2021 年 04 月 06 日

二季度，CPI 不会成为市场核心因素

——宏观经济专题

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

CPI 在二季度或逐步抬升，会否影响市场是当下大家关注的热点话题之一。本文研究认为，CPI 的阶段性上行，不会成为市场和货币流动性的核心影响因素。

● **输入型通胀是个“伪命题”，大宗商品涨价对 CPI 直接影响、间接传导均有限**

输入型通胀对 CPI 的直接影响有限，更多通过影响原材料成本等间接影响 CPI。原油等国际大宗商品的价格变化，对国内 CPI 的影响途径主要包括两条，一是直接影响部分消费品价格，比如原油价格上涨带动成品油涨价；二是间接影响生产和服务成本等，进而传导至终端消费。而我国大部分消费品以国内供给为主，较为依赖进口的商品在 CPI 中权重不高，使得输入型通胀对 CPI 的直接影响有限。**需求分化下，PPI 上涨对 CPI 的总体影响或有限，更多表现为中上游行业对中下游行业的利润挤压。**PPI 受上游原材料价格影响较大，CPI 受下游消费价格影响较大，两者变化均是需求驱动的结果。在海外需求加快修复下，近期国际大宗商品涨价带动 PPI 加快上行；但国内需求分化下，PPI 上涨更多表现为上游原材料价格上涨，对中下游消费品制造等的利润空间挤压，对 CPI 的影响总体有限。

● **CPI 通胀的上行不具备持续性，不会成为货币流动性环境的核心影响因素**

二季度，CPI 通胀率的上行压力，主要由低基数、疫后线下消费修复等共同作用，不具备持续性。单从翘尾因素来看，CPI 或在二季度抬升，三季度回落后四季度再度抬升。同时，线下消费等逐渐修复，或带动核心 CPI 逐步回升；但居民收入等压制下，核心 CPI 以修复为主、抬升幅度或相对有限。综合来看，中性情景下，2021 年 CPI 通胀相对温和、或呈“M”走势，高点出现在 11 月、或为 2.8%左右。**CPI 通胀的阶段性抬升，并非流动性的核心影响因素；“调结构”、“防风险”下，货币流动性也不具备趋势性收紧的基础。**CPI 通胀阶段性抬升的同时，债务集中到期压力、信用风险等凸显。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，债务风险、资产泡沫成为关注焦点。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。

● **二季度 CPI 阶段上行不会是债市核心影响因素，重申利率债行情确定的观点**

CPI 通胀，不会成为债券市场的核心影响因素。伴随海外经济和国内线下活动逐步修复，通胀交易在 2020 年底已经启动；但经济见顶下，CPI 通胀变化对债券市场的影响非常有限。经验显示，经济回落、CPI 通胀抬升的“类滞胀”环境下，利率债长端收益率主要跟随经济基本面变化，典型时期如 2010 年上半年和 2019 年下半年，CPI 通胀明显抬升，但利率债长端收益率下行幅度约 40BP 至 55BP。**CPI 通胀升温等，可能干扰交易行为，但不改利率债长端收益率下行趋势。**进入二季度，CPI 和 PPI 等或逐步抬升，进而推升通胀预期；叠加地方债供给放量、财政缴税等因素，可能对债市交易行为产生一定干扰。但“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，经济见顶、温和 CPI 通胀的基本面组合，对利率债的利好支撑逐步显现，长端收益率已进入下行通道。继续重申利率债行情确定、买点已现的观点。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

宏观研究团队

相关研究报告

《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

《宏观深度报告-地方债务四十年沉浮》-2021.3.31

目　录

1、 二季度，CPI 不会成为市场核心因素 3
2、 研究结论 7
3、 风险提示 7

图表目录

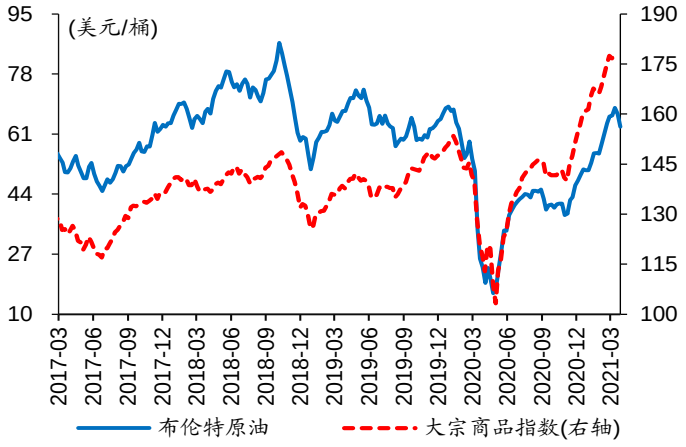
图 1: 原油等大宗商品价格震荡上行 3
图 2: PMI 主要原材料购进价格指数、PPI 加速上行 3
图 3: 输入型通胀传导路径 3
图 4: 原油等大宗商品涨价对 CPI 直接影响较小 3
图 5: 疫情冲击下居民消费意愿趋弱、消费支出修复偏慢 4
图 6: PPI 生产资料向生活资料传导偏弱 4
图 7: CPI 翘尾贡献或于二季度显现、三季度回落 4
图 8: 中性情境下，CPI 温和上行、全年呈“M”型 4
图 9: 2021 年 3 月和 4 月为信用债到期高峰 5
图 10: 信用违约风险已有抬头 5
图 11: “紧信用”多对应“宽货币” 5
图 12: 10 年期国债收益率走势与油价走势相关性较高 6
图 13: “类滞胀”下，长端收益率跟随经济基本面变化 6
图 14: 制造业 PMI 指数高点或在 2020 年底已经出现 6
图 15: 房地产、制造业和基建投资依次走弱 6
图 16: 地方债大规模发行时，央行多投放 MLF 等配合 7
图 17: 社融顶部拐点领先长端收益率拐点 7

表 1: 政策对“防风险”的重视度明显提升 5

1、 二季度，CPI 不会成为市场核心因素

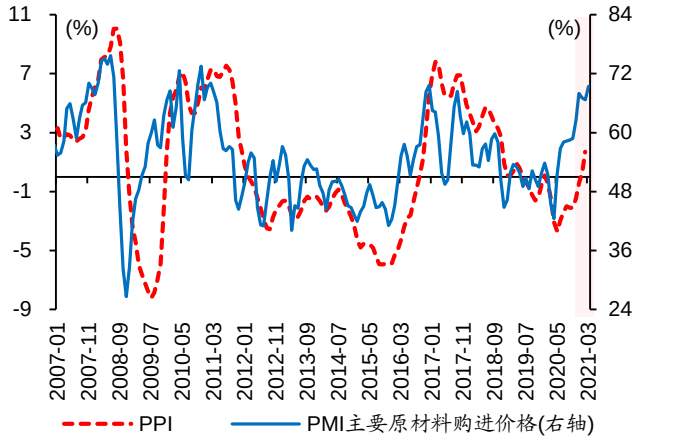
年初以来，以原油为代表的大宗商品价格加速上行，带动通胀预期持续升温。疫苗推广进度加快下、美国等经济修复加速，需求释放叠加供给缺口等，推动大宗商品价格加速上行。其中，布伦特原油由年初的 50.5 美元/桶上涨至 3 月底的 64 美元/桶左右、涨幅超过 26%。大宗商品价格上行、推升原材料成本，带动 PPI 同比增速于年初转正，并加速上行至 2 月的 1.7%。

图1：原油等大宗商品价格震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

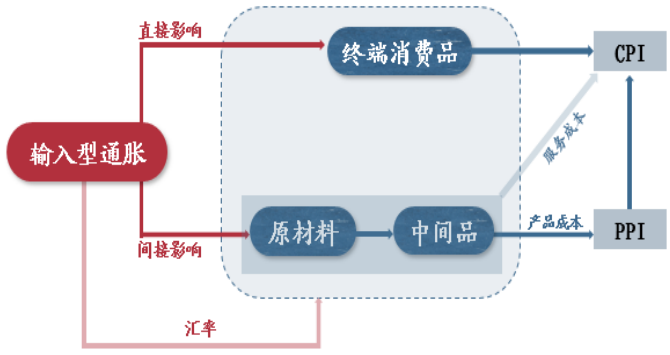
图2：PMI 主要原材料购进价格指数、PPI 加速上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

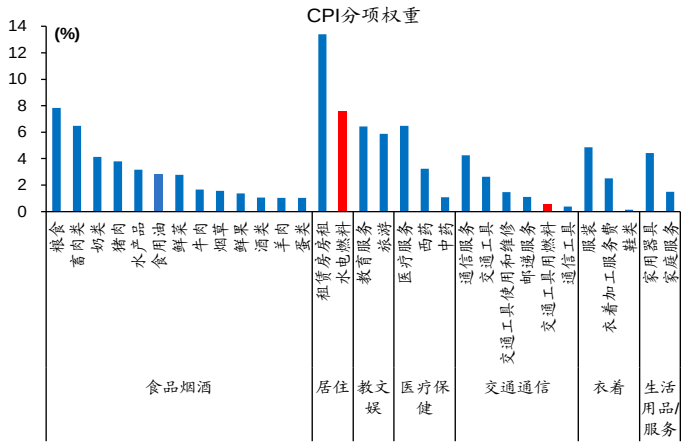
大宗商品涨价带来的输入型通胀对 CPI 直接影响有限，更多通过影响原材料成本等间接影响 CPI。原油等国际大宗商品涨价对国内 CPI 的影响途径主要有两条，一是直接影响部分消费品价格，例如原油涨价直接抬升相关燃料价格，影响 CPI 水电燃料、交通工具用燃料等分项；二是间接影响生产和服务成本等，进而传导至终端消费。我国多数消费品以国内供给为主，较为依赖进口的商品在 CPI 中权重占比较低，使得输入型通胀对 CPI 的直接影响相对有限。

图3：输入型通胀传导路径



资料来源：开源证券研究所

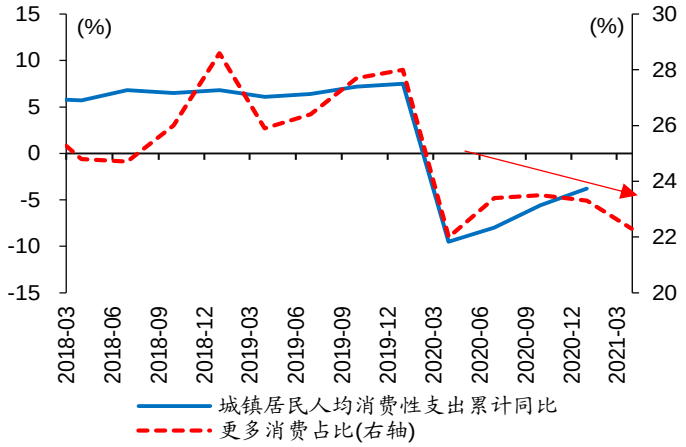
图4：原油等大宗商品涨价对 CPI 直接影响较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

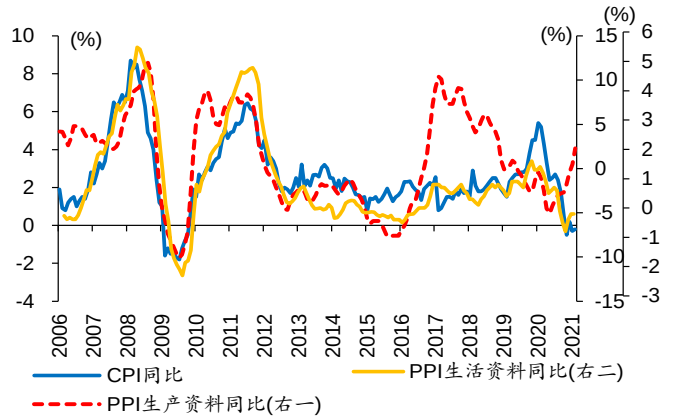
需求分化下，PPI 上涨对 CPI 的总体影响或有限，更多表现为中上游行业对中下游行业的利润挤压。PPI 受上游原材料价格的影响较大，CPI 受下游消费价格影响显著，两者均是需求驱动的结果。海外需求加速修复下，大宗商品涨价推动 PPI 加速上行，但疫情冲击下、终端修复尚未明显修复，使得 PPI 上涨更多表现为中上游原材料涨价、及对中下游消费品制造等的利润挤压，但对 CPI 的影响总体有限。

图5：疫情冲击下居民消费意愿趋弱、消费支出修复偏慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

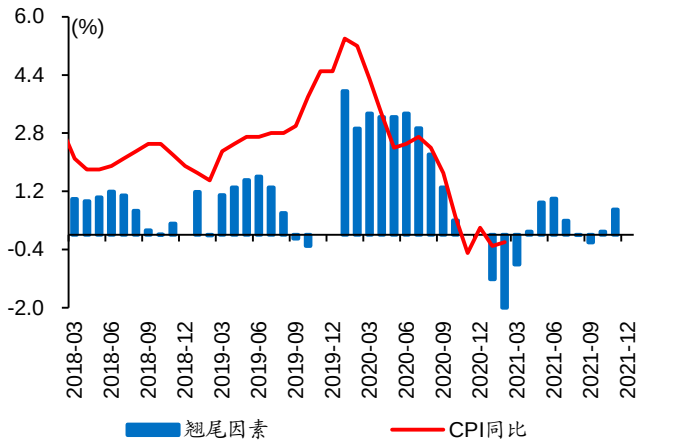
图6：PPI 生产资料向生活资料传导偏弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

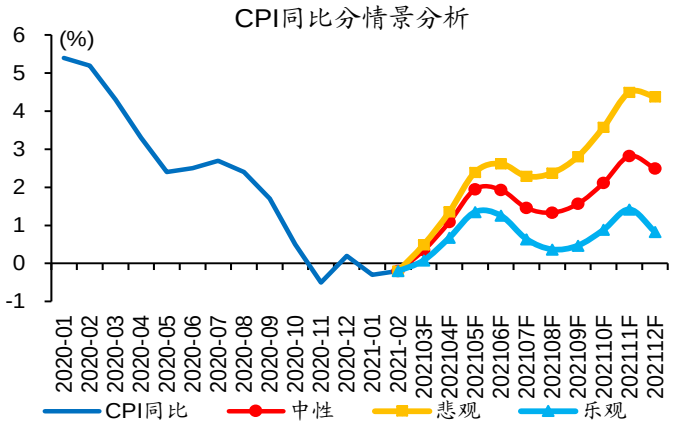
二季度，CPI 通胀上行压力，主要由低基数、疫后线下消费修复等共同作用，不具有持续性。单从翘尾因素来看，CPI 或于二季度抬升、三季度回落后四季度再度上行。同时，线下消费活动等的逐步修复，或带动核心 CPI 回升；但居民收入等压制下，核心 CPI 或仍以修复为主、抬升幅度或相对有限。综合来看，中性情景下，2021 年 CPI 通胀相对温和、呈“M”型走势，高点或在 11 月出现、2.8%左右。

图7：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8：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

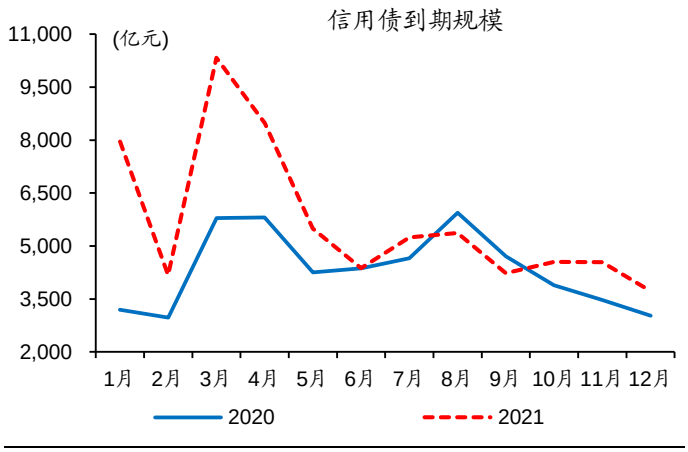
CPI 阶段性抬升的同时、债务压力也逐步凸显，政策重心回归“调结构”、“防风险”下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。伴随 CPI 的阶段性抬升，债务到期压力、信用风险等凸显。政策重心回归“调结构”、“防风险”下，债务风险、资产泡沫等或为关注焦点。经验显示，阶段性、结构性通胀，从来不是总量流动性收紧的理由；防范化解风险的过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合（详情参见《找准流动性的“脉搏”》）。

表1：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。**维期防债券违约**。
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**。

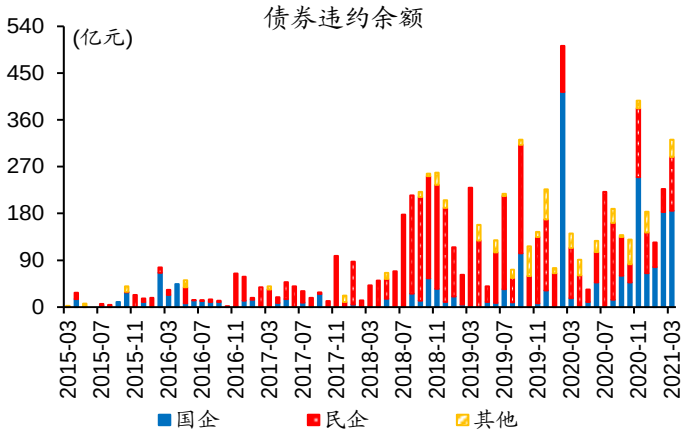
资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图9：2021 年 3 月和 4 月为信用债到期高峰



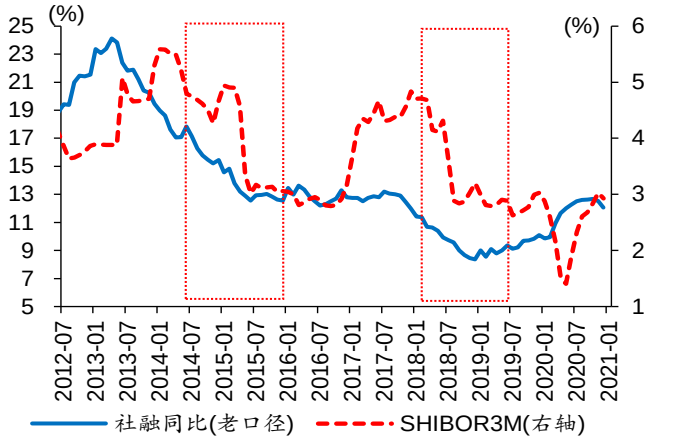
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：信用违约风险已有抬头



数据来源：Wind、开源证券研究所

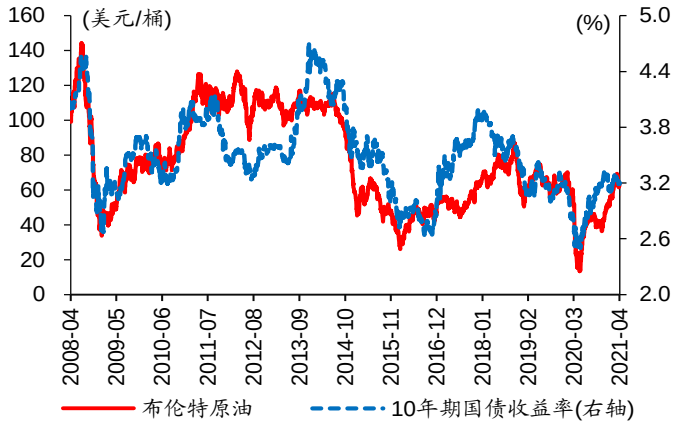
图11：“紧信用”多对应“宽货币”



数据来源：Wind、开源证券研究所

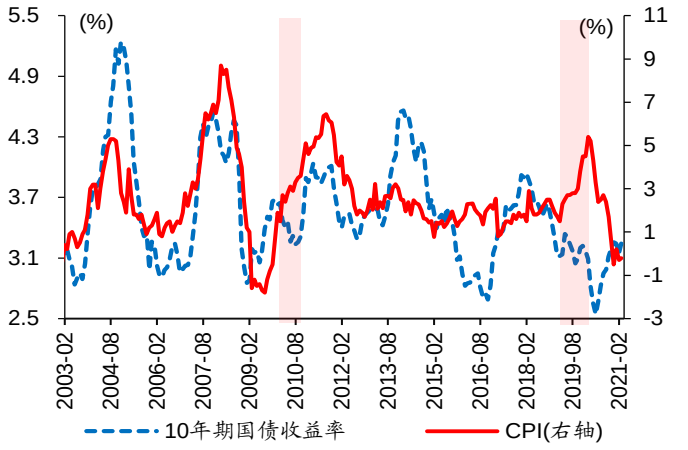
CPI 通胀，不会成为债券市场的核心影响因素。伴随海外经济和国内线下活动逐步修复，原油等大宗商品涨价带动通胀预期升温，通胀交易或在 2020 年底就已经启动。但经验显示，经济回落、CPI 通胀抬升的“类滞胀”环境下，利率债长端收益率主要跟随经济基本面变化，典型时期如 2010 年上半年和 2019 年下半年，CPI 通胀明显抬升，但利率债长端收益率下行幅度约 40BP 至 55BP。

图12：10 年期国债收益率走势与油价走势相关性较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

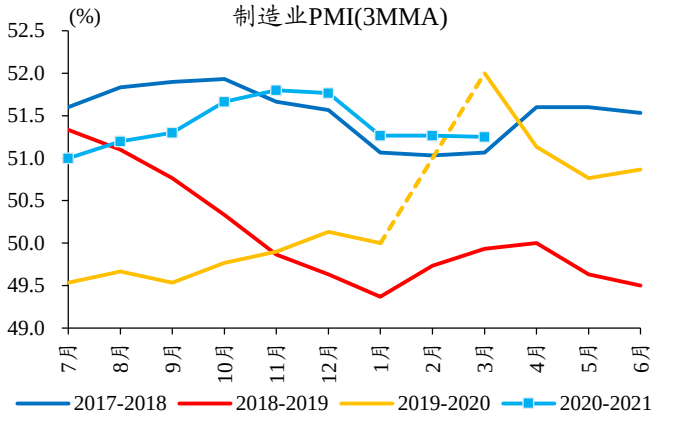
图13：“类滞胀”下，长端收益率跟随经济基本面变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

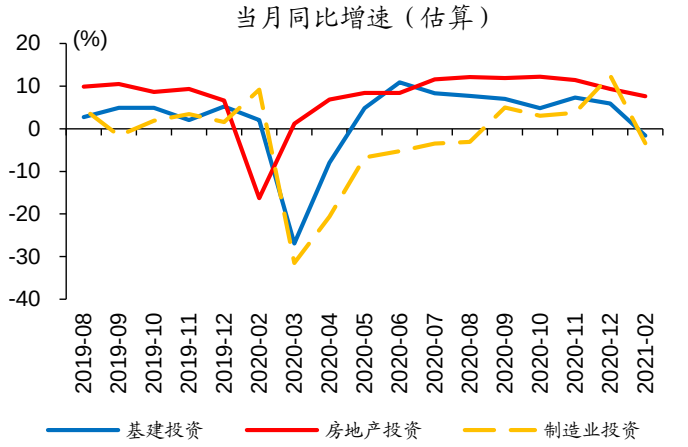
政策“退潮”下，经济景气或已见顶，基本面对债券市场的利好支撑将逐步显现。伴随政策的有序退出，滞后影响已逐步显现。“低”效率杠杆行为指向的经济活动在政策“退潮”中已经开始降温；疫情期间、政策托底下，部分前期较早修复的指标已依次见顶，内需高点或已出现。伴随海外产需缺口的快速收敛，出口“替代”效应也在逐步衰减。从经济领先指标来看，PMI 制造业指数高点或已于 2020 年底出现。

图14：制造业 PMI 指数高点或在 2020 年底已经出现



数据来源：Wind、开源证券研究所

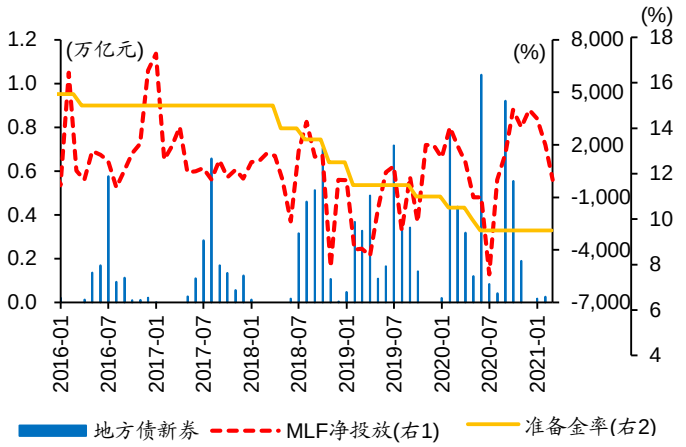
图15：房地产、制造业和基建投资依次走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

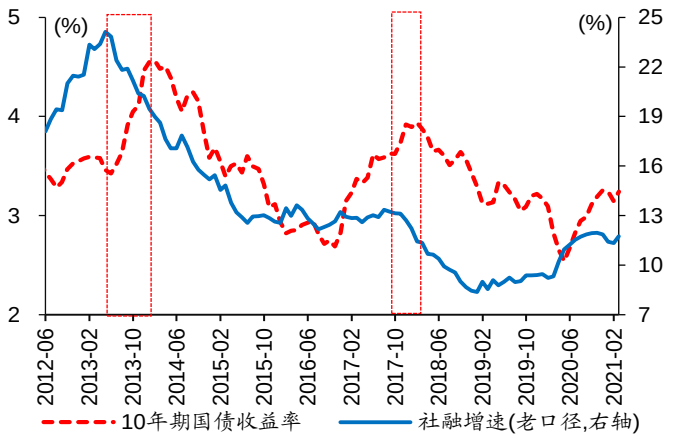
CPI 通胀升温等，可能干扰交易行为，但不改利率债长端收益率下行趋势。进入二季度，CPI 和 PPI 等或逐步抬升，进而推升通胀预期；叠加地方债供给放量、财政缴税等因素，可能对债市交易行为产生一定干扰。但“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，经济见顶、温和 CPI 通胀的基本面组合，对利率债的利好支撑逐步显现，长端收益率已进入下行通道。继续重申利率债行情确定、买点已现的观点（详情参见《利率债左侧买点已现》）。

图16：地方债大规模发行时，央行多投放 MLF 等配合



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：社融顶部拐点领先长端收益率拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论

（1）输入型通胀对 CPI 的直接影响有限，更多通过影响原材料成本等间接影响 CPI。需求分化下，PPI 上涨对 CPI 的总体影响或有限，更多表现为中上游行业对中下游行业的利润挤压。

（2）二季度，CPI 通胀率的上行压力，主要由低基数、疫后线下消费修复等共同作用，不具备持续性。CPI 通胀的阶段性抬升，并非流动性的核心影响因素；“调结构”、“防风险”下，货币流动性也不具备趋势性收紧的基础。

（3）“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，经济见顶、温和 CPI 通胀的基本面组合，对利率债的利好支撑逐步显现，长端收益率已进入下行通道。CPI 通胀升温等，可能干扰交易行为，但不改利率债长端收益率下行趋势。

3、 风险提示

金融风险加速释放，及监管升级。

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