

解释中美CPI差异的三个理由

4月份，美国PPI、CPI均出现超预期增长，中国PPI涨幅扩大，但CPI总体表现平稳。我们认为以下三个原因可以解释两国通胀走势差异。

- 原因一：中美供需复苏节奏不同。在一系列财政刺激计划以及疫苗接种的共同影响下，美国需求复苏明显快于供给。而中国供给端恢复较快，需求恢复速度偏慢，制约了CPI上涨空间。
- 原因二：中美CPI篮子构成不同。美国CPI篮子中，住宅、交通运输权重较大，并且价格涨幅较大，是CPI的主要拉动项。中国CPI篮子中，居住、食品烟酒权重较大但价格涨幅小，交通和通信价格涨幅大但权重小，对CPI拉动作用有限。
- 原因三：中美进口贸易结构不同。美国CPI与进口价格增速高度正相关，但中国CPI与进口价格增速的相关性较弱。两国进口贸易结构差异，导致进口价格对中国CPI的传导速度和效果弱于美国。
- 预计中国CPI在未来较短时间内不会出现明显上涨。面对通胀压力，美国货币政策的紧缩预期相对中国可能会更早更强，但中国货币政策不会被美国带节奏。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：刘立品

lipin.liu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300119080013

2020年5月份以来，国际大宗商品价格出现快速上涨，全球通胀渐起。美国PPI和中国PPI同比增速低点分别出现在2020年4月、5月，此后逐步回升，分别自2020年12月、2021年1月转正，4月份两国PPI同比增速分别升至6.20%、6.80%，二者涨幅大体相当。而同期中美CPI走势存在较大差异。美国CPI、核心CPI同比增速低点出现在2020年5月，此后逐步回升，4月份二者分别升至4.2%、3.0%。中国CPI、核心CPI增速低点分别出现在2020年11月、2021年1月，4月份二者分别升至0.9%、0.7%（见图表1）。为什么中美CPI走势差别较大？我们认为主要有以下三个原因。

图表 1. 2020 年以来中美通胀（同比）走势对比

		2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
美国	PPI	2.00	1.10	0.30	-1.50	-1.10	-0.70	-0.30	-0.30	0.30	0.60	0.80	0.80	1.70	2.80	4.20	6.20
	CPI	2.50	2.30	1.50	0.30	0.10	0.60	1.00	1.30	1.40	1.20	1.20	1.40	1.40	1.70	2.60	4.20
	核心CPI	2.30	2.40	2.10	1.40	1.20	1.20	1.60	1.70	1.70	1.60	1.60	1.60	1.40	1.30	1.60	3.00
中国	PPI	0.10	-0.40	-1.50	-3.10	-3.70	-3.00	-2.40	-2.00	-2.10	-2.10	-1.50	-0.40	0.30	1.70	4.40	6.80
	CPI	5.40	5.20	4.30	3.30	2.40	2.50	2.70	2.40	1.70	0.50	-0.50	0.20	-0.30	-0.20	0.40	0.90
	核心CPI	1.50	1.00	1.20	1.10	1.10	0.90	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.40	-0.30	0.00	0.30	0.70

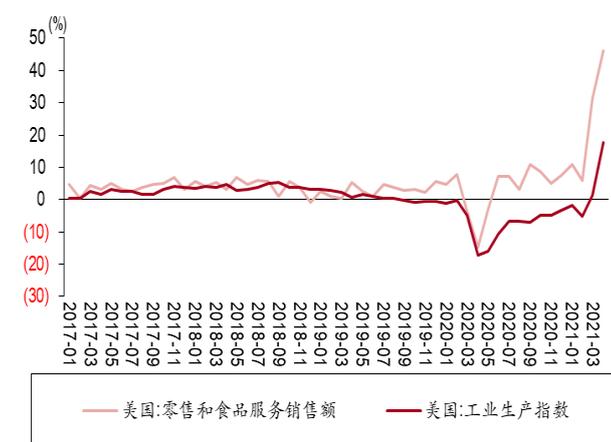
资料来源：万得，中银证券

原因一：中美供需复苏节奏不同

美国需求复苏快于生产，推动CPI快速走高。在一系列财政刺激计划以及疫苗接种的共同影响下，美国居民收入快速上升，消费需求快速释放，零售增速自2020年6月份转正，2021年4月份升至46%。而美国工业生产指数经历了连续18个月的负增长，直到2021年3月份才转正（见图表2）。4月份，美国CPI同比增长4.2%，其中商品项下的二手汽车和卡车价格较上年同期上涨21%，反映了消费需求增加以及芯片短缺减缓汽车制造商生产的共同影响。

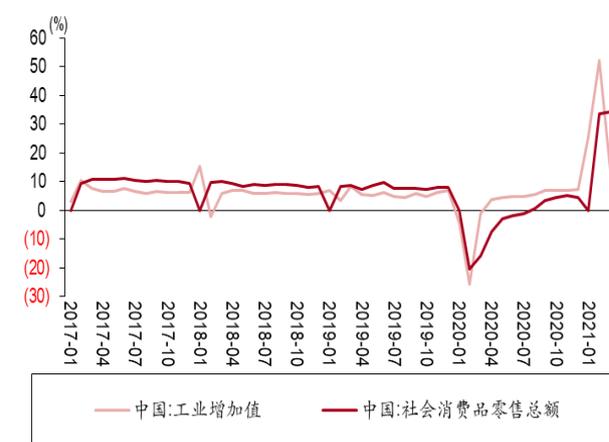
中国需求恢复速度偏慢，制约CPI上涨空间。自2020年以来，中国疫情先进先出，率先进入复工复产，凭借国内产业门类齐全的优势以及宏观政策支持，供给端复苏较快，规模以上工业增加值增速自2020年4月转正。但受疫情防控常态化要求、就业恢复不充分等因素影响，需求端复苏较为缓慢，社会消费品零售总额增速自2020年8月转正，改善情况不及工业增加值数据（见图表3）。

图表 2. 美国供需恢复情况



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 中国供需恢复情况



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

原因二：中美 CPI 篮子构成不同

美国 CPI 篮子包括 8 大类商品和服务：食品与饮料、住宅、服装、交通运输、医疗保健、娱乐、教育与通信、其他商品和服务。从 2021 年 3 月份数据来看，住宅权重最大（42%），其次为交通运输（16%）、食品与饮料（15%）。2021 年 4 月份，住宅 CPI、交通运输 CPI 分别上涨了 2.6%、14.9%，是 CPI 的主要拉动项（见图表 4）。如果按照食品、能源、商品（不含食品和能源商品）、服务（不含能源服务）对 CPI 进行分类，4 月份能源商品 CPI 上涨了 47.9%，也是 CPI 的主要拉动项之一。

中国 CPI 篮子包括 8 大类商品和服务：食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。从 2021 年数据来看，居住、食品烟酒在 CPI 中权重较大，分别为 22%、20%，但 2021 年以来二者价格变动幅度较小，4 月份仅分别上涨了 0.4%、0.1%，对 CPI 拉动作用很小。交通和通信价格与 PPI 关系较为密切。和美国类似，4 月份中国 CPI 中的交通和通信涨幅最大，为 4.9%，一定程度上反映了 PPI 向 CPI 的传导作用，但因其 CPI 中的权重较低（11%），对 CPI 的拉动作用较为有限（见图表 4）。

图表 4. 中美 CPI 构成以及走势对比

	同比增速	权重	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04
美国	CPI	100%	1.40	1.70	2.60	4.20
	食品与饮料	15%	3.70	3.50	3.40	2.30
	住宅	42%	1.80	1.80	2.10	2.60
	服装	2%	-2.50	-3.60	-2.50	1.90
	交通运输	16%	-1.30	0.60	5.80	14.90
	医疗保健	9%	1.90	2.00	1.80	1.50
	娱乐	6%	0.10	0.80	1.10	2.10
	教育与通信	7%	1.70	1.70	1.50	1.70
	其他商品与服务	4%	2.10	2.10	2.40	2.70
中国	CPI	100%	-0.30	-0.20	0.40	0.90
	食品烟酒	20%	1.40	0.30	0.10	0.10
	衣着	7%	-0.20	-0.50	0.10	0.20
	居住	22%	-0.40	-0.30	0.20	0.40
	生活用品及服务	5%	0.00	-0.20	0.00	0.40
	交通和通信	11%	-4.60	-1.90	2.70	4.90
	教育文化和娱乐	14%	0.00	0.60	0.40	1.30
	医疗保健	11%	0.40	0.30	0.20	0.10
	其他用品和服务	10%	-0.90	-0.80	-1.50	-1.30

资料来源：美国劳工部，国家统计局，万得，中银证券

注：美国 CPI 分项权重为 2021 年 3 月份数据，来自美国劳工部；中国 CPI 分项权重为 2021 年数据，来自国家统计局。

原因三：中美进口贸易结构不同

在全球化背景下，通货膨胀可由国际贸易渠道传递到国内，即通过进口商品价格的波动影响国内物价水平。我们观察 2011 年 1 月至 2020 年 12 月期间中美 CPI 和进口价格增速发现，美国 CPI 和进口价格增速走势基本一致，二者相关系数高达 0.94（见图表 5）；而同期中国 CPI 和进口价格增速走势从一致走向分化，二者相关系数仅为 0.46（见图表 6）。这可能反映了，美国 CPI 受进口价格变动的影响较大，中国进口价格并非 CPI 的主要影响因素。由于难以计算两国 CPI 篮子商品的对外依存度，我们对比分析中美两国的外贸依存度和进口贸易结构。

首先，从广义外贸依存度（即商品进出口额与名义 GDP 之比）看，目前中国为 30% 稍强，高于美国 20% 左右的水平。但鉴于商品进出口主要与国民经济的第一二产业有关，故从狭义外贸依存度（即商品进出口额/一二产业增加值合计）看，美国为 100% 左右，又远高于中国 70% 左右的水平（2008 年国际金融危机时中国该比例也在 100% 左右）（见图表 7）。后者从实体经济层面更能够解释输入性通胀对美国 CPI 的影响大于中国的原因。

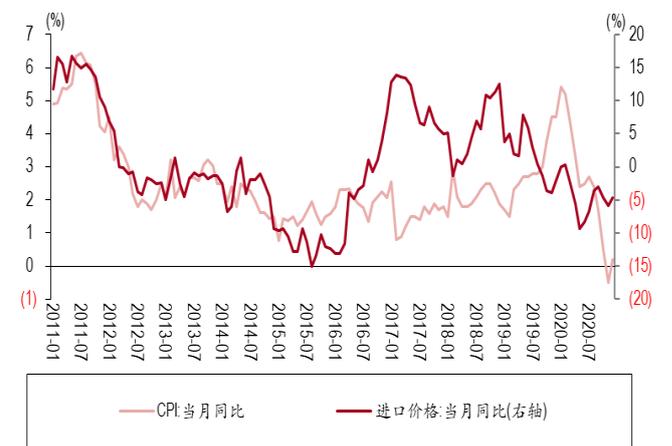
其次，进口价格对 CPI 的影响，不仅包括进口消费品价格的直接影响，还包括进口中间品、资本品价格带来的间接影响。我们按照联合国商品贸易数据库的广义经济分类法（BEC），将贸易商品分为中间品、资本品和消费品。对比中美两国进口贸易结构发现，美国进口商品中，消费品占比较高，为 27%；而中国进口商品中的消费品占比仅为 9%，中间品占比高达 79%（见图表 8）。这进一步印证了进口价格变动对中国 CPI 以间接影响为主，传导速度和效果均弱于美国。

图表 5. 美国 CPI 与进口增速走势



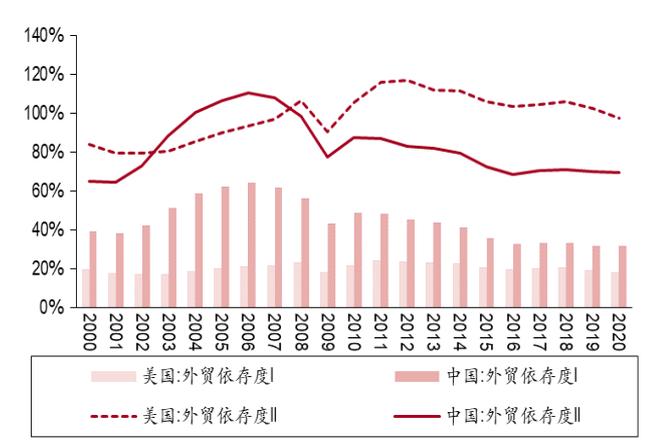
资料来源：美国劳工部，万得，中银证券

图表 6. 中国 CPI 与进口增速走势



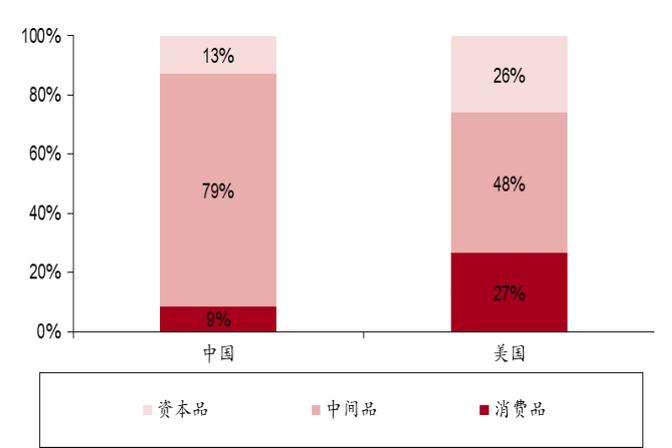
资料来源：国家统计局，海关总署，万得，中银证券

图表 7. 中美广义/狭义外贸依存度对比



资料来源：国家统计局，海关总署，美国经济分析局，万得，中银证券

图表 8. 2020 年中美进口贸易结构对比



资料来源：UN Comtrade，中银证券

主要结论

4 月份，美国 PPI 和 CPI 均出现超预期增长。同期，中国 PPI 涨幅明显扩大，上游价格向下游产品传导作用有所显现，但 CPI 总体表现平稳。中美 CPI 走势存在较大差异，可由两国供需复苏节奏、CPI 篮子构成和进口贸易结构不同加以解释。同时，这也一定程度上反映出，中国国内上游价格变动向下游产品传导的效率较低。这些因素决定中国 CPI 至少在未来较短时间内不会出现明显上涨。这意味着，面对通胀压力，美国货币政策紧缩预期相对中国将会更早更强。但在人民币汇率市场化程度提高、灵活性增加的情况下，即便出现美债收益率上行乃至美联储提前紧缩的情形，中国货币政策也不会被美国带节奏。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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_19622

