

输入型通胀高度有多高？

宏观研究部

蒋冬英

高级分析师

电话：021_22852639

邮箱：880208@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

摘要

美国刺激政策不断，市场对大宗商品需求回升预期上升，带动大宗商品价格上行。作为全球主要大宗商品进口国，我国输入型通胀压力正在加大，具体表现在：进口依赖度越高的行业，其价格涨幅越高。典型的行业有：化学原料及化学制品制造业、黑色金属采选业和有色加工等。

根据中国投入产出表及分行业对 PPI 的影响权重，本文测算了分行业进口对 PPI 的影响权重，以衡量输入型通胀风险的高低。结果显示，计算机通信、化学原料及化学制品制造业、石油和天然气开采产品、黑色金属矿采选产品、有色金属矿采选产品等行业输入型通胀风险位居前列。

考虑到当前输入型通胀为结构性，本文重点分析了 PPI 涨价核心驱动产品：原油、铁矿石及铜。结合彭博一致预期，本文进一步测算了我国输入型通胀的幅度：2021 年第二季度至 2021 年第四季度，我国输入型通胀幅度分别为 4.0%、1.4%和 1.0%；其中仅原油分别推升 2.7%、1.0%和 0.9%。

当然，不得不承认的是，未来彭博预测也可能因市场变化而出现调整，从而使得预测幅度发生变化。

关键词：输入型通胀



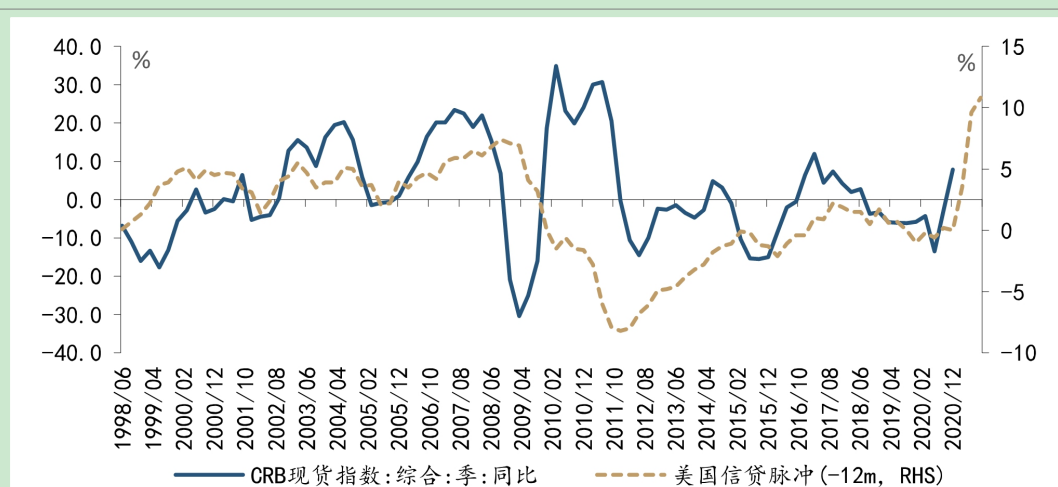
扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

继 1.9 万亿纾困法案落地后，拜登政府拟进一步推出 2 万亿美元基建投资计划。美国天量放水计划正向市场灌注通胀预期，同时也引发了市场关于“输入型通胀”的担忧。在此，本文从进口结构视角观察我国“输入型通胀”的“高度”。

一、“输入型通胀”了吗？

2020 年新冠疫情爆发以来，以美国为代表的发达经济体放水不断，先后向市场推出规模达 12.1 万亿美元的救助计划。在美国“天量注水”计划刺激下，CRB 全球商品指数同比由 2020 年第二季度的 -13.5% 快速攀升至 2020 年第四季度的 7.8%，参见图表 1。

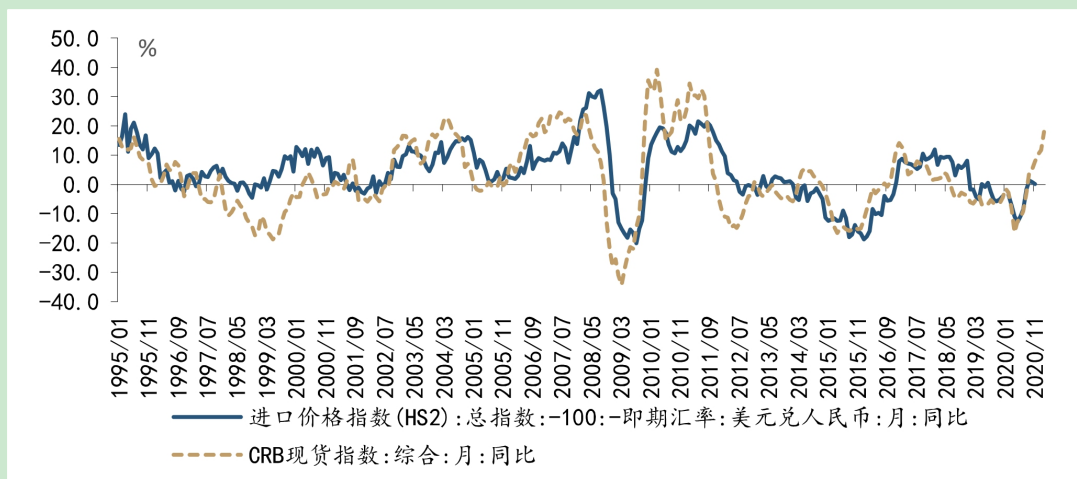
图表 1 美国信贷脉冲与 CRB 现货指数



资料来源：BIS，WIND，兴业研究

作为全球大宗商品主要进口国，我国进口价格与大宗商品波动基本一致，参见图表 2。这意味着，由美国刺激政策所引发的大宗商品价格上行或推升我国进口成本，继而引发国内物价上涨，即出现输入型通胀。与进口价格指数同步，自 2020 年 5 月海外经济重启以来，我国 PPI 同比由 2020 年 5 月 -3.7% 的底部一路回升至 2021 年 2 月 1.7%，参见图表 2。

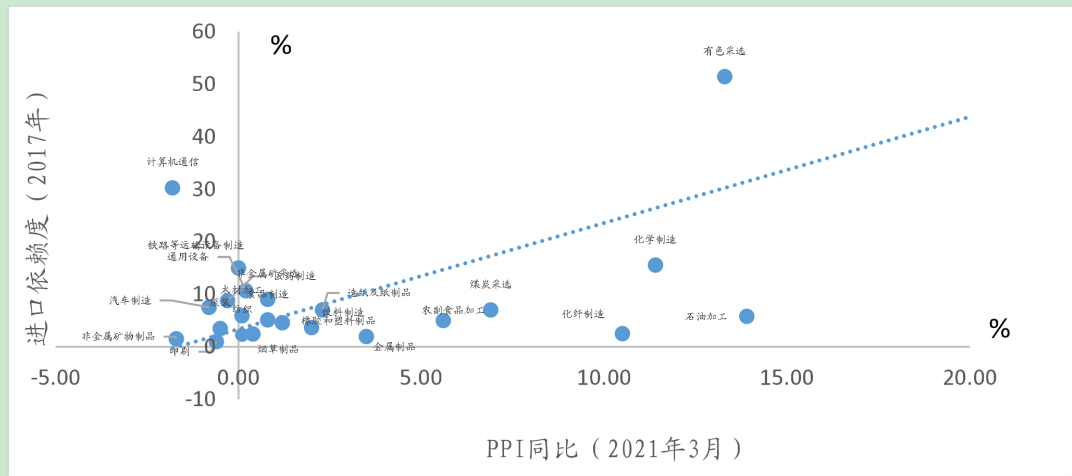
图表 2 进口价格指数（剔除汇率）与 CRB 指数



注：进口价格指数为进口商品本币计价变化幅度，包含了汇率波动的影响，对此本文用进口价格同比与美元兑人民币平均汇率同比之差衡量剔除汇率波动的进口价格变化
资料来源：WIND，兴业研究

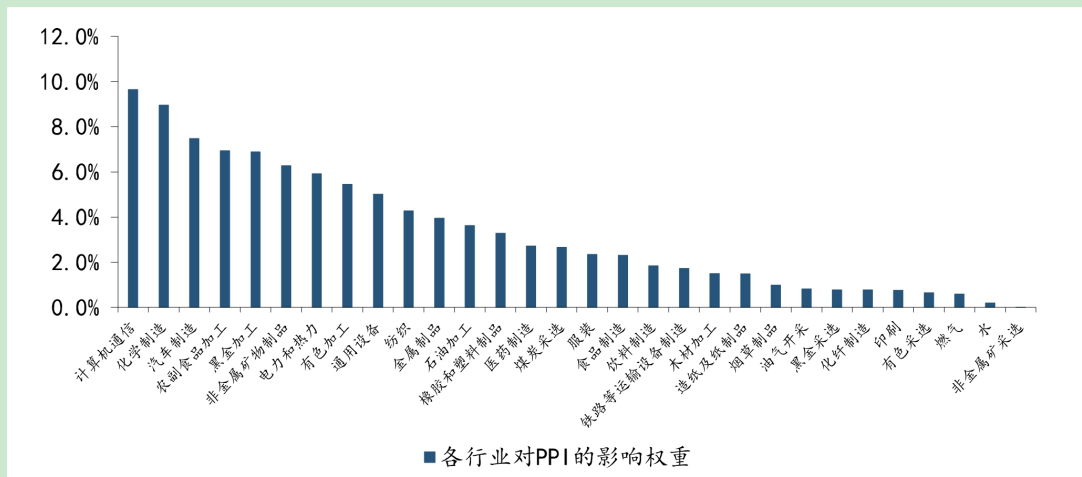
分行业看，PPI 同比涨幅与进口依赖度呈显著正向相关关系，即进口依赖度越高的行业价格涨幅越大，参见图表 3。截至 2021 年 2 月，PPI 同比涨幅最高的行业主要分布在黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业等出口依赖度较高的行业。与此同时，PPI 同比是各行业加权所得，不同行业对 PPI 影响权重不一。这意味着，我们在观察输入型通胀时，不仅需要关注这一行业的进口依赖度，同时还需关注这一行业的权重指标。国家统计局说明，PPI 出厂价格指数的中类、大类权数主要根据工业统计中分行业的销售产值计算所得。据此，我们估算各行业的权重如图表 4 所示，计算机通信权重最高，为 9.65%；随后依次为化学制造、汽车制造、农副食品加工、黑色金属加工、非金属矿物品等，参见图表 4。

图表 3 中国与全球进口依赖度



注：进口依赖度根据 2017 年中国投入产出表中进口总值与产出总值比值计算所得
资料来源：WIND，兴业研究

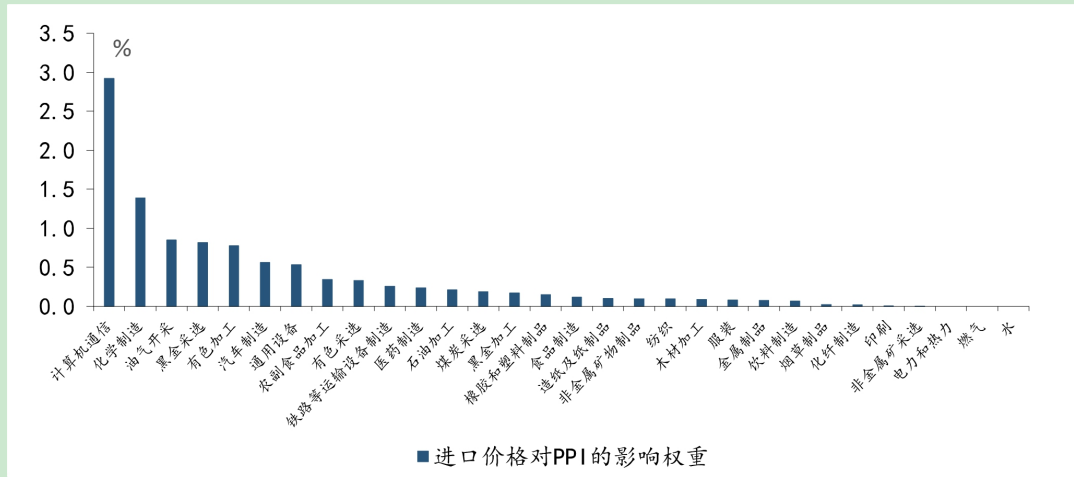
图表 4 各行业对 PPI 的影响权重



资料来源：WIND，兴业研究

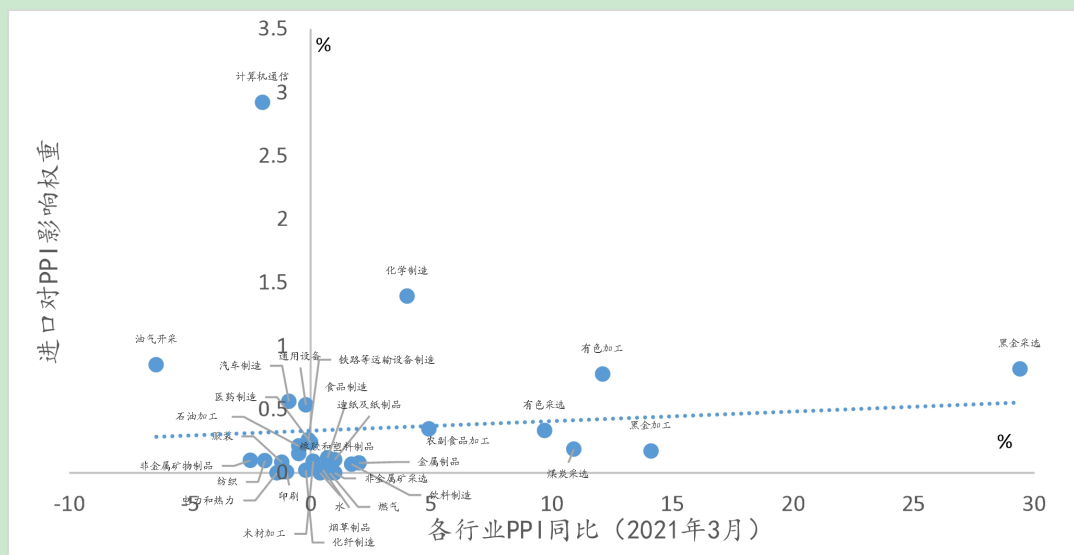
结合行业进口依赖度和各行业对 PPI 的影响权重，我们可计算出输入型价格对我国 PPI 的影响权重。数据显示，计算机通信因进口依赖度及对 PPI 影响权重较高，进口价格对 PPI 的影响权重以 2.9% 位居各行业之首，随后依次为化学制造（1.4%）、油气开采（0.9%）、黑色金属采选（0.8%）、有色金属加工（0.8%）等，参见图表 5。进一步观察各行业 PPI 同比与输入型价格对我国 PPI 影响权重，我们可发现：二者呈正向相关关系，这表明当前价格上涨现象主要发生在进口对 PPI 影响权重较高的行业中，参见图表 6。其中，较为典型的行业主要有化学原料及化学制品制造业、黑色金属采选业和有色金属加工，参见图表 6。具体而言：

图表 5 各行业进口价格对 PPI 的影响权重



资料来源：WIND，兴业研究

图表 6 进口对 PPI 影响权重与各行业 PPI 同比



资料来源: WIND, 兴业研究

第一,从化学原料及化学制品制造业看,该行业主要包括基础化学原料制造、肥料制造、农业制造、涂料、油墨、颜料及类似产品制造、合成材料制造。专用化学产品制造及日用化学产品制造。数据显示,化学原料与化学制品制造业 PPI 同比与原油同比走势一致,参见图表 7。2019 年我国原油对外依存度为 70.8%,海外原油价格上行通常导致国内化学原料及化学制品制造业价格上涨。全球尤其是以美国为首的发达经济体“开闸放水”,以原油为代表的大宗商品价格明显上涨。截至 3 月末,WTI 原油价格同比涨幅高达 108.1%,涨幅为有数据以来的最高值。伴随原油价格涨幅扩大,我国原油进口价格同步回升,参见图表 8。

图表 7 化学原料与化学制品制造业 PPI 与原油同比



资料来源: WIND, 兴业研究

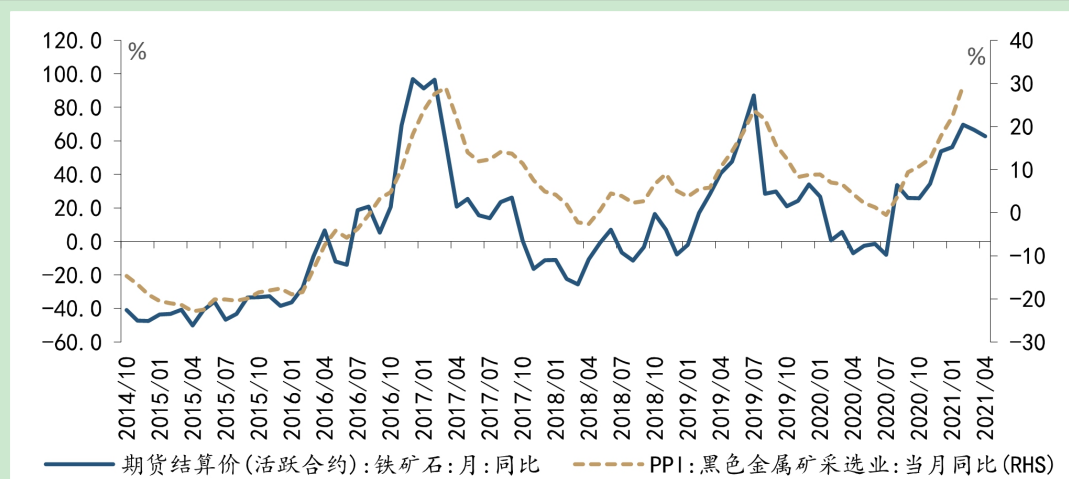
图表 8 原油进口单价与英国布伦特原油现货价



资料来源：WIND，兴业研究

第二，从黑色金属矿采选业看，黑色金属矿采选业主要指铁矿采选；锰矿、铬矿采选；其他黑色金属矿采选等行业，与铁矿石价格走势密切相关。2021年2月铁矿石同比涨幅扩大至69.6%，同期黑色金属矿采选业同比涨幅走高至29.4%，录得有数据以来的最高值，参见图表9。截至2019年，我国铁矿石进口量为10.7亿吨，进口依赖度高达80.4%^①。高对外依存度意味着输入型通胀风险概率较大，铁矿石进口单价高企带动黑色金属矿采选业价格上涨，参见图表10。

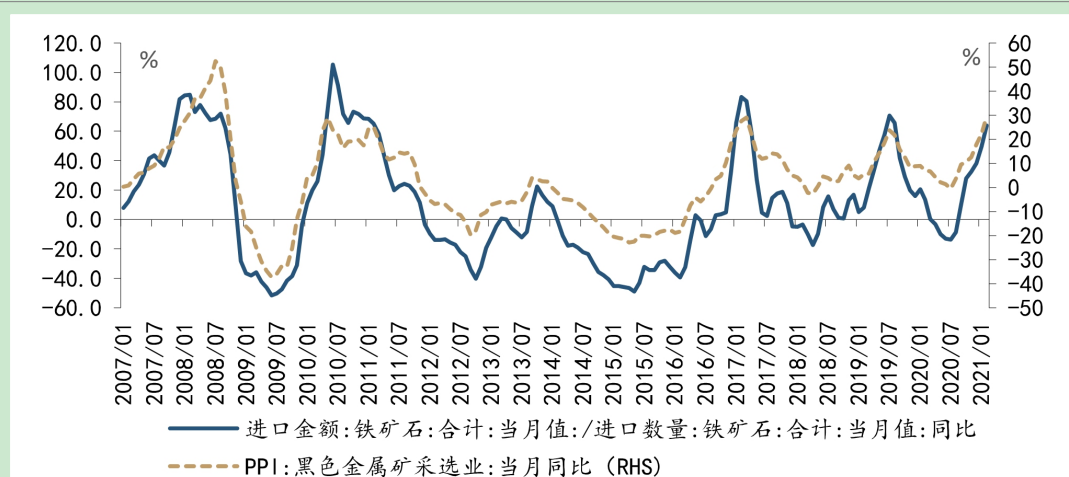
图表 9 铁矿石价格同比与黑色金属矿采选业 PPI 同比



资料来源：WIND，兴业研究

图表 10 铁矿石进口单价同比与黑色金属矿采选业 PPI 同比

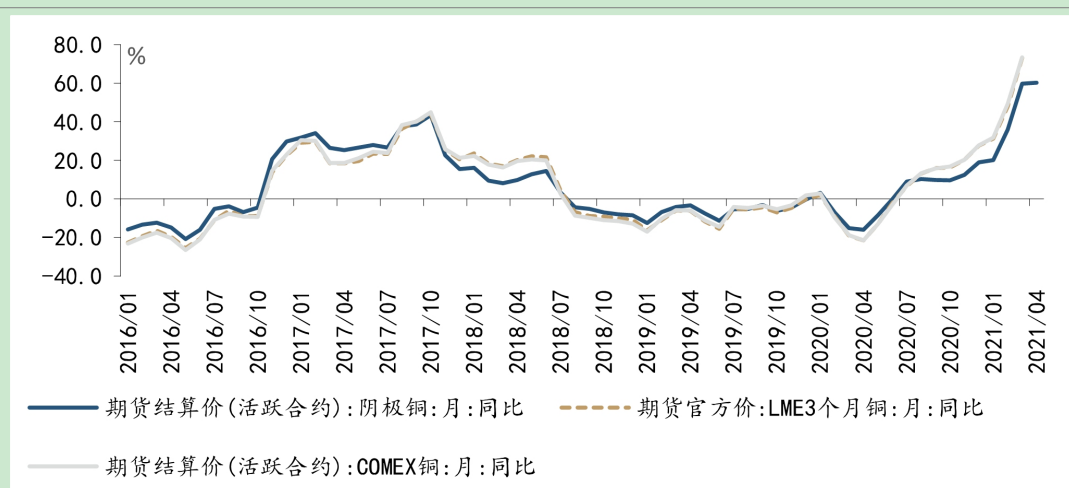
^① 资料来源：中国钢铁新闻网，2020年7月8日，“每年进口全球65%的铁矿石 中国为何没有定价话语权”，http://www.csteelnews.com/sjzx/gsfxf/202007/t20200708_34901.html，查于2021年3月24日



资料来源：WIND，兴业研究

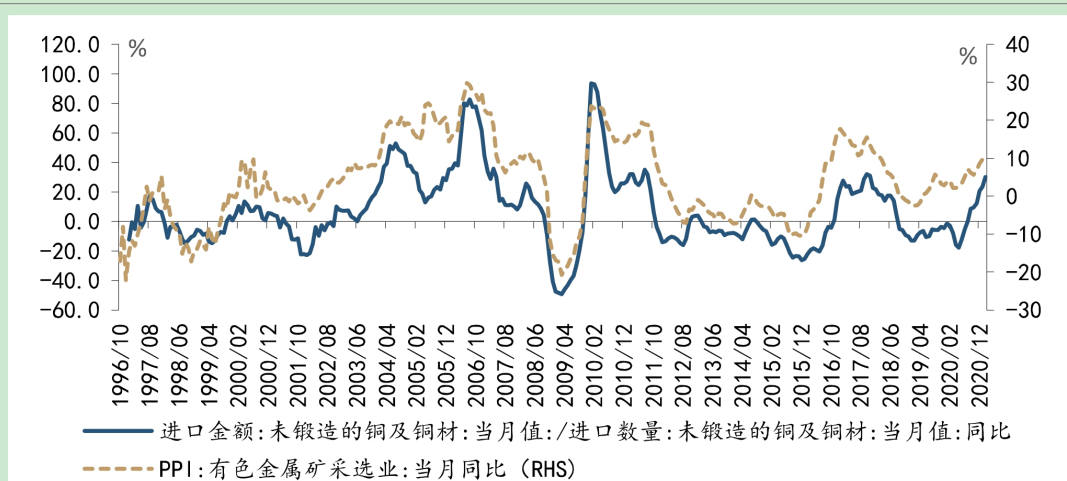
第三，从有色金属矿采选业看，有色金属矿采选业主要是指对常用有色金属矿、贵金属矿以及稀有稀土金属矿的开采、选矿活动，主要有色金属有：铜、铅锌、镍钴、锡、锑、铝、镁、汞、钨、钼等。2020年10月以来，海外期货市场铜价领涨国内期货市场，截至2021年3月，国内期货市场铜价同比涨幅为60.0%，LME3个月铜与COMEX铜同比涨幅录得73.1%，参见图表11。同时，与铁矿石一致，我国铜进口依赖度高达70%，输入型通胀风险不容小觑。以未锻造的铜及铜材为例，未锻造的铜及铜材进口单价同比由2020年10月的9.4%持续上涨至2021年2月的30.1%；与此同时，我国有色金属矿采选业同比涨幅由2020年10月的5.6%上行至2021年2月的9.7%，参见图表12。

图表 11 LME 铜与有色金属矿采选业



资料来源：WIND，兴业研究

图表 12 未锻造铜及铜材进口单价与有色金属矿采选业

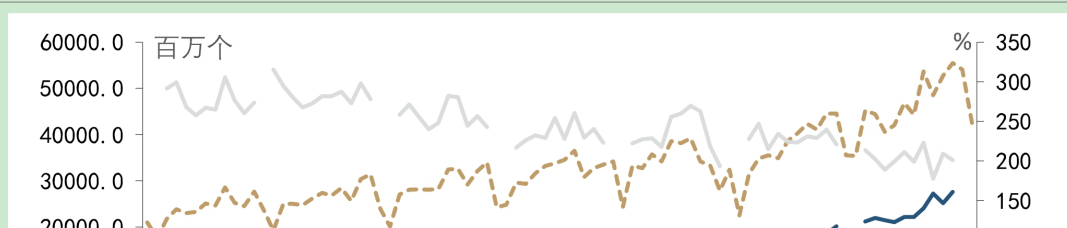


资料来源：WIND，兴业研究

需要指出的是，2020 年末以来全球芯片短缺导致制造商密集涨价，然而计算机、通信和其他电子设备制造业 PPI 价格同比却相对平稳，在-1.9%上下波动。由此导致，进口对 PPI 影响权重第一的计算机、通信和其他电子设备制造业尚未形成明显的输入型通胀压力。其主要原因有：

2018 年以来，芯片成为中美贸易战的主战场之一。为缓解美国对我国芯片技术“卡脖子”压力，我国通过进口替代，减少芯片进口依赖度。数据显示，集成电路进口数量与国内产量之比已由 2018 年 10 月的 262.8% 下降至 2020 年 10 月的 177.7%，进口依赖度持续下行，参见图表 13。同时，在当时中美科技战乌云笼罩的背景下，中国企业曾加紧采购并增加了芯片库存，参见图表 14。此外，考虑到消费电子公司和芯片供应商签订的是长期合同，因此芯片价格上涨对终端电子消费品价格传导存在一定的时滞。

图表 13 集成电路进口数量与集成电路产量



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_19075

