



2022-06-10

宏观研究报告

四重压力下中国 CPI 会失控吗？

——5 月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

如何看待四重压力下的 CPI? 5 月 CPI 略低于市场预期，同比录得 2.1%，与 4 月持平，结束了此前两个月的跳跃式上升。CPI 环比下降 0.2%，价格上涨的动能趋缓。具体来看，粮价环比上涨 0.5%，拉动 CPI0.01 个百分点，猪肉价格环比上涨 5.2%，拉动 CPI0.06 个百分点。不过随着物流恢复，鲜菜价格下降了 15%，拖累 CPI0.36 个百分点，对冲了猪肉和粮价的上涨。国际油价居高不下，汽油和柴油价格继续上涨 0.6%。但疫情导致线下消费疲软，核心 CPI 仍维持低位。当前中国 CPI 面临“四重压力”：一是 PPI 向核心 CPI 传导的压力；二是国际粮价大涨给中国粮食价格的压力；三是国内猪周期上行给食品价格带来的压力；四是油价居高不下给能源价格带来的压力。回顾历史经验，农产品与工业品的价格共振往往会导致中国出现巨大的通胀压力，而今似乎所有方面的压力都再度显现。这就不难理解为何央行近期把通胀的矛盾也摆在很重要的位置上。我们认为虽然在四重压力之下，中国 CPI 趋于上行，但是年内高点或在 3% 左右，显著高于 3% 的政策目标的风险不大。第一，PPI 向 CPI 传导的力量很弱。我们回顾近 20 年来 PPI 与 CPI 的相关关系，发现在 2015 年之前 PPI 和 CPI 的相关性很强，相关系数达到 0.7。而 2015 年之后二者相关性大大减弱，相关系数甚至为负，达到 -0.2。我们认为主要有两方面原因。一是近些年来中国经济增速中枢下移，需求端始终较为疲软，尤其是消费增速下降更为明显。终端消费需求的趋势性下行使得下游厂商难以提价，只能被迫承受成本端的波动，从 PPI 到 CPI 的传导效果减弱。二是中国此前长期的“重投资、轻消费”造成了严重的产能过剩，2015 年之后中央提出供给侧结构性改革，从此供给成为了影响 PPI 的核心因素，需求的影响力相对减弱，所以 CPI 对 PPI 的拉动力也减弱。根据国际标准，一个产业的产能利用率低于 80% 即为产能过剩，低于 75% 即为严重产能过剩。中国工业整体产能利用率近年来始终在 80% 以下，今年一季度降至 75.8%，其中制造业产能利用率为 75.9%。这反映出中国整体工业产能仍是过剩的，所以 PPI 向 CPI 的传导不易发生。第二，国际粮价上涨给中国粮食 CPI 的压力有限。中国在 2004 年、2007-2008 年和 2010-2011 年都出现过“粮食危机”，且与国家粮价走势密切相关。当前国际上小麦、玉米、大豆、稻谷的价格均已达到或逼近历史高位。不过中国口粮的构成之中大米占主要部分，其次是小麦。从中国三大主粮以及大豆的库销比数据来看，前几次“粮食危机”时期正是对应库销

比最低的时期，而当前小麦和稻谷（大米）的库销比都处于历史高位，安全垫很高。所以今年国内粮食价格受国际粮价冲击相对较小，尤其是大米几乎没有受到影响，这是国内粮价能够保持稳定的原因。第三，本轮猪周期将显著弱于上一轮。2018 年-2019 年由于非洲猪瘟带来的强力去产能，2019 年出现了史无前例的“超级猪周期”。相比之下本轮去产能则很温和，能繁母猪存栏量目前仍远高于前几年的水平。本轮猪周期高点可能和 2016 年及 2011 年高点相当，假设猪肉价格上涨至 2016 年及 2011 年的高点，则相对于目前的水平而言，给 CPI 带来的拉动效应约为 0.6 个百分点。第四，油价给 CPI 带来的边际抬升有限。目前布伦特原油价格已经超过 120 美元/桶，中国成品油调价机制是在国际油价低于 40 美元/桶及高于 130 美元/桶之时不再调整，即国内成品油价格存在“天花板”效应，而目前价格已经接近“天花板”，未来国内成品油价格上涨空间不大。即使不考虑“天花板效应”，我们测算油价对 CPI 的影响系数约为 1%-2%。目前国际市场上各机构对油价最高的预测约为 150 美元/桶。假设未来油价达到这一高点，则给中国 CPI 带来的拉动效应仅为 0.25-0.5 个百分点。综合以上考虑，PPI 对 CPI 的传导效应较弱；国际粮价上涨对国内粮食 CPI 拉动效果不大；猪肉及油价即使达到高点，对 CPI 的拉动效果仅为 1 个百分点左右，且二者很难同时达到高点。加之下半年 CPI 翘尾因素会显著下降，所以我们认为年内 CPI 显著高于 3% 的可能性不大，预计高点即在 3% 左右。

中下游行业受到上游的挤压减轻。5 月 PPI 同比涨幅下降 1.6 个百分点至 6.4%，基本符合预期。4 月多种大宗商品价格的下降推动了 5 月 PPI 加速下行。5 月 PPI 反映出以下特征：第一，油价相关的行业价格涨势仍强。在俄乌冲突持续的背景下，国际油价较为坚挺。油气采选业 PPI 环比上涨 1.3%，石油煤炭加工业 PPI 环比上涨 0.9%。第二，煤炭、黑色、有色等上游行业 PPI 大幅回落。有色冶炼加工、煤炭采选和黑色冶炼加工业 PPI 由正转负，分别环比下降 1.3%、1.1% 和 0.5%。第三，部分中下游行业 PPI 有所上涨。农副食品加工、化纤制造、电子设备制造、服装等行业 PPI 均上涨幅度较大。整体来看，5 月 PPI 上涨在上中下游行业的分布相对均匀，不像前几个月涨价基本集中在上游。这意味着中下游行业的成本压力有所减轻。未来 PPI 同比下行趋势将会延续，但斜率存在较大的不确定性。一方面，俄乌冲突的持续使得油价等重要工业原材料价格居高不下，甚至有再度上行的风险。另一方面，随着中国基建投资的发力及房地产行业逐步触底回升，大宗商品需求也可能会增加。

风险提示：俄乌冲突持续时间超预期。

目录

1. 数据	5
2. 如何看待四重压力下的 CPI	5
3. 中下游行业受到上游的挤压减轻	8

图表目录

图表 1: CPI 略低于市场预期.....	5
图表 2: CPI 与 PPI 的相关性近年来减弱.....	6
图表 3: 中国仍处于产能过剩的阶段.....	6
图表 4: 当前国内粮食储备很充足.....	7
图表 5: 本轮生猪去产能相对温和.....	7
图表 6: PPI 加速下行.....	8
图表 7: 5 月 PPI 涨幅在各行业间的分布相对平衡.....	9

1. 数据

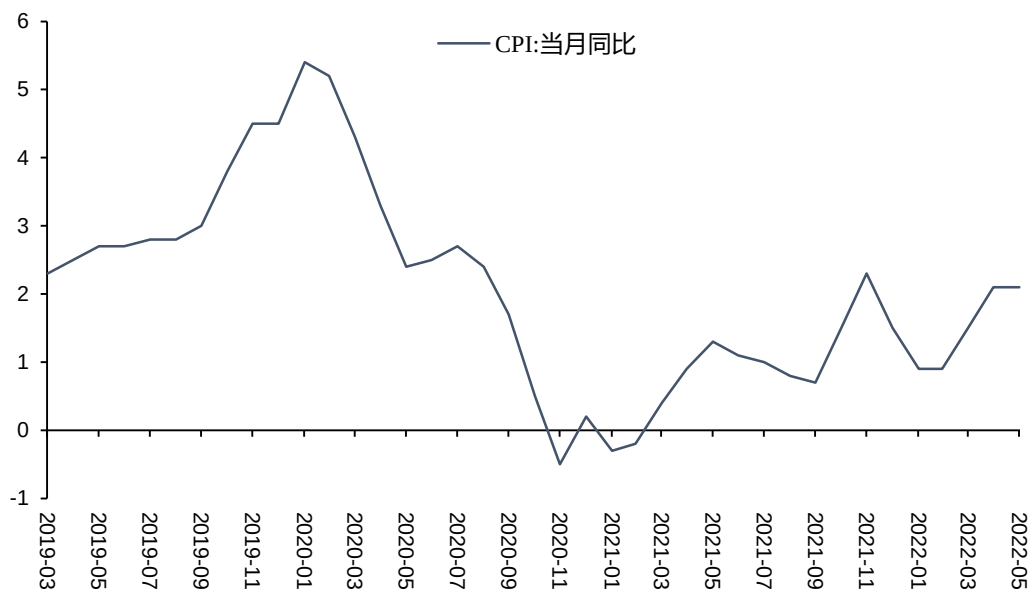
中国 5 月 CPI 同比上涨 2.1%，预期 2.2%，前值 2.1%。

中国 5 月 PPI 同比上涨 6.4%，预期 6.3%，前值 8.0%。

2. 如何看待四重压力下的 CPI

5 月 CPI 略低于市场预期，同比录得 2.1%，与 4 月持平，结束了此前两个月的跳跃式上升。CPI 环比下降 0.2%，价格上涨的动能趋缓。

图表 1：CPI 略低于市场预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，粮价环比上涨 0.5%，拉动 CPI0.01 个百分点，猪肉价格环比上涨 5.2%，拉动 CPI0.06 个百分点。不过随着物流恢复，鲜菜价格下降了 15%，拖累 CPI0.36 个百分点，对冲了猪肉和粮价的上涨。国际油价居高不下，汽油和柴油价格继续上涨 0.6%。但疫情导致线下消费疲软，核心 CPI 仍维持低位。

当前中国 CPI 面临“四重压力”：一是 PPI 向核心 CPI 传导的压力；二是国际粮价大涨给中国粮食价格的压力；三是国内猪周期上行给食品价格带来的压力；四是油价居高不下给能源价格带来的压力。回顾历史经验，农产品与工业品的价格共振往往会导致中国出现巨大的通胀压力，而今似乎所有方面的压力都再度显现。这就不难理解为何央行近期把通胀的矛盾也摆在很重要的位置上。

我们认为虽然在四重压力之下，中国 CPI 趋于上行，但是年内高点或在 3% 左右，显著高于 3% 的政策目标的风险不大。

第一，PPI 向 CPI 传导的力量很弱。我们回顾近 20 年来 PPI 与 CPI 的相关关系，发现在 2015 年之前 PPI 和 CPI 的相关性很强，相关系数达到 0.7。而 2015 年之后二者相关性大大减弱，

相关系数甚至为负，达到-0.2。我们认为主要有两方面原因。一是近些年来中国经济增速中枢下移，需求端始终较为疲软，尤其是消费增速下降更为明显。终端消费需求的趋势性下行使得下游厂商难以提价，只能被迫承受成本端的波动，从 PPI 到 CPI 的传导效果减弱。二是中国此前长期的“重投资、轻消费”造成了严重的产能过剩，2015 年之后中央提出供给侧结构性改革，从此供给成为了影响 PPI 的核心因素，需求的影响力相对减弱，所以 CPI 对 PPI 的拉动力也减弱。根据国际标准，一个产业的产能利用率低于 80% 即为产能过剩，低于 75% 即为严重产能过剩。中国工业整体产能利用率近年来始终在 80% 以下，今年一季度降至 75.8%，其中制造业产能利用率为 75.9%。这反映出中国整体工业产能仍是过剩的，所以 PPI 向 CPI 的传导不易发生。

图表 2: CPI 与 PPI 的相关性近年来减弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

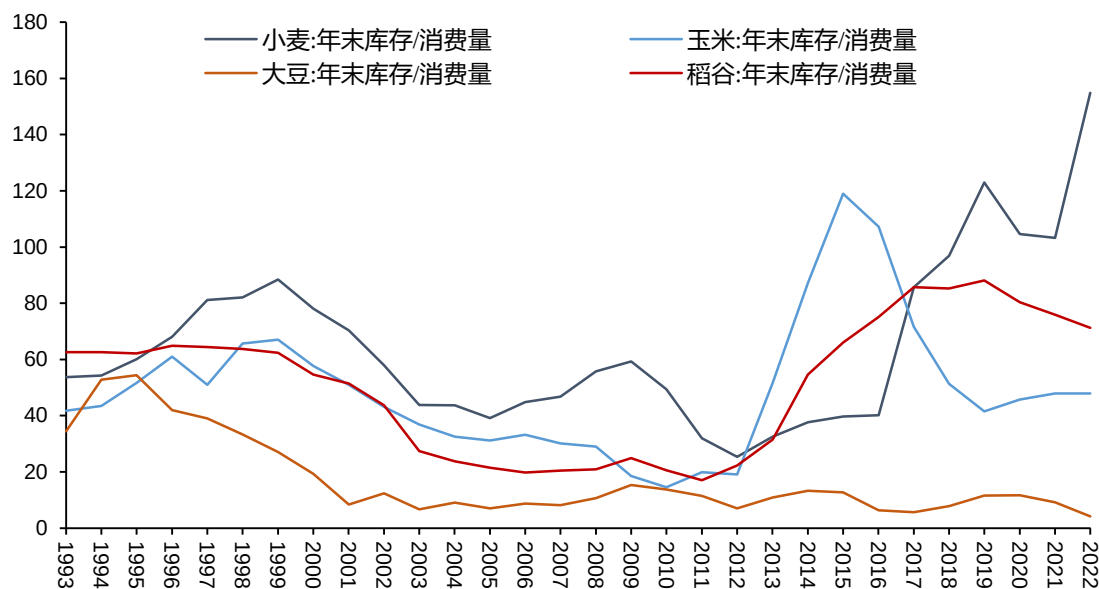
图表 3: 中国仍处于产能过剩的阶段



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二，国际粮价上涨给中国粮食 CPI 的压力有限。中国也曾出现过“粮食危机”，且是 CPI 上行的重要推手。2004 年、2007-2008 年和 2010-2011 年都出现过“粮食危机”，且与国家粮价走势密切相关。当前国际上小麦、玉米、大豆、稻谷的价格均已达到或逼近历史高位。主要生产国 PPI 的大幅上行也导致农业原料成本大幅上涨，所以今年全球范围来看粮食压力确实很大。不过中国口粮的构成之中大米占主要部分，其次是小麦。而目前中国大米基本自给自足，今年未有减产，且储备量非常充足，和以往几次“粮食危机”时期的低储备量的情况截然不同。从三大主粮以及大豆的库销比数据来看，前几次“粮食危机”时期正是对应库销比最低的时期，而当前小麦和稻谷（大米）的库销比都处于历史高位，安全垫很高。所以今年国内粮食价格受国际粮价冲击相对较小，尤其是大米几乎没有受到影响，这是国内粮价能够保持稳定的原因。

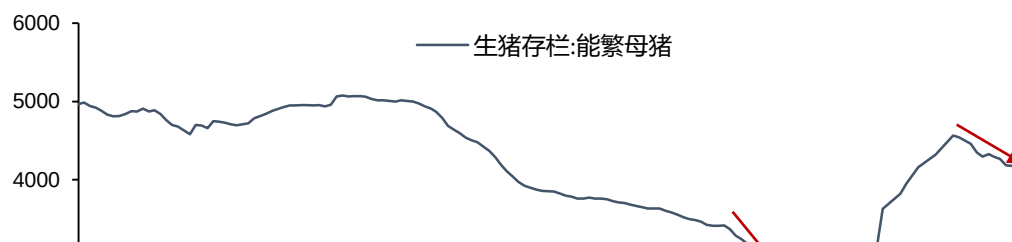
图表 4：当前国内粮食储备很充足



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三，本轮猪周期将显著弱于上一轮。2018 年-2019 年由于非洲猪瘟带来的强力去产能，2019 年出现了史无前例的“超级猪周期”。相比之下本轮去产能则很温和，能繁母猪存栏量目前仍远高于前几年的水平。本轮猪周期高点可能和 2016 年及 2011 年高点相当，假设猪肉价格上涨至 2016 年及 2011 年的高点，则相对于目前的水平而言，给 CPI 带来的拉动效应约为 0.6 个百分点。

图表 5：本轮生猪去产能相对温和



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_42792

