

相关研究

《财政力度略偏紧——对今年财政政策的理解》2021.04.05

《需求主导：油价行情或未结束》  
2021.04.06

《从“放水”到“收水”：挑战哪些“纸币”？》2021.03.28

## 通胀还是通缩？（海通宏观 梁中华）

### 投资要点：

#### 海通宏观思考第 13 期

- 上周统计局公布了 3 月份的通胀数据，PPI 同比大幅跃升到了 4.4%，CPI 同比也有抬升，提高到 0.4%。在去年货币刺激的情况下，本月通胀数据大幅抬升，是否意味着通胀要来了？会否导致货币政策的收紧？我们认为，通胀的压力是结构性的，而通缩的压力可能是更普遍的现象。加息或收紧资金利率的可能性都不大，更多是定向紧信用。

分析师：梁中华

Tel: (021) 23219820

Email: lzh13508@htsec.com

证书: S0850520120001

## 目 录

---

1. 通胀压力是局部的 .....	4
2. 通缩压力是普遍的 .....	4
3. 货币会收紧吗？定向紧信用 .....	6

## 图目录

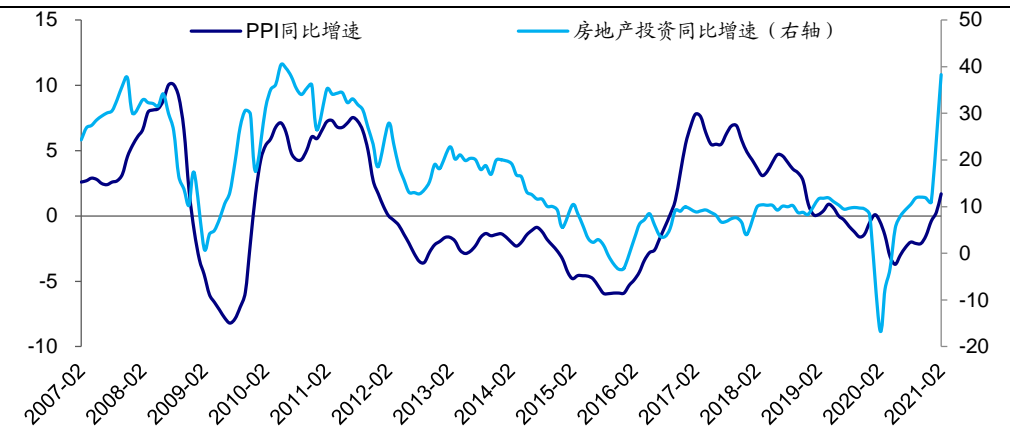
图 1 投资需求支撑 PPI 走高 (%)	4
图 2 钢铁高炉开工率 (%)	4
图 3 大宗商品支撑 PPI 走高 (%)	5
图 4 上游涨价多，下游涨价少 (%)	5
图 5 非食品 CPI 和核心 CPI 同比 (%)	5
图 6 清明假期我国旅游收入 (亿元)	6
图 7 农村外出务工劳动力同比仍是负增长 (%)	6
图 8 过去 PPI 走高会导致加息 (%)	7
图 9 PPI 和 CPI 的背离 (%)	7

## 1. 通胀压力是局部的

3月PPI的大幅抬升，有几个方面的因素影响。第一个原因是去年的低基数，去年3月份受到新冠疫情的冲击，我国PPI环比大跌了1%，直接推动今年3月PPI同比相比2月份走高1个百分点。

第二，从需求端来看，我国PPI走势和固定资产投资、尤其是房地产投资高度相关。去年在货币信用刺激下，房地产经济大幅反弹，带动了对工业品的需求，支撑价格走高。

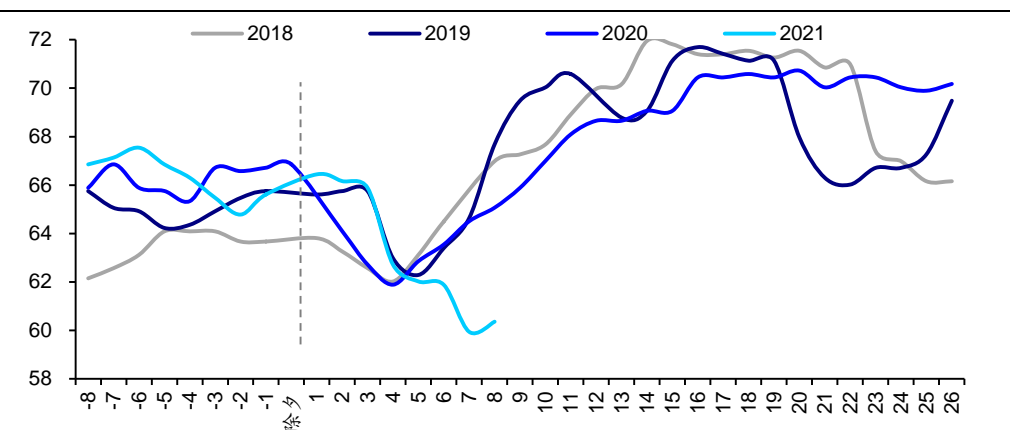
图1 投资需求支撑PPI走高(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

第三，除了需求端的因素外，供给端的扰动也不可忽视。以钢铁行业为例，在限产减排政策的影响下，高炉开工率大幅走低，远远低于往年同期的水平。在需求没有大幅走弱的情况下，严格限制供给，也对价格起到了推高作用。

图2 钢铁高炉开工率(%)

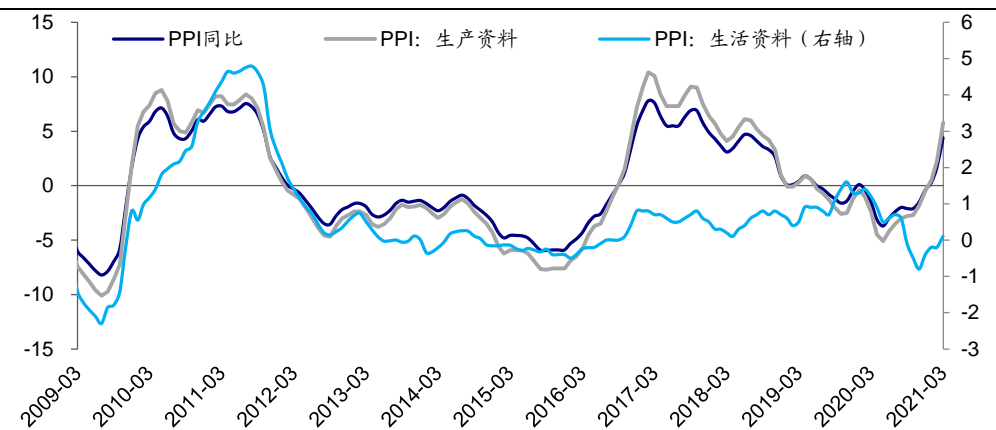


资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴为周度序号

## 2. 通缩压力是普遍的

但是如果仔细拆分3月PPI的涨价结构，其实和前几个月是类似的，即PPI的回升主要是大宗商品涨价带动的，生产资料价格同比飙升到了5.8%，而生活资料价格同比仅仅转正至0.1%。

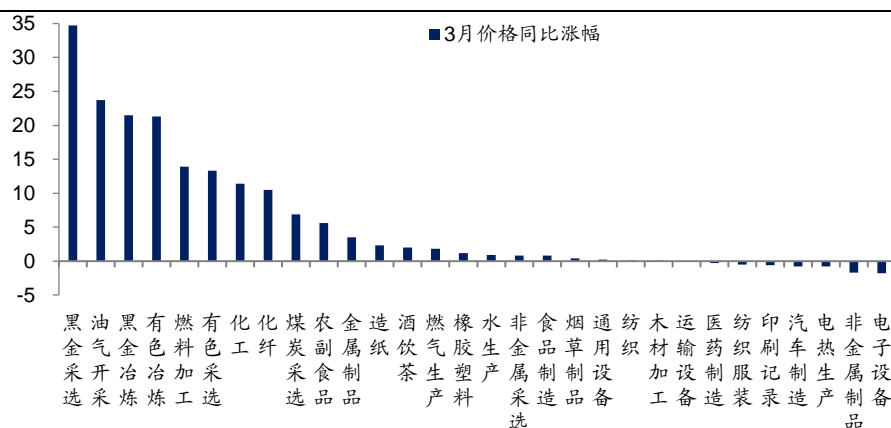
图 3 大宗商品支撑 PPI 走高 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

从行业分类来看，涨价幅度较大的几乎全部集中在上游原材料相关的领域，下游终端消费需求相关的领域没有明显的价格上涨。所以 PPI 大幅上行的背后，依然是房地产经济的火热，而终端消费需求的疲弱，反映的是经济非对称、非全面的复苏。

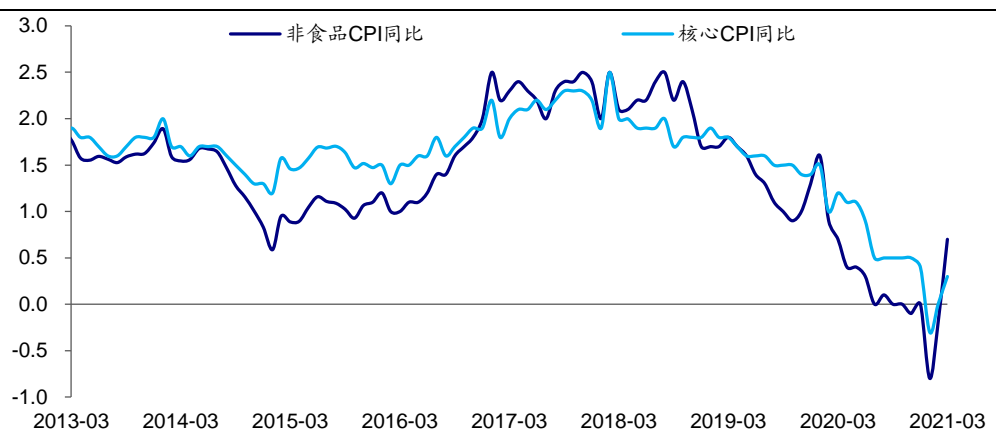
图 4 上游涨价多，下游涨价少 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

从 CPI 数据也能看出，占据经济 5 成以上的终端消费需求，面临的更多是通缩的压力。尽管 3 月份非食品 CPI 同比回升至 0.7%，但主要是油价上涨带动的，例如 3 月汽油和柴油价格同比分别上涨 11.9% 和 12.8%。剔除食品和能源，我国 3 月核心 CPI 同比仅仅回升至 0.3%，依然比去年四季度水平还要低。

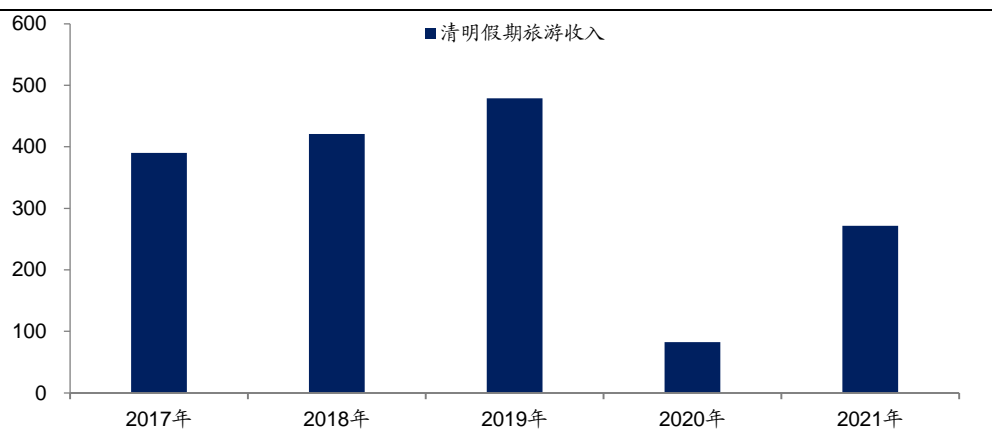
图 5 非食品 CPI 和核心 CPI 同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

终端消费需求的疲弱一方面是受到疫情影响，人口流动无法像疫情之前正常化，对部分消费冲击较大。例如刚刚过去的4月清明假期期间，根据文旅部官方微信号数据，我国国内旅游出游1.02亿人次，仅仅恢复至2019年的94.5%；实现国内旅游收入271.68亿元，仅仅恢复至2019年的56.7%。去年疫情爆发以来，凡是遇到假期、涉及到居民大量出行的时间，消费相比疫情前都是大幅负增长；而非假期时间、居民出行减少的时候，消费和疫情前相比才能实现小幅的正增长。这说明，人口流动无法正常化，对消费是有冲击的。

图6 清明假期我国旅游收入（亿元）

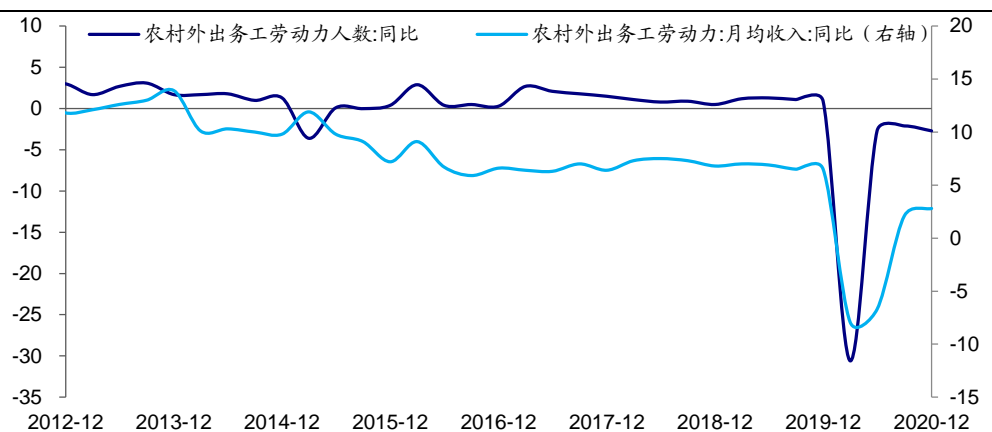


资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面居民就业和收入也受到压制，影响消费能力。例如截至去年底，农村外出务工劳动力数量同比依然负增长了2.7%，而在之前的连续几年内从来没有出现过负增长，外出务工人员的月均收入也和疫情之前有一定差距。所以即使是非假期时间，居民消费增速也没有回到疫情前的水平，这可能主要受到居民就业和收入的压制。

我们认为，在疫苗接种完成之前，终端消费需求很难完全回到疫情之前的增长轨道，通缩压力要大于通胀压力。

图7 农村外出务工劳动力同比仍是负增长（%）

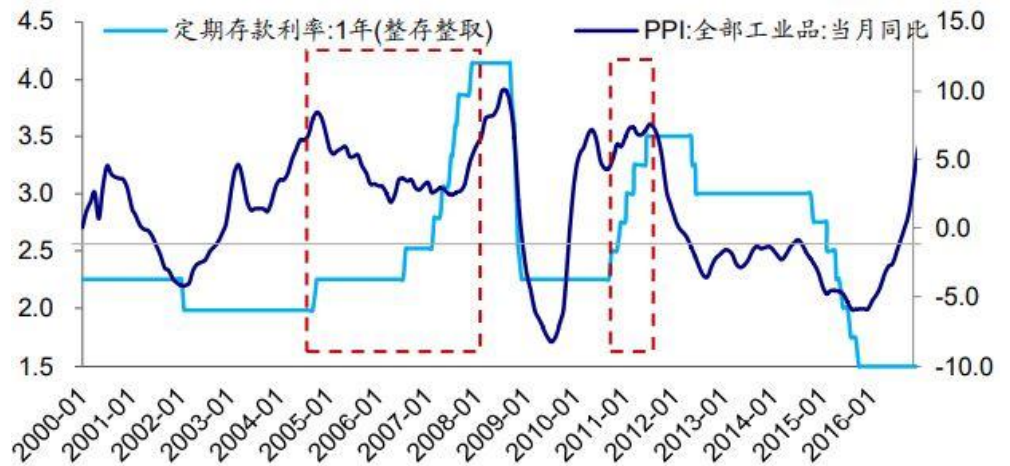


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 货币会收紧吗？定向紧信用

在以往的规律中，PPI的大幅走高都会导致央行的加息。今年4-5月的PPI同比会更高，会不会导致央行的加息风险呢？或者至少导致短端资金利率操作上的偏紧呢？

图 8 过去 PPI 走高会导致加息 (%)



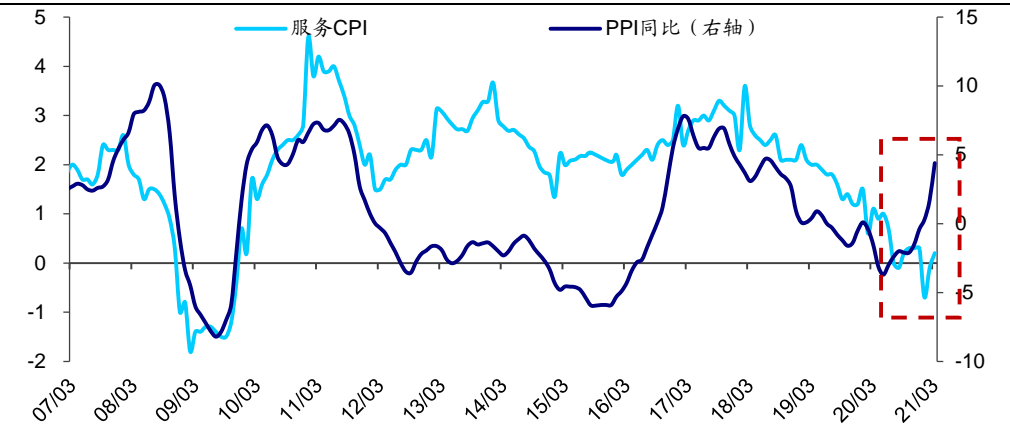
资料来源：Wind，海通证券研究所

其实很难。因为以往 PPI 和核心 CPI、服务业 CPI 的走势是一致的，PPI 的走高代表的是经济的全面修复，而这一轮并不是这样的。去年下半年以来，尽管 PPI 在大幅回升，但核心 CPI 和服务业 CPI 还在下行，当前依然处于低位，服务业 CPI 徘徊在过去十多年的最低位置。所以本轮 PPI 好，仅代表房地产好、以及供给端的扰动，并不代表经济的全面修复。

货币政策是总量的政策，不会因为单一或少数商品的涨价而去加息。就像 2019 年猪肉价格大涨，CPI 同比被推高到 4% 以上，大家也曾担心央行加息风险，可央行非但没有加息，反而还降息了。所以今年政策利率调整的概率不大，资金利率“锁短放长”收紧的可能性也很小，而更多是对偏热的一些领域进行定向紧信用，例如收紧房地产、地方政府隐性债务的信用。

宽货币、紧信用的组合下，大类资产中的利率债配置价值突显。短期情绪扰动的利率调整，或许反而是好机会。

图 9 PPI 和 CPI 的背离 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路颖所长  
(021)23219403luying@htsec.com

高道德副所长  
(021)63411586gaodd@htsec.com

邓勇副所长  
(021)23219404dengyong@htsec.com

荀玉根副所长  
(021)23219658xyg6052@htsec.com

涂力磊所长助理  
(021)23219747tll5535@htsec.com

余文心所长助理  
(0755)82780398ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队  
宋潇(021)23154483sx11788@htsec.com  
梁中华(021)23219820lzh13508@htsec.com  
联系人  
应镭娴(021)23219394yx12725@htsec.com  
侯欢(021)23154658hh13288@htsec.com

金融工程研究团队  
高道德(021)63411586gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443ys10481@htsec.com  
张振岗(021)23154386zgz11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队  
高道德(021)63411586gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645hyw13116@htsec.com  
张弛(021)23219773zcl13338@htsec.com  
邵飞(021)23219819sf13370@htsec.com

固定收益研究团队  
姜珮珊(021)23154121jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484zzr13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124slp13219@htsec.com

策略研究团队  
荀玉根(021)23219658xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117ly11082@htsec.com  
李殊醒(021)23219810zx9612@htsec.com  
曾知(021)23219810zx9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733zxx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748ly12337@htsec.com  
周旭辉(021)23219748ly12337@htsec.com  
联系人  
吴信坤(021)23154147wxk12750@htsec.com

中小市值团队  
钮宇鸣(021)23219420ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁(021)23219420ymniu@htsec.com

政策研究团队  
李明亮(021)23219434lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396wx5937@htsec.com

石油化工行业  
邓勇(021)23219404dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143zjj10419@htsec.com  
胡敬(021)23154505hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411zx12361@htsec.com

医药行业  
余文心(0755)82780398ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998hwb10850@htsec.com  
范国钦(021)23154384fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096lgk12371@htsec.com  
孟陆(021)23219671zh13348@htsec.com  
周航(021)23219671zh13348@htsec.com  
朱赵明(021)23154120zzm12569@htsec.com  
彭婧(010)68067998pp13606@htsec.com

汽车行业  
王猛(021)23154017wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华(021)23219807fqh12888@htsec.com  
郑蕾(021)23963569zl12742@htsec.com

公用事业  
戴元灿(021)23154146dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398fyf11758@htsec.com  
张磊(021)23212001zl10996@htsec.com  
于鸿光(021)23219646yhg13617@htsec.com  
吴杰(021)23154113wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业  
李宏科(021)23154125lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399wanglt@htsec.com

互联网及传媒  
郝艳辉(010)58067906hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120sxw10268@htsec.com

有色金属行业  
施毅(021)23219480sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394gyj11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅(021)23219747tll5535@htsec.com

房地产行业  
涂力磊(021)23219747tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828yf11127@htsec.com

电子行业 周旭辉 zxb12382@htsec.com 李轩(021)23154652lx12671@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146dyc10422@htsec.com 王涛(021)23219760wt12363@htsec.com 吴杰(021)23154113wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171xbq6583@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431swr12178@htsec.com 李智(021)23219392lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137hl11570@htsec.com 联系人 杨蒙(0755)23617756ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926st9998@htsec.com 何婷(021)23219634ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382yun@htsec.com 罗月江(010)56760091lyj12399@htsec.com 陈宇(021)23219442cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxb12156@htsec.com 李富华(021)23154134lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒恒 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129lyf13079@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395jl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021)23219356ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399wanglt@htsec.com 赵洋(021)23154126zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389lwt13065@htsec.com	

## 研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385huxm@htsec.com 李唯佳(021)23219384liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988yyq9989@htsec.com 朱健(021)23219592zhuj@htsec.com 张丽莹(010)58067931zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977yys10962@htsec.com 郭金鑫(010)58067851gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高瑞 gr13547@htsec.com 郭楠 010-58067936gn12384@htsec.com
---	--	--

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com