2021 年 4 月 9 日

通胀已成“灰犀牛”，滞胀或为“狼来了”

宏观点评

华鑫证券研究发展部

分析师：
曹恁川
执业证书编号：S1050517070001
电话：021-54967586
邮箱：caoxc@cfsc.com.cn

事件：2021 年 3 月，中国 CPI 同比增 0.4%，环比降 0.5%；PPI 同比增 4.4%，环比增 1.6%。

- **CPI 由降转升，核心 CPI 拐点已现**

3 月 CPI 同比转正，环比转负。分类别看，食品类 CPI 的增速进一步放缓，同比降 0.7%，环比降 3.6%，其中由于生猪产能的快速释放使得猪肉价格回落明显，在 4 月第一周生猪价格又有 10%左右的跌幅，预期食品 CPI 受基数影响将保持弱势。而非食品类 CPI 同比涨 0.7%，环比升 0.2%油价上涨成为主要动力，而去除食品和能源后的核心 CPI 同比增 0.3%，环比持平，往年受春节后因素影响，3 月核心 CPI 环比均有下跌，2021 年持平不变则显示在疫情缓解之后，消费有明显的复苏迹象，我们认为过去一年核心 CPI 持续下降的趋势已改变，未来将逐步走高。

- **PPI 持续高增趋势难改**

3 月 PPI 同环比涨幅进一步扩大，主要受国际油价及基本金属的大幅上涨推动。而从生产资料和生活资料的分类别看，原材料 PPI 环比增速进一步扩大至 3.9%，耐用品 PPI 环比增速转正至 0.3%，显示成本端传导效应已经显现。尽管 3 月采掘业 PPI 环比有所回落，但全部工业品角度 PPI 的涨幅仍将在未来两个月保持在相对高位，受“长赐轮”事件影响，国际大宗价格有小幅波动，尽管受 OPEC+增产预期冲击，油价出现回调但仍处于相对高位，预期 4 月 PPI 同比增速可能再创新高。此外，CRB 综合指数时隔七年重回 500 点之上，工业品价格上涨或还将延续。

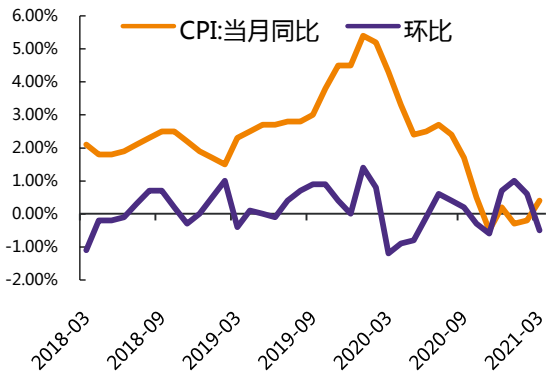
- **通胀已不可避免，滞胀尚属过虑**

从传统通胀理论出发，目前面临货币膨胀、成本拉动、需求拉动同时影响的局面，通胀增速上升是大概率事件，从 RJ/CRB 商品价格指数观察，价格水平已由 2020 年低点恢复至 2019 年水平，由于惯性或将再进一步提升。从 BDI 指数观察，国际贸易热度或也恢复至 2019 年高位，综合来看，由于基数影响，物价增速或保持在高位，整体水平将略高于 2019 年。而我们依旧认为，目前全球经济复苏势头相对良好，尤其对于国内而言，经济复苏势头仍强，滞胀担忧为时尚早，且货币与财政仍有相当余地，还不到担忧经济恢复势头减弱的时间。

- **风险提示：宏观经济恢复不及预期；海外疫情恢复不及预期。**

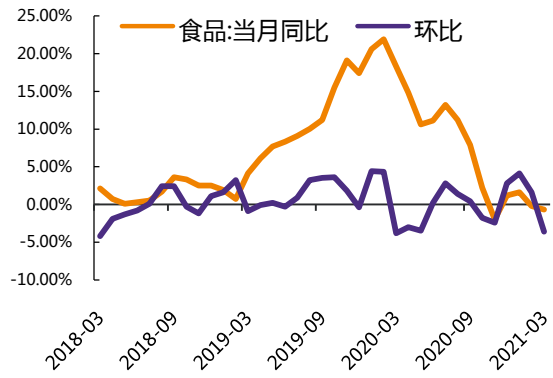
华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

图表 1 CPI 情况



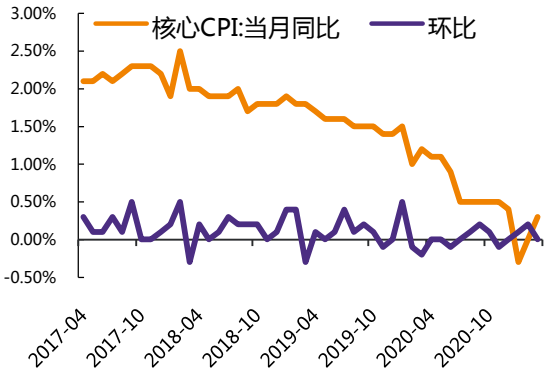
资料来源： Wind，华鑫证券研发部

图表 2 CPI 食品情况



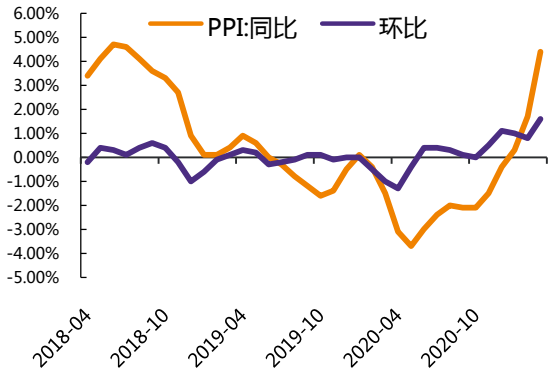
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3 核心 CPI 情况



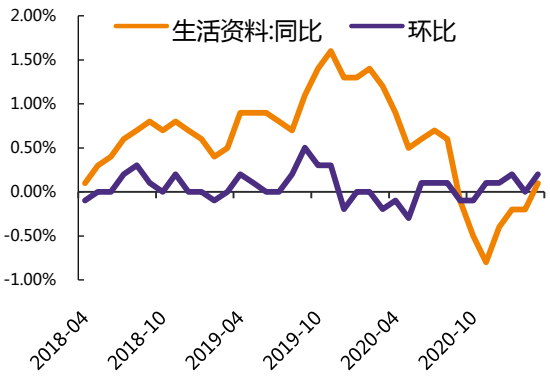
资料来源： Wind，华鑫证券研发部

图表 4 PPI 情况



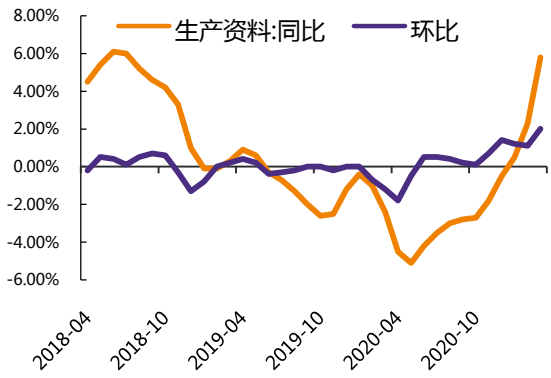
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 PPI 生活资料情况



资料来源： Wind，华鑫证券研发部

图表 6 PPI 生产资料情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师简介

曹悉川：2015 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：宏观、策略研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn