

## 四重压力下中国 CPI 会失控吗？

### ——5 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

**如何看待四重压力下的 CPI?** 5 月 CPI 略低于市场预期，同比录得 2.1%，与 4 月持平，结束了此前两个月的跳跃式上升。CPI 环比下降 0.2%，价格上涨的动能趋缓。具体来看，粮价环比上涨 0.5%，拉动 CPI0.01 个百分点，猪肉价格环比上涨 5.2%，拉动 CPI0.06 个百分点。不过随着物流恢复，鲜菜价格下降了 15%，拖累 CPI0.36 个百分点，对冲了猪肉和粮价的上涨。国际油价居高不下，汽油和柴油价格继续上涨 0.6%。但疫情导致线下消费疲软，核心 CPI 仍维持低位。当前中国 CPI 面临“四重压力”：一是 PPI 向核心 CPI 传导的压力；二是国际粮价大涨给中国粮食价格的压力；三是国内猪周期上行给食品价格带来的压力；四是油价居高不下给能源价格带来的压力。回顾历史经验，农产品与工业品的价格共振往往会导致中国出现巨大的通胀压力，而今似乎所有方面的压力都再度显现。这就不难理解为何央行近期把通胀的矛盾也摆在很重要的位置上。我们认为虽然在四重压力之下，中国 CPI 趋于上行，但是年内高点或在 3% 左右，显著高于 3% 的政策目标的风险不大。第一，PPI 向 CPI 传导的力量很弱。我们回顾近 20 年来 PPI 与 CPI 的相关关系，发现在 2015 年之前 PPI 和 CPI 的相关性很强，相关系数达到 0.7。而 2015 年之后二者相关性大大减弱，相关系数甚至为负，达到 -0.2。我们认为主要有两方面原因。一是近些年来中国经济增速中枢下移，需求端始终较为疲软，尤其是消费增速下降更为明显。终端消费需求的趋势性下行使得下游厂商难以提价，只能被迫承受成本端的波动，从 PPI 到 CPI 的传导效果减弱。二是中国此前长期的“重投资、轻消费”造成了严重的产能过剩，2015 年之后中央提出供给侧结构性改革，从此供给成为了影响 PPI 的核心因素，需求的影响力相对减弱，所以 CPI 对 PPI 的拉动力也减弱。根据国际标准，一个产业的产能利用率低于 80% 即为产能过剩，低于 75% 即为严重产能过剩。中国工业整体产能利用率近年来始终在 80% 以下，今年一季度降至 75.8%，其中制造业产能利用率为 75.9%。这反映出中国整体工业产能仍是过剩的，所以 PPI 向 CPI 的传导不易发生。第二，国际粮价上涨给中国粮食 CPI 的压力有限。中国在 2004 年、2007-2008 年和 2010-2011 年都出现过“粮食危机”，且与国家粮价走势密切相关。当前国际上小麦、玉米、大豆、稻谷的价格均已达到或逼近历史高位。不过中国口粮的构成之中大米占主要部分，其次是小麦。从中国三大主粮以及大豆的库销比数据来看，前几次“粮食危机”时期正是对应库销

比最低的时期，而当前小麦和稻谷（大米）的库销比都处于历史高位，安全垫很高。所以今年国内粮食价格受国际粮价冲击相对较小，尤其是大米几乎没有受到影响，这是国内粮价能够保持稳定的原因。第三，本轮猪周期将显著弱于上一轮。2018 年-2019 年由于非洲猪瘟带来的强力去产能，2019 年出现了史无前例的“超级猪周期”。相比之下本轮去产能则很温和，能繁母猪存栏量目前仍远高于前几年的水平。本轮猪周期高点可能和 2016 年及 2011 年高点相当，假设猪肉价格上涨至 2016 年及 2011 年的高点，则相对于目前的水平而言，给 CPI 带来的拉动效应约为 0.6 个百分点。第四，油价给 CPI 带来的边际抬升有限。目前布伦特原油价格已经超过 120 美元/桶，中国成品油调价机制是在国际油价低于 40 美元/桶及高于 130 美元/桶之时不再调整，即国内成品油价格存在“天花板”效应，而目前价格已经接近“天花板”，未来国内成品油价格上涨空间不大。即使不考虑“天花板效应”，我们测算油价对 CPI 的影响系数约为 1%-2%。目前国际市场上各机构对油价最高的预测约为 150 美元/桶。假设未来油价达到这一高点，则给中国 CPI 带来的拉动效应仅为 0.25-0.5 个百分点。综合以上考虑，PPI 对 CPI 的传导效应较弱；国际粮价上涨对国内粮食 CPI 拉动效果不大；猪肉及油价即使达到高点，对 CPI 的拉动效果仅为 1 个百分点左右，且二者很难同时达到高点。加之下半年 CPI 翘尾因素会显著下降，所以我们认为年内 CPI 显著高于 3% 的可能性不大，预计高点即在 3% 左右。

**中下游行业受到上游的挤压减轻。**5 月 PPI 同比涨幅下降 1.6 个百分点至 6.4%，基本符合预期。4 月多种大宗商品价格的下降推动了 5 月 PPI 加速下行。5 月 PPI 反映出以下特征：第一，油价相关的行业价格涨势仍强。在俄乌冲突持续的背景下，国际油价较为坚挺。油气采选业 PPI 环比上涨 1.3%，石油煤炭加工业 PPI 环比上涨 0.9%。第二，煤炭、黑色、有色等上游行业 PPI 大幅回落。有色冶炼加工、煤炭采选和黑色冶炼加工业 PPI 由正转负，分别环比下降 1.3%、1.1% 和 0.5%。第三，部分中下游行业 PPI 有所上涨。农副食品加工、化纤制造、电子设备制造、服装等行业 PPI 均上涨幅度较大。整体来看，5 月 PPI 上涨在上中下游行业的分布相对均匀，不像前几个月涨价基本集中在上游。这意味着中下游行业的成本压力有所减轻。未来 PPI 同比下行趋势将会延续，但斜率存在较大的不确定性。一方面，俄乌冲突的持续使得油价等重要工业原材料价格居高不下，甚至有再度上行的风险。另一方面，随着中国基建投资的发力及房地产行业逐步触底回升，大宗商品需求也可能会增加。

**风险提示：**俄乌冲突持续时间超预期。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 如何看待四重压力下的 CPI .....	5
3. 中下游行业受到上游的挤压减轻 .....	8

## 图表目录

图表 1: CPI 略低于市场预期.....	5
图表 2: CPI 与 PPI 的相关性近年来减弱.....	6
图表 3: 中国仍处于产能过剩的阶段.....	6
图表 4: 当前国内粮食储备很充足.....	7
图表 5: 本轮生猪去产能相对温和.....	7
图表 6: PPI 加速下行.....	8
图表 7: 5 月 PPI 涨幅在各行业间的分布相对平衡.....	9

## 1. 数据

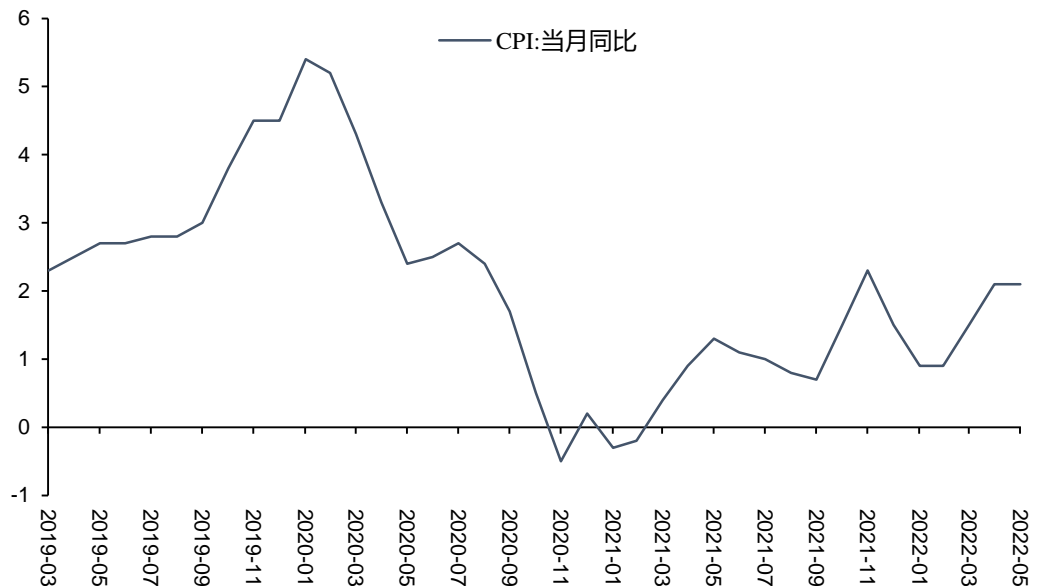
中国 5 月 CPI 同比上涨 2.1%，预期 2.2%，前值 2.1%。

中国 5 月 PPI 同比上涨 6.4%，预期 6.3%，前值 8.0%。

## 2. 如何看待四重压力下的 CPI

5 月 CPI 略低于市场预期，同比录得 2.1%，与 4 月持平，结束了此前两个月的跳跃式上升。CPI 环比下降 0.2%，价格上涨的动能趋缓。

图表 1：CPI 略低于市场预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体来看，粮价环比上涨 0.5%，拉动 CPI 0.01 个百分点，猪肉价格环比上涨 5.2%，拉动 CPI 0.06 个百分点。不过随着物流恢复，鲜菜价格下降了 15%，拖累 CPI 0.36 个百分点，对冲了猪肉和粮价的上涨。国际油价居高不下，汽油和柴油价格继续上涨 0.6%。但疫情导致线下消费疲软，核心 CPI 仍维持低位。

当前中国 CPI 面临“四重压力”：一是 PPI 向核心 CPI 传导的压力；二是国际粮价大涨给中国粮食价格的压力；三是国内猪周期上行给食品价格带来的压力；四是油价居高不下给能源价格带来的压力。回顾历史经验，农产品与工业品的价格共振往往会导致中国出现巨大的通胀压力，而今似乎所有方面的压力都再度显现。这就不难理解为何央行近期把通胀的矛盾也摆在很重要的位置上。

我们认为虽然在四重压力之下，中国 CPI 趋于上行，但是年内高点或在 3% 左右，显著高于 3% 的政策目标的风险不大。

第一，PPI 向 CPI 传导的力量很弱。我们回顾近 20 年来 PPI 与 CPI 的相关关系，发现在 2015 年之前 PPI 和 CPI 的相关性很强，相关系数达到 0.7。而 2015 年之后二者相关性大大减弱，

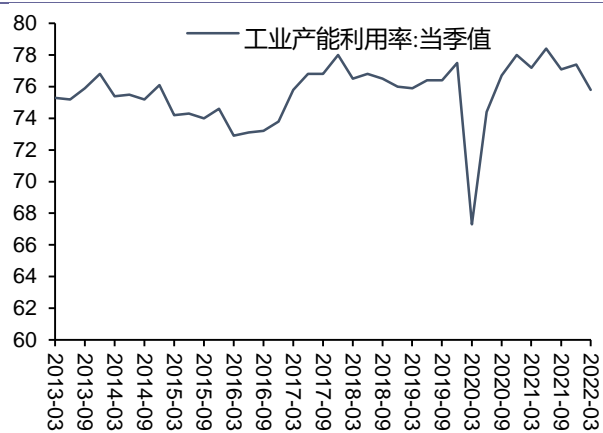
相关系数甚至为负，达到-0.2。我们认为主要有两方面原因。一是近些年来中国经济增速中枢下移，需求端始终较为疲软，尤其是消费增速下降更为明显。终端消费需求的趋势性下行使得下游厂商难以提价，只能被迫承受成本端的波动，从 PPI 到 CPI 的传导效果减弱。二是中国此前长期的“重投资、轻消费”造成了严重的产能过剩，2015 年之后中央提出供给侧结构性改革，从此供给成为了影响 PPI 的核心因素，需求的影响力相对减弱，所以 CPI 对 PPI 的拉动力也减弱。根据国际标准，一个产业的产能利用率低于 80% 即为产能过剩，低于 75% 即为严重产能过剩。中国工业整体产能利用率近年来始终在 80% 以下，今年一季度降至 75.8%，其中制造业产能利用率为 75.9%。这反映出中国整体工业产能仍是过剩的，所以 PPI 向 CPI 的传导不易发生。

图表 2：CPI 与 PPI 的相关性近年来减弱



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

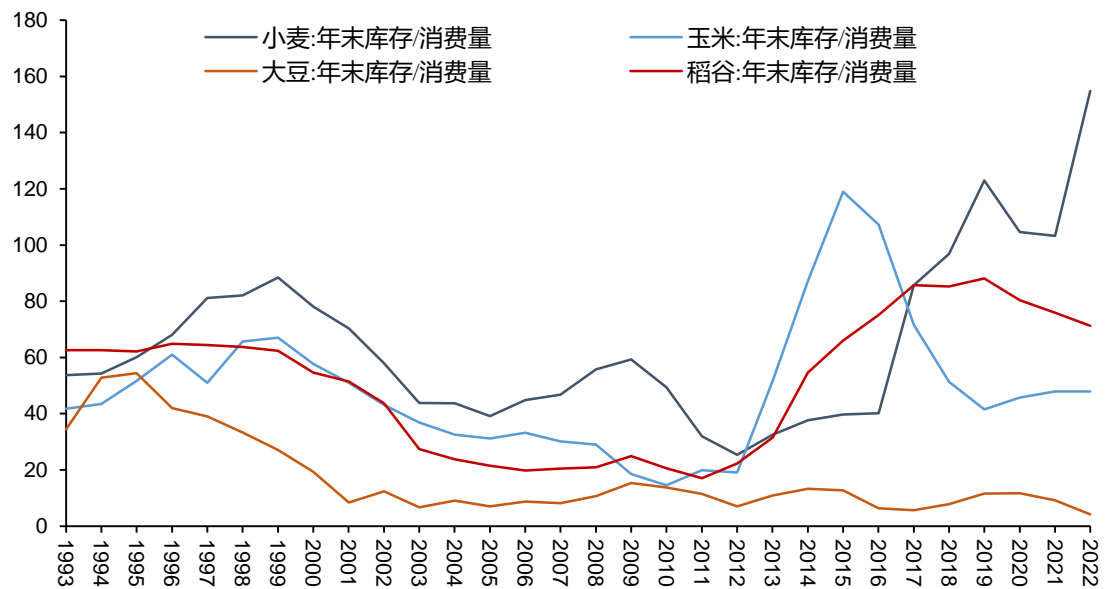
图表 3：中国仍处于产能过剩的阶段



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第二，国际粮价上涨给中国粮食 CPI 的压力有限。中国也曾出现过“粮食危机”，且是 CPI 上行的重要推手。2004 年、2007-2008 年和 2010-2011 年都出现过“粮食危机”，且与国家粮价走势密切相关。当前国际上小麦、玉米、大豆、稻谷的价格均已达到或逼近历史高位。主要生产国 PPI 的大幅上行也导致农业原料成本大幅上涨，所以今年全球范围来看粮食压力确实很大。不过中国口粮的构成之中大米占主要部分，其次是小麦。而目前中国大米基本自给自足，今年未有减产，且储备量非常充足，和以往几次“粮食危机”时期的低储备量的情况截然不同。从三大主粮以及大豆的库销比数据来看，前几次“粮食危机”时期正是对应库销比最低的时期，而当前小麦和稻谷（大米）的库销比都处于历史高位，安全垫很高。所以今年国内粮食价格受国际粮价冲击相对较小，尤其是大米几乎没有受到影响，这是国内粮价能够保持稳定的原因。

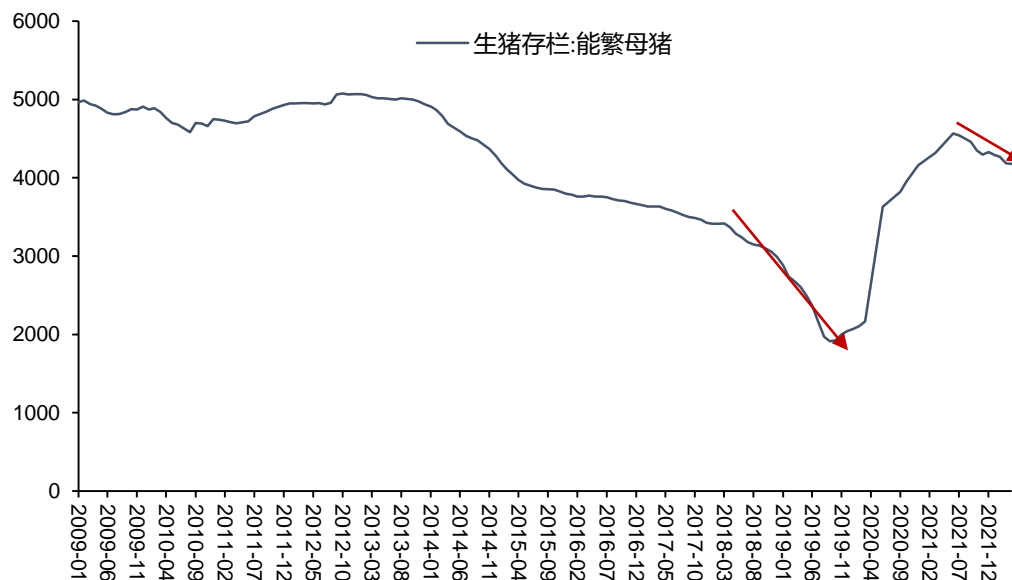
图表 4: 当前国内粮食储备很充足



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第三, 本轮猪周期将显著弱于上一轮。2018 年-2019 年由于非洲猪瘟带来的强力去产能, 2019 年出现了史无前例的“超级猪周期”。相比之下本轮去产能则很温和, 能繁母猪存栏量目前仍远高于前几年的水平。本轮猪周期高点可能和 2016 年及 2011 年高点相当, 假设猪肉价格上涨至 2016 年及 2011 年的高点, 则相对于目前的水平而言, 给 CPI 带来的拉动效应约为 0.6 个百分点。

图表 5: 本轮生猪去产能相对温和



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第四, 油价给 CPI 带来的边际抬升有限。目前布伦特原油价格已经超过 120 美元/桶, 中国成品油调价机制是在国际油价低于 40 美元/桶及高于 130 美元/桶之时不再调整, 即国内成品油

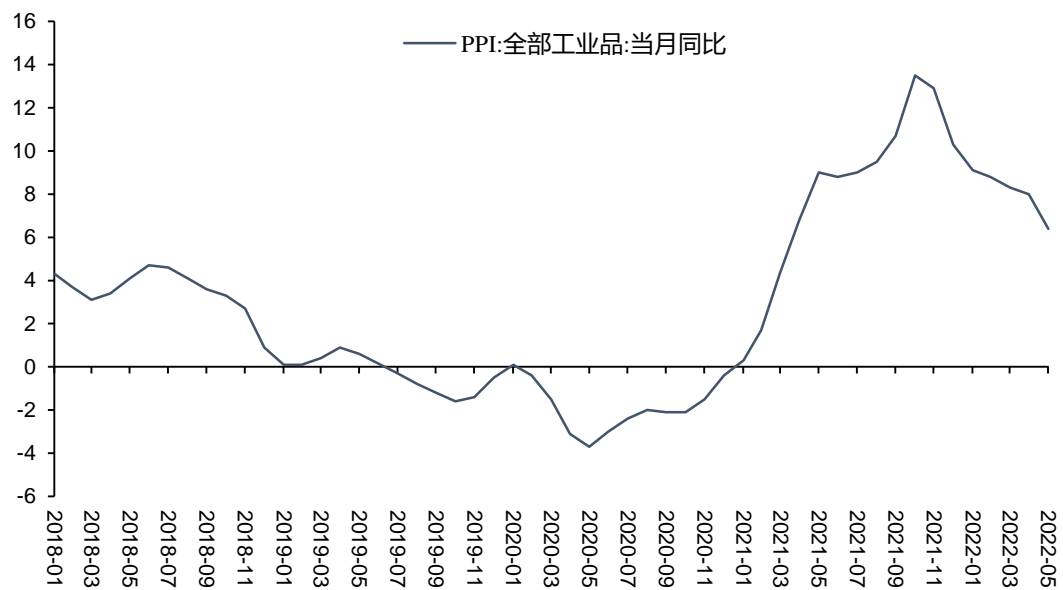
价格存在“天花板”效应，而目前价格已经接近“天花板”，未来国内成品油价格上涨空间不大。即使不考虑“天花板效应”，我们测算油价对 CPI 的影响系数约为 1%-2%。目前国际市场上各机构对油价最高的预测约为 150 美元/桶。假设未来油价达到这一高点，则给中国 CPI 带来的拉动效应仅为 0.25-0.5 个百分点。

综合以上考虑，PPI 对 CPI 的传导效应较弱；国际粮价上涨对国内粮食 CPI 拉动效果不大；猪肉及油价即使达到高点，对 CPI 的拉动效果仅为 1 个百分点左右，且二者很难同时达到高点。加之下半年 CPI 翘尾因素会显著下降，所以我们认为年内 CPI 显著高于 3% 的可能性不大，预计高点即在 3% 左右。

### 3. 中下游行业受到上游的挤压减轻

5 月 PPI 同比涨幅下降 1.6 个百分点至 6.4%，基本符合预期。4 月多种大宗商品价格的下降推动了 5 月 PPI 加速下行。

图表 6: PPI 加速下行



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

5 月 PPI 反映出以下特征:

**第一，油价相关的行业价格涨势仍强。**在俄乌冲突持续的背景下，国际油价较为坚挺。油气采选业 PPI 环比上涨 1.3%，石油煤炭加工业 PPI 环比上涨 0.9%。

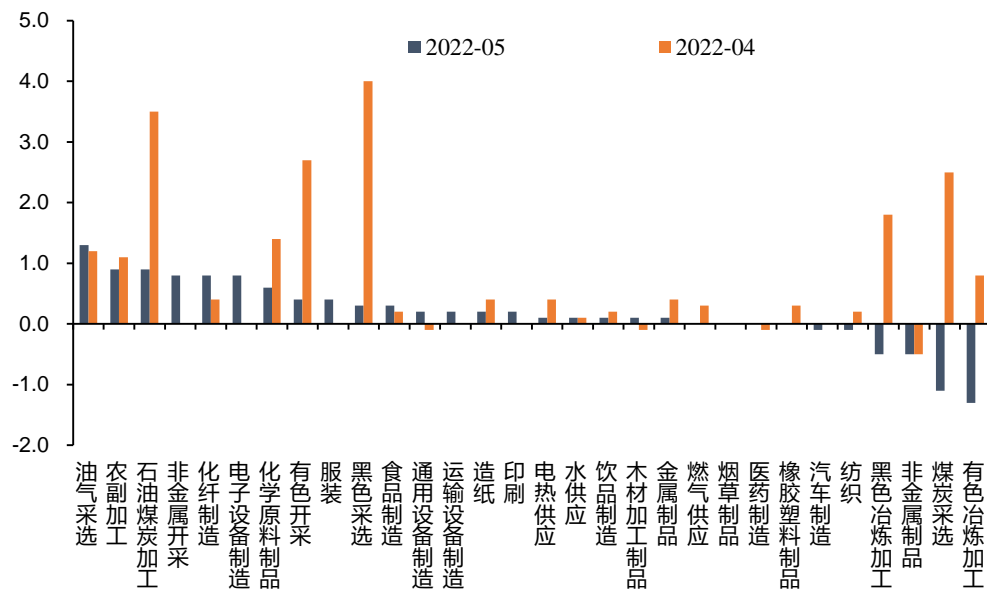
**第二，煤炭、黑色、有色等上游行业 PPI 大幅回落。**有色冶炼加工、煤炭采选和黑色冶炼加工业 PPI 由正转负，分别环比下降 1.3%、1.1%和 0.5%。

**第三，部分中下游行业 PPI 有所上涨。**农副食品加工、化纤制造、电子设备制造、服装等行业 PPI 均上涨幅度较大。

整体来看，5 月 PPI 上涨在上中下游行业的分布相对均匀，不像前几个月涨价基本集中在上游。这意味着中下游行业的成本压力有所减轻。



图表 7：5 月 PPI 涨幅在各行业间的分布相对平衡



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**未来 PPI 同比下行趋势将会延续，但斜率存在较大的不确定性。**一方面，俄乌冲突的持续使得油价等重要工业原材料价格居高不下，甚至有再度上行的风险。另一方面，随着中国基建投资的发力及房地产行业逐步触底回升，大宗商品需求也可能会增加。

**风险提示：**俄乌冲突持续时间超预期。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。