

## 宏观点评 20210511

# PPI 破 6, “输入型通胀” 还有多大空间?

2021 年 05 月 11 日

证券分析师 陶川

执业证号: S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

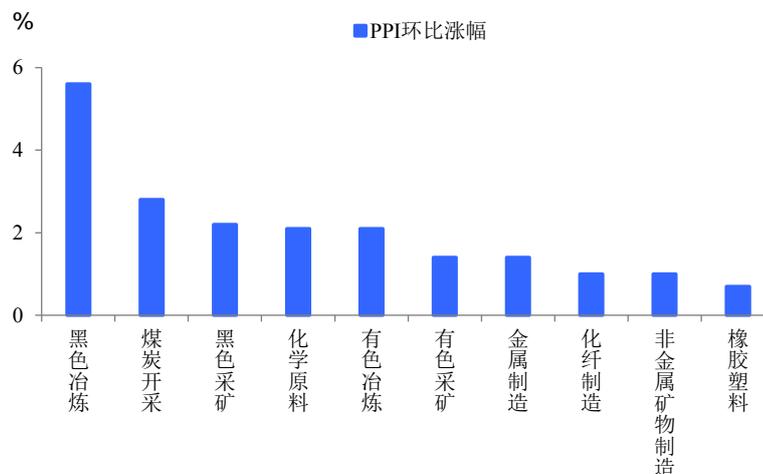
shaox@dzwzq.com.cn

- **PPI “气势如虹”**。2021 年 4 月通胀继续呈现冷热不均。PPI 同比增长 6.8%，较上月扩大 2.4 个百分点，不过环比上有所放缓，这主要受 3 月原油、铜等国际大宗商品价格进入调整有关，从结构上看黑色系（黑色金属和煤炭等）引领环比涨价（图 1），碳中和下的供给侧改革是其中的主线逻辑。
- **CPI 环比降幅收窄**。CPI 4 月同比增速为 0.9%，环比下降 0.3%，较上月收窄 0.2 个百分点，依旧保持平稳。虽然出行相关费用和耐用消费品均出现不同程度的涨幅，但由于供给充足，猪肉价格继续环比下降 11%，成为最大拖累（图 2）。近期期货市场的表现完美映射 PPI 和 CPI 的显著分化（图 3）。
- **PPI 破 6 之后，8 还会远吗？** 由于今年 4 月大宗商品上涨再次启动，我们预计 5 月 PPI 将环比加速，5 月或 6 月 PPI 同比可能触及甚至站上 8%。CPI 方面猪肉价格的下行压力依旧存在，服务和耐用品价格的上涨将使得 CPI 略高于 1%（图 4 和 5）。
- **PPI 什么时候才会传导至 CPI？** 当前通胀的结构性分化非常明显，这是市场对于政策预期摇摆不定的重要原因。CPI 和 PPI 出现分化的一个重要原因是 2015 年之后猪价周期和大宗商品周期出现错位（图 6）。不过和 2017 年不同，当前全球农产品价格涨幅明显，粮食价格的上涨将逐步通过压低猪粮比和养殖利润、压缩猪肉供给进而传导至猪肉价格，考虑到这一传导的时滞以及猪肉价格的基数效应，我们认为今年年内以猪肉为代表的食品价格难以追上 PPI 的步伐，但明年 CPI 的上涨压力会上升（图 7 至 9）。
- **如何应对通胀？** 大宗商品价格飙升而需求复苏速度相对较慢，结构性通胀对于经济的影响具有较大的不确定性，因此 4 月政治局会议并未将通胀作为政策重点。当前货币政策保持稳健，着力点在控制好通胀预期（图 10 和 11），控制杠杆和房价是重要的渠道。除此之外，发改委等政府部门也陆续开始通过降成本、鼓励签订中长期合同等方式来稳定价格波动（表 1）。预计此后监测企业定价、打击垄断等不合理定价行为的措施将被提上日程。
- **输入型通胀还是输入型冲击？** 通胀数据公布之后，市场的反映出现明显分化，虽然以黑色系为代表的商品期货继续上涨，但是股市下跌，国债期货上涨。这并非传统通胀逻辑的表现，背后体现的是局部供给因素（碳中和下的控产能）和商品价格冲击后类滞胀逻辑的继续发酵，市场当前对于滞的担忧大于胀。大宗商品价格上涨对中下游企业的冲击还需评估，我们预计货币政策仍将保持稳健，当前的结构性通胀暂不会成为央行收紧的理由，而财政支出后置的布局有利于避开高通胀的窗口期，成为下半年经济的重要缓冲垫。
- **风险提示：** 经济复苏超预期导致过热，支持政策提前退出；中期经济动能不足，支持政策超预期；海外疫情继续发酵，海外经济复苏出现二次探底，美股出现大幅调整。

### 相关研究

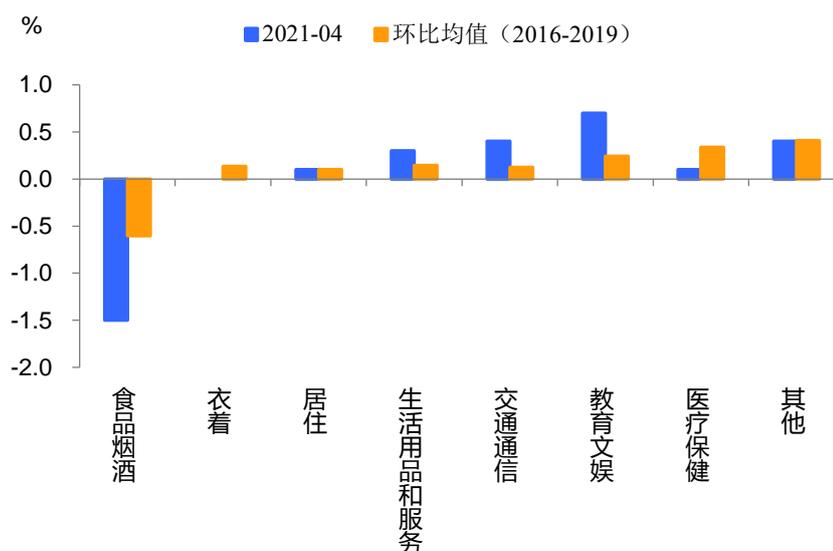
- 1、《宏观点评 20210428：拜登基建第二弹来了》2021-04-28
- 2、《宏观点评 20210425：迎接又一波大宗商品上涨》2021-04-25
- 3、《宏观点评 20210423：美国地产繁荣，A 股谁受益？》2021-04-23
- 4、《宏观点评 20210422：从全球气候峰会看拜登绿色新政》2021-04-22
- 5、《宏观点评 20210422：流动性为何越来越淡定？》2021-04-22

图 1: 4月黑色系引领涨价



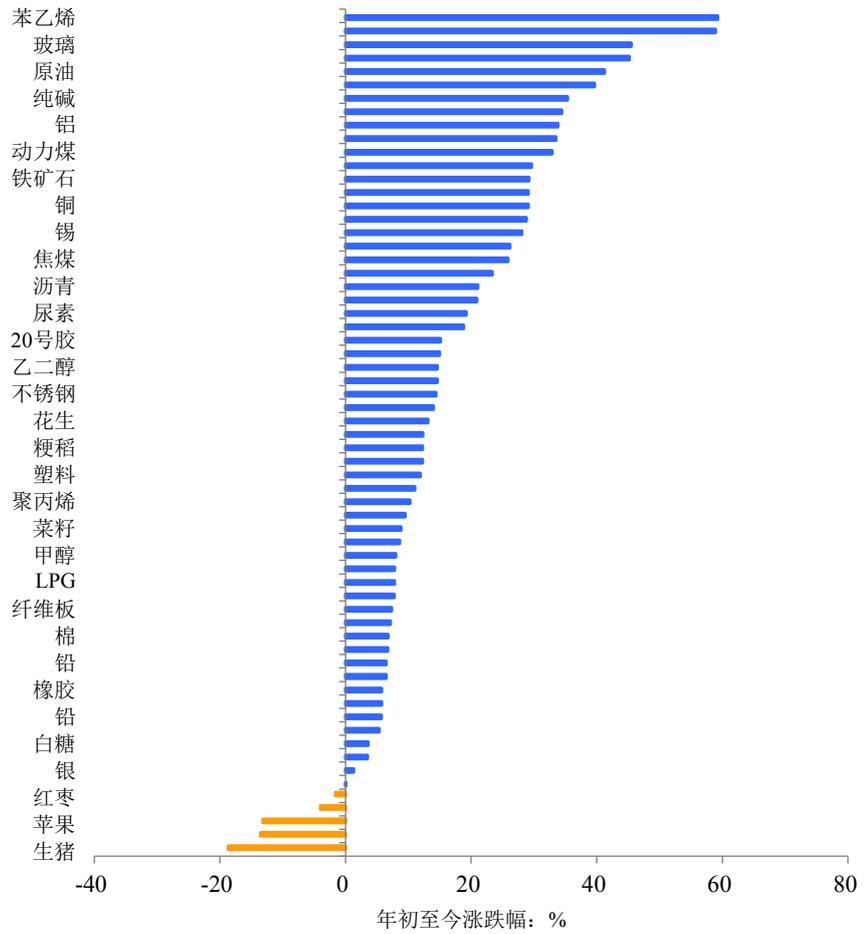
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 食品依旧是 CPI 最大的拖累项



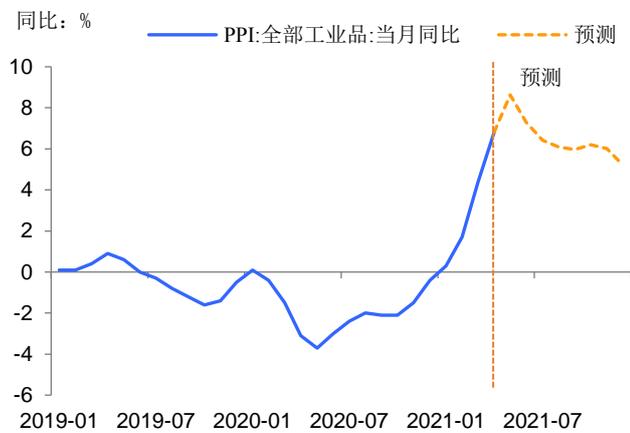
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 期货市场反映了 PPI 和 CPI 的“冰火两重天”



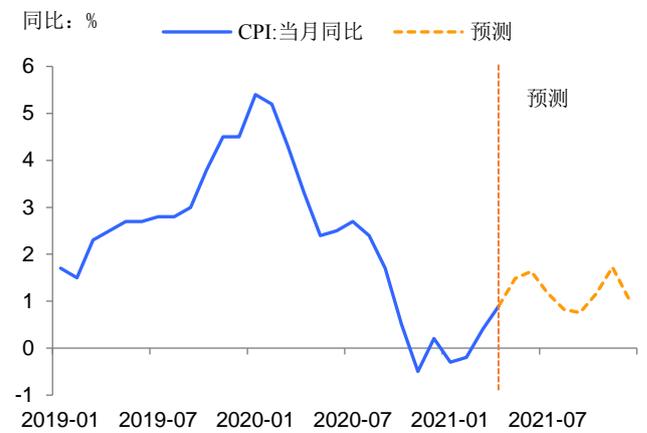
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: PPI 同比及其预测



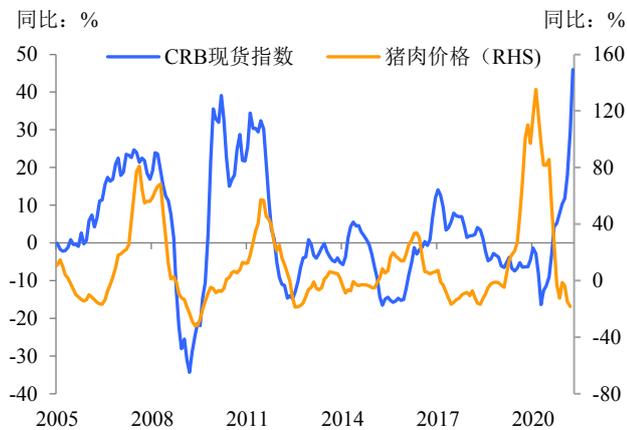
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 5: CPI 同比及其预测



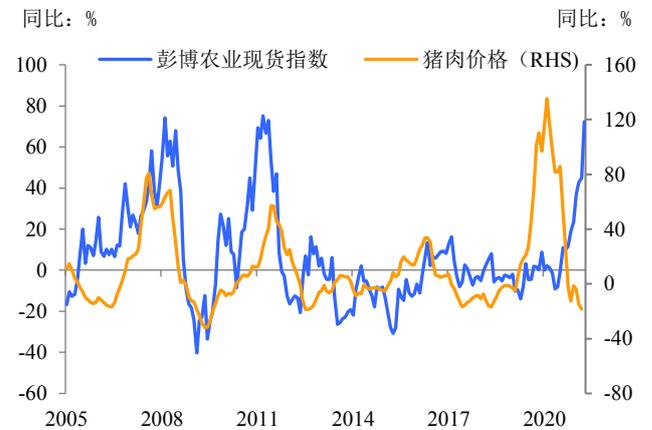
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 6: 2015 年之后猪周期和商品周期出现错位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 从农产品价格来看猪肉价格有上涨潜力



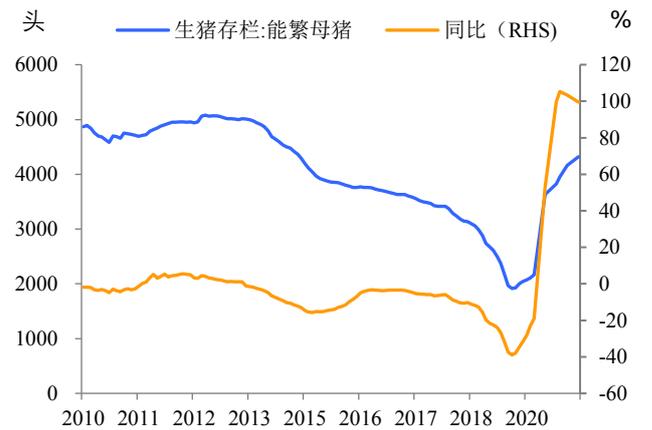
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 猪粮比及其平衡点



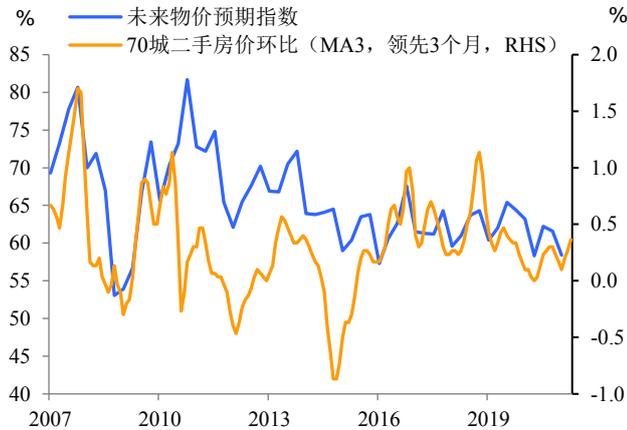
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 能繁母猪存栏居于 2016 年以来的高位



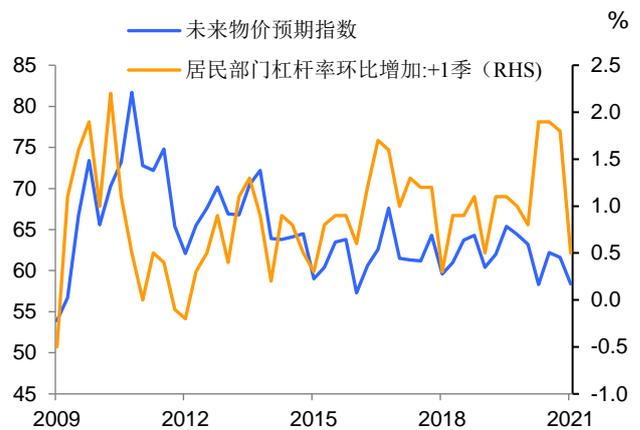
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 控制房价有助稳定通胀预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 11: 控制杠杆率有助于控制通胀预期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 1: 近期政府部门针对价格上涨的主要举措

时间	部门	文件	内容
4月29日	发改委	《关于做好2021年降成本重点工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 持续合理降低税费负担, 深化金融让利支持实体经济;</li> <li>● 着力降低制度性交易成本, 纵深推进“放管服”改革;</li> <li>● 合理降低人工成本;</li> <li>● <b>降低企业用能用地成本:</b> 降低企业用电成本, 平稳执行核定电价, 进一步清理用电不合理加价, 继续推动降低一般工商业电价; 推进电力市场化改革。降低企业用地成本, 降低房屋租金成本。</li> <li>● <b>推进物流降本增效:</b> 取消或降低部分公路民航港口收费; 持续降低铁路货运成本; 完善交通物流基础设施; 优化运输结构。</li> <li>● 提高企业资金周转效率, 保障中小企业款项及时支付;</li> </ul>

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\\_19503](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19503)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn