

分析师: 周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

输入通胀的走势与政策调节空间

——宏观定期

证券研究报告-宏观定期

发布日期: 2021 年 04 月 13 日

相关报告

- 1 《宏观报告: 关注大宗商品价格, 推进金融供给侧改革-金融委第五十次会议点评》
2021-04-09
- 2 《宏观报告: 经济增速季节性回升, 趋势仍在放缓-宏观高频追踪思考第 4 期》
2021-04-06
- 3 《宏观报告: 宏观经济扩张放缓, 货币政策难言宽松-宏观经济 3 月综述与展望》
2021-03-30
- 4 《宏观报告: 经济增速延续回落, 高点或已经确认-宏观高频追踪思考第 3 期》
2021-03-23
- 5 《宏观报告: 经济扩张边际放缓, 通胀或温和延续-宏观高频追踪思考第 2 期》
2021-03-16

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

点评要点:

● 热点思考: 输入通胀的走势与政策调节空间

进入 4 月份以来, 油价已经形成了显著的价格回落, 煤炭开始小幅下行, 有色金属领域 3 月回落以来进入震荡, 钢铁价格则依然在上行。整体上进入四月, 工业价格增长有明显的边际回落, 石油、有色或已经价格见顶, 因此从国际价格来看, 我国未来输入通胀的压力会明显缩小。

近期金融委会议、企业座谈会均讨论到大宗商品价格, 而政策层面如要对冲输入通胀的成本推高问题, 较优的办法是在采取汇率政策, 但与货币政策的独立性与汇改方向存在不符, 也间接表明此类通胀因素的政策调节能力较为有限, 因此国际市场因素将依然是未来通胀走势的核心决定因素。

● 经济增长高频追踪:

根据目前高频数据, 经济增长受需求侧复苏影响, 同比增长中枢明显抬升, 上周扩散指数录得 1, 需求侧复苏的超预期为经济复苏趋势蒙上一层不确定性, 复苏势头或将走强, 需求复苏趋势仍需观察。具体表现结构上:

(1) 工业生产整体呈现同比增速放缓趋势: 全局发电量呈现同比持平震荡趋势, 整体化工生产呈现同比持平震荡趋势, 整体汽车生产呈现同比放缓趋势, 整体钢铁生产呈现同比放缓趋势。(2) 社会总需求整体呈现同比增速持平震荡趋势: 建筑私人投资呈现同比上升趋势, 整体消费需求呈现同比上升趋势, 整体出口需求呈现同比放缓趋势。

● 通货膨胀高频追踪:

CPI 食品: 食用农产品价格指数、农产品批发价格指数同比增速均有所反弹。具体表现为: (1) 原粮油料: 原粮价格同比增速、油料价格同比增速均有所下行 (2) 蔬菜水果: 蔬菜价格同比增速反弹, 水果价格同比增速下降 (3) 畜肉、水产品: 猪肉价格同比负增放缓, 牛羊肉、水产品价格同比增速回升 (4) 乳制品、蛋类: 生鲜乳、鸡蛋价格同比增速均上升。PPI: 生产资料价格指数同比增速、南华工业品指数同比增速均上升。具体表现为: (1) 中国煤炭价格指数同比增速上升, 英国布伦特原油价格同比增速上升。(2) 中国钢材价格指数 (Myspic) 同比增速、上期有色金属指数同比增速均上升。

● 货币市场流动性追踪与思考

价格来看, 资金面依然宽松, 政策导向来看, 央行态度依然保持等量对冲。

风险提示: 经济同比扩张速度走弱; 海外通胀预期或继续抬升

内容目录

1. 热点思考：输入型通胀走势与政策调节空间	5
2. 经济高频数据追踪	8
2.1. 经济增长高频追踪	8
2.2. 通货膨胀高频追踪	10
3. 货币市场流动性追踪与思考	12
4. 风险提示	13

图表目录

图 1: CPI 与 PPI 走势再度背离	5
图 2: 我国原油进口依存度超过 7 成	5
图 3: 我国国际原油储备相对有限	5
图 4: 成本推升一定程度压缩了企业利润	5
图 5: PPI 同比数据存在失真，应关注环比	6
图 6: 原油价格回落明显	6
图 7: 煤炭开始小幅回落	7
图 8: 黑色金属依然上升，有色金属震荡下移	7
图 9: 国际相对利率水平决定了汇率的短期走势	7
图 10: 同比扩张速度边际回落明显	8
图 11: 累计扩散指数出现拐点	8
图 12: 扩散指数结构	8
图 13: 钢铁与化工生产呈现同比增速回落	9
图 14: 发电量同比增速上升，汽车生产同比增速回落	9
图 15: 工业生产整体呈现同比增速放缓趋势	9
图 16: 建筑同比持平，出口同比放缓，消费同比上升	10
图 17: 社会总需求整体呈现同比持平震荡	10
图 18: CPI 食品同比增速有所反弹	10
图 19: 原粮、油料价格同比增速均有所下行	11
图 20: 蔬菜价格同比反弹，水果价格同比增速下降	11
图 21: 猪肉价格同比负增放缓、牛羊肉价格同比上升	11
图 22: 生鲜乳、鸡蛋价格同比增速均上升	11
图 23: 生产资料价格指数同比加速上行	12
图 24: 南华工业品指数同比加速上行	12
图 25: 煤炭、原油、钢铁、有色价格同比增速均上升，但有所放缓	12
图 26: 央行公开市场操作态度保持等量对冲	13
图 27: 上周隔夜资金利率下行	13
图 28: 上周 7 日资金利率下行	13
表 1: 未来七日逆回购到期额	12

中原宏观高频监测体系（源数据-环比比较）

一、经济增长篇（生产与需求）

	指标名称	频率	单位	来源	最新值	上期值	变化方向	更新时间
工业生产	发电量	周	万吨	Wind	94.28	101.37	▼	2021/4/9
	CBCFI:煤炭:综合指数	日	2011年9月1日=1000	根据新闻整理	1201.93	1201.42	▲	2021/4/12
	产量:中石化PX:全国:多指标求和	周	吨	隆众化工	10910	13410	▼	2021/2/5
	产量:甲醇:全国	周	万吨	隆众化工	149.013	148.269	▲	2021/4/9
	产量:丙烯腈:全国:多指标求和	周	吨	隆众化工	44009	42838	▲	2021/2/5
	产量:腈纶:全国:多指标求和	周	吨	隆众化工	8423	9196	▼	2021/2/5
	开工率:聚酯产业链:PX	日	%	金联创	81.61	82.77	▼	2021/4/12
	开工率:聚酯产业链:PTA	日	%	金联创	76.2	76.2	●	2021/4/12
	开工率:烯烃:国内	周	%	金联创	90	89	▲	2021/4/8
	开工率:聚氯乙烯(PVC)	周	%	隆众化工	82.57	82.23	▲	2021/4/9
	开工率:汽车轮胎:全钢胎	日	%	中国橡胶信息贸易网	78.31	78.12	▲	2021/4/8
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	日	%	中国橡胶信息贸易网	73.93	73.51	▲	2021/4/8
	当周日均销量:乘用车:厂家批发	日	辆	乘联会	70978	46707	▲	2021/4/7
	当周日均销量:乘用车:厂家零售	日	辆	乘联会	74889	45772	▲	2021/4/7
	交易量:二手车:总计	日	辆	上海市二手车行业协会	2124	2300	▼	2021/4/12
	交易额:二手车:总计	日	元	上海市二手车行业协会	224198352	253372923	▼	2021/4/12
	高炉开工率(163家):全国	周	%	根据新闻整理	60.36	59.94	▲	2021/4/9
	预估日均产量:粗钢:全国(旬)	日	万吨/天	中国钢铁工业协会	290.27	292.91	▼	2021/3/25
	预估日均产量:生铁:全国(旬)	日	万吨/天	钢之家	237.11	240.39	▼	2021/3/25
	预估日均产量:钢材:全国(旬)	日	万吨/天	钢之家	349.28	359.8	▼	2021/3/25
	预估日均产量:焦炭:全国(旬)	日	万吨/天	钢之家	132.19	132.19	●	2021/3/15
投资	建筑投资	日	2013年9月=100	根据新闻整理	167.56	168.33	▼	2021/4/12
	100大中城市:供应土地占地面积:当周值	周	万平方米	Wind	645.7669	1497.9167	▼	2021/4/12
消费	农产品批发价格指数	日	2015年=100	农业部	123.11	123.61	▼	2021/4/9
	当周日均销量:乘用车:厂家批发	日	辆	乘联会	70978	46707	▲	2021/4/7
	当周日均销量:乘用车:厂家零售	日	辆	乘联会	74889	45772	▲	2021/4/7
	现货价:原油:英国布伦特Dtd	日	美元/桶	Wind	62.48	62.17	▲	2021/4/10
	柯桥纺织:价格指数:总类	周		中国柯桥纺织指数编制办公室	107.82	107.67	▲	2021/4/12
出口	波罗的海干散货指数(BDI)	日		根据新闻整理	2085	2088	▼	2021/4/10
	SCFI:综合指数	周	2009年10月16日=1000	根据新闻整理	2652.12	2585.42	▲	2021/4/9
	CCFI:综合指数	周	1998年1月1日=1000	根据新闻整理	1858.01	1871.78	▼	2021/4/9
	CCBFI:综合指数	周	2000年1月=1000	根据新闻整理	1309.11	1280.66	▲	2021/4/9

二、通货膨胀篇（CPI）

	指标名称	频率	单位	来源	最新值	上期值	变化方向	更新时间
CPI食品	农产品综合	周	2005年4月=100	商务部	131.6	133.88	▼	2021/4/9
	农产品批发价格指数	日	2015年=100	农业部	123.11	123.61	▼	2021/4/9
	菜篮子产品批发价格指数	日	2015年=100	农业部	125.79	126.36	▼	2021/4/9
	粮食	周	2008年=100	Wind	164.35	165.4	▼	2021/4/9
	食用油	周	2008年=100	Wind	165.35	163.98	▲	2021/4/9
	蔬菜	日	元/公斤	农业部	4.73	4.72	▲	2021/4/9
	鲜果	日	元/公斤	农业部	6.66	6.39	▲	2021/4/9
	猪肉	日	元/公斤	农业部	32.4	32.72	▼	2021/4/9
	牛肉	日	元/公斤	农业部	77.65	77.7	▼	2021/4/9
	羊肉	日	元/公斤	农业部	77.67	78.19	▼	2021/4/9
	水产品	日	元/公斤	农业部	21.7925	21.73	▲	2021/1/22
	蛋类	日	元/公斤	农业部	8.4	8.46	▼	2021/4/9
	奶类	周	元/公斤	农业部	4.27	4.29	▼	2021/4/7

二、通货膨胀篇（PPI）

	指标名称	频率	单位	来源	最新值	上期值	变化方向	更新时间
工业品综合	生产资料价格指数	周	2005年12月=100	商务部	102.36	101.95	▲	2021/4/9
	南华工业品指数	日	点	南华期货	2795.41	2818	▼	2021/4/12
	中国煤炭价格指数:全国综合	周	2006年1月1日=100	中国煤炭工业协会	169.1	168	▲	2021/4/12
	期货结算价(连续):焦煤	日	元/吨	大连商品交易所	1673	1696	▼	2021/4/12
	期货结算价(连续):动力煤	日	元/吨	郑州商品交易所	686	713.8	▼	2021/4/7
	现货价:原油:英国布伦特Dtd	日	美元/桶	Wind	62.48	62.17	▲	2021/4/10
	现货价:原油:美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)	日	美元/桶	Wind	59.32	59.6	▼	2021/4/10
	OPEC:一揽子原油价格	日	美元/桶	OPEC	61.14	61.22	▼	2021/4/12
	MyIpic矿价指数:综合	日		根据新闻整理	164.8	164	▲	2021/4/12
	MySpic综合钢价指数	日		根据新闻整理	195	195.35	▼	2021/4/12
PPI	MySpic指数:螺纹	日		根据新闻整理	202.46	202.79	▼	2021/4/12
	MySpic指数:线材	日		根据新闻整理	216.36	216.39	▼	2021/4/12
	期货收盘价:LME基本金属指数	日		LME	3849.4	3882.9	▼	2021/4/10
	上期有色金属指数	日	2002年1月7日=1000	上海期货交易所	3667.99	3664.17	▲	2021/4/8
	期货结算价(活跃合约):阴极铜	日	元/吨	上海期货交易所	66060	66870	▼	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):铝	日	元/吨	上海期货交易所	17415	17510	▼	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):锌	日	元/吨	上海期货交易所	21745	22020	▼	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):黄金	日	元/克	上海期货交易所	369.48	372.72	▼	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):铅	日	元/吨	上海期货交易所	14800	14885	▼	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):白银	日	元/千克	上海期货交易所	5278	5341	▼	2021/4/12
化工品	期货结算价(活跃合约):镍	日	元/吨	上海期货交易所	124490	126800	▼	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):锡	日	元/吨	上海期货交易所	178910	182750	▼	2021/4/12
化工品	中国化工产品价格指数(CCCPI)	日		根据新闻整理	5021	5026	▼	2021/4/9
	中国盛泽化纤价格指数	日		根据新闻整理	100.15	100.46	▼	2021/4/12

中原宏观高频监测体系（周度同频数据-同比比较）

一、经济增长篇（生产与需求）

	指标名称	频率	单位	来源	最新值	上期值	变化方向	更新时间
工业生产	发电量	周	%	Wind	22.40	25.06	▼	2021/4/9
	CBCFI:煤炭:综合指数:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	138.25	131.36	▲	2021/4/12
	产量:中石化PX:全国:周:4周移动平均:同比	周	%	隆众化工	6.81	6.81	▼	2021/2/5
	产量:甲醇:全国:周:4周移动平均:同比	周	%	隆众化工	15.14	15.28	▼	2021/4/9
	产量:丙烯腈:全国:周:4周移动平均:同比	周	%	隆众化工	12.22	9.88	▲	2021/2/5
	产量:腈纶:全国:周:4周移动平均:同比	周	%	隆众化工	17.85	16.22	▲	2021/2/5
	开工率:聚酯产业链:PX:周:4周移动平均:同比	周	%	金联创	6.19	7.99	▼	2021/4/12
	开工率:聚酯产业链:PTA:周:4周移动平均:同比	周	%	金联创	3.66	5.64	▼	2021/4/12
	开工率:烯烃:国内:周:4周移动平均:同比	周	%	金联创	18.60	16.39	▲	2021/4/8
	开工率:聚氯乙烯(PVC):周:4周移动平均:同比	周	%	隆众化工	9.57	6.69	▲	2021/4/9
	开工率:汽车轮胎:全钢胎:周:4周移动平均:同比	周	%	中国橡胶信息贸易网	26.22	33.45	▼	2021/4/8
	开工率:汽车轮胎:半钢胎:周:4周移动平均:同比	周	%	中国橡胶信息贸易网	22.85	30.27	▼	2021/4/8
	当周日均销量:乘用车:厂家批发:周:4周移动平均:同比	周	%	乘联会	203.26	314.55	▼	2021/4/7
	当周日均销量:乘用车:厂家零售:周:4周移动平均:同比	周	%	乘联会	133.94	186.84	▼	2021/4/7
	交易量:二手车:总计:周:4周移动平均:同比	周	%	上海市二手车行业协会	8.61	21.95	▼	2021/4/12
	交易额:二手车:总计:周:4周移动平均:同比	周	%	上海市二手车行业协会	6.59	13.43	▼	2021/4/12
	高炉开工率(163家):全国:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	-8.20	-6.05	▼	2021/4/9
	预估日均产量:粗钢:全国(旬):周:4周移动平均:同比	周	%	中国钢铁工业协会	17.17	14.31	▲	2021/3/25
	预估日均产量:生铁:全国(旬):周:4周移动平均:同比	周	%	钢之家	14.35	12.87	▲	2021/3/25
	预估日均产量:钢材:全国(旬):周:4周移动平均:同比	周	%	钢之家	21.33	20.92	▲	2021/3/25
	预估日均产量:焦炭:全国(旬):周:4周移动平均:同比	周	%	钢之家	6.68	7.46	▼	2021/3/15
投资	建材综合指数:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	18.23	16.18	▲	2021/4/12
	100大中城市:供应土地占地面积:当周值:周:4周移动平均:同比:2周中心移动平均	周	%	Wind	-38.94	-41.59	▲	2021/4/12
消费	100大中城市:供应土地占地面积:当周值:周:8周移动平均:同比:2周中心移动平均	周	%	Wind	-35.40	-23.95	▼	2021/4/12
	农产品批发价格200指数:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	0.20	-0.15	▲	2021/4/9
出口	当周日均销量:乘用车:厂家批发:周:4周移动平均:同比	周	%	乘联会	203.26	314.55	▼	2021/4/7
	当周日均销量:乘用车:厂家零售:周:4周移动平均:同比	周	%	乘联会	133.94	186.84	▼	2021/4/10
出口	现货价:原油:英国布伦特Dtd:周:4周移动平均:同比	周	%	Wind	180.51	156.96	▲	2021/4/10
	柯桥纺织:价格指数:总类:周:4周移动平均:同比	周	%	中国柯桥纺织指数编制办公室	3.08	2.86	▲	2021/4/12
出口	波罗的海干散货指数(BDI):周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	251.86	242.64	▲	2021/4/10
	SCFI:综合指数:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	193.06	189.06	▲	2021/4/9
出口	CCFI:综合指数:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	109.87	110.67	▼	2021/4/9
	CCBFI:综合指数:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	39.90	37.46	▲	2021/4/9

二、通货膨胀篇（CPI）

	指标名称	频率	单位	来源	最新值	上期值	变化方向	更新时间
CPI食品	食用农产品价格指数:周:4周移动平均:同比	周	%	商务部	-4.54	-4.66	▲	2021/4/9
	农产品批发价格200指数:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	0.20	-0.15	▲	2021/4/9
	菜篮子产品批发价格200指数:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	-0.26	-0.67	▲	2021/4/9
	粮食:全国原粮收购价格指数:原粮综合:周:4周移动平均:同比	周	%	Wind	26.81	27.79	▼	2021/4/9
	食用油:全国油料收购价格指数:油料综合:周:4周移动平均:同比	周	%	Wind	15.97	16.53	▼	2021/4/9
	蔬菜:平均批发价:28种重点监测蔬菜:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	8.16	7.55	▲	2021/4/9
	鲜果:平均批发价:7种重点监测水果:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	13.28	14.95	▼	2021/4/9
	猪肉:平均批发价:猪肉:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	-23.53	-22.00	▼	2021/4/9
	牛肉:平均批发价:牛肉:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	8.39	8.13	▲	2021/4/9
	羊肉:平均批发价:羊肉:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	13.50	12.48	▲	2021/4/9
	水产品:平均批发价:4种重点监测水产品:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	14.65	14.35	▲	2021/1/22
	蛋类:平均批发价:鸡蛋:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	19.40	18.36	▲	2021/4/9
奶类	平均价:生鲜乳:主产区:周:4周移动平均:同比	周	%	农业部	14.98	14.11	▲	2021/4/7

二、通货膨胀篇（PPI）

	指标名称	频率	单位	来源	最新值	上期值	变化方向	更新时间
工业品综合	生产资料价格指数:周:4周移动平均:同比	周	%	商务部	17.48	15.44	▲	2021/4/9
	南华工业品指数:周:4周移动平均:同比	周	%	南华期货	44.42	43.20	▲	2021/4/12
能源	中国煤炭价格指数:全国综合:周:4周移动平均:同比	周	%	中国煤炭工业协会	10.03	7.60	▲	2021/4/12
	期货结算价(连续):焦煤:周:4周移动平均:同比	周	%	大连商品交易所	27.39	25.33	▲	2021/4/12
	期货结算价(连续):动力煤:周:4周移动平均:同比	周	%	郑州商品交易所	25.70	18.16	▲	2021/4/7
	现货价:原油:英国布伦特Dtd:周:4周移动平均:同比	周	%	Wind	180.51	156.96	▲	2021/4/10
	现货价:原油:美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI):周:4周移动平均:同比	周	%	Wind	155.35	141.20	▲	2021/4/10
	OPEC:一揽子原油价格:周:4周移动平均:同比	周	%	OPEC	159.04	135.15	▲	2021/4/12
	MyIpic矿价指数:综合:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	72.26	73.68	▼	2021/4/12
黑色金属	MySpic综合钢价指数:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	42.15	38.01	▲	2021/4/12
	MySpic指数:螺纹钢:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	34.47	32.19	▲	2021/4/12
	MySpic指数:线材:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	35.72	32.95	▲	2021/4/12
	期货官方价:LME3个月有色金属:多指标求均值:周:4周移动平均:同比	周	%	LME	62.25	57.00	▲	2021/4/10
有色金属	上期有色金属指数:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	46.37	42.44	▲	2021/4/8
	期货结算价(活跃合约):阴极铜:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	67.57	64.17	▲	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):铝:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	47.98	43.65	▲	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):锌:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	42.80	41.78	▲	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):黄金:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	2.29	2.05	▲	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):铅:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	10.19	8.86	▲	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):白银:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	54.03	51.31	▲	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):镍:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	30.23	27.15	▲	2021/4/12
	期货结算价(活跃合约):锡:周:4周移动平均:同比	周	%	上海期货交易所	49.94	44.89	▲	2021/4/12
	中国化工产品价格指数(CCPPI):周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	49.17	45.20	▲	2021/4/12
化工产品	中国盛泽化纤价格指数:周:4周移动平均:同比	周	%	根据新闻整理	-0.55	-1.32	▲	2021/4/12

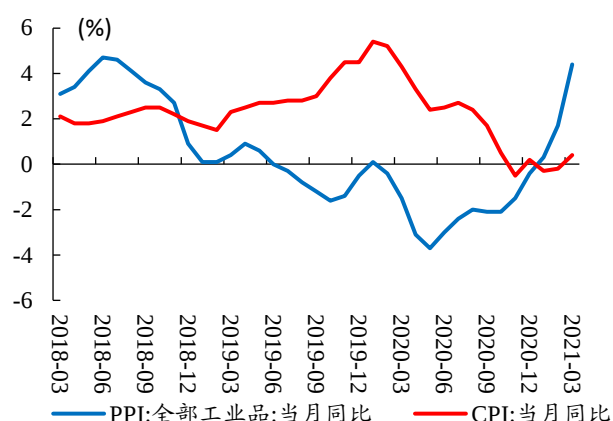
1. 热点思考：输入型通胀走势与政策调节空间

输入型通胀是指国外部门经济因素发生变动对我国通胀形成的传导。通常根据经济因素的变动，可以将输入型通胀的成因分为：（1）成本推动型：对于我国来讲，由于我国大宗商品的对外依存度较高，存在一定进口刚需，国际大宗商品价格的变动会迅速对我国企业的生产成本构成冲击，进而抬高商品价格或者压缩企业利润。（2）需求拉上型：国际大宗商品的价格上升，对于贸易开放性较强，价格接受的国家，可能会迅速形成整体价格水平的抬升，此时我国实际汇率贬值，形成对我国出口需求的拉上。（3）国际流动性效应：疫情以来，世界主要经济体均采取了大幅宽松的货币财政政策，主要国家的利率水平几近降无可降，流动性过剩的局面逐步传导至资产价格，形成了金融属性资产的价格上扬，进一步推升大宗商品价格。

鉴于目前我国 PPI 与 CPI 形成了比较明显的走势背离，形成局部通胀。表现为工业品价格大幅飙升，而居民消费价格复苏比较稳健，结合上述成因，可以判断：国际出口对于需求侧的拉升程度有限，而成本端的抬升则迅速传导至我国工业品价格，同时压缩我国的工业企业利润。

更进一步，国际大宗商品价格的上扬，一方面由于国际的流动性过剩引起的资产价格抬升，另一方面也取决于商品原材料供给厂商的国际通胀预期抬升，引起原材料供给价格的直接上涨。

图 1：CPI 与 PPI 走势再度背离



资料来源：Wind，中原证券

图 3：我国国际原油储备相对有限

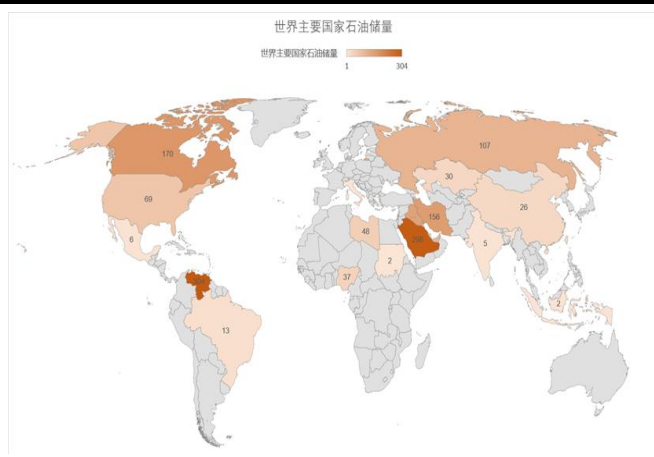
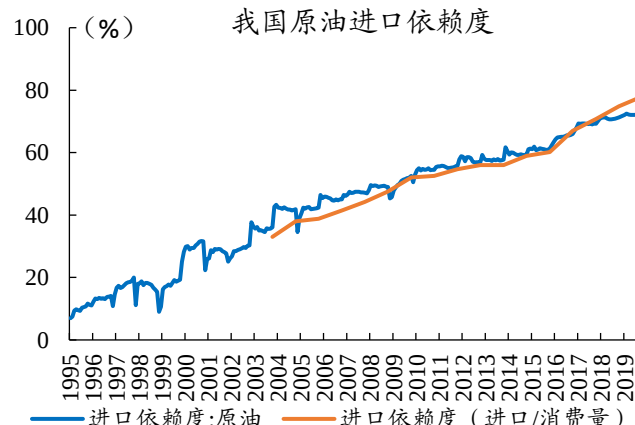
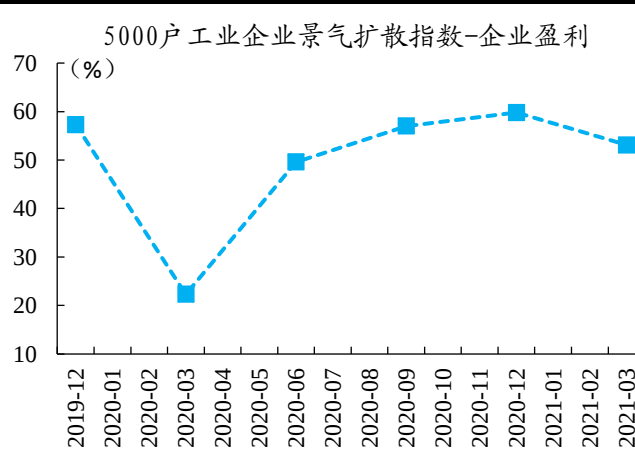


图 2：我国原油进口依存度超过 7 成



资料来源：Wind，中原证券

图 4：成本推升一定程度压缩了企业利润



资料来源: Wind, 中原证券

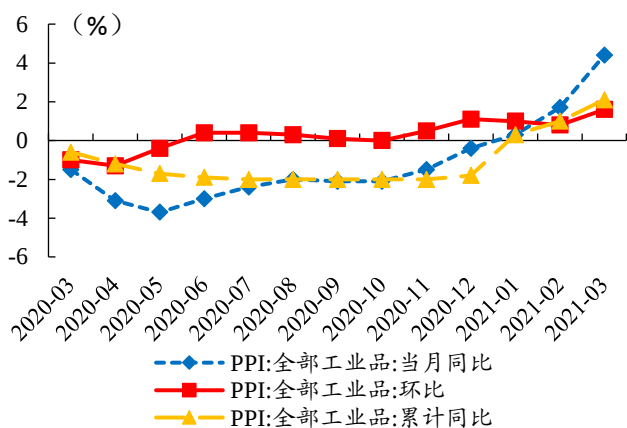
资料来源: Wind, 中原证券

针对未来的通胀走势, 需要针对当前的大宗商品价格进行综合分析。首先, 需要注意到, PPI 的高增主要表现在同比数据上, 3 月份 PPI 同比增长 4.4%, 环比增长 1.6%, 较前值分别增长 2.7 个百分点, 0.8 个百分点。尽管趋势上 PPI 中枢在上升, 但同比数据显著高于环比数据其实包含了基数带来的数据失真, 这里需要对同比与环比数据的统计应用分析进行区分:

从经济学逻辑的角度出发, 我们最希望关注的其实是绝对值本身, 而无论是同比还是环比数据本质上都是在描述数据本身的边际变动。如果经济呈现线性增长时同比与环比是绝对一致的, 但是对于非线性的增长而言, 其实环比数据本身相较于同比数据的信息损失是更少的, 因为其对于边际变化更加敏感。换言之, 如果经济增长是连续的序列, 环比数据可以看做是点的变化率, 而同比数据则是弧的变化率。实证研究中由于经济增长的季节性很强, 环比数据由于变动敏感性过高, 会出现噪声而无法反应增长的中枢, 因此通常会选择使用同比数据或对环比数据进行季节调整。但是当经济呈现类似于对数增长时, 同比数据会因为低基数造成数据失真。

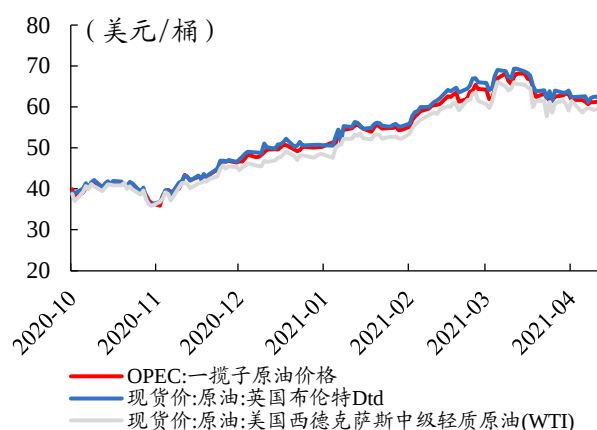
根据以上逻辑, 由于 2020 年同期工业品价格过低, 我们此时应当使用环比数据季调, 或者直接关注绝对值本身, 对通胀走势进行判断, 这里我们采取后者。进入 4 月份以来, 油价已经形成了显著的价格回落, 煤炭开始小幅下行, 有色金属领域 3 月回落以来进入震荡, 钢铁价格则依然在上行。整体上进入四月, 工业价格增长有明显的边际回落, 石油、有色或已经价格见顶, 因此从国际价格来看, 我国未来输入通胀的压力会明显缩小。

图 5: PPI 同比数据存在失真, 应关注环比



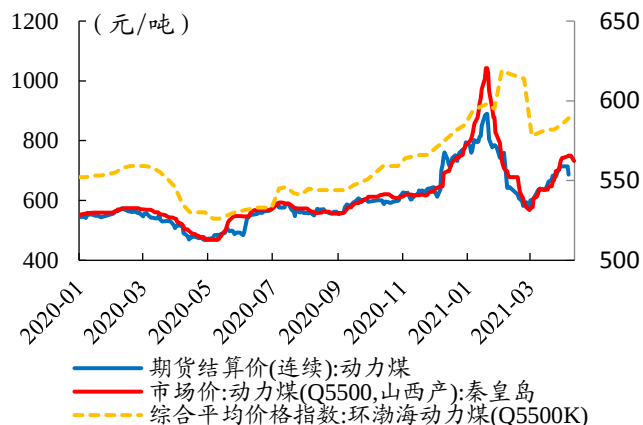
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 原油价格回落明显



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 煤炭开始小幅回落



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 黑色金属依然上升, 有色金属震荡下移

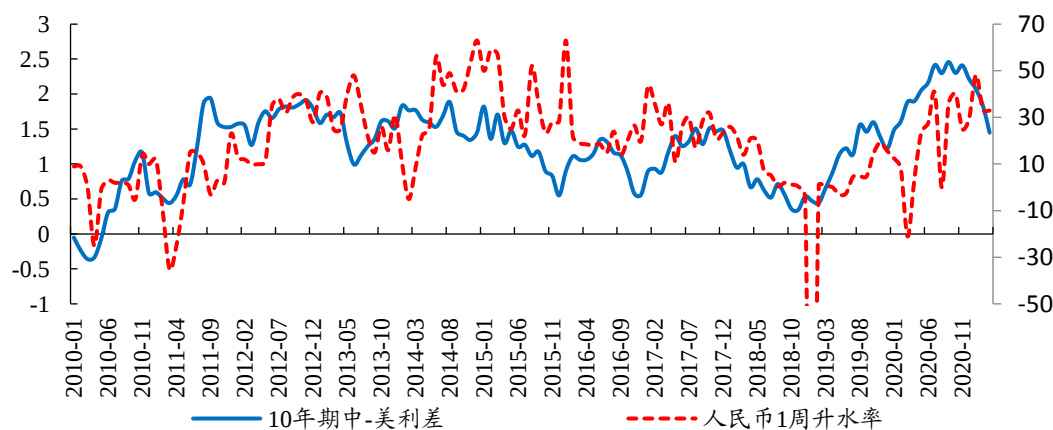


资料来源: Wind, 中原证券

近期金融委员会、国常会均讨论到关注大宗商品价格问题，因此在考虑内生因素的同时，也需要注意我国政策层面对输入通胀的调控效力如何？对于输入型通胀，无论是浮动汇率制还是固定汇率制，汇率的自我调节机制往往无法获得有利的对冲。浮动汇率制下，国际收支的逆差趋势会使本币贬值，进一步引发需求外溢，可能会加重通胀。固定汇率制下，货币政策的被动紧缩则会造成较大程度的经济扰动，与经济复苏境况相悖。

因此有效对冲进口成本上升的手段只能是通过汇率政策将人民币币值推高，进而存在以下政策可能：由于国内外通胀因素对于我国汇率的影响比较有限，短期汇率走势基本由利差因素决定（这一点可以在人民币远期汇率上得到一定验证）因此汇率政策的一个方向便是扩大利差水平，推高人民币升值预期。另一可能则是通过逆周期因子进行相应的直接调控。

图 9: 国际相对利率水平决定了汇率的短期走势



资料来源: Wind, 中原证券

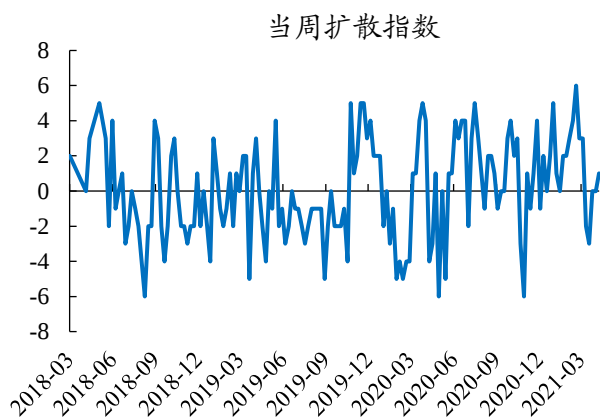
整体上,政策层面如要对冲输入通胀的成本推高问题,较优的办法是在汇率政策上做文章,但与货币政策的独立性与汇改方向存在不符,也间接表明此类通胀因素的政策调节能力较为有限,因此国际市场因素将依然是未来通胀走势的核心决定因素。

2. 经济高频数据追踪

2.1. 经济增长高频追踪

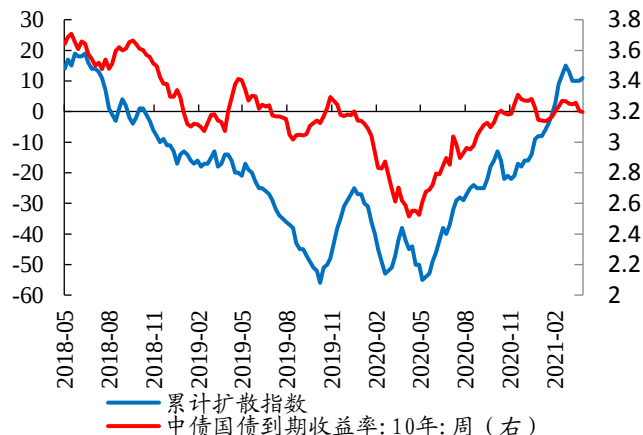
根据目前高频数据，经济增长受需求侧复苏影响，同比增长中枢明显抬升，上周扩散指数录得 1，需求侧复苏的超预期为经济复苏趋势蒙上一层不确定性，复苏势头或将走强，需求复苏趋势仍需观察。

图 10: 同比扩张速度边际回落明显



资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 累计扩散指数出现拐点



资料来源: Wind, 中原证券

经济增长的具体表现结构以及文字描述:

图 12: 扩散指数结构

	2021-04-09	2021-04-02	2021-03-26	2021-03-19	2021-03-12	2021-03-05
发电量	0	1	1	1	0	1
化工生产	0	-1	-1	-1	-1	1
汽车生产	-1	-1	-1	-1	-1	-1
钢铁生产	-1	-1	-1	-1	1	1
建筑投资	1	1	1	1	1	-1
消费需求	1	1	1	-1	-1	1
出口需求	1	0	0	-1	-1	1
当周扩散指数	1	0	0	-3	-2	3

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_19098

