2021 年 04 月 09 日

涨价传导，无需过虑

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@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

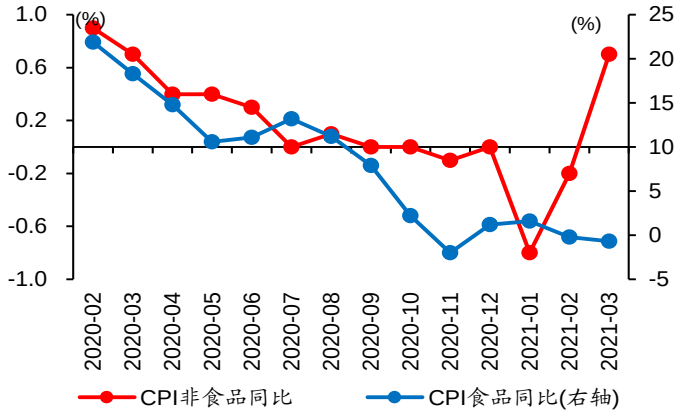
图 1: 3 月，CPI 食品延续回落、非食品抬升明显 3
图 2: PPI 上行受生产资料拉动显著 3
图 3: 3 月，PPI 加速上行至 4.4%、涨幅进一步扩大 3
图 4: PPI 生活资料也进一步上行 3
图 5: 非食品项中，交通通信、衣着、居住项拉动明显 4
图 6: 细分项中，与石油链相关明显涨价 4
图 7: PPI 生活资料中，衣着和耐用消费品 4
图 8: PPI 耐用消费品向 CPI 家用器具已有明显传导 4
图 9: 直接受影响 CPI 分项占比相对较小 5
图 10: 2017 年的可比年份，CPI 家用器具全年上涨 2.7% 5
图 11: 经验来看，与原油相关 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

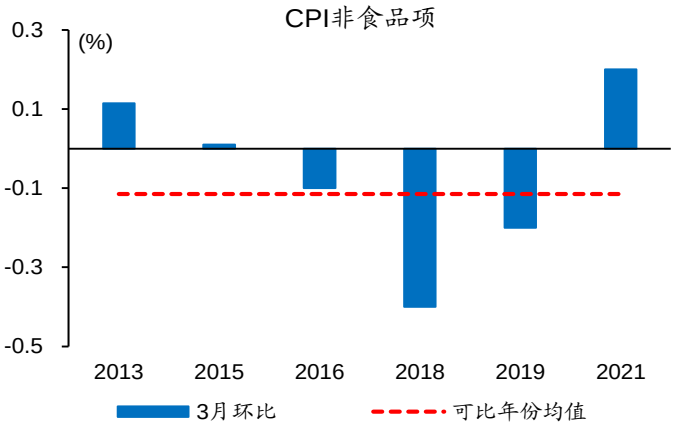
从 CPI 和 PPI 的组合来看，CPI 非食品变化超季节性、PPI 生活资料延续上行。3 月，CPI 同比小幅转正、结构分化，食品项延续回落、非食品项大幅抬升 0.9 个百分点；环比变化中，食品项由正转负、拖累明显，非食品环比 0.2%，涨幅收窄 0.2 个百分点、幅度低于可比年份的 0.5 个百分点。相较于 CPI，PPI 同比加速上行至 4.4%，生产资料是主要贡献项，生活资料同比转正至 0.1%、上月为-0.2%。

图1：3 月，CPI 食品延续回落、非食品抬升明显



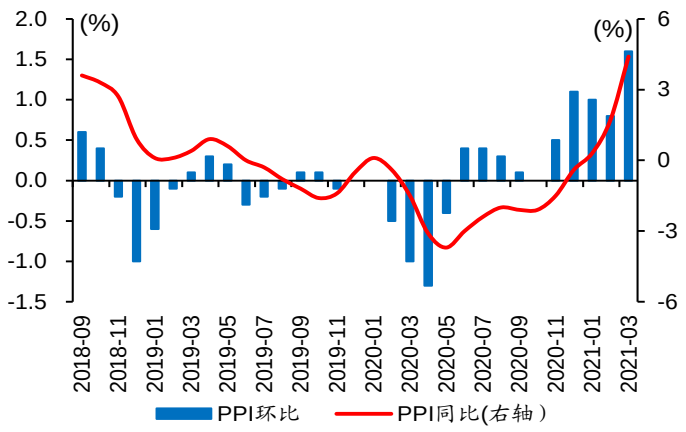
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：PPI 上行受生产资料拉动显著



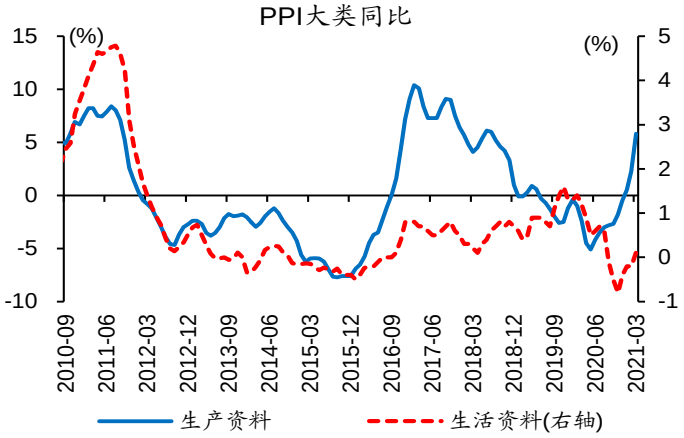
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

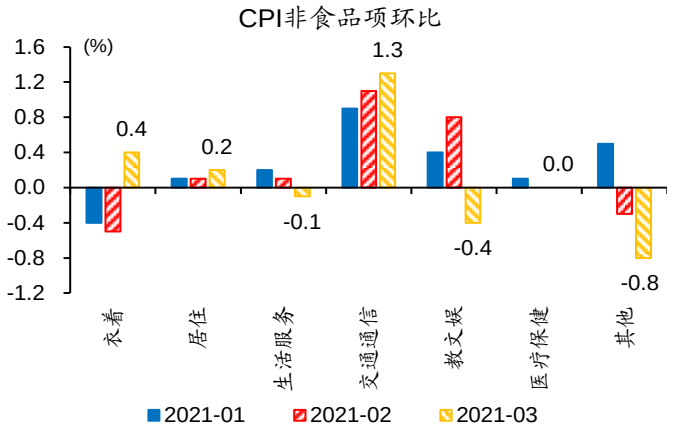
图4：PPI 生活资料也进一步上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

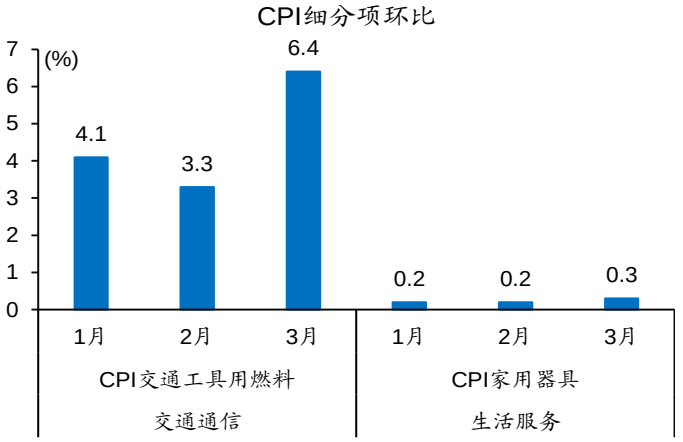
细分项中，CPI 交通通信、家用器具已一定程度上体现上游涨价传导的痕迹。非食品环比变化，明显强于以往同期，受交通通信分项的影响显著，与原油等涨价拉动相关，尤其是细分项中的交通运输用燃料、环比涨幅扩大 3.1 个百分点至 6.4%。PPI 生活资料分项环比中，耐用消费品由负转正至 0.3%、上月为-0.2%，体现在 CPI 中，家用器具环比涨幅扩大 0.1 个百分点至 0.3%、已处于历史高位。

图5：非食品项中，交通通信、衣着、居住项拉动明显



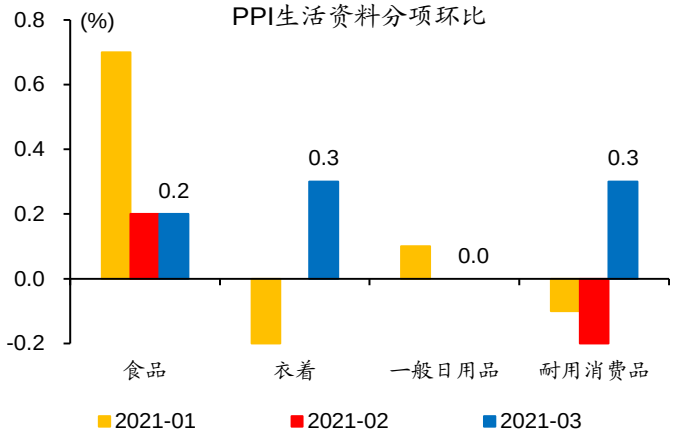
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：细分项中，与石油链相关明显涨价



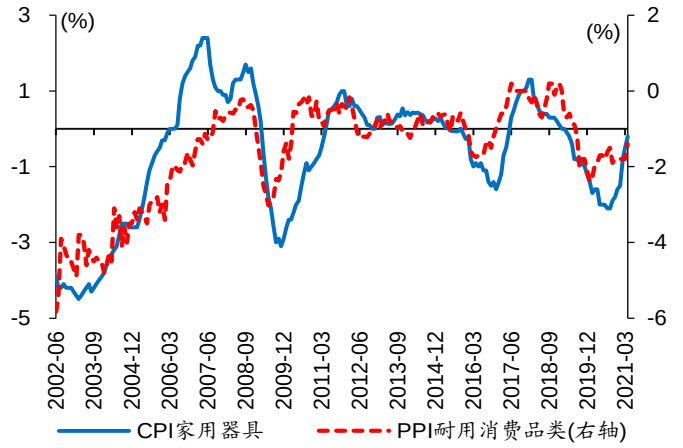
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

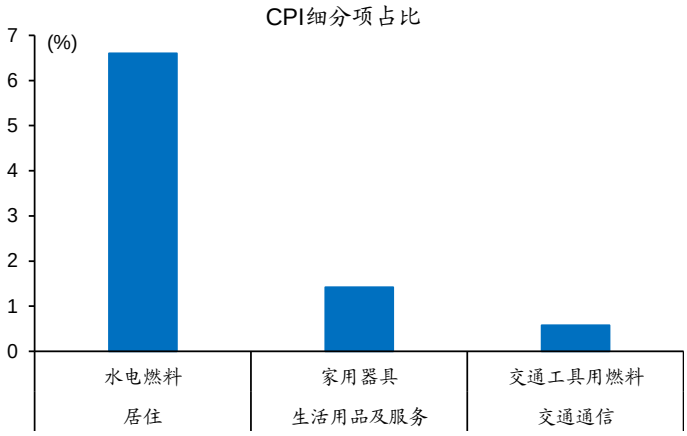
图8：PPI 耐用消费品向 CPI 家用器具已有明显传导



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、家用器具等分项。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

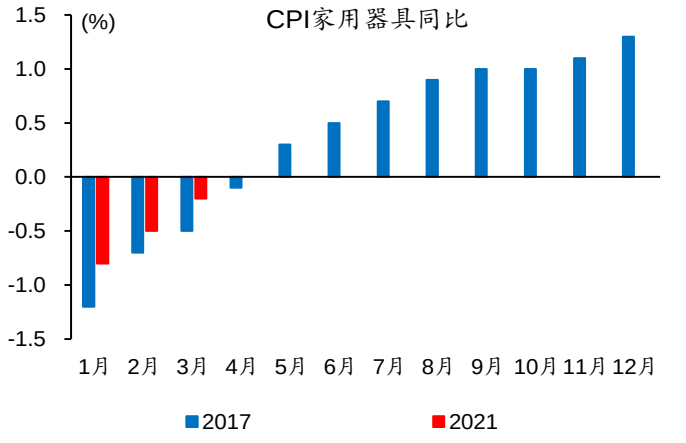
表1：国内成品油价格调整也有上限

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货少提

资料来源：发改委、开源证券研究所

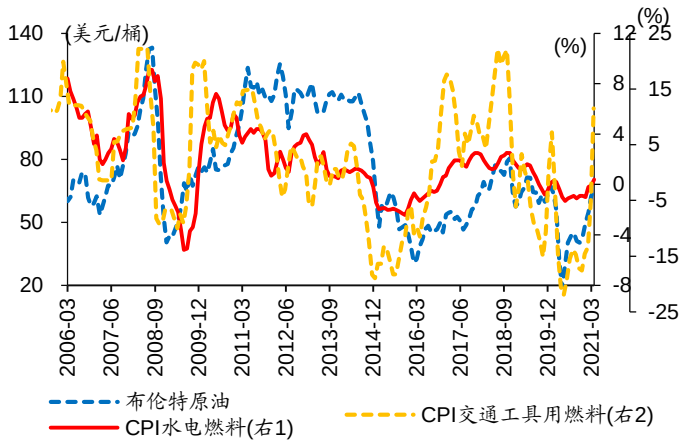
可比经验来看，原油等上游原材料涨价的对 CPI 的影响也相对有限。2016-2017 年，大宗商品价格大幅上行、推升 PPI 加速赶顶，但需求偏弱下、对中下游的传导偏弱，更多体现中上游原材料涨价，及对中下游消费品制造等的利润挤压，以家用器具为例，2017 年 CPI 家用器具同比涨幅相对较小、2.7 个百分点。而国内成品油价格调整“上限有顶”，受油价影响的 CPI 交通用具燃料等上行空间或也有限。

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

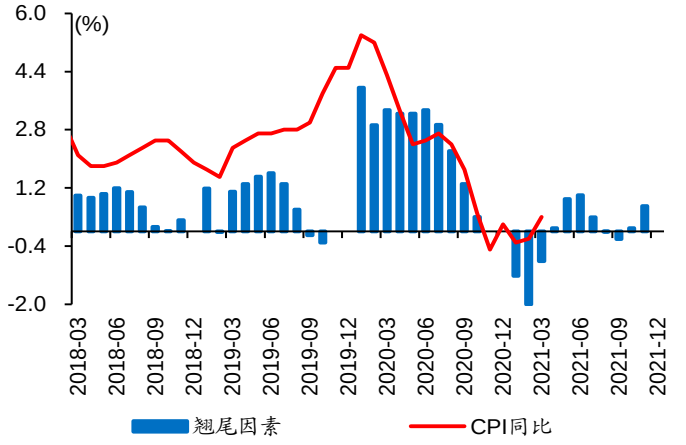
图11：经验来看，与原油相关 CPI 分项上行幅度或有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

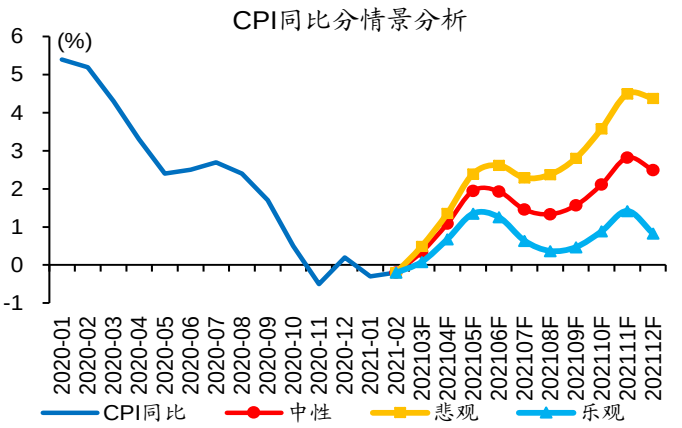
二季度，CPI 通胀上行压力，主要由低基数、疫后线下消费修复等共同作用，不具有持续性。单从翘尾因素来看，CPI 或于二季度抬升、三季度回落后四季度再度上行。同时，线下消费活动等的逐步修复，或带动核心 CPI 回升；但居民收入等压制下，核心 CPI 或仍以修复为主、抬升幅度或相对有限（详情参见《二季度，CPI 不会成为市场核心因素》）。

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

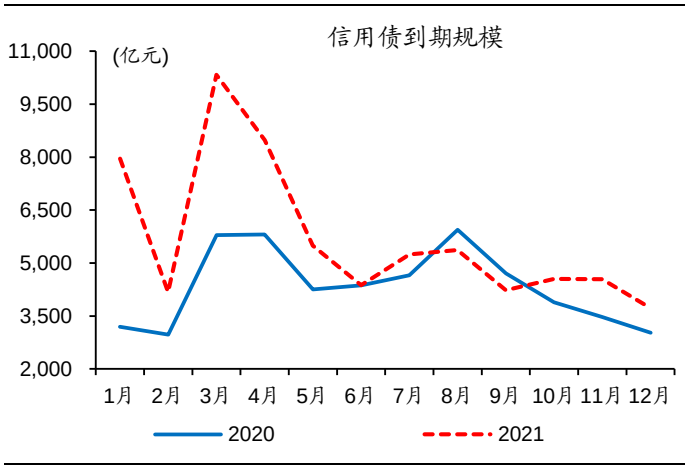
重申观点：CPI 通胀的阶段性抬升，并非流动性的核心影响因素。伴随 CPI 的阶段性抬升，债务到期压力、信用风险等凸显。政策重心回归“调结构”、“防风险”下，债务风险、资产泡沫等或为关注焦点。经验显示，阶段性、结构性通胀，从来不是总量流动性收紧的理由；防范化解风险的过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。通胀预期升温等，可能干扰交易行为，但不改利率债长端收益率下行趋势。

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，**妥期防债券违约**。
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，**坚决守住不引发区域性、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券违约，作为债务风险管控的重中之重**...对于已经发生债券违约的，切实履行属地责任，**严禁恶意逃废债行为**。

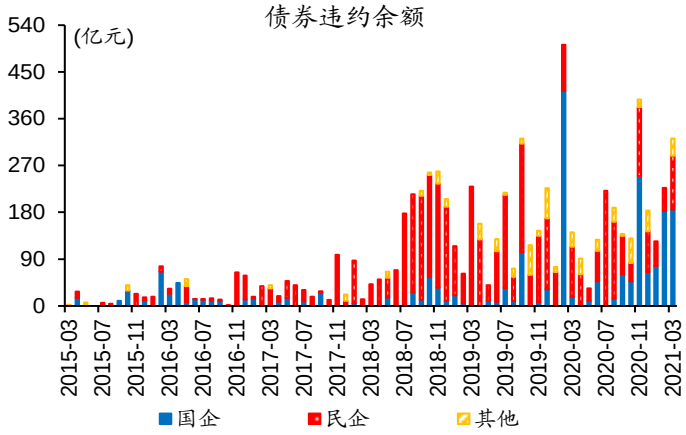
资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图14：2021 年 3 月和 4 月为信用债到期高峰



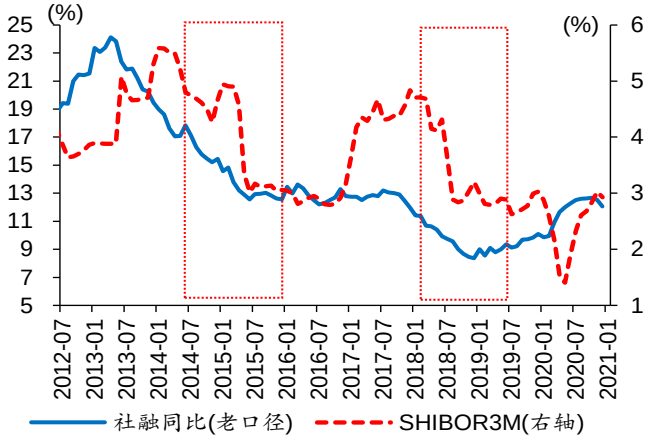
数据来源：Wind、开源证券研究所

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”

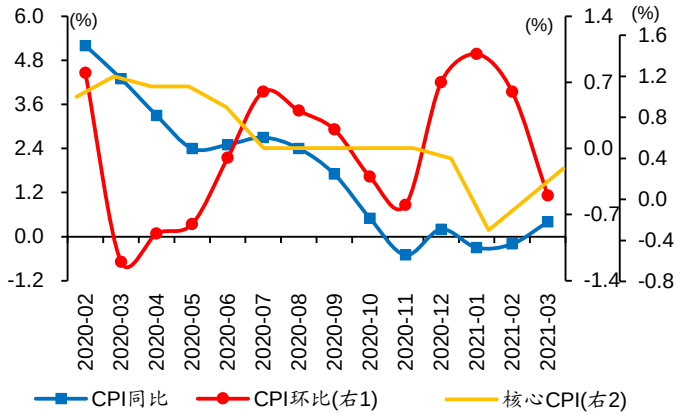


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 3 月物价数据常规跟踪

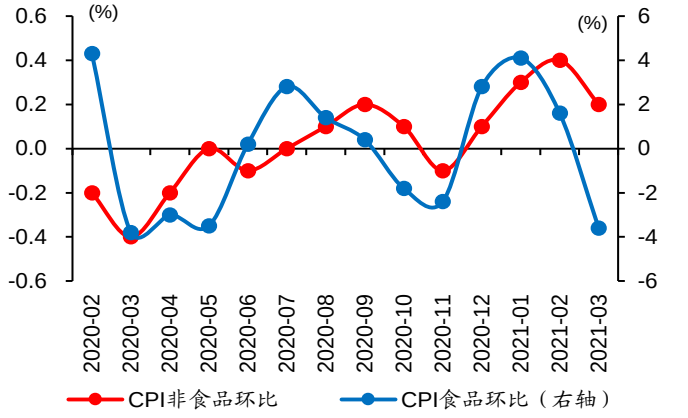
CPI 和核心 CPI 同比小幅转正，非食品环比变化强于以往同期。3 月，CPI 和核心 CPI 同比分别为 0.4%和 0.3%，CPI 环比-0.5%、较上月回落 1.1 个百分点。其中，食品环比下降 3.6%、上月为上涨 1.6%、近 10 年均值为-1.9%；非食品环比 0.2%、涨幅回落 0.2 个百分点，但依然高于季节性。

图17：3 月，CPI 同比-0.2%，核心 CPI 首次回升



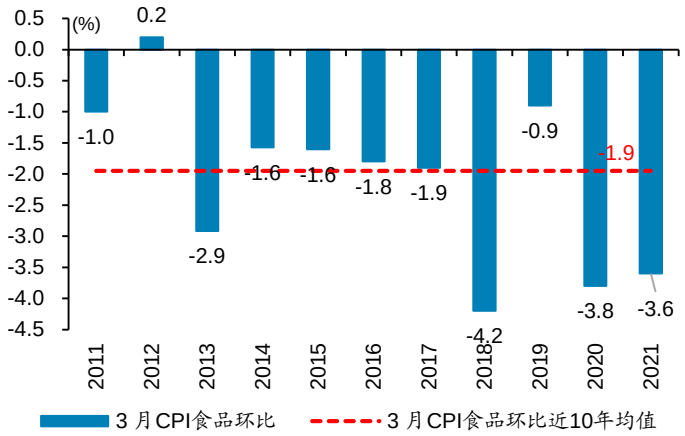
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：3 月，CPI 食品环比-3.6%，非食品环比 0.7%



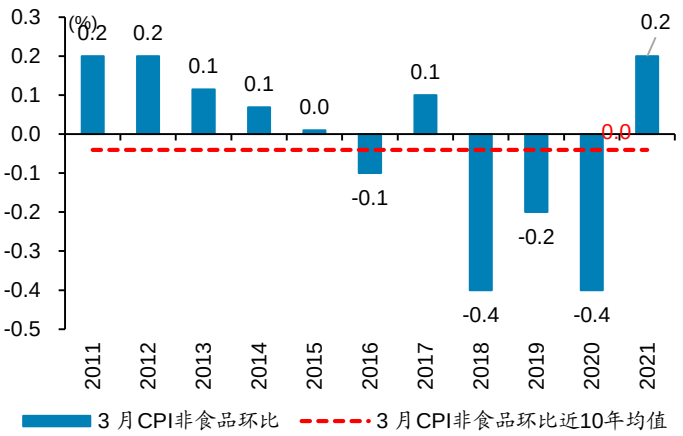
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：3 月，CPI 食品环比-3.6%，大幅低于历史均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

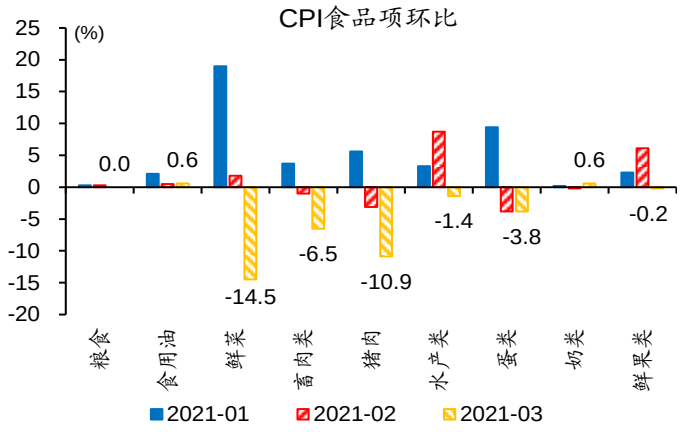
图20：3 月，CPI 非食品环比 0.2%、高于历史均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

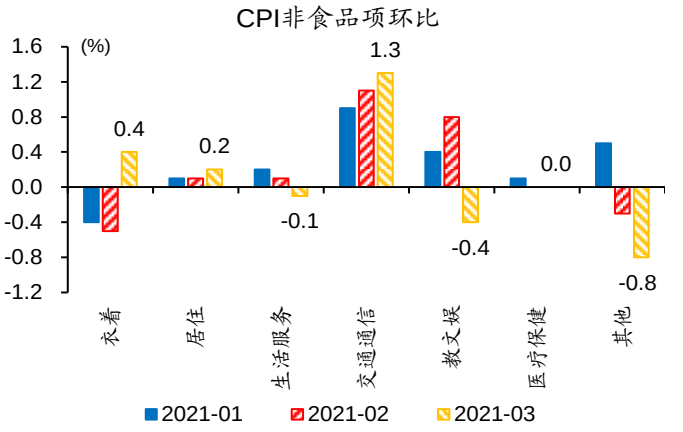
分项环比来看，食品项环比主要受猪肉、鲜菜拖累；非食品项受交通通信、衣着拉动明显。CPI 食品分项环比中，鲜菜、猪肉分别为-14.5%和-10.9%、拖累明显，与春节后供需矛盾缓和有关；非食品环比分项中，衣着环比季节性回升至 0.4%、交通通信受油价拉动明显、达 1.3%，而生活服务、教文娱等环比转负。

图21：CPI 食品分项中，猪肉和鲜菜拖累明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

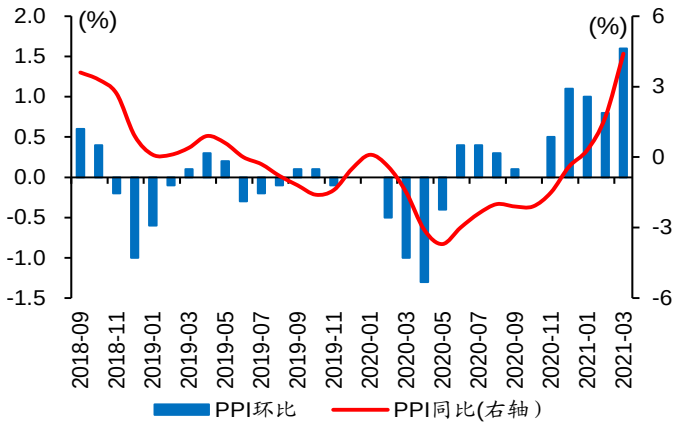
图22：CPI 非食品中，交通通信、文教娱环比涨幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

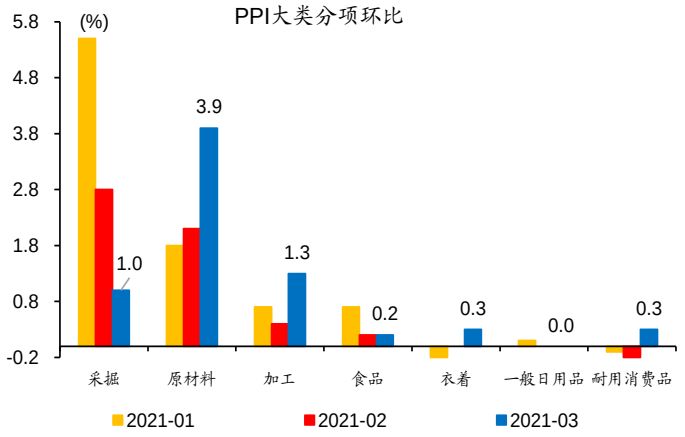
PPI 同比加速上行、大超市场预期，环比涨幅扩大，受石油、有色、黑色链拉动明显。3 月，PPI 同比 4.4%，涨幅扩大 2.7 个百分点，环比 1.6%、涨幅扩大 0.8 个百分点。其中，生产资料环比涨幅扩大 0.9 个百分点至 2%，原材料和加工工业环比涨幅分别为 3.9%和 1.3%；生活资料环比 0.2%，其中，耐用消费品环比由负转正至 0.3%、上月为-0.2%，衣着环比 0.3%，食品和一般日用品环比走平。

图23：3 月，PPI 同比 4.4%、环比 1.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

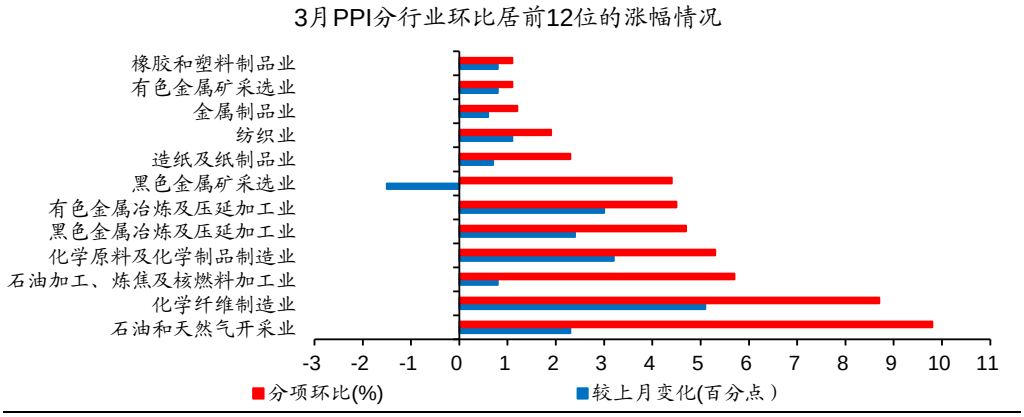
图24：3 月，生产、生活资料分项环比多有上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

分行业环比来看，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。海外需求加快修复、国内供给收缩预期下，原油、铜、铝和钢铁涨价等明显涨价。具体行业来看，石油开采、石油加工环比涨幅分别扩大 2.3 和 0.8 个百分点至 9.8%和 5.7%；化学纤维、化学制品涨幅分别扩大 5.1 和 3.2 个百分点至 8.7%和 5.3%；黑色冶炼、有色冶炼环比分别为 4.7%和 4.5%，涨幅扩大 2.4 和 3 个百分点。

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



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 风险提示

大宗商品涨价超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn