

中国会有高通胀压力吗

——3月通胀数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

CPI 超预期上行。3月CPI同比超预期上行至1.5%，环比与上月持平。通常春节月份之后CPI环比应有明显下行，今年3月CPI则高于正常季节性规律。CPI数据反映出的信息主要有以下几点：第一，高油价是导致CPI超预期上行的主要因素。第二，受国际粮价上涨影响，国内粮食价格也有所上涨，但其对食品项的影响被猪肉价格的下降抵消。第三，国内终端消费需求仍然疲软，核心CPI维持低位。

中国CPI不会过高。目前海外各国大多发生了超预期的高通胀，中国CPI也出现上行趋势。在国际粮价、油价高企的背景下，未来随着猪周期触底回升，中国是否也会出现高通胀？我们认为目前看这种可能性很小，主要理由有以下几点：第一，目前国内粮食储备充足，粮价上涨将较为温和。2012年之后中国粮食库存大幅上升，目前三大主粮的库存量远远高于十年前的水平，所以虽然近两年国际粮价大幅上涨，但中国粮价仍相当稳定。第二，油价对CPI冲击最猛烈的时候可能已经过去。第三，猪周期难现2019年高度。2019年是非洲猪瘟导致的极致去产能，生猪供给下降幅度前所未有。而本轮猪周期则是正常的周期性波动，目前来看能繁母猪存栏的去化程度也远远不及2019年之前，所以我们认为本轮猪周期更类似于2011及2016年的情况，上升的高度有限。第四，疫情对中国需求端冲击大于供给端，给核心CPI带来的是通缩压力而非通胀。综合以上四点，我们认为未来CPI虽然有继续上升的压力，但压力可控，全年高点大概率不会突破3%的政策目标。

PPI有短期冲高压力，但长期仍将下行。3月PPI同比超预期上涨8.3%，环比上涨1.1%。中国PPI更易受到输入性冲击，在地缘政治冲突导致工业品原材料高企的背景下，PPI重新出现较强的上涨势头。3月PPI数据具有以下特征：第一，油价上涨贡献了3月PPI的主要涨幅。第二，涨价集中在上游行业，价格传导仍不畅通。4月PPI仍有上行压力。从国际油价到国内相关行业PPI的传导有一个月的时间滞后，国际油价在3月继续大涨，将给中国4月PPI继续上行的动力。但长期来看随着全球经济增速下行和国内PPI基数的快速抬升，PPI同比仍将延续下行趋势。

风险提示：地缘政治冲突升级导致油价再度飙升。

目录

1. 数据	4
2. CPI 超预期上行，但不易出现高通胀	4
3. PPI 涨幅集中在上游行业，下游企业生存困难	7

图表目录

图表 1: CPI 超预期上行.....	4
图表 2: 交通和通信项是 CPI 主要拉动项.....	5
图表 3: 核心 CPI 较低.....	5
图表 4: 2000-2012 年中国粮价易受外围冲击.....	5
图表 5: 目前中国三大主粮储备非常充足.....	5
图表 6: 布油价格回落将带动国内成品油价格下行.....	6
图表 7: 能繁母猪存栏去化速度不快.....	6
图表 8: 世界上典型生产国的核心通胀低于典型消费国.....	7
图表 9: PPI 涨价主要集中在上游行业.....	8

1. 数据

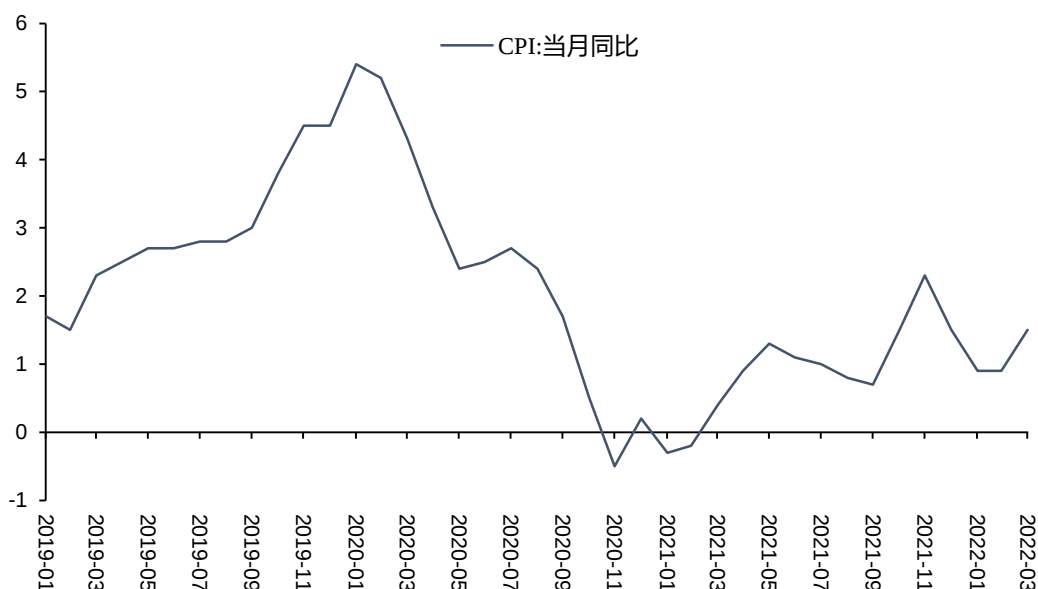
中国 3 月 CPI 同比增长 1.5%，市场预期 1.3%，前值 0.9%。

中国 3 月 PPI 同比增长 8.3%，市场预期 8.0%，前值 8.8%

2. CPI 超预期上行，但不易出现高通胀

3 月 CPI 同比超预期上行至 1.5%，环比与上月持平。通常春节月份之后 CPI 环比应有明显下行，今年 3 月 CPI 则高于正常季节性规律。

图表 1：CPI 超预期上行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

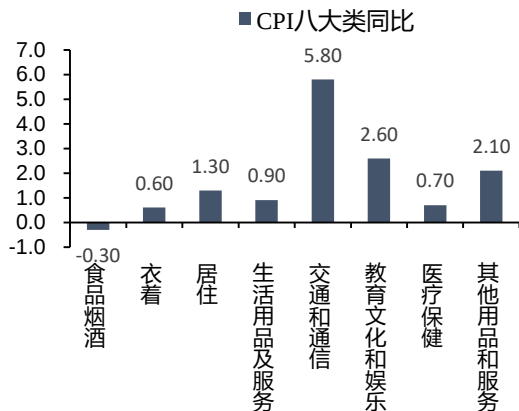
CPI 数据反映出的信息主要有以下几点：

第一，高油价是导致 CPI 超预期上行的主要因素。由于地缘政治冲突的发酵，3 月份国际油价持续位于 100 美元/桶以上，国内汽油、柴油和液化石油气价格同比分别上涨 24.6%、26.9% 和 27.1%。交通通信 CPI 同比上涨 5.8%，是 CPI 八大项中拉动整体物价水平的主要大类。

第二，受国际粮价上涨影响，国内粮食价格也有所上涨，但其对食品项的影响被猪肉价格的下降抵消。2020 年下半年以来，国际粮价持续上涨，且近期受到俄乌冲突影响而加速。受此影响国内小麦等粮食价格也有所上涨，带动粮食 CPI 同比上涨 2%，但猪周期仍在下行期，猪肉价格同比下降 41.4%，环比下降 9.3%，抵消了粮价的影响并最终导致食品烟酒类 CPI 同比下降 0.3%。

第三，国内终端消费需求仍然疲软，核心 CPI 维持低位。3 月核心 CPI 同比上涨 1.1%，与上个月持平，维持在去年下半年以来的最低值。衣着、生活用品及服务、医疗保健等居民日常消费项价格涨幅都较低，反映出疫情冲击之下居民消费较为疲软，无法拉动商品价格，也阻碍了上游价格向下游传导。

图表 2：交通和通信项是 CPI 主要拉动项



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：核心 CPI 较低

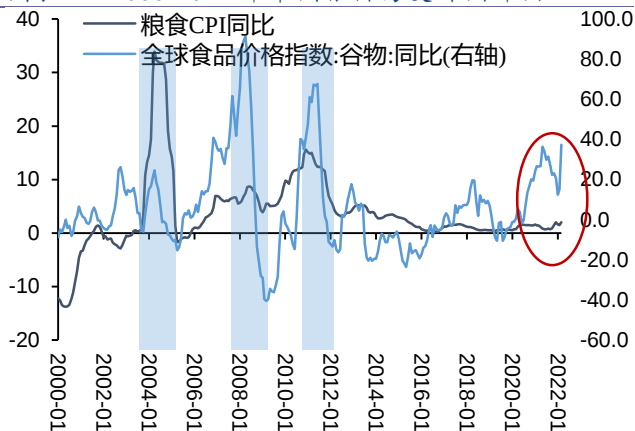


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

目前海外各国大多发生了超预期的高通胀，中国 CPI 也出现上行趋势。在国际粮价、油价高企的背景下，未来随着猪周期触底回升，中国是否也会出现高通胀？我们认为目前看这种可能性很小，主要理由有以下几点：

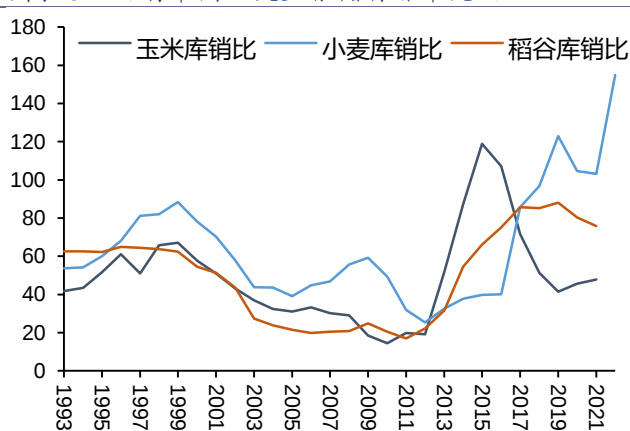
第一，目前国内粮食储备充足，粮价上涨将较为温和。粮食问题是中国以往历次高通胀的重要导火索，比如 2004 年、2008 年和 2011 年的高通胀时期，中国粮价与国际粮价协同上涨，导致 CPI 大幅上行。2020 年下半年以来国际粮价大幅上涨，也引发了国内的相关担忧。不过从玉米、小麦和稻谷三大主粮的库销比来看，2000-2012 年也正是中国粮食储备很低的时期，所以国内粮价容易受到国际粮价的冲击。但 2012 年之后中国粮食库存大幅上升，目前三大主粮的库存量远远高于十年前的水平，所以虽然近两年国际粮价大幅上涨，但中国粮价仍相当稳定。故我们认为今年国内粮价涨幅会较为温和，不易出现高通胀。

图表 4：2000-2012 年中国粮价易受外围冲击



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 5：目前中国三大主粮储备非常充足



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，油价对 CPI 冲击最猛烈的时候可能已经过去。中国汽油、柴油价格与国际油价走势相吻合，不过由于国内的价格管控，波动幅度只有布油的 1/3 左右。且中国成品油的调价机制是布油在 40 美元以下及 130 美元以上时国内成品油价格不再调整。3 月布油最高价已经冲到 140 美元附近，国内成品油价格在 3 月已经接近天花板，不会再有明显上涨。另外，国际油价现今已回落至 100 美元/桶附近，且对于俄乌冲突相关消息的影响相对钝化，所以未来油价对

CPI 的冲击效应难以扩大，相关项的 CPI 很有可能随着油价的回调而回落。

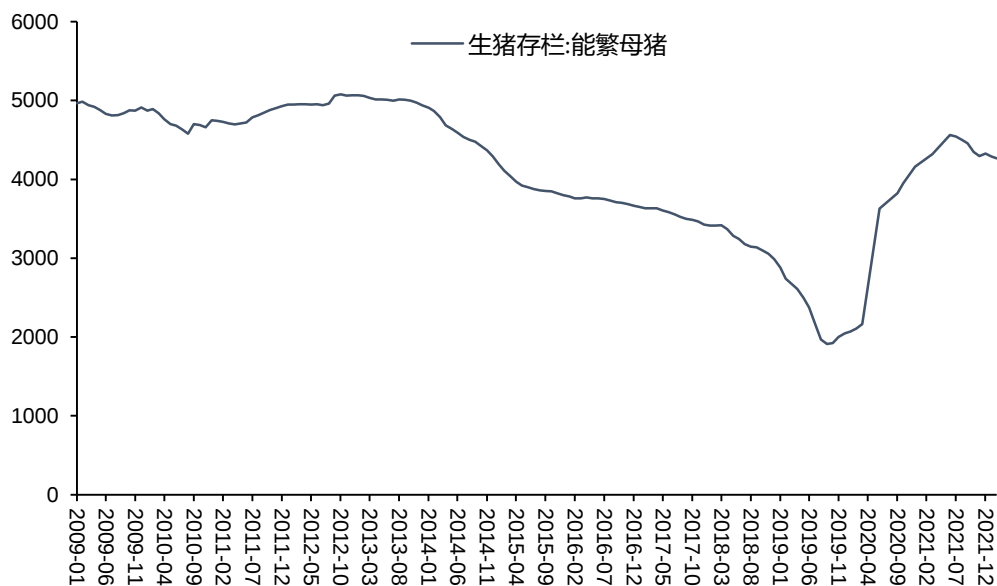
图表 6：布油价格回落将带动国内成品油价格下行



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三，猪周期难现 2019 年高度。从能繁母猪存栏与猪肉价格的关系来推断，今年二季度可能是猪周期的低点，猪价上涨往往是推动中国 CPI 的最重要因素。不过 2019 年是非洲猪瘟导致的极致去产能，生猪供给下降幅度前所未有。而本轮猪周期则是正常的周期性波动，目前来看能繁母猪存栏的去化程度也远远不及 2019 年之前，所以我们认为本轮猪周期更类似于 2011 及 2016 年的情况，上升的高度有限，不会对 CPI 造成太大压力。

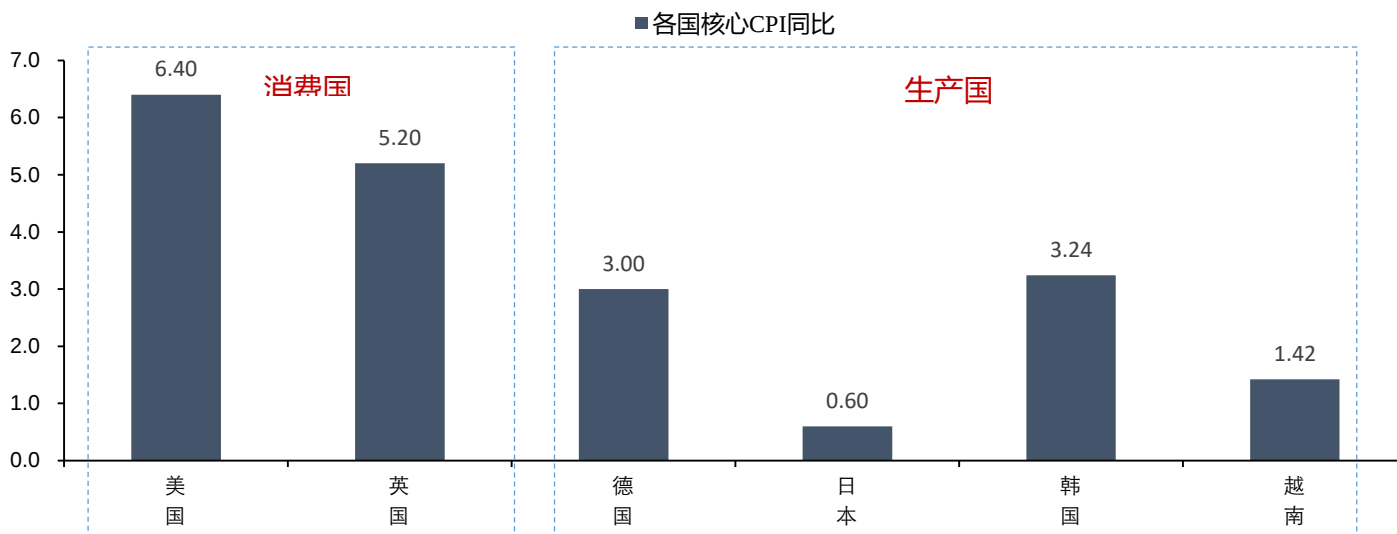
图表 7：能繁母猪存栏去化速度不快



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第四，疫情对中国需求端冲击大于供给端，给核心CPI带来的是通缩压力而非通胀。目前海外大多数国家都爆发了高通胀，根本原因在于工业生产恢复不足，而居民需求过度旺盛。对比世界上典型的消费国和生产国可以看出，疫情后整体上制造业生产国的核心通胀水平较消费国更低，因为生产国工业产业链较为健全，受疫情导致的供应链冲击相对更小。中国是世界上工业产业链最完备的国家，很难出现类似英美等国的供应不足的问题。疫情爆发两年来的经验以及近期的高频数据可以看出，疫情对中国需求端的冲击远远大于生产端，更容易造成供应过剩，从而压制通胀水平。即便可能出现由于物流受限而造成的局部通胀抬升，那也只是短期现象。

图表 8：世界上典型生产国的核心通胀低于典型消费国



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

注：越南的数据为CPI同比，因为不统计核心CPI数据

综合以上四点，我们认为未来CPI虽然有继续上升的压力，但压力可控，全年高点大概率不会突破3%的政策目标。

3. PPI 涨幅集中在上游行业，下游企业生存困难

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_40189

