

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

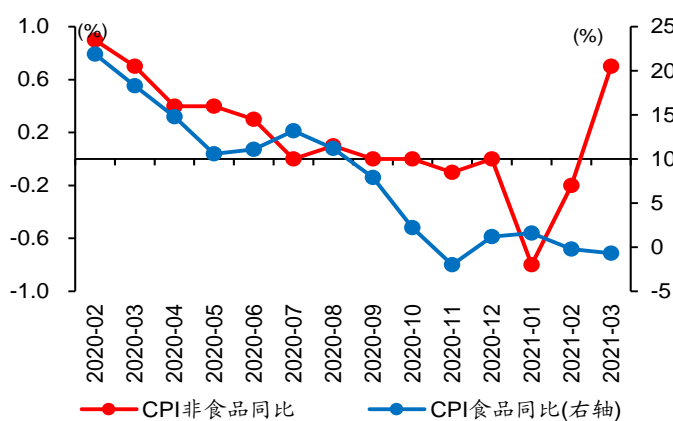
## 图表目录

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

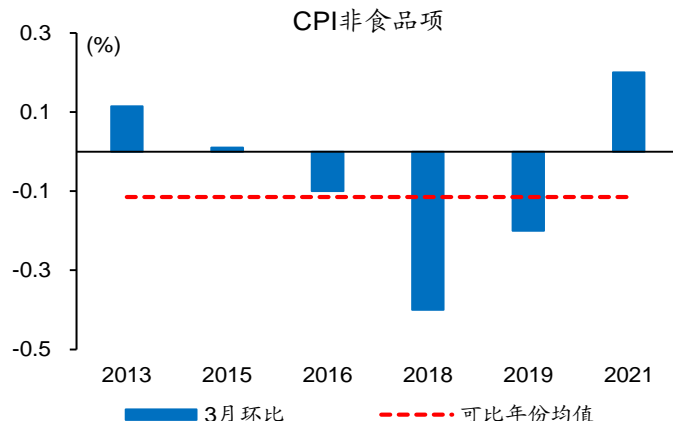
从CPI和PPI的组合来看，CPI非食品变化超季节性、PPI生活资料延续上行。3月，CPI同比小幅转正、结构分化，食品项延续回落、非食品项大幅抬升0.9个百分点；环比变化中，食品项由正转负、拖累明显，非食品环比0.2%，涨幅收窄0.2个百分点、幅度低于可比年份的0.5个百分点。相较于CPI，PPI同比加速上行至4.4%，生产资料是主要贡献项，生活资料同比转正至0.1%、上月为-0.2%。

图1：3月，CPI食品延续回落、非食品抬升明显



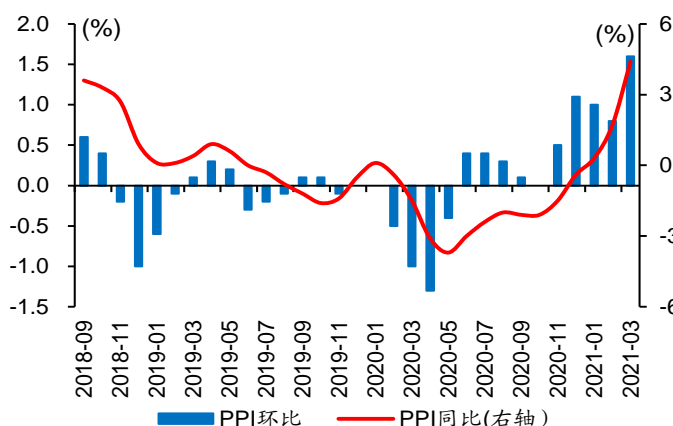
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：PPI上行受生产资料拉动显著



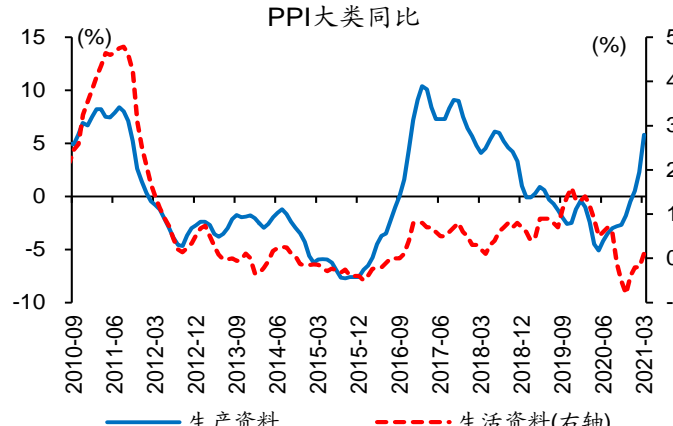
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

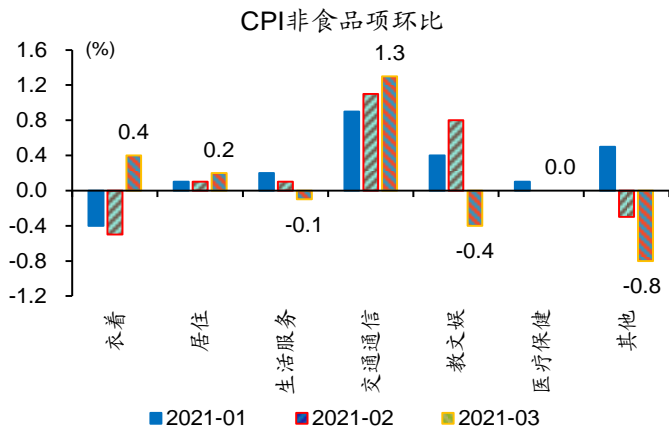
图4：PPI生活资料也进一步上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

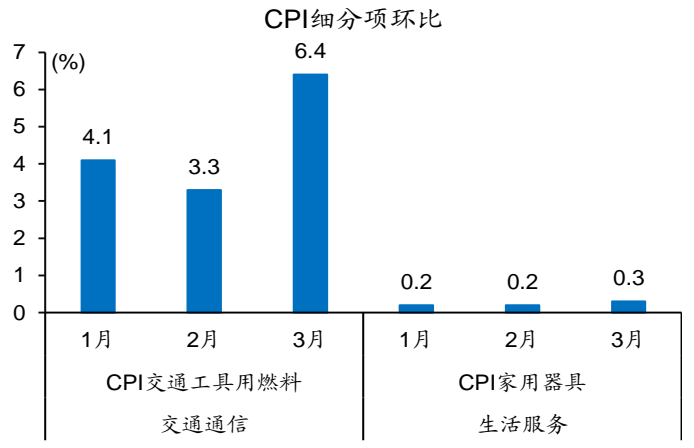
细分项中，CPI交通通信、家用器具已一定程度上体现上游涨价传导的痕迹。非食品环比变化，明显强于以往同期，受交通通信分项的影响显著，与原油等涨价拉动相关，尤其是细分项中的交通运输用燃料，环比涨幅扩大3.1个百分点至6.4%。PPI生活资料分项环比中，耐用消费品由负转正至0.3%、上月为-0.2%，体现在CPI中，家用器具环比涨幅扩大0.1个百分点至0.3%、已处于历史高位。

图5: 非食品项中, 交通通信、衣着、居住项拉动明显



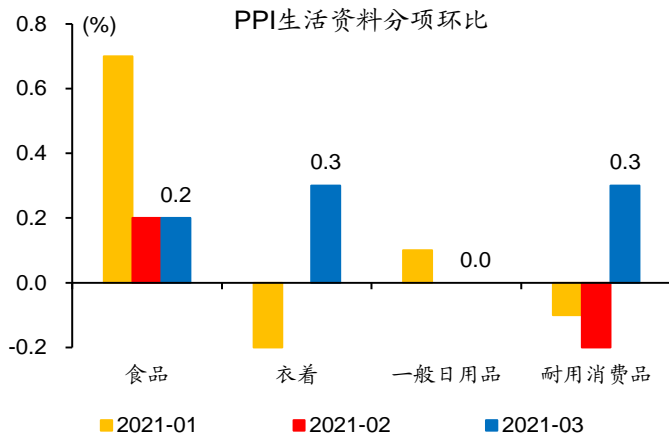
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 细分项中, 与石油链相关明显涨价



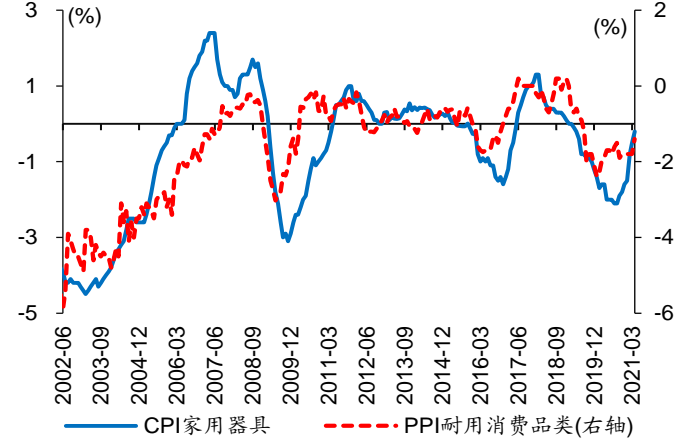
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

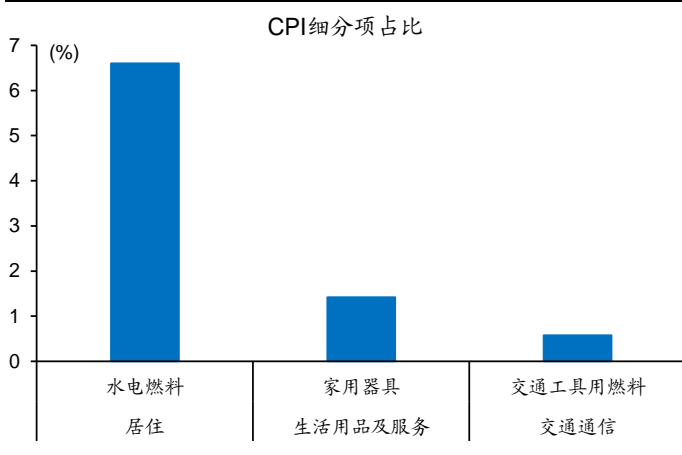
图8: PPI耐用消费品向CPI家用电器已有明显传导



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

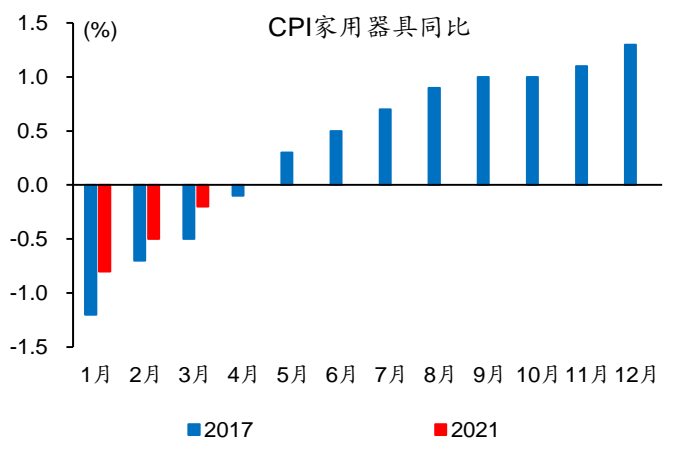
表1: 国内成品油价格调整也有上限

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

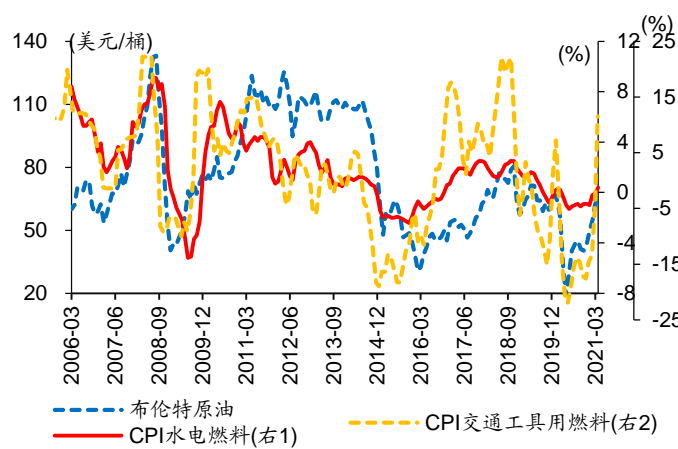
可比经验来看,原油等上游原材料涨价的对CPI的影响也相对有限。2016-2017年,大宗商品价格大幅上行、推升PPI加速赶顶,但需求偏弱下、对中下游的传导偏弱,更多体现中上游原材料涨价,及对中下游消费品制造等的利润挤压,以家用电器为例,2017年CPI家用电器同比涨幅相对较小、2.7个百分点。而国内成品油价格调整“上限有顶”,受油价影响的CPI交通工具燃料等上行空间或也有限。

图10: 2017年的可比年份,CPI家用电器全年上涨2.7%



数据来源: Wind、开源证券研究所

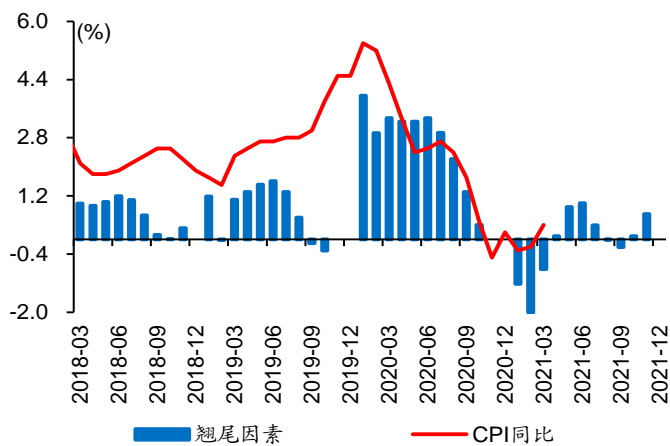
图11: 经验来看,与原油相关CPI分项上行幅度或有限



数据来源: Wind、开源证券研究所

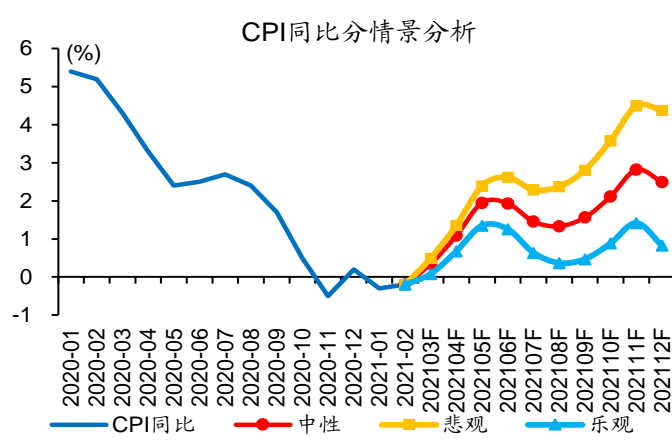
二季度,CPI通胀上行压力,主要由低基数、疫后线下消费修复等共同作用,不具有持续性。单从翘尾因素来看,CPI或于二季度抬升、三季度回落而四季度再度上行。同时,线下消费活动等的逐步修复,或带动核心CPI回升;但居民收入等压制下,核心CPI或仍以修复为主、抬升幅度或相对有限(详情参见《二季度,CPI不会成为市场核心因素》)。

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

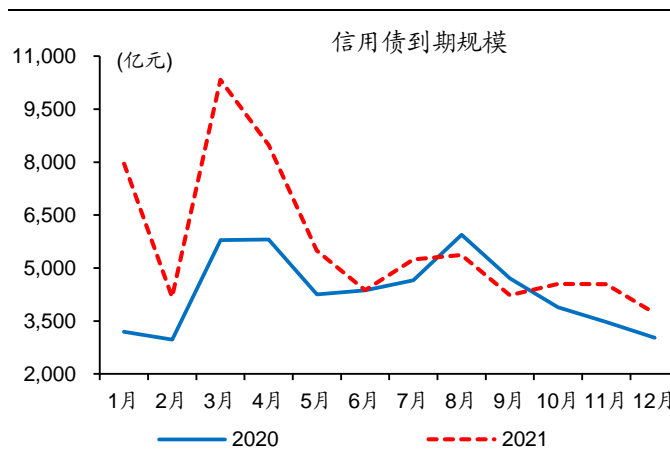
**重申观点: CPI 通胀的阶段性抬升, 并非流动性的核心影响因素。**伴随 CPI 的阶段性抬升, 债务到期压力、信用风险等凸显。政策重心回归“调结构”、“防风险”下, 债务风险、资产泡沫等或为关注焦点。经验显示, 阶段性、结构性通胀, 从来不是总量流动性收紧的理由; 防范化解风险的过程, 需要相对平稳的货币流动性环境配合。通胀预期升温等, 可能干扰交易行为, 但不改利率债长端收益率下行趋势。

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, <b>实现稳增长和防风险长期均衡。</b>
2020年9月	三季度货币政策委员会例会	<b>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。</b>
2020年10月	金融委专题会议	<b>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。</b>
2020年11月	发改委新闻发布会	<b>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。</b>
2020年12月	政治局会议	促进房地产市场平稳健康发展... <b>要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。</b>
2021年1月	刘昆同志在全国财政工作会议上的讲话	<b>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。</b>
2021年2月	国新办发布会	<b>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。</b>
2021年3月	政府工作报告	<b>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。</b>
2021年3月	2020年中国财政政策执行情况报告	<b>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。</b>
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》	<b>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。</b>

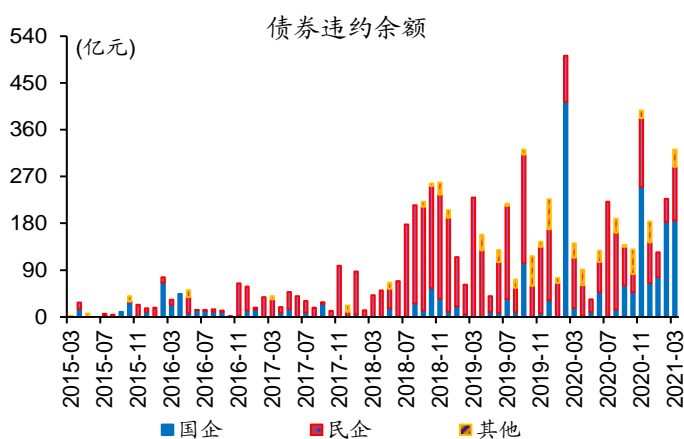
资料来源: 中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图14: 2021年3月和4月为信用债到期高峰



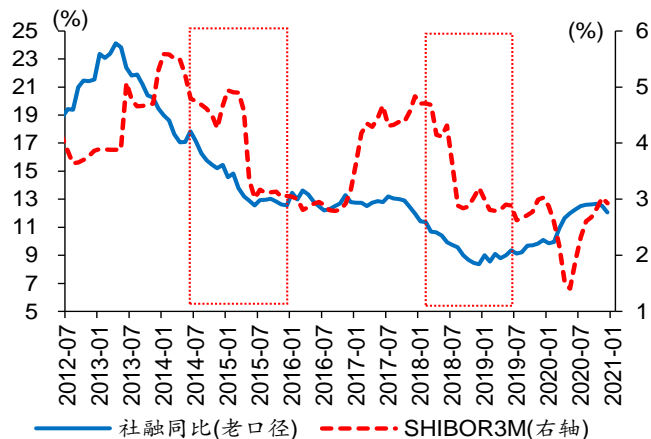
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

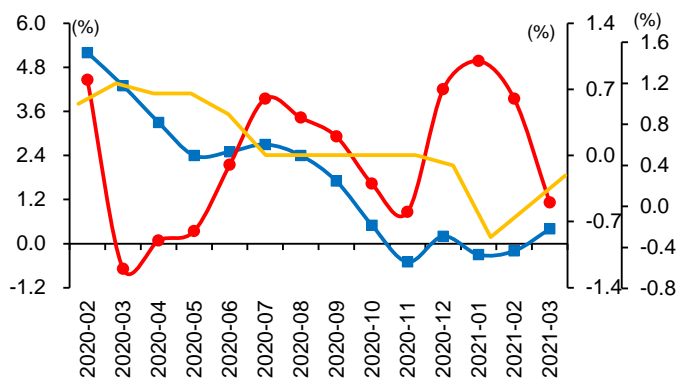
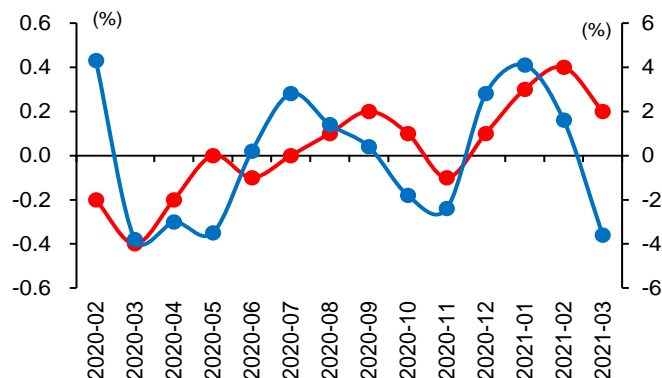


图18: 3月，CPI 食品环比-3.6%，非食品环比 0.7%



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](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19232)

