的影响显著，与原油等涨价拉动相关，尤其是细分项中的交通运输用燃料、环比涨幅扩大3.1个百分点至6.4%。PPI生活资料分项环比中，耐用消费品由负转正至0.3%、上月为-0.2%，体现在CPI中，家用器具环比涨幅扩大0.1个百分点至0.3%、已处于历史高位。

● 中上游涨价对下游影响有限，CPI的阶段性抬升并非流动性和核心影响因素

上游原材料涨价直接影响的CPI分项权重占比较低、影响空间也相对有限。原油等商品涨价带动成品油等相关燃料价格，影响CPI交通工具用燃料等分项。但我国多数消费品以国内供给为主，较为依赖进口的商品CPI中权重较低。加之，国内成品油价格调整“上限有顶”、影响空间或相对有限。可比经验显示，2016-2017年间，大宗商品价格大幅上行、推升PPI加速赶顶，但对CPI影响有限。

CPI受输入型通胀的直接影响有限，阶段性的抬升，并非货币流动性环境的核心影响因素。单从翘尾因素上看，CPI或于二季度阶段性抬升。同时，线下消费活动等的逐步修复，或带动核心CPI回升；但居民收入等压制下，核心CPI或仍以修复为主。伴随CPI的阶段性抬升，债务到期压力、信用风险等逐渐凸显。政策重心回归“调结构”、“防风险”下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。

● 常规跟踪：CPI非食品环比变化强于以往同期、PPI同比超预期、加速上行

CPI和核心CPI同比小幅转正，非食品环比变化强于以往同期。3月，CPI和核心CPI同比分别为0.4%和0.3%，CPI环比-0.5%、较上月回落1.1个百分点。其中，食品环比下降3.6%，与生猪供给修复、鲜菜大量上市下，猪价、菜价等大幅回落有关；非食品环比0.2%，涨幅收窄0.2个百分点、略低于可比年份的0.5个百分点，主要与交通通信项、衣着项上涨有关，而生活服务、教文娱等环比转负。PPI同比加速上行、大超市场预期，环比涨幅扩大，受石油、有色、黑色链拉动明显。3月，PPI同比4.4%、涨幅扩大2.7个百分点，环比1.6%、涨幅扩大0.8个百分点。大类环比中，生产资料涨幅扩大0.9个百分点；生活资料环比由持平转为上涨0.2%，由衣着、耐用消费品贡献。行业环比中，石油开采、石油加工、化学原料、黑色冶炼、有色冶炼涨价明显，合计贡献PPI环比总涨幅的8成左右。

● **风险提示：**大宗商品涨价超预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-二季度，CPI不会成为市场核心因素》-2021.4.6

《宏观经济专题-全球第3波疫情，不会中断经济复苏》-2021.4.4

《宏观经济点评-总量指引有限，亮点在结构》-2021.3.31

目 录

1、 涨价传导，无需过虑	3
2、 3月物价数据常规跟踪	7
3、 风险提示	9

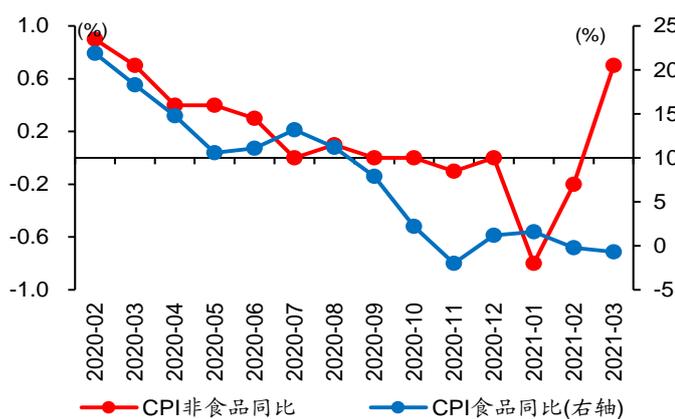
图表目录

图 1: 3月, CPI 食品延续回落、非食品抬升明显	3
图 2: PPI 上行受生产资料拉动显著	3
图 3: 3月, PPI 加速上行至 4.4%、涨幅进一步扩大	3
图 4: PPI 生活资料也进一步上行	3
图 5: 非食品项中, 交通通信、衣着、居住项拉动明显	4
图 6: 细分项中, 与石油链相关明显涨价	4
图 7: PPI 生活资料中, 衣着和耐用消费品	4
图 8: PPI 耐用消费品向 CPI 家用器具已有明显传导	4
图 9: 直接受影响 CPI 分项占比相对较小	5
图 10: 2017 年的可比年份, CPI 家用器具全年上涨 2.7%	5
图 11: 经验来看, 与原油相关 CPI 分项上行幅度或有限	5
图 12: CPI 翘尾贡献或于二季度显现、三季度回落	6
图 13: 中性情境下, CPI 温和上行、全年呈“M”型	6
图 14: 2021 年 3 月和 4 月为信用债到期高峰	6
图 15: 信用违约风险已有抬头	7
图 16: “紧信用”多对应“宽货币”	7
图 17: 3月, CPI 同比-0.2%, 核心 CPI 首次回升	7
图 18: 3月, CPI 食品环比-3.6%, 非食品环比 0.7%	7
图 19: 3月, CPI 食品环比-3.6%, 大幅低于历史均值	8
图 20: 3月, CPI 非食品环比 0.2%、高于历史均值	8
图 21: CPI 食品分项中, 猪肉和鲜菜拖累明显	8
图 22: CPI 非食品中, 交通通信、文教娱环比涨幅较大	8
图 23: 3月, PPI 同比 4.4%、环比 1.6%	9
图 24: 3月, 生产、生活资料分项环比多有上行	9
图 25: 石油开采、石油加工、化学原料、黑色冶炼、有色冶炼涨价明显	9
表 1: 国内成品油价格调整也有上限	5
表 2: 政策对“防风险”的重视度明显提升	6

1、涨价传导，无需过虑

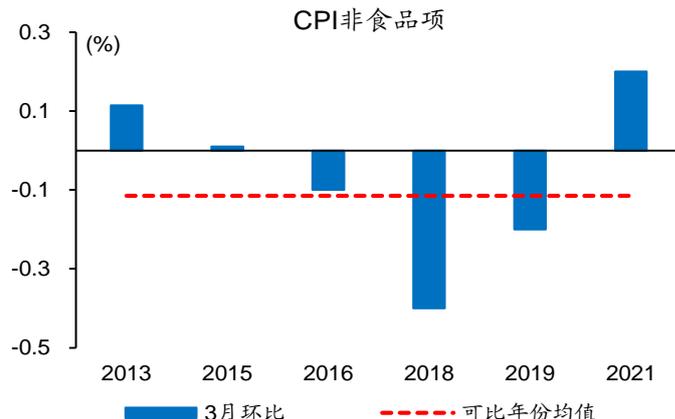
从CPI和PPI的组合来看，CPI非食品变化超季节性、PPI生活资料延续上行。3月，CPI同比小幅转正、结构分化，食品项延续回落、非食品项大幅抬升0.9个百分点；环比变化中，食品项由正转负、拖累明显，非食品环比0.2%，涨幅收窄0.2个百分点、幅度低于可比年份的0.5个百分点。相较于CPI，PPI同比加速上行至4.4%，生产资料是主要贡献项，生活资料同比转正至0.1%、上月为-0.2%。

图1：3月，CPI食品延续回落、非食品抬升明显



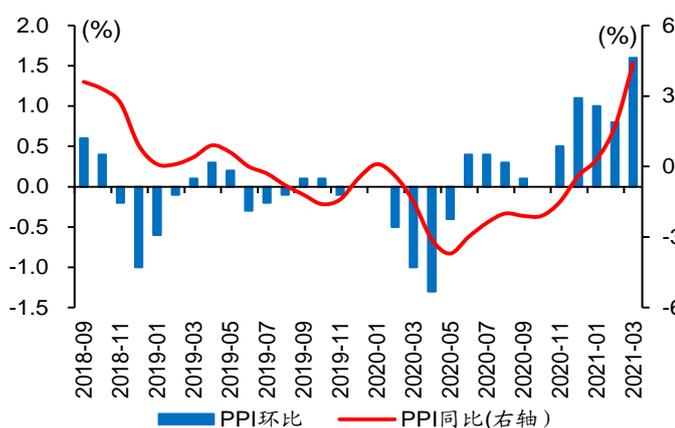
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：PPI上行受生产资料拉动显著



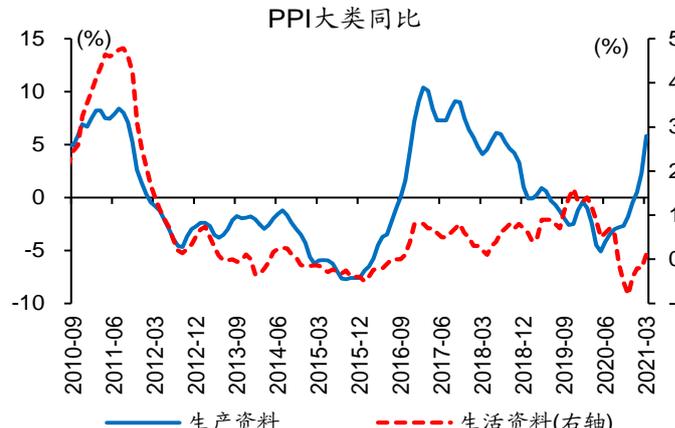
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：3月，PPI加速上行至4.4%、涨幅进一步扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

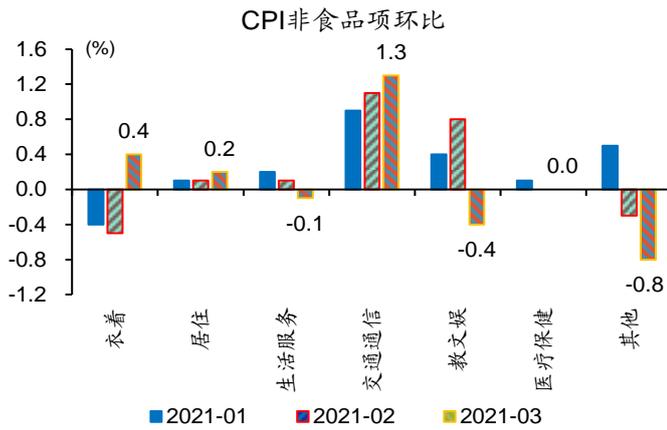
图4：PPI生活资料也进一步上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

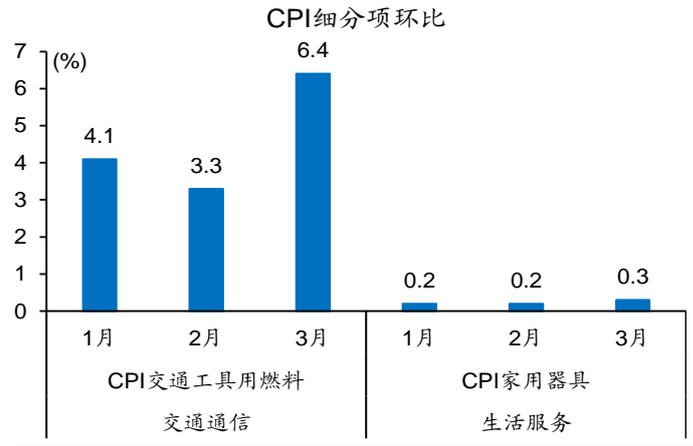
细分项中，CPI交通通信、家用器具已一定程度上体现上游涨价传导的痕迹。非食品环比变化，明显强于以往同期，受交通通信分项的影响显著，与原油等涨价拉动相关，尤其是细分项中的交通运输用燃料，环比涨幅扩大3.1个百分点至6.4%。PPI生活资料分项环比中，耐用消费品由负转正至0.3%、上月为-0.2%，体现在CPI中，家用器具环比涨幅扩大0.1个百分点至0.3%、已处于历史高位。

图5: 非食品项中, 交通通信、衣着、居住项拉动明显



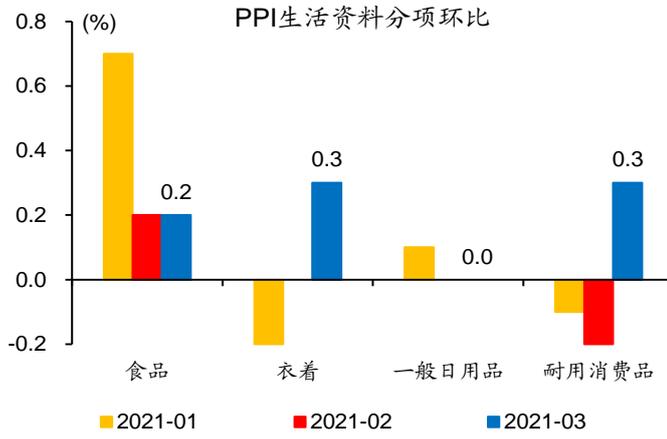
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 细分项中, 与石油链相关明显涨价



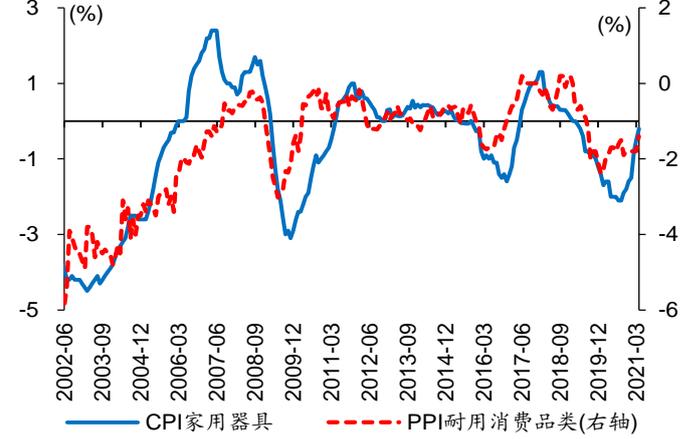
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: PPI生活资料中, 衣着和耐用消费品



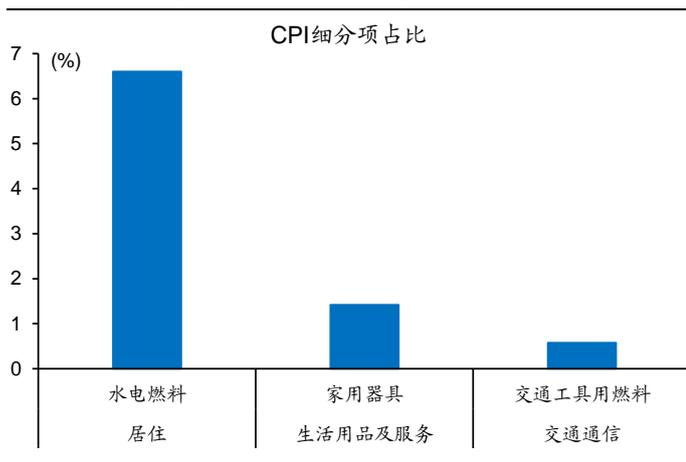
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: PPI耐用消费品向CPI家用电器已有明显传导



数据来源: Wind、开源证券研究所

但受原油等涨价影响的CPI分项权重占比相对较小,且国内成品油价格上限“有顶”的背景下、影响空间或相对有限。原油等国际大宗商品涨价对国内CPI的影响主要通过影响成品油等相关燃料价格,带动CPI交通工具燃料、家用电器等分项。但我国多数消费以国内供给为主,较为依赖进口的商品在CPI中权重占比较低,“输入型”通胀对CPI的直接影响有限。加之,国内成品油价格调整“上限有顶”,影响空间或相对有限。

图9: 直接受影响 CPI 分项占比相对较小


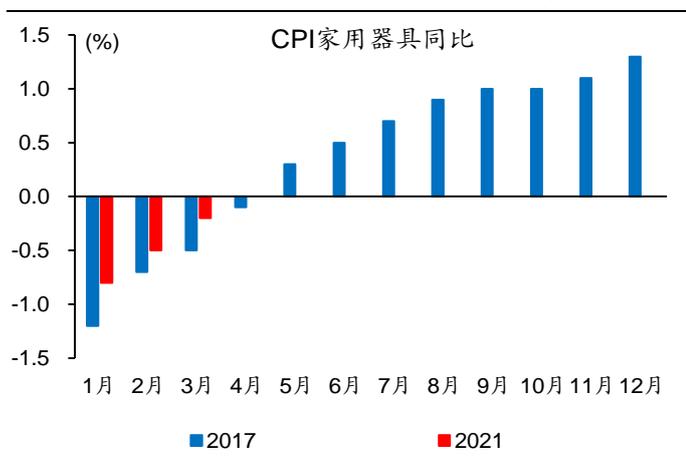
数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 国内成品油价格调整也有上限

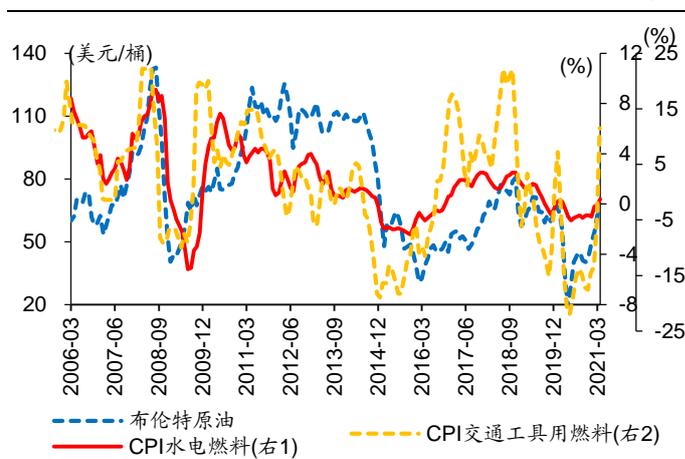
国际市场原油价格	成品油价格计算规则
低于每桶40美元(含)	按原油价格每桶40元、正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶40美元低于80美元(含)	按正常加工利润率计算成品油价格
高于每桶80美元	开始扣减加工利润率,直至按加工零利润计算成品油价格
高于每桶130美元(含)	采取适当财税政策保证成品油生产和供应,汽、柴油价格原则上不提或少提

资料来源: 发改委、开源证券研究所

可比经验来看,原油等上游原材料涨价的对CPI的影响也相对有限。2016-2017年,大宗商品价格大幅上行、推升PPI加速赶顶,但需求偏弱下、对中下游的传导偏弱,更多体现中上游原材料涨价,及对中下游消费品制造等的利润挤压,以家用器具为例,2017年CPI家用器具同比涨幅相对较小、2.7个百分点。而国内成品油价格调整“上限有顶”,受油价影响的CPI交通用具燃料等上行空间或也有限。

图10: 2017年的可比年份,CPI家用器具全年上涨2.7%


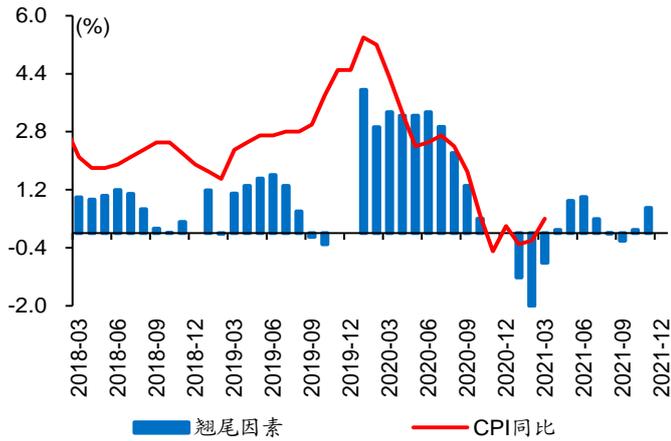
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 经验来看,与原油相关CPI分项上行幅度或有限


数据来源: Wind、开源证券研究所

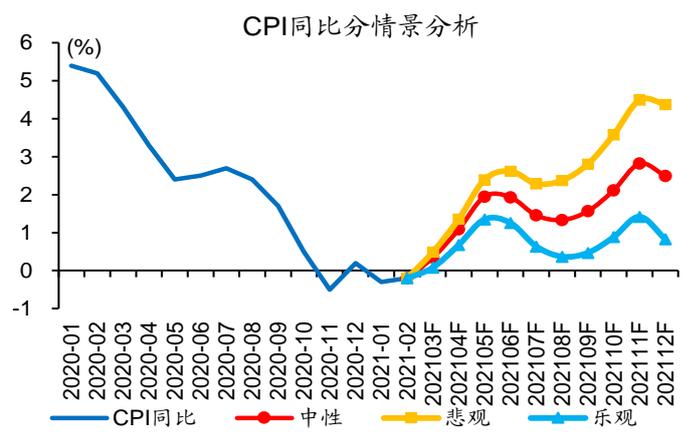
二季度,CPI通胀上行压力,主要由低基数、疫后线下消费修复等共同作用,不具有持续性。单从翘尾因素来看,CPI或于二季度抬升、三季度回落而四季度再度上行。同时,线下消费活动等的逐步修复,或带动核心CPI回升;但居民收入等压制下,核心CPI或仍以修复为主、抬升幅度或相对有限(详情参见《二季度,CPI不会成为市场核心因素》)。

图12: CPI翘尾贡献或于二季度显现、三季度回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 中性情境下, CPI温和上行、全年呈“M”型



数据来源: Wind、开源证券研究所

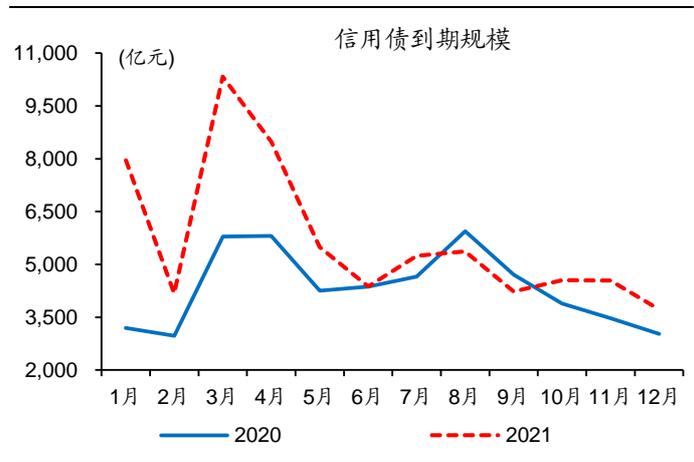
重申观点: CPI 通胀的阶段性抬升, 并非流动性的核心影响因素。伴随 CPI 的阶段性抬升, 债务到期压力、信用风险等凸显。政策重心回归“调结构”、“防风险”下, 债务风险、资产泡沫等或为关注焦点。经验显示, 阶段性、结构性通胀, 从来不是总量流动性收紧的理由; 防范化解风险的过程, 需要相对平稳的货币流动性环境配合。通胀预期升温等, 可能干扰交易行为, 但不改利率债长端收益率下行趋势。

表2: 政策对“防风险”的重视度明显提升

时间	事件	主要内容
2020年8月	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	利率下行一致性预期强化后, 有可能助长杠杆交易和投机行为, 催生新一轮资产泡沫。一些地方的房地产价格开始反弹, 金融资源有可能再次向高风险领域集中, 提升金融服务质效...有序处置重点领域突出风险, 实现稳增长和防风险长期均衡。
2020年9月	三季度货币政策委员会例会	打好防范化解重大金融风险攻坚战, 守住不发生系统性金融风险的底线, 实现稳增长和防风险长期均衡。
2020年10月	金融委专题会议	坚决整治各种金融乱象, 对各类违法违规行为“零容忍”, 积极稳妥防范化解金融风险, 坚决维护金融稳定, 牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
2020年11月	发改委新闻发布会	防范化解企业债券领域风险, 推动债券市场披露规则统一, 共同防范化解债券市场潜在风险, 针对个别苗头性风险隐患, 密切关注相关债券的付息兑付工作, 督促制定化解方案, 保护投资者合法权益。
2020年12月	政治局会议	促进房地产市场平稳健康发展... 要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。
2021年1月	刘昆同志在全国财政工作会议上的讲话	加强地方政府债务管理, 抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
2021年2月	国新办发布会	加强债务风险防控, 严控企业负债率, 分行业确定负债率的警戒线、管控线, 严禁企业超越财务承受能力盲目举债投资, 短期防债违约。
2021年3月	政府工作报告	处理好恢复经济与防范风险的关系...稳妥化解地方政府债务风险, 及时处置一批重大金融风险隐患。
2021年3月	2020年中国财政政策执行情况报告	抓实化解地方政府隐性债务风险工作...做好重点领域风险防范化解工作, 确保财政经济稳健运行, 可持续。
2021年3月	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	加强国有企业债务风险管控工作, 有效防范化解企业重大债务风险, 坚决守住不发生区域性、系统性金融风险的底线...加强对企业隐性债务的管控, 严控资产出表、表外融资等行为。③要把防范地方国有企业债务违约, 作为债务风险管控的重中之重...对于已经发生债务违约的, 切实履行属地责任, 严禁随意逃废债务行为。

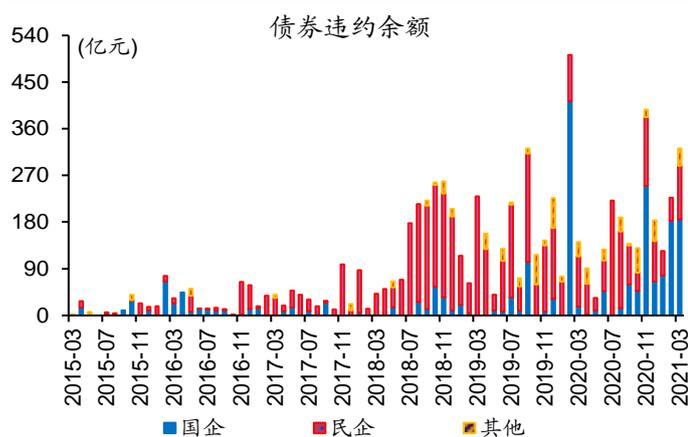
资料来源: 中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图14: 2021年3月和4月为信用债到期高峰



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 信用违约风险已有抬头



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: “紧信用”多对应“宽货币”



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、3月物价数据常规跟踪

CPI和核心CPI同比小幅转正，非食品环比变化强于以往同期。3月，CPI和核心CPI同比分别为0.4%和0.3%，CPI环比-0.5%、较上月回落1.1个百分点。其中，食品环比下降3.6%、上月为上涨1.6%、近10年均值为-1.9%；非食品环比0.2%、涨幅回落0.2个百分点，但依然高于季节性。

图17: 3月，CPI同比-0.2%，核心CPI首次回升

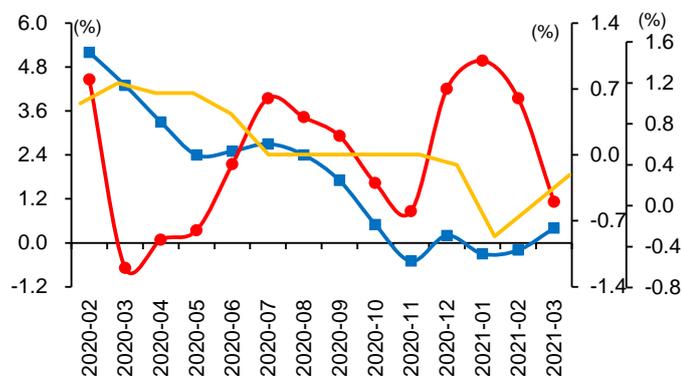
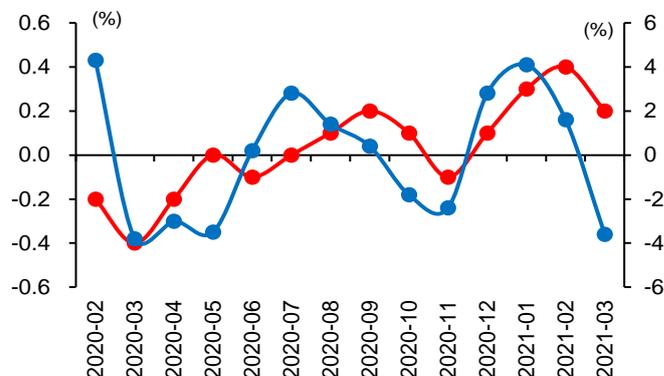


图18: 3月，CPI食品环比-3.6%，非食品环比0.7%



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_19232

